

证券研究报告—动态报告

房地产

房地产开发 II

保利地产(600048)

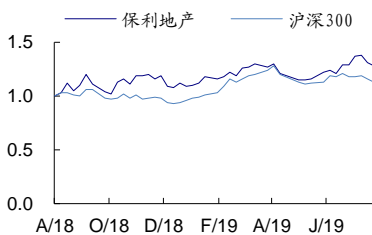
买入

2019 年中报点评

(维持评级)

2019 年 08 月 13 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	11,896/11,896
总市值/流通(百万元)	165,596/165,596
上证综指/深圳成指	2,815/8,979
12 个月最高/最低(元)	14.85/10.14

相关研究报告:

《保利地产-600048-深度报告: 央企龙头, 剑指前三》——2019-05-30
 《保利地产-600048-2018 年报点评: 业绩符合预期, 销售再创新高》——2019-04-17
 《保利地产-600048-2018 年中报点评: 深耕一二线, 业绩有保障》——2018-08-17
 《保利地产-600048-2017 年年报点评: 聚焦优势, 两翼提速》——2018-04-17
 《保利地产-600048-业绩快报及销售数据点评: 业绩超预期, 目标积极, 维持“买入”评级》——2018-01-16

证券分析师: 区瑞明

电话: 0755-82130678
 E-MAIL: ourm@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120051

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

增长显著, 维持“买入”评级

● 归母净利大增 53%, 符合预期

2019 年上半年公司实现营业收入 711.2 亿元, 同比增长 19.5%; 归母净利润 99.6 亿元, 同比大增 53.3%, 与 7 月 19 日披露的业绩快报接近, 符合预期。

● 聚焦核心一、二线, 资源储备充足

2019 年上半年公司实现销售面积 1636.5 万平方米, 同比增长 12.6%; 销售金额 2526.2 亿元, 同比增长 17.3%, 其中一、二线城市及六大核心城市群销售贡献均超 75%。2019 年上半年新增容积率面积 826 万平方米, 总成本 533 亿元, 一、二线城市拓展金额及面积占比分别为 78%和 60%。公司坚持聚焦一、二线城市及核心城市群, 截至 2019 年上半年末, 拥有待开发面积 7618 万平方米, 其中一、二线城市占比 60%以上, 可满足未来 2 至 3 年的开发需求。

● 短期偿债能力优, 业绩锁定性佳

截至 2019 年上半年末, 公司有息负债综合成本仅约 5%, 优势突出, 剔除预收账款后的资产负债率 40.5%, 较 2018 年末下降 2.1 个百分点; 净负债率 76.6%, 较 2018 年末下降 3.9 个百分点; 货币资金/(短期借款+一年内到期的非流动负债)为 2.6 倍, 短期偿债能力优。公司 2018 年末预收款为 3621 亿元, 对 2019 年下半年 wind 一致预期营收的锁定度达 208% (2019 年下半年 wind 一致预期营收=2019 年 wind 一致预期营收-已披露的上半年营收), 业绩锁定性佳, 在满足 2019 年 wind 一致预期营收后, 剩余的 1883 亿元仍能锁定 2020 年 wind 一致预期营收的 62%。

● 多元化资源整合优势突出

经过多年发展积累, 公司构建了多元化的土地资源拓展模式, 在招拍挂、收并购、合作开发、三旧改造、央企整合、产业拓展等渠道均形成了突出的资源整合优势, 收购中航国际旗下的地产开发业务, 落实及储备多个旧改、城市地标、主题公园、特色小镇、产业园等优质项目。公司旗下的保利物业已于 8 月 6 日向港交所递交境外首次公开发行股份并上市申请材料。

● 央企龙头, 业绩增长显著, 维持“买入”评级

公司作为央企龙头, 成本优势突出, 业绩有保障。预计 2019、2020 年 EPS 为 1.95、2.30 元, 对应 PE 为 7.0、5.9x, 维持“买入”评级。

● 风险

若行业再度升温、过热引发新一轮调控预期, 或公司销售增长失速。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	146,342	194,555	237,358	288,390	346,068
(+/-%)	-5.4%	32.9%	22.0%	21.5%	20.0%
净利润(百万元)	15626	18904	23161	27408	32517
(+/-%)	25.8%	21.0%	22.5%	18.3%	18.6%
摊薄每股收益(元)	1.32	1.59	1.95	2.30	2.73
EBIT Margin	18.0%	19.4%	18.5%	18.2%	17.9%
净资产收益率(ROE)	14.6%	15.5%	16.8%	17.4%	18.1%
市盈率(PE)	10.6	8.6	7.0	5.9	5.0
EV/EBITDA	26.0	21.3	22.4	21.8	20.7
市净率(PB)	1.54	1.33	1.18	1.03	0.90

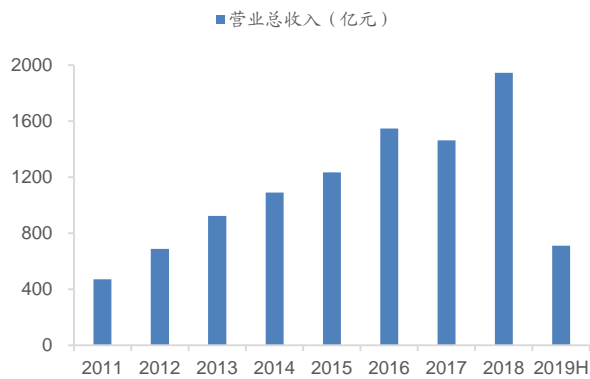
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

归母净利大增 53%，符合预期

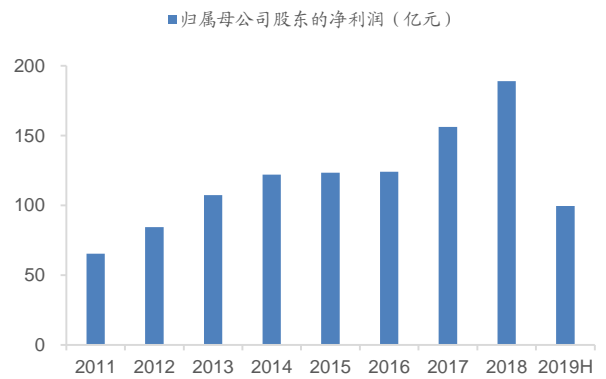
2019 年上半年公司实现营业收入 711.2 亿元，同比增长 19.5%；归母净利润 99.6 亿元，同比大增 53.3%，与 7 月 19 日披露的业绩快报接近，符合预期。

图 1：公司营业收入变化情况



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司归母净利润变化情况

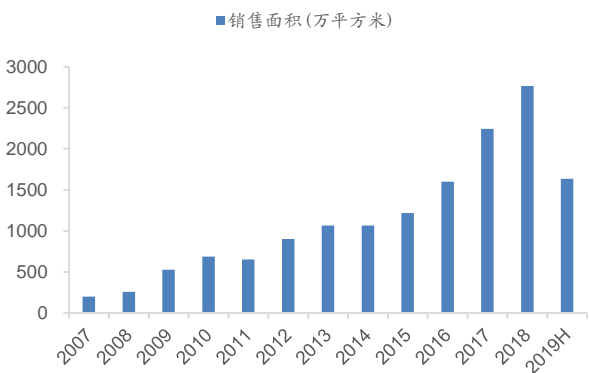


资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

聚焦核心一、二线，资源储备充足

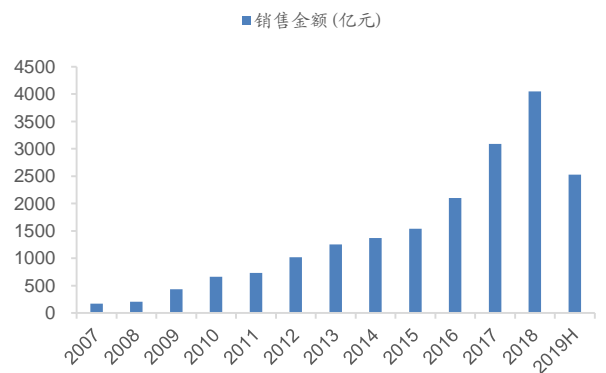
2019 年上半年公司实现销售面积 1636.5 万平方米，同比增长 12.6%；销售金额 2526.2 亿元，同比增长 17.3%，其中一、二线城市及六大核心城市群销售贡献均超 75%。2019 年上半年新增容积率面积 826 万平方米，总成本 533 亿元，一、二线城市拓展金额及面积占比分别为 78%和 60%。公司坚持聚焦一、二线城市及核心城市群，截至 2019 年上半年末，拥有待开发面积 7618 万平方米，其中一、二线城市占比 60%以上，可满足未来 2 至 3 年的开发需求。

图 3：公司销售面积变化情况



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

图 4：公司销售金额变化情况



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

短期偿债能力优，业绩锁定性佳

截至 2019 年上半年末，公司有息负债综合成本仅约 5%，优势突出，剔除预收账款后的资产负债率 40.5%，较 2018 年末下降 2.1 个百分点；净负债率 76.6%，

较 2018 年末下降 3.9 个百分点；货币资金/(短期借款+一年内到期的非流动负债)为 2.6 倍，短期偿债能力优。公司 2018 年末预收款为 3621 亿元，对 2019 年下半年 wind 一致预期营收的锁定度达 208% (2019 年下半年 wind 一致预期营收=2019 年 wind 一致预期营收-已披露的上半年营收)，业绩锁定性佳，在满足 2019 年 wind 一致预期营收后，剩余的 1883 亿元仍能锁定 2020 年 wind 一致预期营收的 62%。

多元化资源整合优势突出

经过多年发展积累，公司构建了多元化的土地资源拓展模式，在招拍挂、收并购、合作开发、三旧改造、央企整合、产业拓展等渠道均形成了突出的资源整合优势，收购中航国际旗下的地产开发业务，落实及储备多个旧改、城市地标、主题公园、特色小镇、产业园等优质项目。公司旗下的保利物业已于 8 月 6 日向港交所递交境外首次公开发行股份并上市的申请材料。

央企龙头，业绩增长显著，维持“买入”评级

公司作为央企龙头，成本优势突出，业绩有保障。预计 2019、2020 年 EPS 为 1.95、2.30 元，对应 PE 为 7.0、5.9x，维持“买入”评级。

风险

若行业再度升温、过热引发新一轮调控预期，或公司销售增长失速。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	113431	135000	145000	150000	营业收入	194555	237358	288390	346068
应收款项	121239	110550	118516	94813	营业成本	131339	161522	197028	237056
存货净额	474505	594944	726688	874477	营业税金及附加	16122	20175	24802	29762
其他流动资产	57306	118679	144195	173034	销售费用	5912	7121	8652	10728
流动资产合计	766481	959173	1134399	1292324	管理费用	3495	4515	5484	6580
固定资产	5472	5071	4852	4627	财务费用	2585	2278	2627	2457
无形资产及其他	119	114	109	105	投资收益	2690	2000	2000	2000
投资性房地产	25933	25933	25933	25933	资产减值及公允价值变动	(2161)	0	0	0
长期股权投资	48489	58489	68489	78489	其他收入	(39)	0	0	0
资产总计	846494	1048780	1233783	1401478	营业利润	35593	43747	51798	61484
短期借款及交易性金融负债	48718	93687	134728	138296	营业外净收支	188	160	160	160
应付款项	50686	49579	60557	72873	利润总额	35780	43907	51958	61644
其他流动负债	345493	481481	587913	708225	所得税费用	9631	11855	14029	16644
流动负债合计	444897	624747	783199	919394	少数股东损益	7245	8891	10521	12483
长期借款及应付债券	214939	214939	214939	214939	归属于母公司净利润	18904	23161	27408	32517
其他长期负债	164	164	164	164					
长期负债合计	215103	215103	215103	215103					
负债合计	660000	839849	998302	1134497	现金流量表 (百万元)				
少数股东权益	64572	70796	78160	86898	净利润	18904	23161	27408	32517
股东权益	121923	138135	157321	180083	资产减值准备的增加(减少)	2285	165	(76)	(106)
负债和股东权益总计	846494	1048780	1233783	1401478	折旧摊销	924	740	800	836
					公允价值变动损失	2161	0	0	0
					财务费用	2585	2278	2627	2457
					营运资本变动	(13393)	(36076)	(47892)	(20403)
					其它	(3242)	6059	7441	8844
					经营活动现金流	7639	(5952)	(12319)	21688
					资本开支	(1917)	(500)	(500)	(500)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(26956)	(10500)	(10500)	(10500)
					权益性融资	12783	0	0	0
					负债净变化	34220	0	0	0
					支付股利、利息	(21401)	(6948)	(8222)	(9755)
					其它融资现金流	26526	44969	41042	3567
					融资活动现金流	64947	38020	32819	(6188)
					现金净变动	45630	21569	10000	5000
					货币资金的期初余额	67801	113431	135000	145000
					货币资金的期末余额	113431	135000	145000	150000
					企业自由现金流	13157	(3698)	(9322)	25150
					权益自由现金流	73902	39607	29802	26923

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032