

保利地产 (600048)

证券研究报告

2019年07月19日

结转毛利提高、中报业绩大超预期，上调盈利预测

事件

2019年上半年公司实现营业总收入711.6亿元，同比增长19.52%，归母净利润103.53亿元，同比增长59.14%，归母扣非净利润101.11亿元，同比增长58.19%。基本每股收益0.87元，同比增长58.65%。

业绩增速大幅超预期，项目毛利率同比提高，结转项目权益比例提高

公司2019年上半年实现营业总收入711.6亿元，同比增长19.52%，较2018H1增速提升10.2个百分点。实现归母净利润103.53亿元，同比增长59.14%，较2018H1增速提升44个百分点。大幅超预期。上半年结转项目毛利率同比提高，结转项目权益比例提高明显收益。下半年预计公司权益比例有望保持高位。

销售额维持业内高增长，拿地谨慎、均价稳定

2019年1-6月，公司实现销售面积1636.47万方，同比上升12.56%，较2018H1增速37.93%回落25.37个百分点，销售金额2526.24亿元，同比上升17.33%，较2018H1增速46.86%回落29.53个百分点。累计销售均价1.54万元/平米，维持高位稳定。受全国市场降温及高基数影响，公司2019年上半年销售增速比去年有所回落，但仍然处于行业较高水平。

2019年1-6月公司累计新增项目44个，累计新增计容建面820.76万方，同比-45.82%，拿地销售金额比0.21，处于历史偏低水平。上半年公司累计拿地楼面均价为0.65万元/方，相对稳定，但公司在17年拿地均价同比上涨21%，明显超过销售均价涨幅，后续毛利率恐受影响。整体来看，18、19H1公司拿地态度趋于谨慎。

投资建议

公司土地储备充足且具备资源优势，17、18年销售额增速分别达到47%、31%，19H1实现累计增速17%维持高增长。虽然公司拿地趋于谨慎且成本或有提升，但公司结转业绩提速明显，基于此我们将公司19-20年归母净利润分别由235.93亿元/287.93亿元上调至243.44亿元/296.13亿元，EPS分别由1.98元/2.42元分别上调至2.05元/2.49元，对应PE为6.62X、5.44X。维持“买入”评级。

风险提示： 房地产调控政策超预期，公司销售额不达预期

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	146,341.82	194,555.49	243,408.24	297,323.35	356,509.37
增长率(%)	(5.45)	32.95	25.11	22.15	19.91
EBITDA(百万元)	28,657.58	39,140.30	47,637.02	57,024.49	67,057.97
净利润(百万元)	15,625.89	18,903.72	24,344.11	29,612.99	35,380.07
增长率(%)	25.80	20.98	28.78	21.64	19.47
EPS(元/股)	1.31	1.59	2.05	2.49	2.97
市盈率(P/E)	10.32	8.53	6.62	5.44	4.56
市净率(P/B)	1.51	1.32	1.16	1.01	0.87
市销率(P/S)	1.10	0.83	0.66	0.54	0.45
EV/EBITDA	11.64	8.41	8.24	5.59	4.86

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	房地产/房地产开发
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	13.55元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	11,896.26
流通A股股本(百万股)	11,896.26
A股总市值(百万元)	161,194.30
流通A股市值(百万元)	161,194.30
每股净资产(元)	9.89
资产负债率(%)	78.94
一年内最高/最低(元)	15.08/10.30

作者

陈天诚 分析师
SAC执业证书编号：S1110517110001
chentiancheng@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《保利地产-季报点评:销售保持较快增长，拿地趋于谨慎》2019-05-02
- 《保利地产-年报点评报告:规模突破四千亿，央企融资优势助发展》2019-04-17
- 《保利地产-季报点评:融资优势助发展、销售有望保持高增长》2018-11-01

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	67,801.20	113,431.29	141,907.00	157,581.38	178,254.68
应收账款	65,497.32	121,200.87	135,730.05	161,593.30	175,109.99
预付账款	54,150.57	26,044.93	57,161.14	61,903.86	84,187.81
存货	439,039.61	474,505.09	542,458.08	568,815.26	700,953.41
其他	19,668.23	31,299.33	31,260.17	31,258.97	31,258.97
流动资产合计	646,156.93	766,481.50	908,516.44	981,152.75	1,169,764.8
长期股权投资	23,450.65	48,489.38	73,528.12	74,784.12	76,183.12
固定资产	4,101.35	4,593.98	4,806.02	4,909.06	4,938.71
在建工程	484.94	877.64	658.58	521.15	432.69
无形资产	40.75	118.86	93.38	67.90	42.42
其他	21,809.05	25,612.44	30,870.37	35,285.73	40,307.09
非流动资产合计	49,886.75	79,692.30	109,956.46	115,567.95	121,904.01
资产总计	696,451.75	846,493.92	1,018,472.9	1,096,720.7	1,291,668.8
短期借款	3,066.94	3,011.24	19,541.63	22,232.72	22,228.70
应付账款	113,254.81	97,220.04	128,360.88	175,538.36	224,507.03
其他	246,628.30	344,665.68	392,276.74	456,915.07	545,430.83
流动负债合计	362,950.05	444,896.96	540,179.26	654,686.15	792,166.57
长期借款	147,653.85	181,873.95	232,893.65	156,055.38	162,196.60
应付债券	27,452.09	33,065.12	32,000.00	41,000.00	54,000.00
其他	156.09	163.54	163.54	163.54	163.54
非流动负债合计	175,262.03	215,102.61	265,057.19	197,218.92	216,360.14
负债合计	538,212.09	659,999.57	805,236.45	851,905.07	1,008,526.7
少数股东权益	51,259.87	64,571.84	73,901.49	85,251.57	98,812.05
股本	11,858.44	11,895.03	11,896.26	11,896.26	11,896.26
资本公积	15,462.46	15,245.59	15,617.16	15,117.16	15,117.16
留存收益	74,392.95	88,120.56	105,160.21	125,889.30	150,655.35
其他	5,265.95	6,661.34	6,661.34	6,661.34	6,661.34
股东权益合计	158,239.67	186,494.36	213,236.46	244,815.63	283,142.16
负债和股东权益总	696,451.75	846,493.92	1,018,472.9	1,096,720.7	1,291,668.8

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	(23.65)	131.13	1,489.26	2,334.25	2,745.98
折旧摊销	1,989.83	1,928.19	1,877.94	1,877.94	1,877.94
财务费用	1,259.67	1,209.63	1,519.93	1,124.59	700.82
投资损失	(557.64)	200.99	150.00	(50.00)	(50.00)
营运资金变动	(1,152.10)	(641.63)	(9,824.19)	11,870.30	(12,079.61)
其它	1,175.18	(126.01)	1,329.49	1,331.40	1,610.29
经营活动现金流	2,691.29	2,702.31	(3,457.56)	18,488.49	(5,194.58)
资本支出	(2,285.28)	1,955.22	260.12	(325.13)	413.38
长期投资	(256.11)	(55.90)	100.00	150.00	150.00
其他	2,524.24	(904.05)	(1,521.39)	318.63	(521.95)
投资活动现金流	(17.15)	995.27	(1,161.27)	143.50	41.43
债权融资	20,995.65	19,453.95	29,418.31	12,656.93	18,750.42
股权融资	(1,375.41)	(1,193.47)	(1,543.23)	(1,165.72)	(692.59)
其他	(21,530.58)	(21,037.19)	(19,458.77)	(29,422.25)	(12,660.77)
筹资活动现金流	(1,910.33)	(2,776.71)	8,416.31	(17,931.03)	5,397.05
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	763.80	920.87	3,797.47	700.95	243.90

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	146,341.82	194,555.49	243,408.24	297,323.35	356,509.37
营业成本	100,872.42	131,338.80	166,412.15	204,111.43	245,761.68
营业税金及附加	12,456.67	16,122.37	19,959.48	24,380.51	29,233.77
营业费用	3,866.21	5,912.21	6,085.21	7,433.08	8,912.73
管理费用	2,844.84	3,495.45	4,868.16	5,946.47	7,130.19
财务费用	2,391.76	2,584.65	2,654.88	2,307.19	1,699.60
资产减值损失	66.12	2,351.04	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(0.59)	190.42	1.28	2.76	2.67
投资净收益	1,680.43	2,689.75	1,300.00	1,300.00	1,300.00
其他	(3,362.96)	(5,721.83)	(2,602.56)	(2,605.52)	(2,605.34)
营业利润	25,526.92	35,592.64	44,729.64	54,447.43	65,074.07
营业外收入	325.18	366.18	330.00	350.00	370.00
营业外支出	152.65	178.51	160.00	180.00	190.00
利润总额	25,699.45	35,780.30	44,899.64	54,617.43	65,254.07
所得税	6,022.25	9,631.16	11,224.91	13,654.36	16,313.52
净利润	19,677.20	26,149.14	33,674.73	40,963.07	48,940.55
少数股东损益	4,051.31	7,245.42	9,330.62	11,350.08	13,560.48
归属于母公司净利润	15,625.89	18,903.72	24,344.11	29,612.99	35,380.07
每股收益(元)	1.31	1.59	2.05	2.49	2.97

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	11.05%	23.95%	104.57%	9.44%	3.00%
营业利润	-78.00%	-186.28%	723.65%	57.10%	17.71%
归属于母公司净利润	-103.08%	108.72%	1249.17%	56.74%	17.64%
获利能力					
毛利率	24.17%	29.83%	35.88%	37.05%	37.70%
净利率	0.43%	0.72%	4.76%	6.82%	7.79%
ROE	0.53%	1.10%	12.91%	16.88%	16.56%
ROIC	-0.36%	2.09%	13.89%	13.73%	24.77%
偿债能力					
资产负债率	73.08%	72.53%	77.55%	58.22%	62.87%
净负债率	69.49%	54.36%	48.91%	59.32%	15.67%
流动比率	0.52	0.51	0.90	0.94	1.24
速动比率	0.44	0.44	0.77	0.87	1.06
营运能力					
应收账款周转率	4.55	5.76	4.50	5.14	5.54
存货周转率	8.01	10.39	10.21	11.44	11.56
总资产周转率	0.30	0.37	0.61	0.67	0.70
每股指标(元)					
每股收益	0.04	0.08	1.11	1.73	2.04
每股经营现金流	2.00	2.01	-2.57	13.72	-3.85
每股净资产	7.41	7.48	8.56	10.26	12.30
估值比率					
市盈率	336.59	161.26	11.95	7.63	6.48
市净率	1.78	1.77	1.54	1.29	1.07
EV/EBITDA	11.93	10.72	6.13	3.04	3.79
EV/EBIT	40.63	26.33	8.61	3.99	4.89

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com