

推荐 (维持)

保利地产 (600048) 研究报告

风险评级: 中风险

国企改革积极战略升级启航 规模及行业排位有望进一步提升

2019年10月31日

何敏仪

SAC 执业证书编号:

S0340513040001

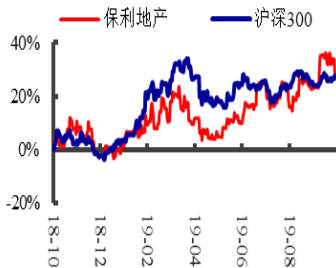
电话: 0769-23320072

邮箱: hmy@dgzq.com.cn

主要数据 2019年10月30日

收盘价(元)	14.59
总市值(亿元)	1,740.75
总股本(亿股)	11,931.10
流通股本(亿股)	11,931.10
ROE(TTM)	17.24%
12月最高价(元)	16.44
12月最低价(元)	11.23

股价走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind

相关报告

■ **整体观点:** 保利地产更名为保利发展, 战略升级将带来规模与利润双增长。公司业绩多年来持续较快增长, 并且土储丰富、布局区域理想; 地产以外两翼业务市场化能力提升, 协同发展格局逐步体现, 并逐步形成利润及规模新增长点。

■ 近年拿地及新开工明显提速为后续销售规模增长奠定基础, 龙头地位稳固并有望排名进一步提升。公司在行业持续调控之下, 销售增速领跑行业; 作为央企项目获取及融资渠道更宽广, 融资成本极具优势。而激励跟投等措施也在央企中步伐领先。公司国企改革持续推进, 提效增速预期强烈, 看好公司未来的发展。预测2019年—2020年EPS分别为2.0元和2.45元, 对应PE分别为7.2倍和5.9倍, 给予“推荐”评级, 建议关注。

■ **近年拿地及新开工提速积极 为规模进一步上升奠定基础。** 从公司近年拿地及新开工情况可以看出, 公司2016年及2017年拿地及新开工规模大幅提升, 为后续提速发展奠定基础。同时持续加大一二线城市及核心城市群的渗透深耕, 2018年一二线城市拓展金额和面积分别为74%和61%。

■ **成长性理想 业绩保障度高。** 公司营收及归属净利润六年复合增长率分别为20.8%和15.6%。2019年上半年实现营收同比增19.48%, 归母净利润增长达53.28%。前三季度归属净利润增长也达三成四, 账上预收账款为2018年结算收入1.96倍, 全年业绩保障度极高。

■ **负债率水平稳中有降 融资成本较低极具优势。** 截止2019年6月末, 公司扣除预收账款后资产负债率为40.46%, 处于持续下降趋势中, 也低于行业平均水平; 净负债率76.64%, 较年初降低3.92个百分点。有息负债综合成本仅约4.99%, 融资成本较低, 在行业中极具优势。

■ **激励到位聚力增效 分红率较高积极回报股东。** 公司将独特的军旅文化融入现代企业管理, 跟投与股权激励措施在国央企中步伐领先, 改革创新焕发新活力可期。《2018-2020年股东回报规划》提出每年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%。未来继续保持较高分红率积极回馈股东值得期待。

■ **风险提示。** 政策收紧超预期, 房地产销售低于预期
主要财务指标预测表

单位(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	194,555	242,221	297,932	363,477
增长率(%)	32.66	24.50	23.00	22.00
归属净利润(百万)	18,903.72	23,918.35	29,275.24	35,674.84
增长率(%)	20.98	26.53	22.40	21.86
毛利率(%)	32.48	32.80	32.80	32.50
净利率(%)	9.72	9.87	9.83	9.81
ROE(%)	22.81	20.08	20.12	20.25
每股收益(元)	1.59	2.00	2.45	2.99

资料来源: 东莞证券研究所, Wind

目 录

1. 央企旗下地产平台 战略升级带来提效增速预期	3
2. 销售规模快速增长 市场占有率持续上升	3
3. 近年拿地及新开工提速积极 为规模进一步上升奠定基础	5
4. 成长性理想 业绩保障度高	6
5. 多元整合资源优势突出 土地储备丰富布局良好	7
6. 负债率水平稳中有降 融资成本较低极具优势	9
7. 两翼业务市场化提升 协同发展格局逐步体现	10
8. 激励到位聚力增效 分红率较高积极回报股东	11
9. 总结与投资建议	11

插图目录

图 1: 公司控股股东持股情况图	3
图 2: 公司近年销售面积增长情况	4
图 3: 公司近年销售金额增长情况	4
图 4: 公司市场占有率变化情况	4
图 5: 公司新增建面增长情况	5
图 6: 公司拿地金额增长情况	5
图 7: 公司新获取项目个数	5
图 8: 公司近年新开工面积增长情况	6
图 9: 公司近年竣工面积增长情况	6
图 10: 公司近年营收增长情况	7
图 11: 公司近年归属净利润增长情况	7
图 12: 公司销售现金/营收占比情况	7
图 13: 公司近年预收账款增长情况	7
图 14: 公司在建及待开发面积增长	8
图 15: 公司规划建面及可售建面增长	8
图 16: 公司可售面积增长情况	8
图 17: 公司资产负债率变化	9
图 18: 公司综合融资成本变化	9
图 19: 公司近年销售现金回笼情况	10
图 20: 公司分红率变化情况	11
图 21: 公司未分配利润额变化	11

表格目录

表 1: 公司盈利预测（截至 2019/10/30）	12
----------------------------------	----

1. 央企旗下地产平台 战略升级带来提效增速预期

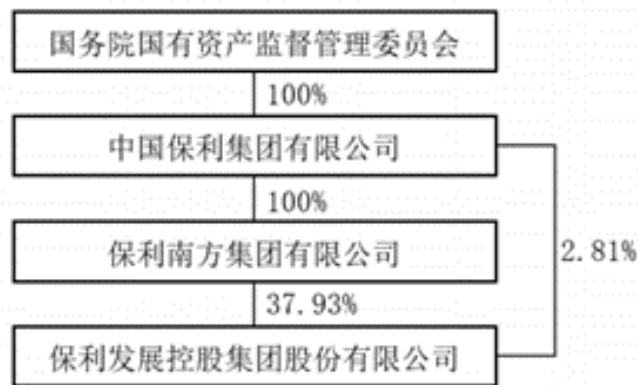
保利发展控股集团股份有限公司（SH600048），简称保利发展，是大型央企中国保利集团控股的房地产上市公司，也是保利集团房地产业务的主要运作平台，福布斯世界 500 强第 245 位。

公司是国内较早从事不动产投资开发的企业之一，不动产投资、开发、运营业务，已实现国际化规模经营，业务遍布全球一百多个城市。

公司原名保利地产，2018 年 9 月宣布升级为保利发展控股集团股份有限公司（简称“保利发展”），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。在坚定聚焦房地产开发主业的同时，公司加速培育两翼产业市场化能力。战略升级将带来规模与利润的双增长，公司国企改革持续推进，提效增速预期强烈。

2018 年公司实现签约销售达 4048 亿元规模，同比增长 30.91%，规模位列行业前五、央企第一。物业管理、销售代理、房地产金融等板块排名行业前列，支持主业发展，并逐步形成多产业协同发展格局，开辟新的规模与利润增长点。2018 年末，公司品牌价值达 642.41 亿元，连续九年蝉联“中国房地产行业领导公司品牌”，位列“中国房地产百强企业”综合实力第四名。

图1：公司控股股东持股情况图



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

2. 销售规模快速增长 市场占有率持续上升

公司近年房地产签约销售规模实现持续快速增长，市场占有率也实现稳步提升。2012 年公司签约销售面积为 901 万平米，到 2017 年销售面积上升至 2242 万平米，五年复合增长率达 20%。签约销售额也从 2012 年的 1017 亿上升至 2017 年的 3092 亿，五年内销售规模提升三倍，复合增长率达 25%。

2018年在宏观调控力度不减、行业规模增速放缓的背景下，公司紧抓市场窗口，合理铺排销售节奏，全年实现签约金额4048.17亿元，同比增长30.91%；签约面积2766.11万平方米，同比增长23.36%，销售保持快速上升，市场占有率更从2012年的1.58%提升至2.70%。

全年销售中，一二线城市及六大核心城市群销售贡献均达77%，其中珠三角实现签约销售1170亿，较去年同期增长24%。深耕城市销售再创新高，单城签约过百亿城市12个，广州实现签约400亿元，佛山、北京超过250亿元，东莞、中山等首次突破100亿元。

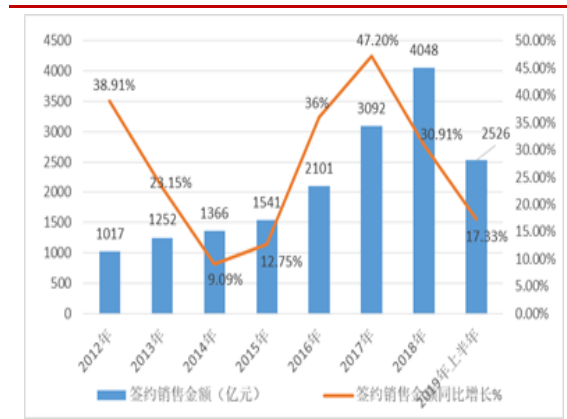
2019年前三季度，公司实现签约面积2293.78万平方米，同比增长13.29%；实现签约金额3467.73亿元，同比增长14.2%。公司下半年以来销售增速回升明显，在行业中表现突出。前三季度销售面积及销售金额分别占2018年全年的83%和85.7%，同时四季度一般占全年销售比例较大，公司今年销售继续实现较理想增幅预期高。

图2：公司近年销售面积增长情况



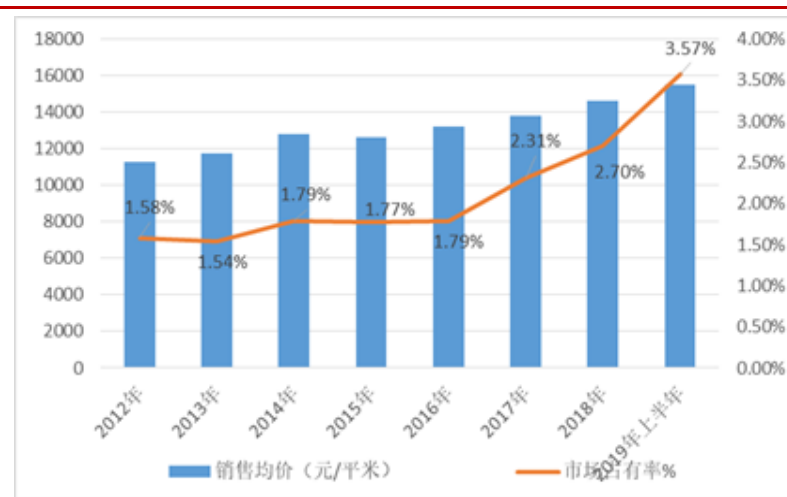
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图3：公司近年销售金额增长情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图4：公司市场占有率变化情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

3. 近年拿地及新开工提速积极 为规模进一步上升奠定基础

从公司近年拿地及新开工情况可以看出，公司 2016 年及 2017 年拿地及新开工规模大幅提升，为后续提速发展奠定基础。

2012 年至 2015 年，公司每年新增容积率面积大都在 1300 万平左右，2016 年新增容积率面积达 2404 万平方米，2017 年新增 4520 万平方米，分别为 2015 年的 1.84 倍和 3.45 倍，分别为当年销售面积的 150%和 201%，公司补库存节奏大幅提升。2018 年公司新增容积率面积虽然较 2017 年有所下滑，但仍达 3116 万平方米，大幅高于 2017 年以外的其它年份，也为当年销售面积的 112%，继续积极补充库存。

新拓展项目成本方面，2012 年至 2015 年均维持在 450 亿至 650 亿之间，2016 年提升至 1214 亿，同比增长达 85%，为当年全年销售的 57.8%；2017 年获取新项目总成本达 2765 亿元，同比增长达 128%，拿地金额达到当年销售金额的 89.4%；2018 年拿地总成本也高达 1927 亿，为全年销售 47.6%。公司近三年拿地速度提升，积极补充库存意愿明显。

同时，公司持续加大一二线城市及核心城市群的渗透深耕，2018 年一二线城市拓展金额和面积分别为 74%和 61%，且三四线城市新增容积率面积中 53%位于珠三角、长三角城市群。截至 2018 年末，公司拥有待开发面积 9154 万平方米，其中一二线城市占比 60%，六大城市群合计占比 69%。

图5：公司新增建面增长情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图6：公司拿地金额增长情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图7：公司新获取项目个数



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

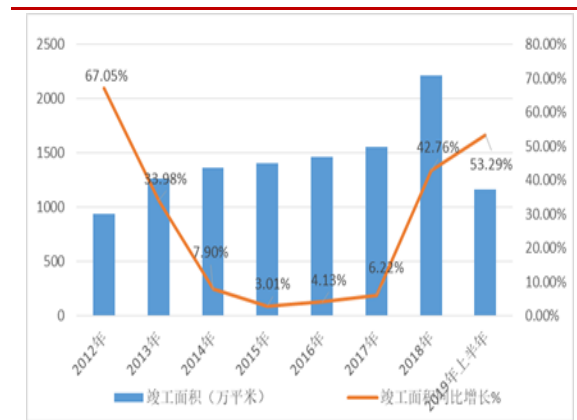
新开工方面，2016年以来新开工面积均取得较大的增幅。2016年公司新开工面积达2039万平方米，同比增长达45.44%；2017年及2018年新开工面积同比增幅也分别达50.81%和42.96%，新开工面积分别提升至3075万平方米及4396万平方米。2019年上半年公司新开工面积为2894万平方米，同比增长22.69%，新开工保持较快增速。竣工方面，2018年全年竣工2217万平方米，同比增速为42.76%；2019年上半年竣工增速达53.29%，为1167万平方米。整体看，近年公司新开工增速明显提升，积极补充可售货量，为后续销售提升奠定基础。而竣工量也实现明显的提升，带来结算业绩上升的预期。

图8：公司近年新开工面积增长情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图9：公司近年竣工面积增长情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

4. 成长性理想 业绩保障度高

公司营收及归属净利润也实现持续快速增长，成长性理想，持续为股东创造价值及收益。2011年公司营收及归属净利规模分别为470亿及65.31亿；2017年实现营收及归属净利润分别达1463亿及156.26亿；营收及归属净利润六年复合增长率分别为20.8%和15.6%。

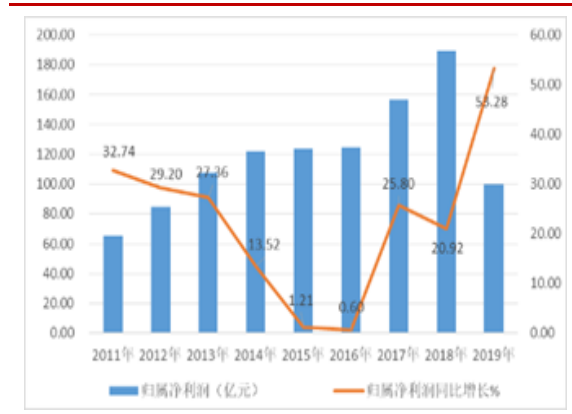
2018 年公司实现营业总收入 1945.55 亿元，同比增长 32.66%；净利润 261.49 亿元，同比增长 32.78%；归母净利润 189.04 亿元，同比增长 20.92%。2019 年上半年，公司实现营业总收入 711.41 亿元，同比增长 19.48%，实现归母净利润 99.55 亿元，同比增长达 53.28%。公司业绩增长理想，令人满意。三季度归属净利润增速达 34.08%，增速依然理想。同时，截止 2019 年 9 月末，公司账上预收账款达 3829 亿，同比增长 20.6%，为 2018 年全年结算收入的 1.96 倍，业绩保障度极高。

图10：公司近年营收增长情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图11：公司近年归属净利润增长情况



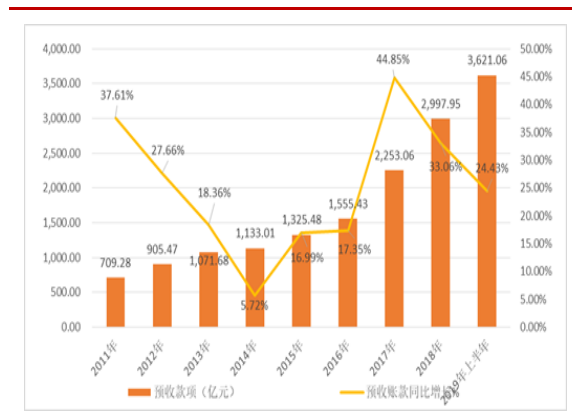
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图12：公司销售现金/营收占比情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图13：公司近年预收账款增长情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

5. 多元整合资源优势突出 土地储备丰富布局良好

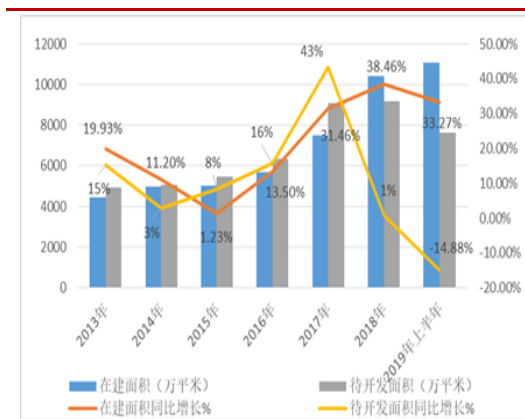
经过多年发展积累，公司构建了多元化的土地资源拓展模式，在招拍挂、收并购、合作开发、三旧改造、央企整合、产业拓展等渠道均形成了突出的资源整合优势，收购中航国际旗下的地产开发业务，落实及储备多个旧改、城市地标、主题公园、特色小镇、产业园等优质项目。

其中 2017 年完成中国航空工业集团有限公司旗下 11 个项目收购，随后通过分批方式在广州、南京、成都等 15 个城市累计收购 20 个项目、新增规划容积率面积 910 万平方米。以现金方式收购保利（香港）控股有限公司 50% 股权，实现对保利集团有限公司境内房地产业务整合，进一步扩大业务区域，提升经营规模和市场占有率，巩固行业龙头地位。2018 年通过收并购、合作开发、旧城改造、产业拓展等方式获取项目 75 个，分别占全年拓展金额及拓展面积的 54%、58%。公司获取项目渠道丰富，作为大型央企，资源整合能力突出。

区域布局方面，公司坚持聚焦一二线城市及核心城市群，并继续加大重点城市深耕发展，形成以珠三角、长三角、京津冀、中部、成渝、海西等城市群为重点的布局体系。在待开发面积中，一二线城市占比 60% 以上。产品定位方面，保持刚性及改善性需求的住宅产品定位，住宅类产品销售占比在 90% 以上，且以 144 平方米以下普通住宅为主，满足市场主流需求。

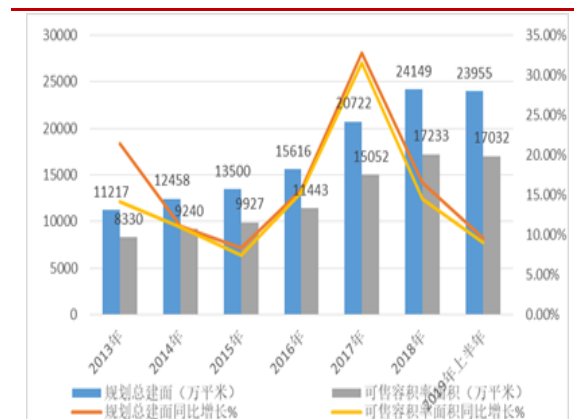
截至 2019 年 6 月末，公司规划总建面达到约 2.4 亿平米，在国内外 104 个城市合计拥有在建面积 11067 万平方米、待开发面积 7618 万平方米。待开发面积中，一二线城市占比约 60%，城市群周边的核心三四线城市占比约 30%。另外公司可售容积率面积为 1.7 亿平米，已签约面积达 9050 万平米，可售待售面积约 8000 万平米，可售及结算资源均充裕。

图14：公司在建及待开发面积增长



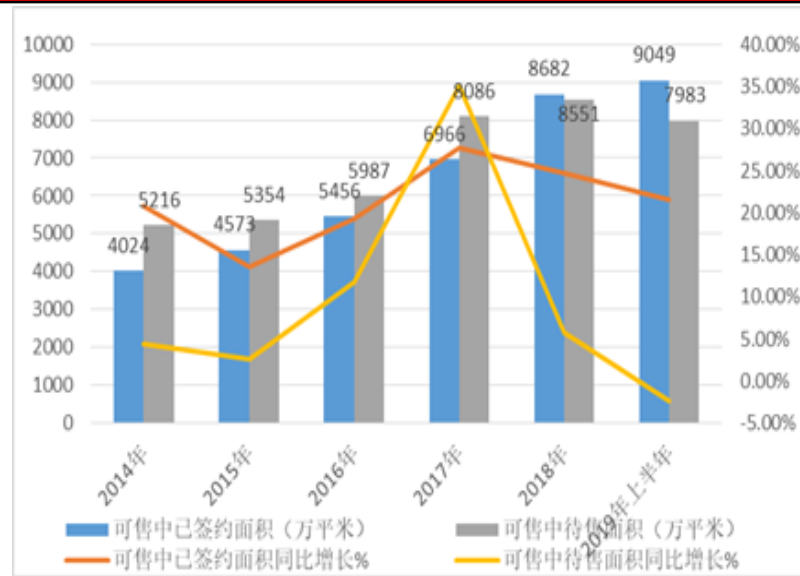
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图15：公司规划建面及可售建面增长



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图16：公司可售面积增长情况



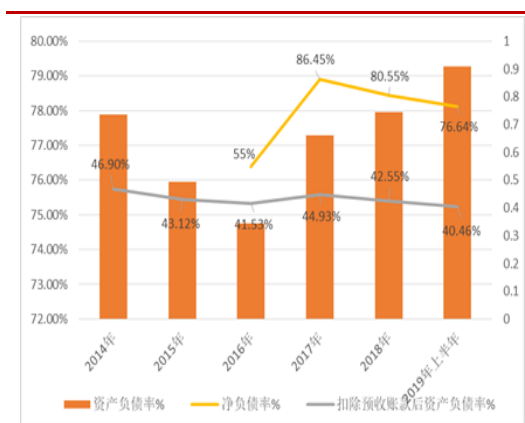
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

6. 负债率水平稳中有降 融资成本较低极具优势

公司发挥央企信用优势，构建了以银行信贷为主，股权融资、直接债务融资、资产证券化等为辅的多元化融资体系，保障充足的融资头寸和有竞争力的融资成本。同时公司注重保持稳健的资产负债结构，合理控制负债规模，优化账龄结构，严控债务风险。

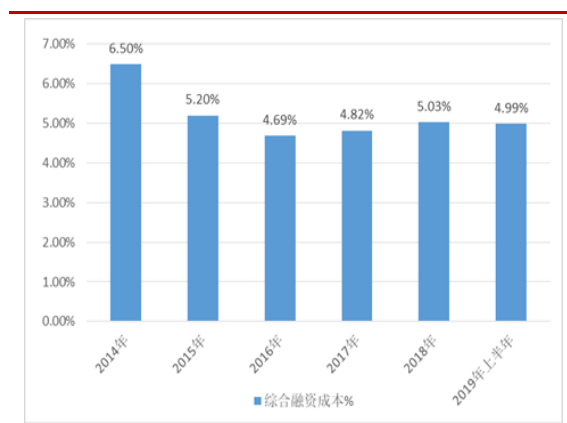
截止 2019 年 6 月末，公司资产负债率 79.27%，基本保持稳定；扣除预收账款后资产负债率为 40.46%，处于持续下降趋势中，也低于行业平均水平；净负债率 76.64%，较年初降低 3.92 个百分点。公司资产负债结构持续改善，具备较强的抗风险能力；账面有息负债 2710 亿元，有息负债综合成本仅约 4.99%，融资成本较低，在行业中极具优势。

图17: 公司资产负债率变化



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图18: 公司综合融资成本变化



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

截至 2019 年 6 月 30 日，公司共获得的授信总额合计 5100 亿元。其中，已使用授信额度 2234 亿元，剩余未使用授信额度为 2866 亿元。另一方面，公司持续加强现金流管理，

近年来销售回笼率保持在 85%以上,处于行业领先水平,提供了充足的经营现金流保障。

图19：公司近年销售现金回笼情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

7. 两翼业务市场化提升 协同发展格局逐步体现

公司提出“一主两翼”发展战略，在坚定聚焦房地产开发主业同时，加速培育两翼产业市场化能力。物业管理、销售代理、房地产金融等板块排名行业前列，在支持主业发展的同时，逐步形成多产业协同发展格局，开辟新的规模与利润增长点。

保利物业积极加大业务外拓，合同管理面积约 3.7 亿平方米，在管面积近 2.0 亿平方米，其中外拓项目在管面积近 0.9 亿平方米，占比 45%。布局全国 131 个城市，综合实力位居国内物业管理行业前五。保利物业已向中国证监会、香港联交所递交首次公开发行境外上市外资股并上市的申请材料，分拆物业管理业务上市有利于该项业务的提速发展，以及提升公司整体价值。

保利投顾业务方面，继续推进与业界龙头合富辉煌的战略合作，加大与外部开发商的合作，2019 年上半年新进入城市达 11 个，累计覆盖城市超过 200 个，代理项目超过 1700 个，持续提升市场竞争力。

截止 2018 年末商业管理板块运营项目 65 个，管理面积 266 万平方米，累计外拓购物中心 10 个、酒店 4 个。2019 年上半年新拓展购物中心、酒店和公寓合计 7 个项目，以轻资产模式继续推动品牌及管理输出得以体现。

另外，公司在公寓、教育、康养等板块也取得一定发展。不动产金融方面，累计基金管理规模逾 1000 亿元，累计投资项目超过 150 个，其中信保基金多次被评为“中国房地产基金十强”。

8. 激励到位聚力增效 分红率较高积极回报股东

公司将独特的军旅文化融入现代企业管理，建立了权责明确、科学灵活的决策体系，并通过绩效考核、内部审计、组织监督等管理机制，打造出执行高效的团队，保障公司战略高效落地。同时，公司不断完善激励机制，通过股权激励和员工跟投等机制将企业与员工利益高度统一，形成强大的企业凝聚力。公司的跟投与股权激励措施，在国企央企中步伐领先，改革创新焕发新活力可期。

股东回报方面，公司多年来分红率均保持持续平稳，并且分红率水平在行业中靠前。2015年开始公司分红率有明显的上，从过去 20%左右水平提升至 30%的水平。2017 年公司再次制定了《2018-2020 年股东回报规划》，提出每年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%。公司当前每股未分配利润为 7.46 元，为当前股价的约 47.5%。预测公司 2019 年 EPS 分别为 2.0 元，每股现金分红达 0.6 元，对应当前股价股息率为 4.1%。未来公司继续保持较高分红率积极回馈股东值得期待。

图20：公司分红率变化情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图21：公司未分配利润额变化



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

9. 总结与投资建议

整体看，保利地产更名为保利发展，战略升级将带来规模与利润的双增长。公司业绩多年来持续较快增长，并且土储丰富、布局区域理想；地产以外两翼业务市场化能力提升，协同发展格局逐步体现，并逐步形成利润及规模新增长点。

近年公司拿地及新开工提速为后续销售规模增长奠定基础，龙头地位稳固并有望排名进一步提升。公司在行业持续调控之下，销售增速领跑行业；作为央企项目获取及融资渠道更宽广，融资成本极具优势。而激励跟投等措施也在央企中步伐领先。公司国企改革持续推进，提效增速预期强烈，看好公司未来的发展。

预测公司 2019 年——2020 年 EPS 分别为 2.0 元和 2.45 元，对应当前股价 PE 分别为 7.2

倍和 5.9 倍，给予“推荐”评级，建议关注。

风险提示：政策收紧超预期，房地产销售低于预期

表 1：公司盈利预测（截至 2019/10/30）

科目（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	194555.49	242221.59	297932.55	363477.71
营业总成本	161804.51	199362.82	244970.20	298325.64
营业成本	131338.80	162772.91	200210.67	245347.46
营业税金及附加	16122.37	20104.39	25026.33	30532.13
销售费用	5912.21	7266.65	8937.98	10904.33
管理费用	3495.45	4481.10	5511.75	6724.34
财务费用	2584.65	2800.00	2900.00	3000.00
其他经营收益	2880.17	2700.00	2800.00	2800.00
公允价值变动净收益	190.42	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2689.75	2700.00	2800.00	2800.00
营业利润	35631.15	45558.77	55762.35	67952.07
加营业外收入	366.18	0.00	0.00	0.00
减营业外支出	178.51	0.00	0.00	0.00
利润总额	35818.82	45558.77	55762.35	67952.07
减所得税	9631.16	12300.87	15055.84	18347.06
净利润	26187.65	33257.90	40706.52	49605.01
减少数股东损益	7245.42	9339.55	11431.28	13930.17
归母公司所有者的净利润	18903.72	23918.35	29275.24	35674.84
基本每股收益(元)	1.59	2.00	2.45	2.99

数据来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn