

保利地产 (600048.SH)

销售额同增 8.9%符合预期; 融资成本降至 4.77%行业领先

事件: 4月20日, 保利地产发布2020年年度报告。

投资收益大增、税金支出减少对冲毛利率下降影响, 归母净利润 289.5 亿元同增 3.6%。2020 年公司实现营业收入 2430.9 亿元, 同比增长 3.0%。截至报告期末公司合同负债及预收账款 3665.0 亿元, 覆盖当期营业收入 1.52 倍。利润方面: 净利润 400.5 亿元, 同比增长 6.6%; 归母净利润 289.5 亿元, 同比增长 3.6%。由于 2017-2018 年高价获取的项目进入结算期, 拉低公司利润水平, **2020 年公司毛利率为 32.6%, 同比下降 2.4pct; 但是随着大量非并表项目逐步进入结转期, 公司投资收益同比大增 65.9%至 61.4 亿元; 同时税金支出占营收比重同比下降 1.7pct 至 7.6%, 有效对冲毛利率下降影响。**最终净利率为 16.47%, 同比提升 0.6pct。

销售额同增 8.9%达 5028.5 亿, 拿地积极, 投销比达 46.8%。销售方面: **2020 年公司实现销售额 5028.5 亿元, 同比增长 8.9%;**销售均价 14751 元/平, 同比微降 0.3%。2020 年公司销售额跑赢全国市场, 市占率上升 0.1 个百分点至 2.9%。分区域看, 一二线城市销售额占比 74%, 长三角、珠三角销售合计占比 52%。**公司在 16 个城市销售排名第一, 39 个城市排名前三, 核心城市深耕效果显著。**拿地方面: 公司 2020 年新增土地计容建面达 3186 万方, 拓展成本 2353 亿元, 同比增长 18.9%和 51.3%, 受资源集中的影响, 拿地平均价格同比上升 27.3%至 7385 元/平, 为销售均价的 50.1%。**全年面积口径和金额口径的投销比分别上升 7.7、7.1 个百分点至 93.5%、46.8%。**期末在手资源 1.71 亿方, 其中 7747 万方待开发, 可满足公司后续 2-3 年开发需求。

两翼业务高速发展, 保利物业营收同比增长 35%。2020 年保利物业营业收入 80.37 亿元, 同增 35%。物业业务规模快速发展, 处于行业领先水平, 截至报告期末, 在管面积达到 3.8 亿方, 合同面积达 5.67 亿方, 合同管理项目 1948 个。保利商业 2020 年新签约 20 个购物中心。保利酒管 2020 年新签约项目 10 个, 截至报告期末已开业酒店 18 个, 经营客房 4517 间。公司不动产基金累计管理规模超 1400 亿元。

有息负债综合成本降至 4.77%行业领先, “三条红线”保持绿档水平。截至报告期末, 公司有息负债综合成本降低 0.18 个百分点至 4.77%, 继续保持行业领先水平。截至报告期末, 公司资产负债率 78.69%, 剔除预收账款的资产负债率 68.74%, 净负债率 56.55%, 现金短债比 1.82, 均符合“三道红线”中绿档企业标准。

投资建议: 我们预测公司 21/22/23 年收入增速为 17.1%/14.9%/12.5%, 归母净利润为 312.81/340.93/373.77 亿元, 增速为 8.1%/9.0%/9.6%, EPS 为 2.61/2.85/3.12 元/股, 对应的 PE 为 5.4/4.9/4.5x。维持“买入”评级。

风险提示: 房地产调控措施收紧超预期, 疫情反复影响超预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	235,934	243,095	284,664	326,965	367,672
增长率 yoy (%)	21.3	3.0	17.1	14.9	12.5
归母净利润 (百万元)	27,959	28,948	31,281	34,093	37,377
增长率 yoy (%)	47.9	3.5	8.1	9.0	9.6
EPS 最新摊薄 (元/股)	2.34	2.42	2.61	2.85	3.12
净资产收益率 (%)	16.4	15.0	14.0	14.0	13.8
P/E (倍)	6.0	5.8	5.4	4.9	4.5
P/B (倍)	1.2	1.0	0.9	0.8	0.7

