

保利地产 (600048.SH)

穿越周期真龙头，我言秋日胜春朝

穿越周期真龙头，首次覆盖给予“买入”评级。我们预计公司 2019 年至 2021 年营业收入为 2677 亿元/3561 亿元/4613 亿元，归母净利润为 280 亿元/359 亿元/424 亿元，EPS 为 2.36 元/3.02 元/3.56 元，当前股价对应 PE 为 5.6 倍/4.4 倍/3.7 倍，**首次覆盖目标价 17.7 元（对应 7.5 倍 PE）。**

行业小周期下行，结构性机会来自穿越周期的集中度提升。相对于中型房企，公司杠杆水平明显较低，2019H1 净负债率为 86%，低于主流房企平均；相对于碧万恒，公司 2018 年销售额相当于碧万恒的 56%、67%和 73%，布局城市共计 131 个，远低于碧桂园的 269 个和恒大的 228 个。

未售货值丰富，结构合理，开工积极，销售可期。货值仍然丰富，可售货值对上年和本年销售额的覆盖率达到 3.1 和 2.6。结构方面，一二线货值占比约 70%。推货方面，本年开工有望达到 5400 万平方米，同比增长 23%，有力推动公司货值释放。

待结算资源量足、质佳、成熟度高，业绩高峰即将到来。数量方面，预收账款同比增长 24.4%，对上年营收覆盖率进一步提升至 186%；质量方面，毛利率短期内预计维持 32%以上，少数股东损益占比有望下降至 25%左右。

杠杆合理攻守兼备，融资优势更显著可贵。公司杠杆稳中有降，净负债率下降 2.6 个百分点，目前低于 A 股多数主流房企。融资优势明显，账面有息负债综合成本为 4.99%，有息负债成本显著低于行业平均，在融资整体收紧的大背景下，融资优势有望进一步转化为经营优势。

股息率接近公司发行债券，物业上市有望提升综合实力。我们估算公司 2019 年股息率将达到 5.06%，高于公司发行债券的平均票面利率 4.36%。保利物业成功上市后，有望进一步提升母公司的综合实力。

风险提示：项目竣工及结算进度不达预期；结算毛利率不达预期；公司销售不达预期；融资超预期收紧。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	146,306	194,514	267,737	356,071	461,345
增长率 yoy (%)	-5.5	32.9	37.6	33.0	29.6
归母净利润(百万元)	15,626	18,904	28,049	35,898	42,351
增长率 yoy (%)	25.8	21.0	48.4	28.0	18.0
EPS 最新摊薄(元/股)	1.31	1.59	2.36	3.02	3.56
净资产收益率(%)	12.4	14.0	17.3	18.4	18.0
P/E(倍)	10.1	8.4	5.6	4.4	3.7
P/B(倍)	1.6	1.4	1.2	0.9	0.8

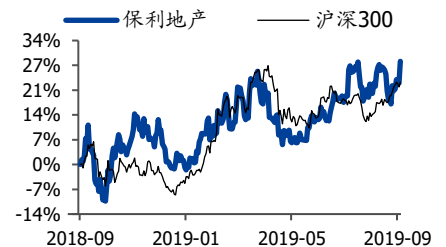
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（首次）

股票信息

行业	房地产开发
最新收盘价	14.64
总市值(百万元)	174,161.22
总股本(百万股)	11,896.26
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	57.44

股价走势



作者

分析师 任鹤

执业证书编号：S0680519060001

邮箱：renhe@gszq.com



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	646,157	766,481	929,985	1,085,501	1,308,318
现金	67,801	113,431	140,869	178,035	230,672
应收账款	1,855	38	5,411	873	6,487
其他应收款	63,642	0	87,600	28,902	122,044
预付账款	54,151	26,045	84,339	62,464	127,742
存货	439,040	474,505	529,395	720,366	721,468
其他流动资产	19,668	152,462	82,370	94,861	99,904
非流动资产	50,295	80,012	104,047	131,661	160,879
长期投资	23,451	48,489	61,912	78,264	95,957
固定投资	4,101	4,594	6,825	9,936	13,478
无形资产	41	119	107	92	74
其他非流动资产	22,702	26,810	35,203	43,369	51,371
资产总计	696,452	846,494	1,034,032	1,217,162	1,469,197
流动负债	362,950	444,897	576,718	695,807	879,690
短期借款	3,067	3,011	3,039	18,912	34,490
应付账款	45,457	46,049	44,302	57,242	60,727
其他流动负债	314,426	395,836	529,377	619,653	784,473
非流动负债	175,262	215,103	239,095	259,738	276,363
长期借款	175,106	214,939	238,931	259,575	276,199
其他非流动负债	156	164	164	164	164
负债合计	538,212	660,000	815,813	955,545	1,156,052
少数股东权益	51,260	64,572	74,193	86,333	100,283
股本	11,858	11,895	11,896	11,896	11,896
资本公积	15,462	15,246	15,246	15,246	15,246
留存收益	74,393	88,121	114,307	147,648	186,651
归属母公司股东收益	106,980	121,923	144,025	175,284	212,862
负债和股东权益	696,452	846,494	1,034,032	1,217,162	1,469,197

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	-29,296	11,893	21,470	15,705	34,372
净利润	19,677	26,149	37,671	48,038	56,301
折旧摊销	792	1,015	1,385	2,241	3,416
财务费用	2,392	2,585	3,961	4,389	4,794
投资损失	-1,680	-2,690	-3,247	-3,734	-4,152
营运资金变动	-50,182	-19,231	-18,298	-35,228	-25,987
其他经营现金流	-294	4,066	0	0	0
投资活动净现金流	-16,951	-13,459	-22,172	-26,121	-28,483
资本支出	495	604	7,970	8,271	8,135
长期投资	-8,185	-14,420	-13,423	-16,169	-17,693
其他投资现金流	-24,641	-27,276	-27,625	-34,019	-38,041
筹资活动净现金流	67,398	46,498	28,139	32,283	31,893
短期借款	2,658	-56	28	574	723
长期借款	76,114	39,833	23,992	20,643	16,625
普通股增加	1	37	1	0	0
资本公积增加	576	-217	0	0	0
其他筹资现金流	-11,951	6,901	4,118	11,066	14,546
现金净增加额	21,013	45,093	27,438	21,868	37,782

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	146,306	194,514	267,737	356,071	461,345
营业成本	100,872	131,339	180,702	243,703	324,413
营业税金及附加	12,457	16,122	24,342	31,699	40,134
营业费用	3,866	5,912	6,818	9,364	12,523
管理费用	2,845	3,495	4,500	6,130	8,239
财务费用	2,392	2,585	3,961	4,389	4,794
资产减值损失	66	2,351	0	0	0
公允价值变动收益	-1	190	0	0	0
投资净收益	1,680	2,690	3,247	3,734	4,152
营业利润	25,527	35,593	50,662	64,519	75,394
营业外收入	325	366	315	329	334
营业外支出	153	179	134	147	153
利润总额	25,699	35,780	50,843	64,701	75,575
所得税	6,022	9,631	13,172	16,663	19,274
净利润	19,677	26,149	37,671	48,038	56,301
少数股东收益	4,051	7,245	9,622	12,139	13,950
归属母公司净利润	15,626	18,904	28,049	35,898	42,351
EBITDA	37,703	50,364	59,133	75,247	88,860
EPS (元/股)	1.31	1.59	2.36	3.02	3.56

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	-5.5	32.9	37.6	33.0	29.6
营业利润 (%)	10.4	39.4	42.3	27.4	16.9
归属母公司净利润 (%)	25.8	21.0	48.4	28.0	18.0
盈利能力					
毛利率 (%)	31.1	32.5	32.5	31.6	29.7
净利率 (%)	10.7	9.7	10.5	10.1	9.2
ROE (%)	12.4	14.0	17.3	18.4	18.0
ROIC (%)	9.1	9.4	9.6	10.2	10.1
偿债能力					
资产负债率 (%)	77.3	78.0	78.9	78.5	78.7
净负债比率 (%)	86.5	80.6	73.7	68.9	58.7
流动比率	1.8	1.7	1.6	1.6	1.5
速动比率	0.6	0.7	0.7	0.5	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.25	0.25	0.28	0.32	0.34
应收账款周转率	84.4	205.5	98.3	113.3	125.4
应付账款周转率	2.4	2.9	4.0	4.8	5.5
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	1.31	1.59	2.36	3.02	3.56
每股经营现金流 (最新摊薄)	-6.27	1.22	1.80	1.32	2.89
每股净资产 (最新摊薄)	8.57	9.70	11.56	14.19	17.35
估值指标 (倍)					
P/E	10.1	8.4	5.6	4.4	3.7
P/B	1.6	1.4	1.2	0.9	0.8
EV/EBITDA	9.2	7.4	6.7	5.6	5.0

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

穿越周期真龙头，我言秋日胜春朝	6
1. 历经周期稳健成长，经营稳定备受机构青睐	6
1.1 运营风格稳健，行业地位稳固	6
1.2 股权结构稳定，备受机构青睐	8
1.3 一主两翼综合性龙头房企，同心多元化稳健推进	9
2. 行业小周期下行，结构性机会来自穿越周期的集中度提升	10
2.1 销售下行趋势料将延续，底部尚未到来	10
2.2 地产股短期偏绝对收益，长期仍看集中度提升	11
2.3 自上而下看保利地产：相对中型房企更加稳健，相对碧恒万更有空间	12
3. 销售：货值丰富，结构合理，开工积极，销售可期	13
3.1 可售资源存量维持稳定，销售覆盖率仍处高位	14
3.2 拿地减少短期影响不大，预计下半年拿地节奏提升	15
3.3 货值结构合理，一二线占比约 70%	16
3.4 新开工稳增，货值释放积极	17
4. 业绩：已售未结资源的数量、质量、成熟度	18
4.1 量足：预售账款较快增长，营收覆盖率高位稳定	18
4.2 质佳：毛利率短期维持高位，少数股东损益占比有望下降	19
4.3 成熟度高：即将迎来结算高峰	21
5. 杠杆合理融资优势明显，进可攻退可守	22
5.1 融资优势明显，融资收紧大背景下机会大于挑战	22
5.2 杠杆扩张后仍低，进可攻退可守	23
5.3 短期债务到期压力较低	23
6. 股息率接近债券利率，物业上市提升综合实力	24
6.1 股息率接近公司债券票面利率	24
6.2 物业公司拟港股上市，有望进一步提升公司综合实力	25
7. 业绩预测与估值	27
7.1 业绩预测	27
7.2 估值	27
8. 投资建议	28
风险提示	29

图表目录

图表 1: 公司发展历程	7
图表 2: 销售排名自 2015 年开始稳健上升	7
图表 3: 公司历年销售表现	7
图表 4: 公司历年业绩表现	7
图表 5: 2013 至 2015 行业下行周期中公司节奏放缓	8
图表 6: 公司市占率持续提升	8
图表 7: 公司股权结构 (2019H1)	8
图表 8: 机构持仓变化情况 单位: %	9
图表 9: 公司不动产金融业务布局	9
图表 10: 公司综合服务业务布局	9

图表 11: 公司两翼业务营收情况	10
图表 12: 保利物业在管项目: 广州保利叁月广场	10
图表 13: 本轮地产景气周期明显较长 单位: %	11
图表 14: 地产股估值处于历史低位, 下行空间有限	11
图表 15: 地产股股息率处于历史高位, 且仍有上行空间 单位: %	11
图表 16: 销售金额集中度持续提升	12
图表 17: 销售面积集中度持续提升	12
图表 18: 2019H1 主流房企净负债率 单位: %	13
图表 19: 主流房企历年融资成本	13
图表 20: 龙头房企布局城市数量 单位: 个	13
图表 21: 公司本年销售额有望达到 5000 亿元	14
图表 22: 公司本年销售面积有望达到 3247 万平方米	14
图表 23: 公司可售面积存量增速有所下滑	15
图表 24: 公司可售货值存量增速有所下滑	15
图表 25: 公司可售资源相对销售的覆盖率仍处高位	15
图表 26: 公司拿地面积增速持续低位	16
图表 27: 公司拿地金额增速下降	16
图表 28: 上半年土地成交均价迅速上行, 7月开始下降	16
图表 29: 上半年百城土地成交溢价率迅速上行, 7月开始下降	16
图表 30: 公司明年开工规模或存下降压力	16
图表 31: 公司可售面积能级分布 单位: 平方米	17
图表 32: 公司可售面积区域分布 单位: 平方米	17
图表 33: 公司权益土储能级分布 单位: 平方米	17
图表 34: 公司权益土储区域分布 单位: 平方米	17
图表 35: 公司本年开工预计高位稳定 单位: 万平方米	18
图表 36: 公司开工增速与销售面积增速有较强相关性	18
图表 37: 公司预收账款对营收覆盖率高位稳定	19
图表 38: 公司预收账款对营收覆盖率处于主流房企较高水平	19
图表 39: 公司已售未结面积区域分布 单位: 平方米	19
图表 40: 公司房地产业务历年毛利率及各区域毛利率 单位: %	19
图表 41: 已售未结算面积中, 高毛利区域占比上升, 低毛利区域占比下降	20
图表 42: 基于合理假设的少数股东损益占比计算	20
图表 43: 样本房企少数股东损益占比	21
图表 44: 公司六大区域未结算面积权益占比	21
图表 45: 公司历年竣工计划及完成率 单位: 万平方米	21
图表 46: 竣工增速与结算增速差距扩大	21
图表 47: 公司预收账款持续快速增长	22
图表 48: 预收账款成熟度提升快	22
图表 49: 公司融资成本基本处于行业最优水平	22
图表 50: 房地产开发到位资金增速自 5 月开始下滑 单位: %	22
图表 51: 公司剔除预收账款后的资产负债率处于行业较低水平 单位: %	23
图表 52: 公司净负债率处于行业较低水平 单位: %	23
图表 53: 公司短期偿债压力低于多数主流房企	24
图表 54: 2015 年以来现金分红比率维持在 30% 以上	24
图表 55: 公司估值处于历史低位	24
图表 56: 公司当前未偿还债券及票据利率	25
图表 57: 保利物业在管住宅项目: 广州保利天悦	25

图表 58: 保利物业在管商业项目: 保利叁悦广场	25
图表 59: 保利物业历年业绩表现	26
图表 60: 在管面积快速增长, 住宅占比有所下降	26
图表 61: 物业费提升驱动盈利能力提升	26
图表 62: 公司各项业务营收增速预测	27
图表 63: 比公司估值及净利润增速	28

穿越周期真龙头，我言秋日胜春朝

公司成立于 1992 年，经过多年稳健快速发展，已成长为以房地产开发经营为主、以房地产金融和社区消费服务为翼的“一主两翼”的综合性龙头房企。2018 年，公司以 4048 亿元的签约销售额位居全行业第五，龙头地位愈发稳固。站在当下时点，我们看好公司的主要逻辑如下：

- ◆ **行业小周期下行，结构性机会来自穿越周期的集中度提升：**短期内销售仍处下行周期，结构性机会来自于穿越周期的集中度提升。公司相对于中型房企，经营更为稳健，面对下行周期的经验更加丰富，相对于碧万恒，销售规模、布局城市、营收规模和市值均有更大的成长空间。
- ◆ **未售货值丰富，结构合理，开工积极，销售可期：**货值方面，可售资源仍丰富，可售面积对上年和本年销售面积的覆盖率达到 3.0 和 2.6，短期拿地减少影响不大。结构方面，一二线货值占比约 70%，能够更好地抵御市场下行压力。推货方面，本年开工有望达到 5400 万平方米，对应开工增速为 22.8%。有力推动公司货值释放。
- ◆ **待结算资源量足、质佳、成熟度高，业绩高峰即将到来：**待结算资源数量方面，预收账款覆盖率较快增长，营收覆盖率高位稳定；质量方面，由于高毛利项目进入结转和高毛利区域占比提升，毛利率短期内预计维持高位，且少数股东损益占比有望下降；成熟度方面，从竣工面积增速和其他应收应付变化两方面分析，公司结算高峰即将到来。
- ◆ **杠杆合理攻守兼备，融资优势更显可贵：**公司 2018 年开始杠杆稳中有降，目前低于 A 股多数主流房企，较低的杠杆水平降低经营风险的同时，亦保留了公司择机扩张的空间。同时，公司融资优势明显，在行业融资整体收紧的大背景下，融资优势有望进一步转化为经营优势。
- ◆ **股息率接近公司发行债券，物业上市有望提升综合实力：**按照 9 月 10 日收盘价计算，公司 TTM 股息率为 3.57%，我们估算公司 2019 年股息率将达到 5.06%，高于公司发行债券和票据的平均票面利率 4.36%。保利物业成功上市后，有望进一步提升母公司的综合实力。

1. 历经周期稳健成长，经营稳定备受机构青睐

1.1 运营风格稳健，行业地位稳固

公司成立于 1992 年，经过多年稳健快速发展，已成长为以房地产开发经营为主、以房地产金融和社区消费服务为翼的“一主两翼”的综合性龙头房企。2018 年，公司以 4048 亿元的签约销售额位居全行业第五，龙头地位愈发稳固。

公司自成立以来，历经多轮周期，大体分为四个阶段：2002 年前，公司处于创业起步和夯实基础阶段，加之房地产市场仍处于市场化初期，公司发展速度相对平稳；2002 年开始，公司完成股份制改造，立足广州，实现了发展提速；2006 年上市后，公司开始着力提升品牌能力，提出“和者筑善”的企业理念，也在此阶段开始着力走出华南，走向全国；2011 年至今，虽然历经地产小周期波动，但公司坚持布局全国，稳健发展，据克而瑞数据，截至 2019 年 8 月，公司以 3095 亿元销售额，位列全行业第四，龙头房企当之无愧。

由于公司运营风格偏重稳健，在 2013 年至 2015 年的地产下行周期中，公司扩张节奏有所放缓，排名有所下滑。从 2016 年开始，公司抓住市场上行周期，扩张节奏加快，排名由行业第 6 上升至目前的行业第 4，行业地位稳步上升中。

图表 1: 公司发展历程



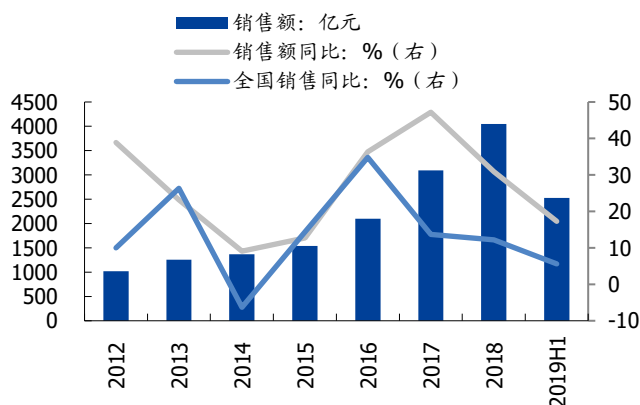
资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 2: 销售排名自 2015 年开始稳健上升

2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
万科地产	万科地产	万科地产	万科地产	万科地产	中国恒大	碧桂园	碧桂园	碧桂园
恒大地产	绿地集团	绿地集团	绿地集团	恒大地产	万科地产	万科地产	万科地产	万科地产
绿地集团	保利地产	万达集团	万达集团	绿地集团	碧桂园	中国恒大	中国恒大	中国恒大
保利地产	中海地产	保利地产	恒大地产	万达集团	绿地集团	融创中国	融创中国	保利发展
中海地产	恒大地产	中海地产	保利地产	中海地产	保利地产	保利地产	保利发展	融创中国
万达集团	万达集团	碧桂园	碧桂园	保利地产	中海地产	绿地控股	绿地控股	中海地产
碧桂园	绿城中国	恒大地产	中海地产	碧桂园	融创中国	中海地产	中海地产	绿地控股
龙湖地产	华润置地	华润置地	世茂房地产	华润置地	华夏幸福	龙湖地产	新城控股	新城控股
华润置地	碧桂园	世茂房地产	华润置地	融创中国	绿城中国	华夏幸福	华润置地	华润置地
世茂房地产	世茂房地产	绿城中国	融创中国	华夏幸福	万达集团	华润置地	龙湖集团	龙湖集团

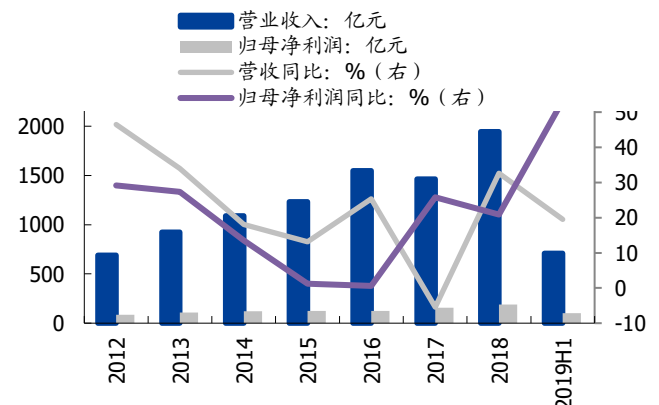
资料来源：克而瑞，国盛证券研究所

图表 3: 公司历年销售表现



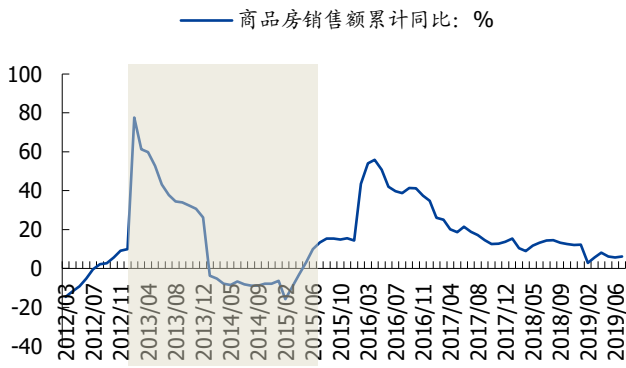
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 4: 公司历年业绩表现



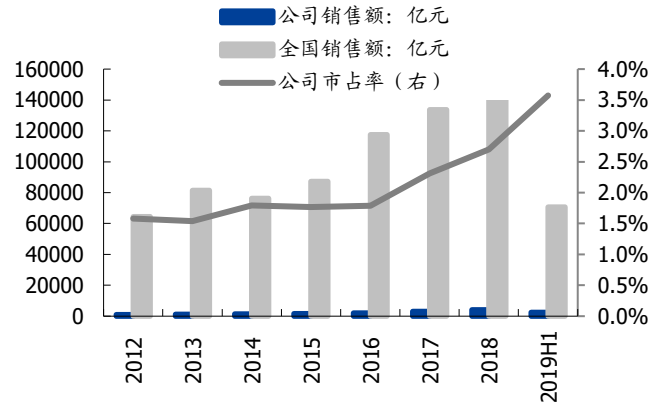
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 5: 2013 至 2015 行业下行周期中公司节奏放缓



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 6: 公司市占率持续提升



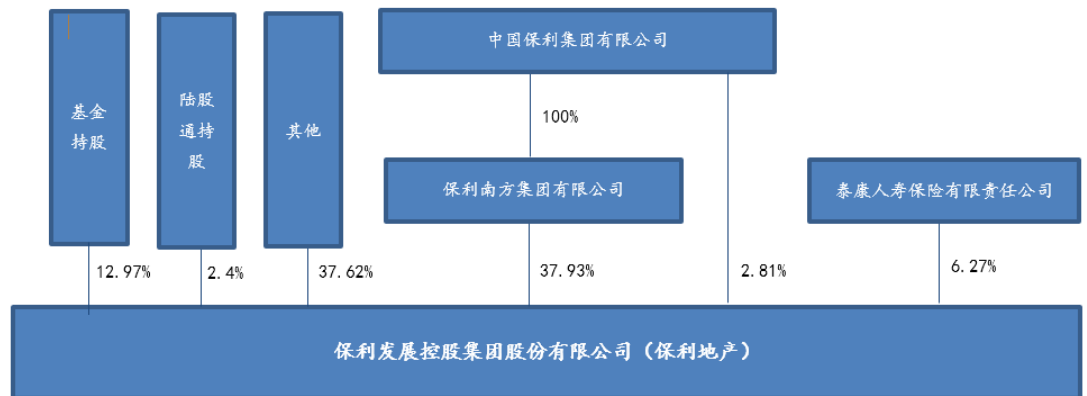
资料来源: 公司公告, 国家统计局, 国盛证券研究所

1.2 股权结构稳定, 备受机构青睐

公司控股股东保利南方集团有限公司, 直接持股 37.93%, 实际控制人为中国保利集团有限公司, 合计持股 40.74% (直接持股 2.81%, 通过保利南方间接持股 37.93%), 最终控制人为国务院国有资产监督管理委员会, 股权结构清晰稳定。

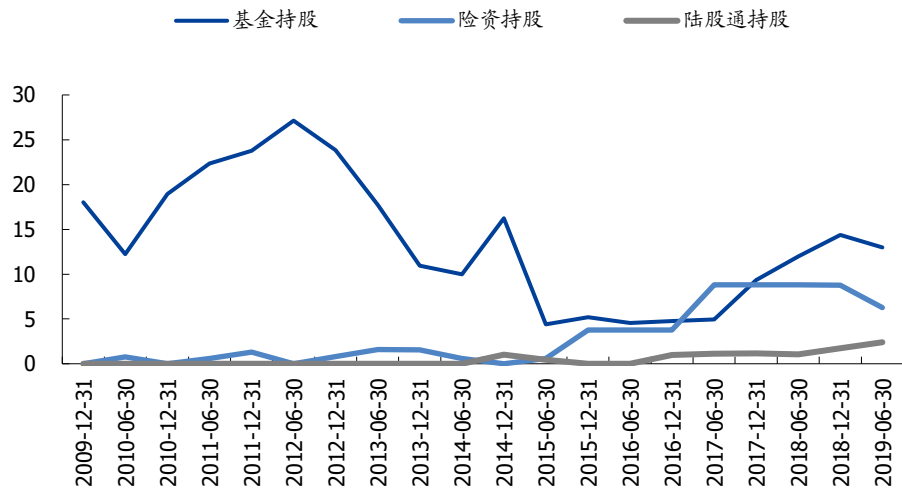
公司第二大股东为泰康人寿, 通过三个产品合计持股 6.27%, 险资持股比例较高, 这也对公司的经营稳健性和分红稳定性提出了较高要求。截至 2019H1, 基金持股比例 12.97%, 相对 2018 年末小幅下降 1.4 个百分点, 险资持股也有所减少。与此同时, 陆股通持股由 2018 年末的 1.74% 提升至 2.4%, 上升 0.66 个百分点。总体上看, 机构持股比例有所下降, 原因主要在于上半年地产股表现一般, 机构整体持仓有所下降。

