



600048.SH

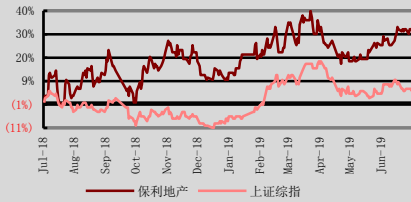
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 13.55

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	20.5	5.9	0.8	33.5
相对上证指数	2.8	5.5	11.5	29.4

发行股数(百万)	11,896
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	161,194
3个月日均交易额(人民币 百万)	871
净负债比率(%) (2019E)	86
主要股东(%)	
保利南方集团有限公司	38

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券  
以2019年7月18日收市价为标准

相关研究报告

《保利地产: 销售再度百亿增长, 央企成长龙头》20190417

《保利地产: 业绩稳增土储充足, 融资优势巩固龙头地位》20181030

《保利地产: 业绩高增储备充足, 一主两翼战略升级》20180418

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

房地产: 房地产开发

晋蔚

(8610) 66229394

jinwei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518010002

# 保利地产

## 业绩增速超预期, 央企龙头优势凸显

保利地产发布2019年中期业绩快报: 实现营业收入711.6亿元, 同比增长19.5%; 实现归母净利润103.5亿元, 同比增长59.1%, 超越市场预期; 每股收益0.87元, 同比增长58.7%; 实现ROE8.23%, 较上年同期提高2.35个百分点。2019年H1公司实现销售额2,526.2亿元, 同比增长17.3%, 高基数下仍实现稳健增长。考虑到公司结转速度加快、结算利润率提升、融资优势愈发显著, 在行业集中度提升的背景下, 我们上调公司2019-21年EPS预测分别至2.15/2.73/3.05元, 对应19年PE6.3倍, 维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- **业绩增速59%显著超预期, 结转毛利提升。**2019年H1公司实现营业收入711.6亿元, 同比增长19.5%; 实现归母净利润103.5亿元, 同比增长59.1%。业绩增速大幅超预期主要因为: 1) 结转毛利率提升, 2019H1营业利润率24.6%, 较去年同期21.1%增长3.5个百分点; 2) 期内投资收益增加; 3) 结转项目权益比例提高, 2018年公司少数股东损益达28%, 伴随合作拿地占比减少, 权益比逐渐提高。2016-18年, 公司销售额增速分别为36.3%、47.2%及30.9%, 均高于当期营收及利润增速, 未来业绩潜力可期; 同时, 19年一季度末公司预收账款3,253亿元, 覆盖18年结算收入1.7倍, 业绩锁定性强。

- **销售高基数下稳健增长, 增速领跑龙头。**2019年上半年公司实现销售面积1,636.5万方, 销售金额2,526.2亿元, 分别同比增长12.6%、17.3%, 销售规模全国第四名, 在高基数下仍能实现稳健增长, 增速领跑TOP5房企。考虑到公司可售货量充足达1.5-1.6万亿元, 下半年销售基数下降, 且公司布局以一二线城市为主, 预计全年销售额达4,800-5,000亿元, 延续稳健增速。

- **融资优势愈发显著, 负债结构健康。**2018年末公司资产负债率和净负债率分别为77.97%和80.55%, 维持行业较低水平。2019年上半年, 公司新增有息负债综合成本约5.1%, 较去年下降超10bps, 融资成本低位再下降; 负债结构健康, 银行贷款占比70%以上, 除超2,000亿未使用银行授信头寸外, 中票、公司债、超短融、REITs等产品均已发行, 在行业整体融资收紧的背景下, 央企优势愈发明显, 龙头地位巩固。

### 估值

- 我们上调公司2019-21年EPS预测分别至2.15/2.73/3.05元, 对应19年PE6.3倍, 维持买入评级。

### 评级面临的主要风险

- 房地产行业销售大幅下滑, 行业融资收紧超预期。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	146,342	194,555	265,386	327,576	350,807
变动(%)	(5)	33	36	23	7
净利润(人民币 百万)	15,623	18,942	25,548	32,529	36,261
全面摊薄每股收益(人民币)	1.313	1.592	2.148	2.734	3.048
变动(%)	25.8	21.2	34.9	27.3	11.5
先前预测每股收益(人民币)			1.953	2.504	2.784
调整幅度(%)			10.0	9.2	9.5
全面摊薄市盈率(倍)	10.3	8.5	6.3	5.0	4.4
价格/每股现金流量(倍)	(5.5)	13.6	(4.4)	(9.4)	5.4
每股现金流量(人民币)	(2.46)	1.00	(3.06)	(1.43)	2.53
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.0	8.0	6.2	5.7	5.2
每股股息(人民币)	0.399	0.500	0.676	0.860	0.959
股息率(%)	2.9	3.7	5.0	6.3	7.1

