保利地产（600048）：高周转效率支撑的潜在增长空间

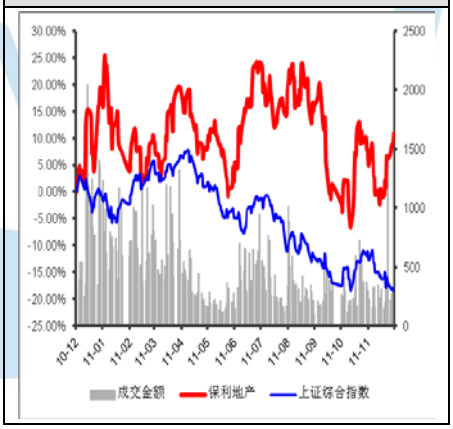
行业分类：地产　　2011.12.10

首席研究员：杜丽虹
执业证书编号：S0640511010013
电话：010-84802074
Emial:dudy77@sina.com
联系人：刁志学
电话：0755-83689065

6－12 个月目标价	19.90 元
当前股价	10.12 元
投资评级	买入

基础数据	
上证指数	2315.27
总股本（百万）	5948.33
总市值（百万）	60197.09
每股净资产（元）	5.42
ROE（TTM）	18.92%
资产负债率	80.74%
动态市盈率	8.96
动态市净率	1.60

近一年股价表现



投资要点：

- 保利地产无短期资金缺口，持续调控中公司应将净负债率控制在 90%以内，2011 年三季度末，公司实际净负债率 125%，已突破安全底线，但相信股东背景能够保护其资金链的安全，只是，高负债将限制低谷套利空间。

- 公司定位于一二线城市的中低端需求，一二线城市土地储备占比较对标企业均值高 9 个百分点，54%的土地储备分布于价格调整压力较小的城市，29%的土地储备分布于价格调整压力大于 30%的城市；2011 年以来新增土地储备进一步向刚需倾斜，80%分布于价格调整压力较小的城市或项目，从而在一定程度上降低了调控冲击。

- 保利地产的运营效率一直处于行业前列，高周转效率支撑着潜在的高回报和高成长空间，即使考虑周期波动，公司的效率隐含回报仍可以达到 20%，每股收益潜在增长率 16%。

- 合理估值为 17.6 倍市盈率，即，19.90 元/股，当前股价较合理估值低 50%，评级买入。

一、短期中无资金缺口，长期中，高负债限制低谷套利空间

截止 2011 年 6 月 30 日，保利地产的流动负债总额 904 亿元，剔除 688 亿元的预售款后，实际短期负债 216 亿元，另有 317 亿元已订约但未拨备的承诺资本支出，短期偿付需求总额 533 亿元。与之相对，截止 2011 年 6 月 30 日，保利地产手持现金 176 亿元，根据我们的测算，公司低谷中的存量资产周转率在 0.48 倍，以 2010 年末 1523 亿元总资产计算，低谷销售额约为 720 亿人民币，存量现金+销售回款，合计可支配现金额约 926 亿，短期无资金缺口。

在持续期达 2 年的低谷中，我们预期保利地产存量资产周转率降至 0.48 倍水平，从中剔除必须的营运支出和承诺资本支出后，公司在持续调控中应将净负债率上限控制在 90%水平，2011 年中期，公司实际净负债率 146%，三季度末略降至 125%，仍显著突破负债上限，在到期贷款无法续借的情况下将面临相当于总资产 10%以上的资金缺口威胁。

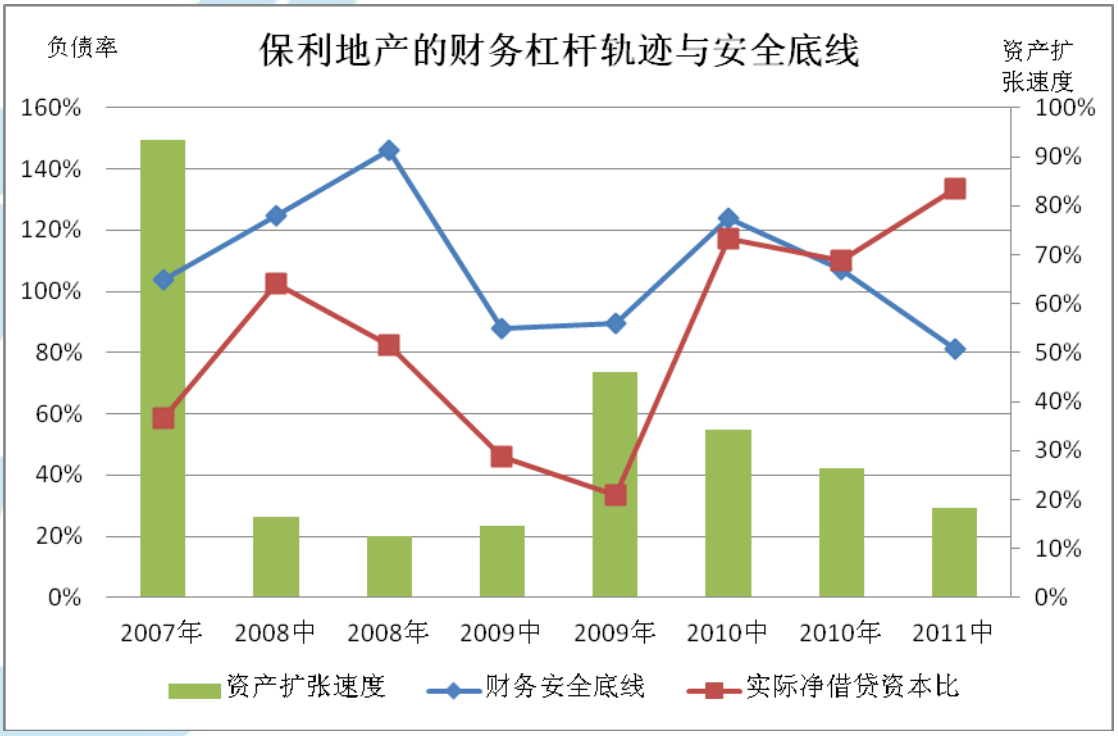


图 1 保利地产的财务杠杆轨迹与安全底线

（数据来源；公司年报、中报，中航证券，贝塔策略工作室）

但相信公司的国有背景能够保护其资金链的安全，并支持了高负债下的持续扩张。调控背景下，2011 年 1-10 月公司共斥资 200 亿元购地，新增权益建筑面积 686 万平（总建筑面积 755 万平），合楼面价 2687 元/平。从图 2 的比较中能够看出，“万保招金”四家地产上市公司中，招商地产和金地集团在下半年都已停滞拿地，万科的拿地规模也在下降，只有保利地产仍维持土地储备的高增长，而这种高增长也推动了公司负债率的持续上升：2010 年底时，公司恰好“骑在安全底线”上（即，实际负债率等于负债上限）；2011 年中期，公司已突破负债上限；未来，股东背景保护下相信资金缺口不会暴露，但低谷套利能力仍将受制于高负债。

