

# 销售高增确定性强 拿地延续稳健积极

2018年10月30日

强烈推荐/维持

保利地产

财报点评

## ——保利地产（600048）2018年三季度报点评

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年三季度报，1-9月，公司实现营业收入949亿元，同比增长25.7%，实现归母净利润96亿元，同比增长16%。前三季度实现销售额3036亿元，同比增长45.9%，销售面积2025万平方米，同比增长34.9%。前三季度新增计容面积2456万平方米，拿地金额1636亿元，报告期末待开发土地面积9289万平方米。

### 公司分季度财务指标

指标	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入（百万元）	17912.46	36558.49	21086.89	70783.98	20134.33	39401.39	35415.92
增长率（%）	-5.14%	0.78%	-34.11%	4.67%	12.41%	7.75%	67.95%
毛利率（%）	38.32%	27.11%	35.86%	29.82%	39.79%	33.13%	28.15%
期间费用率（%）	9.41%	4.43%	10.96%	4.93%	11.86%	6.18%	8.19%
营业利润率（%）	20.44%	17.46%	18.58%	16.35%	18.68%	22.36%	15.30%
净利润（百万元）	2521.28	4640.81	2992.97	9522.14	2846.12	6465.04	4179.33
增长率（%）	01.15%	03.32%	-04.40%	36.86%	12.88%	39.31%	39.64%
每股盈利（季度，元）	0.16	0.32	0.22	0.62	0.16	0.39	0.26
资产负债率（%）	76.41%	78.83%	79.94%	77.28%	78.45%	79.32%	79.87%
净资产收益率（%）	2.08%	3.76%	2.36%	6.02%	1.73%	3.84%	2.42%
总资产收益率（%）	0.49%	0.80%	0.47%	1.37%	0.37%	0.79%	0.49%

### 观点：

#### ➤ 销售高增速延续 深耕一二线销售确定性高

1-9月，公司实现销售额3036亿元，同比增长45.9%，销售面积2025万平方米，同比增长34.9%。从销售结构看，前三季度一二线城市签约金额占比约77%，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。

### ➤ 拿地节奏延续稳健 土地储备丰富可持续

公司 1-9 月新增计容建筑面积 2456 万平方米，略高于销售面积 2025 万平方米，其中一二线城市拓展金额占比 75%，相对上半年进一步提升。拿地金额方面，拓展项目对应总地价为 1636 亿元，占同期销售额比例为 54%，略低于历史平均水平。总体来看，公司三季度延续了上半年的拿地节奏，积极拿地的同时，兼顾稳健经营。

报告期末待开发土地面积 9289 万平方米，足以支撑公司未来 2 到 3 年的销售。按照 2018 年前三季度销售均价 1.5 万元计算，土地储备对应货值约 1.05 万亿元，达到 2018 年预计销售额 4000 亿元的 2.5 倍左右。（未考虑在建项目及已竣工项目中的可售部分。）

综合来看，公司拿地节奏延续谨慎与积极兼顾的风格，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。

### ➤ 毛利率小幅下滑 少数股东损益占比增加

前三季度，公司整体毛利率为 32.7%，相对半年小幅下降，但较去年仍提约 1.6 个百分点。我们预计毛利率的下降并非趋势，预计全年毛利率仍将在 34% 左右。较高的毛利率将有力保障公司业绩增长。

同时，我们注意到公司三季度营收增速基本符合市场预期，但归母净利润增速明显低于营收增速。除了毛利率小幅下降的影响外，少数股东损益占比由去年同期的 18.6% 上升为本期的 28.8% 也是很重要的原因。

2017Q3、2017、2018H1、2018Q3 的少数股东损益占净利润比例分别为 18.6%、20.6%、30.2%、28.8%。18H1 归母净利润增速高于营收增速的原因是毛利率相对去年同期提升 4.6%，而本期毛利率相对去年同期仅提升 0.5%。也就是说，少数股东损益占比在 18H1 已经提升 10% 以上，但 H1 的毛利率提升抵消了少数股东占比提升的影响。本期则恰逢去年同期的毛利率高点，因此少数股东损益占比提升的影响显现出来。

从全年看，上年全年毛利率仅 31%，本年预计约 34%，提升 3%，因此可以部分抵消少数股东影响，我们预计全年归母净利润为 202 亿元，同比增长 29.2%。

### 投资建议与评级：

我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 1944 亿元、2649 亿元和 3408 亿元，归母净利润分别为 202 亿元、259 亿元和 335 亿元，每股收益分别为 1.7 元、2.2 元和 2.8 元，对应 PE 分别为 7.1X、5.5X 和 4.3X。维持“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
<b>流动资产合计</b>	435122	646157	852418	102723	121012	<b>营业收入</b>	154773	146342	194380	264858	340844
货币资金	46984	67801	124405	192494	236179	<b>营业成本</b>	109881	100872	128291	177455	228365
应收账款	1612	1855	1065	1451	1868	营业税金及附加	15035	12457	17766	24208	31153
其他应收款	38713	63642	63642	63642	63642	营业费用	3545	3866	4801	6542	8419
预付款项	39313	54151	60000	60000	60000	管理费用	2267	2845	3304	4503	5794
存货	303304	439040	579945	680649	813357	财务费用	2234	2392	3844	4873	5542
其他流动资产	4899	18813	22656	28294	34373	资产减值损失	-40	66	0	0	0
<b>非流动资产合计</b>	32875	50295	49337	58788	68239	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	13495.	22950.	<b>营业利润</b>	23123	25527	38053	48957	63251
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
<b>资产总计</b>	467997	696452	901756	108602	127836	<b>利润总额</b>	23311	25699	38225	49130	63423
<b>流动负债合计</b>	250796	362950	496008	631833	782001	所得税	6238	6022	9556	12282	15856
短期借款	409	3067	17000	19000	21000	<b>净利润</b>	17073	19677	28669	36847	47567
应付账款	39523	45457	70296	97236	125132	少数股东损益	4651	4051	8483	10903	14075
预收款项	155543	225306	322496	428439	547734	归属母公司净利润	12422	15626	20186	25945	33493
一年内到期的非流	12824	26428	23816	23816	23816	EBITDA	26119	28691	42447	54380	69341
<b>非流动负债合计</b>	99099	175262	231817	271791	301791	<b>EPS (元)</b>	1.10	1.32	1.70	2.18	2.82
长期借款	68867	147654	197654	237654	267654	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	30126	27452	34000	34000	34000		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>负债合计</b>	349895	538212	727825	903624	108379	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	28849	51260	59743	70645	84720	营业收入增长	25.4%	-5.4%	32.8%	36.3%	28.7%
实收资本(或股本)	11858	11858	11892	11892	11892	营业利润增长	1.8%	10.4%	49.1%	28.7%	29.2%
资本公积	14887	15462	15462	15462	15462	归属于母公司净利润	0.6%	25.8%	29.2%	28.5%	29.1%
未分配利润	59723	71261	78931	88790	101518	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	89253	106980	114188	120755	129850	毛利率(%)	29.0%	31.1%	34.0%	33.0%	33.0%
<b>负债和所有者权</b>	467997	696452	901756	108602	127836	净利率(%)	11.0%	13.4%	14.7%	13.9%	14.0%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
	单位:百万元					ROE(%)	9.10%	2.7%	2.2%	2.2%	2.4%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	<b>偿债能力</b>					
<b>经营活动现金流</b>	34054	-29296	4726	67660	60943	资产负债率(%)	75%	77%	81%	83%	85%
净利润	17073	19677	28669	36847	47567	流动比率	1.7	1.8	1.7	1.6	1.5
折旧摊销	762.07	772.18	0.00	549.30	549.30	速动比率	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
财务费用	2234	2392	3844	4873	5542	<b>营运能力</b>					
应收账款减少	0	0	790	-386	-416	总资产周转率	0.4	0.3	0.2	0.3	0.3
预收帐款增加	0	0	97190	105943	119295	应收账款周转率	65.1	84.4	133.1	210.5	205.4
<b>投资活动现金流</b>	-13059	-16951	1680	1680	1680	应付账款周转率	4.3	3.4	3.4	3.2	3.1
公允价值变动收益	24	-1	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.1	1.3	1.7	2.2	2.8
投资收益	1247	1680	1680	1680	1680	每股净现金流(最新)	0.8	1.8	4.8	5.7	3.7
<b>筹资活动现金流</b>	-11329	67398	50198	-1251	-18939	每股净资产(最新摊)	7.5	9.0	9.6	10.2	10.9
应付债券增加	0	0	6548	0	0	<b>估值比率</b>					
长期借款增加	0	0	50000	40000	30000	P/E	11.0	9.2	7.1	5.5	4.3
普通股增加	1101	1	34	0	0	P/B	1.6	1.3	1.3	1.2	1.1
资本公积增加	7932	576	0	0	0	EV/EBITDA	8.0	9.8	7.1	4.9	3.7
<b>现金净增加额</b>	9667	21151	56604	68089	43685						

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。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 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法律责任。

## 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。