

保利地产 (600048.SH)

走向成熟之路

核心观点:

● 弱市场，稳增长

公司实现签约面积 1066.61 万平方米，同比增长 0.21%；实现签约金额 1366.76 亿元，同比增长 9.09%；全年认购 1405 亿，同比增长 12%；新推总货值 1550 亿，略低于年初 1600 亿的推盘计划，去化率方面全年新推去化 73%，低于 13 年的水平；总可售货值 1953 亿，总货值去化率接近 70%。公司在销售方面平稳把控，掌握回款与利润的平衡点，全年实现近百分之十的增长，市场占有率进一步提升。

● 土地投资策略成熟

14 年全年获取项目总规划建筑面积 1209 万方，土地投资 431 亿，占商品房销售金额的比例为 31.5%，但与其他公司相比公司在 14 年维持了较平稳的拿地节奏，权益比例为 73%。布局方面，公司加大了在海西以及广东省内的拓展力度，新进入了茂名等 7 个城市；城市结构上加大了一线城市的土地获取力度，三线城市主要以广东省内优质项目为主。

● 预计公司 14、15 年 EPS 分别为 1.24、1.53 元，维持“买入”评级。

14 年保利地产向市场展现出了一个千亿房企已经逐步走向成熟，无论是对于住宅市场还是土地市场节奏的把控上，使我们能够相信公司有能够在行业起伏的过程中维持稳定健康的发展姿态。展望 2015 年，除了主业的稳定增长之外，在资本市场对于房地产企业融资限制逐渐放开以及社会融资成本中枢下移的情况下，杠杆水平较高的保利地产所面临的边际改善效果最为显著；同时公司重点布局的海西以及广东地区仍将是新政府区域政策的重点，诸多变化对于公司股价都有积极的催化作用。

● 风险提示

行业基本面以及政策面变化对于龙头企业的影响。

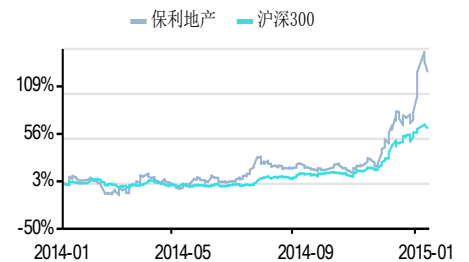
盈利预测:

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	68,906	92,356	112,018	140,478	174,176
增长率(%)	46.50%	34.03%	21.29%	25.41%	23.99%
EBITDA(百万元)	14230.56	16727.14	22997.00	29873.84	36825.11
净利润(百万元)	8438.23	10747.16	13280.25	16357.31	19705.92
增长率(%)	29.20%	27.36%	23.57%	23.17%	20.47%
EPS(元/股)	0.79	1.00	1.24	1.53	1.84
市盈率(P/E)	13.55	10.64	8.61	6.99	5.80
市净率(P/B)	1.79	1.47	1.76	1.40	1.13
EV/EBITDA	7.61	9.71	5.68	6.65	5.79

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	10.68 元
前次评级	买入
报告日期	2015-01-12

相对市场表现



分析师: 乐加栋 S0260513090001



021-60750620



lejiadong@gf.com.cn

分析师: 郭镇 S0260514080003



021-6075-0637



guoz@gf.com.cn

相关研究:

稳定的成长，惊喜的表现	2014-10-28
待风起，沧海济	2014-08-26
淡季推盘有限，去化依旧理想	2014-08-07

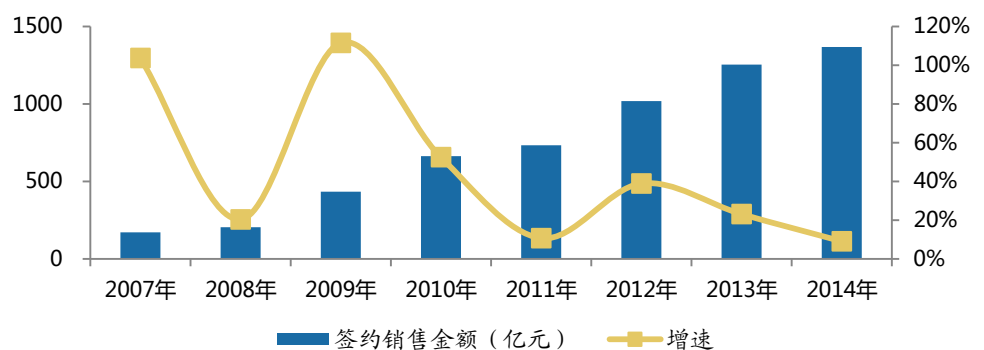
联系人: 金山 021-60750652

jinshan@gf.com.cn

弱市场，稳增长

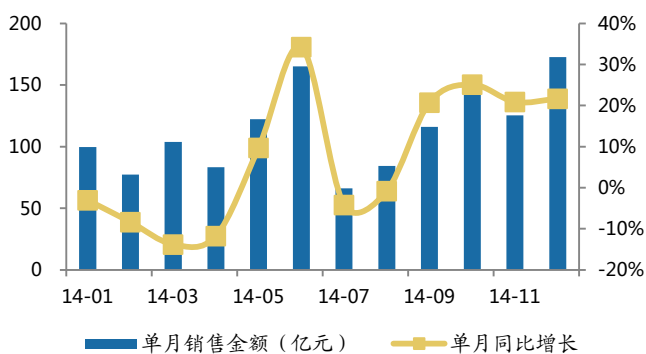
保利地产近日公布了14年12月份的销售数据，最后一个月公司实现签约面积131.69万平方米，同比增长26.57%；实现签约金额172.64亿元，同比增长21.64%，为14年画上一个完满的句号。认购及推货方面，公司单月实现认购164亿，新推180个亿，同比增长均超过50%。在市场逐步改善，整体环境不断转好的情况下，公司在12月份进一步加强销售，维持了4季度以来的推盘力度，趁势而上，实现单月超过百分之二十的增长。

图1：保利地产销售金额及增速



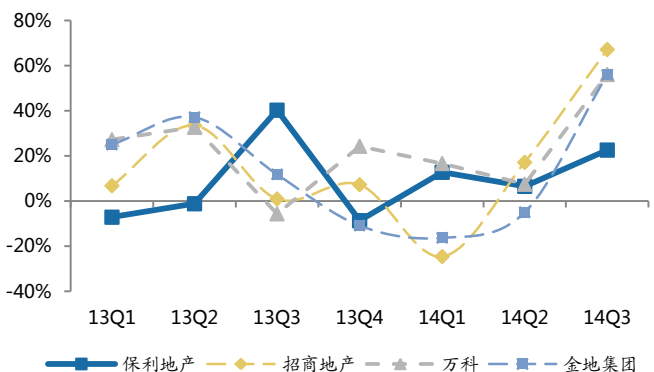
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图2：保利地产14年单月销售金额及同比增速



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图3：招保万金销售同比（季度）



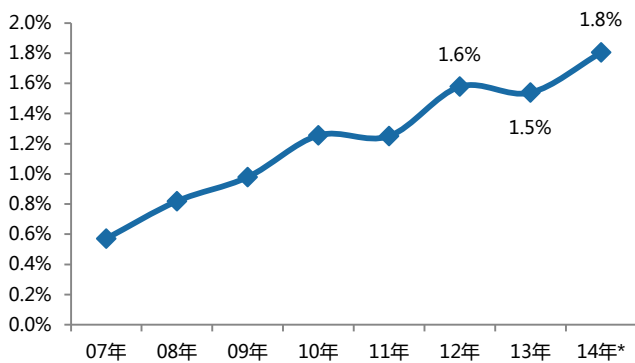
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

全年来看，公司口径公布签约面积1066.61万平方米，同比增长0.21%；实现签约金额1366.76亿元，同比增长9.09%；全年认购1405亿，同比增长12%；新推总货值1550亿，略低于年初1600亿的推盘计划，去化率方面全年新推去化73%，低于13年的水平；总可售货值1953亿，总货值去化率接近70%。14年整体市场前低后高，公司在上半年市场疲弱的时期，通过积极的销售策略以及充足的货值保障实现了小幅

增长,显示除了极强的团队执行力;而下半年在各地方及央行政策叠加效应的影响下,市场环境逐步改善,公司在销售方面平稳把控,掌握回款与利润的平衡点,全年实现近百分之十的增长,市场占有率进一步提升。价格方面,全年房地产销售均价12814元,与13年相比提高1042元,价格的提升主要是由于公司14年出售项目中商业占比有所提升所致。

销售业绩的取得和公司战略执行息息相关,14年公司依旧坚持了优势区域深耕及刚改主流产品的策略。具体数据来看,前十大区域完成1000亿销售,仅广东省便贡献了400多亿的规模,公司认为核心城市市场销售仍具备较大空间。从产品结构上来看,公司战略贯彻低总价刚需为主的产品策略,144平米以下产品占比超过95%。

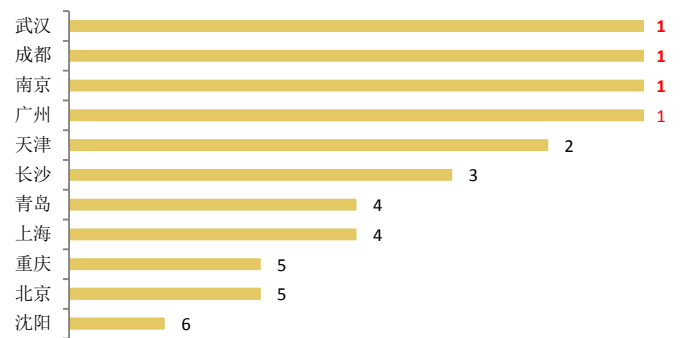
图4: 保利地产全国市场占有率



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

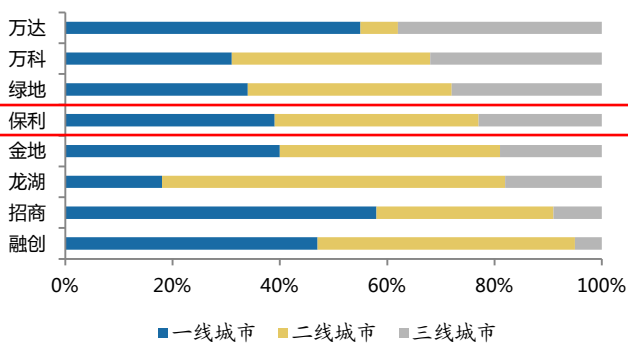
*全国商品房销售金额按照-7%增速测算

图5: 保利地产主要布局城市销售排名



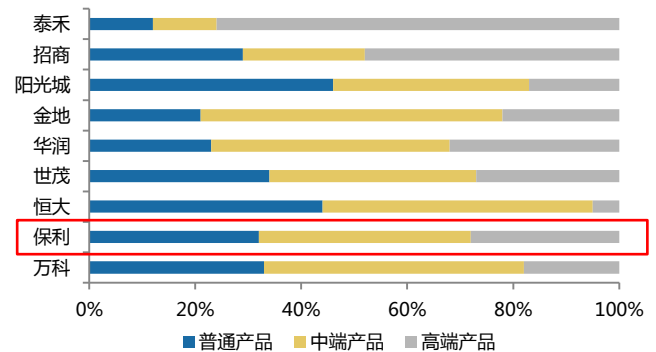
数据来源: 中国指数研究院报告, 广发证券发展研究中心

图6: 主要房企各线城市销售分布



数据来源: 中国指数研究院, 广发证券发展研究中心

图7: 主要房企产品类型分布 (保利首置首改为主)



数据来源: 中国指数研究院, 广发证券发展研究中心

展望15年,公司认为整体市场将维持一个供需弱平衡的状态,上半年政策面与基本面将维持目前改善的状态。而对于开发商而言,依旧将维持去库存的状态,目前的库存现状需要比较大的销售才能降下来。下半年,在14年投资不足以及部分城市存货结构优化的情况下,房价压力将会逐渐增大。

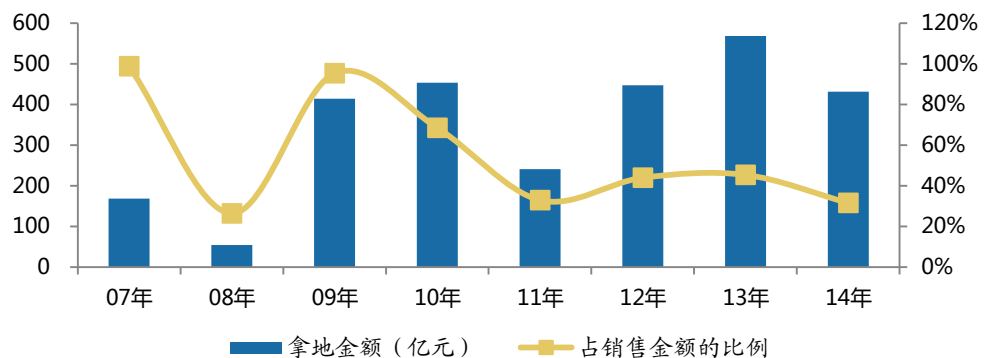
对于公司而言,在15年仍将维持稳定增长的策略,城市深耕与产品结构都不会

出现太大的调整。货值方面，目标新推货值2000亿，加上目前573亿的存货，总货值将会接近2600亿，与14年相比增长约32%，在较中性的市场环境以及整体去化率的假设下，我们认为公司15年的增长有望超过20%，全年销售规模具备超过1700亿的可能性。

土地投资策略成熟

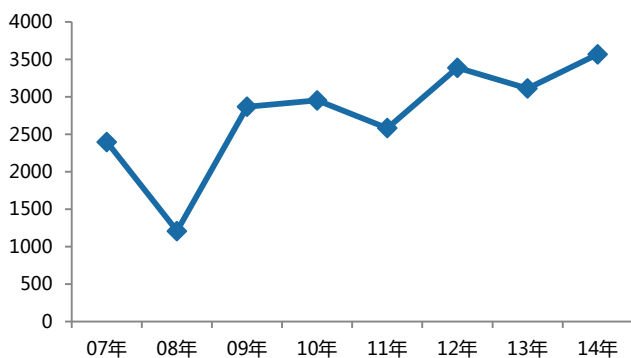
按照公司公告数据来统计，14年全年获取项目总规划建筑面积1209万方，土地投资431亿，占商品房销售金额的比例为31.5%，与13年相比下降13个百分点，但与其他公司相比公司在14年维持了较平稳的拿地节奏，权益比例为73%。公司并没有因为市场的起伏而在获取土地的决策上过大的波动，在年中市场较差的时期对于符合公司布局策略的优质地块，保持了积极的态度，为今后两年的平稳发展打下良好的基础。在项目获取布局上，公司坚持了在13年年报中的区域布局策略，加大了在海西以及广东省内的拓展力度，新进入了茂名、汕尾、莆田等7个城市；城市结构上加大了一线城市的土地获取力度，三线城市主要以广东省内优质项目为主，整体土地储备规模超过4000万方，可以满足未来2-3年的销售需求。

图8：保利地产拿地金额及占销售额的比例



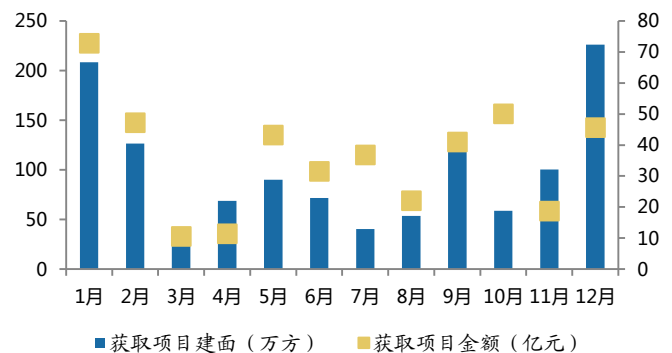
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图9：公司拿地均价变化



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图10：14年月度获取项目规模及均价



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

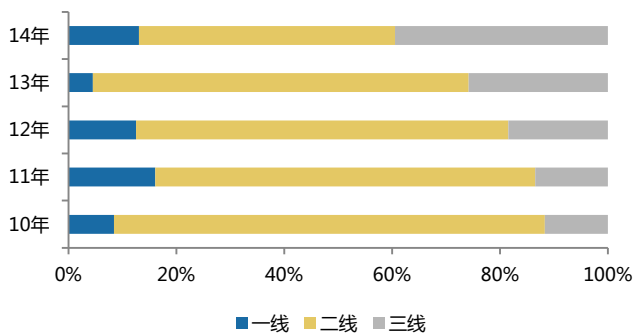
表 1: 保利地产 14 年获取土地信息明细

项目/土地	土地规划用途	区域	总面积	建筑面积	总地价	楼面价	权益	权益地价	权益建面	可比售价
青岛市李沧区金水路地块	商住用地	青岛	12.51	39.66	12.08	3046	100%	12.08	39.66	9000
莆田市涵江区兴涵水都片区地块	商住用地	福建莆田	19.39	46.71	4.55	974	未知	-	-	6000
乌鲁木齐市西山三路地块	住宅用地	乌鲁木齐	17.10	22.80	3.01	1320	51%	1.53	11.63	8000
乌鲁木齐市五一农场四连地块	居住用地	乌鲁木齐	31.05	52.78	3.03	575	57%	1.73	30.08	5400
鹤山市沙坪铁夫路地块	商住用地	广东鹤山	14.69	44.06	3.95	896	100%	3.95	44.06	4500
南京市栖霞区合班村地块	居住用地	南京	6.65	19.94	19.00	9527	未知	-	-	15000
12月合计			101.38	225.95	45.62	2019				
成都市新都区木兰镇两地块	商住用地	成都	22.73	35.75	5.06	1415	51%	2.58	18.23	6500
佛山市南海区桂城街道地块	综合用地	佛山	8.68	19.95	6.47	3243	100%	19.95	8.68	7000
武汉市江夏区栗庙村两地块	住宅用地	武汉	24.78	44.61	7.20	1614	50%	22.31	12.39	7000
11月合计			56.19	100.32	18.73	1867				
北京市门头沟区永定镇地块	商品房、自住房		9.91	23.83	33.80	14185	50%	11.91	4.96	25000
海口市秀英港地块	商住用地		12.32	31.00	11.96	3860	100%	31.00	12.32	9500
三亚市海棠湾 C6 片区地块	商务设施用地		10.18	4.07	4.30	10564	100%	4.07	10.18	10563.55328
10月合计			32.41	58.90	50.06	8500				
茂名市博贺湾新城启动区三地块	商住用地	广东茂名	14.24	35.61	1.28	360	100%	1.28	35.61	3800
汕尾市汕尾马路金町路段南侧三地块	商住用地	广东汕尾	34.25	68.02	3.17	466	100%	3.17	68.02	4000
荔湾区芳村大道 AF040122 地块	住宅用地	广州	2.30	11.03	15.54	14091	100%	15.54	11.03	30000
荔湾区芳村大道 AF040140 地块	住宅用地	广州	3.27	12.75	21.00	16471	100%	21.00	12.75	30000
9月合计			54.06	127.40	40.99	3217				
成都市龙泉驿区大面街道地块	住宅用地	成都	7.09	28.36	4.47	1575	100%	4.47	28.36	6000
南京市浦口区青奥体育公园地块	住宅用地	南京	7.85	25.13	17.60	7005	100%	17.60	25.13	16000
8月合计			14.94	53.49	22.07	4126				
厦门市同安区同安新城地块	住宅用地	厦门	15.29	32.63	33.88	10382	100%	33.88	32.63	18850
三亚市月川片区地块	商业用地	三亚	1.71	7.70	2.94	3813	50%	1.47	1.47	无
7月合计			17.00	40.33	36.82	9128				
广州市科学城开创大道地块	住宅用地	广州	17.09	47.84	28.61	5980	60%	17.17	28.70	18000
郑州市高新区白杨路地块	住宅用地	郑州	6.85	23.97	2.92	1217	50%	1.46	11.99	7000
6月合计			23.94	71.81	31.53	4390				
福州市鼓楼区铜盘路地块	商住用地	福州	6.48	29.81	17.80	5971	100%	17.80	29.81	17500
石家庄市体育东街地块	商住用地	石家庄	17.03	60.15	25.43	4228	65%	16.53	39.10	8500
5月合计			23.51	89.96	43.23	4806				
天津市西青区张家窝镇晨曦路地块	住宅用地	天津	12.28	18.43	5.95	3231	50%	2.98	9.21	10000
洛阳市古城路地块	商住用地	洛阳	6.53	26.76	4.8	1793	未知	-	-	7100
保利南昆山项目	商住用地	广州	15.33	23.72	0.67	282	51%	0.34	12.1	无
4月合计			34.14	68.91	11.42	1657				
东莞市寮步镇长坑村地块	商住	东莞	8.37	20.93	5.57	2658	未知	-	-	8400
莆田荔城区南部濠浦片区地块	住宅	莆田	5	16.01	5	3122	40%	2	6.4	8200
3月合计			13.37	36.94	10.57	2861				

广州市黄埔区地块	住宅	广州	3.26	10.44	16.66	15958	100%	16.66	10.44	27000
广州市番禺区钟村街汉溪村地块	住宅	广州	1.71	4.28	8	18692	100%	8	4.28	21000
长春市南关区人民大街东地块	商住	长春	5.61	18.83	4.71	2501	100%	4.71	18.83	9750
韶关市五里亭聆韶路地块	商住	韶关	8.17	28.58	2.57	899	100%	2.57	28.58	4173
沈阳市皇姑区沈阳天地地块	商住	沈阳	8.01	58.68	14.6	2488	60%	8.76	35.21	11000
林芝县鲁朗镇地块	商服	林芝	11.37	5.69	0.66	1160	100%	0.66	5.69	5000
2月合计			38.13	126.5	47.20	3731				
清远市清城区地块	商住	清远市	48.7	130.87	24.13	1844	51%	12.31	66.74	8000
广州云埔工业区	住宅	广州	18.95	47.38	43.5	9181	50%	21.75	23.69	13000
东莞市新兴村地块	商住	东莞	3.33	10	2.14	2140	100%	2.14	10	8500
天津市天和城地块	住宅	天津	13.41	20	3.02	1510	51%	1.54	10.2	7000
1月合计			84.39	208.25	72.79	3495				
全年合计			493.45	1209	431	3566	73%			

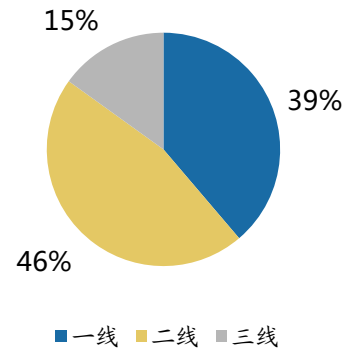
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图11：历年获取项目分布建筑面积比例



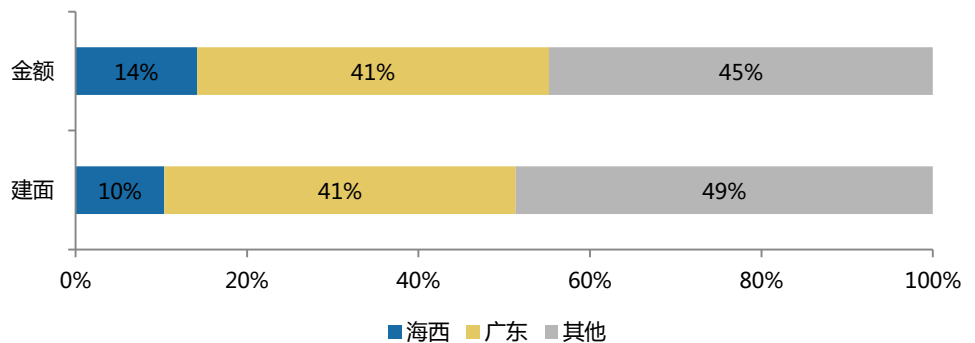
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图12：14年新增项目按金额分布比例



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图13：新增项目分布金额及面积占比



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

在15年的土地市场判断上，公司认为一线城市依旧处于供给紧张的状态，获取项目利润空间较小但是回款以及去化有较强保障；二线城市将依旧是公司的主战场，

从公司14年的土地获取明细上也可以看出，在部分二线重点城市公司每年都有稳定的资源补充。除了传统的招拍挂的方式之外，多元化的项目获取方式是15年在资源拓展上一个比较重要的方向。在行业环境逐渐恶化的过程中，不良资产获取或是合作开发的机会将会增加，如公司年底与信达地产的合作，对于双方都有积极意义。

盈利预测与投资评级

14年保利地产向市场展现出了一个千亿房企已经逐步走向成熟，无论是对于住宅市场还是土地市场节奏的把控上，使我们能够相信公司有能够在行业起伏的过程中维持稳定健康的发展姿态。展望2015年，除了主业的稳定增长之外，在资本市场对于房地产企业融资限制逐渐放开以及社会融资成本中枢下移的情况下，杠杆水平较高的保利地产所面临的边际改善效果最为显著；同时公司重点布局的海西以及广东地区仍将是新政府区域政策的重点，诸多变化对于公司股价都有积极的催化作用。预计公司14、15年EPS分别为1.24、1.53元，维持“买入”评级。

风险提示

行业基本面以及政策面变化对于龙头企业的影响。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	243,128	303,008	387,085	479,759	581,836
货币资金	32,673	33,753	45,300	54,300	63,000
应收及预付	20,811	29,348	32,579	35,700	38,540
存货	189,644	239,907	309,205	389,759	480,296
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	8,041	10,932	13,615	16,654	20,060
长期股权投资	1,351	3,382	3,974	4,669	5,487
固定资产	1,378	1,985	2,084	2,209	2,342
在建工程	0	0	417	817	1,204
无形资产	58	52	52	52	52
其他长期资产	5,254	5,512	7,087	8,906	10,976
资产总计	251,169	313,940	400,699	496,414	601,897
流动负债	140,471	166,635	222,116	281,663	340,627
短期借款	1,348	1,370	2,098	2,219	2,742
应付及预收	114,799	145,640	197,488	251,715	305,828
其他流动负债	24,324	19,625	22,530	27,730	32,058
非流动负债	55,918	78,152	93,135	108,332	129,258
长期借款	55,850	75,101	92,432	106,860	126,894
应付债券	0	2,990	0	0	0
其他非流动负债	68	61	703	1,472	2,365
负债合计	196,389	244,787	315,251	389,995	469,886
股本	7,138	7,138	10,707	10,707	10,707
资本公积	10,777	10,964	10,051	13,322	17,263
留存收益	24,570	33,661	44,285	57,371	73,136
归属母公司股东权益	42,486	51,763	65,043	81,400	101,106
少数股东权益	12,293	17,390	20,405	25,018	30,905
负债和股东权益	251,169	313,940	400,699	496,414	601,897

现金流量表

单位: 百万元

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	68,906	92,356	112,018	140,478	174,176
净利润	43,972	62,655	73,278	91,463	113,058
折旧摊销	8,120	9,522	10,845	13,731	17,096
营运资金变动	1,646	2,185	3,123	3,485	4,379
其它	1,223	1,576	2,192	2,367	3,286
投资活动现金流	892	986	1,194	1,509	2,322
资本支出	71	60	0	0	0
投资变动	0	0	350	0	0
其他	411	635	338	397	467
筹资活动现金流	13,394	16,007	22,075	28,321	34,501
银行借款	189	182	0	0	0
债券融资	51	87	0	0	0
股权融资	13,532	16,102	22,075	28,321	34,501
其他	3,554	4,237	5,780	7,350	8,909
现金净增加额	9,979	11,864	16,295	20,971	25,592
期初现金余额	1,540	1,117	3,015	4,614	5,886
期末现金余额	8,438	10,747	13,280	16,357	19,706

主要财务比率

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力(%)					
营业收入增长	46.5%	34.0%	21.3%	25.4%	24.0%
营业利润增长	34.4%	19.5%	37.9%	28.3%	21.8%
归属母公司净利润增长	29.2%	27.4%	23.6%	23.2%	20.5%
获利能力(%)					
毛利率	36.2%	32.2%	34.6%	34.9%	35.1%
净利率	14.5%	12.8%	14.5%	14.9%	14.7%
ROE	19.9%	20.8%	20.4%	20.1%	19.5%
ROIC	10.0%	9.2%	10.8%	11.7%	11.8%
偿债能力					
资产负债率(%)	78.2%	78.0%	78.7%	78.6%	78.1%
净负债比率	89.2%	94.5%	84.0%	77.5%	74.8%
流动比率	1.73	1.82	1.74	1.70	1.71
速动比率	0.26	0.26	0.25	0.23	0.22
营运能力					
总资产周转率	0.31	0.33	0.31	0.31	0.32
应收账款周转率	46.91	43.85	46.82	55.62	64.95
存货周转率	0.26	0.29	0.27	0.26	0.26
每股指标(元)					
每股收益	0.79	1.00	1.24	1.53	1.84
每股经营现金流	0.43	-1.37	0.02	-0.01	-0.36
每股净资产	5.95	7.25	6.07	7.60	9.44
估值比率					
P/E	13.6	10.6	8.6	7.0	5.8
P/B	1.8	1.5	1.8	1.4	1.1
EV/EBITDA	7.6	9.7	5.7	6.6	5.8

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	3,093	-9,754	181	-107	-3,822
营业成本	9,979	11,864	16,295	20,971	25,592
营业税金及附加	285	310	417	442	468
销售费用	-10,440	-27,958	-20,682	-29,448	-39,264
管理费用	3,268	6,029	4,151	7,928	9,381
财务费用	6	-2,226	-1,799	-1,365	-1,455
资产减值损失	-71	-102	-1,482	-989	-1,011
公允价值变动收益	30	-1,541	-317	-375	-444
投资净收益	47	-583	0	0	0
营业利润	11,326	12,506	13,165	10,472	13,977
营业外收入	46,264	60,681	41,959	44,376	54,834
营业外支出	-31,942	-43,700	-20,995	-24,628	-29,948
利润总额	4,083	4,512	0	0	0
所得税	-7,079	-8,986	-7,799	-9,276	-10,908
净利润	14,427	532	11,547	9,000	8,700
少数股东损益	18,153	32,580	33,112	44,659	53,659
归属母公司净利润	32,580	33,112	44,659	53,659	62,359
EBITDA	3,093	-9,754	181	-107	-3,822
EPS(元)	9,979	11,864	16,295	20,971	25,592

广发房地产行业研究小组

- 乐加栋: 首席分析师, 复旦大学经济学硕士, 五年房地产研究经验, 2013年进入广发证券发展研究中心。
- 郭镇: 分析师, 清华大学工学硕士, 两年房地产研究经验, 2013年加入广发证券发展研究中心。
- 金山: 研究助理, 复旦大学经济学硕士, 2013年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 15 楼 A 座 03-04	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号 震旦大厦 18 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。