

保利地产 (600048.SH) 业绩平稳释放, 销售可圈可点, 坚持深耕战略

2021年04月19日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

齐东 (分析师)

陈鹏 (分析师)

qidong@kysec.cn

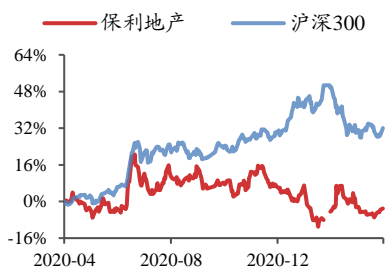
chenpeng@kysec.cn

证书编号: S0790520060001

证书编号: S0790520100001

日期	2021/4/19
当前股价(元)	14.57
一年最高最低(元)	18.70/13.31
总市值(亿元)	1,743.96
流通市值(亿元)	1,743.96
总股本(亿股)	119.69
流通股本(亿股)	119.69
近3个月换手率(%)	38.62

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-全年业绩稳健释放, 净利率保持稳定》-2021.1.19

《公司信息更新报告-业绩稳健, 销售提速, 投资积极, 杠杆有所回落》-2020.10.29

《公司信息更新报告-业绩稳健, 投资积极, 融资优势明显》-2020.8.24

● 业绩稳健, 销售复苏, 拿地积极, 维持“买入”评级

公司坚持“一主两翼”, 打造全产业不动产生态发展平台。鉴于行业逐渐进入存量时代, 房企销售增速下行确定性大。我们下调2021-2022年盈利预测, 新增2023年盈利预测, 预计2021-2023年归母净利润317.0、345.7、376.3亿元(2021-2022年前值389.7、459.4亿元), EPS分别为2.65、2.89、3.14元, 当前股价对应PE分别为5.5、5.0、4.6倍。考虑公司基本面仍较为稳健, 维持“买入”评级。

● 毛利率略有回落, 业绩平稳释放

保利地产发布2020年年报: 公司营业总收入2432.08亿元, 同比增长3.06%; 归母净利润289.48亿元, 同比增长3.54%。公司综合毛利率为32.59%, 同比下降2.38个百分点, 主要由于2017-2018年高地价项目进入结转阶段, 拉低利润率水平; 投资收益61.41亿元, 同比大幅增长65.91%, 主要源于合作项目有所增加; 此外税金及附加同比下降15.32%, 有效对冲毛利下滑影响。公司全年净利率为16.47%, 同比增长0.56个百分点。

● 坚持深耕核心城市群战略, 拿地力度有所回升

2020年公司销售金额5028.48亿元, 同比增长8.88%; 在一二线城市及38个核心城市销售贡献分别为74%、75%。公司全年拿地金额2353亿元, 同比增长51%; 拿地面积3186万平米, 同比增长19%; 拿地金额是销售金额的47%, 同比提升13个百分点; 楼面均价7385元/平米, 是当期销售均价的50%。公司拓展项目溢价率仅13%, 理性拿地; 同时坚持深耕“中心城市+城市群”, 全年38个核心城市拓展金额占比达83%, 同比提升4个百分点。2020年末, 公司拥有在手资源17096万平米, 38个核心城市占比65%; 其中待开发面积7747万平米。

● 稳居“绿档”稳健经营, 融资成本创历史新低

2020年, 公司有息负债2968亿元, 同比增长10%, 剔除预收后的资产负债率、净负债率、现金短债比分别为68.7%、56.6%、1.82倍, 稳居三道红线“绿档”, 综合融资成本仅约4.77%, 再创历史新低。

