

## 遇百舸千帆争流，见和者筑善同行

投资评级：买入（首次）

### 主要观点：

权益比修复、强化控成本，成长重“量”且重“质”

(1) **公司销售、业绩表现**：2019 年实现签约金额 4618 亿元、同比增长 14.1%；签约面积 3123 万平方米、同比增长 12.9%。2016-2019 年销售金额复合增速达 30%。截至 2020H1 末，公司预收账款及合同负债约 3446 亿元，覆盖近一年房地产业务结算收入 1.54 倍。2019 年实现营业收入 2359.3 亿元、归母净利润 279.6 亿元，同比分别增长 21.3%、47.9%；同期毛利率约 35.0%、净利率达 15.9%。

(2) **公司成长的“量”** (a) **拿地力度**：2017 年起，公司加大综合运用招拍挂、旧城改造、合作开发、并购整合等多元化土地拓展力度，当年新增土储建面/销售面积达 202%。2018、2019 年增速虽有下滑，但绝对量依然维持在较高水平。2020H1 在疫情的影响下，公司在土地市场偏冷的一季度逆势拿地，待二季度土地市场回暖后转为谨慎，张弛有度的土储获取节奏带动上半年新增土储建面 984 万平方米，同比增长 19%；对应拓展成本 820 亿元，同比增长 54%。(b) **土储规模**：截至 2020H1 末，公司待开发面积 6727 万平方米，可售资源对应货值约 1.5 万亿，可满足公司未来 2-3 年的发展需要。

(3) **公司成长的“质”**：(a) 2018、2019 年**地价售价比较** 2017 年分别下降 2.1 和 5.1 个百分点，利润水平具备支撑；(b) **短期**，随着合作项目增多并陆续进入结转期，公司**投资收益大幅增加**；(c) 2019、2020H1 新增项目土储权益比（按建面）恢复至 71.5%、73.0%，较 2018 年分别提升 3.8、5.3 个百分点。**权益修复**有助于缓解少数股东损益对归母净利润的负向拉拽。综上，在行业盈利水平步入下行阶段的预期越发浓重后，公司盈利能力有望维持在较优水平。

**管理高效、融资畅通、激励到位、多元拓展，四维优势贯穿经营全过程** 公司凭借在发展过程中形成的竞争优势，在行业上升期稳扎稳打，在行业增速放缓后依然实现稳步增长：

1、**高效管控、提效降本**：公司管理层经验丰富、“总部-大区-平台”的三级管理模式，具备较高的管控能力和开发效率。2019、2020H1 销售管理费用率（销售金额口径）仅为 2.36%、1.66%，管理红利持续释放；

2、**融资优势凸显，杠杆水平具备提升空间**：公司凭借央企背景及行业龙头的双重效应，净负债率及融资成本均处于行业较优水平。截至 2020H1 末，公司净负债率约 72%，综合融资成本降至 4.84%；

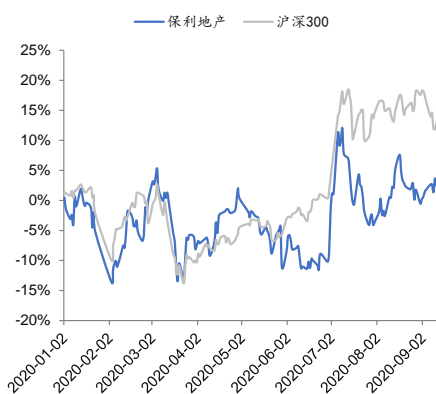
3、**多维激励及培养体系的构建**：公司形成以薪酬体系、股权激励、跟投计划为主体的多层次激励机制，通过“和你成长”人力资源培育计划，搭建完整培养系统；

4、**多元拓展，协同主业发展**：公司业务“以不动产投资开发为主，以综合服务与不动产金融为翼”。夯实主业的同时，保利物业成功赴港上市，

报告日期：2020-09-13

收盘价（元）	16.58
近 12 个月最高/最低	18.13/13.95
总股本（百万股）	11934
流通股本（百万股）	11934
流通股比例（%）	100
总市值（亿元）	1978.7
流通市值（亿元）	1978.7

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邹坤

执业证书号：S0010520040001

邮箱：zoukun@hazq.com

研究助理：王洪岩

执业证书号：S0010120060026

邮箱：wanghy@hazq.com

为协同发展精进赋能。

### 投资建议

公司坚持“中心城市+城市群”深耕战略，土储资源充裕且布局合理。凭借央企背景及行业龙头的双重效应，净负债率及融资成本均处于行业较优水平。在行业增速放缓的大背景下，2018、2019年公司实现销售、业绩稳步增长。2020上半年，在疫情冲击下公司拿地逆势积极且权益比逐步修复，未来规模提升可期。夯实主业的同时，“两翼”业务取得长足发展，保利物业成功上市，为协同发展精进赋能。根据NAV估算(2019年末主要项目)，公司RNAV约20.6元，较当前股价折让20%。预计公司2020-2022年EPS为2.67、3.17、3.65元/股，对应当前股价PE分别为6.2、5.2、4.5倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示

销售不达预期、调控政策超预期收紧、融资成本上行、利润率下行、新增项目权益比降低等。

### 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	235981	278772	339094	396888
收入同比(%)	21.3%	18.1%	21.6%	17.0%
归属母公司净利润	27959	31920	37866	43573
净利润同比(%)	47.9%	14.2%	18.6%	15.1%
毛利率(%)	34.97%	33.31%	32.56%	31.92%
ROE(%)	17.9%	17.0%	16.7%	16.1%
每股收益(元)	2.34	2.67	3.17	3.65
P/E	6.91	6.20	5.23	4.54
P/B	1.24	1.05	0.87	0.73

资料来源：wind，华安证券研究所

## 正文目录

1 关注点一：成长质量+盈利能力 .....	6
2 关注点二：拿地力度+土储布局 .....	9
2.1 拿地节奏不断优化，土储存量丰厚.....	9
2.2 持续深耕一二线，布局核心都市圈.....	11
3 关注点三：激励机制+员工培养 .....	14
3.1 “和你成长”，搭建完整培养体系 .....	14
3.2 多层次激励结合，激发团队活力.....	15
4 关注点四：杠杆水平+融资成本 .....	17
5 关注点五：管控能力+周转速度 .....	19
6 关注点六：两翼业务+多元拓展 .....	20
6.1 保利物业：成功上市，经营能力进一步释放.....	20
6.2 不动产金融翼：资本对产业赋能.....	25
7 估值及盈利预测.....	26
7.1 绝对估值 .....	26
7.2 相对估值及盈利预测 .....	26
风险提示： .....	27
财务报表与盈利预测.....	28

## 图表目录

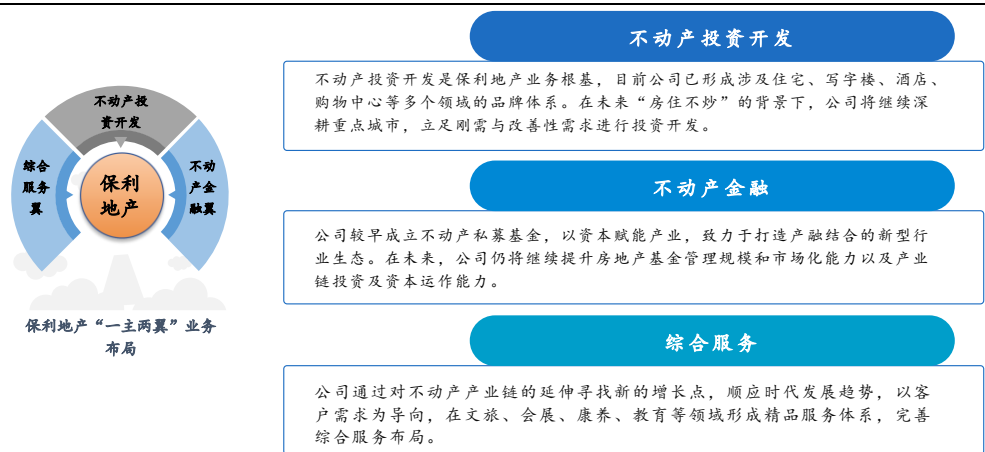
图表 1 构建不动产生态发展平台	6
图表 2 公司历年营业收入及其增速	6
图表 3 公司历年营业收入构成 (按业务)	6
图表 4 公司历年归母净利润及其增速	7
图表 5 公司历年房地产业务结算毛利率水平	7
图表 6 少数股东损益及其占净利润比重	8
图表 7 公司历年新增土储权益比 (按建面)	8
图表 8 公司历年销售规模及其同比	8
图表 9 公司历年新开工面积及其同比	8
图表 10 公司历年拿地金额及其同比	9
图表 11 公司历年拿地面积及其同比	9
图表 12 公司历年拿地面积/销售面积	10
图表 13 公司历年拿地金额/销售金额	10
图表 14 公司历年新增项目数量及单项目规模	10
图表 15 公司历年新增项目构成 (按项目规模)	10
图表 16 公司可售容积率面积及货值覆盖销售倍数	11
图表 17 公司历年待开发土储规模	11
图表 18 公司布局策略梳理	11
图表 19 公司新增土储建面构成 (按城市能级)	12
图表 20 公司新增土储建面分布 (按区域)	12
图表 21 公司历年拿地均价、销售均价及楼面价/销售均价水平	13
图表 22 公司在长三角及珠三角主要城市布局	13
图表 23 待开发土储构成 (按城市能级)	14
图表 24 截至 2020 中期末公司待开发土储构成 (按区域)	14
图表 25 公司股权激励对象离职情况	14
图表 26 公司主要人才培养计划梳理	14
图表 27 公司 2019 年“和员工成长”体系	15
图表 28 公司 2019 年能力素质模型	15
图表 29 公司薪酬体系和激励计划	15
图表 30 第二次股票期权人员构成 (按人数)	16
图表 31 第二次股票期权份额构成 (按股票期权数)	16
图表 32 第二期股权激励各阶段行权计划	16
图表 33 第二期股权激励计划进展情况	17
图表 34 公司历年净负债率	17
图表 35 公司历年扣除预收账款后的资产负债率	17
图表 36 公司历年有息负债总额及综合融资成本	18
图表 37 公司历年货币资金规模及其覆盖短债倍数	18
图表 38 主流房企平均融资成本情况 (2019)	18
图表 39 公司历年销售管理费用率 (销售金额口径)	19
图表 40 公司历年存货周转率	19
图表 41 头部房企销售管理费用率 (销售金额口径)	19

图表 42 头部房企存货周转率水平 (2019) .....	19
图表 43 保利物业发展大事记 .....	20
图表 44 保利物业股权结构 (截至 2019 年末) .....	21
图表 45 保利物业 2016-2019 管理规模及其同比 .....	21
图表 46 保利物业历年合同面积/在管面积 .....	21
图表 47 保利物业历年在管面积构成 (按来源) .....	22
图表 48 保利物业历年收入构成 (按来源) .....	22
图表 49 保利物业历年在管面积各业态占比 .....	22
图表 50 保利物业历年收入构成 (按业态) .....	22
图表 51 保利物业历年经营性现金流及其同比 .....	23
图表 52 保利物业在手货币资金及其同比 .....	23
图表 53 保利物业业务构成图 .....	23
图表 54 保利物业历年物管服务收入及其同比 .....	24
图表 55 保利物业平均物管费 (元/平方米/月) .....	24
图表 56 保利物业非业主增值服务收入及其同比 .....	24
图表 57 保利物业非业主增值服务收入结构 .....	24
图表 58 保利物业社区增值服务收入及其同比 .....	25
图表 59 保利物业社区增值服务收入结构 .....	25
图表 60 不动产金融组成公司基本情况 .....	25
图表 61 房地产基金累计管理规模 .....	26
图表 62 公司 NAV 估值 (以 2019 年房地产开发项目为基础) .....	26
图表 63 A 股主流房企估值表 .....	27

## 1 关注点一：成长质量+盈利能力

保利地产是国务院国资委管理的大型中央企业中国保利集团有限公司控股的大型国有房地产上市公司,也是中国保利集团有限公司旗下房地产业务的主要运作平台。面对行业发展新阶段,公司提出“以不动产投资开发为主,以综合服务与不动产金融为翼”的发展战略,构建不动产生态发展平台。

