

保利地产 (600048)

证券研究报告

2021年09月03日

城市深耕助力销售向好，合理拓储毛利稳居高位

事件：公司公告 2021 年中期业绩，公司上半年实现营业收入 899.14 亿元，同比增长约 22.04%；实现净利润 146.88 亿元，同比增长 10.25%；归属于上市公司股东的净利润为 102.98 亿元，同比增长 1.72%；基本每股收益为 0.86 元。

业绩稳健增长，毛利率仍处行业高位。期内，公司实现营业收入 899.14 亿元，同比增长约 22.04%；实现净利润 146.88 亿元，同比增长 10.25%，增长率较上年同期扩大 7.45 个百分点；归母净利润为 102.98 亿元，同比增长 1.72%，增长率较上年同期扩大 0.02 个百分点。1) 营收增长：营业收入变动原因是房地产项目竣工交楼结转收入增加，两翼业务市场化收入增加；2) 毛利率下滑：期内毛利率 32.50%，同比下降 3.22 个百分点，主要由于前期高地价获取的项目结转影响仍在延续，毛利虽表现承压但仍处行业高位；3) 费用水平增速较快：销售费用为 24.73 亿元，同比增长 31.27%；管理费用为 23.29 亿元，同比增长 25.65%，销售费用上升由于因广告宣传费增加，管理费用上升因管理规模扩大，管理支出同步增加；4) 净利率微降：净利率 16.32%，同比下降 1.75 个百分点；销管费用率略有上升、财务费用收窄，期内销售、管理、财务费用率分别为：2.75%、2.59%、1.46%，分别较去年同期变化+0.19、+0.07、-1.44pct，财务费用改善促使净利率期内波动较小。

专注城市深耕，销售量价齐升。2021 年上半年，公司实现签约金额 2851.85 亿元，同比增长 27.01%；实现签约面积 1671.29 万平方米，同比增长 12.00%；销售均价 1.71 万元/平方米，同比上升 13.4%。报告期内，公司 38 个核心城市销售贡献达 77%，区域结构保持稳定，珠三角、长三角签约销售均超过 700 亿，合计销售占比达 53%；重点城市中广州实现销售金额超 260 亿、佛山超 200 亿，南京、东莞、上海超 100 亿，城市深耕效果凸显。

坚持等量拓展原则，土储投资趋于合理。上半年公司新拓项目 84 个，拿地面积 1651 万平方米，拿地金额 963 亿元。拿地销售比来看，拿地金额占比销售金额 33.8%，低于去年同期的 37%及 40%最新政策要求；拓展面积占销售面积之比为 99%；上半年公司拓展楼面地价为 5833 元/平方米。分区域来看，一二线城市拿地金额占比 69%，同比下降 14 个百分点；公司于三线城市布局逐步增加，适当下沉投资区域。同时，公司注重提升拓展质量及资源把控力，报告期内，新增住宅货量占比 86%，拓展权益比为 71%，分别较去年提升 1 个百分点和 6 个百分点。

三条红线继续达标，融资成本优势扩大。截至报告期末，公司剔除预收账款资产负债率 66.24%，净负债率 58.73%，现金短债比 1.93，三道红线持续达标，保持“绿档”。上半年，公司实现资金回笼 2556 亿元，回笼率达 89.6%。在融资额度受限、房企信用利差扩大的情况下，2021 上半年发行公司债 75 亿、中期票据 50 亿，上半年平均融资成本为 3.62%。期末现金余额 1554 亿元，占总资产比重 11.24%，现金流充盈。有息负债规模 3341 亿，综合融资成本仅 4.70%，较去年末下降 7 个 pct，融资成本继续改善。

投资建议：公司 2021 中业绩符合预期，毛利率虽有下滑，但毛利水平仍处行业高位，实现净利率的相对稳定。由于公司业绩表现及相关指引，我们预计公司 21-23 年净利润，分别为 299.77 亿元、330.82 亿元、375.96 亿元，对应 EPS 分别为 2.50、2.76、3.14，对应 PE 分别为 4.85X、4.39X、3.87X，维持买入评级。

风险提示：房屋价格大跌、销售不及预期、宏观经济波动

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	235,981.04	243,207.86	279,689.04	323,879.91	379,943.52
增长率(%)	21.29	3.06	15.00	15.80	17.31
EBITDA(百万元)	55,280.97	54,951.92	56,622.16	60,665.42	67,740.45
净利润(百万元)	27,959.02	28,948.43	29,977.06	33,081.63	37,595.78
增长率(%)	47.90	3.54	3.55	10.36	13.65
EPS(元/股)	2.34	2.42	2.50	2.76	3.14
市盈率(P/E)	5.20	5.02	4.85	4.39	3.87
市净率(P/B)	0.93	0.81	0.80	0.70	0.62
市销率(P/S)	0.62	0.60	0.52	0.45	0.38
EV/EBITDA	6.66	7.14	6.02	5.42	4.58

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	房地产/房地产开发
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	12.43 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	11,970.11
流通 A 股股本(百万股)	11,970.11
A 股总市值(百万元)	148,788.44
流通 A 股市值(百万元)	148,788.44
每股净资产(元)	14.22
资产负债率(%)	77.99
一年内最高/最低(元)	18.01/9.76

作者

陈天诚	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110001	
chentiancheng@tfzq.com	
胡孝宇	联系人
huxiaoyu@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《保利地产-年报点评报告:保持绿档、业绩平稳》 2021-04-24
- 《保利地产-公司点评:销售情况大幅改善，整体表现量价齐升——1 月销售数据点评》 2021-02-08
- 《保利地产-公司点评:全年销售破 5000 亿门槛——12 月销售数据点评》 2021-01-10

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	139,419.43	146,007.65	148,235.19	152,223.56	155,776.84
应收票据及应收账款	1,845.28	2,451.82	2,608.91	3,005.00	3,285.17
预付账款	42,750.95	42,196.67	49,871.53	62,226.91	72,243.11
存货	584,001.44	741,475.38	811,975.82	882,096.04	952,111.28
其他	168,904.87	204,094.01	216,824.64	229,183.07	249,633.25
流动资产合计	936,921.97	1,136,225.52	1,229,516.10	1,328,734.58	1,433,049.66
长期股权投资	59,046.26	72,549.89	87,549.89	102,549.89	117,549.89
固定资产	7,471.97	7,659.00	7,835.06	7,990.32	8,121.11
在建工程	495.27	546.46	567.88	580.73	588.44
无形资产	389.24	429.77	437.13	440.05	447.65
其他	28,392.13	32,172.33	33,676.10	35,184.25	36,693.74
非流动资产合计	95,794.87	113,357.45	130,066.06	146,745.24	163,400.82
资产总计	1,033,208.72	1,251,374.92	1,360,450.14	1,476,530.43	1,597,687.33
短期借款	3,133.47	4,777.01	5,324.01	6,054.97	6,611.46
应付票据及应付账款	113,152.91	151,482.54	167,829.12	184,840.12	202,414.79
其他	483,414.09	595,498.46	690,934.44	771,780.03	860,504.98
流动负债合计	599,700.48	751,758.01	864,087.57	962,675.11	1,069,531.23
长期借款	172,072.33	207,160.41	190,000.00	171,000.00	144,700.00
应付债券	31,517.85	25,066.34	26,066.34	27,066.34	28,066.34
其他	396.05	752.28	1,552.28	2,352.28	3,152.28
非流动负债合计	203,986.24	232,979.03	217,618.62	200,418.62	175,918.62
负债合计	803,686.71	984,737.04	1,081,706.19	1,163,093.73	1,245,449.85
少数股东权益	73,500.06	86,406.79	96,399.14	106,280.67	116,884.61
股本	11,932.68	11,967.62	11,970.11	11,970.11	11,970.11
资本公积	18,323.16	18,313.03	18,313.03	18,313.03	18,313.03
留存收益	128,429.34	147,891.90	170,374.70	195,185.93	223,382.77
其他	(2,663.24)	2,058.55	(18,313.03)	(18,313.03)	(18,313.03)
股东权益合计	229,522.01	266,637.88	278,743.95	313,436.70	352,237.48
负债和股东权益总计	1,033,208.72	1,251,374.92	1,360,450.14	1,476,530.43	1,597,687.33

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	37,553.97	40,048.21	29,977.06	33,081.63	37,595.78
折旧摊销	137.47	154.89	445.16	478.96	513.91
财务费用	4,659.00	5,635.78	3,054.43	3,072.24	3,140.25
投资损失	(3,701.59)	(6,141.42)	(5,834.35)	(5,542.63)	(5,265.50)
营运资金变动	(9,964.16)	363,733.88	19,701.87	1,982.77	4,890.01
其它	10,470.62	(388,280.85)	9,678.47	9,945.97	10,665.60
经营活动现金流	39,155.32	15,150.48	57,022.65	43,018.95	51,540.05
资本支出	13,132.77	13,480.40	14,850.00	14,850.00	14,860.00
长期投资	10,556.87	13,503.63	15,000.00	15,000.00	15,000.00
其他	(34,188.01)	(33,911.47)	(39,113.91)	(41,268.88)	(41,564.07)
投资活动现金流	(10,498.37)	(6,927.44)	(9,263.91)	(11,418.88)	(11,704.07)
债权融资	270,049.31	296,803.13	282,189.72	265,920.67	242,177.17
股权融资	9,909.64	1,954.21	(23,045.96)	(2,694.68)	(2,762.69)
其他	(282,793.60)	(300,635.28)	(304,674.95)	(290,837.69)	(275,697.18)
筹资活动现金流	(2,834.65)	(1,877.94)	(45,531.19)	(27,611.70)	(36,282.70)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	25,822.29	6,345.10	2,227.55	3,988.37	3,553.29

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	235,981.04	243,207.86	279,689.04	323,879.91	379,943.52
营业成本	153,449.64	163,951.07	191,586.99	226,715.94	270,177.84
营业税金及附加	21,840.55	18,495.37	22,375.12	25,910.39	28,495.76
营业费用	6,680.66	6,876.62	7,915.20	9,165.80	10,752.40
管理费用	4,233.04	4,315.04	5,705.66	5,829.84	6,649.01
研发费用	56.26	1,260.47	1,449.54	1,678.57	1,969.13
财务费用	2,581.73	3,159.81	3,054.43	3,072.24	3,140.25
资产减值损失	(1,047.84)	849.03	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	712.90	53.39	(313.89)	64.45	61.66
投资净收益	3,701.59	6,141.42	5,834.35	5,542.63	5,265.50
其他	(6,629.77)	(14,159.03)	(11,040.93)	(11,214.16)	(10,654.33)
营业利润	50,402.28	52,264.67	53,122.56	57,114.21	64,086.30
营业外收入	352.60	409.13	330.00	350.00	370.00
营业外支出	224.16	136.05	160.00	180.00	190.00
利润总额	50,530.72	52,537.76	53,292.56	57,284.21	64,266.30
所得税	12,976.75	12,489.55	13,323.14	14,321.05	16,066.57
净利润	37,553.97	40,048.21	39,969.42	42,963.16	48,199.72
少数股东损益	9,594.95	11,099.78	9,992.35	9,881.53	10,603.94
归属于母公司净利润	27,959.02	28,948.43	29,977.06	33,081.63	37,595.78
每股收益(元)	2.34	2.42	2.50	2.76	3.14

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	21.29%	3.06%	15.00%	15.80%	17.31%
营业利润	41.61%	3.70%	1.64%	7.51%	12.21%
归属于母公司净利润	47.90%	3.54%	3.55%	10.36%	13.65%
获利能力					
毛利率	34.97%	32.59%	31.50%	30.00%	28.89%
净利率	11.85%	11.90%	10.72%	10.21%	9.90%
ROE	17.92%	16.06%	16.44%	15.97%	15.97%
ROIC	12.67%	12.75%	11.00%	11.94%	12.90%
偿债能力					
资产负债率	77.79%	78.69%	79.51%	78.77%	77.95%
净负债率	56.91%	56.55%	48.06%	36.27%	24.53%
流动比率	1.56	1.51	1.42	1.38	1.34
速动比率	0.59	0.53	0.48	0.46	0.45
营运能力					
应收账款周转率	121.36	113.20	110.53	115.38	120.81
存货周转率	0.45	0.37	0.36	0.38	0.41
总资产周转率	0.25	0.21	0.21	0.23	0.25
每股指标(元)					
每股收益	2.34	2.42	2.50	2.76	3.14
每股经营现金流	3.27	1.27	4.76	3.59	4.31
每股净资产	13.03	15.06	15.23	17.31	19.66
估值比率					
市盈率	5.20	5.02	4.85	4.39	3.87
市净率	0.93	0.81	0.80	0.70	0.62
EV/EBITDA	6.66	7.14	6.02	5.42	4.58
EV/EBIT	6.67	7.14	6.07	5.46	4.62

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com