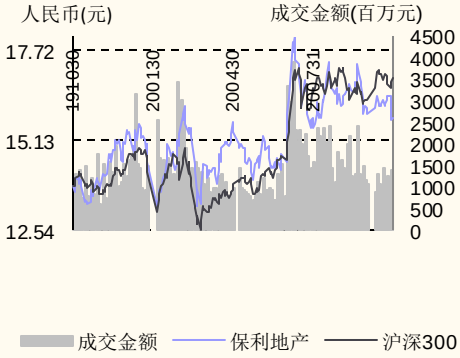
保利地产 (600048.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：15.76 元
目标价格（人民币）：21.36-21.36 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	119.67
已上市流通 A 股(亿股)	119.67
总市值(亿元)	1,885.98
年内股价最高最低(元)	18.13/13.24
沪深 300 指数	4773
上证指数	3273



相关报告

1.《高周转央企，土储和融资优势明显-保利地产深度报告》，2020.9.22

结算平稳，销售增长潜力较高

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	194,551	235,970	271,605	328,006	360,929
营业收入增长率	32.95%	21.29%	15.10%	20.77%	10.04%
归母净利润(百万元)	18,904	27,959	30,796	34,505	38,022
归母净利润增长率	20.98%	47.90%	10.15%	12.04%	10.19%
摊薄每股收益(元)	1.589	2.343	2.573	2.883	3.177
每股经营性现金流净额	1.00	3.27	1.35	0.78	2.44
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.50%	17.92%	16.96%	16.45%	15.85%
P/E	7.42	6.91	6.12	5.47	4.96
P/B	1.15	1.24	1.04	0.90	0.79

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 10 月 29 日晚间，保利发布 2020 年三季报业绩，前三季度实现营业收入 1174.04 亿元，同比增长 5.02%；权益净利润 132.04 亿元，同比增长 2.88%。

点评

- **前三季度结算平稳，毛利率下降，净利率基本持平，权益净利率微降，资债指标更加稳健，符合预期：**①实现营业收入同比增长 5.02%；权益净利润同比增长 2.88%；在新冠疫情对交付的影响下，保利仍然能够在三季报时间节点实现中个位数的结算增长，符合我们预期。②毛利率为 34.02%，较去年同期下降 1.87PCTs，说明公司已经开始结算较低毛利率货值。但通过三项费用率的控制（贡献 0.34 PCTs），投资收益的增长（较去年同期增加 882 亿元，同比增长 54.8%），净利率为 15.6%，较去年同期仅下降 0.1PCTs；由于结算项目权益比例较去年同期下降，权益净利率 11.24%，下降 0.23PCTs。③资债指标总体更为稳健。三季度末净负债率 70.9%，较去年底增加 13.96PCTs，现金短债比 1.91，较去年底降低 0.5，主要是公司拿地较为积极，有息负债增加，货币资金减少，但两项指标距离监管红线仍有较大差距。三季度末分子分母剔除预收款的资产负债率为 65.6%，相比去年底下降了 1.85PCTs，资债指标总体表现优异。
- **销售积极，市占率显著提高，未来增长潜力较高，拿地节奏将保持稳健：**①保利前三季度实现合同销售金额 3673.8 亿元，同比增长 5.94%，市占率提升至 3.2%，较去年底提升 0.3PCTs。②获取新项目 88 个，拿地金额 1314 亿元，拿地强度为 35.8%，相比去年底增长 2.1PCTs，拿地强度有所提升。③三季度末公司土储总量 2.11 亿方，其中在建面积 14021 万方，待开发面积 7075 万方，未来销售增长潜力较高。④考虑到保利资债指标优异，在目前的监管环境下略有优势，我们认为公司将保持稳健拿地的节奏，有规模扩张的可能性。

投资建议

- 我们维持对保利 2020-2022 年 EPS 的预测，分别为 2.57 元、2.88 元和 3.18 元。维持 21.36 元目标价，目前股价明显低估，重申“买入”评级。

风险提示

- 市场快速转冷，行业销售出现明显下降；融资调控强于预期。

赵旭翔 分析师 SAC 执业编号：S1130520030003
zhaoxuxiang@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**146,336**	**194,551**	**235,970**	**271,605**	**328,006**	**360,929**
增长率		32.9%	21.3%	15.1%	20.8%	10.0%
主营业务成本	-100,872	-131,339	-153,450	-187,735	-235,790	-259,830
%销售收入	68.9%	67.5%	65.0%	69.1%	71.9%	72.0%
毛利	45,463	63,212	82,521	83,870	92,216	101,099
%销售收入	31.1%	32.5%	35.0%	30.9%	28.1%	28.0%
营业税金及附加	-12,457	-16,122	-21,841	-17,958	-15,980	-17,367
%销售收入	8.5%	8.3%	9.3%	6.6%	4.9%	4.8%
销售费用	-3,866	-5,912	-6,681	-7,062	-9,512	-9,384
%销售收入	2.6%	3.0%	2.8%	2.6%	2.9%	2.6%
管理费用	-2,845	-3,495	-4,233	-4,617	-6,232	-6,858
%销售收入	1.9%	1.8%	1.8%	1.7%	1.9%	1.9%
研发费用	0	-41	-56	-54	-66	-72
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润（EBIT）	26,296	37,641	49,710	54,179	60,427	67,418
%销售收入	18.0%	19.3%	21.1%	19.9%	18.4%	18.7%
财务费用	-2,392	-2,585	-2,582	-2,685	-3,003	-3,326
%销售收入	1.6%	1.3%	1.1%	1.0%	0.9%	0.9%
资产减值损失	-66	-2,351	-1,202	-1,936	-283	-177
公允价值变动收益	-1	190	713	603	622	641
投资收益	1,680	2,690	3,702	5,494	6,050	6,655
%税前利润	6.5%	7.5%	7.3%	9.8%	9.5%	9.3%
营业利润	25,527	35,593	50,402	55,674	63,832	71,230
营业利润率	17.4%	18.3%	21.4%	20.5%	19.5%	19.7%
营业外收支	173	188	128	141	155	168
税前利润	25,699	35,780	50,531	55,815	63,988	71,398
利润率	17.6%	18.4%	21.4%	20.6%	19.5%	19.8%
所得税	-6,022	-9,631	-12,977	-14,456	-17,648	-20,334
所得税率	23.4%	26.9%	25.7%	25.9%	27.6%	28.5%
净利润	19,677	26,149	37,554	41,359	46,340	51,064
少数股东损益	4,051	7,245	9,595	10,563	11,835	13,042
归属于母公司的净利润	**15,626**	**18,904**	**27,959**	**30,796**	**34,505**	**38,022**
净利率	10.7%	9.7%	11.8%	11.3%	10.5%	10.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	19,677	26,149	37,554	41,359	46,340	51,064
少数股东损益	4,051	7,245	9,595	10,563	11,835	13,042
非现金支出	858	3,366	2,307	3,669	2,375	2,164
非经营收益	351	1,610	-1,061	-3,010	-3,477	-4,197
营运资金变动	-50,182	-19,231	202	-25,934	-35,955	-19,951
经营活动现金净流	**-29,296**	**11,893**	**39,001**	**16,084**	**9,282**	**29,080**
资本开支	-490	-595	-267	-2,187	-2,550	-2,374
投资	-18,799	-14,019	-11,760	-20,198	-20,055	-20,030
其他	2,338	1,155	1,529	5,494	6,050	6,655
投资活动现金净流	**-16,951**	**-13,459**	**-10,498**	**-16,891**	**-16,555**	**-15,749**
股权募资	15,869	12,783	18,042	5,590	5,668	5,505
债权募资	66,852	57,086	4,129	36,724	11,396	117
其他	-15,461	-23,210	-24,930	-15,218	-16,944	-18,460
筹资活动现金净流	**67,259**	**46,659**	**-2,758**	**27,096**	**120**	**-12,839**
现金净流量	**21,013**	**45,093**	**25,744**	**26,289**	**-7,153**	**492**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	67,801	113,431	139,419	165,709	158,556	159,049
应收款项	66,221	121,396	134,970	146,592	178,696	200,565
存货	439,040	474,505	584,001	643,562	737,450	796,385
其他流动资产	73,503	57,469	79,023	88,700	94,370	103,690
流动资产	646,565	766,802	937,414	1,044,563	1,169,072	1,259,688
%总资产	92.8%	90.6%	90.7%	89.8%	89.2%	88.5%
长期投资	41,684	70,008	81,666	102,113	122,786	143,464
固定资产	4,586	5,472	7,967	8,074	8,251	8,349
%总资产	0.7%	0.6%	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%
无形资产	259	523	970	1,462	1,900	2,361
非流动资产	49,887	79,692	95,795	118,078	140,902	164,042
%总资产	7.2%	9.4%	9.3%	10.2%	10.8%	11.5%
资产总计	**696,452**	**846,494**	**1,033,209**	**1,162,640**	**1,309,974**	**1,423,730**
短期借款	29,495	48,718	66,459	72,645	77,017	81,956
应付款项	116,004	102,983	213,211	230,559	286,230	315,324
其他流动负债	217,450	293,196	320,030	359,189	399,505	440,769
流动负债	362,950	444,897	599,700	662,393	762,751	838,049
长期贷款	147,654	181,874	172,072	197,883	203,820	199,743
其他长期负债	27,608	33,229	31,914	36,671	37,778	37,053
负债	**538,212**	**660,000**	**803,687**	**896,948**	**1,004,349**	**1,074,845**
普通股股东权益	**106,980**	**121,923**	**156,022**	**181,630**	**209,726**	**239,945**
其中：股本	11,858	11,895	11,933	11,934	11,934	11,934
未分配利润	71,261	84,559	106,308	126,326	148,754	173,468
少数股东权益	51,260	64,572	73,500	84,063	95,898	108,940
负债股东权益合计	**696,452**	**846,494**	**1,033,209**	**1,162,640**	**1,309,974**	**1,423,730**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.318	1.589	2.343	2.573	2.883	3.177
每股净资产	9.021	10.250	13.075	15.178	17.526	20.051
每股经营现金净流	-2.470	1.000	3.268	1.348	0.778	2.437
每股股利	0.400	0.500	0.820	0.903	1.012	1.115
回报率						
净资产收益率	14.61%	15.50%	17.92%	16.96%	16.45%	15.85%
总资产收益率	2.24%	2.23%	2.71%	2.65%	2.63%	2.67%
投入资本收益率	5.55%	6.11%	7.39%	7.01%	7.01%	7.22%
增长率						
主营业务收入增长率	-5.45%	32.95%	21.29%	15.10%	20.77%	10.04%
EBIT增长率	9.35%	43.15%	32.06%	8.99%	11.53%	11.57%
净利润增长率	25.80%	20.98%	47.90%	10.15%	12.04%	10.19%
总资产增长率	48.82%	21.54%	22.06%	12.53%	12.67%	8.68%
资产管理能力						
应收账款周转天数	4.3	3.6	3.0	3.0	2.9	3.0
存货周转天数	1,343.1	1,269.4	1,258.9	1,255.0	1,145.0	1,122.1
应付账款周转天数	153.7	127.2	180.0	220.0	217.8	224.3
固定资产周转天数	10.2	8.6	11.6	9.8	7.9	7.7
偿债能力						
净负债/股东权益	86.37%	80.34%	56.76%	52.96%	52.11%	45.54%
EBIT利息保障倍数	11.0	14.6	19.3	20.2	20.1	20.3
资产负债率	77.28%	77.97%	77.79%	77.15%	76.67%	75.49%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-09-22	买入	17.07	21.36～21.36

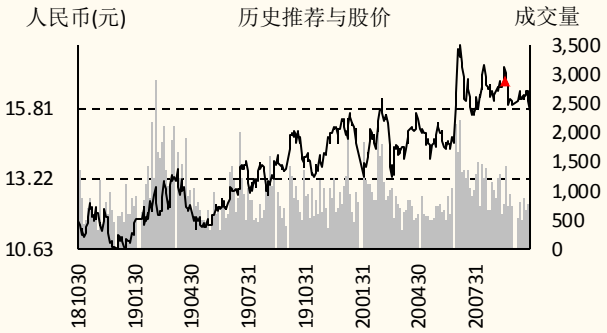
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH