

保利地產 (600048 CH)

軍事化管理展現高效率

概要。作為中國第五大房地產開發商，保利充分利用中央國企的優勢。目前，公司在國內逾百個城市擁有2.3億平方米土儲。我們預計公司將在2019年錄得淨利潤247億元（人民幣，下同）。我們首次覆蓋保利，目標價為16.64元，對應2019年預測市盈率8.0倍，給予買入評級。

- **2018年合同銷售額超過4,000億元。**2018年合同銷售額增長30.9%至4,048億元。2019年中國房地產市場面臨諸多不確定因素，但公司在今年首五個月仍錄得21.8%合同銷售額增長至1,890億元。考慮到6,500億元可售資源，我們估測保利2019年全年合同銷售額將達到4,800億元，同比增長18.6%。
- **2.3億平土儲遍佈逾百城市。**截至2019年3月，保利擁有2.3億平方米土儲。其總部位於廣州，超過三分之一的開發中建築面積位於珠三角。公司土儲覆蓋國內逾百個城市，其主要產品針對首次置業或首次換樓人士，因他們對住房需求較大。
- **高效的管理團隊。**由於軍事文化背景，公司建立了一個高效的管理組織。通過明確責任、科學決策機制、公平的崗位職責評估、精確的內部審計和組織監督，管理團隊具有高效執行力。同時，公司推出激勵計劃吸引和保留優秀人才。
- **預計2018-21年淨利潤將以23.1%的複合年增長率增長。**受惠於已結轉建築面積和平均售價增加，我們預計公司總收入將從2018年的1,946億元增加至2021年的3,649億元。預計毛利率將在未來三年保持在31.8%-32.3%左右。因此，我們預計2019-21年的淨利潤分別為247億元、309億元和354億元。
- **擁有健康的資產負債表和央企優勢。**截至2018財年，公司的淨負債比率為80.6%。由於對土地市場抱持謹慎態度，公司放慢了土地收購計劃。因此，我們預測2019財年淨負債比率將下降至71.9%。公司已積累足夠土儲，能滿足其未來三至四年的發展。此外，由於其央企地位，公司2018年的債務成本為5.03%。

財務資料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入(百萬元人民幣)	146,659	194,555	252,043	316,015	364,871
同比增長(%)	-5.2	32.7	29.5	25.4	15.5
淨收入(百萬元人民幣)	15,634	18,904	24,706	30,867	35,391
每股盈利(元人民幣)	1.32	1.59	2.08	2.59	2.98
每股盈利變動(%)	20	20.5	30.6	24.9	14.7
市盈率(倍)	9.7	8.1	6.2	4.9	4.3
市帳率(倍)	1.5	1.3	1.2	1.0	0.9
股息率(%)	3.1	3.9	4.9	6.1	7.0
權益收益率(%)	15.3	16.4	18.6	20.0	19.8
淨負債比率(%)	86.4	80.6	71.2	64.4	56.3

資料來源：公司及招銀國際證券預測

買入（首次覆蓋）

目標價	RMB16.64
潛在升幅	+29.8%
當前股價	RMB12.82

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(百萬元人民幣)	152,494
3月平均流通量(百萬元人民幣)	1,093
52周內股價高/低(人民幣)	15.08/ 10.23
總股本(百萬)	11,895.0

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%

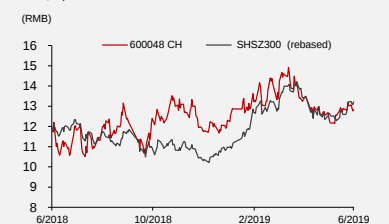
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	2.5%	-3.1%
3-月	-4.3%	-5.8%
6-月	8.0%	-14.3%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

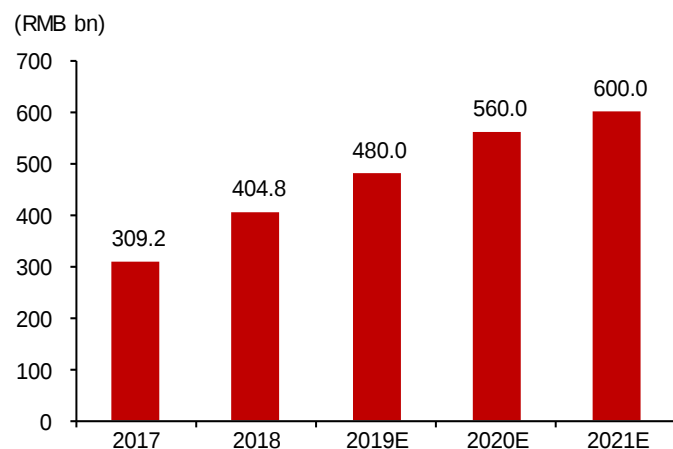
審計師：德豪國際

請登錄 2019 年亞洲貨幣券商
投票網址，投下您對招銀國際
研究團隊信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

重要圖表

圖 1: 合同銷售額



資料來源：公司及招銀國際證券預測

圖 2: 結算面積和平均售價



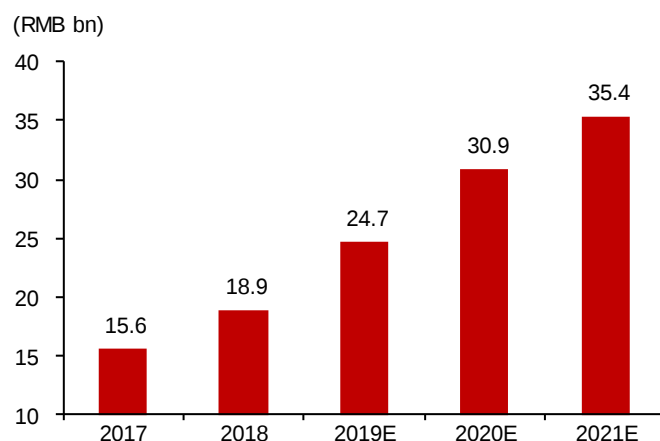
資料來源：公司及招銀國際證券預測

圖 3: 土地儲備



資料來源：公司及招銀國際證券

圖 4: 淨收入



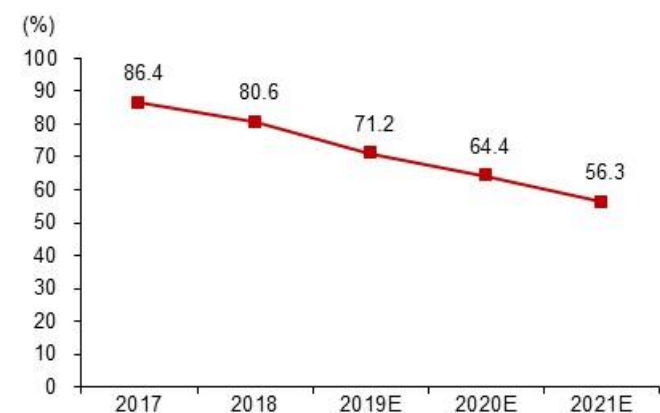
資料來源：公司及招銀國際證券預測

圖 5: 邊際利潤



資料來源：公司及招銀國際證券預測

圖 6: 淨負債比率



資料來源：公司及招銀國際證券預測

財務分析

利潤表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	146,659	194,555	252,043	316,015	364,871
物業銷售	137,778	182,498	238,255	300,201	346,732
其他房地產相關業務	8,694	11,251	12,939	14,879	17,111
其他	151	765	803	884	972
其他金融相關業務	36	42	46	50	55
銷售成本	(101,133)	(131,339)	(170,606)	(215,385)	(248,709)
毛利	45,526	63,217	81,436	100,630	116,162
稅金及附加	(12,473)	(16,122)	(21,424)	(26,861)	(31,014)
銷售費用	(3,883)	(5,912)	(7,561)	(8,848)	(10,216)
行政費用	(2,823)	(3,495)	(4,537)	(5,688)	(6,568)
研發費用	(35)	(41)	(53)	(67)	(77)
息稅前收益	26,313	37,646	47,862	59,165	68,288
融資成本	(2,390)	(2,585)	(3,278)	(3,101)	(3,883)
資產減值損失	(61)	(2,351)	-	-	-
公允價值變動	(1)	190	-	-	-
投資收益	1,680	2,690	2,421	2,663	2,929
其他收益	3	2	-	-	-
營業利潤	25,545	35,593	47,005	58,728	67,334
營業外收支	171	188	-	-	-
稅前利潤	25,716	35,780	47,005	58,728	67,334
所得稅	(6,022)	(9,631)	(12,691)	(15,856)	(18,180)
非控制股東權益	(4,060)	(7,245)	(9,608)	(12,004)	(13,763)
歸屬母公司股東淨利潤	15,634	18,904	24,706	30,867	35,391

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
流動資產	647,337	766,481	934,059	1,106,481	1,260,259
貨幣資金	68,051	113,431	153,124	177,320	210,618
應收票據及應收賬款	1,873	2,044	2,648	3,320	3,833
預付款	54,243	26,045	34,121	43,077	49,742
存貨	439,669	474,505	593,710	732,308	845,609
其他	83,501	150,456	150,456	150,456	150,456
非流動資產	50,297	80,012	80,556	81,405	82,567
投資物業	16,525	19,890	20,176	20,714	21,492
固定資產	4,104	4,594	4,674	4,788	4,946
無形資產	41	119	136	163	210
長期待攤費用	209	356	516	686	866
其他	29,419	55,053	55,053	55,053	55,053
總資產	697,635	846,494	1,014,615	1,187,885	1,342,826
流動負債	364,159	444,897	561,104	676,754	765,950
短期借貸	3,067	3,011	5,041	6,320	7,297
應收票據及應收付款	46,839	50,686	59,712	68,923	74,613
預收款	226,189	299,795	390,666	489,823	565,550
一年內到期的非流動負債	26,428	45,707	59,988	65,990	72,792
其他	61,636	45,698	45,698	45,698	45,698
非流動負債	175,312	215,103	240,115	264,125	291,332
長期借款	175,156	214,939	239,951	263,961	291,169
其他	156	164	164	164	164
總負債	539,471	660,000	801,219	940,878	1,057,282
股東權益	101,923	115,423	132,716	154,324	179,097
永續債	5,000	6,500	6,500	6,500	6,500
少數股東權益	51,240	64,572	74,180	86,184	99,947
總權益	158,163	186,494	213,396	247,007	285,544

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
稅後利潤	19,694	26,149	34,313	42,871	49,154
折舊、攤銷及資產減值損失	854	3,366	1,187	1,231	1,288
營運資金變動	(50,160)	(19,231)	(27,988)	(39,858)	(39,062)
其他	352	1,610	3,278	3,101	3,883
經營活動所得現金淨額	(29,261)	11,893	10,789	7,345	15,262
購置固定資產及投資	(7,892)	(13,819)	(1,730)	(2,080)	(2,450)
聯營及合營公司	(10,614)	401	-	-	-
其他	1,556	(41)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(16,951)	(13,459)	(1,730)	(2,080)	(2,450)
注資	15,869	12,783	-	-	-
淨銀行借貸	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)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	67,382	46,498	30,633	18,931	20,487
現金增加淨額	21,169	44,932	39,693	24,196	33,298
年初貨幣資金及等價物	46,952	67,983	113,076	152,768	176,964
匯兌	(138)	161	-	-	-
年末貨幣資金	67,983	113,076	152,768	176,964	210,262

主要比率

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合 (%)					
物業銷售	93.9	93.8	94.5	95.0	95.0
其他房地產相關業務	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	31.0	32.5	32.3	31.8	31.8
息稅前利潤率	17.9	19.3	19.0	18.7	18.7
營業利潤率	17.4	18.3	18.6	18.6	18.5
淨利潤率	10.7	9.7	9.8	9.8	9.7
有效稅率	23.4	26.9	27.0	27.0	27.0
增長 (%)					
收入	-5.2	32.7	29.5	25.4	15.5
毛利	1.4	38.9	28.8	23.6	15.4
息稅前利潤	9.4	43.1	27.1	23.6	15.4
營業利潤	10.5	39.3	32.1	24.9	14.7
淨利潤	25.9	20.9	30.7	24.9	14.7
資產負債比率					
流動比率 (X)	1.8	1.7	1.7	1.6	1.6
平均應收帳款周轉天數	5	4	4	4	4
平均應付帳款周轉天數	169	141	128	117	110
平均存貨周轉天數	1,587	1,319	1,270	1,241	1,241
淨負債/總權益 (%)	86.4	80.6	71.2	64.4	56.3
回報率 (%)					
資本回報率	15.3	16.4	18.6	20.0	19.8
資產回報率	2.8	3.1	3.4	3.6	3.7
每股數據					
每股盈利 (人民幣)	1.32	1.59	2.08	2.59	2.98
每股股息 (人民幣)	0.400	0.500	0.623	0.778	0.893
每股賬面值 (人民幣)	8.59	9.69	11.14	12.96	15.03

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)2000年英國不時修訂之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士。