

拿地积极，销售冲刺，业绩可期

保利地产 (600048.SH)

推荐 维持评级

核心观点:

1、事件

截止2017年11月27日，公司本月涨幅9.83%，板块中排名第8位。

2、我们的分析与判断

(一) 前10月新增建面超去年全年，储备以一二线为主

2017年前10月公司新增建面约3200万平米，同比增幅达141%，已大幅超越2016年全年2404万平米的水平，按新增建面及总地价占同期销售面积及销售额的比重来衡量投资力度，前10月分别为189%及78%，相比2014、2015年的拿地水平，2016、2017年公司持续加大投资，为未来销售提供有力保障。从分布来看，2016、2017年前10月拿地依然以一二线城市为主，按金额占比分别约95%及80%。从成本来看，2017年前10月公司平均楼面价5800元/平米，略低于2016年高位，而2017年前10月销售均价13979元，创历史新高，给予公司维持相对较高的盈利水平一定支撑。

(二) 前10月销售额增速37.01%

2017年前10月公司实现销售额及销面2379亿元及1702万平米，同比分别增37.0%及30.0%，根据三季报披露，前三季度公司销售额中一二线城市贡献了84.6%。在经历了2014及2015年的低潮后2016年起公司销售强势反弹，尤其在2017年重点一二线城市调控后表现低迷的背景下，公司销售增速依然维持了30%以上的高增速，市场占有率快速提升。

(三) 受益毛利率及权益比例提升前三季度业绩增16.3%

2017年前三季度公司营收、营业利润及归母净利润同比分别降13.3%、升0.7%及升16.3%，营收下降有营改增的因素，业绩提升主要是受益结算项目毛利率及公司权益比例的提升，前三季度公司毛利率24.7%，相比去年同期提升超3个百分点，少数股东损益占净利润的比例18.6%，相比去年同期下降超11个百分点。考虑到2017年拿地成本相对平稳，公司未来盈利能力有一定保障。

(四) 拿地支出攀升，负债水平提高

随着拿地支出攀升，2017年前三季度公司经营支出同比大增118.4%，期末存货同比升幅达到32.0%。受存货增加影响，前三季度存货周转率放缓。从负债水平来看，三季度末公司长期有息负债同比大幅增加，净负债率达到了102.6%，但货币覆盖短期有息负债的比例依然在3以上。

分析师

陈智旭

☎: 021-20252646

✉: chenzhixu@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130516090001

市场数据

2017-11-27

A股收盘价(元)	11.96
A股一年内最高价(元)	12.05
A股一年内最低价(元)	8.77
上证指数	3,322.23
市净率	1.51
总股本(万股)	1,185,844
实际流通A股(万股)	1,173,634
限售的流通A股(万股)	12,210
流通A股市值(亿元)	1,404

资料来源: 中国银河证券研究部

（五）租赁住房资产支持计划挂牌转让获批，房地产金融及社区消费服务逐步推进

2017年10月，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”挂牌转让获上交所批准，发行总额不超过50亿元，标志着首单央企租赁住房REITS获批。该计划由保利地产自持租赁住房作为底层资产，优先级及次级的比例为9:1。此外公司以“一主两翼”为业务布局，除了房地产开发经营之外，公司逐步推进房地产金融和社区消费服务。房地产金融方面，公司形成了信保基金、保利资本、养老基金并驾齐驱的发展模式；社区消费服务方面，公司致力于成为涵盖物业管理、增值服务、社区商业、养老适幼服务在内的综合服务商。

3、投资建议

公司前三季度拿地已超去年全年水平，政策调控环境下无论是资金还是资源上龙头企业均呈现明显优势，在土地市场的优势也将反映在未来行业集中度的进一步提升。此外公司土地储备以一二线城市为主，随着调控政策边际效应减弱叠加今年的低基数，明年一二线城市的整体表现可能会企稳回升。我们预计公司17-19年EPS分别为1.23/1.43/1.65元，按目前股价PE估值约为9.7/8.4/7.2倍，估值处于较低水平，我们维持公司“推荐”评级。

