

强烈推荐-A (维持)

保利地产 600048.SH

目标估值: 19.8 元
当前股价: 15.53 元
2019 年 10 月 25 日

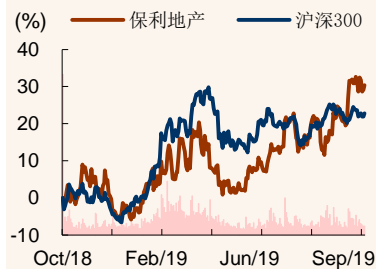
业绩高增符合预期、物业分拆上市稳步推进

基础数据

上证综指	2955
总股本(万股)	1193110
已上市流通股(万股)	1193110
总市值(亿元)	1853
流通市值(亿元)	1853
每股净资产(MRQ)	10.8
ROE(TTM)	17.3
资产负债率	79.6%
主要股东	保利南方集团有限公司
主要股东持股比例	37.82%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	19	41
相对表现	7	23	20



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《保利地产(600048)——业绩高增且相对估值优势凸显、物业赴港积极准备上市》2019-08-12
- 2、《保利地产(600048)——上半年盈利大超预期、相对估值优势凸显》2019-07-21
- 3、《保利地产(600048)——融资优势显著且周转提速、可售资源充裕支撑19年销售》2019-04-16

赵可

0755-82943231
zhaoke@cmschina.com.cn
S1090513110001

刘义

liuyi5@cmschina.com.cn
S1090512050003

李洋

liyang24@cmschina.com.cn
S1090519030002

路畅 研究助理

luchang1@cmschina.com.cn

公司作为央企地产龙头融资优势相对显著, 内部激励体系相对完善(跟投+股权激励), 外部可依托央企整合集团资源, 整体经营效率相对偏上游, 具备持续稳定的内生性现金流创造能力; 物业分拆上市工作也正稳步推进, 且已于9月收到中国证监会的核准境外上市批复; 公司目前市值1853亿, 较NAV折价约20%, 维持“强烈推荐-A”投资评级, 目标价19.8元/股(对应2020年PE=8X)。

□ 前三季度盈利高增符合预期。公司前三季度营收/营业利润/归母净利分别为1118亿/232亿/128亿, 同比分别增长18%/29%/34%。具体来看, 结算收入增长相对平稳, 但综合毛利率较去年同期提升3.2 PCT至35.9%, 且结转权益比亦有提高, 共同推动归母净利增速较收入增速提高17 PCT至34%。

展望全年, 公司收入端或将保持20%+的增长, 毛利率较去年仍有较明显提升, 而结转权益比在近年来拿地和销售权益比下降的大背景下全年较前三季度或有收敛, 预计今年归母净利全年增速维持30%左右的高增长。

□ 销售平稳增长但略低于年初预期, 拿地力度有所减弱。公司今年1-9月全口径销售面积/金额分别为2294万平/3468亿元(回款率89.3%), 同比分别增长13%/14%, 销售平稳增长但低于年初预期, 这或跟推盘节奏有关; 考虑到2018年底在建未售建面约3100万平米(同比+50%), 且今年上半年新开工面积2894万平(同比+23%), 充裕的在建未售货量(潜在可推资源)或推动销售后续出现反弹。1-9月新增全口径计容建面1493万平米, 对应拿地总价996亿, 而“土地款/销售额”较18全年下降19 PCT至29%, 在连续几年积极拿地扩张后战略性收缩, 这也导致待开发面积较18年底下降16%至7654万平, 期内新增项目楼面均价0.67万元/平米(18年全年为0.62万元/平米), “地价/售价”录得44%, 较18年大致走平成本仍可控, 也即拿地战略顺势收敛且成本仍可控。整体而言, 公司未售货量充裕且聚焦一二线和热点三四线, 截至9月末公司全口径未售计容近0.8亿平米, 对应未售货值近1.2万亿量级, 按最近12个月滚动销售测算可供销售约2.7年。

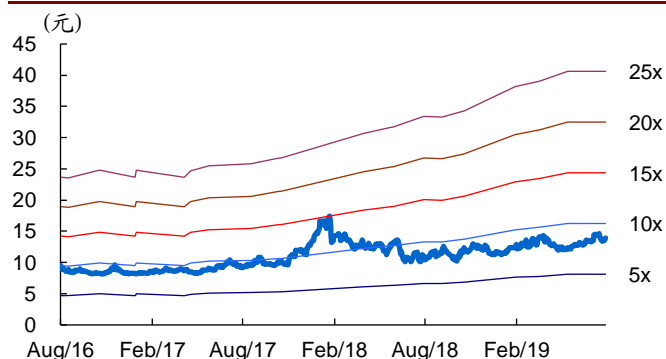
财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	146342	194555	241972	294196	355071
同比增长	-5%	33%	24%	22%	21%
营业利润(百万元)	25524	35631	46716	56458	67098
同比增长	10%	40%	31%	21%	19%
净利润(百万元)	15623	18942	24451	29435	34797
同比增长	26%	21%	29%	20%	18%
每股收益(元)	1.32	1.59	2.06	2.47	2.93
PE	11.8	9.8	7.6	6.3	5.3
PB	1.7	1.5	1.3	1.1	1.0

资料来源: 公司数据、招商证券

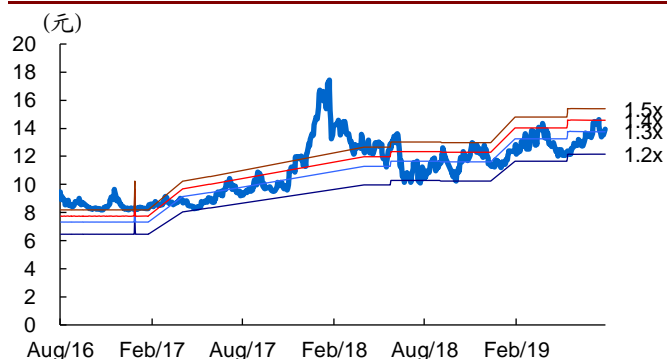
- **物业分拆上市稳步推进，9月已获证监会核准境外上市批复。**保利物业18年收购区域校园物业管理龙头湖南天创物业，完善物业管理4+2的多业态布局，助推管理面积快速增长，截至4月30号，物业合同管理面积约3.7亿平，较18年中增长85%左右，其中在管里面近2.0亿平（外拓0.9亿平，占比45%）；物业在快速扩张的同时也积极寻求上市，17年成功在新三板上市，19年4月正式退市，转而申请香港联交所上市并已于8月递交申请材料，9月已收到中国证监会的核准境外上市批复，物业分拆上市工作稳步推进。
- **在手现金充裕，财务结构较为稳健。**截至三季度末，公司账面有息负债约2760亿元，较去年底略有提高；公司**在手现金1126亿元**，与去年底大体持平，这也导致净负债率大体持平于18年底，约为88%（扣永续债）；三季度末现金对即期有息负债的保障倍数高达2.3倍，财务结构较为稳健。
- **维持“强烈推荐-A”投资评级。**公司作为央企地产龙头融资优势相对显著，内部激励体系相对完善（跟投+股权激励），外部可依托央企整合集团资源，整体经营效率相对偏上游，具备持续稳定的内生性现金流创造能力；物业分拆上市工作也正稳步推进，且已于9月收到中国证监会的核准境外上市批复；公司目前市值1853亿，较NAV折价约20%，维持“强烈推荐-A”投资评级，目标价19.8元/股（对应2020年PE=8X）。
- **风险提示：**销售增长不及预期，结算不及预期。

图 1: 保利地产历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2: 保利地产历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	646157	766481	809647	929981	105486
现金	67801	113431	127740	169019	198758
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	18	38	47	57	69
应收款项	1855	2006	2370	2881	3478
其它应收款	63642	119195	123406	132388	138478
存货	439040	474505	514353	574371	651743
其他	73801	57306	41732	51264	62339
非流动资产	50295	80012	81649	83400	86152
长期股权投资	23451	48489	49768	51237	53768
固定资产	4101	4594	5035	5384	5661
无形资产	41	119	107	96	87
其他	22702	26810	26739	26682	26636
资产总计	696452	846494	891296	101338	114101
流动负债	362950	444897	443545	512912	582711
短期借款	3067	3011	3315	3542	3765
应付账款	45457	46049	53340	61743	67967
预收账款	225306	299795	323274	378424	436933
其他	89120	96041	63616	69203	74046
长期负债	175262	215103	233103	252103	270103
长期借款	147654	181874	199874	218874	236874
其他	27608	33229	33229	33229	33229
负债合计	538212	660000	676648	765014	852814
股本	11858	11895	11895	11895	11895
资本公积金	20728	21907	21907	21907	21907
留存收益	74393	88121	106624	128724	154690
少数股东权益	51260	64572	74223	85841	99711
归属于母公司所有者权益	106980	121923	140426	162526	188492
负债及权益合计	696452	846494	891296	101338	114101

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	(29296)	11893	38665	28287	21196
净利润	15623	18942	24451	29435	34797
折旧摊销	792	1015	1042	1119	1179
财务费用	3489	4823	3384	3233	3349
投资收益	(1680)	(2690)	(3057)	(3202)	(3431)
营运资金变动	(49991)	(19421)	2951	(14279)	(29033)
其它	2472	9225	9894	11982	14336
投资活动现金流	(16951)	(13459)	379	333	(500)
资本支出	(495)	(604)	(1400)	(1400)	(1400)
其他投资	(16456)	(12855)	1779	1733	900
筹资活动现金流	67398	46498	(24735)	12659	9043
借款变动	70363	46960	(15403)	23227	21223
普通股增加	1	37	0	0	0
资本公积增加	5836	1179	0	0	0
股利分配	(3735)	(4705)	(5948)	(7335)	(8831)
其他	(5067)	3028	(3384)	(3233)	(3349)
现金净增加额	21151	44932	14309	41279	29739

资料来源: 公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	146342	194555	241972	294196	355071
营业成本	100872	131339	161637	199171	242741
营业税金及附加	12457	16122	20052	22947	26985
营业费用	3866	5912	6775	8237	9942
管理费用	2845	3495	4114	5001	6036
研发费用		41	56	64	79
财务费用	2392	2585	3384	3233	3349
资产减值损失	66	2351	2351	2351	2351
公允价值变动	(1)	190	190	190	190
投资收益	1680	2690	2867	3012	3241
营业利润	25524	35631	46716	56458	67098
营业外收入	325	366	366	366	366
营业外支出	153	179	179	179	179
利润总额	25696	35819	46904	56645	67286
所得税	6022	9631	12802	15592	18619
净利润	19674	26188	34102	41053	48667
少数股东损益	4051	7245	9651	11618	13870
归属于母公司净	15623	18942	24451	29435	34797

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	-5%	33%	24%	22%	21%
营业利润	10%	40%	31%	21%	19%
净利润	26%	21%	29%	20%	18%
获利能力					
毛利率	31.1%	32.5%	33.2%	32.3%	31.6%
净利率	10.7%	9.7%	10.1%	10.0%	9.8%
ROE	14.6%	15.5%	17.4%	18.1%	18.5%
ROIC	6.2%	6.5%	8.3%	8.7%	9.1%
偿债能力					
资产负债率	77.3%	78.0%	75.9%	75.5%	74.7%
净负债比率	25.4%	27.2%	24.1%	23.5%	22.8%
流动比率	1.8	1.7	1.8	1.8	1.8
速动比率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
营运能力					
资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
应收帐款周转率	84.4	100.8	110.6	112.0	111.7
应付帐款周转率	2.4	2.9	3.3	3.5	3.7
每股资料 (元)					
EPS	1.32	1.59	2.06	2.47	2.93
每股经营现金	-2.47	1.00	3.25	2.38	1.78
每股净资产	9.02	10.25	11.81	13.66	15.85
每股股利	0.40	0.50	0.62	0.74	0.88
估值比率					
PE	11.8	9.8	7.6	6.3	5.3
PB	1.7	1.5	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	20.7	15.2	11.6	9.8	8.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

赵可：现任招商证券研究发展中心房地产行业主管分析师，主要从事房地产行业研究，宏观策略研究，此前所在招商证券宏观研究团队为 13、14 年新财富第六、第七。招商证券与清华大学联合培养应用经济学博士后，中南大学与多伦多大学联合培养管理学博士，中南大学计算机科学学士，高级经济师。

刘义：现任招商证券研究发展中心房地产行业联席首席分析师，同济大学金融专业，10 年证券行业研究经验（6 年房地产+4 年纺服），08-11 年就职于天相投顾，12 年加盟招商证券纺服团队（所在团队一直保持新财富前三），15 年再次从事房地产行业研究。

李洋：2017 年加入招商证券，2 年房地产行业研究经验，中南大学工学学士、管理学硕士。

刘畅：2018 年加入招商证券，山东大学物理学学士，曼彻斯特大学物理学硕士。

团队荣誉：2016 年新财富房地产行业入围奖；2016 年度“天眼”中国最佳分析师 房地产行业盈利预测最准确分析师 第一名；2017 年中国证券分析师 金牛奖 房地产行业 第四名。2018 年上半年金融界“慧眼”最佳分析师房地产行业 第一名；2018 年 Wind 金牌分析师 房地产行业 第四名；2018 年金牛奖最具价值分析师；2018 年度“天眼”明星分析师团队成员分获第一、四名；房地产行业盈利预测最准确分析师第二名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。