

强烈推荐-A (维持)

保利地产 600048.SH

目标估值: 21.92 元

当前股价: 17.31 元

2020 年 07 月 14 日

6 月销售维持正增长, 拿地继续聚焦一二线城市

基础数据

上证综指	3443
总股本(万股)	1193423
已上市流通股(万股)	1193423
总市值(亿元)	2066
流通市值(亿元)	2066
每股净资产(MRQ)	13.5
ROE(TTM)	17.4
资产负债率	77.7%
主要股东	保利南方集团有限公司
主要股东持股比例	37.81%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《保利地产(600048)一抓回款、降杠杆、强化现金流管理》2020-04-16
- 2、《保利地产(600048)一盈利高增超预期、物业成功赴港上市》2020-01-09
- 3、《保利地产(600048)一11月销售放缓或与推盘有关,累计拿地战略收敛》2019-12-17

赵可

0755-82943231  
zhaoke@cmschina.com.cn  
S1090513110001

李洋

liyong24@cmschina.com.cn  
S1090519030002

研究助理

路畅  
luchang1@cmschina.com.cn

公司 6 月单月销售增速略降但仍保持正增长;上半年拿地力度已恢复至去年水平,布局继续聚焦一二线城市;19 年抓回款、降杠杆,强化现金流管理,反映公司较强的自我调节机制;物业分拆上市助推两翼业务稳步发展;公司作为央企龙头融资优势显著。预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 2.74 元、3.17 元和 3.74 元,当前股价对应 PE 分别为 6.3 倍、5.5 倍和 4.6 倍,维持“强烈推荐-A”评级,目标价 21.92 元/股(对应 2020 年 PE=8X)。

(1) 公司 6 月单月销售增速略降但仍保持正增长。公司今年 1-6 月全口径销售面积/金额分别为 1492 万平米/2245 亿元,同比分别-8.8%/-11.1%;对应销售均价 1.50 万元/方,较 19 年全年+1.7%。其中,公司 6 月单月全口径销售面积/金额分别为 440.5 万方/688.5 亿元,同比分别+7.5%/+8.2%,纵向比较,单月销售额增速较 5 月小幅下降 4.2 PCT,但仍保持正增长;横向比较,6 月单月销售增速大体在 top10 龙头房企中位数水平。

(2) 上半年拿地力度已恢复至去年水平,布局继续聚焦一二线城市。2020 年 1-6 月公司累计新增全口径计容建面/总地价分别为 984.2 万平/819.7 亿元,同比分别+18.9%/53.8%;对应楼面均价约 0.83 万元/平,较 19 年全年+43.8%。从“拿地额/销售额”来看,1-6 月为 36.5%,较 19 年略升(+2.9 PCT),其中拿地金额权益比也大体持平于 19 年全年水平,也即上半年公司拿地力度相对平稳;节奏上看,一季度相对积极而二季度在土地市场局部走热的背景下有所放缓;看地价房价比(楼面均价/销售均价),1-6 月累计较 19 年全年上升约 16.2 PCT 至 55.3%,这主要是因为期内新增项目较多分布在核心一二线城市,推升了楼面均价,综合来看,上半年拿地质量相对不错。截至 6 月末,公司全口径未售计容建面约 0.8 亿方,对应可售货值约 1.3 万亿元,按 12 个月滚动销售测算可供开发约 3 年,土储仍较为充裕。

**投资建议:** 公司近几月销售已明显改善,拿地仍聚焦核心一二线城市,未售货值较为充裕;19 年抓回款、降杠杆,强化现金流管理,反映公司较强的自我调节机制;物业分拆上市助推两翼业务稳步发展;公司作为央企龙头融资优势显著。预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 2.74 元、3.17 元和 3.74 元,当前股价对应 PE 分别为 6.3 倍、5.5 倍和 4.6 倍,维持“强烈推荐-A”评级,目标价 21.92 元/股(对应 2020 年 PE=8X)。

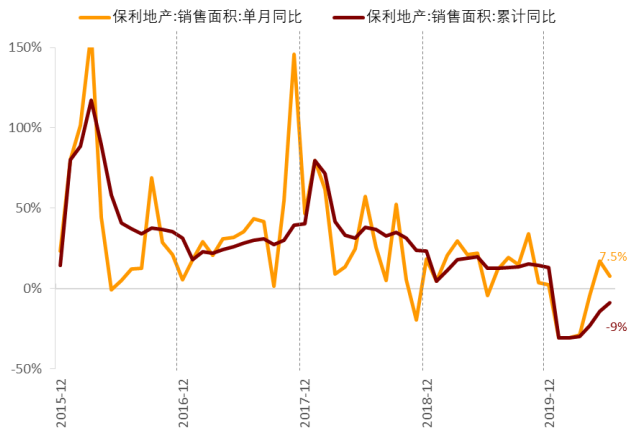
**风险提示:** 疫情影响超预期、拿地力度低于预期、结算规模低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	194555	235981	292852	355230	434446
同比增长	33%	21%	24%	21%	22%
营业利润(百万元)	35593	50402	59553	69834	82866
同比增长	39%	42%	18%	17%	19%
净利润(百万元)	18904	27959	32710	37823	44603
同比增长	21%	48%	17%	16%	18%
每股收益(元)	1.59	2.34	2.74	3.17	3.74
PE	10.9	7.4	6.3	5.5	4.6
PB	1.7	1.3	1.2	1.0	.9

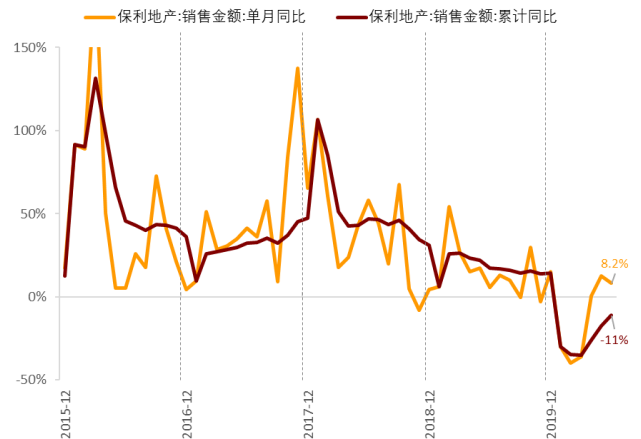
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 保利地产销售面积同比增速



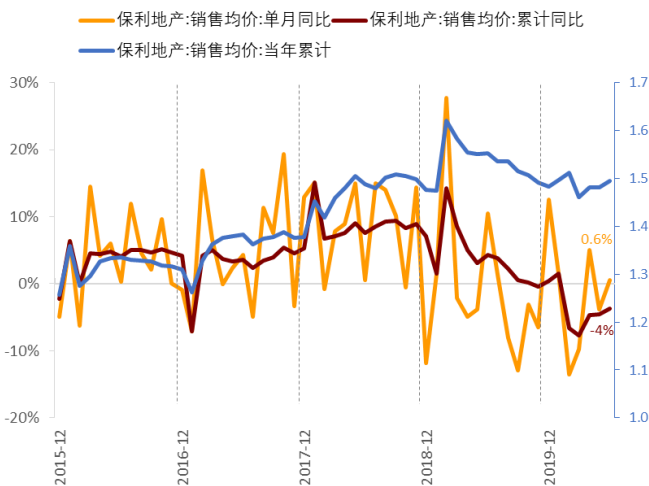
资料来源: 公司公告、招商证券

图 2: 保利地产销售金额同比增速



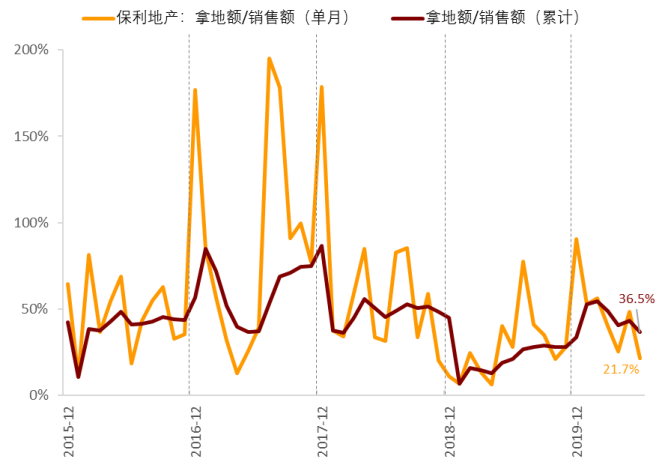
资料来源: 公司公告、招商证券

图 3: 保利地产销售均价同比增速



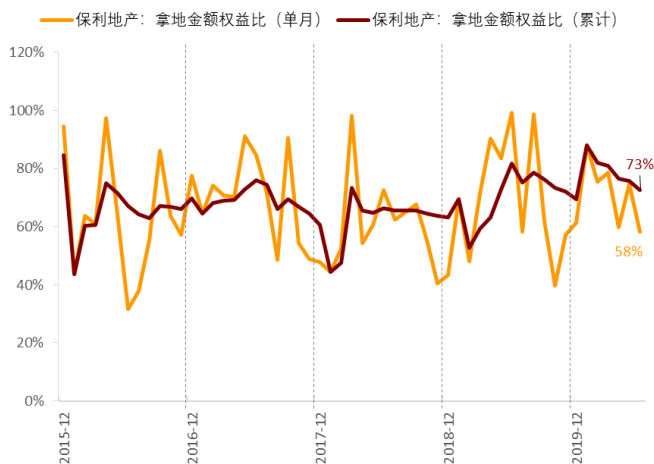
资料来源: 公司公告、招商证券

图 4: 保利地产拿地力度 (拿地额/销售额)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 5: 保利地产拿地金额权益比



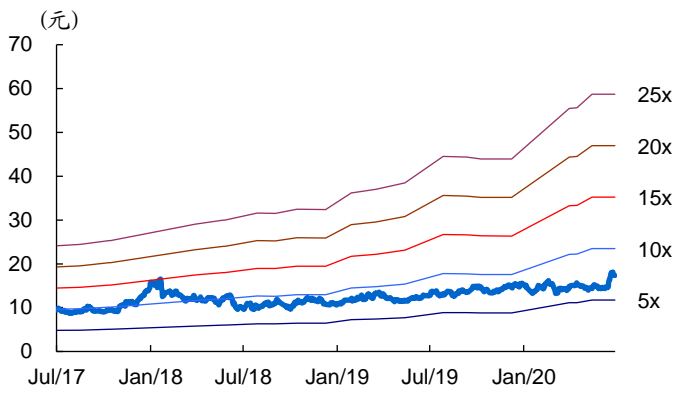
资料来源: 公司公告、招商证券

图 6: 保利地产拿地质量 (地价房价比)



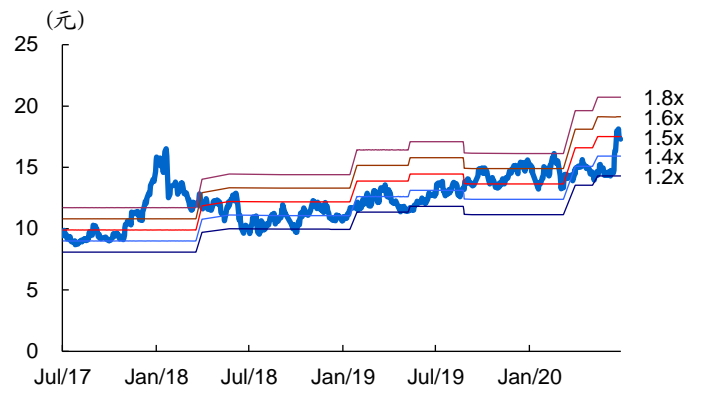
资料来源: 公司公告、招商证券

图 7: 保利地产历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 8: 保利地产历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	766481	936922	1025771	1144244	1290508
现金	113431	139419	146197	153395	164769
交易性投资	387	349	361	364	369
应收票据	38	0	0	0	0
应收款项	2006	1845	2176	2639	3227
其它应收款	119352	133125	140569	149197	156401
存货	474505	584001	644377	731029	846495
其他	56762	78182	92090	107620	119247
<b>非流动资产</b>	80012	96287	106270	117437	125625
长期股权投资	48489	59046	65113	72324	76996
固定资产	4594	7472	10350	13228	16106
无形资产	167	438	394	355	319
其他	26762	29330	30413	31531	32204
<b>资产总计</b>	846494	1033209	1132041	1261681	1416133
<b>流动负债</b>	444897	599700	649190	723852	817776
短期借款	3011	3133	3406	3944	4623
应付账款	50686	113153	117902	120601	134505
预收账款	299795	328750	369428	434162	508128
其他	91404	154664	158454	165145	170520
<b>长期负债</b>	215103	203986	218428	230978	240990
长期借款	181874	172072	186412	198839	208781
其他	33229	31914	32017	32139	32209
<b>负债合计</b>	660000	803687	867618	954830	1058766
股本	11895	11933	11933	11933	11933
资本公积金	21746	34003	34003	34003	34003
留存收益	88282	110086	133011	161021	194277
少数股东权益	64572	73500	85476	99894	117154
归属于母公司所有者权益	121923	156022	178947	206957	240213
<b>负债及权益合计</b>	846494	1033209	1132041	1261681	1416133

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	11893	39155	16183	8612	14185
净利润	18904	27959	32710	37823	44603
折旧摊销	1015	137	150	125	104
财务费用	4823	4659	3551	3735	3955
投资收益	(2690)	(3702)	(5329)	(5562)	(5953)
营运资金变动	(19383)	784	(27275)	(42501)	(46546)
其它	9225	9318	12376	14992	18023
<b>投资活动现金流</b>	(13459)	(10498)	(4816)	(5733)	(2343)
资本支出	(604)	(279)	(2878)	(2878)	(2878)
其他投资	(12855)	(10219)	(1938)	(2855)	535
<b>筹资活动现金流</b>	46498	(2835)	(4589)	4320	(469)
借款变动	46855	(5081)	8644	17745	14763
普通股增加	37	38	0	0	0
资本公积增加	1283	12258	0	0	0
股利分配	(4705)	(5948)	(9785)	(9813)	(11347)
其他	3028	(4102)	(3448)	(3613)	(3885)
<b>现金净增加额</b>	44932	25822	6778	7198	11374

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	194555	235981	292852	355230	434446
营业成本	131339	153450	196504	241201	298899
营业税金及附加	16122	21841	24892	30195	36059
营业费用	5912	6681	7614	8881	10427
管理费用	3495	4233	4978	6039	7386
研发费用	41	56	70	85	104
财务费用	2585	2582	3551	3735	3955
资产减值损失	(2351)	(1202)	(1018)	(823)	(704)
公允价值变动	190	713	1231	1348	1412
<b>其他收益</b>					
投资收益	2692	3753	4098	4214	4541
营业利润	35593	50402	59553	69834	82866
<b>营业外收入</b>	366	353	381	419	453
营业外支出	179	224	237	248	256
<b>利润总额</b>	35780	50531	59697	70005	83063
所得税	9631	12977	15012	17764	21201
<b>少数股东损益</b>	7245	9595	11976	14419	17260
<b>归属于母公司净</b>	18904	27959	32710	37823	44603

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>年成长率</b>					
营业收入	33%	21%	24%	21%	22%
营业利润	39%	42%	18%	17%	19%
净利润	21%	48%	17%	16%	18%
<b>获利能力</b>					
毛利率	32.5%	35.0%	32.9%	32.1%	31.2%
净利率	9.7%	11.8%	11.2%	10.6%	10.3%
ROE	15.5%	17.9%	18.3%	18.3%	18.6%
ROIC	6.5%	8.2%	9.0%	9.4%	9.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	78.0%	77.8%	76.6%	75.7%	74.8%
净负债比率	27.2%	23.1%	21.8%	21.0%	19.7%
流动比率	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6
速动比率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
应收帐款周转率	99.3	121.4	145.7	147.6	148.1
应付帐款周转率	2.7	1.9	1.7	2.0	2.3
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	1.59	2.34	2.74	3.17	3.74
每股经营现金	1.00	3.28	1.36	0.72	1.19
每股净资产	10.25	13.08	15.00	17.34	20.13
每股股利	0.50	0.82	0.82	0.95	1.12
<b>估值比率</b>					
PE	10.9	7.4	6.3	5.5	4.6
PB	1.7	1.3	1.2	1.0	.9
EV/EBITDA	23.1	17.1	14.3	12.3	10.4

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**赵可：**现任招商证券研究发展中心房地产行业主管分析师、董事，主要从事房地产行业研究，宏观策略研究，此前所在招商证券宏观研究团队为 13、14 年新财富第六、第七。招商证券与清华大学联合培养应用经济学博士后，中南大学与多伦多大学联合培养管理学博士，中南大学计算机科学学士，深圳市高层次人才，高级经济师。

**李洋：**2017 年加入招商证券，3 年房地产行业研究经验，中南大学工学学士、管理学硕士。

**路畅：**2018 年加入招商证券，1 年房地产行业研究经验，山东大学物理学学士，曼彻斯特大学物理学硕士。

**团队荣誉：**2016 年新财富房地产行业入围奖；2016 年度“天眼”中国最佳分析师房地产行业盈利预测最准确分析师第一名；2017 年中国证券分析师金牛奖房地产行业第四名。2018 年上半年金融界“慧眼”最佳分析师房地产行业第一名；2018 年 Wind 金牌分析师房地产行业第四名；2018 年金牛奖最具价值分析师；2018 年度“天眼”明星分析师团队成员分获第一、四名；2019 年新财富房地产行业入围奖；2019 新浪金麒麟房地产行业最佳分析师第四名。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。