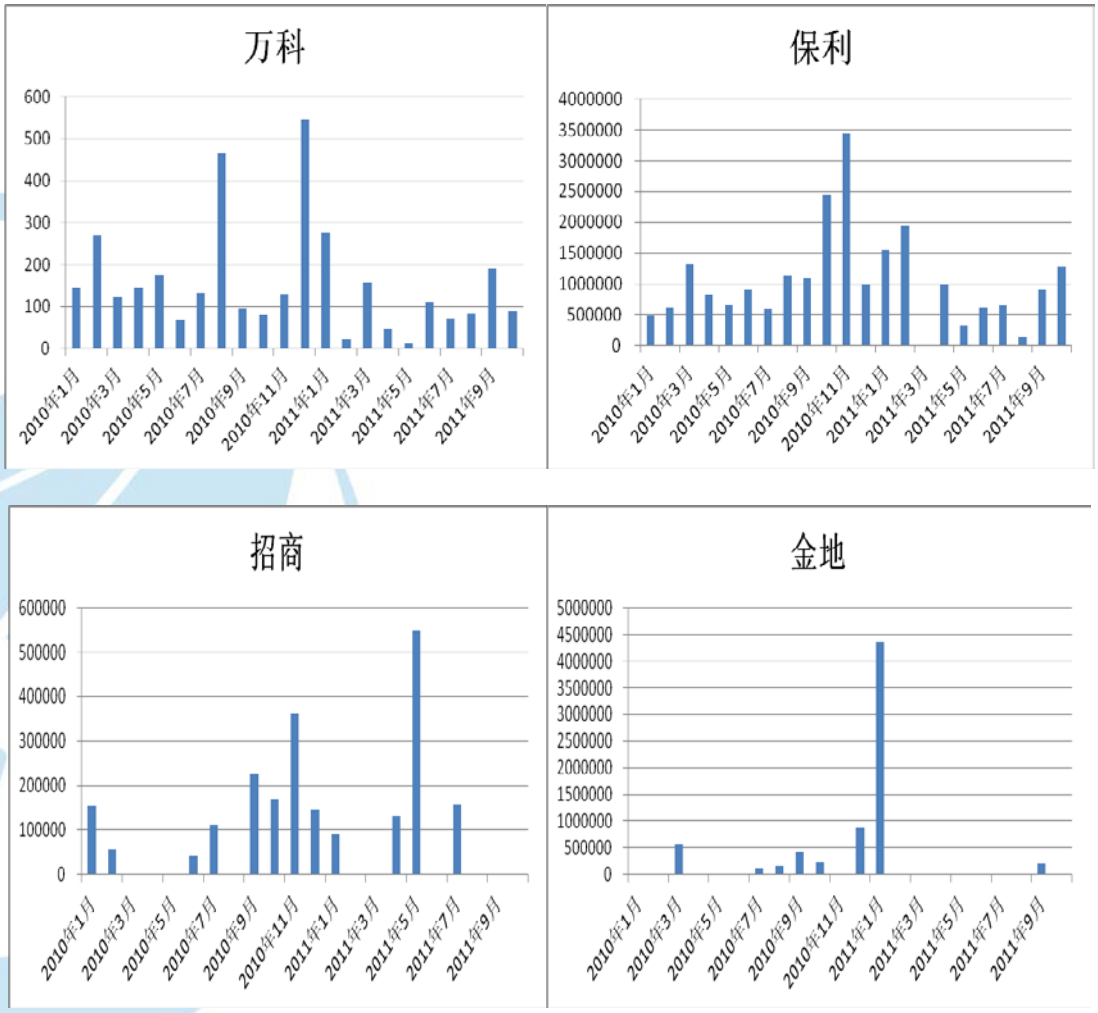


图 2 “万保招金”2010 年以来新增土地储备

（数据来源：公司公告）

二、一二线城市的中低端定位，降低调控冲击压力

截止 2011 年 6 月 30 日，保利地产总土地储备 5800 万平，一线城市占 23%，较对标企业（销售额排名全国前二十的地产上市公司）平均值高 5 个百分点，二线城市占 53%，较对标企业均值高 4 个百分点，三线城市占 24%，较对标企业均值低 9 个百分点。所以，与对标企业相比，保利地产的土地储备相对集中于一二线城市。

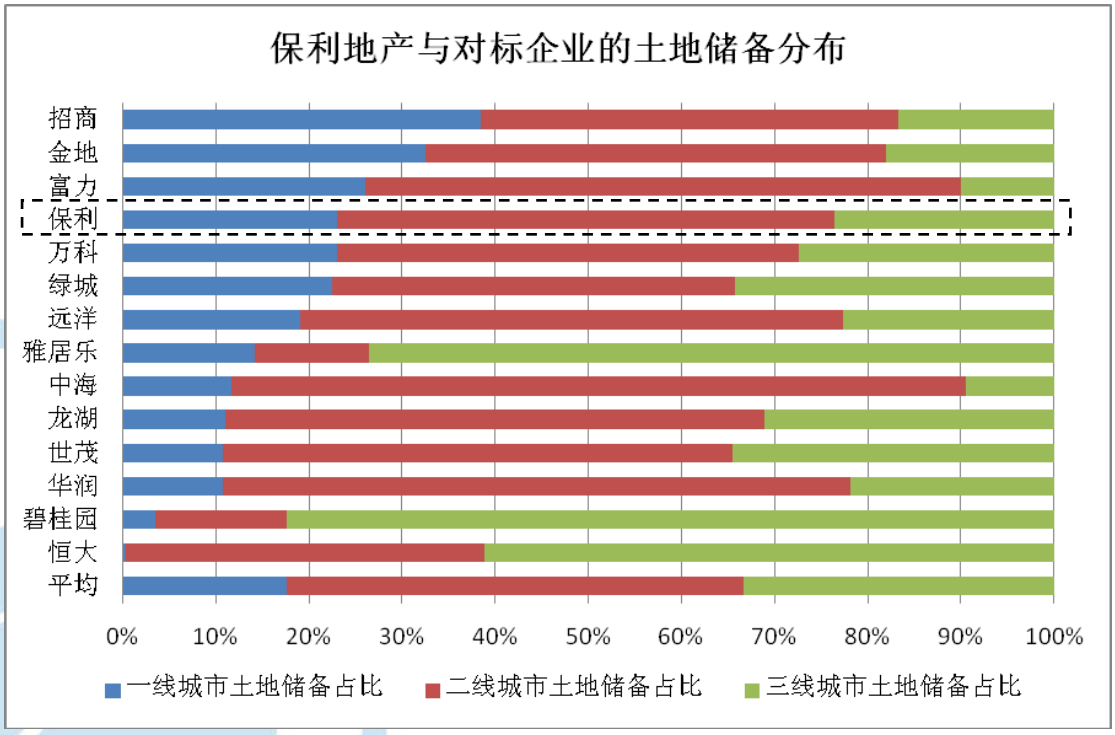


图 3 保利地产与对标企业的一二三线城市土地储备分布

（数据来源：公司年报、中报，中航证券，贝塔策略工作室）

不过，在成都、重庆、沈阳等城市的土地储备布局使公司整体面临的价格调整压力较小（9 月份成都的月供收入比为 54%，重庆 46%，沈阳 40%，均在 50%的合理区间附近）。整体来看，公司 54%的土地储备位于价格调整压力小于 10%的城市，17%的土地储备位于价格调整压力在 10-30%的城市，29%的土地储备位于价格调整压力大于 30%的城市，加权平均的价格调整压力为 16%。

2011 年以来，保利地产在土地储备的购置上更积极地向低月供收入比、刚需空间大的城市倾斜，2011 年新增土地储备中，一线城市占 9%，二线城市占 53%，三线城市占 38%。一线城市的 4 个项目中有一处动迁安置房、1 处政府承诺回购的保障性住房、1 处含 3 万平保障性

住房及 70%中小户型的项目；二线城市则集中拓展了成都、合肥、重庆等低月供收入比城市；结果，新增土地储备中 80%的面积均位于价格调整压力小于 10%的地区（或项目），仅有 16%的项目位于价格调整压力大于 30%的地区，加权平均的价格调整压力为 8%。从而在一定程度上减轻了一二线城市集中布局的冲击压力。

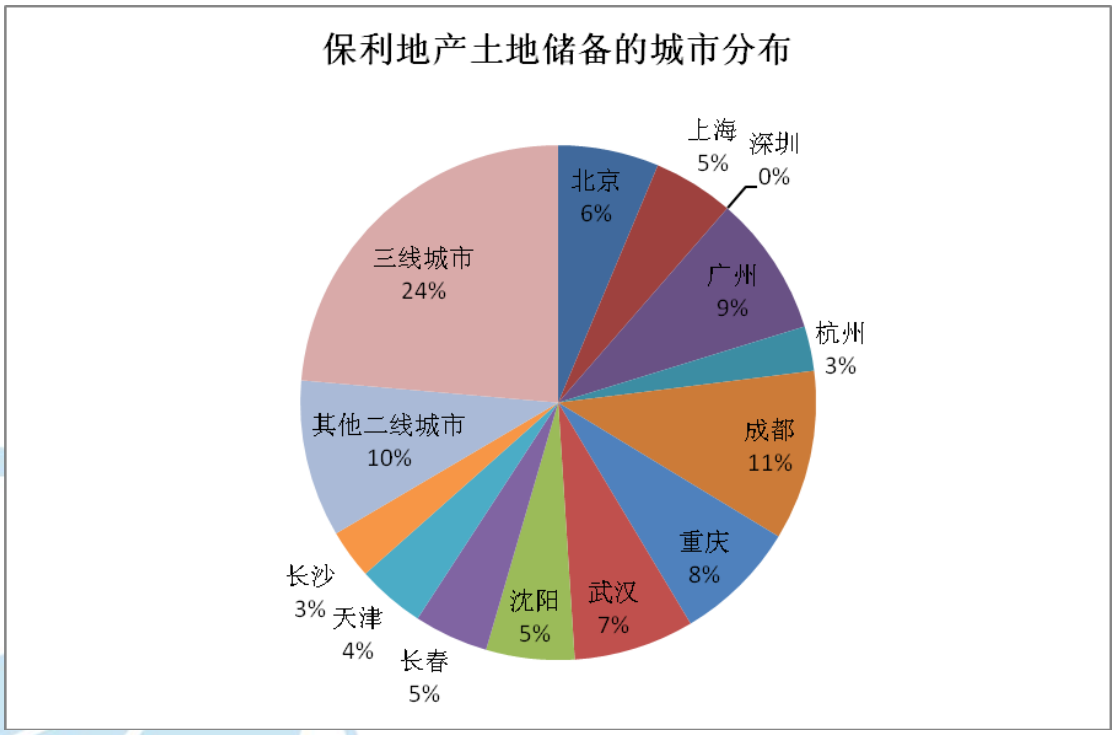


图 4 保利地产土地储备的区域分布

（数据来源：公司中报）

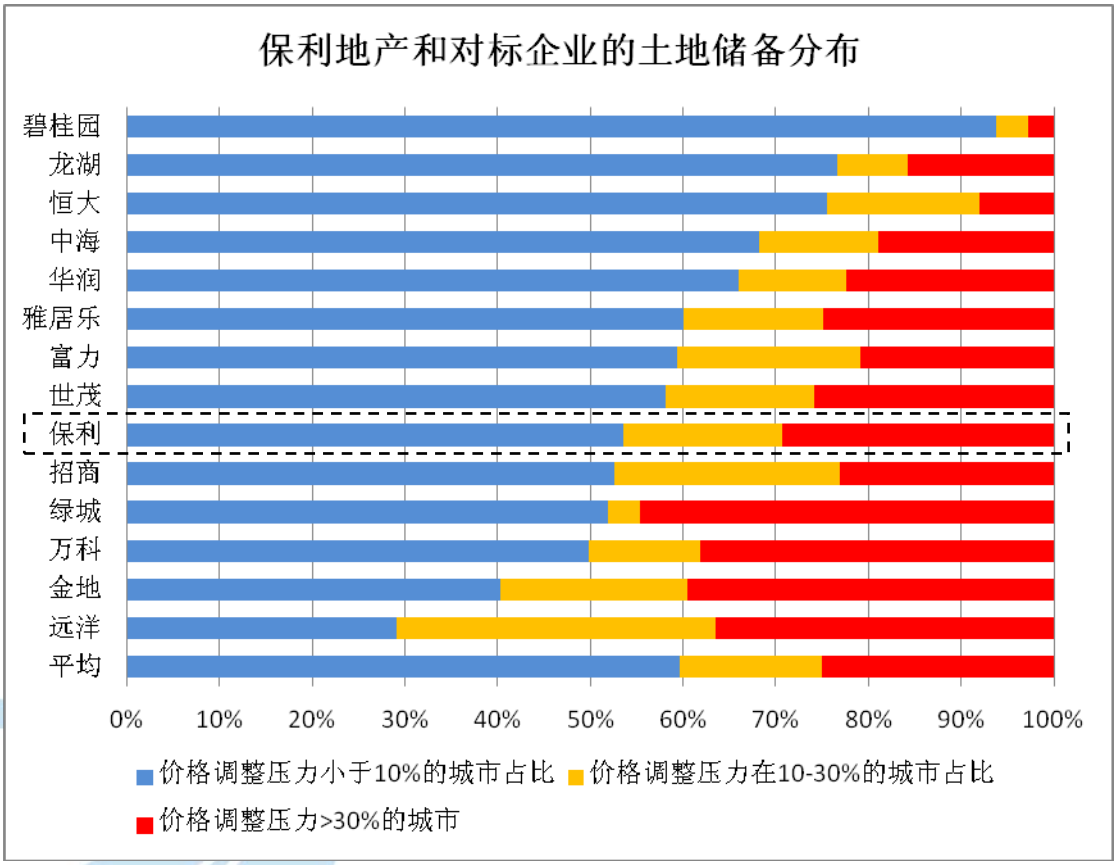


图 5 保利地产和对标企业的土地储备区域分布

（数据来源：公司年报、中报，中航证券，贝塔策略工作室）

三、高周转效率支撑高回报和潜在成长空间，每股收益潜在增长率 16%

保利地产的运营效率一直处于行业前列，繁荣期存量资产周转率在 0.8-0.9 倍，低谷期仍维持在 0.4-0.5 倍，2011 年中期效率评分 9.0 分，在我们重点关注的 50 家地产上市公司中排名第 9。高运营效率支撑了公司 90%的净负债率上限（当然，公司实际负债率更高），更高的财务杠杆和经营杠杆推动了更高的成长空间。

以繁荣期 0.81 倍存量资产周转率、低谷期 0.48 倍存量资产周转率、20%营业利润率计算，假设未来 5 年中有 2 年遭遇低谷冲击，则在 90%的净负债率上限约束下，公司长期平均的净资产回报率为 20%。20%的效率隐含回报意味着在 20%分红率下，公司每股收益的潜在增长率为 16%；繁荣期资产（存货和承诺资本支出）的极限增速可以达到 30%，每股收益的极限增速为 39%；股权融资支持下，资产增速可进一步提升到 58%，但每股收益增速维持不变；低谷期资产极限增速仅为 3%，利润增速为负。

