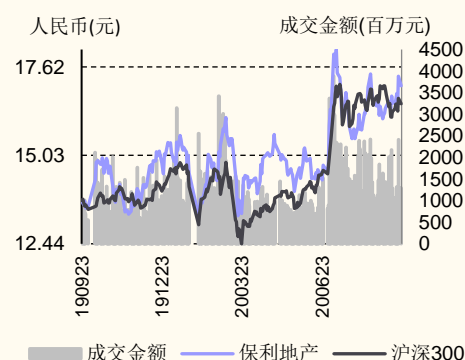


保利地产 (600048.SH) 买入 (首次评级)**公司深度研究**

市场价格(人民币): 17.07 元
 目标价格(人民币): 21.36-21.36 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股) 119.67
 已上市流通 A 股(亿股) 119.67
 总市值(亿元) 2,042.75
 年内股价最高最低(元) 17.35/16.10
 沪深 300 指数 4691
 上证指数 3317

**高周转央企，土储和融资优势明显****公司基本情况(人民币)**

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	194,551	235,970	271,605	328,006	360,929
营业收入增长率	32.95%	21.29%	15.10%	20.77%	10.04%
归母净利润(百万元)	18,904	27,959	30,796	34,505	38,022
归母净利润增长率	20.98%	47.90%	10.15%	12.04%	10.19%
摊薄每股收益(元)	1.589	2.343	2.573	2.883	3.177
每股经营性现金流净额	1.00	3.27	1.35	0.78	2.44
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.50%	17.92%	16.96%	16.45%	15.85%
P/E	7.42	6.91	6.63	5.92	5.37
P/B	1.15	1.24	1.12	0.97	0.85

来源: 公司年报、国金证券研究所, 总股本、已上市流通 A 股为 2020 年 9 月 23 日数据

投资逻辑

- **保利是规模最大、周转效率最高的央企开发商:** ①保利 2020H1 销售额 2245 亿元, 排名行业第四、央企第一, 得益于城市布局广, 货值分布好, 产品聚焦刚需刚改; ②高周转且兼具稳定性安全性, 经抗风险及盈利能力调整后的总资产周转率排名第 1; ③结算周期约 28 个月, 目前结算项目毛利率高。
- **盈利能力强, 得益于拿地成本低、拿地节奏好、融资成本低、期间费用率低:** ①低成本土储保障高利润率; ②持续拿地且拿地节奏好, 土地成本总体可控且不容易拿错地; ③央企背景, 融资成本先天占优; ④费用管控得当。
- **资债指标历来稳健, 融资端监管加强对公司无影响, 未来在经营杠杆的使用上有提升空间:** ①资债指标一直低于监管要求, 未来在经营杠杆的使用上有提升空间; ②行业趋势将更有利于公司发展, 包括政策端、需求端, 房价缓慢上涨, 土地市场降温等, 高杠杆房企发展受限, 保利市占率将提升。
- **土储充足, 满足未来 4-5 年开发需求; 项目质地优良, 多渠道拿地:** ①2019 年底土储 2.13 亿方; ②项目质地优良, 38 个核心城市占比 58%, 可通过旧城改造、产业拓展、兼并收购等方式低成本拿地。③广东省销售占比高, 省内深耕各线城市, 全省 2019 年销售额占 32%, 2019 年底土储占 27%。
- **对自身价值释放意愿较强, 保利物业在港股上市:** ①公司积极通过资本化手段表达业务价值, 保利物业在港股上市, 市值 366.3 亿港元(20200921)。保利物业 2019 年合约面积 4.98 亿方, 排名第 4; ②保利地产的交付为保利物业提供了持续增长的面积极保障, 且保利物业的外拓比例也在持续增加。
- **持有型业务地段优越, 未来可贡献升值收益:** 商场、酒店、写字楼地段优越, 单体规模较大, 平均 9.3/6.3/16.2 万方(已披露), 未来可贡献升值收益。

投资建议

- 我们预计保利 2020-2022 年 EPS 为 2.57 元、2.88 元、3.18 元。保利作为规模最大、周转效率最高的央企开发商, 2019 年已进入 112 个城市, 在广东省积累尤为深厚; 一直专注于开发业务, 对其他资产投资较为谨慎; 结算周期长, 目前结算项目毛利率高, 未来毛利率降幅比同行慢; 我们认为保利将稳步发展, 销售额有望进入前三, 市占率将进一步提升。首次覆盖, 给予保利地产“买入”评级, 我们给予其 6-12 个月内目标价 21.36 元, 对应 8.3X 2020PE。

风险

- 行业毛利率持续恶化, 销售不及预期, 限售股解禁。

赵旭翔 分析师 SAC 执业编号: S1130520030003
 zhaoxuxiang@gjzq.com.cn

内容目录

保利：规模最大、周转最高的央企地产	6
公司概况	6
规模领先的央企地产	7
周转效率高，兼顾稳定性和安全性	8
现金流管理成效突出，抗风险能力强	10
结算周期较长，目前结算项目毛利率高	11
盈利能力强，受益于低成本拿地和融资、费用管控	11
盈利能力强，毛利率高	11
拿地成本低、节奏好	12
融资成本低，费用管控得当	13
资债指标稳健，经营杠杆有一定提升空间	14
资债指标稳健	14
经营杠杆有一定提升空间	16
土储丰厚，广东省占比高	17
土储充足，满足未来 4-5 年开发需求	17
广东省销售占比高，省内深耕各线城市	19
看好一二线城市市场机会，未来将持续布局	20
规模稳步提升，市占率亦将提升	23
保利市占率提升	23
未来政策收紧，更有利于国企开发商	24
对自身价值释放意愿较强，保利物业在港股上市	25
保利物业在港股上市，央企物管龙头，在管面积排名第 4	25
盈利情况良好，增值服务占比增加	26
商写运营经验丰富，城市服务业务高增长	28
保利地产持续保障保利物业面积增长，保利物业外拓比例也在提升	29
持有型业务地段优越，未来可贡献升值收益	30
保利持有型业务地段优越，单体规模较大	30
盈利预测	33
估值	34
投资建议	35
风险提示	36

图表目录

图表 1：保利地产发展历程	6
图表 2：保利地产品牌架构	7
图表 3：2006-2020H1 保利与全国商品房销售额增速对比	7
图表 4：2005-2020H1 保利销售额市占率变化情况	7

图表 5: 2010-2019 年保利与同业销售额对比 (亿元)	7
图表 6: 2011-2020H1 保利销售额 (亿元)	7
图表 7: 2019 年销售额排名 Top5 房企 2019 年底进入城市数量 (个)	8
图表 8: 2015-2019 年底保利进入城市数量 (个)	8
图表 9: 2019 年底保利签约金额城市群分布	8
图表 10: 2019 年底保利成交面积段占比	8
图表 11: 分子采用并表回款, 分母剔除长期股权投资、合同负债的二分之一及 投资性房地产后的总资产周转率	9
图表 12: 抗风险及盈利能力调整后的总资产周转率	9
图表 13: 2011-2019 年保利与样本房企应付账款周转天数	10
图表 14: 保利回款率情况 (样本公司根据财报数据只能倒算至 2017 年)	10
图表 15: 2011-2019 年底保利与样本房企经营性现金流净额 (亿元)	11
图表 16: 2019 年底保利与样本房企货币资金占流动负债比例	11
图表 17: 2011-2019 年保利与 2019 年销售额 Top5 房企毛利率	11
图表 18: 2011-2020H1 保利与样本房企营业收入 (亿元) 及增速对比	12
图表 19: 2011-2020H1 保利与样本房企权益净利润 (亿元) 及增速对比	12
图表 20: 2019 年保利与样本房企拿地单价 (元/平)	12
图表 21: 2019 年保利与样本房企地价/售价	12
图表 22: 2018M2-2020M8 保利拿地情况	13
图表 23: 2019 年销售额 Top5 房企 2018M2-2019M12 拿地强度对比	13
图表 24: 2016-2019 年样本房企融资成本	14
图表 25: 2011-2019 年样本房企三费占营收比重	14
图表 26: 2011-2019 年样本房企管理费用占营收比重	14
图表 27: 2011-2019 年底保利与样本房企净负债率 (%)	15
图表 28: 2011-2019 年底样本房企单位有息负债撬动的销售收入	15
图表 29: 2011-2019 年底保利与样本房企分子剔除预收账款资产负债率 (%)	15
图表 30: 2011-2019 年底样本房企分子剔除预收账款资产负债率 (%)	15
图表 31: 2011-2019 年底保利与样本房企分子分母剔除预收账款资产负债率 (%)	16
图表 32: 2011-2019 年底样本房企分子分母剔除预收账款资产负债率 (%)	16
图表 33: 2012-2019 年底保利与样本房企财务杠杆情况	16
图表 34: 样本房企 2012-2019 年底平均财务杠杆	16
图表 35: 2011-2019 年底保利与样本房企经营杠杆情况	17
图表 36: 样本房企 2011-2019 年底平均经营杠杆	17
图表 37: 2011-2019 年底保利与样本房企平均无息负债和有息负债比值情况	17
图表 38: 样本房企 2011-2019 年底平均无息负债与有息负债比值	17
图表 39: 2011-2019 年底保利与样本房企有息负债占总负债比重情况	17
图表 40: 2019 年销售额 Top5 房企应付账款、其他应付款 (亿元)	17

图表 41: 2017-2019 年底 Top5 房企土地储备面积 (亿方)	18
图表 42: 2015-2019 年底保利在建面积、待建面积 (万方)	18
图表 43: 2015-2019 年底保利待开发面积各线城市占比	18
图表 44: 2015-2019 年底保利新增土储面积各线城市占比	18
图表 45: 2019 年底保利土储城市群结构	19
图表 46: 2017-2019 年底 Top5 房企土地储备/销售面积	19
图表 47: 2011-2019 年保利在广东省的销售额 (亿元) 及其同比增速、占比	19
图表 48: 2016-2019 年底保利在广东省的土地储备面积 (万方) 及其占比	19
图表 49: 2016-2019 年底保利在广东省各市的土地储备面积 (万方)	19
图表 50: 近年关于中心城市和城市群发展的相关政策	20
图表 51: 2019-2020 年 7 月统计局商品房均价 (元/平)	20
图表 52: 2019M11-2020M8 全国及各线城市平均挂牌价指数	20
图表 53: 平均挂牌单价 (元/m ²) 涨幅 Top40 的一二线城市	21
图表 54: 平均挂牌单价涨幅 (%) Top40 的一二线城市	22
图表 55: 50 城土地溢价率情况	23
图表 56: 50 城土地流拍宗数情况 (宗)	23
图表 57: 经过平移技术处理的房价-地价历史情况 (元/平方米)	23
图表 58: 2019-2030 年房地产市场规模及增速预测	24
图表 59: 2019-2023 年保利销售规模和市占率预测	24
图表 60: 2019 年底销售额 Top50 公司分子分母剔除预收款的资产负债率 (%)	25
图表 61: 2019 年底销售额 Top50 公司净负债率 (%)	25
图表 62: 2019 年底销售额 Top50 公司现金及现金等价物/一年内到期的短期有息债务	25
图表 63: 2019 年部分已披露数据公司拿地强度	25
图表 64: 样本物业管理公司市值 (2020 年 9 月 21 日)	26
图表 65: 2017-2019 年底保利物业在管面积 (百万方)、合约面积 (百万方) 及其增速	26
图表 66: 2019 年底样本物业管理公司管理面积 (百万方)、合约面积 (百万方) 及增长情况	26
图表 67: 2016-2019 年保利物业营业收入 (亿元)、权益净利润 (亿元) 及其增速	27
图表 68: 2017-2019 年样本物业管理公司毛利率 (%)	27
图表 69: 2018-2019 年样本物业管理公司营收 (亿元) 及增速	27
图表 70: 2018-2019 年样本物业管理公司权益净利润 (亿元) 及增速	27
图表 71: 2017-2019 年样本物管公司增值服务收入占比	27
图表 72: 2017-2019 年样本物管公司增值服务毛利率	27
图表 73: 2019 年部分物管公司增值服务收入 (亿元) 及增速	28
图表 74: 2019 年保利物业增值服务收入结构 (亿元)	28

图表 75: 2017-2020H1 保利商写收入 (亿元)、面积 (百万方) 及增速	29
图表 76: 2017-2020H1 保利城市服务收入 (亿元)、面积 (亿方) 及增速 ...	29
图表 77: 2017-2020H1 保利商写收入及面积占比	29
图表 78: 2017-2020H1 保利城市服务收入及面积占比	29
图表 79: 2017-2019 年背靠集团的物管公司由集团开发的物业所得收入占比	29
图表 80: 2017-2019 年背靠集团的物管公司由集团开发的管理面积占比	29
图表 81: 2018-2019 年背靠集团的物管公司由集团贡献的增值服务所得收入占比	30
图表 82: 2015-2020H1 保利、万科固定资产和投资性房地产 (亿元) 对比..	30
图表 83: 2015-2020H1 保利固定资产、投资性房地产 (亿元)	30
图表 84: 保利官网部分已披露数据的购物中心项目城市能级分布	31
图表 85: 保利官网部分已披露数据的购物中心位置分布及建筑面积 (万方)	31
图表 86: 保利官网部分已披露数据的酒店项目城市能级分布	32
图表 87: 保利官网部分已披露数据的酒店项目城市分布	32
图表 88: 保利官网部分已披露数据的酒店位置分布及建筑面积 (万方)	32
图表 89: 保利酒店子品牌介绍	32
图表 90: 保利官网部分已披露数据的写字楼项目城市能级分布	33
图表 91: 保利官网部分已披露数据的写字楼项目城市分布	33
图表 92: 保利官网部分已披露数据的写字楼位置分布及建筑面积 (万方)	33
图表 93: 2012-2019 年保利新开工、竣工面积 (万方)	34
图表 94: 保利 2019-2022E 预测结算毛利率和营业税金及附加比例情况	34
图表 95: 保利盈利预测关键要素 (亿元)	34
图表 96: 相对估值	34
图表 97: 绝对估值-FCFE 贴现 (单位: 百万元)	35

保利：规模最大、周转最高的央企地产

公司概况

- 保利地产经过 28 年的稳健发展，已形成“以不动产投资开发为主，以综合服务与不动产金融为翼”的业务板块布局。公司 2020H1 签约销售为 2245 亿元，销售额排名行业第四、央企第一。
- 1992-2002 年：初创期-创业起步，夯实基础

1992 年，创办保利南方公司下属的“广州保利房地产开发有限公司”。1996 年，成立保利物业。1997 年，确立“房地产开发要走精品路线”的思想，以及“精品地产、文化地产”的市场定位。
- 2002-2011 年：成长期-布局全国、A 股上市

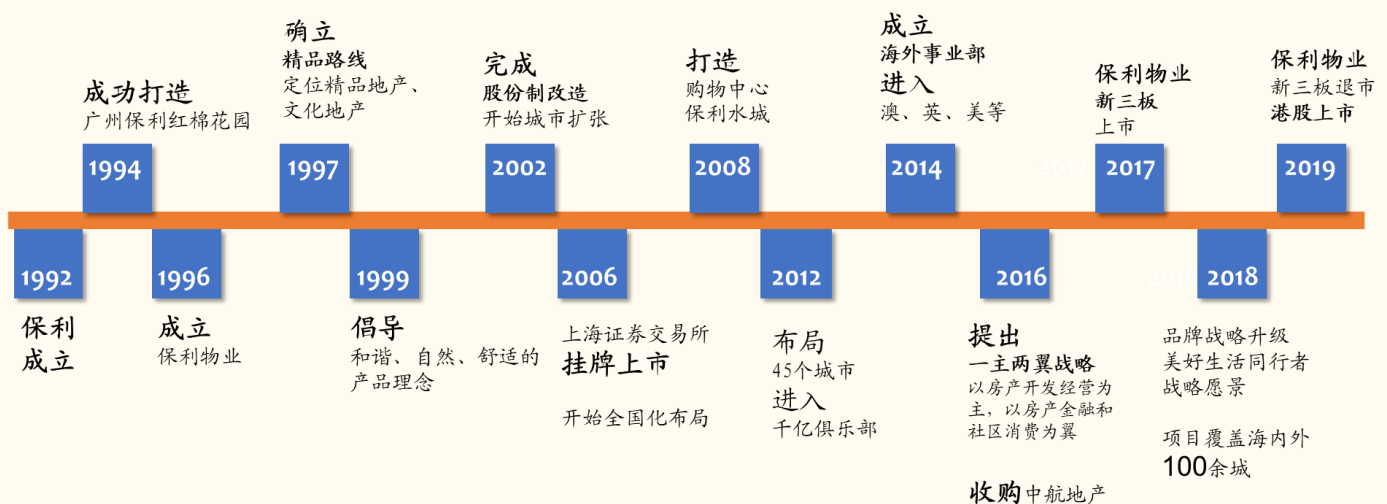
2002 年，公司提出“三个为主、两个结合”的企业发展战略。2010 年，发展战略升级为“三个为主、三个结合”。“三个为主”即以房地产为主业；以省会及中心城市为主；以住宅开发为主。“三个结合”即坚持扩大经营规模与提高开发效益相结合；开发性收入和经营性收入相结合；资产经营和资本经营相结合。

2006 年，公司更名为“保利房地产(集团)股份有限公司”，同年 7 月在上海证券交易所挂牌上市。
- 2011 年-至今：稳定期-规模经营、稳中求胜

2012 年，公司迈进“千亿俱乐部”，市场占有率行业排名第二；2013 年，提出了“3+2”的布局战略，构建环渤海、长三角、珠三角 3 大城市群，以及成渝城市群、中部城市群，后完善为“3+2+X”的城市群战略布局，“X”即其他城市，如福建、经济特区等地。

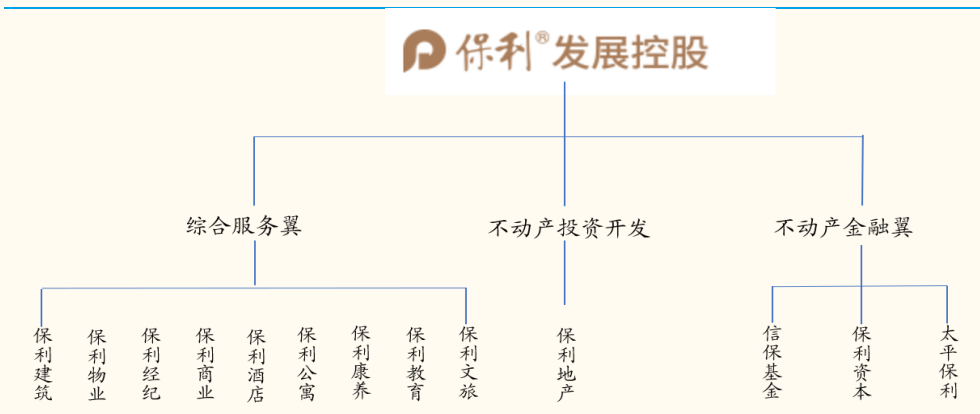
2018 年，提出以不动产投资开发为主体，以综合服务与不动产金融为翼的“一主两翼”业务板块布局，通过三者的协同发展，打造不动产生态发展平台，目前项目覆盖海内外 100 余城。2019 年，保利物业在香港上市。

图表 1：保利地产发展历程



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 2：保利地产品牌架构

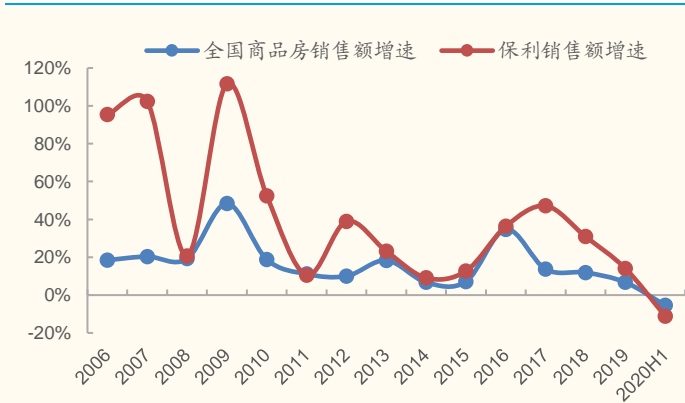


来源：公司官网，国金证券研究所

规模领先的央企地产

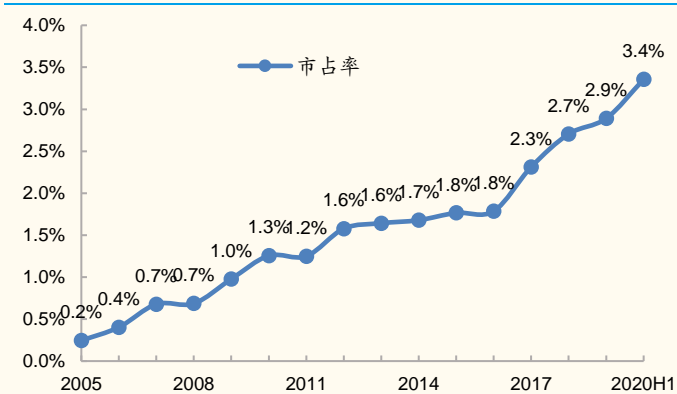
- 2006 年以来，保利销售额增速总体领先全国商品房销售额增速。2005-2020H1，保利销售额市占率从 0.2% 增长到 3.4%，一直稳步上升。
- 从 2016 年到 2019 年，保利销售额一直稳定在行业第 5 名，2020H1 提升到第 4 名。保利 2019 年签约销售 4618 亿元，2020H1 签约销售 2245 亿元，排名行业第四、央企第一。

