

保利地产 (600048)

强烈推荐

行业：房地产开发

改革大牛市下诸多利好提升配置价值

投资要点：

- ✧ **聚焦一二线核心城市，定位刚需及改善的主流需求，合理平衡周转速度与利润率，14年销售增长含金量高，15年表现将更好。**14年签约销售1367亿元(+9%)，销售均价逆市上涨近10%，市场调整中仍保持利润率稳定。预计15年总可售货值超2500亿元，以65%的去化率保守预计公司15年销售超1640亿元(+20%)。
- ✧ **盈利能力突出，股权激励护航，14年业绩增速略低于预期，15年将重回20%以上。**(1)14年净利润预增13%，略低于市场预期，但12-13年增速高，仍达到了股权激励的行权条件(3年净利润CAGR不低于21%)。(2)受益于14年销售有质量的增长、资金成本下降及信保基金投资进入收获期，预计第三个行权期业绩条件达成无忧，对应15年净利润增长23%以上。(3)一二线市场持续回暖背景下公司销售去化及盈利水平的持续改善，将对16年以后的业绩增长提供有力支撑。
- ✧ **高杠杆，显著受益于资金成本下降及中票发行放开。也受益于央企整合带来的并购机会。**14年3季末净负债率130%，受降息利好明显；获准注册发行150亿元中票，已成功发行10亿元，发行利率仅4.8%。政策风向转暖，房企股权及债权融资放松，公司正探讨股权融资的可行性，以破解高负债率对规模发展的制约，若成功实施公司发展有望再提速，且市值管理动力将增强。央企整合加速，非房地产主营的公司可望剥离相关资产，极大有利于专注房地产开发的保利等房地产央企。
- ✧ **低估值蓝筹价值正在回归。(1)无论横向还是纵向比较，公司目前估值仍然偏低。**横向看，地产板块15年平均预测PE为10.1倍，在所有板块中倒数第二，公司15年PE仅8.0倍；纵向看，2012年是上一轮行业回暖期，公司PE波动区间为6.8倍-11.5倍，均值为8.9倍，高于目前估值水平。(2)**A股市场改革及国际化，持续提升蓝筹的配置价值。**公司是上证50唯一地产股，受益于上证50ETF期权配置需求的提升，及个股期权推出预期；也受益于A股纳入MSCI等国际指数预期。
- ✧ **14-16年EPS1.14/1.41/1.71元，PE9.8/8.0/6.6倍，考虑到公司销售均价提升及资金成本下降，提升RNAV至11.12元。**因销售增长含金量高，股权激励目标是业绩增长底线，显著受益于资金成本下降、中票发行、股本融资提速、央企整合带来的并购发展机会以及市值管理增强。改革大牛市下A股国际化配置，持续宽松的货币及行业政策正在推升蓝筹地产的配置价值，我们认为未来6-12个月公司合理估值应为15年10倍PE，目标价提升至14元，评级提升至“强烈推荐”。

主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	92356	108960	130752	163220
收入同比(%)	34%	18%	20%	25%
归属母公司净利润	10747	12251	15069	18275
净利润同比(%)	27%	14%	23%	21%
毛利率(%)	32.2%	32.2%	31.9%	30.9%
ROE(%)	20.8%	19.8%	20.2%	20.3%
每股收益(元)	1.00	1.14	1.41	1.71
P/E	11.21	9.83	7.99	6.59
P/B	2.33	1.95	1.61	1.34
EV/EBITDA	11	9	8	6

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

署名：张岩

S0960513070007

010-63222861

zhangyan1@china-invs.cn

6-12个月目标价：14

当前股价：11.25

评级调整：上调

基本资料

总股本(百万股)	10,730
流通股本(百万股)	10,730
总市值(亿元)	1,118
流通市值(亿元)	1,118
成交量(百万股)	177.86
成交额(百万元)	1,842.22

股价表现



相关报告

《保利地产-销售向好，价值低估》

2014-12-07

《保利地产-业绩增长强劲，资金成本改善》2014-10-29

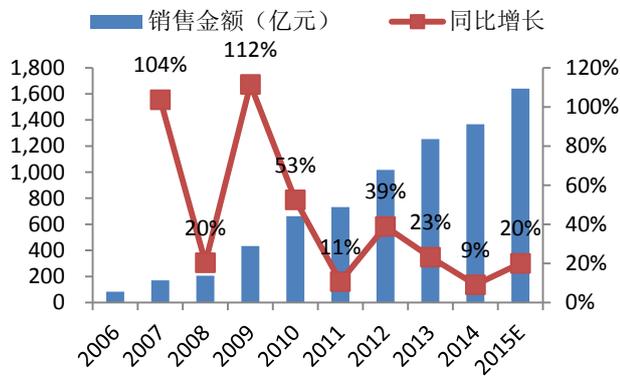
《保利地产-销售改善，提升估值》

2014-10-10

风险提示: (1) 降息降准及政策放松低于预期, 可能导致公司销售业绩低于预期; (2) 再融资审核放开仍存在不确定性。

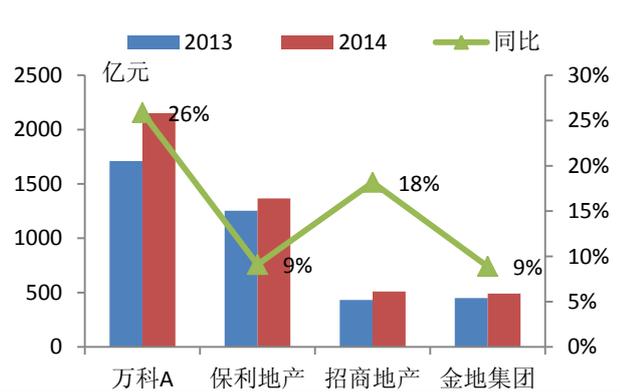
聚焦一二线城市核心城市, 定位刚需及改善的主流需求, 合理平衡周转速度与利润率, 14 年销售增长含金量高, 15 年表现将更好。 14 年签约销售 1367 亿元 (+9%), 在龙头公司中表现并不突出, 但销售均价一枝独秀, 逆市上涨近 10%, 表明公司在市场调整中仍保持利润率稳定。预计 15 年新推货值超 2000 亿元, 总可售货值超 2500 亿元, 我们认为 15 年降息降准及政策放松将持续, 一二线城市市场将持续回暖, 且力度强于三四线, 房价也有望温和回升, 我们以 65% 的去化率保守预计公司 15 年销售将超过 1640 亿元 (+20%), 且利润率水平有望进一步恢复。

图 1 公司签约销售金额: 14 年增速回落, 15 年预计将回升至 20% 以上



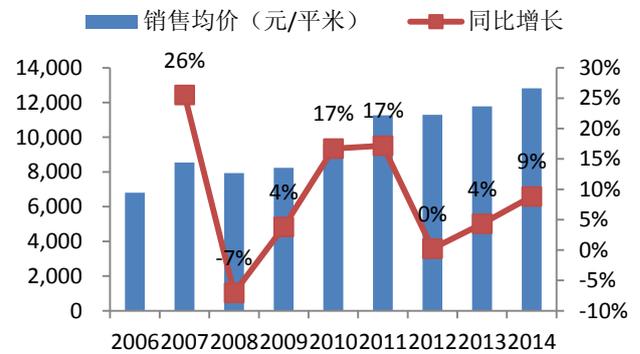
资料来源: 公司公告、中国中投证券研究总部

图 3 龙头公司 14 年销售金额增幅对比: 公司增幅较低



资料来源: 公司公告、中国中投证券研究总部

图 2 公司签约销售均价: 14 年逆市上涨 9%



资料来源: 公司公告、中国中投证券研究总部

图 4 龙头公司 14 年销售均价涨幅对比: 公司涨幅最高



资料来源: 公司公告、中国中投证券研究总部

盈利能力突出, 股权激励护航, 14 年业绩增速略低于预期, 15 年将重回 20% 以上。

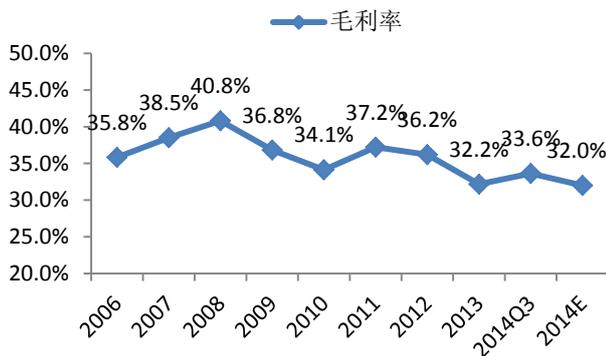
(1) 14 年业绩略低于市场预期, 但仍达到了股权激励的行权条件。 据公司业绩快报披露, 14 年营业收入 1090 亿元 (+18%), 营业利润 190 亿元 (+19%), 净利润 122 亿元 (+13%), EPS1.14 元, 与前 3 季度 32% 的净利润增速相比明显回落, 主要

由于 Q4 单季结算利润率回落（全年结算利润率同比仍基本持平），且权益比例下降；股权激励第二个行权期要求 12-14 年净利润 CAGR 不低于 21%，由于 12-13 年净利润增速分别高达 29%、27%，因此虽然 14 年净利润增速仅为 13%，但依然达到了行权条件。

（2）受益于 14 年销售有质量的增长、资金成本下降及信保基金投资进入收获期，预计股权激励第三个行权期的行权条件达成无忧，即 13-15 年净利润 CAGR 不低于 21%，对应 15 年净利润增长 23% 以上。我们测算 14 年末账面预收款约 1380 亿元，锁定 15 年业绩有余，考虑到 14 年销售均价逆市上涨，预计 15 年结算毛利率将保持相对稳定；14 年结算权益比例明显下降，表现为少数股东损益/净利润由 9.4% 上升至 13.5%，与公司近年来合作开发项目占比上升有关，但在 14 年大幅调整之后，预计 15 年结算权益比例将保持相对稳定；降息降准及中票发行降低资金成本，对利润的影响将逐步体现；信保基金投资进入收获期，在报表上体现为投资收益的增加，13-14 年已经有所体现，15 年或将加速释放。

（3）一二线城市持续回暖背景下公司销售去化及盈利水平的持续改善，将对 16 年以后的业绩增长提供有力支撑。

图 5 14 年全年毛利率较前 3 季度回落，但同比 13 年基本持平，预计 15 年毛利率较保持稳定



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 6 14 年少数股东损益/净利润较 13 年大幅上升，预计 15 年将保持稳定

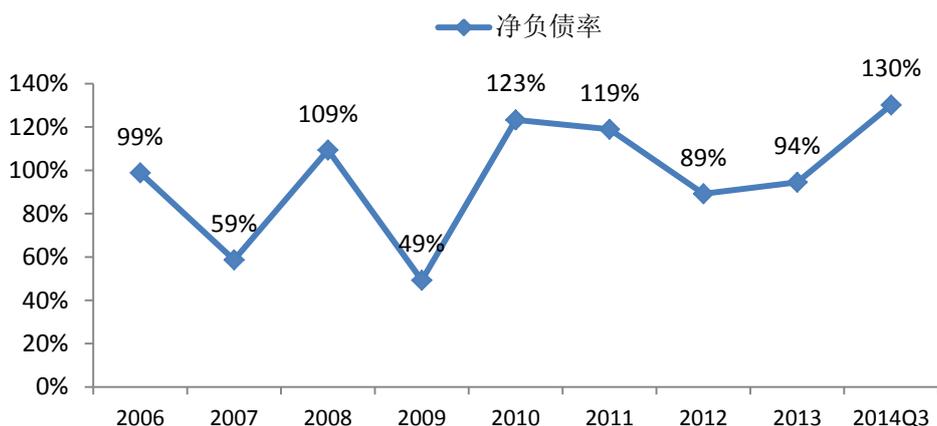


资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

高杠杆，显著受益于资金成本下降及中票发行放开。（1）14 年 3 季度末净负债率 130%，有息负债共 1293 亿元，降息 40BP 将使公司每年节省利息支出 5.2 亿元（由于利息资本化等因素体现在报表中会相对滞后）；（2）获准注册发行 150 亿元中票，去年底已成功发行 10 亿元，期限为 5 年，发行利率 4.8%，与公司目前 6.3%（基准上浮 5%）的开发贷利率相比低 1.5 个百分点，且期限更长，以公司目前的融资成本测算，若完成 150 亿元中票对开发贷的置换，每年可再节省利息支出 2.3 亿元；

房企股权及债权融资放松，公司正探讨股权融资的可行性，以破解高负债率对公司规模发展的制约，若成功实施，公司发展有望再提速，且市值管理动力将增强。公司日前公告“正在积极探索实施再融资的可行性，不排除未来三个月内通过非公开发行股票、发行可转换公司债、公开增发、发行优先股等方式实施再融资的可能性”。

图 7 公司净负债率高企，显著受益于资金成本下降及中票发行放开



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

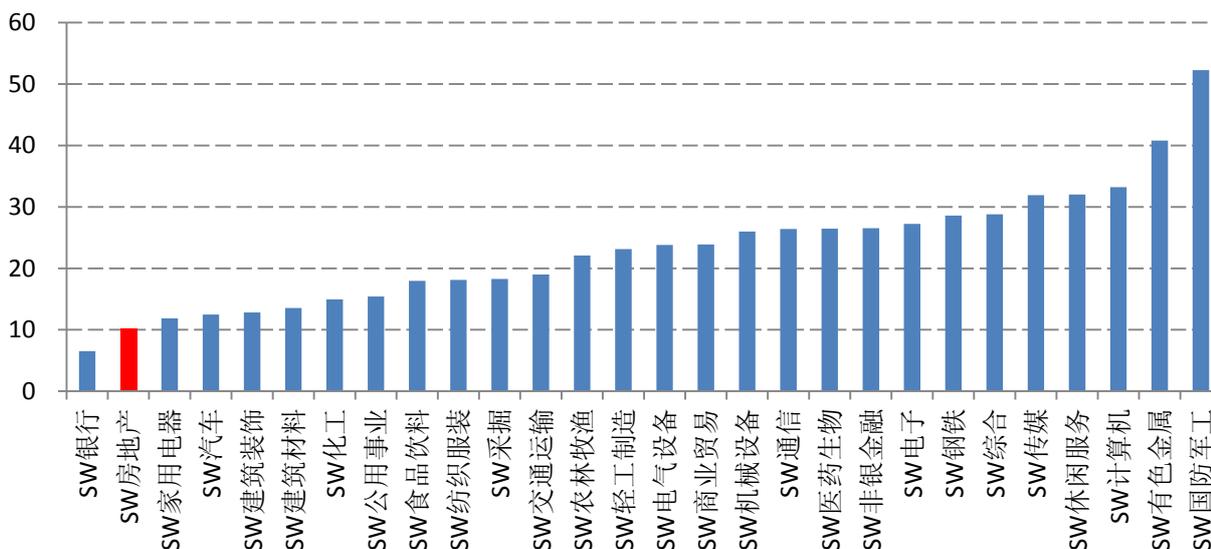
此外，公司还受益于央企整合带来的并购机会。央企整合加速，非房地产主营的公司可望剥离相关资产，极大有利于专注房地产开发的保利等房地产央企。

低估值蓝筹价值正在回归。无论横向还是纵向比较，公司目前估值仍偏低。

(1) 横向来看，地产板块 2015 年平均预测 PE 为 10.1 倍，在所有板块中倒数第二，仅高于银行板块，而公司 2015 年 PE 仅为 8.0 倍；

(2) 纵向来看，公司 2015 年面临的行业基本面情况与 2012 年相似，同为降息降准及政策放松推动下的行业回暖，2012 年公司 PE (股价/2012 年实际 EPS) 波动区间为 6.8 倍-11.5 倍，平均值为 8.9 倍，相比之下，公司目前对应 2015 年 8.0 倍 PE 的估值水平仍偏低。

图 8 2015 年预测 PE (整体法) : 房地产板块为 10.1 倍，位居倒数第二，仅高于银行板块，而公司仅为 8.0 倍



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 9 公司 PE 历史走势：与上一轮行业回暖期（2012 年）相比，目前估值水平仍偏低



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

注：PE 计算公式为“股价/当年 EPS（市场一致预期）”，由于市场一致预期的历史数据难以准确获得，以当年实际 EPS 近似替代。

A 股市场改革及国际化，持续提升蓝筹的配置价值。

（1）公司是上证 50 唯一地产股，权重为 1.79%，排名第 17 位。1 月 9 日证监会发布《股票期权交易试点管理办法》，试点产品为上证 50ETF 期权，2 月 9 日正式上市交易，**公司受益于上证 50ETF 期权配置需求的提升，及个股期权推出预期。**

（2）受益于 A 股纳入 MSCI 等国际指数预期。沪港通的开通标志着 A 股与国际市场的互联互通向前迈出一大步，未来 A 股纳入 MSCI 等国际指数已是大势所趋，海外机构投资者更青睐低估值蓝筹股，公司无疑是最佳配置标的之一。

盈利预测与估值：14-16 年 EPS1.14/1.41/1.71 元，PE9.8/8.0/6.6 倍，考虑到公司销售均价提升及资金成本下降的影响，提升每股 RNAV 至 11.12 元（此前为 9.87 元）。

公司销售增长含金量高，股权激励目标是业绩增长底线，显著受益于资金成本下降、中票发行、股本融资提速、央企整合带来的并购发展机会以及市值管理增强。改革大牛市下 A 股国际化配置，持续宽松的货币及行业政策正在推升蓝筹地产的配置价值，我们认为未来 6-12 个月公司合理估值应为 15 年 10 倍 PE，目标价提升至 14 元，评级提升至“强烈推荐”。

风险提示：（1）降息降准及政策放松低于预期，可能导致公司销售业绩低于预期；（2）再融资审核放开仍存在不确定性。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	303008	359268	427299	503441
现金	33753	49239	68596	79444
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	280681	329356	394649
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	15	15	15	15
其他	5550	5550	5556	5556
资产总计	313940	369918	437628	513397
流动负债	166635	196643	234294	273157
短期借款	1370	0	0	0
应付账款	18671	18671	18671	18671
其他	146594	177972	215623	254487
非流动负债	78152	92152	107152	125152
长期借款	75101	89101	104101	122101
其他	3051	3051	3051	3051
负债合计	244787	288795	341446	398309
少数股东权益	17390	19208	21590	25164
股本	7138	10707	10707	10707
资本公积	10964	7395	7395	7395
留存收益	33661	43813	56490	71822
归属母公司股东权益	51763	61915	74592	89924
负债和股东权益	313940	369918	437628	513397

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	-9754	5313	6795	-4289
净利润	11864	14069	17451	21848
折旧摊销	333	481	527	573
财务费用	986	1158	1641	1921
投资损失	-635	-1000	-1800	-2200
营运资金变动	-22148	-9395	-11024	-26430
其它	-154	0	-0	0
投资活动现金流	-2226	800	1594	2000
资本支出	102	200	200	200
长期投资	-1509	0	6	0
其他	-3633	1000	1800	2200
筹资活动现金流	12506	9373	10967	13137
短期借款	22	-1370	0	0
长期借款	19251	14000	15000	18000
普通股增加	0	3569	0	0
资本公积增加	187	-3569	0	0
其他	-6954	-3257	-4033	-4863
现金净增加额	532	15486	19356	10848

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	108960	130752	163220
营业成本	62655	73863	89015	112757
营业税金及附加	9522	11234	12814	14690
营业费用	2185	2833	3269	4081
管理费用	1576	1859	2231	2448
财务费用	986	1158	1641	1921
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	1800	2200
营业利润	16007	19012	23582	29524
营业外收入	182	0	0	0
营业外支出	87	0	0	0
利润总额	16102	19012	23582	29524
所得税	4237	4943	6131	7676
净利润	11864	14069	17451	21848
少数股东损益	1117	1818	2382	3573
归属母公司净利润	10747	12251	15069	18275
EBITDA	17326	20651	25751	32018
EPS (元)	1.00	1.14	1.41	1.71

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	34.0%	18.0%	20.0%	24.8%
营业利润	19.5%	18.8%	24.0%	25.2%
归属于母公司净利润	27.4%	14.0%	23.0%	21.3%
获利能力				
毛利率	32.2%	32.2%	31.9%	30.9%
净利率	11.6%	11.2%	11.5%	11.2%
ROE	20.8%	19.8%	20.2%	20.3%
ROIC	10.0%	11.1%	12.8%	13.6%
偿债能力				
资产负债率	78.0%	78.1%	78.0%	77.6%
净负债比率	39.26%	37.65%	36.24%	35.58%
流动比率	1.82	1.83	1.82	1.84
速动比率	0.38	0.40	0.42	0.40
营运能力				
总资产周转率	0.33	0.32	0.32	0.34
应收账款周转率	42	44	53	66
应付账款周转率	3.98	3.96	4.77	6.04
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.00	1.14	1.41	1.71
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.91	0.50	0.63	-0.40
每股净资产(最新摊薄)	4.83	5.78	6.97	8.40
估值比率				
P/E	11.21	9.83	7.99	6.59
P/B	2.33	1.95	1.61	1.34
EV/EBITDA	11	9	8	6

相关报告

报告日期	报告标题
2014-12-07	《保利地产-销售向好，价值低估》
2014-10-29	《保利地产-业绩增长强劲，资金成本改善》
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,19 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、泛海建设、金融街、北京城建、首开股份、世茂股份、世联地产、中航地产、荣盛发展、中南建设、中国国贸、信达地产、广宇发展、中华企业、苏宁环球、华业地产、滨江集团、阳光城、金科股份、亿城股份、华发股份、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	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434