



2020年11月01日

# 业绩稳增，投资积极

## 保利地产(600048)

### 事件概述

保利地产发布2020年三季度报，公司前三季度实现营收1174.8亿元，同比+5.1%，实现归母净利润132.0亿元，同比+2.9%。

#### ▶ 业绩平稳增长，盈利水平微降

2020Q1-3 公司实现营业收入1174.8亿元，同比+5.1%，归母净利润132亿元，同比+2.9%，净利润增速低于营收增速主要系：1) 毛利率同比下降1.91pct；2) 报告期内公允价值变动净收益为-0.08亿元，去年同期为5.07亿元。公司净资产收益率及净利率分别为7.97%、15.60%，同比降低2.01pct和0.10pct，盈利能力略降。

#### ▶ 销售回归增长，拿地趋于积极

2020Q1-3 公司实现销售金额3673.8亿元，同比+5.9%，疫情对经营业绩的冲击逐渐淡化，销售规模同比正增。公司积极把握节假日等窗口期，进行集中推货，取得良好市场效果。拿地方面，2020Q1-3 新增计容建面1981.7万平方米，同比+33.2%，对应拿地金额1313.9亿元，同比+32.0%。拿地金额占当期销售金额的35.8%，相比上年同期+7.1pct，投资强度提升。

#### ▶ 财务杠杆优化，融资优势突出

截至报告期末，公司净负债率为70.87%，同比-11.40pct，杠杆水平保持行业低位。公司抓住市场利率窗口期融资，2020Q1-3 累计发行63.1亿元公司债券、45亿元中期票据，5年期债券品种发行利率最低为3.00%，融资成本均为同期市场较低水平。

### 投资建议

保利地产业绩稳健增长，优质土储丰富，财务状况良好，融资优势明显。受疫情冲击影响，公司房地项目结转速度和利润水平不及预期，我们下调公司盈利预测，将公司20-22年预计营业收入由2956.8/3639.9/4300.5亿元下调为2876.2/3439.9/4000.5亿元，对应EPS由2.82/3.31/3.87下调为2.58/3.11/3.67元，对应PE分别为6.0/4.9/4.2倍，维持公司“增持”评级。

### 风险提示

销售不及预期，利润率下滑，计提存货减值准备影响业绩。

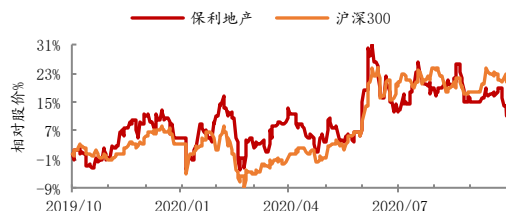
### 盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	194,555	235,981	287,621	343,987	400,051
YoY (%)	32.7%	21.3%	21.9%	19.6%	16.3%
归母净利润(百万元)	18,904	27,959	30,815	37,198	43,902
YoY (%)	20.9%	47.9%	10.2%	20.7%	18.0%
毛利率 (%)	32.5%	35.0%	34.4%	34.3%	34.3%
每股收益(元)	1.58	2.34	2.58	3.11	3.67
ROE	15.5%	17.9%	16.5%	16.6%	16.4%
市盈率	9.72	6.57	5.97	4.94	4.19

资料来源：WIND，华西证券研究所

### 评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	增持
目标价格：	
最新收盘价：	15.36
股票代码：	600048
52周最高价/最低价：	18.13/13.98
总市值(亿)	1,838.11
自由流通市值(亿)	1,838.11
自由流通股数(百万)	11,966.89



分析师：由子沛

邮箱：youzp@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100005

联系电话：

研究助理：侯希得

邮箱：houxd@hx168.com.cn

研究助理：肖峰

邮箱：xiaofeng@hx168.com.cn

### 相关研究

- 【华西地产】保利地产(600048.SH)9月经营简报点评：销售延续强势，拿地趋于积极  
2020.10.12
- 【华西地产】保利地产(600048.SH)8月经营简报点评：销售持续恢复，拿地趋于积极  
2020.09.12
- 【华西地产】保利地产(600048.SH)半年报点评：业绩稳步增长，融资优势显著  
2020.08.25

## 正文目录

1. 业绩平稳增长，盈利水平微降.....	3
2. 销售回归增长，拿地趋于积极.....	4
3. 财务杠杆优化，融资优势突出.....	5
4. 盈利预测与投资建议.....	6
5. 风险提示.....	6

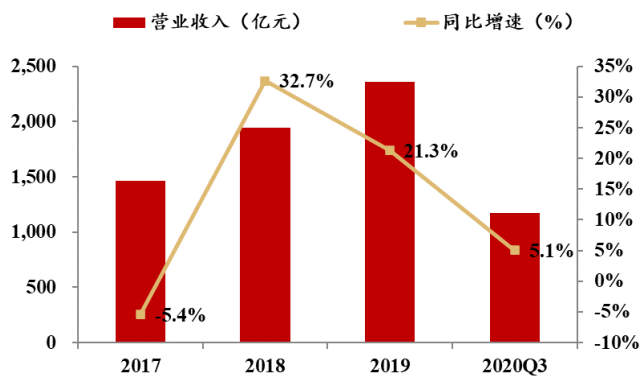
## 图表目录

图 1 公司历年营业收入及增速.....	3
图 2 公司历年归母净利润及增速.....	3
图 3 公司历年摊薄净资产收益率.....	3
图 4 公司历年销售毛利率及销售净利率.....	3
图 5 公司历年销售费用率和管理费用率.....	4
图 6 公司历年财务费用率.....	4
图 7 公司历年销售金额及增速.....	4
图 8 公司历年销售面积及增速.....	4
图 9 公司历年销售均价及增速.....	5
图 10 公司历年拿地金额与销售金额之比.....	5
图 11 公司新增土储能级分布.....	5
图 12 公司新增土储区域分布.....	5
图 13 公司历年剔除预收款后的资产负债率和净负债.....	6
图 14 公司历年现金短债比.....	6
图 15 公司历年货币资金及增速.....	6
图 16 公司历年经营性现金流净额及增速.....	6

## 1. 业绩平稳增长，盈利水平微降

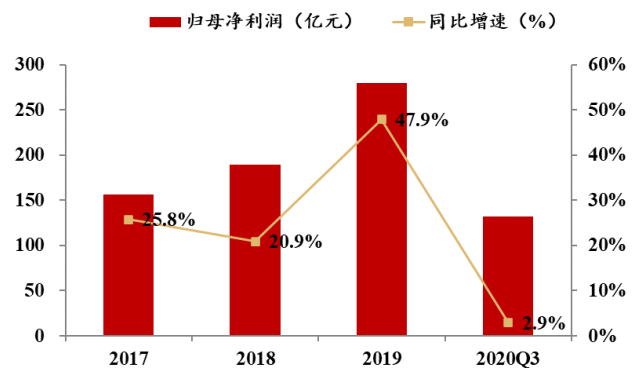
2020Q1-3 公司实现营业收入 1174.8 亿元，同比+5.1%，归母净利润 132.0 亿元，同比+2.9%，业绩稳健增长。报告期内，公司净利润增速低于营收增速主要系：1) 毛利率同比下降 1.91pct 至 33.96%；2) 报告期内实现公允价值变动净收益为亏损 0.08 亿元，去年同期为净收益 5.07 亿元。

图 1 公司历年营业收入及增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

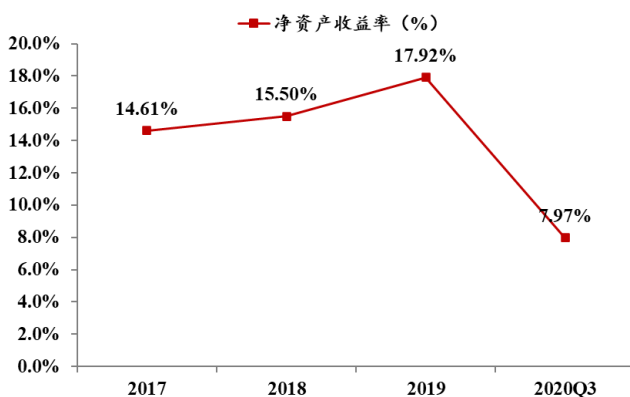
图 2 公司历年归母净利润及增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

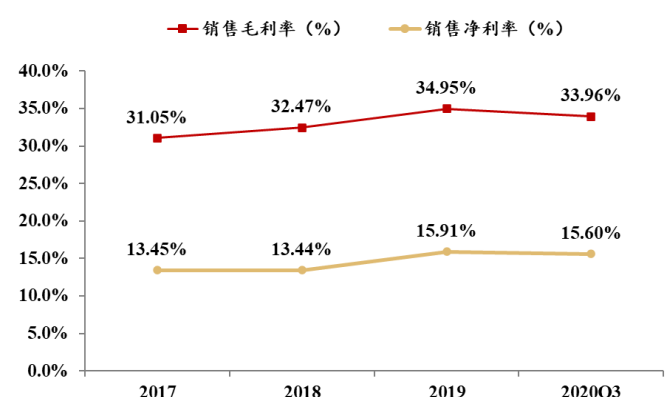
盈利能力方面，公司净资产收益率、销售毛利率及销售净利率分别为 7.97%、33.96%、15.60%，较上年同期分别-2.01pct、-1.91pct 和-0.10pct，盈利能力微降，但仍处于行业前列水平。

图 3 公司历年摊薄净资产收益率



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 4 公司历年销售毛利率及销售净利率

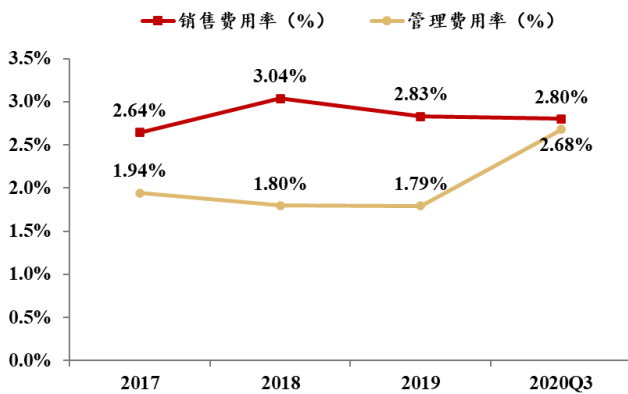


资料来源：Wind，华西证券研究所

费用率方面，公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 2.80%、2.68% 和 2.80%，分别较上年同期-0.25pct、-0.08pct 和-0.27pct，公司期间费用率同比下降 0.60pct，显著低于行业平均水平，展现了公司强大的成本管控能力。

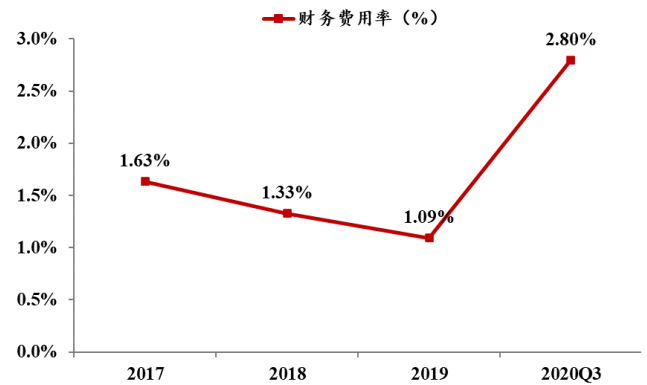
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图5 公司历年销售费用率和管理费用率



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图6 公司历年财务费用率



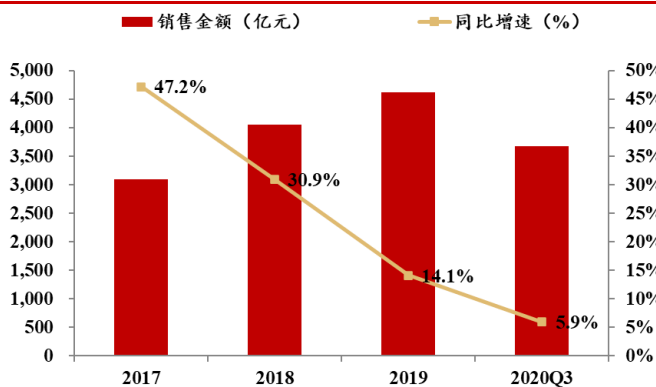
资料来源: Wind, 华西证券研究所

## 2. 销售回归增长，拿地趋于积极

2020Q1-3 公司实现销售金额 3673.8 亿元，同比+5.9%，实现销售面积 2444.1 万平方米，同比+6.6%，销售均价 15031.5 元/平方米，同比-0.6%。疫情对经营业绩的冲击逐渐淡化，公司销售规模回归增长。公司迅速搭建线上销售体系，多渠道保障项目正常销售，积极把握节假日等窗口期，进行集中推货，取得良好市场效果。

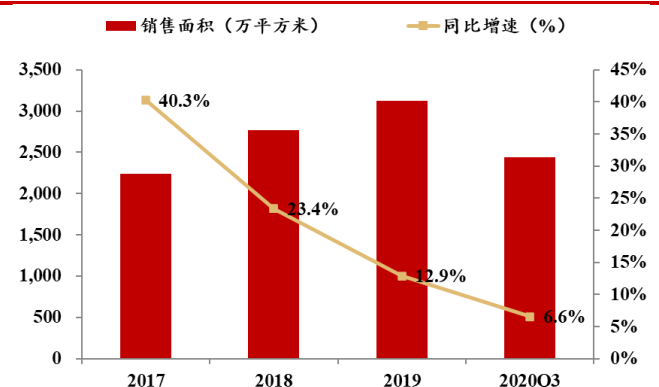
拿地方面，2020Q1-3 公司新增计容建面 1981.7 万平方米，同比+33.2%，对应拿地金额 1313.9 亿元，同比+32.0%。拿地金额占当期销售金额的 35.8%，相比上年同期+7.1pct，投资强度大幅提升。从新增土储的能级分布来看，公司一线、二线和三四线的面积占比分别为 7%、45%和 48%，一二线占比超过 50%；从新增土储的区域分布来看，公司在长三角、珠三角、京津冀和中西部面积占比分别为 10%、27%、19%和 44%，重点加仓中西部。公司坚持深耕“中心城市+城市群”，持续优化资源结构。

图7 公司历年销售金额及增速



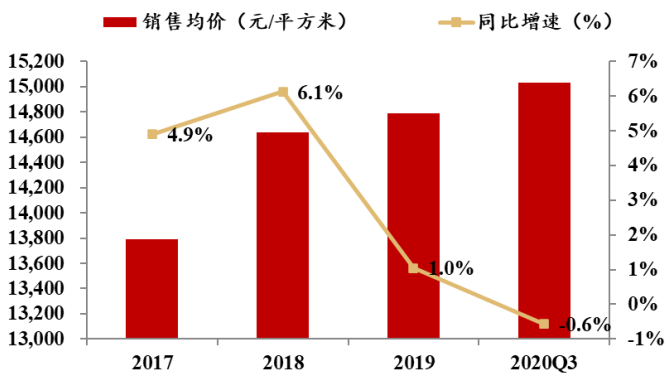
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图8 公司历年销售面积及增速



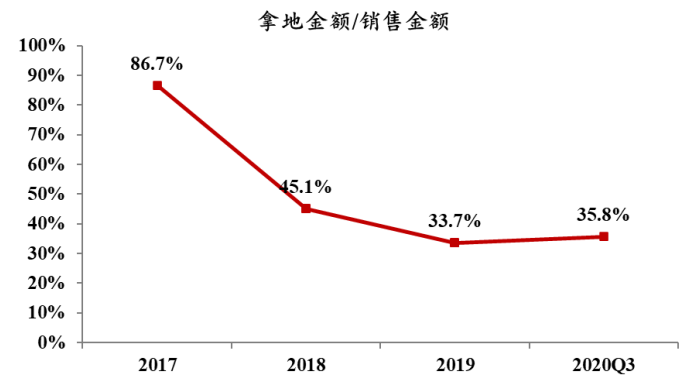
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 9 公司历年销售均价及增速



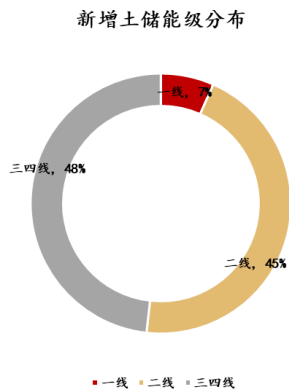
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 10 公司历年拿地金额与销售金额之比



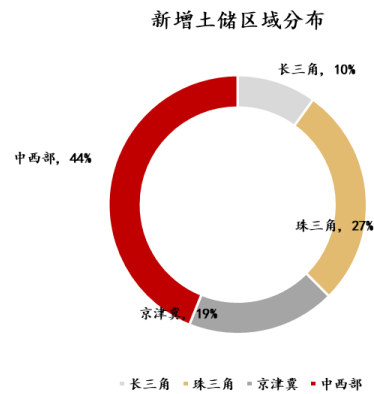
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 11 公司新增土储能级分布



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 12 公司新增土储区域分布



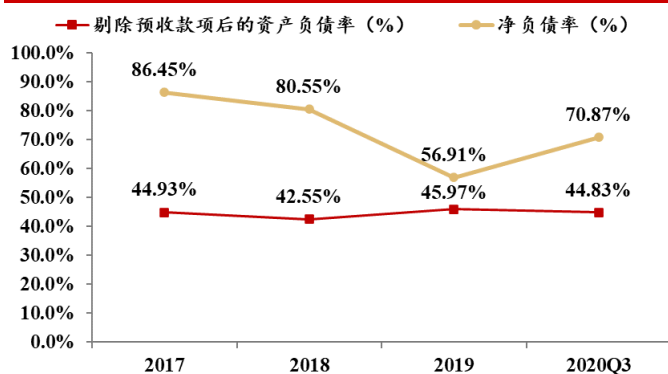
资料来源：Wind，华西证券研究所

### 3. 财务杠杆优化，融资优势突出

截至报告期末，公司剔除预收账款后的资产负债率为 44.83%，较去年同期 +4.46pct，净负债率为 70.87%，同比-11.40pct，杠杆率水平保持行业低位。此外，公司在手货币资金 1226.4 亿元，同比+9.0%，现金短债比为 1.91，较去年同期下降 0.43，短期偿债风险较低；公司实现经营性现金净流出 181.6 亿元，同比-269.9%，主要系合作项目往来款投入增加。

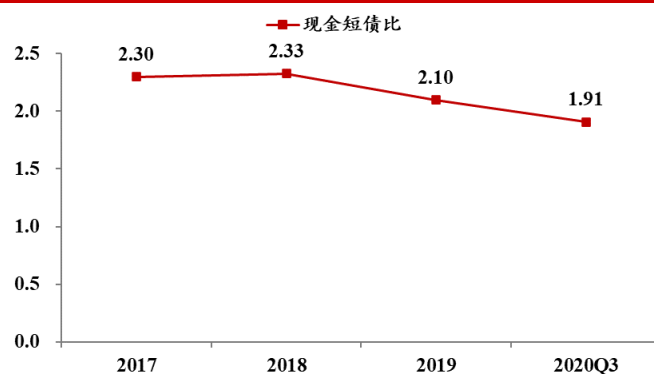
公司把握融资节奏，抓住市场利率窗口期融资。2020Q1-3，公司累计发行 63.1 亿元公司债券、45 亿元中期票据，5 年期债券品种发行利率最低为 3.00%，融资成本均为同期市场较低水平。公司财务状况健康，公司融资成本优势突出。

图 13 公司历年剔除预收款后的资产负债率和净负债



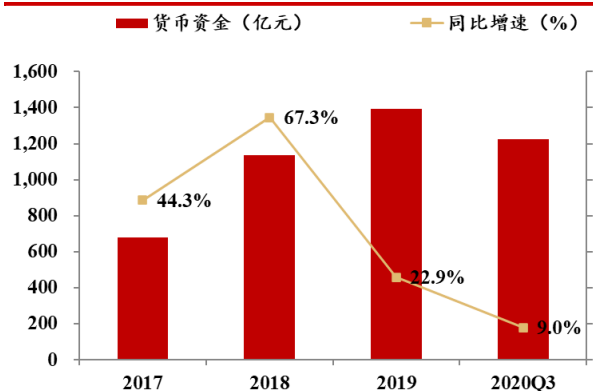
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 14 公司历年现金短债比



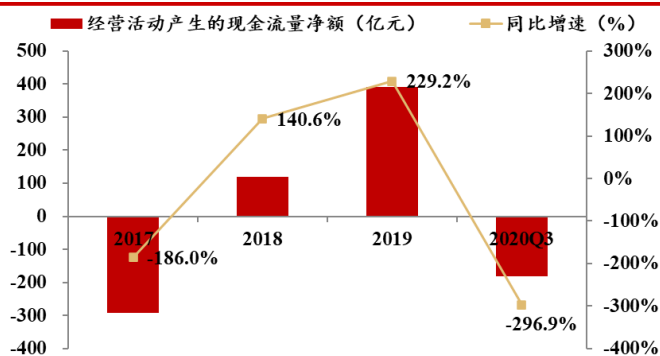
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 15 公司历年货币资金及增速



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 16 公司历年经营性现金流净额及增速



资料来源: Wind, 华西证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

保利地产业绩稳健增长, 优质土储丰富, 财务状况良好, 融资优势明显。受疫情冲击影响, 公司房地项目结转速度和利润水平不及预期, 我们下调公司盈利预测, 将公司 20-22 年预计营业收入由 2956.8/3639.9/4300.5 亿元下调为 2876.2/3439.9/4000.5 亿元, 对应 EPS 由 2.82/3.31/3.87 下调为 2.58/3.11/3.67 元, 对应 PE 分别为 6.0/4.9/4.2 倍, 维持公司“增持”评级。

## 5. 风险提示

销售不及预期, 利润率下滑, 计提存货减值准备影响业绩。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	235,981	287,621	343,987	400,051	净利润	37,554	41,794	50,287	59,414
YoY (%)	21.3%	21.9%	19.6%	16.3%	折旧和摊销	1,259	1,074	1,047	1,056
营业成本	153,450	188,679	225,999	262,874	营运资金变动	202	-67,083	-55,151	-59,608
营业税金及附加	21,841	25,691	31,096	36,021	经营活动现金流	39,155	-19,849	-237	3,747
销售费用	6,681	8,441	9,917	11,637	资本开支	-267	-2,901	-3,123	-3,049
管理费用	4,233	5,163	6,173	7,180	投资	-11,760	0	0	0
财务费用	2,582	6,049	6,416	6,638	投资活动现金流	-10,498	1,432	2,130	3,033
资产减值损失	-1,048	-1,231	-1,072	-942	股权募资	18,042	0	0	0
投资收益	3,702	4,333	5,254	6,082	债务募资	102,418	5,598	4,426	3,410
营业利润	50,402	56,677	68,546	80,815	筹资活动现金流	-2,835	1,471	435	-920
营业外收支	128	-128	-128	-128	现金净流量	25,899	-16,946	2,329	5,860
利润总额	50,531	56,549	68,418	80,687	<b>主要财务指标</b>				
所得税	12,977	14,755	18,131	21,273	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	
净利润	37,554	41,794	50,287	59,414	<b>成长能力</b>				
归属于母公司净利润	27,959	30,815	37,198	43,902	营业收入增长率	21.3%	21.9%	19.6%	16.3%
YoY (%)	47.9%	10.2%	20.7%	18.0%	净利润增长率	47.9%	10.2%	20.7%	18.0%
每股收益	2.34	2.58	3.11	3.67	<b>盈利能力</b>				
<b>资产负债表 (百万元)</b>					毛利率	35.0%	34.4%	34.3%	34.3%
货币资金	139,419	122,474	124,802	130,662	净利润率	15.9%	14.5%	14.6%	14.9%
预付款项	42,751	47,516	58,931	67,764	总资产收益率 ROA	2.7%	2.6%	2.7%	2.8%
存货	584,001	705,942	850,421	987,296	净资产收益率 ROE	17.9%	16.5%	16.6%	16.4%
其他流动资产	170,750	205,273	236,501	269,985	<b>偿债能力</b>				
流动资产合计	936,922	1,081,204	1,270,654	1,455,708	流动比率	1.56	1.56	1.53	1.53
长期股权投资	59,046	59,046	59,046	59,046	速动比率	0.52	0.47	0.44	0.42
固定资产	7,472	9,555	11,903	14,162	现金比率	0.23	0.18	0.15	0.14
无形资产	389	596	823	1,044	资产负债率	77.8%	77.0%	76.5%	75.5%
非流动资产合计	96,287	97,987	99,938	101,805	<b>经营效率</b>				
资产合计	1,033,209	1,179,191	1,370,592	1,557,513	总资产周转率	0.23	0.24	0.25	0.26
短期借款	3,133	3,231	3,332	3,196	<b>每股指标 (元)</b>				
应付账款及票据	113,153	117,026	148,999	169,888	每股收益	2.34	2.58	3.11	3.67
其他流动负债	483,414	574,917	675,987	775,626	每股净资产	13.04	15.61	18.72	22.39
流动负债合计	599,700	695,174	828,318	948,710	每股经营现金流	3.27	-1.66	-0.02	0.31
长期借款	172,072	177,572	181,897	185,443	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期负债	31,914	35,129	38,774	42,343	<b>估值分析</b>				
非流动负债合计	203,986	212,701	220,671	227,786	PE	6.57	5.97	4.94	4.19
负债合计	803,687	907,875	1,048,989	1,176,496	PB	1.24	0.98	0.82	0.69
股本	11,933	11,933	11,933	11,933					
少数股东权益	73,500	84,479	97,568	113,081					
股东权益合计	229,522	271,316	321,603	381,017					
负债和股东权益合计	1,033,209	1,179,191	1,370,592	1,557,513					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

由子沛：华西证券房地产行业首席分析师，同济大学及美国西北大学联合培养土木工程专业博士，获得三项国家发明专利，擅长房地产行业政策研究与数据分析，曾就职于民生证券研究院任房地产行业首席分析师；中国财富网“社区金融高峰论坛”特邀嘉宾，证券时报第二届中国证券分析师“金翼奖”房地产行业第三名。

侯希得：悉尼大学硕士学位，曾就职于民生证券，2019年加入华西证券任房地产行业分析师。

肖峰：同济大学土木工程专业学士，上海财经大学金融硕士，2020年加入华西证券任房地产行业助理分析师。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。