

**投资评级 优于大市 维持**

## 经营持续稳健向好，物业拆分有序推进

### 股票数据

10月25日收盘价(元)	15.53
52周股价波动(元)	11.23-16.44
总股本/流通A股(百万股)	11931/11931
总市值/流通市值(百万元)	185290/185290

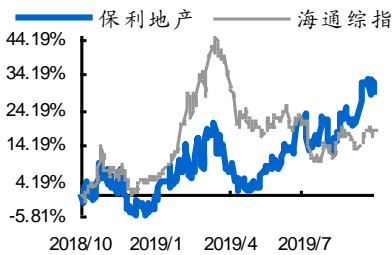
### 相关研究

《龙头优势显著，稳健前行兼具成长》  
2019.08.19

《中期业绩送捷报，战略布局显优势》  
2019.07.19

《行业龙头均衡布局，保持稳健增长》  
2019.04.17

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.9	7.6	-6.5
相对涨幅(%)	2.0	3.3	-9.2

资料来源：海通证券研究所

### 投资要点：

- 营收和利润稳增长，盈利能力同比提升。**2019Q1-3 公司营业收入 1117.94 亿元，同比增长 17.77%，净利润 175.54 亿元，同比增长 30.36%，归母净利润 128.33 亿元，同比增长 34.08%，基本每股收益 1.08 元，同比增长 32.93%。利润率方面，公司 2019Q1-3 毛利率为 35.89%，同比增长 3.18 个百分点，ROE 约为 10.24%，同比增加 1.57 个百分点。
- 回款保持高效，财务稳健且融资成本优势突出。**公司 2019Q1-3 实现销售回笼 3098 亿元，回笼率达到 89.34%，回笼率较去年同期提升 3.62 个百分点。2019Q1-3 公司经营活动产生的现金流量净额约为 92.21 亿元，同比由负转正。截至 2019Q3 公司总资产 9752.00 亿元，净资产 1985.09 亿元，资产负债率为 79.64%；扣除预收款项后，其他负债占总资产比重仅为 40.38%。融资方面，公司在 2019 年 1 月和 3 月分别发行了 15 亿元人民币中期票据和 5 亿美元债券，利率分别为 3.60% 和 3.875%，融资成本优势突出。
- 2019 年前三季度销售稳步增长。**2019Q3 公司实现签约金额 941.49 亿元，签约面积 657.31 万平方米。2019Q1-3，公司累计实现签约金额 3467.73 亿元，同比增长 14.20%，其中一二线城市的签约金额占比 75%；实现签约面积 2293.78 万平方米，同比增长 13.29%。
- 开竣工保持节奏，把握时机持续补充优质土储。**2019Q1-3 公司新开工面积 3675 万平方米，同比增长 11.5%，竣工面积 1723 万平方米，同比增长 46.9%，在建面积 11852 万平方米，同比增长 42.7%。2019Q1-3 公司累计新拓展项目 84 个，新增容积率面积 1493 万平方米，总拓展成本 996 亿元，其中一二线城市拓展金额占比 76%。截止 2019Q3，公司已覆盖国内外 108 个城市，共有在建拟建项目 666 个，总建筑面积 24772 万平方米，待开发面积 7654 万平方米，土地储备充足。
- 物业拆分上市有序推进。**2019 年 4 月 11 日，公司全资子公司保利物业终止新三板挂牌，并于 8 月 6 日向香港联交所递交了港股主板上市申请。2019 年 9 月 17 日公司获得中国证监会核准批复，核准保利物业在发行总股数不超过约 1.53 亿股的境外上市外资股后，可到香港主板上市。
- 投资建议：“优于大市”。**我们预测公司 2019 年 EPS 约为 2.08 元，给予公司 2019 年 8-9 倍 PE 估值，对应市值约为 1983-2231 亿元，对应合理价值区间为 16.62-18.70 元，对应 2019 年的 PEG 为 0.32-0.36。**风险提示：**保利物业发行境外上市外资股尚需取得香港证券及期货事务监察委员会、香港联合交易所有限公司等核准。

### 主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	146659	194555	236643	289770	349616
(+/-)YoY(%)	-5.2%	32.7%	21.6%	22.5%	20.7%
净利润(百万元)	15634	18904	24788	29449	34487
(+/-)YoY(%)	25.9%	20.9%	31.1%	18.8%	17.1%
全面摊薄 EPS(元)	1.31	1.58	2.08	2.47	2.89
毛利率(%)	31.0%	32.5%	32.3%	31.7%	31.2%
净资产收益率(%)	14.6%	15.5%	17.8%	18.5%	18.8%

 资料来源：公司年报(2017-2018)，海通证券研究所  
 备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

分析师：涂力磊

Tel:(021)23219747

Email:tl5535@htsec.com

证书:S0850510120001

分析师：杨凡

Tel:(021)23219812

Email:yf11127@htsec.com

证书:S0850518070003

**表 1 可比公司估值表**

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PEG (2019)
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2019PE/(2018-20 年净利润复合增速)
000002.SZ	万科 A	3030	3.06	3.64	4.31	8.81	7.41	6.26	0.40
001979.SZ	招商蛇口	1561	1.89	2.36	2.87	10.43	8.36	6.87	0.36
600383.SH	金地集团	582	1.79	2.17	2.58	7.21	5.94	5.00	0.30
	均值					8.82	7.24	6.04	0.35
600048.SH	保利地产	1853	1.58	2.08	2.47	9.80	7.47	6.29	0.30

注：收盘价为 2019 年 10 月 25 日价格，除保利地产为海通预测外其余可比公司 EPS 为 Wind 一致预期  
 资料来源：Wind，海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>194555</b>	<b>236643</b>	<b>289770</b>	<b>349616</b>
每股收益	1.58	2.08	2.47	2.89	营业成本	131339	160325	197806	240444
每股净资产	10.22	11.64	13.37	15.39	毛利率%	32.5%	32.3%	31.7%	31.2%
每股经营现金流	1.00	1.63	1.94	2.19	营业税金及附加	16122	19641	24051	29018
每股股利	0.50	0.62	0.74	0.87	营业税金率%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	5912	7099	8693	10488
P/E	9.80	7.47	6.29	5.37	营业费用率%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
P/B	1.52	1.33	1.16	1.01	管理费用	3495	4260	5216	6293
P/S	0.95	0.78	0.64	0.53	管理费用率%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
EV/EBITDA	8.66	7.02	5.66	4.60	EBIT	37646	45271	53946	63303
股息率%	<b>3.2%</b>	<b>4.0%</b>	<b>4.8%</b>	<b>5.6%</b>	财务费用	2585	3533	3859	4168
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	1.3%	1.5%	1.3%	1.2%
毛利率	32.5%	32.3%	31.7%	31.2%	资产减值损失	2351	50	50	50
净利润率	9.7%	10.5%	10.2%	9.9%	投资收益	2690	3629	4192	4941
净资产收益率	15.5%	17.8%	18.5%	18.8%	<b>营业利润</b>	<b>35593</b>	<b>45567</b>	<b>54530</b>	<b>64378</b>
资产回报率	2.2%	2.5%	2.5%	2.5%	营业外收支	188	337	387	387
投资回报率	8.2%	9.7%	10.9%	12.0%	<b>利润总额</b>	<b>35780</b>	<b>45905</b>	<b>54917</b>	<b>64765</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	38660	46314	55105	64580
营业收入增长率	32.7%	21.6%	22.5%	20.7%	所得税	9631	11476	13729	16191
EBIT 增长率	43.1%	20.3%	19.2%	17.3%	有效所得税率%	26.9%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润增长率	20.9%	31.1%	18.8%	17.1%	少数股东损益	7245	9640	11739	14086
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>18904</b>	<b>24788</b>	<b>29449</b>	<b>34487</b>
资产负债率	78.0%	78.9%	79.3%	79.6%					
流动比率	1.7	1.7	1.7	1.7	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.6	货币资金	113431	159002	207093	256735
现金比率	0.3	0.3	0.3	0.3	应收账款及应收票据	2044	2546	3050	3707
<b>经营效率指标</b>					存货	474505	557844	650323	757562
应收账款周转天数	3.7	3.9	3.8	3.9	其它流动资产	176501	210631	243968	291429
存货周转天数	1270.3	1270.0	1200.0	1150.0	流动资产合计	766481	930022	1104434	1309433
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	长期股权投资	48489	48489	48489	48489
固定资产周转率	44.7	54.0	74.6	107.6	固定资产	4594	4172	3591	2907
					在建工程	878	1214	1570	1919
					无形资产	119	119	119	119
					非流动资产合计	80012	79705	79279	78694
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>资产总计</b>	<b>846494</b>	<b>1009726</b>	<b>1183713</b>	<b>1388126</b>
净利润	18904	24788	29449	34487	短期借款	3011	3000	3000	3000
少数股东损益	7245	9640	11739	14086	应付票据及应付账款	50686	63189	76455	93545
非现金支出	3366	1093	1209	1327	预收账款	299795	364431	446246	538409
非经营收益	1610	395	432	333	其它流动负债	91404	115858	127438	149471
营运资金变动	-19231	-16427	-19710	-24121	流动负债合计	444897	546478	653139	784425
<b>经营活动现金流</b>	<b>11893</b>	<b>19490</b>	<b>23119</b>	<b>26113</b>	长期借款	181874	216874	251874	286874
资产	-595	-621	-546	-555	其它长期负债	33229	33229	33229	33229
投资	-14019	223	200	250	非流动负债合计	215103	250103	285103	320103
其他	1155	3879	4492	5291	<b>负债总计</b>	<b>660000</b>	<b>796581</b>	<b>938242</b>	<b>1104528</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-13459</b>	<b>3480</b>	<b>4145</b>	<b>4986</b>	实收资本	11895	11931	11931	11931
债权募资	57086	-11	0	0	普通股股东权益	121923	138934	159521	183562
股权募资	12783	293	0	0	少数股东权益	64572	74212	85950	100037
其他	-23371	22318	20827	18543	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>846494</b>	<b>1009726</b>	<b>1183713</b>	<b>1388126</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>46498</b>	<b>22600</b>	<b>20827</b>	<b>18543</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>44932</b>	<b>45570</b>	<b>48091</b>	<b>49642</b>					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 25 日

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

涂力磊 房地产行业  
杨凡 房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 浦东金桥,光大嘉宝,碧桂园,中国国贸,我爱我家,中国恒大,华侨城 A,新湖中宝,国创高新,世茂股份,世茂房地产,中华企业,绿城服务,光明地产,天健集团,旭辉控股集团,中骏集团控股,融创中国,龙湖集团,中国海外发展,金融街,华发股份,招商蛇口,金地集团,蓝光发展,电子城,融信中国,外高桥,北辰实业,天保基建

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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客户。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。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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。