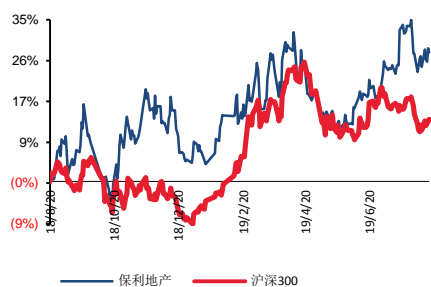


房地产

保利地产：业绩销售表现亮眼，央企融资优势持续凸显

■ 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)	164,763/164,763
12个月最高/最低(元)	14.92/10.66

相关研究报告：

证券分析师：徐超

电话：18311057693

E-MAIL: xuchao@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519080001

事件：公司近日发布2019年中报，实现营业收入711.4亿元，同比增19.5%，归母净利润99.6亿元，同比增53.3%，EPS为0.84元。

毛利率提升，项目权益比提高。19上半年公司营业收入711.2亿元，同比+19.5%；实现归属于上市公司股东净利润99.6亿元，同比+53.3%；基本每股收益0.84元，同比+52.8%；毛利率为39.8%，较去年同期提升4.4%；公司归母净利润增速明显高于营业收入增速。主要源于以下三点：1)高毛利率项目集中进入结转期；2)报告期结转项目权益比例较高3)公司成本控制能力、管理能力有所提高。

销售稳健增长，推盘货值充裕。公司19年上半年实现签约面积1636.47万方；实现签约销售金额2,526.2亿元；公司销售金额行业排名位居行业第四名；一二线城市及六大核心城市群销售贡献均超75%；公司上半年实现开工规模2894万平，已完成全年开工计划的64%，为下半年推盘储备了充裕的货值。

拿地谨慎，土地拓展模式多元化。上半年，公司新增容积率面积826万平方米，同比下降45.3%，拿地总成本533亿元，同比下降50.3%，拿地额占比销售额21.1%，整体趋于谨慎；楼面均价6453元/平米，占同期销售均价的41.8%，拿地成本较稳。从城市能级看，上半年一二、三四线城市拿地金额占比78%和22%。公司目前构建了招拍挂、收并购等多元土地拓展模式，借助国企平台，整合优质资源。

融资优势明显，财务状况稳健。2019年H1，公司有息负债2709.9亿元，负债综合成本仅4.99%，融资优势明显。净负债率76.6%，较去年同期-16.6pct，资产负债率（剔除预收款）66.1%，较去年同期-1.7pct，负债率明显改善。债务结构合理，账面现金余额/一年内息有息负债为2.63倍，短期偿债压力不大。截至2019年H1，公司获得银行授信总额5100亿元。随着下半年政策对资金端的收紧，公司凭借央企信用的融资优势将进一步凸显。

投资建议：公司土地储备充足，扩张意愿积极，高层提出“三年之内重返前三”的目标。在政策环境不断收紧的大背景下，公司作为央企加龙头，融资拿地优势将愈加明显，在央企整合的大背景下，保利地产作为集团核心的地产开发平台，不排除未来继续承接其他央企优质资源的可能性。在完成保利香港的整合，解决同业竞争问题后，业务区域和市占率有望加速提升。我们预计公司19-21年EPS分别为2.01、2.44及2.94元，对应PE为6.9X、5.7X及4.7X，目标价为16.62元，维持“买入”评级。

■ 盈利预测和财务指标：

主要财务信息

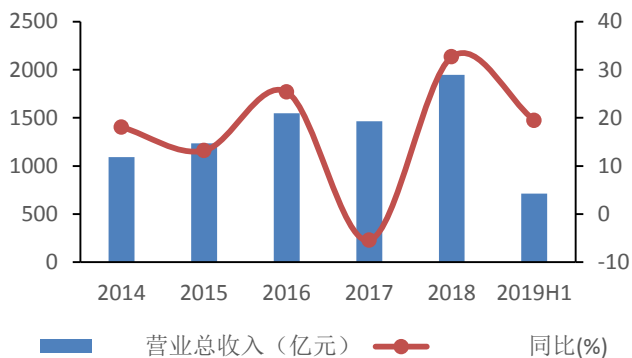
	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	194,555.49	244,138.23	300,060.82	364,347.09
增长率(%)	32.95	25.49	22.91	21.42
净利润(百万元)	18,903.72	23,932.21	29,039.85	34,994.34
增长率(%)	20.98	26.60	21.34	20.50
EPS(元/股)	1.59	2.01	2.44	2.94

