

业绩增长超预期，融资优势持续扩大

——2019 年中报点评

核心观点

- **业绩增长提速，盈利能力持续提升。**公司 2019 年上半年实现营业收入 711.2 亿元，同比增长 20%，实现归母净利润 99.6 亿元，同比增长 53%。公司业绩增速大幅高于营业收入增速，主要因为结转项目毛利率的提升和权益占比的提升。公司盈利能力持续提升，归母净利率为 14.0%，较 2018 年提升 4.3 个百分点。少数股东损益占比 23.2%，较 2018 年下降 4.5 个百分点，主要是由于结转项目的权益比有所提升。
- **半年销售金额及销售均价均创新高，维持审慎投资策略。**2019 年上半年公司实现销售金额 2526.2 亿元，同比增长 17.3%，公司上半年销售均价为 15437 元/平，上半年销售金额及均价均创公司历史新高。土地投资方面，上半年公司拿地金额 533 亿元，投资强度（拿地金额/销售金额）为 21%，较 2018 年投资强度下降 27 个百分点，体现出公司当前对土地投资较为审慎的态度。展望下半年，土地市场有望降温，届时保利这样资金充裕的公司将有机会补充优质土地储备。
- **负债率稳中有降，融资成本优势持续扩大。**截至 2019 年 6 月底，公司扣除预售账款的资产负债率为 40.5%，较 2018 年底下降 2.1 个百分点。净资产负债率 76.6%，较 2018 年底下降 4.0 个百分点。有息负债规模为 2710 亿元，现金短债覆盖倍数提升至 2.6 倍，偿债能力持续提升。2019 年上半年加权融资成本仅为 4.99%，较 2018 年下降 4 个 bp，融资成本上的优势持续扩大。

财务预测与投资建议

- **维持买入评级，上调目标价至 16.80 元（原目标价为 16.08 元）。**我们根据中报情况对公司结算项目进行了调整，上调公司 2019-2021 年 EPS 的预测至 2.10/2.61/3.17 元（原预测为 2.01/2.41/2.89 元）。可比公司 2019 年 PE 估值为 8X，我们给予公司 2019 年 PE 倍数 8X，对应目标价 16.80 元。

风险提示

- 房地产市场销售大幅低于预期。
- 利率上升超预期。

公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	146,306	194,514	279,686	362,852	432,694
同比增长(%)	-5.5%	32.9%	43.8%	29.7%	19.2%
营业利润(百万元)	25,524	35,590	44,194	56,496	68,776
同比增长(%)	10.4%	39.4%	24.2%	27.8%	21.7%
归属母公司净利润(百万元)	15,626	18,904	24,962	31,032	37,755
同比增长(%)	25.8%	21.0%	32.0%	24.3%	21.7%
每股收益(元)	1.31	1.59	2.10	2.61	3.17
毛利率(%)	31.1%	32.5%	34.0%	35.3%	35.9%
净利率(%)	10.7%	9.7%	8.9%	8.6%	8.7%
净资产收益率(%)	15.9%	16.5%	18.8%	20.0%	20.9%
市盈率	10.6	8.8	6.6	5.3	4.4
市净率	1.5	1.4	1.2	1.0	0.8

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

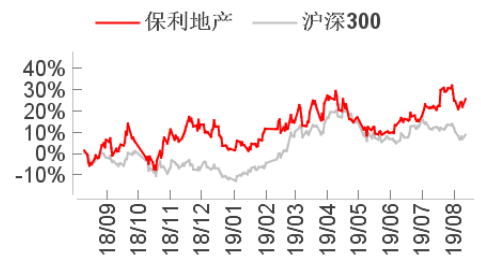


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2019年08月12日)	13.92 元
目标价格	16.80 元
52周最高价/最低价	14.92/10.66 元
总股本/流通A股(万股)	1,189,626/1,189,626
A股市值(百万元)	165,596
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2019年08月12日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	3.96	2.73	7.32	18.97
相对表现	-3.32	-5.61	-8.16	-10.33
沪深300	.64	-2.88	-.84	8.64



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 竺劲
021-63325888*6084
zhujing1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514060003

证券分析师 房诚琦
021-63325888*6202
fangchengqi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860518070003

联系人 孙天一
021-63325888-4037
suntianyi1@orientsec.com.cn

联系人 马晓东

相关报告

结算利润率提升，业绩大超预期：	2019-07-18
百尺竿头更进一步，央企龙头表现亮眼：	2019-04-27
销售土储均好，多元业务加速发展：	2019-04-16

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

业绩增长提速，盈利能力持续提升	4
半年销售金额及均价均创新高，维持审慎投资策略	4
负债率稳中有降，融资成本优势持续扩大.....	5
盈利预测与投资建议	6
盈利预测：预计 2019-2021 年 EPS 为 2.10/2.61/3.17 元.....	6
投资建议：维持买入评级，上调目标价至 16.80 元.....	6
风险提示.....	6

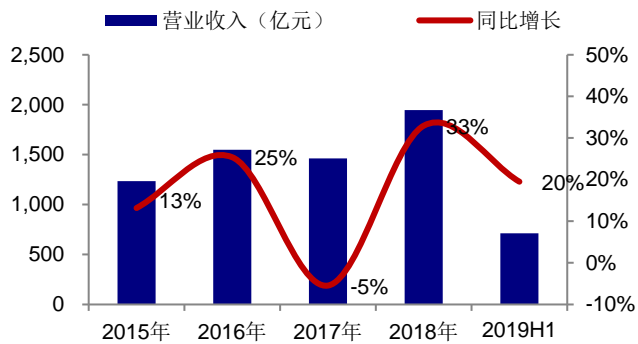
图表目录

图 1: 上半年实现营业收入 711.2 亿元, 同比增长 20%	4
图 2: 上半年实现归母净利润 99.6 亿元, 同比增长 53%	4
图 3: 结算利润率持续提升	4
图 4: 少数股东损益占比下降至 23.2%	4
图 5: 上半年实现销售金额 2526.2 亿元, 同比增长 17.3%	5
图 6: 上半年土地投资强度下降至 21%	5

业绩增长提速，盈利能力持续提升

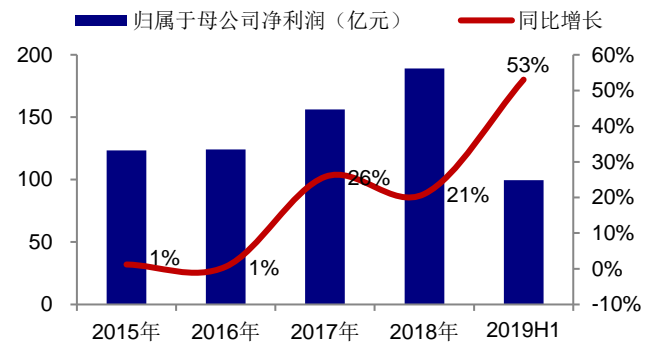
业绩增长提速，盈利能力持续提升。公司 2019 年上半年实现营业收入 711.2 亿元，同比增长 20%，实现归母净利润 99.6 亿元，同比增长 53%。公司业绩增速大幅高于营业收入增速，主要原因为结转项目毛利率的提升和权益占比的提升。公司盈利能力持续提升，2019 年上半年毛利率为 39.8%，较 2018 年提升 7.4 个百分点；归母净利率为 14.0%，较 2018 年提升 4.3 个百分点。另外，公司 2019 年上半年少数股东损益占比为 23.2%，较 2018 年下降 4.5 个百分点，主要是由于结转项目的权益比有所提升。

图 1：上半年实现营业收入 711.2 亿元，同比增长 20%



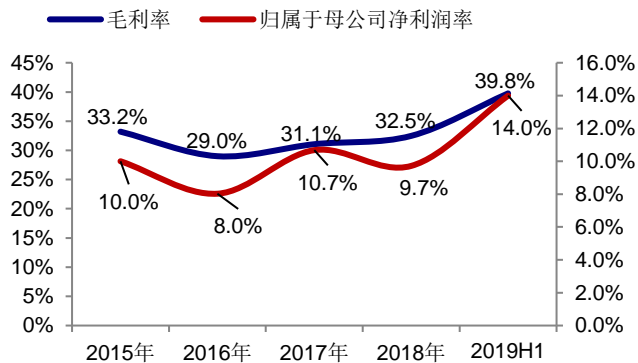
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 2：上半年实现归母净利润 99.6 亿元，同比增长 53%



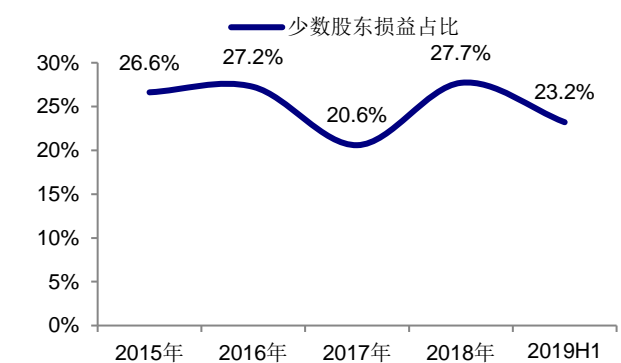
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 3：结算利润率持续提升



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 4：少数股东损益占比下降至 23.2%



数据来源：公司公告、东方证券研究所

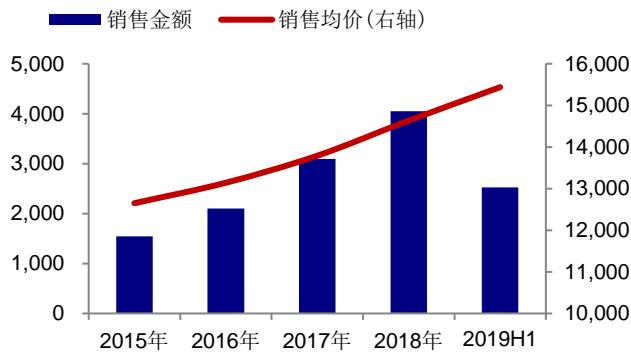
半年销售金额及均价均创新高，维持审慎投资策略

半年销售金额及销售均价均创新高，维持审慎投资策略。2019 年上半年公司实现销售金额 2526.2 亿元，同比增长 17.3%，公司上半年销售均价为 15437 元/平，上半年销售金额及均价均创公司历

历史新高，目前公司位列全国房企销售榜的第四位。区域分布上，一二线城市及六大核心城市群贡献了超过 75% 的销售金额，其中公司深耕多年的珠三角和长三角区域占比分别为 27% 和 22%。

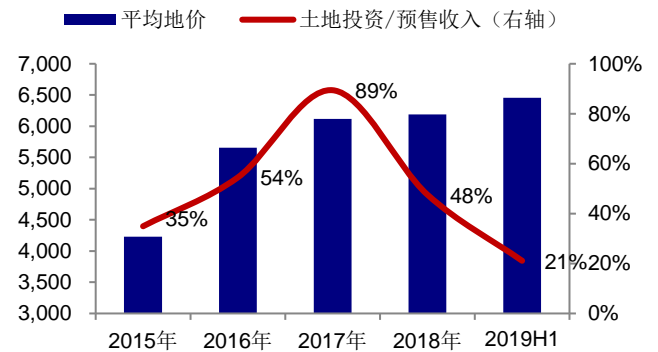
土地投资方面，上半年公司拿地金额为 533 亿元，新增建面 826 万方，楼面均价为 6453 元，较去年略有上升，一二线城市的拿地金额及面积占比分别为 78% 和 60%。投资强度（拿地金额/销售金额）为 21%，较 2018 年投资强度下降 27 个百分点，体现出公司当前对土地投资较为审慎的态度。展望下半年，土地市场有望降温，届时公司这样资金充裕的公司将有机会补充优质土地储备。

图 5：上半年实现销售金额 2526.2 亿元，同比增长 17.3%



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 6：上半年土地投资强度下降至 21%

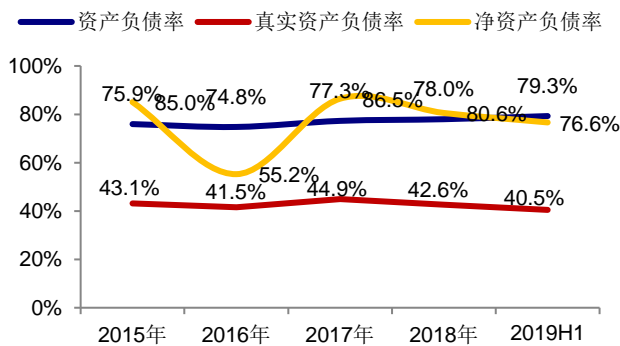


数据来源：公司公告、东方证券研究所

负债率稳中有降，融资成本优势持续扩大

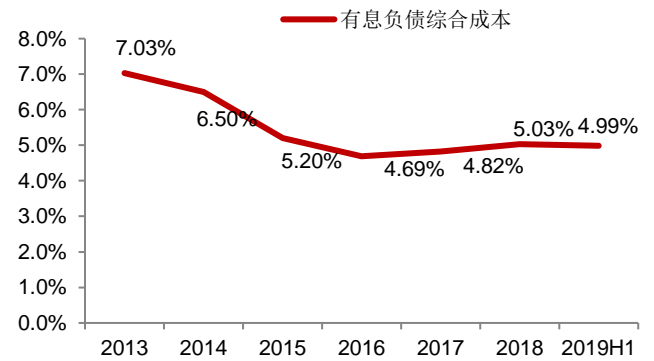
负债率稳中有降，融资成本优势持续扩大。截至 2019 年 6 月底，公司扣除预售账款的资产负债率为 40.5%，较 2018 年底下降 2.1 个百分点。净资产负债率 76.6%，较 2018 年底下降 4.0 个百分点。有息负债规模为 2710 亿元，现金短债覆盖倍数提升至 2.6 倍，偿债能力持续提升。2019 年上半年加权融资成本仅为 4.99%，较 2018 年下降 4 个 bp，融资成本上的优势持续扩大。

图 7：公司负债率持续下降



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 8：加权融资成本优势继续扩大



数据来源：公司公告、东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测：预计 2019-2021 年 EPS 为 2.10/2.61/3.17 元

我们预测公司 2019-2021 年 EPS 分别为 2.10/2.61/3.17 元

我们对公司 2019-2021 年盈利预测做如下假设：

- 1) 考虑各项目可售货值及合理去化率，我们预测公司房地产结算金额为 2667/3471/4134 亿元。
- 2) 公司销售费用率为 3.5%/3.4%/3.2%，管理费用率为 2.4%/2.4%/2.3%。
- 3) 公司所得税费用率维持在 25%

投资建议：维持买入评级，上调目标价至 16.80 元

PE 估值：维持买入评级，上调目标价至 16.80 元（原目标价为 16.08 元）。我们根据中报情况对公司结算项目进行了调整，上调公司 2019-2021 年 EPS 的预测至 2.10/2.61/3.17（原预测为 2.01/2.41/2.89 元）。可比公司 2019 年 PE 估值为 8X，我们给予公司 2019 年 PE 倍数 8X，对应目标价 16.80 元。

风险提示

- 1、房地产市场销售可能低于预期。公司主营业务是房地产销售，房地产市场景气度会对公司地产销售产生影响从而影响公司经营业绩。
- 2、利率上升超预期。利率水平将影响购房人的购房成本和开发商的举债成本，如果利率发生超预期的上升，将对开发商的销售和经营业绩产生明显的负面影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	67,801	113,431	83,906	108,856	129,808	营业收入	146,306	194,514	279,686	362,852	432,694
应收账款	1,855	2,006	4,195	5,443	6,490	营业成本	100,872	131,339	184,673	234,932	277,370
预付账款	54,151	26,045	69,922	90,713	108,173	营业税金及附加	12,457	16,122	25,172	32,657	38,942
存货	439,040	474,505	700,852	869,062	1,055,230	营业费用	3,866	5,912	9,688	12,256	13,778
其他	83,311	150,494	100,787	121,620	139,332	管理费用	2,845	3,536	6,629	8,754	9,841
流动资产合计	646,157	766,481	959,662	1,195,693	1,439,034	财务费用	2,392	2,585	10,366	19,377	25,525
长期股权投资	23,451	48,489	48,489	48,489	48,489	资产减值损失	66	2,351	1,653	1,069	1,151
固定资产	4,104	4,594	6,558	12,134	13,479	公允价值变动收益	(1)	190	0	0	0
在建工程	485	878	2,377	0	0	投资净收益	1,680	2,690	2,690	2,690	2,690
无形资产	41	119	95	71	48	其他	36	42	0	0	0
其他	22,217	25,933	22,103	22,083	22,063	营业利润	25,524	35,590	44,194	56,496	68,776
非流动资产合计	50,297	80,012	79,623	82,777	84,079	营业外收入	325	366	300	300	300
资产总计	696,454	846,494	1,039,285	1,278,470	1,523,112	营业外支出	153	179	120	120	120
短期借款	3,067	3,011	214,723	332,373	461,671	利润总额	25,696	35,778	44,374	56,676	68,956
应付账款	45,457	46,049	64,636	82,226	97,080	所得税	6,022	9,631	11,094	14,170	17,240
其他	314,426	395,836	339,016	423,338	494,156	净利润	19,674	26,147	33,280	42,506	51,716
流动负债合计	362,950	444,897	618,375	837,937	1,052,906	少数股东损益	4,051	7,245	8,321	11,478	13,964
长期借款	147,654	181,874	171,874	161,874	151,874	归属于母公司净利润	15,623	18,901	24,959	31,029	37,752
应付债券	27,452	33,065	33,065	27,668	24,931	每股收益(元)	1.31	1.59	2.10	2.61	3.17
其他	158	164	0	0	0						
非流动负债合计	175,264	215,103	204,939	189,542	176,805						
负债合计	538,214	660,000	823,314	1,027,479	1,229,711						
少数股东权益	51,260	64,572	72,893	84,370	98,334						
股本	11,858	11,895	11,895	11,895	11,895						
资本公积	15,462	15,246	15,246	15,246	15,246						
留存收益	74,393	88,121	109,276	132,820	161,265						
其他	5,267	6,661	6,661	6,661	6,661						
股东权益合计	158,241	186,494	215,971	250,992	293,401						
负债和股东权益总计	696,454	846,494	1,039,285	1,278,470	1,523,112						

现金流量表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	19,674	26,150	33,283	42,509	51,719
折旧摊销	414	560	457	767	1,077
财务费用	2,392	2,585	10,366	19,377	25,525
投资损失	(1,680)	(2,690)	(2,690)	(2,690)	(2,690)
营运资金变动	(94,191)	(14,687)	(229,620)	(110,239)	(137,867)
其它	44,096	(25)	5,180	1,069	1,151
经营活动现金流	(29,296)	11,893	(183,024)	(49,206)	(61,085)
资本支出	(1,607)	(1,562)	(3,877)	(3,921)	(2,378)
长期投资	(14,514)	(28,323)	0	0	0
其他	(830)	16,426	2,958	2,690	2,690
投资活动现金流	(16,951)	(13,459)	(919)	(1,231)	312
债权融资	90,396	58,846	(43,121)	(15,397)	(12,736)
股权融资	576	(180)	0	0	0
其他	(23,575)	(12,168)	197,539	90,784	94,463
筹资活动现金流	67,398	46,498	154,418	75,387	81,726
汇率变动影响	(138)	161	0	0	0
现金净增加额	21,013	45,093	(29,525)	24,950	20,953

主要财务比率					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	-5.5%	32.9%	43.8%	29.7%	19.2%
营业利润	10.4%	39.4%	24.2%	27.8%	21.7%
归属于母公司净利润	25.8%	21.0%	32.0%	24.3%	21.7%
获利能力					
毛利率	31.1%	32.5%	34.0%	35.3%	35.9%
净利率	10.7%	9.7%	8.9%	8.6%	8.7%
ROE	15.9%	16.5%	18.8%	20.0%	20.9%
ROIC	7.2%	6.9%	7.4%	7.9%	8.2%
偿债能力					
资产负债率	77.3%	78.0%	79.2%	80.4%	80.7%
净负债率	86.5%	80.6%	161.5%	169.8%	177.8%
流动比率	1.78	1.72	1.55	1.43	1.37
速动比率	0.57	0.65	0.41	0.38	0.36
营运能力					
应收账款周转率	84.4	100.8	89.0	73.6	70.7
存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
每股指标(元)					
每股收益	1.31	1.59	2.10	2.61	3.17
每股经营现金流	-2.46	1.00	-15.39	-4.14	-5.14
每股净资产	8.99	10.25	12.03	14.01	16.40
估值比率					
市盈率	10.6	8.8	6.6	5.3	4.4
市净率	1.5	1.4	1.2	1.0	0.8
EV/EBITDA	8.3	6.1	4.3	3.1	2.5
EV/EBIT	8.4	6.2	4.3	3.1	2.5

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有保利地产(600048)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

