

## 销售增长靓丽，三项指标健康

——保利地产（600048.SH）跟踪报告

### 要点

**Q3以来销售增长靓丽，开工增速边际回升支撑后续供给弹性：**2020Q1/Q2/Q3公司签约金额分别同比-35%/+7%/52%，10月单月签约金额同比+37%，由此带动1-10月签约金额同比+9%至4227亿元（签约面积同比+11%，签约均价同比-2%）。2020 Q1/Q2/Q3公司新开工面积分别同比-21%/+10%/+25%，1-9月新开工面积同比+4%至3939万方。新开工增速边际持续回升，反映了公司较强的周转-去化意愿，预计后续供给端仍可支持销售稳健增长。

**1-10月投资力度总体平稳，拿地持续聚焦高能级城市：**10月公司新增土储208万方，对应总地价125亿元，拿地力度较8、9月有所回落，但明显高于去年同期水平。1-10月公司新增土储2190万方，同比+32%；总地价1439亿元，同比+33%；按金额权益比例约68%，略低于2019年全年水平（约70%）；拿地面积/销售面积约77%（2019年全年约86%），拿地金额/销售金额约34%（与2019年全年持平）。从结构来看，1-10月新增土储总建面中一二线、长三角及粤港澳三四线、其他三四线城市占比分别为51%、18%、31%，总地价占比分别为73%、16%、11%。

**竣工意愿相对积极，业绩平稳增长具备基础：**1-9月公司营收、归母净利润分别同比+5%、+3%，其中Q3单季度营收、同比+8%、+7%。受结转结构影响，1-9月公司综合毛利率同比-1.9pc至34%，扣税后毛利率同比-0.9pc至26.8%，合联营企业投资收益同比+45%至21亿元。截止2020Q3，公司合同负债（含预收账款）约3800亿元，较年初+16%，相对于我们预测的2020年营收约1.3倍。2020年公司计划竣工面积同比增长14%至3400万方，1-9月竣工面积同比+28%，其中Q3单季度同比+78%。

**三项财务指标均处健康区间：**1-9月，公司销售回款3317亿元，回款率维持在90.3%。截止2020Q3，公司总有息负债规模较年初增长12%，净负债率约71%（计入永续债后约86%），现金短债比约1.91，剔除预收账款后的资产负债率67%。公司三项指标均符合融资新政要求，长期稳健的财务表现不仅提供了低成本融资优势，也使得后续补货可以更加灵活。

**估值与评级：**公司销售持续修复，结算基础扎实，竣工意愿积极，维持2020-2022年预测EPS分别为2.64、3.05、3.43元，当前股价对应预测PE分别为6.1、5.3、4.7倍，对应预测股息率分别为5.7%、6.6%、7.4%。公司储备相对充足，信用优势明显，经营动能较强。综合考虑维持目标价20.60元，相对于2021年预测PE约6.8倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**公司项目竣工交付进度不及预期；主要布局城市推盘销售不及预期。

### 公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	194,514	235,934	283,751	335,908	391,102
营业收入增长率	32.95%	21.29%	20.27%	18.38%	16.43%
净利润（百万元）	18,904	27,959	31,520	36,376	40,922
净利润增长率	20.98%	47.90%	12.74%	15.41%	12.50%
EPS（元）	1.59	2.34	2.64	3.05	3.43
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.50%	17.92%	17.29%	17.52%	17.35%
P/E	10	7	6	5	5
P/B	1.6	1.2	1.1	0.9	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2020-11-06

### 买入（维持）

当前价/目标价：16.16/20.60元

### 作者

分析师：何缅甸

执业证书编号：S0930518060006

021-52523801

hemianan@ebscn.com

分析师：王梦恺

执业证书编号：S0930518110003

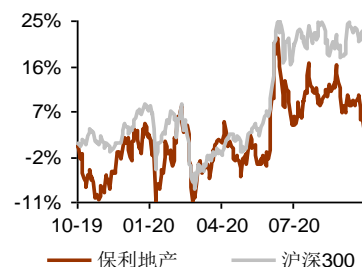
021-52523855

wangmk@ebscn.com

### 市场数据

总股本(亿股)	119.67
总市值(亿元)	1933.85
一年最低/最高(元)	12.69/18.70
近3月换手率	40.06%

### 股价相对走势



### 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.75	-0.95	-6.29
绝对	0.63	1.64	16.31

资料来源：Wind

### 相关研报

信用优势明显，销售恢复加速——保利地产（600048.SH）2020年中报点评（2020-08-25）

地产主业储备丰富，两翼共振潜力提升——保利地产（600048.SH）跟踪简报（2020-04-22）

2019业绩超预期，上调目标价至20元——保利地产（600048.SH）2019年业绩快报点评（2020-01-09）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	194,514	235,934	283,751	335,908	391,102
营业成本	131,339	153,450	192,447	231,204	273,093
折旧和摊销	924	1,163	1,519	1,666	1,812
税金及附加	16,122	21,841	23,551	27,209	31,288
销售费用	5,912	6,681	7,893	9,176	10,488
管理费用	3,495	4,233	5,006	5,825	6,665
研发费用	41	56	68	80	93
财务费用	2,585	2,582	3,077	3,609	4,162
投资收益	2,690	3,702	5,182	6,737	8,421
营业利润	35,593	50,402	56,792	65,542	73,734
利润总额	35,780	50,531	56,792	65,542	73,734
所得税	9,631	12,977	14,198	16,386	18,433
净利润	26,149	37,554	42,594	49,157	55,300
少数股东损益	7,245	9,595	11,074	12,781	14,378
归属母公司净利润	18,904	27,959	31,520	36,376	40,922
EPS(按最新股本计)	1.59	2.34	2.64	3.05	3.43

