

融资优势持续凸显，销售业绩不断攀升

业绩快速增长，销售弹性十足。公司 2019 年上半年实现营业收入 711.2 亿，同比增长 19.5%，实现归母净利 99.6 亿，同比增长 53.3%。销售方面，上半年公司实现签约金额 2526.24 亿元，同比增长 17.33%；实现签约面积 1636.47 万平方米，同比增长 12.56%，销售规模稳居行业前 5，实现销售均价 15437 元/平，再创历史新高，充分保障上半年销售项目的利润率水平。

拿地审时度势，平台优势突出。公司上半年延续了此前审慎的拿地态度，累计拓展项目 44 个，合计新增计容建面 820.8 万平，同比下降 45%，对应总价 532.8 亿，同比下降 50%，占到上半年销售金额的 21.1%。此外公司充分借助国企平台优势，不断实现同业整合，继 17 年底展开对保利置业收购后，今年保利集团拟参与云南城投集团层面的混合所有制改革，随着国改进程的不断推进，公司平台优势越发明显。

杠杆持续改善，融资优势凸显。受益于公司今年拿地支出的收缩，公司杠杆明显改善，净负债率较年初下降 3.9 个百分点至 76.6%。同时公司充分利用自身国企信用背书优势和资本市场便利发挥融资优势今年以来先后发行了 5 亿美元债和中期票据 15 亿元，以低成本储备长期资金，同时获批公司债券 150 亿元，保持充足的融资空间。

一主两翼稳定发展。公司坚定“一主两翼”发展战略，延伸产业链布局，也将助力公司未来长远发展。

投资建议：公司是目前 A 股龙头企业中估值最具备优势的企业，预计公司 19-20 年 EPS 为 1.93 元和 2.36 元，维持“买入”评级。

预测和比率

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	194,555	243,626	305,264	371,081
净利润(百万)	18,903.7	22,940.7	28,077.9	34,539.9
净利润增长率	21.0%	21.4%	22.4%	23.0%
EPS	1.59	1.93	2.36	2.90
P/E	8.8	7.2	5.9	4.8

保利地产 (600048)

维持
买入
江宇辉

jiangyuhui@csc.com.cn

18621759430

执业证书编号：S1440517120002

发布日期：2019 年 08 月 13 日

当前股价：13.92 元

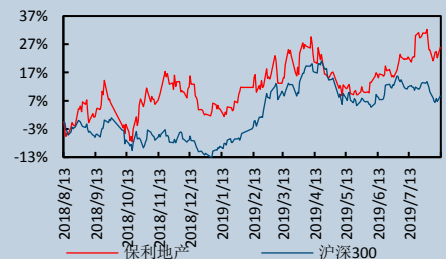
目标价格 6 个月：18.6 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	2.73/5.61	11.73/12.57	23.86/15.22
12 月最高/最低价 (元)			15.08/10.56
总股本 (万股)			1,189,625.81
流通 A 股 (万股)			1,189,625.81
总市值 (亿元)			1,655.96
流通市值 (亿元)			1,655.96
近 3 月日均成交量 (万)			6,486.99
主要股东			
保利南方集团有限公司			37.93%

股价表现



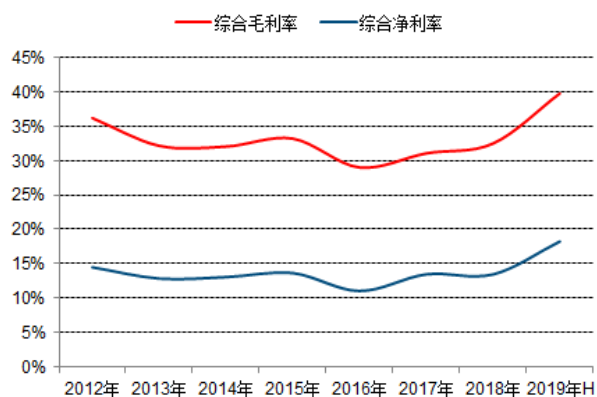
相关研究报告

19.08.12	【中信建投房地产开发 II】保利地产 (600048):销售延续增长,物管筹划上市
19.07.19	【中信建投房地产开发 II】保利地产 (600048):业绩快速增长,彰显龙头本色
19.07.15	【中信建投房地产开发 II】保利地产 (600048):销售保持韧性,拿地延续增长

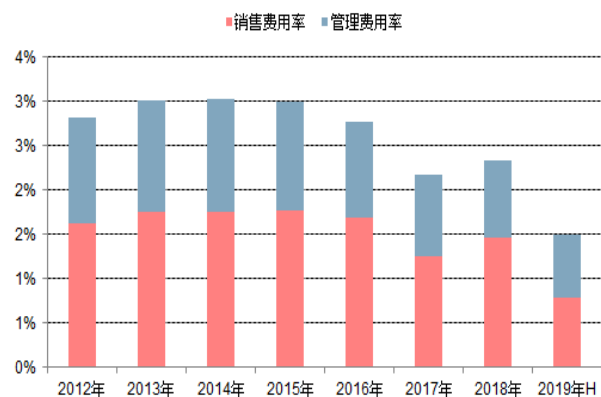
第一，业绩快速增长，销售弹性十足

公司 2019 年上半年实现营业收入 711.2 亿，同比增长 19.5%，实现归属于上市公司股东净利润 99.6 亿，同比增长 53.3%。公司上半年业绩快速增长的主要原因在于：1、公司上半年实现竣工面积 1167 万平，同比增长 53.3%，带动公司结算规模明显提升；2、上半年结算项目单价较高，带动公司房地产业务结算利润水平持续改善，结算毛利率较去年同期提升 5.7 个百分点至 41.0%，实现综合毛利率 39.8%，较去年同期提升 4.4 个百分点；3、公司结算项目中合作项目占比有所下降，当期结转项目权益比例较高，少数股东损益占公司净利润比重较去年同期下降 6.9 个百分点至 23.2%；4、随着公司业务规模扩张，公司强化管控效率，上半年公司实现销售管理费用率 1.5%，较年初下降 0.8 个百分点，尤其是销售费用率较年初下降 0.7 个百分点，改善明显，带动公司综合净利率同比提升 2.6 个百分点至 18.2%。

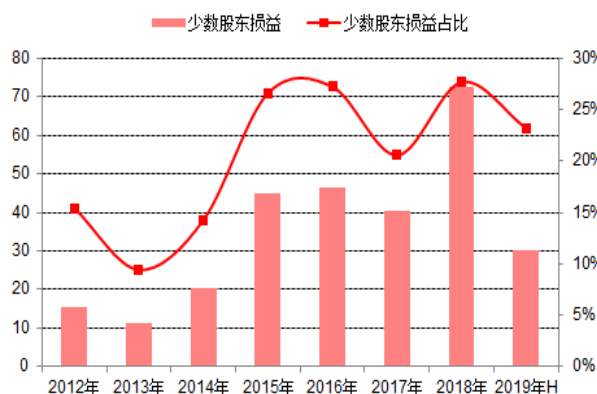
展望全年，公司计划竣工面积 2750 万方，目前仅完成计划目标的 42.4%，预计公司将在下半年明显加大竣工力度，提升结算规模，同时考虑到截止当前公司预收款规模达到 3621.1 亿，较年初继续上升 20.8%，已售未结资源丰富，将持续保障公司未来业绩兑现。

图：公司综合毛利及净利


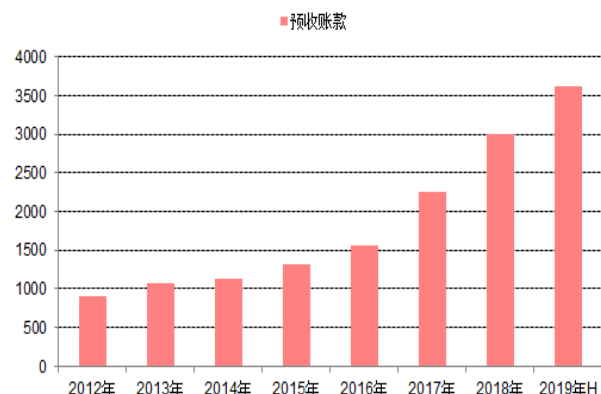
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图：公司销售管理费用率


