

中信证券研究部

核心观点



陈聪
首席房地产业分析师
S1010510120047



张全国
地产分析师
S1010517050001



李金哲
地产分析师
S1010520090001



联系人：李宗儒

保利地产	600048
评级	买入（维持）
当前价	15.52 元
目标价	23.20 元
总股本	11,968 百万股
流通股本	11,968 百万股
52周最高/最低价	18.13/13.98 元
近1月绝对涨幅	-3.30%
近6月绝对涨幅	-5.29%
近12月绝对涨幅	3.56%

公司 2020 年销售突破五千亿，持续稳健增长，且年末投资拿地更加积极。同时公司财务管理优异，杠杆率符合监管要求，资金成本优势显著。

■ **全年销售突破五千亿，实现稳健增长。**2020 年 12 月公司实现签约面积 289.9 万平方米，同比减少 4.7%；实现签约金额 398.1 亿元，同比-5.5%。2020 年全年，公司实现签约面积 3409.2 万平方米，同比+9.2%；实现签约金额 5028.5 亿元，同比+8.9%。公司销售增长基本同步行业，但发展质量高于行业。

■ **年底加速投资拿地，全年投资积极。**12 月公司投资相较全年更为积极，月内新增土储 538 万平米，对应土地对价 581 亿元，分别占全年新增土储面积和成本的 16.9%和 24.7%。2020 年全年，公司新增拓展面积 3,186 万平米，同比增长 18.9%，对应拓展总成本为 2,353 亿元，同比增长 51.3%，为同期销售金额的 47%。公司积极布局一二线城市，全年新增土地平均楼面价 7,388 元/平方米，较去年提升 27%。

■ **财务管理优异，融资成本保持低位。**截至 2020 年三季度，公司扣除预收账款后资产负债率为 65.6%，净负债率为 70.9%，现金短债比 190.9%，满足三条红线要求。公司财务管理优异，融资渠道畅通。2020 年 11 月，公司发行 2020 年度第五期中票，发行规模为 20 亿元，发行价格为 3.98%。下半年以来，公司公开市场融资成本在 3.7%-4.2%之间，我们预计未来平均资金成本有望维持低位。

■ **风险因素：**公司盈利能力继续下降的风险。

■ **反周期拿地操作得当，销售毛利率拐点就在前方。**公司 2020 年全年销售稳健增长，同时更加积极的投资拿地。我们认为 2020 年行业整体的拿地环境是好于 2019 年的。另外，公司在控制建安方面的心得也带来了公司未来盈利能力向上的可能性。我们相信，公司销售利润率在 2021 年见底，而结算利润率可能到 2022 年开始回升。考虑到限价之下的市场现实，我们调整 2020/21/22 年 EPS 预测至 2.57/2.90/3.39 元（原预测为 2.85/3.29/3.85 元），调整目标价为 20.30 元/股，对应 2021 年 7 倍 PE，维持“买入”的投资评级。

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	194,555	235,981	281,399	335,439	372,796
营业收入增长率	32.9%	21.3%	19.2%	19.2%	11.1%
净利润(百万元)	18,904	27,959	30,718	34,704	40,560
净利润增长率	21.0%	47.9%	9.9%	13.0%	16.9%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.59	2.35	2.57	2.90	3.39
毛利率%	32.5%	35.0%	32.7%	31.8%	32.3%
净资产收益率 ROE%	15.5%	17.9%	17.3%	17.3%	17.7%
每股净资产（元）	10.19	13.04	14.81	16.81	19.18
PE	9.8	6.6	6.0	5.4	4.6
PB	1.5	1.2	1.0	0.9	0.8

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 1 月 15 日收盘价

利润表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	194,555	235,981	281,399	335,439	372,796
营业成本	131,339	153,450	189,508	228,752	252,478
毛利率	32.49%	34.97%	32.65%	31.81%	32.27%
营业税金及附加	16,122	21,841	24,444	29,331	33,164
销售费用	5,912	6,681	7,986	9,738	10,653
营业费用率	3.04%	2.83%	2.84%	2.90%	2.86%
管理费用	3,495	4,233	5,192	6,079	6,774
管理费用率	1.80%	1.79%	1.85%	1.81%	1.82%
财务费用	2,585	2,582	3,269	3,527	3,703
财务费用率	1.33%	1.09%	1.16%	1.05%	0.99%
投资收益	2,690	3,702	4,415	5,263	5,849
营业利润	35,593	50,402	54,418	63,163	72,969
营业利润率	18.29%	21.36%	19.34%	18.83%	19.57%
营业外收入	366	353	348	356	352
营业外支出	179	224	185	196	202
利润总额	35,780	50,531	54,581	63,322	73,119
所得税	9,631	12,977	13,833	16,452	18,769
所得税率	26.92%	25.68%	25.34%	25.98%	25.67%
少数股东损益	7,245	9,595	10,030	12,167	13,791
归属于母公司股东的净利润	18,904	27,959	30,718	34,704	40,560
净利率	9.72%	11.85%	10.92%	10.35%	10.88%

资产负债表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	113,431	139,419	188,368	218,800	261,932
存货	474,505	584,001	625,207	685,843	707,327
应收账款	2,006	1,845	2,890	3,176	3,425
其他流动资产	176,539	211,656	261,582	309,933	348,795
流动资产	766,481	936,922	1,078,047	1,217,753	1,321,479
固定资产	4,594	7,472	9,235	10,948	12,612
长期股权投资	48,489	59,046	69,046	79,046	89,046
无形资产	119	389	489	589	689
其他长期资产	26,810	29,379	35,416	41,798	48,641
非流动资产	80,012	96,287	114,187	132,382	150,988
资产总计	846,494	1,033,209	1,192,233	1,350,135	1,472,467
短期借款	3,011	3,133	3,737	4,455	4,951
应付账款	46,049	105,325	130,076	157,012	173,297
其他流动负债	395,836	491,242	603,053	705,472	778,479
流动负债	444,897	599,700	736,866	866,939	956,727
长期借款	181,874	172,072	162,271	152,469	142,667
其他长期负债	33,229	31,914	32,378	33,888	34,030
非流动性负债	215,103	203,986	194,649	186,357	176,698
负债合计	660,000	803,687	931,514	1,053,297	1,133,424
股本	11,895	11,933	11,968	11,968	11,968
资本公积	15,246	18,323	18,522	18,522	18,522
归属于母公司所有者权益合计	121,923	156,022	177,188	201,141	229,554
少数股东权益	64,572	73,500	83,530	95,697	109,488
股东权益合计	186,494	229,522	260,719	296,838	339,043
负债股东权益总计	846,494	1,033,209	1,192,233	1,350,135	1,472,467

现金流量表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	35,780	50,531	54,581	63,322	73,119
所得税支出	-9,631	-12,977	-13,833	-16,452	-18,769
折旧和摊销	1,015	137	237	287	337
营运资金的变化	-19,231	202	43,110	19,612	29,362
其他经营现金流	3,961	1,262	-2,173	-3,666	-5,283
经营现金流合计	11,893	39,155	81,922	63,103	78,766
资本支出	-604	-279	-2,100	-2,100	-2,100
投资收益	2,690	3,702	4,415	5,263	5,849
其他投资现金流	-15,545	-13,921	-13,735	-13,982	-14,371
投资现金流合计	-13,459	-10,498	-11,420	-10,819	-10,622
发行股票	12,783	18,042	234	0	0
负债变化	222,590	200,707	-8,734	-7,574	-9,163
股息支出	-4,743	-5,948	-9,785	-10,751	-12,146
其他融资现金流	-184,132	-215,636	-3,269	-3,527	-3,703
融资现金流合计	46,498	-2,835	-21,554	-21,852	-25,012
现金及现金等价物净增加额	44,932	25,822	48,948	30,433	43,132

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	32.95%	21.29%	19.25%	19.20%	11.14%
营业利润增长率	39.43%	41.61%	7.97%	16.07%	15.53%
净利润增长率	20.98%	47.90%	9.87%	12.98%	16.87%
毛利率	32.49%	34.97%	32.65%	31.81%	32.27%
EBITDA Margin	20.00%	0.00%	17.08%	16.39%	17.00%
净利率	9.72%	11.85%	10.92%	10.35%	10.88%
净资产收益率	15.50%	17.92%	17.34%	17.25%	17.67%
总资产收益率	2.23%	2.71%	2.58%	2.57%	2.75%
资产负债率	77.97%	0.00%	78.13%	78.01%	76.97%
所得税率	26.92%	25.68%	25.34%	25.98%	25.67%
股利支付率	31.46%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。