

研究所

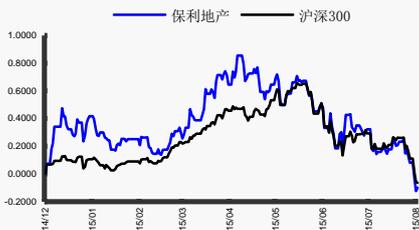
证券分析师：代鹏举 S0350512040001  
021-68591581 [daipj@ghzq.com.cn](mailto:daipj@ghzq.com.cn)

联系人：王嵩 S0350115010001  
010-88576833-802 [wangs@ghzq.com.cn](mailto:wangs@ghzq.com.cn)

## 地产大象稳健增长，多融资渠道降低成本

### ——保利地产（600048）2015年半年报点评

最近一年走势



#### 事件：

公司公布2015年半年报，实现营业收入423.4亿元，同比上升24.6%，净利润49.5亿元，同比上升29.5%，EPS为0.46元。

#### 点评：

- **利润率高于预期，二季度销售发力助推半年业绩上台阶。**上半年公司受益于广州城中村改造项目以及上海地区高毛利项目的结转，地产结算毛利率同比提升3.51个百分点至35.78%，全年来看，预计整体毛利率将维持在30%左右的水平。销售方面，公司4-6月份销售额同比增速分别达到60.4%、43.5%、55.3%，远高于行业平均水平，带动上半年累计销售额达到760.4亿元，同比增长16.7%，市占率也由2014年末的1.79%提升至2.2%。目前公司货源充足，维持全年销售额1500-1600亿元区间的判断。
- **土地投资持续放缓，未来仍将寻找并购拓展机会。**上半年公司完成土地权益投资101亿元，同比大幅下降53%，拿地金额占比销售仅为13.3%，较去年底大幅下滑18个百分点，出于目前公司土地储备相对充足以及地价居高不下的现状，公司土地投资仍保持审慎的态度。尽管收购上置集团协议终止，但公司未来仍将积极寻找行业内的并购机会以扩充优质土地资源，同时公司积极的海外资源拓展正式开启保利地产的国际化战略布局。
- **财务成本优势突出，多渠道优化资产负债表。**公司上半年多采用低成本融资渠道，年内已成功发行60亿人民币中期票据，利率低于5%，成本优势非常突出，上半年综合融资成本为5.68%，较去年末下降0.82个百分点，另外公司百亿定增方案已获国资委批复，但目前股价已跌破发行底价8.53元/股，且整体融资金额巨大，未来推进存在一定不确定性。
- **维持“买入”评级：**作为央企地产龙头，集团内部地产资源存在进一步整合预期，半年度出色的业绩支撑叠加低估值使得当前配置价值凸显，公司5P战略的推进同样值得期待，未来公司将持续受益于市场占有率的提升以及土储结构的优化，安全边际较高。我们预测公司2015-2017年EPS分别为1.37元/1.59元/1.82元，对

#### 市场数据

2015-8-26

当前价格（元）	7.15
52周价格区间（元）	5.3-15.36
总市值（百万）	76881.71
流通市值（百万）	76881.71
总股本（万股）	1075268.69
流通股（万股）	1075268.69
日均成交额（百万）	3001.50
近一月换手（%）	38.35

#### 相关报告

《保利地产（600048）6月销售数据点评：单月销售创新高，呵护蓝筹正当时》  
20150707

#### 合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%

应估值分别为 5.2 倍/4.5 倍/3.9 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示：**房地产政策收紧，销售数据不达预期，再融资计划受阻等。

预测指标	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入（百万元）	109056	126444	150659	178087
增长率(%)	18%	16%	19%	18%
归母净利润（百万元）	12200	14744	17086	19570
增长率(%)	14%	21%	16%	15%
摊薄每股收益（元）	1.14	1.37	1.59	1.82
ROE(%)	19.87%	19.56%	19.21%	18.17%

表 1: 保利地产盈利预测

证券代码:	600048.sh				股票价格:	7.15	投资评级:	买入		日期:	2015/8/26
<b>财务指标</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>		
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>						
ROE	20%	20%	19%	18%	EPS	1.14	1.37	1.59	1.82		
毛利率	32%	31%	31%	31%	BVPS	5.72	7.03	8.29	10.04		
期间费率	15%	15%	15%	16%	<b>估值</b>						
销售净利率	11%	12%	11%	11%	P/E	6.29	5.20	4.49	3.92		
<b>成长能力</b>					P/B	1.25	1.02	0.86	0.71		
收入增长率	18%	16%	19%	18%	P/S	0.70	0.61	0.51	0.43		
利润增长率	14%	21%	16%	15%							
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>		
总资产周转率	0.30	0.30	0.29	0.30	<b>营业收入</b>	<b>109056</b>	<b>126444</b>	<b>150659</b>	<b>178087</b>		
应收账款周转率	5.19	5.19	5.19	5.19	营业成本	74123	87304	103961	122305		
存货周转率	0.28	0.33	0.32	0.33	营业税金及附加	11148	12644	15066	18699		
<b>偿债能力</b>					销售费用	2402	3029	4013	4562		
资产负债率	78%	77%	78%	78%	管理费用	1723	2276	3013	4274		
流动比	1.87	1.85	1.79	1.83	财务费用	1271	1474	1756	2076		
速动比	0.45	0.47	0.47	0.49	其他费用/(-收入)	590	0	0	0		
					<b>营业利润</b>	<b>18981</b>	<b>19717</b>	<b>22850</b>	<b>26171</b>		
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	营业外净收支	51	0	0	0		
现金及现金等价物	40070	52090	72927	87512	<b>利润总额</b>	<b>19032</b>	<b>19717</b>	<b>22850</b>	<b>26171</b>		
应收款项	21031	24384	29054	34343	所得税费用	4800	4973	5763	6601		
存货净额	267192	302782	371015	431020	<b>净利润</b>	<b>14231</b>	<b>14744</b>	<b>17086</b>	<b>19570</b>		
其他流动资产	22566	26163	31174	36849	少数股东损益	2031	0	0	0		
<b>流动资产合计</b>	<b>350858</b>	<b>405420</b>	<b>504168</b>	<b>589723</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>12200</b>	<b>14744</b>	<b>17086</b>	<b>19570</b>		
固定资产	2478	2794	2677	2893							
在建工程	0	356	656	916	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>		
无形资产及其他	18	18	18	18	<b>经营活动现金流</b>	<b>(10458)</b>	<b>3391</b>	<b>1416</b>	<b>(11135)</b>		
长期股权投资	3546	283	118	124	净利润	14231	14744	17086	19570		
<b>资产总计</b>	<b>365766</b>	<b>417737</b>	<b>516504</b>	<b>602541</b>	少数股东权益	2031	0	0	0		
短期借款	3257	3661	4112	4681	折旧摊销	332	249	280	269		
应付款项	22605	30481	62285	73786	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	113301	131366	156523	185019	营运资金变动	(27053)	(11601)	(15951)	(30974)		
其他流动负债	48149	53149	58149	58149	<b>投资活动现金流</b>	<b>(3169)</b>	<b>2591</b>	<b>(19)</b>	<b>(482)</b>		
<b>流动负债合计</b>	<b>187313</b>	<b>218657</b>	<b>281070</b>	<b>321635</b>	资本支出	(493)	(672)	(183)	(476)		
长期借款及应付债券	97525	102402	122882	147458	长期投资	(164)	3263	164	(6)		
其他长期负债	54	54	60	65	其他	(2513)	0	0	0		
<b>长期负债合计</b>	<b>97580</b>	<b>102456</b>	<b>122942</b>	<b>147523</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>25648</b>	<b>4507</b>	<b>17388</b>	<b>24382</b>		
<b>负债合计</b>	<b>284893</b>	<b>321113</b>	<b>404012</b>	<b>469159</b>	债务融资	21322	5280	20932	25146		
股本	10730	10730	10730	10730	权益融资	3956	12000	10000	15000		
股东权益	80872	96624	112492	133382	其它	370	(12772)	(13543)	(15763)		
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>365766</b>	<b>417737</b>	<b>516504</b>	<b>602541</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>12021</b>	<b>10490</b>	<b>18785</b>	<b>12765</b>		

资料来源: Wind、国海证券研究所

## 【分析师承诺】

代鹏举，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。