

保利地产 (600048)

证券研究报告

2017年12月25日

激励机制走在央企前列，大力度跟投助力公司重返前三

事件：12月22日，保利地产公告，公司董事会全票通过项目跟投管理制度，规定单一项目跟投总金额上限不超过项目资金峰值的10%。跟投人员通过申购专项资管计划或信托计划等合规的投资结构参与跟投，跟投收益、损失及相关风险由跟投个人承担。保利地产董事、监事不参与跟投。

激励机制走在央企前列，大力度跟投助力公司成长

公司机制一直较为灵活，激励力度走在央企前列。此前公司已经推出两轮股权激励，本次推出跟投机制，补充和完善了公司的激励机制体系。从跟投规模上看，本次跟投方案的激励力度较大，跟投总金额上限不超过项目资金峰值的10%，为央企最高水平之一。跟投机制将员工和管理层的利益与公司利益有效绑定，有利于激发员工积极性，提升公司拿地质量和运营效率，做大做强公司业绩。在行业集中度快速提升的大背景下，跟投机制的推出将为公司快速成长再添动力。

资源整合持续推进，目标三年内重返前三

今年以来公司加大资源整合力度，上半年收购中航集团旗下20个地产项目，下半年公司51.5亿元（包含债权）收购保利香港50%股权的交易方案获股东大会通过，有望逐步解决同业竞争问题，从而得以进入深圳、南宁、云南等市场，公司市占率和业务区域将进一步扩大。我们认为在央企整合的大背景下，保利地产作为集团核心的地产开发平台优势十分明显，不排除未来继续承接优质资源的可能性。公司董事长宋广菊女士在股东大会上明确表示明年公司会保住行业前五，未来两至三年重回行业前三。我们认为随着激励机制不断完善，管理层和员工的积极性将大幅提升，同时凭借央企在融资、获取资源等方面的优势，公司规模增长有望提速，助力公司重返行业前三。

加速拿地扩充土地储备、为规模扩张奠定坚实基础

公司前三季度新拓展项目133个，新增容积率面积2962万平方米，拿地成本1559亿，分别同比增长158.01%与123.35%。公司坚持以一二线城市为主，积极推进城市群深耕战略，一二线城市拓展金额占比78.9%。截止到2017年三季度末，公司已覆盖国内外87个城市（去年同期65个），待开发面积8211万平米（去年同期5813万平米），为公司未来进一步提升业绩、市占率提供坚实支撑。

销售弹性彰显，全年销售额有望突破3000亿

当前公司货值充裕、推盘积极，叠加较高的去化率，全年销售额预计将达到3050亿元。公司前11月实现销售额2742.7亿元，同比增长45.2%，其中11月单月销售额364.1亿元，同比增长137.4%，创16年3月以来新高。公司12月可售货值近600亿，其中12月新推近300亿。保守估计12月单月有望实现300亿销售，对应全年销售额约3050亿，对应同比增长45%。

投资建议：公司推出跟投机制将进一步调动管理层和员工的积极性，助力公司规模快速扩张；公司作为集团核心的地产开发平台，在解决同业竞争问题后，业务区域和市占率有望加速提升。我们预计公司全年销售金额约3050亿，预计公司2017-19年EPS为1.24、1.51和1.80元，对应PE为10.55X、8.65X、7.29X，维持“买入”评级，6个月目标价14.88元。

风险提示：调控加码、租赁政策对销售的影响、加息

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	123,428.78	154,773.28	184,334.97	222,013.04	261,864.38
增长率(%)	13.18	25.39	19.10	20.44	17.95
EBITDA(百万元)	25,500.40	26,099.43	28,424.77	33,366.77	37,777.53
净利润(百万元)	12,347.58	12,421.55	14,705.48	17,923.47	21,288.92
增长率(%)	1.21	0.60	18.39	21.88	18.78
EPS(元/股)	1.04	1.05	1.24	1.51	1.80
市盈率(P/E)	12.56	12.49	10.55	8.65	7.29
市净率(P/B)	2.17	1.74	1.57	1.39	1.23
市销率(P/S)	1.26	1.00	0.84	0.70	0.59
EV/EBITDA	8.30	7.19	8.82	7.41	5.43

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	房地产/房地产开发
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	13.08元
目标价格	14.88元

基本数据

A股总股本(百万股)	11,858.44
流通A股股本(百万股)	11,736.34
A股总市值(百万元)	155,108.41
流通A股市值(百万元)	153,511.34
每股净资产(元)	7.94
资产负债率(%)	79.94
一年内最高/最低(元)	13.35/8.93

作者

陈天诚 分析师
SAC执业证书编号：S1110517110001
chentiancheng@tfzq.com

徐超 联系人
xuchao@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《保利地产-公司点评:收购保利香港50%股权，地产业务整合拉开序幕》 2017-12-01
- 《保利地产-首次覆盖报告:土地储备提速、首发央企租房REITs先享租赁红利》 2017-11-02

1. 激励机制走在央企前列，大力度跟投助力公司成长

公司机制一直较为灵活，激励力度走在央企前列。此前公司已经推出两轮股权激励，本次推出跟投机制，补充和完善了公司的激励机制体系。从跟投规模上看，本次跟投方案的激励力度较大，跟投总金额上限不超过项目资金峰值的 10%，为央企最高水平之一。跟投机制将员工和管理层的利益与公司利益有效绑定，有利于激发员工积极性，提升公司拿地质量和运营效率，做大做强公司业绩。在行业集中度快速提升的大背景下，跟投机制的推出将为公司快速成长再添动力。

2. 资源整合持续推进，目标三年内重返前三

今年以来公司加大资源整合力度，上半年收购中航集团旗下 20 个地产项目，下半年公司 51.5 亿元（包含债权）收购保利香港 50% 股权的交易方案获股东大会通过，有望逐步解决同业竞争问题，从而得以进入深圳、南宁、云南等市场，公司市占率和业务区域将进一步扩大。我们认为在央企整合的大背景下，保利地产作为集团核心的地产开发平台优势十分明显，不排除未来继续承接优质资源的可能性。公司董事长宋广菊女士在股东大会上明确表示明年公司会保住行业前五，未来两至三年重回行业前三。我们认为随着激励机制不断完善，管理层和员工的积极性将大幅提升，同时凭借央企在融资、获取资源等方面的优势，公司规模增长有望提速，助力公司重返行业前三。

3. 加速拿地扩充土地储备、为规模扩张奠定坚实基础

公司前三季度新拓展项目 133 个，新增容积率面积 2962 万平方米，拿地成本 1559 亿，分别同比增长 158.01% 与 123.35%。公司坚持以一二线城市为主，积极推进城市群深耕战略，一二线城市拓展金额占比 78.9%。截止到 2017 年三季度末，公司已覆盖国内外 87 个城市（去年同期 65 个），待开发面积 8211 万平米（去年同期 5813 万平米），为公司未来进一步提升业绩、市占率提供坚实支撑。

4. 销售弹性彰显，全年销售额有望突破 3000 亿

当前公司货值充裕、推盘积极，叠加较高的去化率，全年销售额预计将达到 3050 亿元。公司前 11 月实现销售额 2742.7 亿元，同比增长 45.2%，其中 11 月单月销售额 364.1 亿元，同比增长 137.4%，创 16 年 3 月以来新高。公司 12 月可售货值近 600 亿，其中 12 月新推近 300 亿。保守估计 12 月单月有望实现 300 亿销售，对应全年销售额约 3050 亿，对应同比增长 45%。

5. 投资建议

公司推出跟投机制将进一步调动管理层和员工的积极性，助力公司规模快速扩张；公司作为集团核心的地产开发平台，在解决同业竞争问题后，业务区域和市占率有望加速提升。我们预计公司全年销售金额约 3050 亿，预计公司 2017-19 年 EPS 为 1.24、1.51 和 1.80 元，对应 PE 为 10.55X、8.66X、7.27X，维持“买入”评级，6 个月目标价 14.88 元。

6. 风险提示

调控加码、租赁政策对销售的影响、加息

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	37,484.92	46,983.82	57,474.32	67,395.49	79,492.98
应收账款	33,476.72	40,324.31	44,324.02	58,102.70	62,865.17
预付账款	25,381.80	39,312.72	37,366.25	56,288.82	54,252.07
存货	288,265.84	303,303.58	367,203.51	412,871.38	435,922.73
其他	65.91	5,197.60	5,364.63	3,617.53	4,706.35
流动资产合计	384,675.19	435,122.03	511,732.72	598,275.92	637,239.31
长期股权投资	4,819.29	14,751.15	18,540.84	23,539.20	29,779.17
固定资产	3,155.30	3,219.89	3,453.16	3,640.20	3,715.22
在建工程	0.00	260.06	346.75	462.34	616.45
无形资产	28.38	28.47	23.24	14.79	6.42
其他	11,148.24	14,329.83	9,806.41	5,081.03	(1,238.35)
非流动资产合计	19,151.20	32,589.40	32,170.40	32,737.56	32,878.90
资产总计	403,833.20	467,996.77	544,000.51	631,143.33	670,289.07
短期借款	3,100.90	409.00	0.00	7,200.83	18,258.37
应付账款	62,078.30	87,874.57	92,429.36	126,216.35	132,779.40
其他	156,654.54	162,512.26	209,149.97	242,412.21	286,869.54
流动负债合计	221,833.74	250,795.83	301,579.33	375,829.39	437,907.30
长期借款	66,411.74	68,866.55	79,949.75	74,261.47	31,377.82
应付债券	18,393.30	30,125.59	29,259.44	29,692.52	29,475.98
其他	54.04	106.85	71.78	77.56	85.40
非流动负债合计	84,859.08	99,099.00	109,280.98	104,031.55	60,939.20
负债合计	306,692.82	349,894.83	410,860.31	479,860.94	498,846.50
少数股东权益	25,617.82	28,848.76	34,058.61	39,442.64	44,828.23
股本	10,756.72	11,857.81	11,858.44	11,858.44	11,858.44
资本公积	6,954.60	14,886.68	14,437.43	14,662.06	14,549.74
留存收益	60,746.58	77,389.15	87,223.15	99,981.30	114,755.90
其他	(6,935.34)	(14,880.45)	(14,437.43)	(14,662.06)	(14,549.74)
股东权益合计	97,140.38	118,101.95	133,140.20	151,282.39	171,442.57
负债和股东权益总	403,833.20	467,996.77	544,000.51	631,143.33	670,289.07

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	16,827.72	17,073.05	14,705.48	17,923.47	21,288.92
折旧摊销	462.52	786.63	188.56	208.57	224.06
财务费用	2,210.71	2,217.01	1,752.41	1,823.55	1,205.81
投资损失	(992.56)	(1,246.92)	(972.68)	(745.13)	(1,326.98)
营运资金变动	(3,507.32)	11,577.41	(25,330.97)	(8,970.34)	27,250.29
其它	2,783.58	3,646.78	5,209.85	5,384.03	5,385.58
经营活动现金流	17,784.65	34,053.96	(4,447.34)	15,624.16	54,027.68
资本支出	2,409.70	10,946.07	538.36	496.97	436.98
长期投资	1,273.53	9,931.86	3,789.69	4,998.36	6,239.97
其他	(6,153.28)	(33,936.66)	(3,221.46)	(5,510.03)	(5,723.49)
投资活动现金流	(2,470.05)	(13,058.73)	1,106.59	(14.70)	953.46
债权融资	120,100.21	112,225.13	132,685.87	133,986.46	98,822.94
股权融资	(2,234.54)	6,799.17	(2,194.29)	(1,585.97)	(1,305.17)
其他	(135,609.63)	(130,352.99)	(116,660.32)	(138,088.77)	(140,401.42)
筹资活动现金流	(17,743.96)	(11,328.68)	13,831.25	(5,688.28)	(42,883.65)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(2,429.37)	9,666.54	10,490.50	9,921.17	12,097.49

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	123,428.78	154,773.28	184,334.97	222,013.04	261,864.38
营业成本	82,453.31	109,880.68	131,043.73	159,560.77	188,620.91
营业税金及附加	12,156.91	15,035.05	17,564.39	20,271.34	25,098.35
营业费用	2,731.15	3,544.88	4,452.63	6,151.89	7,309.30
管理费用	1,871.52	2,266.51	3,484.56	3,501.98	4,409.42
财务费用	2,327.80	2,233.93	1,752.41	1,823.55	1,205.81
资产减值损失	156.26	(40.41)	526.13	113.99	199.90
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	972.68	745.13	1,326.98
其他	(1,985.12)	(2,541.15)	(1,945.35)	(1,490.26)	(2,653.96)
营业利润	22,724.41	23,123.22	26,483.80	31,334.65	36,347.66
营业外收入	259.04	310.56	670.00	413.20	294.29
营业外支出	82.69	123.21	107.10	204.33	111.55
利润总额	22,900.76	23,310.57	27,046.70	31,543.52	36,530.40
所得税	6,073.04	6,237.52	7,131.37	8,236.01	9,855.90
净利润	16,827.72	17,073.05	19,915.33	23,307.51	26,674.50
少数股东损益	4,480.14	4,651.50	5,209.85	5,384.03	5,385.58
归属于母公司净利润	12,347.58	12,421.55	14,705.48	17,923.47	21,288.92
每股收益(元)	1.04	1.05	1.24	1.51	1.80

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	13.18%	25.39%	19.10%	20.44%	17.95%
营业利润	19.72%	1.75%	14.53%	18.32%	16.00%
归属于母公司净利润	1.21%	0.60%	18.39%	21.88%	18.78%
获利能力					
毛利率	33.20%	29.01%	28.91%	28.13%	27.97%
净利率	10.00%	8.03%	7.98%	8.07%	8.13%
ROE	17.26%	13.92%	14.84%	16.03%	16.81%
ROIC	11.64%	11.01%	12.32%	12.59%	13.45%
偿债能力					
资产负债率	75.95%	74.76%	75.53%	76.03%	74.42%
净负债率	122.12%	126.25%	143.22%	145.89%	162.43%
流动比率	1.73	1.73	1.70	1.59	1.46
速动比率	0.43	0.53	0.48	0.49	0.46
营运能力					
应收账款周转率	4.53	4.19	4.36	4.34	4.33
存货周转率	0.44	0.52	0.55	0.57	0.62
总资产周转率	0.32	0.36	0.36	0.38	0.40
每股指标(元)					
每股收益	1.04	1.05	1.24	1.51	1.80
每股经营现金流	1.50	2.87	-0.38	1.32	4.56
每股净资产	6.03	7.53	8.36	9.43	10.68
估值比率					
市盈率	12.56	12.49	10.55	8.65	7.29
市净率	2.17	1.74	1.57	1.39	1.23
EV/EBITDA	8.30	7.19	8.82	7.41	5.43
EV/EBIT	8.44	7.40	8.88	7.45	5.47

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com