

内部整合加速，资源获取优势凸显

保利地产 (600048. SH)

推荐 维持评级

核心观点：

1、事件

2017年11月30日公司公告董事会审议通过采用现金方式收购公司实际控制人保利集团持有的保利香港控股50%股权，成交价格为23.8亿元，并按照50%的持股比例承接保利香港控股应偿还保利集团的股东借款本金和应付未付利息27.7亿元。

2、我们的分析与判断

(一) 保利香港控股持股保利置业39.66%

保利香港控股为一家投资控股公司，主要资产为持有香港上市的保利置业39.66%股份(40.39%表决权)，此外还参股持有广州中信广场、北京新保利大厦等商业物业，保利集团是其唯一股东。本次股权转让价款较保利香港控股2017年6月30日合并报表中归母所有者权益账面价值增值96.4%。截止2017年11月30日保利置业总股本36.62亿股，收盘价3.45元(港币)，按此价格估算保利置业20%股权市价基本与成交对价持平。

(二) 保利置业土储约2000万方

保利置业主营业务为房地产开发、投资及物业管理。房地产开发方面，公司2016年实现销售额及销售面积349亿元及279万方，同比分别升18.8%及9.0%，2017年前10月销售额及销售面积分别为328亿元、236万方。公司布局以一线及重点二三线城市为主，同时逐步拓展海外市场。截止2016年末公司土储约1940万方，按权益建面口径，贵阳、武汉、南宁、遵义及宁波占比56%。2017年上半年公司拿地总建面256.3万方。房地产投资方面，公司投资物业主要位于一线及二线省会城市，包括北京保利大厦、上海证券大厦等，截止2017年上半年公司持有权益建面约53万方。此外公司拥有物业管理项目139个，建面2890万方。

(三) 内部整合加速，龙头地位巩固

本次交易旨在以保利地产为核心对保利集团境内房地产业务进行整合，未来保利集团及其下属企业在境内新增的房地产开发项目均由保利地产为主进行开发，以逐步解决保利地产和保利置业的潜在同业竞争。公司于2017年上半年刚刚完成并购中航工业地产业务，随着央企地产业务加速整合，公司作为央企中的重要地产平台，在资源获取上优势凸显，有助于公司进一步扩大业务布局与规模，巩固龙头地位。

分析师

陈智旭

☎: 021-20252646

✉: chenzhixu@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130516090001

市场数据

2017-11-30

A股收盘价(元)	12.60
A股一年内最高价(元)	12.85
A股一年内最低价(元)	8.77
上证指数	3,317.19
市净率	1.59
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)	1,479

资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

拿地积极，销售冲刺，业绩可期(2017年11月28日)

3、投资建议

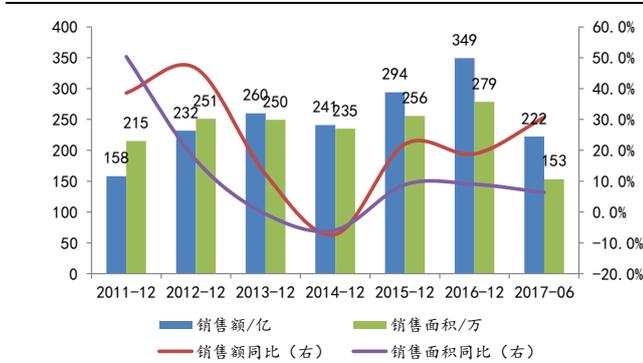
公司前三季度拿地已超去年全年水平，政策调控环境下无论是资金还是资源上龙头企业均呈现明显优势，此外随着央企地产业务加速整合，有利于公司进一步拓展资源，在土地市场的优势也将反映在未来行业集中度的进一步提升。此外公司土地储备以一二线城市为主，随着调控政策边际效应减弱叠加今年的低基数，明年一二线城市的整体表现可能会企稳回升。我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 1.23/1.43/1.65 元，按目前股价 PE 估值约为 10.2/8.8/7.6 倍，估值处于较低水平，我们维持公司“推荐”评级。

4、风险提示

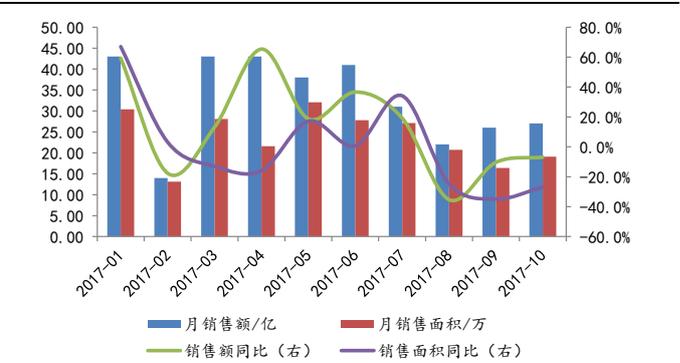
调控超出预期，新业务拓展缓慢。

保利置业相关图表

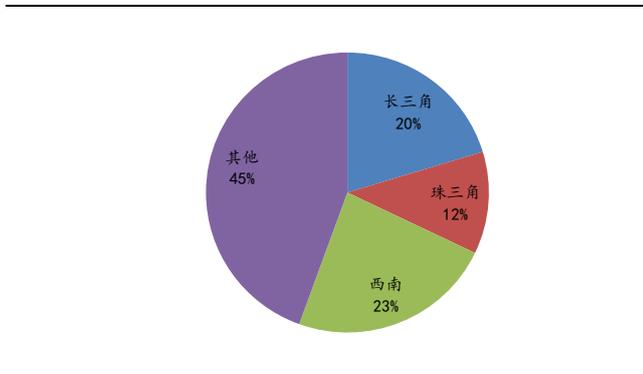
图表 1 累计销售额及销售面积



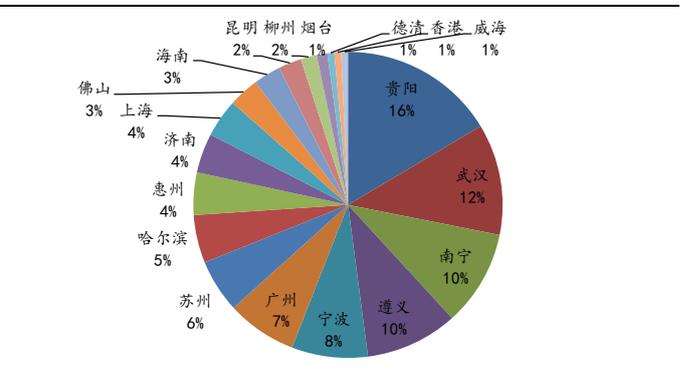
图表 2 月销售额及销售面积



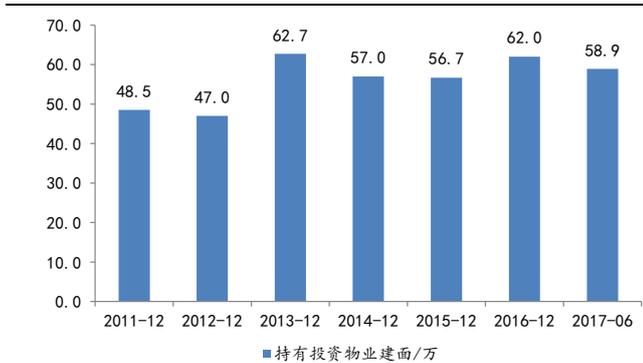
图表 3 2017 年上半年销售额分布



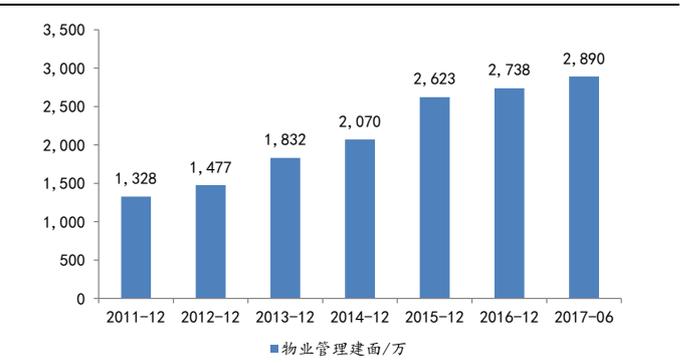
图表 4 在建待建土地储备权益建面分布



图表 5 持有投资物业建面



图表 6 物业管理建面



资料来源: wind、公司公告、中国银河证券研究部

图表 7 2017 年上半年拿地

城市	项目	性质	规划建面/万	权益
德清	阜溪项目	住宅	4.5	100%
南宁	保利领秀前城二期	住宅	139.9	100%
济南	翡丽公馆	住宅	28.5	25%
济南	海子洼项目	住宅	18.8	100%
苏州	渭塘项目	住宅	15.0	100%

宁波	上湖城章	住宅	48.0	24.50%
伦敦	堪比恩项目	住宅	1.6	50%

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

图表 8 2016 年末在建未建项目

城市	项目	在建建面/万	待建建面/万	权益	权益在建/万	权益待建/万
上海	保利天琴宇舍	11.6		100%	11.6	
上海	保利星海屿筑	16.4		100%	16.4	
上海	保利翡翠云邸/绿地广场	27.3		25%	6.8	
上海	保利翡翠公馆	3.4		50%	1.7	
上海	山金保利广场	12.1		50%	6.1	
上海	保利翡翠甲第	12.4		50%	6.2	
上海	嘉定新城项目		18.2	14.867%		2.7
苏州	保利独墅西岸	10.3		100%	10.3	
苏州	保利观湖国际	51.7	10.0	100%	51.7	10.0
宁波	保利城	8.8	29.9	100%	8.8	29.9
宁波	保利印江南	34.2		100%	34.2	
宁波	保利乔登国际花园	1.3	28.1	100%	1.3	28.1
德清	保利原乡	2.5	6.8	100%	2.5	6.8
长三角合计		192.0	93.0		157.6	77.5
广州	保利西悦湾	9.8	46.6	55%	5.4	25.6
广州	南沙保利城	24.5	39.2	85%	20.8	33.3
广州	保利翡翠山	9.3		100%	9.3	
佛山	保利中央公园	41.1		100%	41.1	
惠州	保利山水城	10.0		80%	8.0	
惠州	保利阳光城	15.5	55.3	70%	10.9	38.7
珠三角合计		110.2	141.1		95.5	97.7
贵阳	保利春天大道	4.2	18.0	66.5%	2.8	12.0
贵阳	保利公园 2010	26.9	90.3	100%	26.9	90.3
贵阳	保利溪湖	28.3	4.7	50%	14.2	2.4
贵阳	保利凤凰湾	43.3	78.4	51%	22.1	40.0
遵义	保利未来城市	49.3	305.7	35%	17.3	107.0
南宁	保利山渐青	20.9	16.0	100%	20.9	16.0
南宁	保利君悦湾	21.0		30%	6.3	
南宁	保利心语	8.4	10.7	100%	8.4	10.7
南宁	保利领秀前城	90.7	72.0	41.5%	37.6	29.9
柳州	保利大江郡	21.6		100%	21.6	
昆明	保利大家	42.0		73%	30.7	
西南合计		356.6	595.8		208.7	308.2
武汉	保利城	70.1	46.0	68%	47.7	31.3
武汉	杨园项目	14.1		51%	7.2	

武汉	保利公园家		25.2	55%		13.9
武汉	保利上城	44.9	34.3	64.3%	28.9	22.1
哈尔滨	保利水韵长滩		25.0	58%		14.5
哈尔滨	保利城	24.1	26.5	100%	24.1	26.5
济南	保利海德公馆	13.3		100%	13.3	
济南	保利中心	32.6		85%	27.7	
济南	保利华庭	15.7		80%	12.6	
烟台	保利爱尚海		20.5	70%		14.4
威海	保利红叶谷	12.9		70%	9.0	
海南	保利半岛1号		36.9	100%		36.9
香港	启德龙誉	7.0		100%	7.0	
香港	屯门项目	2.1		100%	2.1	
其他合计		236.8	214.4		179.5	159.4

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

图表 9 2017 年上半年末投资物业

	项目	类型	建面/万	权益
北京	北京保利大厦	办公、酒店及剧院	9.5	75%
上海	上海证券大厦（部分）	办公	4.8	100%
上海	上海保利广场（部分）	办公及商业	6.1	90%
深圳	深圳保利文化广场（部分）	商场及剧院	13.3	100%
武汉	保利大酒店	酒店	3.4	100%
武汉	武汉保利广场（部分）	办公及商业	12.7	100%
贵阳	贵阳保利温泉酒店	酒店	3.9	66.5%
贵阳	贵阳保利国际广场	商业	5.2	66.5%

资料来源：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