

证券研究报告—深度报告

房地产

房地产开发 II

保利地产(600048)

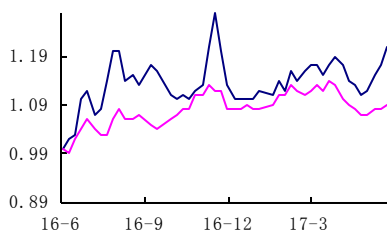
买入

合理估值: 13~18 元

(维持评级)

2017年06月12日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	11,858/10,760
总市值/流通(百万元)	114,784 /104,152
上证综指/深圳成指	3,158/10,177
12个月最高最低(元)	11.01/8.07

相关研究报告:

《保利地产-600048-重大事件快评: 销售持续增长, 扩张稳中有进, 维持“买入”评级》——2017-03-13
 《保利地产-600048-重大事件快评: 销售持续增长, 股东回报计划彰显信心》——2017-01-17
 《保利地产-600048-2014 年上半年销售数据快评: 稳居第一梯队、全年增长可期, 维持推荐评级》——2014-07-08
 《保利地产 10 年 4 月份销售数据快评: 扩张步伐依然激进, 销售增速初露疲态》——2010-05-11
 《保利地产: 政策调整的时点和力度将取决于三大因素》——2009-12-21

证券分析师: 区瑞明

电话: 0755-82130678

E-MAIL: ourm@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120051

证券分析师: 王越明

电话: 0755-82130478

E-MAIL: wangyuem@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980512040001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

和者筑善, 一主两翼

● 估值低廉, 维持“买入”评级

(1)绝对估值: ①加权平均资本率 WACC 取 11%, 暂不考虑“两翼”业务及 2017 年新增房地产项目价值, 并假设 2017-2021 未来五年房地产销售签约均价接近但不高于 2016 年均价、2020 年房地产签约额达 5000 亿元, 得出 RNAVPS (每股重估净资产) 为 18.01 元, 较当前股价有 86.1% 的空间; ②假设 WACC 飙升至 15%, 未来五年销售均价比 2016 年暴跌 31%, RNAVPS 为 9.68 元, 与当前股价相当。

(2)相对估值: 预计 2017-19 年 EPS 分别为 1.16/1.51/1.88 元 (PE 8.35/6.5/5.1)。选取 A 股地产板块市值最大的其他 4 家房企 (万科、绿地、招商蛇口、华夏幸福) 与保利地产比较, 这 4 家公司 2017 年平均动态 PE 为 11.93, 若按该倍数市盈率对保利地产估值, 对应股价为 13.83 元, 较当前股价有 43% 的空间。

(3)投资建议及评级: 2017-2019 年 PE 为 8.3/6.5/5.1, 在 A 股的千亿市值房企中, 保利地产 PB、PCF 及 2017 动态 PE 最低, PS 第二低, 而单位市值未分配利润最高, P/RNAV 仅 0.537, 估值低廉, 维持“买入”评级。

● 房地产支柱地位毋庸置疑、市场容量巨大, 龙头房企将受益行业集中度提升

(1)行业支柱地位毋庸置疑: 2016 年中国房地产业增加值占 GDP 比重达 6.47%, 创历史新高, 但对标发达国家仍有一倍以上的增长空间; 房地产投资对 GDP 拉动作用显著, 根据国信宏观研究成果: 商品房销售面积累计同比增速每增加 9.5%, GDP 提高 0.1%, 房地产业对 GDP 的拉动及贡献率在三大产业中排行前列, 对经济的直接影响作用较大; **(2)行业市场容量大:** 经测算, 商品住宅仍具备 210 万亿元的市场空间; **(3)龙头房企将受益于行业集中度提升:** 参考国外经验, 龙头房企的行业集中度具备一倍以上的提升空间。

● 红色基因、龙头风采, 已受长线资金青睐

(1)军旗出身、红色基因、背景雄厚: 控股股东保利集团于 1992 年经国务院、中央军委批准组建, 实际控制人为国务院国资委; 大股东“五业并举、多元发展”, 业务遍布全球 100 多个国家及国内 100 余个城市, 位列世界 500 强; **(2)龙头风采尽显:** 已完成以广州、北京、上海为中心, 覆盖 57 个城市的全国化战略布局, 拥有 292 家控股子公司, 产品系列丰富, 营收、利润、资产规模等指标常年位居行业前 3, 销售额常年位居行业前 5; **(3)已受证金、险资等长线资金青睐:** 证金已增持至 3.39%, 汇金持股 1.52%, 泰康持股 5.31%。

● 受益央企改革红利, 核心竞争力强, 资源禀赋优异

(1)有望持续受益央企改革: 国有企业是党和国家最可靠的依靠力量, 公司作为央企地产龙头势必受益于中央做大做强国有企业、深化国有企业改革的划时代伟大战略;

(2)强者恒强, 竞争力突出: ①管理能力强、品牌影响力高, 三级管理模式提高了管控能力和开发效率, 连续七年获评“中国房地产行业领导公司品牌”; ②无论在行业繁荣期还是降温期, 公司销售多能跑赢行业, 2007-2016 年签约销售额年均复合增长 32%, 大幅超越行业 13.5% 的复合增长率; ③市占率随行业集中度提高而稳步上升; ④融资规模及成本极具竞争优势, 2016 年末有息负债综合成本为 4.69%, 连续 3 年下降;

(3)资源禀赋优异: ①土储丰富, 2016 年末在建、拟建项目 361 个, 待开发面积 6344 万平方米, 其中一、二线城市占比约为 68%, 可满足未来 2-3 年开发需求; ②城市群战略持续深化, 现已覆盖珠三角、长三角、环渤海、中部、西南主要经济圈的 68 个城市, 形成了以穗京沪为核心, 以周边城市协同发展的城市群格局。

● 两翼业务已逐步成型, 粤港澳大湾区的显著受益者

(1)社区消费服务及房地产金融两翼业务已逐步成型: 物业公司 2016 年完成市场化外拓约 1500 万平方米, 商业运营实现多个项目市场化输出, 养老产业落地“三位一体”战略; 2016 年末房地产基金管理规模已近 600 亿元, 小额贷款业务规模达 4.93 亿元; **(2)粤港澳大湾区进入国家战略层面:** 公司在大湾区核心城市拥有 1600 万方土地储备, 预计随着大湾区发展战略的不断推进, 公司将持续受益。

● 风险

若调控杠杆过正导致行业基本面超调, 而政策又不适时放松。

盈利预测和财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	123,429	154,752	179,467	218,320	266,115
(+/-%)	13.2%	25.4%	16.0%	21.6%	21.9%
净利润(百万元)	12,348	12,422	13,703	17,828	22,342
(+/-%)	1.2%	0.6%	10.3%	30.1%	25.3%
摊薄每股收益(元)	1.04	1.05	1.16	1.50	1.88
EBIT Margin	20.4%	16.5%	14.7%	15.6%	16.0%
净资产收益率(ROE)	17.3%	13.9%	14.3%	16.2%	17.1%
市盈率(PE)	9.3	9.2	8.4	6.4	5.1
EV/EBITDA	16.4	17.6	19.1	16.7	15.0
市净率(PB)	1.6	1.3	1.2	1.0	0.9

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

- 1) **绝对估值:** ①加权平均资本率 WACC 取 11%，暂不考虑“两翼”业务及 2017 年新增房地产项目价值，并假设 2017-2021 未来五年房地产销售签约均价接近但不高于 2016 年均价、2020 年房地产签约额达 5000 亿元，得出 RNAVPS（每股重估净资产）为 18.01 元，较当前股价有 86.1% 的空间；②**假设 WACC 飙升至 15%，未来五年销售均价比 2016 年暴跌 31%，RNAVPS 为 9.68 元，与当前股价相当。**
- 2) **相对估值:** 预计 2017-19 年 EPS 分别为 1.16/1.5/1.88 元(PE 8.35/6.5/5.1)。选 A 股地产板块市值最大的其他 4 家房企（万科、绿地、招商蛇口、华夏幸福）与保利地产比较，这 4 家公司 2017 年平均动态 PE 为 11.93，若按该倍数市盈率对保利地产估值，对应股价为 13.83 元，较当前股价有 43% 的空间
- 3) **评级:** 2017-2019 年 PE 为 8.35/6.5/5.1X。在 A 股的千亿市值房企中，保利地产 PB、PCF 及 2017 动态 PE 最低，PS 第二低，而单位市值未分配利润最高，P/RNAV 仅 0.54。**估值低廉，维持“买入”评级。**

核心假设或逻辑

- 一、房地产支柱地位毋庸置疑，行业集中度具一倍以上提升空间；
- 二、红色基因、龙头风采，已受长线资金青睐；
- 三、受益央企改革红利，核心竞争力强，资源禀赋优异；
- 四、两翼业务已逐步成型；
- 五、显著受益于粤港澳大湾区。

与市场预期的差异之处

- 一、国有企业是党和国家最可信赖的依靠力量、是坚决贯彻执行党中央决策部署的重要力量、是贯彻新发展理念和全面深化改革的重要力量、是实施“一带一路”等重大战略的重要力量、是壮大综合国力、促进经济社会发展、保障和改善民生的重要力量、是我们党赢得具有许多新的历史特点的伟大斗争胜利的重要力量！

我们认为保利地产作为央企地产龙头，势必受益于中央做大做强国有企业、深化国有企业改革的伟大部署！

- 二、A 股市场对保利地产的估值定价如此之低显然不合理，我们认为未来必将得到纠正！

股价变化的催化因素

- 一、行业持续降温导致土地频频流拍，从而激发政策及舆论环境适时转暖；
- 二、公司签约销售额持续增长且增幅显著；
- 三、央企改革重大突破、粤港澳大湾区战略持续推进。

核心假设或逻辑的主要风险

若调控矫枉过正导致行业基本面超调，而政策又不适时放松。

内容目录

投资摘要	2
估值与投资建议	2
核心假设或逻辑	2
与市场预期的差异之处	2
股价变化的催化因素	2
核心假设或逻辑的主要风险	2
估值低廉，维持“买入”评级	6
调整现值法估算房地产业务	6
绝对估值的敏感性分析	7
相对估值法估算房地产业务	7
估值具显著比较优势	7
股东回报计划有利于长期价值投资	7
投资建议及评级	8
房地产支柱地位毋庸置疑，市场容量巨大，龙头房企将受益行业集中度提升	8
房地产支柱地位毋庸置疑	8
房地产市场容量巨大	9
龙头房企将受益行业集中度提升	12
红色基因、龙头风采，已受长线资金青睐	12
军旅出身、红色基因、背景雄厚	12
各项指标居行业前列，龙头风采尽显	14
已受证金、险资等长线资金青睐	18
受益央企改革红利，核心竞争力强，资源禀赋优异	18
国企改革具划时代意义，保利作为央企地产龙头势必受益	18
央企地产国改龙头，外部整合破冰，期待内部整合突破	20
强者恒强，市占率持续提升	21
销售增长显著，超越行业整体水平	22
经营稳健，财务优化，融资能力强，业绩锁定性极佳	23
资源禀赋优异，城市集群成型	25
两翼业务逐步成型，粤港澳大湾区极大受益者	28
社区消费服务大步向前	28
房地产金融厚积薄发	36
显著受益于粤港澳大湾区发展机遇	37
风险	38
附表：财务预测与估值	39
国信证券投资评级	40
分析师承诺	40
风险提示	40
证券投资咨询业务的说明	40

图表目录

图 1: 中国及部分发达国家房地产增加值占 GDP 比重	9
图 2: 行业对 GDP 累计同比贡献率 (%)	9
图 3: 行业对 GDP 累计同比的拉动 (百分点)	9
图 4: 诺瑟姆曲线	10
图 5: 城镇化率	10
图 6: 中国人口年龄结构图	10
图 7: 新增住房需求仍然较多	11
图 8: 2000 年至 2016 年形成的供应总缺口	12
图 9: 龙头房企市占率	12
图 10: 保利集团组织结构	13
图 11: 保利集团 2009 至 2014 总资产增长情况	13
图 12: 保利集团 2009-2014 年总收入	14
图 13: 保利集团 2009-2014 年利润总额、归母净利润	14
图 14: 保利集团标识	14
图 15: 保利地产 LOGO	14
图 16: 公司组织架构	15
图 17: 公司产品系列	17
图 18: 各项指标行业排名	17
图 19: 公司销售额增速总体跑赢行业	22
图 20: 公司市占率持续提升	22
图 21: 销售面积及增速	23
图 22: 销售金额及增速	23
图 23: 公司收入、利润及增速	23
图 24: 销售毛利率及净利率	23
图 25: 剔除预收款后的资产负债率及净负债率	24
图 26: 有息负债综合成本不断降低	24
图 27: 保利地产新增土储容积率面积及增速	25
图 28: 公司拿地城市结构 (按建筑面积)	27
图 29: 城市集群战略有效执行	27
图 30: SWOT 分析	28
图 31: 波特五力分析	28
图 32: 社区 O2O 市场规模快速增长	28
图 33: 保利物业布局	29
图 34: 保利物业产品体系	29
图 35: 保利物业芯智慧社区云平台	30
图 36: 保利物业云平台运营示意图	30
图 37: 保利商业核心业务	31
图 38: 保利商业布局	31
图 39: 保利商业品牌系列	32
图 40: 养老产业市场规模	32
图 41: “三位一体”养老模式	33

图 42: 保利安平养老布局	34
图 43: 和熹会六位一体服务体系	35
图 44: 保利养老地产项目图	35
图 45: 美国 CMBS 累计发行金额	36
图 46: 美国 REITs 市值	36
图 47: 房地产金融发展模式	37
图 48: 房地产金融布局	37
图 49: 粤港澳空间格局示意图	37
图 50: 四大湾区比较	38
表 1: 加权平均资本成本 (WACC) 假定	6
表 2: 公司房地产 RNAVPS 估算	6
表 3: RNAVPS 基于房价和 WACC 的双变量敏感性分析	7
表 4: A 股地产板块市值排名前 5 房企 2017 年动态 PE 比较	7
表 5: 保利地产的 PB、PCF、PS 亦具有显著的比较优势	7
表 6: 2016 年之后中国商品住宅潜在总需求测算	11
表 7: 公司大事记	15
表 8: 住宅地产和商业地产	16
表 9: 2017 年 1 季报十大股东结构	18
表 10: 国企改革历史回顾	18
表 11: 中央稳步推进国企改革	19
表 12: 央企地产整合破冰	20
表 13: 中航地产资产包土储信息一览	21
表 14: 项目按地区汇总	25
表 15: 保利养老子品牌	33
表 16: 和熹会三层服务体系	34
表 17: 保利养老地产项目简介	35

估值低廉，维持“买入”评级

公司战略“一主两翼”，房地产为主，金融和社区消费服务为两翼——

- 一、公司 2016 年房地产签约销售额为 2101 亿元；
- 二、金融业务：① 房地产基金管理规模已近 600 亿元；② 把握市场机遇参与了滴滴出行、粤高速 A 定增、粤港证券等战略投资；
- 三、公司社区消费服务涵盖了物业管理、商业运营及养老产业：① 物业公司在 2016 年已完成股份制改造、启动新三板挂牌程序，并完成了 1500 万平方米的市场外拓；② 商业运营截至 2017 年 3 月经营面积为 150 万平方米、管理总资产已达 200 亿元，多年保持经营业绩年复合增长率逾 20%；③ 养老产业“三位一体”模式亦已初具规模。

我们对公司房地产业务采用调整现值法进行估算，并选取可比公司结合相对估值法进行估值。基于保守及审慎原则，我们暂不对公司的“两翼”业务——金融及社区消费服务估值。

调整现值法估算房地产业务

我们采用假设开发法评估其项目价值。基于保守及审慎原则，暂不考虑 2017 年新增项目的价值。在保守假设下（2017 年-2021 年，未来五年房地产销售的签约均价接近但不高于 2016 年的签约均价，WACC 取 11%），估算出公司房地产业务 RNAVPS 为 18.01 元。

表 1: 加权平均资本成本 (WACC) 假定

无杠杆 Beta	1.208
无风险利率	3.65%
股票风险溢价	7.00%
公司股价	9.68
发行在外股数	11858
股票市值(E)	114784
债务总额(D)	116505
Kd	4.75%
T	25.00%
Ka	12.1060%
有杠杆 Beta	2.13
Ke	18.54%
E/(D+E)	49.63%
D/(D+E)	50.37%
WACC	11.00%

资料来源：wind、国信证券经济研究所测算

表 2: 公司房地产 RNAVPS 估算

股本(百万股)	11858
房地产项目权益增值(百万元)	124326
2016 年末账面净资产(百万元)	89253
重估资产总计(百万元)	213579
RNAVPS(元)	18.01
P/NAV	0.537
相对于目前 A 股价格溢价率	86.1%

资料来源：wind、国信证券经济研究所测算

绝对估值的敏感性分析

我们分析了公司估值相对于销售均价和折现率同时变化的情况：①假设加权平均资本率 WACC 取 11%，暂不考虑金融及社区消费服务这两项“两翼”业务及 2017 年新增房地产项目价值，并假设 2017-2021 未来五年房地产销售签约均价接近但不高于 2016 年均价、2020 年房地产签约额达 5000 亿元，得出 RNAVPS（每股重估净资产）为 18.01 元，较当前股价有 86.1% 的空间；②假设 WACC 飙升至 15%，未来五年销售均价比 2016 年暴跌 31%，RNAVPS 为 9.68 元，与当前股价相当。

表 3: RNAVPS 基于房价和 WACC 的双变量敏感性分析

18.01		WACC					
		15%	14%	13.5%	13%	12%	11%
销售 均价 波动	-31%	9.68	9.73	9.75	9.78	9.82	9.87
	-30%	9.82	9.87	9.90	9.92	9.97	10.03
	-25%	10.65	10.71	10.75	10.78	10.85	10.92
	-20%	11.63	11.72	11.76	11.81	11.90	12.00
	-15%	12.81	12.92	12.97	13.03	13.15	13.27
	-10%	14.18	14.32	14.39	14.46	14.61	14.77
	-5%	15.64	15.81	15.90	15.99	16.17	16.36
0%	17.16	17.36	17.46	17.57	17.79	18.01	

资料来源：国信证券经济研究所测算

相对估值法估算房地产业务

我们选取 A 股地产板块市值最大的其他 4 家房企（万科、绿地、招商蛇口、华夏幸福）与保利地产比较，这 4 家公司 2017 年平均动态 PE 为 11.93，若按该倍数市盈率对保利地产估值，对应股价为 13.83 元，较当前股价有 43% 的空间。

表 4: A 股地产板块市值排前 5 房企 2017 年动态 PE 比较

证券简称	2017 年 6 月 9 日收盘总市值 (亿元)	预测 2017 年净利润 (亿元)	2017 动态 PE
万科 A	2272	249	9.12
招商蛇口	1669	109	15.31
华夏幸福	1062	86	12.35
绿地控股	999	91	10.98
平均			11.93
保利地产	1148	137	8.37

资料来源：wind、国信证券经济研究所预测

注：绿地控股的净利润来自 2017 年 wind 一致预期

估值具显著比较优势

公司 PB、PCF 及 2017 年动态 PE 在千亿市值房企中最低，PS 在千亿市值房企中第二低，而单位市值未分配利润最高，具显著比较优势。

表 5: 保利地产的 PB、PCF、PS 亦具有显著的比较优势

证券简称	总市值 (亿元)	2016 年末分配利润 (亿元)	单位市值未分配利润	PCF	2017 动态 PE	PB	2016 年签约销售额	PS
万科 A	2272	612	0.27	5.83	9.12	2.02	3648	0.62
招商蛇口	1669	255	0.15	-13.13	15.31	2.85	739	2.26
华夏幸福	1062	142	0.13	13.68	12.35	3.42	1203	0.88
绿地控股	999	316	0.32	-22.93	10.98	1.69	2550	0.39
保利地产	1148	597	0.52	3.37	8.37	1.31	2101	0.55

资料来源：wind、国信证券经济研究所预测

注：绿地控股 PE 根据 2017 年 wind 一致预期净利润计算，PB 按 2017 年一季度数据计算，PS 按 2016 年销售额计算，PCF 按经营现金流 LYR 计算

股东回报计划有利于长期价值投资

公司 2016 年 12 月公告了 2015-2017 年股东回报计划：在公司未分配利润为正、

当期可分配利润（即公司弥补亏损、提取公积金后所余的税后利润）为正且公司现金流可以满足公司正常经营和可持续发展的情况下，公司原则上每年进行一次现金分红。2015-2017 年以现金方式累计分配的利润不少于未来 3 年实现的年均可分配利润的 30%，且 2016 年度、2017 年度的现金分红占当年归属于上市公司股东净利润的比例均不低于 30%。

若我们对保利地产所作的盈利预测能实现，2017 年现金分红金额则有望达到 41.1 亿元，折合每股股利 0.35 元，这将是公司 2006 年上市以来的最高水平。

投资建议及评级

综上所述，基于保守及审慎原则，我们推算出公司单位估值区间为 13.83~18.01 元/股，对应当前股价（9.68 元）有 43%~86.1% 的空间。我们预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.16/1.5/1.88 元，当前股价对应 PE 分别为 8.35/6.5/5.1。公司是 A 股千亿市值龙头房企中 PB、PCF 及 2017 年动态 PE 最低，PS 第二低，而单位市值未分配利润最高的品种。估值具显著优势及较高安全边际，维持“买入”评级。

房地产支柱地位毋庸置疑、市场容量巨大，龙头房企将受益行业集中度提升

房地产支柱地位毋庸置疑

2016 年，中国房地产业增加值占 GDP 比重达 6.47%，创历史新高。从国际比较来看，中国这一指标仍处于较低水平，未来仍有增长空间——

发达国家房地产业早已度过了快速增长阶段，在人们普遍认识中发达国家房地产业增加值占 GDP 的比重应该不高，但从客观数据来看，发达国家这一指标仍处于高位，如美国常年处于 11%~12% 的水平，英国从 2009 年的 9.2% 快速上升至 2016 年 13.1% 的新高，甚至连以租房为主、视房地产业为福利重要组成部分的德国，该指标在 2016 年也处于 11% 的高位。

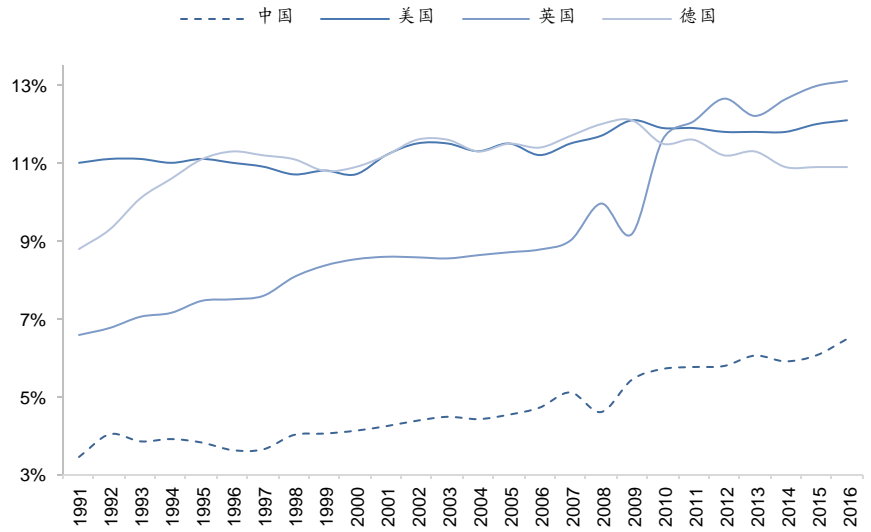
注——

房地产业增加值指所有从事房地产活动的常住单位在一定时期内新创造的价值，包括房地产开发经营活动、房地产管理活动、房地产经纪与代理活动和居民自有住房服务，计算公式为：

房地产业增加值 = 房地产开发经营活动增加值 + 房地产管理活动增加值 + 房地产经纪与代理活动增加值 + 居民自有住房虚拟折旧。

房地产投资对 GDP 拉动作用显著，根据国信宏观研究团队 2015 年 4 月 29 日的深度报告《“新”经济与服务业系列观察之三：预测第三产业份行业（非金融业）产值增速》的研究结论：商品房销售面积累计同比增速每增加 9.5%，GDP 提高 0.1%。

图 1: 中国及部分发达国家房地产增加值占 GDP 比重



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

从各行业对 GDP 增长的贡献率和拉动来看,房地产业在三大产业细分行业中排行前列,对经济发展的贡献程度较高,支柱地位突出。

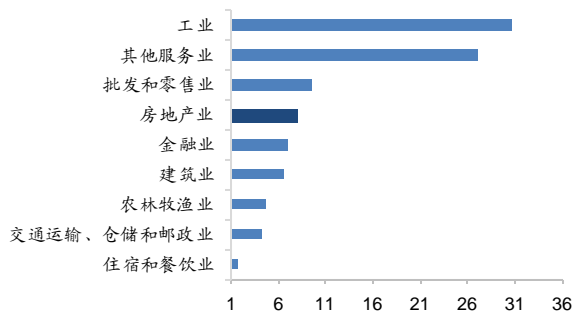
注——

贡献率是指不变价增加值增量与不变价 GDP 增量之比,拉动是指国内生产总值实际增速与增加值贡献率的乘积,表示不同产业或行业对经济发展的贡献度,计算公式为:

$$\text{对 GDP 增长的贡献率} = (\text{不变价增加值增量} / \text{不变价 GDP 增量}) \times 100\%$$

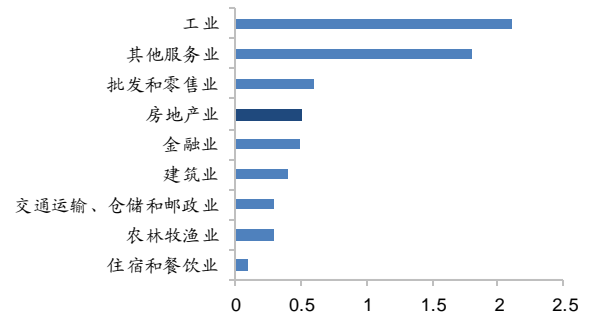
$$\text{对 GDP 增长的拉动} = \text{GDP 实际增速} \times \text{增加值贡献率}$$

图 2: 行业对 GDP 累计同比贡献率 (%)



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 行业对 GDP 累计同比的拉动 (百分点)

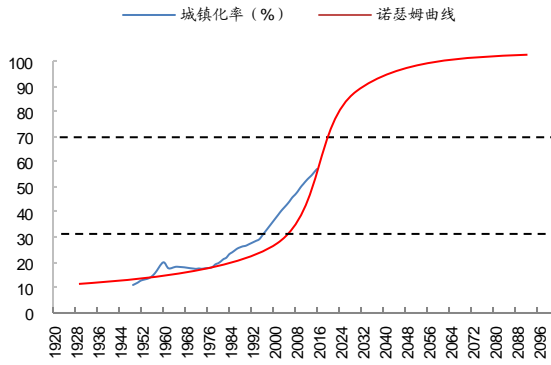


资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

房地产市场容量巨大

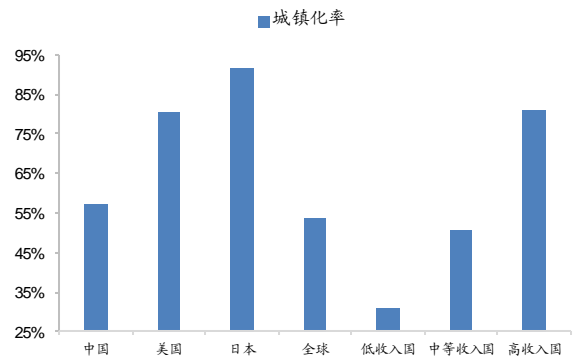
自 1998 年推行住房商品化制度的头十年,在房改红利、人口红利和土地资本化红利叠加作用下,城镇化率进入快速发展阶段,房地产行业从幼稚期进入成长期;进入 2008 年之后,随着房改红利消失、人口红利下降、土地资本化红利的衰减,城镇化率已超过全球及中等收入国家水平,房地产行业迈入成熟期。

图 4: 诺瑟姆曲线



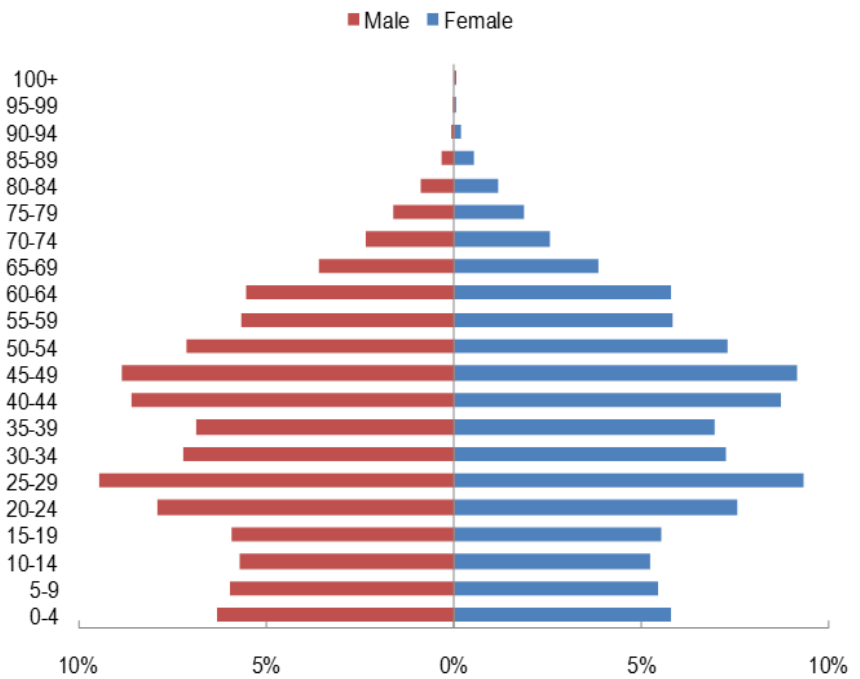
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 城镇化率



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

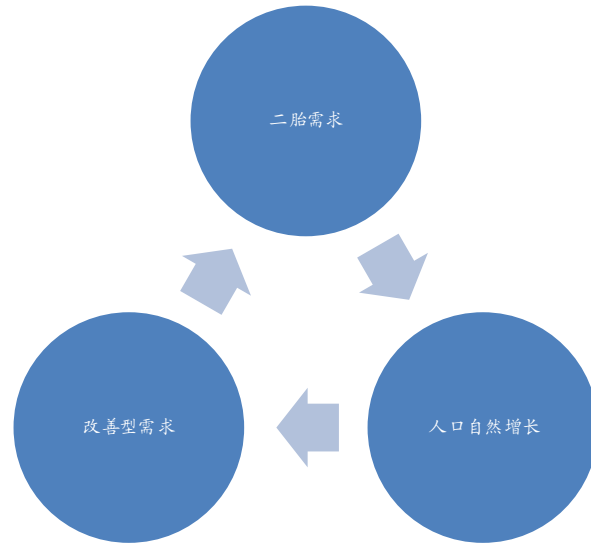
图 6: 中国人口年龄结构图



资料来源: 中原集团、国信证券经济研究所整理

随着二胎放开、居民收入水平提高，将催生新的刚性需求及人均居住面积提升的改善型住房需求，人口自然增长也将形成一部分新增需求。

图 7: 新增住房需求仍然较多



资料来源: 国信证券经济研究所整理

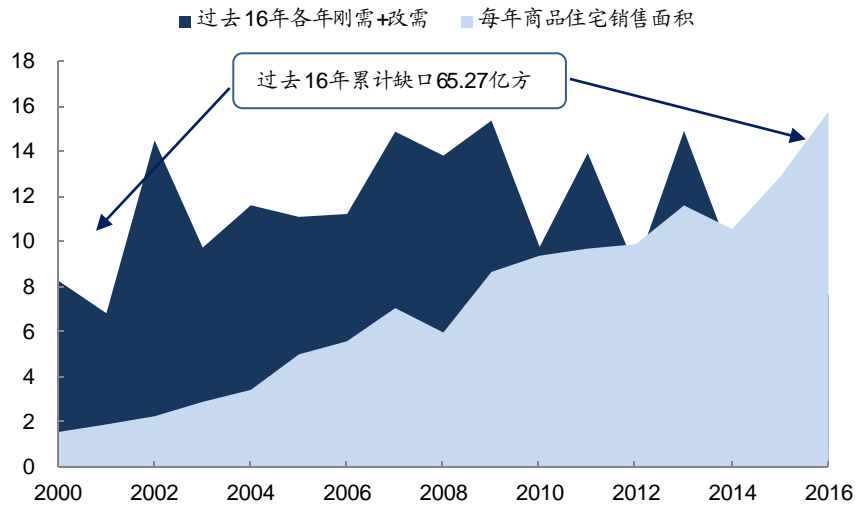
如表 6 所示, 根据我们的测算, 行业仍具备 210 万亿元的市场空间。

表 6: 2016 年之后中国商品住宅潜在总需求测算

序号	指标	中国	日本
1	2016 年末总人口	13.83 亿	1.27 亿
2	城镇总人口	7.93 亿	1.15 亿
3	乡村人口	5.9 亿	0.12 亿
4	当前城镇人均居住建筑面积 (2015 年住建部长讲话)	33 平方米	40 平方米
5	现有城镇人口人均居住面积改善空间 (按日本标准)	7 平方米	—
6	改善需求总建筑面积(居住面积换算成建筑面积)	55.5 亿平	—
7	2016 年末城镇化率	57.3%	90.55%
8	若达城市化率达到日本的 80%且住房标准按日本, 则城市化增加总需求	84.5 亿平	—
9	2000 年至 2016 年形成的供应总缺口	65.3 亿平 (如下图)	—
10	未考虑人口增长的 2016 年之后的总潜在需求 (=6+8+9)	205.3 亿平	—
11	未来总人口潜在增加	2.37 亿	—
12	未来潜在增加总人口城市化的数量	1.72 亿	—
13	未来潜在增加总人口城市化所增加的住房需求	68.8 亿平	—
14	考虑总人口增长的 2016 年之后的总潜在需求	274.1 亿平	—
15	2017 年 4 月全国新建商品住宅均价 (销售额/销售面积; 统计局口径)	7653 元/平	—
16	参考 2017 年 4 月房价, 2016 年之后的住房潜在总需求金额	210 万亿元	—
17	2016 年新建住房销售面积	13.75 亿平	—
18	结论	行业仍具备 210 万亿元的市场空间。	

资料来源: wind、百度文库《日本和东京房价》、国信证券经济研究所整理

图 8: 2000 年至 2016 年形成的供应总缺口

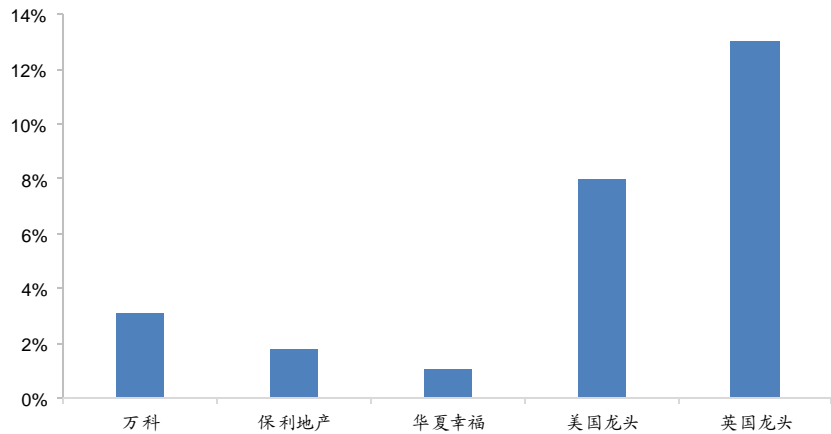


资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

龙头房企将受益行业集中度提升

A 股龙头房企的市场率仅 3%左右, 而美国在成熟阶段龙头的市占率在 8%, 英国龙头房企的市占率最高达到 13%, 中国房企的行业集中度尚有较大提升空间。

图 9: 龙头房企市占率



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

红色基因、龙头风采, 已受长线资金青睐

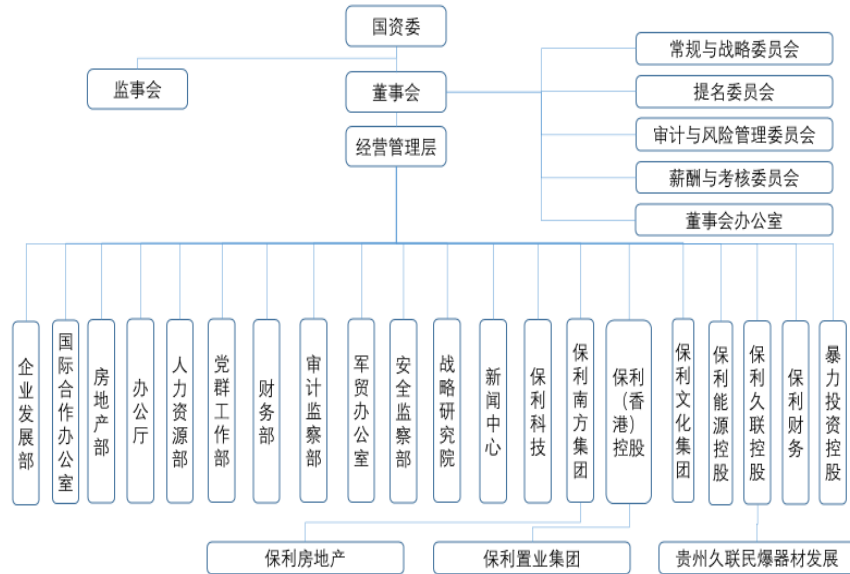
军旅出身、红色基因、背景雄厚

保利地产的控股股东为中国保利集团, 保利集团系国务院国有资产监督管理委员会管理的大型中央企业, 于 1992 年经国务院、中央军委批准组建。30 多年来, 保利集团已形成以国际贸易、房地产开发、文化艺术经营、资源领域投资开发、民用爆炸物品产销及相关服务为主业的“五业并举、多元发展”格局, 业务遍布全球 100 多个国家及国内 100 余个城市。在美国财富杂志发布的 2015

年世界 500 强排行榜上，保利集团以 2014 年度 260.5 亿美元营业收入排名第 457 位。

目前，保利集团共有多类企业 600 余家。员工 6 万余名。控股上市公司 4 家，分别为：保利房地产（集团）股份有限公司（股票代码：S.H.600048）、保利置业集团有限公司（股票代码：H.K.00119）、保利文化集团股份有限公司（股票代码：H.K.03636）、贵州久联民爆器材发展股份有限公司（股票代码：S.Z.002037）。

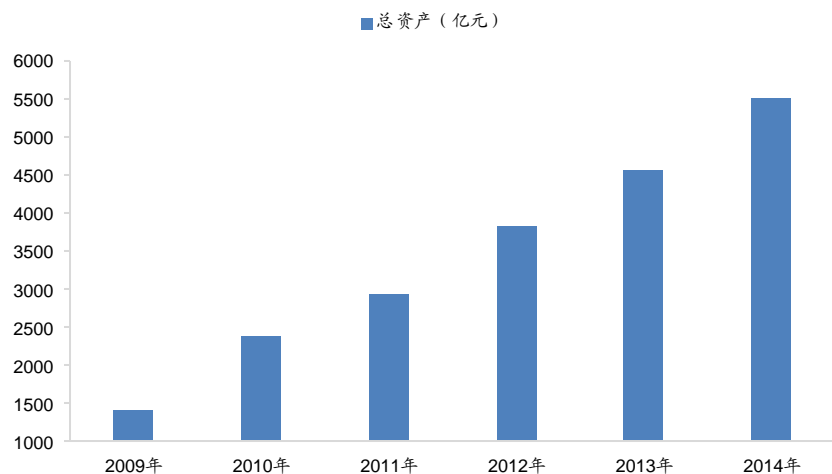
图 10: 保利集团组织结构



资料来源：保利集团官网、国信证券经济研究所整理

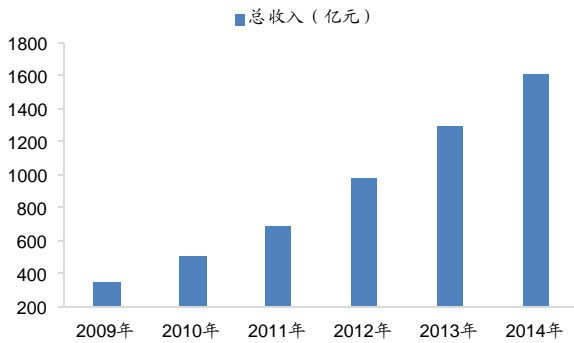
保利集团资产规模雄厚、盈利能力强：2009 年至 2014 年，集团总资产由 1412 亿元增至 5509 亿元，年均复合增长率为 31%；营业收入由 345 亿元增至 1605 亿元，年均复合增长率 36%；利润总额由 68 亿元增至 219 亿元，年均复合增长率 26%；净利润由 50 亿元增至 158 亿元，年均复合增长率 26%。

图 11: 保利集团 2009 至 2014 总资产增长情况



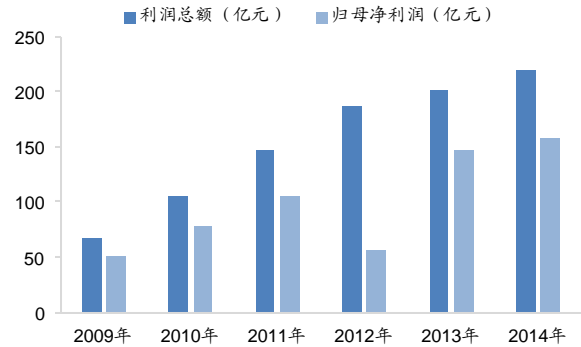
资料来源：保利集团官网、国信证券经济研究所整理

图 12: 保利集团 2009-2014 年总收入



资料来源: 保利集团官网、国信证券经济研究所整理

图 13: 保利集团 2009-2014 年利润总额、归母净利润



资料来源: 保利集团官网、国信证券经济研究所整理

保利集团及保利地产军旅出身, 传承了鲜明的红色基因: ①集团是由 1992 年经国务院、中央军委批准组建的; ②集团标识蕴含红色象征: 1983 年, 解放军总参谋部、中国国际信托投资公司 (简称中信公司) 联合组建一家对外贸易公司, 时任中信公司总经理徐兆龙为公司起名“保利”, 取保卫胜利之意。英文前缀词 POLY 恰与中文“保利”一词发音相同, 故取之。保利公司的司徽 P, 取英文“PLA” (中国人民解放军缩写)、“POLY”、“POWER”等含义, 变形的英文字母 P, 象征拳头, 代表信心和力量; ③保利地产 LOGO 的主色调“保利绿”灵感来源于蕴含无限生命力的自然绿色, 象征着公司的军队背景和军旅作风, 是公司刚柔并济形象的浓缩与演绎。

图 14: 保利集团标识



资料来源: 保利集团官网、国信证券经济研究所整理

图 15: 保利地产 LOGO



资料来源: 保利地产官网、国信证券经济研究所整理

各项指标居行业前列, 龙头风采尽显

保利地产具有国家一级房地产开发资质企业, 连续五年荣膺中国房地产行业领导公司品牌。2006 年 7 月, 公司股票在上海证券交易所上市, 并入选“2008 年度中国上市公司优秀管理团队”, 2013 年荣获上市公司综合实力第二名, 风险控制第一名。2013 年, 保利物业获评中国物业管理行业 top200 第二名、百强企业首选服务品牌第二名。

公司成立于 1992 年, 经过十年扎实发展, 2002 年成功完成股份制改造, 遂开始实施全国化战略, 加强专业化运作, 连续实现跨越式发展。目前, 公司已完成以广州、北京、上海为中心, 覆盖 57 个城市的全国化战略布局, 拥有 292 家控股子公司, 业务拓展到房地产开发、建筑设计、工程施工、物业管理、销

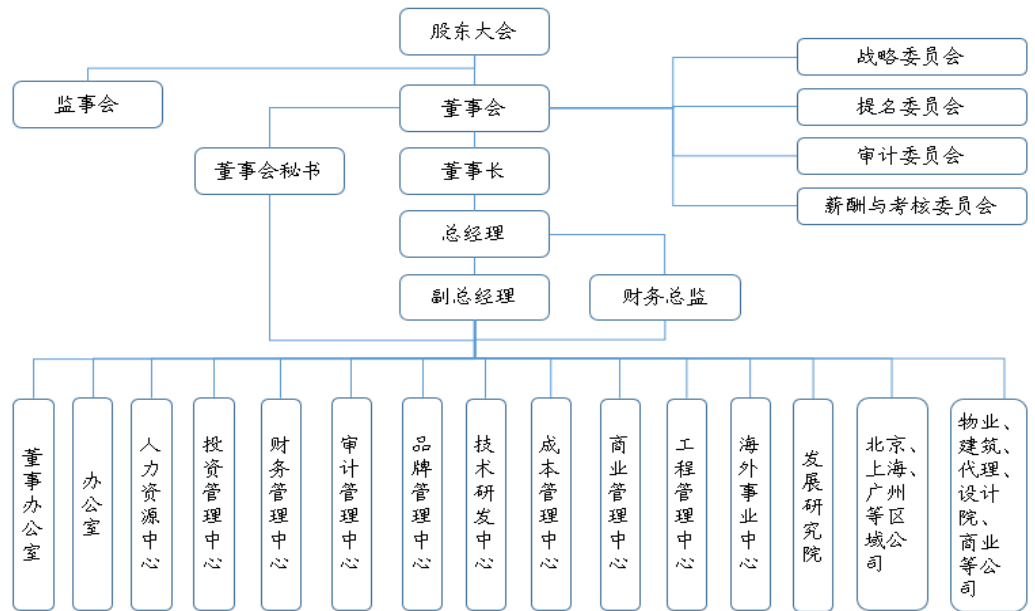
售代理以及商业会展、酒店经营等相关行业。

表 7: 公司大事记

阶段	时间	事件
阶段一	1992年9月	广州保利房地产开发公司正式注册成立
	1995年3月	保利地产开发首个大型住宅小区保利红棉花园, 容纳住户达 2200 余户
	1996年6月	保利物业公司成立
	2000年6月	保利花园获得了建设部首批“康居示范工程”验收金奖
	2000年至2002年	连续三年列广州市 1000 多家房地产企业前三强, 并获得国家建设部评定的销售放心房履行承诺企业与十佳品牌开发商荣誉
阶段二	2002年8月	完成股份制改制, 更名为“保利房地产股份有限公司”
	2003年9月	顺利通过 ISO9001: 2002 认证, 成功在北京、上海、武汉、重庆、沈阳、长沙、包头、佛山等城市进行规模性开发
	2004年6月	被建设部评为“中国房地产十大品牌”
	2005年9月	晋升中国房地产品牌价值五强
	2006年4月	正式更名为保利房地产(集团)股份有限公司
阶段三	2006年7月	沪市 A 股 IPO 成功。股票代码: 600048
	2009年10月	首个大型购物中心——保利水城亮相佛山
	2010年1月	举办品牌升位仪式, 正式提出“和者筑善”的全新品牌理念
	2010年3月	保利物业举行了“亲情和院”特色住宅物业服务的品牌启动仪式
	2010年4月	首个五星级酒店——保利洲际酒店于佛山面世。现建成及规划在建酒店达 15 个
阶段四	2012年12月	已布局 45 城, 成功跻身千亿俱乐部, 连续三年荣膺中国房地产行业领导公司品牌
	2013年	开启了国际资本运作新篇章, 通过 Poly Real Estate Finance Ltd 在香港成功发行了 5 亿美元的五年期固息债券
	2013年12月	在北京发布居家、社区、机构“三位一体”养老战略
	2014年9月	保利长者学院正式挂牌成立
	2014年10月	中国老龄产业协会、中国保利集团分公司、广东省老龄委共同举办的“首届中国国际老龄产业博览会”在广州举行
	2014年12月	广州规模最大的城中村改造项目——琶洲村改造回迁分房和收楼工作顺利结束
	2015年	保利地产位列第 332 位成功跻身福布斯企业榜世界五百强企业

