

销售签约过千亿，含金量不降低

2014 年 11 月 10 日

投资要点

- ❖ **签约提速过千亿，推货高潮再来临。**公司公布 10 月销售月报，10 月单月，公司实现签约面积 116.5 万平方米，同比增长 19.08%；实现签约金额 150.88 亿元，同比增长 25.1%。2014 年 1-10 月，公司实现签约面积 831.69 万平方米，同比减少 6.05%；实现签约金额 1068.8 亿元，同比增长 6.11%。一方面公司 9 月单月认购额较高，10 月签约速度有所提升；另一方面按揭贷款政策调整后市场也出现了回暖，公司充分把握住时间窗口，积极销售。11-12 月份为公司推货的高峰期，我们预计，公司可能在 2014 年取得两位数的销售金额增长。
- ❖ **适度加杠杆理性拿地，继续捕捉合适机会。**公司 10 月份共获取三幅地块，分别位于北京、海口和三亚。1-10 月份公司拿地总价 375 亿元，占 2014 年同期签约金额的约 35%。前 10 月公司的拿地偏一二线核心城市，平均楼面价为 4182 元/平，并在熟悉的珠三角区域获取资源占比较大。市场曾对公司高净负债率担心，但随着资金成本下降，土地市场逐渐回暖，现在看公司积极拿地开工是正确的。随公司中票发行，我们相信未来公司仍能保持充裕的拿地资金，捕捉合适的拿地机会。
- ❖ **毛利率平稳，盈利能力可持续。**市场在过去一段时间，更多关注公司销售增速并不突出，却没注意到，公司是龙头企业中少数销售和结算毛利率稳定的企业。2014 年 1-10 月，公司销售均价为 12851 元/平，较 2013 年全年均价提升 9.2%。公司 2012、2013 及 2014 年前 10 月拿地均价分别为 3386 元/平、3111 元/平及 4182 元/平。我们认为，公司地价和房价匹配，预计未来毛利率平稳。而公司结算毛利率水平已见底回升。我们认为，公司是未来业绩增速最为可靠的龙头地产企业之一。
- ❖ **沪港通热度再起，公司充分受益。**据香港政府网消息，11 月 9 日，香港特别行政区行政长官梁振英在北京表示，有关部门近期就会公布“沪港通”正式的启动时间。公司作为两岸龙头地产企业中估值最低的央企，有望充分享受估值差缩小带来的机会。除此之外，在简政放权的大背景下，A 股的大型地产企业股权融资带来转机也将成为公司的潜在催化剂。
- ❖ **风险提示：**对公司管理层和员工激励不足的风险。
- ❖ **盈利预测、估值和投资评级。**我们认为，虽然市场在过去格外重视销售增速，但最终还会把关注点转回到盈利增速上来。公司毛利率稳定，业绩增长明确，估值具备很强吸引力。我们维持公司 2014/15/16 年 EPS 分别为 1.28/1.59/1.95 元/股的盈利预测，NAV12.38 元/股，维持公司 10.24 元的目标价和“买入”的投资评级。

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	68906	92356	107984	133078	164892
增长率 YoY%	46.5	34.0	16.9	23.2	23.9
净利润 (百万元)	8438	10747	13657	17038	20838
增长率 YoY%	29.2	27.4	27.1	24.8	22.3
每股收益 EPS (基本) (元)	0.79	1.00	1.28	1.59	1.95
毛利率%	36.2	32.2	34.7	34.4	34.3
净资产收益率 ROE%	19.9	20.8	21.8	22.3	22.4
PE	7.4	5.8	4.5	3.7	3.0
PB	1.4	1.2	1.0	0.8	0.7

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2014 年 11 月 7 日收盘价



买入 (维持)

当前价：5.82 元
目标价：10.24 元

中信证券研究部

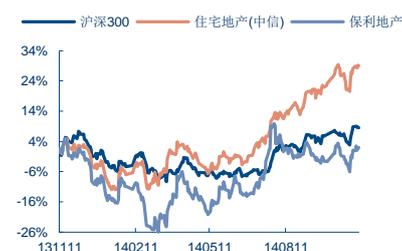
陈聪

电话：010-60838249
邮件：chencong@citics.com
执业证书编号：S1010510120047

付瑜

电话：010-60836707
邮件：yufu@citics.com
执业证书编号：S1010512080008

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

主要数据

沪深 300 指数	2502.15 点
总股本/流通股本	10726.6/10726.6 百万股
近 12 月最高/最低价	9.36 元/4.86 元
近 1 月绝对涨幅	1.93%
近 6 月绝对涨幅	26.37%
今年以来绝对涨幅	10.12%
12 个月日均成交额	552.68 百万元

相关研究

1. 保利地产 (600048) 投资价值分析报告——而今迈步从头越..... 2014-7-7
2. 保利地产 (600048) 2014 年一季报点评——谨慎拿地，高速开工. 2014-4-30

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	68,906	92,356	107,984	133,078	164,892
营业成本	43,972	62,655	70,557	87,339	108,384
毛利率	36.19%	32.16%	34.66%	34.37%	34.27%
营业税金及附加	8,120	9,522	11,835	14,000	17,473
营业费用	1,646	2,185	2,670	3,034	3,913
营业费用率	2.39%	2.37%	2.47%	2.28%	2.37%
管理费用	1,223	1,576	1,827	2,209	2,780
管理费用率	1.77%	1.71%	1.69%	1.66%	1.69%
财务费用	892	986	638	651	669
财务费用率	1.29%	1.07%	0.59%	0.49%	0.41%
投资收益	411	635	0	0	0
营业利润	13,394	16,007	20,436	25,836	31,661
营业利润率	19.44%	17.33%	18.93%	19.41%	19.20%
营业外收入	189	182	0	0	0
营业外支出	51	87	0	0	0
利润总额	13,532	16,102	20,436	25,836	31,661
所得税	3,554	4,237	4,905	6,459	7,915
所得税率	26.26%	26.32%	24.00%	25.00%	25.00%
少数股东损益	1,540	1,117	1,874	2,338	2,908
归属于母公司股东的净利润	8,438	10,747	13,657	17,038	20,838
净利率	12.25%	11.64%	12.65%	12.80%	12.64%
每股收益 (元)(摊薄)	0.79	1.00	1.28	1.59	1.95

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	8,438	10,747	13,657	17,038	20,838
少数股东损益	1,540	1,117	1,874	2,338	2,908
折旧和摊销	282	306	132	132	132
营运资金变动	-7,639	-22,416	-9,418	-16,452	-21,718
其他	471	492	659	660	681
经营现金流	3,093	-9,754	6,904	3,717	2,841
资本支出	-71	-102	-115	-125	-125
投资收益	411	635	0	0	0
资产变卖	0	0	0	0	0
其他	-334	-2,759	0	0	0
投资现金流	6	-2,226	-115	-125	-125
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	14,322	13,967	623	2,596	3,421
股息支出	-1,573	-1,994	-2,731	-3,408	-4,168
其他	-1,423	533	-638	-651	-669
融资现金流	11,326	12,506	-2,747	-1,463	-1,416
现金净增加额	14,424	526	4,041	2,129	1,300

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	32,673	33,753	37,794	39,923	41,223
存货	189,644	239,907	261,060	305,687	346,827
应收账款	1,880	2,332	2,693	3,319	4,112
其他流动资产	18,931	27,016	34,669	42,880	53,197
流动资产	243,128	303,008	336,216	391,809	445,360
固定资产	1,378	1,985	1,969	1,962	1,956
长期股权投资	1,351	3,382	3,382	3,382	3,382
无形资产	11	15	15	15	15
其他长期资产	5,301	5,550	5,816	6,082	6,347
非流动资产	8,041	10,932	11,181	11,441	11,699
资产总计	251,169	313,940	347,397	403,251	457,059
短期借款	1,348	1,370	4,982	7,578	10,999
应付账款	12,793	18,671	21,167	26,202	32,515
其他流动负债	126,330	146,594	164,132	196,386	220,881
流动负债	140,471	166,635	190,281	230,165	264,395
长期负债	55,850	75,101	75,101	75,101	75,101
其他长期负债	68	3,051	61	61	61
非流动性负债	55,918	78,152	75,163	75,163	75,163
负债合计	196,389	244,787	265,444	305,328	339,558
股本	7,138	7,138	10,707	10,707	10,707
资本公积	10,777	10,964	7,395	7,395	7,395
股东权益合计	42,485	51,763	62,689	76,319	92,990
少数股东权益	12,293	17,390	19,265	21,603	24,512
负债股东权益总计	251,169	313,940	347,397	403,251	457,059

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率 (%)					
营业收入	46.5	34.0	16.9	23.2	23.9
营业利润	34.4	19.5	27.7	26.4	22.5
净利润	29.2	27.4	27.1	24.8	22.3
利润率 (%)					
毛利率	36.2	32.2	34.7	34.4	34.3
EBIT Margin	20.2	17.8	19.5	19.9	19.6
EBITDA Margin	20.6	18.1	19.7	20.0	19.7
净利率	12.2	11.6	12.6	12.8	12.6
回报率 (%)					
净资产收益率	19.9	20.8	21.8	22.3	22.4
总资产收益率	3.5	4.0	4.4	4.8	5.1
其他 (%)					
资产负债率	78.2	78.0	76.4	75.7	74.3
所得税率	26.3	26.3	24.0	25.0	25.0
股利支付率	15.8	16.8	17.6	17.6	17.6

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2014 版权所有。保留一切权利。