图表 7: 公司股权结构 (2019H1)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 8: 机构持仓变化情况 单位: %



资料来源: wind, 国盛证券研究所

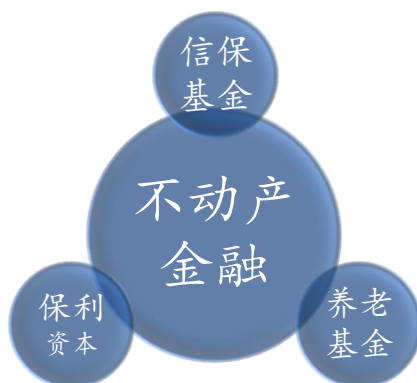
1.3 一主两翼综合性龙头房企，同心多元化稳健推进

在以房地产开发业务为主营业务的同时，公司坚持拓展不动产金融与综合服务领域，形成了“一主两翼”的发展格局。2018年，公司两翼业务创造营业收入113亿元，同比增长30%，占公司总体营业收入的5.81%，为公司带来毛利润35.6亿元。

综合服务方面，保利物业管理面积约3.7亿平方米，在管面积近2.0亿平方米，其中外拓项目在管面积近0.9亿平方米，并已向中国证监会、香港联交所递交首次公开发行境外上市外资股并上市申请材料。保利投资顾问继续推进与业界龙头合富辉煌战略合作，加大与外部开发商的合作，累计覆盖城市超过200个，持续提升市场竞争力。

不动产金融方面，公司累计基金管理规模逾1000亿元，累计投资项目超过150个，其中信保基金多次被评为“中国房地产基金十强”。

图表 9: 公司不动产金融业务布局



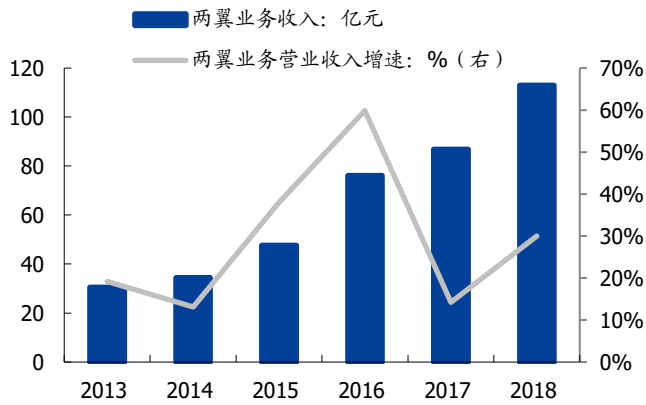
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 10: 公司综合服务业务布局



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 11: 公司两翼业务营收情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 12: 保利物业在管项目: 广州保利叁月广场



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2. 行业小周期下行, 结构性机会来自穿越周期的集中度提升

2.1 销售下行趋势料将延续, 底部尚未到来

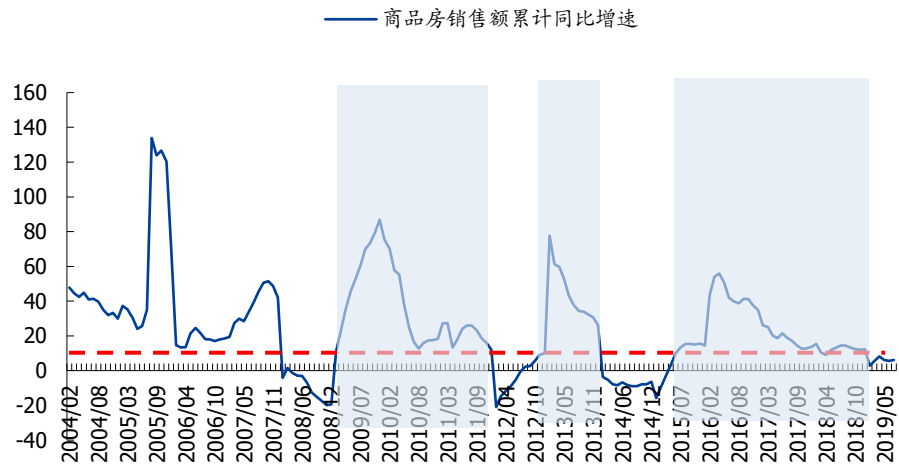
从全国商品房销售额同比增速来看, 本轮地产小周期在 2016 年 4 月达到周期高点后即开始缓慢下行, 但从同比增速的水平来看, 从 2015 年 6 月至 2018 年 12 月长达 40 个月的时间里, 销售额同比增速均处在 10% 以上的水平, 景气周期较长。

同时, 由于本轮下行周期中, 一二线城市与三四线城市周期错位, 因此下行周期呈现“长而缓”的走势, 截至本年 7 月, 全国商品房销售额累计同比增速为 6.2%, 按照过去几轮周期的经验, 当下时点距离周期低点仍有距离。

主流开发商销售情况, 也一定程度上反映了当前市场“下行而非筑底”。我们统计了 TOP50 房企截至 8 月份的销售额同比增速, 本年增速高于上年的房企仅有 5 家, TOP15 房企则全部低于上年销售增速, 下行趋势明显。同时, TOP50 房企中销售额增速转负的仅有 7 家, TOP20 房企中则仅有 1 家低于增速转负, 言底为时尚早。

据此, 经历了史上最长的景气周期、销售下行节奏缓慢的背景下, 本轮地产小周期下行仍将延续, 底部尚未到来, 预计下行周期仍将维持半年以上, 我们预计本年商品房销售额同比增速在 3% 左右, 短期难以看到销售情况的反转。

图表 13: 本轮地产景气周期明显较长 单位: %



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

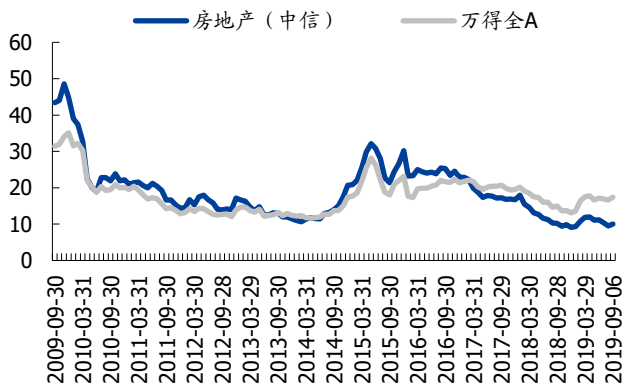
2.2 地产股短期偏绝对收益, 长期仍看集中度提升

短期来看, 地产股偏绝对收益属性

我们认为, 地产股短期偏绝对收益属性, 理由如下:

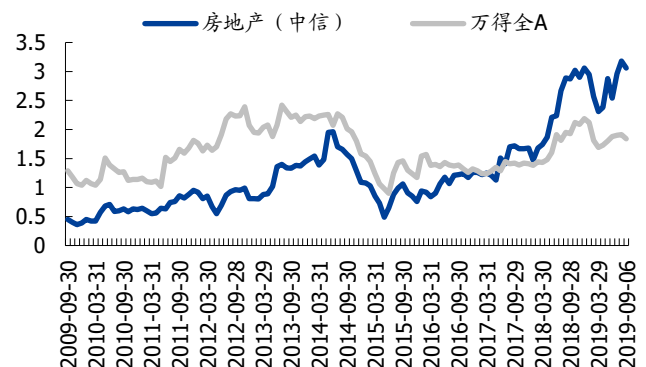
- ◆ 销售仍处下行周期, 政策无整体转向可能, 融资收紧影响逐渐显现, 估值难有上行空间;
- ◆ 市场对政策预期理性, 融资进一步收紧概率低, 估值整体低位, 下行空间有限;
- ◆ 从一般的交房周期大致估算, 今明两年都将迎来竣工交房的同比持续好转, 推动地产板块整体业绩释放;
- ◆ 整体股息率达到 3%以上, 处于历史高位, 且随着业绩高峰到来, 股息率仍有上行空间。

图表 14: 地产股估值处于历史低位, 下行空间有限



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 15: 地产股股息率处于历史高位, 且仍有上行空间 单位: %



资料来源: wind, 国盛证券研究所

短期结构性机会的三个基础

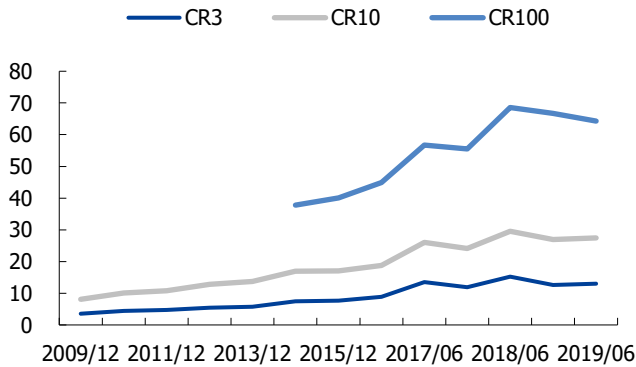
基于短期地产股绝对收益属性的判断, 我们认为地产股的结构性的机会来自于三个基础: 一是在销售下行、多数房企销售增速有所下降的背景下, 销售“相对好”的公司, 短期

相对地产板块整体，有望产生超额收益；二是业绩释放高峰期逐渐到来，房企整体业绩上行的背景下，业绩表现好于整体和市场预期的公司，股价上行空间更大；三是融资收紧持续的背景下，资金相对健康稳健的公司，受“坏消息”影响会相对小。

长期还看穿越周期的集中度提升

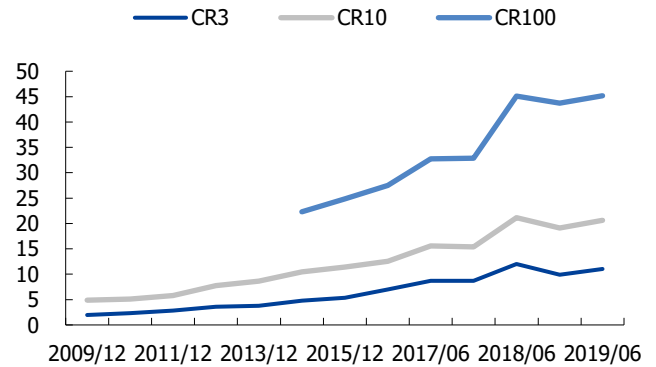
从长周期视角来看，随着城镇化进入后半段，人均住房面积达到 30 平方米以上，房地产开发业务增量市场空间相对有限，行业已由成长期进入成熟期。同时，从当前房地产行业的集中度来看，仍然处于相对较低的水平，以销售金额计算，截至 2019 年 6 月，CR3 为 13%，CR10 为 27.4%，CR100 为 64.3%，头部房企市占率仍有上升空间。

图表 16: 销售金额集中度持续提升



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 17: 销售面积集中度持续提升



资料来源: wind, 国盛证券研究所

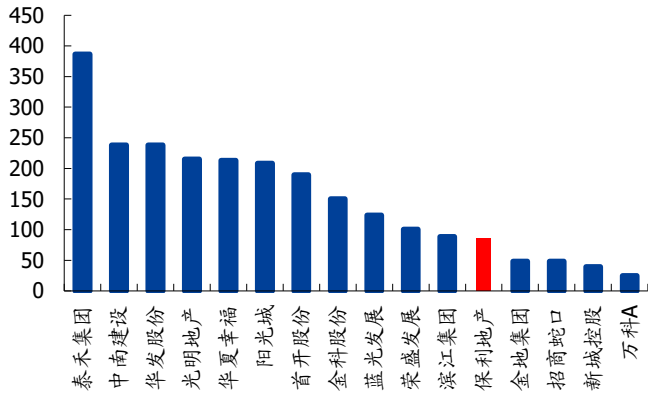
2.3 自上而下看保利地产：相对中型房企更加稳健，相对碧恒万更有空间

相对中型房企：成长兼顾稳健

我们以当前 A 股市场关注度较高的 15 家主流房企作为研究样本，计算了其净负债率和融资成本，相对于多数的中型房企，保利地产杠杆水平和融资成本均明显较低，体现了公司较为稳健的财务状况。公司 2019H1 净负债率为 86%，相对 2018 年末有所上升，高于万科、招蛇、金地和新城，但明显低于其他 10 家房企；融资成本方面，公司 2018 年融资成本为 5.03%，低于多数主流房企。

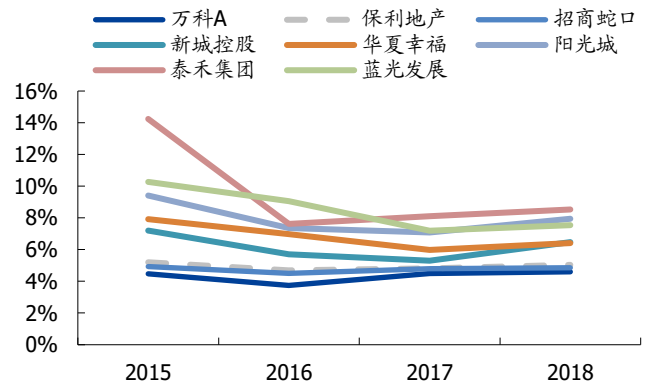
我们认为，与近年成长较快的中型房企相比，公司较好的平衡了成长和稳健的关系，在较快成长的同时兼顾财务稳健性，而这在已经开始的下行周期中，会显得越发重要。

图表 18: 2019H1 主流房企净负债率 单位: %



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 19: 主流房企历年融资成本



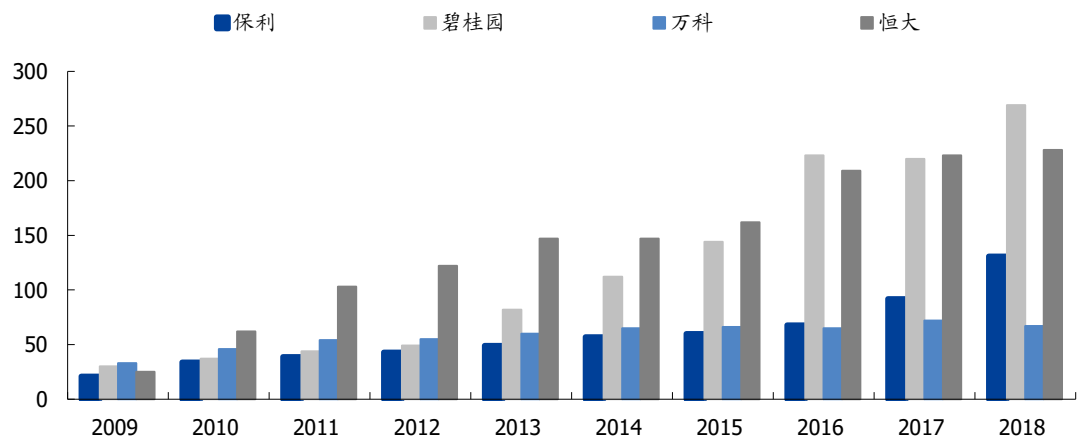
资料来源: 公司公告, wind, 国盛证券研究所

相对碧恒万: 龙头中的成长股

自 2011 年开始, 公司排名一直在第 3 到 6 名之间, 行业龙头当之无愧。同时, 与当前排名前三的碧恒万相比(融创与公司排名和销售额接近), 公司规模仍有较大的上升空间, 在行业龙头中成长空间最大, 具体来说:

- ◆ 销售额相对碧恒万仍然较小。公司 2018 年销售额为 4048 亿元, 分别相当于碧万恒的 56%、67%和 73%, 2019 年上半年销售额 2526 亿元, 分别相当于碧万恒的 64%、75%和 88%, 相对 2018 年有所提升但进一步提升的空间仍大。
- ◆ 布局城市有望拓展, 单城渗透率也有提升空间。截至 2018 年末, 公司布局城市共计 131 个, 远低于碧桂园的 269 个和恒大的 228 个。同时, 公司单城销售额约 31 亿元, 远低于万科 91 亿元的单城销售额, 单城渗透率也有较大的提升空间。
- ◆ 市值相对较小, 有上行空间。与碧万恒相比, 公司市值仍然偏小, 仅相当于碧桂园的 73%, 万科的 54%, 恒大的 72%, 市值上行空间更大。

图表 20: 龙头房企布局城市数量 单位: 个



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

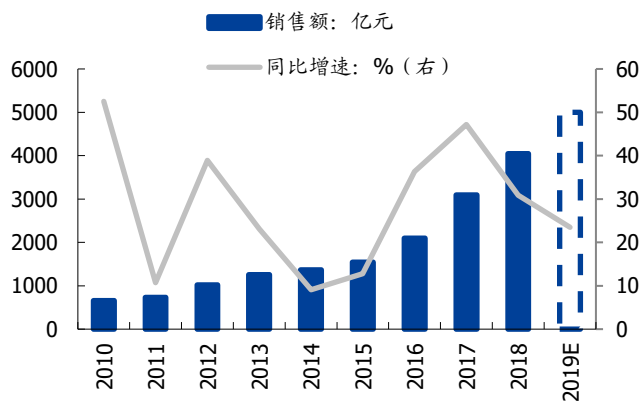
3. 销售: 货值丰富, 结构合理, 开工积极, 销售可期

公司 2018 年实现销售面积 4048 亿元, 位列全国第五, 同比增长 30.9%。2019 年上半年, 公司实现销售额 2526 亿元, 同比增长 17.3%, 位列行业第四。基于以下理由, 我

我们认为公司本年销售额有望达到 5000 亿元，同比增长 23.5%，未来一到两年的销售表现亦值得期待：

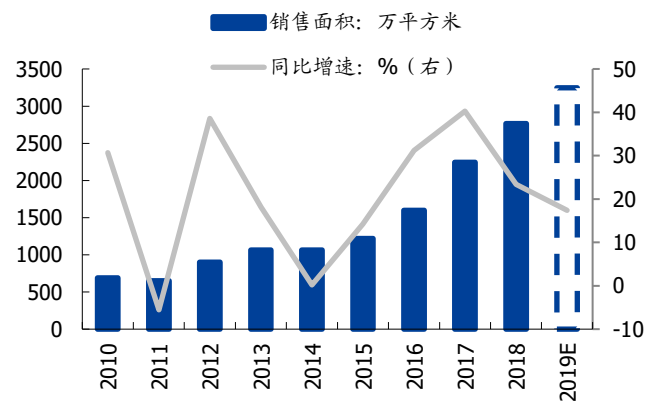
- ◆ 可售资源丰富，短期拿地减少影响不大。可售货值是销售的基础，公司 2019 年上半年末可售面积约 8356 万平方米（可售面积口径），对上年和本年销售面积的覆盖率达到 3.0 和 2.6，对应货值约 1.29 万亿元，充足货值为公司未来销售提供充足弹药，且大幅降低了短期拿地减少的影响。
- ◆ 货值结构合理，一二线占比约 70%。从能级看，公司可售面积中，一二线城市占比达到 53.2%，对应货值约 70%。全国销售整体下行之下，受益于较好的楼市基本面和较小的棚改退坡影响，公司销售压力相对较小。
- ◆ 新开工平稳较快增长，积极推动货值释放。公司本年计划新开工面积为 4500 万平方米，相对上年开工计划同比增长 36.4%，相对上年实际开工面积同比增长 2.4%。考虑到公司过去三年开工计划完成率平均值达到 128%，我们认为公司本年开工计划完成率为 120%，对应开工增速为 22.8%。较高的新开工将有力推动公司货值释放。

图表 21：公司本年销售额有望达到 5000 亿元



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 22：公司本年销售面积有望达到 3247 万平方米



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

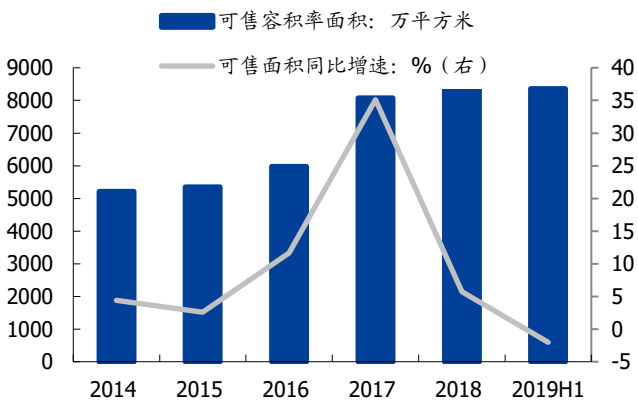
3.1 可售资源存量维持稳定，销售覆盖率仍处高位

可售资源是销售的基础，充足的可售资源是房企未来两到三年销售高增的先决条件。我们用每个项目的可售面积减去该项目的累计销售面积，计算单个项目的剩余可售面积，并逐个累加计算公司总剩余可售面积（口径为可售计容面积），作为公司可售资源的度量。

公司可售资源相对 2018 年末基本保持稳定。公司 2019 年上半年末可售面积约 8356 万平方米，相对 2018 年末小幅减少 2%，对应货值约 1.29 万亿元，相对 2018 年末小幅增加 3.2%。总体上看，公司可售资源存量保持稳定，但增速相对过去 5 年有所下滑。

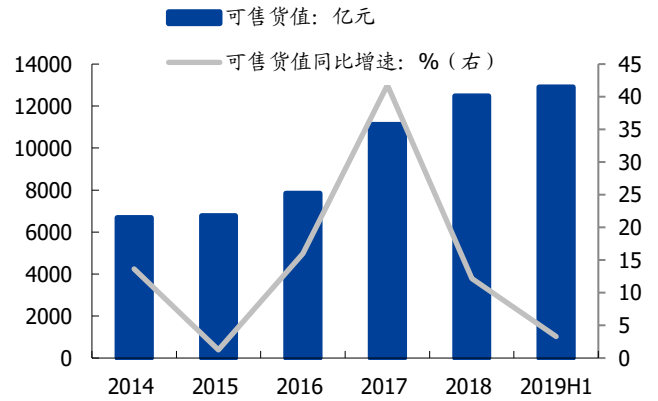
可售资源仍丰富。虽然可售资源增速相对过去 5 年有所下滑，但目前可售面积对上年和本年销售面积的覆盖率达到 3.0 和 2.6，可售货值对上年和本年销售额的覆盖率达到 3.1 和 2.6，覆盖率有所下滑，但从绝对量上看，公司可售资源仍然充足。此外，公司近年周转能力有所提高，客观上也降低了可售资源对于销售的覆盖率。

图表 23: 公司可售面积存量增速有所下滑



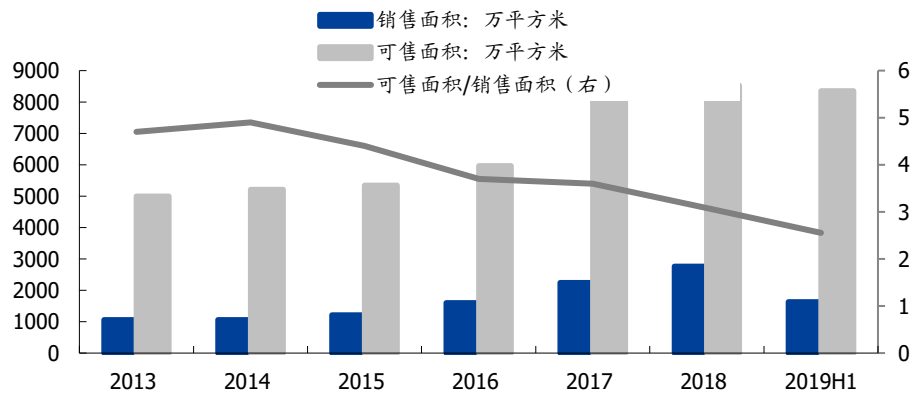
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 24: 公司可售货值存量增速有所下滑



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 25: 公司可售资源相对销售的覆盖率仍处高位



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所
注: 2019 年销售面积数据为我们估算得到。

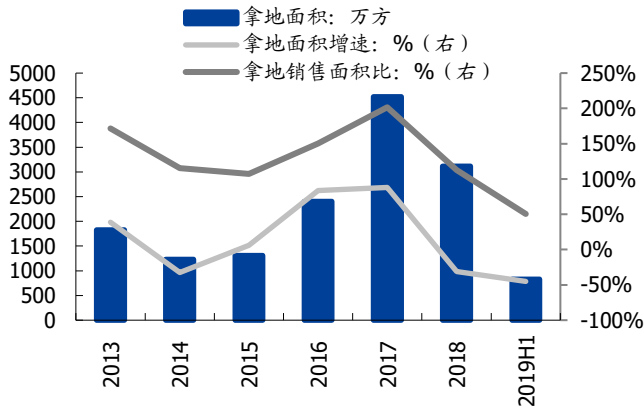
3.2 拿地减少短期影响不大, 预计下半年拿地节奏提升

公司今年上半年拿地相对谨慎, 上半年拿地面积 (计容面积口径) 826 万平方米, 同比下降 45.3%, 拿地金额 533 亿元, 同比下降 50.3%。与销售情况相比, 拿地面积为销售面积的 50%, 拿地金额为销售金额的 21%, 相对过去几年的较高水平有较大程度下降。

我们认为, 公司上半年拿地大幅减少, 主要原因有二: 一是经历 2016 年至 2018 年的拿地高峰后, 公司短期土储相对充足, 2018 年末土储为 9154 万平方米 (建筑面积口径), 达到 2019 年计划开工面积的 2 倍以上; 二是今年上半年土地市场, 尤其是一二线土地市场热度较高, 地价相对较高, 百城土地成交均价由上年的 4629 元/平方米, 一路上行至 6 月的 6454 元/平方米, 半年涨幅接近达到 39.4%, 溢价率 (三个月平均) 也由上年末的 6.9% 迅速上升至 5 月份的 23.6%。

