

保利地产 (600048)

证券研究报告

2020年07月09日

高基数下实现单月正增长、补货以核心城市为主

事件

公司公告经营简况，6月公司实现签约金额 688.53 亿元，YOY+8.15%；实现签约面积 440.50 万方，YOY+7.54%。1-6 月公司累计实现签约金额 2245.36 亿元，YOY-11.12%；累计实现签约面积 1492.24 万方，YOY-8.81%。

高基数下实现单月正增长、上半年销售金额完成 19 年度的 48.62%

6月公司实现签约金额 688.53 亿元，YOY+8.15%，较上月增速收缩 4.25pct；实现签约面积 440.50 万方，YOY+7.54%，较上月增速收缩 9.35pct；对应销售均价 15630.65 元/平方米，较上月均价提升 804.51 元/平方米。1-6 月累计实现签约金额 2245.36 亿元，YOY-11.12%，较上月增速提升 6.49pct；累计实现签约面积 1492.24 万方，YOY-8.81%，较上月增速提升 5.46pct；对应累计销售均价 15046.91 元/平方米，较上月均价提升 244.49 元/平方米。在 19 年 6 月高基数的背景下，公司 6 月单月仍实现了 8.15% 的销售金额增长，我们认为这一成绩是相对出色的。1-6 月销售金额、销售面积分别完成 2019 年度水平的 48.62%、47.78%，近过半的完成率，考虑到下半年推货量的提升，我们判断公司取得与上年度同水平销售成绩概率较高。考虑 2019 年 7-8 月份为全年低基数月份；且下半年推货量提升，我们认为公司在三季度的表现可期待。

单月新增项目以一二线为主

6月公司新增项目 5 个，区域分布上，珠三角：环渤海：中西部：海西为 2:1:1:1；能级分布上，一二线：三四线为 4:1；新增项目以核心城市群为主，能级上以核心一二线为主。权益比例上，100%权益：非 100%权益为 2:3，其中非 100%权益项目仅广州项目低于 50% 的权益比。6 月新增项目土地面积 46.03 万方，新增规划建面 177.10 万方，新增总地价 149.40 万方，对应权益土地面积 30.62 万方，权益规划建面 108.71 万方，权益地价 86.99 亿元，以金额计算权益比例为 58.23%，较上月权益比例 (74.70%) 有所回落，主要在于权益比较低的项目对应更高的总价。1-6 月累计土地面积 380.21 万方，累计规划建面 984.24 万方，累计总地价 819.72 亿元；对应累计权益土地面积 276.63 万方，累计权益规划建面 707.36 万方，累计权益地价 595.32 亿元，以金额计算的权益比例为 72.62%，较上月略微收缩 3.21pct。

上半年拿地力度 36.51%

6月公司拿地力度 21.70%，较上月力度收缩 26.67pct；权益拿地力度 12.63%，较上月权益力度收缩 23.49pct；从累计拿地力度看，1-6 月累计拿地力度为 36.51%，累计权益拿地力度为 26.51%，均高于 2019 年整体的拿地力度 (33.66%)、权益拿地力度 (23.40%)。从补货均价看，6 月新增项目楼面价为 8435.89 元/平方米，较上月楼面价缩小 698.08 元/平方米；权益楼面价为 8002.27 元/平方米，较上月权益楼面价收缩 1593.53 元/平方米；补货楼面价高于 19 年度平均楼面价，与公司补充高能级土地项目较多有关。6 月楼面价/销售均价为 53.97%，显著高于 2019 年整体的楼面价/销售均价的水平 (39.21%)，主要与公司补充货源的城市结构及当前推货销售的城市结构的不同所致。

投资建议：公司上半年完成 2019 年度销售金额的 48.62%，接近过半的完成率；随着下半年货源的逐步增加，销售或将进一步得到修复。上半年拿地力度 36.51%，且补货以核心一二线城市或核心城市圈为主，有助于公司实现有质有量的增长。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 352、432、516 亿，对应 EPS 分别为 2.95、3.62、4.32 元，对应 PE 分别为 6.03X、4.91X、4.12X 倍，维持“买入”评级。

风险提示：房屋价格大跌、销售不及预期、宏观经济波动

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	194,555.49	235,981.04	283,436.82	335,362.45	393,413.69
增长率(%)	32.95	21.29	20.11	18.32	17.31
EBITDA(百万元)	39,140.30	55,280.97	65,647.57	78,026.62	91,360.27
净利润(百万元)	18,903.72	27,959.02	35,213.58	43,242.48	51,583.25
增长率(%)	20.98	47.90	25.95	22.80	19.29
EPS(元/股)	1.58	2.34	2.95	3.62	4.32
市盈率(P/E)	11.23	7.59	6.03	4.91	4.12
市净率(P/B)	1.74	1.36	1.27	1.07	0.89
市销率(P/S)	1.09	0.90	0.75	0.63	0.54
EV/EBITDA	8.41	6.66	7.95	4.54	6.87

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	房地产/房地产开发
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	17.79 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	11,934.23
流通 A 股股本(百万股)	11,934.23
A 股总市值(百万元)	212,309.95
流通 A 股市值(百万元)	212,309.95
每股净资产(元)	12.11
资产负债率(%)	77.72
一年内最高/最低(元)	18.70/13.15

作者

陈天诚 分析师
 SAC 执业证书编号：S1110517110001
 chentiancheng@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《保利地产-公司点评:销售增速持续改善、拿地积极性提高》2020-06-05
- 《保利地产-公司点评:业绩释放超预期、高分红凸显投资价值》2020-04-16
- 《保利地产-公司点评:全年业绩超预期、销售结算增速引领龙头》2020-01-09



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	113,431.29	139,419.43	22,674.95	223,693.42	31,473.09
应收票据及应收账款	2,043.81	1,845.28	3,912.56	(6,133.69)	(7,195.43)
预付账款	26,044.93	42,750.95	79,930.22	46,449.56	99,279.83
存货	474,505.09	584,001.44	734,168.74	734,718.78	1,082,370.15
其他	150,456.38	168,904.87	152,414.20	234,511.65	216,238.47
流动资产合计	766,481.50	936,921.97	993,100.67	1,233,239.7	1,422,166.1
长期股权投资	48,489.38	59,046.26	59,046.26	59,046.26	59,046.26
固定资产	4,593.98	7,471.97	7,453.27	7,369.47	7,233.60
在建工程	877.64	495.27	333.16	247.90	178.74
无形资产	118.86	389.24	325.66	262.07	198.49
其他	25,612.44	28,392.13	25,091.56	25,563.02	26,118.98
非流动资产合计	79,692.30	95,794.87	92,249.90	92,488.72	92,776.06
资产总计	846,493.92	1,033,208.7	1,085,757.2	1,326,134.6	1,515,377.1
短期借款	3,011.24	3,133.47	49,517.98	60,000.00	115,966.45
应付票据及应付账款	50,686.33	113,152.91	53,170.38	145,667.64	102,509.70
其他	391,199.39	483,414.09	552,958.06	641,087.09	754,316.28
流动负债合计	444,896.96	599,700.48	655,646.43	846,754.73	972,792.43
长期借款	181,873.95	172,072.33	147,182.25	150,000.00	160,371.13
应付债券	33,065.12	31,517.85	30,678.36	31,753.78	31,316.66
其他	163.54	396.05	238.56	266.05	300.22
非流动负债合计	215,102.61	203,986.24	178,099.17	182,019.82	191,988.01
负债合计	659,999.57	803,686.71	833,745.59	1,028,774.5	1,164,780.4
少数股东权益	64,571.84	73,500.06	85,237.92	98,154.51	112,703.63
股本	11,895.03	11,932.68	11,934.23	11,934.23	11,934.23
资本公积	15,245.59	18,323.16	18,323.16	18,323.16	18,323.16
留存收益	103,366.15	128,429.34	154,839.53	187,271.39	225,958.82
其他	(8,584.26)	(2,663.24)	(18,323.16)	(18,323.16)	(18,323.16)
股东权益合计	186,494.36	229,522.01	252,011.68	297,360.13	350,596.68
负债和股东权益总	846,493.92	1,033,208.7	1,085,757.2	1,326,134.6	1,515,377.1

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	26,149.14	37,553.97	35,213.58	43,242.48	51,583.25
折旧摊销	1,014.61	137.47	304.39	312.65	318.61
财务费用	4,823.13	4,659.00	2,911.26	3,005.21	3,045.16
投资损失	(2,689.75)	(3,701.59)	(3,500.00)	(3,000.00)	(3,000.00)
营运资金变动	(30,460.09)	(9,964.16)	(142,095.22)	134,828.09	(313,482.65)
其它	13,056.28	10,470.62	11,689.33	12,924.67	14,559.91
经营活动现金流	11,893.32	39,155.32	(95,476.66)	191,313.11	(246,975.72)
资本支出	26,957.46	13,132.77	217.49	52.51	15.83
长期投资	25,038.73	10,556.87	0.00	0.00	0.00
其他	(65,455.36)	(34,188.01)	3,404.77	2,851.77	2,883.90
投资活动现金流	(13,459.17)	(10,498.37)	3,622.26	2,904.28	2,899.73
债权融资	263,657.18	270,049.31	272,532.26	293,149.17	360,945.82
股权融资	(1,356.59)	9,545.04	(18,556.68)	(2,992.26)	(3,032.21)
其他	(215,802.84)	(282,429.00)	(278,865.66)	(283,355.83)	(306,057.94)
筹资活动现金流	46,497.75	(2,834.65)	(24,890.08)	6,801.08	51,855.67
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	44,931.90	25,822.29	(116,744.49)	201,018.48	(192,220.33)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	194,555.49	235,981.04	283,436.82	335,362.45	393,413.69
营业成本	131,338.80	153,449.64	185,367.68	220,333.13	259,653.03
营业税金及附加	16,122.37	21,840.55	22,674.95	26,829.00	29,506.03
营业费用	5,912.21	6,680.66	7,652.79	7,377.97	9,245.22
管理费用	3,495.45	4,233.04	5,782.11	6,036.52	6,884.74
研发费用	40.95	56.26	67.57	79.95	93.79
财务费用	2,584.65	2,581.73	2,911.26	3,005.21	3,045.16
资产减值损失	2,351.04	(1,047.84)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	190.42	712.90	(48.53)	8.09	10.79
投资净收益	2,689.75	3,701.59	3,500.00	3,000.00	3,000.00
其他	(5,762.77)	(6,629.77)	(6,902.93)	(6,016.18)	(6,021.57)
营业利润	35,592.64	50,402.28	62,431.92	74,708.75	87,996.50
营业外收入	366.18	352.60	330.00	350.00	370.00
营业外支出	178.51	224.16	160.00	180.00	190.00
利润总额	35,780.30	50,530.72	62,601.92	74,878.75	88,176.50
所得税	9,631.16	12,976.75	15,650.48	18,719.69	22,044.12
净利润	26,149.14	37,553.97	46,951.44	56,159.06	66,132.37
少数股东损益	7,245.42	9,594.95	11,737.86	12,916.58	14,549.12
归属于母公司净利润	18,903.72	27,959.02	35,213.58	43,242.48	51,583.25
每股收益(元)	1.58	2.34	2.95	3.62	4.32

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	32.95%	21.29%	20.11%	18.32%	17.31%
营业利润	39.43%	41.61%	23.87%	19.66%	17.79%
归属于母公司净利润	20.98%	47.90%	25.95%	22.80%	19.29%
获利能力					
毛利率	32.49%	34.97%	34.60%	34.30%	34.00%
净利率	9.72%	11.85%	12.42%	12.89%	13.11%
ROE	15.50%	17.92%	21.11%	21.71%	21.68%
ROIC	10.23%	12.67%	14.79%	12.23%	20.03%
偿债能力					
资产负债率	77.97%	77.79%	76.79%	77.58%	76.86%
净负债率	80.55%	56.91%	99.15%	23.36%	93.97%
流动比率	1.72	1.56	1.51	1.46	1.46
速动比率	0.66	0.59	0.39	0.59	0.35
营运能力					
应收账款周转率	99.34	121.36	98.45	-301.98	-59.03
存货周转率	0.43	0.45	0.43	0.46	0.43
总资产周转率	0.25	0.25	0.27	0.28	0.28
每股指标(元)					
每股收益	1.58	2.34	2.95	3.62	4.32
每股经营现金流	1.00	3.28	-8.00	16.03	-20.69
每股净资产	10.22	13.07	13.97	16.69	19.93
估值比率					
市盈率	11.23	7.59	6.03	4.91	4.12
市净率	1.74	1.36	1.27	1.07	0.89
EV/EBITDA	8.41	6.66	7.95	4.54	6.87
EV/EBIT	8.61	6.67	7.99	4.55	6.90

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com