

评级: 买入(维持)

市场价格: 10.44

目标价格: 14

分析师: 周子涵

执业证书编号: S0740517100001

电话:

Email: zhouzh@r.qlzq.com.cn

分析师: 倪一琛

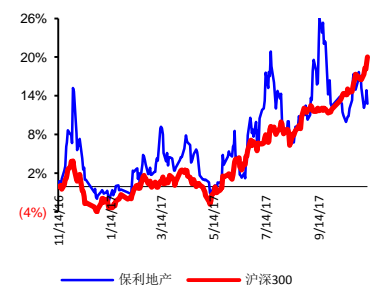
执业证书编号: S0740517100003

电话: 021-20315288

Email: niyc@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	11,858
流通股本(百万股)	11,736
市价(元)	10.44
市值(百万元)	123,802
流通市值(百万元)	122,527

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	123,429	154,773	169,264	199,914	243,675
增长率 yoy%	13.2%	25.4%	9.4%	18.1%	21.9%
净利润	12,348	12,422	14,458	18,354	21,932
增长率 yoy%	1.2%	0.6%	16.4%	26.9%	19.5%
每股收益(元)	1.15	1.10	1.22	1.55	1.85
净资产收益率	23.5%	19.1%	17.9%	18.7%	18.9%
P/E		9.49	8.56	6.75	5.64
P/B		1.4	1.2	1.0	0.9
备注:					

投资要点

- 公司财务焦点: 盈利能力的权益比和利润率。** 结算项目权益比下降和毛利率收窄拖累了公司 2014 至 2016 年的业绩弹性, 但是随着近两年行业回暖, 公司毛利率短期存在修复改善迹象, 长期有望维持较高水平(17 年三季度新增土储预估毛利率约 29%)。随着公司拿地权益比趋于稳定, 我们认为公司少数股东损益占净利比重可能持续维持在 18-20% 左右水平。
- 公司的财务焦点: 经营规模和杠杆率。** 今年以来公司新开工规模快速增长(2017 年前三季度同比增长 40%), 可售资源充沛(全年货值预计接近 3500 亿), 叠加较高的去化率, 合同销售金额弹性充足, 全年预计销售金额在 2900-3000 亿元之间, 增速接近 40%。公司 2014 至 2016 年上半年拿地偏少, 但是待建可开发资源仍平稳增长, 经过 2016 年下半年以来的积极拓展, 到 2017 三季度末, 公司在建和待建项目土储达到 1.87 亿平。2014 至 2016 年, 公司连续降杠杆, 净负债率达到了 55% 的历史较低水平, 但今年由于规模扩张和抢占低成本资金的融资决策, 公司杠杆率再度提升, 2017 年三季度末达到 103%, 对 ROE 的提升修复有一定帮助。
- 公司在 2016 年业绩发布会上提出“十三五”达到 5000 亿销售规模的发展愿景, 若顺利实现, 相当于在 2016 年基础上(销售额 2101 亿元)再造 1.5 个保利。** 为此, 公司从 2014 至 2016 年中期的扩张收缩到 2016 年下半年以来的积极拿地, 从 2014 至 2016 年的降杠杆到 2017 年的加杠杆, 追求规模再上台阶。而公司具备四大竞争优势, 有助于实现规模再度提升: **1、作为央企的资源获取及融资优势:** 目前内部整合破冰缓行, 外部整合国资存量资源成新发力点, 而随着资金成本上行和融资渠道收窄, 央企的融资优势又开始凸显; **2、高效的管控及周转效率:** 公司销售管理费用率位于行业最低水平之一; **3、相对市场化的激励机制安排:** 公司激励机制建设一直走在国资前列, 已启动了两期股权激励计划, 而公司在 2016 年报中已表示会积极探索跟投机制等创新激励方式; **4、多元化的业态及业务布局:** 公司在 2016 年确立“一主两翼”的业务格局, 在物管、房地产基金、养老产业等相关领域均取得不错成绩, 也说明了公司出色的战略管理和执行能力。
- 估值及盈利预测:** 公司 2016 至 2017 年销售增速较高、权益比趋于稳定、毛利率存在改善契机, 叠加充沛的土储和可期的规模增长, 我们认为公司业绩正迎来向上拐点, 我们上调公司 2017、2018、2019 年 EPS 预测至 1.22、1.55、1.85 元/股(原先为 1.20、1.44、1.81 元/股), 按照当前股价, 对应 PE 倍数为 8.6、6.7、5.6x。结合 18.06 元/股的 RNAV, 我们给予公司 14 元/股的目标价, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 由于利率上行和调控收紧导致公司销售和利润率不达预期; 公司业绩释放不达预期。

内容目录

公司概况.....	- 4 -
公司的三个财务焦点	- 4 -
盈利能力问题：权益比和利润率.....	- 4 -
经营规模问题：销售、拿地和土储.....	- 7 -
杠杆率问题	- 9 -
公司的四大优势.....	- 10 -
作为央企的资源获取及融资优势.....	- 11 -
高效的管控及周转效率	- 13 -
相对市场化的激励机制安排.....	- 14 -
多元化的业态及业务布局	- 15 -
估值及盈利预测.....	- 16 -
绝对估值.....	- 16 -
相对估值及盈利预测.....	- 16 -

图表目录

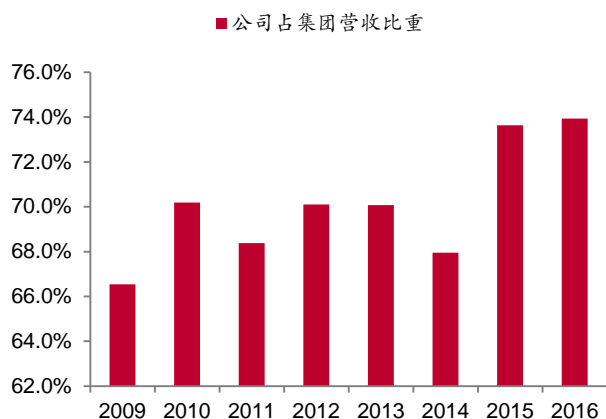
图表 1：公司占保利集团营收比重.....	- 4 -
图表 2：17 年前 10 月国资房企销售额排名.....	- 4 -
图表 3：公司营收及归母净利增速.....	- 5 -
图表 4：公司净利率.....	- 5 -
图表 5：公司结算权益比例下降.....	- 5 -
图表 6：拿地权益比例（按建面）	- 5 -
图表 7：近年来在手项目权益情况.....	- 5 -
图表 8：公司毛利率.....	- 6 -
图表 9：公司地价和房价.....	- 6 -
图表 10：17 年三季度新增项目预估毛利率.....	- 7 -
图表 11：17 年中期在手项目分布（按建面）	- 7 -
图表 12：13 年以来公司利息资本化率情况一览.....	- 7 -
图表 13：公司销售回款及回款率.....	- 8 -
图表 14：公司销售额及增速.....	- 8 -
图表 15：公司销售市占率.....	- 8 -
图表 16：公司新开工面积（万平米）	- 8 -
图表 17：新增项目建面（万平米）	- 9 -
图表 18：公司总地价投入.....	- 9 -
图表 19：公司项目储备（万平米）	- 9 -