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	11,893	39,155	15,709	15,819	20,598
净利润	18,904	27,959	31,520	36,376	40,922
折旧摊销	924	1,163	1,519	1,666	1,812
净营运资金增加	38,229	30,209	51,532	59,862	61,913
其他	-46,164	-20,175	-68,862	-82,085	-84,049
投资活动产生现金流	-13,459	-10,498	-12,483	-12,095	-11,168
净资本支出	-595	-267	-1,800	-1,800	-1,800
长期投资变化	-25,039	-10,557	-13,866	-15,032	-15,789
其他资产变化	12,175	326	3,182	4,737	6,421
融资活动现金流	46,498	-2,835	13,418	24,962	20,928
股本变化	37	38	0	0	0
债务净变化	59,056	6,392	21,760	39,601	37,820
无息负债变化	62,732	137,295	139,177	155,481	169,452
净现金流	45,093	25,899	16,644	28,686	30,357

## 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	32.5%	35.0%	32.2%	31.2%	30.2%
EBITDA 率	18.6%	21.6%	19.9%	19.1%	18.2%
EBIT 率	18.1%	21.5%	19.3%	18.6%	17.8%
税前净利润率	18.4%	21.4%	20.0%	19.5%	18.9%
归母净利润率	9.7%	11.9%	11.1%	10.8%	10.5%
ROA	3.1%	3.6%	3.5%	3.4%	3.2%
ROE (摊薄)	15.5%	17.9%	17.3%	17.5%	17.4%
经营性 ROIC	6.9%	9.3%	8.9%	9.0%	8.9%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	78%	78%	78%	79%	80%
流动比率	1.72	1.56	1.50	1.46	1.43
速动比率	0.66	0.59	0.55	0.53	0.51
归母权益/有息债务	0.46	0.58	0.62	0.63	0.64
有形资产/有息债务	3.19	3.80	4.20	4.40	4.62

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	846,494	1,033,209	1,231,475	1,464,683	1,714,525
货币资金	113,431	139,419	156,063	184,749	215,106
交易性金融资产	0	73	73	73	73
应收帐款	2,006	1,845	2,122	2,530	2,962
应收票据	38	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	119,510	133,452	160,445	189,888	221,045
存货	474,505	584,001	708,251	851,652	1,006,641
其他流动资产	30,559	35,104	37,495	40,103	42,862
流动资产合计	766,481	936,922	1,118,342	1,333,684	1,565,049
其他权益工具	0	330	330	330	330
长期股权投资	48,489	59,046	72,912	87,943	103,733
固定资产	4,594	7,472	7,829	8,023	8,060
在建工程	878	495	439	397	365
无形资产	119	389	370	351	334
商誉	48	49	49	49	49
其他非流动资产	320	522	522	522	522
非流动资产合计	80,012	96,287	113,133	130,999	149,476
总负债	660,000	803,687	964,623	1,159,706	1,366,978
短期借款	3,011	3,133	3,893	7,494	6,315
应付账款	46,049	105,325	144,335	180,339	221,205
应付票据	4,637	7,828	9,817	11,794	13,931
预收账款	299,795	327,813	327,813	497,143	598,386
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	444,897	599,700	746,004	916,086	1,096,358
长期借款	181,874	172,072	182,072	192,072	204,072
应付债券	33,065	31,518	36,518	51,518	66,518
其他非流动负债	0	27	27	27	27
非流动负债合计	215,103	203,986	218,619	243,619	270,619
股东权益	186,494	229,522	266,851	304,977	347,547
股本	11,895	11,933	11,933	11,933	11,933
公积金	18,807	22,121	24,290	24,290	24,290
未分配利润	84,559	106,308	125,875	151,220	179,412
归属母公司权益	121,923	156,022	182,277	207,622	235,814
少数股东权益	64,572	73,500	84,575	97,355	111,733

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	3.04%	2.83%	2.78%	2.73%	2.68%
管理费用率	1.80%	1.79%	1.76%	1.73%	1.70%
财务费用率	1.33%	1.09%	1.08%	1.07%	1.06%
研发费用率	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%
所得税率	27%	26%	25%	25%	25%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.50	0.82	0.92	1.07	1.20
每股经营现金流	1.00	3.28	1.32	1.33	1.73
每股净资产	10.25	13.08	15.28	17.40	19.76
每股销售收入	16.35	19.77	23.78	28.15	32.78

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	10	7	6	5	5
PB	1.6	1.2	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	14.1	10.0	9.9	9.5	9.2
股息率	3.1%	5.1%	5.7%	6.6%	7.4%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场  
1 期写字楼 48 层

上海



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东  
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大  
大厦 17 层

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景  
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