

规模房企业绩标杆 央企资源整合平台

——保利地产（600048）2017年半年报点评

2017年08月30日

强烈推荐/维持

保利地产

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号: S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
梁小翠	分析师	执业证书编号: S1480517070004
	liangxc@dxzq.net.cn	010-66554023

事件:

公司8月29日公布2017年半年报。报告期内,公司实现营业收入人民币544.71亿元,同比下降1.23%;公司实现归母净利润56.51亿元,同比增长13.92%。公司利润率水平有所回升,毛利率和净利率分别为30.80%和13.15%,分别较去年末回升1.80和2.12个百分点。

公司分季度财务指标

指标	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入(百万元)	60028.94	18873.99	36276.24	32001.17	67621.88	17912.46	36558.49
增长率(%)	5.61%	41.83%	24.92%	51.96%	12.63%	-5.14%	0.78%
毛利率(%)	31.20%	40.38%	28.56%	25.85%	27.54%	38.32%	27.11%
期间费用率(%)	3.42%	9.94%	4.92%	6.02%	3.64%	9.41%	4.43%
营业利润率(%)	19.31%	19.25%	17.03%	12.65%	13.70%	20.44%	17.46%
净利润(百万元)	8771.85	2492.71	4491.83	3130.77	6957.74	2521.28	4640.81
增长率(%)	15.67%	57.48%	04.03%	45.27%	-20.68%	01.15%	03.32%
每股盈利(季度,元)	0.55	0.13	0.30	0.18	0.45	0.16	0.32
资产负债率(%)	75.95%	76.40%	74.86%	74.58%	74.76%	76.41%	78.83%
净资产收益率(%)	9.03%	2.51%	4.12%	2.81%	5.89%	2.08%	3.76%
总资产收益率(%)	2.17%	0.59%	1.03%	0.71%	1.49%	0.49%	0.80%

观点:

- 营业收入微幅减少,净利润实现较大增长,利润率水平回升,资产规模再上台阶。报告期内,公司实现营业收入人民币544.71亿元,同比下降1.23%;公司实现归母净利润56.51亿元,同比增长13.92%。主要是因为本期少数股东损益大幅减少25.30%,导致归母净利润较去年大幅增长。

公司利润率水平有所回升,毛利率和净利率分别为30.80%和13.15%,分别较去年末回升1.80和2.12个百分点,主要是受结转区域和产品结构的影响,其中净利率回升主要归因于少数股东权益大幅减少。报告期末,公司资产规模再上台阶,总资产增加1143亿元至5823亿元,主要是受中航整合导致合并范围增加的影响。

表 1: 公司核心财务指标、变动情况及原因分析

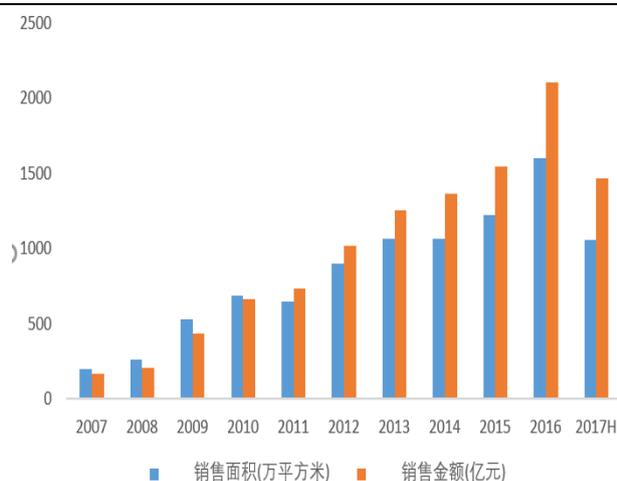
(单位: 亿元、百分比)

项目	2017年 H	2016年 H	同比变动	原因分析
净利润	71.62	69.85	2.53%	基本保持稳定
营业收入	544.59	551.47	-1.25%	受结转周期影响
资产负债率	78.83%	74.86%	5.30%	融资规模增加
费用比率	6.07%	6.64%	-8.58%	管理费用增加
加权 ROE	6.17%	6.75%	-10.07%	净利润增幅不及净资产增幅
总资产	5822.66	4340.46	34.15%	资产重组, 资产规模增长速度较快
货币资金	642.96	469.83	36.85%	销售回款和银行借款增加
预收账款	2097.31	1555.43	34.84%	销售回款大幅增长
一年内到期非流动负债	148.71	194.04	-23.36%	负债正常到期
经营活动净现金流	-96.07	200.28	-147.97%	支付地价、工程款等项目投入增加
稀释 EPS	0.48	0.46	4.35%	净利润增加

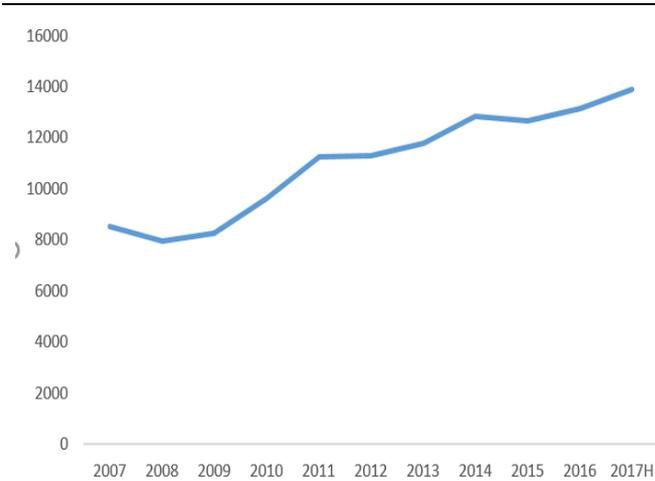
数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- **销售金额持续上涨, 坐居地产龙头地位。2017年上半年, 公司销售规模再创历史新高。报告期内, 公司实现签约销售金额1466亿元, 同比增长33%, 达到上年全年签约金额的70%; 实现签约面积1054万平方米, 同比增长28%。其中, 公司6月份单月签约金额381亿元, 创下单月销售新高。**

从区域分布来看, 公司继续深耕城市群策略, 珠三角、长三角、京津冀三大城市群保持核心地位, 上半年三大城市群累计实现签约金额932亿元, 占比64%, 同时, 受武汉、成都、重庆等城市热销影响, 中西部区域销售金额占比较上年同期提升9个百分点至28%。

图 1: 公司历年销售额、销售面积及销售均价


资料来源: WIND, 东兴证券

图 2: 城市群营收占比


资料来源: WIND, 东兴证券

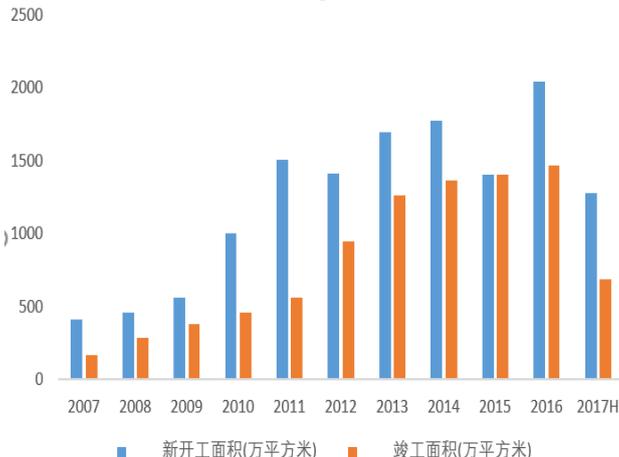
- **利用多元化途径快速拓展土地资源, 土地储备丰富。报告期内, 公司完成与中航工业房地产业务的整合工作, 土地资源较去年同期有较大增长。报告期内公司通过并购整合、招拍挂、合作等方式新获取项目59个, 新增计容建面1693万平方米, 总土地成本625亿元, 分别同比增长122%和39%, 从资源匹配程度来看, 上半年新拿地面积与销售面积比值为161%, 拿地金额与销售金额的比值为43%。**

拓展策略方面, 公司重心仍以一二线为主, 上半年一二线城市拓展面积1277万平方米, 占比达75%。同时公司积极推进城市群深耕战略, 以核心城市为中心, 辐射周边潜力城市。上半年公司新进入城市7个, 其中, 长三角区域新布局徐州、芜湖、盐城; 京津冀区域新布局衡水; 珠三角落子梅州。截至报告期末, 全国城市布局增加至75个城市。

截至报告期末, 公司共有在建拟建项目**386**个, 规划总建筑面积**16991**万平方米, 待开发面积**7045**万平方米, 其中一二线城市占比约为**68%**。报告期内, 公司新开工面积**1275**万平方米, 竣工面积**684**万平方米, 分别同比增长**38%**和**9%**。

