

待结转资源仍然充裕

华泰研究

2025 年 10 月 31 日 | 中国内地

季报点评

房地产开发

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

13.18

林正衡

SAC No. S0570520090003
SFC No. BRC046

研究员

linzhengheng@htsc.com
+(86) 21 2897 2065

陈慎

SAC No. S0570519010002
SFC No. BIO834

研究员

chenshen@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

公司 10 月 30 日发布三季报, 1-3Q 实现营收 655.1 亿元, 同比+61%; 归母净利润 23.9 亿元, 同比+47%。Q3 公司业绩同比增速较 25H1 有所放缓, 但 1-3Q 累计来看, 交付高峰推动业绩同比高速增长, 期末待结转资源仍然充裕, 继续向全年销售、拿地和融资目标前进。公司在杭州具备显著的深耕优势、有望率先受益于核心城市房地产市场复苏, 兼顾拿地力度和财务稳健性, 充足的待结转资源提供业绩韧性。维持“买入”评级。

Q3 业绩同比增速较 25H1 有所放缓, 待结转资源仍然充裕

Q3 公司结转规模较 Q1、Q2 有所收缩(但仍然较高), 同时少数股东损益占比较高, 导致营收/归母净利润同比增速降至 21%/16%, 较 25H1 有所放缓。但 1-3Q 累计来看, 公司在交付高峰推动下, 营收和归母净利润保持了较高的同比增速, 且毛利率同比+2.0pct 至 12.4%, 出现触底迹象。归母净利润同比增速略低于营收, 主要因为 Q2 计提了存货减值, 同时并表合作项目结转较多导致 1-3Q 少数股东损益占比同比+33pct 至 41%。截至 Q3, 公司合同负债相对 24 年营收的覆盖度达到 135%, 待结转资源仍然充裕。

Q3 销售金额同比转正, 继续补充杭州优质地块

根据克而瑞的数据, 1-3Q 公司销售金额同比-2%至 786 亿元, 其中 Q3 销售金额同比+18%, 低基数下同比转正。根据公司公告, Q3 公司在杭州新获取 2 宗地块, 拿地总价 34 亿元, 1-3Q 拿地总价达到 367 亿元, 拿地强度 47%, 较 24 全年+7pct。我们预计公司能够实现 25 年的销售和拿地目标, 即销售金额超过 1000 亿元, 权益拿地金额占权益销售回款的 50%。

7 月、10 月境内债发行利率创同品种同期限的历史新低

Q3 公司有息负债较 24 年末-36 亿元至 338 亿元。公司在 7 月、10 月新发行境内债 13 亿元, 1 年期短融/2 年期中票利率为 2.50%/2.85%, 均创出同品种同期限的历史新低, 也较 25H1 3.1%的平均融资成本进一步降低。25 年公司计划继续压降有息负债至 300 亿元以内, 平均融资成本维持在 3.1%, 我们预计大概率能够实现。

盈利预测和估值

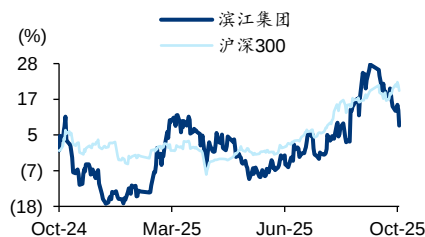
考虑到公司待结转资源仍然充裕、并表合作项目较多, 我们上调营收和少数股东损益占比, 预计 25-27 年 EPS 为 0.91/0.94/1.03 元(前值 0.90/0.93/1.02 元, 均上调 1%), 26BPS 为 10.54 元。可比公司平均 26PB (Wind 一致预期) 为 0.67 倍, 考虑到公司亮眼的业绩和拿地表现, 以及资产质量扎实、财务杠杆健康、待结转资源充裕、有望率先受益于核心城市房地产市场复苏等诸多优势, 我们认为公司合理 26PB 为 1.25 倍, 对应目标价 13.18 元(前值 13.04 元, 基于 1.35 倍 25PB)。

风险提示: 行业政策、区域市场、投资收益和少数股东损益占比波动风险。

基本数据

收盘价(人民币 截至 10 月 31 日)	10.62
市值(人民币百万)	33,044
6 个月平均日成交额(人民币百万)	335.27
52 周价格范围(人民币)	8.21-12.55

