房地产开发

署名人：李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@cjis.cn

参与人：张　岩

S0960111080637

010-63222861

zhangyan1@cjis.cn

6－12 个月目标价： 13.00 元

当前股价： 11.85 元

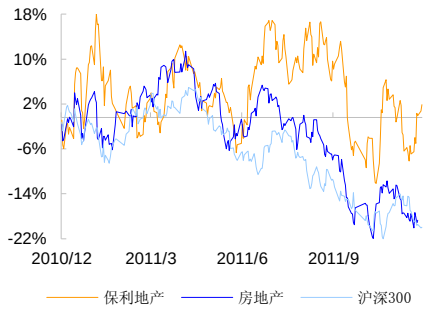
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	1975.14
总股本(百万)	7137
流通股本(百万)	7011
流通市值(亿)	845
EPS	1.10
每股净资产（元）	5.93
资产负债率	78.43%

股价表现

（%）	1M	3M	6M
保利地产	0.51	25.93	5.57
房地产	-5.82	2.29	-14.80
沪深 300 指数	-7.60	-4.35	-19.05



相关报告

保利地产－销售平稳，拓展加速 2012-11-12

保利地产－全年业绩高增长无忧，资源拓展加速 2012-10-30

保利地产－市场趋弱、推盘量少致销售下滑 2012-10-10

保利地产　600048　推荐

全年销售有望近千亿，集中补货一二线城市

公司公布 12 年 11 月销售数据及新增项目情况。

投资要点：

- **11 月推盘量减少，但滞后因素致签约金额环比小幅增长。**11 月新推盘量约 60-70 亿元，低于 9-10 月月均 100 亿元以上的水平。推盘减少致认购金额环比下降，但签约金额环比却小幅增长，11 月签约 87 亿元，环比上升 13%，我们认为主要原因是 10 月份认购房源部分在 11 月份才完成签约，10 月份推盘相对集中于月末，当月认购超过 100 亿元，而签约仅为 77 亿元。
- **预计全年销售有望超过 980 亿元（+34%），市场份额持续提升。**1-11 月累计实现签约销售 920 亿元，同比增长 36%，大幅领先市场。由于公司推盘节奏的原因，预计 12 月新推盘量仍较少，可能与 11 月份水平相当，但公司目前有 300 亿元左右的存量可售，因此总的可售货量依然较大，预计全年销售有望超过 980 亿元（+34%）。**预计 13 年可售货量高于 12 年，公司仍将会在上半年尽早动手，抓住窗口期，争取主动，销售持续高增长可期。**
- **11 月份继续在一二线核心城市集中补货，后续仍有空间。**11 月份在广州、杭州、成都、南昌、珠海、西安等一二线城市新拓展项目，权益建面 109 万方，权益土地款约 46 亿元，平均楼面地价 4262 元/平米，考虑到地块所在位置成本仍相对合理。公司今年以来累计新增权益建面约 726 万方，权益土地款约 238 亿元，重点补充了一线中心城市及二线核心城市的土地储备。**虽然公司目前已超额完成了年初 223 亿元的项目拓展计划，但由于董事会可以在 20%的范围内调整总投资，且经营层可以适当调整在建、拟建、拓展项目之间的投资比例，因此后续拓展仍有空间。**
- **12-14 年 EPS1.19/1.55/2.01 元，PE10/8/6 倍，今明两年业绩锁定有余，RNAV10.5 元。股权激励计划已完成授权，且行权价 8.13 元仍远低于目前股价，将为公司业绩增长和市值持续提升保驾护航。中长期来看，持续的政策调控将加速行业集中度提升，有利于开发产品集中于普通商品房特别是中小套型住房及少量商业和改善性住房、布局全国、快速周转、成本控制力强、具有独特盈利模式的开发商，公司正是这类公司中最优质的标的，中长期估值仍有提升空间，维持“推荐”评级。**

风险提示：行业调控力度超预期的风险，公司杠杆过高的资金风险。

主要财务指标

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	47036	61332	79997	104369
收入同比(%)	31%	30%	30%	30%
归属母公司净利润	6531	8481	11064	14342
净利润同比(%)	33%	30%	30%	30%
毛利率(%)	37.2%	38.1%	37.7%	37.4%
ROE(%)	18.5%	20.0%	21.3%	22.4%
每股收益(元)	0.91	1.19	1.55	2.01
P/E	13.20	10.17	7.79	6.01
P/B	2.45	2.03	1.66	1.35
EV/EBITDA	13	10	7	6

资料来源：中投证券研究所

图 1：保利地产单月销售面积金额与销售均价

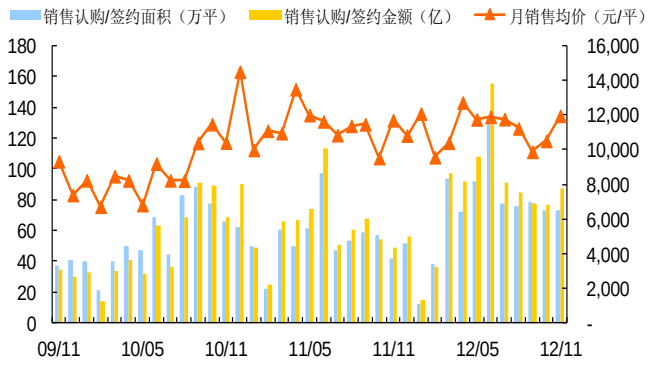


图 2：保利地产单月销售均价与累计销售均价

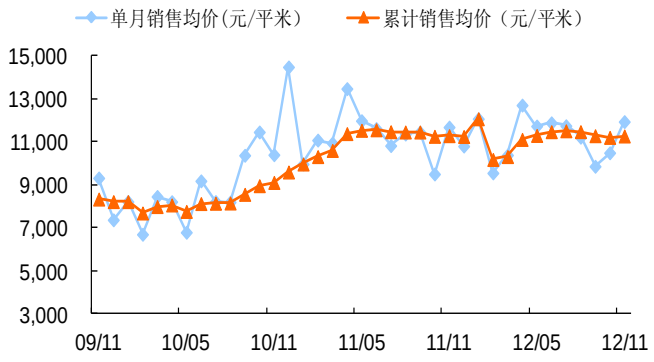


图 3：保利地产单月销售均价各年同期比较

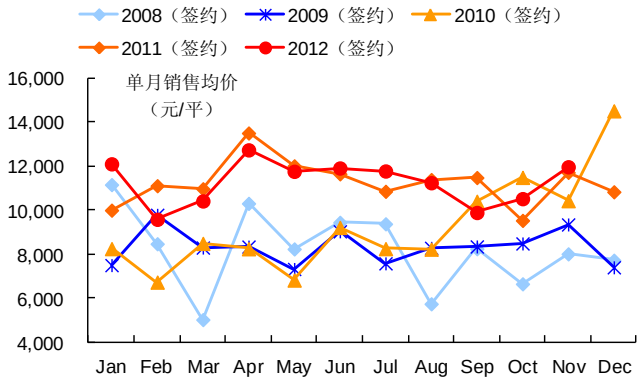


图 4：保利地产累计销售均价各年同期比较

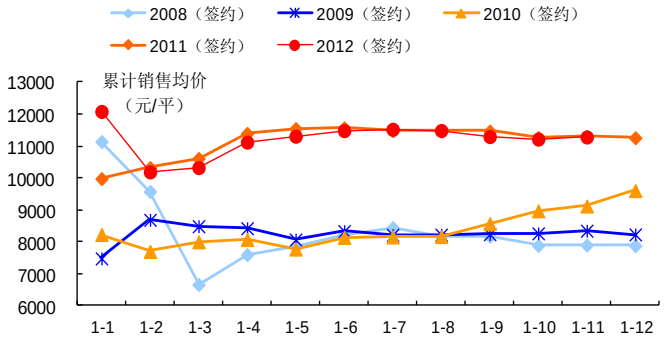


图 5：保利地产单月销售面积各年同期比较

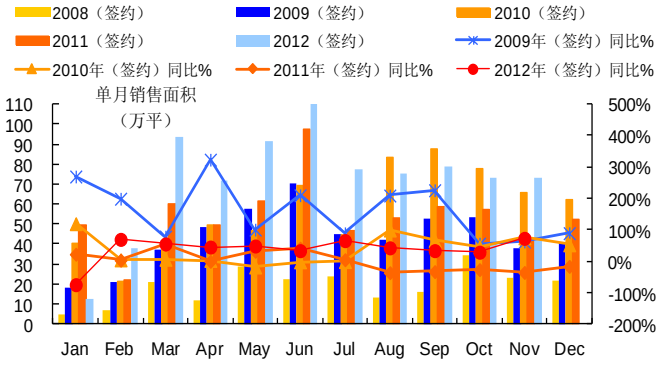


图 6：保利地产单月销售金额各年同期比较

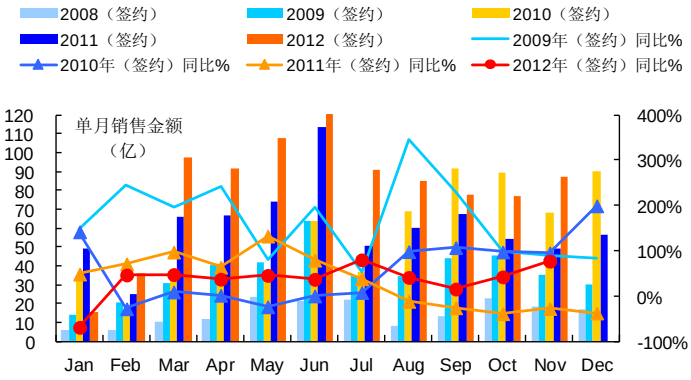


图 7：保利地产累计销售面积各年同期比较

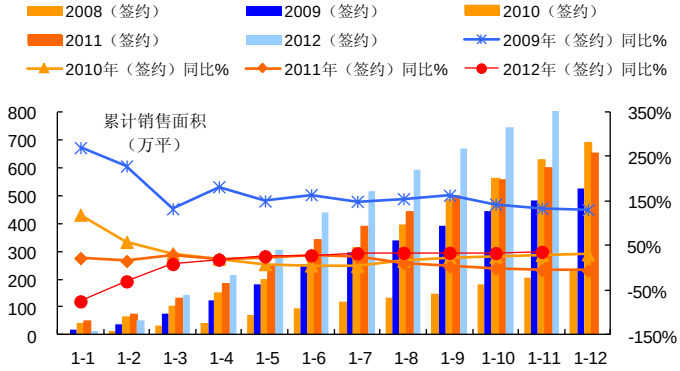


图 8：保利地产累计销售金额各年同期

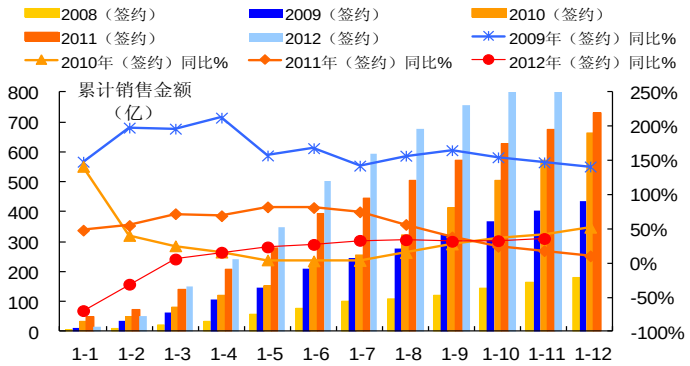


表 1：公司 12 年 1-11 月新增项目情况（单位：万平，亿元，元/平米）

序号	项目	城市	权益	规划建面	土地款	楼面地价	权益建面	权益土地款
1	东湖新技术开发区关山村“城中村”改造	武汉	100%	71.8	20.1	2,799	72	20.1
2	张家堡广场凤城十路项目两宗地块	西安	100%	48.5	6.3	1,300	49	6.3
3	佛山新城商务中心项目地块	佛山	50%	62.5	18.7	2,992	31	9.4
4	青羊区万家湾四组地块	成都	51%	16.2	4.7	2,894	8	2.4
5	九龙坡区大杨石组团 N 标准分区两宗地块	重庆	100%	55.0	13.6	2,474	55	13.6
6	利山路与奇江路交汇处六宗地块	德阳	50%	66.3	6.0	901	33	3.0
7	沈河区东陵西路地块	沈阳	100%	47.0	10.4	2,204	47	10.4
8	大兴区生物医药基地 12、15#地块	北京	50%	19.5	13.8	7,070	10	6.9
9	大兴区亦庄新城 X1-1A 组团	北京	50%	30.9	30.8	9,952	15	15.4
10	上海徐汇区滨江 XH129B-02、XH129D-01 地块	上海	50%	16.6	45.0	27,055	8	22.5
11	上海浦东新区森兰外高桥南部国际社区	上海	50%	12.0	21.2	17,678	6	10.6
12	南京建邺区江心洲纬七路过江隧道以北	南京	100%	6.4	4.5	6,915	6	4.5
13	南京市栖霞区仙林湖西北角地块	南京	100%	17.7	8.1	4,591	18	8.1
14	福州市仓山区南台岛北部	福州	100%	25.4	13.6	5,347	25	13.6
15	长沙市岳麓区滨江新城 B7 南、北地块	长沙	80%	116.3	32.6	2,800	93	26.0
16	佛山市南海区佛山创智新城	佛山	100%	59.7	9.5	1,583	60	9.5
17	江门市滨江新区项目	江门	50%	132.1	12.4	940	66	6.2
18	西安市曲江新区曲江立交西南角地块	西安	50%	29.1	5.6	1,935	15	2.8
19	南昌市青山湖北大道以东	南昌	100%	5.5	2.0	3,706	5	2.0
20	成都市金牛区金泉街道地块	成都	100%	12.1	5.7	4,660	12	5.7
21	成都市双流县华阳街道地块	成都	100%	33.9	5.7	1,670	34	5.7
22	杭州市江干区普福社区地块	杭州	100%	10.2	9.5	9,299	10	9.5
23	广州市萝岗区长岭路以南地块	广州	50%	31.4	16.5	5,250	16	8.3
24	广州市白云区罗冲围松鹤街地块	广州	100%	3.1	3.9	12,325	3	3.9
25	珠海市唐家湾情侣北路地块	珠海	60%	29.0	17.4	6,000	17	10.4
26	西安市沣渭新区三桥新街以南	西安	51%	21.9	2.1	974	11	1.1
1-9 月小计				**418**	**124**	**2,976**	**320**	**87**
10 月小计				**415**	**152**	**3,671**	**297**	**104**
11 月小计				**147**	**63**	**4,262**	**109**	**46**
合计				**980**	**339**	**3,463**	**726**	**238**

数据来源：上市公司，中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	187991	225208	271386	325369
现金	18153	25164	34272	33430
应收账款	1058	1058	1058	1058
其他应收款	4129	4129	4129	4129
预付账款	12545	12545	12545	12545
存货	152107	182313	219383	274207
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	7023	7593	8204	8858
长期投资	987	987	987	987
固定资产	940	837	676	457
无形资产	10	10	10	10
其他非流动资产	5087	5759	6531	7404
资产总计	195015	232801	279589	334227
流动负债	98586	125681	159271	197445
短期借款	2123	0	0	0
应付账款	9545	9545	9545	9545
其他流动负债	86918	116136	149726	187900
非流动负债	54364	56364	58364	60364
长期借款	49980	51980	53980	55980
其他非流动负债	4384	4384	4384	4384
负债合计	152950	182045	217635	257809
少数股东权益	6807	8297	10092	12380
股本	5948	7138	7138	7138
资本公积	11897	10708	10708	10708
留存收益	17411	24613	34016	46192
归属母公司股东权益	35258	42458	51862	64038
负债和股东权益	195015	232801	279589	334227

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-7922	9773	10259	1038
净利润	7367	9972	12859	16630
折旧摊销	229	303	361	419
财务费用	390	487	519	639
投资损失	18	0	0	0
营运资金变动	-15933	-987	-3480	-16651
其他经营现金流	7	-1	0	0
投资活动现金流	-448	-872	-972	-1074
资本支出	49	200	200	200
长期投资	-92	672	772	874
其他投资现金流	-491	0	0	0
筹资活动现金流	7393	-1890	-179	-805
短期借款	1673	-2123	0	0
长期借款	2950	2000	2000	2000
普通股增加	1373	1190	0	0
资本公积增加	-1382	-1190	0	0
其他筹资现金流	2779	-1766	-2179	-2805
现金净增加额	-979	7011	9108	-841

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	47036	61332	79997	104369
营业成本	29537	37982	49860	65287
营业税金及附加	5073	6615	8629	11257
营业费用	1253	1633	2130	2779
管理费用	750	978	1276	1665
财务费用	390	487	519	639
资产减值损失	51	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-18	0	0	0
营业利润	9964	13635	17584	22741
营业外收入	154	0	0	0
营业外支出	44	0	0	0
利润总额	10074	13635	17584	22741
所得税	2707	3664	4725	6110
净利润	7367	9972	12859	16630
少数股东损益	836	1490	1795	2288
归属母公司净利润	6531	8481	11064	14342
EBITDA	10583	14426	18463	23799
EPS（元）	1.10	1.19	1.55	2.01

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	31.0%	30.4%	30.4%	30.5%
营业利润	34.2%	36.8%	29.0%	29.3%
归属于母公司净利润	32.7%	29.9%	30.5%	29.6%
获利能力				
毛利率	37.2%	38.1%	37.7%	37.4%
净利率	13.9%	13.8%	13.8%	13.7%
ROE	18.5%	20.0%	21.3%	22.4%
ROIC	8.8%	11.8%	14.6%	16.0%
偿债能力				
资产负债率	78.4%	78.2%	77.8%	77.1%
净负债比率	41.78	35.04%	30.23	26.29%
流动比率	1.91	1.79	1.70	1.65
速动比率	0.36	0.34	0.33	0.26
营运能力				
总资产周转率	0.27	0.29	0.31	0.34
应收账款周转率	54	55	72	94
应付账款周转率	4.29	3.98	5.22	6.84
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.91	1.19	1.55	2.01
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.11	1.37	1.44	0.15
每股净资产(最新摊薄)	4.94	5.95	7.27	8.97
估值比率				
P/E	13.20	10.17	7.79	6.01
P/B	2.45	2.03	1.66	1.35
EV/EBITDA	13	10	7	6

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2012-11-12	保利地产－销售平稳，拓展加速
2012-10-30	保利地产－全年业绩高增长无忧，资源拓展加速
2012-10-10	保利地产－市场趋弱、推盘量少致销售下滑
2012-09-10	保利地产－年内新推盘量大，市场份额持续提升
2012-08-23	保利地产－业绩、收入增长不匹配为暂时现象
2012-08-09	保利地产－受益集中度提升，中长期投资首选
2012-07-10	保利地产－销售再预期，拿地加快，全年销售增长 37%
2012-06-07	保利地产－销售再创新高，拿地仍有空间
2012-04-11	保利地产－定位主流，坚持成长
2012-04-10	保利地产－累计销售增幅逆转为正，龙头实力尽显
2012-04-06	保利地产－销售稳步增长可期，资金压力持续缓解
2012-03-12	保利地产－销售持续回暖可期，稳健抄底地市
2012-02-08	保利地产－预期中的销售低点
2012-01-10	保利地产－全年业绩增逾三成，销售回升，稳健拓展
2011-12-12	销售承压拿地暂缓，增长确定风险可控

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6～12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐：预期未来 6～12 个月内股价升幅 10%～30％
中 性：预期未来 6～12 个月内股价变动在±10%以内
回 避：预期未来 6～12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好：预期未来 6～12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性：预期未来 6～12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡：预期未来 6～12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李少明，中投证券房地产行业首席分析师，工商管理硕士，16 年证券研究从业经验。

主要覆盖公司：万科、保利地产、招商地产、中南建设、北京城建、首开股份、亿城股份、世茂股份、苏宁环球、中国国贸、荣盛发展、世联地产、华业地产、华发股份、滨江集团、金融街、泛海建设、中华企业、冠城大通、广宇发展等。

张 岩，中投证券房地产行业分析师，毕业于北京大学经济学院金融学专业，经济学硕士。

陈舒静，中投证券房地产行业分析师，毕业于中国人民大学商学院财务与金融系，管理学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所　　公司网站：http://www.china-invs.cn

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：518000	邮编：100032	邮编：200041
传真：（0755）82026711	传真：（010）63222939	传真：（021）62171434