

保利地产 (600048)

推荐

行业：房地产开发

销售下滑，新盘定价将更灵活

公司公布 2014 年 4 月销售及新增项目情况。

投资要点：

- 4 月签约销售金额环比下滑，与市场低迷环境下推盘较少，以及房贷紧张、放款周期拉长有关。4 月签约销售 83 亿元，环比下滑 20%，同比下滑 12%。在楼市持续低迷的环境下，公司主动适度放缓推盘节奏，在不进行大幅降价的前提下维持合理的去化水平。此外，银行房贷收紧、放款周期拉长使公司签约与认购的差额明显扩大，签约量明显少于认购量。4 月销售均价 1.25 万元/平米，环比下跌 29%，上月一线城市高单价楼盘集中签约抬高均价，同比仍上涨 6%。
- 1-4 月累计销售同比下滑。1-4 月累计签约面积 284 亿元，同比下降 22%；签约金额 364 亿元，同比下降 9%。1-4 月新推盘量较少，**预计后续将加大推盘力度，由于新盘定价相对老盘更灵活，更能贴近市场预期，去化速度有望加快。**公司 14 年可售货量约 2000 亿元 (+25%)，以一二线城市的自住刚需产品为主，**全年仍有望实现 20% 的销售增长。**
- 拓展转向谨慎，以合作拿地为主。3 月公司在天津、洛阳、惠州新增 3 个项目，均为合作获取，权益建面/土地款 35 万方/6 亿元，平均楼面地价 1657 元/平。1-4 月公司累计新增权益建面/土地款 258 万方/88 亿元，权益土地款占同期销售金额的比例为 24%，低于去年全年 33% 的水平，**控制拓展节奏以待更好时机**；平均楼面地价 3222 元/平，较去年全年水平略升 2%；**从区域分布看，加大了在大本营珠三角区域的纵深发展**，在该区域新获取 9 个项目 权益土地款 68 亿元，占比近 80%。
- 14-16 年 EPS1.89/2.36/2.95 元，PE3.8/3.1/2.4 倍，14 年业绩锁定有余，RNAV15.77 元，目前股价 RNAV4.5 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。公司经营稳健，定位主流刚需，销售业绩良好；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；大股东及高管增持彰显信心，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	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	92356	117964	150701	192546
收入同比(%)	34%	28%	28%	28%
归属母公司净利润	10747	13462	16839	21052
净利润同比(%)	27%	25%	25%	25%
毛利率(%)	32.2%	32.5%	32.1%	31.8%
ROE(%)	20.8%	20.6%	20.5%	20.4%
每股收益(元)	1.51	1.89	2.36	2.95
P/E	4.78	3.81	3.05	2.44
P/B	0.99	0.79	0.63	0.50
EV/EBITDA	7	6	5	4

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名：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： 8.5

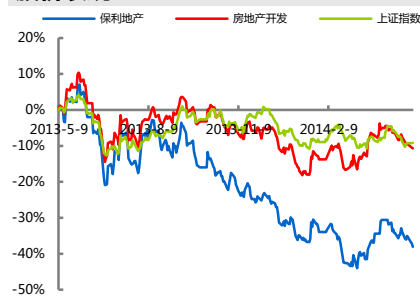
当前股价： 7.19

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)	513
流通市值(亿元)	513
成交量(百万股)	49.28
成交额(百万元)	356.27

股价表现



相关报告

- 《保利地产-发展趋于稳健》2014-04-01
- 《保利地产-销售同比略降，拓展力度不减》2014-03-10
- 《保利地产-销售平稳，拓展稳健》2014-02-13

