

# 【广发地产&海外】保利物业 (06049.HK)

## 股权激励方案点评：静水深流，稳健长久

### 核心观点：

- **规则严格，立足长远。**11月15日盘后公司发布股权激励计划，总量累计不超过总股本的10%，将全部来自回购获得。激励计划有效期为10年，连续2个完整年度授予的股份数量不超过总股本的3%，按极端情况来算，10%的股权激励最快授予完毕也需要7年。行权期节奏安排更多参考了境内保利地产的股权激励安排，满足行权条件的基础上，首次解锁需要2年（香港物业公司一般无锁定期），全部解锁需5年（香港物业公司一般为3年），按照最快节奏完成激励行权，需要12年。
- **央企首家，激励力度适中。**保利物业是央企物企中首家开展股权激励的公司，10%的股权激励比例在龙头物企中排名第6，在龙头中处于中游水平（龙头平均10.1%）。以公告日收盘价对应激励股权市值25.3亿港元，在全部物企激励市值中排名第6，在央企物企中排名第1。
- **4年2.5倍业绩增长。**公司同时发布了股权激励的首次授予方案，计划授予197位雇员合计523.0万股股份（占总股本0.95%），按公告日收盘价对应股权市值2.39亿港元。由于本计划还需要获得国资委和股东大会审批，最终授予日及授予价格还未确定。解锁条件要求2019-2024年公司归母净利润CAGR不低于25.5%，22-24年ROE12%以上，且要求不低于对标企业75分位，综合这几点要求可以看出，在行业整体处于高速增长的状态下，激励计划的完成需要公司付出相当程度的努力。21年按公司业绩指引25%的增速，24年公司预计实现归母净利润将达到16.64亿元，至少需要完成一个“4年2.5倍”的业绩增长。
- **盈利预测与投资建议。**随着公司和保利发展关联业务的落地，未来公司的发展会承载集团和所有保利物业员工的共同努力，我们预计公司21/22年归母净利润8.8/11.3亿元，增速分别为30%和29%，我们维持合理价值87.35港元/股，对应22年PE 35x，维持“买入”评级。
- **风险提示。**房地产市场下行；竞争加剧；增值服务和公服不及预期。

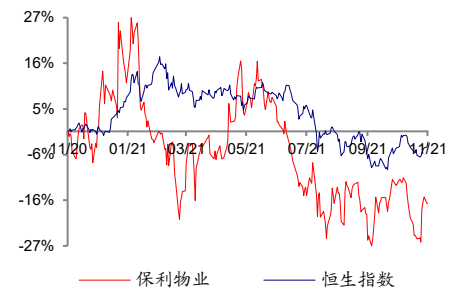
**盈利预测：**（最新人民币兑港元汇率0.82069；除特别说明，本报告货币均为人民币）

单位：人民币	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	5,967	8,037	10,882	13,941	17,495
增长率(%)	41.1%	34.7%	35.4%	28.1%	25.5%
EBITDA(百万元)	705	940	1276	1641	2135
归母净利润(百万元)	491	674	876	1131	1479
增长率(%)	49.3%	37.3%	30.1%	29.0%	30.8%
EPS（元/股）	0.92	1.22	1.58	2.04	2.67
市盈率（P/E）	48.54	36.68	28.20	21.85	16.70
ROE(%)	9.7%	10.9%	12.9%	14.9%	17.2%
EV/EBITDA	24.55	18.61	12.72	9.05	6.60

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	54.40 港元
合理价值	87.35 港元
前次评级	买入
报告日期	2021-11-16

### 相对市场表现



分析师：

郭镇



SAC 执证号：S0260514080003

SFC CE No. BNN906



021-38003639



guoz@gf.com.cn

分析师：

乐加栋



SAC 执证号：S0260513090001



021-38003642



lejiadong@gf.com.cn

请注意，乐加栋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：

【广发地产&海外】保利物业 (06049.HK) : 低调稳定的奔跑者 2021-08-24

【广发地产&海外】保利物业 (06049.HK) : 车位租售代理协议点评：新业务增厚公司业绩 2021-07-18

【广发地产&海外】保利物业 (06049.HK) : 重剑无锋，镇兴中国 2021-05-07

联系人： 欧阳喆 021-38003641

ouyangzhe@gf.com.cn

## 一、股权激励计划概览

2021年11月15日盘后，保利物业发布公告，董事会建议采纳限制性股票激励计划，成为首家发布股权激励计划的央企物业。公司将以回购的方式从二级市场中获取股票，激励股份总计不超过总股本的10%，有效期10年，激励对象仅限非独立董事、高管、管理及技术骨干。

从概要情况来看，我们首先可以得到2点结论：

- (1) 保利物业的股权激励计划保护了现有投资人的利益，没有选择增发的方式开展股权激励，而选择了回购，不会稀释现有股东的EPS；
- (2) 股权激励计划仅限保利物业自己的员工，不包括外部的供应商等“合格人士”，也不包括控股股东保利发展的地产开发条线的员工，这是一个针对保利物业自有员工、激励物业自有核心员工的计划。

从规则设置来看，保利物业的激励计划较为严格，更多着眼于公司长期健康发展。激励计划有效期10年，连续2个完整年度授予的股份数量不超过总股本的3%，按极端情况来算，10%的股权激励最快授予完毕也需要7年。行权期节奏更多参考了境内保利地产的股权激励安排，在满足行权条件的基础上，首次解锁需要2年（香港物业公司一般无锁定期），全部解锁需5年（香港物业公司一般为3年），按照最快节奏完成激励行权，需要12年。此外，针对董事和高管的股权激励还额外规定，董高的激励股权要保留至少20%至任期期满才能解锁。

表1：保利物业及保利发展股权激励计划股权解锁安排

解锁期	保利物业第一期限制性股票激励计划			保利发展第二期股票期权激励计划		
	时间安排	累计年限	解锁比例	时间安排	累计年限	解锁比例
锁定期	授予日后 24 个月	2	0%	授予日后 24 个月	2	0%
第一批解锁期	授予日后 24 个月起至 36 个月	3	40%	授予日后 24 个月起至 48 个月	4	33%
第二批解锁期	授予日后 36 个月起至 48 个月	4	30%	授予日后 36 个月起至 60 个月	5	33%
第三批解锁期	授予日后 48 个月起至 60 个月	5	30%	授予日后 48 个月起至 72 个月	6	34%

数据来源：股权激励公告，广发证券发展研究中心

从激励计划力度来看，10%的股权激励比例在龙头物企中排名第6，在龙头中处于中游水平（龙头平均10.1%）。以公告日收盘市值来看，对应激励股权市值25.3亿港元，在全部物企激励市值中排名第6，在央企物企中排名第1。作为央企物业中首家进行股权激励的企业，公司将在充分利用保利平台资源的基础上，充分发挥员工的主观能动性。

表2: 物业企业股权激励情况一览

公司简称	企业性质	龙头	激励人员	购股权计划	股权激励	员工持股	员工优先发售	汇总	计划激励市值 (亿港元)
保利物业	央企	是	管理层和核心骨干	-	10.00%	-	-	10.00%	25.3
华润万象生活	央企	是	合格人士	-	-	-	1.44%	1.44%	13.1
中海物业	央企	是	-	-	-	-	-	-	
招商积余	央企	是	-	-	-	-	-	-	
特发服务	地方国企		管理层和核心骨干	-	-	10.58%	-	10.58%	5.0
金融街物业	地方国企		合格人士	-	-	16.62%	-	16.62%	2.5
建发物业	地方国企		管理层和核心骨干	-	2.93%	-	-	2.93%	1.5
华发物业服务	地方国企		-	-	-	-	-	-	
越秀服务	地方国企		-	-	-	-	-	-	
京城佳业	地方国企		-	-	-	-	-	-	
碧桂园服务	民企	是	合格人士	6.70%	-	-	-	6.70%	127.3
融创服务	民企	是	合格人士	-	14.90%	-	0.68%	15.58%	66.7
绿城服务	民企	是	合格人士	8.56%	-	9.25%	-	17.81%	45.6
恒大物业	民企	是	合格人士	10.00%	-	-	-	10.00%	44.2
永升生活服务	民企	是	合格人士	-	16.36%	-	-	16.36%	41.3
金科服务	民企	是	合格人士	-	2.00%	8.16%	-	10.16%	24.3
合景悠活	民企		合格人士	10.00%	7.25%	-	-	17.25%	19.3
雅生活服务	民企	是	管理层	-	5.63%	-	-	5.63%	18.4
建业新生活	民企		合格人士	13.36%	13.52%	-	-	26.88%	17.7
新城悦服务	民企	是	合格人士	9.20%	5.01%	-	-	14.21%	17.5
宝龙商业	民企		合格人士	-	10.50%	-	-	10.50%	11.3
星盛商业	民企		合格人士	9.80%	19.71%	-	-	29.51%	10.6
中骏商管	民企		管理层和核心骨干	-	12.12%	-	-	12.12%	10.0
世茂服务	民企	是	合格人士	-	2.86%	-	-	2.86%	8.2
卓越商企服务	民企		合格人士	12.12%	-	-	-	12.12%	7.1
新大正	民企		合格人士	-	1.16%	7.68%	-	8.84%	7.0
正荣服务	民企		合格人士	9.64%	-	-	-	9.64%	4.3
第一服务控股	民企		合格人士	10.00%	10.00%	-	-	20.00%	4.1
德信服务集团	民企		合格人士	9.83%	-	-	-	9.83%	3.1
远洋服务	民企		管理层	-	7.43%	-	-	7.43%	3.0
新希望服务	民企		合格人士	9.83%	-	4.57%	-	14.40%	2.4
鑫苑服务	民企		合格人士	8.81%	9.91%	-	-	18.72%	2.1
奥园健康	民企		合格人士	10.00%	-	-	-	10.00%	2.1
佳兆业美好	民企		合格人士	9.08%	-	-	-	9.08%	2.1
朗诗绿色生活	民企		合格人士	9.74%	5.84%	-	-	15.58%	2.0
和泓服务	民企		合格人士	7.14%	-	-	-	7.14%	1.7
荣万家	民企		合格人士	-	6.31%	-	-	6.31%	1.7
中奥到家	民企		合格人士	18.72%	2.79%	-	-	21.51%	1.3
彩生活	民企		合格人士	6.72%	-	-	-	6.72%	1.2

领悦服务集团	民企		合格人士	9.80%	-	-	-	9.80%	1.1
时代邻里	民企		合格人士	-	3.00%	-	-	3.00%	1.1
浦江中国	民企		合格人士	9.88%	2.03%	-	-	11.91%	0.8
祈福生活服务	民企		合格人士	11.93%	-	-	-	11.93%	0.7
银城生活服务	民企		合格人士	2.03%	3.50%	-	-	5.53%	0.5
宋都服务	民企		合格人士	10.00%	-	-	-	10.00%	0.5
烨星集团	民企		合格人士	9.87%	-	-	-	9.87%	0.3
南都物业	民企		-	-	-	-	-	-	
滨江服务	民企		-	-	-	-	-	-	
兴业物联	民企		-	-	-	-	-	-	
弘阳服务	民企		-	-	-	-	-	-	
佳源服务	民企		-	-	-	-	-	-	
康桥悦生活	民企		-	-	-	-	-	-	
融信服务	民企		-	-	-	-	-	-	
龙头								10.07%	39.3
非龙头								12.19%	4.3
央企								5.72%	19.2
地方国企								10.04%	3.0
民企								12.08%	14.2
平均								11.62%	13.7

数据来源：股权激励公告，广发证券发展研究中心

注：数据截至2021年11月15日

授予价格方面，定价不低于定价基准和50%与每股净资产（截至21H1为14.17港元/股）的孰高值，其中定价基准是一下三者的孰高值：（1）授予日收盘价，（2）授予日的5日平均收盘价，（3）股票面值（1.00港元/股），具体的授予价格仍将视授予时的市场情况而定。

## 二、股权激励首次授予方案概览

董事会同步通过了股权激励的首次授予方案，首次授予方案计划授予限制性股票553.32万股，占总股本的1.00%，其中0.95%授予197名雇员，0.05%作为预留股份，留待临时股东大会审议通过后12个月内授予，不重复授予上述197名雇员。值得一提的是，根据股权激励方案，预留授予也需要满足24个月的锁定期和匀速解锁的原则。

按公告日收盘价来看，0.95%的股权对应股权市值2.39亿港元，其中党委书记兼总经理吴兰玉620万港元，7位高管平均357万港元，189名管理及技术骨干平均110万港元。由于本计划还需要获得国资委和股东大会审批，最终授予日及授予价格还未确定。

**表3: 保利物业股权激励首次授予方案情况**

激励对象	人数	股数合计 (万股)	占总股本比例	对应市值 (万港元)	人均市值 (万港元)
董事兼总经理、党委书记吴兰玉	1	13.586	0.0246%	620	620
高级管理人员	7	54.810	0.0990%	2502	357
管理骨干及技术骨干	189	454.620	0.8216%	20753	110
<b>小计</b>	<b>197</b>	<b>523.016</b>	<b>0.9452%</b>	23876	121
预留股份		30.304	0.0548%	1383	
<b>合计</b>		<b>553.32</b>	<b>1.00%</b>	25259	

数据来源: 股权激励公告, 广发证券发展研究中心

注: 数据截至2021年11月15日

股权激励的授予和解锁均有2个层面的条件, 公司层面和激励对象个人层面, 个人层面的条件为在公司内部绩效考核结果中达到合格及以上, 而唯有达到良好及以上才可以全额解锁, 我们主要关注公司层面的授予及解锁条件。

由于公司已经通过首次股权授予方案, 因此授予条件已经达成, 我们在这里简单回顾公司历史上的完成情况。2017-2020公司实际归母净利润CAGR为45.3%, 大幅超过目标, 按授予方案约定, 2020年扣除上市股权募资影响后的ROE也超过了11.5%, 而公司的应收账款周转率则一直处于较高水平。

同业比较来看, 公司授予和解锁的条件还包括与对标企业的横向比较, “对标企业主要选取央企、国企等与公司业务发展模式相近的同行业企业代表”, 具体的标的仍需等待公司视具体情况而定, 我们选取了全部央国企上市物业标的作为比较, 可以看到, 公司在这三项指标中均居于超过75分位的较高水平。

未来来看, 我们根据公司首次授予方案的解锁条件的指引对公司未来的经营指标进行拆分。归母净利润增长方面, 公司解锁条件要求2019-2024年CARG为25.5%, 2021年业绩增长按公司业绩发布会的指引25%计算, 则2024年公司预计实现归母净利润16.64亿元, 这意味着公司至少要完成从2020到2024年“4年2.5倍”的业绩增长 (CAGR为25.4%)。净资产收益率方面, 授予时考虑了股权融资的影响, 我们预计后续的解锁将不再剔除上市融资对ROE的影响, 2020年公司ROE为10.9%, 随着公司逐步将资金转为为能力建设, ROE目标预计将稳步实现。应收账款周转率方面, 公司当前的业务模式中公共服务占比逐步提高, 这种模式下公司的应收款由于业务模式的原因趋势性增多, 但距离应收账款周转率6.5的下限仍有较大距离, 完成目标难度不大。解锁条件仍需在对标企业的75分位以上, 在行业整体高速增长的状态下, 公司有一定的压力, 但从2020年的对比来看, 在公司的努力之下仍有望实现。

**表4: 保利物业股权激励首次授予方案授予条件**

业绩考核指标	授予条件 (目标值)	授予条件 (对标值)
归母净利润复合增长率	2017 至 2020 年度归母净利润复合增长率不低于 25.4%	不低于对标企业 50 分位值
净资产收益率	2020 年度净资产收益率不低于 11.5%	不低于对标企业 50 分位值
应收账款周转率	2020 年度应收账款周转率不低于 6.5	不低于对标企业 50 分位值

数据来源: 股权激励公告, 广发证券发展研究中心

**表5: 保利物业股权激励首次授予方案解锁条件**

解锁期	业绩考核指标	授予条件 (目标值)	授予条件 (对标值)
第一批 解锁期	归母净利润复合增长率	2019 至 2022 年复合增长率不低于 25.5%	不低于对标企业 75 分位值
	净资产收益率	2022 年不低于 12.0%	不低于对标企业 75 分位值
	应收账款周转率	2022 年度不低于 6.5	不低于对标企业 75 分位值
第二批 解锁期	归母净利润复合增长率	2020 至 2023 年复合增长率不低于 25.5%	不低于对标企业 75 分位值
	净资产收益率	2022 年不低于 13.0%	不低于对标企业 75 分位值
	应收账款周转率	2022 年度不低于 6.5	不低于对标企业 75 分位值
第三批 解锁期	归母净利润复合增长率	2021 至 2024 年复合增长率不低于 25.5%	不低于对标企业 75 分位值
	净资产收益率	2022 年不低于 14.0%	不低于对标企业 75 分位值
	应收账款周转率	2022 年度不低于 6.5	不低于对标企业 75 分位值

数据来源: 股权激励公告, 广发证券发展研究中心

**表6: 保利物业股权激励首次授予方案解锁条件与其他央国企比较**

	2017-2020 归母净利润 CAGR	2020 净资产收益率	2020 净资产收益率 (剔除股权融资影响)	2020 应收账款周转率
保利物业	45.3%	10.9%	47.0%	12.6
华润万象生活	28.2%	6.6%	34.8%	9.6
中海物业	32.0%	32.6%	32.6%	9.0
招商积余	-	5.2%	5.2%	7.6
特发服务	41.9%	12.6%	28.1%	4.6
金融街物业	9.6%	9.8%	24.9%	8.6
建发物业	51.1%	26.3%	26.3%	15.1
华发物业服务	-	-10.2%	-10.2%	4.5
越秀服务	-	32.4%	32.4%	3.6
京城佳业	-	14.7%	14.7%	3.5
<b>保利物业百分比序列</b>	<b>80%</b>	<b>44%</b>	<b>100%</b>	<b>89%</b>

数据来源: 年报, 广发证券发展研究中心

**表7: 保利物业股权激励首次授予方案解锁条件要求指引**

	16	17	18	19	20	21E	22E	23E	24E
归母净利润 (亿元)	1.46	2.19	3.28	4.91	6.74	8.42	9.70	13.31	16.64
同比 (%)		50.8%	49.7%	49.3%	37.3%	25.0%	15.2%	37.3%	25.0%
ROE	48.1%	56.9%	50.5%	9.7%	10.9%		12.0%	13.0%	14.0%
剔除上市股权募资影响 ROE	48.1%	56.9%	50.5%	52.2%	47.0%				
应收账款周转率		18.39	20.09	20.31	12.56		6.50	6.50	6.50

数据来源: 股权激励公告, 广发证券发展研究中心

### 三、盈利预测与估值

保利物业是当前物企中第一家发布股权激励的央企物业公司，结合上半年业绩情况和以及与保利发展关联业务的落地，未来公司的发展会承载集团和所有保利物业员工的共同努力，我们预计公司21/22年归母净利润8.8/11.3亿元，增速分别为30%/29%。

合理估值方面，考虑到公司业绩增速情况，参考可比公司估值，我们维持公司的合理价值87.35港元/股的观点不变，对应2021/2022年业绩分别为45/35x PE，给予“买入”评级。

### 四、风险提示

房地产市场下行；竞争加剧；增值服务和公服不及预期。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元人民币						单位: 百万元人民币					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>7,303</b>	<b>8,899</b>	<b>10,154</b>	<b>12,011</b>	<b>14,318</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>609</b>	<b>499</b>	<b>1,539</b>	<b>1,767</b>	<b>1,227</b>
货币资金	6,509	7,448	8,470	9,858	10,615	净利润	685	935	1,204	1,554	2,033
应收及预付	748	1,400	1,554	1,987	3,495	折旧摊销	46	46	61	76	92
存货	46	51	130	166	208	营运资金变动	79	-137	646	584	-318
其他流动资产	0	0	0	0	0	其它	-201	-345	-373	-447	-580
<b>非流动资产</b>	<b>268</b>	<b>546</b>	<b>559</b>	<b>581</b>	<b>588</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-3</b>	<b>-50</b>	<b>-16</b>	<b>-40</b>	<b>-26</b>
长期股权投资	27	44	44	44	44	资本支出	-54	-139	-109	-109	-109
固定资产	99	162	209	242	259	投资变动	22	8	5	0	0
在建工程	0	0	0	0	0	其他	29	81	87	69	83
无形资产	49	71	61	51	40	<b>筹资活动现金流</b>	<b>4,039</b>	<b>238</b>	<b>-501</b>	<b>-339</b>	<b>-444</b>
其他长期资产	93	269	245	245	245	银行借款	-4	223	-238	0	0
<b>资产总计</b>	<b>7,571</b>	<b>9,444</b>	<b>10,713</b>	<b>12,592</b>	<b>14,906</b>	股权融资	4,204	20	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>2,424</b>	<b>3,130</b>	<b>3,826</b>	<b>4,878</b>	<b>6,111</b>	其他	-160	-5	-263	-339	-444
短期借款	0	0	0	0	0	<b>现金净增加额</b>	<b>4,645</b>	<b>687</b>	<b>1,021</b>	<b>1,389</b>	<b>757</b>
应付及预收	2,370	2,826	3,701	4,718	5,910	<b>期初现金余额</b>	<b>1,794</b>	<b>6,509</b>	<b>7,448</b>	<b>8,470</b>	<b>9,858</b>
其他流动负债	54	304	125	160	201	<b>期末现金余额</b>	<b>6,509</b>	<b>7,196</b>	<b>8,470</b>	<b>9,858</b>	<b>10,615</b>
<b>非流动负债</b>	<b>25</b>	<b>68</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	25	68	0	0	0						
<b>负债合计</b>	<b>2,449</b>	<b>3,197</b>	<b>3,826</b>	<b>4,878</b>	<b>6,111</b>						
股本	533	553	553	553	553						
储备	4,522	5,618	6,231	7,022	8,057						
归属母公司股东权益	5,055	6,171	6,784	7,576	8,611						
少数股东权益	67	76	103	138	184						
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,571</b>	<b>9,444</b>	<b>10,713</b>	<b>12,592</b>	<b>14,906</b>						

利润表					
单位: 百万元人民币					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>5,967</b>	<b>8,037</b>	<b>10,882</b>	<b>13,941</b>	<b>17,495</b>
营业成本	4,756	6,538	8,786	11,201	14,031
销售费用	5	15	22	28	35
管理费用	569	770	1,066	1,366	1,653
财务费用	1	5	0	0	0
其他收入	35	210	196	208	257
其他费用	1	2	0	0	0
投资净收益	16	18	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>685</b>	<b>935</b>	<b>1,204</b>	<b>1,554</b>	<b>2,033</b>
所得税	182	239	301	388	508
<b>净利润</b>	<b>503</b>	<b>696</b>	<b>903</b>	<b>1,165</b>	<b>1,525</b>
少数股东损益	13	23	27	35	46
<b>归属母公司净利润</b>	<b>491</b>	<b>674</b>	<b>876</b>	<b>1,131</b>	<b>1,479</b>
EBITDA	705	940	1,276	1,641	2,135
EPS (元)	0.92	1.22	1.58	2.04	2.67

成长能力					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入增长	41.08%	34.70%	35.40%	28.11%	25.49%
EBIT 增长	48.03%	36.96%	28.12%	29.04%	30.81%
归母净利润增长	49.34%	37.31%	30.08%	29.04%	30.81%
<b>获利能力</b>					
毛利率	20.13%	20.29%	20.78%	21.55%	20.29%
净利率	8.22%	8.38%	8.05%	8.11%	8.45%
ROE	9.70%	10.91%	12.91%	14.92%	17.18%
ROA	6.48%	7.13%	8.18%	8.98%	9.92%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	32.34%	33.86%	35.71%	38.74%	41.00%
流动比率	3.01	2.84	2.65	2.46	2.34
速动比率	2.85	2.66	2.44	2.25	2.13
<b>营运能力</b>					
总资产周转天数	310	386	338	305	287
应收账款周转天数	18	29	29	29	50
存货周转天数	4	3	3	3	3
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.92	1.22	1.58	2.04	2.67
每股经营现金流	1.14	0.90	2.78	3.19	2.22
每股净资产	9.48	11.15	12.26	13.69	15.56
<b>估值比率</b>					
P/E	48.54	36.68	28.20	21.85	16.70
P/B	4.71	4.00	3.64	3.26	2.87
EV/EBITDA	24.55	18.61	12.72	9.05	6.60

## 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 焱：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因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。