

房地产开发

署名人: 李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@cjis.cn

参与人: 张岩

S0960111080637

010-63222861

zhangyan1@cjis.cn

6-12个月目标价: 15.00元

当前股价: 11.66元

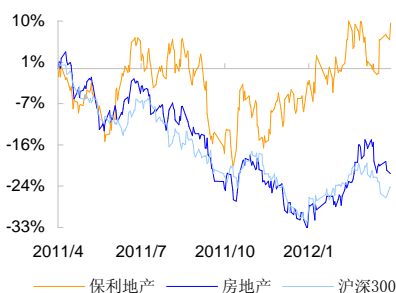
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2305.86
总股本(百万)	5948
流通股本(百万)	5843
流通市值(亿)	681
EPS	1.10
每股净资产(元)	5.93
资产负债率	78.43%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
保利地产	1.86	22.62	35.69
房地产	-4.62	16.60	6.14
沪深300指数	-5.34	8.93	-3.34



相关报告

保利地产 - 累计销售增幅逆转为正, 龙头实力尽显 2012-04-10

保利地产 - 销售稳步增长可期, 资金压力持续缓解 2012-04-06

保利地产 - 销售持续回暖可期, 稳健抄底地市 2012-03-12

保利地产

600048

强烈推荐

定位主流, 坚持成长

我们4月10日参加了公司年报业绩投资者见面会。

投资要点:

- **定位主流, 以销定产, 销售增长确定且弹性大。**1、11年良好的销售表现归功于“准确判断”+“定位主流”+“灵活价格”+“商业助力”。12年将继续向主流需求集中, 加大90-120平米户型占比。此外, 货量约150亿元的商业物业也将继续助力销售增长。2、1季度刚需回暖明显, 换房需求也随之升温, 公司在重点抓刚需产品之外, 也加大大户型产品消化, 销售同比实现增长。2季度将加大新推盘量, 有信心销售较1季度环比增长。3、我们预计公司12年可售货量约1300亿元, 以11年68%的去化保守测算全年销售超880亿元, 同比增长超20%, 这与公司10年提出的“3年再造”战略目标要求也基本一致。我们对市场的看法与公司相比更为乐观, 我们认为公司销售增长仍有很大弹性空间, 一方面公司“以销定产”后续很可能扩大开工, 增加可售货量, 另一方面去化水平也会提升。
- **融资能力强, 拿地仍有空间。**销售回笼资金足以满足建安和其他支出需求, 新增融资可用于拿地。公司将继续巩固银行贷款优势, 并大力拓展险资、基金、信托等融资渠道。12年公司计划用于储备拓展的资金约200亿元, 高于11年公司权益土地款175亿元。公司将重点拓展销售去化较好、团队执行力强的一二线城市, 加大通过合作、收购方式获取土地的力度。
- **坚持成长性企业的战略定位。**公司更偏向将短期波动当做机会来看待, 不会放弃自身的长期战略。即使资本市场融资不放开, 公司也能够通过金融手段创新以及其他开发商合作, 保持30%左右的发展速度。
- **股权激励护航, 业绩锁定性强。**股权激励计划方案的实施尚需提交年度股东大会审议, 若通过将正式授予股权, 这将显著增强管理层释放业绩和市值管理的动力, 根据公司股权激励方案对业绩增长的要求, 我们对公司近3年盈利年复合增长30%有信心。目前可结转收入约900亿元, 已锁定12年业绩的全部和13年的36%。
- **12-14年EPS1.43/1.86/2.41元, 年复合增速30%。**公司作为一线龙头中的领军者, 应享有估值溢价, RNAV12.6元, 目标价15元, 对应RNAV溢价20%, 当前股价RNAV9.3折交易, 投资价值依然低估, 维持“强烈推荐”的投资评级。

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。

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	47036	61332	79997	104369
收入同比(%)	31%	30%	30%	30%
归属母公司净利润	6531	8522	11088	14365
净利润同比(%)	33%	30%	30%	30%
毛利率(%)	37.2%	37.3%	37.4%	37.4%
ROE(%)	18.5%	19.5%	20.2%	20.7%
每股收益(元)	1.10	1.43	1.86	2.41
P/E	10.62	8.14	6.26	4.83
P/B	1.97	1.58	1.26	1.00
EV/EBITDA	11	9	7	5

资料来源: 中投证券研究所

一、以销定产，销售增长确定且弹性大

11年公司销售逆市增长，市场份额继续扩大，去化水平领先行业。实现销售732亿元/同比增长11%；已进驻城市市场占有率达4.7%，同比稳中有升；整体去化率68%，明显领先于行业约60%的水平。

11年良好的销售表现归功于“准确判断市场”+“定位主流需求”+“灵活的价格策略”+“商业物业助力”。1、**准确把握市场形势，迅速反应抢占先机。**年初判断调控将加深，早动手比晚动手好，上半年抓住整体供给处于低点的机会加大推盘，上半年销售400亿元，并且抓住了全年3个销售窗口期。2、**项目定位锁定主流需求。**主流需求即“刚需、首次改善、不限购商业”，2011年新推货量中144平方米以下户型占比达91.3%。成交客户中，76%为首次置业客户，82%为自住型购房客户。受信贷紧缩影响，按揭贷款付款比例下滑至68%。3、**采取积极而低调、稳健和灵活的价格策略。**公司项目售价仍普遍高于所在城市均价，比值保持在1.0-1.4之间。4、**商业物业销售助力。**11年商业物业销售超150亿元/占比超两成。商业物业不受限购影响，受到市场追捧，而且公司在售商业物业主要位于一线城市，因此卖的很好。公司随行就市，灵活调整租售比例，出售了一些原本打算持有的物业。

12年将以销定产，产品结构继续向主流需求集中，目标是市场份额有增长。12年开工计划会根据情况调整。公司基于对市场仍较谨慎的态度，目前12年新开工计划较11年有所缩减。在此基础上，预计12年新推盘货量800-1000亿元，集中在5-10月的传统高峰期，主力户型将进一步向90-120平方米户型集中。在重点抓刚需产品之外，也会促进大户型消化。公司销售控制目标为半月去化率50%，半年去化率80%，竣工备案前清盘。此外，12年商用物业可售货量预计超过150亿元，以一线城市写字楼、公寓、底商为主，将为销售增长提供有力的支撑。

12年1季度刚需回暖明显，换房需求也在升温，公司产品结构向主流需求集中，取得显著成效。公司对“刚需先行，换房需求随后”的判断得到市场印证。1季度刚需成交占比继续加大，成交客户中91%为自住购房，较11年上升9个百分点；84%为首次购房客户，较11年上升8个百分点。刚需回暖也带动换房需求的升温，公司部分大户型产品销售也非常好，例如广州保利天悦370平方米大户型产品，3月份开盘当日去化80%，销售过10亿。公司1季度销售同比实现增长，且3月份加速增长。1季度签约销售近150亿元，同比增长9%，其中3月单月签约销售97亿元，创11年以来单月销售第二高。1季度到访成交率12%，处于较好水平，推盘当日成交率62%，较11年提高10个百分点。

公司2季度将加大新推盘量，有信心销售较1季度增长。2季度公司新推货量充足，据我们跟踪测算，新推货值约300亿元，加上原有已推货值300亿元，预计在售楼量共600亿元。2季度是行业黄金季节，销售必然放量，虽然对于单盘、单个公司而言未必如此。但对于公司而言，为了保证市场份额有增长的目标，2季度公司对自己的销售要求是，较1季度增长是必须的。清明节期间到访成交率有所下降仅是暂时现象，一是“两会”温总理讲话对市场心理预期造成冲击，二是清明节很多城市有不看房、不买房的习惯。

我们认为，公司以销定产，销售增长确定且弹性大。我们保守测算公司12年可售货量1300亿元（新推1000亿元+尾盘300亿元），以11年68%的去化水平计算，12年有望销售超过880亿元，同比增长超过20%。另外，参考公司10年初提出的“3年再造一个保利”的战略目标，以09年434亿元的销售金额为基数，为了完成这一目标，12年也需要实现销售868亿元以上，与上述测算基本一致。因此，我们认为根据公司11年和12年初销售去化情况看，12年销售增长20%左

右概率相当大，而且还有较大的弹性空间。我们对今年市场的看法较公司更乐观。我们认为，政策的微调将持续，政策面持续向好，行业上半年去库存，下半年进入恢复性增长阶段，全年预期持续向上，公司销售 2 季度好于 1 季度，下半年好于上半年。因此，若市场持续向好得到印证，公司后续很可能会调整新开工计划，可售货量将会增加，而且去化水平也会提升，因此公司销售增长仍有很大弹性空间。

二、融资能力强，拿地仍有空间

巩固银行贷款优势，拓展险资、基金、信托等融资渠道。1、公司作为央企背景的大型房企，在获取银行贷款方面优势极为突出。目前已审批过会、根据项目进度逐步发放的额度已超过 150 亿元。2、公司与多个保险公司针对多个商业项目达成融资协议，部分已进入合约洽谈阶段；充分利用已有的房地产基金平台，并积极创立新的基金；信托由于资金成本相对较高，为备用渠道。

拿地仍有空间。公司销售回笼资金足以应对建安和其他费用，新增融资可用于拿地，还有较大空间。12 年公司用于建房的资金约 400 亿元，用于储备拓展的资金约 200 亿元，高于 11 年公司权益土地款 175 亿元。

12 年主要拓展方向是一二线城市。12 年重点拓展销售去化较好、团队执行力强的一二线城市，特别关注北京、上海、广州等中心城市的机会。三四线城市由于容量较小，不是今年的主要方向。12 年 1 季度公司并未停止拿地，但规模有所控制，因为目前政府对地价的预期并未明显下降，地价仍不便宜。公司会加大通过合作拿地方式、收购方式获取土地的力度。

三、坚持成长性企业的战略定位

公司仍将自身定位为成长性企业，至少在“十二五”期间。公司坚定看好中国房地产市场发展前景，立志打造中国地产长城，不会因为一时行业的波动放弃自身的长期战略，更偏向将短期波动当做机会来看待。即使资本市场融资不放开，公司也能够通过金融手段创新以及与其他开发商合作，保持 30%左右的发展速度。

推进产品标准化，提高精装修比例。近两年来公司大力研究产品标准化，成立了研发中心专门负责新产品开发，新进入城市第一个项目必须用标准化产品系列，但对于已经有多个项目、经营比较成熟的城市，允许做一些调整。目前公司精装修产品占比较小，且集中在珠三角区域，未来比例会提高。公司在产品的绿色环保方面也会有很大投入。

主动发展商业地产。公司在发展商业地产方面具有优势，未来商业地产规模占比将达到 30%。灵活调整商业物业销售、自持比例。

四、激励计划护航，业绩锁定性强

我们预计股权激励计划近期有望正式授予，管理层释放业绩和市值管理动力强。股权激励计划方案的实施尚需提交年度股东大会审议，若通过将正式授予股权，这将显著增强管理层释放业绩和市值管理的动力，根据公司股权激励方案对业绩增长的要求，我们对公司近 3 年盈利年复合增长 30%有信心。

对于普通员工的薪酬激励也有所加强。公司加大月度绩效奖励力度，使普通员工月收入有所提高。另外，公司对员工工资进行结构调整，将年度奖励调整至平时发放。虽然目前公司员工薪酬水平在业内仍处于中等偏下水平，但公司有自身独特的凝聚力和企业文化。

目前可结转收入约 900 亿元，已锁定 12 年业绩的全部和 13 年的 36%。11 年末预收账款 709 亿元+12 年 1-3 月签约销售 149 亿元=858 亿元，再加上目前认购尚未签约量，总可结转收入约 900 亿元，以 13.9%的净利润率估算，对应归属母公司净利润 125 亿元，已锁定 12 年全部业绩和 13 年业绩的 36%。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	187991	225988	273473	329437
现金	18153	23606	35252	37499
应收账款	1058	1058	1058	1058
其他应收款	4129	4129	4129	4129
预付账款	12545	12545	12545	12545
存货	152107	184651	220490	274207
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	7023	7733	8512	9361
长期投资	987	987	987	987
固定资产	940	978	984	960
无形资产	10	10	10	10
其他非流动资产	5087	5759	6531	7404
资产总计	195015	233721	281985	338798
流动负债	98586	125681	159271	197445
短期借款	2123	0	0	0
应付账款	9545	9545	9545	9545
其他流动负债	86918	116136	149726	187900
非流动负债	54364	56364	58364	60364
长期借款	49980	51980	53980	55980
其他非流动负债	4384	4384	4384	4384
负债合计	152950	182045	217635	257809
少数股东权益	6807	7897	9483	11758
股本	5948	5948	5948	5948
资本公积	11897	11897	11897	11897
留存收益	17411	25933	37021	51386
归属母公司股东权益	35258	43778	54867	69231
负债和股东权益	195015	233721	281985	338798

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-7922	6940	11138	1947
净利润	7367	9613	12674	16640
折旧摊销	229	162	193	225
财务费用	390	491	520	626
投资损失	18	0	0	0
营运资金变动	-15933	-3325	-2250	-15543
其他经营现金流	7	-1	0	0
投资活动现金流	-448	-872	-972	-1074
资本支出	49	200	200	200
长期投资	-92	672	772	874
其他投资现金流	-491	0	0	0
筹资活动现金流	7393	-615	1480	1374
短期借款	1673	-2123	0	0
长期借款	2950	2000	2000	2000
普通股增加	1373	0	0	0
资本公积增加	-1382	0	0	0
其他筹资现金流	2779	-491	-520	-626
现金净增加额	-979	5453	11646	2247

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	47036	61332	79997	104369
营业成本	29537	38469	50111	65287
营业税金及附加	5073	6615	8629	11257
营业费用	1253	1633	2130	2779
管理费用	750	978	1276	1665
财务费用	390	491	520	626
资产减值损失	51	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-18	0	0	0
营业利润	9964	13144	17331	22753
营业外收入	154	0	0	0
营业外支出	44	0	0	0
利润总额	10074	13144	17331	22753
所得税	2707	3532	4657	6114
净利润	7367	9613	12674	16640
少数股东损益	836	1090	1586	2275
归属母公司净利润	6531	8522	11088	14365
EBITDA	10583	13798	18044	23604
EPS (元)	1.10	1.43	1.86	2.41

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	31.0%	30.4%	30.4%	30.5%
营业利润	34.2%	31.9%	31.8%	31.3%
归属于母公司净利润	32.7%	30.5%	30.1%	29.5%
获利能力				
毛利率	37.2%	37.3%	37.4%	37.4%
净利率	13.9%	13.9%	13.9%	13.8%
ROE	18.5%	19.5%	20.2%	20.7%
ROIC	8.8%	11.1%	14.2%	15.9%
偿债能力				
资产负债率	78.4%	77.9%	77.2%	76.1%
净负债比率	41.78	35.04%	30.23	26.29%
流动比率	1.91	1.80	1.72	1.67
速动比率	0.36	0.33	0.33	0.28
营运能力				
总资产周转率	0.27	0.29	0.31	0.34
应收账款周转率	54	55	72	94
应付账款周转率	4.29	4.03	5.25	6.84
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.10	1.43	1.86	2.41
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.33	1.17	1.87	0.33
每股净资产(最新摊薄)	5.93	7.36	9.22	11.64
估值比率				
P/E	10.62	8.14	6.26	4.83
P/B	1.97	1.58	1.26	1.00
EV/EBITDA	11	9	7	5

相关报告

报告日期	报告标题
2012-04-10	保利地产 - 累计销售增幅逆转为正, 龙头实力尽显
2012-04-06	保利地产 - 销售稳步增长可期, 资金压力持续缓解
2012-03-12	保利地产 - 销售持续回暖可期, 稳健抄底地市
2012-02-08	保利地产 - 预期中的销售低点
2012-01-10	保利地产 - 全年业绩增逾三成, 销售回升, 稳健拓展
2011-12-12	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
2011-09-09	保利地产-均价提升毛利持续走高, 逆市拿地摊薄成本
2011-08-10	保利地产-毛利持续走高, 业绩稳步释放
2011-07-09	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
2011-06-28	保利地产-高杠杆运作, 高增长可期
2011-04-25	保利地产-毛利率大幅提升, 业绩增长无忧

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, 15 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、滨江集团、首开股份、亿城股份、世茂股份、苏宁环球、金融街、中国国贸、泛海建设、中华企业、冠城大通、广宇发展等。

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。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。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, 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和信息, 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。

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