

保利地产 (600048 CH)

军事化管理展现高效率

概要。作为中国第五大房地产开发商，保利充分利用中央国企的优势。目前，公司在国内逾百个城市拥有2.3亿平方米土储。我们预计公司将在2019年录得净利润247亿元（人民币，下同）。我们首次覆盖保利，目标价为16.64元，对应2019年预测市盈率8.0倍，给予买入评级。

- **2018年合同销售额超过4,000亿元。**2018年合同销售额增长30.9%至4,048亿元。2019年中国房地产市场面临诸多不确定因素，但公司在今年首五个月仍录得21.8%合同销售额增长至1,890亿元。考虑到6,500亿元可售资源，我们估测保利2019年全年合同销售额将达到4,800亿元，同比增长18.6%。
- **2.3亿平土储遍布逾百城市。**截至2019年3月，保利拥有2.3亿平方米土储。其总部位于广州，超过三分之一的开发中建筑面积位于珠三角。公司土储覆盖国内逾百个城市，其主要产品针对首次置业或首次换楼人士，因他们对住房需求较大。
- **高效的管理团队。**由于军事文化背景，公司建立了一个高效的管理组织。通过明确责任、科学决策机制、公平的岗位职责评估、精确的内部审计和组织监督，管理团队具有高效执行力。同时，公司推出激励计划吸引和保留优秀人才。
- **预计2018-21年净利润将以23.1%的复合年增长率增长。**受惠于已结转建筑面积和平均售价增加，我们预计公司总收入将从2018年的1,946亿元增加至2021年的3,649亿元。预计毛利率将在未来三年保持在31.8%-32.3%左右。因此，我们预计2019-21年的净利润分别为247亿元、309亿元和354亿元。
- **拥有健康的资产负债表和央企优势。**截至2018财年，公司的净负债比率为80.6%。由于对土地市场抱持谨慎态度，公司放慢了土地收购计划。因此，我们预测2019财年净负债比率将下降至71.9%。公司已积累足够土储，能满足其未来三至四年的发展。此外，由于其央企地位，公司2018年的债务成本为5.03%。

财务资料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万元人民币)	146,659	194,555	252,043	316,015	364,871
同比增长(%)	-5.2	32.7	29.5	25.4	15.5
净收入(百万元人民币)	15,634	18,904	24,706	30,867	35,391
每股盈利(元人民币)	1.32	1.59	2.08	2.59	2.98
每股盈利变动(%)	20	20.5	30.6	24.9	14.7
市盈率(倍)	9.7	8.1	6.2	4.9	4.3
市帐率(倍)	1.5	1.3	1.2	1.0	0.9
股息率(%)	3.1	3.9	4.9	6.1	7.0
权益收益率(%)	15.3	16.4	18.6	20.0	19.8
净负债比率(%)	86.4	80.6	71.2	64.4	56.3

资料来源：公司及招银国际证券预测

买入 (首次覆盖)

目标价	RMB16.64
潜在升幅	+29.8%
当前股价	RMB12.82

中国房地产行业

文千森, CFA

(852) 3900 0853

samsonman@cmbi.com.hk

黄程宇

(852) 3761 8773

huangchengyu@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万元人民币)	152,494
3月平均流通量(百万元人民币)	1,093
52周内股价高/低(人民币)	15.08/ 10.23
总股本(百万)	11,895.0

资料来源：彭博

股东结构

中国保利集团公司	40.7%
自由流通	59.3%

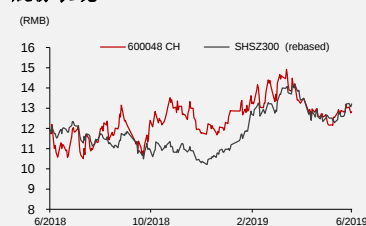
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	2.5%	-3.1%
3-月	-4.3%	-5.8%
6-月	8.0%	-14.3%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

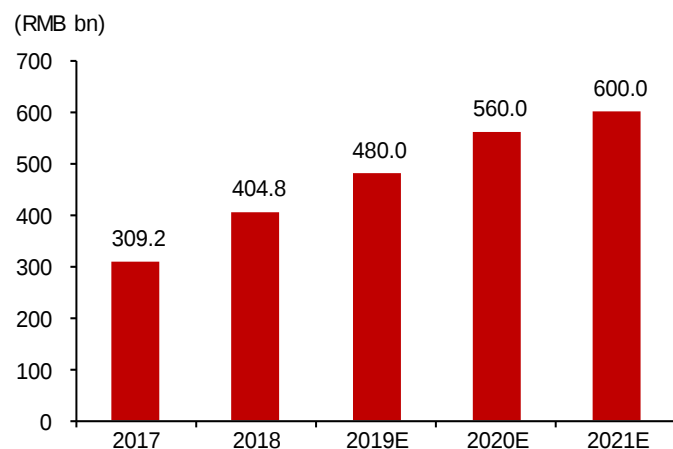
审计师：德豪国际

请登录 2019 年亚洲货币券商
投票网址，投下您对招银国际
研究团队信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

重要图表

图 1: 合同销售额



资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 2: 结算面积和平均售价



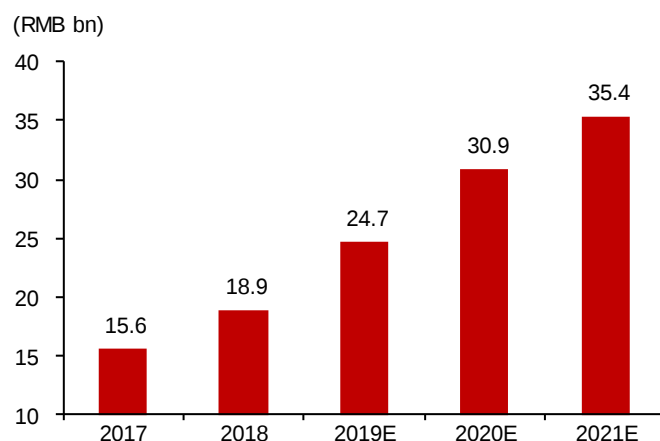
资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 3: 土地储备



资料来源: 公司及招银国际证券

图 4: 净收入



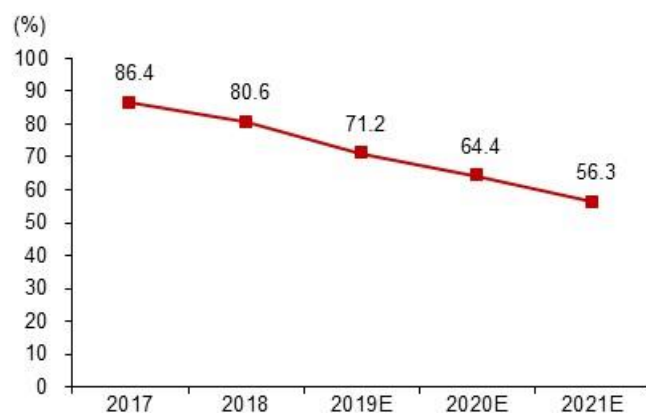
资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 5: 边际利润



资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 6: 净负债比率



资料来源: 公司及招银国际证券预测

财务分析

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	146,659	194,555	252,043	316,015	364,871
物业销售	137,778	182,498	238,255	300,201	346,732
其他房地产相关业务	8,694	11,251	12,939	14,879	17,111
其他	151	765	803	884	972
其他金融相关业务	36	42	46	50	55
销售成本	(101,133)	(131,339)	(170,606)	(215,385)	(248,709)
毛利	45,526	63,217	81,436	100,630	116,162
税金及附加	(12,473)	(16,122)	(21,424)	(26,861)	(31,014)
销售费用	(3,883)	(5,912)	(7,561)	(8,848)	(10,216)
行政费用	(2,823)	(3,495)	(4,537)	(5,688)	(6,568)
研发费用	(35)	(41)	(53)	(67)	(77)
息税前收益	26,313	37,646	47,862	59,165	68,288
融资成本	(2,390)	(2,585)	(3,278)	(3,101)	(3,883)
资产减值损失	(61)	(2,351)	-	-	-
公允价值变动	(1)	190	-	-	-
投资收益	1,680	2,690	2,421	2,663	2,929
其他收益	3	2	-	-	-
营业利润	25,545	35,593	47,005	58,728	67,334
营业外收支	171	188	-	-	-
税前利润	25,716	35,780	47,005	58,728	67,334
所得税	(6,022)	(9,631)	(12,691)	(15,856)	(18,180)
非控制股东权益	(4,060)	(7,245)	(9,608)	(12,004)	(13,763)
归属母公司股东净利润	15,634	18,904	24,706	30,867	35,391