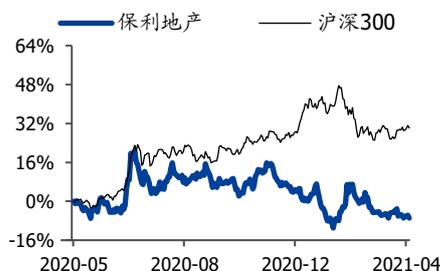
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 4 月 30 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	房地产开发
前次评级	买入
4月30日收盘价(元)	14.00
总市值(百万元)	167,572.91
总股本(百万股)	11,969.49
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	44.22

股价走势



作者

分析师 黄诗涛

执业证书编号: S0680518030009

邮箱: huangshitao@gszq.com

研究助理 杨倩雯

邮箱: yangqianwen@gszq.com

相关研究

- 1、《保利地产 (600048.SH): 销售额高增 72.0%, 三线城市拿地力度增强》2021-03-16
- 2、《保利地产 (600048.SH): 全年销售超五千亿, 拿地规模高增》2021-01-14
- 3、《保利地产 (600048.SH) G-ESG 评级报告》2021-01-06



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	936,922	1,136,226	1,178,647	1,267,868	1,396,396
现金	139,419	146,008	101,845	60,010	55,151
应收票据及应收账款	1,845	2,452	2,580	3,200	3,300
其他应收款	133,125	153,245	156,310	171,941	189,135
预付账款	42,751	42,197	39,136	54,283	50,767
存货	584,001	741,475	827,927	927,585	1,047,195
其他流动资产	35,780	50,849	50,849	50,849	50,849
非流动资产	96,287	115,149	137,099	161,355	183,880
长期投资	59,046	72,550	90,332	108,502	126,478
固定资产	7,472	7,659	9,015	10,946	12,850
无形资产	389	430	438	448	459
其他非流动资产	29,379	34,511	37,314	41,459	44,093
资产总计	1,033,209	1,251,375	1,315,746	1,429,223	1,580,276
流动负债	599,700	751,758	805,696	908,574	1,052,297
短期借款	3,133	4,777	5,255	5,780	46,634
应付票据及应付账款	113,153	151,483	160,320	197,816	203,187
其他流动负债	483,414	595,498	640,121	704,978	802,475
非流动负债	203,986	232,979	210,159	184,713	152,268
长期借款	203,590	232,227	209,406	183,961	151,516
其他非流动负债	396	752	752	752	752
负债合计	803,687	984,737	1,015,854	1,093,288	1,204,565
少数股东权益	73,500	86,407	97,114	110,013	124,345
股本	11,933	11,968	11,969	11,969	11,969
资本公积	18,323	18,313	18,313	18,313	18,313
留存收益	110,106	129,579	156,871	187,416	221,027
归属母公司股东权益	156,022	180,231	202,778	225,922	251,367
负债和股东权益	1,033,209	1,251,375	1,315,746	1,429,223	1,580,276

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	39,155	15,150	11,275	13,607	13,910
净利润	37,554	40,048	41,988	46,992	51,709
折旧摊销	1,259	1,295	1,526	2,022	2,633
财务费用	2,582	3,160	1,667	2,127	3,118
投资损失	-3,702	-6,141	-5,366	-5,754	-5,560
营运资金变动	202	-22,067	-31,145	-31,328	-37,520
其他经营现金流	1,261	-1,144	2,604	-453	-470
投资活动现金流	-10,498	-6,927	-20,714	-20,072	-19,128
资本支出	279	397	6,825	5,687	4,132
长期投资	-11,070	-6,538	-17,782	-18,073	-17,976
其他投资现金流	-21,289	-13,068	-31,671	-32,458	-32,972
筹资活动现金流	-2,835	-1,878	-34,724	-35,370	-39,917
短期借款	122	1,644	478	525	578
长期借款	-11,349	28,637	-22,820	-25,445	-32,445
普通股增加	38	35	2	0	0
资本公积增加	3,078	-10	0	0	0
其他筹资现金流	5,277	-32,183	-12,383	-10,450	-8,050
现金净增加额	25,899	6,306	-44,162	-41,835	-45,136

