

房地产开发

署名人: 李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

参与人: 张岩

S0960111080637

010-63222861

zhangyan1@china-invs.cn

保利地产

600048

推荐

销售增长强劲，开工补货积极，持续成长性凸显

公司公布2013年1季报，实现营业收入74亿元(+51%)；归属母公司净利润7.4亿元，EPS0.10元(+37%)。

投资要点:

- 1 季度业绩符合预期，同比增长近4成。(1) 1季度收入同比增长超5成，从公司过往情况来看，1季度结算收入占全年比例一般在10%以下，因此1季度业绩情况对全年的代表意义不大。考虑到1季末账面多达1095亿元的预收款，全年业绩增长保障性强。(2) 毛利率35.6%，较去年平均水平略降0.6个百分点，预计全年结算毛利率同比保持稳定。(3) 财务费用2.4亿元，同比大幅增加167%，为不可资本化的利息费用增加所致，财务成本提前体现，受此影响营业利润同比仅增长5%，明显低于收入增幅。(4) 归属母公司净利润同比大幅增长的主要原因是本期合作项目结算较少，少数股东损益为负，而去年同期少数股东损益占净利润比例接近20%。由于2010年调控以来公司以合作方式获取项目的比例提高，少数股东损益占比对净利润的影响将长期存在。
- 1 季度销售同比翻番，全年销售有望超预期。1季度签约销售308亿元，同比大幅增长107%，销售均价1.08万元/平米。公司成功抓住了去年底以来“淡季不淡”的暖冬行情，推盘力度不减，为全年销售增长打开了良好的开局。预计全年销售1200亿元以上(+20%)，存在超预期可能；全年销售均价同比将保持稳定。
- 资金状况持续改善，将继续加大开工、拿地力度。净负债率94%，较年初略升，账面现金361亿元，较短期借款和一年内到期长期借款之和多111亿元，后续拓展具有较大的资金空间。1季度新开工315万平米，同比增长29%，全年新开工计划1600万平(+13%)完成无忧。新增权益建面/土地款327万平/92亿元，楼面地价2709元/平，以一二线核心城市为主，拿地成本合理。销售持续快速增长背景下预计13年拿地规模将高于12年，仍将以深耕市场容量大的一二线核心城市为主。13年公司计划拿地支出约400亿元，较12年增长约30%，1季度已完成全年拿地计划的近1/4，加大补货力度的决心彰显。
- 13-15年EPS1.53/2.00/2.59元，PE8/6/4倍，13年业绩锁定有余，RNAV10.5元。公司坚持成长性企业定位，销售站上千亿台阶后仍将保持高增长。定位主流刚需，布局全国，受调控升级的影响较小。中长期显著受益于调控带来的行业集中度加速提升趋势，维持“推荐”评级。

12个月目标价: 15.50元

当前股价: 11.63元

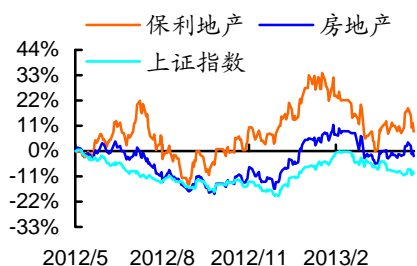
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2199.31
总股本(百万)	7138
流通股本(百万)	7138
流通市值(亿)	830
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	1.31%	-17.46%	5.92%
房地产	-2.31%	-6.53%	11.21%
上证指数	-5.48%	-4.02%	4.65%



相关报告

《保利地产-Q1销售同比翻番，加大补货力度，成长性凸显》2013-4-14

《业绩符合预期，仍为成长性房企》

2013-3-26

《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》2013-3-8

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	10946	14292	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	9.84	7.58	5.81	4.48
P/B	1.95	1.55	1.23	0.96
EV/EBITDA	9	7	6	4

资料来源: 中投证券研究所

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。

附：公司13年1季报财务与经营等指标

图 1：经营情况

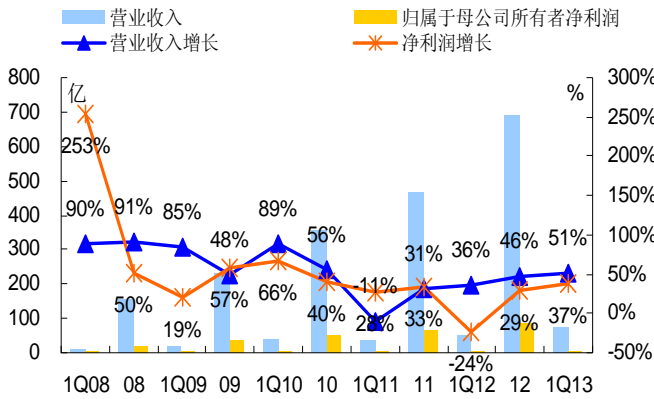


图 2：EPS 和 ROE

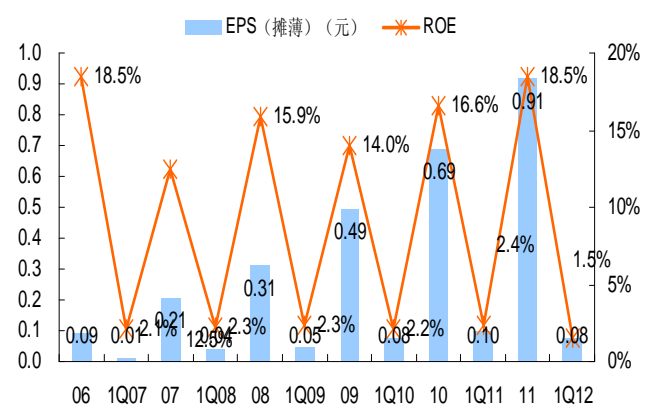


图 3：综合毛利率和净利率

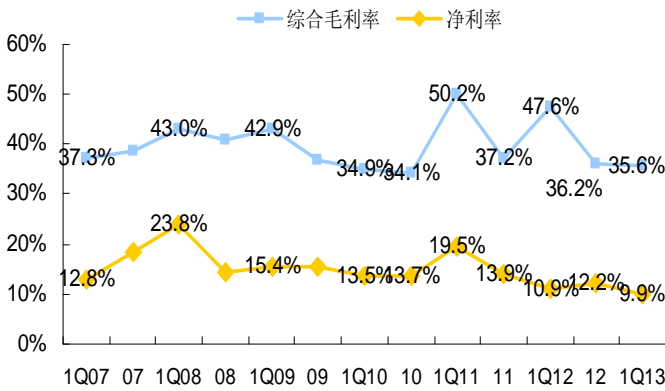


图 4：三费水平

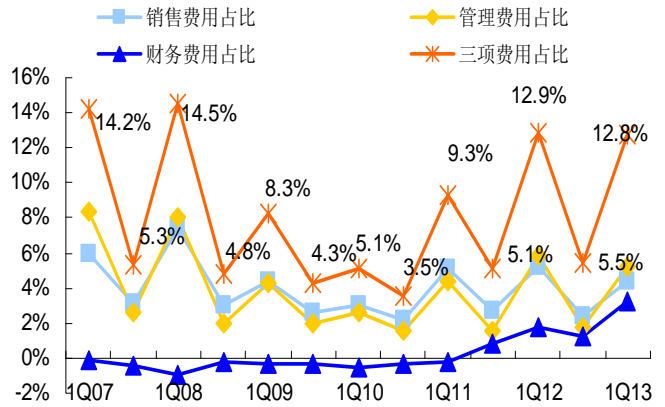


图 5：货币资金与短期负债

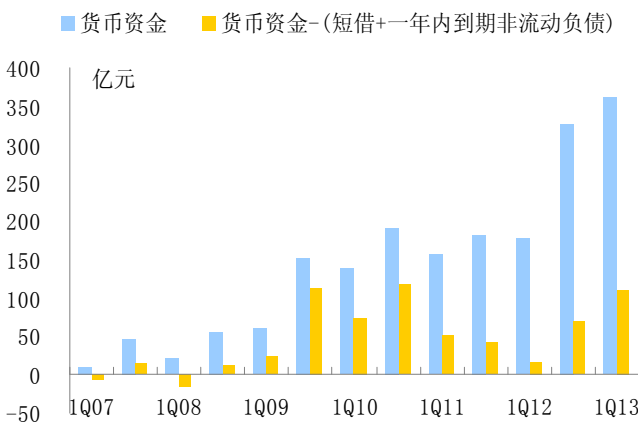
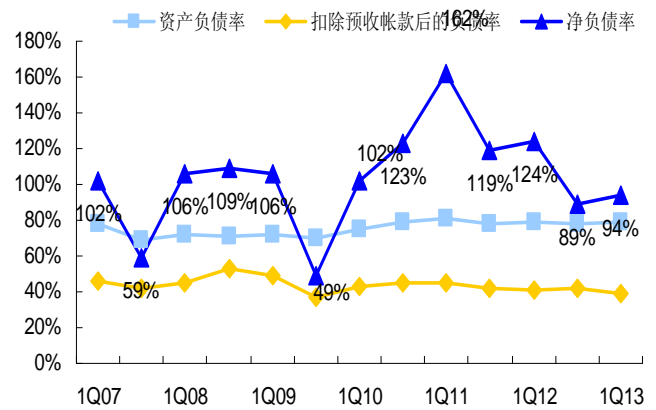


图 6：负债水平



数据来源：公司公告，中投证券研究所

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	315240	378076	452449	营业收入	68906	94545	127888	173001
现金	32673	39495	40812	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	907	1075	1098
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	17946	23254	30235
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	323730	387059	461969	利润总额	13532	17946	23254	30235
流动负债	140471	195575	237463	285696	所得税	3554	4486	5814	7559
短期借款	1348	0	0	7956	净利润	9979	13459	17441	22676
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	归属母公司净利润	8438	10946	14292	18512
非流动负债	55918	59918	63918	67918	EBITDA	14584	19263	24795	31855
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					
负债合计	196389	255493	301381	353614					
少数股东权益	12293	14807	17955	22120	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	35516	49808	68320	营业收入	46.5%	37.2%	35.3%	35.3%
归属母公司股东权益	42486	53431	67723	86235	营业利润	34.4%	34.0%	29.6%	30.0%
负债和股东权益	251169	323730	387059	461969	归属于母公司净利润	29.2%	29.7%	30.6%	29.5%
					获利能力				
					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%	13.4%	14.6%	15.0%
					偿债能力				
					资产负债率	78.2%	78.9%	77.9%	76.5%
					净负债比率	41.51%	32.95%	29.26%	28.32%
					流动比率	1.73	1.61	1.59	1.58
					速动比率	0.38	0.31	0.26	0.22
					营运能力				
					总资产周转率	0.31	0.33	0.36	0.41
					应收账款周转率	45	48	65	87
					应付账款周转率	3.94	4.74	6.51	8.93
					每股指标 (元)				
					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	0.83	-0.09	-1.03
					每股净资产(最新摊薄)	5.95	7.49	9.49	12.08
					估值比率				
					P/E	9.84	7.58	5.81	4.48
					P/B	1.95	1.55	1.23	0.96
					EV/EBITDA	9	7	6	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
2013-4-14	《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》

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