

保利地产 (600048)

收入和利润的平滑

——对保利发展 2018 年业绩快报点评

	谢皓宇 (分析师)	白淑媛 (分析师)	卜文凯 (分析师)
	010-59312829	021-38675923	010-59312756
	xiehaoyu@gtjas.com	baishuyuan@gtjas.com	buwenkai@gtjas.com
证书编号	S0880518010002	S0880518010004	S0880517080005

本报告导读:

公司进入结算期,接近 2016 年销售额,滞后期 2 年。由于权益比例下降和财务费用率上升,使得利润增速略慢于市场预期。

投资要点:

- 公司发布 2018 年业绩快报,整体来看符合我们预期,略低于市场预期,主要是利润率低于市场预期,从 2017 年的 10.7% 下降至 9.7%,维持增持评级。由于财务费用和少数股东损益占比的显著提升,我们下调 2018~2020 年 EPS 分别为 1.58/1.90/2.29 元(原 2018~2019 为 1.74/2.26),增速分别为 19.7%/20.3%/20.5%。由于地产行业的整体估值中枢下移,参考可比公司给予 8.9 倍 PE,下调目标价至 14.1 元。
- 2018 年公司实现营业总收入 1936 亿元,同比增长 32.3%;实现归母净利润 188 亿元,同比增长 20.3%;实现基本每股收益 1.58 元,同比增长 19.7%;加权平均 ROE 为 16.4%,同比提高 0.12 个百分点。
- 结算量接近 2016 年销售量(2101 亿元),同比增长 32.3%,结算滞后期约 2 年。考虑到 2016 年销售项目利润率较为丰厚,因此 2018~2019 年进入到高利润增速时期。以 2017~2018 年销售金额判断,2019~2020 年结算收入增速依然会保持 20% 以上增速。
- 2018 年结转项目权益比例的下降,导致归母净利润增幅不如利润总额增幅,也造成归母净利润率比 2017 年下降 1 个百分点。一方面,公司合作并购项目增加,使得归母净利润增速慢于并表收入增速;另一方面,公司杠杆率有所增加,使得实际财务费用率提升较快。以当前拿地强度计算,后续杠杆率在经历 1 年左右的被动抬升后将进入回落阶段。
- 风险提示:财务费用继续上升侵蚀净利润率,销售回款不达预期。

财务摘要(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	154,773	146,342	193,627	251,716	317,162
(+/-)%	25%	-5%	32%	30%	26%
经营利润(EBIT)	24,046	26,302	36,086	43,071	51,591
(+/-)%	-1%	9%	37%	19%	20%
净利润(归母)	12,422	15,626	18,824	22,635	27,237
(+/-)%	1%	26%	20%	20%	20%
每股净收益(元)	1.04	1.32	1.58	1.90	2.29
每股股利(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营利润率(%)	15.5%	18.0%	18.6%	17.1%	16.3%
净资产收益率(%)	13.9%	14.6%	15.0%	15.3%	15.5%
投入资本回报率(%)	9.7%	6.9%	7.8%	7.9%	8.6%
EV/EBITDA	6.99	11.24	8.36	7.70	6.55
市盈率	8.74	10.72	7.45	6.20	5.15
股息率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 14.10

上次预测: 24.27

当前价格: 11.68

2019.01.16

交易数据

52 周内股价区间(元)	10.23-18.74
总市值(百万元)	138,934
总股本/流通 A 股(百万股)	11,895/11,773
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0
流通股比例	99%
日均成交量(百万股)	63.64
日均成交值(百万元)	786.58

资产负债表摘要

股东权益(百万元)	112,760
每股净资产	9.48
市净率	1.2
净负债率	155.17%

EPS(元)	2017A	2018E
Q1	0.16	0.16
Q2	0.32	0.39
Q3	0.22	0.26
Q4	0.62	0.77
全年	1.32	1.58

52 周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-10%	0%	-32%
相对指数	-9%	0%	-7%

相关报告

《业绩与杠杆共稳》2018.10.30

《顺应去杠杆周期的高增长》2018.08.14

《结算继续小步走,毛利率回升保障业绩》2018.07.15

《拿地高位趋缓,推盘保障销售》2018.06.08

《结算回升,利润稳步,费用略增》2018.04.27

模型更新时间: 2019.01.16

股票研究

金融
房地产

保利地产 (600048)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **14.10**

上次预测: 24.27

当前价格: 11.68

公司网址

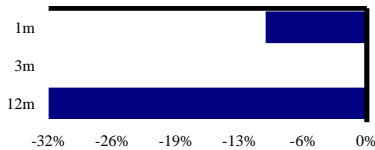
www.polycn.com/www.gzpoly.com

公司简介

公司是一家专注于房地产开发及销售的大型企业集团,拥有国家一级房地产开发资质。

在 20 余年专业开发过程中,公司培养了以商品住宅开发销售为主、经营性物业开发持有为辅的综合开发能力;以“和者筑善”为价值理念,致力于创造自然、建筑、人文交融的人居生活,打造了康居、善居、逸居、尊居四大品牌系列,包含花园系、心语系、香槟系、公馆系、林语系、康桥系、十二橡树系等多种品类,涵盖住宅、写字楼、星级酒店、购物中心、商贸会展、高端休闲

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

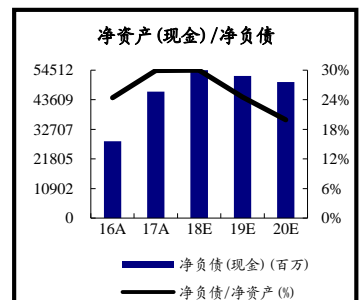
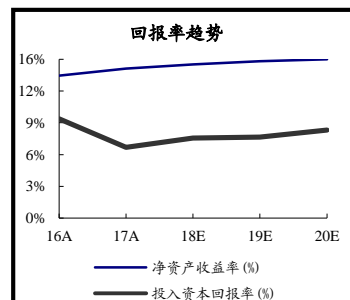
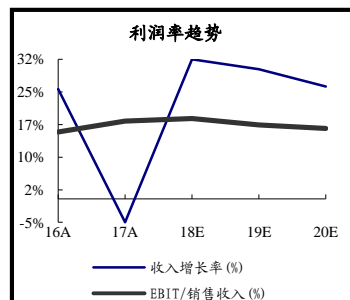
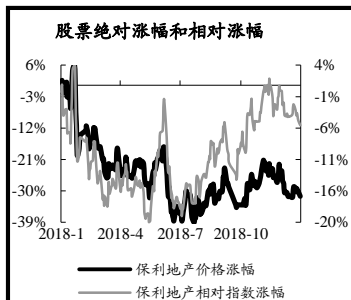
10.23-18.74

市值 (百万)

138,934

财务预测 (单位: 百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
损益表					
营业收入	154,773	146,342	193,627	251,716	317,162
营业成本	109,881	100,872	131,279	174,187	222,013
税金及附加	15,035	12,457	17,258	22,099	27,985
销售费用	3,545	3,866	5,240	7,221	9,098
管理费用	2,267	2,845	3,764	5,138	6,474
EBIT	24,046	26,302	36,086	43,071	51,591
公允价值变动收益	24	-1	3	2	2
投资收益	1,247	1,680	2,016	2,117	2,223
财务费用	2,234	2,392	2,691	2,789	2,689
营业利润	23,123	25,527	35,359	42,345	51,071
所得税	6,238	6,022	8,720	10,278	12,450
少数股东损益	4,651	4,051	7,987	9,605	11,557
归母净利润	12,422	15,626	18,824	22,635	27,237
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	46,984	67,801	87,756	49,819	31,766
其他流动资产	4,899	18,813	18,813	18,813	18,813
长期投资	14,751	23,451	23,451	23,451	23,451
固定资产合计	3,220	4,101	3,530	2,930	2,330
无形资产及其他资产	39	51	51	51	51
资产合计	467,997	696,452	836,938	976,027	1,130,862
流动负债	250,796	362,950	453,060	589,365	730,953
非流动负债	99,099	175,262	221,606	213,603	204,542
股东权益	118,102	158,240	184,785	217,025	255,819
投入资本(IC)	182,345	293,331	349,180	411,320	456,036
现金流量表					
NOPLAT	17612	20138	27230	32660	39057
折旧与摊销	787	792	571	600	600
流动资金增量	-14,999	80,307	33,702	41,035	28,576
资本支出	-102	-490	-62	-58	-59
自由现金流	3,297	100,748	61,441	74,237	68,174
经营现金流	34,054	-29,296	-4,718	-6,764	11,678
投资现金流	-13,059	-16,951	-17,410	-16,337	-14,395
融资现金流	-11,329	67,398	42,013	-14,906	-15,407
现金流净增加额	9,667	21,151	19,884	-38,007	-18,124
财务指标					
成长性					
收入增长率	25.4%	-5.4%	32.3%	30.0%	26.0%
EBIT 增长率	-0.7%	9.4%	37.2%	19.4%	19.8%
净利润增长率	0.6%	25.8%	20.5%	20.2%	20.3%
利润率					
毛利率	29.0%	31.1%	32.2%	30.8%	30.0%
EBIT 率	15.5%	18.0%	18.6%	17.1%	16.3%
归母净利润率	8.0%	10.7%	9.7%	9.0%	8.6%
收益率					
净资产收益率(ROE)	13.9%	14.6%	15.0%	15.3%	15.5%
总资产收益率(ROA)	2.7%	2.2%	2.2%	2.3%	2.4%
投入资本回报率(ROIC)	9.7%	6.9%	7.8%	7.9%	8.6%
运营能力					
存货周转天数	983	1343	1490	1400	1300
应收账款周转天数	6	4	4	4	4
总资产周转天数	1,028	1,452	1,445	1,314	1,212
净利润现金含量	274.2%	-187.5%	-25.1%	-29.9%	42.9%
资本支出/收入	0.1%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
偿债能力					
资产负债率	74.8%	77.3%	80.6%	82.3%	82.7%
净负债率	24.0%	29.4%	29.5%	24.1%	19.6%
估值比率					
PE	8.74	10.72	7.45	6.20	5.15
PB	1.22	1.57	1.12	0.95	0.80
EV/EBITDA	6.99	11.24	8.36	7.70	6.55
P/S	0.89	0.95	0.72	-2.04	-2.23
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt_jaresearch@gtjas.com		