

2014年05月11日

保利地产 (600048.SH)

公司快报

证券研究报告

住宅地产

## 前4月销售面积降幅较大，低于行业

■前4月公司销售增速降幅较大，低于行业：保利发布4月销售情况，4月单月公司实现销售面积66.61万平方米，同比/环比变动-16.9%和+13.2%，销售金额83.26亿元，同比/环比变动-11.8%和-19.7%，销售均价12500元/平米，同比/环比变动+6.1%和-29.1%。保利单月销售面积同比降幅基本和行业相当。

1~4月公司累计实现销售面积284.32万平方米，销售金额363.98亿元，分别比2013年同期下降22.17%和9.45%，同比增速较一季度变动+1.5和-0.7个百分点。保利前4月销售面积增速在万保招金中排最后，万科、招商、金地销售金额同比分别为+8.7%、-6.4%和-13.9%，销售金额增速略好于金地，万科、招商、金地销售金额同比分别为+19.6%、+0.6%和-11.7%。

■近两月公司放慢拿地进度，前4月拿地金额112亿，同比增11%：4月单月公司获得3个项目，分别为天津、洛阳和惠州，合计建筑面积69万平方米，环比增87%，其中权益建面48万平方米。需支付地价款8.1亿元，环比增7.2%。

公司今年拿地主要集中在1、2月，近两月进度明显放缓。前4月合计获得15块土地，和去年一致，新增土地建面441万平方米，同比降3.1%，权益地价112亿，同比增10.6%，平均楼面地价3222元/平，同比上升21%。

■投资建议：维持“买入-A”投资评级，公司将依靠稳健的管理和财务，不断扩大市场份额，长期保持良好的业绩。我们预计公司2014年至2015年EPS分别为1.89和2.21元，对应的收入增速分别为31%、16%，净利润增速分别为25%、17%，6个月目标价为9.44元，相当于2014年5倍的动态市盈率。

■风险提示：房地产调控、货币政策发生大幅变化导致业绩不达预期

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	68,905.8	92,355.5	115,786.1	145,740.0	182,641.4
净利润	8,438.2	10,747.2	13,475.6	15,795.2	20,497.5
每股收益(元)	1.18	1.51	1.89	2.21	2.87
每股净资产(元)	5.95	7.25	8.89	10.86	13.51
盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	6.1	4.8	3.8	3.2	2.5
市净率(倍)	1.2	1.0	0.8	0.7	0.5
净利润率	12.2%	11.6%	11.6%	10.8%	11.2%
净资产收益率	18.2%	17.2%	18.5%	18.2%	19.2%
股息收益率	3.2%	0.0%	3.4%	3.4%	3.2%
ROIC	12.1%	12.7%	12.5%	9.1%	12.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。  
各项声明请参见报告尾页。

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

9.44元

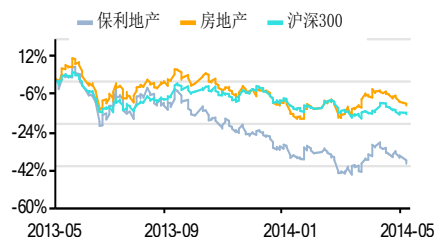
股价(2014-05-09)

7.10元

交易数据

总市值(百万元)	51,322.18
流通市值(百万元)	51,322.18
总股本(百万股)	7,137.99
流通股本(百万股)	7,137.99
12个月价格区间	6.58/12.83元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-9.55	-4.81	-25.19
绝对收益	-14.10	-8.29	-41.21

万知

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513070002  
wanzhi@essence.com.cn  
010-66581690

何益臻

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513080005

010-66581695

相关报告

业绩平稳，新开工加速	2014-04-30
销售放缓，业绩平稳增长	2014-04-02
销售下滑，增持显信心	2014-03-10

### 财务报表预测和估值数据汇总(2014年05月08日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>						<b>成长性</b>					
营业收入	68,905.8	92,355.5	115,786.1	145,740.0	182,641.4	营业收入增长率	46.5%	34.0%	25.4%	25.9%	25.3%
减:营业成本	43,972.1	62,655.2	76,291.5	98,899.2	122,729.7	营业利润增长率	34.4%	19.5%	31.0%	16.1%	30.1%
营业税费	8,120.3	9,522.1	12,690.5	15,404.7	19,384.7	净利润增长率	29.2%	27.4%	25.4%	17.2%	29.8%
销售费用	1,645.6	2,185.2	2,862.7	3,510.7	4,412.2	EBITDA 增长率	37.8%	18.7%	30.2%	15.8%	29.2%
管理费用	1,222.7	1,575.8	1,959.1	2,512.9	3,118.6	EBIT 增长率	38.0%	18.9%	31.0%	15.9%	29.5%
财务费用	892.1	985.5	1,293.4	1,461.7	1,728.0	NOPLAT 增长率	39.1%	18.9%	29.2%	17.4%	27.8%
资产减值损失	70.8	59.9	60.4	63.7	61.3	投资资本增长率	13.0%	31.1%	61.6%	-5.1%	45.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	30.2%	26.2%	19.6%	19.7%	21.7%
投资和汇兑收益	411.4	635.1	342.7	463.1	480.3						
<b>营业利润</b>	<b>13,393.6</b>	<b>16,006.8</b>	<b>20,971.2</b>	<b>24,350.2</b>	<b>31,687.1</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	138.6	94.9	114.5	116.0	108.4	毛利率	36.2%	32.2%	34.1%	32.1%	32.8%
<b>利润总额</b>	<b>13,532.1</b>	<b>16,101.7</b>	<b>21,085.7</b>	<b>24,466.2</b>	<b>31,795.5</b>	营业利润率	19.4%	17.3%	18.1%	16.7%	17.3%
减:所得税	3,553.5	4,237.2	5,760.6	6,454.2	8,696.1	净利率	12.2%	11.6%	11.6%	10.8%	11.2%
<b>净利润</b>	<b>8,438.2</b>	<b>10,747.2</b>	<b>13,475.6</b>	<b>15,795.2</b>	<b>20,497.5</b>	EBITDA/营业收入	21.1%	18.7%	19.4%	17.9%	18.4%
						EBIT/营业收入	20.7%	18.4%	19.2%	17.7%	18.3%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资本周转天数	6	7	6	4	3
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	流动资本周转天数	472	427	508	489	470
货币资金	32,672.7	33,753.0	9,262.9	11,659.2	14,611.3	流动资产周转天数	1,126	1,064	1,109	1,047	1,026
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收账款周转天数	25	28	30	28	29
应收帐款	4,392.5	10,068.7	9,084.0	13,311.9	15,646.9	存货周转天数	893	837	929	915	894
应收票据	0.5	3.2	1.1	2.3	2.7	总资产周转天数	1,166	1,101	1,142	1,072	1,046
预付帐款	16,418.5	19,275.9	34,274.7	29,360.0	48,984.4	投资资本周转天数	484	443	524	501	479
存货	189,643.8	239,907.3	357,665.4	382,777.9	524,415.7						
其他流动资产	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	18.2%	17.2%	18.5%	18.2%	19.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.0%	3.8%	3.6%	4.0%	3.8%
长期股权投资	1,350.8	3,382.1	3,382.1	3,382.1	3,382.1	ROIC	12.1%	12.7%	12.5%	9.1%	12.3%
投资性房地产	4,718.0	4,714.9	4,714.9	4,714.9	4,714.9	<b>费用率</b>					
固定资产	1,378.4	1,985.0	1,734.5	1,483.9	1,233.3	销售费用率	2.4%	2.4%	2.5%	2.4%	2.4%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
无形资产	10.9	14.5	9.7	4.8	-	财务费用率	1.3%	1.1%	1.1%	1.0%	0.9%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	5.5%	5.1%	5.3%	5.1%	5.1%
<b>资产总额</b>	<b>251,168.6</b>	<b>313,939.9</b>	<b>420,679.2</b>	<b>447,329.1</b>	<b>613,652.1</b>	<b>偿债能力</b>					
短期债务	1,348.0	1,370.0	20,069.9	19,171.1	16,282.0	资产负债率	78.2%	78.0%	80.3%	77.9%	80.4%
应付帐款	28,084.9	44,505.9	35,842.8	71,201.0	63,560.7	负债权益比	358.5%	354.0%	408.6%	351.8%	409.4%
应付票据	-	-	6.7	1.4	3.3	流动比率	1.73	1.82	1.70	1.56	1.70
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.38	0.38	0.22	0.19	0.22
长期借款	55,850.4	75,101.3	94,119.7	66,386.7	135,172.7	利息保障倍数	16.01	17.24	17.21	17.66	19.34
其他非流动负债	-	-	-	-	-	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>196,389.1</b>	<b>244,786.7</b>	<b>337,962.0</b>	<b>348,321.3</b>	<b>493,182.4</b>	DPS(元)	0.23	-	0.25	0.24	0.23
<b>少数股东权益</b>	<b>12,293.1</b>	<b>17,390.3</b>	<b>19,239.8</b>	<b>21,456.6</b>	<b>24,058.6</b>	分红比率	19.6%	0.0%	13.1%	10.9%	8.0%
股本	7,138.0	7,138.0	7,138.0	7,138.0	7,138.0	股息收益率	3.2%	0.0%	3.4%	3.4%	3.2%
留存收益	35,346.9	44,624.9	56,339.4	70,413.2	89,273.1						
<b>股东权益</b>	<b>54,779.5</b>	<b>69,153.2</b>	<b>82,717.1</b>	<b>99,007.8</b>	<b>120,469.7</b>						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>						EPS(元)	1.18	1.51	1.89	2.21	2.87
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	BVPS(元)	5.95	7.25	8.89	10.86	13.51
净利润	9,978.6	11,864.5	13,475.6	15,795.2	20,497.5	PE(X)	6.1	4.8	3.8	3.2	2.5
加:折旧和摊销	298.1	333.4	255.4	255.4	255.4	PB(X)	1.2	1.0	0.8	0.7	0.5
资产减值准备	70.8	59.9	-	-	-	P/FCF	4.9	-22.3	-2.1	25.9	25.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	0.7	0.6	0.4	0.4	0.3
财务费用	795.7	1,040.0	1,293.4	1,461.7	1,728.0	EV/EBITDA	10.5	7.9	8.7	6.6	7.2
投资损失	-411.4	-635.1	-342.7	-463.1	-480.3	CAGR(%)	21.8%	24.9%	27.7%	21.8%	24.9%
少数股东损益	1,540.4	1,117.3	1,849.5	2,216.8	2,602.0	PEG	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
营运资金的变动	-7,727.0	-24,615.8	-79,400.7	10,400.2	-90,916.7	ROIC/WACC	2.6	2.8	2.7	2.0	2.7
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>3,092.6</b>	<b>-9,754.1</b>	<b>-62,869.5</b>	<b>29,666.2</b>	<b>-66,314.2</b>	REP	0.6	0.4	0.3	0.4	0.3
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>6.2</b>	<b>-2,225.9</b>	<b>342.7</b>	<b>463.1</b>	<b>480.3</b>						
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>11,325.7</b>	<b>12,505.9</b>	<b>38,036.7</b>	<b>-27,733.0</b>	<b>68,786.0</b>						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；  
增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；  
中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%；  
减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；  
卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；  
B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

万知、何益臻分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

