买入 **36%** ⬆

目标价格: 人民币 10.33

原目标价格: 人民币 11.17

600048.CH

价格: 人民币 7.61

目标价格基础: 净资产值折让 35%

板块评级: 中立

保利地产

经营稳健，估值偏低

保利地产 2013 年实现营业收入 923.56 亿元，归母净利润 107.47 亿元，同比分别增长 34.03%和 27.36%；每股收益 1.51 元，与业绩预告一致。分配方案为 10 派 2.94 元（含税）及 10 股转增 5 股。目前公司估值处于历史谷底，存在估值修复需求，我们维持 2014-15 年 1.91 元和 2.38 元业绩预测不变，但下调目标价格至 10.33 元。重申买入评级。

支撑评级的要点

- **毛利率下降 4 个百分点，预计 14 年有所回升。**房地产业务结算均价 10,254 元/平米，结算毛利率为 31.25%，同比下降 3.99 个百分点，较预期偏低，主要原因是土地成本上升较快，且结算了前期降价部分项目。2014 年由于结算房价回升，预计毛利率有所恢复回升，
- **普宅高周转策略不变，一二线城市为主战场。**公司坚持普通住宅为主的产品定位，2013 年，公司累计实现销售面积 1,064.37 万平米，同比增长 18.1%，累计销售金额 1,252.89 亿元，同比增长 23.15%，累计销售均价 11,771 元/平米，同比增长 4.26%。2 月末预收帐款约 1,250 亿元，锁定我们 14 年预期收入的 100%和 15 年的 7%。
- **13 年土地投资态度略谨慎，城市群深耕取得进展。**公司 13 年拿地策略为“等量拓展，调整结构，优化布局”，态度相对谨慎。拿地总建面 1,827 万平米，总地价 568 亿元，占销售比为 45%，属于平衡偏积极的投资策略。公司年末资产负债率 78.2%，净资产负债率 94.5%，高于行业平均水平，上半年成功发行 5 亿美元公司债，拓展多种融资方式降低财务成本。
- **新业务顺利进行，未来继续推进创新发展。**保利地产在商业地产、房地产基金和养老地产等业务方面也获得了发展。未来除上述业务之外，还将推进精装修、概念地产（旅游、文化、电商等）等各项业务的创新发展，同时稳步推进海外拓展战略。继续贯彻快周转战略。

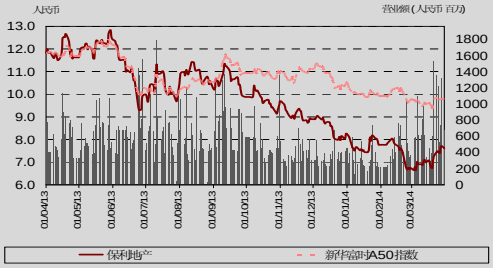
评级面临的主要风险

- 流动性收缩带来的系统性风险。

估值

- 我们维持公司 2014 和 15 年业绩预期 1.91 元和 2.38 元不变。公司目前仅有 5 倍 2013 年市盈率及 4 倍 2014 年市盈率，股价不仅处于历史低谷，在地产板块中也属于偏低水平。作为经营稳健、资金充裕、业绩锁定性强的行业龙头公司，公司估值偏低，我们重申***买入***评级，但由于板块估值重心下移，我们将目标价格从 11.17 元下调至 10.33 元，相当于 35%的净资产值折价。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(7.8)	12.7	(7.8)	(33.7)
相对新华富时 A50 指数	(0.9)	12.4	(0.9)	(16.4)

发行股数 (百万)	7,138
流通股 (%)	100
流通股市值 (人民币 百万)	54,320
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	514
14 年末净负债率 (%)	78
14 年末每股重估净资产值(人民币)	15.89
主要股东(%)	
保利南方集团有限公司	42.14

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以 2014 年 3 月 31 日收市价为标准

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入 (人民币 百万)	68,906	92,356	114,829	140,209	168,930
变动 (%)	46	34	24	22	20
净利润 (人民币 百万)	8,438	10,747	13,647	16,950	20,379
全面摊薄每股收益 (人民币)	1.182	1.506	1.912	2.375	2.855
变动 (%)	29.20	27.36	26.98	24.20	20.23
全面摊薄市盈率(倍)	6.4	5.1	4.0	3.2	2.7
核心市盈率 (倍)	6.4	5.0	4.1	3.3	2.7
每股现金流量 (人民币)	0.4	(1.4)	(0.1)	(1.3)	(0.0)
价格/每股现金流量 (倍)	17.6	(5.6)	(98.0)	(5.9)	(228.1)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.8	6.3	4.6	4.5	4.1
每股股息 (人民币)	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
股息率 (%)	3.0	3.9	3.8	4.7	5.6

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

地产：开发商

田世欣
(8621) 2032 8519
shixin.tian@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S130051208002

净利润同比增长 27%，2014 年毛利率预计回升

公司 2013 年实现营业收入 923.56 亿元，归母净利润 107.47 亿元，同比分别增长 34.03%和 27.36%；其中房地产业务结转收入 892.90 亿元，同比增长 34.65%；房地产业务结算毛利率为 31.25%，同比下降 3.99 个百分点，主要是由于部分在 2011 年市场严厉调控时期销售的高地价项目进入结算，以及部分项目首期销售结算价格较低所致，由于房价回升，2014 年预计结算毛利率回升。

图表 1.2013 年业绩摘要

(人民币，百万)	2012 年	2013 年	同比变动(%)
营业收入	68,906	92,356	34
营业成本	(43,972)	(62,655)	42
营业税	(8,120)	(9,522)	17
毛利润	16,813	20,178	20
其他收入	(71)	(60)	(15)
销售费用	(1,646)	(2,185)	33
管理费用	(1,223)	(1,576)	29
营业利润	13,874	16,357	18
投资收益	411	635	54
财务费用	(892)	(986)	10
营业外收支	139	95	(32)
税前利润	13,532	16,102	19
所得税	(3,554)	(4,237)	19
少数股东权益	(1,540)	(1,117)	(27)
归属上市公司股东净利润	8,438	10,747	27
主要比率(%)			百分点变动
毛利率	24.4	21.8	(2.6)
经营利润率	20.1	17.7	(2.4)
净利率	12.2	11.6	(0.6)

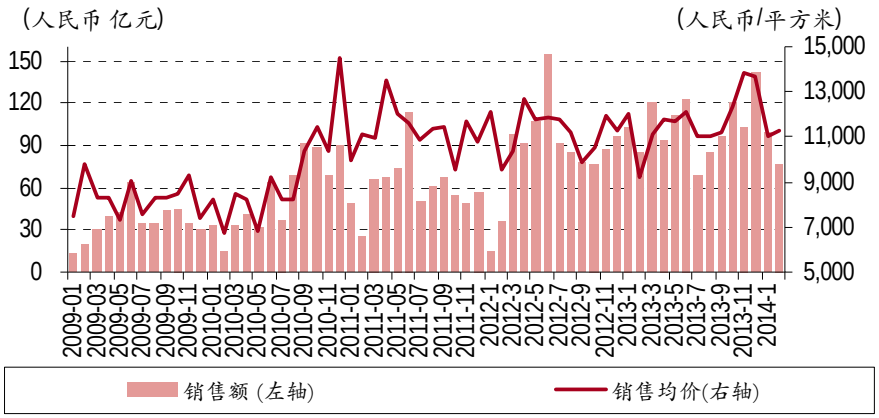
资料来源：公司数据，中银国际研究

一二线城市为主战场，贯彻“3+2+X”城市群战略

公司全年累计销售签约面积 1,064.37 万平方米，同比增长 18.11%；签约金额 1,252.89 亿元，同比增长 23.15%，市场占有率为 1.54%。公司产品定位普通住宅和快速周转策略不变，144 平方米以下的中小户型成交套数占比为 92.9%，公司“3+2+X”的城市群战略也得到贯彻，珠三角地区成为公司首个销售超 300 亿元的区域，华南、成都、北京三个区域销售签约超过 100 亿元，上海、武汉两个区域销售签约超过 90 亿元，天津、江苏、重庆三个区域实现销售签约超过 50 亿元。

报告期末，公司已售未结算资源约 1,200 万平方米，截至 2 月末，预收帐款约 1,250 亿元，锁定我们 14 年预期收入的 100%和 15 年的 7%。

图表 2. 保利 2009 年以来月度销售情况



资料来源：公司数据和中银国际研究

等量拓展，聚焦一二线，深耕城市群

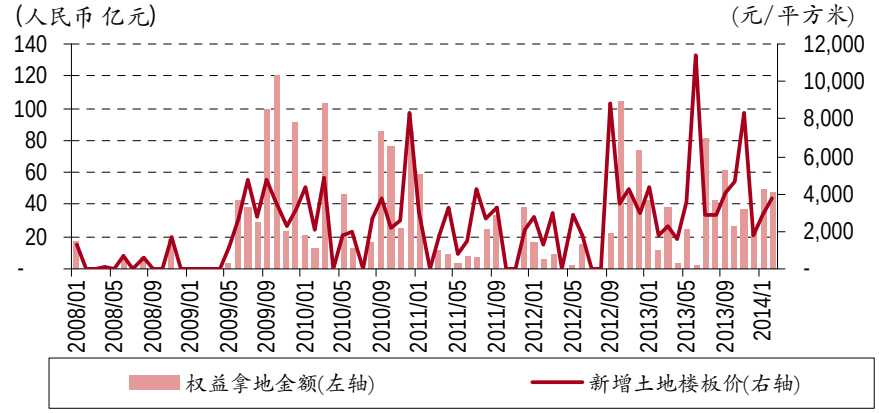
公司 2013 年新开工面积 1,692 万平方米，同比增长 19.94%；竣工面积 1,264 万平方米，同比增长 33.98%；2014 年，公司计划新开工面积约 1,750 万平方米，计划竣工面积约 1,350 万平方米，同比增长 3.4%和 6.8%；

保利地产拿地坚持一二线中心城市为主的“3+2+X”区域布局战略，实施等量拓展，已进入城市达 49 个，推进城市群深耕策略。全年新增 54 个房地产项目，新增容积率面积 1,827 万平方米，总地价 568 亿元，平均楼面地价 3,111 元/平方米，较 2012 年的 3,386 元/平方米降低了 8.1%；新增权益容积率面积 1,321 万平方米，权益比例 72.3%，较 2012 年提升 7 个百分点，权益地价 408.1 亿元。其中一二线城市拓展面积和金额分别占到 73.2%和 92.8%。

公司年末未结算容积率面积约 8,330 万平方米，其中待售面积约为 4,997 万平方米，一二线城市占比约为 83%，足够未来三年销售。

公司年末资产负债率 78.2%，净资产负债率 94.5%，高于行业平均水平，上半年成功发行 5 亿美元公司债，拓展了多种融资方式降低财务成本。

图表 3. 保利 2008 年以来月度拿地情况



资料来源：公司数据和中银国际研究

新业务顺利进行，未来继续推进创新发展

保利地产在商业地产、房地产基金和养老地产等业务方面也获得了发展。报告期末，公司持有集中商业物业约84万平方米，包括2个写字楼、4家酒店、2个购物中心、1个展馆，实现商业租赁及经营收入约11亿元。公司房地产基金资金管理规模突破200亿元，连续两年被基金排名权威机构清科集团评为“”中国房地产基金十强”第一名。养老地产品牌“和熹会”经营情况良好，将以全产业链方式进军养老产业。除上述业务之外，未来公司还将推进精装修、概念地产（旅游、文化、电商等）等各项业务的创新发展，同时稳步推进海外拓展战略。

损益表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	68,906	92,356	114,829	140,209	168,930
销售成本	(52,092)	(72,177)	(88,601)	(107,981)	(130,715)
经营费用	(2,570)	(3,428)	(4,279)	(5,269)	(5,882)
息税折旧前利润	14,243	16,751	21,949	26,959	32,332
折旧及摊销	(298)	(333)	(199)	(199)	(199)
经营利润(息税前利润)	13,945	16,417	21,750	26,759	32,133
净利息收入/(费用)	(884)	(978)	(1,122)	(1,504)	(1,982)
其他收益/(损失)	471	662	645	550	379
税前利润	13,532	16,102	21,273	25,805	30,530
所得税	(3,554)	(4,237)	(5,318)	(6,451)	(7,632)
少数股东权益	(1,540)	(1,117)	(2,308)	(2,404)	(2,519)
净利润	8,438	10,747	13,647	16,950	20,379
核心净利润	8,490	10,791	13,226	16,620	20,166
每股收益(人民币)	1.182	1.506	1.912	2.375	2.855
核心每股收益(人民币)	1.189	1.512	1.853	2.328	2.825
每股股息(人民币)	0.232	0.294	0.287	0.356	0.428
收入增长(%)	NA	34	24	22	20
息税前利润增长(%)	NA	18	32	23	20
息税折旧前利润增长(%)	NA	18	31	23	20
每股收益增长(%)	NA	27	27	24	20
核心每股收益增长(%)	NA	27	23	26	21

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	13,532	16,102	21,273	25,805	30,530
折旧与摊销	298	333	199	199	199
净利息费用	884	978	1,122	1,504	1,982
运营资本变动	(7,333)	(22,148)	(17,280)	(29,749)	(25,032)
税金	(3,554)	(4,237)	(5,318)	(6,451)	(7,632)
其他经营现金流	(736)	(781)	(550)	(440)	(284)
经营活动产生的现金流	3,093	(9,754)	(554)	(9,132)	(238)
购买固定资产净值	107	(1,610)	0	0	0
投资减少/增加	3	87	0	0	0
其他投资现金流	(103)	(703)	2,935	(1,196)	(1,741)
投资活动产生的现金流	6	(2,226)	2,935	(1,196)	(1,741)
净增权益	4,083	4,512	0	0	0
净增债务	14,322	16,980	8,655	8,257	5,214
支付股息	(6,853)	(8,842)	(2,047)	(2,543)	(3,057)
其他融资现金流	(226)	(168)	326	(598)	(870)
融资活动产生的现金流	11,326	12,482	6,934	5,117	1,287
现金变动	14,424	502	9,314	(5,211)	(692)
期初现金	18,153	32,673	33,753	43,067	37,856
公司自由现金流	3,099	(11,980)	2,381	(10,328)	(1,979)
权益自由现金流	17,421	5,000	11,035	(2,070)	3,235

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	32,673	33,753	43,067	37,856	37,165
应收帐款	4,393	10,072	13,779	16,825	20,272
库存	189,644	239,907	298,556	336,502	363,200
其他流动资产	16,419	19,276	29,083	35,565	43,222
流动资产总计	243,128	303,008	384,485	426,748	463,858
固定资产	1,378	1,985	1,787	1,588	1,390
无形资产	21	25	24	23	23
其他长期资产	6,641	8,922	8,780	8,747	8,741
长期资产总计	8,041	10,932	10,591	10,359	10,154
总资产	251,169	313,940	395,076	437,107	474,011
应付帐款	28,179	44,631	45,921	56,155	68,245
短期债务	25,672	20,995	29,649	37,907	43,121
其他流动负债	86,620	101,009	158,639	165,727	165,865
流动负债总计	140,471	166,635	234,209	259,789	277,231
长期借款	55,850	78,091	78,091	78,091	78,091
其他长期负债	68	61	61	61	61
股本	7,138	7,138	7,138	7,138	7,138
储备	35,348	44,625	56,225	70,632	87,955
股东权益	42,486	51,763	63,363	77,770	95,093
少数股东权益	12,293	17,390	19,352	21,395	23,536
总负债及权益	251,169	313,940	395,076	437,107	474,011
每股帐面价值(人民币)	5.95	7.25	8.88	10.90	13.32
每股有形资产(人民币)	5.95	7.25	8.87	10.89	13.32
每股净负债/(现金)(人民币)	6.84	9.15	9.06	10.95	11.77

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12 月 31 日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	20.7	18.1	19.1	19.2	19.1
息税前利润率(%)	20.2	17.8	18.9	19.1	19.0
税前利润率(%)	19.6	17.4	18.5	18.4	18.1
净利率(%)	12.2	11.6	11.9	12.1	12.1
流动性					
流动比率(倍)	1.7	1.8	1.6	1.6	1.7
利息覆盖率(倍)	13.6	12.9	17.7	16.7	15.5
净权益负债率(%)	89.2	94.5	78.2	78.8	70.8
速动比率(倍)	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4
估值					
市盈率 (倍)	6.4	5.1	4.0	3.2	2.7
核心业务市盈率 (倍)	6.4	5.0	4.1	3.3	2.7
目标价对应核心业务市盈率 (倍)	8.7	6.8	5.6	4.4	3.7
市净率 (倍)	1.3	1.0	0.9	0.7	0.6
价格/现金流 (倍)	17.6	(5.6)	(98.0)	(5.9)	(228.1)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.8	6.3	4.6	4.5	4.1
周转率					
存货周转天数	1328.8	1086.1	1109.1	1073.3	976.9
应收帐款周转天数	23.3	28.6	37.9	39.8	40.1
应付帐款周转天数	149.3	143.9	143.9	132.9	134.4
回报率					
股息支付率(%)	19.6	19.5	15.0	15.0	15.0
净资产收益率 (%)	19.9	22.8	23.7	24.0	23.6
资产收益率 (%)	4.1	4.3	4.6	4.8	5.3
已运用资本收益率(%)	10.3	11.0	12.2	13.2	14.2

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守準则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本報告及其所載的任何信息、材料或內容只提供給閣下作參考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请, 亦并未考慮到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取决于投資者的自身情況及目標。投資者須在采取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表; 在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司 (BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之强制規定作出任何推薦須有合理基礎; (2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之强制規定披露其在本報告中提及的任何証券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司
英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371