

2016年08月09日

保利地产 (600048.SH)

公司快报

证券研究报告

住宅地产

## 销售高位回落，央改渐露峥嵘

■ **事件：7月销售简报：**公司7月实现签约面积93.36万方，同比增长12.32%；实现签约金额121.46亿，同比增25.69%。公司本月新增项目3个，权益建面21.8万方。

■ **销售量价均有回落，基本符合预期：**公司7月实现签约面积93.36万平方米，同比增长12.32%，环比下降53.58%；实现签约金额121.46亿元，同比增长25.70%，环比下降54.97%；本月公司销售均价13,010元/平方米，环比降3.00%，连续两月回落。受历年6月固有的高基数效应影响，本月公司销售量价均有调整，但基本符合预期，预计9、10月份将会有连续回升的过程。

■ **保利集团入选试点，央企层面整合空间难以估量：**公司7月7日公告大股东保利集团与中航集团探讨收购其房地产业务并停牌，七天后公司公告正与中航集团积极深入论证，并初步估算潜在交易涉及地产项目约70个，标的金额不超过净资产的15%，即不超过149亿（一季末净资产）。从以上交易体量看，本次重组并无超预期，但在集团层面的央企整合规划渐露峥嵘。14日，国资委在媒体通气会上宣布了新增7家国有资本投资公司试点的企业，公司大股东保利集团位列其中，公司作为集团旗下重量级地产上市平台，有望脱胎于下一轮央企级别资源整合中。

■ **拿地力度有所回升，继续核心布局：**7月份公司在东莞、南昌和杭州分别取得三个项目，新增权益建面21.8万方，权益地价款19.97亿，综合楼面价约9,163元/平方，是公司近4个月拿地款及权益比率首次回升，但仍然处于历史上较低的水平。

公司今年以来拿地谨慎，基本避免高溢价拿地，1-7月拿地综合楼面价5,801元/平方，1-7月公司累计权益投资额占销售金额比例为34.17%，较上月有所回升。本月在杭州上城区核心区拿地，楼面价近4万/平方米，是今年在二线少有的尝试。

■ **上半年结转收入增加，权益下降拖累毛利：**公司业绩预告上半年实现营收551.7亿，同比大增30%，主要由于竣工和结算面积增加；归属于上市公司股东的净利润49.5亿，同比增0.12%；同时因项目结转权益比例下降，毛利率及净利率均有所下降。公司年初至今拿地综合权益仅68%，且一线拿地较少，预计毛利水平恢复仍待时日。

■ **投资建议：**公司今年以来项目投资保持审慎，基本避免高溢价拿地，同时现金充足，财务稳健性强。本次集团层面探讨房地产业务整合，初步结果看并无超出市场预期，但本次业务调整将成为集团进入资本投资公司试点后房地产业务首次尝试，往后央企层面改革动作有望持续不断。我们预计公司2016-18年EPS为1.21、1.37和1.57，对应当前股价PE估值7.8X、6.9X、6.0X，给予“买入-A”评级，目标价12.2元。

■ **风险提示：**全国性销售调整，二、三线城市持续低迷。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	109,056.5	123,428.8	147,003.7	176,463.2	208,138.4
净利润	12,200.3	12,347.6	14,333.4	16,278.1	18,594.6
每股收益(元)	1.03	1.04	1.21	1.37	1.57
每股净资产(元)	5.18	6.03	6.98	7.93	9.03

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	9.2	9.1	7.8	6.9	6.0
市净率(倍)	1.8	1.6	1.4	1.2	1.0
净利润率	11.2%	10.0%	9.8%	9.2%	8.9%
净资产收益率	19.9%	17.3%	17.3%	17.3%	17.4%
股息收益率	2.1%	3.3%	3.8%	4.4%	5.0%
ROIC	11.7%	11.6%	12.3%	10.8%	10.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**

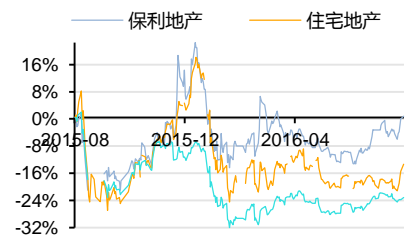
维持评级

6个月目标价：**12.2元**  
股价(2016-08-08) **9.48元**

### 交易数据

总市值(百万元)	112,412.06
流通市值(百万元)	101,994.48
总股本(百万股)	11,857.81
流通股本(百万股)	10,758.91
12个月价格区间	7.72/11.99元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.63	5.82	27.13
绝对收益	4.18	8.95	7.67

陈天诚

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515100001

chentc@essence.com.cn

021-35082325

### 相关报告

- 保利地产：保利地产公司快报-销售显露龙头风范，2016-07-07
- 央企整合或迎突破
- 保利地产：稳健依旧、成长可期——保利地产2015年年报点评，2016-04-15
- 保利地产：稳定增长谋转型，集团增持显信心，2015-11-02

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	109,056.5	123,428.8	147,003.7	176,463.2	208,138.4	<b>成长性</b>					
减:营业成本	74,122.6	82,453.3	99,212.8	120,453.8	142,429.1	营业收入增长率	18.1%	13.2%	19.1%	20.0%	18.0%
营业税费	11,147.7	12,156.9	14,887.4	17,763.1	20,843.5	营业利润增长率	18.6%	19.7%	8.9%	12.0%	15.3%
销售费用	2,401.9	2,731.2	3,245.2	3,900.1	4,597.5	净利润增长率	13.5%	1.2%	16.1%	13.6%	14.2%
管理费用	1,722.8	1,871.5	2,275.6	2,703.6	3,205.4	EBITDA 增长率	19.0%	23.9%	11.8%	15.2%	16.4%
财务费用	1,271.2	2,327.8	3,266.4	4,535.9	5,577.2	EBIT 增长率	19.2%	23.7%	11.8%	15.1%	16.4%
资产减值损失	562.5	156.3	259.6	326.1	247.3	NOPLAT 增长率	20.9%	21.6%	12.6%	14.8%	15.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	22.6%	6.6%	30.6%	14.5%	17.5%
投资和汇兑收益	1,152.8	992.6	893.9	945.1	727.0	净资产增长率	16.9%	20.1%	15.8%	13.8%	14.0%
<b>营业利润</b>	18,980.5	22,724.4	24,750.7	27,725.6	31,965.3	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	51.3	176.4	107.5	111.7	102.4	毛利率	32.0%	33.2%	32.5%	31.7%	31.6%
<b>利润总额</b>	19,031.8	22,900.8	24,858.2	27,837.3	32,067.8	营业利润率	17.4%	18.4%	16.8%	15.7%	15.4%
减:所得税	4,800.5	6,073.0	6,467.9	7,310.1	8,651.9	净利润率	11.2%	10.0%	9.8%	9.2%	8.9%
<b>净利润</b>	12,200.3	12,347.6	14,333.4	16,278.1	18,594.6	EBITDA/营业收入	18.9%	20.7%	19.4%	18.6%	18.4%
						EBIT/营业收入	18.6%	20.3%	19.1%	18.3%	18.0%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	7	8	8	7	6
						流动营业资本周转天数	455	456	456	465	460
货币资金	40,069.5	37,484.9	44,644.5	53,591.3	63,210.9	流动资产周转天数	1,079	1,073	1,063	1,079	1,076
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	51	79	65	72	69
应收帐款	21,027.6	33,476.7	19,938.9	51,082.9	28,617.0	存货周转天数	837	810	827	835	835
应收票据	3.2	65.9	16.1	33.1	40.3	总资产周转天数	1,122	1,122	1,112	1,123	1,117
预付帐款	22,565.6	25,381.8	31,467.1	38,065.4	43,849.5	投资资本周转天数	474	477	476	482	474
存货	267,192.1	288,265.8	387,498.6	431,156.1	534,718.3	<b>投资回报率</b>					
其他流动资产	-0.0	-	-	-	-	ROE	19.9%	17.3%	17.3%	17.3%	17.4%
可供出售金融资产	399.6	99.7	249.6	174.7	212.1	ROA	3.9%	4.2%	3.6%	3.4%	3.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROIC	11.7%	11.6%	12.3%	10.8%	10.9%
长期股权投资	3,545.8	4,819.3	5,975.5	6,839.9	7,938.0	<b>费用率</b>					
投资性房地产	7,038.8	9,431.6	11,002.8	13,098.8	15,118.8	销售费用率	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
固定资产	2,477.6	3,155.3	3,267.2	3,282.4	3,232.3	管理费用率	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
在建工程	-	-	-	-	-	财务费用率	1.2%	1.9%	2.2%	2.6%	2.7%
无形资产	18.5	28.4	24.1	18.6	9.9	三费/营业收入	4.9%	5.6%	6.0%	6.3%	6.4%
其他非流动资产	1,427.4	1,616.9	132.4	-595.5	-1,699.1	<b>偿债能力</b>					
<b>资产总额</b>	365,765.6	403,833.2	504,219.2	596,750.7	695,252.0	资产负债率	77.9%	75.9%	77.7%	78.5%	79.0%
短期债务	3,257.4	3,100.9	24,265.7	31,388.7	41,896.9	负债权益比	352.3%	315.7%	348.4%	366.2%	376.6%
应付帐款	52,294.7	62,078.3	71,515.6	93,124.5	100,107.0	流动比率	1.87	1.73	1.75	1.71	1.72
应付票据	25.7	1,785.0	551.2	1,121.8	1,107.7	速动比率	0.45	0.43	0.35	0.43	0.35
其他流动负债	131,735.6	154,869.5	180,491.2	209,877.8	246,513.5	利息保障倍数	15.93	10.76	8.58	7.11	6.73
长期借款	90,495.0	66,411.7	97,172.5	115,115.9	141,810.3	<b>分红指标</b>					
其他非流动负债	7,084.9	18,447.3	17,768.5	18,107.6	17,937.4	DPS(元)	0.20	0.31	0.36	0.41	0.47
<b>负债总额</b>	284,893.4	306,692.8	391,764.7	468,736.3	549,372.9	分红比率	19.0%	30.1%	30.1%	30.1%	30.1%
少数股东权益	19,462.7	25,617.8	29,674.7	33,923.9	38,745.2	股息收益率	2.1%	3.3%	3.8%	4.4%	5.0%
股本	10,729.7	10,756.7	11,857.8	11,857.8	11,857.8						
留存收益	50,679.8	60,746.6	70,922.0	82,232.7	95,276.2						
<b>股东权益</b>	80,872.3	97,140.4	112,454.5	128,014.4	145,879.2						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>						EPS(元)	1.03	1.04	1.21	1.37	1.57
						BVPS(元)	5.18	6.03	6.98	7.93	9.03
净利润	14,231.4	16,827.7	14,333.4	16,278.1	18,594.6	PE(X)	9.2	9.1	7.8	6.9	6.0
加:折旧和摊销	346.4	462.5	491.6	586.2	685.6	PB(X)	1.8	1.6	1.4	1.2	1.0
资产减值准备	562.5	156.3	-	-	-	P/FCF	11.1	-26.7	14.9	9.5	9.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	1.0	0.9	0.8	0.6	0.5
财务费用	1,554.1	2,210.7	3,266.4	4,535.9	5,577.2	EV/EBITDA	10.3	8.3	8.8	8.2	7.9
投资损失	-1,152.8	-992.6	-893.9	-945.1	-727.0	CAGR(%)	13.0%	11.6%	15.7%	13.0%	11.6%
少数股东损益	2,031.0	4,480.1	4,056.9	4,249.1	4,821.3	PEG	0.7	0.8	0.5	0.5	0.5
营运资金的变动	-27,174.2	-3,507.3	-51,123.8	-32,028.4	-44,068.1	ROIC/WACC	2.2	2.2	2.3	2.1	2.1
<b>经营活动产生现金流量</b>	-10,458.4	17,784.6	-29,869.4	-7,324.1	-15,116.4	REP	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
<b>投资活动产生现金流量</b>	-3,168.8	-2,470.1	-1,421.9	-1,672.6	-1,958.3						
<b>融资活动产生现金流量</b>	19,891.1	-17,744.0	38,450.9	17,943.5	26,694.4						

资料来源: 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	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	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：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 楼

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区西直门南小街 147 号国投金融大厦 15 层

邮编：100034