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

一、毛利率提升，项目权益比提高

19上半年公司营业收入711.2亿元，同比+19.5%；实现归属于上市公司股东净利润99.6亿，同比+53.3%；基本每股收益0.84元，同比+52.8%；毛利率为39.8%，较去年同期提升4.4%；公司归母净利润增速明显高于营业收入增速，主要源于以下三点：1) 公司房地产业务结算毛利率同比提升5.7个百分点至41.0%，高毛利率项目集中进入结转期；2) 报告期结转项目权益比例较高，19年上半年少数股东权益占比23.2%，较去年同期下降6.9个百分点；3) 公司成本控制能力、管理能力有所提高，销售成本率较年初下降7.27%至60.25%，销售费用率较年初下降0.26%至2.78%。

图1：公司历年营业收入及增速



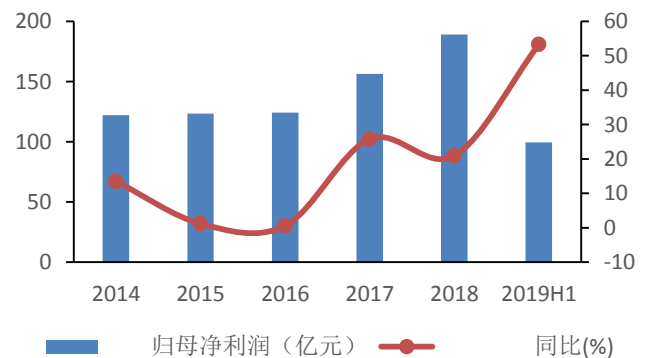
数据来源：wind，太平洋证券整理

图3：公司预收款/营业收入



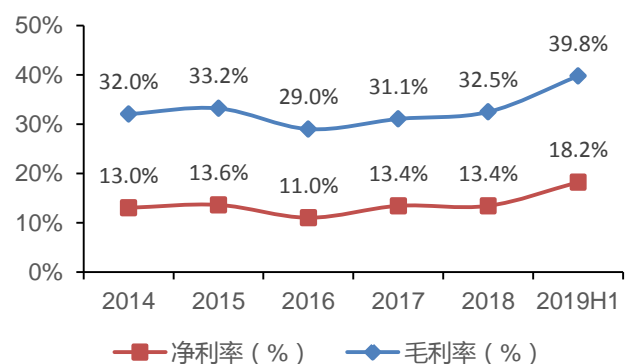
数据来源：wind，太平洋证券整理

图2：公司历年归母净利润及增速



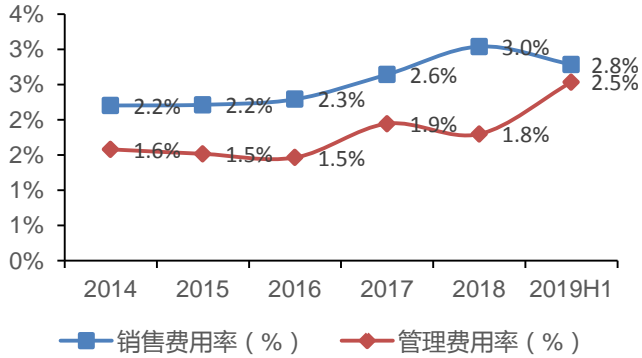
