中国平安 保险·银行·投资
平安证券 PING AN SECURITIES

地产
2018 年 04 月 27 日

保利地产 (600048)

销售开局靓丽，毛利率持续回升

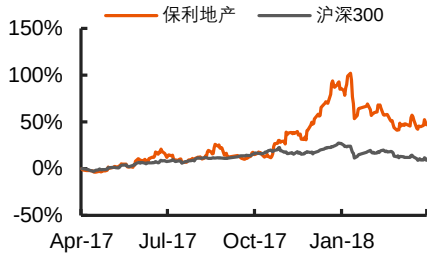
强烈推荐（维持）

现价：13.59 元

主要数据

行业	地产
公司网址	www.polycn.com www.gzpoly.com
大股东/持股	保利南方集团有限公司/38.05%
实际控制人	国务院国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	11,858
流通 A 股(百万股)	11,736
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值（亿元）	1,642.39
流通 A 股市值(亿元)	1,625.48
每股净资产(元)	9.02
资产负债率(%)	77.30

行情走势图



相关研究报告

《保利地产*600048*业绩靓丽，扩张积极》 2018-04-16
《保利地产*600048*业绩超出预期，发展持续提速》 2018-01-14
《保利地产*600048*激励持续完善，提速意愿明显》 2017-12-25

证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号 S1060514080002
0755-22621493
YANGKAN034@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项：保利公布 2018 年一季报，实现营收 201.3 亿，同比增长 12.4%，归母净利润 19.0 亿，同比增长 0.26%，对应 EPS0.16 元，符合预期。

平安观点：

- **预收充足，毛利率回升。**一季度实现营收 201.3 亿，同比增长 12.4%，归母净利润 19.0 亿，同比增长 0.26%。净利润增速低于营收增速主要因：1）期内并表项目少数股东损益占比提升 8.4 个百分点至 33.4%；2）受利息支出等影响，期间费用率同比提升 2.5 个百分点至 11.4%。期内毛利率同比提升 1.5 个百分点至 39.8%。从过去四年来看，一季度净利润平均仅占全年的 10%，考虑预收款较期初上涨 13.7%至 2562.8 亿，为 2017 年营收 175%，2018 年业绩高增仍有保障。

- **销售延续高增长，新开工积极。**公司一季度实现销售额 869.3 亿，同比增长 51.4%，市占率较上年末提升 1.1 个百分点至 3.4%；销售面积 592.8 万平，同比增长 41.7%。销售均价 14666 元/平米，较 2017 年全年增长 6.3%。期内新开工面积 659 万平，竣工面积 219 万平，分别同比增长 28.7%和 7.9%，完成年初计划的 20%和 11.5%。期末在建面积 6609 万平，同比增长 38.9%。持续保持较高开工增速为 2018 年提供充足可售货源，奠定销售增长基础。

- **拿地相对积极，步伐略有放缓。**一季度公司新拓展项目 33 个，新增容积率面积 717 万平米，总获取成本 488.63 亿元，分别占同期销售面积和销售金额的 121%和 56.2%，较 2017 年全年下降 80.6 个和 33.2 个百分点，其中一二线城市拓展金额占比 71.5%。考虑 2017 年已大幅补充土储，预计 2018 年步伐将略有放缓。平均楼面地价 6815 元/平米，较 2017 年全年上升 11.4%，为同期销售均价的 46.5%，较 2017 年上升 2.1 个百分点。期末可售建面 14875 万平，待开发面积 9542 万平，可保障未来 3-5 年开发规模。

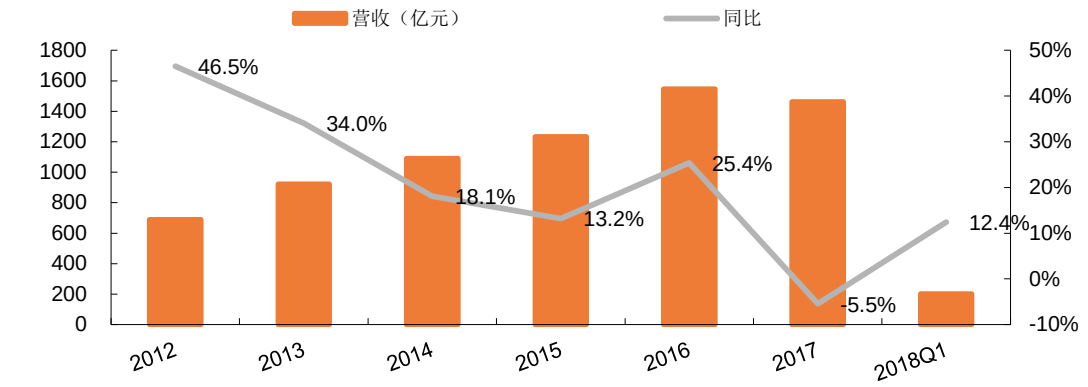
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	154752	146,306	178,640	225,801	286,090
YoY(%)	25.4	-5.5	22.1	26.4	26.7
净利润(百万元)	12422	15,626	20,304	25,823	32,344
YoY(%)	0.6	25.8	29.9	27.2	25.3
毛利率(%)	29.0	31.1	31.9	31.6	31.2
净利率(%)	8.0	10.7	11.4	11.4	11.3
ROE(%)	14.5	12.4	13.9	15.1	16.1
EPS(摊薄/元)	1.05	1.32	1.71	2.18	2.73
P/E(倍)	13.0	10.3	7.9	6.2	5.0
P/B(倍)	1.8	1.5	1.3	1.1	0.9

- **在手现金充沛，负债率有所上升。**期末在手现金 724.5 亿，为一年内到期负债总和(268 亿)的 270%，短期偿债压力较小。剔除预收款的资产负债率和净负债率分别为 44.8%和 101.5%，较期初持平和上升 15.1 个百分点。

- **投资建议：**从过去四年来看，一季度净利润平均仅占全年的 10%，考虑预收款较期初上涨 13.7%至 2562.8 亿，为 2017 年营收 175%，叠加 22.3%的计划竣工增速，2018 年业绩高增仍有保障。维持原有盈利预测，预计 2018-2019 年 EPS 分别为 1.71 元和 2.18 元，当前股价对应 PE 分别为 7.9 倍和 6.2 倍。公司激励制度不断完善、资源整合持续推进、提速发展意图明显，业绩及销售步入快速增长通道，维持“强烈推荐”评级。

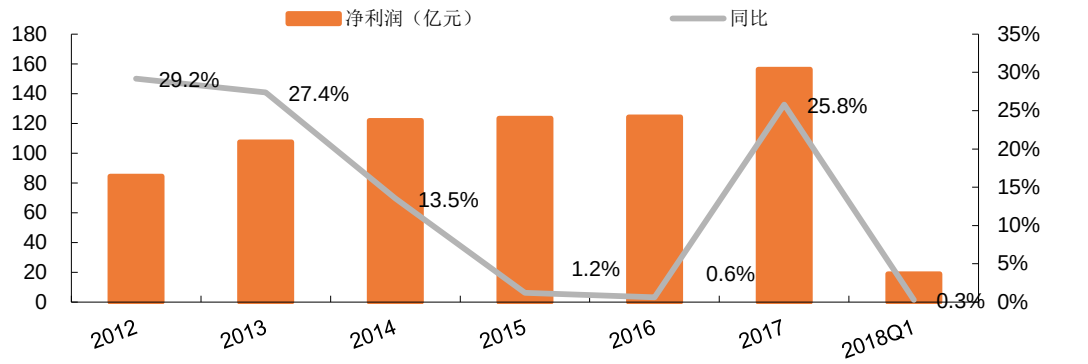
- **风险提示：** 1）房地产行业去杠杆信号不断加强，银行信贷、信托、资管通道、债券融资等融资方式均受到不同程度的限制，行业将面临一定的流动性风险；2）目前按揭利率连续 15 个月上行，置业成本上升或带来购买力恶化风险进而影响公司销售和业绩表现；3）随着货币政策的变化和金融市场的不断收紧，公司的融资成本面临上行风险，无论资本化还是费用化将影响公司盈利能力。

