

保利地产 (600048)

证券研究报告

2020年11月01日

业绩实现平稳增长，三大红线指标均保持健康水平

——2020年三季度点评

事件：公司公告2020年前三季度业绩，2020年前三季度公司实现营业收入1174.8亿元，YOY+5.1%；实现归母净利润132.0亿元，YOY+2.9%；实现基本每股收益1.11元/股，YOY+2.8%。

三季度营收及归母净利润增速有所提升：期内公司实现营业收入1174.8亿元，YOY+5.1%，较上年同期收缩12.7pct；实现归母净利润132.0亿元，YOY+2.9%，较上年同期收缩30.9pct。分季度来看，Q1、Q2、Q3分别实现营收238.4、498.7、437.8亿元，对应增速分别为+5.5%、+2.7%、+7.6%；分别实现归母净利润23.8、77.4、30.8亿元，对应增速分别为+2.6%、+1.4%、+7.0%，整体来看，公司季度间表现较为稳定，疫情后公司加快竣工交付，第三季度营收及归母净利润增速相较于前两个季度均有所提升。**期内公司营收、归母净利润实现平稳增长，归母净利率较上年同期略有下降0.2pct至11.2%**，其中：

1) 期内毛利率有所下滑：期内公司毛利率下滑1.9pct至34.0%，毛利率收缩拖累归母净利润约22.0亿元，剔除税金、期间费用、所得税后，合理归母影响约17.4亿元。从季度表现来看，Q1、Q2、Q3毛利率分别为39.8%、33.7%、31.1%，同比收缩0.04pct、收缩6.0pct、提升2.0pct，二季度毛利率下滑拖累前三季度表现。

2) 营业税金及附加/营收比例较上年同期收缩1.0pct至7.2%；

3) 期间费用率优化：期内公司期间费用率整体收缩0.6pct至8.3%，三费率的压缩缓解了毛利率下滑对期内利润的影响，其中销售费率、管理费、财务费率分别为2.8%、2.7%、2.8%，较上年同期分别收缩0.3pct、收缩0.1pct、收缩0.3pct。

三大红线指标均保持健康水平：期末公司有息负债规模3020.6亿元，较上年末增加11.9%，债务指标上看，期末公司资产负债率77.9%，较上年末提升0.2pct，剔除合同负债的资产负债率67.0%，较上年末收缩0.4pct；期末净负债率70.9%，较上年末提升14.0pct，一年内到期债务占比21.3%，较上年末收缩3.3pct，公司在手现金1226.4亿元，现金短债比1.91，期内公司三大红线指标均保持健康水平。

销售进度持续推进，补货意愿充足：公司前三季度实现合同销售金额3673.8亿元，YOY+5.94%；实现销售面积2444.1万方，YOY+6.55%；销售均价15031元/平米，YOY-0.57%，累计销售金额已完成上年全年的79.5%，完成率较高。前三季度获取项目规划建面1981.72万方（YOY+33%），总地价1313.96亿元（YOY+32%），以总地价款口径计算，新增项目中按城市等级划分，一线城市：二线城市：三四线城市=22%：66%：12%，按经济圈划分，环渤海：珠三角：中西部：长三角：海峡西岸：其他=27%：21%：20%：17%：9%：5%。权益口径看，权益规划建面1416.10万方（YOY+23%），权益地价906.45亿元（YOY+19%），以建面、价款口径下，权益比例分别为71.46%、68.99%，略低于19年全年拿地权益比72.08%、69.52%。前三季度拿地力度35.77%，高于19年全年拿地力度（33.66%），新增项目楼面价6630元/平米，楼面价/销售均价44.11%，高于19年整体楼面价/销售均价（39.21%）的水平。