数据来源：wind，太平洋证券整理

图4：公司历年毛利率、净利率



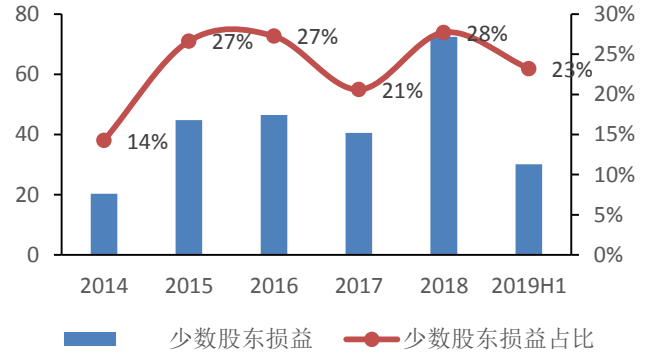
数据来源：wind，太平洋证券整理

图 5：公司历年销售、管理费用率



数据来源：wind，太平洋证券整理

图 6：公司少数股东权益及占比

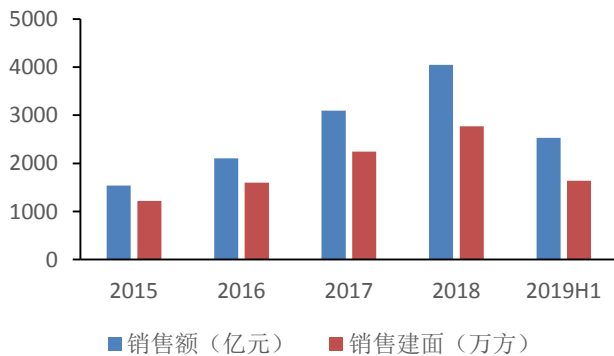


数据来源：wind，太平洋证券整理

二、销售稳健增长，推盘货值充裕

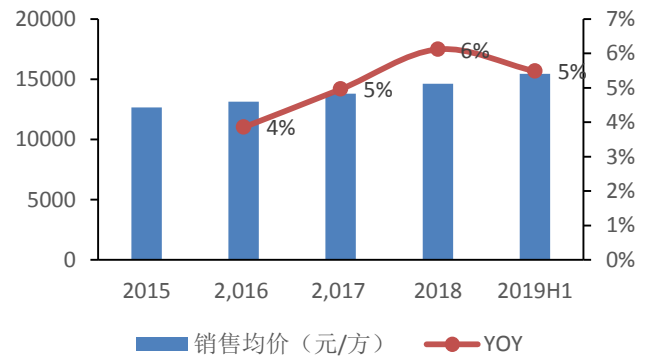
公司 19 年上半年实现签约面积 1636.47 万方，同比+12.56%；实现签约销售金额 2,526.2 亿元，同比+17.3%；据克而瑞发布的 2019 年上半年房企销售数据排名，公司销售金额行业排名较 18 年提升 1 名位居行业第四名；一二线城市及六大核心城市群销售贡献均超 75%，其中在珠三角和长三角两大核心城市群分别占比达 27%和 22%，中西部区域占比达到 13%。公司上半年实现开工规模 2894 万平，已完成全年开工计划的 64%，预示 19 年全年新开工或将超计划完成，为下半年推盘储备了充裕的货值。整体看来，公司推盘积极，货值储备丰富，预计下半年销售将继续走高。

图 7：公司历年销售额及销售建面



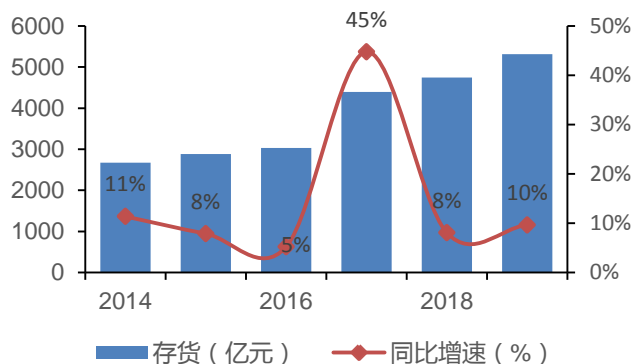
数据来源：wind，太平洋证券整理

图 8：公司历年销售均价及增速



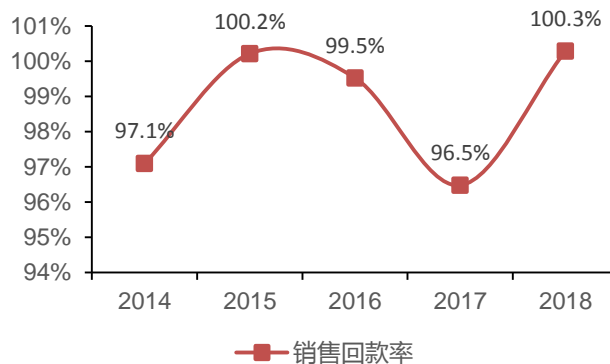
数据来源：wind，太平洋证券整理

图 9：公司历年存货及增速



数据来源：wind，太平洋证券整理

图 10：公司历年销售回款率



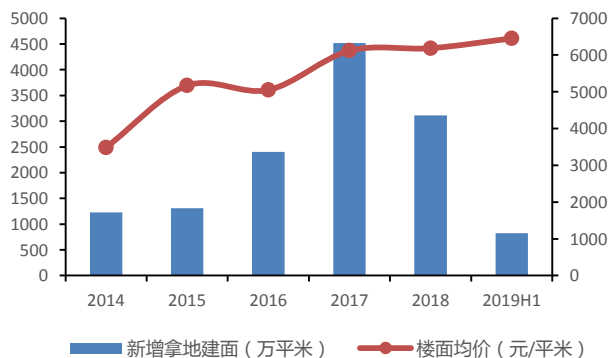
数据来源：wind，太平洋证券整理

三、拿地谨慎，土地拓展模式多元化

2019 年上半年，公司新拓展项目 44 个；新增容积率面积 826 万平方米，同比下降 45.3%，拿地总成本 533 亿元，同比下降 50.3%，拿地额占比销售额 21.1%，整体趋于谨慎；楼面均价 6453 元/平方米，占同期销售均价的 41.8%，拿地成本较稳。从城市能级看，上半年一二线、三四线城市拿地金额占比 78%和 22%，其中三四线城市主要聚焦珠三角、长三角等城市群周边布局。考虑到有充足土储且融资端持续收紧，预计下半年公司将继续保持审慎的拿地态度。

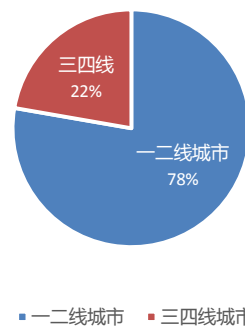
历经多年发展，公司构建了招拍挂、收并购、合作开发、三旧改造、央企整合、产业拓展等多元土地拓展模式，并借助国企平台突出的资源整合优势，收购中航国际旗下的地产开发业务，落实及储备多个旧改、城市地标、主题公园、特色小镇、产业园等优质项目。

