

保利地产 (600048)

业绩中规中矩，海外发债降成本

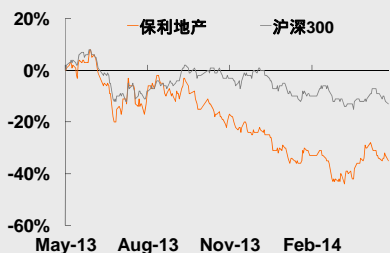
推荐 (维持)

现价：7.52 元

主要数据

行业	平安地产
公司网址	www.polycn.com;www.gzpoly.com
大股东/持股	保利南方集团有限公司 /42.14%
实际控制人/持股	国务院国有资产监督管理委员会/44.09%
总股本(百万股)	7,138
流通 A 股(百万股)	7,138
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	536.78
流通 A 股市值(亿元)	536.78
每股净资产(元)	7.25
资产负债率(%)	78.0

行情走势图



证券分析师

周雅婷

投资咨询资格编号 S1060513070001
0755-22622736
ZHOUYATING113@pingan.com.cn

研究助理

杨侃

一般证券从业资格编号
S1060113070053
0755-22621493
YANGKAN034@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告,如经由未经许可的渠道获得研究报告,请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项：公司公布 2014 年一季报，实现营业收入 92.3 亿元，同比增长 24.1%，归属上市公司股东净利润 8.2 亿元，同比增长 10.8%，实现 EPS 0.11 元，符合我们的预期。

平安观点：

■ **业绩表现中规中矩。**报告期内公司营收同比增长 24.1%，净利润同比增长 10.8%，营收增速大于净利润增速主要因毛利率同比下降 1.5 个百分点。公司去年因结算 2011 年高价地项目及前期促销项目，毛利率有所回落。随着该部分项目结算完毕，加上近年房价回升，我们判断 2014 年毛利率将小幅回升，但考虑地价上涨，预计改善空间相对有限。报告期内公司实现结算面积 79.3 万平方米，期末预收款 1203.8 亿，较期初增长 12.3%。

■ **推盘淡季致销量下滑，拿地谨慎。**受市场大环境和公司推盘节奏影响，一季度公司销售面积 217.7 万平米，实现销售额 280.7 亿元，同比分别下降 23.7% 和 8.7%。公司全年可售货值超 2000 亿，推盘高峰在下半年，随着后续推盘量逐步攀升，公司同比表现将逐步改观，预计全年销售超 1500 亿，同比增长 20% 以上。一季度由于地价仍持续高企，万科、华夏幸福、金地等开发商均放缓拿地步伐，公司拿地亦相对谨慎。新增土地储备 372 万平，同比下降 14.8%。平均楼面价 3492 元/平，较 2013 年全年均价上升 12.2%，新进入莆田。考虑地价目前仍无回落迹象，预计公司短期拿地仍会相对谨慎，全年计划拿地支出约 400 亿。期内新开工面积 416.3 万平，同比增长 32.1%。

■ **海外持续发债降成本。**期末公司净负债率为 113.1%，较期初增长 18.7 个百分点。剔除预收款后的资产负债率为 43.5%，与期初持平。在手现金 341.6 亿，为一年内到期长期短期负债总和（204 亿）的 1.68 倍，短期偿债压力较小。继去年成功发行 5 亿美元债后，4 月公司再次发行 5 亿美元固息债券，票面利率 5.25%，进一步拉低公司整体融资成本。

■ **维持“推荐”评级。**预计公司 2014-2015 年 EPS 分别为 1.91 元和 2.41 元，对应 PE 分别为 3.9 倍和 3.1 倍。报告期内大股东和管理层先后增持彰显对公司未来成长信心，同时作为上证 50 指数两家地产股之一，率先受益优先股试点。公司估值处于龙头股中较低水平，具有较高安全边际，维持“推荐”评级。

■ **风险提示：**行业持续恶化风险。

	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入(百万元)	47,036	68,906	92,356	124,176	154,347
YoY(%)	31.0	46.5	34.0	34.5	24.3
净利润(百万元)	6,531	8,438	10,747	13,646	17,202
YoY(%)	32.7	29.2	27.4	26.8	26.1
毛利率(%)	37.2	36.2	32.2	32.7	32.9
净利率(%)	13.9	12.2	11.6	11.0	11.1
ROE(%)	18.5	19.9	20.8	20.9	20.9
EPS(摊薄/元)	0.91	1.18	1.51	1.91	2.41
P/E(倍)	8.2	6.4	5.0	3.9	3.1
P/B(倍)	1.5	1.3	1.0	0.8	0.7

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	
流动资产	243128	315025	420155	553821	
现金	32673	38789	50912	61739	
应收账款	1880	2204	2713	3616	
其他应收款	2512	5929	7297	8771	
预付账款	16419	28195	35942	41550	
存货	189644	239907	323291	438145	
其他流动资产	0	0	0	0	
非流动资产	8041	8261	8578	8960	
长期投资	1351	1621	1945	2334	
固定资产	1378	996	613	230	
无形资产	11	11	11	11	
其他非流动资产	5301	5633	6009	6385	
资产总计	251169	313940	428733	562781	
流动负债	140471	199349	286505	398270	
短期借款	1348	28046	69813	130383	
应付账款	12793	18901	24916	33240	
其他流动负债	126330	152402	191776	234647	
非流动负债	55918	58936	61933	64932	
长期借款	55850	58850	61850	64850	
其他非流动负债	68	86	83	81	
负债合计	196389	244787	348438	463202	
少数股东权益	12293	13410	15059	17141	
股本	7138	7138	7138	7138	
资本公积	10777	10777	10777	10777	
留存收益	24570	33673	47319	64522	
归属母公司股东权益	42486	51763	65236	82438	
负债和股东权益	251169	313940	428733	562781	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	
经营活动现金流	3093	-9754	-3670	-5565	
净利润	9979	11876	15295	19284	
折旧摊销	298	383	383	383	
财务费用	892	971	1677	2203	
投资损失	-411	-635	-462	-511	
营运资金变动	-7333	-3853	-5359	-7699	
其他经营现金流	-332	-19	-58	-25	
投资活动现金流	6	-2225	-110	-138	
资本支出	71	0	0	0	
长期投资	178	506	572	649	
其他投资现金流	255	645	462	511	
筹资活动现金流	11326	12506	48936	66630	
短期借款	-775	26698	41767	60570	
长期借款	5871	3000	3000	3000	
普通股增加	1190	0	0	0	
资本公积增加	-1120	0	0	0	
其他筹资现金流	6161	2247	4169	3060	
现金净增加额	14427	6117	12123	10826	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	
营业收入	68906	92356	124176	154347	
营业成本	43972	62655	83586	103875	
营业税金及附加	8120	9522	13718	16482	
营业费用	1646	2189	2980	3704	
管理费用	1223	1570	2111	2624	
财务费用	892	971	1677	2203	
资产减值损失	71	60	62	63	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	411	635	462	511	
营业利润	13394	16024	20504	25907	
营业外收入	189	182	180	182	
营业外支出	51	87	68	72	
利润总额	13532	16119	20616	26018	
所得税	3554	4243	5321	6734	
净利润	9979	11876	15295	19284	
少数股东损益	1540	1117	1649	2081	
归属母公司净利润	8438	10747	13646	17202	
EBITDA	14584	17378	22564	28493	
EPS (元)	1.18	1.51	1.91	2.41	

主要财务比率

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	
成长能力					
营业收入 (%)	46.5	34.0	34.5	24.3	
营业利润 (%)	34.4	19.6	28.0	26.4	
归属于母公司净利润 (%)	29.2	27.4	26.8	26.1	
获利能力					
毛利率 (%)	36.2	32.2	32.7	32.9	
净利率 (%)	12.2	11.6	11.0	11.1	
ROE (%)	19.9	20.8	20.9	20.9	
ROIC (%)	10.8	9.1	8.7	7.8	
偿债能力					
资产负债率 (%)	78.2	79.9	81.3	82.3	
净负债比率 (%)	41.5	44.9	47.8	50.8	
流动比率	1.73	1.58	1.47	1.39	
速动比率	0.38	0.38	0.34	0.29	
营运能力					
总资产周转率	0.31	0.32	0.33	0.31	
应收账款周转率	45	43	48	46	
应付账款周转率	3.94	3.95	3.82	3.57	
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.18	1.51	1.91	2.41	
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.43	-3.64	-5.14	-7.80	
每股净资产 (最新摊薄)	5.95	7.23	9.14	11.55	
估值比率					
P/E	6.4	5.0	3.9	3.1	
P/B	1.3	1.0	0.8	0.7	
EV/EBITDA	8	6	5	4	

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	