4、风险提示

调控超出预期，新业务拓展缓慢。

一、 销售增速维持高位，投资拿地力度大增

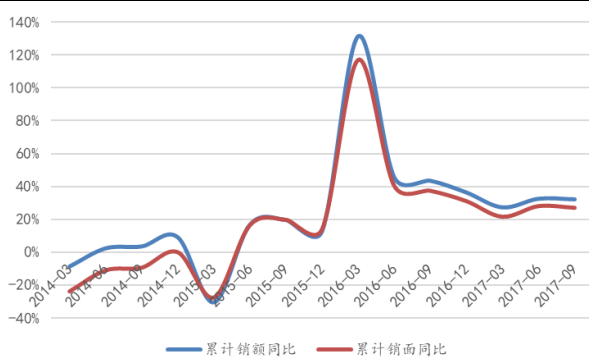
(一)、 前 10 月销售额增速 37.01%

2017 年前 10 月公司实现销额及销面 2379 亿元及 1702 万平米，同比分别增 37.0% 及 30.0%，根据三季报披露，前三季度公司销售额中一二线城市贡献了 84.6%。在经历了 2014 及 2015 年的低潮后 2016 年起公司销售强势反弹，尤其在 2017 年重点一二线城市调控后表现低迷的背景下，公司销售增速依然维持了 30% 以上的高增速，市场占有率快速提升。

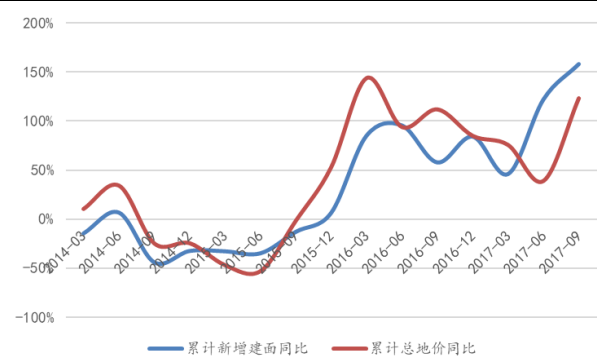
(二)、 前 10 月新增建面超去年全年，储备以一二线为主

2017 年前 10 月公司新增建面约 3200 万平米，同比增幅达 141%，已大幅超越 2016 年全年 2404 万平米的水平，按新增建面及总地价占同期销售面积及销售额的比重来衡量投资力度，前 10 月分别为 189% 及 78%，相比 2014、2015 年的拿地水平，2016、2017 年公司持续加大投资，为未来销售提供有力保障。从分布来看，2016、2017 年前 10 月拿地依然以一二线城市为主，按金额占比分别约 95% 及 80%。截止 2017 年 9 月末公司在建拟建面积 18673 万平米，其中待开发面积 8211 万平米，一二线占比约 70%。从拿地成本来看，2017 年前 10 月公司平均楼面价 5800 元/平米，略低于 2016 年高位，而 2017 年前 10 月销售均价 13979 元，创历史新高，给予公司维持相对较高的盈利水平一定支撑。

