

结算利润率提升，业绩大超预期

——2019 年半年报业绩快报点评

事件

- 公司发布 2019 年上半年业绩快报，实现营业收入 711.6 亿元，同比增长 19.5%，归母净利润 103.5 亿元，同比增长 59.1%。

核心观点

- **中期业绩大超预期，主要因结算项目毛利率提高及权益占比提升。**公司上半年实现营业收入 711.6 亿元，同比增长 19.5%，归母净利润 103.5 亿元，同比增长 59.1%。归母净利率（归母净利润/营业收入）达到 14.5%，高于去年同期 10.9%，也高于去年全年 9.7%。根据业绩快报披露的相关数据分析可得，其高速增长主要来自于结转项目毛利率的提升和权益占比的提升。毛利率提升可以从营业利润率的提升看出，今年中报营业利润率为 24.5%，去年同期为 21.1%，去年全年为 18.3%。去年全年少数股东损益达 27.7%，伴随合作拿地项目地减少，权益占比高的项目结转使公司利润漏出减少，归母净利润率能更好反映其盈利能力。
- **销售增速领跑 TOP5，央企融资优势凸显。**2019 年 1~6 月公司实现销售金额 2526.2 亿元，同比增长 17.3%。公司上半年累计销售金额已位列全国第 4 位，同时销售金额的增速也领跑 TOP5 龙头房企。此外，在当前地产行业整体融资环境趋紧的背景下，公司作为一家经营风格稳健的央企之优势将会逐渐显现，公司 2018 年底的净负债率为 80.6%，较 2017 年降低了 5.9 个百分点，仍具备一定加杠杆的空间。

财务预测与投资建议

- **维持买入评级，目标价 16.08 元。**我们预测 2019-2021 年公司 EPS 为 2.01/2.41/2.89 元。可比公司 2019 年 PE 估值为 8X，给予公司 2019 年 8X 的 PE 估值，对应目标价 16.08 元。

风险提示

- 房地产市场销售大幅低于预期。
- 房地产融资环境收紧超预期。

公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	146,306	194,514	277,628	348,505	415,733
同比增长(%)	-5.5%	32.9%	42.7%	25.5%	19.3%
营业利润(百万元)	25,524	35,590	42,268	52,136	62,662
同比增长(%)	10.4%	39.4%	18.8%	23.3%	20.2%
归属母公司净利润(百万元)	15,626	18,904	23,879	28,645	34,408
同比增长(%)	25.8%	21.0%	26.3%	20.0%	20.1%
每股收益(元)	1.31	1.59	2.01	2.41	2.89
毛利率(%)	31.1%	32.5%	33.5%	35.3%	35.9%
净利率(%)	10.7%	9.7%	8.6%	8.2%	8.3%
净资产收益率(%)	15.9%	16.5%	18.1%	18.8%	19.5%
市盈率	10.5	8.7	6.9	5.7	4.8
市净率	1.5	1.4	1.2	1.0	0.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

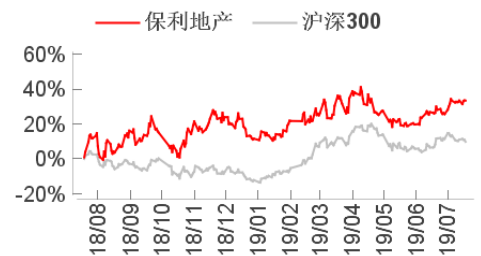


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2019年07月18日)	13.55 元
目标价格	16.08 元
52周最高价/最低价	14.92/10.51 元
总股本/流通A股(万股)	1,189,626/1,189,626
A股市值(百万元)	161,194
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2019年07月18日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	.59	5.86	-3.21	28.19
相对表现	-1.03	-3.11	-4.25	-18.37
沪深300	-.44	2.75	-7.46	9.82



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

竺劲

021-63325888*6084

zhujing1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860514060003

证券分析师

房诚琦

021-63325888*6202

fangchengqi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518070003

联系人

孙天一

021-63325888-4037

suntiany1@orientsec.com.cn

联系人

马晓东

相关报告

百尺竿头更进一步，央企龙头表现亮眼： 2019-04-27

销售土储均好，多元业务加速发展： 2019-04-16

销售快速增长，业绩稳中有进： 2019-01-15

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	67,801	113,431	83,288	104,552	124,720	营业收入	146,306	194,514	277,628	348,505	415,733
应收账款	1,855	2,006	4,164	5,228	6,236	营业成本	100,872	131,339	184,673	225,560	266,398
预付账款	54,151	26,045	69,407	87,126	103,933	营业税金及附加	12,457	16,122	24,986	31,365	37,416
存货	439,040	474,505	700,852	878,478	1,075,663	营业费用	3,866	5,912	9,688	12,257	13,780
其他	83,311	150,494	100,271	118,026	135,075	管理费用	2,845	3,536	6,629	8,755	9,843
流动资产合计	646,157	766,481	957,983	1,193,410	1,445,627	财务费用	2,392	2,585	10,420	20,000	27,108
长期股权投资	23,451	48,489	48,489	48,489	48,489	资产减值损失	66	2,351	1,653	1,121	1,216
固定资产	4,104	4,594	6,558	12,134	13,479	公允价值变动收益	(1)	190	0	0	0
在建工程	485	878	2,377	0	0	投资净收益	1,680	2,690	2,690	2,690	2,690
无形资产	41	119	95	71	48	其他	36	42	0	0	0
其他	22,217	25,933	22,103	22,083	22,063	营业利润	25,524	35,590	42,268	52,136	62,662
非流动资产合计	50,297	80,012	79,623	82,777	84,079	营业外收入	325	366	300	300	300
资产总计	696,454	846,494	1,037,606	1,276,187	1,529,705	营业外支出	153	179	120	120	120
短期借款	3,067	3,011	216,547	352,321	497,575	利润总额	25,696	35,778	42,448	52,316	62,842
应付账款	45,457	46,049	64,636	78,946	93,239	所得税	6,022	9,631	10,613	13,080	15,711
其他	314,426	395,836	336,958	408,776	476,943	净利润	19,674	26,147	31,835	39,236	47,131
流动负债合计	362,950	444,897	618,141	840,043	1,067,757	少数股东损益	4,051	7,245	7,960	10,595	12,726
长期借款	147,654	181,874	171,874	161,874	151,874	归属于母公司净利润	15,623	18,901	23,875	28,642	34,405
应付债券	27,452	33,065	33,065	27,668	24,931	每股收益(元)	1.31	1.59	2.01	2.41	2.89
其他	158	164	0	0	0						
非流动负债合计	175,264	215,103	204,939	189,542	176,805						
负债合计	538,214	660,000	823,080	1,029,585	1,244,562	主要财务比率					
少数股东权益	51,260	64,572	72,531	83,126	95,852		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
股本	11,858	11,895	11,895	11,895	11,895	成长能力					
资本公积	15,462	15,246	15,246	15,246	15,246	营业收入	-5.5%	32.9%	42.7%	25.5%	19.3%
留存收益	74,393	88,121	108,193	129,674	155,489	营业利润	10.4%	39.4%	18.8%	23.3%	20.2%
其他	5,267	6,661	6,661	6,661	6,661	归属于母公司净利润	25.8%	21.0%	26.3%	20.0%	20.1%
股东权益合计	158,241	186,494	214,526	246,602	285,143	获利能力					
负债和股东权益总计	696,454	846,494	1,037,606	1,276,187	1,529,705	毛利率	31.1%	32.5%	33.5%	35.3%	35.9%
						净利率	10.7%	9.7%	8.6%	8.2%	8.3%
						ROE	15.9%	16.5%	18.1%	18.8%	19.5%
						ROIC	7.2%	6.9%	7.2%	7.5%	7.6%
						偿债能力					
						资产负债率	77.3%	78.0%	79.3%	80.7%	81.4%
						净负债率	86.5%	80.6%	163.7%	182.6%	197.3%
						流动比率	1.78	1.72	1.55	1.42	1.35
						速动比率	0.57	0.65	0.41	0.37	0.34
						营运能力					
						应收账款周转率	84.4	100.8	88.8	72.5	70.7
						存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
						总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
						每股指标(元)					
						每股收益	1.31	1.59	2.01	2.41	2.89
						每股经营现金流	-2.46	1.00	-15.59	-5.95	-6.47
						每股净资产	8.99	10.25	11.94	13.74	15.91
						估值比率					
						市盈率	10.5	8.7	6.9	5.7	4.8
						市净率	1.5	1.4	1.2	1.0	0.9
						EV/EBITDA	8.3	6.0	4.4	3.2	2.6
						EV/EBIT	8.4	6.1	4.4	3.2	2.6

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有保利地产(600048)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

