

业绩延续快速增长

—— 保利地产 2011 年业绩快报简评

事件

公司公布 11 年业绩快报: 营业收入同比增 31%, 净利润同比增 32.4%, 11 年 EPS 为 1.1 元。

2011 年 12 月公司实现签约面积 51.96 万平方米, 同比下 16.47%; 实现签约金额 56.21 亿元, 同比下降 37.68%。2011 年 1-12 月公司实现签约面积 650.29 万平方米, 同比下降 5.54%; 实现签约金额 732.42 亿元, 同比增长 10.69%。

我们的观点

- **2011 年净利润略低于我们的预测数约 5%，但公司整体利润仍保持了较高增速。**净利润低于预测算的主要原因是净利润率较预测数低，这可能是今年期间费用较 10 年的上升侵蚀了部分净利润。从 2011 年三季度的情况看，销售和管理费用占营业收入的比例为 5.7%，较 10 年上升了 1.9 个百分点；销售和管理费用占销售金额的比例为 2.19%，较 10 年上升了 0.11 个百分点。可见，管理费用的刚性和销售难度的增加的确对房企经营产生了一定压力。
- **11 年销售仍实现了平稳增长，2012 年营业收入已超额锁定。**2011 年公司销售金额达到 732 亿，加上 2010 年已售未结 515 亿，相当于 2011+2012 年预测营业收入的 117%，公司 2012 年的收入已可完全锁定。
- **长期债务压力较大，但短期资金压力不大。**截至 2011 年三季度公司净负债率高达 125%，虽较半年报时的 146% 有明显回落，但仍处于较高的水平，公司的长期债务压力大，这也可能成为公司加快周转加快销售的外在动力。从短期偿债压力看，公司三季度报时现金对短息债的覆盖率仍达到了 1770%，较半年报时增加了 27 个百分点，短期债务压力较小。
- **我们预计 2011-2013 年 EPS 分别为 1.10 元、1.45 元、1.95 元，NAV14.7 元/股，目前折价 30%。**我们认为，公司作为全国优秀的房企之一，未来仍可通过市占率的提升来弥补行业调整，未来业绩的高确定性以及很低的估值，仍具有投资价值，维持公司买入评级。
- **风险：**房价大幅下跌；



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

杨国华

8601-66210585

yangguohua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210030001

联系人

周强

010-66210621

zhouqiang@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 **(维持)**

股价(2012 年 1 月 10 日) 10.35 元

目标价格 16.00 元

总股本/A 股(万股) 594832/ 594832

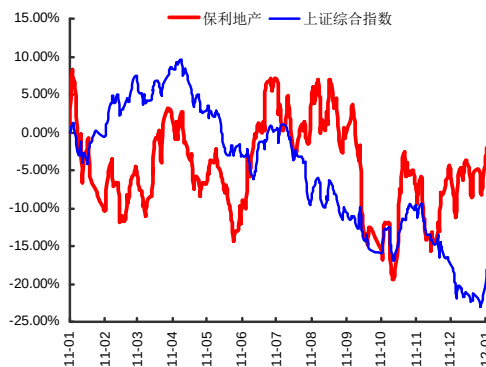
A 股市值(亿元) 616

国家/地区 中国

行业 房地产

报告发布日期 2012 年 1 月 11 日

股价表现



财务预测

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	35894	47226	59040	78384
收入同比	56%	32%	25%	33%
归属母公司净利润	4920	6553	8619	11625
净利润同比	40%	33%	32%	35%
毛利率(%)	34.1%	36.0%	38.1%	38.0%
ROE(%)	16.6%	17.1%	18.8%	20.8%
每股收益(元)	0.83	1.10	1.45	1.95
P/E	12.42	9.32	7.09	5.26
P/B	2.06	1.60	1.33	1.09

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

表：保利地产财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	146672	163435	209376	255693	营业收入	35894	47226	59040	78384
现金	19151	8581	17299	31409	营业成本	23645	30217	36573	48630
应收账款	587	811	1029	1345	营业税金及附加	3584	4723	6494	8622
其他应收款	3664	2902	4021	5595	营业费用	803	1086	1358	1803
预付账款	13371	20848	24645	32152	管理费用	573	1417	1771	2352
存货	109898	130287	162374	185180	财务费用	-102	-132	-161	-544
其他流动资产	0	6	8	11	资产减值损失	9	0	0	0
非流动资产	5656	5489	5478	5468	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	937	937	937	937	投资净收益	42	42	42	42
固定资产	323	196	186	175	营业利润	7424	9958	13047	17563
无形资产	9	8	10	12	营业外收入	30	85	67	73
其他非流动资产	4387	4348	4345	4344	营业外支出	50	45	47	46
资产总计	152328	168924	214854	261161	利润总额	7405	9997	13067	17590
流动负债	68897	88964	111175	130756	所得税	1899	2499	3267	4397
短期借款	450	339	371	374	净利润	5505	7498	9800	13192
应付账款	4210	5900	6883	9184	少数股东损益	585	945	1181	1568
其他流动负债	64237	82725	103921	121199	归属母公司净利润	4920	6553	8619	11625
非流动负债	51411	66421	81418	96418	EBITDA	7522	9841	12901	17035
长期借款	47029	62029	77029	92029	EPS (元)	1.08	1.10	1.45	1.95
其他非流动负债	4382	4392	4389	4389					
负债合计	120308	155386	192593	227174	主要财务比率				
少数股东权益	2311	3256	4436	6004		2010	2011E	2012E	2013E
股本	4576	5948	5948	5948	成长能力				
资本公积	13280	14282	14282	14282	营业收入	56.2%	31.6%	25.0%	32.8%
留存收益	11854	18056	25598	35756	营业利润	42.2%	34.1%	31.0%	34.6%
归属母公司股东权益	29709	38286	45828	55986	归属于母公司净利润	39.8%	33.2%	31.5%	34.9%
负债和股东权益	152328	168924	214854	261161	获利能力				
					毛利率(%)	34.1%	36.0%	38.1%	38.0%
现金流量表					净利率(%)	13.7%	13.9%	14.6%	14.8%
单位:百万元					ROE(%)	16.6%	17.1%	18.8%	20.8%
	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	8.2%	10.2%	11.0%	12.7%
经营活动现金流	-22370	-25715	-5786	114	偿债能力				
净利润	5505	7498	9800	13192	资产负债率(%)	79.0%	78.9%	79.3%	78.6%
折旧摊销	200	16	16	16	净负债比率(%)	45.19%	43.88%	43.39%	43.34%
财务费用	-102	-132	-161	-544	流动比率	2.13	1.84	1.88	1.96
投资损失	-42	-42	-42	-42	速动比率	0.53	0.37	0.42	0.54
营运资金变动	-27972	-33061	-15413	-12559	营运能力				
其他经营现金流	41	6	14	50	总资产周转率	0.30	0.29	0.31	0.33
投资活动现金流	-1857	-4092	34	35	应收账款周转率	65	64	61	63
资本支出	66	0	0	0	应付账款周转率	6.82	5.98	5.72	6.05
长期投资	-711	-4123	0	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	-2502	-8215	34	35	每股收益(最新摊薄)	0.83	1.10	1.45	1.95
筹资活动现金流	28133	19237	14470	13962	每股经营现金流(最	-3.76	0.00	0.00	0.00
短期借款	142	-111	32	3	每股净资产(最新摊	4.99	6.44	7.70	9.41
长期借款	26780	15000	15000	15000	估值比率				
普通股增加	1056	2429	0	0	P/E	12.42	9.32	7.09	5.26
资本公积增加	-1003	0	0	0	P/B	2.06	1.60	1.33	1.09
其他筹资现金流	1158	1919	-561	-1041					
现金净增加额	3904	-10570	8718	14110					

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn