

2015年11月03日

保利地产 (600048.SH)

稳定增长谋转型，集团增持显信心

■ **事件：**公司公布三季度报，前三季度累计实现营收 634.00 亿元，同比增长 21.42%，实现净利润 64.70 亿元，同比上升 6.42%，基本每股收益 0.60 元，同比上升 5.26%，基本符合预期。

■ **营收增速放缓，少数股东损益占比大幅度增长：**1) 单季营收增速放缓、归属于母公司股东的净利润出现负增长。第三季度实现营业收入 210.55 亿元，同比增长 15.59%，其中第 1、2 季度分别增长 17.25%、44.10%；实现净利润 15.20 亿，同比减少 32.66%，而一、二季度分别增长 58.63%、21.60%；2) 三季度毛利率同比下降，四季度依旧承压：三季度销售毛利率从 2014 年第三季度的 33.35% 下降至 32.65%。另外，从历史数据可以看出，通常第四季度销售毛利率全年最低，且由于公司年初至今的销售单价并未出现明显上升，预计第四季度销售毛利率将持续较低的水平。3) 少数股东损益占比大幅提升，ROE 处于较低位置。与去年同期相比，少数股东损益占比从 8.14% 大幅上升至 29.47%，主要是因为公司合作拿地项目比例增加。与往年同期相比，ROE 也处于较低位置。

■ **合作开发意愿增强，新开工面积同比减少：**1) 拿地优化区域布局，合作开发意愿增强：公司 9 月份新增土地项目八个，基本均为一二线城市。尽管有六个项目权益比例达到 100%，但是除了广州地块，其余均拟引入合作方共同开发。2) 项目开发节奏谨慎：前三季度新开工面积 1069 万平方米，竣工面积 724 万平方米，在建面积 4681 万平方米，分别比去年同期增长 -16.3%、7.6% 和 4.5%。

■ **证金公司成第二大股东，实际控制人计划增持：**1) 证金系持股超 12%。三季报显示，证金公司持股占 2.99%，成为第二大股东，中央汇金占比 1.67%，成为第五大股东，10 只中证金融资产管理计划均合计持股比例 7.7%。证金系合计持股比例达到 12.36%。2) 保利集团计划增持不超过 2%。保利集团计划自 2015 年 8 月 27 日起的 6 个月内通过上海证券交易所增持比例不超过总股份 2% 的股票，且在此期间不减持。

■ **投资建议：**公司业绩保持稳定增长，虽然增速有所放缓，但公司通过优化区域布局，控制开发节奏等措施维持公司平稳发展，此外公司也积极在社区 O2O 等领域进行布局转型，我们预计公司 2015-17 年收入分别达到 1266、1458、1675 亿元，同比分别增长 16.1%、15.1% 和 14.9%，预计 EPS 为 1.32、1.52 和 1.66，当前股价对应 PE 为 6.4X、5.6X 和 5.1X，估值明显低估，维持买入-A 评级。

■ **风险提示：**地产市场持续下行

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	92,355.5	109,056.5	126,612.6	145,771.5	167,548.6
净利润	10,747.2	12,200.3	14,209.7	16,317.7	17,826.0
每股收益(元)	1.00	1.13	1.32	1.52	1.66
每股净资产(元)	4.81	5.71	6.80	8.03	9.37

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	8.5	7.5	6.4	5.6	5.1
市净率(倍)	1.8	1.5	1.3	1.1	0.9
净利润率	11.6%	11.2%	11.2%	11.2%	10.6%
净资产收益率	20.8%	19.9%	19.5%	18.9%	17.7%
股息收益率	2.3%	2.5%	3.0%	3.4%	3.7%
ROIC	12.7%	11.7%	10.9%	12.3%	10.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司动态分析

证券研究报告

住宅地产

投资评级

买入-A

维持评级

6 个月目标价

12.49 元

股价 (2015-11-02)

8.52 元

交易数据

总市值 (百万元)	91,634.70
流通市值 (百万元)	91,634.70
总股本 (百万股)	10,755.25
流通股本 (百万股)	10,755.25
12 个月价格区间	5.76/14.97 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	%	1M	3M	12M
相对收益	-1.89	1.54	9.08	
绝对收益	6.63	-7.39	47.66	

陈天诚

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515100001
chentc@essence.com.cn
021-68767839

