

## 业绩开启高增长，融资成本保持低位

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2017 年年报, 实现营业收入 1463.4 亿元 (-5.5%); 实现归属于上市公司股东的净利润 156.3 亿元 (+25.8%); 毛利率为 31.1%, 较上年增长了 2.1 个百分点; 净利率为 13.5%, 较上年增长了 2.4 个百分点; 加权平均 ROE 为 16.3%, 相比上年同期提高了 0.8 个百分点。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。
- **可售资源丰富, 2018 年销售额有望突破 4000 亿。** 2017 年, 公司房地产实现销售金额 3092 亿 (+47.2%), 签约面积为 2242 万平方米 (+40.3%), 销售单价为 13790 元/平方米 (+4.9%), 公司 2017 年销售额排名第五, 保持行业龙头地位。公司聚焦核心城市群, 重点城市表现突出, 三大核心城市群销售占比近 70%, 粤港澳大湾区销售近千亿。同时, 公司未售资源丰富, 拿地保持积极态势, 可售资源丰富优质。2018 年一季度公司销售额 869 亿元, 同比大幅增长 51.4%, 我们预计公司 2018 年销售额有望超过 4000 亿。
- **拿地持续保持积极, 土地储备充足。** 2017 年公司新增土地储备计容建面约 4520 万平方米 (+88%), 总成本约为 2765 亿 (128%)。公司市场化并购能力凸显, 通过并购等方式新增土储计容建面 2190 万平方米, 占比 48%。截止 2017 年底, 公司待开发项目建面约 9090 万平方米, 充足的土地资源为未来销售的增长提供强力保障。公司坚持一二线城市重点城市布局, 深耕城市群, 公司一二线城市土储占比 63%, 而三线城市土储中, 珠三角、长三角和京津冀等城市圈占比 68%。
- **杠杆合理抬升, 多样化融资保持低融资成本。** 公司资产负债率为 77.3%, 较上年小幅抬升 2.5 个百分点。公司有息负债中, 一年内到期有息负债占比仅 14%, 债务风险安全可控。公司融资渠道多样化, “中联前海开源-保利地产租赁住房一号资产支持专项计划”获批, 成为全国首单房企租赁住房 REITs; 公司首单 CMBS 发行利率仅 4.88%; 公司有息负债综合成本仅 4.82%, 处于行业低位。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.80 元、2.40 元、3.00 元, 对应 PE 分别为 7 倍、6 倍、4 倍。考虑到公司将持续受益国企地产资源整合, 给予 18 年 10 倍估值, 目标价 18.00 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 公司销售或行业资源整合或低于预期, 利率上行等因素或导致融资成本上升等风险。

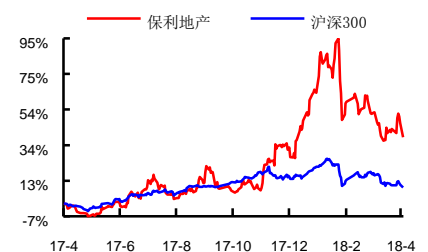
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	146341.8	197930.7	256128.1	321271.9
增长率	-5.4%	35.3%	29.4%	25.4%
归属母公司净利润 (百万元)	15625.9	21299.1	28434.6	35612.7
增长率	25.8%	36.3%	33.5%	25.2%
每股收益 EPS (元)	1.32	1.80	2.40	3.00
净资产收益率 ROE	12.4%	15.7%	17.6%	18.4%
PE	10.0	7.4	5.5	4.4
PB	0.99	0.88	0.75	0.63

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

### 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)	9.17-18.69
总市值(亿元)	1570.06
总资产(亿元)	6965
每股净资产(元)	8.6

### 相关研究

1. 保利地产 (600048): 业绩超预期, 持续受益资源整合 (2018-01-17)
2. 保利地产 (600048): 实施项目跟投, 力冲行业前三 (2017-12-25)
3. 保利地产 (600048): 收购保利香港, 资源整合浪潮呼之欲出 (2017-12-02)
4. 保利地产 (600048): 储备丰富, 稳中向好 (2017-10-27)
5. 保利地产 (600048): 稳健向好, 受益国企资源整合 (2017-08-30)

### 关键假设：

假设 1：公司 2017 年销售金额远大于同期结算金额，随着 2018 年项目结转以及销售的大幅增长，预计公司 2018 年将释放大量业绩，我们预计 2018 年销售额有望突破 4000 亿，预计 2018-2020 年房地产业务规模保持 35%、29%、25% 的增速，毛利率继续优化，维持在 33% 左右；

假设 2：其他主营业务主要包括建筑、装饰、租赁、物业管理、销售代理、展览、酒店、服务费等收入，房地产销售的大幅增长，将带动其他主营业务规模的大幅增长，预计 2018-2020 年其他主营业务增速分别为 40%、36%、32%，毛利率维持在 42% 左右；

假设 3：其他业务规模保持不变，且毛利率维持基本不变。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
合计	收入	146341.8	197930.6	256128.1	321271.9
	增速	-5.4%	35.3%	29.4%	25.4%
	毛利率	31.1%	33.6%	33.6%	33.6%
房地产业务	收入	137463.4	185575.6	239392.5	299240.6
	增速	-6.5%	35.0%	29.0%	25.0%
	毛利率	30.5%	33.0%	33.0%	33.0%
其他主营业务	收入	8691.6	12168.2	16548.8	21844.4
	增速	14.2%	40.0%	36.0%	32.0%
	毛利率	38.9%	42.0%	42.0%	42.0%
其他业务	收入	186.8	186.8	186.8	186.8
	增速	-10.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	85.4%	85.4%	85.4%	85.4%

数据来源：公司公告，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	146341.82	197930.65	256128.15	321271.90	净利润	19677.20	27956.48	37077.44	46264.99
营业成本	100872.42	131420.44	170018.51	213188.22	折旧与摊销	792.00	211.20	213.10	215.47
营业税金及附加	12456.67	17641.11	22485.98	28348.13	财务费用	2391.76	6293.84	6933.59	8346.11
销售费用	3866.21	4354.47	5634.82	7067.98	资产减值损失	66.12	-17.43	16.00	16.00
管理费用	2844.84	2968.96	3841.92	4819.08	经营营运资本变动	-93963.30	-7807.21	-89460.86	-78268.77
财务费用	2391.76	6293.84	6933.59	8346.11	其他	41740.36	-1337.57	-1663.38	-1403.97
资产减值损失	66.12	-17.43	16.00	16.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-29295.86</b>	<b>25299.30</b>	<b>-46884.10</b>	<b>-24830.18</b>
投资收益	1680.43	1596.40	1516.58	1440.76	资本支出	-1114.47	201.30	196.60	198.70
公允价值变动损益	-0.59	5.77	7.21	9.01	其他	-15836.25	5135.35	-120.70	305.10
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>-16950.72</b>	<b>5336.65</b>	<b>75.90</b>	<b>503.80</b>
<b>营业利润</b>	<b>25526.92</b>	<b>36871.44</b>	<b>48721.11</b>	<b>60936.15</b>	短期借款	2657.94	-3992.19	1750.38	32828.54
其他非经营损益	172.53	177.47	175.82	176.37	长期借款	78787.30	2014.13	1799.24	1428.69
<b>利润总额</b>	<b>25699.45</b>	<b>37048.91</b>	<b>48896.94</b>	<b>61112.52</b>	股权融资	576.41	0.00	0.00	0.00
所得税	6022.25	9092.43	11819.49	14847.53	支付股利	0.00	-3125.18	-4259.83	-5686.91
净利润	19677.20	27956.48	37077.44	46264.99	其他	-14624.07	-16781.23	-7937.48	-9277.14
少数股东损益	4051.31	6657.35	8642.89	10652.24	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>67397.58</b>	<b>-21884.47</b>	<b>-8647.68</b>	<b>19293.18</b>
归属母公司股东净利润	15625.89	21299.13	28434.55	35612.74	<b>现金流量净额</b>	<b>21012.85</b>	<b>8751.48</b>	<b>-55455.89</b>	<b>-5033.20</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	67801.20	76552.68	21096.79	16063.59	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	119666.13	135108.83	187727.04	228454.74	销售收入增长率	-5.45%	35.25%	29.40%	25.43%
存货	439039.61	571750.41	739869.20	927700.32	营业利润增长率	10.40%	44.44%	32.14%	25.07%
其他流动资产	19649.98	16437.30	27719.96	30725.27	净利润增长率	15.25%	42.08%	32.63%	24.78%
长期股权投资	23450.65	23450.65	23450.65	23450.65	EBITDA 增长率	9.82%	51.08%	28.80%	24.40%
投资性房地产	16525.03	12459.33	13468.57	14150.97	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	4586.29	4180.43	3779.26	3371.00	毛利率	31.07%	33.60%	33.62%	33.64%
无形资产和开发支出	50.58	64.80	77.13	92.09	三费率	6.22%	6.88%	6.41%	6.30%
其他非流动资产	5682.28	6193.94	6808.32	7249.72	净利率	13.45%	14.12%	14.48%	14.40%
<b>资产总计</b>	<b>696451.75</b>	<b>846198.37</b>	<b>1023996.93</b>	<b>1251258.36</b>	ROE	12.44%	15.72%	17.60%	18.42%
短期借款	3066.94	-925.25	825.13	33653.67	ROA	2.83%	3.30%	3.62%	3.70%
应付和预收款项	264261.61	380692.07	496652.27	620398.64	ROIC	10.21%	12.44%	13.50%	13.14%
长期借款	147653.85	149667.98	151467.22	152895.91	EBITDA/销售收入	19.62%	21.91%	21.81%	21.63%
其他负债	123229.68	138958.55	164429.68	193109.43	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>538212.09</b>	<b>668393.35</b>	<b>813374.30</b>	<b>1000057.65</b>	总资产周转率	0.25	0.26	0.27	0.28
股本	11858.44	11858.44	11858.44	11858.44	固定资产周转率	39.98	50.77	73.29	103.96
资本公积	15462.46	15462.46	15462.46	15462.46	应收账款周转率	84.43	93.91	93.50	91.75
留存收益	74392.95	92566.90	116741.63	146667.46	存货周转率	0.27	0.26	0.26	0.26
归属母公司股东权益	106979.80	119887.80	144062.53	173988.36	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	142.45%	—	—	—
少数股东权益	51259.87	57917.22	66560.10	77212.35	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>158239.67</b>	<b>177805.02</b>	<b>210622.63</b>	<b>251200.71</b>	资产负债率	77.28%	78.99%	79.43%	79.92%
负债和股东权益合计	696451.75	846198.37	1023996.93	1251258.36	带息债务/总负债	33.10%	26.36%	22.10%	21.40%
					流动比率	1.78	1.63	1.54	1.47
					速动比率	0.57	0.46	0.37	0.34
					股利支付率	0.00%	14.67%	14.98%	15.97%
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	28710.68	43376.47	55867.80	69497.73					
PE	10.05	7.37	5.52	4.41					
PB	0.99	0.88	0.75	0.63					
PS	1.07	0.79	0.61	0.49					
EV/EBITDA	8.32	5.40	5.17	4.67					
股息率	0.00%	1.99%	2.71%	3.62%					
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.32	1.80	2.40	3.00
					每股净资产	13.34	14.99	17.76	21.18
					每股经营现金	-2.47	2.13	-3.95	-2.09
					每股股利	0.00	0.26	0.36	0.48

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
	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
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@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
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyll@swsc.com.cn