

**证券研究报告—动态报告**

房地产

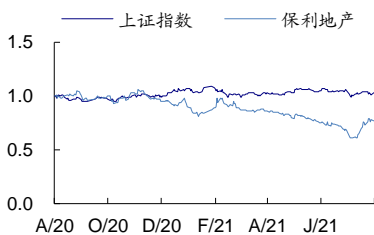
房地产开发 II

**保利地产(600048)**
**买入**

2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 24 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	11,970/11,970
总市值/流通(百万元)	142,684/142,684
上证综指/深圳成指	3,477/14,536
12个月最高/最低(元)	18.01/9.76

**相关研究报告:**

《保利地产-600048-重大事件快评: 低位增持, 传递信心》——2021-08-05  
 《保利地产-600048-2020 年报点评: 经营稳健, 优势凸显》——2021-04-21  
 《保利地产-600048-重大事件快评: 步入 5000 亿阵营, 拿地积极稳固龙头地位》——2021-01-14  
 《保利地产-600048-2020 年三季报点评: 销售表现强势, 投资力度加强》——2020-11-03  
 《保利地产-600048-2020 年中报点评: 业绩平稳增长, 龙头底蕴深厚》——2020-08-25

**证券分析师: 任鹤**

电话: 010-88005315  
 E-MAIL: renhe@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040006

**证券分析师: 王粤雷**

电话: 0755-81981019  
 E-MAIL: wangyuelei@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520030001

**联系人: 王静**

电话: 021-60893314  
 E-MAIL: wangjing20@guosen.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**
**稳健发展, 降本增效**
**● 归母净利润增长 1.7%, 毛利率承压**

2021 年上半年公司实现营业收入 899.7 亿元, 同比增长 22%; 实现归母净利润 103.0 亿元, 同比增长 1.7%, 符合此前发布的业绩快报。报告期内公司毛利率为 32.5%, 同比下降 3.22pct, 与行业利润率下行趋势一致, 未来随着高地价项目的陆续体现, 毛利率表现仍将承压。

**● 销售保持稳健增长, 适当增加下沉力度**

2021 年上半年公司实现销售面积 1671.3 万平方米, 同比增长 12.0%; 实现销售金额 2851.9 亿元, 同比增长 27.0%。公司 38 个核心城市销售贡献达 77%, 深耕效果显著, 区域结构保持稳定, 其中珠三角、长三角合计销售占比达 53%。上半年公司坚持等量拓展原则, 新增项目 84 个, 新增容积率面积 1651 万平方米; 同时公司适度增加对核心城市群内的潜力三线城市布局力度, 新增资源中一、二线城市金额占比为 69%, 同比下降 14pct。

**● 财务稳健, 融资成本低**

公司保持财务稳健, 各项指标均符合“三道红线”中绿档企业标准。公司融资成本低, 保持业内领先优势, 报告期内发行公司债 75 亿、中期票据 50 亿, 平均融资成本为 3.62%; 截至 2021 年上半年末, 公司有息负债规模为 3341 亿元, 有息负债综合成本仅约 4.70%, 较去年末下降 7 个基点。

**● 强化现金流管理, 加强运营管控力度**

公司不断强化现金流管理, 上半年实现回笼金额 2556 亿元, 回笼率为 89.6%。以降本增效为导向, 公司在产品设计、营销输出、运营管理、成本控制等方面发力, 夯实公司发展基础。在营销运营端, 公司持续提升开发效率, 上半年项目开盘平均时长较 2020 年缩短 1 个月。

**● 稳健发展, 降本增效, 维持“买入”评级**

公司作为央企龙头, 各项指标优秀, 以降本增效为导向, 实现稳健发展。预计公司 2021、2022 年的归母净利润分别为 302.5 亿元、321.6 亿元, 对应 EPS 为 2.53、2.69 元, 对应最新股价的 PE 为 4.7、4.4 倍, 维持“买入”评级。

**● 风险**

公司销售、结算进度不及预期, 结算项目利润率不及预期。

**盈利预测和财务指标**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	235981	243208	280905	321636	366665
(+/-%)	21.3%	3.1%	15.5%	14.5%	14.0%
净利润(百万元)	27959	28948	30253	32155	36856
(+/-%)	47.9%	3.5%	4.5%	6.3%	14.6%
摊薄每股收益(元)	2.34	2.42	2.53	2.69	3.08
EBIT Margin	21.1%	20.4%	20.2%	18.9%	18.9%
净资产收益率(ROE)	17.9%	16.1%	15.0%	14.4%	14.8%
市盈率(PE)	5.1	4.9	4.7	4.4	3.9
EV/EBITDA	19.0	22.7	21.0	22.2	21.6
市净率(PB)	0.91	0.79	0.71	0.64	0.57

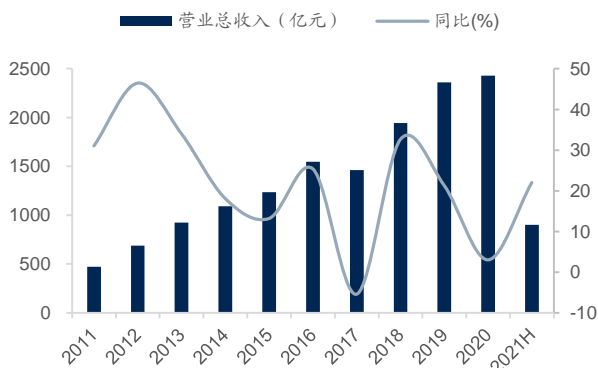
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 归母净利增长 1.7%，毛利率承压

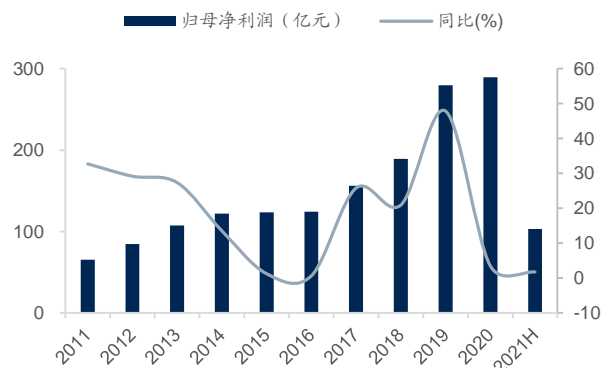
2021 年上半年公司实现营业收入 899.7 亿元，同比增长 22%；实现归母净利润 103.0 亿元，同比增长 1.7%，符合此前发布的业绩快报。报告期内公司毛利率为 32.5%，同比下降 3.22pct，与行业利润率下行趋势一致，未来随着高地价项目的陆续体现，毛利率表现仍将承压。

图 1：公司营业收入



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：公司归母净利润

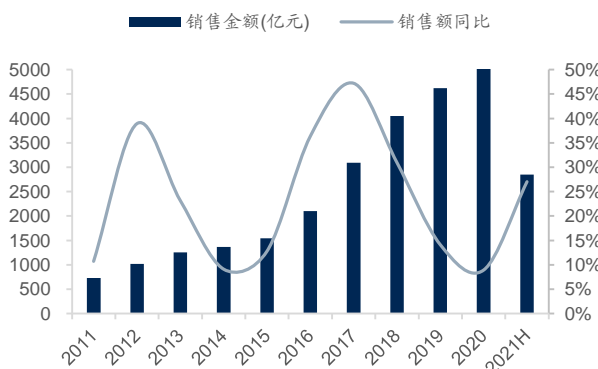


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

## 销售保持稳健增长，适当增加下沉力度

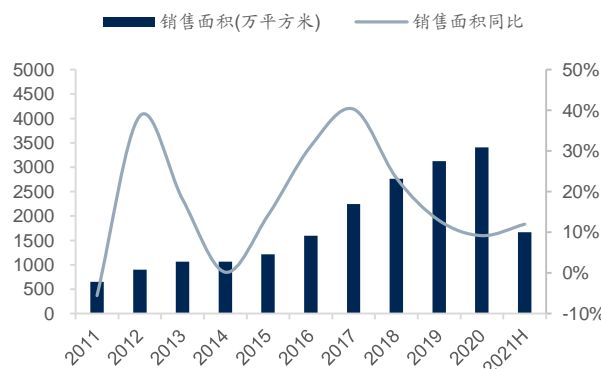
2021 年上半年公司实现销售面积 1671.3 万平方米，同比增长 12.0%；实现销售金额 2851.9 亿元，同比增长 27.0%。公司 38 个核心城市销售贡献达 77%，深耕效果显著，区域结构保持稳定，其中珠三角、长三角合计销售占比达 53%。上半年公司坚持等量拓展原则，新增项目 84 个，新增容积率面积 1651 万平方米；同时公司适度增加对核心城市群内的潜力三线城市布局力度，新增资源中一、二线城市金额占比为 69%，同比下降 14pct。

图 3：公司销售金额



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：公司销售面积



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

## 财务稳健，融资成本低

公司保持财务稳健，各项指标均符合“三道红线”中绿档企业标准。公司融资成本低，保持业内领先优势，报告期内发行公司债 75 亿、中期票据 50 亿，平均融资成本为 3.62%；截至 2021 年上半年末，公司有息负债规模为 3341 亿元，有息负债综合成本仅约 4.70%，较去年末下降 7 个基点。

## 强化现金流管理，加强运营管控力度

公司不断强化现金流管理，上半年实现回笼金额 2556 亿元，回笼率为 89.6%。以降本增效为导向，公司在产品设计、营销输出、运营管理、成本控制等方面发力，夯实公司发展基础。在营销运营端，公司持续提升开发效率，上半年项目开盘平均时长较 2020 年缩短 1 个月。

## 稳健发展，降本增效，维持“买入”评级

公司作为央企龙头，各项指标优秀，以降本增效为导向，实现稳健发展。预计公司 2021、2022 年的归母净利润分别为 302.5 亿元、321.6 亿元，对应 EPS 为 2.53、2.69 元，对应最新股价的 PE 为 4.7、4.4 倍，维持“买入”评级。

## 风险

公司销售、结算进度不及预期，结算项目利润率不及预期。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	146008	152000	158000	162000	营业收入	243208	280905	321636	366665
应收款项	155420	179317	202675	231049	营业成本	163951	188768	220321	251166
存货净额	741475	807506	940840	1072834	营业税金及附加	18495	22472	25731	29333
其他流动资产	92815	101126	115789	132000	销售费用	6877	7865	9006	10267
<b>流动资产合计</b>	<b>1136226</b>	<b>1239949</b>	<b>1417304</b>	<b>1597883</b>	管理费用	4315	4933	5646	6434
固定资产	8205	8022	7731	7399	财务费用	3160	2870	3406	3213
无形资产及其他	430	413	395	378	投资收益	6141	2000	2000	2000
投资性房地产	33964	33964	33964	33964	资产减值及公允价值变动	(796)	0	0	0
长期股权投资	72550	82550	92550	102550	其他收入	509	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1251375</b>	<b>1364897</b>	<b>1551945</b>	<b>1742175</b>	营业利润	52265	55996	59527	68253
短期借款及交易性金融负债	64576	133327	207292	328226	营业外净收支	273	160	160	160
应付款项	151483	144197	134406	76631	<b>利润总额</b>	<b>52538</b>	<b>56156</b>	<b>59687</b>	<b>68413</b>
其他流动负债	535699	558274	649812	740966	所得税费用	12490	14039	14922	17103
<b>流动负债合计</b>	<b>751758</b>	<b>835798</b>	<b>991510</b>	<b>1145823</b>	少数股东损益	11100	11864	12610	14454
长期借款及应付债券	232227	232227	232227	232227	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>28948</b>	<b>30253</b>	<b>32155</b>	<b>36856</b>
其他长期负债	752	752	752	752					
<b>长期负债合计</b>	<b>232979</b>	<b>232979</b>	<b>232979</b>	<b>232979</b>					
<b>负债合计</b>	<b>984737</b>	<b>1068777</b>	<b>1224489</b>	<b>1378802</b>					
少数股东权益	86407	94712	103539	113657					
股东权益	180231	201408	223917	249716					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1251375</b>	<b>1364897</b>	<b>1551945</b>	<b>1742175</b>					

现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	28948	30253	32155	36856
资产减值准备的增加(减少)	(1897)	(28)	29	36
折旧摊销	36	730	779	813
公允价值变动损失	796	0	0	0
财务费用	3160	2870	3406	3213
营运资本变动	(44962)	(82977)	(89579)	(143164)
其它	1864	8333	8798	10081
<b>经营活动现金流</b>	<b>(15214)</b>	<b>(43690)</b>	<b>(47819)</b>	<b>(95377)</b>
资本开支	2454	(500)	(500)	(500)
其它投资现金流	(434)	507	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(11484)</b>	<b>(9993)</b>	<b>(10500)</b>	<b>(10500)</b>
权益性融资	7929	0	0	0
负债净变化	35088	0	0	0
支付股利、利息	(29035)	(9076)	(9646)	(11057)
其它融资现金流	13252	68751	73965	120934
<b>融资活动现金流</b>	<b>33286</b>	<b>59675</b>	<b>64319</b>	<b>109877</b>
<b>现金净变动</b>	<b>6588</b>	<b>5992</b>	<b>6000</b>	<b>4000</b>
货币资金的期初余额	139419	146008	152000	158000
货币资金的期末余额	146008	152000	158000	162000
企业自由现金流	(4685)	(40098)	(43601)	(90751)
权益自由现金流	43655	26500	27810	27773

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	2.42	2.53	2.69	3.08
每股红利	2.43	0.76	0.81	0.92
每股净资产	15.06	16.83	18.71	20.86
ROIC	8%	8%	7%	7%
ROE	16%	15%	14%	15%
毛利率	33%	33%	32%	32%
EBIT Margin	20%	20%	19%	19%
EBITDA Margin	20%	21%	19%	19%
收入增长	3%	16%	15%	14%
净利润增长率	4%	5%	6%	15%
资产负债率	86%	85%	86%	86%
息率	20.4%	6.4%	6.8%	7.8%
P/E	4.9	4.7	4.4	3.9
P/B	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	22.7	21.0	22.2	21.6

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032