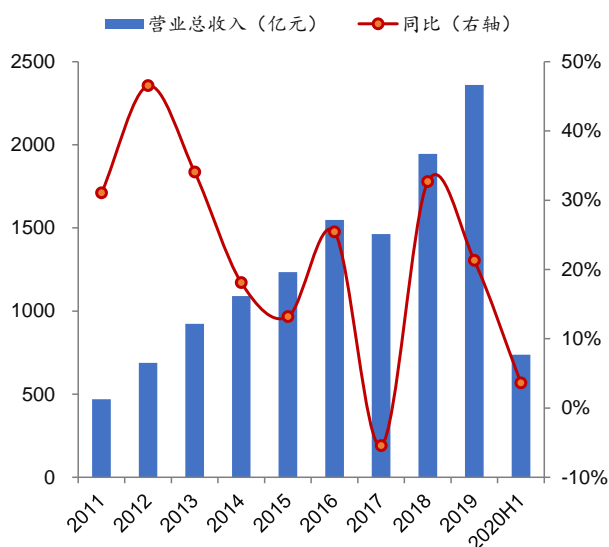
图表 1 构建不动产生态发展平台



资料来源: 公司官网, 公司公告, 华安证券研究所

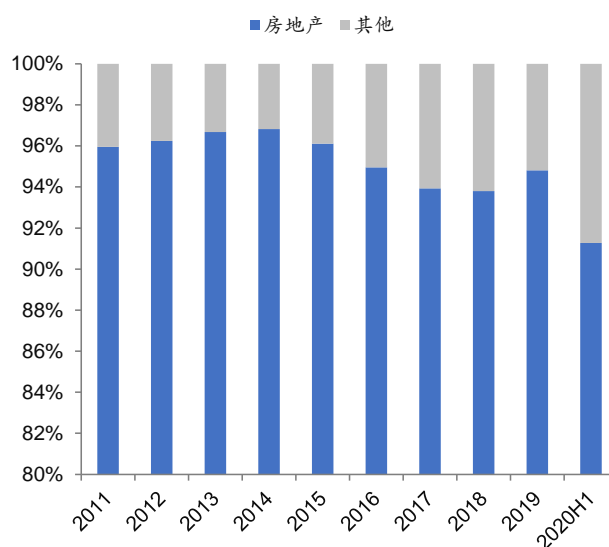
2019年, 公司实现营收 2359.8 亿元, 同比增长 21.3%; 实现归母净利润 279.6 亿元, 同比增长 47.9%, 收入、利润双增长。从营收构成来看, 2019 年房地产开发收入达 2237.3 亿元, 占比约 95%, 主营业务凸出。在疫情的冲击下, 公司业绩依然实现正增长, 2020H1 实现营收 737.1 亿元, 同比增长 3.6%; 归母净利润 101.2 亿元, 同比增长 1.7%。

图表 2 公司历年营业收入及其增速



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

图表 3 公司历年营业收入构成 (按业务)

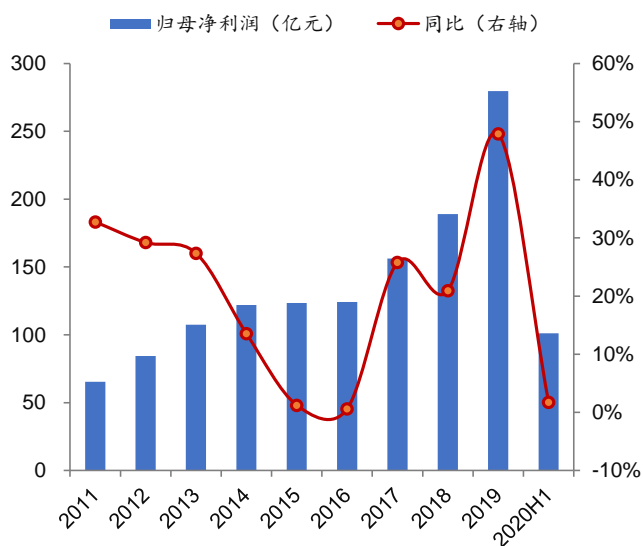


资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

2013-2015年,公司归母净利润增速出现大幅下滑,期间同比分别为27.4%、13.5%和1.2%,2016年触底降至0.6%,2017年起逐步回升,2019年归母净利润同比达47.9%。

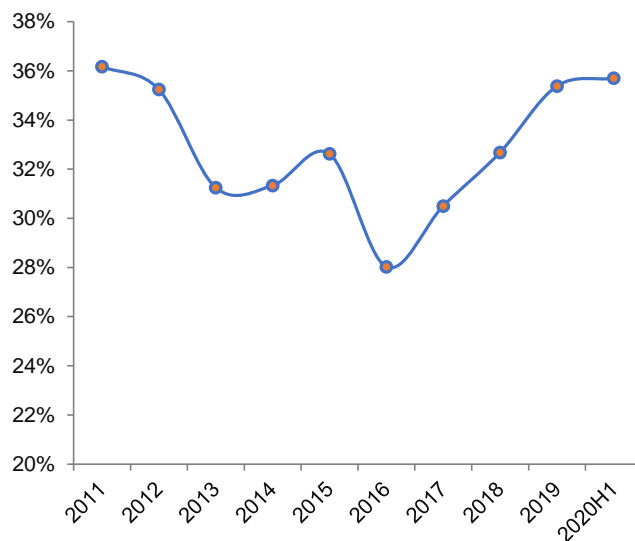
**业绩波动因素一:房地产业务结算毛利率**自2016年起开始回升,2016-2019年分别为28.0% (近十年最低点)、30.5%、32.7%和35.4%;

图表4 公司历年归母净利润及其增速



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

图表5 公司历年房地产业务结算毛利率水平

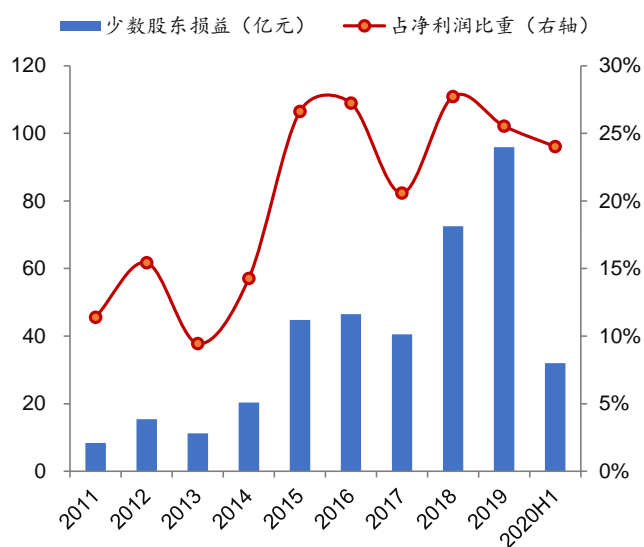


资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

**业绩波动因素二:**公司通过合作开发分散经营风险的同时, **结算权益比**下降致少数股东损益占净利润比重在2015、2016年达26.6%、27.2%的高点,对归母净利润形成负向拉拽。

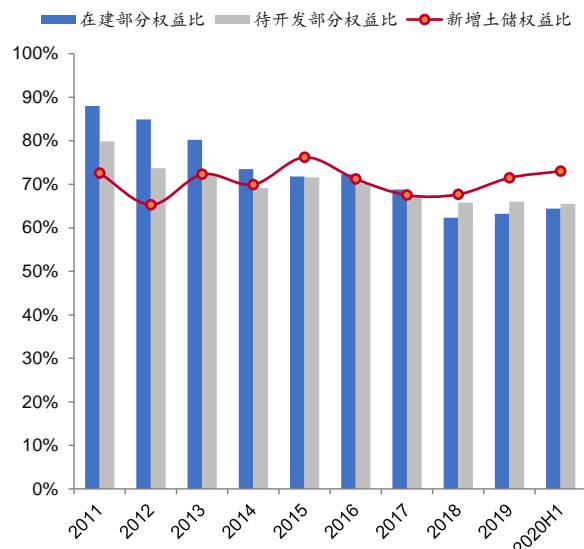
对于公司未来结算权益比的问题,我们以新增土储权益比作为合作开发强度变化的评价指标。2017-2020H1新增土储权益比(按建面)分别为67.5%、67.7%、71.5%和73.0%,逐步改善。从公司历年末主要项目在建+待建(按建面)看,2017-2020H1年权益比(不含国外项目)呈企稳之势。且自2018年起,待开发部分权益比持续高于在建部分,有望带动销售及未来结算权益比修复。

图表6 少数股东损益及其占净利润比重



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

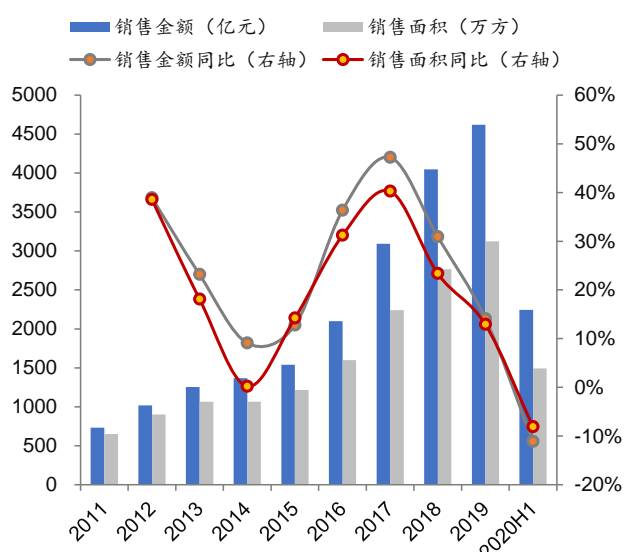
图表7 公司历年新增土储权益比 (按建面)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

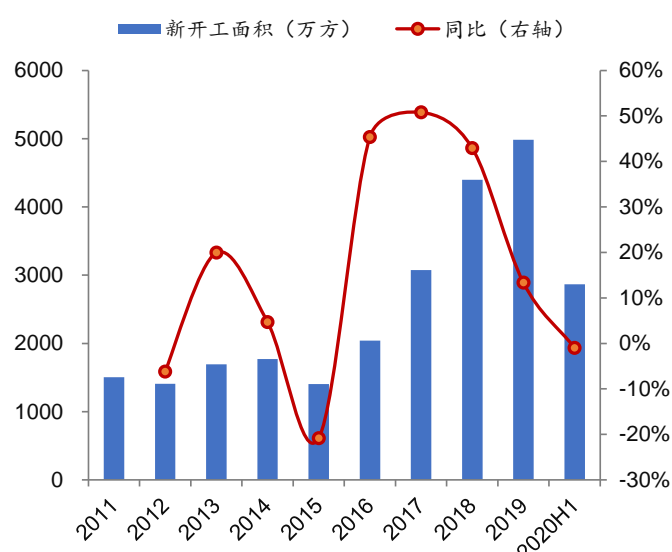
**销售轨迹追寻:** 受推盘节奏的影响, 公司 2014 年销售端增速明显下滑。2016 年, 公司新开工面积同比大幅增长达 45.4%, 完成全年计划开工的 117%。2015-2019 年新开工复合增速约 37%。强化前端, 在补充土储的同时提升推盘力度为后续销售稳步增长保驾护航。在行业销售增速放缓的背景下, 公司 2019 年实现签约金额 4618 亿元、同比增长 14%; 签约面积 3123 万平方米、同比增长 13%, 销售规模稳居行业前五、央企第一。2020 上半年实现签约金额 2245 亿元, 同比-11%左右。分季度看, 2020Q1、Q2、7 月单月同比分别为-35%、7%和 80%。随着复产复工的有序推进, 截至 7 月末累计签约销售规模恢复至去年同期水平。2020H1 新开工面积 2866 万平方米, 和去年同期持平, 已完成年初设定计划 (4300 万平方米) 的 67%。

图表8 公司历年销售规模及其同比



资料来源: 公司公告, 克而瑞, 华安证券研究所

图表9 公司历年新开工面积及其同比



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所



## 2 关注点二：拿地力度+土储布局

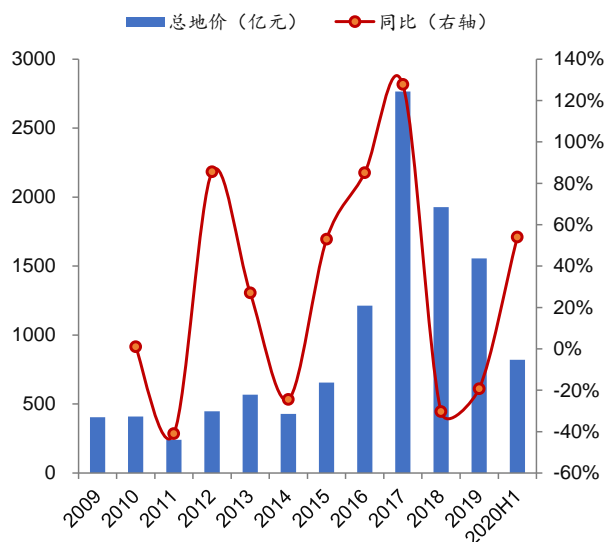
### 2.1 拿地节奏不断优化，土储存量丰厚

**结合市场变化，合理铺排投拓节奏：**(a) 2012 年之前，公司拿地态度较为保守。2012 年，由于差别化信贷政策支持、央行降准、降息，商品房市场逐渐回暖，公司拿地力度大幅提升。(b) 2014 年，多个城市退出限购，央行、银监会出台“930 房贷新政”，限贷松绑，政策环境整体渐趋宽松，商品房成交改善。该阶段，公司积极拼抢市场，但拿地规模相对平稳。(c) 2016 年，公司把握行业复苏机会，步入千亿时代后增速再创新高，拿地态度积极，土储扩张提速。(d) 2017 年，房地产行业历经了较为严苛的调控期，限购、限贷、限价等传统调控政策持续加码，限售、限签等新政陆续出台，行业销售增速回落，土地溢价率低位运行，公司在这一阶段逆势拿地。(e) 经历了 2016-2017 年的拿地高峰后，公司土储充裕，2018 年起公司拿地强度缓降，2019 年同比降幅收窄。(f) 受疫情的影响，2020 年一季度土地市场偏冷，公司拿地已经开始转向积极，二季度销售修复，土地市场升温，公司拿地反而谨慎，上半年新增土地溢价率和去年基本持平。纵观公司一路成长，拿地完成由“保守-积极-张弛有度”的转变。

**我们从规模、力度、项目三个维度来观察公司拿地的变化：**

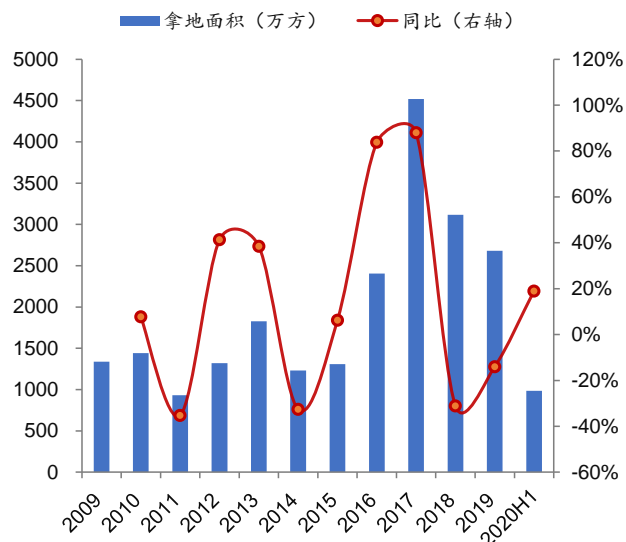
**(1) 从拿地规模来看：**2012 年之前，公司年均新增土储建面维持在 1500 万方以下。2012 年，新增土储建面同比增长 41.4%，达到该阶段峰值后有所回落。2014-2015 年低谷回升，新增土储建面同比由-32.6%的负增长转正 6.3%，新增土储面积规模维持在 1250 万方上下。2016 年，公司新增土储同比大幅提升至 83.8%，2017 年维持在 88.0% 的高位，新增土储建面达 4520 万平方米。2018-2019 年新增土储建面分别为 3116、2680 万方，增速回落但绝对量依然可观。2020 上半年新增土地储备建面 984 万平方米，同比增长 19%；对应土拓金额 820 亿元，同比增长 54%。

图表 10 公司历年拿地金额及其同比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 11 公司历年拿地面积及其同比

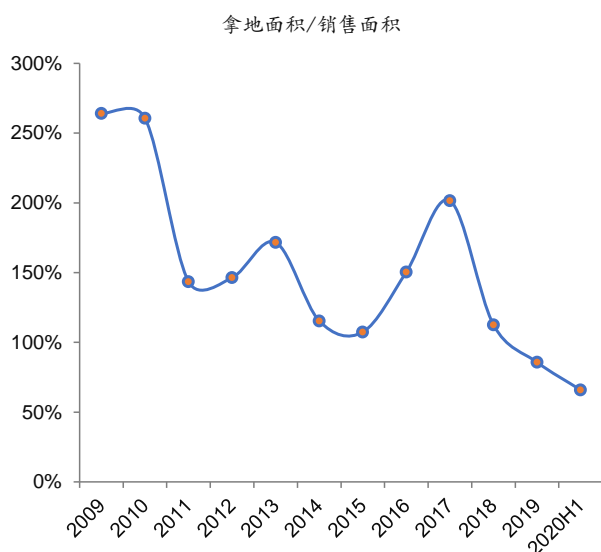


资料来源：公司公告，华安证券研究所

**(2) 从拿地力度来看：**我们以拿地/销售作为评价公司拿地强度的指标。2009-2016 年，公司新增土储建面/销售面积均值超 150%，2017 年达到近十年峰值 202%，2018-2019 年，公司拿地建面占比分别为 114%、86%。2020 年上半年，拿地出现“价提量减”

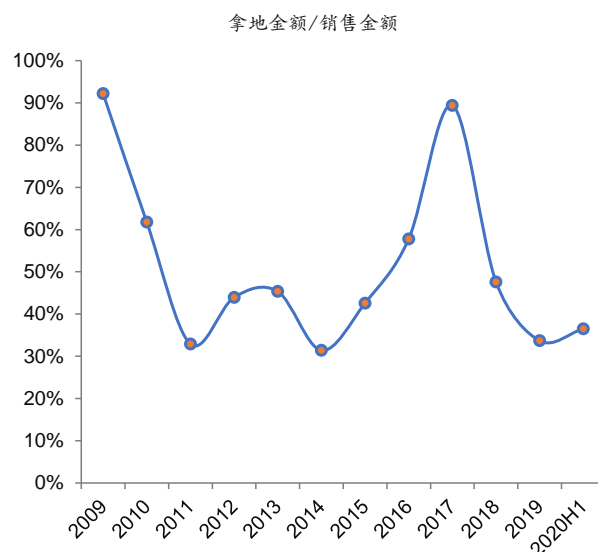
的情况，主要是公司调整城市拓展能级分布，更多聚焦一二线核心城市所致。公司兼顾资金状况的同时，合理拿地、有序扩张。

图表 12 公司历年拿地面积/销售面积



资料来源：公司公告，华安证券研究所

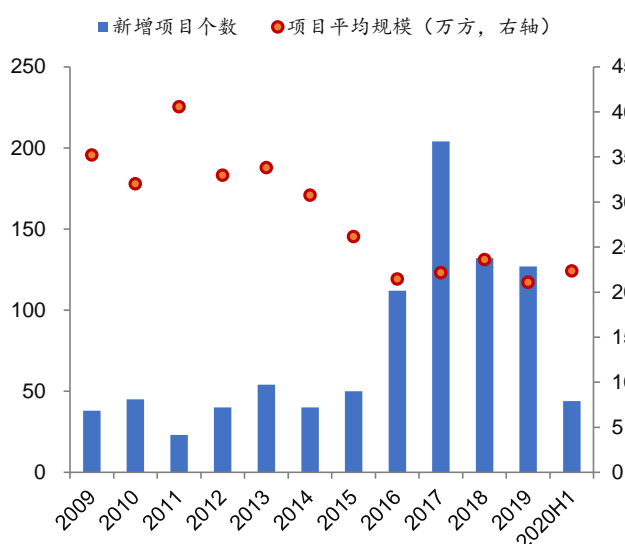
图表 13 公司历年拿地金额/销售金额



资料来源：公司公告，华安证券研究所

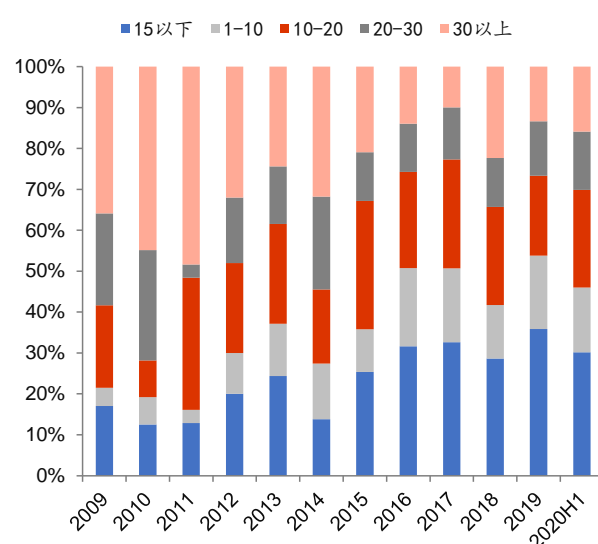
(3) 从项目拓展来看：2015年及以前，公司年均新增项目在55个以内。2016年起开始发力，当年新增拓展项目达112个，2017年进一步增至204个，2018、2019年新增项目数量保持在120个以上。公司新增土储单项目规模自2011年后开始下降，2019年降至21.1万方/个。单项目拓展规模逐步小盘化，有利于提升周转效率。

图表 14 公司历年新增项目数量及单项目规模



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 15 公司历年新增项目构成 (按项目规模)



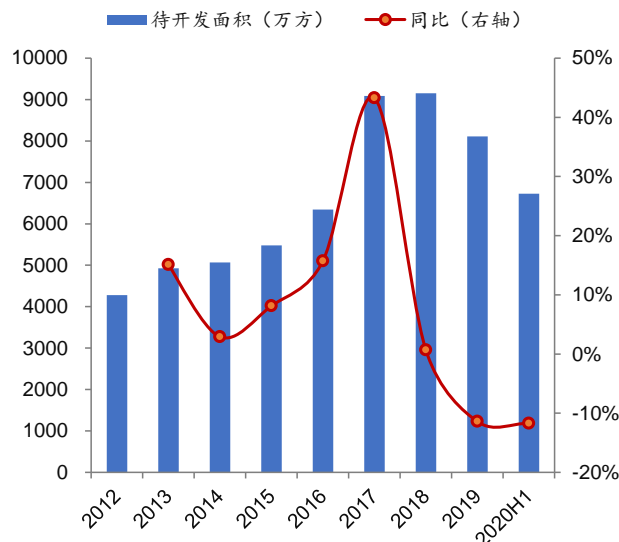
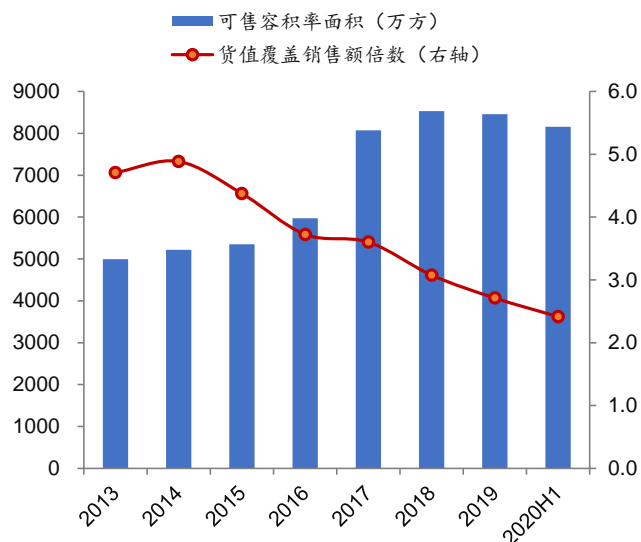
资料来源：公司公告，华安证券研究所

**土储存量丰厚，多元拓展补充。**公司发挥央企资源整合优势，多元拓展补充货值。2016年公司收购中航地产下属8个房地产项目公司及1个在建工程，2017年整合中国

航空工业集团地产业务和保利 (香港)。2016-2018 年并购合作等非招拍挂方式拿地占比 (按建面) 分别为 75%、48%、58%。截至 2020 年中期末, 公司待开发面积 6727 万平方米, 可售资源对应货值约 1.5 万亿, 可满足公司未来 2-3 年的发展需求。

图表 16 公司可售容积率面积及货值覆盖销售倍数

图表 17 公司历年待开发土储规模



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 2.2 持续深耕一二线, 布局核心都市圈

从布局战略来看, 公司具备较强的规划能力。公司在城市布局上“坚持以核心城市及重点城市群为主的布局策略, 重点深耕珠三角、长三角、京津冀、中部、成渝、海西等国家重点发展区域”。2002 年, 公司业务主要集中在核心城市; 2006 年全国战略布局初步完成; 2013 年, 提出“3+2+X”区域布局战略; 2015 年前瞻性布局国家重点发展区域。经过 28 年的发展, 公司完成了以中心城市为核心, 以城市群、都市圈为延展的投拓结构, 契合区域经济发展、人口、产业的长期趋势。

图表 18 公司布局策略梳理

时间	城市布局战略及进展	内容
2002 年	“推进以广州、北京、上海为重点城市, 辐射区域全国布局”	公司制定《十年发展规划纲要》即“推进以广州、北京、上海为重点城市, 辐射区域全国布局”的区域战略, 准确地预见到了行业的良好发展前景。
2006 年	全国战略布局初步完成	公司上市之初, 已完成包括广州、北京、上海、沈阳、重庆、武汉、长沙在内的 10 大重点城市的战略布局, 初步完成从广州区域龙头到全国大型品牌发展商的战略转型。
2009 年	“以中心城市为主, 逐步辐射二三线城市”	公司提出“三个为主, 三个结合”的发展战略, 形成了公司“以房地产主业为主, 适度拓展相关行业; 以中心城市为主, 逐步辐射二三线城市; 以住宅开发为主, 积极拓展多元业态”的发展模式。
2010 年	“以一线省会城市向周边经济发达二、三线城市纵深发展”	公司大力推进区域布局深化, 完成所有沿海一线城市的布局, 强化了珠三角和长三角的战略布点, 开启了以现有一线城市向周边经济发达二、三线城市纵深发展的新局面。
2013 年	“3+2+X”区域布局战略	公司提出一二线城市中心城市为主的“3+2+X”区域布局战略即重点布局环渤海、长三角、珠三角三大城市群和以武汉、成都为核心的区域, 同时适度布局发展潜力较大的三四线城市, 并通过加大合作比例分散经营风险。

2014年	实施差异化拓展，加大一二线城市拓展力度	2014年，在市场销售低迷、土地价格居高不下的情况下，公司严格执行审慎的拓展原则，采取了差异化拓展策略，加大了市场复苏快、库存压力小的一二线城市的拓展力度，优化拓展结构。
2015年	全国化布局基本完成，新开拓海外市场	公司全国化布局已基本完成，形成了覆盖珠三角、长三角、环渤海、中部、西南主要经济圈、遍布全国 60 个主流城市的战略布局，并新进入澳大利亚的悉尼、墨尔本和英国伦敦，海外战略得到有效落实。

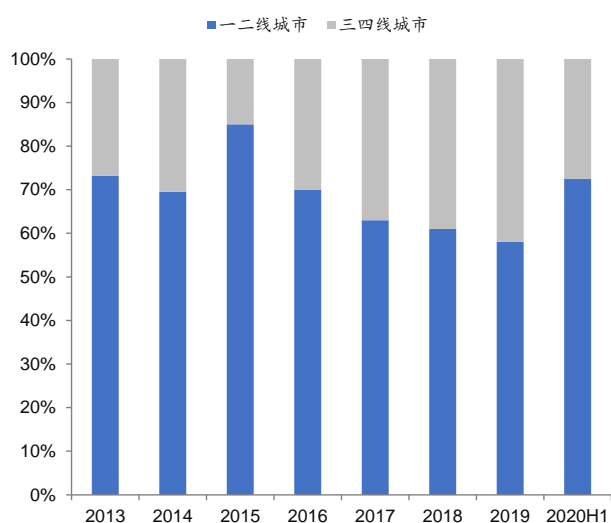
资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 我们从城市能级和区域分布上来观察公司的布局战略：

(1) **城市能级：深耕一二线，甄选下沉。**2013-2019 年新增土储一二线城市占比平均达 68.5%，2015 年达 85%。通过对公司新增房地产项目的整理，2019 年新增一二线（按建面）占比近六成，但公司 38 个核心城市拓展金额占比达 79%；新增三四线城市中核心都市圈占比超五成。2020H1 公司进行城市层级调整，新增土储中一二线占比提升至 72.5%（按建面），为持续深耕核心城市备足“弹药”。

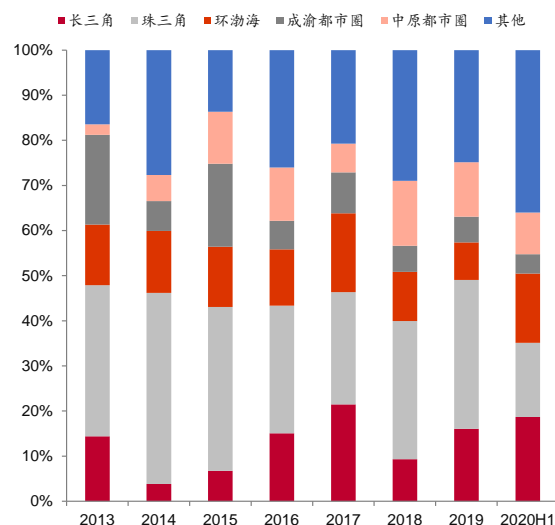
(2) **区域分布：巩固珠三角，外拓聚焦都市圈。**2009-2019 年新增土储五大都市圈（珠三角、长三角、环渤海、成渝、中原）占比均值超七成。公司珠三角地区拿地持续加码，年平均拿地占比新增土储超 30%。公司在广东省实现粤港澳大湾区广东区域的全覆盖。随着粤港澳大湾区规划落地，公司有望受益于市场一体化背景下城市群协同发展及辐射渗透。

图表 19 公司新增土储建面构成（按城市能级）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

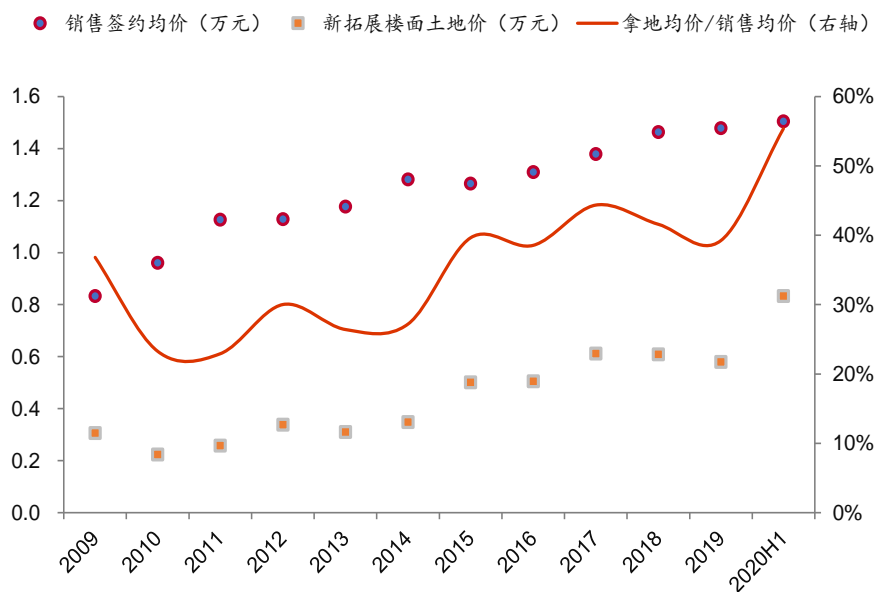
图表 20 公司新增土储建面分布（按区域）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

**从拿地成本来看：**2017 年新增土储楼面价约 6117 元/平方米，逐步降至 2019 年的 5802 元/平方米；从地价房价比来看，从 2017 年的 44% 下降至 2019 年的 39%。从各能级城市的拓展情况看，公司一线城市楼面价在 2018 年回落后反弹，二线城市拿地成本持续提升，三四线城市楼面价有所回落。2020H1，公司的地价售价比提升，源于公司坚持一二线为主的布局战略，拿地结构调整所致。

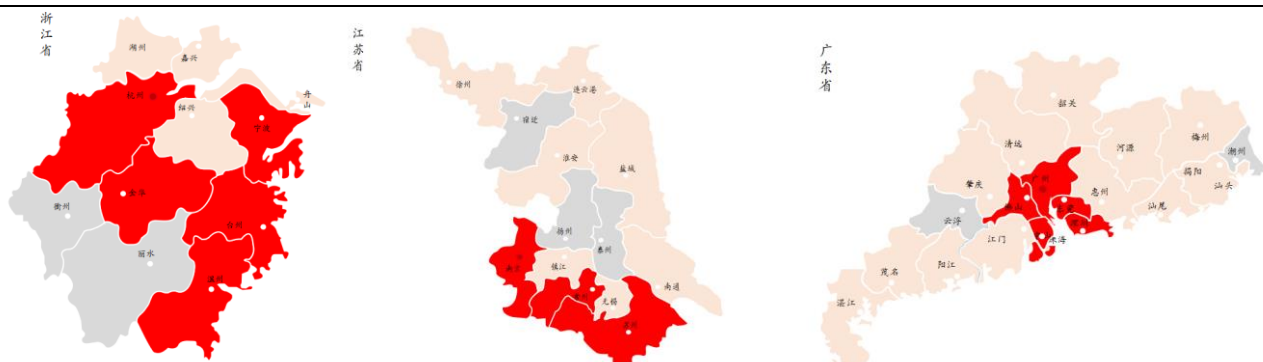
图表 21 公司历年拿地均价、销售均价及楼面价/销售均价水平



资料来源：公司公告，华安证券研究所

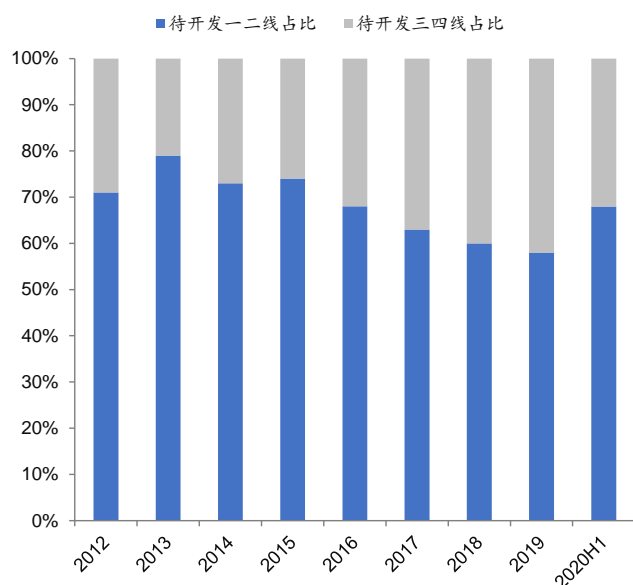
2013-2015 年，公司待开发土储一二线占比维持在 70%以上。2016-2019 年，伴随下沉，核心城市周边三四线土储占比有所提升。2020 上半年，公司拿地布局能级向一二线倾斜。截至 2020 年中期末，公司待开发面积中一二线占比超 60%，六大城市群占比约 79%，珠三角和中部地区占比较高，分别为 40%和 19%。公司土储存量结构优异，布局城市具备良好的市场基础，需求韧性十足。

图表 22 公司在长三角及珠三角主要城市布局



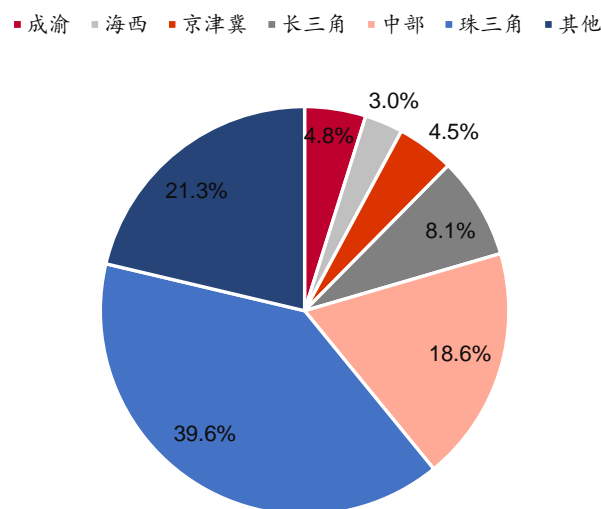
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 23 待开发土储构成 (按城市能级)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 24 截至 2020 中期末公司待开发土储构成 (按区域)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 3 关注点三：激励机制+员工培养

**积极变革，凝聚人才：**人才流失日渐成为制约国有企业保持竞争优势的影响因素之一。公司早在 2011 年就已提出激励方案。2018 年起，不断改革人才培养、薪酬和激励体系。从数据上看，公司股权激励对象中（不包含退休、调动）在 2017 年 4 月至 2018 年 4 月期间（12 个月）离职人数达 28 人，而 2018 年 4 月至 2019 年 4 月（12 个月）降至 19 人，2019 年 4 月至 2020 年 4 月（12 个月）离职人数进一步下降到 13 人。

图表 25 公司股权激励对象离职情况

时间段	人员数量	时间跨度 (月)
2017.4.15-2018.4.14	28	12 个月
2018.4.15-2019.4.12	19	12 个月
2019.4.13-2019.9.3	13	12 个月

资料来源：公司公告，华安证券研究所

#### 3.1 “和你成长”，搭建完整培养体系

公司自 2010 年启动“和你成长”人力资源培育计划，不断更迭、创新。目前，公司已形成“文化为本，成长为先”为宗旨的人才观，依托“保利商学院”为平台，引入分层分类的培训计划，建立多维度人才评价标准，选拔、培养高能力素质的人才，同时不断完善渠道员工发展机制，为员工发展提供广阔的平台和空间。

图表 26 公司主要人才培养计划梳理

发布时间	主要内容
2010	公司启动“和你成长”人力资源培育计划，涵盖实习计划、校园招聘、荣誉评选和培训计划四大板块，并逐一配备“成长基地”、“和你成长”、“成长之星”、“烽火相传”四项主题系列活动，将企业关怀融汇于员工成长的各个阶段。
2011	公司构建了新员工培训、专业培训、通用培训、交互式培训、高管培训的五轮驱动体系。

2012	与知名院校合作：开通网络学院。
2014	公司开始逐步从员工中培养内训师，将知识和经验内化、推广。
2016	公司形成了以“保利合伙人”新员工入职培训、“保利星讲台”内部培训、中高级管理人员培训和“T.O.P.” (Talent of Poly) 业务线专项培训训练营为主要架构的培训体系。
2017	公司开展“百帅行动”总经理班培训；推出了“百帅行动”第一期人才培养计划，提高后备人才的自我管理、战略思维、经营管理和团队领导能力。
2018	公司提出“文化为本，成长为先”的人才观，倡导务实担当，奋发有为，追求卓越的人才价值观，发现、培养和选拔不断追求成长的人才；成立“保利商学院”，构建以“领军”、“百帅”、“点将”、“练兵”为框架的人才梯队培养体系。
2019	公司制定《保利发展培训工作纲要》，完善商学院发展规划、运营模式、课程体系和发展方向。

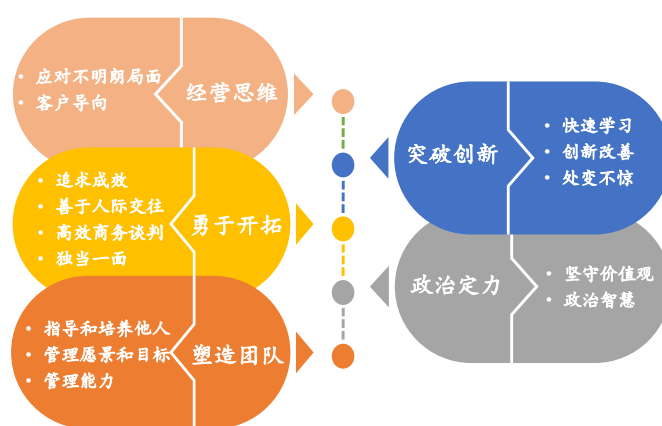
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 27 公司 2019 年“和员工成长”体系



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 28 公司 2019 年能力素质模型



资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 3.2 多层次激励结合，激发团队活力

公司不断改革，形成以薪酬体系、股权激励、跟投计划为主体的多层次结合机制：

(1) **薪酬体系**：公司通过建立反映绩效与能力差异的奖励文化，形成了以基薪、绩效、奖金、补贴津贴为主的现金薪酬体系，并不断改善薪酬结构，优化奖金分配方式，提升基薪竞争力。(2) **股权激励**：公司于 2011 年、2016 年分别提出首期、第二期股权激励计划，增进核心骨干团队的凝聚力及员工的向心力。(3) **项目跟投**：公司于 2017 年提出房地产项目跟投计划，将项目收益与员工收益挂钩，实现利益绑定、激发员工活力，助力公司快速发展。

图表 29 公司薪酬体系和激励计划

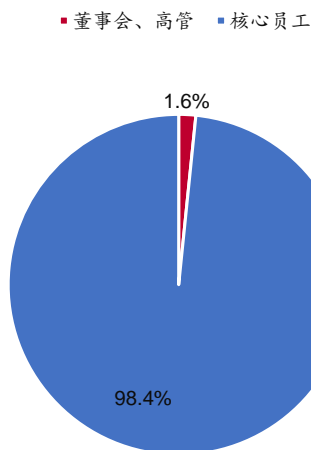
时间	事件	主要内容
2012 年	首期股权激励计划	2012 年 4 月，公司股东大会审议通过首期股权激励计划，授权日为 2012 年 5 月 4 日，初始计划 5567 万份，占授权日已发行股本总额 0.936%；行权价格 9.97 元/股。激励对象包含公司部分董事、高管及管理骨干和技术骨干共 178 人，占员工总数 1.56%。
2013 年	薪酬体系	形成了以基薪、绩效、奖金、补贴津贴为主的现金薪酬体系；正式启动企业年金计划。
2016 年	第二次股权激励计划	2016 年 8 月，公司股东大会审议通过第二次股权激励计划，授权日为 2016 年 9 月 1 日，激励总数 12,978.3 万份，行权价格为 8.72 元/股。公司部分董事、高管及管理骨干和技术骨干共 682 人，占员工总数 2.16%。（2016.8.30 调整后）

2017年 12月,审议通过了《关于实施房地产项目跟投的议案》。单一项目跟投总金额上限不超过项目资金峰值的10%。跟投人员通过中购专项资管计划或信托计划等合规的投资结构参与跟投,跟投收益、损失及相关风险由跟投个人承担。董事、监事不参与跟投。

资料来源:公司公告,华安证券研究所

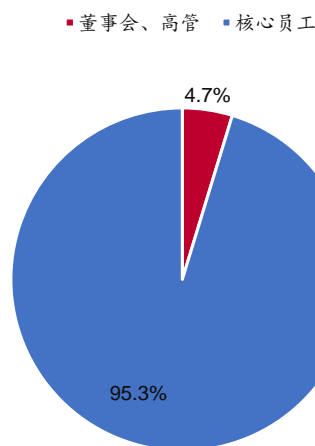
**股权激励:** (1) 从份额上来看,2011年和2016年期权5567万股、12978.3万股,份额占总股本分别为0.94%、1.095%; (2) 从授予对象来看,覆盖范围较广,2016年给予公司682名员工股权激励;从持股份额上来看,公司高管、董事占比4.7%,公司经营业绩和持续发展有直接影响的管理骨干和技术骨干占95.3%,激励主要面向核心员工。不包括独立董事、监事,持股5%以上的主要股东或实际控制人、或其配偶及直系近亲属,始终坚持“唯才是举,以德为先”的人才观念,有利于稳定公司治理体系,激发团队积极性,凝聚内生增长动力。(3) 从时间跨度来看,两次行权有效期均为6年,限制期均为2年,有助于促进公司业绩的长期稳定增长。

图表 30 第二次股票期权人员构成 (按人数)



资料来源:公司公告,华安证券研究所

图表 31 第二次股票期权份额构成 (按股票期权数)



资料来源:公司公告,华安证券研究所

图表 32 第二期股权激励各阶段行权计划

行权计划	时间安排	比例	行权条件
行权限制期	自授权日起 24 个月	-	-
第一个行权期	自授权日起 24-48 个月	33%	第一个行权日前一会计年度 ROE 不低于 14%, 前三个会计年度净利润年复合增长率不低于 8%; 前一年度总资产周转率不低于 0.25。
第二个行权期	自授权日起 36-60 个月	33%	第二个行权日前一会计年度 ROE 不低于 14.5%, 前三个会计年度净利润年复合增长率不低于 8%; 前一年度总资产周转率不低于 0.25。
第三个行权期	自授权日起 48-72 个月	34%	第三个行权日前一会计年度 ROE 不低于 15%, 前三个会计年度净利润年复合增长率不低于 8%; 前一年度的总资产周转率不低于 0.25。

资料来源:公司公告,华安证券研究所



图表 33 第二期股权激励计划进展情况

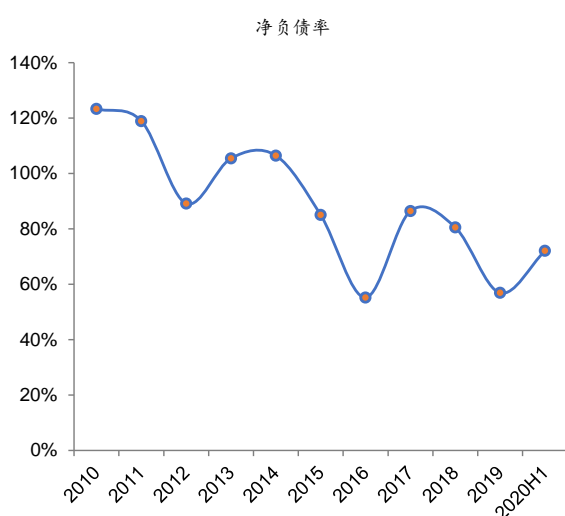
阶段	上市时间	比例 (%)	股权数量 (万股)	行权价格 (元)	激励人数 (名)
第一个行权期	2018/9/17	28.55	3382.33	8.01	584
	2018/12/24	2.33	276.47	8.01	73
	2019/7/15	1.04	122.9	7.51	28
	2019/9/26	0.42	50.02	7.51	10
	2019/12/23	0.09	10.93	7.51	1
	2020/7/2	0.23	27.43	6.69	4
	合计行权		32.66	3870.08	-
第二个行权期	2019/9/26	28.98	3433.92	7.51	577
	2019/12/23	1.24	146.84	7.51	38
	2020/7/2	1.08	128.06	6.69	20
	合计行权	31.30	3708.82	-	-
第三个行权期	尚未行权				
合计	总行权	63.96	7578.9	-	-
	未行权	36.04	4270.11	-	-
	总股权	100.00	11849.01	-	-

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 4 关注点四：杠杆水平+融资成本

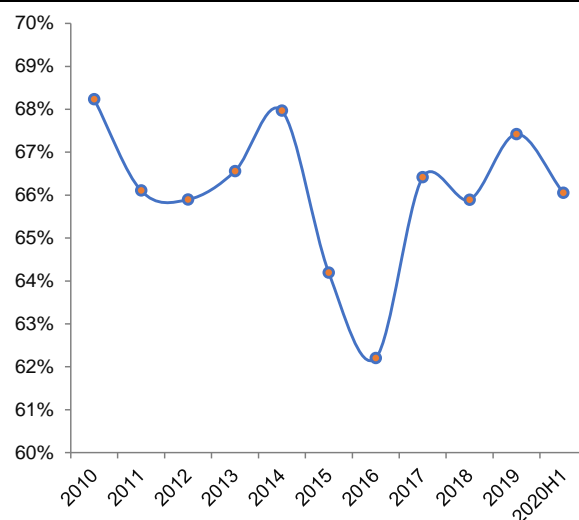
公司净负债率在 2014 年达到 106% 高点后，在降杠杆要求的引导下，降至 2016 年的 55% (近十年最低点)。2017 年，随着公司加大投拓力度，杠杆水平有所提升。2018、2019 步入下行区间，分别为 81%、57%。在疫情的冲击下，公司逆势拿地，截至 2020H1 末净负债率回升至 72%，维持在近十年的较低水平。

图表 34 公司历年净负债率



资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

图表 35 公司历年扣除预收账款后的资产负债率

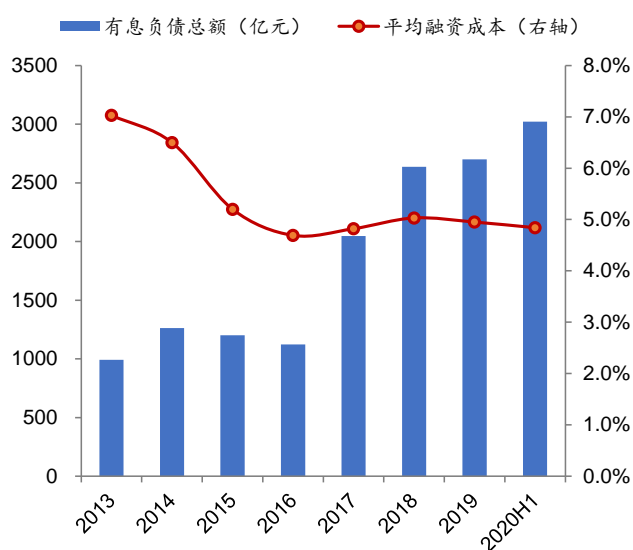


资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

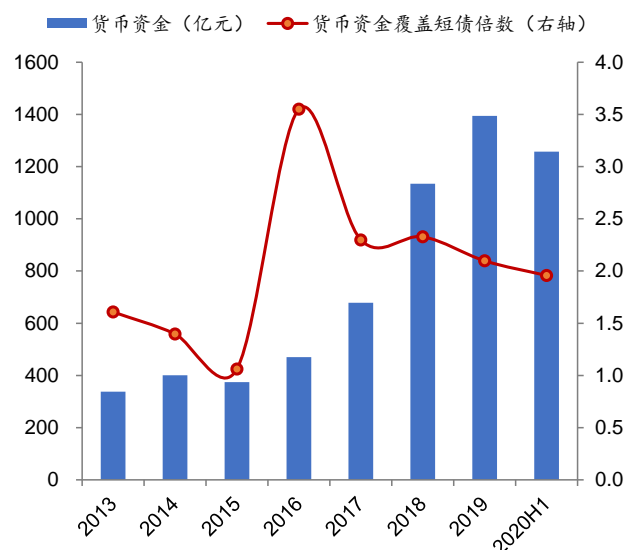
截至 2020 年中期末，公司账面有息负债约 3021 亿元，综合成本仅 4.84%，

较年初降低 0.11 个百分点，继续保持行业领先优势。作为地产龙头企业，公司构建了以银行信贷为主，股权融资、直接债务融资、资产证券化等为辅的多元化融资体系。截至 2020 年中期末，公司银行贷款授信总额 5230 亿元，剩余未使用额度为 2385 亿元，融资资源充裕。同时，公司拥有未发行公司债额度 110 亿元、永续中票额度 40 亿元。

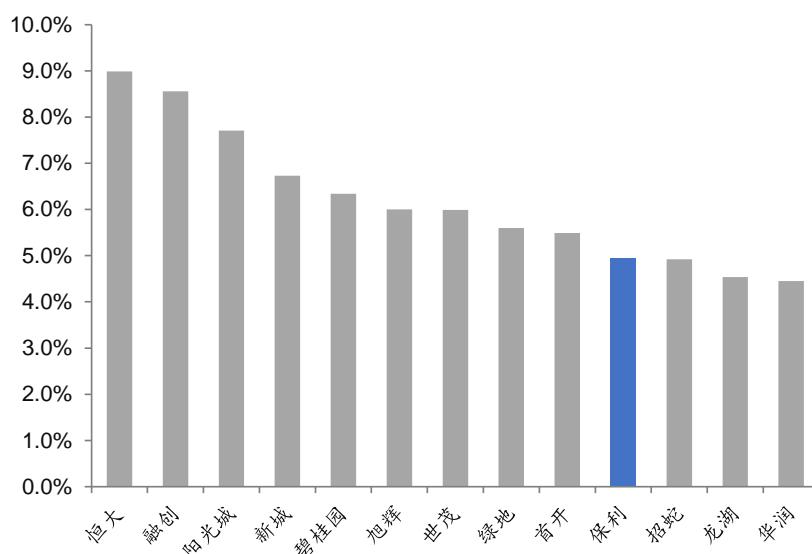
公司通过将回笼指标纳入业绩考核、建立回笼动态监控机制、加大按揭总对总合作力度等多种举措，持续强化现金回笼。2020 年上半年，累计实现销售回笼 2023 亿元，回笼率为 90.1%。截至 2020 年中期末，公司货币资金达 1257 亿元，覆盖同期末短债约 2.0 倍，资金结构安全。

**图表 36 公司历年有息负债总额及综合融资成本**


资料来源：公司公告，华安证券研究所

**图表 37 公司历年货币资金规模及其覆盖短债倍数**


资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

**图表 38 主流房企平均融资成本情况 (2019)**


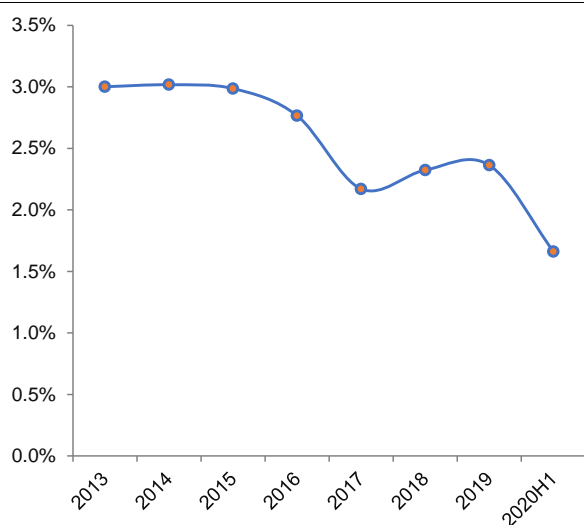
资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

## 5 关注点五：管控能力+周转速度

军工背景使得公司的企业文化价值观自始就内含军旅色彩，权责清晰、灵活的决策体系，内部审计、考核监督等管理机制。公司管理层行业经验丰富，这使得公司在复杂波动的市场环境中依然可以实现稳步发展，居行业龙头位置。

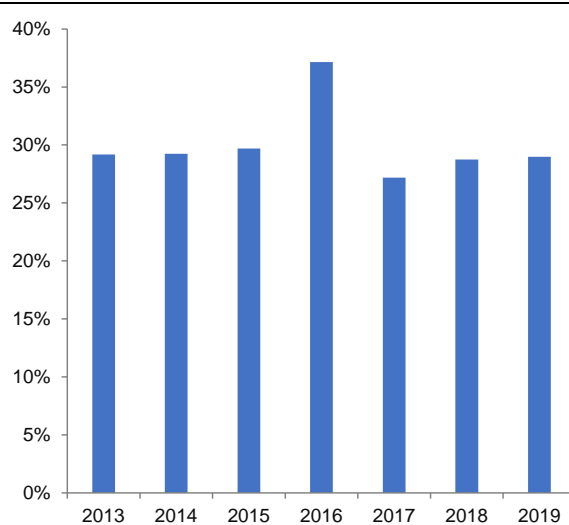
2016年，公司为适应规模化发展，提升管理的精细度，在原有二级治理架构基础上增设大区，形成“总部-大区-平台”的三级管理模式，强化管理的针对性和时效性，进一步提高管控能力和开发效率。2019年公司销售管理费用率（销售金额口径）为2.36%，2020H1进一步下行至1.66%。随着规模的稳步提升，公司近五年的销售管理费用率维持在3%以下，彰显较强的成本管控能力。公司2019年的存货周转率为29.0%，保持稳中有升。

图表 39 公司历年销售管理费用率（销售金额口径）



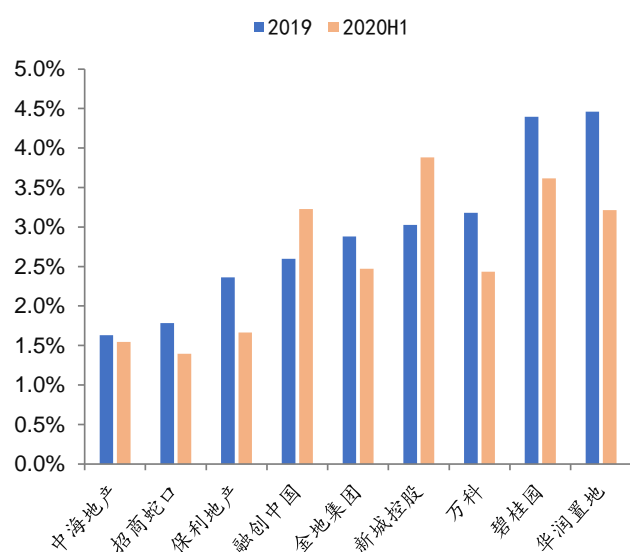
资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

图表 40 公司历年存货周转率



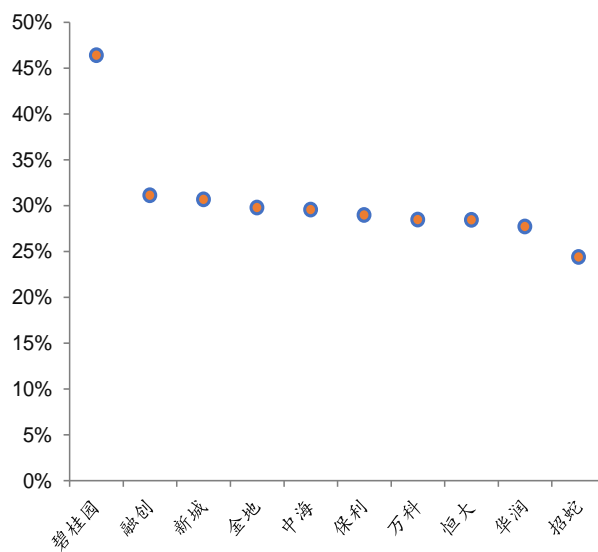
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 41 头部房企销售管理费用率（销售金额口径）



资料来源：公司公告，wind，克而瑞，华安证券研究所

图表 42 头部房企存货周转率水平（2019）



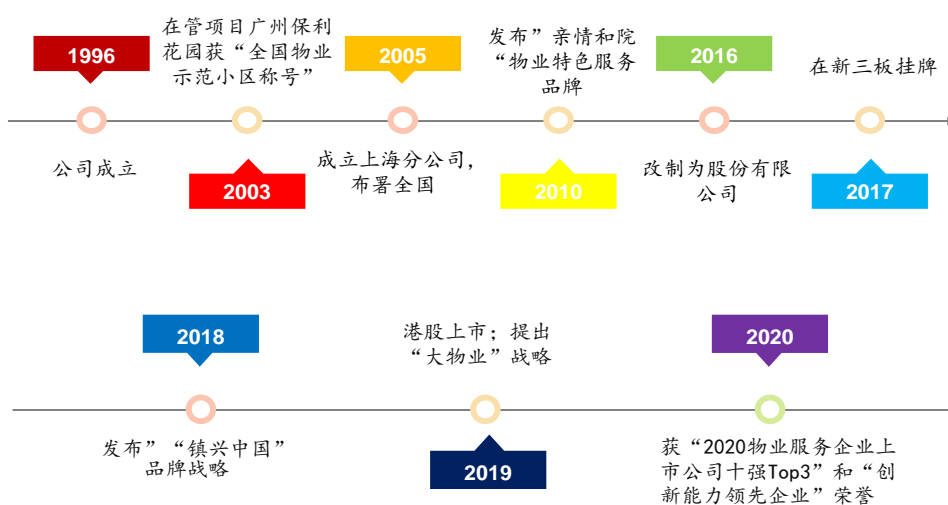
资料来源：wind，华安证券研究所

## 6 关注点六：两翼业务+多元拓展

### 6.1 保利物业：成功上市，经营能力进一步释放

1996年，保利物业成立于广州。成立之初，公司着力于服务水平的提高及品牌优势的塑造。2005年，随着上海分公司的设立，保利物业进入全国布局期并成功打造“亲情和院”等特色物业服务品牌。2016年，公司完成股份制改革，并于次年挂牌新三板。2019年，保利物业成功登陆港交所，股票代码6049.HK。目前，公司步入发展提速阶段，提出“以全国化规模及多元业态为导向开展新时期的物业服务工作”的“大物业”战略。

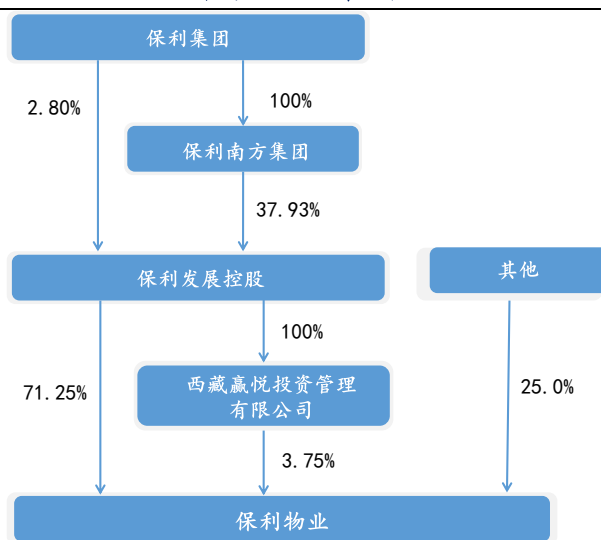
图表 43 保利物业发展大事记



资料来源：公司官网，保利物业招股说明书，华安证券研究所

截至2019年末，保利发展直接持有保利物业71.25%股份，通过西藏赢悦投资间接持有公司3.75%股份，合计持有75.0%，为公司控股股东。稳定的组织架构有助于物管板块的持续发展，集中的股权使得保利物业的发展对保利地产具备更强的协同作用。

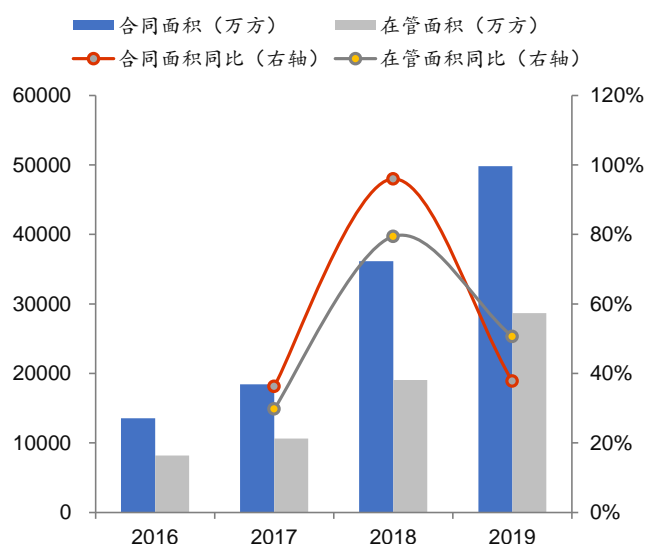
图表 44 保利物业股权结构 (截至 2019 年末)



资料来源: wind, 保利物业招股说明书, 华安证券研究所

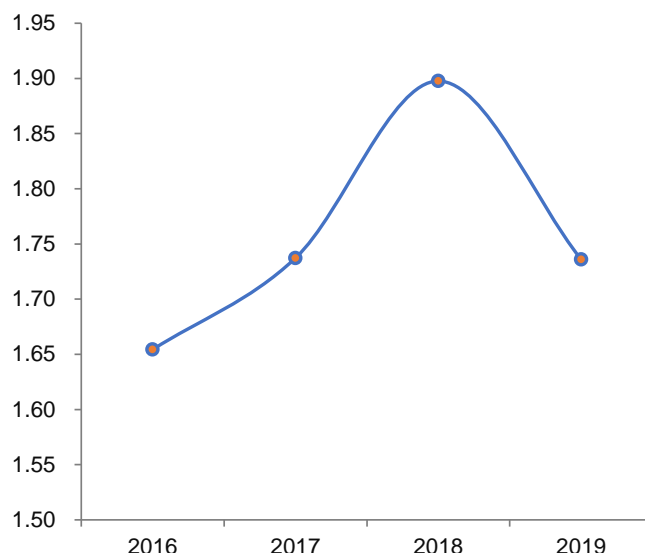
**规模迅速扩张, 合约转在管提速。**截至 2019 年末, 保利物业在管面积规模达 2.87 亿平方米, 合同管理面积 4.98 亿平方米。已进入北京、上海、广州、成都、长春等 170 个城市。2019 年, 公司在管面积与合同面积同比增速分别为 50%、38%, 合同面积/在管面积约 1.7。公司在管规模扩张的同时, 合约转在管效率提升。随着集团开发项目步入交付期, 保利物业规模提升具备稳健的增长动能。

图表 45 保利物业 2016-2019 管理规模及其同比



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

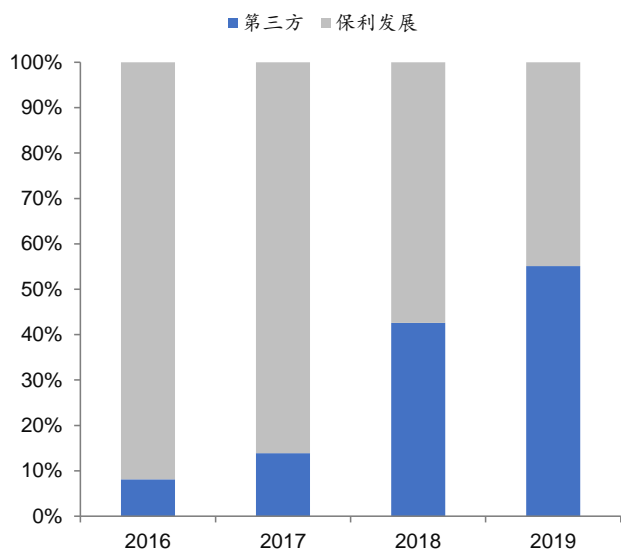
图表 46 保利物业历年合同面积/在管面积



资料来源: wind, 华安证券研究所

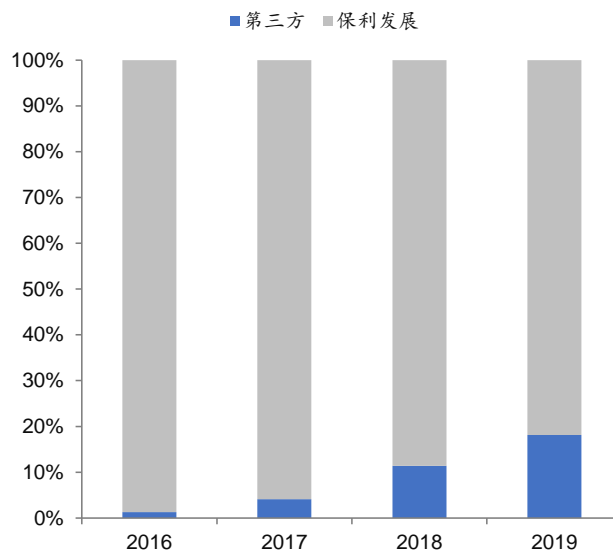
**外拓能力增强, 第三方资源占比提升。**(a) **收入来源:** 第三方的收入占比由 2016 年的 1.3% 提升至 2019 年的 18.1%; (b) **在管规模:** 截至 2019 年末, 来自于第三方拓展的在管面积规模已达 1.58 亿平方米, 占比由 2016 年的 8.1% 提高到 2019 年的 55.1%, 第三方所占比重超过集团内部输送, 彰显公司出众的外拓能力。

图表 47 保利物业历年在管面积构成 (按来源)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

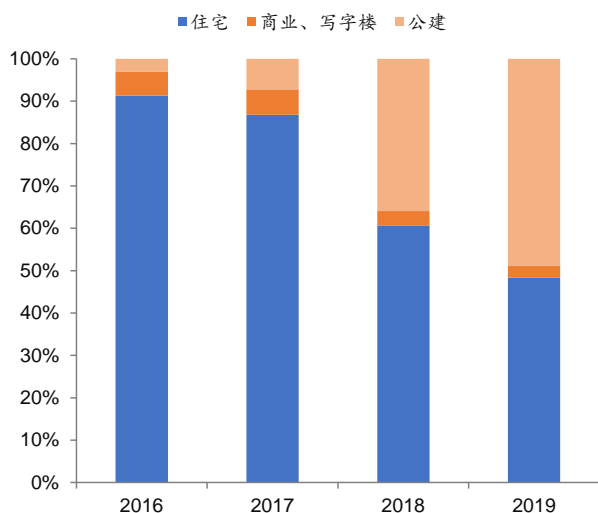
图表 48 保利物业历年收入构成 (按来源)



资料来源：wind，华安证券研究所

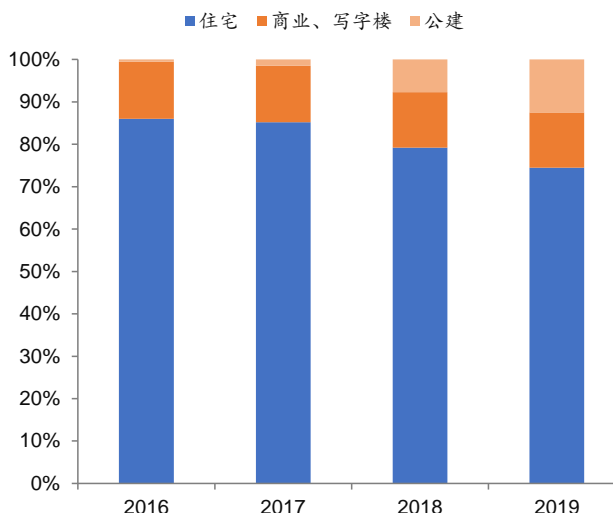
**公建项目拓展得力，但业绩贡献仍处低位。**截至 2019 年末，公司在管面积业态分布中公建占比达 48.9%，首次超过传统住宅项目。公建项目成为公司拓展主要方向之一。除了源于对非住宅物业市场的重视，还与公司具备央企背景的优势有关。但是受公建项目物业价格较低的影响，公建项目贡献的收入占比仅为 12.5%。

图表 49 保利物业历年在管面积各业态占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

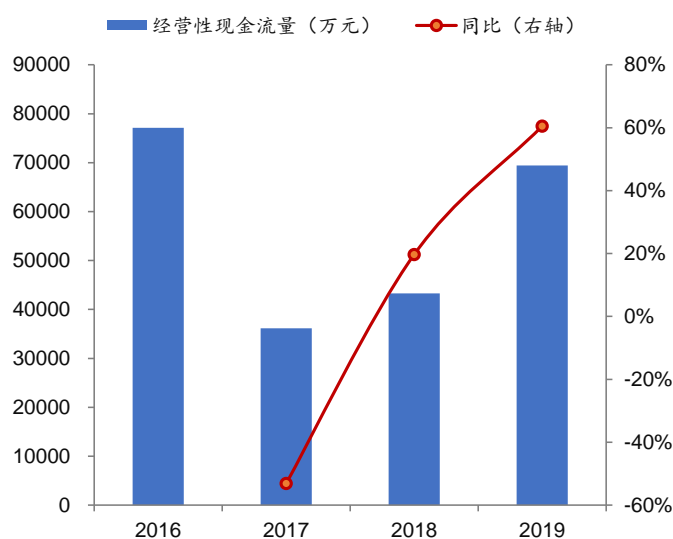
图表 50 保利物业历年收入构成 (按业态)



资料来源：wind，华安证券研究所

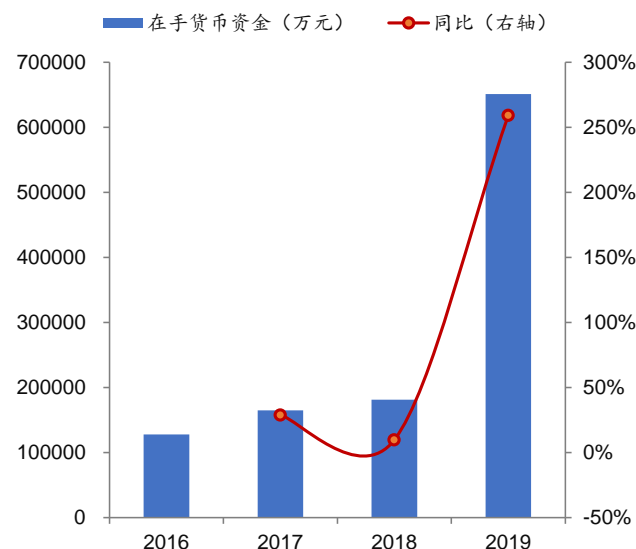
**公司资金端相关指标在 2019 年有大幅提升，为公司未来拓展经营活动提供支撑。**根据公司 2019 年末的财务数据，经营性现金流量同比增长 60.5%，达 6.9 亿元。在手货币资金达 65 亿元。同时，根据年报说明，公司上市共募得资金约 48.3 亿元，其中 57% 将用于战略投资，进一步扩大物业服务的规模。

图表 51 保利物业历年经营性现金流及其同比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

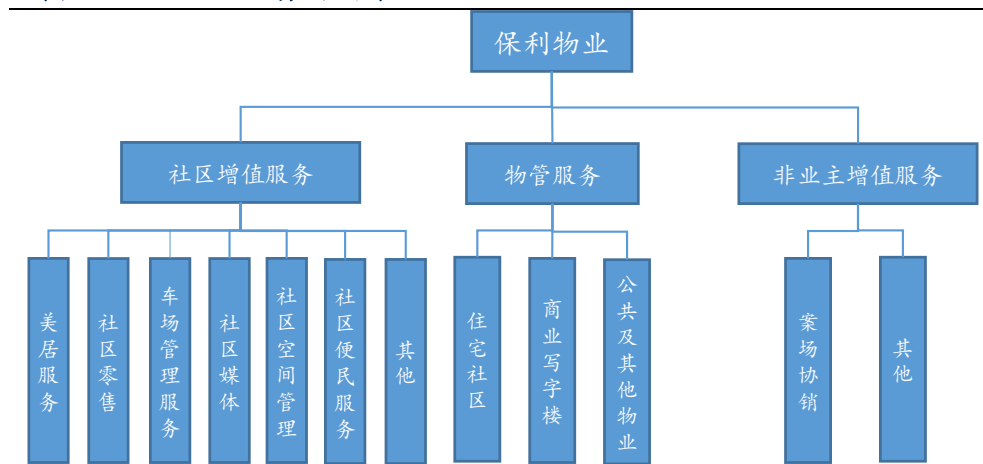
图表 52 保利物业在手货币资金及其同比



资料来源：wind，华安证券研究所

**业务拓展积极，增值服务表现亮眼。**公司业务主要分为物业管理服务、非业主增值服务、社区增值服务三个板块。2019 年公司提出“大物业”发展战略，打造全业态。截至 2019 年底，公司管理的业态已覆盖住宅、写字楼、政府公建、城镇景区、医院、学校等多个领域。

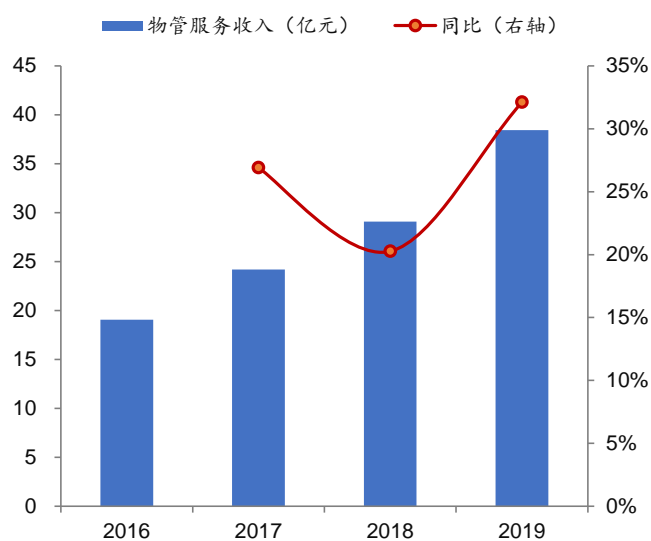
图表 53 保利物业业务构成图



资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

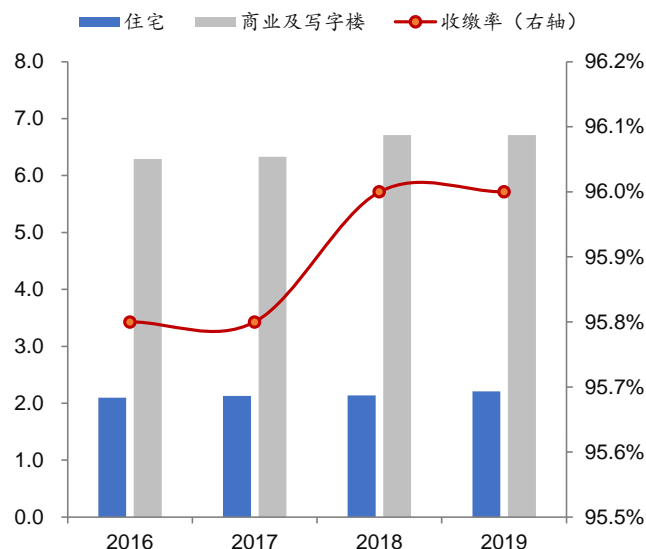
**物管服务收入仍为主要来源，单价增长，收缴率维持高位。**截至 2019 年末，公司物管服务收入约为 38.44 亿元，占总收入的 64%，同比上升 32.1%，主要得益于公司在管面积的迅速扩大和在管项目的不断增加。平均物管费方面，2019 年，住宅物管费达 2.21 元/平方米/月，同比上升 3.3%；商业写字楼物管费达 6.71 元/平方米/月，与 2018 年持平，较 2017 年增长 6%。2016-2019 年，公司收缴率分别为 95.8%、95.8%、96%、96%，维持在较高水平，彰显市场对公司物业服务水平较高的认可度。

图表 54 保利物业历年物管服务收入及其同比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

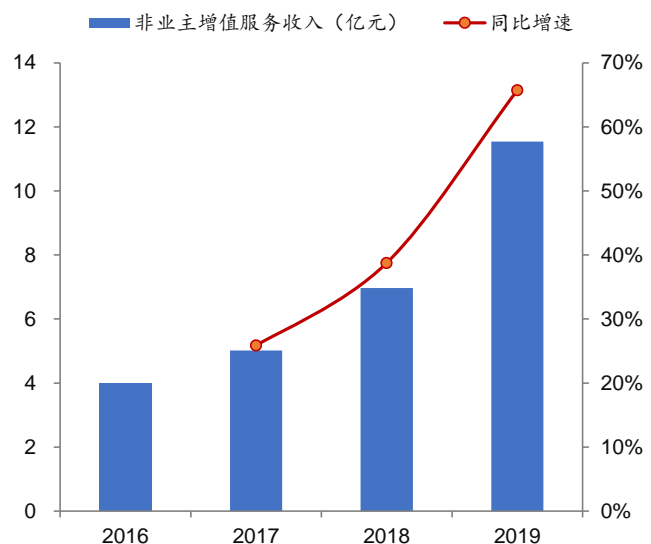
图表 55 保利物业平均物管费 (元/平方米/月)



资料来源：wind，华安证券研究所

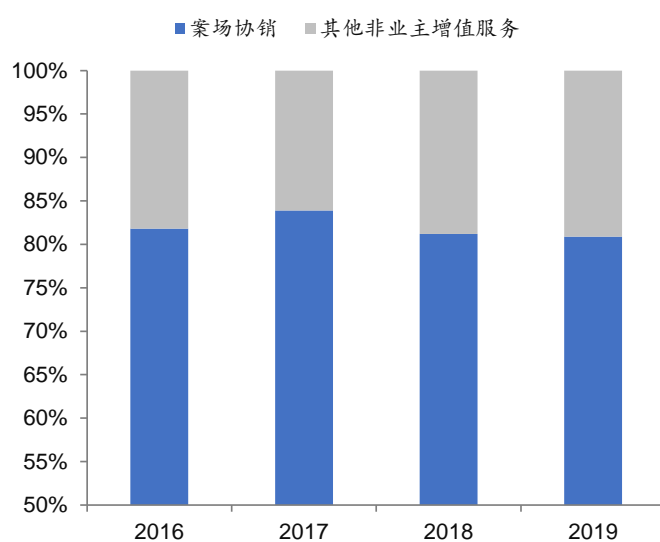
**非业主增值服务收入贡献稳步提高。**2019年，非业主增值服务收入已达11.5亿元，同比增长65.7%。从收入结构来看，2016-2019年案场协销业务收入占比分别为81.8%、83.9%、81.2%、80.9%，增速保持在80%以上且波动较小。公司案场销售主要受益于承接集团大量住宅项目，协同效应得以显现。

图表 56 保利物业非业主增值服务收入及其同比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 57 保利物业非业主增值服务收入结构

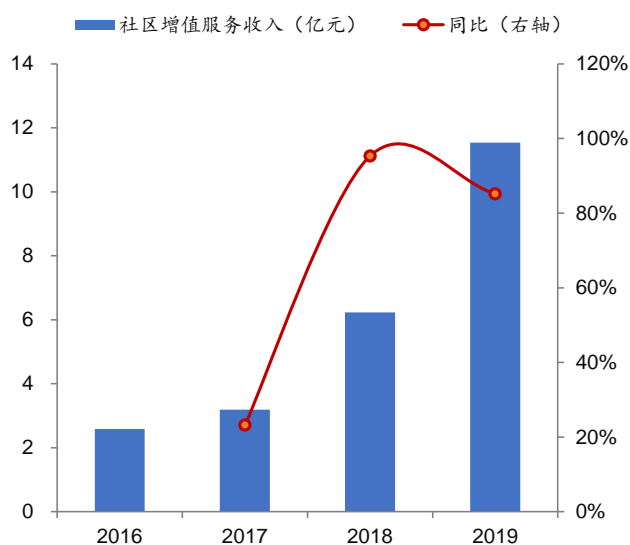


资料来源：wind，华安证券研究所

**社区增值服务有望成为新的业绩增长点。**2019年社区增值服务收入11.5亿元，同比增长85.2%。社区增值业务收入高增主要源于公司在管项目大部分位于一二线城市。随着未来一二线城市在管面积的不断增长，该部分需求释放有望为公司提供更多收入份额。

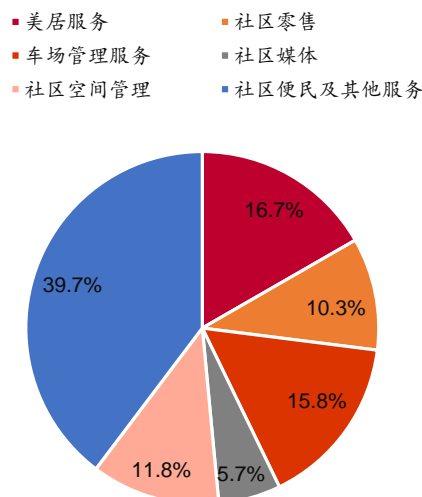


图表 58 保利物业社区增值服务收入及其同比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 59 保利物业社区增值服务收入结构



资料来源：wind，华安证券研究所

## 6.2 不动产金融翼：资本对产业赋能

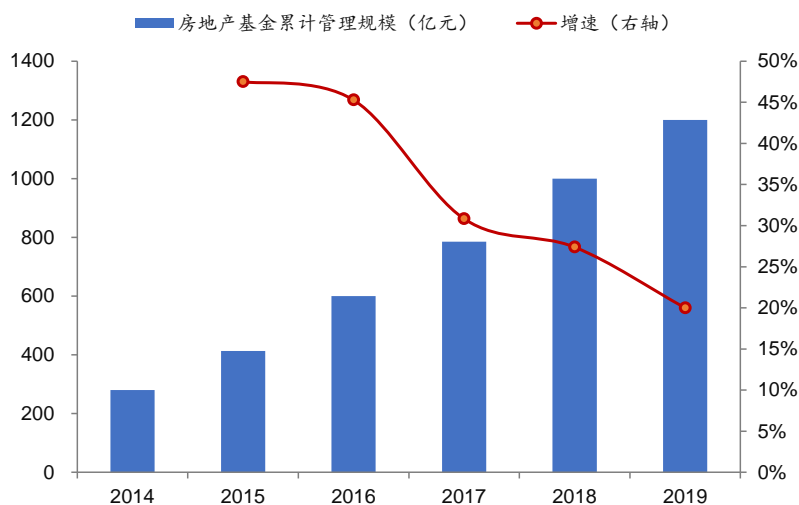
目前，保利地产其不动产金融翼主要由信保基金、保利资本、太平保利三家公司组成。业务涉及产业投资、并购整合、开发类地产股权投资基金管理等，通过产业合作方式协同地产主业获取优质项目资源，为地产主业在资金管理等方面提供支持。截至 2019 年末，保利地产房地产基金累计管理规模近 1200 亿元。同时，信保基金多次被评为“中国房地产基金十强”。2020 年 5 月，保利资本和碧桂园创投宣布将发起设立一支规模 50 亿元人民币、首期 10 亿元人民币的房地产产业链赋能基金，进一步加强资本对产业的赋能。

图表 60 不动产金融组成公司基本情况

公司	基本信息
信保基金	主营业务包括产业投资、金融创新、并购整合和资产管理。截至 2020 年，信保基金累计管理基金规模超过人民币 900 亿元，成功发起设立私募股权基金超过 150 支，累计投资房地产项目超过 150 个。
保利资本	主营业务包括开发类地产股权投资基金管理、商业不动产投资基金、私募股权投资基金管理、创业投资基金管理等。典型投资项目包括柔宇科技、与碧桂园创投设立 50 亿元“产业赋能基金”等。
太平保利	主营业务聚焦大健康、新经济、泛地产等投资方向，是深化养老地产实践的主阵地。

资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 61 房地产基金累计管理规模



资料来源：公司官网，华安证券研究所

## 7 估值及盈利预测

### 7.1 绝对估值

我们对公司房地产开发业务，采用 NAV 进行估算。以公司 2019 年末房地产开发项目为基础，公司房地产开发业务的净权益增加值约 899 亿元，叠加 2019 年底归属于母公司股东净资产后，合计 NAV 约 2459 亿元，合计每股 RNAV 为 20.6 元。

图表 62 公司 NAV 估值 (以 2019 年房地产开发项目为基础)

项目净权益增加值 (亿元)	899
2019 年末归母净资产 (亿元)	1560
NAV (亿元)	2459
总股本 (亿股)	119
RNAV (元)	20.6

资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

### 7.2 相对估值及盈利预测

公司坚持“中心城市+城市群”深耕战略，土储资源充裕且布局合理。凭借央企背景及行业龙头的双重效应，净负债率及融资成本均处于行业较优水平。在行业增速放缓的大背景下，2018、2019 年公司实现销售、业绩稳步增长。2020 年上半年，在疫情冲击下公司拿地逆势积极且权益比迎来修复，未来规模提升可期。夯实主业的同时，“两翼”业务取得长足发展，保利物业成功上市，为协同发展精进赋能。根据 NAV 估算 (2019 年末项目)，公司 RNAV 约 20.6 元，较当前股价折让 20%。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 2.67、3.17、3.65 元/股，对应当前股价 PE 分别为 6.2、5.2、4.5 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 63 A 股主流房企估值表

股票代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	2020PE	2021PE	2022PE
000002.SZ	万科 A	28.00	3252.97	7.27	6.31	5.60
600048.SH	保利地产	16.58	1978.70	6.21	5.23	4.54
600383.SH	金地集团	14.84	669.96	5.82	4.98	4.33
601155.SH	新城控股	33.11	747.20	4.73	3.88	3.29
000656.SZ	金科股份	9.75	520.62	7.33	5.95	4.95
000961.SZ	中南建设	9.19	347.35	4.91	3.83	3.20
600606.SH	绿地控股	7.01	852.99	4.94	4.22	3.69

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 截至 2020 年 9 月 11 日收盘价

## 风险提示:

### 销售规模不及预期

行业整体销售增速放缓的大背景下, 若公司销售规模不及预期, 未来房地产业务结算收入存在低于预期的风险, 且销售回款额度存在下行的可能;

### 调控政策超预期趋严

若公司重点布局城市调控政策超预期趋严, 存在需求释放缩量的可能, 进而影响公司在该区域的销量;

### 融资环境超预期收紧

若融资端超预期收紧, 存在融资成本上行、融资渠道收窄的风险;

### 新增项目权益比下降

若新增土储权益比下降, 将导致未来少数股东损益对归母净利润的负向拉拽。

**财务报表与盈利预测**
**利润表 (百万元)**

	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>235981</b>	<b>278772</b>	<b>339094</b>	<b>396888</b>
%同比增速	21%	18%	22%	17%
营业成本	153450	185922	228694	270221
毛利	82531	92850	110400	126667
%营业收入	35%	33%	33%	32%
税金及附加	21841	23835	28484	32148
%营业收入	9%	9%	8%	8%
销售费用	6681	7892	9495	10914
%营业收入	3%	3%	3%	3%
管理费用	4233	5001	6083	7119
%营业收入	2%	2%	2%	2%
研发费用	56	64	79	92
%营业收入	0%	0%	0%	0%
财务费用	2582	3006	3121	4182
%营业收入	1%	1%	1%	1%
资产减值损失	-1048	0	-1000	-1000
信用减值损失	-154	0	0	0
其他收益	49	58	71	83
投资收益	3702	4600	6104	6747
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	713	200	0	0
资产处置收益	2	2	2	3
<b>营业利润</b>	<b>50402</b>	<b>57912</b>	<b>68316</b>	<b>78044</b>
%营业收入	21%	21%	20%	20%
营业外收支	128	128	128	128
<b>利润总额</b>	<b>50531</b>	<b>58040</b>	<b>68445</b>	<b>78173</b>
%营业收入	21%	21%	20%	20%
所得税费用	12977	14905	17577	20076
净利润	37554	43135	50868	58097
%营业收入	16%	15%	15%	15%
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>27959</b>	<b>31920</b>	<b>37866</b>	<b>43573</b>
%同比增速	48%	14%	19%	15%
少数股东损益	9595	11215	13002	14524
EPS (元/股)	2.34	2.67	3.17	3.65

**基本指标**

	2019A	2020E	2021E	2022E
EPS	2.34	2.67	3.17	3.65
BVPS	13.07	15.75	19.01	22.74
PE	6.91	6.20	5.23	4.54
PEG	0.14	0.44	0.28	0.30
PB	1.24	1.05	0.87	0.73
EV/EBITDA	6.35	5.46	4.60	3.96
ROE	18%	17%	17%	16%
ROIC	7%	7%	8%	8%

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

**资产负债表 (百万元)**

	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	139419	174582	178354	183580
交易性金融资产	73	73	73	73
应收账款及应收票据	1845	2429	2854	3380
存货	584001	662187	808261	947623
预付账款	42751	46821	59633	69658
其他流动资产	168832	188459	221512	253180
流动资产合计	936922	1074552	1270687	1457494
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期股权投资	59046	59746	60146	60346
投资性房地产	19510	19195	18880	18565
固定资产合计	7472	10350	13228	16106
无形资产	389	660	930	1200
商誉	49	49	49	49
递延所得税资产	5162	5162	5162	5162
其他非流动资产	4659	4426	4194	3962
<b>资产总计</b>	<b>1033209</b>	<b>1174140</b>	<b>1373276</b>	<b>1562884</b>
短期借款	3133	3233	3333	3433
应付票据及应付账款	113153	115316	150776	174636
预收账款	327813	401359	482489	566953
应付职工薪酬	370	447	551	651
应交税费	-9089	-10461	-12836	-14980
其他流动负债	164320	169580	200631	222961
流动负债合计	599700	679475	824944	953654
长期借款	172072	190072	191872	193672
应付债券	31518	31518	31518	31518
递延所得税负债	369	369	369	369
其他非流动负债	27	27	27	27
<b>负债合计</b>	<b>803687</b>	<b>901461</b>	<b>1048730</b>	<b>1179241</b>
归属于母公司的所有者权益	156022	187963	226829	271402
少数股东权益	73500	84715	97717	112241
<b>股东权益</b>	<b>229522</b>	<b>272679</b>	<b>324546</b>	<b>383644</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>1033209</b>	<b>1174140</b>	<b>1373276</b>	<b>1562884</b>

**现金流量表 (百万元)**

	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>39155</b>	<b>24988</b>	<b>9735</b>	<b>11558</b>
投资	-11760	-700	-400	-200
资本性支出	-267	-3313	-3313	-3313
其他	1529	4650	5954	6597
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-10498</b>	<b>636</b>	<b>2241</b>	<b>3085</b>
债权融资	0	0	0	0
股权融资	18042	2	0	0
银行贷款增加(减少)	102418	18100	1900	1900
筹资成本	-23329	-8583	-10104	-11316
其他	-99966	20	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-2835</b>	<b>9538</b>	<b>-8204</b>	<b>-9416</b>
<b>现金净流量</b>	<b>25899</b>	<b>35163</b>	<b>3771</b>	<b>5227</b>

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。