

保利地产（600048）：投资额度提升无惧竞争激烈，低资金成本构成护城河

——公司 2020 年报点评

近日保利地产公布 2020 年度业绩，实现营业总收入 2432.1 亿元，同比增长 3.1%。其中房地产开发收入 2263.8 亿元，占比为 93.1%；两翼产业实现市场化收入 154.3 亿元，同比增长 36.5%。报告期公司归母净利润 289.5 亿元，同比增长 3.5%。我们对公司经营情况做如下点评。

结转口径地货比上升拖累结转毛利率下降，但非并表项目结转确认的投资收益激增，净利润率稳中有升。受累于结算项目地货比（地价/售价）上升到 2020 年的 28.7%，公司税前毛利率相对有所下降，考虑但土增税对冲后，税后毛利率仅下降 0.7pct 至 25%。2020 年公司资本化率下降，利息费用明显提升，因此公司财务费用率略微上升。体现公司费用管控能力的销售和管理费用率在营收口径下同比持平，在销售口径下略有下降。投资收益方面，伴随大量非并表项目进入结算期，投资收益增厚，全年实现投资净收益 61.4 亿，同比大幅上升 65.9%。同时存货跌价损失共计 8.5 亿转回也增厚了利润。最终公司净利润率 16.5%，同比提升了 0.55pct。全年并表权益比有所下降，公司归母净利润率同比基本持平。我们预计公司盈利能力仍会跟随大市下滑，主因一二线城市普遍的限价政策。

公司坚持以核心城市及重点城市群为主的布局策略契合城市化发展趋势，未来销售均价或将上升。我们认为未来的城市化发展方向是人口进一步向城市群集聚，以此产生服务业和科技业的集聚效应，支撑经济结构转型。公司 2020 年经营更加聚焦于 38 个核心一二线城市，新拓土地 83% 位于 38 个核心城市，在核心 38 城的存量土储占比达到 65%，同比提升 7pct。公司存量土储累计 1.7 亿平，土储充沛优质，为潜在的高增长提供坚实基础。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	235,981.04	243,207.86	290,382.19	342,650.98	402,614.91
增长率（%）	21.29%	3.06%	19.40%	18.00%	17.50%
归母净利润（百万元）	27,959.02	28,948.43	30,730.53	34,181.86	39,599.10
增长率（%）	47.90%	3.54%	6.16%	11.23%	15.85%
净资产收益率（%）	17.92%	16.06%	16.12%	15.21%	14.99%
每股收益（元）	2.35	2.42	2.57	2.86	3.31
PE	6.01	5.83	5.50	4.94	4.27
PB	1.08	0.94	0.89	0.75	0.64

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

2021 年 04 月 26 日

强烈推荐/维持

保利地产 公司报告

公司简介：

公司是一家专注于房地产开发及销售的大型企业集团，拥有国家一级房地产开发资质。在 20 余年专业开发过程中，公司培养了以商品住宅开发销售为主、经营性物业开发持有为辅的综合开发能力；以“和者筑善”为价值理念，覆盖珠三角、长三角、环渤海、中部、西南主要经济圈。

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

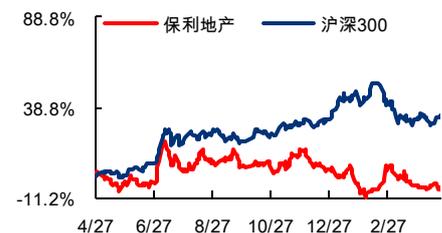
发债及交叉持股介绍：

无

交易数据

52 周股价区间（元）	18.13-13.38
总市值（亿元）	1,690.09
流通市值（亿元）	1,690.09
总股本/流通 A 股（万股）	1,196,949/1,196,949
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.67

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：林瑾璐

010-66554046

linjl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519070002

研究助理：曹钧鹏

010-66554065

caojp@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480119070038

研究助理：陈刚

010-66554028

chen_gang@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480119080008

分红比率下滑和投资预算提高相互印证，或彰显公司积极获取资源的信心。虽然一二线土地市场热度或将维持，但公司准备了充足的“弹药”应对。公司调低2020年分红比率到30.2%，较2019年下滑4.8pct；给出未来3年（2021-2023年）分红比率不低于25%的指引。同时提升2021年投资金额至3950亿元，同比提升17.9%。我们认为虽然一二线土地市场竞争激烈，且近期银行端资金有所收紧，但公司资金实力雄厚，在核心城市深耕多年，开发贷和按揭贷资金放款相对更有保证，相较大部分民营房企存在比较优势。

强主体信用、低资金成本构成极强的护城河。截至2020年末，剔除预收账款资产负债率68.7%，净负债率56.6%，现金短债比1.82，均符合“三道红线”中绿档企业标准。全年累计实现销售回笼4706亿元，回笼率93.6%同比持平，实现了健康的回款。公司有息负债综合成本仅约4.77%，同比降低0.18pct，在行业内保持低位。我们认为公司的极低的资金成本是公司盈利能力保证的强有力支撑，因为这有赖于长期的强主体信用。我们预计政策对地产融资仍将保持稳中有紧的态势，而房企出于对土地的追逐和借新还旧，资金需求不会减弱，叠加个别信用风险事件，整体资金成本在2021年或将上行。而公司有望凭借良好的主体信用实现跑赢行业的毛利率。

投资建议和风险提示：公司土储结构的变化上可以发现公司或越来越重视核心38城市场，而近期的供地“双集中”政策涉及22个一二线城市，这二者存在很多重叠。我们认为无论22城土拍溢价率能否下降，公司在这一略显拥挤的市场均处于先手。公司降低分红比率、提高投资金额或彰显在核心38城进一步深耕的信心。而公司的低资金成本构成了最强有力的护城河，后发者学习起来需要时间成本。

盈利预测及投资评级：我们认为公司土储布局顺应城市化发展趋势，聚焦核心38城，且土储充沛；作为龙头房企融资优势明显。我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为307.3亿元、341.8亿元、396亿元，对应EPS分别为2.6、2.9和3.3元。当前股价对应2021-2022年PE值分别为5.5、5和4.3倍。给予“强烈推荐”评级。

风险提示：公司销售不及预期，全年结转不及预期，净利润率超预期下行

附表: 公司盈利预测表

资产负债表		单位: 百万元					利润表		单位: 百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		
流动资产合计	936922	1136226	1483640	1941863	2488144	营业收入	235981	243208	290382	342651	402615		
货币资金	139419	146008	223395	271813	309209	营业成本	153450	163951	202977	243282	289883		
应收账款	1845	2450	2598	3259	3716	营业税金及附加	21841	18495	22083	26058	30618		
其他应收款	132798	152969	182639	215514	253230	营业费用	6681	6877	8210	9688	11384		
预付款项	42751	42197	62494	89255	121143	管理费用	4233	4315	5152	6079	7143		
存货	584001	741475	956495	1299727	1731354	财务费用	2582	3160	2649	1883	1463		
其他流动资产	35431	48503	54164	60437	67632	研发费用	56	1260	0	0	0		
非流动资产合计	96287	115149	117198	119371	122930	资产减值损失	-1047.	849.03	-10.00	0.00	0.00		
长期股权投资	59046	72550	73275	73642	75115	公允价值变动收益	712.90	53.39	0.00	0.00	0.00		
固定资产	7472	7659	7046	6434	5821	投资净收益	3701.5	6141.42	7062.63	8475.16	9322.68		
无形资产	389	430	404	380	357	加: 其他收益	49.25	151.94	151.94	151.94	151.94		
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业利润	50402	52265	56525	64278	71589		
资产总计	1033209	1251375	1600838	2061234	2611075	营业外收入	352.60	409.13	429.59	463.96	501.08		
流动负债合计	599700	751758	1058710	1470520	1966255	营业外支出	224.16	136.05	204.07	220.40	238.03		
短期借款	3133	4777	0	0	0	利润总额	50531	52538	56751	64521	71852		
应付账款	105325	136564	166755	199867	238151	所得税	12977	12490	14033	15954	17767		
预收款项	504960	577820	868202	1210853	1613468	净利润	37554	40048	42718	48567	54085		
一年内到期的非流动负债	63326	59799	68769	82523	103154	少数股东损益	9595	11100	11988	14385	14486		
非流动负债合计	203986	232979	232905	233071	233263	归属母公司净利润	27959	28948	30731	34182	39599		
长期借款	172072	207160	207360	207760	208260	主要财务比率							
应付债券	31518	25066	25317	25570	25826		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		
负债合计	803687	984737	1291615	1703591	2199518	成长能力							
少数股东权益	73500	86407	98395	112780	127266	营业收入增长	21.29%	3.06%	19.40%	18.00%	17.50%		
实收资本(或股本)	11933	11968	11968	11968	11968	营业利润增长	41.61%	3.70%	8.15%	13.71%	11.37%		
资本公积	18323	18313	18313	18313	18313	归属于母公司净利润增长	47.90%	3.54%	6.16%	11.23%	15.85%		
未分配利润	106308	124468	154238	187353	225715	获利能力							
归属母公司股东权益合计	156022	180231	190649	224683	264110	毛利率(%)	34.97%	32.59%	30.10%	29.00%	28.00%		
负债和所有者权益	1033209	1251375	1600838	2061234	2611075	净利率(%)	15.91%	16.47%	14.71%	14.17%	13.43%		
现金流量表						单位: 百万元							
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产净利润(%)	2.71%	2.31%	1.92%	1.66%	1.52%		
经营活动现金流	39155	15150	72237	30895	13105	ROE(%)	17.92%	16.06%	16.12%	15.21%	14.99%		
净利润	37554	40048	42718	48567	54085	偿债能力							
折旧摊销	0.00	0.00	722.37	715.74	711.47	资产负债率(%)	78%	79%	81%	83%	84%		
财务费用	2582	3160	2649	1883	1463	流动比率	1.56	1.51	1.40	1.32	1.27		
应收帐款减少	161	-605	-148	-661	-457	速动比率	0.59	0.53	0.5	0.44	0.38		
预收帐款增加	205165	72860	290382	342651	402615	营运能力							
投资活动现金流	-10498	-6927	5076	5664	5129	总资产周转率	0.25	0.21	0.20	0.19	0.17		
公允价值变动收益	713	53	0	0	0	应收账款周转率	123	113	115	117	115		
长期投资减少	0	0	-2600	-2406	-3693	应付账款周转率	3.12	2.01	1.91	1.87	1.84		
投资收益	3702	6141	7063	8475	9323	每股指标(元)							
筹资活动现金流	-2835	-1878	74	11860	19161	每股收益(最新摊薄)	2.35	2.42	2.57	2.86	3.31		
应付债券增加	-1547	-6452	251	253	256	每股净现金流(最新摊薄)	2.16	0.53	6.47	4.05	3.12		
长期借款增加	-9802	35088	200	400	500	每股净资产(最新摊薄)	13.08	15.06	15.93	18.77	22.07		
普通股增加	38	35	0	0	0	估值比率							
资本公积增加	3078	-10	0	0	0	P/E	6.01	5.83	5.50	4.94	4.27		
现金净增加额	25822	6345	77387	48419	37396	P/B	1.08	0.94	0.89	0.75	0.64		
						EV/EBITDA	5.65	5.77	4.13	3.19	2.67		

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司深度报告	保利地产（600048）：长线视角下的优等生，累计销售增速8月有望转正	2020-09-06
行业深度报告	东兴证券房地产行业3月统计局数据点评：行业数据稳健，土地竞争激烈	2021-04-19
行业普通报告	东兴证券房地产行业2月统计局数据点评：复苏向二三线城市传导	2021-03-16
行业普通报告	东兴证券房地产行业点评：让子弹再飞一会儿，好公司更重要	2021-02-26
行业深度报告	房地产行业报告：城市更新——城市进化必由之路、湾区房企必争之地	2021-02-04
行业普通报告	东兴证券房地产行业12月统计局数据点评：数据指导意义下降，聚焦供给侧改革逻辑	2021-01-19
行业普通报告	指引行业发展，助力边界扩张——《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》点评	2021-01-07
行业普通报告	东兴证券房地产行业11月统计局数据点评：销售和开发韧性十足，三条红线排风险促发展	2020-12-16
行业普通报告	东兴证券房地产行业7月统计局数据点评：行业短期高景气，优质房企黄金时代	2020-08-16

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

林瑾璐

英国剑桥大学金融与经济学硕士。多年银行业投研经验，历任国金证券、海通证券、天风证券银行业分析师。2019年7月加入东兴证券研究所，担任金融地产组组长。

研究助理简介

曹钧鹏

南开大学金融硕士，本科毕业于中南大学土木工程专业，2019年加入东兴证券研究所从事房地产研究。

陈刚

清华大学金融硕士，同济大学土木工程本科，2019年加入东兴证券研究所，从事房地产行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526