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	235,934	243,095	284,664	326,965	367,672
营业成本	153,450	163,951	193,173	221,879	248,436
营业税金及附加	21,841	18,495	22,488	26,223	30,517
营业费用	6,681	6,877	8,053	9,249	10,401
管理费用	4,233	4,315	5,039	5,804	6,526
研发费用	56	1,260	1,476	1,695	1,906
财务费用	2,582	3,160	1,667	2,127	3,118
资产减值损失	-1,048	849	934	1,027	1,130
其他收益	49	152	0	0	0
公允价值变动收益	713	53	53	53	53
投资净收益	3,702	6,141	5,366	5,754	5,560
资产处置收益	2	-10	0	0	0
营业利润	50,402	52,265	57,254	64,769	71,252
营业外收入	353	409	381	395	388
营业外支出	224	136	180	158	169
利润总额	50,531	52,538	57,454	65,006	71,470
所得税	12,977	12,490	15,466	18,014	19,762
净利润	37,554	40,048	41,988	46,992	51,709
少数股东损益	9,595	11,100	10,707	12,899	14,332
归属母公司净利润	27,959	28,948	31,281	34,093	37,377
EBITDA	59,134	62,531	60,648	69,155	77,221
EPS (元)	2.34	2.42	2.61	2.85	3.12

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	21.3	3.0	17.1	14.9	12.5
营业利润(%)	41.6	3.7	9.5	13.1	10.0
归属于母公司净利润(%)	47.9	3.5	8.1	9.0	9.6
获利能力					
毛利率(%)	35.0	32.6	32.1	32.1	32.4
净利率(%)	11.9	11.9	11.0	10.4	10.2
ROE(%)	16.4	15.0	14.0	14.0	13.8
ROIC(%)	9.8	9.4	9.1	10.2	10.4
偿债能力					
资产负债率(%)	77.8	78.7	77.2	76.5	76.2
净负债比率(%)	56.9	56.6	56.9	56.6	56.0
流动比率	1.6	1.5	1.5	1.4	1.3
速动比率	0.5	0.4	0.3	0.3	0.2
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	113.1	113.1	113.1
应付账款周转率	1.9	1.2	1.2	1.2	1.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.34	2.42	2.61	2.85	3.12
每股经营现金流(最新摊薄)	3.27	1.27	0.94	1.14	1.16
每股净资产(最新摊薄)	11.72	13.37	15.26	17.19	19.31
估值比率					
P/E	6.0	5.8	5.4	4.9	4.5
P/B	1.2	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	6.3	6.5	7.2	6.8	6.5

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 4 月 30 日收盘价

销售额同增 8.9%符合预期；融资成本降至 4.77%行业领先

事件：4月20日，保利地产发布2020年年度报告。

投资收益大增、税金支出减少对毛利率下降影响，归母净利润 289.5 亿元同增 3.6%。

2020年公司实现营业收入2430.9亿元，同比增长3.0%；其中房地产开发收入2263.8亿元，占比93.1%；两翼产业收入154.3亿元，同比大幅上涨36.5%。截至报告期末公司合同负债及预收账款3665.0亿元，覆盖当期营业收入1.52倍。

利润方面：净利润400.5亿元，同比增长6.6%；归母净利润289.5亿元，同比增长3.6%。由于2017-2018年高价获取的项目进入结算期，拉低公司利润水平，**2020年公司毛利率为32.6%，同比下降2.4pct；**随着大量非并表项目逐步进入结转期，公司投资收益同比大增**65.9%至61.4亿元；**同时税金支出占营收比重同比下降**1.7pct至7.6%，**有效对冲毛利率下降影响。**最终净利率为16.47%，同比提升0.6pct。**

费用管控方面：公司2020年度销管费率和财务费用率分别为4.6%、1.3%，较去年分别持平、上升0.2pct。

销售额同增 8.9%达 5028.5 亿，拿地积极，投销比达 46.8%。

销售方面：2020年公司实现销售额5028.5亿元，同比增长8.9%；销售面积3409.2万方，同比增长9.2%；销售均价14751元/平，同比微降0.3%。2020年公司销售额跑赢全国市场，市占率上升0.1个百分点至2.9%。分区域看，一二线城市销售额占比74%，长三角、珠三角销售合计占比52%。公司在16个城市销售排名第一，39个城市排名前三，核心城市深耕效果显著。

拿地方面：公司2020年新获取项目146个，新增土地计容建面达3186万方，拓展成本2353亿元，同比增长18.9%和51.3%，受资源集中的影响，拿地平均价格同比上升27.3%至7385元/平，为销售均价的50.1%。全年面积口径和金额口径的投销比分别上升7.7、7.1个百分点至93.5%、46.8%。公司在2020年坚持深耕“中心城市+城市群”，持续优化土地储备，全年在38个核心城市投资占比提升4个百分点至83%。期末在手资源1.71亿方，其中7747万方待开发，可满足公司后续2-3年开发需求。

新开工和竣工方面：2020年新开工面积约4630万方，同降7.1%，完成年初计划的109.7%；竣工面积约3986万方，同增34.1%，完成年初计划的117.2%。公司2021年计划开工面积为4900万方，计划竣工面积为4000万方。

两翼业务高速发展，保利物业营收同比增长 35%。

2020年保利物业营业收入80.37亿元，同增35%。物业业务规模快速发展，处于行业领先水平，截至报告期末，在管面积达到3.8亿方，合同面积达5.67亿方，合同管理项目1948个。保利商业2020年新签约20个购物中心，截至报告期末，位于广州、武汉、上海等14个核心城市的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，形成四大自有品牌系列。2020年新签约项目10个，截至报告期末已开业酒店18个，经营客房4517间。销售代理平台拓展至全国200多个城市，代理项目超2200个。公司不动产基金累计管理规模超1400亿元。

有息负债综合成本降至 4.77%行业领先，“三条红线”保持绿档水平。

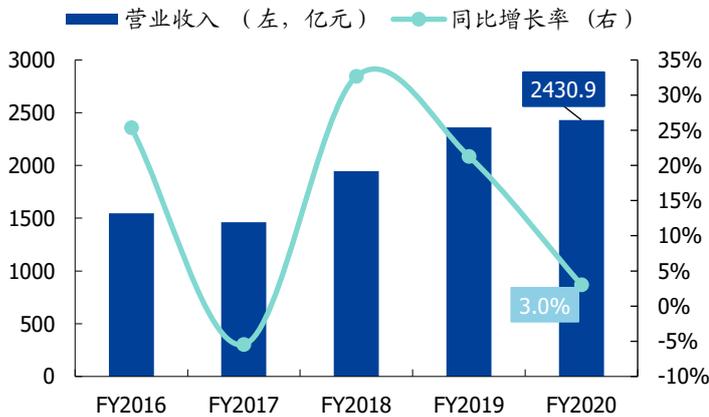
受行业融资监管趋严影响，公司不断强化现金流管理，近四年回笼率持续上升。2020年公司实现销售回笼4706亿元，回笼率达93.6%。2020年公司新增直接债务融资83.1亿元，平均成本3.60%，公司有息负债综合成本降低0.18个百分点至4.77%，继续保持行业领先水平。截至报告期末，公司资产负债率78.69%，剔除预收账款的资产负债

率 68.74%，净负债率 56.55%，现金短债比 1.82，均符合“三道红线”中绿档企业标准。

投资建议：我们预测公司 21/22/23 年收入增速为 17.1%/14.9%/12.5%，归母净利润为 312.81/340.93/373.77 亿元，增速为 8.1%/9.0%/9.6%，EPS 为 2.61/2.85/3.12 元/股，对应的 PE 为 5.4/4.9/4.5x。维持“买入”评级。

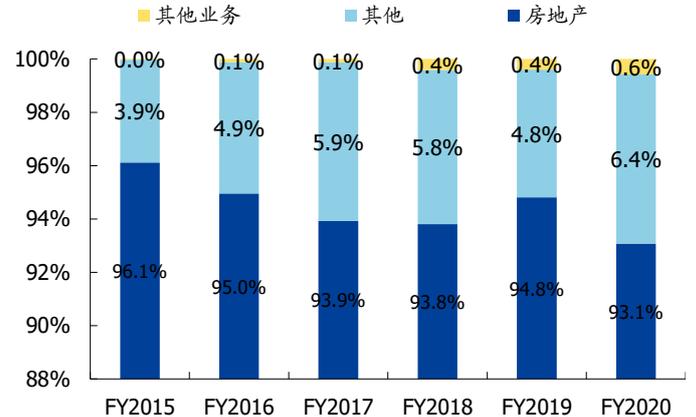
风险提示：房地产调控措施收紧超预期，疫情反复影响超预期。

图表 1: 2020 公司营业收入 2430.9 亿同增 3.0%



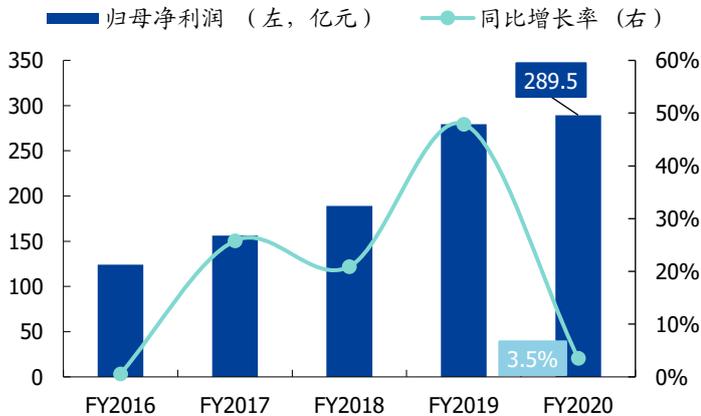
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 2: 各业务板块收入占比



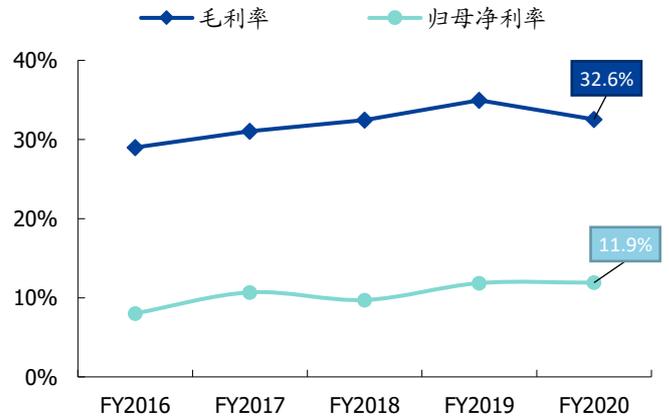
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 3: 2020 公司归母净利润 415 亿同增 6.8%



