所属行业	房地产
发布时间	2020 年 6 月 28 日

保利发展（600048）

前三还是前五，保利 care 吗？

核心观点：

相较于处于第一梯队的其他央企而言，保利发展无疑具有明显的规模优势，那么作为同样具有先天优势的企业，为何保利发展规模远超中国海外发展和华润置地？在规模发挥重要作用当下，关于保利发展能否回归行业 TOP4 的话题常兴不衰，对于销售规模已逼近 5000 亿元，行业地位已相当稳固，执着于排名第四还是第五是否有意义呢？

我们认为，对现在的保利发展而言，排名第四或者第五没有什么本质区别，其规模已经到了一定高点，过多将资源和精力投入到规模追逐战中意义不大，相信未来的房地产行业也必将不单以规模论英雄。此时此刻，企业更应思考的问题在于**如何使规模优势更加牢固，以及如何在规模之外，更高效利用自身先天优势构筑出核心优势。**

（1） 适时壮大城市更新业务，培养竞争力；

（2） 提高服务能力，增强品牌粘性；

（3） 提升产品质量，强化影响力；

（4） 利用规模优势，培养规模之外生态圈。

相关研究：

月度数据点评：7 月销售保持韧性，投资增速或将继续下行	20190814
2019 年 7 月地产月报：融资约束强化土地市场偏弱，预计市场全年呈前高中低后平趋势	20190806
2019 年中期策略报告——七月流火，行情难将持续	20190702
2019 年年度策略报告——刚需刚改主导行情，2019 战略年再延续	20190822
2019 年报综述——回归核心，内圣外王	20190508

研究员 **于小雨**
rain_yxy（微信号）
yuxiaoyu@ehconsulting.com.cn
王玲
w18705580201（微信号）
wangling@ehconsulting.com.cn
徐鹏
17601350466（微信号）
xupeng@ehconsulting.com.cn

引言

房地产行业众多的房企中，各家有各家的特色和优势。大众对保利发展的直观印象是什么呢？行业 TOP5 房企，规模最大的央企，军事化背景，2012 年即实现千亿规模，在广州的影响力无出其右……这可能都是保利发展最大的特色所在。

相较于处于第一梯队的其他央企而言，保利发展无疑具有明显的规模优势，那么作为同样具有先天优势的企业，为何保利发展规模远超中国海外发展和华润置地？在规模发挥重要作用当下，关于保利发展能否回归行业 TOP4 的话题常兴不衰，对于销售规模已逼近 5000 亿元，行业地位已相当稳固，执着于排名第四还是第五是否有意义呢？

我们认为，对现在的保利发展而言，排名第四或者第五没有什么本质区别，其规模已经到了一定高点，过多将资源和精力投入到规模追逐战中意义不大，相信未来的房地产行业也必将不单以规模论英雄。此时此刻，企业更应思考的问题在于**如何使规模优势更加牢固，以及如何在规模之外，更高效利用自身先天优势构筑出核心优势。**

（1） 适时壮大城市更新业务，培养竞争力；

（2） 提高服务能力，增强品牌粘性；

（3） 提升产品质量，强化影响力；

（4） 利用规模优势，培养规模之外生态圈。

目录

1、按部就班增长，销售质量有保证 2

1.1TOP10 第一央企，广州一枝独秀 2

1.2 回款率维持高位，销售质量有保证 3

1.3 保利发展的盈利性如何？ 4

2、保利为何增长超中海、华润？ 5

3、行业第四或第五有何所谓？ 7

3.1 行业 TOP4 或 TOP5 都无伤大雅 7

3.2 挑战不在规模，而在规模之外 *8*

1、按部就班增长，销售质量有保证

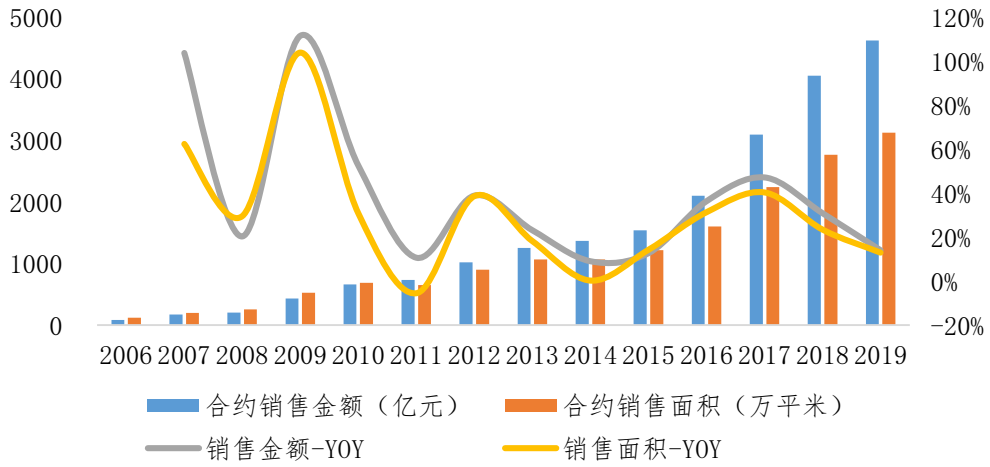
1.1TOP10 第一央企，广州一枝独秀

与众多近年快速发展起来的房企不同，**保利发展的成长路径按部就班，不存在单个时点爆发的情况，在其他企业尚未完成初始积累时，保利发展已经开始发力，当其他企业发力时，保利已经实现了沉淀和超越。**

从保利发展历年销售业绩的走势来看，业绩增长速度整体呈现下降趋势，业绩增速峰值出现在 2009 年，2012 年已跨越千亿门槛，至 2019 年是实现 4618 亿元的销售业绩，位居行

业 TOP5，远超第一梯队的央企中国海外发展、华润置地。

图表：2009-2019 年保利发展销售业绩走势



资料来源：亿翰智库，企业年报

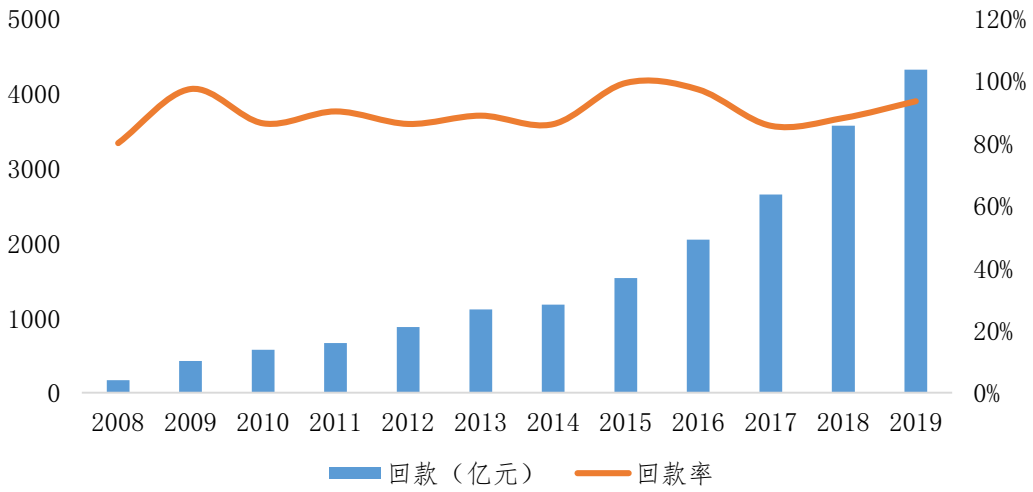
在整体销售业绩稳步增长的同时，单城市深耕成效也逐步显现，2017 年已有广州、佛山、武汉、成都、南京、上海、重庆、杭州、合肥 9 座城市单城销售业绩破百亿元，2018 年百亿城市数量提高至 12 座，广州实现签约 400 亿元，佛山、北京超过 250 亿元，东莞、中山等首次突破 100 亿元，在华南区域、在广州具有无可比拟的优势。2019 年单城签约过百亿城市 13 座，合计销售金额达 2500 亿元，销售贡献占比达 54%。广州实现销售超 420 亿元，佛山、武汉、北京超 200 亿元，上海、杭州、重庆、青岛、成都、福州、西安、三亚、南京突破 100 亿元，核心城市深耕效果显著。

1.2 回款率维持高位，销售质量有保证

对于企业而言，仅仅有销售业绩的增长还远远不够，所以我们在评价企业业绩质量时还需考虑企业的回款率指标。在企业的资金使用上，自有资金是企业资金来源的最主要方式，回款及回款率的高低将影响企业未来的发展，若企业销售业绩增长较快，但在回款不容乐观，那么企业发展或多或少将受到一定制约，特别是在融资环境紧缩，企业融资难度加大之时，企业或面临一定资金链压力。

保利发展在销售业绩质量增长时，回款及回款率仍保持良好水平，历年回款率均保持在 80%以上，2008 年至 2019 年回款率均值 90%，2015 年达到高点 99%，2019 年回款总额达 4312 亿元，回款率同比上升 5 个百分点至 93%，如此高效的回款无疑为企业的发展再添一份保障。

图表：2008-2019 年保利发展回款及回款率走势



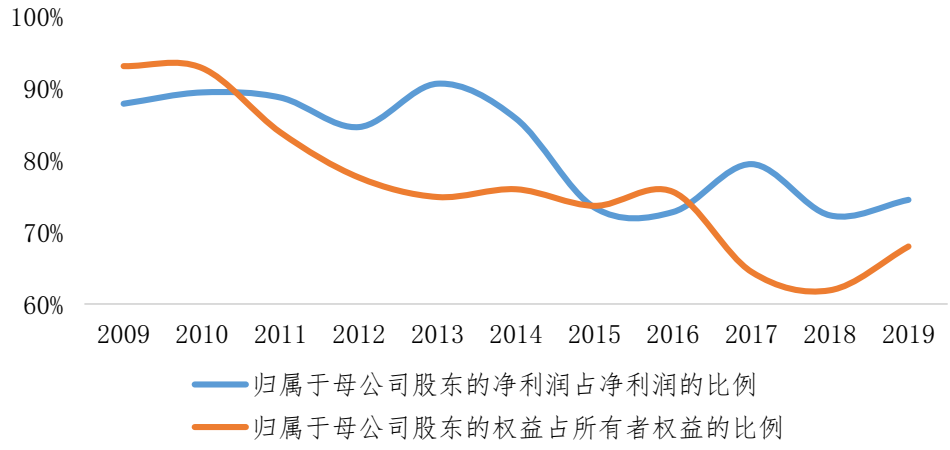
资料来源：亿翰智库，企业年报

1.3 保利发展的盈利性如何？

企业的规模与利润通常具有不一致性，所以企业在规模快速增长的同时往往会一定程度上牺牲利润目标。从三家企业的净利润率走势来看，保利发展的净利润率略低于中国海外发展、华润置地，这或是保利发展规模增长较快所做牺牲，但相对其他规模型房企而言，其利润率并非处绝对低位。

再观察其归属于母公司股东的净利润占比与归属于母公司股东的所有者权益占比走势可知，两指标均保持同向下滑之势，而归母所有者权益占比下滑更快，至 2018 年归母净利润占比下滑至 72%，归母所有者权益占比降至 62%；而且，归母净利润占比整体明显高于归母所有者权益占比，表明高盈利性项目上母公司权益占比较高，母公司操作项目盈利能力更高，而且企业非并表项目获得了可观的投资收益，企业并未因实现规模的快速增长而牺牲投资者利益。

图表：归母净利润占比与归母所有者权益占比走势



资料来源：亿翰智库，企业年报

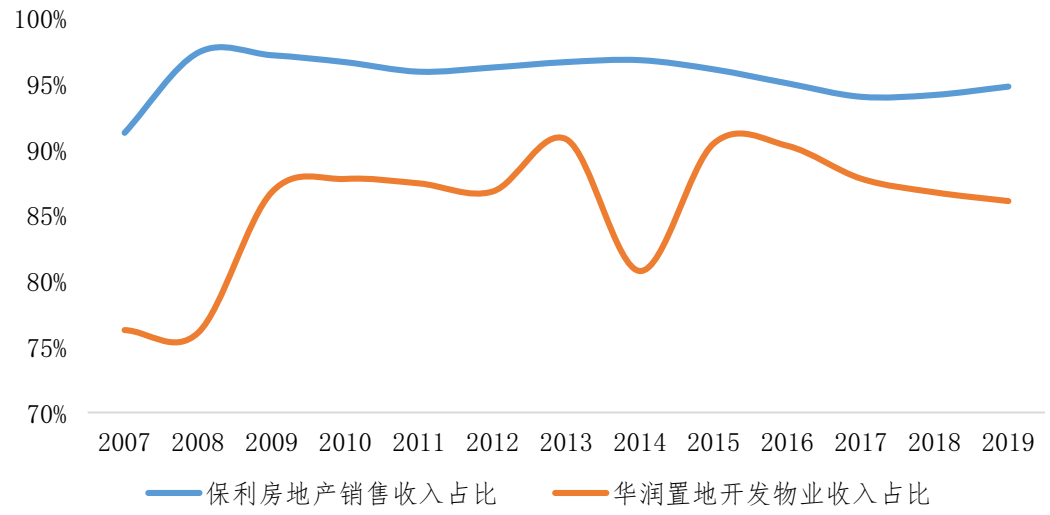
2、保利为何增长超中海、华润？

保利发展、中国海外发展、华润置地同为央企，具有相似基因，也都具有其他房企难以企及的先天优势，包括融资的优势，资源的优势……然而在后天的发展中，各个企业发展模式和路径大相径庭。抛开其他业务来说，就规模而言，保利发展较其他两家房企遥遥领先，我们认为其中原因或在于资源的整合与效率的提升并重：

（1）精力及资源相对聚焦，地产业务占比高。相比于华润置地，保利发展的其他多元化业务对于集团资源的分散度较低，或者说其他业务对于地产业务的依赖相对较少，企业在房地产开发销售上投入绝对比例的资源和精力。华润置地双轮驱动战略中，开发物业与投资物业并重，这就必然需要企业将一定资源和精力投入其中，而这就必然挤压将投入到开发物业的资源。

在收入端来看，保利发展和华润置地的房地产开发贡献度有所差距，于保利发展而言，房地产销售的收入贡献率均在94%以上，华润置地的开发物业的收入贡献率在90%以下，2018年为87%。

图表：保利发展与华润置地的房地产销售的收入贡献率走势

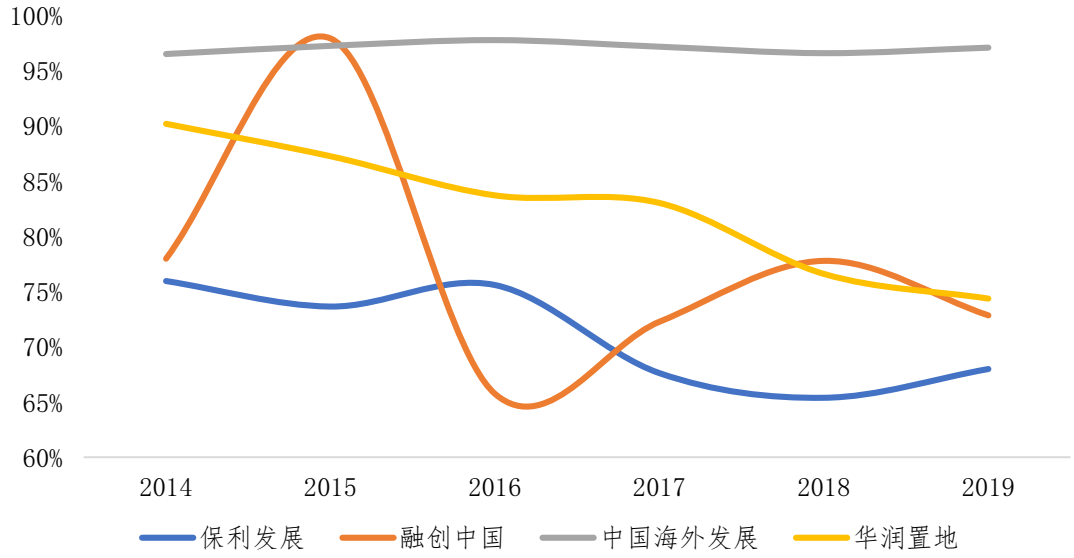


资料来源：亿翰智库，企业年报

（2）合作比例较高，懂得先前借力

企业间相互合作已是行业共识，保利发展资之所以规模增长较快的原因之一或就在于其持续坚持借力发展，从其历年的投资及归属于母公司股东的权益占比可以发现，保利发展在房地产开发上权益占比维持在70%左右。而中国海外发展则合作项目较少，权益占比在90%以上，华润置地也有一定的合作开发，但在整体的权益占比上较保利发展较高，平均权益占比在80%以上。因此，相对而言，**保利发展的单位资金所能撬动的规模较高**。

图表：归属于母公司股东所有者权益占比



（3）管理机制灵活，激励并重

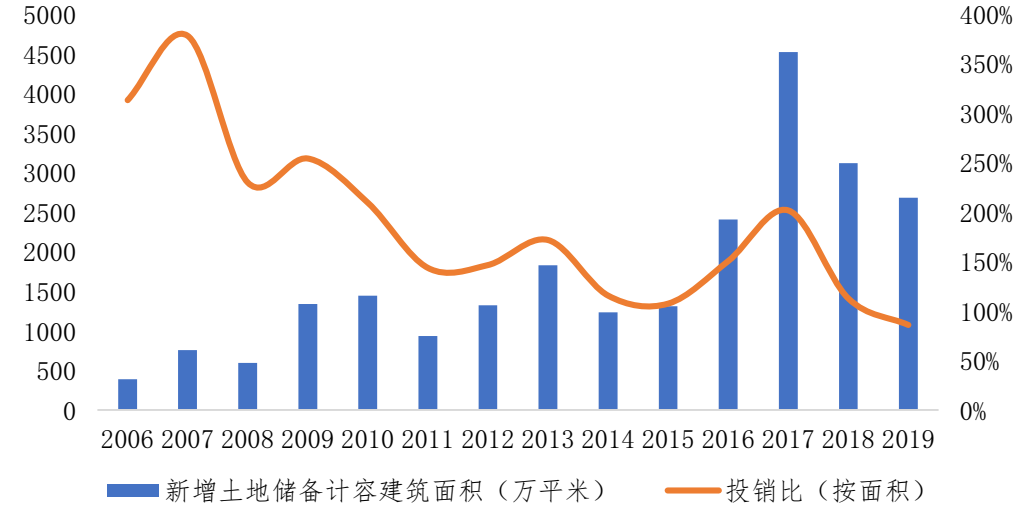
与中国海外发展、华润置地相比，保利发展的职业经理人制度或能使企业决策效率提高，而且保利的军事背景，能够将军旅文化融入企业管理，管理机制可科学灵活，执行力或更高效。

另外，保利发展持续完善企业激励体系，2017 年启动跟投制度，将股权激励与项目跟投相结合，将公司目标与个人目标统一，最大化发挥各主体主观能动性，提升团队凝聚力比，并进一步企业运营效率。

（4）投资态度积极，力度维高

投资战略决策将决定企业在规模发展上的诉求和走向。从保利发展历年的新增土地储备变化来看，保利发展在新增土地投资上保持积极态度，土地投资投销比在 100%以上，2009 年至 2019 年投销比均值处于 184%的高位，并且早已实现核心城市圈环渤海、长三角、珠三角的布局和深耕。

图表：保利发展历年土地投资变化

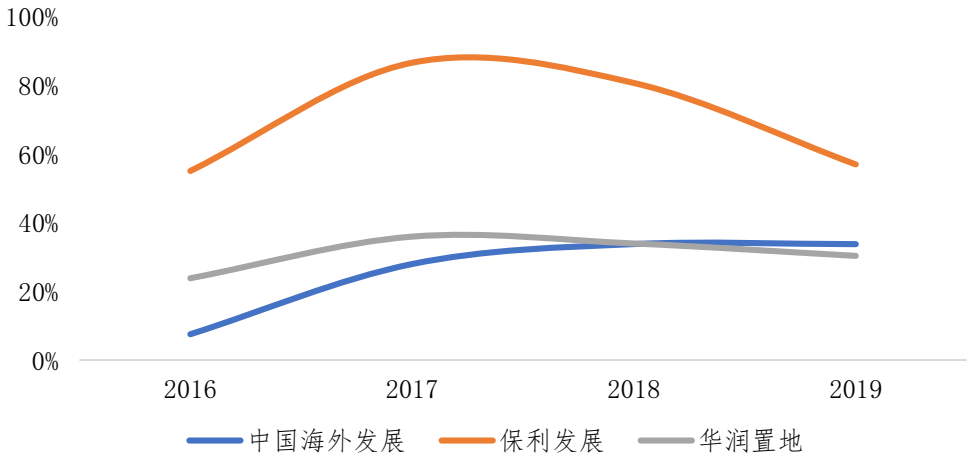


资料来源:亿翰智库，企业年报

备注：投销比（按面积）=新增土地储备计容建筑面积/当年合约销售面积。

观三家企业净负债率走势可以看出，保利发展的净负债率较其他两家企业更高，这与其积极的投资密不可分，而这并不表示保利发展的风险更高，而更可能表示保利发展对于资金的利用效率更高，中国海外发展和华润置地仍有较大的杠杆扩张空间。

图表：保利、中海、华润的净负债率走势



资料来源：亿翰智库，企业年报

备注：净负债率=（有息负债-货币资金）/所有者权益。

3、行业第四或第五有何所谓？

关于保利发展是否能够回归行业 TOP4，行业内总是讨论不休，如今保利发展总体规模已经直逼 5000 亿元，在这个高点上，规模排名是第四还是第五又有何所谓呢？

3.1 行业 TOP4 或 TOP5 都无伤大雅

（1）从资金端来说——不差钱。虽说保利发展的央企背景给他带来了资金及资源上的先天优势，但保利发展的资金优势也不仅仅在于这单一因素，高质量的回款也是其资金端无忧的原因之一。即使房地产行业遭到不确定因素冲击，销售端遭到明显影响，企业资金端也大概率维持在安全范围，不太可能遭遇资金端压力，而且更可能因为行业环境不完美而迎来逆势崛起的时机。

（2）规模已到高度，再升的利好效应或并不高。多数房企怀揣规模梦的主要原因在于规模提升所能带给企业的正向反馈，如融资难度的降低，融资成本的下滑，资源的聚集，合作伙伴的吸引等等。而对于保利发展而言，规模已经到了既定的高度，规模所能带来的正向利好已相对有限，而且其负债率在行业内亦处于低位，融资难贵问题不太可能出现在企业身上。由于保利自身的优势以及对自身优势的善用，吸引资源的聚集和选择合作伙伴的难度也并不大，即使在投资布局或新进城市上遇到难题，但以其自身优势而言，通过合作方式破解窘境的难度也相对不大。而就品牌影响力而言，其影响力仍旧是足够的，曾经的招保万金仍在行业内占据无可取代的一席之地。

3.2 挑战不在规模，而在规模之外

对于现在的保利发展而言，风险或者挑战并不在于规模是否能够达到 TOP4,就企业现有的优势和沉淀而言，即使实现 TOP4 的销售业绩对企业而言也并非困难之事。企业的影响力是阶段性还是长期性取决于在行业发展的不同阶段，企业都具有独树一帜的核心竞争优势，即使外部环境于企业不利时，此优势亦可使企业安然过渡困难阶段。

当前，**保利发展最大的挑战在于规模之外，**在于**深化自身的核心优势，而非央企背景成为企业区别同行的主要标签，同时更高效利用自身背景优势培养长期化竞争力。**

（1）适时壮大城市更新业务，培养竞争力。房地产行业进入存量阶段是必然趋势，增量经营的空间逐步缩小，留给企业的时间无多，所以众多房企才矢志不渝追求规模的增长。于保利发展而言，维持住当前规模优势即可，无需再费大力气追求行业排名的再上升。为了维持在房地产行业的可持续发展，逐步培养存量资产运营能力或为工作重心，如培养城市更新团队；最大化利用自身优势获取城市更新项目资源；加强与城市更新领域有优势和经验的企业合作，学习城市更新项目操作及运营等等。

（2）提高服务能力，增强品牌粘性。随着消费习惯的改变，服务品质成为消费者做出决策的主要参考指标之一。服务为先的诉求将是长期化趋势，企业未来的工作重点或在于提升服务能力和品质，增强企业自身品牌粘性，培养长期化竞争优势。而且在产品结构化过剩的时代，服务或能成为企业制胜的关键之一。

（3）提升产品品质，强化影响力。企业品牌的打造往往不能单靠规模之大所能成就，产品质量内核才将是未来企业品牌强化的核心所在。对于保利发展来说，为了能在行业内继续保持长青地位，强化产品影响力必将是企业的工作重点。产品若出现质量问题，企业必将遭受重创，而且产品质量问题对企业造成的负面影响很难在短期内消化。

（4）利用规模优势，培养规模之外生态圈。我们也看到目前保利发展对于地产开发的依赖性严重，其他业务尚未形成可观的规模优势，脱离地产开发之后，企业尚无明显可以支撑的业务。而且，规模到达阶段性峰值于企业而言意味着企业已经集聚了丰富多样的资源，所以，企业此时的重点在于利**用好自身已有得规模优势探索更大的可能性，或地产之外，或地产垂直产业链，打造出超脱地产规模之外的生态圈，适度降低企业对于地产开发的依赖度，增强企业应对行业风险的能力。**

【免责声明】

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

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

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

【关于我们】

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

亿翰智库二维码