



房地产/房地产开发 II
证券研究报告-公告点评
2012 年 02 月 07 日

保利地产 (600048.sh)

龙头低迷反衬楼市寒冬

赵强 首席分析师 电话: 021-68829698
eMail: zhaoq@gf.com.cn
执业编号: S0260511020001

沈爱卿 分析师 电话: 020-87555888-8637
eMail: saq@gf.com.cn
执业编号: S0260511020008

徐军平 分析师 电话: 021-68829441
eMail: xjp@gf.com.cn
执业编号: S0260511010010

事件

保利公布 1 月销售数据: 2012 年 1 月, 公司实现签约面积 12.50 万平方米, 同比下降 74.7%; 实现签约金额 15.11 亿元, 同比下降 69.3%。
以下是我们的点评:

龙头销售低迷反衬楼市寒冬

保利 1 月销售数据创近两年来新低, 也高于我们监测的 33 大城市 1 月的跌幅 (环比同比跌幅分别为 -53% 和 -65%)。和万科销售低迷的原因类似, 依旧是市场因素、早春因素和推盘较少的因素。龙头万科和保利双双低迷的销售也反衬出楼市处于寒冬。

公司 1 月销售均价为 1.2 万元/平米, 创 5 月来销售均价新高, 很明显是成交结构的因素。一贯善于“抢销售”的保利在春节期间推出促销的“囍春行动”, 其成果可能会在 2 月数据中反映, 但在目前的市场情况下, 很难做出太乐观的估计。

合作开发、进取兼顾稳健

公司 1 月在佛山和石家庄 (新进入) 拿下两地块, 总计地价款 38 亿元, 明显高于 2011 年月均 24.4 亿元的拿地支出。但是两项目都注明“拟引入合作方共同开发”, 说明保利在进取之余也兼顾稳健, 通过合作开发降低风险。

维持“买入”

按照“即能渡过行业寒冬, 又有能力抄底”的选股思路, 保利是符合的。尽管公司负债率偏高, 但在实力大股东支持下, 仍然会有较大的发挥空间。保利 2011 年动态 PE 为 9.2 倍 (业绩快报已出, 确定性强), 具备较好的安全边际。维持对公司的“买入”评级。

风险提示: 政策风险、市场风险

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	22986.61	35894.12	47105.20	63968.86	87957.18
增长率(%)	48.11%	56.15%	31.23%	35.80%	37.50%
EBITDA(百万元)	4930.30	7489.26	9515.25	12793.77	16975.74
净利润(百万元)	3519.23	4919.98	6520.25	8563.52	11387.39
增长率(%)	57.19%	39.80%	32.53%	31.34%	32.98%
每股收益(元)	1.00	1.08	1.10	1.44	1.91
市盈率	22.40	11.81	9.24	7.04	5.29
市净率	3.14	1.96	1.66	1.35	1.07
EV/EBITDA	18.69	13.03	9.01	8.20	7.20

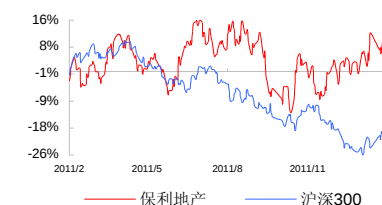
数据来源: 保利房地产(集团)股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格 10.13 元
合理价值 13.50 元
前次评级 买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	7.62	4.81	-18.99
沪深 300	9.33	-9.39	-18.62

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)
5948/5843

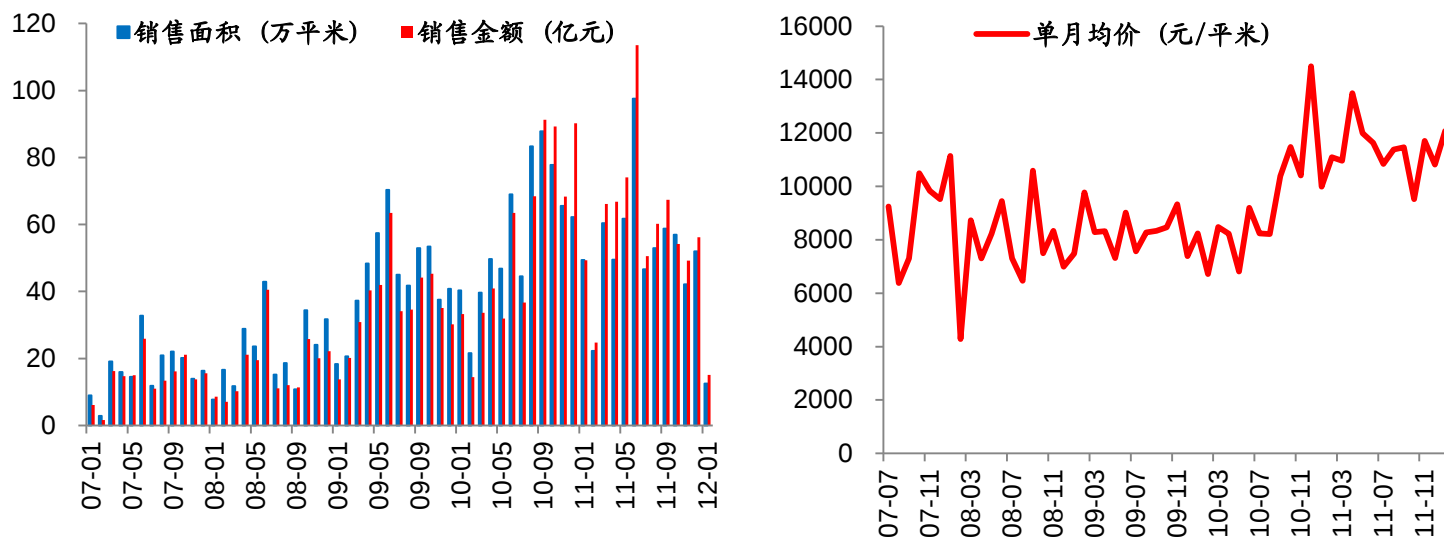
主要股东:
保利南方集团有限公司
主要股东持股比例 44.36%
流通 A 股比例 98.23%

财务比率

ROE 16.56%
ROA 4.06%
资产负债率 78.98%

2010 年报数据

图 1：保利销售数据



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

资产负债表

单位：百万元

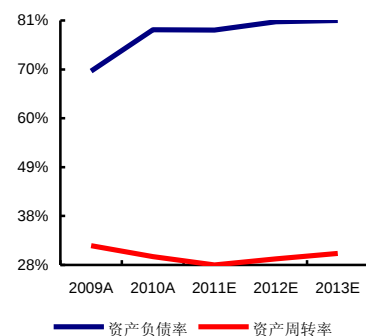
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	88,504	146,672	180,488	248,290	320,543
货币资金	15,228	19,151	50,867	61,670	70,117
应收及预付	13,177	17,622	23,585	32,300	44,730
存货	60,099	109,898	106,036	154,321	205,695
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	1,327	5,656	5,508	5,508	5,508
长期股权投资	246	937	937	937	937
固定资产	206	323	323	323	323
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	16	24	9	9	9
其他长期资产	858	4,372	4,240	4,240	4,240
资产总计	89,831	152,328	185,996	253,799	326,051
流动负债	38,234	68,897	70,381	98,507	132,017
短期借款	308	450	0	0	0
应付及预收	34,091	61,419	70,381	98,507	132,017
其他流动负债	3,835	7,028	0	0	0
非流动负债	24,636	51,411	76,301	106,301	132,029
长期借款	20,250	47,029	72,029	102,029	132,029
应付债券	4,262	4,272	4,272	4,272	0
其他非流动负债	124	110	0	0	0
负债合计	62,869	120,308	146,682	204,808	264,047
股本	3,520	4,576	5,948	5,948	5,948
资本公积	14,282	13,280	13,280	13,280	13,280
留存收益	7,286	11,854	17,002	25,565	36,953
归属母公司股东权益	25,088	29,709	36,230	44,793	56,181
少数股东权益	1,873	2,311	3,084	4,197	5,824
负债和股东权益	89,831	152,328	185,996	253,799	326,051

利润表

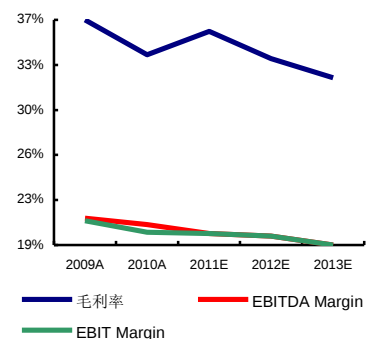
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	22987	35894	47105	63969	87957
营业成本	14524	23645	30194	42347	59547
营业税金及附加	2536	3584	5182	6077	7652
销售费用	591	803	1319	1599	2199
管理费用	457	573	895	1151	1583
财务费用	-66	-102	-235	-142	-423
资产减值损失	-274	9	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	42	0	0	0
营业利润	5220	7424	9750	12936	17399
营业外收入	195	30	0	0	0
营业外支出	36	50	0	0	0
利润总额	5379	7405	9750	12936	17399
所得税	1371	1899	2457	3260	4384
净利润	4008	5505	7293	9676	13014
少数股东损益	489	585	773	1113	1627
归属母公司净利润	3519	4920	6520	8564	11387
EBITDA	4930	7489	9515	12794	16976
EPS (元)	1.00	1.08	1.10	1.44	1.91

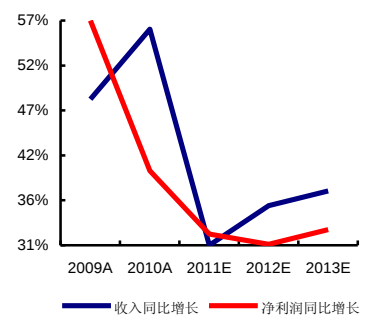
资产负债率趋势



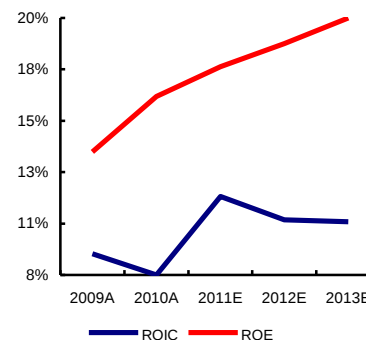
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

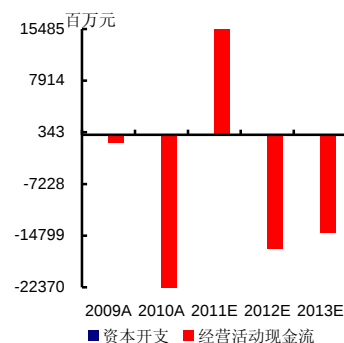
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-1,145	-22,370	14,712	-17,904	-16,023
净利润	4,008	5,505	7,293	9,676	13,014
折旧摊销	52	200	0	0	0
营运资金变动	-4,987	-27,972	6,739	-28,873	-30,295
其它	-217	-104	680	1,292	1,257
投资活动现金流	-403	-1,857	16	0	0
资本支出	-38	-66	16	0	0
投资变动	-386	-1,791	0	0	0
其他	20	0	0	0	0
筹资活动现金流	11,306	28,131	16,988	28,708	24,471
银行借款	17,374	46,316	24,550	30,000	30,000
债券融资	-12,170	-15,245	-6,884	0	-4,272
股权融资	7,890	331	0	0	0
其他	-1,788	-3,271	-679	-1,292	-1,257
现金净增加额	9,758	3,904	31,715	10,803	8,447
期初现金余额	5,470	15,228	19,151	50,867	61,670
期末现金余额	15,228	19,131	50,867	61,670	70,117

主要财务比率

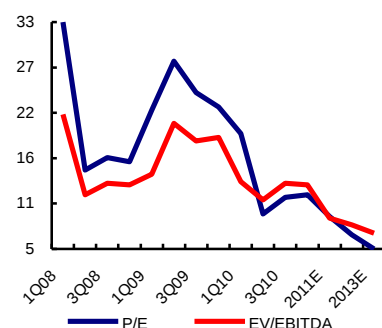
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	48.1%	56.2%	31.2%	35.8%	37.5%
营业利润	36.1%	42.2%	31.3%	32.7%	34.5%
归属于母公司净利润	57.2%	39.8%	32.53%	31.34%	32.98%
获利能力					
毛利率	36.8%	34.1%	35.9%	33.8%	32.3%
净利率	17.4%	15.3%	15.5%	15.1%	14.8%
ROE	14.0%	16.6%	18.0%	19.1%	20.3%
ROIC	9.2%	8.2%	11.9%	10.8%	10.7%
偿债能力					
资产负债率	70.0%	79.0%	78.9%	80.7%	81.0%
净负债比率	49.3%	123.3%	64.7%	91.1%	99.9%
流动比率	2.31	2.13	2.56	2.52	2.43
速动比率	0.42	0.34	0.76	0.66	0.57
营运能力					
总资产周转率	0.32	0.30	0.28	0.29	0.30
应收账款周转率	68.35	68.10	70.11	69.13	69.28
存货周转率	0.29	0.28	0.29	0.28	0.30
每股指标 (元)					
每股收益	1.00	1.08	1.10	1.44	1.91
每股经营现金流	-0.33	-4.89	2.47	-3.01	-2.69
每股净资产	7.13	6.49	6.09	7.53	9.44
估值比率					
P/E	22.4	11.8	9.24	7.04	5.29
P/B	3.1	2.0	1.66	1.35	1.07
EV/EBITDA	18.7	13.0	9.01	8.20	7.20

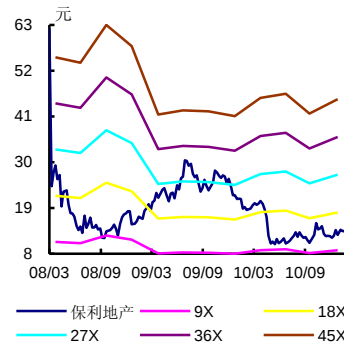
资本支出与经营活动现金流



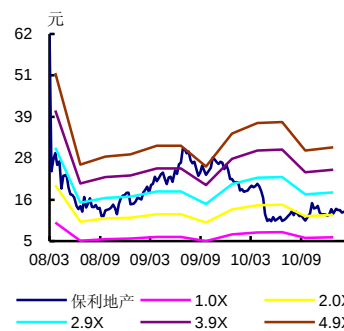
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发房地产行业研究小组

赵强，分析师，复旦大学工商管理硕士，2010 年“新财富最佳分析师”房地产行业第三名、2009 年第五名、2008 年第三名，2010 年“中国证券分析师金牛奖”房地产行业第二名，2010 年“中国最佳证券分析师”房地产行业最佳分析师，2009 年“水晶球最佳分析师”房地产行业第五名、2008 年第三名，2009 年“金手指奖”房地产行业第一名，2010 年进入广发证券发展研究中心。

沈爱卿，分析师，中南财经政法大学金融学硕士，2010 年“新财富最佳分析师”房地产行业第三名（团队），2010 年“中国证券分析师金牛奖”房地产行业第二名（团队），2010 年“中国最佳证券分析师”之“最佳独立见解分析师”、入围 2009 年房地产行业最佳分析师，2007 年进入广发证券发展研究中心。

徐军平，分析师，上海财经大学金融学硕士，2010 年“新财富最佳分析师”房地产行业第三名（团队），2010 年“中国证券分析师金牛奖”房地产行业第二名（团队），2010 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

保利地产（600048.sh）：楼市进入全面调整期	沈爱卿	2011-12-08
保利地产（600048.sh）：市场低迷、销售欠佳	沈爱卿	2011-11-09
保利地产（600048.sh）：激励方案中规中矩、三到四年再造保利	沈爱卿	2011-11-07

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。