

## 构建海外平台，提升融资空间

房地产行业公司点评报告  
 2015年06月11日

——保利地产(600048)签署上置集团股份投资意向书点评

**分析师** 王剑辉

电话 010-59366117  
 邮件 wangjianhui1@sczq.com.cn  
 执业证书 S0110512070001

**研究助理** 韩笑

电话 010-59366142  
 邮箱 hanxiao@sczq.com.cn

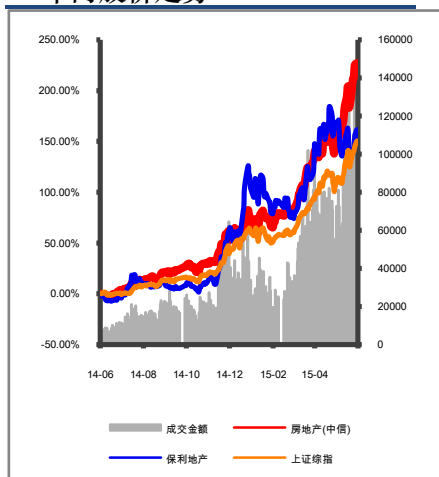
**行业数据** 2015/06/10

|          |          |
|----------|----------|
| 股票家数(家)  | 142      |
| 总市值(亿元)  | 32299.73 |
| 本周涨跌幅(%) | -0.30    |
| 市盈率 TTM  | 37.30    |
| 市净率 TTM  | 4.26     |

**交易数据** 2015/06/10

|          |               |
|----------|---------------|
| 总市值(亿元)  | 1446.91       |
| 流通市值(亿元) | 1446.91       |
| 总股本(亿股)  | 107.34        |
| 流通股本(亿股) | 107.34        |
| 12个月价格区间 | 4.84-15.36(元) |

一年内股价走势



### ➤ 事件回顾

2015年6月10日公司公告称与上置集团有限公司(简称“上置集团”，香港联合交易所股份代码1207)以及上置投资股份有限公司(简称“上置投资”，上置集团的控股母公司)签署股份投资意向书，公司或全资附属公司拟以0.25港元/股的价格现金认购上置集团新发股份，股份认购完成后，公司或全资附属公司将成为上置集团持股30%以上的单一最大股东。

### ➤ 事件点评

#### 投资标的的经营价值尚可，并购时机绝佳

上置集团注册地在百慕大，是一家以房地产开发、经营和新城镇建设为主营业务的综合性房地产集团公司，创立于1993年，于1999年登陆香港联交所主板独立上市(HK1207)。其控股母公司上置投资直接持有28.90亿上置集团股份，控股比例为51.01%。

上置集团战略布局以上海为中心，并逐步扩展至具有较大经济增长潜力的省会城市和区域中心城市。开发项目以中高档物业为主，拥有优质土地储备逾400万平方米。2014年度上置集团营业收入为14.40亿港元，净利润为1.44亿港元，分别同比大幅减少57%和153%，21.3%的毛利率和9.98%的净利率也处于行业极低水平，受行业总体回调和成交低迷的大环境影响，公司盈利水平显著下降，经营性现金流连续多年为负值。同时6月9日公告称集团实际控制人施建被常州市人民检察院指定居所监视居住，反映了集团近期较大的经营压力，也为资产重组创造了良好的时机。

### 高端货源丰富产品结构

保利地产产品结构中144平米以下户型占比超过90%，而上置集团产品多为户型偏大、单价偏高的高端产品，因此入股上置集团能够进一步丰富公司的产品结构和货值储备，同时间接主导400万平米的优质土地资源，在一线城市豪宅市场相对火爆的行情下进一步扩大市场覆盖人群，利用公司较强的营销能力和平台效应盘活优质资产，直接、快速地打开业绩上行空间。

### 尝试海外融资平台意义深远

随着佳兆业违约事件影响减退，开发商海外融资再次掀起热潮。据初步统计，2015年5月以来宣布海外融资的开发商明显增加，发债利率也在逐步走低，雅居乐、花样年华、旭辉控股等主流房企先后宣布海外融资计划。由于房地产行业为典型的资金密集型行业，金融杠杆使用较多，债务融资、扩股融资是维持资金流稳定的重要手段，尤其是在行业长期回落、精细化管理需求不断提升的大趋势之下，较低的海外融资成本不仅仅是维持资金链的保障，更是提升利润空间、增强行业竞争力的重要途径。

截止到2015年一季度，保利地产资产负债率为77.87%，处于行业较高水平。公司此前先后于2013年7月和2014年4月尝试海外融资，透过海外子公司恒利置业发行两笔5亿美元的债券，票息分别为4.50%和5.25%。但是通过境外非上市平台的债权融资手续较为繁琐，并且财务负担增加明显。如果成功入股上置集团，公司将以约7.22亿港元的低成本取得一个境外融资平台，这对于改善公司资本结构、提升杠杆空间、加速海外项目布局有着更为深远的作用，我们认为这一点也是保利地产此次整合的重点目标所在。

### 后续并购动作可期，补涨意愿较为强烈

公司自2015年以来持续推行“3+2+X”城市群战略，聚焦毛利率较高的一二线城市，1-5月份实现签约面积392.79万平米，签约金额503.90亿元，同比增长3.64%，其中5月份单月实现签约金额175.32亿元，同比增长43.46%，创历史新高。

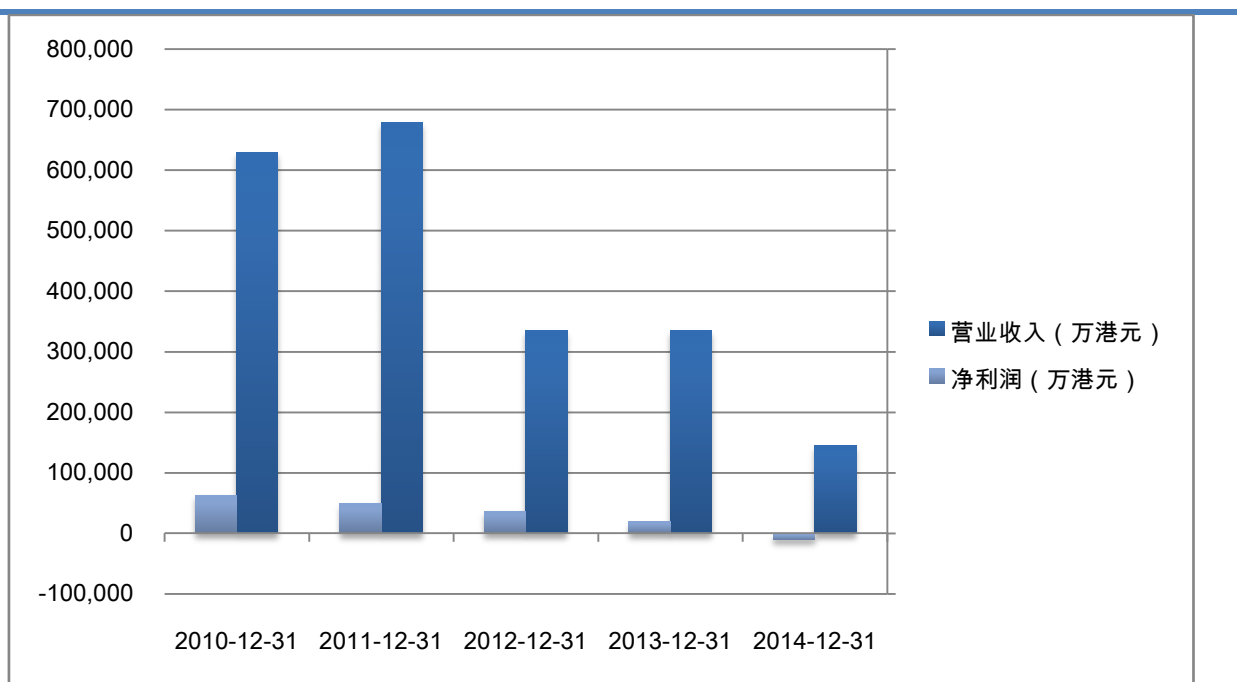
公司很好的把握了行业短期复苏的政策机遇，通过集中推货、加速去化快速实现资金回流和业绩反弹，2015年一季度货币资金达361.49亿元，现金充裕，在行业加速整合阶段很可能凭借现有巨头优势进一步寻求优质并购标的。据时代周报报道，随着国企改革提速、重组概念密集到来，传言许久的保利地产与保利置业的重组可能有进一步的进展，而双方整合的大势所趋也预计成为公司股价上涨的另一主要推动力。

此外公司当前市盈率仅仅为11.41，显著低于行业均值37.30，处于行业极低水平，而且近期市场风格转变，带动市场反弹的品种已经从创业板转变为金融、地产、资源等滞涨品种。作为地产龙头企业的代表，预计公司的补涨需求较为强烈，我们持续看好后续的上漲空间。

#### ➤ 风险提示

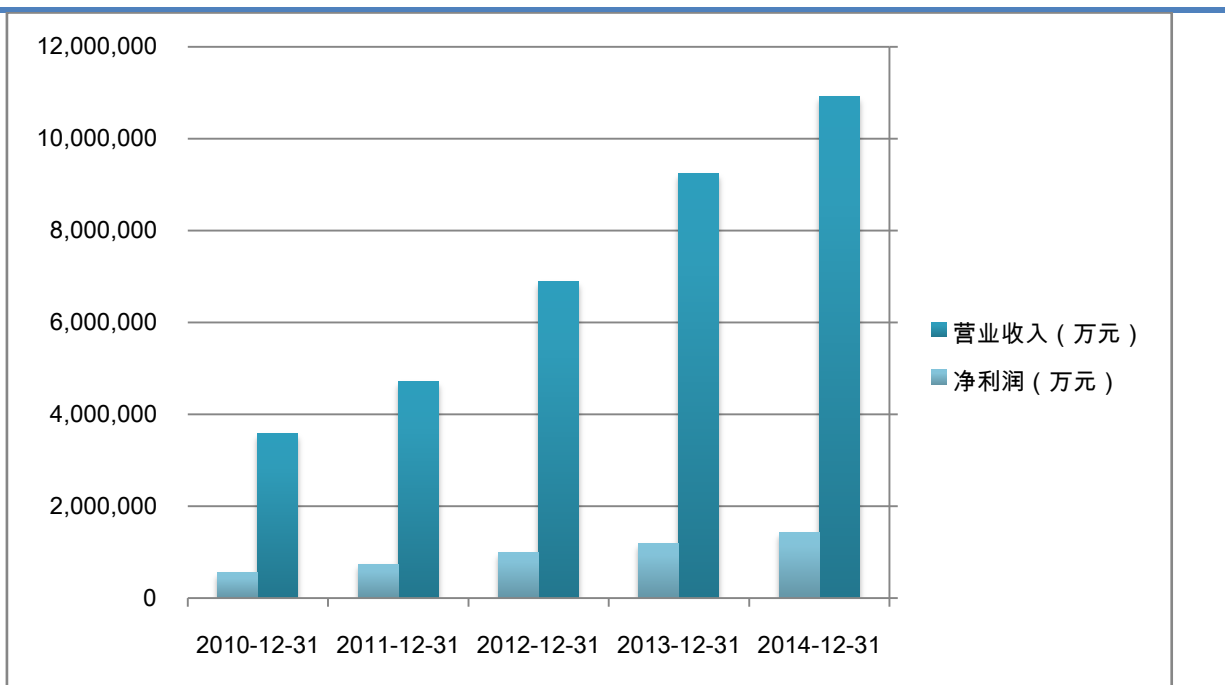
二季度以来，国资委重点加强了对数万亿境外国有资产的监管调查，并委托七家会计师事务所进行审计。由于公司此次并购涉及离岸公司的股权交易，因此在特殊“敏感时期”，央企相关主管部门相对严格的审批流程也会给这次交易带来一定的不确定性。

图 1：上置集团过去 5 年盈利概况



资料来源：WIND、首创证券研发部

图 2：保利地产过去 5 年盈利情况



资料来源：WIND、首创证券研发部

## 分析师简介

王剑辉，宏观策略分析师，北京大学文学士，佛罗里达利恩大学商学院 MBA，10 年证券行业从业经验。

## 免责声明

本报告由首创证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准：

|        | 评级 | 说明                      |
|--------|----|-------------------------|
| 股票投资评级 | 买入 | 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上     |
|        | 增持 | 相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间  |
|        | 中性 | 相对沪深 300 指数涨幅 - 5%-5%之间 |
| 行业投资评级 | 减持 | 相对沪深 300 指数跌幅 5%以上      |
|        | 看好 | 行业超越整体市场表现              |
|        | 中性 | 行业与整体市场表现基本持平           |
|        | 看淡 | 行业弱于整体市场表现              |