

保利地产 (600048)

强烈推荐

行业：房地产开发

参股设立粤港证券，深化金融业务

公司公告称全资子公司保利物业将与广东粤财、深圳泓景、高信证券、恒明珠证券、伟禄美林证券共同发起设立粤港证券，保利物业拟出资 3.5 亿元认购粤港证券 10% 股权。

投资要点：

◆ **参股设立粤港证券符合公司“一主两翼”战略发展方向，深化公司金融业务。**公司子公司保利物业将与广东粤财等 6 家发起人发起设立粤港证券，保利物业拟出资 3.5 亿元认购 10% 股权。发起设立粤港证券是公司“十三五”战略发展方向，也标志着公司开始介入金融服务具有里程碑意义，将择机进入银行、保险、信托等领域。此前，公司以**房地产基金为核心，形成信保基金(15 年管理规模 413 亿元)、保利资本、养老基金并驾齐驱的发展模式，依托主业做大做强，力争 2020 年末房地产基金管理规模达 1000 亿；**利用资产证券化实现自持物业融资，撬动主业规模扩张及业绩增长。

◆ **养老产业将坚定实施居家、社区、机构养老“三位一体”的发展战略，**十三五内公司养老市场占有率稳居前三，成为养老产业龙头企业。目前在北京、上海均已开设养老机构，下属养老机构 2 家，管理床位 450 张。未来五年，将以轻资产的模式，建立 100 家以上的养老机构，实现管理床位超过 2 万张，进入国内经济发达的一二线城市进行布局。**社区消费服务业务以物业服务 and 社区商业为重点，以自有品牌垂直接入社区，搭建以“社区配送中心”为核心的社区消费平台。15 年末保利物业管理小区超过 300 个，管理面积超过 6000 万方。未来五年计划通过行业并购的模式，管理面积超过 3 亿方。**

◆ **3、4 月签约过 200 亿元创公司记录，土地储备总量充裕且结构合理。**1-4 月公司签约面积 485 万方(+89%)；签约金额 652 亿元(+98%)；4 月签约面积 142 万方(+44%)，实现签约金额 201 亿元(+50%)。15 年末公司待开发土地总建面 5500 万方(一线城市占比 10%，二线城市占比 64%)；公司待售面积 5351 万方(一二线城市占比超 77%)，满足公司 2-3 年的开发。一季度末有息负债综合成本 4.95%，为 8 年来最低。

◆ **本次参股设立粤港证券符合公司战略发展，丰富公司金融产品，依托广东自贸区建设、深化粤港两地金融合作的优势，获取投资收益和资本增值。受益开年一、二线城市销售火爆，预计公司 16 年推货约 2200 亿元(+9%)，签约金额 1772 亿元(+15%)。预计 16-18 年营业收入为 1424、1627、1839 亿元，同比增速分别为 15%、14%、13%，三年 CAGR14%；16-18 年 EPS1.34、1.62、1.84 元，三年 CAGR17%，对应 PE6、5、5 倍，6 个月目标价 12 元，对应 16 年 PE9 倍，维持“强烈推荐”评级。**

◆ **风险提示：**销售低于预期，市场波动风险，板块布局不及预期。

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	123429	142371	162660	183948
收入同比(%)	13%	15%	14%	13%
归属母公司净利润	12348	14456	17386	19780
净利润同比(%)	1%	17%	20%	14%
毛利率(%)	33.2%	34.2%	34.5%	34.1%
ROE(%)	17.3%	17.6%	18.0%	17.7%
每股收益(元)	1.15	1.34	1.62	1.84
P/E	7.29	6.23	5.18	4.55
P/B	1.26	1.09	0.93	0.80
EV/EBITDA	7	6	5	5

资料来源：中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

作者

署名：李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

参与人：郭泰

S0960116030003

010-63222915

guotai@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 12

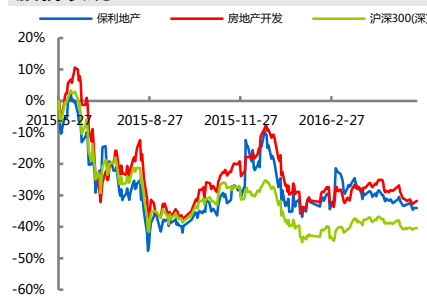
当前股价： 8.41

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	10,757
流通股本(百万股)	10,757
总市值(亿元)	905
流通市值(亿元)	905
成交量(百万股)	21.33
成交额(百万元)	179.50

