保利地产(600048)/房地产开发

盈利质量改善 期待国改加速

评级：买入

市场价格：10.35

目标价格：13.75

分析师：戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

电话：

Email：daizf@r.qlzq.com.cn

联系人：周子涵

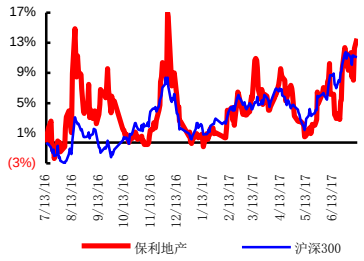
电话：021-20315010

Email：zhouzh@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	11.858
流通股本(百万股)	11,736
市价(元)	10.35
市值(百万元)	122,735
流通市值(百万元)	121,471

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 保利地产股权激励计划点评：弱市中的一剂良药

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	123,429	154,773	169,264	193,508	228,559
增长率 yoy%	13.2%	25.4%	9.4%	14.3%	18.1%
净利润	12,348	12,422	13,150	15,447	19,339
增长率 yoy%	1.2%	0.6%	5.9%	17.5%	25.2%
每股收益（元）	1.15	1.10	1.16	1.30	1.63
净资产收益率	23.5%	19.1%	17.6%	18.7%	20.1%
P/E		9.45	8.96	7.98	6.37

备注：

投资要点

- **公司发布 2017 年中期业绩快报，上半年实现营业收入 544.56 亿元，同比下降 1.26%，归属母公司净利 54.9 亿元，同比上升 10.6%，EPS0.46 元。**

- **盈利质量改善，销售市占率稳步提升**

  公司报告期营收同比下降主要受营改增影响，本期营收不包含营业税金导致去年基数较高，而净利同比增长主要原因是利润率改善，上半年华东、华南等高毛利片区结算占比较高导致营业利润率同比扩大 1.12 个百分点，我们预计全年毛利率将保持平稳。销售方面，公司 17 年上半年实现销售额 1466.13 亿元，同比增长 32.5%，单月来看，6 月销售额 381.04 亿元，同比增长 41.2%，创单月历史新高，销售的稳步增长带来公司市占率的持续提升，17 年上半年公司市占率 2.61%（我们预计 17 年上半年全国商品房销售额增速 15.5%），同比扩大 0.34 个百分点，根据克尔瑞数据，17 年上半年排名行业第四。展望下半年，公司可售资源充裕，全年可售货值在 2500-3000 亿元，当前去化率维持在高位（前 5 月新推盘去化率在 70%左右），我们预计公司全年销售有望实现至少 15%的增长！

- **土地投资力度相对进取，期待资源整合提速**

  公司上半年拿地力度相对进取，拿地总地价 550.8 亿元、规划建面 1116.5 万平，同比增长 19%、48.4%。从拿地区域来看，上半年公司加大了对芜湖、徐州、中山、衡水等强三线城市的布局，使得三线城市拿地比重同比提升 7 个百分点，但总体楼面价同比下降 19.7%，拿地金额占销售额比重亦同比收窄 4 个百分点；从拿地方式看，公司继续强化多元化资源拓展方式，16 年 70%项目通过并购、合作等获取。此外，随着下半年国改进一步推进和深化，作为央企地产整合的排头兵，公司资源整合有望加速，我们期待看到公司在整合保利置业和中航系地产资源的进一步动作。

- **高分红兑现回报承诺，两翼布局进一步完善：**公司去年 12 月发布 15-17 年股东回报规划，承诺 3 年现金分红不少于年均可分配利润的 30%，16 年分红率 30.07%，兑现回报承诺（按当前股价，16 股息率 3.2%、17 年股息率预计为 3.6%），彰显了公司对股东利益的重视。公司在保证房地产开发主业稳定发展同时，在房地产金融、社区服务领域布局进一步完善：保利物业挂牌新三板于 2 月底获股转公司受理，去年完成外部市场化拓展 1500 万平；房地产基金规模持续增长，16 年末已近 600 亿元；完成滴滴出行、粤港证券等战略投资。

- **盈利预测与投资评级**

  公司是当前 A 股具备相对估值优势的龙头股之一，将持续受益行业集中度提升；随着国改的推进和深化，作为央企地产龙头，资源整合有望加速。我们预计公司 2017、2018 年 EPS 为 1.16、1.3 元，按照目前股价，对应 PE 倍数为 8.96x、7.98x，维持“买入”评级。

- **风险提示事件：公司业绩及销售不达预期、行业调控及流动性收紧等。**

来源：中泰证券研究所

图表 1：盈利预测

利润表				（百万元）
指标名称	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	**154,773**	**169,264**	**193,508**	**228,559**
减：				
营业成本	109,881	120,699	136,900	160,206
毛利率	29.0%	28.7%	29.3%	29.9%
营业税金及附加	15,035	15,820	18,496	22,457
营业费用	3,545	4,451	4,841	5,349
营业费用率	2.3%	2.6%	2.5%	2.3%
管理费用	2,267	3,155	3,636	4,019
管理费用率	1.5%	1.9%	1.9%	1.8%
财务费用	2,234	1,707	885	523
财务费用率	0.2%	1.8%	0.7%	0.2%
资产减值损失	-40	0	0	0
营业利润	**23,100**	**24,907**	**30,483**	**38,042**
营业利润率	14.9%	14.7%	15.8%	16.6%
营业外收入	311	0	0	0
营业外支出	123	0	0	0
利润总额	**23,311**	**24,907**	**30,483**	**38,042**
所得税费用	6,238	6,893	8,416	10,416
所得税率	26.8%	27.7%	27.6%	27.4%
净利润	17,073	18,013	22,067	27,627
少数股东权益	4,651	4,864	6,620	8,288
归属母公司股东的净利润	**12,422**	**13,150**	**15,447**	**19,339**

现金流量表				
指标名称	2016	2017E	2018E	2019E
销售商品、提供劳务收入	176,902	258,231	297,422	328,260
减：购买商品、接受劳务支	117,256	187,931	210,946	237,408
职工支出	3,771	3,750	4,313	4,744
税费支出	23,260	33,688	38,542	42,606
经营现金流	**34,054**	**32,861**	**43,622**	**43,502**
取得借款	55,671	18,941	678	0
发行债券	12,955	0	0	0
偿还债务	77,660	13,233	21,607	19,894
融资现金流	**-11,329**	**-424**	**-26,425**	**-23,832**
现金及现金等价物净增额	**9,773**	**28,016**	**11,250**	**11,803**

资产负债表				（百万元）
指标名称	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	46,984	75,000	86,250	98,053
预付账款	39,313	30,957	35,601	39,161
存货	303,304	392,139	477,172	567,035
其他流动资产	43,910	44,951	44,951	44,951
流动资产	435,122	545,558	647,520	753,886
投资性房地产	11,421	11,921	12,496	13,129
递延所得税资产	1,823	2,853	3,973	5,053
非流动资产	32,875	39,149	46,829	56,169
资产总计	**467,997**	**584,708**	**694,349**	**810,055**
短期借款	409	947	34	0
应付账款	39,523	47,943	58,275	69,947
预收款项	155,543	245,410	350,359	451,198
应交税费	(9,417)	(16,937)	(24,937)	(30,818)
其他流动负债	64,738	103,866	103,066	97,301
流动负债	250,796	381,229	486,797	587,628
长期负债	68,867	66,200	46,984	32,889
递延所得税负债	105	1,168	2,390	3,734
非流动性负债	99,099	67,370	49,376	36,624
负债合计	**349,895**	**448,599**	**536,173**	**624,252**
股本	11,858	11,858	11,858	11,858
少数股东权益	28,849	33,712	40,332	48,621
股东权益合计	**118,102**	**136,109**	**158,176**	**185,803**
负债及股东权益总计	**467,997**	**584,708**	**694,349**	**810,055**

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
增长率（%）				
营业收入	25.4%	9.4%	14.3%	18.1%
营业利润	1.8%	7.7%	22.4%	24.8%
净利润	0.6%	5.9%	17.5%	25.2%
利润率（%）				
毛利率	19.1%	17.6%	18.7%	20.1%
EBIT Margin	15.6%	15.4%	16.0%	16.8%
EBITDA Margin	15.6%	14.9%	15.3%	16.0%
回报率（%）				
ROE	19.1%	17.6%	18.7%	20.1%
ROA	3.6%	3.1%	3.2%	3.4%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。