

房地产

2017年05月12日

保利地产 (600048)

——业绩稳定增长，地产板块中的高股息标的

报告原因：有业绩公布需要点评

增持（维持）

市场数据：2017年05月11日

收盘价（元）	9.18
一年内最高/最低（元）	11.1/8.07
市净率	1.2
息率（分红/股价）	-
流通A股市值（百万元）	98773
上证指数/深证成指	3061.50 / 9776.45

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年03月31日

每股净资产（元）	7.7
资产负债率%	76.41
总股本/流通A股（百万）	11858/10760
流通B股/H股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《海外研究部展会纪要 - 2017年3月22日》 2017/03/22

《保利地产（600048）点评：加强合作拿地模式，多元融资降低财务成本》 2016/11/03

证券分析师

王胜 A0230511060001
wangsheng@swsresearch.com

联系人

曹一凡
(8621)23297818×7222
caoyf@swsresearch.com

感谢龚正欢、彭子恒对本文做出的贡献



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司2017Q1业绩与销售额双双高增长。**2017Q1公司实现营业收入17.9亿，同比增幅-5.1%；归母净利润18.9亿元，同比增幅38.7%。公司实现销售金额574.1亿元，同比增幅27.2%；销售面积418.3%，同比增幅21.8%，销售均价13725元，同比增幅4.5%。一季度公司新增计容建面671万平方米，总获取成本297亿元，占销售金额的52%。公司拥有可售计容面积共计1.15亿平方米，其中待开发面积6751万平，可售货值总计约为1.6万亿元。
- **公司2016年实现营业收入1548亿，同比增长25.4%；归母净利润124.2亿，同比增长0.6%，低于预期。**公司归母净利润增速较低的主要系毛利率同比减少4.2个百分点，仅为28.9%。其中，华南、中部以及东北片区的项目毛利率降幅较大，主要系受益于去库存政策，公司在库存较高、毛利率较低区域的项目得以去化结转所致。同时部分高毛利项目在2017Q1得到结转，反映在2017年一季度公司销售毛利率上攀至38.3%。
- **2016年销售突破2000亿，2017年推盘量在2300-2500亿元。**公司2016年实现销售金额2101亿元，同比增幅36%，资金回笼率达到97%。2016年期末公司预收账款1555亿元，同比增幅17.4%，2017年业绩锁定性较高。公司未来仍以一二线为主要拓展方向，看好城市圈发展，2017年将以华东与京津冀地区为主。2016年公司新拓展项目112个，新增计容面积2404万方，总成本1214亿元，占同期销售金额58%，其中一二线城市计容建面占比达到70%。
- **公司财务状况稳健，综合融资成本得到进一步降低。**2016年公司完成定增90亿元、债券发行130亿元，新增有息负债综合成本降至4.4%，同比减少0.8个百分点。公司2016年末在手货币资金470亿元，为短期借款与一年内到期的非流动负债之和的3.6倍，短期偿债压力较小；资产负债率为74.8%，同比降低1.2个百分点，真实资产负债率为62.2%，同比降低2个百分点，杠杆水平适中。（真实资产负债率=（总负债-预收账款）/（总资产-预收账款））
- **央企整合加强获取土地资源能力，多板块投资完善产业链上下游布局。**公司2016年完成中航地产下属8个房地产项目与1个在建工程收购，同时利用中航资源获取3个项目，总计新增待开发资源290万平方米，未来公司与中航工业集团下其他地产业务的整合值得期待。另一方面，公司物业公司完成股份制改造，启动新三板挂牌程序；商业运营与养老产业稳步推进；房地产基金规模已近600亿元；小额贷款规模达4.93亿元；公司参与滴滴出行、粤高速A定增以及粤港证券等战略投资。
- **维持增持评级，下调盈利预测。**公司连续两年现金分红比例达到30%，2016年股息率达3.4%，是A股板块中高股息标的。同时公司未来业绩增速稳定，在手土地储备丰富，融资成本较低，预计基本面将持续向好，因此维持增持评级。由于公司低毛利项目去化结转比例增加，因此下调盈利预测，预计公司2017-19年归母净利润分别为149/176/199亿元，同比增速为19.9%/17.9%/13.4%，对应公司2017-19年EPS分别为1.26/1.48/1.68元（原预计公司2017-18年归母净利润160/172亿元，对应公司2016-2018年EPS分别为1.35/1.45元）。

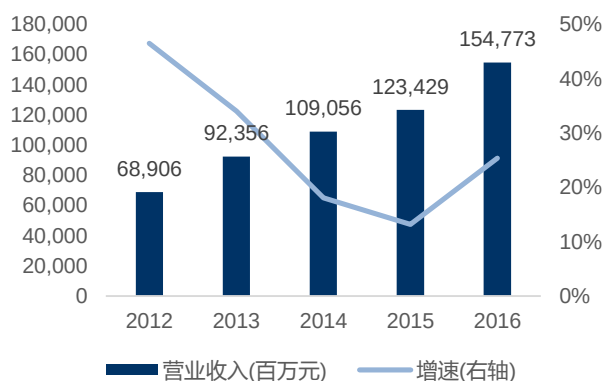
财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	154,752	17,904	188,861	209,154	233,023
同比增长率（%）	25.38	-5.14	22.04	10.74	11.41
净利润（百万元）	12,422	1,891	14,896	17,555	19,899
同比增长率（%）	0.60	38.73	19.92	17.85	13.35
每股收益（元/股）	1.05	0.16	1.26	1.48	1.68
毛利率（%）	29.0	38.3	29.3	31.7	30.7
ROE（%）	13.9	2.1	14.8	15.5	15.5
市盈率	9		7	6	6

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

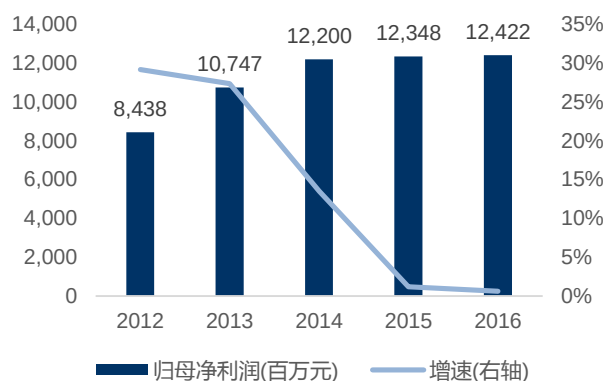
附表

图 1: 2016 年公司营业收入 1548 亿元, 同比增长 25%



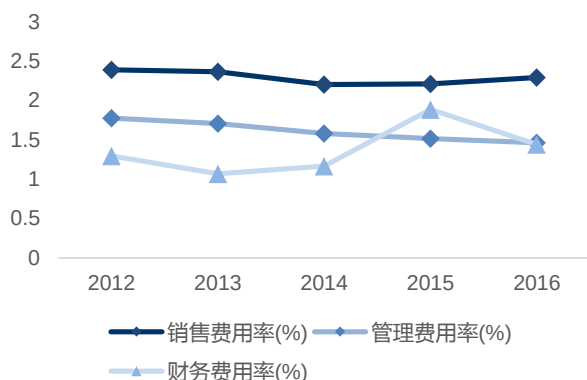
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 2: 2016 年公司归母净利润 124 亿元, 同比增长 0.6%



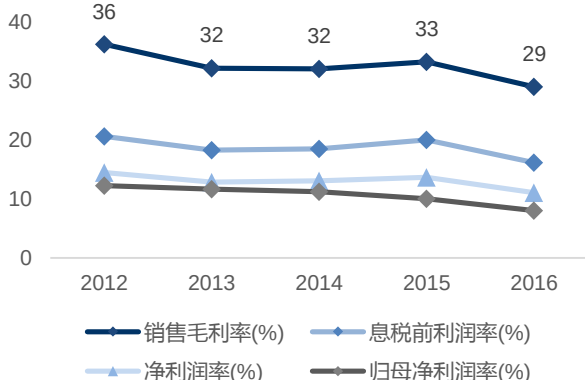
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 3: 2016 年财务费用率为 1.4%, 同比下降 0.5 个百分点; 三费比率为 5.2%, 同比下降 0.4 个百分点



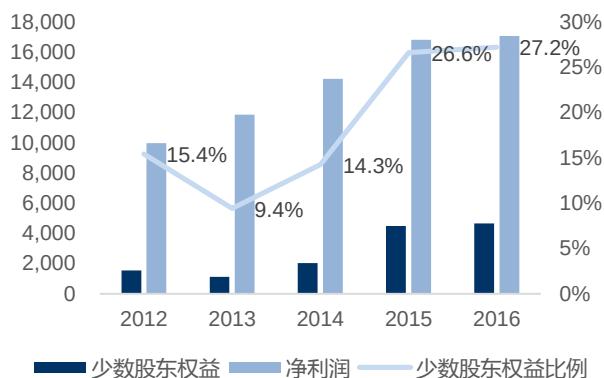
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 4: 2016 年平均结算毛利率为 29%, 同比下降 4 个百分点



资料来源: Wind, 申万宏源研究

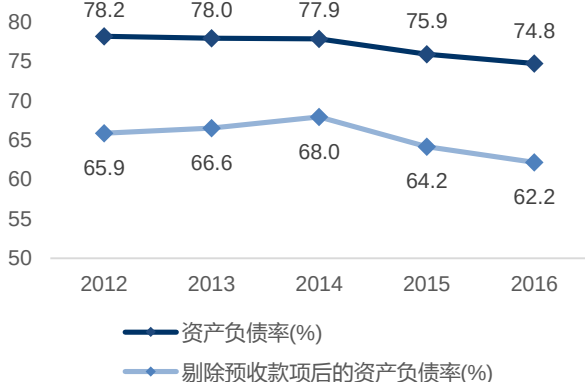
图 5: 2016 年少数股东权益比例为 27.2%, 同比上升 0.6 个百分点



资料来源: Wind, 申万宏源研究

备注: 真实资产负债率 = (总负债 - 预收账款) / (总资产 - 预收账款)

图 6: 2016 年公司真实资产负债率为 62.2%, 同比下降 2 个百分点



资料来源: Wind, 申万宏源研究

利润表

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	109,056	123,429	154,773	188,861	209,154	233,023
营业收入同比增长率 (yoy)	18%	13%	25%	22%	11%	11%
减: 营业成本	74,123	82,453	109,881	133,606	142,903	161,528
毛利率 (%)	32%	33%	29%	29%	32%	31%
减: 营业税金及附加	11,148	12,157	15,035	18,886	21,543	23,535
主营业务利润	23,786	28,819	29,858	36,369	44,707	47,960
主营业务利润率 (%)	22%	23%	19%	19%	21%	21%
减: 销售费用	2,402	2,731	3,545	4,326	5,103	5,266
减: 管理费用	1,723	1,872	2,267	2,766	3,221	3,402
减: 财务费用	1,271	2,328	2,234	2,301	2,824	2,601
经营性利润	18,390	21,888	21,812	26,976	33,559	36,691
经营性利润率 (%)	17%	18%	14%	14%	16%	16%
减: 资产减值损失	563	156	-40	117	34	38
加: 公允价值变动收益	0	0	24	0	0	0
加: 投资收益	1,153	993	1,247	1,131	1,123	1,167
营业利润	18,981	22,724	23,123	27,990	34,649	37,819
加: 营业外净收入	45	383	142	190	238	190
利润总额	19,026	23,107	23,265	28,180	34,887	38,009
减: 所得税	4,800	6,073	6,238	7,655	9,737	10,345
净利润	14,225	17,034	17,028	20,525	25,149	27,664
少数股东损益	2,031	4,480	4,651	5,578	7,524	7,739
归属于母公司所有者的净利润	12,194	12,554	12,376	14,947	17,626	19,925
每股收益 (元)	1.03	1.04	1.05	1.26	1.48	1.68
归属于母公司所有者的净利润率 (%)	11%	10%	8%	8%	8%	9%

资料来源: 申万宏源研究

资产负债表

百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	384,675	435,122	482,496	521,108	564,585
现金及等价物	37,485	46,984	58,259	69,141	80,528
应收款项	58,924	79,871	85,753	90,239	94,998
存货净额	288,266	303,304	333,521	356,764	384,096
其他流动资产	0	4,899	4,899	4,899	4,899
长期投资	4,919	15,749	19,718	24,775	31,095
固定资产	3,155	3,480	3,916	4,316	4,701
无形资产及其他资产	11,077	13,360	14,494	15,897	17,195
资产总计	403,833	467,997	520,623	566,096	617,575
流动负债	221,834	250,796	287,516	301,939	319,691
短期借款	35,295	13,233	22,916	22,343	22,080
应付款项	156,598	188,469	215,507	230,502	248,517
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	84,859	99,099	98,267	108,708	120,063
负债合计	306,693	349,895	385,783	410,646	439,754
股本	10,757	11,858	11,858	11,858	11,858
资本公积	6,955	14,887	14,887	14,887	14,887
盈余公积	2,151	2,779	3,455	4,224	5,150
未分配利润	51,641	59,723	70,208	82,526	96,232
少数股东权益	25,618	28,849	34,427	41,950	49,689
股东权益	97,140	118,102	134,840	155,450	177,822
负债和股东权益合计	403,833	467,997	520,624	566,097	617,576

资料来源：申万宏源研究

现金流量表

百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	16,828	17,073	20,474	25,079	27,638
加：折旧摊销减值	619	746	1,086	1,058	1,152
财务费用	2,211	2,217	2,301	2,824	2,601
非经营损失	(1,217)	(1,481)	(932)	(1,186)	(1,192)
营运资本变动	(656)	15,499	(4,466)	(7,282)	(8,518)
其它	0	0	285	0	0
经营活动现金流	17,785	34,054	18,748	20,492	21,681
资本开支	62	102	2,772	2,759	2,764
其它投资现金流	(358)	(9,727)	(2,837)	(3,934)	(5,152)
投资活动现金流	(2,470)	(13,059)	(5,609)	(6,693)	(7,916)
吸收投资	2,190	10,441	0	0	0
负债净变化	(19,113)	(21,989)	8,885	(138)	1,085
支付股利、利息	11,687	11,859	10,749	12,778	13,463
其它融资现金流	(100)	(876)	0	10,000	10,000
融资活动现金流	(17,744)	(11,329)	(1,864)	(2,916)	(2,378)
净现金流	(2,405)	9,773	11,275	10,882	11,386

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。