

评级

买入，目标价：RMB20

公司简介

公司是专注于房地产开发与经营的大型企业集团，公司的「一主两翼」战略明确为「以不动产投资开发为主，以综合服务与不动产金融为翼」，搭建不动产生态发展平台。不动产投资开发是公司的主业，2018年公司合约销售规模居行业前五、央企第一。

投资焦点

公司业绩稳步提升，盈利能力进一步加强

(1)2019年第一季度，公司销售业绩保持较快增长，签约销售金额达1,096.6亿元（人民币，下同），同比增长26.1%；签约面积达700.0万平方米，同比增长18.1%。同期全国商品房销售金额同比增长仅为5.6%和销售面积同比下降0.9%；

(2)公司营业收入为225.8亿元，归属上市公司股东的净利润录得23.2亿元，分别同比增长12.1%和22.5%；毛利率为39.83%，同比增长0.4个百分点。公司作为行业龙头之一，受惠规模效应，市场份额及盈利能力有望进一步提升。

债务结构合理，融资优势明显

(1)公司债务水平和结构不断改善。2018年，公司资产负债率为80.6%，剔除预收账款后资产负债率为42.6%，分别按年下降5.9和2.4个百分点。2019年第一季度，资产负债率进一步下降至78.9%；

(2)作为国有企业，公司于融资成本方面具有明显优势。根据《2019年中国房地产百强企业研究报告》，2018年保利综合融资成本为5.03%，较前10企业平均的5.4%及前11至30企业平均的6.3%低。我们相信当流动性趋紧时，公司融资成本优势愈突出，业务具防守性。财务成本管控亦有利于盈利空间上升。

聚焦一二线城市，土地储备充裕

2019年第一季度，公司新拓展项目14个，新增容积率面积279万平方米，总获取成本159亿元，其中一二线城市的拓展金额和面积占比分别为78%和73%。截至2019年3月末，公司共有在建拟建项目598个，总建筑面积22,987万平方米，可售容积率面积16,378万平方米，待开发面积8,548万平方米，预计可满足未来2至3年的开发需要。土地储备充裕及可售容积率面积增加，有利于公司的销售收入增长和扩张。

风险因素

- (1)房地产政策调控进一步收紧，一二线城市限购政策出台等政策风险；
- (2)房地产市场销量超预期下行，销售收入不及预期；
- (3)新增土地成本提升导致毛利率不及预期。

彭博盈利分析及预测

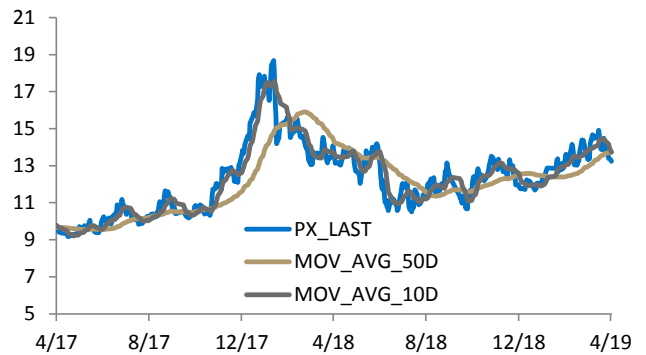
	FY17	FY18	FY19E	FY20E
毛利率(%)	24.6	26.4	31.7	30.1
EBITDA利润率(%)	20.1	20.3	20.5	19.5
经营利润率(%)	19.6	19.9	18.9	19.6
净利润率(%)	11.7	10.6	9.9	9.6
资产回报率(%)	2.6	NA	2.9	3.1
股本回报率(%)	16.4	17.1	17.2	17.8
收入增长(%)	-4.0	27.7	76.4	23.2
盈利增长(%)	25.9	52.2	49.8	19.9
每股盈利增长(%)	20.0	44.5	48.3	21.4
股息率(%)	3.7	3.7	4.6	5.2

数据来源：时富、彭博

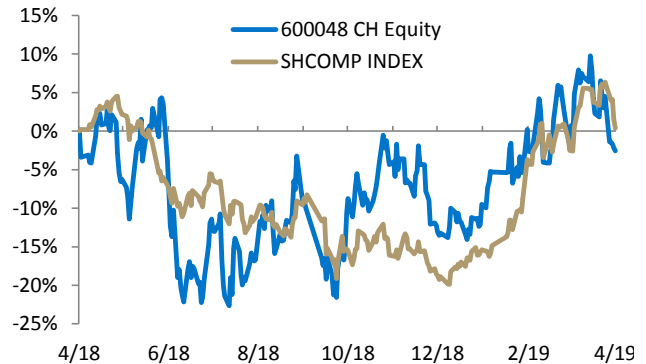
基本数据 (人民币)

现价	13.46	市盈率(倍)	8.4
52周低/高	10.23-15.08	市帐率(倍)	1.4
市值(百万)	160,107	日均成交(股)	124,902,000

股价表现



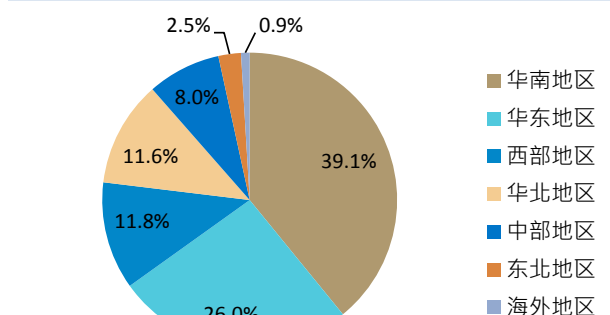
相对市场表现



历史市盈率



最新按地区划分的收入贡献





参考数据源

彭博、公司资料、年度报告、新闻稿、《2019年中国房地产百强企业研究报告》

联络数据

香港总办事处:	香港皇后大道中181号新纪元广场低座21楼	(852) 2287 8788
香港服务中心:	九龙旺角弥敦道683-685号美美大厦6楼	(852) 2748 0110
中国内地服务中心:	深圳市福田区福田街道滨河路北彩田东交汇处联合广场A座 A4809	(86-755) 2216 5888
	上海市黄浦区黄陂南路838号中海国际中心A座 2501室	(86-21) 3227 9888

免责声明:
上述数据由时富金融服务集团有限公司(「时富」)提供及分发。上述内容仅供参考。而此述之资料及意见(无论为明示或暗示)均不应视作任何建议、邀约、邀请、宣传、劝诱、推介或任何种类或形式之陈述。此述资料均来自时富或其附属公司认为可靠之来源,但不代表其为准确或完整及应被依赖。时富对任何因信赖或参考有关内容所导致的直接或间接损失,概不负责。此述数据如有任何更改,恕不另行通知。报告中所提及的证券只限于合法的司法地域内交易。除非得到时富事先许可,客户不得以任何方式将任何此述数据分发予他人。时富对该些未经许可之转发不会负上任何责任。证券交易服务由时富证券有限公司(根据证券及期货条例获发牌进行第一类受规管活动之持牌法团)提供。