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图：少数股东损益及占比


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图：公司预收款规模


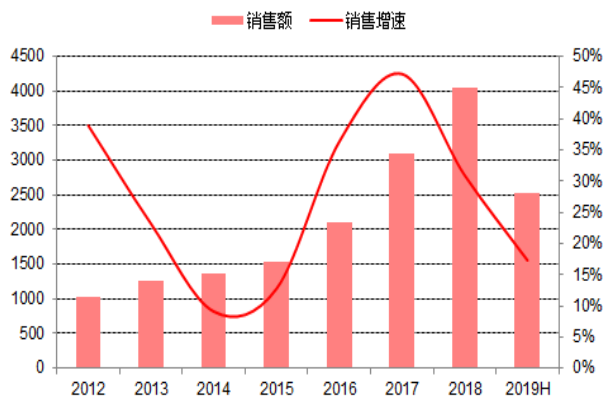
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

销售方面，上半年在行业销售规模增速放缓的背景下，公司紧抓市场窗口，把握调整期中的机遇，实现销售规模的稳健增长。公司实现签约金额 2526.24 亿元，同比增长 17.33%；实现签约面积 1636.47 万平方米，同比增长 12.56%，销售规模稳居行业前 5，实现销售均价 15437 元/平，再创历史新高，充分保障上半年销售项目的利润率水平。

分区域来看，公司重点布局的一二线城市及六大核心城市群仍然是公司销售的主要贡献来源，占比超过 75%，其中在珠三角和长三角两大核心城市群分别占比达 27%和 22%，中西部区域占比达到 13%。深耕城市销售保持稳定，上半年，广州区域销售突破 200 亿规模，佛山区域销售达到 170 亿规模，北京、成都、杭州超 100 亿元，武汉、南京等 17 个城市超 50 亿元，彰显公司战略上的广度和深度。

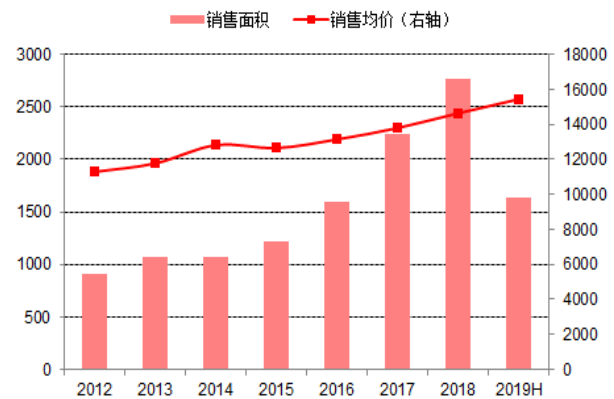
进入三季度，公司销售去化情况保持顺利，7 月份公司实现签约金额 270.37 亿元，同比增长 13.18%，1-7 月公司累计实现签约金额 2796.61 亿元，同比增长 16.92%。与此同时，公司上半年实现开工规模 2894 万平，已完成全年开工计划的 64%，为下半年推盘储备了充裕的货值，面对即将到来的金九银十，公司将明显加大推盘力度，总而言之，公司当前货值储备丰富，且推货意愿积极，深耕城市群优势明显，虽然宏观环境面临较大的不确定性，行业形势错综复杂，但我们相信公司在经营上韧性，预计公司全年销售规模将继续保持增长。

图：公司销售额及增速



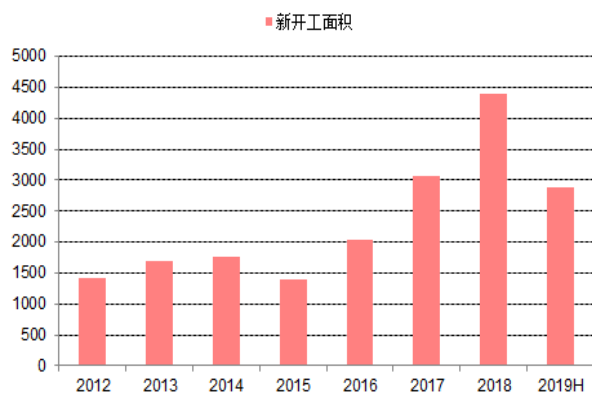
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图：公司销售面积及均价



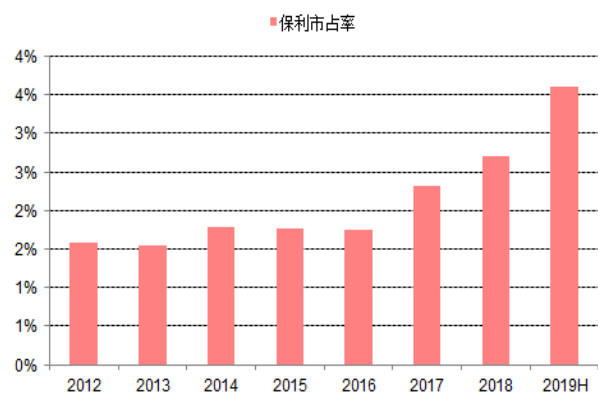
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图：公司新开工面积



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图：公司市占率



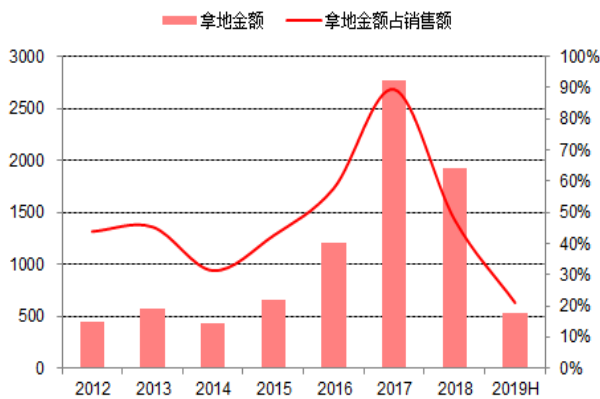
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

第二，拿地审时度势，平台优势突出

公司上半年延续了此前审慎的拿地态度，累计拓展项目 44 个，合计新增计容建面 820.8 万平，同比下降 45%，对应总价 532.8 亿，同比下降 50%，占到上半年销售金额的 21.1%。报告期内，一二线城市拓展金额及面积占比分别为 78%和 60%，三四线城市主要在珠三角、长三角等城市群周边布局，持续优化储备结构。同时，公司保证可持续发展的前提下，积极推进多个旧城改造等优质项目。截至报告期末，公司拥有待开发面积 7618 万平方米，持续深耕核心区域。一二线城市 4614 万平方米，占比 60%以上；珠三角和长三角城市群 3498 万平方米，占比 46%。

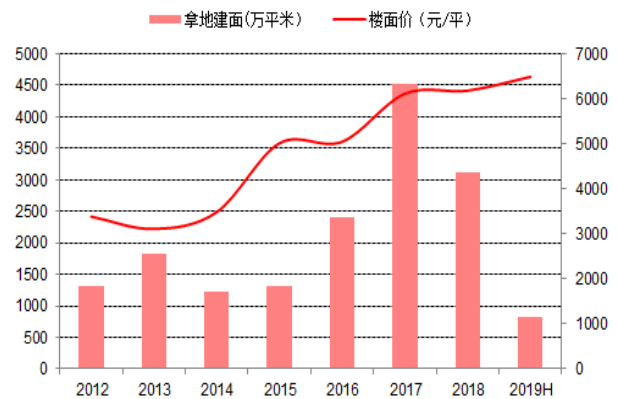
此外公司充分借助国企平台优势，不断实现同业整合，继 17 年底展开对保利置业收购后，今年保利集团拟参与云南城投集团层面的混合所有制改革，而此前如深圳、云南等区域受制于同业竞争等原因，一直是公司布局的短板，随着国改进程的不断推进，公司平台优势越发明显，有望在同业整合掌握更大的话语权，补缺公司在战略布局上的缺憾，进一步巩固和提升公司在行业内的龙头地方。

图：公司拿地金额及占销售金额比重



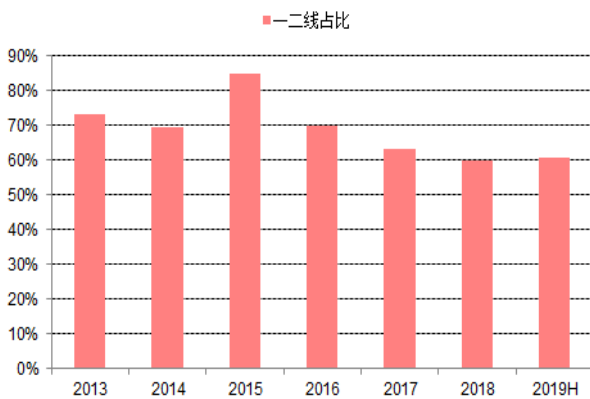
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图：公司拿地建面及楼面价（左轴）



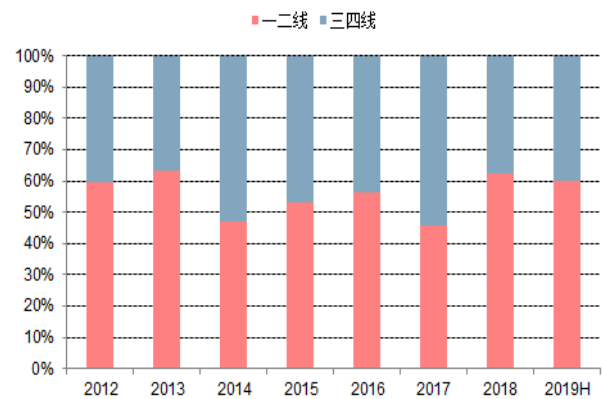
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图：公司土地储备区域结构（按建面）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图：公司新增项目区域结构（按建面）

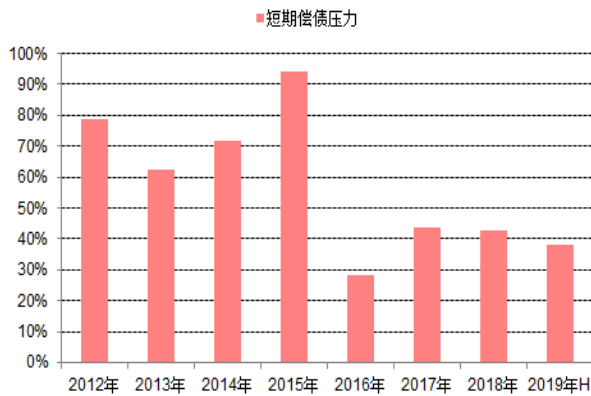


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

第三，杠杆持续改善，融资优势凸显

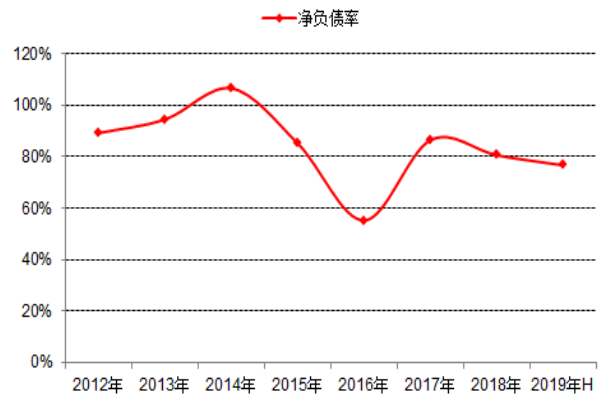
受益于公司今年拿地支出的收缩，公司杠杆明显改善，净负债率较年初下降 3.9 个百分点至 76.6%，同时公司在报告期内不断强化资金管理，提升抗风险能力，公司上半年累计实现销售回笼 2168 亿元，回笼率较去年同期上升 8 个百分点至 86%，在资金趋紧的背景下实现回笼率显著提升，带动公司短债压力较年初改善 4.9 个百分点至 38%。同时公司充分利用自身国企信用背书优势和资本市场便利发挥融资优势今年以来先后发行了 5 亿美元债和中期票据 15 亿元，以低成本储备长期资金，同时获批公司债券 150 亿元，保持充足的融资空间。当前公司整体债务结构合理、融资成本低廉（有息负债综合融资成本 4.99%，显著优于行业水平），公司天然具有央企的信用背书和龙头房企的规模优势，融资的低成本和便利性将形成公司未来在规模扩张和行业整合中的天然的护城河。

图：公司短债压力



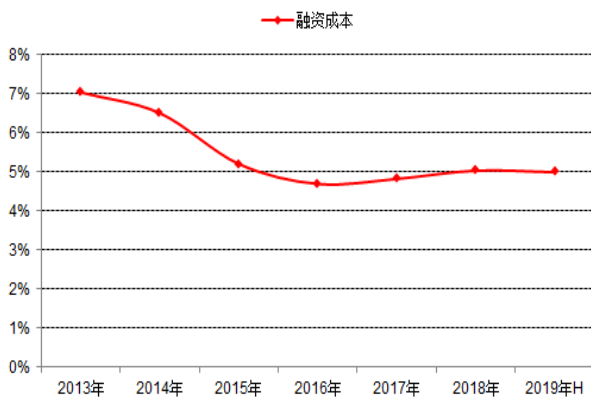
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图：公司净负债率



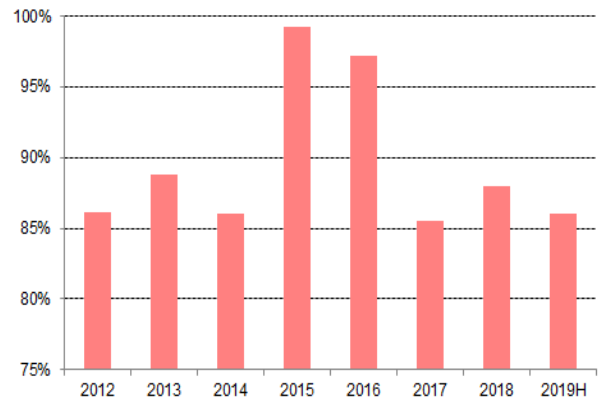
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图：公司综合融资成本



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图：公司销售现金回笼率



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

第四，一主两翼稳定发展

物业管理：保利物业近期已向中国证监会、香港联交所递交首次公开发行境外上市外资股并上市的申请材料，上市在即，当前公司截止到4月30日，实现合同管理面积约3.7亿平方米，在管面积近2.0亿平方米，其中外拓项目在管面积近0.9亿平方米。

经纪业务：保利投资顾问继续推进与业界龙头合富辉煌的战略合作，加大与外部开发商的合作，报告期内新进入城市11个，累计覆盖城市超过200个，持续提升市场竞争力。

商业地产：商业管理上半年新拓展购物中心、酒店和公寓合计7个项目，以轻资产模式继续推动品牌及管理输出。

第五，投资评级与盈利预测

公司是目前A股龙头企业中估值最具备优势的企业，近年来不断进取的扩张力度，持续夯实公司土储优势，公司在战略上长期保持对核心城市深耕，产品定位精准，布局优势明显，为公司未来销售扩张打下基础，同时公司良好的财务结构和强大的央企背景为公司信用提供天然的背书，为未来发展奠定资金优势，随着公司近年来激励机制的不断完善，公司机制缺位的短板也得到补充，未来的运营效率的提升也会逐渐体现在公司的业务扩展中，进入行业新阶段，公司将坚定“一主两翼”发展战略，延伸产业链布局，也将助力公司未来长远发展。预计公司19-20年EPS为1.93元和2.36元，维持“买入”评级。

风险提示：房地产行业受调控因素下行，调控强于预期。

财务报表及指标预测

利润表					资产负债表				
指标名称	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	194,555	243,626	305,264	371,081	货币资金	113,431	150,000	180,000	216,000
减:					预付账款	26,045	58,456	70,147	84,177
营业成本	131,339	160,960	201,934	239,021	存货	474,505	632,657	819,472	1,039,133
毛利率	32.5%	33.9%	33.8%	35.6%	其他流动资产	150,494	150,768	268,368	409,488
营业税金及附加	16,122	24,547	30,721	40,998	流动资产	766,481	1,003,886	1,361,992	1,787,204
营业费用	5,912	7,939	9,750	11,542	投资性房地产	19,890	20,890	22,090	23,530
营业费用率	3.0%	3.3%	3.2%	3.1%	递延所得税资产	3,690	5,928	8,566	11,656
管理费用	3,495	5,593	7,340	7,838	非流动资产	80,012	94,676	112,519	134,348
管理费用率	1.8%	2.3%	2.4%	2.1%	资产总计	846,494	1,098,562	1,474,511	1,921,551
财务费用	2,585	2,753	4,045	8,014	短期借款	3,011	5,150	4,467	5,054
财务费用率	1.3%	1.1%	1.3%	2.2%	应付账款	46,049	58,040	73,024	90,588
资产减值损失	2,351	0	0	0	预收款项	299,795	570,795	884,545	1,258,183
营业利润	35,441	46,684	57,161	70,340	应交税费	(6,914)	(29,210)	(54,494)	(80,373)
营业利润率	18.3%	19.2%	18.7%	19.0%	其他流动负债	102,956	53,570	66,554	71,754
营业外收入	366	0	0	0	流动负债	444,897	658,345	974,097	1,345,206
营业外支出	179	0	0	0	长期负债	181,874	225,153	242,485	265,769
利润总额	35,780	46,684	57,161	70,340	递延所得税负债	164	2,459	5,213	8,517
所得税费用	9,631	13,911	17,050	20,997	非流动性负债	215,103	227,612	247,698	274,286
所得税率	26.9%	29.8%	29.8%	29.9%	负债合计	660,000	885,957	1,221,794	1,619,492
净利润	26,149	32,772	40,111	49,343	股本	11,895	11,895	11,895	11,895
少数股东损益	7,245	9,832	12,033	14,803	少数股东权益	64,572	74,404	86,437	101,240
归属母公司股东的净利润	18,904	22,941	28,078	34,540	股东权益合计	186,494	212,605	252,717	302,059
现金流量表					负债及股东权益总计	846,494	1,098,562	1,474,511	1,921,551
指标名称	2018	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
销售商品、提供劳务	269,777	406,626	489,414	589,198	增长率 (%)				
购买商品、接受劳务	143,823	323,266	367,163	438,258	营业收入	32.9%	25.2%	25.3%	21.6%
职工支出	6,345	10,500	12,600	15,120	营业利润	39.4%	31.2%	22.4%	23.1%
税费支出	37,570	62,419	75,893	90,120	净利润	32.9%	25.3%	22.4%	23.0%
经营现金流	11,893	10,440	33,759	45,701	利润率 (%)				
取得借款	128,334	102,991	89,345	101,083	毛利率	32.5%	33.9%	33.8%	35.6%
偿还债务	82,752	48,718	59,712	72,013	EBIT Margin	18.2%	18.8%	18.8%	20.0%
融资现金流	46,498	35,540	7,896	5,248	ROE	21.4%	23.7%	24.1%	24.6%
现金及等价物增加额	45,093	36,569	30,000	36,000	ROA	3.1%	3.0%	2.7%	2.6%

分析师介绍

江宇辉：中南财经政法大学管理学学士，上海财经大学金融硕士，2015年加入中信建投房地产研究团队，曾获2015年第十三届新财富房地产最佳分析师第二名，2016年第十四届新财富房地产最佳分析师第五名，2017年第十五届新财富房地产最佳分析师第三名。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

王定润 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859