

# 保利地产 (600048)

证券研究报告  
2017年11月02日

## 土地储备提速、首发央企租房 REITs 先享租赁红利

**事件:** 公司发布 2017 年三季报, 前三季度实现营业收入 755.4 亿元, 同比下降 13.31%; 实现归属上市公司股东净利润 82.69 亿元, 同比增长 16.31%; 每股收益 0.70 元, 同比增长 9.38%。

### 毛利率提升、少数股东权益占比减少促业绩增长

1) **营收小幅下行:** 受营改增营业收入调整至税后影响, 公司前三季度实现营业收入 755.4 亿元, 同比下降 13.31%; 2) **毛利率修复、少数股东权益占比减少, 盈利能力得到提升:** 前三季度, 毛利率整体为 32.23%, 较去年同期增长 2.10 个百分点; 同时, 期内结转项目权益比重提高, 少数股东损益同比下降 37.25%, 业绩增长 16.31%。3) **预计全年业绩稳健增长:** 期内, 公司竣工面积 1074 万平方米, 同比增长 10.7%, 四季度 426 万方将进入结算高峰期, 全年业绩有所保障。

### 销售实现高基数下高增长、剑指 3000 亿规模

1) **销售继续放量:** 前三季度, 公司的销售业绩保持稳健增长, 累计实现签约金额 2081.59 亿元, 同比增长 32.16%; 签约面积 1501.26 万平方米, 同比增长 27.24%; 2) **聚焦一二线城市:** 一二线城市的签约金额占比为 84.6%, 随着调控深入、市场降温, 及库存处于低位、供需矛盾强烈等因素影响, 四季度成交继续下行空间已经不大; 公司加大推盘, 四季度计划可推货值近千亿元, 结合政策调控力度、市场供需及公司意愿, 四季度实现千亿销售, 全年破 3000 亿的目标有望实现。

### 加速拿地备土储、有望成央企资源整合平台

1) **扩张提速、坚持布局核心区域:** 期内, 新拓展项目 133 个, 新增容积率面积 2962 万平方米, 拿地成本 1559 亿, 分别同比增长 158.01% 与 123.35%; 公司坚持以一二线城市为主, 积极推进城市群深耕战略, 一二线城市拓展金额占比 78.9%; 2) **土储质量获广度与深度上的提升:** 期末, 公司已覆盖国内外 87 个城市 (去年同期 65 个), 待开发面积 8211 万平米 (去年同期 5813 万平米), 为公司未来 2-3 年在整体行业增速放缓环境下, 进一步提升业绩、市占率提供坚实支撑。3) **国改进一步推动、有望成央企资源整合平台:** 上半年, 公司完成与中航工业房地产业务的整合, 以 23.23 亿收购价承接 150 万平方米建面土储。

### 负债提升财务依然稳健、融资优势凸显

1) **杠杆虽有所提高依然游刃有余:** 公司资产负债率为 79.94%, 较去年末上升 5.18 个百分点, 达到近三年资产负债率最高水平, 但截止到半年报, 公司一年内到期的短期债务仅为 176 亿元, 仅占有息负债的 10%, 三季度短期债务相比上半年变化不大, 期末在手资金 650.63 亿无偿债压力。2) **融资空间与成本行业领跑:** 截至半年报, 公司剩余未使用授信额度为 1925 亿元, 上半年新增有息负债综合成本 5.05% (除中航项目外新增有息负债综合成本 4.66%), 融资空间大, 成本低于行业平均水平。

### 租赁住房类 REIT 获批, 开启上市房企租赁证券化新篇章

公司作为发行人的“中联前海开源-保利地产租赁住房一号资产支持专项计划”挂牌转让获批, 产品总规模 50 亿元, 采取分期发行机制, 优先级、次级占比为 9:1。此次保利租赁住房类 REIT 发行, 将实现自持租赁住房回收周期的缩短, 提供短期退出渠道, 开启上市房企租赁证券化新篇章

**投资建议:** 公司前三季度营收受税改调整不改业绩提升, 得益于毛利率修复、少数股东权益减少, 四季度竣工按计划推进全年业绩即可实现可观增长; 销售高基数下前三季度实现高增长, 四季度作为传统推盘高峰及调控影响边际减弱, 全年 3000 亿的目标可期; 拿地方面, 前三季度拿地同比翻一倍以上, 让我们看到借助融资优势, 公司进一步提升市占率的未来。此外, 作为行业龙头有着央企的整合的丰富经验与潜力的同时, 公司发行首单央企租赁住房 REITs, 让集团尽享租赁红利, 把握行业证券化浪潮机遇。为此我们预计公司 2017-19 年 EPS 为 1.24、1.51 和 1.80 元, 对应 PE 为 8.68X、7.13X、6.00X, 首次覆盖, 给予“买入”评级, 6 个月目标价 14.88 元。

**风险提示:** 货币政策超预期收紧; 销售不及预期。

### 投资评级

行业	房地产/房地产开发
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	10.89 元
目标价格	14.88 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	11,858.44
流通 A 股股本(百万股)	11,736.34
A 股总市值(百万元)	129,138.42
流通 A 股市值(百万元)	127,808.75
每股净资产(元)	7.94
资产负债率(%)	79.94
一年内最高/最低(元)	12.05/8.93

### 作者

王茜	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516090005	
wangqian@tfzq.com	
付雅婷	联系人
fuyating@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	123,428.78	154,773.28	184,334.97	222,013.04	261,864.38
增长率(%)	13.18	25.39	19.10	20.44	17.95
EBITDA(百万元)	25,500.40	26,099.43	28,424.77	33,366.77	37,777.53
净利润(百万元)	12,347.58	12,421.55	14,705.48	17,923.47	21,288.92
增长率(%)	1.21	0.60	18.39	21.88	18.78
EPS(元/股)	1.04	1.05	1.24	1.51	1.80
市盈率(P/E)	10.34	10.28	8.68	7.13	6.00
市净率(P/B)	1.79	1.43	1.29	1.14	1.01
市销率(P/S)	1.03	0.83	0.69	0.58	0.49
EV/EBITDA	8.30	7.19	7.86	6.59	4.71

资料来源: wind, 天风证券研究所



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

## 1. 毛利率提升、少数股东权益占比减少促业绩增长

- 1) **营收小幅下行**：受营改增营业收入调整至税后影响，公司前三季度实现营业收入 755.4 亿元，同比下降 13.31%；
- 2) **毛利率修复、少数股东权益占比减少，盈利能力得到提升**：前三季度，公司项目结算区域房价涨幅较快与项目自身利润空间较高影响，毛利率整体为 32.23%，较去年同期增长 2.10 个百分点；同时，期内结转项目公司权益比重提高，少数股东损益同比下降 37.25%，使业绩实现 16.31% 的增长。
- 3) **竣工符合预期，预计全年业绩稳健增长**：期内，公司竣工面积 1074 万平米，同比增长 10.7%，与全年计划竣工面积 1500 万平米相差不远，四季度按竣工计划，426 万方将进入结算高峰期，全年业绩有所保障。

## 2. 销售实现高基数下高增长、剑指 3000 亿规模

- 1) **销售继续放量**：前三季度，公司的销售业绩保持稳健增长，累计实现签约金额 2081.59 亿元，同比增长 32.16%；签约面积 1501.26 万平方米，同比增长 27.24%；
- 2) **聚焦一二线城市**：一二线城市的签约金额占比为 84.6%，由于一二线城市调控政策已经充分落地，后续加码空间不大，随着调控深入、市场降温，及库存处于低位、供需矛盾强烈等因素影响，四季度成交继续下行空间已经不大；公司加大推盘，四季度计划可推货值近千亿，结合政策调控力度、市场供需及公司意愿来看，四季度实现千亿销售，全年破 3000 亿的目标有望实现。

## 3. 加速拿地备土储、有望成央企资源整合平台

- 1) **扩张提速、坚持布局核心区域**：期内，公司新拓展项目 133 个，新增容积率面积 2962 万平方米，拿地成本 1559 亿，分别同比增长 158.01% 与 123.35%；公司坚持以一二线城市为主，积极推进城市群深耕战略，一二线城市拓展金额占比 78.9%；
- 2) **土储质量获广度与深度上的提升**：期末，公司已覆盖国内外 87 个城市（去年同期 65 个），待开发面积 8211 万平米（去年同期 5813 万平米），为公司未来 2-3 年在整体行业增速放缓环境下，进一步提升业绩、提高市占率提供坚实支撑。
- 3) **国改进一步推动、有望成央企资源整合平台**：上半年，公司完成了与中航工业房地产业务的整合工作，以 23.23 亿收购价承接约 150 万平方米建面土储，公司作为行业龙头，有望继中航地产之后再次成为央企地产业务整合平台，进一步提升规模。

## 4. 负债提升财务依然稳健、融资优势凸显

- 1) **杠杆虽有所提高依然游刃有余**：公司资产负债率为 79.94%，较去年末上升 5.18 个百分点，达到近三年资产负债率最高水平，但截止到半年报，公司一年内到期的短期债务仅为 176 亿元，仅占有息负债的 10%，三季度短期债务相比上半年变化不大，期末在手资金 650.63 亿无偿债压力。
- 2) **融资空间与成本行业领跑**：截至半年报，公司剩余未使用授信额度为 1925 亿元，上半年新增有息负债综合成本 5.05%（除中航项目外新增有息负债综合成本 4.66%），融资空间大，成本低于行业平均水平，在行业信贷收紧资金成本高的背景下，公司的融资优势让财务有进一步加杠杆的空间。

## 5. 租赁住房类 REIT 获批，开启上市房企租赁证券化新篇章

公司作为发行人的“中联前海开源-保利地产租赁住房一号资产支持专项计划”挂牌转让获批，产品总规模 50 亿元，以保利地产自持租赁住房作为底层物业资产，采取分期发行机制，优先级、次级占比为 9:1。此次保利租赁住房类 REIT 发行，将实现自持租赁住房回收周期的缩短，提供短期退出渠道，开启上市房企租赁证券化新篇章；同时，类 REIT 对底层资产的收益率要求较高，此次保利租赁住房类 REIT 的发行也显示了公司对于自持租赁物业租金回报率有信心。

