中期业绩送捷报，战略布局显优势

投资评级 优于大市 维持

股票数据

07 月 19 日收盘价(元)	14.38
52 周股价波动（元）	10.30-15.08
总股本/流通 A 股（百万股）	11896/11896
总市值/流通市值（百万元）	171068/171068

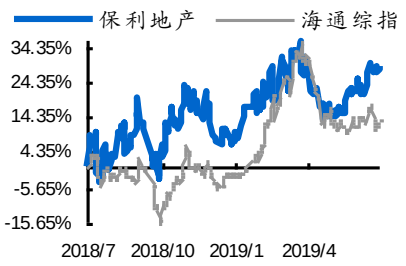
相关研究

《行业龙头均衡布局，保持稳健增长》2019.04.17

《累计销售同比保持增长，拿地力度适中》2018.12.11

《业绩渐进释放，销售量价表现优秀》2018.10.31

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅（%）	12.0	18.6	5.4
相对涨幅（%）	9.5	14.3	13.0

资料来源：海通证券研究所

分析师:涂力磊
Tel:(021)23219747
Email:tll5535@htsec.com
证书:S0850510120001
分析师:杨凡
Tel:(021)23219812
Email:yf11127@htsec.com
证书:S0850518070003

投资要点:

- **事件:** 保利地产公告半年度业绩快报。

- **半年报营收利润双收获。**保利地产 2019 年半年度实现营业总收入 711.60 亿元，同比增长 19.52%；营业利润 175.06 亿元，同比增长 39.30%；利润总额 175.88 亿元，同比增长 38.55%；归属上市公司股东的净利润 103.53 亿元，同比增长 59.14%，基本每股收益 0.87 元。公司半年度营业收入和利润的增加，主要是因为结转项目毛利率同比提高、投资收益增加、结转项目权益比例提高。公司 2019 年上半年业绩增长同比增速实现明显增长。

- **战略布局显成效，销售优于行业大势。**2019 年 6 月，保利地产单月销售金额为 636.62 亿元同比增长 5.76%，销售面积为 409.63 万平，同比降低 4.28%。公司 2019 年 1-6 月累计销售金额为 2526.24 亿元，同比增长 17.33%，销售面积为 1636.47 万平，同比增长 12.56%。2019 年 1-6 月公司累计销售单价 15437 元每平，较 2018 年 12 月略增长 5.5%。公司上半年销售平稳增长，**6 月单月销售同比增幅较小主要因同比单月基数为阶段性高点**。对比行业 2019H1 商品房销售面积同比下降 1.8%和商品房销售额同比增长 5.6%，保利地产 2019H1 **销售表现好于行业整体水平**。分线城市来看，2019H1 行业销售持续分化一二线表现优于三线城市。公司以**一二线为核心，深耕六大城市群的战略把握住了行业内部分化趋势，实现了超越行业整体的销售行情。**

- **稳健持续拓展土地储备。**根据公司 2019 年 1-7 月拿地公告，公司新增土地储备 908 万平（包含海外项目），同比降低 48%，权益建面 693 万平（包含海外项目），同比降低 45%。公司 2019 年土地拓展速度较 2018 年放缓，当月新增土地储备建面/当月销售面积（均为全口径）的比例较 2018 年有所下降。从公司新增土储布局来看，公司 2019 年前 7 月布局同比更加均衡，珠三角仍然是公司持续深耕的区域。我们认为公司 2019 年较 2018 年拿地更加谨慎，拿地总量虽然同比减少但持续保持土储质量。在土地前段融资收紧环境下，公司同比谨慎的拿地使得公司在融资端方面抗风险能力更强。

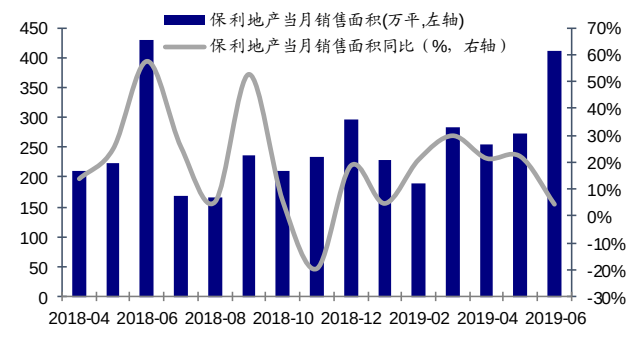
- **投资建议："优于大市"。**我们认为，公司土地储备全国化布局，具备较强的抗风险能力。2019H1 销售增长明显优于行业整体，战略布局的优势逐渐显现。此外，2019H1 公司半年报经营业绩靓丽，营收和利润高于 2017-2018 年同期。我们看好公司全年业绩释放，预计公司 2019 年 EPS 为 1.93 元每股，给予公司 2019 年 8-9 倍 PE 估值，对应合理市值区间为 1836-2066 亿元，对应合理价值区间为 15.44-17.37 元每股，对应 2019 年 PEG 为 0.39-0.43，维持"优于大市"评级。**风险提示。**H2 公司房地产项目结转不达预期或结转毛利率不达预期。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	146341.82	194555.49	225485.21	277130.25	339002.99
(+/-)YoY(%)	-5.45%	32.95%	15.90%	22.90%	22.33%
净利润(百万元)	15625.89	18903.72	22954.17	27537.43	32816.96
(+/-)YoY(%)	25.80%	20.98%	21.43%	19.97%	19.17%
全面摊薄 EPS(元)	1.31	1.59	1.93	2.31	2.76
毛利率(%)	31.07%	32.49%	32.24%	31.72%	31.22%
净资产收益率(%)	14.61%	15.50%	16.55%	17.31%	17.83%

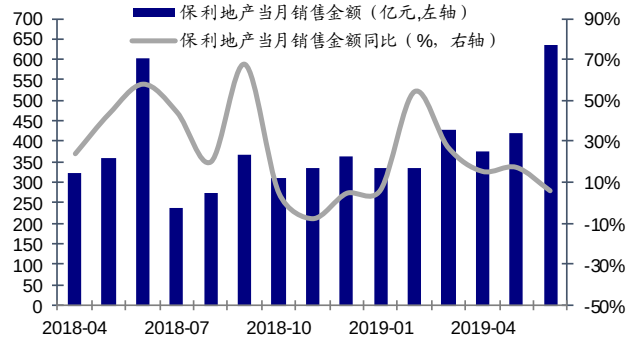
资料来源：公司年报（2017-2018），海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

图1 保利地产当月销售面积和同比



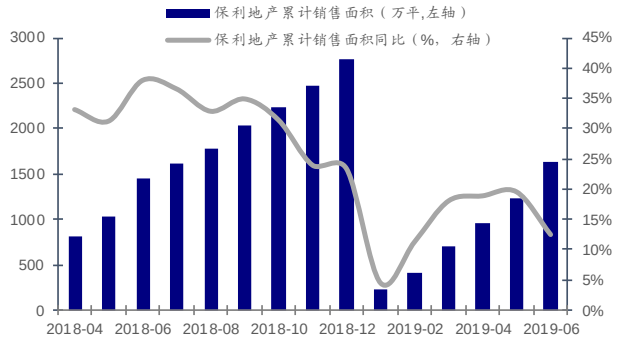
资料来源：保利地产月度销售公告，海通证券研究所

图2 保利地产当月销售金额和同比



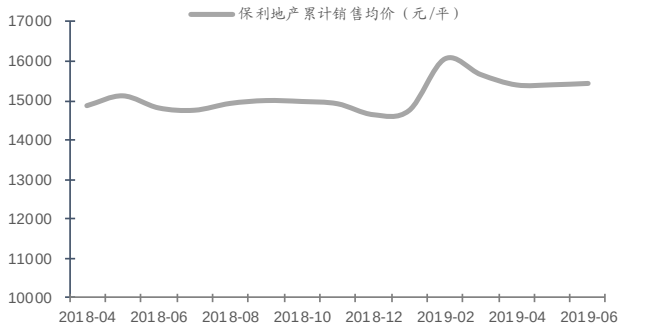
资料来源：保利地产月度销售公告，海通证券研究所

图3 保利地产年度累计销售面积和同比



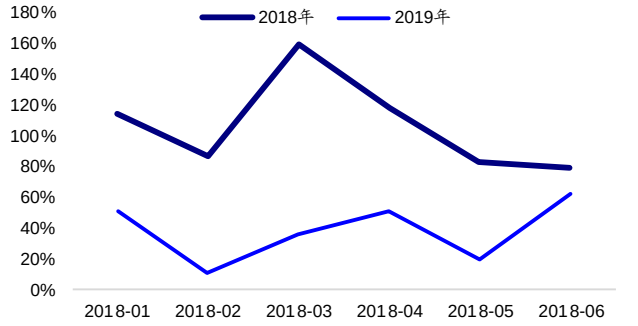
资料来源：保利地产月度销售公告，海通证券研究所

图4 保利地产年度累计销售均价



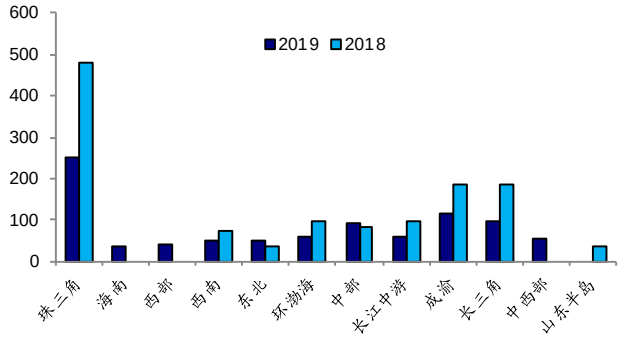
资料来源：保利地产月度销售公告，海通证券研究所

图5 保利地产当月新增土储建面/当月销售面积



资料来源：保利地产月度销售公告，海通证券研究所

图6 保利地产 2018-2019 年前 7 个月新增土储分布（万平）



资料来源：保利地产月度销售公告，海通证券研究所

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	3471	3.06	3.63	4.28	10.04	8.46	7.18	0.46
001979.SZ	招商蛇口	1693	1.89	2.42	2.91	11.32	8.84	7.35	0.37
600383.SH	金地集团	568	1.79	2.16	2.54	7.03	5.83	4.96	0.30
	均值					9.46	7.71	6.49	0.38
600048.SH	保利地产	1711	1.59	1.93	2.31	9.05	7.45	6.21	0.36

注：收盘价为 2019 年 7 月 19 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
每股指标（元）				
每股收益	1.59	1.93	2.31	2.76
每股净资产	10.25	11.66	13.38	15.47
每股经营现金流	1.00	2.38	1.74	1.62
每股股利	0.50	0.52	0.60	0.67
价值评估（倍）				
P/E	9.05	7.45	6.21	5.21
P/B	1.40	1.23	1.08	0.93
P/S	0.88	0.76	0.62	0.50
EV/EBITDA	8.30	6.69	5.37	4.37
股息率（%）	3.48%	3.62%	4.17%	4.66%
盈利能力指标（%）				
毛利率	32.49%	32.24%	31.72%	31.22%
净利润率	13.44%	14.14%	13.80%	13.45%
净资产收益率	15.50%	16.55%	17.31%	17.83%
资产回报率	2.23%	2.39%	2.51%	2.58%
投资回报率	10.32%	12.13%	13.54%	14.67%
盈利增长（%）				
营业收入增长率	32.95%	15.90%	22.90%	22.33%
EBIT 增长率	43.29%	14.51%	19.61%	19.00%
净利润增长率	32.89%	21.92%	19.97%	19.17%
偿债能力指标				
资产负债率	78.0%	77.9%	77.8%	77.9%
流动比率	1.72	1.65	1.59	1.54
速动比率	0.60	0.56	0.54	0.50
现金比率	2.33	2.75	2.87	2.94
经营效率指标				
应收帐款周转天数	3.62	3.86	3.78	3.80
存货周转天数	1269.40	1270.00	1200.00	1150.00
总资产周转率	0.25	0.25	0.27	0.29
固定资产周转率	44.75	51.24	70.56	102.24

利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	**194555.49**	**225485.21**	**277130.25**	**339002.99**
营业成本	131338.80	152793.44	189211.25	233173.47
毛利率%	32.49%	32.24%	31.72%	31.22%
营业税金及附加	16122.37	18715.27	23001.81	28137.25
营业税金率%	8.29%	8.30%	8.30%	8.30%
营业费用	5912.21	6764.56	8313.91	10170.09
营业费用率%	3.04%	3.00%	3.00%	3.00%
管理费用	3495.45	4058.73	4988.34	6102.05
管理费用率%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%
EBIT	37686.67	43153.21	51614.94	61420.13
财务费用	2584.65	2963.21	2939.08	2966.80
财务费用率%	1.33%	1.31%	1.06%	0.88%
资产减值损失	2351.04	50.00	50.00	50.00
投资收益	2689.75	2185.09	2185.09	2185.09
营业利润	**35592.64**	**42325.09**	**50810.94**	**60588.41**
营业外收支	187.66	182.62	184.30	183.74
利润总额	**35780.30**	**42507.71**	**50995.25**	**60772.15**
EBITDA	38701.28	44162.40	52793.83	62722.83
所得税	9631.16	10626.93	12748.81	15193.04
有效所得税率%	26.92%	25.00%	25.00%	25.00%
少数股东损益	7245.42	8926.62	10709.00	12762.15
归属母公司所有者净利润	**18903.72**	**22954.17**	**27537.43**	**32816.96**

现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	18903.72	22954.17	27537.43	32816.96
少数股东损益	7245.42	8926.62	10709.00	12762.15
非现金支出	3365.65	1059.18	1228.89	1352.70
非经营收益	1609.90	1357.56	1486.83	1618.34
营运资金变动	-19231.36	-6036.76	-20212.20	-29329.18
经营活动现金流	11893.32	28260.77	20749.96	19220.98
资产	-594.97	-770.66	-834.26	-813.06
投资	-14019.25	0.00	0.00	0.00
其他	1155.05	2185.09	2185.09	2185.09
投资活动现金流	-13459.17	1414.43	1350.83	1372.03
债权募资	57086.16	3000.00	3000.00	3000.00
股权募资	12782.68	0.00	0.00	0.00
其他	-23371.08	-3934.19	-10042.27	-11124.92
融资活动现金流	46497.75	-934.19	-7042.27	-8124.92
现金净流量	44931.90	28741.01	15058.51	12468.09

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	113431.29	142172.30	157230.81	169698.90
应收款项	2005.85	2381.79	2868.13	3532.61
存货	474505.09	531805.83	622245.88	734852.93
其它流动资产	31261.37	31261.37	31261.37	31261.37
流动资产合计	766481.50	878700.97	1017200.82	1191790.71
长期股权投资	48489.38	48489.38	48489.38	48489.38
固定资产	4593.98	5216.23	5795.27	6388.71
在建工程	877.64	1214.40	1569.81	1919.00
无形资产	118.86	175.03	197.82	213.55
非流动资产合计	80012.43	79956.52	79796.19	79490.29
资产总计	**846493.92**	**958657.49**	**1096997.01**	**1271281.00**
短期借款	3011.24	6011.24	9011.24	12011.24
应付账款	46049.47	56938.03	68977.21	85632.94
预收账款	299795.01	347354.87	426954.04	522260.00
其它流动负债	917.39	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	444896.96	531368.97	638558.85	775195.47
长期借款	181873.95	181873.95	181873.95	181873.95
其它长期负债	33228.66	33228.66	33228.66	33228.66
非流动负债合计	215102.61	215102.61	215102.61	215102.61
负债总计	**659999.57**	**746471.58**	**853661.46**	**990298.08**
实收资本	11895.03	11896.26	11896.26	11896.26
普通股股东权益	121922.53	138687.46	159128.08	184013.29
少数股东权益	64571.84	73498.46	84207.46	96969.61
负债和所有者权益合计	**846493.92**	**958657.49**	**1096997.01**	**1271281.00**

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 07 月 19 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：　我爱我家,中国恒大,浦东金桥,华侨城 A,光大嘉宝,中国国贸,新湖中宝,国创高新,世茂股份,世茂房地产,光明地产,中华企业,绿城服务,天健集团,合景泰富集团,旭辉控股集团,中骏集团控股,华发股份,中国海外发展,蓝光发展,金融街,龙湖集团,招商蛇口,融创中国,金地集团,电子城,天保基建,融信中国,外高桥,北辰实业

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 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； 2. 市场基准指数的比较标准： 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。	类　别	评　级	说　明
	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。
	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范围包括证券投资咨询业务。