

累计销售增超三成，拿地力度持续加大

■事件：5月8日，公司公告，1) 4月公司实现签约面积210.41万平方米，同比增长13.70%；实现签约金额324.65亿元，同比增长23.89%；1-4月公司实现签约面积803.17万平方米，同比增长33.12%；实现签约金额1193.97亿元，同比增长42.79%；2) 四月，公司新增地块9个项目。

■累计销售同比增长超三成，预计18年销售或持续表现优异：1) 4月，公司实现签约面积210.41万平方米，同比增长13.70%，实现签约金额324.65亿元，同比增长23.89%，签约价格平均达15429元/平米，相对17年同期增长8.97%；相对3月平均签约价格微增0.16%。考虑到二三季度内，除却三月及六月签约面积超过200万平米，其余月份在17年呈现走低的现象，随着后续推盘力度的逐步加大，我们预计后续销售增速或有一个更好的空间。2) 1-4月，公司实现签约面积803.17万平方米，同比增长33.12%（上年同期+24.37%）；实现签约金额1193.97亿元，同比增长42.79%（上年同期+28.27%）；累计签约平均价格为14865元/平米，相对17年同期增长7.27%；公司18年1-4月的累计签约面积已经可覆盖17年1-5月的签约面积102.72%。基于公司17年拿地力度大（2017年新增土储建筑面积4520万平方米，总地价2765亿元，同比分别增长88%和128%，创历史新高），可售资源充足，叠加主要项目分布于长三角、珠三角、京津冀及成渝、海西板块等地，需求力量或有保障，我们预计18年公司销售或有保障。

■权益拿地额/销售额达71%，拿地力度持续加大：1) 公司18年4月新增土地项目数9个，较17年同期增加5个，较18年3月减少6个；新增土地总地价275.10亿元，同比增长714.49%，其中新增土地权益地价149.22亿元，同比增长528.04%；新增土地面积101.36万平方米，同比增长235.11%，规划建筑面积248.25万平方米，同比增长182.83%，其中权益用地面积79.29万平方米，权益规划建筑面积180.40万平方米。权益拿地额/销售额达71%，表明公司拿地力度强的坚决态度。2) 公司4月新增地块有2块（福州、漳州）属于海西板块，2个项目在珠三角区域，长三角区域项目2个，成渝区域新增1个，另外有湖北荆州、沈阳各一个项目，这些区域基本属于供需关系较为紧张的地区。

■投资建议：公司聚焦一二线资源补充，同时、落实城市群深耕策略，加大核心城市周边三四线城市的深耕、渗透；另外公司高度重视市场化并购，将并购整合作为公司资源补充的重要方式之一，我们预计公司2018年-2020年的EPS分别为1.64元、1.89元、2.18元。维持“买入-A”投资评级，6个月目标价18.72元。

■风险提示：宏观调控收紧风险，融资利率上行风险，销售增速下滑风险

| 摘要(百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 主营收入 | 154,773.3 | 146,341.8 | 182,927.3 | 219,585.9 | 259,836.0 |
| 净利润 | 12,421.6 | 15,625.9 | 19,392.3 | 22,446.0 | 25,878.8 |
| 每股收益(元) | 1.05 | 1.32 | 1.64 | 1.89 | 2.18 |
| 每股净资产(元) | 7.53 | 9.02 | 10.18 | 12.09 | 14.27 |

| 盈利和估值 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 13.3 | 10.5 | 8.5 | 7.3 | 6.4 |
| 市净率(倍) | 1.8 | 1.5 | 1.4 | 1.1 | 1.0 |
| 净利润率 | 8.0% | 10.7% | 10.6% | 10.2% | 10.0% |
| 净资产收益率 | 13.9% | 14.6% | 16.1% | 15.7% | 15.3% |
| 股息收益率 | 2.3% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| ROIC | 11.0% | 12.7% | 9.6% | 8.0% | 6.5% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

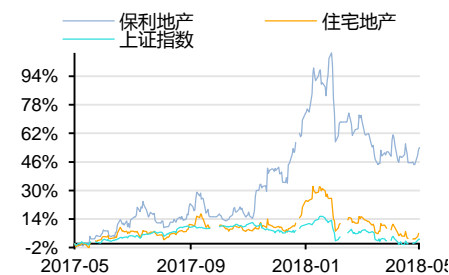
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**18.72元**
股价(2018-05-09) **13.89元**

交易数据

| | |
|-----------|-------------|
| 总市值(百万元) | 164,713.75 |
| 流通市值(百万元) | 163,017.78 |
| 总股本(百万股) | 11,858.44 |
| 流通股本(百万股) | 11,736.34 |
| 12个月价格区间 | 9.17/18.69元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|--------|-------|
| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
| 相对收益 | -0.02 | -8.72 | 49.7 |
| 绝对收益 | 0.88 | -11.87 | 52.32 |

黄守宏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020024
huangsh@essence.com.cn
021-35082092

张春娥

报告联系人

zhangce@essence.com.cn

相关报告

- 保利地产：业绩增长超预期，拿地销售创新高/黄守宏 2018-04-24
- 保利地产：7月销售同比增长四成，拿地体量创单月最高记录/陈天诚 2017-08-10
- 保利地产：业绩四平八稳，央企整合潜力巨大/陈天诚 2017-05-03

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | (百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 营业收入 | 154,773.3 | 146,341.8 | 182,927.3 | 219,585.9 | 259,836.0 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 109,880.7 | 100,872.4 | 124,024.7 | 150,416.3 | 179,027.0 | 营业收入增长率 | 25.4% | -5.4% | 25.0% | 20.0% | 18.3% |
| 营业税费 | 15,035.0 | 12,456.7 | 17,119.3 | 20,190.8 | 23,442.0 | 营业利润增长率 | 1.8% | 10.4% | 28.8% | 15.8% | 17.0% |
| 销售费用 | 3,544.9 | 3,866.2 | 4,511.2 | 5,608.3 | 6,522.1 | 净利润增长率 | 0.6% | 25.8% | 24.1% | 15.7% | 15.3% |
| 管理费用 | 2,266.5 | 2,844.8 | 3,117.4 | 4,005.4 | 4,583.9 | EBITDA 增长率 | 2.3% | 9.8% | 25.6% | 14.4% | 16.5% |
| 财务费用 | 2,233.9 | 2,391.8 | 2,335.2 | 2,199.7 | 2,365.8 | EBIT 增长率 | 1.2% | 10.1% | 26.1% | 14.4% | 16.5% |
| 资产减值损失 | -40.4 | 66.1 | 60.7 | 28.8 | 51.9 | NOPLAT 增长率 | 0.9% | 15.1% | 22.6% | 13.3% | 15.4% |
| 加:公允价值变动收益 | 23.7 | -0.6 | - | - | - | 投资资本增长率 | 0.1% | 61.7% | 36.4% | 41.4% | 29.6% |
| 投资和汇兑收益 | 1,246.9 | 1,680.4 | 1,119.7 | 945.1 | 727.0 | 净资产增长率 | 21.6% | 34.0% | 12.2% | 16.0% | 15.8% |
| 营业利润 | 23,123.2 | 25,526.9 | 32,878.5 | 38,081.7 | 44,570.4 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 187.3 | 172.5 | 550.5 | 303.5 | 59.6 | 毛利率 | 29.0% | 31.1% | 32.2% | 31.5% | 31.1% |
| 利润总额 | 23,310.6 | 25,699.4 | 33,429.0 | 38,385.2 | 44,630.0 | 营业利润率 | 14.9% | 17.4% | 18.0% | 17.3% | 17.2% |
| 减:所得税 | 6,237.5 | 6,022.2 | 8,547.9 | 10,079.9 | 12,041.2 | 净利润率 | 8.0% | 10.7% | 10.6% | 10.2% | 10.0% |
| 净利润 | 12,421.6 | 15,625.9 | 19,392.3 | 22,446.0 | 25,878.8 | EBITDA/营业收入 | 16.9% | 19.6% | 19.7% | 18.7% | 18.4% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 16.4% | 19.1% | 19.3% | 18.3% | 18.1% |
| | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | | | | | | 固定资产周转天数 | 7 | 9 | 8 | 6 | 5 |
| | | | | | | 流动资产周转天数 | 362 | 486 | 580 | 691 | 799 |
| | | | | | | 流动营业资本周转天数 | 953 | 1,330 | 1,321 | 1,486 | 1,572 |
| | | | | | | 应收账款周转天数 | 86 | 130 | 150 | 140 | 145 |
| | | | | | | 存货周转天数 | 688 | 913 | 881 | 1,073 | 1,149 |
| | | | | | | 总资产周转天数 | 1,014 | 1,432 | 1,421 | 1,574 | 1,652 |
| | | | | | | 投资资本周转天数 | 392 | 543 | 635 | 736 | 837 |
| | | | | | | 投资回报率 | | | | | |
| | | | | | | ROE | 13.9% | 14.6% | 16.1% | 15.7% | 15.3% |
| | | | | | | ROA | 3.6% | 2.8% | 3.3% | 2.4% | 2.7% |
| | | | | | | ROIC | 11.0% | 12.7% | 9.6% | 8.0% | 6.5% |
| | | | | | | 费用率 | | | | | |
| | | | | | | 销售费用率 | 2.3% | 2.6% | 2.5% | 2.6% | 2.5% |
| | | | | | | 管理费用率 | 1.5% | 1.9% | 1.7% | 1.8% | 1.8% |
| | | | | | | 财务费用率 | 1.4% | 1.6% | 1.3% | 1.0% | 0.9% |
| | | | | | | 三费/营业收入 | 5.2% | 6.2% | 5.4% | 5.4% | 5.2% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 74.8% | 77.3% | 76.3% | 82.4% | 80.3% |
| | | | | | | 负债权益比 | 296.3% | 340.1% | 321.4% | 469.1% | 408.3% |
| | | | | | | 流动比率 | 1.73 | 1.78 | 2.17 | 1.94 | 2.61 |
| | | | | | | 速动比率 | 0.53 | 0.57 | 0.75 | 0.46 | 0.79 |
| | | | | | | 利息保障倍数 | 11.35 | 11.67 | 15.08 | 18.31 | 19.84 |
| | | | | | | 分红指标 | | | | | |
| | | | | | | DPS(元) | 0.32 | - | - | - | - |
| | | | | | | 分红比率 | 30.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| | | | | | | 股息收益率 | 2.3% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |

| 现金流量表 | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
|------------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 净利润 | 17,073.0 | 19,677.2 | 19,392.3 | 22,446.0 | 25,878.8 | EPS(元) | 1.05 | 1.32 | 1.64 | 1.89 | 2.18 |
| 加:折旧和摊销 | 786.6 | 792.0 | 766.1 | 868.0 | 998.2 | BVPS(元) | 7.53 | 9.02 | 10.18 | 12.09 | 14.27 |
| 资产减值准备 | -40.4 | 66.1 | - | - | - | PE(X) | 13.3 | 10.5 | 8.5 | 7.3 | 6.4 |
| 公允价值变动损失 | -23.7 | 0.6 | - | - | - | PB(X) | 1.8 | 1.5 | 1.4 | 1.1 | 1.0 |
| 财务费用 | 2,217.0 | 3,489.2 | 2,335.2 | 2,199.7 | 2,365.8 | P/FCF | 37.3 | 42.1 | 13.2 | 12.1 | 11.2 |
| 投资损失 | -1,246.9 | -1,680.4 | -1,119.7 | -945.1 | -727.0 | P/S | 1.1 | 1.1 | 0.9 | 0.8 | 0.6 |
| 少数股东损益 | 4,651.5 | 4,051.3 | 5,488.8 | 5,859.2 | 6,710.0 | EV/EBITDA | 7.2 | 11.6 | 11.6 | 13.3 | 14.1 |
| 营运资金的变动 | 11,577.4 | -64,563.4 | -98,157.5 | -154,476.1 | -155,900.6 | CAGR(%) | 18.4% | 18.3% | 13.9% | 18.4% | 18.3% |
| 经营活动产生现金流量 | 34,054.0 | -29,295.9 | -71,294.8 | -124,048.3 | -120,674.8 | PEG | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.4 | 0.3 |
| 投资活动产生现金流量 | -13,058.7 | -16,950.7 | -2,221.5 | -3,447.0 | -3,934.7 | ROIC/WACC | 2.3 | 2.6 | 2.0 | 1.6 | 1.3 |
| 融资活动产生现金流量 | -11,328.7 | 67,397.6 | 84,373.9 | 143,258.5 | 141,917.0 | REP | 0.5 | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.7 |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

黄守宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

| | | | | |
|-------|-------|---------------|---------------------------|------------------------|
| 上海联系人 | 葛娇妤 | 021-35082701 | gejy@essence.com.cn | |
| | 朱贤 | 021-35082852 | zhuxian@essence.com.cn | |
| | 许敏 | 021-35082953 | xumin@essence.com.cn | |
| | 孟硕丰 | 021-35082788 | mengsf@essence.com.cn | |
| | 李栋 | 021-35082821 | lidong1@essence.com.cn | |
| | 侯海霞 | 021-35082870 | houhx@essence.com.cn | |
| | 林立 | 021-68766209 | linli1@essence.com.cn | |
| | 潘艳 | 021-35082957 | panyan@essence.com.cn | |
| | 刘恭懿 | 021-35082961 | liugy@essence.com.cn | |
| | 孟昊琳 | 021-35082963 | menghl@essence.com.cn | |
| | 北京联系人 | 温鹏 | 010-83321350 | wenpeng@essence.com.cn |
| | | 田星汉 | 010-83321362 | tianxh@essence.com.cn |
| | | 王秋实 | 010-83321351 | wangqs@essence.com.cn |
| 张莹 | | 010-83321366 | zhangying1@essence.com.cn | |
| 李倩 | | 010-83321355 | liqian1@essence.com.cn | |
| 高思雨 | | 021-35082350 | gaosy@essence.com.cn | |
| 深圳联系人 | 姜雪 | 010-59113596 | jiangxue1@essence.com.cn | |
| | 周蓉 | 010-83321367 | zhourong@essence.com.cn | |
| | 胡珍 | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn | |
| | 范洪群 | 0755-82558044 | fanhq@essence.com.cn | |
| | 巢莫雯 | 0755-82558183 | chaomw@essence.com.cn | |
| | 黎欢 | 0755-82558045 | lihuan@essence.com.cn | |

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034