

证券研究报告

公司研究——年报点评

保利地产 (600048.sh)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2016.9.2

崔娟 房地产行业分析师

执业编号: S1500512050002

联系电话: +86 10 83326867

邮箱: cuijuan1@cindasc.com

相关研究

- 《经营稳健, 多元化投资持续推进》2016.9
- 《实现稳健增长, 财务状况良好》2015.8
- 《销售延续反弹趋势, 拿地保持谨慎》2015.8
- 《整体稳健, 多元化发展提速》2015.3
- 《业绩保持增长, 毛利率小幅回升》2014.8
- 《稳健增长, 财务状况良好》2014.4
- 《销售稳健增长, 保持拿地速度》2013.12
- 《拿地提速, 业绩增长确定性较高》, 2013.8
- 《步入新里程》, 2013.3
- 《有望冲击千亿目标》, 2012.11

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

销售稳健增长, 多元增长模式持续推进

保利地产年报点评

2017年04月21日

事件: 2017年4月18日, 保利地产发布2016年年报。2016年全年, 公司实现营业收入1547.52亿元, 同比增长25.38%; 实现归母净利润124.22亿元, 同比增长0.60%; 实现基本每股收益1.10元, 同比减少4.35%。公司全年实现签约金额2101亿元, 同比增长36%。

点评:

- **多元利润增长模式持续推进。**公司已基本形成以房地产开发经营为主, 以房地产金融和社区消费为翼的“一主两翼”业务板块布局。2016年公司实现销售2101亿元, 同比增长36%, 销售均价1.31万/平米, 同比增长3.9%; 社区消费服务方面, 物业公司完成股份制改造, 启动新三板挂牌程序, 年内完成市场化外拓约1500万平方米; 商业运营实现在多个外部酒店、购物中心项目上的市场化输出; 养老产业以和熹会、健康生活馆、老博会等为载体, 锁定多家养老试点机构, 落地“三位一体”的养老战略, 培育养老生态圈。房地产金融方面, 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; 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。

表1: 保利地产金融大事记

时间	事件
2016年5月	全资子公司保利物业出资3.5亿参与设立粤港证券, 持股10%。
2016年6月	与保利投资、中金等合资设立保利资本, 注册资本8000万元(持股30%), 并由保利资本发起设立25亿元珠海; 利晖股权投资基金完成对滴滴出行约4亿美元投资, 占股约1.45%。
2016年6月	5亿元参与粤高速定增, 持股4.84%。
2016年11月	发起设立保利利民(天津)股权投资基金合伙企业。

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

- **定位一二线城市, 拥有优质且丰富的土地储备资源。**截止至2016年末, 公司已覆盖全国68个城市, 形成了以广州、北京、上海为核心, 以周边城市协同发展的城市群格局。同时, 积极开拓海外市场, 已在澳大利亚、美国、英国等国家落实9个项目。2016年公司在华南、华北、华东地区的营业收入分别增长36.08%、34.60%、45.46%, 在珠三角、环渤海和长三角地区的布局有进一步增加的趋势, 符合公司深度聚焦发达城市群的定位。

随着房地产行业的区域分化, 一二线城市由于其经济活力、人口吸纳能力、投资环境等优势, 市场表现远远强于三四线

城市，公司始终坚持一二线城市的拓展策略，2016 年全年一二线城市拓展容积率面积超过 1600 万平方米，占全部拓展的 70%。凭借公开市场招拍挂、旧城改造、合作开发、并购整合等一系列多元化的拓展方式，截至 2016 年末，公司拥有在建、拟建项目 361 个，待开发面积 6344 万平方米，可满足公司未来 2-3 年的开发需要。其中一、二线城市待开发面积占比约为 68%，项目储备丰富且质地优良，可为公司持续发展提供有效的资源保障。

- **营业成本快速上涨，致归母净利润增加仅 0.60%。**报告期内，公司营业收入 1547.52 亿元，同比增长 25.38%；营业成本 1098.81 亿元，同比增长 33.26%；营业成本快速上涨致使毛利率较上年同期减少 4.6 个百分点至 28.9%，导致净利润增速远低于营收增速。具体来看，土地成本大约 459.23 亿元，同比增加 29.77%；开发建设及其他成本约 598.55 亿元，同比增加 34.38%。营业成本的大幅增加源于结转规模的扩大和结算项目结构的变化。
- **财务状况稳健，债务指标持续优化，现金流状况良好。**2016 年年末公司有息负债净减少 79 亿，余额 1122 亿元，其中短期债务 132 亿元，仅占 11.76%。公司资产负债率较上年下降 1.19 个百分点至 74.76%，公司净负债率下降至 55%，为 2010 年以来新低。公司资本结构的持续优化得益于多元化与极具成本优势的融资渠道，作为央企地产的排头兵，公司在银行贷款规模和利率方面均具有突出优势，并积极开拓中期票据、公司债券等长周期、低成本的融资渠道。同时，把握融资节奏，抓住股票和债券市场的窗口期，降低融资成本。截至 2016 年末，公司直接融资比重上升至 27%，有息负债综合成本为 4.69%，连续 3 年持续下降。公司全年实现签约金额 2101 亿元，销售回笼金额 2041 亿元，回笼率达到 97%，推动公司经营活动净现金流大幅增加至 341 亿元，同比增加 91.48%。
- **把握央企整合机遇，大型并购实现突破。**2016 年公司在保利集团的统筹安排下，承担了与中航工业集团下属地产业务的整合业务。截至报告期末，已完成中航地产下属 8 个房地产项目公司及 1 个在建工程的收购，增加待开发资源 140 万平方米。目前，公司已利用中航原资源优势，在天津、珠海、三亚获取 3 个项目，新增待开发资源 150 万平方米。后续公司将继续积极推进中航工业集团旗下其他地产业务板块的整合工作，并购、国改整合等将成为公司资源拓展的重要方式。
- **股东回报计划保障现金分红，增持承诺彰显发展信心。**2016 年 12 月 13 日，公司公告股东回报计划提出：①在满足现金分红的前提下，公司 2015-2017 年以现金方式累计分配的利润不少于未来三年实现的年均可分配利润的 30%，且 2016、2017 年度的现金分红占当年归母净利润的比例均不低于 30%；②公司承诺当股价持续低于每股净资产时，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股价，彰显公司发展信心。
- **盈利预测及评级：**我们预计公司 17-19 年归属母公司净利润分别为 147.7 亿元、183.6 亿元和 234.7 亿元，按照公司最新股本计算，对应的每股收益分别为 1.25 元、1.55 元和 1.98 元，对应的 2017 年 4 月 20 日收盘价（9.66 元）的市盈率分别为 8 倍、6 倍和 5 倍，维持“买入”评级。
- **风险因素：**货币政策收紧；房地产调控严厉程度超预期。

公司主要财务数据及预测

主要财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入 (百万元)	123,428.78	154,773.28	165,778.96	205,672.31	257,090.39
增长率 YoY%	13.18%	25.39%	7.11%	24.06%	25.00%
归属母公司净利润 (百万元)	12,347.58	12,421.55	14,770.45	18,362.00	23,468.60
增长率 YoY%	1.21%	0.60%	18.91%	24.32%	27.81%
毛利率%	33.20%	29.01%	30.14%	30.01%	30.13%
净资产收益率 ROE%	17.26%	13.92%	14.36%	15.21%	16.33%
每股收益 EPS(元)	1.15	1.10	1.25	1.55	1.98
市盈率 P/E (倍)	8.40	8.78	7.76	6.24	4.88
市净率 P/B (倍)	1.45	1.28	1.11	0.95	0.80

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2017 年 4 月 20 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	384,675.19	435,122.03	465,850.47	564,775.81	681,743.18
货币资金	37,484.92	46,983.82	44,056.08	106,533.72	160,723.49
应收票据	3,207.67	1,687.10	1,823.57	2,262.40	2,827.99
应收账款	30,334.96	38,712.68	41,444.74	51,418.08	64,272.60
预付账款	25,381.80	39,312.72	41,444.74	51,418.08	64,272.60
存货	288,265.84	303,303.58	337,081.34	353,143.54	389,646.51
其他	0.00	5,122.13	0.00	0.00	0.00
非流动资产	19,158.02	32,874.74	34,197.47	37,203.29	40,800.06
长期投资	4,819.29	14,751.15	16,135.94	17,775.55	19,616.19
固定资产	3,239.25	3,595.49	3,647.14	4,524.79	5,655.99
无形资产	28.38	28.47	0.00	0.00	0.00
其他	11,071.09	14,499.63	14,414.39	14,902.94	15,527.88
资产总计	403,833.20	467,996.77	500,047.94	601,979.10	722,543.24
流动负债	221,833.74	250,795.83	285,207.08	352,394.28	433,731.11
短期借款	3,100.90	409.00	521.50	935.89	1,793.20
应付账款	32,478.41	39,522.53	44,009.01	54,701.02	68,259.04
其他	186,254.43	210,864.30	240,676.57	296,757.37	363,678.87
非流动负债	84,859.08	99,099.00	78,120.32	88,687.42	96,998.65
长期借款	66,411.74	68,866.55	78,120.32	88,687.42	96,998.65
其他	18,447.34	30,232.44	0.00	0.00	0.00
负债合计	306,692.82	349,894.83	363,327.40	441,081.70	530,729.76
少数股东权益	25,617.82	28,848.76	33,882.69	40,140.66	48,139.01
归属母公司股东权益	71,522.56	89,253.19	102,837.85	120,756.74	143,674.48
负债和股东权益	403,833.20	467,996.77	500,047.94	601,979.10	722,543.24

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	123,428.78	154,773.28	165,778.96	205,672.31	257,090.39
同比	13.18%	25.39%	7.11%	24.06%	25.00%
归属母公司净利润	12,347.58	12,421.55	14,770.45	18,362.00	23,468.60
同比	1.21%	0.60%	18.91%	24.32%	27.81%
毛利率	33.20%	29.01%	30.14%	30.01%	30.13%
ROE	17.26%	13.92%	14.36%	15.21%	16.33%
每股收益(元)	1.15	1.10	1.25	1.55	1.98
P/E	8.40	8.78	7.76	6.24	4.88
P/B	1.45	1.28	1.11	0.95	0.80
EV/EBITDA	9.96	10.08	8.59	7.57	6.41

利润表

单位:百万元

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	123,428.78	154,773.28	165,778.96	205,672.31	257,090.39
营业成本	82,453.31	109,880.68	115,813.18	143,950.05	179,629.05
营业税金及附加	12,156.91	15,035.05	16,080.56	19,950.21	24,937.77
营业费用	2,731.15	3,544.88	3,796.34	4,709.90	5,887.37
管理费用	1,871.52	2,266.51	2,486.68	3,085.08	3,856.36
财务费用	2,327.80	2,233.93	2,421.90	2,592.53	2,399.56
资产减值损失	156.26	-40.41	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	23.65	0.00	0.00	0.00
投资净收益	992.56	1,246.92	1,433.12	1,700.15	1,905.48
营业利润	22,724.41	23,123.22	26,613.42	33,084.69	42,285.76
营业外收入	259.04	182.28	0.00	0.00	0.00
营业外支出	82.69	87.41	0.00	0.00	0.00
利润总额	22,900.76	23,310.57	26,613.42	33,084.69	42,285.76
所得税	6,073.04	6,237.52	6,653.35	8,271.17	10,571.44
净利润	16,827.72	17,073.05	19,960.06	24,813.51	31,714.32
少数股东损益	4,480.14	4,651.50	5,189.62	6,451.51	8,245.72
归属母公司净利润	12,347.58	12,421.55	14,770.45	18,362.00	23,468.60
EBITDA	25,052.20	25,357.14	29,035.32	35,677.22	44,685.32
EPS (摊薄)	1.15	1.10	1.25	1.55	1.98

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	17,784.65	34,053.96	11,861.86	52,143.99	50,002.82
净利润	12,347.58	12,421.55	14,770.45	18,362.00	23,468.60
折旧摊销	23.99	51.68	72.36	80.91	95.23
财务费用	2,327.80	2,233.93	2,421.90	2,592.53	2,399.56
投资损失	-992.56	-1,246.92	-1,433.12	-1,700.15	-1,905.48
营运资金变动	-8,663.80	10,116.74	-8,815.46	26,916.81	18,411.43
其它	12,741.64	10,476.99	4,845.73	5,891.88	7,533.48
投资活动现金流	-2,470.05	-13,058.73	-8.82	-826.94	-1,074.27
资本支出	-701.38	-356.24	-51.64	-877.65	-1,131.20
长期投资	20,427.65	18,780.53	-18,932.19	35,732.27	-8,505.38
其他	-22,196.32	-31,483.02	18,975.02	-35,681.56	8,562.31
筹资活动现金流	-17,743.96	-11,328.68	-15,064.66	11,160.60	5,261.22
吸收投资	8,929.83	10,441.22	9,563.21	10,229.36	11,389.25
借款	46,235.39	62,108.74	78,120.32	88,687.42	96,998.65
支付利息或股息	-2,311.56	-3,567.03	-3,927.65	-4,298.02	-4,307.22
现金净增加额	-2,404.85	9,773.26	-3,211.62	62,477.64	54,189.76

分析师简介

崔娟：毕业于天津财经大学国际金融专业和加拿大曼尼托巴大学精算专业，先后在民族证券和信达证券从事金融和房地产行业研究。曾在《中国证券报》、《中国房地产报》、《证券市场周刊》等刊物发表研究文章多篇。能够准确把握行业和公司的发展脉络，并具备一定的前瞻性。荣获 2015 年华尔街见闻金牌分析师评选房地产中线第三名。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com
国际	王小乐	010-63081122	18301418636	wangxiaole@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。