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
流动资产	647,337	766,481	934,059	1,106,481	1,260,259
货币资金	68,051	113,431	153,124	177,320	210,618
应收票据及应收账款	1,873	2,044	2,648	3,320	3,833
预付款	54,243	26,045	34,121	43,077	49,742
存货	439,669	474,505	593,710	732,308	845,609
其他	83,501	150,456	150,456	150,456	150,456
非流动资产	50,297	80,012	80,556	81,405	82,567
投资物业	16,525	19,890	20,176	20,714	21,492
固定资产	4,104	4,594	4,674	4,788	4,946
无形资产	41	119	136	163	210
长期待摊费用	209	356	516	686	866
其他	29,419	55,053	55,053	55,053	55,053
总资产	697,635	846,494	1,014,615	1,187,885	1,342,826
流动负债	364,159	444,897	561,104	676,754	765,950
短期借贷	3,067	3,011	5,041	6,320	7,297
应收票据及应付付款	46,839	50,686	59,712	68,923	74,613
预收款	226,189	299,795	390,666	489,823	565,550
一年内到期的非流动负债	26,428	45,707	59,988	65,990	72,792
其他	61,636	45,698	45,698	45,698	45,698
非流动负债	175,312	215,103	240,115	264,125	291,332
长期借款	175,156	214,939	239,951	263,961	291,169
其他	156	164	164	164	164
总负债	539,471	660,000	801,219	940,878	1,057,282
股东权益	101,923	115,423	132,716	154,324	179,097
永续债	5,000	6,500	6,500	6,500	6,500
少数股东权益	51,240	64,572	74,180	86,184	99,947
总权益	158,163	186,494	213,396	247,007	285,544

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
税后利润	19,694	26,149	34,313	42,871	49,154
折旧、摊销及资产减值损失	854	3,366	1,187	1,231	1,288
营运资金变动	(50,160)	(19,231)	(27,988)	(39,858)	(39,062)
其他	352	1,610	3,278	3,101	3,883
经营活动所得现金净额	(29,261)	11,893	10,789	7,345	15,262
购置固定资产及投资	(7,892)	(13,819)	(1,730)	(2,080)	(2,450)
联营及合营公司	(10,614)	401	-	-	-
其他	1,556	(41)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(16,951)	(13,459)	(1,730)	(2,080)	(2,450)
注资	15,869	12,783	-	-	-
净银行借贷	66,862	57,086	41,323	31,292	34,987
股息及利息	(15,291)	(21,401)	(10,689)	(12,361)	(14,500)
其他	(58)	(1,971)	-	-	-
融资活动所得现金净额	67,382	46,498	30,633	18,931	20,487
现金增加净额	21,169	44,932	39,693	24,196	33,298
年初货币资金及等价物	46,952	67,983	113,076	152,768	176,964
汇兑	(138)	161	-	-	-
年末货币资金	67,983	113,076	152,768	176,964	210,262

主要比率

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
物业销售	93.9	93.8	94.5	95.0	95.0
其他房地产相关业务	5.9	5.8	5.1	4.7	4.7
其他	0.1	0.4	0.3	0.3	0.3
其他金融相关业务	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
合计	100	100	100	100	100
盈利能力比率 (%)					
毛利率	31.0	32.5	32.3	31.8	31.8
息税前利润率	17.9	19.3	19.0	18.7	18.7
营业利润率	17.4	18.3	18.6	18.6	18.5
净利润率	10.7	9.7	9.8	9.8	9.7
有效税率	23.4	26.9	27.0	27.0	27.0
增长 (%)					
收入	-5.2	32.7	29.5	25.4	15.5
毛利	1.4	38.9	28.8	23.6	15.4
息税前利润	9.4	43.1	27.1	23.6	15.4
营业利润	10.5	39.3	32.1	24.9	14.7
净利润	25.9	20.9	30.7	24.9	14.7
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.8	1.7	1.7	1.6	1.6
平均应收帐款周转天数	5	4	4	4	4
平均应付帐款周转天数	169	141	128	117	110
平均存货周转天数	1,587	1,319	1,270	1,241	1,241
净负债/总权益 (%)	86.4	80.6	71.2	64.4	56.3
回报率 (%)					
资本回报率	15.3	16.4	18.6	20.0	19.8
资产回报率	2.8	3.1	3.4	3.6	3.7
每股数据					
每股盈利 (人民币)	1.32	1.59	2.08	2.59	2.98
每股股息 (人民币)	0.400	0.500	0.623	0.778	0.893
每股账面值 (人民币)	8.59	9.69	11.14	12.96	15.03

资料来源: 公司及招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。