

中信证券研究部



陈聪
首席基地产业
分析师
S1010510120047



张全国
地产分析师
S1010517050001

核心观点

公司传统开发业务资源储备丰厚，业绩进入释放期，资金实力雄厚，信用记录上佳，在新的时代具备很强的竞争力。公司新业务，尤其是保利物业、保利商业和房地产基金，都能跻身其所处行业的第一集团，发展空间广阔。

■ **公司管理考核激励体系告别艰难时刻。**2015年之前，公司通过感情留人、薪酬留人、事业留人，人才队伍稳定，执行力强。但2015年-2017年，公司遇到业内前所未有的挑战，国有企业薪酬待遇较低的弱点有所暴露。到了2018年，强力跟投机制的缺点终于显露。公司在文化、发展空间、平衡激励方面的优势再次展现，团队凝聚力大大增强。

■ **拿地节奏有待优化，但核心竞争力在新时代更加突出。**公司并没有能实现逆周期抄底。但是，在房住不炒的时代，融资成本、产品性价比、费用控制等因素更加重要，决策速度、薪酬水平等因素重要性相对下降。公司的核心竞争力显露。

■ **优质土地仍然丰富，销售和业绩弹性可期。**我们估计，公司仍有一半以上，即接近1亿平米建面的可结资源，为2016年之前所获得，具备成本优势。公司在建面积相比销售面积而言很大，新开工近期放量，这都意味着公司可销售资源十分充裕。而且，公司近期竣工远落后于销售，结算价格远落后于销售价格，这都意味着公司高含金量的可结资源会推动短期业绩释放。

■ **充分发展，借力资本，具备强大竞争力的两翼新产业。**公司不动产金融和综合服务两翼新产业，近几年发展较快，其中房地产基金、物业管理、商业管理和经营、酒店管理等，已具备独立发展能力。公司公告，保利物业将独立登陆资本市场。我们认为，假以时日，公司两翼新业务可以展望千亿总市值（并非现在）。

■ **风险提示：**房地产行业调控趋严的风险。公司盈利水平趋于下降的风险。

■ **看好进取的行业龙头。**公司传统开发业务资源储备丰厚，业绩进入释放期，资金实力雄厚，信用记录上佳，在新的时代具备很强的竞争力。公司新业务，尤其是保利物业、保利商业和房地产基金，都能跻身其所处行业的第一集团，发展空间广阔。我们维持公司2019/2020/2021年2.05/2.66/3.19元/股的盈利预测，维持19.43元/股的NAV，给予公司18.41元/股的目标价，维持“买入”的投资评级。

保利地产	600048
评级	买入（维持）
当前价	13.83元
目标价	18.41元
总股本	11,896百万股
流通股本	11,896百万股
52周最高/最低价	14.92/10.51元
近1月绝对涨幅	4.97%
近6月绝对涨幅	18.68%
近12月绝对涨幅	29.13%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	146,342	194,555	247,720	347,572	453,541
营业收入增长率 YoY	-5%	33%	27%	40%	30%
净利润(百万元)	15,626	18,904	24,372	31,650	37,935
净利润增长率 YoY	26%	21%	29%	30%	20%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.32	1.59	2.05	2.66	3.19
毛利率	31%	32%	32%	31%	30%
净资产收益率 ROE	14.61%	15.50%	17.37%	19.24%	19.68%
每股净资产（元）	8.99	10.25	11.80	13.83	16.20
PE	10.5	8.7	6.7	5.2	4.3
PB	1.5	1.3	1.2	1.0	0.9

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2019年8月2日收盘价

目录

市场的质疑.....	4
管理和人才——告别艰难时刻.....	4
拿地节奏的确有待优化，但核心竞争力优势显现.....	6
公司拿地时间的确有待优化.....	6
凭借核心竞争力，公司在新时期更富优势.....	7
销售，结算和利润释放的弹性窗口.....	9
销售资源的弹性窗口.....	9
结算和业绩释放的窗口.....	9
两翼新产业——被遗忘的明珠.....	10
公司新业务的发展理念总结——独立竞争，借力资本.....	10
不动产金融.....	13
保利物业.....	13
保利商业.....	16
商业管理——酒店和公寓部分.....	18
保利投顾.....	20
建筑.....	21
会展.....	21
康养.....	21
风险提示.....	22
估值和投资评级.....	22
附：保利物业的简单估值.....	23

插图目录

图 1：公司销售额和同比增速.....	4
图 2：公司营收和归母净利及增长率.....	4
图 3：公司分布城市的数量	6
图 4：公司资源储备的增长	6
图 5：公司季度拿地金额（全口径）变化	7
图 6：公司拿地积极程度相对变化（保利 vs 万科+招蛇+金地）	7
图 7：土地成交溢价率的变化.....	7
图 8：公司拓展拿地建面/销售面积	7
图 9：公司的资金成本变化	8
图 10：公司的三费占营业收入比例变化	8
图 11：公司 2019 年以来拿地规模和潜在毛利率（逐月）	8
图 12：公司 17 年下半年以来拿地规模和潜在毛利率（逐季）	8
图 13：公司 2019 年前 7 月销售面积/年初在建面积.....	9
图 14：公司新开工和竣工规模.....	9
图 15：公司结算均价和相对销售均价变化	10
图 16：公司结算面积变化和相对销售占比变化	10
图 17：公司新业务收入和毛利.....	10
图 18：公司新业务员工人数增长.....	10
图 19：公司业务发展示意图	12
图 20：公司不动产金融板块累计基金管理规模	13
图 21：保利物业近年收入和毛利率	14
图 22：保利物业服务面积来源.....	14
图 23：保利物业人数近 7 年复合增长率 22.3%，2018 年增长 30.6%.....	15
图 24：各公司商场租金收入与商场个数对比	16
图 25：保利 Mall 的十年成熟项目，佛山保利 mall	17
图 26：轻资产输出管理项目，合肥保利 mall 品牌一览	17
图 27：若比邻的线上小程序	18
图 28：典型的若比邻线下社区商业	18
图 29：自主品牌酒店——林芝雅途酒店	19
图 30：海陵岛皇冠假日酒店	19
图 31：重组完成后新公司的股权结构.....	20
图 32：保利地产投资性房地产和固定资产价值一览.....	24
图 33：不同龙头公司的股息率.....	24

表格目录

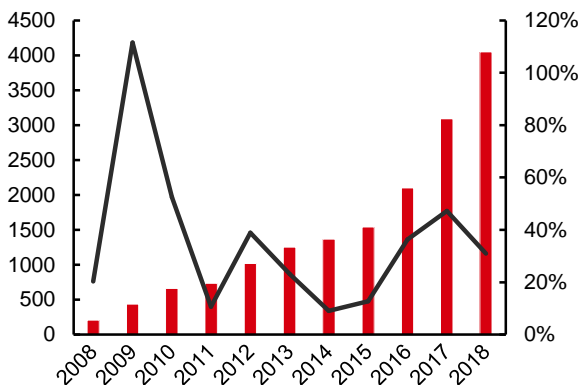
表 1：各大公司跟投制度	4
表 2：公司符合第二期激励条件的人员主动离职情况表（不含退休，上级安排调动）	5
表 3：公司股权激励	6
表 4：不同阶段，地产企业核心竞争优势，和保利地产在此项优势中的定性评分	8
表 5：公司在历年底的在建、规划中面积，和当年的土地拓展面积.....	9

表 6：公司新业务一览	11
表 7：公司新业务中期发展目标市值展望	12
表 8：公司不动产金融翼的三个平台	13
表 9：中国物业服务企业 TOP10	14
表 10：保利物业简要财务指标.....	14
表 11：保利物业的住宅服务分层次子品牌.....	15
表 13：部分商业管理品牌商场部分物业规模及收入.....	17
表 14：当前各大商业管理品牌的经营管理规模一览.....	17
表 15：酒店行业主要上市公司及酒店管理规模	18
表 16：酒店管理公司的目前市值及估值情况一览.....	19
表 17：保利公寓运营项目	20
表 18：公司康养业务发展历程.....	21
表 19：可比公司估值表	22
表 20：公司权益总货值增长简单估计	22
表 21：保利物业今年来第三方拓展项目的不完全统计	23

■ 市场的质疑

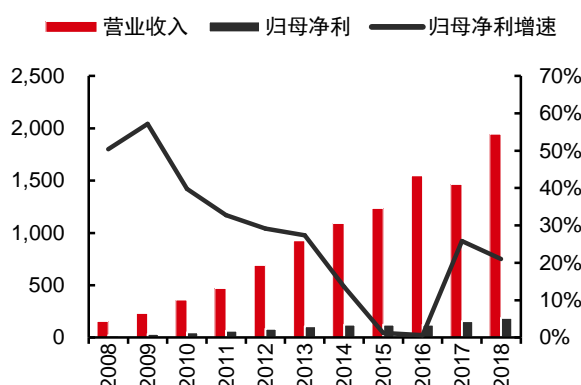
公司是行业龙头之一，但最近一段时间公司也饱受市场质疑。这种质疑主要是说公司管理机制不够灵活（主要指的是激励不如民企高），拿地可能存在盈利能力压力，新业务不如其他企业亮眼等。

图 1：公司销售额和同比增速



资料来源：公司公告

图 2：公司营收和归母净利润及增长率



资料来源：公司公告

我们的看法则有所不同。在管理层面，公司具备独特的优势。执行力虽然和激励水平相关，但也和公司文化、职业发展机会等因素相关。在资源拓展方面，公司确实没有逆周期拿地的能力，但资金成本、产品性价比、都有优势。新业务方面，物业管理、商场酒店经营、房地产基金的实力不容小视。而且公司对两翼业务的分拆上市较为积极。

■ 管理和人才——告别艰难时刻

2015 年之前，公司通过感情留人、薪酬留人、事业留人，人才队伍稳定，执行力强。当时的保利地产处于急速成长通道，对员工来说事业成长空间很大。保利地产富内部提升的文化，公司高管绝大多数都在公司任职多年，直接从集团外空降高管几乎未有出现。

不过，2015 年起，公司遇到了前所未有的挑战。当时，万科、碧桂园等公司开展了跟投机制。所谓跟投，就是透过放权让利，使项目的操盘人员成为项目的股东，从而激发起区域人员的斗志，在无需精细化管理的情况下，推动公司高速成长。

表 1：各大公司跟投制度

企业	跟投机制详情
碧桂园	碧桂园“成就共享”是合伙人机制的开山之作。2014 年 10 月，碧桂园在此基础上提出“同心共享”机制，要求所有新获取的项目均采用跟投机制，集团及项目管理层需跟投不超过 15% 的项目股权。
万科 A	2014 年 3 月，建立公司项目跟投制度，要求部分员工跟随公司在项目中投资。原则上项目所在一线公司管理层和该项目管理层为项目必须跟投人员，公司董事、监事、高级管理人员以外的其他员工可自愿参与投资。员工初始跟投份额不超过项目资金峰值的 5%，公司将跟投项目安排额外受让跟投，其投资总额不超过该项目资金峰值的 5%。项目所在一线公司跟投人员

企业	跟投机制详情
	可在未来 18 个月内，额外受让此份额；受让时按人民银行同期同档次贷款基准利率支付利息。2015 年 3 月进行第一次修订。 2017 年 1 月进行第二次修订。取消追加跟投安排，降低跟投总额度上限。设置门槛收益率和超额收益率，保障万科优先于跟投人获得门槛收益率对应的收益。 2018 年 1 月再次修订。
保利地产	2017 年 12 月，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。
招商蛇口	2017 年 5 月通过《关于审议〈项目跟投管理制度〉的议案》。同意建立项目跟投管理制度。跟投项目范围为自《项目跟投管理制度》通过之日起，由城市公司操盘开发的，通过市场化的方式获取土地的销售型项目；跟投人员按照岗位职责及其对跟投项目负责任的关联程度与重要程度，分为强制跟投和自愿跟投，对项目负有主要责任的核心管理人员须强制跟投，除强制跟投人员外，允许区域总部、城市公司、项目部的其他正式员工自愿跟投；跟投人员通过信托计划或资管计划等合规的投资结构实施跟投；单一项目跟投总金额上限不超过该项目资金峰值的 5%。

资料来源：各公司公告，中信证券研究部

尽管公司也推出跟投机制，但推出时间较晚，规模和力度也不如民营竞争对手。加上公司聚焦一二线城市，新增城市数量不多，新增管理岗位也有限。问题叠加在一起，共同导致了重要人员开始流失，团队凝聚力开始下降。

表 2：公司符合第二期激励条件的人员主动离职情况表（不含退休，上级安排调动）

时间段	人员数量	具体人员
2016 年 9 月 -2017 年 4 月	12	陈健兰、陈可耀、雷虹、李晓明、廖璐琼、彭少春、汪蓉、张金辉、赵汪金、钟仪、左建民、代秀宇等
2017 年 4 月 -2018 年 4 月	28	余英、付明君、王竹君、李洁、王天昀、熊亚、侯亮、邱文龙、孙渊、梁紫、冯锐樟、陈哲、赵永华、加伟、赵倩、游年强、戴鸣、赵翔、李玲英、陈治、唐红艳、靳帆、王德平、盛凯、赵波、梁瑞林、杨柏坚、曹冬等
2018 年 4 月 -2018 年 9 月	13	马剑、罗琳、陈颂华、贺龙松、张人天、范昕、陈翔宇、王丽丽、侯雪丽、董长海、梅娜、司荣芬、李国华等
2018 年 9 月 -2019 年 4 月	6	吴钢、许昌芸、姜冰、聂明元、邵仁德、沈婉芝等

资料来源：公司公告

从数据上来看，公司 2017 年 4 月到 2018 年 4 月离职中高层人员（以股权激励对象口径计算）高达 28 人，2018 年 4 月到 2019 年 4 月，这一数据就下降到了 19 人。我们认为，2018 年起，公司在“留人”方面遇到的压力，明显消退。

首先是薪酬体系的此消彼长，公司和优秀民企之间的薪酬待遇差距缩小。跟投的缺点暴露出来。过分强调项目跟投，过分强调授权，强调给地方公司自由度，已经带来很多问题。在牛市阶段，充分授权带来超预期的成长。市况一旦调整，超常规授权，往往带来公司基层管理失控。

公司及时开展股权激励，丰富奖惩体系。

表 3：公司股权激励

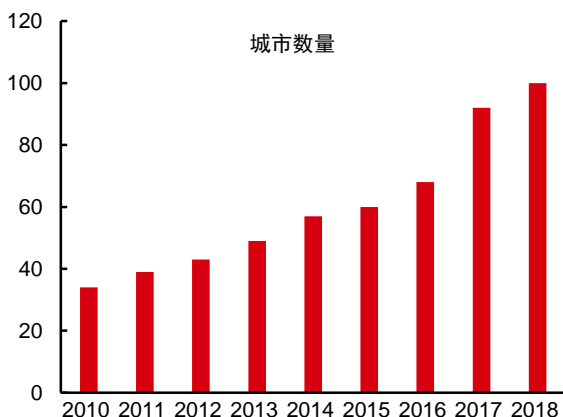
时间	事项
2011 年	公司公告首次股权激励计划，激励对象为 178 人，涉及股票 5666 万股，占公司当时总股本的 0.953%。现在已经结束。
2016 年	公司公告第二期股权激励，授权日为 2016 年 9 月 1 日，期权数量为 1.29 亿份，调整后行权价格为 7.51 元/股，
2018 年	公司第二期股权激励行权限制期已经结束，行权期开始
2019 年	公司股价持续在期权行权价之上，部分员工持续行权

资料来源：公司公告

公司内部的成长空间也再次打开了，对于优秀人才来说，职业发展空间和薪酬一样重要。公司新增土地规模不小，也新进入了一些城市。到 2018 年底，公司待开发面积中一二线城市的占比为 60%，较之 2015 年 74% 的比例有所下降。公司整体资源储备（在建+待建）为 19544 万平方米，较之 2015 年底的 10457 万平方米，上升明显。公司布局城市数量，则达到 100 个，而 2015 年底只有 60 个。公司两翼业务日渐成熟，也需要一大批优秀的管理人员。

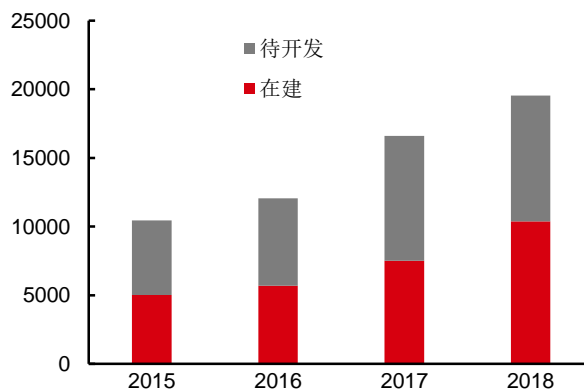
我们相信，公司在人才凝聚方面的窘迫状况已经告一段落，管理红利正逐步释放。

图 3：公司分布城市的数量



资料来源：公司公告

图 4：公司资源储备的增长（单位：万平方米）



资料来源：公司公告

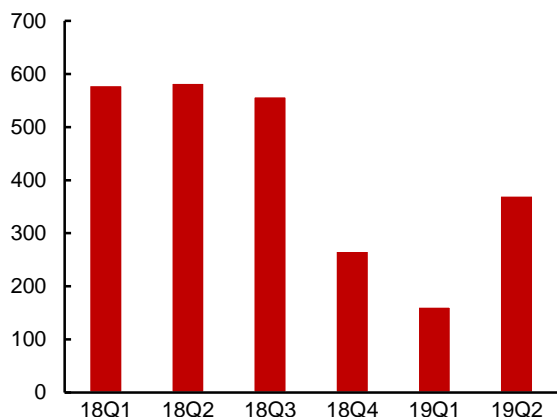
■ 拿地节奏的确有待优化，但核心竞争力优势显现

公司拿地时间的确有待优化

公司拿地并没有实现逆周期抄底。我们将公司的拿地金额/一些竞争对手（这里选取同在 A 股上市的万科、金地和招商蛇口），所得到的比例，作为公司拿地的积极程度评估。应该说，公司在 2018 年初拿地十分积极，到 2018 年下半年拿地开始谨慎，直到 2019 年重新回归积极。

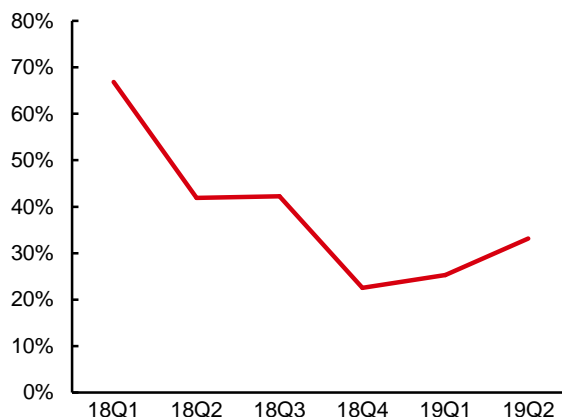
在过去六个季度，从土地溢价率来说，最值得拿地的时点是 2018 年 8 月到 2019 年 2 月。当土地市场出现机遇时，公司在土地市场斩获不多。

图 5：公司季度拿地金额（全口径）变化



资料来源：根据公司公告汇总

图 6：公司拿地积极程度相对变化（保利 vs 万科+招蛇+金地）



资料来源：根据公司公告测算

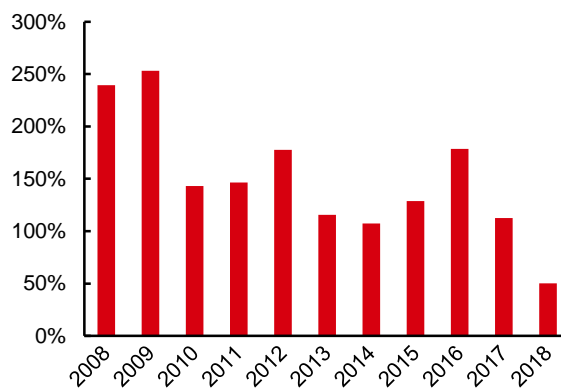
可是，问题并不严重。土地市场没有表现出系统性的机会。2016 年时百城土地溢价率曾经达到过 60%以上，而 2018 年之后，土地溢价率的最高点，也不过是接近 25%。虽然 2018 年下半年拿地机会好一些，但也并不是遍地黄金。

图 7：土地成交溢价率的变化



资料来源：wind

图 8：公司拓展拿地建面/销售面积



资料来源：Wind

凭借核心竞争力，公司在新时期更富优势

在房价上涨的阶段，更果断的决策（融资、拿地）是很关键的。在房价大致平稳情况下，长期来看，影响毛利率，更重要的是公司的融资成本、产品性价比（成本控制和产品溢价能力）。公司的资金成本长期处于行业低位，作为国企的优势明显。未来伴随着流动性整体不紧张，但房地产前端融资(如信托)供给紧张，公司的相对优势将更加显著。

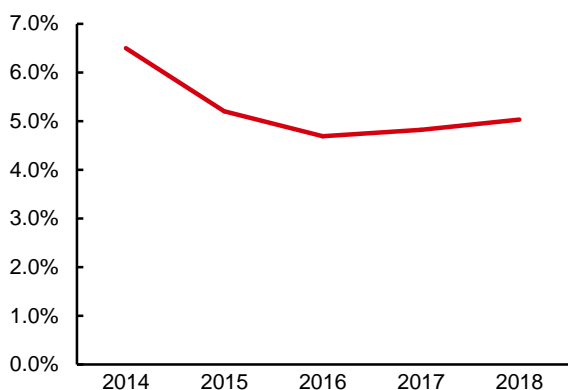
公司的一些固有优势，例如资金成本低、三费较低，已经保持了一个较长的时间。

表 4：不同阶段，地产企业核心竞争优势，和保利地产在此项优势中的定性评分

客观环境	核心竞争优势选项	保利地产评估	评估理由
房价结构性上涨阶段	更富吸引力的激励薪酬	低	公司薪酬在业内明显不如民企
	更加灵活的资金调度	低	国有企业的资金运用灵活度显然不如民企
	更快速果断的投资审批	中	公司拿地较为果断，但风控流程仍不可少
	更快周转	高	公司善于控制前期开发时间
房价全面稳定	更低的资金成本	高	公司资金成本在业内较低，不依赖于前端融资
	更有效的建安成本控制	中	公司建安成本控制在国企中明显领先，即便相比民营企业也并不落后
	更出色的产品溢价	中	公司产品性价比较高，平面设计好，但品牌影响力有待提高
	更稳定的现金流业务助力	高	公司两翼业务发展稳健

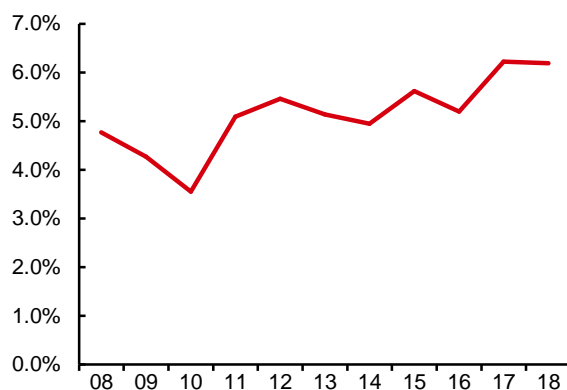
资料来源：中信证券研究部

图 9：公司的资金成本变化



资料来源：wind

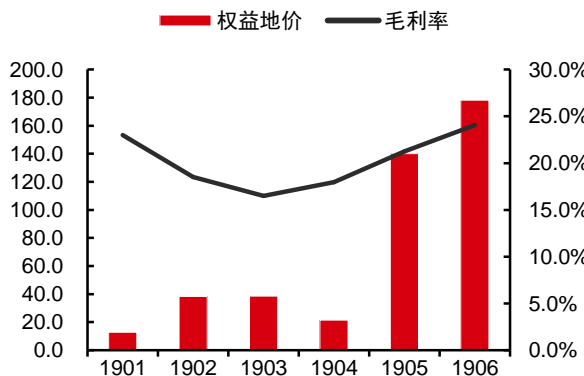
图 10：公司的三费占营业收入比例变化



资料来源：根据公司公告测算

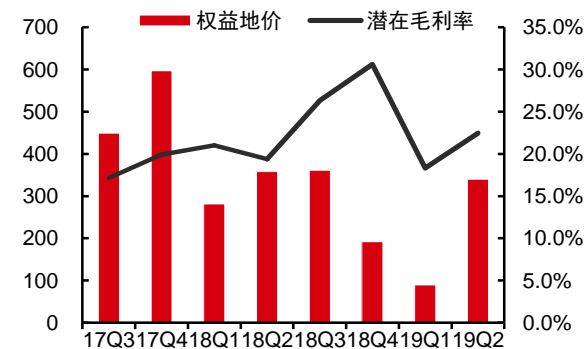
我们详细测算了公司拿地的潜在毛利率。潜在毛利率是根据拿地时的房价测算，项目土地的盈利能力。公司拿地的潜在利润率在 2019 年一季度降到低点（15%左右），但 2019 年二季度开始随着土地获取的放量，潜在毛利率水平也反弹了。

图 11：公司 2019 年以来拿地规模和潜在毛利率（逐月） 单位：亿元



资料来源：wind，中信证券研究部测算

图 12：公司 17 年下半年以来拿地规模和潜在毛利率（逐季）单位：亿元



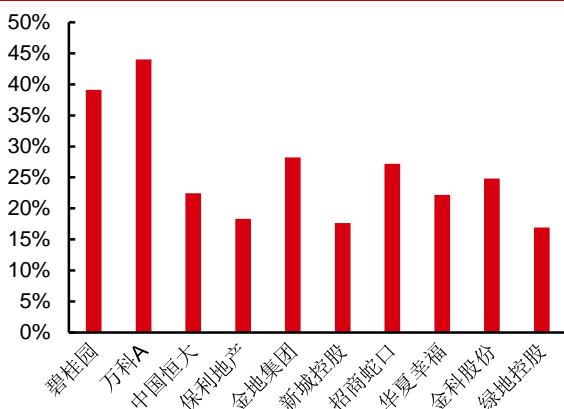
资料来源：公司公告，中信证券研究部测算

■ 销售，结算和利润释放的弹性窗口

销售资源的弹性窗口

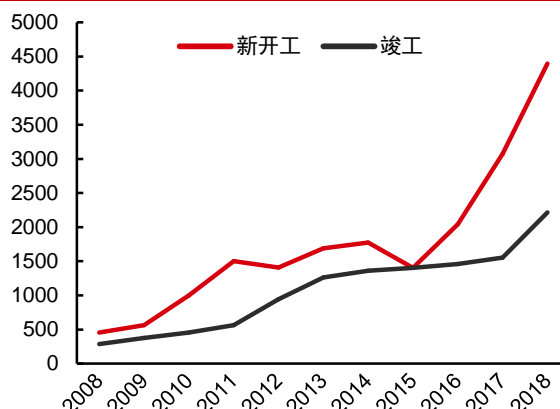
公司在 2017 年后在建规模急速放大，意味着公司可销售资源庞大。2019 年上半年，公司销售额同比增长 17.3%，销售签约面积为 1636 万平方米。公司前 7 月的销售面积相当于 2019 年初在建面积的比例，公司在大企业中仅略高于新城控股和绿地。

图 13：公司 2019 年前 7 月销售面积/年初在建面积



资料来源：wind

图 14：公司新开工和竣工规模 单位：万平方米



资料来源：公司公告

而且，公司仍有很大规模的早年获取的、毛利率较高的资源储备等待销售。公司在 2018 年底公告的在建和待开发面积，总计接近 2 亿平米，不过 2016 年到 2018 年公司拓展的资源，累计约为 1 亿平米。这就是说，即便假设 2016 年以来所有新增土地都没有结算，则公司 2019 年初的资源储备中还有一半是 2015 年和之前拿的低地价项目。（实际上可能更多，因为 2016 年获得的项目会有结算的）

表 5：公司在历年底的在建、规划中面积，和当年的土地拓展面积（单位：万平方米）

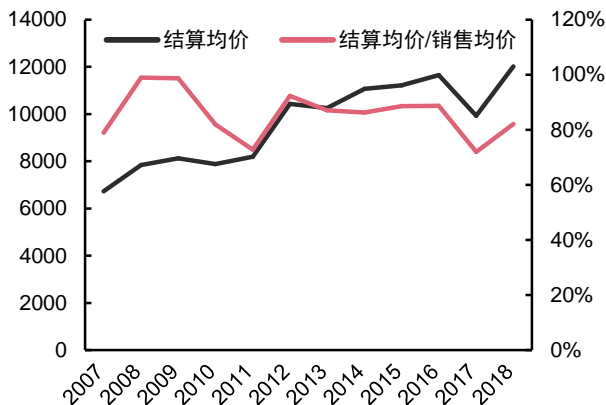
	在建	待开发	拓展面积
2015	5029	5428	1308
2016	5708	6344	2404
2017	7504	9090	4520
2018	10390	9154	3116

资料来源：公司公告

结算和业绩释放的窗口

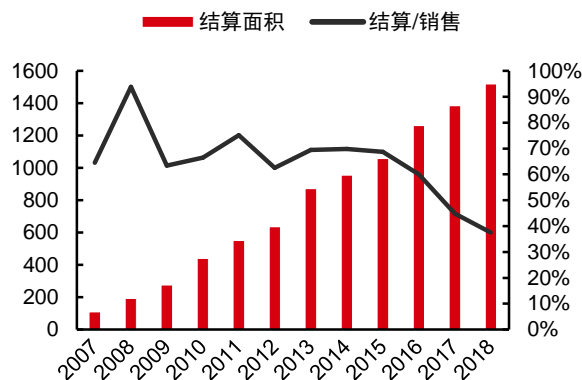
公司不仅可销售资源较多，可结算资源的含金量也颇高。公司结算面积相对于销售的比例不断下降，说明公司不断放慢竣工节奏，一些高含金量项目尚未结算。公司结算均价相比销售均价偏低，竣工相比新开工明显偏低。

图 15：公司结算均价和相对销售均价变化



资料来源：Wind

图 16：公司结算面积变化和相对销售占比变化



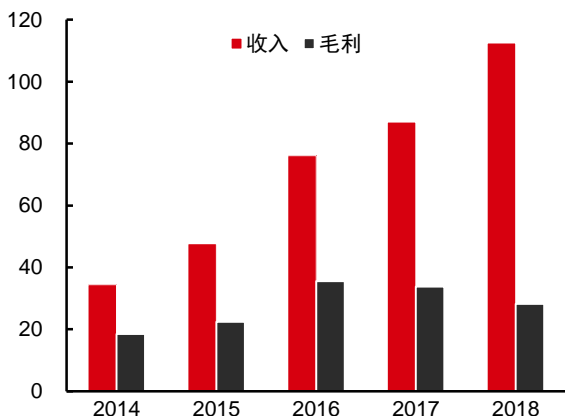
资料来源：根据公司公告测算

我们深信，公司即将进入结算的高峰期，且部分高毛利项目有望维持公司报表盈利能力稳定。房地产开发作为公司主业，仍将稳定贡献收入和利润。

■ 两翼新产业——被遗忘的明珠

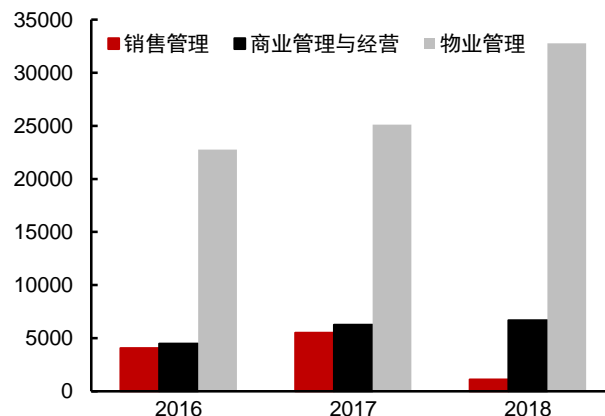
公司将建筑、装饰、租赁、物业管理、销售代理、展览、酒店、服务费等收入，都统称为其他收入（区别于房地产销售），也叫两翼业务。目前新业务的收入已经超过 100 亿元，毛利约 30 亿元（由于 2018 年一些低毛利业务拖累，利润率降低了一些）。2018 年相比 2014 年，房地产的收入增长了 73%，而新业务的收入则增长了 226%。

图 17：公司新业务收入和毛利



资料来源：公司公告

图 18：公司新业务员工人数增长



资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司新业务的发展理念总结——独立竞争，借力资本

公司坚持以不动产投资开发为原点，积极发展和培育两翼产业。所谓两翼，一方面指的是综合服务，另一方面指的是不动产金融业务。综合服务方面，又包括物业、代理、建筑、商业这四个核心板块，以及会展、文旅、康养、教育和公寓等潜力板块。不动产金融则主要是指从房地产基金出发的资产管理和服务。

公司新业务布局，较其他地产龙头更广阔。例如，龙湖集团布局了物业管理、商业（偏大型商场）和长租公寓的主航道业务，这些业务保利都有涉及，但保利还涉及了更小型的商场，线上化的社区新零售、会展、经纪顾问、酒店管理等诸多业务形态。

造成这种状况的原因，是公司并不自上而下先急于论证哪个新业务最好，而是自下而上凭借起点加以推进，并在形成一定规模之后战略重视。保利物业在最早只不过是一个成本中心、配套服务中心，但如今已经成为大力拓展第三方业务的平台。保利商业最早开发佛山水城项目时，应该没有想过轻资产的管理输出和品牌运营，但如今保利广场的品牌已经遍布全国各地。

表 6：公司新业务一览

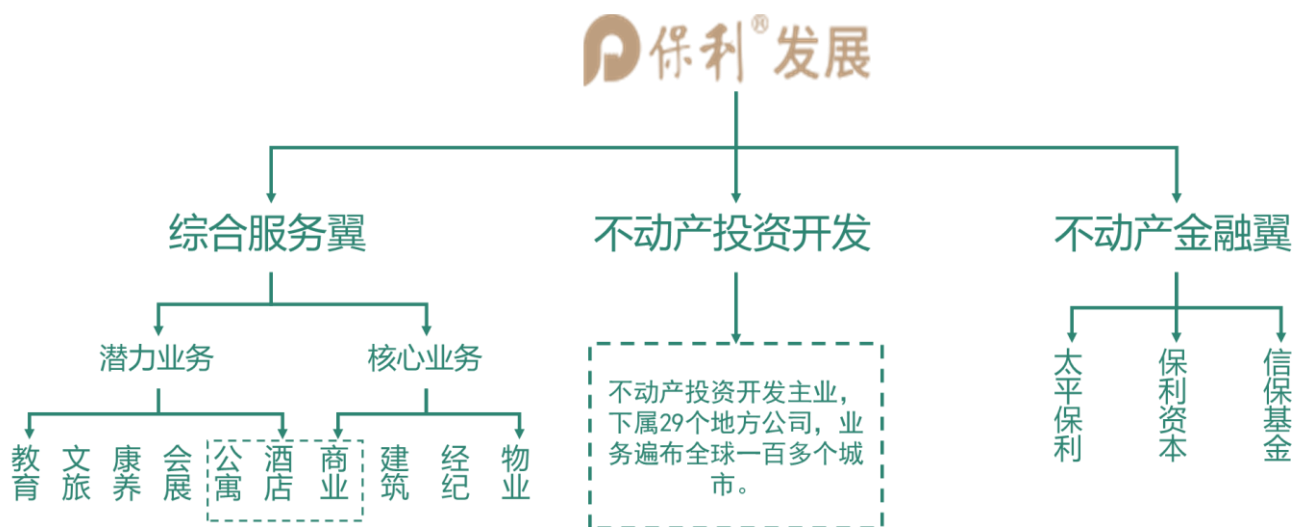
保利地产	建筑	公司旗下拥有富利建设和广东省重工建筑设计院两家子公司，具房屋建筑施工总承包壹级资格。	对内
	物业管理	保利物业 1996 年成立，已发展为全国性大型物业服务企业。目前运营及管理的业态已涵盖：住宅物业、写字楼物业、购物中心、品牌酒店、长租公寓、会务展览、特色产业等，稳居物业服务央企龙头。	对外
	经纪业务	保利地产投资顾问有限公司成立于 2001 年。销售签约额破千亿，占保利地产公司份额超 50%。	对内转向对外
	商业地产	公司布局商业地产投资，公司发展及经营购物中心、酒店、社区商业、公寓，业务覆盖购物休闲、商旅度假、社区消费服务领域。	对外
	长租公寓	保利 N+公寓是保利公寓旗下长租公寓品牌。“安家于 N+”，N+公寓致力于开发、改造、运营为安家于此的住客提供便利的租住生活的公寓产品集合，以多种形式经营的长租公寓产品。	对外
	会展业务	公司旗下拥有广州市保利锦汉展览和保利国贸两家子公司，致力于打造世界一流会展品牌。	对外
	康养业务	公司投资于中高端养老、社区健康管理领域。	对外
	教育	保利和乐教育致力于青少年儿童艺术培养与启蒙。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。	对外
	文化旅游	内容涵盖高尔夫、军事文化旅游园。	对外
	金融	子公司包括信保基金（股权投资基金）、保利资本（股权、不动产投资基金）、太平保利（股权投资基金）。	对外

资料来源：公司公告

两翼业务，不仅在和外部的竞争对手比拼，也在和内部的其他新业务单元竞争。随着竞争格局逐渐明朗，公司则会倾斜性支持战略上领先的板块。换言之，与其说是保利地产的管理层在选择能干什么新业务，不如说是保利地产在漫长的发展历程中涌现出很多新业务，而新业务的团队透过自己的努力，在争夺保利地产管理层的支持。

公司另一个鲜明的特点，则是新业务积极利用资本市场。公司的主要竞争对手，如龙湖集团、万科、融创等公司，由于种种原因，不积极谋求新业务平台的独立发展。而公司对于成熟新业务平台的独立上市，颇为重视。目前我们已经见到了保利物业谋求在港股上市，保利投顾和上市公司合富辉煌合作（详见分业务板块分析）。

图 19：公司业务发展示意图



资料来源：公司公告，中信证券研究部

由于确实十分缺乏业务数据，我们很难给予公司新业务以估值。但我们可以粗略寻找新业务的可比公司，然后得到一个中期发展目标市值。当然这类可比公司实际上和公司业务差异仍然较大，这个目标市值不是公司业务当前价值评估，而是理想化发展情景之下，公司业务的中期空间。

我们测算，公司新业务在中期若顺利发展，其整体市值有望接近千亿规模。当然，随着公司的业务走向独立上市，保利地产应占的权益比也会有所下降。

表 7：公司新业务中期发展目标市值展望

板块	平台	可比公司	中期发展目标市值（均为人民币亿元）
物业管理	保利物业	中海物业，碧桂园服务	350
经纪	保利投顾	世联行，合富辉煌	40
保利商业（商场部分）	保利商业	大悦城，华润置地	300
保利商业（酒店部分）	保利商业	金茂酒店	100
设计院	广东重工	中设集团，苏交科	50
建筑工程	富利建安	小型建筑公司	50
房地产基金	信保基金，保利资本，太平保利	光大嘉宝	100
潜力业务	公寓、康养，教育，文旅等	暂不设	暂不设
总计	新业务	万科	990

资料来源：公司官网，中信证券研究部归纳总结。注：这不是公司新业务的价值评估，而是我们根据可比公司的情况、行业的空间，简要得到的公司新业务中期发展市值展望，即如果公司发展顺利，则业务在中期有望达到的市值规模。

长期来看，我们认为公司的不动产基金业务、综合服务业务，都将成为举足轻重的业务。长期来看，房地产销售的规模必将下降，公司房地产开发的 ROE 水平也将下降，公司新业务会成为未来公司潜力所在。短期来看，物业管理为代表的业务分拆和独立上市，则将成为公司重要的催化剂。

不动产金融

公司把综合服务和不动产金融并列，作为两翼业务，可见不动产金融在战略层面的重要性。公司的不动产金融翼主要由三家公司组成。

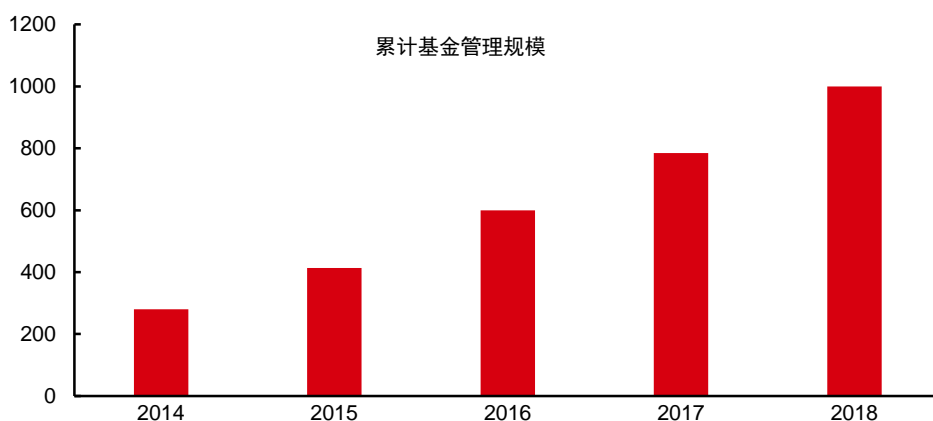
表 8：公司不动产金融翼的三个平台

主体	简介
信保基金	2010年6月合资成立的股权投资基金。基金专注于产业投资、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。
保利资本	保利（横琴）资本管理有限公司成立于2015年12月，系于中国证券投资基金业协会登记之私募基金管理人，管理人登记编码为P1031136。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。
太平保利	太平保利投资管理有限公司是由中国太平旗下的太平人寿、太平资产与保利集团旗下的保利发展共同发起成立的，是国内保险央企与地产央企在大健康等产业的跨界合作。公司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，关注社会发展与大众生活服务品质提升，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，走高质量发展之路。

资料来源：公司官网，中信证券研究部

经过较长时间的发展，保利的房地产金融业务已经处于业内领先的位置。在短期来看，我们认为房地产基金业务的主要机会在于利率的可能下降。

图 20：公司不动产金融板块累计基金管理规模（单位：亿元）



资料来源：公司网站

保利物业

保利物业系公司控股子公司，于2017年8月在新三板挂牌，2019年4月摘牌，公告将赴港上市。

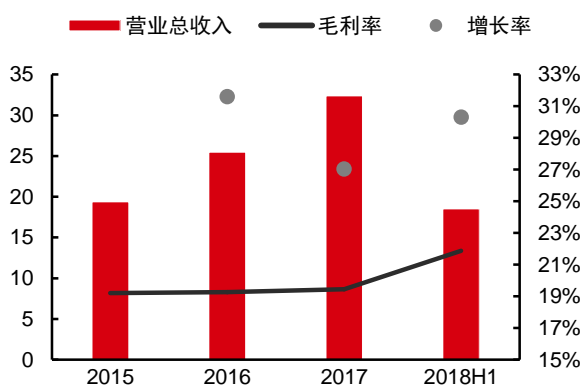
截至2018年底，保利物业业务布局全国131个城市，总员工逾32000人，合同面积超过2亿平方米。2019年，根据中国指数研究院评选，公司位列物业服务百强企业综合排名第4名。

表 9：中国物业服务企业 TOP10

排名	企业名称	排名	企业名称
1	万科物业	6	恒大金碧物业
2	绿城服务	7	雅生活服务
3	碧桂园服务	8	金地物业
4	保利物业	9	龙湖物业
5	长城物业	10	金科物业

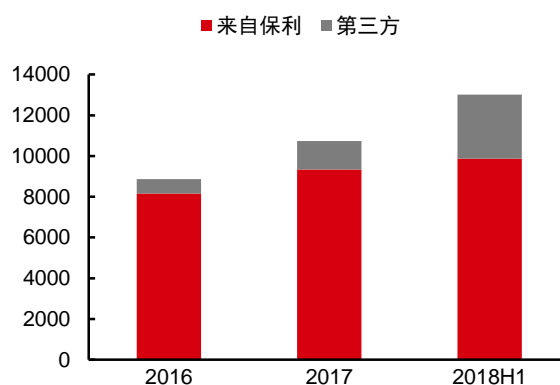
资料来源：中国指数研究院

图 21：保利物业近年收入和毛利率（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 22：保利物业服务面积来源（单位：万平方米）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

根据新三板退市之前的信息披露，截至 2018 年 6 月底，保利物业在管面积 13008 万平方米，合同面积 21946 万平方米。保利物业在管面积中有 9877 万平方米来自于保利地产开发的物业。公司近年来积极扩展第三方物业来源，因而 2018 年 6 月底来自于保利地产的物业占比由 2016 年的 92% 大幅下降至 86%。

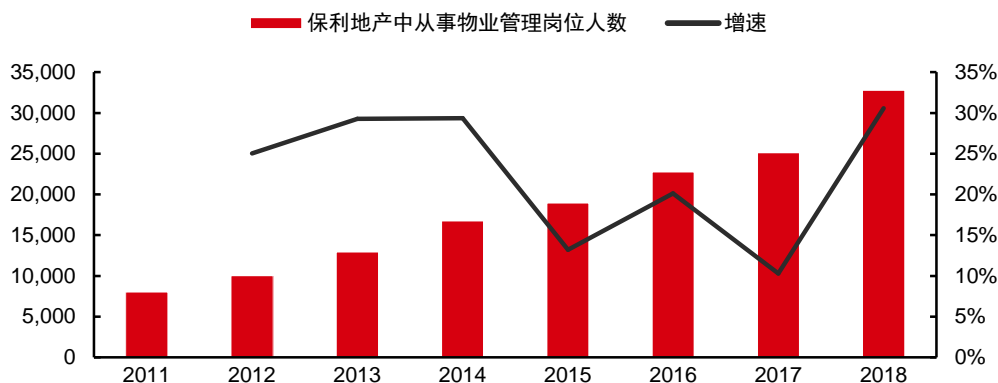
我们相信，到现在保利物业第三方拓展项目占比已经进一步上升。2018 年，保利物业收购具有独特校园物业管理能力的区域龙头湖南天创物业，完善物业管理服务能力和多业态布局。

表 10：保利物业简要财务指标（单位：亿元）

	2015	2016	2017	2018H1
营业收入	19.4	25.5	32.4	18.5
营业成本	15.6	20.6	26.1	14.5
毛利率	19%	19%	19%	22%
管理费用和其它	1.5	2.3	2.9	1.6
营业利润	1.1	2.0	3.2	2.5
归属于股东净利润	0.79	1.38	2.30	1.85

资料来源：公司公告

图 23：保利物业人数近 7 年复合增长率 22.3%，2018 年增长 30.6%



资料来源：保利地产年报，中信证券研究部

保利物业根据不同业态、不同客户层次建立了“亲情和院”和“东方礼遇”、“星云企服”三个子品牌。其中前两者服务住宅业态，后者服务商办物业业态。

“亲情和院”致力于给予业主舒适的居住环境，包含基础的服务需求。“东方礼遇”则定位于高端居住客户（与保利地产“天字系”楼盘并存），力图从各个方面为客户带来尊崇感受。“星云企服”则作为商办服务生态平台，专攻为商办业态的企业客户提供全生命周期的商办物业运营服务。公司亦在探索全域化公共服务的新模式，已在浙江西塘古镇和嘉善天凝镇进行试点。

表 11：保利物业的住宅服务分层次子品牌

服务品牌	服务理念	主要服务内容
亲情和院	安全	安防：封闭管理、巡查监控等；客服：定期温馨巡查等；工程：设备维护、免费定期居家用电安全检测等。
	便捷	小区门岗主动服务，门口迎送客户，星级上门维修。
	融洽	强化岗位礼节，改进服务中心前台的客户接待服务。
	舒适	希望保利业主真切的心理感受与认同。
东方礼遇	尊崇	24 小时值班经理，24 小时客服前台，24 小时维修服务，管家服务，全程礼宾服务，访客汽车基本清洗、专属停放，和院健康生活馆，专属定制服务。
	信赖	一对一专人接待，私事保密处理。
	人文	注重员工的东方人文素养。

资料来源：公司公告，公司官网

我们认为，明确的分层次品牌有利于提高公司单位面积效益、提升毛利率，也与母公司的地产开发形成协同效应。

服务体系上，公司建立了“全介通”和“大客服”两个核心产品系列。“全介通”服务于“物”，提供前期咨询、物业租售、物业托管打理、商业物业整体运营等服务；“大客服”服务于“人”，核心理念是“全员客服化”，每个小区的服务人员在社区实行区域性服务管理。业主有问题，不用找客服中心，直接找区域所在管家。我们认为，“大客服”的服务理念，节省了业主的沟通成本，也降低了线上交流的距离感，也能一定程度上确立责

任人，保证服务质量。

增值服务是公司最关注的利润增长点，公司积极拓展增值服务内容与形式。公司同样重视线上化平台的建立，用科技提升物管效率。建立了“芯智慧”社区云服务平台，提升物业管理的质量和效率，主要包含：信息化协同平台（PMS）、物联网综合平台（EBA）、商业运营与生活服务平台“慧生活”APP、和社区及居家健康养业务平台“爱到家”。

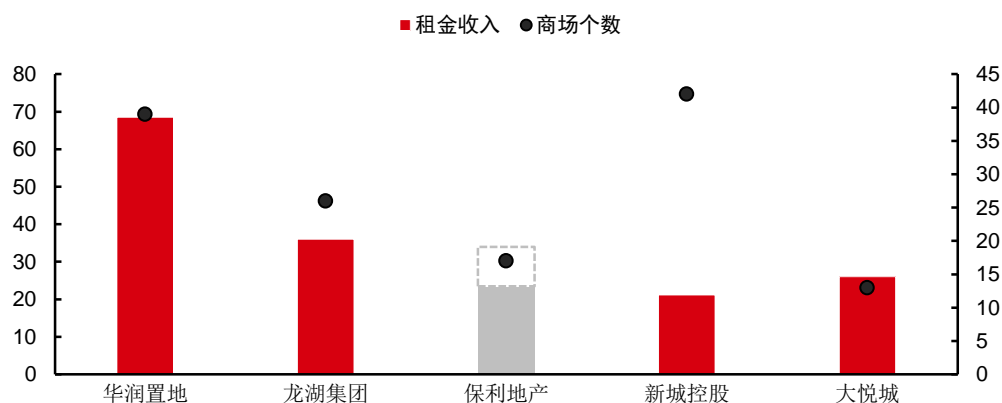
保利商业

公司在 2018 年年报披露，商业管理板块运营项目 65 个，管理面积 266 万平方米（不含写字楼，含酒店，口径略大于官网披露口径）。2018 年，累计外拓购物中心 10 个，酒店 4 个，以轻资产模式实现品牌及管理输出。2017 年时公司商业管理公司累计管理商业面积 160 万平方米，实现经营收入 10 亿元。可见，保利商业管理在 2018 年之后发展迅猛。

保利商业的官网披露，到 2019 年 4 月，保利商业在全国 34 个城市开业运营 206 个商业项目，商业经营面积超过 230 万平米。如果要和其它上市公司相比较，则大型的购物中心有 17 个（这类大型商业购物中心和华润、大悦城等公司有类似），其余则为小型的社区商业门店（若比邻）等。从规模上来看，保利商业要略小于华润的整体规模，但要明显大于中国海外发展、金茂等公司的商业规模。如果和以商业为主的公司比较，则保利商业后来居上，要大于大悦城等公司的经营规模，品牌影响力则有待进一步提高。

根据保利商业的官网新闻显示，预计到 2020 年，保利商业将在全国范围内运营管理 60 个购物中心、100 个酒店、30 万间公寓房间，百余个若比邻社区商业中心，经营管理商业物业面积超过 1000 万平米。

图 24：各公司商场租金收入与商场个数对比（单位：亿元）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部 注：保利地产为中信证券研究部估算数据

表 12：部分商业管理品牌商场部分物业规模及收入

公司名称	租金收入	商场个数	商场总建筑面积	平均单商场年收入	单位面积年收入
华润置地	68.52	39	487.8	1.75	1405
新城控股	21.16	42	390.40	0.50	542
大悦城	26.03	13	277.97	2.00	936
龙湖集团	36.00	26	295.8	1.38	1217

资料来源：各公司公告，中信证券研究部

表 13：当前各大商业管理品牌的经营管理规模一览 单位：万平方米

上市公司	品牌名称	进入城市	商场	写字楼	酒店	总管理面积
大悦城	大悦城	12	13	4	3	317.2
龙湖集团	天街	8	26	-	-	295.8
中国金茂	金茂	10	4	5	10	141.8
华润置地	万象城/五彩城	约 30	39	11	9	921
万科 A	印力	50 余		合计 210		1300
新城控股	吾悦	41	42	1		393.5
中国海外发展	环宇荟	15	13	42	12	409

资料来源：公司公告，一般公司统计口径含写字楼，保利地产披露的管理规模不含写字楼

保利 Mall，是城市中心体量较大的商业（10-20 万平米）。公司起步商业较早，10 年前佛山保利 mall 就已经开业，如今已经较为成熟。2018 年，佛山保利 Mall 的销售额突破 15 亿元，多家主力店销售额达到亿元。

图 25：保利 Mall 的十年成熟项目，佛山保利 mall



资料来源：赢商网

图 26：轻资产输出管理项目，合肥保利 mall 品牌一览



资料来源：大众点评（一只西瓜酱鸭上传）

保利广场是略小一点的城市综合体（一般在 5-8 万平米）。公司官网显示，武汉的保利广场开业首年盈利超过 2000 万，客流销售突破 3 位数增长。

时光里是更小的商业，体量在 3-5 万平米，定位都市中心型艺术主题生活方式中心。

若比邻是保利发展旗下社区商业品牌（比上述品牌面积更小），专注社区全渠道消费。以线上 App、线下若比邻 mall、社区商业中心、商业街、生鲜超市、鲜食便利、无人零售等产品矩阵，为社区用户提供家门口一站式智慧社区消费体验。

2015 年，首家社区商业中心试营业。2016 年，全国开业项目达到 32 家。2017 年，首间社区 mall 开业，首家社区无人店开业，App+小程序上线，2018 年，聚焦华南，打造新品，加快拓展步伐。除了依托保利地产之外，若比邻还和华发、碧桂园、祈福、丽丰等公司合作，开拓社区商业的运营。若比邻更倾向于线上线下一体化互动。

图 27：若比邻的线上小程序



资料来源：若比邻官网

图 28：典型的若比邻线下社区商业



资料来源：公司官网

总体来说，我们认为保利商业已经初步形成了不同面积的产品线，从大型商业综合体到小型社区商业都有涉足。早年，由于投资回报率较低，保利地产很少主动获得大量商业项目，但也透过佛山等项目，积累了招商运营的经验。最近三年，公司开始明显发力商业，不仅经营范围不断扩大，轻资产运营和品牌建设也取得明显的进步。目前来看，无论是品牌影响力还是经营规模，公司都在逐渐接近行业龙头的水平（例如华润）。公司对于租金等数据披露甚少，我们暂时难以给予业务以准确估值。但可以确定的是，公司不动产资产的价值应该明显超过账面价值，且保利商业作为一个品牌本身具备价值。

商业管理——酒店和公寓部分

保利发展的酒店管理和公寓管理，在组织架构上，是保利商业管理的一部分（即和商场是一家公司）。写字楼的物业管理，公建的管理，则属于保利物业的一部分。当然，保利物业和保利商业管理，都是保利地产的子公司。

保利酒店有四大自营品牌，分别是诺雅（超五星奢华品牌），郡雅（标准五星酒店品牌），悦雅（标准四星酒店品牌）和雅途（精品艺术酒店品牌）。保利酒店作为保利商业的酒店板块专业运作平台，集投资、建设和运营三位一体，获得洲际、万豪、雅高、瑰丽等 18 个国际品牌的特许经营权。2016 年，公司首家自主品牌酒店——林芝保利雅途酒店开业。根据保利商业的官方微信公众号披露，到 2018 年 9 月，保利酒店板块开业酒店房间数 7216 间，旗下运营和在建的酒店建筑面积达 161 万平方米。

表 14：酒店行业主要上市公司及酒店管理规模

公司名称	酒店数量	客房数量	代表品牌
保利酒店		7216	
金茂酒店	8	3,437	金茂君悦
香格里拉（亚洲）	79	35,834	香格里拉
金陵酒店	147		金陵

公司名称	酒店数量	客房数量	代表品牌
开元酒店	150	34,286	开元
华天酒店	19	5,385	华天
首旅酒店	4,049	397,561	如家、和颐
锦江股份	6,147	625,235	锦江之星，七天
华住酒店	4,023	422,747	汉庭、桔子、海友

资料来源：公司公告，中信证券研究部

酒店一般被列入固定资产科目。到 2019 年一季度末，公司固定资产达到 45.7 亿元，其中除了少量自用办公之外，其余应该均为酒店（以成本入账）。

图 29：自主品牌酒店——林芝雅途酒店



资料来源：公司网站

图 30：海陵岛皇冠假日酒店



资料来源：公司网站

总体来说，公司的酒店板块渐上规模，不仅积累了一部分资产，更锻造了一定的管理能力，预计未来有望加快轻资产扩展的步伐。

表 15：酒店管理公司的目前市值及估值情况一览 单位：亿元

公司名称	总市值	PE (LYR)	PB (LYR)
保利酒店	-	-	-
金茂酒店	76.1	30.2	1.30
香格里拉（亚洲）	304.9	22.9	0.70
金陵酒店	33.7	43.6	2.29
开元酒店	39.4	21.0	5.91
华天酒店	28.7	亏损	1.13
首旅酒店	174.8	20.4	2.14
锦江股份	233.7	21.6	1.85
华住酒店	684.8	95.4	11.06

资料来源：公司公告，中信证券研究部

保利公寓也是保利商业管理的一部分，是公寓运营平台，结合长租及短租，集中式及分散式多模式运营管理，参与城市旧有存量项目的改造更新盘活和新拓展项目的利用。

表 16: 保利公寓运营项目

广州保利 N+公寓（万胜围店）	天津保利瑜璟阁大都会服务公寓	大连保利 N+公寓（西山林语店）
广州保利小 n 公寓（广财店）	广州保利瑜璟阁天悦服务公寓	西安保利 N+酒店（三桥万象店）
沈阳保利 N+公寓（大学城店）	汕尾保利瑜璟阁金町湾度假公寓	阳江保利 N+酒店（海陵岛店）
重庆保利 N+公寓（林语溪店）	惠州保利瑜璟阁南昆山度假别墅	三亚保利瑜璟阁海棠湾度假别墅
长沙保利 N+公寓（麓谷林语店）		

资料来源：公司网站

长租公寓行业，目前看盈利性，经营管理难度，都较之商业、酒店，更加困难一些。国内的其他长租公寓品牌，也未见有较好盈利情况（除非重资产，即依托较低成本的资产盈利）。

保利投顾

地产开发企业很少有代理销售业务，但公司的确从成立之初，就有此项新房代理销售业务。（这也说明了公司不在战略层面否决业务，而在控制投入基础上，在实践过程筛选业务的管理特色）

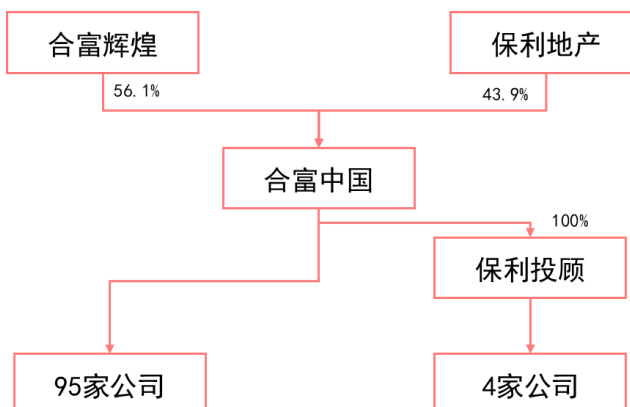
保利投顾成立于 2001 年，形成覆盖全国的营销资源网络，连续多年荣获中国房地产营销策划的十强。在和合富辉煌合作之前，公司主要有四项业务，即代理业务（一手房销售代理）、金融业务、电商业（客户导流）和二手业务（保利爱家）。

2018 年 1 月 29 日，公司与合富辉煌签订框架协议，约定成立合营公司，二者把旗下所有一手及二手房地产代理服务业务都转让给合营公司，保利地产预期拥有 40-45% 权益。同时合富辉煌向公司增发股票 5%。

2018 年 5 月 7 日，保利地产与合富辉煌进一步达成协议，1.由合富中国收购保利顾问集团，及以合富中国向保利地产增发 43.9% 股权；2.合富辉煌按发行价每股新股份 4.20 港元向保利地产配发及发行新股份。

2018 年 11 月 16 日，保利地产与合富辉煌的重组已经完成，新公司股权结构如下。

图 31: 重组完成后新公司的股权结构



资料来源：Wind，中信证券研究部

总体来看，我们认为新房销售代理并不算太好的赛道。一方面，受政策波动影响，且中长期并没有大量成长空间的行业；另一方面，无论是保利投顾还是其他公司（包括合作方合富辉煌，和 A 股上市公司世联行等）都不具备什么核心竞争力，只是作为开发企业的配套服务商存在。

不过，保利投顾和合富辉煌的合作，也说明了公司在新业务资本运作方面的灵活态度。而这一合作，也会进一步打开公司市场化发展的可能性。

建筑

公司的建筑板块主要是广东重工（设计院）和富利建设。广东重工的历史可以追溯到 1959 年，在 2008 年公司制改建后成为保利地产的控股子公司，是综合性甲级设计院。该设计院业务涉及房建和非房建诸多领域，具有监理综合资质、工程招标代理甲级、人民防空工程监理丙级等资质，有高级工程师 118 人，工程师 304 人。广东重工的可比上市公司有苏交科和中设集团，总体看设计院的估值在 15 倍 PE 以内，大中型设计院的合理市值在 50 亿元左右。当然，我们相信广东重工还需发展进步。

富利建设是一家建筑工程公司，具有建筑工程施工总承包壹级等资。年施工总面积超过 5000 万平米，业务遍布 85 个城市。这类企业的估值一般较低。

会展

公司的会展业务，依托保利世贸博览馆（公司的投资性房地产）等资源，所开展的业务。公司的会展业务，是独立于物业管理和商业管理的。区别于商业管理和物业管理，则是会展业务的子公司，基本披露都有少数股东存在。

根据子公司官网，保利会展品牌的主要运营公司是保利国贸，保利锦汉展览则是专业展览主办机构。保利世贸博览馆是华南地区最重要的会展中心之一。广东珠西国际会展中心位于江门，也是保利会展运营管理的。

康养

公司康养业务起步较早。公司披露，和康养相关的子公司包括：广州保利和悦健康养老服务有限公司（2018 年新设），上海保爱养老服务有限公司，保利安平养老产业投资管理有限公司（北京），成都市两河森林和熹会养老服务有限公司等。

表 17：公司康养业务发展历程

时间	事件
2011	提出善居养老计划
2012	推出和熹会品牌，落地北京西山和熹会（依托西山林语项目）
2013	提出养老产业全产业链培育的发展战略
2014	筹办首届中国国际老龄产业博览会
2015	进军社区养老，推出“和院健康生活馆”品牌，推出保利和品（专业适老用品）和太平人寿战略合作，上海西塘和熹会正式运营（嘉
2016	进军智慧养老
2017	广州中科和熹会，成都两河和熹会运营，升级社区居家养老的保利和悦会
2018	强化品牌运营管理，第五届老博会，承办 2018 年中国健康与养老产业发展论坛

资料来源：公司官网

总体来看，我们认为康养是一个潜力巨大的产业，但无论是公司还是其竞争对手，都没有十分清晰的盈利模式。开发企业在这一领域具备一定优势(土地资源优势)，但在服务能力方面有待验证。公司起步较早，产业链布局较为完整，有破局的可能性。

■ 风险提示

房地产行业调控趋于严厉的风险。尽管行业融资收紧对于公司影响更小，但行业整体销售去化速度的下降，则也将对公司产生负面影响。

公司盈利水平在长期而言趋于下降的风险。

■ 估值和投资评级

我们假设未来房价不上涨，今年全年行业销售额略有上升，我们不考虑其他业务的盈利贡献，且公司仍会适度平滑业绩，不至于出现 2019 年盈利能力大幅上升，而 2020 年大幅下降的局面。

我们给予公司 2019/2020/2021 年 243.7 亿、316.5 亿和 379.4 亿元的归母净利润预测，合每股 EPS 2.05/2.66/3.19 元/股。当然，随着市场走向平稳，房住不炒得到贯彻落实，2021 年之后公司的业绩增速预计将明显下一个台阶。

表 18：可比公司估值表

公司名称	评级	股价 (元)	NAV (元)	EPS (元)				PE			
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
万科 A	买入	28.01	35.74	3.06	3.63	4.47	5.71	9.2	7.7	6.3	4.9
华侨城 A	买入	6.97	12.92	1.29	1.47	1.67	1.90	5.4	4.7	4.2	3.7
招商蛇口	买入	19.81	33.38	1.89	2.56	3.11	3.75	10.5	7.7	6.4	5.3
保利地产	买入	13.82	19.43	1.59	2.05	2.66	3.19	8.7	6.7	5.2	4.3
绿地控股	买入	6.82	12.86	0.93	1.19	1.40	1.76	7.3	5.7	4.9	3.9
华夏幸福	买入	28.23	26.51	4.03	5.09	6.27	8.80	7.0	5.5	4.5	3.2
金地集团	买入	11.95	12.43	1.79	2.07	2.28	2.49	6.7	5.8	5.2	4.8
龙湖集团	买入	24.20	20.93	2.16	2.82	3.42	4.05	11.2	8.6	7.1	6.0
中国金茂	买入	4.30	7.67	0.44	0.59	0.79	0.98	9.8	7.3	5.4	4.4

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

我们估算，到 2018 年底，公司的权益货值约近 1.9 万亿元，净负债为约 1500 亿元。我们给予公司开发业务扣净负债的 NAV 约合 1836 亿元。

表 19：公司权益总货值增长简单估计

	在建 (万平米)	待开发 (万平米)	总计(万平米)	当年销售均价 (元/平)	当年权益比	权益货值简单重估 (亿元)
2014	4968	5069	10037	12814	76%	9766
2015	5029	5428	10457	12652	74%	9741
2016	5708	6344	12052	13142	76%	11970

	在建 (万平米)	待开发 (万平米)	总计(万平米)	当年销售均价 (元/平)	当年权益比	权益货值简单重估 (亿元)
2017	7504	9090	16594	13791	68%	15472
2018	10390	9154	19544	14634	65%	18698

资料来源：公司公告，中信证券研究部测算，这种算法可能会和最终结果有较大偏差，比如当前销售均价并不等于资源充足价值，但可以反映趋势。

公司投资性房地产（即商业部分和写字楼，含固定资产），重估约为 476 亿元。我们保守估计，公司 NAV 为 2311 亿元（服务业不能计入 NAV），合 19.43 元/股。再加上公司物业管理板块 120 亿的估值，不考虑其他新业务的价值，公司绝对价值水平估计为 20.44 元/股。

从相对估值来说，我们认为公司业绩增速在龙头公司中较快。我们给予略高于龙头公司估值的 2019 年 8 倍 PE，目标市值为 1949 亿元，合 16.39 元/股。

综合来看，我们认为尽管公司业绩增长较快，但仍应该给予 NAV 一定的折价。综合参考公司 PE 和绝对估值，我们给予公司 18.41 元/股的目标价，合 2190 亿元的合理市值。

公司当前股价为 13.82 元/股，对应 2018 年的股息率 3.6%，公司股息率在业内处于有吸引力的水平。我们维持公司“买入”的投资评级。

附：保利物业的简单估值

由于公司公告物业管理即将登陆港股市场，但又还没有披露相关数据信息。从现有的信息（公司管理层接受媒体采访和过去新三板上市公司披露的资料）来看，则保利物业现有的规模，和中海物业差别不大。

我们评估一家物业管理公司的竞争力，主要是看股东背景、团队经验、经营规模、品牌影响力、拓展能力、增值服务能力、科技实力等诸多层次。

从股东背景来看，则保利物业的股东，所能给予保利物业的高确定性物业交付，较之中海更多一些。2018 年，中国海外发展和保利地产的竣工面积分别为 1364 和 2750 万平方米。当然，保利地产的销售均价比中国海外发展更低。（2019 年上半年，中国海外发展和保利地产的销售均价分别为 18582 元/平方米（根据当期汇率换算）及 15437 元/平方米），这可能意味着保利物业所分布的项目更下沉，物业管理的均价可能略低于中国海外发展。

在物业公司的激励机制来看，两家公司并没有特别大的差别。从第三方拓展来看，保利物业似乎较之中海物业更为积极。

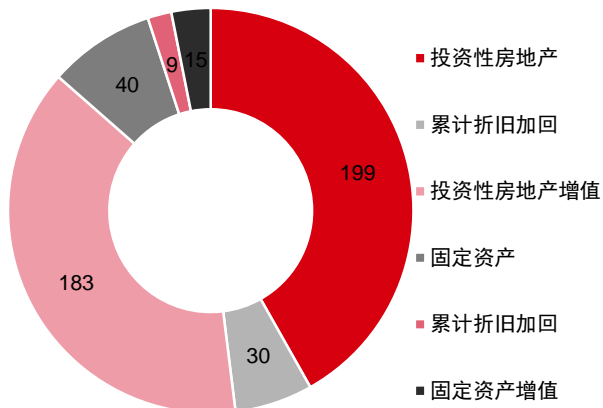
表 20：保利物业今年来第三方拓展项目的不完全统计

时间	业态	事件
2019 年 4 月 29 日	养老地产	保利物业入驻上海周浦太平养老产业管理有限公司建设的“太平小镇”——
2019 年 5 月 14 日	政企单位	保利物业进驻广东生态环境技术研究所服务中心。
2019 年 5 月 29 日	住宅	保利物业进驻贵港市众泰·御珑湾。
2019 年 6 月 27 日	城市服务	保利物业与东港市孤山镇签署“全域化公共服务”
2019 年 6 月 29 日	住宅	保利物业进驻茂名市进驻潘州名门。

资料来源：保利物业微信公众号，中信证券研究部

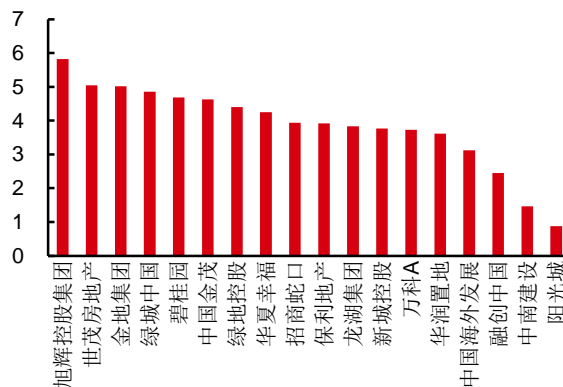
总体而言，我们认为保利物业上市之后，其整体市值可能大于中海物业。在缺乏详细数据的情况下，我们给予保利物业 120 亿元人民币的估值（中海物业最新市值为 110.8 亿元人民币）。

图 32：保利地产投资性房地产和固定资产价值一览



资料来源：公司公告，中信证券研究部测算

图 33：不同龙头公司的股息率



资料来源：公司公告

利润表（百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	146,342	194,555	247,720	347,572	453,541
营业成本	100,872	131,339	168,558	240,576	319,261
毛利率	31.07%	32.49%	31.96%	30.78%	29.61%
营业税金及附加	12,457	16,122	21,894	29,705	38,813
销售费用	3,866	5,912	7,257	10,947	13,786
营业费用率	2.64%	3.04%	2.93%	3.15%	3.04%
管理费用	2,845	3,495	4,780	6,429	8,299
管理费用率	1.94%	1.80%	1.93%	1.85%	1.83%
财务费用	2,392	2,585	2,991	4,405	6,379
财务费用率	1.63%	1.33%	1.21%	1.27%	1.41%
投资收益	1,680	2,690	2,959	3,550	4,261
营业利润	25,527	35,593	46,571	58,375	70,121
营业利润率	17.44%	18.29%	18.80%	16.80%	15.46%
营业外收入	325	366	403	443	487
营业外支出	153	179	196	216	238
利润总额	25,699	35,780	46,778	58,602	70,371
所得税	6,022	9,631	12,691	15,541	18,899
所得税率	23.43%	26.92%	27.13%	26.52%	26.86%
少数股东损益	4,051	7,245	9,715	11,411	13,537
归属于母公司股东的净利润	15,626	18,904	24,372	31,650	37,935
净利率	10.68%	9.72%	9.84%	9.11%	8.36%

现金流量表（百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	25,699	35,780	46,778	58,602	70,371
所得税支出	-6,022	-9,631	-12,691	-15,541	-18,899
折旧和摊销	792	1,015	1,535	2,292	2,979
营运资金的变化	-50,182	-19,231	-64,788	-78,214	-71,497
其他经营现金流	417	3,961	-2,065	650	2,574
经营现金流合计	-29,296	11,893	-31,231	-32,211	-14,472
资本支出	-495	-604	-3,486	-3,985	-3,612
投资收益	1,680	2,690	2,959	3,550	4,261
其他投资现金流	-18,137	-15,545	-18,062	-20,051	-22,080
投资现金流合计	-16,951	-13,459	-18,589	-20,486	-21,432
发行股票	15,869	12,783	0	0	0
负债变化	161,465	222,590	56,801	126,469	110,262
股息支出	-4,743	-5,948	-5,948	-7,465	-9,753
其他融资现金流	-105,192	-182,928	-2,991	-4,405	-6,379
融资现金流合计	67,398	46,498	47,863	114,600	94,130
现金及现金等价物净增加额	21,151	44,932	-1,957	61,903	58,226

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

资产负债表（百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	67,801	113,431	111,474	173,377	231,603
存货	439,040	474,505	521,183	719,642	890,638
应收账款	1,873	2,044	2,825	4,022	5,062
其他流动资产	137,443	176,501	254,728	354,772	441,889
流动资产	646,157	766,481	890,210	1,251,813	1,569,191
固定资产	4,101	4,594	6,545	8,237	8,871
长期股权投资	23,451	48,489	63,046	79,144	97,709
无形资产	41	119	119	119	119
其他长期资产	22,702	26,810	31,110	36,000	40,267
非流动资产	50,295	80,012	100,820	123,501	146,966
资产总计	696,452	846,494	991,030	1,375,314	1,716,157
短期借款	3,067	3,011	6,435	79,796	150,618
应付账款	46,814	50,686	69,300	101,134	129,560
其他流动负债	313,069	391,199	432,181	622,566	783,001
流动负债	362,950	444,897	507,916	803,496	1,063,180
长期借款	147,654	181,874	230,361	280,860	315,928
其他长期负债	27,608	33,229	38,119	40,729	45,101
非流动性负债	175,262	215,103	268,481	321,589	361,029
负债合计	538,212	660,000	776,396	1,125,085	1,424,208
股本	11,858	11,895	11,895	11,895	11,895
资本公积	15,462	15,246	15,246	15,246	15,246
归属于母公司所有者权益合计	106,980	121,923	140,347	164,532	192,714
少数股东权益	51,260	64,572	74,287	85,698	99,235
股东权益合计	158,240	186,494	214,634	250,230	291,949
负债股东权益总计	696,452	846,494	991,030	1,375,314	1,716,157

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	-5.45%	32.95%	27.33%	40.31%	30.49%
营业利润增长率	10.40%	39.43%	30.85%	25.35%	20.12%
净利润增长率	25.80%	20.98%	28.93%	29.86%	19.86%
毛利率	31.07%	32.49%	31.96%	30.78%	29.61%
EBITDA Margin	19.82%	20.00%	16.79%	15.50%	14.59%
净利率	10.68%	9.72%	9.84%	9.11%	8.36%
净资产收益率	14.61%	15.50%	17.37%	19.24%	19.68%
总资产收益率	2.24%	2.23%	2.46%	2.30%	2.21%
资产负债率	77.28%	77.97%	78.34%	81.81%	82.99%
所得税率	23.43%	26.92%	27.13%	26.52%	26.86%
股利支付率	30.36%	31.46%	30.63%	30.82%	30.97%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”)除外)分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W)分发；在欧盟由CLSA (UK)分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买(400021) Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员)分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。