

保利地产 (600048.SH)

高管团队平稳过渡，集团助力迎接未来

核心观点：

- **总经理、财务总监换届，管理层实现平稳过渡。**根据公司董事会决议公告，7月30日原董事长宋广菊辞任，刘平接任董事长。8月17日，现任财务总监周东利先生，接任公司总经理，并提名董事候选人，拟聘王一夫先生为公司财务总监。周东利与王一夫先生均为保利集团体系内部培养人才，具备丰富的公司运营和财务管理经验，本次调整意味着以刘平先生为核心的，新一届管理团队的核心班底搭建完成。
- **尊重能力，新班组合作经验丰富。**周东利14年10月开始，成为保利发展财务总监，供职至今已经历三届董事会，与刘平先生有过长时间的搭班合作经验。从14年到20年，保利地产综合融资成本由6.5%下降至4.77%，净负债率从14年的106%降至2020年56.6%，为公司持续稳健增长的，奠定良好的基础。新任财务总监王一夫先生与周东利先生目前同为保利集团财务有限公司董事，同样具备长期合作经历。
- **大股东增持，彰显对公司未来发展信心。**8月初，保利集团增持50万股，同时拟于6个月内继续增持不超2%的股票。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。大股东及高管的联合增持，彰显对未来发展以及新一届领导班底的信心。
- **稳健经营，21年投融资表现彰显央企龙头房企竞争优势。**前7月累计销售金额3273亿元，同比增长20%，拿地力度38%，在积极参加核心城市集中供地的同时，拓宽投资视野，稳定土地质量。
- **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。**预计21-22年业绩分别为为305亿元、330亿元（同比+5.4%、+8.0%），当前股价对应PE为4.8x、4.4x，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） | 5.2 | 5.0 | 4.8 | 4.4 | 4.1 |
| ROE（%） | 18% | 16% | 15% | 14% | 13% |
| EV/EBITDA | 6.5 | 6.9 | 5.5 | 5.2 | 4.9 |

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 | 12.20元 |
| 合理价值 | 20.90元 |
| 前次评级 | 买入 |
| 报告日期 | 2021-08-18 |

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) :7 | 2021-08-08 |
| 月拿地力度66%，两集中资源占比高 | |
| 保利地产 (600048.SH) :实 | 2021-08-05 |
| 控人时隔6年增持，公司绝对价值凸显 | |
| 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 | |

一、总经理、财务总监换届，高管团队平稳交接

根据公司董事会决议公告，7月30日董事长顺利平稳换届，原董事长宋广菊辞任，刘平接任董事长。8月17日，公司就后续管理层变动，发布第五次临时董事会决议公告，刘平先生辞去总经理职务，拟聘任周东利先生为公司总经理，同时提名为第六届董事会董事候选人。周东利辞去财务总监职务，拟聘王一夫先生为公司财务总监。

图1：保利地产近期管理层变动情况

保利地产高管团队实现平稳交接



数据来源：公司董事会决议公告，广发证券发展研究中心

从周东利先生和王一夫先生的履历来看，两位均为中国保利集团体系内培养的干部。周东利73年出生，95年参加工作就在保利集团，历任集团及相关企业多个财务部门负责人，具备丰富的财务审计经验。14年10月开始，成为保利地产财务总监，供职至今已经经历了三届董事会，与刘平总有过长时间的合作经验，见证了保利地产销售规模从1367亿元增长至5028亿元。从14年到20年，保利地产综合融资成本由6.5%下降至4.77%，净负债率从14年的106%，降至2020年56.6%，在保证发展的同时，让保利地产维持绿档经营，在当前的行业环境下，为公司打开了持续稳健增长的通道。

王一夫先生72年出生，98年参加工作，历任保利集团债务部项目经理、保利财务有限公司总审计师、保利国际控股有限公司总会计师，与周东利先生一样，是保利集团体系内培养的，财务专业人才。本次履职保利发展，成为公司财务总监，复合保利内部一贯的人才梯队培养策略，且王一夫先生与周东利先生目前同为保利集团财务有限公司董事，同样具备合作供职的经验。

本次高管及董事会人员调整，代表保利地产管理团队的更新换代，在保利集团的支持下，内部实现平稳过渡，迎接新时代地产行业和公司发展的挑战。换届过程充分体现了，集团和地产公司尊重专业，稳妥务实的态度，为公司十四五的发展，搭建了优秀的班底。

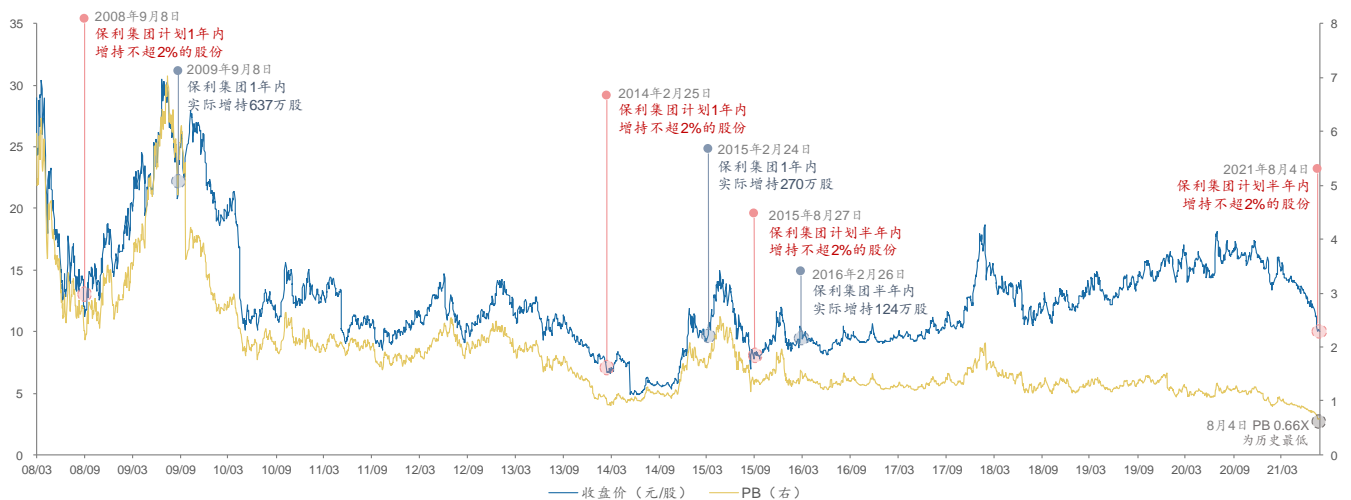
二、实控人及管理团队增持公司股份，彰显发展信心

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。

刘平先生在2007-2021的15年共增持18次（包含股权激励，二级市场增持）。本次董事长及高管计划增持约800-1500万元，根据当前股价计算约为66-123万股（当前管理层累计合计持有1124万股）。

图2：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

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

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1-7月累计实现销售金额3273.4亿元，同比增长19.8%（比19年同期增长17.1%），销售面积1984.1万方，同比增长9.4%，销售均价16499元/平。

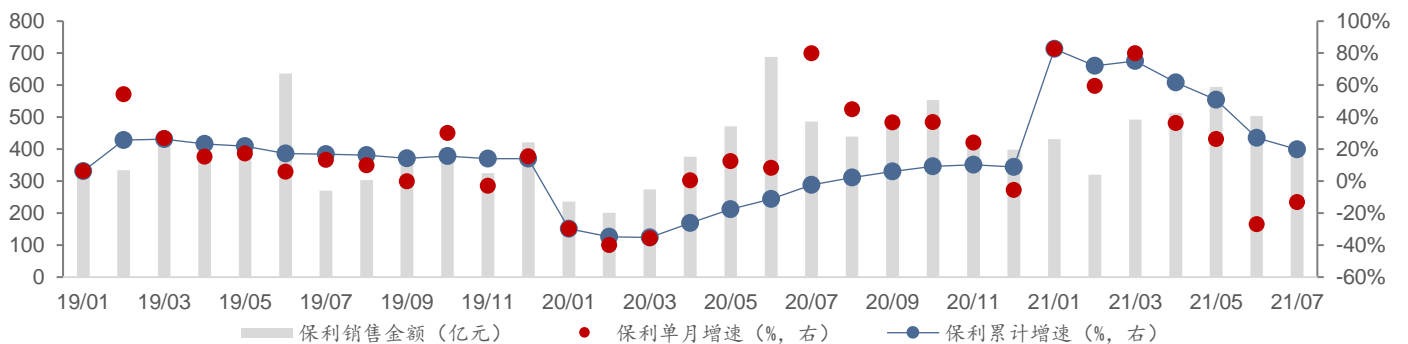
上半年市场景气度较好，保利因此新推去化水平和成交效率较高，1-7月份公司累计实现推盘3049亿元，同比增长17%，累计实现认购3200亿元，同比增长16%，年初以来公司始终维持45%以上的新推去化率，整体销售效率及去化表现较为理想。若全年完成推货5800亿元，则预计下半年推货同比+2.4%，考虑到去化率下降，5500亿元销售目标大概率可以完成。

表4：保利地产销售情况及与成长房企比较

| 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% |
| 2021M1-7 | 3273 | 19.8% | 1984 | 9.3% | 16499 | 9.6% | 29983 | 19% |
| | (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% |
| 21/07 | 422 | -13.3% | 313 | -2.9% | 13476 | -10.7% | 3814 | -11% |

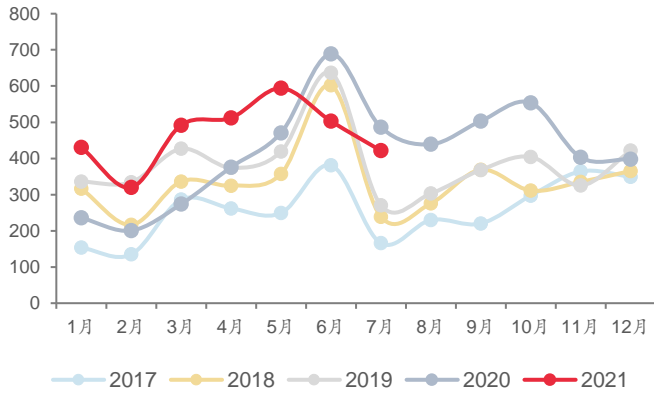
数据来源：公司经营公告，统计局，克而瑞，广发证券发展研究中心

图3：保利地产销售金额及单月累计增速



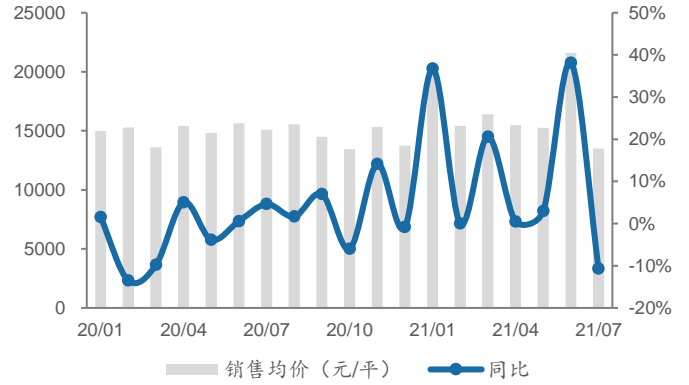
数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

图4：保利地产单月销售金额（亿元）



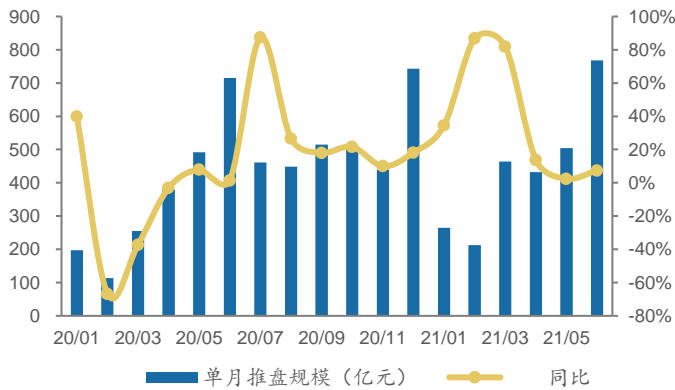
数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

图5：保利地产单月销售均价及同比



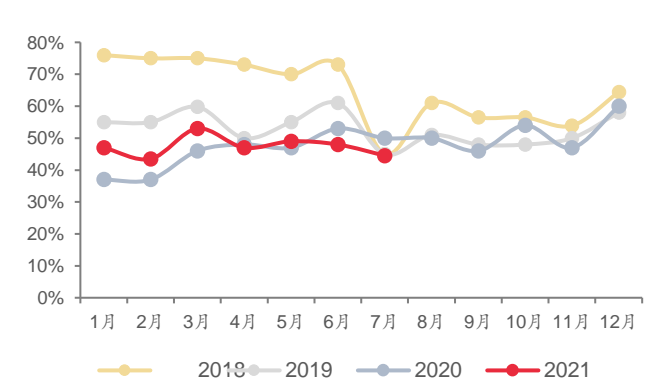
数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

图6：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7：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，1-7月公司累计获取97个项目，累计拿地金额1242.9亿元（权益比例68%，较20年提升3个百分点），累计拿地面积1930.6万方，拿地均价6438元/平。累计的金额及面积口径的拿地力度分别为38%、97%。区域来看，1-7月保利拿地最多的区域依然是华东（占比42%），为18年以来投资比例最高的一年，华南、华北、西部均衡发展，尤其是西部区域拿地资金占比为14年以来新高，华南占比有所下降。

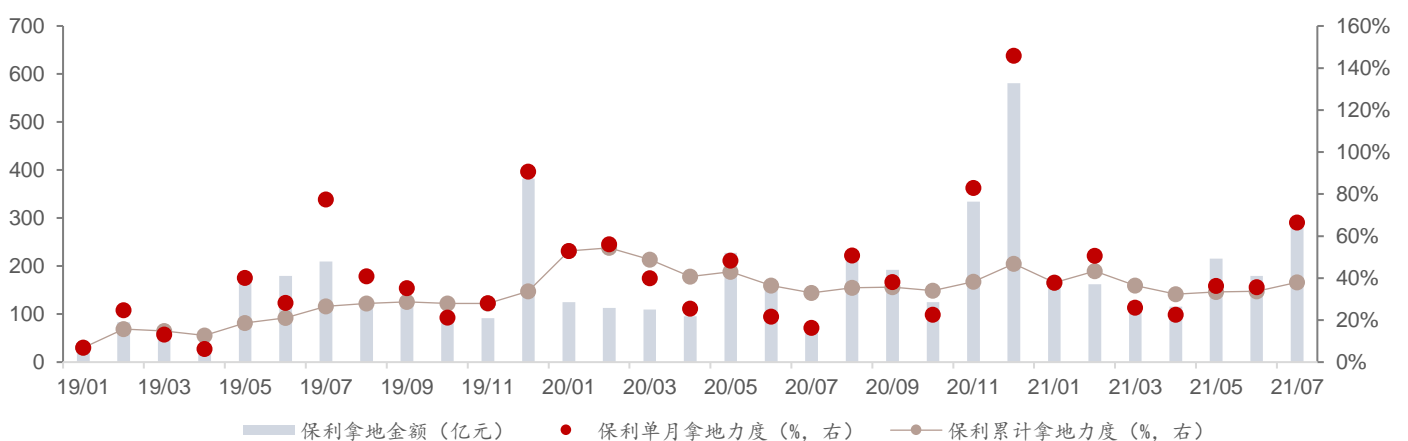
表5：保利地产拿地规模情况一览

| | 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 |

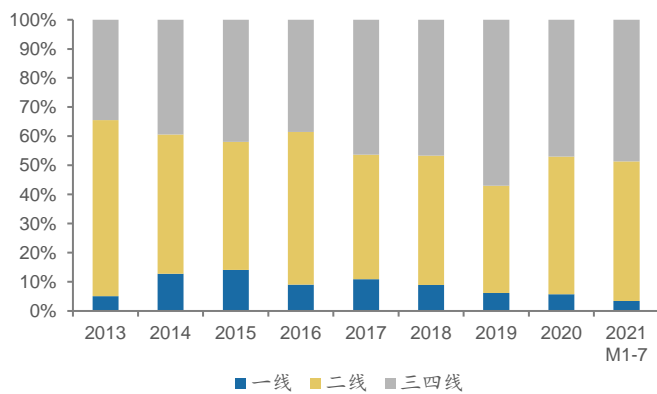
| | | | | | | | | | | |
|----------|----------|------|------|----------|------|------|----------|-------|-------|-------|
| 2019 | 1555 | -19% | 34% | 69% | 2679 | -14% | 86% | 5804 | 39% | 111 |
| 2020 | 2353 | 51% | 47% | 65% | 3186 | 19% | 93% | 7388 | 50% | 115 |
| 2021M1-7 | 1243 | 38% | 38% | 68% | 1931 | 59% | 97% | 6438 | 39% | 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 |
| 21/07 | 280 | 251% | 66% | 58% | 280 | 23% | 90% | 10001 | 74% | |

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

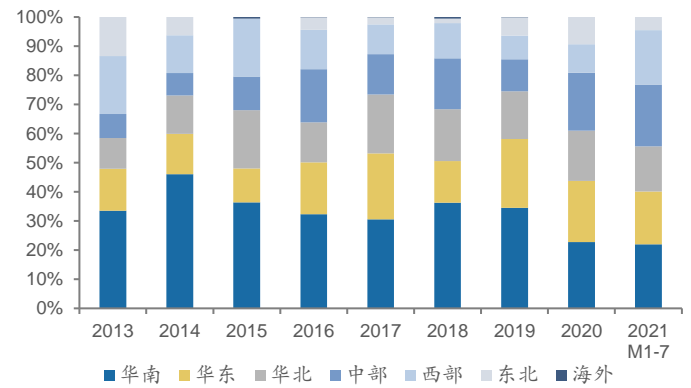
图8：保利地产拿地金额及单月累计拿地力度（拿地金额/销售金额）



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

图9：保利地产拿地面积（分线占比）


数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

图10：保利地产拿地面积（分区域占比）


数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

表6：保利地产拿地金额结构占比

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021M1-7 | 21/07 |
|-------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|----------|-------|
| 分线拿地金额占比 | | | | | | | | | | |
| 一线 | 22% | 39% | 45% | 28% | 30% | 21% | 19% | 20% | 17% | 38% |
| 二线 | 64% | 46% | 30% | 55% | 44% | 40% | 40% | 52% | 46% | 31% |
| 三四线 | 14% | 15% | 24% | 17% | 26% | 38% | 41% | 28% | 37% | 31% |
| 分区域拿地金额占比 | | | | | | | | | | |
| 华南 | 19% | 47% | 26% | 30% | 17% | 39% | 40% | 26% | 17% | 26% |
| 华东 | 25% | 23% | 29% | 41% | 40% | 28% | 32% | 32% | 42% | 62% |
| 华北 | 20% | 17% | 32% | 14% | 28% | 10% | 9% | 16% | 15% | 0% |
| 中部 | 4% | 3% | 5% | 7% | 6% | 13% | 6% | 11% | 9% | 7% |
| 西部 | 14% | 6% | 8% | 6% | 7% | 8% | 6% | 8% | 15% | 0% |
| 东北 | 17% | 4% | 0% | 2% | 2% | 1% | 6% | 7% | 2% | 4% |
| 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% | 0% |
| 布局1-3年 | 9% | 9% | 1% | 5% | 3% | 14% | 7% | 3% | 5% | 5% |
| 布局3-5年 | 23% | 18% | 5% | 5% | 4% | 5% | 5% | 9% | 11% | 2% |
| 布局5-10年 | 35% | 20% | 27% | 49% | 35% | 20% | 31% | 15% | 15% | 7% |
| 布局10年以上 | 24% | 44% | 61% | 39% | 46% | 55% | 53% | 73% | 67% | 86% |

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

首批两集中，保利获取24宗497亿元土地资源，排名前三；在第二批已出让城市中，厦门、长春获取3宗59亿元土地资源。公司上半年公告拿地力度34%（拿地963亿元/销售2852亿元），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% |

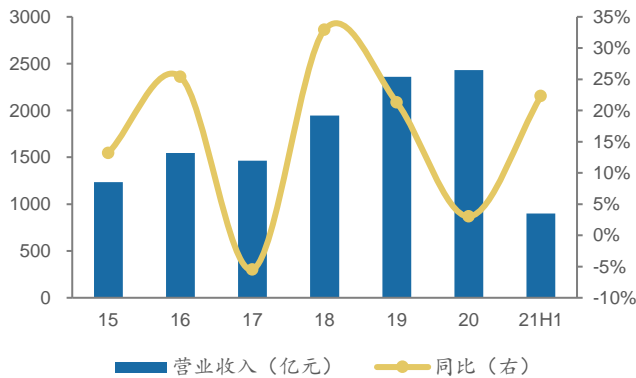
数据来源：各地规划局，广发证券发展研究中心 备注：表中拿地毛利率为总成本毛利率

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%。

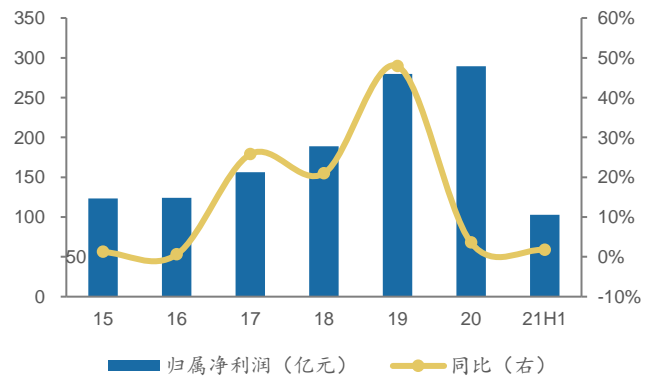
利润率方面,公司二季度营业利润率、归母净利率分别为21.3%、12.0%,较一季度分别回升1.3pct、2.0pct,上半年营业利润率、归母净利率分别为21.0%、11.4%,较20年微幅回落0.5pct、0.5pct,基本维持稳定,预计3季度开始公司依然具备较大的利润率下行压力。

图11: 保利地产营业收入及同比



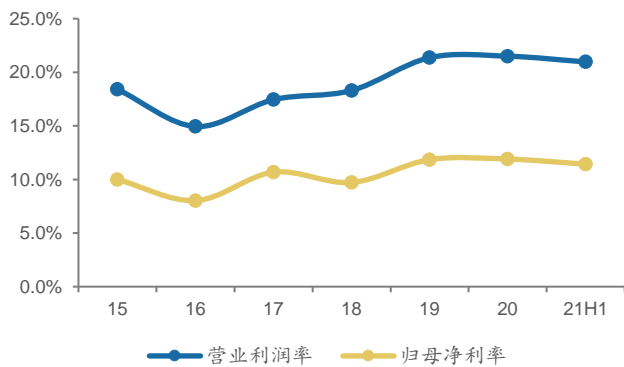
数据来源: 公司业绩预告, 公司年报, 广发证券发展研究中心

图12: 保利地产归母净利润及同比



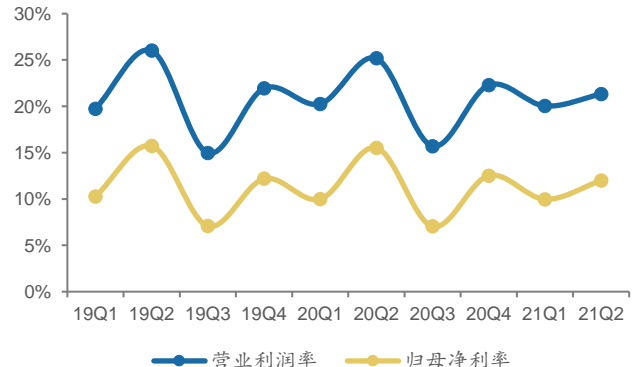
数据来源: 公司业绩预告, 公司年报, 广发证券发展研究中心

图13: 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14: 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4.8x、4.4x、4.1x，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、风险提示

行业景气度下行影响公司销售，结算规模不及预期。

| 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 |

| 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 |

| 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 | 5.22 | 5.04 | 4.78 | 4.42 | 4.06 |
| P/B | 0.93 | 0.81 | 0.69 | 0.60 | 0.52 |
| EV/EBITDA | 6.50 | 6.86 | 5.54 | 5.15 | 4.95 |

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。