

保利地产 (600048.SH)

销售延续较快增长，静待业绩高峰到来

事件：公司发布2019年三季报，前三季度实现营业收入1118亿元，同比增长17.8%，归母净利润128亿元，同比增长34.1%，实现销售额3468亿元，同比增长14.2%，销售面积2294万平方米，同比增长13.3%。

销售延续较快增长，全年销售可期。公司前三季度实现销售额3468亿元，同比增长14.2%，增速相对上半年小幅回落3.1pct，其中一二线占比为75%，销售面积2294万平方米，同比增长13.3%，增速相对上半年小幅提升0.7pct。我们认为，受益于相对合理的区域布局和较为充沛的可售资源，公司本年销售仍将维持10%以上的增速，预计在4500亿元以上。

竣工-结算剪刀差料将收窄，静待结算高峰到来。公司前三季度完成竣工面积1723万平方米，同比增长46.9%，增速相对上年全年提升4.9pct，与此同时，公司营收增速为17.8%，为18H1以来新低。从公司表内项目成熟度来看，我们认为公司竣工-结算剪刀差将在较短时间内收窄，结算高峰已然接近，营收增速提升可期。

毛利率预计维持高位，少数股东损益占比料将下降。公司19Q3综合毛利率为35.9%，相对H1下降3.9pct，相对上年同期提升3.2pct，考虑到高毛利区域在结算中的占比有望提升，我们认为公司毛利率仍将维持高位。同时，公司19Q3少数股东损益占比为26.7%，相对H1上升3.6pct，我们认为公司全年少数股东损益占比为25.5%，相对上年全年下降2.1pct。

拿地相对上半年更偏积极，在手土储仍然充沛。公司三季度新增计容建面667万平方米，占前三季度的44.7%，前三季度拿地总价996亿元，占销售金额的28.7%，相对上半年提升7.7pct，拿地相对上半年更偏积极。公司在手土储7654万平方米，可满足公司未来2年左右的开发需求。

静待结算高峰到来，维持“买入”评级。我们预计公司2019年至2021年营业收入为2677亿元/3561亿元/4613亿元，归母净利润为280亿元/359亿元/424亿元，EPS为2.36元/3.02元/3.56元，当前股价对应PE为5.6倍/4.4倍/3.7倍，维持目标价17.7元（对应7.5倍PE）。

风险提示：项目竣工及结算进度不达预期；结算毛利率不达预期；公司销售不达预期；融资超预期收紧。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	146,306	194,514	267,737	356,071	461,345
增长率 yoy (%)	-5.5	32.9	37.6	33.0	29.6
归母净利润(百万元)	15,626	18,904	28,049	35,898	42,351
增长率 yoy (%)	25.8	21.0	48.4	28.0	18.0
EPS最新摊薄(元/股)	1.31	1.59	2.36	3.02	3.56
净资产收益率(%)	12.4	14.0	17.3	18.4	18.0
P/E(倍)	10.1	8.4	5.6	4.4	3.7
P/B(倍)	1.6	1.4	1.2	0.9	0.8

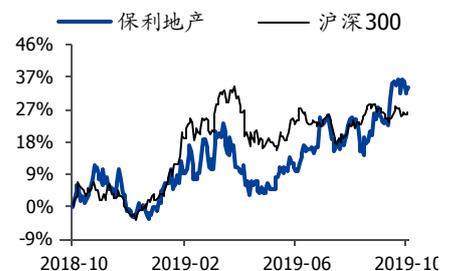
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	房地产开发
前次评级	买入
最新收盘价	15.53
总市值(百万元)	185,289.94
总股本(百万股)	11,931.10
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	42.26

股价走势



作者

分析师 任鹤

执业证书编号：S0680519060001

邮箱：renhe@gszq.com

研究助理 杨倩雯

邮箱：yangqianwen@gszq.com

相关研究

1、《保利地产(600048.SH)：穿越周期真龙头，我言秋日胜春朝》2019-09-13



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	646,157	766,481	929,985	1,085,501	1,308,318
现金	67,801	113,431	140,869	178,035	230,672
应收账款	1,855	38	5,411	873	6,487
其他应收款	63,642	0	87,600	28,902	122,044
预付账款	54,151	26,045	84,339	62,464	127,742
存货	439,040	474,505	529,395	720,366	721,468
其他流动资产	19,668	152,462	82,370	94,861	99,904
非流动资产	50,295	80,012	104,047	131,661	160,879
长期投资	23,451	48,489	61,912	78,264	95,957
固定投资	4,101	4,594	6,825	9,936	13,478
无形资产	41	119	107	92	74
其他非流动资产	22,702	26,810	35,203	43,369	51,371
资产总计	696,452	846,494	1,034,032	1,217,162	1,469,197
流动负债	362,950	444,897	576,718	695,807	879,690
短期借款	3,067	3,011	3,039	18,912	34,490
应付账款	45,457	46,049	44,302	57,242	60,727
其他流动负债	314,426	395,836	529,377	619,653	784,473
非流动负债	175,262	215,103	239,095	259,738	276,363
长期借款	175,106	214,939	238,931	259,575	276,199
其他非流动负债	156	164	164	164	164
负债合计	538,212	660,000	815,813	955,545	1,156,052
少数股东权益	51,260	64,572	74,193	86,333	100,283
股本	11,858	11,895	11,896	11,896	11,896
资本公积	15,462	15,246	15,246	15,246	15,246
留存收益	74,393	88,121	114,307	147,648	186,651
归属母公司股东收益	106,980	121,923	144,025	175,284	212,862
负债和股东权益	696,452	846,494	1,034,032	1,217,162	1,469,197

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	-29,296	11,893	21,470	15,705	34,372
净利润	19,677	26,149	37,671	48,038	56,301
折旧摊销	792	1,015	1,385	2,241	3,416
财务费用	2,392	2,585	3,961	4,389	4,794
投资损失	-1,680	-2,690	-3,247	-3,734	-4,152
营运资金变动	-50,182	-19,231	-18,298	-35,228	-25,987
其他经营现金流	-294	4,066	0	0	0
投资活动净现金流	-16,951	-13,459	-22,172	-26,121	-28,483
资本支出	495	604	7,970	8,271	8,135
长期投资	-8,185	-14,420	-13,423	-16,169	-17,693
其他投资现金流	-24,641	-27,276	-27,625	-34,019	-38,041
筹资活动净现金流	67,398	46,498	28,139	32,283	31,893
短期借款	2,658	-56	28	574	723
长期借款	76,114	39,833	23,992	20,643	16,625
普通股增加	1	37	1	0	0
资本公积增加	576	-217	0	0	0
其他筹资现金流	-11,951	6,901	4,118	11,066	14,546
现金净增加额	21,013	45,093	27,438	21,868	37,782

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	146,306	194,514	267,737	356,071	461,345
营业成本	100,872	131,339	180,702	243,703	324,413
营业税金及附加	12,457	16,122	24,342	31,699	40,134
营业费用	3,866	5,912	6,818	9,364	12,523
管理费用	2,845	3,495	4,500	6,130	8,239
财务费用	2,392	2,585	3,961	4,389	4,794
资产减值损失	66	2,351	0	0	0
公允价值变动收益	-1	190	0	0	0
投资净收益	1,680	2,690	3,247	3,734	4,152
营业利润	25,527	35,593	50,662	64,519	75,394
营业外收入	325	366	315	329	334
营业外支出	153	179	134	147	153
利润总额	25,699	35,780	50,843	64,701	75,575
所得税	6,022	9,631	13,172	16,663	19,274
净利润	19,677	26,149	37,671	48,038	56,301
少数股东收益	4,051	7,245	9,622	12,139	13,950
归属母公司净利润	15,626	18,904	28,049	35,898	42,351
EBITDA	37,703	50,364	59,133	75,247	88,860
EPS (元/股)	1.31	1.59	2.36	3.02	3.56

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	-5.5	32.9	37.6	33.0	29.6
营业利润 (%)	10.4	39.4	42.3	27.4	16.9
归属母公司净利润 (%)	25.8	21.0	48.4	28.0	18.0
盈利能力					
毛利率 (%)	31.1	32.5	32.5	31.6	29.7
净利率 (%)	10.7	9.7	10.5	10.1	9.2
ROE (%)	12.4	14.0	17.3	18.4	18.0
ROIC (%)	9.1	9.4	9.6	10.2	10.1
偿债能力					
资产负债率 (%)	77.3	78.0	78.9	78.5	78.7
净负债比率 (%)	86.5	80.6	73.7	68.9	58.7
流动比率	1.8	1.7	1.6	1.6	1.5
速动比率	0.6	0.7	0.7	0.5	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.25	0.25	0.28	0.32	0.34
应收账款周转率	84.4	205.5	98.3	113.3	125.4
应付账款周转率	2.4	2.9	4.0	4.8	5.5
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	1.31	1.59	2.36	3.02	3.56
每股经营现金流 (最新摊薄)	-6.27	1.22	1.80	1.32	2.89
每股净资产 (最新摊薄)	8.57	9.70	11.56	14.19	17.35
估值指标 (倍)					
P/E	10.1	8.4	5.6	4.4	3.7
P/B	1.6	1.4	1.2	0.9	0.8
EV/EBITDA	9.2	7.4	6.7	5.6	5.0

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com