图表 11：拿地建面及楼面价



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 12：19 年上半年新拿地金额分布

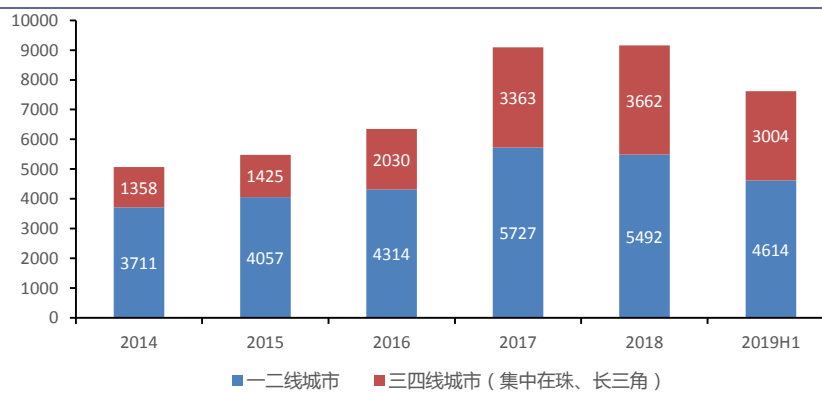


资料来源：WIND，太平洋证券整理

四、聚焦一二线城市，推进核心城市群布局体系

一直以来，公司坚持聚焦一二线城市及核心城市群，逐步形成以珠三角、长三角、京津冀、中部、成渝、海西等城市群为重点的布局体系。截至 2019 年 H1，公司在国内外 104 个城市合计待开发面积 7618 万平方米，预计可满足未来 2-3 年开发需求，灵活应对市场变化。从城市能级看，公司持续深耕核心区域。在待开发面积中，一二线城市 4614 万平方米，占比 60% 以上；珠三角和长三角城市群 3498 万平方米，占比 46%，储备资源结构得到持续优化。

图表 1：公司历年待开发面积及分布



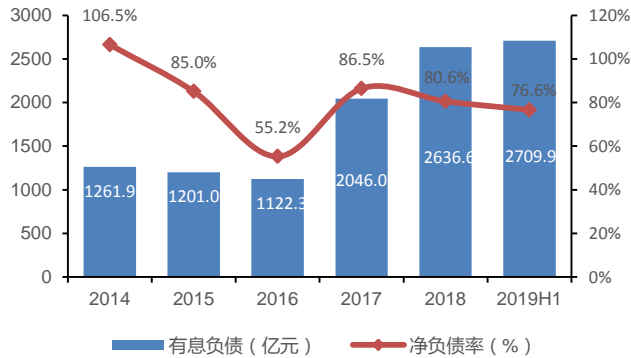
资料来源：WIND，太平洋证券整理

五、融资优势明显，财务状况稳健

公司充分发挥国企信用和龙头房企优势，以低成本储备长期资金。受今年拿地支出收缩影响，2019 年上半年，公司融资活动现金流入 606.3 亿元，同比下降 29.2%；账面有息负债 2709.9 亿元，较去年末增加 73.3 亿元，负债综合成本仅约 4.99%，较去年末下降 0.04 个百分点，融资优势明显。由于合理控制负债规模，截至 2019 年 H1，公司净负债率 76.6%，较去年同期-16.6pct，资产负债率（剔除预收款）为 66.1%，较去年同期-1.7pct，负债率同比明显改善，具备较强的抗风险能力。债务结构合理，一年内到期有息负债占比 17%，账面现金余额/一年内到期有息负债为 2.63 倍，短期偿债压力不大。

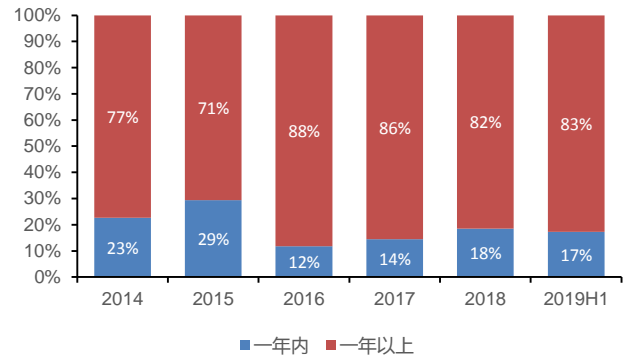
从融资端来看，目前公司着力构建以银行信贷为主，股权融资、直接债务融资、资产证券化等为辅的多元化融资体系，有息负债仍以银行借款为主，占比超 77%，公司债及中票等直接债务融资工具占比约 14%。截至 2019 年 H1，公司共获得的授信总额合计 5100 亿元。其中，已使用授信额度 2234 亿元，剩余未使用授信额度为 2866 亿元。随着下半年政策对资金端的收紧，公司凭借央企信用带来的融资优势将更进一步凸显。

