2020 年 08 月 24 日
证券研究报告•2020 年中报点评
保利地产（600048）房地产

买入（维持）
当前价：16.48 元
目标价：20.00 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

投资力度提升，产业链投资空间大开

投资要点

- **业绩总结：**2020H1 公司实现营业收入 736.8 亿元，同比增长 3.6%；实现归母净利润 101.2 亿元，同比增长 1.7%；加权 ROE 为 6.23%，同比减少 1.7pp。
- **业绩同比持平，费率进一步降低。**公司在经历三年业绩高速增长后，中期业绩的增速回落至 2016 年水平，与此前 7 月 20 日发布的业绩快报一致，符合市场预期。业绩增速大幅回落有几个方面原因：1）去年基数很高（2019H1 业绩增速为 53.3%）；2）疫情影响了部分房地产项目竣工的进度；3）综合毛利率同比下降 4.1pp 至 35.7%。值得说明的是，报告期内公司联合营项目投资收益大幅增长，由去年同期的 7.4 亿增加至 18.8 亿，而且三项费率均有不同程度的降低，彰显了公司优异的成本控制和运营管理水平。
- **销售回款不俗，拿地力度大增。**2020H1 公司实现销售额 2245 亿（-11.1%），规模位居行业第四、央企第一，实现销售回款 2023 亿（回笼率 90.1%），表现优异，平均销售单价 15047 元每平米，相比去年年均水平提升 1.8%，下半年预计公司销售会明显好于上半年，全年销售额或超 5000 亿。报告期内公司拿地力度大增，共新增土储计容建面 984 万方，拿地成本 820 亿，同比分别增长 19%和 54%，拿地权益比 73%，平均楼面成本 8328 元每平米（核心城市占比提高）。截止 2020 年中，公司在建+待开发土储约 2.11 亿平方米。
- **多元投资能力凸显，产业链投资是重要看点。**报告期内，保利物业在管面积 3.17 亿方，合同面积 4.93 亿方，净利润 4.11 亿元（+28.0%），在百强物业企业中排行第三、央企第一。公司旗下商业管理板块管理面积 287 万方，并开始以轻资产模式实现管理输出。公司联营企业保利（横琴）资本在一二级市场多次进行公开投资（爱企查数据显示 37 次），可能是未来联合营投资收益的重要来源。
- **融资成本继续降低，扛风险能力极强。**报告期末公司有息负债 3021 亿，平均融资成本仅 4.84%（相比去年底进一步下降 0.11pp），扣除预收账款资产负债率仅为 66.1%，维持较低水平。期末持有货币资金 1257 亿，现金短债比 1.96 倍。
- **盈利预测与投资建议。**我们小幅调低盈利预测，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 2.64 元、3.22 元、3.55 元，考虑到公司土地投资力度加大，信用优势明显，产业链投资空间大开，维持“买入”评级，目标价 20.0 元不变。
- **风险提示：**竣工交付低于预期、拿地和销售回款低于预期、地产调控风险等。

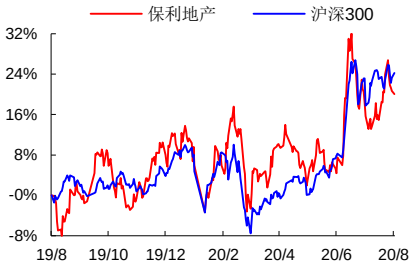
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	235981.04	264713.41	319511.77	352346.41
增长率	21.29%	12.18%	20.70%	10.28%
归属母公司净利润（百万元）	27959.02	31451.35	38408.45	42354.57
增长率	47.90%	12.49%	22.12%	10.27%
每股收益 EPS（元）	2.34	2.64	3.22	3.55
净资产收益率 ROE	16.36%	16.40%	17.23%	16.32%
PE	7.0	6.3	5.1	4.6
PB	0.86	0.79	0.67	0.58

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：胡华如
执业证号：S1250517060001
电话：0755-23900571
邮箱：hhr@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	119.34
流通 A 股(亿股)	119.34
52 周内股价区间(元)	13.3-18.13
总市值(亿元)	1,966.76
总资产(亿元)	10,951.65
每股净资产(元)	11.94

相关研究

1. 保利地产（600048）：再超预期，稳步向 TOP3 挺进 (2020-04-16)
2. 保利地产（600048）：业绩超预期，净利润同比增长四成 (2020-01-09)
3. 保利地产(600048)：盈利能力持续提升，物业分拆托底估值 (2019-10-28)

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	235981.04	264713.41	319511.77	352346.41
营业成本	153449.64	172764.06	208458.04	229880.88
营业税金及附加	21840.55	22989.50	27932.42	31337.82
销售费用	6680.66	5956.05	7348.77	8280.14
管理费用	4233.04	4103.06	4952.43	5461.37
财务费用	2581.73	13017.86	12945.51	12866.09
资产减值损失	-1047.84	-1000.00	-700.00	-490.00
投资收益	3701.59	5552.38	6662.86	7662.28
公允价值变动损益	712.90	463.19	682.96	512.37
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	50402.28	52898.46	65920.40	73184.76
其他非经营损益	128.44	148.18	141.60	143.79
利润总额	50530.72	53046.64	66062.00	73328.56
所得税	12976.75	12200.73	15524.57	17598.85
净利润	37553.97	40845.91	50537.43	55729.70
少数股东损益	9594.95	9394.56	12128.98	13375.13
归属母公司股东净利润	27959.02	31451.35	38408.45	42354.57

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	37553.97	40845.91	50537.43	55729.70
折旧与摊销	137.47	540.76	542.66	545.03
财务费用	2581.73	13017.86	12945.51	12866.09
资产减值损失	-1047.84	-1000.00	-700.00	-490.00
经营营运资本变动	-8532.76	35391.67	-36321.34	-1511.37
其他	8462.75	-5535.61	-6385.80	-7814.66
经营活动现金流净额	39155.32	83260.59	20618.46	59324.80
资本支出	-2590.41	180.00	196.60	198.70
其他	-7907.97	6383.65	5640.31	7355.64
投资活动现金流净额	-10498.37	6563.65	5836.91	7554.34
短期借款	122.24	-133.47	0.00	0.00
长期借款	-9801.62	2014.13	1799.24	1428.69
股权融资	3115.22	1.55	0.00	0.00
支付股利	-5947.51	-5591.80	-6290.27	-7681.69
其他	9677.03	-21923.43	-16365.51	-16111.09
筹资活动现金流净额	-2834.65	-25633.02	-20856.54	-22364.09
现金流量净额	25898.64	64191.21	5598.83	44515.04

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	139419.43	203610.65	209209.48	253724.52
应收和预付款项	177394.12	214096.45	242694.87	273944.95
存货	584001.44	639257.00	778779.00	866360.72
其他流动资产	36106.97	41140.98	49070.10	54420.92
长期股权投资	59046.26	59046.26	59046.26	59046.26
投资性房地产	19509.63	18641.56	19347.07	19166.09
固定资产和在建工程	7967.24	7328.36	6672.89	6010.32
无形资产和开发支出	438.20	409.49	378.89	350.90
其他非流动资产	9325.42	9772.25	10719.07	11665.89
资产总计	1033208.72	1193303.00	1375917.61	1544690.57
短期借款	3133.47	3000.00	3000.00	3000.00
应付和预收款项	432246.59	552452.74	669166.41	777738.73
长期借款	172072.33	174086.46	175885.70	177314.39
其他负债	196234.31	214646.06	234500.60	245224.52
负债合计	803686.71	944185.26	1082552.71	1203277.65
股本	11932.68	11934.23	11934.23	11934.23
资本公积	18323.16	18323.16	18323.16	18323.16
留存收益	110106.18	135965.73	168083.90	202756.79
归属母公司股东权益	156021.94	166223.12	198341.30	233014.18
少数股东权益	73500.06	82894.62	95023.61	108398.74
股东权益合计	229522.01	249117.75	293364.91	341412.92
负债和股东权益合计	1033208.72	1193303.00	1375917.61	1544690.57

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	21.29%	12.18%	20.70%	10.28%
营业利润增长率	41.61%	4.95%	24.62%	11.02%
净利润增长率	43.61%	8.77%	23.73%	10.27%
EBITDA 增长率	35.54%	25.10%	19.49%	9.05%
获利能力				
毛利率	34.97%	34.74%	34.76%	34.76%
三费率	5.72%	8.72%	7.90%	7.55%
净利率	15.91%	15.43%	15.82%	15.82%
ROE	16.36%	16.40%	17.23%	16.32%
ROA	3.63%	3.42%	3.67%	3.61%
ROIC	14.14%	18.98%	22.40%	22.58%
EBITDA/销售收入	22.51%	25.11%	24.85%	24.58%
营运能力				
总资产周转率	0.25	0.24	0.25	0.24
固定资产周转率	39.12	37.01	49.12	60.27
应收账款周转率	122.55	128.02	128.68	124.52
存货周转率	0.29	0.28	0.29	0.28
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	119.52%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	77.79%	79.12%	78.68%	77.90%
带息债务/总负债	25.72%	22.09%	19.44%	17.60%
流动比率	1.56	1.49	1.46	1.46
速动比率	0.59	0.62	0.57	0.59
股利支付率	21.27%	17.78%	16.38%	18.14%
每股指标				
每股收益	2.34	2.64	3.22	3.55
每股净资产	19.23	20.87	24.58	28.61
每股经营现金	3.28	6.98	1.73	4.97
每股股利	0.50	0.47	0.53	0.64

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	53121.48	66457.08	79408.57	86595.89
PE	7.03	6.25	5.12	4.64
PB	0.86	0.79	0.67	0.58
PS	0.83	0.74	0.62	0.56
EV/EBITDA	4.89	3.11	2.47	1.72
股息率	3.02%	2.84%	3.20%	3.91%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn