招銀国际 CMB INTERNATIONAL
招 商 银 行 全 资 附 属 机 构
A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

保利地產（600048 CH）

發展最快的開發商之一

買入（維持）

目標價	RMB22.16
(此前目標價	RMB20.72)
潛在升幅	+40.6%
當前股價	RMB15.76

公司公佈去年淨利潤達 280 億元人民幣，比我們預測的 247 億元人民幣高 13.2%，主要由於毛利率高於我們預期，以及聯合營公司貢獻增加。我們將 2020 年的盈利預測上調 7.1%，並上調目標價至 22.16 元人民幣，對應 8.0 倍 2020 年預測市盈率。重申**買入**評級。

- **2019 年淨利潤增長 48%。**2019 年收入和淨利潤分別增長 21.3%至 2,359 億元人民幣和 47.9%至 280 億元人民幣，強勁業績主要歸因於交付總建築面積增加及利潤率有所改善。2019 年物業開發的毛利率增長 2.7 個百分點至 35.4%。公司公佈去年淨利潤達 280 億元人民幣，比我們預測的 247 億元人民幣高 13.2%，主要由於毛利率高於我們預期，以及聯合營公司貢獻增加。公司宣布派發末期股息每股 0.82 元人民幣，派息比率提高至 35%。
- **2019 年合同銷售額佔全國前五。**公司 2019 年合同銷售增長 14.1%至 4,618 億元人民幣，市佔率增至 2.89%。2019 年現金回款率為 93%，來自合同銷售的現金回款為 4,312 億元人民幣。截至 2019 年 12 月，公司的淨負債比率下降 23.6 個百分點至 56.9%，手頭現金共 1,394 億元人民幣，債務成本下降 8 個基點至 4.95%，資產負債表強勁。雖然公司 2020 年一季度合同銷售額下跌 35%至 710 億元人民幣，但我們認為保利地產擁有龐大的可售資源，相信 2020 全年可實現 5%銷售增長。
- **土儲達 2.13 億平方米。**保利地產於 2019 年以 1,555 億元人民幣收購了 127 個項目，新增計容面積 2,680 萬平方米。同時，新土地的應佔權益由 2018 年的 68%增至 2019 年的 71%。截至 2019 年 12 月，在建及規劃中建築面積分別佔 1.32 億平方米和 8,100 萬平方米。我們估計每股資產淨值為 27.73 元人民幣。
- **國內領先物業管理公司。**保利物業（6049 HK，買入）於 2019 年錄得淨利潤增長 49%至 4.91 億元人民幣。截至 2019 年 12 月，公司在國內管理 1,490 個房地產項目，覆蓋 170 個城市，合同建築面積達 4.98 億平方米。
- **上調目標價及盈利預測。**我們分別上調 2020 年盈利預測 7.1%至 330 億元人民幣，及 2021 年盈利預測 8.5%至 384 億元人民幣。我們將目標價從 20.72 元人民幣上調至 22.16 元人民幣，對應 8.0 倍 2020 年預測市盈率。維持**買入**評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業收入 (百萬元人民幣)	194,555	235,981	301,311	347,892	401,678
同比增長 (%)	32.7	21.3	27.7	15.5	15.5
淨收入 (百萬元人民幣)	18,904	27,959	33,048	38,404	44,616
每股盈利 (人民幣)	1.59	2.35	2.77	3.22	3.74
每股盈利變動 (%)	20.5	47.8	17.9	16.2	16.2
市場平均每股盈利預測 (人民幣)	不適用	不適用	2.658	3.166	3.854
市盈率 (倍)	9.9	6.7	5.7	4.9	4.2
市帳率 (倍)	1.6	1.3	1.2	1.0	0.9
股息率 (%)	3.2	5.2	6.2	7.1	8.3
權益收益率 (%)	16.4	19.9	20.4	20.6	20.7
淨負債比率 (%)	80.6	56.9	60.9	55.2	52.8

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

中國房地產行業

文幹森， CFA
(852) 3900 0853
samsonman@cmbi.com.hk

黃程宇
(852) 3761 8773
huangchengyu@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬人民幣)	188,059
3 月平均流通量(百萬人民幣)	1,342
52 周內股價高/低 (人民幣)	17.35/12.04
總股本 (百萬)	11,953

資料來源：彭博

股東結構

中國保利集團公司	40.7%
自由流通	59.3%

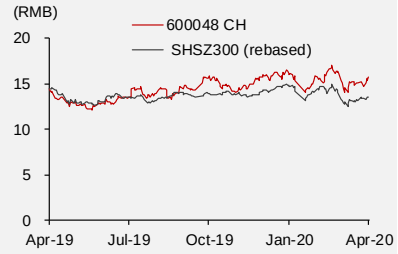
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-5.0%	-2.6%
3-月	-5.1%	4.1%
6-月	-1.9%	1.7%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：德豪國際

財務分析

利潤表

年結: 12 月 31 日 (百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
收入	**194,555**	**235,981**	**301,311**	**347,892**	**401,678**
物業銷售	182,498	223,731	287,271	331,798	383,227
其他房地產相關業務	11,251	11,306	13,002	14,953	17,196
其他	765	896	985	1,084	1,192
其他金融相關業務	42	47	52	57	63
銷售成本	(131,339)	(153,450)	(202,322)	(233,628)	(269,778)
毛利	**63,217**	**82,531**	**98,989**	**114,265**	**131,900**
稅金及附加	(16,122)	(21,841)	(25,611)	(29,571)	(34,143)
銷售費用	(5,912)	(6,681)	(8,437)	(9,741)	(11,247)
行政費用	(3,495)	(4,233)	(5,424)	(6,262)	(7,230)
研發費用	(41)	(56)	(72)	(83)	(96)
息稅前收益	**37,646**	**49,721**	**59,446**	**68,608**	**79,184**
融資成本	(2,585)	(2,582)	(2,711)	(2,846)	(2,989)
資產減值損失	(2,351)	(1,202)	-	-	-
公允價值變動	190	713	-	-	-
投資收益	2,690	3,702	4,442	5,330	6,396
其他收益	2	51	-	-	-
營業利潤	**35,593**	**50,402**	**61,177**	**71,092**	**82,592**
營業外收支	188	128	-	-	-
稅前利潤	**35,780**	**50,531**	**61,177**	**71,092**	**82,592**
所得稅	(9,631)	(12,977)	(16,518)	(19,195)	(22,300)
非控制股東權益	(7,245)	(9,595)	(11,611)	(13,493)	(15,676)
歸屬母公司股東淨利潤	**18,904**	**27,959**	**33,048**	**38,404**	**44,616**

資產負債表

年結: 12 月 31 日 (百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
流動資產	**766,481**	**936,922**	**1,047,856**	**1,194,408**	**1,374,637**
貨幣資金	113,431	139,419	148,237	181,723	217,902
應收票據及應收賬款	2,044	1,845	2,356	2,720	3,141
預付款	26,045	42,751	40,464	46,726	53,956
存貨	474,505	584,001	687,895	794,334	930,734
其他	150,456	168,905	168,905	168,905	168,905
非流動資產	**80,012**	**96,287**	**97,827**	**99,777**	**102,027**
投資物業	19,890	19,510	20,810	22,410	24,210
固定資產	4,594	7,472	7,632	7,832	8,082
無形資產	48,489	59,046	59,046	59,046	59,046
長期待攤費用	1,949	3,602	3,602	3,602	3,602
其他	5,090	6,657	6,737	6,887	7,087
總資產	**846,494**	**1,033,209**	**1,145,683**	**1,294,184**	**1,476,664**
流動負債	**444,897**	**599,700**	**639,874**	**718,485**	**815,140**
短期借貸	3,011	3,133	4,520	5,218	6,025
應收票據及應收付款	50,686	113,153	64,743	70,088	80,933
預收款	299,795	327,813	418,566	483,274	557,991
一年內到期的非流動負債	45,707	63,326	60,707	68,565	78,852
其他	45,698	92,276	91,339	91,339	91,339
非流動負債	**215,103**	**203,986**	**243,195**	**274,630**	**315,777**
長期借款	214,939	203,590	242,826	274,261	315,409
其他	164	396	369	369	369
總負債	**660,000**	**803,687**	**883,069**	**993,115**	**1,130,918**
股東權益	**115,423**	**140,342**	**161,823**	**186,785**	**215,786**
永續債	6,500	15,680	15,680	15,680	15,680
少數股東權益	64,572	73,500	85,111	98,605	114,281
總權益	**186,494**	**229,522**	**262,614**	**301,070**	**345,746**

現金流量表

年結: 12 月 31 日 (百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
稅後利潤	26,149	37,554	44,659	51,897	60,292
折舊、攤銷及資產減值損失	3,366	2,307	480	480	480
營運資金變動	(19,231)	202	(59,774)	(43,011)	(58,489)
其他	1,610	(1,061)	2,711	2,846	2,989
經營活動所得現金淨額	**11,893**	**39,001**	**(11,924)**	**12,212**	**5,272**
購置固定資產及投資	(13,819)	(10,994)	(2,984)	(2,430)	(2,730)
聯營及合營公司	401	(690)	-	-	-
其他	(41)	1,186	-	-	-
投資活動所得現金淨額	**(13,459)**	**(10,498)**	**(2,984)**	**(2,430)**	**(2,730)**
注資	12,783	18,042	-	-	-
淨銀行借貸	57,086	4,129	38,003	39,992	52,242
股息及利息	(21,401)	(23,329)	(14,277)	(16,288)	(18,604)
其他	(1,971)	(1,677)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	**46,498**	**(2,835)**	**23,726**	**23,705**	**33,637**
現金增加淨額	44,932	25,668	8,817	33,486	36,179
年初貨幣資金及等價物	67,983	113,076	138,820	147,637	181,123
匯兌	161	76	-	-	-
年末貨幣資金	**113,076**	**138,820**	**147,637**	**181,123**	**217,303**

主要比率

年結: 12 月 31 日 (百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售組合 (%)					
物業銷售	93.8	94.8	95.3	95.4	95.4
其他房地產相關業務	5.8	4.8	4.3	4.3	4.3
其他	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
其他金融相關業務	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
合計	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**
盈利能力比率 (%)					
毛利率	32.5	35.0	32.9	32.8	32.8
息稅前利潤率	19.3	21.1	19.7	19.7	19.7
營業利潤率	18.3	21.4	20.3	20.4	20.6
淨利潤率	9.7	11.8	11.0	11.0	11.1
有效稅率	26.9	25.7	27.0	27.0	27.0
增長 (%)					
收入	32.7	21.3	27.7	15.5	15.5
毛利	38.9	30.6	19.9	15.4	15.4
息稅前利潤	43.1	32.1	19.6	15.4	15.4
營業利潤	39.3	41.6	21.4	16.2	16.2
淨利潤	20.9	47.9	18.2	16.2	16.2
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.7	1.6	1.6	1.7	1.7
平均應收帳款周轉天數	4	3	3	3	3
平均應付帳款周轉天數	141	269	117	110	110
平均存貨周轉天數	1,319	1,389	1,241	1,241	1,259
淨負債/ 總權益 (%)	80.6	56.9	60.9	55.2	52.8
回報率 (%)					
資本回報率	16.4	19.9	20.4	20.6	20.7
資產回報率	3.1	3.6	3.9	4.0	4.1
每股數據					
每股盈利(人民幣)	1.59	2.35	2.77	3.22	3.74
每股股息(人民幣)	0.50	0.82	0.97	1.13	1.31
每股賬面值(人民幣)	9.69	11.76	13.56	15.66	18.09

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入 ：股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有 ：股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出 ：股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級 ：招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市 ：行業股價於未來12 個月預期表現跑贏大市指標
同步大市 ：行業股價於未來12 個月預期表現與大市指標相若
落後大市 ：行業股價於未來 12 個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓　　電話: (852) 3900 0888　　傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司 (招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國 2000 年金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令("金融服務令")第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的 "主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。

對於在新加坡的收件人

本報告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited （CMBISG）（公司註冊號 201731928D）在新加坡分發。CMBISG 是在《財務顧問法案》（新加坡法例第 110 章）下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。 CMBISG 可根據《財務顧問條例》第 32C 條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構篇制的報告。 如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》（新加坡法例第 289 章）所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則 CMBISG 僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。 新加坡的收件人應致電（+65 6350 4400）聯繫 CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。