

地产主业稳健发展、资本结构持续改善、多元业务不断拓展

买入 (维持)

2019年08月12日

证券分析师 齐东

执业证号: S0600517110004

021-60199775

qid@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	194,555	247,475	311,323	379,939
同比 (%)	32.9%	27.2%	25.8%	22.0%
归母净利润 (百万元)	18,904	24,943	31,264	37,447
同比 (%)	21.0%	31.9%	25.3%	19.8%
每股收益 (元/股)	1.59	2.10	2.63	3.15
P/E (倍)	8.76	6.64	5.30	4.42

事件:

■ **保利地产发布 2019 年半年报:** 2019 年上半年公司实现营业收入 711.21 亿元, 同比增长 19.49%; 实现归母净利润 99.55 亿元, 同比增长 53.28%, 加权平均净资产收益率为 7.91%, 基本每股收益 0.84 元。

点评

■ **半年度业绩超预期增长。** 2019 年上半年公司实现营业收入 711.21 亿元, 同比增长 19.49%; 实现归母净利润 99.55 亿元, 同比增长 53.28%; 上半年公司业绩增长迅猛, 持续超预期, 主要源于: 1) 结转项目毛利率同比提高, 上半年毛利率达 39.77%, 同比提升 4.38%; 其中房地产业务毛利率达 40.96%, 同比提升 5.68 个百分点。同时, 公司净利率再次提升至 18.22%, 同比提升 2.58%。2) 结转项目权益比例提高, 最终推动归母净利润同比增长 53.28%。截至 2019 年 6 月末, 公司预收账款 3621.06 亿元, 同比提升 20.78%, 为未来业绩增长奠定基础。

■ **销售靓丽, 投资稳健, 持续深耕一二线城市。** 2019 年上半年, 公司实现销售面积 1636.47 万平方米, 同比增长 12.56%; 销售金额 2526.24 亿元, 同比增长 17.33%, 公司一二线城市及六大核心城市群销售贡献均超 75%, 其中在珠三角和长三角两大核心城市群分别占比达 27% 和 22%。在拓展方面, 公司继续聚焦一二线城市及核心城市群。2019 年上半年, 公司新拓展项目 44 个, 新增项目建面 826 万平方米, 同比减少 45.30%; 总成本 533 亿元, 同比减少 50.28%; 从结构看, 公司在一二线城市拿地金额及面积占比分别为 78% 和 60%。公司土地储备较为充沛, 目前公司在国内外 104 个城市合计拥有在建面积 11067 万平米、待开发面积 7618 万平米, 可满足未来 2-3 年的开发需求。

■ **杠杆水平可控, 融资成本保持低位。** 2019 年上半年公司资产负债率 79.27%, 同比下降 0.05 个百分点; 净负债率 76.64%, 同比下降 16.62 个百分点, 资本结构有所改善; 账面有息负债 2710 亿元, 有息负债平均成本仅 4.99%。

■ **两翼业务不断拓展, 保利物业上市在望:** 1) 截至 19 年 4 月末, 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, 并已向中国证监会、港交所递交首次公开发行境外上市外资股并上市申请材料; 2) 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; 3) 与全资子公司保利(横琴)创新产业投资管理有限公司按照 51%: 49% 的股权比例共同设立保利旅游产业发展有限公司, 注册资本 1 亿元, 公司多元化业务持续拓展。

■ **投资建议:** 保利地产战略布局核心城市群, 产品定位精准; 同时公司强大的央企背景, 能够帮助公司获取品牌溢价和低融资成本, 提升竞争力。我们预计 2019-2021 年 EPS 分别为 2.10、2.63、3.15 元, 对应 PE 分别为 6.6、5.3、4.4 倍, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 行业销售波动; 政策调整导致经营风险; 融资环境变动; 企业运营风险; 汇率波动风险; 棚改货币化不达预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.92
一年最低/最高价	10.14/14.85
市净率(倍)	1.39
流通 A 股市值(百万元)	165595.91

基础数据

每股净资产(元)	10.03
资产负债率(%)	79.27
总股本(百万股)	11896.26
流通 A 股(百万股)	11896.26

相关研究

1、《保利地产 (600048): 2019 年上半年业绩大超预期》

2019-07-18

2、《保利地产 (600048): 销售增长稳健, 投资深耕一二线》

2019-07-09

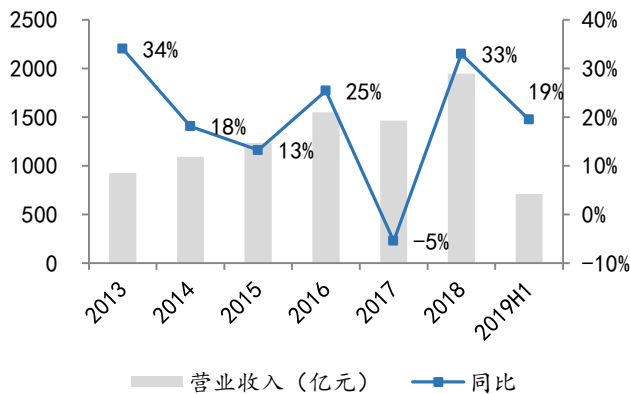
3、《保利地产 (600048): 销售增长稳健, 投资有所回暖》

2019-06-14

1. 半年度业绩超预期增长

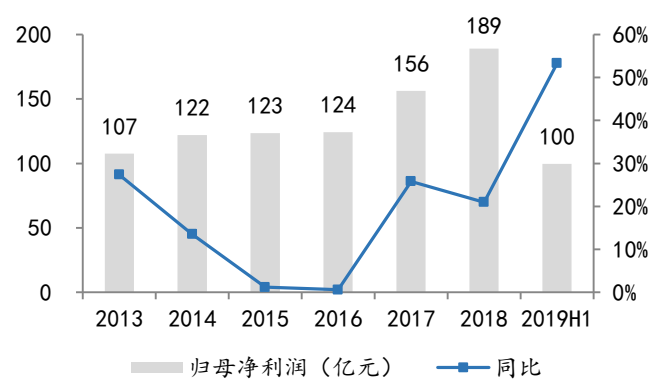
2019年上半年公司实现营业收入711.21亿元，同比增长19.49%；实现归母净利润99.55亿元，同比增长53.28%；上半年公司业绩增长迅猛，持续超预期，主要源于：1) 结转项目毛利率同比提高，上半年毛利率达39.77%，同比提升4.38%；其中房地产业务毛利率达40.96%，同比提升5.68个百分点。同时，公司净利率再次提升至18.22%，同比提升2.58%。2) 结转项目权益比例提高，最终推动归母净利润同比增长53.28%。截至2019年6月末，公司预收账款3621.06亿元，同比提升20.78%，预收账款增速高于当前营收增速，为未来业绩增长奠定基础。

图1：保利地产营业收入（亿元）及增速



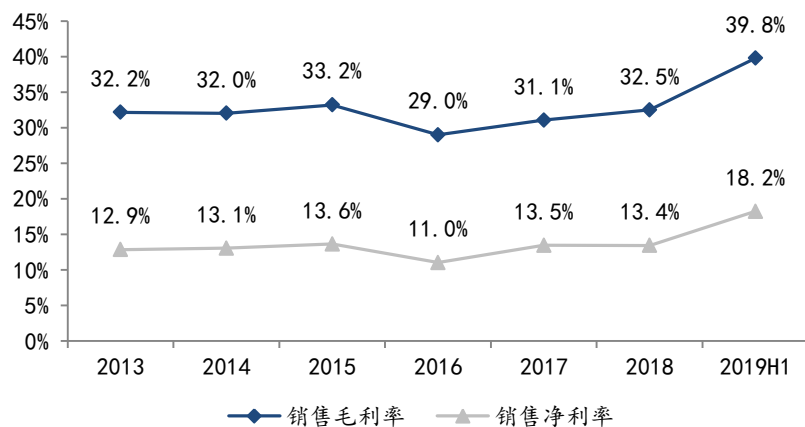
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：保利地产归母净利润（亿元）及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图3：保利地产销售毛利率和销售净利率走势

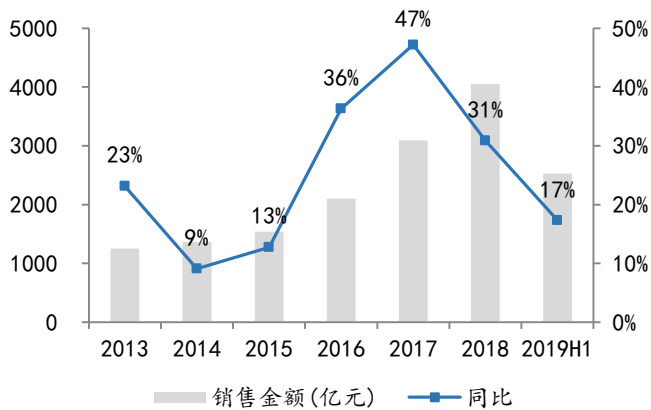


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 销售靓眼，投资稳健，持续深耕一二线城市

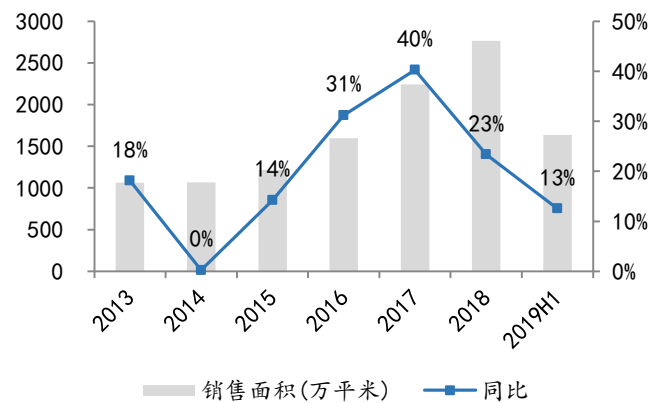
2019年上半年，公司实现销售面积1636.47万平方米，同比增长12.56%；销售金额2526.24亿元，同比增长17.33%，公司一二线城市及六大核心城市群销售贡献均超75%，其中在珠三角和长三角两大核心城市群分别占比达27%和22%。

图4：保利地产销售金额（亿元）及累计增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5：保利地产销售面积（万平方米）及累计增速

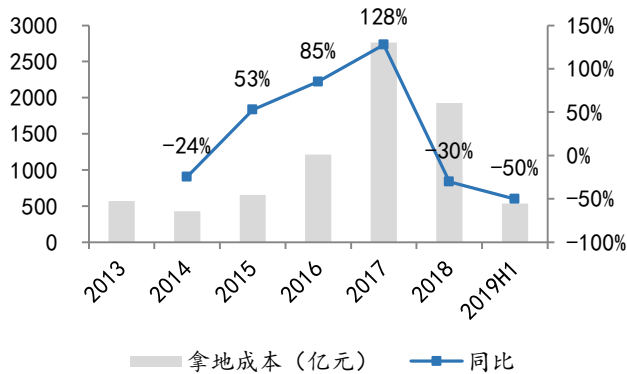


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

在拓展方面，公司继续聚焦一二线城市及核心城市群。2019年上半年，公司新拓展项目44个，新增项目建面826万平方米，同比减少45.30%；总成本533亿元，同比减少50.28%；从结构看，公司在一二线城市拿地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。

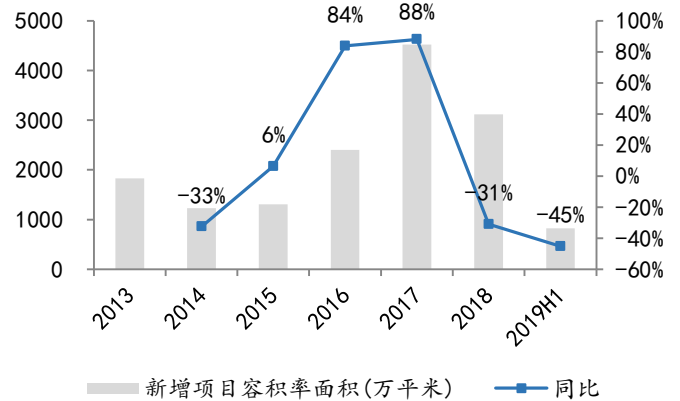
公司土地储备较为充沛，目前公司在国内外104个城市合计拥有在建面积11067万平方米、待开发面积7618万平方米，可满足未来2-3年的开发需求。从待开发面积结构看，一二线城市占比60%以上；珠三角和长三角城市群占比达46%。此外，公司具备多元化资源整合优势，在招拍挂、收并购、合作开发、三旧改造、央企整合、产业拓展等渠道均形成了突出的资源整合优势。

图 6：保利地产新增拿地总成本（亿元）及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 7：保利地产新增容积率面积（万平方米）及增速

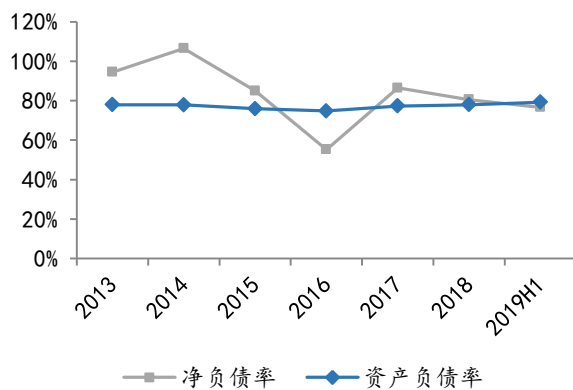


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 杠杆水平可控，融资成本保持低位

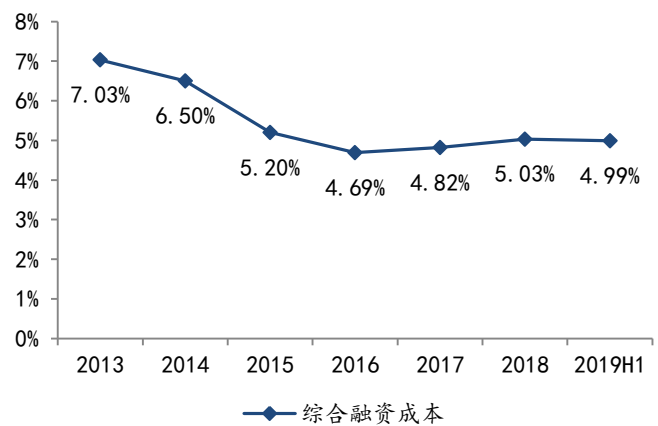
2019年上半年公司资产负债率79.27%，同比下降0.05个百分点；净负债率76.64%，同比下降16.62个百分点，资本结构有所改善；账面有息负债2710亿元，有息负债平均成本仅4.99%。

图 8：保利地产资产负债率及净负债率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 9：保利地产综合融资成本



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 两翼业务不断拓展，保利物业上市在望

两翼业务不断拓展，保利物业上市在望：1) 截至19年4月末，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，并已向中国证监会、港交所递交首次公开发行境外上市外资股并上市申请材料；2) 保利投资顾问继续推进与业界龙头合富辉煌战略合作，累计覆盖城市超过200个。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；3) 公司公告，与全资子公司保利（横琴）创新产业投资管理有限公司按照51%：49%的股权比例共同设立保利旅游产业发展有限公司，注册资本1亿元，公司多元化业务持续拓展。

5. 投资建议

保利地产近年来投资积极，土地储备充沛，为公司未来销售扩张打下坚实基础。公司战略布局核心城市群，产品定位精准；同时公司强大的央企背景，能够帮助公司获取品牌溢价和低融资成本，提升竞争力。我们预计2019-2021年EPS分别为2.10、2.63、3.15元，对应PE分别为6.6、5.3、4.4倍，维持“买入”评级。

6. 风险提示

- 1) 行业销售规模波动较大：行业销售规模整体下滑，房企销售回款将产生困难。
- 2) 政策调整导致经营风险：按揭贷款利率大幅上行，购房者购房按揭还款金额将明显上升；税收政策持续收紧，房地产销售将承压，带来销售规模下滑。
- 3) 融资环境全面收紧：银行贷款额度紧张，债券发行利率上行，加剧企业流动性压力。
- 4) 企业运营风险：企业高管及核心业务骨干人员变动，施工进度变缓，拿地力度过于激进暴露资金短缺风险。

保利地产三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	766,481	881,301	1,113,155	1,260,275	营业收入	194,555	247,475	311,323	379,939
现金	113,431	162,403	283,170	322,134	减:营业成本	131,339	168,406	210,921	258,434
应收账款	38	457	788	731	营业税金及附加	16,122	20,508	25,799	31,485
存货	474,505	546,140	625,645	734,535	营业费用	5,912	7,520	9,461	11,546
其他流动资产	178,507	172,301	203,552	202,875	管理费用	3,495	4,446	5,593	6,826
非流动资产	80,012	120,599	110,438	127,734	财务费用	2,585	3,143	3,543	3,955
长期股权投资	48,489	56,493	64,557	72,682	资产减值损失	2,351	838	1,219	1,884
固定资产	4,594	6,006	8,106	10,558	加:投资净收益	2,690	3,237	3,355	3,482
在建工程	878	4,424	8,007	11,483	其他收益	190	53	67	77
无形资产	119	107	92	74	营业利润	35,593	45,906	58,211	69,371
其他非流动资产	25,933	53,569	29,676	32,938	加:营业外净收支	188	207	267	262
		1,001,90			利润总额	35,780	46,112	58,479	69,633
资产总计	846,494	0	1,223,593	1,388,010	减:所得税费用	9,631	11,609	15,232	17,834
流动负债	444,897	527,145	659,790	749,603	少数股东损益	7,245	9,560	11,983	14,353
短期借款	3,011	3,102	3,195	3,290	归属母公司净利润	18,904	24,943	31,264	37,447
应付账款	46,049	71,283	75,670	104,386	EBIT	46,544	52,967	66,069	77,007
其他流动负债	395,836	452,761	580,925	641,927	EBITDA	47,559	54,051	67,642	79,244
非流动负债	215,103	259,704	310,144	337,721					
长期借款	214,939	259,524	309,946	337,504					
					重要财务与估值指				
其他非流动负债	164	180	198	218	标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	660,000	786,849	969,934	1,087,325	每股收益(元)	1.59	2.10	2.63	3.15
少数股东权益	64,572	76,807	86,115	100,468	每股净资产(元)	9.70	12.07	13.54	16.28
归属母公司股东权益	121,923	143,595	167,544	200,217	发行在外股份(百万股)	11895	11896	11896	11896
		1,001,90			ROIC(%)	8.8%	8.5%	8.5%	8.6%
负债和股东权益	846,494	0	1,223,593	1,388,010	ROE(%)	14.0%	16.0%	17.0%	17.2%
					毛利率(%)	32.5%	32.0%	32.3%	32.0%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	9.7%	10.1%	10.0%	9.9%
经营活动现金流	11,893	3,709	62,938	2,804	资产负债率(%)	78.0%	77.9%	79.3%	78.3%
投资活动现金流	-13,459	-9,497	-13,330	-13,080	收入增长率(%)	32.9%	27.2%	25.8%	22.0%
筹资活动现金流	46,498	54,760	71,159	49,241	净利润增长率(%)	21.0%	31.9%	25.3%	19.8%
现金净增加额	45,093	48,972	120,767	38,964	P/E	8.76	6.64	5.30	4.42
折旧和摊销	1,015	1,083	1,573	2,237	P/B	1.43	1.15	1.03	0.85
资本开支	604	4,831	5,568	5,792	EV/EBITDA	8.00	7.49	5.55	5.16
营运资本变动	-19,231	-30,271	20,045	-48,754					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

