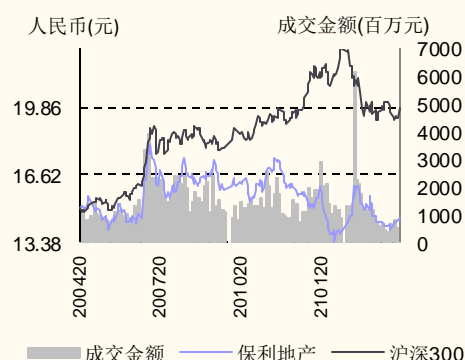


市场价格 (人民币): 14.57 元
 目标价格 (人民币): 21.36-21.36 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	119.69
已上市流通 A 股(亿股)	119.69
总市值(亿元)	1,743.96
年内股价最高最低(元)	18.13/13.38
沪深 300 指数	5087
上证指数	3478



相关报告

1. 《结算平稳, 销售增长潜力较高-保利地产三季报点评》, 2020.10.30
2. 《高周转央企, 土储和融资优势明显-保利地产深度报告》, 2020.9.22

赵旭翔 分析师 SAC 执业编号: S1130520030003
 zhaoxuxiang@gjzq.com.cn

调控环境下相对优势明显

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	235,934	243,095	283,762	330,255	386,784
营业收入增长率	21.29%	3.04%	16.73%	16.38%	17.12%
归母净利润(百万元)	27,959	28,948	31,318	34,164	37,773
归母净利润增长率	47.90%	3.54%	8.19%	9.09%	10.57%
摊薄每股收益(元)	2.343	2.419	2.617	2.854	3.156
每股经营性现金流净额	3.27	1.40	1.44	2.21	2.38
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.92%	16.06%	15.51%	14.85%	14.52%
P/E	6.91	6.54	5.57	5.10	4.62
P/B	1.24	1.05	0.86	0.76	0.67

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件及点评

- 4月19日, 保利地产发布2020年年报。
- 营收和归母净利润微增, 结算毛利率下滑。公司20年实现营收2431.0亿元, 同比+3.04%; 归母净利润289.5亿元, 同比+3.54%。毛利率32.6%, 比去年同期下降2.4pcts, 主要由于结转2017-2018年获取的高价地项目所致。同时, 由于过去几年公司合作项目增多并逐步进入结转期, 20年公司实现投资收益61.4亿元, 同比+65.9%。叠加土增税支出减少, 对冲了毛利率下滑的影响, 因此20年公司净利率为16.5%, 比去年同期+0.56pcts。
- 合约销售稳增, 深耕核心区域及城市。20年实现合约销售5028亿元, 同比增长8.9%。公司38个核心城市销售贡献为75%。分区域来看, 珠三角及长三角销售合计占比52%, 较去年同期提升6pcts。20年, 公司在16个城市排名市场第一, 39个城市排名市场前三。签约过百亿城市有15个, 较2019年增加2个, 合计销售贡献超2700亿元, 占比54%。
- 拿地强度加大, 策略稳健聚焦。20年公司新增建面3186万平米/+19%, 拿地金额2353亿元/+51%, 拿地强度47%/+14pcts。拿地较为理性, 全年拿地溢价率仅为13%, 避开二季度火热阶段。同时, 调整资源结构不断向“中心城市+城市群”聚焦, 全年38个核心城市拿地金额占比达83%/+4pcts。目前公司待开发面积7747万平米, 能够保障未来2-3年销售增长。
- 融资成本略降, 资债指标稳健, 分红率比例下调。截至20年, 公司有息负债综合成本4.77%/-0.18pcts; 报告期内平均融资成本仅3.60%。公司剔除预资产负债率68.7%, 净负债率56.6%, 现金短债比1.82, 符合绿档企业标准。20年股利支付率30.2%/-0.32pcts, 对应当前股价股息率5.01%。

投资建议

- 我们认为公司已售未结资源充足, 后续营收增长仍有保证; 预计高价地结算导致未来1-2年结算毛利率继续下滑。当前行业结算利润率下行已充分体现在股价中, 得益于行业供给侧改革影响, 预计21年往后销售利润率将企稳回升。我们将21-22年EPS预测由2.88元、3.18元下调至2.62元、2.85元, 预测23年EPS为3.16元, 维持“买入”评级和21.36元目标价。

