

## 盈利能力显著提升, 物业板块拆分上市

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司2019年上半年实现营业收入711.2亿元, 同比增长19.5%; 实现归母净利润99.6亿元, 同比增长53.3%。
- **结算规模稳步增长, 盈利能力显著提升, 物业板块向港交所提交上市申请。** 2019年上半年, 公司竣工面积1167万方, 同比增长53.3%, 得益于结算规模的提升和结算单价的增长, 公司盈利能力显著提升, 上半年公司实现毛利率39.8%, 同比提升4.4个百分点, 地产板块结算毛利率高达41.0%。上半年公司净利率18.23%, 同比提升2.6个百分点, 并由于公司结算权益比提升, 公司归母净利率同比提升3.1个百分点为14.0%, 归母净利润同比增速高达53.3%。同时, 公司期间费用率8.6%, 与上年同期基本持平, 投资收益中对联合营企业的投资收益7.4亿元, 上年度为3.4亿元, 显著增厚公司业绩。物业方面, 截止2019年4月末, 保利物业合约管理面积3.7亿方, 在管面积2.0亿方, 其中外拓面积0.9亿方, 未来随着资本市场助力, 公司在外拓物业和商业物业轻资产管理输出方面或将持续受益。
- **销售稳步增长, 长三角和珠三角销售合计占比约5成, 回款率高达86%。** 2019年上半年, 公司新开工面积2894万方, 同比增长22.7%, 实现签约金额2526.2亿元, 同比增长17.3%, 实现销售回款2168亿元, 回款率高达86%, 同比提升8个百分点, 为业内标杆。实现签约面积1636.5万方, 同比增长12.6%。其中, 一二线及核心城市群贡献超过75%的销售, 珠三角和长三角销售贡献分别为27%和22%, 另外, 上半年, 广州单城签约销售额超过200亿元, 佛山、北京、成都和杭州超过100亿元, 武汉、南京等城市超过50亿元。
- **一二线为新拓土储主力, 融资面持续优化。** 2019年上半年, 公司新增计容建面826万方, 总对价533亿元, 一二线金额和面积占比分别为78%和60%, 三四线的拿地主要集中在珠三角、长三角城市群。截至报告期末, 公司用有待开发面积7618万方, 其中一二线城市4614万方, 占比高达60%以上长三角和珠三角占比高达46%。截止2019年上半年末, 公司有息负债总额2710亿元, 加权融资成本仅为4.99%, 净负债率76.6%, 较上年末降低4个百分点, 融资面持续优化。上半年公司完成5亿美元债和15亿元中期票据发行, 另有150亿元公司债额度。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2019-2021年EPS分别为2.01元、2.49元、3.08元, 公司毛利率水平可能触及高位, 拿地成本有一定压力估值短期较高, 给予公司2019年8倍估值, 对应目标价格16.10元, 下调至“增持”评级。
- **风险提示:** 调控政策及融资面收紧风险、销售增长或低于预期。

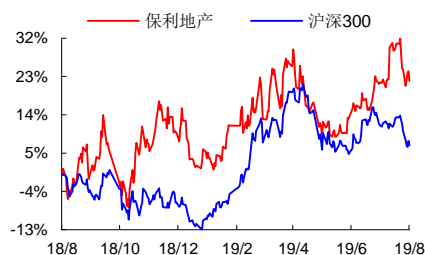
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	194555.49	253805.14	318787.32	390885.18
增长率	32.95%	30.45%	25.60%	22.62%
归属母公司净利润(百万元)	18903.72	23940.44	29574.49	36676.16
增长率	20.98%	26.64%	23.53%	24.01%
每股收益EPS(元)	1.59	2.01	2.49	3.08
净资产收益率ROE	14.02%	14.79%	16.07%	16.99%
PE	8.8	6.9	5.6	4.5
PB	0.89	0.80	0.69	0.59

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 胡华如  
执业证号: S1250517060001  
电话: 0755-23900571  
邮箱: hhr@swsc.com.cn  
联系人: 尉鹏洁  
电话: 021-58351917  
邮箱: ypj@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	118.96
流通A股(亿股)	118.96
52周内股价区间(元)	10.66-14.92
总市值(亿元)	1,607.18
总资产(亿元)	9,012.15
每股净资产(元)	9.89

### 相关研究

1. 保利地产(600048): 业绩增长超预期, 销售稳步增长 (2019-07-24)
2. 保利地产(600048): 业绩稳健增长, 销售有质有量 (2019-04-16)
3. 保利地产(600048): 业绩符合预期, 销售回款好于预期 (2019-01-15)
4. 保利地产(600048): 盈利能力稳中有升, 新开工大幅增长 (2018-10-31)
5. 保利地产(600048): 单月销售同比高速增长, 累计增速维持高位 (2018-10-12)
6. 保利地产(600048): 累计销售维持高位, 拿地力度同比持平 (2018-09-10)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	194555.49	253805.14	318787.32	390885.18	净利润	26149.14	30555.58	38655.55	47993.29
营业成本	131338.80	172225.60	216395.24	265444.93	折旧与摊销	1014.61	335.51	337.41	339.78
营业税金及附加	16122.37	21222.83	26576.76	32620.05	财务费用	2584.65	8037.27	9130.68	10620.20
销售费用	5912.21	7614.15	9563.62	11726.56	资产减值损失	2351.04	1645.73	1152.01	806.41
管理费用	3495.45	3807.08	4781.81	5863.28	经营营运资本变动	-14551.98	-47190.24	-71958.84	-91317.60
财务费用	2584.65	8037.27	9130.68	10620.20	其他	-5654.14	-4583.45	-1510.49	-1991.44
资产减值损失	2351.04	1645.73	1152.01	806.41	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>11893.32</b>	<b>-11199.61</b>	<b>-24193.68</b>	<b>-33549.37</b>
投资收益	2689.75	1613.85	806.92	766.58	资本支出	-947.36	201.30	196.60	198.70
公允价值变动损益	190.42	106.75	160.12	114.18	其他	-12511.82	5132.63	-1176.25	109.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-13459.17</b>	<b>5333.93</b>	<b>-979.65</b>	<b>307.70</b>
<b>营业利润</b>	<b>35592.64</b>	<b>40973.08</b>	<b>52154.25</b>	<b>64684.52</b>	短期借款	-55.70	-3936.49	1750.38	28785.45
其他非经营损益	187.66	182.62	184.30	183.74	长期借款	34220.10	2014.13	1799.24	1428.69
<b>利润总额</b>	<b>35780.30</b>	<b>41155.70</b>	<b>52338.55</b>	<b>64868.26</b>	股权融资	-180.28	1.23	0.00	0.00
所得税	9631.16	10600.11	13683.00	16874.97	支付股利	-4743.38	-3780.74	-4788.09	-5914.90
净利润	26149.14	30555.58	38655.55	47993.29	其他	17257.01	-23775.73	-10905.71	-12283.81
少数股东损益	7245.42	6615.14	9081.06	11317.13	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>46497.75</b>	<b>-29477.60</b>	<b>-12144.18</b>	<b>12015.43</b>
归属母公司股东净利润	18903.72	23940.44	29574.49	36676.16	<b>现金流量净额</b>	<b>45092.79</b>	<b>-35343.29</b>	<b>-37317.51</b>	<b>-21226.24</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	113431.29	78088.00	40770.49	19544.26	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	147283.76	206648.25	247489.91	312182.99	销售收入增长率	32.95%	30.45%	25.60%	22.62%
存货	474505.09	624268.34	784132.80	962639.86	营业利润增长率	39.43%	15.12%	27.29%	24.03%
其他流动资产	31261.37	37072.45	48581.87	58332.27	净利润增长率	32.89%	16.85%	26.51%	24.16%
长期股权投资	48489.38	48489.38	48489.38	48489.38	EBITDA 增长率	36.51%	25.91%	24.88%	22.75%
投资性房地产	19890.02	15945.46	17453.50	17763.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	5471.62	4969.67	4472.42	3968.06	毛利率	32.49%	32.14%	32.12%	32.09%
无形资产和开发支出	166.92	167.67	166.53	168.01	三费率	6.16%	7.67%	7.36%	7.22%
其他非流动资产	5994.49	6491.40	7091.04	7517.69	净利率	13.44%	12.04%	12.13%	12.28%
<b>资产总计</b>	<b>846493.92</b>	<b>1022140.64</b>	<b>1198647.94</b>	<b>1430605.53</b>	ROE	14.02%	14.79%	16.07%	16.99%
短期借款	3011.24	-925.25	825.13	29610.58	ROA	3.09%	2.99%	3.22%	3.35%
应付和预收款项	343881.96	494132.99	617410.64	759208.55	ROIC	10.54%	12.22%	12.56%	12.53%
长期借款	181873.95	183888.08	185687.32	187116.01	EBITDA/销售收入	20.14%	19.44%	19.33%	19.35%
其他负债	131232.42	138435.72	154248.30	172115.45	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>659999.57</b>	<b>815531.55</b>	<b>958171.40</b>	<b>1148050.59</b>	总资产周转率	0.25	0.27	0.29	0.30
股本	11895.03	11896.26	11896.26	11896.26	固定资产周转率	44.75	58.44	82.94	116.94
资本公积	15245.59	15245.59	15245.59	15245.59	应收账款周转率	100.78	105.24	101.65	101.19
留存收益	88120.56	108280.26	133066.66	163827.92	存货周转率	0.29	0.31	0.31	0.30
归属母公司股东权益	121922.52	135422.11	160208.51	190969.77	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	138.66%	—	—	—
少数股东权益	64571.84	71186.98	80268.04	91585.17	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>186494.36</b>	<b>206609.09</b>	<b>240476.55</b>	<b>282554.94</b>	资产负债率	77.97%	79.79%	79.94%	80.25%
负债和股东权益合计	846493.92	1022140.64	1198647.94	1430605.53	带息债务/总负债	33.02%	26.49%	22.92%	21.76%
					流动比率	1.72	1.58	1.52	1.46
					速动比率	0.66	0.54	0.46	0.42
					股利支付率	25.09%	15.79%	16.19%	16.13%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.59	2.01	2.49	3.08
					每股净资产	15.68	17.37	20.21	23.75
					每股经营现金	1.00	-0.94	-2.03	-2.82
					每股股利	0.40	0.32	0.40	0.50
业绩和估值指标									
EBITDA	39191.90	49345.85	61622.34	75644.50					
PE	8.76	6.92	5.60	4.52					
PB	0.89	0.80	0.69	0.59					
PS	0.85	0.65	0.52	0.42					
EV/EBITDA	6.39	5.80	5.19	4.87					
股息率	2.86%	2.28%	2.89%	3.57%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn