

证券研究报告—深度报告

房地产

房地产开发 II

保利地产(600048)

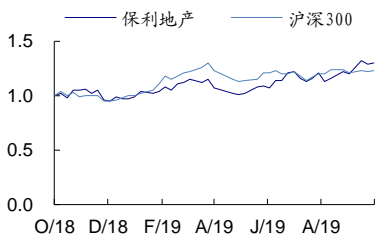
买入

合理估值: 16-18 元 昨收盘: 15.53 元

(维持评级)

2019年10月28日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	11,931/11,931
总市值/流通(百万元)	185,290/185,290
上证综指/深圳成指	2,955/9,556
12个月最高/最低(元)	16.44/10.79

相关研究报告:

《保利地产-600048-2019年中报点评: 增长显著, 维持“买入”评级》——2019-08-13  
 《保利地产-600048-深度报告: 央企龙头, 剑指前三》——2019-05-30  
 《保利地产-600048-2018年报点评: 业绩符合预期, 销售再创新高》——2019-04-17  
 《保利地产-600048-2018年中报点评: 深耕一二线, 业绩有保障》——2018-08-17  
 《保利地产-600048-2017年年报点评: 聚焦优势, 两翼提速》——2018-04-17

证券分析师: 区瑞明

电话: 0755-82130678  
 E-MAIL: ourm@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120051

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

资源禀赋优, 业务协同好

● 基于审慎原则, 估值仍有一定空间

公司每股重估净资产为 18.33 元/股, 较当前股价有 18% 的空间, 同时公司具有一定比较优势。结合绝对估值与相对估值, 基于审慎原则, 我们认为公司股价合理估值为 16 至 18 元, 对应当前股价最高有 16% 的空间。

● 住宅开发市场容量大, 龙头公司受益于集中度提升

我国商品住宅开发市场容量巨大, 在未计入旧改需求的情况下, 我国商品住宅开发行业仍具备约 280 亿平方米的市场空间。随着行业不断成熟发展, 市场份额进一步向聚焦房地产主业的优势企业集中, 预计将来集中度有望继续提升。

● 央企龙头, 土储优质, 核心竞争力突出

1) 公司背靠保利集团, 经过多年稳健快速的发展, 公司经营规模节节攀升, 总资产、营业总收入、销售额均排名行业前列, 龙头地位稳固; 2) 公司销售规模领先, 排名多年稳居行业前五, 央企第一, 十一年销售额复合增速达 33.4%, 远超行业平均水平及万科、金地等老牌房企; 3) 公司保持城市深耕, 坚持聚焦一二线城市及核心城市群, 区域战略好, 资源禀赋优, 丰富的土地储备满足了公司未来 3 至 5 年开发需要; 4) 公司旗下保利物业赴港上市, 借助资本市场的力量, 优秀的物业管理能力将与保利地产的开发业务形成协同效应, 有望进一步提升公司的核心竞争力。

● 各项指标优秀, 受益新时代

1) 公司融资成本仅为 4.99%, 净负债率、剔除预收账款后的资产负债率、短期偿债能力等财务指标均处于行业领先水平; 2) 受益于近年来销售增长, 结转项目价格上升, 公司房地产业务结转利润水平持续改善, 盈利能力持续提升; 3) 公司深耕大湾区, 是毋庸置疑的“粤港澳大湾区”显著受益者。

● 风险提示

若房地产调控超预期, 或市场基本面出现断崖式下跌, 将导致公司未来销售及预期, 从而导致公司估值及盈利预测高估的风险。

● 业绩锁定性佳, 维持“买入”评级

公司 2019 年三季度末预收款为 3829 亿元, 在满足了 2019 年 wind 一致预期营收后, 剩余的 2496 亿元可锁定 2020 年 wind 一致预期营收的 81.6%, 业绩锁定性佳。我们预计公司 2019、2020、2021 年 EPS 分别为 1.95、2.30、2.73 元, 年复合增长率 19.7%, 对应 PE 为 8.0、6.7、5.7x, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	146,342	194,555	237,358	288,390	346,068
(+/-%)	-5.4%	32.9%	22.0%	21.5%	20.0%
净利润(百万元)	15626	18904	23161	27408	32517
(+/-%)	25.8%	21.0%	22.5%	18.3%	18.6%
摊薄每股收益(元)	1.32	1.59	1.95	2.30	2.73
EBIT Margin	18.0%	19.4%	18.5%	18.2%	17.9%
净资产收益率(ROE)	14.6%	15.5%	16.8%	17.4%	18.1%
市盈率(PE)	11.8	9.8	8.0	6.7	5.7
EV/EBITDA	26.7	21.9	22.9	22.2	21.0
市净率(PB)	1.72	1.52	1.34	1.17	1.03

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 投资摘要

### 估值与投资建议

一、**绝对估值**：假设加权平均资本率 WACC 取 10.3%，暂不考虑“两翼”业务——综合服务翼与不动产金融翼，并假设未来五年销售均价接近但不高于 2018 年均价，得出每股重估净资产（RNAVPS）为 18.33 元，较当前股价有 18% 的空间。

二、**相对估值**：我们选取 A 股、内房市值超千亿的房企及销售额与保利地产相当的房企（万科 A、招商蛇口、中国恒大、华润置地、碧桂园、龙湖集团、融创中国）与保利地产比较，这 7 家公司 2019 年平均动态 PE 为 8.2 倍，若按该倍数市盈率对保利地产估值，对应股价为 15.99 元，较当前股价有 3% 的空间。

三、**评级**：公司 2019 年三季度末预收款为 3829 亿元，在满足了 2019 年 wind 一致预期营收后，剩余的 2496 亿元可锁定 2020 年 wind 一致预期营收的 81.6%，业绩锁定性佳。我们预计公司 2019、2020、2021 年 EPS 分别为 1.95、2.30、2.73 元，年复合增长率 19.7%，对应 PE 为 8.0、6.7、5.7x，维持“买入”评级。

### 核心假设与逻辑

- 一、住宅开发市场容量大，龙头公司受益于集中度提升；
- 二、央企龙头，土储优质，核心竞争力突出；
- 三、公司各项指标优秀，是毋庸置疑的“粤港澳大湾区”显著受益者。

### 与市场的差异之处

市场对房地产行业以及保利地产预期较为悲观，认为房地产行业大周期已见顶，属于夕阳产业，没有什么配置价值，保利地产规模已然很大，没有较强的扩张积极性。

我们认为，保利地产作为央企龙头，具一定比较优势，业绩确定性高，估值仍有空间，2019 年合理估值区间为 8.2 至 9.2 倍。

### 股价变化的催化因素

- 一、公司销售持续高增；
- 二、公司业绩释放超市场预期；
- 三、房地产政策宽松力度超预期。

### 核心假设或逻辑的主要风险

若房地产调控超预期，或市场基本面出现断崖式下跌，将导致公司未来销售不及预期，从而导致公司估值及盈利预测高估的风险。

## 内容目录

<b>投资摘要</b> .....	<b>2</b>
<b>基于审慎原则，估值仍有一定空间</b> .....	<b>6</b>
调整现值法估算房地产业务 .....	6
绝对估值的敏感性分析 .....	6
相对估值法估算房地产业务 .....	7
<b>住宅开发市场容量大，龙头公司受益于集中度提升</b> .....	<b>7</b>
住宅开发市场容量大 .....	7
龙头房企受益于行业集中度提升 .....	8
<b>央企龙头，土储优质，核心竞争力突出</b> .....	<b>9</b>
背靠保利集团，龙头地位稳固，受长线资金青睐 .....	9
销售规模领先，持续增长，增速大幅超越行业 .....	14
区域战略好，资源禀赋优 .....	16
保利物业赴港上市，公司实力进一步提升 .....	17
两翼业务助力主业 .....	19
品牌影响力行业领先，管理团队专业高效 .....	20
SWOT 分析 .....	20
<b>各项指标优秀，受益新时代</b> .....	<b>20</b>
融资成本低，处于行业领先水平 .....	21
财务稳健，短期偿债能力好 .....	21
盈利能力持续提升 .....	22
深耕大湾区，受益新时代 .....	22
<b>盈利预测</b> .....	<b>23</b>
假设前提 .....	23
未来三年盈利预测 .....	23
盈利预测的敏感性分析 .....	23
业绩锁定性佳，维持“买入”评级 .....	24
<b>风险提示</b> .....	<b>24</b>
估值的风险 .....	24
盈利预测的风险 .....	25
政策风险 .....	25
经营风险 .....	25
财务风险 .....	25
市场风险 .....	25
<b>附表：财务预测与估值</b> .....	<b>26</b>
<b>国信证券投资评级</b> .....	<b>27</b>
<b>分析师承诺</b> .....	<b>27</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>27</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	<b>27</b>

## 图表目录

图 1: 2018 年中国优势房企市场份额 .....	9
图 2: 美国优势房企市场份额 .....	9
图 3: 中国 TOP5 和 TOP10 房企市场集中度变化情况 .....	9
图 4: 2019 年 1-9 月中国优势房企市场份额 .....	9
图 5: 公司是具有一级开发资质的全业态覆盖大型综合开发商 .....	11
图 6: 公司业务架构 .....	13
图 7: 公司销售金额历年变化 .....	14
图 8: 公司销售面积历年变化 .....	14
图 9: 老牌优势地产股 2007 至 2017 年销售复合增速 .....	15
图 10: 保利地产 2007 至 2018 年销售增速大幅超越行业 .....	15
图 11: 公司标杆项目 1 .....	16
图 12: 公司标杆项目 2 .....	16
图 13: 保利地产新增土储容积率面积 .....	16
图 14: 公司项目可售面积分城市等级占比 .....	17
图 15: 公司土地储备分城市等级占比 .....	17
图 16: 公司拿地/销售面积变化情况 .....	17
图 17: 保利物业营业收入 .....	18
图 18: 保利物业净利润 .....	18
图 19: 保利物业净利率 .....	18
图 20: 保利物业毛利率 .....	18
图 21: 保利物业合同面积 .....	19
图 22: 保利物业在管面积 .....	19
图 23: 公司综合服务翼细分领域 .....	19
图 24: 公司不动产金融翼细分公司 .....	20
图 25: SWOT 分析 .....	20
图 26: 波特五力分析 .....	20
图 27: 公司融资成本处于低位 .....	21
图 28: 公司融资成本显著优于市场平均水平 .....	21
图 29: 保利地产负债走势 .....	21
图 30: 保利地产净负债率优于行业 .....	21
图 31: 保利地产短期偿债能力佳 .....	22
图 32: 公司毛利率提升 .....	22
图 33: 公司净利率提升 .....	22

表 1: 加权平均资本成本 (WACC) 假定 .....	6
表 2: 公司房地产 RNAVPS 估算 .....	6
表 3: RNAVPS 基于房价和 WACC 的双变量敏感性分析 .....	7
表 4: A 股地产板块市值最大的其他 5 家房企与保利地产的 PE 比较 .....	7
表 5: 保利地产估值具有显著比较优势 .....	7
表 6: 2018 年之后中国商品住宅潜在总需求测算 .....	8
表 7: 保利地产发展历程 .....	10
表 8: 2019 年中期 A 股、内房股房企总资产、营业总收入、归母净利润排名 .....	10
表 9: 保利地产住宅地产与商业地产项目 .....	12
表 10: 保利集团进入《财富》杂志世界 500 强榜单 .....	13
表 11: 2019 年三季度公司十大流通股东结构 .....	14
表 12: 保利地产 2011 年至 2019 年市占率 .....	15
表 13: 未来三年盈利预测表 (单位: 百万元) .....	23
表 14: 盈利预测情景分析 (乐观、中性、悲观) .....	24

## 基于审慎原则，估值仍有一定空间

保利地产执行“一主两翼”战略方针，以不动产投资开发为主，以综合服务与不动产金融为翼。我们对公司房地产业务采用调整现值法进行估算，并选取可比公司结合相对估值法进行估值。**基于保守及审慎原则，我们暂不对公司的“两翼”业务——综合服务与不动产金融估值。**

### 调整现值法估算房地产业务

我们采用假设开发法评估其项目价值，**基于审慎原则，暂不考虑 2019 年新增项目的价值**，并假设未来五年（2019 至 2023 年）公司房地产销售的签约均价接近但不高于 2018 年的签约均价，WACC 取 10.3%，估算出公司房地产业务 RNAVPS 为 18.33 元，较当前股价有 18% 的空间。

**表 1: 加权平均资本成本 (WACC) 假定**

无杠杆 Beta	1.05
无风险利率	3.24%
股票风险溢价	6.80%
公司股价	12.62
发行在外股数	11895
股票市值(E)	150115
债务总额(D)	263657
Kd	4.70%
T	27.00%
Ka	10.38%
有杠杆 Beta	1.99
Ke	11.40%
E/(D+E)	36.28%
D/(D+E)	63.72%
WACC	10.30%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**表 2: 公司房地产 RNAVPS 估算**

房地产权益增值 (百万元)	96149
账面净资产 (百万元)	121923
重估净资产 (百万元)	218072
总股本 (百万股)	11895
P/NAV	0.85
溢价率	18%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### 绝对估值的敏感性分析

- 一、假设加权平均资本率 WACC 取 10.3%，暂不考虑“两翼”业务——综合服务翼与不动产金融翼，并假设未来五年销售均价接近但不高于 2018 年均价，得出每股重估净资产 (RNAVPS) 为 18.33 元，较当前股价有 18% 的空间；
- 二、当销售均价和折现率同时变化的情况下，假设 WACC 飙升至 15% 且未来五年销售均价下跌 30%，RNAVPS 为 15.75 元，与当前股价相当。

**表 3: RNAVPS 基于房价和 WACC 的双变量敏感性分析**

18.00		WACC					
		15%	14%	13%	12%	11%	10%
房价 假设 波动	-30%	15.75	15.78	15.81	15.85	15.88	15.91
	-20%	16.53	16.57	16.61	16.65	16.69	16.72
	-10%	17.32	17.36	17.40	17.45	17.49	17.52
	0%	18.10	18.15	18.20	18.25	18.30	18.33

资料来源: 国信证券经济研究所测算

### 相对估值法估算房地产业务

我们选取 A 股、内房股市值超千亿元的房企及销售额与保利地产相当的房企（万科 A、招商蛇口、中国恒大、华润置地、碧桂园、龙湖集团、融创中国）与保利地产比较，这 7 家公司 2019 年平均动态 PE 为 8.2 倍，若按该倍数市盈率对保利地产估值，对应股价为 15.99 元，较当前股价有 3% 的空间。

**表 4: A 股地产板块市值最大的其他 5 家房企与保利地产的 PE 比较**

序号	证券代码	证券简称	最新收盘日股价	预计 2019 年 EPS	2019 年动态 PE
1	000002.SZ	万科 A	26.97	3.64	7.4
2	001979.SZ	招商蛇口	19.72	2.35	8.4
3	3333.HK	中国恒大	16.43	3.12	5.3
4	1109.HK	华润置地	30.24	3.20	9.5
5	2007.HK	碧桂园	9.61	1.88	5.1
6	0960.HK	龙湖集团	28.17	2.59	10.9
7	1918.HK	融创中国	32.41	5.31	6.1
可比公司平均					8.2
	600048.SH	保利地产	15.53	1.95	8.0

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 华润置地、碧桂园、龙湖集团取核心 EPS，计价单位均为人民币

根据 2019 年中报，保利地产每股未分配利润占股价比例高达 48%，同时公司 PB、PS 也具有一定比较优势。

**表 5: 保利地产估值具有显著比较优势**

序号	证券代码	证券简称	每股未分配利润 (元)	股价 (元)	每股未分配利润占股价比例	PB	PS*
1	600383.SH	金地集团	8.11	12.9	63%	1.2	0.4
2	002146.SZ	荣盛发展	4.67	8.96	52%	1.1	0.6
3	600048.SH	保利地产	7.46	15.53	48%	1.6	0.5
4	000671.SZ	阳光城	2.54	6.6	38%	1.5	0.2
5	600466.SH	蓝光发展	2.45	6.64	37%	1.6	0.3
6	600340.SH	华夏幸福	10.98	29.9	37%	2.4	0.9
7	000961.SZ	中南建设	2.88	8.54	34%	1.8	0.2
8	601155.SH	新城控股	10.26	33.49	31%	2.5	0.4
9	000002.SZ	万科 A	8.11	26.97	30%	1.9	0.6
10	001979.SZ	招商蛇口	5.48	19.72	28%	2.2	1.0
11	000656.SZ	金科股份	1.96	7.14	27%	1.8	0.3

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 按每股未分配利润占股价比例排序，PS\* 为当前市值/2019 年前三季度销售额

## 住宅开发市场容量大，龙头公司受益于集中度提升

### 住宅开发市场容量大

根据我们测算，我国商品住宅开发市场容量巨大，在未计入旧改需求的情况下，

我国商品住宅开发行业仍具备约 280 亿平方米的市场空间（按 2018 年全国新建商品住宅均价计，约 244 万亿元）。不过，在考虑到 2018 年新建商品住宅销售额达 13 万亿元的庞大基数后，商品住宅开发的增长潜力稍显不足。

市场容量来源主要为——

- 一、人均居住面积提升：2016 年，我国人均居住面积为 36.6 平方米，相比房改初期已大幅提升，但与发达国家仍存在一定的差距；
- 二、城镇化率提升：2018 年中国城镇化率为 59.58%，预计能提升至 72%；
- 三、人口自然增长，我国人口近 10 年保持在 5% 左右的人口自然增长率，在二胎政策影响下，人口增长率小幅上升；预计能达到 16 亿人；
- 四、过去十八年的供应缺口回补。

**表 6：2018 年之后中国商品住宅潜在总需求测算**

序号	指标	数值	
①	2018 年末总人口	13.95 亿人	
②	城镇总人口	8.31 亿人	
③	乡村人口	5.64 亿人	
④	当前城镇人口居住建筑面积	36.6 平方米	
⑤	参考发达国家人均居住面积（保守与乐观两种情况）	英国 44 平方米	美国 65 平方米
⑥	现有城镇人口人均居住面积改善空间	7.4 平方米	28.43 平方米
⑦	改善需求总建筑面积（居住面积换算成建筑面积）	61.49 亿平方米	236.25 亿平方米
⑧	2017 年末城镇化率	59.58%	
⑨	城镇化率提升需求总建筑面积（若城镇化率达到 72%，即发达国家的 80%，且人均住房标准按上述参考）	76.23 亿平方米	112.67 亿平方米
⑩	2000 年至 2018 年形成的供应总缺口	70 亿平方米	
⑪	未考虑人口增长的 2017 年之后的总潜在需求（=⑦+⑨+⑩）	208 亿平方米	419 亿平方米
⑫	未来总人口潜在增加	2.25 亿人	
⑬	未来潜在增加总人口城镇化的数量	1.62 亿人	
⑭	总人口增长城镇化所增加的住房需求	71 亿平方米	105 亿平方米
⑮	开发商增量总需求（考虑总人口增加的 2017 年之后的总潜在需求，=⑦+⑨+⑩+⑭）	279 亿平方米	524 亿平方米
⑯	2018 年全国新建商品住宅均价（销售额/销售面积；统计局口径）	8736.9 元/平方米	
⑰	参考 2018 年房价，2018 年之后的住宅潜在需求金额	244 万亿元	458 万亿元

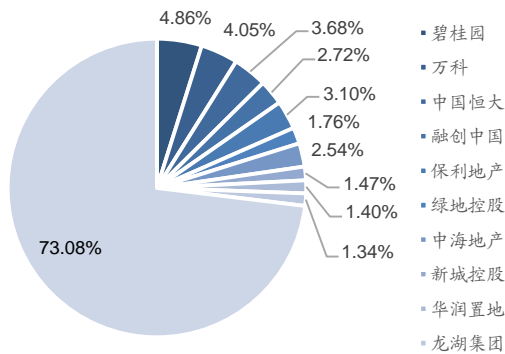
资料来源：国家统计局、Worldbank Data、美国普查局、德国联邦统计局、日本统计年鉴、Google scholar、国信证券经济研究所整理

### 龙头房企受益于行业集中度提升

自 2016 年 4 月商品房销售面积、销售额等累计同比增速见顶回落，行业降温趋势延续。随着行业进入降温阶段，对能力平庸、规模偏小的房地产企业构成巨大的生存挑战，市场份额进一步向聚焦房地产主业的优势企业集中。近几年我国优势房企市场集中度不断提升，截至 2018 年末，全国房企销售金额 TOP5 门槛提升至 4000 亿元以上，TOP10 门槛提升至 2000 亿元以上；TOP10 销售金额占全国份额由 2015 年的 16.5% 上升至 2018 年的 26.9%，TOP5 销售金额占全国份额由 2015 年的 11.5% 上升至 2018 年的 18.4%。参照发达国家市场，2017 年美国房地产 TOP5、TOP10 的房地产龙头公司市场份额分别占 23.5%、33.3%。截至 2019 年前三季度，TOP5、TOP10 的房地产龙头公司市场份额分别占 20.0%、29.4%，预计我国房地产行业集中度有望继续提升。

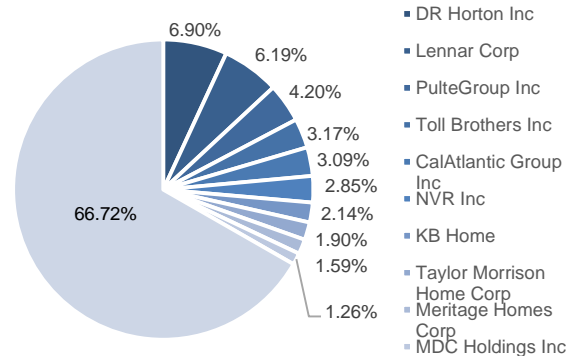


图 1: 2018 年中国优势房企市场份额



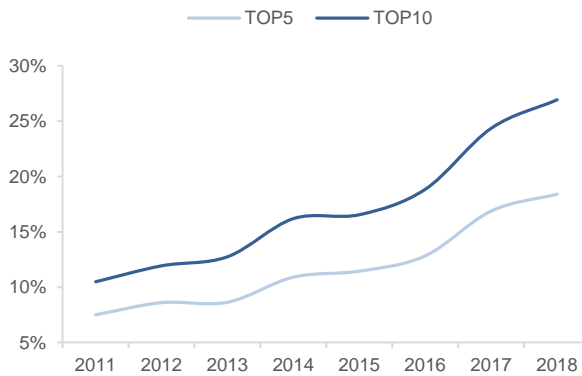
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 美国优势房企市场份额



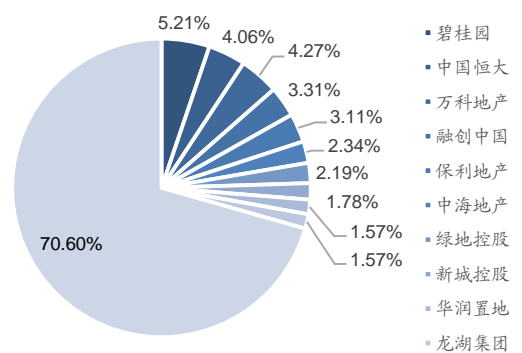
资料来源: Wind、Bloomberg、美国统计局、国信证券经济研究所整理

图 3: 中国 TOP5 和 TOP10 房企市场集中度变化情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 2019 年 1-9 月中国优势房企市场份额



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 央企龙头，土储优质，核心竞争力突出

### 背靠保利集团，龙头地位稳固，受长线资金青睐

公司是中国保利集团控股的大型中央企业，福布斯世界 500 强第 245 位，具有国家一级房地产开发资质。公司成立于 1992 年，经过十年扎实发展，2002 年成功完成股份制改造，遂开始实施全国化战略，加强专业化运作，连续实现跨越式发展，2006 年 7 月，公司股票在上海证券交易所上市，2012 年，公司布局全国 45 城，迈进“千亿俱乐部”，市占率行业排名第二，2016 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。

**表 7: 保利地产发展历程**

阶段	时间	事件
创业起步, 夯实基础	1992	邓小平南巡, 保利把握时代脉搏, 创办保利南方公司下属的“广州保利房地产开发有限公司”
	1995	成功打造首个房地产项目—广州保利红棉花园
	1996	在物业服务意识的刚刚萌芽之际, 成立保利物业
	1997	确立“房地产开发要走精品路线”的思想, 以及“精品地产、文化地产”的市场定位
立足广州, 布局全国	1999	倡导“和谐、自然、舒适”的产品理念
	2002	公司完成股份制改造, 更名为“保利房地产股份有限公司”
	2002	提出“三个为主、两个结合”的企业发展战略。“三个为主”指: 一是以做大做强房地产主业为主, 适度的拓展相关行业, 二是以北京、上海为主, 逐步向其他城市扩展, 三是以商品房住宅开发为主, 适度的拓展其他物业, 逐步优化产品结构。“两个结合”一是滚动性开发收入与物业经营性收入相结合, 二是资本经营和资产营运相结合
	2002	确立了“和谐生活, 自然舒适”的品牌主张
A 股上市, 品牌升位	2006	公司更名为“保利房地产(集团)股份有限公司”, 同年 7 月在上海证券交易所挂牌上市, 股票代码 600048
	2006	提出“住宅与商业双轮驱动”战略, 吸纳优质的商业物业, 增强公司抗风险能力。十一五期间提出“京广线长江流域”的大十字布局战略, 开启了“立足广州、布局全国”的全国化布局
	2008	首个大型购物中心保利水城惊艳问世
	2010	提出“和者筑善”的全新品牌理念, 及“打造中国地产长城”的品牌愿景
规模经营, 稳中求胜	2010	提出在产品价值与消费者感受层面上的“自然和美”产品开发理念
	2010	“三个为主、两个结合”升级为“三个为主、三个结合”的发展战略。“三个为主”即以房地产为主业, 拓展相关产业; 二是以省会及中心城市为主, 逐步向二三线城市辐射; 三是以住宅开发为主, 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
	2012	布局全国 45 城, 迈进“千亿俱乐部”, 市场占有率行业排名第二; 提出了以全产业链的形式进入健康养老产业, 打造“以居家为基础、社区为依托、机构为核心”的三位一体中国式养老模式
	2013	提出了“3+2”的布局战略, 构建以北京、上海、广州为核心的环渤海、长三角、珠三角城市群, 以及以成都、重庆为中心的成渝城市群, 武汉为中心的中部城市群, 实现二线城市的均衡发展。后完善为“3+2+X”的城市群战略布局, “X”即其他城市, 如福建、经济特区等地
	2013	保利运营管理的大连国际会议中心开始举办夏季达沃斯论坛
	2014	成立海外事业部, 接连进入澳洲、英国、美国等国家及地区, 稳健开拓海外市场
	2016	提出“一主两翼”的发展战略, 以房地产开发经营为主, 以房地产金融和社区消费为翼
	2016	提出了“全生命周期居住系统”, 从各维度关注各年龄层的不同需求
结构升级, 城乡共建	2016	收购中航地产
	2017	在全生命周期居住系统基础上, 推出“美好生活家”系列居住产品
	2017	保利物业新三板挂牌上市; 间接收购保利置业股权, 对保利集团境内房地产业务进行整合
	2017	品牌战略升级, 提出“美好生活同行者”的品牌愿景
	2018	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
	2018	项目覆盖海内外 100 余城

资料来源: 保利地产官网、国信证券经济研究所整理

经过多年稳健快速的发展, 公司经营规模节节攀升, 根据 2019 年中报及最新销售数据, 公司总资产、营业总收入、销售额均排名行业前列, 龙头地位稳固。

**表 8: 2019 年中期 A 股、内房股房企总资产、营业总收入、归母净利润排名**

序号	房企	总资产 (亿元)	房企	营业总收入 (亿元)	房企	2019 年 1-9 月销售额 (亿元)
1	中国恒大	20985	中国恒大	2279	碧桂园	5805
2	碧桂园	17467	碧桂园	2029	中国恒大	4532
3	万科 A	15771	绿地控股	2016	万科地产	4756
4	绿地控股	10018	万科 A	1393	融创中国	3695
5	保利地产	9331	中国海外发展	947	保利地产	3468
6	融创中国	8703	融创中国	782	中海地产	2612
7	华润置地	7271	保利地产	711	绿地控股	2439
8	中国海外发展	6897	世茂房地产	566	新城控股	1984
9	龙湖集团	6100	华润置地	462	华润置地	1747
10	招商蛇口	5025	华夏幸福	387	龙湖集团	1745
11	华夏幸福	4571	龙湖集团	387	世茂房地产	1740
12	新城控股	4233	富力地产	352	招商蛇口	1620
13	世茂房地产	4159	雅居乐集团	272	阳光城	1502
14	富力地产	4055	龙光地产	270	金地集团	1418
15	华侨城 A	3346	融信中国	267	旭辉集团	1368
16	金地集团	3108	金科股份	261	中南置地	1300
17	旭辉控股集团	3020	荣盛发展	244	中国金茂	1238

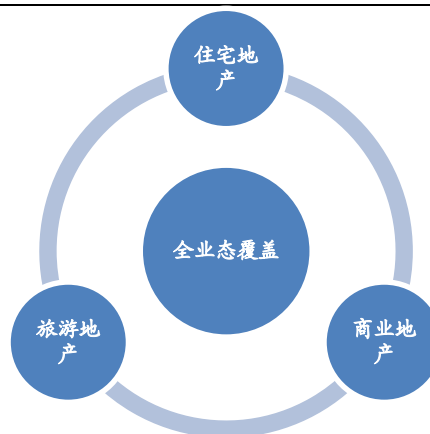
18	绿城中国	3002	中国奥园	237	绿城中国	1232
19	中国金茂	2977	中南建设	233	金科集团	1213
20	首开股份	2944	首开股份	232	华夏幸福	1004
21	阳光城	2887	阳光城	225	富力地产	1001
22	金科股份	2720	金地集团	225	中梁地产	1005
23	中南建设	2680	越秀地产	218	融信集团	940
24	佳兆业集团	2590	佳兆业集团	201	远洋集团	889
25	远洋集团	2556	旭辉控股集团	201	雅居乐	876
26	雅居乐集团	2506	绿城中国	188	滨江集团	791
27	荣盛发展	2417	大悦城	183	奥园集团	786
28	泰禾集团	2386	华侨城 A	177	蓝光发展	771
29	中国奥园	2326	新城控股	171	祥生地产	764
30	美的置业	2137	招商蛇口	167	龙光集团	717

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

公司是国内最早从事不动产投资开发的企业之一，亦是业内知名的领军品牌。公司的不动产投资、开发、运营业务，已实现国际化规模经营，业务遍布全球一百多个城市。公司拥有不动产全业态的开发经验，除住宅、商务写字楼外，在品牌酒店、购物中心、会展中心、体育场馆、产业园区、主题公园、旅游度假等领域，形成了自主品牌体系与标杆产品。公司履行央企社会责任，积极参与到城市改造、乡村振兴、保障房建设、租赁住房经营、基础设施投资、社会公益、精准扶贫等领域，为落实乡村振兴战略，推动新型城镇化进程，提高人居综合质量，贡献力量。

公司奉行“和者筑善”的品牌理念，秉持“和你成长”的关系哲学，以平等、共建、共享的同行者姿态，在追求美好生活的道路上与人民同行，在守护美好生活的道路上与合作伙伴同行，在建设美好生活的道路上与国家同行。公司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。即保利发展下设保利地产、保利建筑、保利物业、保利经纪、保利商业、保利公寓、保利会展、保利康养、保利教育、保利文旅、保利金控、保利科创等多个子品牌。

图 5: 公司是具有一级开发资质的全业态覆盖大型综合开发商



资料来源: 保利地产官网、国信证券经济研究所整理

**表 9：保利地产住宅地产与商业地产项目**

产品	简介	典型项目
住宅地产	保利“康居”系列	H1——市政配套主导型：保利花园、保利百合花园 H2——价值洼地主导型：保利春天里
	保利“善居”系列	Q1——中心地段主导型：保利心语 Q2——市政配套主导型：保利东湾、保利西海岸 Q3——价值洼地主导型：保利梧桐语、保利海上罗兰
	保利“逸居”系列	C1——中心地段主导型：保利中央公馆、保利香槟国际、保利东郡、大都会 C2——环境资源主导型：保利西山林语、保利海上五月花
	保利“尊居”系列	G1——中心地段主导型：保利康桥、保利天悦 G2——环境资源主导型：保利十二橡树庄园、保利拉斐庄园、保利国际高尔夫花园
商业写字楼	保利商业写字楼均采用国际领先建筑技术与高科技智能系统，形成了低密度、高实用和超生态的特色。	保利国际广场（北京） 保利国际中心（上海） 保利·天悦（广州） 保利中心（成都） 保利中心（佛山）
高端休闲地产	保利地产着力打造城市顶级休闲地产，将高尔夫花园引入世界级的设计标准，赋予了当代高尔夫地产独特的价值内涵。	保利国际高尔夫花园（重庆南昌成都） 保利石象湖国际乡村俱乐部（成都）
星级酒店	保利地产引入世界顶级酒店设计标准，为城市打造地标性商务酒店旗舰。	佛山保利洲际酒店 广州保利洲际酒店 海陵岛保利皇冠假日酒店 重庆保利皇冠假日酒店 三亚海棠湾保利瑰丽酒店 成都保利皇冠假日酒店
商贸会展	保利地产看准会展经济所带来的巨大经济辐射效应，以琶洲会展为中心，开发了保利世界贸易中心等大型展馆，并成为拥有琶洲会展核心区域最多土地储备的房地产开发商。	保利世界贸易中心
购物中心	凭借城市商业核心中轴，保利地产打造了佛山保利南海水城、天津大都会等城市核心商圈内最具特色的复合购物综合体。	保利水城（佛山） 保利中环广场（广州） 保利东郡（合肥） 保利滨湖天地购物中心（慈溪）
城市综合体	保利地产打造的集办公、酒店、购物、居住、娱乐、休闲为一体的城市综合功能区，成为商贸与休闲汇聚，品质与文化兼具的城央国际高端城区。	广州·保利天悦 天津·大都会 成都·保利国际广场 佛山·保利东湾

资料来源：保利地产官网、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司业务架构



资料来源: 保利地产官网、国信证券经济研究所整理

公司的第一大股东为保利集团南方有限公司，系国资委全资控股，根据公司 2019 年三季报，保利集团与保利南方集团合并持有保利地产约 41% 的股权。保利集团系国务院国有资产监督管理委员会管理的大型中央企业，于 1992 年经国务院、中央军委批准组建。30 多年来，保利集团已形成以国际贸易、房地产开发、轻工领域研发和工程服务、工艺原材料及产品经营服务、文化艺术经营、民用爆炸物品产销及服务、金融业务为主业的发展格局，业务遍布国内 100 余个城市及全球近 100 个国家。2018 年，保利集团营业收入突破 3000 亿元，利润总额超过 400 亿元。截至 2018 年底，集团资产总额超过万亿，位居世界 500 强第 312 位。

表 10: 保利集团进入《财富》杂志世界 500 强榜单

年份	营收(亿美元)	排名	说明
2015	260.5	457	首次进入榜单
2016	266.8	401	上升 56 名
2017	315.1	341	上升 60 名
2018	370.0	312	上升 29 名

资料来源:《财富》、国信证券经济研究所整理

目前，中国保利集团拥有 11 家主要二级子公司，企业职工 9 万余人，并在境内外拥有 5 家上市公司，分别为：保利发展控股集团股份有限公司（股票代码：S.H.600048）、保利置业集团有限公司（股票代码：H.K.00119）、保利文化集团股份有限公司（股票代码：H.K.03636）、贵州久联民爆器材发展股份有限公司（股票代码：S.Z.002037）、中国海诚工程科技股份有限公司（股票代码：S.Z.002116）。

公司受到长线资金青睐，根据公司 2019 年三季报的十大流通股东，香港中央结算公司（陆股通）增持 0.41% 至 2.81%，兴全基金新进持股 0.89%；同时，证金公司持股 2.99%，汇金公司持股 1.51%，“险资”同样具有较高比例的持股，泰康持股 6.24%。

**表 11: 2019 年三季报公司十大流通股东结构**

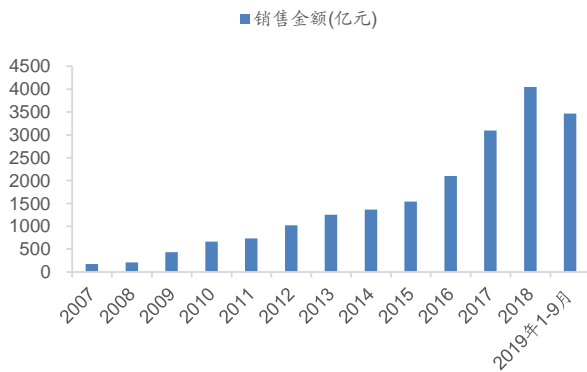
排名	股东名称	方向	持股数量(亿股)	占总股本比例(%)	股本性质
1	保利南方集团有限公司	不变	45.1	37.8	A 股流通股
2	泰康人寿保险有限责任公司-分红-个人分红-019L-FH002 沪	不变	4.9	4.1	A 股流通股
3	中国证券金融股份有限公司	不变	3.6	3.0	A 股流通股
4	香港中央结算有限公司(陆股通)	增加	3.4	2.8	A 股流通股
5	中国保利集团有限公司	不变	3.3	2.8	A 股流通股
6	华美国际投资集团有限公司	不变	2.0	1.7	A 股流通股
7	中央汇金资产管理有限责任公司	不变	1.8	1.5	A 股流通股
8	泰康人寿保险有限责任公司-传统-普通保险产品-019L-CT001 沪	不变	1.4	1.2	A 股流通股
9	泰康人寿保险有限责任公司-万能-个险万能	不变	1.2	1.0	A 股流通股
10	兴业银行股份有限公司-兴全趋势投资混合型证券投资基金	新进	1.1	0.9	A 股流通股
	合计		67.7	56.8	

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

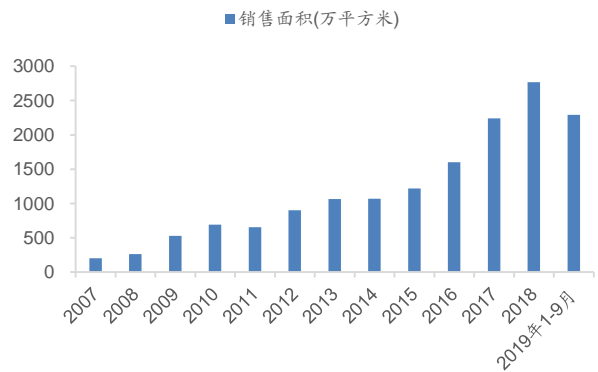
### 销售规模领先, 持续增长, 增速大幅超越行业

2007 年至 2018 年公司销售额复合增速达 33.4%, 较行业整体复合增速高 17.6 个百分点, 亦超过万科、金地等老牌房企复合增速; 2007 年至 2018 年销售面积复合增速达 27.0%, 较行业整体复合增速高 19.5 个百分点; 公司销售均价亦稳步增长, 2007 年至 2018 年复合增速达 5.0%。

2019 年 1-9 月公司实现销售额 3468 亿元, 同比增长 14.2%, 较行业整体高 7.1 个百分点; 实现销售面积 2294 万平方米, 同比增长 13.3%, 较行业整体高 14.4 个百分点; 截至 2019 年三季度末, 公司销售均价达每平方米 15118 元, 较 2018 年末提升 3.3%。

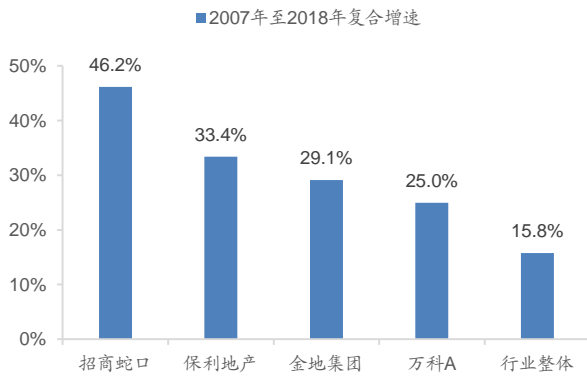
**图 7: 公司销售金额历年变化**


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**图 8: 公司销售面积历年变化**


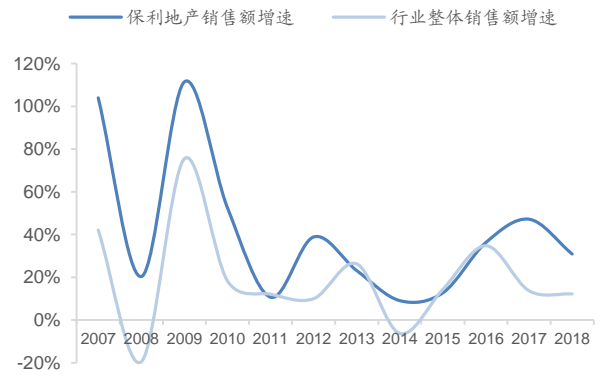
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 9: 老牌优势地产股 2007 至 2017 年销售复合增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 保利地产 2007 至 2018 年销售增速大幅超越行业



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

公司销售持续增长, 增速大幅超越行业; 规模领先, 排名多年稳居行业前五, 央企第一。作为我国房地产龙头企业之一, 公司市占率稳步提升, 截至 2018 年底已达到 2.7%, 2019 年 1-9 月达 3.1%。

表 12: 保利地产 2011 年至 2019 年市占率

	保利地产销售额 (亿元)	全市场销售额 (亿元)	市占率
2011	732	58589	1.3%
2012	1017	64456	1.6%
2013	1253	81428	1.5%
2014	1367	76292	1.8%
2015	1541	87281	1.8%
2016	2101	117627	1.8%
2017	3092	133701	2.3%
2018	4048	149973	2.7%
2019 年 1-9 月	3468	111491	3.1%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

根据公司 2019 年中报, 2019 年上半年公司一、二线城市及六大核心城市群销售贡献均超 75%, 其中在珠三角和长三角两大核心城市群分别占比达 27% 和 22%。深耕城市销售保持稳定, 1-6 月, 广州实现签约金额超 200 亿元, 佛山、北京、成都、杭州超 100 亿元, 武汉、南京等 17 个城市超 50 亿元。

公司聚焦刚性和改善性需求, 坚持以中小户型普通住宅为主的产品策略。产品结构方面, 公司保持刚性及改善性需求的住宅产品定位, 住宅类产品销售占比在 85% 以上, 且以 144 平方米以下普通住宅为主, 满足市场主流需求。

图 11: 公司标杆项目 1



资料来源: 保利地产官网、国信证券经济研究所整理

图 12: 公司标杆项目 2

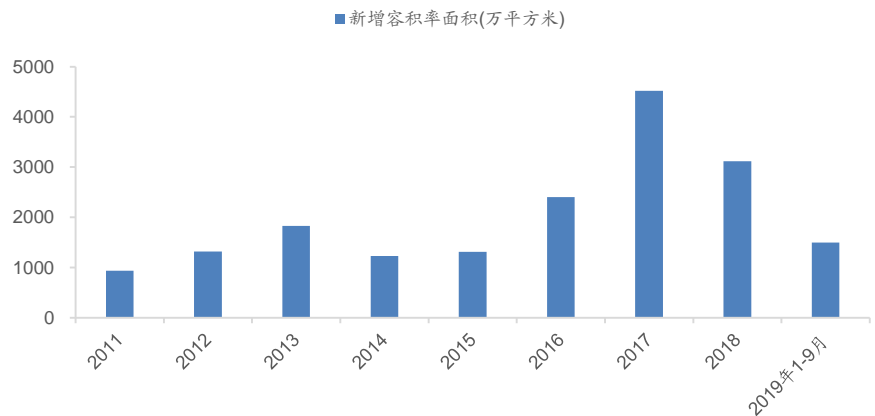


资料来源: 保利地产官网、国信证券经济研究所整理

### 区域战略好，资源禀赋优

公司优化资源结构，保持城市深耕，坚持聚焦一二线城市及核心城市群，形成以珠三角、长三角、京津冀、中部、成渝、海西等城市群为重点的布局体系。2019 年前三季度，公司累计新拓展项目 84 个，新增容积率面积 1493 万平方米，总拓展成本 996 亿元，其中一二线城市拓展金额占比 76%。前三季度，公司新开工面积 3675 万平方米，竣工面积 1723 万平方米，在建面积 11852 万平方米，分别同比增长 11.5%、46.9%和 42.7%。截至 2019 年三季度末，公司已覆盖国内外 108 个城市，共有在建拟建项目 666 个，总建筑面积 24772 万平方米，待开发面积 7654 万平方米，为公司的持续发展奠定坚实基础。

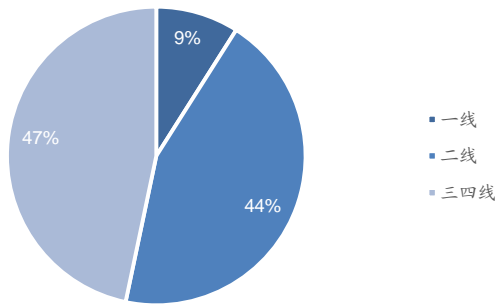
图 13: 保利地产新增土储容积率面积



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

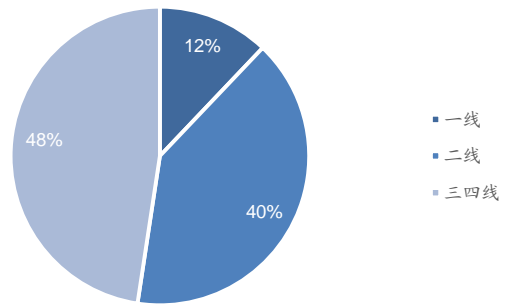


图 14: 公司项目可售面积分城市等级占比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

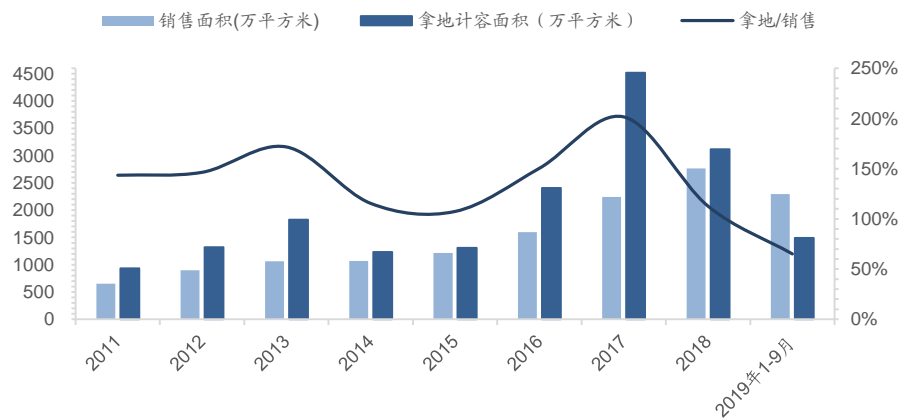
图 15: 公司土地储备分城市等级占比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

公司拿地合理, 保持土地储备规模有序扩张, 保障销售规模持续增长, 2011 年至 2018 年公司拿地计容面积与销售面积之比均大于 1, 2017 年拿地计容面积更是超过销售面积两倍, 2018 年以来, 在土地市场过热和调控政策从紧的大背景下, 公司拿地较 2017 年暂时回落, 2019 年 1-9 月公司拿地销售比仅为 0.65, 体现出公司在拿地方面的谨慎和稳健。虽然如此, 公司保证可持续发展的前提下, 积极推进多个旧城改造等优质项目, 丰富的土地储备满足了公司未来 3 至 5 年开发需要。

图 16: 公司拿地/销售面积变化情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### 保利物业赴港上市, 公司实力进一步提升

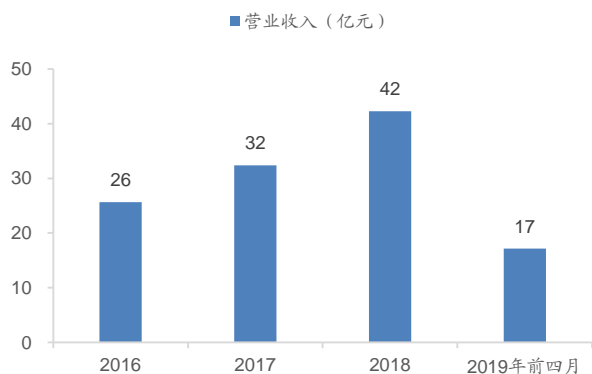
2019 年 8 月 6 日, 公司发布公告, 公司全资子公司保利物业向香港联交所递交了首次公开发行境外上市外资股 (H 股) 并在香港联交所主板上市的应用资料。2019 年 9 月 17 日收到中国证监会出具的《关于核准保利物业发展股份有限公司发行境外上市外资股的批复》: 核准保利物业发行不超过 1.53 亿股境外上市外资股, 每股面值人民币 1 元, 全部为普通股, 完成本次发行后, 保利物业可到香港交易所主板上市。我们认为, 保利物业分拆上市后, 借助资本市场的力量, 优秀的物业管理能力将与保利地产的开发业务形成协同效应, 有望进一步提升保利地产的核心竞争力。

保利物业是中国规模领先、具有央企背景的物业管理综合服务商, 根据中指院 2019 年综合实力排名, 保利物业在中国服务百强企业中排名第 4, 自 2014 年

起，保利物业综合实力持续保持前五名，根据中指院的估值，保利物业 2018 年度品牌价值逾 90 亿元。

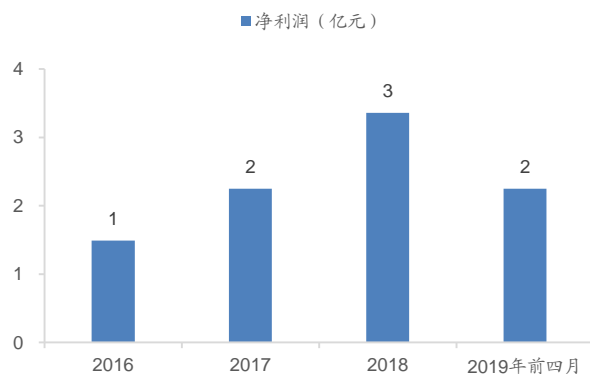
根据 IPO 文件显示，2019 年前 4 月，保利物业实现营收 17.2 亿元，同比增长 42%；实现净利润 2.3 亿元，同比增长 67%。由于物业费增加、成本管控加强及运营效率提升等原因，公司净利率、毛利率增加，2019 年前 4 月，公司净利率为 13.1%，毛利率为 24.9%。

图 17: 保利物业营业收入



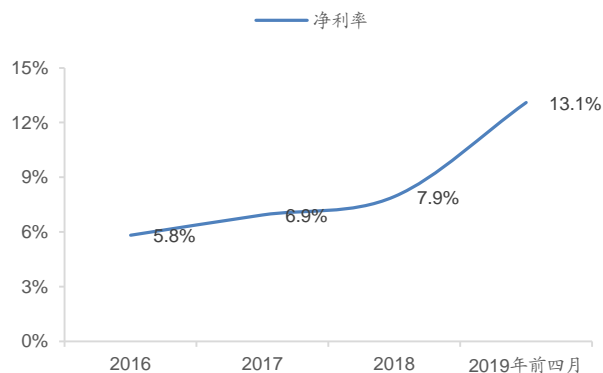
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 18: 保利物业净利润



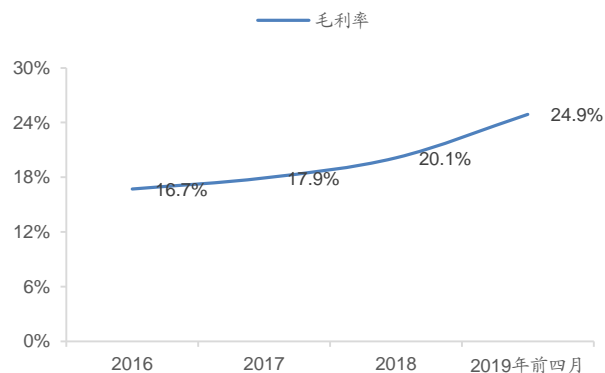
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 19: 保利物业净利率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

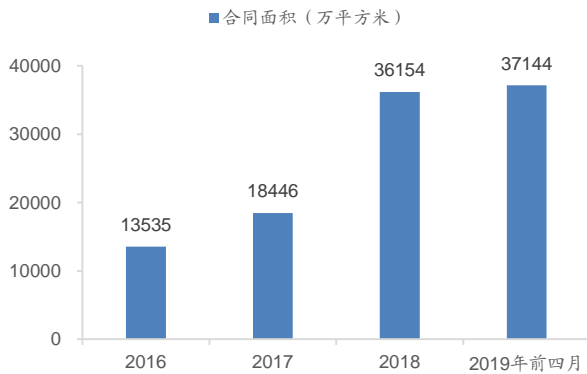
图 20: 保利物业毛利率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

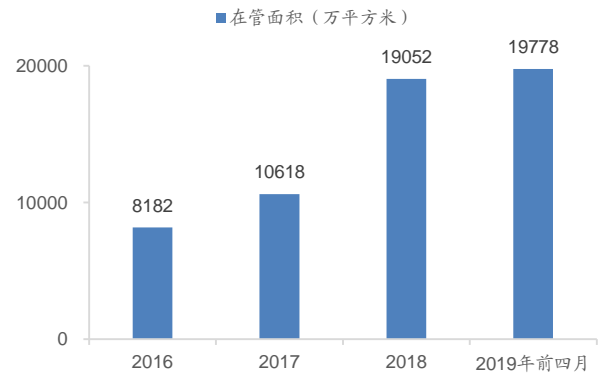
截至 2019 年 4 月 30 日，保利物业合同管理面积达 3.71 亿平方米，同比增长 96.0%，在管面积达 1.98 亿平方米，同比增长 79.4%，在管项目共计 817 个（其中住宅项目 549 个，非住宅项目 268 个），分布在 136 个城市。

图 21: 保利物业合同面积



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 22: 保利物业在管面积



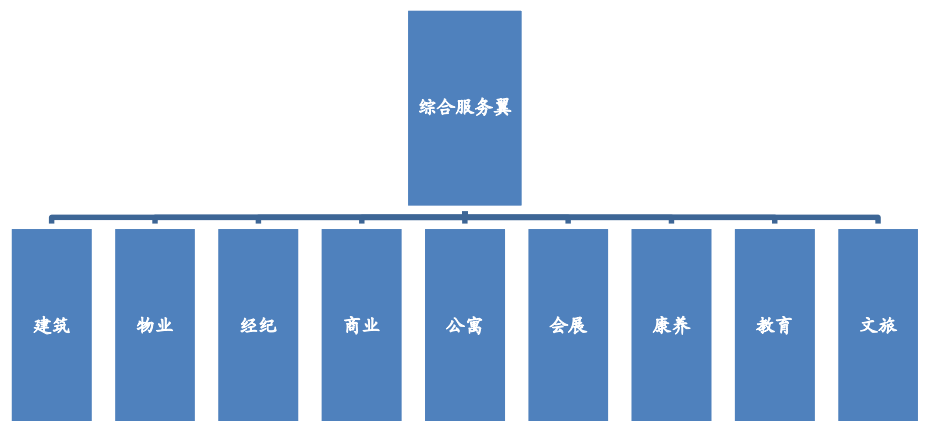
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

### 两翼业务助力主业

除保利物业外, 公司其余两翼业务也通过不断加大专业板块的业务规模, 逐渐提升专业板块在公司总体收入中的贡献度, 与主业形成业务协同和互补。

**综合服务翼:** 通过延展不动产的全产业链, 保利发展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。结合拉动内需、消费升级的国家战略导向, 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。

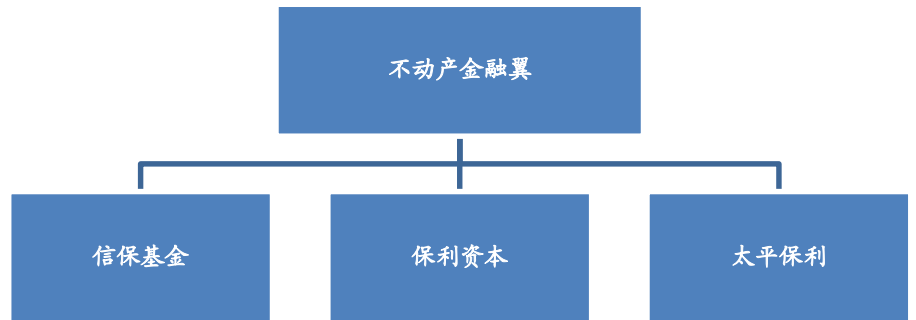
图 23: 公司综合服务翼细分领域



资料来源: 保利地产官网、国信证券经济研究所整理

**不动产金融翼:** 以产融结合为经营理念, 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, 拥有不动产基金管理机构。在产业基金、资产证券化、创新型产业孵化与资本运作上, 具备先发优势与实战能力。通过资本与产业的对接, 保利发展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。

图 24: 公司不动产金融翼细分公司



资料来源: 保利地产官网、国信证券经济研究所整理

### 品牌影响力行业领先，管理团队专业高效

公司是大型中央企业中国保利集团有限公司控股的房地产上市公司，也是中国保利集团有限公司房地产业务的主要运作平台。公司坚持“和者筑善”的品牌理念及“美好生活同行者”的品牌愿景，诚信、负责任的品牌形象得到社会广泛认可，品牌价值持续提高，连续九年蝉联“中国房地产行业领导公司品牌”。公司将独特的军旅文化融入现代企业管理，建立了权责明确、科学灵活的决策体系，并通过绩效考核、内部审计、组织监督等管理机制，打造出执行高效的团队，保障公司战略高效落地。公司高度重视人才培养，打造“练兵-点将-百帅-领军”的梯队成长体系，建立覆盖全员的培训计划，为公司健康发展提供坚实的人才保障。同时，公司不断完善激励机制，通过股权激励和员工跟投等机制将企业与员工利益高度统一，形成强大的企业凝聚力。

### SWOT 分析

综合上述分析，公司龙头地位显著，竞争力强大，资源整合及行业集中度提升为公司带来新机遇。

图 25: SWOT 分析

#### 优势

- 背靠保利集团，综合实力雄厚
- 行业龙头地位显著，销售增速有保障
- 资源禀赋优质，土储丰富，布局优势凸显
- 品牌影响力行业领先，管理团队专业高效
- 保利物业分拆上市，进一步提升公司实力
- 显著受益于新时代

#### 机遇

- 行业空间仍巨大
- 行业集中度提升带来的市占率提升
- 行业空间仍巨大

#### 挑战

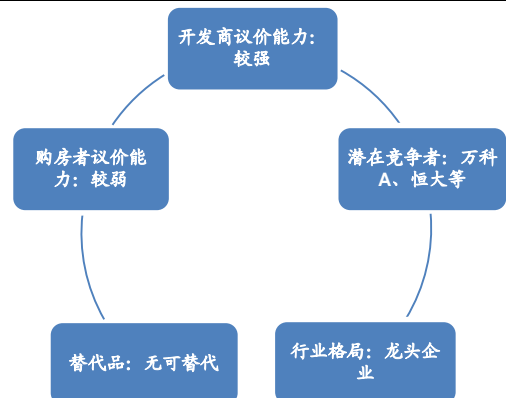
- 行业周期性下行
- 新生代民企的追赶

#### 弱势

- 激励机制可能不如民企地产龙头

资料来源: 国信证券经济研究所整理

图 26: 波特五力分析



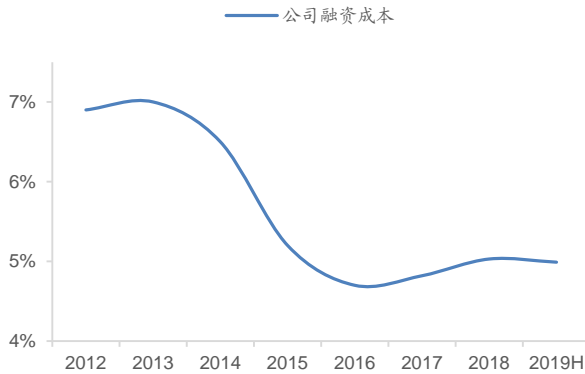
资料来源: 国信证券经济研究所整理

## 各项指标优秀，受益新时代

### 融资成本低，处于行业领先水平

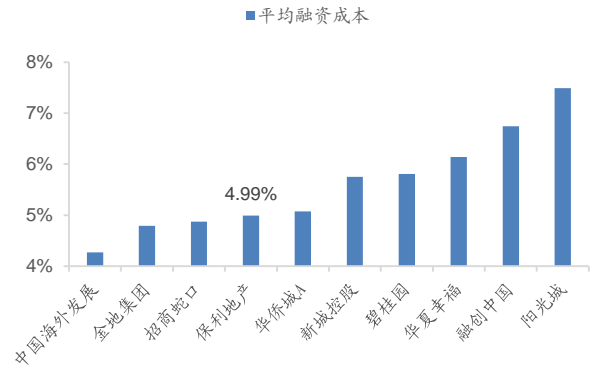
公司发挥央企信用优势，构建了以银行信贷为主，股权融资、直接债务融资、资产证券化等为辅的多元化融资体系，保障充足的融资头寸和有竞争力的融资成本。公司注重保持稳健的资产负债结构，合理控制负债规模，优化账龄结构，严控债务风险，截至 2019 年上半年末，公司有息负债总额 2710 亿元，有息负债综合成本仅为 4.99%，处于行业领先水平。

图 27：公司融资成本处于低位



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 28：公司融资成本显著优于市场平均水平

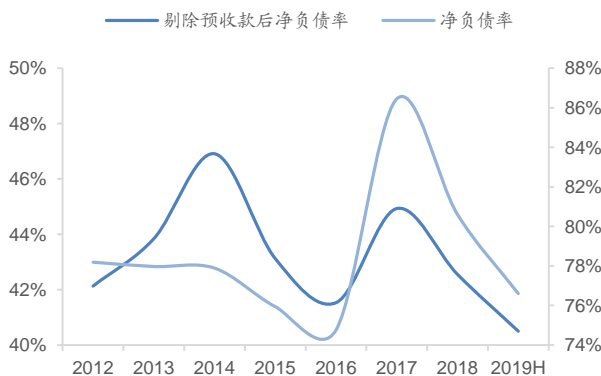


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 财务稳健，短期偿债能力好

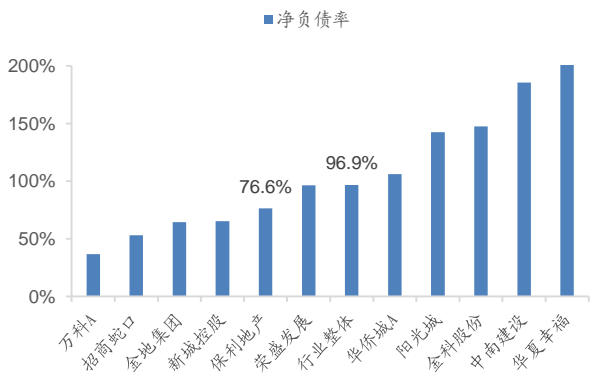
根据 2019 年中报，公司净负债率 76.6%，同比下降 16.6 个百分点；剔除预收账款后的资产负债率 40.5%，同比下降 3.1 个百分点，财务保持稳健，短期偿债保障倍数为 2.6，短期偿债能力佳，显著优于行业平均水平。

图 29：保利地产负债走势



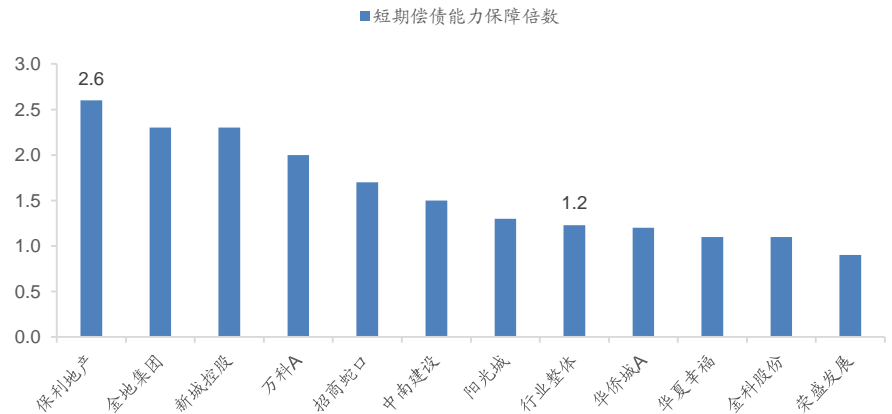
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 30：保利地产净负债率优于行业



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 31: 保利地产短期偿债能力佳

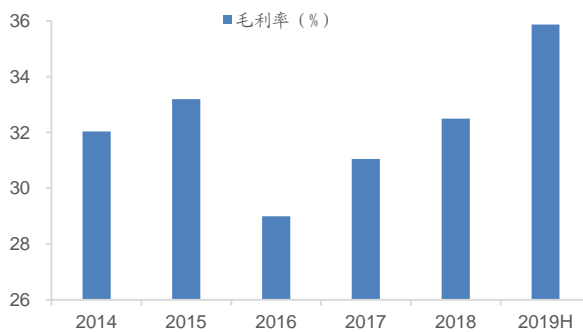


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### 盈利能力持续提升

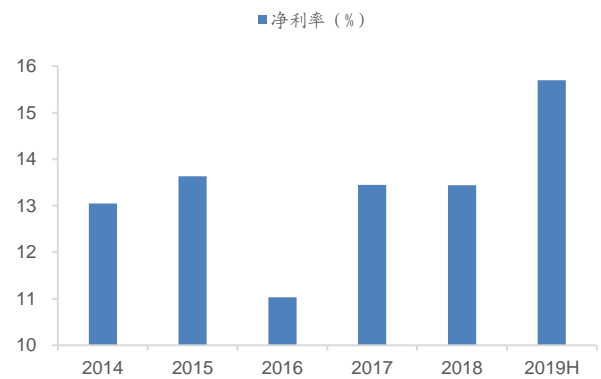
受益于近年来销售增长, 结转项目价格上升, 公司房地产业务结转利润水平持续改善。截至 2019 年上半年末, 毛利率提升至 35.9%, 净利率提升至 15.7%, 公司毛利率、净利率始终保持在行业较高水平。

图 32: 公司毛利率提升



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 33: 公司净利率提升



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### 深耕大湾区, 受益新时代

十九大报告指出“我国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾”。房地产作为我国的支柱型产业, 便多了一份社会责任与为民生着想的使命。在此变化下, 国资背景的房企无论是从融资、拿地、行政、信誉、人才等方面都具有优势, 并且由于国有企业是党和国家最值得信赖的依靠力量, 公司作为央企地产龙头势必受益于中央做大做强国有企业、深化国有企业改革的划时代伟大战略。习近平主席在山东考察时这样谈到国企改革: 国有企业特别是中央所属国有企业, 一定要加强自主创新能力, 研发和掌握更多的国之重器, 国有企业要深化改革创新, 努力建成现代企业, 要坚持党对国有企业的领导不动摇, 坚持建成国有企业基层党组织不放松, 为做强做优做大国有企业提供坚强组织保证。

2019 年 2 月, 中共中央、国务院于 2019 年 2 月印发实施《粤港澳大湾区发展规划纲要》。打造粤港澳大湾区, 建设世界级城市群, 有利于丰富“一国两制”实践内涵, 进一步密切内地与港澳交流合作, 为港澳经济社会发展以及港澳同

胞到内地发展提供更多机会，保持港澳长期繁荣稳定；有利于贯彻落实新发展理念，深入推进供给侧结构性改革，加快培育发展新动能、实现创新驱动发展，为我国经济创新力和竞争力不断增强提供支撑；有利于进一步深化改革、扩大开放，建立与国际接轨的开放型经济新体制，建设高水平参与国际经济合作新平台；有利于推进“一带一路”建设，通过区域双向开放，构筑丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路对接融汇的重要支撑区。

2016 年，保利地产进入深圳地区，实现了粤港澳大湾区的全覆盖，预计随着大湾区发展战略的不断推进，公司将持续受益。截至 2019 年三季度末，公司重点区域和重点城市依然表现突出，粤港澳大湾区销售近千亿，并且公司在大湾区核心城市拥有 1600 万方土地储备，是毋庸置疑的“粤港澳大湾区”显著受益者。

## 盈利预测

### 假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

公司 2018 年末预收款为 2998 亿元，外加公司 2019 年销售结算款项，根据公司历年平均结算周期，预计公司 2019 年营业收入增长率 22%；根据公司总土地储备及合理有序的扩张速度，预计公司 2020、2021 年营业收入增长率为 21.5%、20%；

预计公司未来三年营业成本/营业收入约 68.0%，与 2018 年基本持平；

预计公司未来三年管理费用/营业收入约 1.9%，与 2018 年基本持平；

预计公司未来三年销售费用/销售收入约 3.0%，与 2018 年基本持平；

预计公司未来营业税附加/营业收入约 8.5%，与 2018 年基本持平；

预计公司未来三年所得税税率 27.0%，与 2018 年基本持平。

### 未来三年盈利预测

我们对公司未来三年盈利做出预测：

**表 13：未来三年盈利预测表（单位：百万元）**

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	194555	237358	288390	346068
营业成本	131339	161522	197028	237056
销售费用	5912	7121	8652	10728
管理费用	3495	4515	5484	6580
财务费用	2585	2278	2627	2457
营业利润	35593	43747	51798	61484
归属于母公司净利润	18904	23161	27408	32517
每股收益	1.59	1.95	2.30	2.73
ROE	16%	17%	17%	18%

资料来源：国信证券经济研究所整理

按上述假设条件，我们得到公司 2019 年至 2021 年的营业收入分别为 2374、2884、3461 亿元，归母净利润分别为 232、274、325 亿元，利润年增速分别为 22.5%、18.3%、18.6%，每股收益分别为 1.95、2.30、2.73 元。

### 盈利预测的敏感性分析

公司 2018 年房地产销售业务约占总营收的 94%，未来公司房地产销售业务收

入仍将占据总营收的绝大部分，故公司未来的销售增速和结算节奏将决定公司未来净利润的增长速度。我们将盈利预测分为乐观、中性和悲观预测，在中性预测的条件下，公司 2019 年至 2021 年 EPS 分别为 1.95、2.30、2.73 元。

**表 14：盈利预测情景分析（乐观、中性、悲观）**

乐观预测	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	194555	258759	323449	404311
(+/-%)	32.9%	33.0%	25.0%	25.0%
净利润(百万元)	18904	24423	30076	37589
(+/-%)	21.0%	29.2%	23.1%	25.0%
每股收益(元)	1.59	2.05	2.53	3.16
中性预测	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	194555	237358	288390	346068
(+/-%)	32.9%	22.0%	21.5%	20.0%
净利润(百万元)	18904	23161	27408	32517
(+/-%)	21.0%	22.5%	18.3%	18.6%
每股收益(元)	1.59	1.95	2.30	2.73
悲观预测	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	194555	227630	266327	311603
(+/-%)	32.9%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润(百万元)	18904	21754	25237	29510
(+/-%)	21.0%	15.1%	16.0%	16.9%
每股收益(元)	1.59	1.83	2.12	2.48

资料来源：国信证券经济研究所整理

### 业绩锁定性佳，维持“买入”评级

公司 2019 年三季度末预收款为 3829 亿元，在满足了 2019 年 wind 一致预期营收后，剩余的 2496 亿元可锁定 2020 年 wind 一致预期营收的 81.6%，业绩锁定性佳。我们预计公司 2019、2020、2021 年 EPS 分别为 1.95、2.30、2.73 元，年复合增长率 19.7%，对应 PE 为 8.0、6.7、5.7x，维持“买入”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值的方法计算出公司的合理估值在 16 至 18 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，加权资本成本(WACC)的计算、公司可售项目销售均价的假设、可售项目销售进度的假设、相对估值的比较等都加入了很多个人的判断：

- 1、加权资本成本(WACC)对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 3.24%、风险溢价 6.8%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 2、我们对于公司可售项目销售均价的假设，是基于公司该项目所在区域楼盘 2018 年末平均售价得出的结论，存在假设均价高于未来实际销售价格从而导致公司估值高估的风险；
- 3、根据公司现有的可售资源，我们将公司当前可售容积率面积分摊至五年内售完，不排除公司可售资源销售进度不达预期导致结算收入不及预期，从而导致公司估值下降的风险；
- 4、我们在进行相对估值时选取了 A 股、内房股市值超过千亿的房企及销售额与保利地产相当的房企，将这 7 家公司 2019 年平均动态 PE 做为相对估值的参考，存在可比公司样本不完善或估值可能偏高的风险。



### 盈利预测的风险

我们预计公司 2019、2020、2021 年 EPS 分别为 1.95、2.30、2.73 元，年复合增长率 19.7%，盈利预测是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，包括对营业收入增长率、管理费用、销售费用、营业税及附加、所得税税率等假设：

- 1、我们预计公司未来三年营业收入增长率分别为 22%、21.5%、20%，不排除公司销售增速不及预期导致对未来三年营业收入增长率估计偏高的风险；
- 2、我们预计公司未来三年管理费用/营业收入约为 1.9%，与 2018 年基本持平，不排除公司管理费用升高的风险；
- 3、我们预计公司未来三年销售费用/销售收入约 3%，与 2018 年基本持平，不排除公司销售费用升高的风险；
- 4、我们预计公司未来营业税及附加/营业收入约 8.5%，与 2018 年基本持平，不排除公司营业税及附加升高的风险；
- 5、我们预计公司未来三年所得税税率 27%，与 2018 年基本持平，不排除公司所得税税率升高的风险。

### 政策风险

2019 年 4 月中央政治局会议重提“坚持结构性去杠杆”及“房住不炒”之后，房企融资环境逐步收紧，监管层对房企融资方面趋严明显，不排除供给端、需求端政策持续收紧的风险。

### 经营风险

- 1、不排除公司未来扩张速度、销售增速不达预期的风险；
- 2、不排除公司毛利率、净利率低于过去水平的风险；
- 3、不排除公司结算节奏低于预期的风险。

### 财务风险

不排除公司未来扩张所带来的杠杆升高的风险。

### 市场风险

不排除若行业出现大幅衰退，而政策又不能适时宽松，从而导致公司出现销售失速的风险。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	113431	135000	145000	150000	营业收入	194555	237358	288390	346068
应收款项	121239	110550	118516	94813	营业成本	131339	161522	197028	237056
存货净额	474505	594944	726688	874477	营业税金及附加	16122	20175	24802	29762
其他流动资产	57306	118679	144195	173034	销售费用	5912	7121	8652	10728
<b>流动资产合计</b>	<b>766481</b>	<b>959173</b>	<b>1134399</b>	<b>1292324</b>	管理费用	3495	4515	5484	6580
固定资产	5472	5071	4852	4627	财务费用	2585	2278	2627	2457
无形资产及其他	119	114	109	105	投资收益	2690	2000	2000	2000
投资性房地产	25933	25933	25933	25933	资产减值及公允价值变动	(2161)	0	0	0
长期股权投资	48489	58489	68489	78489	其他收入	(39)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>846494</b>	<b>1048780</b>	<b>1233783</b>	<b>1401478</b>	营业利润	35593	43747	51798	61484
短期借款及交易性金融负债	48718	93687	134728	138296	营业外净收支	188	160	160	160
应付款项	50686	49579	60557	72873	<b>利润总额</b>	<b>35780</b>	<b>43907</b>	<b>51958</b>	<b>61644</b>
其他流动负债	345493	481481	587913	708225	所得税费用	9631	11855	14029	16644
<b>流动负债合计</b>	<b>444897</b>	<b>624747</b>	<b>783199</b>	<b>919394</b>	少数股东损益	7245	8891	10521	12483
长期借款及应付债券	214939	214939	214939	214939	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>18904</b>	<b>23161</b>	<b>27408</b>	<b>32517</b>
其他长期负债	164	164	164	164					
<b>长期负债合计</b>	<b>215103</b>	<b>215103</b>	<b>215103</b>	<b>215103</b>					
<b>负债合计</b>	<b>660000</b>	<b>839849</b>	<b>998302</b>	<b>1134497</b>					
少数股东权益	64572	70796	78160	86898					
股东权益	121923	138135	157321	180083					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>846494</b>	<b>1048780</b>	<b>1233783</b>	<b>1401478</b>					

现金流量表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	18904	23161	27408	32517
资产减值准备的增加(减少)	2285	165	(76)	(106)
折旧摊销	924	740	800	836
公允价值变动损失	2161	0	0	0
财务费用	2585	2278	2627	2457
营运资本变动	(13393)	(36076)	(47892)	(20403)
其它	(3242)	6059	7441	8844
<b>经营活动现金流</b>	<b>7639</b>	<b>(5952)</b>	<b>(12319)</b>	<b>21688</b>
资本开支	(1917)	(500)	(500)	(500)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(26956)</b>	<b>(10500)</b>	<b>(10500)</b>	<b>(10500)</b>
权益性融资	12783	0	0	0
负债净变化	34220	0	0	0
支付股利、利息	(21401)	(6948)	(8222)	(9755)
<b>其它融资现金流</b>	<b>26526</b>	<b>44969</b>	<b>41042</b>	<b>3567</b>
融资活动现金流	64947	38020	32819	(6188)
现金净变动	45630	21569	10000	5000
货币资金的期初余额	67801	113431	135000	145000
货币资金的期末余额	113431	135000	145000	150000
企业自由现金流	13157	(3698)	(9322)	25150
权益自由现金流	73902	39607	29802	26923

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	1.59	1.95	2.30	2.73
每股红利	1.80	0.58	0.69	0.82
每股净资产	10.25	11.61	13.23	15.14
ROIC	7%	7%	8%	9%
ROE	16%	17%	17%	18%
毛利率	32%	32%	32%	32%
EBIT Margin	19%	19%	18%	18%
EBITDA Margin	20%	19%	18%	18%
收入增长	33%	22%	22%	20%
净利润增长率	21%	23%	18%	19%
资产负债率	86%	87%	87%	87%
息率	11.6%	3.8%	4.5%	5.3%
P/E	9.8	8.0	6.7	5.7
P/B	1.5	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	21.9	22.9	22.2	21.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032