风险提示

- 需求端调控力度过大; 土地价格上涨过快。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	194,514	235,934	243,095	283,762	330,255	386,784	货币资金	113,431	139,419	146,008	174,235	179,143	182,042
增长率		21.3%	3.0%	16.7%	16.4%	17.1%	应收账款	121,396	134,970	155,697	153,154	179,921	193,888
主营业务成本	-131,339	-153,450	-163,951	-200,678	-242,270	-286,042	存货	474,505	584,001	741,475	794,823	860,292	937,591
%销售收入	67.5%	65.0%	67.4%	70.7%	73.4%	74.0%	其他流动资产	57,469	79,023	94,838	92,908	98,865	108,098
毛利	63,175	82,484	79,144	83,084	87,985	100,742	流动资产	766,802	937,414	1,138,017	1,215,120	1,318,221	1,421,618
%销售收入	32.5%	35.0%	32.6%	29.3%	26.6%	26.0%	%总资产	90.6%	90.7%	90.9%	90.0%	89.2%	88.4%
营业税金及附加	-16,122	-21,841	-18,495	-14,692	-13,401	-14,766	长期投资	70,008	81,666	96,443	116,649	138,490	161,076
%销售收入	8.3%	9.3%	7.6%	5.2%	4.1%	3.8%	固定资产	5,472	7,967	8,205	8,275	8,416	8,885
销售费用	-5,912	-6,681	-6,877	-8,229	-9,577	-11,217	%总资产	0.6%	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
%销售收入	3.0%	2.8%	2.8%	2.9%	2.9%	2.9%	无形资产	523	970	1,056	1,175	1,265	1,364
管理费用	-3,495	-4,233	-4,315	-5,391	-6,275	-7,349	非流动资产	79,692	95,795	113,357	135,578	159,913	185,875
%销售收入	1.8%	1.8%	1.8%	1.9%	1.9%	1.9%	%总资产	9.4%	9.3%	9.1%	10.0%	10.8%	11.6%
研发费用	-41	-56	-1,260	-57	-66	-77	资产总计	846,494	1,033,209	1,251,375	1,350,698	1,478,135	1,607,493
%销售收入	0.0%	0.0%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	短期借款	48,718	66,459	64,576	70,464	67,812	71,203
息税前利润 (EBIT)	37,604	49,673	48,196	54,714	58,666	67,333	应付款项	102,983	213,211	292,004	318,837	360,888	395,081
%销售收入	19.3%	21.1%	19.8%	19.3%	17.8%	17.4%	其他流动负债	293,196	320,030	395,178	394,561	434,440	481,619
财务费用	-2,585	-2,582	-3,160	-3,599	-3,868	-4,098	流动负债	444,897	599,700	751,758	783,861	863,141	947,903
%销售收入	1.3%	1.1%	1.3%	1.3%	1.2%	1.1%	长期贷款	181,874	172,072	207,160	238,234	245,382	245,382
资产减值损失	-2,351	-1,202	-779	-2,392	-197	-233	其他长期负债	33,229	31,887	25,819	29,574	30,475	30,513
公允价值变动收益	190	713	53	657	677	698	负债	660,000	803,687	984,737	1,051,670	1,138,997	1,223,797
投资收益	2,690	3,702	6,141	7,063	8,122	8,772	普通股股东权益	121,923	156,022	180,231	201,879	229,985	260,216
%税前利润	7.5%	7.3%	11.7%	12.4%	12.7%	12.0%	其中：股本	11,895	11,933	11,968	11,969	11,969	11,969
营业利润	35,593	50,402	52,265	56,461	63,419	72,491	未分配利润	84,559	106,308	124,468	144,825	167,031	191,583
营业利润率	18.3%	21.4%	21.5%	19.9%	19.2%	18.7%	少数股东权益	64,572	73,500	86,407	97,149	109,152	123,480
营业外收支	188	128	273	300	330	357	负债股东权益合计	846,494	1,033,209	1,251,375	1,350,698	1,478,135	1,607,493
税前利润	35,780	50,531	52,538	56,762	63,749	72,848	比率分析						
利润率	18.4%	21.4%	21.6%	20.0%	19.3%	18.8%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-9,631	-12,977	-12,490	-14,701	-17,582	-20,747	每股指标						
所得税率	26.9%	25.7%	23.8%	25.9%	27.6%	28.5%	每股收益	1.589	2.343	2.419	2.617	2.854	3.156
净利润	26,149	37,554	40,048	42,060	46,167	52,101	每股净资产	10.250	13.075	15.060	16.866	19.214	21.740
少数股东损益	7,245	9,595	11,100	10,742	12,003	14,328	每股经营现金净流	1.000	3.268	1.402	1.445	2.206	2.379
归属于母公司的净利润	18,904	27,959	28,948	31,318	34,164	37,773	每股股利	0.400	0.500	0.820	0.916	0.999	1.105
净利率	9.7%	11.9%	11.9%	11.0%	10.3%	9.8%	回报率						
							净资产收益率	15.50%	17.92%	16.06%	15.51%	14.85%	14.52%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	2.23%	2.71%	2.31%	2.32%	2.31%	2.35%
							投入资本收益率	6.10%	7.38%	6.51%	6.36%	6.22%	6.59%
净利润	26,149	37,554	40,048	42,060	46,167	52,101	增长率						
少数股东损益	7,245	9,595	11,100	10,742	12,003	14,328	主营业务收入增长率	32.95%	21.29%	3.04%	16.73%	16.38%	17.12%
非现金支出	3,366	2,307	2,144	4,149	2,278	2,165	EBIT 增长率	43.17%	32.10%	-2.97%	13.52%	7.22%	14.77%
非经营收益	1,610	-1,061	-3,347	-4,354	-5,460	-6,425	净利润增长率	20.98%	47.90%	3.54%	8.19%	9.09%	10.57%
营运资金变动	-19,231	202	-22,067	-24,565	-16,586	-19,368	总资产增长率	21.54%	22.06%	21.12%	7.94%	9.43%	8.75%
经营活动现金净流	11,893	39,001	16,778	17,291	26,399	28,472	资产管理能力						
资本开支	-595	-267	621	-1,643	-1,979	-2,140	应收账款周转天数	3.6	3.0	3.2	3.0	2.9	3.0
投资	-14,019	-11,760	-9,039	-20,035	-21,038	-21,880	存货周转天数	1,269.4	1,258.9	1,475.4	1,450.0	1,300.0	1,200.0
其他	1,155	1,529	1,490	7,063	8,122	8,772	应付账款周转天数	127.2	180.0	269.3	270.0	250.0	230.0
投资活动现金净流	-13,459	-10,498	-6,927	-14,615	-14,894	-15,248	固定资产周转天数	8.6	11.6	11.5	9.6	8.0	7.2
股权募资	12,783	18,042	7,929	1,291	5,900	5,679	偿债能力						
债权募资	57,086	4,129	20,030	40,663	5,361	3,391	净负债/股东权益	80.34%	56.76%	56.25%	54.34%	48.05%	42.59%
其他	-23,210	-24,930	-29,876	-16,402	-17,858	-19,395	EBIT 利息保障倍数	14.5	19.2	15.3	15.2	15.2	16.4
筹资活动现金净流	46,659	-2,758	-1,917	25,552	-6,597	-10,326	资产负债率	77.97%	77.79%	78.69%	77.86%	77.06%	76.13%
现金净流量	45,093	25,744	7,933	28,228	4,908	2,899							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	5	18	53	72	192
增持	0	2	6	8	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.10	1.10	1.10	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

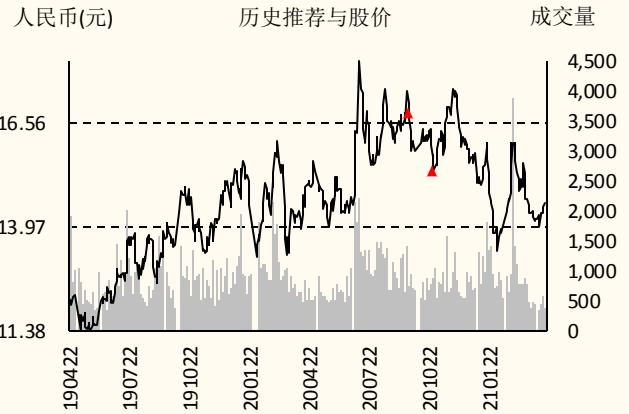
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-09-22	买入	17.07	21.36~21.36
2	2020-10-30	买入	15.76	21.36~21.36

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402