图表 2：公司历年有息负债及净负债率



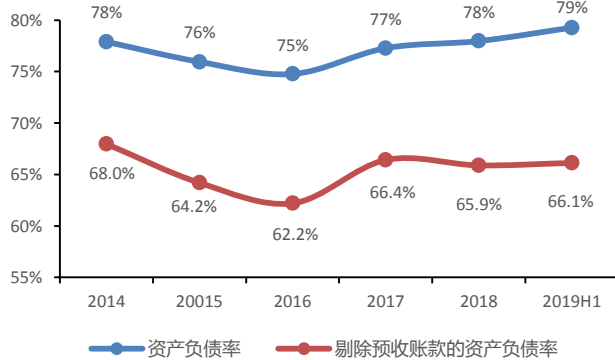
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 3：公司历年有息负债结构



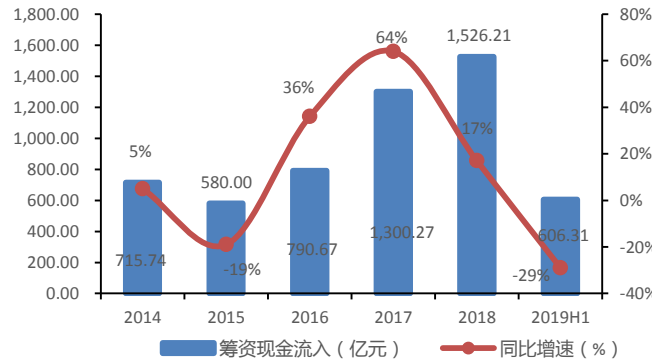
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 4：公司及剔除预收账款资产负债率



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 5：公司历年筹资现金流入及同比增速



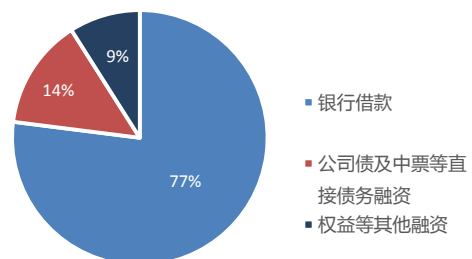
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 6：公司历年货币资金/一年内有息负债



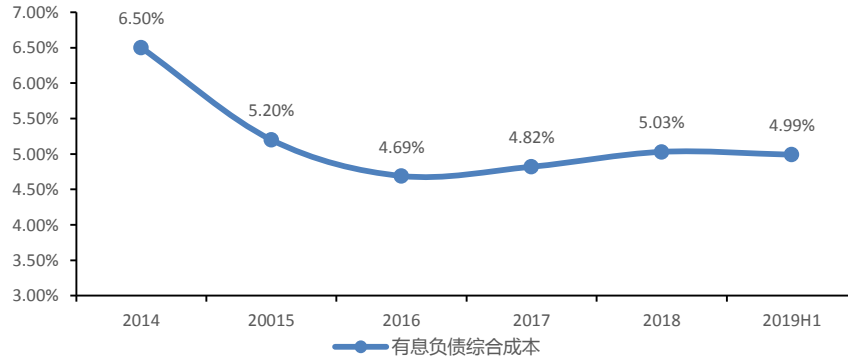
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 7：公司目前融资结构



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 8：公司历年有息负债综合成本



资料来源：WIND，太平洋证券整理

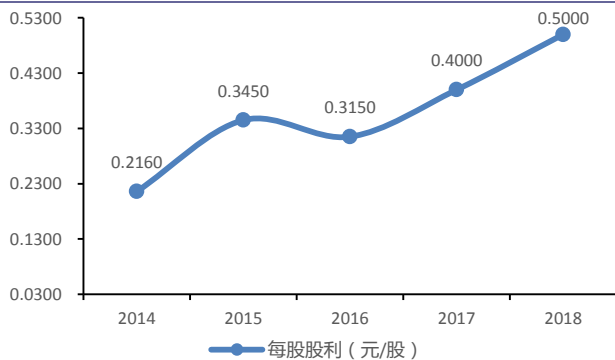
六、分红优厚，公司获大股东增持

近年来，伴随着业绩的高增长，优厚的派息政策彰显了公司实力和信心。2019年5月，公司发布2018年度权益分配公告，以方案实施前的公司总股本118.95亿股为基数，每股派发现金红利0.500元（含税），较上年度高出0.100元，共计派发现金红利59.48亿元，同比上涨25.4%。

投资建议：公司土地储备充足，扩张意愿积极，高层提出“三年之内重返前三”的目标。在政策环境不断收紧的大背景下，公司作为央企加龙头，融资拿地优势将愈加明显，在央企整合的大背景下，保利地产作为集团核心的地产开发平台，不排除未来继续承接其他央企优质资源的可能性。在完成保利香港的整合，解决同业竞争问题后，业务区域和市占率有望加速提升。我们预计公司19-21年EPS分别为2.01、2.44及2.94元，对应PE为6.9X、5.7X及4.7X，目标价为16.62元，维持“买入”评级。

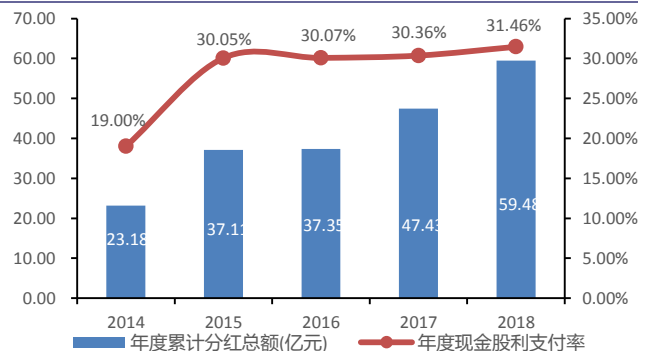
风险提示：调控政策超预期，规模扩张不及预期。

图表 9：公司历年每股股利



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 10：公司历年分红总额及分红比率



资料来源：WIND，太平洋证券整理

资产负债表(百万)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	67,801	113,431	142,333	174,035	204,034
应收账款	65,497	121,201	122,937	160,453	183,652
预付账款	54,151	26,045	67,195	54,979	96,960
存货	439,040	474,505	551,130	601,450	706,910
其他流动资产	19,668	31,299	31,261	31,261	31,261
流动资产合计	646,157	766,481	914,856	1,022,179	1,222,818
长期股权投资	23,451	48,489	73,528	74,794	76,173
固定资产	4,101	4,594	4,806	4,909	4,939
在建工程	485	878	659	521	433
无形资产	41	119	93	68	42
其他	21,809	25,612	30,770	35,383	40,294
非流动资产合计	49,887	79,692	109,856	115,675	121,881
资产总计	696,452	846,494	1,024,713	1,137,854	1,344,699
短期借款	3,067	3,011	19,821	22,274	21,997
应付账款	113,255	97,220	130,285	178,607	233,597
其他	246,628	344,666	394,288	462,052	560,664
流动负债合计	362,950	444,897	544,393	662,933	816,258
长期借款	147,654	181,874	235,465	189,908	192,619
应付债券	27,452	33,065	32,000	41,000	54,000
其他	156	164	164	164	164
非流动负债合计	175,262	215,103	267,628	231,071	246,783
负债合计	538,212	660,000	812,022	894,004	1,063,041
少数股东权益	51,260	64,572	73,745	84,875	98,288
股本	11,858	11,895	11,895	11,895	11,895
资本公积	15,462	15,246	15,517	15,217	15,117
留存收益	74,393	88,121	104,873	125,201	149,697
其他	5,266	6,661	6,661	6,661	6,661
股东权益合计	158,240	186,494	212,691	243,850	281,658
负债权益总计	696,452	846,494	1,024,713	1,137,854	1,344,699

现金流量表(百万)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	19,677	26,149	23,932	29,040	34,994
折旧摊销	792	1,015	253	270	284
财务费用	3,489	4,823	2,673	2,441	1,824
投资损失	(1,680)	(2,690)	(1,350)	(1,350)	(1,350)
营运资金变动	(64,563)	(30,009)	(36,464)	40,581	(16,925)
其它	12,990	12,605	9,174	11,133	13,415
经营活动现金流	(29,296)	11,893	(1,783)	82,114	32,243
资本支出	10,511	26,957	25,259	1,476	1,579
长期投资	8,700	25,039	25,039	1,266	1,379
其他	(36,161)	(65,455)	(79,159)	(7,597)	(8,215)
投资活动现金流	(16,951)	(13,459)	(28,861)	(4,855)	(5,257)
债权融资	204,601	263,657	332,992	298,888	314,323
股权融资	3,822	(1,161)	(2,401)	(2,741)	(1,924)
其他	(141,026)	(215,999)	(271,046)	(341,704)	(309,387)
筹资活动现金流	67,398	46,498	59,545	(45,557)	3,012
汇率变动影响	0	0	0	0	0
现金净增加额	21,151	44,932	28,901	31,703	29,999

利润表(百万)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	146,342	194,555	244,138	300,061	364,347
营业成本	100,872	131,339	167,831	207,464	253,231
营业税金及附加	12,457	16,122	20,019	24,605	29,876
营业费用	3,866	5,912	6,103	7,502	9,109
管理费用	2,845	3,495	4,883	6,001	7,287
财务费用	2,392	2,585	2,673	2,441	1,824
资产减值损失	66	2,351	0	0	0
公允价值变动收益	(1)	190	1	3	3
投资净收益	1,680	2,690	1,350	1,350	1,350
其他	(3,363)	(5,722)	(2,703)	(2,705)	(2,706)
营业利润	25,527	35,593	43,980	53,400	64,373
营业外收入	325	366	320	340	360
营业外支出	153	179	160	180	190
利润总额	25,699	35,780	44,140	53,560	64,543
所得税	6,022	9,631	11,035	13,390	16,136
净利润	19,677	26,149	33,105	40,170	48,407
少数股东损益	4,051	7,245	9,173	11,130	13,413
归母公司净利润	15,626	18,904	23,932	29,040	34,994
每股收益(元)	1.31	1.59	2.01	2.44	2.94

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	-5.45%	32.95%	25.49%	22.91%	21.42%
营业利润	10.40%	39.43%	23.56%	21.42%	20.55%
归母公司净利润	25.80%	20.98%	26.60%	21.34%	20.50%
获利能力					
毛利率	31.07%	32.49%	31.26%	30.86%	30.50%
净利率	10.68%	9.72%	9.80%	9.68%	9.60%
ROE	14.61%	15.50%	17.22%	18.27%	19.08%
ROIC	12.67%	10.23%	11.26%	11.24%	14.89%
偿债能力					
资产负债率	77.28%	77.97%	79.24%	78.57%	79.05%
净负债率	120.50%	142.50%	133.01%	138.08%	149.50%
流动比率	1.78	1.72	1.68	1.54	1.50
速动比率	0.57	0.66	0.67	0.63	0.63
营运能力					
应收账款周转率	2.77	2.08	2.00	2.12	2.12
存货周转率	0.39	0.43	0.48	0.52	0.56
总资产周转率	0.25	0.25	0.26	0.28	0.29
每股指标(元)					
每股收益	1.31	1.59	2.01	2.44	2.94
每股经营现金流	-2.46	1.00	-0.15	6.90	2.71
每股净资产	8.99	10.25	11.68	13.36	15.42
估值比率					
PE	10.54	8.72	6.88	5.67	4.71
PB	1.54	1.35	1.19	1.04	0.90
EV/EBITDA	11.64	8.41	8.49	6.04	5.01
EV/EBIT	11.95	8.61	8.54	6.07	5.03

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。