

保利地产 (600048)

强烈推荐

行业：房地产开发

9月土地拓展力度大，瞄准高利润城市

公司公布 2015 年 9 月销售情况及新增项目情况。

投资要点：

◇ **9月一线城市签约较少，销售低于预期。**9月公司实现签约面积 90.82 万方，签约金额 116.77 亿元，分别同比增长 13%和 1%，环比下降 8%和 6%。9月签约单价 12857 元/平，同比下降 11%，环比上涨 3%，与今年 1 月份的 12774 元/平相比，微涨 1%。由于 8 月销售较好，基数较高，因此环比下降；但同比来看，9 月销售面积增长较好，但由于北京上海等一线城市货量不够，签约减少，因此总金额同比增幅很小。1-9 月累计实现签约面积 857.63 万方，签约金额 1097.88 亿元，均同比增长 20%。1-9 月签约单价 12801 元/平，同比微降 0.26%。9 月份货值 136 亿元 (-60%)，前 9 个月累计货值 1100 亿元，预计四季度将推货 500 亿元实现全年 1600 亿元的货值目标。根据 9 月销售低于预期，10 月新政效果减弱，4 季度销售增速可能减弱。预计全年销售额在 1500 亿元至 1550 亿元之间，同比增长 10%至 13%。

◇ **9月拿地力度大，加强北上等一线城市核心城市土地储备。**1-9 月公司累计拿地 29 块，合计占地面积 263.3 万方，建筑面积 727.8 万方 (-13%)，土地款 328.5 亿元 (+1%)，土地成本约 4513.3 元/方，占 1-9 月签约单价的 35%，同比上涨 14%。9 月拿地力度最大，拿地 8 块，占地面积 92.15 万方，建筑面积 261.85 万方，土地款 212.87 亿元，占到前 9 个月土地款的 65%，楼面均价 8130 元/方。其中在北京和上海拿下 3 块地，占地面积 25.06 万方，建筑面积 48.72 万方，土地款达 151.1 亿元，楼面均价 31009 元/方。今年以来公司除了继续在成都等二线城市拿地外，并新进入晋中城市，还在成本较高的北京、上海以及澳大利亚拿了 6 块地，而 14 年前 9 个月有拿地的一线城市仅为广州。公司在全国铺开的同时，也积极向市场行情好、边际利润高的一线核心城市拓展。

◇ **股权激励持续进行。**9 月股权激励计划首个行权期第五次和第二个行权期第二次共向 46 名激励对象发行约 256 万股股份，占股权激励计划总量的 2.72%；行权价格由上一次行权价下调至 4.85 元/股，募集资金 1241 万元。9 月下旬流通后公司总股本增至 107.55 亿股。截至目前已行权发行的股份达到总计划的 31%。

◇ 维持 15-17 年 EPS1.41/1.64/1.89 元的预测，PE6/5/5 倍；尽管 9 月销售低于预期，但土地拓展力度大，四季度将着力提升核心城市货值储备，未来业绩可期。公司是绩优低估行业龙头，维持 6-12 个月 8XPE，目标价 11 元的判断，再次“强烈推荐”。

◇ **风险提示：**销售低于预期；粤高速增发审批结果及进程的不确定性；

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	15129	17597	20297
净利润同比(%)	14%	24%	16%	15%
毛利率(%)	32.0%	31.1%	29.6%	28.9%
ROE(%)	19.9%	20.4%	19.8%	19.2%
每股收益(元)	1.14	1.41	1.64	1.89
P/E	7.50	6.05	5.20	4.51
P/B	1.49	1.23	1.03	0.86
EV/EBITDA	9	7	6	6

资料来源：中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

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： 11

当前股价： 8.53

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	10,755
流通股本(百万股)	10,755
总市值(亿元)	895
流通市值(亿元)	895
成交量(百万股)	69.13
成交额(百万元)	571.23

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

附：公司销售面积和金额等数据

图 1：保利地产单月销售面积金额与销售均价

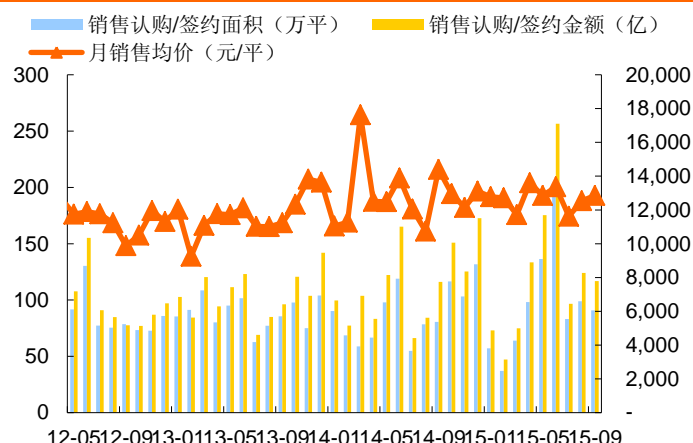


图 2：保利地产单月销售均价与累计销售均价

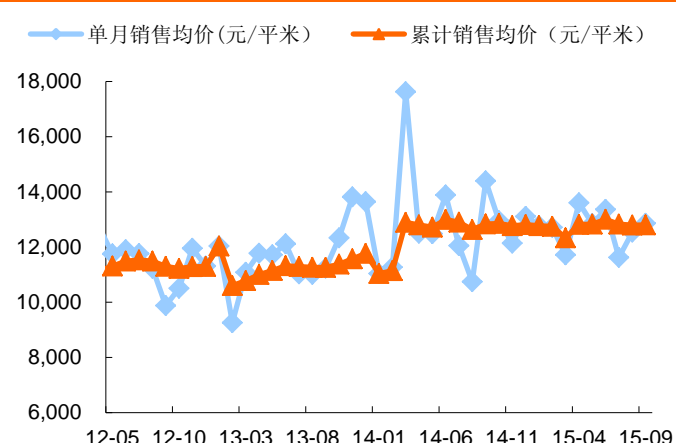


图 3：保利地产单月销售均价各年同期比较

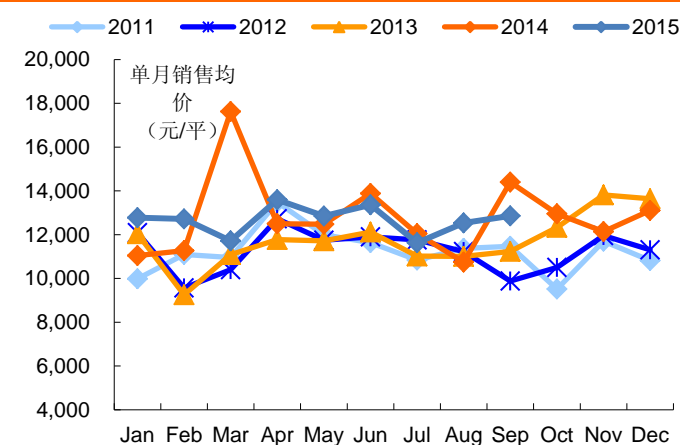


图 4：保利地产累计销售均价各年同期比较

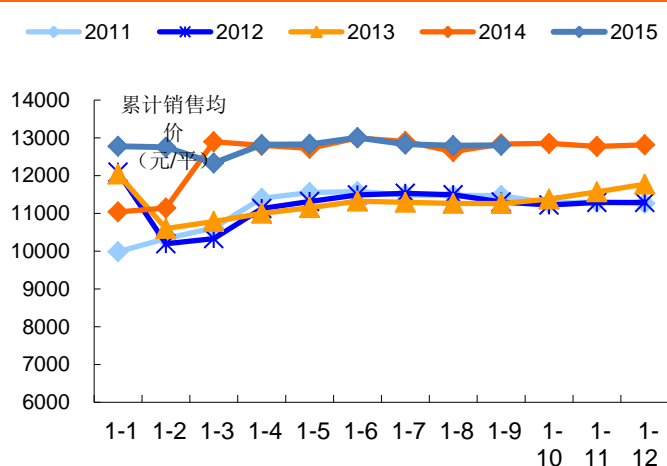


图 5：保利地产单月销售面积各年同期比较

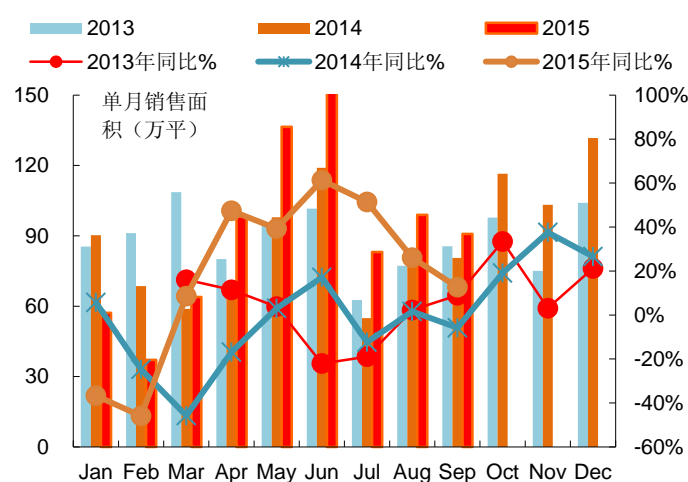


图 6：保利地产单月销售金额各年同期比较

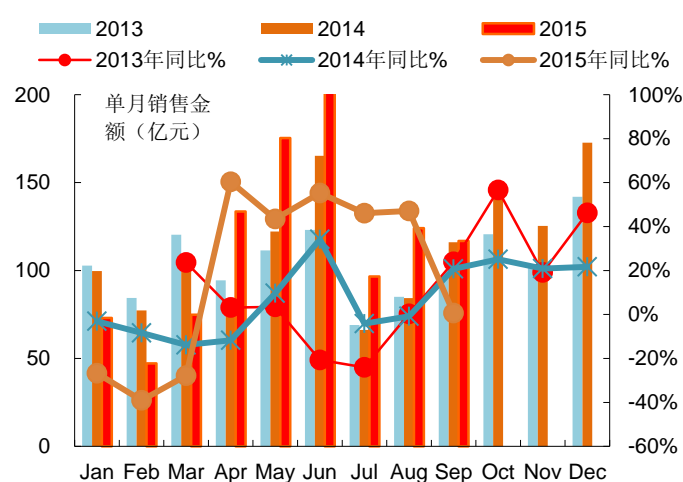
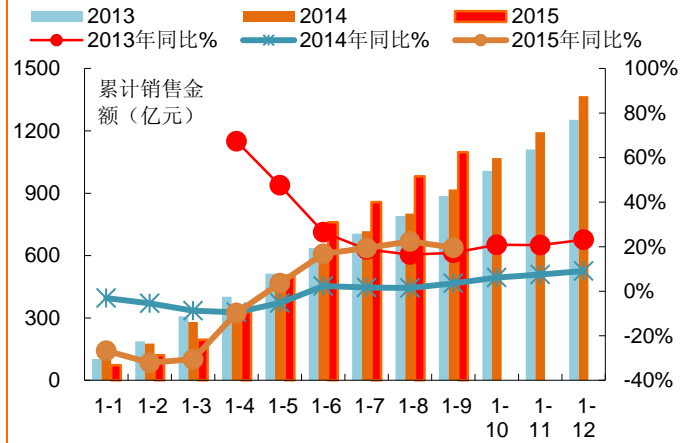
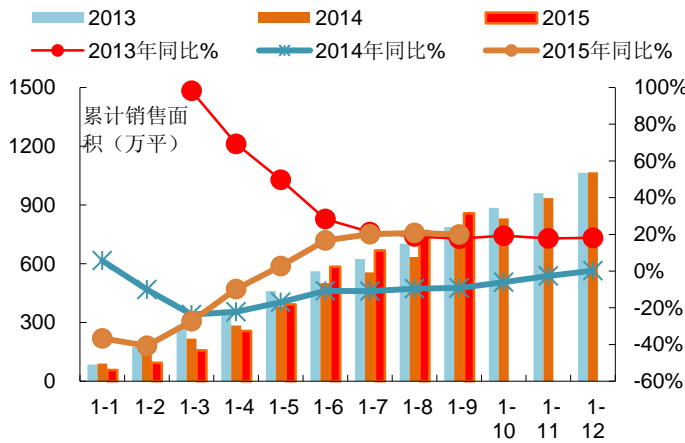


图 7：保利地产累计销售面积各年同期比较

图 8：保利地产累计销售金额各年同期



数据来源：公司公告，中国中投证券研究总部

表 1：公司 2015 年 1-9 月新增项目情况（单位：万平，亿元，元/平米）

项目	城市	权益	占地 面积	规划 建面	土地 款	楼面 地价	权益 建面	权益土 地款
1月 成都武侯区簇桥街道铁佛村地块	成都	100%	4.1	10.6	5.4	5100.0	10.6	5.4
珠海金湾区航空城地块	珠海	51%	7.7	19.3	6.8	3500.3	9.8	3.4
2月 成都天府新区桂溪街道项目地块	成都	100%	8.1	24.3	6.4	2650.2	24.3	6.4
佛山三水区三水大道项目	佛山	51%	25.1	69.9	7.5	1070.9	35.7	3.8
佛山南海区桂澜路项目地块	佛山	100%	1.9	5.6	3.3	5991.4	5.6	3.3
太原万柏林区窰流路以西项目	太原	100%	4.2	14.8	2.6	1729.7	14.8	2.6
3月 晋中榆次区顺城区南侧地块	晋中	100%	18.1	56.5	6.1	1080.4	56.5	6.1
杭州江干区凯旋单元地块	杭州	40%	4.4	19.0	27.0	14235.2	7.6	10.8
成都新都区三河街道地块	成都	51%	14.7	29.5	4.3	1444.4	15.1	2.2
4月 澳大利亚墨尔本南雅拉区克莱蒙地块	墨尔本	51%	0.2	3.6	0.2	547.1	1.8	0.1
5月 合肥市瑶海区大众路地块	合肥	100%	6.8	16.9	7.7	4572.0	16.9	7.7
青岛黄岛区嘉陵江路地块	青岛	100%	4.3	6.0	2.0	3338.1	6.0	2.0
6月 佛山禅城区科海路南侧地块	佛山	100%	11.3	34.0	10.3	3030.0	34.0	10.3
阳江江城区共青湖地块	阳江	100%	27.2	64.7	6.2	961.3	64.7	6.2
成都市金牛区天回镇万圣社区地块	成都	100%	9.5	24.2	4.7	1950.0	24.2	4.7
7月 成都温江区永宁镇新庄社区地块	成都	100%	8.8	17.6	2.0	1125.0	17.6	2.0
西安高新区丈八北路地块	西安	100%	4.4	19.8	4.1	2049.1	19.8	4.1
青岛城阳区正阳路地块	青岛	100%	3.4	8.6	2.1	2505.0	8.6	2.1
8月 东莞樟木头镇南城新区地块	东莞	100%	2.8	5.6	1.1	2060.0	5.6	1.1
郑州经济技术开发区凤凰大街西侧地块	郑州	100%	3.4	11.8	0.9	768.6	11.8	0.9
澳大利亚悉尼埃平区埃平 A+B 地块	悉尼	100%	0.8	3.7	4.9	13034.5	3.7	4.9
9月 北京市朝阳区孙河乡北甸西村 2902-18、2902-19、2902-27 地块	北京	100%	12.11	14.37	67.58	47,033	14.37	67.58
北京市朝阳区东坝南区 1106-657 地块	北京	100%	6.39	15.98	42.50	26,599	15.98	42.50
上海市宝山区大场镇 W121301 单元 08-02 地块	上海	100%	6.56	18.37	41.00	22,314	18.37	41.00
武汉市洪山区卓刀泉城中村改造项目	武汉	100%	29.20	103.79	29.40	2,833	103.79	29.40
太原市晋源区吴家堡南街南侧地块	太原	100%	4.56	15.98	3.05	1,908	15.98	3.05
广州市南沙区榄核镇镇南路南侧地块	广州	100%	12.02	30.05	8.26	2,750	30.05	8.26

佛山市顺德区大良碧桂路东侧地块	佛山	100%	14.50	35.40	12.53	3,538	35.40	12.53
佛山市顺德区佛山新城、乐从镇银桂路北侧地块	佛山	50%	6.81	27.91	8.55	3,065	13.95	4.28
1月小计		68%	11.8	29.9	12.1	4065.9	20.4	8.8
2月小计		70%	39.3	114.6	19.8	1729.6	80.3	16.1
3月小计		75%	37.2	105.0	37.4	3559.2	79.1	19.1
4月小计		51%	0.2	3.6	0.2	547.1	1.8	0.1
5月小计		100%	11.0	22.9	9.7	4248.7	22.9	9.7
6月小计		100%	48.0	123.0	21.3	1728.7	123.0	21.3
7月小计		100%	16.6	45.9	8.2	1779.8	45.9	8.2
8月小计		100%	7.0	21.1	6.9	3284.6	21.1	6.9
9月小计		95%	92.2	261.9	212.9	8129.6	247.9	208.6
1-9月合计		88%	263.3	727.8	328.5	4513.3	642.5	298.8

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	386934	461907	542129
现金	40070	37436	54267	70647
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	305902	364044	427885
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	401524	476139	555962
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	56574	71298	88252
归属母公司股东权益	61410	74221	88944	105899
负债和股东权益	365766	401524	476139	555962

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	-10458	-20979	-525	4168
净利润	14231	17366	20182	23398
折旧摊销	346	518	558	598
财务费用	1271	1348	1444	1586
投资损失	-1153	-1499	-1873	-2342
营运资金变动	-25411	-38778	-20936	-19183
其他经营现金流	257	67	101	111
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	17047	15682	10071
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	5304	682	-4929
现金净增加额	6240	-2633	16830	16381

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	1348	1444	1586
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	23223	26989	31291
营业外收入	167	0	0	0
营业外支出	115	0	0	0
利润总额	19032	23223	26989	31291
所得税	4800	5858	6808	7893
净利润	14231	17366	20182	23398
少数股东损益	2031	2237	2584	3101
归属母公司净利润	12200	15129	17597	20297
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%	15.9%
归属于母公司净利	13.5%	24.0%	16.3%	15.3%
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%	20.4%	19.8%	19.2%
ROIC(%)	9.8%	9.5%	9.9%	10.6%
偿债能力				
资产负债率(%)	77.9%	76.1%	76.2%	76.0%
净负债比率(%)	41.83%	42.84%	40.20%	38.07%
流动比率	1.87	2.10	2.09	2.04
速动比率	0.44	0.44	0.44	0.43
营运能力				
总资产周转率	0.32	0.34	0.36	0.37
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	-1.96	-0.05	0.39
每股净资产(最新摊)	5.72	6.92	8.29	9.87
估值比率				
P/E	7.50	6.05	5.20	4.51
P/B	1.49	1.23	1.03	0.86
EV/EBITDA	9	7	6	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,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。

郑彬彬,null

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	北京市	上海市
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	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434