股价走势图



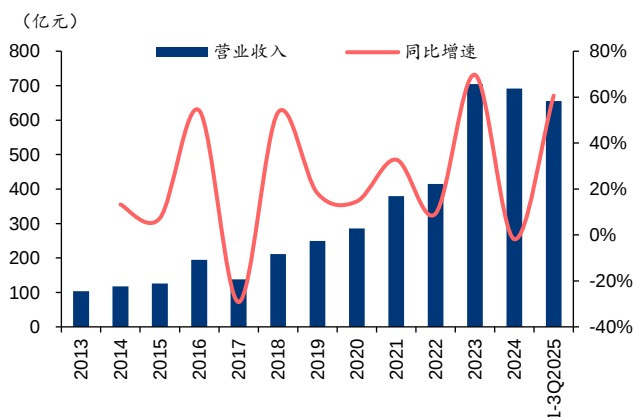
资料来源: Wind

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	69,152	72,609	65,516	65,575
+/-%	(1.83)	5.00	(9.77)	0.09
归属母公司净利润(百万)	2,546	2,834	2,930	3,200
+/-%	0.66	11.34	3.37	9.22
EPS(最新摊薄)	0.82	0.91	0.94	1.03
ROE(%)	7.35	7.83	7.52	7.62
PE(倍)	12.98	11.66	11.28	10.33
PB(倍)	1.20	1.10	1.01	0.92
EV EBITDA(倍)	7.74	6.41	5.26	4.11
股息率(%)	0.77	0.77	0.77	0.77

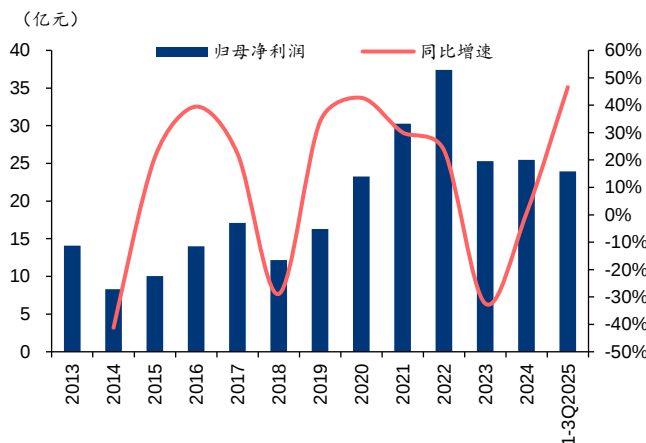
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1：公司营收和同比增速



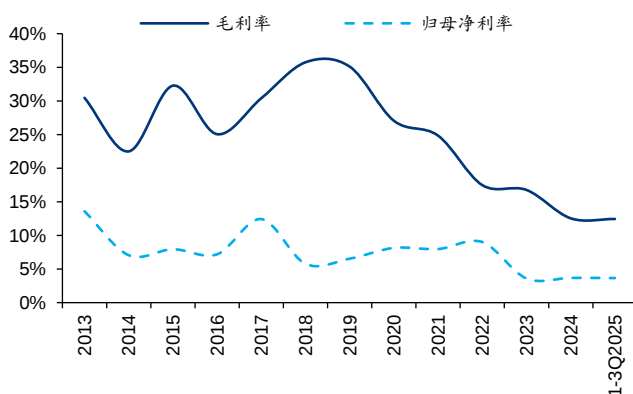
资料来源：公司公告，华泰研究

图表2：公司归母净利润和同比增速



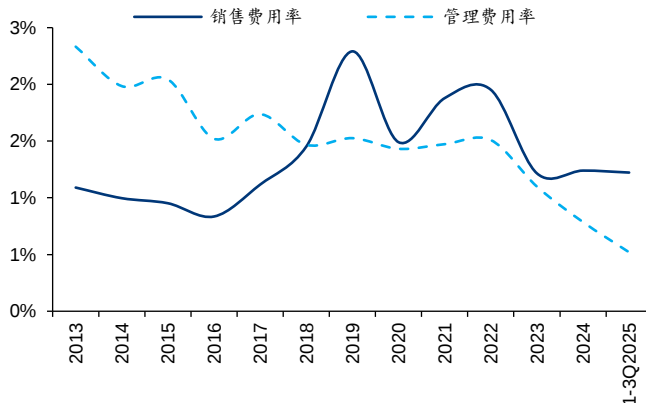
资料来源：公司公告，华泰研究

图表3：公司毛利率和归母净利率



资料来源：公司公告，华泰研究

图表4：公司销售和管理费用率（不含研发费用）



资料来源：公司公告，华泰研究

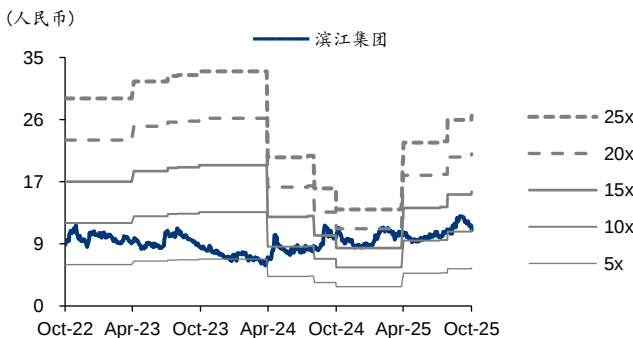
图表5：可比公司估值水平

彭博代码	股票名称	总市值 (亿元)	收盘价 (当地货币)	BPS (元)				P/B (倍)			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600325 CH	华发股份	135.41	4.92	7.17	7.33	7.54	7.76	0.69	0.67	0.65	0.63
600266 CH	城建发展	102.96	5.24	9.13	11.07	11.42	12.38	0.57	0.47	0.46	0.42
600649 CH	城投控股	117.21	4.68	8.35	8.56	8.84	9.19	0.56	0.55	0.53	0.51
1908 HK	建发国际集团	325.75	15.92	13.68	12.90	14.10	15.38	1.07	1.13	1.03	0.95
	平均							0.72	0.71	0.67	0.63

注：盈利预测来自 Wind 一致预期，统计时间为 2025 年 10 月 31 日

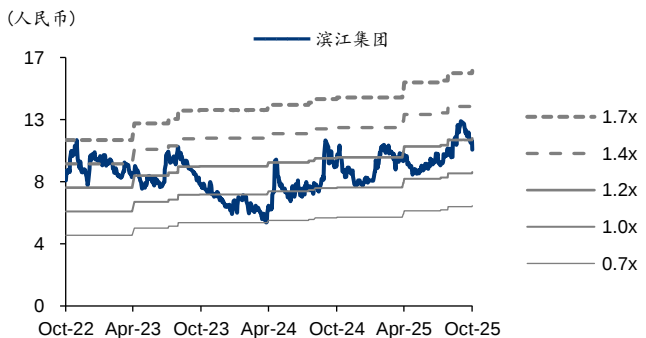
资料来源：Bloomberg, Wind, 华泰研究

图表6：滨江集团 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表7：滨江集团 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究



风险提示

地产政策波动的风险：地产相关的货币和财政政策、因城施策的调控政策存在不确定性，在房地产发展新模式的框架下，住房、土地、金融、财税等房地产相关领域的基础性制度存在调整优化的可能，都可能对房地产行业和房企经营造成扰动。

受杭州及长三角区域市场影响较大：公司重点布局杭州及浙江省，若区域市场表现不佳，公司房地产开发业务受影响程度可能较大。

投资收益和少数股东损益可能导致归母净利润波动：公司新增土储、销售权益比例较低，未来投资收益和少数股东损益占净利润的比例具有不确定性，可能导致归母净利润波动。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	258,201	227,195	237,814	243,717	258,184
现金	32,704	37,140	50,585	61,470	70,104
应收账款	473.64	692.69	835.91	705.64	837.29
其他应收账款	38,113	27,732	31,541	28,020	31,594
预付账款	1.69	1.32	1.84	1.02	1.84
存货	172,698	148,517	141,091	141,091	143,207
其他流动资产	14,211	13,112	13,760	12,430	12,441
非流动资产	31,831	31,888	32,846	33,456	34,294
长期投资	17,864	17,875	18,684	19,533	20,425
固定投资	1,171	1,079	1,129	1,070	1,011
无形资产	134.14	129.48	129.62	129.50	129.17
其他非流动资产	12,662	12,805	12,904	12,724	12,730
资产总计	290,032	259,083	270,661	277,174	292,479
流动负债	202,701	179,759	185,521	188,213	200,536
短期借款	0.00	590.90	590.90	590.90	590.90
应付账款	5,558	5,641	6,410	6,197	7,119
其他流动负债	197,143	173,527	178,519	181,425	192,826
非流动负债	28,876	27,771	29,482	29,050	27,364
长期借款	25,824	24,445	25,956	25,867	24,178
其他非流动负债	3,052	3,327	3,526	3,183	3,186
负债合计	231,577	207,530	215,003	217,263	227,900
少数股东权益	33,153	24,025	25,551	27,129	28,852
股本	3,111	3,111	3,111	3,111	3,111
资本公积	2,170	2,090	2,090	2,090	2,090
留存公积	20,238	22,526	26,450	30,506	34,936
归属母公司股东权益	25,302	27,528	30,107	32,782	35,727
负债和股东权益	290,032	259,083	270,661	277,174	292,479

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	32,650	7,668	12,047	10,220	9,059
净利润	2,852	3,791	4,361	4,508	4,923
折旧摊销	505.76	635.34	362.64	474.63	475.58
财务费用	540.24	478.56	200.00	13.92	(152.29)
投资损失	(1,231)	(955.35)	(993.35)	(1,033)	(1,075)
营运资金变动	25,649	2,246	7,930	5,827	4,641
其他经营现金	4,334	1,471	186.75	430.13	246.12
投资活动现金	(12,314)	(1,973)	(236.13)	(236.90)	(236.14)
资本支出	(188.82)	(27.79)	(411.76)	(418.48)	(414.97)
长期投资	(3,795)	(677.64)	(809.32)	(849.22)	(891.12)
其他投资现金	(8,330)	(1,268)	984.95	1,031	1,070
筹资活动现金	(11,967)	(1,283)	1,634	902.26	(189.00)
短期借款	0.00	590.90	0.00	0.00	0.00
长期借款	(9,126)	(1,379)	1,511	(88.95)	(1,689)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	70.50	(80.46)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(2,912)	(413.97)	122.87	991.21	1,500
现金净增加额	8,371	4,414	13,444	10,885	8,633

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	70,443	69,152	72,609	65,516	65,575
营业成本	58,638	60,481	63,268	56,731	56,591
营业税金及附加	1,508	647.11	1,089	982.74	983.62
营业费用	856.55	857.41	900.27	812.33	813.05
管理费用	774.39	543.81	571.00	515.22	515.68
财务费用	540.24	478.56	200.00	13.92	(152.29)
资产减值损失	(3,780)	(869.29)	(871.30)	(786.19)	(786.89)
公允价值变动收益	(3.03)	7.96	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1,231	955.35	993.35	1,033	1,075
营业利润	5,055	5,989	6,441	6,473	6,877
营业外收入	10.94	11.30	10.73	10.99	11.01
营业外支出	29.79	65.81	38.49	44.70	49.67
利润总额	5,036	5,934	6,413	6,440	6,838
所得税	2,184	2,143	2,052	1,932	1,915
净利润	2,852	3,791	4,361	4,508	4,923
少数股东损益	322.59	1,245	1,526	1,578	1,723
归属母公司净利润	2,529	2,546	2,834	2,930	3,200
EBITDA	6,045	7,003	6,928	6,885	7,118
EPS (人民币, 基本)	0.81	0.82	0.91	0.94	1.03

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	69.73	(1.83)	5.00	(9.77)	0.09
营业利润	(5.00)	18.49	7.54	0.51	6.23
归属母公司净利润	(32.39)	0.66	11.34	3.37	9.22
获利能力 (%)					
毛利率	16.76	12.54	12.86	13.41	13.70
净利率	4.05	5.48	6.01	6.88	7.51
ROE	4.88	7.35	7.83	7.52	7.62
ROIC	55.05	(140.82)	(35.79)	(22.04)	(17.69)
偿债能力					
资产负债率 (%)	79.85	80.10	79.44	78.39	77.92
净负债比率 (%)	11.89	(5.27)	(25.28)	(39.70)	(50.33)
流动比率	1.27	1.26	1.28	1.29	1.29
速动比率	0.35	0.37	0.45	0.48	0.51
营运能力					
总资产周转率	0.25	0.25	0.27	0.24	0.23
应收账款周转率	154.07	118.58	95.00	85.00	85.00
应付账款周转率	12.67	10.80	10.50	9.00	8.50
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.81	0.82	0.91	0.94	1.03
每股经营现金流(最新摊薄)	10.49	2.46	3.87	3.28	2.91
每股净资产(最新摊薄)	8.13	8.85	9.68	10.54	11.48
估值比率					
PE (倍)	13.07	12.98	11.66	11.28	10.33
PB (倍)	1.31	1.20	1.10	1.01	0.92
EV EBITDA (倍)	12.08	7.74	6.41	5.26	4.11

免责声明

分析师声明

本人，林正衡、陈慎，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 滨江集团（002244 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师林正衡、陈慎本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 滨江集团（002244 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15%以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司