

收入规模持续提升，两翼业务引擎加速

投资要点

- **业绩点评:** 2021H1 年公司实现营业收入 899 亿元，同比增长 22.0%；实现归母净利润 103 亿元，同比增长 1.7%。公司加权 ROE/毛利率/净利率分别为 5.56%/32.50%/16.32%，分别较去年同期回落 0.67pp/3.22pp/1.75pp。
- **合约销售持续增长，城市深耕效果显著。** 2021H1 公司合约销售 2852 亿元，同比增加 27%，稳居行业前五，央企第一；区域结构稳定，珠三角、长三角合约销售均超过 700 亿，合计销售占比达 53%；重点城市表现突出，38 个核心城市销售贡献为 77%，其中广州实现销售金额超 260 亿、佛山超 200 亿，南京、东莞、上海超 100 亿。公司土储丰富且质地优良，38 个核心城市储备资源在 70% 以上，在手资源可满足 2-3 年开发需求，有助于公司的可持续发展。
- **坚持等量拓展原则，注重提升拿地质量及资源把控力。** 2021H1 公司新获取项目 84 个，拿地 1651 万方，拿地面积占销售面积比重为 99%，拿地金额 963 亿元，保持合理的土储规模。公司兼顾拿地质量与利润保障，2021H1 新增住宅货量占比 86%，拓展权益比为 71%，分别较去年同期提升 1pp 和 6 pp。
- **持续发展多元化业务，两翼业务规模持续提升。** 在物业服务方面，公司构建涵盖住宅、商写、公共物业在内的大物业体系，截至期末在管面积 4.3 亿方，合同面积达 6.2 亿方，三项业务齐头并进，带动营收同比增长 43.1%至 51.5 亿元；在商业方面，公司积极扩展规模，新签约购物中心 7 个，已开业面积 193 万方；在酒店管理方面，公司积极拓展多种发展模式，已开业酒店 20 个，客房数 4873 间；此外，公司经纪代理覆盖超 200 个城市，累计管理基金规模超 1600 亿，信保基金和保利资均本荣获 2021 年度“中国最具实力房地产基金十强”。
- **资产负债结构持续优化，“绿档”优势提升抗风险能力。** 2021H1 公司有息负债综合成本仅为 4.70%，连续四年下降，融资成本优势凸显。公司资产负债率为 78.0%，剔除预收账款资产负债率为 66.2%，净负债率为 58.7%，现金短债比为 1.93，均为“绿档”，资产负债结构不断优化。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2021-2023 年 EPS 分别为 2.63/2.89/3.19 元，归母净利润复合增速为 10.1%，考虑到公司融资成本较低、拿地强度较大、多元业务发展迅猛，我们维持“买入”评级。
- **风险提示:** 竣工交付低于预期、拿地和销售回款低于预期、地产调控风险等。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	243207.86	282213.78	321618.29	356760.93
增长率	3.06%	16.04%	13.96%	10.93%
归属母公司净利润 (百万元)	28948.43	31497.83	34588.79	38204.81
增长率	3.54%	8.81%	9.81%	10.45%
每股收益 EPS (元)	2.42	2.63	2.89	3.19
净资产收益率 ROE	15.02%	14.20%	13.83%	13.56%
PE	5	4.5	4.1	3.7
PB	0.54	0.47	0.42	0.37

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 沈猛
执业证号: S1250519080004
电话: 021-58351679
邮箱: smg@swsc.com.cn
联系人: 池天惠
电话: 13003109597
邮箱: cth@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	119.70
流通 A 股(亿股)	119.70
52 周内股价区间(元)	9.99-17.4
总市值(亿元)	1,426.84
总资产(亿元)	13,826.22
每股净资产(元)	14.22

相关研究

1. 保利地产(600048): 合约销售稳健增长, 两翼业务未来可期 (2021-04-20)
2. 保利地产(600048): 销售爆发回弹, 物业未来可期 (2020-11-03)
3. 保利地产(600048): 投资力度提升, 产业链投资空间大开 (2020-08-25)

盈利预测

关键假设：

假设 1：2021-2023 年公司销售金额增速分别为 12%/10%/8%，由于公司竣工结算节奏影响，结算金额增速分别为 15%/13%/10%，物业销售业务毛利率分别为 31.5%/31.0%/31.0%；

假设 2：2021-2023 年公司多元业务（物管等）收入增速分别为 30%/25%/20%，多元业务毛利率分别为 18%/18%/18%；

假设 3：2021-2023 年公司其它业务营收增速分别为 30%/30%/30%，毛利率保持不变。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
物业销售	收入	226376.0	260332.4	294175.6	323593.2
	增速	1.2%	15.0%	13.0%	10.0%
	毛利率	33.5%	31.5%	31.0%	31.0%
多元业务（物管等）	收入	15431.60	20061.1	25076.4	30091.6
	增速	36.5%	30.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	14.3%	18.0%	18.0%	18.0%
其它业务	收入	1399.94	1819.9	2365.9	3075.7
	增速	48.4%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	90.3%	90.3%	90.3%	90.3%
合计	收入	243207.5	282213.4	321617.9	356760.5
	增速	3.1%	16.0%	14.0%	10.9%
	毛利率	32.6%	30.9%	30.4%	30.4%

数据来源：公司公告，西南证券

预测与评级：

预计公司 2021-2023 年归母净利润复合增速为 10.1%，考虑到公司融资成本较低、拿地强度较大、多元业务发展迅猛，我们维持“买入”评级。

风险提示：

竣工交付低于预期、拿地和销售回款低于预期、地产调控风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	243207.86	282213.78	321618.29	356760.93	净利润	40048.21	43144.13	47534.70	52446.29
营业成本	163951.07	194953.81	223772.58	248251.80	折旧与摊销	154.89	591.81	598.93	606.53
营业税金及附加	18495.37	21166.03	23799.75	26400.31	财务费用	3159.81	832.62	861.21	834.65
销售费用	6876.62	7760.88	8683.69	9989.31	资产减值损失	849.03	933.94	1018.84	1103.74
管理费用	4315.04	4938.74	5467.51	5708.17	经营营运资本变动	-37655.13	14107.28	-24321.90	-8099.74
财务费用	3159.81	832.62	861.21	834.65	其他	8593.67	-7131.14	-5166.80	-5228.76
资产减值损失	849.03	933.94	1018.84	1103.74	经营活动现金流净额	15150.48	52478.63	20524.98	41662.72
投资收益	6141.42	5158.79	4384.97	4472.67	资本支出	-566.24	-100.00	-130.00	-130.00
公允价值变动损益	53.39	64.06	67.27	70.63	其他	-6361.20	-9893.34	-11876.27	-13018.76
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-6927.44	-9993.34	-12006.27	-13148.76
营业利润	52264.67	56850.61	62466.94	69016.25	短期借款	1643.54	-1777.01	1000.00	1000.00
其他非经营损益	273.09	224.87	240.94	235.59	长期借款	35088.08	23900.00	23900.00	23900.00
利润总额	52537.76	57075.48	62707.88	69251.83	股权融资	24.81	2.49	0.00	0.00
所得税	12489.55	13931.36	15173.18	16805.54	支付股利	-9784.79	-8684.53	-9449.35	-10376.64
净利润	40048.21	43144.13	47534.70	52446.29	其他	-28849.57	-6992.67	-9680.95	-11242.82
少数股东损益	11099.78	11646.30	12945.91	14241.48	筹资活动现金流净额	-1877.94	6448.28	5769.70	3280.55
归母净利润	28948.43	31497.83	34588.79	38204.81	现金流量净额	6305.56	48933.57	14288.41	31794.50
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	146007.65	208366.65	238404.78	286850.94	成长能力				
应收和预付款项	197617.02	230606.60	263216.68	291985.09	销售收入增长率	3.06%	16.04%	13.96%	10.93%
存货	741475.38	777799.50	913253.11	1039919.26	营业利润增长率	3.70%	8.77%	9.88%	10.48%
其他流动资产	51125.47	57136.90	65043.90	72095.70	净利润增长率	6.64%	7.73%	10.18%	10.33%
长期股权投资	72549.89	82549.89	93549.89	105549.89	EBITDA 增长率	4.63%	4.85%	9.70%	10.22%
投资性房地产	21231.95	23355.15	25690.66	28259.73	获利能力				
固定资产和在建工程	8205.46	7805.17	7420.61	7031.29	毛利率	32.59%	30.92%	30.42%	30.42%
无形资产和开发支出	496.59	460.98	432.53	401.22	三费率	5.90%	4.80%	4.67%	4.63%
其他非流动资产	12665.50	15602.60	18539.69	21476.78	净利率	16.47%	15.29%	14.78%	14.70%
资产总计	1251374.92	1403683.43	1625551.84	1853569.90	ROE	15.02%	14.20%	13.83%	13.56%
短期借款	4777.01	3000.00	4000.00	5000.00	ROA	3.20%	3.07%	2.92%	2.83%
应付和预收款项	149134.20	307750.54	401727.20	511418.53	ROIC	13.38%	13.20%	14.17%	14.80%
长期借款	207160.41	231060.41	254960.41	278860.41	EBITDA/销售收入	22.85%	20.65%	19.88%	19.75%
其他负债	623665.42	558144.09	621050.48	671407.56	营运能力				
负债合计	984737.04	1099955.04	1281738.08	1466686.50	总资产周转率	0.21	0.21	0.21	0.21
股本	11967.62	11970.11	11970.11	11970.11	固定资产周转率	32.15	37.84	45.51	53.41
资本公积	18313.03	18313.03	18313.03	18313.03	应收账款周转率	113.24	106.60	105.68	104.35
留存收益	129578.87	152392.17	177531.62	205359.79	存货周转率	0.25	0.26	0.26	0.25
归属母公司股东权益	180231.10	205675.31	232814.76	261642.93	资本结构				
少数股东权益	86406.79	98053.09	110999.00	125240.48	资产负债率	78.69%	78.36%	78.85%	79.13%
股东权益合计	266637.88	303728.40	343813.75	386883.41	带息债务/总负债	24.07%	23.56%	22.16%	21.06%
负债和股东权益合计	1251374.92	1403683.43	1625551.84	1853569.90	流动比率	1.51	1.51	1.48	1.46
					速动比率	0.53	0.59	0.57	0.56
					股利支付率	33.80%	27.57%	27.32%	27.16%
					每股指标				
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股收益	2.42	2.63	2.89	3.19
EBITDA	55579.36	58275.04	63927.08	70457.43	每股净资产	22.28	25.37	28.72	32.32
PE	4.93	4.53	4.13	3.73	每股经营现金	1.27	4.38	1.71	3.48
PB	0.54	0.47	0.42	0.37	每股股利	0.82	0.73	0.79	0.87
PS	0.59	0.51	0.44	0.40					
EV/EBITDA	3.91	2.95	2.52	1.87					
股息率	6.86%	6.09%	6.62%	7.27%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
广深	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yyx@swsc.com.cn