



证券研究报告·上市公司动态

房地产

平平淡淡才是真

保利地产公布 2013 年年报，实现营业收入 923.6 亿，同比增长 34%；实现营业利润 160 亿，同比增长 19.5%；实现归属于上市公司股东的净利润 107.5 亿，同比增长 27.4%，每股收益 1.51 元。每 10 股派 2.94 元，转增 5 股。

业绩稳步增长，毛利有望回升：公司业绩保持稳步增长，营业利润增速明显低于营业收入增速的主要原因是本期结算毛利率仅为 31.25%。毛利下降主要是由于部分在 11 年市场受到严厉调控时期的高地价成本项目进入结算。销售管理费用率维持低位，彰显公司优秀的管控能力。

销售保增长，目标偏谨慎：公司全年销售金额达 1252.9 亿，同比增长 23.15%。公司过去几年的发展受到整体市场的情况影响，销售增速波动较大，但一直保持前进的步伐。公司正朝着城市群战略目标稳步前进，珠三角成为首个销售超过 300 亿的区域。

土地投资力度加大，为提速预留空间：公司 13 年合并拿地金额 568 亿元，建筑面积为 1827 万平米。在 13 年土地市场成交火爆的情况下，公司平均楼面地价反而同比下降了 8.1%，为 3111 元/平米。这主要是因为公司抓住了 13 年上半年土地价格较低的优势，大量买入土地，拿地的时机把握较好。

增持彰显信心，改革迫在眉睫：公司有望在融资或优先股制度推进过程中受益，改革红利和探索也将在很长一段时间影响公司发展速度和质量。我们期待公司在激励机制的建立上有所作为。

投资评级与盈利预测：公司大的逻辑仍然是受益于市场集中度的提升，未来也将追求更有质量的增长。2013 年公司市场表现较差，也为 2014 年带来一定空间，受公司毛利水平下滑较大影响，我们下调 14-15 年 EPS 为 1.92 和 2.42，维持“买入”评级。

预测和比率

	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	92,356	113,640	140,767	173,958
净利润(百万)	10,747	13,726	17,288	21,386
净利润增长率	27.4%	27.7%	25.9%	23.7%
EPS(元)	1.51	1.92	2.42	3.00
P/E	5.04	3.96	3.14	2.54

请参阅最后一页的重要声明

保利地产(600048)

维持

买入

苏雪晶

suxuejing@csc.com.cn

021-68821608

执业证书编号: S1440512030001

刘璐

liulu@csc.com.cn

021-68821611

执业证书编号: S1440513090012

发布日期: 2014 年 4 月 1 日

当前股价: 7.61 元

目标价格 6 个月: 10 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
12.74/13.43	-7.76/-4.70	-34.40/-25.31

12 月最高/最低价(元) 13.03/6.53

总股本(万股) 713799.44

流通 A 股(万股) 713799.44

总市值(亿元) 543.20

流通市值(亿元) 543.20

近 3 月日均成交量(万) 7379.29

主要股东

保利南方集团有限公司 42.14%

股价表现



相关研究报告

14.03.24 底部转机初现

14.01.09 稳中有升

[HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN](http://RESEARCH.CSC.COM.CN)

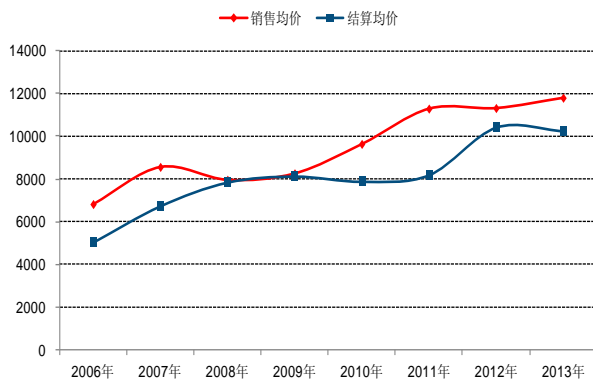


第一，业绩稳步增长，毛利有望回升

公司业绩保持稳步增长，营业利润增速明显低于营业收入增速的主要原因是本期结算毛利率仅为 31.25%，同比下降了 3.99 个百分点。毛利下降主要是由于部分在 11 年市场受到严厉调控时期的高地价成本项目进入结算，还有一些项目是首期销售进入结转，结算价格较低。未来随着这些影响的逐渐消除，同时受 13 年房价上涨的影响，预计未来毛利率会有所回升，但由于土地价格同样也有上涨，毛利率改善的空间比较有限。本期销售管理费用占销售额的比例仅为 3% 左右，在龙头房企中名列前茅，彰显公司优秀的管控能力。本期少数股东权益占比下降到 9.4%，为近年来最低水平，这导致了净利润增速高于营业利润增速。

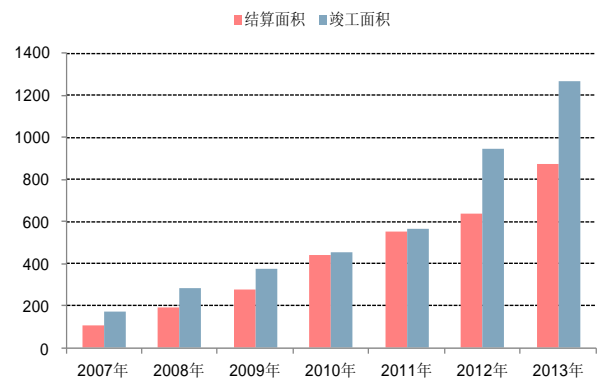
结算方面，虽然本期竣工面积高达 1264 万平米，但结算面积只有 871 万平米，两者差距较大的主要原因是本期竣工面积中有一部分是地下室，此外还有部分已竣工未交付的物业以及部分持有型物业。13 年销售均价和结算均价出现了一定的分化，预计未来结算均价将有所回升。13 年公司计划竣工面积为 1350 万平米，我们预计结算面积增长 20% 以上，结算收入增长 25% 左右。

图：公司签约销售均价和结算均价



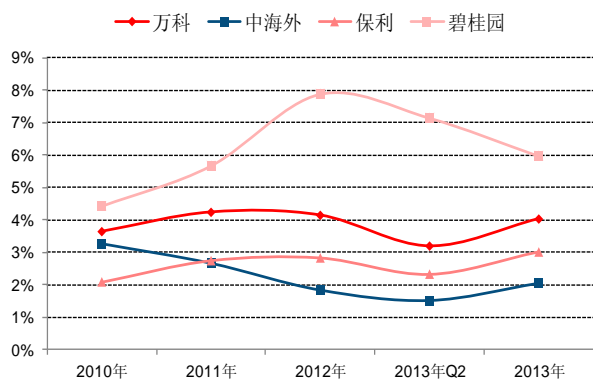
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图：竣工面积与结算面积对比



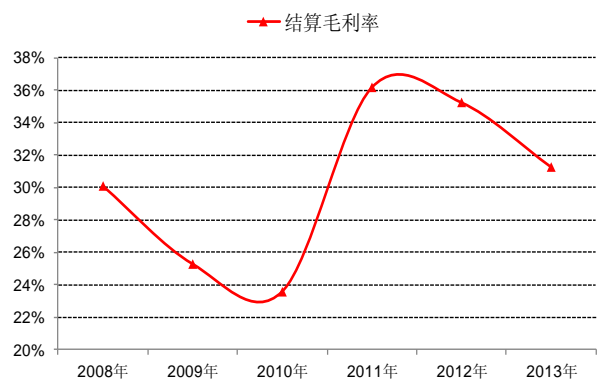
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图：龙头房企销售管理费用率