图表1　保利地产 2018Q1 营收同比增 12.4%



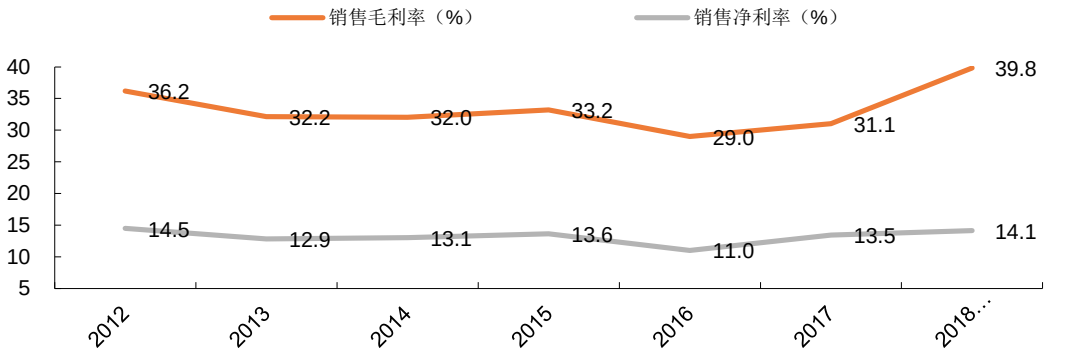
资料来源:wind，平安证券研究所

图表2　保利地产 2018Q1 归母净利润同比增长 0.26%



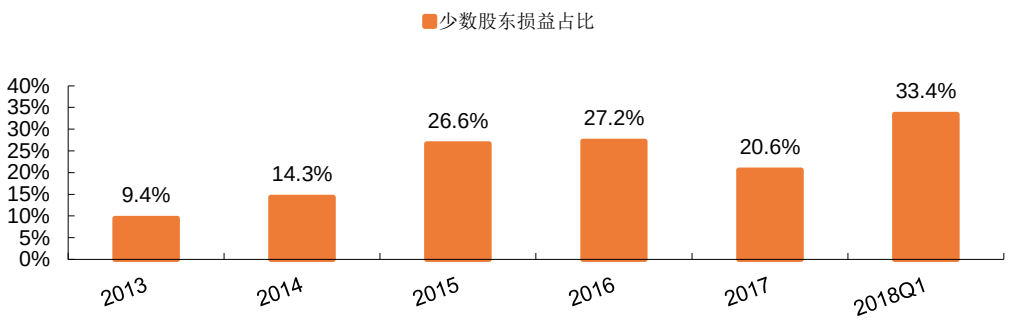
资料来源:wind，平安证券研究所

图表3　2018Q1 年盈利能力延续回升



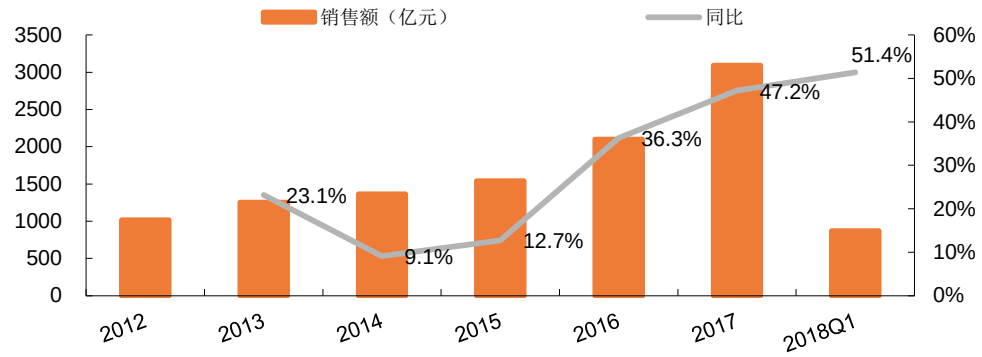
资料来源:wind，平安证券研究所

图表4　2018Q1 少数股东损益占比提升



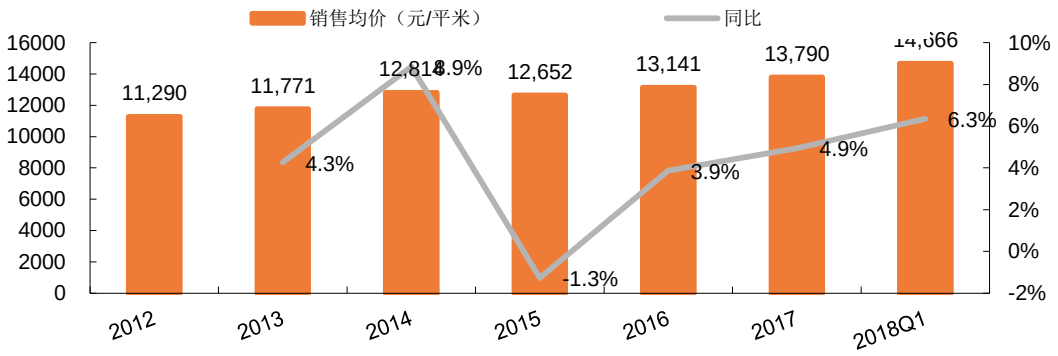
资料来源:wind，平安证券研究所

图表5　保利地产 2018Q1 销售额同比增长 51.4%



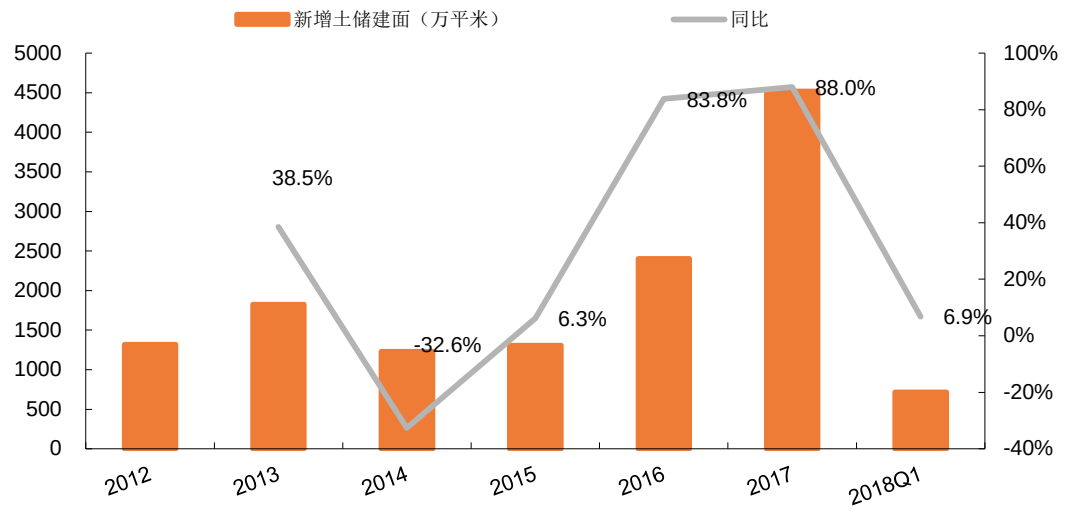
资料来源:wind，平安证券研究所

图表6　保利地产历年销售均价



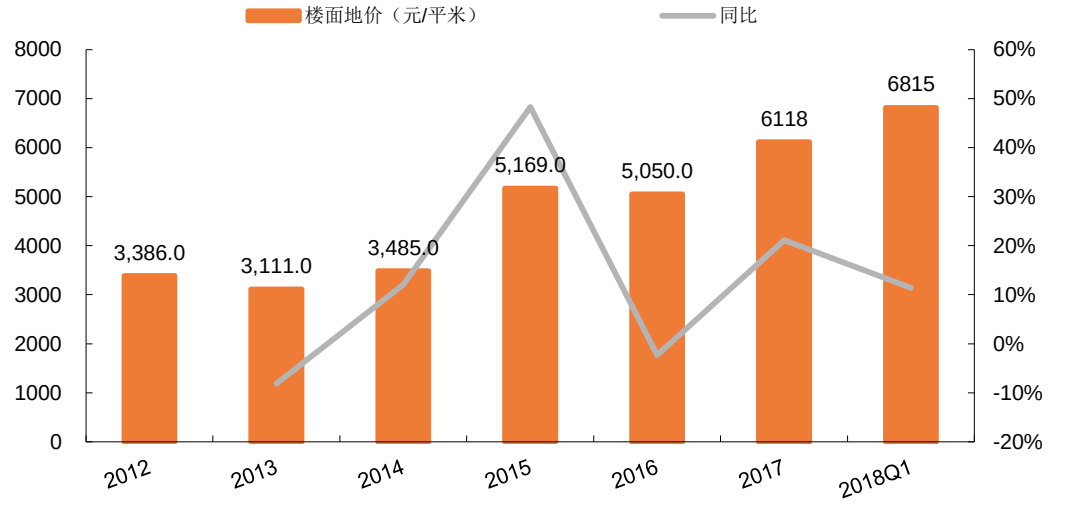
资料来源:wind，平安证券研究所

图表7　保利地产历年新增建面



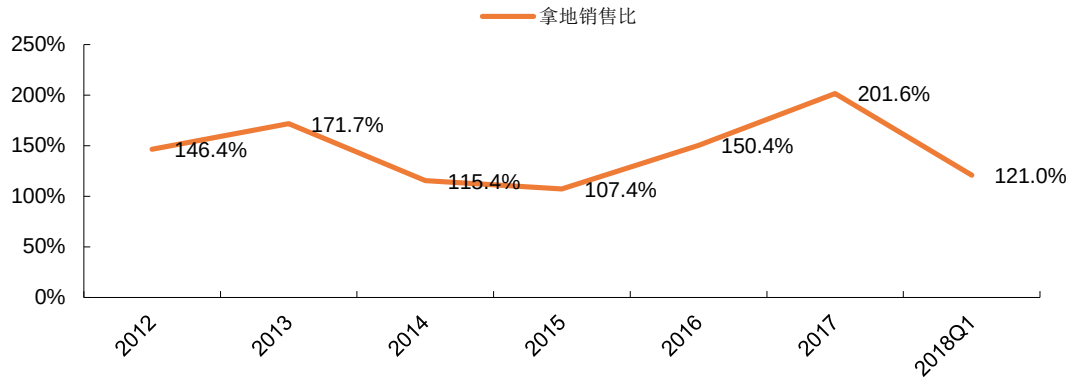
资料来源:wind，平安证券研究所

图表8　保利地产历年楼面地价走势



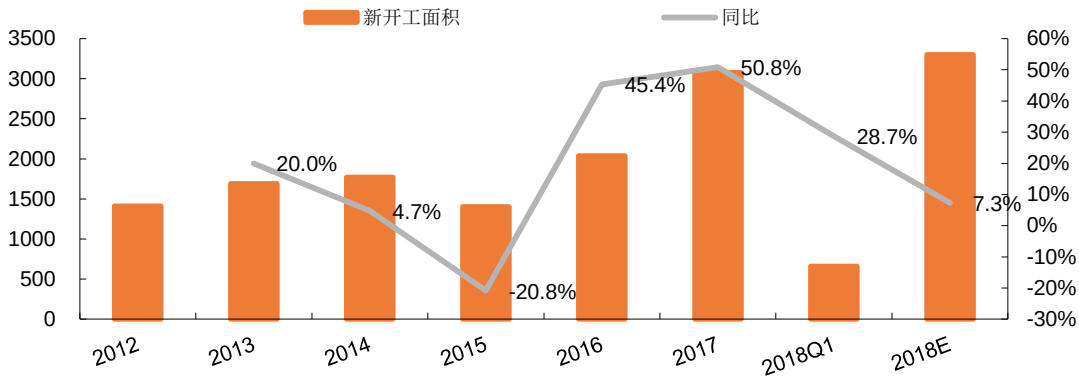
资料来源:wind，平安证券研究所

图表9　保利地产历年拿地面积与销售面积比



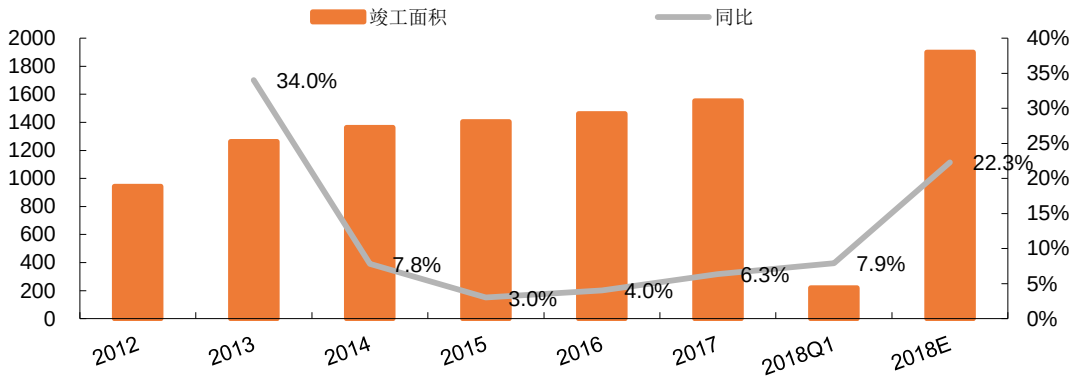
资料来源:wind，平安证券研究所

图表10　公司历年新开工走势图（万平）



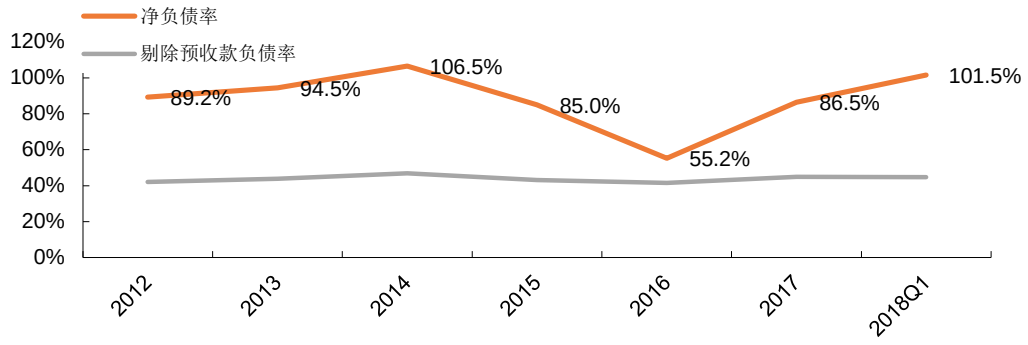
资料来源:wind，平安证券研究所

图表11　公司历年竣工走势图（万平）



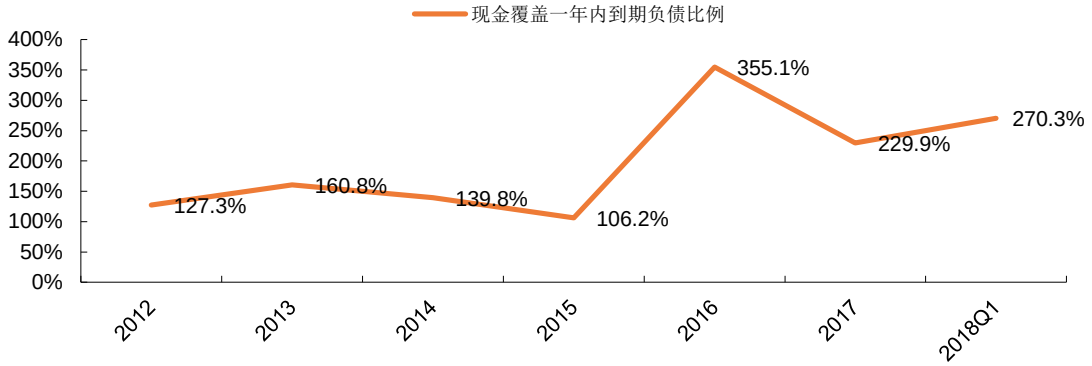
资料来源:wind，平安证券研究所

图表12　2018Q1 净负债率有所上升



资料来源:wind，平安证券研究所

图表13　2018Q1 短期偿债压力较小



资料来源:wind，平安证券研究所

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	646157	771759	932165	962768
现金	67801	53592	67740	85827
应收账款	1855	2378	2972	3806
其他应收款	63642	61333	96636	103511
预付账款	54151	59968	84278	98482
存货	439040	574742	660840	651358
其他流动资产	19668	19746	19698	19785
非流动资产	50295	66338	81848	96618
长期投资	23451	33996	44836	56019
固定资产	4101	5427	7489	9812
无形资产	41	40	38	36
其他非流动资产	22702	26875	29485	30751
资产总计	696452	838097	1014013	1059386
流动负债	362950	505376	681360	722258
短期借款	3067	219612	148444	225930
应付账款	45457	57030	73084	92734
其他流动负债	314426	228734	459832	403594
非流动负债	175262	149037	119289	85940
长期借款	175106	148881	119133	85784
其他非流动负债	156	156	156	156
负债合计	538212	654414	800649	808198
少数股东权益	51260	56399	62855	70941
股本	11858	11858	11858	11858
