公司研究

公司信息更新报告

开源证券 证券研究报告

保利地产（600048.SH）

2020 年 08 月 24 日

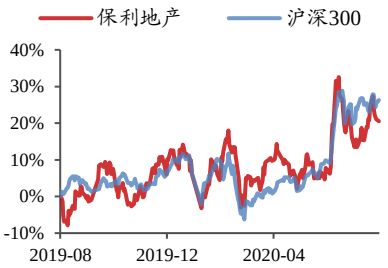
业绩稳健，投资积极，融资优势明显

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/8/24
当前股价(元)	16.48
一年最高最低(元)	18.70/13.17
总市值(亿元)	1,966.76
流通市值(亿元)	1,966.76
总股本(亿股)	119.34
流通股本(亿股)	119.34
近 3 个月换手率(%)	50.89

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-业绩稳健释放，销售持续复苏，投资强度回升》-2020.7.20

《公司首次覆盖报告-一主两翼，发展为先，央企龙头起舞》-2020.7.9

齐东（分析师）
qidong@kysec.cn
证书编号：S0790520060001

陈鹏（联系人）
chenpeng@kysec.cn
证书编号：S0790120060038

● **业绩稳健，销售复苏，拿地积极，维持“买入”评级**

保利地产坚持“一主两翼”战略，打造全产业的不动产生态发展平台。我们维持盈利预测不变，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 2.77、3.27、3.85 元，当前股价对应 PE 分别为 6.0、5.0、4.3 倍，维持“买入”评级。

● **业绩稳健释放，毛利率高位略有回落**

保利地产发布 2020 年半年报：2020 年上半年，公司实现营业总收入 737.1 亿元，同比增长 3.61%；利润总额 174.5 亿元，同比增长 1.65%；归母净利润 101.2 亿元，同比增长 1.69%；EPS 为 0.85 元，公司业绩稳健增长，销售毛利率 35.7%，净利率 18.1%，同比分别下降 4.1、0.1 个百分点，仍处于高位。

● **销售持续改善，投资更为积极，持续深耕“中心城市+城市群”**

2020 年上半年，公司实现销售金额 2245.36 亿元，同比下降 11.12%；销售面积 1492.24 万平米，同比下降 8.81%，销售规模位列行业第四；二季度公司销售持续向好，6 月单月销售创历史单月最高。公司上半年在 38 个核心城市销售贡献达 76%，其中珠三角、长三角占比达 28%、25%。公司拿地积极，上半年拿地金额 820 亿元，同比增长 54%；拿地面积 984 万平米，同比增长 19%；拿地金额是销售金额的 37%，同比提升 16 个百分点；平均楼面均价 8328 元/平米，是当期销售均价的 55%，公司继续坚持重点城市深耕战略，在核心 38 个城市拿地金额占比达 86%，较 2019 年提升 7 个百分点。公司土储充沛，2020 年上半年，公司待开发面积 6727 万平米，在建面积 13048 万平米。

● **资产负债结构稳健，降低融资成本**

2020 年上半年，公司资产负债率 77.66%，净负债率 87.54%，同比分别下降 1.6 个百分点、提升 4.8 个百分点；公司有息负债 3021 亿元，同比增长 11%；有息负债综合成本仅约 4.84%，较 2019 年年末降低 0.11 个百分点。

● **风险提示：**行业销售波动；政策调整导致经营风险；企业运营风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	194,514	235,934	285,445	340,241	405,182
YOY(%)	32.9	21.3	21.0	19.2	19.1
归母净利润(百万元)	18,904	27,959	33,023	38,966	45,936
YOY(%)	21.0	47.9	18.1	18.0	17.9
毛利率(%)	32.5	35.0	34.1	34.4	34.3
净利率(%)	9.7	11.9	11.6	11.5	11.3
ROE(%)	14.0	16.4	16.8	16.9	16.9
EPS(摊薄/元)	1.58	2.34	2.77	3.27	3.85
P/E(倍)	10.4	7.0	6.0	5.0	4.3
P/B(倍)	1.7	1.4	1.2	1.0	0.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目　录

1、 业绩稳健释放，毛利率高位略有回落 3
2、 销售持续改善，投资更为积极，深耕“中心城市+城市群” 3
3、 资产负债结构稳健，降低融资成本 5
4、 盈利预测与投资建议 6
5、 风险提示 6
附：财务预测摘要 8

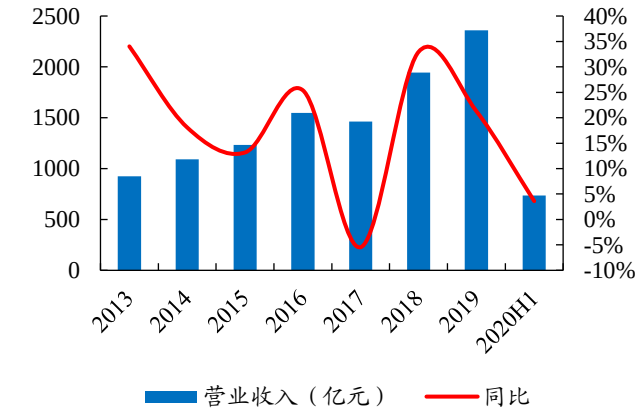
图表目录

图 1: 保利地产 2020H1 营收增速 3.6% 3
图 2: 保利地产 2020H1 归母净利润增速 1.7% 3
图 3: 保利地产 2020H1 盈利能力维持稳定 3
图 4: 保利地产 2020H1 合约负债增速-4.8% 3
图 5: 保利地产 2020H1 销售金额增速-11.1% 4
图 6: 保利地产 2020H1 销售面积增速-8.8% 4
图 7: 保利地产 2020H1 拿地金额增速 54% 4
图 8: 保利地产 2020H1 拿地面积增速 19% 4
图 9: 保利地产 2020H1 拿地金额/销售额为 37% 5
图 10: 保利地产 2020H1 楼面价/销售均价有所回升 5
图 11: 保利地产 2020H1 土储规模维持稳定 5
图 12: 保利地产 2020H1 杠杆水平稳定 6
图 13: 保利地产 2020H1 有息负债增速 11% 6
图 14: 保利地产 2020H1 融资成本持续下行 6

1、 业绩稳健释放，毛利率高位略有回落

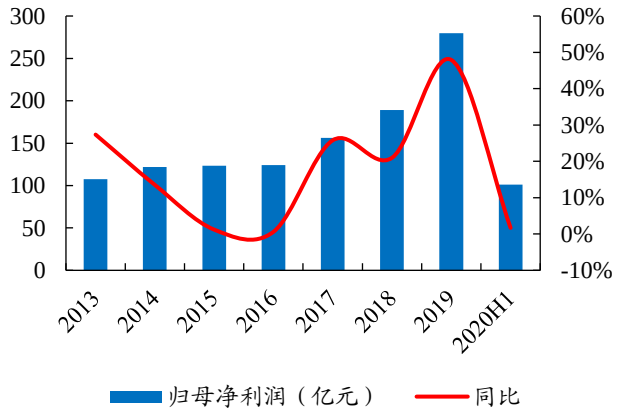
保利地产发布 2020 年半年报：2020 年上半年，公司实现营业总收入 737.1 亿元，同比增长 3.61%；利润总额 174.5 亿元，同比增长 1.65%；归母净利润 101.2 亿元，同比增长 1.69%；EPS 为 0.85 元，公司业绩稳健增长，销售毛利率 35.7%，净利率 18.1%，同比分别下降 4.1、0.1 个百分点，仍处于行业高位。

图1：保利地产 2020H1 营收增速 3.6%



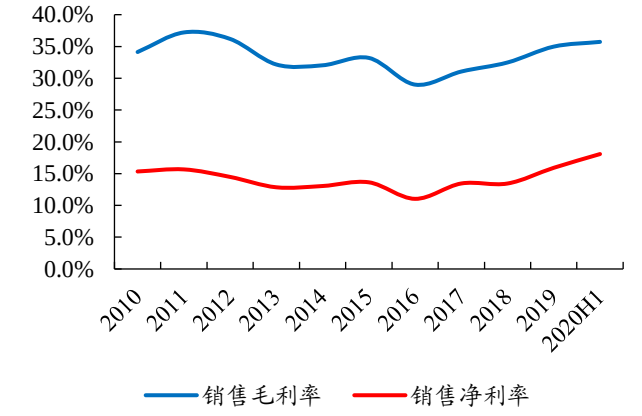
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：保利地产 2020H1 归母净利润增速 1.7%



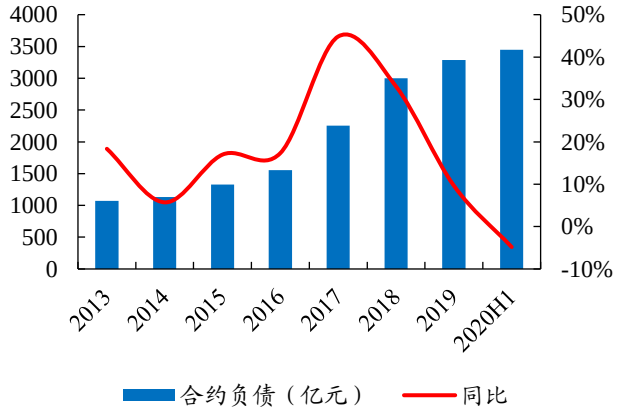
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：保利地产 2020H1 盈利能力维持稳定



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：保利地产 2020H1 合约负债增速-4.8%



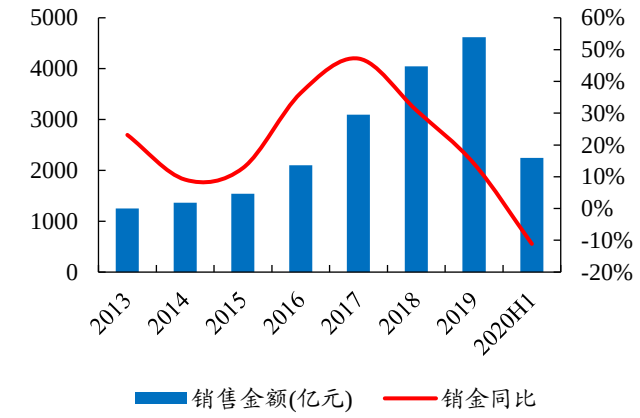
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、 销售持续改善，投资更为积极，深耕“中心城市+城市群”

2020 年上半年，公司实现销售金额 2245.36 亿元，同比下降 11.12%；销售面积 1492.24 万平米，同比下降 8.81%，销售规模位列行业第四；二季度公司销售持续向好，6 月单月销售创历史单月最高。公司上半年在 38 个核心城市销售贡献达 76%，其中珠三角、长三角占比达 28%、25%。公司拿地积极，上半年拿地金额 820 亿元，同比增长 54%；拿地面积 984 万平米，同比增长 19%；拿地金额是销售金额的 37%，

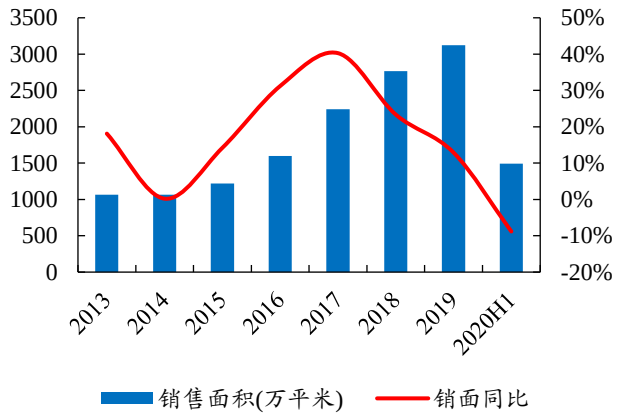
同比提升 16 个百分点；平均楼面均价 8328 元/平米，是当期销售均价的 55%，公司继续坚持重点城市深耕战略，在核心 38 个城市拿地金额占比达 86%，较 2019 年提升 7 个百分点。公司土储充沛，2020 年上半年，公司待开发面积 6727 万平米，在建面积 13048 万平米。

图5：保利地产 2020H1 销售金额增速-11.1%



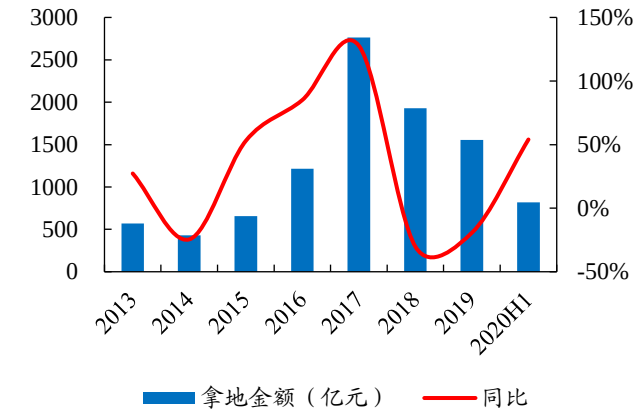
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：保利地产 2020H1 销售面积增速-8.8%



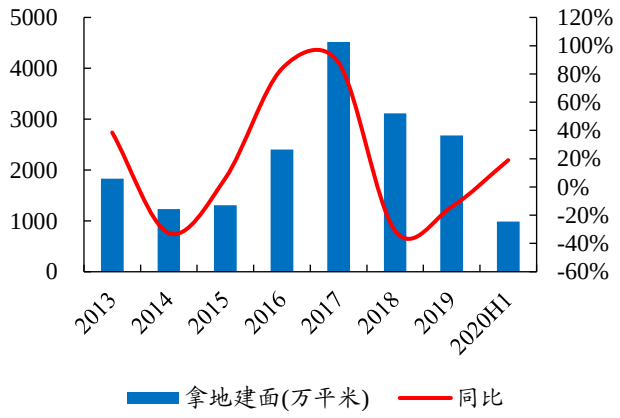
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图7：保利地产 2020H1 拿地金额增速 54%



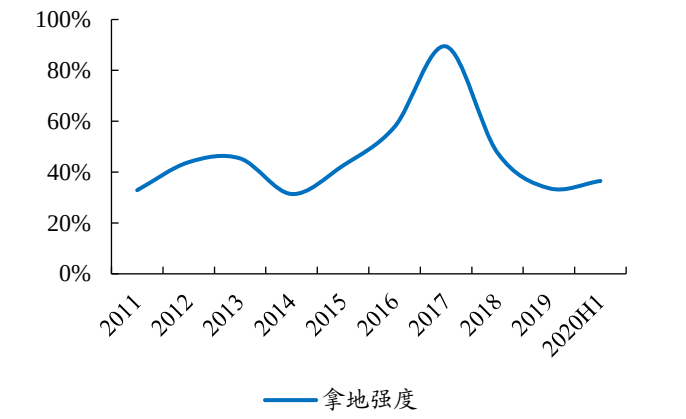
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：保利地产 2020H1 拿地面积增速 19%



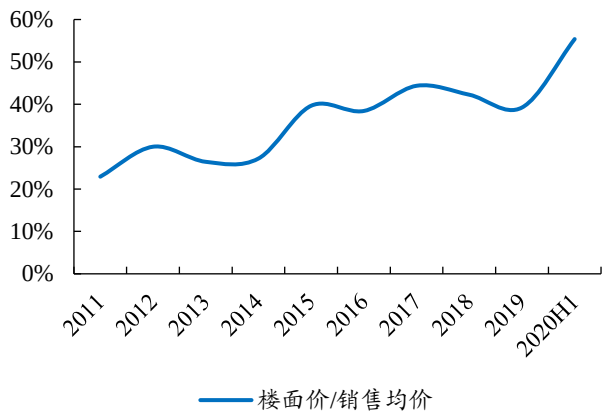
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图9：保利地产 2020H1 拿地金额/销售额为 37%



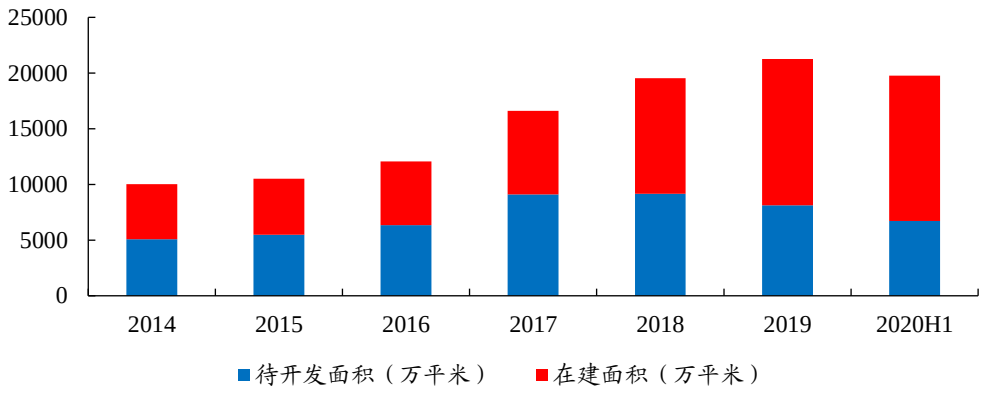
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10：保利地产 2020H1 楼面价/销售均价有所回升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图11：保利地产 2020H1 土储规模维持稳定

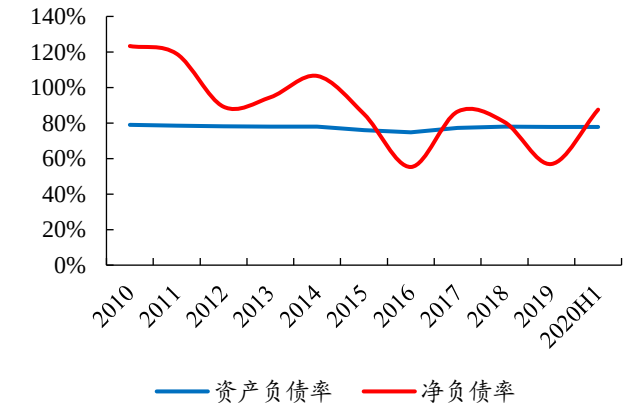


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、 资产负债结构稳健，降低融资成本

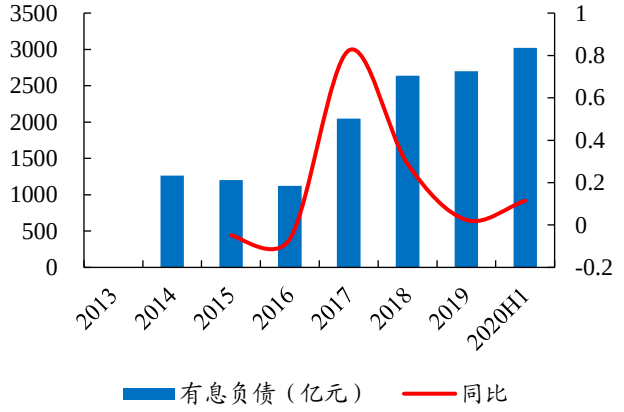
2020 年上半年，公司资产负债率 77.66%，净负债率 87.54%，同比分别下降 1.6 个百分点、提升 4.8 个百分点；公司有息负债 3021 亿元，同比增长 11%；有息负债综合成本仅约 4.84%，较 2019 年年末降低 0.11 个百分点。

图12：保利地产 2020H1 杠杆水平稳定



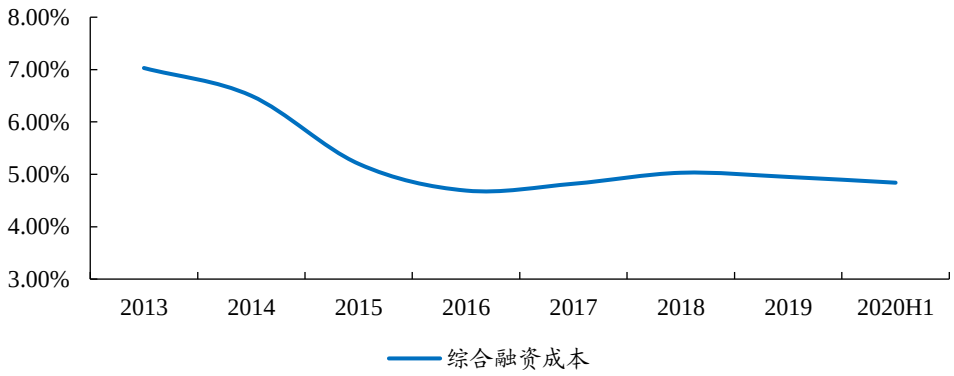
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图13：保利地产 2020H1 有息负债增速 11%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图14：保利地产 2020H1 融资成本持续下行



数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、 盈利预测与投资建议

保利地产坚持“一主两翼”战略，房地产主业规模持续提升，土储资源充沛，城市布局完善；同时不动产金融、综合服务两翼持续推进，打造全产业的不动产生态发展平台。公司管理团队经验丰富，有冲劲，品牌意识强；同时公司强大的央企背景，帮助公司获取品牌溢价和低成本融资，进一步提升竞争力。我们维持盈利预测不变，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 2.77、3.27、3.85 元，当前股价对应 PE 分别为 6.1、5.2、4.4 倍，维持“买入”评级。

5、 风险提示

1）行业销售规模波动较大：行业销售规模整体下滑，房企销售回款将产生困难。

2）政策调整导致经营风险：按揭贷款利率大幅上行，购房者购房按揭还款金额将明显上升；税收政策持续收紧，房地产销售将承压，带来销售规模下滑。

3）融资环境全面收紧：银行贷款额度紧张，债券发行利率上行，加剧企业流动性压力。

4）企业运营风险：企业高管及核心业务骨干人员变动，推货节奏误判导致销售不达预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	766481	936922	1023473	1197936	1292603
现金	113431	139419	166668	203080	243389
应收票据及应收账款	2044	1845	2233	2628	3160
其他应收款	119352	133125	138728	170582	181750
预付账款	26045	42751	49328	58685	67934
存货	474505	584001	628988	723539	754988
其他流动资产	31104	35780	37529	39422	41381
非流动资产	80012	96287	113052	130995	150249
长期投资	48489	59046	68180	77728	87730
固定资产	4594	7472	8769	10899	13727
无形资产	119	389	378	364	348
其他非流动资产	26810	29379	35724	42004	48444
资产总计	846494	1033209	1136525	1328931	1442852
流动负债	444897	599700	626102	739726	783533
短期借款	3011	3133	3227	3324	3424
应付票据及应付账款	50686	113153	87590	135577	130558
其他流动负债	391199	483414	535284	600825	649551
非流动负债	215103	203986	246328	278842	293906
长期借款	214939	203590	245912	278406	293447
其他非流动负债	164	396	416	437	458
负债合计	660000	803687	872430	1018568	1077439
少数股东权益	64572	73500	84833	98205	113970
股本	11895	11933	11934	11934	11934
资本公积	15246	18323	18323	18323	18323
留存收益	88121	110106	138939	172961	213068
归属母公司股东权益	121923	156022	179262	212157	251443
负债和股东权益	846494	1033209	1136525	1328931	1442852

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	11893	39155	11196	2713	24465
净利润	26149	37554	44356	52339	61700
折旧摊销	1015	1259	1340	1762	2344
财务费用	2585	2582	2558	3008	3329
投资损失	-2690	-3702	-4627	-4893	-5421
营运资金变动	-19231	202	-31185	-47998	-35663
其他经营现金流	4066	1261	-1248	-1505	-1823
投资活动现金流	-13459	-10498	-12176	-13306	-14324
资本支出	604	279	5663	6361	6652
长期投资	-14420	-11070	-9134	0	-10002
其他投资现金流	-27276	-21289	-15646	-6945	-17674
筹资活动现金流	46498	-2835	28228	47005	30167
短期借款	-56	122	94	97	100
长期借款	39833	-11349	42322	32493	15041
普通股增加	37	38	2	0	0
资本公积增加	-217	3078	0	0	0
其他筹资现金流	6901	5277	-14189	14415	15026
现金净增加额	45093	25899	27248	36412	40309

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	194514	235934	285445	340241	405182
营业成本	131339	153450	188013	223167	266135
营业税金及附加	16122	21841	26424	31496	37508
营业费用	5912	6681	8083	9634	11473
管理费用	3495	4233	5121	6975	8428
研发费用	41	56	68	81	97
财务费用	2585	2582	2558	3008	3329
资产减值损失	2351	-1048	559	855	1228
其他收益	2	49	51	52	54
公允价值变动收益	190	713	232	284	355
投资净收益	2690	3702	4627	4893	5421
资产处置收益	1	2	2	2	2
营业利润	35593	50402	59530	70255	82817
营业外收入	366	353	423	465	559
营业外支出	179	224	269	296	355
利润总额	35780	50531	59684	70424	83021
所得税	9631	12977	15327	18086	21320
净利润	26149	37554	44356	52339	61700
少数股东损益	7245	9595	11333	13372	15764
归母净利润	18904	27959	33023	38966	45936
EBITDA	44857	58640	62976	74282	87100
EPS(元)	1.58	2.34	2.77	3.27	3.85

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	32.9	21.3	21.0	19.2	19.1
营业利润(%)	39.4	41.6	18.1	18.0	17.9
归属于母公司净利润(%)	21.0	47.9	18.1	18.0	17.9
获利能力					
毛利率(%)	32.5	35.0	34.1	34.4	34.3
净利率(%)	9.7	11.9	11.6	11.5	11.3
ROE(%)	14.0	16.4	16.8	16.9	16.9
ROIC(%)	8.3	10.0	9.4	9.3	9.6
偿债能力					
资产负债率(%)	78.0	77.8	76.8	76.6	74.7
净负债比率(%)	80.6	56.9	54.5	52.7	44.7
流动比率	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	99.3	121.3	140.0	140.0	140.0
应付账款周转率	2.7	1.9	1.9	2.0	2.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.58	2.34	2.77	3.27	3.85
每股经营现金流(最新摊薄)	1.00	3.28	0.94	0.23	2.05
每股净资产(最新摊薄)	9.67	11.76	13.71	16.46	19.76
估值比率					
P/E	10.4	7.0	6.0	5.0	4.3
P/B	1.7	1.4	1.2	1.0	0.8
EV/EBITDA	9.2	6.8	6.8	6.2	5.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn