

证券研究报告—动态报告/公司快评

房地产

房地产开发 II

保利地产 (600048)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2021年01月14日

步入 5000 亿阵营，拿地积极稳固龙头地位

证券分析师: 任鹤	010-88005315	renhe@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520040006
证券分析师: 王粤雷	0755-81981019	wangyuelei@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520030001
联系人: 王静	010-88005344	wangjing20@guosen.com.cn	

事项:

公司发布 2020 年 12 月销售情况简报和近期获得房地产项目的公告: 1) 2020 年 12 月, 公司实现签约面积 289.90 万平方米, 同比减少 4.73%; 实现签约金额 398.06 亿元, 同比减少 5.52%; 2020 年 1-12 月, 公司实现签约面积 3409.19 万平方米, 同比增加 9.16%; 实现签约金额 5028.48 亿元, 同比增加 8.88%; 2) 公司近期新增加房地产项目 32 个。

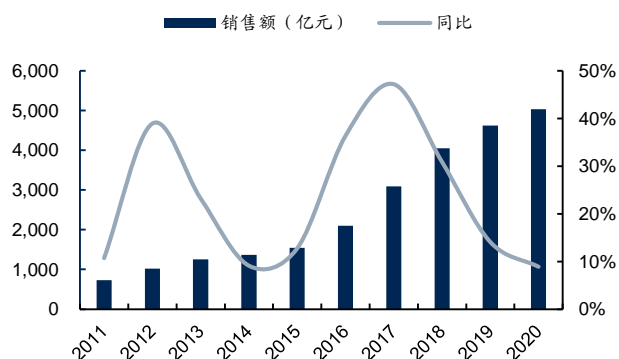
国信地产观点: 1) 即使受新冠疫情冲击, 公司的销售额及销售面积仍实现了同比增长, 且同比增速的下滑趋势减缓, 我们预期公司未来销售规模继续维持平稳增长; 2) 公司步入 5000 亿阵营, 与第二梯队进一步拉开差距, 龙头地位稳固; 3) 公司受融资监管影响小, 拿地态度积极, 未来业绩有保障; 4) 公司作为央企龙头, 销售稳增, 投资积极, 我们预计公司 2020、2021 年的 EPS 为 2.69、3.07 元, 对应最新股价的 PE 为 5.7、5.0 倍, 维持“买入”评级。

评论:

■ 销售规模同比增长, 且增速的下滑趋势减缓, 预期未来继续维持平稳增长

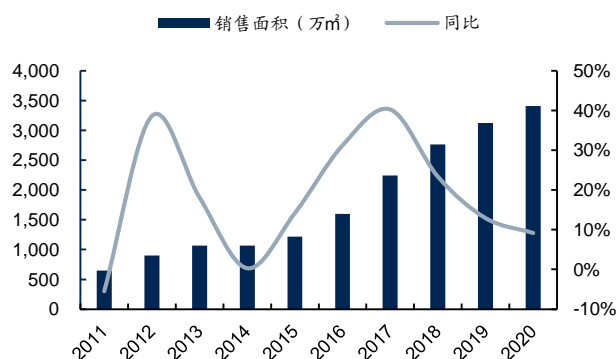
尽管公司 12 月份单月的销售水平同比下滑, 但从全年表现来看, 公司成功抵御了新冠疫情的冲击, 实现了销售额和销售面积均同比增长。同时, 公司年度销售额和销售面积同比增速的下滑趋势减缓: 1) 公司的销售额 2018 年、2019 年同比增速下滑 16.3、16.8 个百分点, 而 2020 年仅下滑 5.2 个百分点; 2) 公司的销售面积 2018 年、2019 年同比增速下滑 16.9、10.4 个百分点, 而 2020 年仅下滑 3.7 个百分点。我们预期公司未来销售规模继续维持平稳增长。

图 1: 公司近年销售额及同比 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 2: 公司近年销售面积及同比 (单位: 万㎡, %)

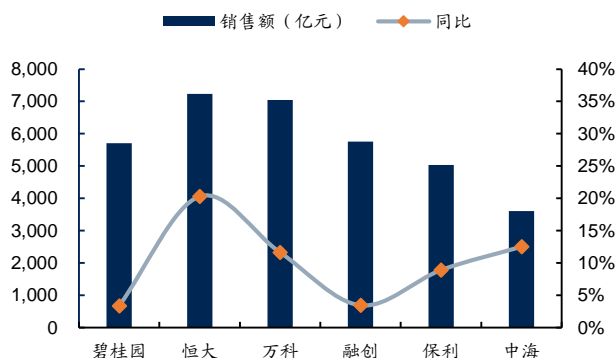


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

■ 步入 5000 亿阵营，与第二梯队进一步拉开差距，龙头地位稳固

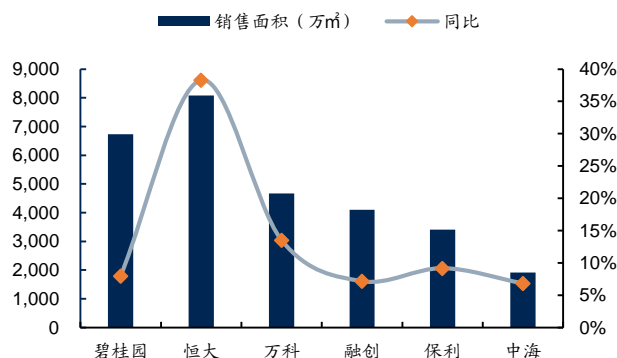
公司 2020 年销售金额突破 5000 亿元，将第一梯队规模门槛提升到 5000 亿元，与以中国海外发展为首的第二梯队房企拉开超千亿的差距。由于未来房企规模增速在“三道红线”融资监管新规下明显受限，第二梯队追赶速度有限，公司行业龙头地位稳固，将显著受益于行业集中度提升。

图 3：头部房企 2020 年销售额及同比（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理
备注：碧桂园销售额数据为权益口径

图 4：头部房企 2020 年销售面积及同比（单位：万㎡，%）



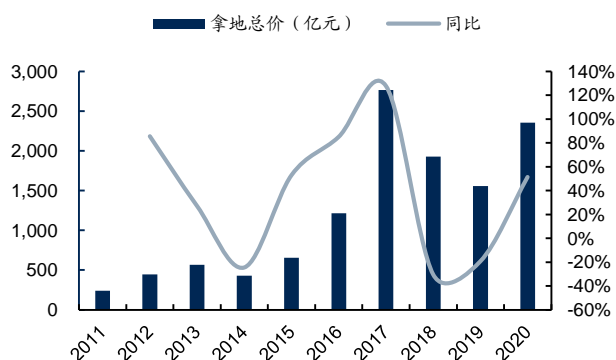
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理
备注：碧桂园销售额数据为权益口径

■ 受融资监管影响小，拿地态度积极，未来业绩有保障

根据公司定期披露的项目获取信息，2020 年公司拿地态度积极：1) 2020 年全年公司新增项目约 146 个；新增土储的计容建面约 3186 万㎡，同比增长 18.9%；拓展成本约 2353 亿元，同比增长 51.4%。2) 经计算，公司 2020 年全年拿地销售面积比为 93%，与 2019 年相比提高 7.6 个百分点；投资强度为 47%，同比提高 13.1 个百分点；而权益地价占比为 65%，同比降低 5.5 个百分点。适度进取的拿地拓展为公司销售规模持续增长奠定了基础。

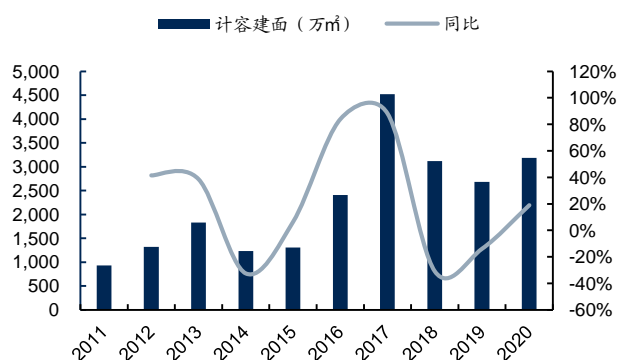
在下半年“三道红线”融资监管新规出台后，由于财务表现优秀被归为“绿档”，同时公司作为第一梯队房企中唯一的央企，融资优势明显，拿地力度不减反增。2020 年下半年，公司获取拓展项目数量 102 个，占全年的 70%；计容建面 2201 万平方米，占全年的 69%；拓展成本 1534 亿元，占全年的 65%。在拓展方向仍聚焦核心城市的前提下，拿地楼面价从上半年的 8328 元/㎡ 降至下半年的 6967 元/㎡，未来利润有保障。

图 5：公司近年拿地金额及同比（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 6：公司近年拿地面积及同比（单位：万㎡，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 1: 公司 2020 年与 2019 年的拿地指标对比

	2020 年	2019 年	同比变动
拿地面积 (万 m ²)	3186	2680	18.9%
拿地销售比=拿地面积/销售面积	93%	86%	提高 7.6 个百分点
拿地总价 (亿元)	2353	1555	51.4%
投资强度=拿地总价/销售金额	47%	34%	提高 13.1 个百分点
权益地价 (亿元)	1541	1104	39.5%
权益占比=权益地价/拿地总价	65%	71%	降低 5.5 个百分点

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

■ **投资建议: 公司作为央企龙头, 销售稳增, 投资积极, 维持“买入”评级**

公司是第一梯队房企中唯一的央企, 受融资监管新规影响较小, 目前销售稳增, 投资积极。我们预计公司 2020、2021 年的 EPS 为 2.69、3.07 元, 对应最新股价的 PE 为 5.7、5.0 倍, 维持“买入”评级。

■ **风险提示**

因新冠疫情反复影响局部地区的现场销售和施工进度, 公司销售、结算不达预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	139419	140000	145000	150000
应收款项	134643	155166	185423	216018
存货净额	584001	685586	804168	927032
其他流动资产	78785	93448	108287	122212
流动资产合计	936922	1074200	1242878	1415262
固定资产	7967	7582	7199	6790
无形资产及其他	389	374	358	343
投资性房地产	28884	28884	28884	28884
长期股权投资	59046	69046	79046	89046
资产总计	1033209	1180086	1358365	1540325
短期借款及交易性金融负债	66459	117468	153765	187131
应付款项	113153	116201	146848	180484
其他流动负债	420088	506460	610447	717203
流动负债合计	599700	740129	911060	1084818
长期借款及应付债券	203590	203590	203590	203590
其他长期负债	396	396	396	396
长期负债合计	203986	203986	203986	203986
负债合计	803687	944115	1115046	1288804
少数股东权益	73500	75133	76993	79070
股东权益	156022	160838	166326	172451
负债和股东权益总计	1033209	1180086	1358365	1540325

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

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	235981	283177	338397	394232
营业成本	153450	186897	225034	264136
营业税金及附加	21841	26052	31133	36269
销售费用	6681	7929	9814	11827
管理费用	4233	5113	6276	7506
财务费用	2582	2023	2984	3750
投资收益	3702	2000	2000	2000
资产减值及公允价值变动	1761	0	0	0
其他收入	(2255)	0	0	0
营业利润	50402	57163	65157	72744
营业外净收支	128	160	160	160
利润总额	50531	57323	65317	72904
所得税费用	12977	14331	16329	18226
少数股东损益	9595	10885	12403	13843
归属于母公司净利润	27959	32108	36585	40835

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	27959	32108	36585	40835
资产减值准备的增加(减少)	(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
经营活动现金流	39155	24728	10301	16844
资本开支	(2953)	(500)	(500)	(500)
其它投资现金流	(73)	73	0	0
投资活动现金流	(10498)	(10427)	(10500)	(10500)
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
融资活动现金流	(2835)	23718	5199	(1344)
现金净变动	25988	581	5000	5000
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

相关研究报告

- 《保利地产-600048-2020年三季报点评：销售表现强势，投资力度加强》——2020-11-03
 《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

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±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±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

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