图表 20: 公司拿地城市结构 (未包含国外及中航项目)	- 9 -
图表 21: 净负债率	- 10 -
图表 22: ROE	- 10 -
图表 23: 有息负债率余额	- 10 -
图表 24: 十年期国债收益率	- 10 -
图表 25: 保利置业全国布局	- 11 -
图表 26: 保利置业主要数据一览	- 11 -
图表 27: 保利置业土储区域结构	- 12 -
图表 28: 保利置业土储城市结构	- 12 -
图表 29: 中航地产项目明细一览	- 12 -
图表 30: 公司融资成本	- 13 -
图表 31: 保利、阳光城、泰禾发债加权平均利率	- 13 -
图表 32: 龙头房企销售管理费用率一览 (销售额口径)	- 14 -
图表 33: 龙头房企存货周转率一览	- 14 -
图表 34: 公司 06 年上市时高管持股一览	- 14 -
图表 35: 两期股权激励计划对比	- 14 -
图表 36: 两期股权激励行权条件对比	- 15 -
图表 37: 招蛇项目跟投管理制度一览	- 15 -
图表 38: 公司一主两翼业务介绍	- 16 -
图表 39: 公司 NAV 估值	- 16 -
图表 41: 可比 A 股龙头房企估值 (截至 17 年 11 月 9 日收盘价)	- 17 -
图表 44: 公司盈利预测表	- 18 -

公司概况

- 保利地产是国内排名靠前的国资开发商，根据克尔瑞数据，2017 年前 10 月公司商品房销售额 2376 亿元，位列行业第五位，稳居行业第一梯队，也是国资地产的排头兵。公司大股东是保利集团，合计持股比例 40.87%，保利地产是集团核心的产业平台，营收占集团比重接近 75%。

图表 1：公司占保利集团营收比重



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：17 年前 10 月国资房企销售额排名

行业排名	公司	销售额 (亿元)
5	保利地产	2376.2
6	绿地控股	2221.5
7	中海地产	1717.3
9	华润置地	1124.5
12	绿城中国	1065.1
14	招蛇	882.3
18	鲁能地产	751.1
26	首开股份	575.3
27	中国铁建	547.1
28	远洋地产	546.1

来源：CRIC，中泰证券研究所

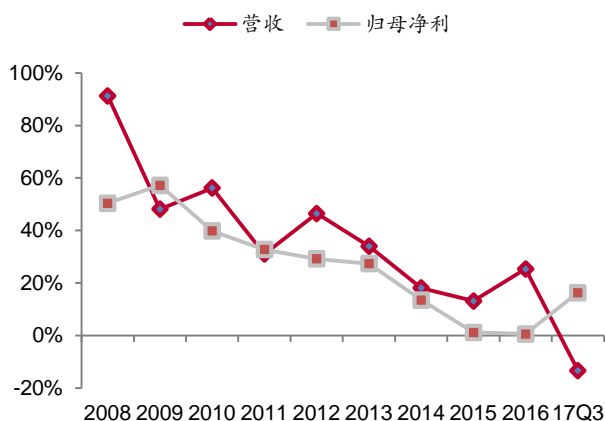
公司的三个财务焦点

- 保利地产作为中国房地产业 TOP5 的开发商，相信对于大多数读者而言并不陌生，因此，在本篇报告中，我们不再长篇赘述行业背景和公司各项业务，而是从公司财务问题起步，结合经营特色和行业特点，对公司价值进行分析。

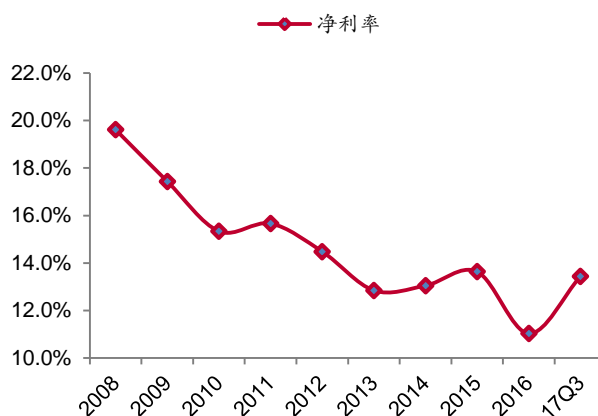
盈利能力问题：权益比和利润率

权益比下降拖累过往业绩弹性，但对净利分流已趋稳

- 我们先来回顾一下公司过去近 10 年的业绩增速，自 2009 年至 2013 年，公司归母净利增速缓慢下行，从 57.2% 降至 27.4%，和同期公司净利率走势一致。但自 14 年开始，公司业绩弹性大幅下滑，2014、2015、2016 年归母净利增速分别为 13.5%、1.2%、0.6%，但 2014 至 2016 年净利率分别为 13%、13.6%、11%，其中 2014 至 2015 年业绩增速和净利率走势的背离主要和结算权益占比下降有关。

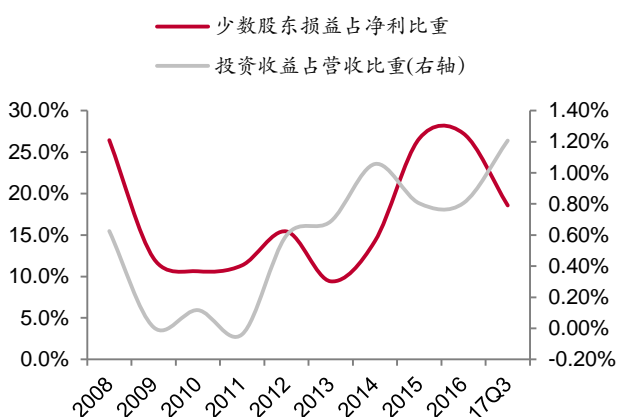
图表 3：公司营收及归母净利增速


来源：公司公告，中泰证券研究所

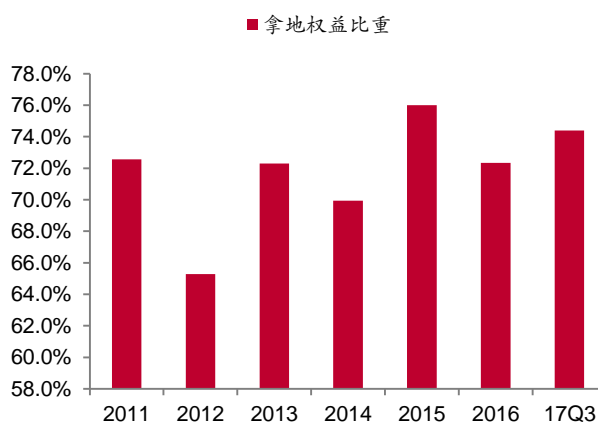
图表 4：公司净利率


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 多年来公司一直保持积极的合作拿地力度，这一方式在行业利润率收窄背景下，减少了竞争，从而保证了获取项目的利润率，公司 2013 至 2015 年净利率的企稳修复就得益于该策略。但受项目权益降低带来的少数股东损益摊薄影响，公司净利被分流，2013 至 2016 年，少数股东损益占公司净利比重从 9.4% 上升至 27.2%，从而拖累了业绩弹性。但另一方面，合作项目的增多也带来了投资收益的提高（这部分项目不并表）。

图表 5：公司结算权益比例下降


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 6：拿地权益比例（按建面）


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 其实自 15 年以来，公司合作拿地权益占比已基本稳定在 70-75% 左右（按建面），权益比下降势头已基本得到遏制，截至 2017 年中期，公司在建项目权益比例 71.9%、规划项目权益比例 74%，整体较 2016 年末有所提升。随着 2012-2014 年的低权益比资源大部分在 2014-2016 年结转，我们认为少数股东损益对净利的分流已趋于稳定，未来公司的权益比例预计将保持平稳，少数股东损益占净利比重可能稳定在 18-20%。

