

保利地产 (600048) / 房地产开发

2017 年业绩跟踪快评:

业绩、规模、融资的确定“三重击”，给予确定性的估值溢价

评级: 买入(维持)

市场价格: 18.42

分析师: 倪一琛

执业证书编号: S0740517100003

电话: 021-20315288

Email: niyc@r.qizq.com.cn

分析师: 周子涵

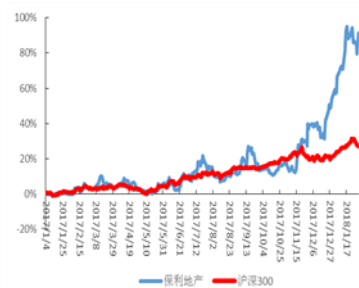
执业证书编号: S0740517100001

Email: zhouzh@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	118.58
流通股本(百万股)	117.36
市价(元)	18.42
市值(百万元)	218,432
流通市值(百万元)	216,177

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 2017 年业绩快报点评: 业绩超预期、机制升级、成长提速
- 2 保利地产实施跟投点评
- 3 保利地产 11 月销售点评

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	123,429	154,773	149,060	199,861	277,614
增长率 yoy%	13.2%	25.4%	-3.7%	34.1%	38.9%
净利润	12,348	12,422	15,685	20,156	26,558
增长率 yoy%	1.2%	0.6%	26.3%	28.5%	31.8%
每股收益(元)	1.15	1.10	1.32	1.70	2.24
净资产收益率	23.5%	19.1%	17.1%	18.5%	21.4%
P/E		16.7	14	10.8	8.2
P/B					

备注:

投资要点

自我们 2017 年 11 月 13 日发布公司深度报告《业绩拐点已临、规模增长可期》以来，对于公司资源拐点（17 年 11 月底收购保利香港 50% 股权）、机制拐点（17 年 12 月实施跟投机制）、规模拐点（17 年销售额突破 3000 亿）、业绩拐点（17 年净利增速 26% 超预期）的判断先后印证，公司成长步入快车道。站在目前的时点，我们认为公司具备“业绩、规模、融资的确定”三重击，应享受确定性的估值溢价：

■ 结算高峰、利润率改善带来确定业绩

和多数地产龙头股一致，公司未来两年较高的业绩确定性来源于：1、2016 至 2017 年行业回暖期销售项目陆续进入结算期，带来利润量和质的改善，一方面结算规模稳步攀升，增强业绩锁定度，截至 2017 年三季度末，公司预收账款/前四季度营收比重达到 161%，高于板块 131% 的平均水平。另一方面，公司毛利率迎来修复上行期，2017 年公司营业利润率同比扩大 2.6 个百分点；2、项目权益比趋于稳定，少数股东损益对净利分流下降，17 年前三季度少数股东损益占净利比重同比收窄 11.1 个百分点。

■ 充沛土储、相对“低基数”规模带来确定增长

2017 年积极拓展，公司土储规模稳步攀升，2017 年公司新增项目规划建面达到 4755 万平，是同期销售面积的 2.12 倍，据我们估算，截至 2017 年末，公司总可售货值接近 1.3 万亿，土储充沛。在 2017 年 12 月的股东大会上，董事长宋广菊明确表示未来两至三年公司要重回行业前三，与行业目前 TOP3 碧桂园、万科、恒大已经突破 5000 亿的年度销售体量相比，公司规模基数“相对较低”，2017 年销售额为 3092 亿元，因此我们认为在 3000 亿跨越至 5000 亿的过程中，公司规模腾挪空间、增长确定性相对更大。

■ 去杠杆下央企背书带来确定的融资优势

自 2017 年以来，行业整体去杠杆趋势明确，从房企主要的融资渠道来看：1、银行开发贷规模持续收缩，2017 年末全国房地产开发贷余额为 1.3 万亿元，同比下降 10.3%，连续两年下降；2、从债券发行规模来看（公司债、中票、短融），2017 年房企发债 2497 亿元，同比下降 72%，其中公司债降幅达到 90%；3、从信托等非标准渠道来看，随着银行、债券等渠道收紧，房地产信托在 2017 年再度爆发，根据用益信托网数据，2017 年房地产信托发行额达到 6378 亿元，同比增长 133.4%，2018 年 1 月发行额 543 亿元，同比增长 173%，虽然目前信托融资相对畅通，但从资金成本来看，18 年 1 月发行信托年化收益率达到 7.63%（17 年全年为 7.1%），相较公司债（2018 年 1 月发行利率为 5.98%）、银行开发贷（基准利率上浮 10-20%，接近 6%），信托融资成本偏高。

在整个行业流动性收紧背景下，我们认为公司凭借央企背书，具备明确的融资优势：**1、较低的融资成本**：2017 年公司综合融资成本约 4.9%，较 2016 年扩大约 0.2 个百分点，但仍处于行业最低水平之一；**2、多元的融资渠道**：公司通过银行、债券、海外发债、ABS 等渠道仍可获取可观的低息资金，如 2017 年 11 月发行中票 25 亿元（利率 5.4%）及发行国内首单 CMBS（规模 35.3 亿元、利率 4.88%），2017 年 10 月发首单央企住宅租赁类 REITs 获批（规模 50 亿）、2018 年 1 月发行 5 亿美元债（利率 3.95%）等；**3、较低的信托等非标准融资依赖度**：公司 2017 年前三季度净增借款余额 830.62 亿，其中银行贷款和债券占比达到 80.3%，信托贷款和保险债权计划比重仅 19.7%，侧面反映了公司较高的资金利用效率。

■ **给予确定性的估值溢价，维持“买入”评级**

公司具备确定的业绩、确定的规模增长、确定的融资优势，作为板块最具确定性的标的之一，我们认为公司应享受确定性的估值溢价，预计 18、19 年 EPS 为 1.7、2.24 元，对应当前 PE 为 10.8、8.2x 估值，维持“买入”评级。

■ **风险提示事件：由于利率上行和调控收紧导致公司销售和利润率不达预期等**

图表：公司盈利预测表

利润表					资产负债表				
指标名称	2016	2017E	2018E	2019E	指标名称	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	154,773	149,060	199,861	277,614	货币资金	46,984	92,768	115,500	150,000
减：					预付账款	39,313	77,700	120,435	168,609
营业成本	109,881	102,018	135,762	190,029	存货	303,304	461,610	762,137	1,205,663
毛利率	29.0%	31.6%	32.1%	31.5%	其他流动资产	43,910	44,951	44,951	44,951
营业税金及附加	15,035	15,373	21,161	29,135	流动资产	435,122	679,754	1,047,134	1,575,134
营业费用	3,545	4,839	6,016	7,789	投资性房地产	11,421	12,040	12,810	13,810
营业费用率	2.3%	3.2%	3.0%	2.8%	递延所得税资产	1,823	3,337	5,096	7,339
管理费用	2,267	3,247	4,036	5,224	非流动资产	32,875	45,837	55,416	77,855
管理费用率	1.5%	2.2%	2.0%	1.9%	资产总计	467,997	725,591	1,102,549	1,652,989
财务费用	2,234	2,130	2,910	5,885	短期借款	409	4,354	9,251	16,596
财务费用率	1.4%	1.4%	1.5%	2.1%	应付账款	39,523	48,271	59,938	75,285
资产减值损失	-40	0	0	0	预收款项	155,543	324,841	520,936	756,470
营业利润	23,100	25,140	32,317	45,055	应交税费	-9,417	-24,177	-39,797	-58,136
营业利润率	14.9%	16.9%	16.2%	16.2%	其他流动负债	64,738	103,866	122,487	163,435
营业外收入	311	0	0	0	流动负债	250,796	457,156	672,816	953,650
营业外支出	123	0	0	0	长期负债	68,867	130,938	267,431	502,524
利润总额	23,311	25,140	32,317	45,055	递延所得税负债	105	1,420	3,056	5,181
所得税费用	6,238	7,159	9,149	12,667	非流动性负债	99,099	132,359	270,488	507,707
所得税率	26.8%	28.5%	28.3%	28.1%	负债合计	349,895	589,514	943,305	1,461,357
净利润	17,073	17,981	23,168	32,388	股本	11,858	11,858	11,858	11,858
少数股东损益	4,651	2,296	3,012	5,830	少数股东权益	28,849	31,145	34,157	39,987
归属母公司股东的净利润	12,422	15,685	20,156	26,558	股东权益合计	118,102	136,076	159,245	191,633
					负债及股东权益总计	467,997	725,591	1,102,549	1,652,989
现金流量表					主要财务指标				
指标名称	2016	2017E	2018E	2019E	增长率 (%)	2016	2017E	2018E	2019E
销售商品、提供劳务收入	176,902	317,244	394,571	511,348	营业收入	25.4%	-3.7%	34.1%	38.9%
减：购买商品、接受劳务支出	117,256	284,373	454,949	642,490	营业利润	1.8%	8.7%	28.5%	39.4%
职工支出	3,771	4,638	5,775	7,500	净利润	0.6%	26.3%	28.5%	31.8%
税费支出	23,260	40,018	49,745	64,396	利润率 (%)				
经营现金流	34,054	-11,784	-115,898	-203,038	毛利率	19.1%	17.1%	18.5%	21.4%
取得借款	55,671	87,085	185,026	331,919	EBIT Margin	15.6%	16.4%	17.1%	17.0%
发行债券	12,955	0	0	0	EBITDA Margin	15.6%	15.8%	16.5%	16.4%
偿还债务	77,660	13,233	25,014	48,533	回报率 (%)				
融资现金流	-11,329	66,415	145,185	254,375	ROE	19.1%	17.1%	18.5%	21.4%
现金及现金等价物净增额	9,773	45,784	22,732	34,500	ROA	3.6%	2.5%	2.1%	2.0%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的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, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。