

评级: 买入 (维持)

市场价格: 15.53

分析师: 倪一琛

执业证书编号: S0740517100003

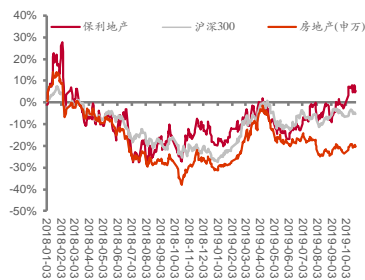
电话: 021-20315288

Email: niyc@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	11931.10
流通股本(百万股)	11931.10
市价(元)	15.53
市值(百万元)	185289.94
流通市值(百万元)	185289.94

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	146,342	194,555	238,703	296,432	356,637
增长率 yoy%	-5.4%	32.7%	22.7%	24.2%	20.3%
净利润	15,626	18,904	23,478	28,606	34,536
增长率 yoy%	25.8%	20.9%	24.2%	21.8%	20.7%
每股收益(元)	1.31	1.59	1.97	2.40	2.89
每股现金流量	8.99	10.25	11.73	13.48	15.63
市盈率(PE)	11.86	9.80	7.90	6.48	5.37
市净率(PB)	1.73	1.52	1.32	1.15	0.99

备注: 股价以 10 月 25 日收盘价为准

投资要点

■ **事件:** 10 月 25 日, 公司发布 2019 年三季度报, 前三季度实现营收 1117.94 亿, 同比+17.77%; 实现归母净利润 128.33 亿, 同比+34.08%。

■ **业绩高增, 盈利能力持续改善**

1) **业绩稳健:** 公司 2019 年前三季度实现营收 1117.94 亿, 同比+17.77%, 得益于竣工结转项目单价提高, 增利快于增收, 前三季度实现归母净利润 128.33 亿, 同比+34.08%; 2) **毛利率提升:** 公司前三季度毛利率 35.89%, 较去年同期增加 3.18 个百分点, 盈利能力持续改善; 3) **债务结构合理:** 报告期末, 公司短期借款仅 29.96 亿, 长期借款及应付债券 2276.71 亿, 优异的债务结构彰显公司融资端强势的话语权, 此外, 报告期末公司资产负债率 79.64%; 扣除预收款项后, 其他负债占总资产比重仅为 40.38%, 我们测算公司净负债率 82.27%, 较去年末略增 1.72 个百分点, 整体合理可控。

■ **1-9 月销售额近 3500 亿, 回款率行业领先**

1) **销售逆市增长:** 公司 2019 年前三季度实现签约面积 2293.78 万方, 同比增长 13.29%, 实现签约金额 3467.73 亿, 同比增长 14.20%, 其中一二线城市的签约金额占比 75%; 2) **回款率不降反升:** 前三季度在行业去化率下行, 资金趋紧背景下, 公司累计实现销售回笼资金 3098 亿, 回笼率较去年同期上升 3.62 个百分点至 89.34%, 高回款率背后, 是公司强大执行力、高效有力的管控水平及产品品质与竞争力的综合体现。

■ **三季度加快布局土地价值洼地, 坚持核心区域深耕**

1) **三季度拿地力度持续加大:** 1-9 月份, 公司新拓展项目 84 个, 新增容积率面积 1493 万方, 总拓展成本 996 亿。其中第三季度新增容积率面积 667 万方, 较二季度环比增长 21.9%, 公司在土地溢价率大幅走低的三季度加仓拿地, 在与同行整体收缩对比下, 背后由突出的融资优势、强大的产品竞争力及优秀的项目团队齐力支撑; 2) **坚持重点城市深耕:** 前三季度新增土储中, 一二线城市拓展金额占比达 76%, 我们看好公司坚持核心区域深耕的战略。

■ **物业板块上市稳步推进, 投顾与商管业务继续拓展**

1) **保利物业核准 H 股上市:** 公司于 2019 年 9 月 17 日收到中国证监会出具的《关于核准保利物业发展股份有限公司发行境外上市外资股的批复, 保利物业若成功登陆资本市场, 或进一步提升物管板块地位, 完善公司多元化布局; 2) **投资顾问与商业管理业务健康发展:** 报告期内, 保利投资顾问继续推进与业界龙头合富辉煌战略合作, 加大与外部开发商的合作, 累计覆盖城市超过 210 个, 持续提升市场竞争力; 商业管理新拓展购物中心、酒店和公寓合计 14 个项目, 以轻资产模式继续推动品牌及管理输出。

投资建议: 公司是 A 股地产龙头之一, 在融资、经营管控方面优势明显, 亦具有央企资源整合平台的独特优势。2019 年前三季度, 公司坚持布局核心城市, 营收及归母净利润均实现较快增长, 销售及业绩弹性为龙头翘楚, 拿地力度持续加大; 同时, 物业板块赴港上市稳步推进, 有助于进一步增厚母公司估值。我们看好公司充分调动优质资源配合优势背景, 在完善的管控与优化的激励机制下, 全年业绩再超预期。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.97、2.40、2.89 元, 对应当前股价的 PE 分别为 7.90、6.48、5.37x, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 一二线城市调控政策收紧超预期; 公司销售回款不达预期。

图表: 盈利预测表

利润表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	146,341.8	194,555.5	238,702.5	296,431.8	356,637.1	成长性					
减:营业成本	100,872.4	131,338.8	161,172.0	200,150.7	240,801.3	营业收入增长率	-5.4%	32.7%	22.7%	24.2%	20.3%
营业税金	12,456.7	16,122.4	19,780.7	24,564.6	29,553.7	营业利润增长率	10.4%	39.4%	27.5%	24.6%	20.8%
销售费用	3,866.2	5,912.2	7,853.3	9,752.6	11,733.4	净利润增长率	25.8%	20.9%	24.2%	21.8%	20.7%
管理费用	2,844.8	3,495.4	4,288.6	5,325.8	6,407.5	EBITDA增长率	9.8%	36.6%	17.0%	24.2%	20.5%
财务费用	2,391.8	2,584.7	-477.4	-592.9	-713.3	EBIT增长率	10.1%	36.9%	17.5%	24.6%	20.8%
资产减值损失	66.1	2,351.0	2,351.0	2,351.0	2,351.0	NOPLAT增长率	15.1%	30.5%	17.6%	24.6%	20.8%
加:公允价值变动收益	-0.6	190.4	-	-	-	投资资本增长率	61.7%	13.9%	27.8%	11.8%	18.5%
投资和汇兑收益	1,680.4	2,689.7	1,652.4	1,652.4	1,784.4	净资产增长率	34.0%	17.9%	15.0%	15.8%	16.6%
营业利润	25,526.9	35,592.6	45,386.7	56,532.3	68,287.8	利润率					
加:营业外净收支	172.5	187.7	181.0	195.0	199.7	毛利率	31.1%	32.5%	32.5%	32.5%	32.5%
利润总额	25,699.4	35,780.3	45,567.7	56,727.3	68,487.5	营业利润率	17.4%	18.3%	19.0%	19.1%	19.1%
减:所得税	6,022.2	9,631.2	12,265.7	15,269.6	18,435.1	净利润率	10.7%	9.7%	9.8%	9.7%	9.7%
净利润	15,625.9	18,903.7	23,477.9	28,605.8	34,536.2	EBITDA/营业收入	19.6%	20.1%	19.2%	19.2%	19.2%
EBIT/营业收入	19.1%	19.6%	18.8%	18.9%	18.9%						
资产负債表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	运营效率					
货币资金	67,801.2	113,431.3	139,170.3	172,828.0	207,929.4	固定资产周转天数	9	8	6	4	3
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天	486	464	453	447	437
应收账款	65,497.3	121,200.9	107,861.4	176,598.6	165,635.3	流动资产周转天数	1,330	1,307	1,330	1,320	1,316
应收票据	18.3	38.0	31.0	54.6	48.4	应收账款周转天数	130	173	173	173	173
预付账款	54,150.6	26,044.9	72,366.7	49,845.4	97,188.0	存货周转天数	913	845	845	845	845
存货	439,039.6	474,505.1	646,548.2	745,627.2	929,299.0	总资产周转天数	1,432	1,428	1,453	1,422	1,404
其他流动资产	19,650.0	31,261.4	31,261.4	31,261.4	31,261.4	投资资本周转天数	543	540	534	511	490
可供出售金融资产	1,708.7	1,628.4	1,628.4	1,628.4	1,628.4	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	14.6%	15.5%	16.8%	17.8%	18.5%
长期股权投资	23,450.7	48,489.4	48,489.4	48,489.4	48,489.4	ROA	2.8%	3.1%	3.1%	3.3%	3.3%
投资性房地产	16,525.0	19,890.0	23,376.2	27,361.1	30,973.1	ROIC	12.7%	10.2%	10.6%	10.3%	11.1%
固定资产	4,101.4	4,594.0	3,784.0	3,173.6	2,291.9	费用率					
在建工程	484.9	877.6	927.6	957.6	977.6	销售费用率	2.6%	3.0%	3.3%	3.3%	3.3%
无形资产	40.8	118.9	154.7	173.9	176.3	管理费用率	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
其他非流动资产	3,575.3	4,094.0	3,980.3	3,866.7	3,753.1	财务费用率	1.6%	1.3%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
资产总额	696,451.8	846,493.9	1,079,917.5	1,262,221.3	1,519,989.0	三费/营业收入	6.2%	6.2%	4.9%	4.9%	4.9%
短期债务	3,066.9	3,011.2	123,722.0	174,270.1	253,728.1	偿债能力					
应付账款	113,254.8	97,220.0	172,806.8	155,233.2	243,818.1	资产负债率	77.3%	78.0%	80.1%	80.3%	81.0%
应付票据	1,357.5	4,636.9	2,206.0	6,610.3	3,805.0	负债权益比	340.1%	353.9%	403.6%	408.5%	425.2%
其他流动负债	245,270.8	340,028.8	384,691.6	495,838.7	547,184.3	流动比率	1.78	1.72	1.46	1.41	1.37
长期借款	147,653.9	181,874.0	181,874.0	181,874.0	181,874.0	速动比率	0.57	0.66	0.51	0.52	0.48
其他非流动负债	27,608.2	33,228.7	163.5	163.5	163.5	利息保障倍数	11.67	14.79	-94.07	-94.35	-94.74
负债总额	538,212.1	659,999.6	865,463.9	1,013,989.8	1,230,573.0	分红指标					
少数股东权益	51,259.9	64,571.8	74,395.9	87,247.8	102,764.1	DPS(元)	0.40	0.40	0.49	0.64	0.74
股本	11,858.4	11,895.0	11,943.4	11,943.4	11,943.4	分红比率	30.4%	25.1%	25.1%	26.8%	25.7%
留存收益	89,855.4	103,366.2	121,452.9	142,379.0	168,047.2	股息收益率	2.6%	2.6%	3.2%	4.1%	4.8%
股东权益	158,239.7	186,494.4	214,453.6	248,231.5	289,416.0	业绩和估值指标					
现金流量表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	BVPS(元)	8.97	10.22	11.73	13.48	15.63
净利润	19,677.2	26,149.1	23,477.9	28,605.8	34,536.2	PE(X)	11.9	9.8	7.9	6.5	5.4
加:折旧和摊销	792.0	1,014.6	902.2	940.7	957.4	PB(X)	1.7	1.5	1.3	1.2	1.0
资产减值准备	66.1	2,351.0	-	-	-	P/FCF	47.4	4.6	7.5	5.7	5.8
公允价值变动损失	0.6	-190.4	-	-	-	P/S	1.3	1.0	0.8	0.6	0.5
财务费用	3,489.2	4,823.1	-477.4	-592.9	-713.3	EV/EBITDA	11.6	8.4	9.7	8.2	7.7
投资收益	-1,680.4	-2,689.7	-1,652.4	-1,652.4	-1,784.4	CAGR(%)	28.2%	24.2%	24.9%	28.2%	24.2%
少数股东损益	4,051.3	7,245.4	9,824.1	12,851.9	15,516.2	PEG	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2
营运资金的变动	-64,563.4	-30,009.2	-87,086.1	-47,227.1	-82,806.0	ROIC/WACC	3.5	2.8	2.9	2.8	3.1
经营活动产生现金流量	-29,295.9	11,893.3	-55,011.7	-7,074.0	-34,293.9	REP	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
投资活动产生现金流量	-16,950.7	-13,459.2	-2,029.6	-2,729.4	-1,908.2						
融资活动产生现金流量	67,397.6	46,497.8	82,780.3	43,461.2	71,303.4						

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 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 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。