

2015年3月17日

群益香港研究部

hk_research@e-capital.com.hk

該股為合資格滬股通股票

目標價(元) 13.0元

公司基本資訊

產業別	房地產		
A 股價(2015/3/16)	9.72		
上證綜指(2015/3/16)	3449.31		
股價 12 個月高/低	11.9/4.86		
總發行股數(百萬)	10733.78		
A 股數(百萬)	10733.78		
A 市值(億元)	1043.32		
主要股東	保利南方集團有限公司(42.05%)		
每股淨值(元)	5.72		
股價/賬面淨值	1.70		
	一個月	三個月	一年
股價漲跌(%)	3.1	18.0	114.3

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
------	------	----

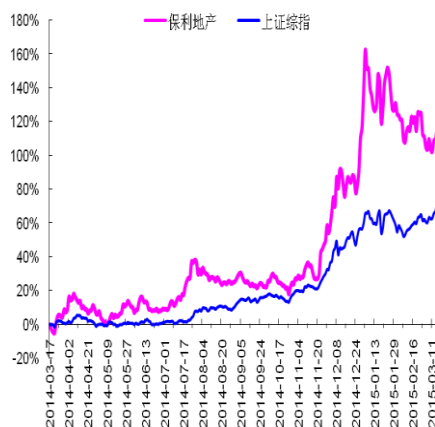
產品組合

房地產	95.1%
其他	4.9%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	10.0%
一般法人	46.2%

股價相對大盤走勢



保利地產 (600048. SH)

Buy 買入

2014 年錄得淨利潤 122 億元，YOY+13.5%

結論與建議：

公司 2014 年錄得淨利潤 122 億元，同比增長 13.5%，公司業績符合預期。公司 2014 年全年實現銷售金額 1366.8 億元，同比增長 9.1%，公司銷售穩健。市占率提升 0.25 個百分點至 1.79%。公司同時公佈定增預案，擬定增募集資金不超過 100 億元，公司實際控制人保利集團承諾認購 5-15 億元，定增實施後將可進一步優化公司資產結構。目前公司 A 股股價對應 2015 年 PE 為 7.7 倍，PB 為 1.4 倍，估值處於較低水平，繼續給予“買入”的投資建議。

- **公司業績：**公司 2014 年實現營業收入 1091 億元，同比增長 18.1%；實現歸屬於上市公司股東的淨利潤 122 億元，同比增長 13.5%；基本每股收益 1.14 元，公司業績符合預期。從單季度來看，公司 Q4 單季度實現營收 568 億，同比增長 18.2%，實現淨利潤 61 億元，同比持平。
- **毛利率微降，費用率下降：**公司 2014Q4 單季營收增長而淨利潤持平主要是由於公司結算結構的變化，低毛利項目在 Q4 結算占比較高；公司 Q4 綜合毛利率為 30.6%，較 2013Q4 下降 1.1 個百分點。整體來看，公司 2014 年全年結算毛利率為 32.03%，較 2013 年小幅下降 0.13 個百分點，但我們也注意到公司通過提升管理效率，三項費用率繼續下降 0.2 個百分點至 4.95%，使得公司在毛利率下降之時，銷售淨利率較 2013 年提升 0.2 個百分點至 13.05%。
- **銷售穩定增長，市占率提升：**從銷售來看，公司 2014 年實現銷售面積 1066.6 萬平方米，同比持平，實現銷售金額 1366.8 億元，同比增長 9.1%。公司在 2014 年同業普遍下滑之時，銷售金額依然維持正向增長，市占率也由此穩定提升 0.25 個百分點至 1.79%。公司目前產品結構合理：一、二線城市項目占比在 8 成左右，住宅產品中 144 平方米以下的普通住宅套數占比逾九成。我們認為國家對首置以及首改需求的支持將會推動公司 2015 年銷售的增長。公司 2015 年新推貨量將達到 1600-1800 億元，我們預計公司 2015 年銷售金額將超過 1500 億元。
- **公司財務狀況仍然穩健，擬定增募集資金不超過 100 億元：**扣除預收賬款後，公司其他負債占總資產比重為 46.9%，資產結構相對合理。2014 年，公司成功發行第二期 5 億美元票面利率 5.25% 的高級債券，並成功完成首次 10 億元人民幣中期票據發行，票面利率 4.8%，公司融資成本處於行業較低水平。公司同時公佈非公開發行股票預案，計劃增發不超過 11.5 億股，募集 100 億元，發行價格不低於 8.74 元/股，主要用於房地產項目的建設。其中公司實際控制人保利集團承諾認購 5-15 億元（占總募集資金的 5%-15%）。我們認為公司定增完成後，財務狀況將得到進一步的優化，並且公司實際控制人保利集團參與定增也表明對公司未來發展的看好。
- **盈利預測與投資建議：**公司作為國內地產行業的龍頭企業，擁有出色的產品結構與品牌優勢，銷售穩健，融資成本低廉，將會在行業集中度提升中受益。我們預計公司 2015、2016 年淨利潤分別同比增長 11%、10% 至 135 億元、149 億元，對應 EPS 分別為 1.26 元、1.39 元，對應目前 A 股 PE 分別為 7.7 倍、7 倍，PB 1.4 倍。目前公司估值較低，繼續給予買入的投資建議。

..... 接續下頁.....

年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014	2015F	2016F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	8438	10747	12200	13537	14890
同比增減	%	29.2%	27.4%	13.5%	11.0%	10.0%
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	1.182	1.506	1.137	1.262	1.388
同比增減	%	7.7%	27.4%	-24.5%	11.0%	10.0%
A 股市盈率 (P/E)	X	8.2	6.4	8.5	7.7	7.0
股利 (DPS)	RMB 元	0.35	0.29	0.22	0.24	0.26
股息率 (Yield)	%	3.65%	2.99%	2.22%	2.47%	2.72%

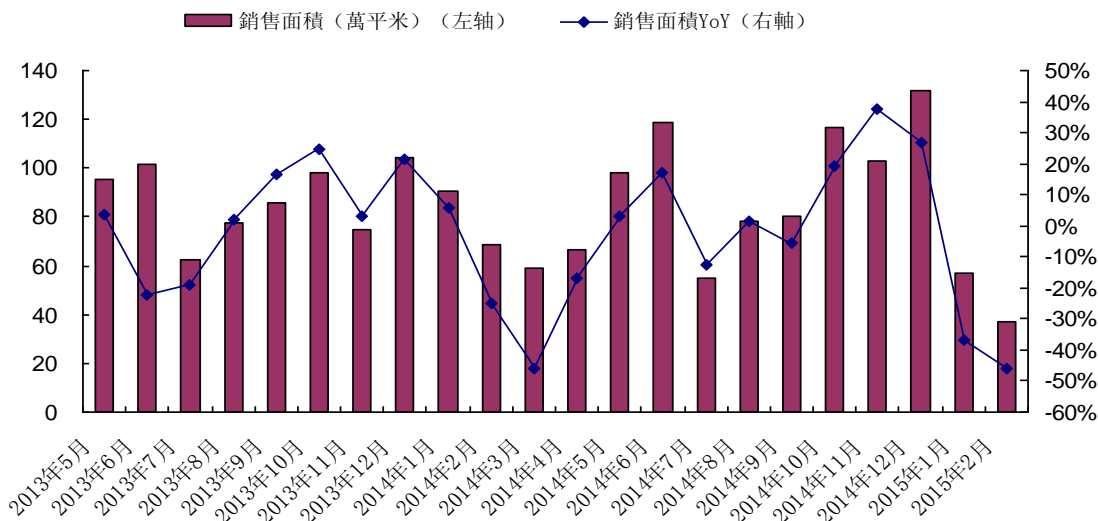
預期報酬 (Expected Return: ER) 為准，說明如下：

強力買入 Strong Buy (ER ≥ 30%)；買入 Buy (30% > ER ≥ 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

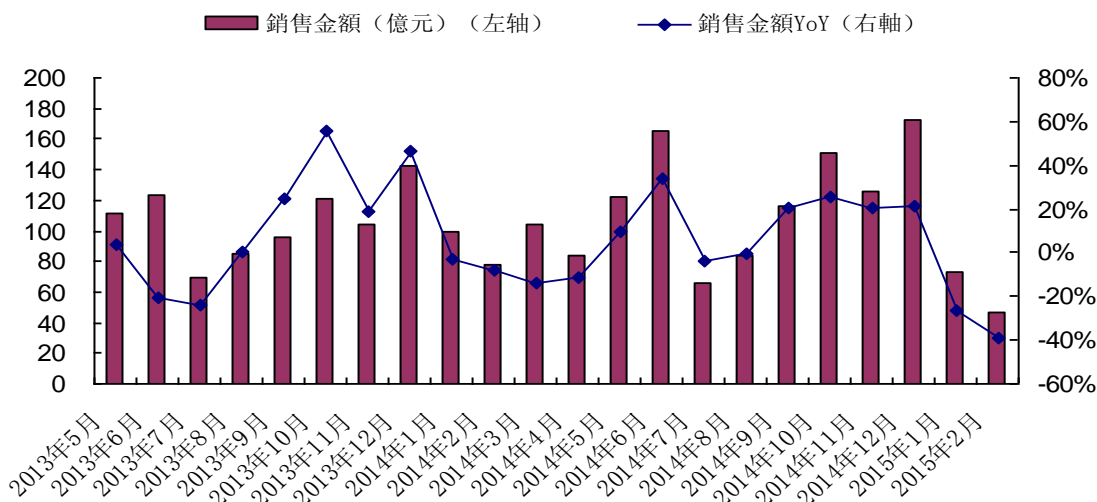
賣出 Sell (-30% < ER ≤ -10%)；強力賣出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

圖 1：公司每月銷售面積及同比增減



資料來源：公司公告，群益證券

圖 2：公司每月銷售金額及同比增減



資料來源：公司公告，群益證券

附一：合并損益表

百萬元	2012	2013	2014	2015F	2016F
營業額	68906	92356	109057	121108	135096
經營成本	43972	62655	74123	82232	91865
主營業務利潤	16813	20178	23786	26523	29316
銷售費用	1646	2185	2402	2543	2837
管理費用	1223	1576	1723	1817	2026
財務費用	892	986	1271	1296	1486
營業利潤	13394	16007	18981	20966	23065
補貼收入	0	0	0	0	0
稅前利潤	13532	16102	19032	21006	23105
所得稅	3554	4237	4800	5588	6146
少數股東損益	1540	1117	2031	1881	2069
淨利潤	8438	10747	12200	13537	14890

附二：合并資產負債表

百萬元	2012	2013	2014	2015F	2016F
貨幣資金	20126	33753	40070	45217	46574
存貨淨額	207435	239907	267192	323922	355365
應收帳款淨額	602	2332	3350	1263	1430
流動資產合計	232161	303008	350858	375238	408500
長期投資淨額	1173	3382	3546	3450	3550
固定資產合計	1096	1985	2478	2334	2430
無形資產及其他資產合計	9331	10932	14908	13567	15514
資產總計	241492	313940	365766	388805	424014
流動負債合計	122051	166635	187313	175600	186915
長期負債合計	68389	78152	97580	117742	125585
負債合計	190440	244787	284893	293341	312500
少數股東權益	8347	17390	19463	21344	23413
股東權益合計	42705	51763	61410	74120	88102
負債和股東權益總計	241492	313940	365766	388805	424014

附三：合并現金流量表

百萬元	2012	2013	2014	2015F	2016F
經營活動產生的現金流量淨額	3093	-9754	-10458	-1503	-7019
投資活動產生的現金流量淨額	6	-2226	-3169	-4000	-4210
籌資活動產生的現金流量淨額	11326	12506	19891	11368	12586
現金及現金等價物淨增加額	14427	532	6240	5865	1357

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。