

600048.SH
买入

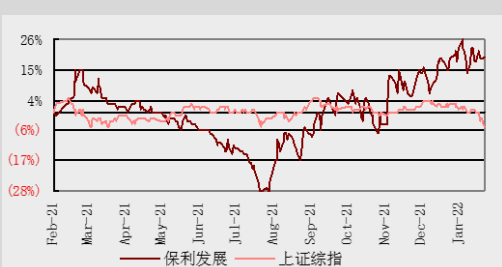
原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 15.7

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 凭借强大的资源护城河、央企的融资优势、激励机制升级带来的效益提升等因素，公司规模增长将逐步提速，助力实现重返前三愿景。

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(0.6)	3.3	21.4	19.0
相对上证指数	6.8	10.7	25.9	23.1

发行股数(百万)	11,970
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	187,933
3个月日均交易额(港币 百万)	1,288

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以2022年1月28日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

房地产: 房地产开发
证券分析师: 夏亦丰

(8621)20328348

yifeng.xia@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521070005

证券分析师: 许佳璐

(8621)20328710

jialu.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521110002

保利发展

央企龙头具备穿越周期的战略定力，多重优势奠定未来发展基石

公司核心亮点

- **央企龙头具备穿越周期的战略定力。**06年公司上市初销售规模仅84亿，20年达5028亿元，实现14年60倍跨越式增长，年复合增速34%；市占率从0.4%增至2.9%，规模始终位于行业前五，央企第一。我们认为公司穿越周期的能力主要因为其清晰的战略方向及强大的执行力。从战略看，公司自成立以来，始终契合国家发展方向，把握城镇化扩张带来的发展机会。一方面，坚实以刚需和改善性住宅为主，解决住房需求；另一方面，始终坚守住宅地产、坚守核心一二线城市为主、坚守地产相关多元化，没有进行盲目战略转型，保持了稳固的行业地位。与传统央企不同，公司在推进市场化机制方面是央企中的领先者，股权激励及跟投机制充分；新管理层上任后积极增持，体现持续推动公司发展的决心。
- **坚守地产主业，坚持“中心城市+城市群”深耕战略。**公司21年实现销售额5349亿元，同比+6.4%，销售排名跃升至第四位。由于公司深耕一二线核心城市，销售均价相对较高，21年16049元/平，同比增长8.8%。21H1公司一二线城市销售贡献为67.6%，广州超260亿，佛山超200亿，上海、北京、东莞超100亿，战略聚焦的优势凸显，核心区域及城市深耕效果显著。公司擅长根据土地市场变化灵活调整节奏，合理把握投资节奏，补充优质土地资源，同时始终将拿地成本控制合理水平，楼面均价/销售均价始终控制在50%以下，保障充足的盈利空间。截至21年6月在建面积1.4亿平，待开发面积7323万平，可满足2-3年开发需求，其中一二线城市占比61%，四大核心城市群占比37%。
- **“一主两翼”战略清晰，两翼业务不断发展，合力打造不动产生态平台。**截至21年6月末，1) **不动产金融翼：**公司拥有信保基金(持股40%)、保利资本(持股45%)、太平保利(持股49%)三家不动产基金管理机构，累计管理基金规模超1600亿。2) **综合服务翼：**公司有效整合行业生态系统资源，其中**保利物业**(持股72.3%)在管面积4.28亿平，市占率1.6%，38%为房企母公司提供的物业，营收从16年的25.6亿提升至20年的80.4亿，CAGR33%，21年有望破百亿；**保利商业**已开业购物中心29个，分布14个中心城市，开业面积193万平，在营项目出租率超80%，打造了“时光系”、“together系”商业品牌；**保利酒店**旗下拥有4个自主品牌，已开业酒店20个，客房数4873间；**保利公寓**18年面世，为满足不同客群居住需求，形成差异化品牌矩阵，目前共有N+及瑜璟阁两大品牌体系，当前在营项目40个，累计开业6120个房间。**保利经纪**方面，18年保投顾与业界龙头合富辉煌完成股权整合，公司持股43.9%，销售代理业务覆盖200多个城市，代理项目超2200个，代理销售规模超2500亿。
- **财务指标：营收业绩稳步增长，盈利、偿债能力位于行业领先地位。**公司营收业绩稳步增长；在行业面临利润率下滑压力下，公司开发业务毛利率与净利率整体稳中有升，2021H1以32.5%的毛利率位列TOP30房企第一。同时，多年来始终保持适中杠杆水平，是20年TOP5房企中唯一的绿档企业，截至21Q3依然保持着绿档优势，具备央企多元融资渠道及低息融资优势，融资成本仅4.7%。截至21年9月货币资金1321亿，同比增长7.7%，增速较20年提升3pct，得益于公司提高销售回款管理精细度，17-20年在资金趋紧背景下保持回笼率稳中有升，2021H1实现销售回笼2556亿，同比增长26.3%。

投资建议与盈利预测

在当前“良性循环和健康发展”的基础上，优质房企在融资方面率先获得监管层支持，公司多年以来始终保持适中的杠杆水平，是2020年TOP5房企中唯一实现“三道红线”绿档的企业，截至2021年第三季度末依然保持着绿档的优势，营收业绩及销售规模稳步增长，在整体行业面临利润率下滑的压力下，盈利能力仍保持在行业较高水平。同时，在2021年集中土拍中积极参与，新增项目多集中于高能级核心地区；在手土地储备充足，为未来销售增长提供支撑。我们认为，凭借强大的资源护城河、央企的融资优势、激励机制升级带来的效益提升等因素，公司规模增长将逐步提速，助力实现重返前三愿景。中长期来看，随着风险缓释，行业清整将进一步推动各类资金、土地等资源向优质头部房企聚拢，公司作为融资渠道畅通、综合能力突出的优质龙头房企将享有更高的估值溢价。我们预计公司2021-2023年营业收入分别为2851/3299/3790亿元；归母净利润分别为276/285/295亿元；对应EPS分别为2.30/2.38/2.46元。当前股价对应的PE分别为6.9X/6.7X/6.5X。首次覆盖，给予**买入**评级。

评级面临的主要风险

销售与结算不及预期；房地产调控超预期收紧；融资持续收紧；多元业务发展不及预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(人民币 百万)	235,981	243,208	285,079	329,879	379,000
变动(%)	21.3	3.1	17.2	15.7	14.9
归母净利润(人民币 百万)	27,959	28,948	27,584	28,502	29,485
全面摊薄每股收益(人民币)	2.34	2.42	2.30	2.38	2.46
变动(%)	47.9	3.5	(4.7)	3.3	3.4
全面摊薄市盈率(倍)	6.83	6.60	6.93	6.70	6.48
每股股息(人民币)	0.82	0.82	0.78	0.81	0.84
股息率(%)	5.1	5.1	4.9	5.1	5.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

1 “一主两翼”战略清晰，央企龙头具备穿越周期的战略定力	7
1.1 央企龙头战略清晰，三十年守业传承	7
1.2 股权结构清晰，新管理层平稳过渡有望带领公司取得新成绩	9
1.3 公司激励跟投机制充分，新管理层积极增持，体现发展决心	11
2 坚守地产开发主业，销售稳步增长；坚持“中心城市+城市群”深耕战略，土储丰富且质地优良	14
2.1 公司销售稳步增长，坚持深耕“中心城市+城市群”	14
2.2 坚持差异化多元化拓展策略，优化提升土储质量	18
2.3 合理把握地产开发与结算节奏，预计今明两年结算收入仍将实现稳定增长	23
3 “一主两翼”战略蓝图成形，打造不动产生态发展平台	25
3.1 不动产金融翼：重视资本对产业赋能，累计管理基金规模超 1600 亿	26
3.2 综合服务翼：有效整合行业生态系统资源，多点开花成效显著	27
4 财务指标分析：业绩稳步释放、盈利与偿债能力行业领先	39
4.1 整体营收业绩稳中有升，未来业绩释放明确性较强	39
4.2 盈利能力行业领先，ROE 持续提升	42
4.3 财务杠杆稳健，TOP5 中唯一绿档企业，具备多元融资方式及低成本融资优势	44
4.4 经营性现金流改善，加强现金流管理成效显著	48
5 投资建议	51
6 风险提示	52

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 保利发展公司发展历程.....	8
图表 2. 公司 2012 年首次迈入千亿阵营，2016-2018 年相继突破了两千、三千和四千亿销售规模大关，2020 年销售规模突破五千亿.....	8
图表 3. 公司控股股东为保利南方集团有限公司，实际控制人为中国保利集团有限公司，合计持股达 40.49%.....	9
图表 4. 以刘平为核心的新一届管理团队核心班底搭建完成.....	10
图表 5. 首次股权激励计划实施情况（注销未行权股份后，公司 2017 年 6 月发布了实施完成公告）.....	11
图表 6. 第二期股票期权激励计划实施情况.....	12
图表 7. 公司高管从截至 2021 年 8 月 4 日持有公司 0.094% 的股份增持至截至 2022 年 1 月 27 日的 0.0997%.....	13
图表 8. 公司穿越周期的能力主要是因为其清晰的战略方向及强大的执行力.....	16
图表 9. 2006-2020 年公司销售面积 CAGR 为 26.8%，2021 年同比下降 2.2%..	17
图表 10. 2006-2020 年公司销售金额 CAGR 为 34%，2021 年同比增长 6.4%...	17
图表 11. 2006-2021 年公司市占率从 0.4% 提升至 2.9%.....	17
图表 12. 公司销售规模始终位于行业前五，央企第一.....	17
图表 13. 由于公司深耕一二线，销售均价相对较高，2020 年为 14750 元/平，2021 年 1-11 月提升至 16049 元/平.....	18
图表 14. 2021H1 公司一线、二线和三四线城市销售面积占比分别为 6.0%、61.6% 和 32.4%.....	18
图表 15. 2021H1 公司长三角、京津冀、大湾区、成渝城市群销售面积占比分别为 15.2%、5.1%、16.3% 和 6.4%.....	18
图表 16. 具体城市来看，佛山、广州、成都销售贡献相对较高.....	18
图表 17. 2020 年公司新增土储建面 3186 万平，同比增 19%，2021 年新增 2783 万平，同比下降 13%.....	20
图表 18. 2011-2021 年公司拿地权益比例基本保持在 60%-75%，当前为 65% 左右.....	20
图表 19. 公司擅于根据土地市场变化灵活调整投资节奏.....	20
图表 20. 公司始终将拿地成本控制在合理水平，保障充足的盈利空间.....	21
图表 21. 从拿地金额来看，公司在集中土拍中上海、厦门、广州拿地金额超过百亿，分别为 160、149 和 113 亿元.....	21
图表 22. 公司集中土拍所获得的所有地块中，拿地建面占比最高的城市为长沙	

(19.9%)、广州 (10.4%)	21
图表 23. 公司在集中土拍中广州、济南、青岛、武汉四个城市的土拍溢价率为 0%， 长春、天津、长沙、上海土拍溢价率低于 5%.....	22
图表 24. 从集中土拍成交建面来看，公司在厦门、福州、长沙的市占率较高，分 别为 11.7%、14.6%和 10.6%.....	22
图表 25. 截至 2021 年 6 月末，公司拥有在建面积 1.4 亿平，待开发面积 7323 万 平.....	23
图表 26. 截至 2021 年 6 月末，公司待开发面积一二线城市占比 61%.....	23
图表 27. 截至 2021 年 6 月末，公司待开发面积四大核心城市群占比 37%.....	23
图表 28. 2021H1 公司新开工 2781 万平，同比下降 3.0%.....	24
图表 29. 2021H1 公司竣工 1415 万平，同比增长 16.7%.....	24
图表 30. 2020 年公司结算收入 2264 亿元，同比增长 1.2%.....	24
图表 31. 2020 年公司结算面积 2069 万平，同比增长 17.2%.....	24
图表 32. 保利地产“一主两翼”模式.....	25
图表 33. 2016-2020 年两翼业务收入年复合增速为 19.3%，高于同期地产开发收 入年复合增速 (11.4%)	26
图表 34. 2021 年上半年两翼业务收入占比超过 10%，达 11%，较 2020 年同期提 升了 2.5 个百分点.....	26
图表 35. 保利发展的基金管理规模稳步提升，截至 2021 年 6 月末达 1600 亿.....	27
图表 36. 公司重视资本对产业的赋能，拥有三家不动产基金管理机构.....	27
图表 37. 公司有效整合行业生态系统资源，形成保利物业、保利经纪、保利商业、 保利酒店、保利公寓等十大业务板块.....	28
图表 38. 截至 2021 年 6 月末，保利发展合计持有保利物业 72.28%股权.....	29
图表 39. 2005 年后保利物业发展分为全国化布局、增值服务布局和多元物业组合 布局三大阶段.....	29
图表 40. 保利物业始终位列百强物管公司前五，央企物管公司第一.....	30
图表 41. 截至 2021 年 6 月末，保利物业在管面积 4.28 亿平，较 2020 年年末增长 12.6%.....	30
图表 42. 截至 2021 年 6 月末，保利物业合约面积 6.22 亿平，较 2020 年年末增长 9.7%.....	30
图表 43. 当前保利物业市占率约为 1.6%.....	31
图表 44. 保利物业在上市物管公司中在管规模排名前三，央企物管公司中排名第 一.....	31
图表 45. 截至 2021 年 6 月 30 日，母公司提供的在管面积 1.63 亿平，第三方外拓 在管面积 2.65 亿平.....	31
图表 46. 截至 2021 年 6 月 30 日，住宅物业在管面积 1.82 亿平，非住宅物业在管 面积达 2.46 亿平.....	31

图表 47. 保利物业营业收入从 2016 年的 25.64 亿元，提升至 2020 年的 80.38 亿元，年复合增速为 33.1%	32
图表 48. 2021 年上半年基础物业服务、社区增值服务、非业主增值服务收入占比分别为 61%、23.3%和 15.7%	32
图表 49. 保利物业整体毛利率从 2016 年的 16.7%稳步提升至 2021 年上半年的 20.0%	33
图表 50. 截至 2021 年 6 月末，保利商业已开业购物中心 29 个，开业面积 193 万平	33
图表 51. 从在营购物中心城市分布来看，一线城市 7 个，新一线城市 15 个，二三线城市 7 个	33
图表 52. 保利商业项目	34
图表 53. 保利酒店拥有 4 个自主酒店品牌：雅途、郡雅、悦雅、诺雅	35
图表 54. “悦雅”是针对 Z 世代消费喜好与习惯所打造的时尚、健康、年轻的四星品牌	35
图表 55. 万科、招商蛇口于各房企中布局时间较早，且已形成了一定的长租规模	36
图表 56. 公司跻身住房租赁企业规模排名前 20	36
图表 57. 保利公寓目前共有 N+及瑜璟阁两大品牌体系	37
图表 58. 2021 年 1-7 月已有 10 家房企发行住房租赁专项公司债券超过 220 亿元，同比 2020 年增长 23%	38
图表 59. 保利发展持有保利地产投资顾问有限公司 43.9%的股份	38
图表 60. 截至 2021 年 6 月末，销售代理业务覆盖全国 200 多个城市，代理项目超 2200 个	38
图表 61. 公司 2010-2020 年营业收入从 359 亿元增长至 2432 亿元，年复合增速为 21.1%	39
图表 62. 公司 2010-2020 年归母净利润从 49 亿元增长至 289 亿元，年复合增速为 19.4%	40
图表 63. 公司 2010 年到 2021Q3 少数股东损益从 10.6%波动增长至 30.0%	40
图表 64. 2016 年以来受合作项目陆续结转影响投资收益明显增加	40
图表 65 房地产开发营收占比维持在 93-97%，2021Q3 下降至 89%	41
图表 66. 2021 年前三季度主营业务营业收入中，华南、华中、华东分别占比 48.4%、13.0%、12.4%	41
图表 67. 截至 2021 年三季度末，公司预收账款 4609 亿元，同比增长 21.2%	41
图表 68. 截至 2021 年三季度末，公司预收账款/上年营业收入比值为 1.90，较 2020 年明显提升	41
图表 69. 2021Q3 公司毛利率为 29.8%，2019 年以来呈现下降趋势	42
图表 70. 2021 年上半年公司房地产开发销售和其他主营业务毛利率分别为 32.4%和 31.2%	42

图表 71. TOP30 房企中保利发展毛利率位列第一	42
图表 72. 2019 年公司净利率和归母净利润率同比分别提升了 2.5 和 2.2pct 至 15.9%和 11.9%.....	43
图表 73. 2011-2020 年公司三费率基本稳定在 5%-6.2%,波动相对较小	43
图表 74. 保利发展净利率在可比公司中位于前列	43
图表 75. 2020 年、2021 年因利润率下滑导致 ROE 承压	44
图表 76. 截至 2021 年 9 月末, 公司有息负债 3410 亿元, 同比增长 12.9%.....	44
图表 77. 2020 年公司有息负债率降低至历史最低位: 23.7%, 2021Q3 维持在 24.4%的历史低位	44
图表 78. 截至 2021 年 6 月末, 公司有息负债综合融资成本仅 4.70%, 较 2020 年年末再度下降 77BP	45
图表 79. 公司存量债券余额 463 亿元, 平均票面利率仅 3.59%	46
图表 80. 截至 2021 年 9 月末, 公司剔除预收账款后的资产负债率、净负债率和现金短债比分别为 67.1%、67.6%和 2.32X	47
图表 81. 保利发展是 2020 年 TOP5 房企中唯一实现“三道红线”绿档的企业	47
图表 82. 与同等规模的房企相比, 保利发展的经营杠杆水平相对较低	48
图表 83. 截至 2021 年 9 月末, 公司货币资金 1321 亿元, 同比增长 7.7%.....	48
图表 84. 2020 年公司经营性现金流金额 152 亿元, 2021 年前三季度-188 亿元	48
图表 85. 2021 年上半年公司实现销售回款 2556 亿元, 同比增长 26.3%.....	49
图表 86. 2021 年上半年公司销售回款率达 89.6%, 销售回款率始终位于较高水平	49
图表 87. 与同等规模的房企相比, 保利发展的经营杠杆水平相对较低	49
图表 88. 2022 年公司到期债务规模 149 亿元, 其中银行贷款 50 亿元、国内债券 35 亿元、信托 14 亿元	50
图表 89. 公司 2022 年到期债务规模/截至 2021 年 6 月末的有息负债比例为 4.5%	50
图表 90. 保利发展收入成本拆分预测	51

1 “一主两翼”战略清晰，央企龙头具备穿越周期的战略定力

1.1 央企龙头战略清晰，三十年守业传承

保利发展自 1992 年成立，持续谋变，战略清晰，近几年销售规模稳居行业前五、央企第一，随着“一主两翼”发展战略持续推进，在主业稳健基础上积极把握行业“转型”，公司发展共经历了五大阶段：

1) **创业起步、夯实基础（1992 年-2002 年）**：公司于 1992 年成立，1995 年开发保利红棉花园，确立了以房地产开发为主业的公司业务结构，1998 年开发保利花园，打造了首个国家康居示范社区。

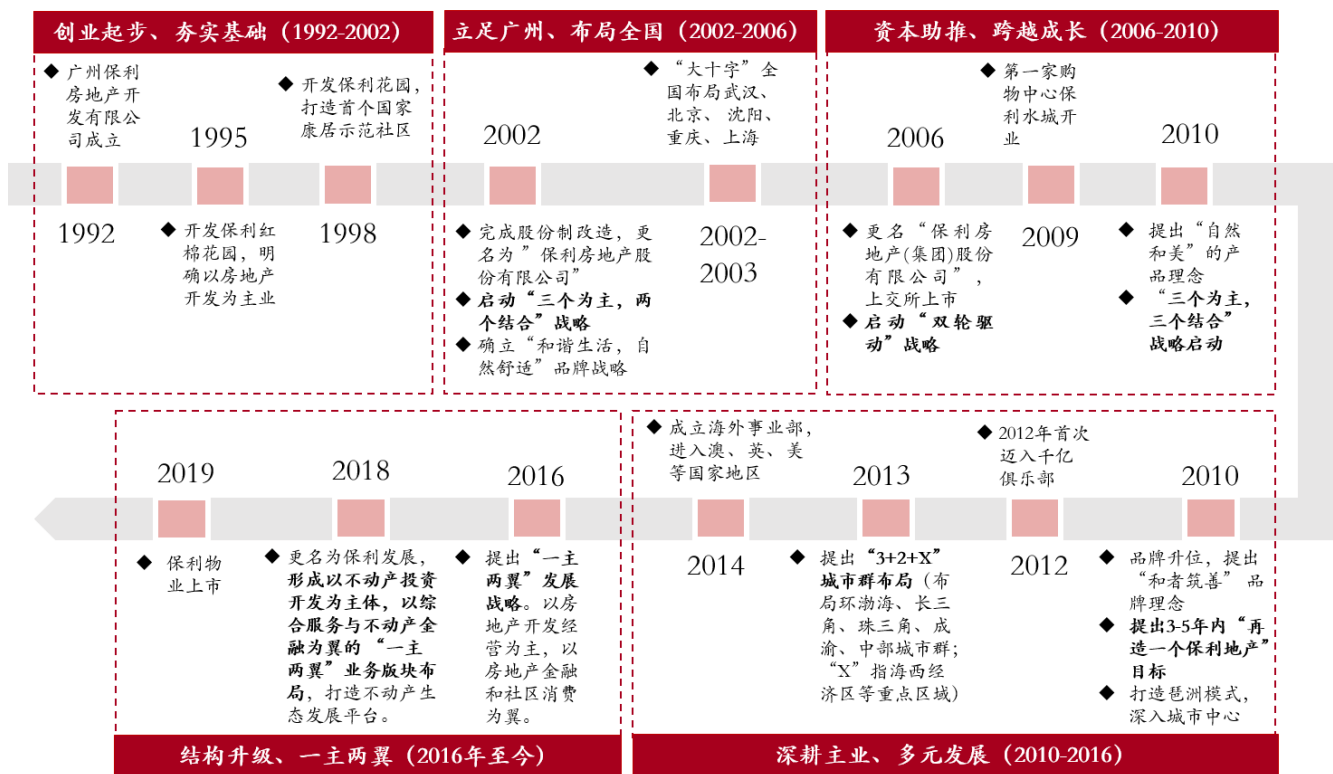
2) **立足广州、布局全国（2002 年-2006 年）**：2002 年公司启动“三个为主，两个结合”战略，即“三个为主”指：以做大做强房地产主业为主，适度地拓展相关行业；以北京、上海为主，逐步向其他城市扩展；以商品房住宅开发为主，适度地拓展其他物业，逐步优化产品结构。“两个结合”指：滚动性开发收入与物业经营性收入相结合，资本经营和资产营运相结合。同时开始推进全国化布局，2002-2003 年间布局武汉、北京、沈阳、重庆和上海等城市。

3) **资本助推、跨越成长（2006 年-2010 年）**：2006 年成功在上交所上市的同时，启动“双轮驱动”战略，住宅开发外，吸纳优质的商业物业，增强公司抗风险能力。在此战略下，2009 年公司第一家购物中心保利水城开业。2010 年公司启动“三个为主，三个结合”战略。“三个为主”即以房地产为主业，拓展相关产业；以省会及中心城市为主，逐步向二三线城市辐射；以住宅开发为主，有计划地增持国家中心城市的商业地产。“三个结合”即坚持扩大经营规模与提高开发效益相结合；开发性收入和经营性收入相结合；资产经营和资本经营相结合。

4) **深耕主业、多元发展（2010 年-2016 年）**：2010 年公司提出了 3-5 年内“再造一个保利地产”目标，2012 年布局全国 45 个城市并首次迈入千亿俱乐部。2013 年提出“3+2+X”城市群布局，布局以北、上、广为核心的环渤海、长三角、珠三角城市群，以成都、重庆为中心的成渝城市群，武汉为中心的中部城市群；以及海西经济区等重点区域。2014 年成立海外事业部，进入澳、英、美等国家地区，基本完成了 2010 年提出的 3-5 年再造一个保利的目标。

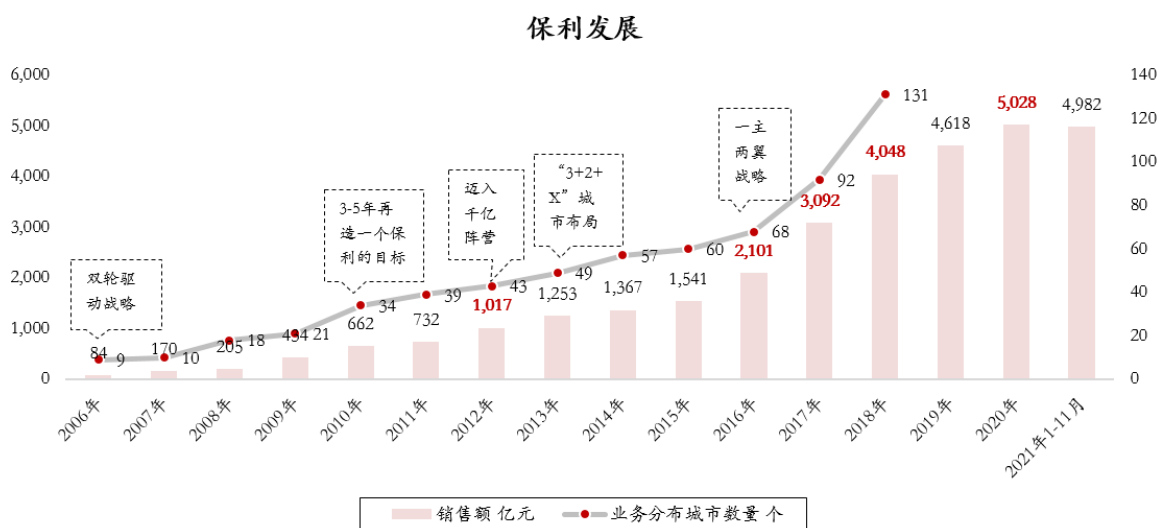
5) **结构升级、一主两翼（2016 年至今）**：2016 年提出“一主两翼”发展战略，以房地产开发经营为主，以房地产金融和社区消费为翼，2016-2018 年相继突破了两千、三千和四千亿销售规模大关。2018 年更名为“保利发展”，形成以不动产投资开发为主体，以综合服务与不动产金融为翼的“一主两翼”业务板块布局，通过三者的协同发展，打造不动产生态发展平台。2019 年旗下物业板块保利物业分拆赴港上市。2020 年销售规模突破五千亿。

图表 1. 保利发展公司发展历程



资料来源: 公司官网, 中银证券

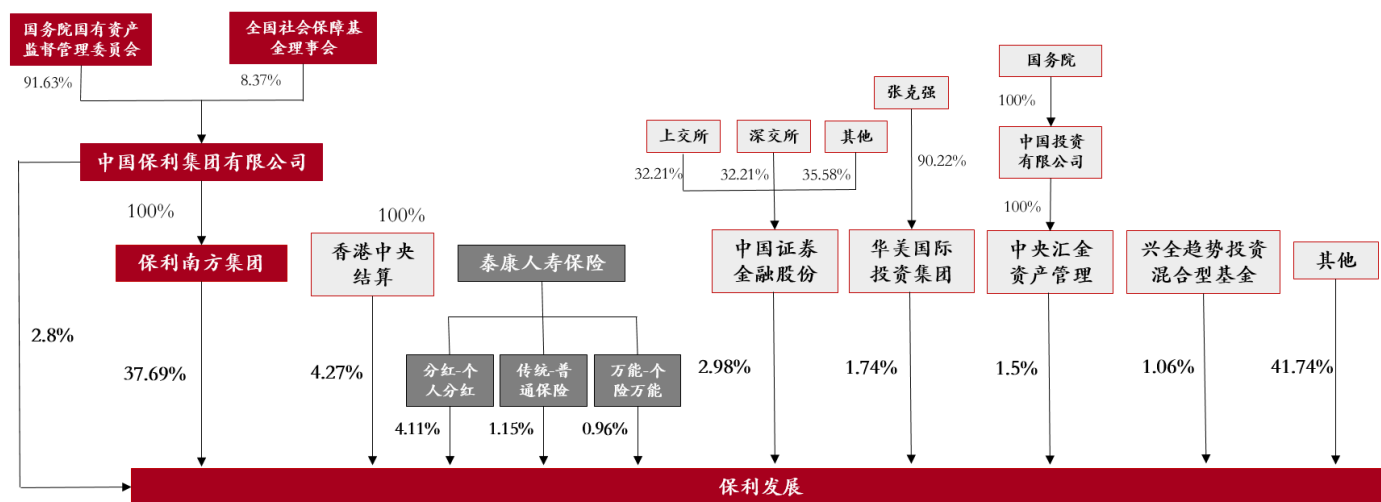
图表 2. 公司 2012 年首次迈入千亿阵营, 2016-2018 年相继突破了两千、三千和四千亿销售规模大关, 2020 年销售规模突破五千亿



1.2 股权结构清晰，新管理层平稳过渡有望带领公司取得新成绩

保利发展实控人保利集团持股 40.49%，股权结构清晰。公司控股股东为保利南方集团有限公司，实际控制人为中国保利集团有限公司，截至 2021 年 9 月末，合计持股达 40.49%；保利集团为国务院国有资产监督管理委员会控股的大型中央企业。公司强大的央企背景将助力公司获取更高的品牌溢价和低成本融资优势，进一步提升自身的竞争力；尤其是在当前的政策环境下，央企相较于民企市场认可度更高，房企融资边际宽松的受益也更为显著。公司价值得到中长线资金，特别是险资的充分认可。截至 2021 年 9 月末，泰康人寿合计持有公司 6.22% 股份。

图表 3. 公司控股股东为保利南方集团有限公司，实际控制人为中国保利集团有限公司，合计持股达 40.49%



资料来源：公司公告，中银证券

管理团队平稳过渡，新管理团队根植于保利，熟悉保利文化，行业资历深厚、专业能力强，且合作经验丰富，有望带领公司取得新的成绩。2021 年 7-8 月，原董事长宋广菊辞任，刘平接任董事长，财务总监周东利先生接任公司总经理，同时聘王一夫先生为公司财务总监。刘平长期扎根一线，曾担任保利多个区域公司董事长，熟知行业趋势与前沿市场变化，自 2015 年回到总部之后，担任公司董事、副总经理，主持总部日常经营工作。在其 2016 年-2020 年的总经理任上，保利发展完成了从 2000 亿元到 5000 亿元规模跨越，落地“一主两翼”战略规划，初步构建了一个充满活力的不动产生态发展平台。周东利于 1995 年开始供职保利集团，具备丰富的财务审计经验，自 2014 年 10 月开始成为保利发展财务总监，在任职的 2014 年至 2020 年，公司综合融资成本由 6.5% 下降至 4.77%，为公司持续稳健增长奠定了良好的基础，同时其熟悉并认可公司文化、并与现有管理团队合作默契。以刘平为核心的新一届管理团队核心班底搭建完成，并实现平稳过渡，公司将迎来新的发展历程。周东利与王一夫先生均为保利集团体系内部培养人才，同为保利集团财务有限公司董事，具备长期合作经历，这将使保利发展一贯的风格和战略得到延续，平稳度过换届过渡期。

图表 4. 以刘平为核心的新一届管理团队核心班底搭建完成

董事会成员			
姓名	职务	任职日期	简介
刘平	董事长、董事	20210729	1989 年参加工作, 历任广东省审计厅直属分局科长, 保利地产计划部经理, 总经理办公室主任, 总经理助理, 董事会秘书, 副总经理。
周东利	董事、总经理	20210915	1995 年参加工作, 历任保利建设开发总公司财务部副经理, 保利(北京)房地产开发有限公司财务部经理, 上海海洋水族馆内审部经理, 保利文化艺术有限公司财务部副经理, 海南海视旅游卫视传媒有限责任公司财务总监兼运营中心总监, 保利影业投资有限公司常务副总经理, 中国保利集团有限公司财务部副主任, 保利投资控股有限公司总会计师。现任本公司财务总监。
赵子高	董事	20210915	1982 年参加工作, 历任中国保利集团综合计划部处长, 办公厅处长, 保利南方集团有限公司董事, 中国保利集团有限公司房地产部主任, 企业发展部主任, 新闻中心主任, 职工董事, 保利置业集团有限公司(上海), 保利文化集团股份有限公司, 保利民爆科技集团股份有限公司等公司董事。现任中国保利集团有限公司子公司专职非执行董事, 保利国际控股有限公司董事, 中国工艺集团有限公司董事, 保利投资控股有限公司董事。
邢怡	董事	20161229	历任平安保险资产运营中心基金投资部负责人, 泰康保险集团资产管理中心副总经理, 助理总裁, 泰康资管副总经理兼首席投资官。现任本公司董事, 泰康保险集团副总裁, 泰康资管副总经理兼首席投资官。
陈关中	董事	20211028	经济学学士, 正高级会计师。1990 年参加工作, 历任中国化学工程第六建设公司财务部副主任, 主任, 审计室主任, 副总会计师, 总会计师, 中国电力工程顾问集团公司总会计师, 中国能源建设集团有限公司副总会计师, 总会计师。现任中国保利集团有限公司总会计师。
胡在新	董事	20211028	文学博士, 经济师。1987 年参加工作, 历任保利发展销售部经理, 营销中心总经理, 助理总经理兼品牌管理中心总经理, 副总经理, 现任本公司党委副书记。
高管及其他重要人员			
姓名	职务	任职日期	简介
张伟	副总经理	20120426	1998 年参加工作, 历任保利科技有限公司职员, 中国保利集团综合事务部经理, 高级经理, 副主任级秘书
黄海	董事会秘书	20120426	工商管理硕士。1997 年参加工作, 历任深圳沃发医学新技术发展有限公司金融部业务经理, 广州兴达通讯汕头分公司市场部经理, 中山公用科技股份有限公司证券部经理及证券事务代表, 保利地产证券部副总经理, 董秘办主任, 现任公司董事会秘书兼董事会办公室主任, 保利物业董事长, 广东省高速公路发展董事。
潘志华	副总经理	20190404	2001 年参加工作, 历任河北保利房地产开发有限公司总经理, 山西保利房地产开发有限公司总经理, 保利地产战略投资管理中心总经理
刘文生	副总经理	20190729	1991 年参加工作, 历任广州保利实业有限公司财务部财务经理, 办公室主任, 总经理助理, 保利(武汉)房地产开发公司副总经理兼财务总监, 南海桦荣实业有限公司常务副总经理, 保利华南实业有限公司总经理, 董事长, 保利华南实业有限公司董事长, 保利湾区投资发展有限公司董事长, 保利海南旅游发展有限公司董事长
张艳华	副总经理	20191119	国家一级注册建筑师。2001 年参加工作, 历任上海黄海建筑设计有限公司建筑师, 同济大学国家历史文化名城研究中心规划师及建筑师, 上海同济城市规划设计研究院四所规划师, 联合国教科文组织亚太地区世界遗产培训与研究中心助理主任, 保利置业集团有限公司投资管理中心总经理, 运营管理中心总经理及产品管理中心总经理。
刘颖川	副总经理	20200519	1995 年参加工作, 历任广州科学城房地产开发有限公司工程技术部部门经理, 保利(重庆)投资实业有限公司计划管理部部门副经理, 副总经理, 常务副总经理, 保利(福建)房地产投资有限公司总经理, 广东保利房地产开发有限公司总经理, 河南保利发展有限公司董事长, 河北保利房地产开发有限公司董事长, 陕西保利房地产开发有限公司董事长, 保利(甘肃)实业投资有限公司董事长。
王一夫	财务总监	20210817	1998 年参加工作, 历任中国水利投资公司项目经理, 中国保利集团有限公司财务部项目经理, 高级经理, 保利财务有限公司总审计师, 副总经理, 董事。

资料来源: 公司公告, 中银证券

1.3 公司激励跟投机制充分，新管理层积极增持，体现发展决心

公司激励及跟投机制充分，新管理层上任后积极增持，体现持续推动公司发展的决心。与传统央企不同，公司在推进市场化机制方面，是央企中的领先者。

1) 股权激励：2012 年和 2016 年，保利发展实施了两期股权激励计划，成为首批实施股权激励的央企地产公司。首期股票期权激励计划方案 2012 年 4 月 26 日通过，股票期权激励计划的期权数量为 5567 万份，占授予时公司总股本的 0.953%，行权价格为 9.97 元/股，后调整为 7.898 元/股，激励对象包括公司部分董事、高级管理人员及对公司经营业绩和持续发展有直接影响的管理骨干和技术骨干，共计 178 人。计划的有效期为 6 年，授予的股票期权从授权日开始，经过两年的行权限制期后，分三期分别有 30%、30%、40% 的股票期权在满足行权条件前提下获得可行权的权利。行权条件可解读为 2013-2015 年公司 ROE 分别不低于 14%、14.5% 和 15%，每个行权期的净利润较前三个会计年度的净利润的年复合增长率不低于 21%。公司 2013-2015 年实际 ROE 分别为 20.8%、19.9% 和 17.3%，每个行权期的净利润较前三个会计年度的净利润的年复合增长率分别为 29%、25% 和 19%，最后一个行权期的净利润增速未达标（第三期未行权），于 2017 年 6 月注销未行权股票期权后，首期股权激励计划实施完成。

第二期股权激励计划于 2016 年通过，授予 1.3 亿份股票期权，占公司总股本的 1.21%，行权价格为 8.75 元/股，激励对象总人数 688 人，占公司员工总数的 2.18%。激励计划的有效期为 6 年，经过两年的行权限制期后，分三期分别有 33%、33%、34% 的股票期权在满足行权条件前提下获得可行权的权利。行权条件为 2017-2019 年公司 ROE 分别不低于 14%、14.5% 和 15%，公司在股票期权授权日前三个会计年度净利润年复合增长率不低于 8%，公司在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。公司 2017-2019 年实际 ROE 达 14.6%、15.5% 和 17.9%，每个行权期的净利润较前三个会计年度的净利润的年复合增长率分别为 11%、16% 和 30%，资产周转率分别为 0.251、0.252 和 0.251，均达到行权条件，三个行权期均实施激励。截至目前，第二期股权激励计划 94.33% 已行权。我们认为，股票期权激励计划的实施将进一步完善公司治理结构，建立健全公司长效激励机制，有助于帮助公司管理层平衡公司发展过程中的短期目标与长期目标，有助于吸引和保留优秀人才，激励持续价值的创造，促进公司长期健康发展。

图表 5. 首次股权激励计划实施情况（注销未行权股份后，公司 2017 年 6 月发布了实施完成公告）

姓名	职务	第一个行权期（2014 年 9 月 17 日-2016 年 1 月 5 日）		第二个行权期（2015 年 6 月 17 日-2017 年 1 月 26 日）		合计	
		行权数量（万股）	行权占股权激励计划总量比重	行权数量（万股）	行权占股权激励计划总量比重	行权数量（万股）	行权占股权激励计划总量比重
宋广菊	董事长	20.52	0.22%	20.52	0.22%	41.04	0.44%
王小朝	董事	20.52	0.22%			20.52	0.22%
彭碧宏	董事	20.52	0.22%	20.52	0.21%	41.04	0.43%
张玲	董事	20.52	0.22%			20.52	0.22%
朱铭新	董事、总经理	30.24	0.32%	30.24	0.32%	60.48	0.64%
张曦	副总经理兼财务总监	25.92	0.28%			25.92	0.28%
刘平	副总经理	25.92	0.28%	25.92	0.28%	51.84	0.56%
余英	副总经理	25.92	0.28%	25.92	0.28%	51.84	0.56%
陈冬桔	副总经理	25.92	0.28%	25.92	0.28%	51.84	0.56%
王健	副总经理	25.92	0.28%	25.92	0.28%	51.84	0.56%
胡在新	副总经理	25.92	0.28%	25.92	0.28%	51.84	0.56%
吴章焰	副总经理	25.92	0.28%	25.92	0.28%	51.84	0.56%
黄海	董事会秘书	22.68	0.24%	22.68	0.24%	45.36	0.48%
董事、高管小计		316.44	3.38%	249.48	2.66%	565.92	6.04%
其他激励对象小计		2464.13	26.23%	2224.78	23.66%	4688.91	49.90%
总计		2780.57	29.61%	2474.26	26.32%	5254.83	55.94%

资料来源：公司公告，中银证券

图表 6. 第二期股票期权激励计划实施情况

姓名	职务	第一个行权期(2018年9月12日-2020年6月24日)		第二个行权期(2019年9月21日-2021年7月8日)		第三个行权期(2020年9月18日-2021年7月8日)		合计	
		行权数量(万股)	行权占股权激励计划总量比重	行权数量(万股)	行权占股权激励计划总量比重	行权数量(万股)	行权占股权激励计划总量比重	行权数量(万股)	行权占股权激励计划总量比重
张万顺	董事	18.22	0.15%	18.22	0.15%	18.77	0.16%	55.21	0.46%
刘平	董事、总经理	18.22	0.15%	18.22	0.15%	15.01	0.13%	51.45	0.43%
陈东桔	副总经理	18.21	0.15%	18.22	0.15%			36.43	0.30%
王健	副总经理	18.22	0.15%					18.22	0.15%
张伟	副总经理	18.22	0.16%	18.22	0.16%	11.26	0.10%	47.70	0.41%
周东利	财务总监	18.22	0.15%	18.22	0.15%	18.77	0.16%	55.21	0.46%
刘文生	副总经理			13.25	0.11%	13.65	0.12%	26.90	0.23%
刘颖川	副总经理					13.65	0.12%	13.65	0.12%
潘志华	副总经理			13.25	0.11%	13.65	0.12%	26.90	0.23%
黄海	董事会秘书	18.22	0.15%	18.22	0.15%	18.77	0.15%	55.21	0.45%
董事、高管小计		127.53	1.08%	135.82	1.13%	123.53	1.06%	386.88	3.26%
其他激励对象小计		3742.54	31.58%	3612.83	30.59%	3424.38	28.91%	10779.75	91.07%
总计		3870.07	32.65%	3748.65	31.71%	3547.91	29.97%	11166.63	94.33%

资料来源：公司公告，中银证券

2) 跟投机制：2017年年底，公司成为央企地产公司的首批代表，设立房地产项目跟投机制，进一步激发公司发展活力。根据《关于实施房地产项目跟投的议案》，从跟投资金上限来看，公司10%的项目资金峰值跟投上限处于央企较高水平(同年招商蛇口先行探索的激励机制中项目跟投资金上限为5%；民企碧桂园跟投金额上限是项目资金峰值的15%，万科为10%)，公司在激励机制安排上一直走在国资前列。结合前两轮股权激励，公司激励制度不断完善，企业与员工利益高度统一，形成强大的企业凝聚力。

3) 新管理层上任后积极增持：2021年8月初新任董事长及全体高管增持公司股份彰显对公司未来发展的信心及长期投资价格的认可。保利集团计划增持不超过2%，管理层计划增持不超过1500万元。8月4日，公司公告，公司实控人保利集团增持公司股份50万股，占比总股本0.0042%；通过本次增持，保利集团持股比例提升至40.5%；同时拟在未来6个月内继续通过增持，累计增持比例不低于0.0042%、不超过2%。此外，公司董事长、总经理刘平先生及全体高级管理人员计划自2021年8月4日起6个月内增持公司股份，合计增持金额不低于800万元、不超过1500万元，增持价格不超过15.06元/股(超出8月4日收盘价51%)。保利集团及公司高管在2008、2014、2015年增持股份后，公司股价短期内均上涨，时隔六年的大股东与全体高管增持，体现对公司未来发展的信心及长期投资价值的认可。2021年8月-2022年1月，保利发展公司高管合计增持73.7万股，占总股本的0.0057%，截至2022年1月27日，公司高管持股比例从增持前的0.094%提升至0.0997%。

图表 7. 公司高管从截至 2021 年 8 月 4 日持有公司 0.094% 的股份增持至截至 2022 年 1 月 27 日的 0.0997%

变动截止日	股东名称	变动前持有公司股票数量(万股)	变动前持有公司股票比例(%)	增持数量(万股)	增持比例	参考市值(万元)	增持后持股数量(万股)	变动后持股比例(%)	交易均价(元)	收盘价(元)
2021-08-27	黄海	105.07	0.0088	4.50	0.0004	50.40	109.57	0.01	11.20	11.20
2021-08-27	刘平	740.96	0.0619	5.00	0.0004	55.75	745.96	0.06	11.15	11.20
2021-08-30	刘平	745.96	0.06	22.60	0.0018	244.76	768.56	0.06	10.83	10.85
2021-08-30	王全良	0.00	0.0000	4.74	0.0000	51.43	4.74	0.0000	10.85	10.85
2021-08-30	周东利	55.21	0.0046	3.60	0.0003	39.31	58.81	0.0049	10.92	10.85
2021-08-30	黄海	105.07	0.0088	4.50	0.0004	50.40	109.57	0.01	11.20	10.85
2021-08-30	胡在新	83.30	0.0070	5.50	0.0006	59.73	88.80	0.01	10.86	10.85
2021-08-31	张伟	47.70	0.0040	3.00	0.0003	33.63	50.70	0.0043	11.21	11.39
2021-09-07	周东利	58.81	0.0049	3.41	0.0005	40.65	62.22	0.01	11.92	12.05
2021-11-02	张伟	50.70	0.0043	1.65	0.0001	20.11	52.35	0.0044	12.19	12.23
2021-12-13	刘文生	51.49	0.0043	1.00	0.0001	14.66	52.49	0.0044	14.66	14.50
2021-12-14	刘颖川	13.65	0.0011	1.00	0.0001	14.00	14.65	0.0012	14.00	13.98
2021-12-30	刘颖川	14.65	0.0012	1.00	0.0001	15.00	15.65	0.0013	15.00	15.10
2022-01-14	孔峻峰	0.00	0.0000	3.34	0.0000	50.07	3.34	0.0000	14.99	14.95
2022-01-14	刘颖川	15.65	0.0013	1.50	0.0001	22.50	17.15	0.0014	15.00	14.95
2022-01-14	潘志华	26.90	0.0022	3.36	0.0003	50.10	30.26	0.0025	14.91	14.95
2022-01-14	张艳华	0.00	0.0000	1.00	0.0000	15.00	1.00	0.00	15.00	14.95
2022-01-21	刘文生	52.49	0.0044	1.50	0.0001	23.10	53.99	0.0045	15.40	15.48
2022-01-25	刘文生	53.99	0.0045	1.50	0.0001	23.34	55.49	0.0046	15.56	15.54
高管合计		1124.00	0.0940	73.70	0.0057		1197.70	0.0997		

资料来源：公司公告，中银证券

2 坚守地产开发主业，销售稳步增长；坚持“中心城市+城市群”深耕战略，土储丰富且质地优良

2.1 公司销售稳步增长，坚持深耕“中心城市+城市群”

公司能够在长时间周期内，始终保持稳定增长，从而一直位居行业前列。2006年公司上市之时销售规模仅84亿元，到2020年销售规模达到5028亿元，实现14年60倍的跨越式增长，年复合增速34%；销售面积从123万平增长至3409万平，年复合增速26.8%；按销售金额计算的市占率从2006年的0.4%增至2.9%，规模始终位于行业前五，央企第一。我们认为公司穿越周期的能力主要是因其清晰的战略方向及强大的执行力。从战略看，公司自成立以来，始终契合国家发展方向，把握城镇化扩张带来的发展机会。一方面，坚实以刚需和改善性住宅为主，解决居民住房需求；另一方面，在行业环境不断变化过程中，公司始终坚守住宅地产、坚守核心一二线城市为主、坚守地产相关多元化，没有进行盲目的战略转型，保持了稳固的行业地位。执行力方面，为了在规模扩大时，管理资源不被摊薄，公司从2007年起从追求全国的“有规模增长”过渡到“区域规模增长”，设置区域管理中心。华东、东北、华南、华中、环渤海地区各设置不同的区域总部，以广州、北京、上海作为核心，实行二级法人管理和职能垂直管理并行的扁平管理模式，保障了管理资源的有效配置，公司从以往总部、一级公司的两级管理构架过渡到战略总部、专业区域、执行一线的三级管理架构，将过去总部负责的设计、工程、销售等专业管理职能逐步下放到区域中心，打造了更加高效的组织平台，执行力大大提升。

1) 2006-2009年：房地产行业快速发展，公司实现了良好的销售额，同时积极扩大经营规模，持续发展能力显著提升。公司2006年启动“双轮驱动”战略，住宅开发外，吸纳优质的商业物业，增强公司抗风险能力。2006-2009年，全国商品房销售面积从6.2亿平增长至9.5亿平，销售金额从2.08万亿元增长至4.44万亿元，年复合增速分别为15%、29%。公司销售面积从2006年的123万平增长至2008年的258万平，年复合增速44.8%；销售金额从84亿增长至205亿元，年复合增速56.2%；市占率从0.4%提升至0.8%。2009年公司销售面积和销售额增长至527万平和434亿元，同比增速分别高达103.8%和111.5%；市占率提升至1.0%。

2) 2010-2014年：行业发展放缓，公司启动“三个为主，三个结合”战略。2009年国内货币环境进入宽松时期，全国商品住宅销售面积及销售额大幅增长，为抑制投资投机性需求，从2010年开始调控政策从刺激转向收紧，2010-2014年全国商品房销售面积和销售额年复合增速分别回落至4%和10%。2010年保利地产启动“三个为主，三个结合”战略；并提出3-5年内“再造一个保利地产”目标。但受全国市场影响，公司销售面积从2010年的688万平下降至2011年的650万平，同比下降5.5%；销售金额从662亿增长至732亿元，同比增长10.7%；市占率维持在1.3%。2012年战略实施初现成效，公司销售面积和销售金额分别为901万平和1017亿元，同比增速分别为38.6%和38.9%；市占率提升至1.6%，2012年布局全国45个城市并首次迈入千亿俱乐部。2013年公司进一步提出“3+2+X”城市群布局战略，布局以北、上、广为核心的环渤海、长三角、珠三角城市群，以成都、重庆为中心的成渝城市群，武汉为中心的中部城市群；以及海西经济区等重点区域。当年公司销售面积和销售额分别增长至1064万平和1253亿元，同比增速分别为18.1%和23.1%，市占率1.5%；2014-2015年市占率稳定在1.8%，超额完成2010年提出的3-5年再造一个保利地产的目标。

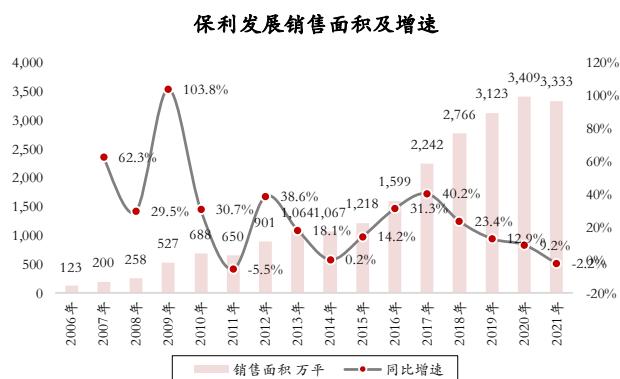
3) 2016 年至今：房地产行业进入白银时代，市场以居住需求为主导，公司战略升级为“一主两翼”。2016 年 6 月以来，行业开启收紧调控周期，“房住不炒”一系列调控政策的实施，房地产长效机制的不断推进，目前市场已经逐渐转向以真实需求为主导的增长逻辑。2016-2020 年全国商品房销售额和销售面积年复合增速分别回落至 10%和 3%，但公司逆势快速成长，主要得益于新发展战略的启动。公司于 2016 年提出“一主两翼”发展战略，以房地产开发经营为主，以房地产金融和社区消费为翼；2018 年形成以不动产投资开发为主体，以综合服务与不动产金融为翼的“一主两翼”业务版块布局，打造不动产生态发展平台。公司销售面积从 2016 年的 1599 万平增长至 2020 年的 3409 万平，年复合增速 20.8%；销售金额从 2101 亿元增长至 5028 亿元，年复合增速 24.4%；市占率从 1.8%提升至 2.9%。2016-2018 年相继突破了两千、三千和四千亿销售规模大关，2020 年突破五千亿销售规模大关。2021 年，公司实现销售金额 5349 亿元，同比增长 6.4%，销售面积 3333 万平，同比下降 2.2%，市占率为 2.94%，销售排名位于第四。

图表 8. 公司穿越周期的能力主要是因为其清晰的战略方向及强大的执行力

调控时间	调控方向	主要政策	阶段特点 (全国商品房销售)	公司战略	公司阶段表现
2006 年-2008 年 9 月	收紧	提高房贷首付比例、增加房产交易税费等	房价起伏上升, 2008 年房价和销售额首次下降。2006、2007 年销售额同比增长 18%、44%, 销售面积同比增长 11%、25%, 2008 年销售额和销售面积分别下降 16%、15%。	2006 年启动“ 双轮驱动 ”战略, 住宅开发外, 吸纳优质的商业物业, 增强公司抗风险能力	销售面积从 2006 年的 123 万平增长至 2008 年的 258 万平, 年复合增速 44.8%; 销售金额从 84 亿增长至 205 亿元, 年复合增速 56.2%; 市占率从 0.4% 提升至 0.8%
2008 年 10 月-2009 年 11 月	宽松	4 万亿、“一揽子”振兴经济计划、刺激住房消费; 下调贷款利率、首付比例、交易环节部分税种减免; 5 次降息 4 次降准	货币宽松环境, 销售量、房价大涨, 2009 年销售额同比 +77%, 销售面积同比 +44%, 销售均价 +23%。		2009 年公司销售面积和销售金额分别增长至 527 万平和 434 亿元, 同比增速分别高达 103.8% 和 111.5%; 市占率提升至 1.0%
2009 年 12 月-2011 年 10 月	收紧	2009 年 12 月国务院常务会议“遏制房价快速上涨”; 2010 年连续提高首付比例和贷款利率, 5 月出台二套房“认房又认贷”; 新增限购调控政策; 禁止开发商囤地	房价增长放缓, 2010-2011 年销售面积、销售均价同比增速均值回落至 7%。	2010 年启动“ 三个为主, 三个结合 ”战略。“三个为主”即以房地产为主业, 拓展相关产业; 以省会及中心城市为主, 逐步向二三线城市辐射; 以住宅开发为主, 有计划地增持国家中心城市的商业地产。“三个结合”即坚持扩大经营规模与提高开发效益相结合; 开发性收入和经营性收入相结合; 资产经营和资本经营相结合。 2010 年提出 3-5 年内“再造一个保利地产”目标	销售面积从 2010 年的 688 万平下降至 2011 年的 650 万平, 同比下降 5.5%; 销售金额从 662 亿增长至 732 亿元, 同比增长 10.7%; 市占率维持在 1.3%。
2011 年 11 月-2013 年 2 月	宽松	地方政策微调, 但并未放开限购限价; 首套房贷款利率下降; 各地调整普宅标准; 2 次降息 3 次降准	2012 年全国商品房销售面积、销售均价同比分别增长 2% 和 8%。	2012 年布局全国 45 个城市并首次迈入千亿俱乐部	2012 年公司销售面积和销售金额分别为 901 万平和 1017 亿元, 同比增速分别为 38.6% 和 38.9%; 市占率提升至 1.6%。 2012 年布局全国 45 个城市并首次迈入千亿俱乐部。
2013 年 3 月-2014 年 8 月	收紧	2013 年 2 月“新国五条”, 3 月国务院发布二手房交易个人所得税税率调整至差额 20%; 短期内遏制了房价快速上涨的态势	2013 年全国商品房销售面积、销售均价同比增速分别为 17%、8%; 2014 年分别为 -8%、1%。	2013 年提出“ 3+2+X ”城市群布局, 布局以北、上、广为核心的环渤海、长三角、珠三角城市群, 以成都、重庆为中心的成渝城市群, 武汉为中心的中部城市群; 以及海西经济区等重点区域	2013 年公司销售面积和销售金额分别增长至 1064 万平和 1253 亿元, 同比增速分别为 18.1% 和 23.1%, 市占率 1.5%; 2014 年公司销售面积和销售金额分别增长至 1067 万平和 1367 亿元, 同比增速分别为 0.2% 和 9.1%, 市占率 1.8%。
2014 年 9 月-2016 年 5 月	宽松	开始去库存; 支持自住需求; 下调房贷利率、二套房首付比例; 2016 年 4 月财政部、不见不推行棚改货币化安置; 6 次降息 6 次降准。	2014-2016 年销售额、销售面积、销售均价 CAGR 分别为 24%、14%、9%。		2015 年公司销售面积和销售金额分别增长至 1218 万平和 1541 亿元, 同比增速分别为 14.2% 和 12.7%; 2016 年公司销售面积和销售金额分别增长至 1599 万平和 2101 亿元, 同比增速分别为 31.3% 和 36.3%; 市占率稳定在 1.8%
2016 年 6 月至今	收紧	2016 年 7 月中央政治局会议提出“房住不炒、因城施策”, 此后多次提及, 成为行业政策主基调; 8 月苏州、厦门等核心二线城市重启限购; 2019 年 7 月中央政治局会议首次提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”; 2021 年 Q2 开始热点城市调控不断, 信贷收紧、房贷放款周期明显拉长。	2016-2020 年销售额、销售面积、销售均价 CAGR 分别为 10%、3%、7%。城市出现明显分化, 一二线政策严控, 三四线棚改货币化刺激显著。	2016 年提出“ 一主两翼 ”发展战略, 以房地产开发经营为主, 以房地产金融和社区消费为翼; 2018 年形成以不动产投资开发为主体, 以综合服务与不动产金融为翼的“一主两翼”业务版块布局, 打造不动产生态发展平台。	销售面积从 2016 年的 1599 万平增长至 2020 年的 3409 万平, 年复合增速 20.8%; 销售金额从 2101 亿元增长至 5028 亿元, 年复合增速 24.4%; 市占率从 1.8% 提升至 2.9%。 2016-2018 年相继突破了两千、三千和四千亿销售规模大关, 2020 年突破五千亿销售规模大关。

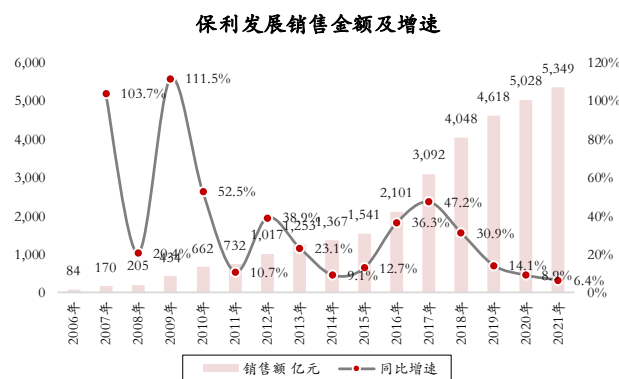
资料来源: 公司公告, 国家统计局, 中银证券

图表 9. 2006-2020 年公司销售面积 CAGR 为 26.8%，2021 年同比下降 2.2%



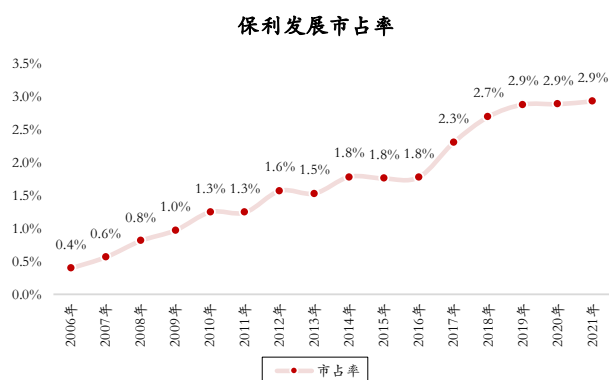
资料来源：公司公告，中银证券

图表 10. 2006-2020 年公司销售金额 CAGR 为 34%，2021 年同比增长 6.4%



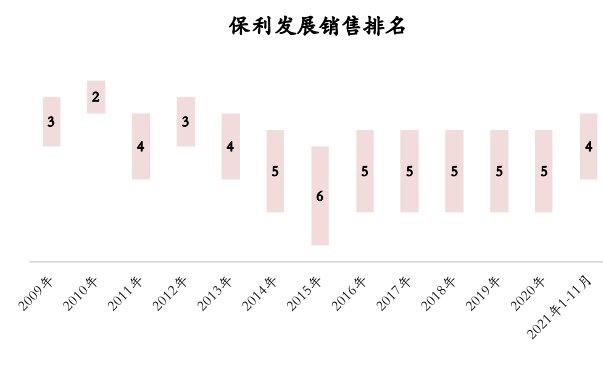
资料来源：公司公告，中银证券

图表 11. 2006-2021 年公司市占率从 0.4% 提升至 2.9%



资料来源：公司公告，国家统计局，中银证券

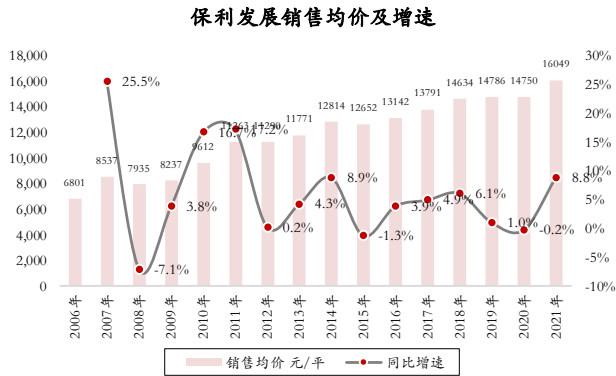
图表 12. 公司销售规模始终位于行业前五，央企第一



资料来源：克而瑞，中银证券

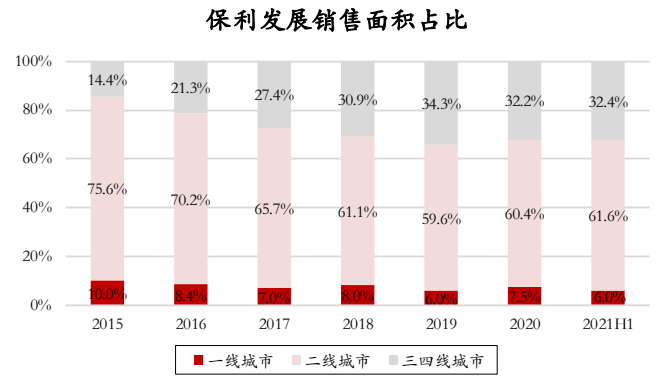
保利地产坚持“中心城市+城市群”深耕战略，销售规模稳步提升。由于公司深耕一二线核心城市，销售均价相对较高，2020 年公司销售均价为 14750 元/平，2021 年提升至 16049 元/平，同比增长 8.8%。2015-2017 年公司一二线城市销售贡献占比在 70% 以上，2019 年明显回落，2020-2021 年又再度回升，2020 年和 2021 年上半年，公司一二线城市销售贡献分别为 67.8% 和 67.6%。分区域来看，大湾区及长三角城市群销售占比较高，2021 年上半年分别为 16.3% 和 15.2%，四大核心城市群合计占比 43%。2020 年公司在 16 个城市排名市场第一，39 个城市排名市场前三。单城签约过百亿城市 15 个，较 2019 年增加 2 个，合计销售贡献超 2700 亿元，其中广州、佛山合计销售规模超 820 亿元，成都超 200 亿元，上海、杭州、南京、北京等超 100 亿元；2021 年上半年，广州超 260 亿，佛山超 200 亿，上海、北京、东莞超 100 亿，战略聚焦的优势凸显，核心区域及城市深耕效果显著。

图表 13. 由于公司深耕一二线，销售均价相对较高，2020 年为 14750 元/平，2021 年 1-11 月提升至 16049 元/平



资料来源：公司公告，中银证券

图表 14. 2021H1 公司一线、二线和三四线城市销售面积占比分别为 6.0%、61.6%和 32.4%

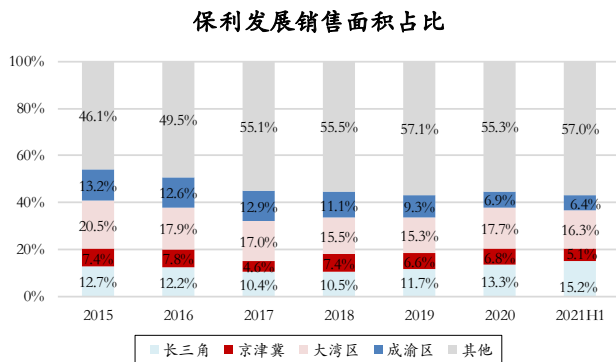


资料来源：公司公告，中银证券

一线城市：北京、上海、广州、深圳

二线城市：佛山、济南、东莞、中山、昆明、苏州、兰州、南京、南昌、南通、厦门、合肥、大连、天津、太原、宁波、常州、成都、无锡、杭州、武汉、沈阳、珠海、石家庄、福州、西安、郑州、重庆、长春、长沙、青岛、海口、乌鲁木齐、临沂、台州、徐州、惠州、温州、金华、潍坊、烟台、贵阳

图表 15. 2021H1 公司长三角、京津冀、大湾区、成渝城市群销售面积占比分别为 15.2%、5.1%、16.3%和 6.4%



资料来源：公司公告，中银证券

长三角：上海、苏州、南京、南通、金华、温州、合肥、宁波、常州、无锡、杭州、台州、嘉兴、绍兴、镇江、芜湖、盐城、湖州、舟山

京津冀：北京、天津、石家庄、衡水、邢台、邯郸、沧州、秦皇岛、张家口、廊坊

大湾区：广州、深圳、佛山、中山、珠海、惠州、江门、肇庆

成渝区：成都、重庆、德阳、眉山、遂宁、宜宾

图表 16. 具体城市来看，佛山、广州、成都销售贡献相对较高

销售面积 (万平)	2020	销售面积 (万平)	2021H1
>200	佛山	>90	佛山
100-200	广州、成都、青岛、武汉	50-90	广州、成都、郑州
70-100	长沙、沈阳、太原、福州、泉州	40-50	南京、长沙、泉州、大连、青岛
50-70	南昌、天津、江门、南京、重庆、清远、杭州、长春、兰州	30-40	太原、武汉、东莞、合肥、杭州、江门、重庆

资料来源：公司公告，中银证券

2.2 坚持差异化多元化拓展策略，优化提升土储质量

公司擅长根据土地市场变化灵活调整节奏，合理把握投资节奏，补充优质土地资源。

1) 2009 年-2010 年公司进一步完善区域布局、稳步扩大经营规模，持续发展能力显著提升，拿地强度超过 85%。2009 年新进南京、大连、阳江三个城市，新增土储权益建面 1338 万平，同比增速 130%，拿地销售比高达 85%；2010 年新进福州、厦门、珠海、中山、东莞、嘉兴、绍兴、无锡、连云港、常州、南通、营口等 12 个城市，新增土地储备权益建面 1441 万平，同比再度增长 24%，拿地销售比高达 88%，基本完成所有沿海一线城市的布局，强化了珠三角和长三角的战略布点，开启了以现有中心城市全面辐射周边经济发达二、三线城市的新局面。

2) 2011年-2013年公司坚持以一二线城市为中心的“3+2+X”区域布局战略和等量拓展、以销定投等拓展原则，进一步完善区域布局，适时补充公司发展所必需的项目资源，拿地销售比回落至30-45%。2011年新进合肥、郑州、石家庄、慈溪、德阳、通化，新增建面933万平，同比下降44%，拿地权益比例73%。2012年新进入西安、三亚、江门、郴州，已进入城市达43个，新增建面1319万平，拿地总价447亿元，虽然同比明显增长，但新增规模仍低于2009-2010年水平。拿地形式更趋多样化，拿地权益比为65%，新增的40个项目中24个项目为合作获取，合作方以品牌房地产开发商、专业房地产基金为主。2013年新进入太原、遂宁、清远、湛江、韶关、肇庆等城市，新增建面1827万平，拿地金额568亿元，同比分别增长39%和27%，权益比例72.3%，同比提升7个百分点，一二线城市拓展面积和金额分别占73%和93%。

3) 2014年-2015年实施差异化拓展策略，加大了市场复苏快、库存压力小的一二线城市的拓展力度。2014年在市场销售低迷、土地价格居高不下的情况下，公司执行审慎拿地原则，新进入海口、乌鲁木齐、兰州、洛阳、莆田、茂名、汕尾、林芝，新增建面1231万平，总地价429亿元，同比分别下降33%和25%；拿地权益比例70%；一、二线城市拓展面积和金额占比分别69.5%和89.3%。2015年，公司新增建面1308万平，拿地金额656亿元，权益比例为76%，一二线城市新增面积和金额分别占比达85%和93%。其中，公司一线城市土地获取面积和金额占比继续提升，分别为15%和45%，较2014年提升2个和6个百分点。

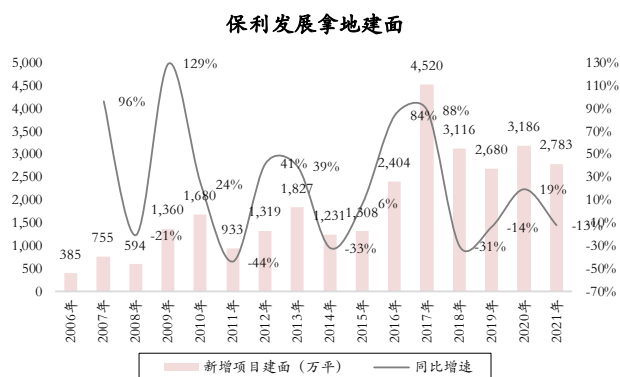
4) 2016-2017年通过多元化拓展方式，快速补充土地资源，拿地销售比再度提升至85%以上。公司2016年通过招拍挂、合作、并购等方式新增112个项目，涉及建面2404万平，总成本约1214亿元，同比分别增长84%和85%，为公司后续规模发展奠定基础。其中，通过合作、并购方式获取的土地资源面积占比达到75%。此外，公司始终坚持一二线城市的拓展策略，一二线城市拓展建面占比达70%。2017年公司新增项目204个，建面4520万平，拿地总价2765亿元，同比分别增长88%和128%；其中，并购整合成为公司资源补充的重要方式之一。2017年，公司大型并购整合持续发力。一方面，公司完成中国航空工业集团有限公司旗下11个项目收购，新增建面538万平；另一方面，公司以现金方式收购保利（香港）控股有限公司50%股权，以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，巩固公司行业龙头地位。截至2017年年末，公司通过并购等合作方式累计获取项目81个，新增建面2190万平，达到总土地拓展面积的48%。

5) 2018-2019年公司把握市场节奏，适度增量拓展，持续优化资源结构。2018年，新增建面3116万平，拿地金额1927亿元，公司持续加大一二线城市及核心城市群的渗透深耕，一二线城市拓展金额和面积分别为74%和61%，且三四线城市新增建面中53%位于大湾区、长三角城市群。2019年新增建面2680万平，拿地金额1555亿元，同时公司主动提高拿地权益比例至71%，通过产业合作、旧改、收购等方式获取项目数量不断增加，多元化拓展能力持续提升，有效补充优质资源。

6) 2020年坚持深耕“中心城市+城市群”，把握窗口加大资源获取力度。2020年公司新增土地储备建面3186万平，拿地总金额2353亿元，分别同比增长19%和51%，拿地销售比从2019年的34%提升至47%。38个核心城市拓展金额占比达83%，同比提升4个百分点。公司积极捕捉市场窗口，在下半年土地市场趋于理性时，集中发力获取资源，三、四季度拿地金额占全年总金额的65%。

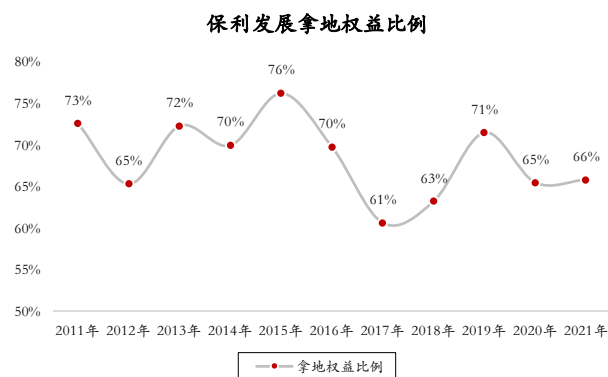
7) 2021年公司依据市场情况和政策环境适时调整拿地策略，主动放缓拿地节奏。由于2020年8月“三道红线”融资规则的出台，房企开始主动降杠杆，叠加拿地销售比40%的红线要求，公司开始减少拿地开支，2021年下半年以来房企信用风险频发、销售景气度下行，拿地态度更趋谨慎，全年拿地建面同比下降13%至2783万平，拿地金额同比下降14%至2034亿元，拿地权益比例较2020年小幅提升了1个百分点至66%，拿地强度较2020年下降9个百分点至38%。

图表 17. 2020 年公司新增土储建面 3186 万平，同比增 19%，2021 年新增 2783 万平，同比下降 13%



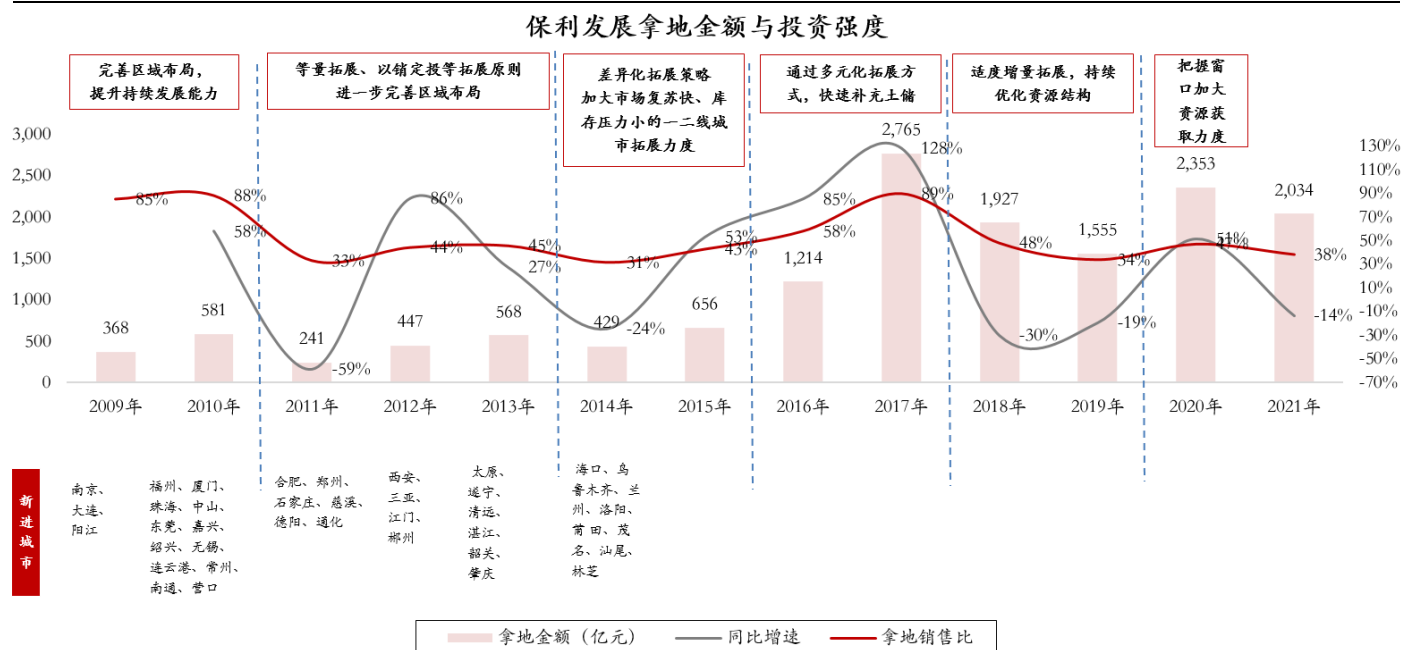
资料来源：公司公告，中银证券

图表 18. 2011-2021 年公司拿地权益比例基本保持在 60%-75%，当前为 65%左右



资料来源：公司公告，中银证券

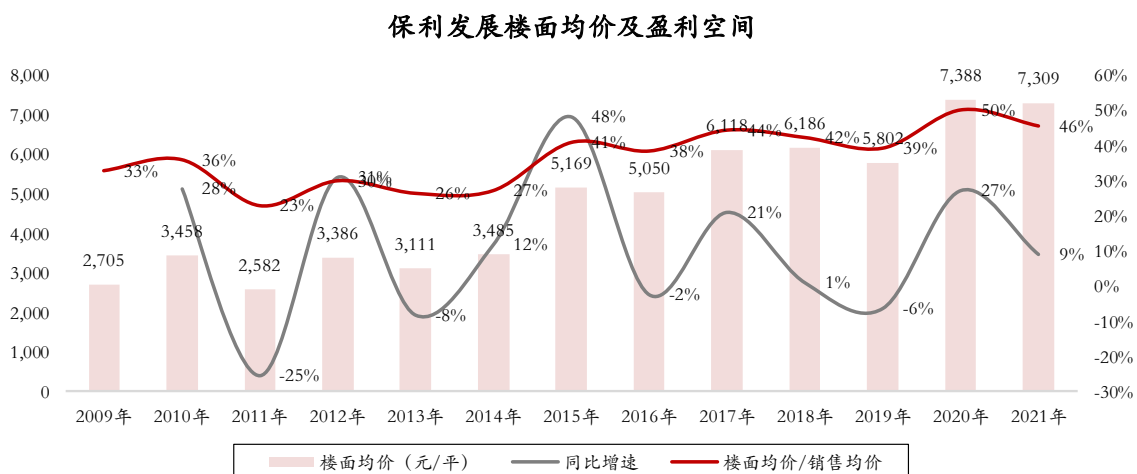
图表 19. 公司擅于根据土地市场变化灵活调整投资节奏



资料来源：公司公告，中银证券

公司始终将拿地成本控制在合理水平，保障充足的盈利空间。2015 年随着地价上涨，同时加大了市场复苏快、库存压力小的一二线城市的拓展力度，楼面价提升至 5169 元/平，其后 2015-2019 年维持在 5000-6200 元/平的楼面均价水平，楼面均价/销售均价处于 38%-44%。2020 年受资源集中的影响，新增项目平均楼面地价提升至 7388 元/平，楼面均价/销售均价提升至 50%。不过 2019、2020 年拓展项目的平均溢价率分别为 14%和 13%，与百城土地平均溢价率水平基本相当（2019、2020 年百城土地成交溢价率分别为 12.2%和 13.5%）。2021 年公司楼面均价为 7309 元/平，同比下降 1%，楼面均价/销售均价回落至 46%，新增土地储备的盈利空间有所改善。

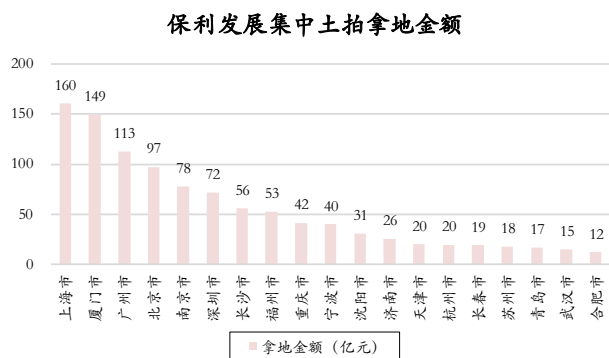
图表 20. 公司始终将拿地成本控制合理水平，保障充足的盈利空间



资料来源：公司公告，中银证券

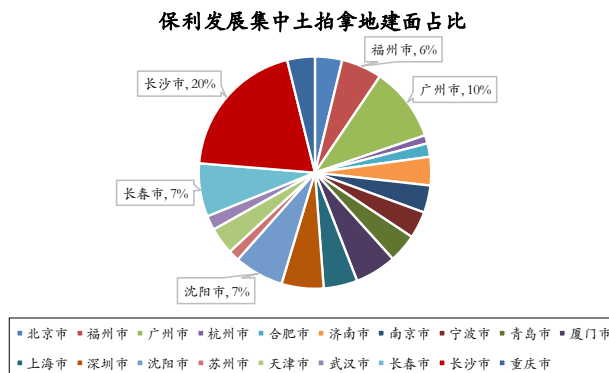
2021年在土拍两集中背景下，公司央企优势尽显。公司22城三轮集中土拍一共进驻了北京、广州、上海、杭州、福州、合肥、南京、宁波等19个城市，合计获地48宗，拿地建面741万平，拿地总金额1038亿元，占公司拿地总金额的比重为59%。公司在集中土拍中所获地块的楼面均价为14010元/平，由于所获地块在城市中所处区域相对较好，土地质量较高，因此公司的楼面均价高于第三批22城楼面均价（9814元/平）；平均溢价率仅11.2%，低于2019、2020年公司新增项目的土地溢价率（分别为14%和13%）；此外，我们预期毛利率为34.1%，盈利空间也相对充裕。具体来看，从拿地金额来看，上海、厦门、广州拿地金额超过百亿，分别为160、149和113亿元；拿地建面占比最高的城市为长沙（19.9%）、广州（10.4%）。公司在广州、济南、青岛、武汉四个城市的土拍溢价率为0%，长春、天津、长沙、上海土拍溢价率低于5%。公司成交宗数、成交建面、成交总价占22城三轮集中土拍合计的比重分别为3.0%、3.8%、5.4%。如果从公司所获得地块占某个城市的土拍市占率来看，公司在厦门、福州、长沙所获地块的成交建面/该城市三轮集中土拍出让地块建面较高，分别为11.7%、14.6%和10.6%。

图表 21. 从拿地金额来看，公司在集中土拍中上海、厦门、广州拿地金额超过百亿，分别为160、149和113亿元



资料来源：公司公告，中银证券

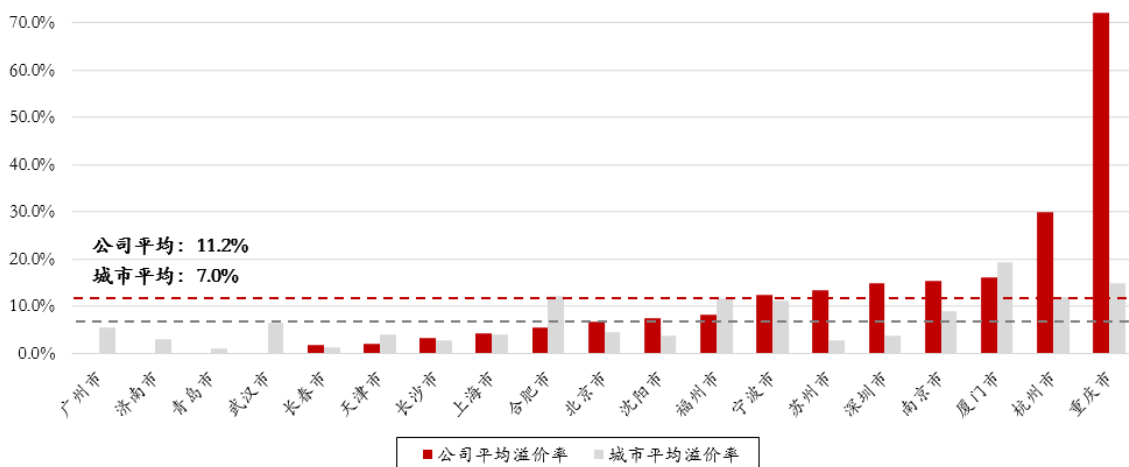
图表 22. 公司集中土拍所获得的所有地块中，拿地建面占比最高的城市为长沙（19.9%）、广州（10.4%）



资料来源：公司公告，中银证券

图表 23. 公司在集中土拍中广州、济南、青岛、武汉四个城市的土拍溢价率为 0%，长春、天津、长沙、上海土拍溢价率低于 5%

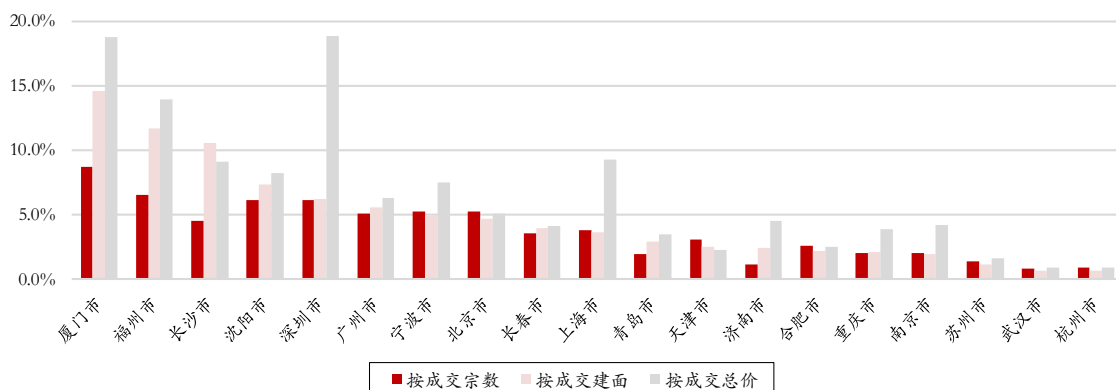
保利发展集中土拍各城市平均溢价率



资料来源：公司公告，中银证券

图表 24. 从集中土拍成交建面来看，公司在厦门、福州、长沙的市占率较高，分别为 11.7%、14.6% 和 10.6%

集中土拍各城市中保利发展的占比

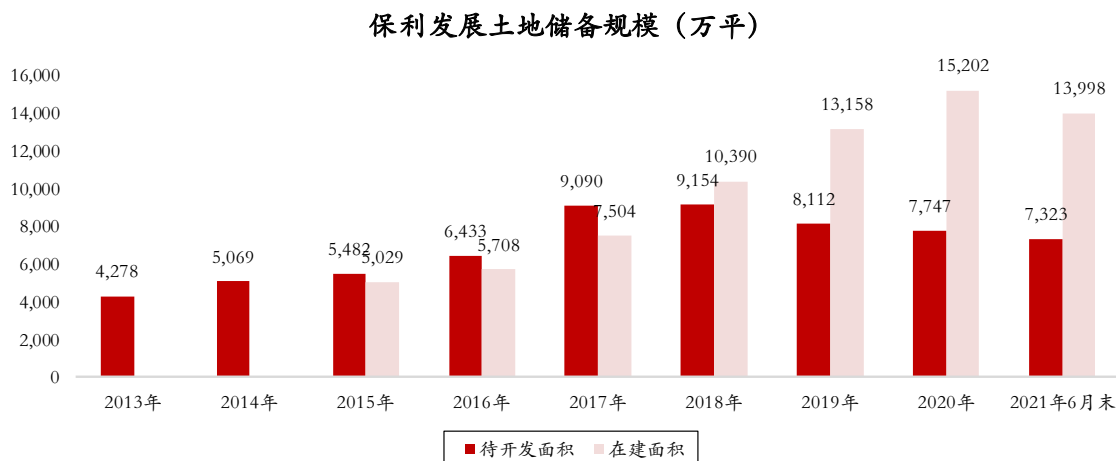


资料来源：公司公告，中银证券

数据说明：公司在该城市成交数量/该城市三批集中土拍成交数量合计；或成交建面占比；或成交总价占比

公司坚持“中心城市+城市群”深耕战略，经过近 30 年的发展和积累，形成了以中心城市为核心，以城市群、都市圈为延展的布局体系，资源储备丰富且质地优良。截至 2021 年 6 月末，公司拥有在建面积 1.4 亿平，待开发面积 7323 万平，可满足公司 2-3 年的开发需求，其中一二线城市占比 61%，四大核心城市群占比 37%，长三角、大湾区、京津冀和成渝城市群分别占比 6.5%、16.2%、5.4%和 8.9%，项目资源丰富且质地优良，为公司的持续发展奠定坚实基础。

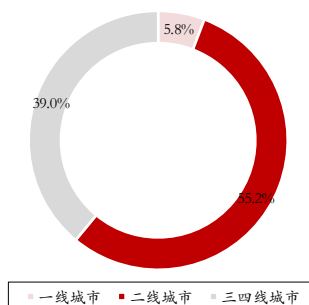
图表 25. 截至 2021 年 6 月末，公司拥有在建面积 1.4 亿平，待开发面积 7323 万平



资料来源：公司公告，中银证券

图表 26. 截至 2021 年 6 月末，公司待开发面积一二线城市占比 61%

截至2021年6月末待开发面积



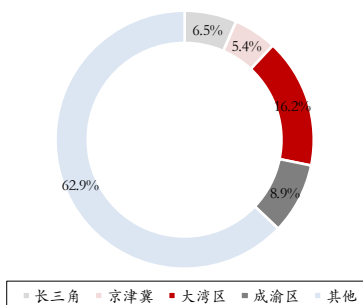
资料来源：公司公告，中银证券

一线城市：北京、上海、广州、深圳

二线城市：佛山、济南、东莞、中山、昆明、苏州、兰州、南京、南昌、南通、厦门、合肥、大连、天津、太原、宁波、常州、成都、无锡、杭州、武汉、沈阳、珠海、石家庄、福州、西安、郑州、重庆、长春、长沙、青岛、海口、乌鲁木齐、临沂、台州、徐州、惠州、温州、金华、潍坊、烟台、贵阳

图表 27. 截至 2021 年 6 月末，公司待开发面积四大核心城市群占比 37%

截至2021年6月末待开发面积



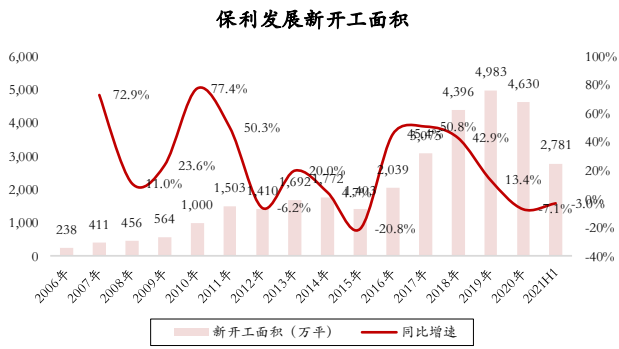
资料来源：公司公告，中银证券

长三角：上海、苏州、南京、南通、金华、温州、合肥、宁波、常州、无锡、杭州、台州、嘉兴、绍兴、镇江、芜湖、盐城、湖州、舟山
京津冀：北京、天津、石家庄、衡水、邢台、邯郸、沧州、秦皇岛、张家口、廊坊
大湾区：广州、深圳、佛山、中山、珠海、惠州、江门、肇庆
成渝区：成都、重庆、德阳、眉山、遂宁、宜宾

2.3 合理把握地产开发与结算节奏，预计今明两年结算收入仍将实现稳定增长

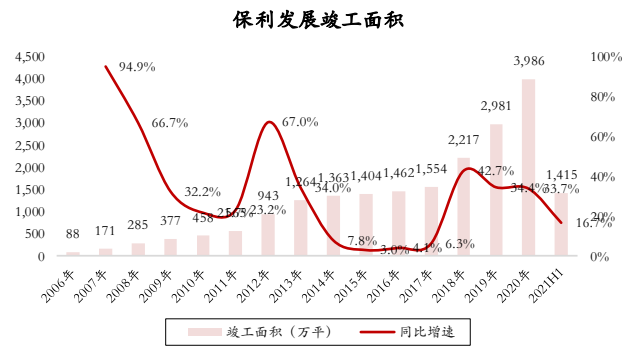
公司合理把握开竣工与结算节奏，预计今明两年结算仍将实现稳定增长。受市场情况及开发节奏影响，公司在 2007 年、2010-2011 年、2017-2019 年经历了三个新开工的小高峰，2020 年新开工面积 4630 万平，增速回落至-7.1%，2021 年上半年新开工面积 2781 万平，同比下降 3.0%，根据 2-3 年的开发周期推算，预计 2021-2022 年竣工与结算收入仍将保持稳定的增长。竣工结算方面，公司在 2007 年、2012 年、2018-2020 年经历了三个竣工小高峰，2017-2020 年公司结算面积从 1385 万平增长至 2069 万平，结算收入从 1375 亿元增长至 2264 亿元，年复合增速分别为 14.3%和 18.1%。2021 年竣工仍保持较高增速，上半年竣工 1415 万平，同比增长 16.7%，支撑年内结算稳定增长；从公司最新的业绩快报来看，2021 年公司整体营业收入实现了 17.2%的增长，增速较 2020 年提升了 14 个百分点。

图表 28. 2021H1 公司新开工 2781 万平，同比下降 3.0%



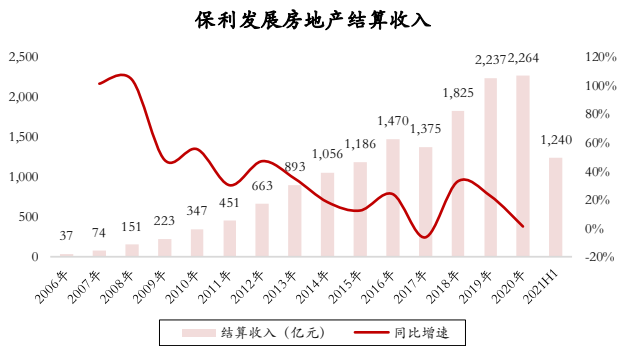
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 29. 2021H1 公司竣工 1415 万平，同比增长 16.7%



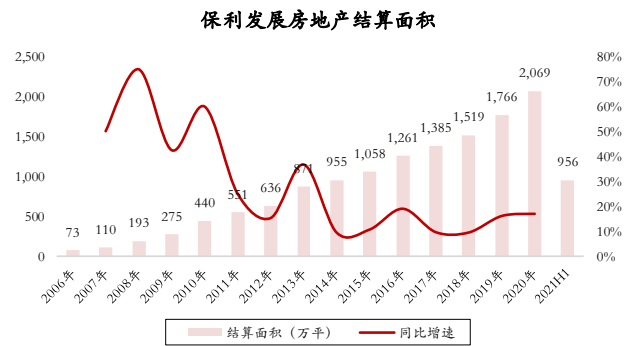
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 30. 2020 年公司结算收入 2264 亿元，同比增长 1.2%



资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 31. 2020 公司结算面积 2069 万平，同比增长 17.2%



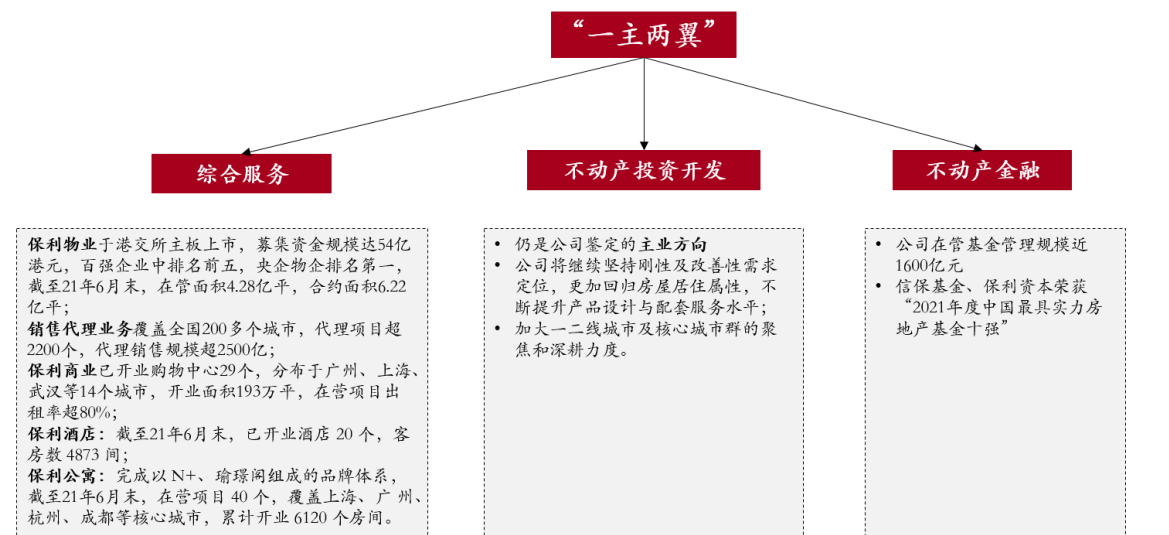
资料来源: 公司公告, 中银证券

3 “一主两翼”战略蓝图成形，打造不动产生态发展平台

“一主两翼”战略升级，两翼业务规模持续壮大。公司于2016年首次提出“一主两翼”的发展战略，2018年将其升级为“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。2019年，公司两翼业务市场化运作和企业经营能力不断提升，两翼业务收入达113亿元，收入占比达4.8%，其中物业管理板块保利物业成功赴港上市，标志着公司“打造不动产生态发展平台”战略迈出坚实一步。2020年，两翼业务是公司重点培育的相关多元化板块，围绕不动产投资开发，搭建了覆盖物业管理、销售代理、商业管理等十余个综合服务板块，以及以房地产基金、普惠金融为主的不动产金融平台，两翼业务收入154.3亿元，同比增长36.5%，收入占比达6.3%，两翼业务商业模式逐步成熟，市场化运作能力持续提升；2021年上半年两翼业务实现收入98.7亿元，同比增长57.4%，远超同期地产开发业务收入增速（18.5%），收入占比首次超过10%，达11%，较2020年同期增长了2.5个百分点。

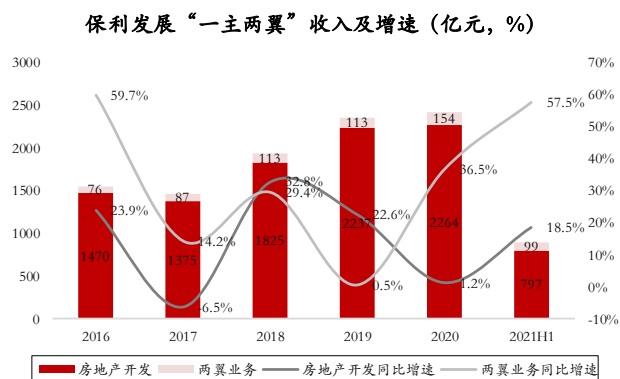
在做好主业协同的基础上，持续提升两翼产业核心竞争力和市场化水平，聚力打造新的行业标杆。
综合服务：1) **保利物业：**截至2021年6月末，保利物业在管面积达4.28亿平方米，合同面积达6.22亿平方米，合同管理项目2178个。2) **保利商业：**截至2021年6月末，已开业购物中心29个，分布于广州、上海、武汉等14个城市；开业面积193万平方米，在营项目出租率超80%。3) **保利酒店：**截至2021年6月末，已开业酒店20个，客房数4873间。4) **保利公寓：**完成以N+、瑜璟阁组成的品牌体系，截至2021年6月末，在营项目40个，覆盖上海、广州、杭州、成都等核心城市，累计开业6120个房间。5) **销售代理平台：**销售代理业务覆盖全国200多个城市，代理项目超2200个，代理销售规模超2500亿。6) **不动产金融：**公司基金累计管理规模近1600亿元，信保基金、保利资本荣获“2021年度中国最具实力房地产基金十强”。

图表 32. 保利地产“一主两翼”模式



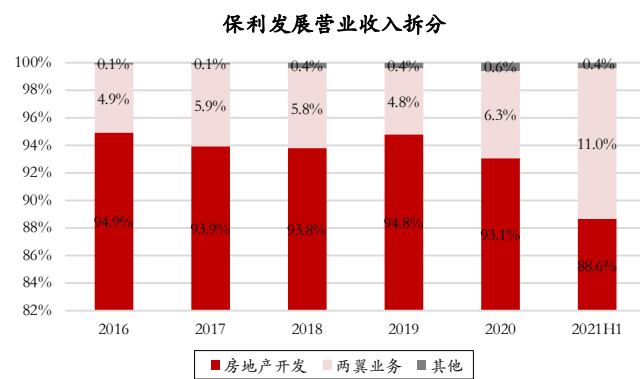
资料来源：公司公告，中银证券

图表 33. 2016-2020 年两翼业务收入年复合增速为 19.3%，高于同期房地产开发收入年复合增速（11.4%）



资料来源：公司公告，中银证券

图表 34. 2021 年上半年两翼业务收入占比超过 10%，达 11%，较 2020 年同期提升了 2.5 个百分点



资料来源：公司公告，中银证券

3.1 不动产金融翼：重视资本对产业赋能，累计管理基金规模超 1600 亿

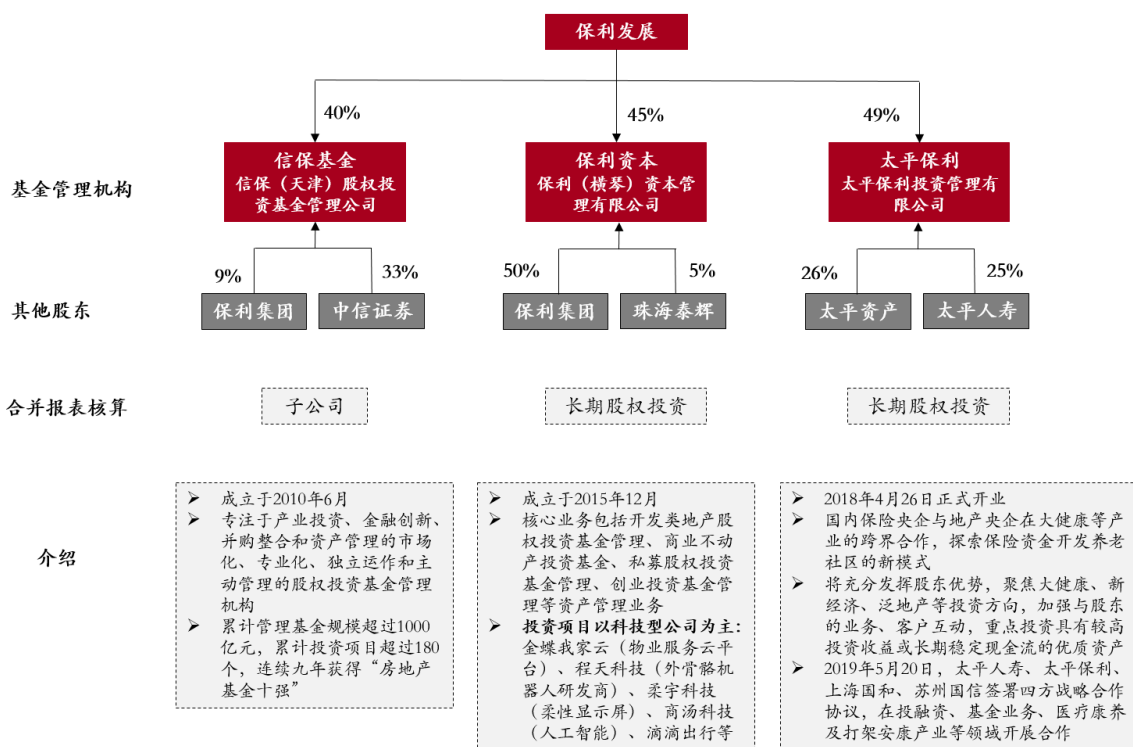
公司重视资本对产业的赋能，是国内较早设立不动产私募基金的公司之一，拥有三家不动产基金管理公司，累计管理基金规模超 1600 亿元。一方面，地产金融业务与公司地产主业具有良好的协同效应，另一方面体现了通过资本与产业的对接，公司将对标国际知名投资机构，致力于打造产融结合的新型行业生态。1) 房地产基金业务主要由公司 2010 年 6 月联合中信证券成立的信保(天津)股权投资基金管理有限公司(简称“信保基金”)负责，公司持股 40%。信保基金是专注于产业投资、金融创新、并购整合和资产管理的市场化、专业化、独立运作和主动管理的股权投资基金管理机构；累计管理基金规模超过 1000 亿元，累计投资项目超过 180 个，投资布局中国五大核心城市群，平台布局北上广深四个一线城市，连续九年获得“房地产基金十强”。公司充分利用信保基金的募集能力，将地产开发和基金投资相结合，扩大外源融资规模，降低融资成本。2) 保利(横琴)资本管理有限公司(简称“保利资本”)成立于 2015 年 12 月，公司持股 45%，系于中国证券投资基金业协会登记之私募基金管理人，保利资本的核心业务包括开发类地产股权投资基金管理、商业不动产投资基金、私募股权投资基金管理、创业投资基金管理等资产管理业务，战略布局公司未来增长点。从目前的对外投资项目来看，主要以科技型公司为主，例如金蝶我家云(物业服务云平台)、程天科技(外骨骼机器人研发商)、柔宇科技(柔性显示屏)、商汤科技(人工智能)、滴滴出行等。3) 太平保利投资管理有限公司(简称“太平保利”)是由公司与中国太平旗下的太平人寿、太平资产共同发起成立的，公司持股 49%，于 2018 年 4 月 26 日在上海正式开业，是国内保险央企与地产央企在大健康等产业的跨界合作，探索保险资金开发养老社区的新模式。太平保利将充分发挥股东优势，聚焦大健康、新经济、泛地产等投资方向，加强与股东的业务、客户互动，重点投资具有较高投资收益或长期稳定现金流的优质资产。2019 年 5 月 20 日，太平人寿、太平保利、上海国和、苏州国信签署四方战略合作协议，此次战略合作，聚焦大健康、大养老产业的延伸和拓展，计划将太平人寿作为我国中大型寿险公司的金融保险业务及资源优势，与太平保利、上海国和、苏州国信在医疗康养及大健康产业延伸领域、医疗健康领域、大消费领域、智慧供应链物流等领域的优质资源进行整合，在大健康、大养老产业建设及项目运作方面进行更加深入的合作。

图表 35. 保利发展的基金管理规模稳步提升，截至 2021 年 6 月末达 1600 亿



资料来源：公司公告，中银证券

图表 36. 公司重视资本对产业的赋能，拥有三家不动产基金管理机构



资料来源：公司官网，中银证券

3.2 综合服务翼：有效整合行业生态系统资源，多点开花成效显著

公司有效整合行业生态系统资源，旗下的建筑、物业、代理、资产经营等业务，已达百亿量级。从客户与社区需求出发，在文旅、会展、康养、教育、金服等领域形成精品服务体系，为人民美好生活提供一站式综合解决方案，形成了保利建筑、保利物业、保利经纪、保利商业、保利酒店、保利公寓、保利会展、保利康养、保利教育、保利文旅十大业务板块。

图表 37. 公司有效整合行业生态系统资源，形成保利物业、保利经纪、保利商业、保利酒店、保利公寓等十大业务板块

业务	介绍
保利建筑	<p>富利建设集团有限公司：富利建设成立于 1993 年，隶属于保利发展，注册资金 4 亿元，具有“房屋建筑施工总承包 1 级”、装修建筑装饰工程专业承包 1 级、消防设施工程设计与施工 2 级、机电安装工程施工总承包 2 级、市政公用工程施工总承包 2 级、安全技术防范系统设计、施工、维修资格证等多项资质证书。</p> <p>广东省重工建筑设计院有限公司：重工院是保利发展旗下专业子公司，是一个专业设置齐全、技术力量雄厚、设计经验丰富、服务态度优良的综合甲级设计院。公司以工程设计、工程勘察、工程监理、工程咨询四大板块为主业，业务覆盖工业与民用建筑、城市轨道交通、市政基础设施、环保工程等领域。</p>
保利物业	<p>保利物业 (06049.HK) 是保利发展旗下控股子公司，成立于 1996 年，如今已发展成为品牌价值超过 135 亿元，企业综合实力全国前三的大型物业服务企业。截至 2021 年 6 月末，保利物业在管面积达 4.28 亿平方米，合同面积达 6.22 亿平方米，合同管理项目 2178 个。</p>
保利经纪	<p>保利投顾成立于 2001 年，是保利发展战略布局房地产服务领域的专业子公司，公司已经连续九年获得“中国房地产策划代理百强企业十强”，2021 年再次获得 TOP3 殊荣。截至 2021 年 6 月末，销售代理业务覆盖全国 200 多个城市，代理项目超 2200 个，代理销售规模超 2500 亿。</p>
保利商业	<p>保利商业发展及经营购物中心、酒店、社区商业、公寓，业务覆盖购物休闲、商旅度假、社区消费服务领域。截至 2021 年 6 月末，已开业购物中心 29 个，分布于广州、上海、武汉等 14 个城市；开业面积 193 万平方米，在营项目出租率超 80%。</p>
保利酒店	<p>保利酒店是集投资战略咨询、工程设计建设、市场管理运营等三位一体全产业链的酒店管理公司。截至 2021 年 6 月末，已开业酒店 20 个，客房数 4873 间。</p>
保利公寓	<p>保利公寓目前共有 N+ 及瑜璟阁两大品牌体系，截至 2021 年 6 月末，在营项目 40 个，累计开业 6120 个房间。</p>
保利会展	<p>广州市保利锦汉展览有限公司：始创于 2000 年，是由保利发展控股的专业展览主办机构，致力于打造世界一流会展品牌，提供国际性的展示与交流平台，帮助客户开拓无限商机。保利锦汉是中国最早加入 UFI 国际展览业协会的成员之一，商务部第一批展览业重点联系企业，广东会展组展企业协会副会长单位，广州市会展行业协会副会长单位，广州琶洲会展经济促进会副会长单位。曾获“中国十大影响力会展企业”，连膺“广州市海珠区重点企业”等多项荣誉。</p> <p>广州市保利国贸投资有限公司：成立于 2006 年，凭借集团公司雄厚的房地产开发实力，结合成熟的会展运营经验，在商业综合体开发、展馆经营、会展投资及物业管理等多个行业领域积极发展业务，迅速发展成为中国首屈一指的会展行业领军企业。多年来以高效、稳健的形象、开放的态度和创新的精神从容应对的市场变化，不断向着专业化、品牌化、多元化、国际化的方向迈进，为保利会展长城的宏伟宏图不断添砖加瓦。</p>
保利康养	<p>保利健康产业投资有限公司：保利地产旗下专注健康板块的专业子公司，以中高端养老项目和健康医疗服务为基础，通过健康产业投资，整合各地三甲医院医疗资源，搭建健康互联网平台，建立信息互通、分级诊疗、医养融合的健康医疗服务体系，成为中高端养老机构 and 社区健康管理的专业服务商和运营商。</p> <p>珠海和品健康科技有限公司：保利集团下属企业，主要专注于适老化产品的设计、研发及整体配置，为各类养老机构、社区及居家提供适老化空间改造及产品配置服务。我们秉持“和以至达，品以至善”的品牌理念。保利和品坚持创新双通道策略，除了产品设计研发层面的持续创新外，也通过创新项目来不断推动行业发展，做专业适老的创新推动者。</p>
保利教育	<p>保利和乐教育是保利地产集团旗下以青少年儿童艺术培养与启蒙为主营业务，致力于为 0-18 岁青少年儿童提供一站式的综合素质教育平台。公司为实现保利地产集团主业精细化的发展需求，践行全生命周期房产、适老适幼社区的发展理念，而创立的教育投资有限公司，旗下拥有保利和乐早教中心、保利和乐幼儿园、保利和乐青少年宫、和乐华美国国际学校等四大产品体系。</p>
保利文旅	<p>保利文旅：保利文旅是高尔夫专业管理运营公司，具有 10 余年的高尔夫球场运营经验，旗下拥有 7 家球会 8 个 18 洞球场，涉及各类高尔夫相关衍生业务，如培训、康养产业、高尔夫旅游等。同时，保利文旅整合保利系统内文化旅游资源，聚力于文旅专业运营、行业资源整合与品牌打造。拥有汽车营地、非遗商业街区、军事拓展基地、社区体育等多个文旅产品包。</p> <p>航空大世界科技文化有限公司：由保利集团与中国航空工业集团有限公司联合出资组建，是保利集团促进文化产业进步、推进科技创新发展的重要载体。</p> <p>保利旅游产业发展有限公司（保利旅游）：保利发展旗下的文化旅游产业专业平台。依托集团的资源统筹优势，整合主题公园、自然生态景观度假区、人文旅游目的地、旅游地产、旅游演艺等丰富产品形态，挖掘并结合当地文化特点，充分调动科普教育、内容创作、文化创意、智能科技等产业链资源，形成系列复合型旅游度假产品。</p>

资料来源：公司公告，中银证券

3.2.1 保利物业：精耕细作 23 年，深化多元物业组合布局，成就央企物企龙头

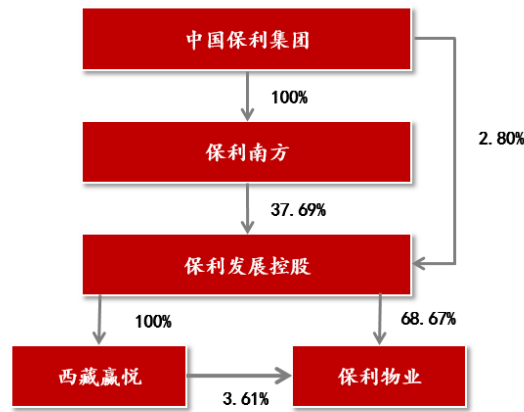
精耕细作 23 年，深化多元物业组合布局。保利物业是保利发展旗下控股子公司，截至 2021 年 6 月末，保利发展合计持有保利物业 72.28% 股权。保利物业成立于 1996 年，与 2019 年成功赴港上市。1996-2004 年处于初创阶段，自 2005 年起公司在区域布局、业务布局、业态布局等多维度经历了三次演变，精准把握行业发展的趋势，优先布局，成就了规模领先、服务优质的行业龙头地位。

2005 年-2011 年（全国化布局阶段）：2005 年公司自住建部获得“一级物业服务企业资质”，开展全国布局，设立上海分公司以承接上海保利十二橡树庄园的物业管理。公司主动抓住行业机遇，优化区域布局，加速拓展物管规模，于 2011 年大致完成物业管理的全国化布局，涵盖五大国家级城市群。这一阶段公司的主要业务仍为基础物业服务，通过提供优质的基础物业服务提升客户粘性，为向潜在客户群提供增值服务打下坚实的基础。

2011年-2018年（增值服务布局阶段）：公司于2011年开始提供非业主增值服务和业主增值服务，开始构建全方位、多元化的增值服务体系。增值服务收入高速增长，从2016年的6.6亿元增长至2018年的13.2亿元，年复合增长率为41.6%，占总收入的比重也从25.7%增长至31.2%，远高于行业平均水平（2018年百强物管企业的增值服务收入占比均值仅为19.5%）。

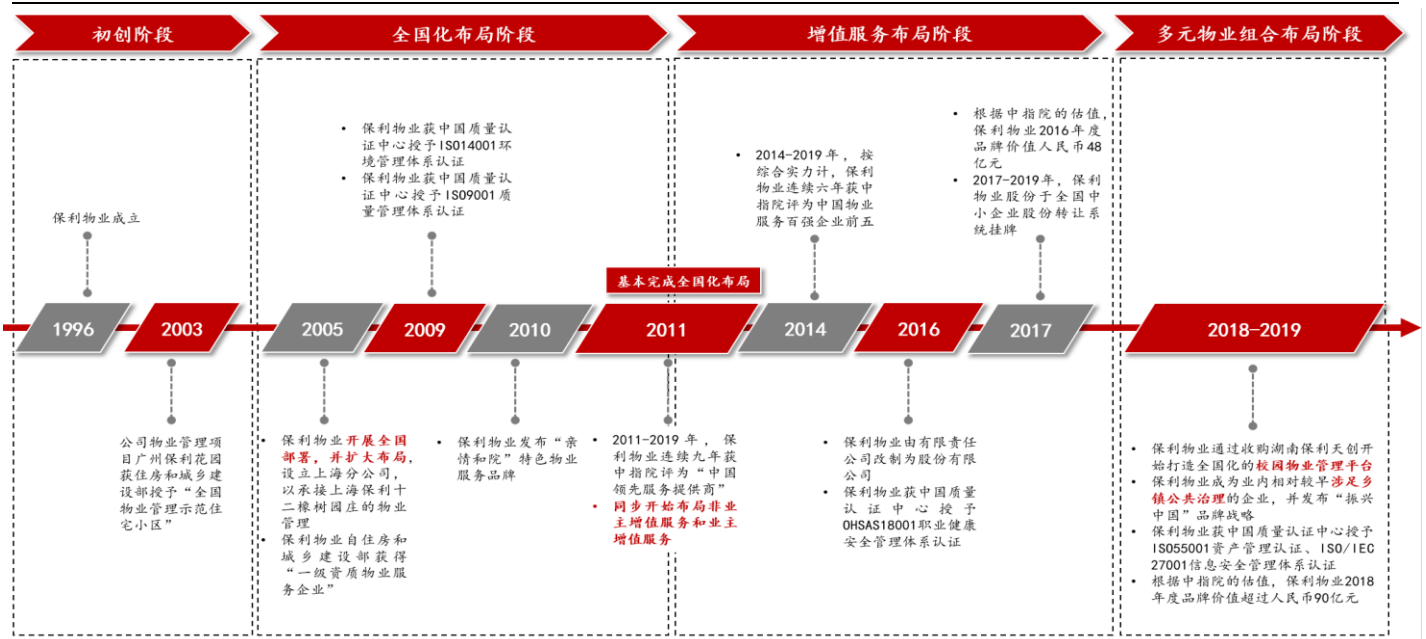
2018年-至今（多元物业组合布局阶段）：一方面，持续提供高品质的增值服务，提升增值服务的渗透率，进一步优化增值服务布局，未来计划加深美居、社区资产运营、养老、社区教育等业主增值服务。另一方面，公司多渠道外拓在管面积，管理业态更趋多元化，公司着眼于商业、写字楼、公建等新业态，加强与地方政府及国有企业的战略伙伴合作关系，如2018年公司收购湖南保利天创开始打造全国化的校园物业管理平台，再比如公司积极探索城镇公共服务管理系统创新合作模式，并成为较早涉足乡镇公共治理的物管企业，已成功为浙江省嘉善西塘古镇等项目提供服务。**截至2021年6月末**，保利物业在管面积达4.28亿平方米，合同面积达6.22亿平方米，合同管理项目2178个。管理服务的项目业态丰富，涵盖了普通住宅、高端住宅、写字楼、政府办公楼、商业综合体、城镇物业、景区物业、酒店公寓、院校、医院等多种业态。

图表 38. 截至 2021 年 6 月末，保利发展合计持有保利物业 72.28% 股权



资料来源：公司公告，中银证券

图表 39. 2005 年后保利物业发展分为全国化布局、增值服务布局 and 多元物业组合布局三大阶段



资料来源：公司公告，公司官网，中银证券

在管面积达到 4.28 亿平，规模持续扩大，看好公司全区域覆盖优势，市场占有率明显提升，行业龙头地位凸显。保利物业始终位列百强物管公司前五，央企物管公司第一。截至 2021 年 6 月末，保利物业在管面积达 4.28 亿平方米，合同面积达 6.22 亿平方米，合同管理项目 2178 个，进驻全国 193 个城市，基本实现了全国全面的区域覆盖，因此在承接任何区域的其他开发商的项目基本都不存在重新组建区域团队的问题，外拓能力大大增强。目前在我国的物业管理行业的市场占有率为 1.6%。

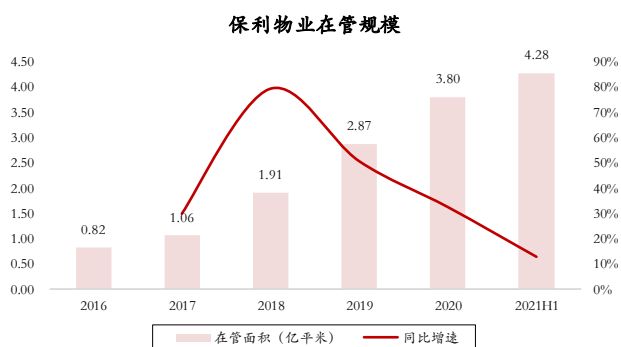
图表 40. 保利物业始终位列百强物管公司前五，央企物管公司第一

排名	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
1	万科物业	万科物业	万科物业	万科物业	万科物业	碧桂园服务	碧桂园服务
2	绿城服务	绿城服务	绿城服务	绿城服务	绿城服务	绿城服务	恒大物业
3	长城物业	保利物业	碧桂园服务	碧桂园服务	碧桂园服务	保利物业	绿城服务
4	保利物业	长城物业	长城物业	长城物业	保利物业	雅生活服务	雅生活服务
5	金地物业	碧桂园服务	保利物业	保利物业	长城物业	恒大物业	保利物业
6	首开物业	中海物业	中海物业	彩生活	恒大物业	彩生活	融创服务
7	彩生活	彩生活	彩生活	恒大物业	雅生活服务	龙湖物业	彩生活
8	万达物业	万达物业	金科服务	金地物业	金地物业	金地物业	中海物业
9	碧桂园服务	金科服务	金地物业	龙湖物业	龙湖物业	招商物业	金地物业
10	中海物业	金地物业	龙湖物业	金科服务	金科服务	金科服务	金科服务、华润万象生活、长城物业

资料来源：中指院，中银证券

备注：排名为中指院根据管理规模（总资产、物管项目总数、管理面积、进入城市个数）、经营绩效（营业收入、毛利润、净利润、人均产值、营业成本率）、服务质量（业主满意度、物业费收缴率、续约率、星级小区数量）、发展潜力（营收增速、在管面积增速、合约面积、员工总数及构成）、社会责任（年度纳税总额、就业岗位个数、保障性住房管理面积、企业捐赠总额）基于一定权重加权评分排名所得的物管公司综合排名情况。

图表 41. 截至 2021 年 6 月末，保利物业在管面积 4.28 亿平，较 2020 年年末增长 12.6%



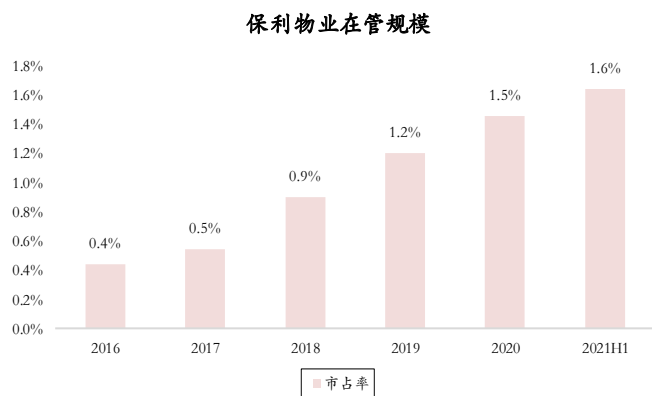
资料来源：公司公告，中银证券

图表 42. 截至 2021 年 6 月末，保利物业合约面积 6.22 亿平，较 2020 年年末增长 9.7%



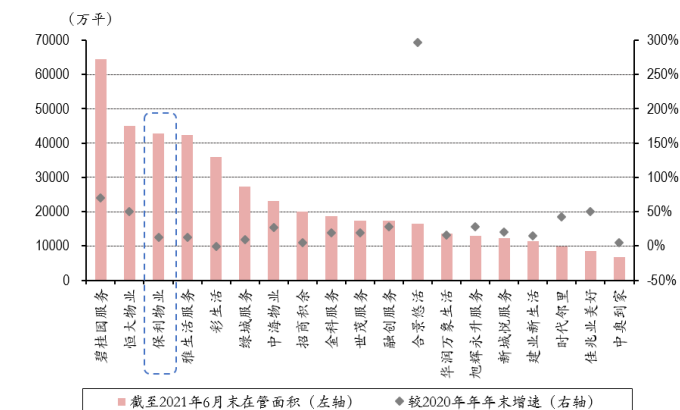
资料来源：公司公告，中银证券

图表 43. 当前保利物业市占率约为 1.6%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 44. 保利物业在上市物管公司在管规模排名前三，央企物管公司中排名第一

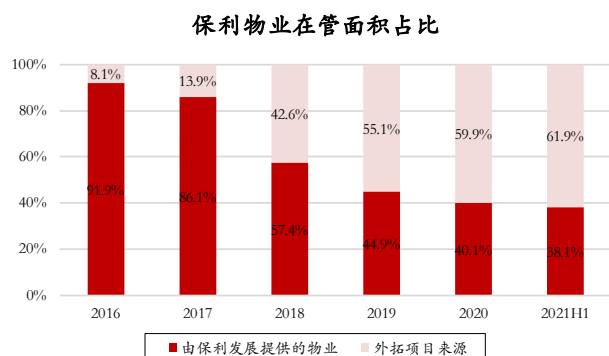


资料来源：公司公告，中银证券

母公司支撑在管规模的扩张，同时市场化外拓能力不断提升。截至 2021 年 6 月末，保利物业在管面积中母公司提供的在管面积为 1.63 亿平，占比 38.1%；凭借优质的服务和品牌形象，源自第三方的在管规模不断扩大，由 2016 年的 660 万平增加到 2020 年的 2.28 亿平，年复合增长率达约 142.4%，2021 年 6 月末达 2.65 亿平，近年来保持较高的增速，占比也从 2016 年的 8.1% 不断增加至 2021H1 的 61.9%。

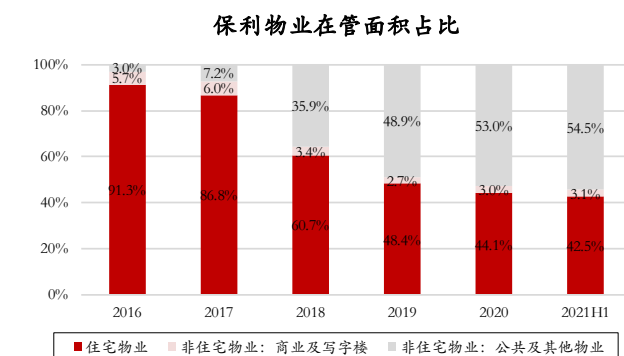
依托央企品牌，大部分非住宅物业来源于市场化外拓，公建类项目在管规模高速增长。截至 2021 年 6 月 30 日，非住宅物业在管面积达 2.46 亿平方米，较 2020 年年末增长 15.9%，从 2020 年开始非住宅在管规模超过了住宅部分；其中商业及写字楼的在管规模达 1309 万平方米，较 2020 年年末增长 16.0%，占总在管面积的 3.1%，占比较小且呈下降的趋势；公共及其他物业在管面积为 2.33 亿平方米，较 2020 年年末增长 15.8%，较 2018 年上市前增长超过 3 倍，较 2019 年上市后增长 1.7 倍，占总在管面积的 54.5%，占比较 2018 年大幅提升了 20 个百分点。我们认为，依托央企品牌，有助于物业管理组合的多元化，构建新物业服务体系。例如部分政府机关、学校、公共建筑出于保密、安全等因素考虑，需要管理方具备一定资源实力和丰富的行业经验，中国保利集团的央企背景对保利物业在这类公建物业的业态拓展起到了巨大作用。

图表 45. 截至 2021 年 6 月 30 日，母公司提供的在管面积 1.63 亿平，第三方外拓在管面积 2.65 亿平



资料来源：公司公告，中银证券

图表 46. 截至 2021 年 6 月 30 日，住宅物业在管面积 1.82 亿平，非住宅物业在管面积 2.46 亿平



资料来源：公司公告，中银证券

保利物业营业收入加速提振。保利物业营业收入从2016年的25.64亿元，提升至2020年的80.38亿元，年复合增速为33.1%，2021H1营收51.54亿元，同比增长43.1%，2021年收入有望破百亿。

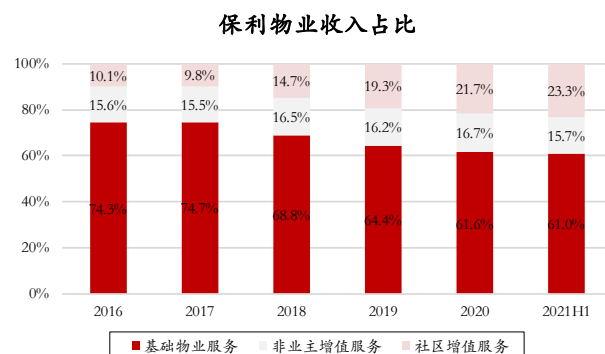
- 1) **基础物业服务**业务由住宅+机构物业组成，其中机构业务的占比提升明显。2016年-2020年基础物业服务收入从19.06亿元增长至49.48亿元，年复合增速为26.9%，占总收入的比重从74.3%下降至61.6%，2021年上半年再度下降至61%。基础物业服务收入可进一步以业态来拆分，住宅物业、商办物业、公建物业基础物业服务收入占比分别为64.3%、14.7%、21.0%；住宅物业占比呈现明显下降的态势，商办物业基本保持稳定，公建物业占比明显提升。
- 2) 于2011年开始提供**非业主增值服务**，收入占比相对较为稳定。2016年-2020年非业主增值服务收入从3.99亿元增长至13.41亿元，年复合增速为35.4%，营业收入占比相对较为稳定，在15.5-17%之间。
- 3) **社区增值服务**方面积极打造在美居服务、社区零售、社区媒体等领域的垂直增值服务，各项业务均衡发展。2016年-2020年社区增值服务收入从2.59亿元增长至17.48亿元，年复合增速高达61.2%，营业收入占比从10.1%提升至21.7%。2021年上半年社区增值服务的总收入为12.03亿元，同比增长58.1%，占总收入的比重为23.3%，其中美居服务、社区零售、车场管理服务、社区媒体、社区空间管理、社区便民及其他服务收入各占社区增值服务收入的比重分别为19.9%、24.5%、12.1%、10.2%、7.3%和26.0%。公司未来计划加深在社区养老、社区教育等业主增值服务的范围及收入来源。

图表 47. 保利物业营业收入从2016年的25.64亿元，提升至2020年的80.38亿元，年复合增速为33.1%



资料来源：公司公告，中银证券

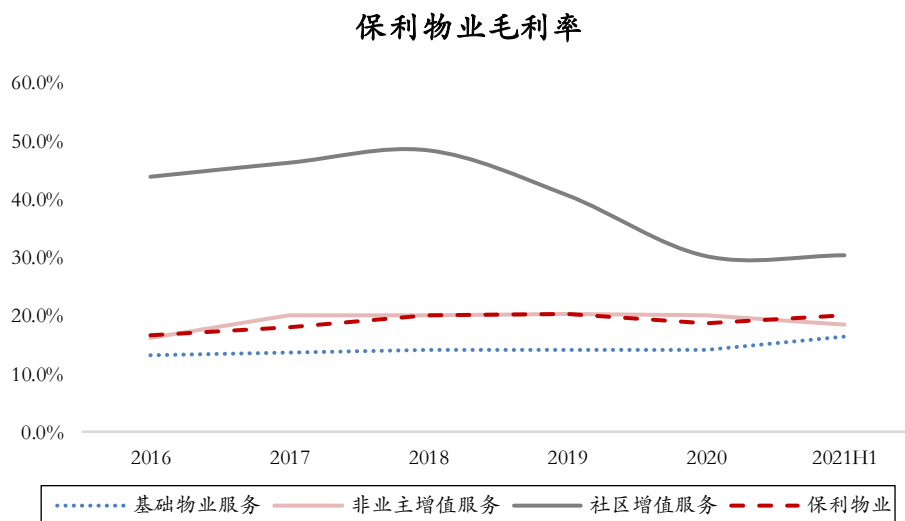
图表 48. 2021年上半年基础物业服务、社区增值服务、非业主增值服务收入占比分别为61%、23.3%和15.7%



资料来源：公司公告，中银证券

保利物业整体毛利率从2016年的16.7%稳步提升至2021年上半年的20.0%，主要是由于基础物业管理服务毛利率增加及毛利率大幅高于其他业务线毛利率的业主增值服务的贡献增加所致。一方面，基础物业服务的毛利率逐年上升，从2016年的13.2%上升到2021年上半年的16.4%，主要是由于1)住宅社区的平均物业管理费增加；2)加强成本控制措施而提升的成本效益；3)规模效应。另一方面，非业主增值服务毛利率逐步提升，从2016年的16.1%逐步提升到2019年的20.3%，主要是由于营运效率提升及因案场协销服务项目数量增加而形成的规模经济所致；后稳定在这一水平，2021年上半年同比下滑2.2个百分点至18.5%主要是因为新开展写字楼租赁业务的影响。2016-2018年业主增值服务毛利率从43.8%提升至48.4%，主要是因为随着基础物业服务规模及客户基础扩大，从而形成规模经济所致；2019-2021年有所下滑，主要是因为公司处于社区增值服务开拓阶段，部分毛利率相对较低的服务项目收入占比提升所导致的。

图表 49. 保利物业整体毛利率从 2016 年的 16.7% 稳步提升至 2021 年上半年的 20.0%



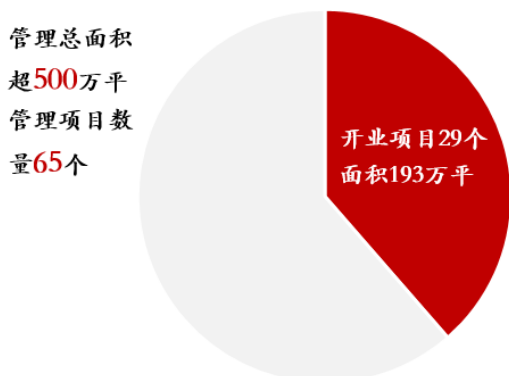
资料来源：公司公告，中银证券

3.2.2 保利商业：发展势头强劲，品牌力成就硬实力

半年内签约百万方，发展势头强劲。保利商业板块业务主要是通过保利商业地产投资管理有限公司开展的，保利商业是保利发展的全资子公司，是专注商业资产投资运营管理的平台。2021 年上半年，保利商业拓展签约突破 100 万平方米，在上海、武汉、杭州、长沙、合肥、日照等城市签约 16 个商业资产运营管理项目，继续延续着强劲发展势头。当前，保利商业管理资产项目面积超过 500 万平方米，管理项目数量达 65 个，经营业绩年复合增长率超过 20%。截至 2021 年 6 月末，已开业购物中心 29 个，分布于广州、上海、武汉等 14 个城市；开业面积 193 万平方米，在管项目出租率超 80%。从在管购物中心城市分布来看，一线城市 7 个，新一线城市 15 个，二三线城市 7 个。

图表 50. 截至 2021 年 6 月末，保利商业已开业购物中心 29 个，开业面积 193 万平

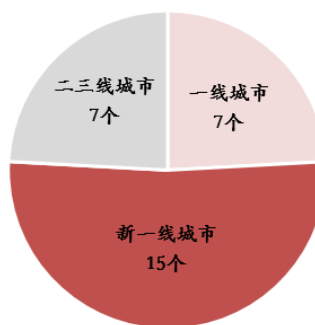
保利商业管理规模



资料来源：公司公告，中银证券

图表 51. 从在管购物中心城市分布来看，一线城市 7 个，新一线城市 15 个，二三线城市 7 个

保利商业开业项目分布



资料来源：中指院，中银证券

打造商业品牌矩阵-“时光系”、“together系”。保利商业深入挖掘与认识到商业地产领域的商业逻辑，进行品牌形象的优化升级和品牌价值的塑造传播，帮助品牌逐步形成溢价能力，助力企业实现长期发展，助力购物中心资产价值提升。经过多年经营，保利商业已经构筑“时光系”、“together系”等产品体系。1) “时光系”-让艺术回归生活：保利商业的“时光系”产品品牌下的产品时光里定位为“365天的生活艺术馆”。时光里将艺术作为产品主题，打造充满艺术氛围的体验场所。同时进一步挖掘人文艺术、生活方式等层面的深层体验，探索商业地产的更高维度。2) “together系”-让生活充满欢喜：保利商业的“together系”下产品保利广场、保利 mall，定位是沉浸式都市欢聚目的地。以创新的空间设计、鲜明的业态品牌和沉浸式的商业体验，为消费者构建全新好玩的品质生活领地，重塑都市人的生活娱乐方式。

保利商业具备三大核心竞争力加持：1) 资产管理能力：保利商业在多个项目管理经验中积累了丰富的资产管理经验，已具备包括“投资分析、技术设计、研策定位、筹备开业、项目运营”全生命周期的购物中心资管核心能力。2) 内容投解能力：保利商业通过引进、合作、孵化等方式，积累创新品牌资源，产出极富创意的新想法新内容，打造行业领跑的商业内容“向新力”。同时，保利商业充分利用创新资源，赋能商业场景，为购物中心打造“艺术·有趣·生活·商业”的生态闭环，为消费者带去极致新鲜体验。3) 数字化能力：为匹配日益增长的发展规模，为商业不动产资产管理注入新的动能，保利商业在 2020 年启动“大资管”数字化战略，构建商业资管运营生态及一体化大资管数字平台，帮助购物中心的管理人员可以通过线上线下融合的方式，提高粉丝、会员对购物中心的忠诚度，然后将流量导入到交易环节，导入到门店，从而更好地为品牌商家赋能以及通过数字化提高管理效率，在管理费用处“节流”，降低经营成本，赋能资产保值增值。

图表 52. 保利商业项目



资料来源：公司公告，中银证券

3.2.3 保利酒店：发掘市场的真正需求，打造多元化品牌战略

四大自主品牌丰富体验，打造多元品牌战略。保利酒店板块业务主要是通过保利酒店管理有限公司保利酒店开展的，其是保利发展旗下的酒店管理专业运作平台，是集投资战略咨询、工程设计建设、市场管理运营等三位一体全域产业链的酒店管理公司。截至2021年6月末，已开业酒店20个，客房数4873间。保利酒店发掘用户需求，打造多元化品牌战略，发展集品牌输出、委托管理、特许经营管理等多元化管理经营模式。保利酒店与万豪、洲际、希尔顿、雅高等酒店管理集团形成战略合作关系，拥有共二十五个国际酒店品牌特许经营权。保利酒店立足全球化视野，专注塑造标杆产品项目，致力成为国内一流酒店管理公司。旗下拥有4个自主酒店品牌：以生活艺术为特色的精品酒店雅途；以倡导新商旅文化目的地的高端酒店郡雅；以健康生活理念打造的轻时尚酒店悦雅；以极致品质为特色的奢华酒店诺雅。例如“悦雅”作为保利酒店自主品牌之一，也是针对Z世代消费喜好与习惯所打造的时尚、健康、年轻的四星品牌。品牌形象鲜明，围绕Z世代的爱好特质，解构细节，重构场景，为消费者营造舒适轻松的“玩趣”空间；通过低碳、健康、科技感的产品，提供自由惬意、智能高效、运动随享、健康悦食的新式旅居体验。

图表 53. 保利酒店拥有 4 个自主酒店品牌：雅途、郡雅、悦雅、诺雅

保利酒店四大自主酒店品牌



资料来源：公司公告，中银证券

图表 54. “悦雅”是针对 Z 世代消费喜好与习惯所打造的时尚、健康、年轻的四星品牌



资料来源：保利酒店公众号，中银证券

3.2.4 保利公寓：不断扩大公寓租赁的版图，推出中高端公寓新产品 NPUB 联合社区

保利发展早于 2015 年 7 月就与优客逸家合作，推出了 UOKO 公寓。2018 年 8 月，保利发展旗下公寓租赁业务的专业运营公司——保利公寓管理有限公司成立，坚持专业化、规模化、集约化的运营创新，致力于打造公寓市场核心竞争力。保利公寓自 2018 年面世以来，项目已布局上海、广州、杭州、南京、成都、西安等二十余个核心一二线城市，截至 2021 年 6 月末，在营项目 40 个，累计开业 6120 个房间。保利公寓以其丰富的品牌线，为有不同需求的客群提供相应的多样化的公寓产品和服务，结合长租及短租，集中式及分散式多模式创新运营管理，致力于活化城市存量公寓、创建城市和美生活。

政策的推动和租赁市场的发展，集中式长租公寓发展市场广阔。根据自如研究院《2021 中共城市租赁住房生活蓝皮书》显示，预计 2030 年中国租房人口将达到 2.6 亿，住房租赁市场规模近 10 万亿元，将迎来租赁住房市场的“黄金十年”。截至到 2017 年底，中国当前房屋租赁市场规模以个人或 C2C 业务形态类别租赁市场为主，占比近 97%，企业运营的品牌公寓还不到 3%；而在美国，由企业为主导运营即采用 B2C 方式的公寓数量规模占比已达 60%，因此由国内企业运营的租赁住房（长租公寓）市场空间巨大。

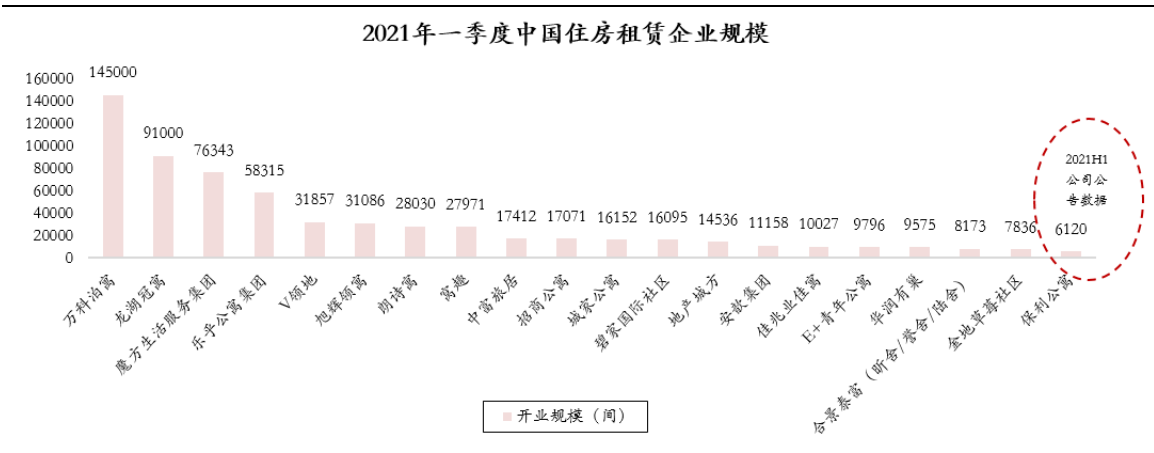
自 2016 年 6 月国务院推出了《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》开始，就拉开了我国全面部署加快培育和发展住房租赁市场的序幕。此后在政策的推动下，各大房企纷纷布局长租公寓，甚至将其提升至集团战略层面。我们认为房企布局长租公寓具备以下四点优势：1) 房企有着资金和规模扩张优势，有条件以重资产模式切入，并通过持有资产和自有供应体系把控产品质量。2) 对于全国布局的规模房企来说，切入各地市场更容易，供应链具备集采优势。3) 对于房企来说，长租公寓可以对闲置资产进行改造升级，盘活自身存量。4) 帮助企业解决竞自持土地及租赁用地，同时可以借助房企整体的信用进行低成本融资。目前从房企布局长租公寓的情况来看，万科、招商蛇口于各房企中布局时间较早，且已形成了一定的长租规模；此外龙湖集团、旭辉控股等于 2016 年开始布局长租领域，发展也十分迅速。保利发展虽然布局时间较晚，规模尚小，但品牌系产品丰富，致力于形成品牌影响力，从而带来更多的品牌溢价。

图表 55. 万科、招商蛇口于各房企中布局时间较早，且已形成了一定的长租规模

公司名称	布局时间	品牌名称	规模情况
招商蛇口	2013 年	壹公寓	截至 2021 年 6 月末，公司长租公寓合计布局全国 20 城，约 3.4 万间。
万科	2014 年 12 月	泊寓	截至 2021 年 6 月末，租赁住房业务泊寓共有房源 19.2 万间，累计开业 14.8 万间，规模位列集中式公寓全国第一。现已布局全国 33 个城市，并在深圳、天津、西安、济南、佛山、珠海、沈阳、东莞、福州 9 个城市的市场占有率保持第一。
龙湖集团	2016 年 8 月	冠寓	截至 2021 年 6 月末，已开业 9.4 万间，规模行业领先，整体出租率为 94.1%，其中开业超过六个月的项目出租率为 95.5%。
旭辉控股	2016 年 12 月	领寓	截至 2021 年 8 月，已进入 10 余个城市，房间近 8 万间，位列开发类长租品牌 TOP3
金地集团	2016 年 7 月	荣尚荟(地产)、草莓社区(商置)	荣尚荟目标：2020 年内，国内开业公寓 80 余家，持房量达到 30000 间。截至 2021 年 3 月末，草莓公寓开业 7836 间(克而瑞)
朗诗集团	2017 年 2 月	朗诗寓	截至 2021 年 3 月末，开业 2.8 万间(克而瑞)
佳兆业	2017 年 6 月	寓享空间	截至 2021 年 3 月末，开业 1 万间(克而瑞)
碧桂园	2017 年 12 月	Big+ 碧家国际社区	截至 2021 年 3 月末，开业 1.6 万间(克而瑞)
中骏置业	2017 年 12 月	方隅 FUNLIVE	-
华润置地	2018 年 6 月	有巢	截至 2021 年 3 月末，开业 9575 间(克而瑞)
合景泰富	2018 年 7 月	昕舍/誉舍/陆舍	截至 2021 年 3 月末，开业 8173 间(克而瑞)
保利发展	2018 年 8 月	保利公寓	项目已布局上海、广州、杭州、南京、成都、西安等二十余个核心一二线城市，截至 2021 年 6 月末，在营项目 40 个，累计开业 6120 个房间。
正荣集团	2018 年 8 月	荣寓	-
首创置业	2018 年 9 月	和寓	-

资料来源：公司公告，公司官网，克而瑞，中银证券

图表 56. 公司跻身住房租赁企业规模排名前 20



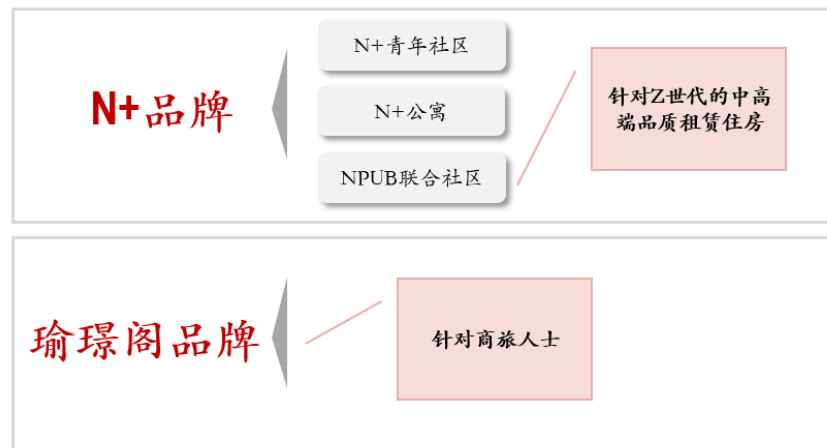
资料来源：克而瑞，公司公告，中银证券

数据说明：其中保利公寓为 2021H1 公司公告披露数据，其余为 2021Q1 克而瑞披露数据。

为满足不同客群的居住需求,保利公寓形成差异化品牌矩阵,目前共有 N+及瑜璟阁两大品牌体系。保利公寓形成差异化品牌矩阵,满足不同客群的居住需求,保利公寓旗下 N+品牌针对不同客群需求打造三条不同产品线: N+青年社区、NPUB 联合社区、N+公寓,此外还有专门针对商旅人士打造的保利瑜璟阁品牌。其中 2021 年 NPUB 联合社区的推出是为了填补针对 Z 世代的中高端品质租赁住房的市场空缺,公司明确了中高端品质居所的市场定位,并在中高端的公寓细分市场中开辟新的产品路线,创造性地提出“微醺微躺微微笑”的 NPUB 式生活,实现从硬件配套到社群服务的全方位升级,让“公寓+小酒馆”、“公寓+咖啡屋”的创想真正实现落地。该产品的首个项目杭州保利 NPUB 钱江新城联合社区于 2021 年 7 月落地杭州钱江新城,为高端住宅保利滨江上品的自持部分。至此,保利旗下主打的 N+品牌系列三大产品线保利 N+青年社区、保利 NPUB 联合社区、保利 N+公寓,全部落地。

保利公寓从产品、服务、运营各个维度进行精心打造,在多产品线延续 N+品牌所打造的“3N 服务体系”及“551 服务管理”。“551 服务管理”包含 5 分钟响应、5 项护理打造纯净客房以及 1 个精细化护理服务。保利公寓真正从住客角度出发,理解和满足不同客群对于产品服务和社群活动的需求,提供个性化价值和差异化服务,从而提高住客粘性,扩大品牌效应。2020 年,保利公寓整体租客评分为 4.88,同比 2019 年的 4.77 分实现小幅提升;5 分钟响应整体达标率为 73%,同比提升 20%。

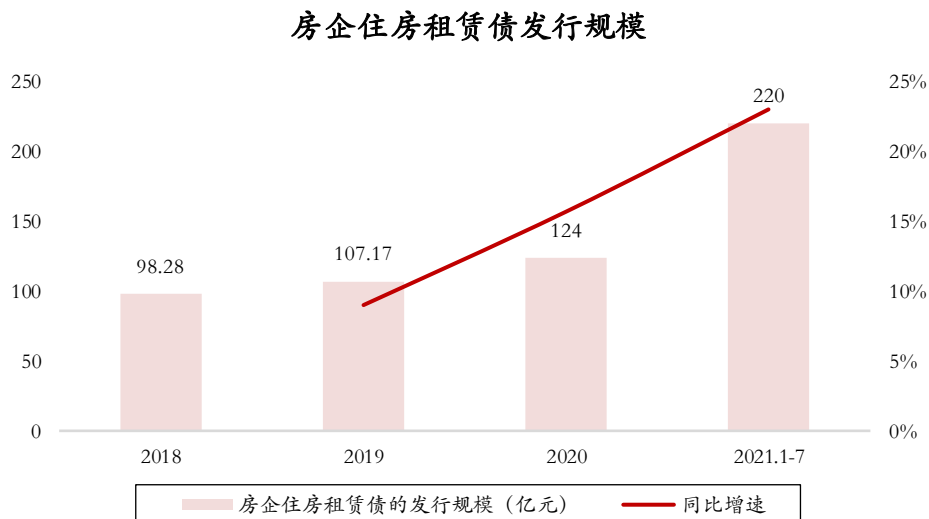
图表 57. 保利公寓目前共有 N+及瑜璟阁两大品牌体系



资料来源: 公司官网, 中银证券

政策红利下,房企迎来了租赁住房窗口期,住房租赁专项债的“绿色通道”被打开。2021 年 7 月 19 日,公司宣布完成发行 2021 年住房租赁专项公司债券(第一期),规模为 11.9 亿元,票面率为 3.17%和 3.45%。2021 年 1-7 月已有 10 家房企发行住房租赁专项公司债券超过 220 亿元,同比 2020 年增长 23%。这主要源于 2021 年以来政府对于保障性住房的支持,2021 年年初财政部和发改委就联合下发了《关于梳理 2021 年新增专项债券项目资金需求的通知》,与 2020 年专项债重点投向领域相比,明确新增了保障性安居工程领域;6 月 29 日发改委出台《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点工作的通知》,明确提出基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点行业中包括保障性租赁住房,为租赁住房企业进入公募 REITs 的赛道提供可能性。住房租赁专项公司债券基本上以 70%用于住房租赁项目建设运营,30%用于补充流动资金为主,不过即便只有 30%的自主资金支配权,发行专项债券也能缓解布局住房租赁领域房企一定的资金压力。例如保利发展发行的 11.90 亿元债券中,8.33 亿元拟用于公司住房租赁项目建设,同样稳在了 70%。我们认为,此次住房租赁专项债券的重启,可以成为房企在住房租赁市场新一轮发展的标志,具备房企、国企背景的长租公寓品牌或将抢占更多市场份额。

图表 58. 2021 年 1-7 月已有 10 家房企发行住房租赁专项公司债券超过 220 亿元，同比 2020 年增长 23%



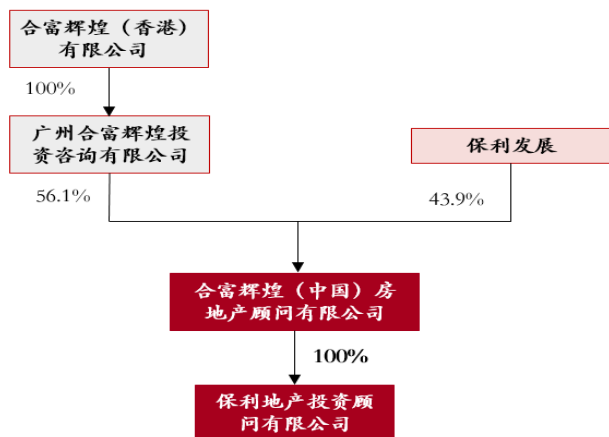
资料来源：克而瑞，中银证券

3.2.5 保利经纪：销售代理平台持续加强市场化拓展，市场竞争力持续提升

保利地产投资顾问有限公司（简称“保利投顾”）成立于 2001 年，是保利发展战略布局房地产服务领域的专业子公司，保利投顾始终以大交易服务为战略基点，发展战略性新业务。目前公司已形成新房代理、新房分销和存量房租售三大核心业务，衍生发展研究咨询、金融服务及客户大数据管理等业务，提供不动产全链条综合服务，成为服务 B 端、C 端的综合型专业投资顾问。公司已经连续九年获得“中国房地产策划代理百强企业十强”，2021 年再次获得 TOP3 殊荣。

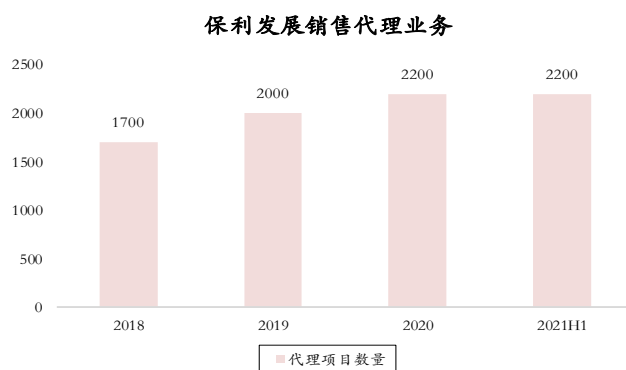
销售代理平台持续加强市场化拓展力度，业务版图不断扩张。2018 年保利投顾与业界龙头合富辉煌完成股权整合，保利发展持股 43.9%，合富辉煌持股 56.1%，双方一二手物业代理业务融合发展，截至 2018 年末累计覆盖超过 150 个城市，代理项目超过 1700 个；2019 年销售代理平台合富中国持续推进整合工作，截至 2019 年年末销售代理业务覆盖全国 200 多个城市，代理项目近 2000 个；2020 年销售代理平台持续加强市场化拓展，截至 2020 年年末，销售代理业务覆盖全国 200 多个城市，代理项目超 2200 个，市场竞争力持续提升。2021 年上半年销售代理业务覆盖全国 200 多个城市，代理项目超 2200 个，代理销售规模超 2500 亿，市场竞争力持续提升。

图表 59. 保利发展持有保利地产投资顾问有限公司 43.9% 的股份



资料来源：企查查，中银证券

图表 60. 截至 2021 年 6 月末，销售代理业务覆盖全国 200 多个城市，代理项目超 2200 个



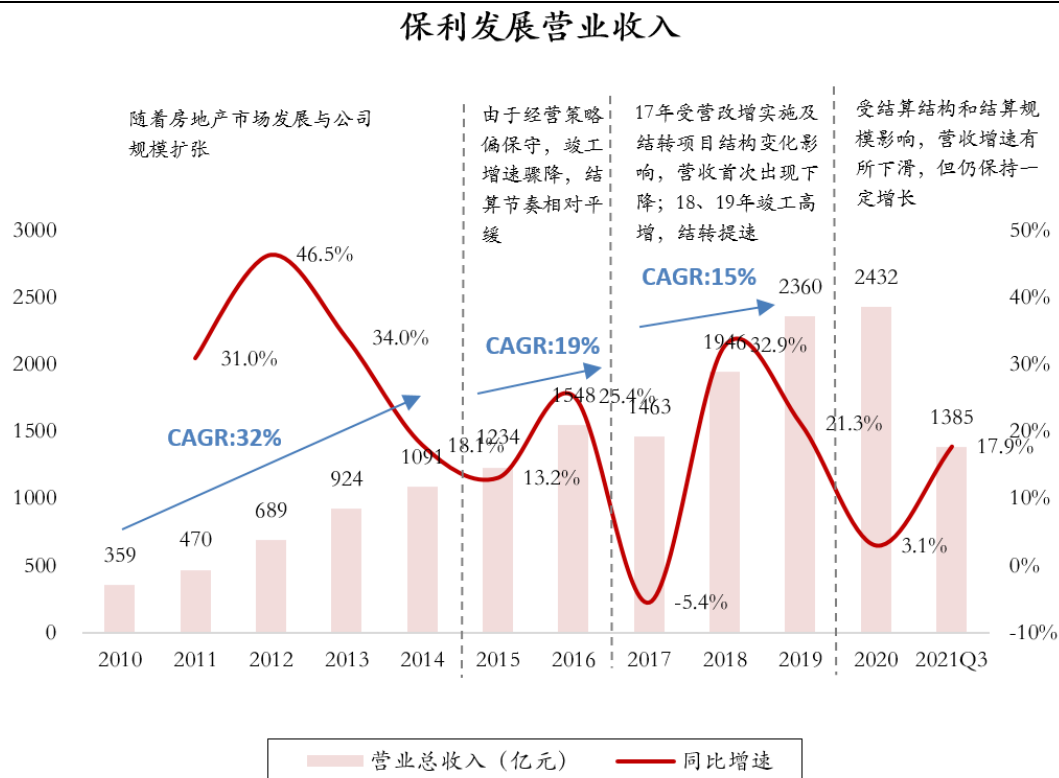
资料来源：公司公告，中银证券

4 财务指标分析：业绩稳步释放、盈利与偿债能力行业领先

4.1 整体营收业绩稳中有升，未来业绩释放明确性较强

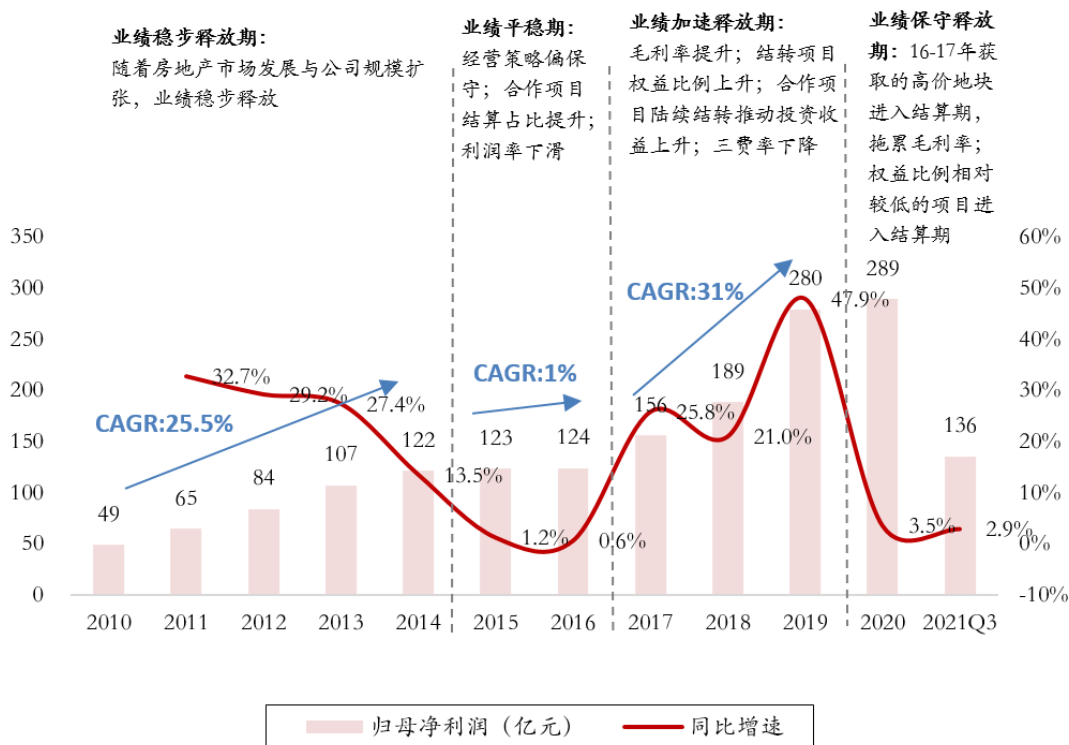
公司业绩增长亮眼，整体营收波动上行。1) **业绩稳步释放期**：2010-2014年公司营业收入从359亿元增长至1091亿元，年复合增速为32.0%，归母净利润从49亿元增长至122亿元，年复合增速25.5%，随着房地产市场发展与公司规模扩张，公司业绩稳步释放。2) **业绩平稳期**：2015-2016年公司业绩增速明显放缓，主要是由于经营策略偏保守，2015、2016年竣工面积同比仅增长3%和4%，相较于此前2010-2014年30.7%的年均增速，结算节奏相对平缓；此外，2015年合作项目结算占比提升制约净利润增速，当年少数股东损益占比提升了12.3个百分点至26.6%后，一直维持在20%以上；2016年增收不增利的另一个原因在于利润率的下滑。3) **业绩加速释放期**：2017-2019年公司业绩增速明显上行，营业收入与归母净利润年复合增速分别为27.0%和33.8%。其中2017年受营改增实施及结转项目结构变化影响，公司营收规模首次出现了下降（营改增前计入利润表的营收为含税营收，营收包括营业税，营改增后，计入利润表的营收是不含税收入，在计入利润表之前，需要从总价款中减去增值税销项税额，因此营改增带来的一个最直接的影响就是计入利润表的营业收入减少。），但公司归母净利润增速超预期，一方面因为2015至2016年市场回暖期销售项目进入结算期，公司毛利率同比扩大2.5个百分点至30.5%；另一方面，结转项目权益比例上升，使得少数股东损益占净利比重同比回落6.7个百分点至20.6%；合作项目陆续结转推动投资收益上升，同比增长了34.8%。2018、2019年竣工增速分别高达42.7%和34.4%，结转提速，带动公司营业收入分别增长32.9%和21.3%，归母净利润同样因为毛利率提升、三费率下降、投资收益增长实现了较快速的增长。4) **业绩保守释放期**：2020-2021Q3公司业绩释放速度明显放缓，一方面是因为此前2016-2017年获取的高价地块进入结算期，拖累了结算毛利率，另一方面权益比例相对较低的项目进入结算期，少数股东损益2021Q3已经达到30%。根据公司业绩快报，2021年实现营业收入2850.5亿元，同比增长17.2%；净利润276.8亿元，同比下降4.85%

图表 61. 公司 2010-2020 年营业收入从 359 亿元增长至 2432 亿元，年复合增速为 21.1%



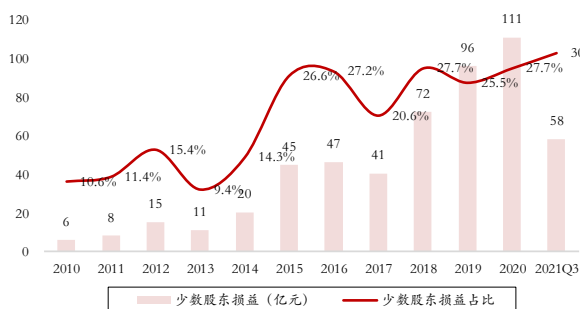
图表 62. 公司 2010-2020 年归母净利润从 49 亿元增长至 289 亿元，年复合增速为 19.4%

保利发展归母净利润



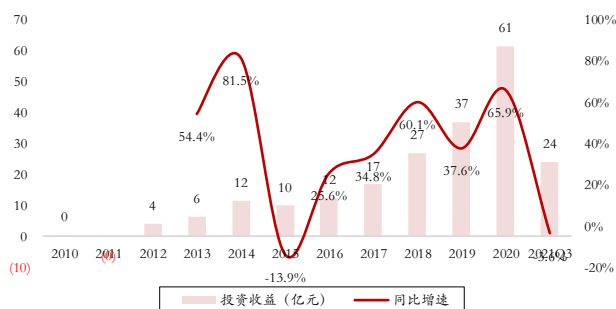
图表 63. 公司 2010 年到 2021Q3 少数股东损益从 10.6% 波动增长至 30.0%

保利发展少数股东损益及占比



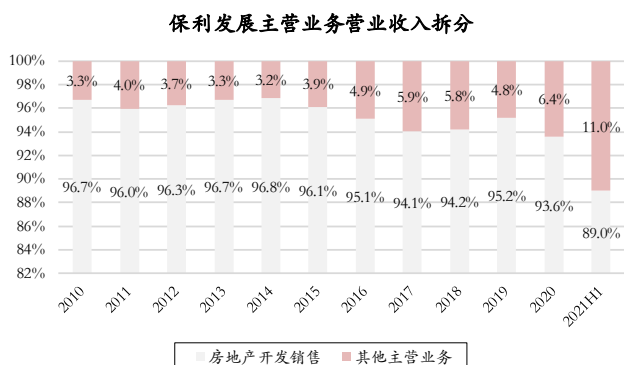
图表 64. 2016 年以来受合作项目陆续结转影响投资收益明显增加

保利发展投资收益



房地产开发营收占比维持在 93-97%，2021Q3 下降至 89%，营收地区分布主次分明。根据业务类型划分，房地产开发业务一直是公司营收的主要来源，长年以来贡献了公司 93-97% 的营业收入。根据地区划分，华南、华中地区收入占比呈上升趋势，西部、华北、华东收入占比呈下降趋势，其余地区收入占比较为稳定。2021 年前三季度主营业务营业收入中，华南、华中、华东、西部、华北、东北分别占比 48.4%、13.0%、12.4%、11.6%、10.1% 和 4.3%，公司营业收入地区分布主次分明。

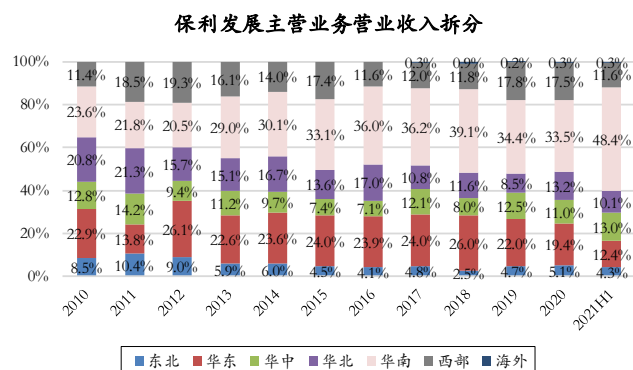
图表 65 房地产开发营收占比维持在 93-97%，2021Q3 下降至 89%



资料来源：公司公告，中银证券

数据说明：其他主营业务为物业管理、建筑、租赁、酒店、商业、设计、展览等。

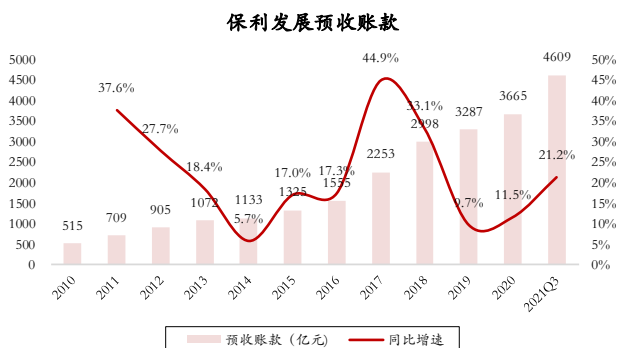
图表 66. 2021 年前三季度主营业务营业收入中，华南、华中、华东分别占比 48.4%、13.0%、12.4%



资料来源：公司公告，中银证券

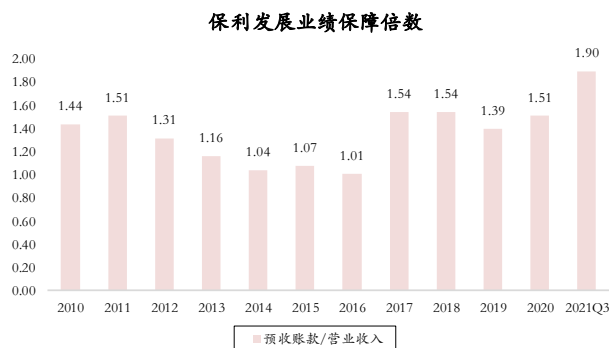
虽然过去十年营业收入略有波动，但公司预收账款规模始终稳步增长，未来业绩保障程度明显增强。截至 2021 年三季度末，公司预收账款为 4609 亿元，同比增长 21.2%，自 2019 年开始预收账款增速不断提升，预收账款/上年营业收入的比值为 1.90，较 2020 年末提升 0.4，较 2020 年同期提升 0.3，未来业绩保障程度明显增强。

图表 67. 截至 2021 年三季度末，公司预收账款 4609 亿元，同比增长 21.2%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 68. 截至 2021 年三季度末，公司预收账款/上年营业收入比值为 1.90，较 2020 年明显提升



资料来源：公司公告，中银证券

4.2 盈利能力行业领先，ROE 持续提升

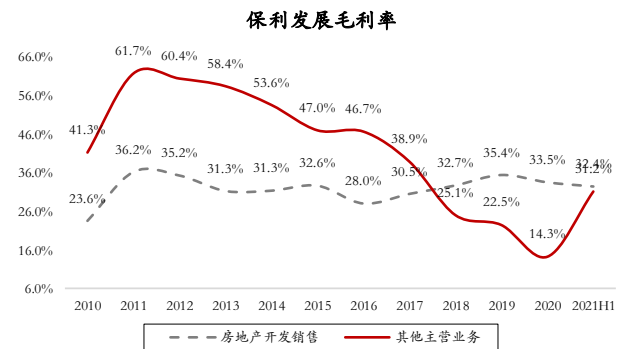
公司毛利率虽然波动承压，但是整体盈利水平位于行业前列。2010-2012 年公司毛利率保持在较高水平，2013 年房地产业务结算毛利率为 31.3%，同比下降 4 个百分点，主要是由于部分在 2011 年市场严厉调控时期销售的高地价项目进入结算，以及部分项目首期销售结算价格较低所致，后续随着这些因素的消除，2015 年毛利率回升至合理水平。2016 年公司毛利率大幅下滑 4.2 个百分点至 29.0%，其中华南片区、华北片区、西部片区毛利率同比分别降低 9.8、2.9 和 2.6 个百分点，主要因结转项目结构的差异，2017 年开始公司毛利率逐步回升至 35%，基本回升至 2010-2012 年的较高毛利率水平。**2020 年公司毛利率为 32.6%**，同比下降 2.4 个百分点，主要由于 2017-2018 年获取的高地价项目成为结转主力，相应拉低利润率水平；2021 年前三季度毛利率也因为相同的原因下降至 29.8%。我们认为随着高地价项目结转的结束，公司毛利率将恢复至合理水平。**公司毛利率始终处于业内较高水平，主要由以下多方面综合优势促成：1) 超强的一线城市和核心二线城市土地布局：从销售金额来看，一二线城市占比保持在 68%，待开发面积中一二线城市占比 61%，高占比的一二线城市土地资源为公司的高毛利率空间打下基础；2) 卓越的成本管理能力；3) 精准拿地+品牌溢价，保障盈利空间：公司楼面均价/销售均价基本控制在 50% 以下。4) 低成本的资金优势：公司的融资成本较低，2021 年上半年仅为 4.70%，低成本资金优势显著。**

图表 69. 2021Q3 公司毛利率为 29.8%，2019 年以来呈现下降趋势



资料来源：公司公告，中银证券

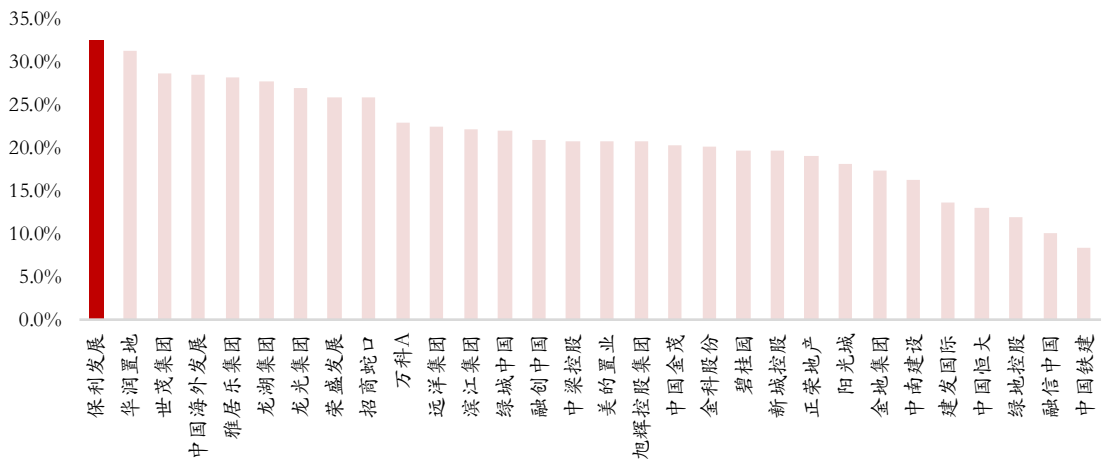
图表 70. 2021 年上半年公司房地产开发销售和其他主营业务毛利率分别为 32.4% 和 31.2%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 71. TOP30 房企中保利发展毛利率位列第一

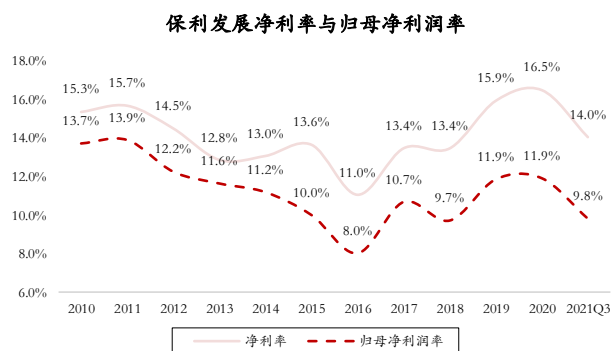
TOP30 房企 2021H1 毛利率



资料来源：公司公告，中银证券

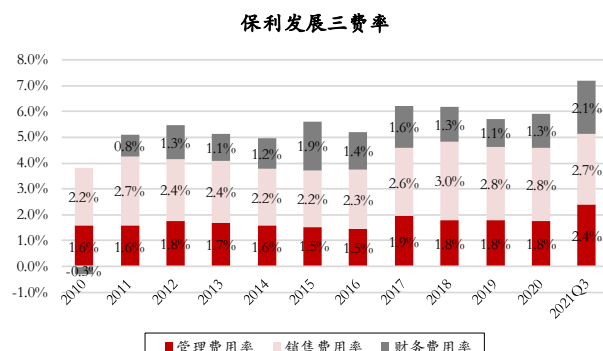
随着公司结转加速、运营管理能力提升、合作项目增多并陆续进入结转期，投资收益大增，净利率因此在2019年实现跳增，2020年维持在高位，2021年略有下滑。公司净利率与归母净利润率2019年出现了大幅的增长，主要源于：1) 结转提速，2019年房地产业务结算面积1766万平方米，同比增长16%；结算金额2237亿元，同比增长23%；2) 运营管理能力提升，毛利率提升2.5个百分点至35.0%，其中房地产结转毛利率提升2.7个百分点至35.4%；三项费率5.7%，同比下降0.4个百分点；3) 合作项目增多并陆续进入结转期，公司实现投资收益37亿元，同比增长38%。最终推动公司净利率和归母净利润率同比分别提升了2.5和2.2个百分点至15.9%和11.9%，净利率创2010年以来新高。2020年净利率和归母净利润率基本保持在16.5%和11.9%的水平，虽然当年毛利率明显下降，但是随着合作项目增多并逐步进入结转期，公司实现投资收益61.4亿元，同比大幅增长65.9%；同时，公司税金等支出的减少有效对冲了毛利下滑的影响。2021Q3下降至14.0%和9.8%，同比分别下降了1.6和1.4个百分点，盈利空间小幅收窄主要是由于毛利率下降了4.2个百分点至29.8%，也是2016年以来毛利率首次低于30%，主要是受到前期高价地进入结算期的影响，不过在行业利润率下行的大背景下，公司的利润率水平仍是行业领先。

图表 72. 2019 年公司净利率和归母净利润率同比分别提升了 2.5 和 2.2pct 至 15.9% 和 11.9%



资料来源：公司公告，中银证券

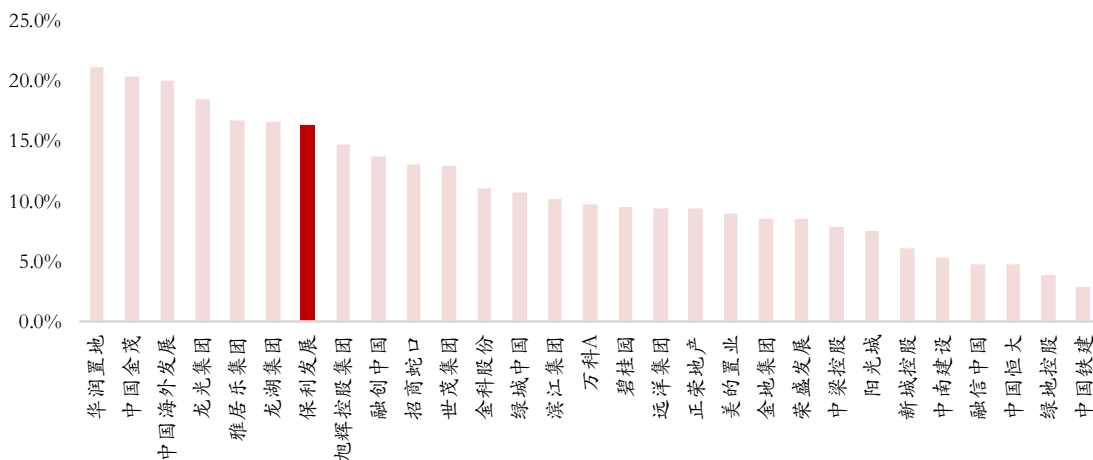
图表 73. 2011-2020 年公司三费率基本稳定在 5%-6.2%，波动相对较小



资料来源：公司公告，中银证券

图表 74. 保利发展净利率在可比公司中位于前列

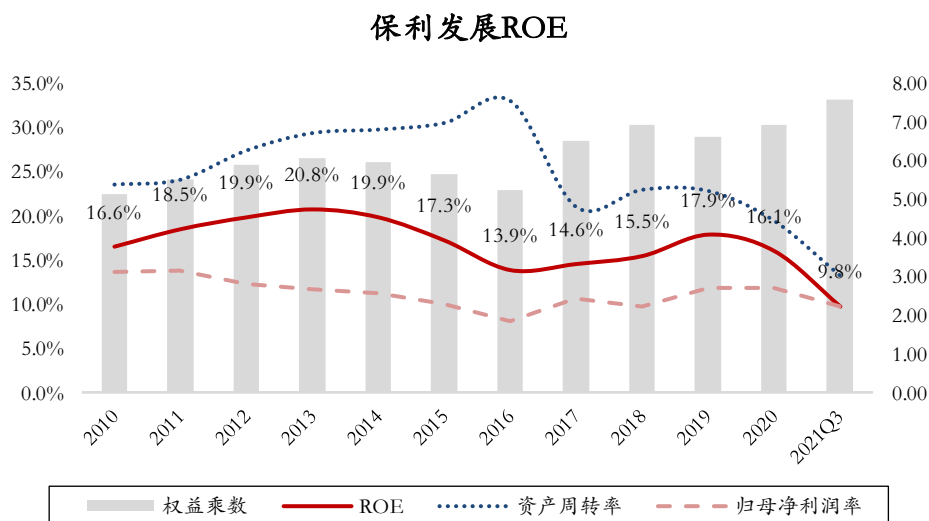
TOP30房企2021H1净利率



资料来源：公司公告，中银证券

ROE 受利润率波动影响显著，2021 年有所承压。2010-2013 年 ROE 从 16.6% 逐年提升至 20.8%，主要是由于权益乘数的提升，从 5.13 提升至 6.06，以及周转率的明显提升，公司资产周转率从 0.24 提升至 0.29，2015、2016 年由于公司降杠杆，权益乘数显著下降至 5.24，同时利润率走低，ROE 下降至 13.9%。2016-2019 年由于利润率回升以及公司拿地态度积极使得杠杆水平有所提升，ROE 回升至 17.9%。2020 年、2021 年再度因利润率下滑导致 ROE 承压。

图表 75. 2020 年、2021 年因利润率下滑导致 ROE 承压

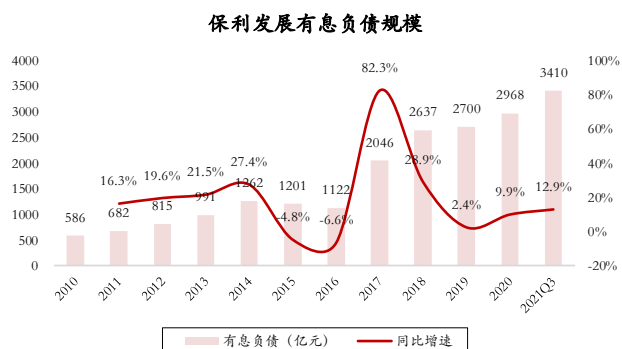


资料来源：公司公告，中银证券

4.3 财务杠杆稳健，TOP5 中唯一绿档企业，具备多元融资方式及低成本融资优势

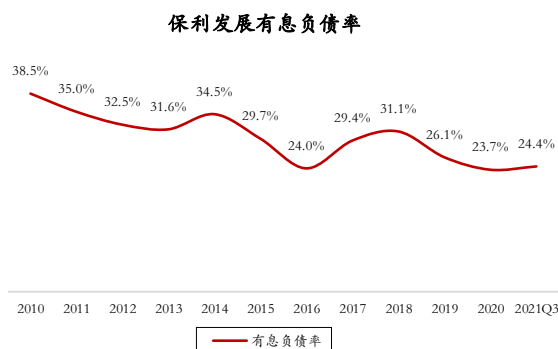
公司有息负债规模控制得当，负债结构合理，融资渠道畅通。从总量来看，2017 年之前，公司有息负债规模保持在 1300 亿元以下，但公司 2015-2018 年拿地积极性较高，平均拿地金额/销售金额为 59%，同时 2016-2018 年新开工面积增速高达 45.4%、50.8%、42.9%，公司有息负债在 2017 年快速增长至 2046 亿元，同比增速高达 82.3%。2019 年开始公司积极践行降杠杆策略，有息负债增速明显放缓，直到 2020 年有息负债率降低至历史最低位：23.7%。截至 2021 年三季度末，公司有息负债 3410 亿元，同比增长 12.9%，有息负债率为 24.4%，持续处于历史低位。从期限结构来看，短期有息负债占比为 16.7%，公司凭借多年积累的雄厚经营实力和企业信誉，赢得各类金融机构的高度信任，长期有息负债占比相对较高。

图表 76. 截至 2021 年 9 月末，公司有息负债 3410 亿元，同比增长 12.9%



资料来源：公司公告，中银证券

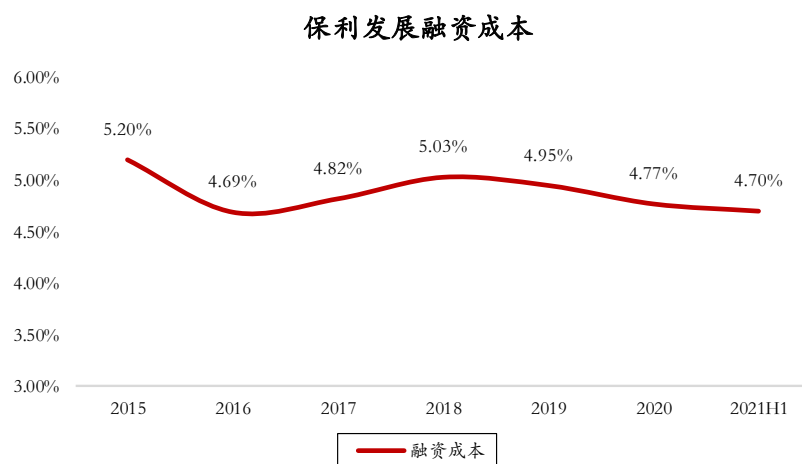
图表 77. 2020 年公司有息负债率降低至历史最低位：23.7%，2021Q3 维持在 24.4% 的历史低位



资料来源：公司公告，中银证券

公司具备多元化融资方式及低成本融资优势。公司充分发挥央企优势，不断探索、创新融资方式，构建了以银行信贷为主、股权融资、直接债务融资、创新融资为辅的多元化融资渠道，使得公司在行业发展不同阶段均具备快速获取资金的能力，助力公司可持续发展。在融资额度受限、房企信用利差扩大的情况，公司抢抓低成本资源，2021年上半年发行公司债 75 亿、中期票据 50 亿，平均融资成本为 3.62%。在当前“良性循环和健康发展”的大背景下，部分优质房企在融资方面已经率先获得了监管层的支持，例如，仅仅 2021 年 11 月，保利发展已发行及注册拟发行的融资规模就已经达到 248 亿元。同时，公司凭借多年积累的雄厚经营实力和企业信誉，赢得各类金融机构的高度信任，具备突出的低成本融资能力。截至 2021 年 6 月末，公司有息负债综合融资成本仅 4.70%，较 2020 年年末再度下降 77BP；截至 2021 年 12 月末，公司存量债券余额 463 亿元，平均票面利率仅 3.59%。

图表 78. 截至 2021 年 6 月末，公司有息负债综合融资成本仅 4.70%，较 2020 年年末再度下降 77BP



资料来源：公司公告，中银证券

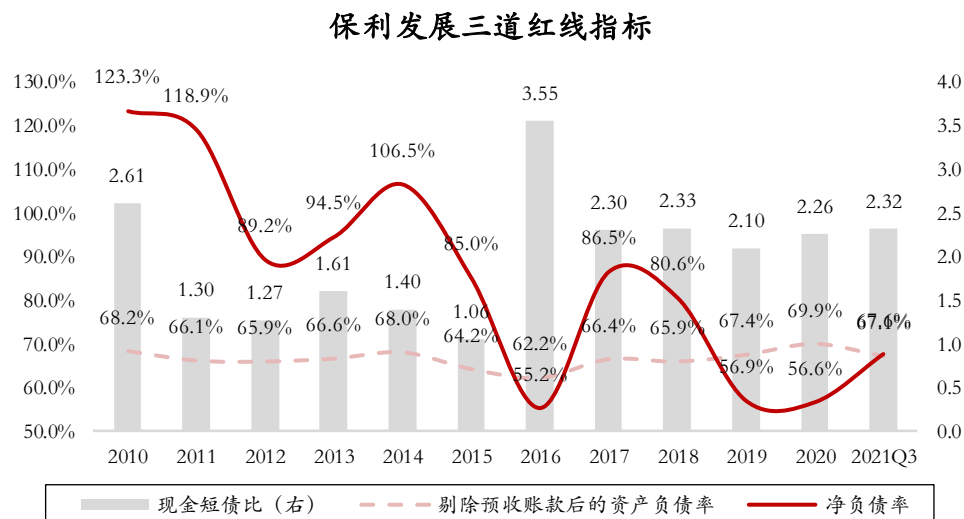
图表 79. 公司存量债券余额 463 亿元，平均票面利率仅 3.59%

证券名称	发行日期	到期日期	当前余额(亿)	票面利率(当期)%	证券类别
21 保利发展 MTN004	2021-11-15	2026-11-17	20	3.55	一般中期票据
21 保利发展 MTN003	2021-11-02	2024-11-04	30	3.25	一般中期票据
21 保利 07	2021-07-14	2026-07-16	6	3.17	一般公司债
21 保利 08	2021-07-14	2028-07-16	6	3.45	一般公司债
永乐 2 优	2021-07-05	2022-06-30	9	3.20	证监会主管 ABS
21 保利 06	2021-05-28	2028-06-01	5	3.70	一般公司债
21 保利 05	2021-05-28	2026-06-01	25	3.39	一般公司债
21 保利发展 MTN002	2021-04-20	2024-04-22	25	3.55	一般中期票据
21 保利发展 MTN001	2021-03-29	2024-03-31	25	3.63	一般中期票据
21 保利 03	2021-03-12	2026-03-16	10	3.65	一般公司债
21 保利 04	2021-03-12	2028-03-16	9	3.90	一般公司债
21 保利 02	2021-01-27	2028-01-29	9	3.98	一般公司债
21 保利 01	2021-01-27	2026-01-29	16	3.68	一般公司债
保利商次	2020-12-29	2038-12-29	2	0.00	证监会主管 ABS
保利商优	2020-12-29	2038-12-29	20	4.75	证监会主管 ABS
20 保利发展 MTN005	2020-11-17	2023-11-19	20	3.98	一般中期票据
20 保利 05	2020-09-25	2025-09-29	7	3.72	一般公司债
20 保利 06	2020-09-25	2027-09-29	16	4.18	一般公司债
20 保利 04	2020-06-18	2027-06-22	5	3.78	一般公司债
20 保利 03	2020-06-18	2025-06-22	15	3.14	一般公司债
20 保利发展 MTN004	2020-05-25	2023-05-27	15	3.18	一般中期票据
20 保利发展 MTN003	2020-04-20	2025-04-22	6	3.49	一般中期票据
20 保利发展 MTN002	2020-04-09	2023-04-13	15	3.07	一般中期票据
20 保利 01	2020-03-30	2025-04-01	20	3.00	一般公司债
20 保利发展 MTN001	2020-02-20	2023-02-24	9	3.39	一般中期票据
19 保利发展 MTN001	2019-01-17	2022-01-21	15	3.60	一般中期票据
17 保利房产 MTN002	2017-11-02	2022-11-06	25	5.40	一般中期票据
17 保利房产 MTN001	2017-10-19	2022-10-23	25	5.40	一般中期票据
16 保利 04	2016-02-24	2026-02-25	30	4.19	一般公司债
16 保利 02	2016-01-14	2023-01-15	21	3.95	一般公司债
15 保利 02	2015-12-10	2022-12-11	1	3.00	一般公司债

资料来源：公司公告，中银证券

公司始终保持始终的杠杆水平，是 2020 年 TOP5 房企中唯一实现“三道红线”绿档的企业，截至 2021 年三季度末依然保持着绿档优势。公司剔除预收账款后的资产负债率始终保持在 62%-70%之间，始终低于“三道红线”指标要求；净负债率呈现整体下降的趋势，2015 年后始终低于“三道红线”指标要求，2019 年后由于有息负债增速明显下降（从 2017、2018 年的 82.3%、28.9%下降至 2019 年的 2.4%），净负债率得到了较为明显的改善；现金短债比自 2017 年后始终大于 2X，处于相对安全的边界。截至 2021 年 9 月末，公司剔除预收账款后的资产负债率、净负债率和现金短债比分别为 67.1%、67.6%和 2.32X，较 2020 年同期比，剔除预收账款后的资产负债率基本持平，净负债率下降了 3.3 个百分点，现金短债比改善了 41BP。

图表 80. 截至 2021 年 9 月末，公司剔除预收账款后的资产负债率、净负债率和现金短债比分别为 67.1%、67.6%和 2.32X



资料来源：公司公告，中银证券

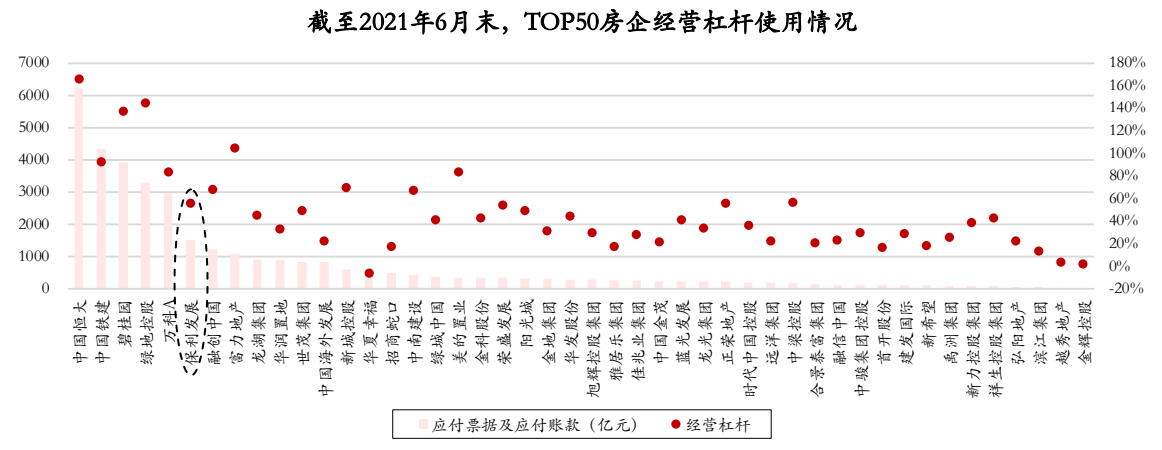
图表 81. 保利发展是 2020 年 TOP5 房企中唯一实现“三道红线”绿档的企业

TOP30 房企	2020			TOP30 房企	2021H1		
	剔除预收账款后的资产负债率	净负债率	现金短债比		剔除预收账款后的资产负债率	净负债率	现金短债比
中国恒大	83.4%	159.9%	0.5	中国恒大	83.4%	159.9%	0.5
绿地控股	84.1%	135.1%	1.0	绿地控股	82.8%	116.7%	1.3
融创中国	78.7%	115.1%	1.1	融创中国	76.5%	97.2%	1.1
融信中国	69.9%	102.7%	0.8	融信中国	69.7%	96.2%	0.8
碧桂园	80.5%	62.0%	1.7	碧桂园	78.5%	56.3%	1.9
万科 A	71.7%	18.9%	2.3	万科 A	71.1%	21.0%	2.2
绿城中国	71.9%	85.9%	1.3	金地集团	70.4%	65.5%	1.5
旭辉控股集团	72.5%	64.2%	2.7	绿城中国	73.5%	79.7%	1.9
中国金茂	73.7%	58.5%	1.3	旭辉控股集团	72.1%	60.5%	2.7
新城控股	75.5%	31.7%	3.0	中国金茂	75.7%	55.4%	1.3
中南建设	79.8%	97.3%	1.4	新城控股	76.6%	52.9%	2.2
金科股份	70.2%	74.5%	1.3	中南建设	78.6%	95.3%	1.3
阳光城	79.1%	88.5%	1.7	阳光城	78.8%	88.8%	1.7
中梁控股	79.9%	93.4%	1.1	中梁控股	79.3%	77.7%	1.2
滨江集团	71.7%	72.7%	2.3	滨江集团	71.2%	80.0%	2.4
正荣地产	76.6%	84.6%	1.8	正荣地产	72.4%	77.3%	1.7
中国铁建	71.8%	8.8%	2.4	中国铁建	72.7%	36.9%	1.3
雅居乐集团	72.3%	72.6%	1.1	美的置业	76.1%	78.4%	2.2
美的置业	77.6%	99.6%	1.5	荣盛发展	71.9%	61.5%	1.3
荣盛发展	74.7%	73.3%	1.4	保利发展	67.6%	58.7%	2.6
保利发展	69.9%	56.6%	2.3	中国海外发展	60.2%	28.8%	3.6
中国海外发展	60.1%	27.1%	3.9	招商蛇口	59.5%	30.4%	1.9
招商蛇口	58.2%	26.3%	1.6	华润置地	60.9%	29.1%	2.2
华润置地	59.7%	31.3%	2.5	龙湖集团	68.3%	46.3%	5.5
龙湖集团	66.9%	46.9%	4.2	世茂集团	68.3%	55.1%	1.7
金地集团	69.4%	58.0%	1.3	金科股份	69.3%	74.7%	1.3
世茂集团	68.5%	55.2%	1.7	建发国际	50.4%	81.1%	5.0
建发国际	43.2%	69.2%	8.4	龙光集团	69.0%	47.3%	3.5
龙光集团	69.8%	53.8%	2.4	雅居乐集团	68.8%	57.1%	1.2
远洋集团	69.0%	61.6%	1.5	远洋集团	68.8%	74.4%	1.6

资料来源：公司公告，中银证券

在当前商票违约不断的背景下，房企经营杠杆的运用程度以及安全性是分析公司需要考量的因素之一。我们可以看到相较于同等体量的公司，公司在 TOP5 房企中对经营杠杆的依赖度是最低的，同时应付账款规模也是相对较小的。截至 2021 年 6 月末，公司应付账款规模 1515 亿元，仅为恒大的四分之一，经营杠杆的使用率为 56%（ $(\text{应付票据} + \text{应付账款}) / \text{净资产} - (\text{应收票据} + \text{应收账款}) / \text{净资产}$ ）。公司的上下游供应商兑付确定性较高，供应链安全系数较高。

图表 82. 与同等规模的房企相比，保利发展的经营杠杆水平相对较低



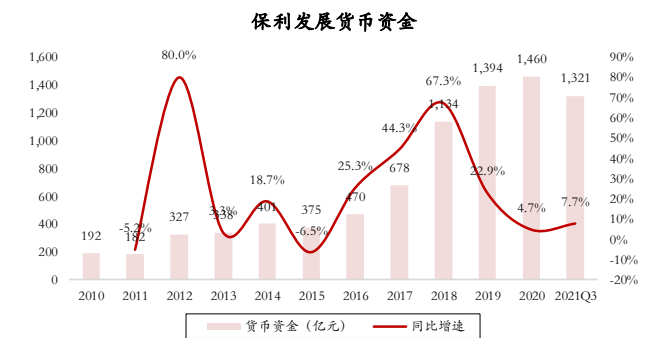
资料来源：公司公告，中银证券

$$\text{经营杠杆} = (\text{应付票据} + \text{应付账款}) / \text{净资产} - (\text{应收票据} + \text{应收账款}) / \text{净资产}$$

4.4 经营性现金流改善，加强现金流管理成效显著

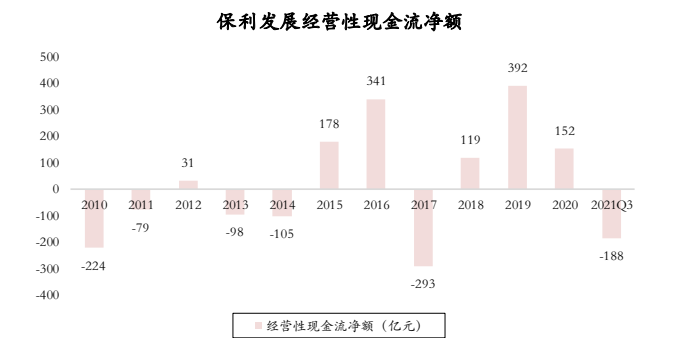
公司不断强化现金管理能力，持续优化资金管理。拿地扩张导致 2017 年经营性现金流支出较多，2018 年经营性现金流净额回正至 119 亿元，此后三年保持现金流为正，主要得益于公司提高销售回款管理精细度，提升销售质量。销售回款规模逐年攀升，2020 年全年销售回款 4706 亿元，同比增长 9.4%，销售回款率达 93.6%，在资金趋紧的背景下保持回款率连续 4 年稳中有升，2021 年上半年公司实现销售回款 2556 亿元，同比增长 26.3%，同比增速较 2020 年大幅提升，销售回款率小幅下降至 89.6%，整体仍保持在较高水平。截至 2021 年 9 月末，公司在手货币资金 1321 亿元，同比增长 7.7%，货币资金增速较 2020 年提升了 3 个百分点。

图表 83. 截至 2021 年 9 月末，公司货币资金 1321 亿元，同比增长 7.7%



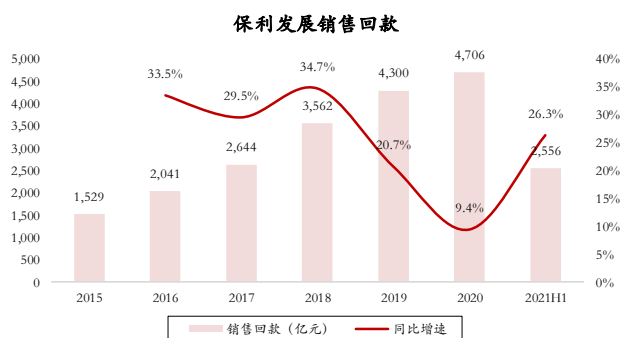
资料来源：公司公告，中银证券

图表 84. 2020 年公司经营性现金流金额 152 亿元，2021 年前三季度-188 亿元



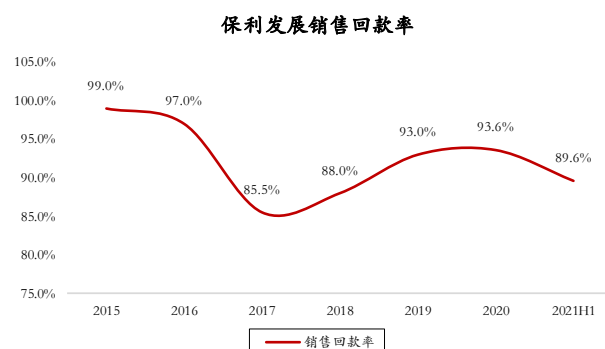
资料来源：公司公告，中银证券

图表 85. 2021 年上半年公司实现销售回款 2556 亿元, 同比增长 26.3%



资料来源: 公司公告, 中银证券

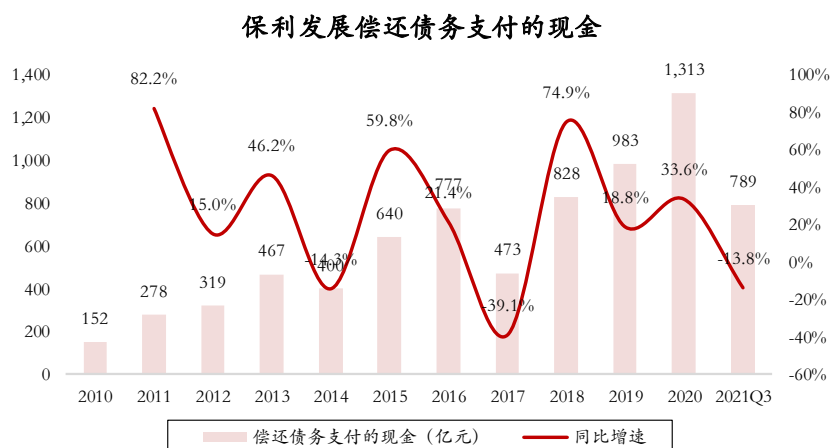
图表 86. 2021 年上半年公司销售回款率达 89.6%, 销售回款率始终位于较高水平



资料来源: 公司公告, 中银证券

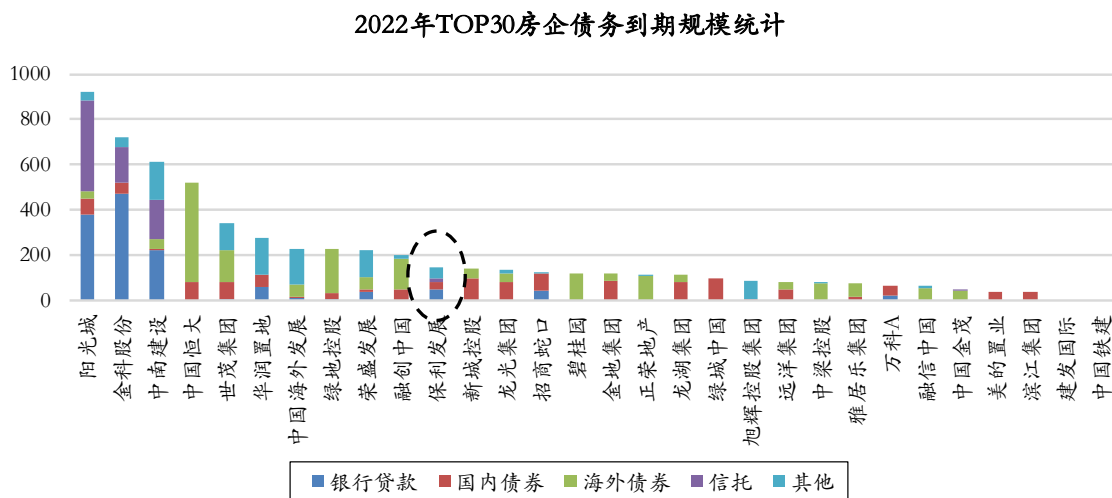
另一方面, 2021 年公司偿还债务支付的现金规模大幅减少, 同时公司 2022 年债务到期规模也相对较小, 债务偿还资金压力相对不大。2021 年前三季度公司偿还债务支付的现金为 789 亿元, 同比下降 13.8%; 根据我们的统计, 2022 年公司到期债务规模 149 亿元, 其中银行贷款 50 亿元、国内债券 35 亿元、信托 14 亿元, 到期债务规模相对较小, 2022 年到期债务规模/截至 2021 年 6 月末的有息负债比例为 4.5%。

图表 87. 与同等规模的房企相比, 保利发展的经营杠杆水平相对较低



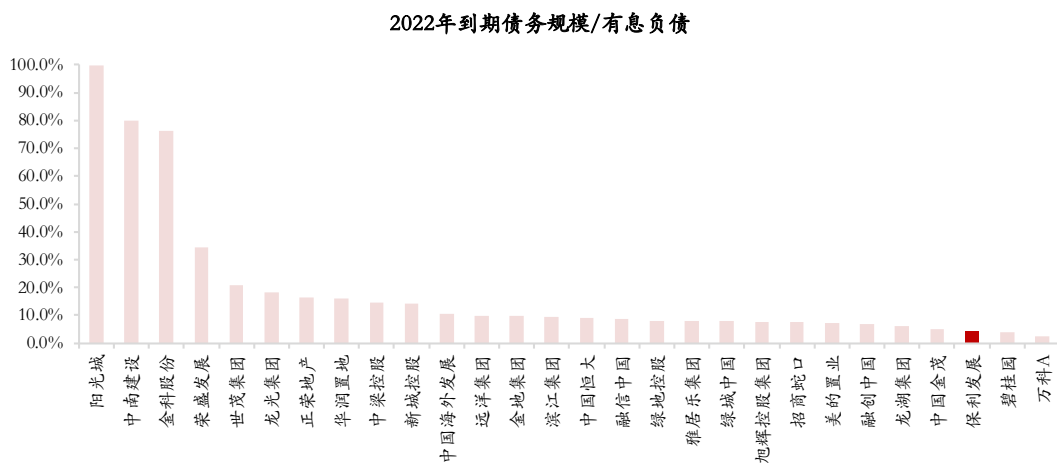
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 88. 2022 年公司到期债务规模 149 亿元，其中银行贷款 50 亿元、国内债券 35 亿元、信托 14 亿元



资料来源：克而瑞，中银证券

图表 89. 公司 2022 年到期债务规模/截至 2021 年 6 月末的有息负债比例为 4.5%



资料来源：克而瑞，中银证券

5 投资建议

在当前“良性循环和健康发展”的基础上，优质房企在融资方面率先获得监管层支持，公司多年以来始终保持适中的杠杆水平，是 2020 年 TOP5 房企中唯一实现“三道红线”绿档的企业，截至 2021 年第三季度末依然保持着绿档的优势，营收业绩及销售规模稳步增长，在整体行业面临利润率下滑的压力下，盈利能力仍保持在行业较高水平。同时，在 2021 年集中土拍中积极参与，新增项目多集中于高能级核心地区；在手土地储备充足，为未来销售增长提供支撑。我们认为，凭借强大的资源护城河、央企的融资优势、激励机制升级带来的效益提升等因素，公司规模增长将逐步提速，助力实现重返前三愿景。中长期来看，随着风险缓释，行业清整将进一步推动各类资金、土地等资源向优质头部房企聚拢，公司作为融资渠道畅通、综合能力突出的优质龙头房企将享有更高的估值溢价。

我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 2851/3299/3790 亿元，分别同比增长 17%/16%/15%；归母净利润分别为 276/285/295 亿元，分别同比增长-5%/3%/3%；对应 EPS 分别为 2.30/2.38/2.46 元。当前股价对应的 PE 分别为 6.9X/6.7X/6.5X。首次覆盖，给予**买入**评级。

图表 90. 保利发展收入成本拆分预测

单位：亿元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总收入	2360	2432	2851	3299	3790
同比增速	21.3%	3.1%	17.2%	15.7%	14.9%
房地产业务	2237	2264	2623	2990	3372
同比增速	22.6%	1.2%	15.9%	14.0%	12.8%
占比	94.81%	93.08%	92.00%	90.65%	88.97%
其他主营业务	113	154	209	283	383
同比增速	0.5%	36.5%	35.5%	35.3%	35.5%
占比	4.79%	6.35%	7.33%	8.58%	10.12%
其他业务	9	14	19	26	34
同比增速	16.9%	48.4%	35.0%	35.0%	35.0%
占比	0.40%	0.58%	0.66%	0.77%	0.91%
单位：亿元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总成本	1534	1640	1914	2228	2597
毛利率	34.97%	32.59%	32.84%	32.45%	31.48%
房地产业务	1446	1506	1735	1986	2270
毛利率	35.38%	33.48%	33.86%	33.58%	32.68%
其他主营业务	88	132	178	240	323
毛利率	22.53%	14.33%	14.94%	15.34%	15.73%
其他业务	1.1	1.4	1.9	2.6	3.4
毛利率	88.59%	90.34%	90.00%	90.00%	90.00%

资料来源：公司公告，中银证券

6 风险提示

销售与结算不及预期；房地产调控超预期收紧；融资持续收紧；多元业务发展不及预期。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	235,981	243,208	285,079	329,879	379,000
减: 营业成本	153,450	163,951	191,445	222,834	259,673
营业税费	21,841	18,495	28,194	33,153	38,317
销售费用	6,681	6,877	8,077	9,628	10,934
管理费用	4,233	4,315	4,994	5,664	6,682
财务费用	2,582	3,160	4,702	4,508	5,467
资产减值损失	-1,048	849	1,019	1,223	1,345
加: 公允价值变动收益	713	53	59	65	71
投资和汇兑收益	3,702	6,141	6,448	5,159	4,127
营业利润	50,402	52,265	53,786	58,880	61,582
加: 营业外净收支	128	273	194	204	214
利润总额	50,531	52,538	53,980	59,084	61,796
减: 所得税	12,977	12,490	14,575	16,544	17,457
净利润	27,959	28,948	27,584	28,502	29,485

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	139,419	146,008	454,709	659,766	365,359
交易性金融资产	73	507	558	614	675
应收帐款	1,845	2,450	2,618	3,247	3,491
预付帐款	42,751	42,197	57,780	58,588	77,019
存货	584,001	741,475	806,040	995,198	1,103,823
其他流动资产	168,832	203,587	231,826	256,102	289,407
长期股权投资	59,046	72,550	84,580	97,347	109,746
投资性房地产	19,510	21,232	21,010	22,510	24,010
固定资产	7,472	7,659	7,541	7,406	7,278
在建工程	495	546	426	349	307
无形资产	389	430	392	353	315
资产总额	1,033,209	1,251,375	1,668,059	1,495,384	1,956,601
短期债务	3,133	4,777	5,255	3,701	6,358
应付帐款	204,277	275,549	282,833	367,098	390,281
应付票据	7,828	14,919	11,671	19,278	16,787
长期借款	172,072	207,160	227,876	227,876	275,731
负债总额	803,687	984,737	1,392,782	1,188,480	1,616,728
少数股东权益	73,500	86,407	98,228	112,267	127,120
股本	11,968	11,968	11,970	11,970	11,970
留存收益	128,429	147,892	166,097	184,909	204,369
股东权益	229,522	266,638	276,296	309,146	343,460

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	37,554	40,048	27,584	28,502	29,485
加: 折旧和摊销	137	155	563	591	622
资产减值准备	1,048	-849	-1,019	-1,223	-1,345
公允价值变动损失	-713	-53	59	65	71
财务费用	4,659	5,636	4,702	4,508	5,467
投资收益	-3,702	-6,141	-6,448	-5,159	-4,127
少数股东损益	9,595	11,100	11,822	14,038	14,854
营运资金的变动	-10,103	364,156	281,892	-448,190	252,380
经营活动产生现金流量	39,155	15,150	319,154	-406,867	297,407
投资活动产生现金流量	-10,498	-6,927	6,275	3,195	2,083
融资活动产生现金流量	-2,835	-1,878	-16,729	14,938	-106

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长性					
营业收入增长率	21.3%	3.1%	17.2%	15.7%	14.9%
营业利润增长率	41.6%	3.7%	2.9%	9.5%	4.6%
净利润增长率	47.9%	3.5%	-4.7%	3.3%	3.4%
EBITDA 增长率	41.2%	2.3%	6.7%	8.5%	6.0%
EBIT 增长率	44.5%	2.4%	5.8%	8.6%	6.0%
NOPLAT 增长率	41.1%	7.3%	1.1%	6.9%	5.4%
净资产增长率	23.1%	16.2%	3.6%	11.9%	11.1%
利润率					
毛利率	35.0%	32.6%	32.8%	32.4%	31.5%
营业利润率	21.4%	21.5%	18.9%	17.8%	16.2%
净利润率	11.8%	11.9%	9.7%	8.6%	7.8%
EBITDA/营业收入	23.4%	23.3%	21.2%	19.9%	18.3%
EBIT/营业收入	23.4%	23.2%	21.0%	19.7%	18.2%
运营效率					
固定资产周转天数	9	11	10	8	7
流动营业资本周转天数	397	419	204	267	326
流动资产周转天数	1,299	1,534	1,698	1,601	1,529
应收帐款周转天数	3	3	3	3	3
存货周转天数	807	981	977	983	997
总资产周转天数	1,434	1,691	1,843	1,726	1,639
投资资本周转天数	490	529	306	356	404
投资回报率					
ROE	16.4%	15.0%	14.3%	13.8%	12.9%
ROA	3.6%	3.2%	2.4%	2.8%	2.3%
ROIC	12.7%	12.8%	11.1%	44.7%	8.7%
费用率					
销售费用率	2.8%	2.8%	2.8%	2.9%	2.9%
管理费用率	1.8%	1.8%	1.8%	1.7%	1.8%
财务费用率	1.1%	1.3%	1.6%	1.4%	1.4%
三费/营业收入	5.7%	6.4%	6.8%	6.5%	6.6%
偿债能力					
资产负债率	77.8%	78.7%	83.4%	79.4%	82.5%
负债权益比	350.2%	369.3%	504.1%	384.4%	470.7%
流动比率	1.56	1.51	1.37	1.48	1.41
速动比率	0.59	0.53	0.66	0.41	0.56
利息保障倍数	21.40	17.89	12.72	14.41	12.60
分红指标					
DPS(元)	0.82	0.82	0.78	0.81	0.84
分红比率	35.0%	33.8%	34.0%	34.0%	34.0%
股息收益率	5.1%	5.1%	4.9%	5.1%	5.2%
业绩和估值指标					
EPS(元)	2.34	2.42	2.30	2.38	2.46
BVPS(元)	13.03	15.06	14.88	16.45	18.07
PE(X)	6.83	6.60	6.93	6.70	6.48
PB(X)	1.22	1.06	1.07	0.97	0.88
P/FCF	13.70	48.77	0.58	-0.49	0.64
P/S	0.81	0.79	0.67	0.58	0.50
EV/EBITDA	6.67	6.93	1.90	8.32	3.96

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371