

2020年11月5日

# 销售维持强势，拿地节奏放缓

## 保利地产 (600048)

### 事件概述

保利地产发布10月份销售简报，2020年10月公司实现销售金额553.7亿元，销售面积412.3万平方米。

#### ► 销售保持高增，均价小幅下降

公司10月实现销售金额553.7亿元，同比增长36.9%，环比增长10.0%；销售面积412.3万平方米，同比增长45.7%，环比增长18.7%；销售均价13428.7元/平方米，同比下降6.0%，环比下降7.3%。1-10月公司累计实现销售金额4227.5亿元，同比增长9.2%；销售面积2856.4万平方米，同比上升10.9%；销售均价14800元/平方米，同比下降1.5%。公司自7月以来销售保持强势，可售货值充裕，全年销售有望再创新高。

#### ► 投资力度减弱，加码中西部地区

10月公司在广州、德州、南昌等地获12宗土地，新增计容建面208.1万平方米，同比增长25.1%，环比下降48.5%，拿地总价124.7亿元，同比增长45.2%，环比下降35.0%，拿地总价占当月销售金额的22.5%，较上月下降了15.6pct，投资强度有所下降。1-10月公司累计新增计容建面2189.8万平，累计同比增长32.4%，对应拿地总价1438.7亿元，累计同比增长33.0%，累计拿地总价占累计销售金额的34.0%，较去年同期增长6.1pct。从能级分布来看，公司新增土储中，一线、二线和三四线的面积占比分别为7%、67%和26%；从区域分布来看，公司新增土储在长三角、珠三角、京津冀和中西部面积占比分别为0%、21%、7%和72%，拿地主要以二线城市为主，重点布局中西部地区。

### 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。我们维持公司盈利预测不变，预计公司20-22年EPS分别为2.58/3.11/3.67元，对应PE分别为6.3/5.2/4.4倍，维持公司“增持”评级。

### 风险提示

销售不及预期，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        | 10.23   | 6.92    | 6.28    | 5.20    | 4.40    |

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: 15.92

股票代码: 600048  
52周最高价/最低价: 18.13/13.98  
总市值(亿): 1,905.13  
自由流通市值(亿): 1,905.13  
自由流通股数(百万): 11,966.89



分析师: 由子沛  
邮箱: youzpe@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) 三季度报点评: 业绩稳增, 投资积极  
2020.11.01
- 【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

## 正文目录

|                        |   |
|------------------------|---|
| 1. 销售保持高增，均价小幅下降.....  | 3 |
| 2. 投资力度减弱，加码中西部地区..... | 3 |
| 3. 投资建议.....           | 5 |
| 4. 风险提示.....           | 5 |

## 图表目录

|                                |   |
|--------------------------------|---|
| 图 1 公司当月销售金额、当月同比及累计同比.....    | 3 |
| 图 2 公司近年当月销售面积、当月同比及累计同比.....  | 3 |
| 图 3 公司当月销售均价及当月同比.....         | 3 |
| 图 4 公司当月拿地总价及同比，累计拿地总价及同比..... | 4 |
| 图 5 公司当月新增建面及同比，累计新增建面及同比..... | 4 |
| 图 6 公司当月新增土地楼面均价及同比.....       | 4 |
| 图 7 公司当月拿地力度及累计拿地力度.....       | 4 |
| 图 8 公司新增土储能级分布.....            | 5 |
| 图 9 公司新增土储区域分布.....            | 5 |

## 1. 销售保持高增，均价小幅下降

公司 10 月实现销售金额 553.7 亿元，同比增长 36.9%，环比增长 10.0%；销售面积 412.3 万平方米，同比增长 45.7%，环比增长 18.7%；销售均价 13428.7 元/平方米，同比下降 6.0%，环比下降 7.3%。1-10 月公司累计实现销售金额 4227.5 亿元，同比增长 9.2%；销售面积 2856.4 万平方米，同比上升 10.9%；销售均价 14800 元/平方米，同比下降 1.5%。公司自 7 月以来销售保持强势，可售货值充裕，全年销售有望再创新高。

图 1 公司当月销售金额、当月同比及累计同比



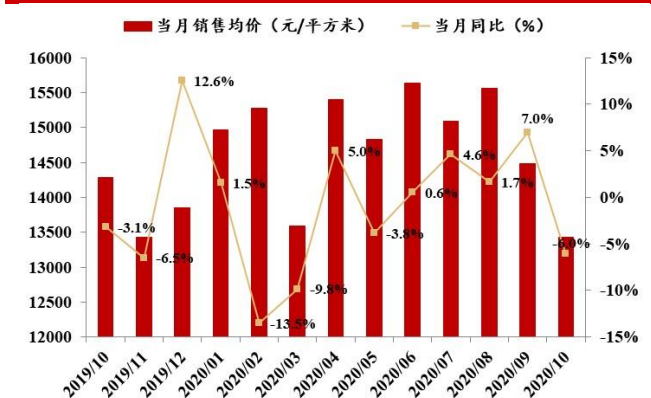
资料来源：Wind，公司公告，华西证券研究所

图 2 公司近年当月销售面积、当月同比及累计同比



资料来源：Wind，公司公告，华西证券研究所

图 3 公司当月销售均价及当月同比



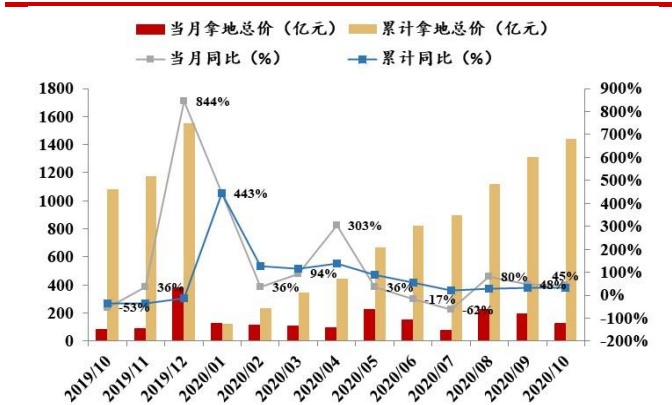
资料来源：Wind，公司公告，华西证券研究所

## 2. 投资力度减弱，加码中西部地区

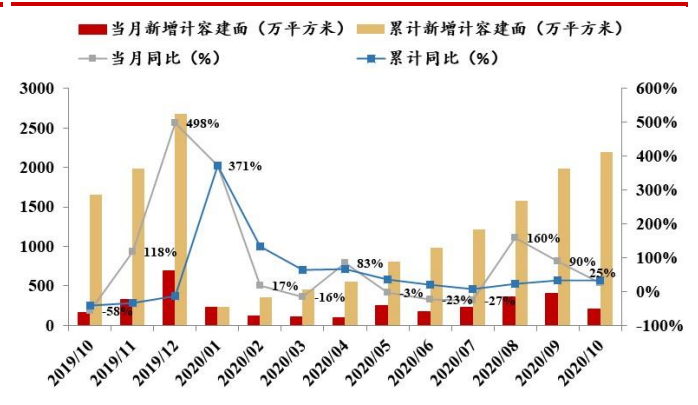
10 月公司在广州、德州、南昌等地获 12 宗土地，新增计容建面 208.1 万平方米，同比增长 25.1%，环比下降 48.5%，拿地总价 124.7 亿元，同比增长 45.2%，环比下降 35.0%，拿地总价占当月销售金额的 22.5%，较上年同期增长了 1.3pct，较上月下降了 15.6pct，投资强度有所下降。1-10 月公司累计新增计容建面 2189.8 万平，累

计同比增长 32.4%，对应拿地总价 1438.7 亿元，累计同比增长 33.0%，累计拿地总价占累计销售金额的 34.0%，较去年同期增长 6.1pct。从能级分布来看，公司新增土储中，一线、二线和三四线的面积占比分别为 7%、67%和 26%；从区域分布来看，公司新增土储在长三角、珠三角、京津冀和中西部面积占比分别为 0%、21%、7%和 72%，拿地主要以二线城市为主，重点布局中西部地区。

图 4 公司当月拿地总价及同比，累计拿地总价及同比 图 5 公司当月新增建面及同比，累计新增建面及同比

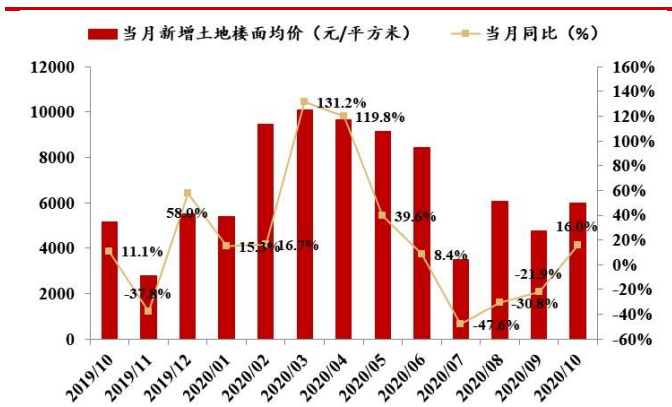


资料来源：Wind，公司公告，华西证券研究所



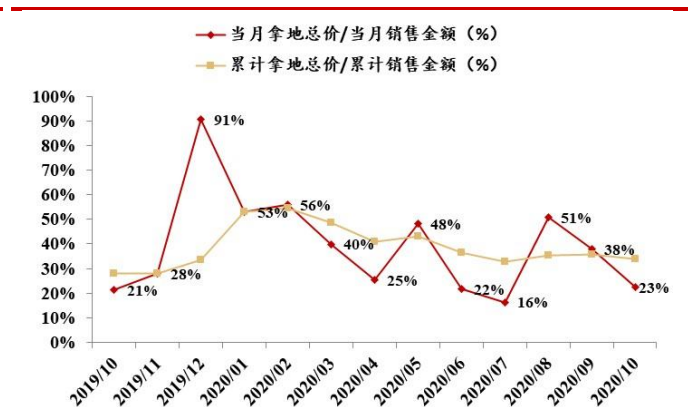
资料来源：Wind，公司公告，华西证券研究所

图 6 公司当月新增土地楼面均价及同比



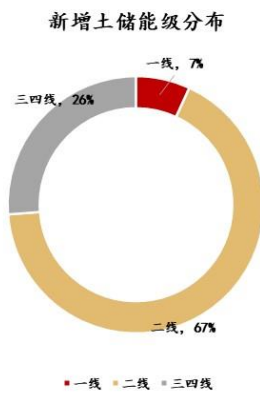
资料来源：Wind，公司公告，华西证券研究所

图 7 公司当月拿地力度及累计拿地力度



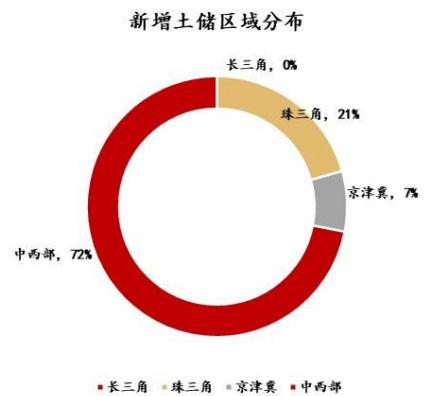
资料来源：Wind，公司公告，华西证券研究所

图 8 公司新增土储能级分布



资料来源：Wind，公司公告，华西证券研究所

图 9 公司新增土储区域分布



资料来源：Wind，公司公告，华西证券研究所

### 3. 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。我们维持公司盈利预测不变，预计公司 20-22 年 EPS 分别为 2.58/3.11/3.67 元，对应 PE 分别为 6.3/5.2/4.4 倍，维持公司“增持”评级。

### 4. 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>成长能力 (%)</b> |         |         |         |         |
| 净利润                | 37,554    | 41,794    | 50,287    | 59,414    | 营业收入增长率         | 21.3%   | 21.9%   | 19.6%   | 16.3%   |
| 归属于母公司净利润          | 27,959    | 30,815    | 37,198    | 43,902    | 净利润增长率          | 47.9%   | 10.2%   | 20.7%   | 18.0%   |
| YoY (%)            | 47.9%     | 10.2%     | 20.7%     | 18.0%     | <b>盈利能力 (%)</b> |         |         |         |         |
| 每股收益               | 2.34      | 2.58      | 3.11      | 3.67      | 毛利率             | 35.0%   | 34.4%   | 34.3%   | 34.3%   |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> |           |           |           |           | 净利率             | 15.9%   | 14.5%   | 14.6%   | 14.9%   |
| 货币资金               | 139,419   | 122,474   | 124,802   | 130,662   | 总资产收益率 ROA      | 2.7%    | 2.6%    | 2.7%    | 2.8%    |
| 预付款项               | 42,751    | 47,516    | 58,931    | 67,764    | 净资产收益率 ROE      | 17.9%   | 16.5%   | 16.6%   | 16.4%   |
| 存货                 | 584,001   | 705,942   | 850,421   | 987,296   | <b>偿债能力 (%)</b> |         |         |         |         |
| 其他流动资产             | 170,750   | 205,273   | 236,501   | 269,985   | 流动比率            | 1.56    | 1.56    | 1.53    | 1.53    |
| 流动资产合计             | 936,922   | 1,081,204 | 1,270,654 | 1,455,708 | 速动比率            | 0.52    | 0.47    | 0.44    | 0.42    |
| 长期股权投资             | 59,046    | 59,046    | 59,046    | 59,046    | 现金比率            | 0.23    | 0.18    | 0.15    | 0.14    |
| 固定资产               | 7,472     | 9,555     | 11,903    | 14,162    | 资产负债率           | 77.8%   | 77.0%   | 76.5%   | 75.5%   |
| 无形资产               | 389       | 596       | 823       | 1,044     | <b>经营效率 (%)</b> |         |         |         |         |
| 非流动资产合计            | 96,287    | 97,987    | 99,938    | 101,805   | 总资产周转率          | 0.23    | 0.24    | 0.25    | 0.26    |
| 资产合计               | 1,033,209 | 1,179,191 | 1,370,592 | 1,557,513 | <b>每股指标 (元)</b> |         |         |         |         |
| 短期借款               | 3,133     | 3,231     | 3,332     | 3,196     | 每股收益            | 2.34    | 2.58    | 3.11    | 3.67    |
| 应付账款及票据            | 113,153   | 117,026   | 148,999   | 169,888   | 每股净资产           | 13.04   | 15.61   | 18.72   | 22.39   |
| 其他流动负债             | 483,414   | 574,917   | 675,987   | 775,626   | 每股经营现金流         | 3.27    | -1.66   | -0.02   | 0.31    |
| 流动负债合计             | 599,700   | 695,174   | 828,318   | 948,710   | 每股股利            | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 长期借款               | 172,072   | 177,572   | 181,897   | 185,443   | <b>估值分析</b>     |         |         |         |         |
| 其他长期负债             | 31,914    | 35,129    | 38,774    | 42,343    | PE              | 6.92    | 6.28    | 5.20    | 4.40    |
| 非流动负债合计            | 203,986   | 212,701   | 220,671   | 227,786   | PB              | 1.24    | 1.04    | 0.86    | 0.72    |
| 负债合计               | 803,687   | 907,875   | 1,048,989 | 1,176,496 |                 |         |         |         |         |
| 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。