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

## 损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	146,342	194,555	265,386	327,576	350,807
销售成本	(113,329)	(147,461)	(198,640)	(245,212)	(262,674)
经营费用	(5,918)	(8,391)	(11,862)	(14,867)	(15,989)
息税折旧前利润	27,095	38,703	54,884	67,497	72,144
折旧及摊销	(793)	(1,017)	(971)	(972)	(974)
经营利润(息税前利润)	26,302	37,687	53,913	66,524	71,170
净利息收入/(费用)	(1,538)	305	(10,208)	(12,054)	(13,408)
其他收益/(损失)	1,908	241	5,004	7,419	11,049
税前利润	25,696	35,819	45,417	57,827	64,459
所得税	(6,022)	(9,631)	(11,354)	(14,456)	(16,113)
少数股东权益	(4,051)	(7,245)	(8,515)	(10,842)	(12,085)
净利润	15,623	18,942	25,548	32,529	36,261
核心净利润	15,623	18,942	25,548	32,529	36,261
每股收益(人民币)	1.313	1.592	2.148	2.734	3.048
核心每股收益(人民币)	1.313	1.592	2.148	2.734	3.048
每股股息(人民币)	0.399	0.500	0.676	0.860	0.959
收入增长(%)	(5)	33	36	23	7
息税前利润增长(%)	9	43	43	23	7
息税折旧前利润增长(%)	9	43	42	23	7
每股收益增长(%)	26	21	35	27	11
核心每股收益增长(%)	26	21	35	27	11

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

## 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	67,801	113,431	154,727	190,986	204,530
应收帐款	66,221	121,396	165,592	204,397	218,892
库存	439,040	474,505	647,254	798,931	855,589
其他流动资产	73,095	57,149	35,526	43,864	47,014
流动资产总计	646,157	766,481	1,003,1	1,238,1	1,326,0
固定资产	4,105	4,599	5,556	6,516	7,475
无形资产	51	167	161	155	150
其他长期资产	46,139	75,247	76,711	76,248	74,931
长期资产总计	50,295	80,012	82,428	82,919	82,556
总资产	696,452	846,494	1,085,528	1,321,097	1,408,581
应付帐款	114,869	102,172	139,367	172,075	184,432
短期债务	29,495	48,718	120,300	199,337	206,136
其他流动负债	218,586	294,007	400,756	494,679	529,679
流动负债总计	362,950	444,897	660,423	866,091	920,247
长期借款	175,106	214,939	214,939	214,939	214,939
其他长期负债	156	164	164	164	164
股本	11,858	11,895	11,895	11,895	11,895
储备	95,121	110,027	127,699	150,170	175,215
股东权益	106,980	121,923	139,594	162,065	187,110
少数股东权益	51,260	64,572	70,408	77,839	86,121
总负债及权益	696,452	846,494	1,085,528	1,321,097	1,408,581
每股帐面价值(人民币)	8.99	10.25	11.73	13.62	15.73
每股有形资产(人民币)	9.02	10.27	11.72	13.61	15.71
每股净负债/(现金)(人民币)	11.54	12.67	15.18	18.77	18.20

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

## 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	25,696	35,819	45,417	57,827	64,459
折旧与摊销	793	1,017	971	972	974
净利息费用	2,514	2,109	13,500	16,117	17,760
运营资本变动	(50,182)	(19,231)	(80,087)	(70,281)	(26,149)
税金	(6,022)	(9,631)	(11,354)	(14,456)	(16,113)
其他经营现金流	(2,094)	1,812	(4,821)	(7,240)	(10,872)
经营活动产生的现金流	(29,296)	11,893	(36,375)	(17,060)	30,058
购买固定资产净值	(495)	(604)	0	0	0
投资减少/增加	(6,535)	(11,560)	3,292	4,064	4,352
其他投资现金流	(9,921)	(1,295)	5,593	(9,776)	(8,132)
投资活动产生的现金流	(16,951)	(13,459)	8,885	(5,712)	(3,780)
净增权益	15,869	12,783	0	0	0
净增债务	66,852	57,086	71,582	79,036	6,800
支付股息	(15,265)	(21,401)	(8,037)	(10,233)	(11,406)
其他融资现金流	(58)	(1,971)	5,593	(9,776)	(8,132)
融资活动产生的现金流	67,398	46,498	69,138	59,027	(12,739)
现金变动	21,151	44,932	41,649	36,255	13,539
期初现金	46,984	67,801	113,431	154,727	190,986
公司自由现金流	(46,247)	(1,566)	(27,489)	(22,773)	26,278
权益自由现金流	20,605	55,520	44,093	56,264	33,078

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

## 主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	18.5	19.9	20.7	20.6	20.6
息税前利润率(%)	18.0	19.4	20.3	20.3	20.3
税前利润率(%)	17.6	18.4	17.1	17.7	18.4
净利率(%)	10.7	9.7	9.6	9.9	10.3
流动性					
流动比率(倍)	1.8	1.7	1.5	1.4	1.4
利息覆盖率(倍)	7.5	8.3	3.2	3.3	3.2
净权益负债率(%)	86.5	80.6	86.0	93.1	79.3
速动比率(倍)	0.6	0.7	0.5	0.5	0.5
估值					
市盈率(倍)	10.3	8.5	6.3	5.0	4.4
核心业务市盈率(倍)	10.3	8.5	6.3	5.0	4.4
市净率(倍)	1.5	1.3	1.2	1.0	0.9
价格/现金流(倍)	(5.5)	13.6	(4.4)	(9.4)	5.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.0	8.0	6.2	5.7	5.2
周转率					
存货周转天数	1,195.4	1,130.6	1,030.6	1,076.3	1,149.5
应收帐款周转天数	133.2	176.0	197.4	206.1	220.2
应付帐款周转天数	256.3	203.6	166.1	173.5	185.5
回报率					
股息支付率(%)	39.7	42.9	41.9	41.9	41.9
净资产收益率(%)	15.9	16.6	19.5	21.6	20.8
资产收益率(%)	3.5	3.6	4.2	4.1	3.9
已运用资本收益率(%)	9.2	9.9	11.5	11.8	11.2

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。



## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371