安信证券 ESSENCE SECURITIES

2016 年 11 月 08 日

保利地产（600048.SH）

十月销售回落、欲借国改风

——保利地产 10 月销售数据点评

■**事件：**公司公告，1）**公布 10 月销售数据：**实现签约面积 129.58 万平米，同比增长 28.68%；实现签约金额 161.03 亿元，同比增长 41.12%；2）2016 年度第一期中期票据发行规模 30 亿元，期限 5 年，发行利率 3.28%。

■**整体销售亮眼，但单月量价环降：**公司 1-10 月累计实现签约面积 1309.46 万平米，同比增长 36.64%，实现签约金额 1736.12 亿元，同比增长 43.25%，整体销售均价 13258.3 元/平米，同比增长 4.83%；其中 10 月份实现签约面积 129.58 万平米，同比增长 28.68%，环比下降 15.52%；实现签约金额 161.03 亿元，同比增长 41.12%，环比下降 20.07%；10 月销售均价 12427.07 元/平米，同比增长 9.66%，环比下降 5.39%；银十首周遭遇调控政策密集落地，公司十月销售量价均有所调整，其中销量较九月萎缩明显，基本符合我们此前在政策点评中所指的量缩预期；考虑公司历年 11 月表现弱于 10 月，12 月则往往有小高峰效应，预计公司 11 月销售环比续降，12 月将有所回升。

■**拿地布局城市圈，看准核心城市外溢效应：**公司 10 新增土地项目 9 个，持平于九月新增数目；1-10 月累计新增项目数 62 个，较上年同期增加 27 个项目（增长 77.14%）；新增土地面积 102.97 万平米，新增规划面积 184.69 万平米，综合楼面价约 2936.06 元/平米，同比下降 33.28%，环比下降 33.89%，拿地成本可控，为未来项目高毛利奠定基础；公司 10 月新增项目大部分位于珠三角、长三角、京津冀等城市圈，未来随着五大城市圈步入快车轨道，房价增长将不再局限于核心城市，而是围绕城市圈版图，呈现多极化趋势；公司积极布局城市圈土地项目，未来有望受益城市圈发展带动利润增长。

■**欲借国改东风，资源攫取优势明显：**公司自 7 月 7 日公告大股东保利集团与中航集团探讨收购其地产业务，渐显集团层面央企整合规划版图；公司作为集团旗下重量级地产上市公司，有望借国改东风，乘风破浪；公司公告拟与中航地产重组并无超市场预期。截止目前公司与中航地产旗下主要房地产业务整合及相关资产估值已初步达成一致意见，并签署《房地产项目公司股权及在建工程转让框架协议》，拟按照协议转让方式收购中航地产及其下属企业合计持有的 10 家房地产项目公司股权及 1 个房地产项目在建工程，项目主要分布在成都、昆山、贵阳、南昌、九江、赣州、惠州、岳阳、新疆等 9 个城市，标的资产的预估值合计 23.23 亿元，其中归属中航地产权益净资产 20.30 亿元，评估增值 2.93 亿元；**目前该工作推进尚需国务院国资委批准。未来地产业务的顺利整合将为公司带来丰厚的土地资源储备，带动新一轮业绩增长。**

■**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 2016-2018 年 EPS 为 1.21、1.37 和 1.57，对应当前股价 PE 估值为 7.6X、6.7X、5.8X，给予“买入-A”评级，六个月目标价 12.2 元。

■**风险提示：全国性销售调整，二、三线城市持续低迷**

摘要(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)	8.8	8.7	7.5	6.6	5.8
市净率(倍)	1.8	1.5	1.3	1.1	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	2.2%	3.4%	4.0%	4.5%	5.2%
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

公司快报

证券研究报告

住宅地产

投资评级 **买入-A**

维持评级

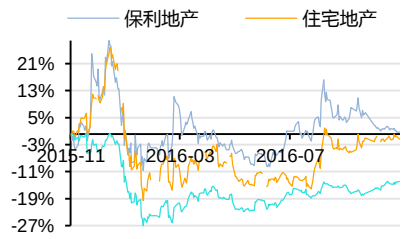
6 个月目标价： 12.2 元

股价（2016-11-07） 9.08 元

交易数据

总市值（百万元）	107,668.93
流通市值(百万元)	97,690.91
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	8.15/11.99 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-9.7	-8.77	17.42
绝对收益	-5.42	-3.51	4.7

陈天诚 分析师

SAC 执业证书编号：S1450515100001

chentc@essence.com.cn

021-35082325

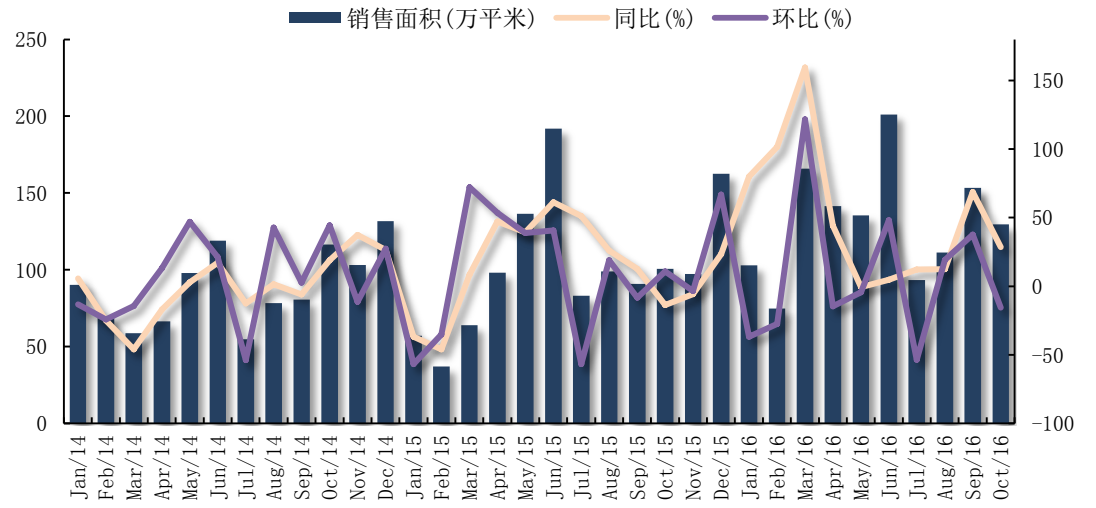
相关报告

保利地产：保利地产三季报点评	2016-10-31
保利地产：保利地产 16 年半年报点评	2016-08-30
保利地产：销售高位回落，央改渐露峥嵘	2016-08-09
保利地产：保利地产公司快报-销售显露龙头风范，央企整合或迎突破	2016-07-07
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

本报告版权属于安信证券股份有限公司。

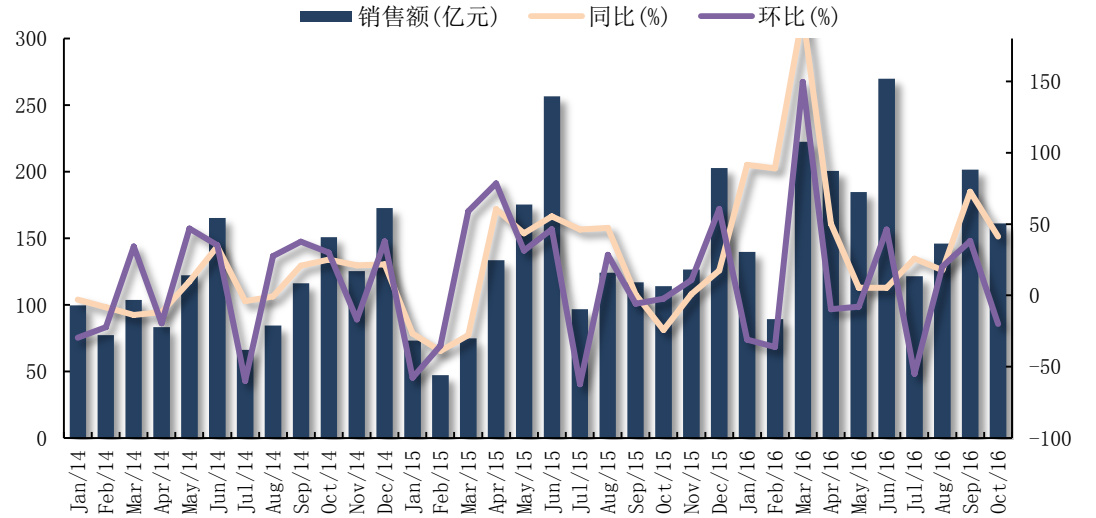
各项声明请参见报告尾页。

图 1：10 月销售面积同比增长 28.68%，环比降 15.52%



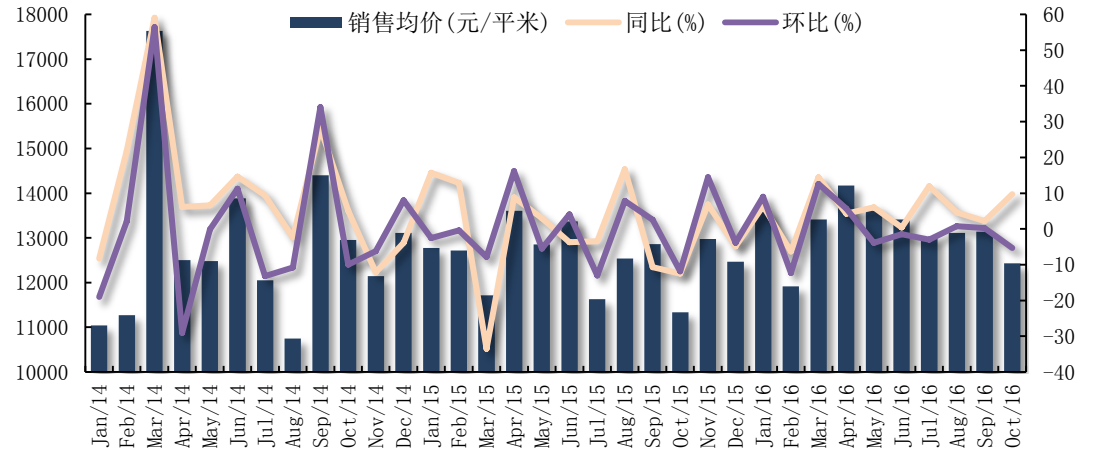
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 2：10 月销售额同比增长 41.12%，环比下降 20.07%



资料来源：wind、安信证券研究中心

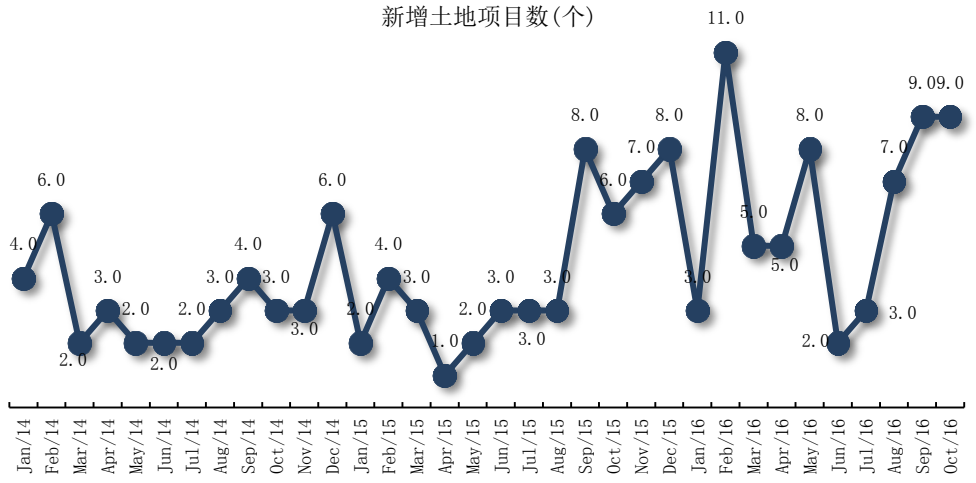
图 3：10 月销售均价同比增长 9.66%，环比下降 5.39%



资料来源：wind、安信证券研究中心

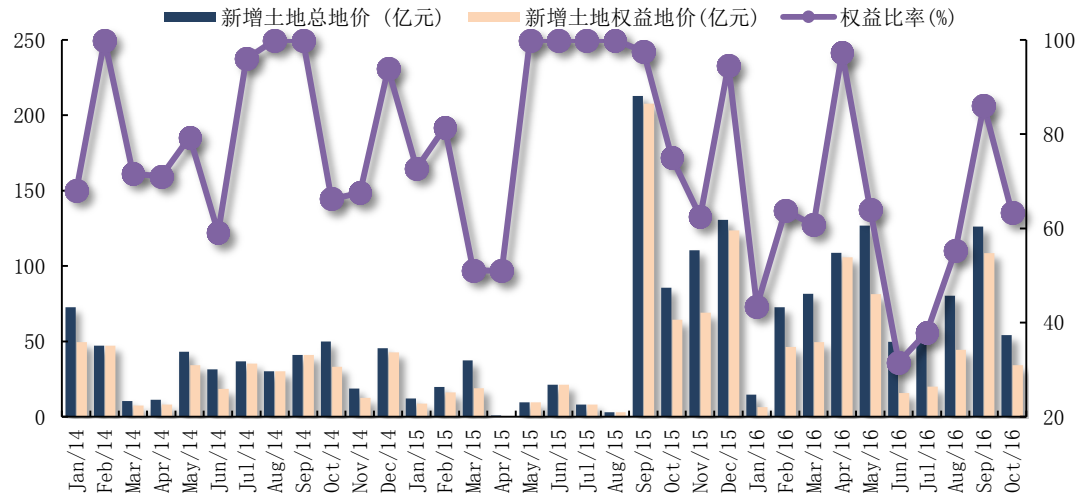
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 4：10 月新增项目持平于 9 月，1-10 月累计新增 62 个项目，较上年同期增 27 个项目



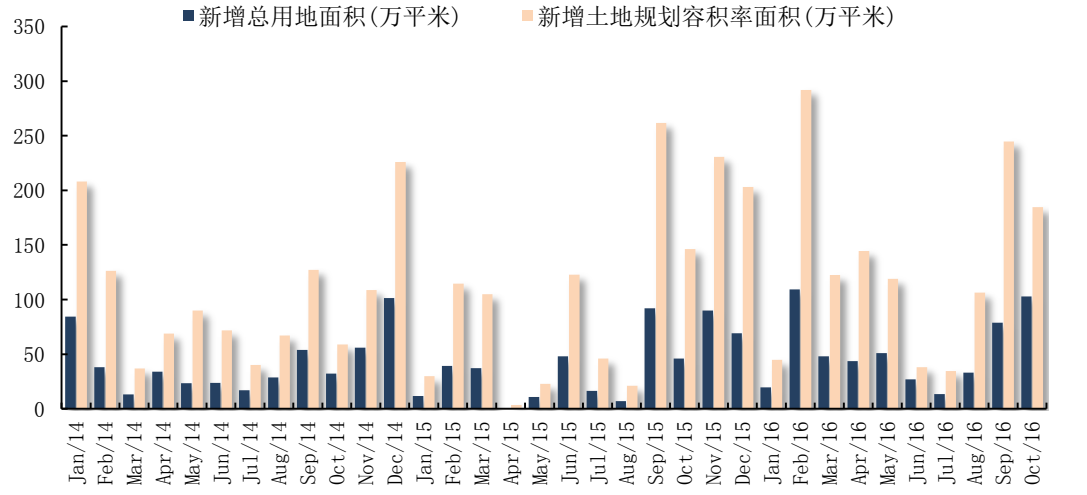
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 5：公司投资谨慎，10 月新增土地总价下降，综合权益比例下降



资料来源：wind、安信证券研究中心

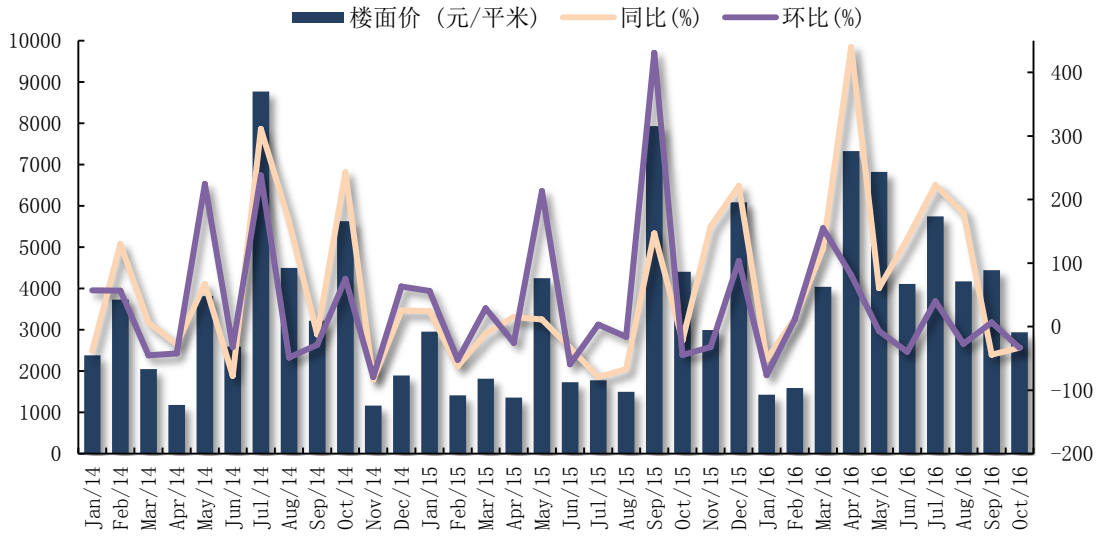
图 6：10 月新增总用地面积 102.97 万平米，较上月增长 24.13 万平米



资料来源：wind、安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 7：10 月楼面价创近半年来新低



资料来源：wind、安信证券研究中心

表 1：10 月新增项目概况

项目	方式	权益比率(%)	土地面积(平米)	规划面积(平米)	成交总价(万元)	楼面价(元/平米)
广州市增城区小楼镇腊圃村地块	挂牌	100	42129	44235	17800	4023.96
佛山市南海区兴业渔村地块	合作	51	51236	133213	33300	2499.76
汕尾市区汕马路金町路段南侧地块	挂牌	80	534966	1063144	55375	520.86
南京市浦口区江浦街道环北路南侧地块	合作	49	56851	142127	318000	22374.36
成都市蒲江县成佳镇麟凤村地块	拍卖	90	141794	170153	10209	599.99
三亚市海棠湾 C6 片区地块	挂牌	100	71313	28525	31022	10875.37
青岛胶州市阜安街道寺门首路北侧地块	拍卖	100	99636	143075	22809	1594.20
大连市甘井子区新水泥路南侧地块	挂牌	100	29119	101850	36481	3581.84
项目	方式	权益比率(%)	土地面积(平米)	规划面积(平米)	成交总价(万美元)	楼面价(美元/平米)
美国洛杉矶市 1133 South Hope Street 项目地块	合作	50	2653	20561	2550	1240.21

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	109,056.5	123,428.8	147,003.7	176,463.2	208,138.4
减:营业成本	74,122.6	82,453.3	99,212.8	120,453.8	142,429.1
营业税费	11,147.7	12,156.9	14,887.4	17,763.1	20,843.5
销售费用	2,401.9	2,731.2	3,245.2	3,900.1	4,597.5
管理费用	1,722.8	1,871.5	2,275.6	2,703.6	3,205.4
财务费用	1,271.2	2,327.8	3,266.4	4,535.9	5,577.2
资产减值损失	562.5	156.3	259.6	326.1	247.3
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	1,152.8	992.6	893.9	945.1	727.0
营业利润	18,980.5	22,724.4	24,750.7	27,725.6	31,965.3
加:营业外净收支	51.3	176.4	107.5	111.7	102.4
利润总额	19,031.8	22,900.8	24,858.2	27,837.3	32,067.8
减:所得税	4,800.5	6,073.0	6,467.9	7,310.1	8,651.9
净利润	12,200.3	12,347.6	14,333.4	16,278.1	18,594.6

资产负债表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	40,069.5	37,484.9	44,644.5	53,591.3	63,210.9
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	21,027.6	33,476.7	19,938.9	51,082.9	28,617.0
应收票据	3.2	65.9	16.1	33.1	40.3
预付帐款	22,565.6	25,381.8	31,467.1	38,065.4	43,849.5
存货	267,192.1	288,265.8	387,498.6	431,156.1	534,718.3
其他流动资产	-0.0	-	-	-	-
可供出售金融资产	399.6	99.7	249.6	174.7	212.1
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	3,545.8	4,819.3	5,975.5	6,839.9	7,938.0
投资性房地产	7,038.8	9,431.6	11,002.8	13,098.8	15,118.8
固定资产	2,477.6	3,155.3	3,267.2	3,282.4	3,232.3
在建工程	-	-	-	-	-
无形资产	18.5	28.4	24.1	18.6	9.9
其他非流动资产	1,427.4	1,616.9	132.4	-595.5	-1,699.1
资产总额	365,765.6	403,833.2	504,219.2	596,750.7	695,252.0
短期债务	3,257.4	3,100.9	24,265.7	31,388.7	41,896.9
应付帐款	52,294.7	62,078.3	71,515.6	93,124.5	100,107.0
应付票据	25.7	1,785.0	551.2	1,121.8	1,107.7
其他流动负债	131,735.6	154,869.5	180,491.2	209,877.8	246,513.5
长期借款	90,495.0	66,411.7	97,172.5	115,115.9	141,810.3
其他非流动负债	7,084.9	18,447.3	17,768.5	18,107.6	17,937.4
负债总额	284,893.4	306,692.8	391,764.7	468,736.3	549,372.9
少数股东权益	19,462.7	25,617.8	29,674.7	33,923.9	38,745.2
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
股东权益	80,872.3	97,140.4	112,454.5	128,014.4	145,879.2

财务指标

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长性					
营业收入增长率	18.1%	13.2%	19.1%	20.0%	18.0%
营业利润增长率	18.6%	19.7%	8.9%	12.0%	15.3%
净利润增长率	13.5%	1.2%	16.1%	13.6%	14.2%
EBITDA 增长率	19.0%	23.9%	11.8%	15.2%	16.4%
EBIT 增长率	19.2%	23.7%	11.8%	15.1%	16.4%
NOPLAT 增长率	20.9%	21.6%	12.6%	14.8%	15.2%
投资资本增长率	22.6%	6.6%	30.6%	14.5%	17.5%
净资产增长率	16.9%	20.1%	15.8%	13.8%	14.0%
利润率					
毛利率	32.0%	33.2%	32.5%	31.7%	31.6%
营业利润率	17.4%	18.4%	16.8%	15.7%	15.4%
净利润率	11.2%	10.0%	9.8%	9.2%	8.9%
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%
运营效率					
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
流动资产周转天数	1,079	1,073	1,063	1,079	1,076
应收帐款周转天数	51	79	65	72	69
存货周转天数	837	810	827	835	835
总资产周转天数	1,122	1,122	1,112	1,123	1,117
投资资本周转天数	474	477	476	482	474
投资回报率					
ROE	19.9%	17.3%	17.3%	17.3%	17.4%
ROA	3.9%	4.2%	3.6%	3.4%	3.4%
ROIC	11.7%	11.6%	12.3%	10.8%	10.9%
费用率					
销售费用率	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
管理费用率	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
财务费用率	1.2%	1.9%	2.2%	2.6%	2.7%
三费/营业收入	4.9%	5.6%	6.0%	6.3%	6.4%
偿债能力					
资产负债率	77.9%	75.9%	77.7%	78.5%	79.0%
负债权益比	352.3%	315.7%	348.4%	366.2%	376.6%
流动比率	1.87	1.73	1.75	1.71	1.72
速动比率	0.45	0.43	0.35	0.43	0.35
利息保障倍数	15.93	10.76	8.58	7.11	6.73
分红指标					
DPS(元)	0.20	0.31	0.36	0.41	0.47
分红比率	19.0%	30.1%	30.1%	30.1%	30.1%
股息收益率	2.2%	3.4%	4.0%	4.5%	5.2%

现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	14,231.4	16,827.7	14,333.4	16,278.1	18,594.6
加:折旧和摊销	346.4	462.5	491.6	586.2	685.6
资产减值准备	562.5	156.3	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	1,554.1	2,210.7	3,266.4	4,535.9	5,577.2
投资损失	-1,152.8	-992.6	-893.9	-945.1	-727.0
少数股东损益	2,031.0	4,480.1	4,056.9	4,249.1	4,821.3
营运资金的变动	-27,174.2	-3,507.3	-51,123.8	-32,028.4	-44,068.1
经营活动产生现金流量	-10,458.4	17,784.6	-29,869.4	-7,324.1	-15,116.4
投资活动产生现金流量	-3,168.8	-2,470.1	-1,421.9	-1,672.6	-1,958.3
融资活动产生现金流量	19,891.1	-17,744.0	38,450.9	17,943.5	26,694.4

业绩和估值指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
EPS(元)	1.03	1.04	1.21	1.37	1.57
BVPS(元)	5.18	6.03	6.98	7.93	9.03
PE(X)	8.8	8.7	7.5	6.6	5.8
PB(X)	1.8	1.5	1.3	1.1	1.0
P/FCF	10.6	-25.5	14.2	9.1	8.7
P/S	1.0	0.9	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	10.3	8.3	8.6	8.1	7.8
CAGR(%)	13.0%	11.6%	15.7%	13.0%	11.6%
PEG	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5
ROIC/WACC	2.3	2.3	2.4	2.1	2.1
REP	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 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	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	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
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	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

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层

邮　编： 200080

北京市

地　址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。