

公司研究

销售表现平稳有序，持续加码优质土储

——保利地产（600048.SH）2020年报及2021年一季度点评

要点

事件：公司近期发布2020年度报告和2021年一季度报。1) 2020年，公司实现营业收入2430.95亿元，同比增长3.04%；实现归母净利润289.48亿元，同比增长3.54%。2) 2021年一季度，公司实现营收250.87亿元，同比增长5.25%；实现归母净利润25.01亿元，同比增长5.10%。

点评：销售表现平稳有序，财务稳健优势明显，持续加码优质土储

1) **销售表现平稳有序：**2020年，实现签约金额5028.5亿元，同比增长8.88%；签约面积3409.2万平，同比增加9.16%，签约均价约14750元/平；2021年一季度，实现签约金额1242.8亿元，低基数下同比增长75%，实现签约面积718.3万平，同比增长46.5%，签约均价约17303元/平（对比2020年一季度约14487元/平），签约均价提升明显，销售结构逐步向高能级城市转移。

2) **结算结构变化和严厉调控影响毛利率水平：**2020年公司毛利率为32.59%，同比下降2.38个pct.；2021年一季度公司毛利率为35.45%，同比下降4.36个pct.；我们认为公司2020年度和2021年一季度结算毛利率均出现下降，一是由于2017-2018年高价土地项目进入结算周期，二是由于近期严厉的房地产调控政策和限价政策，短期遏制了行业整体盈利水平。

3) **财务稳健优势明显，“三道红线”绿档公司：**2020年末，公司剔除预收账款后的资产负债率为68.74%，净负债率为56.55%，现金短债比为1.82，均符合“三道红线”要求；2020年公司综合融资成本为4.77%（对比2019年为4.95%），对比上年同期下降了18个bp，信用优势明显。

4) **积极捕捉市场窗口，持续加码优质土储：**2020年，公司新增土储建筑面积3185.7万平，同比增长19.1%；拿地面积/销售面积比值约93.4%（对比2019年约85.6%）；总地价2353.5亿元，同比增长约51.4%；拿地金额/销售金额比值约46.8%（对比2019年约33.7%）；拿地均价约7388元/平（对比2019年约5813元/平），主要系公司拿地结构持续向高能级城市聚集。

盈利预测、估值与评级：近期房地产行业调控力度较大，银行实施贷款集中度管理，我们下调2021-2022年预测归母净利润为303.86亿（下调8.62%）、334.83亿（下调10.19%），新增2023年预测归母净利润为378.15亿；公司销售平稳，信用优势明显，持续加码高能级城市优质土地资源，当前股价对应2021-2023年预测PE估值为5.5/5.0/4.4倍，估值具备较强吸引力，维持“买入”评级。

风险提示：房地产行业调控政策严厉程度和持续时间或超预期；销售进度受限于银行贷款集中度管理或不及预期；项目施工和结算进度或不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	235,934	243,095	267,963	301,382	340,155
营业收入增长率	21.29%	3.04%	10.23%	12.47%	12.87%
净利润(百万元)	27,959	28,948	30,386	33,483	37,815
净利润增长率	47.90%	3.54%	4.97%	10.19%	12.94%
EPS(元)	2.34	2.42	2.54	2.80	3.16
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.92%	16.06%	15.05%	14.72%	14.74%
P/E	6.0	5.8	5.5	5.0	4.4
P/B	1.1	0.9	0.8	0.7	0.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-05-06

股本变化：2019年末股本为119.32亿股，2020年末股本为119.68亿股，当前股本为119.69亿股

买入（维持）

当前价：13.96元

作者

分析师：何緬南

执业证书编号：S0930518060006

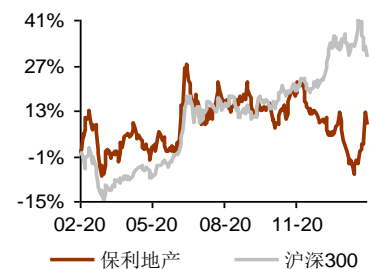
021-52523801

hemianan@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	119.69
总市值(亿元)	1670.94
一年最低/最高(元)	13.31/18.70
近3月换手率	31.03%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-1.02	0.39	-6.92
绝对	-1.34	0.07	-7.23

资料来源：Wind

相关研报

土地获取动能渐强，财务稳健优势明显——保利地产（600048.SH）跟踪报告（2021-02-19）
销售增长靓丽，三项指标健康——保利地产（600048.SH）跟踪报告（2020-11-08）
信用优势明显，销售恢复加速——保利地产（600048.SH）2020年中报点评（2020-08-25）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	235,934	243,095	267,963	301,382	340,155
营业成本	153,450	163,951	184,970	210,237	239,900
折旧和摊销	42	36	1,247	1,304	1,374
税金及附加	21,841	18,495	20,119	22,327	24,860
销售费用	6,681	6,877	7,553	8,465	9,520
管理费用	4,233	4,315	4,730	5,289	5,936
研发费用	56	1,260	1,389	1,563	1,764
财务费用	2,582	3,160	3,483	3,917	4,421
投资收益	3,702	6,141	7,984	9,980	11,976
营业利润	50,402	52,265	54,770	60,351	66,343
利润总额	50,531	52,538	54,770	60,351	66,343
所得税	12,977	12,490	13,145	14,484	15,922
净利润	37,554	40,048	41,625	45,867	50,420
少数股东损益	9,595	11,100	11,239	12,384	12,605
归属母公司净利润	27,959	28,948	30,386	33,483	37,815
EPS(按最新股本计)	2.34	2.42	2.54	2.80	3.16

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	39,155	15,150	47,844	38,952	46,102
净利润	27,959	28,948	30,386	33,483	37,815
折旧摊销	42	36	1,247	1,304	1,374
净营运资金增加	32,280	41,075	4,248	21,108	20,302
其他	-21,125	-54,910	11,962	-16,943	-13,390
投资活动产生现金流	-10,498	-6,927	-7,478	-7,499	-6,501
净资本支出	-267	621	-550	-650	-750
长期投资变化	-10,557	-13,504	-13,202	-14,818	-15,717
其他资产变化	326	5,955	6,274	7,970	9,966
融资活动现金流	-2,835	-1,878	11,964	17,182	15,873
股本变化	38	35	2	0	0
债务净变化	6,392	26,754	24,223	29,000	29,000
无息负债变化	137,295	154,297	72,762	92,559	107,712
净现金流	25,899	6,306	52,330	48,636	55,474

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	35.0%	32.6%	31.0%	30.2%	29.5%
EBITDA 率	21.6%	19.6%	18.7%	18.1%	17.5%
EBIT 率	21.5%	19.5%	18.2%	17.7%	17.1%
税前净利润率	21.4%	21.6%	20.4%	20.0%	19.5%
归母净利润率	11.9%	11.9%	11.3%	11.1%	11.1%
ROA	3.6%	3.2%	3.0%	3.0%	2.9%
ROE (摊薄)	17.9%	16.1%	15.1%	14.7%	14.7%
经营性 ROIC	9.0%	7.8%	7.9%	8.3%	8.7%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	78%	79%	78%	78%	78%
流动比率	1.56	1.51	1.52	1.52	1.51
速动比率	0.59	0.53	0.57	0.59	0.62
归母权益/有息债务	0.58	0.61	0.63	0.65	0.68
有形资产/有息债务	3.80	4.19	4.27	4.37	4.50

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	1,033,209	1,251,375	1,381,209	1,540,734	1,719,162
货币资金	139,419	146,008	198,337	246,973	302,447
交易性金融资产	73	507	507	707	907
应收帐款	1,845	2,450	2,714	3,069	3,480
应收票据	0	2	2	2	2
其他应收款 (合计)	133,452	153,522	169,211	190,291	214,747
存货	584,001	741,475	782,002	847,479	919,528
其他流动资产	35,104	48,227	48,227	48,227	48,227
流动资产合计	936,922	1,136,226	1,250,445	1,392,696	1,552,920
其他权益工具	330	331	331	331	331
长期股权投资	59,046	72,550	85,752	100,570	116,287
固定资产	7,472	7,659	6,834	6,079	5,338
在建工程	495	546	597	673	767
无形资产	389	430	457	483	508
商誉	49	67	67	67	67
其他非流动资产	522	1,832	1,832	1,832	1,832
非流动资产合计	96,287	115,149	130,764	148,038	166,241
总负债	803,687	984,737	1,081,722	1,203,281	1,339,993
短期借款	3,133	4,777	0	0	0
应付账款	105,325	136,564	152,222	170,913	192,629
应付票据	7,828	14,919	16,831	19,131	21,830
预收账款	327,813	868	957	1,077	1,215
其他流动负债	0	31,874	31,874	31,874	31,874
流动负债合计	599,700	751,758	822,543	917,902	1,028,414
长期借款	172,072	207,160	227,160	247,160	267,160
应付债券	31,518	25,066	31,066	37,066	43,066
其他非流动负债	27	86	86	86	86
非流动负债合计	203,986	232,979	259,179	285,379	311,579
股东权益	229,522	266,638	299,487	337,453	379,168
股本	11,933	11,968	11,969	11,969	11,969
公积金	22,121	23,424	24,298	24,298	24,298
未分配利润	106,308	124,468	145,244	170,826	199,936
归属母公司权益	156,022	180,231	201,841	227,424	256,534
少数股东权益	73,500	86,407	97,646	110,030	122,635

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	2.83%	2.83%	2.82%	2.81%	2.80%
管理费用率	1.79%	1.78%	1.77%	1.76%	1.75%
财务费用率	1.09%	1.30%	1.30%	1.30%	1.30%
研发费用率	0.02%	0.52%	0.52%	0.52%	0.52%
所得税率	26%	24%	24%	24%	24%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.82	0.73	0.66	0.73	0.82
每股经营现金流	3.28	1.27	4.00	3.25	3.85
每股净资产	13.08	15.06	16.86	19.00	21.43
每股销售收入	19.77	20.31	22.39	25.18	28.42

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	6	6	5	5	4
PB	1.1	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	10.0	11.4	10.7	10.0	9.2
股息率	5.9%	5.2%	4.7%	5.2%	5.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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 15%；
	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE