

保利地产 (600048)

强烈推荐

行业：房地产开发

资源丰厚布局良好，加速开发

15年营业收入1234.3亿元(+13%)，受少数股东权益摊薄影响归母净利123.5亿元(+1%)。综合毛利率为33.2%，净利率13.63%，较14年上涨1.17和0.58个百分点。

投资要点：

◇ **聚焦城市群发展，核心城市销售金额贡献占比超过90%**。15年公司实现销售金额1541亿元(+13%)，销售面积1218万方(+14%)，回笼金额1529亿元，回笼率达99%(+13个百分点)。15年房地产业务营收1186亿元(+12%)，结算收入1186亿元(+12%)，结算面积1058.2万方(+11%)，毛利率33%。15年底账面预收账款1325亿元，基本锁定16年全年结算业绩。预计16年销售金额1772亿元(+15%)。15年累计发行60亿元中票和50亿元公司债，直接融资占比升至15%，**有效降低融资成本至5.2%(-1.3个百分点)**；长期借款降241亿元至664亿元；销售费用27亿元(+14%)；管理费用19亿元(+9%)；**由于不符合资本化条件的利息及汇兑损失增加，财务费用23亿元(+83%)**。净负债率大幅下降至85%(-21个百分点)，有息负债1201亿元。

◇ **开发资源布局于核心经济圈及城市经济带**。截至15年末，在建、拟建项目270个，总建面13476万方，可售容积率建面9927万方，在建建面5029万方，待开发建面5482万方，累计签约面积4573万方。15年签约建面1218万方，可结算资源丰富。待开发资源中，一二线占74%，满足3年开发需求。15年新增地块50个，可售建面1308万方(一二线占85%)，获取成本656亿元(一二线占93%)，楼面价5169元/平方米，权益76%，成本优势突出；新开工1403万方(-21%)、竣工1404万方(+3%)接近计划目标。16年计划投资1673亿元，新开工1750万方(+25%)，竣工1650万方(+18%)。

◇ **地产业务持续领先，金融、养老加快布局**。公司作为开发企业龙头，成本、规模优势不断凸显，目前项目储备丰厚且区位优势，将充分受益于市场好转，未来三年业绩将稳步增长。此外金融、养老业务布局日趋完善，15年其他业务营收48亿元(+38%)，毛利率47%。金融：公司将形成**信保基金(15年累计管理规模413亿元)、保利资本、养老基金并驾齐驱的发展模式**。养老：居家、社区、机构养老“三位一体”。

◇ **公司将形成以地产开发为主，以地产金融和社区消费服务为翼的“一主两翼”的业务布局**，预计16-18年营业收入为1424、1627、1839亿元，同比增速分别为15%、14%、13%，三年CAGR14%；最新摊薄EPS为1.35、1.62、1.84元，三年CAGR17%，对应PE7、6、5倍，6个月目标价12.5元，对应16年PE9倍，继续“强烈推荐”。

◇ **风险提示**：销售低于预期，市场波动风险，板块布局不及预期。

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	123429	142371	162660	183948
收入同比(%)	13%	15%	14%	13%
归属母公司净利润	12367	14483	17427	19806
净利润同比(%)	1%	17%	20%	14%
毛利率(%)	33.2%	34.2%	34.5%	34.1%
ROE(%)	17.3%	16.8%	17.2%	16.6%
每股收益(元)	1.15	1.35	1.62	1.84
P/E	8.21	7.01	5.83	5.13
P/B	1.42	1.18	1.00	0.85
EV/EBITDA	8	6	5	5

资料来源：中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

作者

署名：李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

参与人：郭泰

S0960116030003

010-63222915

guotai@china-invs.cn

6-12个月目标价：12.5

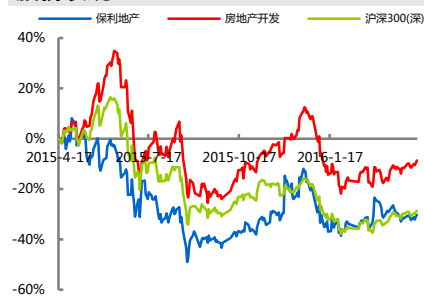
当前股价：9.49

评级调整：维持

基本资料

总股本(百万股)	10,757
流通股本(百万股)	10,757
总市值(亿元)	1,021
流通市值(亿元)	1,021
成交量(百万股)	62.96
成交额(百万元)	597.58

股价表现



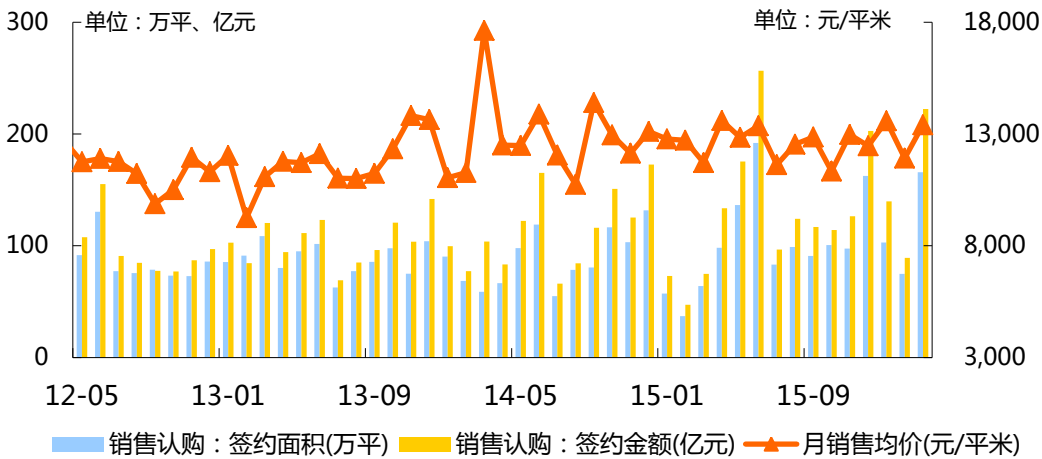
相关报告

《保利地产-销售势如破竹，低成本融资助力发展》2016-03-11

《保利地产-9月土地拓展力度大，瞄准高利润城市》2015-10-13

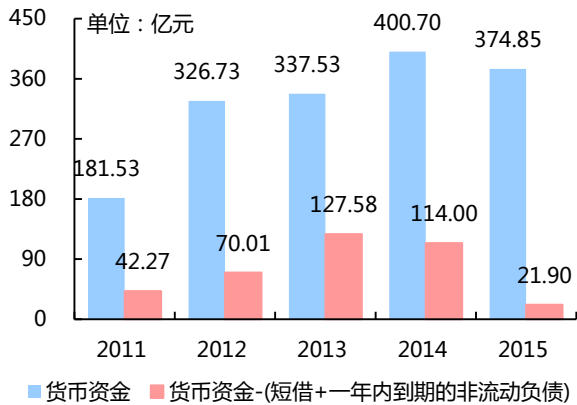
《保利地产-销售增长，金九银十推盘提速》2015-09-09

图 1 每月签约面积、金额及月销售均价



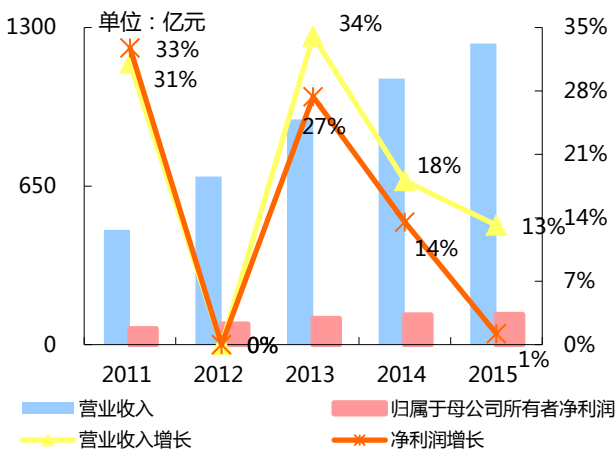
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 2 货币资金和短期负债



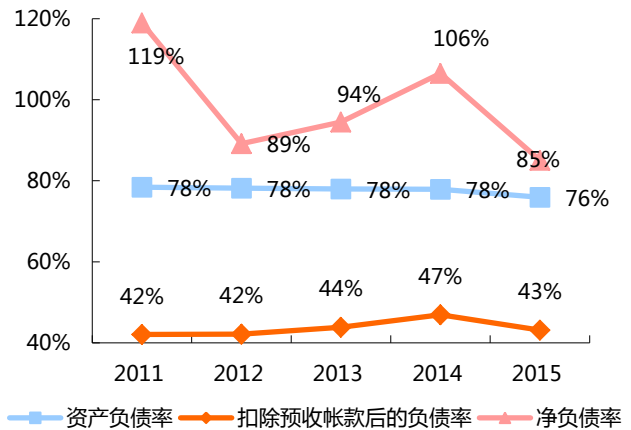
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 4 经营情况



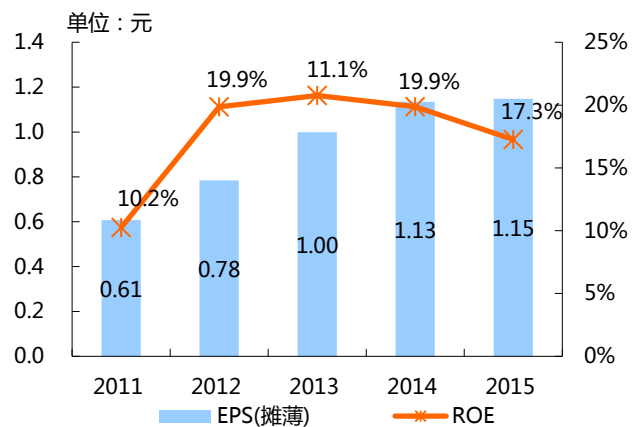
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 3 负债水平



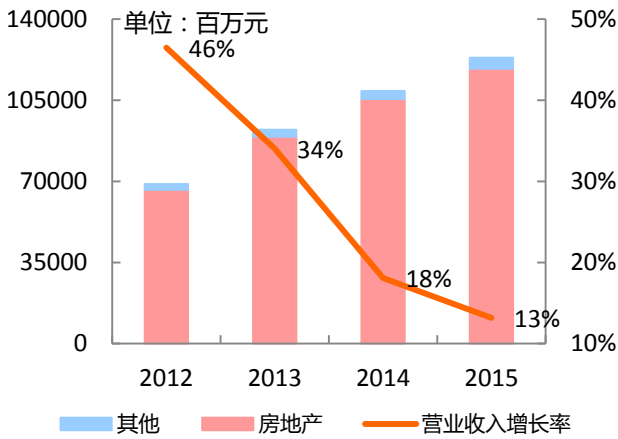
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 5 EPS 和 ROE



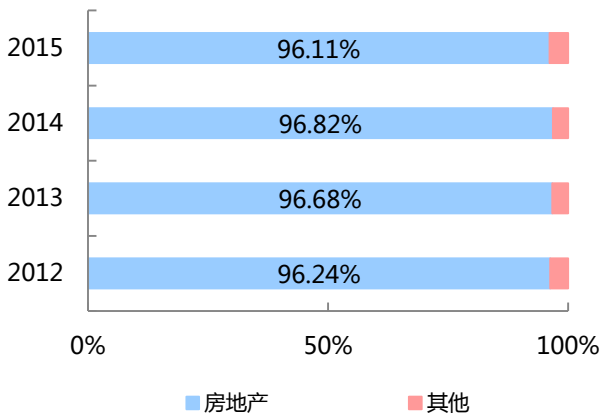
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 6 各业务营业收入历年变化



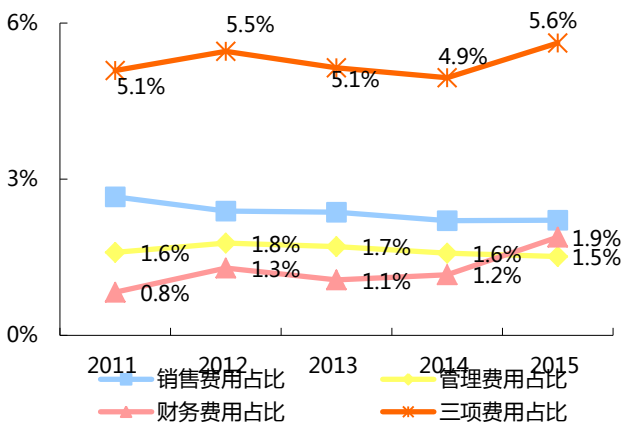
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 8 各业务占比变化



