

所属行业

房地产

发布时间

2022年3月17日

保利发展 (600048.SH)**黑铁时代，保利更值得期待****核心观点：**

在当前行情下，行业规模能否继续增长是不确定的，但是优质房企的市场占有率有可能进一步提升，尤其是像保利发展这一类拥有土储优势及信用优势的规模型国企。

土地是开发商的弹药，从保利发展土储分布和土储存量来看，土储位于核心城市群和高能级城市，以及高库存量等特征意味着企业拥有更具价值的开发资源。从现阶段行业层面的各项政策以及不同城市的市场表现来看，保利发展的优质基因以及土储配置将有助于企业市场占有率进一步提升。

除了土储优势和信用优势有可能使企业市场占有率提升以外，企业当前充足的已售未结资源，低融资成本以及稳健的财务结构也使企业有更大的盈利空间。

房地产行业虽然经历了2021年7月以来的持续下行，但是当前政策层面也在强调保障居民合理的购房需求，保障新市民的住房需求，地方政府如郑州等也在调节调控政策，释放利好信号。行业可能走向了“黑铁时代”，但是“黑铁时代”并不是终点。即使在“黑铁时代”，优质的企业仍然值得期待。我们建议企业在投资方面抓住机遇，在产品方面做好产品，以进一步巩固和强化企业的竞争优势，实现长远的高质量发展。

相关研究：

2020H1 年报综述：规则已定，房企的空间还有多大？

2020年12月地产月报：房住不炒定位长期不变，2021更看好以长三角为核心的城市

2020年12月月度数据：全年销售17.4万亿，疫情冲击下房地产实现8.7%的增长

年度盘点：2020住宅成交结构性特征明显，高能级城市具备先发优势

行业研究：长沙为何会成为全国学习的范本？

企业研究：华南房企对外扩张的终极选择：占领长三角？

企业研究：从万科A看头部房企的成长与担当

企业研究：“重”装上阵，重新出发，且看绿城如何探底回升

研究员

于小雨

rain_yxy (微信号)

yuxiaoyu@ehconsulting.com.cn

王玲

w18705580201 (微信号)

wangling@ehconsulting.com.cn

李慧慧

Yjtz12016 (微信号)

lihuihui@ehconsulting.com.cn

引言

随着行业进入黑铁时代，房企之间的分化更加明显。不变的是，优质的企业仍然有着优质的基因，并且以往被忽视的优势在黑铁时代反而更加明显。如果将保利发展与其他规模在同一个量级的民营房企相比，在过去两年，可能大家常常诟病保利发展的稳，比如在规模增长方面爆发力不足，成长性有限，被挤出行业前三等。

然而，当行业出现重大调整的时候，以往稳健的特征也成为了企业的优势。比如土储优势和信用优势有可能会使企业的市场占有率进一步提升；已售未结资源丰富，低融资成本，稳健的财务结构使企业有更大的盈利空间。

进一步来讲，如何抓住当下的机遇，也颇具现实意义，基于此，我们建议企业在投资方面抓住机遇，在产品方面做好产品，以进一步巩固和强化企业的竞争优势，实现长远的高质量发展。

目录

引言	2
一、土储及信用优势有助于提升市场占有率	2
二、规模之外，盈利方面具有相对优势	5
三、从投资和产品两方面强化竞争力	7

一、土储及信用优势有助于提升市场占有率

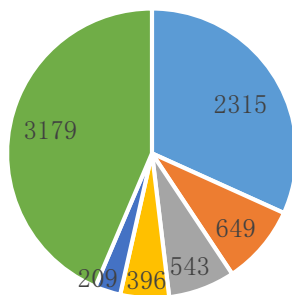
在当前行情下，行业规模能否继续增长是不确定的，但是优质房企的市场占有率有可能进一步提升，尤其是像保利发展这一类拥有土储优势及信用优势的规模型国央企。

1、布局核心城市群，库存充足，土储价值高

土地是开发商的弹药，从保利发展土储分布和土储存量来看，土储位于核心城市群和高能级城市，以及高库存量等特征意味着企业拥有更具价值的开发资源。

在投资布局方面，保利发展持有的土地储备分布在中国最具发展前景的城市群，例如粤港澳大湾区，成渝、长三角、京津冀和海西地区。如果从城市能级来看，那么企业多数的土储位于一二线城市。例如，根据企业 2021 年中期数据，企业的待开发土储中，有 6% 的土储分布在一线城市，16% 分布在核心二线城市，以及 37% 分布在普通二线城市。即一二线城市的土地储备占比高达 51%。

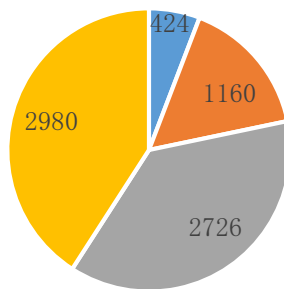
图表：2021H1 保利发展的待售面积在各大城市群分布（万平方米）



■ 粤港澳大湾区 ■ 成渝地区 ■ 长三角地区 ■ 京津冀地区 ■ 海西地区 ■ 其他

资料来源：亿翰智库、企业年报

图表：2021H1 保利发展的待售面积在各能级城市的分布（万平方米）



■ 一线 ■ 核心二线 ■ 普通二线 ■ 三四线

资料来源：亿翰智库、企业年报

其次，拥有较高的土储存量。从待开发的土储存量来看，截止 2021 年 6 月 30 日，企业国内项目的待开发面积为 7290.5 万平方米，待开发的土储存续比高达 2.3 年（存续比=待开发面积/2*上半年签约面积），即土储存量能够支撑企业 2.3 年左右的销售活动。

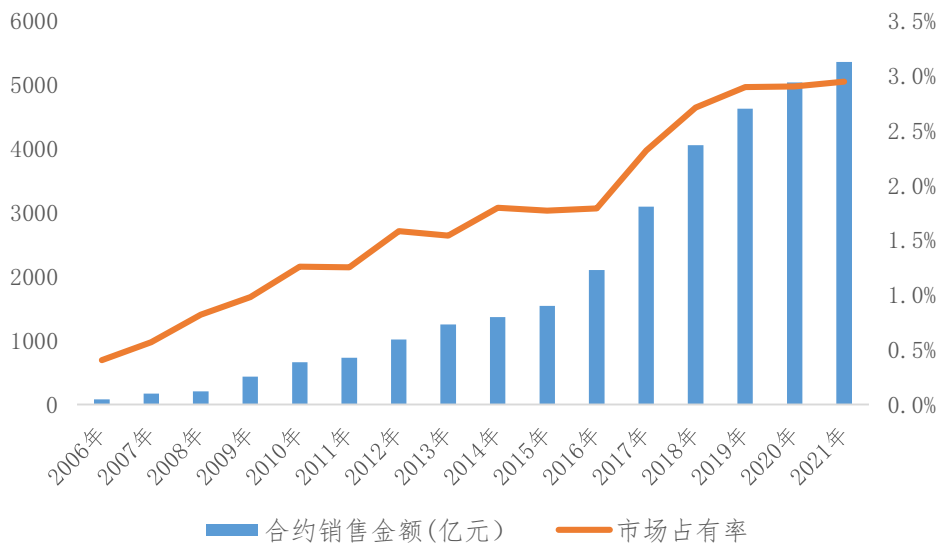
从土储的分布数据来看，保利发展的土储质量相对较好；从待开发土储存量数据来看，充足的土地储备可以支撑开发业务的正常推进。以上土储方面的优势也使得企业在投资方面有更大的弹性，例如根据城市的住宅市场前景，土地市场的热度情况做投研决策。

2、规模已实现跨越式增长，市场占有率有望进一步提升

自 2006 年上市以来，保利发展在地产开发业务上的规模出现了跨越式增长，2012 年突破千亿，2021 年增长至 5349 亿元，并且在先发优势，资源优势和规模优势下，企业的市场占有率也不断提升，直至 2021 年的 2.94%。

从销售规模来看，企业已达到较高体量，但是从现阶段行业层面的各项政策以及不同城市的市场表现来看，保利发展的优质基因以及土储配置将有助于企业市场占有率进一步提升。

图表：保利发展 2006-2021 年合约销售金额及市场占有率



资料来源：亿翰智库、企业年报、国家统计局

其一，无论是三道红线，还是房地产贷款集中度管理，亦或是宅地集中供应，甚至是出险房企增加，这都利好于财务稳健的大型国央企。

以出险房企增加这一现象为例，在部分民营房企出现现金流危机后，将让渡出一定的市场份额；头部央企知名度和信用度更高，更容易承接这一部分需求。因为从购房者的角度而言，考虑到房子顺利交付，考虑到房屋质量等等，潜意识里国央企更值得信赖。

从企业的单月销售数据来看，2021 年 10 月至 2022 年 2 月，在住宅市场大降温的行情下，保利发展与同行相比单月销售面积同比降幅相对较低，在下行市场中，受到的冲击更低。

图表：典型 A 股上市房企 2021 年 9 月-2022 年 2 月单月销售面积同比数据

销售面积同比	21 年 10 月	11 月	21 年 12 月	22 年 1 月	22 年 2 月
万科地产	-33%	-17%	-46%	-49%	-38%
保利发展	-25%	-10%	-22%	-16%	-32%
招商蛇口	-35%	-14%	18%	-32%	-41%
绿地集团	-29%	-55%	-66%	-31%	-53%
金地集团	-26%	3%	-40%	-29%	-53%
新城控股	0%	-13%	-35%	-66%	-12%
中南置地	-55%	-69%	-68%	-64%	-46%
阳光城	-56%	-47%	-69%	-50%	-79%
金科集团	0%	-8%	-29%	-21%	-48%
滨江集团	-33%	-10%	-16%	-29%	-65%
荣盛发展	-35%	-75%	-87%	27%	-54%

资料来源：亿翰智库

其二，土储分布与购房需求分布基本一致，从而支撑企业获得更大的市场份额。

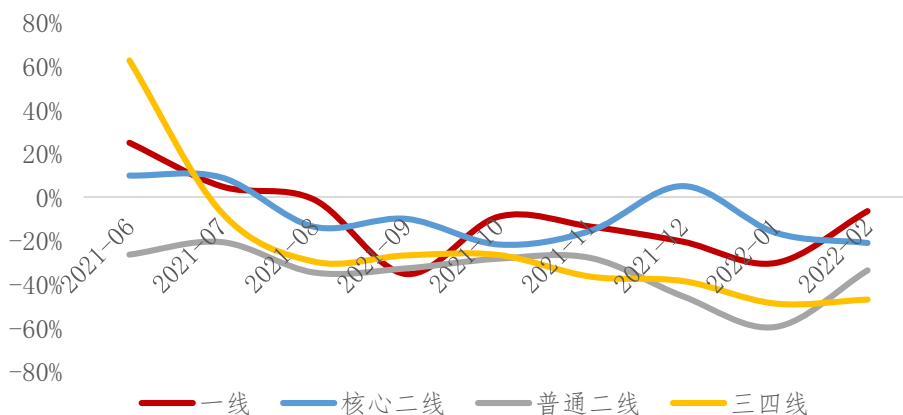
自 2021 年下半年市场由热转冷以后，虽然行业层面出现了单月销售面积和销售金额双双回落的特征，但是从城市层面来看，城市分化明显，高能级城市住宅成交更具韧性，低能级城市的下跌行情更为剧烈。

高能级城市需求基数大，即使经历了调控政策的加码，但拥有购房资格的常住人口仍然较大，这意味着调控加码下，需求仍然强劲。显然布局高能级城市的房企在产品销售方面更有保障。

相对之下，低能级城市住宅成交更为惨淡。具体原因包括，部分三四线城市 2016-2020 年经历了需求的大幅释放，需求现进入了新一轮的积累阶段。以及部分三四线城市正经历着人口外流导致的需求外流。

在前文通过拆解保利发展 2021 年中期的待售土储的结构，容易发现企业的土储集中在核心城市群，以及集中在高能级城市。这样的土储结构特征也将支撑企业获得更大的市场份额。

图表：不同能级城市的 2021 年 6 月-2022 年 2 月单月成交面积同比走势



资料来源：亿翰智库

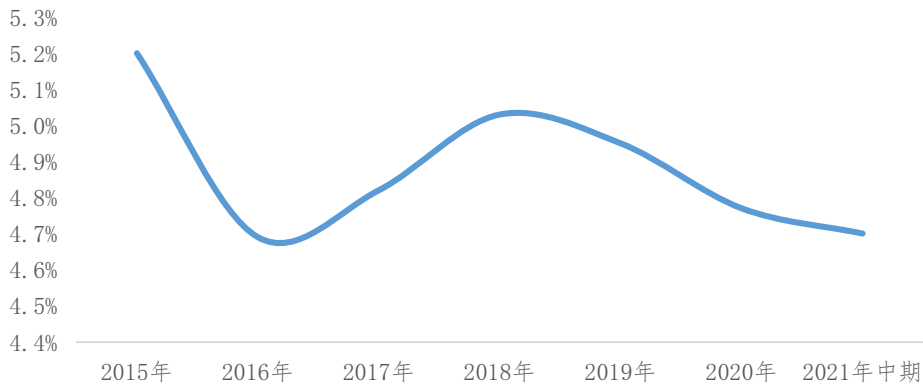
二、规模之外，盈利方面具有相对优势

除了土储优势和信用优势有可能使企业市场占有率提升以外，企业当前充足的已售未结资源，低融资成本以及稳健的财务结构也使企业有更大的盈利空间。

第一，已售未结土储和预售账款充足，保障企业的营业收入顺利结转。从 2021 年中期的数据来看，企业的已售未结土储高达 5767.5 万平米（累计签约面积-累计结转面积）；合同负债 4425.2 亿元；业绩保障倍数 2.5（合同负债/（2*上半年营业收入）），充足的已售未结资源将有助于企业未来营业收入的结转。

第二，融资成本低，使保利优于绝大多数同行房企。自 2019 年起，保利发展的综合融资成本持续下降，且低于 5%。于地产开发商而言，外部资金是核心的生产资料之一，便宜的资金有助于降低企业的利息支出，进而扩大盈利空间。

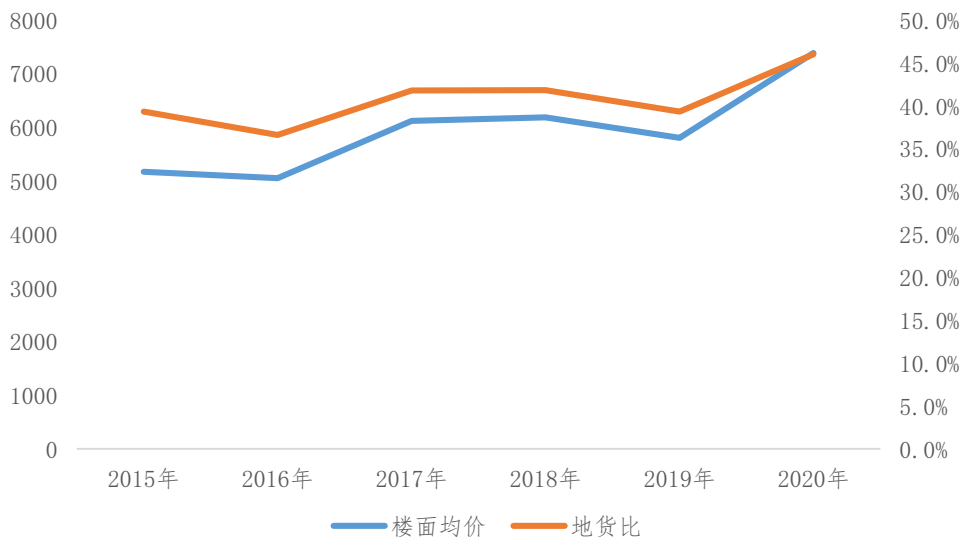
图表：保利发展 2015-2021 年中期综合融资成本



资料来源：亿翰智库、企业年报

第三，严格控制拿地成本。从保利发展新增土储楼面均价走势来看，保利发展获取的土地楼面价始终保持在较为平稳的水平。考虑到企业获得土地到实现预售中间存在时间差，并且越是高能级城市，预售标准越高，时间差越长，本文假设从拿地到预售需要 1 年时间，进而用成交楼面价与销售均价计算投销比，发现 2015-2020 年获得的土地投销比均在 35%-46% 之间。显然，严格控制成本将使得企业的盈利空间更为充裕，也有助于毛利润率维持在行业高位。

图表：保利发展 2015-2020 年拿地均价与地货比



资料来源：亿翰智库、企业年报

注：地货比=第 t 期的楼面均价/第 t+1 期的销售均价；楼面均价参考左轴，地货比参考右轴

第四，销售层面，作为头部央企，现阶段拥有一定的信用溢价。自 2021 年下半年开始

市场持续低迷以后，房企为获得业绩增长，提高回款率，不乏出现降价促销等现象。但是出险房企的增加也使得居民更倾向于选择国央企的产品，因为央企国企至少不会出现债务违约，同样，产品如期交付的概率也更高。相对之下，国央企的产品具有一定的信用溢价，即使不降价促销，也能获得更多客户的选择。

第五，财务层面，三道红线保持绿档，稳健的企业风险系数更低，更容易获得资金的支持。

图表：典型房企三道红线数据

公司名称	净负债率	现金短债比（严格版）	剔除预收账款的资产负债率
万科 A	20.2%	1.67	69.69%
中国海外发展	33.8%	2.19	53.35%
招商蛇口	34.7%	1.35	60.26%
华润置地	37.4%	2.27	60.88%
保利发展	58.7%	1.94	67.63%
金地集团	69.6%	1.19	69.44%

资料来源：亿翰智库、企业年报、亿翰智库

保利发展作为头部央企，早已具备规模效应；同时，战略性布局核心城市群以及高能级城市使得土储资源价值更高，有助于锚定业绩的增长；另外，企业长期的稳健经营也使企业具备了较低的融资成本；最后，在当下出险房企仍在增加的情况下，土地资源，资金资源都有进一步向国央企倾斜的趋势。综合以上投资、销售、融资等维度的分析，我们认为保利发展或将获得更高的市场份额，以及具备更强的盈利能力。

三、从投资和产品两方面强化竞争力

房地产行业虽然经历了 2021 年 7 月以来的持续下行，但是当前政策层面也在强调保障居民合理的购房需求，保障新市民的住房需求，地方政府如郑州等也在调节调控政策，释放利好信号。此外，2021 年末，中国的城镇化率达到了 64.72%，虽然已经达到一定水平，但是未来还有进一步提升的空间。总体上，行业可能走向了“黑铁时代”，但是“黑铁时代”并不是终点。即使在“黑铁时代”，优质的企业仍然值得期待。

在当前机遇下，国央企怎么更好的把握机会，这更为重要。我们认为国央企可以从投资和产品两方面发力，进一步巩固企业自身的竞争优势，实现长远的高质量发展。

投资方面，（1）**收购出险合作方的股权份额，提高权益占比。**一方面，在国家支持并购贷且并购贷不纳入三道红线的形势下，可以通过收并购提高项目股权占比，夯实利润；另一方面，自身作为合作方，对合作项目的信息更为充分，在风险方面也更为可控。（2）**加强合作，进一步扩大规模优势。**财务稳健的规模型央企，是众多开发商合作的首要对象，保利可与生存下来的民营房企、地方城投或者国央企开展项目合作，实现利益共享，风险共担。

（3）**增加稀有地块的投资拓展。**部分城市可能会因财政压力较大而供应稀缺地块，以获取

土地出让金。2021 年上海、杭州和宁波等城市都有一定的稀缺地块供应，并且还吸引了一批港资房企投资拿地。我们认为，当下国央企是资金实力最强的房企，并且在土地市场偏冷淡的情况下，土地楼面价以及溢价率相对较低，投资的性价比更高，企业可以适当补充优质土储。

产品方面，加强产品研发，提升产品力。居民比较认可国央企的产品，其中一个原因就是国央企可能出现流动性危机的概率低，另一个原因则是产品质量更高。但是如果长期捍卫自身的优势，需要持续加强产品研发，避免产品出现质量问题导致居民对产品失去信任。

【免责声明】

本报告是基于亿翰智库认为可靠的已公开信息进行撰写,公开信息包括但不限于公司公告、房管部门网站、互联网检索等多种途径,但亿翰智库不保证所载信息的完全准确和全部完整。由于时间和口径的原因,本报告所指的内容可能会与企业实际情况有所出入,对此亿翰智库可随时更改且不予特别通知。

本报告旨在公正客观地反应企业经营情况。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构或个人的任何建议。任何机构或个人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考。

本报告产权为亿翰智库所有。亿翰智库以外的机构或个人转发或引用本报告的任何部分,请严格注明相关出处及来源且不得修改报告任何部分,如未经亿翰智库授权,传播时私自修改其报告数据及内容,所引起的一切后果或法律责任由传播者承担,亿翰智库对此等行为不承担任何责任,亿翰智库将保留随时追究其法律责任的权利。

【关于我们】

亿翰智库是一家以房地产行业的数据分析、行业研判、企业研究为核心的研究机构,隶属亿翰股份,其专注于行业趋势、企业模型以及资本价值等多维度研究及应用;定期向业内、资本市场等发布各类研究成果达数千次,亿翰智库力求打造中国房地产企业与资本的高效对接平台。



亿翰智库二维码