



买入

20% ↑

目标价格:人民币 16.85

原目标价格:人民币 16.80

600048.CH

价格:人民币 14.00

目标价格基础:净资产值溢价 34%

板块评级:未有评级

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	17.6	30.0	36.1	179.2
相对上证指数	(16.0)	8.7	(1.2)	57.7

发行股数(百万)	10,734
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	150,273
3个月日均交易额(人民币 百万)	3,993
净负债比率(%) (2015E)	85
每股重估净资产值(人民币) (2015E)	12.57
主要股东(%)	
保利南方集团有限公司	42

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际研究
以 2015 年 4 月 29 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

房地产: 房地产开发

田世欣

(8621)20328519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080002

保利地产

战略重塑的央企大蓝筹, 未来行业整合者

保利地产 1 季度实现营业收入 133.07 亿元, 归母净利润 12.93 亿元, 同比分别增长 44.10% 和 58.63%; 税前毛利率为 42.35%, 同比提高 8.22 个百分点, 每股收益 0.12 元。公司以 5P 战略宣告重新梳理战略布局。作为产业链覆盖最为完善的龙头地产公司之一, 保利地产在住宅、商业物业、房地产基金、养老地产等多领域上具备优势地位, 而央企集团整合如火如荼, 也为公司整合央企地产资源带来想象力。我们维持 2015-16 年 1.40 和 1.64 元的业绩预期, 重申买入评级, 目标价格上调至 16.85 元。

支撑评级的要点

- **一季度新推货不足, 二季度底部回升。**1 季度签约金额 195 亿元、签约面积 158 万平方米, 同比分别减少 30.5% 和 27.4%; 实现认购金额 239 亿元、认购面积 218 万平方米, 同比分别减少 23.9% 和 13.8%。2 季度推货量加大, 政策支持和一线城市及周边成交的好转, 将促销售底部回升。公司毛利率表现平稳, 好于行业水平, 标准化及集团采购全面推进。待售面积约为 5,216 万平方米, 其中一、二线城市占比约为 77.3%, 一线城市和优势的广州城市群占 38%, 是回暖的主要受益者。
- **开发和拿地仍然谨慎。**新开工 422.5 万平方米, 竣工面积 104 万平方米, 在建面积 4,028 万平方米, 分别比去年同期增长 1.5%、-23.0% 和 11.5%。新增容积率面积 249.41 万平方米, 平均楼面地价 2,779 元/平方米, 总价 69 亿, 仅占销售额的 14%。
- **深挖社区价值, 建立线上线下互联服务平台。**公司推出 5P 战略, 聚焦养老地产、全生命周期绿色建筑、社区 O2O、保利地产 APP、海外地产五方面。基于全国 245 个社区 5,000 万平米物业基础上的“若比邻”商业品牌打造社区 O2O 即将推出, 保利地产 APP 计划 6 月推出。
- **商业地产和养老地产在行业内富有影响力。**商业持有面积百万平米, 经营及租金超 10 亿, 出租经营规模位居行业前列, 商业类互联平台; 14 年公司三位一体养老战略逐步落地, 公司在养老产业领域的深入研究和大面积社区覆盖将为公司在大健康领域提供巨大商机。

评级面临的主要风险

- 2 季度市场复苏低于预期。

估值

- 维持 15-16 年盈利预测不变, 重申买入评级, 目标价格由 16.80 元上调至 16.85 元。

投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	92,356	109,056	126,832	152,191	184,615
变动(%)	34	18	16	20	21
净利润(人民币 百万)	10,747	12,200	14,946	17,569	20,714
全面摊薄每股收益(人民币)	1.004	1.139	1.396	1.641	1.935
变动(%)	27.4	13.5	22.5	17.5	17.9
全面摊薄市盈率(倍)	13.9	12.3	10.0	8.5	7.2
价格/每股现金流量(倍)	(15.4)	(14.3)	31.2	(14.6)	5.5
每股现金流量(人民币)	(0.91)	(0.98)	0.45	(0.96)	2.52
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.9	11.8	9.7	8.7	7.8
每股股息(人民币)	0.186	0.206	0.252	0.296	0.349
股息率(%)	1.3	1.5	1.8	2.1	2.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1.2015 年 1 季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2014 年 1-3 月	2015 年 1-3 月	同比变动(%)
营业收入	9,235	13,307	44.1
营业成本	(6,083)	(7,672)	26.1
营业税	(1,089)	(1,806)	65.8
毛利润	2,063	3,830	85.7
其他收入	16	12	(22.7)
销售费用	(431)	(499)	15.7
管理费用	(460)	(523)	13.6
营业利润	1,187	2,820	137.6
投资收益	327	48	(85.4)
财务费用	(265)	(463)	74.4
营业外收支	13	34	160.1
税前利润	1,261	2,438	93.3
所得税	(383)	(856)	123.5
少数股东权益	(64)	(290)	356.2
归属上市公司股东净利润	815	1,293	58.6
主要比率(%)			百分点增减
毛利率	22.3	28.8	6.4
经营利润率	12.9	21.2	8.3
净利率	8.8	9.7	0.9

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	92,356	109,056	126,832	152,191	184,615
销售成本	(72,177)	(85,270)	(98,390)	(118,297)	(143,61)
经营费用	(3,428)	(3,778)	(4,548)	(5,507)	(6,733)
息税折旧前利润	16,751	20,008	23,893	28,386	34,269
折旧及摊销	(333)	(346)	(249)	(249)	(250)
经营利润(息税前利润)	16,417	19,662	23,645	28,138	34,019
净利息收入/(费用)	(453)	(702)	(180)	(357)	(557)
其他收益/(损失)	431	498	1,140	1,358	1,615
税前利润	16,102	19,032	24,010	28,568	34,524
所得税	(4,237)	(4,800)	(6,003)	(7,142)	(8,631)
少数股东权益	(1,117)	(2,031)	(3,061)	(3,857)	(5,179)
净利润	10,747	12,200	14,946	17,569	20,714
核心净利润	10,747	12,200	14,946	17,569	20,714
每股收益(人民币)	1.004	1.139	1.396	1.641	1.935
核心每股收益(人民币)	1.004	1.139	1.396	1.641	1.935
每股股息(人民币)	0.186	0.206	0.252	0.296	0.349
收入增长(%)	34	18	16	20	21
息税前利润增长(%)	18	20	20	19	21
息税折旧前利润增长(%)	18	19	19	19	21
每股收益增长(%)	27	14	23	18	18
核心每股收益增长(%)	27	14	23	18	18

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	33,753	40,070	59,470	57,052	55,384
应收帐款	10,072	21,031	15,220	18,263	22,154
库存	239,907	267,192	317,080	350,038	424,614
其他流动资产	19,276	22,566	25,938	31,190	37,864
流动资产总计	303,008	350,858	417,708	456,544	540,017
固定资产	1,985	2,478	2,725	2,973	3,221
无形资产	25	29	28	27	26
其他长期资产	8,097	12,401	13,069	13,939	14,839
长期资产总计	10,932	14,908	15,822	16,940	18,086
总资产	313,940	365,766	433,530	473,483	558,103
应付帐款	44,631	52,417	60,521	72,777	88,350
短期债务	20,995	28,669	32,716	36,041	45,496
其他流动负债	101,009	106,227	137,213	134,186	162,755
流动负债总计	166,635	187,313	230,450	243,004	296,602
长期借款	78,091	97,525	107,525	117,525	127,525
其他长期负债	61	54	54	54	54
股本	7,138	10,730	10,730	10,730	10,730
储备	44,625	50,680	62,827	77,103	93,931
股东权益	51,763	61,410	73,557	87,833	104,661
少数股东权益	17,390	19,463	21,943	25,067	29,261
总负债及权益	313,940	365,766	433,530	473,483	558,103
每股帐面价值(人民币)	4.83	5.74	6.87	8.20	9.77
每股有形资产(人民币)	7.25	8.60	6.85	8.18	9.75
每股净负债/(现金)(人民币)	9.15	12.07	7.53	9.00	10.96

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	16,102	19,032	24,010	28,568	34,524
折旧与摊销	333	346	249	249	250
净利息费用	747	1,128	774	928	1,110
运营资本变动	(22,148)	(25,411)	(13,131)	(31,542)	1,231
税金	(4,237)	(4,800)	(6,003)	(7,142)	(8,631)
其他经营现金流	(550)	(753)	(1,090)	(1,308)	(1,459)
经营活动产生的现金流	(9,754)	(10,458)	4,810	(10,247)	27,025
购买固定资产净值	(102)	(81)	(1,200)	(1,200)	(1,200)
投资减少/增加	(1,421)	(2,697)	595	571	571
其他投资现金流	(703)	(391)	2,353	(764)	(23,300)
投资活动产生的现金流	(2,226)	(3,169)	1,748	(1,394)	(23,929)
净增权益	4,512	3,956	0	0	0
净增债务	16,980	27,600	14,047	13,325	19,455
支付股息	(8,842)	(11,521)	(2,839)	(3,338)	(3,338)
其他融资现金流	(144)	(143)	2,353	(764)	(23,300)
融资活动产生的现金流	12,506	19,891	13,561	9,223	(7,183)
现金变动	526	6,264	20,119	(2,418)	(4,087)
期初现金	32,673	33,753	40,070	59,470	57,052
公司自由现金流	(11,980)	(13,627)	6,558	(11,641)	3,096
权益自由现金流	5,000	13,973	20,605	1,684	22,550

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	18.1	18.3	18.8	18.7	18.6
息税前利润率(%)	17.8	18.0	18.6	18.5	18.4
税前利润率(%)	17.4	17.5	18.9	18.8	18.7
净利率(%)	11.6	11.2	11.8	11.5	11.2
流动性					
流动比率(倍)	1.8	1.9	1.8	1.9	1.8
利息覆盖率(倍)	15.8	12.7	17.3	18.8	20.4
净权益负债率(%)	94.5	106.5	84.6	85.5	87.8
速动比率(倍)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
估值					
市盈率(倍)	13.9	12.3	10.0	8.5	7.2
核心业务市盈率(倍)	13.9	12.3	10.0	8.5	7.2
目标价对应核心业务市盈率(倍)	16.8	14.8	12.1	10.3	8.7
市净率(倍)	2.9	2.4	2.0	1.7	1.4
价格/现金流(倍)	(15.4)	(14.3)	31.2	(14.6)	5.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.9	11.8	9.7	8.7	7.8
周转率					
存货周转天数	1,086.1	1,085.3	1,083.7	1,029.2	984.4
应收帐款周转天数	28.6	52.0	52.2	40.2	40.0
应付帐款周转天数	143.9	162.4	162.5	159.8	159.3
回报率					
股息支付率(%)	19.5	19.0	19.0	19.0	19.0
净资产收益率(%)	22.8	21.6	22.1	21.8	21.5
资产收益率(%)	4.3	4.3	4.4	4.7	4.9
已运用资本收益率(%)	11.0	10.7	10.9	11.4	12.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371