国泰君安证券 GUOTAI JUNAN SECURITIES

房地产/金融

保利地产（600048）

降杠杆下的业绩高增长

——2019 年三季报业绩点评

	谢皓宇（分析师）	白淑媛（分析师）	卜文凯（分析师）
	010-59312829	021-38675923	010-83939809
	xiehaoyu@gtjas.com	baishuyuan@gtjas.com	buwenkai@gtjas.com
证书编号	S0880518010002	S0880518010004	S0880517080005

本报告导读：

毛利率和归母净利率较去年同期分别提升 3.18、1.37 个百分点，结转项目权益占比持续提升，全年业绩确定性高。

投资要点：

- 公司收入增速符合预期，结转项目利润率以及权益占比的提升，公司业绩释放进入快车道，维持增持评级，上调 2019~2021 年 EPS 分别为 2.15/2.58/2.91 元(原 2019~2021 为 1.98/2.43/2.91 元)，上调目标价至 16.68 元，现价对应 2019 年 PE 为 7.2 倍。
- 2019 年前三季度，公司实现营业收入 1117.9 亿元，同比增长 17.8%；实现归母净利润 128.3 亿元，同比增长 34.1%；实现基本每股收益 1.08 元，同比增长 32.9%。
- **毛利率和归母净利率较去年同期分别提升 3.18、1.37 个百分点，结转项目权益占比持续提升，全年业绩确定性高。**因竣工交付的结转面积与结转单价的提高，公司毛利率和归母净利率分别提升至 35.9%、11.5%。同时，因结转项目权益比例的提高，公司少数股东损益增速同比下降了 85.3 个 pct，占比净利润回落到 26.9%，实现归母净利润同比增长 34.1%。
- **以无息负债置换有息负债，公司净负债率较去年同期下降 28 个百分点，土地投资强度大幅下降。**公司的有息负债增从去年同期的 39.3%大幅下降到 1.4%，而公司的应付票据与应付账款增速则从去年同期的 19.6%大幅提升到 63.9%。同时由于净增负债减少，公司筹资活动产生的现金流量净额同比减少 109.0%，目前公司的净负债率为 127.1%。前三季度，公司土地投资强度大幅下滑，拿地面积新增 1493 万方大幅小于 2293 万方销售面积。
- 风险提示：公司拿地节奏踏错；销售回款率大幅下滑。

财务摘要（百万元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	146,659	194,555	246,716	313,329	388,528
(+/-)%	-5%	33%	27%	27%	24%
经营利润（EBIT）	26,313	37,646	49,471	58,232	70,673
(+/-)%	9%	43%	31%	18%	21%
净利润（归母）	15,634	18,904	25,682	30,770	34,736
(+/-)%	26%	21%	36%	20%	13%
每股净收益（元）	1.31	1.58	2.15	2.58	2.91
每股股利（元）	0.40	0.50	0.62	0.76	0.91

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率(%)	17.9%	19.3%	20.1%	18.6%	18.2%
净资产收益率(%)	14.6%	15.5%	18.3%	18.9%	18.6%
投入资本回报率(%)	6.9%	8.2%	10.5%	10.1%	10.6%
EV/EBITDA	11.23	7.51	6.32	6.10	5.44
市盈率	11.85	9.80	7.21	6.02	5.33
股息率 (%)	2.6%	3.2%	4.0%	4.9%	5.9%

评级：	增持
上次评级：	增持
目标价格：	16.68
上次预测：	15.27
当前价格：	15.53
	2019.10.28

交易数据

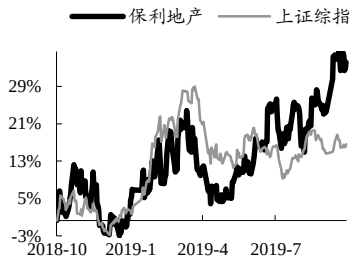
52 周内股价区间（元）	11.23-16.44
总市值（百万元）	185,290
总股本/流通 A 股（百万股）	11,931/11,931
流通 B 股/H 股（百万股）	0/0
流通股比例	100%
日均成交量（百万股）	72.93
日均成交值（百万元）	1053.54

资产负债表摘要

股东权益（百万元）	128,467
每股净资产	10.77
市净率	1.4
净负债率	125.40%

EPS（元）	2018A	2019E
Q1	0.16	0.20
Q2	0.39	0.64
Q3	0.26	0.24
Q4	0.78	1.07
全年	1.58	2.15

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	8%	8%	30%
相对指数	8%	8%	17%

相关报告

《隐含的 28pct 增长》2019.07.19

《“非经常性”带动的利润率回升》2019.04.30

《顺周期的答卷》2019.04.19

《收入和利润的平滑》2019.01.16

《业绩与杠杆共稳》2018.10.30

模型更新时间：2019.10.28

股票研究

金融

房地产

保利地产（600048）

评级： **增持**

上次评级： 增持

目标价格： **16.68**

上次预测： 15.27

当前价格： 15.53

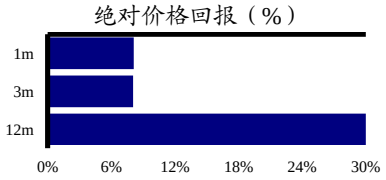
公司网址

www.polycn.com/www.gzpoly.com

公司简介

公司是一家专注于房地产开发及销售的大型企业集团，拥有国家一级房地产开发资质。

在 20 余年专业开发过程中，公司培养了以商品住宅开发销售为主、经营性物业开发持有为辅的综合开发能力；以“和者筑善”为价值理念，致力于创造自然、建筑、人文交融的人居生活，打造了康居、善居、逸居、尊居四大品牌系列，包含花园系、心语系、香槟系、公馆系、林语系、康桥系、十二橡树系等多种品类，涵盖住宅、写字楼、星级酒店、购物中心、商贸会展、高端休闲

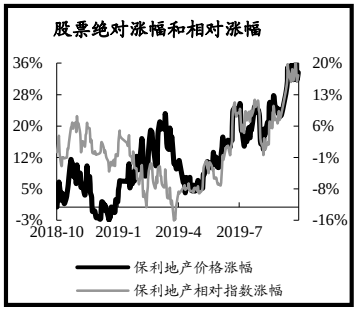


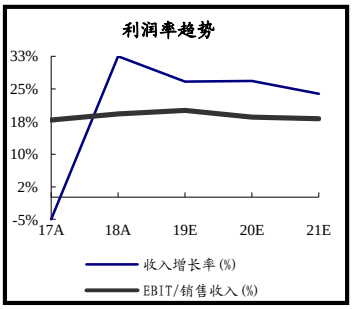
52 周价格范围 11.23-16.44

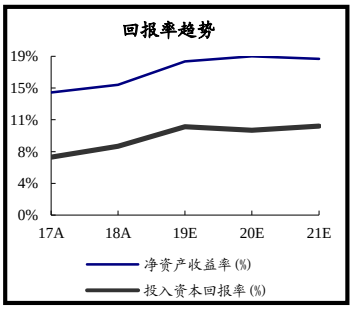
市值（百万） 185,290

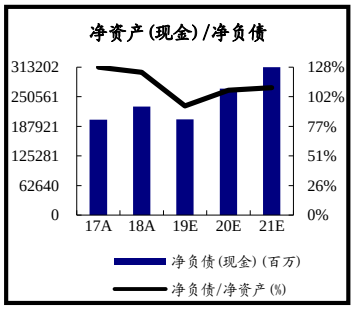
财务预测（单位：百万元）

损益表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	**146,659**	**194,555**	**246,716**	**313,329**	**388,528**
营业成本	101,133	131,339	164,559	213,064	265,364
税金及附加	12,473	16,122	20,624	26,716	33,141
销售费用	3,883	5,912	7,575	9,620	12,284
管理费用	2,823	3,495	4,433	5,629	6,980
EBIT	**26,313**	**37,646**	**49,471**	**58,232**	**70,673**
公允价值变动收益	-1	190	100	50	80
投资收益	1,680	2,690	2,959	3,255	3,515
财务费用	2,390	2,585	2,453	2,608	3,175
营业利润	**25,545**	**35,593**	**48,037**	**57,484**	**64,230**
所得税	6,022	9,631	12,984	15,525	17,336
少数股东损益	4,060	7,245	9,571	11,381	12,332
归母净利润	**15,634**	**18,904**	**25,682**	**30,770**	**34,736**
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	68,051	113,431	143,497	137,040	149,635
其他流动资产	579,286	653,050	779,266	998,431	1,228,826
长期投资	23,451	48,489	48,489	48,489	48,489
固定资产合计	4,104	4,594	8,844	11,344	14,133
无形及其他资产	22,743	26,929	27,454	27,810	28,159
资产合计	**697,635**	**846,494**	**1,007,551**	**1,223,113**	**1,469,242**
流动负债	364,159	444,897	566,797	717,166	889,004
非流动负债	175,312	215,103	225,866	257,307	294,768
股东权益	158,163	186,494	214,727	248,319	284,988
投入资本(IC)	**293,055**	**335,092**	**345,565**	**422,065**	**489,110**
现金流量表					
NOPLAT	20151	27512	36154	42557	51650
折旧与摊销	793	1,015	750	833	1,100
流动资金增量	80,014	101	5,875	73,823	64,088
资本支出	-490	-595	-5,136	-3,497	-4,063
自由现金流	**100,467**	**28,033**	**37,644**	**113,717**	**112,775**
经营现金流	-29,261	11,893	31,991	-28,612	-13,603
投资现金流	-16,951	-13,459	-2,081	-192	-469
融资现金流	67,382	46,498	-6	22,186	26,506
现金流净增加额	**21,169**	**44,932**	**29,905**	**-6,618**	**12,434**
财务指标					
成长性					
收入增长率	-5.2%	32.7%	26.8%	27.0%	24.0%
EBIT 增长率	9.4%	43.1%	31.4%	17.7%	21.4%
净利润增长率	25.9%	20.9%	35.9%	19.8%	12.9%
利润率					
毛利率	31.0%	32.5%	33.3%	32.0%	31.7%
EBIT 率	17.9%	19.3%	20.1%	18.6%	18.2%
归母净利润率	10.7%	9.7%	10.4%	9.8%	8.9%
收益率					
净资产收益率(ROE)	14.6%	15.5%	18.3%	18.9%	18.6%
总资产收益率(ROA)	2.2%	2.2%	2.5%	2.5%	2.4%
投入资本回报率(ROIC)	6.9%	8.2%	10.5%	10.1%	10.6%
运营能力					
存货周转天数	1341	1270	1294	1294	1294
应收账款周转天数	4	4	4	4	4
总资产周转天数	1,450	1,448	1,371	1,299	1,265
净利润现金含量	-187.2%	62.9%	124.6%	-93.0%	-39.2%
资本支出/收入	0.3%	0.3%	2.1%	1.1%	1.0%
偿债能力					
资产负债率	77.3%	78.0%	78.7%	79.7%	80.6%
净负债率	127.8%	123.2%	94.2%	107.7%	109.9%
估值比率					
PE(现价)	11.85	9.80	7.21	6.02	5.33
PB	1.58	1.15	1.32	1.14	0.99
EV/EBITDA	11.23	7.51	6.32	6.10	5.44
P/S	1.26	0.95	0.75	0.59	0.48
股息率	2.6%	3.2%	4.0%	4.9%	5.9%









本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闸路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	（021）38676666	（0755）23976888	（010）83939888

E-mail：gtjaresearch@gtjas.com