

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

毛利率下滑、财务费用增加拖累业绩增长

公司公布 2013 年 3 季报, 前 3 季度实现营业收入 442 亿元 (+41%), 净利润 46.1 亿元 (+21%), EPS0.65 元, ROE10.5%。

投资要点:

- 受毛利率下滑、财务费用大幅增长影响, 利润增长幅度低于收入。(1) 毛利率 32.7%, 同比下滑 5.7 个百分点, 较上半年回升 0.1 个百分点, 主要由于 2011-2012 年降价促销项目进入结算周期所致, 预计 Q4 毛利率将继续回升, 但全年毛利率仍将低于去年;(2) 费用控制水平整体良好, 财务费用增长较快, 三费占比 7.6% 同比基本持平, 其中销售、管理费用同比分别增长 26%、38%, 财务费用 9.7 亿元, 同比翻番, 主要由于总部借款等不符合资本化条件的借款增加。(3) 少数股东损益/净利润比例为 7%, 较去年同期下降 5 个百分点, 考虑到近两年新获取项目中合作项目占比较高, 预计少数股东损益占比未来将回升。考虑到毛利率下滑及财务费用增加幅度高于我们此前预期, 小幅下调全年 EPS 预测至 1.48 元 (+25%), 此前预测为 1.53 元 (+30%)。
- Q3 推盘较少, 预计 Q4 将迎来全年推盘高峰, 维持全年签约销售 1200 亿元以上 (+20%) 预测。签约销售 887 亿元 (+17%), 其中 Q3 单季 250 亿元, 环比 Q2 下滑 24%。实现新开工 1209 万平, 完成全年计划 76%, 同比增长 26%, 开工量大且时间分布均匀, 为后续可售量稳定增长提供保障。
- 高杠杆运作, 融资能力强, 随 Q4 地方政府大量推地公司有望获取大量低价地。净负债率 103% 较年初上升 14 个百分点; 长期借款占比 8%, 较年初提升 12 个百分点, 债务结构优化; 账面现金 352 亿元, 较一年内到期有息负债多 159 亿元, 后续拓展的资金空间大。
- 13-15 年 EPS1.48/1.89/2.43 元, PE7/5/4 倍, 13 年业绩锁定有余, RNAV10.5 元。公司坚持成长性企业定位, 定位主流刚需, 销售业绩良好, 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, 维持“推荐”评级。

风险提示: 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	121622	156523
收入同比(%)	46%	37%	29%	29%
归属母公司净利润	8438	10536	13500	17324
净利润同比(%)	29%	25%	28%	28%
毛利率(%)	36.2%	33.5%	33.6%	33.7%
ROE(%)	19.9%	20.5%	21.5%	22.4%
每股收益(元)	1.18	1.48	1.89	2.43
P/E	8.64	6.92	5.40	4.21
P/B	1.72	1.42	1.16	0.94
EV/EBITDA	9	7	5	4

资料来源: 中投证券研究总部

6-12 个月目标价: 12.00 元

当前股价: 9.42 元

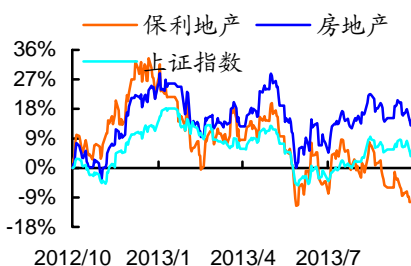
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2132.96
总股本(百万)	7138
流通股本(百万)	7138
流通市值(亿)	672
EPS	0.48
每股净资产(元)	6.21
资产负债率	79.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
保利地产	-8.19%	-6.55%	-17.11%
房地产	-4.53%	4.53%	-0.18%
上证指数	-2.98%	5.53%	-3.02%



相关报告

《保利地产-销售环比持续改善, Q4 将迎来推盘高峰》2013-10-9

《保利地产-销售环比改善, 推货量提升销售趋好将持续》2013-9-9

《保利地产-毛利率暂下滑, 融资优势突出》2013-8-27

附：公司2013年3季报财务与经营等指标

图 1：经营情况

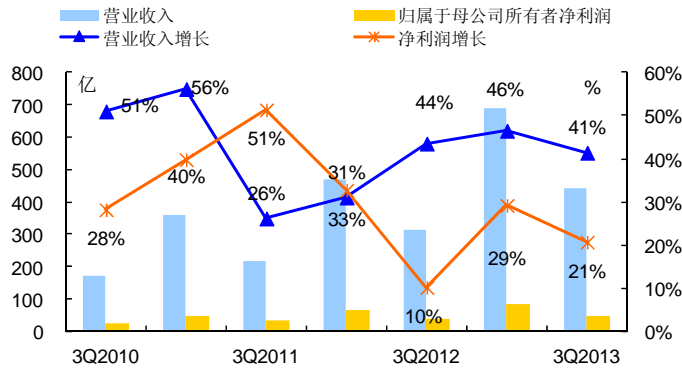


图 2：EPS 和 ROE

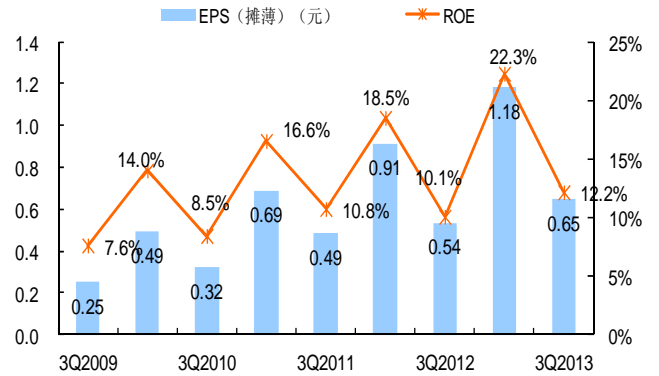


图 3：综合毛利率和净利率

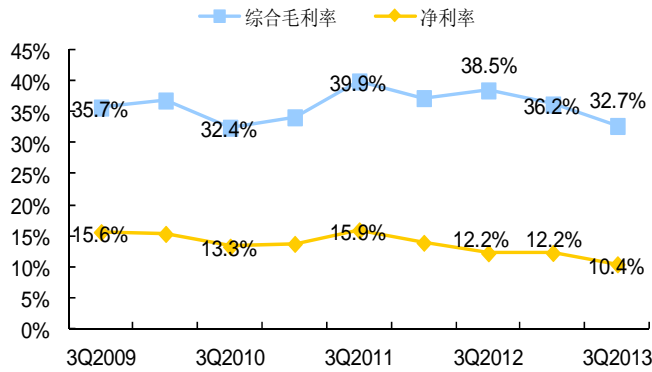


图 4：三费水平

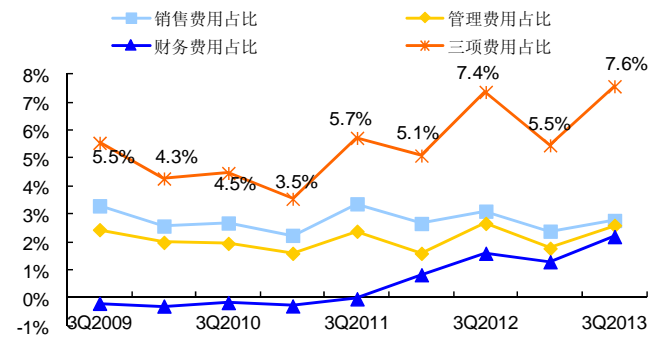


图 5：货币资金与短期负债

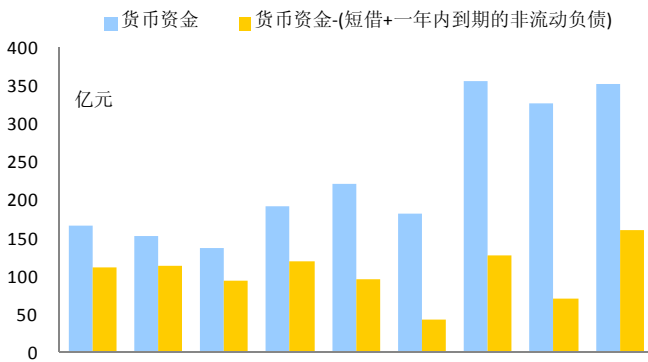
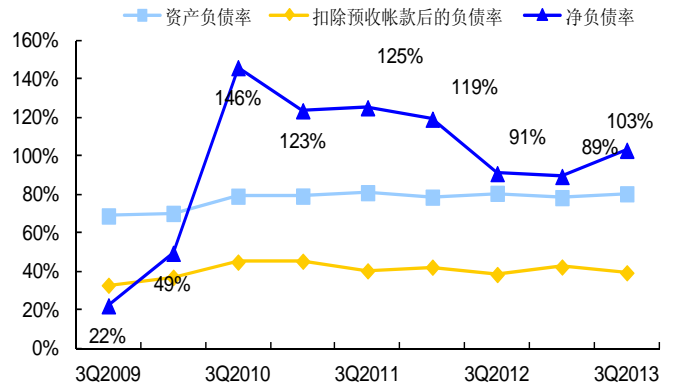


图 6：负债水平



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				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	243128	312374	371248	433371
现金	32673	27607	43603	59715
应收账款	1880	1880	1880	1880
其他应收款	2512	2512	2512	2512
预付账款	16419	16419	16419	16419
存货	189644	263955	306834	352845
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	8041	8491	8983	9520
长期投资	1351	1351	1351	1351
固定资产	1378	1168	902	580
无形资产	11	11	11	11
其他非流动资产	5301	5961	6720	7578
资产总计	251169	320864	380231	442891
流动负债	140471	195575	237220	278028
短期借款	1348	0	0	0
应付账款	12793	12793	12793	12793
其他流动负债	126330	182782	224427	265235
非流动负债	55918	59918	63918	67918
长期借款	55850	59850	63850	67850
其他非流动负债	68	68	68	68
负债合计	196389	255493	301138	345946
少数股东权益	12293	14007	16297	19473
股本	7138	7138	7138	7138
资本公积	10777	10777	10777	10777
留存收益	24570	33450	44882	59557
归属母公司股东权益	42486	51365	62797	77472
负债和股东权益	251169	320864	380231	442891

现金流量表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	3093	-3614	17119	18419
净利润	9979	12249	15790	20501
折旧摊销	298	411	466	522
财务费用	892	1587	2097	2599
投资损失	-411	0	0	0
营运资金变动	-7333	-17859	-1234	-5203
其他经营现金流	-332	-1	0	0
投资活动现金流	6	-861	-959	-1058
资本支出	71	200	200	200
长期投资	178	661	759	858
其他投资现金流	255	0	0	0
筹资活动现金流	11326	-591	-165	-1248
短期借款	-775	-1348	0	0
长期借款	5871	4000	4000	4000
普通股增加	1190	0	0	0
资本公积增加	-1120	0	0	0
其他筹资现金流	6161	-3243	-4165	-5248
现金净增加额	14427	-5065	15996	16112

资料来源：中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	68906	94545	121622	156523
营业成本	43972	62846	80746	103778
营业税金及附加	8120	9927	12770	16435
营业费用	1646	2175	2797	3600
管理费用	1223	1678	2158	2777
财务费用	892	1587	2097	2599
资产减值损失	71	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	411	0	0	0
营业利润	13394	16332	21054	27334
营业外收入	189	0	0	0
营业外支出	51	0	0	0
利润总额	13532	16332	21054	27334
所得税	3554	4083	5263	6834
净利润	9979	12249	15790	20501
少数股东损益	1540	1714	2290	3176
归属母公司净利润	8438	10536	13500	17324
EBITDA	14584	18330	23617	30455
EPS (元)	1.18	1.48	1.89	2.43

主要财务比率				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	46.5%	37.2%	28.6%	28.7%
营业利润	34.4%	21.9%	28.9%	29.8%
归属于母公司净利润	29.2%	24.9%	28.1%	28.3%
获利能力				
毛利率	36.2%	33.5%	33.6%	33.7%
净利率	12.2%	11.1%	11.1%	11.1%
ROE	19.9%	20.5%	21.5%	22.4%
ROIC	10.8%	11.7%	15.0%	18.6%
偿债能力				
资产负债率	78.2%	79.6%	79.2%	78.1%
净负债比率	41.51%	32.95%	29.28%	26.64%
流动比率	1.73	1.60	1.56	1.56
速动比率	0.38	0.25	0.27	0.29
营运能力				
总资产周转率	0.31	0.33	0.35	0.38
应收账款周转率	45	48	61	79
应付账款周转率	3.94	4.91	6.31	8.11
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.18	1.48	1.89	2.43
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	-0.51	2.40	2.58
每股净资产(最新摊薄)	5.95	7.20	8.80	10.85
估值比率				
P/E	8.64	6.92	5.40	4.21
P/B	1.72	1.42	1.16	0.94
EV/EBITDA	9	7	5	4

相关报告

报告日期	报告标题
2013-10-9	《保利地产-销售环比持续改善，Q4 将迎来推盘高峰》
2013-9-9	《保利地产-销售环比改善，推货量提升销售趋好将持续》
2013-8-27	《保利地产-毛利率暂下滑，融资优势突出》
2013-8-7	《保利地产-淡季销售下滑，拓展加速，融资渠道拓宽》
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》

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

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

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

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