



中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

地产：开发商

卢晓峰

证券投资咨询业务证书编号：S1300516050001  
(8621)20328284  
xiaofeng.lu@bocichina.com

袁豪

证券投资咨询业务证书编号：S1300513090001  
(8621)20328529  
hao.yuan@bocichina.com

# 保利地产中报点评：上半年 销售首破千亿，毛利率和权 益比率影响结转

2016年1-6月，保利地产(600048.CH/人民币9.53,买入)实现营业总收入551.50亿元，同比增长30.24%；受当期结算项目中少数股东权益占比较高的影响，公司归属母公司净利润49.60亿元，同比增长0.21%，每股收益0.46元，同比持平。报告期内，公司实现毛利率为32.60%，受高毛利区域及项目结转比例较低的影响房地产结算毛利率为31.10%，同比下降4.68个百分点。公司拿地坚持等量拓展的原则，新增土储建面762万方，占销售面积93%。此外，公司上半年完成90亿定向增发引入泰康资产，负债率继续降低。公司目前股息率3.7%，市盈率7.8倍，NAV折价33%，前7月销售同比增长43%，公司是低估值龙头蓝筹，在行业整合加速的背景下价值优势凸显，我们维持公司定增扩股后2016-2018年每股收益预测分别为1.21元、1.39元和1.56元，重申买入评级。

## 支撑评级的要点

**房地产结转收入同增27%，房地产销售额同增45%。**公司1-6月实现房地产业务结转收入513.22亿元，同比增长26.90%，主要是由于当期竣工交楼面积同比增长；公司房地产结算毛利率为31.10%，毛利率同比下降4.68个百分点，主要受高毛利区域及项目结转比例较低的影响。上半年公司销售首次突破千亿大关，实现签约金额1,106.25亿元，同比增长45.48%；实现签约面积821.84万平方米，同比增长40.55%，销售均价13,461元/平米，珠三角、长三角和环渤海销售占比分别为32%、24%和16%，其中南京、合肥等热门城市销售额同比分别增长143%和58%。

**拿地坚持等量拓展的原则，新增土储建面762万方。**土地储备方面，公司上半年共获取项目36个，主要集中在北京、广州、南京等土地资源相对稀缺的地区，其中通过招拍挂方式和项目并购方式获取项目分别为17个和19个，占比为47%和53%；新增容积率面积762万方，总获取成本450亿元，拓展面积/销售面积和土地价款/销售额的比值分别为93%和41%，基本与公司过去几年持平，坚持等量拓展的原则。其中，一二线城市拓展面积569万方，拓展金额421亿元，占公司拓展总量的75%和94%。投资开工方面，1-6月，公司新开工面积921万方，竣工面积626万方，截至6月末在建面积1.36亿平方米，待开发面积5,571万平方米，能满足公司未来2-3年的开发需求，其中一二线城市占比约为71.4%。

房地产基金规模稳步提升，继续推进“三位一体”养老战略。公司继续巩固在房地产基金领域的发展优势，信保基金管理规模稳步提升，保利资本顺利完成首个房地产基金的发行，并完成对滴滴出行股权投资；其他金融业务方面，公司上半年与粤财控股等6家发起人拟共同发起设立粤港证券，完成5亿元股权投资持有粤高速4.84%的股份。此外，公司继续推进“三位一体”养老战略，完成健康养老平台公司设立，并且在北京、上海、广州、成都等核心城市规划或投入运营养老项目共11个；社区服务方面，公司上半年完成13家比邻中心、10个健康生活馆、3家和乐少年宫的项目落地。

完成90亿元定向增发引入泰康资产，高股息低估值龙头重申买入评级。上半年，公司完成90亿元定向增发，负债率水平持续降低，公司6月末资产负债率为74.86%，较去年末继续下降1.09个百分点。公司是低估值龙头蓝筹，目前股息率3.7%，市盈率7.8倍，NAV折价34%，前7月销售同比增长43%，行业整合加速的背景下，公司价值优势凸显，重申买入评级。

图表 1. 保利地产 2016 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2015年 1-6月	2016年 1-6月	同比变动(%)
营业收入	42,345	55,150	30.2
营业成本	(26,972)	(37,166)	37.8
营业税	(4,810)	(4,946)	2.8
毛利润	10,563	13,038	23.4
其他收入	20	33	67.6
销售费用	(1,038)	(1,346)	29.6
管理费用	(928)	(1,144)	23.3
营业利润	8,618	10,582	22.8
投资收益	348	399	14.4
财务费用	(958)	(1,169)	22.0
营业外收支	67	74	10.4
税前利润	8,075	9,885	22.4
所得税	(2,174)	(2,901)	33.4
少数股东权益	(951)	(2,024)	112.8
归属上市公司股东净利润	4,950	4,960	0.2
主要比率(%)			百分点增减
含税毛利率	24.9	23.6	(1.3)
经营利润率	20.4	19.2	(1.2)
净利率	11.7	9.0	(2.7)

资料来源：公司数据，中银证券

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
- 谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
- 未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分容予任何其他人士，或将此报告全部或部分容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街110号8层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371