国金证券 SINOLINK SECURITIES

保利地产 (600048.SH)　房地产开发行业

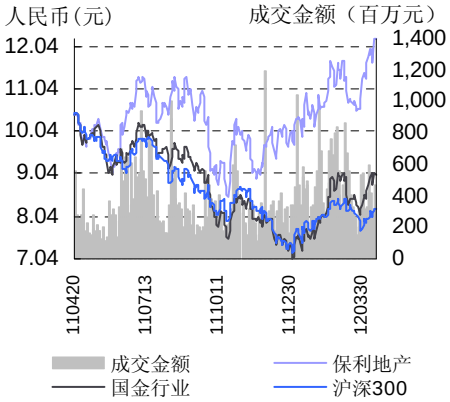
评级：买入　维持评级　　**业绩点评**

市价（人民币）：12.21 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	5,843.23
总市值(百万元)	72,629.09
年内股价最高最低(元)	12.21/8.52
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19



相关报告

1.《市场份额稳步提升》，2012.4.6

2.《保利地产股权激励计划点评》，2011.11.6

3.《销售放缓 开工积极》，2011.10.31

曹旭特　分析师 SAC 执业编号：S1130511030006
(8610)66211658
caoxt@gjzq.com.cn

张慧　联系人
(8610)66216760
zhang_hui@gjzq.com.cn

费用上升超预期

公司基本情况(人民币)

项　目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	1.075	1.098	1.365	1.607	2.659
每股净资产(元)	6.49	5.93	7.22	8.67	11.28
每股经营性现金流(元)	-4.89	-1.33	5.82	0.60	-0.05
市盈率(倍)	11.81	9.11	8.89	7.60	4.59
行业优化市盈率(倍)	27.49	26.02	26.02	26.02	26.02
净利润增长率(%)	39.80%	32.74%	22.49%	19.49%	65.50%
净资产收益率(%)	16.56%	18.52%	18.62%	18.53%	23.57%
总股本(百万股)	4,575.64	5,948.33	5,948.33	5,948.33	5,948.33

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 报告期公司实现收入 49.2 亿元，同比增长 36.4%；实现净利润 5.4 亿元，同比下降 23.5%；每股收益 0.09 元，业绩低于预期，**低于预期原因在于盈利水平下降和费用上升，以及合作项目增加导致的少数股东损益上升。**

经营分析

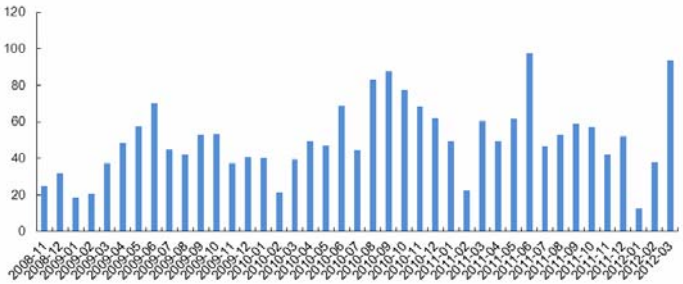
- **毛利率、期间费率、和少数股东损益综合导致增收不增利。**收入增长但净利润同比下降的重要原因之一是合作项目上升，导致少数股东损益增加，剔除这部分影响，净利润与去年基本持平；另外毛利率下降 2.6 个百分点，而管理费率和财务费率分别上升了 1.5 和 2.1 个百分点，综合导致公司增收不增利。**少数股东损益上升和毛利率下滑属正常和可预期范围，但期间费用，尤其是管理费用同比上升了 80%超出预期，是导致公司业绩低于预期的重要原因。**
- **一季度销售排名提升，二季度可售仍足。**一季度公司累计销售 143.9 万平米，148.7 亿元，分别同比增长 9%和 6%，销售金额在全国房企排行榜中较上年同期和 11 年全年提升 1 位，排名第四。二季度可售仍然充足，新推预计可达 300 亿元，合计可售约为 600 亿元。
- **拿地比较谨慎。**一季度公司新增项目 3 个，合计建筑面积 182.8 万平米，45.1 亿元，分别同比去年同期下降 38%和 42%，是 11 年全年拿地总量的 20%和 19%，总体上一季度拿地较为保守。
- **财务安全，融资成本低。**一季度末，公司资金余额 177.9 亿元，是短期借款和一年内到期预收款的 1.1 倍，短期资金压力不大；预收外资产负债率 41%，有息负债率和净负债率分别为 35%和 148.7%，财务具有安全边际。另一方面，公司融资优势明显，11 年平均融资成本较基准仅上浮 13%，为公司未来高速成长提供有力后盾。
- **业绩锁定率高：**报告期末公司有预收款余额 773 亿元，与一季度收入合计为 12 年预计结算收入的 1.87 倍，业绩完全锁定。

投资建议

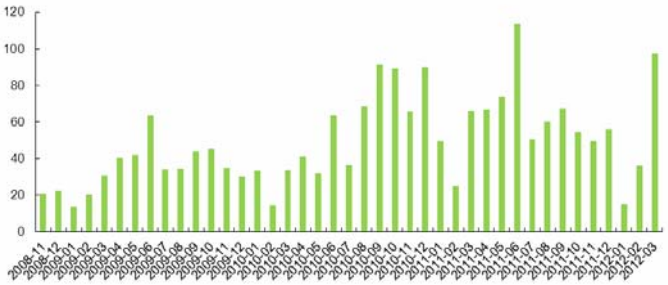
- 预计 12、13 年每股收益分别为 1.37 和 1.64 元，动态市盈率为 8.9 和 7.45 倍，估值水平处于历史低位，维持买入评级。

敬请参阅最后一页特别声明

图表 1：单月销售面积(单位：万平米)

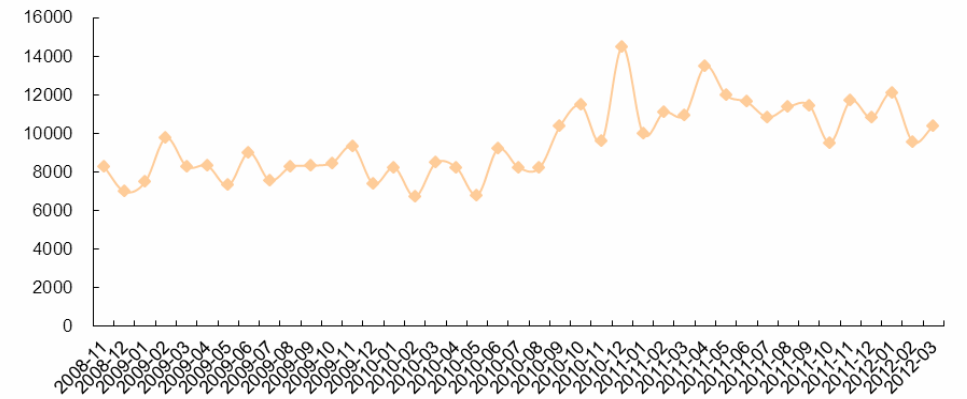


图表 2：单月销售金额(单位：亿元）



来源：国金证券研究所，公司公告

图表 3：各月销售均价（单位：元/平方米）



来源：国金证券研究所，公司公告

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	21	29	33	73
买入	0	4	6	7	19
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	**0**	**1.16**	**1.17**	**1.17**	**1.19**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得 1 分，为“买入”得 2 分，为“持有”得 3 分，为“减持”得 4 分，为“卖出”得 5 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

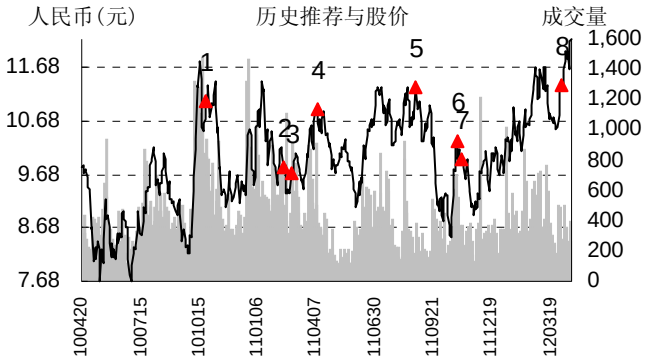
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-10-26	买入	11.06	N/A
2	2011-02-17	买入	9.82	N/A
3	2011-03-01	买入	9.70	N/A
4	2011-04-08	买入	10.88	N/A
5	2011-08-28	买入	11.31	N/A
6	2011-10-31	买入	10.31	N/A
7	2011-11-06	买入	9.97	N/A
8	2012-04-06	买入	11.36	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 20%以上；
买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 10%－20%；
持有：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -10%－10%；
减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 10%－20%；
卖出：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：(8621)-61038271

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979

传真：010-6621 5599-8803

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：0755-33516015

传真：0755-33516020

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518026

地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B