

**证券研究报告—动态报告**

房地产

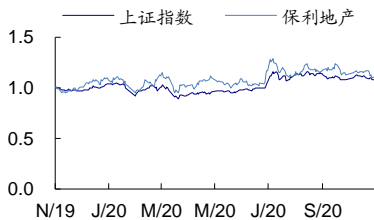
房地产开发 II

**保利地产(600048)**
**买入**

2020 年三季度点评

(维持评级)

2020 年 11 月 03 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	11,967/11,967
总市值/流通(百万元)	185,367/185,367
上证综指/深圳成指	3,225/13,421
12 个月最高/最低(元)	18.70/13.40

**相关研究报告:**

《保利地产-600048-2020 年中报点评: 业绩平稳增长, 龙头底蕴深厚》——2020-08-25  
 《保利地产-600048-2019 年报点评: 央企龙头, 业绩靓丽》——2020-04-16  
 《保利地产-600048-重大事件快评: 业绩大超预期, 上调未来两年盈利预测》——2020-01-10  
 《保利地产-600048-深度报告: 资源禀赋优, 业务协同好》——2019-10-28  
 《保利地产-600048-2019 年中报点评: 增长显著, 维持“买入”评级》——2019-08-13

**证券分析师: 任鹤**

电话: 010-88005315  
 E-MAIL: renhe@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040006

**证券分析师: 王粤雷**

电话: 0755-81981019  
 E-MAIL: wangyuelei@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520030001

**联系人: 王静**

电话: 010-88005344  
 E-MAIL: wangjing20@guosen.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

**财报点评**
**销售表现强劲, 投资力度加强**
**● 营收、净利稳步增长**

2020 前三季度公司实现营业收入 1174.0 亿元, 同比增长 5.0%; 实现归母净利润 132.0 亿元, 同比增长 2.9%。其中, 第三季度实现营业收入 437.3 亿元, 同比增长 7.5%; 归母净利润 30.8 亿元, 同比增长 7.0%。

**● 三季度销售表现强劲**

2020 年前三季度公司实现销售额 3673.8 亿元, 同比增长 5.9%; 销售面积 2444.1 万平方米, 同比增长 6.6%。其中, 第三季度实现销售额 1428.4 亿元, 同比增长 51.7%; 实现销售面积 951.8 万平方米, 同比增长 44.8%, 表现强劲。

**● 负债结构合理, 偿债能力较强**

截至 2020 三季度末, 公司总资产 11479 亿元, 净资产 2532 亿元, 资产负债率为 77.9%, 剔除预收账款后的资产负债率 65.6%, 净负债率(含永续债) 70.9%。公司货币资金/(短期借款+一年内到期的非流动负债)为 1.91 倍, 短期偿债能力较强。

**● 投资力度加强, 开发节奏稳健**

2020 年前三季度, 公司新拓展项目 88 个, 新增计容土储面积 1982 万平方米, 同比增长 32.8%, 总拓展成本 1314 亿元, 同比增长 31.9%。前三季度, 新开工面积 3839 万平方米, 同比增长 4.4%, 竣工面积 2203 万平方米, 同比增长 27.9%。截至三季度末, 公司共有在建拟建项目 714 个, 在建面积 14021 万平方米, 待开发面积 7075 万平方米。

**● 公司底蕴深厚, 维持“买入”评级**

公司作为央企龙头, 管控优势明显、底蕴深厚。我们预计公司 2020、2021 年 EPS 为 2.69、3.07 元, 对应 PE 为 5.7X、5.0X, 维持“买入”评级。

**● 风险**

公司销售、结算不达预期, 或因市场再度升温引发房地产调控预期。

**盈利预测和财务指标**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	194,555	235,981	283,177	338,397	394,232
(+/-%)	32.9%	21.3%	20.0%	19.5%	16.5%
净利润(百万元)	18904	27959	32108	36585	40835
(+/-%)	21.0%	47.9%	14.8%	13.9%	11.6%
摊薄每股收益(元)	1.59	2.34	2.69	3.07	3.42
EBIT Margin	19.4%	21.1%	20.2%	19.5%	18.9%
净资产收益率(ROE)	15.5%	17.9%	20.0%	22.0%	23.7%
市盈率(PE)	9.7	6.6	5.7	5.0	4.5
EV/EBITDA	21.8	19.8	19.4	19.4	19.5
市净率(PB)	1.50	1.17	1.14	1.10	1.06

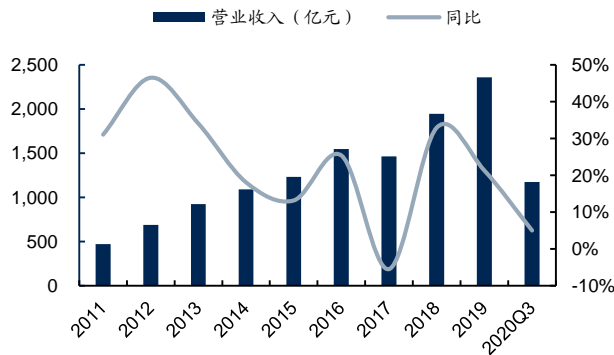
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 营收、净利稳步增长

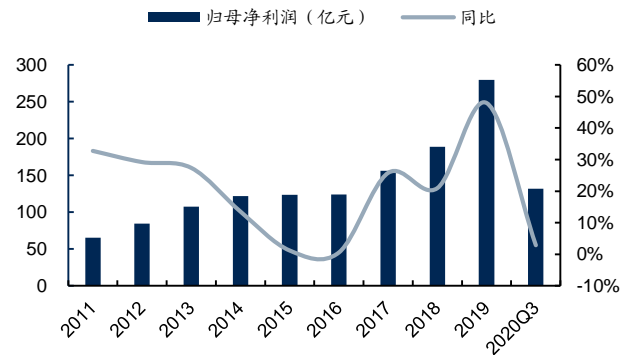
2020 前三季度公司实现营业收入 1174.0 亿元，同比增长 5.0%；实现归母净利润 132.0 亿元，同比增长 2.9%。其中，第三季度实现营业收入 437.3 亿元，同比增长 7.5%；归母净利润 30.8 亿元，同比增长 7.0%。

图 1：公司营业收入及同比（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 2：公司归母净利润及同比（单位：亿元，%）

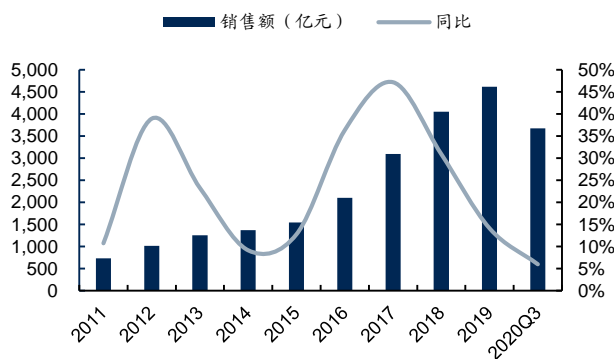


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 三季度销售表现强劲

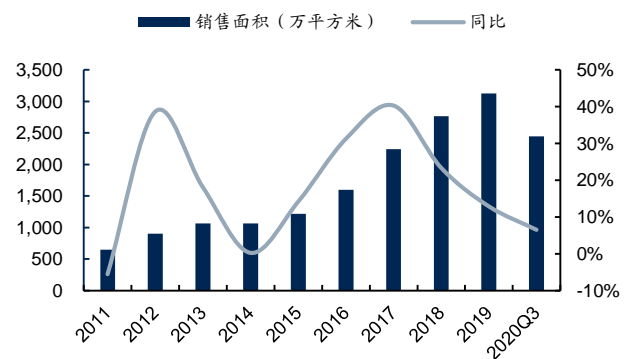
2020 年前三季度公司实现销售额 3673.8 亿元，同比增长 5.9%；销售面积 2444.1 万平方米，同比增长 6.6%。其中，第三季度实现销售额 1428.4 亿元，同比增长 51.7%；实现销售面积 951.8 万平方米，同比增长 44.8%，表现强劲。

图 3：公司销售金额及同比（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 4：公司销售面积及同比（单位：万平方米，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 负债结构合理，偿债能力较强

截至 2020 三季度末，公司总资产 11479 亿元，净资产 2532 亿元，资产负债率为 77.9%，剔除预收账款后的资产负债率 65.6%，净负债率（含永续债）70.9%。三季度末，公司货币资金/（短期借款+一年内到期的非流动负债）为 1.91 倍，短期偿债能力较强。

## 投资力度加强，开发节奏稳健

2020年前三季度，公司新拓展项目 88 个，新增计容土储面积 1982 万平方米，同比增长 32.8%，总拓展成本 1314 亿元，同比增长 31.9%。前三季度，新开工面积 3839 万平方米，同比增长 4.4%，竣工面积 2203 万平方米，同比增长 27.9%。截至三季度末，公司共有在建拟建项目 714 个，在建面积 14021 万平方米，待开发面积 7075 万平方米。

## 公司底蕴深厚，维持“买入”评级

公司作为央企龙头，管控优势明显、底蕴深厚。我们预计公司 2020、2021 年 EPS 为 2.69、3.07 元，对应 PE 为 5.7X、5.0X，维持“买入”评级。

## 风险

公司销售、结算不达预期，或因市场再度升温引发房地产调控预期。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	139419	140000	145000	150000	营业收入	235981	283177	338397	394232
应收款项	134643	155166	185423	216018	营业成本	153450	186897	225034	264136
存货净额	584001	685586	804168	927032	营业税金及附加	21841	26052	31133	36269
其他流动资产	78785	93448	108287	122212	销售费用	6681	7929	9814	11827
<b>流动资产合计</b>	<b>936922</b>	<b>1074200</b>	<b>1242878</b>	<b>1415262</b>	管理费用	4233	5113	6276	7506
固定资产	7967	7582	7199	6790	财务费用	2582	2023	2984	3750
无形资产及其他	389	374	358	343	投资收益	3702	2000	2000	2000
投资性房地产	28884	28884	28884	28884	资产减值及公允价值变动	1761	0	0	0
长期股权投资	59046	69046	79046	89046	其他收入	(2255)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1033209</b>	<b>1180086</b>	<b>1358365</b>	<b>1540325</b>	营业利润	50402	57163	65157	72744
短期借款及交易性金融负债	66459	117468	153765	187131	营业外净收支	128	160	160	160
应付款项	113153	116201	146848	180484	<b>利润总额</b>	<b>50531</b>	<b>57323</b>	<b>65317</b>	<b>72904</b>
其他流动负债	420088	506460	610447	717203	所得税费用	12977	14331	16329	18226
<b>流动负债合计</b>	<b>599700</b>	<b>740129</b>	<b>911060</b>	<b>1084818</b>	少数股东损益	9595	10885	12403	13843
长期借款及应付债券	203590	203590	203590	203590	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>27959</b>	<b>32108</b>	<b>36585</b>	<b>40835</b>
其他长期负债	396	396	396	396					
<b>长期负债合计</b>	<b>203986</b>	<b>203986</b>	<b>203986</b>	<b>203986</b>					
<b>负债合计</b>	<b>803687</b>	<b>944115</b>	<b>1115046</b>	<b>1288804</b>					
少数股东权益	73500	75133	76993	79070					
股东权益	156022	160838	166326	172451					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1033209</b>	<b>1180086</b>	<b>1358365</b>	<b>1540325</b>					

现金流量表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	27959	32108	36585	40835
资产减值准备	(1303)	3	(48)	(57)
折旧摊销	42	898	946	981
公允价值变动损失	(1761)	0	0	0
财务费用	2582	2023	2984	3750
营运资本变动	(11339)	(47348)	(29091)	(27048)
其它	25558	1629	1909	2133
<b>经营活动现金流</b>	<b>39155</b>	<b>24728</b>	<b>10301</b>	<b>16844</b>
资本开支	(2953)	(500)	(500)	(500)
其它投资现金流	(73)	73	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(10498)</b>	<b>(10427)</b>	<b>(10500)</b>	<b>(10500)</b>
权益性融资	18042	0	0	0
负债净变化	(9802)	0	0	0
支付股利、利息	(23329)	(27291)	(31098)	(34710)
其它融资现金流	45384	51009	36297	33366
<b>融资活动现金流</b>	<b>(2835)</b>	<b>23718</b>	<b>5199</b>	<b>(1344)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>25988</b>	<b>581</b>	<b>5000</b>	<b>5000</b>
货币资金的期初余额	113431	139419	140000	145000
货币资金的期末余额	139419	140000	145000	150000
企业自由现金流	22743	(4061)	20961	29303
权益自由现金流	58325	45431	55020	59857

关键财务与估值指标				
	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	2.34	2.69	3.07	3.42
每股红利	1.96	2.29	2.61	2.91
每股净资产	13.08	13.48	13.94	14.45
ROIC	9%	9%	10%	10%
ROE	18%	20%	22%	24%
毛利率	35%	34%	34%	33%
EBIT Margin	21%	20%	20%	19%
EBITDA Margin	21%	21%	20%	19%
收入增长	21%	20%	20%	17%
净利润增长率	48%	15%	14%	12%
资产负债率	78%	80%	82%	84%
息率	12.7%	14.9%	17.0%	18.9%
P/E	6.6	5.7	5.0	4.5
P/B	1.2	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA	19.8	19.4	19.4	19.5

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032