

**房地产开发**

署名人: 李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

参与人: 张岩

S0960513070007

010-63222861

zhangyan1@china-invs.cn

**保利地产**

**600048**

**推荐**

**淡季销售下滑，拓展加速，融资渠道拓宽**

公司公布 2013 年 7 月销售数据及新增项目情况。

**投资要点:**

- **销售环比、同比均下滑，与公司推货节奏及整体市场环境有关。**7 月实现签约销售金额 69 亿元，环比下滑 44%，同比下滑 24%。公司 7 月推货较少，推出货值约 90 亿元，而 6 月是公司上半年的推货高峰，因此推货节奏是销售环比明显下滑的主因。此外公司 7 月推货结构中大户型占比有所升高，影响了去化速度。同比下滑主要与整体市场环境有关，去年同期信贷宽松背景下行业淡季不淡，而今年 6 月底以来的流动性紧张局面导致按揭贷款利率优惠减小，购房需求减弱。
- **1-7 月实现签约销售金额 706 亿元(+19%)，预计下半年整体推货量高于上半年，维持全年销售 1200 亿元以上(+20%)的预测。**预计全年新推货值约 1200 亿元，其中下半年 600 多亿元。从拿地-销售周期来看，公司去年 7、8 月份未拿地，9 月开始加快拿地，10 月是全年拿地最高峰，按照拿地-销售平均 1 年来推算，今年 7、8 月份推货偏少，9 月开始会明显增多，10 月将成为推货高峰，当然实际推货也要根据市场情况而定，我们认为公司也会尽量平滑，使推货更均匀。
- **7 月土地拓展加速，符合我们预期，我们认为公司上半年拿地相对谨慎，下半年随着行业资金面收紧，土地市场将回归理性，公司有能力和意愿在地市低点大量补货。**7 月公司在湛江、长沙、清远、广州、南京、大连、佛山新增权益建面 279 万方，权益土地款 80 亿元，均为今年以来单月最高值，平均楼面地价 3071 元/平米。1-7 月公司新增权益建面 696 万方，权益土地款 204 亿元，已完成全年计划的一半，夯实了后续发展的基础。
- **在境外发行 5 亿美元债券，有利于拓宽融资渠道、降低成本。**公司全资子公司恒利(香港)置业通过其全资子公司 Poly Real Estate Finance Ltd 在境外发行 5 亿美元的 5 年期固息债券，折合年收益率 4.7%，债券将于香港联交所上市。
- **13-15 年 EPS1.53/2.00/2.59 元，PE7/5/4 倍，13 年业绩锁定有余，RNAV10.5 元。**预计下半年市场资金成本上升，将抑制板块估值提升，但公司坚持成长性企业定位，定位主流刚需，有望受益于房企融资有条件放开，中长期显著受益于行业集中度加速提升趋势，仍看好公司中长期投资价值，维持“推荐”评级。

**风险提示:** 美联储退出 QE 超预期，全球及中国流动性及行业风险超预期等的风险；公司杠杆过高的资金风险；销售低于预期的风险。

**主要财务指标**

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	68906	94545	127888	173001
收入同比(%)	46%	37%	35%	35%
归属母公司净利润	8438	10945	14290	18512
净利润同比(%)	29%	30%	31%	30%
毛利率(%)	36.2%	35.8%	34.9%	34.0%
ROE(%)	19.9%	20.5%	21.1%	21.5%
每股收益(元)	1.18	1.53	2.00	2.59
P/E	9.15	7.06	5.40	4.17
P/B	1.82	1.45	1.14	0.90
EV/EBITDA	9	7	5	4

资料来源: 中投证券研究总部

**12 个月目标价:** 15.50 元

当前股价: 10.82 元

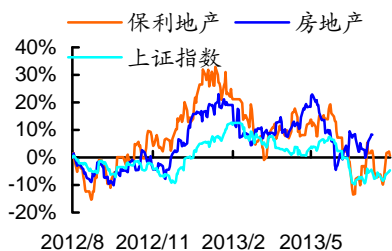
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2060.50
总股本(百万)	7138
流通股本(百万)	7138
流通市值(亿)	772
EPS	0.10
每股净资产(元)	6.06
资产负债率	79.3%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
保利地产	3.94%	-8.81%	-16.09%
房地产	3.76%	-2.78%	-9.65%
上证指数	2.66%	-7.65%	-15.36%



**相关报告**

《保利地产-销售增长确定性强，踏准节奏有望低点补货》2013-7-4

《保利地产-去化改善推动销售回升》

2013-6-6

《保利地产-销售环比回落，不改全年向好趋势》2013-5-9

图 1: 保利地产单月销售面积金额与销售均价

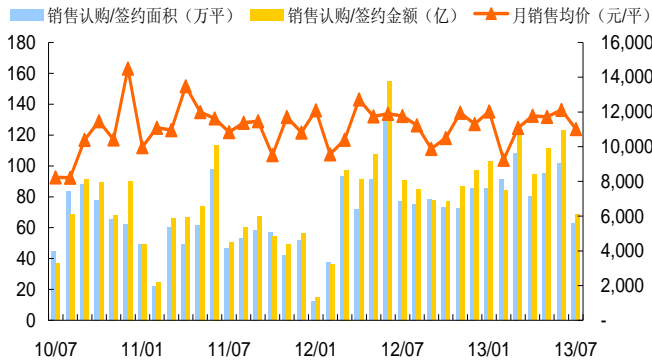


图 2: 保利地产单月销售均价与累计销售均价

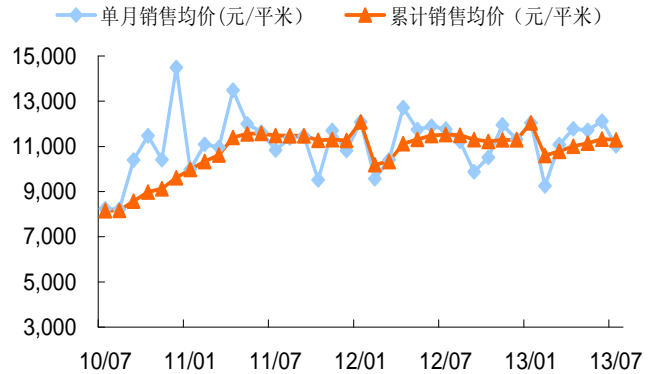


图 3: 保利地产单月销售均价各年同期比较

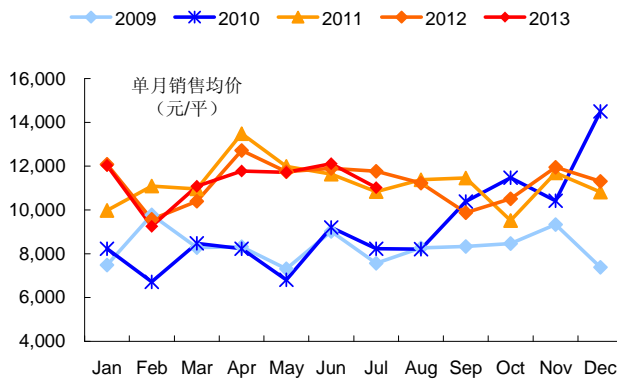


图 4: 保利地产累计销售均价各年同期比较

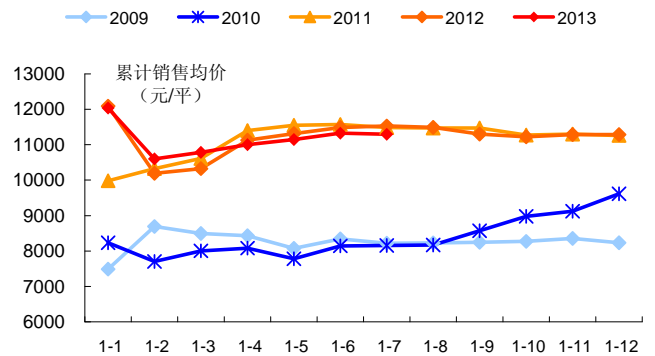


图 5: 保利地产单月销售面积各年同期比较

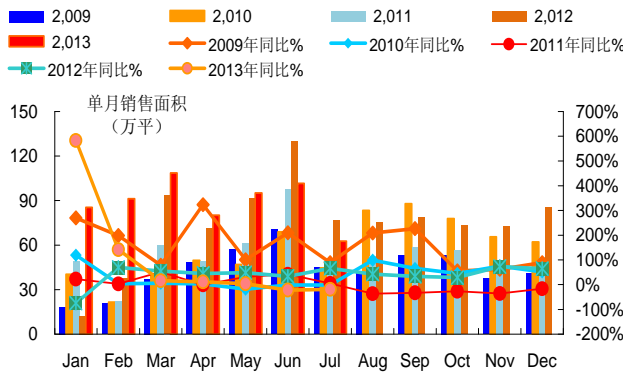


图 6: 保利地产单月销售金额各年同期比较

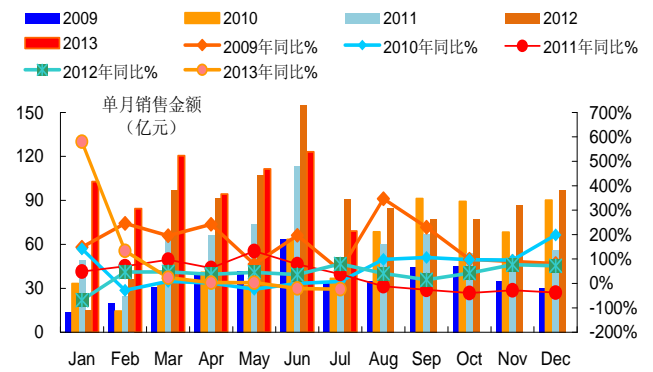


图 7: 保利地产累计销售面积各年同期比较

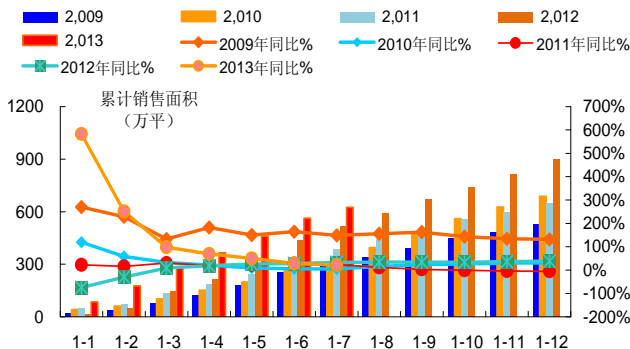
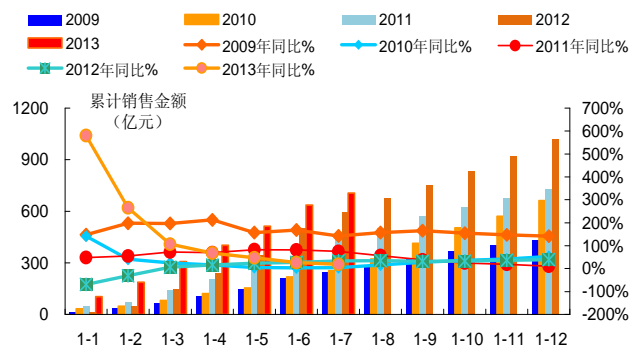


图 8: 保利地产累计销售金额各年同期比较



数据来源: 公司公告, 中投证券研究总部

**表 1: 公司 13 年 1-7 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	成都市龙泉驿区大面街道西路地块	成都	100%	34.1	7.6	2,217	34	7.6
2	南京市江宁区双龙大道地块	南京	100%	36.3	23.2	6,389	36	23.2
3	青岛市李沧区九水路地块	青岛	73%	22.5	7.0	3,100	16	5.1
4	青岛市市北区黑龙江路两地块	青岛	50%	22.4	13.2	5,880	11	6.6
5	天津市武清区下朱庄街广贤道西侧地块	天津	51%	18.4	2.5	1,358	9	1.3
6	长春市西新开发区西湖大路地块	长春	100%	36.5	8.6	2,351	36	8.6
7	遂宁市河东新区五彩缤纷路地块	遂宁	51%	33.4	3.0	898	17	1.5
8	合肥市滨湖区南宁路南侧地块	合肥	76%	57.8	18.0	3,111	44	13.7
9	合肥市瑶海区新安江路南侧	合肥	50%	47.7	13.5	2,831	24	6.8
10	合肥市高新区玉兰大道西侧地块	合肥	65%	14.6	1.6	1,100	9	1.0
11	武汉市江夏区藏龙岛栗庙村两宗地块	武汉	50%	44.3	6.3	1,417	22	3.1
12	大连市甘井子区南关岭街道岚岭路南侧	大连	84%	8.7	2.0	2,339	7	1.7
13	沈阳市东陵区东陵大桥东项目	沈阳	100%	40.1	3.0	745	40	3.0
14	杭州市江干区长睦单元 R21-06 地块	杭州	100%	19.6	8.8	4,506	20	8.8
15	长春市高新区创建街东侧地块	长春	100%	18.0	2.9	1,626	18	2.9
16	重庆市长寿区北部片区 B14-2/02 号地块	重庆	100%	20.8	3.8	1,850	21	3.8
17	北京市通州区运河核心区 IV-10、IV-11	北京	100%	8.3	9.8	11,750	8	9.8
18	北京市大兴区旧宫镇 A2-1 地块	北京	49%	6.8	12.8	18,870	3	6.3
19	佛山市三水区三水大道西侧地块	佛山	51%	70.3	8.6	1,220	36	4.4
20	北京市通州区运河核心区 IV-06	北京	100%	4.2	4.8	11,429	4	4.8
21	湛江市霞山区人民大道地块	湛江	50%	155.5	17.5	1,127	78	8.8
22	长沙市长沙县湘龙路地块	长沙	100%	84.0	8.8	1,048	84	8.8
23	清远市清新县太和镇县城三十四号区地块	清远	51%	74.8	4.3	575	38	2.2
24	广州市天河区金融城起步区 A007-1	广州	50%	10.5	13.0	12,413	5	6.5
25	广州市天河区金融城起步区 A005-2	广州	100%	10.6	13.0	12,251	11	13.0
26	南京市仙林大浦塘地块	南京	26%	12.4	10.8	8,682	3	2.8
27	大连市东港区 F01-05 号、I01 号、I03 号	大连	50%	52.3	39.1	7,470	26	19.5
28	大连市东港区 I02 号、I04 号地块	大连	50%	38.1	28.2	7,404	19	14.1
29	佛山市顺德新城德胜商务区 A11 号地块	佛山	50%	28.9	8.7	3,020	14	4.4
<b>1-7 月合计</b>				<b>1,032</b>	<b>304</b>	<b>2,950</b>	<b>696</b>	<b>204</b>

数据来源: 公司公告, 中投证券研究总部

**附：财务预测表**

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	243128	314902	377355	452449	<b>营业收入</b>	68906	94545	127888	173001
现金	32673	39158	40091	43250	营业成本	43972	60698	83277	114232
应收账款	1880	1880	1880	1880	营业税金及附加	8120	11142	15071	20388
其他应收款	2512	2512	2512	2512	营业费用	1646	2175	2941	3979
预付账款	16419	16419	16419	16419	管理费用	1223	1678	2269	3070
存货	189644	254933	316452	388387	财务费用	892	908	1077	1098
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	71	0	0	0
<b>非流动资产</b>	8041	8827	9702	10666	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1351	1351	1351	1351	投资净收益	411	0	0	0
固定资产	1378	1505	1621	1727	<b>营业利润</b>	13394	17945	23252	30236
无形资产	11	11	11	11	营业外收入	189	0	0	0
其他非流动资产	5301	5961	6720	7578	营业外支出	51	0	0	0
<b>资产总计</b>	251169	323729	387057	463115	<b>利润总额</b>	13532	17945	23252	30236
<b>流动负债</b>	140471	195575	237463	286845	所得税	3554	4486	5813	7559
短期借款	1348	0	0	9105	<b>净利润</b>	9979	13459	17439	22677
应付账款	12793	12793	12793	12793	少数股东损益	1540	2514	3149	4165
其他流动负债	126330	182782	224670	264947	<b>归属母公司净利润</b>	8438	10945	14290	18512
<b>非流动负债</b>	55918	59918	63918	67918	EBITDA	14286	18927	24413	31427
长期借款	55850	59850	63850	67850	EPS (元)	1.18	1.53	2.00	2.59
其他非流动负债	68	68	68	68					
<b>负债合计</b>	196389	255493	301381	354763	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	12293	14807	17955	22120	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
股本	7138	7138	7138	7138	<b>成长能力</b>				
资本公积	10777	10777	10777	10777	营业收入	46.5%	37.2%	35.3%	35.3%
留存收益	24570	35515	49805	68317	营业利润	34.4%	34.0%	29.6%	30.0%
归属母公司股东权益	42486	53430	67720	86232	归属于母公司净利润	29.2%	29.7%	30.6%	29.5%
<b>负债和股东权益</b>	251169	323729	387057	463115	<b>获利能力</b>				
					毛利率	36.2%	35.8%	34.9%	34.0%
					净利率	12.2%	11.6%	11.2%	10.7%
					ROE	19.9%	20.5%	21.1%	21.5%
					ROIC	10.8%	13.3%	14.5%	14.9%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	78.2%	78.9%	77.9%	76.6%
					净负债比率	41.51%	32.95%	29.26%	28.55%
					流动比率	1.73	1.61	1.59	1.58
					速动比率	0.38	0.31	0.26	0.22
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.31	0.33	0.36	0.41
					应收账款周转率	46	50	68	92
					应付账款周转率	3.94	4.74	6.51	8.93
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	1.18	1.53	2.00	2.59
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.78	-0.14	-1.09
					每股净资产(最新摊薄)	5.95	7.49	9.49	12.08
					<b>估值比率</b>				
					P/E	9.15	7.06	5.40	4.17
					P/B	1.82	1.45	1.14	0.90
					EV/EBITDA	9	7	5	4

资料来源：中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

## 相关报告

报告日期	报告标题
2013-7-4	《保利地产-销售增长确定性强，踏准节奏有望低点补货》
2013-6-6	《保利地产-去化改善推动销售回升》
2013-5-9	《保利地产-销售环比回落，不改全年向好趋势》
2013-5-1	《保利地产-销售增长强劲，开工补货积极，持续成长性凸显》
2013-4-14	《保利地产-Q1 销售同比翻番，加大补货力度，成长性凸显》
2013-3-26	《业绩符合预期，仍为成长性房企》
2013-3-8	《保利地产-定位主流刚需，调控影响较小，持续高增长可期-推荐》
2013-1-8	《销售站上千亿台阶，补货力度加大》
2012-12-6	《保利地产-全年销售有望近千亿，集中补货一二线城市》
2012-11-8	《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》
2012-9-10	《保利地产-年内新推盘量大，市场份额持续提升》
2012-8-23	《保利地产-业绩、收入增长不匹配为暂时现象》
2012-8-9	《保利地产-受益集中度提升，中长期投资首选》
2012-7-10	《保利地产-销售再预期，拿地加快，全年销售增长 37%》
2012-6-7	《保利地产-销售再创新高，拿地仍有空间》
2012-4-11	《保利地产-定位主流，坚持成长》
2012-4-10	《保利地产-累计销售增幅逆转为正，龙头实力尽显》
2012-4-6	《保利地产-销售稳步增长可期，资金压力持续缓解》
2012-3-12	《保利地产-销售持续回暖可期，稳健抄底地市》
2012-2-8	《保利地产-预期中的销售低点》
2012-1-10	《保利地产-全年业绩增逾三成，销售回升，稳健拓展》
2011-12-8	《销售承压拿地暂缓，增长确定风险可控》
2011-10-31	《保利地产-业绩增长显著，后续增长能力依旧》
2011-10-12	《保利地产-销售远超行业，逆市拿地正当时》
2011-9-9	《保利地产-均价提升毛利持续走高，逆市拿地摊薄成本》
2011-8-10	《保利地产-毛利持续走高，业绩稳步释放》
2011-7-9	《保利地产-6 月销售创新高，高杠杆运作高增长可期得到印证》
2011-6-28	《保利地产-高杠杆运作，高增长可期》
2011-4-25	《保利地产-毛利率大幅提升，业绩增长无忧》
2011-4-8	《保利地产-大幅领先行业，销售业绩靓丽》
2011-3-11	《保利地产-限购下 2 月销售金额同比大幅增长 71%》
2011-3-1	《保利地产-业绩增长符合预期，未来 5 年高增长有保障》
2011-2-17	《保利地产-销售金额同比增 48%，拿地成本控制得力》
2011-1-12	《保利地产-销售增长 53%，三年再造一个保利》
2010-12-8	《保利地产-全年销售金额将超 600 亿元，锁定两年业绩仍有余》
2010-11-4	《保利地产-加快销售争取主动，择优拿地摊低成本》
2010-10-26	《保利地产-销售业绩靓丽、财务风险可控、开发资源有保障》
2010-10-14	《保利地产-“大思路、大运作”，3-5 年内再造一个保利》

## 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、北京城建、首开股份、泛海建设、世茂股份、苏宁环球、中南建设、荣盛发展、世联地产、中国国贸、华业地产、滨江集团、华夏幸福、阳光城、金科股份、亿城股份、华发股份、金融街、广宇发展、中华企业、冠城大通等。

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。

## 免责声明

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,旨在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 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434