保利地产（600048） 推荐

行业：房地产开发

业绩增长强劲，资金成本改善

公司公布 14 年中报，实现营业收入 522 亿元（+18%），净利润 61 亿元（+32%），EPS0.57 元，扣非后净利润 59 亿元（+29%）。

投资要点：

- **毛利率回升、投资收益增多带动业绩大幅增长，前 3 季度业绩超预期。**（1）毛利率 33.6%，较去年同期回升 0.9 个百分点，较去年全年回升 1.4 个百分点，主要由于一线城市北京、上海、广州结算占比增多，以及广东、武汉等区域的旧改项目进入结算期，预计上述因素仍将对今年 Q4 和明年的毛利率提供有力支撑；（2）投资收益 8 亿元，是去年同期的 4 倍，主要由于不并表的合作项目结算增多，以及对信保基金的投资分红。（3）三费占比 7.7%，同比持平。
- **前 3 季度销售整体表现一般，Q4 推盘量大，在政策放松背景下销售将大幅增长。**前 3 季度签约 918 亿元（+4%），认购 1009 亿元（+12%），9 月开始随着推盘量的大幅增加，销售环比已明显改善，9 月单月签约 116 亿元，认购 162 亿元创新高。预计 Q4 新推货值 500 亿元，占全年的 31%，总可售货值 1040 亿元，维持全年签约销售 1400 亿元（+12%）的预测，其中 Q4 单季预计签约销售 482 亿元（环比+81%/同比+32%），对应 46%的整体去化率。
- **高杠杆，资金成本略有改善，财务风险可控。**账面现金 358 亿元，较短期有息负债多 123 亿元；净负债率 130%，较年初大幅上升 27 个百分点；有息负债平均资金成本为基准上浮 6.5 个百分点，较上半年末环比改善（上半年末为基准上浮 7.84 个百分点），且较去年略有下降。拿地趋于谨慎，前 3 季度累计拿地金额约 325 亿元，占销售金额 35%，低于去年 48%的水平。
- **股权激励行权刚完成，有动力有能力保持业绩较好增长。**（1）首个行权期可行权股票已于今年 9 月 22 日上市流通，行权价为 5.07 元，当前股价较行权价高 11%。（2）第二、三个行权期分别要求 12-14、13-15 年净利润复合增速不低于 21%。
- **14-16 年 EPS1.26/1.52/1.83 元，PE4.3/3.5/2.9 倍，账面预收款 1302 亿元，锁定 14 年全部业绩和 15 年的 61%；RNAV9.87 元，目前股价 RNAV5.7 折交易。政策放松背景下公司销售将显著改善，对提升估值非常有利；业绩增长强劲，股权激励奠定底线；而且公司作为低估值蓝筹，有望受益于沪港通带来的估值回归，维持“推荐”评级。**

主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	92356	105660	126792	158270
收入同比(%)	34%	14%	20%	25%
归属母公司净利润	10747	13498	16267	19583
净利润同比(%)	27%	26%	21%	20%
毛利率(%)	32.2%	33.4%	33.1%	31.5%
ROE(%)	20.8%	21.4%	21.2%	21.0%
每股收益(元)	1.00	1.26	1.52	1.83
P/E	5.34	4.25	3.53	2.93
P/B	1.11	0.91	0.75	0.62
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

署名人：张　岩

S0960513070007

010-63222861

zhangyan1@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 7.5

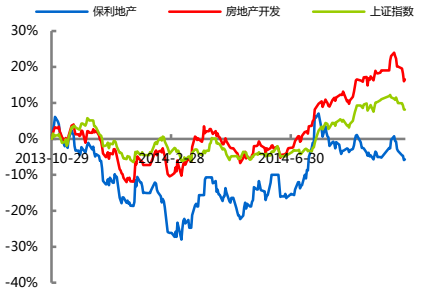
当前股价： 5.66

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	10,727
流通股本(百万股)	10,727
总市值(亿元)	575
流通市值(亿元)	575
成交量(百万股)	106.51
成交额(百万元)	571.27

股价表现



相关报告

《保利地产-销售改善，提升估值》2014-10-10

《保利地产-业绩保障性强，销售有待改善》2014-08-26

《保利地产-销售显著回升，持续领先行业》2014-06-06

风险提示：公司杠杆过高的资金风险，销售、业绩低于预期的风险。

附：公司 2014 年 3 季报财务与经营等指标

图 1：经营情况

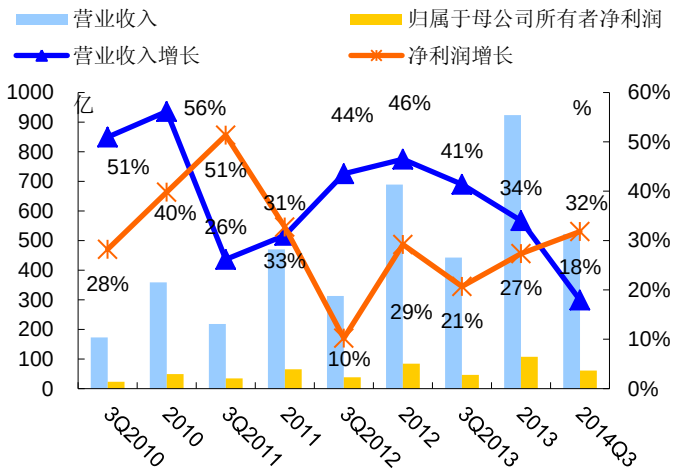


图 2：EPS 和 ROE

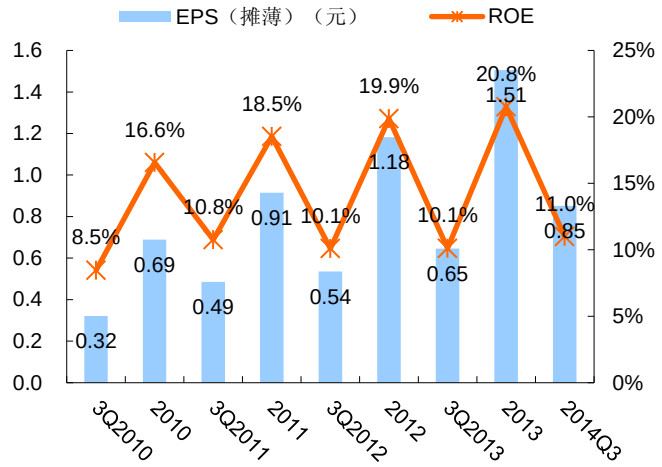


图 3：综合毛利率和净利率

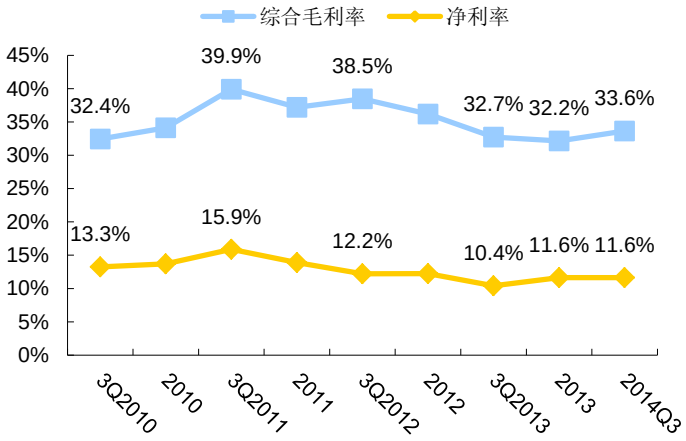


图 4：三费水平

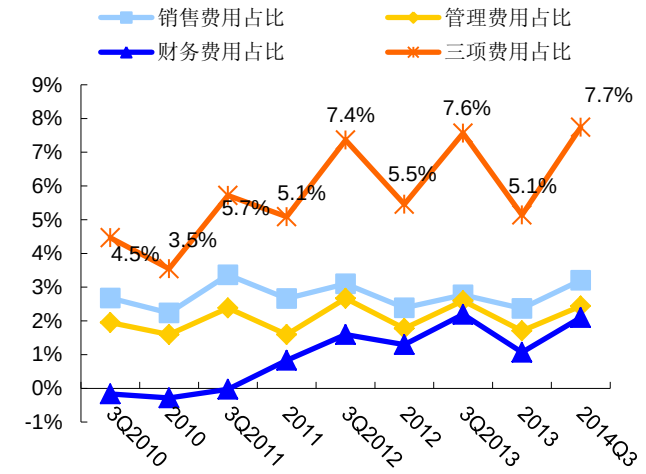


图 5：货币资金与短期负债

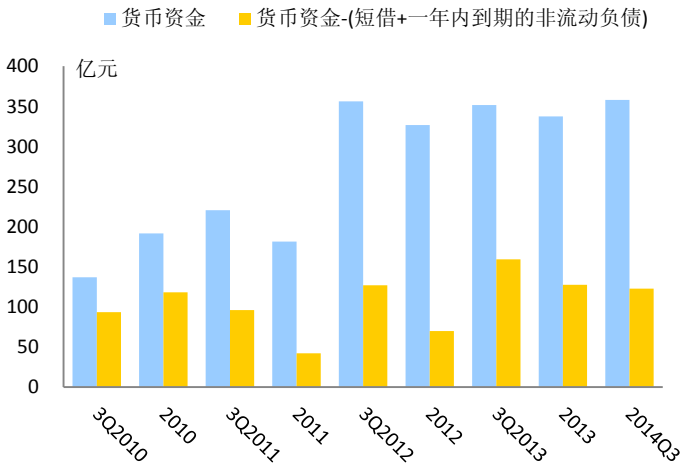
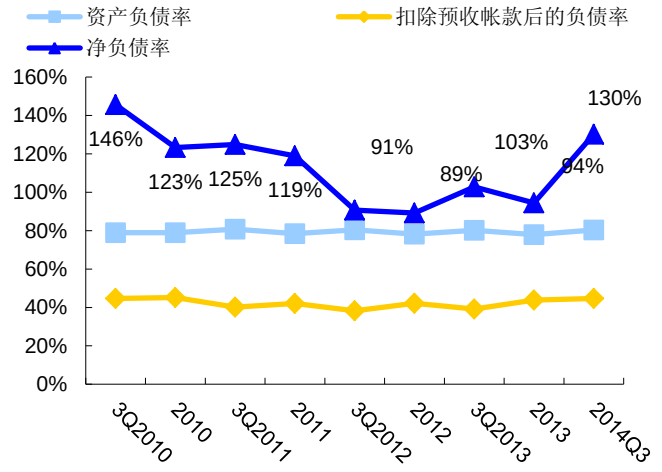


图 6：负债水平



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	370458	448976	533189
现金	33753	80733	122780	135370
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	260377	296848	368471
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	381109	459306	543145
流动负债	166635	201097	244093	289568
短期借款	1370	0	0	0
应付账款	18671	18671	18671	18671
其他	146594	182426	225422	270897
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	299249	362245	427720
少数股东权益	17390	18669	20202	22117
股本	7138	10707	10707	10707
资本公积	10964	7395	7395	7395
留存收益	33661	45089	58757	75206
归属母公司股东权益	51763	63191	76859	93308
负债和股东权益	313940	381109	459306	543145

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	-9754	30762	25337	-3419
净利润	11864	14777	17801	21498
折旧摊销	333	481	527	573
财务费用	986	1142	1484	1858
投资损失	-635	-1000	-1000	-1200
营运资金变动	-22148	15362	6525	-26148
其它	-154	0	0	-0
投资活动现金流	-2226	800	794	1000
资本支出	102	200	200	200
长期投资	-1509	0	6	0
其他	-3633	1000	1000	1200
筹资活动现金流	12506	15418	15916	15009
短期借款	22	-1370	0	0
长期借款	19251	20000	20000	20000
普通股增加	0	3569	0	0
资本公积增加	187	-3569	0	0
其他	-6954	-3212	-4084	-4991
现金净增加额	532	46980	42047	12590

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	92356	10566	12679	15827
营业成本	62655	70372	84814	10837
营业税金及附加	9522	10894	12426	14244
营业费用	2185	2747	3170	3957
管理费用	1576	1803	2163	2374
财务费用	986	1142	1484	1858
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	1000	1000	1200
营业利润	16007	19702	23735	28663
营业外收入	182	0	0	0
营业外支出	87	0	0	0
利润总额	16102	19702	23735	28663
所得税	4237	4926	5934	7166
净利润	11864	14777	17801	21498
少数股东损益	1117	1278	1534	1915
归属母公司净利润	10747	13498	16267	19583
EBITDA	17326	21325	25746	31094
EPS（元）	1.00	1.26	1.52	1.83

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	34.0%	14.4%	20.0%	24.8%
营业利润	19.5%	23.1%	20.5%	20.8%
归属于母公司净利润	27.4%	25.6%	20.5%	20.4%
获利能力				
毛利率	32.2%	33.4%	33.1%	31.5%
净利率	11.6%	12.8%	12.8%	12.4%
ROE	20.8%	21.4%	21.2%	21.0%
ROIC	10.0%	14.2%	18.3%	17.7%
偿债能力				
资产负债率	78.0%	78.5%	78.9%	78.7%
净负债比率	39.26	38.34	37.19	36.17
流动比率	1.82	1.84	1.84	1.84
速动比率	0.38	0.55	0.62	0.57
营运能力				
总资产周转率	0.33	0.30	0.30	0.32
应收账款周转率	42	43	52	64
应付账款周转率	3.98	3.77	4.54	5.80
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	1.00	1.26	1.52	1.83
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.91	2.87	2.37	-0.32
每股净资产(最新摊薄)	4.83	5.90	7.18	8.71
估值比率				
P/E	5.34	4.25	3.53	2.93
P/B	1.11	0.91	0.75	0.62
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
2014-10-10	《保利地产-销售改善，提升估值》
2014-08-26	《保利地产-业绩保障性强，销售有待改善》
2014-06-06	《保利地产-销售显著回升，持续领先行业》
2014-05-09	《保利地产-销售下滑，新盘定价将更灵活》
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%》
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》

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，18 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、华夏幸福、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、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