

# 保利地产 (600048)

证券研究报告

2019年08月13日

## 业绩实现高增长，物业板块谋求上市，长期助力提振估值

### 业绩大幅增长，项目毛利率同比提高，结转项目权益比例提高

公司2019年上半年实现营业收入711.2亿元，同比增长19.5%，较2018H1增速提升10.2个百分点。实现归母净利润99.6亿元，同比增长53.3%，较2018H1增速大幅提升38个百分点。上半年公司结转项目毛利率39.75%，同比提升4.36个PCT，实现结转净利率18.23%，同比提升2.58PCT，结转项目权益比例76.8%，环比提升4.5个PCT，比去年同期提升6.9个PCT，18、19年公司拿地权益持续提升，预计下半年公司结算权益比例有望保持。

### 销售额维持稳定高增长，年初至今拿地积极、均价高位回落

2019年1-7月，公司实现销售面积1823.94万方，同比增速12.56%，保持稳定，累计销售均价1.53万元/平米，维持高位稳定。受全国市场降温及高基数影响，公司2019年1-7月销售增速比去年有所回落，但仍然处于行业较高水平。2019年1-7月公司累计新增计容建面1222.86万方，同比29.66%，地售比0.27，环比1-6月明显提升0.06，表明公司7月拿地态度积极，预计后续随土地市场溢价率回落，公司拿地积极度或更高。但公司在17年拿地均价同比上涨21%，明显超过销售均价涨幅，后续结算毛利率恐受影响。

### 杠杆水平稳中有降，在手现金及其充裕

上半年公司杠杆水平稳中有降，融资优势持续明显。公司资产负债率79.3%，基本保持稳定；净负债率76.64%，环比下降3.92个百分点，账面有息负债2710亿元，有息负债综合成本仅约4.99%。强化现金管控，现金短债覆盖倍数高达2.95。截至2019H1平均销售回款率约86%，同比上升8个PCT，实现经营性净现金流入1549亿元；在手货币资金1228亿元，现金/短债覆盖倍数达到2.95，较2018年末的2.33提升0.62，处于行业领先水平。

### 物业板块谋求上市，投顾业务持续推进

公司全资子公司保利物业2019年8月向香港联交所上申请。截至4月30日，保利物业合同管理面积约3.7亿平方米，在管面积近2.0亿平方米，其中外拓项目在管面积近0.9亿平方米。2018年物业板块实现溢利总额3.36亿元、截至2019Q1实现2.25亿元，同比大幅增加68%。物业板块上市后壮大公司轻资产业务，对公司业绩、估值双双提振。

### 投资建议：

报告期内公司营收、归母净利润均实现大幅增长，主要由于公司竣工节奏、结算毛利、权益比例均有明显提升，预计全年结算加快、且权益占比有望保持；年初至今公司销售增速表现优秀、拿地积极度较高，在手土地储备充足，足够未来2-3年发展，且具备资源优势，为未来业绩提供支撑；公司负债水平稳定、在手现金充裕、融资成本较低，财务各项指标优秀；加之物业板块在港交所递交上市，长期看对估值带来提振作用。虽然2017年公司拿地成本或有提升，但公司结转业绩提速明显，基于此我们将公司19-20年归母净利润分别由243.44亿元/296.13亿元上调为250.25亿元/297.21亿元，EPS分别由2.05元/2.49元上调为2.1元/2.5元，对应PE为6.62X、5.57X。维持“买入”评级。

**风险提示：**销售增速不及预期、政策变化不及预期。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	146,341.82	194,555.49	243,408.24	297,323.35	356,509.37
增长率(%)	(5.45)	32.95	25.11	22.15	19.91
EBITDA(百万元)	28,657.58	39,140.30	47,581.31	56,951.43	66,966.84
净利润(百万元)	15,625.89	18,903.72	25,025.25	29,720.56	35,024.88
增长率(%)	25.80	20.98	32.38	18.76	17.85
EPS(元/股)	1.31	1.59	2.10	2.50	2.94
市盈率(P/E)	10.60	8.76	6.62	5.57	4.73
市净率(P/B)	1.55	1.36	1.25	1.08	0.93
市销率(P/S)	1.13	0.85	0.68	0.56	0.46
EV/EBITDA	11.64	8.41	8.72	8.22	7.35

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	房地产/房地产开发
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	13.92元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	11,896.26
流通A股股本(百万股)	11,896.26
A股总市值(百万元)	165,595.91
流通A股市值(百万元)	165,595.91
每股净资产(元)	10.03
资产负债率(%)	79.27
一年内最高/最低(元)	15.08/10.56

### 作者

陈天诚 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517110001  
chentiancheng@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《保利地产-公司点评:结转毛利提高、中报业绩大超预期，上调盈利预测》2019-07-19
- 《保利地产-季报点评:销售保持较快增长，拿地趋于谨慎》2019-05-02
- 《保利地产-年报点评报告:规模突破四千亿，央企融资优势助发展》2019-04-17

## 1. 事件

2019 年上半年公司实现营业总收入 711.2 亿元，同比增长 19.5%，归母净利润 99.6 亿元，同比增长 53.3%，实现扣非归母净利润 96.7 亿元，同比增长 51.0%，实现基本每股收益 0.84 元，同比增长 52.8%。

## 2. 业绩大幅增长，项目毛利率同比提高，结转项目权益比例提高

公司 2019 年上半年实现营业收入 711.2 亿元，同比增长 19.5%，较 2018H1 增速提升 10.2 个百分点。实现归母净利润 99.6 亿元，同比增长 53.28%，较 2018H1 增速大幅提升 38 个百分点。上半年公司结转项目毛利率 39.75%，同比提升 4.36 个 PCT，实现结转净利率 18.23%，同比提升 2.58PCT，结转项目权益比例 76.8%，环比提升 4.5 个 PCT，比去年同期提升 6.9 个 PCT，18、19 年公司拿地权益持续提升，预计下半年公司结算权益比例有望保持。

## 3. 销售额维持稳定高增长，拿地积极且一二线金额占比近 8 成

2019 年 1-7 月，公司实现销售面积 1823.94 万方，同比增速 12.56%，较 1-6 月略微回落 0.09 个百分点，销售金额 2796.61 亿元，同比增速 16.92%，较 1-6 月回落 0.41 个百分点，累计销售均价 1.53 万元/平米，维持高位稳定。受全国市场降温及高基数影响，公司 2019 年 1-7 月销售增速比去年有所回落，但仍然处于行业较高水平。

2019 年 1-7 月公司累计新增项目 64 个，累计新增计容建面 1222.86 万方，同比 29.66%，地售比 0.27，环比 1-6 月明显提升 0.06，表明公司 7 月拿地态度积极，1-7 月累计拿地楼面均价为 0.61 万元/方，高位回落，预计后续随土地市场溢价率回落，公司拿地积极度或更高。

上半年公司在一二线城市拓展金额及面积占比分别为 78%和 60%，三四线城市主要在珠三角、长三角等城市群周边布局，持续优化储备结构。同时，公司保证可持续发展的前提下，积极推进多个旧城改造等优质项目。**截至中报，公司拥有待开发面积 7618 万平方米，持续深耕核心区域。其中一二线城市 4614 万平方米，占比 60%以上；珠三角和长三角城市群 3498 万平方米，占比 46%。**

## 4. 杠杆水平稳中有降，在手现金极为充裕

**杠杆水平稳中有降，融资优势体现。**公司资产负债率 79.3%，基本保持稳定；净负债率 76.64%，环比下降 3.92 个百分点，资产负债结构持续改善。融资方面，账面有息负债 2710 亿元，有息负债综合成本仅约 4.99%。此外，上半年公司发行 5 亿美元债和中期票据 15 亿元，以低成本储备长期资金，同时获批公司债券 150 亿元，在资金面全面收紧后，具备更强优势。

**强化现金管控，现金短债覆盖倍数高达 2.95。**截至 2019H1 平均销售回款率约 86%，同比上升 8 个 PCT，实现经营性净现金流入 1549 亿元；在手货币资金 1228 亿元，现金/短债覆盖倍数达到 2.95，较 2018 年末的 2.33 提升 0.62，处于行业领先水平。

## 5. 物业板块谋求上市，投顾业务持续推进

公司全资子公司保利物业 2019 年 4 月，终止在全国中小企业股份转让系统挂牌；2019 年 8 月向香港联交所递交了首次公开发行境外上市外资股（H 股）并在香港联交所主板上市的应用资料。

截至 4 月 30 日，保利物业合同管理面积约 3.7 亿平方米，在管面积近 2.0 亿平方米，其中外拓项目在管面积近 0.9 亿平方米。2018 年物业板块实现溢利总额 3.36 亿元。截至 2019Q1 实现 2.25 亿元，同比大幅增加 68%，目前看，对公司总体业绩贡献较小，但物业板块上市后壮大公司轻资产业务，长期来看对公司估值提振作用明显。

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，报告期内新进入城市 11 个，累计覆盖城市超过 200 个，持续提升市场竞争力。商业管理上半年新拓展购物中心、酒店和公寓合计 7 个项目，以轻资产模式继续推动品牌及管理输出。

## 6. 投资建议

报告期内公司营收、归母净利润均实现大幅增长，主要由于公司竣工节奏、结算毛利、权益比例均有明显提升，预计全年结算加快、且权益占比有望保持；年初至今公司销售增速表现优秀、拿地积极度较高，在手土地储备充足，足够未来 2-3 年发展，且具备资源优势，为未来业绩提供支撑；公司负债水平稳定、在手现金充裕、融资成本较低，财务各项指标优秀；加之物业板块在港交所递交上市，对公司业绩、估值双双提振。虽然 2017 年公司拿地成本或有提升，但公司结转业绩提速明显，基于此我们将公司 19-20 年归母净利润分别由 243.44 亿元/296.13 亿元上调为 250.25 亿元/297.21 亿元，EPS 分别由 2.05 元/2.49 元上调为 2.1 元/2.5 元，对应 PE 为 6.62X、5.57X。维持“买入”评级。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	67,801.20	113,431.29	19,472.66	23,785.87	28,520.75
应收票据及应收账款	1,873.26	2,043.81	4,129.67	(4,798.87)	(5,754.15)
预付账款	54,150.57	26,044.93	91,881.39	60,915.73	108,482.63
存货	439,039.61	474,505.09	618,190.80	802,497.26	830,597.19
其他	83,292.29	150,456.38	69,101.18	204,778.64	130,381.47
<b>流动资产合计</b>	<b>646,156.93</b>	<b>766,481.50</b>	<b>802,775.70</b>	<b>1,087,178.6</b>	<b>1,092,227.8</b>
长期股权投资	23,450.65	48,489.38	48,489.38	48,489.38	48,489.38
固定资产	4,101.35	4,593.98	4,745.22	4,765.58	4,694.42
在建工程	484.94	877.64	562.58	385.55	261.33
无形资产	40.75	118.86	93.38	67.90	42.42
其他	21,809.05	25,612.44	24,765.60	25,029.77	24,908.65
<b>非流动资产合计</b>	<b>49,886.75</b>	<b>79,692.30</b>	<b>78,656.16</b>	<b>78,738.18</b>	<b>78,396.20</b>
<b>资产总计</b>	<b>696,451.75</b>	<b>846,493.92</b>	<b>881,769.71</b>	<b>1,166,272.1</b>	<b>1,170,961.8</b>
短期借款	3,066.94	3,011.24	40,479.85	76,934.02	90,423.49
应付票据及应付账款	46,814.29	50,686.33	77,966.22	85,130.62	104,475.61
其他	313,068.82	391,199.39	405,743.30	609,355.36	544,517.48
<b>流动负债合计</b>	<b>362,950.05</b>	<b>444,896.96</b>	<b>524,189.37</b>	<b>771,420.00</b>	<b>739,416.58</b>
长期借款	147,653.85	181,873.95	121,607.39	128,635.50	128,859.80
应付债券	27,452.09	33,065.12	30,214.27	30,243.83	31,174.40
其他	156.09	163.54	142.16	153.93	153.21
<b>非流动负债合计</b>	<b>175,262.03</b>	<b>215,102.61</b>	<b>151,963.82</b>	<b>159,033.26</b>	<b>160,187.42</b>
<b>负债合计</b>	<b>538,212.09</b>	<b>659,999.57</b>	<b>676,153.19</b>	<b>930,453.25</b>	<b>899,604.00</b>
少数股东权益	51,259.87	64,571.84	72,994.11	82,634.61	93,995.69
股本	11,858.44	11,895.03	11,896.26	11,896.26	11,896.26
资本公积	15,462.46	15,245.59	15,245.59	15,245.59	15,245.59
留存收益	89,855.41	103,366.15	120,726.16	141,288.03	165,465.92
其他	(10,196.51)	(8,584.26)	(15,245.59)	(15,245.59)	(15,245.59)
<b>股东权益合计</b>	<b>158,239.67</b>	<b>186,494.36</b>	<b>205,616.52</b>	<b>235,818.90</b>	<b>271,357.87</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>696,451.75</b>	<b>846,493.92</b>	<b>881,769.71</b>	<b>1,166,272.1</b>	<b>1,170,961.8</b>

  

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	19,677.20	26,149.14	25,025.25	29,720.56	35,024.88
折旧摊销	792.00	1,014.61	249.30	262.15	270.86
财务费用	3,489.16	4,823.13	2,905.33	4,377.85	5,028.03
投资损失	(1,680.43)	(2,689.75)	(1,300.00)	(1,300.00)	(1,300.00)
营运资金变动	(64,330.23)	(30,460.09)	(70,216.48)	(74,730.92)	(48,039.06)
其它	12,756.45	13,056.28	8,422.27	9,640.51	11,361.08
<b>经营活动现金流</b>	<b>(29,295.86)</b>	<b>11,893.32</b>	<b>(34,914.34)</b>	<b>(32,029.85)</b>	<b>2,345.79</b>
资本支出	10,510.54	26,957.46	81.38	68.23	50.72
长期投资	8,699.50	25,038.73	0.00	0.00	0.00
其他	(36,160.77)	(65,455.36)	1,140.90	1,134.27	1,216.86
<b>投资活动现金流</b>	<b>(16,950.72)</b>	<b>(13,459.17)</b>	<b>1,222.27</b>	<b>1,202.50</b>	<b>1,267.58</b>
债权融资	204,601.36	263,657.18	220,621.29	269,298.39	286,294.93
股权融资	3,453.69	(1,360.22)	(9,556.12)	(4,368.53)	(5,018.72)
其他	(140,657.47)	(215,799.20)	(271,331.73)	(229,789.30)	(280,154.70)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>67,397.58</b>	<b>46,497.75</b>	<b>(60,266.56)</b>	<b>35,140.56</b>	<b>1,121.51</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>21,151.00</b>	<b>44,931.90</b>	<b>(93,958.63)</b>	<b>4,313.21</b>	<b>4,734.88</b>

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>146,341.82</b>	<b>194,555.49</b>	<b>243,408.24</b>	<b>297,323.35</b>	<b>356,509.37</b>
营业成本	100,872.42	131,338.80	166,412.15	204,111.43	245,761.68
营业税金及附加	12,456.67	16,122.37	19,959.48	24,380.51	29,233.77
营业费用	3,866.21	5,912.21	6,085.21	7,433.08	8,912.73
管理费用	2,844.84	3,495.45	4,868.16	5,946.47	7,130.19
研发费用	0.00	40.95	51.23	62.57	75.03
财务费用	2,391.76	2,584.65	2,905.33	4,377.85	5,028.03
资产减值损失	66.12	2,351.04	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(0.59)	190.42	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1,680.43	2,689.75	1,300.00	1,300.00	1,300.00
其他	(3,362.96)	(5,762.77)	(2,600.00)	(2,600.00)	(2,600.00)
<b>营业利润</b>	<b>25,526.92</b>	<b>35,592.64</b>	<b>44,426.68</b>	<b>52,311.43</b>	<b>61,667.94</b>
营业外收入	325.18	366.18	330.00	350.00	370.00
营业外支出	152.65	178.51	160.00	180.00	190.00
<b>利润总额</b>	<b>25,699.45</b>	<b>35,780.30</b>	<b>44,596.68</b>	<b>52,481.43</b>	<b>61,847.94</b>
所得税	6,022.25	9,631.16	11,149.17	13,120.36	15,461.98
<b>净利润</b>	<b>19,677.20</b>	<b>26,149.14</b>	<b>33,447.51</b>	<b>39,361.07</b>	<b>46,385.95</b>
少数股东损益	4,051.31	7,245.42	8,422.27	9,640.51	11,361.08
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>15,625.89</b>	<b>18,903.72</b>	<b>25,025.25</b>	<b>29,720.56</b>	<b>35,024.88</b>
每股收益 (元)	1.31	1.59	2.10	2.50	2.94

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-5.45%	32.95%	25.11%	22.15%	19.91%
营业利润	10.40%	39.43%	24.82%	17.75%	17.89%
归属于母公司净利润	25.80%	20.98%	32.38%	18.76%	17.85%
<b>获利能力</b>					
毛利率	31.07%	32.49%	31.63%	31.35%	31.06%
净利率	10.68%	9.72%	10.28%	10.00%	9.82%
ROE	14.61%	15.50%	18.87%	19.40%	19.75%
ROIC	12.67%	10.23%	11.42%	11.14%	10.97%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	77.28%	77.97%	76.68%	79.78%	76.83%
净负债率	86.45%	80.55%	97.83%	104.11%	94.99%
流动比率	1.78	1.72	1.53	1.41	1.48
速动比率	0.57	0.66	0.35	0.37	0.35
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	82.21	99.34	78.86	-888.59	-67.57
存货周转率	0.39	0.43	0.45	0.42	0.44
总资产周转率	0.25	0.25	0.28	0.29	0.31
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	1.31	1.59	2.10	2.50	2.94
每股经营现金流	-2.46	1.00	-2.93	-2.69	0.20
每股净资产	8.99	10.25	11.15	12.88	14.91
<b>估值比率</b>					
市盈率	10.60	8.76	6.62	5.57	4.73
市净率	1.55	1.36	1.25	1.08	0.93
EV/EBITDA	11.64	8.41	8.72	8.22	7.35
EV/EBIT	11.95	8.61	8.76	8.26	7.38

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com