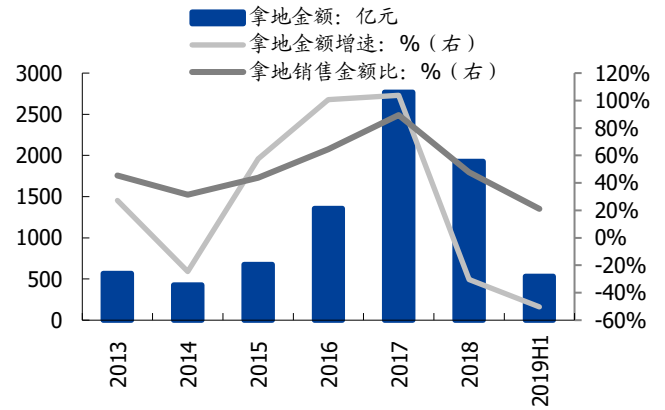
下半年拿地节奏有望持续提升。公司本年 7 月和 8 月拿地金额均在 120 亿元以上, 大幅高于前 6 月 89 亿元的单月拿地金额。考虑到融资收紧后土地市场回落的趋势已经基本确立, 以及公司 2019 年半年末土储相对本年新开工计划的覆盖率由过去 5 年接近 300% 的平均水平下降至 168%, 明年新开工规模有下降压力, 我们认为公司目前拿地节奏提升的趋势仍将延续。

图表 26: 公司拿地面积增速持续低位



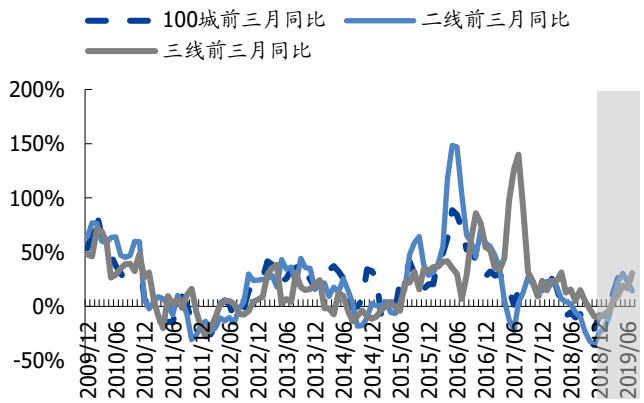
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 27: 公司拿地金额增速下降



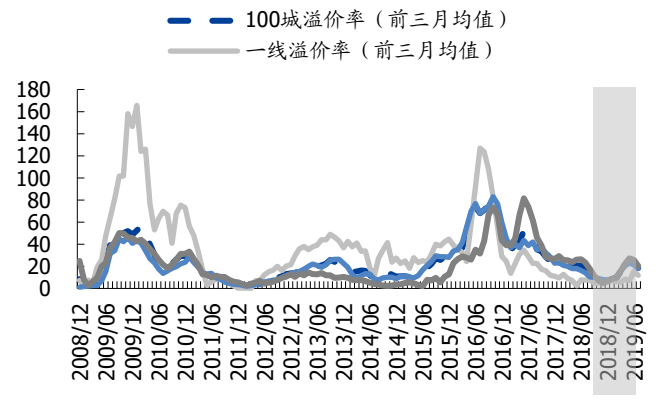
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 28: 上半年土地成交均价迅速上行, 7月开始下降



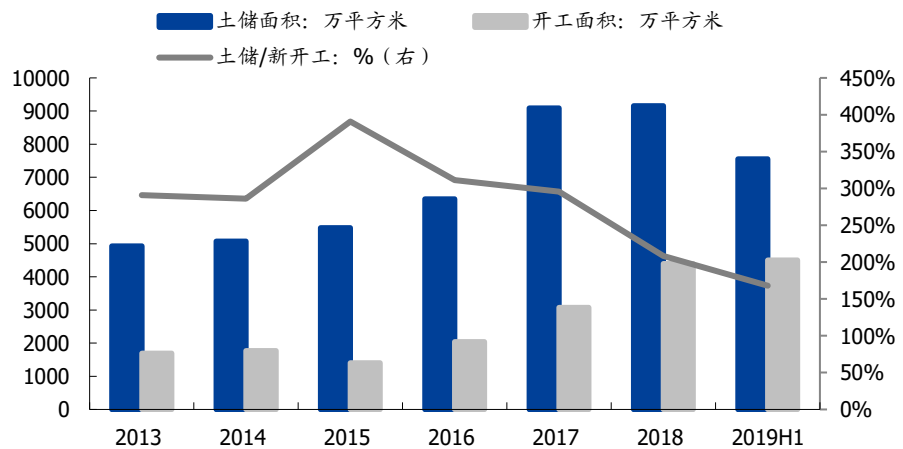
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 29: 上半年百城土地成交溢价率迅速上行, 7月开始下降



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 30: 公司明年开工规模或存下降压力



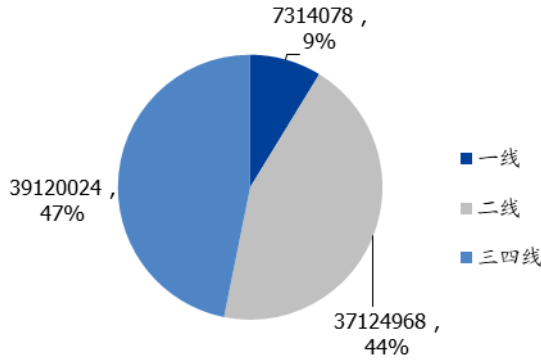
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.3 货值结构合理, 一二线占比约 70%

截至2019年上半年末，公司未售面积约8356万平方米，其中一线城市占比8.8%，二线城市占比44.4%，三四线城市占比46.8%，按照价格估算，一二线城市货值占比大约70%。区域分布上看，华南区域和华中区域占比最高，分别为39.4%和19.3%。

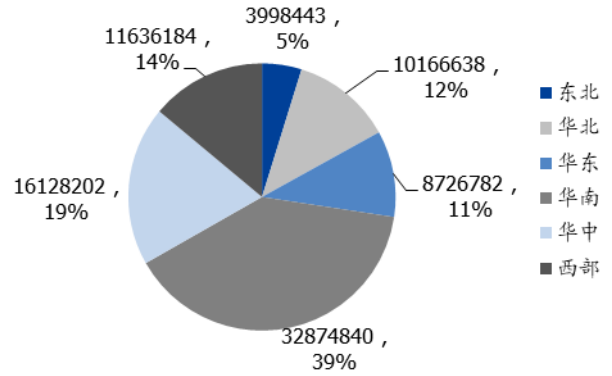
整体上看，公司可售面积分布体现了公司一直以来以一二线城市为主，兼顾城市群内有潜力的三四线城市的布局战略。在三四线城市下行压力较大、一二线缓慢结构性复苏的背景下，公司土储更显合理，有望驱动公司取得高于平均水平的销售表现。

图表 31: 公司可售面积能级分布 单位: 平方米



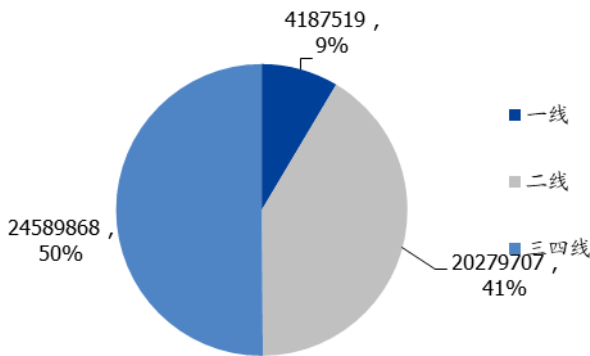
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 32: 公司可售面积区域分布 单位: 平方米



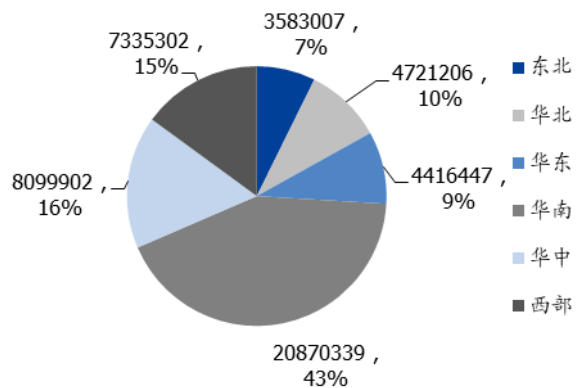
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 33: 公司权益土储能级分布 单位: 平方米



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 34: 公司权益土储区域分布 单位: 平方米

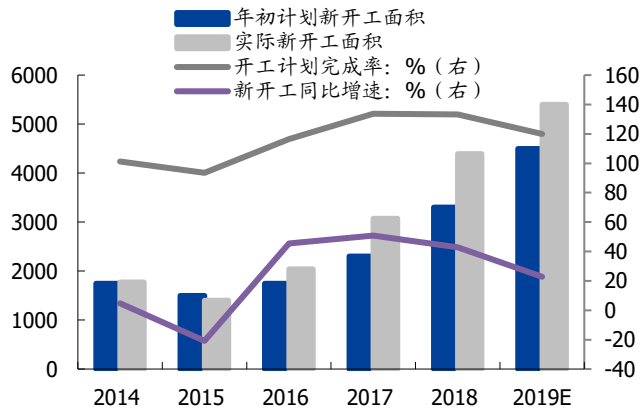


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.4 新开工稳增，货值释放积极

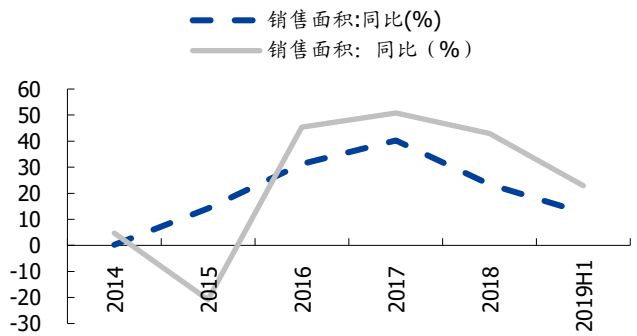
公司2018年新开工面积(建筑面积口径)4396万平方米,同比增长43%,2019年计划开工面积4500万平方米,相对上年开工计划同比增长36.4%,相对上年实际开工面积同比增长2.4%。考虑到公司过去三年开工计划完成率平均值达到128%,我们认为公司本年开工计划完成率为120%,对应开工增速为22.8%。较高的新开工将有力推动公司货值释放。

图表 35: 公司本年开工预计高位稳定 单位: 万平方米



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 36: 公司开工增速与销售面积增速有较强相关性



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4. 业绩: 已售未结资源的数量、质量、成熟度

房企短期业绩取决于已售未结算资源的数量、质量和成熟度: 数量代表截至某个时点公司未来一段时间已经锁定的收入, 质量代表已锁定收入的含金量, 成熟度则能够表征业绩释放的节奏。我们对公司截至 2019 年上半年末的未结算资源, 从数量、质量和成熟度三个角度进行分析, 认为公司即将迎来业绩高峰, 并将持续一到两年时间:

- ◆ **数量: 已售未结资源充足, 业绩锁定性高。**从预收账款看, 2018 年末, 公司合并报表中的预收账款为 2998 亿元, 对当年营业收入的覆盖率为 154%, 连续两年高位稳定。与其他主流房企相比, 公司 2019 年上半年末预收账款对上年营收的覆盖率, 处于中等偏上水平, 在龙头房企中仅小幅低于万科, 高于金地和招商蛇口。
- ◆ **质量: 毛利率稳中有升, 少数股东损益占比料将修复。**公司毛利率短期内预计维持高位稳定。理由有二: 一是各区域半年结算毛利率均有提升, 二是从已售未结面积的区域分布上看, 毛利率较高的华南和中部区域占比均有所提升。根据一般的会计规则, 我们计算得出公司该时点的已售未结资源结算后, 产生的少数股东损益占产生的净利润的比例为 21%。放松部分假设后, 我们认为该比例亦不应超过 25%, 相对上年的 28% 有所下降。
- ◆ **成熟度: 并表项目迎来结算高峰。**我们基于两个角度判断公司表内预收账款的结算节奏, 并认为公司本年表内项目结算已经进入高峰, 全年营收增速预计有亮眼表现。

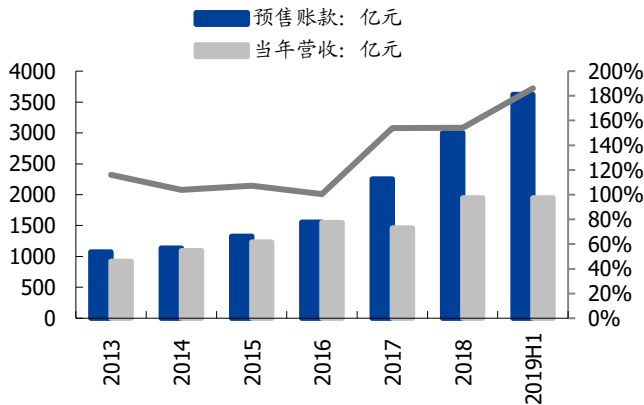
4.1 量足: 预售账款较快增长, 营收覆盖率高位稳定

从预收账款看, 2018 年末, 公司合并报表中的预收账款为 2998 亿元, 对当年营业收入的覆盖率为 154%, 连续两年高位稳定。受公司 19H1 亮眼销售推动, 2019 年上半年末, 公司预收账款为 3621 亿元, 同比增长 24.4%, 对上年营收的覆盖率进一步提升至 186%。考虑到贷款有一定审批时限, 时点上的预收账款往往低于该时点上已售未结算项目对应的营业收入, 我们认为实际上的营收覆盖率约在 200% 左右。与其他主流房企相比, 公司 2019 年上半年末预收账款对上年营收的覆盖率, 处于中等偏上水平, 在龙头房企中仅小幅低于万科, 高于金地和招商蛇口。

