

销售高增拿地稳健 深耕一二线确定性强

2018年08月13日

强烈推荐/首次

保利地产

财报点评

——保利地产（600048）2018年半年报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com 010-66554031	
任鹤	研究助理	执业证书编号：S1480118020022
	Renhe07@163.com 010-66554089	

事件：

公司发布2018年半年报，报告期内，公司实现营业收入595亿元，同比增长9.3%，实现归母净利润65.1亿元，同比增长15.1%。上半年实现销售额2153亿元，同比增长46.9%，销售面积1454万平方米，同比增长37.9%。上半年新增计容建筑面积1510万平方米，报告期末待开发土地面积8950万平方米。

公司分季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	67621.88	17912.46	36558.49	21086.89	70783.98	20134.33	39401.39
增长率（%）	12.63%	-5.14%	0.78%	-34.11%	4.67%	12.41%	7.75%
毛利率（%）	27.54%	38.32%	27.11%	35.86%	29.82%	39.79%	33.13%
期间费用率（%）	3.64%	9.41%	4.43%	10.96%	4.93%	11.86%	6.18%
营业利润率（%）	13.70%	20.44%	17.46%	18.58%	16.35%	18.68%	22.36%
净利润（百万元）	6957.74	2521.28	4640.81	2992.97	9522.14	2846.12	6465.04
增长率（%）	-20.68%	01.15%	03.32%	-04.40%	36.86%	12.88%	39.31%
每股盈利（季度，元）	0.45	0.16	0.32	0.22	0.62	0.16	0.39
资产负债率（%）	74.76%	76.41%	78.83%	79.94%	77.28%	78.45%	79.32%
净资产收益率（%）	5.89%	2.08%	3.76%	2.36%	6.02%	1.73%	3.84%
总资产收益率（%）	1.49%	0.49%	0.80%	0.47%	1.37%	0.37%	0.79%

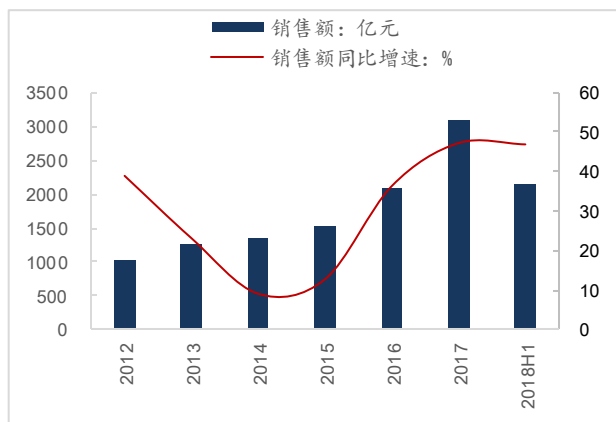
观点：

➤ 销售延续高增长 深耕一二线及核心城市群

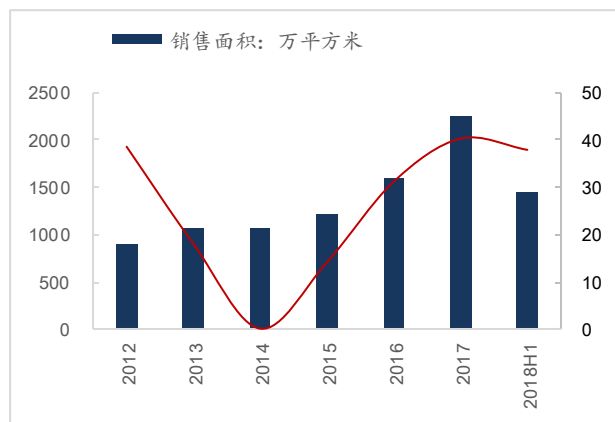
2018年上半年，公司实现签约金额2153亿元，同比增长46.9%，销售面积1454万平方米，同比增长37.9%。在全国商品房销售放缓的大背景下，公司销售保持了平稳快速增长。从销售结构看，上半年一二线城市签约金额占比近78%，珠三角和长三角两大核心城市群占比分别达到31%和20%，深耕一二线及核心城市群优势明显。

我们认为，公司深耕一二线及核心城市群，在调控政策维持高压的大背景下，公司销售额逆势高增长，体现了公司在一二线城市的强劲竞争优势和精准战略布局。随着一二线城市调控政策的边际平稳（相对于

三四线城市未来政策的不确定性), 公司在销售方面, 相对全行业具有更强的稳定性和确定性。

图 1: 公司销售额及同比增速


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 2: 公司销售面积及同比增速


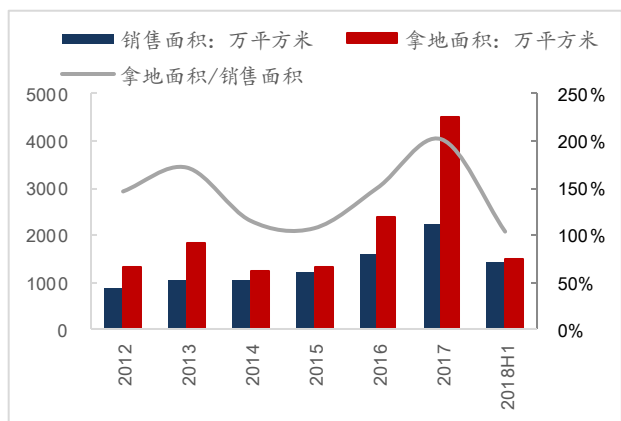
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

➤ 拿地稳健土储丰富 可售面积支撑未来销售

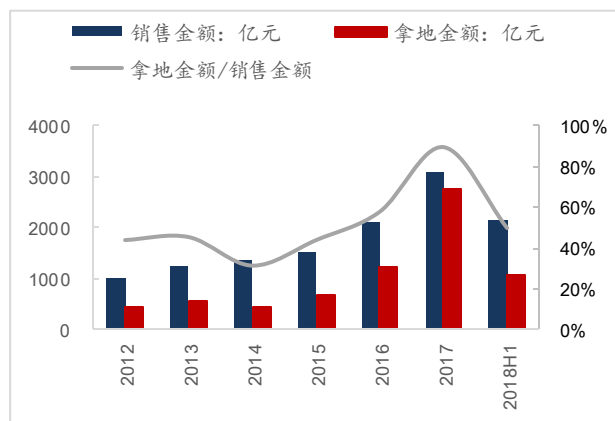
公司上半年新增计容建筑面积 1510 万平方米, 略高于销售面积 1454 万平方米, 其中一二线城市拓展金额及面积占比分别为 68%和 50%, 三四线城市则聚焦于珠三角、长三角等核心城市周边。拿地金额方面, 拓展项目对应总地价为 1072 亿元, 占同期销售额比例为 50%, 略低于历史平均水平。总体来看, 公司上半年积极拿地的同时, 兼顾稳健经营。

报告期末待开发土地面积 8950 万平方米, 对应可售面积约 8167 万平方米, 足以支撑公司未来 2 到 3 年的销售。按照 18H1 销售均价 1.48 万元计算, 对应货值约 1.21 万亿元, 达到 2018 年预计销售额 4000 亿元的 3 倍左右。

综合来看, 公司上半年拿地兼顾谨慎与积极, 具有良好的可持续性, 同时公司土储丰富, 可售货值足以支撑公司未来 2 到 3 年的销售增长。

图 3: 公司历年拿地面积/销售面积


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

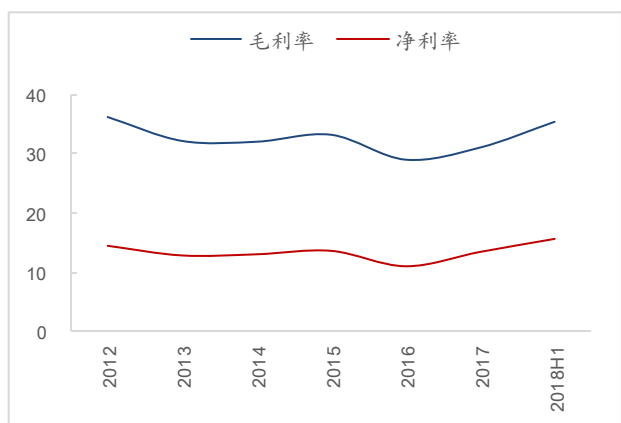
图 4: 公司历年拿地金额/销售金额


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

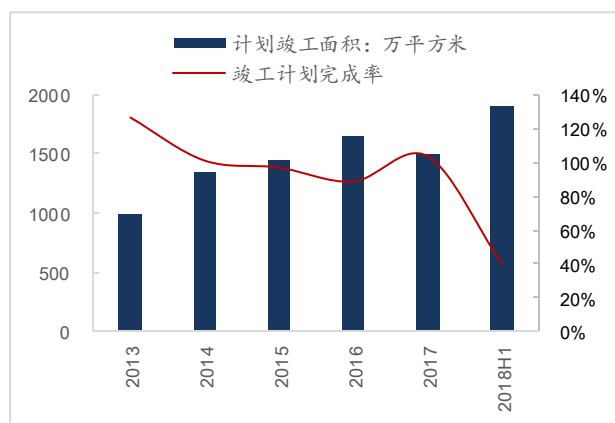
➤ 毛利率提升 结算节奏仍有提升空间

报告期内, 公司房地产结算毛利率为35.3%, 较去年提升5.63个百分点, 主要受益于2016年和2017年房地产市场的整体回暖。受毛利率提升影响, 公司净利润率提升至15.6%, 提升2.5个百分点。我们预计, 公司本年综合毛利率将维持在33%以上的较高水平, 较高的毛利率将有力保障公司业绩增长。

同时, 我们注意到公司上半年营业收入增速相对较低, 主要原因是竣工面积仅达到全年计划竣工面积的40%, 略低于预期。公司年初计划竣工面积为1900万平方米, 相对2017年实际竣工面积增加22.3%, 公司在竣工和结算方面仍有提升空间。我们预计公司竣工计划将按期足额完成, 公司本年营业收入将达到1898亿元左右, 同比增长29.7%。

图 5: 毛利率&净利率 单位: %


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 6: 公司历年竣工计划及竣工计划完成率


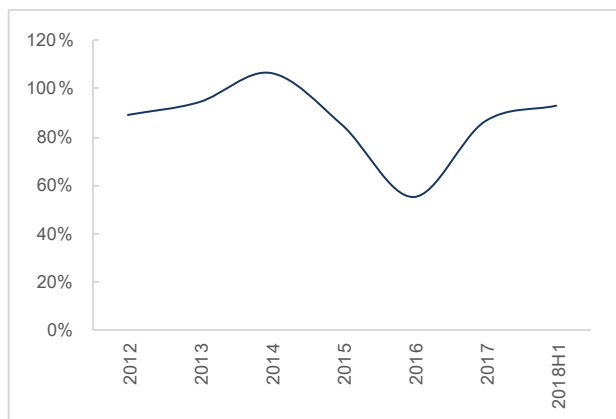
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

➤ 净负债率略有提升 融资成本维持低位

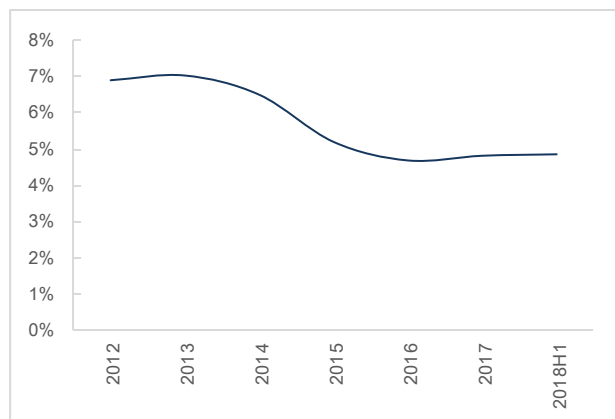
报告期末, 公司净负债率为93.3%, 相对2017年末提升7个百分点, 但从行业平均水平看, 公司净负债率仍处于合理水平。同时, 公司有息债务类型合理, 银行借款占比超过71%, 一年内到期债务仅331亿元,

仅为账面现金余额的34%，公司债务风险可控。

公司上半年新增有息负债796亿元，综合成本为5.09%，全部有息负债综合成本仅4.86%，大幅低于行业平均水平。公司在融资方面的优势，一方面有利于公司进一步提升市场占有率，另一方面亦将提升公司面对限价政策时的博弈能力，减轻毛利率下滑风险。

图 7： 公司历年净负债率


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 8： 公司历年平均融资成本


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

投资建议与评级：

我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 1898 亿元、2369 亿元和 2967 亿元，归母净利润分别为 202 亿元、249 亿元和 294 亿元，每股收益分别为 1.71 元、2.1 元和 2.48 元，对应 PE 分别为 6.7X、5.5X 和 4.6X。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：

房地产市场整体大幅下行，公司竣工及结算不及预期。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	435122	646157	896214	104481	119890	营业收入	154773	146342	189757	236944	296732
货币资金	46984	67801	400925	497364	590542	营业成本	109881	100872	127137	158752	201778
应收账款	1612	1855	1040	1298	1626	营业税金及附加	15035	12457	17344	21657	27121
其他应收款	38713	63642	63642	63642	63642	营业费用	3545	3866	3985	4976	6231
预付款项	39313	54151	60000	65000	70000	管理费用	2267	2845	4744	5924	7418
存货	303304	439040	348321	391444	442253	财务费用	2234	2392	3960	5176	5948
其他流动资产	4899	18813	22286	26061	30844	资产减值损失	-40	66	0	0	0
非流动资产合计	32875	50295	49337	48788	48239	公允价值变动收益	24	-1	0	0	0
长期股权投资	14751	23451	23451	23451	23451	投资净收益	1246.9	1680.4	1680.0	1680.0	1680.0
固定资产	3219.8	4101.3	4041.0	3495.8	2950.6	营业利润	23123	25527	34267	42140	49915
无形资产	28	41	37	33	29	营业外收入	310.56	325.18	325.00	325.00	325.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	123.21	152.65	152.65	152.65	152.65
资产总计	467997	696452	945551	109359	124714	利润总额	23311	25699	34439	42312	50088
流动负债合计	250796	362950	493042	607750	738006	所得税	6238	6022	8954	11001	13023
短期借款	409	3067	17000	19000	21000	净利润	17073	19677	25485	31311	37065
应付账款	39523	45457	69664	86988	110563	少数股东损益	4651	4051	5247	6447	7631
预收款项	155543	225306	320184	414962	518818	归属母公司净利润	12422	15626	20238	24864	29434
一年内到期的非流	12824	26428	23816	23816	23816	EBITDA	26119	28691	38777	47865	56413
非流动负债合计	99099	175262	281817	331791	371791	EPS (元)	1.10	1.32	1.71	2.10	2.48
长期借款	68867	147654	247654	297654	337654	主要财务比率					
应付债券	30126	27452	34000	34000	34000	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
负债合计	349895	538212	774859	939541	110979	成长能力					
少数股东权益	28849	51260	56507	62954	70585	营业收入增长	25.4%	-5.4%	29.7%	24.9%	25.2%
实收资本(或股本)	11858	11858	11858	11858	11858	营业利润增长	1.8%	10.4%	34.2%	23.0%	18.5%
资本公积	14887	15462	15462	15462	15462	归属于母公司净利润	0.6%	25.8%	29.5%	22.9%	18.4%
未分配利润	59723	71261	78951	88400	99584	获利能力					
归属母公司股东权	89253	106980	114185	110104	106764	毛利率(%)	29.0%	31.1%	33.0%	33.0%	32.0%
负债和所有者权	467997	696452	945551	109359	124714	净利率(%)	11.0%	13.4%	13.4%	13.2%	12.5%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						9.10%	2.7%	2.2%	2.1%	2.3%	
						ROE(%)					
						13.9%	14.6%	17.7%	22.6%	27.6%	
经营活动现金流	34054	-29296	230711	95880	109220	偿债能力					
净利润	17073	19677	25485	31311	37065	资产负债率(%)	75%	77%	82%	86%	89%
折旧摊销	762.07	772.18	0.00	549.30	549.30	流动比率	1.7	1.8	1.8	1.7	1.6
财务费用	2234	2392	3960	5176	5948	速动比率	0.5	0.6	1.1	1.1	1.0
应收账款减少	0	0	815	-259	-328	营运能力					
预收帐款增加	0	0	94879	94778	103856	总资产周转率	0.4	0.3	0.2	0.2	0.3
投资活动现金流	-13059	-16951	2385	1680	1680	应收账款周转率	65.1	84.4	131.1	202.7	202.9
公允价值变动收益	24	-1	0	0	0	应付账款周转率	4.3	3.4	3.3	3.0	3.0
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	1247	1680	1680	1680	1680	每股收益(最新摊薄)	1.1	1.3	1.7	2.1	2.5
筹资活动现金流	-11329	67398	100027	-1121	-17721	每股净现金流(最新)	0.8	1.8	28.1	8.1	7.9
应付债券增加	0	0	6548	0	0	每股净资产(最新摊)	7.5	9.0	9.6	9.3	9.0
长期借款增加	0	0	100000	50000	40000	估值比率					
普通股增加	1101	1	0	0	0	P/E	10.4	8.7	6.7	5.5	4.6
资本公积增加	7932	576	0	0	0	P/B	1.5	1.3	1.2	1.2	1.3
现金净增加额	9667	21151	333123	96439	93179	EV/EBITDA	7.7	9.5	7.1	0.3	(0.7)

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

任鹤

清华大学土木工程专业本硕，法学双学士，3 年房地产行业工作经历，一级注册建造师，中级房地产经济师。2018 年加入东兴证券研究所，关注房地产行业。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。