

保利地产 (600048)

基本面迎拐点，经营管理驶入快车道

——保利地产更新报告

 侯丽科 (分析师)	 申思聪 (分析师)	 卜文凯 (研究助理)
0755-23976713	0755-23976926	010-59312756
houlike@gtjas.com	shensicong@gtjas.com	buwenkai@gtjas.com
证书编号 S0880514030004	S0880515010002	S0880115100075

本报告导读:

公司经营正处在阶段性拐点，后续销售和利润增速将逐步提升，估值修复空间潜力大，维持“增持”评级。

投资要点:

- **维持增持评级，目标价 12.8 元。**公司经营正处在阶段性拐点，后续销售和利润增速将逐步提升，估值修复空间潜力大，维持“增持”评级。考虑到去年公司预售增速有限，2017 年结算面积将受到一定程度影响，下调公司 2017/18 年 EPS 至 1.16 元和 1.48 元，给予 2017 年 11xPE，目标价 12.8 元，现价空间达 23%。
- **经营管理进入快车道，增长预期有望修正。**自去年底总裁刘总上任以来，提出未来 3-5 年 5000 亿销售规模新目标，经营执行力显著提升，有望修正目前市场对其偏低的增长预期。根据中指院数据，公司前 6 月新增建面 1046 万平，拿地金额 724 亿元，全行业排名第二。充足的土地储备将为未来三年销售发力奠定基础，业绩释放力度后续也将逐步加快。
- **销售回暖显著，业绩保持相对平稳。**公司执行力层面改善显著，上半年公司销售金额达 1466.1 亿元，同比增速 32.5%，保持较高水平。同时上半年归母净利润达 54.9 亿元，同比增长 10.6%，业绩保持平稳。
- **土地拓展渠道丰富，受益粤港澳大湾区发展。**公司作为央企龙头，在行业调整期将持续受益于集中度提升，更能把握并购和整合机会。公司通过收购中航地产资产包获取土地储备 140 万平，保利置业的后续整合也将带来更多优质资产。公司在粤港澳大湾区储备约 3000 万方，占总土地储备的 29%，显著受益于粤港澳大湾区发展。
- **风险提示：**行业景气度下行。

财务摘要 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	123,429	154,773	177,989	232,276	281,286
(+/-)%	13%	25%	15%	31%	21%
经营利润 (EBIT)	24,216	24,046	30,847	39,280	46,499
(+/-)%	23%	-1%	28%	27%	18%
净利润	12,348	12,422	13,722	17,600	20,921
(+/-)%	1%	1%	10%	28%	19%
每股净收益 (元)	1.04	1.10	1.16	1.48	1.76
每股股利 (元)	0.35	0.32	0.30	0.30	0.30

利润率和估值指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营利润率 (%)	19.6%	15.5%	17.3%	16.9%	16.5%
净资产收益率 (%)	17.3%	13.9%	13.8%	15.5%	16.0%
投入资本回报率 (%)	10.8%	11.3%	15.6%	14.4%	14.2%
EV/EBITDA	7.9	7.6	5.0	4.7	4.2
市盈率	10.0	9.9	9.0	7.0	5.9
股息率 (%)	3.3%	3.0%	2.9%	2.9%	2.9%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **12.80**

上次预测: 11.88

当前价格: 10.37

2017.07.13

交易数据

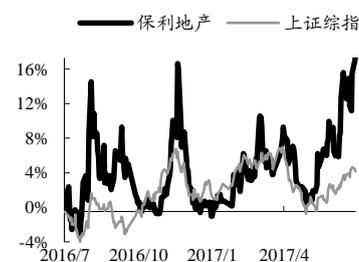
52 周内股价区间 (元)	8.80-11.10
总市值 (百万元)	122,972
总股本/流通 A 股 (百万股)	11,858/11,736
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	99%
日均成交量 (百万股)	6088.44
日均成交值 (百万元)	595.97

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	91,304
每股净资产	7.70
市净率	1.3
净负债率	90.41%

EPS (元)	2016A	2017E
Q1	0.13	0.16
Q2	0.34	0.30
Q3	0.18	0.21
Q4	0.45	0.49
全年	1.10	1.16

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	7%	7%	18%
相对指数	5%	9%	13%

相关报告

《行业集中龙头起舞，粤港澳大湾区核心受益》
2017.04.19

《业绩平稳储备优质，多元发展稳步推进》
2016.08.29

《高质量增长，多元化前进》2016.04.15

《业绩稳定增长，宽政策助力估值修复》
2015.10.30

《业绩销售靓丽，大象凸显价值》2015.08.24

模型更新时间: 2017.07.13

股票研究

金融
房地产

保利地产 (600048)

评级: **增持**
上次评级: 增持
目标价格: **12.80**
上次预测: 11.88
当前价格: 10.37

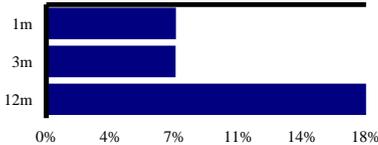
公司网址
www.polycn.com

公司简介

公司是一家专注于房地产开发及销售的大型企业集团,拥有国家一级房地产开发资质。

在 20 余年专业开发过程中,公司培养了以商品住宅开发销售为主、经营性物业开发持有为辅的综合开发能力;以“和者筑善”为价值理念,致力于创造自然、建筑、人文交融的人居生活,打造了康居、善居、逸居、尊居四大品牌系列,包含花园系、心语系、香槟系、公馆系、林语系、康桥系、十二橡树系等多种品类,涵盖住宅、写字楼、星级酒店、购物中心、商贸会展、高端休闲

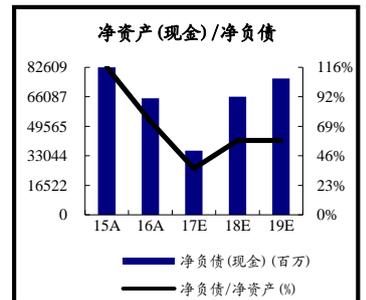
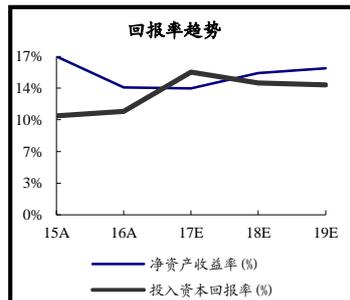
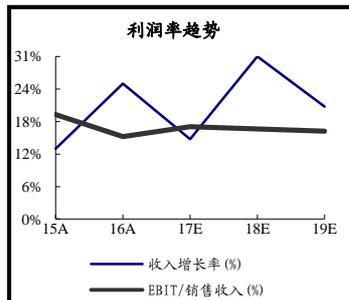
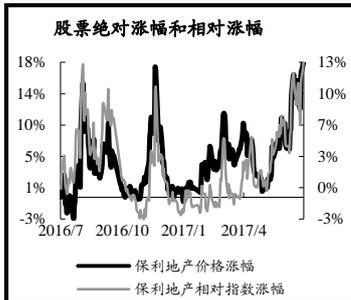
绝对价格回报 (%)



52 周价格范围 8.80-11.10
市值 (百万) 122,972

财务预测 (单位: 百万元)

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
损益表					
营业收入	123,429	154,773	177,989	232,276	281,286
营业成本	82,453	109,881	123,169	161,711	196,900
税金及附加	12,157	15,035	17,290	22,564	27,325
销售费用	2,731	3,545	4,077	5,320	6,442
管理费用	1,872	2,267	2,606	3,401	4,119
EBIT	24,216	24,046	30,847	39,280	46,499
公允价值变动收益	0	24	0	0	0
投资收益	993	1,247	1,247	1,247	1,247
财务费用	2,328	2,234	2,450	2,450	2,450
营业利润	22,724	23,123	29,644	38,077	45,296
所得税	6,073	6,238	7,982	10,239	12,171
少数股东损益	4,480	4,651	8,127	10,425	10,425
净利润	12,348	12,422	13,722	17,600	20,921
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	37,485	46,984	85,586	56,950	59,399
其他流动资产	0	5,122	5,122	5,122	5,122
长期投资	14,351	27,171	27,171	27,171	27,171
固定资产合计	3,155	3,480	3,193	2,627	2,121
无形及其他资产	91	401	253	317	278
资产合计	403,833	467,997	518,988	614,877	717,287
流动负债	221,834	250,796	283,602	355,023	427,677
非流动负债	84,859	99,099	9,899	98,992	98,992
股东权益	71,523	89,253	99,417	113,461	130,824
投入资本(IC)	165,459	156,278	145,138	199,854	239,782
现金流量表					
NOPLAT	17,794	17,612	22,593	28,769	34,057
折旧与摊销	463	787	667	789	805
流动资金增量	-8,509	14,794	723	-55,253	-40,457
资本支出	-62	-102	-45	-100	-72
自由现金流	9,686	33,090	23,939	-25,794	-5,667
经营现金流	17,785	34,054	30,589	-25,387	-5,340
投资现金流	-2,470	-13,059	1,202	1,147	1,175
融资现金流	-17,744	-11,329	6,812	-4,396	6,615
现金流净增加额	-2,429	9,667	38,603	-28,637	2,450
财务指标					
成长性					
收入增长率	13.2%	25.4%	15.0%	30.5%	21.1%
EBIT 增长率	23.2%	-0.7%	28.3%	27.3%	18.4%
净利润增长率	1.2%	0.6%	10.5%	28.3%	18.9%
利润率					
毛利率	33.2%	29.0%	30.8%	30.4%	30.0%
EBIT 率	19.6%	15.5%	17.3%	16.9%	16.5%
净利润率	10.0%	8.0%	7.7%	7.6%	7.4%
收益率					
净资产收益率(ROE)	17.3%	13.9%	13.8%	15.5%	16.0%
总资产收益率(ROA)	3.1%	2.7%	2.6%	2.9%	2.9%
投入资本回报率(ROIC)	10.8%	11.3%	15.6%	14.4%	14.2%
运营能力					
存货周转天数	1229	983	920	920	900
应收账款周转天数	10	6	6	6	6
总资产周转天数	1138	1028	1012	891	864
净利润现金含量	1.44	2.74	2.23	-1.44	-0.26
资本支出/收入	0%	0%	0%	0%	0%
偿债能力					
资产负债率	75.9%	74.8%	73.7%	73.8%	73.4%
净负债率	115.5%	73.1%	36.1%	58.3%	58.3%
估值比率					
PE	10.0	9.9	9.0	7.0	5.9
PB	1.6	1.4	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA	7.9	7.6	5.0	4.7	4.2
P/S	0.9	0.8	0.7	0.5	0.4
股息率	3.3%	3.0%	2.9%	2.9%	2.9%



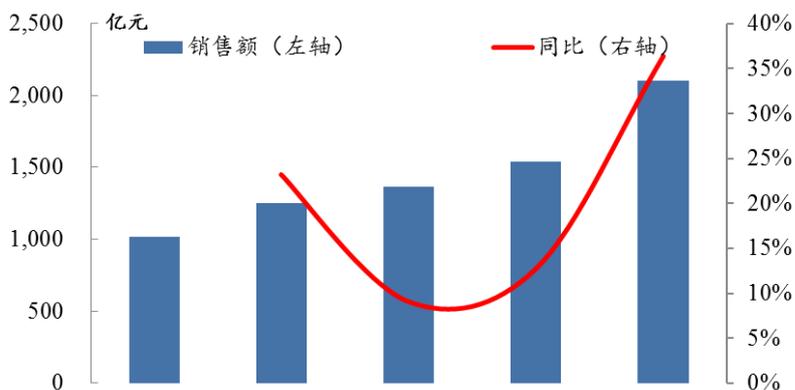
1. 经营管理进入快车道，增长预期有望修正

自去年底总裁刘总上任以来，提出未来 3-5 年 5000 亿销售规模新目标，经营执行力显著提升，有望修正目前市场对其偏低的增长预期。根据中指院数据，公司前 6 月新增建面 1046 万平，拿地金额达 724 亿元，全行业排名第二。充足的土地储备将为未来三年销售发力奠定基础，业绩释放力度后续也将逐步加快。

2. 销售回暖显著，业绩保持相对平稳

公司执行力层面改善显著，上半年公司销售金额达 1466.1 亿元，同比增长 32.5%，保持较高水平。同时上半年归母净利润达 54.9 亿元，同比增长 10.6%，业绩保持平稳。

图 1 销售逐年稳步上升

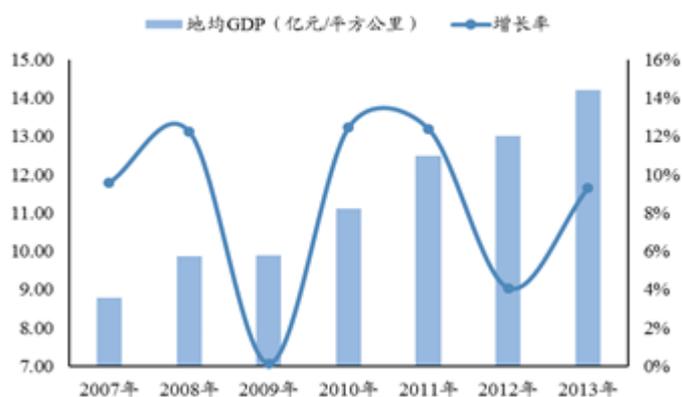


数据来源：广东统计年鉴，国泰君安证券研究

3. 土地拓展渠道丰富，受益粤港澳大湾区发展

珠三角目前已形成广佛肇、深莞惠、珠中江三个经济圈，分别以广州、深圳和珠海为中心城市向外辐射。深圳作为区域中心，因为经历了 2015 年的一轮房价大幅上涨，其热度对周边城市如东莞、惠州有着明显的传导作用；广州因为房价整体保持稳定，因此其周边城市的传导作用较弱；珠海作为另一核心城市，也有望迎来全新的发展机遇。周围城市相对于中心城市的联动效应显著，因此珠三角区域三个核心城市的发展将带领区域走向繁荣。

图 2 珠三角区域土地利用效率不断提高



数据来源：中国城市建设统计年鉴，国泰君安证券研究

房地产板块的整合也将加速，进入施工阶段。中央频频发力的同时，各地政府也纷纷出击，国企改革方案相继出台。截至 2016 年 4 月，各地改革方案已基本完备。我们认为，国企改革顶层设计阶段已经基本结束，施工阶段将全面开启。从 2015 年底的招商局蛇口吸收合并招商地产上市，到保利地产整合中航地产，房地产板块的国企改革也在提速，进入落地阶段。

公司作为龙头央企，在行业调整期将持续受益于集中度提升，更能把握并购和整合机会。公司通过收购中航地产资产包获取土地储备 140 万平，保利置业的后续整合也将带来更多优质资产。

表 1: 中央房地产行业国有企业一览

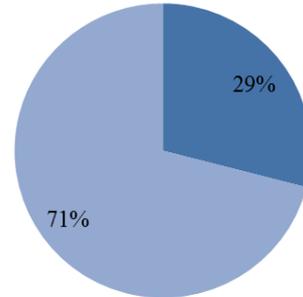
证券代码	证券简称	实际控制人	大股东	持股比例 (%)
000043.SZ	中航地产	国务院国有资产监督管理委员会	中航国际控股股份有限公司	22.35
000069.SZ	华侨城 A	国务院国有资产监督管理委员会	华侨城集团公司	53.47
000537.SZ	广宇发展	国务院国有资产监督管理委员会	鲁能集团有限公司	20.82
000736.SZ	中房地产	国务院国有资产监督管理委员会	中住地产开发公司	53.32
001979.SZ	招商蛇口	国务院国有资产监督管理委员会	招商局集团有限公司	66.10
002305.SZ	南国置业	国务院国有资产监督管理委员会	中国电建地产集团有限公司	22.43
002314.SZ	南山控股	中国南山开发(集团)股份有限公司	中国南山开发(集团)股份有限公司	50.03
600048.SH	保利地产	国务院国有资产监督管理委员会	保利南方集团有限公司	38.05
600657.SH	信达地产	财政部	信达投资有限公司	50.81

数据来源：WIND、公司公告、国泰君安证券研究

公司在粤港澳大湾区土地储备约 3000 万方，占总土地储备的 29%，显著受益于粤港澳大湾区发展。

图 3 粤港澳地区土地储备情况

■ 粤港澳大湾区土地储备 ■ 其他地区土地储备



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

4. 维持增持评级，目标价 12.8 元

公司经营正处在阶段性拐点，后续销售和利润增速将逐步提升，估值修复空间潜力大，维持“增持”评级。考虑到去年公司预售增速有限，2017 年结算面积将受到一定程度影响，下调公司 2017/18 年 EPS 至 1.16 元和 1.48 元，给予 2017 年 11xPE，目标价 12.8 元，现价空间达 23%。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		