图 3: 公司近几年新增土地储备图


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 4: 公司历年新开工, 竣工面积


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- **发挥央企低成本融资优势, 优化资本和债务结构。**公司与各大金融机构建立了长期、稳定的合作关系。在传统银行融资上, 公司发挥央企优势, 不断巩固银企合作关系。截至目前, 公司银行贷款授信额度**3297**亿元, 剩余未使用额度**1925**亿元, 与此同时, 公司新获取银行贷款平均融资成本仅**4.66%**, 显著低于行业内可比公司。

报告期内, 公司新增有息负债**768**亿元, 净增有息负债**588**亿元(含因并购中航导致合并范围增加所带来额新增有息负债**181**亿元, 净增有息负债**138**亿)。截至期末, 公司有息负债余额**1710**亿元。公司**新增有息负债综合成本5.05%**(出中航项目外新增有息负债综合成本**4.66%**), **存量有息负债综合成本4.75%**。报告期末, 公司资产负债率为**78.83%**, 较去年末上升**4.06**个百分点。但公司一年内到期的短期债务仅为**176**亿, 仅占有息负债的**10%**, 且显著低于账面现金, 债务结构合理, 财务风险可控。

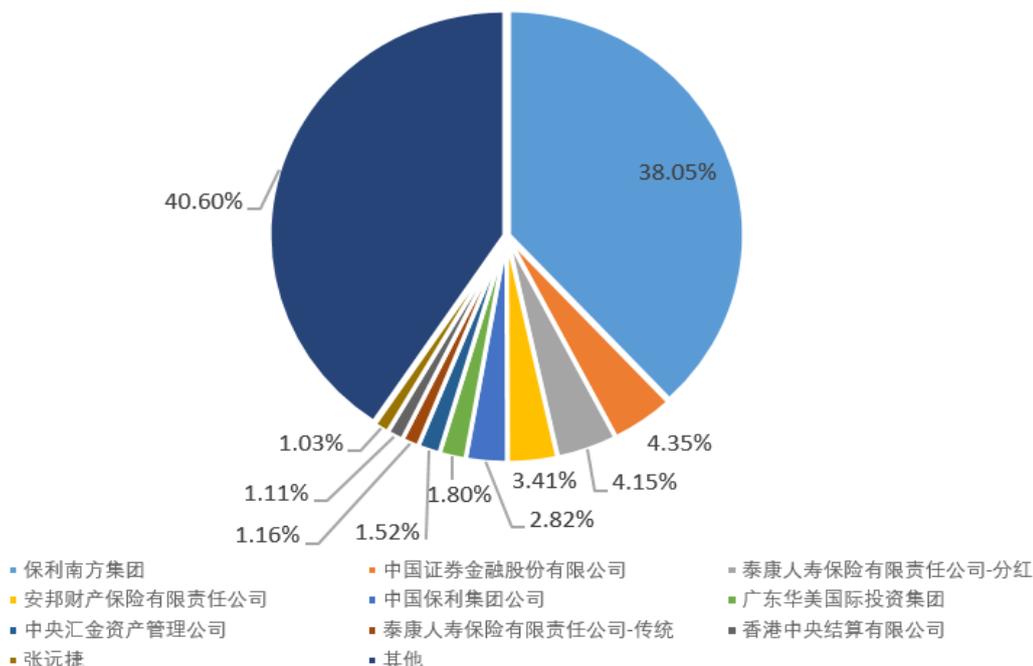
- **全资子公司保利物业挂牌新三板, 推进社区消费板块发展。**公司目前已经基本形成以房地产开发经营为主, 以房地产金融和社区消费为翼的“一主两翼”业务板块布局。社区消费服务方面, 公司已全面布局物业管理、销售代理等相关产业。

其中保利物业管理公司发展迅速, 2017年2月28日全国中小企业股份转让系统有限公司受理保利物业的挂牌申请, 8月1日保利物业获取新三板挂牌资格, 并于8月29日起挂牌转让。

- **证金公司增持超亿股, 成公司第二大股东。**从前十大股东持股变动来看, 证金二季度增持**1.14**亿股, 持股比例由一季度末的**3.39%**上升至二季度末的**4.35%**, 位列第二大股东, 国家队的坚定增持充分展现国

有资本对公司未来发展的信心。

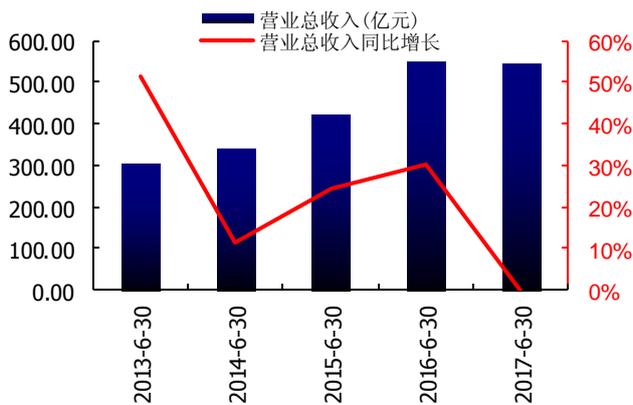
➤ 图 5: 截止 2017 年上半年公司股权结构



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

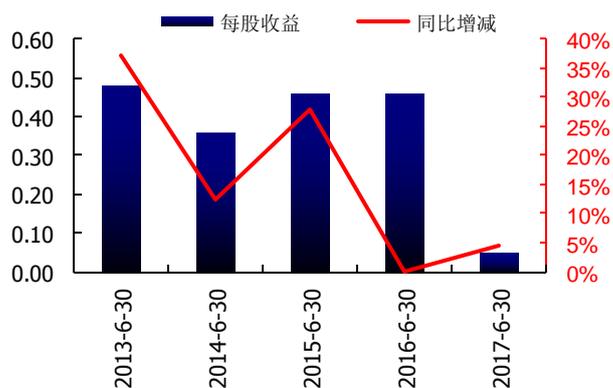
- **中国轻工、中国工艺整体并入保利集团,央企国改红利可期。** 8月21日,国资委发布公告称经报国务院批准,将把中国轻工集团公司、中国工艺(集团)公司整体并入中国保利集团,成为其全资子公司。中轻集团的国际贸易业务、中国工艺的工艺美术业务有望与保利集团旗下的相关业务可能产生协同效应。
- **风险提示: 销售不及预期、调控政策升级、宏观经济进一步下行**

图 6: 营业收入情况



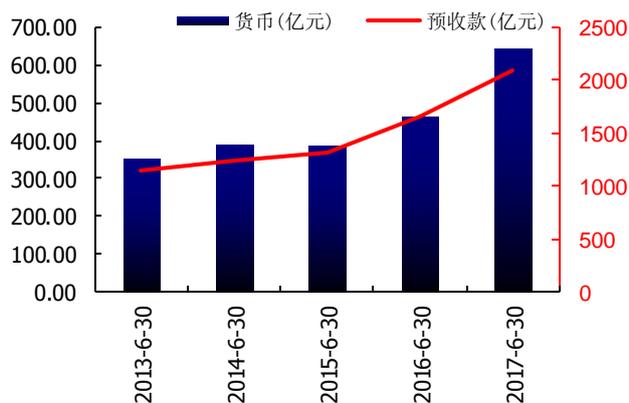
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 7: 每股收益情况



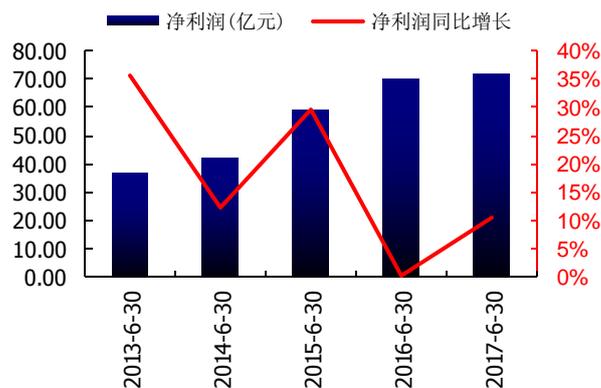
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 8: 货币和预收款情况



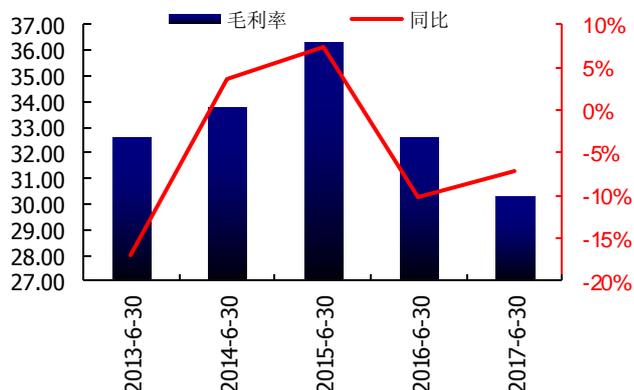
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 9: 净利润情况



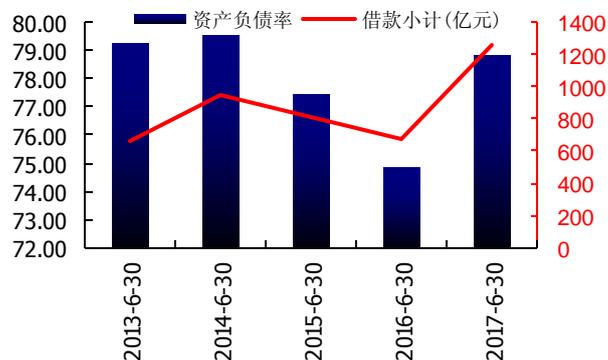
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 10: 销售毛利率情况



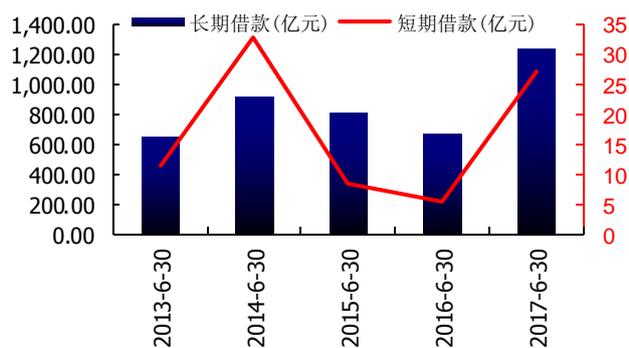
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 11: 资产负债率情况



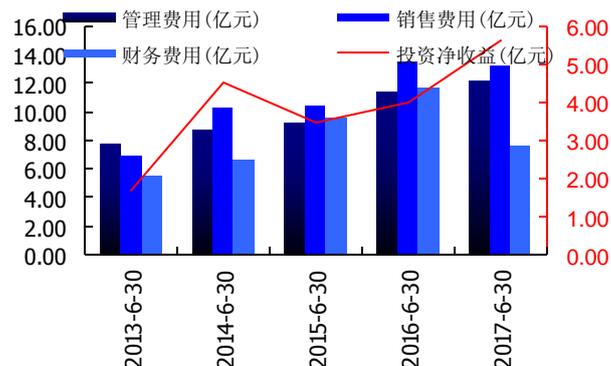
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 12: 贷款情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券整理

图 13: 销售费用、管理费用和财务费用情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券

结论：

公司是一家专注于房地产开发大型央企，已经形成了以房地产开发经营为主，以房地产金融和社区消费服务为翼的“一主两翼”的业务布局。公司上半年把握市场窗口期，销售规模再创新高，优化投资策略，积极推进城市群战略，财务稳健安全，利润率水平回升。在未来 3-5 年行业集中度不断提升的战略机遇期，我们坚定看好公司作为规模房企所形成的资源马太效应。我们预计公司 2017 年-2019 年营业收入分别为 1877 亿元、2487 亿元、3020 亿元，每股收益分别为 1.3 元、1.78 元和 2.24 元，对应 PE 分别为 7.93、5.79 和 4.59，维持“强烈推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	384675	435122	478719	620120	740694	营业收入	123429	154773	187740	248755	302014
货币资金	37485	46984	56322	74627	90604	营业成本	82453	109881	131418	171641	205370
应收账款	3142	1612	2572	3408	4137	营业税金及附加	12157	15035	18399	24378	29597
其他应收款	30335	38713	46958	62220	75541	营业费用	2731	3545	4693	6219	7550
预付款项	25382	39313	40627	42343	44397	管理费用	1872	2267	2816	3731	4530
存货	288266	303304	324044	423225	506391	财务费用	2328	2234	2687	4905	6503
其他流动资产	0	4899	8196	14297	19623	资产减值损失	156.26	-40.41	50.00	50.00	50.00
非流动资产合计	19158	32875	30854	30386	29918	公允价值变动收益	0.00	23.65	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	4819	14751	14751	14751	14751	投资净收益	992.56	1246.9	1100.00	1100.00	1100.00
固定资产	3155.30	3656.04	3450.74	2985.38	2520.01	营业利润	22724	23123	28777	38930	49514
无形资产	28	28	26	23	20	营业外收入	259.04	310.56	300.00	300.00	300.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	82.69	123.21	150.00	150.00	150.00
资产总计	403833	467997	509574	650506	770611	利润总额	22901	23311	28927	39080	49664
流动负债合计	221834	250796	308875	433093	533169	所得税	6073	6238	7810	10552	13409
短期借款	3101	409	85648	158778	202001	净利润	16828	17073	21117	28529	36254
应付账款	32478	39523	45006	58781	70332	少数股东损益	4480	4651	5753	7479	9723
预收款项	132548	155543	183704	221017	266320	归属母公司净利润	12348	12422	15364	21050	26531
一年内到期的非流	32194	12824	2500	2500	2500	EBITDA	25521	26119	31932	44304	56485
非流动负债合计	84859	99099	74122	79147	84147	BPS (元)	1.15	1.05	1.30	1.78	2.24
长期借款	66412	68867	73867	78867	83867	主要财务比率					
应付债券	18393	30126	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	306693	349895	382996	512240	617316	成长能力					
少数股东权益	25618	28849	34602	42081	51804	营业收入增长	13.18%	25.39%	21.30%	32.50%	21.41%
实收资本(或股本)	10757	11858	11858	11858	11858	营业利润增长	19.72%	1.75%	24.45%	35.28%	27.18%
资本公积	6955	14887	14887	14887	14887	归属于母公司净利润	23.69%	37.01%	23.69%	37.01%	26.04%
未分配利润	51641	59723	57880	55354	52170	获利能力					
归属母公司股东权益	71523	89253	92320	96530	101837	毛利率(%)	33.20%	29.01%	30.00%	31.00%	32.00%
负债和所有者权益	403833	467997	509919	650851	770957	净利率(%)	13.63%	11.03%	11.25%	11.47%	12.00%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	3.06%	2.65%	3.02%	3.24%	3.44%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	17.26%	13.92%	16.64%	21.81%	26.05%
经营活动现金流	17785	34054	-26119	-39131	-5568	偿债能力					
净利润	16828	17073	21117	28529	36254	资产负债率(%)	76%	75%	75%	79%	80%
折旧摊销	469.12	762.07	0.00	468.21	468.21	流动比率	1.73	1.73	1.55	1.43	1.39
财务费用	2328	2234	2687	4905	6503	速动比率	0.43	0.53	0.50	0.45	0.44
应收账款减少	0	0	-960	-836	-730	营运能力					
预收帐款增加	0	0	28161	37313	45302	总资产周转率	0.32	0.36	0.38	0.43	0.42
投资活动现金流	-2470	-13059	1209	1050	1050	应收账款周转率	38	65	90	83	80
公允价值变动收益	0	24	0	0	0	应付账款周转率	4.48	4.30	4.44	4.79	4.68
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	993	1247	1100	1100	1100	每股收益(最新摊薄)	1.15	1.05	1.30	1.78	2.24
筹资活动现金流	-17744	-11329	34248	56385	20495	每股净现金流(最新)	-0.23	0.82	0.79	1.54	1.35
应付债券增加	0	0	-30126	0	0	每股净资产(最新摊)	6.65	7.53	7.79	8.14	8.59
长期借款增加	0	0	5000	5000	5000	估值比率					
普通股增加	27	1101	1	0	0	P/E	8.96	9.81	7.93	5.79	4.59
资本公积增加	38	7932	0	0	0	P/B	1.55	1.37	1.32	1.26	1.20
现金净增加额	-2429	9667	9338	18305	15978	EV/EBITDA	7.57	7.16	7.13	6.49	5.66

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。央视财经频道嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

梁小翠

博士。2015 年加入东兴证券，从事房地产行业研究，重点关注房地产行业转型和房地产金融等方向。

联系人简介

梁小翠

中国社会科学院研究生院博士。2015 年加入东兴证券，从事房地产行业研究，重点关注房地产行业转型和房地产金融等方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。