资料来源: 保利地产官网、国信证券经济研究所整理

图 16: 公司组织架构



资料来源: 保利地产官网、国信证券经济研究所整理

公司坚持以商品住宅开发为主, 适度发展持有经营性物业。在住宅开发方面, 保利地产逐渐形成了康居 Health、善居 Quality、逸居 Classical、尊居 Glory 四大产品系列, 涵盖花园系、心语系、香槟系、公馆系、林语系、康桥系、十二橡树系等多元化优质住宅物业的先进创新格局, 覆盖中高端住宅、公寓、别墅多种物业形态。

商业物业囊括商业写字楼、高端休闲地产、星级酒店、商贸会展、购物中心、城市综合体等，具备多品类物业综合开发的实力。

表 8: 住宅地产和商业地产

产品线	子品类	简介	典型项目
住宅地产	Glory 保利“尊居”系列	契合高端人群文化传承和财富沉淀的诉求，解读稀缺景观与城市资源的真正关系，以智慧、意志和知识，在物质与精神之间找寻最富诗意的建筑语言，让思想与心灵交融，品质与品位结合，依附天赋资源，划定与众不同的圈层生活，打造满足顶层人士心灵追求的居住空间。	G1——中心地段主导型：保利康桥、保利天悦 G2——环境资源主导型：保利十二橡树庄园、保利拉斐庄园、保利国际高尔夫花园 C1——中心地段主导型：保利中央公馆、保利香樟国际、保利东郡、大都会 C2——环境资源主导型：保利西山林语、保利海上五月花
	Classical 保利“逸居”系列	秉承“自然和美”的理念，反思城市人居模式，以卓越的远见与深度的人文关怀，为智富阶层诠释另一种极致享受的生活体验，尊重自然和人性，打造超脱喧嚣与浮华的居所，建筑超凡脱俗的人居氛围。	H1——市政配套主导型：保利花园、保利百合花园 H2——价值洼地主导型：保利春天里
	Health 保利“康居”系列	以实现“居者有其屋”为宗旨，打破城市固有居住观念和城市格局，充分响应国家节能省地的要求，将城市边缘转化为主流人群聚集的高水准居住群落，构建全新的城市板块体系，以简约时尚户型、温馨居家理念，为广大市民改善居住环境，提高生活品质服务。	Q1——中心地段主导型：保利心语 Q2——市政配套主导型：保利东湾、保利西海岸 Q3——价值洼地主导型：保利梧桐语、保利海上罗兰
	Quality 保利“善居”系列	致力以住宅体现和谐的人文关怀，打造适合都市人生活的多元化成熟居住模式，营造成熟、舒适、有品位、有品质的人居氛围与归属感，锻造精细生活细节，以优越居住理念，满足自我享受的新富家庭对生活品质的追求和对价值空间的关注，以突出的项目个性和特有的生活情调在核心版块引领主流生活。	广州·保利天悦 天津·大都会 成都·保利国际广场 佛山·保利东湾 保利水城（佛山） 保利中环广场（广州） 保利东郡（合肥） 保利滨湖天地购物中心（慈溪） 保利世界贸易中心
商业地产	Urban Complex 城市综合体	保利地产打造的集办公、酒店、购物、居住、娱乐、休闲为一体的城市综合功能区，成为商贸与休闲汇聚，品质与文化兼具的城央国际高端城区。	佛山保利洲际酒店 广州保利洲际酒店 海陵岛保利皇冠假日酒店 重庆保利皇冠假日酒店 三亚海棠湾保利瑰丽酒店 成都保利皇冠假日酒店 保利国际高尔夫花园（重庆南昌成都） 保利石象湖国际乡村俱乐部（成都） 保利国际广场（北京） 保利国际中心（上海） 保利·天悦（广州） 保利中心（成都） 保利中心（佛山）
	Shopping Mall 购物中心	凭借城市商业核心中轴，保利地产打造了佛山保利南海水城、天津大都会等城市核心商圈内最具特色的复合购物综合体。	
	Commercial Convention & Exhibition Center 商贸会展	保利地产看准会展经济所带来的巨大经济辐射效应，以琶洲会展中心为中心，开发了保利世界贸易中心等大型展馆，并且成为拥有琶洲会展中心区域最多土地储备的房地产开发商。	
	Star Hotel 星级酒店	保利地产引入世界顶级酒店设计标准，为城市打造地标性商务酒店旗舰。	
	High-end leisure real estate 高端休闲地产	保利地产着力打造城市顶级休闲地产，将高尔夫花园引入世界级的设计标准，赋予了当代高尔夫地产独特的价值内涵。	
	Commercial office building 商业写字楼	保利商业写字楼均采用国际领先建筑技术与高科技智能系统，形成了低密度、高实用和超生态的特色。	

资料来源：保利地产官网、国信证券经济研究所整理

公司奉行“和者筑善”的品牌理念，将“和谐”提升至企业品牌战略的高度，致力于创造自然、建筑、人文交融的和谐人居生活。公司还一直致力于从人文、艺术、历史的角度，倡导和谐理念，关怀公众精神生活，传承保利文化血统，整合集团文化资源，以艺术魅力提升文化内涵。未来，公司将凭借准确的战略规划、优秀的管理能力、专业的市场运作和不断深化的品牌影响力，不断发展，继续为实现“打造中国地产长城”的企业愿景而不懈努力。

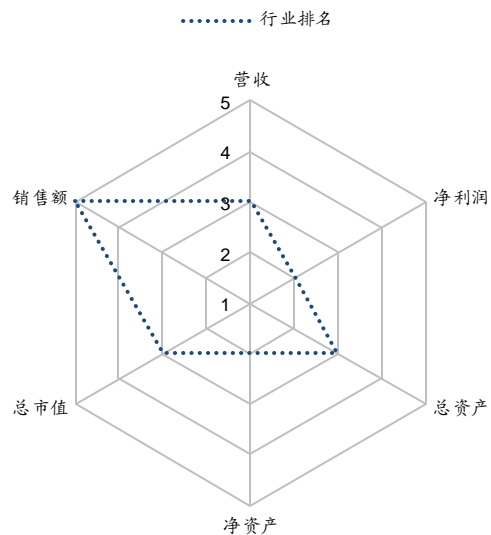
图 17: 公司产品系列



资料来源：保利地产官网、国信证券经济研究所整理

公司行业当之无愧的龙头企业，收入规模、利润规模、资产规模等指标常年位居行业前 3，销售额排名居前 5，尽显龙头风采。

图 18: 各项指标行业排名



资料来源：wind、克尔瑞、国信证券经济研究所整理

已受证金、险资等长线资金青睐

公司实际控股人为国务院国有资产监督管理委员会，控股股东为保利集团。从目前十大股东来看，公司得到“国家队”认可：证金公司从 2016 年年报的 2.58% 增持 0.81 个百分点至 3.39%，汇金公司持股 1.52%。“险资”同样具有较高比例的持股：泰康持股 5.31%，安邦持股 3.41%。

表 9：2017 年 1 季报十大股东结构

排名	股东名称	方向	持股数量 (亿股)	持股数量变动 (万股)	占总股本比例(%)	股本性质
1	保利南方集团有限公司	-	45.1	-	38.05	A 股流通股
2	泰康人寿保险有限责任公司-分红-个人分红-019L-FH002 沪	-	4.9	-	4.15	限售流通 A 股,A 股流通股
3	安邦财产保险股份有限公司-传统产品	-	4.0	-	3.41	A 股流通股
4	中国证券金融股份有限公司	增持	4.0	9637.7	3.39	A 股流通股
5	中国保利集团公司	-	3.3	-	2.82	限售流通 A 股,A 股流通股
6	广东华美国际投资集团有限公司	减持	2.2	-30.0	1.84	A 股流通股
7	中央汇金资产管理有限责任公司	-	1.8	-	1.52	A 股流通股
8	泰康人寿保险有限责任公司-传统-普通保险产品-019L-CT001 沪	-	1.4	-	1.16	限售流通 A 股,A 股流通股
9	张远捷	-	1.2	-	1.03	限售流通 A 股
10	珠江人寿保险股份有限公司-万能低	-	1.2	-	1.03	限售流通 A 股
	合计		69.2		58.40	

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

受益央企改革红利，核心竞争力强，资源禀赋优异

国企改革具划时代意义，保利作为央企地产龙头势必受益

回顾改革开放三十年的历史，我国的国资、国企改革是一个持续的过程，也是一个根据不同时期不同环境不断改变以更好地激活经济活力的过程。

当前中国 GDP 已超越为世界第二，在要素红利衰减的趋势下，“铁公基”及“世界工厂”对中国经济的驱动力大不如前，向改革要红利、向改革要发展，启动新一轮国资、国企改革，已势在必行。

表 10：国企改革历史回顾

时间段	核心思想	内容	瑕疵
1 1978.12-1984.10	放权让利	这一阶段改革的基本思路是放权让利、简政还权。改变高度集中的计划经济管理体制，扩大企业自主经营权赋予国有企业更多财力，增强企业活力。	1983 年国有企业施行“利改税”，但由于税率过高(达到 55%)、企业交不上税，“利改税”政策无法实行。
2 1986.12-1991.12	转换经营机制	这一阶段企业改革的基本思路是改革国有企业经营机制。实行政企职责分开，所有权和经营权适当分离，明确国有企业是自主经营自负盈亏的经济组织，并建立多种形式的经营责任制。	承包制的最大缺陷是有激励而严重缺乏约束，造成了经营者滥用经营自主权谋取私利或小集体利益，进而造成了国有资产随着承包周期变化而不断流失。
3 1992 年	制度创新	以邓小平视察南方发表谈话为标志，企业进入制度创新阶段，逐步建立适应社会主义市场经济体制需要的现代企业制度。	国资做大却没有做强、自身产权模糊定位、资源配置及运营效率低下、产能无序扩张、滋生腐败等

资料来源：国有企业改革历史回顾、中国党政干部论坛、国信证券经济研究所整理

2013 年 11 月，十八届三中全会已提出“要不断增强国有经济活力、控制力、影响力”、“积极发展混合所有制经济”、“建立长效激励约束机制”，为新一轮改革拉开了帷幕。

表 11: 中央稳步推进国企改革

时间	部门	举措	要点
2013年11月	十八届三中全会	《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》	不断增强国有经济活力、控制力、影响力。积极发展混合所有制经济、完善国有资产管理体制、推动国有企业完善现代企业制度等
2014年7月	国资委	“四项改革”首批名单出炉	国资委宣布将进行央企“四项改革”试点，意味着国资委正式拉开国企改革的大幕
2015年5月	国务院	《关于2015年深化经济体制改革重点工作的意见》	国务院出台深化国有企业改革指导意见，制定改革和完善国有资产管理体制、国有企业发展混合所有制经济等系列配套文件。制定中央企业结构调整与重组方案，加快推进国有资本运营公司和投资公司试点。制定进一步完善国有企业法人治理结构方案，修改完善中央企业董事会董事评价办法，推动国有企业完善现代企业制度等
2015年8月	国务院	《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》及配套文件	到2020年，在国有企业改革重要领域和关键环节取得决定性成果。分类推进国有企业改革。完善现代企业制度。推进国有企业混合所有制改革。探索实行混合所有制企业职工持股等
2015年9月	中共中央	《关于在深化国有企业改革中坚持党的领导加强党的建设的若干意见》	坚持党的建设与国有企业改革同步谋划；坚持党管干部原则，从选拔国有企业领导人员；明确国有企业党组织在公司法人治理结构中的法定地位；适应国有资本授权经营体制改革需要，加强对国有资本投资、运营公司的领导；把建立党的组织、开展党的工作，作为国有企业推进混合所有制改革的必要前提
2015年9月	国务院	《国务院关于国有企业发展混合所有制经济的意见》	分类推进国有企业混合所有制改革、分层推进国有企业混合所有制改革、鼓励各类资本参与国有企业混合所有制改革、建立健全混合所有制企业治理机制、建立依法合规的操作规则、营造国有企业混合所有制改革的良好环境
2015年10月	国务院	《国务院办公厅关于加强和改进企业国有资产监督防止国有资产流失的意见》	加强企业内外监督、实施信息公开、强化国有资产损失和监督工作责任追究、加强监督制度和能力建设
2015年12月	国资委	《关于国有企业功能界定与分类的指导意见》	立足国有资本的战略定位和发展目标，结合不同国有企业在经济社会发展中的作用、现状和需要，根据主营业务和核心业务范围，将国有企业界定为商业类和公益类。分类推进改革、分类促进发展、分类实施监管、分类定责考核。
2016年2月	国务院国资委、国家发改委、人社部	国务院国资委公布十项改革试点	落实董事会职权试点，市场化选聘经营管理者试点，推行职业经理人制度试点，企业薪酬分配差异化改革试点，国有资本投资、运营公司试点，中央企业兼并重组试点，部分重要领域混合所有制改革试点，混合所有制企业职工持股试点，国有企业信息公开工作试点，剥离企业办社会职能和解决历史遗留问题试点
2016年7月	国务院	《国务院办公厅关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见》	到2020年，中央企业战略定位更加准确，功能作用有效发挥；总体结构更趋合理，国有资本配置效率显著提高；发展质量明显提升，形成一批具有创新能力和国际竞争力的世界一流跨国公司
2016年8月	国资委、财政部、证监会	《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》	主要采取增资扩股、出资新设方式开展员工持股，并保证国有资本处于控股地位。建立健全激励约束长效机制，符合条件的员工自愿入股，入股员工与企业共享改革发展成果，共担市场竞争风险
2016年8月	国资委	《加快推动中央企业兼并重组和内部资源整合》	加快推动中央企业兼并重组和内部资源整合步伐，推动业务协同和资源共享。提高资本配置、运营效率和核心竞争力
2016年10月	十八届六中全会	《中国共产党第十八届中央委员会第六次全体会议公报》	推动全面深化改革、供给侧结构性改革、国防和军队改革迈出重大步伐点等
2016年12月	中央经济工作会议	2017中央经济工作会议内容（全文）	要深化国企国资改革，加快形成有效制衡的公司法人治理结构、灵活高效的市场化经营机制。混合所有制改革是国企改革的重要突破口
2017年4月	发改委	召开委内改革专题会议	着力抓好混合所有制改革试点，尽快批复实施试点方案，加快探索“僵尸企业”债务有效处置方式
2017年4月	国务院	《国务院办公厅关于进一步完善国有企业法人治理结构的指导意见》	理顺出资人职责，转变监管方式；加强董事会建设，落实董事会职权；维护经营自主权，激发经理层活力；发挥监督作用，完善问责机制；坚持党的领导，发挥政治优势。
2017年4月	国务院	《关于2017年深化经济体制改革重点工作意见的通知》	全面推进国企改革“1+N”文件落地见效，深化国有企业混合所有制改革，加大重点行业改革力度
2017年5月	中央改革领导小组会议	习近平主持召开中央全面深化改革领导小组第三十五次会议	抓好试点对改革全局意义重大，要认真谋划深入抓好各项改革试点，坚持解放思想、实事求是，鼓励探索、大胆实践，敢想敢干、敢闯敢试，多出可复制可推广的经验做法，带动面上改革

资料来源：新华社、凤凰网、中华人民共和国中央人民政府、国务院、中国证券报、会计网、国信证券经济研究所整理

2016年7月，习近平总书记在全国国有企业改革座谈会上对国有企业改革作出重要指示，强调理直气壮做强做优做大国有企业，尽快在国企改革重要领域和关键环节取得新成效：①国有企业是壮大国家综合实力、保障人民共同利益的重要力量，必须理直气壮做强做优做大，不断增强活力、影响力、抗风险能力，实现国有资产保值增值；②要坚定不移深化国有企业改革，着力创新体制机制，加快建立现代企业制度，发挥国有企业各类人才积极性、主动性、创造性，激发各类要素活力；③要按照创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念的要求，推进结构调整、创新发展、布局优化，使国有企业在供给侧结构性改革中发挥带动作用；④要加强监管，坚决防止国有资产流失；⑤要坚持党要管党、从严

治党，加强和改进党对国有企业的领导，充分发挥党组织的政治核心作用。各级党委和政府要牢记搞好国有企业、发展壮大国有经济的重大责任，加强对国有企业改革的组织领导，尽快在国有企业改革重要领域和关键环节取得新成效。

2016年10月，习近平总书记出席全国国有企业党的建设工作会议，他强调了国有企业在国家中的地位以及在国家战略中的重要作用，使国有企业成为：
 ①党和国家最可信赖的依靠力量；②坚决贯彻执行党中央决策部署的重要力量；③贯彻新发展理念、全面深化改革的重要力量；④实施“走出去”战略、“一带一路”建设等重大战略的重要力量；⑤壮大综合国力、促进经济社会发展、保障和改善民生的重要力量；⑥我们党赢得具有许多新的历史特点的伟大斗争胜利的重要力量。

2017年5月，习近平总书记主持召开中央全面深化改革领导小组第三十五次会议并发表重要讲话。他强调，抓好试点对改革全局意义重大，并提出5大要求：
 ①要认真谋划深入抓好各项改革试点；②坚持解放思想、实事求是；③鼓励探索、大胆实践；④敢想敢干、敢闯敢试；⑤多出可复制可推广的经验做法，带动面上改革。

习近平总书记的重要讲话强调了国企必须做优做强做大，明确将国企定位为国家最可信赖、重要的中坚力量，此次会议又提出要敢闯敢试、推广可复制的经验带动全面改革，国企改革的进程无论在深度和广度都再上一个台阶。

在此背景下，我们认为央企作为国企中的中坚核心力量，当仁不让承担国改这一历史使命的先锋，而保利地产是具有强烈军旅色彩的行业第一梯队央企地产龙头，理应在国改红利中持续获益。

央企地产国改龙头，外部整合破冰，期待内部整合突破

2010年3月，国资委颁布退房令，仅留下16家主业为地产的央企；2010-2015年，退出地产业务的央企屈指可数，反而不断出现非主业地产央企在土地市场凶猛布局；2016年，在国资委的大力支持下，保利和中航的地产业务实现整合，地产整合正式破冰。

表 12: 央企地产整合破冰

时间	事件
2010年3月	国资委下达“78家主业非地产央企退出房地产行业”
2011年	国资委批准可以进入房地产央企由16家扩容至21家
2013年	共有19家国务院国资委监管、主业非房地产央企通过北交所转让42宗房地产股权项目，交易金额为40.37亿元
2015年10月	中央巡视组指出，尚有9家三级企业从事房地产开发，有的在禁令后仍在拿地
2015年12月	中冶集团与五矿集团实施战略重组，整合业务涉及房地产
2016年7月	保利集团整合中航工业集团地产业务

资料来源：国资委、公司公告、国信证券经济研究所整理

2016年12月，中航地产发布重大资产出售报告书（草案）（修订稿），拟将旗下9个标的转让给保利地产，账面价值约16.6亿元，资产作价约20.3亿元，增值额约3.7亿元，增值率约22.3%。截止2016年末，公司已完成中航地产下属8个房地产项目公司及1个在建工程的收购，增加待开发资源约138万平方米。目前，公司已利用中航原资源优势，在天津、珠海、三亚获取3个项目，新增待开发资源150万平方米。后续公司将继续积极推进中航工业集团旗下其他地产业务板块的整合工作。

表 13: 中航地产资产包土储信息一览

	可售面积 (万平方米)	土储成本 (亿元)	土储单位成本 (元/平方米)
成都航逸科技	-	-	-
成都航逸置业	-	-	-
江苏中航地产	29.16	3.22	1105
九江中航地产	40.04	9.32	2328
新疆中航投资	3.50	0.86	2447
岳阳建桥投资	16.14	0.87	542
赣州中航置业	28.17	4.86	1725
赣州中航地产	14.74	3.76	2549
南昌中航国际广场二期项目	6.00	2.54	4226
合计	137.74	25.42	1846

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

保利置业是保利集团唯一的海外上市房企, 于香港主板上市, 香港联交所股份代号: 00119, 实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。保利置业与保利地产的项目区域布局划分不明显, 存在一定的“同业竞争”关系, 但保利地产作为保利集团的重要地产开发平台, 占集团地产业务量的 86%, 在国企改革进程的不断推进下, 若能通过国改将保利地产与保利置业整合, 实现资源优化与效率提升, 将极大地提升公司整体实力, 并且也符合国企改革的大方向。

管理能力强, 品牌影响力突出

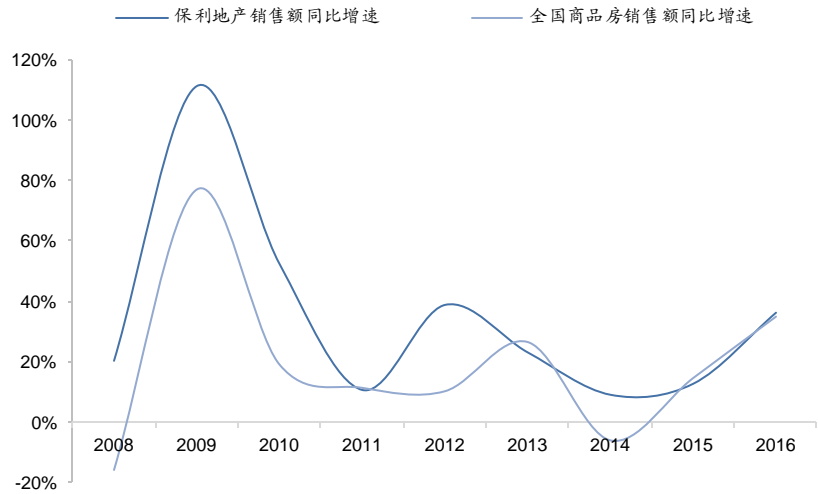
公司管理团队人员稳定、项目运作经验丰富, 具备在各种市场环境下实现企业平稳健康发展的能力。为适应公司规模化发展, 提升管理的精细度, 公司在原有二级治理架构基础上增设大区, 形式“总部-大区-平台”的三级管理模式, 强化管理的针对性和时效性, 进一步提高管控能力和开发效率。同时, 公司将军旅文化与现代企业管理相融合, 形成了独具特色的优秀企业文化, 具备强大的凝聚力和高效的执行力。

公司是央企控股的大型房地产上市公司, 坚持“和者筑善”的品牌理念, 致力于“打造中国地产长城”, 诚信、负责任的品牌形象得到社会的广泛认可, 2016 年末公司品牌价值提升至 445.5 亿元, 连续七年获评“中国房地产行业领导公司品牌”。

强者恒强, 市占率持续提升

从历史上看, 无论在行业小周期繁荣抑或降温阶段, 公司销售总体均能跑赢行业, 特别是 2008-2011 年、2012 年、2014 年甚至大幅跑赢行业, 体现公司强大的管理能力与品牌效应, 凸显龙头风采。

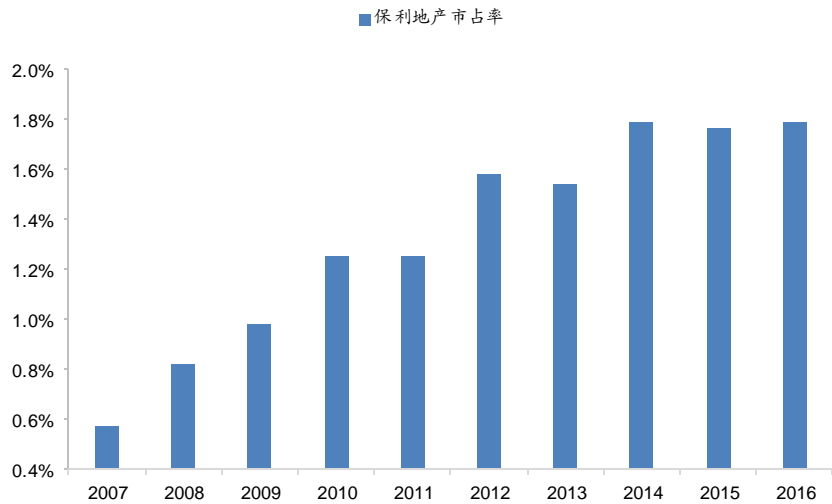
图 19: 公司销售额增速总体跑赢行业



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

公司市占率随行业发展持续上升,尤其是在目前行业处于小周期降温阶段、融资渠道收紧、拿地成本上升的背景下,小型房企或面临兼并、转型、退出等困境,而龙头企业则将逆流而上,乘势提高市场份额,公司作为行业第一梯队龙头,将充分受益。

图 20: 公司市占率持续提升



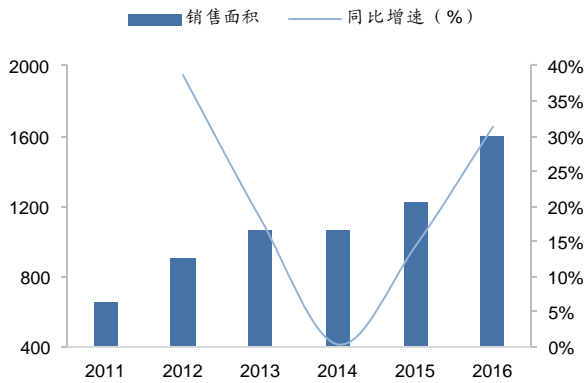
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

销售增长显著,超越行业整体水平

公司 2007-2016 年销售额年均复合增长 32.2%,大幅超越行业 13.5%的复合增长率。2016 年,公司实现销售金额 2101 亿元,同比增长 36%,是自 2012 年以来实现销售翻番的一年,也是自 2012 年步入千亿时代以来增速最高的一年。

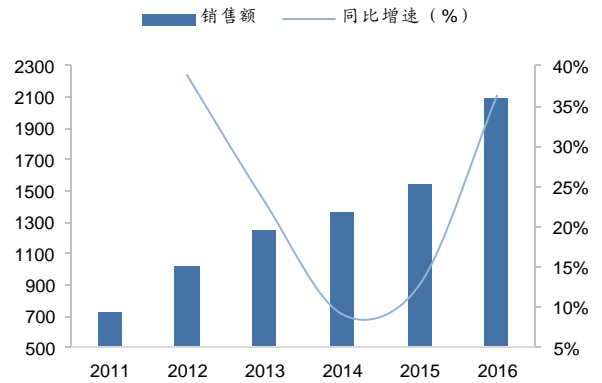
2017 年 5 月 16 日,网易、凤凰、全景等媒体均报道了公司未来 3-5 年销售规模目标为 5000 亿元,将再造一个保利。

图 21: 销售面积及增速



资料来源: wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图 22: 销售金额及增速

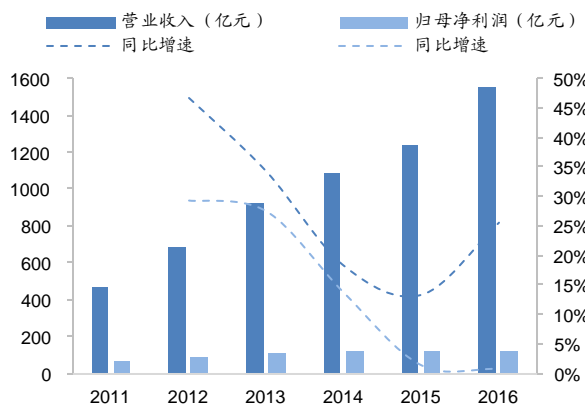


资料来源: wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

经营稳健，财务优化，融资能力强，业绩锁定性极佳

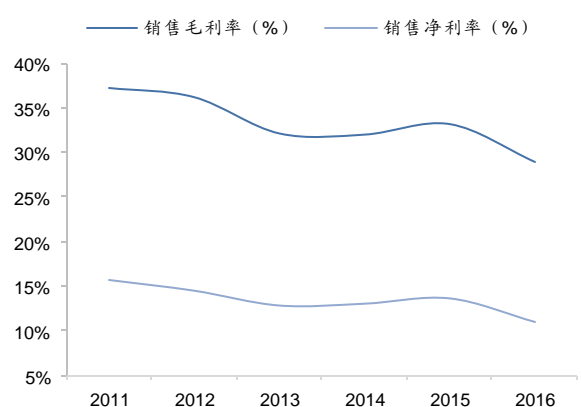
公司收入保持较快增长，毛利率及净利率仍处在较高水平，未来净利润增速有望随着高毛利项目结转而得到提升。

图 23: 公司收入、利润及增速



资料来源: wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

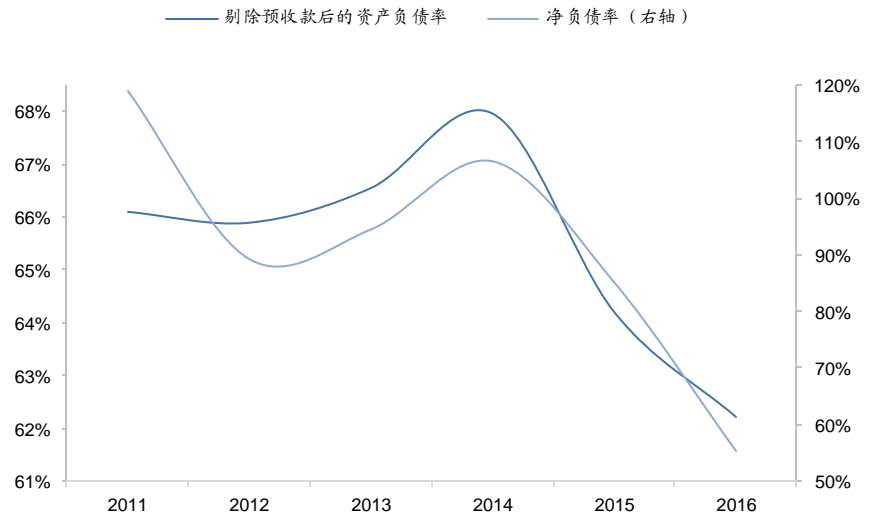
图 24: 销售毛利率及净利率



资料来源: wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

公司财务优化，自 2014 年开始主动降杠杆以来，公司 2016 年剔除预收款的资产负债率及净负债率均创下近几年的新低。

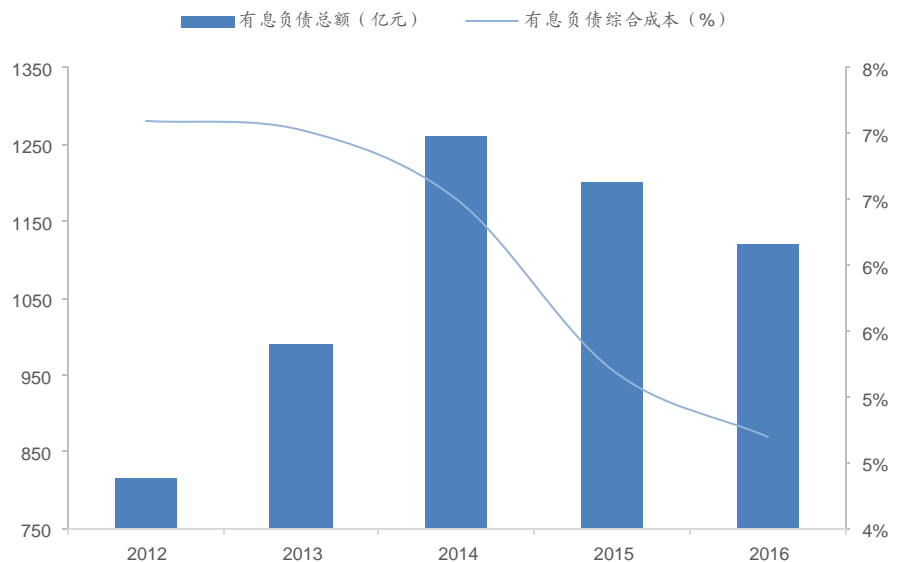
图 25: 剔除预收款后的资产负债率及净负债率



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

作为央企地产的排头兵,公司与各主要银行均建立了长期、稳固的战略合作关系,在银行贷款规模和利率方面均具有突出优势,2016 年新增银行贷款平均融资成本为基准利率下浮 3.14%,折合成本约 4.6%。同时,公司积极开拓中期票据、公司债券等长期限、低成本的融资渠道。报告期内,公司成功发行 100 亿元公司债券和 30 亿元中期票据,其中“3+2”年期公司债券票面利率 2.95%,创下同期房企债券融资新低。截至 2016 年末,公司直接融资比重上升至 27%,有息负债综合成本为 4.69%,连续多年持续下降。

图 26: 有息负债综合成本不断降低



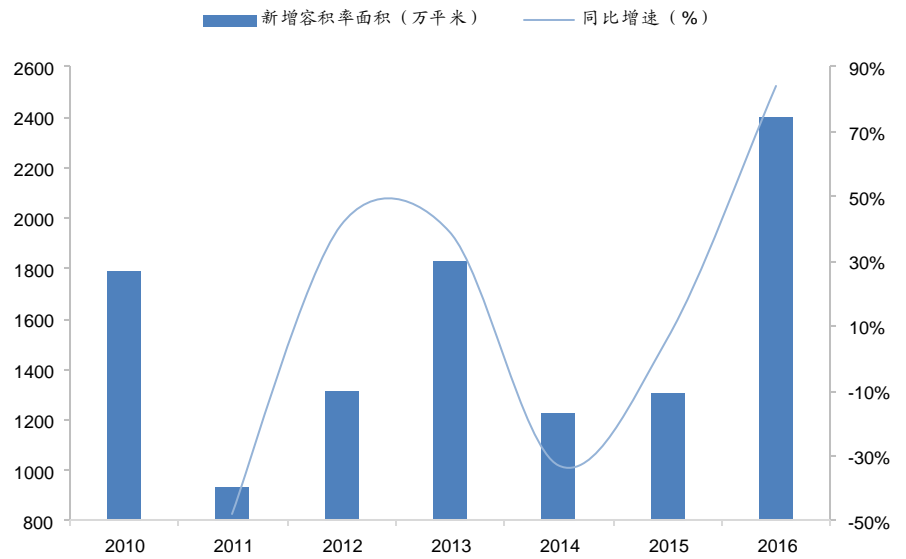
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

公司业绩锁定性极佳,2017 年 1 季末预收款为 1785 亿元,在扣除 1 季度营收后,剩余部分仍可锁定 2017 年 wind 一致预期营收的 110%。

资源禀赋优异，城市集群成型

2016年，公司新增112个项目，容积率面积2404万平方米，同比增长84%，其中通过合作、并购方式获取的土地资源面积占比达到75%；新增容积率面积/销售面积为1.5，扩张积极。截至2016年末，公司拥有在建、拟建项目361个，待开发面积6344万平方米，可满足公司未来2-3年的开发需要。其中一、二线城市待开发面积占比约为68%，项目储备丰富且质地优良，为公司持续发展提供有效的资源保障。

图 27: 保利地产新增土储容积率面积及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表 14: 保利地产项目储备按地区汇总

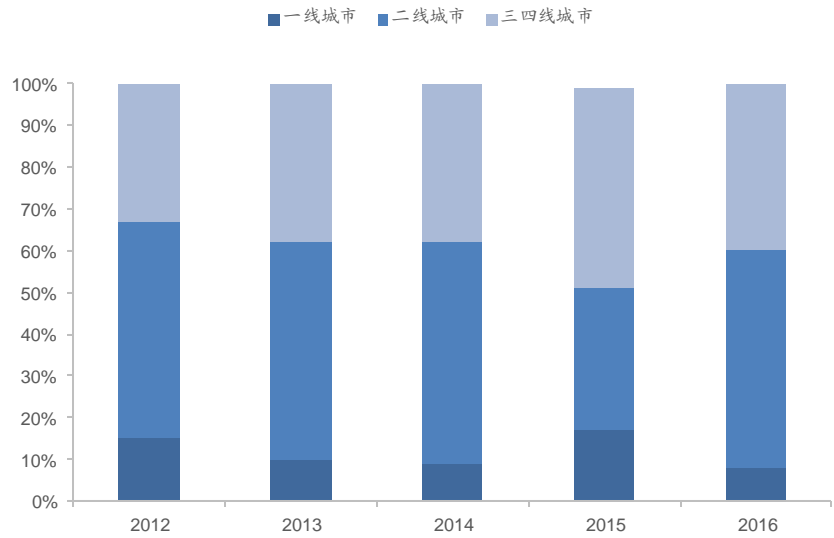
区域	城市	项目计划投资 (亿元)	总建筑面积 (万平方米)	可售容积率面积 (万平方米)
珠三角	佛山	994	1549	1121
	广州	1170	987	614
	东莞	213	346	274
	中山	166	330	244
	清远	122	275	197
	江门	125	281	196
	珠海	145	127	96
	肇庆	25	52	31
	龙门	15	27	17
	深圳	10	8	4
长三角	南京	571	369	266
	上海	587	301	210
	杭州	154	79	55
	无锡	47	67	49
	南通	36	56	45
	苏州	25	55	40
	慈溪	47	80	37
	连云港	13	38	31
环渤海	嘉兴	15	35	24
	常州	14	28	22
	绍兴	21	21	14
	沈阳	247	477	375

	北京	737	400	260
	天津	357	329	250
	包头	87	277	249
	石家庄	178	313	226
	青岛	210	310	219
	大连	235	222	161
	太原	96	148	116
	营口	30	120	67
	丹东	26	72	60
	沧州	16	42	29
	临沂	8	18	14
	武汉	451	1024	827
	长沙	288	556	432
	南昌	116	249	176
	郑州	82	156	109
	赣州	58	104	78
中部	洛阳	35	72	56
	晋中	29	70	53
	九江	36	87	51
	宜昌	28	65	50
	岳阳	20	48	44
	常德	19	41	29
	郴州	9	22	15
成渝	成都	664	1306	948
	重庆	356	601	464
	德阳	79	206	145
	遂宁	28	69	53
	合肥	325	451	333
	长春	182	366	303
	西安	139	302	214
	湛江	144	253	171
	韶关	89	200	149
	兰州	86	179	144
	福州	183	190	144
	汕尾	90	198	141
	阳江	102	174	127
其它	泉州	90	140	105
	莆田	65	126	99
	乌鲁木齐	66	136	98
	厦门	161	121	87
	海口	72	76	58
	茂名	15	48	33
	通化	17	46	30
	三亚	57	41	22
	汕头	23	20	16
	林芝	6	6	4
	墨尔本	29	15	8
悉尼	37	14	8	
洛杉矶	11	3	2	

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司始终坚持一二线城市的拓展策略，2012年至今，公司在一二线城市拿地建面占当年新增建面的50%以上。

图 28: 公司拿地城市结构 (按建筑面积)



资料来源: 中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

公司坚持以中心城市为核心, 深化城市群、都市圈的战略布局, 现已覆盖国内珠三角、长三角、环渤海、中部、西南主要经济圈的 68 个城市, 形成了以广州、北京、上海为核心, 以周边城市协同发展的城市群格局。

图 29: 城市群战略有效执行



资料来源: 中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

综合上述分析, 公司行业地位显著, 竞争优势突出, 国改及行业集中度提升为公司带来新机遇, 预计随着国改进程的不断推进, 未来经营情况有望进一步优化。

图 30: SWOT 分析

优势

- 集团实力雄厚
- 大型央企，证金、汇金持股比例高
- 土储丰富，满足未来2-3年开发需要
- 行业龙头地位凸显

机遇

- 国企改革利于内部整合突破
- 行业降温利于公司提升市场份额
- 粤港澳大湾区新机遇

挑战

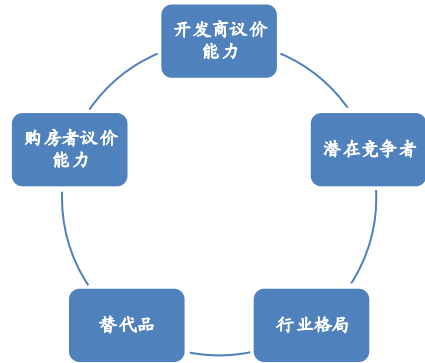
- 行业政策调整
- 后起之秀的追赶

弱势

- 激励机制可能不如民企地产龙头

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 31: 波特五力分析



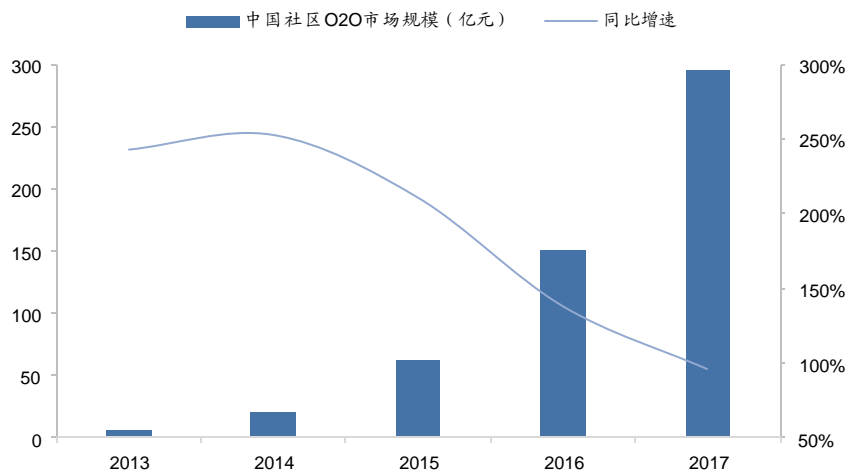
资料来源：国信证券经济研究所整理

两翼业务逐步成型，粤港澳大湾区极大受益者

社区消费服务大步向前

移动互联网、物联网等技术的普及应用使社区 O2O 商业模式迅速落地并快速发展，据艾瑞咨询测算，社区 O2O 市场规模有望快速增长至 300 亿元。

图 32: 社区 O2O 市场规模快速增长



资料来源：艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

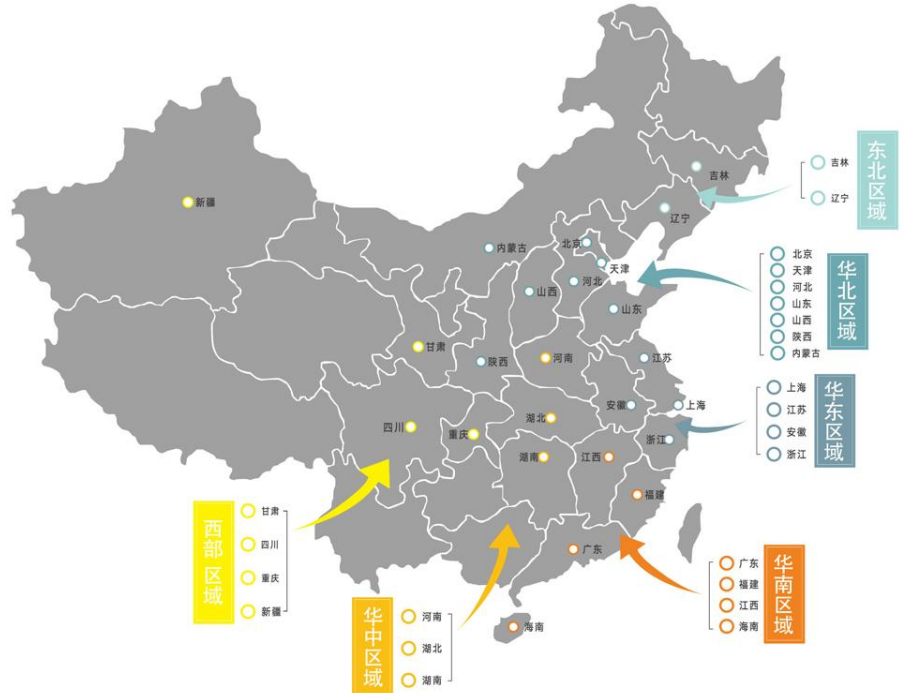
公司在社区消费服务板块将大力推进专业化、市场化发展，积极打造核心竞争力，创新经营机制和激励模式，该板块主要包括物业管理、商业运营和养老产业 3 个部分。

1、物业管理

保利物业发展股份有限公司于 1996 年在广州成立，旗下分、子公司 25 家，业务遍及北京、上海、广州、成都、长春等全国 60 个大中城市，承接的物业管理项目 400 余个，管理面积超过 1 亿平方米，员工总数两万余人。管理的项目涵盖普通住宅、高端住宅、写字楼、政府办公楼、商业综合体、旅游综合体、购物中心、酒店公寓、会展场馆以及医院、学校、档案馆等多种业态。服务内容包括物业服务、物业项目前期咨询服务、物业项目交付后评估分析服务以及会

所经营、资产管理（物业托管、物业委托经营、物业中介）、专业设备设施维护保养服务、家政服务、社区健康管理（社区家庭健康管理、社区居家健康养老服务、健康产品与服务线下和线上销售）、居家适老改造服务、社区教育、社区智慧平台建设及运维等。2015年，保利物业总资产超过15亿元，营业收入超过25亿元。

图 33: 保利物业布局



资料来源：保利物业官网、国信证券经济研究所整理

作为央企保利地产下属企业，保利物业打造亲情服务产品体系，秉承“服务为王”的理念，涵盖了大客服基础服务、健康生活系列、亲情文化服务系列、资产管理系列四个部分。不仅提供专业的物业服务，更从“人”和“物”的全生命周期需求出发，持续改善用户体验，为物业使用人带来更多的生活价值和幸福感。

2016年，保利物业公司完成股份制改造，启动新三板挂牌程序，2016年内完成市场化外拓约1500万平方米。

图 34: 保利物业产品体系

大客户基础服务	健康生活服务	亲情文化服务	资产运营
<input type="checkbox"/> 亲情管家服务 <input type="checkbox"/> 设施设备管理 <input type="checkbox"/> 秩序维护 <input type="checkbox"/> 环境维护	<input type="checkbox"/> “全产业链”养老 <input type="checkbox"/> 和院健康生活馆 <input type="checkbox"/> 智慧化服务平台 <input type="checkbox"/> 适老化改造	<input type="checkbox"/> 运动健康 <input type="checkbox"/> 少儿艺术启蒙 <input type="checkbox"/> 传统文化 <input type="checkbox"/> 慈善公益活动	<input type="checkbox"/> 物业租售 <input type="checkbox"/> 物业托管打理 <input type="checkbox"/> 商业物业整体运营 <input type="checkbox"/> “全介通”物业前期咨询

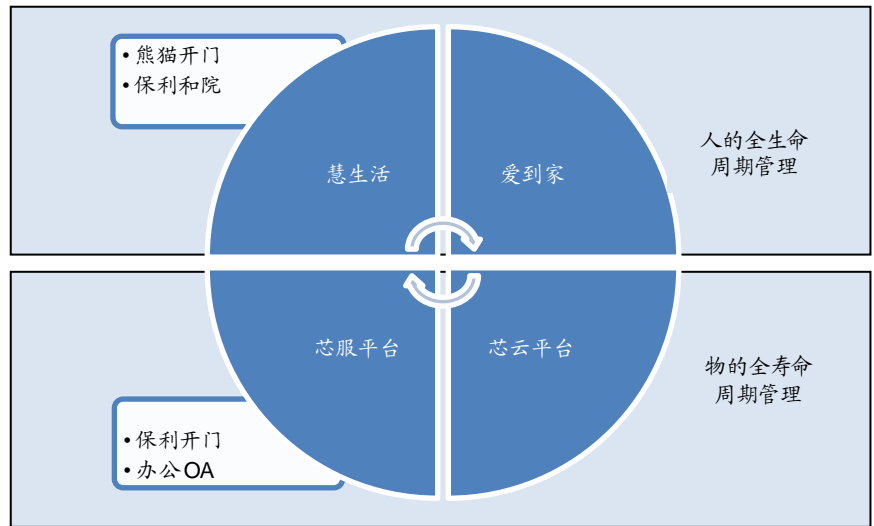
资料来源：保利物业官网、国信证券经济研究所整理

保利物业积极拥抱互联网，在互联网时代推出亲情和院 2.0，借助保利集团广泛的资源，围绕社区增量市场将自己定位为做社区有特色的、有垂直内容的服务集成商，通过平台深挖客户价值，创新营收模式。服务覆盖从儿童到老人的全

用户群，业务覆盖线上的数据平台和线下的生活体验等。

芯智慧社区云平台首先满足了保利物业内控信息化管理，包括办公自动化管理、人力资源管理、客服、财务收费、预算、巡查巡查及综合设备设施的智能化管理，通过芯智慧数据平台建设继而再推出保利物业线上生活服务、社区商业经营以及综合健康与养老等服务平台。

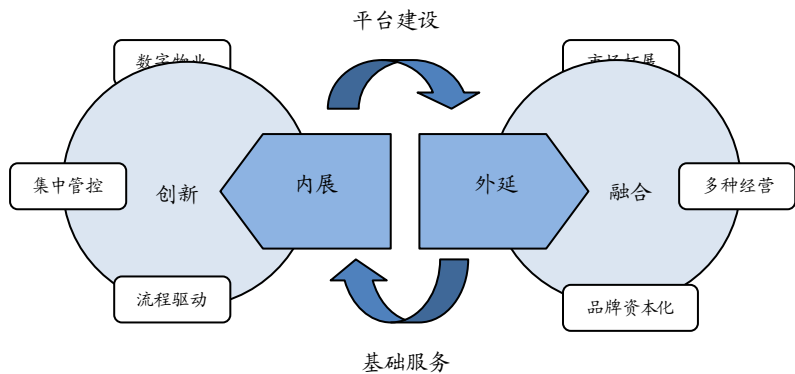
图 35: 保利物业芯智慧社区云平台



资料来源：保利物业官网、国信证券经济研究所整理

保利芯智慧平台经过一段时间的运营，使保利物业的组织结构更扁平，服务效率得到有效提升，管理成本降了一些，市场反应也更快了。总得来说，芯智慧平台给保利物业带来了良好的协同效力和效率。

图 36: 保利物业云平台运营示意图

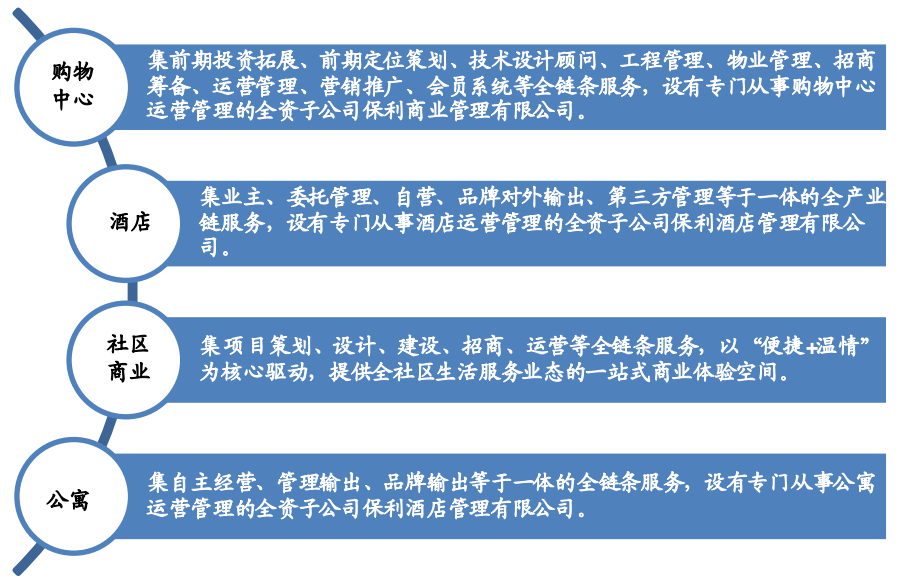


资料来源：保利物业官网、国信证券经济研究所整理

2、商业运营

保利商业地产投资管理有限公司（简称“保利商业”）成立于 2012 年，是保利旗下商业地产业务专业运作平台，中国领先的商业地产投资及运营管理企业。公司业务覆盖购物休闲、商旅度假、社区消费服务领域，以更贴近市场、更具发展潜力的产品和服务为顾客提供愉悦体验、为投资者提供稳定的资产增值服务。

图 37: 保利商业核心业务



资料来源：保利商业官网、国信证券经济研究所整理

保利商业引领创新发展，持续创造长远价值。截至 2017 年 3 月，公司已经进入北京、上海、广州、天津、重庆、青岛、西安、武汉、长沙、成都、林芝、三亚、沈阳、大连、慈溪、佛山、惠州、中山、珠海、东莞、江门、阳江、清远、湛江、汕尾等总计 12 个省份 25 个城市，拥有 60 个商业项目，商业经营面积 150 万平方米，管理总资产达 200 亿元，多年保持经营业绩年复合增长率逾 20%。

公司预计至 2020 年，将实现在全国范围内运营管理 50 个购物中心、50 个酒店、百余个公寓、千余个若比邻社区商业中心的发展蓝图，经营管理商业物业面积超过一千万平方米。

图 38: 保利商业布局



资料来源：保利商业官网、国信证券经济研究所整理

图 39: 保利商业品牌系列

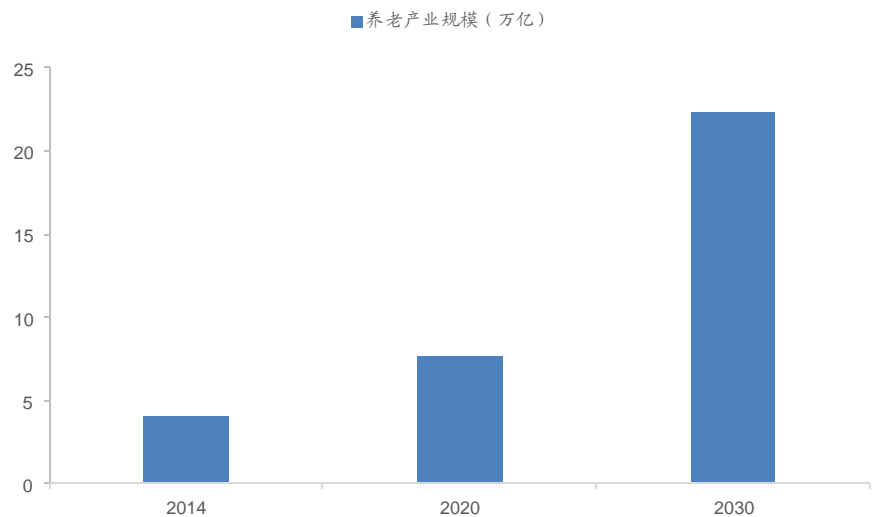


资料来源: 保利商业官网、国信证券经济研究所整理

3、养老产业

根据“中商情报网”，未来养老产业市场空间将高达 20 万亿，空间广阔，公司养老相关业务有望跟随市场快速增长。

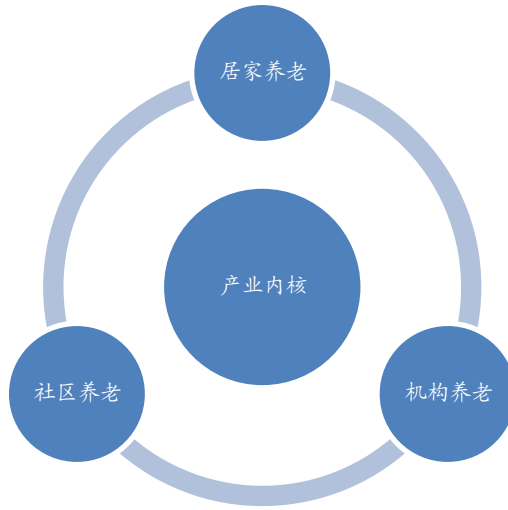
图 40: 养老产业市场规模



资料来源: 中商情报网、国信证券经济研究所整理




保利养老是公司“一主两翼”战略的重要组成部分，其战略规划是全产业链介入，打造“以居家为基础，统一服务标准，以社区为依托，统一配套标准，以机构为支撑，统一专业标准，关注传统文化、心理、生理需求”的“三位一体”养老模式，覆盖多层次养老需求的全面服务体系。

图 41: “三位一体”养老模式



资料来源: 保利安平·和熹会官网、国信证券经济研究所整理

表 15: 保利养老子品牌

分类	养老子品牌	简介
 机构养老	和熹会	北京保利安平养老产业投资管理有限公司专注于社会化养老服务运营模式地探索和实践, 并在此基础上整合养老产业上下游资源, 打造中国养老服务第一品牌。“和熹会”是“保利安平”旗下养老服务专用注册商标。“保利安平”基于保利地产开发居住社区的优势, 对“和熹会”进行全国布局及连锁化经营的部署, 创建“和熹会”社会化养老服务标准体系, 为老年人提供高品质养老服务。
 社区居家养老	和院健康生活馆	保利和院健康生活馆以长者需求为出发点, 践行“让健康礼赞生命”品牌理念, 首创“HEALTH”健康管理和情感关怀模式。汇集健康管理、康复护理、休闲娱乐、生活服务等功能。同时与三甲医院合作, 开通绿色医疗通道, 为长者提供健康服务, 并依托和院健康生活馆为线下支撑, 以健康云为平台, 通过 O2O 线上与线下相结合的方式, 为保利和院居民提供全方位的健康管理与服务, 让孝心全方位送达。
 适老用品	保利和品	保利和品是保利房地产(集团)股份有限公司下属企业, 主要专注于适老化产品的设计、研发及整体配置, 为各类养老机构、社区及居家提供适老化空间改造及产品配置服务。我们秉持“和以至达、品以至善”的品牌理念。保利和品坚持创新双通道策略, 除了产品设计研发层面的持续创新外, 我们也通过创新项目来不断推动行业发展, 做专业适老的创新推动者。

资料来源: 保利安平·和熹会官网、国信证券经济研究所整理

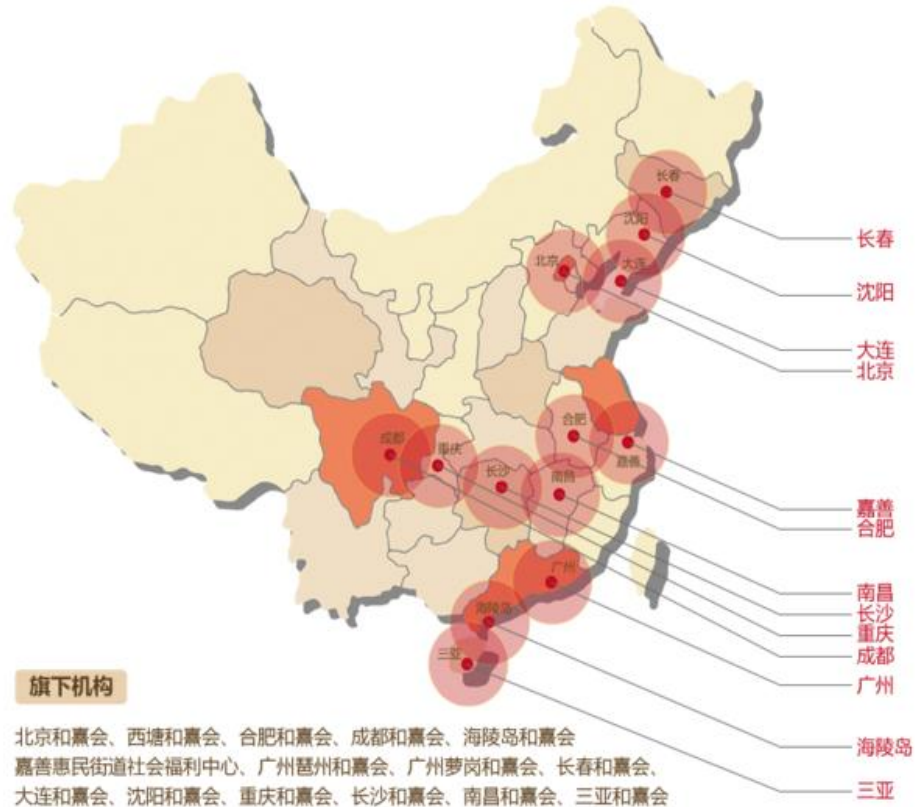
(1) 保利安平

保利安平专注于中国养老产业商业运营模式的探索, 以及养老服务社会化体系的构建。公司致力于发展成为整合医疗和养老产业的综合平台, 为创建符合中国本土文化的养老产业模式不停探索, 力争为社会提供多元化、规范化的养老服务, 成为中国本土养老运营管理机构中的创新者和领先者。

保利安平作为养老机构运营商, 立足养老服务发展“养老项目策划咨询”、“养老设施运营管理”、“养老专业人才培养”三大主营业务。

公司计划未来将发展 80-100 家连锁布局。

图 42: 保利安平养老布局



资料来源：保利安平·和熹会官网、国信证券经济研究所整理

(2) 和熹会

和熹会是保利安平公司注册旗下机构专用品牌商标，也是中国首批成功运营的养老机构品牌，受国家/省市领导到访、视察百余次，获得了各级政府的一致认可。和熹会汇聚“医康养”领域权威专家及管理人才，为老人提供高品质的养老服务，打造“医养结合”特色的养老服务连锁机构。