股价表现



相关报告

《保利地产-加速推货，持续优化布局》

2016-04-28

《保利地产-资源丰厚布局良好，加速开发》2016-04-15

《保利地产-销售势如破竹，低成本融资助力发展》2016-03-11

目 录

一、 “一主两翼”新发展，“主”领先，“翼”崛起.....	4
1. 参股设立粤港证券，丰富地产金融业务板块.....	4
2. 养老产业：“三位一体”，培育新盈利模式.....	4
3. 搭建以“社区配送中心”为核心的社区消费平台.....	5
二、 聚焦一、二线城市，项目储备丰富且合理.....	5

图目录

图 1 参股设立证券公司股权结构	4
图 2 产品类型分布图	6
图 3 可售货量去化率	6
图 4 城市销售金额占比	6
图 5 历年城市拓展金额占比	6
图 6 15 年待开发土地面积	7
图 7 新增土地权益比例	7
图 8 公司毛利率净利率逆势上扬	7
图 9 直接融资金额及比重	7
图 10 有息负债持续降低	8
图 11 贷款结构	8
图 12 历年销售数据	8

表目录

表 1 主要城市市场份额排名及 15 年全年签约金额	5
----------------------------------	---

一、“一主两翼”新发展，“主”领先，“翼”崛起

公司坚持以房地产开发经营为主，以房地产金融和社区消费服务为翼的“一主两翼”业务战略布局。未来五年，房地产开发业务仍将坚持全国化战略，加大城市群布局，努力扩大市场份额；转变增长方式，加大开发合作力度，充分发挥基金的投资功能和资本市场的融资能力，提高投资能力；深化“走出去”战略，扩大海外市场规模。

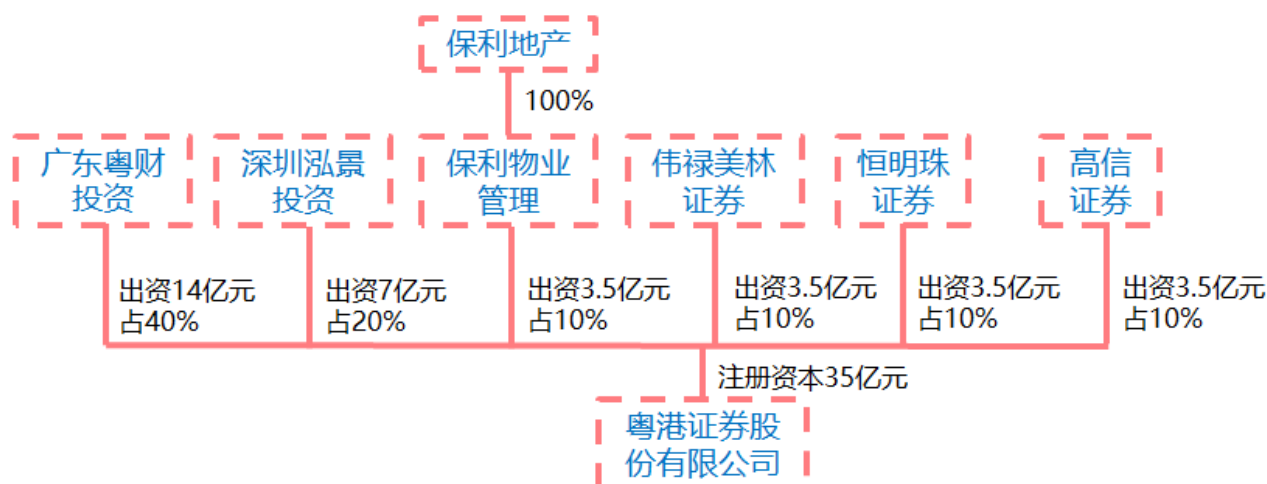
1. 参股设立粤港证券，积极拓展房地产金融服务产品

公司地产金融业务以开发类基金为核心，形成信保基金(15年管理规模413亿元)、保利资本、养老基金并驾齐驱的发展模式，力争2020年末基金管理规模达1000亿。金融业务将不断推动主营业务增长，利用资产证券化等金融工具，实现自持物业的融资功能，撬动主业规模扩张及业绩增长；依托主业做大做强金融板块，拓展多种房地产金融产品，择机进入银行、保险、信托等领域，围绕产业链打造多元化的金融服务能力。

参股设立粤港证券符合公司十三五战略发展方向，将对公司金融业务发展和经营业绩提升带来积极影响。16年5月23日，公司全资子公司保利物业与广东粤财、深圳泓景、高信证券、恒明珠证券、伟禄美林证券共计6家发起人拟以现金(1元人民币/股)认购股份方式共同发起设立粤港证券，保利物业拟出资3.5亿元人民币认购3.5亿股，占粤港证券10%股权。

本次参股设立粤港证券有效拓宽公司投资范围，丰富金融业务种类，符合公司“一主两翼”的发展战略；并利于公司把握中国资本市场发展机遇，依托广东自贸区建设、深化粤港两地金融合作的优势，分享证券业务快速发展带来的红利，通过长期持有粤港证券股权获取投资收益和资本增值，为公司经营业绩增长做出贡献。

图 1 参股设立证券公司股权结构



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

2. 养老产业：“三位一体”，培育新盈利模式

养老产业将坚定实施居家、社区、机构养老“三位一体”的发展战略，逐步形成成熟的养老地产开发、养老服务、老年用品销售、介护培训等商业盈利模式，**十三五内，公司养老市场占有率稳定在前三，成为养老产业的龙头企业。**

公司目前在北京、上海均已开设养老机构，下属养老机构 2 家，管理床位 450 张。今年，广州、成都、合肥拟开业各一家，床位预计 600 张，另有大连和阳江海陵岛两个旅居机构在策划中。未来五年，公司将通过自身开拓、市场化收购等方式不断开拓下属养老产业的规模；以轻资产的模式，**建立 100 家以上的养老机构，实现管理床位超过 2 万张，进入国内经济发达的一二线城市进行布局。**

3. 搭建以“社区配送中心”为核心的社区消费平台

社区消费服务业务以物业服务和社区商业为发展重点，依托房地产开发和经营主业，充分挖掘业主资源的消费能力和消费需求，实现公司在社区消费服务领域的多元化发展，并积极走市场化道路，形成规模效应，推动公司向综合服务商转变。**截至 2015 年末，保利物业管理小区超过 300 个，管理面积超过 6000 万平方米。**未来五年内，保利物业计划通过行业并购的模式，实现市场化运作，管理面积超过 3 亿平方米。

公司以自有品牌垂直接入社区，搭建以“社区配送中心”为核心的社区消费平台。公司将自身拥有的社区服务产业垂直接入社区，并开拓洗衣、宠物服务等新的业务模式，实现资源整合与利润增值；通过物业基础服务线上化、社区消费供应链建设、社区周边优质服务资源整理上线等手段实现社区用户需求的“全场景覆盖”。

二、聚焦一、二线城市，项目储备丰富且合理

聚焦一二线核心城市。15 年公司实现签约金额 1541 亿元，同比增长 12.8%，实现认购金额 1592 亿元，同比增长 13.3%。公司坚持聚焦一二线中心城市，全年一二线核心城市销售占比达 94%。公司深耕城市群，重点布局的广东省（不含深圳），单省销售突破 500 亿元；紧跟热点城市机会，广州、上海、佛山、北京单城销售突破百亿，成都、东莞单城销售突破 80 亿。

表 1 主要城市市场份额排名及 15 年全年签约金额

城市	市场占有率排名	签约金额(亿元)
广州	1	183.3
上海	4	146.5
佛山	1	133.3
北京	3	124.4
成都	1	97.7
东莞	2	84.3
南京	3	66.9
武汉	2	66.8
合肥	3	53.7

资料来源：上市公司、中国中投证券研究总部

坚持普通住宅产品定位。公司始终坚持中小户型普通住宅定位，公司签约销售产品中，住宅类产品占比为 85%，**住宅类产品中 144 平米以下中小户型占比达 93%**。产品适销对路保障公司稳定去化，**全年公司新推货去化率保持在 50%以上，可售货量累计去化率达 76%**。

图 2 产品类型分布图

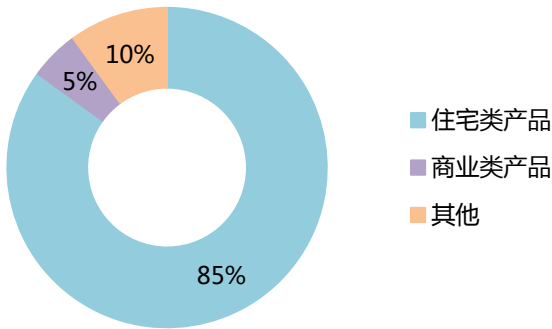
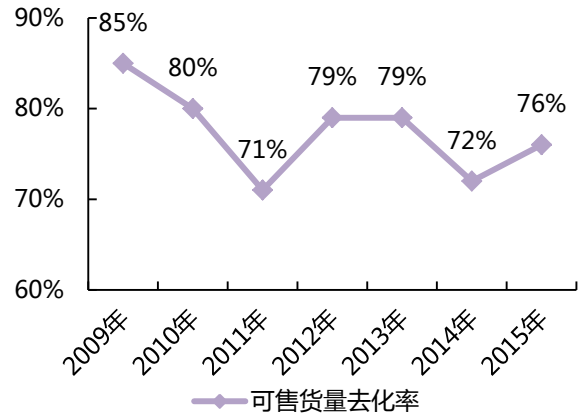


图 3 可售货量去化率



资料来源：上市公司、中国中投证券研究总部

资料来源：上市公司、中国中投证券研究总部

优化投资结构，拓展中心向一二线倾斜。15 年新增项目 50 个，**新增容积率面积 1308 万平方米，同比增长 6%**；新增总地价 656 亿元，同比增长 53%。**一二线城市拓展占比持续提升，2015 年面积和金额分别占比达 85%和 93%**。一线城市的拓展金额占 45%(较去年提升 6 个百分点)，面积占 15%(提升 2 个百分点)。公司去年重点拓展的北京、上海、广州、成都、佛山、武汉等地，今年以来的销售市场持续火爆，全年销售有望进一步提升。

图 4 城市销售金额占比

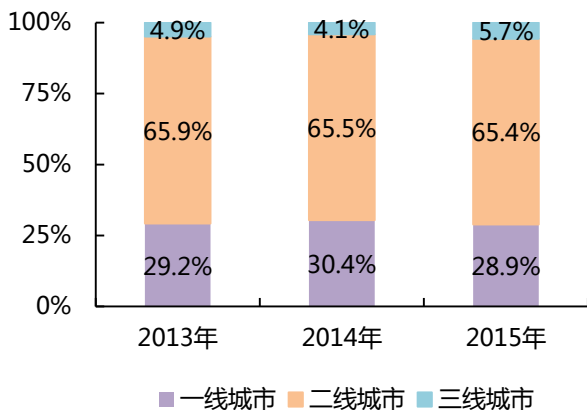
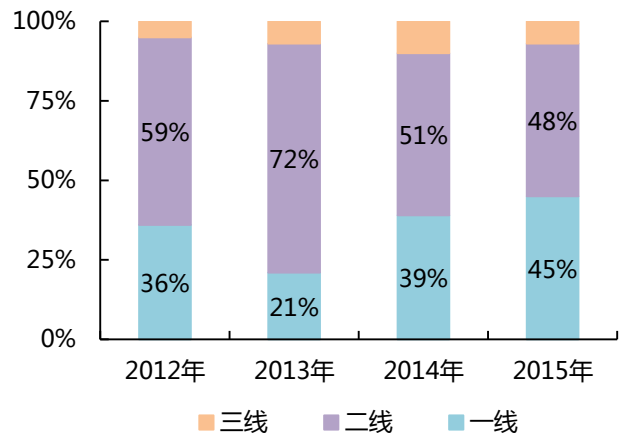


图 5 历年城市拓展金额占比

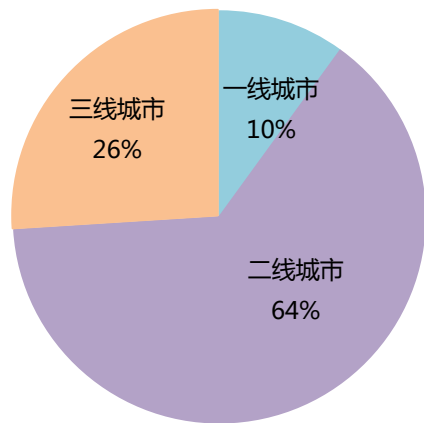


资料来源：上市公司、中国中投证券研究总部

资料来源：上市公司、中国中投证券研究总部

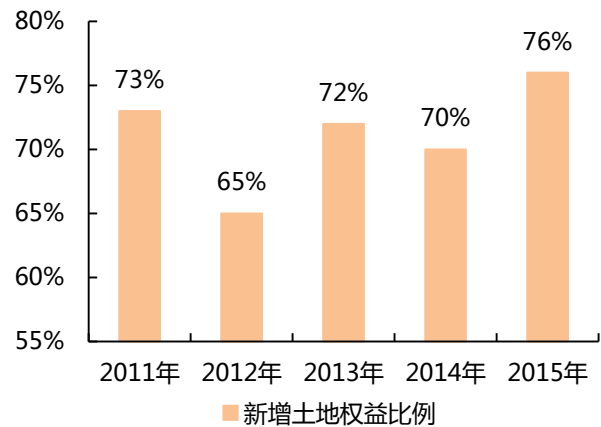
土地储备总量充裕且结构合理。15 年末，公司待开发土地总建面 5500 万方，其中一线城市占比 10%；二线城市占比 64%；**公司待售面积 5351 万方，其中一二线城市占比超 77%**。按照每年 1700 万方的开工量，目前储备能满足公司 2-3 年的开发。4 月公司获得项目权益建面约 131.9 万方，权益土地价款 104.9 亿元。

图 6 15 年待开发土地面积



资料来源：上市公司、中国中投证券研究总部

图 7 新增土地权益比例



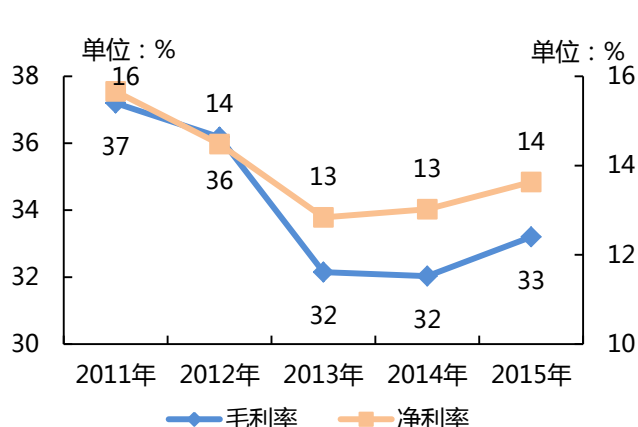
资料来源：上市公司、中国中投证券研究总部

利润规模保持平稳，利润率水平逆势上扬。受合作项目结转比例上升的影响，归属于上市公司股东的净利润 123 亿元，同比增 1.2%。15 年，公司毛利率和净利率逆势上涨 1.17 和 0.58 个百分点至 33.2% 和 13.63%。公司旧改项目持续发力，2015 年旧改项目签约 125 亿元，结转收入 118 亿元，旧改项目综合毛利率达 48%。

直接融资比重上升，成本优势明显。15 年公司累计发行 60 亿中期票据和 50 亿元公司债，直接融资比重上升至 15%；截至目前，公司直接融资比重上升至 22%。受此影响，公司有息负债综合成本为 5.2%，较去年下降 1.3 个百分点。**一季度末，有息负债综合成本降至 4.95%，为 8 年来最低。**从债务期限结构来看，公司中长期负债占比大幅提升 13 个百分点至 31.4%，更匹配房地产开发进度。公司现金分红比例持续提升，2015 年现金分红 37 亿元，占净利润的比重提升至 30%。按照除息前的收盘价，**公司股息率为 3.6%，位于行业前列。**

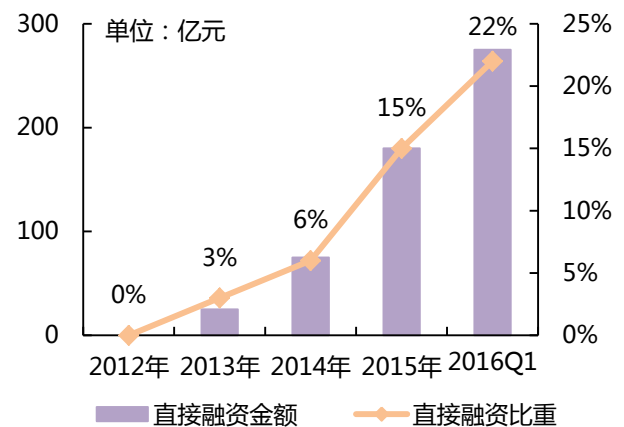
连续两月签约过 200 亿元。1-4 月份，公司实现签约面积 485 万方，同比增 89%；实现签约金额 652 亿元，同比增 98%。其中，4 月公司实现签约面积 142 万方，同比增 44%；实现签约金额 201 亿元，同比增 50%。3、4 月份，公司连续 2 个月单月签约均突破 200 亿元，创下公司历史纪录。

图 8 公司毛利率净利率逆势上扬



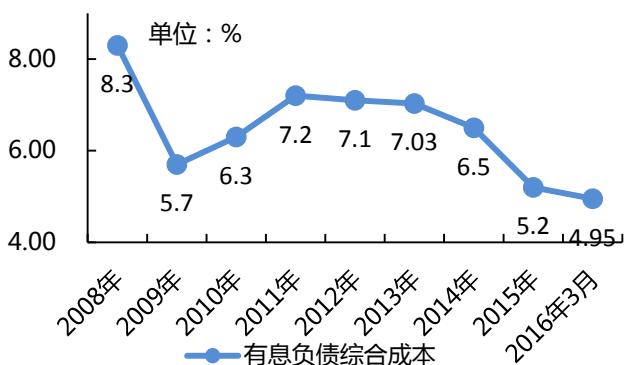
资料来源：上市公司、中国中投证券研究总部

图 9 直接融资金额及比重



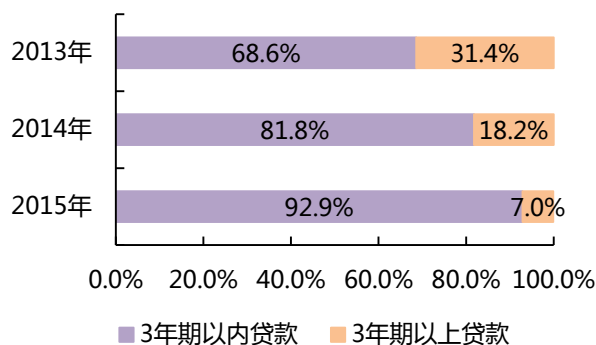
资料来源：上市公司、中国中投证券研究总部

图 10 有息负债持续降低



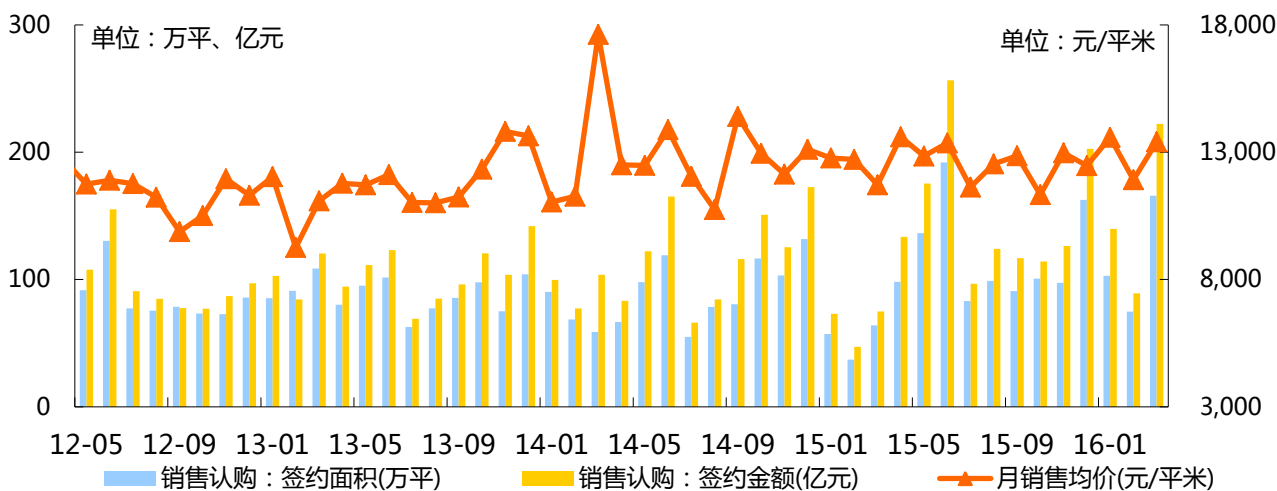
资料来源：上市公司、中国中投证券研究总部

图 11 贷款结构



资料来源：上市公司、中国中投证券研究总部

图 12 历年销售数据



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

政策微调影响减弱，周成交环比四月末企稳回升。公司 3 月份创下单周来访新高，4 月份来访环比有所下降，但仍保持着 2.3 万组的高位，较去年四季度增加 50%。4 月后两周，公司认购及签约数据均已回升，政策调整的影响逐渐减弱。

货量充足，产品去化率大幅提升。1-4 月份公司累计推货 436 万方，同比增 36%；推货金额 509 亿元，同比增 47%。新推货去化率达到 60%持续上升；公司存货去化率也大幅提升，其中 3 月去化率由去年末的 12%上升到 20%。

本次参股设立粤港证券符合公司战略发展，丰富公司金融产品，依托广东自贸区建设、深化粤港两地金融合作的优势，获取投资收益和资本增值。项目储备充裕且结构良好，15 年末待售面积 5351 万方，一、二线城市占比超过 77%。受益开年一、二线城市销售火爆，预计公司 16 年全年推货约 2200 亿元 (+9%)，签约金额 1772 亿元 (+15%)。预计 16-18 年营业收入为 1424、1627、1839 亿元，同比增速分别为 15%、14%、13%，三年 CAGR14%；16-18 年 EPS1.34、1.62、1.84 元，三年 CAGR17%，对应 PE6、5、5 倍，近期市场风险偏好下降，保利地产业绩优质，安全边际较高，6 个月目标价 12 元，对应 16 年 PE9 倍，维持“强烈推荐”评级。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	384675	354630	357993	385354
现金	37485	39864	48608	70915
应收账款	3142	3624	4140	4682
其它应收款	30335	14009	15999	18156
预付账款	25382	25627	29279	33111
存货	288266	271441	259901	258424
其他	66	66	66	66
非流动资产	19158	18574	19402	20031
长期投资	4819	3737	4034	4197
固定资产	3155	3187	3119	2953
无形资产	28	31	33	36
其他	11155	11619	12215	12845
资产总计	403833	373204	377395	405385
流动负债	221834	205896	196856	206477
短期借款	3101	26993	2263	2446
应付账款	32478	32741	39613	43704
其他	186254	146162	154980	160327
非流动负债	84859	54178	47018	42598
长期借款	66412	41412	31412	28412
其他	18447	12766	15607	14186
负债合计	306693	260073	243874	249075
少数股东权益	25618	30863	37171	44348
股本	10757	10757	10757	10757
资本公积	6955	6955	6955	6955
留存收益	53792	64556	78638	94251
归属母公司股东权益	71523	82268	96349	111962
负债和股东权益	403833	373204	377395	405385

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	17785	22008	45339	32595
净利润	16828	19701	23695	26957
折旧摊销	463	590	689	788
财务费用	2328	3657	2918	2249
投资损失	-993	-993	-993	-993
营运资金变动	-656	-413	18966	3594
其它	-185	-535	63	0
投资活动现金流	-2470	979	-523	-424
资本支出	63	600	600	600
长期投资	-905	-611	891	793
其他	-3312	968	968	968
筹资活动现金流	-17744	-20608	-36072	-9863
短期借款	-157	23892	-24730	183
长期借款	-24083	-25000	-10000	-3000
普通股增加	27	0	0	0
资本公积增加	38	0	0	0
其他	6431	-19500	-1342	-7046
现金净增加额	-2405	2379	8744	22308

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	123429	142371	162660	183948
营业成本	82453	93744	106606	121257
营业税金及附加	12157	14023	16021	18118
营业费用	2731	3032	3465	3918
管理费用	1872	2116	2417	2733
财务费用	2328	3657	2918	2249
资产减值损失	156	156	156	156
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	993	993	993	993
营业利润	22724	26635	32070	36509
营业外收入	259	259	259	259
营业外支出	83	83	83	83
利润总额	22901	26811	32246	36686
所得税	6073	7110	8551	9729
净利润	16828	19701	23695	26957
少数股东损益	4480	5245	6308	7177
归属母公司净利润	12348	14456	17386	19780
EBITDA	25515	30883	35677	39546
EPS (元)	1.15	1.34	1.62	1.84

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	13.2%	15.3%	14.3%	13.1%
营业利润	19.7%	17.2%	20.4%	13.8%
归属于母公司净利润	1.2%	17.1%	20.3%	13.8%
获利能力				
毛利率	33.2%	34.2%	34.5%	34.1%
净利率	10.0%	10.2%	10.7%	10.8%
ROE	17.3%	17.6%	18.0%	17.7%
ROIC	11.2%	13.5%	17.6%	20.0%
偿债能力				
资产负债率	75.9%	69.7%	64.6%	61.4%
净负债比率	33.16%	36.20%	25.20%	23.86%
流动比率	1.73	1.72	1.82	1.87
速动比率	0.43	0.40	0.50	0.61
营运能力				
总资产周转率	0.32	0.37	0.43	0.47
应收账款周转率	36	40	40	40
应付账款周转率	3.00	2.87	2.95	2.91
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.15	1.34	1.62	1.84
每股经营现金流(最新摊薄)	1.65	2.05	4.21	3.03
每股净资产(最新摊薄)	6.65	7.65	8.96	10.41
估值比率				
P/E	7.29	6.23	5.18	4.55
P/B	1.26	1.09	0.93	0.80
EV/EBITDA	7	6	5	5

相关报告

报告日期	报告标题
2016-04-28	《保利地产-加速推货，持续优化布局》
2016-04-15	《保利地产-资源丰厚布局良好，加速开发》
2016-03-11	《保利地产-销售势如破竹，低成本融资助力发展》
2015-10-13	《保利地产-9月土地拓展力度大，瞄准高利润城市》
2015-09-09	《保利地产-销售增长，金九银十推盘提速》
2015-08-25	《保利地产-低估值绩优行业龙头价值有纠偏需要》
2015-08-12	《保利地产-销售同比大涨，拟投资粤高速加深战略合作》
2015-04-30	《保利地产-改善结构效果初现，多业态发展助力增长》
2015-03-18	《保利地产-低估值龙头，有业绩，有故事，有诉求》
2015-02-10	《保利地产-销售向好，融资助力，坚定买入》
2015-01-15	《保利地产-改革大牛市下诸多利好提升配置价值》

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李少明,中国中投证券研究总部房地产行业首席分析师,工商管理硕士,20年证券研究从业经验。

主要覆盖公司:万科、保利地产、招商地产、华夏幸福、泛海控股、金融街、北京城建、首开股份、世联行、中航地产、荣盛发展、外高桥、陆家嘴、张江高科、上实发展、天健集团、福星股份、中南建设、中国国贸、世茂股份、苏宁环球、滨江集团、华发股份等。

王修宝,中投证券房地产行业分析师,毕业于中国人民大学,经济学硕士。

郭泰,中投证券房地产行业实习生,毕业于伦敦城市大学卡斯商学院,理学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434