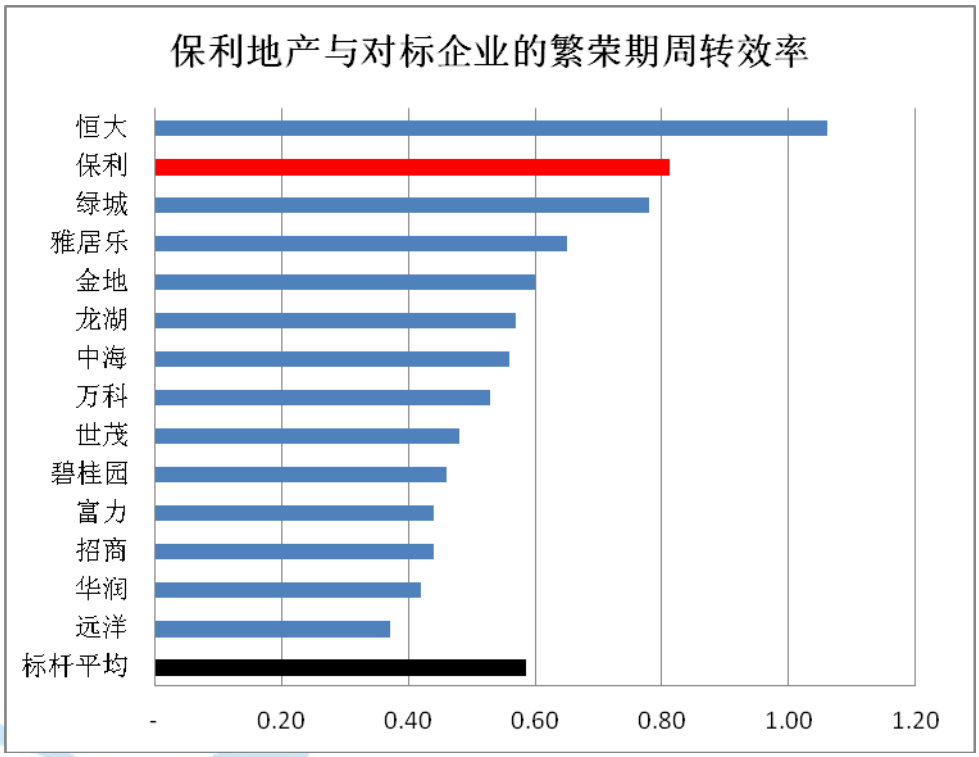


图 6 2009 年主要地产上市公司的效率分布及保利地产的效率位置

（数据来源：公司年报、中报，中航证券，贝塔策略工作室）

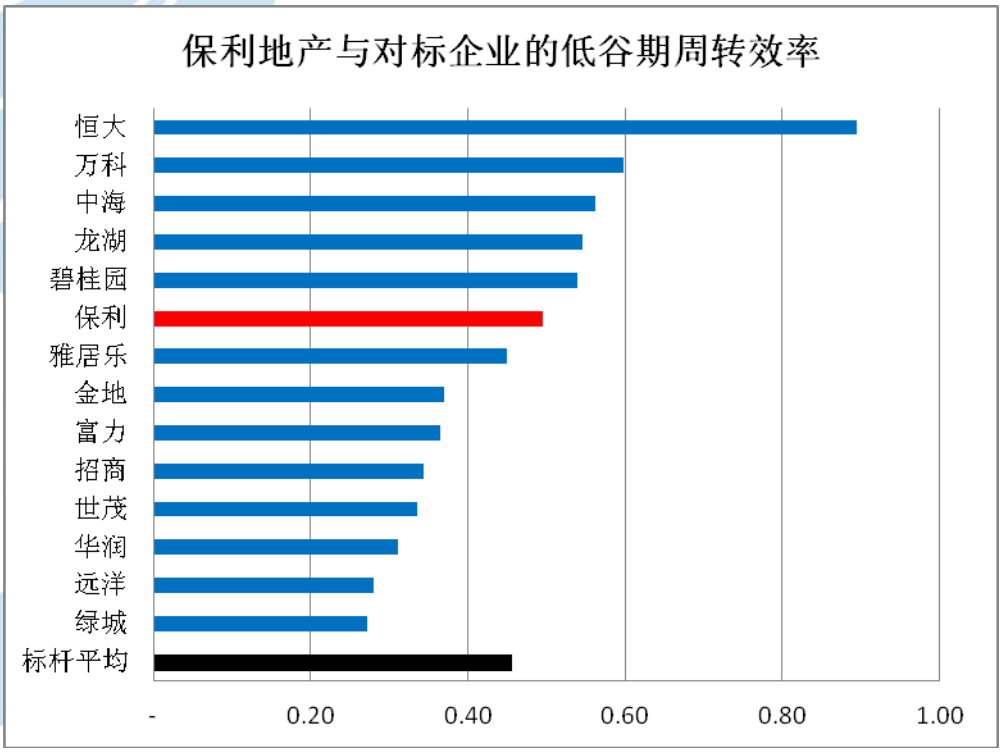


图 7 2011 年预期低谷中主要地产上市公司的效率分布及保利香港的效率位置

（数据来源：公司年报、中报，中航证券，贝塔策略工作室）

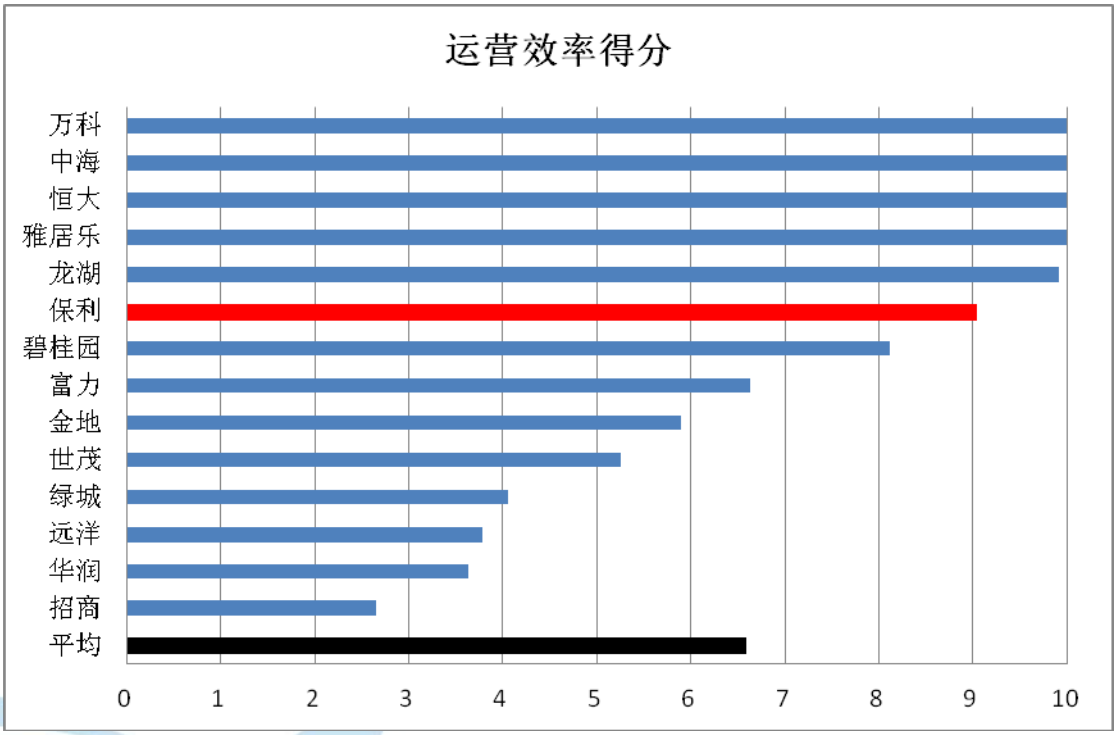


图 8 保利地产与对标企业的运营效率得分

（数据来源：公司年报、中报，中航证券，贝塔策略工作室）

四、股权激励反映公司对回报率的重视和对融资增长的渴求

2011 年保利地产推出了股权激励机制，期权授予条件为加权平均净资产回报率大于 14%，净利润增速大于 20%，营业利润占利润总额的 90%以上；行权条件则要求加权平均的净资产回报率从 14%逐步提高到 15%，净利润增速大于 22%，营业利润占利润总额的 92%以上。

上述期权方案及门槛条件与万科方案相近，但有两点主要差异，第一，万科对回报率的要求是期末摊薄净资产回报率大于 14%，而保利地产是以加权平均净资产回报率为标的；第二，万科方案中提出如果发生股权融资行为，则利润增速的门槛要响应提高，以保证每股收益不受影响，而保利地产对融资导致的稀释行为没有提出明确要求。因此，保利地产的股权激励方案既显示了公司对回报率的重视，也透露出管理层对融资推动增长的渴求。不过，鉴于当前的效率隐含回报高于融资成本，即使未来打通融资渠道，稀释效应也不明显。

五、合理估值：19.90 元，买入

综上，保利地产短期无资金缺口，产品定位于一二线城市的中低端住宅，2011 年新进入城市和项目的价格调控压力较小，长期中资金缺口暴露的风险较小，但高负债在一定程度上限制了公司的低谷套利空间。效率方面，保利地产一直保持着行业领先的周转效率，高周转支撑着公司 20%以上的效率隐含回报，以此计算，每股收益的潜在增长率达到 16%，合理估值市盈率 17.6 倍，19.9 元/股，当前估值较合理估值低 50%，评级买入。

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

买入 ：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有 ：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出 ：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

增持 ：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性 ：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持 ：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

杜丽虹，SAC 执业证书号：S0640511010013，清华大学金融学博士，一直从事地产、金融行业研究，目前任中航证券地产行业首席研究员。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址：深圳市深南大道3024号航空大厦（518000） 公司网址： www.avicsec.com
联系电话：0755-83692635 传真：0755-83688539

免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。