

吴剑雄

执业证书编号: S0730511010007

021-50588666-8033

wujx@ccnew.com

## 业绩增速趋缓，后续增长基础牢固

——保利地产(600048)2014年报点

### 证券研究报告-点评报告

**买入(维持)**

发布日期: 2015年3月18日

#### 报告关键要素:

保利地产14年销售业绩与市场占有率逆势实现“双增长”，土地储备成本和城市布局合理，15年可售资源丰富，财务稳健，资金链安全。我们维持公司“买入”投资评级。

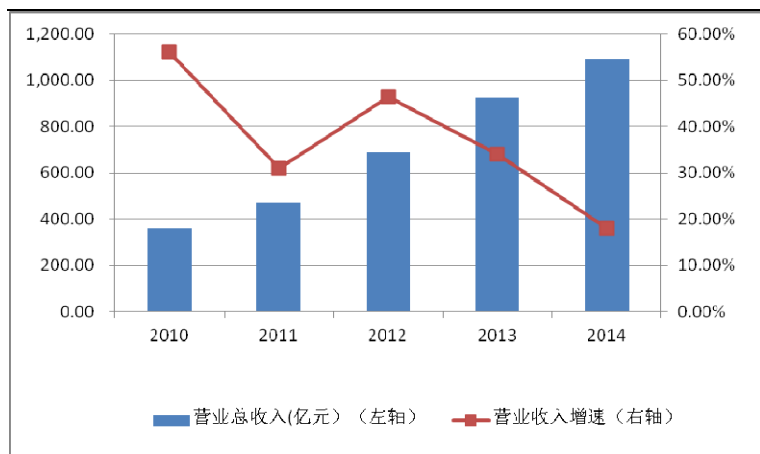
#### 事件:

公司公布了2014年年报。2014年度，保利地产实现营业收入1090.56亿元，较去年同期增长18.08%；实现归属于上市公司股东的净利润122亿元，较去年同期增长13.52%，每股收益1.14元，同比增长13.47%。公司拟每10股派发红利2.16元。

#### 点评:

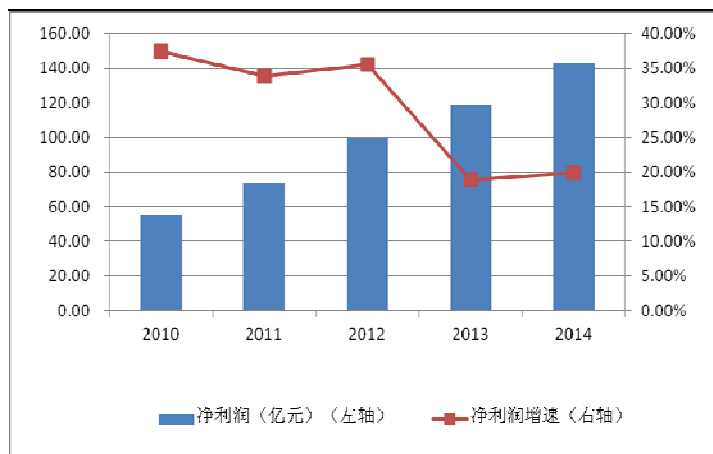
1、**营收和盈利规模稳步提升，利润率保持稳定。**尽管受累于房地产行业14年不景气，公司营收增速开始明显放缓，但依旧实现了稳步提升。公司14年实现营业收入1090.56亿元，较去年同期增长18.08%；实现归属于上市公司股东的净利润122亿元，较去年同期增长13.52%。年内公司结算毛利率为32.03%，较去年下降0.13个百分点；公司销售净利率13.05%较去年同期上涨0.2个百分点。在行业利润率水平趋势性下滑的大背景下，公司严控成本，提升管理效益，努力保持了利润率的稳定。

图1: 保利地产近5年营业收入及增速



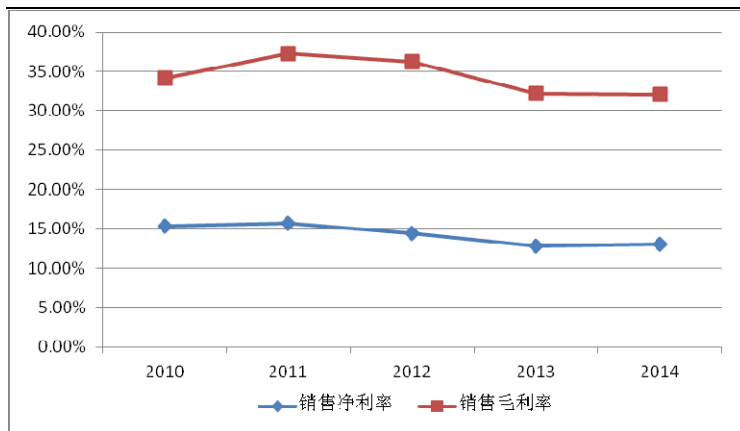
资料来源: 中原证券研究所、Wind

图2: 保利地产近5年净利润及增速



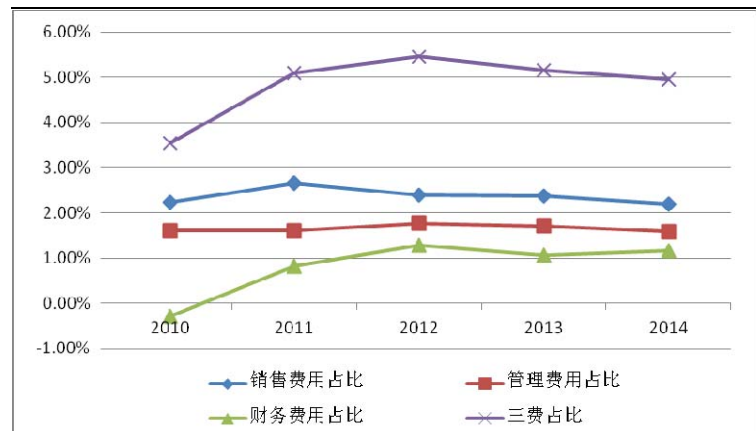
资料来源: 中原证券研究所、Wind

图 3: 保利地产近 5 年盈利水平



资料来源: 中原证券研究所、Wind

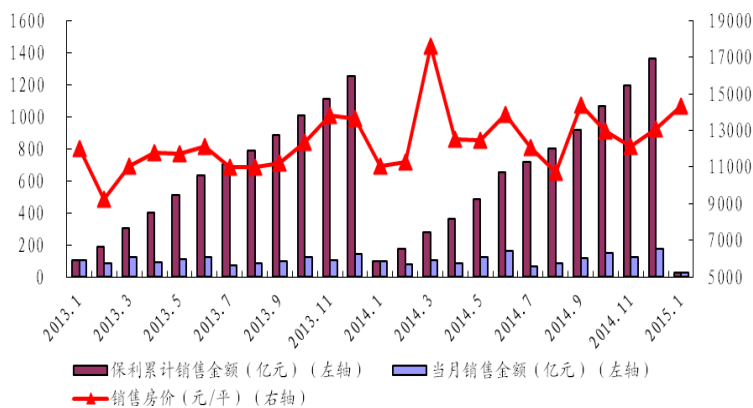
图 4: 保利地产近 5 年三费占比



资料来源: 中原证券研究所、Wind

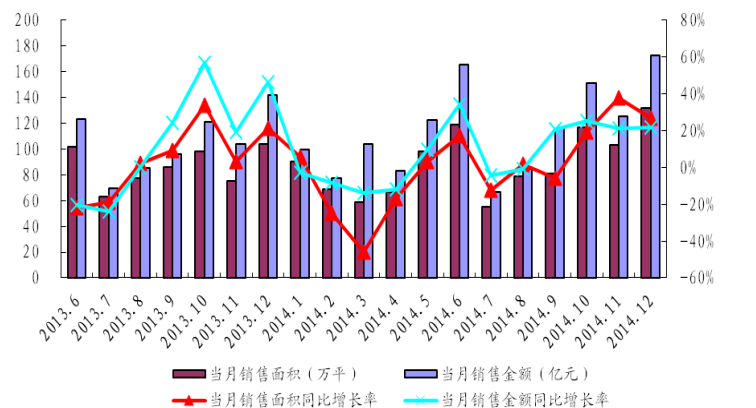
**2、销售业绩与市场占有率逆势实现“双增长”。**公司14年实现签约销售面积1066.61万平方米，签约销售金额1366.76亿元，同比分别增长0.21%和9.09%，市场占有率逆市提升0.25个百分点至1.79%。坚持中小户型普通产品定位，迎合市场需求，为销售的稳步增长奠定基础。14年，公司住宅产品占比超过80%，其中144平米以下刚需产品占比超过90%。

图 5: 保利地产近年销售情况



资料来源: 中原证券研究所、Wind

图 6: 保利地产单月销售情况



资料来源: 中原证券研究所、Wind

**3、公司审慎增加土地储备，分布侧重一二线城市。**14年公司共新增40个房地产项目，新增容积率面积1231万平方米，总地价249亿元，同比分别下降32.6%和24.5%；平均楼面地价3485元/平方米，较2013年的3111元/平方米上涨了12%；新增权益容积率面积861万平方米，权益比例69.9%，权益地价298亿元。从新增项目区域分布来看，公司仍以一、二线城市布局为主。一、二线城市新增容积率面积856万平方米，总地价383亿元，拓展面积和金额占比分别69.5%和89.3%，一二线城市新增项目按容积率面积计的权益比例为70%。14年新进入海口、乌鲁木齐、兰州、洛阳、莆田、茂名、汕尾、林芝等8个城市，累计进入全国57个城市，进一步完善和深化了城市群布局。

**4、公司15年可售资源充足。**公司共有在建拟建项目245个，规划总建筑面积12458万平方米，其中待开发面积5069万平方米，一、二线城市占比约为73.2%；在建拟建项目可售容积率面积约9240万平方米，累计

已签约面积约为4024万平方米，待售面积约为5216万平方米，其中一、二线城市占比约为77.3%。

**5、资产财务稳健，负债合理，资金链安全。**公司总资产3658亿元，净资产809亿元、归属母公司净资产614亿元，负债总额2849亿元，资产负债率为77.9%，较2013年下降0.08个百分点；期末预收账款1133亿元，扣除预收账款后的其他负债占总资产的比例为46.9%，负债水平较为合理；期末公司有息负债总额为1262亿，综合成本为6.5%，较去年同期下降0.53个百分点。

**6、公司管理不断优化，探索适应电商和老龄化时代地产发展新业务。**公司一方面积极推进标准化成果落地、提升项目开发品质，另一方面持续推进商业运营、房地产基金、养老地产、海外拓展等业务的发展，进展良好。

**7、盈利预测及估值。**预计公司2015-2016年的营业收入分别为1310.31亿元和1563.85亿元，归属母公司股东净利润为139.27元和180.20亿元，每股收益分别为1.30元和1.68元。2015年3月18日股价（9.91元）对应的市盈率分别为7.64倍和5.90倍。公司估值低，行业15年有望好转，我们维持公司“买入”投资评级。

**8、风险提示。**（1）地方政府环保政策执行不力的政策风险；（2）市场竞争激烈导致的产品和服务价格下降；（3）估值的系统性风险。

附表1:

资产负债表			利润表				
	2014A	2015E	(百万)		2014A	2015E	(百万)
			2016E				2016E
<b>流动资产</b>	359166.75	333035.93	423601.36	<b>营业收入</b>	109056.50	131031.38	156385.95
货币资金	48378.25	19654.71	23457.89	营业成本	74122.57	89127.55	106264.26
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	营业税费	11147.74	13394.01	15985.75
应收票据及账款	3352.72	2739.03	4531.47	销售费用	2401.92	3038.49	3626.44
预付账款	22565.62	30433.55	32755.86	管理费用	1722.76	2210.24	2637.92
存货	267192.10	281285.10	341965.66	财务费用	1271.22	2704.43	1104.92
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	562.54	231.07	231.07
<b>非流动资产</b>				公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	3545.76	4245.76	4995.76	投资收益	1152.79	700.00	750.00
固定资产和在建工程	2477.63	1951.37	1425.11	<b>营业利润</b>	18980.53	21025.60	27285.60
无形资产和研发支出	28.83	44.99	61.16	其他非经常损益	51.29	94.90	94.90
其他非流动资产	430.96	415.26	399.55	<b>利润总额</b>	19031.82	21120.50	27380.50
<b>资产总计</b>	372688.78	345938.46	435934.40	所得税	4800.46	5105.13	6657.63
<b>流动负债</b>				<b>净利润</b>	14231.36	16015.38	20722.88
短期借款	3257.40	2706.16	8525.23	少数股东权益	2031.05	2088.70	2702.64
应付帐款	22605.18	23850.54	31537.30	<b>归属母公司净利润</b>	12200.32	13926.68	18020.23
预收帐款	113301.49	162554.05	201134.21	<b>EPS (元)</b>	1.14	1.30	1.68
其他	25411.75	25411.75	25411.75				
<b>长期负债</b>				<b>主要财务比率</b>			
长期借款	97525.41	7030.42	24858.18		2014A	2015E	2016E
其他	0.00	0.00	0.00	<b>每股指标</b>			
<b>负债合计</b>	291816.49	251268.19	321181.95	每股收益	1.14	1.30	1.68
股本	10729.75	10729.75	10954.62	每股经营现金	-0.96	6.23	-1.73
资本公积金	6916.93	6916.93	8920.53	每股净资产	5.72	6.81	8.26
未分配利润	33661.16	43762.86	55472.15	<b>增长率</b>			
少数股东权益	19462.75	21551.45	24254.09	营业收入增长率	18.08%	20.15%	19.35%
<b>母公司所有者权益</b>	80872.28	94670.27	114752.45	营业利润增长率	18.58%	10.77%	29.77%
<b>负债及权益合计</b>	372688.78	345938.46	435934.40	净利润增长率	13.52%	14.15%	29.39%
				<b>获利能力</b>			
<b>现金流量表</b>			(百万)	毛利率	32.03%	31.98%	32.05%
	2014A	2015E	2016E	净利率	13.05%	12.22%	13.25%
<b>经营活动现金流净额</b>	-10315.32	66872.02	-18532.69	ROE	19.87%	19.05%	19.91%
净利润	13079.37	15244.20	19901.70	ROIC	12.33%	11.88%	20.38%
资产减值准备	562.54	231.07	231.07	<b>偿债能力</b>			
折旧摊销	346.41	1108.42	1108.42	资产负债率	78.30%	72.63%	73.68%
财务费用	1554.09	2383.13	721.44	流动比率	1.85	1.36	1.43
投资收益	1152.79	700.00	750.00	速动比率	0.47	0.21	0.28
营运资金变动	-342.99	61998.20	20185.24	<b>营运能力</b>			
<b>投资活动现金流净额</b>	-3168.81	51.18	51.18	资产周转率	0.29	0.38	0.36
投资支出净额	#VALUE!	-20.48	-20.48	存货周转率	0.28	0.32	0.31
其他投资	34.28	71.66	71.66	应收帐款周转率	32.53	47.84	34.51
<b>筹资活动现金流净额</b>	19891.11	-95646.74	22284.69	<b>估值比率</b>			
借款变动	0.00	-91046.23	23646.83	PE	8.72	7.64	5.90
其他	143.40	0.00	0.00	PB	1.73	1.45	1.18
<b>现金净增加额</b>	6382.74	-28723.54	3803.19				

资料来源: 中原证券、wind

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

### 转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得转载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。