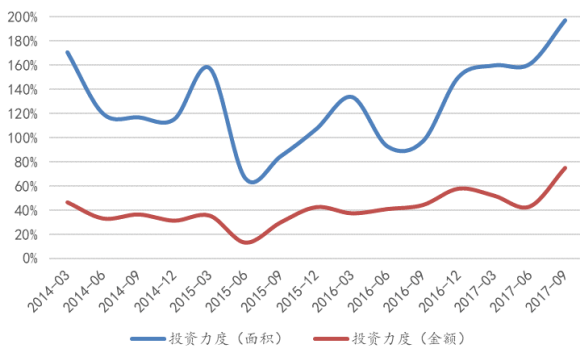
图表 1 累计销售额及销售面积同比



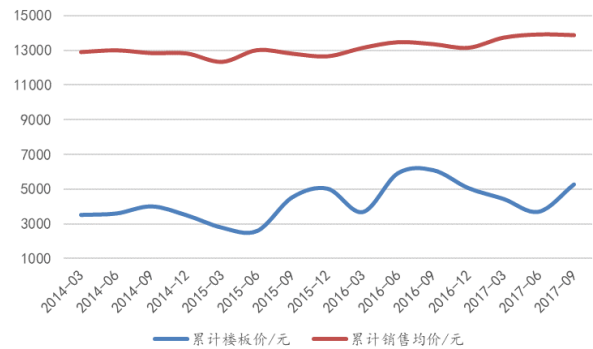
图表 2 累计新增建面及总地价同比



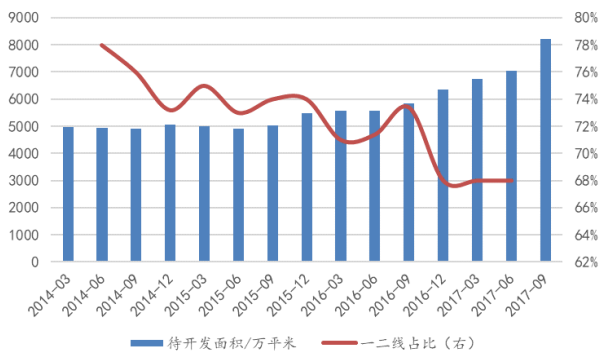
图表 3 投资力度



图表 4 累计楼板价及销售均价



图表 5 待开发面积及一二线占比



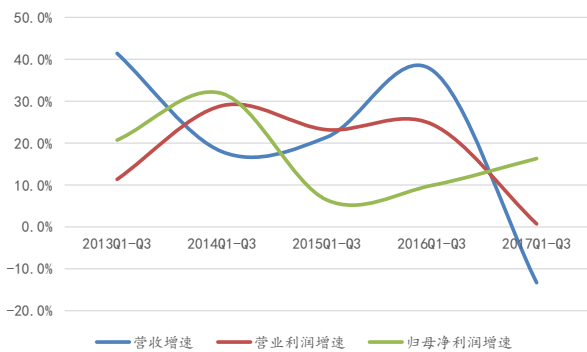
资料来源: wind、公司公告、中国银河证券研究部

二、 毛利率水平提升，长期负债增加

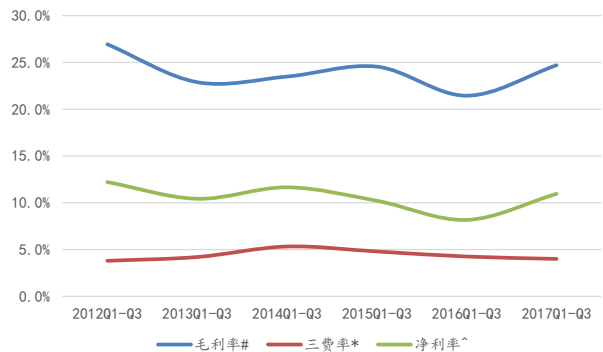
(一)、 受益毛利率及权益比例提升前三季度业绩增 16.3%

2017 年前三季度公司营收、营业利润及归母净利润同比分别降 13.3%、升 0.7%及升 16.3%，营收下降有营改增的因素，业绩提升主要是受益结算项目毛利率及公司权益比例的提升，前三季度公司毛利率 24.7%，相比去年同期提升超 3 个百分点，少数股东损益占净利润的比例 18.6%，相比去年同期下降超 11 个百分点。考虑到 2017 年拿地成本相对平稳，公司未来盈利能力有一定保障。

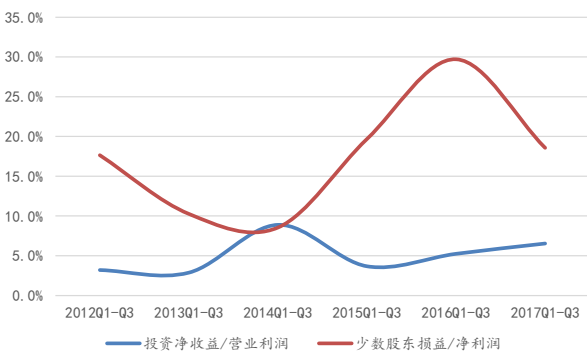
图表 6 营收、营业利润及归母净利润增速



图表 7 毛利率、三费率及净利率



图表 8 投资收益/营业利润、少数股东损益/净利润



#毛利率=(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入

*三费率=三费/销售商品、提供劳务收到的现金

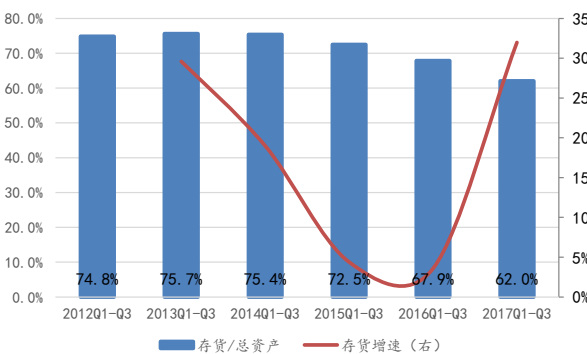
^净利率=归母净利润/营业收入

资料来源: wind、公司公告、中国银河证券研究部

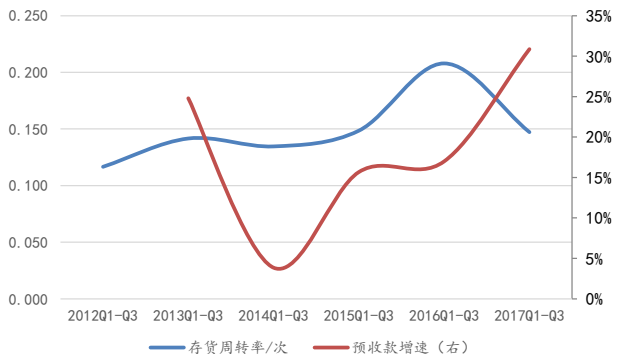
(二)、 拿地支出攀升， 负债水平提高

随着拿地支出攀升，2017 年前三季度公司经营支出同比大增 118.4%，期末存货同比升幅达到 32.0%。受存货增加影响，前三季度存货周转率放缓。从负债水平来看，三季度末公司长期有息负债同比大幅增加，净负债率达到了 102.6%，但货币覆盖短期有息负债的比例依然在 3 以上。

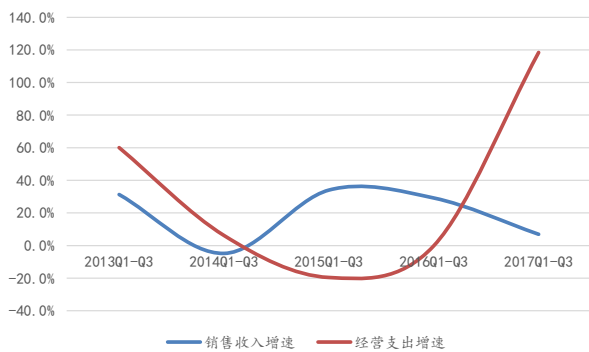
图表 9 存货/总资产及存货增速



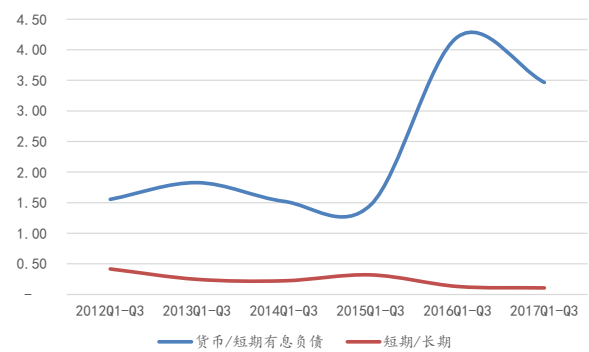
图表 10 存货周转率及预收款增速



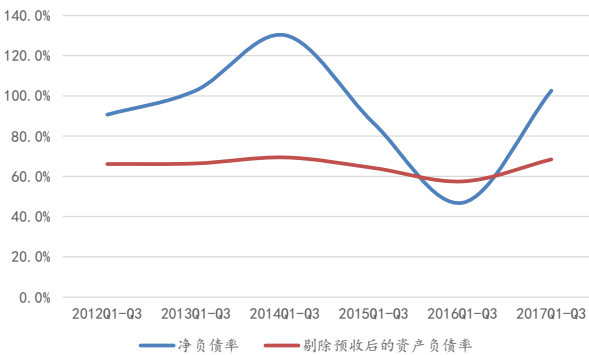
图表 11 销售收入*及经营支出#增速



图表 12 货币/短期有息负债及有息负债结构



图表 13 净负债率及剔除预收后的资产负债率



*销售收入为销售商品、提供劳务收到的现金

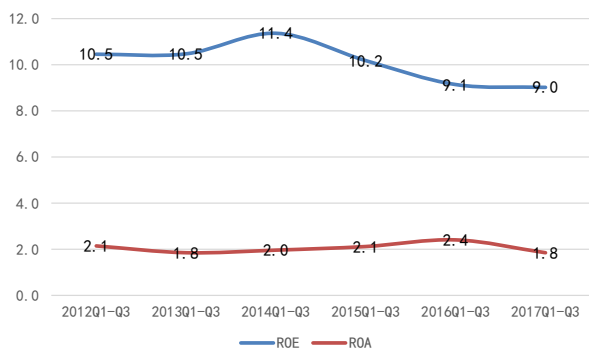
#经营支出为购买商品、接受劳务支付的现金

资料来源: wind、公司公告、中国银河证券研究部

(三)、 ROE 维持平稳

受存货周转率放慢拖累,前三季度公司 ROE 水平 9.0%,基本与去年同期持平,ROA 水平由 2.4%小幅下降至 1.8%。

图表 14 ROE 及 ROA



资料来源: wind、公司公告、中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

陈智旭，行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn