



买入

28% ↑

目标价格:人民币 7.19

原目标价格:人民币 6.89

600048.CH

价格:人民币 5.63

目标价格基础:净资产折价 35%

板块评级:中立

保利地产

毛利率稳定回升, 综合表现超越同行

保利地产 2014 年上半年实现营业收入 340.0 亿元, 归母净利润 38.2 亿元, 同比分别增长 11.3% 和 12.2%, 每股收益 0.36 元。保利上半年结算毛利率回升, 预售锁定能力强于同行, 前 7 月销售额同比增长 1.7%, 亦高于行业平均水平。随着行业企稳, 下半年销售表现值得期待。公司估值在行业内具有吸引力, 维持买入评级, 目标价格上调至 7.19 元。

支撑评级的要点

- **毛利率稳定回弹, 销售费用率有所上涨**, 上半年综合毛利率 33.78%, 其中房地产结算毛利率为 32.27%, 分别同比增长 1.20 和 1.36 个百分点; 从成本明细来看, 本期土地成本占比从去年同期的 42.7% 下降至 40.4%, 开发成本从 55.1% 上升至 57.0%。销售压力加大使得销售费用率上升 0.7 个百分点。
- **下半年可售充足, 市场回暖料带动销售**。前 7 月签约面积 556 万平米, 签约金额 718 亿元, 同比分别减少 11.0% 和增长 1.7%, 完成全年 1,500 亿目标的 48%, 均价 12,903 元/平米, 同比增长 14.3%。公司坚持普宅高周转战略, 144 平米以下住宅占比 92%, 商务地产销售占 20%, 下半年, 公司可售资源充足, 各地调控放松也有利于市场加快去库存, 公司还是有希望冲刺销售目标的。6 月末预收账款 1,236.68 亿元, 锁定我们收入预测 14 年的 100% 和 15 年的 37%, 锁定率较高。
- **购地谨慎, 充裕资金做好低位整合准备**。上半年新开工 941 万平米, 竣工面积 430 万平米, 完成全年计划的 54% 和 32%; 前 7 月公司新增容积率面积 674 万方, 权益比例约 67%, 平均楼面价 3,550 元/平米, 总地价 239 亿元, 占比销售额 33%。公司加大融资力度, 4 月份在香港再次成功发行 5 亿美元高级债券, 票面利率 5.25%, 上半年净增金融机构贷款 217 亿元, 保持在经营性现金净流出, 保持了现金的增长, 做好在行业低位的逆周期整合的资金准备。期末资产负债率为 79.6%, 净负债率 118%, 较上年末提高了 24 个百分点。

评级面临的主要风险

- 房地产市场超预期下跌的风险。

估值

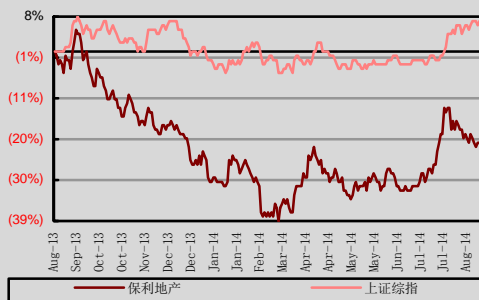
- 公司预收账款锁定率高, 在淡市中具备利润平滑空间, 过往地价控制得宜, 毛利率表现坚挺。我们看好公司普宅高周转策略在下半年市场企稳回升中的销售表现, 而目前公司估值仍然是行业中最低水平, NAV 折价率 49%, 动态市盈率 4.9 倍, 存在估值修复机会。我们下调 2014-16 年预测每股收益分别至 1.21、1.39 和 1.62 元, 按 14 年预测 NAV11.06 元折让 35%, 目标价由 6.89 元上调至 7.19 元, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	68,906	92,356	108,312	129,348	152,023
变动 (%)	n.a.	34	17	19	18
净利润(人民币 百万)	8,438	10,747	12,984	14,902	17,354
全面摊薄每股收益(人民币)	0.788	1.004	1.213	1.392	1.621
变动 (%)	n.a.	27.4	20.8	14.8	16.4
先前预测每股收益(人民币)			1.27	1.583	1.80
调整幅度 (%)			(4.5)	(12.1)	(10.0)
全面摊薄市盈率(倍)	7.1	5.6	4.6	4.0	3.5
价格/每股现金流量(倍)	10.8	(4.1)	(2.6)	23.3	2,785.7
每股现金流量(人民币)	0.52	(1.37)	(2.15)	0.24	0.00
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.7	7.5	6.6	5.8	5.3
每股股息(人民币)	0.278	0.294	0.355	0.272	0.316
股息率 (%)	4.9	5.2	6.3	4.8	5.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	3.2	(9.2)	11.0	(20.1)
相对上证指数	(2.5)	(14.0)	1.5	(28.5)

发行股数(百万)	10,707
流通股 (%)	100
流通股市值(人民币 百万)	60,280
3 个月日均交易额(人民币 百万)	612
净负债比率 (%) (2014E)	91
每股重估净资产值(2014E)	11.06
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 2014 年 8 月 25 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

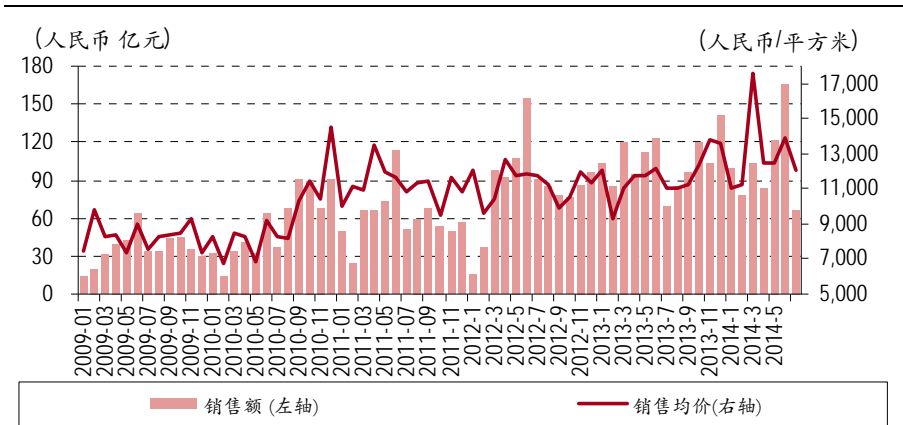
shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080002

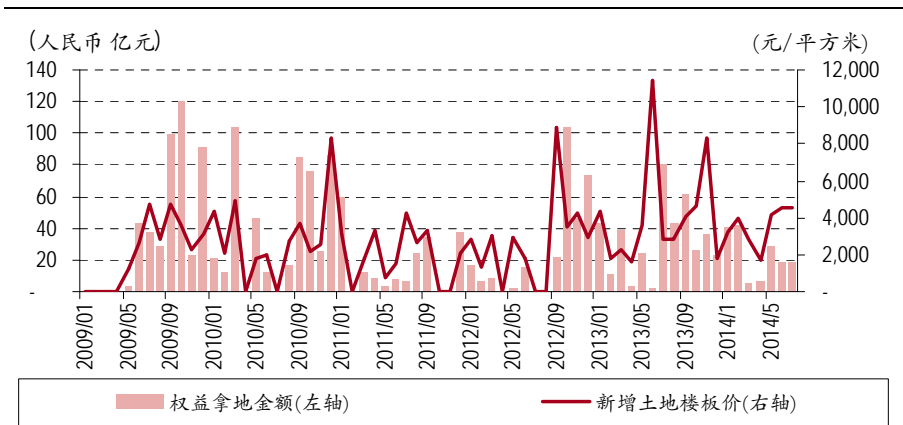
图表 1.2014 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	2013 年 1-6 月	2014 年 1-6 月	同比变动(%)
营业收入	30,544	33,999	11.3
营业成本	(20,593)	(22,513)	9.3
营业税	(3,037)	(3,522)	16.0
毛利润	6,914	7,964	15.2
其他收入	24	(1)	(105.9)
销售费用	(698)	(1,035)	48.3
管理费用	(778)	(875)	12.5
营业利润	5,463	6,053	10.8
投资收益	167	450	169.4
财务费用	(558)	(661)	18.5
营业外收支	22	(22)	(199.4)
税前利润	5,095	5,821	14.3
所得税	(1,414)	(1,630)	15.3
少数股东权益	(274)	(368)	34.4
归属上市公司股东净利润	3,407	3,822	12.2
主要比率(%)			百分点增减
毛利率	22.6	23.4	0.8
经营利润率	17.9	17.8	(0.1)
净利率	11.2	11.2	0.1

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 2. 保利 2009 年以来月度销售情况


资料来源: 公司数据和中银国际研究

图表 3. 保利 2009 年以来月度拿地情况


资料来源: 公司数据和中银国际研究

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	68,906	92,356	108,312	129,348	152,023
销售成本	(52,092)	(72,177)	(82,734)	(99,580)	(117,470)
经营费用	(2,570)	(3,428)	(4,891)	(5,880)	(6,946)
息税折旧前利润	14,243	16,751	20,686	23,888	27,607
折旧及摊销	(298)	(333)	(199)	(199)	(199)
经营利润(息税前利润)	13,945	16,417	20,487	23,689	27,408
净利息收入/(费用)	(512)	(453)	(1,285)	(1,641)	(1,688)
其他收益/(损失)	241	431	566	543	518
税前利润	13,532	16,102	19,451	22,326	25,998
所得税	(3,554)	(4,237)	(4,863)	(5,581)	(6,499)
少数股东权益	(1,540)	(1,117)	(1,605)	(1,842)	(2,145)
净利润	8,438	10,747	12,984	14,902	17,354
核心净利润	8,438	10,747	12,984	14,902	17,354
每股收益(人民币)	0.788	1.004	1.213	1.392	1.621
核心每股收益(人民币)	0.788	1.004	1.213	1.392	1.621
每股股息(人民币)	0.278	0.294	0.355	0.272	0.316
收入增长(%)	n.a.	34	17	19	18
息税前利润增长(%)	n.a.	18	25	16	16
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	18	23	15	16
每股收益增长(%)	n.a.	27	21	15	16
核心每股收益增长(%)	n.a.	27	21	15	16

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	13,532	16,102	19,451	22,326	25,998
折旧与摊销	298	333	199	199	199
净利息费用	654	747	1,602	1,906	1,928
运营资本变动	(7,333)	(22,148)	(31,218)	(15,773)	(21,136)
税金	(3,554)	(4,237)	(4,863)	(5,581)	(6,499)
其他经营现金流	(505)	(550)	(516)	(493)	(468)
经营活动产生的现金流	3,093	(9,754)	(15,345)	2,583	22
购买固定资产净值	(71)	(102)	0	0	0
投资减少/增加	208	(1,421)	317	265	239
其他投资现金流	(130)	(703)	3,397	(1,149)	(1,258)
投资活动产生的现金流	6	(2,226)	3,714	(884)	(1,019)
净增权益	4,083	4,512	0	0	0
净增债务	14,322	16,980	41,090	(8,089)	472
支付股息	(6,853)	(8,842)	(2,535)	(2,910)	(3,389)
其他融资现金流	(226)	(144)	3,397	(1,149)	(1,258)
融资活动产生的现金流	11,326	12,506	41,951	(12,148)	(4,174)
现金变动	14,424	526	30,321	(10,448)	(5,172)
期初现金	18,153	32,673	33,753	63,433	52,985
公司自由现金流	3,099	(11,980)	(11,630)	1,700	(997)
权益自由现金流	17,421	5,000	29,459	(6,389)	(525)

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	32,673	33,753	63,433	52,985	47,814
应收帐款	4,393	10,072	12,997	15,522	18,243
库存	189,644	239,907	281,611	310,434	326,849
其他流动资产	16,419	19,276	27,565	33,207	39,187
流动资产总计	243,128	303,008	385,607	412,148	432,092
固定资产	1,378	1,985	2,184	2,382	2,581
无形资产	21	25	24	23	23
其他长期资产	6,069	8,097	8,331	7,866	7,415
长期资产总计	8,041	10,932	10,538	10,272	10,018
总资产	251,169	313,940	396,145	422,420	442,111
应付帐款	28,179	44,631	43,524	52,433	61,875
短期债务	25,672	20,995	39,044	30,955	31,428
其他流动负债	86,620	101,009	127,923	139,903	133,988
流动负债总计	140,471	166,635	210,491	223,291	227,291
长期借款	55,850	78,091	101,131	101,131	101,131
其他长期负债	68	61	61	61	61
股本	7,138	7,138	10,707	10,707	10,707
储备	35,348	44,625	55,073	67,066	81,031
股东权益	42,486	51,763	65,780	77,773	91,738
少数股东权益	12,293	17,390	18,682	20,164	21,890
总负债及权益	251,169	313,940	396,145	422,420	442,111
每股帐面价值(人民币)	7.14	7.25	9.22	7.26	8.57
每股有形资产(人民币)	0.13	0.19	0.17	0.15	0.13
每股净负债/(现金)(人民币)	(8.21)	(9.15)	(10.75)	(7.39)	(7.91)

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	20.7	18.1	19.1	18.5	18.2
息税前利润率(%)	20.2	17.8	18.9	18.3	18.0
税前利润率(%)	19.6	17.4	18.0	17.3	17.1
净利率(%)	12.2	11.6	12.0	11.5	11.4
流动性					
流动比率(倍)	1.7	1.8	1.8	1.8	1.9
利息覆盖率(倍)	17.5	15.8	10.7	10.9	12.7
净权益负债率(%)	89.2	94.5	90.9	80.8	74.6
速动比率(倍)	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
估值					
市盈率(倍)	7.1	5.6	4.6	4.0	3.5
核心业务市盈率(倍)	7.1	5.6	4.6	4.0	3.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	9.1	7.2	5.9	5.2	4.4
市净率(倍)	0.8	0.8	0.6	0.8	0.7
价格/现金流(倍)	10.8	(4.1)	(2.6)	23.3	2,785.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.7	7.5	6.6	5.8	5.3
周转率					
存货周转天数	1,328.8	1,086.1	1,150.4	1,085.0	990.1
应收帐款周转天数	23.3	28.6	38.9	40.2	40.5
应付帐款周转天数	149.3	143.9	148.5	135.4	137.2
回报率					
股息支付率(%)	19.6	19.5	19.5	19.5	19.5
净资产收益率(%)	19.9	22.8	22.1	20.8	20.5
资产收益率(%)	4.1	4.3	4.3	4.3	4.8
已运用资本收益率(%)	10.3	11.0	10.6	10.5	11.6

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

相关关联机构:

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
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 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