

# 泥沙俱下，价值凸显

## ——保利发展（600048）首次覆盖

买入（首次）

2022年03月29日

### 报告关键要素：

三十年来公司把握政策趋势发展，关注住房居住属性，保持经营规模稳步提升，商品房销售规模稳居行业前五，央企第一，并保持稳中求进的态势。房地产行业在经历了政策严格调控、信用风险暴露等，目前处于低谷期，但政策面已在持续改善，公司作为具有财务优势的大型央企，行业逆境中韬光养晦保持优势，顺势中有望实现进一步突破。

### 投资要点：

**央企地产龙头，深耕主业，革故鼎新：**公司成立30年以来，顺应政策趋势发展，关注住房居住属性，保持经营规模稳步提升，多年以来商品房销售规模稳居行业前五，央企第一，并保持稳中求进的态势，冲击行业前三。2021年公司销售规模达到5349.29亿元，近十五年复合增速达32%，稳居行业第四；公司深耕主业同时，发展两翼业务，已形成一定成果，尤其物业、商业等领域与公司主业形成有效互补，不断孵化新的增长点。

**捕捉市场窗口，控制土地成本，保持竞争优势：**（1）公司土储充足。截止2021年中期，公司土储货值2.5万亿元，居于行业第二，公司土地布局始终以一二线为核心，进行城市的纵深拓展。截止2021年中期末公司深耕的38核心城市资源储备占比超70%；（2）回顾公司上市以来拿地历程，公司精准把握市场变化趋势，在市场下行期进行集中发力，推动公司在行业上行期实现快速发展。

**经营稳健，业绩持续保持在行业前列：**（1）2006-2021年公司营收CAGR达32.83%，归母净利润CAGR达28.1%，利润增速保持在行业前列。受市场影响，公司毛利率承压，但整体依然维持较强韧性；费用管控能力显著，净利率保持小幅提升状态，由2016年11%提升至2021年三季度末的14.03%；（2）负债结构健康，杠杆水平合理，财务优势凸显。公司三条红线保持绿档，现金短债比维持两倍左右，融资成本仅4.7%，接近公司历史低位。

**盈利预测与投资建议：**预计公司2021-2023年营业收入分别为2850、3261、3680亿元，归母净利润分别为276、290、314亿元，当前股价(2022/3/28)对应PE分别为7.4、7.0、6.5倍，首次覆盖并给与“买入”评级。

**风险因素：**房地产行业政策超预期收紧、行业信用风险持续超预期扩散、结算收入不及预期等。

### 基础数据

总股本(百万股)	11,970.28
流通A股(百万股)	11,970.28
收盘价(元)	16.94
总市值(亿元)	2,027.77
流通A股市值(亿元)	2,027.77

### 个股相对沪深300指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

### 相关研究

分析师：潘云娇

执业证书编号：S0270522020001

电话：02032255210

邮箱：panyj@wlzq.com.cn

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	243207.86	285047.98	326070.76	368007.93
增长比率(%)	3	17	14	13
净利润(百万元)	28948.43	27574.60	29047.45	31387.61
增长比率(%)	4	-5	5	8
每股收益(元)	2.42	2.30	2.43	2.62
市盈率(倍)	7.00	7.35	6.98	6.46
市净率(倍)	1.13	1.02	0.92	0.84

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

正文目录

<b>1 央企地产龙头</b> .....	<b>5</b>
1.1 深耕行业，革故鼎新.....	5
1.2 股权稳定，多方增持.....	6
1.3 管理层扎根公司，保障战略贯彻实施.....	8
<b>2 深耕主业，稳健经营</b> .....	<b>11</b>
2.1 产品多元，定位清晰.....	11
2.1 规模稳定增长，稳居央企首位.....	12
2.2 聚焦核心城市，稳定权益占比.....	14
2.3 捕捉市场窗口，加深纵深发展.....	14
2.3.1 以销定投，预计拿地强度维持稳定.....	14
2.3.2 把握市场趋势，控制土地成本.....	15
2.4 土储充足，相机而动.....	16
<b>3 两翼业务规模持续增长，多级孵化潜在增长点</b> .....	<b>18</b>
3.1 两翼协同，共促新利润增长点.....	18
3.2 物业逐渐实现独立市场化竞争.....	18
3.3 多个综合服务板块不断孵化中.....	19
3.4 不动产金融规模持续稳定提升.....	21
<b>4 公司财务情况</b> .....	<b>22</b>
4.1 公司业绩稳健增长，结算收入有保障.....	22
4.2 公司毛利率承压，但表现出较强韧性.....	24
4.3 受益于央企背景，融资成本优势凸显.....	25
4.4 杠杆水平合理，在手现金充足.....	27
4.5 预计未来合作开发占比趋于稳定.....	27
<b>5 公司估值与盈利预测</b> .....	<b>28</b>
<b>6 投资建议与风险提示</b> .....	<b>29</b>
图表 1: 保利发展历史沿革.....	5
图表 2: 保利发展不动产生态发展平台.....	5
图表 3: 保利发展股权结构（截至 2021 年三季度末）.....	6
图表 4: 保利集团历史上 4 次增持详情.....	6
图表 5: 部分高管主动增持计划.....	7
图表 6: 保利发展基金持仓变化.....	7
图表 7: 房地产行业基金持仓变化.....	7
图表 8: 保利发展历任董事长及现任核心管理团队.....	8
图表 9: 第二期授予股票期权的激励对象及授予情况.....	10
图表 10: 第二期股权激励的股权解锁安排.....	10
图表 11: 保利发展住宅产品分类.....	11
图表 12: 保利发展全生命周期居住系统.....	12
图表 13: 2021 年销售金额前十的房企销售规模及近十年复合增速.....	13
图表 14: 行业部分龙头公司市占率（金额口径）.....	13
图表 15: 行业部分龙头公司市占率（面积口径）.....	13
图表 16: 保利发展近十年的销售规模以及增速.....	13
图表 17: 保利发展销售面积城市能级分布情况.....	14
图表 18: 公司历年销售均价变动趋势.....	14

图表 19: 保利发展销售权益比变动趋势.....	14
图表 20: 公司历年单个城市平均销售规模变动趋势.....	14
图表 21: 保利发展拿地金额.....	15
图表 22: 保利发展拿地面积.....	15
图表 23: 保利发展拿地强度（面积口径）.....	15
图表 24: 保利发展拿地强度（金额口径）.....	15
图表 25: 保利发展拿地结构（面积口径）.....	15
图表 26: 保利发展拿地结构（金额口径）.....	15
图表 27: 保利发展准确把握市场机会，寻找价值洼地.....	16
图表 28: 保利发展土储结构（待开发资源一二三线占比）.....	16
图表 29: 保利发展待开发及在建面积.....	17
图表 30: 2021H1 土储货值前十公司.....	17
图表 31: 2021H1 土储货值与全年销售金额比值.....	17
图表 32: 保利发展主营业务构成.....	18
图表 33: 保利物业营业收入及同比增速情况.....	18
图表 34: 保利物业营收构成.....	18
图表 35: 保利物业物管业务合约面积及在管面积.....	19
图表 36: 保利物业在管面积来源.....	19
图表 37: 保利商业产品线.....	19
图表 38: 保利商业在营购物中心城市分布.....	19
图表 39: 保利康养项目.....	20
图表 40: 保利公寓产品线.....	21
图表 41: 保利发展不动产金融翼业务布局.....	21
图表 42: 保利发展旗下基金管理规模.....	21
图表 43: 保利发展营业收入及增速.....	22
图表 44: 归母净利润及增速.....	22
图表 45: 保利发展与可比公司营收规模及增速.....	22
图表 46: 保利发展与可比公司归母净利润增速.....	23
图表 47: 保利发展近十年的销售规模以及增速.....	23
图表 48: 已售未结算金额与当年营业收入规模的比值.....	23
图表 49: 公司历年毛利率水平与可比公司比较.....	24
图表 50: 近几年新增土储建面均价与销售均价比值.....	24
图表 51: 公司历年净利率水平与可比公司比较.....	24
图表 52: 公司历年 ROE 水平与可比公司比较.....	24
图表 53: 保利发展期间费用情况.....	24
图表 54: 同行业可比公司管理费用率.....	24
图表 55: 同行业可比公司销售费用率.....	25
图表 56: 同行业可比公司财务费用率.....	25
图表 57: 保利发展综合融资成本.....	25
图表 58: 保利发展带息负债总额（亿元）.....	25
图表 59: 2021H1 主要房企综合融资成本.....	26
图表 60: 图表 54: 保利发展有息负债结构（长短债占比）.....	26
图表 61: 保利发展与可比公司净负债率.....	27
图表 62: 保利发展与可比公司剔除预收账款的资产负债率.....	27
图表 63: 公司与可比公司现金短债比比较.....	27
图表 64: 保利发展历年少数股东权益占比与少数股东损益占比.....	27
图表 65: 少数股东权益占净资产比重-下一年少数股东损益占净利润的比重.....	27

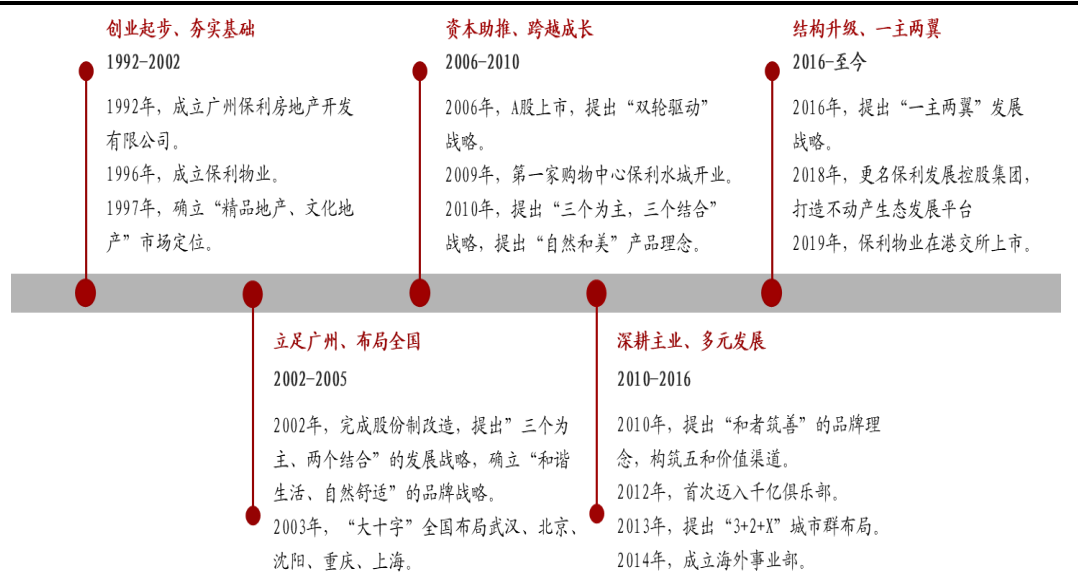
图表 66: 保利发展合营及联营企业权益占净资产比重 .....	28
图表 67: 盈利预测核心假设 .....	28
图表 68: 盈利预测结果 .....	28

# 1 央企地产龙头

## 1.1 深耕行业，革故鼎新

保利发展控股集团股份有限公司（以下简称“保利发展”或“公司”），是国内规模最大的央企地产公司。公司前身为广州保利房地产开发公司，其是由中国保利集团有限公司全资子公司保利南方集团有限公司，于1992年9月在广州注册成立的全民所有制企业。公司在2002年完成股份制改造，2006年7月在上海证券交易所上市，同年启动“双轮驱动”战略，即除住宅开发外，吸纳优质的商业物业。2014年成立海外事业部，之后进入澳、英、美等国家地区。公司发展至2016年，逐渐形成“一主两翼”发展战略，即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9月，公司将“一主两翼”发展战略升级为“以不动产投资开发为主、以综合服务与不动产金融为翼”，致力于打造“不动产生态发展平台”。公司以不动产投资开发为原点，纵向以产业链为延伸，提供投资、设计、施工、代理、销售、物管、产业链金融等全链条服务；横向以不动产业态为扩展，在住宅、写字楼、酒店、购物中心、场馆、产业园、主题公园等物理场所内，提供居住、商务、文化、娱乐、康养、教育、产业经营等综合服务，并通过人才、资本、科技、信息的链接，形成一个共生共荣、和谐发展的有机系统。

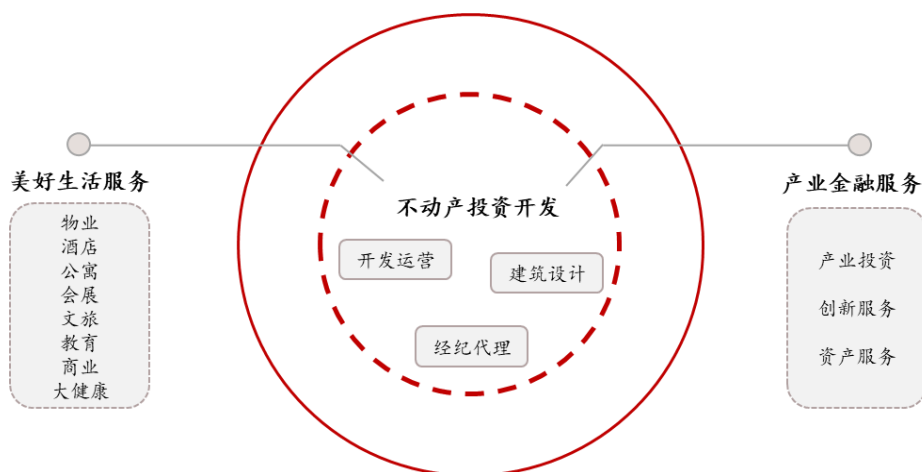
图表1: 保利发展历史沿革



资料来源：公司官网、万联证券研究所

目前保利发展旗下包含不动产投资开发、美好生活服务、不动产金融服务三大业务集群，覆盖地产开发、建筑设计、经纪代理、物业、商业、酒店、会展、公寓、康养、教育、文旅和金控等业务领域。

