安信证券 ESSENCE SECURITIES

公司快报/证券研究报告　　保利地产(600048)

维持评级

房地产Ⅲ/房地产

保利地产：持续稳定增长态势明显

2012年中报点评

评级：买入-A

上次评级：买入-A

目标价格：12.50元

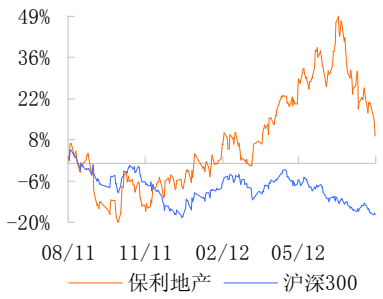
期限：6个月　上次预测：15.00元

现价（2012年08月22日）：9.49元

报告日期：2012-08-23

总市值(百万元)	67,739.57
流通市值(百万元)	67,739.57
总股本(百万股)	7,137.99
流通股本(百万股)	7,137.99
12个月最低/最高	8.42/14.90元
十大流通股东(%)	43.46%
股东户数	121,964

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(12.09)	(1.18)	26.39
绝对收益	(16.38)	(13.81)	9.03

徐胜利　行业分析师
010-66581636　xusl@essence.com.cn
执业证书编号　S1450511020008

报告关键点：

- 中期业绩同比下降，不影响全年业绩正增长。
- 多项指标显示公司呈持续稳定增长态势。
- 财务稳健，货币资金增加。
- 房地产相关业务多元化发展良好。
- 面对行业未来挑战在融资、拿地、激励等方面策略清晰，措施得力。
- 维持买入-A评级。下调目标价至12.5元。

报告摘要：

- **中期业绩同比下降，不影响全年业绩正增长。**归属于上市公司股东的净利润同比增长-10%，主要是少数股东损益大幅增长所致。每股收益0.35元。期末预收帐款835亿元，我们认为不仅2012年业绩锁定性强，2013年业绩也具有良好基础。
- **多项指标显示公司呈持续稳定增长态势。**上半年销售金额和面积同比增长27.5%、28.4%；均价11488元/平米（去年全年为11261元/平米），基本持平；结算毛利率37.5%（去年全年为36.2%），基本稳定；在建面积3036万平米，同比去年中期（2160万平米）增长40%。上半年增加土地储备容积率面积367万平米，平均楼面价2170元/平米，较去年全年2582元/平米有所下降。
- **财务稳健，货币资金增加。**上半年新增贷款211亿元（去年同期216亿元），净增加80亿元（去年同期88亿元），均与去年持平，上半年由于支付土地款减少等因素，经营性净现金流为正数，期末货币资金比期初增加70亿元。
- **房地产相关业务多元化发展良好。**报告期公司完成了商业管理公司的组建，正式搭建了商业物业和酒店运营管理平台；成立了养老地产公司，推进养老地产项目试点；房地产基金管理规模进一步扩大。
- **面对行业未来挑战在融资、拿地、激励等方面策略清晰，措施得力。**对于资本不足制约公司发展的困难，公司将继续拓宽融资渠道，包括谋求合作开发、加大房地产基金融资力度等；对于优质土地资源不足制约公司发展的困难，公司将寻求一级开发、旧城改造、购并等渠道，提高项目区域分布的合理性，并加强成本控制，深入落实快速周转战略。公司进一步完善长效激励机制，报告期内完成了股票期权授予工作。
- **维持买入-A评级。**维持盈利预测。下调六个月目标价至12.5元。
- 风险提示：市场利率回升态势持续，购房需求回升停滞，房地产板块承受估值和基本面双重压力。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	35,894.1	47,036.2	68,000.0	91,000.0	111,000.0
Growth(%)	*56.2%*	*31.0%*	*44.6%*	*33.8%*	*22.0%*
净利润	4,920.0	6,530.9	8,973.0	12,369.8	14,969.8
Growth(%)	*39.8%*	*32.7%*	*37.4%*	*37.9%*	*21.0%*
毛利率(%)	34.1%	37.2%	34.0%	34.0%	34.0%
净利润率(%)	13.7%	13.9%	13.2%	13.6%	13.5%
每股收益(元)	0.69	0.91	1.26	1.73	2.10
每股净资产(元)	4.49	5.89	7.70	9.67	12.16
市盈率	13.8	10.4	7.5	5.5	4.5
市净率	2.1	1.6	1.2	1.0	0.8

前期研究成果

保利地产：下半年有望更上层楼　2012-07-10

保利地产：实力及策略兼备 速度与效益平衡　2012-04-20

保利地产：持续增长可期 攻守兼备　2012-04-06

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2012-08-22

利润表	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	**35,894.1**	**47,036.2**	**68,000.0**	**91,000.0**	**111,000.0**
减: 营业成本	23,645.5	29,536.8	44,880.0	60,060.0	73,260.0
营业税费	3,584.2	5,073.4	4,760.0	6,370.0	7,770.0
销售费用	802.8	1,252.5	1,836.0	2,457.0	2,997.0
管理费用	572.5	750.3	1,360.0	1,820.0	2,220.0
财务费用	-102.4	390.3	600.0	800.0	900.0
资产减值损失	9.0	50.6	-	-	-
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	42.0	-18.2	50.0	50.0	80.0
营业利润	**7,424.5**	**9,964.1**	**14,614.0**	**19,543.0**	**23,933.0**
加: 营业外净收支	-19.9	110.0	-	-	-
利润总额	**7,404.6**	**10,074.1**	**14,614.0**	**19,543.0**	**23,933.0**
减: 所得税	1,899.3	2,706.9	3,641.0	4,873.3	5,963.3
净利润	**4,920.0**	**6,530.9**	**8,973.0**	**12,369.8**	**14,969.8**

资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	19,151.4	18,152.6	19,500.0	24,000.0	27,000.0
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	4,251.4	5,186.3	5,900.0	4,800.0	5,800.0
应收票据	-	0.3	-	-	-
预付帐款	13,370.7	12,544.7	15,000.0	18,000.0	20,000.0
存货	109,898.1	152,107.4	177,227.4	197,167.4	213,907.4
其他流动资产	-	-	-	-	-
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	937.0	986.6	1,000.0	1,200.0	1,435.7
投资性房地产	4,239.6	4,801.2	5,000.0	6,000.0	7,000.0
固定资产	322.9	939.8	1,200.0	1,400.0	1,500.0
在建工程	-	-	-	-	-
无形资产	9.0	10.2	6.0	6.0	6.0
其他非流动资产	147.9	285.4	308.7	358.7	388.7
资产总额	**152,328.0**	**195,014.6**	**225,142.1**	**252,932.1**	**277,037.8**
短期债务	450.0	2,123.4	2,800.0	3,000.0	2,000.0
应付帐款	11,083.0	17,439.5	16,000.0	20,000.0	19,000.0
应付票据	7.8	-	-	-	-
其他流动负债	50,306.8	67,033.3	78,765.7	78,057.0	81,328.2
长期借款	47,029.4	49,979.8	55,000.0	60,000.0	65,000.0
其他非流动负债	4,381.6	4,384.4	4,519.2	4,649.4	4,733.6
负债总额	**120,307.6**	**152,950.2**	**170,206.1**	**183,926.4**	**190,212.3**
少数股东权益	**2,311.0**	**6,806.7**	**11,206.7**	**13,506.7**	**16,506.7**
股本	4,575.6	5,948.3	7,138.0	7,138.0	7,138.0
留存收益	25,134.0	29,307.9	36,591.2	48,361.0	63,180.7
股东权益	**32,020.3**	**42,064.4**	**54,936.0**	**69,005.7**	**86,825.5**

现金流量表	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	5,505.3	7,367.2	8,973.0	12,369.8	14,969.8
加: 折旧和摊销	200.2	228.8	45.3	47.8	51.9
资产减值准备	9.0	50.6	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	17.8	24.9	480.9	600.0	800.0
投资收益	-42.0	18.2	-50.0	-50.0	-80.0
少数股东损益	585.3	836.3	2,000.0	2,300.0	3,000.0
营运资金的变动	-28,046.4	-16,049.8	-17,958.4	-18,369.7	-17,684.1
经营活动产生现金流量	**-22,369.9**	**-7,921.9**	**-6,390.1**	**-2,902.1**	**1,157.6**
投资活动产生现金流量	**-1,857.3**	**-447.8**	**36.5**	**-251.1**	**-256.8**
融资活动产生现金流量	**28,132.6**	**7,393.4**	**5,794.8**	**8,800.0**	**2,400.0**

财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
成长性					
营业收入增长率	56.2%	31.0%	44.6%	33.8%	22.0%
营业利润增长率	42.2%	34.2%	46.7%	33.7%	22.5%
净利润增长率	39.8%	32.7%	37.4%	37.9%	21.0%
EBITDA 增长率	44.5%	40.7%	44.3%	33.6%	22.0%
EBIT 增长率	42.1%	41.4%	46.9%	33.7%	22.1%
NOPLAT 增长率	37.1%	43.6%	47.3%	33.7%	22.1%
投资资本增长率	70.6%	29.8%	32.3%	16.2%	13.3%
净资产增长率	18.8%	31.4%	30.6%	25.6%	25.8%
利润率					
毛利率	34.1%	37.2%	34.0%	34.0%	34.0%
营业利润率	20.7%	21.2%	21.5%	21.5%	21.6%
净利润率	13.7%	13.9%	13.2%	13.6%	13.5%
EBITDA/营业收入	20.9%	22.5%	22.4%	22.4%	22.4%
EBIT/营业收入	20.4%	22.0%	22.4%	22.4%	22.4%
运营效率					
固定资产周转天数	3	5	6	5	5
流动营业资本周转天数	527	578	525	484	456
流动资产周转天数	1,179	1,281	1,074	913	828
应收帐款周转天数	5	6	7	5	3
存货周转天数	853	1,003	872	741	667
总资产周转天数	1,214	1,329	1,112	946	859
投资资本周转天数	535	591	537	494	464
投资回报率					
ROE	17.2%	17.5%	20.0%	21.3%	20.7%
ROA	3.6%	3.8%	4.9%	5.8%	6.5%
ROIC	13.7%	11.5%	13.1%	13.2%	13.9%
费用率					
销售费用率	2.2%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
管理费用率	1.6%	1.6%	2.0%	2.0%	2.0%
财务费用率	-0.3%	0.8%	0.9%	0.9%	0.8%
三费/营业收入	3.5%	5.1%	5.6%	5.6%	5.5%
偿债能力					
资产负债率	79.0%	78.4%	75.6%	72.7%	68.7%
负债权益比	375.7%	363.6%	309.8%	266.5%	219.1%
流动比率	2.13	1.91	1.97	2.05	2.21
速动比率	0.53	0.36	0.36	0.39	0.44
利息保障倍数	71.49	26.53	25.36	25.43	27.59
分红指标					
DPS(元)	0.05	0.14	0.07	0.08	0.10
分红比率	7.2%	14.9%	5.6%	4.9%	4.7%
股息收益率	0.5%	1.4%	0.7%	0.9%	1.0%

业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
EPS(元)	0.69	0.91	1.26	1.73	2.10
BVPS(元)	4.49	5.89	7.70	9.67	12.16
PE(X)	13.8	10.4	7.5	5.5	4.5
PB(X)	2.1	1.6	1.2	1.0	0.8
P/FCF	9.4	-17.2	-5.5	17.8	58.9
P/S	1.9	1.4	1.0	0.7	0.6
EV/EBITDA	10.8	10.3	9.1	7.2	6.0
CAGR(%)	38.6%	34.6%			
PEG	0.4	0.3			
ROIC/WACC	2.0	1.6	1.9	1.9	2.0
REP	0.6	0.8	0.6	0.6	0.5

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

徐胜利，房地产行业分析师，经济学硕士，十余年房地产及证券行业工作经验，07 年加盟安信证券研究团队。

分析师声明

徐胜利声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A— 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	**上海联系人**	**朱贤**	**上海联系人**
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	**上海联系人**	**黄方禅**	**上海联系人**
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	**上海联系人**	**周蓉**	**北京联系人**
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
马正南	**北京联系人**	**潘冬亮**	**北京联系人**
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
胡珍	**深圳联系人**	**李国瑞**	**深圳联系人**
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳
深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034