业绩平稳增长，费用结构优化，未来发展可期

——保利地产（600048）2020 半年报点评

川财证券 CHUANCAI SECURITIES

事件

公司发布 2020 年半年度报告：报告期内，公司实现营业收入 737.1 亿元，同比增长 3.6%；实现归属母公司净利润 101.21 亿元，同比增长 1.66%；实现基本每股收益 0.85 元/股，同比增长 1.19%。

点评

❖ 业绩平稳增长，疫情期间更显公司韧性

2020 年上半年营业收入、归属母公司净利润同比增长分别为 3.6%、1.66%，同比增速有较大程度下滑。毛利率和净利率分别为 35.72%、18.07%，均同比下降 0.15 个百分点。公司报告期内业绩增速下降的原因主要为：（1）受新冠疫情影响，公司销售金额和面积均有所下降；（2）2019 年上半年各项基数相对处于高位。双重因素叠加，导致公司业绩增速收窄。随着合作项目增多并陆续进入项目结转期，公司实现投资收益 21.06 亿元，同比大幅增长 139%。公司预收账款+合同负债合计 3446.48，比 2019 年末增长 4.84%，业绩持续释放可期。

❖ 销售规模暂降，费用结构优化，持续深耕核心城市群

2020 年上半年，疫情影响叠加国家“房住不炒”的宏观调控，行业规模增速放缓。公司实现签约金额 2245.36 亿元，同比下降 11.12%，仍居行业第四、央企第一；签约面积 1492.24 万平方米，同比下降 8.81%；销售均价约 15046.91 元/平方米，较 2019 年末提升 259 元/平方米。报告期内销售费用同比下降 4.87%，财务费用同比下降 8.16%，费用结构优化。公司聚焦的 38 个核心城市销售贡献达到 76%，珠三角及长三角签约销售均超过 550 亿元，销售占比分别为 28%、25%。单城签约过百亿城市 5 个，11 城超 50 亿，其中广州销售金额超 260 亿元，佛山超 150 亿元。报告期内，公司拓展项目 44 个，新增容积率面积 984 万平方米，拓展成本 820 亿元，拓展面积及金额较去年同期分别提升 19%、54%。平均楼面地价 7694 元/平方米，为同期销售均价的 51.1%，较 2019 年末提升 11.9 个百分点。新增资源结构中，公司 38 个核心城市拓展金额占比达 86%，较去年提升 7 个百分点，公司拓展溢价率为 22%，与去年同期持平。核心城市深耕效果显著。

❖ 债务结构维优，综合债务成本持续优化

截至 2020 年上半年，公司资产负债率约 77.66%，保持平稳，扣除预收账款资产负债率约 66.05%，为业内较低水平；货币资金达 1257 亿元，货币资金/短债约 1.96 倍。报告期内累计实现销售回笼 2023 亿元，回笼率达 90.1%；有息负债 3021 亿元，综合债务成本为 4.84%，较上年末下降 11BP，负债结构进一步优化。公司在各大金融机构获得充足授信，报告期末，公司银行贷款授信

证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	公司动态
所属行业	房地产
报告时间	2020/8/26
前收盘价	16.48 元
公司评级	增持评级

分析师

陈雳
证书编号：S1100517060001
chenli@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

总额 5230 亿元，剩余未使用额度为 2385 亿元，融资优势逐步凸显，为稳健发展续航。

❖ **两翼业务持续发展，物业发展迅速，成为疫情期间业绩增长重点**

2020 年上半年保利物业在管面积达 3.17 亿平米，较 2019 年末增长 10.45%，合同面积达 4.93 亿平米，物业管理签约项目 1647 个。报告期内实现营业收入 36.01 亿元，同比增长 27.6%，净利润 4.11 亿元，同比增长 28.0%。根据中国指数研究院 2020 年的综合实力排名，保利物业在中国物业服务百强企业中排名第三，较上年末前进一名，央企物管公司中排名第一。在疫情期间，保利物业积极应对，制定综合防疫管理体系，有效保障了社区生活和业主的人生安全，成为公司的新名片，并为公司带来新的业绩增长点。此外，销售代理平台合富中国持续推进整合工作，加强市场化拓展，销售代理业务覆盖全国 200 多个城市，代理项目近 2000 个，代理销售规模 2300 亿，市场竞争力持续提升。不动产金融方面，公司在管基金管理规模超 1300 亿元，其中信保基金多次被评为“中国房地产基金十强”。多业态共振助力公司不动产生态发展平台加速成形。

❖ 投资建议：公司土储充裕、布局合理。业绩平稳增长，疫情期间公司发展仍具韧性。费用结构优化，净负债率及融资成本均处行业低位。保利物业持续快速发展，预计将为公司带来业绩新增长点。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 2.47、3.27、3.77 元/股，对应当前 PE 为 6.7、5.0、4.4 倍，维持“增持”评级。

❖ **风险提示：**公司重点布局城市调控政策趋严，融资端超预期收紧，疫情影响致销售及竣工不达预期等。

盈利预测与估值

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	235981	283120	362394	420377
+/-%	21%	20%	18%	16%
净利润(百万)	27959	29441	38982	44987
+/-%	48%	5%	32%	15%
EPS(元)	2.35	2.47	3.27	3.77
PE	6.5	6.7	5.0	4.4

资料来源：公司 2019 年报，盈利预测时间 2020 年 8 月 25 日、川财证券研究所

盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	936922	1073883	1246856	1421757
现金	139419	158866	170442	179129
应收账款	1845	2760	3176	3652
其他应收款	133125	163425	200070	230066
预付账款	42751	54557	61183	72998
存货	584001	662856	779131	903049
其他流动资产	35780	31419	32854	32863
非流动资产	96287	83208	85662	85045
长期投资	59046	49595	52561	52653
固定资产	7472	6405	5181	3880
无形资产	389	524	678	838
其他非流动资产	29379	26684	27242	27674
资产总计	1033209	1157091	1332518	1506803
流动负债	599700	659923	774905	881450
短期借款	3133	3082	3087	3093
应付账款	105325	99016	124183	147915
其他流动负债	491242	557825	647635	730442
非流动负债	203986	223331	235933	246833
长期借款	172072	191701	203943	214974
其他非流动负债	31914	31630	31990	31860
负债合计	803687	883254	1010838	1128283
少数股东权益	73500	84654	98205	113952
股本	11933	11933	11933	11933
资本公积	18323	18323	18323	18323
留存收益	110106	158508	192321	232914
归属母公司股东权益	156022	189184	223475	264568
负债和股东权益	1033209	1157091	1332518	1506803

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	39155	13496	15026	13767
净利润	37554	39553	52372	60439
折旧摊销	1259	1430	1468	1485
财务费用	2582	13258	13862	14354
投资损失	-3702	-3027	-3196	-3224
营运资金变动	202	-45194	-50706	-61053
其他经营现金流	1261	3134	1145	801
投资活动现金流	-10498	11816	-161	2977
资本支出	279	0	0	0
长期投资	11070	-8995	3073	-37
其他投资现金流	851	2821	2912	2940
筹资活动现金流	-2835	-5865	-3290	-8057
短期借款	122	-52	6	6
长期借款	-9802	19629	12242	11030
普通股增加	38	0	0	0
资本公积增加	3078	0	0	0
其他筹资现金流	3730	-25442	-15537	-19093
现金净增加额	25899	19447	11575	8687

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	235981	283120	362394	420377
营业成本	153450	184028	235556	273245
营业税金及附加	26209	26209	33547	38915
营业费用	8017	8017	10261	11903
管理费用	5080	5080	6502	7542
财务费用	3114	6059	4494	7020
资产减值损失	0	2355	2345	1457
公允价值变动收益	713	986	77	76
投资净收益	3702	35	3	85
营业利润	50402	52397	69803	80532
营业外收入	353	353	355	354
营业外支出	224	353	355	354
利润总额	50531	52397	69803	80532
所得税	12977	12844	17431	20093
净利润	37554	39553	52372	60439
少数股东损益	9595	10112	13390	15452
归属母公司净利润	27959	29441	38982	44987
EBITDA	54243	62074	77915	90905
EPS（元）	2.35	2.47	3.27	3.77

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	21.3%	20.0%	28.0%	16.0%
营业利润	41.6%	4.0%	33.2%	15.4%
归属于母公司净利润	47.9%	5.3%	32.4%	15.4%
获利能力				
毛利率(%)	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%
净利率(%)	11.8%	14.0%	14.5%	14.4%
ROE(%)	17.9%	16.5%	18.7%	18.5%
ROIC(%)	14.4%	15.1%	12.4%	12.8%
偿债能力				
资产负债率(%)	77.8%	76.6%	78.5%	76.4%
净负债比率(%)	29.68%	27.86%	25.86%	24.19%
流动比率	1.56	1.60	1.49	1.53
速动比率	0.58	0.41	0.35	0.38
营运能力				
总资产周转率	0.25	0.26	0.27	0.30
应收账款周转率	116	75	106	86
应付账款周转率	2.03	1.81	2.01	1.91
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	2.35	2.47	3.27	3.77
每股经营现金流(最新摊薄)	3.28	1.13	1.26	1.15
每股净资产(最新摊薄)	13.08	14.96	17.46	20.35
估值比率				
P/E	6.53	6.7	5.0	4.4
P/B	1.17	1.10	0.94	0.81
EV/EBITDA	6	8	6	6

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399