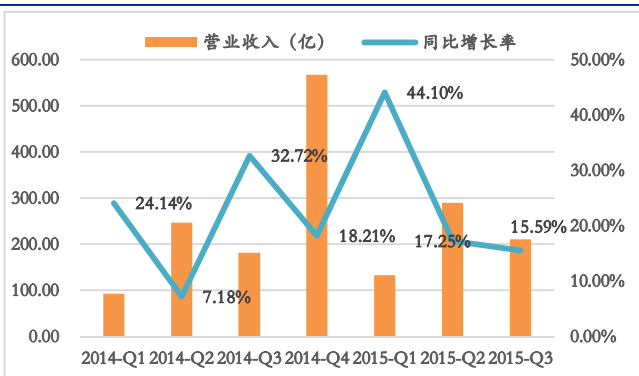
相关报告

结算进度无碍公司基本面回升，继续推荐	2015-01-13
业绩平稳，期待下半年发力	2014-08-26
6 月销售大幅增长，扩张放缓	2014-07-08

1. 营收增速放缓，少数股东损益占比大幅增长

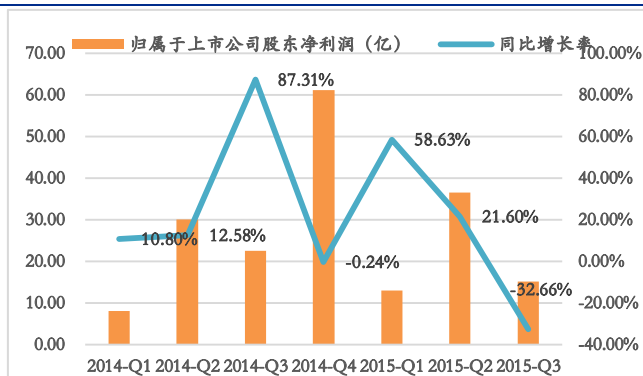
单季营收增速放缓、归属于母公司股东的净利润出现负增长。公司三季度报显示，第三季度实现营业收入210.55亿元，同比增长15.59%，其中第1、2季度分别增长17.25%、44.10%；实现净利润15.20亿，同比减少32.66%，而一、二季度分别增长58.63%、21.60%，本每股收益0.14元，同比下降33.33%；前三季度累计实现营收634.00亿元，同比增长21.42%，实现净利润64.70亿元，同比上升6.42%，基本每股收益0.60元，同比上升5.26%

图 1：单季营业收入增速略低于二季度，为 15.59%



数据来源：Wind、安信证券研究中心

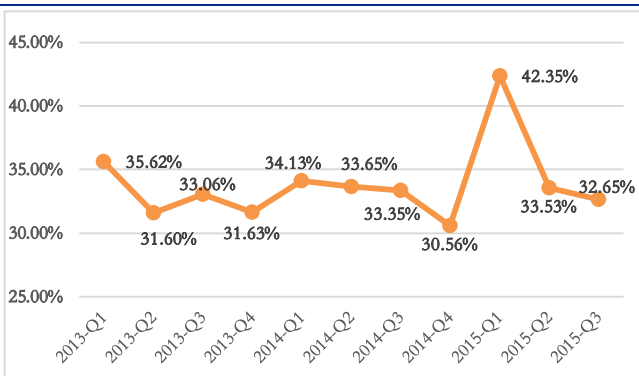
图 2：单季归属于母公司股东净利润下降 32.66%



数据来源：Wind、安信证券研究中心

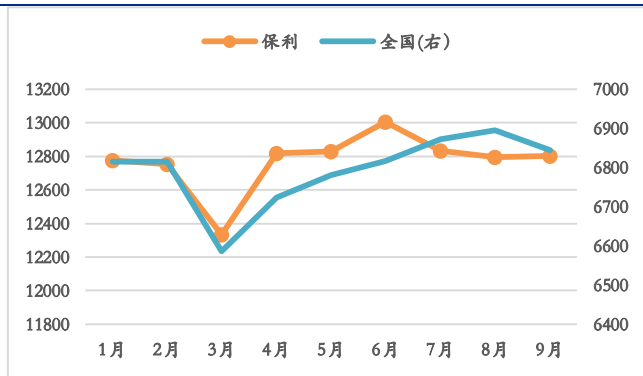
三季度毛利率同比下降，四季度未必好转。三季度营业收入增长的同时归属于上市公司股东净利润却出现了下滑，一部分原因是三季度销售毛利率从2014年第三季度的33.35%下降至32.65%。这与市场调整、行业竞争加剧以及地价占比日益提升有关，整个房地产行业的利润率普遍有所下降。另外，从历史数据可以看出，单季度销售毛利率呈现一定的周期性，通常第一季度较高，第四季度较低，且由于公司年初至今的销售单价并未出现明显上升，预计第四季度销售毛利率将持续较低的水平。

