

房地产

2012年 年报点评

保利地产 (600048)

买入

稳步快速追赶 收益质量提升

维持

2013年3月26日

公司研究/点评报告

相关研究：

《业绩符合预期 目前估值合理》
(2012年08月23日)

《8月销售环比略降 目前估值合理》
(2012年09月10日)

《继续以价换量促销售 开始进行土地储备》
(2012年10月11日)

《销售保持高增长 发力土地储备》
(20121108)

《销售金额突破千亿 未来继续高速增长》
(20130109)

《销售创同期新高 土地储备以补库存为主》
(20130207)

《销售逆市上升 上调评级至“买入”》
(20130308)

分析师：平海庆

执业证书编号：S0760511010003

电话：010-82190365

邮箱：pinghaiqing@sxzq.com

联系人：

张小玲

电话：0351-8686990

邮箱：sxzqjyfbz@i618.com.cn

孟军

电话：010-82190365

邮箱：mengjun@sxzq.com

地址：太原市府西街69号国贸中心A座28层

电话：0351-8686986

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

● **结算收入保持高速增长：**2012年公司实现营业收入689.06亿元，归属于母公司净利润84.38亿元，分别同比增长46.5%和29.2%；房地产业务结转收入663.14亿元，同比增长46.94%；房地产业务结算毛利率35.24%，同比下降0.93个百分点，每股收益1.18元，较2011年提升0.27元，基本符合我们预期。公司2012年利润分配方案为每10股派发现金红利2.32元（含税）。

● **期间费用率水平略有上升：**2012年公司管理费用率为1.77%，同比上升0.17个百分点，主要原因为公司经营规模扩大、在建项目增加，相应人员薪酬、税费、折旧费等增加，以及摊销股权激励费用，其中2012年公司分摊股票期权激励成本6936万元计入管理费用；销售费用率为2.39%，同比下降0.27个百分点；另外由于不符合资本化条件的借款利息增加，公司财务费用率同比上升0.46个百分点至1.29%。2012年末，公司期间费用率同比上升0.37个百分点至5.46%。

● **负债水平连续下降：**2012年末，公司资产负债率为78.19%，同比下降0.24个百分点，扣除预售款后负债率为42.14%，同比上升0.08个百分点，负债处于行业较低水平；偿债能力方面，有息负债率为148.82%，同比下降13.28个百分点，净负债率为89.18%，同比下降29.77个百分点；另外，期末公司拥有货币资金327亿，短期有息负债为257亿，不存在短期偿债压力。

● **收益质量继续提升：**2012年末，公司扣除非经常损益后的加权ROE为21.6%，同比上升1.61个百分点；ROIC为7.41%，同比上升0.61个百分点。公司ROE近5年保持总体上升趋势。

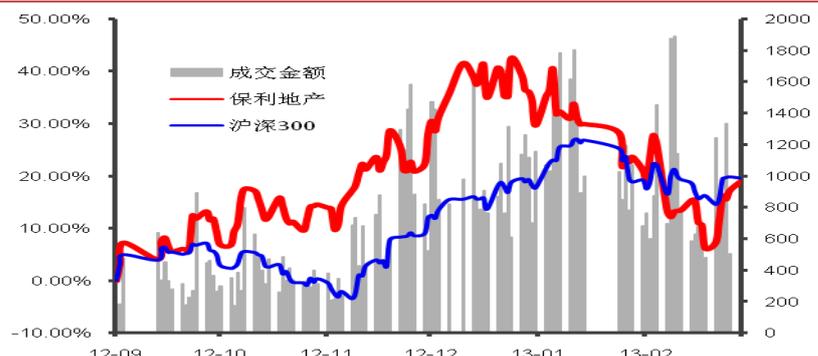
● **2013年业绩完全锁定：**2012年末，公司已售未结算面积约1000万平方米，预售款905亿元，这些大部分将在2013年结算，锁定2013年业绩。

● **其他业务进展顺利：**2012年末，公司持有运营的商业物业约100万平方米，业态涵盖写字楼、酒店、展馆、购物中心等商业形态，实现租赁及经营收入超过9亿元；公司房地产基金管理资金规模突破120亿元人民币，管理公司实现税后利润超过2亿元；年内公司推出了首个养老产品——保利安平和谐会·林语乐龄中心，正式试水养老产业。

● **高速增长可期：**2012年公司新增项目40个，权益建面861万平，平均楼面地价3386元/平方米；2013年前两月，新增项目7个，权益建面161万平，平均楼面地价3191元/平方米。2013年公司计划新开工面积约1600万平，同比增长13.5%，计划竣工面积1000万平，同比增长6%。基于公司在品牌、融资能力、管理水平等方面的优势，公司未来将继续保持高速增长，市场份额将继续提升。

