

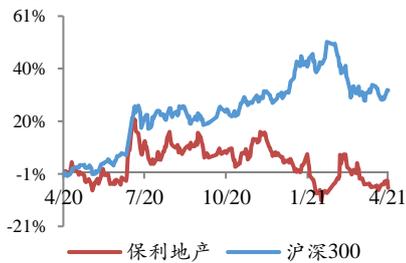
业绩稳中有增，拿地聚焦、销售再上新台阶

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-04-20

收盘价(元)	14.12
近12个月最高/最低(元)	18.13/13.38
总股本(百万股)	11,969
流通股本(百万股)	11,969
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	1,690
流通市值(亿元)	1,690

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

相关报告

1. 聚焦与深耕持续发力，销售稳步增长 2020-12-09
2. 业绩稳中有增，投拓聚焦深耕 2020-10-30
3. 保利地产(600048)：遇百舸千帆争流，见和者筑善同行 2020-09-13

主要观点：

● 事件

公司发布2020年度报告：实现营业收入2432.08亿元，同比增长3.06%；实现归母净利润289.48亿元，同比增长3.54%；基本每股收益2.42元。

● 业绩稳中有增，高价地项目成结转主力致毛利率水平下降

报告期内，公司整体毛利率为32.59%，同比下降2.38pct。其中，房地产项目结转毛利率约33.48%，同比减少1.90pct。毛利率下行的主要原因在于2017~2018年获取的高价地项目成为结转主力，相应拉低利润率水平。而归母净利润增速略高于营收的原因在于：(1)公司2020年税金等支出的减少有效对冲了毛利下滑的影响，净利率为16.47%，同比增长0.56pct；(2)随着合作项目陆续进入结转期，公司实现投资收益61.41亿元，同比大幅增长65.91%；(3)成本管控能力进一步提升，报告期内销售管理费用率（销售金额口径）降至2.23%。截至2020年末，公司预收账款及合同负债合计3665亿元，覆盖2020年房地产项目结算规模约1.62倍，未来业绩释放可期。

● 销售规模再上新台阶，资金回笼率维持较高水平

报告期内，公司实现销售金额5028.48亿元，同比增长8.88%；销售面积3409.19万方，同比增长9.16%。受疫情影响，公司2020Q1销售大幅下降；随着疫情影响逐步淡化，4月起开始修复，且连续8个月单月销售额创历史新高，全年市占率提升至2.90%。分区域来看，珠三角及长三角销售合计贡献占比达52%，一二线城市及38个核心城市销售贡献分别为74%和75%。公司在16个城市排名市场第一、39个城市排名前三，核心都市圈深耕效果进一步巩固。同期，公司实现销售回笼资金4706亿元，回笼率达到93.6%，维持在较高水平（去年同期回笼率约93%），现金管理能力不断强化。

● 拿地进一步聚焦，把握窗口加大资源获取力度

报告期内，公司新增146个项目，新增计容建面3186万方（同比+19%，占同期销售面积的93%）；土地拓展成本2353亿元（同比+51%，占同期销售金额的47%）；受资源集中的影响，拓展平均楼面价提升至7388元/平。新增土储中38个核心城市拓展金额占比83%，进一步聚焦城市深耕。公司积极捕捉市场窗口，逆势拿地，新增项目拓展溢价率仅为13%，低于行业平均水平，未来利润水平有保障。截至报告期末，公司在手资源17096万平方米，其中38个核心城市占比65%；待开发面积7747万平方米，可满足公司未来2-3年需求。

● 财务稳健，负债结构不断优化

截至报告期末，公司总资产规模达1.25万亿，同比+21.1%；净资产1802亿，同比+15.5%；货币资金1460亿元，同比+4.7%。对应资产负债率约78.69%，剔除预收账款资产负债率68.74%，净负债率56.55%，现

金短债比约 1.82，处于“三道红线”绿档标准。截至 2020 年末，公司融资总额 2968 亿元，整体平均融资成本 4.77%（2019 年为 4.95%，降低 0.18pct），融资渠道畅通且成本优势进一步凸显。

● **多元业务发展提速，内生外拓表现亮眼**

保利物业：于 2019 年成功登陆港交所，独立经营能力进一步释放，2020 年实现营业收入 80.37 亿元，同比增长 35%。截至 2020 年末，保利物业在管面积 3.80 亿平方米；合约管理面积 5.67 亿平方米，合约/在管约 1.5 倍，管理业态覆盖住宅社区、商业及写字楼以及公共及其他。随着集团项目逐步进入交付期，叠加保利物业第三方拓展能力的不断增强，管理规模有望持续提升。

保利商业：2020 年新签约购物中心 20 个，截至报告期末已开业大型购物中心 26 个，开业面积 178 万方。

保利酒管：积极拓展自主品牌输出、特许经营等多种发展模式，2020 年新签约项目 10 个，截至报告期末已开业酒店 18 个，客房数 4517 间。不动产金融方面，公司基金累计管理规模逾 1400 亿元。

● **投资建议**

公司坚持“中心城市+城市群”深耕战略，土储资源充裕且布局合理。凭借央企背景及行业龙头的双重效应，净负债率及融资成本均处于行业较优水平。在行业增速放缓的大背景下，2018、2019 年销售、业绩实现稳步增长。2020 年在疫情冲击下，公司拿地张弛有度，新增土储进一步聚焦核心城市，未来规模提升可期。夯实主业的同时，“两翼”业务取得长足发展，保利物业成功上市，为协同发展精进赋能。预计公司 2021-2023 年 EPS 为 2.65、3.07、3.46 元/股，对应当前股价 PE 分别为 5.3、4.6、4.1 倍，维持“买入”评级。

● **风险提示**

销售不达预期、调控政策超预期收紧、融资成本上行、利润率下行、新增项目权益比降低等。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	243208	276056	323490	373464
收入同比 (%)	3.1%	13.5%	17.2%	15.4%
归属母公司净利润	28948	31710	36717	41458
净利润同比 (%)	3.5%	9.5%	15.8%	12.9%
毛利率 (%)	32.6%	32.5%	32.3%	32.1%
ROE (%)	16.1%	15.0%	14.8%	14.3%
每股收益 (元)	2.42	2.65	3.07	3.46
P/E	6.54	5.33	4.60	4.08
P/B	1.05	0.80	0.68	0.58
EV/EBITDA	7.02	5.48	4.35	3.53

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	1136226	1269048	1450504	1647922	
现金	146008	177022	205281	228184	
应收账款	2450	2781	3259	3763	
其他应收款	153245	173943	203831	235320	
预付账款	42197	47929	56388	65309	
存货	741475	816314	930385	1063669	
其他流动资产	50850	51059	51360	51678	
非流动资产	115149	116802	119190	121804	
长期投资	72550	72550	72550	72550	
固定资产	7659	8313	9294	10382	
无形资产	430	345	218	61	
其他非流动资产	34511	35594	37128	38810	
资产总计	1251375	1385850	1569694	1769726	
流动负债	751758	841230	973292	1112217	
短期借款	4777	5235	5910	6286	
应付账款	136564	155114	182493	211363	
其他流动负债	610417	680881	784890	894568	
非流动负债	232979	234113	235100	238853	
长期借款	207160	208294	209281	213034	
其他非流动负债	25819	25819	25819	25819	
负债合计	984737	1075343	1208392	1351070	
少数股东权益	86407	98566	112644	128540	
股本	11968	11968	11968	11968	
资本公积	18313	18313	18313	18313	
留存收益	149950	181661	218377	259835	
归属母公司股东权益	180231	211941	248658	290116	
负债和股东权益	1251375	1385850	1569694	1769726	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	15150	32524	29844	20897	
净利润	28948	31710	36717	41458	
折旧摊销	155	-1721	-2581	-2807	
财务费用	5636	10393	11860	11994	
投资损失	-6141	-6971	-8169	-9431	
营运资金变动	-20927	-12794	-21811	-35966	
其他经营现金流	57355	56410	72355	93072	
投资活动现金流	-6927	7292	8613	9872	
资本支出	621	321	444	441	
长期投资	-9039	0	0	0	
其他投资现金流	1490	6971	8169	9431	
筹资活动现金流	-1878	-8801	-10198	-7865	
短期借款	1644	458	675	376	
长期借款	35088	1134	987	3753	
普通股增加	35	0	0	0	
资本公积增加	-10	0	0	0	
其他筹资现金流	-38634	-10393	-11860	-11994	
现金净增加额	6306	31015	28258	22904	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业收入	243208	276056	323490	373464	
营业成本	163951	186222	219091	253751	
营业税金及附加	18495	20993	24601	28401	
销售费用	6877	7805	9147	10560	
管理费用	4315	4898	5739	6626	
财务费用	3160	4553	5222	6862	
资产减值损失	849	0	0	0	
公允价值变动收益	-53	0	0	0	
投资净收益	6141	6971	8169	9431	
营业利润	52265	57286	66372	74977	
营业外收入	409	400	400	400	
营业外支出	136	136	136	136	
利润总额	52538	57550	66636	75241	
所得税	12490	13681	15841	17887	
净利润	40048	43869	50795	57355	
少数股东损益	11100	12159	14078	15896	
归属母公司净利润	28948	31710	36717	41458	
EBITDA	48464	52986	60655	69384	
EPS (元)	2.42	2.65	3.07	3.46	

主要财务比率					
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
成长能力					
营业收入	3.1%	13.5%	17.2%	15.4%	
营业利润	3.7%	9.6%	15.9%	13.0%	
归属于母公司净利	3.5%	9.5%	15.8%	12.9%	
获利能力					
毛利率 (%)	32.6%	32.5%	32.3%	32.1%	
净利率 (%)	11.9%	11.5%	11.4%	11.1%	
ROE (%)	16.1%	15.0%	14.8%	14.3%	
ROIC (%)	6.5%	6.8%	7.3%	7.6%	
偿债能力					
资产负债率 (%)	78.7%	77.6%	77.0%	76.3%	
净负债比率 (%)	369.3%	346.3%	334.5%	322.7%	
流动比率	1.51	1.51	1.49	1.48	
速动比率	0.47	0.48	0.47	0.46	
营运能力					
总资产周转率	0.19	0.20	0.21	0.21	
应收账款周转率	99.26	99.26	99.26	99.26	
应付账款周转率	1.20	1.20	1.20	1.20	
每股指标 (元)					
每股收益	2.42	2.65	3.07	3.46	
每股经营现金流薄)	1.27	2.72	2.49	1.75	
每股净资产	15.06	17.71	20.77	24.24	
估值比率					
P/E	6.54	5.33	4.60	4.08	
P/B	1.05	0.80	0.68	0.58	
EV/EBITDA	7.02	5.48	4.35	3.53	

资料来源:公司公告,华安证券研究所

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 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；
- 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。