

强烈推荐-A (维持)

保利地产 600048.SH

目标估值: 19.2 元  
当前股价: 14.38 元  
2019 年 07 月 21 日

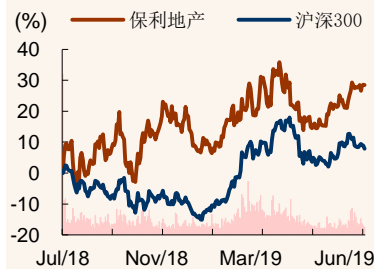
上半年盈利大超预期、相对估值优势凸显

基础数据

上证综指	2924
总股本(万股)	1189626
已上市流通股(万股)	1189626
总市值(亿元)	1711
流通市值(亿元)	1711
每股净资产(MRQ)	10.4
ROE(TTM)	15.6
资产负债率	78.9%
主要股东	保利南方集团有限公司
主要股东持股比例	37.93%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	12	27	42
相对表现	10	7	31



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《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
- 2、《保利地产(600048)——业绩增长相对平稳 融资优势显著且周转提速》2018-11-06
- 3、《保利地产(600048.SH): 周转效率改善、业绩弹性可期——致敬标杆系列深度》2018-09-17

赵可 博士

zhaoke@cmschina.com.cn  
S1090513110001

刘义

liuyi5@cmschina.com.cn  
S1090512050003

李洋

liyong24@cmschina.com.cn  
S1090519030002

研究助理

路畅

luchang1@cmschina.com.cn

上半年盈利大超预期主要得益于毛利率提升、投资收益增加以及结转权益比提高; 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)利于提升公司运营效率, 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; 且相对估值优势突出(2019PE=7.0X、PB=1.4X、市值较 NAV 折价 25%左右), 物业资本化也提上日程; 2019 年动态股息率接近 5%, 已处于历史上偏高区间; 维持“强烈推荐-A”投资评级, 维持目标价 19.2 元/股。

□ 上半年盈利大超预期主要得益于毛利率提升、投资收益增加以及结转权益比提高。上半年收入增长 19.5%、归母净利润增长 59% (扣非后增长 58%), 短期业绩大幅超预期。具体看, 收入增速大体符合预期, 今年是竣工大年(竣工目标+24%), 前期销售增长也对竣工到交付的转化提供保障, 均价亦有提升空间(保守看个位数), 共同拉动收入增长。归母净利增速超预期主要得益于毛利率提升/投资收益增加/结转权益比提高, 毛利率提升和投资收益增加导致营业利润增速较收入增速高 20 个百分点, 权益比提高导致归母净利增速较营业利润增速高 20 个百分点。

展望全年, 公司收入端将保持 20%左右的增长, 毛利率提升和投资收益增加有望延续, 但客观而言, 在近年来拿地和销售权益比下降的大背景下, 今年上半年结转权益比提升可能有一定的“阶段性”, 预计今年归母净利全年增速较上半年增速有所收敛至 30%左右, 但仍将高于收入增速。

□ 上半年销售稳健增长, 拿地战略顺势收敛。公司今年上半年全口径销售面积/金额分别为 1636 万平米/2526 亿元, 同比分别增长 13%/17%, 销售稳健增长; 上半年新增全口径计容 821 万平米, 对应拿地总价 436 亿, 而“土地款/销售额”较 18 全年下降 31 PCT 至 17%, 在连续几年积极拿地扩张后战略性收缩, 期内新增项目楼面均价 0.53 万元/平米(18 年全年为 0.62 万元/平米), “地价/售价”较 18 年下降 8 PCT 至 34%, 明显回落, 也即拿地战略顺势收敛且成本可控。整体而言, 公司未售货量充裕且且聚焦一二线和热点三四线, 截至 2019 年年中公司全口径未售计容约 0.94 亿平米, 对应未售货值约 1.3 万亿量级, 按最近 12 个月滚动销售测算可供销售 3 年左右。

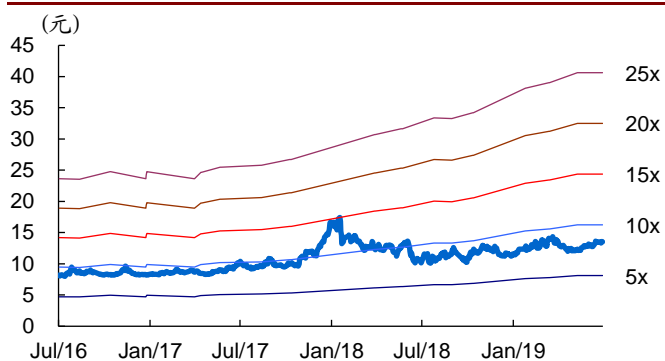
财务数据与估值

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	45237	54179	64628
同比增长	10%	40%	27%	20%	19%
净利润(百万元)	15623	18942	24459	29578	35421
同比增长	26%	21%	29%	21%	20%
每股收益(元)	1.32	1.59	2.06	2.49	2.98
PE	10.9	9.0	7.0	5.8	4.8
PB	1.6	1.4	1.2	1.1	0.9

资料来源: 公司数据、招商证券

- **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）利于提升公司运营效率，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；且相对估值优势突出（2019PE=7.0X、PB=1.4X、市值较 NAV 折价 25%左右），物业资本化也提上日程；2019 年动态股息率接近 5%，已处于历史上偏高区间；维持“强烈推荐-A”投资评级，维持目标价 19.2 元/股。
- **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
<b>流动资产</b>	646157	766481	812083	929168	105040
现金	67801	113431	125210	165668	194296
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	519027	576746	651743
其他	73801	57306	42023	51427	62339
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	<b>696452</b>	<b>846494</b>	<b>893732</b>	<b>101256</b>	<b>113655</b>
<b>流动负债</b>	362950	444897	447030	514766	582711
短期借款	3067	3011	3315	3542	3765
应付账款	45457	46049	53825	61998	67967
预收账款	225306	299795	326212	379988	436933
其他	89120	96041	63678	69238	74046
<b>长期负债</b>	175262	215103	233103	252103	270103
长期借款	147654	181874	199874	218874	236874
其他	27608	33229	33229	33229	33229
<b>负债合计</b>	<b>538212</b>	<b>660000</b>	<b>680133</b>	<b>766869</b>	<b>852814</b>
股本	11858	11895	11895	11895	11895
资本公积金	20728	21907	21907	21907	21907
留存收益	74393	88121	106632	128872	155420
少数股东权益	51260	64572	73166	83025	94519
归属于母公司所有者权益	106980	121923	140434	162674	189222
<b>负债及权益合计</b>	<b>696452</b>	<b>846494</b>	<b>893732</b>	<b>101256</b>	<b>113655</b>

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	(29296)	11893	36145	27492	20159
净利润	15623	18942	24459	29578	35421
折旧摊销	792	1015	1042	1119	1179
财务费用	3489	4823	3394	3256	3381
投资收益	(1680)	(2690)	(3057)	(3202)	(3431)
营运资金变动	(49991)	(19421)	1444	(13469)	(28337)
其它	2472	9225	8863	10210	11946
<b>投资活动现金流</b>	(16951)	(13459)	379	333	(500)
资本支出	(495)	(604)	(1400)	(1400)	(1400)
其他投资	(16456)	(12855)	1779	1733	900
<b>筹资活动现金流</b>	67398	46498	(24745)	12633	8969
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)	(7338)	(8873)
其他	(5067)	3028	(3394)	(3256)	(3381)
<b>现金净增加额</b>	<b>21151</b>	<b>44932</b>	<b>11779</b>	<b>40458</b>	<b>28628</b>

资料来源: 公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	146342	194555	241972	294196	355071
营业成本	100872	131339	163106	199994	242741
营业税金及附加	12457	16122	20052	24379	29424
营业费用	3866	5912	6775	8237	9942
管理费用	2845	3495	4114	5001	6036
财务费用	2392	2585	3394	3256	3381
资产减值损失	66	2351	2351	2351	2351
公允价值变动收益	(1)	190	190	190	190
投资收益	1680	2690	2867	3012	3241
<b>营业利润</b>	<b>25524</b>	<b>35631</b>	<b>45237</b>	<b>54179</b>	<b>64628</b>
营业外收入	325	366	366	366	366
营业外支出	153	179	179	179	179
<b>利润总额</b>	<b>25696</b>	<b>35819</b>	<b>45425</b>	<b>54366</b>	<b>64816</b>
所得税	6022	9631	12372	14930	17901
<b>净利润</b>	<b>19674</b>	<b>26188</b>	<b>33053</b>	<b>39437</b>	<b>46915</b>
少数股东损益	4051	7245	8594	9859	11494
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>15623</b>	<b>18942</b>	<b>24459</b>	<b>29578</b>	<b>35421</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>1.32</b>	<b>1.59</b>	<b>2.06</b>	<b>2.49</b>	<b>2.98</b>

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-5%	33%	24%	22%	21%
营业利润	10%	40%	27%	20%	19%
净利润	26%	21%	29%	21%	20%
<b>获利能力</b>					
毛利率	31.1%	32.5%	32.6%	32.0%	31.6%
净利率	10.7%	9.7%	10.1%	10.1%	10.0%
ROE	14.6%	15.5%	17.4%	18.2%	18.7%
ROIC	6.2%	6.5%	8.0%	8.4%	8.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	77.3%	78.0%	76.1%	75.7%	75.0%
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	1.32	1.59	2.06	2.49	2.98
每股经营现金	-2.47	1.00	3.04	2.31	1.69
每股净资产	9.02	10.25	11.81	13.68	15.91
每股股利	0.40	0.50	0.62	0.75	0.89
<b>估值比率</b>					
PE	10.3	8.5	6.6	5.4	4.6
PB	1.5	1.3	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	21.6	15.8	12.4	10.6	8.9

## 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。

**董浩：**2017 年加入招商证券，2 年房地产行业研究经验，南京大学管理学硕士。

**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。

**路畅：**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。