投资建议：公司前三季度营收、归母净利润实现平稳增长，三大红线指标均保持健康水平，二季度以来，销售节奏明显加快，累计销售金额已完成上年全年的79.5%，完成率较高。公司拿地意愿充足，补货积极，项目资源丰富且优质，为公司长足发展奠定坚实基础。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2.94、3.61、4.31元，对应PE分别为5.36X、4.36X、3.66X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	35,213.82	43,242.89	51,583.68
增长率(%)	20.98	47.90	25.95	22.80	19.29
EPS(元/股)	1.58	2.34	2.94	3.61	4.31
市盈率(P/E)	9.98	6.75	5.36	4.36	3.66
市净率(P/B)	1.55	1.21	1.13	0.95	0.79
市销率(P/S)	0.97	0.80	0.67	0.56	0.48
EV/EBITDA	8.41	6.66	7.59	4.23	6.61

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	15.36元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	11,966.89
流通A股股本(百万股)	11,966.89
A股总市值(百万元)	183,811.43
流通A股市值(百万元)	183,811.43
每股净资产(元)	12.15
资产负债率(%)	77.95
一年内最高/最低(元)	18.70/13.40

作者

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

张春娥 分析师
SAC执业证书编号：S1110520070001
zhangchune@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:金九开局表现不俗，补货意愿充足——9月销售数据点评》2020-10-12
- 《保利地产-公司点评:销售表现超预期、新增面积创新高》2020-09-11
- 《保利地产-半年报点评:中期业绩平稳增长，融资成本进一步下降》2020-08-25



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	223,726.77	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	1,233,273.08	1,422,166.12
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	1,033,208.72	1,085,757.28	1,326,168.03	1,515,377.12
短期借款	3,011.24	3,133.47	49,484.96	60,000.00	115,939.29
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	655,613.41	846,754.73	972,765.27
长期借款	181,873.95	172,072.33	147,182.36	150,000.00	160,364.50
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	178,099.27	182,019.82	191,981.38
负债合计	659,999.57	803,686.71	833,712.68	1,028,774.56	1,164,746.65
少数股东权益	64,571.84	73,500.06	85,238.00	98,154.71	112,703.95
股本	11,895.03	11,932.68	11,966.89	11,966.89	11,966.89
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	154,839.70	187,271.87	225,959.63
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	252,044.60	297,393.48	350,630.48
负债和股东权益总计	846,493.92	1,033,208.72	1,085,757.28	1,326,168.03	1,515,377.12

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	26,149.14	37,553.97	35,213.82	43,242.89	51,583.68
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	2,910.84	3,004.49	3,044.43
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	11,689.41	12,924.80	14,560.03
经营活动现金流	11,893.32	39,155.32	(95,476.77)	191,312.93	(246,975.91)
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	272,499.34	293,149.17	360,912.03
股权融资	(1,356.59)	9,545.04	(18,523.60)	(2,991.54)	(3,031.48)
其他	(215,802.84)	(282,429.00)	(278,865.72)	(283,323.02)	(306,058.05)
筹资活动现金流	46,497.75	(2,834.65)	(24,889.98)	6,834.61	51,822.50
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)	201,051.83	(192,253.68)

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	2,910.84	3,004.49	3,044.43
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	62,432.34	74,709.47	87,997.23
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	62,602.34	74,879.47	88,177.23
所得税	9,631.16	12,976.75	15,650.59	18,719.87	22,044.31
净利润	26,149.14	37,553.97	46,951.76	56,159.60	66,132.92
少数股东损益	7,245.42	9,594.95	11,737.94	12,916.71	14,549.24
归属于母公司净利润	18,903.72	27,959.02	35,213.82	43,242.89	51,583.68
每股收益 (元)	1.58	2.34	2.94	3.61	4.31

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%	21.70%	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%	77.57%	76.86%
净负债率	80.55%	56.91%	99.12%	23.34%	93.96%
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	2.94	3.61	4.31
每股经营现金流	0.99	3.27	-7.98	15.99	-20.64
每股净资产	10.19	13.04	13.94	16.65	19.88
估值比率					
市盈率	9.98	6.75	5.36	4.36	3.66
市净率	1.55	1.21	1.13	0.95	0.79
EV/EBITDA	8.41	6.66	7.59	4.23	6.61
EV/EBIT	8.61	6.67	7.62	4.25	6.64

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