图表 3：2006-2020H1 保利与全国商品房销售额增速对比



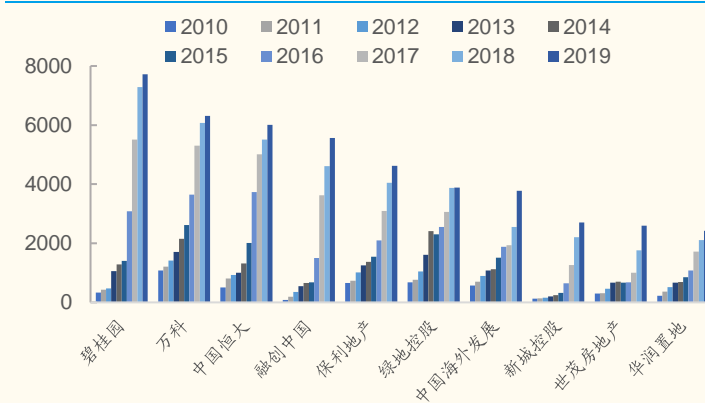
来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：2005-2020H1 保利销售额市占率变化情况



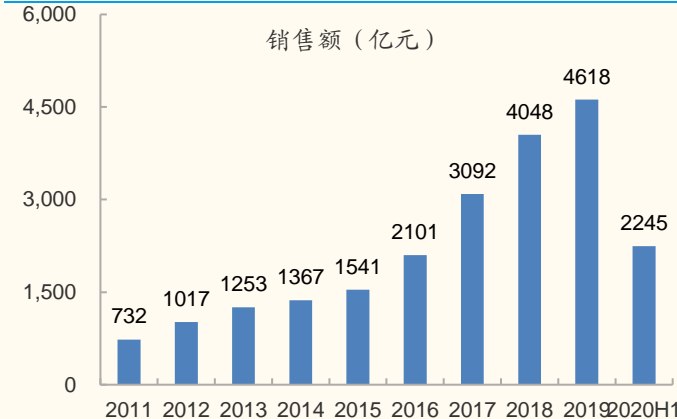
来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：2010-2019 年保利与同业销售额对比（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

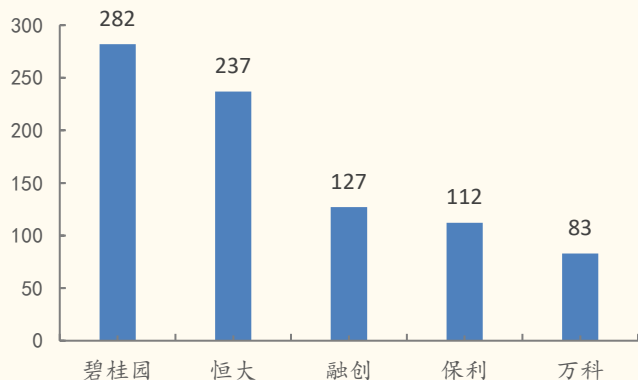
图表 6：2011-2020H1 保利销售额（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

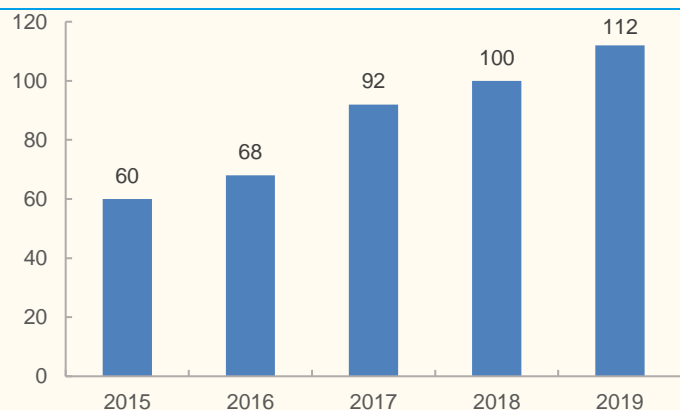
- 公司规模大主要得益于城市布局广、货值分布好和产品聚焦刚需刚改。
- **城市布局广：**公司从 2015 年仅进入 60 家城市，到 2019 年底已进入国内外 112 家城市，城市布局数量增长较快，在 2019 年销售额 Top5 房企中排名第四。2019 年底，公司在 38 个核心城市土地储备占比达 58%，销售贡献达 77%，其中，单城签约过百亿城市 13 个，合计销售金额达 2500 亿元。
- **货值分布好：**公司一直坚持加大核心城市及重点城市群的聚焦和深耕力度的战略，从一二线到核心都市圈三线城市纵深布局。2019 年，城市深耕持续发力，11 个城市销售金额排名第一，进入前三城市同比增加 8 个至 25 个，市场地位稳步提升。货值分布中，公司在珠三角及长三角签约销售达千亿规模，合计占比近 5 成。
- **产品聚焦刚需刚改：**公司坚持以中小户型普通住宅为主的产品定位。2019 年底，住宅类产品占比接近 90%，刚需和刚改类产品占比突出，90-144 平米户型占比超 7 成，户均面积为 116.5 平米，符合市场主流的户型需求，同时也更适合打造安全健康、适老适幼、空间复合的全生命周期产品。

图表 7：2019 年销售额排名 Top5 房企 2019 年底进入城市数量（个）



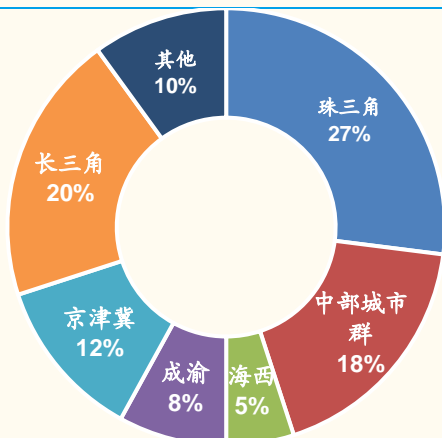
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8：2015-2019 年底保利进入城市数量（个）



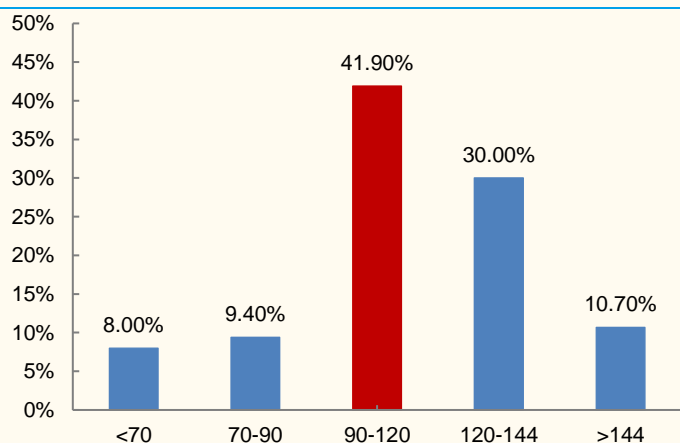
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 9：2019 年底保利签约金额城市群分布



来源：公司资料，国金证券研究所

图表 10：2019 年底保利成交面积段占比



来源：公司资料，国金证券研究所

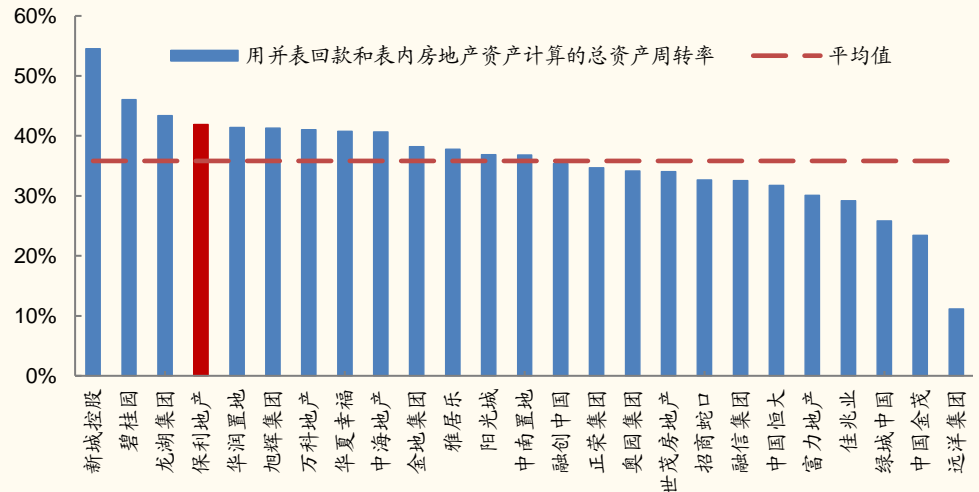
周转效率高，兼顾稳定性和安全性

- 我们对 2019 年销售额 Top30 样本房企的总资产负债率进行技术处理，得到经修正后的总资产周转率。用并表回款和表内房地产资产计算的总资产周转率，保利排名第 4，用盈利和波动指标调整后的总资产周转率，保利

排名第 1。公司不仅周转效率高，并且在同等周转水平下具备更高的稳定性和安全性。

- **用并表回款和表内房地产资产计算总资产周转率。**我们选取行业 2019 年销售额前 30 家公司作为样本，选取样本公司 2011-2019 年的数据，用并表现金流替代营业收入，并在总资产中剔除非房地产部分以及已经实际上归属于客户的部分，计算得到保利房地产业务总资产周转率均值排名第 4。

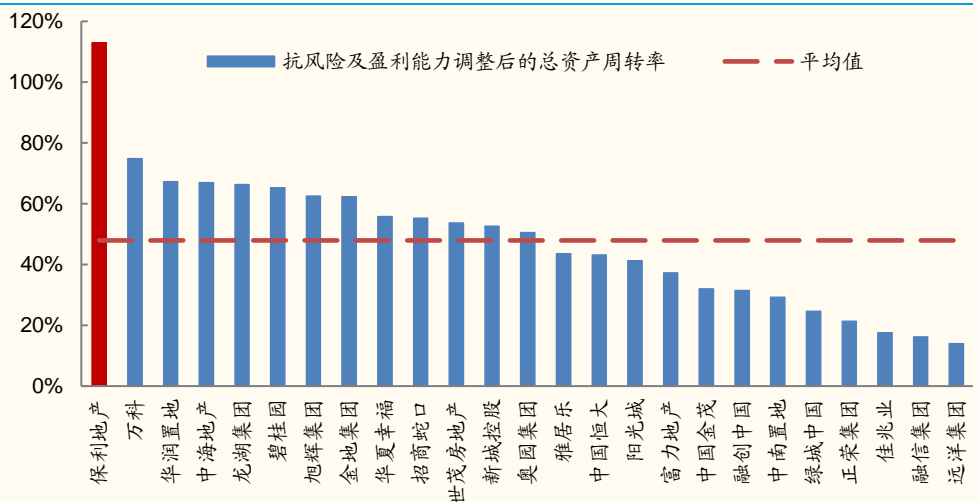
图表 11：分子采用并表回款，分母剔除长期股权投资、合同负债的二分之一及投资性房地产后的总资产周转率



来源：Wind，国金证券研究所

- **用盈利和波动指标调整总资产周转率，周转的质量体现为同等周转水平下更高的稳定性和安全性。**我们选取样本公司 2011-2019 年的数据，将毛利率、销售费用率、管理费用率、融资成本以及净负债率及其波动考虑为周转率质量的调整因子，经过标准化和加权技术处理后，得到抗风险以及盈利调整后的总资产周转率均值，保利为 113%，排名第 1。保利基于央企背景信用优势明显，在融资成本及净负债率两个筛选指标上表现突出，说明同等周转水平下，公司相比同业拥有更高的稳定性和安全性。

图表 12：抗风险及盈利能力调整后的总资产周转率

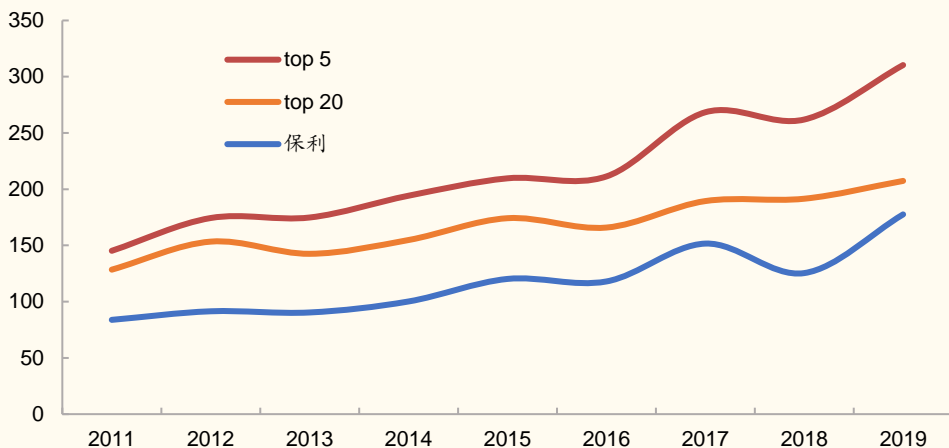


来源：Wind，国金证券研究所

- **资金周转效率高且可提升空间大。**2011-2019 年，保利应付账款周转天数一直低于样本房企均值，未来有较大增长空间。公司 2019 年应付账款周转天数为 178 天，远低于 2019 年销售额 Top5 房企 310 天的均值，考虑到

公司的国企背景，信用水平高，在与合作方、供应商的资金往来中具有更多的话语权，应付账款周转天数未来可增长空间大。

图表 13: 2011-2019 年保利与样本房企应付账款周转天数

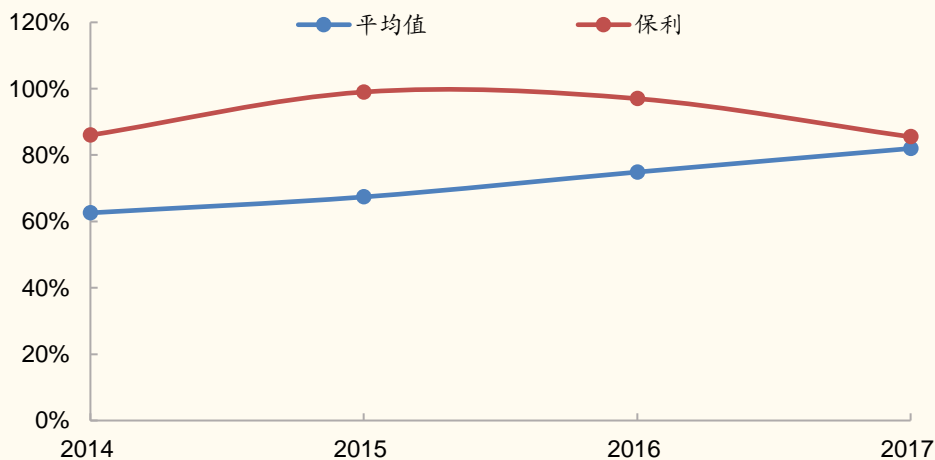


来源: Wind, 国金证券研究所

现金流管理成效突出，抗风险能力强

- 保利的回款率一直维持在较高水平，2014-2017 年平均回款率为 92%，高于 2019 年销售额 Top30 房企 72% 的平均值。2019 年实现销售回笼 4312 亿元，回笼率大幅提升 5 个百分点至 93%，2020H1 实现销售回笼 2023 亿元，回笼率为 90.1%，具备优秀的资金管理能力。

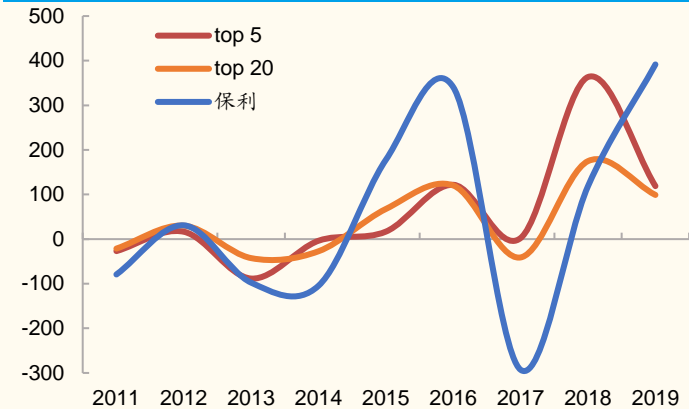
图表 14: 保利回款率情况（样本公司根据财报数据只能倒算至 2017 年）



来源: 国金证券研究所

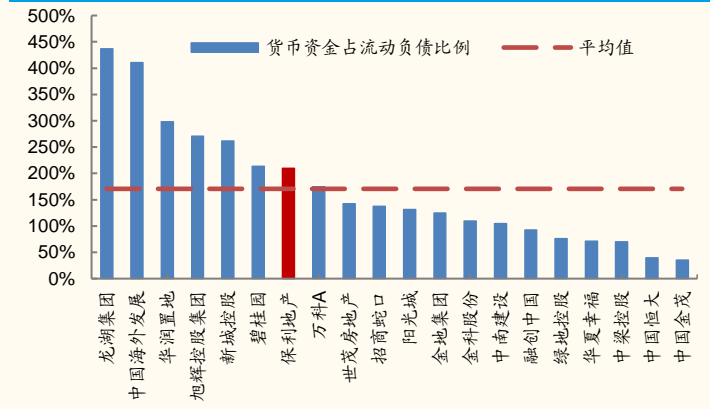
- 公司现金流管理成效突出，抗风险能力强。2019 年期末，经营活动现金流净额 392 亿元，同比增长 229.2%，2020H1 受到疫情影响，经营活动现金流净额下降为 -252.4 亿元，同比下降 255.6%，主要由于销售回笼随销售规模减少，合作项目往来款投入增加。2019 年底，公司账面现金 1394 亿元，对短期有息债务覆盖比例为 2.1 倍，高于样本房企均值 1.71 倍，偿债能力强。

图表 15: 2011-2019 年底保利与样本房企经营性现金流净额 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 16: 2019 年底保利与样本房企货币资金占流动负债比例



来源: Wind, 国金证券研究所

结算周期较长, 目前结算项目毛利率高

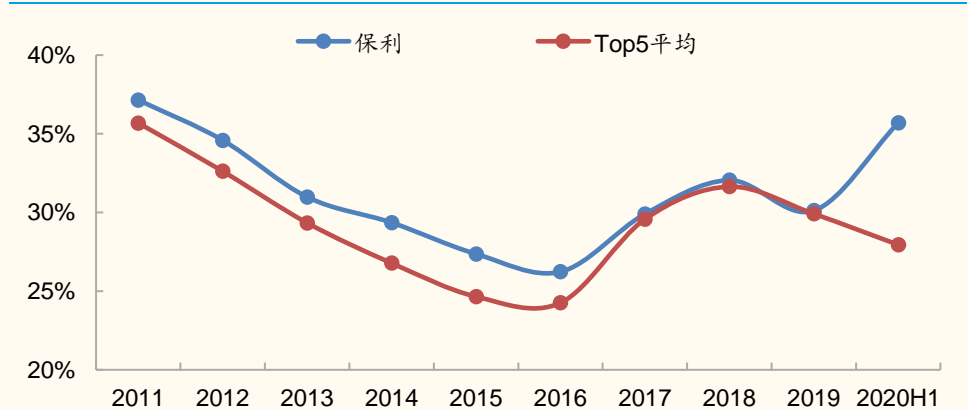
- 保利的结算周期较长, 目前结算项目毛利率相对较高。据测算, 保利 2019 年结算周期约为 28 个月, 而同等规模房企为 20-24 个月左右。保利 2020H1 已结算至 2017 年底的销售额, 2017 年的房价涨幅较大, 当前结算的项目毛利率高。并且保利将持续性拿地、拿地节奏好、拿地成本总体可控, 叠加未来房价缓慢上涨, 未来公司结算的项目毛利率仍将会较高。

