

## 保利地产 ( 600048 ): 从“极限奔跑”到资本价值释放

行业分类: 地产

2011. 5. 17

首席研究员: 杜丽虹  
 执业证书编号: S0640511010013  
 电话: 010-84802074  
 Email: dudy77@sina.com  
 联系人: 刁志学  
 电话: 0755-83689065

### 投资要点:

- 以往, 保利地产靠高经营杠杆和高财务杠杆“双杠杆”驱动下保持着年均 78% 的资产扩张; 但极限“奔跑”中, 保利地产已接近负债上限, 未来成长将从“重资产模式”转向“轻资产模式”, 即, 从资产依赖性扩张转向效率推动性增长, 模式的转型意味着资产的扩张速度将减缓, 但回报率和每股收益增速提升。
- 保利地产的经营效率一直处于行业标杆水平, 轻资产模式下, 从土地重资产中释放出来的资本金被重新配置于经营环节, 推动效率隐含回报从历史平均的 18.0% 提升到 20.9%, 每股收益的潜在增长率从历史平均的 13.1% 提高到 16.7%。未来, 如果周转速度能进一步提高 10%, 同时利润率降幅不超过 15% (3 个百分点), 公司整体回报率将进一步提升。
- 轻资产模式下, 保利地产的合理估值为 20 倍市盈率, 即, 16.6 元/股, 较当前股价高 64%, 评级买入。

6-12 个月目标价	16.6 元
当前股价	10.15 元
投资评级	买入

基础数据	
上证指数	2825.50
总股本 (百万)	5948.33
总市值 (百万)	60375.54
每股净资产 (元)	6.43
ROE (TTM)	17.24%
资产负债率	81.40%
动态市盈率	8.90
动态市净率	1.34



## 一、历史成长轨迹：极限奔跑

2010年的保利地产，“奔跑”在财务安全底线的边缘，根据我们的测算，在2010年中期，为应对持续期达2年的低谷，公司须将净借贷资本比控制在113%水平，而2010年6月30日，公司实际净借贷资本比117%，略高于财务安全底线；到了2010年底，表外负债的上升降低了公司的表内负债空间，为应对持续低谷，保利地产须将净借贷资本比控制在106%水平，而2010年12月31日，公司实际净借贷资本内比为110%，也略高于财务安全底线。从图1可见，整个2010年，保利地产都沿着财务安全底线的边缘在“极限奔跑”，全年下来，公司的存货从600亿增加到1100亿，增长了83%，表外已订约但未拨备的承诺资本支出从175亿增加到327亿，增长了87%，显著超越了公司在无股权融资支持下的极限增速（35%）。

极限奔跑中，保利地产已接近了负债的上限——尽管过去5年，保利地产每年的存货增速都在50%以上，5年平均的存货增速达到78%，但它始终没有突破负债上限，一直奔跑在安全范围内，即使现在，持续调控中公司也仅有相当于总资产1%的资金缺口；但是，在持续调控的背景下，保利地产终于跑到了它的负债上限，2011年，如果保利地产的开发资产增速超过35%，它将面临低谷中的资金缺口威胁。

今天，保利地产面临的问题是，市场环境已经不再支持“摊大饼”似的的扩张，“圈地运动”结束后，企业将转向何方？

AVIC

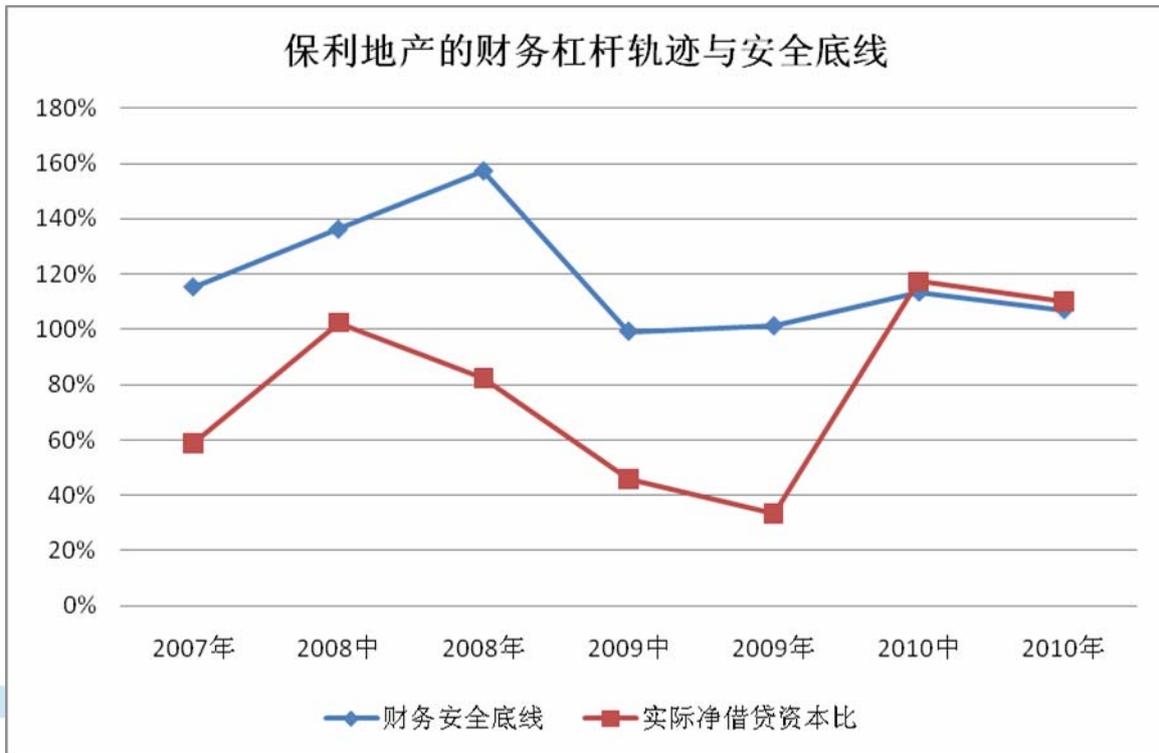


图 1 保利地产：极限奔跑中实际负债率已达到安全底线

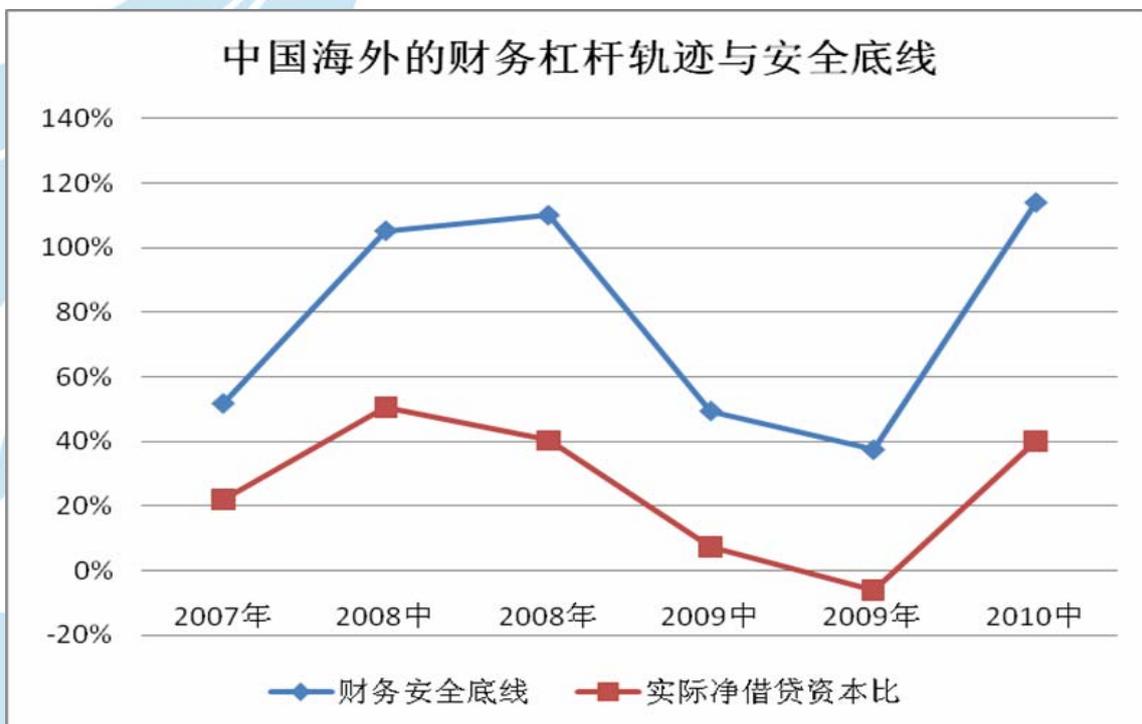


图 2 与保利相比，显然中海的扩张一直都留出了足够的安全边际

## 二、未来模式转型：土地资本的释放与回报率率的提升

未来，保利地产的扩张速度将减慢，但回报率不一定降低。

以往，当土地升值速度高于资本成本时，所有的地产企业都在寻求储备更多的土地，此时，持有资产本身贡献了丰厚的回报，土地储备的多少成为衡量地产企业价值的最主要标准（有时甚至是唯一标准），我们称这一模式为地产行业的“重资产模式”——不是说地产行业的资产质量大，而是说地产行业的资产负担重，企业成长高度依赖于再融资下的资产扩张。在“重资产模式”下，财务安全成为控制扩张速度的唯一考量，而企业的最佳决策就是沿着财务安全底线来“极限奔跑”。

但当土地升值速度减缓时，单纯持有资产的回报率降低，土地储备本身的价值贡献在减弱，过度储备的情况下甚至还会出现“负价值贡献”（当土地升值速度低于资本成本时，资产负担的加重会导致回报率的降低），于是，长期中企业将重新调整自己的金融策略，从“重资产模式”走向“轻资产模式”，即，缩短土地储备周期，把从土地储备上释放出来的资本金重新配置于经营环节，而非储备环节，以加速资金周转、提升资本使用效率。在这一模式转型过程中，效率的意义在于它不仅决定了财务安全底线上的极限扩张速度，还决定了从土地储备中释放出来的资本在新模式下可以创造多高的“潜在回报”以及支持多大的“潜在增长率”。显然，效率越高的企业，在从“重资产”向“轻资产”的转型过程中优势越明显，资本重新配置后的价值创造空间越大；但是，只有少数高效运营的公司，能够通过资本使用效率的提高来弥补政策调控下利润率的降低，而保利地产是其中之一。

如果说保利地产的负债率是沿着安全底线扩张的，那么它的经营效率则是沿着效率边界成长的，即，把财务杠杆和经营杠杆都发挥到极致。2010年，受调控冲击，行业整体在营业利润率不变的情况下，存量资产周转率的均值从2009年的0.45倍下降到了0.37倍，降幅18%，相应地，效率边界也向左下方移动了15-20%。保利地产的存量资产周转率也从0.80倍下降到0.74倍，但仍处于效率边界上，即，具有相同利润率下行业内最高的周转速度。

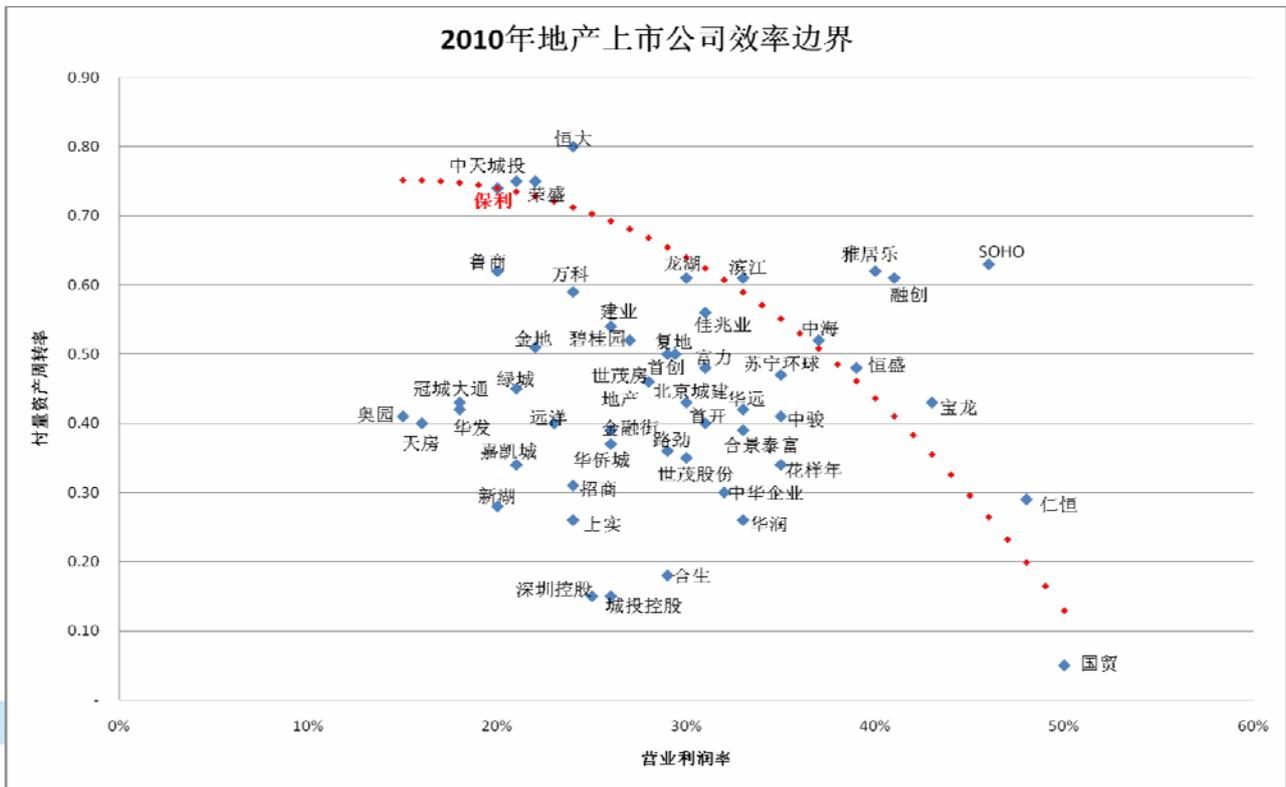


图 3 保利地产：经营效率再次位于效率边界上

运营效率高意味着当公司把从土地储备释放出来的资本金投入到经营环节中去，整体的回报率是不降反升的。保利地产繁荣期（2009 年）存量资产周转率为 0.80 倍，营业利润率 20%，即，繁荣期总资产回报率可以达到 16%水平；低谷中，考虑到公司储备项目中约 35%的销售额来自一线城市，45%来自二线城市，20%来自三线城市，我们预期存量资产周转率将降至 0.40 倍，利润率下降 6 个百分点至 14%；在上述低谷回款能力下，为应对持续调控，公司的净借贷资本比上限，即，财务安全底线应控制在 107%以内（公司当前为 110%）。据此推算，如果未来 5 年中有 2 年遭遇市场低谷冲击，则在财务安全底线范围内、保利地产未来 5 年平均的净资产回报率为 20.9%——我们就将这一回报率水平称为公司的“效率隐含回报”（Efficiency Implied Return, EIR）。它是企业在充分考虑周期冲击情况下，当前运营效率在轻资产模式下所能提供的安全回报率。

与之相对，2010 年保利地产的期末摊薄净资产回报率仅为 16.56%，加权平均净资产回报率 18.02%，而过去三年公司期末摊薄净资产回报率的均值为 15.50%，加权平均净资产回报率均值为 17.97%，均低于前面测算的效率隐含回报率，所以，轻资产模式下，保利地产的效率隐含回报不降反升。

### 三、每股收益的潜在增长率：16.7%

潜在回报率的提高也意味着企业的潜在增长率提高。

自上市以来，保利地产年均的存货增速达到 78%，年均利润增速 65%，但年均的每股收益增速仅为 13.1%——公司在 2007、2009 年两次增发，合计融资 150 亿，相当于 2006 年末权益资本金的 412%，重资产模式下，企业的成长高度依赖于再融资，不仅回报率被压制，每股收益的增速也被压制。

与之相对，在轻资产模式下，20.9%的效率隐含回报，意味着在 20%的分红率下，保利地产每股收益的潜在增长率可以达到 16.7%，高于 13.1%的历史增速：未来，地产企业的增长将从资产推动的增长转向经营效率推动的增长。

### 四、周转率对利润率的替代与回报率的进一步上升

16.7%的每股收益增长是保利地产在当前利润率、周转率组合下的潜在增长率，通过利润率与周转率的优化，潜在增长率有进一步提升的空间。

周转率与利润率之间一直是一种相互替代的关系，在当前 20%营业利润率、0.80 倍存量资产周转率下，公司效率隐含回报率为 20.8%；在此基础上，周转速度提高 5%，可以抵消利润率 7.5%的降幅，周转速度提高 10%（至 0.90 倍），可以抵消利润率 15.5%的降幅（3 个百分点）；反之，周转速度下降 5%时，利润率需上升 10.25%才能弥补经营杠杆和财务杠杆的损失，周转速度下降 10%时（至 0.77 倍），利润率需上升 19.8%（4 个百分点）才能维持回报率不变——周转率不仅决定了资金回笼的速度，还决定了负债上限，在调控背景下，信贷紧缩提升了资金成本，此时，周转率相对于利润率更加重要，所以，周转率每上升 1%可以抵消利润率 1.5%的降幅。

因此，在调控背景下，当利润率的上升空间受到限制时，如果企业加速周转、缩短开发周期能够使周转率提高 10%（至 0.90 倍），但同时营业利润率的降幅不超过 15%（3 个百分点），则公司整体的效率隐含回报将上升。

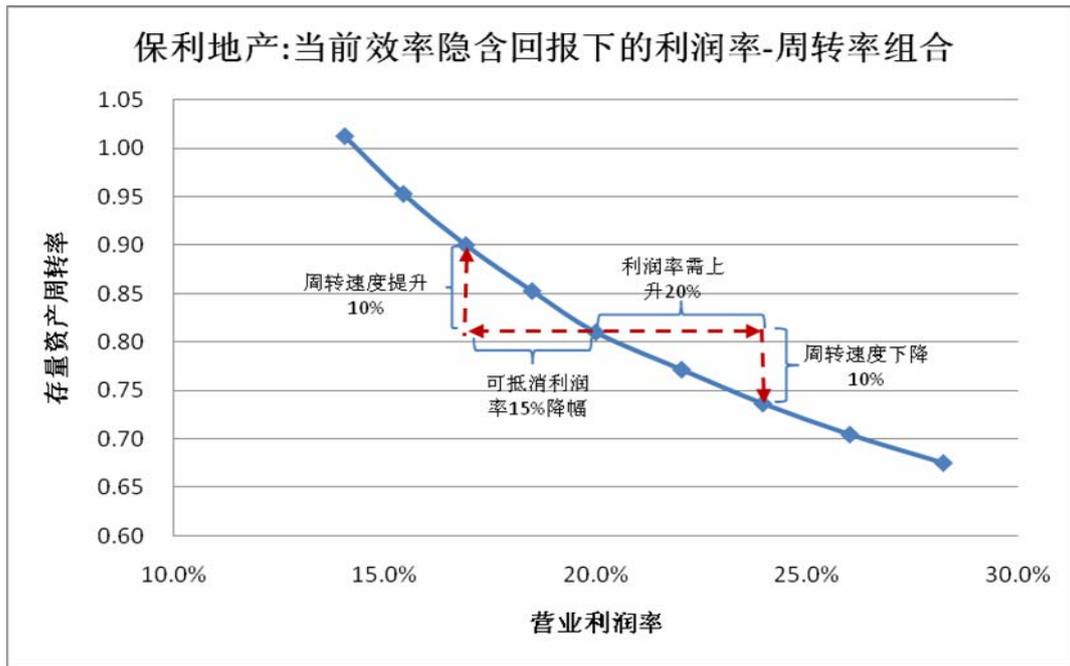


图 4 保利地产：当前效率隐含回报下的利润率-周转率组合

## 五、合理估值：16.6 元，买入

综上，保利地产当前负债率已达到负债上限，未来增长将从财务杠杆推动的资产扩张转向经营杠杆推动的回报提升，即，从重资产模式转向轻资产模式，在这一转型过程中，从重资产上释放出来的资本金被重新配置于经营环节，由于公司的效率水平一直处于行业标杆地位，所以，轻资产模式下，效率隐含回报将从历史的 18.0% 提升到 20.9%，由此确定的每股收益的潜在增长率达到 16.7%，高于历史增长率 13.1%。轻资产模式下，公司的合理估值为 20 倍市盈率，即，16.6 元，较当前市场估值高 64%，评级买入。

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。  
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。  
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。  
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。  
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

杜丽虹, SAC 执业证书号: S0640511010013, 清华大学金融学博士, 一直从事地产、金融行业研究, 目前任江南证券地产行业首席研究员。

## 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, 本报告清晰、准确地反映了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。

公司地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦(518000)  
联系电话: 0755-83692635

公司网址: [www.avicsec.com](http://www.avicsec.com)  
传真: 0755-83688539

### 免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性, 而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易, 向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。