图表2: 保利发展不动产生态发展平台

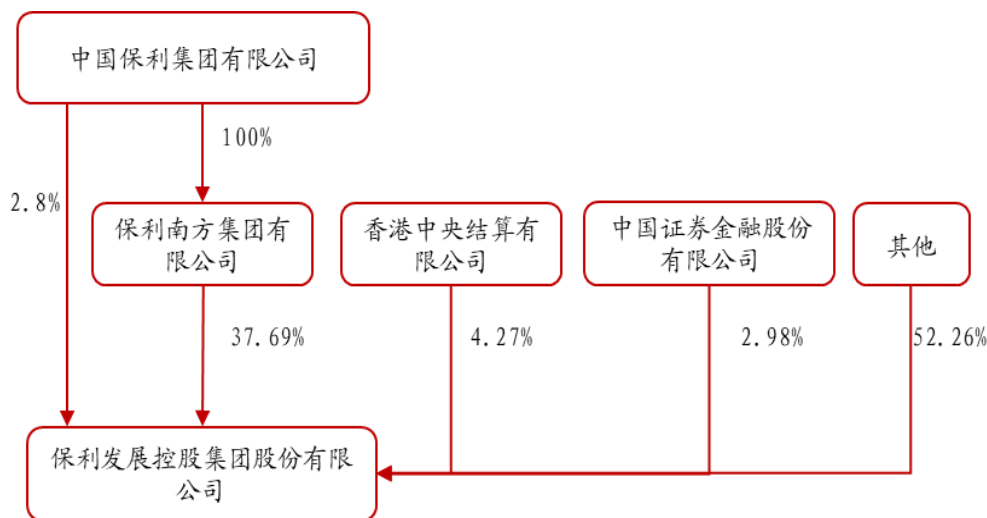


资料来源：公司官网、万联证券研究所

## 1.2 股权稳定，多方增持

截至2021年三季度末，公司总股本为11,970,107,583股，公司实际控制人是中国保利集团有限公司（以下简称“保利集团”）。保利集团直接持股2.8%，通过保利南方集团持股37.69%，共计持股40.49%，公司长期股权结构稳定。

图表3: 保利发展股权结构（截至2021年三季度末）



资料来源：公司公告、万联证券研究所

保利集团每次增持均伴随公司股价明显上涨。自保利发展上市以来，保利集团共对保利发展进行4次增持，四次增持期间公司股价区间涨幅介于23.1%-140.7%，充分显示了公司实控人对公司价值的肯定与公司长期发展的信心。并且保利集团历次的增持往往伴随着公司高管的增持。如2021年8月，公司董事长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14.33元/股（分红后价格）。此次增持计划已于2022年1月28日完成，全体高管共计增持714500股。

图表4: 保利集团历史上4次增持详情

增持计划起 始日	增持计划完 成日	增持主体	增持计划	实际增持情况	区间涨跌 幅(%)

2008/9/8	2009/9/8	保利集团	不超过已发行股份的2%	累计增持本公司股份6,367,006股,占公司总股本的0.1809%	140.7
2014/2/25	2015/2/24	保利集团	累计增持比例不超过公司已发行总股份的2%	累计增持本公司股份270万股,约占公司总股本的0.0252%	132.6
2015/8/27	2016/2/26	保利集团	增持比例不超过公司已发行总股份的2%	累计增持本公司股份124万股,约占公司总股本的0.0115%	23.1
2021/8/4	2022/1/28	保利集团	增持金额不低于人民币800万元、不超过人民币1500万元	增持858.81万元	65.7

资料来源:公司公告、万联证券研究所

图表5: 部分高管主动增持计划

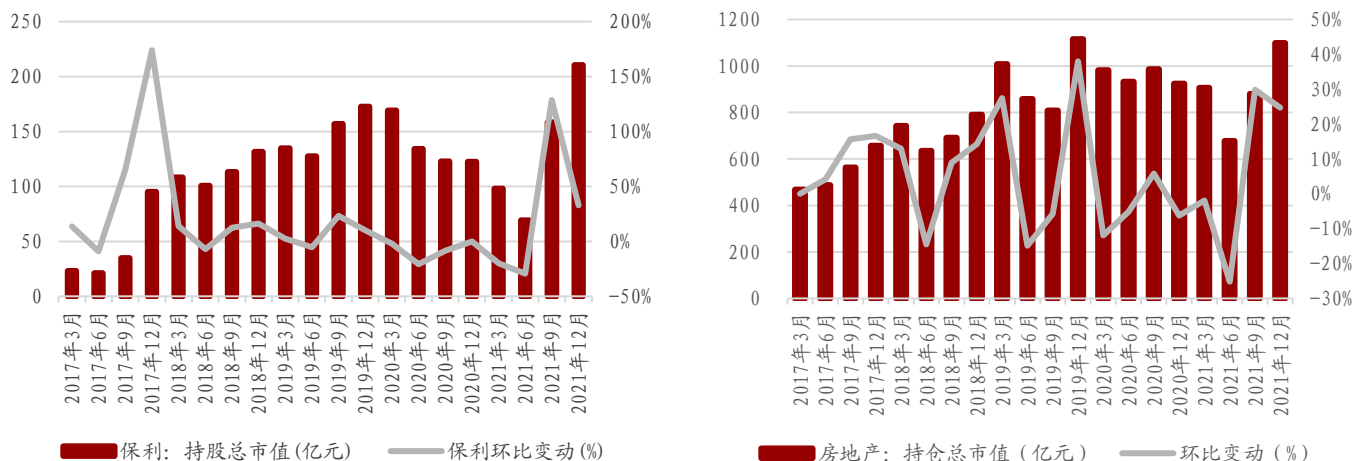
增持期间	公告内容	实际增持
2014/2/28	公司部分董事和高级管理人员于2014年2月28日通过上海证券交易所交易系统买入公司股票共计18万股。	18万股
2015/7/8-2015/9/14	2015年7月8日收到公司董事长宋广菊女士和董事兼副总经理刘平先生的通知,计划通过证券公司、基金管理公司定向资产管理等方式增持公司股份	47.09万股
2021/8/4-2022/1/28	公司董事长刘平先生及公司部分董事、监事及高级管理人员计划自2021年8月4日起6个月内增持公司股份,合计增持金额不低于人民币800万元、不超过人民币1500万元,增持价格不超过14.33元/股	71.45万股

资料来源:公司公告、万联证券研究所

**基金持仓市值逐渐回升,成为地产股中基金持仓市值最重的股票。**自2020年至2021年二季度,受疫情及政策收紧等影响,基金对房地产行业持仓市值在持续减少,但自2021年三季度起,持仓规模逐渐回升,截至2021年12月,房地产行业配置比例为1.56%,继三季度环比提升0.3pct后又上升了0.18pct,基金对保利发展的持股市值达到210.43亿元,环比提升32.88%,自二季度后大幅提升,超越万科成为地产股中基金持仓市值最重的股票。

图表6: 保利发展基金持仓变化

图表7: 房地产行业基金持仓变化



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

### 1.3 管理层扎根公司, 保障战略贯彻实施

公司核心管理人员扎根公司多年, 2021年管理层平稳过度, 保障公司战略贯彻实施。2021年7月30日, 保利发展公告, 根据国务院国资委关于干部管理的相关规定, 同意宋广菊女士因年龄原因辞去公司董事长、董事职务, 由原公司总经理刘平先生接任公司董事长。8月18日, 董事会决议通过聘任周东利先生为公司总经理、聘任王一夫先生为公司财务总监。10月29日, 股东大会决议通过选举陈关中先生、胡在新先生作为公司第六届董事会董事候选人。至此, 保利发展管理团队实现平稳过渡。

图表8: 保利发展历任董事长及现任核心管理团队

公司历任董事长			
姓名	任职期间	离职原因	个人简历
刘平	2021. 7. 29-至今		1968 年出生, 经济学学士、高级审计师。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、总经理、董事。现任保利发展党委书记、董事长。
宋广菊	2010. 5. 31-2021. 7. 29	年龄原因	1960 年出生, 中国国籍, 工商管理硕士, 高级工程师。历任国防科工委、广州军区干部, 1993 年进入保利地产工作, 历任办公室主任, 副总经理, 常务副总经理, 总经理, 中国保利集团有限公司副总经理, 保利发展董事长, 保利南方集团有限公司董事长。
李彬海	2006. 02. 01-2010. 5. 31	年龄原因	1965 年参加工作, 历任广州军区司令部参谋、科长、技术局后勤部部长, 广州保利房地产开发公司总经理, 保利南方集团有限公司董事及副总经理, 中国保利集团公司总经济师, 保利发展控股集团董事长。现任合景泰富控股有限公司独立非执行董事。
公司现任管理团队			
姓名	职务	任职日期	个人简历
刘平	董事长	2021-07-29	1968 年出生, 经济学学士、高级审计师。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、总经理、董事。现任保利发展党委书记、董事长。
周东利	董事、总经理	2021-09-15	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, 保利文化艺术有限公司财务部副经理, 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, 保利发展控股集团股份有限公司财务总监。现任保利发展总经理、董事。

胡在新	董事、党委副书记	2021-10-28	1969年出生，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，现任保利发展党委副书记、董事。
赵子高	董事	2021-09-15	1962年出生，经济学硕士。1982年参加工作，历任中国保利集团有限公司综合计划部处长、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、保利发展董事。
邢怡	董事	2016-12-29	1970年出生，南开大学理学硕士，武汉大学EMBA。历任平安保险(集团)股份有限公司资产运营中心基金投资部负责人，泰康资产管理公司副总经理兼首席投资官。现任保利发展董事，泰康保险集团股份有限公司副总裁，泰康资产管理公司副总经理兼首席投资官。
陈关中	董事	2021-10-28	1969年出生，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、保利发展董事。
刘文生	副总经理	2019-07-29	1968年出生，大学专科学历。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，保利华南实业有限公司总经理，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。现任保利发展副总经理。
刘颖川	副总经理	2020-05-19	1973年出生，工学学士，中级工程师。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，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。现任保利发展副总经理。
唐翔	副总经理	2022-3-9	1974年出生，建筑学学士。2006年进入保利发展工作，历任保利发展技术研发中心副总经理，总经理，保利华南实业有限公司常务副总经理，总经理，董事长，现任浙江保利城市发展有限公司董事长，保利浙南房地产开发有限公司董事长、保利发展副总经理。
孔峻峰	监事会主席、纪委书记	2022-1-14	1973年出生，工商管理硕士，高级经济师，高级会计师。1996年参加工作，历任保利建设开发总公司总经济师，总会计师，保利山东置业集团有限公司总经理，董事长，保利置业集团黑龙江有限公司董事长，中国保利集团有限公司行政管理中心主任，保利发展控股集团股份有限公司副总经理。现任保利发展纪委书记。
张伟	副总经理	2012-04-26	1975年出生，文学学士。1998年参加工作，历任保利科技有限公司职员，中国保利集团公司综合事务部经理、高级经理、副主任级秘书。现任保利发展副总经理。
张艳华	副总经理	2019-11-19	1975年出生，工学博士，高级工程师。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。现任保利发展副总经理。
潘志华	副总经理	2019-04-04	1979年出生，管理学博士，高级经济师。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。现任保利发展副总经理。
王一夫	财务总监	2021-08-17	1972年出生，经济学硕士，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。现任保利国际控股有限公司总会计师、保利发展财务总监。

黄海	董事会秘书	2012-04-26	1975 年出生，工商管理硕士，1997 年参加工作，历任深圳沃发医学金融部业务经理、广州兴达通讯汕头分公司市场部经理、中山公用证券部业务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，现任保利发展董事会秘书兼董事会办公室主任、保利物业服务股份有限公司董事长、广东省高速公路发展股份有限公司董事。
----	-------	------------	--

资料来源：公司公告、万联证券研究所

**股权激励叠加项目跟投，多维提振公司活力。**公司持续完善激励机制，构建股权激励与项目跟投相结合的长效激励体系。股权激励方面，公司分别于2012年和2016年实施了股权激励政策。2012年4月公司公告第一期股权激励实施方案，授予期权数量5567万份，占公司总股本的0.936%，行权价格9.97元/股，覆盖对象包括部分董事、高管及管理骨干、技术骨干合计175人，该计划已于2017年6月完成实施。第二期股权激励方案授予期权12978.3万份，占公司总股本1.095%，激励对象合计682人，有效期6年。第二期激励方案不论是从员工覆盖范围、还是股本比例均有所扩大，对稳定公司高管及核心骨干团队、增强市场信心具备重要意义。

图表9: 第二期授予股票期权的激励对象及授予情况

姓名	职务	获授股票期权数量(万份)	占本计划拟授予股票期权总量的比例	占公司股本总额的比例
朱铭新	董事总经理	60.23	0.46%	0.0051%
张万顺	董事	55.21	0.43%	0.0047%
刘平	董事副总经理	55.21	0.43%	0.0047%
余英	副总经理	55.21	0.43%	0.0047%
陈冬桔	副总经理	55.21	0.43%	0.0047%
王健	副总经理	55.21	0.43%	0.0047%
胡在新	副总经理	55.21	0.43%	0.0047%
吴章焰	副总经理	55.21	0.43%	0.0047%
张伟	副总经理	55.21	0.43%	0.0047%
周东利	财务总监	55.21	0.43%	0.0047%
黄海	董事会秘书	55.21	0.43%	0.0047%
纪委书记、助理总经理、中心总经理，子公司董事长、总经理(48人)		1942.38	14.97%	0.1638%
中心副总经理、地产子公司副总经理(66人)		1987.55	15.31%	0.1676%
中心总助、地产子公司总助、专业公司副总经理(101人)		2027.70	15.62%	0.1710%
地产公司部门正副经理、专业公司助理总经理(456人)		6408.35	49.38%	0.5404%
合计(682人)		12978.3	100.00%	1.0950%

资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表10: 第二期股权激励的股权解锁安排

	解锁期	行权业绩条件	行权比例
行权限制期	授予日后 24 个月		0%
第一个行权期	授予日后 24 个月起至 48 个月	前一会计年度的 ROE 不低于 14%，总资产周转率不低于 0.25；前三个会计年度的净利润 CAGR 不低于 8%	33 %
第二个行权期	授予日后 36 个月起至 60 个月	前一会计年度的 ROE 不低于 14.5%，总资产周转率不低于 0.25；前三个会计年度的净利润 CAGR 不低于 8%	33%
第三个行权期	授予日后 48 个月起至 72 个月	前一会计年度的 ROE 不低于 15%，总资产周转率不低于 0.25；前三个会计年度的净利润 CAGR 不低于 8%	34%

资料来源：公司公告、万联证券研究所

**项目跟投方面**，公司率先在央企地产公司里面实行跟投制，奠定央企地产排头兵地位。2017年12月公司审议通过了《关于实施房地产项目跟投的议案》，同意实施房地产项目跟投方案，授权经营层制定相应细则并具体实施。单一项目跟投总金额上限不超过项目资金峰值的10%。跟投人员通过申购专项资管计划或信托计划等合规的投资结构参与跟投，跟投收益、损失及相关风险由跟投个人承担。董事、监事不参与跟投。

## 2 深耕主业，稳健经营

### 2.1 产品多元，定位清晰

**聚焦房屋居住属性，满足居民住房需求：**在“房住不炒”的政策下，公司始终坚持产品的刚性及改善性需求定位，回归房屋居住属性，不断提升产品设计与配套服务水平，精准细分市场，打造“康居、善居、逸居、尊居”四大不同定位的品牌系列项目，并结合业主全龄段需求，在2016年首次推出“全生命周期居住系统”，被业内誉为“中国第五代居住模式”。

2020年公司升级产品理念，推出“全生命周期居住系统2.0——Well集和社区”，2021年延续“无Well不至”的产品理念，形成以“乐、颜、精、智、康”为核心价值的5维美学价值新产品体系，满足人们对美好生活的更高期待。

图表11: 保利发展住宅产品分类

品牌系列	品牌定位	代表项目	
康居	实现“居者有其屋”，将城市边缘转化为主流人群聚集的居住群落，简约温馨	保利花园、保利百合花园、保利春天里	
善居	更迭老城区生活居住环境，营造成熟、舒适、有品位、有品质的人居氛围与归属感	保利中航城、保利茉莉公馆	
逸居	秉承“自然和美”理念，为智富阶层创造新居住环境	保利东郡、大都会、保利中央公馆	
尊居	契合高端人群的诉求，打造满足顶层人士心灵追求的居住空间	保利海德公园、保利“天”字系列	

资料来源：公司官网、公司公告、万联证券研究所

图表12: 保利发展全生命周期居住系统

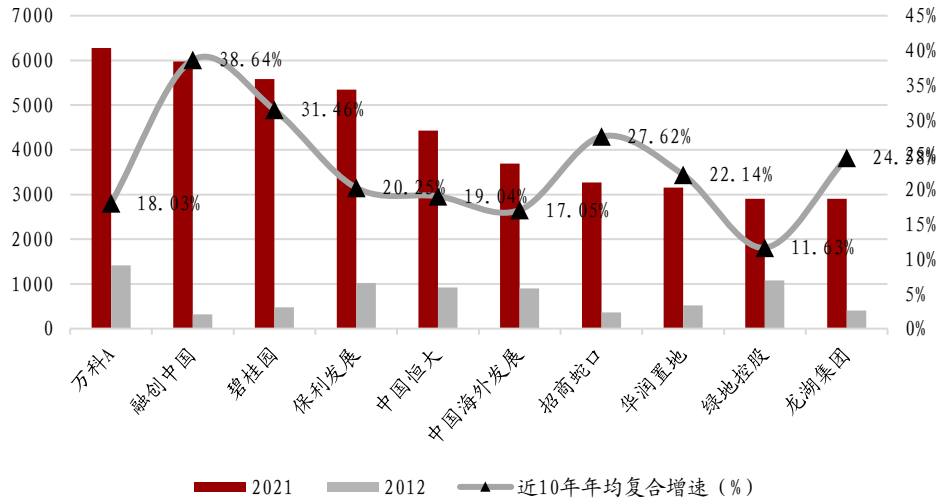


资料来源：公司官方微信、万联证券研究所

## 2.1 规模稳定增长，稳居央企首位

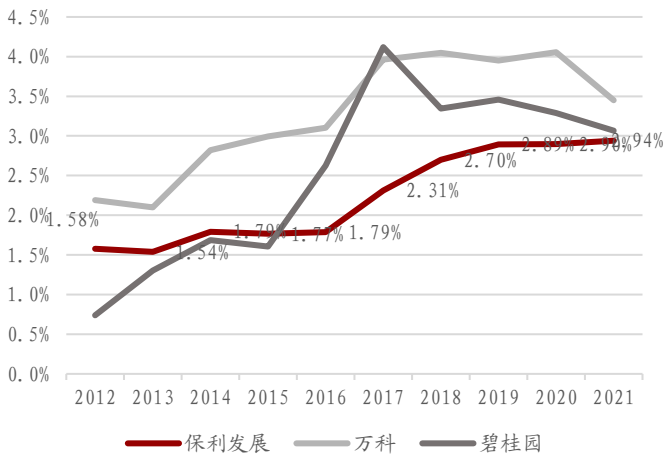
公司地产业务销售规模多年稳居行业前五、央企第一。公司2021年商品房销售金额和销售面积分别为5349.29亿元和3333.02万方，居于行业第四位和第五位，自2006年上市以来公司市场占有率不断提升，2021年公司以销售金额和销售面积为口径的市占率分别达2.94%、1.86%，较2012年分别提升了1.36pct和1.05pct。

图表13: 2021年销售金额前十的房企销售规模及近十年复合增速



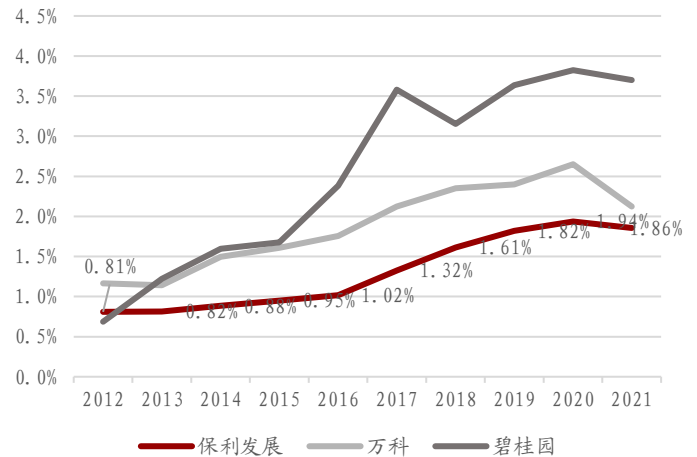
资料来源: 各公司公告, 万联证券研究所

图表14: 行业部分龙头公司市占率 (金额口径)



资料来源: 各公司公告, 万联证券研究所

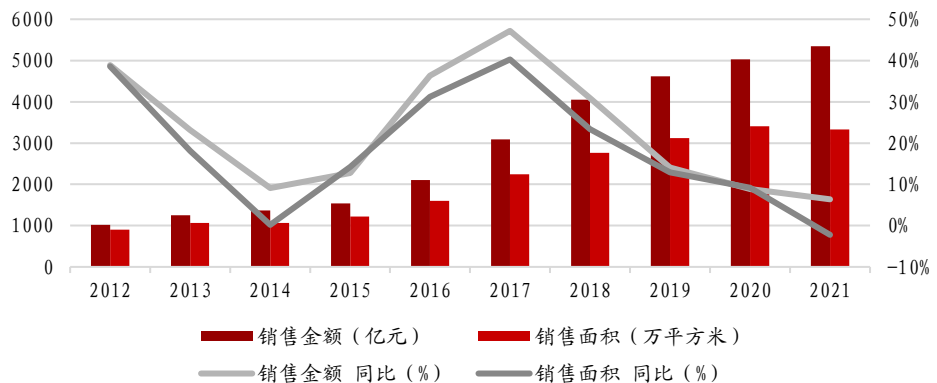
图表15: 行业部分龙头公司市占率 (面积口径)



资料来源: 各公司公告, 万联证券研究所

一直以来保利发展始终保持稳定增长。2006年公司上市之时销售规模仅83.65亿元, 到2021年销售规模达到5349.29亿元, 年复合增速达32%。

图表16: 保利发展近十年的销售规模以及增速

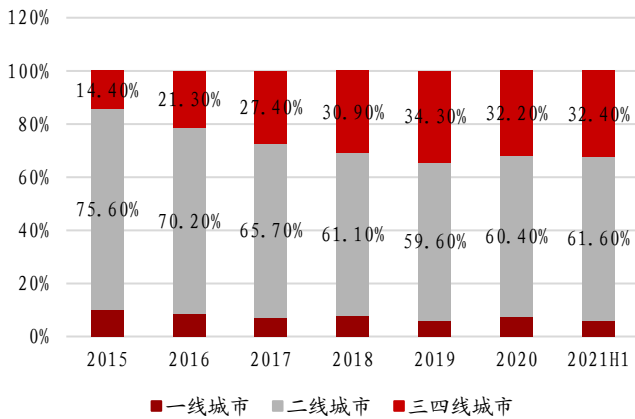


资料来源：公司公告、万联证券研究所

## 2.2 聚焦核心城市，稳定权益占比

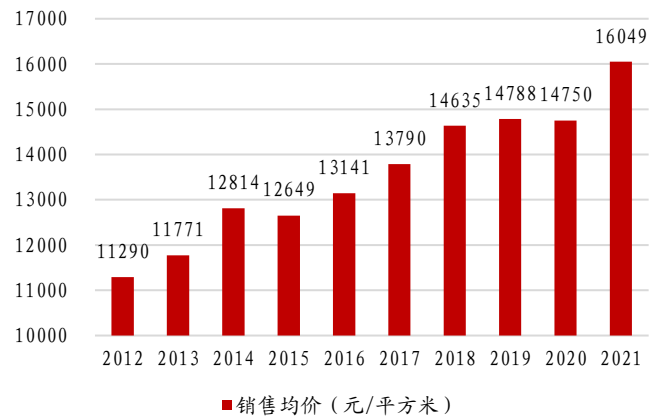
公司始终聚焦于一、二线城市，单一城市销售规模不断提升：公司始终聚焦刚性和改善性需求，坚持一、二线为主的布局策略，维持一、二线城市销售面积占比在70%左右，销售均价逐年增长。

图表17: 保利发展销售面积城市能级分布情况



资料来源：公司公告、万联证券研究所

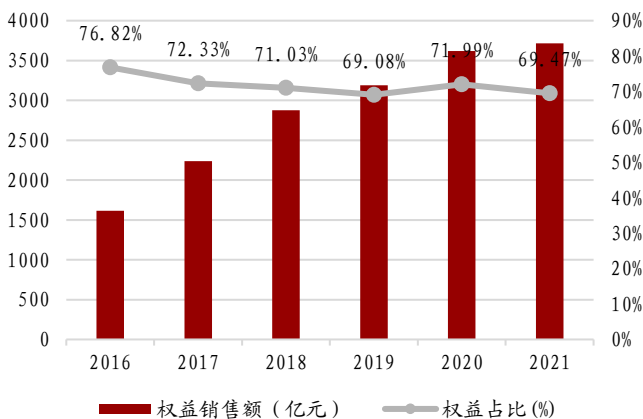
图表18: 公司历年销售均价变动趋势



资料来源：公司公告、万联证券研究所

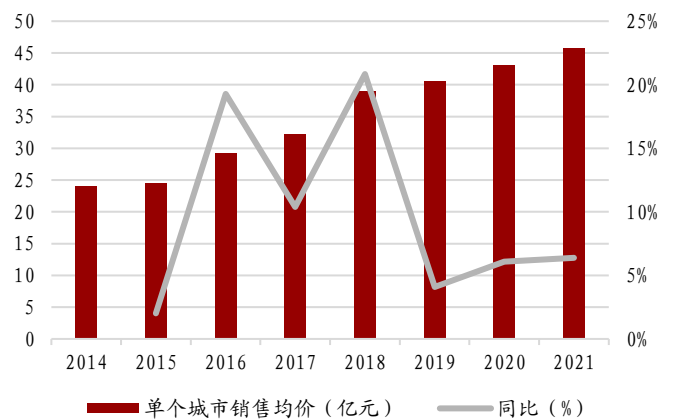
权益销售占比维持相对稳定，合作开发控制有度：近几年合作开发成为趋势，虽然目前业绩规模仍处于企业战略发展的重要位置，但在长期的行业竞争中，自身的项目品质、产品打造、品牌价值、组织管控等能力也是企业发展的核心竞争力，保利始终将权益占比维持在70%，保持高质、高效发展。

图表19: 保利发展销售权益比变动趋势



资料来源：克而瑞、万联证券研究所

图表20: 公司历年单个城市平均销售规模变动趋势



资料来源：公司公告、万联证券研究所

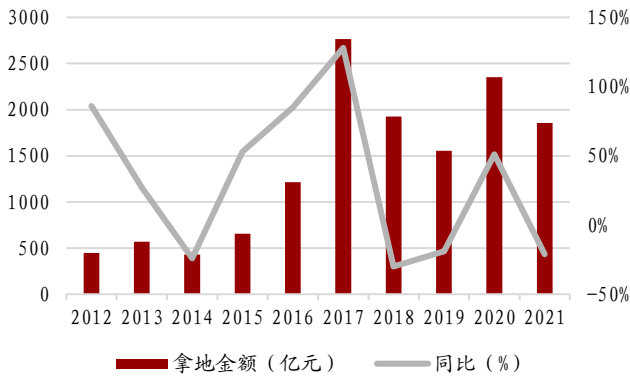
## 2.3 捕捉市场窗口，加深纵深发展

### 2.3.1 以销定投，预计拿地强度维持稳定

根据市场情况灵活调整拿地规模：公司拿地规模从2014年开始大幅增长，新增土储建面同比由2014年-32.6%的负增长逐渐回升。2016年，公司新增土储同比大幅提升83.79%，2017年继续扩张，新增土储建面达4520万平方米。2018年开始受行业融资趋紧以及销售市场低迷影响，公司拿地节奏放缓，增速回落但绝对量依然大于2500万平方米。2021年受土地供应受限及融资政策收紧影响，公司新增土储建面2722万平方米，

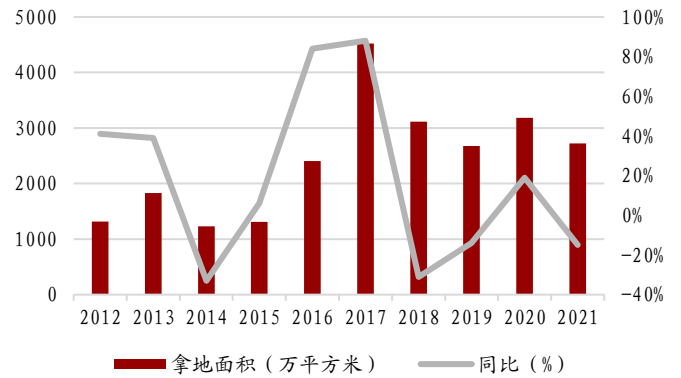
拓展成本1857亿元，同比分别下降-15%和-21%。

图表21: 保利发展拿地金额



资料来源: 公司公告、万联证券研究所

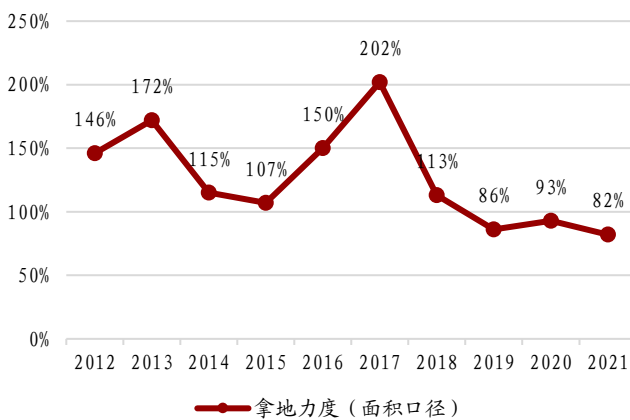
图表22: 保利发展拿地面积



资料来源: 公司公告、万联证券研究所

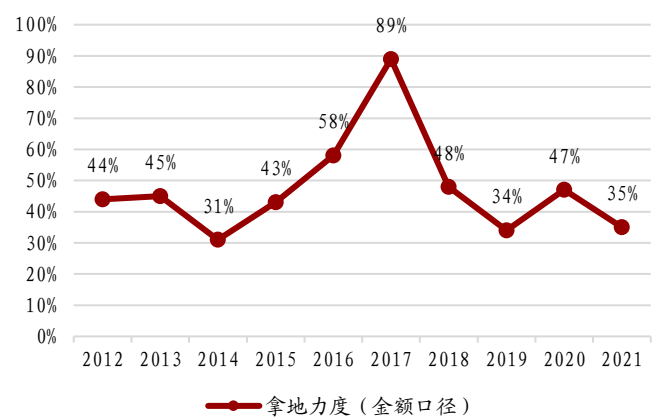
**预计拿地强度维持稳定:** 以拿地/销售作为评价公司拿地强度的指标, 2015年拿地金额占销售金额比例为42.57%, 2016年开始, 公司拿地开始高速扩张, 2016、2017年拿地金额占销售金额比例分别达57.79%、89.42%; 拿地面积占销售面积比例分别达1.5倍、2倍。2017年后行业销售开始降速, 公司量入为出, 2019、2020年拿地面积占销售面积分别为85.81%、93.45%, 基本持平。2021年受政策影响, 公司保持谨慎态度, 拿地金额/销售金额比值为35%、拿地/销售面积比为82%。

图表23: 保利发展拿地强度 (面积口径)



资料来源: 公司公告、万联证券研究所

图表24: 保利发展拿地强度 (金额口径)



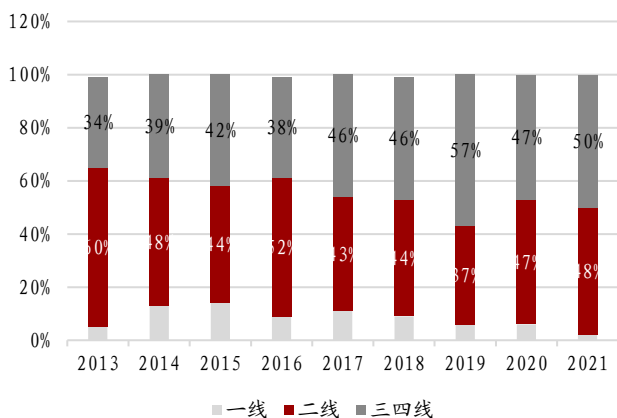
资料来源: 公司公告、万联证券研究所

### 2.3.2 把握市场趋势, 控制土地成本

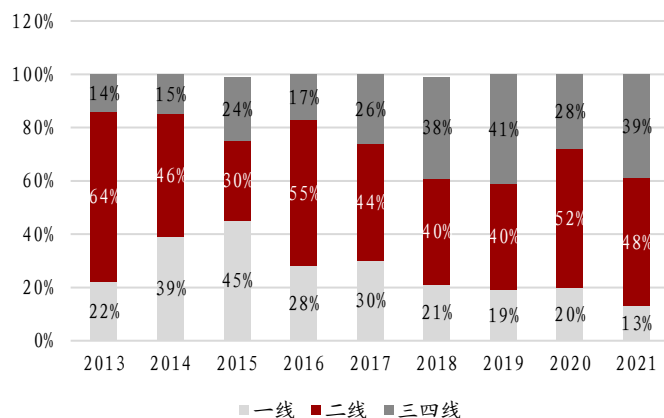
**一、二线为核心, 逐渐拓宽城市布局的宽度:** 公司不断拓宽城市布局, 2014年成立海外事业部, 布局全球57个城市, 至今已发至百余城。在城市的选择上, 公司将坚持以市场容量大、需求较为旺盛一、二线城市为主, 重点关注人口持续流入、有产业、政策支撑的区域。在项目选择上, 提炼城中村改造、城市综合开发、产业地产等的开发经验, 以实现异地复制。

图表25: 保利发展拿地结构 (面积口径)

图表26: 保利发展拿地结构 (金额口径)



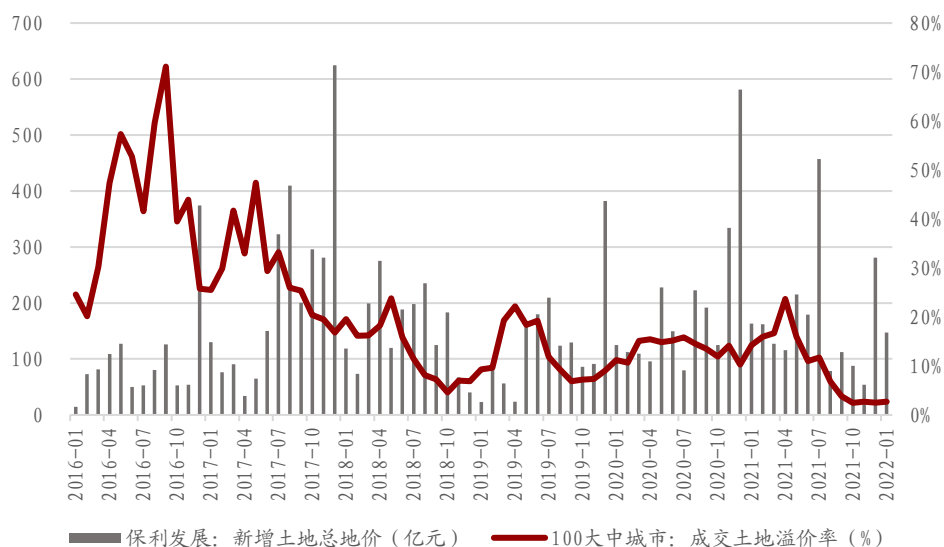
资料来源：公司公告、万联证券研究所



资料来源：公司公告、万联证券研究所

**精准把握市场变化趋势，寻找价值低洼：**回顾公司近几年拿地情况，可以看出公司拿地节奏较为准确。在2017年12月、2019年10月-2020年2月、2020年10月-2021年2月、2021年10月这几段时间内，土地溢价率下行，公司集中发力，拿地较多。而在2016年、2019年2-4月土地溢价率上升时拿地较少。

图表27: 保利发展准确把握市场机会，寻找价值洼地

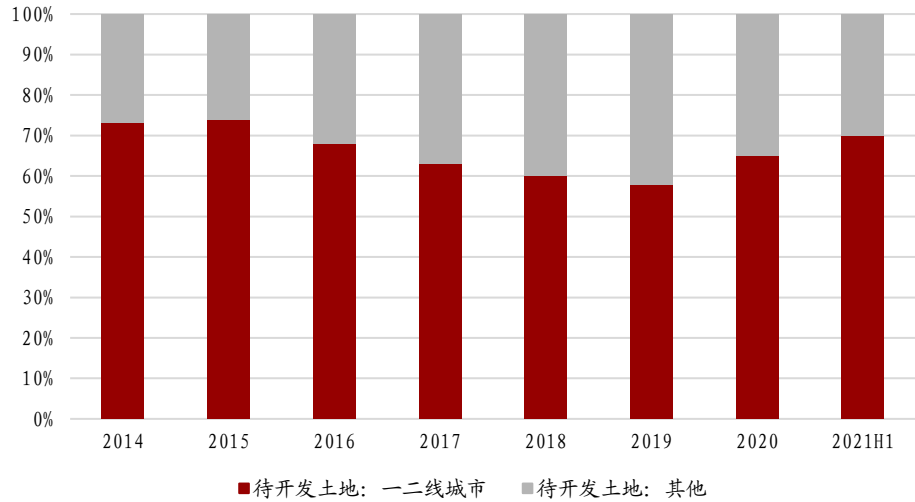


资料来源：同花顺、万联证券研究所

## 2.4 土储充足，相机而动

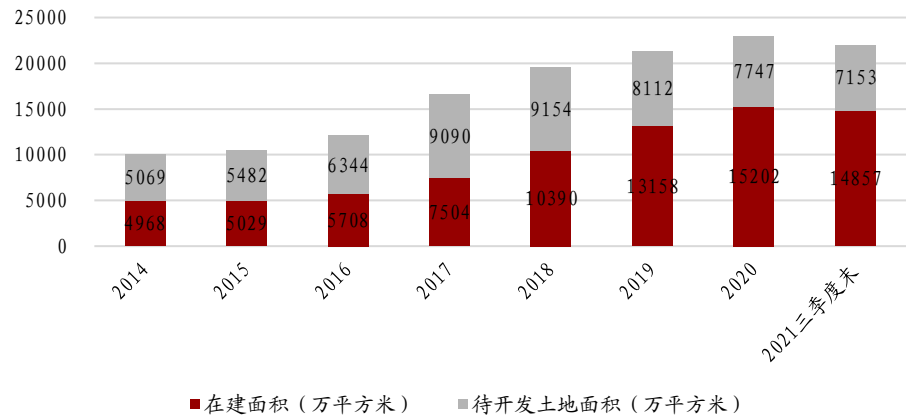
凭借着出色的资源获取能力，公司储备了质地优良、规模合理的土地资源，近年来一、二线待开发资源始终保持在60%以上，待开发面积可满足公司2-3年的开发需求，为公司的可持续发展提供保障。截至2021年上半年，公司总土储货值25085.5亿元，在同行业公司中排名第二，土储资源丰富。截至2021三季度末，公司待开发资源及在建面积总计22010万平方米。

图表28: 保利发展土储结构 (待开发资源一二三线占比)



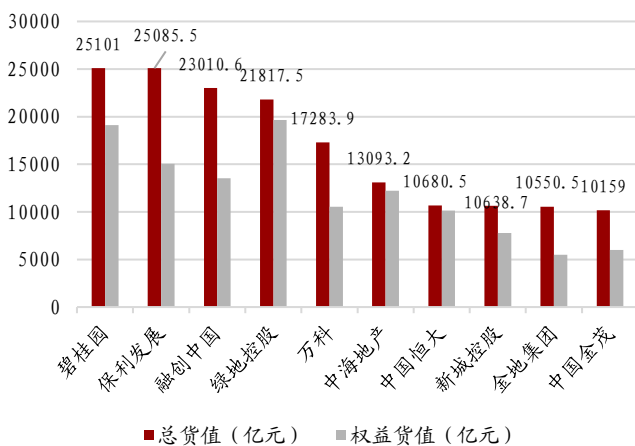
资料来源：公司公告、万联证券研究所，其中2019、2020年数据以38个核心城市为口径

图表29: 保利发展待开发及在建面积



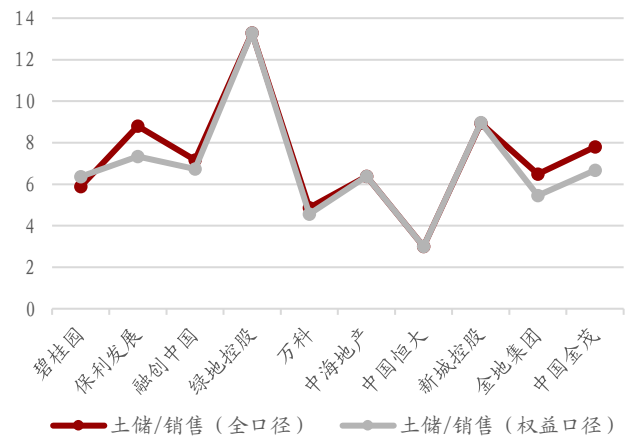
资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表30: 2021H1 土储货值前十公司



资料来源：克而瑞、万联证券研究所

图表31: 2021H1 土储货值与全年销售金额比值



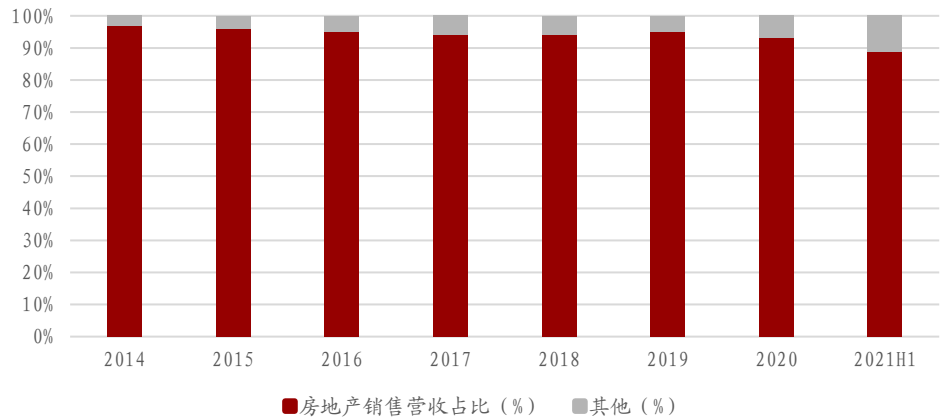
资料来源：克而瑞、万联证券研究所

### 3 两翼业务规模持续增长，多级孵化潜在增长点

#### 3.1 两翼协同，共促新利润增长点

公司“两翼”（综合服务与不动产金融）持续丰满：自2016年提出“一主两翼”布局，保利发展不断完善落地“两翼”战略的实施，一方面，以产业链价值挖掘与资产经营为主线，持续优化产业布局和资源配置，巩固物业等板块的龙头地位，加速培育商管、会展等潜力板块，大力孵化健康养老等产业，完善综合服务布局；另一方面，以产业金融服务为基础，继续提升房地产基金管理规模 and 市场化程度，充分发挥产业金融在探索布局新兴战略业务领域的引领作用，打造新的利润增长极。2021H1，“两翼”收入贡献占比11%，其战略价值逐步凸显。

图表32: 保利发展主营业务构成

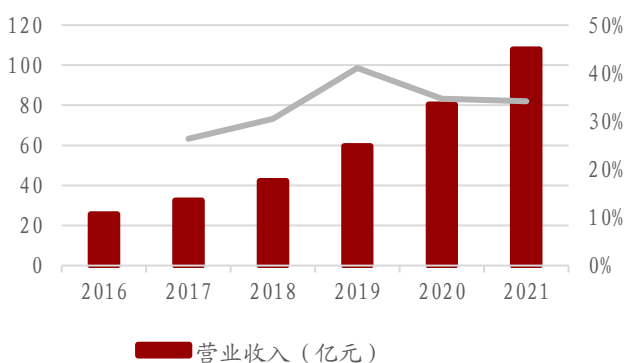


资料来源：公司公告、万联证券研究所

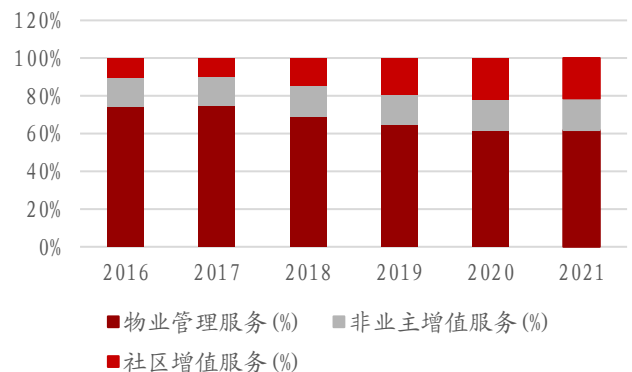
#### 3.2 物业逐渐实现独立市场化竞争

保利物业系保利发展控股子公司，成立于1996年，于2019年成功登陆港交所（6049.HK），品牌价值超过135亿元，在中国指数研究院2020年物业服务企业上市公司十强中排名第三，央企物管公司中排名第一。保利物业致力于发展全业态管理，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。2021年，保利物业实现总营收107.83亿元，同比增长34.16%。物管业务在管面积4.65亿平方米，合约面积6.56亿平方米，共在196座城市拥有合同项目2428个。在管规模扩张的同时，合约转在管效率提升，且在管面积中第三方来源占比不断提升。在“大物业”发展战略的引领下，在国家十四五规划带来的全新发展机遇下，作为大物业时代的国家力量，保利物业将书写物业服务的“软基建”价值。

图表33: 保利物业营业收入及同比增速情况



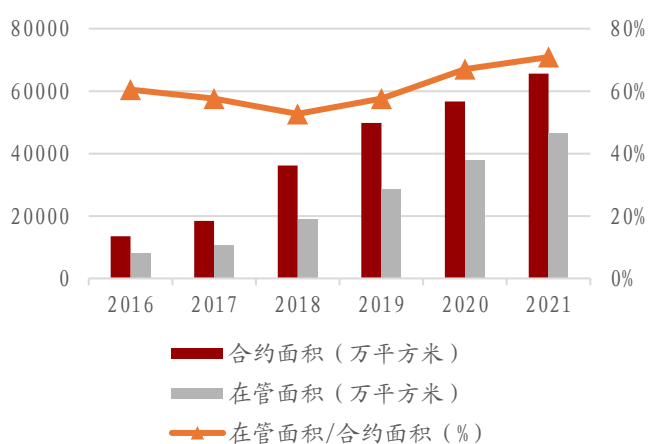
图表34: 保利物业营收构成



资料来源：公司公告、万联证券研究所

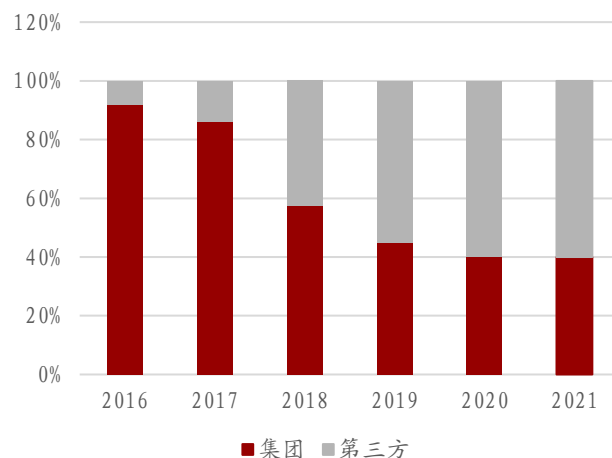
资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表35: 保利物业物管业务合约面积及在管面积



资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表36: 保利物业在管面积来源



资料来源：公司公告、万联证券研究所

### 3.3 多个综合服务板块不断孵化中

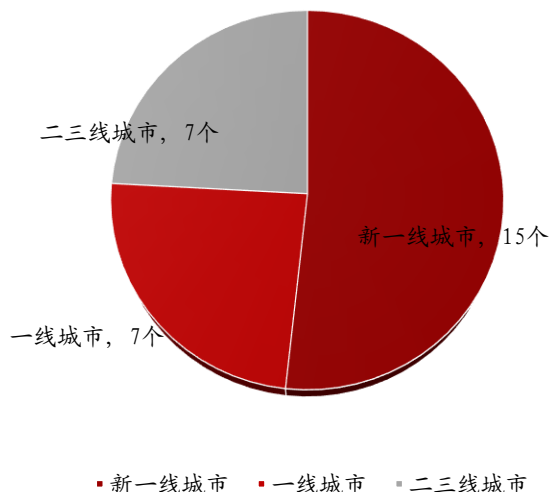
**商业:** 保利商业致力为消费者创造美好生活, 构筑“时光里”、“保利广场”、“若比邻”三大产品体系, 覆盖城市多元群体消费需求, 为中国商业发展输送独特的文化价值。在中指研究院“2021中国商业地产百强企业”排名中, 保利商业排名17。截至2021中期末, 公司管理资产项目面积超过500万平方米, 管理项目数量达65个, 其中已开业购物中心29个, 分布于广州、上海、武汉等14个城市, 开业面积193万平方米, 在营项目出租率超80%。

图表37: 保利商业产品线

产品名称	定位	项目示例
	沉浸式都市欢聚目的地	
	全方位社区消费服务	
	365 天的生活艺术馆	

资料来源：保利商业官网、万联证券研究所

图表38: 保利商业在营购物中心城市分布



资料来源：保利发展官方微信、万联证券研究所

**健康养老：**公司积极响应政府养老惠老、培育发展养老行业的倡议，稳步推进健康养老板块的纵深发展，并已在机构养老、社区养老、适老产品、健康产业展览、养老金融等领域实现了多元布局。目前已成功打造了高品质机构养老品牌“和熹会”、公建民营品牌“银福苑”、社区居家养老品牌“和悦会”、专业适老化用品供应商“保利和品”等，在全国七大片区布局超过50家养老项目（含在营、待开业及储备），累计服务人次（含社区居家）超过10万，逐步形成“以机构为服务依托、社区为服务场景、居家为服务终端”的有保利发展特色的“三位一体”健康养老模式。2022年3月，卫健委等十五部门联合印发《“十四五”健康老龄化规划》，提出要增加医养结合服务供给，推动建设一批百姓住得起、质量有保证的集团化、连锁化医养结合机构，保利康养布局或能迎来更大发展机遇。

图表39: 保利康养项目

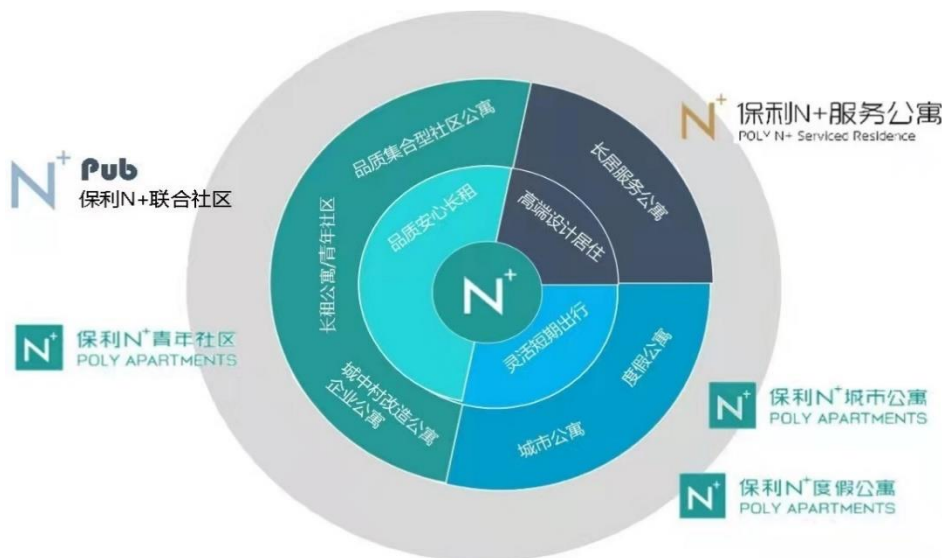
品牌系列	品牌定位
和熹会	致力于打造“医养结合型”长者颐养中心，为长者提供亲情化、专业化、个性化、全程式服务
和悦会	以“社区嵌入式小规模多机能机构”为定位的社区居家养老服务综合体，是实现保利居家养老、社区养老、机构养老三位一体养老战略的中间服务载体
银福苑	行业普惠型养老服务体系的样板和标杆
保利和品	专注系统化、个性化、智慧化适老品的研发和相关配套服务，截至2020年末，设计适老化产品逾1000款，专利83项

资料来源：公司官网、万联证券研究所

**公寓：**2017年12月中央经济工作会议明确了加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度；2019年中央政策仍以明确发展方向，支持、鼓励住房租赁市场发展为主，集体建设用地建租赁住房试点城市扩容至18城，发展住房租赁市场是我国构建房地产市场健康长效发展机制的核心内容之一。

保利公寓是保利旗下公寓业务的专业运作平台，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，结合长租、短租、集中式及分散式多模式运营管理，通过对城市旧有存量项目的改造、更新、盘活，并加强新项目拓展，截至2021中期末，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。

图表40: 保利公寓产品线



资料来源：中指研究院、公司官网、万联证券研究所

### 3.4 不动产金融规模持续稳定提升

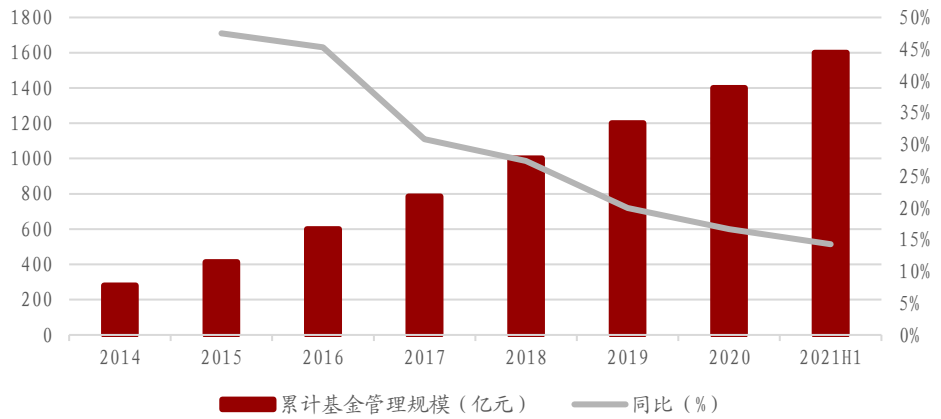
不动产金融翼方面，保利发展重视资本对产业的赋能，是国内较早设立不动产私募基金的公司之一，旗下有信保基金、保利资本、太平保利三家公司。截至2021年中期末，公司基金累计管理规模逾1600亿元，其中信保基金、保利资本均获《中国房地产金融》2020 年度“中国最具实力房地产基金 TOP10”。

图表41: 保利发展不动产金融翼业务布局

	持股比例	其他股东	介绍
信保基金	40%	中信证券、保利投资控股有限公司等	由保利发展控股 2010 年 6 月联合中信证券成立，利用信保基金的募集能力，将地产开发和基金投资相结合，吸引外部投资，扩大融资规模，降低融资成本。
保利资本	45%	保利投资控股有限公司等	保利资本专注新经济股权投资，战略布局未来增长点。在房地产产业链上游，已投资麦驰物联、UIOT 超级智慧家、固克节能、新明珠陶瓷集团及泰森日盛等；在房地产产业链下游，已投资每日优鲜、大势智慧及青团社等。
太平保利	49%	太平资产管理有限公司、太平人寿保险有限公司发债公司	与险资合作成立太平保利，探索保险资金开发养老社区的新模式。

资料来源：公司官网、企查查、万联证券研究所

图表42: 保利发展旗下基金管理规模



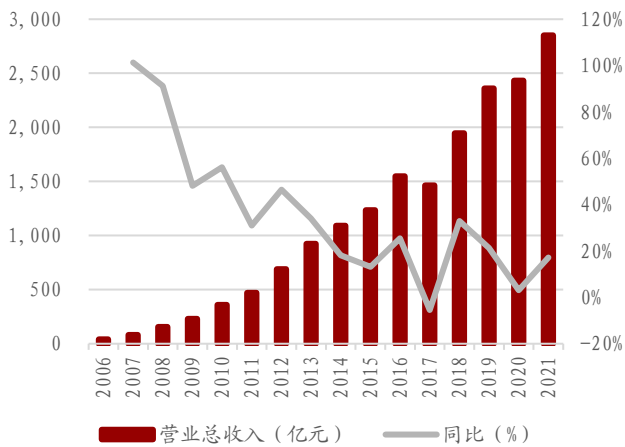
资料来源：公司公告、万联证券研究所

## 4 公司财务情况

### 4.1 公司业绩稳健增长，结算收入有保障

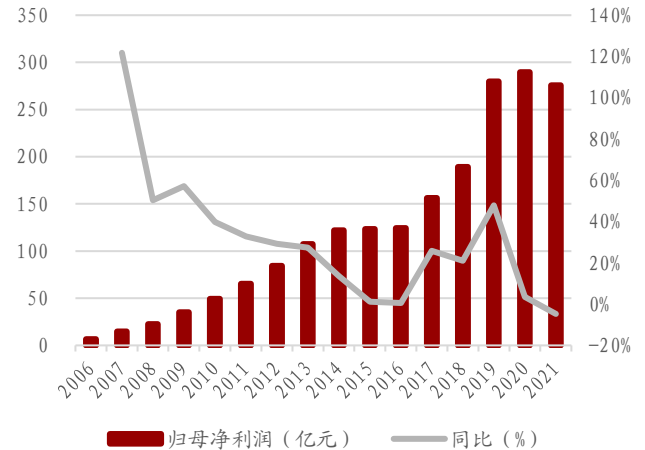
2021年公司业绩预告实现营业总收入2850.48亿元，同比增长17.2%，归母净利润275.77亿元，同比下降4.74%。2006-2021年公司营业收入CAGR达32.83%，归母净利润CAGR达28.1%，受益于优秀的成本管控能力，期间费用率稳中有降，在行业毛利率承压的情况下，公司归母净利润增速保持较高位。受行业政策调控以及市场因素影响，A股主要几家头部房企营收增速虽有差异，但是利润增速表现趋同。

图表43: 保利发展营业收入及增速



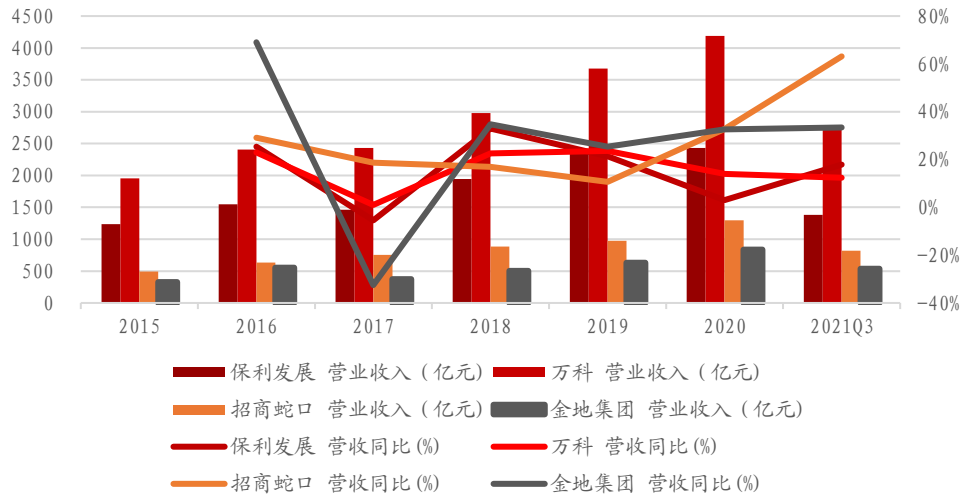
资料来源：公司公告、万联证券研究所，其中2021年为业绩预告数据

图表44: 归母净利润及增速



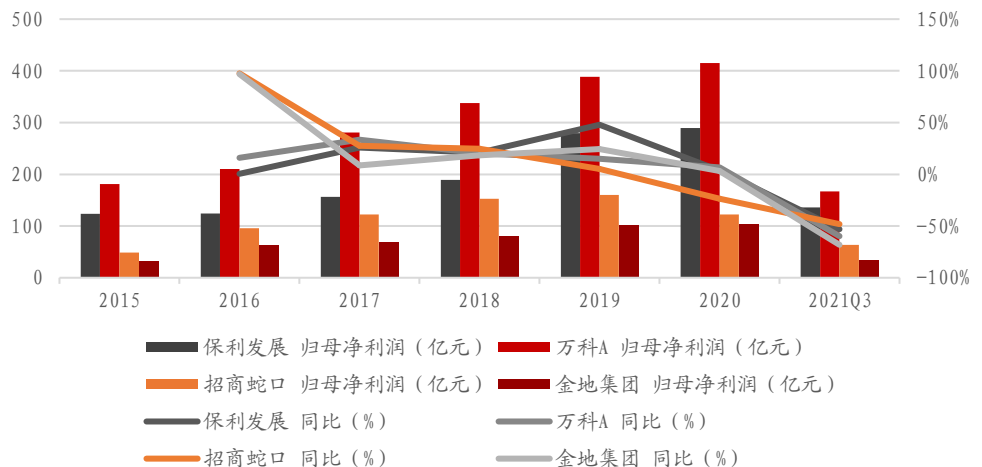
资料来源：公司公告、万联证券研究所，其中2021年为业绩预告数据

图表45: 保利发展与可比公司营收规模及增速



资料来源：同花顺、万联证券研究所

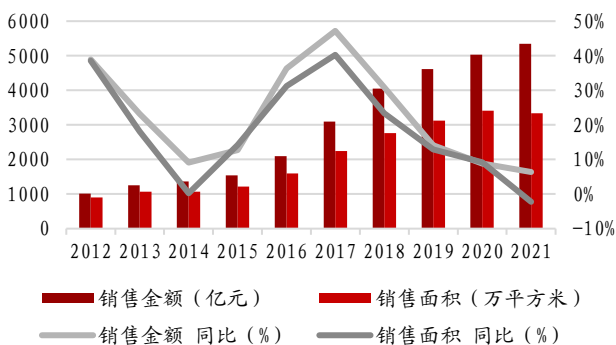
图表46: 保利发展与可比公司归母净利润增速



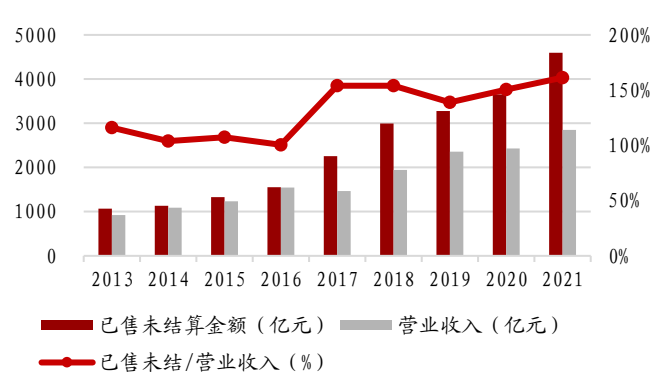
资料来源：同花顺、万联证券研究所

已售未结算金额较高，结算收入有保障。自上市以来保利发展始终保持稳定增长，2006年到2021年公司销售规模达到5349.29亿元，年复合增速达32%。以预收款项/合同负债代替已售未结算金额，2021年三季度末已售未结算金额达4599亿元，近几年已售未结/营收比值保持在1.5倍，为未来结算收入增长打下坚实基础。

图表47: 保利发展近十年的销售规模以及增速



图表48: 已售未结算金额与当年营业收入规模的比值



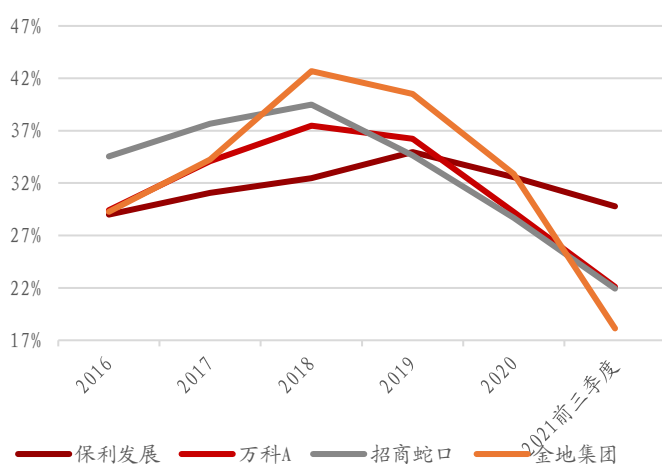
资料来源：公司公告、万联证券研究所

资料来源：公司公告、万联证券研究所，其中21年营收为业绩快报数据，已售未结算金额为三季度末数据

## 4.2 公司毛利率承压，但表现出较强韧性

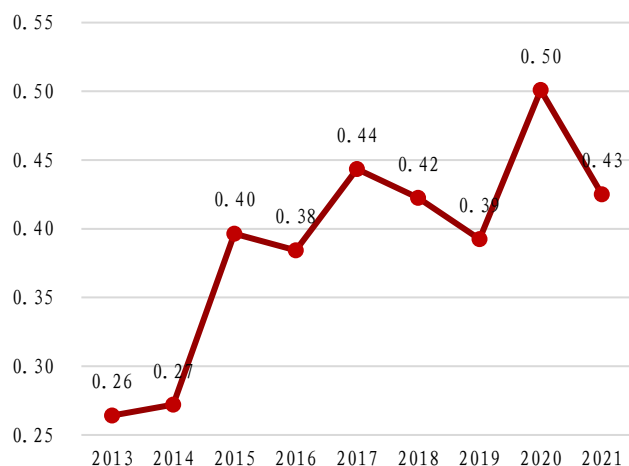
受“限房价、竞地价”等调控政策影响及以前年度获取的高地价项目成为结转主力，公司近几年新增土储楼面均价/销售均价比值上升，从2019年0.39上升至2021年0.43，相应影响利润空间，使得毛利率从2019年开始呈现下降趋势，2021前三季度毛利率下降至29.8%，但公司凭借超强的核心城市布局能力、高占比的一、二线城市土地资源、卓越的成本管控能力，与同业相比表现献出了较强的稳定性和韧性。

图表49: 公司历年毛利率水平与可比公司比较



资料来源：同花顺、万联证券研究所

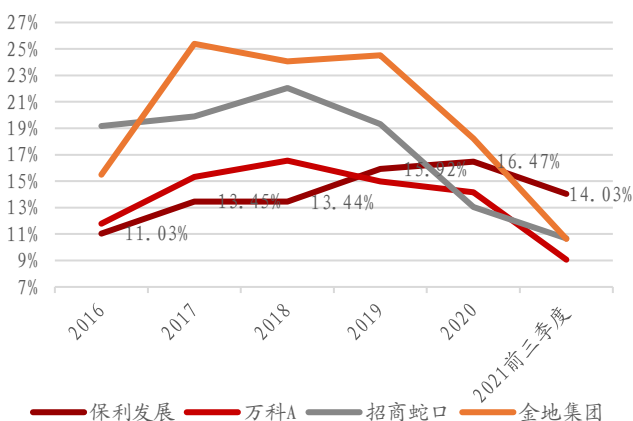
图表50: 近几年新增土储楼面均价与销售均价比值



资料来源：公司公告、万联证券研究所

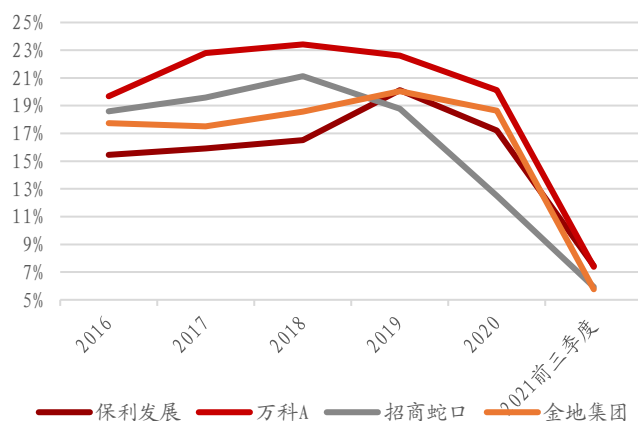
保利发展近几年管理费用率维持在2%，低于金地、万科；销售费用率与同行业可比公司持平；财务费用率略高于金地，但整体而言处于行业低位。在高毛利的基础上，公司依靠优秀的运营管理能力、融资优势，净利率也同样表现出了比行业可比公司更强的稳定性和韧性，近几年净利率相较于2016年11.03%保持小幅提升态势。

图表51: 公司历年净利率水平与可比公司比较



资料来源：同花顺、万联证券研究所

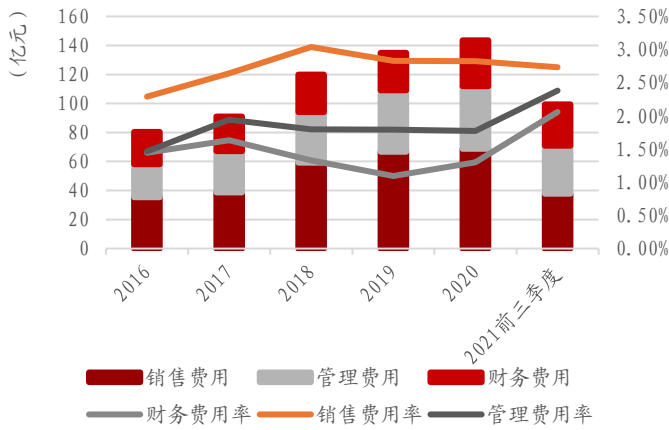
图表52: 公司历年 ROE 水平与可比公司比较



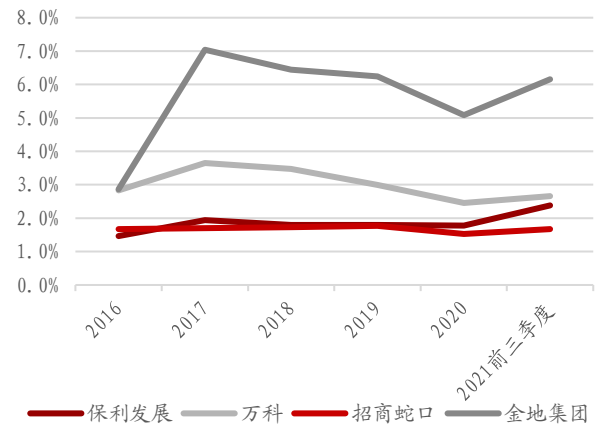
资料来源：同花顺、万联证券研究所

图表53: 保利发展期间费用情况

图表54: 同行业可比公司管理费用率



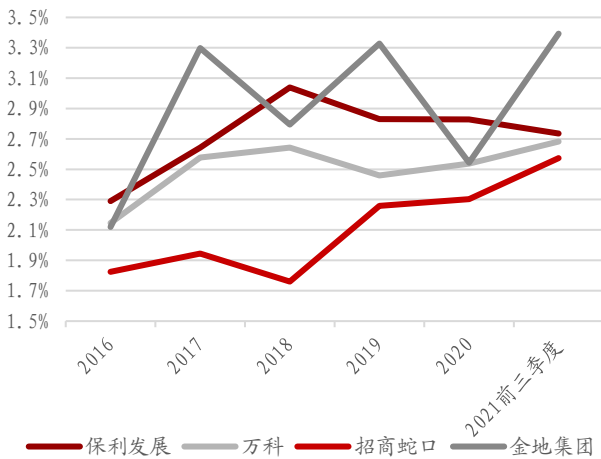
资料来源：公司公告、万联证券研究所



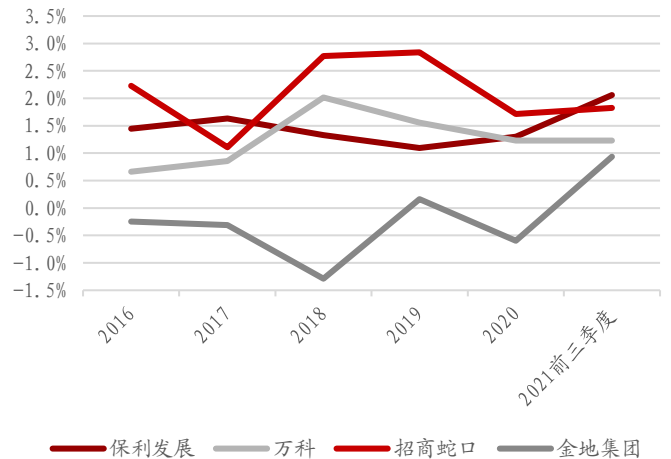
资料来源：各公司公告、万联证券研究所

图表55: 同行业可比公司销售费用率

图表56: 同行业可比公司财务费用率



资料来源：各公司公告、万联证券研究所



资料来源：各公司公告、万联证券研究所

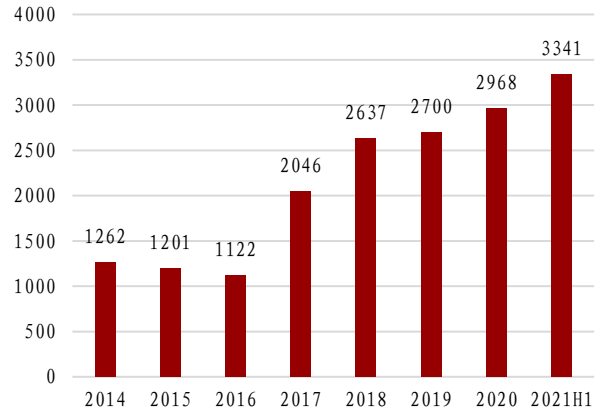
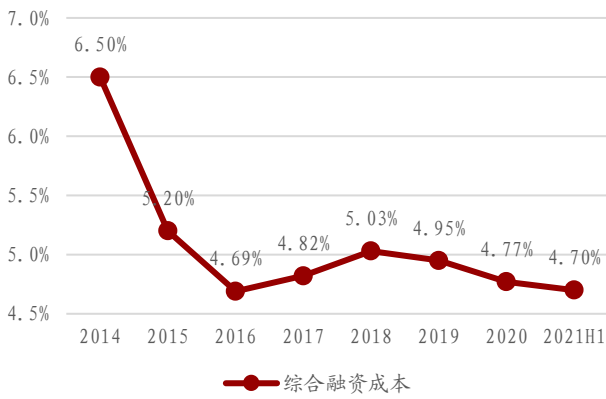
### 4.3 受益于央企背景，融资成本优势凸显

**融资成本优势凸显：**在经历贷款增速、贷款集中度、信托规模、理财产品投向房地产非标资产规模、银行通过特定目的载体投向房地产领域规模等方面呈现“五个持续下降”后，行业政策端稍显放松。12月3日银保监会首提并购贷，证监会支持优质房地产企业发行债券，资金可用于出险企业项目的兼并收购。保利发展作为央企优质房地产企业，将在融资端持续受益。2021年11月至年末，保利发展已成功发行30亿3年期中票、20亿5年期中票，利率分别仅为3.25%、3.55%，公告拟发行不超过100亿租赁住房ABS、拟发行不超过98亿公司债用于偿还有息债务等，都突显出保利发展作为优质央企的融资优势。

2021H1公司整体有息负债3341亿元，综合融资成本为4.7%，持续下降，接近历史最低水平。与招商蛇口（4.6%）、金地集团（4.7%）融资成本相当，明显优于碧桂园（5.39%）、世茂集团（5.6%）、绿地控股（5.61%）等民企水平。

图表57: 保利发展综合融资成本

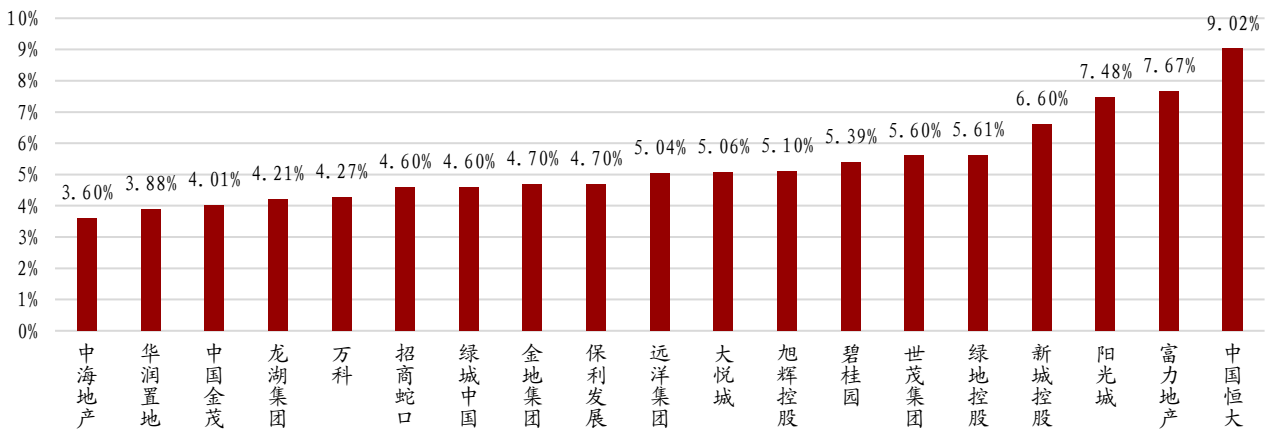
图表58: 保利发展带息负债总额（亿元）



资料来源：公司公告、万联证券研究所

资料来源：公司公告、万联证券研究所

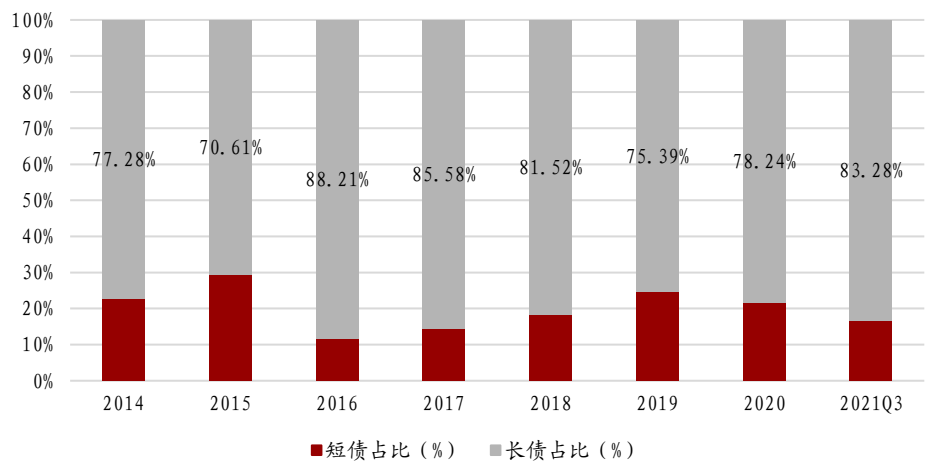
图表59: 2021H1 主要房企综合融资成本



资料来源：各公司公告、万联证券研究所

**债务结构保持合理水平，未来财务优势将持续增强。**从债务结构来看，截至2021年三季度末，公司长债占比83.28%，长短债比为4.98，较2020年有所上升，短期偿债压力小，结构持续优化。

图表60: 图表 54: 保利发展有息负债结构（长短债占比）

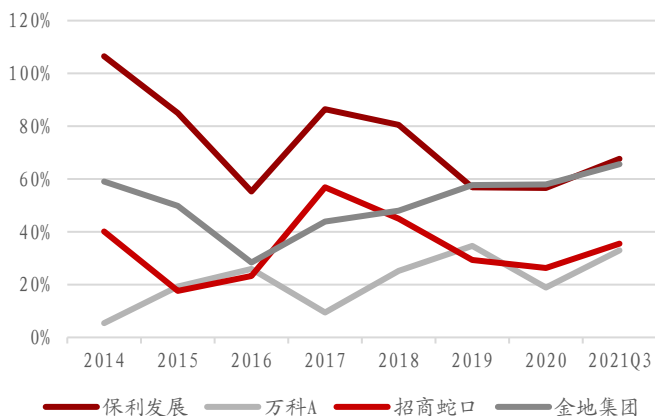


资料来源：同花顺、万联证券研究所

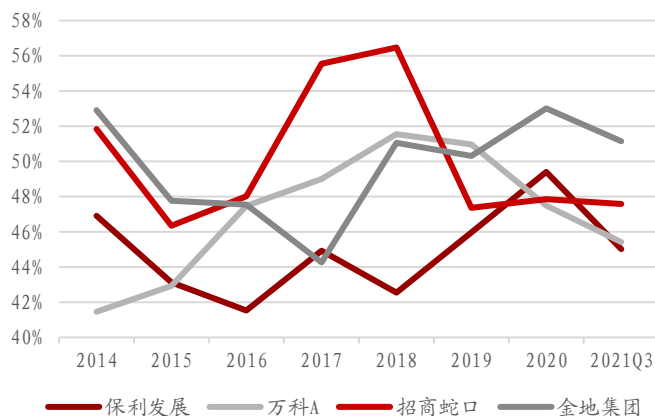
#### 4.4 杠杆水平合理，在手现金充足

杠杆水平合理、在手现金充足。截至2021年三季度末，净负债率为67.6%，公司剔除预收后资产负债率为45%，现金短债比2.32倍，公司三条红线指标稳居绿档。此外公司现金短债比维持两倍左右，在行业融资格局偏紧状态下公司仍然具备充足的现金流，使得公司在未来可选择的杠杆空间更大。

图表61: 保利发展与可比公司净负债率



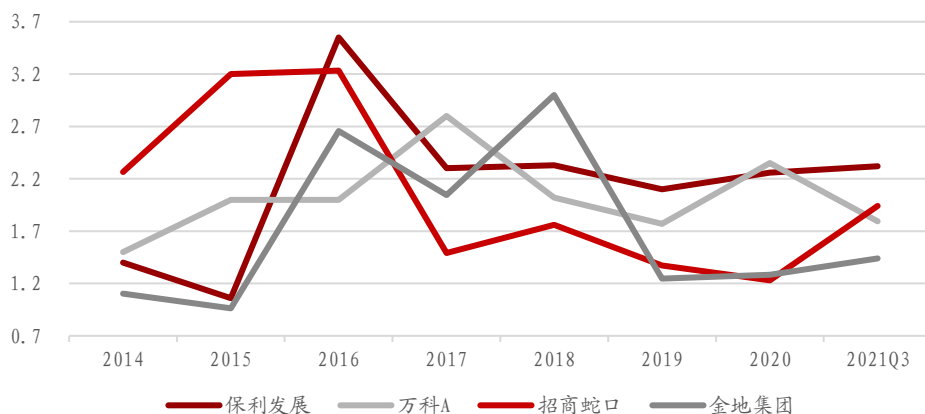
图表62: 保利发展与可比公司剔除预收账款的资产负债率



资料来源: 各公司公告、万联证券研究所

资料来源: 各公司公告、万联证券研究所

图表63: 公司与可比公司现金短债比比较



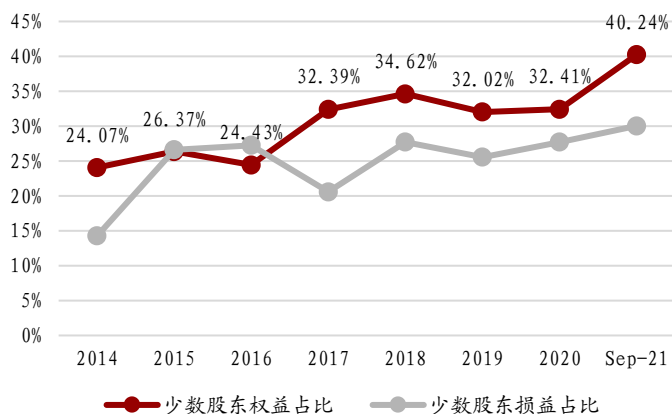
资料来源: 各公司公告、万联证券研究所

#### 4.5 预计未来合作开发占比趋于稳定

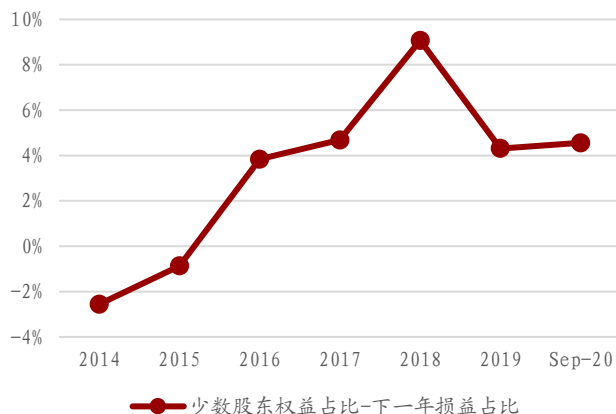
为分摊开发风险及加快资金回笼，公司近几年引资头部企业合作，导致少数股东权益占比、合营及联营企业权益占净资产比重有所提升。截至2021年三季度末，公司少数股东权益比去年末增加了378.9亿元，达到至1242.96亿元，涨幅达43.85%，占所有者权益比例为40.24%；少数股东损益为58.32亿元，占净利润的30.04%，两者占比之间的差距从2014年逐渐攀升，2018年差距扩大达9%，但2019年后公司进行适当调整，差值有所减小并趋于稳定。公司长期股权投资与所有者权益比值保持相对稳定，预计未来公司对外合作开发占比保持相对稳定。

图表64: 保利发展历年少数股东权益占比与少数股东损益占比

图表65: 少数股东权益占净资产比重-下一年少数股东损益占净利润的比重

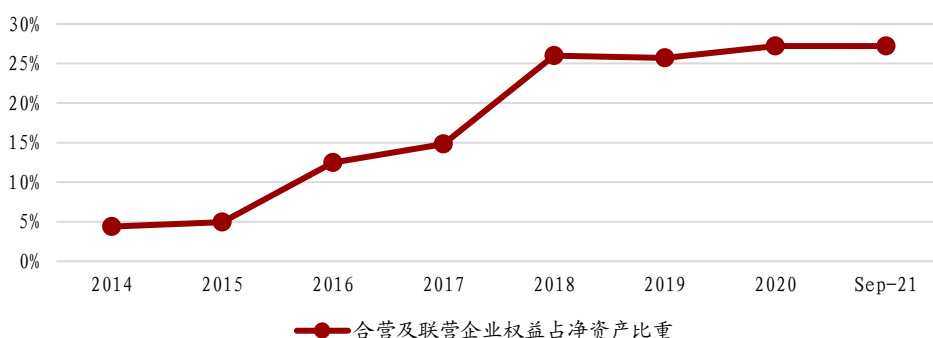


资料来源：公司公告、万联证券研究所



资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表66: 保利发展合营及联营企业权益占净资产比重



资料来源：公司公告、万联证券研究所，注：以长期股权投资/所有者权益计算而得

## 5 公司估值与盈利预测

核心假设：我们假设2021-2023年公司竣工面积为4663、5269、5902万方，结算面积转化为维持在52%，结算均价保持相对平稳，分别为11050、11160、11272元/平方，结算毛利率分别为28.80%、27.50%、26.80%。

图表67: 盈利预测核心假设

核心假设项目	2021E	2022E	2023E
竣工面积 (万方)	4663	5269	5902
结算面积 (万方)	2425	2740	3069
结算均价 (元/平)	11050	11160	11272
结算收入 (亿元)	2680	3058	3459
结算毛利率 (%)	28.80	27.50	26.80
期间费用率 (%)	6.01%	6.22%	6.25%

资料来源：各公司公告、万联证券研究所

我们预计公司2021-2023年营业收入分别为2850、3261、3680亿元，归母净利润分别为276、290、314亿元，当前股价(截止2022年3月28日)对应PE分别为7.35、6.98、6.46倍，首次覆盖并给与“买入”评级。

图表68: 盈利预测结果

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	243207.86	285047.98	326070.76	368007.93
增长比率(%)	3	17	14	13
净利润(百万元)	28948.43	27574.60	29047.45	31387.61
增长比率(%)	4	-5	5	8
每股收益(元)	2.42	2.30	2.43	2.62
市盈率(倍)	7.00	7.35	6.98	6.46
市净率(倍)	1.13	1.02	0.92	0.84

资料来源：各公司公告、万联证券研究所

## 6 投资建议与风险提示

**投资建议：**三十年来公司把握政策趋势发展，关注住房居住属性，保持经营规模稳步提升，商品房销售规模稳居行业前五，央企第一，并保持稳中求进的态势。房地产行业在经历了政策严格调控、信用风险暴露等，目前处于低谷期，公司作为具有财务优势的大型央企，行业逆境中韬光养晦保持优势，顺势中有望实现进一步突破。当前股价(截止2022年3月28日)对应2021-2023年业绩PE分别为7.35、6.98、6.46倍，仍低于近十年历史中枢水平，预计随着房地产行业政策持续出台、行业基本面触底回升，公司估值水平仍有向上抬升空间，我们对公司进行首次覆盖并给与“买入”评级。

**风险提示：**房地产行业政策超预期收紧、行业信用风险持续超预期扩散、结算收入不及预期等

利润表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>243208</b>	<b>285048</b>	<b>326071</b>	<b>368008</b>
%同比增速	3%	17%	14%	13%
营业成本	163951	203604	236908	269779
毛利	79257	81444	89163	98229
%营业收入	33%	29%	27%	27%
税金及附加	18495	19953	22825	25761
%营业收入	8%	7%	7%	7%
销售费用	6877	7554	8641	9752
%营业收入	3%	3%	3%	3%
管理费用	4315	4561	5869	6624
%营业收入	2%	2%	2%	2%
研发费用	1260	1497	1630	1840
%营业收入	1%	1%	1%	1%
财务费用	3160	5009	5778	6626
%营业收入	1%	2%	2%	2%
资产减值损失	849	0	0	0
信用减值损失	-71	-240	0	0
其他收益	152	285	163	184
投资收益	6141	7126	8152	9200
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	53	0	0	0
资产处置收益	-10	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>52265</b>	<b>50042</b>	<b>52734</b>	<b>57010</b>
%营业收入	21%	18%	16%	15%
营业外收支	273	350	350	350
<b>利润总额</b>	<b>52538</b>	<b>50392</b>	<b>53084</b>	<b>57360</b>
%营业收入	22%	18%	16%	16%
所得税费用	12490	12094	12740	13766
净利润	40048	38298	40344	43594
%营业收入	16%	13%	12%	12%
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>28948</b>	<b>27575</b>	<b>29047</b>	<b>31388</b>
%同比增速	4%	-5%	5%	8%
少数股东损益	11100	10723	11296	12206
EPS (元/股)	2.42	2.30	2.43	2.62

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	2.42	2.30	2.43	2.62
BVPS	15.06	16.67	18.37	20.20
PE	7.00	7.35	6.98	6.46
PEG	1.98	-1.55	1.31	0.80
PB	1.13	1.02	0.92	0.84
EV/EBITDA	7.40	7.56	7.81	7.52
ROE	16%	14%	13%	13%
ROIC	6%	6%	6%	6%

资产负债表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	146008	133099	142885	157024
交易性金融资产	507	507	507	507
应收票据及应收账款	2452	2735	3404	3841
存货	741475	847885	986575	1123464
预付款项	42197	52937	61596	70143
合同资产	1544	1995	2282	2576
其他流动资产	202043	228887	264771	290278
流动资产合计	1136226	1268046	1462020	1647834
长期股权投资	72550	85050	97550	110050
固定资产	7659	7795	7926	8053
在建工程	546	546	546	546
无形资产	430	475	520	565
商誉	67	67	67	67
递延所得税资产	7613	10113	10113	10113
其他非流动资产	26284	30119	30119	30119
<b>资产总计</b>	<b>1251375</b>	<b>1402211</b>	<b>1608862</b>	<b>1807348</b>
短期借款	4777	4777	4777	4777
应付票据及应付账款	151483	178502	207700	236519
预收账款	868	998	1141	1288
合同负债	365631	447929	521197	593514
应付职工薪酬	411	509	592	674
应交税费	-3628	-4276	-4891	-5520
其他流动负债	236993	252093	285037	318609
流动负债合计	751758	875755	1010777	1145085
长期借款	207160	187147	227147	257147
应付债券	25066	36843	36843	36843
递延所得税负债	666	418	418	418
其他非流动负债	86	5384	5384	5384
<b>负债合计</b>	<b>984737</b>	<b>1105547</b>	<b>1280569</b>	<b>1444877</b>
归属于母公司的所有者权益	180231	199533	219867	241838
少数股东权益	86407	97130	108426	120633
<b>股东权益</b>	<b>266638</b>	<b>296664</b>	<b>328293</b>	<b>362471</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>1251375</b>	<b>1402211</b>	<b>1608862</b>	<b>1807348</b>

现金流量表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>15150</b>	<b>14010</b>	<b>-10012</b>	<b>4940</b>
投资	-9039	-16335	-12500	-12500
资本性支出	621	-30	-30	-30
其他	1490	7126	8152	9200
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-6927</b>	<b>-9239</b>	<b>-4378</b>	<b>-3330</b>
债权融资	0	11777	0	0
股权融资	7929	0	0	0
银行贷款增加(减少)	151340	-20014	40000	30000
筹资成本	-29035	-14741	-15824	-17471
其他	-132112	5298	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-1878</b>	<b>-17680</b>	<b>24176</b>	<b>12529</b>
<b>现金净流量</b>	<b>6306</b>	<b>-12909</b>	<b>9786</b>	<b>14140</b>

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场