● **风险提示:** 行业销售波动; 政策调整导致经营风险; 企业运营风险。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	235,934	243,095	269,800	295,296	321,991
YOY(%)	21.3	3.0	11.0	9.4	9.0
归母净利润(百万元)	27,959	28,948	31,700	34,567	37,628
YOY(%)	47.9	3.5	9.5	9.0	8.9
毛利率(%)	35.0	32.6	32.6	32.7	32.8
净利率(%)	11.9	11.9	11.7	11.7	11.7
ROE(%)	16.4	15.0	14.1	13.5	13.0
EPS(摊薄/元)	2.34	2.42	2.65	2.89	3.14
P/E(倍)	6.2	6.0	5.5	5.0	4.6
P/B(倍)	1.2	1.0	0.8	0.7	0.6

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 毛利率略有回落，业绩平稳释放	3
2、 坚持深耕核心城市群战略，拿地力度有所回升	3
3、 稳居“绿档”稳健经营，融资成本创历史新低	5
4、 盈利预测与投资建议	6
5、 风险提示	6
附： 财务预测摘要	8

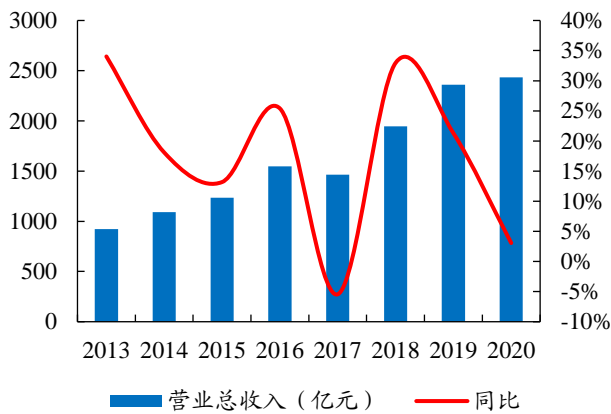
图表目录

图 1: 保利地产 2020 年营收增速 3.1%	3
图 2: 保利地产 2020 年归母净利润增速 3.5%	3
图 3: 保利地产 2020 年盈利能力维持稳定	3
图 4: 保利地产 2020 年合约负债增速 11.5%	3
图 5: 保利地产 2020 年销售金额增速 8.9%	4
图 6: 保利地产 2020 年销售面积增速 9.2%	4
图 7: 保利地产 2020 年拿地金额增速 51.3%	4
图 8: 保利地产 2020 年拿地面积增速 18.9%	4
图 9: 保利地产 2020 年拿地金额/销售额为 46.8%	5
图 10: 保利地产 2020 年楼面价/销售均价有所回升	5
图 11: 保利地产 2020 年土储规模持续提升	5
图 12: 保利地产 2020 年杠杆水平稳定	6
图 13: 保利地产 2020 年有息负债增速 9.9%	6
图 14: 保利地产 2020 年融资成本持续下行	6

1、毛利率略有回落，业绩平稳释放

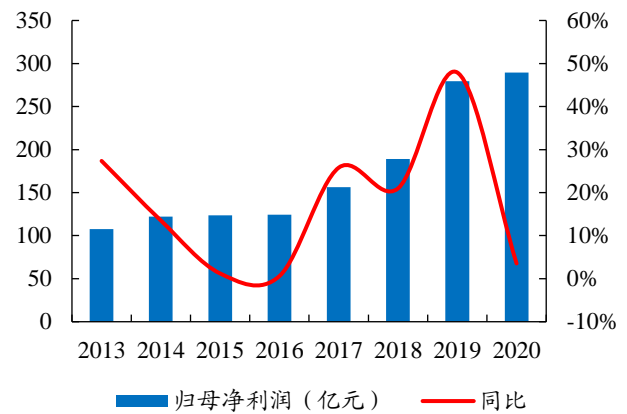
保利地产发布 2020 年年报：公司营业总收入 2432.08 亿元，同比增长 3.06%；归母净利润 289.48 亿元，同比增长 3.54%；EPS 为 2.42 元。公司综合毛利率为 32.59%，同比下降 2.38 个百分点，主要由于 2017-2018 年高地价项目进入结转阶段，拉低利润率水平；投资收益 61.41 亿元，同比大幅增长 65.91%，主要源于合作项目有所增加；此外税金及附加同比下降 15.32%，有效对冲毛利下滑影响。公司全年净利率为 16.47%，同比增长 0.56 个百分点。公司 2020 年合同负债 3664.99 亿元，同比增长 11.48%；2021 年计划开、竣工规模分别为 4900、4000 万平方米，同比分别增长 5.8%、0.4%，未来结算节奏有保障。

图1：保利地产 2020 年营收增速 3.1%



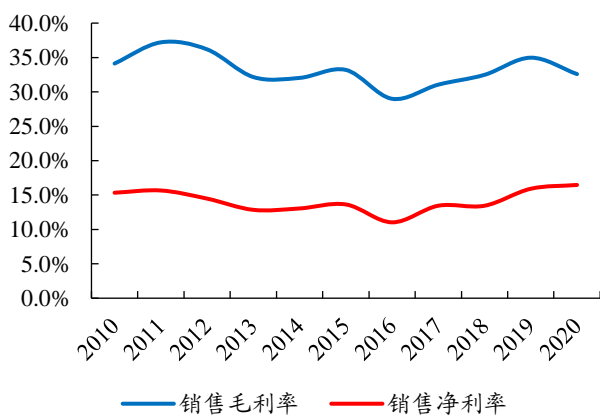
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：保利地产 2020 年归母净利润增速 3.5%



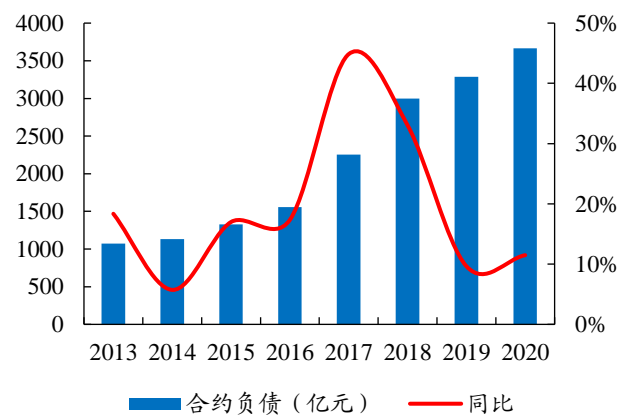
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：保利地产 2020 年盈利能力维持稳定



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：保利地产 2020 年合约负债增速 11.5%



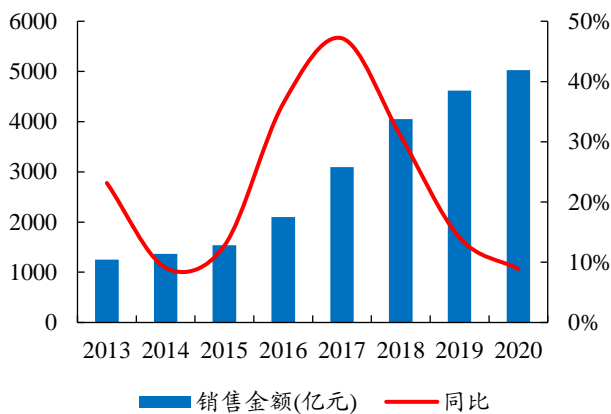
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、坚持深耕核心城市群战略，拿地力度有所回升

2020 年公司销售金额 5028.48 亿元，同比增长 8.88%，自 4 月起连续 8 个月单

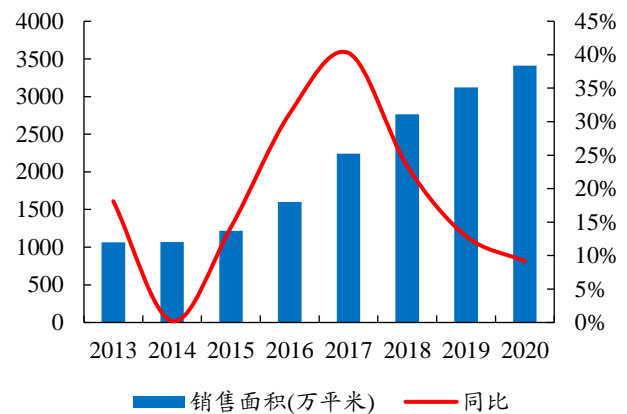
月销售额创历史新高；销售面积 3409.19 万平方米，同比增长 9.16%。公司在一二线城市及 38 个核心城市销售贡献分别为 74%、75%；在珠三角及长三角销售合计占比达 52%，同比提升 6 个百分点。公司把握拿地窗口期积极补土储，全年拿地金额 2353 亿元，同比增长 51%；拿地面积 3186 万平米，同比增长 19%；拿地金额是销售金额的 47%，同比提升 13 个百分点；平均楼面均价 7385 元/平米，是当期销售均价的 50%。公司拓展项目溢价率仅 13%，理性拿地；同时坚持深耕“中心城市+城市群”，全年 38 个核心城市拓展金额占比达 83%，同比提升 4 个百分点。2020 年末，公司拥有在手资源 17096 万平米，38 个核心城市占比 65%；其中待开发面积 7747 万平米。

图5：保利地产 2020 年销售金额增速 8.9%



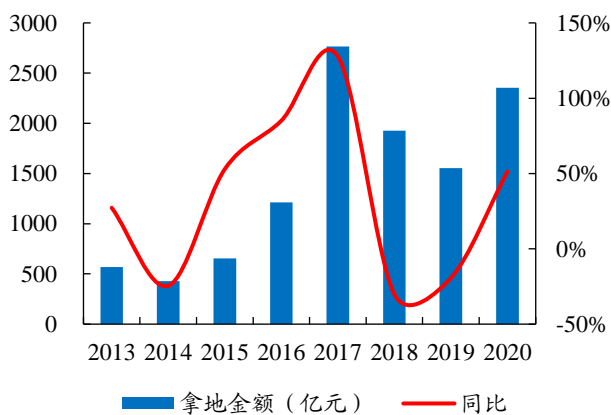
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：保利地产 2020 年销售面积增速 9.2%



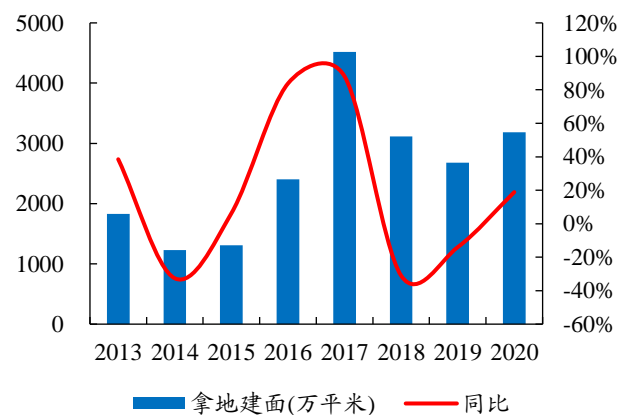
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图7：保利地产 2020 年拿地金额增速 51.3%

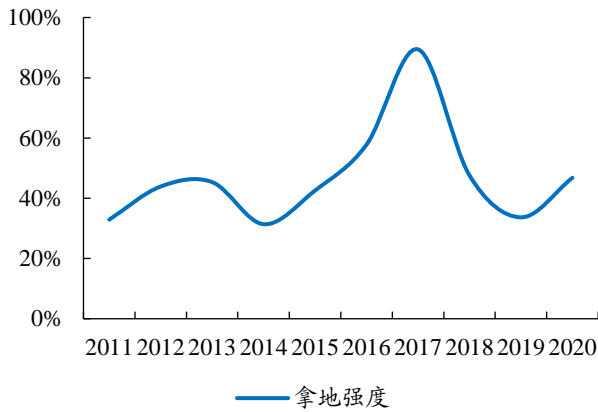


数据来源：公司公告、开源证券研究所

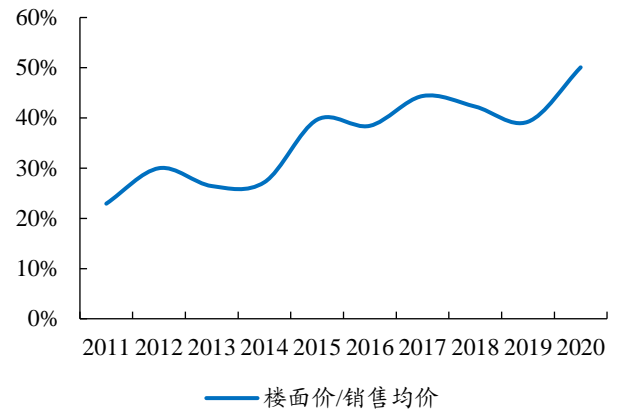
图8：保利地产 2020 年拿地面积增速 18.9%



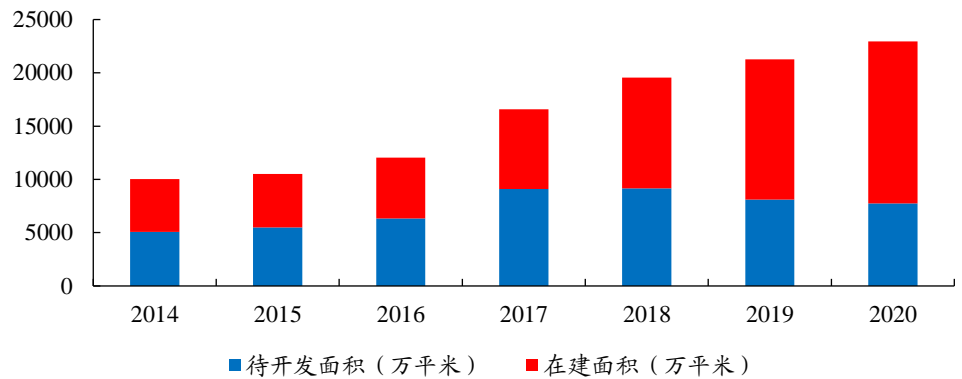
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图9: 保利地产 2020 年拿地金额/销售额为 46.8%


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图10: 保利地产 2020 年楼面价/销售均价有所回升


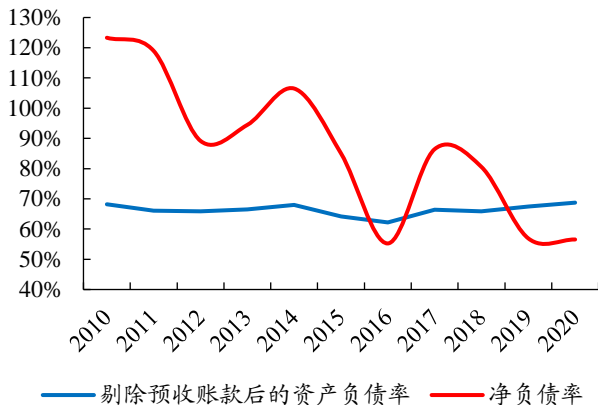
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图11: 保利地产 2020 年土储规模继续提升


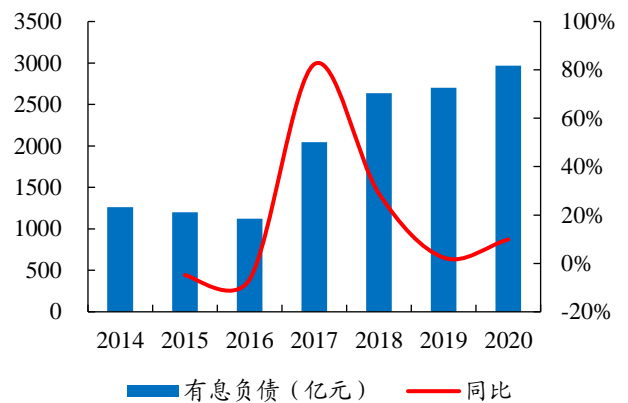
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3、稳居“绿档”稳健经营，融资成本创历史新低

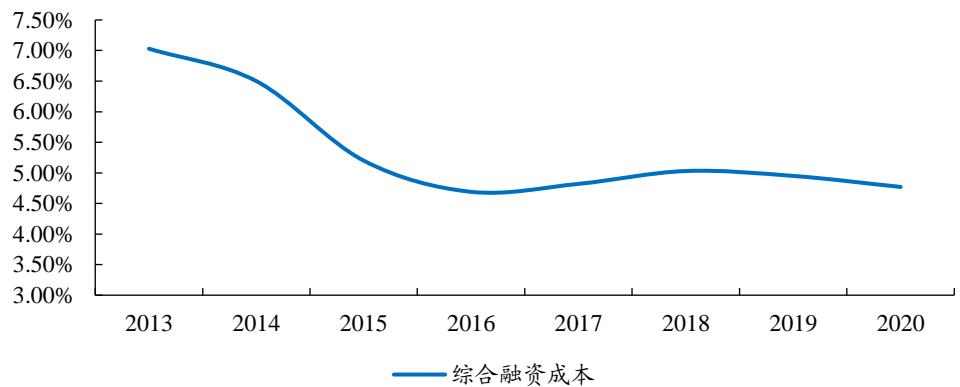
2020 年，公司有息负债 2968 亿元，同比增长 10%，剔除预收后的资产负债率、净负债率、现金短债比分别为 68.7%、56.6%、1.82 倍，稳居三道红线“绿档”，综合融资成本仅约 4.77%，再创历史新低。

图12: 保利地产 2020 年杠杆水平稳定


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图13: 保利地产 2020 年有息负债增速 9.9%


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图14: 保利地产 2020 年融资成本持续下行


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

保利地产坚持“一主两翼”，打造全产业不动产生态发展平台。鉴于行业逐渐进入存量时代，房企销售增速下行确定性大。我们下调 2021-2022 年盈利预测，新增 2023 年盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润 317.0、345.7、376.3 亿元（2021-2022 年前值 389.7、459.4 亿元），EPS 分别为 2.65、2.89、3.14 元，当前股价对应 PE 分别为 5.5、5.0、4.6 倍。考虑公司基本面仍较为稳健，维持“买入”评级。

5、风险提示

(1) 行业销售规模波动较大：行业销售规模整体下滑，房企销售回款将产生困难。

(2) 政策调整导致经营风险：按揭贷款利率大幅上行，购房者购房按揭还款金额将明显上升；税收政策持续收紧，房地产销售将承压，带来销售规模下滑。

(3) 融资环境全面收紧：银行贷款额度紧张，债券发行利率上行，加剧企业流动性压力。

(4) 企业运营风险：企业高管及核心业务骨干人员变动，推货节奏误判导致销售不达预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	936922	1136226	1206028	1307510	1389746
现金	139419	146008	165506	210912	231984
应收票据及应收账款	1845	2452	2687	2937	3196
其他应收款	133125	153245	164584	172897	195092
预付账款	42751	42197	44836	48909	51713
存货	584001	741475	775024	815794	848897
其他流动资产	35780	50849	53391	56061	58864
非流动资产	96287	115149	132751	150857	169333
长期投资	59046	72550	83109	94225	105952
固定资产	7472	7659	8679	10348	12457
无形资产	389	430	451	478	508
其他非流动资产	29379	34511	40511	45806	50416
资产总计	1033209	1251375	1338779	1458367	1559078
流动负债	599700	751758	787951	863382	922293
短期借款	3133	4777	5255	5780	6358
应付票据及应付账款	113153	151483	165004	180826	195539
其他流动负债	483414	595498	617692	676776	720396
非流动负债	203986	232979	240334	241816	236796
长期借款	203590	232227	239544	240987	235926
其他非流动负债	396	752	790	829	871
负债合计	803687	984737	1028285	1105199	1159090
少数股东权益	73500	86407	98561	111816	126244
股本	11933	11968	11969	11969	11969
资本公积	18323	18313	18313	18313	18313
留存收益	110106	129579	173433	221255	273311
归属母公司股东权益	156022	180231	211933	241353	273745
负债和股东权益	1033209	1251375	1338779	1458367	1559078

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	39155	15150	27222	49094	29935
净利润	37554	40048	43854	47822	52056
折旧摊销	1259	155	1013	1266	1597
财务费用	2582	3160	3781	4115	4799
投资损失	-3702	-6141	-6202	-6980	-7481
营运资金变动	202	-22067	-14650	3523	-20341
其他经营现金流	1261	-4	-574	-650	-694
投资活动现金流	-10498	-6927	-11830	-11732	-11888
资本支出	279	397	5342	5205	4874
长期投资	-11070	-6538	-10559	0	-11727
其他投资现金流	-21289	-13068	-17048	-6527	-18741
筹资活动现金流	-2835	-1878	4107	8044	3025
短期借款	122	1644	478	525	578
长期借款	-11349	28637	7317	1443	-5062
普通股增加	38	35	2	0	0
资本公积增加	3078	-10	0	0	0
其他筹资现金流	5277	-32183	-3690	6075	7508
现金净增加额	25899	6306	19498	45406	21072

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	235934	243095	269800	295296	321991
营业成本	153450	163951	181980	198852	216410
营业税金及附加	21841	18495	20527	22467	24498
营业费用	6681	6877	7632	8353	9108
管理费用	4233	4315	4789	6054	6697
研发费用	56	1260	1399	1531	1670
财务费用	2582	3160	3781	4115	4799
资产减值损失	-1048	-849	-942	-1031	-1125
其他收益	49	152	167	184	202
公允价值变动收益	713	53	239	299	326
投资净收益	3702	6141	6202	6980	7481
资产处置收益	2	-10	-12	-13	-15
营业利润	50402	52265	57231	62405	67927
营业外收入	353	409	450	495	545
营业外支出	224	136	150	165	181
利润总额	50531	52538	57531	62735	68291
所得税	12977	12490	13677	14914	16234
净利润	37554	40048	43854	47822	52056
少数股东损益	9595	11100	12155	13254	14428
归母净利润	27959	28948	31700	34567	37628
EBITDA	58020	60027	60429	65201	70240
EPS(元)	2.34	2.42	2.65	2.89	3.14

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	21.3	3.0	11.0	9.4	9.0
营业利润(%)	41.6	3.7	9.5	9.0	8.8
归属于母公司净利润(%)	47.9	3.5	9.5	9.0	8.9
获利能力					
毛利率(%)	35.0	32.6	32.6	32.7	32.8
净利率(%)	11.9	11.9	11.7	11.7	11.7
ROE(%)	16.4	15.0	14.1	13.5	13.0
ROIC(%)	9.9	9.6	8.8	8.6	8.6
偿债能力					
资产负债率(%)	77.8	78.7	76.8	75.8	74.3
净负债比率(%)	56.9	56.6	44.9	31.5	25.8
流动比率	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5
速动比率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	121.3	113.1	105.0	105.0	105.0
应付账款周转率	1.9	1.2	1.1	1.1	1.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.34	2.42	2.65	2.89	3.14
每股经营现金流(最新摊薄)	3.27	1.27	2.27	4.10	2.50
每股净资产(最新摊薄)	11.72	15.06	17.71	20.16	22.87
估值比率					
P/E	6.2	6.0	5.5	5.0	4.6
P/B	1.2	1.0	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	6.5	6.8	6.8	6.1	5.7

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn