

## 业绩超预期, 持续受益资源整合

### 投资要点

- **事件:** 公司近日发布业绩快报, 2017 年实现营业收入 1450.4 亿 (-6.3%), 实现归属于上市公司股东净利润 156.8 亿 (+26.3%), 加权平均 ROE 为 16.4%, 相比上年同期提高了 0.83 个百分点。
- **业绩进入持续增长通道, 增速超市场预期。** 受项目结转进度及营业税改革的影响, 2017 年公司营收小幅度下降, 但净利润同比却实现大幅度增长, 主要原因是房地产结转项目毛利率抬升、结算项目权益比提高以及投资收益增加所致。2016-2017 年销售单价上涨导致的毛利率向好趋势还会延续到 2018 年和 2019 年业绩中去, 再考虑公司销售额的高速增长, 公司业绩将进入持续增长通道。
- **销售维持高增长, 2018 大幅增长依旧可期。** 报告期内, 公司房地产实现签约面积 2242 万平方米 (+40.3%), 实现销售金额 3092 亿 (+47.2%), 同比增速高于上半年, 下半年销售持续超预期。我们预计公司 2018 年销售额在 4000-4500 亿, 预计依然有 40% 左右的增长。公司未售资源丰富, 战略布局合理 (深耕核心一二线城市), 与 2018 年一二线销售反弹趋势契合度高。
- **拿地态度积极, 坚持一二线深耕策略。** 2017 年公司总体上新增土地储备计容建面约 4550 万平米, 总代价约 2760 亿, 权益成本约 1700 亿。从拿地项目来看, 公司虽然也在进入新城市, 但仍然以一二线城市为主 (报告期拓展金额占比 82%)。截止 2017 年底, 公司未开发项目建面超过 9000 万平米, 充足的土地资源为未来销售的增长提供保障。
- **持续受益国资地产资源整合, 迈向行业前三。** 公司作为央企地产排头兵, 持续受益国资背景的地产资源整合, 中航工业房地产业务和保利香港的股权收购只是开端, 公司外延式的增长空间不可限量。保利地产将进一步扩大业务区域及城市群的覆盖, 提高开发销售周转速度, 利用央企优势继续强化土地资源的获取力度, 未来三年行业地位有望从目前的前五迈向行业前三。
- **盈利预测与投资建议。** 公司预告业绩比我们预测的高出 9%, 暂时不调整盈利预测, 考虑到公司销售持续上量, 我们判断公司合理市值在 2500 亿左右, 相当于 2018 年市销率仅 56%, 对应目标价 21.0 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 公司销售或行业资源整合低于预期。

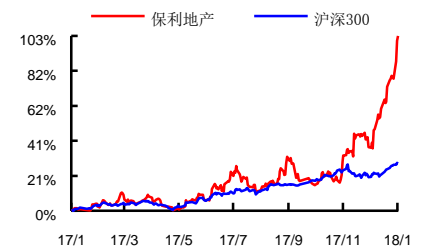
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	154773.28	166360.47	190667.55	223929.58
增长率	25.39%	7.49%	14.61%	17.45%
归属母公司净利润 (百万元)	12421.55	14413.31	18347.03	21333.36
增长率	0.60%	16.03%	27.29%	16.28%
每股收益 EPS (元)	1.05	1.22	1.55	1.80
净资产收益率 ROE	14.46%	14.23%	15.81%	15.82%
PE	17	15	12	10
PB	1.80	1.58	1.36	1.17

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 胡华如  
执业证号: S1250517060001  
电话: 0755-23900571  
邮箱: hhr@swsc.com.cn  
联系人: 郭泰  
电话: 0755-23618550  
邮箱: gtai@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	118.58
流通 A 股(亿股)	117.36
52 周内股价区间(元)	9.14-17.93
总市值(亿元)	2,126.22
总资产(亿元)	6,326.24
每股净资产(元)	7.94

### 相关研究

1. 保利地产 (600048): 实施项目跟投, 力冲行业前三 (2017-12-25)
2. 保利地产 (600048): 收购保利香港, 资源整合浪潮呼之欲出 (2017-12-02)
3. 保利地产 (600048): 储备丰富, 稳中向好 (2017-10-27)
4. 保利地产 (600048): 稳健向好, 受益国资整合 (2017-08-30)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	154773.28	166360.47	190667.55	223929.58	净利润	17073.05	19185.89	24778.74	28755.38
营业成本	109880.68	115023.20	128858.43	150727.43	折旧与摊销	786.63	198.24	200.14	202.52
营业税金及附加	15035.05	16235.57	18579.14	21831.48	财务费用	2233.93	3339.35	3087.36	2934.18
销售费用	3544.88	4159.01	4290.02	6135.67	资产减值损失	-40.41	-17.43	26.64	36.46
管理费用	2266.51	2828.13	3336.68	4299.45	经营营运资本变动	10127.38	19232.89	-26926.06	2324.96
财务费用	2233.93	3339.35	3087.36	2934.18	其他	3873.38	-1131.78	-1180.02	-1104.46
资产减值损失	-40.41	-17.43	26.64	36.46	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>34053.96</b>	<b>40807.16</b>	<b>-13.19</b>	<b>33149.05</b>
投资收益	1246.92	1184.58	1125.35	1069.08	资本支出	-342.52	201.30	196.60	198.70
公允价值变动损益	23.65	5.91	7.39	9.24	其他	-12716.21	2782.05	-255.32	409.90
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-13058.73</b>	<b>2983.35</b>	<b>-58.72</b>	<b>608.60</b>
<b>营业利润</b>	<b>23123.22</b>	<b>25983.12</b>	<b>33622.01</b>	<b>39043.22</b>	短期借款	-2691.90	-1334.25	1750.38	175.11
其他非经营损益	187.35	183.68	184.90	184.50	长期借款	2454.81	2014.13	1799.24	1428.69
<b>利润总额</b>	<b>23310.57</b>	<b>26166.81</b>	<b>33806.92</b>	<b>39227.72</b>	股权融资	9033.18	0.63	0.00	0.00
所得税	6237.52	6980.92	9028.18	10472.34	支付股利	-3711.07	-2484.31	-2882.66	-3669.41
净利润	17073.05	19185.89	24778.74	28755.38	其他	-16413.71	-5846.13	-3547.07	-3348.24
少数股东损益	4651.50	4772.58	6431.71	7422.02	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-11328.68</b>	<b>-7649.93</b>	<b>-2880.11</b>	<b>-5413.85</b>
归属母公司股东净利润	12421.55	14413.31	18347.03	21333.36	<b>现金流量净额</b>	<b>9773.26</b>	<b>36140.58</b>	<b>-2952.02</b>	<b>28343.80</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	46983.82	83124.40	80172.38	108516.18	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	79712.49	82304.89	94722.91	110185.22	销售收入增长率	25.39%	7.49%	14.61%	17.45%
存货	303303.58	317480.34	355752.61	416205.66	营业利润增长率	1.75%	12.37%	29.40%	16.12%
其他流动资产	5122.13	2718.62	4673.75	4574.24	净利润增长率	1.46%	12.38%	29.15%	16.05%
长期股权投资	14751.15	14751.15	14751.15	14751.15	EBITDA 增长率	2.47%	12.92%	25.03%	14.28%
投资性房地产	11421.35	9297.27	10050.08	10256.23	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	3479.95	3076.14	2677.04	2270.83	毛利率	29.01%	30.86%	32.42%	32.69%
无形资产和开发支出	38.81	50.75	60.78	73.44	三费率	5.20%	6.21%	5.62%	5.97%
其他非流动资产	3183.48	3708.33	4335.90	4790.49	净利率	11.03%	11.53%	13.00%	12.84%
<b>资产总计</b>	<b>467996.77</b>	<b>516511.89</b>	<b>567196.60</b>	<b>671623.45</b>	ROE	14.46%	14.23%	15.81%	15.82%
短期借款	409.00	-925.25	825.13	1000.24	ROA	3.65%	3.71%	4.37%	4.28%
应付和预收款项	188456.33	219840.46	239361.23	307747.03	ROIC	11.19%	14.12%	17.19%	18.12%
长期借款	68866.55	70880.68	72679.92	74108.61	EBITDA/销售收入	16.89%	17.75%	19.36%	18.84%
其他负债	92162.94	91918.08	97636.32	106987.59	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>349894.83</b>	<b>381713.97</b>	<b>410502.60</b>	<b>489843.48</b>	总资产周转率	0.36	0.34	0.35	0.36
股本	11857.81	11858.44	11858.44	11858.44	固定资产周转率	48.55	55.12	72.87	101.15
资本公积	14886.68	14886.68	14886.68	14886.68	应收账款周转率	65.12	79.63	73.48	76.84
留存收益	62502.47	74431.47	89895.84	107559.79	存货周转率	0.37	0.37	0.38	0.39
归属母公司股东权益	89253.19	101176.59	116640.96	134304.91	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	114.30%	—	—	—
少数股东权益	28848.76	33621.34	40053.05	47475.06	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>118101.95</b>	<b>134797.93</b>	<b>156694.00</b>	<b>181779.98</b>	资产负债率	74.76%	73.90%	72.37%	72.93%
负债和股东权益合计	467996.77	516511.89	567196.60	671623.45	带息债务/总负债	28.41%	26.22%	25.24%	21.48%
					流动比率	1.73	1.73	1.74	1.66
					速动比率	0.53	0.60	0.58	0.58
					股利支付率	29.88%	17.24%	15.71%	17.20%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.05	1.22	1.55	1.80
					每股净资产	9.96	11.37	13.21	15.33
					每股经营现金	2.87	3.44	0.00	2.80
					每股股利	0.31	0.21	0.24	0.31
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	26143.77	29520.72	36909.52	42179.92					
PE	17.12	14.75	11.59	9.97					
PB	1.80	1.58	1.36	1.17					
PS	1.37	1.28	1.12	0.95					
EV/EBITDA	9.20	7.06	5.73	4.34					
股息率	1.75%	1.17%	1.36%	1.73%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn