

保利地产 (600048.SH)

房地产开发行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

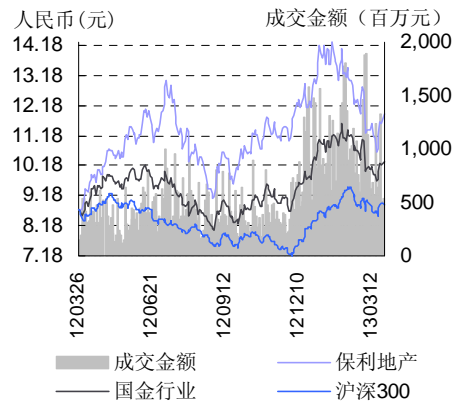
市价(人民币): 11.92元

结构均好

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)	7,137.99
总市值(百万元)	850.85
年内股价最高最低(元)	14.29/8.71
沪深300指数	2613.10
上证指数	2326.72



相关报告

1. 《单季扩张放缓 看好长期发展》, 2012.10.29
2. 《全年销售有望突破千亿》, 2012.8.23
3. 《费用上升超预期》, 2012.4.20

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

公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.915	1.180	1.430	1.741	2.083
每股净资产(元)	7.13	6.49	6.93	8.19	10.78
每股经营性现金流(元)	-0.33	-4.89	-1.33	0.92	2.58
市盈率(倍)	22.40	11.81	8.35	6.84	5.76
行业优化市盈率(倍)	39.81	18.49	17.54	17.54	17.54
净利润增长率(%)	32.74%	29.2%	21.74%	22.28%	19.37%
净资产收益率(%)	18.52%	16.24%	17.17%	19.11%	18.68%
总股本(百万股)	7,137.99	7,137.99	7,137.99	7,137.99	7,137.99

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司12年营业收入和净利润分别同比增长46.5%和29.2%，实现每股收益1.18元，符合预期。

经营分析

- **盈利水平微降:** 12年公司地产结算毛利率为35.2%，同比微降1个百分点，费用控制水平基本稳定，报告期同比微增0.4个百分点；报告期公司结算均价为10424元，同比上涨了27%，但由于10年四季度和11年上半年获得的部分高地价项目开始结算，所以整体毛利率略有下降。12年公司销售均价为11290元，与去年同期基本持平，而12年公司新增项目的楼面地价为3389元，同比上升了32%，预计13年公司结算毛利率还会有所下滑。
- **合作项目比重明显上升。** 公司净利润增速落后收入增速17.3个百分点，主要是合作项目上升导致。本期少数股东损益同比提高了84%，占净利润的比重由去年同期的11.3%提高至15.4%，所以净利润增速落后收入增速。在拓展资源和获取资金难度加大的背景下，采取合作方式以放大杠杆也是企业普遍选择的扩张方式。12年公司所获项目中的权益比例为65%，合作项目比重仍呈上升趋势。
- **市场份额稳步提升。** 12年公司实现销售901万平方米，销售金额1017亿元，同比增速均约为39%，市场占有率1.58%，落后行业龙头万科0.61个百分点，但差距缩小，其占有率上升0.34个百分点，快于万科同期上升的0.13个百分点。
- **积极纵向扩张:** 与11年拿地较为谨慎不同，公司在12年新增项目1319万平方米，拿地金额447亿元，分别同比上升41%和86%，为了减少购地支出，在新增项目中有65%为合作方式拿地。虽然购地积极，但主要为纵向扩张，报告期新进入城市仅新增3个。

- **新开工首降。**11年公司拿地谨慎而同期开工则大幅增长50%，12年则表现为开工下滑和拿地积极，报告期新开工1410万平方米，同比微降了6个百分点，因为12年销售虽然出现好转，但由于前期库存量较大且调整新开工需要一定周期，所以12年首次出现新开工同比下滑的情况。13年公司计划新开工1600万平方米，相比12年增长13.5%。这一情况与其他龙头公司较相似，都一定程度提升了开工计划。
- **结构均好。**行业龙头公司中，保利的业务结构和产品结构较为合理，体现在两点：一是商业物业可以成为公司业绩的稳定器，公司较早开始介入商业地产开发，在住宅调控政策从紧时，公司可以加大商业产品的销售力度，在住宅市场萧条的11年，公司商业的销售比重占到22%，但12年住宅市场快速回暖，公司适当降低商业项目销售比例至14%，未来住宅市场出现波动时，公司还可以再次加大商业项目销售比重以稳定公司业绩；二是公司产品结构较为合理，新推产品中144平米以下的普通住宅套数占比达92%，较10和11年分别提升12和2个百分点。
- **资金状况明显改善：**报告期末公司货币资金327亿元，相比年初大幅上升了81%，而在11年，货币资金是同比下降了5%。期末现金是短期借款和一年内到期非流动负债的1.3倍，这一比率与12年初基本持平。期末资产负债率78.2%，同比下降0.24个百分点，扣除预收款项后，其他负债占总资产的比例为42%。
- **业绩锁定率高：**报告期末公司有预收款余额905亿元，是12年结算收入的1.36倍，未来业绩基本锁定。

投资建议

- 预计13、14年每股收益分别为1.43和1.71元，动态市盈率为8.3和6.8倍，估值水平处于历史低位，维持增持评级。

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	5	8	20	57
买入	0	1	3	5	54
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	1.17	1.24	1.21	1.42
评分	0	1.00	1.14	1.15	1.19

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-04-08	增持	9.02	N/A
2 2011-08-28	增持	9.34	N/A
3 2011-10-31	增持	8.54	N/A
4 2011-11-06	增持	8.26	N/A
5 2012-04-06	增持	9.38	N/A
6 2012-04-20	增持	10.06	N/A
7 2012-08-23	增持	9.41	N/A
8 2012-10-29	增持	10.71	N/A

来源：国金证券研究所

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



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、复印件或复制品，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惟一因素。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的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供机构客户使用。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B