

房地产行业
公司点评报告

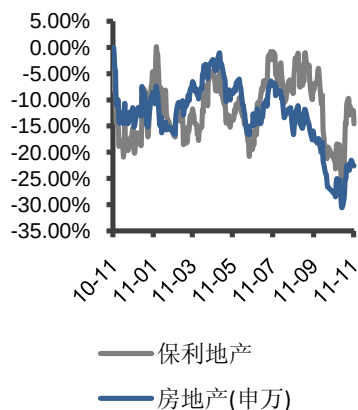
保利地产 (600048)

评级：增持

股权激励保公司弱市中增长

600048	保利地产
总股本(百万股)	5,948.3
流通股 A 股(百万股)	5,843.2
总市值(百万元)	59,780.7
当前股价(元)	10.05
52 周最低价(元)	8.4
52 周最高价(元)	15.5
近 1 个月绝对涨跌幅 (%)	8.6
近 6 个月绝对涨跌幅 (%)	1.9

相对股价表现:



相关研究:

- ❖ 本次股权激励计划覆盖人员广，行权有效期长，有助于形成对公司管理层的长期激励机制，在房地产调控时期，该计划有利于稳定公司核心团队，强调公司长期持续增长。本次股权激励计划拟授予激励对象 5,704 万份股票期权，占当前公司已发行股本总额的 0.959%。激励对象包括公司董事、高级管理人员及对公司经营业绩和持续发展有直接影响的骨干和技术骨干，激励对象总人数为 179 人，占公司员工总数的 1.56%。激励计划的有效期为 6 年。授予的股票期权从授权日开始，经过两年的行权限制期，在之后的行权有效期内分三期分别有 30%、30%、40%。
- ❖ 行权条件夯实公司管理层提出的“3-5 年内再造一个保利”构想实现的基础，若满足行权条件，三年半即可完成。2008 年至 2010 年公司净利润复合增长率 30%，考虑到房地产调控影响，行权条件中对净利润增长率的要求较符合现实，且对管理层激励作用明显。产行权条件：1) T+1 至 T+3 年的 ROE 分别不低于 14%、14.5%、15%；2) T+1 至 T+3 年的净利润增长率分别不低于 50%、80%、120%，即 2011-2014 年的净利润复合增长率为 22%；3) 营业利润占利润总额比重大于 92%。
- ❖ 本次股票期权的行权价格为 9.97 元，由于近一个月以来公司股价涨幅较大，9.97 处于一个相对高位，股权激励计划将核心骨干利益与股票价格相关联，中长期看，公司股价未来较行权价格上涨动力充足。
- ❖ 本次股权激励后续需经国务院国资委审核同意、证监会备案无异议、公司股东大会审议批准之日起生效。激励计划能否实施还有待后续观察，房地产调控周期内，央企的股权激励计划实施具有不确定性。
- ❖ 保利地产作为行业龙头中增长业绩较确定的公司，国企背景，属于龙头企业中杠杆率较高的扩张型企业。行业总体面临宏观调控，扩张型龙头公司更享行业集中度提高优势，预计公司 11 年、12 年对应 EPS 为 1.11 元，1.42 元，维持公司增持评级。

主要财务信息 以 11 月 7 日收盘价计算

项目/年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	22,986.6	35,894.1	48,457.1	62,994.2	78,742.7
增长率(%)	48.1%	56.2%	35.0%	30.0%	25.0%
营业利润(百万元)	5,220.3	7,424.5	9,559.9	12,234.0	13,729.5
增长率(%)	36.1%	42.2%	28.8%	28.0%	12.2%
净利润(百万元)	4,007.7	5,505.3	7,107.8	9,096.0	10,207.8
增长率(%)	57.2%	39.8%	34.4%	28.0%	12.2%
EPS(基本,元)	0.59	0.83	1.11	1.42	1.60
PE(X)	17.0	12.2	9.0	7.1	6.3
PB(X)	2.2	1.9	1.5	1.2	1.0
ROE	14.9%	17.2%	17.7%	18.6%	17.4%

房地产行业研究小组

张帆

SAC 执业证书编号:

S0120511030001

联系人: 陈利

8621-68761616-8552

chenli@tebon.com.cn

利润表	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	35,894.1	48,457.1	62,994.2	78,742.7
减:营业成本	23,645.5	31,981.7	41,576.2	53,545.0
营业税费	3,584.2	4,845.7	6,299.4	7,874.3
销售费用	802.8	1,259.9	1,637.8	2,047.3
管理费用	572.5	969.1	1,291.4	1,653.6
财务费用	(102.4)	(159.3)	(44.6)	(107.0)
资产减值损失	9.0	0.0	0.0	0.0
加:公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
投资和汇兑收益	42.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	7,424.5	9,559.9	12,234.0	13,729.5
加:营业外净收支	(19.9)	0.0	0.0	0.0
利润总额	7,404.6	9,559.9	12,234.0	13,729.5
减:所得税	1,899.3	2,452.1	3,138.0	3,521.6
净利润	5,505.3	7,107.8	9,096.0	10,207.8
EPS(基本,元)	0.83	1.11	1.42	1.60
营业收入增长率	56.2%	35.0%	30.0%	25.0%
营业利润增长率	42.2%	28.8%	28.0%	12.2%
净利润增长率	39.8%	34.4%	28.0%	12.2%
毛利率	34.1%	34.0%	34.0%	32.0%
营业利润率	20.7%	19.7%	19.4%	17.4%
净利润率	15.3%	14.7%	14.4%	13.0%
销售费用率	2.2%	2.6%	2.6%	2.6%
管理费用率	1.6%	2.0%	2.1%	2.1%
财务费用率	-0.3%	-0.3%	-0.1%	-0.1%
三费/营业收入	3.5%	4.3%	4.6%	4.6%
现金流量表	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	5,505.3	7,107.8	9,096.0	10,207.8
加:折旧和摊销	200.2	17.9	19.9	21.9
资产减值准备	9.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损失	0.0	0.0	0.0	0.0
财务费用	17.8	24.9	(159.3)	(44.6)
投资收益	(42.0)	0.0	0.0	0.0
少数股东损益	585.3	497.5	636.7	714.5
营运资金的变动	(28,445.6)	(19,018.3)	(9,534.4)	(4,290.7)
经营活动产生现金流量	(22,369.9)	(11,554.3)	173.6	6,546.6
投资活动产生现金流量	(1,857.3)	(45.1)	(32.1)	(32.1)
融资活动产生现金流量	28,132.6	9,185.9	(388.1)	(367.7)

资产负债表	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	19151.4	14979.1	13595.1	18526.8
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0
应收帐款	4251.4	3518.1	4573.5	5716.9
应收票据	0.0	0.0	0.0	0.0
预付帐款	13370.7	14969.8	17048.6	19725.8
存货	109898.1	153336.7	199337.7	249387.9
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0
流动资产总额	146671.7	186803.7	234555.0	293357.4
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	937.0	950.0	950.0	950.0
投资性房地产	4239.6	5500.0	6000.0	6500.0
固定资产	322.9	331.5	343.5	353.8
在建工程	0.0	0.6	1.0	1.2
无形资产	9.0	9.0	9.1	9.2
其他非流动资产	147.9	121.6	122.0	122.2
资产总额	152328.0	193716.4	241980.5	301293.8
短期借款	450.0	309.8	300.0	300.0
应付帐款	11083.0	7710.6	10023.8	12909.5
应付票据	7.8	0.0	0.0	0.0
预收账款	51544.3	80618.6	118415.1	165660.7
一年到期的非流动负债	6883.8	10000.0	10000.0	10000.0
其他流动负债	-1072.2	-1511.9	-2020.7	-2571.9
流动负债总额	68896.7	97127.0	136718.2	186298.3
长期借款	47029.4	52029.4	52029.4	52029.4
其他非流动负债	4381.6	4389.0	4389.0	4389.0
负债总额	120307.6	153545.4	193136.5	242716.6
归属于母公司股东权益	29709.3	37362.4	45398.7	54417.3
少数股东权益	2311.0	2808.6	3445.3	4159.9
负债与股东权益合计	152328.0	193716.4	241980.5	301293.8
ROE	17.2%	17.7%	18.6%	17.4%
ROA	3.6%	3.7%	3.8%	3.4%
资产负债率	79.0%	79.3%	79.8%	80.6%
资产负债率 (扣除预售账款)	45.1%	37.6%	30.9%	25.6%
货币资金/一年内到期的有息负债	261.1%	145.3%	132.0%	179.9%
每股净资产(元)	5.4	6.8	8.2	9.8
PE(X)	12.2	9.0	7.1	6.3
PB(X)	1.9	1.5	1.2	1.0

资料来源：公司公告，德邦证券研究所

请务必阅读正文后的免责条款部分

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive： 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性 – In-Line： 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避 – Cautious： 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy： 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$

增持 – Outperform： 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$

中性 – Neutral： 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$

减持 – Sell： 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

请务必阅读正文后的免责条款部分