图 1：保利地产单月销售面积金额与销售均价

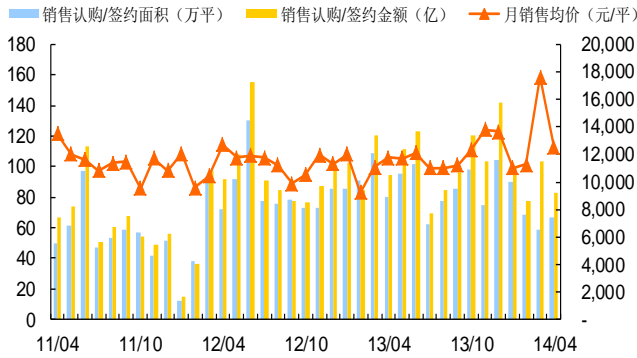


图 2：保利地产单月销售均价与累计销售均价

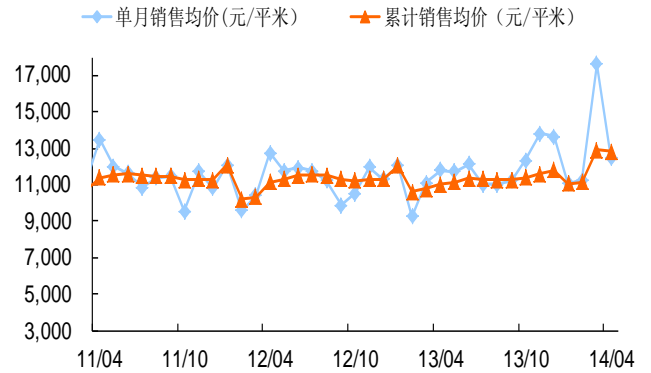


图 3：保利地产单月销售均价各年同期比较

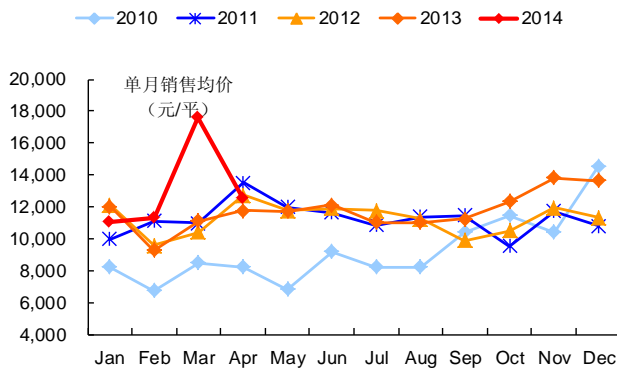


图 4：保利地产累计销售均价各年同期比较

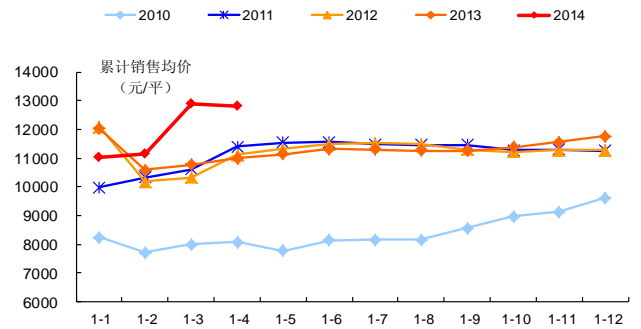


图 5：保利地产单月销售面积各年同期比较

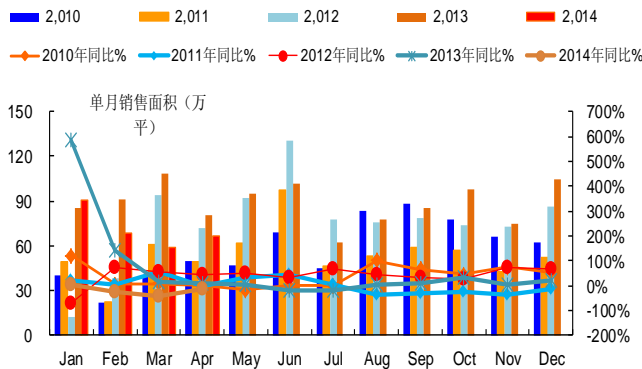


图 6：保利地产单月销售金额各年同期比较

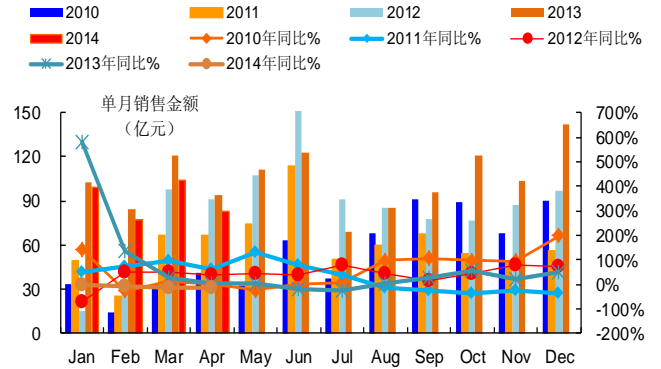


图 7：保利地产累计销售面积各年同期比较

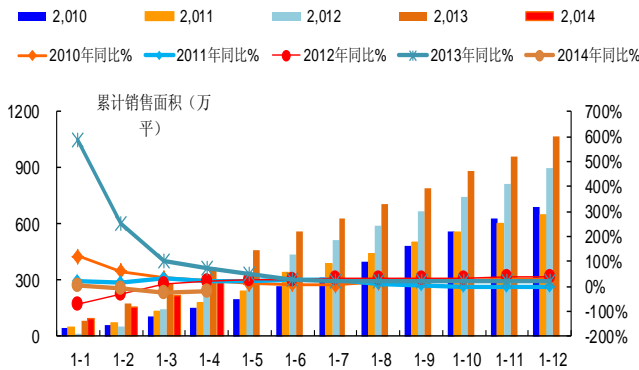
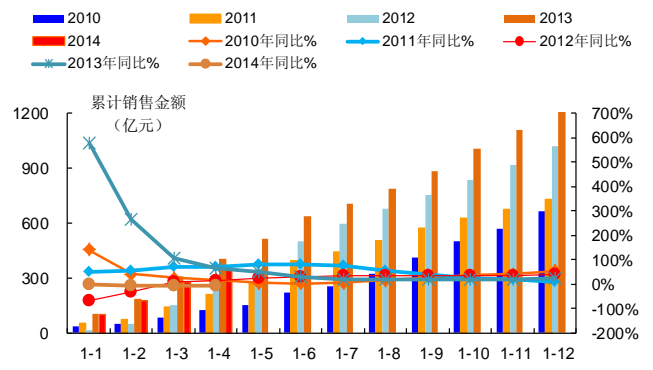


图 8：保利地产累计销售金额各年同期



数据来源：公司公告，中投证券研究总部

表 1：公司 2014 年 4 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	天津市西青区张家窝镇晨曦路地块	天津	50%	18.4	6.0	3,230	9.2	3.0
2	洛阳市古城路地块	洛阳	50%	26.8	4.8	1,794	13.4	2.4
3	保利南昆山项目	惠州	51%	23.7	0.7	282	12.1	0.3
4 月小计				69	11	1,657	35	6
1-4 月合计				441	142	3,222	258	88

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	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	303008	373266	446884	520534
现金	33753	49429	59343	64097
应收账款	2332	2332	2332	2332
其它应收款	7737	7737	7737	7737
预付账款	19276	19276	19276	19276
存货	239907	294490	358193	427090
其他	3	3	3	3
非流动资产	10932	10651	10329	9956
长期投资	3382	3382	3382	3382
固定资产	1985	1704	1377	1004
无形资产	15	15	15	15
其他	5550	5550	5556	5556
资产总计	313940	383917	457213	530491
流动负债	166635	201323	235446	264688
短期借款	1370	0	0	0
应付账款	18671	18671	18671	18671
其他	146594	182652	216775	246018
非流动负债	78152	98152	118152	138152
长期借款	75101	95101	115101	135101
其他	3051	3051	3051	3051
负债合计	244787	299475	353598	402840
少数股东权益	17390	19217	21552	24534
股本	7138	7138	7138	7138
资本公积	10964	10964	10964	10964
留存收益	33661	47123	63962	85015
归属母公司股东权益	51763	65225	82064	103116
负债和股东权益	313940	383917	457213	530491

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	-9754	-1734	-8759	-13651
净利润	11864	15289	19173	24035
折旧摊销	333	481	527	573
财务费用	986	1020	1121	1395
投资损失	-635	0	0	0
营运资金变动	-22148	-18524	-29581	-39653
其它	-154	-0	0	0
投资活动现金流	-2226	-200	-206	-200
资本支出	102	200	200	200
长期投资	-1509	0	6	0
其他	-3633	0	0	0
筹资活动现金流	12506	17610	18879	18605
短期借款	22	-1370	0	0
长期借款	19251	20000	20000	20000
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	187	0	0	0
其他	-6954	-1020	-1121	-1395
现金净增加额	532	15676	9914	4754

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	92356	11796	15070	19254
营业成本	62655	79592	10234	13141
营业税金及附加	9522	12162	15538	19852
营业费用	2185	2791	3566	4556
管理费用	1576	2013	2571	3285
财务费用	986	1020	1121	1395
资产减值损失	60	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	635	0	0	0
营业利润	16007	20386	25564	32046
营业外收入	182	0	0	0
营业外支出	87	0	0	0
利润总额	16102	20386	25564	32046
所得税	4237	5096	6391	8012
净利润	11864	15289	19173	24035
少数股东损益	1117	1827	2334	2982
归属母公司净利润	10747	13462	16839	21052
EBITDA	17326	21887	27212	34014
EPS (元)	1.51	1.89	2.36	2.95

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	34.0%	27.7%	27.8%	27.8%
营业利润	19.5%	27.4%	25.4%	25.4%
归属于母公司净利润	27.4%	25.3%	25.1%	25.0%
获利能力				
毛利率	32.2%	32.5%	32.1%	31.8%
净利率	11.6%	11.4%	11.2%	10.9%
ROE	20.8%	20.6%	20.5%	20.4%
ROIC	10.0%	11.2%	11.6%	11.8%
偿债能力				
资产负债率	78.0%	78.0%	77.3%	75.9%
净负债比率	39.26	38.31	38.10	38.41
流动比率	1.82	1.85	1.90	1.97
速动比率	0.38	0.39	0.38	0.35
营运能力				
总资产周转率	0.33	0.34	0.36	0.39
应收账款周转率	43	51	65	83
应付账款周转率	3.98	4.26	5.48	7.04
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.51	1.89	2.36	2.95
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.37	-0.24	-1.23	-1.91
每股净资产(最新摊薄)	7.25	9.14	11.50	14.45
估值比率				
P/E	4.78	3.81	3.05	2.44
P/B	0.99	0.79	0.63	0.50
EV/EBITDA	7	6	5	4

相关报告

报告日期	报告标题
2014-04-01	《保利地产-发展趋于稳健》
2014-03-10	《保利地产-销售同比略降，拓展力度不减》
2014-02-13	《保利地产-销售平稳，拓展稳健》
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%》

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。

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,旨在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