



600048.CH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 13.15

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(10.1)	(10.0)	(26.7)	37.8
相对上证指数	(1.7)	(3.8)	(15.7)	42.6

发行股数(百万)	11,858
流通股(%)	99
流通股市值(人民币 百万)	154,333
3个月日均交易额(人民币 百万)	2,410
净负债比率(%) (2018E)	57
主要股东(%)	
保利南方集团有限公司	38

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2018年4月17日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

房地产: 房地产开发

晋蔚

(8610)66229394

jinwei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518010002

保利地产

业绩高增储备充足, 一主两翼战略再升级

保利地产 2017 年实现营业收入 1,463.1 亿元, 同比下滑 5.5%; 实现归属母公司净利润 156.3 亿元, 同比增长 25.8%; 每股收益 1.32 元, 同比增长 20%; 每 10 股派发现金股利 4.0 元。2017 年公司实现销售额 3,092.3 亿元, 同比增长 47.2%; 预售账款充足锁定 18 年业绩高增速。17 年公司新增土地储备 4,520 万方, 待开发建面 9,090 万方, 可保障 2-3 年开发需求。考虑到公司结算资源充足, 融资优势显著, 在行业集中度提升的背景下, 我们预计公司 2018-20 年 EPS 分别为 1.67/2.08/2.73 元, 对应 18 年 PE7.9 倍, 给予买入评级。

支撑评级的要点

- **经营业绩迎改善, 18 年利润有望持续高增。**2017 年公司实现营业收入 1,463.1 亿元, 同比下滑 5.5%; 实现归母净利润 156.3 亿元, 同比增长 25.8%; 17 年公司毛利率和净利率为 31.05% 和 13.45%, 分别较上年提升 2.05 和 2.42 个百分点; 净资产收益率 16.32%, 同比增长 0.79 个百分点。17 年营收下滑主要由于结算地下室、车位等低价项目带动整体结算均价下降 15% 至 9,925 元/平米, 预计 18 年将有所回升。17 年末预收账款 2,253.1 亿元, 覆盖 17 年营收超 1.5 倍; 业绩锁定性佳; 同时, 随着 16 年涨价项目进入结算期, 少数股东权益占比下降, 18 年业绩量价齐升可期。
- **销售增速创近年新高, 土储充足结构优化。**2017 年公司实现销售面积 2,242.4 万平方米, 销售金额 3,092.3 亿元, 分别同比增长 40.3%、47.2%, 销售均价同比增长 4.9% 至 13,790 元/平米。17 年公司销售回款 2,264 亿元, 回款率 85.5%。其中, 三大核心城市群销售占比近 70%, 一二线城市占比 82%, 三四线占比 18%。2017 年公司新增土地储备 204 宗, 建面 2,540 万方, 同比增长 88%; 待开发建面 9,090 万方, 保障未来 2-3 年开发需求; 其中, 一二线城市占比 63%, 三四线占比 37%。展望 2018 年, 公司计划新开工面积 3,300 万方, 可售资源充足。18 年一季度公司销售面积和销售额分别为 592.7 万方、869.3 亿元, 分别同比增长 41.7% 和 51.4%。
- **并购整合加速推进, 拓展商住滚动开发收入模式。**2017 年公司基本完成对中航地产的并购, 收购保利置业 50% 股权, 整合保利集团境内房地产业务, 巩固公司龙头地位。同时, 公司在房地产金融、物业、经纪业务、养老、商业经营等领域发展提速, 实现全产业链布局, 与房地产主业形成协同和互补, 逐渐形成商住滚动开发收入与利润模式。
- **杠杆提升维持可控, 融资渠道多元优势显著。**2017 年末公司资产负债率和净负债率分别为 77.3% 和 86.5%, 均较上年有所上升, 主要由于拿地增加及并购支出, 在扩张期属可控水平, 且成本优势明显, 平均新增有息负债综合成本仅为 4.98%; 公司作为央企性质龙头房企, 融资优势显著。

评级面临的主要风险

- 房地产行业销售大幅下滑, 利率大幅上行。

估值

- 我们预计公司 2018-20 年 EPS 分别为 1.67/2.08/2.73 元, 对应 18 年 PE7.9 倍, 给予买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	154,773	146,342	208,976	240,038	273,714
变动(%)	25	(5)	43	15	14
净利润(人民币 百万)	12,422	15,623	19,770	24,621	32,398
全面摊薄每股收益(人民币)	1.047	1.317	1.667	2.076	2.732
变动(%)	0.6	25.8	26.5	24.5	31.6
全面摊薄市盈率(倍)	12.6	10.0	7.9	6.3	4.8
价格/每股现金流量(倍)	4.6	(5.3)	4.1	35.2	34.2
每股现金流量(人民币)	2.87	(2.47)	3.22	0.37	0.38
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.9	10.8	6.3	5.8	5.3
每股股息(人民币)	0.315	0.400	0.506	0.630	0.829
股息率(%)	2.4	3.0	3.8	4.8	6.3

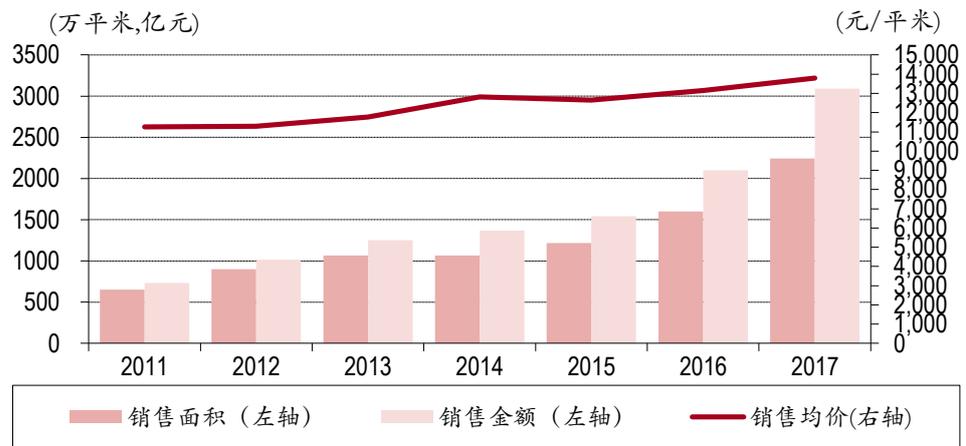
资料来源: 公司数据及中银证券预测

图表 1. 保利地产 2017 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2016 年	2017 年	同比变动(%)
营业收入	154,773	146,342	(5.4)
营业成本	(109,881)	(100,872)	(8.2)
营业税	(15,035)	(12,457)	(17.1)
毛利润	29,858	33,013	10.6
其他收入	40	(66)	(263.6)
销售费用	(3,545)	(3,866)	9.1
管理费用	(2,267)	(2,845)	25.5
营业利润	24,087	26,236	8.9
投资收益	1,271	1,680	32.2
财务费用	(2,234)	(2,392)	7.1
营业外收支	187	173	(7.9)
税前利润	23,311	25,696	10.2
所得税	(6,238)	(6,022)	(3.5)
少数股东权益	(4,651)	(4,051)	(12.9)
归属上市公司股东净利润	12,422	15,623	25.8
主要比率(%)			百分点增减
毛利率	19.3	22.6	3.3
经营利润率	15.6	17.9	2.4
净利率	8.0	10.7	2.6

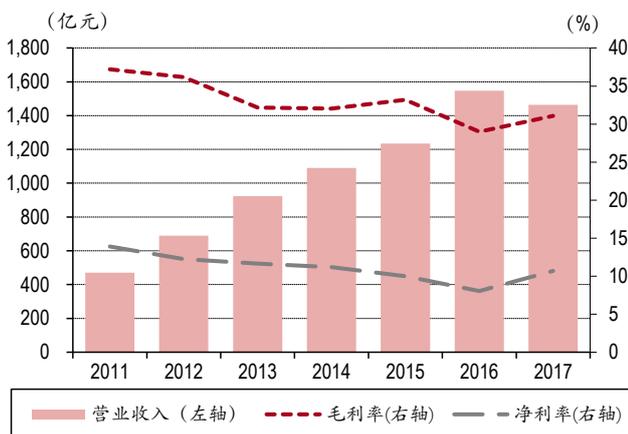
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 2. 销售面积、金额及均价



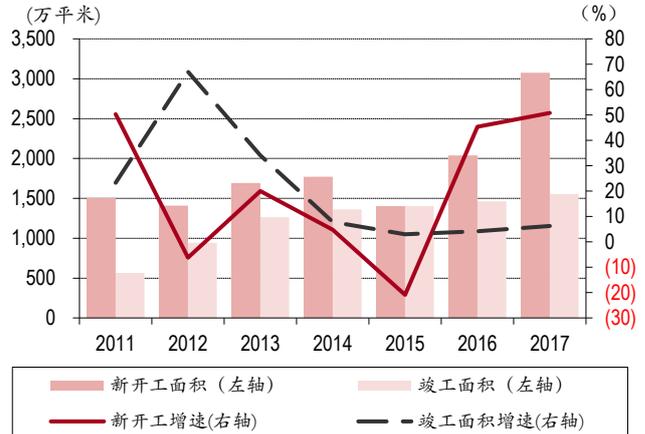
资料来源: 公司年报及中银证券

图表 3. 营业收入及利润率



资料来源: 公司年报及中银证券

图表 4. 新开工及竣工面积及增速



资料来源: 公司年报及中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	154,773	146,342	208,976	240,038	273,714
销售成本	(124,916)	(113,329)	(160,90)	(185,88)	(211,872)
经营费用	(5,025)	(5,918)	(7,111)	(8,258)	(9,502)
息税折旧前利润	24,833	27,095	40,965	45,891	52,340
折旧及摊销	(787)	(793)	(621)	(623)	(625)
经营利润(息税前利润)	24,046	26,302	40,344	45,268	51,715
净利息收入/(费用)	(1,196)	(1,538)	(9,389)	(9,745)	(9,933)
其他收益/(损失)	971	1,908	3,512	6,871	13,591
税前利润	23,311	25,696	32,950	41,033	53,993
所得税	(6,238)	(6,022)	(8,238)	(10,258)	(13,497)
少数股东权益	(4,651)	(4,051)	(4,943)	(6,155)	(8,098)
净利润	12,422	15,623	19,770	24,621	32,398
核心净利润	12,422	15,623	19,770	24,621	32,398
每股收益(人民币)	1.047	1.317	1.667	2.076	2.732
核心每股收益(人民币)	1.047	1.317	1.667	2.076	2.732
每股股息(人民币)	0.315	0.400	0.506	0.630	0.829
收入增长(%)	25	(5)	43	15	14
息税前利润增长(%)	(1)	9	53	12	14
息税折旧前利润增长(%)	1	9	51	12	14
每股收益增长(%)	1	26	27	25	32
核心每股收益增长(%)	1	26	27	25	32

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	46,984	67,801	105,492	94,603	95,800
应收帐款	40,558	66,221	52,244	60,010	68,428
库存	303,304	439,040	449,299	516,083	588,484
其他流动资产	44,276	73,095	50,483	58,367	66,528
流动资产总计	435,122	646,157	657,519	729,062	819,241
固定资产	3,223	4,105	4,719	5,335	5,951
无形资产	39	51	49	47	45
其他长期资产	29,613	46,139	46,916	46,374	45,922
长期资产总计	32,875	50,295	51,683	51,756	51,918
总资产	467,997	696,452	709,202	780,817	871,158
应付帐款	90,682	114,869	108,177	125,071	142,561
短期债务	13,233	29,495	30,756	31,431	40,645
其他流动负债	146,881	218,586	219,386	251,812	287,042
流动负债总计	250,796	362,950	358,319	408,314	470,248
长期借款	98,992	175,106	175,106	175,106	175,106
其他长期负债	107	156	156	156	156
股本	11,858	11,858	11,858	11,858	11,858
储备	77,395	95,121	109,061	126,394	149,161
股东权益	89,253	106,980	120,919	138,253	161,020
少数股东权益	28,849	51,260	54,702	58,988	64,628
总负债及权益	467,997	696,452	709,202	780,817	871,158
每股帐面价值(人民币)	7.53	9.02	10.20	11.66	13.58
每股有形资产(人民币)	8.29	9.02	10.19	11.65	13.57
每股净负债/(现金)(人民币)	6.07	11.54	8.46	9.44	10.12

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	23,311	25,696	32,950	41,033	53,993
折旧与摊销	787	793	621	623	625
净利息费用	1,707	2,514	10,906	11,106	11,312
运营资本变动	15,499	(50,182)	5,261	(31,370)	(34,450)
税金	(6,238)	(6,022)	(8,238)	(10,258)	(13,497)
其他经营现金流	(1,011)	(2,094)	(3,342)	(6,704)	(13,426)
经营活动产生的现金流	34,054	(29,296)	38,159	4,431	4,557
购买固定资产净值	(105)	(495)	0	0	0
投资减少/增加	(9,396)	(6,535)	1,518	1,361	0
其他投资现金流	(3,558)	(9,921)	1,411	(4,943)	0
投资活动产生的现金流	(13,059)	(16,951)	2,928	(3,582)	0
净增权益	10,441	15,869	0	0	0
净增债务	(9,035)	66,852	1,260	676	0
支付股息	(11,859)	(15,265)	(6,001)	(7,473)	0
其他融资现金流	(876)	(58)	1,411	(4,943)	0
融资活动产生的现金流	(11,329)	67,398	(3,330)	(11,741)	0
现金变动	9,667	21,151	37,757	(10,892)	4,557
期初现金	37,485	46,984	67,801	105,492	94,603
公司自由现金流	20,995	(46,247)	41,088	848	4,557
权益自由现金流	11,961	20,605	42,348	1,524	4,557

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	16.0	18.5	19.6	19.1	19.1
息税前利润率(%)	15.5	18.0	19.3	18.9	18.9
税前利润率(%)	15.1	17.6	15.8	17.1	19.7
净利率(%)	8.0	10.7	9.5	10.3	11.8
流动性					
流动比率(倍)	1.7	1.8	1.8	1.8	1.7
利息覆盖率(倍)	10.8	7.5	3.2	3.6	4.1
净权益负债率(%)	55.2	86.5	57.2	56.7	53.2
速动比率(倍)	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5
估值					
市盈率(倍)	12.6	10.0	7.9	6.3	4.8
核心业务市盈率(倍)	12.6	10.0	7.9	6.3	4.8
市净率(倍)	1.7	1.5	1.3	1.1	1.0
价格/现金流(倍)	4.6	(5.3)	4.1	35.2	34.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.9	10.8	6.3	5.8	5.3
周转率					
存货周转天数	864.3	1,195.4	1,007.6	947.8	951.4
应收帐款周转天数	87.4	133.2	103.5	85.3	85.6
应付帐款周转天数	182.4	256.3	194.8	177.3	178.4
回报率					
股息支付率(%)	41.1	39.7	40.5	40.5	40.5
净资产收益率(%)	15.5	15.9	17.3	19.0	21.7
资产收益率(%)	4.0	3.5	4.3	4.6	4.7
已运用资本收益率(%)	11.0	9.2	11.2	11.9	12.6

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371