保利地产（600048） 推荐

行业：房地产开发

销售平稳，拓展稳健

公司公布 2014 年 1 月销售及新增项目情况。

投资要点：

✧ **销售平稳，同比略降，表现优于行业。**1 月签约销售 100 亿元，环比减少 30%，同比略降 3%。销售环比明显回落，主要由于去年 12 月销售额为全年单月销售最高值、基数过高所致；同比略降则反映了市场环境的变化，去年年初信贷环境较宽松、楼市销售旺盛，而今年年初在整体资金紧张的格局下，楼市销售延续弱势，我们监测的 34 个城市 1 月住宅成交面积同比下降 17%，公司销售表现明显强于行业整体水平。1 月销售均价 1.1 万元/平米，环比降 19%，同比降 8%，主要为一线城市销售占比下降所致。

✧ **稳健拓展，加强重点区域布局。**1 月公司在广州、清远、东莞、天津 4 个城市新增权益建面/土地款 109 万方/38 亿元，拿地金额比上月增加；平均楼面地价 3496 元/平米。从区域来看，本月新增项目主要位于公司的大本营珠三角区域，兼有一线和二三线城市，珠三角是国内“城市群”发展较成熟的区域，也是公司的优势区域，在这类区域纵深发展将支撑公司的持续成长。

✧ **13-15 年 EPS1.51/1.89/2.36 元，PE5/4/3 倍，13-14 年业绩锁定有余，RNAV15.77 元，目前股价 RNAV4.9 折交易。14 年资金成本上升背景下房地产等资产价格承压，板块估值中枢难提升。但公司定位主流刚需，销售业绩良好，持续稳定增长，若资本市场融资取得突破，发展有望再加速，中长期受益于行业集中度提升，目前投资价值低估，维持“推荐”评级。**

✧ **风险提示：公司杠杆过高的资金风险，销售低于预期的风险。**

主要财务指标

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	68906	92340	118800	151793
收入同比(%)	46%	34%	29%	28%
归属母公司净利润	8438	10752	13476	16850
净利润同比(%)	29%	27%	25%	25%
毛利率(%)	36.2%	33.8%	34.0%	34.1%
ROE(%)	19.9%	20.8%	21.4%	21.8%
每股收益(元)	1.18	1.51	1.89	2.36
P/E	6.78	5.32	4.24	3.39
P/B	1.35	1.11	0.91	0.74
EV/EBITDA	8	6	5	4

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名人：李少明
S0960511080001
010-63222931
lishaoming@china-invs.cn

参与人：张　岩
S0960513070007
010-63222861
zhangyan1@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 10.0

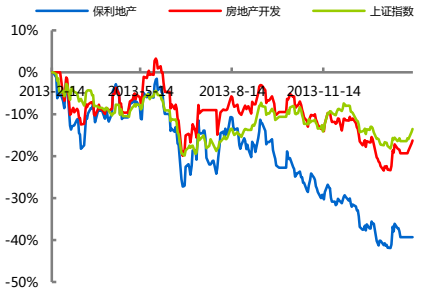
当前股价： 7.77

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	7,138
流通股本(百万股)	7,138
总市值(亿元)	555
流通市值(亿元)	555
成交量(百万股)	27.40
成交额(百万元)	213.45

股价表现



相关报告

《保利地产-业绩符合预期，销售略超预期》2014-01-09

《保利地产-持续稳定增长，期待融资突破》2013-12-13

《保利地产-推盘高峰如期而至，销售放量》2013-11-08

图 1：保利地产单月销售面积金额与销售均价

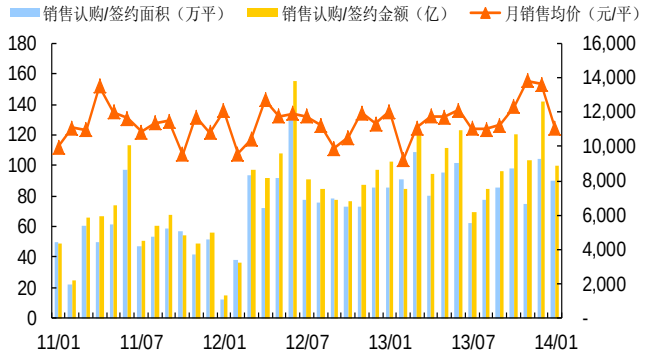


图 2：保利地产单月销售均价与累计销售均价

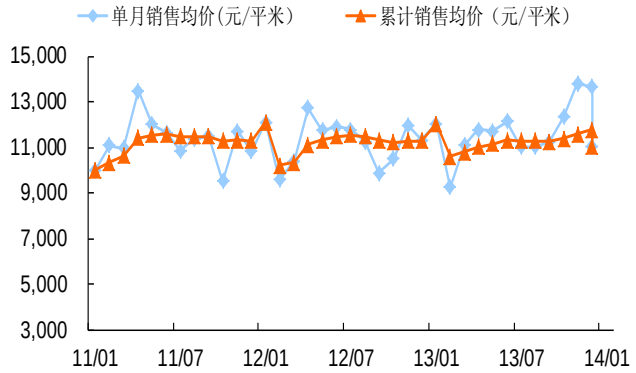


图 3：保利地产单月销售均价各年同期比较

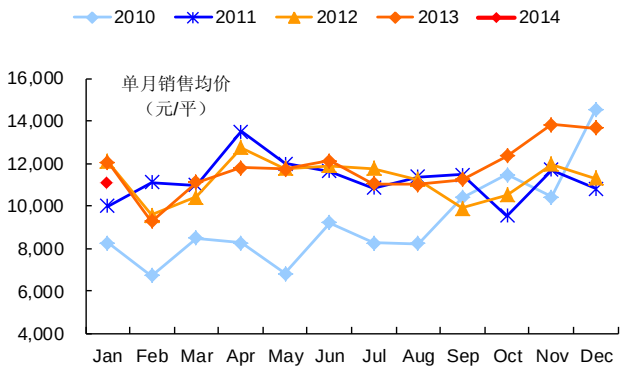


图 4：保利地产累计销售均价各年同期比较

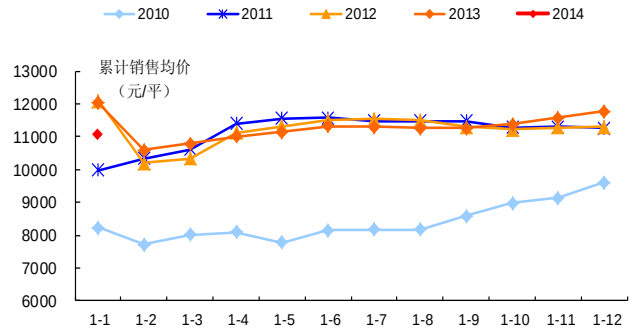


图 5：保利地产单月销售面积各年同期比较

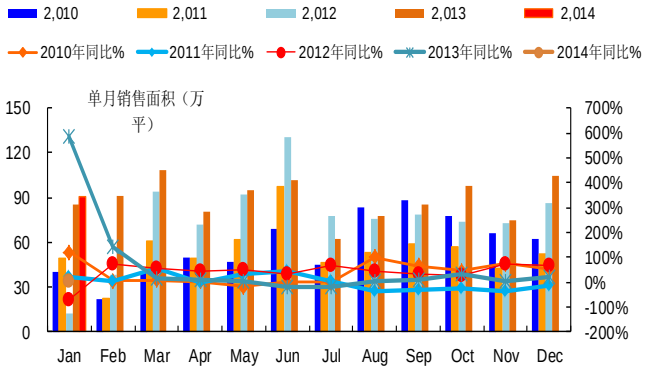


图 6：保利地产单月销售金额各年同期比较

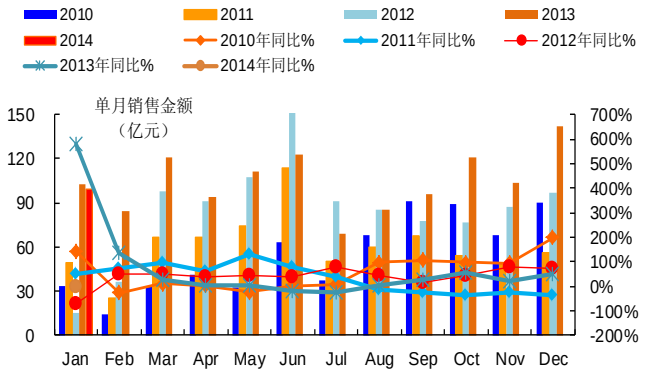


图 7：保利地产累计销售面积各年同期比较

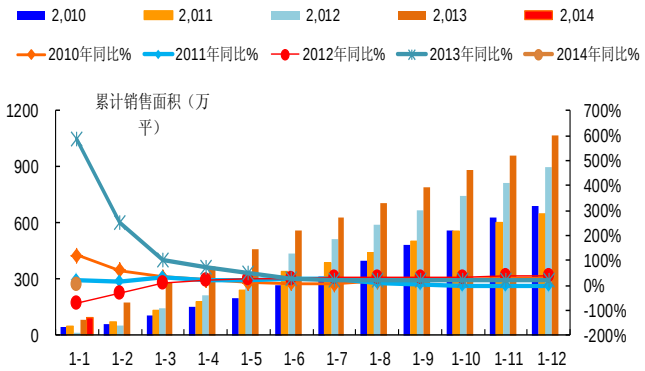
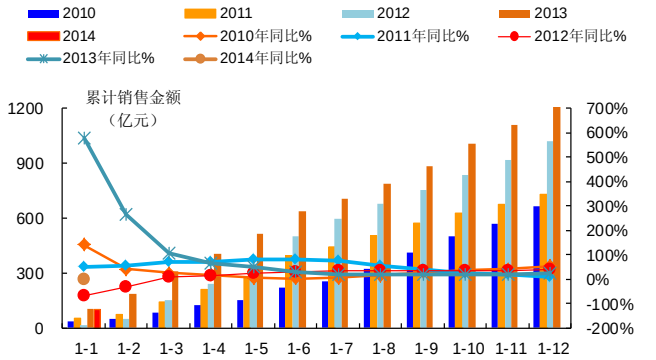


图 8：保利地产累计销售金额各年同期



数据来源：公司公告，中投证券研究总部

表 1：公司 2014 年 1 月新增项目情况（单位：万平，亿元，元/平米）

序号	项目	城市	权益	规划建面	土地款	楼面地价	权益建面	权益土地款
1	清远市清城区地块	清远	50%	130.9	24.1	1,844	65.4	12.1
2	广州市萝岗区云埔工业区云埔一路地块	广州	50%	47.4	43.5	9,181	23.7	21.8
3	东莞市凤岗镇五联新兴村地块	东莞	100%	10.0	2.1	2,144	10.0	2.1
4	天津市武清区天和城地块	天津	51%	20.0	3.0	1,509	10.2	1.5
1 月小计				**208**	**73**	**3,496**	**109**	**38**

数据来源：公司公告，中投证券研究总部

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	243128	306270	358151	413045
现金	32673	47004	43352	42156
应收账款	1880	1880	1880	1880
其它应收款	2512	2512	2512	2512
预付账款	16419	16419	16419	16419
存货	189644	238454	293987	350078
其他	0	0	0	0
非流动资产	8041	8491	8983	9520
长期投资	1351	1351	1351	1351
固定资产	1378	1168	902	580
无形资产	11	11	11	11
其他	5301	5961	6720	7578
资产总计	251169	314760	367134	422565
流动负债	140471	189644	224348	258170
短期借款	1348	0	0	0
应付账款	12793	12793	12793	12793
其他	126330	176851	211555	245378
非流动负债	55918	59918	63918	67918
长期借款	55850	59850	63850	67850
其他	68	68	68	68
负债合计	196389	249562	288266	326088
少数股东权益	12293	13617	15921	19325
股本	7138	7138	7138	7138
资本公积	10777	10777	10777	10777
留存收益	24570	33666	45032	59237
归属母公司股东权益	42486	51581	62947	77152
负债和股东权益	251169	314760	367134	422565

现金流量表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	3093	15835	-2534	1151
净利润	9979	12076	15780	20253
折旧摊销	298	411	466	522
财务费用	892	1638	2049	2644
投资损失	-411	0	0	0
营运资金变动	-7333	1711	-20829	-22268
其它	-332	-1	-0	-0
投资活动现金流	6	-861	-959	-1058
资本支出	71	200	200	200
长期投资	178	661	759	858
其他	255	0	0	0
筹资活动现金流	11326	-642	-160	-1288
短期借款	-775	-1348	0	0
长期借款	5871	4000	4000	4000
普通股增加	1190	0	0	0
资本公积增加	-1120	0	0	0
其他	6161	-3294	-4160	-5288
现金净增加额	14427	14332	-3652	-1196

利润表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	68906	92340	11880	15179
营业成本	43972	61142	78396	10002
营业税金及附加	8120	9696	12474	15938
营业费用	1646	2124	2732	3491
管理费用	1223	1639	2108	2694
财务费用	892	1638	2049	2644
资产减值损失	71	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	411	0	0	0
营业利润	13394	16102	21040	27005
营业外收入	189	0	0	0
营业外支出	51	0	0	0
利润总额	13532	16102	21040	27005
所得税	3554	4025	5260	6751
净利润	9979	12076	15780	20253
少数股东损益	1540	1324	2304	3403
归属母公司净利润	8438	10752	13476	16850
EBITDA	14584	18151	23555	30170
EPS（元）	1.18	1.51	1.89	2.36

主要财务比率

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	46.5%	34.0%	28.7%	27.8%
营业利润	34.4%	20.2%	30.7%	28.4%
归属于母公司净利润	29.2%	27.4%	25.3%	25.0%
获利能力				
毛利率	36.2%	33.8%	34.0%	34.1%
净利率	12.2%	11.6%	11.3%	11.1%
ROE	19.9%	20.8%	21.4%	21.8%
ROIC	10.8%	14.0%	14.9%	16.1%
偿债能力				
资产负债率	78.2%	79.3%	78.5%	77.2%
净负债比率	41.51	33.73	30.59	28.27
流动比率	1.73	1.61	1.60	1.60
速动比率	0.38	0.36	0.29	0.24
营运能力				
总资产周转率	0.31	0.33	0.35	0.38
应收账款周转率	45	47	60	77
应付账款周转率	3.94	4.78	6.13	7.82
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	1.18	1.51	1.89	2.36
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	2.22	-0.35	0.16
每股净资产(最新摊薄)	5.95	7.23	8.82	10.81
估值比率				
P/E	6.78	5.32	4.24	3.39
P/B	1.35	1.11	0.91	0.74
EV/EBITDA	8	6	5	4

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2014-01-09	《保利地产-业绩符合预期，销售略超预期》
2013-12-13	《保利地产-持续稳定增长，期待融资突破》
2013-11-08	《保利地产-推盘高峰如期而至，销售放量》
2013-10-28	《保利地产-毛利率下滑、财务费用增加拖累业绩增长》
2013-10-09	《保利地产-销售环比持续改善，Q4 将迎来推盘高峰》
2013-09-09	《保利地产-销售环比改善，推货量提升销售趋好将持续》
2013-08-27	《保利地产-毛利率暂下滑，融资优势突出》
2013-08-07	《保利地产-淡季销售下滑，拓展加速，融资渠道拓宽》
2013-07-04	《保利地产-销售增长确定性强，踏准节奏有望低点补货》
2013-06-06	《保利地产-去化改善推动销售回升》
2013-05-09	《保利地产-销售环比回落，不改全年向好趋势》
2013-05-01	《保利地产-销售增长强劲，开工补货积极，持续成长性凸显》
2013-04-14	《保利地产-Q1 销售同比翻番，加大补货力度，成长性凸显》
2013-03-26	《业绩符合预期，仍为成长性房企》
2013-03-08	《保利地产-定位主流刚需，调控影响较小，持续高增长可期-推荐》
2013-01-08	《销售站上千亿台阶，补货力度加大》
2012-12-06	《保利地产 - 全年销售有望近千亿，集中补货一二线城市》
2012-11-08	《保利地产 - 销售平稳，拓展加速》
2012-10-30	《保利地产 - 全年业绩高增长无忧，资源拓展加速》
2012-10-10	《保利地产 - 市场趋弱、推盘量少致销售下滑》
2012-09-10	《保利地产 - 年内新推盘量大，市场份额持续提升》
2012-08-23	《保利地产 - 业绩、收入增长不匹配为暂时现象》
2012-08-09	《保利地产 - 受益集中度提升，中长期投资首选》
2012-07-10	《保利地产 - 销售再预期，拿地加快，全年销售增长 37%》
2012-06-07	《保利地产 - 销售再创新高，拿地仍有空间》
2012-04-11	《保利地产 - 定位主流，坚持成长》
2012-04-10	《保利地产 - 累计销售增幅逆转为正，龙头实力尽显》
2012-04-06	《保利地产 - 销售稳步增长可期，资金压力持续缓解》
2012-03-12	《保利地产 - 销售持续回暖可期，稳健抄底地市》
2012-02-08	《保利地产 - 预期中的销售低点》
2012-01-10	《保利地产 - 全年业绩增逾三成，销售回升，稳健拓展》
2011-12-08	《销售承压拿地暂缓，增长确定风险可控》
2011-10-31	《保利地产-业绩增长显著，后续增长能力依旧》
2011-10-12	《保利地产-销售远超行业，逆市拿地正当时》

投资评级定义

公司评级

强烈推荐： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
推 荐： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
中 性： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于+10%之间
回 避： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

看 好： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
中 性： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
看 淡： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李少明,中投证券房地产行业首席分析师，工商管理硕士，16 年证券研究从业经验。
主要覆盖公司：万科、保利地产、招商地产、北京城建、首开股份、泛海建设、世茂股份、苏宁环球、中南建设、荣盛发展、世联地产、中国国贸、华业地产、滨江集团、华夏幸福、阳光城、金科股份、亿城股份、华发股份、金融街、广宇发展、中华企业、冠城大通等。
张 岩，中投证券房地产行业分析师，毕业于北京大学经济学院金融学专业，经济学硕士。
陈舒静，中投证券房地产行业分析师，毕业于中国人民大学商学院财务与金融系，管理学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部 公司网站：http://www.china-invs.cn

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：（0755）82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：（010）63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：（021）62171434