● **投资评级：**公司13-15年每股收益分别为1.52元、1.91元、2.37元，按2013年3月25日公司收盘价11.92元，公司13-15年PE分别为8x、6x、5x，估值低于行业平均水平。绝对估值方面，公司当前RNAV为12.03元/股，按3月25日股价折让0.91%，考虑到公司的行业地位和目前市场状况，我维持公司“买入”评级。

半年内股价走势



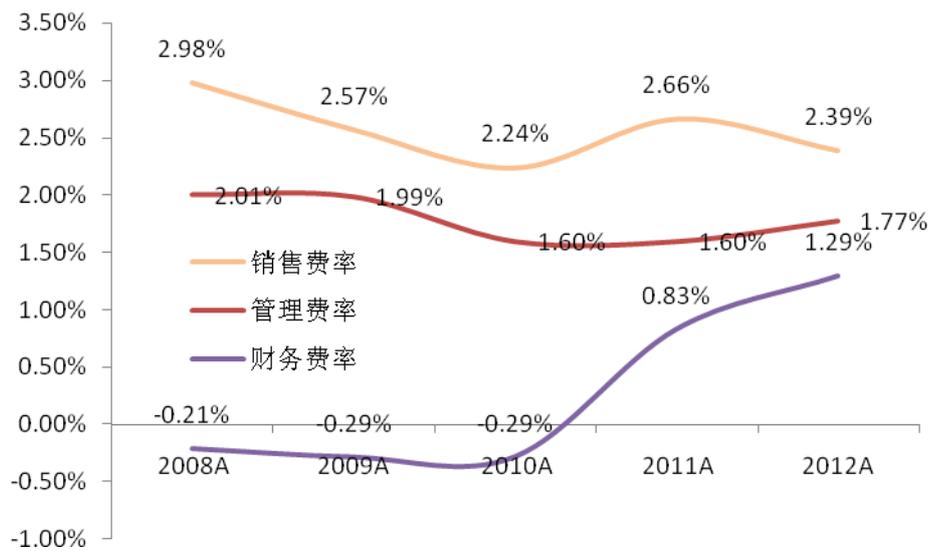
结算收入保持高速增长

2012 年公司实现营业收入 689.06 亿元, 归属于母公司净利润 84.38 亿元, 分别同比增长 46.5% 和 29.2%; 房地产业务结转收入 663.14 亿元, 同比增长 46.94%; 房地产业务结算毛利率 35.24%, 同比下降 0.93 个百分点, 每股收益 1.18 元, 较 2011 年提升 0.27 元, 基本符合我们预期。

期间费用率略有上升

2012 年公司管理费用率为 1.77%, 同比上升 0.17 个百分点, 主要原因为公司经营规模扩大、在建项目增加, 相应人员薪酬、税费、折旧费等增加, 以及摊销股权激励费用, 其中 2012 年公司分摊股票期权激励成本 6936 万元计入管理费用; 销售费用率为 2.39%, 同比下降 0.27 个百分点; 另外由于不符合资本化条件的借款利息增加, 公司财务费用率同比上升 0.46 个百分点至 1.29%。2012 年末, 公司期间费用率同比上升 0.37 个百分点至 5.46%。

图 1: 公司期间费用率

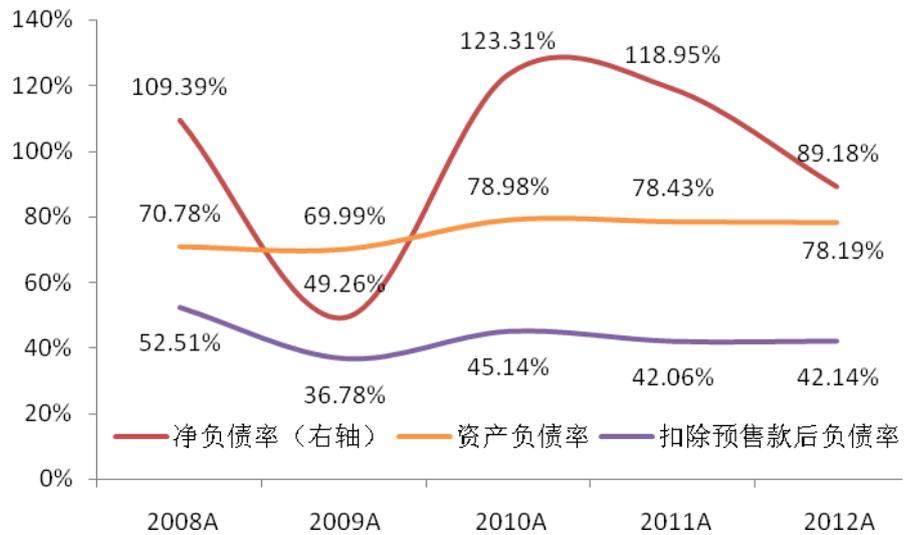


数据来源: 公司公告, 山西证券研究所

负债水平连续下降

2012 年末, 公司资产负债率为 78.19%, 同比下降 0.24 个百分点, 扣除预售款后负债率为 42.14%, 同比上升 0.08 个百分点, 负债处于行业较低水平; 偿债能力方面, 有息负债率为 148.82%, 同比下降 13.28 个百分点, 净负债率为 89.18%, 同比下降 29.77 个百分点; 另外, 期末公司拥有货币资金 327 亿, 短期有息负债为 257 亿, 不存在短期偿债压力。

