

2013年10月29日

保利地产 (600048.SH)

## 收入上升，利润下滑

■**三季度单季利润同比下降8%**：保利地产前三季度收入442.7亿，归属于母公司净利润46.1亿，同比分别增长41.4%和20.7%，增速较今年中期下降9.9和15.0个百分点。ROAE为10.5%，较上年同期上升0.02个百分点，EPS0.65元。其中三季度单季的收入和利润同比分别变动+23.4%和-8.0%，利润增速同比下滑一方面在于结算项目成本的上升，另一方面公司在结算项目中的权益有所下降，单季少数股东损益同比增239%。

■**三季度销售下滑，全年业绩低于行业平均**：前三季度保利地产销售面积787万平，销售金额887亿，同比分别增长18%和17%，增速均较上半年下降10个百分点。公司今年销售低于行业，根据统计局数据前9月商品住宅销售面积和金额同比增长23.9%和34.5%。三季度单季公司销售面积同比/环比增长-2.6%/-18.6%，销售金额同比/环比增长-1.2%/-23.9%，销售均价1.1万，同比/环比变动+1.4%/-6.6%。

■**三季度土地储备大幅增加**：前三季度公司新增项目43个，去年同期仅9个，土地面积和建筑面积分别为560万平和1501万平，同比增长273%和259%，已高于去年全年水平。其中三季度加大拿地力度，单季新增23个项目，新增土地面积352万平，建筑面积937万平，新增建筑面积占前三季度拿地的63%。

■**公司财务安全性良好**：前三季度公司新增银行贷款470亿元，净增银行贷款172亿元，并且今年8月发行5亿美元公司债，票面利率仅4.5%。目前公司剔除预收款后的资产负债率为39.2%，较今年中期小幅上升0.2个百分点，财务安全性良好。

■**投资建议**：维持买入-A投资评级，我们预计公司2013年至2015年EPS分别为1.51、1.84和2.37元，对应的收入增速分别为28%、28%、25%，净利润增速分别为28%、22%、29%，6个月目标价为14.7元，相当于2014年8倍的动态市盈率。

■**投资建议**：地产调控大幅变化致业绩低于预期

摘要(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	47,036.2	68,905.8	88,337.2	112,956.8	141,557.4
净利润	6,530.9	8,438.2	10,781.0	13,157.3	16,918.0
每股收益(元)	0.91	1.18	1.51	1.84	2.37
每股净资产(元)	4.94	5.95	7.17	8.65	10.55
<b>盈利和估值</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
市盈率(倍)	10.0	7.8	6.1	5.0	3.9
市净率(倍)	1.9	1.5	1.3	1.1	0.9
净利润率	13.9%	12.2%	12.2%	11.6%	12.0%
净资产收益率	17.5%	18.2%	19.0%	19.5%	20.9%
股息收益率	1.9%	2.5%	3.2%	3.9%	5.1%
ROIC	11.3%	12.1%	13.2%	9.3%	11.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。  
各项声明请参见报告尾页。

## 公司快报

证券研究报告

住宅地产

投资评级

**买入-A**

维持评级

6个月目标价

**14.70元**

股价(2013-10-28)

**9.19元**

交易数据

总市值(百万元)	65,598.17
流通市值(百万元)	65,598.17
总股本(百万股)	7,137.99
流通股本(百万股)	7,137.99
12个月价格区间	9.19/14.29元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-6.43	-15.30	-19.52
绝对收益	-7.64	-8.92	-14.27

万知

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513070002  
wanzhi@essence.com.cn  
010-66581690

何益臻

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513080005

010-66581695

相关报告

持续扩张，期待销售提速	2013-08-28
持续扩张 继续推荐	2013-04-25
保利地产：三到五年再造一个保利	2013-03-26

## 财务报表预测和估值数据汇总(2013年10月28日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	<b>47,036.2</b>	<b>68,905.8</b>	<b>88,337.2</b>	<b>112,956.8</b>	<b>141,557.4</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	29,536.8	43,972.1	57,445.7	74,190.0	91,788.1	营业收入增长率	31.0%	46.5%	28.2%	27.9%	25.3%
营业税费	5,073.4	8,120.3	9,586.4	12,584.4	15,938.2	营业利润增长率	34.2%	34.4%	26.0%	21.2%	31.3%
销售费用	1,252.5	1,645.6	2,145.9	2,816.5	3,449.7	净利润增长率	32.7%	29.2%	27.8%	22.0%	28.6%
管理费用	750.3	1,222.7	1,461.9	1,891.9	2,408.5	EBITDA 增长率	40.7%	37.8%	23.7%	21.1%	30.1%
财务费用	390.3	892.1	927.7	1,143.6	1,296.4	EBIT 增长率	41.4%	38.0%	24.6%	21.3%	30.4%
资产减值损失	50.6	70.8	43.5	55.0	56.4	NOPLAT 增长率	39.1%	39.1%	22.8%	22.9%	28.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	29.6%	13.0%	73.2%	4.8%	28.3%
投资和汇兑收益	-18.2	411.4	145.1	179.4	245.3	净资产增长率	31.4%	30.2%	18.6%	19.3%	21.0%
<b>营业利润</b>	<b>9,964.1</b>	<b>13,393.6</b>	<b>16,871.2</b>	<b>20,454.8</b>	<b>26,865.4</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	110.0	138.6	76.2	108.3	107.7	毛利率	37.2%	36.2%	35.0%	34.3%	35.2%
<b>利润总额</b>	<b>10,074.1</b>	<b>13,532.1</b>	<b>16,947.4</b>	<b>20,563.0</b>	<b>26,973.1</b>	营业利润率	21.2%	19.4%	19.1%	18.1%	19.0%
减:所得税	2,706.9	3,553.5	4,630.0	5,424.5	7,377.1	净利润率	13.9%	12.2%	12.2%	11.6%	12.0%
<b>净利润</b>	<b>6,530.9</b>	<b>8,438.2</b>	<b>10,781.0</b>	<b>13,157.3</b>	<b>16,918.0</b>	EBITDA/营业收入	22.5%	21.1%	20.4%	19.3%	20.1%
						EBIT/营业收入	22.0%	20.7%	20.1%	19.1%	19.9%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	固定资产周转天数	5	6	5	3	2
货币资金	18,152.6	32,672.7	7,067.0	9,036.5	11,324.6	流动营业资本周转天数	578	472	537	549	513
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	1,281	1,126	1,142	1,120	1,075
应收帐款	5,186.3	4,392.5	9,865.6	9,000.7	13,055.9	应收帐款周转天数	36	25	29	30	28
应收票据	0.3	0.5	4.2	1.3	2.8	存货周转天数	1,003	893	930	969	930
预付帐款	12,544.7	16,418.5	33,730.9	25,845.1	45,586.9	总资产周转天数	1,329	1,166	1,174	1,143	1,094
存货	152,107.4	189,643.8	266,702.5	341,320.3	390,275.2	投资资本周转天数	590	484	548	556	519
其他流动资产	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	17.5%	18.2%	19.0%	19.5%	20.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.8%	4.0%	3.8%	3.9%	4.2%
长期股权投资	986.6	1,350.8	1,350.8	1,350.8	1,350.8	ROIC	11.3%	12.1%	13.2%	9.3%	11.5%
投资性房地产	4,801.2	4,718.0	4,718.0	4,718.0	4,718.0	<b>费用率</b>					
固定资产	939.8	1,378.4	1,149.4	920.4	691.4	销售费用率	2.7%	2.4%	2.4%	2.5%	2.4%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	1.6%	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%
无形资产	10.2	10.9	7.8	4.7	1.6	财务费用率	0.8%	1.3%	1.1%	1.0%	0.9%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	5.1%	5.5%	5.1%	5.2%	5.1%
<b>资产总额</b>	<b>195,014.6</b>	<b>251,168.6</b>	<b>324,934.3</b>	<b>392,578.0</b>	<b>467,422.8</b>	<b>偿债能力</b>					
短期债务	2,123.4	1,348.0	13,141.0	11,501.7	9,757.0	资产负债率	78.4%	78.2%	80.0%	80.3%	79.9%
应付帐款	17,439.5	28,084.9	23,334.3	48,285.2	40,313.2	负债权益比	363.6%	358.5%	400.1%	406.4%	398.3%
应付票据	-	-	11.7	5.8	5.2	流动比率	1.91	1.73	1.72	1.56	1.68
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.36	0.38	0.27	0.18	0.26
长期借款	49,979.8	55,850.4	72,327.4	66,296.9	98,329.6	利息保障倍数	26.53	16.01	19.19	18.89	21.72
其他非流动负债	-	-	-	-	-	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>152,950.2</b>	<b>196,389.1</b>	<b>259,959.7</b>	<b>315,047.2</b>	<b>373,619.0</b>	DPS(元)	0.18	0.23	0.30	0.36	0.47
少数股东权益	6,806.7	12,293.1	13,829.5	15,810.7	18,488.6	分红比率	19.6%	19.6%	19.7%	19.6%	19.6%
股本	5,948.3	7,138.0	7,138.0	7,138.0	7,138.0	股息收益率	1.9%	2.5%	3.2%	3.9%	5.1%
留存收益	29,307.9	35,346.9	44,007.1	54,582.1	68,177.2						
<b>股东权益</b>	<b>42,064.4</b>	<b>54,779.5</b>	<b>64,974.6</b>	<b>77,530.8</b>	<b>93,803.8</b>						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	EPS(元)	0.91	1.18	1.51	1.84	2.37
净利润	7,367.2	9,978.6	10,781.0	13,157.3	16,918.0	BVPS(元)	4.94	5.95	7.17	8.65	10.55
加:折旧和摊销	228.8	298.1	232.1	232.1	232.1	PE(X)	10.0	7.8	6.1	5.0	3.9
资产减值准备	50.6	70.8	-	-	-	PB(X)	1.9	1.5	1.3	1.1	0.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-17.2	6.3	-2.6	25.1	22.1
财务费用	480.9	795.7	927.7	1,143.6	1,296.4	P/S	1.4	1.0	0.7	0.6	0.5
投资损失	18.2	-411.4	-145.1	-179.4	-245.3	EV/EBITDA	10.5	10.5	10.3	8.4	7.7
少数股东损益	836.3	1,540.4	1,536.4	1,981.2	2,677.9	CAGR(%)	27.1%	25.2%	30.8%	27.1%	25.2%
营运资金的变动	-18,730.0	-7,727.0	-72,036.8	-8,514.2	-50,869.0	PEG	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-7,921.9</b>	<b>3,092.6</b>	<b>-58,704.7</b>	<b>7,820.6</b>	<b>-29,989.9</b>	ROIC/WACC	2.0	2.2	2.3	1.7	2.0
投资活动产生现金流量	-447.8	6.2	145.1	179.4	245.3	REP	0.6	0.7	0.5	0.6	0.5
融资活动产生现金流量	7,393.4	11,325.7	32,953.9	-6,030.5	32,032.6						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

万知、何益臻分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	黄方祥	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
深圳联系人	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