## 6. 投资建议

公司前三季度营收受税改调整不改业绩提升，得益于毛利率修复、少数股东权益减少，四季度竣工按计划推进全年业绩即可实现可观增长；销售高基数下前三季度实现高增长，四季度作为传统推盘高峰及调控影响边际减弱，全年 3000 亿的目标可期；拿地方面，前三季度拿地同比翻一倍以上，让我们看到借助融资优势，公司进一步提升市占率的未来。此外，作为行业龙头有着央企的整合的丰富经验与潜力的同时，公司发行首单央企租赁住房 REITs，让集团尽享租赁红利，把握行业证券化浪潮机遇。为此我们预计公司 2017-19 年 EPS 为 1.24、1.51 和 1.80 元，对应 PE 为 8.68X、7.13X、6.00X，首次覆盖，给予“买入”评级，6 个月目标价 14.88 元。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	37,484.92	46,983.82	57,474.32	67,395.49	79,492.98
应收账款	33,476.72	40,324.31	44,324.02	58,102.70	62,865.17
预付账款	25,381.80	39,312.72	37,366.25	56,288.82	54,252.07
存货	288,265.84	303,303.58	367,203.51	412,871.38	435,922.73
其他	65.91	5,197.60	5,364.63	3,617.53	4,706.35
<b>流动资产合计</b>	<b>384,675.19</b>	<b>435,122.03</b>	<b>511,732.72</b>	<b>598,275.92</b>	<b>637,239.31</b>
长期股权投资	4,819.29	14,751.15	18,540.84	23,539.20	29,779.17
固定资产	3,155.30	3,219.89	3,453.16	3,640.20	3,715.22
在建工程	0.00	260.06	346.75	462.34	616.45
无形资产	28.38	28.47	23.24	14.79	6.42
其他	11,148.24	14,329.83	9,806.41	5,081.03	(1,238.35)
<b>非流动资产合计</b>	<b>19,151.20</b>	<b>32,589.40</b>	<b>32,170.40</b>	<b>32,737.56</b>	<b>32,878.90</b>
<b>资产总计</b>	<b>403,833.20</b>	<b>467,996.77</b>	<b>544,000.51</b>	<b>631,143.33</b>	<b>670,289.07</b>
短期借款	3,100.90	409.00	0.00	7,200.83	18,258.37
应付账款	62,078.30	87,874.57	92,429.36	126,216.35	132,779.40
其他	156,654.54	162,512.26	209,149.97	242,412.21	286,869.54
<b>流动负债合计</b>	<b>221,833.74</b>	<b>250,795.83</b>	<b>301,579.33</b>	<b>375,829.39</b>	<b>437,907.30</b>
长期借款	66,411.74	68,866.55	79,949.75	74,261.47	31,377.82
应付债券	18,393.30	30,125.59	29,259.44	29,692.52	29,475.98
其他	54.04	106.85	71.78	77.56	85.40
<b>非流动负债合计</b>	<b>84,859.08</b>	<b>99,099.00</b>	<b>109,280.98</b>	<b>104,031.55</b>	<b>60,939.20</b>
<b>负债合计</b>	<b>306,692.82</b>	<b>349,894.83</b>	<b>410,860.31</b>	<b>479,860.94</b>	<b>498,846.50</b>
少数股东权益	25,617.82	28,848.76	34,058.61	39,442.64	44,828.23
股本	10,756.72	11,857.81	11,858.44	11,858.44	11,858.44
资本公积	6,954.60	14,886.68	14,437.43	14,662.06	14,549.74
留存收益	60,746.58	77,389.15	87,223.15	99,981.30	114,755.90
其他	(6,935.34)	(14,880.45)	(14,437.43)	(14,662.06)	(14,549.74)
<b>股东权益合计</b>	<b>97,140.38</b>	<b>118,101.95</b>	<b>133,140.20</b>	<b>151,282.39</b>	<b>171,442.57</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>403,833.20</b>	<b>467,996.77</b>	<b>544,000.51</b>	<b>631,143.33</b>	<b>670,289.07</b>

  

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	16,827.72	17,073.05	14,705.48	17,923.47	21,288.92
折旧摊销	462.52	786.63	188.56	208.57	224.06
财务费用	2,210.71	2,217.01	1,752.41	1,823.55	1,205.81
投资损失	(992.56)	(1,246.92)	(972.68)	(745.13)	(1,326.98)
营运资金变动	(3,507.32)	11,577.41	(25,330.97)	(8,970.34)	27,250.29
其它	2,783.58	3,646.78	5,209.85	5,384.03	5,385.58
<b>经营活动现金流</b>	<b>17,784.65</b>	<b>34,053.96</b>	<b>(4,447.34)</b>	<b>15,624.16</b>	<b>54,027.68</b>
资本支出	2,409.70	10,946.07	538.36	496.97	436.98
长期投资	1,273.53	9,931.86	3,789.69	4,998.36	6,239.97
其他	(6,153.28)	(33,936.66)	(3,221.46)	(5,510.03)	(5,723.49)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,470.05)</b>	<b>(13,058.73)</b>	<b>1,106.59</b>	<b>(14.70)</b>	<b>953.46</b>
债权融资	120,100.21	112,225.13	132,685.87	133,986.46	98,822.94
股权融资	(2,234.54)	6,799.17	(2,194.29)	(1,585.97)	(1,305.17)
其他	(135,609.63)	(130,352.99)	(116,660.32)	(138,088.77)	(140,401.42)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(17,743.96)</b>	<b>(11,328.68)</b>	<b>13,831.25</b>	<b>(5,688.28)</b>	<b>(42,883.65)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(2,429.37)</b>	<b>9,666.54</b>	<b>10,490.50</b>	<b>9,921.17</b>	<b>12,097.49</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>123,428.78</b>	<b>154,773.28</b>	<b>184,334.97</b>	<b>222,013.04</b>	<b>261,864.38</b>
营业成本	82,453.31	109,880.68	131,043.73	159,560.77	188,620.91
营业税金及附加	12,156.91	15,035.05	17,564.39	20,271.34	25,098.35
营业费用	2,731.15	3,544.88	4,452.63	6,151.89	7,309.30
管理费用	1,871.52	2,266.51	3,484.56	3,501.98	4,409.42
财务费用	2,327.80	2,233.93	1,752.41	1,823.55	1,205.81
资产减值损失	156.26	(40.41)	526.13	113.99	199.90
公允价值变动收益	0.00	23.65	0.00	0.00	0.00
投资净收益	992.56	1,246.92	972.68	745.13	1,326.98
其他	(1,985.12)	(2,541.15)	(1,945.35)	(1,490.26)	(2,653.96)
<b>营业利润</b>	<b>22,724.41</b>	<b>23,123.22</b>	<b>26,483.80</b>	<b>31,334.65</b>	<b>36,347.66</b>
营业外收入	259.04	310.56	670.00	413.20	294.29
营业外支出	82.69	123.21	107.10	204.33	111.55
<b>利润总额</b>	<b>22,900.76</b>	<b>23,310.57</b>	<b>27,046.70</b>	<b>31,543.52</b>	<b>36,530.40</b>
所得税	6,073.04	6,237.52	7,131.37	8,236.01	9,855.90
<b>净利润</b>	<b>16,827.72</b>	<b>17,073.05</b>	<b>19,915.33</b>	<b>23,307.51</b>	<b>26,674.50</b>
少数股东损益	4,480.14	4,651.50	5,209.85	5,384.03	5,385.58
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>12,347.58</b>	<b>12,421.55</b>	<b>14,705.48</b>	<b>17,923.47</b>	<b>21,288.92</b>
每股收益(元)	1.04	1.05	1.24	1.51	1.80

  

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	13.18%	25.39%	19.10%	20.44%	17.95%
营业利润	19.72%	1.75%	14.53%	18.32%	16.00%
归属于母公司净利润	1.21%	0.60%	18.39%	21.88%	18.78%
<b>获利能力</b>					
毛利率	33.20%	29.01%	28.91%	28.13%	27.97%
净利率	10.00%	8.03%	7.98%	8.07%	8.13%
ROE	17.26%	13.92%	14.84%	16.03%	16.81%
ROIC	11.64%	11.01%	12.32%	12.59%	13.45%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	75.95%	74.76%	75.53%	76.03%	74.42%
净负债率	122.12%	126.25%	143.22%	145.89%	162.43%
流动比率	1.73	1.73	1.70	1.59	1.46
速动比率	0.43	0.53	0.48	0.49	0.46
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	4.53	4.19	4.36	4.34	4.33
存货周转率	0.44	0.52	0.55	0.57	0.62
总资产周转率	0.32	0.36	0.36	0.38	0.40
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.04	1.05	1.24	1.51	1.80
每股经营现金流	1.50	2.87	-0.38	1.32	4.56
每股净资产	6.03	7.53	8.36	9.43	10.68
<b>估值比率</b>					
市盈率	10.34	10.28	8.68	7.13	6.00
市净率	1.79	1.43	1.29	1.14	1.01
EV/EBITDA	8.30	7.19	7.86	6.59	4.71
EV/EBIT	8.44	7.40	7.91	6.63	4.74

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	邮编：518017
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	电话：(86755)-82566970
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-23913441
			邮箱：research@tfzq.com