图 2：公司负债水平

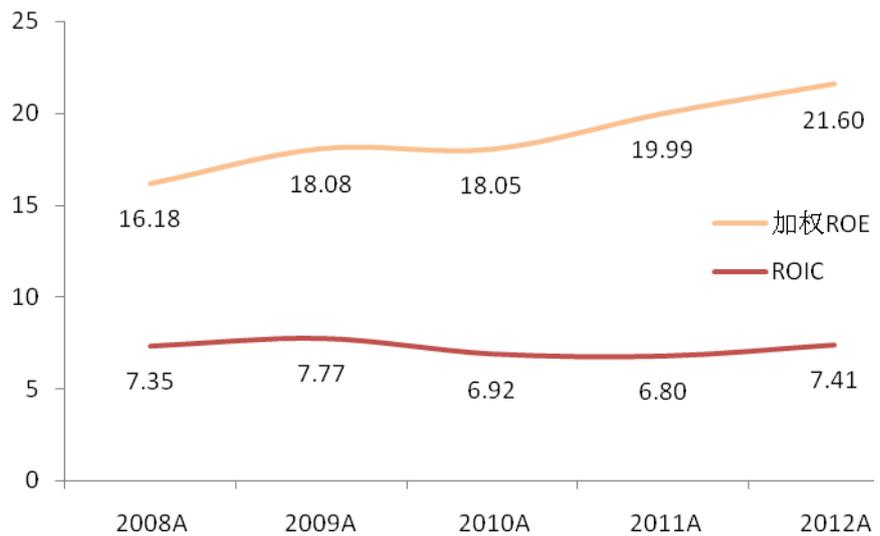


数据来源：公司公告，山西证券研究所

收益质量持续提升

2012 年末，公司扣除非经常损益后的加权 ROE 为 21.6%，同比上升 1.61 个百分点；ROIC 为 7.41%，同比上升 0.61 个百分点。公司 ROE 近 5 年保持总体上升趋势。

图 3：公司收益率水平



数据来源：公司公告，山西证券研究所

2013 年业绩完全锁定

2012 年末，公司已售未结算面积约 1000 万平方米，预售款 905 亿元，这

些大部分将在 2013 年结算，锁定 2013 年业绩。

其他业务进展顺利

2012 年末，公司持有运营的商业物业约 100 万平方米，业态涵盖写字楼、酒店、展馆、购物中心等商业形态，实现租赁及经营收入超过 9 亿元；公司房地产基金管理资金规模突破 120 亿元人民币，管理公司实现税后利润超过 2 亿元；年内公司推出了首个养老产品——保利安平和熹会·林语乐龄中心，正式试水养老产业。

高速增长可期

2012 年公司新增项目 40 个，权益建面 861 万平，平均楼面地价 3386 元/平方米；2013 年前两月，新增项目 7 个，权益建面 161 万平，平均楼面地价 3191 元/平方米。2013 年公司计划新开工面积约 1600 万平，同比增长 13.5%，计划竣工面积 1000 万平，同比增长 6%。基于公司在品牌、融资能力、管理水平等方面的优势，公司未来将继续保持高速增长，市场份额将继续提升。

表 1：未来 3 年盈利预测

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	47,036.22	68,905.76	83,272.61	104,407.19	130,905.74
营业成本	29,536.80	43,972.08	52,336.83	65,306.70	81,881.54
营业税金及附加	5,073.38	8,120.27	9,826.17	12,424.46	15,708.69
销售费用	1,252.53	1,645.61	2,081.82	2,610.18	3,272.64
管理费用	750.33	1,222.70	1,498.91	1,931.53	2,487.21
财务费用	390.27	892.09	1,000.94	1,262.28	1,582.65
资产减值损失	50.62	70.79	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-18.19	411.37	444.28	479.82	518.21
营业利润	9,964.09	13,393.57	16,972.23	21,351.86	26,491.21
加：营业外收入	154.07	189.44	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	44.07	50.89	0.00	0.00	0.00
利润总额	10,074.09	13,532.13	16,972.23	21,351.86	26,491.21
减：所得税	2,706.89	3,553.53	4,243.06	5,337.97	6,622.80
净利润	7,367.20	9,978.60	12,729.17	16,013.90	19,868.41
减：少数股东损益	836.25	1,540.36	1,909.38	2,402.08	2,980.26
归属于母公司净利润	6,530.95	8,438.23	10,819.79	13,611.81	16,888.15
总股本	7,137.99	7,137.99	7,137.99	7,137.99	7,137.99
每股收益(元)	0.91	1.18	1.52	1.91	2.37

数据来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。