

2018年11月08日

保利地产 (600048.SH)

十月增速放缓、补货均价持续下降

■事件：11月07日晚，公司公告18年10月份销售数据，10月份公司实现签约面积210.95万方，同比增长5.26%（前值+52.36%），签约金额311.18亿元，同比增长4.74%（前值+67.70%）；1-10月份公司累计实现签约面积2235.65万方，同比增长31.38%（前值+34.87%），累计签约金额3347.69亿元，同比增长40.74%（前值+45.87%）。

■十月增速放缓、1-10月销售额已完成上年度108.26%：18年10月，公司实现签约面积210.95万方，同比增长5.26%（前值+52.36%），较上月增速收缩47.10pct，签约金额311.18亿元，同比增长4.74%（前值+67.70%），较上月增速收缩62.96pct；销售均价14751.36元/平米（前值15546.28元/平米），同比下降0.49%，环比下降5.11%。10月公司增速较9月放缓明显，从同阶梯行业的增速表现看，公司十月增速较同阶梯十月增速无优势。但公司1-10月的累计表现稳定，18年1-10月份公司累计实现签约面积2235.65万方，同比增长31.38%（前值+34.87%），累计签约金额3347.69亿元，同比增长40.74%（前值+45.87%）；累计销售均价14974.12元/平米，同比增长7.12pct（前值+8.16pct）；累计销售均价高于10月单月均价222.76元/平米（幅度为1.51pct）。截止10月份，公司累计销售面积、累计销售金额分别完成了17年度销售面积、销售金额的99.70%、108.26%，从我们近期的市场调研表现看，中部如武汉等城市刚需/刚改的销售较为良好；东部区域如厦门等，市场趋冷较为明显，城市间的轮动效应明显，我们认为公司全国布局的格局有望分散城市间的风险，维持公司今年保守销售额增速30%的判断。

■权益拿地额/销售额32.57%，补货成本/销售均价下降：公司18年10月新增土地项目12个，较17年同期减少4个，较18年9月增加3个；新增项目仍以合作项目为主，主要分布于珠三角、长三角及中部区域等；100%权益：非100%权益比例为3:9，50%以上权益：50%以下权益比例为6:6。10月土地净占地面积168.02万方，计容建筑面积394.06万方，较上年同期分别提升71.13%、提升56.42%，权益建筑面积219.53万方，权益建筑面积/计容建筑面积比例达55.71%；从18年1-10月公布的数据看，1-10月累计权益拿地额/1-10月总土地价款比例为65.74%（前值66.88%）。10月新增土地总地价183.35亿元，同比下降37.98%；新增权益地价101.35亿元，同比下降36.85%；其中，权益拿地额/10月销售额占比为32.57%（前值22.86%），力度较9月有所提升但仍低于1-10月平均拿地力度（36.57%）。从拿地均价来看，10月新增土地楼面价4652.87元/平米（同比-60.35%），权益楼面价4616.86元/平米，补货均价/销售均价为31.54%，补货成本占销售均价比例持续下降。

■投资建议：公司聚焦一二线资源补充，同时，落实城市群深耕策略，加大核心城市周边三四线城市的深耕、渗透；我们预计公司2018年-2020年的EPS分别为1.63元、1.89元、2.18元。维持“买入-A”投资评级，6个月目标价15元。

■风险提示：房地产市场不及预期、政策调控因素、公司经营不达预期

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	154,773.3	146,341.8	182,927.3	219,585.9	259,836.0
净利润	12,421.6	15,625.9	19,392.3	22,446.0	25,878.8
每股收益(元)	1.04	1.31	1.63	1.89	2.18
每股净资产(元)	7.51	9.00	9.69	11.00	12.52

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	11.9	9.4	7.6	6.6	5.7
市净率(倍)	1.7	1.4	1.3	1.1	1.0
净利润率	8.0%	10.7%	10.6%	10.2%	10.0%
净资产收益率	13.9%	14.6%	16.8%	17.2%	17.4%
股息收益率	2.5%	3.2%	4.0%	4.6%	5.3%
ROIC	11.0%	12.7%	9.7%	9.2%	9.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

住宅地产

投资评级 **买入-A**

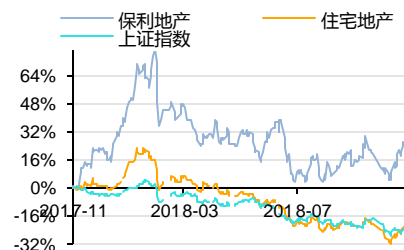
维持评级

6个月目标价：**15元**
股价(2018-11-07) **12.39元**

交易数据

总市值(百万元)	147,345.16
流通市值(百万元)	145,832.34
总股本(百万股)	11,892.26
流通股本(百万股)	11,770.16
12个月价格区间	10.32/18.69元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	15.54	17.5	45.55
绝对收益	9.16	12.53	22.93

黄守宏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020024

huangsh@essence.com.cn

021-35082092

张春娥

报告联系人

zhangce@essence.com.cn

相关报告

- 保利地产：保利：新开工积极、回笼率持续提升/黄守宏 2018-10-30
- 保利地产：保利：销售稳步提升、补货力度收缩/黄守宏 2018-10-11
- 保利地产：保利8月销售点评：淡季增速放缓、补货安全边际再提高/黄守宏 2018-09-09
- 保利地产：保利中报点评：业绩稳健增长、资源为王、回笼率78.86%/黄守宏 2018-08-14
- 保利地产：保利7月销售：销售持续高增长、补货成本可控/黄守宏 2018-08-10

