

保利地产 (600048)

强烈推荐

行业：房地产开发

改善结构效果初现，多业态发展助力增长

公司公布 2015 年一季报，实现营业收入 133 亿元 (+44.1%)，净利润 12.9 亿元 (+58.6%)，扣非后净利润 12.7 亿元 (+65.5%)，EPS0.12 元。

投资要点：

◇ **业绩符合预期，受益于高毛利项目结转，毛利率大幅提升** (1) 毛利率 42.4%，同比增长 8.2 个百分点。主要是因为毛利水平在 40% 以上的商业地产项目在一季度结转比重较大，导致毛利水平提升。(2) 三费占比 11.2%，同比下降 1.4 个百分点。其中财务费用 4.6 亿元，同比上涨 74%。主要因为发行票据使得利息支付大幅增加，1 季度净增 11 亿元贷款，发行中票 30 亿元。(3) 少数股东权益 2.9 亿元 (+356.2%)，一季度的结算项目中公司占比权益下降，因而少数股东权益大幅增加。

◇ **一季度销售额下降 31%，但行业回暖+公司持续发力使得 15 年销售有望增长 20%**。一季度新推货不足，大约 200 亿元，二季度计划推货 400-450 亿元，将成为推货高峰期，为全年打基础。一季度受到新推货不足，去库存力度加大以及春节后延因因素影响，一季度销售额 195.1 亿元，销售面积 158.2 万 m²，分别同比下降 30.5% 和 27.4%；均价 1.23 万元/m²，同比下降 4.6%。而预计公司 2015 全年可售货值 2350 亿元 (新推货 1800 亿元 + 存货 550 亿元)，按照 70% 的去化率，销售有望达 1640 亿元 (+20%)。一季度仅完成全年销售的 8.3%。公司上半年将着重清理库存，并调整区域和产品结构。

◇ **一季度新增投资降幅较大，但全年计划投资总规模和单位面积投资强度将提升**。一季度新拓展项目 9 个，新增容积率面积 249.4 万 m² (-33%)，新增总地价 69 亿元 (-47.1%)，单位地价 2779 元/m² (-21.1%)。一季度新开工 422.5 万 m² (+1.5%)，竣工 104 万 m² (-23.0%)。公司计划 2015 完成房地产直接投资 1200 亿元 (+21%)，新开工 1500 万 m² (-15%)，竣工 1450 万 m²。总投资增加但新开工减少，说明单位面积投资强度加大，主要与去年一线城市和精品装修投资加大等有关。公司 70% 销售来自 10 个城市，公司未来将坚守一二线城市，并重点布局省会城市。同时也看好海西区域和京津冀区域等城市圈中的三线城市机会。同时公司加速国际化战略，对于国家战略、亚欧、一路一带等做深层次研究。

◇ **结合互联网模式开拓养老产业等新业务，外延创新将提升估值空间**。(1) 目前在养老市场依然在培育期，未来会存在一个爆发时点。政府扶持+社会资本将是行业发展主流模式。公司则将以轻资产方式进行投资，目前重点培育专业化团队，并以做依托于保利地产的项目为主，已规划和建设 6 个项目；2-3 年后正式投入运营，届时在国家税收、资金政策有利的情况下，不排除投资其他项目的可能性。(2) 商业地产将聚焦核心城市，保留核心区域物业，出售其他物业；与彩生活相比 (目前彩生活 2 亿 m²，2020 将达 10 亿 m²)，公司将围绕自身楼盘，发展社区商业 O2O 以及延伸金融服务。

◇ **融资环境改善+国企改革预期将进一步助力整合优势资源，释放活力**。随着降息降准等持续宽松的货币政策将降低债务融资成本；而 100 亿元的定增大大缓解了高杠杆的压力，降低资产负债率。同时国企改革大牛市背景下，保利集团作为央企地产龙头，有望在板块整合和外延并购上施展拳脚。公司作为集团重要上市平台和地产龙头，将在本轮改革中有较大话语权。

◇ 预计 15-17 年 EPS1.41/1.64/1.89 元，PE8/7/6 倍；宏观层面行业回暖，融资环境改善和国企改革预期，公司层面主业稳步增长，新业提升估值想象。基于以上背景，

作者

署名：李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

参与人：郑彬彬

S0960115040023

0755-82026905

zhengbinbin@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 18

当前股价： 14.97

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	10,734
流通股本(百万股)	10,734
总市值(亿元)	1,607
流通市值(亿元)	1,607
成交量(百万股)	620.49
成交额(百万元)	9,084.72

股价表现



相关报告

《保利地产-低估值龙头，有业绩，有故事，有诉求》2015-03-18

《保利地产-销售向好，融资助力，坚定买入》2015-02-10

《保利地产-改革大牛市下诸多利好提升配置价值》2015-01-15

参考当前板块 15 年 PE15.8 倍，我们给予 6-12 个月公司估值 13 倍 PE，目标价 18 元，维持“强烈推荐”的投资评级。

◇ **风险提示：**降息降准及政策放松低于预期，导致销售低于预期；定增审批结果及进程的不确定性；新业务发展的不确定性。

主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	109056	130839	157007	188409
收入同比(%)	18%	20%	20%	20%
归属母公司净利润	12200	15131	17606	20314
净利润同比(%)	14%	24%	16%	15%
毛利率(%)	32.0%	31.1%	29.6%	28.9%
ROE(%)	19.9%	19.8%	18.7%	17.7%
每股收益(元)	1.14	1.41	1.64	1.89
P/E	8.72	7.03	6.04	5.23
P/B	1.73	1.39	1.13	0.93
EV/EBITDA	10	8	7	6

资料来源：中国中投证券研究总部

附：公司 2014 年年报财务与经营等指标

图 1：经营情况

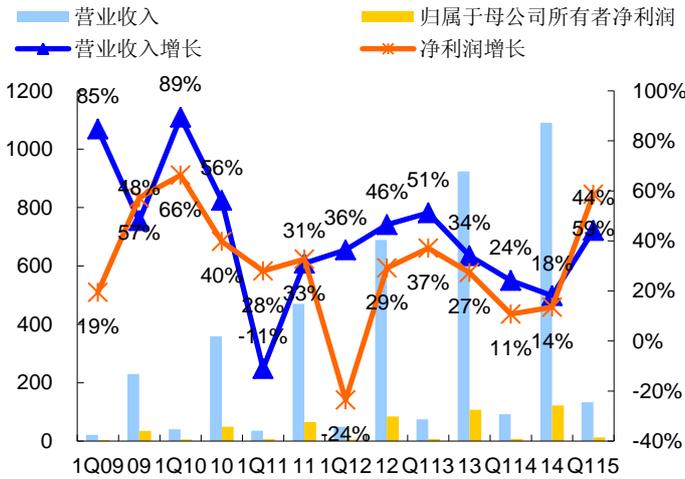


图 2：EPS 和 ROE

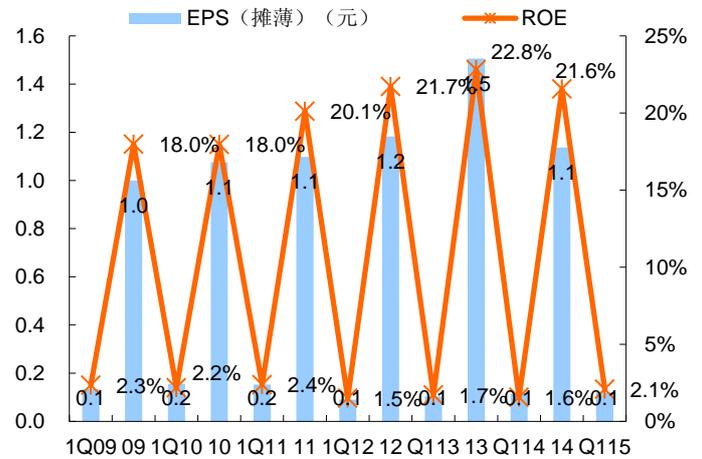


图 3：综合毛利率和净利率

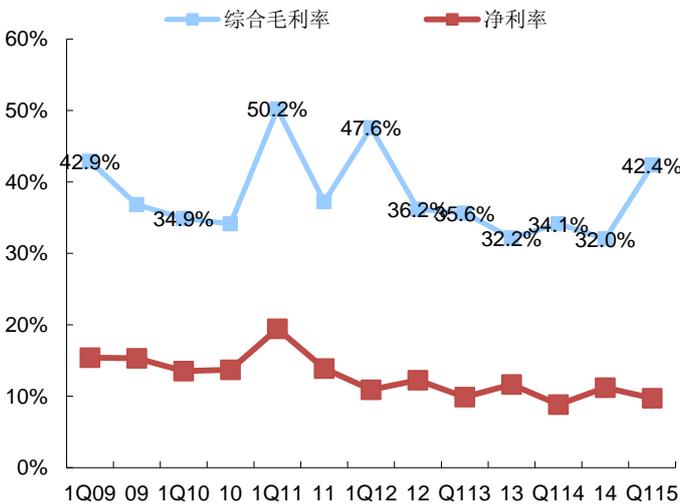


图 4：三费水平

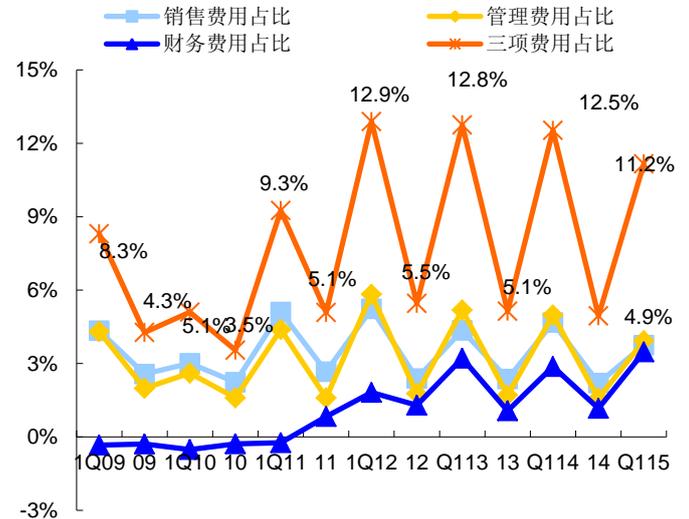


图 5：货币资金与短期负债

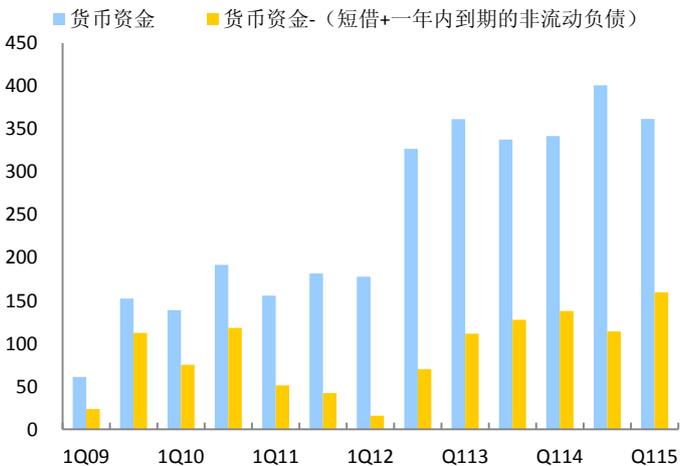
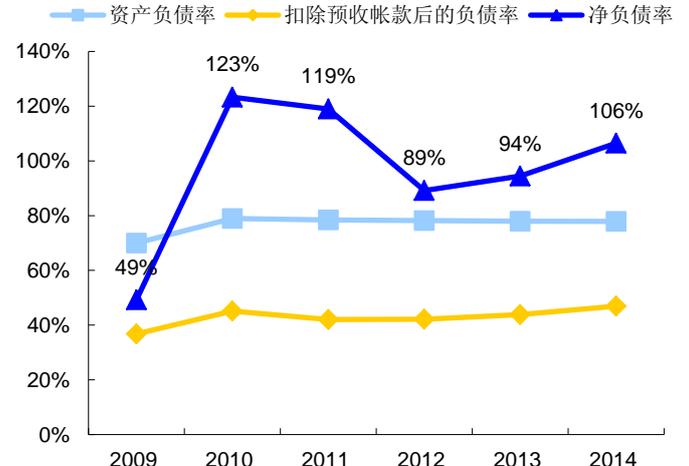


图 6：负债水平



数据来源：公司公告，中国中投证券研究总部

附：财务预测
资产负债表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	350858	389254	467109	550690
现金	40070	39226	58838	78467
应收账款	3350	3350	3350	3350
其他应收款	17678	17678	17678	17678
预付账款	22566	22566	22566	22566
存货	267192	306432	364675	428627
其他流动资产	3	3	3	3
非流动资产	14908	14590	14232	13834
长期投资	3546	3546	3546	3546
固定资产	2478	2160	1802	1404
无形资产	18	18	18	18
其他非流动资产	8866	8866	8866	8866
资产总计	365766	403844	481341	564524
流动负债	187313	184055	221361	266130
短期借款	3257	0	0	0
应付账款	22579	22579	22579	22579
其他流动负债	161477	161475	198782	243550
非流动负债	97580	121549	141549	156549
长期借款	90495	105495	120495	135495
其他非流动负债	7085	16054	21054	21054
负债合计	284893	305604	362911	422679
少数股东权益	19463	21699	24284	27384
股本	10730	10734	10734	10734
资本公积	6917	6917	6917	6917
留存收益	43763	58894	76500	96813
归属母公司股东权益	61410	76541	94147	114460
负债和股东权益	365766	403844	481341	564524

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	-10458	-21510	-629	4052
净利润	14231	17368	20190	23414
折旧摊销	346	518	558	598
财务费用	1271	1345	1433	1564
投资损失	-1153	-1499	-1873	-2342
营运资金变动	-25411	-39241	-20936	-19183
其他经营现金流	257	0	-0	0
投资活动现金流	-3169	1299	1673	2142
资本支出	81	200	200	200
长期投资	-3174	0	0	0
其他投资现金流	-6262	1499	1873	2342
筹资活动现金流	19891	19368	18567	13436
短期借款	1887	-3257	0	0
长期借款	15394	15000	15000	15000
普通股增加	3592	0	0	0
资本公积增加	-4047	0	0	0
其他筹资现金流	3065	7625	3567	-1564
现金净增加额	6240	-843	19612	19629

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	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	109056	130839	157007	188409
营业成本	74123	90127	110508	133946
营业税金及附加	11148	12691	14445	17334
营业费用	2402	2882	3140	3768
管理费用	1723	2067	2355	2826
财务费用	1271	1345	1433	1564
资产减值损失	563	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1153	1499	1873	2342
营业利润	18981	23226	27000	31312
营业外收入	167	0	0	0
营业外支出	115	0	0	0
利润总额	19032	23226	27000	31312
所得税	4800	5858	6810	7898
净利润	14231	17368	20190	23414
少数股东损益	2031	2237	2584	3101
归属母公司净利润	12200	15131	17606	20314
EBITDA	20598	25089	28991	33475
EPS (元)	1.14	1.41	1.64	1.89

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	18.1%	20.0%	20.0%	20.0%
营业利润	18.6%	22.4%	16.2%	16.0%
归属于母公司净利	13.5%	24.0%	16.4%	15.4%
获利能力				
毛利率(%)	32.0%	31.1%	29.6%	28.9%
净利率(%)	11.2%	11.2%	11.6%	11.2%
ROE(%)	19.9%	19.8%	18.7%	17.7%
ROIC(%)	9.8%	9.5%	9.9%	10.5%
偿债能力				
资产负债率(%)	77.9%	75.7%	75.4%	74.9%
净负债比率(%)	41.83%	42.84%	40.20%	38.07%
流动比率	1.87	2.11	2.11	2.07
速动比率	0.45	0.45	0.46	0.46
营运能力				
总资产周转率	0.32	0.34	0.35	0.36
应收账款周转率	36	37	45	53
应付账款周转率	3.59	3.99	4.89	5.93
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.14	1.41	1.64	1.89
每股经营现金流(最)	-0.97	-2.00	-0.06	0.38
每股净资产(最新摊)	5.72	7.13	8.77	10.67
估值比率				
P/E	8.72	7.03	6.04	5.23
P/B	1.73	1.39	1.13	0.93
EV/EBITDA	10	8	7	6

相关报告

报告日期	报告标题
2015-02-10	《保利地产-销售向好, 融资助力, 坚定买入》
2015-01-15	《保利地产-改革大牛市下诸多利好提升配置价值》
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,中国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。

郑彬彬,郑彬彬,中投证券房地产行业分析师,毕业于北京大学软件与微电子学院,软件工程硕士。

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

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

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

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