2017 年 05 月 03 日

保利地产（600048.SH）

公司快报

证券研究报告

住宅地产

业绩四平八稳，央企整合潜力巨大

——公司 2016 年报及 17 年一季报点评

■**事件：1）公司 2016 年年报披露：**全年实现营收 1547.52 亿元，同比+25.38%，归母净利润 124.22 亿元，同比+0.6%；基本 EPS1.10 元/股，同比-4.35%；拟以现总股本为基数每 10 股派发现金红利 3.15 元（含税）；**2)公司 17 年一季报公布，**首季实现营业收入 179.04 亿元，同比-5.14%，归母净利润 18.91 亿元，同比+38.73%。

■**业绩放量可期、财务结构持续优化：1）毛利率有所回升：**2016 年公司结算金额 1469.56 亿元，结算面积及 1261.26 万方。结算毛利率（28.94%）下滑 4.23 个百分点，主要由于收入占比较大的华南、华北、西部和东北地区结算成本大幅增加，区域毛利下滑所致；2017 年 Q1 公司毛利率和净利率分别为 38.3%和 14.1%，较上年末回升明显。**2）融资成本再降、三费保持行业优势：**2016 年，公司得益于 100 亿公司债及 30 亿中票发行，公司综合融资成本降至 4.69%，三费控制在 5.19%，较去年同期降低 0.43 个百分点；**3）在手现金充足、资产负债率低：**2016 年末，公司持有货币资金 469.84 亿元，流动比率 3.55，无偿债压力；资产负债率较去年下降 1.19 个百分点至 74.76%；扣除预收账款后仅为 41.53%，净负债率下降至 55%；**4）财务去杠杆、销售额回笼率 97%：**期末公司有息负债净减少 79 亿，其中短期债务仅 132 亿元，同时全年销售回笼金额 2041 亿元，回笼率达到 97%，经营活动产生的现金流量净额 340.54 亿元，同比+91.48%。

■**销售超预期、多渠道拓展土地储备：1）销售再提速：**公司 2016 年实现签约销售 2101 亿元（+36%），销售金额 2010 亿元（+%），销售均价 1.31 万元/平方米，销售均价增速扭负为正。一季末预收款 1785 亿元，同比+17.97%；**2）多元化土储、成本风险双控：**公司全年新增土储建面 2404 万方，总成本约 1214 亿，分别同比增长 84%和 85%，通过合作、并购方式获取项目占比达到 75%。**3）土地储备量足质优：**截至报告期末，公司拥有在建、拟建项目建面 6344 万方，其中一、二线城市占比约为 68%。**4）首季销售开门红：**一季度，公司实现签约金额 574.12 亿元、签约面积 418.30 万方，同比分别增长 27.23%和 21.77；此外新增土储计容建面 671 万方，多数位于核心二线城市，获取成本总额为 297 亿。

■**一主两翼布局日臻完善：**16 年全年公司坚持以房地产开发为主、房地产金融和社区消费服务为辅的布局。**1）社区消费板块：**物业公司完成股份制改造，启动新三板挂牌程序，年内已完成市场化外拓约 1500 万方；**2）房地产金融板块：**房地产基金管理规模持续增长，年末已近 600 亿元；小额贷款业务规模达 4.93 亿元；**3）战略投资：**2016 年公司把握市场机遇参与滴滴出行、粤高速 A 定增、粤港证券等战略投资。报告期内，公司可供出售金融资产(9.98 亿元、+901.47%）和长期股权投资（147.51 亿元、+206.09%）大幅增加。

■**央企地产整合破冰，资源获取潜力较大：**保利集团作为 16 家主业为地产的央企之一，2016 年在国资委的支持下，保利集团和中航集团地产整合首次破冰。2016 年公司通过承接保利集团并购中航工业集团下属地产业务，获得 8 个地产项目和 1 个在建项目的并入，新增土储 140 万方；此外，公司利用中航原资源优势在天津、珠海、三亚获取 3 个项目，新增开发建面 150 万方。

■**险资入驻董事会、股东回报承诺彰信心：1）与险资加深合作：**泰康资管在 2016 上半年通过认购公司定增成为第二大股东。12 月，由保利南方提名，泰康保险推荐泰康保险副总裁邢怡为第五届董事会候选人，并在股东大会中获得通过，保利与泰康双方在养老产业、地产基金等业务上开展更深层次的合作值得期待。**2）促股东回购稳股价：**16 年 12 月，公司公告 2015-2017 年股东回报规划，承诺 15-17 公司年现金分红不少于利润的 30%，此外，公司股价持续低于每股净资产时，公司将促使控股股东、实际控制人通过二级市场增持、公司回购股份等措施，积极稳定公司股价。

■**投资建议：**公司 16 年业绩维持稳定，但毛利率略有下滑，主要 15 年部分区域销售均价下滑，以及高成本项目结算较多，一季度后结算结构明显好转；保利集团各类指标均在央企中名列前茅，在地产、军贸、民爆等领域均有整合案例。地产板块先后完成新时代、久联和中航地产资源注入，未来横向整合的机会预计会不断出现。我们预计公司 2017-19 年 EPS 为 1.24、1.51 和 1.8，给予“买入-A”评级，目标价 12.2 元。

■风险提示：受政策调控影响，销售不及预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	123,428.8	154,773.3	184,335.0	221,275.7	260,994.7
净利润	12,347.6	12,421.6	14,724.7	17,945.5	21,363.6
每股收益(元)	1.04	1.05	1.24	1.51	1.80
每股净资产(元)	6.03	7.53	8.36	9.44	10.69

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	9.0	8.9	7.5	6.2	5.2
市净率(倍)	1.6	1.2	1.1	1.0	0.9
净利润率	10.0%	8.0%	8.0%	8.1%	8.2%
净资产收益率	17.3%	13.9%	14.9%	16.0%	16.9%
股息收益率	3.3%	0.0%	4.0%	4.9%	5.8%
ROIC	11.6%	11.0%	13.1%	15.6%	16.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 买入-A

维持评级

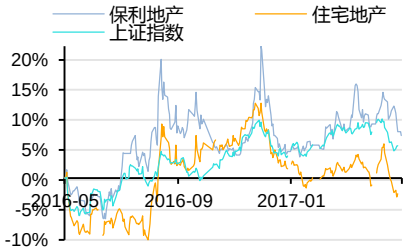
6 个月目标价： 12.2 元

股价（2017-05-02） 9.36 元

交易数据

总市值（百万元）	110,995.01
流通市值(百万元)	100,709.29
总股本（百万股）	11,858.44
流通股本(百万股)	10,759.54
12 个月价格区间	8.15/10.66 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.66	2.01	1.87
绝对收益	-1.78	1.52	8.86

陈天诚 分析师
SAC 执业证书编号：S1450515100001
chentc@essence.com.cn
021-35082325

相关报告

保利地产：保利地产 10 月销售数据点评	2016-11-08
保利地产：保利地产三季报点评	2016-10-31
保利地产：保利地产 16 年半年报点评	2016-08-30
保利地产：销售高位回落，央改渐露峥嵘	2016-08-09
保利地产：保利地产公司快报-销售显露龙头风范，央企整合或迎突破	2016-07-07

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	123,428.8	154,773.3	184,335.0	221,275.7	260,994.7
减:营业成本	82,453.3	109,880.7	131,228.1	156,596.8	184,914.7
营业税费	12,156.9	15,035.0	16,811.3	21,156.6	24,703.5
销售费用	2,731.2	3,544.9	4,150.4	5,025.1	5,901.8
管理费用	1,871.5	2,266.5	2,747.2	3,269.1	3,872.8
财务费用	2,327.8	2,233.9	2,863.7	2,708.1	2,457.1
资产减值损失	156.3	-40.4	226.1	114.0	99.9
加:公允价值变动收益	-	23.7	-	-	-
投资和汇兑收益	992.6	1,246.9	851.0	945.1	727.0
营业利润	22,724.4	23,123.2	27,159.1	33,351.2	39,771.8
加:营业外净收支	176.4	187.3	562.9	308.9	82.7
利润总额	22,900.8	23,310.6	27,722.0	33,660.0	39,854.6
减:所得税	6,073.0	6,237.5	7,254.0	8,839.1	10,752.8
净利润	12,347.6	12,421.6	14,724.7	17,945.5	21,363.6

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	37,484.9	46,983.8	58,129.6	67,171.7	79,229.0
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	33,476.7	40,324.3	40,578.3	43,014.8	45,433.4
应收票据	65.9	75.5	18.6	127.7	53.7
预付帐款	25,381.8	39,312.7	37,474.1	54,441.2	53,927.6
存货	288,265.8	303,303.6	360,856.2	400,378.3	472,830.2
其他流动资产	-	5,122.1	5,346.0	3,489.4	4,652.5
可供出售金融资产	99.7	998.2	549.0	773.6	661.3
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	4,819.3	14,751.2	18,540.8	23,539.2	29,779.2
投资性房地产	9,431.6	11,421.3	13,656.8	15,862.8	18,006.6
固定资产	3,155.3	3,219.9	2,810.6	2,285.8	1,597.3
在建工程	-	260.1	346.8	462.3	616.4
无形资产	28.4	28.5	23.2	14.8	6.4
其他非流动资产	1,616.9	1,910.3	-2,163.9	-7,113.9	-13,321.0
资产总额	403,833.2	467,996.8	536,263.6	604,577.5	693,643.5
短期债务	3,100.9	409.0	531.0	8,610.1	20,926.1
应付帐款	62,078.3	87,874.6	100,270.7	118,840.8	143,085.0
应付票据	1,785.0	2,604.2	729.0	1,445.9	2,557.2
其他流动负债	154,869.5	159,908.1	214,566.4	233,383.1	290,153.9
长期借款	66,411.7	68,866.6	57,138.1	59,168.6	31,420.6
其他非流动负债	18,447.3	30,232.4	29,331.2	29,770.1	29,561.4
负债总额	306,692.8	349,894.8	402,566.5	451,218.5	517,704.2
少数股东权益	25,617.8	28,848.8	34,592.1	41,467.5	49,205.6
股本	10,756.7	11,857.8	11,857.8	11,857.8	11,857.8
留存收益	60,746.6	77,389.2	87,247.2	100,033.7	114,875.9
股东权益	97,140.4	118,101.9	133,697.1	153,358.9	175,939.3

财务指标

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长性					
营业收入增长率	13.2%	25.4%	19.1%	20.0%	18.0%
营业利润增长率	19.7%	1.8%	17.5%	22.8%	19.3%
净利润增长率	1.2%	0.6%	18.5%	21.9%	19.0%
EBITDA 增长率	23.9%	2.3%	18.2%	19.9%	16.9%
EBIT 增长率	23.7%	1.2%	18.4%	20.1%	17.1%
NOPLAT 增长率	21.6%	0.9%	19.4%	20.0%	16.0%
投资资本增长率	6.6%	0.1%	0.8%	10.6%	-5.5%
净资产增长率	20.1%	21.6%	13.2%	14.7%	14.7%
利润率					
毛利率	33.2%	29.0%	28.8%	29.2%	29.2%
营业利润率	18.4%	14.9%	14.7%	15.1%	15.2%
净利润率	10.0%	8.0%	8.0%	8.1%	8.2%
EBITDA/营业收入	20.7%	16.9%	16.7%	16.7%	16.6%
EBIT/营业收入	20.3%	16.4%	16.3%	16.3%	16.2%
运营效率					
固定资产周转天数	8	7	6	4	3
流动营业资本周转天数	456	362	296	263	229
流动资产周转天数	1,073	953	915	871	845
应收帐款周转天数	79	86	79	68	61
存货周转天数	810	688	649	619	602
总资产周转天数	1,122	1,014	981	928	895
投资资本周转天数	477	392	331	291	252
投资回报率					
ROE	17.3%	13.9%	14.9%	16.0%	16.9%
ROA	4.2%	3.6%	3.8%	4.1%	4.2%
ROIC	11.6%	11.0%	13.1%	15.6%	16.4%
费用率					
销售费用率	2.2%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
管理费用率	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
财务费用率	1.9%	1.4%	1.6%	1.2%	0.9%
三费/营业收入	5.6%	5.2%	5.3%	5.0%	4.7%
偿债能力					
资产负债率	75.9%	74.8%	75.1%	74.6%	74.6%
负债权益比	315.7%	296.3%	301.1%	294.2%	294.3%
流动比率	1.73	1.73	1.59	1.57	1.44
速动比率	0.43	0.53	0.45	0.46	0.40
利息保障倍数	10.76	11.35	10.48	13.32	17.19
分红指标					
DPS(元)	0.31	-	0.37	0.45	0.54
分红比率	30.1%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股息收益率	3.3%	0.0%	4.0%	4.9%	5.8%

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	16,827.7	17,073.0	14,724.7	17,945.5	21,363.6
加:折旧和摊销	462.5	786.6	831.1	920.4	987.6
资产减值准备	156.3	-40.4	-	-	-
公允价值变动损失	-	-23.7	-	-	-
财务费用	2,210.7	2,217.0	2,863.7	2,708.1	2,457.1
投资损失	-992.6	-1,246.9	-851.0	-945.1	-727.0
少数股东损益	4,480.1	4,651.5	5,743.3	6,875.4	7,738.2
营运资金的变动	-3,507.3	11,577.4	-1,358.9	-18,472.1	9,776.0
经营活动产生现金流量	17,784.6	34,054.0	21,953.0	9,032.2	41,595.5
投资活动产生现金流量	-2,470.1	-13,058.7	-1,250.6	-2,020.7	-1,790.3
融资活动产生现金流量	-17,744.0	-11,328.7	-9,556.6	2,030.5	-27,748.0

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	1.04	1.05	1.24	1.51	1.80
BVPS(元)	6.03	7.53	8.36	9.44	10.69
PE(X)	9.0	8.9	7.5	6.2	5.2
PB(X)	1.6	1.2	1.1	1.0	0.9
P/FCF	-26.3	25.1	9.6	11.3	8.6
P/S	0.9	0.7	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA	8.3	7.2	5.9	5.1	3.7
CAGR(%)	13.8%	19.5%	12.9%	13.8%	19.5%
PEG	0.6	0.5	0.6	0.4	0.3
ROIC/WACC	1.8	1.7	2.0	2.4	2.5
REP	0.7	0.7	0.5	0.4	0.4

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

陈天诚声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮　编： 200080

北京市

地　址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮　编： 100034