

买入 维持

保利地产 (600048)

2015年1月9日

岁末销售放量，牛市进攻品种

公司1月8日股价：10.87元
6个月目标价位：15.7元房地产行业首席分析师：涂力磊
SAC 执业证书编号：S0850510120001
tll5535@htsec.com
021-23219747房地产行业分析师：谢 盐
SAC 执业证书编号：S0850511010019
xiey@htsec.com
021-23219436

事件：

保利地产公布2014年12月销售数据。

投资建议：

岁末放量，销售有序增长。公司12月实现销售面积131.69万平方米，比2013年同期上升26.58%，环比上升27.57%；实现销售金额172.64亿元，比去年同期上升21.65%，环比上升37.76%。公司从10月开始销售额连续保持同比增长状态，销售4季度翘尾趋势明显。从销售均价看，12月销售均价为13109元/平，较年初销售价格有所上升。2014年1-12月公司实现签约面积1066.61万平方米，同比上升0.21%；实现签约金额1366.76亿元，同比上升9.09%。

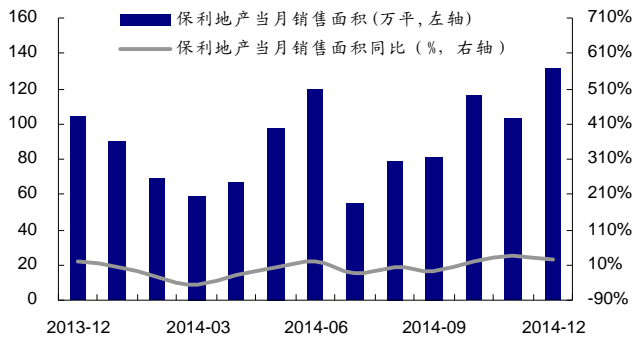
土地投资有所放大。12月公司累计仅获取项目6个。12月公司新增项目累计占地面积101.38万平、累计建筑面积225.95万平。以上项目累计权益土地款支出在45.62亿，折合每平方米地价2375.1元。按照公司2013年所实现的项目销售均价1.13万元/平推算，以上土地储备具备正常利润率。公司全年土地投资权益金额为361.5亿，较去年同期下降21.2%。公司自2014年2季度开始，土地投资保持相对谨慎水平。4季度销售放量后岁末投资虽有放大，但仍相对谨慎。

中票利率优势明显，龙头融资能力彰显。公司2014年12月25日完成人民币10亿元中期票据发行。本次中期票据的期限为5年，起息日为2014年12月26日，到期（兑付）日为2019年12月26日。中期票据面值为人民币100元，按面值发行，发行利率为4.8%，每年付息一次。本次中期票据将于2014年12月29日开始在中国银行间市场交易流通。目前公司中票发行票面利率属地产企业中偏低，且解禁海外融资成本（大约5.25%）。公司2014年3季报显示，企业有息负债总额1292.83亿元，有息负债平均成本为基准上浮6.48%。中票发行降低财务成本对公司经营边际改善效用明显。对房地产境内多层次资本市场逐步放开后，龙头企业竞争优势进一步凸显。

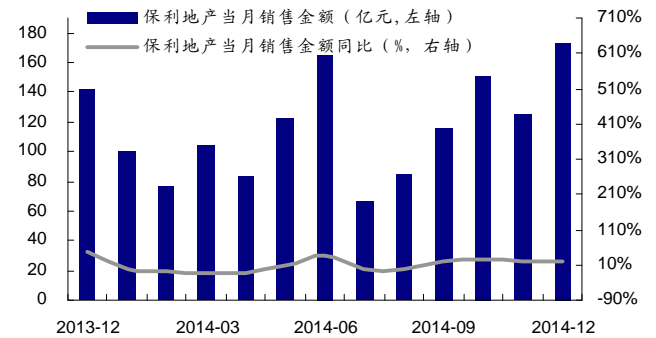
投资建议：维持“买入”评级。2014年1H公司市场占有率达2.09%，较2013年提升0.55个百分点。目前公司共有在建拟建项目213个，项目计划投资6975亿元，占地面积4104万平方米，总建筑面积11012万平方米，可售容积率面积8134万平方米，在建面积3614万平方米。预计公司2014、2015年每股收益分别是1.29和1.57元。按照公司1月8日10.87元股价计算，对应2014和2015年PE为8.43倍和6.92倍。公司当前估值依旧处于两市龙头公司中最低，维持对公司的“买入”评级。给予公司2015年10倍市盈率，目标价格15.7元。

主要内容：

1. 岁末放量，销售有序增长。公司12月实现销售面积131.69万平方米，比2013年同期上升26.58%，环比上升27.57%；实现销售金额172.64亿元，比去年同期上升21.65%，环比上升37.76%。

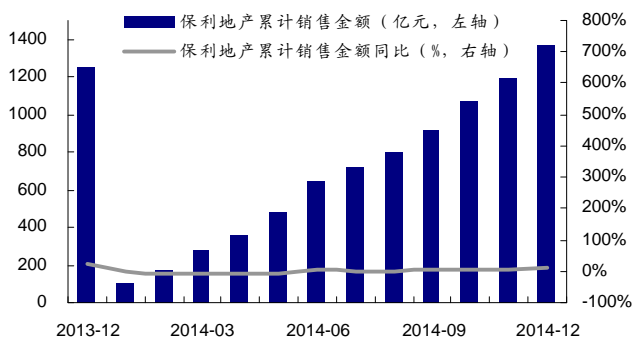
图1 保利地产单月销售面积


资料来源：公司销售公告、海通证券研究所

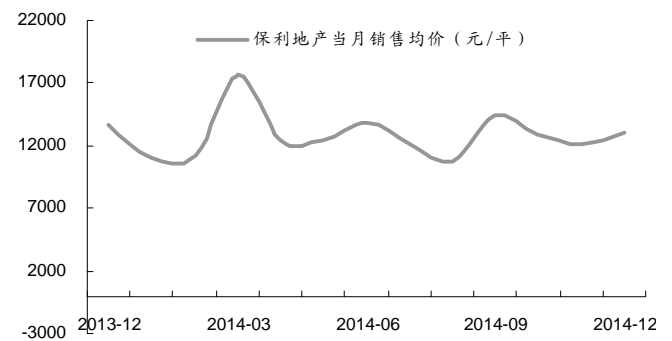
图2 保利地产单月销售金额


资料来源：公司销售公告、海通证券研究所

公司从10月开始销售额连续保持同比增长状态，销售4季度翘尾趋势明显。从销售均价看，12月销售均价为13109元/平，较年初销售价格有所上升。2014年1-12月公司实现签约面积1066.61万平方米，同比上升0.21%；实现签约金额1366.76亿元，同比上升9.09%。

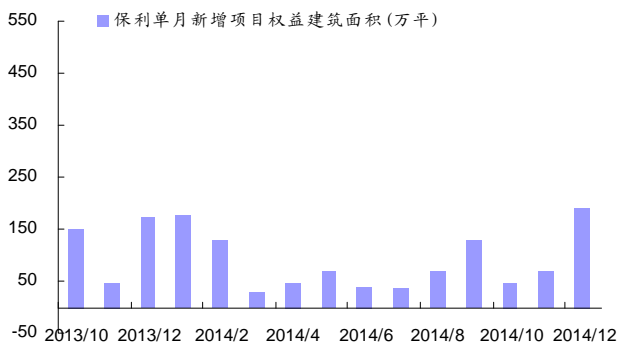
图3 保利地产销售金额累计


资料来源：公司销售公告、海通证券研究所

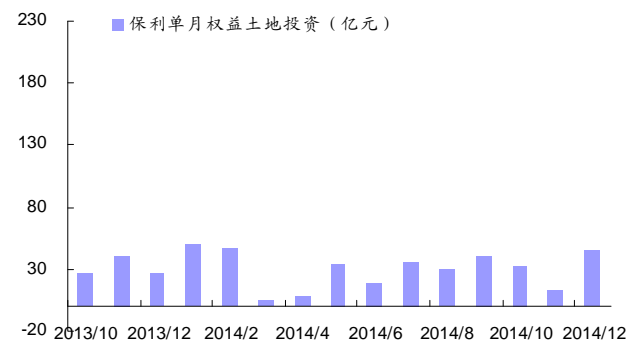
图4 保利地产单月销售均价


资料来源：公司销售公告、海通证券研究所

2. 土地投资有所放大。12月公司累计仅获取项目6个。12月公司新增项目累计占地面积101.38万平、累计建筑面积225.95万平。以上项目累计权益土地款支出在45.62亿，折合每平方米地价2375.1元。按照公司2013年所实现的项目销售均价1.13万元/平推算，以上土地储备具备正常利润率。公司全年土地投资权益金额为361.5亿，较去年同期下降21.2%。公司自2014年2季度开始，土地投资保持相对谨慎水平。4季度销售放量后岁末投资虽有放大，但仍相对谨慎。

图5 保利地产单月新增土地权益面积情况


资料来源：公司销售公告、海通证券研究所

图6 保利地产单月权益土地投资额情况


资料来源：公司销售公告、海通证券研究所

3、中票利率优势明显，龙头融资能力彰显。公司 2014 年 12 月 25 日完成人民币 10 亿元中期票据发行。本次中期票据的期限为 5 年，起息日为 2014 年 12 月 26 日，到期（兑付）日为 2019 年 12 月 26 日。中期票据面值为人民币 100 元，按面值发行，发行利率为 4.8%，每年付息一次。本次中期票据将于 2014 年 12 月 29 日开始在中国银行间市场交易流通。

表 1 近期地产公司中票发行情况

类型	公司	总发行规模(亿)	最新一期发行利率	期限(年)
已发行中票	世茂股份	50	7.60%	3
	陆家嘴	50	6.00%	10
	保利地产	150	4.80%	5
	万科	150	4.70%	3
	张江高科	9	5.00%	5
	中南建设	36	暂未发行	5
	泰禾	25	暂未发行	
申请发行中票	华夏幸福	39	暂未发行	10
	银亿股份	17	暂未发行	5
	金科股份	39	暂未发行	
	金地集团	95	暂未发行	10
	荣盛发展	49	暂未发行	5
海外融资	万科	20 亿美元	4.50%	3
	保利	5 亿美元	5.25%	5

资料来源：公司中票发行公告、海通证券研究所

目前公司中票发行票面利率属地产企业中偏低，且解禁海外融资成本（大约 5.25%）。公司 2014 年 3 季报显示，企业有息负债总额 1292.83 亿元，有息负债平均成本为基准上浮 6.48%。中票发行降低财务成本对公司经营边际改善效用明显。对房地产境内多层次资本市场逐步放开后，龙头企业竞争优势进一步凸显。

4. 投资建议：维持“买入”评级。2014 年 1H 公司市场占有率达 2.09%，较 2013 年提升 0.55 个百分点。目前公司共有在建拟建项目 213 个，项目计划投资 6975 亿元，占地面积 4104 万平方米，总建筑面积 11012 万平方米，可售容积率面积 8134 万平方米，在建面积 3614 万平方米。预计公司 2014、2015 年每股收益分别是 1.29 和 1.57 元。按照公司 1 月 8 日 10.87 元股价计算，对应 2014 和 2015 年 PE 为 8.43 倍和 6.92 倍。公司当前估值依旧处于两市龙头公司中最低，维持对公司的“买入”评级。给予公司 2015 年 10 倍市盈率，目标价格 15.7 元。

风险提示：房地产行业与国家政策紧密相关，一旦国内未来采取更加严厉的调控措施将直接影响行业未来发展。

损益表(单位:百万元)

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业总收入	68,906	92,356	86,697	109,636	114,475
增长率(%)	46.5	34.0	-6.1	26.5	4.4
营业成本	-43,972	-62,655	-53,513	-67,259	-68,077
营业成本/销售收入(%)	63.8	67.8	61.7	61.3	59.5
毛利	24,934	29,700	33,184	42,377	46,398
毛利率(%)	36.2	32.2	38.3	38.7	40.5
营业税金及附加	-8,120	-9,522	-7,236	-10,426	-10,104
营业税金及附加/销售收入(%)	11.8%	10.3%	8.3%	9.5%	8.8%
营业费用	-1,646	-2,185	-1,821	-2,719	-2,496
营业费用/销售收入(%)	2.4	2.4	2.1	2.5	2.2
管理费用	-1,223	-1,576	-1,821	-2,631	-2,290
管理费用/销售收入(%)	1.8	1.7	2.1	2.4	2.0
息税前利润(EBIT)	13,945	16,417	22,308	26,601	31,508
EBIT/销售收入(%)	20.2	17.8	25.7	24.3	27.5
财务费用	-892	-986	-3,950	-3,892	-3,874
财务费用/销售收入(%)	1	1	5	4	3
资产减值损失	-71	-60	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	411	635	270	22	220
投资收益/税前利润(%)	3.0	3.9	1.4	0.1	0.8
营业利润	13,394	16,007	18,628	22,731	27,854
营业利润率(%)	19.4	17.3	21.5	20.7	24.3
营业外收支	139	95	0	0	0
税前利润	13,532	16,102	18,628	22,731	27,854
利润率(%)	19.6	17.4	21.5	20.7	24.3
所得税	-3,554	-4,237	-4,657	-5,683	-6,964
所得税率(%)	26.3	26.3	25.0	25.0	25.0
净利润	9,979	11,864	13,971	17,048	20,891
少数股东损益	1,540	1,117	186	227	279
归属于母公司的净利润	8,438	10,747	13,785	16,821	20,612
净利率(%)	12.2	11.6	15.9	15.3	18.0

现金流量表(单位:百万元)

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	9,979	11,864	13,971	17,048	20,891
少数股东损益	1,540	1,117	186	227	279
非现金支出	369	393	238	239	238
非经营收益	78	136	4,092	4,304	4,106
营运资金变动	-7,333	-22,148	-28,354	-25,755	-25,314
经营活动现金净流	4,633	-8,637	-9,866	-3,937	200
资本开支	101	101	-30	6	7
投资	75	-2,212	2,136	0	0
其他	3	87	270	22	220
投资活动现金净流	-24	-2,226	2,436	16	213
股权募资	4,083	4,512	0	0	0
债权募资	14,322	16,980	12,917	10,362	5,652
其他	-7,076	-8,980	-4,367	-4,326	-4,326
筹资活动现金净流	11,329	12,512	8,550	6,036	1,326
现金净流量	15,938	1,649	1,119	2,115	1,739

资料来源: Wind, 海通证券研究所

资产负债表(单位:百万元)

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	32,673	33,753	34,686	36,574	38,034
应收款项	1,881	2,335	1,601	2,002	2,098
存货	189,644	239,907	324,509	359,719	397,852
其他流动资产	18,931	27,013	19,050	19,701	9,881
流动资产	243,128	303,008	379,846	417,996	447,864
流动资产/总资产(%)	96.8	96.5	99.6	101.0	101.0
长期投资	6,069	8,097	6,054	6,054	6,054
固定资产	1,378	1,985	581	349	118
固定资产/总资产(%)	0.5	0.6	0.2	0.1	0.0
无形资产	58	52	8	7	6
非流动资产	8,041	10,932	7,440	7,207	6,976
非流动资产/总资产(%)	3.2	3.5	1.9	1.7	1.6
资产总计	251,169	313,940	381,542	413,807	443,444
短期借款	25,672	20,995	23,550	28,260	33,912
应付款项	118,632	151,674	195,982	207,249	210,519
其他流动负债	-3,984	-6,089	-2,851	-3,611	-3,786
流动负债	140,320	166,579	216,680	231,897	240,644
长期贷款	55,850	75,101	75,101	75,101	75,101
其他长期负债	68	3,051	3,051	3,051	3,051
负债	196,389	244,787	294,832	310,050	318,796
普通股股东权益	42,486	51,763	69,133	85,954	106,565
少数股东权益	12,293	17,390	17,577	17,804	18,082
负债股东权益合计	251,169	313,940	381,542	413,807	443,444

比率分析

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标(元)					
每股收益	1.184	1.508	1.287	1.571	1.925
每股净资产	5.952	7.252	6.457	8.028	9.953
每股经营现金净流	0.433	-0.911	-0.939	-0.389	-0.007
每股股利	0.232	0.794	0.000	0.000	0.000
回报率(%)					
净资产收益率	19.89	20.79	19.94	19.57	19.34
总资产收益率	3.36	3.43	3.61	4.06	4.65
投入资本收益率	10.54	9.57	11.33	11.91	12.27
增长率(%)					
营业总收入增长率	46.5	34.0	-6.1	26.5	4.4
EBIT增长率	33.8	17.7	35.9	19.2	18.4
净利润增长率	29.2	27.4	28.1	22.0	22.5
总资产增长率	28.8	25.0	21.5	8.5	7.2
资产管理能力(天)					
应收账款周转天数	7.1	6.5	6.7	6.6	6.6
存货周转天数	2300.0	2335.0	2212.0	1951.0	2132.0
应付账款周转天数	55.7	55.7	55.7	55.7	55.7
固定资产周转天数	6.1	6.6	5.4	1.5	0.7
偿债能力(%)					
净负债/股东权益	89.2	94.5	77.2	67.3	59.3
EBIT利息保障倍数(倍)	15.6	16.7	5.6	6.8	8.1
资产负债率	78.2	78.0	77.3	74.9	71.9

信息披露

分析师声明

涂力磊、贾亚童：房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：万科 A、保利地产、招商地产、金地集团、华侨城 A、金融街、首开股份、北京城建、苏宁环球、万通地产、荣盛发展、滨江集团、广宇集团、亿城股份和新潮实业。

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
2. 投资建议的评级标准	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。	

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通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。