

倍道而进志高远 长缨在手意气扬

——保利地产（600048）深度报告

2018年09月11日

强烈推荐/维持

保利地产 深度报告

报告摘要：

销售倍道而进，规模诉求志存高远。1) 销售维持高增速，土储、新开工及可售货值，有力支撑销售持续增长；2) 聚焦一二线，覆盖强三四线，布局合理，政策边际影响小；3) 拿地积极，兼顾稳健，拿地销售比例合理可持续；4) 两翼业务相关多元化进展顺利，助力公司更好应对地产周期。5) 融资优势明显，财务结构稳健。

激励整合迎破局，兵强马壮再出发。1) 整合保利置业，同业竞争限制基本解除，舞台更加广阔，未来可能的合作开发有望进一步提升公司规模；2) 股权激励实现中高层骨干全覆盖，弥补激励相对不足短板，人力稳定性增强；3) 项目跟投推进，上下同欲，提升执行力和运营效率。

竣工均价双提升，业绩释放有保证。1) 已售未结资源充足，对上年结算收入的覆盖率达到 206%，业绩释放有基础；2) 竣工计划增速创 6 年新高，结算面积增速预计至少达到 22.3%，业绩释放有推动；3) 结算均价有望修复，结算毛利率有望继续提升，业绩释放有质量。

公司盈利预测及投资评级。我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 1944 亿元、2649 亿元和 3408 亿元，EPS 分别为 1.85 元、2.38 元和 2.92 元。我们给予公司 10 倍 PE，对应 2018 年 EPS 价格为 18.5 元。同时，公司每股 RNAV 为 17.9 元，相对目前股价折价 35%。我们维持“强烈推荐”评级，给予 6 个月目标价为 18 元。

风险提示：1) 项目竣工及结算进度不达预期；2) 结算均价不达预期；3) 市场整体下行超预期；4) 保利置业整合效果不及预期。

财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	154,773	146,342	194,380	264,858	340,844
增长率(%)	25.4%	-5.4%	32.8%	36.3%	28.7%
净利润(百万元)	12,422	15,626	21,897	28,240	34,634
增长率(%)	0.6%	25.8%	40.1%	29.0%	22.6%
净资产收益率(%)	13.9%	14.6%	19.0%	21.4%	22.7%
每股收益(元)	1.10	1.32	1.85	2.38	2.92
PE	10.47	8.73	6.24	4.84	3.94
PB	1.53	1.28	1.19	1.11	1.03

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

分析师：

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

研究助理：

任鹤

010-66554089

renhe07@163.com

执业证书编号：

S1480118020022

交易数据

52 周股价区间(元)	11.8-10.9
总市值(亿元)	1399.3
流通市值(亿元)	1384.89
总股本/流通 A 股(万股)	1185844/1173634
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	0.96

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《保利地产（600048）：销售高增拿地稳健 深耕一二线确定性增强》2018-08-14
- 2、《保利地产（600048）2017 年半年报点评：规模房企业绩标杆 央企资源整合平台》2017-08-31
- 3、《保利地产（600048）：主业副业两不误 协作共赢促发展》2016-04-28
- 4、《保利地产（600048）：业绩亮眼，积极谋变》2015-08-25

目 录

倍道而进志高远 长缨在手意气扬.....	5
1. 销售倍道而进 规模诉求志存高远.....	6
1.1 货值丰富 粮草先行.....	7
1.2 布局合理 政策影响可控.....	8
1.3 拿地积极 兼顾稳健.....	9
1.4 地产金融+社区服务 两翼业务把握现在布局未来.....	10
1.4.1 地产金融：协同现在 布局未来.....	11
1.4.2 社区服务：物业+商业 布局相关多元化.....	12
2. 激励整合迎破局 兵强马壮再出发.....	14
2.1 整合保利置业 同业竞争解除.....	14
2.1.1 间接收购 20%股权 整合取得实质性进展.....	14
2.1.2 同业竞争基本解除 舞台更加广阔.....	15
2.2 股权激励覆盖更广 中高层动力更足.....	16
2.3 项目跟投破局 上下同欲者胜.....	17
3. 未结算资源充足 竣工毛利有望提升.....	17
3.1 未结资源充足 业绩兑现有基础.....	17
3.2 竣工均价双提升 加速推动业绩释放.....	18
3.3 高毛利项目进入结转期 短期毛利率提高.....	19
4. 融资优势明显 财务结构稳健.....	19
4.1 融资优势明显 助力扩张减轻风险.....	19
4.2 财务结构稳健 行稳方能致远.....	20
5. 业绩预测与估值.....	21
5.1 业绩预测.....	21
5.2 估值.....	21
5.2.1 NAV 估值.....	21
5.2.2 相对估值.....	22
6. 投资建议.....	22
7. 风险提示.....	23

表格目录

表 1:公司地产金融业务布局.....	12
表 2:保利置业与保利地产城市分布.....	16
表 3:两次股权激励计划内容.....	16
表 4:NAV 估值表.....	22

插图目录

图 1: 历年业绩表现.....	5
图 2: 公司股权结构.....	5
图 3: 公司发展历程.....	6
图 4: 销售额及同比增速.....	6
图 5: 销售面积及同比增速.....	6
图 6: 部分房企销售面积增速.....	7
图 7: 部分房企销售金额增速.....	7
图 8: 历年末可售面积及对当年销售面积的覆盖率.....	8
图 9: 历年计划新开工、实际新开工和完成率.....	8
图 10: 历年土地储备及对新开工的覆盖率.....	8
图 11: 历年在建面积及增速.....	8
图 12: 可售面积能级分布.....	9
图 13: 土地储备能级分布.....	9
图 14: 历年拿地面积及拿地销售面积比.....	10
图 15: 历年拿地金额及拿地销售金额比.....	10
图 16: 历年拿地及地价售价比.....	10
图 17: 部分房企地价售价比变动趋势.....	10
图 18: 两翼业务营业收入及增长率.....	11
图 19: 地产业务及两翼业务毛利率.....	11
图 20: 保利地产房地产金融业务布局.....	11
图 21: 保利地产社区消费服务业务体系.....	11
图 22: 信保基金资产管理规模及增速.....	12
图 23: 柔宇科技（保利资本投资）产品——3D 移动影院.....	12
图 24: 保利物业管理项目：广州保利叁悦广场.....	13
图 25: 保利物业管理项目：保利石象湖莫扎特庄园.....	13
图 26: 若比邻超市广州保利天悦店.....	13
图 27: 保利物业管理项目：保利石象湖莫扎特庄园.....	13
图 28: 保利置业股权架构：收购前.....	14
图 29: 保利置业股权架构：收购后.....	14
图 30: 销售额：保利地产&保利置业.....	15
图 31: 毛利率：保利地产&保利置业.....	15
图 32: 营业收入：保利地产&保利置业.....	15
图 33: 净利润：保利地产&保利置业.....	15
图 34: 历年未结金额及对结算金额的覆盖率.....	18
图 35: 历年未结面积及对结算面积的覆盖率.....	18
图 36: 历年计划竣工面积及完成率.....	18
图 37: 历年结算均价及销售均价.....	18
图 38: 公司历年毛利率与净利率 单位：%.....	19

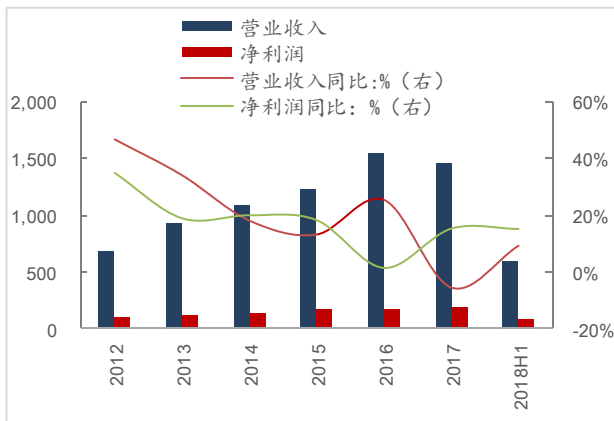
图 39: 部分房企历年平均融资成本	20
图 40: 公司有息负债结构	20
图 41: 剔除预收账款后的资产负债率 单位: %.....	21
图 42: 净负债率	21

倍道而进志高远 长缨在手意气扬

公司成立于 1992 年，经过多年稳健快速发展，已成长为以房地产开发经营为主、以房地产金融和社区消费服务为翼的“一主两翼”的综合性龙头房企。2017 年，公司以 3092 亿元的签约销售额位居全行业第五，龙头地位愈发稳固。站在当下，我们看好公司的主要逻辑如下：

- ◆ 销售高速增长，在手货值充足可持续。
- ◆ 聚焦一二线及核心城市群，不确定性小。
- ◆ 整合保利置业，解决同业竞争，破除规模瓶颈。
- ◆ 激励机制迎破局，市场化激励再进一步。
- ◆ 持续而明显的融资优势。

我们认为公司正处在**新征程的起点上**，销售和业绩将维持高速可持续增长，行业地位料将继续提升。同时，同业竞争、激励机制等问题的解决将有力提升公司内外部动能，持续而明显的融资优势亦将助力公司应对行业周期。——我们认为公司的**这些独特性和优势**，目前并没有充分体现在公司估值上。

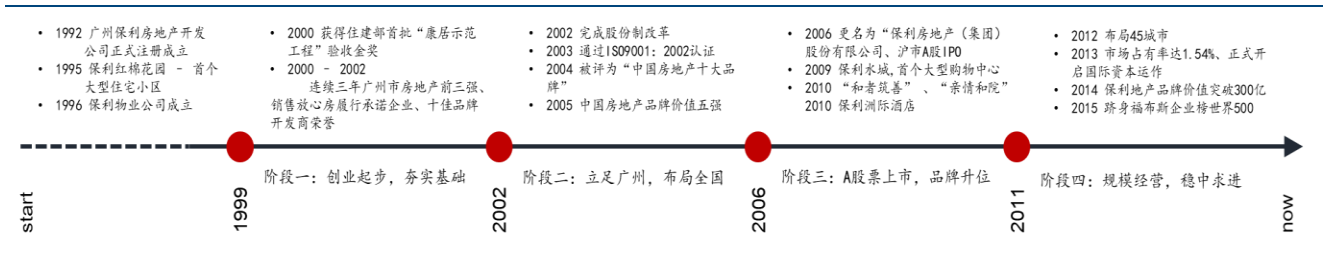
图 1：历年业绩表现


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2：公司股权结构


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 3:公司发展历程



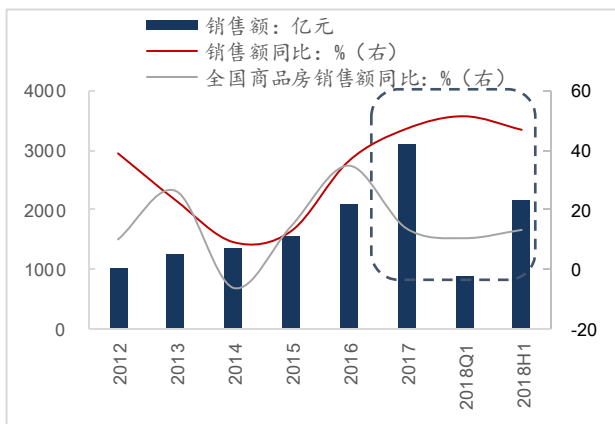
资料来源:公司官网,东兴证券研究所

1. 销售倍道而进 规模诉求志存高远

公司 2017 年实现销售面积 3092 亿元,位列全国第五,同比增长 47.2%,增速创近 7 年新高。2018 上半年,公司实现销售额 2153 亿元,同比增长 46.9%,继续维持较高增速。同时,重回前三的奋斗目标彰显了公司对未来的态度、信心和愿景。基于以下理由,我们认为未来三年内公司销售增速仍将维持较高增速:

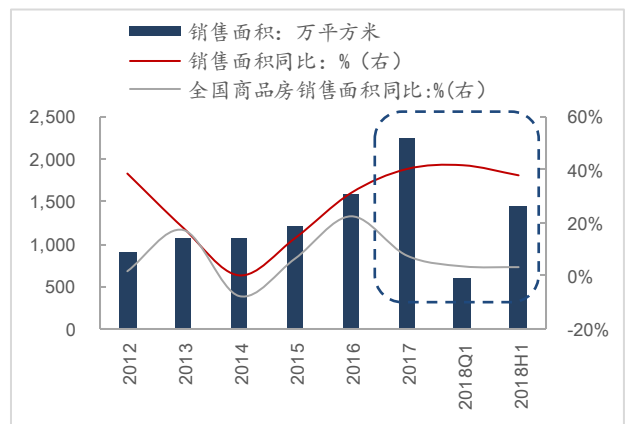
- ◆ 可售货值充足,销售增速有支撑。
- ◆ 项目分布合理,政策变动边际影响小。
- ◆ 同业竞争解除,舞台更加广阔。
- ◆ 拿地积极,张力十足。

图 4: 销售额及同比增速

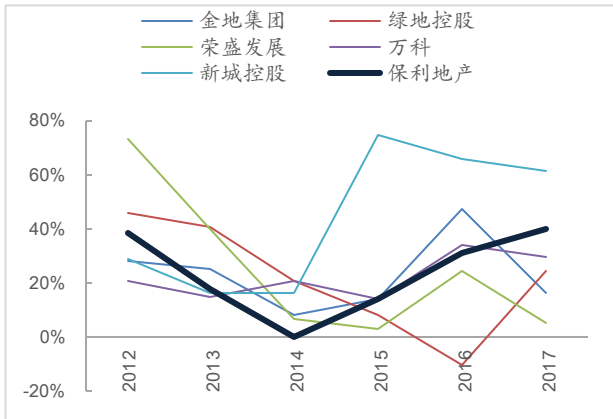


资料来源:公司公告,东兴证券研究所

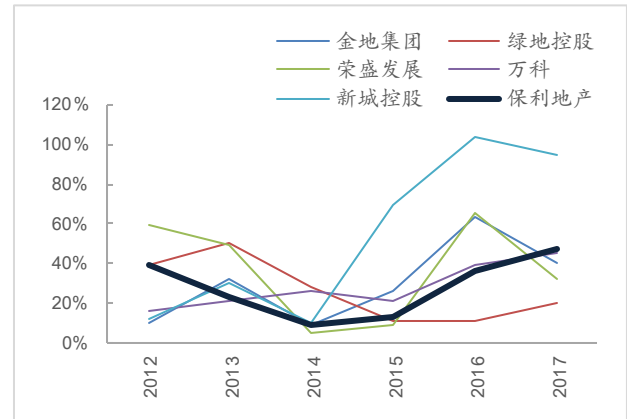
图 5: 销售面积及同比增速



资料来源:公司公告,东兴证券研究所

图 6: 部分房企销售面积增速


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 7: 部分房企销售金额增速


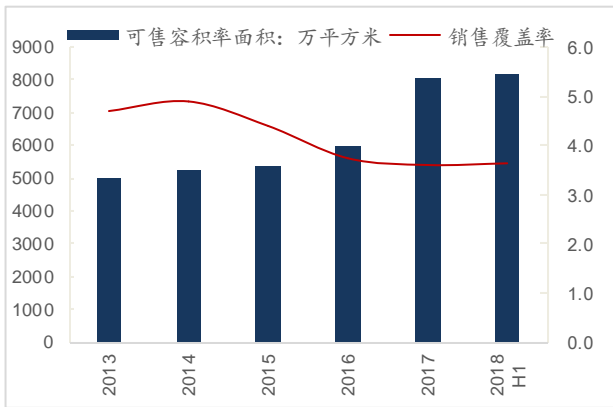
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

1.1 货值丰富 粮草先行

公司销售受到可售货值、新开工和土地储备全方位的支撑, 未来两到三年预计仍将保持相对较高的销售增速。

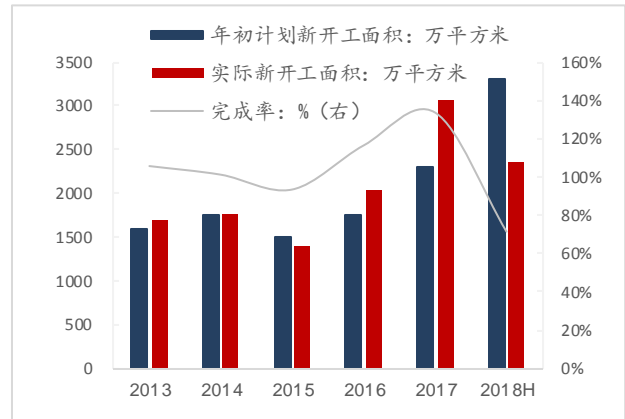
- ◆ **可售货值充足, 销售增长有基础。**截至 2018 年 6 月, 公司可售面积 (计容面积) 约 8227 万平方米, 按照公司上半年销售均价 1.48 万元/平方米计算, 对应货值约 12176 亿元。按 2017 年销售额计算, 可售货值可满足公司未来 3 年销售。
- ◆ **新开工高速增长, 销售实现有动力。**公司 2017 年新开工面积 (建筑面积) 7514.16 万平方米, 同比增长 50.8%, 2018 年上半年新开工面积 2358.62 万平方米, 同比增长 86.85%。公司 2018 年计划开工面积为 3300 万平方米, 我们预计完成率将达到 130%, 对应实际新开工为 4290 万平方米, 同比增长 39.5%。
- ◆ **土地储备丰富, 未来销售有支撑。**公司 2018 年上半年末待开发面积 (建筑面积) 为 8949.91 万平方米, 相当于 2017 年新开工面积的 98.46%, 大约可满足公司未来 4 年的开工。

图 8: 历年末可售面积及对当年销售面积的覆盖率



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

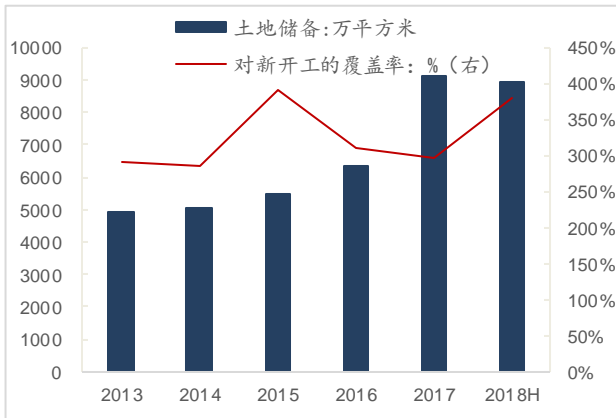
图 9: 历年计划新开工、实际新开工和完成率



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

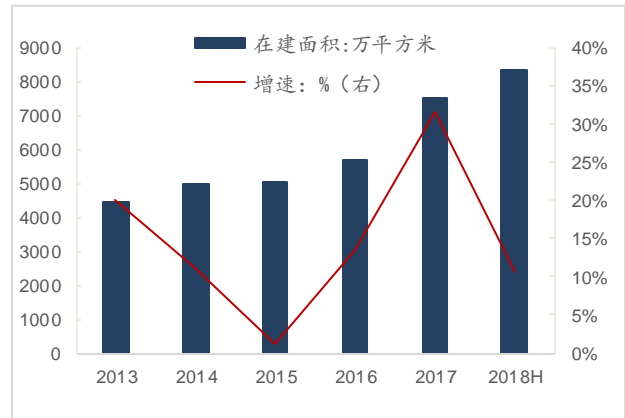
注: 除另有说明外, 本报告中时点数据均取自公司本年半年末数据, 时段数据均取自本年上半年期间。

图 10: 历年土地储备及对新开工的覆盖率



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 11: 历年在建面积及增速



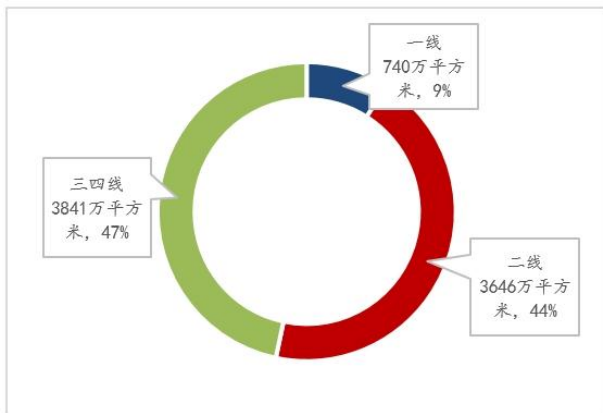
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

1.2 布局合理 政策影响可控

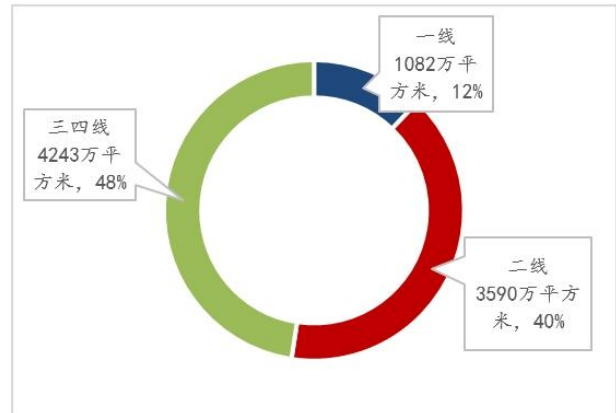
从目前项目分布和本年拿地情况来看, 公司总体上延续了聚焦一二线、立足城市群的布局战略, 面积分布大致呈 1:4.5:4.5 的比例关系, 截至 2018 年 6 月 30 日:

- ◆ 从可售面积看, 一线占比 9%, 二线占比 44.3%, 三四线占比为 46.7%。
- ◆ 从在建面积看, 一线占比 10%, 二线占比 48.8%, 三四线占比 41.4%。
- ◆ 从土地储备看, 一线占比 12.1%, 二线占比 40.3%, 三四线占比 47.6%。
- ◆ 公司布局的三四线城市绝大多数位于珠三角、长三角和成渝等主要城市群内, 珠三角和长三角两大核心城市群 4124 万平方米, 占比约 46%。

我们认为未来一段时间内公司销售和结算中，三四线占比将有一定提升，但仍然是以一二线为主。而受益于一二线相对较好的基本面，棚改货币化安置退出等政策变动对公司的影响相对较小，公司销售有望持续超出板块平均表现。

图 12：可售面积能级分布


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 13：土地储备能级分布


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.3 拿地积极 兼顾稳健

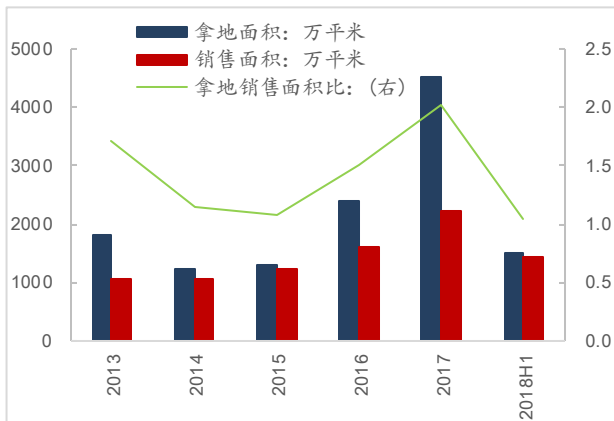
公司上半年拿地节奏有所放缓，但仍然相对积极，受布局区域政策影响，地价售价比有所提高：

- ◆ 上半年，公司新增土地（计容面积）1510 万平方米，同比减少 10.8%。拿地销售面积比为 1.04，拿地销售金额比为 0.5，均相对 2017 年有所回落，公司拿地节奏放缓。
- ◆ 上半年公司拿地均价约 7100 元，占当年售价 48%，相对 2017 年的 44%略有提升。主要原因是土地市场较为火爆的同时，部分城市售价受到限制。

总体来看，公司上半年的拿地节奏依然较快，体现了公司的积极进取。同时，在土地市场过热和调控政策依然从紧的大背景下，拿地销售面积比的回落体现了公司在拿地方面的谨慎和稳健。

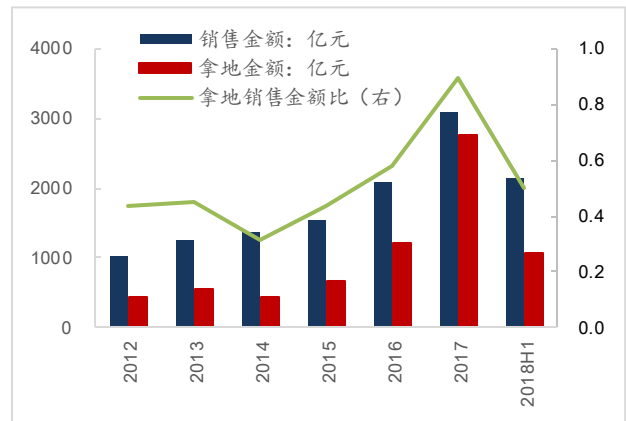
截至 6 月 30 日，公司仍拥有超过 8934 万平方米的土地储备，足够支撑公司未来 2 到 3 年的开发和销售，因此拿地节奏的暂时放缓并不会对公司的未来业绩产生较大的负面影响。

图 14: 历年拿地面积及销售面积比



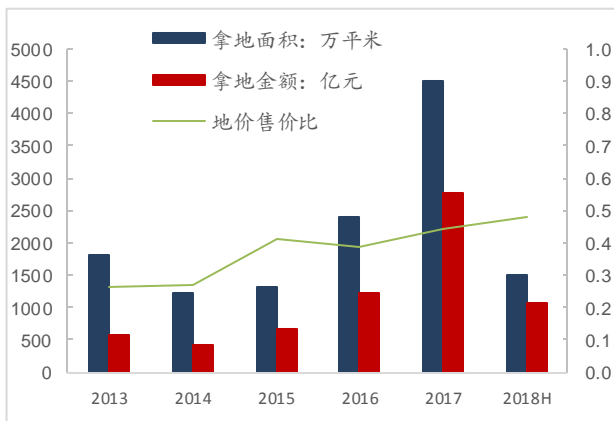
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 15: 历年拿地金额及销售金额比



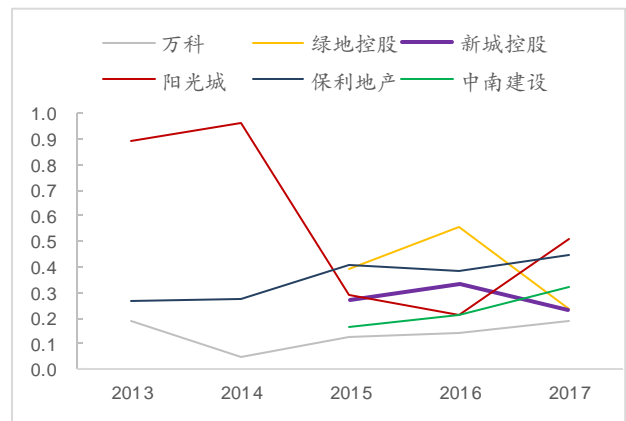
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 16: 历年拿地及地价售价比



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 17: 部分房企地价售价比变动趋势

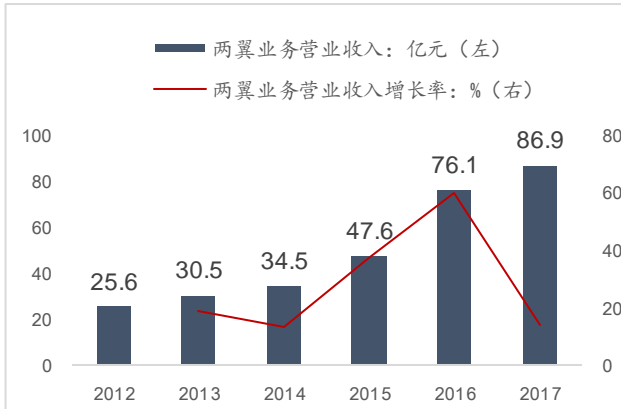


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

1.4 地产金融+社区服务 两翼业务把握现在布局未来

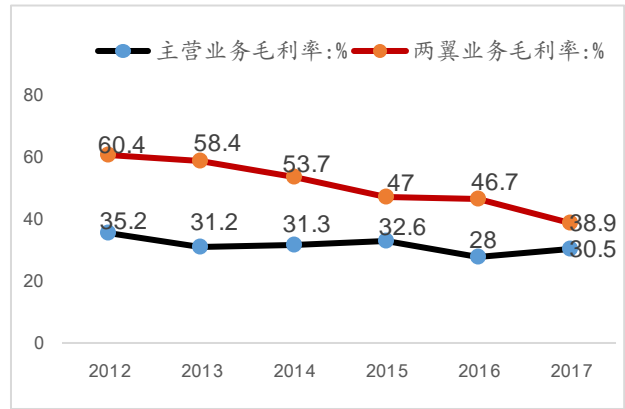
在以房地产开发业务为主营业务的同时, 公司坚持拓展房地产金融与社区消费服务领域, 形成了“一主两翼”的发展格局。2017年, 公司两翼业务创造营业收入 87 亿元, 同比增长 14.23%, 占公司总体营业收入的 5.96%, 为公司带来毛利润 33.8 亿元。

图 18：两翼业务营业收入及增长率



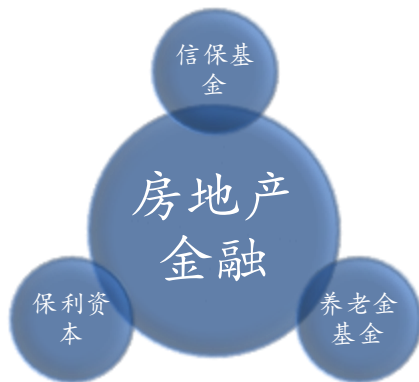
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 19：地产业务及两翼业务毛利率



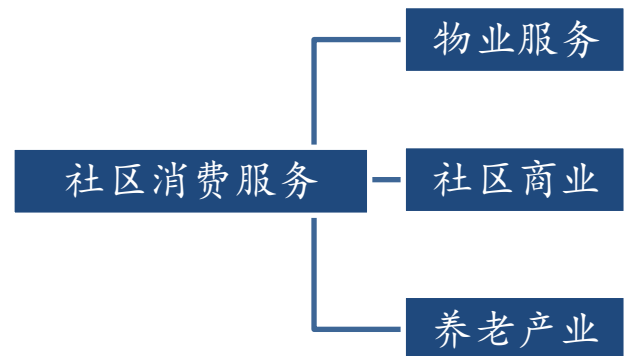
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 20：保利地产房地产金融业务布局



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 21：保利地产社区消费服务业务体系



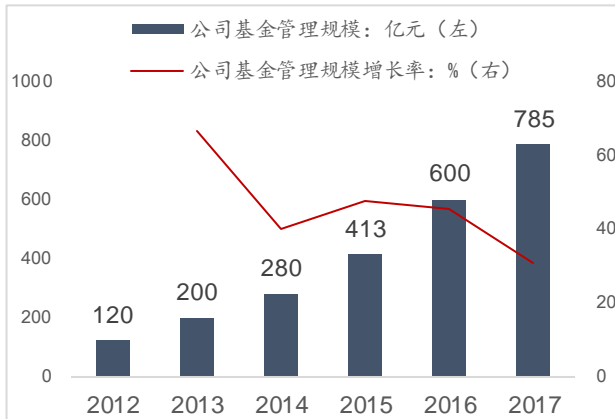
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.4.1 地产金融：协同现在 布局未来

地产金融业务与公司主业一方面具有很好的协同效应，另一方面体现了公司对未来的布局：

- ◆ 充分利用信保基金的募集能力，将地产开发和基金投资相结合，扩大外源融资规模，降低融资成本。
- ◆ 保利资本专注新经济股权投资，战略布局未来增长点。
- ◆ 与险资合作成立太平保利，探索保险资金开发养老社区的新模式。

图 22：信保基金资产管理规模及增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 23：柔宇科技（保利资本投资）产品——3D 移动影院



Moon 3D移动影院 流星金

#3D移动影院

资料来源：公司网站，东兴证券研究所

表 1:公司地产金融业务布局

	持股比例	合并报表核算	合作方	简介
信保基金	40%	子公司	中信集团	<ul style="list-style-type: none"> “金融+产业”模式 关注房地产行业，以及金融创新、新兴行业和城市空间行业 累计管理规模 637 亿
保利资本	45%	长期股权投资	保利集团	<ul style="list-style-type: none"> 投资柔宇科技（柔性显示屏）、商汤科技（人工智能）、滴滴出行、粤港证券等 累计管理资金规模为 148 亿元
太平保利	49%	长期股权投资	太平人寿、太平资产	<ul style="list-style-type: none"> 产业链开发+养老产业优势 探索引入保险资金开发养老社区新模式

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.4.2 社区服务：物业+商业 布局相关多元化

在社区消费服务领域，公司以物业服务、社区商业、养老产业为重点，依托房地产开发业务创造的业主资源，实现社区消费服务领域的多元化发展。

保利物业

保利物业发展股份有限公司于 1996 年在广州成立，并于 2017 年 8 月 29 日在新三板挂牌上市。目前，公司已形成了高端住宅、写字楼、星级酒店、旅游度假区、工业园区、学校、医院等多种经营主体组成的服务业态，业务遍及北京、上海、广州、成都、长春等全国 60 个大中城市。

2017 年，保利物业实现营业收入 32.4 亿元，归母净利润 2.3 亿元。合同管理面积 17423 万平方米，同比增长 44.75%。

若比邻

“若比邻”是保利商业着力打造的新型社区商业体系，该项目旨在创造温馨的社区生活氛围与便捷的社区生活方式。该项目的全方位综合服务将为社区业主带来一站式的消费体验。截止 2018 年 6 月，已开业运营若比邻社区商业门店 138 家。

图 24：保利物业管理项目：广州保利叁悦广场



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图 25：保利物业管理项目：保利石象湖莫扎特庄园



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图 26：若比邻超市广州保利天悦店



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图 27：保利物业管理项目：保利石象湖莫扎特庄园



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

2. 激励整合迎破局 兵强马壮再出发

在销售和业绩之外，我们认为公司已经完成和正在进行的变革和整合同样值得关注，激励机制和业务整合的破局将提升公司的长期核心竞争力。站在当下时点，我们认为这些变革和整合是公司相对于整个板块的“个性”所在，且并未充分体现于公司的估值中：

- ◆ 保利置业整合开启，同业竞争基本解除。
- ◆ 第二期股权激励开启，激励范围扩展至中层骨干。
- ◆ 项目跟投全力推进，上下同欲者胜。

2.1 整合保利置业 同业竞争解除

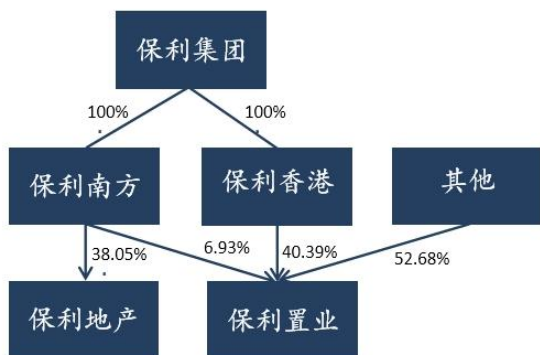
2.1.1 间接收购 20%股权 整合取得实质性进展

2017年11月30日，公司董事会审议通过《关于收购保利(香港)控股有限公司50%股权的议案》，拟采用现金方式收购保利集团持有的保利(香港)控股有限公司50%股权，成交价格为23.82亿元，并按照50%的持股比例承接保利香港控股应偿还保利集团的股东借款本金和应付未付利息27.71亿元。

目前股权交割工作已完成，公司持有保利(香港)控股有限公司50%股权，由于保利控股持有保利置业39.7%股权，实际拥有40.39%的表决权，间接持有保利置业20.2%的股权。

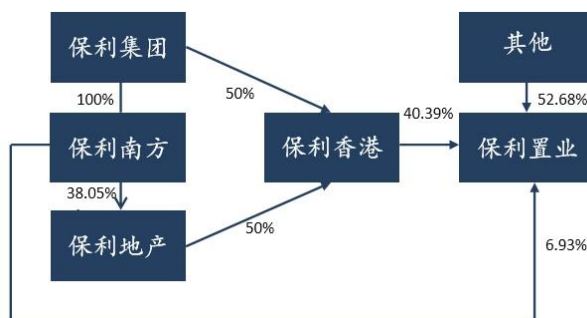
同时明确，保利集团境内房地产整合与新增开发项目均将以保利地产为主进行，业务整合取得实质性进展，同业竞争问题基本得到解决。

图 28：保利置业股权架构：收购前

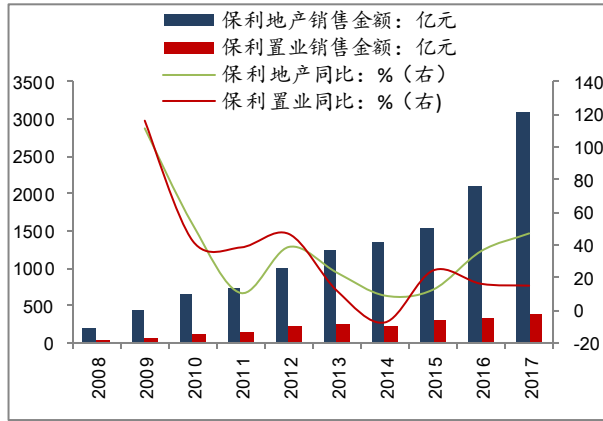


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

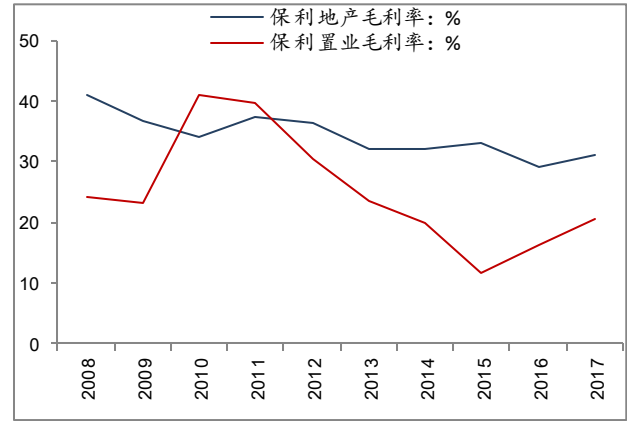
图 29：保利置业股权架构：收购后



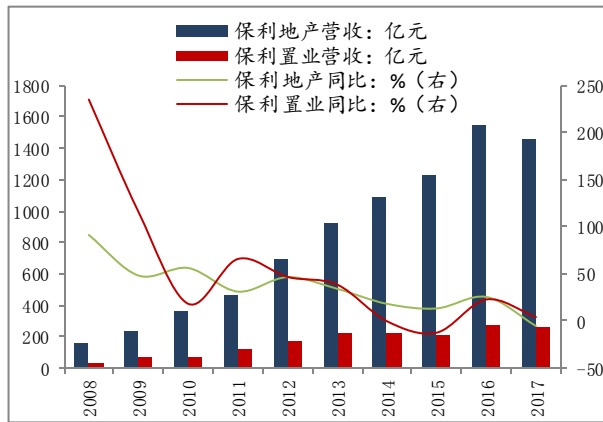
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 30: 销售额: 保利地产&保利置业


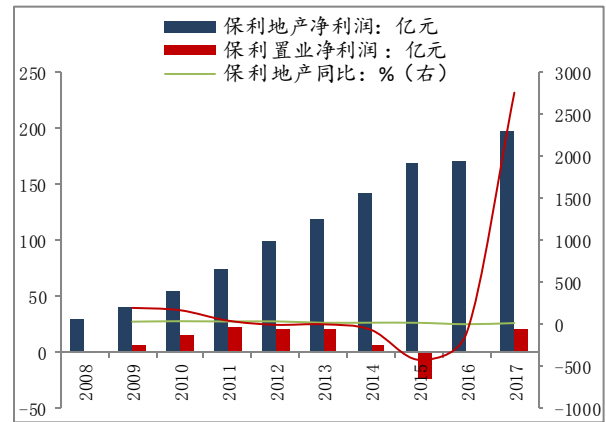
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 31: 毛利率: 保利地产&保利置业


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 32: 营业收入: 保利地产&保利置业


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 33: 净利润: 保利地产&保利置业


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2.1.2 同业竞争基本解除 舞台更加广阔

随着同业竞争的基本解除, 公司在城市选择方面不再受到同业竞争的限制, 未来销售增速有望提高。2017 年公司与保利置业的重叠城市由 6 个增加到 10 个, 一定程度上显示了同业竞争限制的解除。

由于公司目前未披露与保利置业整合的其他信息, 从诸多因素考虑, 我们预计保利地产与保利置业未来将有可能采用股权合作的形式进行开发, 由保利地产操盘并表, 保

利置业以投资收益的形式获取回报。这将在营业收入规模和销售金额两方面增厚保利地产业绩，整合带来的潜在增长空间分别为 **26.7%**和 **25.9%**：

- ◆ **营业收入方面**，考虑到保利置业的上市公司身份，我们认为未来的合作中，保利置业通过投资收益带来的净利润不会少于目前的水平。以 2017 年净利润测算，假设保利置业股权占比为 **40%**，对应项目公司的营收为 **390.3 亿元**，占保利地产 **2017 年营收比例为 26.7%**。

表 2:保利置业与保利地产城市分布

重叠城市	上海、广州、惠州、佛山、武汉、重庆、宁波、苏州、湖州、济南
不重叠城市	淄博、威海、烟台、昆明、南宁、桂林、牡丹江、哈尔滨、贵阳、蚌埠

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- ◆ **销售金额方面**，暂不考虑行业周期，我们预计保利集团在保利置业已布局城市的销售额，随着保利地产的进入，有望实现翻倍。2017 年保利置业销售额为 402 亿元，保利地产接管，潜在销售额约 **800 亿元**，占保利地产 **2017 年销售金额的 25.9%**。

2.2 股权激励覆盖更广 中高层动力更足

公司 2016 年度股东大会审议通过了第二次股权激励计划，给予公司 682 名员工 12978 万股股票期权激励。相比第一次股权激励，本次股权激励在人数和范围方面均有较大改变：

- ◆ 人数相比第一次的 175 人大幅增长。
- ◆ 激励对象范围也有所扩大。从子公司副总经理、总经理助理扩大到子公司部门副经理、专业公司助理总经理。

我们认为，股权激励计划覆盖至中层骨干，将公司、股东和中高层管理人员的利益更加紧密的结合在一起，有助于解决公司激励机制相对不足的短板，中高层动力更足。

表 3:两次股权激励计划内容

	第一次股权激励	第二次股权激励
数量	5567 万股，占公司股本总额的 0.936%	12978.3018 万份股票，占公司股本总额的 1.095%
价格	9.97 元/股	8.72 元/股
激励对象人数	175 人	682 人
行权有效期	6 年	6 年
行权有效期	三期行权有效期内，分别有 30%、30%、40%	三期行权有效期内，分别有 33%、33%、34%

各期行权比例	的股票期权在满足行权条件前提下获得可行权的权利	的股票期权在满足行权条件前提下获得可行权的权利
授予业绩条件	股票期权授权日前一个会计年度：净利润增长率不低于 20%；营业利润占利润总额比重不低于 90%；加权平均净资产收益率（ROE）不低于 14%	股票期权授权日前三个会计年度净利润年复合增长率不低于 8%；股票期权授权日前一个会计年度：总资产周转率不低于 0.25；加权平均净资产收益率（ROE）不低于 14%；对标企业相同指标的 50 分位值水平依次为 3.7%、13.2%、0.25，公司上述指标均不低于对标企业相同指标的 50 分位值水平。
行权业绩条件	营业利润占利润总额比重大于 92%，其他相同	总资产周转率不低于 0.25，其他相同

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.3 项目跟投破局 上下同欲者胜

2017 年底，公司董事会通过了《关于实施房地产项目跟投的议案》，授权管理层制定相应细则并具体实施。单一项目跟投总金额上限不超过项目资金峰值的 10%。**跟投人员通过申购专项资管计划或信托计划等合规的投资结构参与跟投**，跟投收益、损失及相关风险由跟投个人承担。

公司本年已有多个项目实施了跟投，一线骨干员工和部分总部管理人员未来将能够分享项目开发受益，上下同欲，公司执行力和管理效率有望进一步提升。

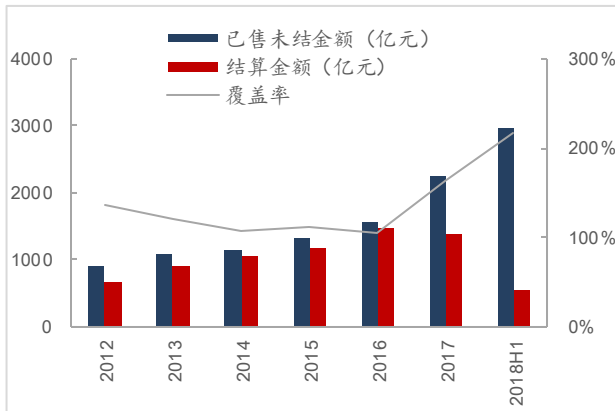
3. 未结算资源充足 竣工毛利有望提升

3.1 未结资源充足 业绩兑现有基础

2017 年年末，公司已售未结金额约 2253 亿元，同比增长 44.9%，对 2017 年结算金额的覆盖率为 164%。2018 年上半年，公司已售未结金额约 2980 亿元，同比增长 46.5%，对 2017 年结算金额的覆盖率为 206%，提升 56.6 个百分点。

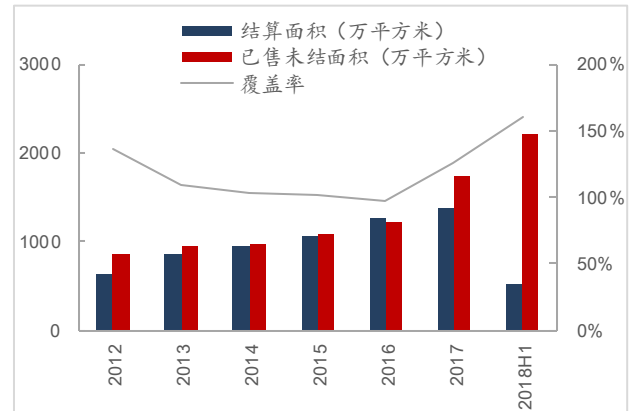
从城市能级来看，一线、二线、三四线占比分别为 7.4%、64.5%、28.1%，充足的已售未结资源和较高的结算覆盖率，为公司的业绩兑现提供了丰富的土壤，未来业绩兑现有保障。

图 34: 历年未结金额及对结算金额的覆盖率



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 35: 历年未结面积及对结算面积的覆盖率



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

3.2 竣工均价双提升 加速推动业绩释放

受公司计划竣工面积和结算均价的双重提升, 我们预计公司本年具有业绩加速释放的条件, 竣工面积和结算均价的同步提升将为公司结算提供双重保险, 有力推动公司业绩释放:

- ◆ **竣工面积加速增长。**公司 2018 年计划竣工面积为 1900 万平方米, 相比上年实际竣工面积增长 22.3%, 增速创近 6 年新高。考虑到公司 2016 年以来, 竣工计划完成率持续修复, 我们预计公司本年竣工计划完成率为 100%, 对应竣工面积为 1900 万平方米, 同比增长 22.3%。
- ◆ **结算均价稳步提升。**受结算结构变动影响, 公司 2017 年结算均价为 9925 元/平方米, 相对 2016 年有所下滑。2018 年上半年结算均价为 10500 元/平方米, 考虑到高售价项目相机进入结转, 我们预计公司 2018 年结算均价为 11000 元/平方米, 同比提高 10.8%。

图 36: 历年计划竣工面积及完成率

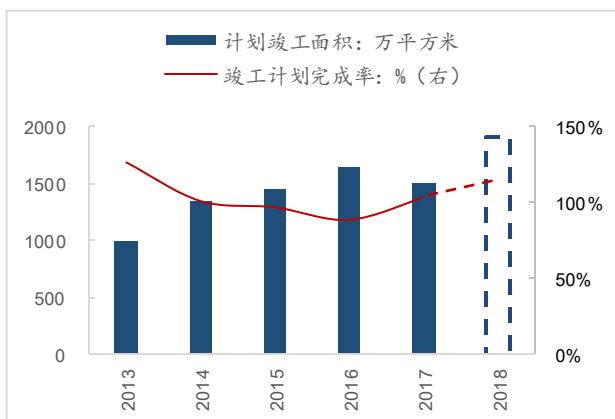
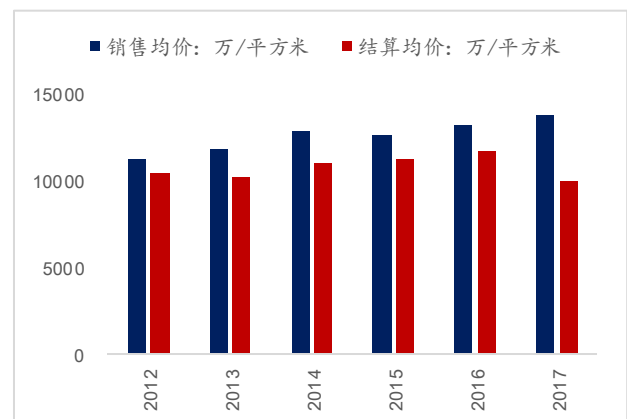


图 37: 历年结算均价及销售均价



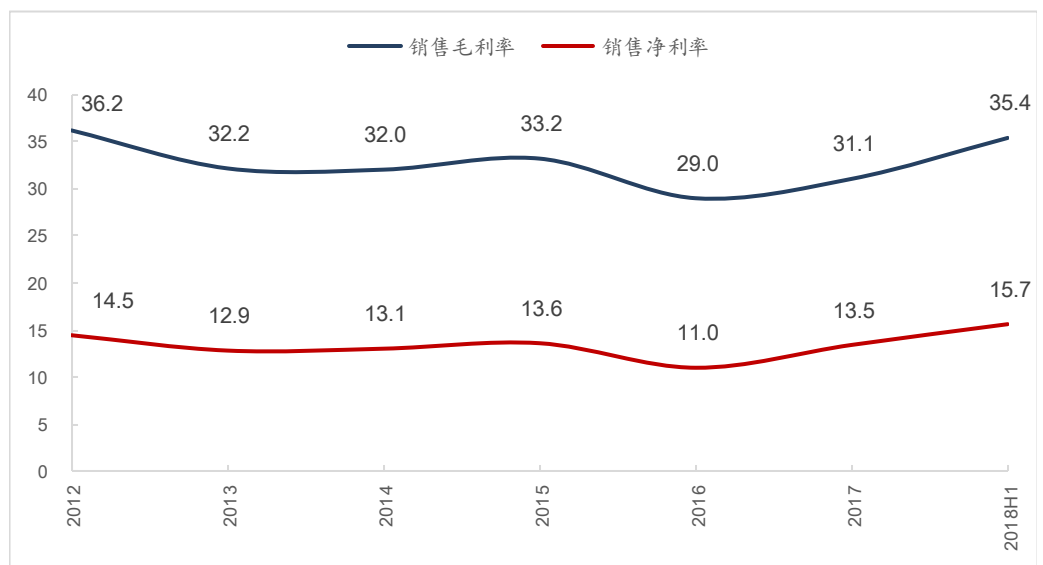
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

3.3 高毛利项目进入结转期 短期毛利率提高

随着前两年的高毛利项目逐渐进入结转期, 公司毛利率逐渐提升。2018 年上半年公司综合毛利率为 35.4%, 相对 2017 年大幅提升 4.3 个百分点。我们认为短期内公司毛利率水平仍将维持较高水平。但从 3 年左右的时间看, 受到一二线城市严格调控政策的影响, 毛利率将有一定程度回落。

图 38: 公司历年毛利率与净利率 单位: %



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

4. 融资优势明显 财务结构稳健

4.1 融资优势明显 助力扩张减轻风险

作为房地产行业央企龙头, 公司多年来债务资金成本保持行业较低水平, 融资优势明显。2018 年上半年, 公司新增有息负债 796 亿元, 综合成本仅为 5.09%, 全部有息负债综合成本为 4.86%, 有息负债成本显著低于行业平均。

在当下去杠杆仍未明显转向、商品房销售承压、行业资金面持续紧张的大背景下, 多数房企资金成本均有不同程度的上行。资金紧张将在两方面影响房企发展:

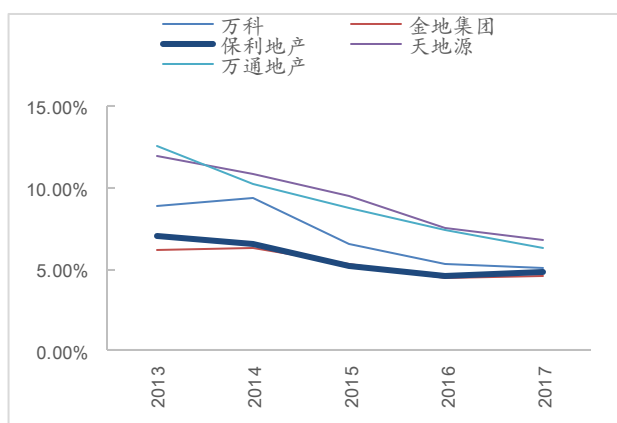
- ◆ 长期来看, 获取资金难度提高, 将削弱房企在土地市场上的竞争力, 对房企的市场地位带来长期的负面影响。

- ◆ 短期来看，资金短缺将削弱房企在销售端的价格博弈能力，尤其是在当前限价严格的大背景下，引起未来结算毛利率的下行。

因此，我们认为公司在融资端的明显优势将转化为在土地获取和项目销售方面的双重优势，当前背景下将提升公司估值：

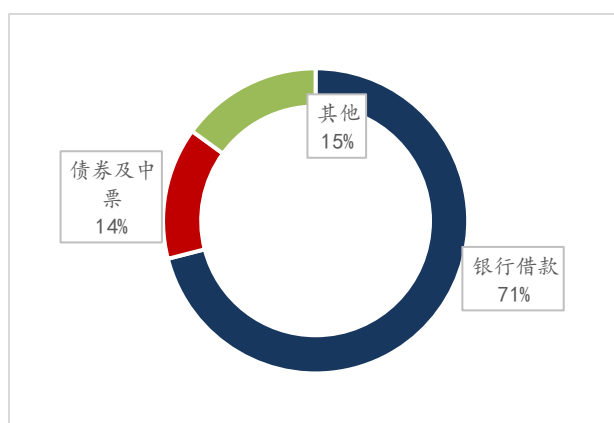
- ◆ 通过拿地份额的提升间接提高未来市占率和市场地位。
- ◆ 在普遍性调控背景下获取更多博弈空间，减轻毛利率下行风险。

图 39：部分房企历年平均融资成本



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 40：公司有息负债结构



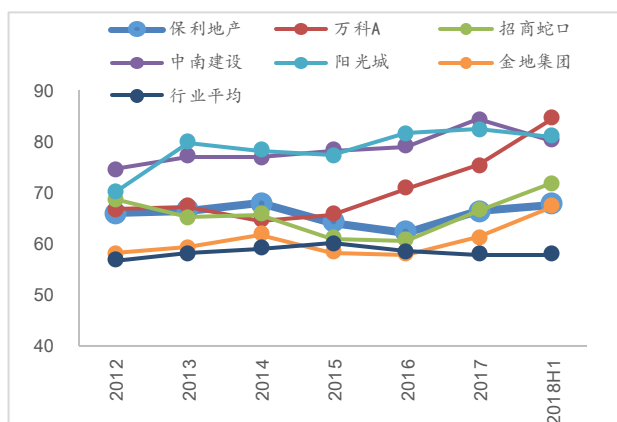
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4.2 财务结构稳健 行稳方能致远

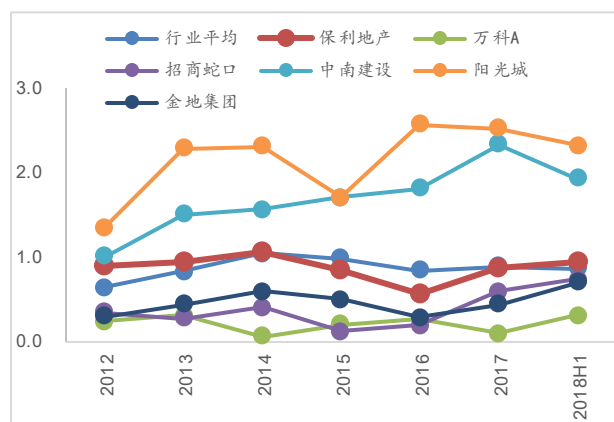
受公司加速拿地和销售扩张影响，公司杠杆率有所上升，但仍处合理区间。我们认为杠杆率的回升一方面是销售情况较好导致的被动性杠杆提升，更重要的是公司重启加速扩张带来的主动性杠杆提升。

- ◆ 从资产负债率看，2017 年开始，公司资产负债率结束连续 6 年的下降态势，重回上升通道。但截至 2018 年一季度末，公司资产负债率为 78.5%，仍处于行业合理水平。
- ◆ 从剔除预收账款后的资产负债率看，2017 年大幅回升，2018 年一季度剔除预收账款后的资产负债率为 44.8%，仍小幅低于行业平均水平。
- ◆ 从净负债率来看，2017 年同样低点后大幅回升的一年。公司 2018 年一季度净负债率为 101.5%，略高于行业平均水平。

整体来看，公司 2017 年开始重回加速扩张的态势十分明显，我们预计公司杠杆水平短期内仍将保持在目前的合理高位，风险可控的基础上行稳致远。

图 41: 剔除预收账款后的资产负债率 单位: %


资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 42: 净负债率


资料来源: wind, 东兴证券研究所

5. 业绩预测与估值

5.1 业绩预测

营业收入: 地产业务方面, 根据公司竣工计划、预计竣工完成率以及预计结算均价, 我们预计公司本年地产业务收入为 1823 亿元, 根据项目列表及合理结算进度, 预计 2019 和 2020 年地产业务收入为 2484 亿元和 3185 亿元。两翼业务方面, 我们预计将维持稳健增长, 根据前三年复合增速外推得到未来三年两翼业务收入为 121 亿元、164 亿元和 223 亿元。公司 2018 年至 2020 年营业收入为 1944 亿元、2649 亿元和 3408 亿元。

毛利率: 地产业务方面, 我们根据所有项目的年度结算金额作为权重, 计算各项目的加权平均结算毛利率作为公司地产业务毛利率, 并与公司半年结算毛利率和过往销售毛利率作交叉验证, 预计 2018 年至 2020 年地产业务毛利率为 33%、32%和 31%。两翼业务方面, 取上年毛利率 39.9%作为预测值。以收入加权平均算得 2018 年至 2020 年综合毛利率为 33.4%、32.5%和 31.6%。

期间费用率: 我们预计公司管理费用率和销售费用率将维持基本稳定的水平。预计 2018 年至 2020 年两费费率为 4.1%。

归母净利润: 我们预计 2018 年至 2020 年公司归母净利润为 219 亿元、282.4 亿元和 346.3 亿元, 对应 EPS 为 1.85 元、2.38 元和 2.92 元。

5.2 估值

5.2.1 NAV 估值

我们根据公司目前的项目和土地储备情况测算了公司的重估净资产。按照我们的测算, 公司目前的重估净资产为 2117 亿元, 对应每股 RNAV 为 17.9 元, 目前股价相对每股 RNAV 的折价幅度为 35%。考虑到公司土地储备和在建项目主要分布在一二线和强三四线城市, 资产质量较高, 具有非常大的安全边际。

表 4:NAV 估值表

开发项目评估溢价 (亿)	1022.7
帐面净资产 (亿元)	1,094.4
重估净资产 (亿元)	2117.1
总股本	118.6
每股 RNAV	17.9
当前股价	11.5
当前股价溢价	-35%

资料来源: 东兴证券研究所

5.2.2 相对估值

目前房地产板块平均市盈率为 9.8X, 可比公司市盈率平均值为 8.2X (万科 A8.7X、招商蛇口 8.5X、绿地控股 7.4X)。考虑到公司的显著优势和独特性, 我们给予公司 10 倍 PE, 对应 2018 年 EPS 的价格为 18.5 元。

6. 投资建议

我们认为公司正处在**新征程的起点上**, 销售和业绩将维持高速可持续增长, 行业地位料将继续提升。同时, 同业竞争、激励机制等问题的解决将有力提升公司内外部动能, 持续而明显的融资优势亦将助力公司应对行业周期。——我们认为公司的**这些独特性和优势**, 目前并没有充分体现在公司估值上。公司的优势和独特性包括:

- ◆ 销售高速增长, 在手货值充足可持续。
- ◆ 聚焦一二线及核心城市群, 不确定性小。
- ◆ 整合保利置业, 解决同业竞争, 破除规模瓶颈。
- ◆ 激励机制迎破局, 市场化激励再进一步。
- ◆ 持续而明显的融资优势。

我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 1944 亿元、2649 亿元和 3408 亿元, 归母净利润为 219 亿元、282 亿元和 346 亿元, EPS 分别为 1.85 元、2.38 元和 2.92 元。

目前房地产板块平均市盈率为 9.8X, 可比公司市盈率平均值为 8.2X (万科 A8.7X、招商蛇口 8.5X、绿地控股 7.4X)。考虑到公司的显著优势和独特性, 我们给予公司

10 倍 PE，对应 2018 年 EPS 价格为 18.5 元。同时，公司每股 RNAV 为 17.9 元，相对目前股价折价 35%。我们维持“强烈推荐”评级，给予 6 个月目标价为 18 元。

7. 风险提示

- 1) 项目竣工及结算进度不达预期；
- 2) 结算均价不达预期；
- 3) 市场整体下行超预期；
- 4) 保利置业整合效果不及预期。

表 5: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
流动资产	435122	646157	851267	1023971	1204404	营业收入	154773	146342	194380	264858	340844	
货币资金	46984	67801	117981	184150	213464	营业成本	109881	100872	129457	178779	233137	
应收账款	1612	1855	1065	1451	1868	营业税金及附加	15035	12457	17766	24208	31153	
其他应收	38713	63642	63642	63642	63642	营业费用	3545	3866	4801	6542	8419	
预付款项	39313	54151	60000	60000	60000	管理费用	2267	2845	3304	4503	5794	
存货	303304	439040	585217	685728	830352	财务费用	2234	2392	3855	4899	5596	
其他流动	4899	18813	22656	28294	34373	资产减值损失	-40	66	0	0	0	
非流动资	32875	50295	49337	58788	68239	公允价值变动	24	-1	0	0	0	
长期股权	14751	23451	23451	23451	23451	投资净收益	1246.92	1680.43	1680.00	1680.00	1680.00	
固定资产	3219.89	4101.35	4041.06	13495.83	22950.60	营业利润	23123	25527	36876	47607	58424	
无形资产	28	41	37	33	29	营业外收入	310.56	325.18	325.00	325.00	325.00	
其他非流	0	0	0	0	0	营业外支出	123.21	152.65	152.65	152.65	152.65	
资产总计	467997	696452	900604	1082759	1272643	利润总额	23311	25699	37048	47780	58597	
流动负债	250796	362950	496669	632584	784708	所得税	6238	6022	9473	12217	14983	
短期借款	409	3067	17000	19000	21000	净利润	17073	19677	27575	35562	43614	
应付账款	39523	45457	70935	97961	127746	少数股东损益	4651	4051	5677	7322	8980	
预收款项	155543	225306	322496	428439	547734	归属母公司净	12422	15626	21897	28240	34634	
一年内到	12824	26428	23816	23816	23816	EBITDA	26119	28691	41280	53056	64570	
非流动负	99099	175262	231817	271791	301791	EPS (元)	1.10	1.32	1.85	2.38	2.92	
长期借款	68867	147654	197654	237654	267654	主要财务比	率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
应付债券	30126	27452	34000	34000	34000							
负债合计	349895	538212	728486	904375	1086498	成长能力						
少数股东	28849	51260	56937	64259	73239	营业收入增长	25.4%	-5.4%	32.8%	36.3%	28.7%	
实收资本	11858	11858	11858	11858	11858	营业利润增长	1.8%	10.4%	44.5%	29.1%	22.7%	
资本公积	14887	15462	15462	15462	15462	归属于母公司	0.6%	25.8%	40.1%	29.0%	22.6%	
未分配利	59723	71261	79582	90313	103474	获利能力						
归属母公	89253	106980	115181	123125	132905	毛利率(%)	29.0%	31.1%	33.4%	32.5%	31.6%	
负债和所	467997	696452	900604	1082759	1272643	净利率(%)	11.0%	13.4%	14.2%	13.4%	12.8%	
现金流	单位: 百万元					总资产净利润		2.7%	2.2%	2.4%	2.6%	
量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	13.9%	14.6%	19.0%	22.9%	26.1%	
经营活动	34054	-29296	-968	66684	47083	偿债能力						
净利润	17073	19677	27575	35562	43614	资产负债率(%)	75%	77%	81%	84%	85%	
折旧摊销	762.07	772.18	0.00	549.30	549.30	流动比率	1.7	1.8	1.7	1.6	1.5	
财务费用	2234	2392	3855	4899	5596	速动比率	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5	
应收账款	0	0	790	-386	-416	营运能力						
预收帐款	0	0	97190	105943	119295	总资产周转率	0.4	0.3	0.2	0.3	0.3	
投资活动	-13059	-16951	1680	1680	1680	应收账款周转	65.1	84.4	133.1	210.5	205.4	
公允价值	24	-1	0	0	0	应付账款周转	4.3	3.4	3.3	3.1	3.0	
长期股权	0	0	0	0	0	每股指标(元)						
投资收益	1247	1680	1680	1680	1680	每股收益(最新)	1.1	1.3	1.8	2.4	2.9	
筹资活动	-11329	67398	49468	-2195	-19450	每股净现金流	0.8	1.8	4.2	5.6	2.5	
应付债券	0	0	6548	0	0	每股净资产(最	7.5	9.0	9.7	10.4	11.2	
长期借款	0	0	50000	40000	30000	估值比率						
普通股增	1101	1	0	0	0	P/E	10.5	8.7	6.2	4.8	3.9	
资本公积	7932	576	0	0	0	P/B	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0	
现金净增	9667	21151	50180	66169	29313	EV/EBITDA	7.7	9.5	7.1	5.0	4.2	

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

任鹤

清华大学土木工程专业本硕，法学双学士，3年房地产行业工作经历，一级注册建造师，中级房地产经济师。2018年加入东兴证券研究所，关注房地产行业。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。