

业绩快速增长，彰显龙头本色

公司发布 2019 年中报业绩预告，上半年公司实现营业收入 711.6 亿，同比增长 19.5%，实现归属于上市公司股东净利润 103.5 亿，同比增长 59.1%。

业绩超预期，销售弹性足：公司业绩超预期，主要原因在于：1、报告期内公司结算资源质量明显改善；2、公司结算项目中合作项目占比有所下降。当前公司可售未结资源丰富，我们预计公司全年业绩将继续保持量价齐升的趋势。销售方面，公司上半年实现销售金额 2526.2 亿，同比增长 17.3%，公司销售继续保持稳步增长，其中公司重点布局的一二线城市仍然是公司销售的主要贡献来源。展望全年，公司当前货值储备丰富，且推货意愿积极，深耕城市群优势明显，虽然宏观环境面临较大的不确定性，行业形势错综复杂，但我们相信公司在经营上韧性，预计公司全年销售规模将继续保持增长

拿地保持审慎，融资优势凸显：公司上半年延续了此前审慎的拿地态度，累计拓展项目 44 个，对应总价 532.8 亿，同比下降 50%，占到上半年销售金额的 21.1%。此外公司充分借助国企平台优势，不断实现同业整合，今年保利集团拟参与云南城投集团层面的混合所有制改革，随着国改进程的不断推进，公司平台优势越发明显，有望在同业整合掌握更大的话语权，补缺公司在战略布局上的缺憾，进一步巩固和提升公司在行业内的龙头地方。资金方面，公司今年继续加强对于杠杆的控制，上半年新增有息负债 527 亿元，同时公司在报告期内不断强化资金的回笼，上半年累计回笼资金规模达到 2123 亿元。同时公司在年初发行了 15 亿中期票据，发行成本较去年同期继续下 100 个 bp，充分彰显公司信用资质和经营优势，公司天然具有央企的信用背书和龙头房企的规模优势，融资的低成本和便利性将形成公司未来在规模扩张和行业整合中的天然的护城河

投资评级与盈利预测：预计公司 19-20 年 EPS 为 1.93 元和 2.36 元，维持“买入”评级

预测和比率

| | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万) | 194,555 | 249,122 | 300,409 | 362,393 |
| 净利润(百万) | 18,903.7 | 22,940.5 | 28,077.5 | 34,539.0 |
| 净利润增长率 | 21.0% | 21.4% | 22.4% | 23.0% |
| EPS | 1.59 | 1.93 | 2.36 | 2.90 |
| P/E | 8.5 | 7.0 | 5.7 | 4.7 |

请参阅最后一页的重要声明

保利地产 (600048)

维持

买入

江宇辉

jiangyuhui@csc.com.cn

18621759430

执业证书编号：S1440517120002

发布日期：2019 年 07 月 19 日

当前股价：13.55 元

目标价格 6 个月：18.6 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

| | 1 个月 | 3 个月 | 12 个月 |
|----------------|-----------|-----------|--------------|
| | 5.86/3.11 | 0.76/8.22 | 33.46/23.63 |
| 12 月最高/最低价 (元) | | | 15.08/10.3 |
| 总股本 (万股) | | | 1,189,625.81 |
| 流通 A 股 (万股) | | | 1,189,625.81 |
| 总市值 (亿元) | | | 1,611.94 |
| 流通市值 (亿元) | | | 1,611.94 |
| 近 3 月日均成交量 (万) | | | 6,581.03 |
| 主要股东 | | | |
| 保利南方集团有限公司 | | | 37.93% |

股价表现



相关研究报告

| | |
|----------|---|
| 19.07.15 | 【中信建投房地产开发 II】保利地产 (600048):销售保持韧性,拿地延续增长 |
| 19.06.10 | 【中信建投房地产开发 II】保利地产 (600048):销售稳增 拿地力度明显提升 |
| 19.04.17 | 【中信建投房地产开发 II】保利地产 (600048):销售稳定增长,拿地保持收缩 |

第一，业绩超预期，销售弹性足

公司发布 2019 年上半年业绩快报，上半年公司实现营业收入 711.6 亿，同比增长 19.5%，实现归属于上市公司股东净利润 103.5 亿，同比增长 59.1%。公司业绩超预期，主要原因在于：1、报告期内公司结算资源质量明显改善，结转项目毛利同比较高，叠加部分合作项目同步结算，公司投资收益增加，带动公司营业利润同比增长 39.3%，利润总额同比增长 38.6%，营业利润率较去年同期增长 3.5 个百分点至 24.6%；2、公司结算项目中合作项目占比有所下降，当期结转项目权益比例较高，上半年公司归属于母公司净利率占利润总额比例达到 58.9%，较去年同期提升 7.6 个百分点。当前公司可售未结资源丰富，一季度末公司预收款规模达到 3252.7 亿，为历史新高，充分保障公司未来业绩兑现，我们预计公司全年业绩将继续保持量价齐升的趋势。

销售方面，公司上半年实现销售金额 2526.2 亿，同比增长 17.3%，实现销售面积 1636.5 万平，同比增长 12.6%，市场占有率达到 3.6%，公司销售继续保持稳步增长，其中公司重点布局的一二线城市仍然是公司销售的主要贡献来源，占比达到 76%，三四线城市销售占比达到 24%。分区域来看，公司长期深耕的珠三角继续保持领先公司优势，销售占比达到 27%，长三角区域也逐渐发力，销售占比达到 22%，中西部区域占比达到 13%，公司核心战略区域销售合计占比达到 75%，且广州区域销售突破 200 亿规模，佛山区域销售达到 170 亿规模，北京、成都、杭州等城市半年均过百亿，彰显公司战略上的广度和深度。展望全年，公司当前货值储备丰富，且推货意愿积极，深耕城市群优势明显，虽然宏观环境面临较大的不确定性，行业形势错综复杂，但我们相信公司在经营上韧性，预计公司全年销售规模将继续保持增长。

图：公司营业利润率



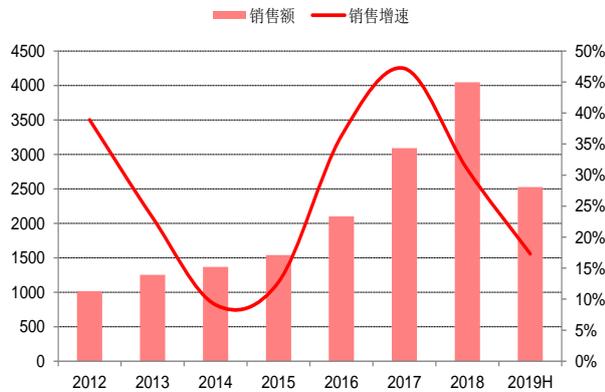
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图：公司预收款规模



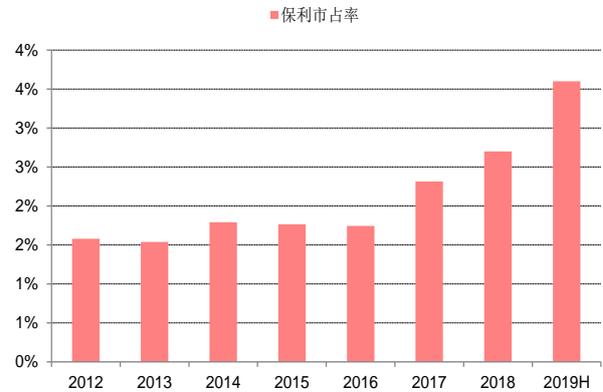
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图：公司销售额及增速（亿元）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图：公司销售结构



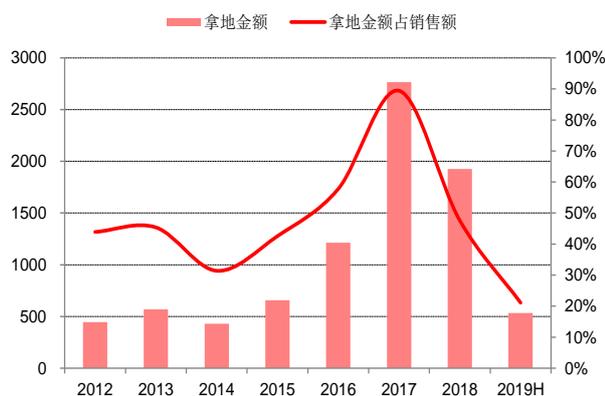
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

第二，拿地保持审慎，融资优势凸显

公司上半年延续了此前审慎的拿地态度，累计拓展项目 44 个，合计新增计容建面 820.8 万平，同比下降 45%，对应总价 532.8 亿，同比下降 50%，占到上半年销售金额的 21.1%。从拿地结构上看，公司继续保持对核心城市和核心区域的聚焦，一二三线城市拿地金额占比分别达到 21%、55%和 24%，公司重点布局长三角和珠三角的投资金额合计占比超过半数达到 61%。

此外公司充分借助国企平台优势，不断实现同业整合，继 17 年底展开对保利置业收购后，今年保利集团拟参与云南城投集团层面的混合所有制改革，而此前如深圳、云南等区域受制于同业竞争等原因，一直是公司布局的短板，随着国企改革不断推进，公司平台优势越发明晰，有望在同业整合掌握更大的话语权，补缺公司在战略布局上的缺憾，进一步巩固和提升公司在行业内的龙头地方。

图：公司拿地金额及占销售金额比重



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图：公司拿地建面及楼面价（左轴）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

资金方面，公司今年继续加强对于杠杆的控制，上半年新增有息负债 527 亿元，同时公司在报告期内不断强化资金的回笼，上半年累计回笼资金规模达到 2123 亿元，回笼率同比提升 6 个百分点。同时公司在年初发行了 15 亿中期票据，发行成本较去年同期继续下 100 个 bp，充分彰显公司信用资质和经营优势，公司天然具有

央企的信用背书和龙头房企的规模优势，融资的低成本和便利性将形成公司未来在规模扩张和行业整合中的天然的护城河。

第三，投资评级与盈利预测

公司是目前 A 股龙头企业中估值最具备优势的企业，近年来不断进取的扩张力度，持续夯实公司土储优势，公司在战略上长期保持对核心城市深耕，产品定位精准，布局优势明显，为公司未来销售扩张打下基础，同时公司良好的财务结构和强大的央企背景为公司信用提供天然的背书，为未来发展奠定资金优势，随着公司近年来激励机制的不断完善，公司机制缺位的短板也得到补充，未来的运营效率的提升也会逐渐体现在公司的业务扩展中，进入行业新阶段，公司将坚定“一主两翼”发展战略，延伸产业链布局，也将助力公司未来长远发展。预计公司 19-20 年 EPS 为 1.93 元和 2.36 元，维持“买入”评级。

风险提示：房地产行业受调控因素下行，调控强于预期。

财务报表及指标预测

| 利润表 | | | | | 资产负债表 | | | | |
|--------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|------------------|----------------|------------------|------------------|------------------|
| 指标名称 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 营业收入 | 194,555 | 249,122 | 300,409 | 362,393 | 货币资金 | 113,431 | 150,000 | 180,000 | 216,000 |
| 减: | | | | | 预付账款 | 26,045 | 72,000 | 86,400 | 103,680 |
| 营业成本 | 131,339 | 166,877 | 200,185 | 240,301 | 存货 | 474,505 | 699,877 | 977,947 | 1,291,153 |
| 毛利率 | 32.5% | 33.0% | 33.4% | 33.7% | 其他流动资产 | 150,494 | 150,768 | 150,768 | 150,768 |
| 营业税金及附加 | 16,122 | 23,853 | 29,456 | 36,354 | 流动资产 | 766,481 | 1,076,451 | 1,401,080 | 1,770,158 |
| 营业费用 | 5,912 | 7,939 | 9,570 | 11,542 | 投资性房地产 | 19,890 | 20,890 | 22,090 | 23,530 |
| 营业费用率 | 3.0% | 3.2% | 3.2% | 3.2% | 递延所得税资产 | 3,690 | 5,928 | 8,566 | 11,656 |
| 管理费用 | 3,495 | 5,293 | 6,380 | 7,694 | 非流动资产 | 80,012 | 94,676 | 112,519 | 134,348 |
| 管理费用率 | 1.8% | 2.1% | 2.1% | 2.1% | 资产总计 | 846,494 | 1,171,126 | 1,513,599 | 1,904,506 |
| 财务费用 | 2,585 | 3,327 | 3,345 | 2,835 | 短期借款 | 3,011 | 4,014 | 2,336 | 1,418 |
| 财务费用率 | 1.3% | 1.3% | 1.1% | 0.8% | 应付账款 | 46,049 | 61,506 | 80,906 | 102,406 |
| 资产减值损失 | 2,351 | 0 | 0 | 0 | 预收款项 | 299,795 | 565,299 | 883,904 | 1,266,230 |
| 营业利润 | 35,441 | 46,683 | 57,161 | 70,338 | 应交税费 | (6,914) | (29,904) | (56,453) | (86,978) |
| 营业利润率 | 18.3% | 18.7% | 19.0% | 19.4% | 其他流动负债 | 102,956 | 145,025 | 151,536 | 146,531 |
| 营业外收入 | 366 | 0 | 0 | 0 | 流动负债 | 444,897 | 745,940 | 1,062,229 | 1,429,608 |
| 营业外支出 | 179 | 0 | 0 | 0 | 长期负债 | 181,874 | 203,577 | 186,896 | 157,778 |
| 利润总额 | 35,780 | 46,683 | 57,161 | 70,338 | 递延所得税负债 | 164 | 2,459 | 5,213 | 8,517 |
| 所得税费用 | 9,631 | 13,911 | 17,050 | 20,997 | 非流动性负债 | 215,103 | 206,036 | 192,108 | 166,295 |
| 所得税率 | 26.9% | 29.8% | 29.8% | 29.9% | 负债合计 | 660,000 | 951,976 | 1,254,337 | 1,595,903 |
| 净利润 | 26,149 | 32,772 | 40,111 | 49,341 | 股本 | 11,895 | 11,895 | 11,895 | 11,895 |
| 少数股东损益 | 7,245 | 9,832 | 12,033 | 14,802 | 少数股东权益 | 64,572 | 74,404 | 86,437 | 101,239 |
| 归属母公司股东的净利润 | 18,904 | 22,941 | 28,078 | 34,539 | 股东权益合计 | 186,494 | 212,605 | 252,716 | 302,057 |
| 现金流量表 | | | | | 负债及股东权益总计 | 846,494 | 1,164,581 | 1,507,053 | 1,897,960 |
| 指标名称 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 主要财务指标 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 销售商品、提供劳务 | 269,777 | 512,826 | 616,854 | 742,126 | 增长率 (%) | | | | |
| 购买商品、接受劳务 | 143,823 | 407,890 | 457,471 | 534,352 | 营业收入 | 32.9% | 28.0% | 20.6% | 20.6% |
| 职工支出 | 6,345 | 10,500 | 12,600 | 15,120 | 营业利润 | 39.4% | 31.2% | 22.4% | 23.1% |
| 税费支出 | 37,570 | 62,119 | 74,753 | 89,976 | 净利润 | 32.9% | 25.3% | 22.4% | 23.0% |
| 经营现金流 | 11,893 | 32,317 | 72,031 | 102,679 | 利润率 (%) | | | | |
| 取得借款 | 128,334 | 80,280 | 46,728 | 28,369 | 毛利率 | 32.5% | 33.0% | 33.4% | 33.7% |
| 偿还债务 | 82,752 | 48,718 | 58,576 | 63,410 | EBIT Margin | 18.2% | 18.6% | 18.8% | 19.0% |
| 融资现金流 | 46,498 | 13,663 | -30,376 | -51,730 | ROE | 21.4% | 23.7% | 24.1% | 24.6% |
| 现金及等价物增加额 | 45,093 | 36,569 | 30,000 | 36,000 | ROA | 3.1% | 2.8% | 2.7% | 2.6% |

分析师介绍

江宇辉：中南财经政法大学管理学学士，上海财经大学金融硕士，2015 年加入中信建投房地产研究团队，曾获 2015 年第十三届新财富房地产最佳分析师第二名，2016 年第十四届新财富房地产最佳分析师第五名，2017 年第十五届新财富房地产最佳分析师第三名。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

王定润 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859