

## 革故鼎新，逐日追风

买入（维持）

2019年10月25日

证券分析师 齐东

执业证号：S0600517110004

021-60199775

qid@dwzq.com.cn

研究助理 陈鹏

chenp@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	194,555	247,475	311,323	379,939
同比(%)	32.9%	27.2%	25.8%	22.0%
归母净利润(百万元)	18,904	24,943	31,264	37,447
同比(%)	21.0%	31.9%	25.3%	19.8%
每股收益(元/股)	1.58	2.09	2.62	3.14
P/E(倍)	9.71	7.36	5.87	4.90

### 投资要点

- **战略扩张，革故鼎新，铸就央企地产龙头。**2016 至今，保利地产整合提速，加大投资力度，公司又开始了新一轮增城市、扩规模、补土储，销售规模快速扩张。
- **核心六大优势助力规模持续扩张：城市布局、土储充沛、融资低位、效率领先、管理经验丰富、激励到位。**1) 城市布局兼顾一二线和都市圈强三线，攻守兼备，未来持续深耕有潜力。2) 拿地积极，土储充沛，满足公司 2-3 年开发需求。3) 央企融资优势显著，杠杆和融资成本之间取得很好平衡。4) 跑冒滴漏少，费用管控卓有成效。5) 管理团队经验丰富，有冲劲，品牌意识强。6) 激励：股权激励、跟投出台，上下一心促成长。
- **保利物业上市进程中。**保利地产已经公告全资子公司保利物业境外（H 股）首次公开发行人股份申请材料获中国证监会受理。如果顺利上市，我们相信借助资本市场力量，将助力保利物业加速发展。截至 19 年 4 月，保利物业合约面积 3.71 亿平米，在管面积 1.98 亿平米，未来 1-2 年内公司合约项目有望转化为在管项目，同时平均物管费也在稳步提升，保利物业未来物管收入有望受益于量价齐升逻辑，增量可观。
- **强者恒强，预计行业龙头市占率将稳步提升。**截止 18 年，TOP100 房企已经占据 67% 的市场份额。保利地产市占率也在稳步提升。18 年公司销售金额市占率继续提升 0.4 个百分点至 2.7%，在行业规模平稳、集中度持续提升背景下，我们预计保利将凭借融资、土地、布局等方面优势，持续提升市占率。
- **投资建议：**保利地产近年来投资积极，土地储备充沛，为公司未来销售持续扩张打下坚实基础。公司战略布局核心城市群，坚持城市深耕和城市扩张并举，产品定位精准；管理团队经验丰富，有冲劲，品牌意识强，公司激励到位，上下一心促成长。同时公司借助强大的央企背景，能够帮助公司获取品牌溢价和低融资成本，进一步提升竞争力。从 PE-band 看，当前对应 2019 年估值处在近 10 年 27% 的分位数水平，估值较低；我们预计 2019-2021 年 EPS 分别为 2.09、2.62、3.14 元，对应 PE 分别为 7.36、5.87、4.90 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业销售波动；政策调整导致经营风险；融资环境变动；企业运营风险；汇率波动风险；棚改货币化不达预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	15.38
一年最低/最高价	10.79/16.44
市净率(倍)	1.53
流通 A 股市值(百万元)	183500.28

### 基础数据

每股净资产(元)	10.03
资产负债率(%)	79.27
总股本(百万股)	11931.10
流通 A 股(百万股)	11931.10

### 相关研究

- 1、《保利地产 (600048)：地产主业稳健发展、资本结构持续改善、多元业务不断拓展》  
2019-08-13
- 2、《保利地产 (600048)：2019 年上半年业绩大超预期》  
2019-07-18
- 3、《保利地产 (600048)：销售增长稳健，投资深耕一二线》  
2019-07-09

## 内容目录

<b>1. 战略扩张，革故鼎新，铸就央企地产龙头 .....</b>	<b>5</b>
<b>2. 核心六大优势：城市布局、土储充沛、融资低位、效率领先、管理经验丰富、激励到位..</b>	<b>8</b>
2.1. 核心优势 1：城市布局兼顾一二线和都市圈强三线，攻守兼备，未来持续深耕有潜力	8
2.2. 核心优势 2：拿地积极，土储充沛，满足公司 2-3 年开发需求 .....	9
2.3. 核心优势 3：杠杆和融资成本之间取得很好平衡 .....	9
2.4. 核心优势 4：跑冒滴漏少，费用管控卓有成效，盈利能力持续高位 .....	10
2.5. 核心优势 5：管理团队经验丰富，有冲劲，品牌意识强 .....	10
2.6. 核心优势 6：激励到位，上下一心促成长 .....	11
<b>3. 保利物业上市进程中 .....</b>	<b>13</b>
3.1. 物管服务：规模取胜，收缴率维持高位 .....	14
3.2. 非业主增值服务：主要依赖案场协销服务 .....	17
3.3. 社区增值服务：盈利能力最为可观 .....	18
<b>4. 强者恒强，预计行业龙头市占率将稳步提升 .....</b>	<b>19</b>
4.1. 未来行业规模企稳 .....	19
4.2. 行业集中度加速攀升 .....	20
4.3. 预计保利地产市占率稳步提升 .....	20
<b>5. 估值及投资建议 .....</b>	<b>22</b>
5.1. 分红慷慨，累计分红超过累计融资金额 .....	22
5.2. 股权架构稳定 .....	22
5.3. 近 10 年 PE BAND .....	23
5.4. 投资建议 .....	23
<b>6. 风险提示 .....</b>	<b>24</b>

## 图表目录

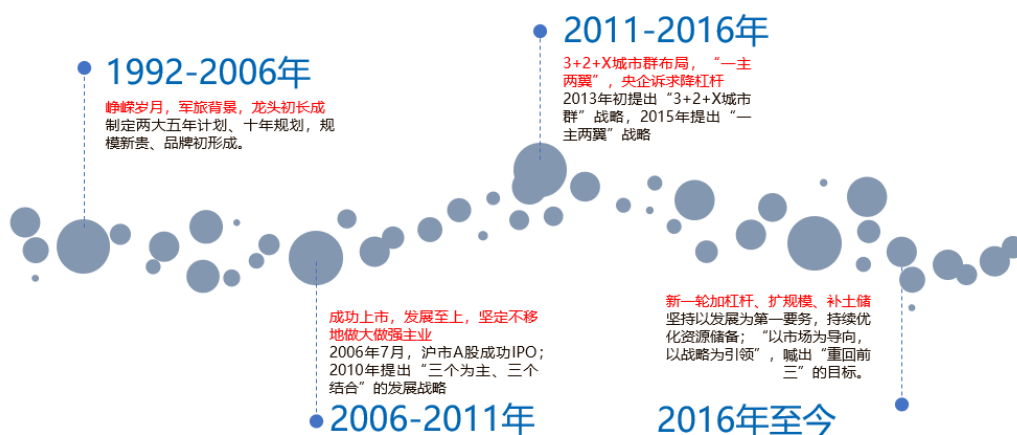
图 1: 保利地产发展历程 .....	5
图 2: 2018 年保利地产将“一主两翼”发展战略进一步升级 .....	5
图 3: 保利地产拿地金额 (亿元) 及拿地销售比 .....	6
图 4: 保利地产拿地面积 (万平方米) 及拿地销售比 .....	6
图 5: 保利地产待开发及在建面积 .....	6
图 6: 保利地产城市布局情况 .....	6
图 7: 保利地产待开发面积各线城市占比 .....	7
图 8: 保利地产新增土储面积各线城市占比 .....	7
图 9: 保利地产销售金额及增速 .....	8
图 10: 保利地产销售面积及增速 .....	8
图 11: 主流公司 2018 年城市布局及单城市销售规模 .....	8
图 12: 保利地产拿地金额及拿地销售比 .....	9
图 13: 保利地产土地储备建面 (万平方米) .....	9
图 14: 主要房企 2018 年净负债率及平均融资成本 .....	9
图 15: 主流房企 2019H1 平均融资成本情况 (%) .....	10
图 16: 2018 年主要房企销售管理费用/销售额 .....	10
图 17: 保利地产核心管理团队 .....	11
图 18: 保利物业业务结构情况 .....	13
图 19: 保利物业营业收入及增速 .....	13
图 20: 保利物业净利润及增速 .....	13
图 21: 保利物业各业务收入情况 .....	14
图 22: 保利物业各业务毛利情况 .....	14
图 23: 保利物业毛利率走势 .....	14
图 24: 保利物业净利率走势 .....	14
图 25: 保利物业业务区域分布情况 .....	15
图 26: 保利物业物业管理收入及增速 .....	15
图 27: 保利物业物业管理收入来源构成 .....	15
图 28: 保利物业物管业务合约面积及在管面积 .....	16
图 29: 保利物业在管面积来源 .....	16
图 30: 保利物业平均物管费情况 .....	16
图 31: 保利物业收缴率走势 .....	16
图 32: 保利物业终止面积占比 .....	17
图 33: 保利物业非业主增值服务收入及增速 .....	17
图 34: 保利物业非业主增值服务收入来源 .....	17
图 35: 保利物业社区增值服务收入及增速 .....	18
图 36: 保利物业社区增值服务收入来源 .....	18
图 37: 商品房销售金额及同比 .....	19
图 38: 商品房销售面积及同比 .....	19
图 39: 各国城镇化率走势 .....	19
图 40: 房地产市场集中度 (销售金额口径) .....	20
图 41: 房地产市场集中度 (销售面积口径) .....	20
图 42: 房地产市场不同梯队同比 (销售金额口径) .....	20

图 43: 房地产市场不同梯队同比 (销售面积口径) .....	20
图 44: 保利地产销售金额市占率 .....	21
图 45: 房保利地产销售面积市占率 .....	21
图 46: 主要国企公司 18 年销售金额 (亿元) 及 3 年复合增速 .....	21
图 47: 保利地产上市以来归母净利润及分红总额 .....	22
图 48: 保利地产股权架构 (截至 2019H1) .....	22
图 49: 保利地产上市以来股价走势图 .....	23
表 1: 保利地产两次股权激励计划概况 .....	11