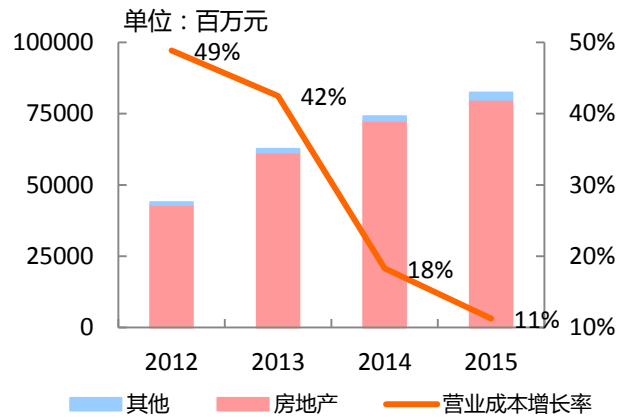
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 10 三费水平



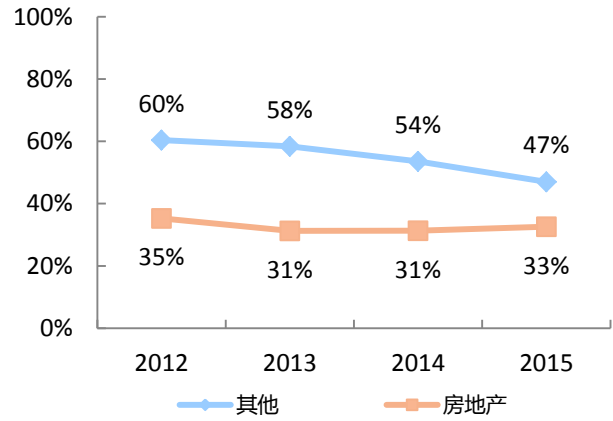
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 7 各业务营业成本历年变化



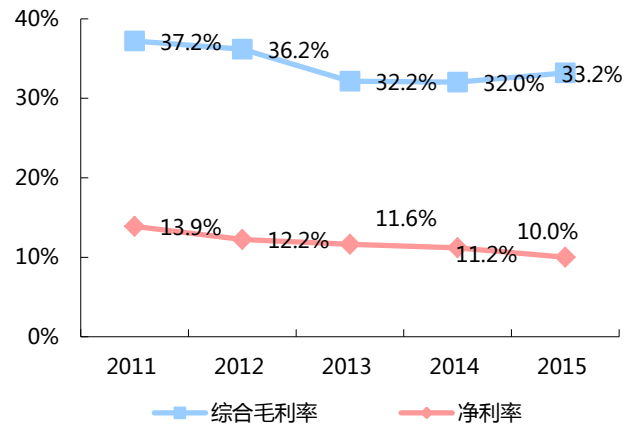
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 9 各业务毛利率变化



资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 11 综合毛利率和净利率



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	384675	354630	363239	392950
现金	37485	39864	53854	78512
应收账款	3142	3624	4140	4682
其它应收款	30335	14009	15999	18156
预付账款	25382	25627	29279	33111
存货	288266	271441	259901	258424
其他	66	66	66	66
非流动资产	19158	18574	19402	20031
长期投资	4819	3737	4034	4197
固定资产	3155	3187	3119	2953
无形资产	28	31	33	36
其他	11155	11619	12215	12845
资产总计	403833	373204	382641	412982
流动负债	221834	202147	196856	206477
短期借款	3101	23245	2263	2446
应付账款	32478	32741	39613	43704
其他	186254	146162	154980	160327
非流动负债	84859	54178	47018	42598
长期借款	66412	41412	31412	28412
其他	18447	12766	15607	14186
负债合计	306693	256325	243874	249075
少数股东权益	25618	30873	37194	44377
股本	10757	10757	10757	10757
资本公积	6955	6955	6955	6955
留存收益	53792	68295	83862	101818
归属母公司股东权益	71523	86006	101573	119530
负债和股东权益	403833	373204	382641	412982

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	17785	21995	45328	32595
净利润	16828	19739	23742	26980
折旧摊销	463	590	689	788
财务费用	2328	3607	2854	2217
投资损失	-993	-993	-993	-993
营运资金变动	-656	-413	18966	3594
其它	-185	-535	70	9
投资活动现金流	-2470	979	-523	-424
资本支出	63	600	600	600
长期投资	-905	-611	891	793
其他	-3312	968	968	968
筹资活动现金流	-17744	-20595	-30815	-7513
短期借款	-157	20144	-20981	183
长期借款	-24083	-25000	-10000	-3000
普通股增加	27	0	0	0
资本公积增加	38	0	0	0
其他	6431	-15739	166	-4696
现金净增加额	-2405	2379	13990	24658

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	123429	142371	162660	183948
营业成本	82453	93744	106606	121257
营业税金及附加	12157	14023	16021	18118
营业费用	2731	3032	3465	3918
管理费用	1872	2116	2417	2733
财务费用	2328	3607	2854	2217
资产减值损失	156	156	156	156
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	993	993	993	993
营业利润	22724	26686	32134	36541
营业外收入	259	259	259	259
营业外支出	83	83	83	83
利润总额	22901	26862	32310	36718
所得税	6073	7124	8568	9737
净利润	16828	19739	23742	26980
少数股东损益	4480	5255	6321	7183
归属母公司净利润	12367	14483	17427	19806
EBITDA	25515	30883	35677	39546
EPS (元)	1.15	1.35	1.62	1.84

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	13.2%	15.3%	14.3%	13.1%
营业利润	19.7%	17.4%	20.4%	13.7%
归属于母公司净利润	1.4%	17.1%	20.3%	13.6%
获利能力				
毛利率	33.2%	34.2%	34.5%	34.1%
净利率	10.0%	10.2%	10.7%	10.8%
ROE	17.3%	16.8%	17.2%	16.6%
ROIC	11.2%	13.5%	17.6%	20.0%
偿债能力				
资产负债率	75.9%	68.7%	63.7%	60.3%
净负债比率	33.16%	35.27%	25.20%	23.86%
流动比率	1.73	1.75	1.85	1.90
速动比率	0.43	0.41	0.52	0.65
营运能力				
总资产周转率	0.32	0.37	0.43	0.46
应收账款周转率	36	40	40	40
应付账款周转率	3.00	2.87	2.95	2.91
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.15	1.35	1.62	1.84
每股经营现金流(最新摊薄)	1.65	2.04	4.21	3.03
每股净资产(最新摊薄)	6.65	8.00	9.44	11.11
估值比率				
P/E	8.21	7.01	5.83	5.13
P/B	1.42	1.18	1.00	0.85
EV/EBITDA	8	6	5	5

相关报告

报告日期	报告标题
2016-03-11	《保利地产-销售势如破竹，低成本融资助力发展》
2015-10-13	《保利地产-9月土地拓展力度大，瞄准高利润城市》
2015-09-09	《保利地产-销售增长，金九银十推盘提速》
2015-08-25	《保利地产-低估值绩优行业龙头价值有纠偏需要》
2015-08-12	《保利地产-销售同比大涨，拟投资粤高速加深战略合作》
2015-04-30	《保利地产-改善结构效果初现，多业态发展助力增长》
2015-03-18	《保利地产-低估值龙头，有业绩，有故事，有诉求》
2015-02-10	《保利地产-销售向好，融资助力，坚定买入》
2015-01-15	《保利地产-改革大牛市下诸多利好提升配置价值》
2014-12-07	《保利地产-销售向好，价值低估》
2014-10-29	《保利地产-业绩增长强劲，资金成本改善》
2014-10-10	《保利地产-销售改善，提升估值》

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李少明,中国中投证券研究总部房地产行业首席分析师,工商管理硕士,20年证券研究从业经验。

主要覆盖公司:万科、保利地产、招商地产、华夏幸福、泛海控股、金融街、北京城建、首开股份、世联行、中航地产、荣盛发展、外高桥、陆家嘴、张江高科、上实发展、天健集团、福星股份、中南建设、中国国贸、世茂股份、苏宁环球、滨江集团、华发股份等。

王修宝,中投证券房地产行业分析师,毕业于中国人民大学,经济学硕士。

郭泰,中投证券房地产行业实习生,毕业于伦敦城市大学卡斯商学院,理学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434