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	154,773.3	146,341.8	182,927.3	219,585.9	259,836.0	成长性					
减:营业成本	109,880.7	100,872.4	124,024.7	150,416.3	180,404.1	营业收入增长率	25.4%	-5.4%	25.0%	20.0%	18.3%
营业税费	15,035.0	12,456.7	16,939.1	20,118.7	22,553.8	营业利润增长率	1.8%	10.4%	28.1%	15.3%	15.0%
销售费用	3,544.9	3,866.2	4,511.2	5,608.3	6,522.1	净利润增长率	0.6%	25.8%	24.1%	15.7%	15.3%
管理费用	2,266.5	2,844.8	3,117.4	4,005.4	4,482.2	EBITDA 增长率	2.3%	9.8%	26.0%	14.3%	15.7%
财务费用	2,233.9	2,391.8	2,693.3	2,635.6	3,156.3	EBIT 增长率	1.2%	10.1%	26.8%	14.0%	15.4%
资产减值损失	-40.4	66.1	60.7	28.8	51.9	NOPLAT 增长率	0.9%	15.1%	23.9%	13.4%	16.2%
加:公允价值变动收益	23.7	-0.6	-0.5	-1.1	-0.6	投资资本增长率	0.1%	61.7%	19.7%	10.4%	11.4%
投资和汇兑收益	1,246.9	1,680.4	1,119.7	945.1	727.0	净资产增长率	21.6%	34.0%	8.7%	12.5%	12.8%
营业利润	23,123.2	25,526.9	32,700.2	37,716.9	43,392.1	利润率					
加:营业外净收支	187.3	172.5	550.5	303.5	59.6	毛利率	29.0%	31.1%	32.2%	31.5%	30.6%
利润总额	23,310.6	25,699.4	33,250.6	38,020.3	43,451.7	营业利润率	14.9%	17.4%	17.9%	17.2%	16.7%
减:所得税	6,237.5	6,022.2	8,369.5	9,715.1	10,862.9	净利润率	8.0%	10.7%	10.6%	10.2%	10.0%
净利润	12,421.6	15,625.9	19,392.3	22,446.0	25,878.8	EBITDA/营业收入	16.9%	19.6%	19.7%	18.8%	18.4%
						EBIT/营业收入	16.4%	19.1%	19.3%	18.4%	17.9%
资产负债表						运营效率					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	固定资产周转天数	7	9	8	6	5
货币资金	46,983.8	67,801.2	98,780.7	103,205.4	106,532.8	流动营业资本周转天数	362	486	522	491	460
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	953	1,330	1,434	1,387	1,261
应收账款	40,324.3	65,497.3	117,430.0	120,454.8	124,945.9	应收帐款周转天数	86	130	180	195	170
应收票据	75.5	18.3	-	-	-	存货周转天数	688	913	939	901	841
预付帐款	39,312.7	54,150.6	49,203.3	53,581.2	59,672.5	总资产周转天数	1,014	1,432	1,547	1,498	1,366
存货	303,303.6	439,039.6	515,261.5	583,613.4	631,107.7	投资资本周转天数	392	543	590	563	528
其他流动资产	5,122.1	19,650.0	30,268.0	19,649.0	17,649.0	投资回报率					
可供出售金融资产	998.2	1,708.7	1,638.0	1,673.3	1,655.7	ROE	13.9%	14.6%	16.8%	17.2%	17.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.6%	2.8%	2.8%	3.0%	3.2%
长期股权投资	14,751.2	23,450.7	36,450.7	41,450.7	46,450.7	ROIC	11.0%	12.7%	9.7%	9.2%	9.7%
投资性房地产	11,421.3	16,525.0	18,687.0	20,772.0	23,888.9	费用率					
固定资产	3,219.9	4,101.4	3,698.0	3,714.9	3,872.0	销售费用率	2.3%	2.6%	2.5%	2.6%	2.5%
在建工程	260.1	484.9	884.9	1,284.9	1,684.9	管理费用率	1.5%	1.9%	1.7%	1.8%	1.7%
无形资产	28.5	40.8	48.8	50.9	52.5	财务费用率	1.4%	1.6%	1.5%	1.2%	1.2%
其他非流动资产	1,910.3	3,575.3	2,620.6	2,229.4	2,001.8	三费/营业收入	5.2%	6.2%	5.6%	5.6%	5.4%
资产总额	467,996.8	696,451.8	875,380.3	952,098.7	#####	偿债能力					
短期债务	409.0	3,066.9	3,734.4	11,603.3	19,710.2	资产负债率	74.8%	77.3%	80.4%	79.7%	78.6%
应付帐款	87,874.6	113,254.8	109,300.6	118,830.8	133,734.9	负债权益比	296.3%	340.1%	409.1%	392.1%	367.5%
应付票据	2,604.2	1,357.5	-	-	-	流动比率	1.73	1.78	1.75	1.73	1.74
其他流动负债	159,908.1	245,270.8	350,579.0	378,709.2	387,338.7	速动比率	0.53	0.57	0.64	0.58	0.57
长期借款	68,866.6	147,653.9	202,979.6	211,624.6	222,591.0	利息保障倍数	11.35	11.67	13.14	15.31	14.75
其他非流动负债	30,232.4	27,608.2	36,855.5	37,872.7	38,378.0	分红指标					
负债总额	349,894.8	538,212.1	703,449.0	758,640.6	801,752.8	DPS(元)	0.31	0.40	0.50	0.57	0.66
少数股东权益	28,848.8	51,259.9	56,748.6	62,607.8	69,317.8	分红比率	30.1%	30.4%	30.4%	30.4%	30.4%
股本	11,857.8	11,858.4	11,892.3	11,892.3	11,892.3	股息收益率	2.5%	3.2%	4.0%	4.6%	5.3%
留存收益	77,389.2	89,855.4	103,290.4	118,958.0	136,963.4						
股东权益	118,101.9	158,239.7	171,931.3	193,458.1	218,173.5						
						现金流量表					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E						
净利润	17,073.0	19,677.2	19,392.3	22,446.0	25,878.8	业绩和估值指标					
加:折旧和摊销	786.6	792.0	725.3	916.0	1,191.3	EPS(元)	1.04	1.31	1.63	1.89	2.18
资产减值准备	-40.4	66.1	-	-	-	BVPS(元)	7.51	9.00	9.69	11.00	12.52
公允价值变动损失	-23.7	0.6	-0.5	-1.1	-0.6	PE(X)	11.9	9.4	7.6	6.6	5.7
财务费用	2,217.0	3,489.2	2,693.3	2,635.6	3,156.3	PB(X)	1.7	1.4	1.3	1.1	1.0
投资损失	-1,246.9	-1,680.4	-1,119.7	-945.1	-727.0	P/FCF	33.3	37.7	3.9	20.8	20.0
少数股东损益	4,651.5	4,051.3	5,488.8	5,859.2	6,710.0	P/S	1.0	1.0	0.8	0.7	0.6
营运资金的变动	11,577.4	-64,563.4	-39,735.7	-28,066.7	-35,310.3	EV/EBITDA	7.2	11.6	9.9	9.1	8.4
经营活动产生现金流量	34,054.0	-29,295.9	-12,556.3	2,843.7	898.5	CAGR(%)	18.4%	18.3%	13.9%	18.4%	18.3%
投资活动产生现金流量	-13,058.7	-16,950.7	-14,701.8	-7,519.1	-9,114.7	PEG	0.6	0.5	0.5	0.4	0.3
融资活动产生现金流量	-11,328.7	67,397.6	58,237.6	9,100.0	11,543.6	ROIC/WACC	2.3	2.6	2.0	1.9	2.0
						REP	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

黄守宏声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
北京联系人	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034