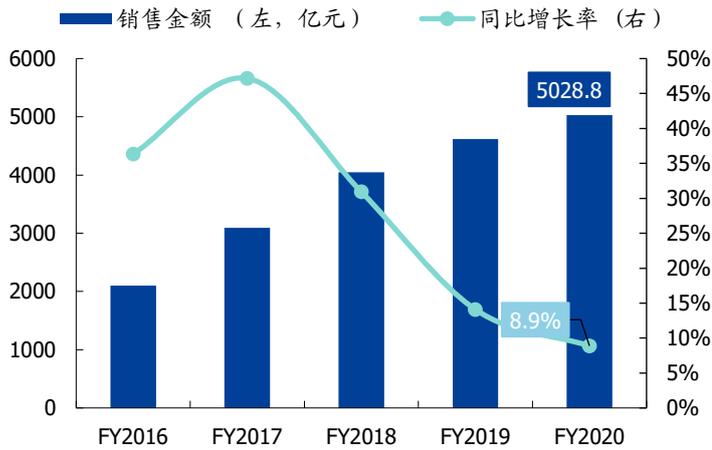
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 4: 公司历年毛利率和归母净利率



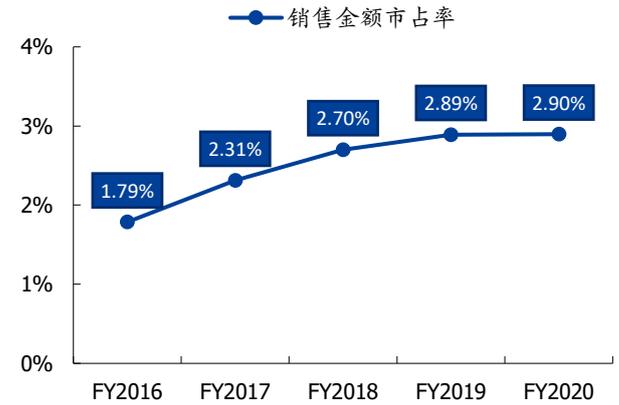
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 5: 2020 公司住宅开发销售额 5028.8 亿同增 8.9%



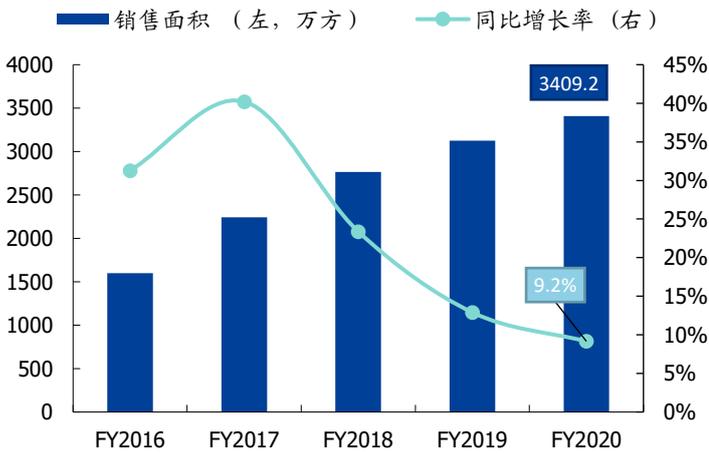
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 6: 公司住宅开发销售金额市占率稳步上升至 2.9% 左右



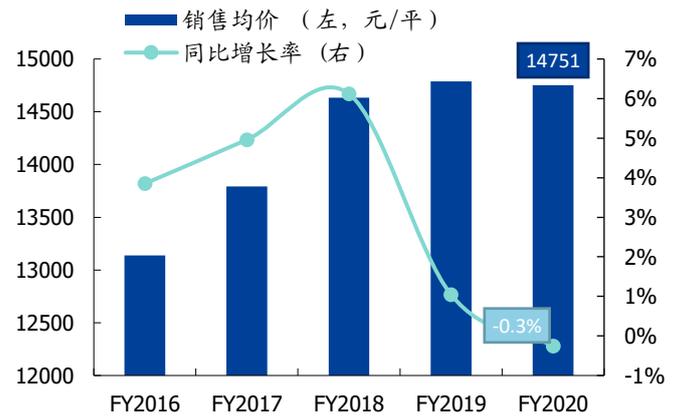
资料来源: 公司公告, wind, 国盛证券研究所

图表 7: 2020 公司住宅开发销售面积 3409.2 万方同增 9.2%



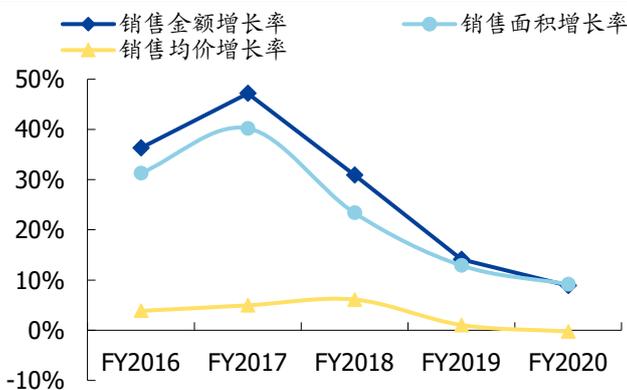
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 8: 公司历年销售均价



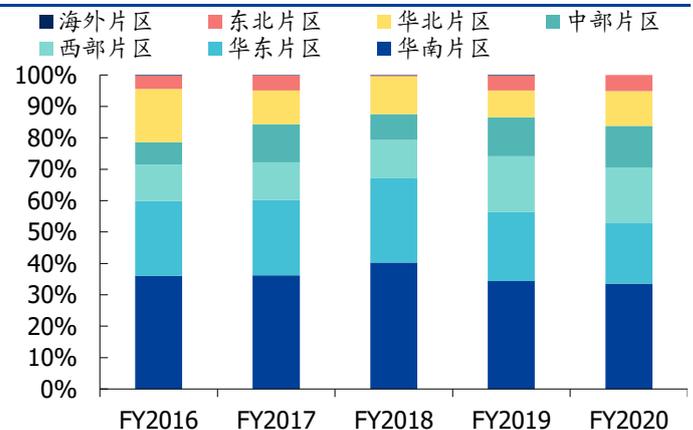
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 9: 销售金额增长因素贡献拆分



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 10: 公司历年分区域营收占比



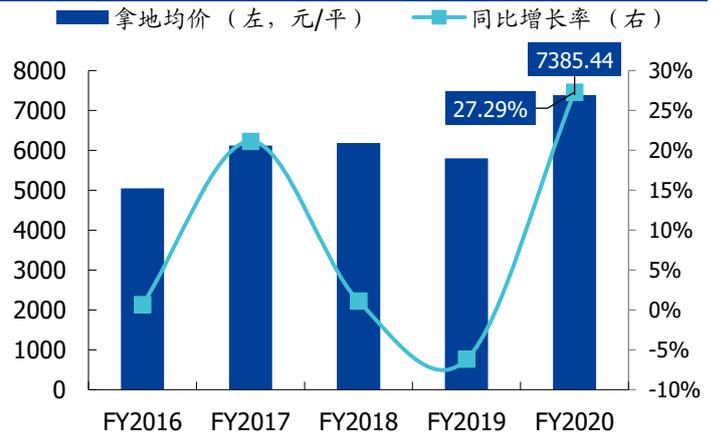
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 11: 2020 拿地面积 3186 万方同增 18.88%



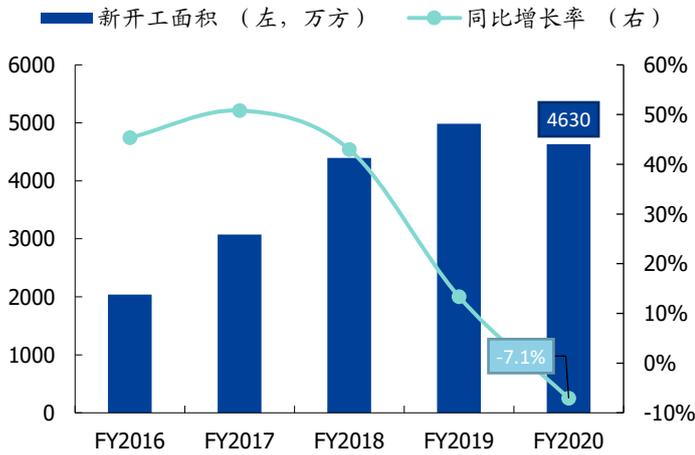
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 12: 2020 拿地均价 7385.44 元/平同增 27.29%



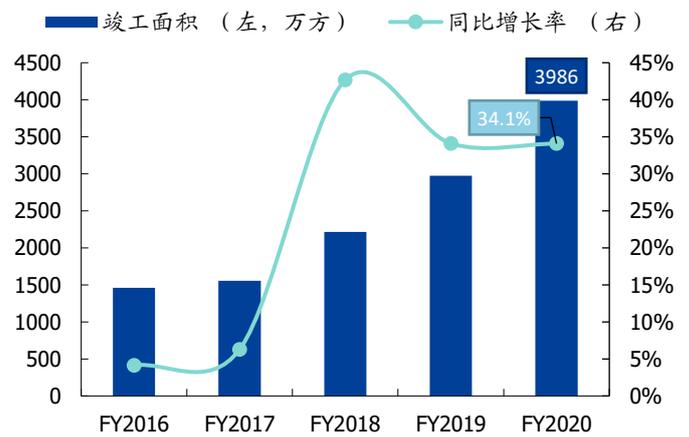
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 13: 2020 新开工面积为 4630 万方同降-7.1%



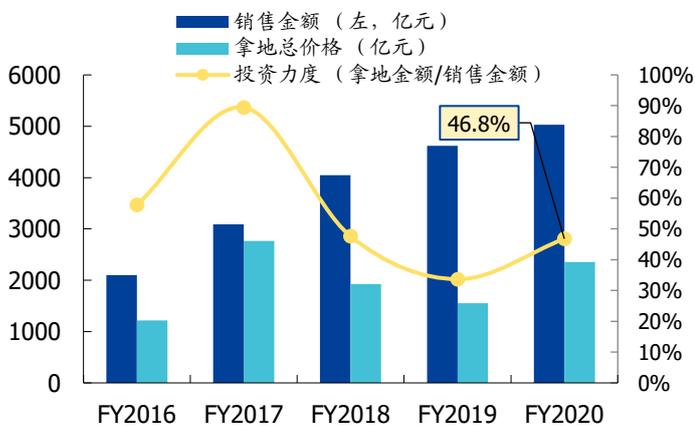
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 14: 2020 竣工面积为 3986 万方同增 34.1%



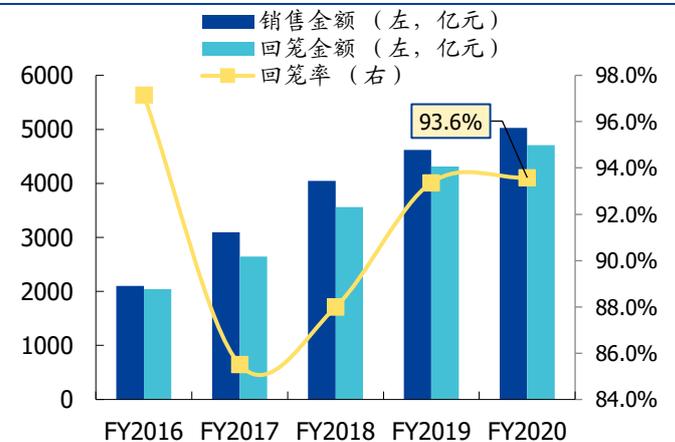
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 15: 2020 投资力度为 46.79%



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 16: 2020 资金回笼率为 93.6%



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com