

保利地产 (600048.SH)

实控人时隔 6 年增持，公司绝对价值凸显

核心观点：

- **保利集团及高管团队联合增持计划。**8月4日晚，保利发布公告，实控人保利集团增持公司股份50万股，增持后持有48.5亿股(占40.5%)，同时拟于6个月内继续增持不超2%(2.39亿股)的股票(含本次)。董事长刘平及全体高管计划未来6个月内增持公司股份，合计增持金额800-1500万元，增持价格不超过15.06元/股(20年每股净资产)。
- **史上历次增持均为公司价值底部。**保利集团增持有4次，08年9月、14年2月、15年8月、21年8月，前三次分别增持了637万股、270万股、124万股，PB分别对应1.24x、0.92x、1.35x，本次仅有0.66x。
- **董事长平稳换届，公司进入新一轮发展阶段。**7月30日公司董事长顺利平稳换届，宋广菊辞任，刘平接任。刘平在2007-2021的15年共增持18次(含本次，次数最多)。本次董事长及高管计划增持约53-150万股(当前合计持有1124万股)。
- **稳健经营，21年投融资表现彰显央企龙头房企竞争优势。**首批两集中，保利获取24宗497亿土地资源，排名前三；在第二批已出让城市中，厦门、长春获取3宗59亿土地资源。上半年公告拿地力度34%，特别是上海、武汉等高货值项目，拿地分布广，土地质量高。体现出公司作为绿档央企在融资和投资方面的综合实力。
- **盈利预测与投资建议：预计21-22年业绩分别为2.55元/股、2.76元/股。**公司上半年业绩实现正增长，单季度利润率回升，经营表现稳健。结合公司储备，预计21-23年业绩分别为305亿元、330亿元、360亿元(同比+5.4%、+8.0%、+9.1%)，当前股价对应PE为4.1x、3.8x、3.5x，考虑到供给侧改革背景下绿档企业优势进一步凸显，我们维持合理价值20.90元/股不变，对应21年8.2XPE，维持“买入”评级。
- **风险提示。**行业景气度下行影响公司销售，结算规模不及预期。

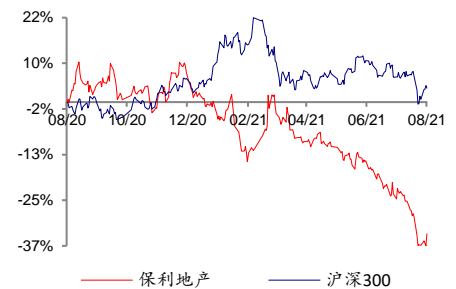
盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	235981	243208	278729	322500	352010
增长率(%)	21.3%	3.1%	14.6%	15.7%	9.2%
EBITDA(百万元)	49819	49606	53651	58333	62556
归母净利润(百万元)	27959	28948	30538	33040	36004
增长率(%)	48%	4%	5%	8%	9%
EPS(元/股)	2.34	2.42	2.55	2.76	3.01
市盈率(P/E)	4.5	4.3	4.1	3.8	3.5
ROE(%)	18%	16%	15%	14%	13%
EV/EBITDA	6.5	6.9	5.2	4.8	4.6

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	10.48元
合理价值	20.90元
前次评级	买入
报告日期	2021-08-05

相对市场表现



分析师：

郭镇



SAC 执证号：S0260514080003

SFC CE No. BNN906



021-60750604



guoz@gf.com.cn

分析师：

乐加栋



SAC 执证号：S0260513090001



021-38003642



lejiadong@gf.com.cn

分析师：

邢莘



SAC 执证号：S0260520070009



021-60750620



xingshen@gf.com.cn

请注意，乐加栋、邢莘并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

保利地产(600048.SH)：4	2021-05-13
月销售破500亿元，新进入扬州、宜宾两城	
保利地产(600048.SH)：稳	2021-04-21
健经营，迎接未来的机会和挑战	
保利地产(600048.SH)：3	2021-04-09
月销售破历史同期新高，投资规避高溢价率市场	

一、保利集团及高管团队联合增持计划

8月4日晚，保利发布公告，实控人保利集团增持公司股份50万股，增持后持有48.5亿股（占40.5%），同时拟于6个月内继续增持不超2%（2.39亿股）的股票（含本次）。董事长刘平及全体高管计划未来6个月内增持公司股份，合计增持金额800-1500万元，增持价格不超过15.06元/股（20年每股净资产）。

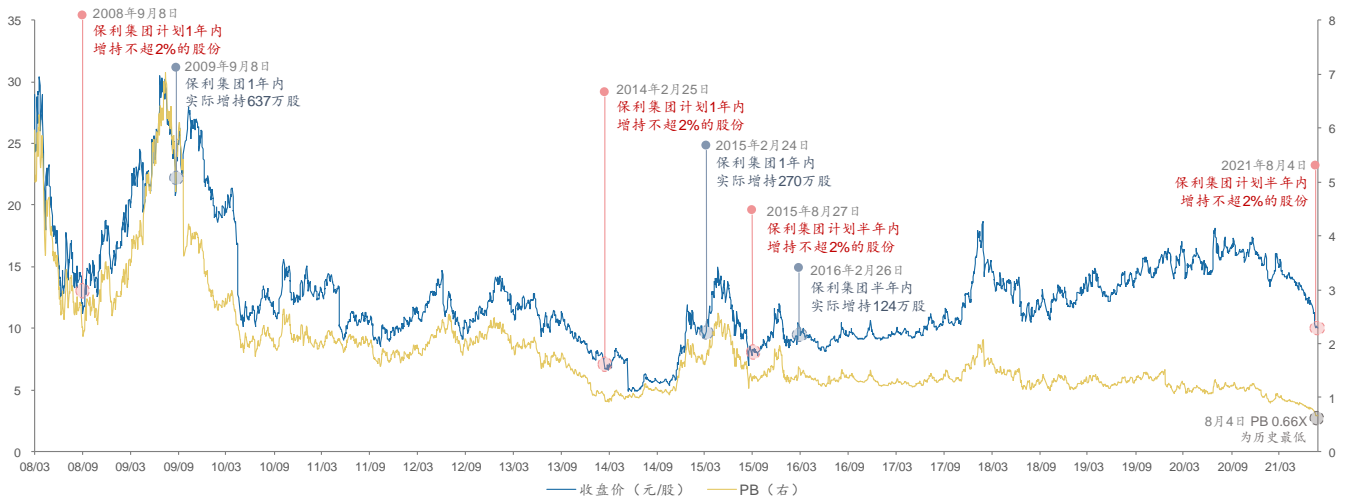
史上历次增持均为公司价值底部。保利集团增持有4次，08年9月、14年2月、15年8月、21年8月，前三次分别增持了637万股、270万股、124万股，PB分别对应1.24x、0.92x、1.35x，本次仅有0.66x。

表1：大股东保利集团历史增持情况

公告日	截止日	时间	增持股份 (万股)	占比	起始年 前一年	前一年末每股净 资产(元/股)	公告日当天股 价(元/股)	PB
2008/9/8	2009/9/8	12个月	637	0.18%	2007	9.73	12.03	1.24
2014/2/25	2015/2/24	12个月	270	0.03%	2013	7.25	6.67	0.92
2015/8/27	2016/2/26	6个月	124	0.01%	2014	5.72	7.75	1.35
2021/8/4	2022/2/3	6个月			2020	15.06	9.99	0.66

数据来源：公司增持公告，广发证券发展研究中心；PB净资产对应前一年末归母净资产

图1：保利地产股价、PB及大股东保利集团增持情况



数据来源：Wind，公司增持公告，广发证券发展研究中心；注：图中净资产采用最近一期归母净资产水平

二、董事长平稳换届，公司进入新一轮发展阶段

7月30日公司董事长顺利平稳换届，宋广菊辞任，刘平接任。刘平在2007-2021的15年共增持18次（含本次，次数最多）。本次董事长及高管计划增持约53-150万股（当前合计持有1124万股）。

表2：本次高管增持主体截至8月4日持有股份情况

序号	姓名	职务	持有公司股票数量 (万股)	持有公司股票比例	本次计划增持金额 (万元)
1	刘平	董事长、总经理	741.0	0.0619%	300-500
2	胡在新	党委副书记	83.3	0.0070%	50-100
3	周东利	财务总监	55.2	0.0046%	50-100
4	张伟	副总经理	47.7	0.0040%	50-100
5	黄海	董事会秘书	105.1	0.0088%	50-100
6	王全良	纪委书记	0.0	0.0000%	50-100
7	孔峻峰	副总经理	0.0	0.0000%	50-100
8	潘志华	副总经理	26.9	0.0022%	50-100
9	刘文生	副总经理	51.5	0.0043%	50-100
10	张艳华	副总经理	0.0	0.0000%	50-100
11	刘颖川	副总经理	13.7	0.0011%	50-100
合计			1,124.3	0.0939%	800-1500

数据来源：公司增持公告，广发证券发展研究中心

表3：历年高管增持频率

增持频率	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021 M1-7	本次
宋广菊	1	1	1	1	1	1	0	3	2	1	0	0	0	0	0	0
刘平	1	1	1	1	1	1	0	2	1	2	1	1	1	2	1	1
胡在新	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0	1
周东利	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	0	1
张伟	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	1	1
黄海	0	0	0	0	0	0	0	3	1	0	0	1	1	2	1	1
王全良	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
孔峻峰	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
潘志华	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	2	1
刘文生	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	1
张艳华	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
刘颖川	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1

张万顺	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	0	0
陈冬桔	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	1	1	2	1	0	0
王健	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	0	2	0	0	0	0
吴章焰	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	0
余英	0	0	0	0	0	0	0	1	2	0	0	0	0	0	0	0
彭碧宏	0	0	0	0	0	0	0	1	2	0	0	0	0	0	0	0
朱铭新	0	0	0	0	0	0	0	3	1	0	0	0	0	0	0	0
张玲	0	1	1	1	1	1	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0
王小朝	0	1	1	1	1	1	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0
张曦	0	0	0	0	0	0	0	3	0	0	0	0	0	0	0	0
付俊	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0
陈凯	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
岳勇坚	0	2	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
李彬海	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
官集保	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
谭艳	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
张克强	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
杨小虎	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
黎家河	2	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
韩清涛	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
王旭	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

数据来源：公司增持公告，广发证券发展研究中心

三、稳健经营，投融资表现彰显央企龙头房企竞争优势

保利上半年实现销售2852亿元，同比增长27%，销售面积1671万方，同比增长12%，均价17064元/平，同比增长13%。一、二季度销售增速分别为13.3%、12.6%。年初滚存加上半年新推，21H1可售总货值4434亿，去化率64%，高于20H1（60%），低于17-19上半年表现（71%、77%、68%），部分原因是6月单月有近200亿的已认购未签约。公司上半年推货占比45%，低于18、19年同期水平（48%、51%）。

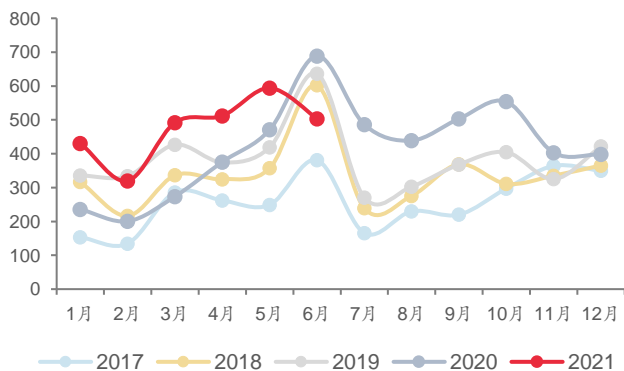
上半年市场景气度较好，保利因此新推去化水平和成交效率都不错，但是因为滚存货值规模体量较大，去化效率较低，因此总货值去化数据并不是很理想。若全年完成推货5800亿，则预计下半年推货同比+2.4%，考虑到去化率下架，5500亿销售目标也大概率可以完成。

表4：保利地产销售情况及与龙头房企比较

时间	销售金额 (亿元)	同比	销售面积 (万方)	同比	销售均价 (元/平)	同比	TOP10 销售金 额 (亿元)	同比
(保利累计)						(TOP10 累计)		
2015	1541	12.7%	1218	14.2%	12652	-1.3%	14878	15%
2016	2101	36.3%	1599	31.3%	13142	3.9%	22022	48%
2017	3092	47.2%	2242	40.2%	13791	4.9%	32307	47%
2018	4048	30.9%	2766	23.4%	14634	6.1%	40334	25%
2019	4618	14.1%	3123	12.9%	14788	1.1%	45333	12%
2020	5028	8.9%	3409	9.2%	14750	-0.3%	48547	7%
2021M1-6	2852	27.0%	1671	12.0%	17064	13.4%	26169	25%
(保利单月)						(TOP10 单月)		
20/01	236	-29.8%	158	-30.8%	14970	1.5%	2486	-11%
20/02	201	-39.9%	131	-30.6%	15279	-13.5%	1858	-22%
20/03	274	-35.8%	201	-28.9%	13592	-9.8%	3478	-10%
20/04	376	0.4%	244	-4.4%	15405	5.0%	3669	0%
20/05	471	12.4%	318	16.9%	14826	-3.8%	4057	2%
20/06	689	8.2%	441	7.5%	15631	0.6%	5330	10%
20/07	486	79.8%	322	71.9%	15087	4.6%	4278	23%
20/08	439	44.9%	282	42.6%	15560	1.7%	4122	22%
20/09	503	36.7%	347	27.8%	14484	7.0%	5195	21%
20/10	554	36.9%	412	45.7%	13429	-6.0%	4886	8%
20/11	403	24.0%	263	8.6%	15327	14.1%	4566	10%
20/12	398	-5.5%	290	-4.7%	13731	-0.8%	4624	17%
21/01	431	82.6%	210	33.6%	20467	36.7%	3844	55%
21/02	320	59.5%	208	58.1%	15418	0.9%	3027	63%
21/03	492	79.8%	300	49.1%	16390	20.6%	4433	27%
21/04	512	36.2%	331	35.6%	15473	0.4%	4581	25%
21/05	594	26.2%	389	22.6%	15265	3.0%	4808	19%
21/06	503	-27.0%	233	-47.1%	21593	38.1%	5476	3%

数据来源：公司经营公告，统计局，克而瑞，广发证券发展研究中心

图2：保利地产单月销售金额（亿元）



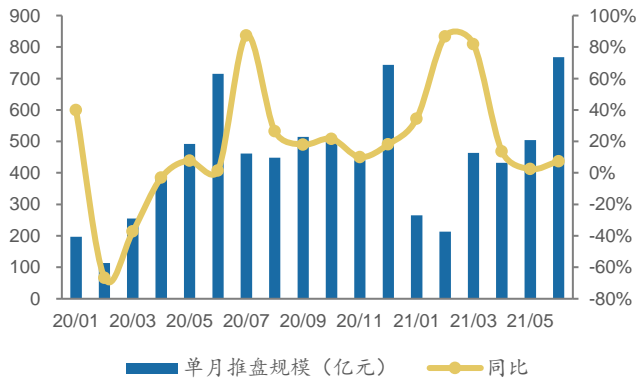
数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

图3：保利地产单月销售均价及同比



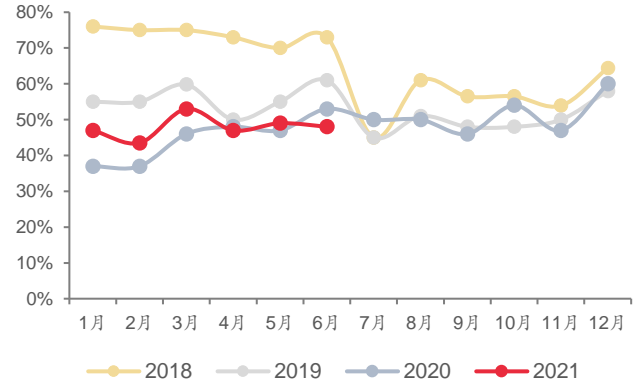
数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

图4：保利地产单月推盘规模（亿元）



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

图5：保利地产单月去化率



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

拿地方面，保利上半年拿地963亿元，拿地面积1651万方，金额及面积口径拿地力度分别为34%、99%，一二季度拿地节奏平稳，权益比例（71%）较20年全年提升5.1pct，区域上稳华东、拓西部，各区域资源比例更加均衡。

首批两集中，保利获取24宗497亿土地资源，排名前三；在第二批已出让城市中，厦门、长春获取3宗59亿土地资源。公司上半年公告拿地力度34%（拿地963亿/销售2852亿），特别是上海、武汉等高货值项目，拿地分布广，土地质量高。体现出公司作为绿档央企在融资和投资方面的综合实力。

表5：保利地产拿地规模情况一览（公告口径）

	拿地金额 (亿元)	同比	金额口径 拿地力度	金额权益 比例	拿地面积 (万方)	同比	面积口径 拿地力度	拿地均价 (元/平)	均价口径 拿地力度	累计布局城 市(个)
	(累计金额口径)				(累计面积口径)			(累计均价口径)		
2015	656	53%	43%	73%	1308	6%	107%	5015	40%	62
2016	1214	85%	58%	69%	2404	84%	150%	5050	38%	69
2017	2765	128%	89%	59%	4520	88%	202%	6117	44%	91
2018	1927	-30%	48%	65%	3116	-31%	113%	6184	42%	101
2019	1555	-19%	34%	69%	2679	-14%	86%	5804	39%	111
2020	2353	51%	47%	65%	3186	19%	93%	7388	50%	115
2021M1-6	963	17%	34%	71%	1651	68%	99%	5833	34%	122
	(单月金额口径)				(单月面积口径)			(单月均价口径)		新进入城市
20/01	125	443%	53%	88%	232	371%	147%	5394	36%	
20/02	113	36%	56%	75%	119	16%	90%	9475	62%	
20/03	109	94%	40%	79%	108	-18%	54%	10111	74%	
20/04	96	303%	25%	60%	99	83%	41%	9644	63%	
20/05	228	36%	48%	75%	249	-3%	79%	9133	62%	
20/06	149	-17%	22%	58%	177	-23%	40%	8436	54%	

20/07	80	-62%	16%	77%	228	-27%	71%	3502	23%	
20/08	223	80%	51%	52%	366	160%	130%	6087	39%	临汾
20/09	192	48%	38%	70%	404	90%	116%	4748	33%	大同 琼海
20/10	125	45%	23%	61%	208	25%	50%	5994	45%	
20/11	334	265%	83%	65%	458	41%	174%	7284	48%	廊坊
20/12	581	52%	146%	59%	538	-23%	185%	10808	79%	
21/01	163	31%	38%	93%	308	33%	146%	5294	26%	
21/02	162	44%	51%	58%	295	148%	142%	5490	36%	长治 儋州
21/03	127	16%	26%	55%	208	92%	69%	6139	37%	
21/04	116	21%	23%	70%	252	153%	76%	4599	30%	扬州、宜宾
21/05	215	-5%	36%	70%	245	-2%	63%	8784	58%	龙岩、宜春
21/06	179	20%	36%	73%	343	94%	147%	5224	24%	宁德

数据来源：公司经营公告，统计局，克而瑞，广发证券发展研究中心

表6：保利地产拿地金额结构占比（公告口径）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021M1-6	21/06
分线拿地金额占比										
一线	22%	39%	45%	28%	30%	21%	19%	20%	11%	0%
二线	64%	46%	30%	55%	44%	40%	40%	52%	50%	56%
三四线	14%	15%	24%	17%	26%	38%	41%	28%	39%	44%
分区域拿地金额占比										
华南	19%	47%	26%	30%	17%	39%	40%	26%	14%	38%
华东	25%	23%	29%	41%	40%	28%	32%	32%	36%	5%
华北	20%	17%	32%	14%	28%	10%	9%	16%	19%	3%
中部	4%	3%	5%	7%	6%	13%	6%	11%	10%	25%
西部	14%	6%	8%	6%	7%	8%	6%	8%	19%	23%
东北	17%	4%	0%	2%	2%	1%	6%	7%	2%	6%
海外	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
按城市进入时间划分的拿地金额占比										
布局1年	9%	9%	6%	3%	12%	5%	4%	1%	3%	2%
布局1-3年	9%	9%	1%	5%	3%	14%	7%	3%	5%	3%
布局3-5年	23%	18%	5%	5%	4%	5%	5%	9%	14%	0%
布局5-10年	35%	20%	27%	49%	35%	20%	31%	15%	17%	10%
布局10年以上	24%	44%	61%	39%	46%	55%	53%	73%	61%	85%

数据来源：公司经营公告，公司年报及中报，广发证券发展研究中心

表7：两集中首批出让拿地金额Top 30房企成交情况汇总

排名	公司简称	企业性质	成交宗数 (宗)	成交建面 (万方)	出让金 (亿元)	楼面价 (元/平)	配建比例 (%)	溢价率 (%)	货值 (亿元)	拿地毛利率 (%)
1	融创中国	民企	49	623	772	12404	6.9%	14.0%	1283	18.4%
2	招商蛇口	央企	18	332	521	15696	14.2%	20.7%	786	12.4%
3	保利地产	央企	24	400	497	12446	14.9%	13.6%	825	17.1%

4	华润置地	央企	14	354	468	13236	18.6%	19.9%	578	6.7%
5	万科 A	地方国企	35	443	394	8895	7.5%	16.6%	686	15.5%
6	卓越集团	民企	7	131	360	27553	32.5%	5.3%	492	11.5%
7	金地及商置	民企	21	321	349	10854	6.7%	6.0%	692	27.1%
8	绿城中国	民企	14	212	294	13858	16.4%	24.8%	444	10.3%
9	越秀及集团	地方国企	12	211	277	13163	19.4%	16.2%	598	21.0%
10	龙湖集团	民企	17	337	267	7938	19.8%	22.2%	436	4.3%
11	融信中国	民企	13	128	265	20660	19.9%	27.2%	349	4.9%
12	建发及国际	地方国企	17	181	231	12807	16.9%	26.5%	335	7.6%
13	中骏集团控股	民企	8	199	214	10784	30.2%	16.9%	387	17.3%
14	滨江集团	民企	6	66	199	30238	22.4%	29.8%	230	-3.3%
15	碧桂园	民企	12	187	175	9371	15.1%	8.3%	334	26.0%
16	中国海外发展	央企	10	107	171	15962	19.8%	17.3%	248	12.7%
17	新城控股	民企	10	129	141	10904	18.4%	17.3%	225	12.0%
18	中国铁建	央企	11	186	135	7267	2.6%	12.2%	325	17.5%
19	龙光集团	民企	7	101	133	13210	17.0%	29.9%	209	11.2%
20	旭辉控股集团	民企	15	138	127	9236	14.9%	20.7%	221	19.0%
21	首开股份	地方国企	6	60	125	20688	20.1%	15.2%	199	21.7%
22	绿地控股	地方国企	10	178	113	6373	10.0%	9.9%	227	16.5%
23	正荣地产	民企	6	54	102	18920	2.1%	23.7%	154	14.6%
24	新希望地产	民企	6	99	100	10124	19.0%	17.3%	161	6.3%
25	佳兆业集团	民企	6	84	92	10963	12.0%	29.8%	156	7.8%
26	远洋集团	央企	6	81	92	11390	10.7%	10.2%	149	15.6%
27	金科股份	民企	8	105	88	8343	1.7%	30.3%	152	13.3%
28	中国金茂	央企	4	69	83	12067	3.0%	10.2%	146	22.0%
29	弘阳地产	民企	4	52	60	11604	1.4%	16.2%	101	15.5%
30	美的置业	民企	4	49	60	12078	7.0%	23.6%	90	4.1%
绿档房企占比			54.2%	59.1%	64.2%	13359	16.5%	17.5%	62.1%	13.3%
黄档房企占比			41.6%	36.6%	32.3%	10863	9.7%	16.8%	34.1%	16.6%
红档房企占比			4.2%	4.2%	3.4%	9995	12.5%	12.6%	3.8%	18.9%

数据来源：各地规自局，广发证券发展研究中心 备注：表中拿地毛利率为总成本毛利率

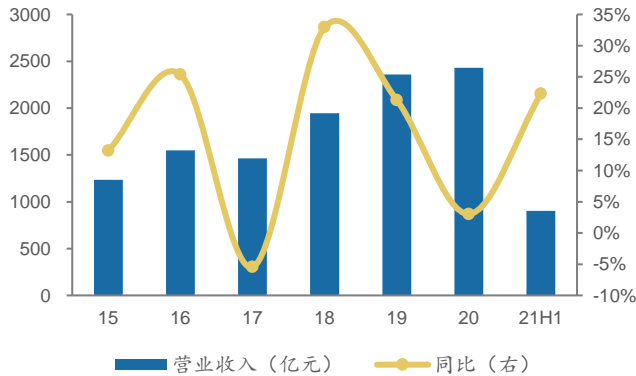
四、盈利预测与投资评级

根据公司半年度业绩快报：21年上半年实现营业收入901.09亿元（同比+22.3%），营业利润188.91亿元（同比+8.7%），归母净利润102.98亿元（同比+1.7%），扣非归母102.1亿元（+5.1%）。收入规模增长较快，20年疫情影响部分项目的交付进度，结算节奏恢复后增速回升。单季度来看，二季度营业收入650.22亿元（同比+30.4%），营业利润138.7亿元（同比+10.5%），归母净利润78.0亿元（同比+0.7%），扣非归

母78.27亿元，同比增长6.1%。

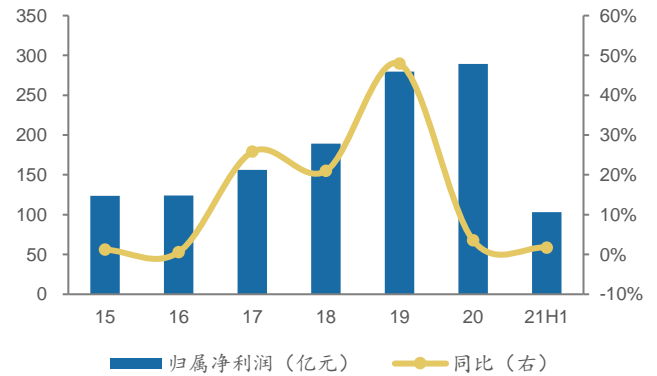
利润率方面，公司 二季度营业利润率、归母净利率分别为21.3%、12.0%，较一季度分别回升1.3pct、2.0pct，上半年营业利润率、归母净利率分别为21.0%、11.4%，较20年微幅回落0.5pct、0.5pct，基本维持稳定，预计3季度开始公司依然具备较大的利润率下行压力。

图6：保利地产营业收入及同比



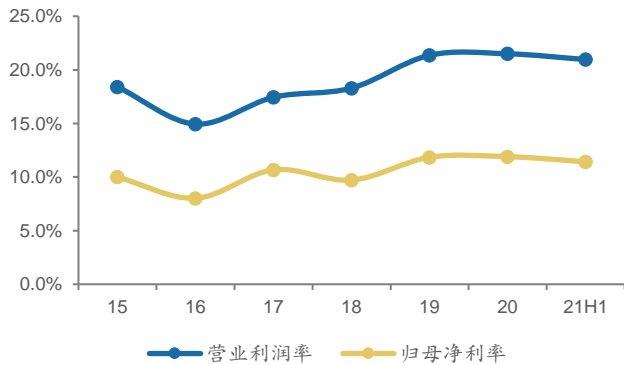
数据来源：公司业绩预告，公司年报，广发证券发展研究中心

图7：保利地产归母净利润及同比



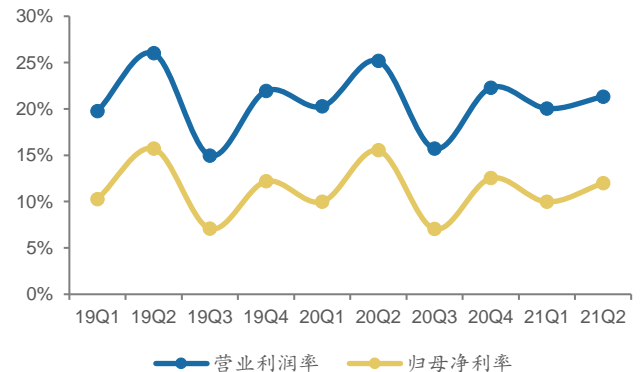
数据来源：公司业绩预告，公司年报，广发证券发展研究中心

图8：保利地产营业利润率及归母净利率



数据来源：公司业绩预告，公司年报，广发证券发展研究中心

图9：保利地产营业利润率及归母净利率（单季度）



数据来源：公司业绩预告，公司年报，广发证券发展研究中心

公司上半年业绩实现正增长，单季度利润率回升，经营表现稳健。结合公司储备，预计21-23年业绩分别为为305亿元、330亿元、360亿元（同比+5.4%、+8.0%、+9.1%），当前股价对应PE为3.9x、3.6x、3.3x，考虑到供给侧改革背景下绿档企业优势进一步凸显，我们维持合理价值20.90元/股不变，对应21年8.2XPE，维持“买入”评级。

五、风险提升

行业景气度下行影响公司销售，结算规模不及预期。

	单位：百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	936,922	1,136,226	1,389,680	1,732,996	2,095,637
货币资金	139,419	146,008	94,307	121,991	134,190
应收及预付	177,470	197,645	217,704	232,727	244,254
存货	584,001	741,475	1,028,917	1,329,526	1,668,441
其他流动资产	36,031	51,098	48,752	48,752	48,752
非流动资产	96,287	115,149	140,878	174,442	214,912
长期股权投资	59,046	72,550	92,256	116,458	146,824
固定资产	7,472	7,659	8,042	8,524	9,036
在建工程	495	546	2,100	3,595	5,043
无形资产	970	1,056	1,056	1,056	1,056
其他长期资产	28,303	33,338	37,424	44,809	52,954
资产总计	1,033,209	1,251,375	1,530,558	1,907,439	2,310,548
流动负债	599,700	751,758	1,037,333	1,325,565	1,667,890
短期借款	3,133	4,777	668	4,688	3,658
应付及预收	532,305	655,286	942,643	1,241,695	1,572,521
其他流动负债	64,262	91,695	94,022	79,183	91,710
非流动负债	203,986	232,979	184,946	228,333	239,798
长期借款	172,072	207,160	157,696	199,453	209,123
应付债券	31,518	25,066	25,066	25,066	25,066
其他非流动负债	396	752	2,183	3,815	5,609
负债合计	803,687	984,737	1,222,279	1,553,899	1,907,688
股本	11,933	11,968	11,968	11,968	11,968
资本公积	18,323	18,313	24,421	31,029	38,230
留存收益	110,106	129,579	154,009	180,441	209,245
归属母公司股东权益	156,022	180,231	210,578	243,618	279,622
少数股东权益	73,500	86,407	97,702	109,922	123,239
负债和股东权益	1,033,209	1,251,375	1,530,558	1,907,439	2,310,548

	单位：百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	235,981	243,208	278,729	322,500	352,010
营业成本	153,450	163,951	201,214	238,792	261,617
营业税金及附加	21,841	18,495	12,775	13,144	14,348
销售费用	6,681	6,877	7,147	7,862	8,648
管理费用	4,233	4,315	3,798	4,178	4,596
研发费用	946	1,067	950	1,044	1,149
财务费用	2,582	3,160	3,268	3,161	3,517
资产减值损失	-1,048	849	0	0	0
公允价值变动收益	713	53	56	59	62
投资净收益	3,702	6,141	6,820	7,667	9,433
营业利润	50,402	52,265	56,454	62,045	67,630
营业外收支	128	273	0	0	0
利润总额	50,531	52,538	56,454	62,045	67,630
所得税	12,977	12,490	14,621	16,784	18,309
净利润	37,554	40,048	41,833	45,260	49,321
少数股东损益	9,595	11,100	11,295	12,220	13,317
归属母公司净利润	27,959	28,948	30,538	33,040	36,004
EBITDA	49,819	49,606	53,651	58,333	62,556
EPS (元)	2.34	2.42	2.55	2.76	3.01

	单位：百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	39,155	15,150	28,114	29,191	29,547
净利润	37,554	40,048	41,833	45,260	49,321
折旧摊销	42	36	804	852	904
营运资金变动	-3,498	-54,725	-20,144	-16,581	-19,615
其它	5,058	29,790	5,620	-341	-1,063
投资活动现金流	-10,498	-6,927	-16,973	-21,281	-26,154
资本支出	-279	-397	-2,544	-2,915	-2,953
投资变动	-9,724	-2,097	-14,430	-18,366	-23,201
其他	-495	-4,433	0	0	0
筹资活动现金流	-2,835	-1,878	-62,842	19,774	8,806
银行借款	102,418	151,340	13,351	93,753	73,165
股权融资	18,042	7,929	0	0	0
其他	-25,006	-29,837	-11,617	-11,163	-12,362
现金净增加额	25,899	6,306	-51,701	27,684	12,199
期初现金余额	113,076	138,974	145,280	93,579	121,263
期末现金余额	138,974	145,280	93,579	121,263	133,462

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	21.3%	3.1%	14.6%	15.7%	9.2%
营业利润增长	41.6%	3.7%	8.0%	9.9%	9.0%
归母净利润增长	47.9%	3.5%	5.5%	8.2%	9.0%
获利能力					
毛利率	35.0%	32.6%	27.8%	26.0%	25.7%
净利率	15.9%	16.5%	15.0%	14.0%	14.0%
ROE	17.9%	16.1%	14.5%	13.6%	12.9%
ROIC	12.3%	10.9%	10.6%	10.6%	10.6%
偿债能力					
资产负债率	77.8%	78.7%	79.9%	81.5%	82.6%
净负债比率	56.9%	56.6%	49.1%	43.7%	40.6%
流动比率	1.56	1.51	1.34	1.31	1.26
速动比率	0.52	0.47	0.30	0.26	0.22
营运能力					
总资产周转率	0.25	0.21	0.20	0.19	0.17
应收账款周转率	122.55	113.24	53.44	30.96	22.67
存货周转率	0.29	0.25	0.23	0.20	0.17
每股指标 (元)					
每股收益	2.34	2.42	2.55	2.76	3.01
每股经营现金流	3.28	1.27	2.35	2.44	2.47
每股净资产	13.08	15.06	17.60	20.36	23.36
估值比率					
P/E	4.49	4.33	4.11	3.80	3.48
P/B	0.80	0.70	0.60	0.51	0.45
EV/EBITDA	6.50	6.86	5.16	4.80	4.62

广发房地产行业研究小组

- 郭 镇：首席分析师，清华大学工学硕士，八年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，十二年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 邢 莘：资深分析师，上海财经大学应用统计硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 欧阳喆：研究助理，复旦大学管理学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 谢 淼：研究助理，上海交通大学金融学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。