图 3：销售毛利率比去年同期下降



数据来源：Wind、安信证券研究中心

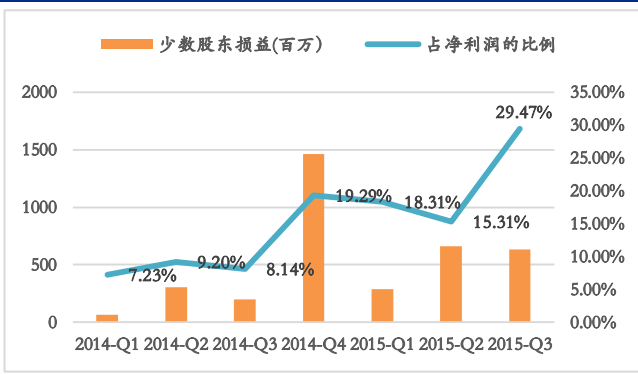
图 4：保利和全国的单月销售单价（元/平方米）



数据来源：Wind、安信证券研究中心

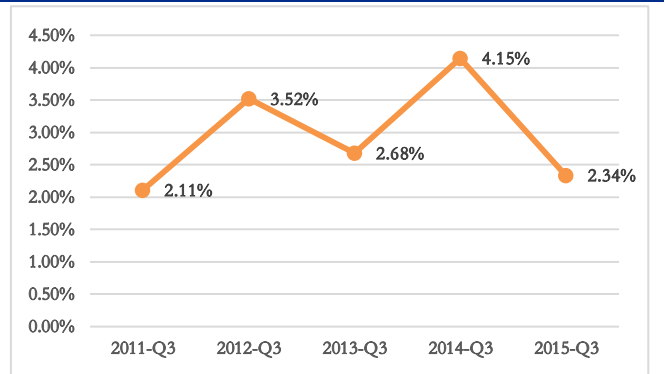
少数股东损益占比大幅提升，ROE 处于较低位置。归属于上市公司股东的净利润表现不及营业收入的更主要原因是少数股东损益占比不断上升，与去年同期相比，从8.14%大幅上升至29.47%。主要是因为公司合作拿地项目比例增加，在地价日益高涨的情况下，合作开发是地产开发商对抗风险的一种措施。与往年同期相比，ROE 也处于较低位置。

图 5：少数股东损益占净利润的百分比上升



数据来源：Wind、安信证券研究中心

图 6：三季度 ROE 与往年同期相比较低



数据来源：Wind、安信证券研究中心

2. 合作开发意愿增强，新开工面积同比减少

2.1. 拿地优化区域布局，合作开发意愿增强

公司 9 月份新增土地项目八个，分别位于北京、上海、武汉、太原、广州、佛山。公司新增项目基本均为一二线城市。新增权益面积共计 253.1 万平方米，权益地价共计 207.68 亿元，拿地较为积极。尽管有六个项目权益比例达到 100%，但是除了广州地块，其余均拟引入合作方共同开发。

公司前三季度新拓展项目 28 个，新增容积率面积 728 万平方米，权益比例约 74%，平均楼面地价 4524 元/平方米。截至报告期末，公司房地产项目覆盖 60 个城市，共有在建拟建项目 249 个，总占地面积 4550 万平方米，可售容积率面积 9327 万平方米，待开发面积 5021 万平方米，其中一、二线城市占比超过 74%。

表 1：公司九月拿地情况

地块	城市	权益比例	占地面积 (万方)	建筑面积 (万方)	地价款 (百万)	权益面积 (万方)	权益地价 (百万)	单位楼面价格(元)
北京市朝阳区孙河乡北甸西村 2902-18、2902-19、2902-27 地块	北京	100%	12.1	14.4	6,758.0	14.4	6,758.0	47,033.4
北京市朝阳区东坝南区 1106-657 地块	北京	100%	6.4	16.0	4,250.0	16.0	4,250.0	26,612.4
上海市宝山区大场镇 W121301 单元 08-02 地块	上海	100%	6.6	18.4	4,100.0	18.4	4,100.0	22,313.5
武汉市洪山区卓刀泉城中村改造项目	武汉	100%	29.2	103.8	2,940.0	103.8	2,940.0	2,832.6
太原市晋源区吴家堡南街南侧地块	太原	70%	4.6	16.0	304.8	11.2	213.4	1,907.8
广州市南沙区榄核镇南路南侧地块	广州	100%	12.0	30.1	826.4	30.1	826.4	2,750.1
佛山市顺德区大良碧桂路东侧地块	佛山	100%	14.5	35.40	1,252.5	3,539.8	1,252.5	35.4
佛山市顺德区佛山新	佛山	50%	6.8	27.91	855.4	1,395.5	427.7	30.6

城、乐从镇银桂路北侧

地块

合计

92.1	261.8	21,287.1	253.1	20767.9
------	-------	----------	-------	---------

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

2.2. 项目开发节奏谨慎

2015 年前三季度，公司审慎控制项目开发节奏，新开工面积 1069 万平方米，竣工面积 724 万平方米，在建面积 4681 万平方米，分别比去年同期增长-16.3%、7.6%和 4.5%。

3. 证金公司成第二大股东，实际控制人计划增持

3.1. 证金系持股超 12%

三季报显示，中国证券金融股份有限公司持有公司股份 3.22 亿股，占公司总股本的 2.99%，成为继保利南方集团之后的第二大股东；中央汇金投资有限责任公司持股 1.8 亿股，占比 1.67%，成为第五大股东；10 只中证金融资产管理计划均持股 8297.06 万股，合计持股比例 7.7%。证金系合计持股比例达到 12.36%。

据上证报资讯统计，截至 10 月 29 日，两市已有 1850 家 A 股上市公司如期发布 2015 年三季报，根据对应披露的十大流通股股东名单，“证金系”于第三季度投资进驻的上市公司数量达到了 876 家（剔除了汇金公司始终持股的农业银行），占整体披露公司总数的 47.35%。以 9 月 30 日股价计算，“证金系”持有上述公司对应总市值达到 5363.49 亿元。

3.2. 保利集团计划增持不超过 2%股份

2015 年 8 月 27 日，公司实际控制人保利集团通过上海证券交易所交易系统增持本公司股份 80 万股，并计划自 2015 年 8 月 27 日起的 6 个月内继续通过上海证券交易所交易系统增持公司股份，且累计增持比例不超过公司已发行总股份的 2%。保利集团同时承诺，在增持实施期间及法定期限内不减持所持有的公司股份。

截至本报告期末，保利集团与其全资子公司保利南方集团有限公司合并持有公司股份 47.24 亿股，占公司总股本的 43.93%。本次增持计划显示了实际控制人对公司未来发展前景的信心。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年11月02日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	92,355.5	109,056.5	126,612.6	145,771.5	167,548.6	成长性					
减:营业成本	62,655.2	74,122.6	85,488.8	99,299.5	115,156.2	营业收入增长率	34.0%	18.1%	16.1%	15.1%	14.9%
营业税费	9,522.1	11,147.7	12,661.3	14,835.8	16,977.9	营业利润增长率	19.5%	18.6%	14.3%	13.9%	10.5%
销售费用	2,185.2	2,401.9	3,481.8	3,556.1	4,128.4	净利润增长率	27.4%	13.5%	16.5%	14.8%	9.2%
管理费用	1,575.8	1,722.8	2,696.8	2,631.6	3,080.1	EBITDA 增长率	18.7%	19.0%	13.8%	14.0%	10.9%
财务费用	985.5	1,271.2	1,359.8	1,545.1	1,793.0	EBIT 增长率	18.9%	19.2%	13.8%	13.9%	10.8%
资产减值损失	59.9	562.5	60.4	63.7	62.1	NOPLAT 增长率	18.9%	20.9%	14.1%	13.9%	10.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	31.1%	22.6%	1.5%	30.4%	7.1%
投资和汇兑收益	635.1	1,152.8	823.0	870.3	948.7	净资产增长率	26.2%	16.9%	16.9%	16.4%	15.6%
营业利润	16,006.8	18,980.5	21,686.6	24,709.9	27,299.7	利润率					
加:营业外净收支	94.9	51.3	101.3	82.5	78.4	毛利率	32.2%	32.0%	32.5%	31.9%	31.3%
利润总额	16,101.7	19,031.8	21,787.8	24,792.4	27,378.0	营业利润率	17.3%	17.4%	17.1%	17.0%	16.3%
减:所得税	4,237.2	4,800.5	5,447.0	6,198.1	6,844.5	净利润率	11.6%	11.2%	11.2%	11.2%	10.6%
净利润	10,747.2	12,200.3	14,209.7	16,317.7	17,826.0	EBITDA/营业收入	18.7%	18.9%	18.5%	18.3%	17.7%
						EBIT/营业收入	18.4%	18.6%	18.2%	18.0%	17.4%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	7	7	7	7	6
货币资金	33,753.0	40,069.5	50,645.1	58,998.9	67,019.5	流动营业资本周转天数	427	455	435	438	448
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	1,064	1,079	1,070	1,085	1,096
应收帐款	10,068.7	21,027.6	6,936.1	25,259.1	15,335.8	应收帐款周转天数	28	51	40	40	44
应收票据	3.2	3.2	1.5	5.1	2.7	存货周转天数	837	837	832	840	847
预付帐款	19,275.9	22,565.6	25,914.5	30,397.6	34,806.8	总资产周转天数	1,101	1,122	1,114	1,127	1,138
存货	239,907.3	267,192.1	318,284.9	361,775.7	426,603.3	投资资本周转天数	443	474	453	457	466
其他流动资产	-	-	40.0	40.0	40.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	399.6	400.0	400.0	400.0	ROE	20.8%	19.9%	19.5%	18.9%	17.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.8%	3.9%	3.9%	3.8%	3.6%
长期股权投资	3,382.1	3,545.8	4,398.8	5,414.8	6,092.4	ROIC	12.7%	11.7%	10.9%	12.3%	10.4%
投资性房地产	4,714.9	7,038.8	7,784.7	8,807.0	10,171.0	费用率					
固定资产	1,985.0	2,477.6	2,625.0	2,718.5	2,713.6	销售费用率	2.4%	2.2%	2.8%	2.4%	2.5%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	1.7%	1.6%	2.1%	1.8%	1.8%
无形资产	14.5	18.5	12.1	5.8	-	财务费用率	1.1%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%
其他非流动资产	835.3	1,427.4	932.6	1,040.7	1,117.5	三费/营业收入	5.1%	4.9%	6.0%	5.3%	5.4%
资产总额	313,939.9	365,765.6	417,975.3	494,863.1	564,302.6	偿债能力					
短期债务	1,370.0	3,257.4	9,287.6	-	4,115.5	资产负债率	78.0%	77.9%	77.4%	77.8%	77.5%
应付帐款	44,505.9	52,294.7	53,050.2	69,313.2	75,418.3	负债权益比	354.0%	352.3%	342.2%	349.8%	343.8%
应付票据	-	25.7	4.9	10.4	13.3	流动比率	1.82	1.87	1.75	1.99	1.88
其他流动负债	120,758.7	131,735.6	167,710.8	169,685.1	210,182.7	速动比率	0.38	0.45	0.36	0.48	0.40
长期借款	75,101.3	90,495.0	85,847.0	123,287.8	125,360.5	利息保障倍数	17.24	15.93	16.95	16.99	16.23
其他非流动负债	3,050.8	7,084.9	7,561.1	22,558.9	22,058.2	分红指标					
负债总额	244,786.7	284,893.4	323,461.5	384,855.4	437,148.5	DPS(元)	0.20	0.22	0.25	0.29	0.32
少数股东权益	17,390.3	19,462.7	21,593.9	23,870.5	26,578.0	分红比率	19.5%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
股本	7,138.0	10,729.7	10,729.7	10,729.7	10,729.7	股息收益率	2.3%	2.5%	3.0%	3.4%	3.7%
留存收益	44,624.9	50,679.8	62,190.2	75,407.5	89,846.4						
股东权益	69,153.2	80,872.3	94,513.8	110,007.7	127,154.1						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	11,864.5	14,231.4	14,209.7	16,317.7	17,826.0	EPS(元)	1.00	1.13	1.32	1.52	1.66
加:折旧和摊销	333.4	346.4	371.6	450.1	524.8	BVPS(元)	4.81	5.71	6.80	8.03	9.37
资产减值准备	59.9	562.5	-	-	-	PE(X)	8.5	7.5	6.4	5.6	5.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.8	1.5	1.3	1.1	0.9
财务费用	1,040.0	1,554.1	1,359.8	1,545.1	1,793.0	P/FCF	-39.9	9.1	8.0	8.9	9.0
投资损失	-635.1	-1,152.8	-823.0	-870.3	-948.7	P/S	1.0	0.8	0.7	0.6	0.5
少数股东损益	1,117.3	2,031.0	2,131.2	2,276.6	2,707.5	EV/EBITDA	7.9	10.3	7.6	8.0	7.3
营运资金的变动	-24,615.8	-27,174.2	-736.8	-47,791.3	-14,347.7	CAGR(%)	16.2%	13.0%	17.9%	16.2%	13.0%
经营活动产生现金流量	-9,754.1	-10,458.4	16,512.5	-28,072.0	7,554.9	PEG	0.5	0.6	0.4	0.3	0.4
投资活动产生现金流量	-2,225.9	-3,168.8	-1,289.0	-1,705.3	-1,607.1	ROIC/WACC	2.7	2.5	2.3	2.6	2.2
融资活动产生现金流量	12,505.9	19,891.1	-4,648.0	38,131.1	2,072.7	REP	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

陈天诚声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青		zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣		dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