三层服务体系：医养结合是养老服务整合的子概念，是长期照护体系中的一个环节；是在长期照护服务的基础上，从健康管理、日常生活、休闲娱乐三方面形成系统化的服务体系。和熹会以自有团队及自有资源为主力军，分别从医疗室、绿色通道、个性服务三层次，打造医疗保障体系。

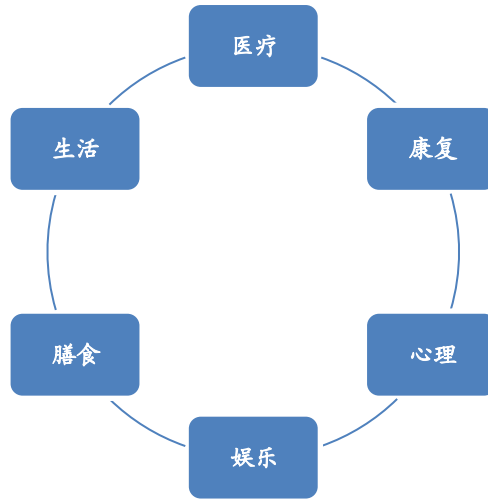
表 16: 和熹会三层服务体系

服务体系	功能	内容
第一层	内设机构医务室	满足日常医疗、慢病/疾病持续护理需求
第二层	建设生命绿色通道	满足老人的基本医疗需求，增加健康保障系数
第三层	打造个性化医疗服务体系	满足老人对医疗、健康更深层次的需求

资料来源：保利安平·和熹会官网、国信证券经济研究所整理

和熹会推行涵盖医疗、康复、心理、娱乐、膳食、生活六位一体服务体系，秉承“专业人做专业事”的态度，根据“六位一体”的服务定位，启用由养老服务与管理、临床医学、护理、康复、营养学、心理学等专业人员构成“专业化、年轻化”的一线服务团队，以“责任制整体照护”的服务模式，为老人提供专业服务。

图 43: 和熹会六位一体服务体系



资料来源: 保利安平·和熹会官网、国信证券经济研究所整理

表 17: 保利养老地产项目简介

项目名称	运营时间	建筑面积 (万平方米)	简介
北京保利西山林语	2008 年 6 月	2.2	项目地处北京西山脚下, 气候宜人, 各项环境指标均适合老年人生活。内设 200 套居住单元, 分为标准间、VIP 套间、加护间, 以五星级酒店的服务标准和多种装修布局满足不同老年朋友的居住、养老、康复需求。
广州琶洲保利天悦	2015 年 3 月	185	养老公寓由一栋 22 层的健康养老公寓, 一栋 6 层的机构养老中心组成。高区主要针对自理能力较强的老人, 低区主要针对身体不便需要特别护理的老人, 由系统内专业的养老机构“和熹会”负责运营。
上海保利西塘越	2012 年 9 月	9.9	项目位于中国首批历史文化名镇之一的西塘镇, 终年山青水秀, 气候宜人。项目规划了 9000 平方米的国际化理疗中心, 内设专业护理团队, 能为业主们提供优质的养生、养老服务。
阳江海陵岛	2011 年 6 月	83	项目地处南中国滨海养老圣地——阳江海陵岛。购物商场、沙滩酒吧、健身康体馆、禅意茶苑等休闲养生配套一应俱全。是一个集滨海度假、运动休闲、康体养生为一体的生态型旅游养老基地。
成都保利金牛区两河项目	2014 年 12 月	115	项目坐拥 6000 亩的城市森林绿地, 一湖两河四公园的顶级休闲配套。项目将建设集全系养老, 家庭亲情养生湿地公园, 城市休闲副中心为一体的中国首席颐养生态休闲示范基地, 打造成成都城西名片, 树立城市全系人群颐养生活模式。

资料来源: 保利地产官网、国信证券经济研究所整理

图 44: 保利养老地产项目图

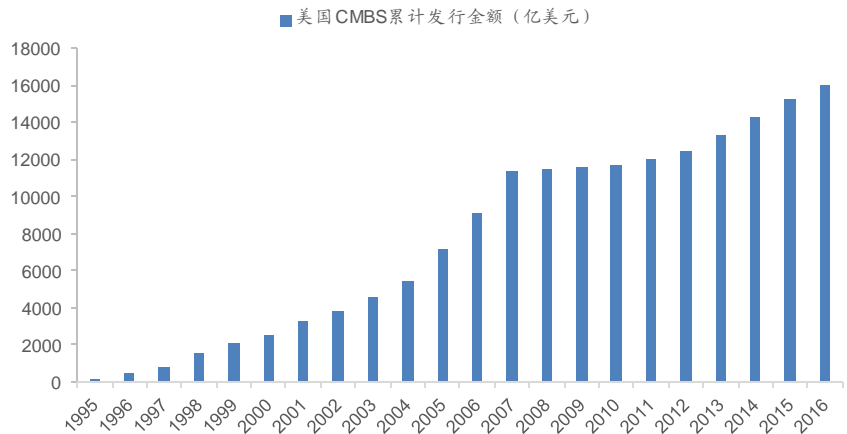


资料来源: 保利地产官网、国信证券经济研究所整理

房地产金融厚积薄发

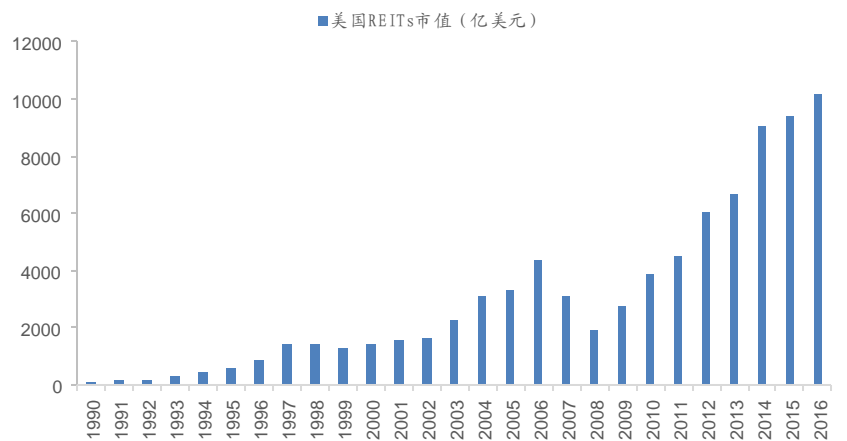
美国房地产金融市场规模庞大，CMBS 累计发行金额已超过 1.6 万亿美元，REITs 市值也超过了 1 万亿美元。我国房地产市场容量高达百万亿人民币，但房地产金融市场尚处于起步阶段，未来发展空间巨大，将是房企重点布局的业务之一。

图 45: 美国 CMBS 累计发行金额



资料来源: Commercial Mortgage Alert、国信证券经济研究所整理

图 46: 美国 REITs 市值

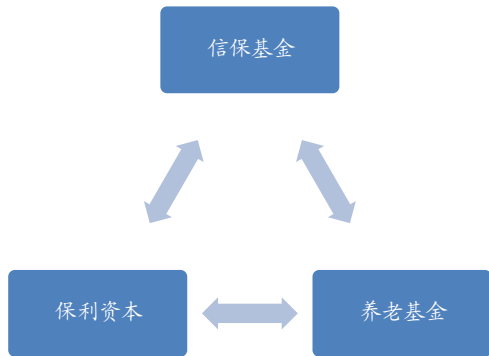


资料来源: NAREIT、国信证券经济研究所整理

截至 2016 年末，公司房地产基金管理规模持续增长，已近 600 亿元；小额贷款业务规模达 4.93 亿元；把握市场机遇参与滴滴出行、粤高速 A 定增、粤港证券等战略投资。

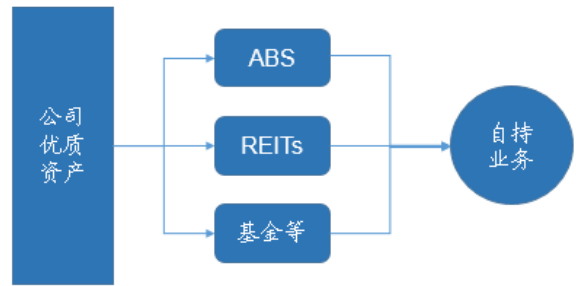
公司计划在十三五期间（2016-2020 年），将形成信保基金、保利资本、养老基金并驾齐驱的发展模式；增强专业基金对外资金募集能力，结合地产开发和基金投资方式，实现对更多外部资源的撬动，助力公司主业规模扩张及业绩增长；在行业监管政策允许的情况下，整合公司优质资产，利用 ABS、REITs、基金等手段，实现自持物业的融资功能。

图 47: 房地产金融发展模式



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 48: 房地产金融布局



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

显著受益于粤港澳大湾区发展机遇

2017年3月, 李克强总理在政府工作报告中提出, “要推动内地与港澳深化合作, 研究制定粤港澳大湾区城市群发展规划, 发挥港澳独特优势, 提升在国家经济发展和对外开放中的地位与功能”, 此举或意味着“粤港澳大湾区”已进入国家层面发展战略。此后, 媒体报导, 3月10日, 深圳市委常委、前海蛇口自贸片区管委会主任田夫率市政府党组成员、前海管理局局长杜鹏一行, 到招商局集团调研。田夫要求, 前海蛇口自贸片区要落实中央、省、市对自贸片区新的要求, 按照习近平总书记的指示、李克强总理报告中提出的打造粤港澳大湾区战略, 以及广东省委经济工作会议提出的将自贸区打造成为高水平对外开放的门户枢纽等, 加大对大湾区战略的投入, 将前海蛇口自贸片区打造成粤港澳大湾区最浓缩最精华的核心引擎。我们认为此举是对国家“粤港澳大湾区”战略的积极响应, 从“最浓缩”、“最精华”、“核心引擎”的表述可见深圳对前海自贸区的重视程度及发展信心, 预计深圳将加大对自贸区的投入。

2016年, 公司进入深圳地区, 实现了粤港澳大湾区的全覆盖; 公司目前在大湾区核心城市拥有 1600 万方土地储备, 预计随着大湾区发展战略的不断推进, 公司将持续受益。

图 49: 粤港澳空间格局示意图



资料来源: 搜狐、国信证券经济研究所整理

图 50: 四大湾区比较

	2015常 住人口 (单位:万)	土地面积 (平方公里)	GDP总量 (美元)	产业	占第三 产业比重 %	包含主 要城市数	对应国家 GDP	地位	人均GDP (人民币)	地均GDP (亿元/平方公里)
粤港澳大湾区	6765	5.65万	1.8万亿	科技创新、 金融服务业	55.6%	9个	8.52万亿	中国最重要 的经济区之一	0.0012	1.49
东京湾区	4347	3.67万	1.4万亿	先进制造业	80%以上	8个	12.42万亿	世界3大 湾区之一	0.00028	3.37
纽约湾区	2340	2.14万	1.24万亿	金融服务业	89.4%	7个	9.66万亿	国际湾 区之首	0.0004	4.49
旧金山湾区	715	1.8万	0.8万亿	科技创新	80%以上	9个	5.52万亿	世界3大 湾区之一	0.0007	3.08

资料来源: 搜狐、国信证券经济研究所整理

风险

若调控矫枉过正导致行业基本面超调，而政策又不适时放松。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	46984	45389	46820	46239
应收款项	40400	46711	56823	69263
存货净额	303304	347566	408628	480717
其他流动资产	44435	50251	61129	74512
流动资产合计	435122	489916	573400	670732
固定资产	3480	3184	2919	2648
无形资产及其他	28	26	23	20
投资性房地产	14615	14615	14615	14615
长期股权投资	14751	14751	14751	14751
资产总计	467997	522492	605708	702766
短期借款及交易性金融负债	13233	15380	17296	19492
应付款项	42127	49252	59270	71932
其他流动负债	195436	229191	275942	323790
流动负债合计	250796	293823	352508	415215
长期借款及应付债券	98992	101125	106223	113177
其他长期负债	107	107	107	107
长期负债合计	99099	101232	106330	113284
负债合计	349895	395055	458838	528499
少数股东权益	28849	31332	36503	43792
股东权益	89253	96105	110367	130475
负债和股东权益总计	467997	522492	605708	702766

关键财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	1.05	1.16	1.50	1.88
每股红利	1.00	0.58	0.30	0.19
每股净资产	7.53	8.10	9.31	11.00
ROIC	8%	9%	11%	12%
ROE	14%	14%	16%	17%
毛利率	29%	29%	31%	32%
EBIT Margin	16%	15%	16%	16%
EBITDA Margin	16%	15%	16%	16%
收入增长	25%	16%	22%	22%
净利润增长率	1%	10%	30%	25%
资产负债率	81%	82%	82%	81%
息率	10%	6%	3%	2%
P/E	9.2	8.4	6.4	5.1
P/B	1.3	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	18.7	19.1	16.7	15.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	154773	179467	218320	266115
营业成本	109881	127982	151613	181267
营业税金及附加	15035	18500	24610	32537
销售费用	3545	3948	4803	5855
管理费用	2267	2695	3278	3995
财务费用	2234	2577	2755	3003
投资收益	1247	1128	1128	1128
资产减值及公允价值变动	64	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	23123	24893	32388	40588
营业外净收支	187	0	0	0
利润总额	23311	24893	32388	40588
所得税费用	6238	6223	8097	10147
少数股东损益	4651	4967	6463	8099
归属于母公司净利润	12422	13703	17828	22342

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	12422	13703	17828	22342
资产减值准备的增加(减少)	(197)	44	0	0
折旧摊销	742	330	343	349
公允价值变动损失	(64)	0	0	0
财务费用	2234	2577	2755	3003
营运资本变动	6472	(15465)	(25284)	(37403)
其它	407	2440	5171	7289
经营活动现金流	19783	1052	(1942)	(7422)
资本开支	(926)	(75)	(75)	(75)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(10858)	(75)	(75)	(75)
权益性融资	10441	0	0	0
负债净变化	2455	2133	5098	6954
支付股利、利息	(11859)	(6851)	(3566)	(2234)
其它融资现金流	8941	2147	1916	2197
融资活动现金流	574	(2571)	3448	6916
现金净变动	9499	(1595)	1431	(581)
货币资金的期初余额	37485	46984	45389	46820
货币资金的期末余额	46984	45389	46820	46239
企业自由现金流	23901	4547	495	(5281)
权益自由现金流	35297	6894	5443	1617

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)		海外销售交易部	
李文英	010-88005334 13910793700	汤静文	021-60875164 13636399097	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	赵冰童	0755-82134282 13693633573
liwying@guosen.com.cn		tangjingwen@guosen.com.cn		shaoyf@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
王 玮	13726685252	吴 国	15800476582	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	梁 佳	0755-25472670 13602596740
许 婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	zhaoxi@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
		liangyc@guosen.com.cn		yanxy@guosen.com.cn		程可欣	886-0975503529(台湾)
边祎维	13726685252	倪 婧	18616741177	刘紫微	13828854899	chengkx@guosen.com.cn	
王艺汀	13726685252	林 若	13726685252	简 洁	13726685252	夏 雪	18682071096
詹 云	13901062999	张南威	13726685252	欧子炜	18150530525	吴翰文	13726685252
陈雪庆	18150530525	周 鑫	13726685252				
杨云崧	18150530525	张欣慰	13726685252				
赵海英	010-66025249 13810917275						
zhaohy@guosen.com.cn							