盈利能力强, 受益于低成本拿地和融资、费用管控

盈利能力强, 毛利率高

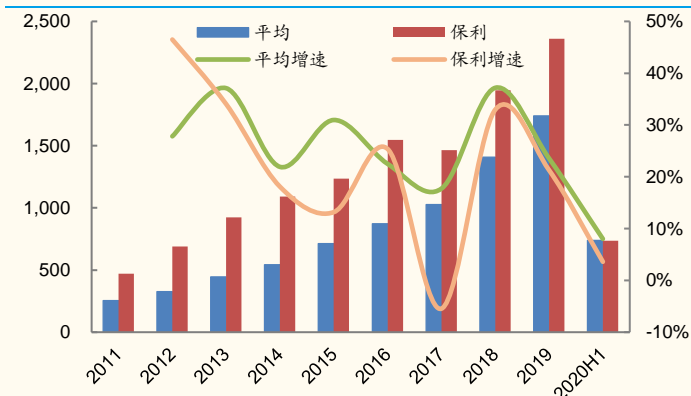
- 2011 年以来, 保利毛利率高于 2019 年销售额 Top5 房企均值, 盈利能力较强。由于公司的央企背景, 首先融资成本具有先天优势, 其次公司持续性拿地, 拿地节奏好, 并且公司土地储备丰厚, 近些年升值较多, 所以公司毛利率高, 盈利能力强。目前公司处于交付高峰, 营业收入确认较为充分, 并且结算周期较长, 公司 2020H1 毛利率为 35.7%, 上升了 0.7pcts, 结算到了 2017 年底的项目, 毛利率较高, 而 2019 年销售额 Top5 房企 2020H1 平均毛利率下降。如前文所述, 公司未来结算项目毛利率仍然较高, 我们认为未来公司毛利率下降幅度会比同行少, 营业收入增长比较乐观。
- 2011-2020H1, 保利的营业收入增速低于 2019 年销售额 Top20 房企均值, 但权益净利润增速高于均值。2020H1, 保利营业收入 737.06 亿元, 同比增速 3.6%, 略低于样本房企平均增速 8.0%。权益净利润 101.24 亿元, 同比增速 1.7%, 远高于样本房企平均增速-9.5%。

图表 17: 2011-2019 年保利与 2019 年销售额 Top5 房企毛利率



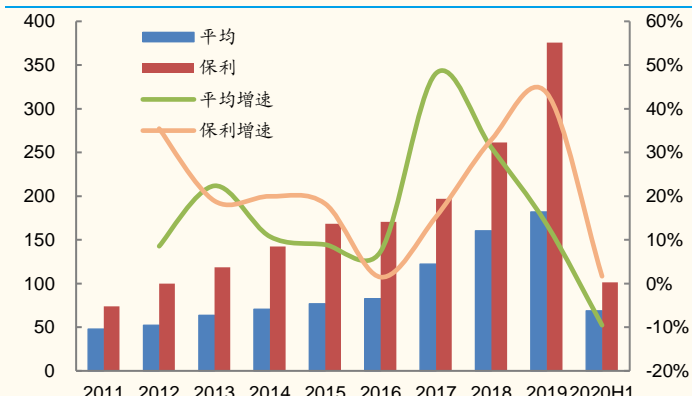
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 18: 2011-2020H1 保利与样本房企营业收入（亿元）及增速对比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 19: 2011-2020H1 保利与样本房企权益净利润（亿元）及增速对比

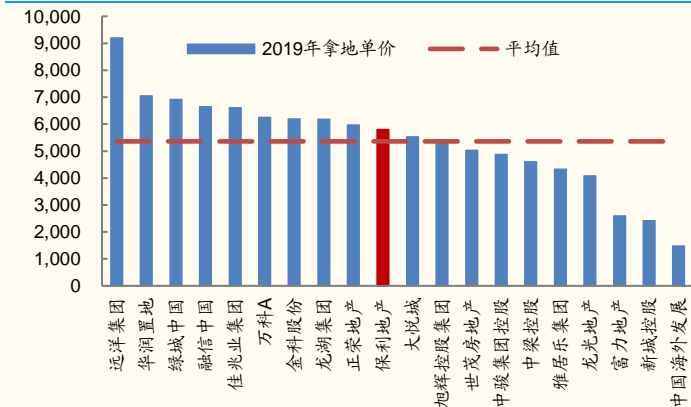


来源：Wind，国金证券研究所

拿地成本低、节奏好

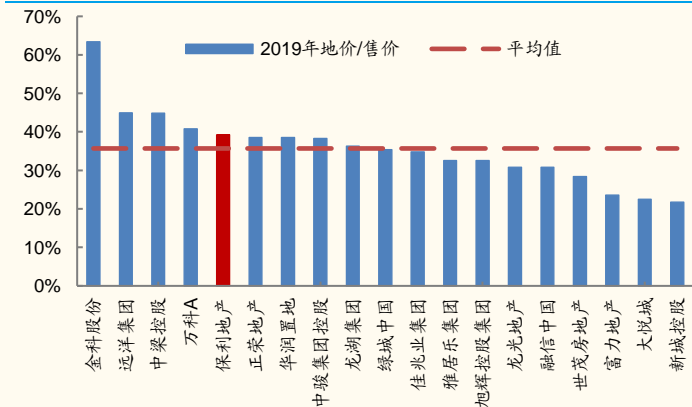
- 公司毛利率较高，得益于优质的低成本土地资源。公司历来拿地成本低，除了招拍挂方式，还可以通过旧城改造、产业拓展、兼并收购等方式低成本拿地。公司拿地较为平稳，总体成本可控，作为央企在拿地上不会有过多顾虑，并且持续拿地也不容易拿错地。
- 公司 2019 年拿地单价 5802 元/平，略高于样本房企均值 5361 元/平，与公司土地储备集中在一二线城市有关。公司 2019 年地价/售价为 39%，略高于样本房企均值 36%。

图表 20: 2019 年保利与样本房企拿地单价（元/平）



来源：Wind，国金证券研究所

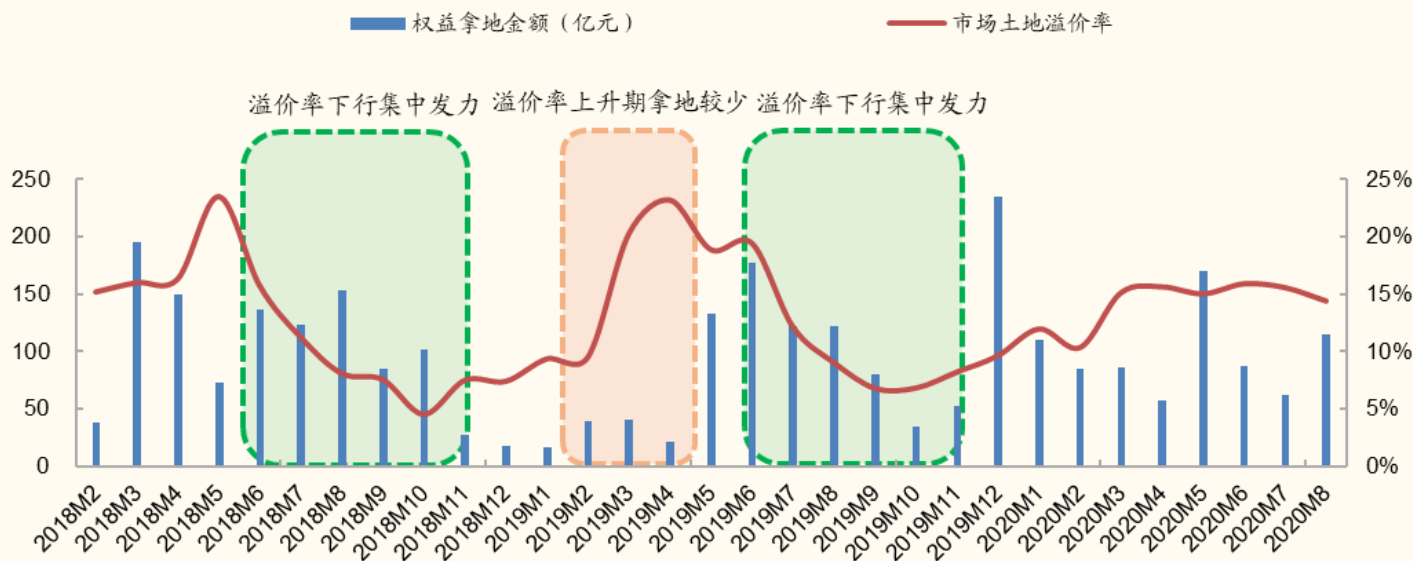
图表 21: 2019 年保利与样本房企地价/售价



来源：Wind，国金证券研究所

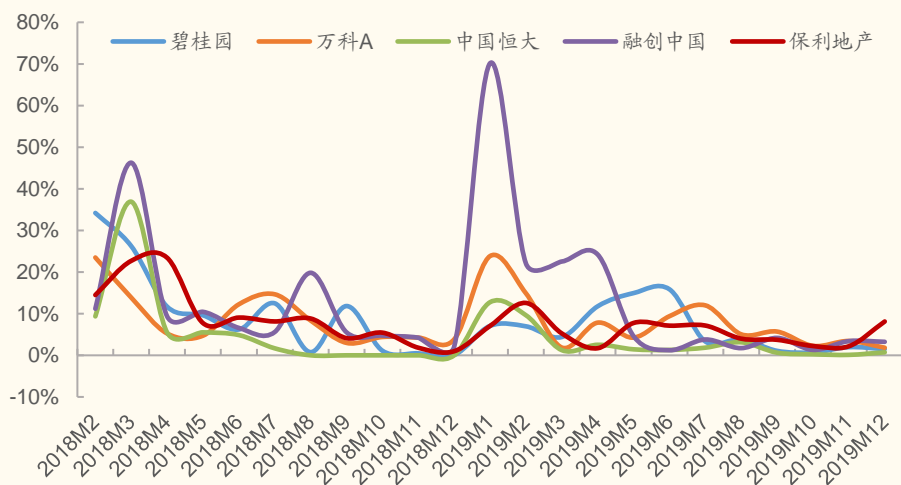
- 公司拿地一直较为平稳，节奏准确：2018-2019 年每月拿地强度相比于 2019 年销售额 Top5 其他房企较为平稳，并且在均衡拿地的基础上，拿地节奏准确。在 2018 年 6-10 月、2019 年 6-10 月两段土地溢价率下行周期集中发力，拿地较多。而在 2019 年 2-4 月的土地溢价率上升周期拿地较少。

图表 22: 2018M2-2020M8 保利拿地情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所整理

图表 23: 2019 年销售额 Top5 房企 2018M2-2019M12 拿地强度对比

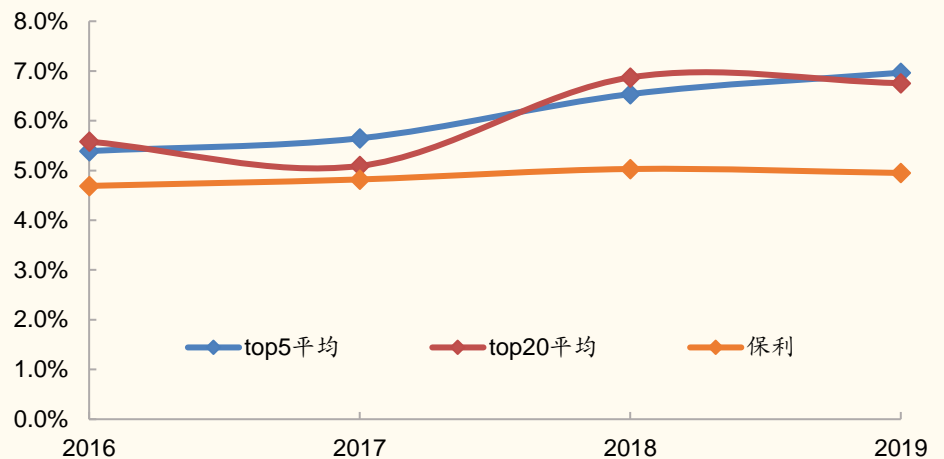


来源: 克而瑞, 国金证券研究所

融资成本低, 费用管控得当

- **保利在融资成本上具备明显优势。**得益于央企背景, 公司的融资成本长期维持在较低水平, 2016-2019 年融资成本均值仅为 4.87%。低于 2019 年销售额 Top20 房企均值 6.07%。2019 年保利融资成本为 4.95%, 较 2018 年下降了 0.08pcts。相对应的, 2019 年销售额 Top20 房企和 Top5 房企的算术平均融资成本均值分别为 6.75%、6.97%, 均与保利有较大差距。

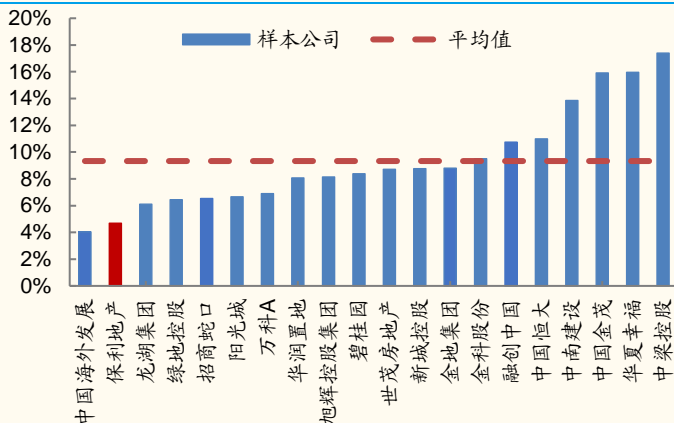
图表 24：2016-2019 年样本房企融资成本



来源：公司公告，Wind，国金证券研究所

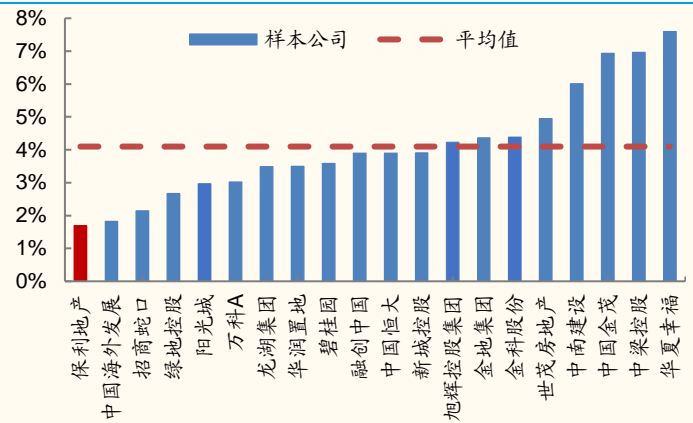
- 保利费用管控得当。2011 年以来，保利三费占营业收入比重均值为 4.69%，远低于 2019 年销售额 Top20 房企均值 9.33%。其中管理费用占营业收入比重在样本公司中最低。

图表 25：2011-2019 年样本房企三费占营收比重



来源：Wind，国金证券研究所

图表 26：2011-2019 年样本房企管理费用占营收比重



来源：Wind，国金证券研究所

资债指标稳健，经营杠杆有一定提升空间

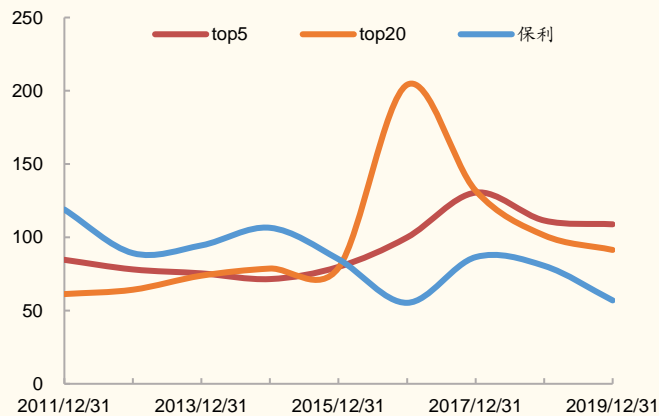
- 2018 年 9 月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》，分类确定国有企业资产负债约束指标标准，原则上以本行业上年度规模以上全部企业平均资产负债率为基准线，基准线加 5 个百分点为本年度资产负债率预警线，基准线加 10 个百分点为本年度资产负债率重点监管线。
- 保利严格遵守国资委及监管的要求，资债指标一直低于监管红线。
公司财务杠杆低于行业均值，由于监管对房企负债总额控制较为严格，未来公司在财务杠杆上调整空间不大，表面上看公司受限但实质上是受益的，公司作为国企，资债指标长期处于国资委及监管的红线以下，未来融资端政策收紧对公司财务杠杆的影响不大。

公司经营杠杆处于行业较低水平，未来有较大提升空间，可以通过小股操盘、有息负债转为无息负债、表外扩充债务的方式。并且公司在控制有息负债的情况下，提升经营杠杆，有利于优化净负债率、现金短债比。

资债指标稳健

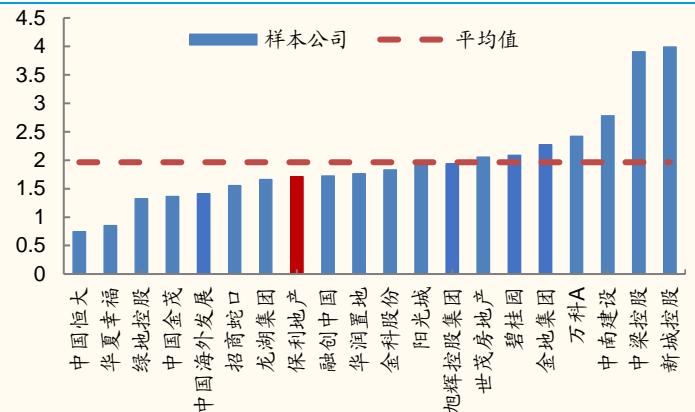
- 公司作为国企背景的房企，一直对净负债率控制严格。2016-2019 年底，保利净负债率均值为 69.8%，远低于 2019 年销售额 Top5、Top20 房企均值 112.7%、132.2%。2019 年底保利净负债率 56.9%，在 2019 年销售额 Top50 家房企中排名第 37。
- 保利有息负债较高，但单位无息负债撬动的销售收入少，该比值仅为 1.7，行业均值为 1.96，善于运用优质无息杠杆的万科该比值高达 2.4，相比之下央企背景的保利有较大的提升空间。

图表 27：2011-2019 年底保利与样本房企净负债率 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

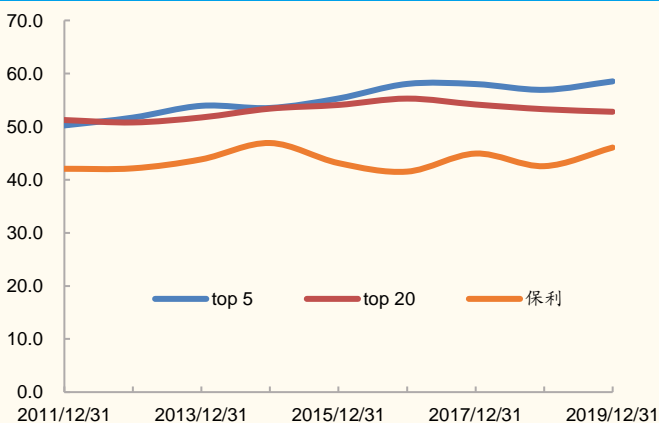
图表 28：2011-2019 年底样本房企单位有息负债撬动的销售收入



来源：Wind，国金证券研究所

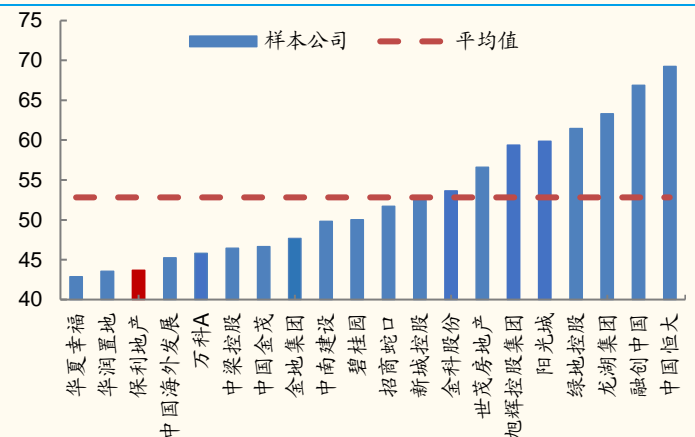
- 2011-2019 年底，保利分子剔除预收账款资产负债率仅为 43.68%，低于样本房企均值 52.82%，排名第三。分子分母剔除预收款的资产负债率为 67.5%，低于样本房企均值 70.79%。2019 年底，保利分子分母剔除预收款的资产负债率为 67.5%，在 2019 年销售额 Top50 家房企中排名第 42。资产负债指标保守，安全性高。

图表 29：2011-2019 年底保利与样本房企分子剔除预收账款资产负债率 (%)



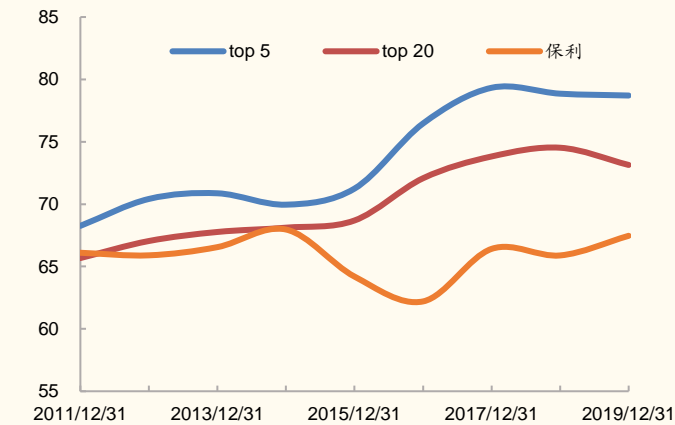
来源：Wind，国金证券研究所

图表 30：2011-2019 年底样本房企分子剔除预收账款资产负债率 (%)



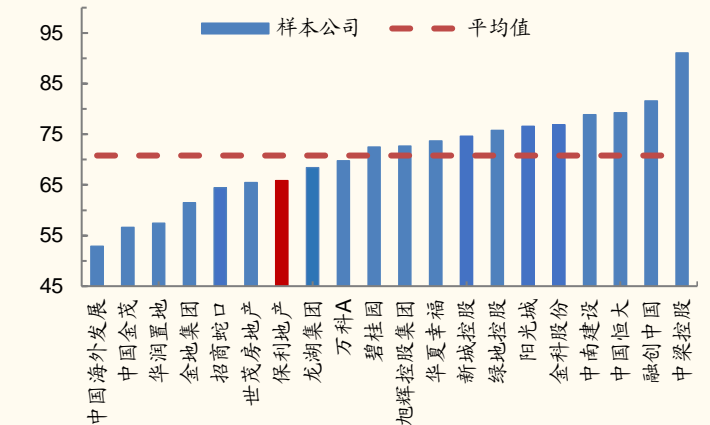
来源：Wind，国金证券研究所

图表 31: 2011-2019 年底保利与样本房企分子分母剔除预收账款资产负债率 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 32: 2011-2019 年底样本房企分子分母剔除预收账款资产负债率 (%)

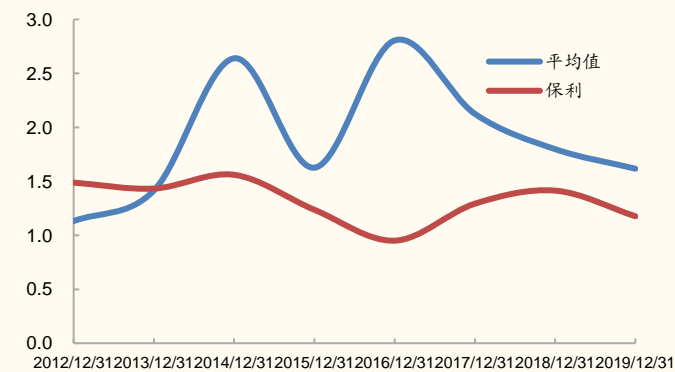


来源: Wind, 国金证券研究所

经营杠杆有一定提升空间

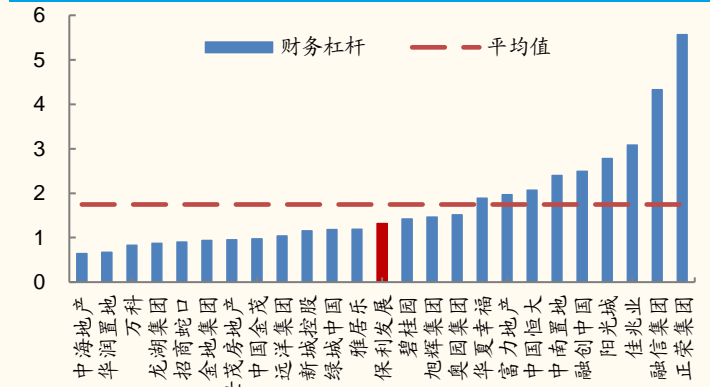
- 保利在财务杠杆使用上较为谨慎, 2013 年以来财务杠杆水平始终在样本平均水平以下, 保利 2012 年以来财务杠杆均值为 1.3, 在样本房企中排名第 13, 低于样本房企均值 1.7。
- 在经营杠杆使用上低于市场平均水平。2019 年底保利经营杠杆为 2.3, 低于行业均值 2.8。近年来, 公司有息负债占总负债的比例高于同规模房企, 应付账款、其他应付款指标低于同等规模房企, 公司未来在经营杠杆的使用上有较大提升空间, 可以通过小股操盘、有息负债转为无息负债、表外扩充债务的方式。
- 保利有息负债相对较高, 未来可通过有息负债转为无息负债的方式提升经营杠杆。2011 年以来, 除了 2017 年以外, 保利的无息负债与有息负债平均比值一直低于样本房企平均水平。样本房企 2011-2019 年底无息负债和有息负债比值均值为 2.18, 保利为 1.9, 在样本房企中排名第 15。并且, 保利无息负债占总负债的比重也高于样本房企均值。

图表 33: 2012-2019 年底保利与样本房企财务杠杆情况



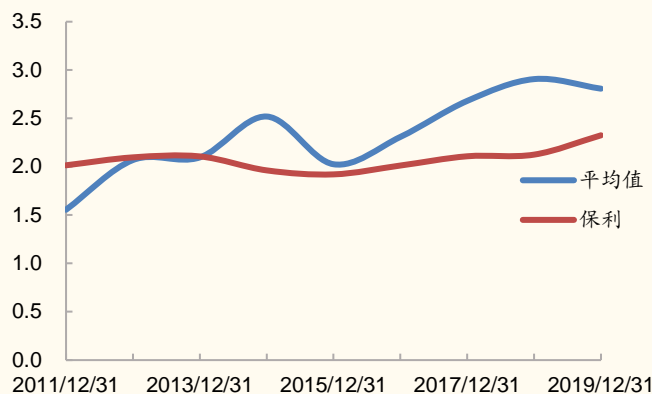
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 34: 样本房企 2012-2019 年底平均财务杠杆



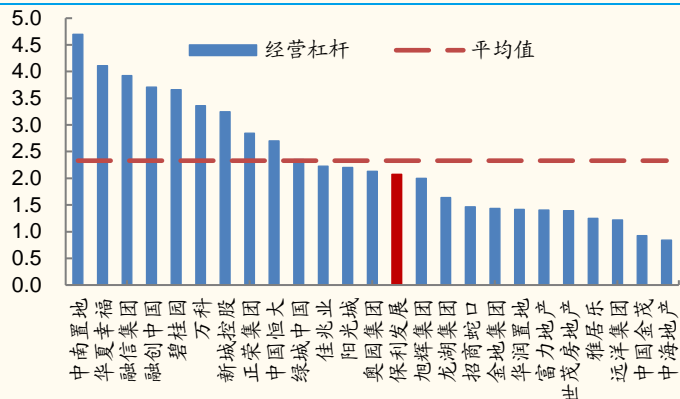
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 35: 2011-2019 年底保利与样本房企经营杠杆情况



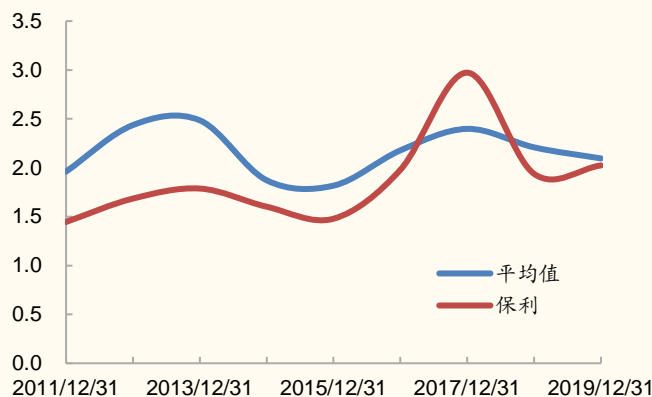
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 36: 样本房企 2011-2019 年底平均经营杠杆



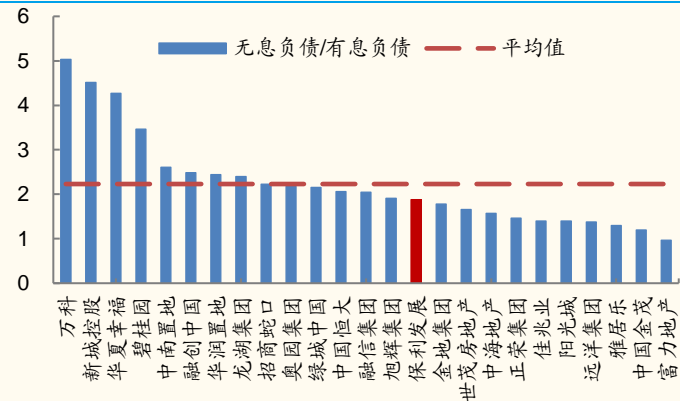
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 37: 2011-2019 年底保利与样本房企平均无息负债和有息负债比值情况



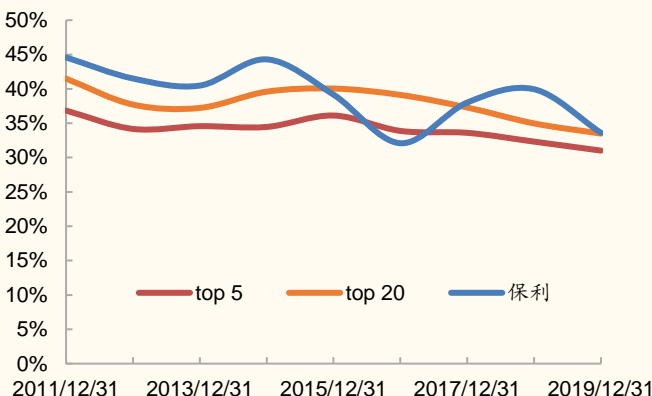
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 38: 样本房企 2011-2019 年底平均无息负债与有息负债比值



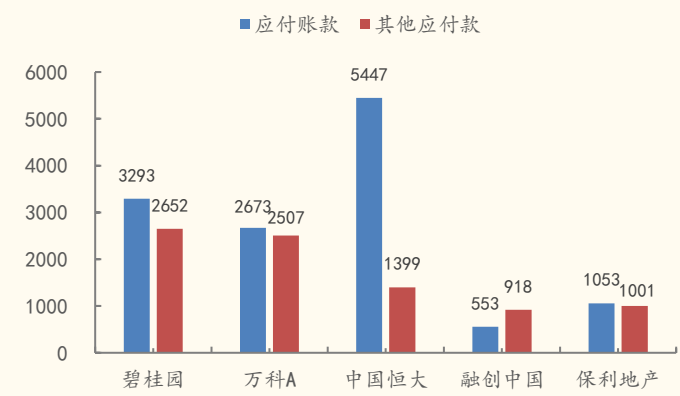
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 39: 2011-2019 年底保利与样本房企有息负债占总负债比重情况



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 40: 2019 年销售额 Top5 房企应付账款、其他应付款 (亿元)



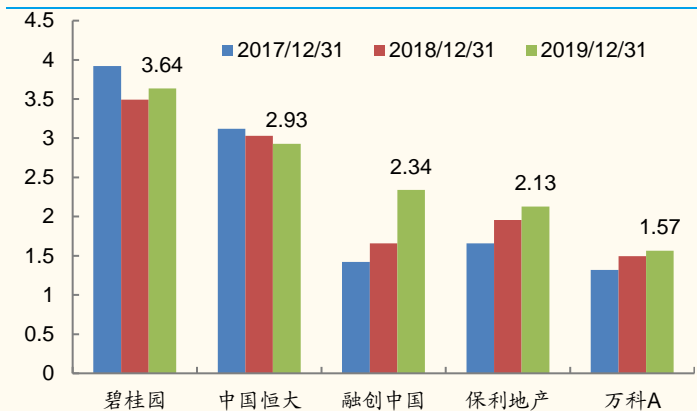
来源: Wind, 国金证券研究所

土储丰厚, 广东省占比高

土储充足, 满足未来 4-5 年开发需求

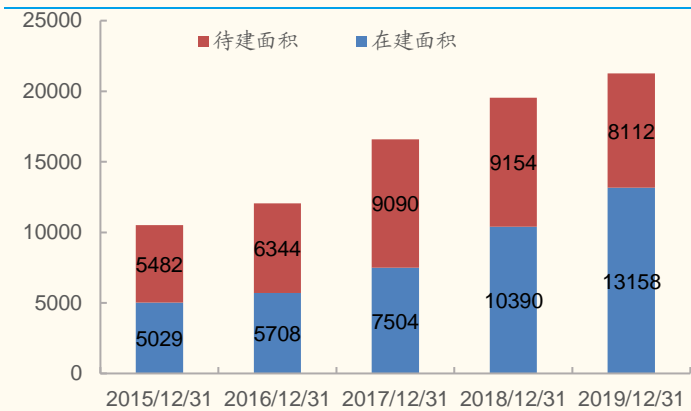
- 公司具有充足的土地资源储备。截至 2019 年底，公司拥有在建面积 13,158 万方、待开发面积 8,112 万方，共计 2.13 亿方，其中 38 个核心城市土储占比达 58%，项目资源丰富且质地优良，为公司的持续发展奠定坚实基础。据测算，公司 2019 年底除去已售未结部分的土地储备面积是当年销售面积的 4.6 倍左右。

图表 41: 2017-2019 年底 Top5 房企土地储备面积 (亿方)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

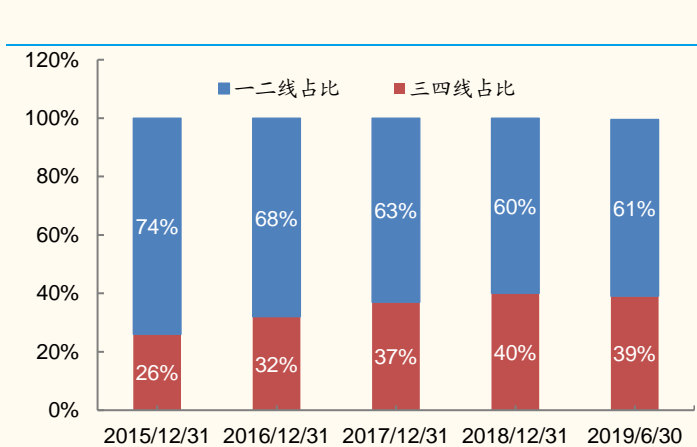
图表 42: 2015-2019 年底保利在建面积、待建面积 (万方)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 土地储备聚焦公司深耕区域，质地优良。六大重点城市群合计占比 88%，其中珠三角、中部、长三角地区分别占比 39%、21%、9%。公司土储集中在一二线城市和核心都市圈三线城市，2015-2019 年底，待开发面积、新增土储面积中一二线城市占比均高于 60%，一二线城市的集中度高。
- 土储资源充足，对于销售面积的覆盖率高。根据当年总土储面积与销售面积的比值来看，2019 年销售额 Top5 房企中，保利的土地储备面积（在建+待建，含已售未结部分）相对于销售面积的覆盖率最高，2017-2019 年分别为 7.4 倍、7.1 倍、6.8 倍，其他房企均低于 6.5 倍。相对于自身销售面积来说，保利土地储备资源在 2019 年销售额 Top5 房企中最为充足。
- 多渠道拓展拿地，获取低成本项目资源。保利依靠于国企背景，多渠道拿地优势突出。除了公开市场招拍挂方式拿地以外，公司还通过旧城改造、产业拓展、兼并收购、与合作方合作拿地等灵活的拓展方式低成本获取项目资源，持续优化资源储备。相比招拍挂方式拿地，后几种拿地方式的成本一般来说更低，对公司资质和政府资源的要求更高。

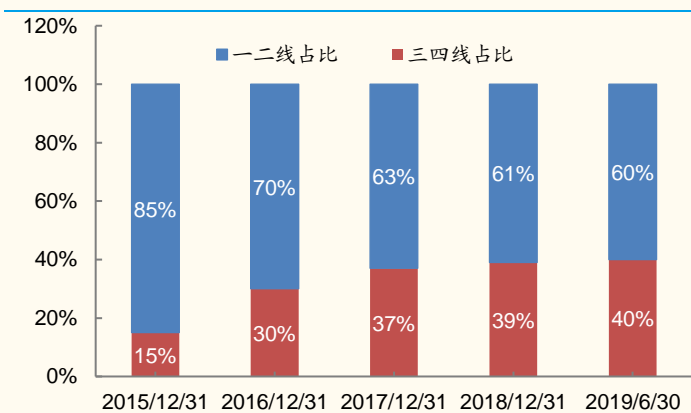
图表 43: 2015-2019 年底保利待开发面积各线城市占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

注: 因为 2019 年年报未公布待开发面积一二线、三四线城市占比数据，所以采用 2019 年中报公布数据

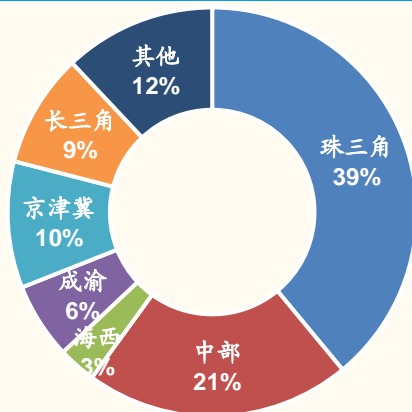
图表 44: 2015-2019 年底保利新增土储面积各线城市占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

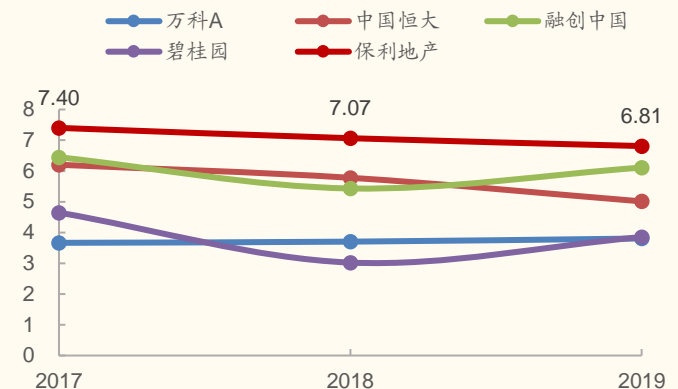
注: 因为 2019 年年报未公布新增土储面积一二线、三四线城市占比数据，所以采用 2019 年中报公布数据

图表 45: 2019 年底保利土储城市群结构



来源: 公司资料, 国金证券研究所

图表 46: 2017-2019 年底 Top5 房企土地储备/销售面积

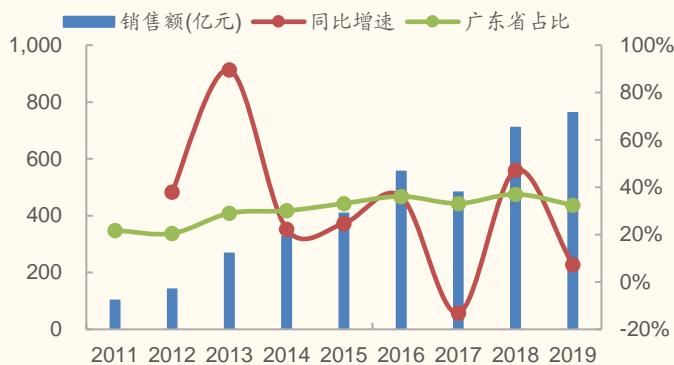


来源: 公司公告, 国金证券研究所

广东省销售占比高, 省内深耕各线城市

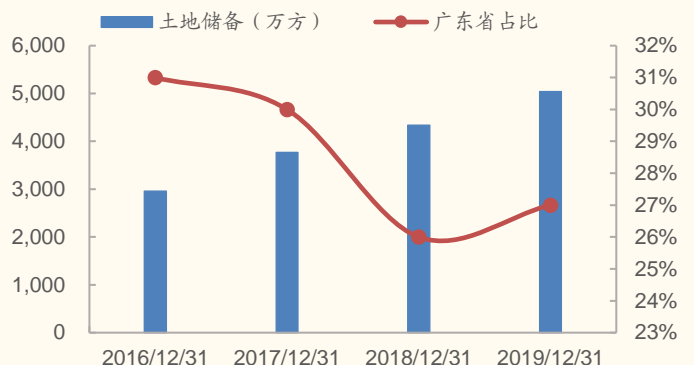
- 截至 2019 年底, 保利已进入 112 家城市, 其中广东省销售占比高, 省内深耕各线城市。2019 年全省销售额占比 32%, 2019 年底土储占比 27%。土储遍布广东省 18 个城市, 其中广州、佛山、江门的土储最多, 2019 年底土储分别为 1221 万方、1168 万方、437 万方, 分别占全省比重为 24%、23%、10%。

图表 47: 2011-2019 年保利在广东省的销售额 (亿元) 及其同比增速、占比



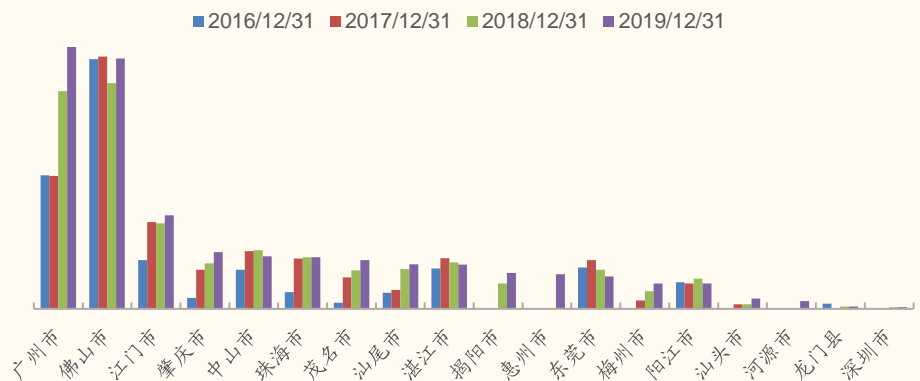
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 48: 2016-2019 年底保利在广东省的土地储备面积 (万方) 及其占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 49: 2016-2019 年底保利在广东省各市的土地储备面积 (万方)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

看好一二线城市市场机会，未来将持续布局

- **中心城市和城市群是中国城市化下半场的主要驱动力，将迎来长期市场机会。**2019年8月，中央财经委员会第五次会议，明确了中心城市及城市群的发展战略；2019年12月中央经济工作会议提出“改革土地计划管理方式”；2019年12月，《推动形成优势互补高质量发展的区域经济布局》文章指出，“我国经济发展的空间结构正在发生深刻变化，中心城市和城市群正在成为承载发展要素的主要空间形式。

2020年4月中央及国务院发布《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》，对包括“建立健全城乡统一的建设用地市场”等内容在内的推进土地要素市场化配置做出了原则性指导。《意见》中关于土地要素改革的内容，对于进一步推进以中心城市和城市群为特征的城市化进程，以及降低城市化成本有深远意义。结合土地要素改革以及户籍制度，中心城市和城市群房地产市场迎来长期机会。

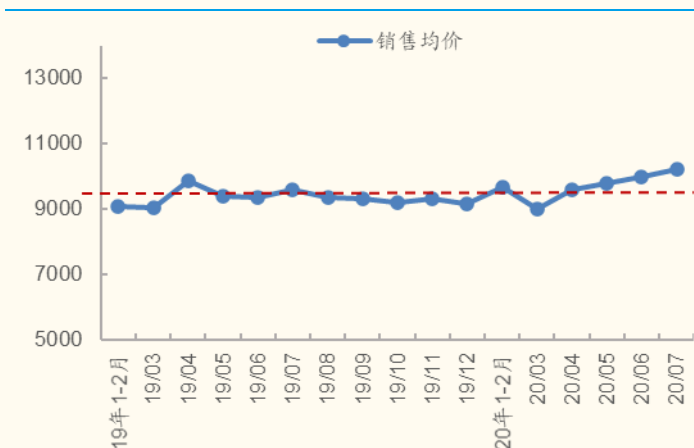
图表 50：近年关于中心城市和城市群发展的相关政策

时间	发布机构	文件名称或关键内容
202004	国家发改委	《2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务》
202004	中共中央、国务院	《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》
202003	国务院	《关于授权和委托用地审批权的决定》
201912	《求是》	《推动形成优势互补高质量发展的区域经济布局》
201912	中央经济工作会议	“改变土地计划管理方式”
201912	中共中央、国务院	《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》
201908	中央财经委员会第五次会议	“中心城市和城市群正在成为承载发展要素的主要空间形式”
201902	中共中央、国务院	《粤港澳大湾区发展规划纲要》
201902	国家发改委	《关于培育发展现代化都市圈的指导意见》
201704	中共中央、国务院	《中共中央、国务院决定设立河北雄安新区》

来源：相关部委网站，国金证券研究所整理

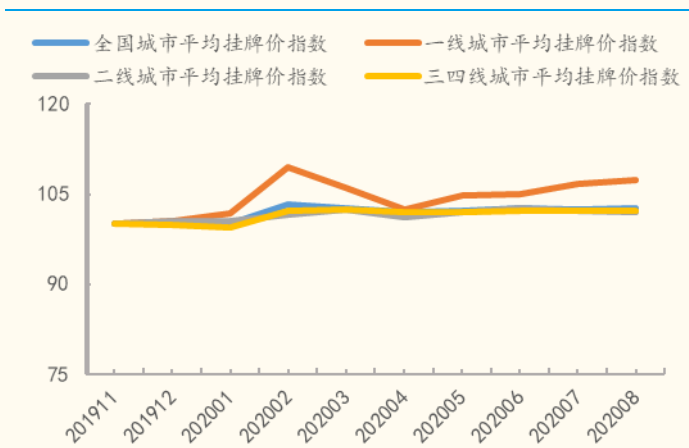
- **全国房价呈现上涨趋势，一二线重点城市较为明显。**根据统计局数据显示，全国商品房销售均价于 5 月基本恢复至去年同期水平，并且由于融资端宽松等原因房价呈现上涨趋势。根据 300 城样本统计数据，2019 年 11 月以来，一线城市平均挂牌价格指数最高，为 107.3%，主要由于深圳（15%）、上海（8.2%）、广州（6.9%）涨幅较高。对应二线城市指数为 101.9，三四线城市指数为 102.1。
- 考虑到虽然后期融资端有收紧预期，但居民改善性需求以及向都市核心圈迁移的意愿较强，我们预计未来房价仍将缓慢上涨。

图表 51：2019-2020 年 7 月统计局商品房均价（元/平）



来源：统计局，国金证券研究所

图表 52：2019M11-2020M8 全国及各线城市平均挂牌价指数



来源：房价行情网，国金证券研究所

- 5 月份以来，多个重点城市呈现房价上涨趋势。40 个一二线城市中，26 个城市挂牌房价自 2019 年底上涨。13 个重点城市涨幅超过 5%，其中深圳、无锡、宁波涨幅超过 10%。

图表 53: 平均挂牌单价 (元/㎡) 涨幅 Top40 的一二线城市

城市	平均挂牌单价 (元/㎡)										涨幅
	201911	201912	202001	202002	202003	202004	202005	202006	202007	202008	
深圳	65430	65516	65403	72668	71795	72380	72846	74929	74322	75249	15.0%
无锡	15452	15838	16178	16648	16819	16461	16655	16675	17116	17094	10.6%
宁波	21086	22068	22862	23944	23812	23268	23428	23544	23764	23200	10.0%
西宁	9320	9373	9327	9466	9781	9874	10066	10214	10041	10108	8.5%
上海	53833	54467	55897	58131	54732	54052	55049	54911	56773	58232	8.2%
成都	15962	16055	15840	16111	16227	15933	16221	16726	16677	17213	7.8%
杭州	29105	30543	28997	28316	31581	30759	30542	31487	30896	31238	7.3%
厦门	45025	46679	46416	48666	46655	47018	47686	47817	46846	48285	7.2%
广州	34851	35726	35318	36877	35537	33247	34082	35934	37863	37261	6.9%
昆明	13331	13564	13770	13718	13699	13900	13965	14028	14090	14231	6.8%
兰州	12458	12543	12677	12881	12804	12978	13077	12985	13129	13222	6.1%
合肥	15799	16008	16015	16362	16512	16725	16622	16500	16562	16671	5.5%
南宁	12306	12246	12322	12741	12921	12573	12694	12655	12980	12957	5.3%
银川	6617	6702	6378	6622	6799	6816	6785	6875	6849	6940	4.9%
西安	14657	14765	14844	15670	15431	15046	15142	15437	15146	15341	4.7%
沈阳	11268	11372	11279	11318	11554	11301	11930	11992	11887	11707	3.9%
呼和浩特	11594	11368	11665	11666	11673	11660	11890	12070	12120	12037	3.8%
武汉	18496	18409	17659	16966	17158	17809	18885	18942	18734	19187	3.7%
温州	21500	21856	21858	21103	22382	23060	22066	21777	22141	22089	2.7%
大连	15884	15714	15756	16338	15484	15729	15802	16253	16105	16252	2.3%
天津	25675	26325	27204	26041	25955	25240	25395	25751	25285	26093	1.6%
长春	10094	9999	9900	10257	10238	10187	10282	10356	10148	10223	1.3%
长沙	11007	10887	10528	10909	11101	10877	11101	11232	11221	11111	0.9%
哈尔滨	11066	11011	10353	10559	10564	10607	10665	11151	11278	11151	0.8%
海口	15105	15169	15299	15676	15525	14884	14710	15143	15047	15144	0.3%
三亚	36056	36533	38052	37769	39261	35201	36919	38291	37861	36120	0.2%
重庆	12521	12239	12080	12400	12577	12439	12406	12578	12356	12428	-0.7%
郑州	14008	14073	14270	13838	14653	14562	14731	14324	14299	13885	-0.9%
石家庄	14703	14840	14919	14585	15086	14960	14881	14973	14848	14557	-1.0%
贵阳	9518	9291	9066	9488	9469	9496	9346	9281	9315	9421	-1.0%
太原	11990	12001	12202	12149	12123	11915	11843	11775	11775	11846	-1.2%
北京	63372	63052	64985	70627	68616	63296	65693	62567	62959	62514	-1.4%
南京	32288	31045	30909	29328	31721	31226	31491	31416	32161	31637	-2.0%
南昌	12606	12350	12664	12788	13103	13412	13062	12833	12720	12295	-2.5%
福州	26590	26021	26465	28169	26145	25779	25829	26288	26251	25847	-2.8%
青岛	22612	22317	20938	21817	21698	21543	21725	21890	21590	21661	-4.2%
济南	16393	16322	16522	16621	16253	15895	16361	16211	16042	15463	-5.7%
乌鲁木齐	8540	8757	8678	8756	8695	8525	8588	8548	8535	8040	-5.9%
苏州	23772	23492	23530	23163	23692	23756	23760	23294	22875	21991	-7.5%
北海	6983	6880	6902	7771	7521	6961	6692	6671	6509	6439	-7.8%

来源：房价行情网，国金证券研究所

图表 54: 平均挂牌单价涨幅 (%) Top40 的一二线城市

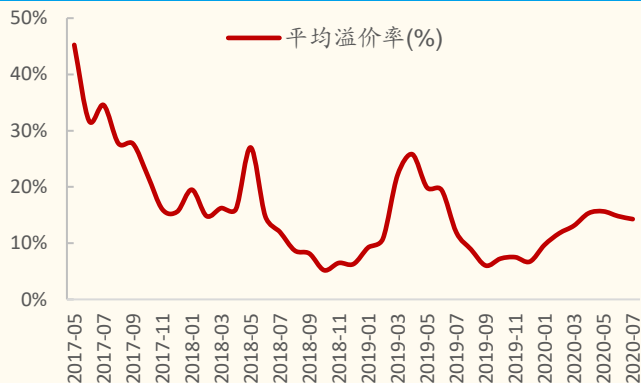
城市	201911	201912	202001	202002	202003	202004	202005	202006	202007	202008
深圳	7.61	8.65	7.61	18.02	14.54	15.8	16.68	18.96	19.4	16.87
宁波	25.45	20.78	25.45	16.54	19.78	15.75	17.99	15.65	15.76	11.53
无锡	13.29	11.81	13.29	16.84	16.69	12.54	12.39	12.46	13.38	11.18
广州	4.52	8.14	4.52	10.43	6.97	0.05	2.85	6.13	9.84	10.43
西宁	18.5	18.43	18.5	20.18	20.56	17.1	19.86	18.65	14.63	13.82
杭州	-7.94	-1.63	-7.94	-11.79	-0.68	-3.26	-3.33	4.1	0.38	0.67
昆明	7.83	7.4	7.83	8.2	7.25	7.81	8.28	8.3	9.41	7.67
沈阳	8.7	10.86	8.7	6.92	6.83	6.04	10.18	9.44	9.57	5.12
南宁	9.35	8.62	9.35	8.79	8.87	4.81	6.64	5.85	8.11	7.96
上海	5.14	4.57	5.14	9.2	5.03	2.94	5.6	5.85	6.05	9.21
兰州	7.54	8.12	7.54	8.69	6.94	7.69	8.86	6.68	5.9	7.6
三亚	-24.87	-17.9	-24.87	-3.87	3.82	1.18	6.11	12.01	12.19	6.8
合肥	3.87	3.7	3.87	6.34	6.57	6.59	4.37	4.93	3.86	3.56
呼和浩特	-0.03	-0.58	-0.03	0.09	1.47	2.71	3.48	5.45	4.44	-1.13
成都	4.14	4.31	4.14	1.39	2.3	1.31	3.94	7.34	8.08	9.23
厦门	7.21	9.03	7.21	12.16	7.54	7.29	7.31	5.66	3.71	7.14
银川	11.66	16.29	11.66	11.54	12.13	14.1	12.96	13.26	11.65	10.49
西安	1.99	3.38	1.99	0.26	2.67	1.65	4.19	6.4	0.82	2.4
温州	4.88	6.29	4.88	0.5	15.68	13.82	9.31	7.11	3.59	4.5
郑州	3.62	1.74	3.62	-4.48	-2.33	-1.64	3.34	2.88	1.33	-1.5
长沙	-0.68	-0.7	-0.68	0.83	0.81	-0.33	0.3	2.11	3.18	1.51
哈尔滨	-1.01	2.95	-1.01	-0.53	-2.66	-0.41	-2.84	2.82	3.23	0.82
大连	3.33	6.46	3.33	9.72	-0.14	1.93	2.91	2.25	1.49	2.16
武汉	-1.4	0.79	-1.4	-9.08	-7.89	-2.52	3.99	4.89	3.39	4.62
石家庄	-1.01	-2.08	-1.01	-1.2	-0.77	-1.52	-1.81	-1.18	-1.43	-3.25
南昌	15.23	7.54	15.23	-4.92	1.9	6.51	1.87	-0.09	0.36	0.33
长春	4.16	2.21	4.16	5.53	3.54	2.41	3.39	3.11	1.43	2.49
乌鲁木齐	3.43	5.37	3.43	5.29	5.06	1.69	2.93	0.23	1.06	-4.58
海口	-3.45	-4.21	-3.45	1.89	-1.01	-3.54	-5.75	-2.64	-2.14	-2.78
南京	3.77	3.64	3.77	-6.08	2.56	1.26	2.23	2.87	4.22	0.31
北京	0.5	-0.56	0.5	7.87	5.72	-1.36	3.01	-2.09	-2.17	-4.41
福州	-2.01	-3.27	-2.01	1.94	-2.26	-4.22	-3.64	0.55	-0.99	0.98
重庆	-2.26	-4.28	-2.26	-0.6	-1.94	-1.88	-2.43	-0.13	-2.4	-2.23
天津	6.57	5.03	6.57	6.07	4.1	-0.89	-0.05	0.14	-3.57	3.7
太原	-1.11	-0.07	-1.11	-0.27	-1.94	-3.39	-4.16	-3.57	-4.64	-2.7
贵阳	-9.56	-8	-9.56	-5.5	-5.71	-4.04	-4.05	-5.83	-5.65	-2.8
济南	-6.07	-13.53	-6.07	-9.33	-8.95	-9.61	-2.65	-3.79	-6.37	-7.9
苏州	11.55	12.18	11.55	8.13	11.26	11.21	10.4	6.32	-1.07	-3.1
青岛	-5.14	0.44	-5.14	-5.58	-9.9	-7.89	-3.56	1.65	-0.23	1.49
北海	-4.44	-1.89	-4.44	9.28	6.28	-3.85	-4.06	-6.17	-7.62	-8.88

来源: 房价行情网, 国金证券研究所

- **土地市场热度有所回落。**2020 年 3 月-5 月, 疫情得到控制, 开发商拿地积极, 土地市场火热, 土地溢价率随之攀升。5 月后, 受到多个城市调控政策出台, 融资收紧预期等因素影响, 土地市场热度有所回落。
- **房价地价比小幅上升:** 通过分析全国加权平均房价以及与房价对应的平移处理之后的地价数据, 受房价及去年地价变化影响, 房价地价比随着疫情的发生和恢复呈先下降后小幅回弹的趋势。
- 通过上述分析, 我们认为以一二线城市为主的中心城市和城市群的房地产市场将迎来长期机会, 2019 年底保利的土地储备集中在 38 个核心城市, 占比

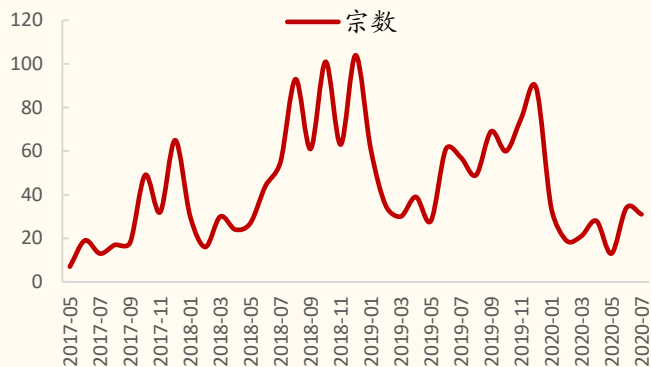
近 60%。并且公司 2015-2019 年底待开发面积、新增土储面积一二线城市占比均高于 60%，我们认为公司未来仍将持续布局一二线城市。并且根据我们对公司的销售额目标预测，近两年公司规模增长将会稳步提升，预计在 2024 年达到 6900 亿元销售额。

图表 55: 50 城土地溢价率情况



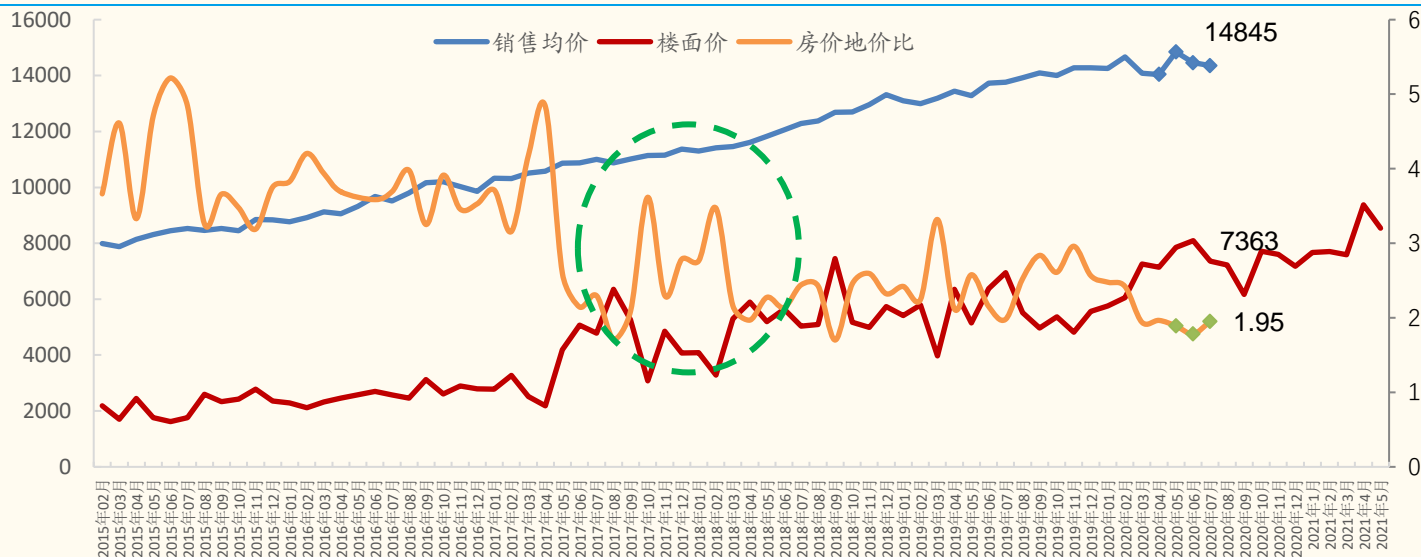
来源：克而瑞，国金证券研究所

图表 56: 50 城土地流拍宗数情况 (宗)



来源：克而瑞，国金证券研究所

图表 57: 经过平移技术处理的房价-地价历史情况 (元/平方米)



来源：克而瑞，国金证券研究所整理

规模稳步提升，市占率亦将提升

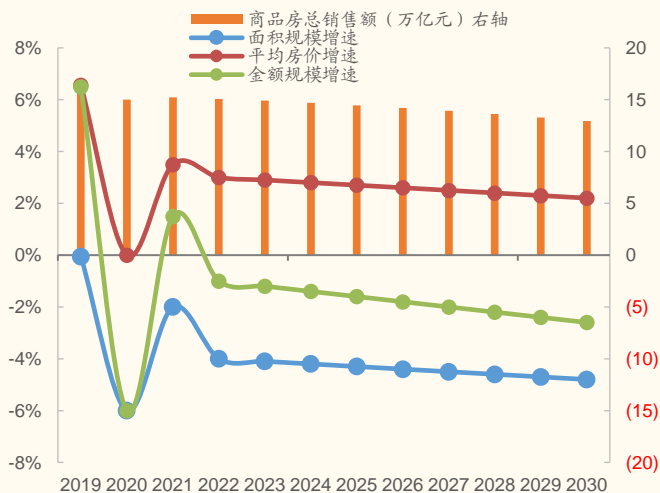
- 稳步经营下，公司销售额将持续提升，有望进入房企前 3 名：公司 2019 年签约销售 4618 亿元，2020H1 签约销售 2245 亿元，考虑到公司兼顾高规模与高周转、土储资源充足、拿地成本低、经营杠杆上还有一点提升空间，并且对自身价值的释放意愿积极，并且未来政策端收紧将有利于央企的发展，叠加居民改善性需求增加，房价缓慢上涨，土地市场可能降温。在稳步经营下，我们认为保利未来销售额仍能持续上升，销售额排名有望从第 5 名提升至前 3 名。

保利市占率提升

- 从房地产面积增长看，行业可能已经见顶，但在“房住不炒”调控、房地产融资逐步规范、行业利润回归等背景下，行业集中度将继续向头部集中。

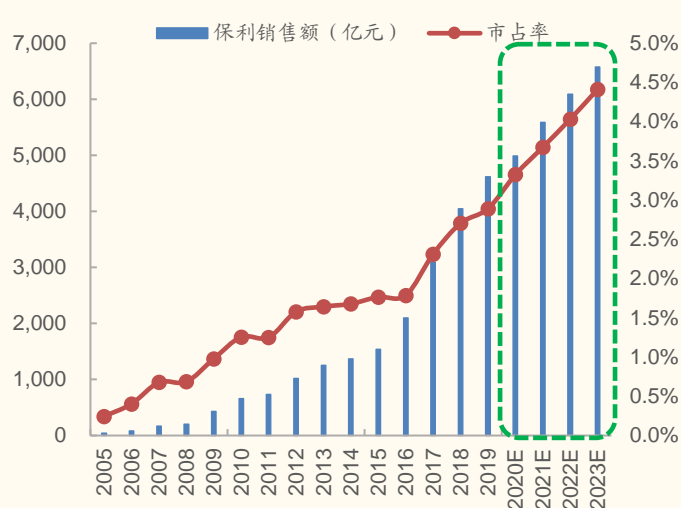
- 保利 2020H1 市占率仅为 3.4%，距离全球其他成熟市场 8% 的头部房企市占率，仍有提高空间。考虑到保利前文所述优势与潜力，我们预计保利 2020-2023 年销售额分别 4987 亿元，5586 亿元，6089 亿元，6576 亿元，行业规模分别为 15.0 万亿，15.2 万亿，15.1 万亿，14.9 万亿，保利对应市占率分别为 3.32%、3.67%、4.03%、4.41%。

图表 58: 2019-2030 年房地产市场规模及增速预测



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 59: 2019-2023 年保利销售规模和市占率预测

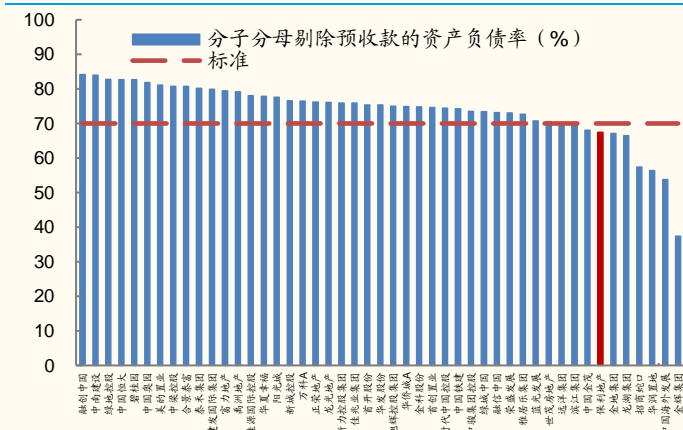


来源：公司公告，国金证券研究所

未来政策收紧，更有利于国企开发商

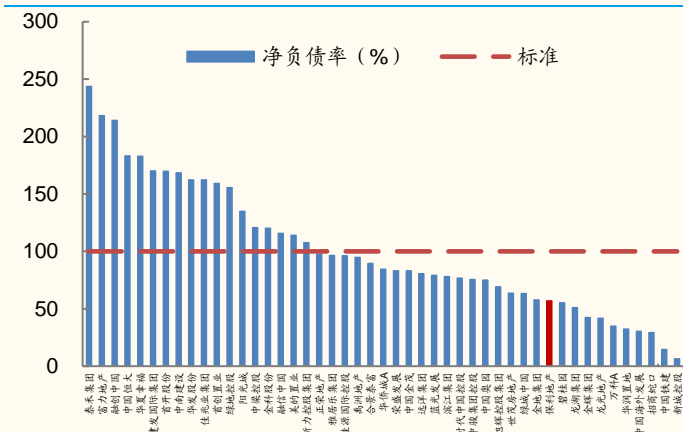
- 国家加强对房地产行业的监管是大势所趋。2016 年底的中央经济工作会议首次提出，“房子是用来住的，不是用来炒的”，相关部门出台了与之相配套的政策，涉及到房企融资、购房者信贷等方面。2019 年 7 月，人民银行在北京召开银行业金融机构信贷结构调整优化座谈会表示，要保持房地产金融政策连续性稳定性。加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率。
- 政策端收紧对于国企开发商来说是更有利的，因为国企开发商一直遵守国资委和监管机构对于各项指标的监管红线，在资债指标、拿地强度等各方面均较为稳健，坚持稳步经营，部分民企开发商为了追求高规模和增长速度，融资较多，拿地较为激进，未来政策收紧对它们的影响更大。
- 以近期监管部门出台新规控制房地产企业有息债务的增长而设置的“三道红线”为例。红线 1：剔除预收款后的资产负债率大于 70%；红线 2：净负债率大于 100%；红线 3：现金短债比小于 1 倍。保利的上述指标均处于监管红线以内，并且距离红线有一定距离。未来即使监管更为严格，对于保利的的影响非常小。同时未来房地产市场销售额增速可能不会太高，在其他高杠杆开发商受影响以后，保利的市占率将进一步提升。

图表 60: 2019 年底销售额 Top50 公司分子分母剔除预收款的资产负债率 (%)



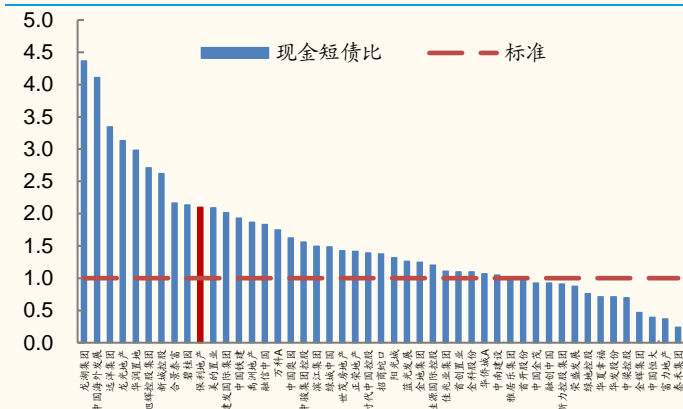
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 61: 2019 年底销售额 Top50 公司净负债率 (%)



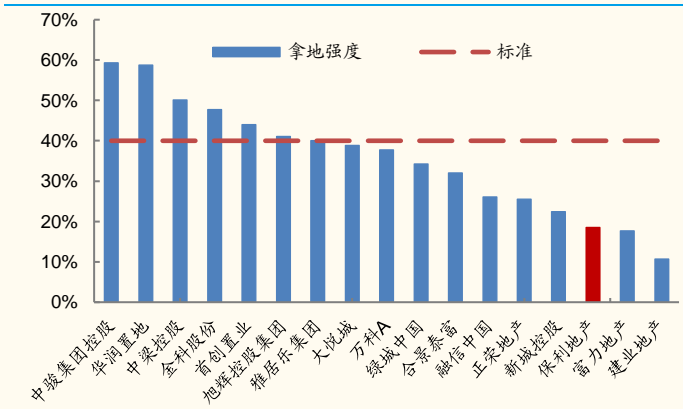
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 62: 2019 年底销售额 Top50 公司现金及现金等价物/一年内到期的短期有息债务



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 63: 2019 年部分已披露数据公司拿地强度



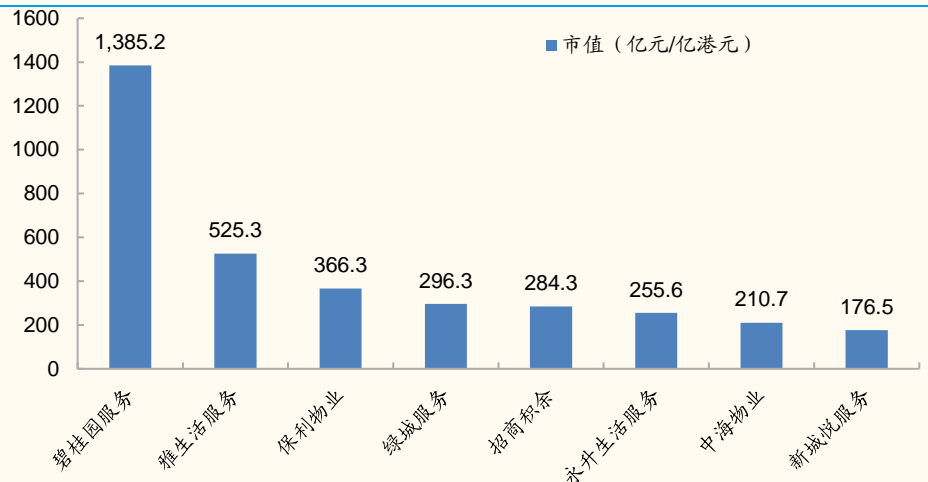
来源: 公司公告, 国金证券研究所

对自身价值释放意愿较强, 保利物业在港股上市

保利物业在港股上市, 央企物管龙头, 在管面积排名第 4

- 公司积极通过资本化手段表达业务价值, 保利物业在港股分拆上市。保利物业于 2019 年 12 月在香港上市, 截至 2020 年 9 月 21 日, 公司市值 366.3 亿港元, 在已上市物管公司中排名第三。截止 2019 年 12 月 31 日, 保利地产持有保利物业 71.25% 的股权。根据中国指数研究院 2019 年的综合实力排名, 保利物业在中国物业服务百强企业中排名第四, 央企物管公司中排名第一。

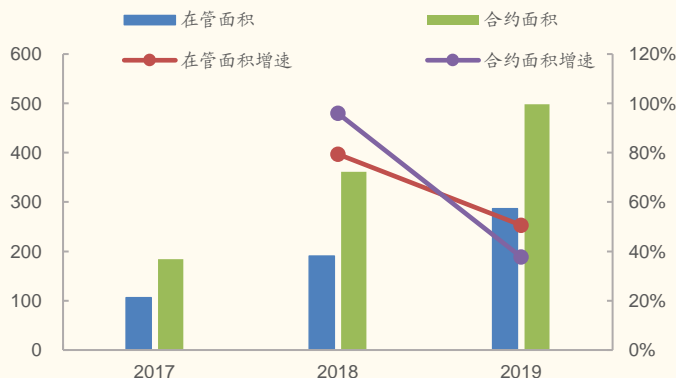
图表 64: 样本物业管理公司市值 (2020 年 9 月 21 日)



来源: Wind, 国金证券研究所

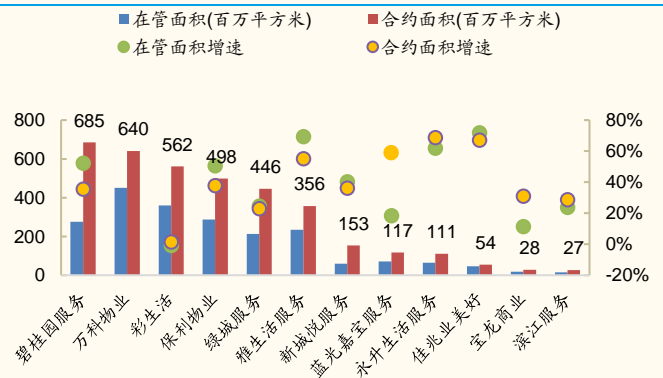
- 保利物业管理面积排名第 4, 并保持高增长。2019 年底在管面积达 2.87 亿方, 同比增长 51%, 合同面积达 4.98 亿方, 同比增长 38%, 面积增速较高, 物业管理项目超过 1000 个。

图表 65: 2017-2019 年底保利物业在管面积 (百万方)、合约面积 (百万方) 及其增速



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 66: 2019 年底样本物业管理公司管理面积 (百万方)、合约面积 (百万方) 及增长情况

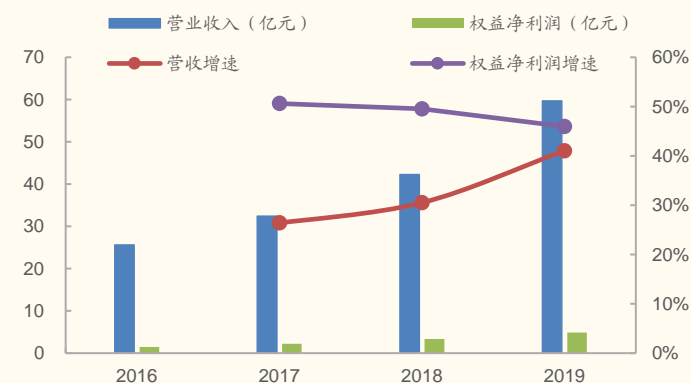


来源: Wind, 国金证券研究所

盈利情况良好, 增值服务占比增加

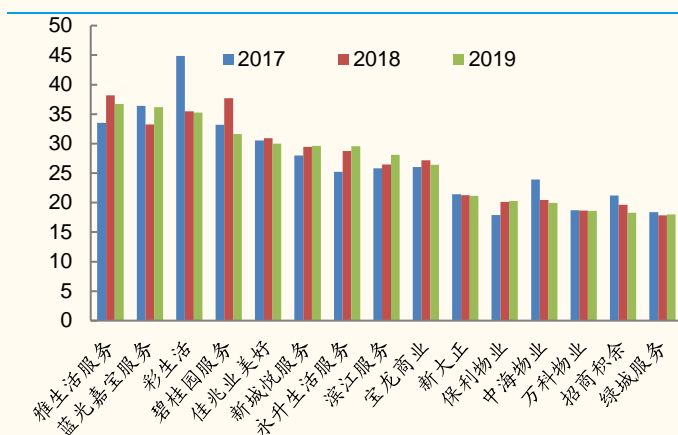
- 保利物业 2019 年实现营业收入 59.67 亿元, 同比增长 41.1%, 权益净利润 4.91 亿元, 同比增长 45.96%。盈利能力稳步提升, 营业收入和权益净利润规模在已有数据的样本公司中排名第 5, 位列前茅。保利物业收入主要来自于三大块: 物业管理服务、非主业增值服务及社区增值服务。
- 保利物业 2019 年毛利率为 20.3%, 其中物业管理业务毛利率 9.83%, 增值业务毛利率 31%, 已有数据的 15 家样本物管公司毛利率均值为 27.3%, 公司毛利率低于行业均值。原因是保利物业传统物业管理服务收入占比较高, 为 64.4%, 增值服务收入占比少, 为 35.6%, 样本物管公司这两项业务占比均值分别为 61%、39%。2017-2019 年, 保利物业增值服务占比从 25% 增长到 36%, 增值服务毛利率高, 业务种类多, 预计保利物业增值服务占比未来将进一步提升。

图表 67: 2016-2019 年保利物业营业收入 (亿元)、权益净利润 (亿元) 及其增速



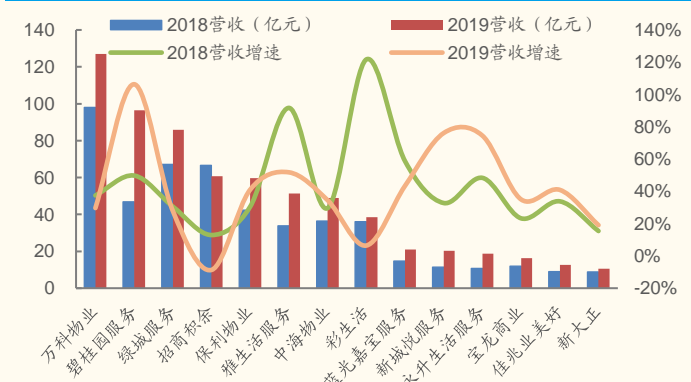
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 68: 2017-2019 年样本物业管理公司毛利率 (%)



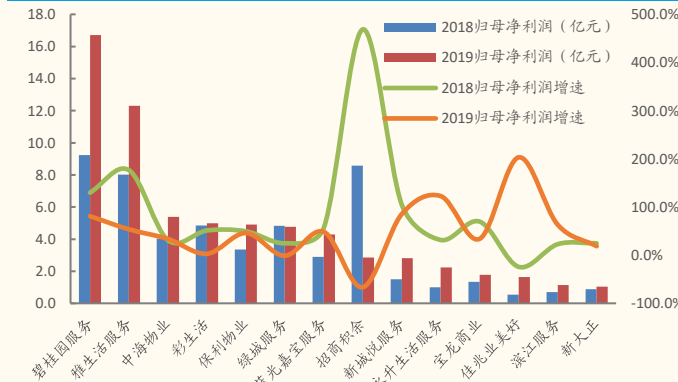
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 69: 2018-2019 年样本物业管理公司营收 (亿元) 及增速



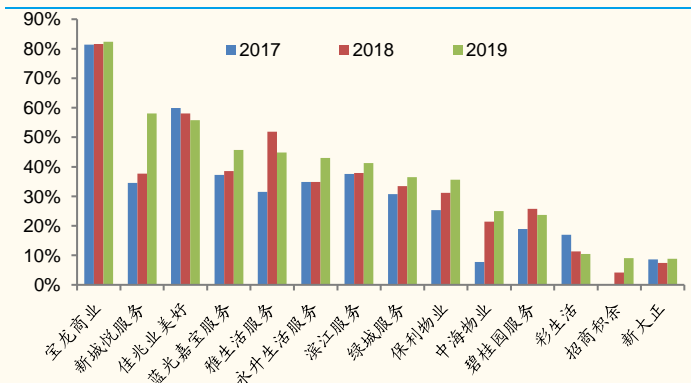
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 70: 2018-2019 年样本物业管理公司权益净利润 (亿元) 及增速



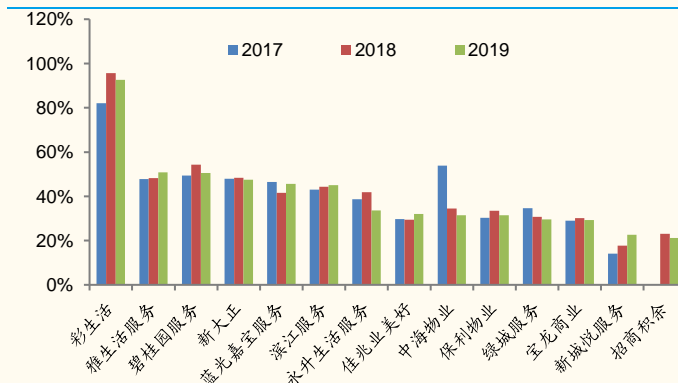
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 71: 2017-2019 年样本物管公司增值服务收入占比



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 72: 2017-2019 年样本物管公司增值服务毛利率



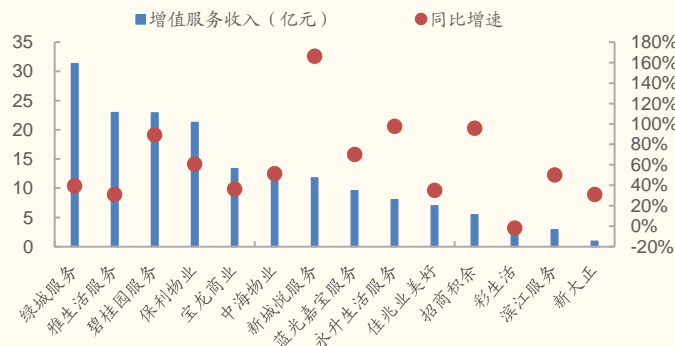
来源: Wind, 国金证券研究所

- 保利物业增值服务主要包括非业主增值服务、社区增值服务。前者包括案场协销服务, 其他非业主增值服务: 如咨询、承接查验、交付和商业运营服务。后者包括美居服务、社区零售、车场管理服务、社区媒体、社区空间管理等服务、社区便民及其他服务。

2019 年，保利物业增值服务收入 21.23 亿元，同比增长 61%，增速较高，其中案场协销服务、社区便民及其他服务最多，分别为 7.83 亿元、4.58 亿元。

图表 73：2019 年部分物管公司增值服务收入（亿元）及增速

图表 74：2019 年保利物业增值服务收入结构（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

商写运营经验丰富，城市服务业务高增长

- 保利物业主要为三大业态提供物业服务：住宅社区、商业及写字楼、城市服务。保利物业的优势在于产品体系和定位划分清晰，公司深入探索细分业态领域的服务需求与特性，打造多个优质服务品牌，快速确立品牌地位。高尚住宅服务品牌“亲情和院”、高端住宅服务品牌“东方礼遇”、商办服务品牌“星云企服”，以及公共服务品牌“镇兴中国”。
- 针对住宅社区，保利物业打造了“亲情和院”、“东方礼遇”两大物业服务品牌，致力于精细化管理和标准化服务为广大业主提供高质量的居住体验。截至 2020H1，住宅社区在管面积 1.5 亿方，占比 47.3%，收入 16.3 亿元，占比 71.3%。
- 针对商业及写字楼，保利物业打造了“星云企服”物业服务品牌，专注于写字楼运营管理。截至 2020H1，保利物业商业及写字楼在管面积约 8.6 百万方，营业收入约 3 亿元。相比于同期万科物业商办业务 30.5 亿元的营收，保利物业商写物业服务收入仍有较大增长空间。

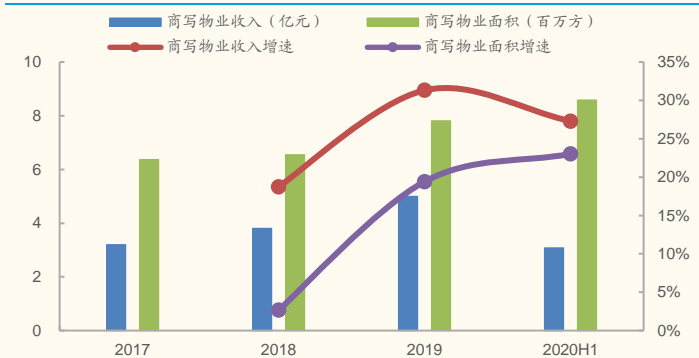
2016-2019 年，商业及写字楼业务营收复合增速为 24.72%，2016-2020H1，在管面积复合增速为 19.16%。保利旗下知名写字楼子品牌有保利中心、国际数字创新中心、保利国际广场等。

资产运营管理是商写物业行业的核心利器，保利在写字楼运营管理上拥有全周期资管经验，承载了 24 载物业服务经验，拥有超前资管品牌理念和优质写字楼资产，所以能在写字楼运营管理上做得比较出色。

- 针对城市服务，保利物业推出“镇兴中国”品牌，率先布局大物业时代。截至 2019 年底，保利物业公共及其他物业在管面积达 1.4 亿方，营业收入达 4.8 亿元人民币，已占物业管理服务总收入的 12.5%。保利旗下新增在管的公共及其他业务项目包括国家司法部办公楼、辽宁省东港市孤山镇、湖南工商大学等。

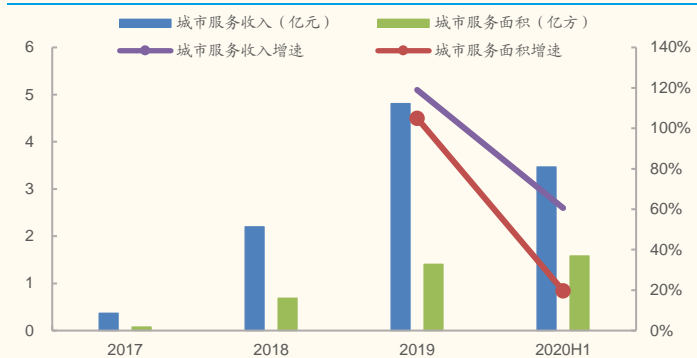
保利物业商写物业服务收入和在管面积增速较高。2016-2019 年，城市服务营收复合增速为 270.29%。2016-2020H1，在管面积复合增速为 228.57%，占总在管面积比重 50%，城镇服务领域不断扩大。

图表 75: 2017-2020H1 保利商写收入 (亿元)、面积 (百万方) 及增速



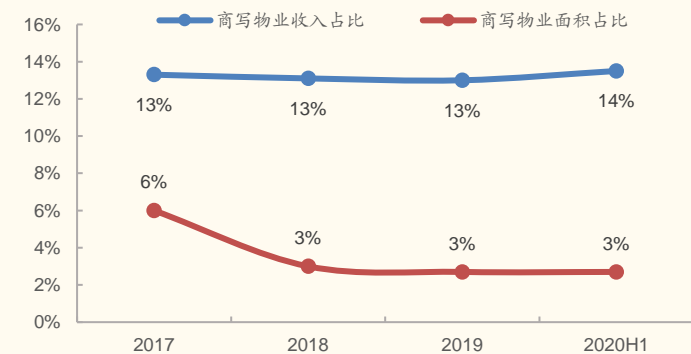
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 76: 2017-2020H1 保利城市服务收入 (亿元)、面积 (亿方) 及增速



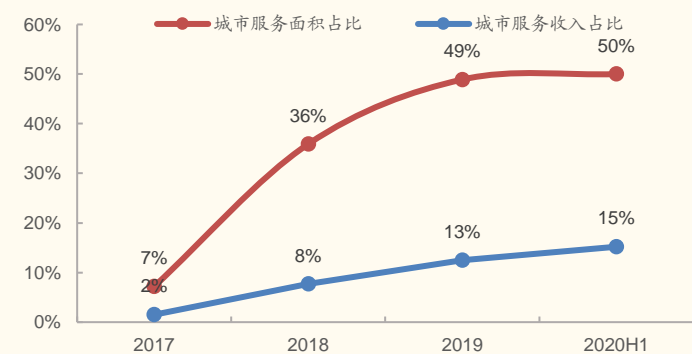
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 77: 2017-2020H1 保利商写收入及面积占比



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 78: 2017-2020H1 保利城市服务收入及面积占比

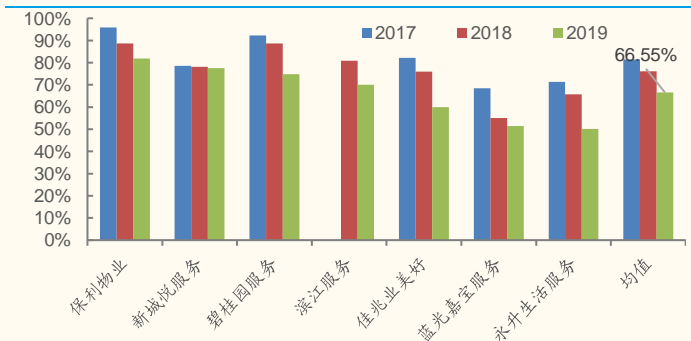


来源: Wind, 国金证券研究所

保利地产持续保障保利物业面积增长, 保利物业外拓比例也在提升

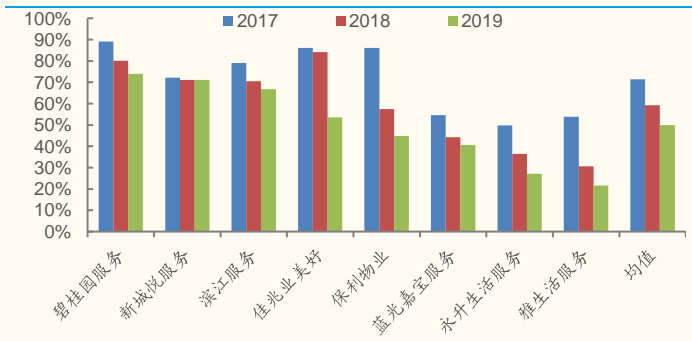
- 保利地产的交付为保利物业提供了持续增长的面积保障, 同时保利物业的外拓比例也在持续增加。关联地产开发的物管公司, 其物业所得收入、管理面积来源有两方面: 一是集团公司开发的物业, 二是独立第三方开发的物业, 通常前者占比较大。
- 2019 年, 保利对保利物业在物业所得收入、管理面积、增值服务收入上的贡献度分别为 81.9%、44.9%、55%, 在样本公司中分别排名第 1、第 5、第 7。保利地产的交付为保利物业提供了持续增长的面积和收入保障。这三项指标从 2017 年至今呈现出下降趋势, 说明保利物业外拓比例在持续增加, 自主从第三方开拓业务的能力越来越强。

图表 79: 2017-2019 年背靠集团的物管公司由集团开发的物业所得收入占比



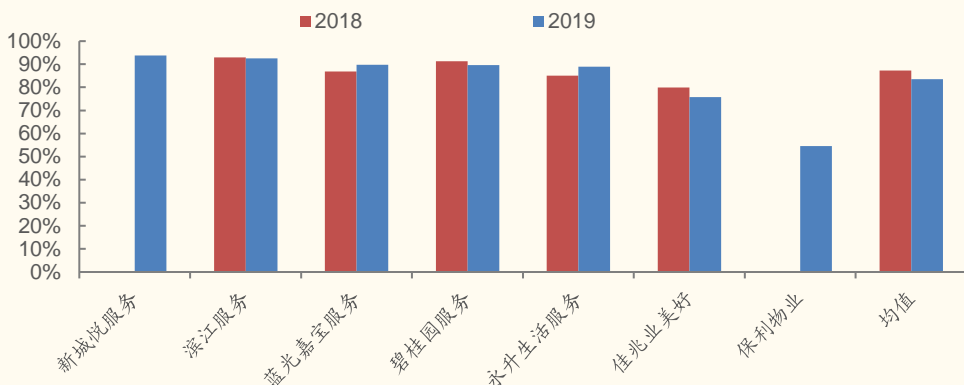
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 80: 2017-2019 年背靠集团的物管公司由集团开发的管理面积占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 81: 2018-2019 年背靠集团的物管公司由集团贡献的增值服务收入占比



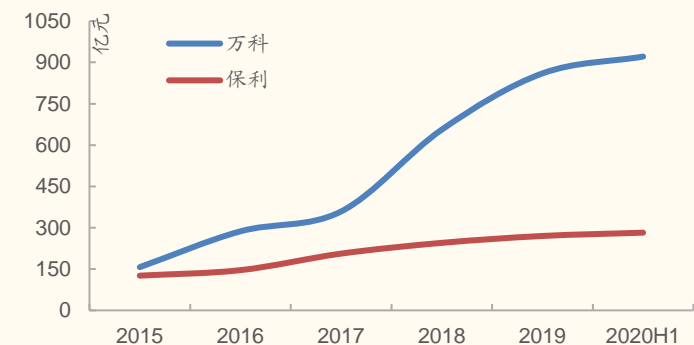
来源: 公司公告, 国金证券研究所

持有型业务地段优越, 未来可贡献升值收益

保利持有型业务地段优越, 单体规模较大

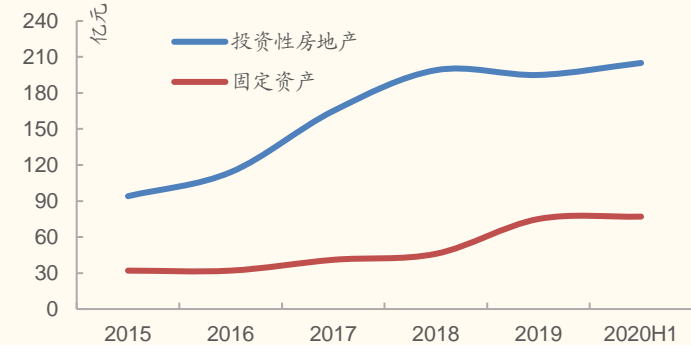
- 保利在持有型业务的投资上较为谨慎, 相比于同等规模的房企而言, 保利的投资性房地产和固定资产科目规模较少。2015-2020H1 年均复合增速为 20%, 2020H1 两项合计为 282 亿元。

图表 82: 2015-2020H1 保利、万科固定资产和投资性房地产 (亿元) 对比



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 83: 2015-2020H1 保利固定资产、投资性房地产 (亿元)

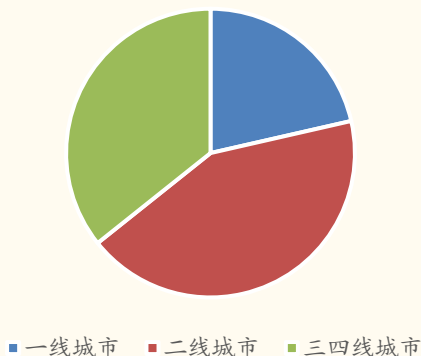


来源: Wind, 国金证券研究所

- 保利商业目前已进入 41 个城市, 拥有 107 个项目。商业管理板块管理面积达 268 万方, 其中购物管理中心管理面积达 153 万方, 酒店管理面积达 94 万方, 以轻资产模式实现品牌及管理输出。
- 购物中心: 公司构建了以保利 MALL、保利广场、时光里为主体的购物中心品牌体系。截止 2018 年 12 月, 已开业运营购物中心 17 家。

保利购物中心大部分处于一二线城市优质地段, 已披露数据的购物中心平均建筑面积 9.3 万方。根据官网数据, 保利共有 14 家购物中心 (已披露), 12 家已建成, 2 家筹建中, 一二线城市占比较多, 合计占比 64%。其中广东省最多, 共有 4 家, 其中广州 2 家。并且购物中心均位于所在城市核心地段, 比如广州保利时光汇位于广州 CBD 珠江新城, 保利时光里位于广州市政府附近。

图表 84：保利官网部分已披露数据的购物中心项目城市能级分布



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 85：保利官网部分已披露的购物中心位置分布及建筑面积（万方）

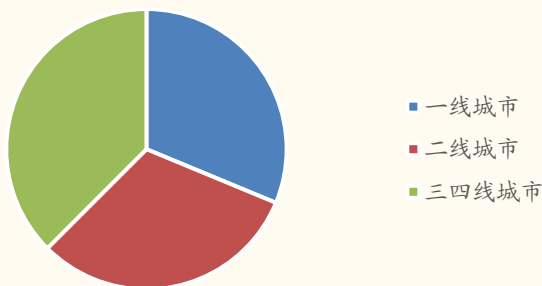
序号	购物中心 所在省/直辖市	地址	建筑面积（万方）	备注
1	广东广州	广东省广州市越秀区建设大马路 18 号	6.0	已建成
2	广东广州	广东省广州市天河区珠江新城华强路 9 号	4.0	已建成
3	广东佛山	广东省佛山市南海区灯湖东路 20 号	16.0	已建成
4	广东中山	广东省中山市港口大道与世纪大道交汇处	5.0	已建成
5	湖南长沙	湖南省长沙市万家丽北路与湘龙路交汇处	6.0	已建成
6	湖南长沙	湖南省长沙市雨花区劳动东路 268 号	14.0	已建成
7	上海市	上海市宛平南路与龙华路交汇处	5.5	已建成
8	石家庄市	河北省石家庄市长安区体育大街与丰收路交汇处	6.0	已建成
9	天津市	天津市和平区福安大街与荣业大街交汇处	6.2	筹建中
10	山东烟台	山东省烟台市莱山区清泉路 29 号	10.0	已建成
11	四川南充	四川省南充市高坪区江东中路三段	16.0	筹建中
12	安徽合肥	安徽省合肥市瑶海区新安江路与郎溪路交汇处	8.0	已建成
13	湖北武汉	湖北省武汉市关山大道 332 号	7.0	已建成
14	浙江慈溪	浙江省宁波慈溪市宗汉街道三北西大街 1555 号	20.0	已建成
	平均建筑面积		9.3	

来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所整理

- **酒店：**保利设有专门从事酒店运营管理的全资子公司，通过自营、品牌对外输出、第三方管理等于一体的全产业链服务经营酒店业务。截至 2020 年 2 月，保利酒店在全国 13 个城市运营 18 个酒店及会议中心。筹备运营超过 43 个酒店，筹建面积超过 220 万方，遍布全国 33 个城市。其中酒店包括 4 个自主品牌，分别为诺雅、郡雅、悦雅和雅图。

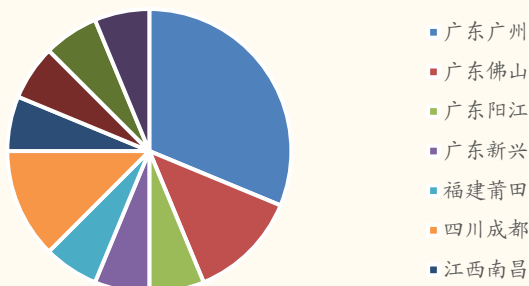
保利酒店大多处于知名城市的优质地段或景区，已披露数据的酒店平均建筑面积 6.3 万方。根据保利已披露数据的 23 家酒店来看，位于广东省的最多，合计 9 家，其中广州 5 家。公布了建筑面积的 12 家酒店，其平均建筑面积为 6.3 万方。保利酒店基本位于知名城市区域中心地段或景区，比如广州科学城中心、金融高新技术服务区、阳江十里银滩、三亚海棠湾、福建湄洲岛、西藏鲁朗国际旅游小镇等。

图表 86: 保利官网部分已披露数据的酒店项目城市能级分布



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 87: 保利官网部分已披露数据的酒店项目城市分布



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 88: 保利官网部分已披露的酒店位置分布及建筑面积 (万方)

序号	酒店所在地址	建筑面积 (万方)	备注
1	广州黄埔区揽月路 99 号	3.2	科学城中心
2	成都市蜀龙大道 1980 号保利公园 198	5.6	生态社区中心
3	广州新塘镇沿江大道 18 号	5.8	经济中心
4	重庆北部新区经开园龙怀街 1 号	6.0	国际高尔夫花园
5	江西省南昌市湾里区红湾路和西外环路交叉路西北	6.4	景区
6	西藏自治区林芝市巴宜区八一镇鲁朗国际旅游小镇北区林芝保利雅途酒店	7.2	景区
7	阳江市海陵岛十里银滩	7.3	景区
8	佛山市南海区灯湖东路 20 号	10.0	金融高新技术服务区
9	广州市海珠区琶洲宸悦路 28 号	14.3	商业中心
10	福建省莆田市湄洲岛世界妈祖文化论坛永久性会址	3.0	景区
11	中国广东省新兴县 六祖镇旧朗六祖大道东侧 1 号	1.8	景区
12	中山市港口大道与世纪大道交汇处	5.0	中央商务区
13	广州市白云区丛云路 68 号	未披露	景区
14	成都市成雅高速公路 86 公里石象湖景区内	未披露	景区
15	海南省三亚市海棠湾海棠北路海棠湾广场旁边保利财富中心	未披露	景区
16	广州琶洲中心商业核心区	未披露	新商务中心
17	南海区桂城街道三山新城环岛南路南侧, 港口路西侧	未披露	筹建中
18	湖南省长沙市天心区湘江中路	未披露	筹建中
19	汕尾金町湾	未披露	筹建中
20	长春西新经济技术开发区	未披露	筹建中
21	广东省云浮市新兴县太平镇上沙村佛子洞佛子锦鲤场	未披露	筹建中
22	湖南省株洲市嘉禾县金泰华城内	未披露	筹建中
23	广东省阳江市海陵岛十里银滩西区保利·银滩 R 区	未披露	筹建中
平均建筑面积		6.3	

来源: 公司官网, 公司公告, 国金证券研究所整理

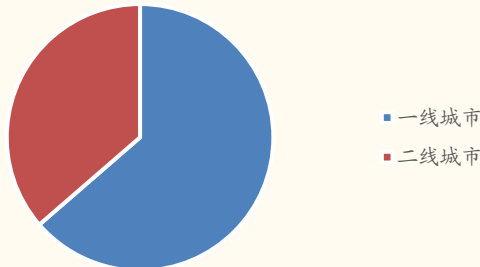
图表 89: 保利酒店子品牌介绍

 <p>雅途酒店</p> <p>高端精品酒店品牌, 主张融合艺术、自然、生活的体验将艺术和生活的新品味融入酒店功能中, 为客人打造一所心旷神怡的世外桃源。</p>	 <p>郡雅酒店</p> <p>标准的五星级酒店品牌, 致力倡导新商旅文化生活理念, 通过优质服务、商务配套与独具一格的体验感, 让商旅客人宾至如家。</p>	 <p>悦雅酒店</p> <p>集商务休闲于一体的标准四星酒店, 主张悠然、融洽、舒适的旅途生活, 注重减少差旅生活的繁文缛节, 以人性化服务为商旅人群创造舒适的居住体验。</p>	 <p>诺雅酒店</p> <p>专为追求极致品质的高端人士打造的奢华五星酒店品牌, 融合大溪地黑珍珠般的独特内教气质, 主张低调、优雅、自然而不失品味和品质的生活。</p>
--	---	---	--

来源: 公司官网, 国金证券研究所整理

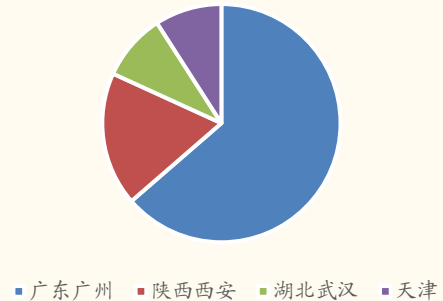
- **写字楼：**保利写字楼基本处于一二线城市的核心地段，已披露数据的写字楼平均建筑面积 **16.2 万方**。根据保利已披露数据的 11 家写字楼来看，位于广东省的最多，合计 7 家，均位于广州市。保利写字楼基本位于一二线城市的核心地段，比如广州珠江新城、武汉东湖新技术开发区等。

图表 90：保利官网部分已披露数据的写字楼项目城市能级分布



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 91：保利官网部分已披露数据的写字楼项目城市分布



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 92：保利官网部分已披露的写字楼位置分布及建筑面积（万方）

序号	地址	建筑面积（万方）
1	广州市黄埔区大沙地 319 号	5.8
2	广州市黄埔区萝岗科学城揽月路 101 号	7.3
3	广州市海珠区琶洲阅悦路 28 号	14.3
4	广州市天河区华强路 9 号	26.5
5	广州市天河区林和西路 157 号	12.3
6	广州市珠江新城冼村路 11 号	20.2
7	广州市珠江新城华利路 59 号	4.8
8	西安市高新区唐延路以东，科技七路南	10.0
9	西安市未央区凤城十路与未央路十字东北角	65.0
10	武汉东湖新技术开发区关山大道 332 号	3.3
11	天津市和平区福安大街与华安大街交口	9.1
平均建筑面积		16.2

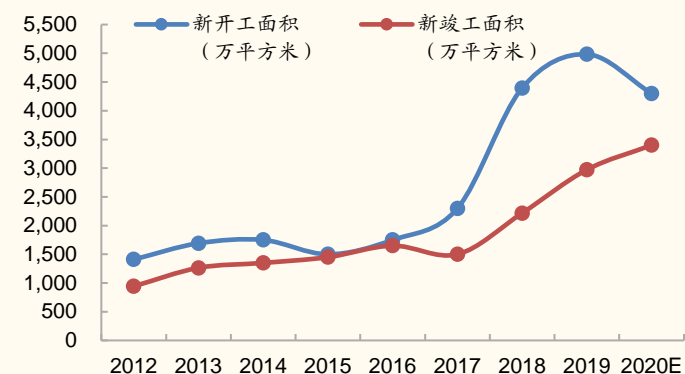
来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所整理

盈利预测

- **销售：**考虑到保利近两年结算的速度以及拿地的规模和速度，我们预计保利从 2019 年 4815 亿元合同销售额升至未来 6900 亿元合同销售额的可能性仍然很大。
- **营业收入：**保利的可结算资源丰厚，未来业绩平稳增长有保障：保利的已售未结资源丰厚，结算周期较长，约为 28 个月。2020 年公司新推货量目标 5000-5500 亿元，新开工目标 4300 万平，新竣工目标 3400 万平。预计到 2020 年底，已售未结金额仍会继续扩大。我们认为，保利未来三年的结算收入复合增速仍然有能力维持在 10% 以上。
- **权益净利润及毛利率：**目前公司处于交付高峰，营业收入确认较为充分，并且结算周期较长，保利 2020H1 已结算至 2017 年底的销售额，2017 年的房价涨幅较大，当前结算的项目毛利率高。并且保利将持续性拿地、拿地节奏好、拿地成本总体可控，叠加未来房价缓慢上涨，未来公司结算项目的毛利率仍将会较高，未来公司毛利率下降幅度会比同行小，营业收入增长比较乐观。我们认为保利 2020-2022 年权益净利润复合增速亦能维持在 10% 的水平，预计结算毛利率在 2019-2022 年之间将分别下降 4.10pcts, 2.77pcts, 0.10pcts, 营业税金及附加由于主要受土地增值税超率累进征收

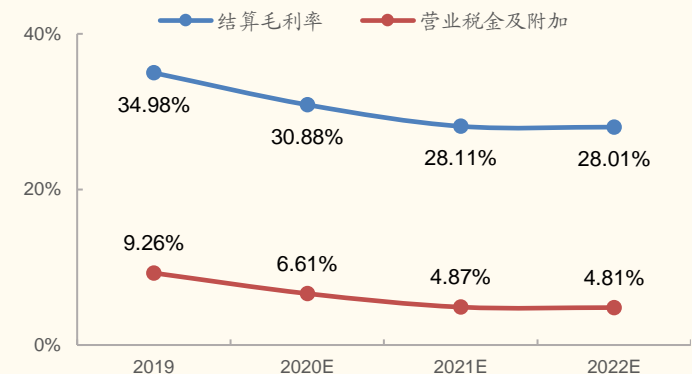
的影响，在项目盈利能力明显下降时，税率也随之下降，因此我们预计营业税金及附加比例将相应下降 2.64pcts, 1.74pcts, 0.06pcts。

图表 93: 2012-2019 年保利新开工、竣工面积 (万方)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 94: 保利 2019-2022E 预测结算毛利率和营业税金及附加比例情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 保利远期的营收及利润增长需要由 2021 年开始的销售增长做出贡献。我们认为公司从主观和客观上都有动力和机会实现销售额增长加速，据此我们预测 2020-2023 年合同销售额增长情况分别为 4987 亿元、5586 亿元、6089 亿元、6576 亿元，同时采用回溯结算期的方式测算出房地产业务销售收入。2020-2022 年盈利预测的主要数据如下图所示：

图表 95: 保利盈利预测关键要素 (亿元)

	2019	2020E	2021E	2022E
全口径合同销售额	4618	4987	5586	6089
房地产业务结算收入	2237	2582	3133	3450
公司综合毛利率	34.98%	30.88%	28.11%	28.01%
归母净利润	280	308	345	380

来源: 公司公告, 国金证券研究所

估值

1. 相对估值

我们主要依据规模选取了碧桂园、中国恒大、融创中国、保利地产等 10 家可比公司，考虑到潜在的盈利下修的因素，不采用一致预期的盈利数据。行业 2019PE 为 7.88X，仅按照 2020 年行业权益净利润平均增速 10% 左右进行预测，行业 2020PE 为 7.17X。可比公司中，万科 2019PE 为 8.71X，龙湖集团为 12.84X，中国恒大为 11.04X。根据我们的财务预测模型 2020-2022 年保利权益净利润分别为 308 亿元，345 亿元，380 亿元。考虑到公司的央企背景和头部房企地位，以及公司效率因素带来的收入和结算的确定性，我们给予保利 8.3X 2020PE 目标价（6-12 个月目标价），对应股价 21.36 元。

图表 96: 相对估值

代码	企业简称	收盘价 (元/港元)	市值 (亿元/亿港元)	权益净利润 (亿元)		权益净资产 (亿元)	2019PE	2020PE	2019PB
		20200921	20200921	2018	2019	2019			
600048.SH	保利地产	17.07	2042.75	189.04	279.59	1,560.22	7.31	按照行业 2020 年权益净利润 10% 的	1.31
000002.SZ	万科 A	29.14	3385.41	337.73	388.72	1,880.58	8.71		1.80
2007.HK	碧桂园	9.50	2093.36	346.18	395.50	1,519.39	4.74		1.23
3333.HK	中国恒大	16.30	2129.26	373.90	172.80	1,457.00	11.04		1.31

1918.HK	融创中国	31.40	1463.61	165.67	260.28	830.73	5.04	增长测算平均动态 PE	1.58
0688.HK	中国海外发展	20.10	2202.07	449.00	416.18	2,806.04	4.74		0.70
601155.SH	新城控股	35.59	803.17	104.91	126.54	384.27	6.35		2.09
0813.HK	世茂房地产	33.15	1172.75	88.35	108.98	663.00	9.64		1.58
1109.HK	华润置地	35.55	2535.05	242.38	286.72	1,735.74	7.92		1.31
0960.HK	龙湖集团	43.80	2628.57	162.37	183.37	939.56	12.84		2.51
001979.SZ	招商蛇口	15.85	1255.69	152.40	160.33	948.45	7.83		1.32
算术平均值							7.88	7.17	1.54

来源: Wind, 国金证券研究所

2. 绝对估值

我们采用 FCFE 法对公司进行估值, TV 增长率为 1%, Ke 为 10.48%, 2020-2022E 对应 FCFE 为 423.5 亿元、96.9 亿元、196.7 亿元, 股票价值为 2571.2 亿元, 每股价值 21.55 元。

图表 97: 绝对估值-FCFE 贴现(单位: 百万元)

每股价值	21.55					TV增长率		1.0%				
企业值	257,116.02					Ke		10.48%				
股票价值	257,116.02					债务		270,049.31				
						投资		82,015.10				
						少数股东权益		73,500.06				
会计年度截止日: 12/31	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	TV	合 计
FCFE	42,350.50	9,692.23	19,666.06	18,046.71	36,185.25	25,385.00	15,510.46	30,026.82	25,563.22	25,079.70	267,340.37	514,846.33
PV(FCFE)	38,334.92	7,941.38	14,585.64	12,115.52	21,989.31	13,963.46	7,722.83	13,533.10	10,428.92	9,261.52	98,724.39	248,600.98

来源: 国金证券研究所

投资建议

- 保利作为规模最大、周转效率最高的央企地产公司, 注重高质量的周转效率, 经抗风险及盈利能力调整后的总资产周转率排名第一。
 - 公司全口径销售额 2016-2019 年连续 4 年排名行业第五、央企第一, 2020H1 排名行业第四、央企第一。规模大主要得益于: 城市布局广、货值大多分布于一二线核心城市、产品聚焦刚需刚改。并且, 公司 2019 年底已进入 112 个城市, 在广东省内历史积累深厚, 深耕省内各线城市, 土储资源充足, 2019 年底全省土储占比 27%。广东省在全国地位较高, 省内企业市场化程度高, 在未来政策收紧的大背景下, 公司的央企背景将会持续受益。
 - 我们选取行业 2019 年销售额前 30 名房企作为样本, 从资产周转率稳定性和安全性的角度评估, 选取 2011-2019 年的数据, 综合考虑毛利率、销售费用率、管理费用率、融资成本以及净负债率等因素进行盈利和波动率修正, 得到调整后的总资产周转率均值, 保利位列第 1。保利在兼顾周转的同时具备更高的抗风险和盈利能力, 具备高质量的周转优势。
- 专注于地产开发业务, 对于持有型业务的投资较为谨慎。公司依靠央企背景, 持续稳健拿地, 拿地节奏好, 总体拿地成本可控, 并且融资成本低、期间费用率低, 保障了较高的毛利率。作为专注于地产开发的央企, 未来发展机会较大。
 - 保利专注于地产开发业务, 对于持有型业务的投资较为谨慎。依靠于央企背景, 公司在拿地上较为坚决, 持续稳健拿地, 积累了优质充足的土地储备, 可满足未来 4-5 年的开发需求; 并且公司拿地成本低, 持续拿地所以总体拿地成本可控, 也不容易拿错地。在土地储备、拿地成本上具备很大的优势。
 - 公司目前毛利率较高, 盈利能力强。除了拿地成本低以外, 还有融资成本低, 期间费用率低, 这与公司的央企背景、卓越管理密不可分。

我们认为保利将持续发挥自身优势，专注于地产开发，未来发展空间较大。

- 结算压力相比同行较小，结算周期长，结算项目毛利率高，未来毛利率降幅比同行小。资债指标稳健，未来监管政策收紧更有利于国企发展，我们认为保利将稳步发展，销售额有望进入前三，市占率将进一步提升。
- 目前公司处于交付高峰，营业收入确认较为充分，并且结算周期较长，约为 28 个月，2020H1 已结算至 2017 年底的销售额，2017 年的房价涨幅较大，当前结算的项目毛利率高。并且保利将持续性拿地，叠加未来房价缓慢上涨，公司结算项目的毛利率仍将会较高。我们认为未来公司毛利率下降幅度会比同行小，营业收入增长比较乐观。
- 保利严格遵守国资委和监管的要求，资债指标稳健，未来在经营杠杆的使用上有一定提升空间。未来行业趋势将更有利于保利的发展，包括融资端监管趋严，居民改善性需求增加，房价缓慢上涨，土地市场有所降温等，保利作为龙头央企，资债指标历来保守，未来监管受限较少，改善性产品突出，土地储备充足，而高杠杆房企发展较为受限，我们认为保利销售额有望进入前三，市占率将进一步提升。
- 我们预计保利 2020-2022 年权益净利润分别为 308 亿元，345 亿元，380 亿元，对应 EPS 为 2.57 元、2.88 元、3.18 元。保利作为规模最大、周转效率最高的央企地产公司，2019 年已进入 112 家城市，在广东省积累尤为深厚；一直专注于地产开发业务，对其他资产的投资较为谨慎；结算周期长，目前结算项目毛利率较高，未来毛利率降幅比同行慢；资债指标稳健，行业趋势将更有利于公司发展。我们认为保利将稳步发展，销售额有望进入前三，市占率将进一步提升。**首次覆盖，给予保利地产“买入”评级，我们给予其 6-12 个月内目标价 21.36 元，对应 8.3X 2020PE。**

风险提示

- 行业毛利率持续恶化，销售不及预期。
- 限售股解禁风险：

2020 年 7 月 2 日公司有 155.49 万股限售股解禁，解禁后公司流通股增至 119.34 亿股；

2020 年 9 月 18 日公司有 3,265.99 万股限售股解禁，2020 年 9 月 23 日上市流通，解禁后公司流通股增至 119.67 亿股。

关键指标	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力 (%YoY)						
收入增长率	-5.45%	32.95%	21.29%	15.10%	20.77%	10.04%
归母净利润增长率	25.80%	20.98%	47.90%	10.15%	12.04%	10.19%
EBITDA 增长率	9.08%	42.71%	31.85%	9.69%	11.82%	11.01%
EBIT 增长率	9.35%	43.15%	32.06%	0.02%	0.02%	0.02%
估值指标						
PE				6.63	5.92	5.37
PB				1.12	0.97	0.85
EV/EBITDA				0.50	0.45	0.40
EV/EBIT				0.52	0.46	0.41
EV/NOPLAT				0.87	0.82	0.75
EV/Sales				0.10	0.09	0.08
EV/IC				0.05	0.04	0.04
盈利能力 (%)						
毛利率	31.07%	32.49%	34.97%	30.88%	28.11%	28.01%
EBITDA 率	18.51%	19.87%	21.60%	20.59%	19.06%	19.23%
EBIT 率	17.97%	19.35%	21.07%	19.95%	18.42%	18.68%
税前净利润率	17.56%	18.39%	21.41%	20.55%	19.51%	19.78%
税后净利润率 (归属母公司)	10.68%	9.72%	11.85%	11.34%	10.52%	10.53%
ROA	2.24%	2.23%	2.71%	2.65%	2.63%	2.67%
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.61%	15.50%	17.92%	16.96%	16.45%	15.85%
ROIC	5.55%	6.11%	7.39%	7.01%	7.01%	7.22%
偿债能力						
流动比率	1.78	1.72	1.56	1.58	1.53	1.50
速动比率	0.57	0.66	0.59	0.60	0.56	0.55
归属母公司权益/有息债务	0.52	0.46	0.58	0.59	0.66	0.75
有形资产/有息债务	3.39	3.19	3.80	3.76	4.09	4.43
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)						
EPS	1.32	1.59	2.34	2.58	2.89	3.19
每股经营现金流	-2.47	1.00	3.27	1.35	0.78	2.44
每股股利	0.40	0.50	0.82	0.90	1.01	1.12
每股自由现金流(FCFF)	-3.90	-0.13	2.39	-0.07	-0.61	1.12
每股净资产	9.02	10.25	13.08	15.22	17.57	20.11
每股销售收入	12.34	16.36	19.78	22.76	27.48	30.24

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	146,336	194,551	235,970	271,605	328,006	360,929
增长率		32.9%	21.3%	15.1%	20.8%	10.0%
主营业务成本	-100,872	-131,339	-153,450	-187,735	-235,790	-259,830
%销售收入	68.9%	67.5%	65.0%	69.1%	71.9%	72.0%
毛利	45,463	63,212	82,521	83,870	92,216	101,099
%销售收入	31.1%	32.5%	35.0%	30.9%	28.1%	28.0%
营业税金及附加	-12,457	-16,122	-21,841	-17,958	-15,980	-17,367
%销售收入	8.5%	8.3%	9.3%	6.6%	4.9%	4.8%
销售费用	-3,866	-5,912	-6,681	-7,062	-9,512	-9,384
%销售收入	2.6%	3.0%	2.8%	2.6%	2.9%	2.6%
管理费用	-2,845	-3,495	-4,233	-4,617	-6,232	-6,858
%销售收入	1.9%	1.8%	1.8%	1.7%	1.9%	1.9%
研发费用	0	-41	-56	-54	-66	-72
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	26,296	37,641	49,710	54,179	60,427	67,418
%销售收入	18.0%	19.3%	21.1%	19.9%	18.4%	18.7%
财务费用	-2,392	-2,585	-2,582	-2,685	-3,003	-3,326
%销售收入	1.6%	1.3%	1.1%	1.0%	0.9%	0.9%
资产减值损失	-66	-2,351	-1,202	-1,936	-283	-177
公允价值变动收益	-1	190	713	603	622	641
投资收益	1,680	2,690	3,702	5,494	6,050	6,655
%税前利润	6.5%	7.5%	7.3%	9.8%	9.5%	9.3%
营业利润	25,527	35,593	50,402	55,674	63,832	71,230
营业利润率	17.4%	18.3%	21.4%	20.5%	19.5%	19.7%
营业外收支	173	188	128	141	155	168
税前利润	25,699	35,780	50,531	55,815	63,988	71,398
利润率	17.6%	18.4%	21.4%	20.6%	19.5%	19.8%
所得税	-6,022	-9,631	-12,977	-14,456	-17,648	-20,334
所得税率	23.4%	26.9%	25.7%	25.9%	27.6%	28.5%
净利润	19,677	26,149	37,554	41,359	46,340	51,064
少数股东损益	4,051	7,245	9,595	10,563	11,835	13,042
归属于母公司的净利润	15,626	18,904	27,959	30,796	34,505	38,022
净利率	10.7%	9.7%	11.8%	11.3%	10.5%	10.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	19,677	26,149	37,554	41,359	46,340	51,064
少数股东损益	4,051	7,245	9,595	10,563	11,835	13,042
非现金支出	858	3,366	2,307	3,669	2,375	2,164
非经营收益	351	1,610	-1,061	-3,010	-3,477	-4,197
营运资金变动	-50,182	-19,231	202	-25,934	-35,955	-19,951
经营活动现金净流	-29,296	11,893	39,001	16,084	9,282	29,080
资本开支	-490	-595	-267	-2,187	-2,550	-2,374
投资	-18,799	-14,019	-11,760	-20,198	-20,055	-20,030
其他	2,338	1,155	1,529	5,494	6,050	6,655
投资活动现金净流	-16,951	-13,459	-10,498	-16,891	-16,555	-15,749
股权募资	15,869	12,783	18,042	5,590	5,668	5,505
债权募资	66,852	57,086	4,129	36,724	11,396	117
其他	-15,461	-23,210	-24,930	-15,218	-16,944	-18,460
筹资活动现金净流	67,259	46,659	-2,758	27,096	120	-12,839
现金净流量	21,013	45,093	25,744	26,289	-7,153	492

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	67,801	113,431	139,419	165,709	158,556	159,049
应收款项	66,221	121,396	134,970	146,592	178,696	200,565
存货	439,040	474,505	584,001	643,562	737,450	796,385
其他流动资产	73,503	57,469	79,023	88,700	94,370	103,690
流动资产	646,565	766,802	937,414	1,044,563	1,169,072	1,259,688
%总资产	92.8%	90.6%	90.7%	89.8%	89.2%	88.5%
长期投资	41,684	70,008	81,666	102,113	122,786	143,464
固定资产	4,586	5,472	7,967	8,074	8,251	8,349
%总资产	0.7%	0.6%	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%
无形资产	259	523	970	1,462	1,900	2,361
非流动资产	49,887	79,692	95,795	118,078	140,902	164,042
%总资产	7.2%	9.4%	9.3%	10.2%	10.8%	11.5%
资产总计	696,452	846,494	1,033,209	1,162,640	1,309,974	1,423,730
短期借款	29,495	48,718	66,459	72,645	77,017	81,956
应付款项	116,004	102,983	213,211	230,559	286,230	315,324
其他流动负债	217,450	293,196	320,030	359,189	399,505	440,769
流动负债	362,950	444,897	599,700	662,393	762,751	838,049
长期贷款	147,654	181,874	172,072	197,883	203,820	199,743
其他长期负债	27,608	33,229	31,914	36,671	37,778	37,053
负债	538,212	660,000	803,687	896,948	1,004,349	1,074,845
普通股股东权益	106,980	121,923	156,022	181,630	209,726	239,945
其中：股本	11,858	11,895	11,933	11,934	11,934	11,934
未分配利润	71,261	84,559	106,308	126,326	148,754	173,468
少数股东权益	51,260	64,572	73,500	84,063	95,898	108,940
负债股东权益合计	696,452	846,494	1,033,209	1,162,640	1,309,974	1,423,730

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.318	1.589	2.343	2.573	2.883	3.177
每股净资产	9.021	10.250	13.075	15.178	17.526	20.051
每股经营现金净流	-2.470	1.000	3.268	1.348	0.778	2.437
每股股利	0.400	0.500	0.820	0.903	1.012	1.115
回报率						
净资产收益率	14.61%	15.50%	17.92%	16.96%	16.45%	15.85%
总资产收益率	2.24%	2.23%	2.71%	2.65%	2.63%	2.67%
投入资本收益率	5.55%	6.11%	7.39%	7.01%	7.01%	7.22%
增长率						
主营业务收入增长率	-5.45%	32.95%	21.29%	15.10%	20.77%	10.04%
EBIT 增长率	9.35%	43.15%	32.06%	8.99%	11.53%	11.57%
净利润增长率	25.80%	20.98%	47.90%	10.15%	12.04%	10.19%
总资产增长率	48.82%	21.54%	22.06%	12.53%	12.67%	8.68%
资产管理能力						
应收账款周转天数	4.3	3.6	3.0	3.0	2.9	3.0
存货周转天数	1,343.1	1,269.4	1,258.9	1,255.0	1,145.0	1,122.1
应付账款周转天数	153.7	127.2	180.0	220.0	217.8	224.3
固定资产周转天数	10.2	8.6	11.6	9.8	7.9	7.7
偿债能力						
净负债/股东权益	86.37%	80.34%	56.76%	52.96%	52.11%	45.54%
EBIT 利息保障倍数	11.0	14.6	19.3	20.2	20.1	20.3
资产负债率	77.28%	77.97%	77.79%	77.15%	76.67%	75.49%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性

3.01~4.0 = 减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15% 以上；

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 15%；

中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH