

2021年09月04日

业绩稳步增长，销售持续向好

保利地产 (600048)

评级:	增持	股票代码:	600048
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	18.01/9.76
目标价格:		总市值(亿)	1,469.93
最新收盘价:	12.28	自由流通市值(亿)	1,469.93
		自由流通股数(百万)	11,970.11

事件概述

保利地产发布 2021 年半年报，公司实现营收 899.7 亿元，同比+22.1%，实现归母净利润 103 亿元，同比+1.7%。

▶ 利润保持增长，盈利能力有所下滑

2021 年上半年，公司实现营业收入 899.7 亿元，同比增长 22.1%，归母净利润 103 亿元，同比增长 1.7%；净利润增速低于营收增速主要系高地价项目陆续结算从而导致毛利率下滑所致。报告期内，公司销售毛利率及销售净利率分别为 32.45%和 16.34%，分别较上年同期下降 3.24pct 和 1.74pct，盈利水平下降。

▶ 销售优异，等量拓展

2021 年上半年，公司实现销售金额 2851.9 亿元，同比增长 27%，销售面积为 1671.3 万平方米，同比增长 12%，排名稳居行业前五，其中，38 个核心城市销售占比达 77%。上半年，公司拿地面积为 1651 万平方米，同比增长 67.8%，拿地金额达 963 亿元，同比增长 17.4%，拿地金额占销售金额的比重为 34%；在拿地竞争激烈的情况下，公司加大低能级城市的投拓，一二线城市的拿地金额占比下降到 69%，同比下降 14pct。

▶ 稳居“绿档”，财务安全

截至报告期末，公司净负债率和剔除预收款项的资产负债率分别为 58.73%和 67.61%，分别较上年同期下降 13.34pct 和上升 0.21pct，整体杠杆率保持低位。报告期末，公司持有现金 1554.2 亿元，同比增长 23.6%，现金短期债务比为 2.59，短期偿债压力较低。总体来看，公司“三道红线”的各项指标均达标，财务安全度处于行业领先水平。

投资建议

保利地产业绩稳定增长，销售表现优异，土储优质充沛，财务安全度高。受高地价项目结算利润率下滑的影响，我们下调 21-22 年 EPS 的预测，并加入 23 年盈利预测，综上，我们预计公司 21-23 年 EPS 分别为 2.61/2.84/2.99 元，对应 PE 分别为 4.7/4.3/4.1 倍，维持公司“增持”评级。

风险提示

房地产调控政策收紧，销售不及预期，项目利润率出现下滑。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	235,981	243,208	288,931	336,893	375,973
YoY (%)	21.3%	3.1%	18.8%	16.6%	11.6%
归母净利润(百万元)	27,959	28,948	31,216	33,955	35,834
YoY (%)	47.9%	3.5%	7.8%	8.8%	5.5%
毛利率 (%)	35.0%	32.6%	28.6%	26.8%	25.5%
每股收益 (元)	2.35	2.42	2.61	2.84	2.99
ROE	17.9%	16.1%	14.8%	13.8%	12.7%
市盈率	5.23	5.07	4.71	4.33	4.10

资料来源: wind, 华西证券研究所

分析师: 于子沛

邮箱: youzpz@hx168.com.cn

联系电话:

研究助理: 侯希得

邮箱: houxd@hx168.com.cn

联系电话:

研究助理: 肖峰

邮箱: xiaofeng@hx168.com.cn

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	243,208	288,931	336,893	375,973	净利润	40,048	41,074	44,678	47,151
YoY (%)	3.1%	18.8%	16.6%	11.6%	折旧和摊销	155	2,014	2,014	2,014
营业成本	163,951	206,297	246,606	280,100	营运资金变动	-20,927	10,744	-44,253	-52,890
营业税金及附加	18,495	21,670	25,604	28,198	经营活动现金流	15,150	48,447	-5,075	-12,864
销售费用	6,877	8,090	9,433	10,527	资本开支	621	337	396	407
管理费用	4,315	5,085	5,963	6,580	投资	-9,039	-143	-150	-158
财务费用	3,160	8,304	8,168	8,427	投资活动现金流	-6,927	14,561	17,011	18,958
资产减值损失	849	0	0	0	股权募资	7,929	2	0	0
投资收益	6,141	14,447	16,845	18,799	债务募资	20,030	8,210	8,610	8,860
营业利润	52,265	53,357	57,631	60,831	筹资活动现金流	-1,878	-1,187	-1,117	-1,207
营业外收支	273	335	393	404	现金净流量	6,306	61,821	10,819	4,887
利润总额	52,538	53,691	58,023	61,235	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	12,490	12,617	13,345	14,084	成长能力				
净利润	40,048	41,074	44,678	47,151	营业收入增长率	3.1%	18.8%	16.6%	11.6%
归属于母公司净利润	28,948	31,216	33,955	35,834	净利润增长率	3.5%	7.8%	8.8%	5.5%
YoY (%)	3.5%	7.8%	8.8%	5.5%	盈利能力				
每股收益	2.42	2.61	2.84	2.99	毛利率	32.6%	28.6%	26.8%	25.5%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	16.5%	14.2%	13.3%	12.5%
货币资金	146,008	207,829	218,648	223,536	总资产收益率 ROA	2.3%	2.1%	2.0%	1.9%
预付款项	42,197	51,574	61,652	70,025	净资产收益率 ROE	16.1%	14.8%	13.8%	12.7%
存货	741,475	847,795	1,013,449	1,151,096	偿债能力				
其他流动资产	206,546	237,616	267,026	293,509	流动比率	1.51	1.48	1.46	1.46
流动资产合计	1,136,226	1,344,813	1,560,775	1,738,165	速动比率	0.47	0.49	0.45	0.43
长期股权投资	72,550	72,550	72,550	72,550	现金比率	0.19	0.23	0.20	0.19
固定资产	7,659	5,645	3,630	1,616	资产负债率	78.7%	78.9%	78.9%	78.4%
无形资产	430	430	430	430	经营效率				
非流动资产合计	115,149	113,238	111,329	109,433	总资产周转率	0.19	0.20	0.20	0.20
资产合计	1,251,375	1,458,051	1,672,104	1,847,598	每股指标 (元)				
短期借款	4,777	4,777	4,777	4,777	每股收益	2.42	2.61	2.84	2.99
应付账款及票据	151,483	186,515	222,959	253,241	每股净资产	15.06	17.66	20.50	23.50
其他流动负债	595,498	717,867	842,197	931,408	每股经营现金流	1.27	4.05	-0.42	-1.07
流动负债合计	751,758	909,158	1,069,933	1,189,426	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	207,160	210,160	213,160	216,160	估值分析				
其他长期负债	25,819	31,019	36,619	42,469	PE	5.07	4.71	4.33	4.10
非流动负债合计	232,979	241,179	249,779	258,629	PB	1.05	0.70	0.60	0.52
负债合计	984,737	1,150,337	1,319,712	1,448,055					
股本	11,968	11,970	11,970	11,970					
少数股东权益	86,407	96,264	106,987	118,303					
股东权益合计	266,638	307,714	352,392	399,542					
负债和股东权益合计	1,251,375	1,458,051	1,672,104	1,847,598					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

由子沛：华西证券房地产行业首席分析师，同济大学及美国西北大学联合培养土木工程专业博士，获得三项国家发明专利，擅长房地产行业政策研究与数据分析，曾就职于民生证券研究院任房地产行业首席分析师；中国财富网“社区金融高峰论坛”特邀嘉宾，证券时报第二届中国证券分析师“金翼奖”房地产行业第三名，第八届Wind“金牌分析师”房地产行业第一名。

侯希得：悉尼大学硕士学位，曾就职于民生证券，2019年加入华西证券任房地产行业分析师。

肖峰：同济大学土木工程专业学士，上海财经大学金融硕士，2020年加入华西证券任房地产行业助理分析师。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。