图表 7：近年来在手项目权益情况

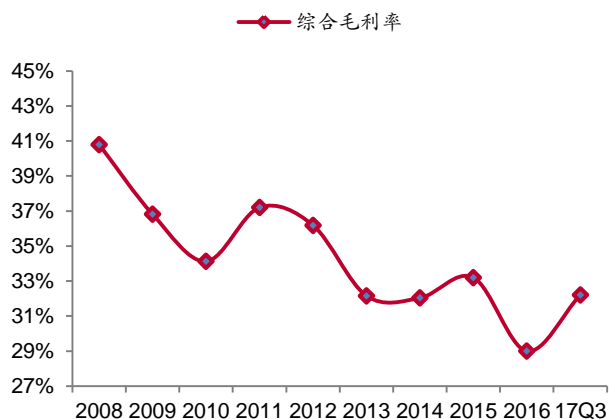
	2015	2016	2017H
规划土储权益	75. %	70.5%	74.0%
在建项目权益	74.5%	73.4%	71.9%

来源：公司公告，中泰证券研究所

毛利率修复改善迹象已现

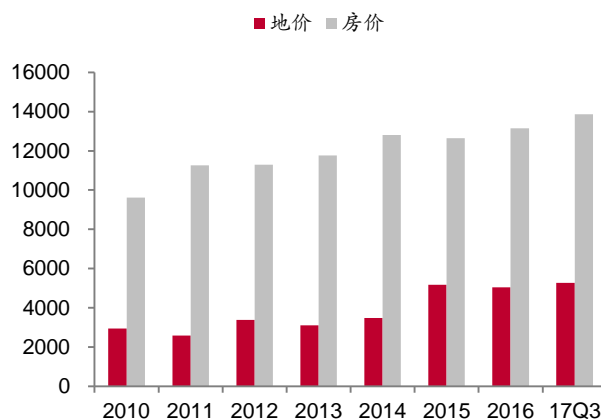
- 接下来我们看看公司利润率的变化。2015至2016年，公司毛利率显著下滑，2016年首次降至30%以下，主要原因在于结算项目单位成本相较房价变得越来越昂贵。2013年至2014年公司拿地楼面价同比增速分别为-8.1%、12%，2014至2015年销售均价同比增速分别为8.9%、-1.3%，公司2016年结算项目多是在2013至2014年地价上升时获取却在2014至2015年楼市低迷时销售，从而导致项目盈利能力下降。
- 进入2016至2017年，楼市整体持续回暖，公司2016年房价同比上涨3.9%，17年前三季度房价较2016年底上升5.5%，2015年至2016年拿地楼面价同比增速分别为48%、-2.3%。公司近两年地价水平基本保持平稳，而房价涨幅有所扩大，我们认为公司毛利率可能已经出现修复信号。从17年三季报数据来看，公司综合毛利率和净利率分别为32.2%、13.4%，同比分别扩大2.1、1.8个百分点。截至17年三季度末，公司预收账款为2305.5亿元，大部分将在2017年四季度和2018年结算，我们预计这部分项目结转利润率可能好于2016年。

图表 8：公司毛利率



来源：公司公告，中泰证券研究所

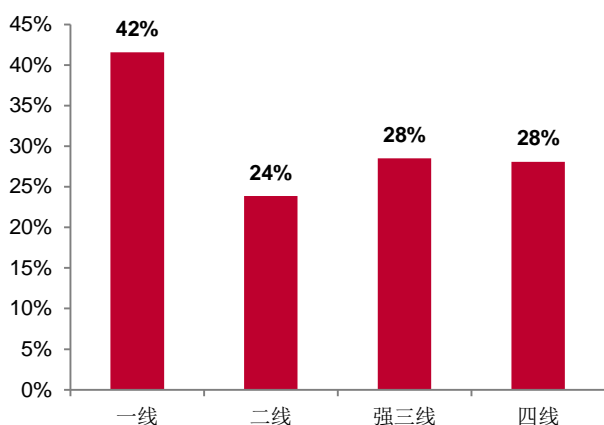
图表 9：公司地价和房价



来源：公司公告，中泰证券研究所

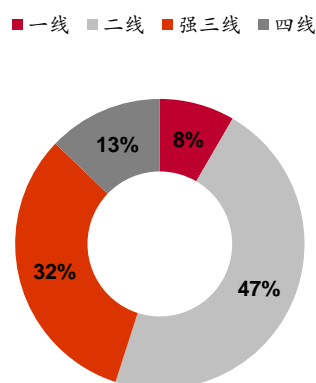
- 再看长一点，19年结算的项目毛利率很大程度上取决于2017年新增的土储，2017年三季度公司拿地规模扩大，单季度新增建面占前三季度比重达到43%。我们在当年房价水平和合理建安支出假设条件下对三季度新增土储结算毛利率做了预估，整体毛利率约29.1%左右。该预估毛利率虽低于过往几年公司毛利率水平，但须注意的是，我们是在房价不上涨的前提下得出的，且仍高于行业平均水平。从17年中期土储结构来看，公司55%、32%的项目分布在一二线和强三线城市，项目的利润率水平和确定性皆有较好保障。

图表 10: 17 年三季度新增项目预估毛利率



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 11: 17 年中期在手项目分布 (按建面)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 影响公司利润率的主要因素还有资金成本和资本化率。得益于 2015、2016 年市场利率下移, 2016 年公司利息支出 (含资本化) 为 99 亿元, 较 15 年下降 30.7%。此外, 由于近几年公司债、中票等发行规模扩大, 债券占有息负债比例上升, 公司利息资本化率有所下降, 2016 年公司利息资本化率为 67%, 较 2014 年下降约 14 个百分点。到 2017 年中期, 公司每平方米土储资源利息资本化余额降至 85.5 元/平, 这有助于未来毛利率的修复上行。

图表 12: 13 年以来公司利息资本化率情况一览

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年中报
项目储备建面 (万平方米)	8128.9	673.5	910 .0	10590.2	12129.0
利息资本化余额 (亿元)	93.28	120.08	129.98	104.81	103.76
每平方米土储利息资本化余额比例 (元/平)	114.8	138.4	142.	99.0	85.5
利息支出 (含资本化, 亿元)	65.6	81.0	82.3	67.1	---
债券占有息负债比重	3.0%	5.6%	15.3%	26.8%	17.6%
利息资本化率	84%	81%	73%	67%	---

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

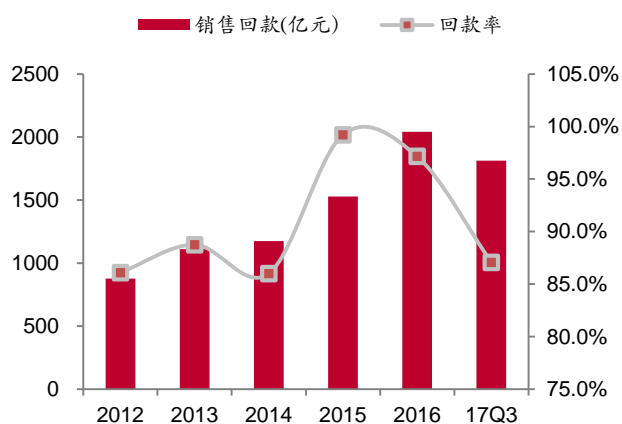
注: 项目储备面积等于规划及在建总建面减去累计竣工面积, 14 年末公布资本化率数据, 为我们估算

经营规模问题: 销售、拿地和土储

回款率保持高位, 销售弹性充足

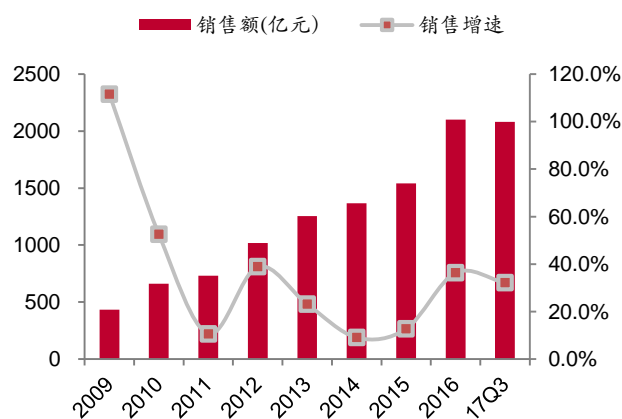
- 和公司经营规模相关最核心的两个指标分别是销售回款和公司销售签约金额。销售回款是营收确认的条件, 而合同签约额是回款的前提。多年来公司销售回款一直稳步增长, 2016 年和 2017 年前三季度回款同比分别增长 33.5%、21.1%, 合计规模达到 4182.5 亿元, 公司营收增长可期。而回款率方面, 公司多年来一直维持在 85% 以上的较高水平 (远高于行业平均), 2017 年前三季度受银行按揭额度发放限制及政策调控影响, 回款率同比收窄至 87.1%, 但仍高于去化较难的 14 年 86% 的回款率。

图表 13: 公司销售回款及回款率



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

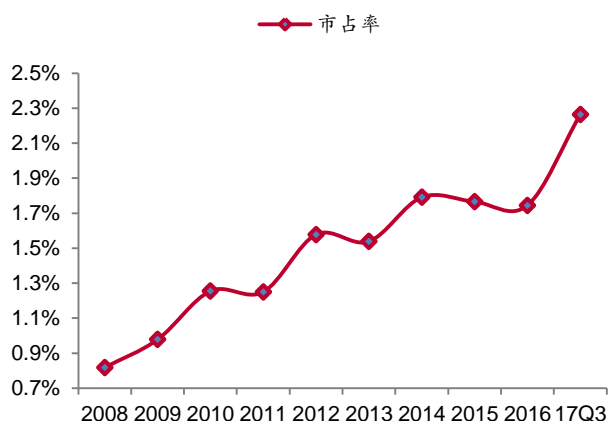
图表 14: 公司销售额及增速



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

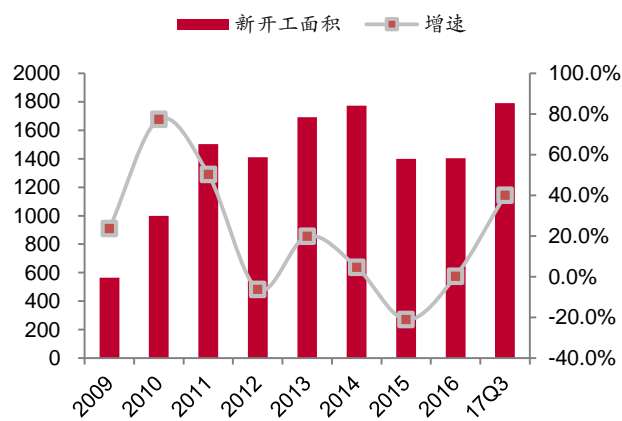
- 销售签约金额取决于企业推盘规模和去化率。受 2014 至 2015 年公司推盘资源相对不足影响 (2014 年至 2015 年新开工同比增速为 4.7%、-21%), 公司 2015 至 2016 年销售弹性有所弱化, 2015 至 2016 年销售额增速为 12.7%、36.3%, 市占率从 2014 年的 1.79% 降至 2016 年的 1.75%。但自今年以来, 公司供货相对不足的局面已有所改观 (2016 年、2017 年前三季度新开工同比增速为 0.3%、40.1%), 公司推盘意愿亦较大, 据我们跟踪, 四季度新推盘规模在 1000-1200 亿元, 是近年来单季度最高水平, 全年货值预计接近 3500 亿元。去化率方面, 由于热点城市存在的预售证管制导致一、二手房价倒挂, 使得这些城市去化率持续维持在高位, 公司大部分项目位于一二线城市 (2016 年、2017 年前三季度一二线拓展项目占比均超过 70%), 前三季度新推盘去化率基本都在 70% 以上。得益于供货能力提升和较高的去化率, 公司 17 年前三季度销售额同比增长 32.2%, 市占率同比扩大了 0.3 个百分点至 2.26%, 全年销售额预计在 2900-3000 亿元之间。

图表 15: 公司销售市占率



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 16: 公司新开工面积 (万平方米)



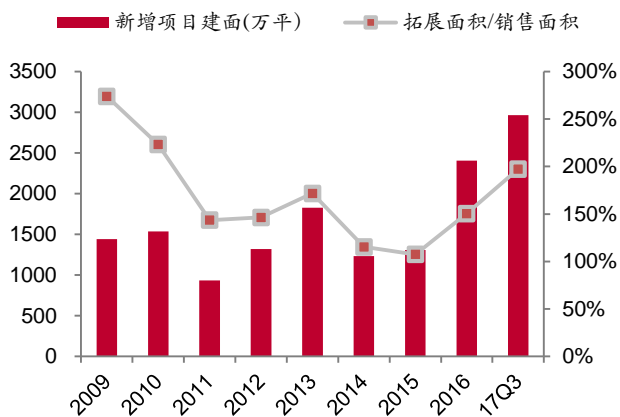
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

前期谨慎拓展, 近期积极扩张

- 公司 2015 至 2016 年开工推盘规模的不足主要是由于 2014 至 2015 年拿地规模的下降, 2014、2015 年新增项目规划建面 1231、1308 万平, 与销售面积之比为 115%、107%, 基本处于近 10 年来的较低水平。但自 16 年底开始, 公司积极拿地, 2017 年前三季度新增项目建面与同期

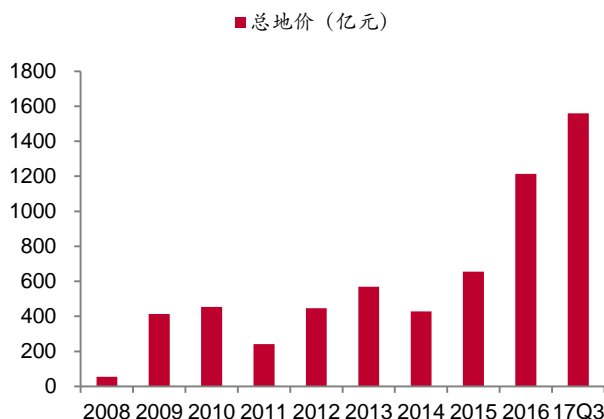
销售面积之比为 197%，土地总价 1559 亿元，已经超越以往任何一年的土地投资力度。

图表 17: 新增项目建面 (万平米)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

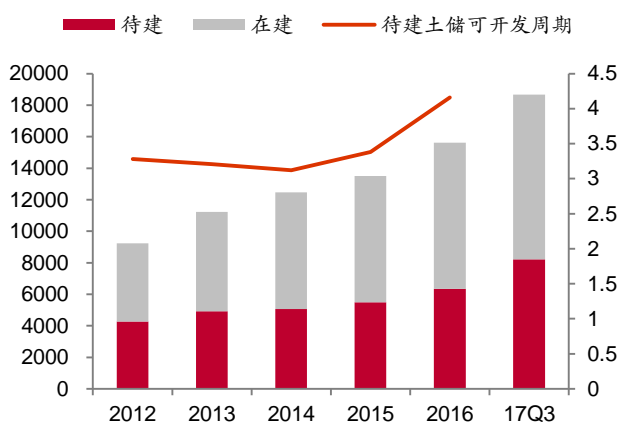
图表 18: 公司总地价投入



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

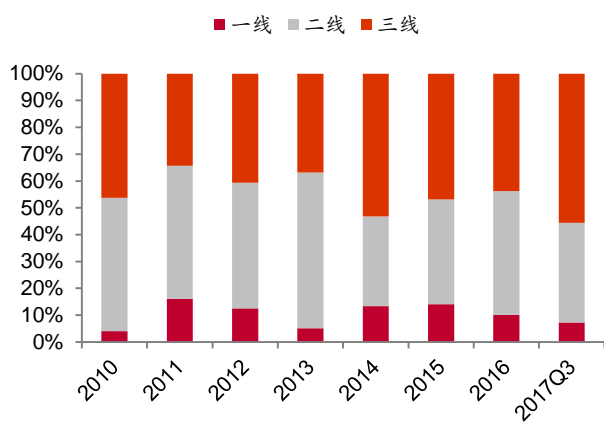
- 从土储规模看, 尽管 2014-2015 年拿地规模不足, 但凭借丰厚的存量储备, 公司总土储规模一直保持稳步攀升的态势, 截至 2017 年三季度末, 公司待建和在建项目建面合计为 1.87 亿平米, 16 年末待建土储可开发周期达到 4.2 年 (待建土储建面除以近 3 年新开工平均面积), 为公司销售的持续增长奠定基础。

图表 19: 公司项目储备 (万平米)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 20: 公司拿地城市结构 (未包含国外及中航项目)

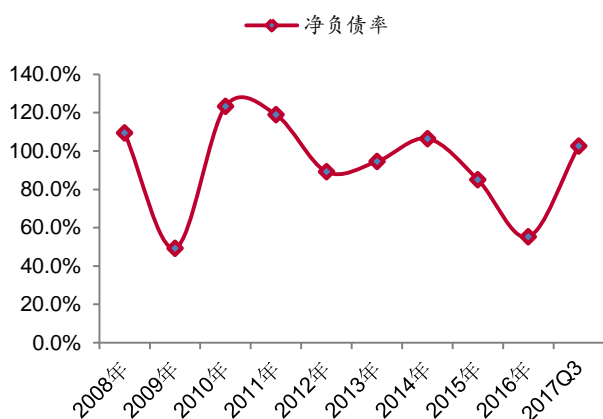


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

杠杆率问题

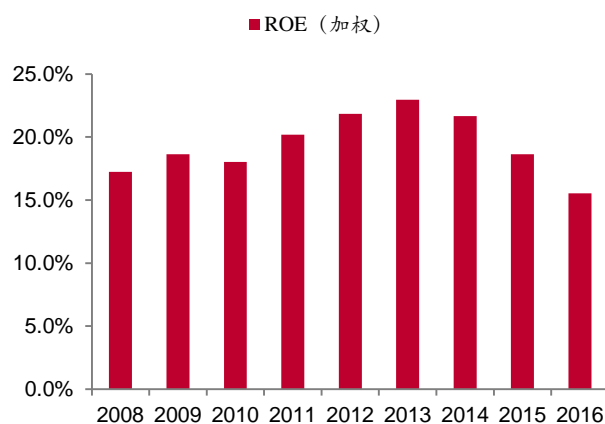
- 公司自 2014 年开始大幅降杠杆, 净负债率从 2014 年的 106% 降至 2016 年的 55.2%, 杠杆率收缩带来了两个影响: 一方面拉低了 2014 至 2016 年的 ROE (2016 年公司 ROE 15.5%, 为近 10 年来最低值), 另一方面使得公司土地投资力度收窄, 错失了一部分 14 至 15 年“低价增储”的好机会。但如前所述, 公司自 2016 年底加大投资力度, 杠杆率再度攀升, 17 年三季度末净负债率达到 102.6%, 处于历史较高水平。

图表 21: 净负债率



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

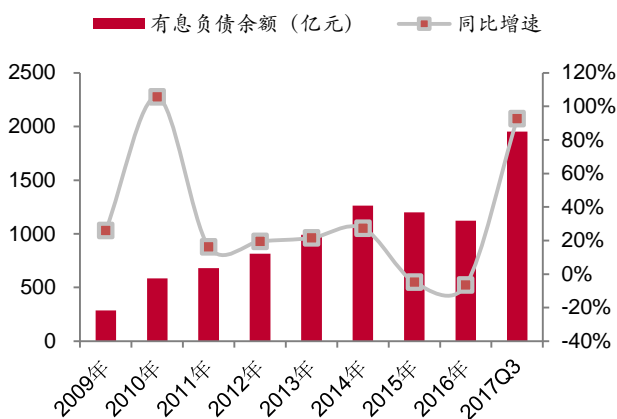
图表 22: ROE



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 但这里需要指出的是,公司杠杆率的大幅攀升除了和规模扩张有关以外,还和公司融资决策也有一定关系。自 2016 年底以来,市场资金成本逐步上行,为此公司提前抢占信贷资金,锁定低成本贷款,上半年公司新增有息负债 768 亿元(含中航项目并表新增的 181 亿元),三季度末有息负债总额达到 1953 亿元,同比增长 93%,创近 7 年来最大涨幅,但新增负债成本优势显著,综合融资成本为 5.05%(除掉中航项目则为 4.66%)。在当前这个时间段扩大借贷资金规模,我们认为公司这一决策具备一定前瞻性,一方面能够有效应对流动性趋紧和利率上行风险,另一方面保证公司能够从容把握行业下行中出现的投资机会。

图表 23: 有息负债率余额



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 24: 十年期国债收益率



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

公司的四大优势

- 通过之前对公司三个财务焦点问题的分析,我们发现近期公司的一个重要转变:从 2014 至 2016 年中期的扩张收缩到 2016 年下半年以来的积极拿地,从 2014 至 2016 年的降杠杆到 2017 年的加杠杆,2017 年公司再度发力,追求规模再上台阶,并提出“十三五”达到 5000 亿销售规模的愿景,保持在行业第一梯队。公司 16 年销售额 2101 亿元,若“十三五”蓝图顺利实现,相当于再造 1.5 个保利,那么,公司具备哪些竞争优势?再造 1.5 个保利具备成功可能性吗?

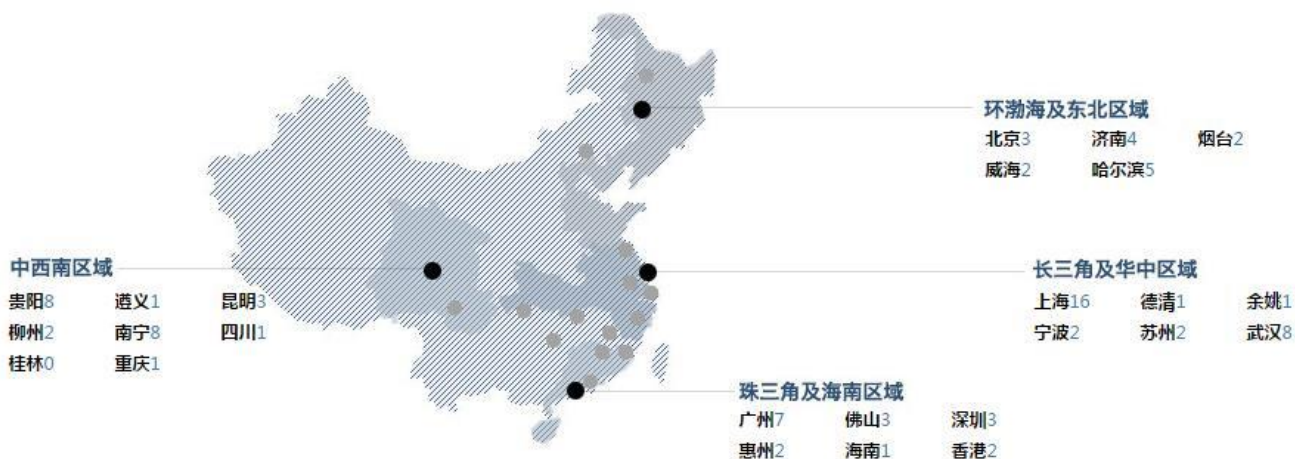
作为央企的资源获取及融资优势

- 自 2016 年底以来，土地市场出让规则发生了变化，不再纯粹是价格高者得，在限地价思路下，抽签摇号、竞自持及配建物业面积、综合评标等新的出让方式层出不穷，地方政府对房企综合实力提出更高要求，进一步加大了龙头的优势；从资源拓展方式看，招拍挂不再是唯一的土地获取通道，中小房企加速退出，合作、收购、旧改等越来越成为拓展的重要手段。从结果来看，行业资源端在不断向龙头公司倾斜，而相较于其他规模房企，身为央企龙头的公司，在资源获取上更具备独到的优势：

内部整合破冰缓行，区域禀赋再夯实

- 保利地产和保利置业均为集团的地产上市平台，多年来一直存在同业竞争、部分区域布局重合的问题。保利置业于 2005 年前后涉足房地产领域，项目遍及环渤海、长三角、珠三角、华中等 25 个城市和地区，与保利地产在国内 80 个城市的布局存在重合（如北京、上海、广州等）。

图表 25：保利置业全国布局



来源：公司官网，中泰证券研究所

- 公司曾于 2016 年 11 月底因筹划发行股份购买保利置业停牌，后虽因各方面原因而终止，但我们认为已经释放了“破冰”信号。整合保利置业，有助于夯实公司的区域禀赋（尤其是深圳及周边市场），但涉及两地资本市场制度和环境差异、人事安排和控股权归属等复杂问题，二者的整合工作并非一蹴而就，而将是一个长期过程。

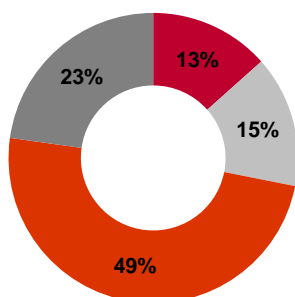
图表 26：保利置业主要数据一览

公司	16 年销售额	16 年 在建及待建项目面积	17 年 中期毛利率	17 年 中期净利率
保利置业	362.1 亿元	1939.9 万平米	17.79%	4.69%

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 27：保利置业土储区域结构

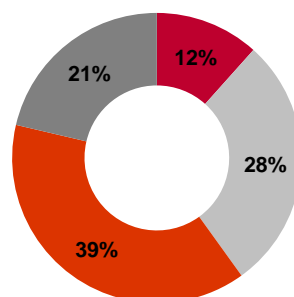
■ 珠三角 ■ 长三角 ■ 西南 ■ 其他



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 28：保利置业土储城市结构

■ 一线 ■ 二线 ■ 强三线 ■ 四线



来源：公司公告，中泰证券研究所

外部整合提速，国资并购成新发力点

- 相较推进缓慢的内部整合，国资地产的外部整合进展相对迅速，自 2010 年 3 月国资委发布“退房令”，到 2015 年央企退地终于进入快车道，2015 年中冶集团合并五矿集团（中冶置业合并五矿地产）、2016 年中海地产成功并购中信地产，而公司于 2016 年下半年在集团统筹协调下也开始整合中航工业集团旗下地产业务。到 2017 年上半年，公司完成对中航地产下属项目的收购，新增土储约 331 万平，作价 20.3 亿元，楼面价约 631 元/平（按合计规划建面计算），同时在去年凭借中航集团原资源优势，公司在天津、珠海、三亚获取了 150 万土储资源。
- 国资委自 2010 年 3 月开始要求 78 家非地产主营央企退出房地产业，无论是经营规模、还是开发管理经验，公司都位居央企地产前列，公司未来有望持续承接外部国资的优质存量资源，加快外延式扩张，构建公司的资源护城河。

图表 29：中航地产项目明细一览

标的	评估值 (万元)	项目名称	项目 权益	类别	占地面积 (万平米)	规划建面 (万平米)	累计签约 (万平米)	楼面均价 (元/平)
成都航逸科技	10,001	成都航空科技文化博览中心	100%	商业/ 文体 娱乐	31	42	0	278
成都航逸置业	1,684	成都中航城国际社区		住宅				
江苏中航	42,764	昆山九方城	100%	商住	14	52	23	
九江中航	32,948	九江中航城项	100%	商住	18	78	26	1446
新疆中航	6,534	中航翡翠城	100%	住宅	72	42	11	
岳阳建桥投资	32,530	中航翡翠湾	100%	住宅	16	38	15	929
赣州中航置业	22,686	中航公元城	79.17%	住宅	7	37	33	779
赣州中航地	18,822	中航云府	100%	住宅	5	17	9	553

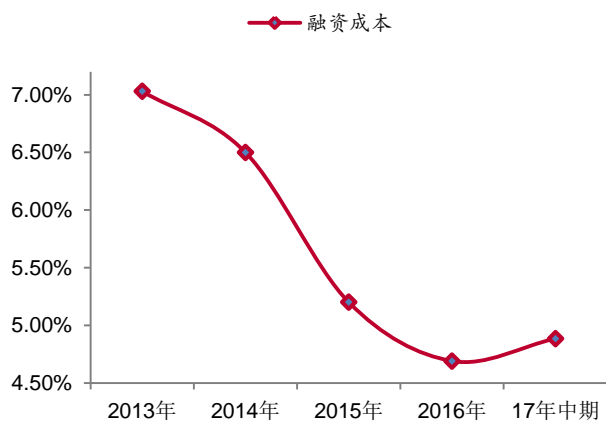
产	中航 E24 地块	100%	住宅	6	17	0	
南昌中航国际广场二期	中航国际广场二期	100%	商业	1	8	0	4651
合计	202,963	-	-	-	169	331	116 631

来源：公司公告，中泰证券研究所

融资成本再分化，央企优势凸显

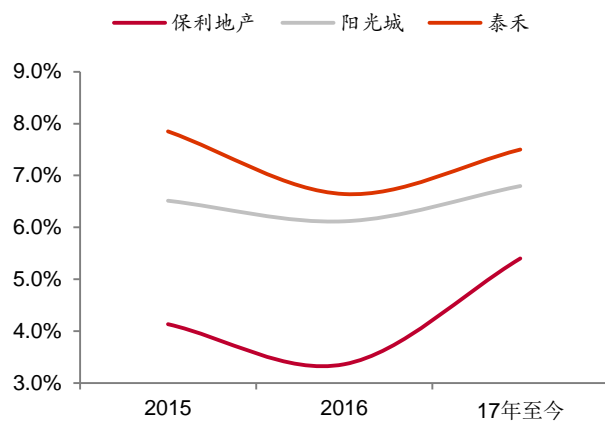
- 随着 2015 至 2016 年步入降息周期和融资瓶颈的突破，整个行业的债务结构和资金成本都得到一轮改善和优化，公司相对民企和中小规模房企的融资优势有所收窄。但自 2017 年以来，行业资金成本上行趋势明确，部分融资渠道逐步收紧，公司作为央企的融资优势又开始凸显。从资金成本水平来看，2017 年中期公司综合融资成本约 4.9%，仍处于行业最低水平；从融资渠道来看，公司融资畅通，可多手段获取低息资金：**1、银行信贷**：2017 年上半年末仍剩余 1925 亿元银行授信额度未使用，新增银行贷款利率仅为 4.66%；**2、债券融资**：2017 年 9 月成功注册 150 亿元中票和 50 亿超短融，10 月和 11 月发行 50 亿中票，利率 5.4%；**3、非标融资**：2017 年 9 月发行国内首单 CMBS 产品，规模 35.3 亿元，优先级利率 4.88%，10 月公司作为发行人的央企首单住宅租赁类 REITs 获批，规模 50 亿元。

图表 30：公司融资成本



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 31：保利、阳光城、泰禾发债加权平均利率



来源：wind，中泰证券研究所

高效的管控及周转效率

- 在国资房企中，公司的管理经营风格一直相对是偏市场化和灵活的，多年来高效的管控能力和开发效率亦印证此点。未来 3 年公司规模要再上一个台阶，为适应规模化发展，公司自 16 年调整了治理结构，在原有二级架构基础上增设大区，形成“总部—大区—平台”的三级管理模式，强化管理的针对性和时效性，进一步提升公司的管控能力和开发效率。从销售管理费用率（销售额口径）指标来看，多年来公司的成本控制能力一直位居行业顶尖水平，2016 年公司销管费用率为 2.77%，低于万科 (3.28%)、招蛇 (3.01%)、绿地 (3.04%)、碧桂园 (4.02%)、恒大 (6.85%) 等龙头房企；从存货周转率指标来看，得益于军旅文化和现代企业管理

结合形成的独特的企业文化，公司保持着高效的执行力，周转效率逐年提升，2016年存货周转率达到37%，相较万科（41%）、中海（49%）、碧桂园（57%）等仍有较大提升空间。

图表 32：龙头房企销售管理费用率一览（销售口径）

	保利	招蛇	中海	绿地	华润	万科	融创	金地	新城	碧桂园	恒大
2013	3.00%	4.34%	2.02%	2.15%	4.66%	4.02%	1.92%	5.10%	7.27%	5.94%	7.77%
2014	3.02%	3.87%	2.56%	2.50%	5.85%	3.92%	1.96%	4.01%	6.74%	5.90%	10.04%
2015	2.99%	4.08%	2.33%	3.16%	6.21%	3.40%	2.04%	4.14%	5.20%	5.64%	9.67%
2016	2.77%	3.01%	3.13%	3.04%	5.24%	3.28%	1.42%	2.75%	3.54%	4.02%	6.85%
17年H	1.74%	1.69%	1.81%	3.18%	4.22%	1.70%	1.47%	2.15%	2.98%	2.54%	5.43%

来源：wind，中泰证券研究所

图表 33：龙头房企存货周转率一览

	保利	中海	华润置地	招蛇	万科	碧桂园	新城	融创	金地	恒大
2013	29%	41%	36%	25%	32%	60%	56%	45%	35%	40%
2014	29%	45%	39%	30%	32%	57%	52%	39%	42%	37%
2015	30%	49%	40%	28%	40%	60%	55%	41%	30%	30%
2016	37%	49%	38%	35%	41%	57%	56%	34%	52%	29%

来源：wind，中泰证券研究所

相对市场化的激励机制安排

- 与管理风格一脉相承的是，公司激励机制的安排在国资系统中也一向走在前列，相对注重市场化。早在公司上市之前，公司高管就持有一部分干股，2006年上市时董事长、总经理等7位主要高管合计持股比例为1.77%；之后随着公司管理层及员工的履新更替、新鲜血液的注入，在2011年和2016年公司又适时推出了两期股权激励计划，占当时总股本比例分别为0.95%、1.21%，对员工覆盖度分别为1.56%、2.18%，涵盖公司董事、高管及主要骨干，其促进了公司核心团队的稳定性，推动了公司的长期平稳发展，2011年至2016年公司销售额增长了187%。

图表 34：公司 06 年上市时高管持股一览

股东	持股比例	职务
李彬海	0.43%	董事长
宋广菊	0.31%	董事兼总经理
杨小虎	0.21%	副总经理
官集保	0.20%	技术总监
刘平	0.20%	董秘、副总经理
张万顺	0.20%	副总经理
谭艳	0.20%	财务总监

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 35：两期股权激励计划对比

发布时间	2016年6月	2011年12月
授予股票（万股）	13035	5666
占总股本比例	1.21%	0.95%
授予员工数量	688	178
占员工总数	2.18%	1.56%
行权价格（元/股）	8.72	5.07

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 36：两期股权激励行权条件对比

行权期	首期股权激励计划行权条件	二期股权激励计划行权条件
第一期	2013 年 ROE 不低于 14%，2011 至 2013 年净利年复合增长率不低于 21%，2013 年营业利润占利润总额不低于 90%	2017 年 ROE 不低于 14%，2015 至 2017 年净利复合增长率不低于 8%，2017 年总资产周转率不低于 0.25
第二期	2014 年 ROE 不低于 14.5%，2012 至 2014 年净利年复合增长率不低于 21%，2014 年营业利润占利润总额不低于 90%	2018 年 ROE 不低于 14.5%，2016 至 2018 年净利复合增长率不低于 8%，2018 年总资产周转率不低于 0.25
第三期	2015 年 ROE 不低于 15%，2013 至 2015 年净利年复合增长率不低于 21%，2015 年营业利润占利润总额不低于 90%	2019 年 ROE 不低于 15%，2017 至 2019 年净利复合增长率不低于 8%，2019 年总资产周转率不低于 0.25

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 自 2016 年下半年开始，实施项目跟投制度渐渐成为主流房企的一致选择，尤其民企积极性和力度更大，比较知名的有碧桂园的“同心共享”、阳光城的“合作共赢”等，从实施效果看，跟投制度对激发员工尤其是项目层面管理人员的积极性作用较大，总部至项目公司层面的利益有效绑定，房企的周转率和销售规模均得到提升，项目利润率也有一定的保证，其中代表就是碧桂园（销售额从 15 年的 1400 亿攀升至 17 年超 5000 亿的规模）。尽管国资整体机制相对不灵活，但是在今年我们还是看到等央企在跟投制度上进行了尝试，招蛇于 17 年上半年建立项目跟投管理制度。多年来公司在激励机制安排上均走在国资前列，在 2016 年报中公司亦表示会积极探索跟投机制等创新激励方式。

图表 37：招蛇项目跟投管理制度一览

项目跟投范围：	1.城市公司操盘开发，通过市场化的方式获取土地的销售型项目
强制跟投：	对项目负有主要责任的核心管理人员
自愿跟投	区域总部、城市公司、项目部的其他正式员工
跟投途径：	通过信托计划或资管计划等合规的投资结构实施
跟投金额上限：	单一项目跟投总额上限不超过该项目资金峰值的 5%

来源：公司公告，中泰证券研究所

多元化的业态及业务布局

- 房地产开发销售规模趋于见顶已渐成行业共识，尽管龙头房企仍有市占率提升的空间，但向新领域拓展和转型是早晚必须面对的问题。经过 2014 至 2015 年各种跨界转型的“躁动”和“喧嚣”之后（传媒、体育、医疗等），多数规模开发商已经意识到沿着地产相关领域延伸拓展或才是可行的转型路径。顺着居民消费服务升级和不动产金融化两条思路，公司在 2016 年确立“一主两翼”的业务格局，即以房地产开发经营为主，同时大力拓展社区消费服务和房地产金融业务。
- 经过几年的积淀和发展，公司在几个新领域均取得了不错的成绩：**1、物业管理**：凭借公司的资源优势，保利物业在管规模已位居行业第五（在管面积超 1 亿平，2016 年实现外部拓展 1500 万平），今年完成股份制改造并成功在新三板挂牌；**2、养老产业**：公司早在 2012 年就进军养老产业，致力打造居家、社区、机构“三位一体”的体系，已形成“和熹会”、“和院健康生活馆”等品牌；**3、商业运营**：凭借多年的管理运营经验，公司已经实现在酒店、购物中心上的外部输出，经管面积超过 100 万平；**4、房地产基金**：房地产基金核心平台信保基金 16 年末累计管理

规模达 600 亿元，位居行业前列，并定下 1000 亿元的规模目标。

图表 38：公司一主两翼业务介绍

板块	业务	简介
房地产开发	住宅开发	公司打造了康居、善居、逸居、尊居四大品牌系列多个品类，并结合业主全龄段需求推出“全生命周期居住系统”，包含中高端住宅、别墅、公寓等多种业态，形成覆盖国内珠三角、长三角、环渤海、中部、西南主要经济圈的 68 个城市的区域布局。
	物业管理	以保利物业为核心平台，目前在管面积已突破 1 亿平米，排名行业第五，16 年净利 1.42 亿元，同比增长 66%，2017 年 8 月成功挂牌新三板
社区消费服务	养老产业	2012 年进军养老产业，致力打造“居家、社区、机构”三位一体的养老体系，以和熹会、健康生活馆、老博会等为载体，锁定多家养老试点机构
	商业运营	以保利商业作为主要运作平台，覆盖购物中心、酒店、社区商业、公寓四大业态，并形成时光里、若比邻等十大品牌，经营面积达到 150 万平
房地产金融	房地产基金	以信保基金为主要平台，16 年末累计在管规模 600 亿，实现净利润 4 亿元，位居行业前列，主要投资保利住宅项目，目标做到 1000 亿元
	养老基金	与太平洋保险成立养老基金，首期规模 30 亿元
	产业投资等	公司 16 年参与了滴滴出行、粤高速定增、粤港证券等战略投资

来源：公司公告及官网，中泰证券研究所

- 公司具备卓越的战略管理能力和高效的执行力，这也是公司在新领域初获成功的重要原因。公司开发涵盖住宅、写字楼、酒店、购物中心、商贸会展等多种业态，两翼业务与开发主业亦存在协同效应，多元化的业务布局有利于扩大开发端的资源获取优势，而多业态的综合开发能力也能为两翼业务的发展提供资源支撑。

估值及盈利预测

绝对估值

- 截至 17 年三季度末，公司归母净资产为 941.7 亿元，三季度增加了较多土储，目前在手未结算项目建面约 11163 万平、总货值约 1.656 万亿元，总 NAV2141.7 亿元，对应每股 RNAV18.06 元/股，按照当前股价折让 41%，具备较高安全边际。

图表 39：公司 NAV 估值

项目净权益增加值 (亿元)	1200.00
17 年三季度末归母净资产 (亿元)	941.70
NAV (亿元)	2141.70
总股本 (亿股)	118.60
RNAV (元/股)	18.06

来源：公司公告，中泰证券研究所

相对估值及盈利预测

- 公司 16 至 17 年销售增速较高、权益比趋于稳定、毛利率存在改善契机，叠加充沛的土储和可期的规模增长，我们认为公司业绩正迎来向上拐点，我们上调公司 2017、2018、2019 年 EPS 预测至 1.22、1.55、1.85 元/股（原先为 1.20、1.44、1.81 元/股），按照当前股价，对应 PE 倍数为

8.6、6.7、5.6xx。结合 18.06 元/股的 RNAV，我们给予公司 14 元/股的目标价，维持“买入”评级。

图表 40：可比 A 股龙头房企估值（截至 17 年 11 月 9 日收盘价）

代码	公司	总市值 (亿元)	2017PE	2018PE	2019PE
000002.SZ	万科 A	3055	11.6	9.4	7.7
600048.SH	保利地产	1261	8.3	6.9	5.7
600383.SH	金地集团	519	7.6	6.6	5.8
601155.SH	新城控股	489	11.2	8.5	6.7
600340.SH	华夏幸福	899	10.4	8.1	6.5
600606.SH	绿地控股	927	10.2	9.1	8.0
可比公司 PE 中位数			10.4	8.5	6.7

来源：wind，中泰证券研究所

风险提示

- 由于利率上行和调控收紧导致公司销售和利润率不达预期。
- 公司业绩释放不达预期。

图表 41: 公司盈利预测表

利润表					资产负债表				
(百万元)					(百万元)				
指标名称	2016	2017E	2018E	2019E	指标名称	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	154,773	169,264	199,914	243,675	货币资金	46,984	87,600	102,492	128,259
减:					预付账款	39,313	61,320	56,371	56,729
营业成本	109,881	119,161	139,955	172,016	存货	303,304	422,181	588,656	733,391
毛利率	29.0%	29.6%	30.0%	29.4%	其他流动资产	43,910	44,951	44,951	44,951
营业税金及附加	15,035	16,374	19,670	23,572	流动资产	435,122	618,715	796,362	968,736
营业费用	3,545	4,581	5,366	6,593	投资性房地产	11,421	12,005	12,689	13,529
营业费用率	2.3%	2.7%	2.7%	2.7%	递延所得税资产	1,823	3,117	4,575	6,387
管理费用	2,267	3,075	3,603	4,426	非流动资产	32,875	39,498	47,624	57,903
管理费用率	1.5%	1.8%	1.8%	1.8%	资产总计	467,997	658,212	843,986	1,026,639
财务费用	2,234	1,793	1,400	1,156	短期借款	409	2,688	1,760	0
财务费用率	1.4%	1.1%	0.7%	0.5%	应付账款	39,523	47,749	57,185	68,671
资产减值损失	-40	0	0	0	预收款项	155,543	287,410	440,093	629,783
营业利润	23,100	25,754	31,653	37,951	应交税费	-9,417	-20,750	-33,189	-49,202
营业利润率	14.9%	15.2%	15.8%	15.6%	其他流动负债	64,738	103,866	112,987	114,082
营业外收入	311	0	0	0	流动负债	250,796	420,963	578,836	763,334
营业外支出	123	0	0	0	长期负债	68,867	99,270	102,920	72,044
利润总额	23,311	25,754	31,653	37,951	递延所得税负债	105	1,346	2,798	4,584
所得税费用	6,238	7,219	8,854	10,706	非流动性负债	99,099	100,618	105,719	76,629
所得税率	26.8%	28.0%	28.0%	28.2%	负债合计	349,895	521,581	684,555	839,963
净利润	17,073	18,536	22,800	27,245	股本	11,858	11,858	11,858	11,858
少数股东损益	4,651	4,078	4,446	5,313	少数股东权益	28,849	32,927	37,373	42,685
归属母公司股东的净利润	12,422	14,458	18,354	21,932	股东权益合计	118,102	136,632	159,431	186,676
					负债及股东权益总计	467,997	658,212	843,986	1,026,639
					计				
现金流量表					主要财务指标				
指标名称	2016	2017E	2018E	2019E	增长率 (%)	2016	2017E	2018E	2019E
销售商品、提供劳务收入	176,902	300,079	351,367	431,852	营业收入	25.4%	9.4%	18.1%	21.9%
减: 购买商品、接受劳务支出	117,256	246,914	284,898	298,571	营业利润	1.8%	11.4%	22.9%	19.9%
职工支出	3,771	4,380	5,125	6,303	净利润	0.6%	16.4%	26.9%	19.5%
税费支出	23,260	37,886	44,379	54,523	利润率 (%)				
经营现金流	34,054	10,899	16,965	72,456	毛利率	19.1%	17.9%	18.7%	18.9%
取得借款	55,671	53,751	35,190	0	EBIT Margin	15.6%	15.9%	16.3%	15.9%
发行债券	12,955	0	0	0	EBITDA Margin	15.6%	15.4%	15.7%	15.2%
偿还债务	77,660	13,233	23,348	31,540	回报率 (%)				
融资现金流	-11,329	34,138	3,874	-38,822	ROE	19.1%	17.9%	18.7%	18.9%
现金及现金等价物净增额	9,773	40,616	14,892	25,767	ROA	3.6%	2.8%	2.7%	2.7%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。