## 1. 战略扩张，革故鼎新，铸就央企地产龙头

保利发展控股集团股份有限公司（以下简称“保利地产”、“保利”或公司）控股股东为中国保利集团，保利集团为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。经过20多年的发展，保利地产目前基本形成以房地产开发经营为主，以房地产金融和社区消费服务为翼的“一主两翼”的业务板块布局；2018年，公司继续将“一主两翼”发展战略升级为“以不动产投资开发为主、以综合服务与不动产金融为翼”，打造不动产生态发展平台。

图 1：保利地产发展历程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：2018 年保利地产将“一主两翼”发展战略进一步升级

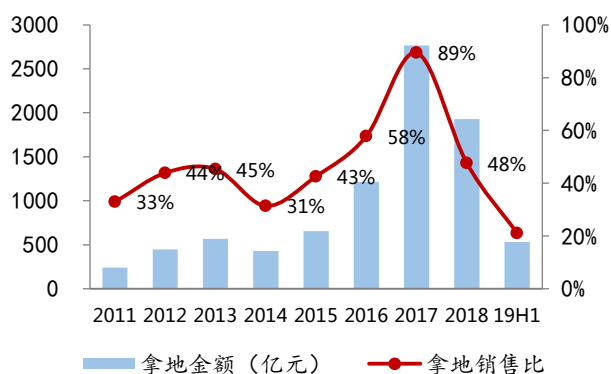


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2016年开始，公司又开始了新一轮增城市、扩规模、补土储进程。2016-2018年公司金额口径的拿地销售比分别达58%、89%、48%，显著高于前一阶段投资力度。除公开市场获取土地外，公司在2016年完成收购中航地产，2017年整合保利置业，积极通过收并购提升自身的土储规模。通过多元化方式土储拓展，公司土储规模增长较为迅猛。

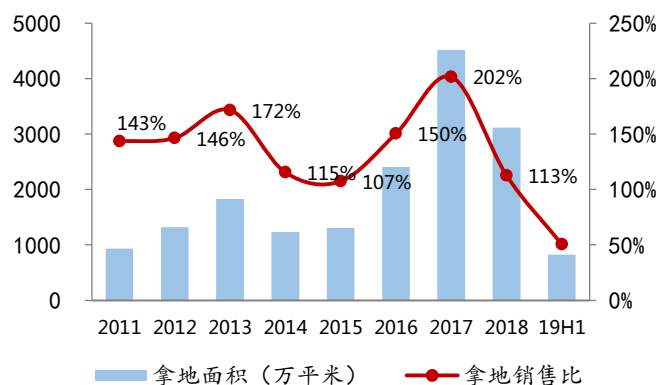
从城市拓展来看，公司在2016年布局68个城市，仅2017年公司就新增了24个城市，至2018年底公司进入国内外100个城市，土地储备（包括待开发项目和在建项目）高达1.95亿平米。尽管公司2019年上半年拿地销售比下降至21%，但主要因公司对待土地市场较为谨慎，严格按照拿地标准进行投资，充分考虑项目收益率及现金状况。整体来看，公司2016年后对规模诉求更为强烈。“以市场为导向，以战略为引领”。在被民企大包大揽的业绩排行榜中，保利发展得以冲刺成为行业前四。

图3：保利地产拿地金额（亿元）及拿地销售比



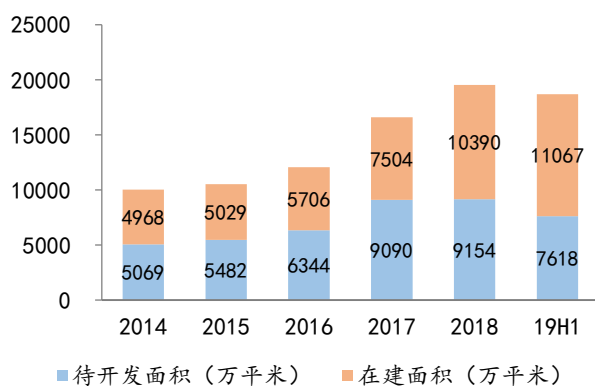
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：保利地产拿地面积（万平方米）及拿地销售比



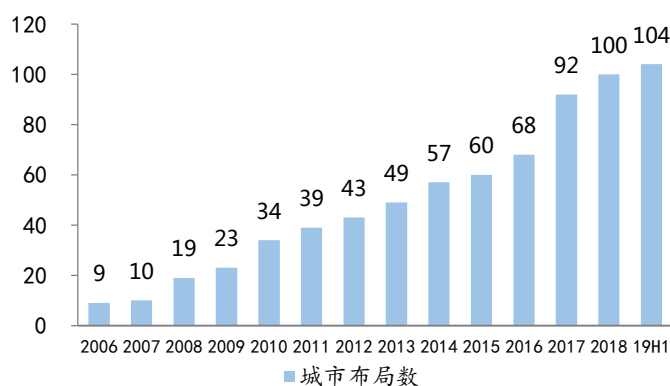
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5：保利地产待开发及在建面积



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

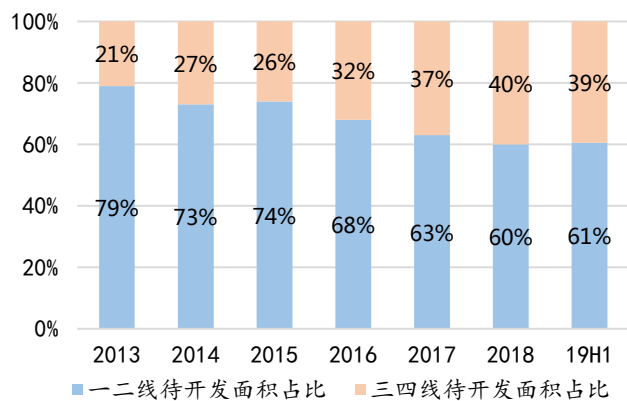
图6：保利地产城市布局情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

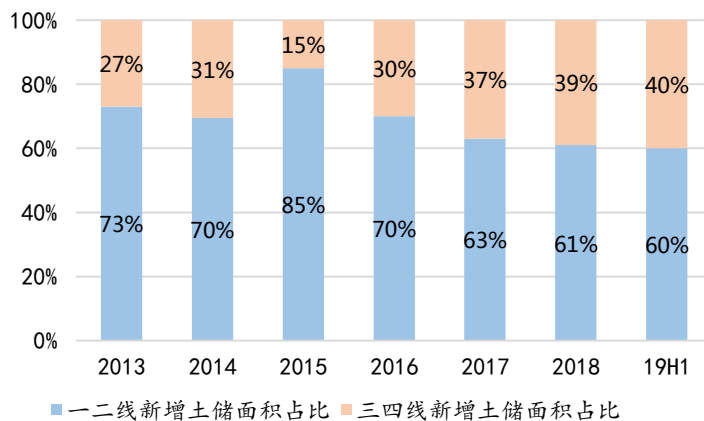
坚持以增长为第一要务，持续优化资源储备。公司坚持“核心一二线+都市圈强三线”的城市布局，自 2013 年以来待开发土储中一二线城市占比、新增土储建面中一二线城市占比始终高于 60%。

图 7：保利地产待开发面积各线城市占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 8：保利地产新增土储面积各线城市占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 核心六大优势：城市布局、土储充沛、融资低位、效率领先、管理经验丰富、激励到位

### 2.1. 核心优势 1：城市布局兼顾一二线和都市圈强三线，攻守兼备，未来持续深耕有潜力

2018 年公司销售规模已经破 4000 亿，目前布局了 100 个城市，城市组合攻守兼备。2018 年，公司单城市销售额破 40 亿元，在主流房企中深耕能力较为突出。从区域布局看，一二线城市及六大核心城市群销售贡献均达 77%，单城签约过百亿城市 12 个。往中长期看，公司当前的城市组合攻守兼备，且城市深耕还有很大挖掘空间。

图 9：保利地产销售金额及增速

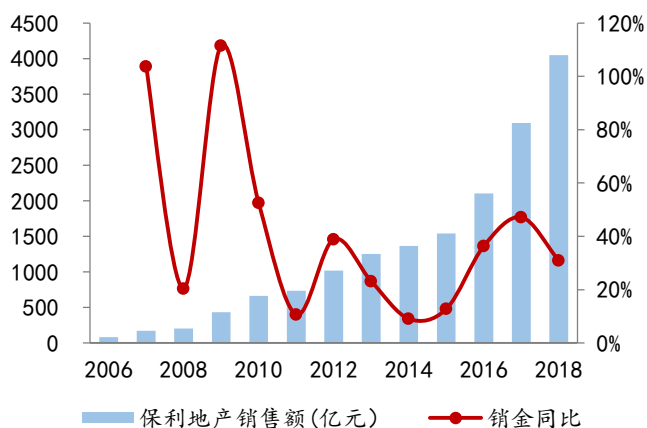
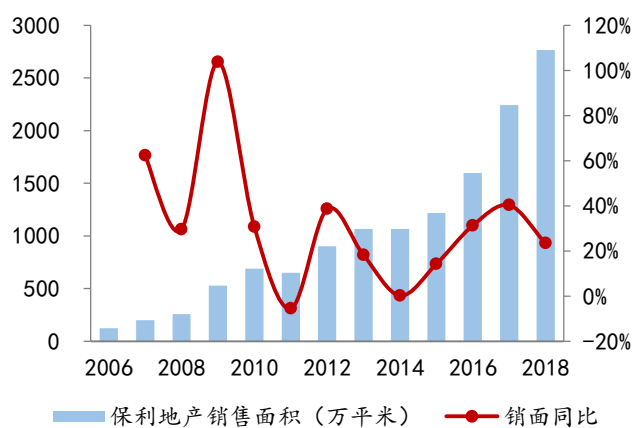


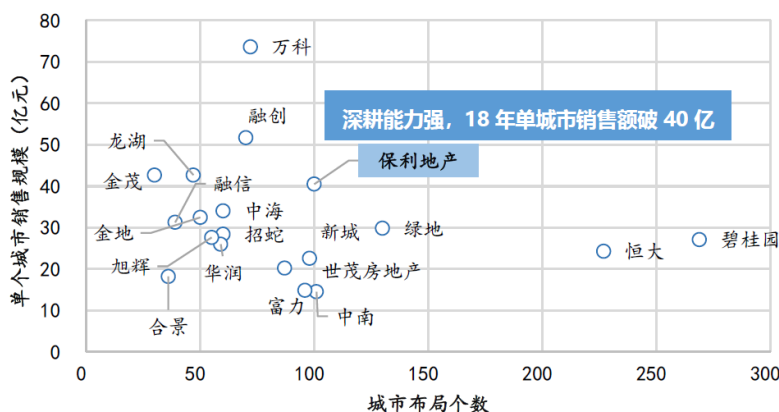
图 10：保利地产销售面积及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 11：主流公司 2018 年城市布局及单城市销售规模



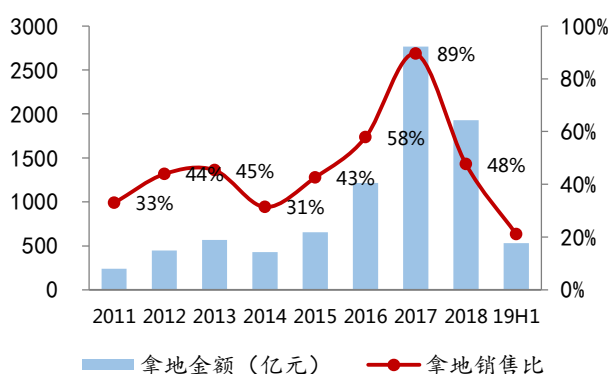
数据来源：各公司公告，东吴证券研究所



## 2.2. 核心优势 2: 拿地积极, 土储充沛, 满足公司 2-3 年开发需求

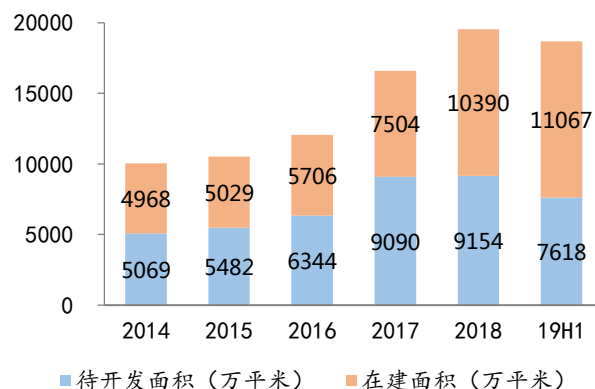
2015 年后, 公司积极扩张土储。2015 年后拿地金额占销售金额比重始终维持在 43% 以上, 其中 2017 年更加高达 89%; 截至 2019 年上半年, 公司拥有待开发面积 7618 万平方米, 在建面积 11067 万平方米, 可以满足公司 3-4 年开发需求。

图 12: 保利地产拿地金额及拿地销售比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 13: 保利地产土地储备建面 (万平方米)

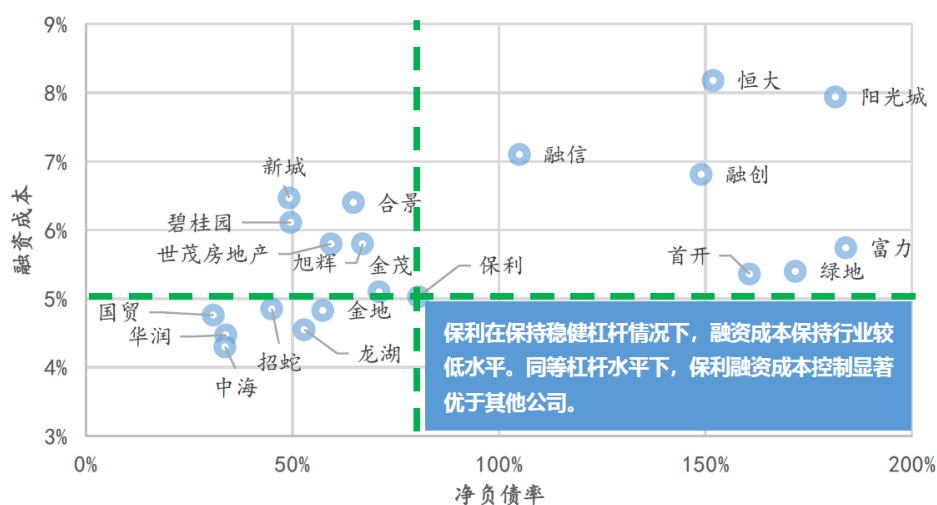


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 2.3. 核心优势 3: 杠杆和融资成本之间取得很好平衡

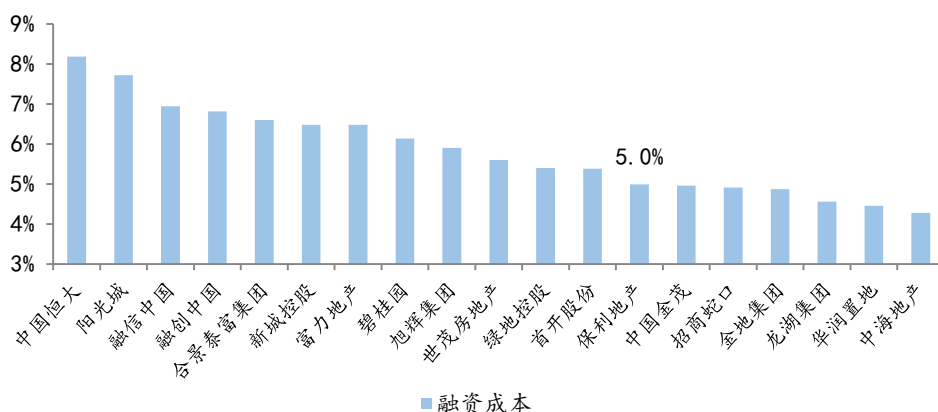
作为央企龙头地产公司, 保利地产在融资端优势显著。2018 年公司有息负债综合成本仅约 5.03%, 同等杠杆水平下, 融资成本控制显著优于其他公司。

图 14: 主要房企 2018 年净负债率及平均融资成本



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

图 15：主流房企 2019H1 平均融资成本情况（%）

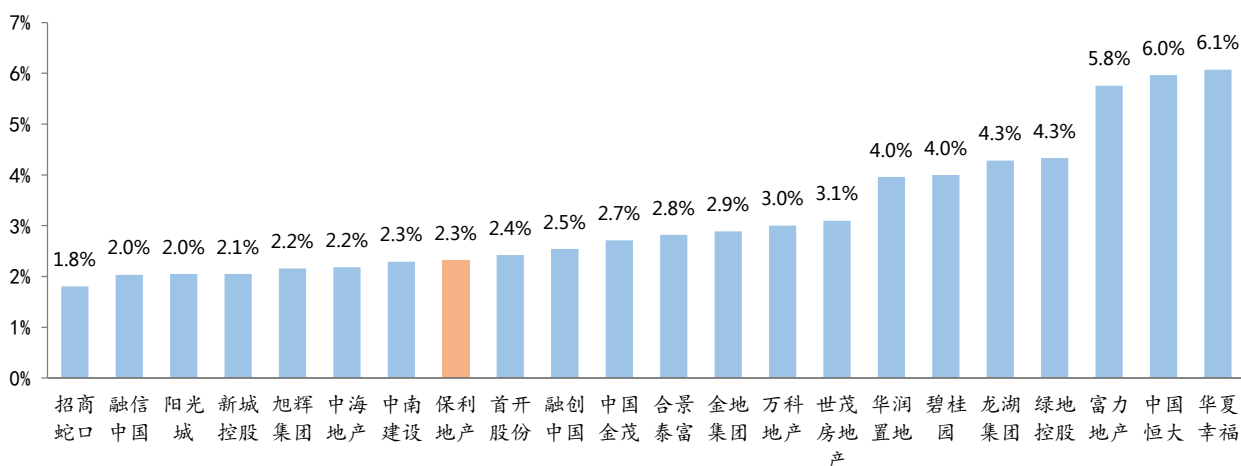


数据来源：公司公告，东吴证券研究所（备注：中国恒大、融创中国、绿地控股为 18 年数据）

#### 2.4. 核心优势 4：跑冒滴漏少，费用管控卓有成效，盈利能力持续高位

费用管控卓有成效，盈利能力持续高位。2018 年公司销售毛利率 32.5%，销售净利率 13.4%，盈利能力突出。我们用【(销售费用+管理费用)/销售金额】作为实际的销售管理费用指标来衡量公司的运营效率，保利地产销售管理费用占比仅 2.3%，维持行业较低水平。

图 16：2018 年主要房企销售管理费用/销售额



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

#### 2.5. 核心优势 5：管理团队经验丰富，有冲劲，品牌意识强

管理层经验丰富，有冲劲，注重品牌。宋广菊带领的管理团队具备多年的房地产经

营、管理工作经验；且作为地产界为数不多的女董事长，对产品打造要求更为注重，这也一直是保利长期贯彻的政策方针。早在 1998 年保利就初步形成品牌意识，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。

图 17：保利地产核心管理团队



**董事长宋广菊**

1960年出生，历任国防科工委，广州军区干部，1993年进入保利地产工作，历任办公室主任，副总经理，常务副总经理，总经理。现任本公司董事长，兼任保利南方集团有限公司董事长。



**董事张振高**

1962年出生，曾在全国人大常委会办公厅工作；历任保利(香港)控股，保利南方集团，保利财务公司，保利能源控股等主要子公司领导，保利集团公司财务部主任，总会计师，总经理。现任本公司董事，中国保利集团公司董事，总经理。



**董事、总经理刘平**

1968年出生，1989年参加工作，历任广东省审计厅直属分局科长，保利地产计划审计部经理，总经理办公室主任，总经理助理，董事会秘书。现任本公司董事，副总经理。



**董事张万顺**

1965年出生，1995年进入保利地产工作，历任广州保利房地产开发公司工程部计划部经理，保利地产副总经理，保利集团公司房地产部主任，保利(香港)控股常务副总经理，保利置业董事，常务副总经理。现任保利集团总经理助理，副总经济师，保利南方集团董事，总经理。

数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

## 2.6. 核心优势 6：激励到位，上下一心促成长

目前保利地产针对管理团队实施了股权激励和跟投，覆盖范围广，在央企中激励措施处于领先水平。

**股权激励计划：**公司 2016 年度股东大会审议通过了第二次股权激励计划，给予公司 682 名员工 12978 万股股票期权激励。相比第一次股权激励，本次激励在人数和范围方面均有较大改变。

**跟投：**2017 年底，公司董事会通过了《关于实施房地产项目跟投的议案》，授权管理层制定相关细则并具体实施。单一项目跟投总金额上限不超过项目资金峰值的 10%。跟投人员通过申购专项资管计划或信托计划等合规的投资结构参与跟投，跟投收益、损益及相关风险由跟投个人承担。

表 1：保利地产两次股权激励计划概况

项目	第一次股权激励	第二次股权激励
数量	5567 万股，占公司股本的 0.936%	12978 万份股票，占公司股本的 1.095%
价格	9.97 元/股	8.72 元/股
激励对象人数	175 人	682 人
行权有效期	6 年	6 年

各期行权比例	三期行权有效期内，分别有 30%，30%，40% 的股票期权在满足行权条件前提下获得可行权权利	三期行权有效期内，分别有 33%，33%，34% 的股票期权在满足行权条件前提下获得可行权权利
授予业绩条件	授权日前一个会计年度：净利润增长率不低于 20%，营业利润占利润总额比重不低于 90%，ROE 不低于 14%	授权日前三会计年度净利润复合增长率不低于 8%；股票期权授权日前一个会计年度：总资产周转率不低于 0.25；ROE 不低于 14%；对标企业相同指标的 50 分位值水平依次为 3.7%、13.2%、0.25，公司上述指标均不低于对标企业相同指标的 50 分位值水平。
行权业绩条件	营业利润占利润总额比重大于 92%，其他相同	总资产周转率不低于 0.25，其他相同

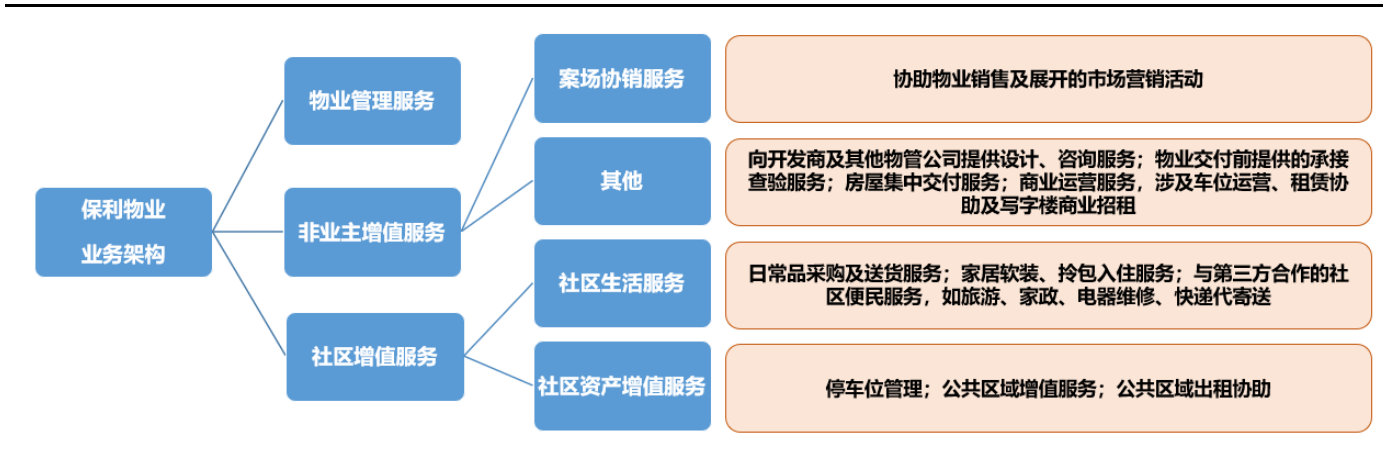
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3. 保利物业上市进程中

保利地产已经公告全资子公司保利物业境外（H股）首次公开发行股份申请材料获中国证监会受理。如果顺利上市，我们相信借助资本市场力量，将助力保利物业加速发展。

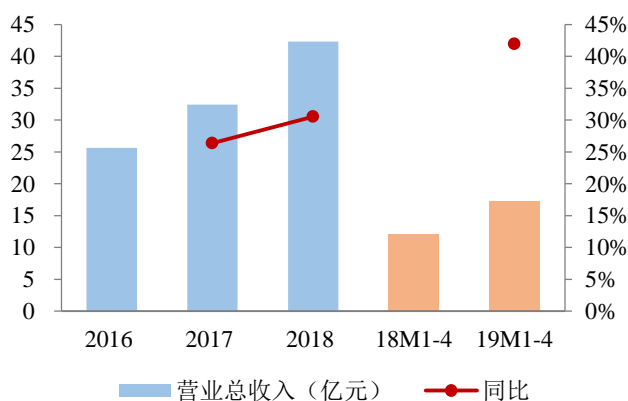
根据保利物业公告，2018年保利物业实现营收42.30亿元，同比增长31%；毛利润8.51亿元，同比增长47%；净利润3.36亿元，同比增长50%。从保利物业收入结构看，物管收入、非业主增值服务收入、社区增值服务收入分别占比70.5%、13.3%、16.2%。保利物业各业务盈利能力持续改善，2018年综合毛利率20.1%，同比提升2.2个百分点；三大业务毛利率均持续提升；2019年1-4月公司毛利率继续提升至24.9%。

图 18：保利物业业务结构情况



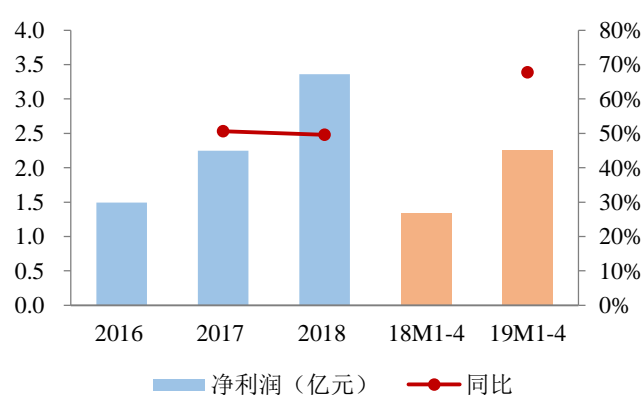
数据来源：保利物业公告，东吴证券研究所

图 19：保利物业营业收入及增速



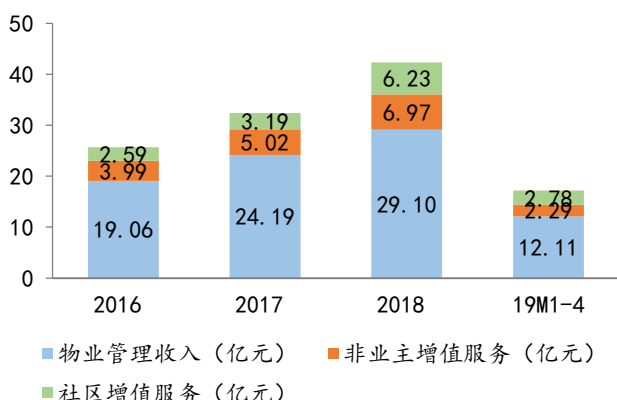
数据来源：保利物业公告，东吴证券研究所

图 20：保利物业净利润及增速



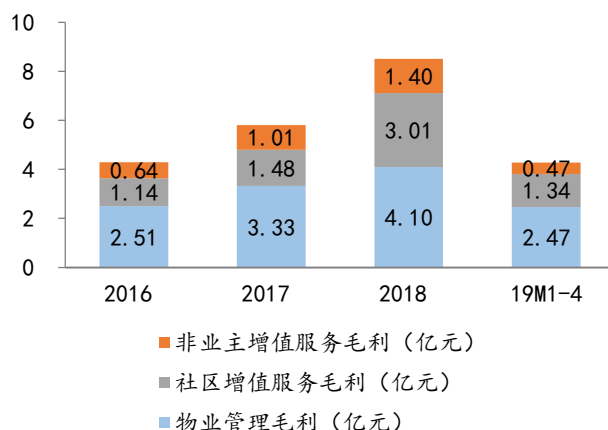
数据来源：保利物业公告，东吴证券研究所

图 21: 保利物业各业务收入情况



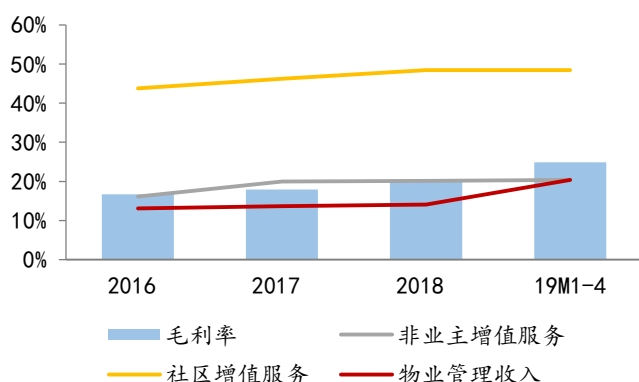
数据来源: 保利物业公告, 东吴证券研究所

图 22: 保利物业各业务毛利情况



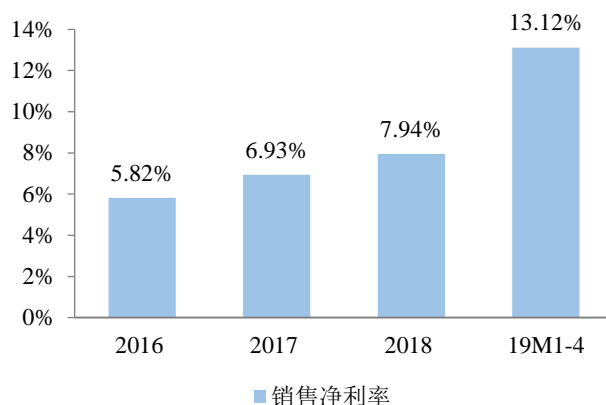
数据来源: 保利物业公告, 东吴证券研究所

图 23: 保利物业毛利率走势



数据来源: 保利物业公告, 东吴证券研究所

图 24: 保利物业净利率走势



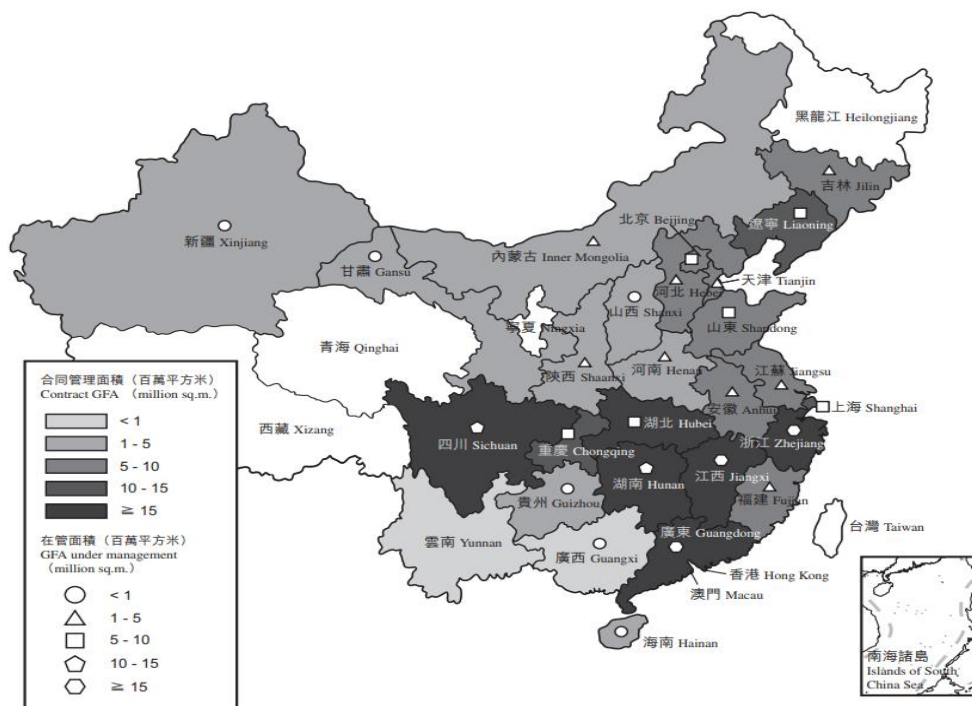
数据来源: 保利物业公告, 东吴证券研究所

### 3.1. 物管服务: 规模取胜, 收缴率维持高位

截至 2019 年 4 月, 保利物业物管服务收入 12.11 亿元, 同比增长 38%; 其中由保利地产承接而来的项目的收入占比达 84.2%, 第三方项目收入占比 15.8%, 保利地产开发的项目有效保障了公司未来在管面积的稳步提升。

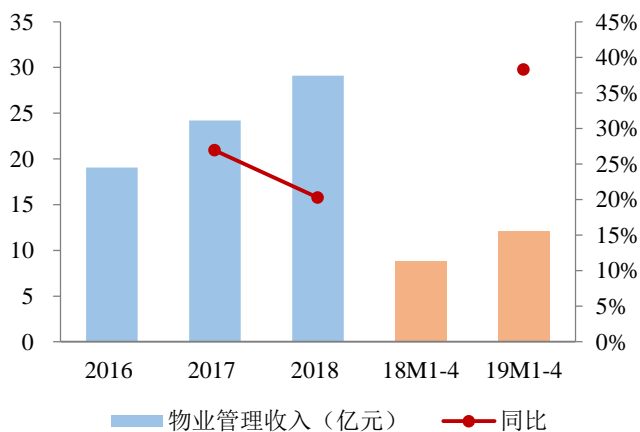
目前保利物业合约面积 3.71 亿平米, 分布在 27 个省、直辖市及自治区的 136 个城市; 在管面积 1.98 亿平米, 未来 1-2 年内保利物业合约项目有望转化为在管项目, 同时平均物管费也在稳步提升, 保利物业未来物管收入有望受益于量价齐升逻辑, 增量可观, 仍将是保利物业营业总收入的重要组成部分。

图 25: 保利物业业务区域分布情况



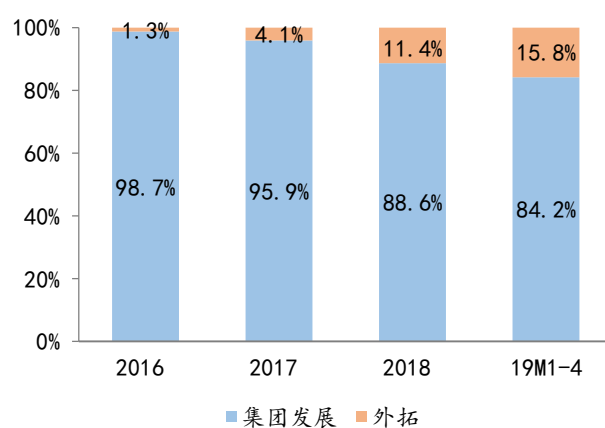
数据来源: 保利物业公告, 东吴证券研究所

图 26: 保利物业物业管理收入及增速



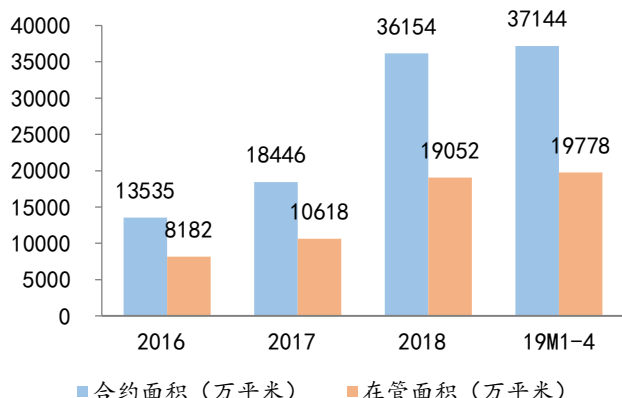
数据来源: 保利物业公告, 东吴证券研究所

图 27: 保利物业物业管理收入来源构成



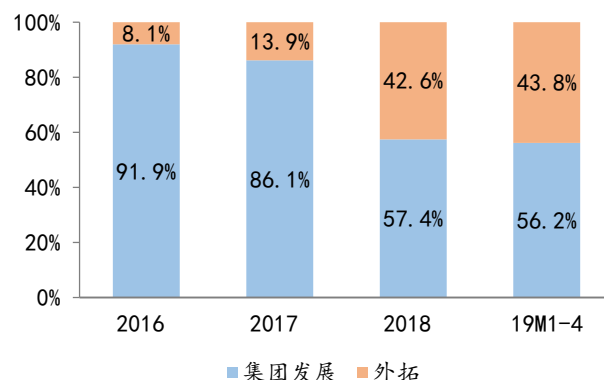
数据来源: 保利物业公告, 东吴证券研究所

图 28: 保利物业物管业务合约面积及在管面积



数据来源: 保利物业公告, 东吴证券研究所

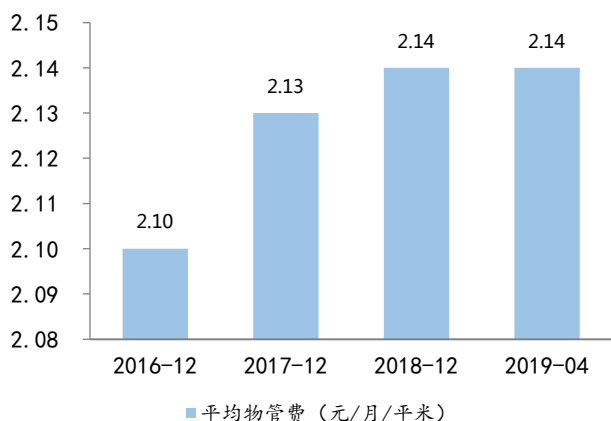
图 29: 保利物业在管面积来源



数据来源: 保利物业公告, 东吴证券研究所

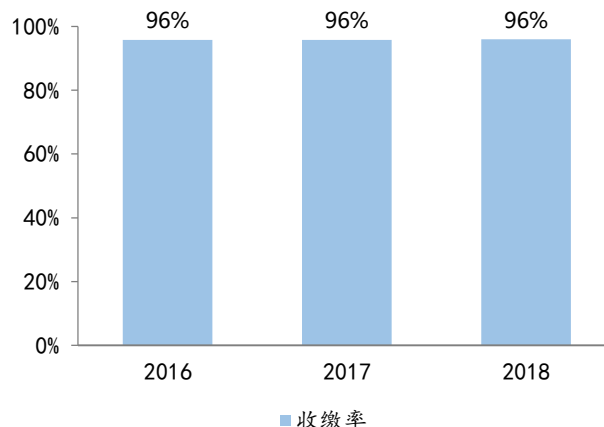
收缴率持续高位, 终止项目占比较低。保利物业物管服务质量被业主充分认可, 自 2016 年以来收缴率始终维持在 96%; 同时终止项目面积占比始终维持在 1% 左右, 且仍是保利物业主动将资源重新分配至盈利性更高的项目、自主优化的结果。

图 30: 保利物业平均物管费情况



数据来源: 保利物业公告, 东吴证券研究所

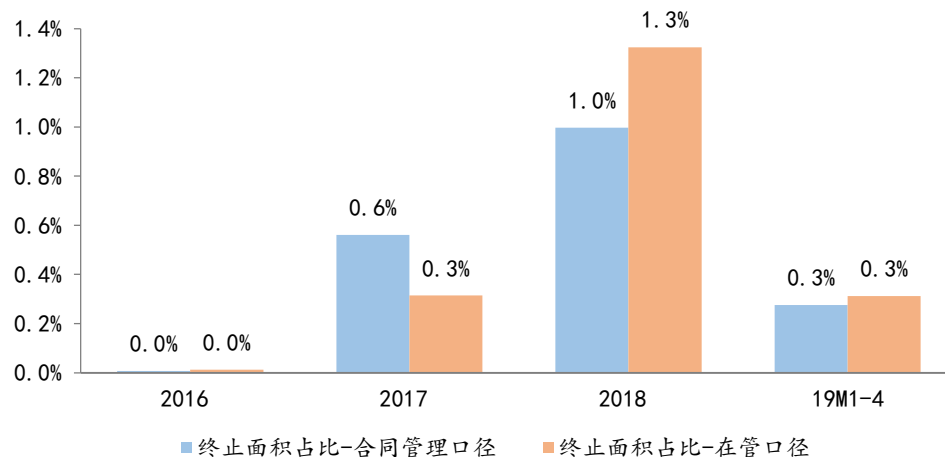
图 31: 保利物业收缴率走势



数据来源: 保利物业公告, 东吴证券研究所



图 32：保利物业终止面积占比

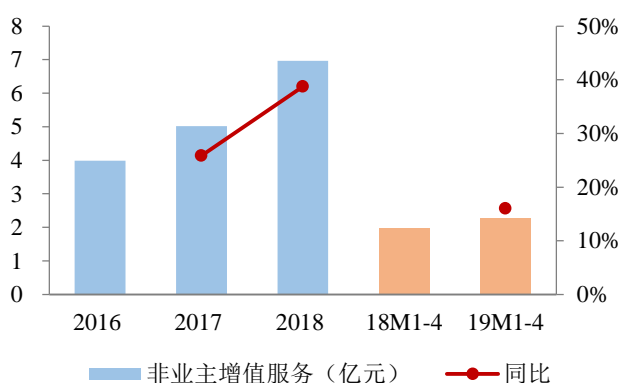


数据来源：保利物业公告，东吴证券研究所

### 3.2. 非业主增值服务：主要依赖案场协销服务

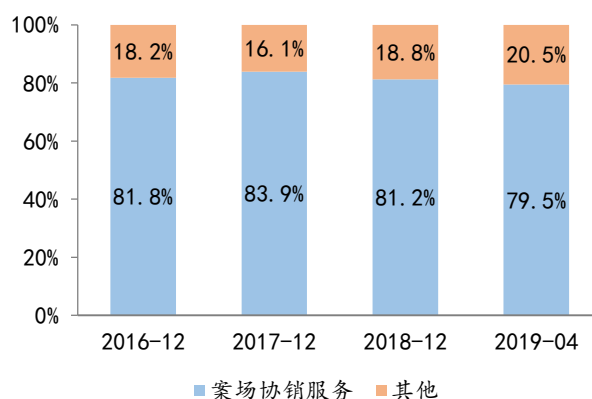
截至 2019 年 4 月，保利物业非业主增值服务收入 2.29 亿元，同比增长 16%；尽管收入占比不高，但业务毛利率持续提升，2019 年 1-4 月公司毛利率 20.4%，较 2018 年提升 0.3 个百分点，自 2016 年以来持续上升。从收入构成看，公司非业主增值服务主要依赖于案场协销活动，此外保利物业还向开发商及其他物管公司提供设计、咨询服务；物业交付前提供的承接查验服务；房屋集中交付服务；商业运营服务，涉及车位运营、租赁协助及写字楼商业招租。

图 33：保利物业非业主增值服务收入及增速



数据来源：保利物业公告，东吴证券研究所

图 34：保利物业非业主增值服务收入来源

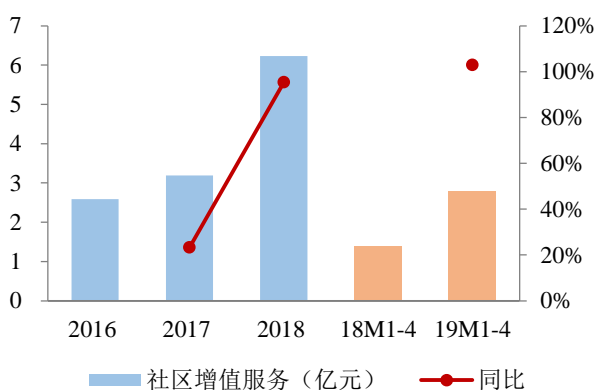


数据来源：保利物业公告，东吴证券研究所

### 3.3. 社区增值服务：盈利能力最为可观

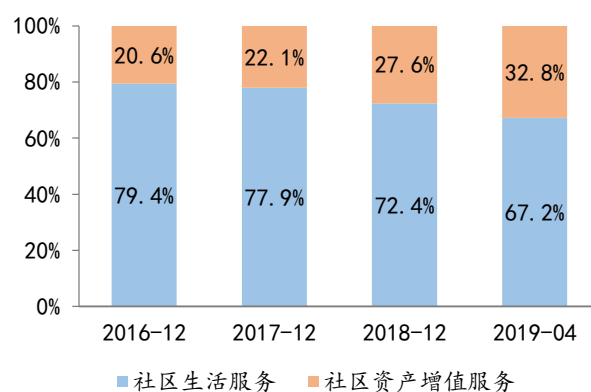
社区增值服务盈利能力最为可观。社区增值服务收入增速靓丽，截至 2019 年 4 月，保利物业社区增值服务收入 2.78 亿元，同比增长 103%，较 2018 年末提升 8 个百分点；且该业务盈利能力持续提升，2018 年、2019 年 1-4 月该业务毛利率均达 48.4%，显著高于其他两项业务毛利率水平。

图 35：保利物业社区增值服务收入及增速



数据来源：保利物业公告，东吴证券研究所

图 36：保利物业社区增值服务收入来源



数据来源：保利物业公告，东吴证券研究所

## 4. 强者恒强，预计行业龙头市占率将稳步提升

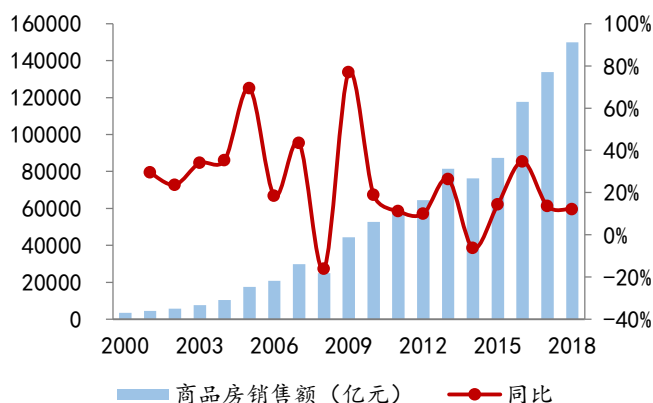
### 4.1. 未来行业规模企稳

商品房销售增长可观，未来总规模企稳。2018年商品房销售额近15万亿元，过去5年年均复合增速达13%。未来考虑到棚改力度的减弱、人口老龄化因素，增速或有放缓，但总体规模有望维持稳定。主要逻辑在于：

(1) 2018年我国城镇化率59.58%，自2010年后每年提升1.2个百分点左右，城镇化率提升迅猛，较美、法、德、日本等发达国家80%左右的水平仍有20%的提升空间。

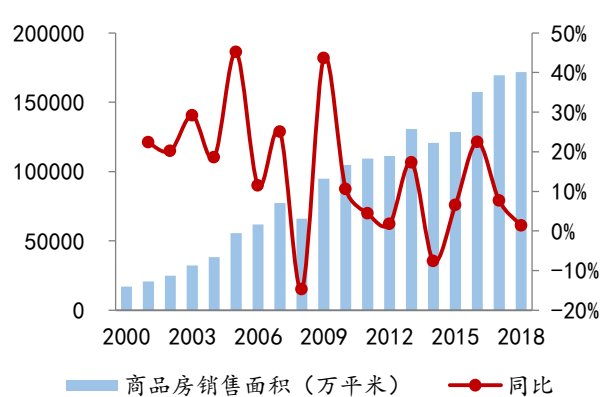
(2) 政府仍然在推进新型城镇化，通过“农民进城”、“房开落户”等措施来提升城镇化率，未来需求有支撑。

图 37：商品房销售金额及同比



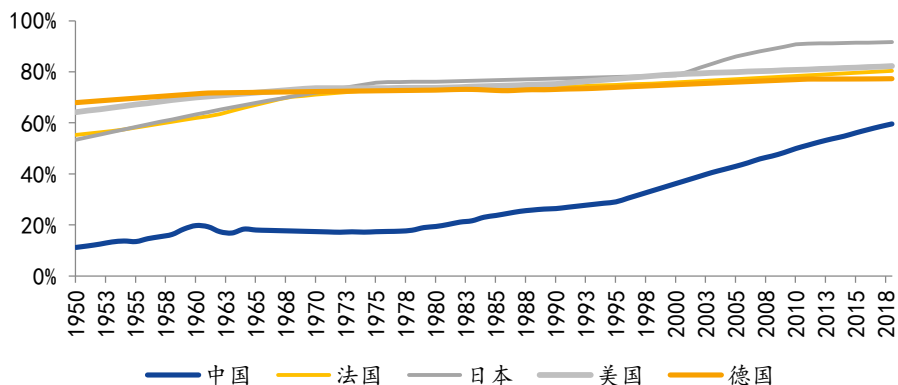
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 38：商品房销售面积及同比



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 39：各国城镇化率走势

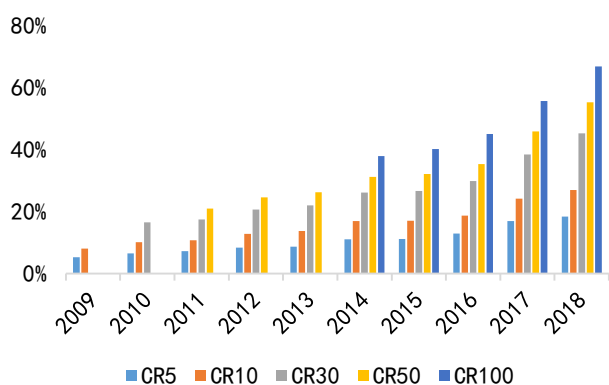


数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

## 4.2. 行业集中度加速攀升

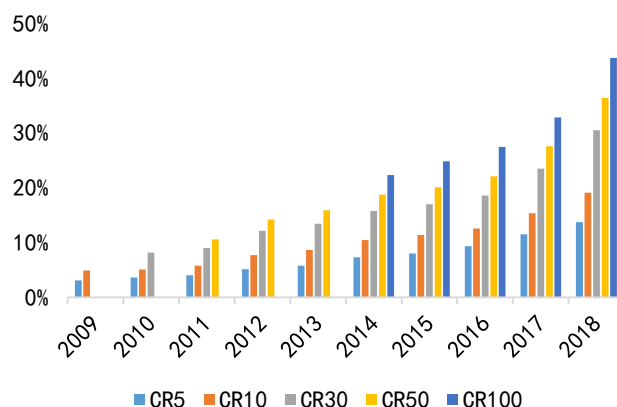
我国地产行业市场集中度加速攀升。截止到 2018 年，TOP5 的房企市占率提升至 18%，TOP10 的市占率提升至 27%，TOP30 的市占率提升至 45%，如今市场销售有 67% 的份额来自 TOP100。在限购、限贷、限价等传统调控政策持续加码，限商、限售、限签等新政策不断出台，商品房销售增速逐月回落的调控期，龙头房企凭借着大量的优质土地储备、更强的融资能力以及高效的运营能力，实现销售持续增长，并由此带动行业集中度进一步提升。

图 40：房地产市场集中度（销售金额口径）



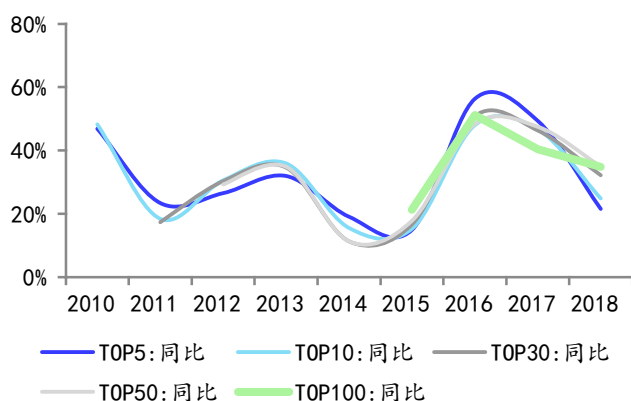
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 41：房地产市场集中度（销售面积口径）



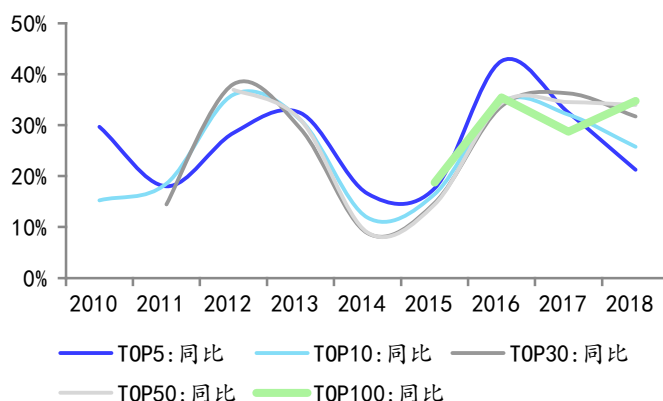
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 42：房地产市场不同梯队同比（销售金额口径）



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 43：房地产市场不同梯队同比（销售面积口径）



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

## 4.3. 预计保利地产市占率稳步提升

在行业规模平稳、集中度持续提升背景下，我们预计保利将凭借融资、土地、布局等方面优势，持续提升市占率。截至 2018 年，公司销售金额市占率继续提升 0.4 个百分点至 2.7%，销售面积市占率提升 0.3 个百分点至 1.6%。公司行业排名自 2016 年更上一个台阶，稳定在 4-5 名左右。

图 44：保利地产销售金额市占率

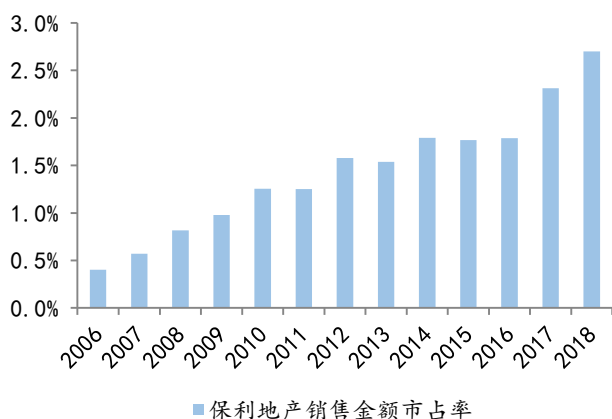
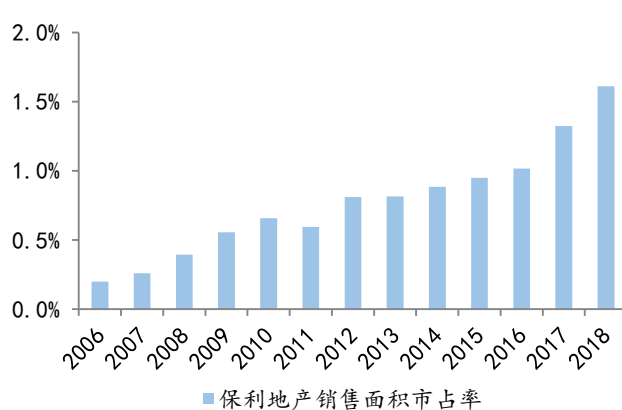


图 45：房保利地产销售面积市占率

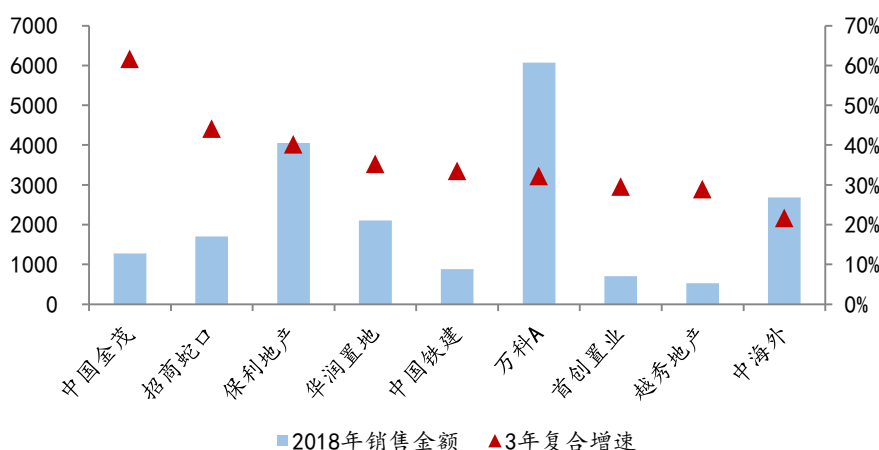


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**在央企中规模领先：**央企中，保利地产的销售增速位于前列，3 年复合增速达 40%，仅低于中国金茂、招商蛇口。公司在销售破 4000 亿大关基础上仍能够保持如此可观增速，充分彰显内在增长驱动力。

图 46：主要国企公司 18 年销售金额（亿元）及 3 年复合增速



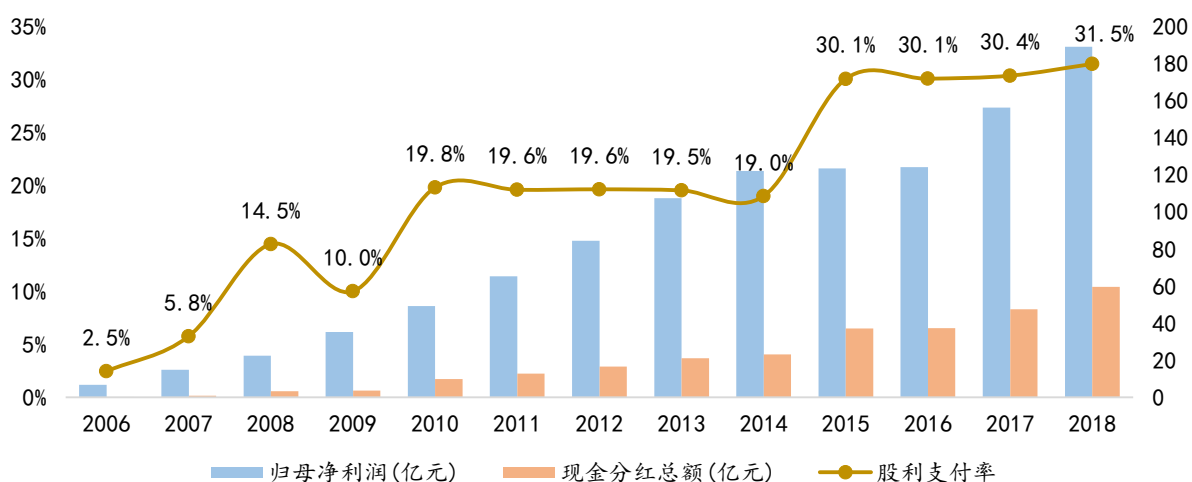
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 5. 估值及投资建议

### 5.1. 分红慷慨，累计分红超过累计融资金额

保利地产上市以来累计分红 272 亿元，最近 4 年股利支付率都在 30% 以上；累计进行股权融资 260.93 亿元（其中 IPO 20.93 亿元；定增 170 亿元；公开增发 70 亿元）。

图 47：保利地产上市以来归母净利润及分红总额

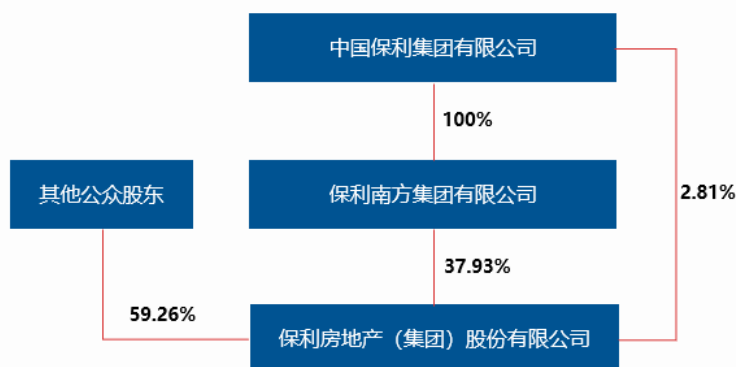


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 5.2. 股权架构稳定

截至 2019 年 6 月末，保利集团是公司实际控制人，持股比例 40.74%。公司长期以来，股权架构稳定。

图 48：保利地产股权架构（截至 2019H1）

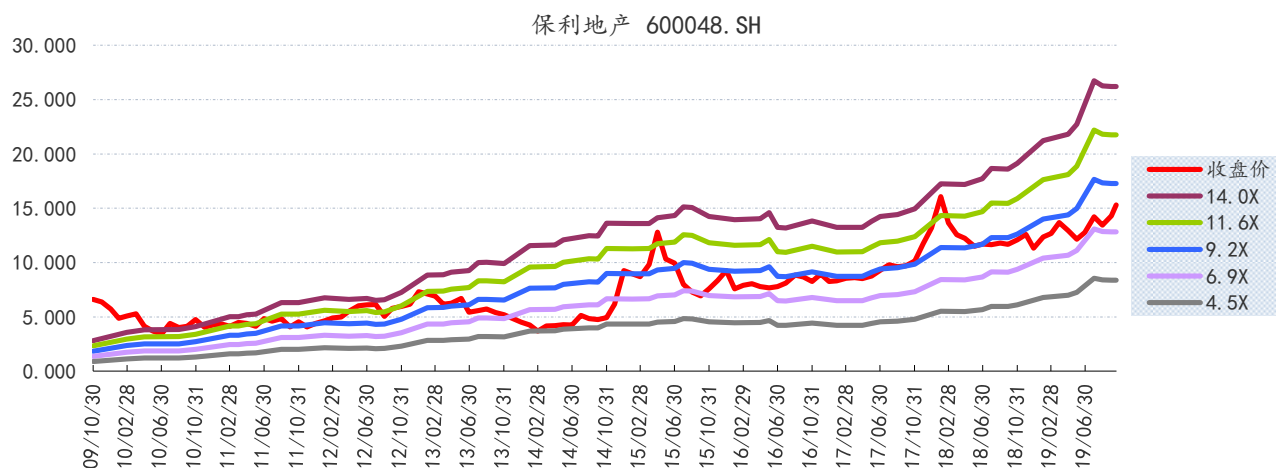


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 5.3. 近 10 年 PE BAND

根据 Wind 资讯的 PE BAND 数据，当前公司对应 2019 年 8.2 倍估值，处在近 10 年估值 27% 的分位数水平（月度口径、PE-TTM），估值较低。

图 49：保利地产上市以来股价走势图



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

### 5.4. 投资建议

保利地产近年来投资积极，土地储备充沛，为公司未来销售持续扩张打下坚实基础。公司战略布局核心城市群，坚持城市深耕和城市扩张并举，产品定位精准；管理团队经验丰富，有冲劲，品牌意识强，公司激励到位，上下一心促成长。同时公司借助强大的央企背景，能够帮助公司获取品牌溢价和低融资成本，进一步提升竞争力。从 PE-band 看，当前对应 2019 年估值处在近 10 年 27% 的分位数水平，估值较低；我们预计 2019-2021 年 EPS 分别为 2.09、2.62、3.14 元，对应 PE 分别为 7.36、5.87、4.90 倍，维持“买入”评级。

## 6. 风险提示

- 1) 行业销售规模大幅下滑：行业销售规模整体下滑，房企销售回款将产生困难。
- 2) 按揭贷款利率大幅上行：按揭贷款利率大幅上行则购房者购房按揭还款金额将明显上升，对购买力有损伤。
- 3) 房地产政策大幅收紧：政策大幅收紧，则房地产销售将承压，带来销售规模下滑。
- 4) 房企资金成本大幅上行：房地产企业资产负债率较高，资金成本上行将导致财务费用大幅增加，侵蚀利润。



保利地产三大财务预测表

资产负债表					利润表				
(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>766,481</b>	<b>881,337</b>	<b>1,113,177</b>	<b>1,260,284</b>	<b>营业收入</b>	<b>194,555</b>	<b>247,475</b>	<b>311,323</b>	<b>379,939</b>
现金	113,431	162,438	283,192	322,142	减:营业成本	131,339	168,406	210,921	258,434
应收账款	38	457	788	731	营业税金及附加	16,122	20,508	25,799	31,485
存货	474,505	546,140	625,645	734,535	营业费用	5,912	7,520	9,461	11,546
其他流动资产	178,507	172,301	203,552	202,875	管理费用	3,495	4,446	5,593	6,826
<b>非流动资产</b>	<b>80,012</b>	<b>120,599</b>	<b>110,438</b>	<b>127,734</b>	财务费用	2,585	3,143	3,542	3,954
长期股权投资	48,489	56,493	64,557	72,682	资产减值损失	2,351	838	1,219	1,884
固定资产	4,594	6,006	8,106	10,558	加:投资净收益	2,690	3,237	3,355	3,482
在建工程	878	4,424	8,007	11,483	其他收益	190	53	67	77
无形资产	119	107	92	74	<b>营业利润</b>	<b>35,593</b>	<b>45,906</b>	<b>58,212</b>	<b>69,372</b>
其他非流动资产	25,933	53,569	29,676	32,938	加:营业外净收支	188	207	267	262
<b>资产总计</b>	<b>846,494</b>	<b>1,001,935</b>	<b>1,223,615</b>	<b>1,388,018</b>	<b>利润总额</b>	<b>35,780</b>	<b>46,113</b>	<b>58,479</b>	<b>69,634</b>
<b>流动负债</b>	<b>444,897</b>	<b>527,145</b>	<b>659,790</b>	<b>749,603</b>	减:所得税费用	9,631	11,609	15,232	17,834
短期借款	3,011	3,102	3,195	3,290	少数股东损益	7,245	9,560	11,983	14,353
应付账款	46,049	71,283	75,670	104,386	<b>归属母公司净利润</b>	<b>18,904</b>	<b>24,943</b>	<b>31,264</b>	<b>37,447</b>
其他流动负债	395,836	452,761	580,925	641,927	EBIT	46,544	52,967	66,069	77,007
<b>非流动负债</b>	<b>215,103</b>	<b>259,704</b>	<b>310,144</b>	<b>337,721</b>	EBITDA	47,559	54,051	67,642	79,244
长期借款	214,939	259,524	309,946	337,504					
其他非流动负债	164	180	198	218	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>660,000</b>	<b>786,849</b>	<b>969,934</b>	<b>1,087,325</b>	每股收益(元)	1.58	2.09	2.62	3.14
少数股东权益	64,572	76,807	86,115	100,468	每股净资产(元)	9.67	12.04	13.50	16.24
					发行在外股份(百万股)	11895	11931	11931	11931
归属母公司股东权益	121,923	143,630	167,566	200,226	ROIC(%)	8.8%	8.5%	8.5%	8.6%
<b>负债和股东权益</b>	<b>846,494</b>	<b>1,001,935</b>	<b>1,223,615</b>	<b>1,388,018</b>	ROE(%)	14.0%	16.0%	17.0%	17.2%
					毛利率(%)	32.5%	32.0%	32.3%	32.0%
<b>现金流量表</b>					销售净利率(%)	9.7%	10.1%	10.0%	9.9%
(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率(%)	78.0%	77.9%	79.3%	78.3%
经营活动现金流	11,893	3,709	62,938	2,804	收入增长率(%)	32.9%	27.2%	25.8%	22.0%
投资活动现金流	-13,459	-9,497	-13,330	-13,080	净利润增长率(%)	21.0%	31.9%	25.3%	19.8%
筹资活动现金流	46,498	54,795	71,146	49,227	P/E	9.71	7.36	5.87	4.90
现金净增加额	45,093	49,007	120,753	38,951	P/B	1.59	1.28	1.14	0.95
折旧和摊销	1,015	1,083	1,573	2,237	EV/EBITDA	8.37	7.82	5.81	5.38
资本开支	604	4,831	5,568	5,792					
营运资本变动	-19,231	-30,271	20,045	-48,754					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