资本公积	15462	15462	15462	15462
留存收益	74393	94803	120633	154006
归属母公司股东权益	106980	127283	150509	180247
负债和股东权益	696452	838097	1014013	1059386

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	0	-197647	132544	-9159
净利润	19677	25443	32278	40430
折旧摊销	0	688	998	1413
财务费用	2392	2948	2464	2122
投资损失	-1680	-1998	-2215	-2576
营运资金变动	0	-224722	99026	-50539
其他经营现金流	-20389	-6	-7	-9
投资活动现金流	0	-14727	-14286	-13598
资本支出	0	5498	4670	3587
长期投资	0	-10545	-10708	-11183
其他投资现金流	0	-19774	-20323	-21193
筹资活动现金流	0	-18381	-32941	-36642
短期借款	2658	0	0	0
长期借款	76114	-26225	-29748	(33349)
普通股增加	1	0	0	0
资本公积增加	576	0	0	0
其他筹资现金流	-79348	7844	-3193	-3293
现金净增加额	0	-230755	85317	-59399

利润表 单位：百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	146306	178640	225801	286090
营业成本	100872	121654	154448	196830
营业税金及附加	12457	15184	19193	24318
营业费用	3866	4175	5353	6896
管理费用	2845	2905	3698	4773
财务费用	2392	2948	2464	2122
资产减值损失	66	0	0	0
公允价值变动收益	-1	6	7	9
投资净收益	1680	1998	2215	2576
营业利润	25527	33777	42867	53737
营业外收入	325	265	290	298
营业外支出	153	153	119	128
利润总额	25699	33924	43038	53907
所得税	6022	8481	10759	13477
净利润	19677	25443	32278	40430
少数股东损益	4051	5140	6456	8086
归属母公司净利润	15626	20304	25823	32344
EBITDA	35408	44884	57790	67741
EPS（元）	1.32	1.71	2.18	2.73

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入(%)	-5.5	22.1	26.4	26.7
营业利润(%)	10.4	32.3	26.9	25.4
归属于母公司净利润(%)	25.8	29.9	27.2	25.3
获利能力				
毛利率(%)	31.1	31.9	31.6	31.2
净利率(%)	10.7	11.4	11.4	11.3
ROE(%)	12.4	13.9	15.1	16.1
ROIC(%)	8.7	6.2	9.3	9.3
偿债能力				
资产负债率(%)	77.3	78.1	79.0	76.3
净负债比率(%)	86.5	191.7	112.0	106.1
流动比率	1.8	1.5	1.4	1.3
速动比率	0.6	0.4	0.4	0.4
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.3
应收账款周转率	84.4	84.4	84.4	84.4
应付账款周转率	2.4	2.4	2.4	2.4
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	1.32	1.71	2.18	2.73
每股经营现金流(最新摊薄)	-6.36	-16.67	11.18	-0.77
每股净资产(最新摊薄)	9.02	10.73	12.69	15.20
估值比率				
P/E	10.31	7.94	6.24	4.98
P/B	1.51	1.27	1.07	0.89
EV/EBITDA	9.9	12.7	8.0	7.4

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级:

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推　　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中　　性 （预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）

回　　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级:

强于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）

中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）

弱于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。

平安证券综合研究所　　电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼 邮编：518048 传真：（0755）82449257	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼 邮编：200120 传真：（021）33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层 邮编：100033