

保利地产 (600048)

强烈推荐

行业：房地产开发

销售势如破竹，低成本融资助力发展

公司是地产开发翘楚，以区域市场的供求关系、产业结构、人口等信息为基础，实施差异化的拓展策略，覆盖 57 个城市，拥有 292 家控股子公司。以商品住宅开发为主，适度发展持有经营性物业。

投资要点：

✧ **1-2 月签约面积和金额均创历年新高，开局良好，符合预期，预计全年销售额区间为 1600-1700 亿元，同比增长约 7%。**公司抓住市场向好的机遇加大推货力度，2 月推货 160 亿元，同比+60%，周到访人数达 24000 人，环渤海、珠三角增长突出。2 月销售创新高。受市场火爆影响，公司实现签约面积 75 万方，同比+102%；签约金额 89 亿元，同比+89%。**1-2 月签约面积 179 万方，同比+89%；签约金额 229 亿元，同比+90%。**1-2 月认购面积 196 万方，同比+85%，认购金额 255 亿元，同比+63%。**1 月、2 月新货去化率 58.6、55%，自 13 年底的最高水平。**截止 2 月底，已推未售为 515 亿元，下降 45 亿元。

✧ **加大力度增加核心区域项目储备。**2 月加大拿地力度，共取得 11 个项目，同比增加 7 个项目，权益建面 211 万方，同比+163%，权益地价 46 亿元，楼面价 2483 元/平，主要集中在成渝都市圈、珠三角经济带等二、三线城市。

✧ **融资成本持续下降，股本融资正在进行，为有效降杠杆提升竞争力奠定基础。**最近发行公司债低利率创新低为 2.95%，可有效置换高成本债务 100 亿元。1-2 月抓住货币宽松机遇在 2.95%-4.19% 区间发行 100 亿公司债，总体融资成本为 3.38%。当前公司债务成本为 5.02%，较 15 年年中下降 0.66 个百分点。股本融资正在进行，拟定增 11.8 亿股融资 100 亿元，发行价 8.53 元。

✧ **预计 15-17 年 EPS 为 1.15、1.29、1.46 元，三年 CAGR8.6%，对应 PE8、7、7 倍，公司在售资源集中于三大经济圈、长三及成渝经济带中的一二三线城市集群，充分受益于市场持续好转，“降低首付比+契税营业税双降”政策利好。近期加大推货、拿地力度，未来业绩可期。公司作为低估值行业龙头，投资价值凸显，建议逢低吸纳等待价值回归，维持目标价 12.5 元，对应 16 年 PE10 倍，继续“强烈推荐”。**

✧ **风险提示：**销售低于预期，市场波动风险

主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	109056	123508	135026	145108
收入同比(%)	18%	13%	9%	7%
归属母公司净利润	12200	12344	13818	15613
净利润同比(%)	14%	1%	12%	13%
毛利率(%)	32.0%	33.2%	33.1%	33.2%
ROE(%)	19.9%	17.3%	16.7%	16.3%
每股收益(元)	1.14	1.15	1.29	1.46
P/E	8.32	8.22	7.35	6.50
P/B	1.65	1.42	1.22	1.06
EV/EBITDA	10	8	7	7

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名：李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

参与人：郭泰

S0960116030003

010-63222915

guotai@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 12.5

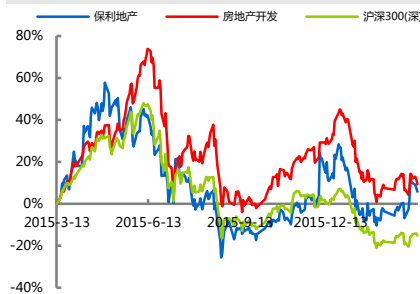
当前股价： 9.46

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	10,757
流通股本(百万股)	10,757
总市值(亿元)	1,018
流通市值(亿元)	1,018
成交量(百万股)	93.71
成交额(百万元)	902.42

股价表现



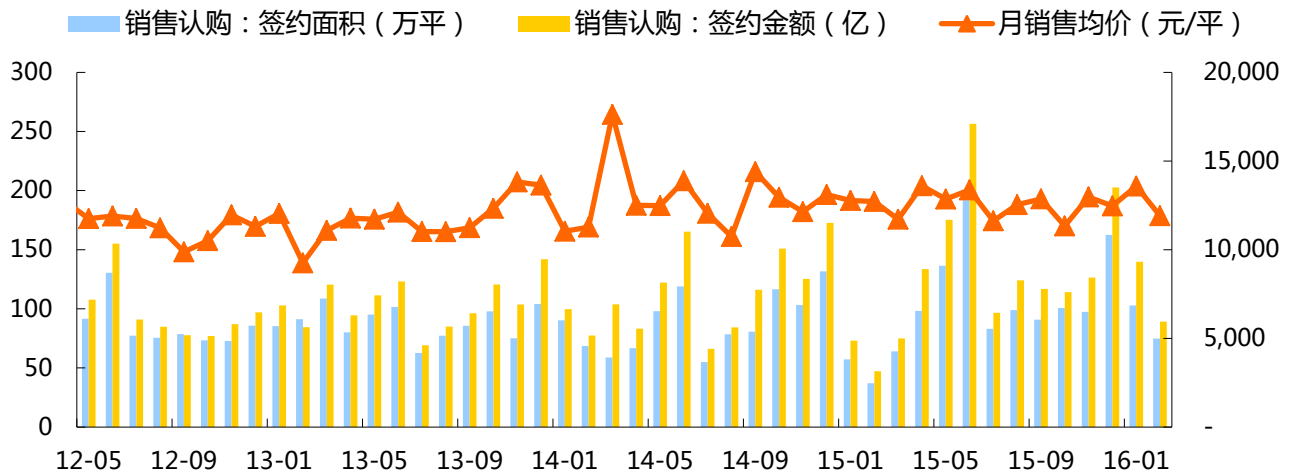
相关报告

《保利地产-9 月土地拓展力度大，瞄准高利润城市》2015-10-13

《保利地产-销售增长，金九银十推盘提速》2015-09-09

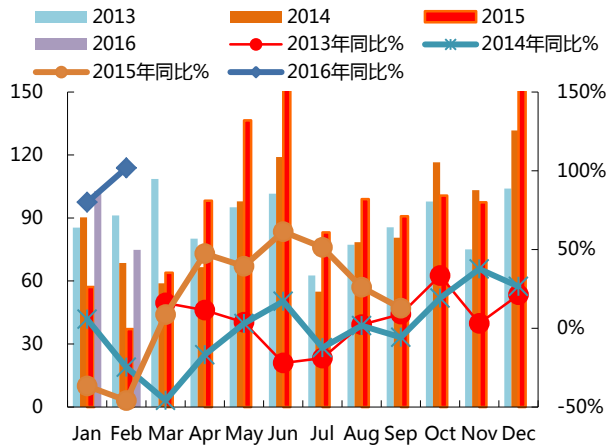
《保利地产-低估值绩优行业龙头价值有纠偏需要》2015-08-25

图 1 每月签约面积、金额及月销售均价



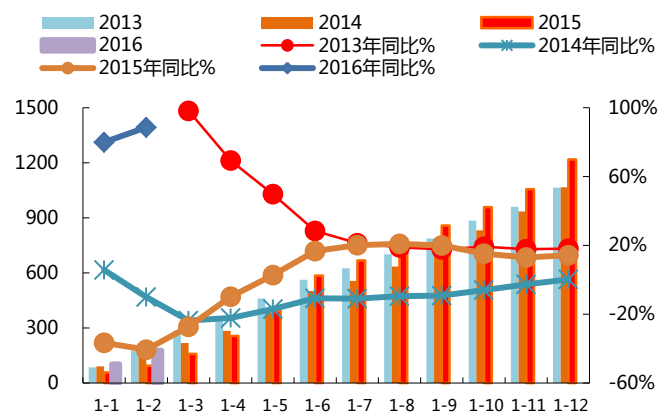
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 2 单月销售面积(万平)及其同比增长(%)



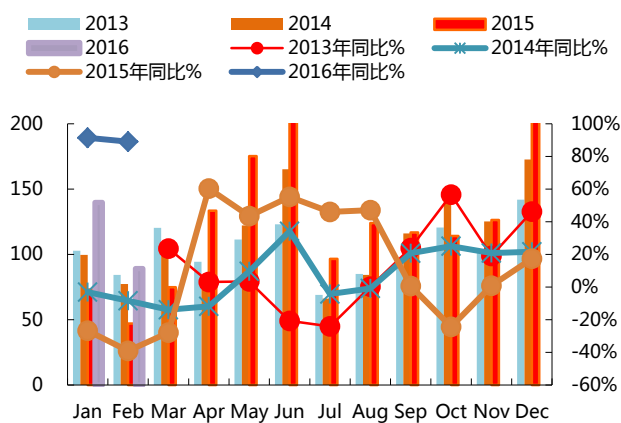
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 3 累计销售面积(万平)及其同比增长(%)



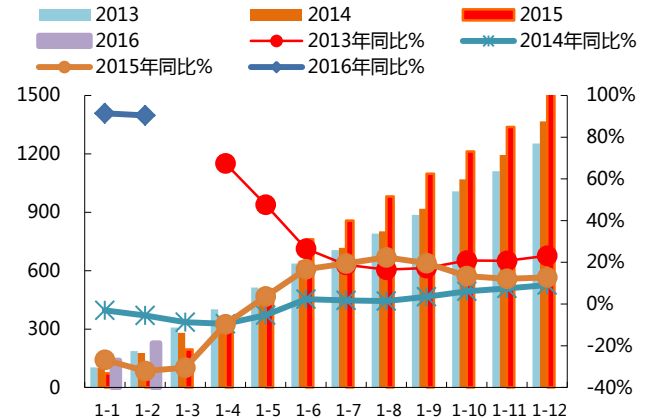
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 4 单月销售金额(亿元)及其同比增长(%)



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 5 累计销售金额(亿元)及其同比增长(%)



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 6 单月销售均价(元/平米)

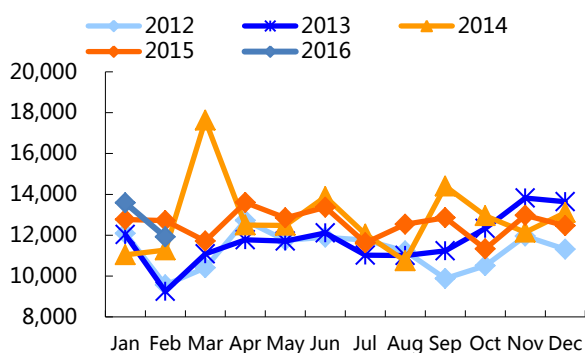
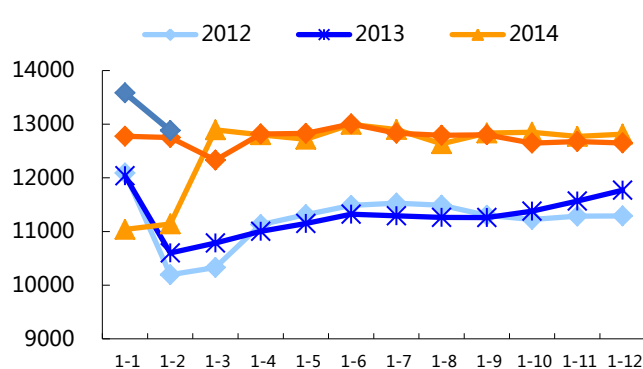


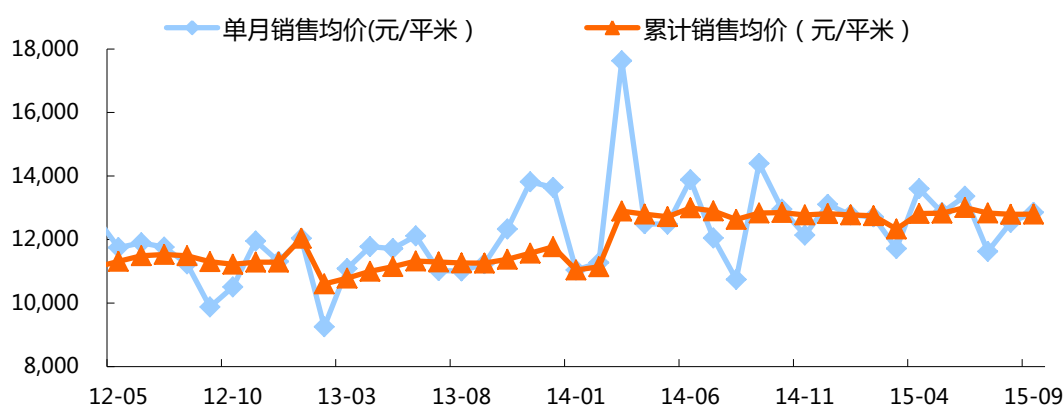
图 7 累计销售均价(元/平米)



资料来源：中国中投证券研究总部

资料来源：中国中投证券研究总部

图 8 历年单月销售均价(元/平米)与累计销售均价(元/平米)



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

表 1 2015 年全年项目情况

项目	拿地 (块)	权益	占地面积 (万方)	规划建面 (万方)	土地款 (亿元)	楼面地价 (元/平)	权益建面 (万方)	权益土地款 (亿元)
1月	2	68%	11.78	29.86	12.14	4065.94	20.40	8.83
2月	4	70%	39.29	114.57	19.82	1729.57	80.31	16.15
3月	3	75%	37.21	104.96	37.36	3559.16	79.11	19.07
4月	1	51%	0.22	3.63	0.20	547.15	1.85	0.10
5月	2	100%	11.04	22.89	9.73	4248.73	22.89	9.73
6月	3	100%	48.02	123.01	21.26	1728.68	123.01	21.26
7月	3	100%	16.63	45.95	8.18	1779.81	45.95	8.18
8月	3	100%	6.98	21.10	6.93	3284.62	21.10	6.93
9月	8	95%	92.15	261.85	212.87	8129.60	247.89	208.59
10月	6	84%	46.17	146.26	85.77	5863.89	122.93	64.36
11月	7	77%	90.05	230.68	113.64	4926.23	176.83	71.15
12月	8	97%	69.33	203.05	144.74	7128.32	197.14	130.66
1-12月合计	50	87%	468.87	1307.81	672.63	5143.19	1139.41	565.02
国内项目	48	87%	467.82	1300.44	667.56	5133.30	1133.82	560.04
海外项目	2	76%	1.05	7.37	5.08	6887.85	5.59	4.98

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

表 2 2016 年 1 月、2 月新增项目情况

项目	权益	占地面积 (万方)	规划建面 (万方)	土地款(亿 元)	楼面地价 (元/平)	权益建面 (万方)	权益土地款 (亿元)
石家庄市藁城区育才路北 侧地块	70%	5.34	13.36	1.72	1,284.29	9.35	1.20
杭州市经济技术开发区下 沙大学城北地块	50%	5.25	13.66	6.19	4,533.74	6.83	3.10
南京市江宁区禄口街道越 秀路北侧地块	31%	9.06	17.94	6.84	3,812.56	5.56	2.12
1 月合计	48%	19.65	44.97	14.75	3,280.44	21.75	6.42
成都市金牛区金泉街道办 事处涧槽村地块	100%	4.59	13.77	4.82	3,499.97	13.77	4.82
成都市金牛区金泉街道土 桥村地块	100%	5.83	17.49	6.30	3,600.00	17.49	6.30
成都市龙泉驿区大面街道 金枫路东侧地块	50%	9.51	28.52	4.99	1,750.02	14.26	2.50
莆田市涵江区国际商贸城 片区地块	60%	15.61	22.99	3.71	1,613.53	13.80	2.23
泉州南安市美林街道福溪 村地块	100%	11.40	36.08	3.62	1,002.06	36.08	3.62
沧州市运河区迎宾大道东 侧地块	100%	8.80	29.68	3.01	1,015.48	29.68	3.01
东莞市南城区三元里四环 路南侧地块	100%	1.40	7.16	3.48	4,857.01	7.16	3.48
东莞市大岭山镇水朗村地 块	33%	21.74	34.79	20.65	5,934.62	11.48	6.81
佛山市南海区大沥镇珑门 广场项目地块	40%	8.64	28.52	9.66	3,385.66	11.41	3.86
西安市浐灞生态区项目地 块	67%	14.84	51.94	7.88	1,516.63	34.80	5.28
兰州市七里河区深安大桥 引桥西侧地块	100%	7.03	21.08	4.40	2,084.98	21.08	4.40
2 月合计	72%	109.39	292.02	72.50	2,482.64	211.00	46.29

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	350858	352740	385137	391541
现金	40070	54250	66104	72671
应收账款	3350	3520	4490	4825
其它应收款	17678	12148	13261	14241
预付账款	22566	22566	22566	22566
存货	267192	260253	278713	277236
其他	3	3	3	3
非流动资产	14908	16305	15752	15635
长期投资	3546	4151	3848	4000
固定资产	2478	2879	2687	2396
无形资产	18	23	27	31
其他	8866	9251	9190	9208
资产总计	365766	369045	400889	407176
流动负债	187313	174859	179175	173029
短期借款	3257	1992	2206	2485
应付账款	22579	24867	27360	29275
其他	161477	148000	149609	141269
非流动负债	97580	98505	109515	104010
长期借款	90495	93495	103495	98495
其他	7085	5010	6020	5515
负债合计	284893	273364	288690	277039
少数股东权益	19463	24245	29290	34240
股本	10730	10730	10730	10730
资本公积	6917	6917	6917	6917
留存收益	43763	53789	65262	78250
归属母公司股东权益	61410	71436	82909	95897
负债和股东权益	365766	369045	400889	407176

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	-10458	22063	1985	16093
净利润	14231	17126	18863	20563
折旧摊销	346	614	773	889
财务费用	1271	1865	1811	1897
投资损失	-1153	-1326	-1525	-1753
营运资金变动	-25411	4543	-18026	-5549
其它	257	-760	90	46
投资活动现金流	-3169	-408	1297	973
资本支出	81	1000	563	579
长期投资	-3174	713	-357	178
其他	-6262	1306	1503	1730
筹资活动现金流	19891	-7475	8572	-10499
短期借款	1887	-1266	215	279
长期借款	15394	3000	10000	-5000
普通股增加	3592	0	0	0
资本公积增加	-4047	0	0	0
其他	3065	-9209	-1643	-5778
现金净增加额	6240	14181	11854	6566

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	123508	135026	145108
营业成本	74123	82532	90306	96893
营业税金及附加	11148	12625	13802	14833
营业费用	2402	2631	2876	3091
管理费用	1723	1912	2090	2246
财务费用	1271	1865	1811	1897
资产减值损失	563	535	549	542
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1153	1326	1525	1753
营业利润	18981	22734	25116	27360
营业外收入	167	268	217	243
营业外支出	115	99	107	103
利润总额	19032	22903	25226	27499
所得税	4800	5777	6363	6936
净利润	14231	17126	18863	20563
少数股东损益	2031	4782	5045	4950
归属母公司净利润	12200	12344	13818	15613
EBITDA	20598	25213	27699	30145
EPS (元)	1.14	1.15	1.29	1.46

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	18.1%	13.3%	9.3%	7.5%
营业利润	18.6%	19.8%	10.5%	8.9%
归属于母公司净利润	13.5%	1.2%	11.9%	13.0%
获利能力				
毛利率	32.0%	33.2%	33.1%	33.2%
净利率	11.2%	10.0%	10.2%	10.8%
ROE	19.9%	17.3%	16.7%	16.3%
ROIC	9.8%	12.2%	11.9%	12.6%
偿债能力				
资产负债率	77.9%	74.1%	72.0%	68.0%
净负债比率	41.83%	43.17%	44.92%	44.84%
流动比率	1.87	2.02	2.15	2.26
速动比率	0.44	0.53	0.59	0.66
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	34	32	30
应付账款周转率	3.59	3.48	3.46	3.42
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.14	1.15	1.29	1.46
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.97	2.06	0.19	1.50
每股净资产(最新摊薄)	5.72	6.66	7.73	8.94
估值比率				
P/E	8.32	8.22	7.35	6.50
P/B	1.65	1.42	1.22	1.06
EV/EBITDA	10	8	7	7

相关报告

报告日期	报告标题
2015-10-13	《保利地产-9月土地拓展力度大, 瞄准高利润城市》
2015-09-09	《保利地产-销售增长, 金九银十推盘提速》
2015-08-25	《保利地产-低估值绩优行业龙头价值有纠偏需要》
2015-08-12	《保利地产-销售同比大涨, 拟投资粤高速加深战略合作》
2015-04-30	《保利地产-改善结构效果初现, 多业态发展助力增长》
2015-03-18	《保利地产-低估值龙头, 有业绩, 有故事, 有诉求》
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》

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,中国中投证券研究总部房地产行业首席分析师,工商管理硕士,20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、泛海控股、金融街、北京城建、首开股份、世联行、中航地产、荣盛发展、外高桥、陆家嘴、张江高科、上实发展、天健集团、福星股份、中南建设、中国国贸、世茂股份、苏宁环球、滨江集团、华发股份等。

王修宝,中投证券房地产行业分析师,毕业于中国人民大学,经济学硕士。

郭泰,中投证券房地产行业实习生,毕业于伦敦城市大学卡斯商学院,理学硕士。

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	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	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434