

# 央企地产提速增效，上调全年业绩预测

## ——保利地产 (600048.SH) 2019 年上半年业绩快报点评

公司简报

### ◆事件：公司公告 2019 年上半年业绩快报

2019 年上半年，公司实现营业总收入 712 亿元，同比增长 19.5%；实现营业利润 175 亿元，同比增长 39.3%；实现归母净利润 104 亿元，同比增长 59.1%；期内基本每股收益 0.87 元，同比增长 58.7%。

### ◆优势项目结转叠加投资收益增长，上半年利润释放超预期

根据公司公告，2019 年上半年归母净利润大幅增长主要来自于三方面因素：1) 结转项目毛利率较 2018 年上半年高位 (35.4%) 进一步提升；2) 投资收益同比增长，推测系合联营公司盈利兑现加速；3) 2018 年上半年少数股东损益占比较高 (约 30%)，2019 年上半年结转项目权益比例提升，少数股东损益占比下降。

### ◆已售未结资源充足，涨价红利持续兑现，业绩增长潜力可期

2016-2018 年公司签约金额增速分别为+36%、+47%、+31%，明显高于同期营收和净利润增速。2017、2018 年末公司预收房款连续大幅领先于当期房地产结算收入，覆盖比例均超过 160%，可结算资源充足。2017、2018 年公司结算均价/销售均价的比例分别为 72%、82%，对比 2013-2016 年基本稳定在 86%-89%，显示本轮涨价红利尚未完全释放。

2019 年公司计划竣工 2750 万方，较 2018 年计划竣工增长 45%，较 2018 年实际竣工增长 24%。综合来看，公司后续业绩增长确定性较高。

### ◆上调目标价至 18.63 元，维持“买入”评级

公司可结算基础扎实，2019 年上半年利润释放提速；行业资金趋紧下，融资优势或加速向拿地优势转化，销售市占率提升确定性增强，业绩增长可持续性提升。我们上调 2019-2021 年预测 EPS 至 2.07、2.47、2.73 元 (原为 1.93、2.25、2.49 元)，当前股价对应 2019-2021 年预测 PE 分别为 6.6、5.5、5.0 倍，明显低于可比公司万科 (2019-2021 预测 PE 分别为 8.3、7.4、6.4 倍) 和招商蛇口 (2019-2021 预测 PE 分别为 8.7、7.7、6.6 倍)，估值具备较强吸引力。综合考虑，我们维持 2019 年 9 倍 PE 估值，对应目标价上调至 18.63 元，维持“买入”评级。

### ◆风险提示：

房地产持续调控，公司销售去化及毛利率不及预期；公司竣工、结算进度不及预期。

### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	146,306	194,514	242,379	299,547	364,314
营业收入增长率	-5.46%	32.95%	24.61%	23.59%	21.62%
净利润 (百万元)	15,626	18,904	24,570	29,389	32,427
净利润增长率	25.80%	20.98%	29.97%	19.62%	10.34%
EPS (元)	1.31	1.59	2.07	2.47	2.73
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.61%	15.50%	17.48%	18.08%	17.42%
P/E	10	9	7	5	5
P/B	1.5	1.3	1.1	1.0	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 7 月 18 日

## 买入 (维持)

当前价/目标价：13.55/18.63 元

### 分析师

何绍南 (执业证书编号：S0930518060006)  
021-52523801

[hemiannan@ebsec.com](mailto:hemiannan@ebsec.com)

王梦恺 (执业证书编号：S0930518110003)  
021-52523855

[wangmk@ebsec.com](mailto:wangmk@ebsec.com)

### 联系人

黄帅斌  
021-52523828

[huangshuaibin@ebsec.com](mailto:huangshuaibin@ebsec.com)

### 市场数据

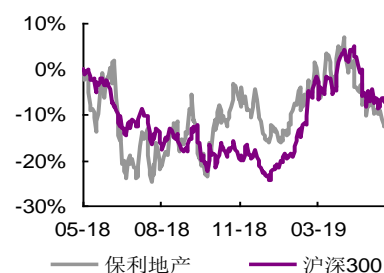
总股本(亿股)：118.96

总市值(亿元)：1611.94

一年最低/最高(元)：9.89/14.49

近 3 月换手率：34.61%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

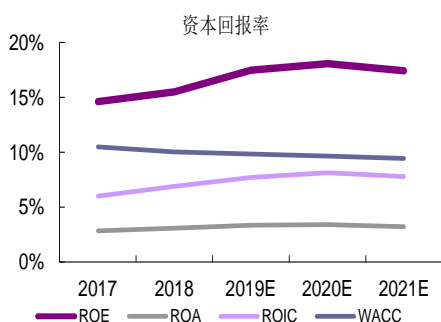
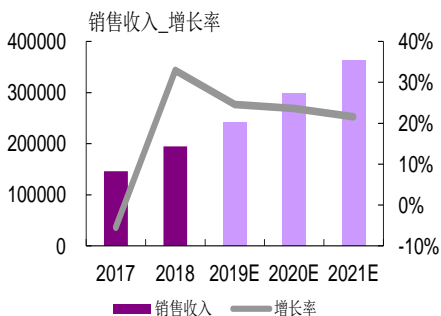
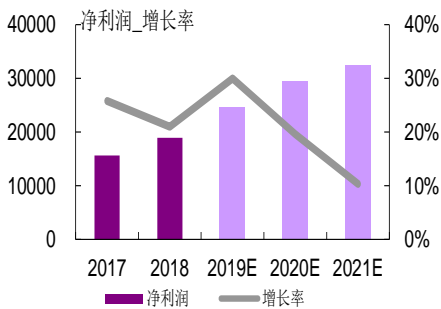
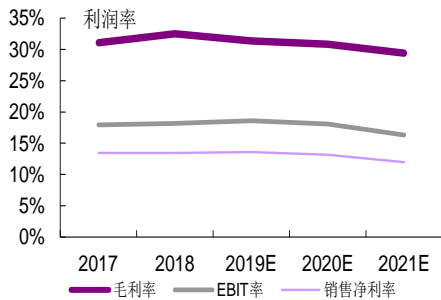
%	一个月	三个月	十二个月
相对	2.42	7.21	19.81
绝对	5.53	-0.59	29.06

资料来源：Wind

### 相关研报

2018 存货减值影响利润，2019 开工高增支撑销售——保利地产 (600048.SH) 2018 年报及 2019 年一季度点评

业绩平稳增长，基本符合预期——保利地产 (600048.SH) 2018 年业绩快报点评



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>146,306</b>	<b>194,514</b>	<b>242,379</b>	<b>299,547</b>	<b>364,314</b>
营业成本	100,872	131,339	166,435	207,167	257,185
折旧和摊销	792	1,015	1,291	1,430	1,569
营业税费	12,457	16,122	20,090	24,828	30,196
销售费用	3,866	5,912	7,367	9,045	10,928
管理费用	2,845	3,495	4,363	5,362	6,485
财务费用	2,392	2,585	3,248	3,984	4,845
公允价值变动损益	-1	190	252	0	0
投资收益	1,680	2,690	3,013	3,615	4,519
<b>营业利润</b>	<b>25,527</b>	<b>35,593</b>	<b>45,115</b>	<b>53,745</b>	<b>59,059</b>
<b>利润总额</b>	<b>25,699</b>	<b>35,780</b>	<b>45,115</b>	<b>53,745</b>	<b>59,059</b>
少数股东损益	4,051	7,245	8,410	10,059	11,099
<b>归属母公司净利润</b>	<b>15,626</b>	<b>18,904</b>	<b>24,570</b>	<b>29,389</b>	<b>32,427</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>696,452</b>	<b>846,494</b>	<b>983,439</b>	<b>1,156,125</b>	<b>1,356,835</b>
流动资产	646,157	766,481	890,293	1,049,889	1,237,553
货币资金	67,801	113,431	133,309	164,751	200,373
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,855	2,006	2,499	3,089	3,757
应收票据	18	38	47	58	71
其他应收款	63,642	119,195	148,526	183,558	223,246
存货	439,040	474,505	539,252	620,838	719,354
可供出售投资	1,709	1,628	1,628	1,628	1,628
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	23,451	48,489	58,489	68,489	78,489
固定资产	4,101	4,594	4,583	4,529	4,430
无形资产	41	119	113	107	102
<b>总负债</b>	<b>538,212</b>	<b>660,000</b>	<b>769,913</b>	<b>910,520</b>	<b>1,076,521</b>
无息负债	333,611	396,342	472,176	571,743	686,050
有息负债	204,601	263,657	297,736	338,777	390,471
<b>股东权益</b>	<b>158,240</b>	<b>186,494</b>	<b>213,526</b>	<b>245,604</b>	<b>280,314</b>
股本	11,858	11,895	11,895	11,895	11,895
公积金	18,595	18,807	21,193	21,193	21,193
未分配利润	71,261	84,559	100,795	122,814	146,424
少数股东权益	51,260	64,572	72,982	83,041	94,140

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-29,296</b>	<b>11,893</b>	<b>5,329</b>	<b>11,741</b>	<b>6,672</b>
净利润	15,626	18,904	24,570	29,389	32,427
折旧摊销	792	1,015	1,291	1,430	1,569
净营运资金增加	89,680	38,484	54,426	60,029	73,357
其他	-135,394	-46,509	-74,959	-79,107	-100,682
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-16,951</b>	<b>-13,459</b>	<b>-10,335</b>	<b>-9,985</b>	<b>-9,081</b>
净资本支出	-490	-595	-600	-600	-600
长期投资变化	-8,203	-14,712	-10,000	-10,000	-10,000
其他资产变化	-8,258	1,848	265	615	1,519
<b>融资活动现金流</b>	<b>67,398</b>	<b>46,498</b>	<b>24,884</b>	<b>29,686</b>	<b>38,031</b>
股本变化	1	37	0	0	0
债务净变化	92,376	59,056	34,079	41,041	51,694
无息负债变化	95,941	62,732	75,834	99,567	114,307
<b>净现金流</b>	<b>21,013</b>	<b>45,093</b>	<b>19,877</b>	<b>31,442</b>	<b>35,622</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	-5.46%	32.95%	24.61%	23.59%	21.62%
净利润增长率	25.80%	20.98%	29.97%	19.62%	10.34%
EBITDA 增长率	8.61%	34.52%	27.77%	19.73%	9.74%
EBIT 增长率	8.87%	34.71%	27.78%	19.99%	9.74%
<b>估值指标</b>					
PE	10	9	7	5	5
PB	2	1	1	1	1
EV/EBITDA	16	13	11	10	10
EV/EBIT	17	14	12	11	11
EV/NOPLAT	22	19	16	14	14
EV/Sales	3	2	2	2	2
EV/IC	1	1	1	1	1
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	31.05%	32.48%	31.33%	30.84%	29.41%
EBITDA 率	18.45%	18.67%	19.14%	18.54%	16.73%
EBIT 率	17.91%	18.14%	18.61%	18.07%	16.30%
税前净利润率	17.57%	18.39%	18.61%	17.94%	16.21%
税后净利润率 (归属母公司)	10.68%	9.72%	10.14%	9.81%	8.90%
ROA	2.83%	3.09%	3.35%	3.41%	3.21%
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.61%	15.50%	17.48%	18.08%	17.42%
经营性 ROIC	6.01%	6.90%	7.70%	8.13%	7.79%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.78	1.72	1.70	1.66	1.63
速动比率	0.57	0.66	0.67	0.68	0.68
归属母公司权益/有息债务	0.52	0.46	0.47	0.48	0.48
有形资产/有息债务	3.39	3.19	3.29	3.40	3.46
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	1.31	1.59	2.07	2.47	2.73
每股红利	0.40	0.50	0.62	0.74	0.82
每股经营现金流	-2.46	1.00	0.45	0.99	0.56
每股自由现金流(FCFF)	-5.82	-0.83	-1.89	-1.79	-2.47
每股净资产	8.99	10.25	11.82	13.67	15.65
每股销售收入	12.30	16.35	20.38	25.18	30.63

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)创建于 1996 年, 系由中国光大(集团)总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