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图：结算毛利率



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

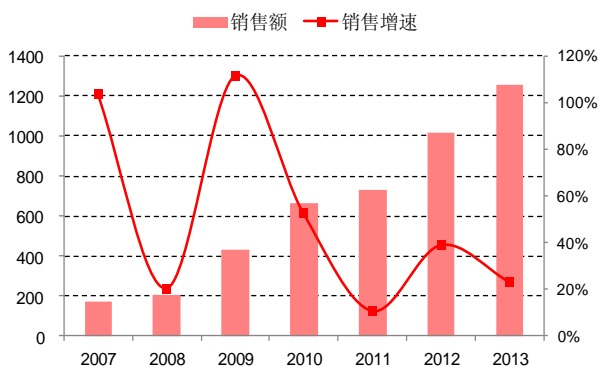
第二，销售保增长，目标偏谨慎

公司全年销售金额达 1252.9 亿元，同比增长 23.15%；销售面积 1064 万平米，同比增长 18.11%。13 年销售



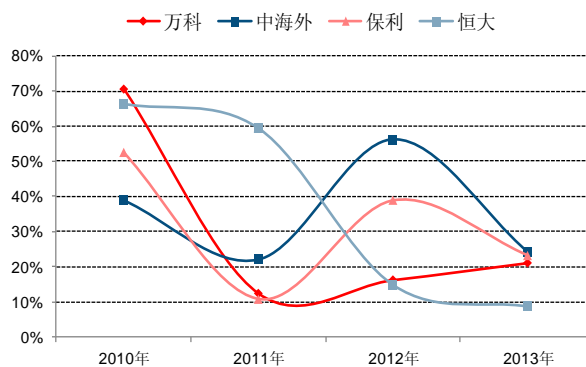
均价为 11771 元/平，比 12 年的 11290 元/平上升 4.3%。公司过去几年的发展受到整体房地产市场的情况影响，销售增速波动较大，但一直保持前进的步伐。自 2012 年迈入千亿级房企行列之后，公司未来的成长性受到市场的质疑。但事实上公司销售增速仍位于龙头房企中平均水平，并没有掉队。从区域表现来看，公司正朝着“3+2+X”城市群战略目标稳步前进，珠三角区域成为首个销售超过 300 亿的区域。公司管理层指出，企业发展到 1000 亿销售额的规模，将注重均衡发展，不会过度依赖某个区域或某个销售节点。这是对未来发展带有前瞻性的策略选择。

图：销售额及增速



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图：龙头房企销售增速对比

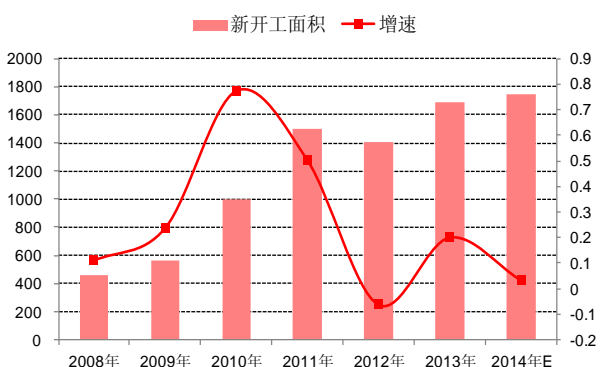


资料来源：中信建投证券研究发展部

公司 14 年初可售货值约 350 亿，预计全年新推货量接近 1700 亿，总货值达到 2000 亿左右，同比增 25%，可售货量充足。公司产品线以刚需项目为主，144 平米以下的中小户型成交套数占比达到 92.9%，迎合了主流购房者的需求。今年公司推出的项目中刚需房占比将进一步提高，13 年可售货值不均匀的问题将得到一定的缓解，这有利于公司提高去化水平，预计 2014 年公司可实现销售额在 1500 亿元以上。

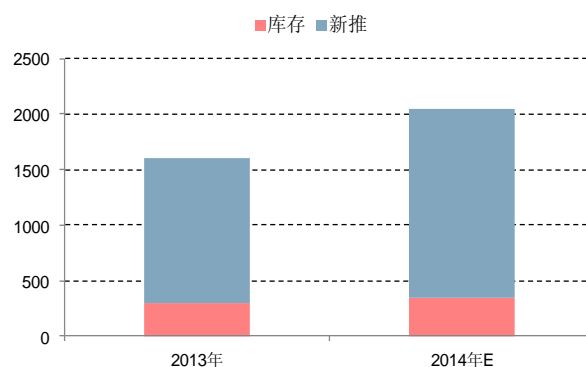
13 年公司新开工面积 1692 万平米，增速有负转正，同比增长 19.94%。在 13 年公司保持较大的土地投资力度情况下，公司计划新开工面积增速仅为 3.4%，反映了公司对今年市场的谨慎预期，但我们认为公司这一目标可能偏保守。

图：新开工面积及增速



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图：库存、新推比较



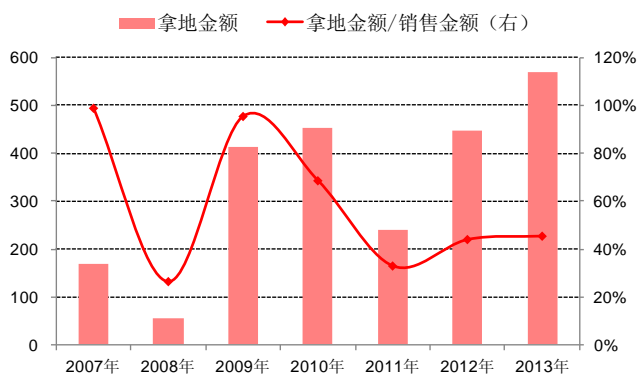
资料来源：中信建投证券研究发展部



第三，土地投资力度加大，为提速预留空间

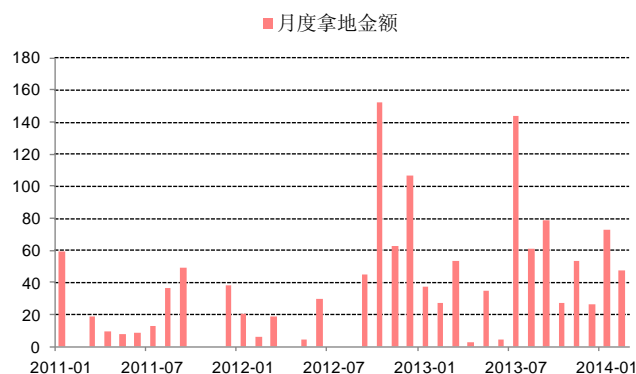
公司 13 年合并拿地金额为 568 亿元，建筑面积为 1827 万平米。在 13 年土地市场成交火爆的情况下，公司平均楼面地价反而同比下降了 8.1%，为 3111 元/平米。这主要是因为公司抓住了 13 年上半年土地价格较低的优势，大量买入土地，拿地的时机把握较好。公司坚持一二线城市中心城市为主的区域布局战略，实施等量拓展原则。新进入 6 个城市为位于核心城市周边的三四线城市，经济基础良好，反映出公司希望通过“3+2”区域的深度挖掘，扎根 3 大区域的核心城市的同时，发展周边三四线城市的未来发展潜力，并且依托企业的强大的资源及品牌优势打造新产品及城市开发，从而把自身的影响辐射到周边城市中，以分散企业在城市间的销售压力，提高企业的抗风险能力。保利 13 年土地市场的策略无疑是成功的，我们也相信公司仍为未来提速发展预留了空间。

图：拿地情况



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

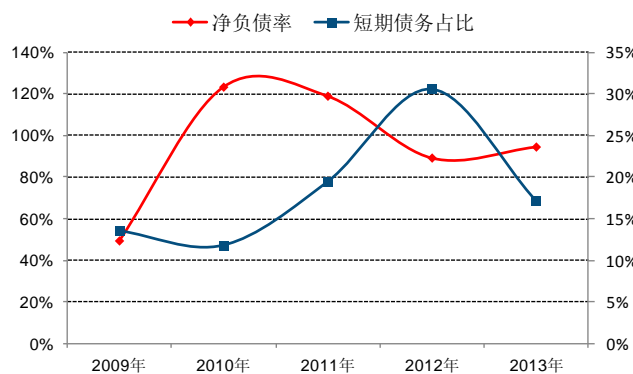
图：月度拿地金额



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

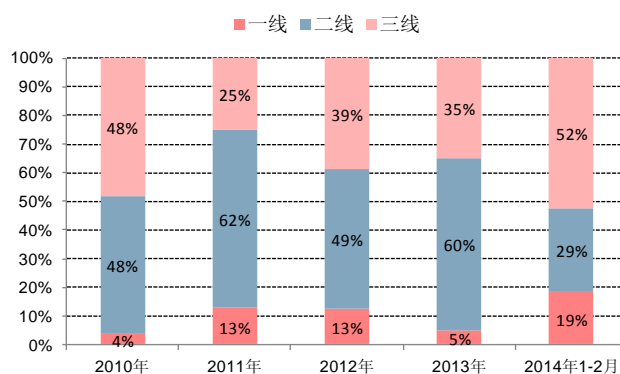
13 年公司的土地投资力度较大，公司的净负债率相比 12 年小幅上升约 5 个百分点，为 94.5%。报告期内公司成功发行了 5 亿美元高级债券，票面成本仅为 4.5%，公司融资渠道进一步得到拓宽。短期债务水平大幅下降的主要原因是新增了 5 亿美元的应付债券，而 12 年末进入流动负债的 40 亿元应付债券则得到了清偿。受到国资委对国企负债水平的限制，公司的资产负债率较 2012 年下降了 0.22 个百分点，为 77.97%，这在有利于控制公司经营风险的同时，也可能对公司发展提速产生限制作用。

图：公司净负债率与短期债务占比



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图：拿地分布情况



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部



第四，增持彰显信心，改革迫在眉睫

2月25日，保利集团增持公司股份40万股，且计划在未来12个月内继续增持不超过2%股份。2月28日，公司董事和高管增持18万股。公司实际控制人和高管一系列增持行为表明了其对公司内在价值的判断和公司未来发展的信心。

随着资本市场地产融资功能恢复，我们认为保利地产作为大型国有地产集团，有望在融资或优先股制度推进过程中受益。而近期保利集团董事长在接受媒体表态：“保利对于混合所有制的，对于改革怎么能够更好地实现混合所有制，一直在做思考，在做探索，而且也在做实践，包括我们的股份制公司。”改革红利和探索也将在很长一段时间影响保利地产的发展速度和质量。同时当前主流房企都逐步开始采用项目合伙人制度以对团队形成激励的情况下，我们期待公司在激励机制的建立上有所作为。

第五，投资评级与盈利预测

公司大的逻辑仍然是受益于市场集中度的提升，未来也将追求更有质量的增长。2013年公司市场表现较差，也为2014年带来一定空间，受公司毛利水平下滑较大影响，我们下调14-15年EPS为1.92和2.42，维持“买入”评级。



财务报表及指标预测

利润表					资产负债表				
指标名称	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	92,356	113,640	140,767	173,958	货币资金	33,753	45,104	53,223	67,973
减:					预付账款	19,276	14,640	16,800	19,230
营业成本	62,655	75,445	92,717	114,689	存货	239,907	284,437	328,089	364,231
毛利率	32.2%	33.6%	34.1%	34.1%	其他流动资产	7,740	8,268	8,268	8,268
营业税金及附加	9,522	12,768	13,501	16,681	流动资产	303,008	355,322	409,892	463,968
营业费用	2,185	2,501	2,958	3,498	投资性房地产	4,715	5,016	5,370	5,789
营业费用率	2.4%	2.2%	2.1%	2.0%	递延所得税产	797	1,196	1,498	1,781
管理费用	1,576	1,880	2,219	2,625	非流动资产	10,932	13,573	16,759	20,796
管理费用率	1.7%	1.7%	1.6%	1.5%	资产总计	313,940	368,895	426,651	484,764
财务费用	986	995	879	763	短期借款	1,370	640	507	0
财务费用率	1.1%	0.9%	0.6%	0.4%	应付账款	18,671	25,596	33,401	41,948
资产减值损失	60	0	0	0	预收款项	107,168	147,688	189,097	230,440
营业利润	16,007	20,388	28,890	36,168	应交税费	(6,219)	(6,143)	(6,668)	(6,139)
营业利润率	17.3%	17.9%	20.5%	20.8%	其他流动负债	45,645	51,540	48,431	45,495
营业外收入	182	0	0	0	流动负债	166,635	219,322	264,768	311,744
营业外支出	87	0	0	0	长期负债	75,101	64,738	54,951	38,465
利润总额	16,102	20,388	28,890	36,168	递延所得税债	61	700	1,454	2,344
所得税费用	4,237	5,407	7,546	9,436	非流动性负债	78,152	65,438	56,405	40,809
所得税率	26.3%	26.5%	26.1%	26.1%	负债合计	244,787	284,760	321,173	352,553
净利润	11,864	14,981	21,343	26,733	其他	33,661	44,642	58,473	75,582
少数股东损益	1,117	1,255	4,055	5,347	少数股东权益	17,390	18,645	22,701	28,047
归属母公司股东的净利润	10,747	13,726	17,288	21,386	股东权益合计	69,153	84,135	105,478	132,211
现金流量表					负债及股东权益总计	313,940	368,895	426,651	484,764
指标名称	2013	2014E	2015E	2016E	主要财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
销售商品、提供收入	108,814	153,619	181,537	214,548	增长率(%)				
购买商品、接受支出	98,055	102,426	125,270	140,163	营业收入	34.0%	23.0%	23.9%	23.6%
职工支出	1,995	2,255	2,661	3,140	营业利润	19.5%	27.4%	41.7%	25.2%
税费支出	17,599	19,900	23,538	27,848	净利润	18.9%	26.3%	42.5%	25.2%
经营现金流	-9,754	29,038	30,069	43,396	利润率(%)				
取得借款	60,681	12,808	10,141	0	毛利率	32.2%	33.6%	34.1%	34.1%
偿还债务	3,013	0	0	0	EBITMargin	17.7%	19.0%	21.4%	21.6%
融资现金流	12,506	-14,915	-18,940	-24,571	EBITDMargin	17.7%	18.5%	20.9%	21.0%
现金及现金等价物净增加额	532	11,351	8,119	14,751	净利率	11.6%	12.1%	12.3%	12.3%



分析师介绍

苏雪晶：毕业于天津财经大学，从事房地产研究 6 年。2008 年第六届新财富房地产最佳分析师第六名，2009 年第七届新财富房地产最佳分析师第四名，2010 年第一届金牛分析师房地产行业第一名，2010 年第八届新财富房地产最佳分析师第二名，2011 年第二届金牛分析师房地产行业第二名，2011 年第九届新财富房地产最佳分析师第二名，2012 年第十届新财富房地产最佳分析师第二名。

刘璐：毕业于复旦大学，从事房地产研究 2 年，所在团队获 2011 年第二届金牛分析师房地产行业第二名，2011 年第九届新财富房地产最佳分析师第二名，2012 年第十届新财富房地产最佳分析师第二名

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

张迪 010-85130464 zhangdi@csc.com.cn

上海地区销售经理

袁小可 021-68821600 yuanxiaoke@csc.com.cn

张东弢 021-68821609 zhangdongtao@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

简佳 021-68821631 jianjia@csc.com.cn

李孟江 021-68821619 limengjiang@csc.com.cn

深广地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

王方群 020-38381087 wangfangqun@csc.com.cn

程海艳 0755-82789812 chenghaiyan@csc.com.cn

莫智源 0755-23953843 mozhiyuan@csc.com.cn

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

机构销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

何嘉 010-85156427 hejia@csc.com.cn

刘亮 010-85130323 liuliang@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/或个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 8 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622