



业绩符合预期, 销售回款好于预期

投资要点

- **事件:** 公司发布业绩快报, 2018 年实现营业收入 1936.3 亿 (+32.3%), 归属于上市公司股东的净利润 188.0 亿 (+20.3%)。
- **全年业绩符合预期, 保持稳健增长。** 公司 2017 年业绩增速为 25.8%, 2018 年三季度业绩增速为 16.0%, 当时市场对公司的业绩预期有一定下调, 总体上 2018 年 20% 的业绩增速符合市场预期。由于结算权益比例走低, 公司利润总额的增速高于业绩增速 18 个百分点。扣非后净利润增速低于业绩增速 3.1 个百分点, 主因代理公司重组带来了部分的非经常性损益。考虑到公司 2017 年和 2018 年销售额分别有 47.2% 和 30.9% 的增速, 我们保守判断 2019 年业绩增速依然维持在 20% 以上。
- **销售完美收官, 回款率好于预期。** 2018 年 12 月, 公司实现签约销售额 365.3 亿元, 同比增长 4.5%; 2018 全年实现签约销售额 4048.2 亿元, 同比增长 30.9%; 全年累计实现签约面积 2766.1 万方, 同比增长 23.4%; 销售均价 14635 元每平方米, 同比增长 6.1%。2018 年公司新推盘当月去化率有所下降, 2017 年为 73.1%, 2018 年为 64.4%, 12 月去化 62.4%, 相比 11 月有所反弹, 与公司年底冲业绩有一定关系。公司在 2018 年累计可售去化率为 83.6%, 比 17 年下降 3pct。年末已推未售货值 990 亿。2018 年公司全口径回笼资金 3536 亿, 回笼率 88%, 比 2017 年的 86% 高出两个百分点。
- **投资强度有所控制, 2018 年下半年拿地明显减少。** 公司在 2018 年下半年适当控制了拿地的投资强度。2018 年累计拓展规模相当于 17 年的 70% 左右, 共获取 132 个项目, 3116 万方, 合同价格 1927 亿, 权益比在 68% 左右, 权益地价 1256 亿。相比销售回款的比例在 40% 多, 远低于 17 年。
- **融资成本安全可控, 信用优势明显。** 截止到 2018 年末公司有息负债约 2650 亿, 综合融资成本约 5.03%, 净增负债约为 661 亿。全年公司预收账款超过 3000 亿, 资金状况良好。公司的央企信用优势和良好的回款情况有助于在行业下行期获得更多的市占空间。
- **盈利预测与评级。** 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.59 元、1.91 元和 2.34 元, 当前股价对应 PE 分别为 7 倍、6 倍、5 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 销售回款或不及预期等。

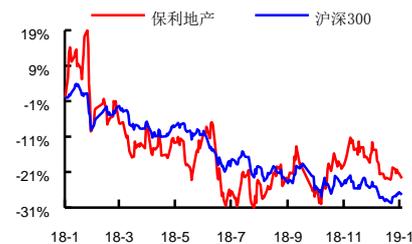
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	146341.82	193806.75	250808.31	314622.11
增长率	-5.45%	32.43%	29.41%	25.44%
归属母公司净利润 (百万元)	15625.89	18854.48	22774.86	27850.89
增长率	25.80%	20.66%	20.79%	22.29%
每股收益 EPS (元)	1.31	1.59	1.91	2.34
净资产收益率 ROE	12.44%	14.17%	14.81%	15.58%
PE	9	7	6	5
PB	0.88	0.80	0.70	0.60

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 胡华如
执业证号: S1250517060001
电话: 0755-23900571
邮箱: hhr@swsc.com.cn
联系人: 杨雨蕾
电话: 021-58351779
邮箱: yangyul@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	118.95
流通 A 股(亿股)	117.73
52 周内股价区间(元)	10.51-18.69
总市值(亿元)	1,400.04
总资产(亿元)	8,570.27
每股净资产(元)	9.48

相关研究

1. 保利地产(600048): 盈利能力稳中有升, 新开工大幅增长 (2018-10-31)
2. 保利地产(600048): 单月销售同比高速增长, 累计增速维持在高位 (2018-10-12)
3. 保利地产(600048): 累计销售维持在高位, 拿地力度同比持平 (2018-09-10)
4. 保利地产(600048): 业绩符合预期, 土储大幅增长 (2018-08-15)
5. 保利地产(600048): 单月销售创纪录, 优质土地储备充裕 (2018-07-11)
6. 保利地产(600048): 业绩开启高增长, 融资成本保持低位 (2018-04-17)

关键假设：

假设 1：公司 2017 年和 2018 年销售额分别有 47.2%和 30.9%的增速，随着 2018 年项目结转的增长，预计公司 2018 年将释放大量业绩，预计 2018-2020 年房地产业务规模保持 32%、29%、25%的增速，2018 毛利率维持在 32%左右，2019、2020 年随着结算单价增速回落，毛利率或维持在 30%左右；

假设 2：其他主营业务主要包括建筑、装饰、租赁、物业管理、销售代理、展览、酒店、服务费等收入，房地产销售的大幅增长，将带动其他主营业务规模的大幅增长，预计 2018-2020 年其他主营业务增速分别为 40%、36%、32%，毛利率维持在 42%左右；

假设 3：其他业务规模保持不变，且毛利率维持基本不变。

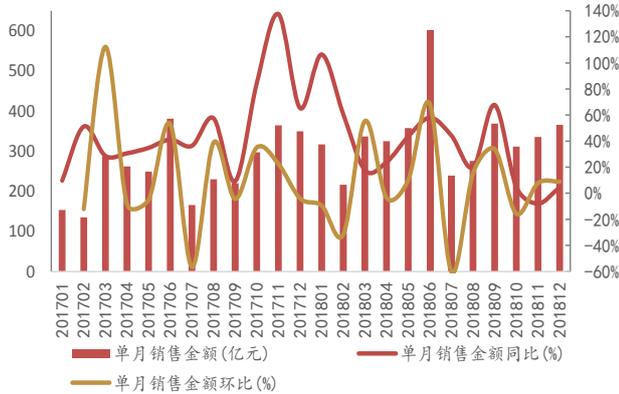
基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
合计	收入	146341.8	193806.7	250808.3	314622.1
	增速	-5.4%	32.4%	29.4%	25.4%
	毛利率	31.1%	33.1%	31.3%	31.3%
房地产业务	收入	137463.4	181451.7	234072.7	292590.8
	增速	-6.5%	32.0%	29.0%	25.0%
	毛利率	30.5%	32.4%	30.5%	30.5%
其他主营业务	收入	8691.6	12168.2	16548.8	21844.4
	增速	14.2%	40.0%	36.0%	32.0%
	毛利率	38.9%	42.0%	42.0%	42.0%
其他业务	收入	186.8	186.8	186.8	186.8
	增速	-10.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	85.4%	85.4%	85.4%	85.4%

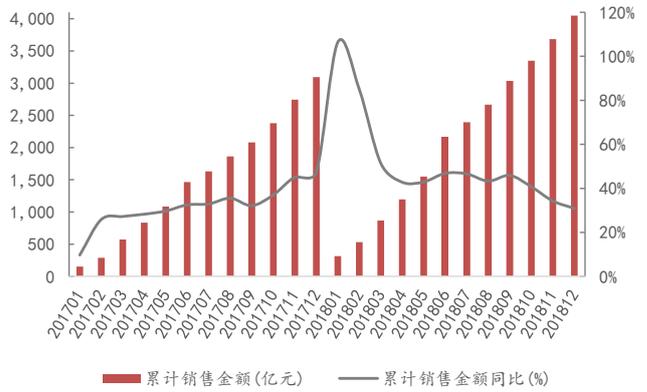
数据来源：公司公告，西南证券

图 1: 公司 2017 年以来单月销售情况及增速情况



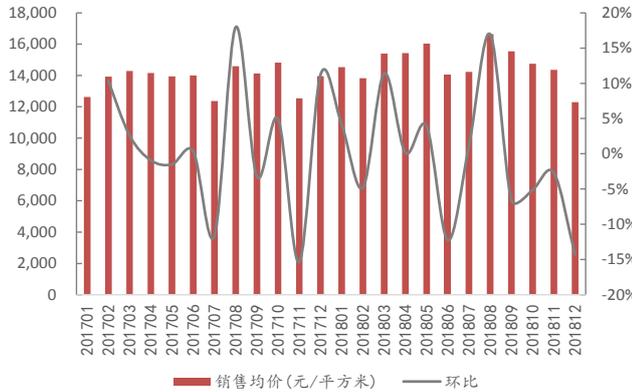
数据来源: WIND, 西南证券整理

图 2: 公司 2017 年以来累计销售情况及增速情况



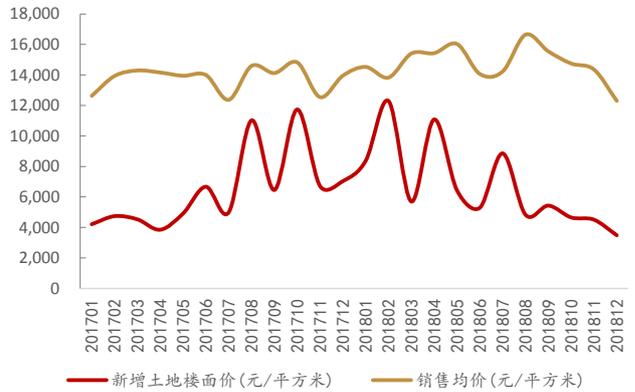
数据来源: WIND, 西南证券整理

图 3: 公司 2017 年以来销售均价情况及增速情况



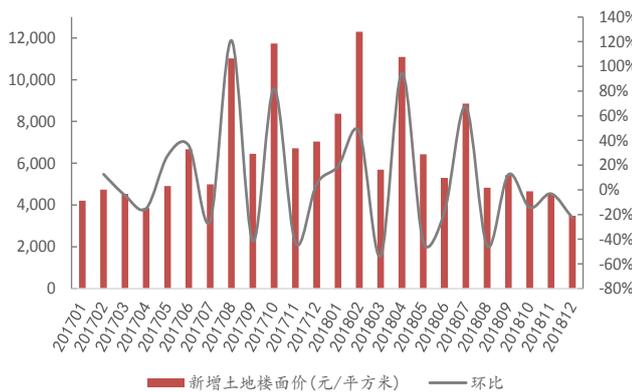
数据来源: WIND, 西南证券整理

图 4: 公司 2017 年销售均价及拿地均价情况



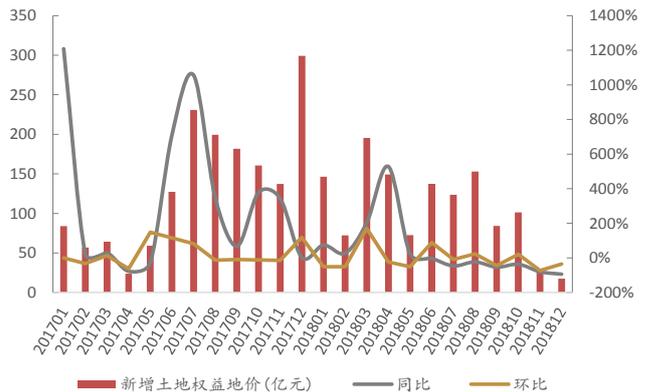
数据来源: WIND, 西南证券整理

图 5: 公司 2017 年以来月度新增土地权益地价情况



数据来源: WIND, 西南证券整理

图 6: 公司 2017 年以来新增土地楼面价及环比变化



数据来源: WIND, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	146341.82	193806.75	250808.31	314622.11	净利润	19677.20	24747.72	29697.45	36181.45
营业成本	100872.42	129746.13	172306.04	216047.63	折旧与摊销	792.00	269.14	271.04	273.42
营业税金及附加	12456.67	17273.55	22018.95	27761.37	财务费用	2391.76	8833.11	9467.87	11726.79
销售费用	3866.21	4263.75	5517.78	7865.55	资产减值损失	66.12	-40.00	20.00	20.00
管理费用	2844.84	2713.29	4012.93	5033.95	经营营运资本变动	-94191.86	-180958.93	94112.43	-295938.53
财务费用	2391.76	8833.11	9467.87	11726.79	其他	41968.93	-1429.28	-1610.24	-1436.54
资产减值损失	66.12	-40.00	20.00	20.00	经营活动现金流净额	-29295.86	-148578.24	131958.55	-249173.41
投资收益	1680.43	1596.40	1516.58	1440.76	资本支出	-1114.47	201.30	196.60	198.70
公允价值变动损益	-0.59	5.77	7.21	9.01	其他	-15836.25	5135.35	-120.70	305.10
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-16950.72	5336.65	75.90	503.80
营业利润	25526.92	32619.08	38988.53	47616.57	短期借款	2657.94	105525.69	-107767.50	258670.95
其他非经营损益	172.53	177.47	175.82	176.37	长期借款	78787.30	2014.13	1799.24	1428.69
利润总额	25699.45	32796.55	39164.36	47792.94	股权融资	576.41	36.59	0.00	0.00
所得税	6022.25	8048.83	9466.91	11611.49	支付股利	-3735.41	-3125.18	-3770.90	-4554.97
净利润	19677.20	24747.72	29697.45	36181.45	其他	-10888.66	-19320.51	-10471.76	-12657.83
少数股东损益	4051.31	5893.24	6922.58	8330.57	筹资活动现金流净额	67397.58	85130.72	-120210.92	242886.84
归属母公司股东净利润	15625.89	18854.48	22774.86	27850.89	现金流量净额	21012.85	-58110.86	11823.53	-5782.77
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	67801.20	9690.34	21513.87	15731.11	成长能力				
应收和预付款项	119666.13	132769.68	186691.14	227141.65	销售收入增长率	-5.45%	32.43%	29.41%	25.44%
存货	439039.61	564642.84	750044.50	940492.38	营业利润增长率	10.40%	27.78%	19.53%	22.13%
其他流动资产	19649.98	16094.83	27144.21	30089.31	净利润增长率	15.25%	25.77%	20.00%	21.83%
长期股权投资	23450.65	23450.65	23450.65	23450.65	EBITDA 增长率	9.82%	45.32%	16.79%	22.35%
投资性房地产	16525.03	12459.33	13468.57	14150.97	获利能力				
固定资产和在建工程	4586.29	4127.03	3672.48	3210.83	毛利率	31.07%	33.05%	31.30%	31.33%
无形资产和开发支出	50.58	60.25	68.03	78.43	三费率	6.22%	8.16%	7.57%	7.83%
其他非流动资产	5682.28	6193.94	6808.32	7249.72	净利率	13.45%	12.77%	11.84%	11.50%
资产总计	696451.75	769488.89	1032861.77	1261595.04	ROE	12.44%	14.17%	14.81%	15.58%
短期借款	3066.94	108592.63	825.13	259496.08	ROA	2.83%	3.22%	2.88%	2.87%
应付和预收款项	264261.61	198785.31	514011.29	421946.42	ROIC	10.21%	8.98%	9.33%	9.04%
长期借款	147653.85	149667.98	151467.22	152895.91	EBITDA/销售收入	19.62%	21.53%	19.43%	18.95%
其他负债	123229.68	137810.12	165998.73	195070.74	营运能力				
负债合计	538212.09	594856.05	832302.37	1029409.16	总资产周转率	0.25	0.26	0.28	0.27
股本	11858.44	11895.03	11895.03	11895.03	固定资产周转率	39.98	50.06	73.45	106.41
资本公积	15462.46	15462.46	15462.46	15462.46	应收账款周转率	84.43	93.04	93.50	91.75
留存收益	74392.95	90122.25	109126.22	132422.13	存货周转率	0.27	0.26	0.26	0.26
归属母公司股东权益	106979.80	117479.74	136483.71	159779.62	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	142.45%	—	—	—
少数股东权益	51259.87	57153.11	64075.69	72406.26	资本结构				
股东权益合计	158239.67	174632.84	200559.40	232185.88	资产负债率	77.28%	77.31%	80.58%	81.60%
负债和股东权益合计	696451.75	769488.89	1032861.77	1261595.04	带息债务/总负债	33.10%	48.03%	21.60%	42.73%
					流动比率	1.78	1.73	1.51	1.43
					速动比率	0.57	0.38	0.36	0.32
					股利支付率	23.91%	16.58%	16.56%	16.35%
业绩和估值指标					每股指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	28710.68	41721.33	48727.45	59616.78	每股收益	1.31	1.59	1.91	2.34
PE	8.96	7.43	6.15	5.03	每股净资产	13.30	14.68	16.86	19.52
PB	0.88	0.80	0.70	0.60	每股经营现金	-2.46	-12.49	11.09	-20.95
PS	0.96	0.72	0.56	0.44	每股股利	0.31	0.26	0.32	0.38
EV/EBITDA	7.71	9.44	5.57	8.95					
股息率	2.67%	2.23%	2.69%	3.25%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn