

保利地产 (600048)

销售大幅改善，专业大象价值凸显

——地产“专业大象”保利系列之3

	侯丽科 (分析师)	梁荣 (研究助理)	李品科 (分析师)
	0755-23976713	0755-23976775	010-59312815
	houlike@gtjas.com	liangrong@gtjas.com	lipinke@gtjas.com
证书编号	S0880514030004	S0880113090015	S0880511010037

本报告导读：

低估值龙头，行业未来集中度提升的最大受益者之一。受益市场风格转换，相对价值凸显，再融资已获证监会受理，若通过预计可推动公司成长加速。

投资要点：

- 维持目标价 17.22 元，维持增持评级。保利地产为低估值龙头，销售改善明显。受益市场风格转换，相对价值凸显。多种战略合作拓展土地储备，再融资更可推动优质资源加速释放。维持目标价 17.22 元，对应 2015 年 12.3 倍 PE。维持 2015、16 年 EPS1.40、1.57 元的预测。
- 6 月销售 257 亿元，超出市场预期；市场风格转换，公司相对价值凸显。1) 保利地产 6 月销售 256.5 亿元，面积 192 万平，同增 55%、61%，超市场预期。6 月拿地 21 亿元，建面 123 万平。1-6 月销售 760 亿元，同增 17%。2) 保利 2015PE 7.3 倍，低于行业平均 16 倍水平。年初以来股价下跌 4%，板块排名相对靠后。近期风格转换，有业绩、低估值龙头更受青睐，公司为上证 50 成分股，相对价值凸显。
- 再融资已获证监会受理，发行底价 8.53 元/股。1) 保利地产拟募集资金 100 亿元，发行底价 8.53 元/股，当前股价溢价 20%。再融资当前已获证监会受理。2) 公司一季度末净负债率 149%，若再融资完成可降低到 115%，且丰富资金可推动发展加速。
- 近期战略拓展积极，与粤高速、上置集团等战略合作。1) 保利拟以不超过 5 亿元认购粤高速定增，与粤高速及其控股股东建立战略合作关系，不排除未来进一步合作，包括高速公路沿线土地开发。2) 之前公告拟认购上置集团新发股份，认购完成后将成为其持股 30% 以上单一最大股东。上置 2014 年底储备约 290 万方，上海约 140 万方。
- 风险因素：再融资进展存一定不确定性

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	92,356	109,056	134,833	179,130	185,862
(+/-)%	34%	18%	24%	33%	4%
经营利润 (EBIT)	16,417	19,662	25,958	36,279	37,150
(+/-)%	18%	20%	32%	40%	2%
净利润	10,747	12,200	15,045	16,869	19,268
(+/-)%	27%	14%	23%	12%	14%
每股净收益 (元)	1.00	1.13	1.40	1.57	1.79
每股股利 (元)	0.20	0.30	0.26	0.30	0.34

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	17.8%	18.0%	19.3%	20.3%	20.0%
净资产收益率 (%)	19.4%	19.9%	20.4%	19.3%	18.7%
投入资本回报率 (%)	9.3%	9.4%	11.6%	13.6%	11.9%
EV/EBITDA	10.5	9.8	7.3	5.5	5.6
市盈率	10.2	9.0	7.3	6.5	5.7
股息率 (%)	2.0%	2.9%	2.6%	2.9%	3.3%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：17.22

上次预测：17.22

当前价格：10.22

2015.07.06

交易数据

52 周内股价区间 (元)	5.03-15.36
总市值 (百万元)	109,892
总股本/流通 A 股 (百万股)	10,753/10,753
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	40832.54
日均成交值 (百万元)	5271.45

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	62,737
每股净资产	5.83
市净率	1.8
净负债率	149.46%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.08	0.12
Q2	0.28	0.34
Q3	0.21	0.25
Q4	0.57	0.69
全年	1.13	1.40

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-23%	-7%	102%
相对指数	2%	-5%	18%

相关报告

《专业大象整合提速，战略拓展一线城市》2015.06.09

《龙头东风再起，保利蓄势待发》2015.04.09

《再融资促发展，多元化亮点齐现》2015.03.17

《销售稳健增长，资产负债表改善可期》2014.10.28

《业绩符合预期，下半年销售稳健增长可期》

模型更新时间: 2015.07.06

股票研究

金融
房地产

保利地产 (600048)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 17.22

上次预测: 17.22

当前价格: 10.22

公司网址

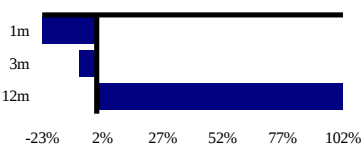
www.polycn.com

公司简介

公司是中国保利集团控股的大型国有房地产上市公司,也是中国保利集团房地产业务的主要运作平台,国家一级房地产开发资质企业,连续五年蝉联国有房地产企业综合实力榜首,连续两年荣膺中国房地产行业领导公司品牌。

公司入选"2008 年度中国上市公司优秀管理团队",2009 年,公司获评房地产上市公司综合价值第一名。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

5.03-15.36

市值 (百万)

109,892

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

EV/EBITDA

P/S

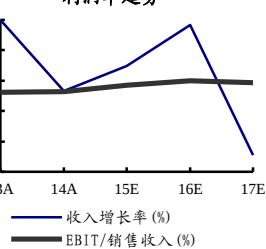
股息率

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业总收入	92,356	109,056	134,833	179,130	185,862
营业成本	62,655	74,123	91,991	121,382	127,329
税金及附加	9,522	11,148	11,484	14,388	14,108
销售费用	2,185	2,402	3,127	4,112	4,223
管理费用	1,576	1,723	2,274	2,969	3,051
EBIT	16,417	19,662	25,958	36,279	37,150
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	635	1,153	0	0	0
财务费用	986	1,271	1,342	1,622	2,159
营业利润	16,007	18,981	24,508	34,364	35,038
所得税	4,237	4,800	6,286	8,814	8,987
少数股东损益	1,117	2,031	3,176	8,680	6,783
净利润	10,747	12,200	15,045	16,869	19,268
货币资金、交易性金融资产	33,753	40,070	94,383	107,473	92,920
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	8,097	10,984	10,984	10,984	10,984
固定资产合计	1,985	2,478	2,623	2,700	2,706
无形资产及其他资产	52	60	64	68	72
资产合计	313,940	365,766	471,517	639,218	596,540
流动负债	166,635	187,313	268,697	404,094	328,079
非流动负债	78,152	97,580	106,575	116,529	127,479
股东权益	55,378	61,433	73,630	87,299	102,903
投入资本(IC)	130,065	156,091	166,536	198,776	232,920
NOPLAT	12,097	14,702	19,299	26,973	27,621
折旧与摊销	333	346	396	465	535
流动资金增量	-28,173	-29,107	-12,896	-32,664	-34,397
资本支出	-101	-78	-546	-546	-546
自由现金流	-15,844	-14,136	6,254	-5,772	-6,787
经营现金流	-9,754	-10,458	12,134	1,345	151
投资现金流	-2,226	-3,169	-546	-546	-546
融资现金流	12,506	19,891	42,725	12,291	-14,159
现金流净增加额	526	6,264	54,314	13,090	-14,553
收入增长率	34.0%	18.1%	23.6%	32.9%	3.8%
EBIT 增长率	17.7%	19.8%	32.0%	39.8%	2.4%
净利润增长率	27.4%	13.5%	23.3%	12.1%	14.2%
利润率					
毛利率	32.2%	32.0%	31.8%	32.2%	31.5%
EBIT 率	17.8%	18.0%	19.3%	20.3%	20.0%
净利率	11.6%	11.2%	11.2%	9.4%	10.4%
净资产收益率(ROE)	19.4%	19.9%	20.4%	19.3%	18.7%
总资产收益率(ROA)	3.4%	3.3%	3.2%	2.6%	3.2%
投入资本回报率(ROIC)	9.3%	9.4%	11.6%	13.6%	11.9%
存货周转天数	1251	1249	1158	1146	1255
应收账款周转天数	8	10	10	10	10
总资产周转天数	1117	1137	1133	1132	1213
净利润现金含量	-0.91	-0.86	0.81	0.08	0.01
资本支出/收入	0%	0%	0%	0%	0%
资产负债率	78.0%	77.9%	79.6%	81.4%	76.4%
净负债率	118.0%	140.2%	110.4%	104.4%	100.0%
PE	10.2	9.0	7.3	6.5	5.7
PB	2.0	1.8	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	10.5	9.8	7.3	5.5	5.6
P/S	1.2	1.0	0.8	0.6	0.6
股息率	2.0%	2.9%	2.6%	2.9%	3.3%

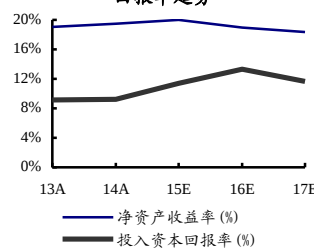
股票绝对涨幅和相对涨幅



利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债

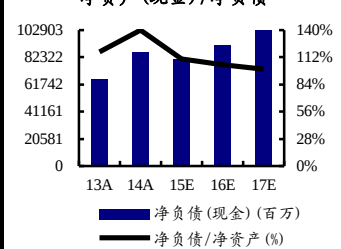


表 1: 2014 年业绩稳健成长, 收入同增 18%, 净利润同增 14%

项目	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A
主营业务收入增长率	48.1%	56.2%	31.0%	46.5%	34.0%	18.1%
净利润增长率	57.2%	39.8%	32.7%	29.2%	27.4%	13.5%
经常性净利润增长率	67.7%	44.3%	31.8%	24.2%	27.1%	10.8%
毛利率	36.8%	34.1%	37.2%	36.2%	32.2%	32.0%
ROE	14.0%	16.6%	18.5%	19.9%	28.9%	27.3%
三项费用率	4.3%	3.5%	5.1%	5.5%	5.1%	4.9%
净利率	15.3%	13.7%	13.9%	12.2%	11.6%	11.2%
存货周转率	0.24	0.22	0.19	0.23	0.26	0.28

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

表 2: 2014 年末净负债率 140%, 再融资完成后可进一步降低

(单位: 百万元)

项目	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A
现金	15228	19151	18153	32673	33753	40070
每股经营性净现金流	-0.33	-4.89	-1.33	0.43	-0.91	-0.98
预售房款	29830	51544	70928	90547	107168	113301
银行借款	24248	54363	63905	81522	96096	119164
银行借款/负债	38.6%	45.2%	41.8%	41.5%	39.3%	41.8%
长期借款/总借款	83.5%	86.5%	78.2%	68.5%	78.2%	75.9%
速动比率	0.42	0.34	0.24	0.26	0.26	0.33
资产负债率	70.0%	79.0%	78.4%	78.2%	78.0%	77.9%
真实资产负债率	36.8%	45.1%	42.1%	42.1%	43.8%	46.9%
净负债率	52.9%	132.9%	141.9%	115.0%	126.2%	140.2%

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		