从已售未结面积看 (公司并未披露单个项目的已售未结算面积, 我们用 (累计销售面积-累计竣工面积*0.7) 进行估算), 2018 年末所有项目的已售未结面积为 3908 万平方米, 2019 年上半年末上升至 4544 万平方米, 相对 2018 年结算面积的覆盖率为 257% 和 299%。需要说明的是, 以上已售未结面积包含了并表和非并表项目, 而结算面积仅包

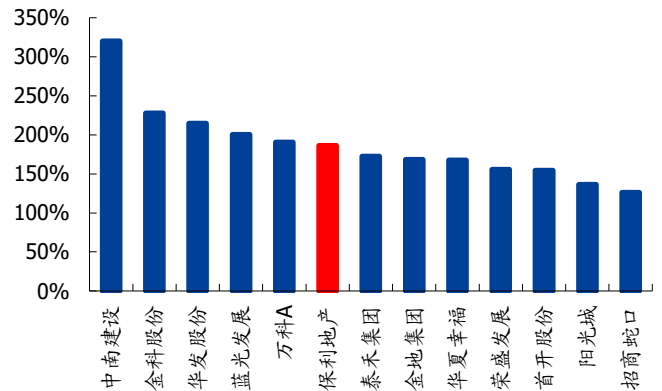
括并表项目，据此估算公司并表项目占并表项目的71%左右，小幅高于公司整体权益比例，这与实际情况是相符的。

图表 37: 公司预收账款对营收覆盖率高位稳定



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 2019年为上年营收。

图表 38: 公司预收账款对营收覆盖率处于主流房企较高水平



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

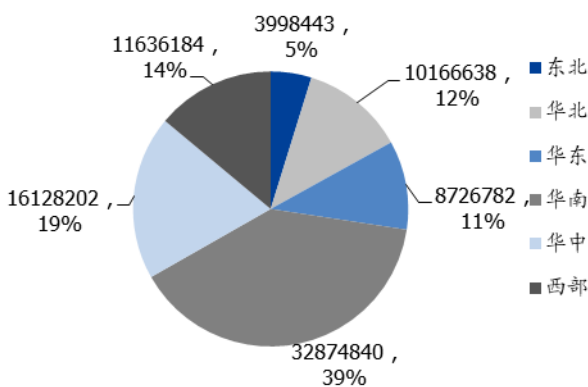
4.2 质佳: 毛利率短期维持高位, 少数股东损益占比有望下降

已售未结算资源的质量, 取决于其对应的结算毛利率和少数股东损益占比, 前者在结算节奏既定时提升盈利水平, 后者则会“侵蚀”一部分归母净利润。我们从公司已售未结算资源的详细数据出发, 对其质量进行探讨。

毛利率预计维持平稳

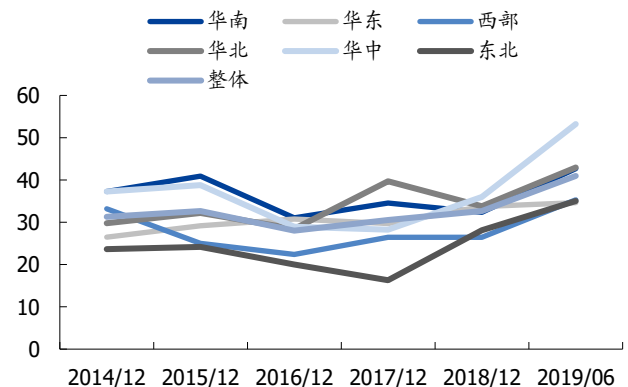
从毛利率变化趋势和已售未结算资源分布来看, 我们认为公司毛利率短期内预计维持高位稳定。理由有二: 一是各区域半年结算毛利率均有提升, 整体毛利率相对上年同期提升 5.4 个百分点, 相对上年全年大幅提升 8.3 个百分点。值得注意的是, 从近 5 年看, 公司半年毛利率一般高于全年, 据此预计公司全年毛利率相对半年有所下降, 但相对上年仍然有较大提升可能。二是从已售未结面积的区域分布上看, 毛利率较高的华南和中部区域占比均有所提升, 毛利率较低的东北华东区域占比有所下降, 随着已售未结资源的释放, 毛利率预计仍将维持高位平稳, 短期内并不存在毛利率大幅下降的可能。

图表 39: 公司已售未结面积区域分布 单位: 平方米



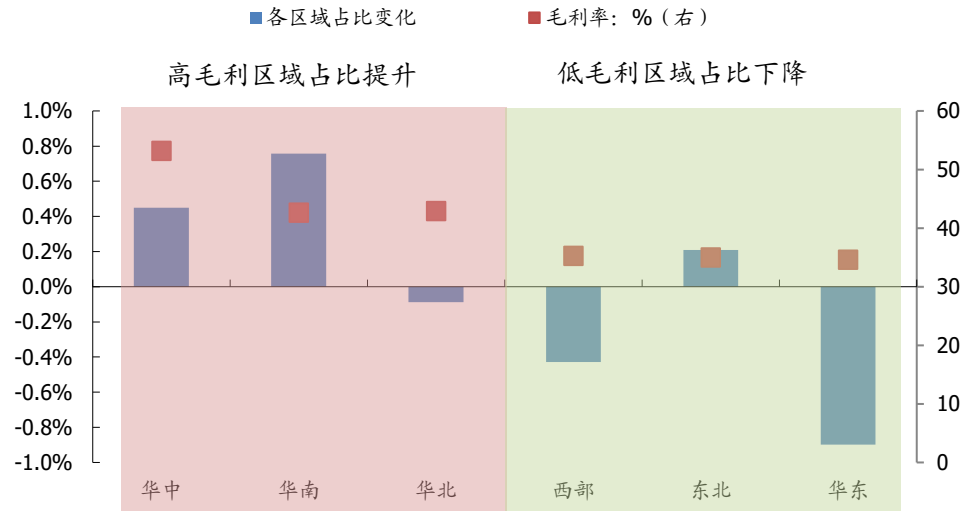
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 40: 公司房地产业务历年毛利率及各区域毛利率 单位: %



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 41: 已售未结算面积中, 高毛利区域占比上升, 低毛利区域占比下降



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

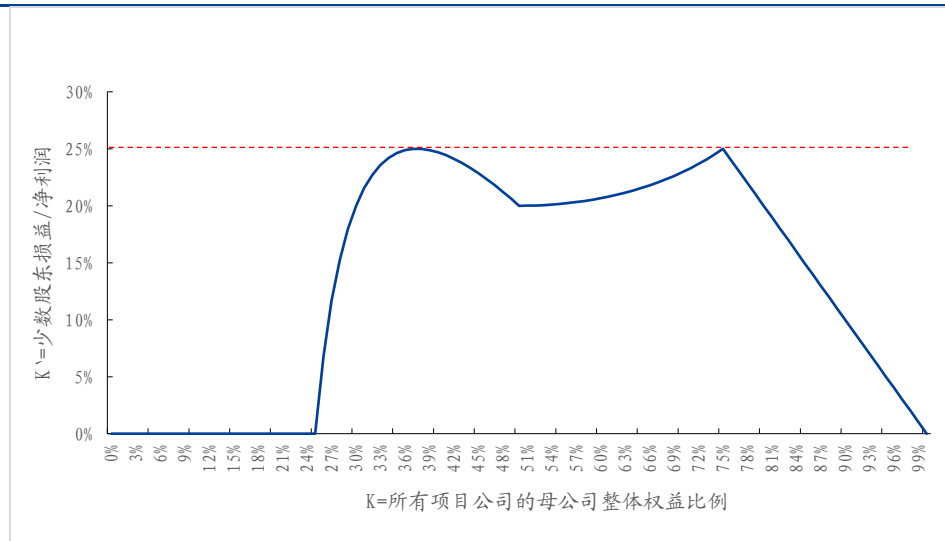
少数股东损益占比料将下降

少数股东损益占净利润比例的变动, 是近年房企归母净利润增速波动的重要原因之一, 我们认为公司本年少数股东损益占比相对上年将有所下降, 并成为营收、毛利率之外, 驱动归母净利润增长的又一重要力量。

首先, 截至 2019H1, 公司所有项目 (不考虑海外项目) 的已售未结面积为 4846 万平方米, 权益已售未结面积为 3167 万平方米, 整体权益比例为 65.3%。在适当简化的基础上, 根据一般的会计规则, 我们计算得出公司该时点的已售未结资源结算后, 产生的少数股东损益占产生的净利润的比例为 21%。放松部分假设后, 我们认为该比例亦不应超过 25%, 相对上年的 28% 有所下降。

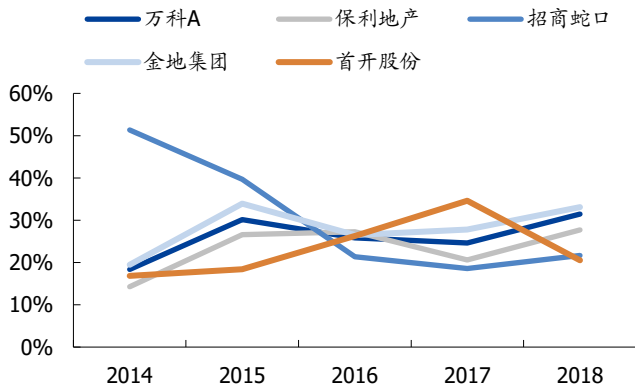
其次, 仍然基于合理简化, 在公司权益占比不发生大幅变动的条件下, 少数股东损益占比的极值为 25%, 考虑到实际情况, 我们认为这一比例不应超过 30%, 这与 A 股主流房企的表现相符。而公司上年少数股东损益占比达到 28%, 因此我们认为本年会出现均值回归, 少数股东损益占比下降。

图表 42: 基于合理假设的少数股东损益占比计算



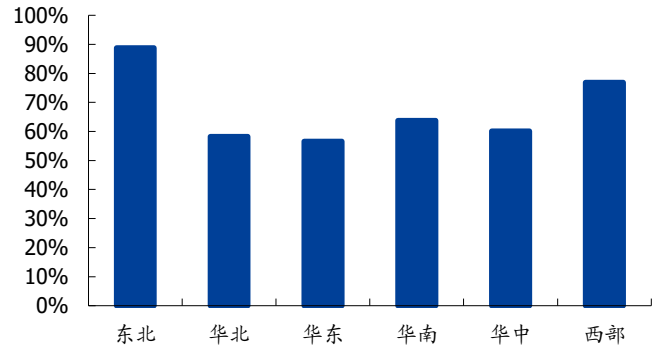
资料来源: 国盛证券研究所

图表 43: 样本房企少数股东损益占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 44: 公司六大区域未结算面积权益占比



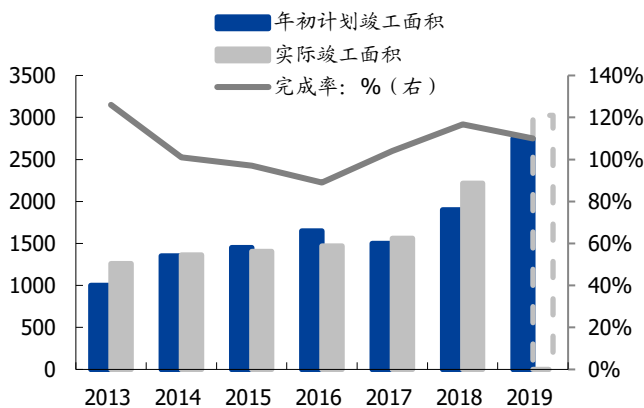
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4.3 成熟度高: 即将迎来结算高峰

我们基于两个角度判断公司表内预收账款的结算节奏, 并认为公司本年表内项目结算已经进入高峰, 全年营收增速预计有亮眼表现:

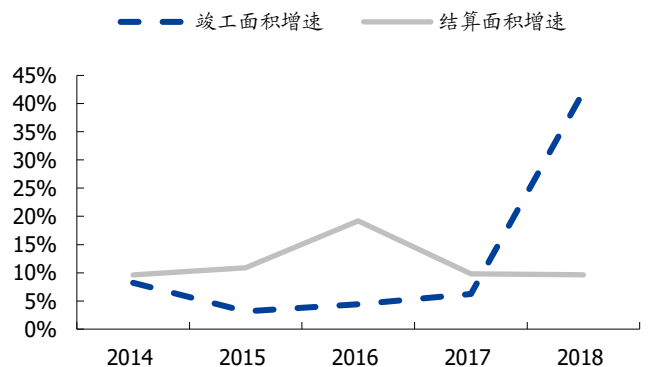
- ◆ 从**竣工面积增速**来看, 公司 2019 年计划竣工面积为 2750 万平方米, 相对上年竣工计划增长 44.7%, 相对上年实际竣工面积增长 24%, 考虑到公司从 2016 年开始竣工计划完成率持续上升, 我们预计公司本年竣工完成率为 110%, 对应竣工面积 3025 万平方米, 同比增长 36.4%, 连续两年维持较高增速;
- ◆ 从公司合并报表中的其他应收款和其他应付款的变化判断, 公司表内预收账款成熟度非常高, 结合预收款的较高增速判断, 公司短期内即将迎来表内项目的结算高峰, 预收账款转化为营业收入, 驱动营收增速提升。(具体方法详见我们 2019 年 8 月 11 日发布的报告《房企微观专题之其他应收应付: 业绩的前奏, 周转的影子》)

图表 45: 公司历年竣工计划及完成率 单位: 万平方米



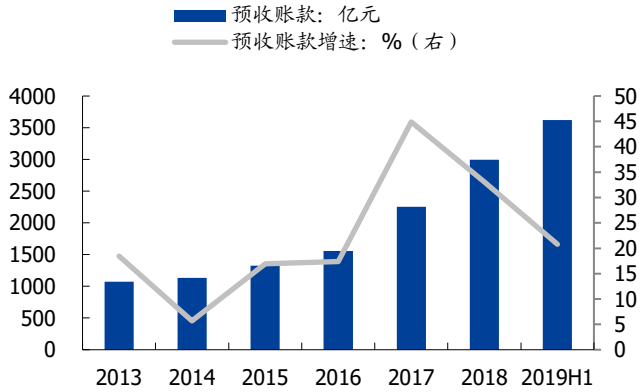
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 46: 竣工增速与结算增速差距扩大



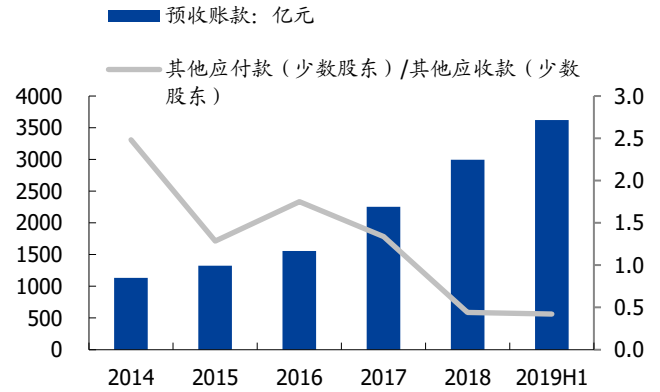
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 47: 公司预收账款持续快速增长



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 48: 预收账款成熟度提升快



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

5. 杠杆合理融资优势明显, 进可攻退可守

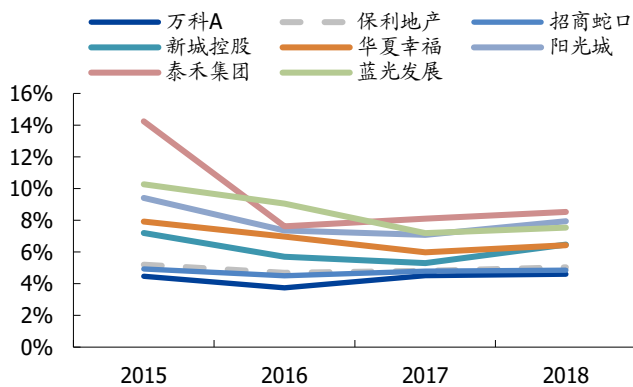
5.1 融资优势明显, 融资收紧大背景下机会大于挑战

作为房地产行业央企龙头, 公司多年来债务资金成本保持行业较低水平, 融资优势明显。截至 2019 年上半年, 公司账面有息负债 2710 亿元, 综合成本为 4.99%, 有息负债成本显著低于行业平均。

在当下融资收紧叠加商品房销售承压的大背景下, 房企资金面预计仍将维持偏紧的状态, 新增负债难度增加, 多数房企资金成本均有不同程度的上行。对于多数房企, 融资收紧将产生供需两方面的影响: 供给端, 获取资金难度提高, 将削弱房企在土地市场上的竞争力, 影响货值储备, 进而使得未来一到三年的销售承压; 需求端, 融资收紧将削弱房企在销售端的价格博弈能力, 部分项目未回笼资金不得不降价销售, 而这将引起未来结算毛利率的下行。

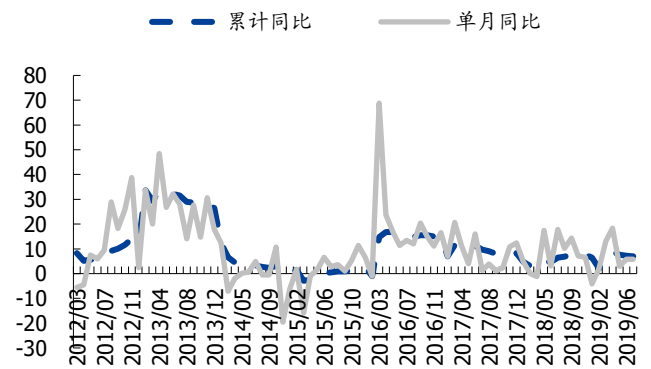
在此背景下, 我们认为公司面临的机会大于挑战, 公司在融资端的优势将更为明显的转化为经营优势: 一方面, 融资收紧后, 土地市场已见下行趋势, 溢价率迅速走低, 这将为公司带来补充土储的机会, 为明后年销售打下坚实基础。另一方面, 行业整合有望提速, 公司有望通过收并购等实现市占率的进一步提升。

图表 49: 公司融资成本基本处于行业最优水平



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 50: 房地产开发到位资金增速自 5 月开始下滑 单位: %



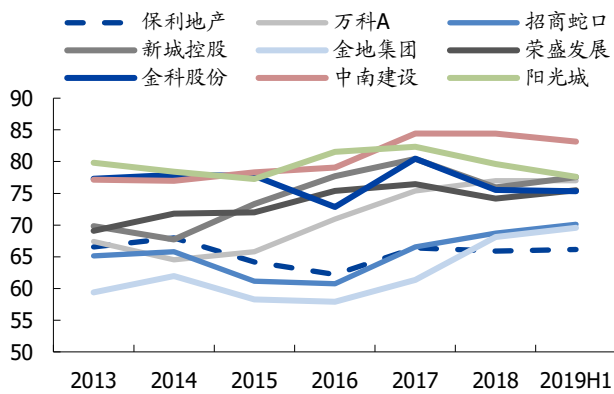
资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

5.2 杠杆扩张后仍低，进可攻退可守

2019年上半年，受拿地减少、项目结算提升和销售高增的综合影响，公司杠杆率相对上年末基本保持稳定，资产负债率为79.3%，提升1.3个百分点，剔除预收账款后的资产负债率为66.1%，提升0.2个百分点，净负债率为83.4%，下降2.6个百分点。总体上看，经历了2017年的快速加杠杆扩张之后，2018年至今公司杠杆稳中略降，且仍处于行业较低水平。

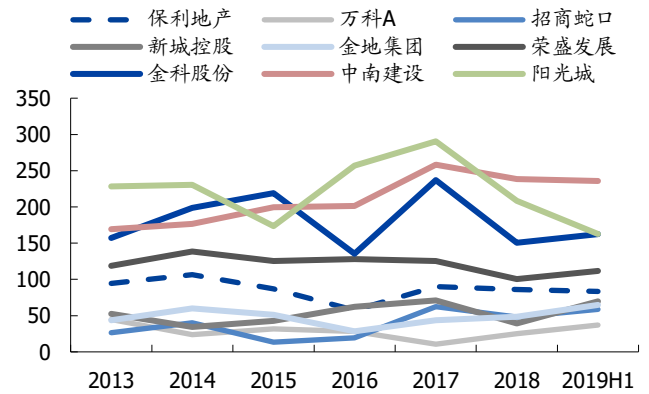
- ◆ 从资产负债率看，2017年开始，公司资产负债率结束连续6年的下降态势，重回上升通道，公司扩张节奏有所加快。但截至2019年上半年末，公司资产负债率为79.3%，相对上年末小幅上升，仍处合理水平。
- ◆ 从剔除预收账款后的资产负债率看，2017年大幅回升后，基本稳定在66%左右的水平，大幅低于主流房企75%的平均水平。
- ◆ 从净负债率来看，2017年是同样低点后大幅回升的一年，从2016年的57.4%大幅上升至90.2%，扩张十分明显。随着拿地节奏调整和项目结转，公司净负债率缓慢下降，2019H1净负债率为83.4%，仍大幅低于主流房企140%的平均水平。

图表 51: 公司剔除预收账款后的资产负债率处于行业较低水平 单位: %



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 52: 公司净负债率处于行业较低水平 单位: %

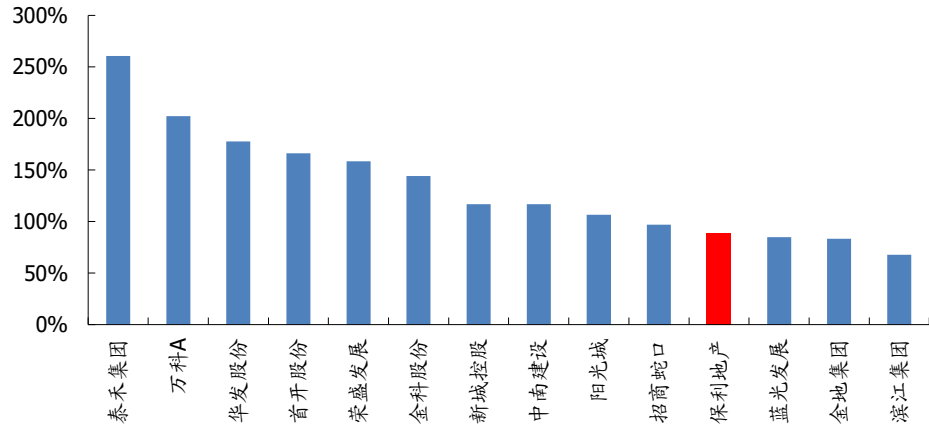


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

5.3 短期债务到期压力较低

以短期借款、应付票据、应付账款和一年内到期的非流动负债作为短期需偿还债务，以货币资金、交易性金融资产、应收票据和应收账款作为偿还资金来源。从二者比值看，公司相对其他主流房企，短期偿债压力更小，短期财务稳健性更佳。

图表 53: 公司短期偿债压力低于多数主流房企



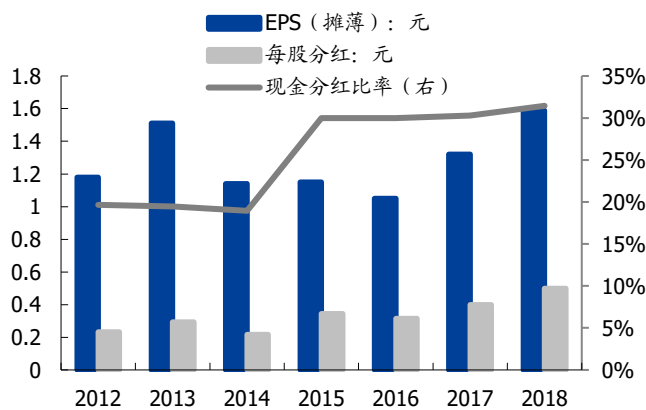
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

6. 股息率接近债券利率, 物业上市提升综合实力

6.1 股息率接近公司债券票面利率

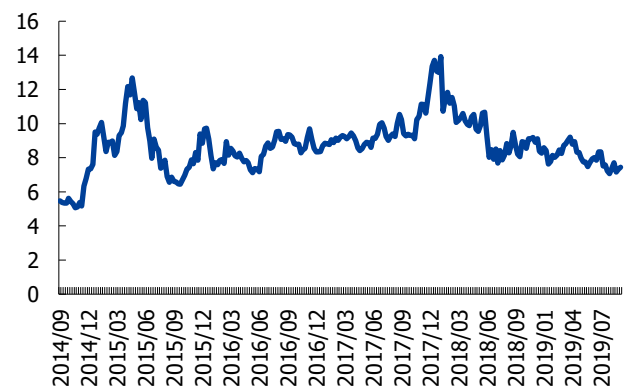
由于较低的估值和较高的现金分红比率, 公司股息率已具备较高吸引力。按照 9 月 10 日收盘价计算, 公司 TTM 股息率为 3.57%, 按照我们的盈利预测, 公司本年归母净利润有望达到 280 亿元, 我们认为公司 2019 年分红率仍将维持在 30%, 对应现价的股息率将达到 5.06%, 高于公司发行债券和票据的平均票面利率 4.36%。考虑到公司估值已经处于相对低位, 且业绩增长具备高度确定性, 股价下行空间已比较小, 公司股票相对于公司债券具备很强的吸引力。

图表 54: 2015 年以来现金分红比率维持在 30% 以上



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 55: 公司估值处于历史低位



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 56: 公司当前未偿还债券及票据利率

债券简称	当前余额(亿元)	票面利率(当期)(%)
14 保利房产 MTN001	10.00	4.80
15 保利房产 MTN001	30.00	4.70
15 保利房产 MTN002	30.00	4.60
15 保利 01	3.19	3.40
16 保利 01	21.72	4.00
16 保利 03	19.97	3.98
18 保利房产 MTN001	5.00	4.59
18 保利房产 MTN002	20.00	4.88
18 保利房产 MTN003	25.00	4.60
16 保利地产 MTN001	30.00	3.28
18 保利发展 MTN004	15.00	4.63
19 保利发展 MTN001	15.00	3.60
17 保利房产 MTN001	25.00	5.40
17 保利房产 MTN002	25.00	5.40
15 保利 02	20.00	3.68
16 保利 02	25.00	3.19
16 保利 04	30.00	4.19
保利 R1 优	15.45	5.50
平均票面利率		4.36

资料来源: wind, 国盛证券研究所

6.2 物业公司拟港股上市, 有望进一步提升公司综合实力

公司全资子公司保利物业发展股份有限公司(以下简称“保利物业”)已于 2019 年 8 月 6 日向香港联交所提交了港股上市申请材料, 目前该事项尚待中国证监会、香港证监会及香港联交所等核准。我们认为, 保利物业成功上市后, 有望进一步提升母公司的综合实力: 一方面, 募集资金可用于物业公司提升自身软硬件条件, 增强综合管理能力, 为在管面积快速增长提供后盾支持, 另一方面, 为实施管理层股权激励提供条件, 更好绑定公司和管理层利益。

图表 57: 保利物业在管住宅项目: 广州保利天悦



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 58: 保利物业在管商业项目: 保利叁悦广场



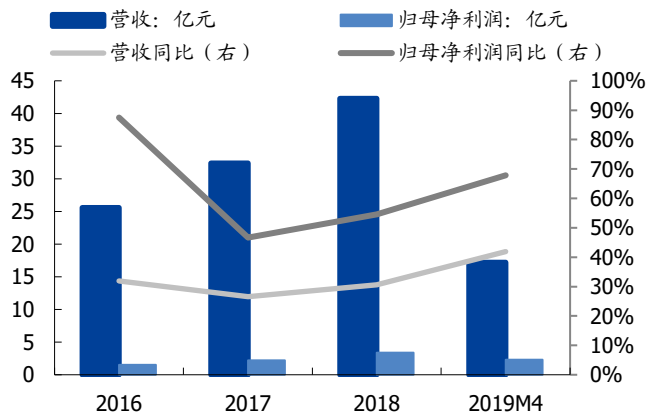
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

专注一二线城市的物业龙头，在管面积快速增长，业绩亮眼

根据中指院 2019 年排名，保利物业排名全国第四，且连续 6 年在百强物业企业中排名前五。截至 2019 年 4 月 30 日，保利物业合同管理面积达 3.7 亿平方米，在管面积约 2 亿平方米，同比增长 79.4%。在管项目共计 817 个（住宅项目 549 个，非住宅项目 268 个），分布在 136 个城市。

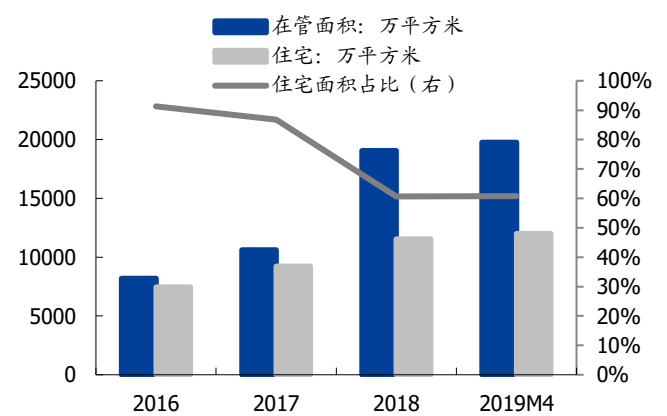
公司从 2016 年开始，营收增速基本稳定在 30% 以上，2019M4 实现营收 17.2 亿元，同比增长 42%。由于物业费逐渐提升和运营效率提升，公司归母净利润增速明显高于营收增速。公司 2018 年实现归母净利润 3.4 亿元，同比增长 55%，2019M4 归母净利润进一步提升至 68%。

图表 59: 保利物业历年业绩表现



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 60: 在管面积快速增长, 住宅占比有所下降

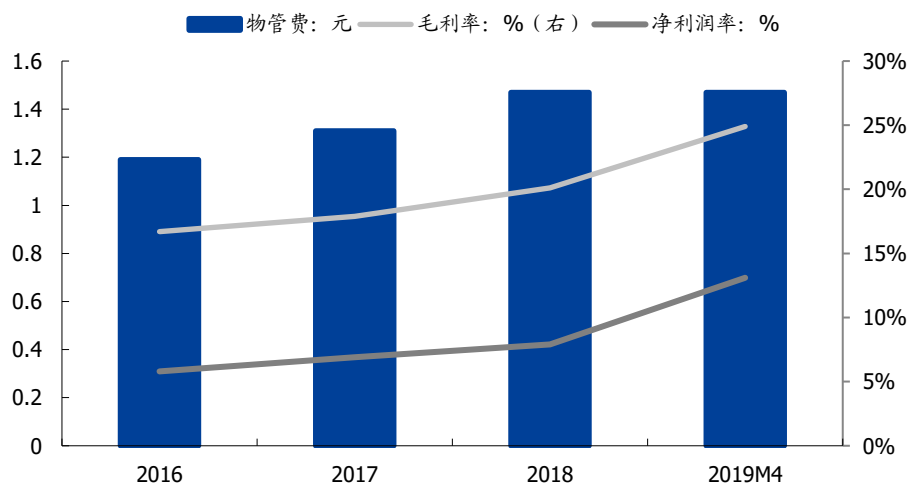


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

物业费逐年上涨, 盈利能力稳步提升

保利物业在管面积快速提升的同时, 平均物业费亦逐年上涨, 由 2016 年的 1.19 元上升至目前的 1.47 元, 涨幅达到 23.5%。受益于物业费提升和管理效率提高, 公司毛利率和净利润率逐年提升, 目前已处于行业较优水平。

图表 61: 物业费提升驱动盈利能力提升



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

7. 业绩预测与估值

7.1 业绩预测

我们预计公司 2019 年至 2021 年营业收入为 2677 亿元/3561 亿元/4613 亿元，归母净利润为 280 亿元/359 亿元/424 亿元，EPS 为 2.36 元/3.02 元/3.56 元。主要预测项目如下：

- **营业收入：**房地产开发业务方面，根据公司竣工计划（4500 万平方米）、预计竣工完成率（120%），并综合考虑公司预收账款规模（2998 亿元，16 至 18 平均增速为 39%）和成熟度（方法及指标见第 4 节），我们预计公司 2019 房地产开发业务结算收入为 2513 亿元，根据未结算资源合理结算进度并结合本年销售目标，预计 2020 和 2021 年房地产开发业务收入为 3336 亿元和 4319 亿元。其他业务方面（物业管理、不动产金融、社区服务等），我们预计将维持稳健增长，预计收入为 165 亿元、225 亿元和 294 亿元。据此，公司 2019 年至 2021 年营业收入为 2677 亿元/3561 亿元/4613 亿元。
- **毛利率：**房地产开发方面，考虑到过去两年高毛利项目逐渐进入结算以及高毛利区域占比提升，预计 2019 年至 2021 年住宅地产业务毛利率为 33%/32%/30%，同时假设其他业务毛利率维持稳定，以收入加权平均算得 2019 年至 2021 年综合毛利率为 32.5%/31.6%/29.7%。
- **投资收益：**来自联营和合营企业的投资收益主要来自非并表项目的结算，考虑到公司拿地权益占比基本保持稳定，同时假设其他投资收益平稳增长，预计 2019 年至 2021 年投资收益为 32.5 亿元/37.3 亿元/41.5 亿元。
- **期间费用率：**我们预计公司管理费用率和销售费用率将维持基本稳定的水平，按照前 4 年平均值计算。财务费用率则与有息负债规模成正比例增长。
- **归母净利润：**我们预计 2019 年至 2021 年公司归母净利润为 280 亿元/359 亿元/424 亿元，2.36 元/3.02 元/3.56 元。

图表 62：公司各项业务营收增速预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
房地产开发						
营业收入(亿元)	1469.57	1374.63	1824.98	2512.54	3335.67	4319.19
YoY	23.89%	-6.46%	32.76%	37.68%	32.76%	29.48%
毛利率	28.02%	30.50%	32.68%	33.00%	32.00%	30.00%
其他						
营业收入(亿元)	77.95	88.43	120.16	164.82	225.03	294.26
YoY	36.04%	24.97%	5.02%	37.17%	36.53%	30.76%
毛利率	47.38%	39.66%	29.34%	25.00%	25.00%	25.00%
合计						
营业收入(亿元)	1547.52	1463.06	1945.14	2677.37	3560.71	4613.45
YoY	69.03%	-32.53%	34.77%	28.54%	26.53%	26.40%
毛利率	29.00%	31.05%	32.48%	32.51%	31.56%	29.68%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

7.2 估值

我们按照相对估值法对公司进行估值。目前房地产板块平均市盈率为 10.1X，可比公司

2019年动态市盈率平均值为7.1X(万科A7.5X,招商蛇口8.3X,华夏幸福5.5X)。考虑到公司短期内较好的业绩弹性和销售表现,长期内具备更强的确定性、稳健性和相对更大的成长空间,我们认为给与公司7.5倍估值较为合理。

图表 63: 比公司估值及净利润增速

证券代码	公司简称	PE (LYR)	净利润增速: %	19 动态 PE
600048.SH	保利地产	8.8	48.4	5.9
600340.SH	华夏幸福	7.1	28.3	5.5
000002.SZ	万科 A	9.1	21.0	7.5
001979.SZ	招商蛇口	10.4	24.8	8.3

资料来源: wind, 国盛证券研究所 注: 保利地产净利润增长率来自盈利预测, 其他公司取自 wind 一致预期。

8. 投资建议

公司成立于 1992 年, 经过多年稳健快速发展, 已成长为以房地产开发经营为主、以房地产金融和社区消费服务为翼的“一主两翼”的综合性龙头房企。2018 年, 公司以 4048 亿元的签约销售额位居全行业第五, 龙头地位愈发稳固。站在当下时点, 我们看好公司的主要逻辑如下:

- ◆ **行业小周期下行, 结构性机会来自穿越周期的集中度提升:** 短期内销售仍处下行周期, 结构性机会来自于穿越周期的集中度提升。公司相对于中型房企, 经营更为稳健, 面对下行周期的经验更加丰富, 相对于碧万恒, 销售规模、布局城市、营收规模和市值均有更大的成长空间。
- ◆ **未售货值丰富, 结构合理, 开工积极, 销售可期:** 货值方面, 可售资源仍丰富, 可售面积对上年和本年销售面积的覆盖率达到 3.0 和 2.6, 短期拿地减少影响不大。结构方面, 一二线货值占比约 70%, 能够更好地抵御市场下行压力。推货方面, 本年开工有望达到 5400 万平方米, 对应开工增速为 22.8%。有力推动公司货值释放。
- ◆ **待结算资源量足、质佳、成熟度高, 业绩高峰即将到来:** 待结算资源数量方面, 预收账款覆盖率较快增长, 营收覆盖率高位稳定; 质量方面, 由于高毛利项目进入结转和高毛利区域占比提升, 毛利率短期内预计维持高位, 且少数股东损益占比有望下降; 成熟度方面, 从竣工面积增速和其他应收应付变化两方面分析, 公司结算高峰即将到来。
- ◆ **杠杆合理攻守兼备, 融资优势更显可贵:** 公司 2018 年开始杠杆稳中有降, 目前低于 A 股多数主流房企, 较低的杠杆水平降低经营风险的同时, 亦保留了公司择机扩张的空间。同时, 公司融资优势明显, 在行业融资整体收紧的大背景下, 融资优势有望进一步转化为经营优势。
- ◆ **股息率接近公司发行债券, 物业上市有望提升综合实力:** 按照 9 月 10 日收盘价计算, 公司 TTM 股息率为 3.57%, 我们估算公司 2019 年股息率将达到 5.06%, 高于公司发行债券和票据的平均票面利率 4.36%。保利物业成功上市后, 有望进一步提升母公司的综合实力。

我们预计公司 2019 年至 2021 年营业收入为 2677 亿元/3561 亿元/4613 亿元, 归母净利润为 280 亿元/359 亿元/424 亿元, EPS 为 2.36 元/3.02 元/3.56 元, 当前股价对应 PE 为 5.6 倍/4.4 倍/3.7 倍。首次覆盖目标价 **17.7 元 (对应 7.5 倍 PE)**。

风险提示

项目竣工及结算进度不达预期：公司项目竣工和结算进度直接决定公司业绩，我们根据公司竣工计划和历年竣工完成率进行了合理估算，但公司竣工和结算进度有可能无法达到我们的预期。

结算毛利率不达预期：我们充分考虑了过去两年公司布局区域房地产市场的情况，我们认为对未来三年结算毛利率的估算是合理的，但受结算项目结构改变影响，公司结算毛利率有可能达不到我们的预期。

公司销售不达预期：我们基于公司本年可售货值和平均去化率水平，估算了公司本年销售情况。但考虑到全国房地产市场整体下行，公司销售有可能受到市场影响而无法达到我们的预期。

融资超预期收紧：我们对公司业绩的预测基于目前的融资收紧不会对公司融资造成根本性的影响，考虑目前的融资政策和公司历来的融资优势，我们认为这一假设基本合理。但我们无法排除融资政策进一步超预期收紧的可能性。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com