

保利地产 (600048.SH)

业绩微增毛利率承压，土储等量拓展适度下沉

事件：8月23日，公司发布2021年半年报。

业绩小幅增长，毛利率承压。公司上半年实现营业总收入899.7亿元，同比+22.1%；归母净利润103亿元，同比+1.7%；归母净利率11.4%，同比-2.3pct。公司利润增幅远低于营收增幅，主要由于：（1）毛利率下降：综合毛利率32.5%，同比-3.2pct；开发业务扣除土增税后毛利率26.7%，同比-2.1pct，未来随着公司高价地陆续进入结算周期，公司毛利率将继续承压；（2）投资净收益占收入比重降低0.8pct至2.1%；（3）少数股东损益占净利润比重提升5.9pct至29.9%。截至报告期末，公司预收账款+合同负债4431.5亿元，覆盖去年结算收入2倍，可支撑未来收入增长。

销售额同增27%，38核心城市贡献77%。公司上半年实现签约金额2851.9亿元，同比+27%；签约面积1671.3万方，同比+12%，销售规模维持行业前五；销售均价17064元/平方米，同比+13.4%。城市深耕效果显著，38个核心城市贡献销售77%，长三角和珠三角的签约占比53%，其中广州、佛山超200亿，南京、东莞、上海超100亿。公司上半年新开工面积2781万方，同比-3%，已完成年初开工计划的57%，较去年同期-10pct；竣工面积为1415万方，同比+17%，达到年初竣工计划的35%，较去年同期-1pct。

坚持面积口径等量拓展，加大强三线布局力度。公司上半年拿地金额963亿，同比+17.4%，投销比33.8%；拿地面积1651万平方米，同比+67.8%，投销比98.8%；平均楼面价5833元/平，同比-30%，占当期销售均价34.2%；拓展权益比提升6pct至71%。公司上半年加大了在三线城市的投资力度，一二三线拿地金额占比分别为13.1%、49.1%和37.7%，较去年全年分别-6.8pct、-2.7pct、+9.4pct，且主要分布在长三角（金额占比28.5%）、成渝（14%）、京津冀（13%）等核心城市群。截至报告期末，公司待开发+在建土储面积21321万方，同比+7.8%，测算得到调整后土储面积15050万方，大约可以覆盖2020年全口径结算面积的5.8倍。（*调整后土储面积=（待开发面积+在建面积）*（可售容积率面积/总建面））

财务稳健，实控人和高管增持彰显信心。截至报告期末，公司综合成本仅4.7%，处于行业低位；净负债率58.7%，剔除预收账款的资产负债率67.6%，现金短债比2，均为红线内；现金流管理优秀，上半年实现回笼金额2556亿元，回笼率89.6%。2021年8月4日，公司实控人保利集团增持50万股，占总股本0.0042%。且拟在未来6个月内继续增持，累计增持比例不低于0.0042%、不超过2%。同时新任董事长刘平先生及全体高管人员计划在未来6个月内增持公司股份，合计金额不低于800万元、不超过1500万元，增持价格不超过15.06元/股（超出8月4日收盘价51%）。彰显对公司未来发展的信心及长期投资价值的认可。

投资建议：我们预测公司2021/2022/2023年收入增速为12.6%/14.9%/12.5%，归母净利润为304.3/330.8/367.7亿元，增速分别为5.1%/8.7%/11.2%。2021年动态PE为4.63x，维持“买入”评级。

风险提示：结算进度不及预期，毛利率下降超预期，行业及融资政策收紧超预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	235,934	243,095	273,798	314,484	353,637
增长率 yoy (%)	21.3	3.0	12.6	14.9	12.5
归母净利润（百万元）	27,959	28,948	30,432	33,077	36,774
增长率 yoy (%)	47.9	3.5	5.1	8.7	11.2
EPS 最新摊薄（元/股）	2.34	2.42	2.54	2.76	3.07
净资产收益率 (%)	16.4	15.0	13.7	13.7	13.6
P/E (倍)	5.0	4.87	4.63	4.26	3.83
P/B (倍)	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6

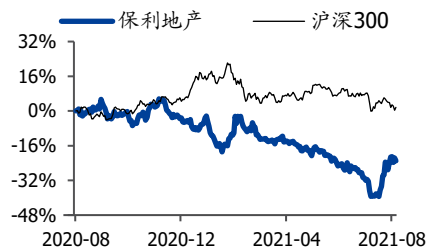
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2021年8月23日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	房地产开发
前次评级	买入
8月23日收盘价(元)	11.92
总市值(百万元)	142,683.68
总股本(百万股)	11,970.11
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	105.28

股价走势



作者

分析师 杨倩雯

执业证书编号：S0680521070004

邮箱：yangqianwen@gszq.com

相关研究

- 《保利地产(600048.SH)：销售放缓投资积极，三线城市拿地金额占比增至38%》2021-08-12
- 《保利地产(600048.SH)：实控人及全体高管齐增持公司股份，上半年营收同增22.3%》2021-08-06
- 《保利地产(600048.SH)：上半年销售额同增27%，两集中拿地占比约五成》2021-07-14



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	1,243,739	1,427,317	1,642,396
现金	139,419	146,008	155,706	171,805	204,350
应收票据及应收账款	1,845	2,452	2,388	3,171	3,080
其他应收款	133,125	153,245	122,596	134,856	161,827
预付账款	42,751	42,197	36,031	53,821	47,218
存货	584,001	741,475	876,169	1,012,816	1,175,072
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	129,152	146,658	164,177
长期投资	59,046	72,550	88,702	105,140	121,852
固定资产	7,472	7,659	7,603	7,808	7,851
无形资产	389	430	438	448	459
其他非流动资产	29,379	34,511	32,410	33,263	34,015
资产总计	1,033,209	1,251,375	1,372,891	1,573,975	1,806,572
流动负债	599,700	751,758	835,981	992,570	1,179,815
短期借款	3,133	4,777	6,210	8,073	9,688
应付票据及应付账款	113,153	151,483	148,418	196,048	189,649
其他流动负债	483,414	595,498	681,353	788,449	980,479
非流动负债	203,986	232,979	238,159	247,713	253,768
长期借款	203,590	232,227	237,406	246,961	253,016
其他非流动负债	396	752	752	752	752
负债合计	803,687	984,737	1,074,140	1,240,283	1,433,583
少数股东权益	73,500	86,407	96,823	109,338	123,438
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	156,130	185,765	218,833
归属母公司股东权益	156,022	180,231	201,928	224,354	249,551
负债和股东权益	1,033,209	1,251,375	1,372,891	1,573,975	1,806,572

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	23,320	19,700	33,756
净利润	37,554	40,048	40,848	45,592	50,874
折旧摊销	1,259	1,295	1,417	1,654	1,930
财务费用	2,582	3,160	2,232	2,808	3,620
投资损失	-3,702	-6,141	-3,736	-4,022	-4,296
营运资金变动	202	-22,067	-20,046	-25,879	-17,902
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	-14,289	-14,685	-14,683
资本支出	279	397	509	668	390
长期投资	-11,070	-6,538	-16,152	-16,973	-16,712
其他投资现金流	-21,289	-13,068	-29,932	-30,990	-31,005
筹资活动现金流	-2,835	-1,878	667	11,084	13,472
短期借款	122	1,644	1,433	1,863	1,615
长期借款	-11,349	28,637	5,180	9,555	6,055
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	-5,948	-334	5,803
现金净增加额	25,899	6,306	9,698	16,099	32,546

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	235,934	243,095	273,798	314,484	353,637
营业成本	153,450	163,951	185,799	213,409	238,953
营业税金及附加	21,841	18,495	20,261	23,586	27,230
营业费用	6,681	6,877	7,465	8,849	10,072
管理费用	4,233	4,315	4,888	5,608	6,304
研发费用	56	1,260	309	425	574
财务费用	2,582	3,160	2,232	2,808	3,620
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	3,736	4,022	4,296
资产处置收益	2	-10	0	0	0
营业利润	50,402	52,265	55,699	62,847	70,104
营业外收入	353	409	375	380	382
营业外支出	224	136	180	158	169
利润总额	50,531	52,538	55,894	63,069	70,317
所得税	12,977	12,490	15,046	17,477	19,443
净利润	37,554	40,048	40,848	45,592	50,874
少数股东损益	9,595	11,100	10,416	12,515	14,100
归属母公司净利润	27,959	28,948	30,432	33,077	36,774
EBITDA	61,342	65,037	67,757	75,392	82,939
EPS (元)	2.34	2.42	2.54	2.76	3.07

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	12.6	14.9	12.5
营业利润(%)	41.6	3.7	6.6	12.8	11.5
归属于母公司净利润(%)	47.9	3.5	5.1	8.7	11.2
获利能力					
毛利率(%)	35.0	32.6	32.1	32.1	32.4
净利率(%)	11.9	11.9	11.1	10.5	10.4
ROE(%)	16.4	15.0	13.7	13.7	13.6
ROIC(%)	10.2	9.8	9.5	9.6	9.6
偿债能力					
资产负债率(%)	77.8	78.7	78.2	78.8	79.4
净负债比率(%)	56.9	56.6	51.2	48.3	42.2
流动比率	1.6	1.5	1.5	1.4	1.4
速动比率	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
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	2.54	2.76	3.07
每股经营现金流(最新摊薄)	3.27	1.27	1.95	1.65	2.82
每股净资产(最新摊薄)	11.72	13.37	15.18	17.06	19.16
估值比率					
P/E	5.0	4.9	4.6	4.3	3.8
P/B	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	5.6	5.8	5.8	5.5	5.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 23 日收盘价

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：021-38124100

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