



中信证券研究部

核心观点



陈聪
首席房地产业分析师
S1010510120047



张全国
地产分析师
S1010517050001

公司开发业务资源储备丰厚，2019年来拿地谨慎，资金成本有相对优势。维持“买入”评级。

■ **9月销售均价有所下滑，销售成绩略显平淡。**2019年9月，公司销售面积271.9万平方米，同比增长14.6%；销售金额368.1亿元，同比下降0.2%。2019年1-9月，公司销售面积2293.8万平方米，同比增长13.3%；销售金额3467.7亿元，同比增长14.2%。公司9月销售均价13539元/平米，同比下降12.9%，表明公司低线城市推盘占比上升。1-9月销售均价同比上升0.8%。我们认为，公司一二线城市推盘阶段性下降，也是造成9月销售略显平淡的原因。

■ **拿地较为理性。**2019年来，公司拿地比较谨慎。1-9月公司拿地面积/销售面积为64.9%，拿地金额/销售金额为28.7%，明显低于2018年的112.6%和45.1%。由于公司存量资源充足，这种适度控制拿地并不会导致销售断档。2019年6月底，公司在建面积1.1亿平米。

■ **保证良好信用，发挥资金成本优势。**公司历史上资金成本就较低，2019年6月底有息负债综合成本为4.99%。不过，公司净负债率并不在低位。近期公司谨慎拿地，有利于强化信用，进一步发挥资金成本优势。

■ **优质资源结算的高峰，业绩持续值得期待。**公司目前所结算的项目，绝大多数在拿地时地价尚未大幅上涨，而销售时房价已经明显上涨，潜在利润丰厚。

■ **风险因素：**公司中长期盈利能力下降的风险。

■ **投资建议：**公司信用记录、资金成本、存量资源充裕程度、成本控制能力等各方面优势都十分均衡。公司股本由于股权激励略有变化，我们微调公司EPS预测到2.04/2.65/3.18元（原值2.05/2.66/3.19元），综合NAV和相对估值法，我们维持公司18.41元/股的目标价和“买入”的投资评级。

保利地产	600048
评级	买入（维持）
当前价	15.71元
目标价	18.41元
总股本	11,931百万股
流通股本	11,931百万股
52周最高/最低价	15.67/10.66元
近1月绝对涨幅	11.23%
近6月绝对涨幅	9.20%
近12月绝对涨幅	45.21%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	146,342	194,555	247,720	347,572	453,541
营业收入增长率 YoY	-5%	33%	27%	40%	30%
净利润(百万元)	15,626	18,904	24,373	31,651	37,937
净利润增长率 YoY	26%	21%	29%	30%	20%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.32	1.59	2.04	2.65	3.18
毛利率	31%	32%	32%	31%	30%
净资产收益率 ROE	14.61%	15.50%	17.33%	19.21%	19.66%
每股净资产(元)	8.97	10.22	11.79	13.81	16.18
PE	11.9	9.9	7.7	5.9	4.9
PB	1.8	1.5	1.3	1.1	0.0

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2019年10月11日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	146,342	194,555	247,720	347,572	453,541
营业成本	100,872	131,339	168,558	240,576	319,261
毛利率	31.07%	32.49%	31.96%	30.78%	29.61%
营业税金及附加	12,457	16,122	21,894	29,705	38,813
销售费用	3,866	5,912	7,257	10,947	13,786
营业费用率	2.64%	3.04%	2.93%	3.15%	3.04%
管理费用	2,845	3,495	4,780	6,429	8,299
管理费用率	1.94%	1.80%	1.93%	1.85%	1.83%
财务费用	2,392	2,585	2,989	4,401	6,376
财务费用率	1.63%	1.33%	1.21%	1.27%	1.41%
投资收益	1,680	2,690	2,959	3,550	4,261
营业利润	25,527	35,593	46,573	58,378	70,125
营业利润率	17.44%	18.29%	18.80%	16.80%	15.46%
营业外收入	325	366	403	443	487
营业外支出	153	179	196	216	238
利润总额	25,699	35,780	46,779	58,605	70,374
所得税	6,022	9,631	12,691	15,542	18,900
所得税率	23.43%	26.92%	27.13%	26.52%	26.86%
少数股东损益	4,051	7,245	9,715	11,412	13,538
归属于母公司股东的净利润	15,626	18,904	24,373	31,651	37,937
净利率	10.68%	9.72%	9.84%	9.11%	8.36%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	67,801	113,431	111,474	173,377	231,603
存货	439,040	474,505	521,183	719,642	890,638
应收账款	1,873	2,044	2,825	4,022	5,062
其他流动资产	137,443	176,501	254,728	354,772	441,889
流动资产	646,157	766,481	890,210	1,251,813	1,569,191
固定资产	4,101	4,594	6,545	8,237	8,871
长期股权投资	23,451	48,489	63,046	79,144	97,709
无形资产	41	119	119	119	119
其他长期资产	22,702	26,810	31,110	36,000	40,267
非流动资产	50,295	80,012	100,820	123,501	146,966
资产总计	696,452	846,494	991,030	1,375,314	1,716,157
短期借款	3,067	3,011	6,163	79,522	150,342
应付账款	46,814	50,686	69,300	101,134	129,560
其他流动负债	313,069	391,199	432,181	622,566	783,001
流动负债	362,950	444,897	507,644	803,222	1,062,903
长期借款	147,654	181,874	230,361	280,860	315,928
其他长期负债	27,608	33,229	38,119	40,729	45,101
非流动性负债	175,262	215,103	268,481	321,589	361,029
负债合计	538,212	660,000	776,124	1,124,811	1,423,932
股本	11,858	11,895	11,931	11,931	11,931
资本公积	15,462	15,246	15,480	15,480	15,480
归属于母公司所有者权益合计	106,980	121,923	140,619	164,805	192,988
少数股东权益	51,260	64,572	74,287	85,699	99,236
股东权益合计	158,240	186,494	214,906	250,504	292,225
负债股东权益总计	696,452	846,494	991,030	1,375,314	1,716,157

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	25,699	35,780	46,779	58,605	70,374
所得税支出	-6,022	-9,631	-12,691	-15,542	-18,900
折旧和摊销	792	1,015	1,535	2,292	2,979
营运资金的变化	-50,182	-19,231	-64,788	-78,214	-71,497
其他经营现金流	417	3,961	-2,067	647	2,570
经营现金流合计	-29,296	11,893	-31,231	-32,212	-14,473
资本支出	-495	-604	-3,486	-3,985	-3,612
投资收益	1,680	2,690	2,959	3,550	4,261
其他投资现金流	-18,137	-15,545	-18,062	-20,051	-22,080
投资现金流合计	-16,951	-13,459	-18,589	-20,486	-21,432
发行股票	15,869	12,783	271	0	0
负债变化	161,465	222,590	56,529	126,467	110,260
股息支出	-4,743	-5,948	-5,948	-7,465	-9,754
其他融资现金流	-105,192	-182,928	-2,989	-4,401	-6,376
融资现金流合计	67,398	46,498	47,863	114,601	94,131
现金及现金等价物净增加额	21,151	44,932	-1,957	61,903	58,226

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	-5.45%	32.95%	27.33%	40.31%	30.49%
营业利润增长率	10.40%	39.43%	30.85%	25.35%	20.12%
净利润增长率	25.80%	20.98%	28.93%	29.86%	19.86%
毛利率	31.07%	32.49%	31.96%	30.78%	29.61%
EBITDA Margin	19.82%	20.00%	16.79%	15.50%	14.59%
净利率	10.68%	9.72%	9.84%	9.11%	8.36%
净资产收益率	14.61%	15.50%	17.33%	19.21%	19.66%
总资产收益率	2.24%	2.23%	2.46%	2.30%	2.21%
资产负债率	77.28%	77.97%	78.31%	81.79%	82.97%
所得税率	23.43%	26.92%	27.13%	26.52%	26.86%
股利支付率	30.36%	31.46%	30.63%	30.82%	30.97%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。