

“再造计划”已在路上

——保利地产（600048）2012 年年报点评

2013 年 3 月 25 日

推荐/维持

保利地产

财报点评

郑闵钢	房地产行业分析师	Zhengmgdxx@hotmail.com	执业资格证号: S1480510120012
	电话: 010-66554031		
张鹏	房地产行业分析师	电话: 010-66554029	执业资格证号: S1480512060003

事件:

公司日前发布年报。报告期内,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。

公司分季度财务指标

指标	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4
营业收入(百万元)	1542.05	2445.76	2113.27	3400.62	1813.83	3727.98	2852.73	5020.83
增长率(%)	50.31%	33.49%	22.79%	74.56%	17.62%	52.43%	34.99%	47.64%
毛利率(%)	32.87%	39.94%	39.13%	37.25%	37.20%	34.87%	38.24%	36.21%
期间费用率(%)	10.18%	7.85%	9.54%	6.90%	10.11%	5.23%	7.94%	5.28%
营业利润率(%)	14.92%	24.16%	20.78%	20.95%	16.45%	21.19%	21.33%	21.30%
净利润(百万元)	168.37	444.76	339.85	575.47	221.95	607.11	468.88	867.85
增长率(%)	25.76%	66.67%	64.14%	38.77%	31.82%	36.50%	37.97%	50.81%
每股盈利(季度,元)	0.118	0.238	0.184	0.309	0.120	0.328	0.246	0.450
资产负债率(%)	76.05%	77.36%	76.95%	74.87%	73.89%	72.84%	74.76%	76.56%
净资产收益率(%)	3.03%	7.87%	5.40%	8.13%	2.92%	7.39%	5.28%	9.15%
总资产收益率(%)	0.73%	1.78%	1.24%	2.04%	0.76%	2.01%	1.33%	2.14%

评论:

积极因素:

- **刚需产品推动销售增长。**报告期内,实现销售签约面积901.13万平方米,同比增长38.57%;实现销售签约金额1017.39亿元,同比增长38.91%;销售签约均价11290元/平方米,与2011年基本持平。从公司成交的产品结构来看,公司住宅产品占比达86%,商业物业占比达14%。公司的住宅产品中,92%是144平米以下的中小户型,这就为公司全年良好的销售业绩奠定了有利基础。从公司销售的区域来看,广东、北京、成都、华南、上海、天津和武汉等7个区域销售签约额超过50亿元,销售签约贡献率达66.67%。公司虽然布局全国,但是一线城市的销售业绩则更为突出。
- **土地储备快速扩张。**报告期,公司公司坚持以一二线城市为中心的战略布局和等量拓展原则,

新进入西安、三亚、江门、郴州等4个城市，已进入城市达43个，进一步完善了区域布局。期内公司新增容积率面积1319万平方米，总地价447亿元，平均楼面地价3386元/平方米；新增权益容积率面积861万平方米，权益比例65%，较2011年72.56%的权益比例下降约7个百分点。截止报告期末，公司拥有在建和拟建面积9238万平方米，给公司未来的发展铺平了道路。

- **期末公司财务稳健，业绩锁定性强。**期末公司资产负债率为78.19%，较上年下降0.24个百分点；扣掉预收款项的真实资产负债率为42.14%，较上年提高0.08个百分点。期末公司预收款项905.47亿元，同比增长27.66%，同时已经基本锁定我们对公司2013年的业绩预测，公司业绩增长无忧。

表1: 公司营业收入情况

分行业	营业收入	营业成本	毛利率(%)	营业收入比上年增减(%)	营业成本比上年增减(%)	毛利增减(%)
房地产	66,314,473,691.67	42,942,152,860.46	35.24	46.94	49.06	减少 0.93 个百分点
其他	2,559,643,990.33	1,014,054,169.37	60.38	34.71	39.35	减少 1.32 个百分点
合计	68,874,117,682.00	43,956,207,029.83	36.18	46.44	48.82	减少 1.02 个百分点

资料来源：公司公告、东兴证券

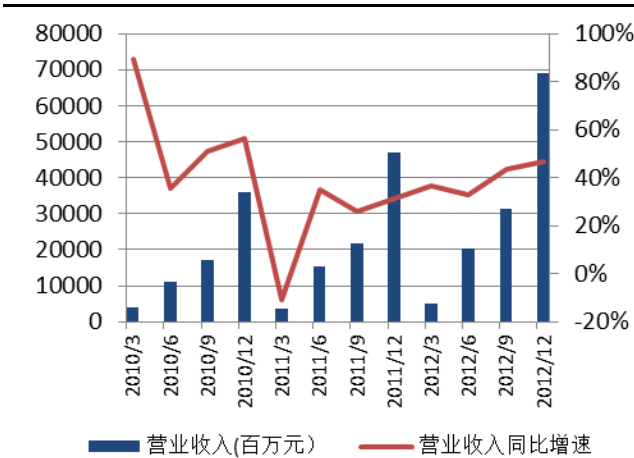
公司展望:

- **积极进取，快速发展。**2013年，公司仍将定位为成长型企业，围绕“三到五年再造一个保利地产”的发展目标，全年计划完成房地产直接投资930亿元，计划新开工约1600万平方米，计划竣工约1000万平方米；继续坚持普通住宅为主的产品定位，坚持快速周转经营策略，力争市场份额有增加；继续坚持等量拓展原则，在完善一二线城市布局的基础上，稳步开拓三四线城市。

投资建议:

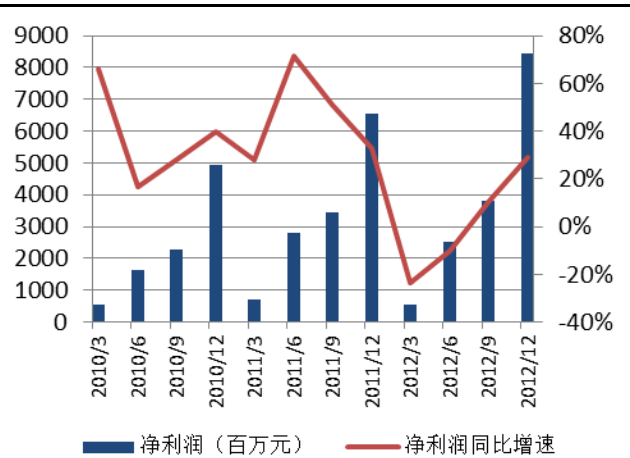
公司产品多元化，住宅和商业地产互为补充，未来公司还将加大持有型物业的比例，将进一步分散公司的经营风险。公司产品面向普通大众，符合当前的主流消费群体，因此公司销售在2012年取得良好表现，我们认为这种趋势将在2013年延续，公司有望再创佳绩。公司在当前的市场环境下更能发挥其快速周转、快速扩张的经营特点，我们预测公司2013年、2014年和2015年的营业总收入分别为846.17亿元、1066.17亿元和1343.37亿元，每股收益为1.56元/股、2.04元/股和2.56元/股，对应的PE分别为7.62、5.86和4.65。公司2013年业绩按9倍市盈率测算的相对估值14元，维持公司“推荐”评级。

图 1：公司营业收入及增速（季度累计）



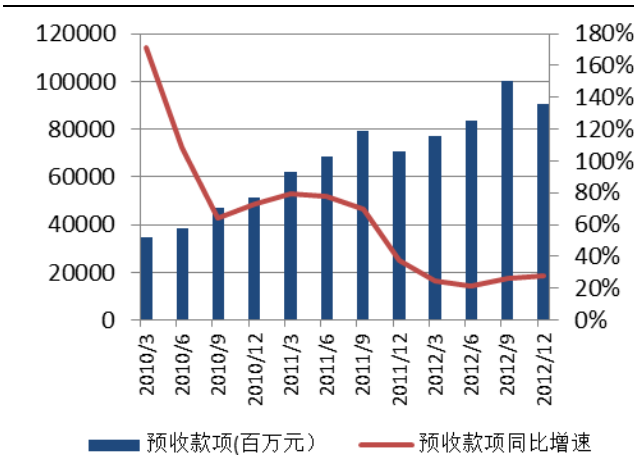
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 2：公司净利润及增速（季度累计）



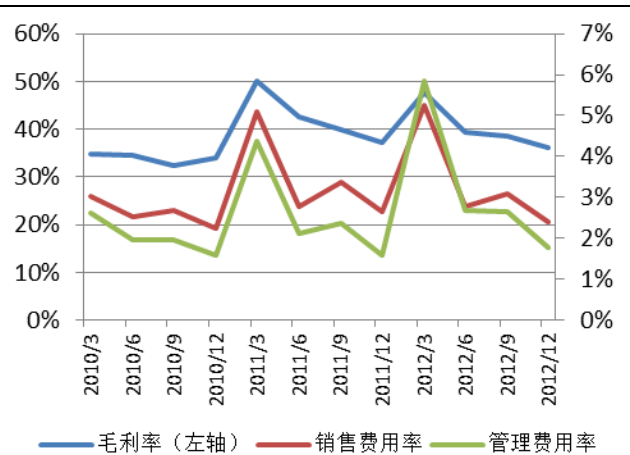
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 3：公司期末预收款项及同比增速



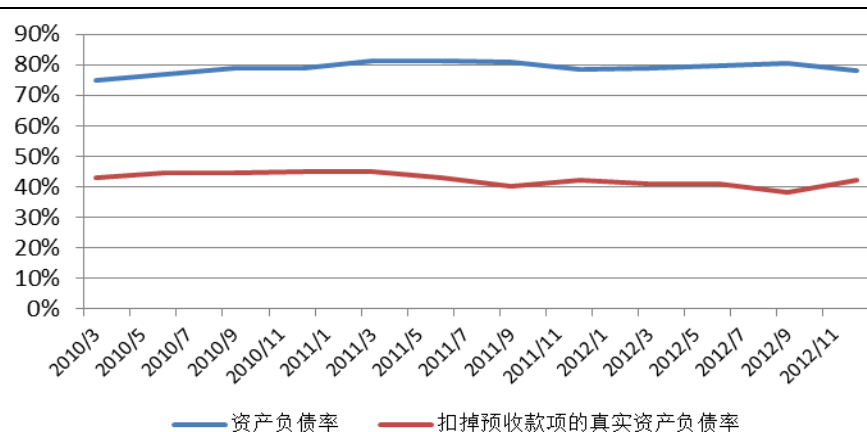
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 4：公司毛利率及费用率



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 5：资产负债率及真实资产负债率



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

资产负债表	单位:百万元				利润表	单位:百万元			
	2012A	2013E	2014E	2015E		2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产合计	243128	306759	358087	450801	营业收入	68906	84617	106617	134337
货币资金	32673	33847	42647	53735	营业成本	43972	53308	69301	87319
应收账款	1880	1391	1753	2208	营业税金及附加	8120	9308	10662	13434
其他应收款	2512	3085	3887	4898	营业费用	1646	1946	2452	3090
预付款项	16419	20150	25001	31114	管理费用	1223	1354	1706	2149
存货	189644	248286	284799	358847	财务费用	892	-186	-215	-299
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	70.79	5.00	5.00	5.00
非流动资产合计	8041	7848	7683	7519	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1351	1351	1351	1351	投资净收益	411.37	10.00	10.00	10.00
固定资产	1378.43	1214.74	1051.05	887.37	营业利润	13394	18892	22716	28649
无形资产	11	10	9	8	营业外收入	189.44	40.00	40.00	40.00
其他非流动资产	0	0	0	0	营业外支出	50.89	50.00	50.00	50.00
资产总计	251169	314607	365770	458320	利润总额	13532	18882	22706	28639
流动负债合计	140471	188582	224110	298449	所得税	3554	4720	5676	7160
短期借款	1348	23817	11870	27258	净利润	9979	14161	17029	21479
应付账款	12793	10224	13291	16746	少数股东损益	1540	3000	2500	3200
预收款项	90547	124394	167041	220776	归属母公司净利润	8438	11161	14529	18279
非流动负债合计	55918	61789	67659	73530	EBITDA	14579	18870	22666	28515
长期借款	55850	61721	67592	73462	EPS (元)	1.18	1.56	2.04	2.56
其他非流动负债	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	196389	250371	291769	371979		2012A	2013E	2014E	2015E
少数股东权益	12293	15293	17793	20993	成长能力				
实收资本(或股本)	7138	7138	7138	7138	营业收入增长	46.5%	22.80%	26.00%	26.00%
资本公积	10777	11655	11655	11655	营业利润增长	385.7%	41.05%	20.24%	26.12%
未分配利润	23758	28223	34035	41346	归属于母公司净利润增长	244.7%	32.27%	30.18%	25.81%
归属母公司股东权益合计	42486	48943	56208	65348	获利能力				
负债和所有者权益	251169	314607	365770	458320	毛利率(%)	36%	37%	35%	35%
现金流量表					净利率(%)	14%	17%	16%	16%
					总资产净利润(%)	3%	4%	4%	4%
					ROE(%)	20%	23%	26%	28%
经营活动现金流	3093	-14927	20161	-3096	偿债能力				
净利润	9979	14161	17029	21479	资产负债率(%)	78%	80%	80%	81%
折旧摊销	293.33	0.00	164.78	164.78	流动比率	1.73	1.63	1.60	1.51
财务费用	892	-186	-215	-299	速动比率	0.38	0.31	0.33	0.31
应付帐款的变化	0	-2569	3067	3456	营运能力				
预收帐款的变化	0	33847	42647	53735	总资产周转率	0.31	0.30	0.31	0.33
投资活动现金流	0	5	5	5	应收账款周转率	46.91	51.73	67.83	67.83
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付账款周转率	6.17	7.35	9.07	8.94
长期投资	1351	1351	1351	1351	每股指标(元)				
投资收益	411	10	10	10	每股收益(最新摊薄)	1.18	1.56	2.04	2.56
筹资活动现金流	0	16096	-11366	14179	每股净现金流(最新摊薄)	2.02	0.16	1.23	1.55
短期借款	1348	23817	11870	27258	每股净资产(最新摊薄)	5.95	6.86	7.87	9.15
长期借款	55850	61721	67592	73462	估值比率				
普通股增加	1190	0	0	0	P/E	10.10	7.62	5.86	4.65
资本公积增加	-1120	878	0	0	P/B	2.00	1.74	1.51	1.30
财务费用	0.00	186	215	299	EV/EBITDA	9.19	8.14	6.20	5.34
现金净增加额	3093	1174	8800	11088					

分析师简介

郑闲钢

房地产、建筑工程行业资深研究员，基础产业小组组长，东南大学土木工程系毕业，2007年加盟东兴证券研究所从事房地产、建筑工程行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。

张 鹏

金融学硕士，具有房地产行业从业经验，2010年起在证券业从事房地产、建筑工程行业研究工作至今。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。