

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

持续稳定增长，期待融资突破

6-12个月目标价: 11.50元

当前股价: 8.70元

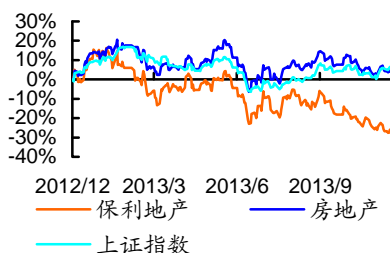
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2219.37
总股本(百万)	7138
流通股本(百万)	7138
流通市值(亿)	638
EPS	0.65
每股净资产(元)	6.39
资产负债率	80.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
保利地产	-2.80%	-14.44%	-27.99%
房地产	0.54%	-1.65%	-12.19%
上证指数	4.01%	5.62%	-4.39%



相关报告

- 《保利地产-推盘高峰如期而至，销售放量》2013-11-8
- 《保利地产-毛利率下滑、财务费用增加拖累业绩增长》2013-10-28
- 《保利地产-销售环比持续改善，Q4将迎来推盘高峰》2013-10-9

投资要点:

- **销售符合预期，持续稳定增长。**(1) 预计13年销售略超1200亿元(+20%)，符合我们预期。1-11月已销售1111亿元(+21%)，预计12月将新推约100亿元。公司4季度可售货量较多，且一线城市占比上升，但受年末信贷额度趋紧、一线城市加强预售价格监管影响，销售整体保持稳定增长态势。(2) **补货、开工积极稳健**，1-11月新增项目权益建面约1100万方，权益土地款约370亿元，以深耕已进入一二线城市为主，预计全年权益土地款约400亿元(+35%)；前3季度已实现新开工1209万方，预计全年计划1600万方(+13%)可能超额完成。(3) **预计14年可售货量约2000亿元(+25%)**，其中存量400亿元，新推1600亿元，**预计销售增速将维持在20%以上。**
- **业绩增长放缓，增速仍将保持在20%以上。**(1) **销售增长放缓影响结算**，过去6年、过去3年公司销售复合增速分别高达52%、33%，但受行业环境变化及自身基数抬高的影响，预计从13年开始销售增速将放缓，受此影响预计从14年开始结算收入增速将放缓。(2) **虽然13年结算增长仍较多，但毛利率下滑明显**，主要因11-12年降价促销项目进入结算周期所致，预计全年毛利率约33%，同比下滑3.2个百分点。受13年房价上涨影响，预计14年毛利率可能略有回升，但由于**地价跟随房价上涨，毛利率改善空间有限。**(3) **10年以来合作拿地增多，拿地权益比持续下降**，受此影响销售、结算的权益比也呈下降趋势。(4) **财务费用当期化未来将延续**，11年以来由于行业资金面偏紧，公司增加了总部层面的借款，但这部分借款不可资本化，导致当期财务费用较高。
- **若后续资本市场融资取得突破，发展有望再加速。**公司坚持高杠杆运作，但进一步加杠杆的空间有限。在A股房企再融资有条件放开的背景下，我们认为公司有能力也有动力去争取股权融资的机会，以增强资本实力，并打开加杠杆的空间。公司过往高速增长也与资本市场融资密不可分。
- **13-15年EPS1.46/1.84/2.26元，PE6/5/4倍，**今明两年业绩锁定有余，RNAV15.77元，目前股价RNAV5.5折交易。公司定位主流刚需，销售业绩良好，有望受益于房企再融资有条件放开，中长期受益于行业集中度提升，维持“推荐”评级。

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	68906	95208	119766	150766
收入同比(%)	46%	38%	26%	26%
归属母公司净利润	8438	10414	13105	16147
净利润同比(%)	29%	23%	26%	23%
毛利率(%)	36.2%	33.3%	34.0%	34.1%
ROE(%)	19.9%	20.3%	21.0%	21.3%
每股收益(元)	1.18	1.46	1.84	2.26
P/E	7.41	6.00	4.77	3.87
P/B	1.47	1.22	1.00	0.82
EV/EBITDA	8	6	5	4

资料来源: 中投证券研究总部

风险提示：公司杠杆过高的资金风险，销售低于预期的风险。

图 1：公司销售增长情况预测

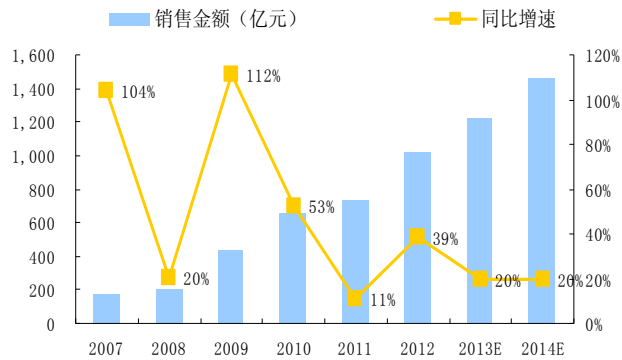
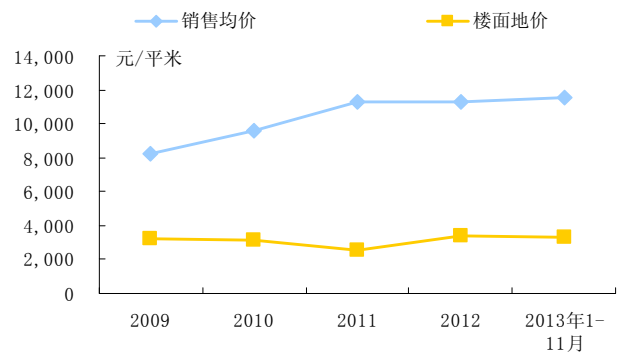


图 2：公司历年销售均价、楼面地价情况



资料来源：公司公告、中投证券研究总部

图 3：公司利润率情况

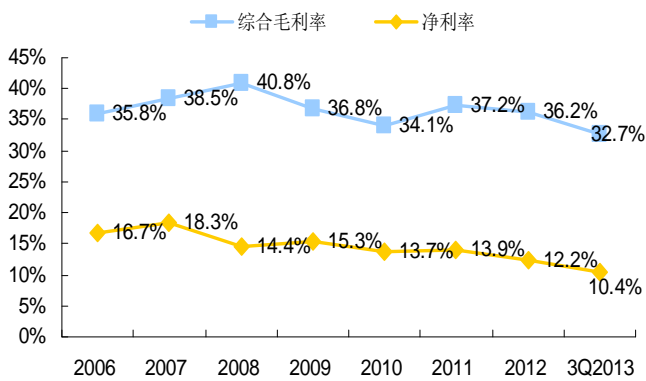
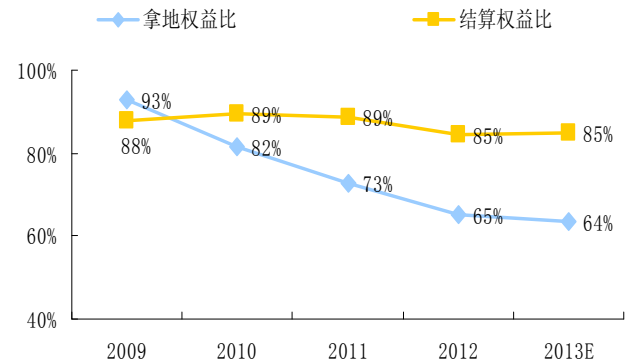


图 4：公司拿地、结算权益比情况



资料来源：公司公告、中投证券研究总部

注：拿地权益比=新增权益建面/新增建面，结算权益比=(净利润-少数股东损益)/净利润

图 5：公司三费占比情况

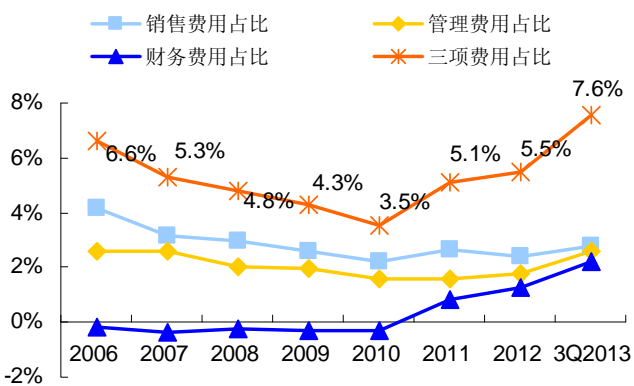
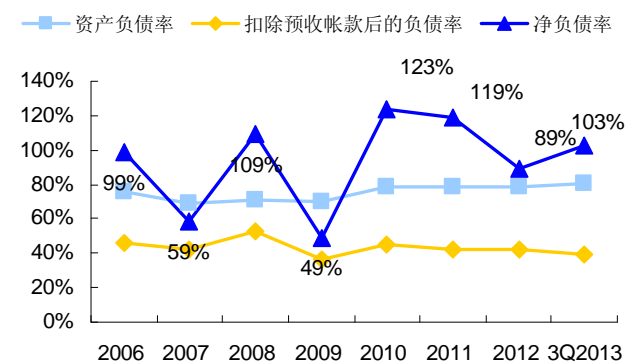


图 6：公司负债率情况



资料来源：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
流动资产	243128	303468	354549	410390	营业收入	68906	95208	119766	150766
现金	32673	35110	37324	41911	营业成本	43972	63474	79044	99334
应收账款	1880	1880	1880	1880	营业税金及附加	8120	9997	12575	15830
其他应收款	2512	2512	2512	2512	营业费用	1646	2190	2755	3468
预付账款	16419	16419	16419	16419	管理费用	1223	1689	2125	2675
存货	189644	247547	296414	347668	财务费用	892	1668	2094	2659
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	71	0	0	0
非流动资产	8041	8491	8983	9520	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	1168	902	580	营业利润	13394	16190	21173	26800
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
资产总计	251169	311959	363532	419910	利润总额	13532	16190	21173	26800
流动负债	140471	186776	220514	255364	所得税	3554	4048	5293	6700
短期借款	1348	0	0	0	净利润	9979	12143	15880	20100
应付账款	12793	12793	12793	12793	少数股东损益	1540	1728	2774	3952
其他流动负债	126330	173983	207721	242571	归属母公司净利润	8438	10414	13105	16147
非流动负债	55918	59918	63918	67918	EBITDA	14584	18269	23733	29980
长期借款	55850	59850	63850	67850	EPS (元)	1.18	1.46	1.84	2.26
其他非流动负债	68	68	68	68					
负债合计	196389	246694	284432	323282					
少数股东权益	12293	14021	16796	20748	主要财务比率				
股本	7138	7138	7138	7138	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
资本公积	10777	10777	10777	10777	成长能力				
留存收益	24570	33328	44390	57966	营业收入	46.5%	38.2%	25.8%	25.9%
归属母公司股东权益	42486	51243	62305	75880	营业利润	34.4%	20.9%	30.8%	26.6%
负债和股东权益	251169	311959	363532	419910	归属于母公司净利润	29.2%	23.4%	25.8%	23.2%
					获利能力				
					毛利率	36.2%	33.3%	34.0%	34.1%
					净利率	12.2%	10.9%	10.9%	10.7%
					ROE	19.9%	20.3%	21.0%	21.3%
					ROIC	10.8%	12.5%	14.3%	16.0%
					偿债能力				
					资产负债率	78.2%	79.1%	78.2%	77.0%
					净负债比率	41.51%	34.12%	31.00%	28.51%
					流动比率	1.73	1.62	1.61	1.61
					速动比率	0.38	0.30	0.26	0.25
					营运能力				
					总资产周转率	0.31	0.34	0.35	0.38
					应收账款周转率	45	48	61	76
					应付账款周转率	3.94	4.96	6.18	7.76
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.18	1.46	1.84	2.26
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.56	0.46	0.96
					每股净资产(最新摊薄)	5.95	7.18	8.73	10.63
					估值比率				
					P/E	7.41	6.00	4.77	3.87
					P/B	1.47	1.22	1.00	0.82
					EV/EBITDA	8	6	5	4

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
2013-11-8	《保利地产-推盘高峰如期而至，销售放量》
2013-10-28	《保利地产-毛利率下滑、财务费用增加拖累业绩增长》
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-销售增长确定性高，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-销售再超预期，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》

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐:** 预期未来 6~12 个月内,股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内,股价相对沪深 300 涨幅 10%~20%之间
中性: 预期未来 6~12 个月内,股价相对沪深 300 指数变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内,股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好:** 预期未来 6~12 个月内,行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内,行业指数表现相对沪深 300 指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内,行业指数表现弱于沪深 300 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