

保利地产(600048)年报点评

积极防御，攻守兼备

金融/房地产开发

推荐

维持评级

发布时间：2012 年 4 月 6 日

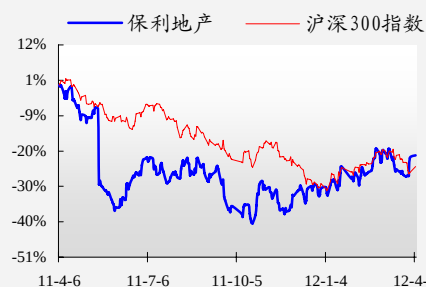
投资要点:

- 2011 年，公司实现营业收入 470.36 亿元，同比增长 31.04%；实现归属于母公司所有者的净利润 65.31 亿元，同比增长 32.74%，加权平均净资产收益率 20.20%，每股收益由 0.83 元提高到 1.10 元。公司提出了每 10 股派发现金红利 2.15 元（含税），并以资本公积金每 10 股转增 2 股分红预案。
- 公司签约销售面积近 7 年来首现负增长。由于 2011 年的销售情况不理想，预计未来 2 年公司业绩增长的潜在动力将会下降。但高额的预收账款仍然能够维持公司保持一定的增长速度。
- 2011 年，虽然公司的销售面积增幅出现了萎缩，但保利地产全年新开工面积却达到 1503 万平方米，继续较上年大幅增长了 50%，同时已经高于万科 2011 年 1448 万平方米的新开工面积。这显示出保利地产在行业调整期时仍然没有忘记进取和追赶行业龙头的决心。保持较高的新开工面积和在建面积，能够为公司在下一个行业扩张期时实现更快速的发展打下资源基础。
- 2011 年，公司坚持等量拓展原则，进一步完善区域布局，适时补充公司发展所必需的项目资源。全年新进入合肥、郑州、石家庄、慈溪、德阳、通化等 6 个城市，新项目拓展 23 个，新增规划容积率面积 933 万平方米，新增权益容积率面积 677 万平方米，较上年大幅萎缩了 53%。
- 盈利预测和投资评级：我们对公司未来 2 年的业绩预测为 2012 年每股收益为 1.45 元，2013 年每股收益为 1.85 元，并维持推荐的投资评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2010	3,571,031	55.35	490,535	39.39	1.08		13.7	
2011	4,703,622	31.71	623,100	33.28	1.10		10.4	
2012E	5,784,000	22.96	861,455	31.90	1.45		7.9	
2013E	7,519,200	30.00	1,102,168	27.95	1.85		6.2	

走势图



市场数据

2012-4-5

收盘价:	11.41 元
52 周最高价:	14.78 元
52 周最低价:	8.42 元
平均持仓成本:	10.44 元

基本数据

2011Q4

总股本 (万股):	594,833
流通 A 股 (万股):	594,833
每股收益 (元):	1.10
每股净资产 (元):	5.93
每股经营现金流 (元):	-1.33
市净率:	1.92

分析师: 高建

执业证书编号: S0550511020011

TEL: (8621)20361169

FAX: (8621)20361159

Email: gaoj@nesc.cn

地址: 上海市源深路 305 号

邮编: 200135

一、事项：公司公布 2011 年度报告

2011 年 4 月 6 日，保利地产公布了 2011 年年度报告。公司全年实现营业收入 470.36 亿元，同比增长 31.04%；实现归属于母公司所有者的净利润 65.31 亿元，同比增长 32.74%，加权平均净资产收益率 20.20%，每股收益由 0.83 元提高到 1.10 元。公司提出了每 10 股派发现金红利 2.15 元（含税），并以资本公积金每 10 股转增 2 股分红预案。

二、评论

1、公司签约销售面积近 7 年来首现负增长。

2011 年，保利地产实现签约销售面积 650 万平方米，销售金额 732 亿元，同比分别增长 -5.54% 和 10.69%，公司的销售面积为上市以来首次出现负增长，销售金额虽仍有所增长，但仍处于近年来的最低位，并低于 2008 年的增长水平。我们认为，2011 和 2012 年属于行业的低谷期，“保增长”将会退居“求生存”之后，同时，对一线地产公司来说，又是蓄势期，经过寒冬后生存下来的公司将会获得新一轮的成长。由于 2011 年的销售情况不理想，预计未来 2 年公司业绩增长的潜在动力将会下降。但高额的预收账款仍然能够维持公司保持一定的增长速度。

图表 1：保利地产近年销售情况及增速

年份	销售面积(万 m ²)	增幅	销售金额（亿）	增幅
2005	69.1	#	42.68	#
2006	123	78%	83.65	96%
2007	199.6	62%	170.4	104%
2008	258.49	29%	205.11	20%
2009	527	104%	434	112%
2010	688.39	31%	661.6	53%
2011	650	-5.54%	732	10.69%

数据来源：东北证券整理

2、新开工面积继续大幅增长

2011 年，虽然公司的销售面积增幅出现了萎缩，但保利地产的全年新开工面积却达到 1503 万平方米，继续较上年大幅增长了 50%，同时已经高于万科 2011 年 1448 万平方米的新开工面积，而万科 2011 年的销售面积却超过公司 65% 达到 1075 万平方米。这显示出保利地产在行业调整期时仍然没有忘记进取和追赶行业龙头的决心。保持较高的新开工面积和在建面积，能够为公司在下一个行业扩张期时实现更快速的发展打下资源基础。

图表 2：保利地产近年新开工及竣工面积

名称	新开工面积(万 m ²)	增幅	竣工面积（亿）	增幅	结算面积（亿）
2005	89.66	#	60	#	*
2006	237.6	165%	87.7	46%	73.2
2007	410.7	73%	171	95%	110
2008	456	11%	285	67%	193
2009	564	24%	377	32%	275
2010	1000	77%	458	22	440
2011	1503	50%	565	18	551

数据来源：东北证券整理

3、2011 年公司土地储备水平大幅减少

2011 年，公司坚持等量拓展原则，进一步完善区域布局，适时补充公司发展所必需的项目资源。全年新进入合肥、郑州、石家庄、慈溪、德阳、通化等 6 个城市，新项目拓展 23 个，新增规划容积率面积 933 万平方米，新增权益容积率面积 677 万平方米，较上年大幅萎缩了 53%，新拓展项目平均楼面地价 2582 元/平方米。截止 2011 年底，公司拥有土地储备中可结算的土地资源总建筑面积高达 6119 万平方米，按 2011 年的新开个面积 1500 万平方米简单计算，足够公司未来 3-4 年的开发需求。

图表 3：保利地产近几年新增项目情况

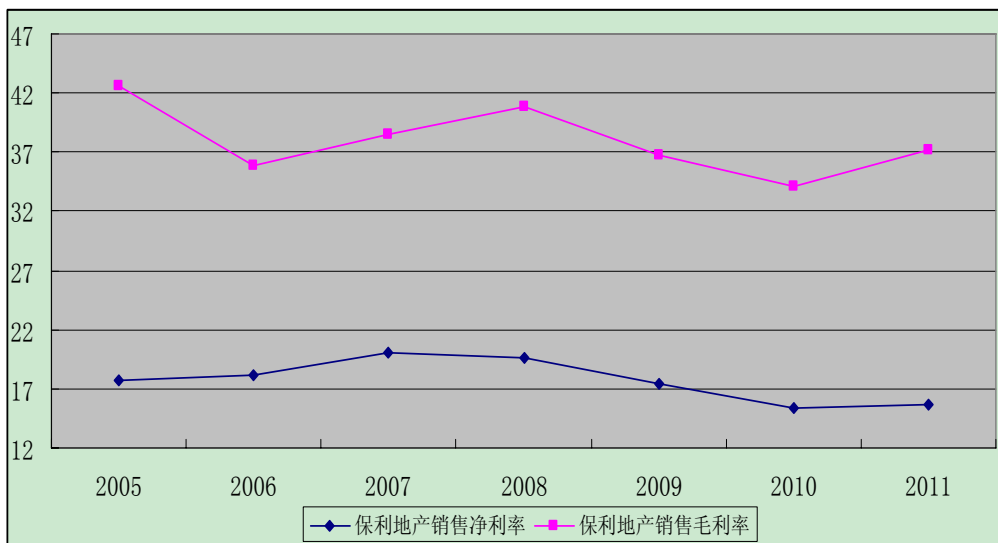
年份	新项目数量(个)	新项目权益可建面积(万 m ²)
2006	11	311
2007	21	639.6
2008	12	594
2009	38	1338
2010	45	1441
2011	23	677

数据来源：东北证券整理

4、财务情况分析

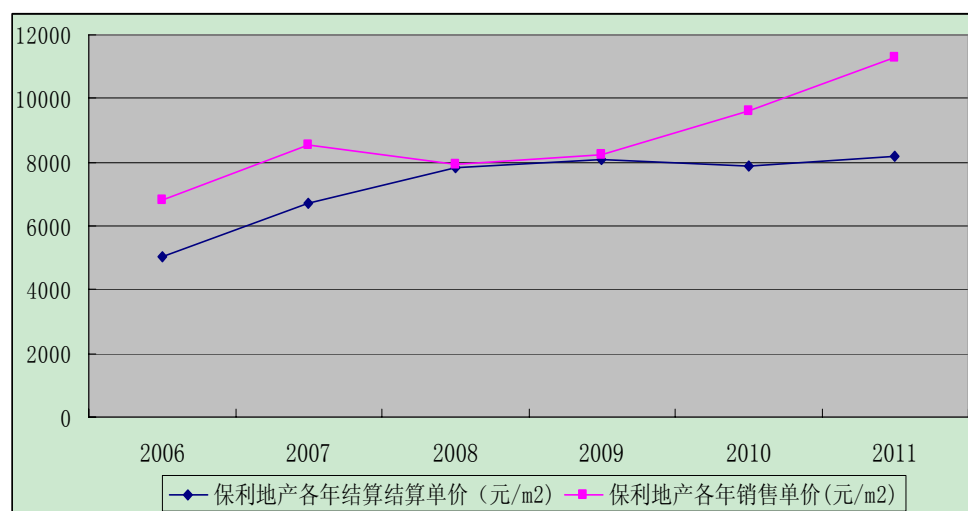
从毛利率水平来看，2011 年公司的毛利率达到 37.2%，略高于 2010 年 34.12%的水平。这主要是由于公司结算项目滞后所致，公司 2011 年结算项目平均单价为 8185 元/平方米，而当年销售单价为 11268 元/平方米。但由于 2010 年来地价上涨幅度较大，同时 2011 年底公司结合房地产市场形势开展了一轮降价促销行动，这必然将会继续拉低公司未来的毛利率水平。

图表 4：保利地产销售毛利率和净利率变动情况



数据来源：东北证券整理

图表 5: 保利地产各年结算单价和销售单价情况



数据来源: 东北证券整理

期末, 公司预收账款余额为 709 亿元, 较年初增加近 38%, 已经高于 2011 年全年的结算收入的 50%, 并可全部覆盖 2012 年我们预测的结算金额, 因此公司在未来二年的业绩增长仍然具有足够的安全保障。

从公司负债来看, 公司不断以长期贷款置换短期内到期贷款, 优化负债期限结构, 释放短期偿债压力, 降低资金风险; 年末一年内到期的有息负债合计 139 亿元, 占有息负债的 20.42%, 已经可以实现货币资金余额完全覆盖, 财务稳健, 短期偿债压力较小。

图表 6: 保利地产近年财务数据对比

名称	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
销售毛利率	42.56	35.82	38.5	40.8	36.82	34.12	37.2
销售净利率	17.71	18.21	20.06	19.61	17.44	15.34	15.66
期间费用率	8.34	6.59	5.32	4.77	4.26	3.55	7.86
预收账款(亿)	20	49.22	109.4	97.99	298.3	515.4	709
货币资金(亿)	7.14	9.21	46.26	54.70	152.27	192	181

数据来源: 东北证券整理

5、盈利预测及投资评级:

我们对公司未来 2 年的业绩预测为 2012 年每股收益为 1.45 元, 2013 年每股收益为 1.85 元, 并维持推荐的投资评级。

6、风险提示: 宏观调控政策超出预期, 或者房地产行业调整时间和深度超出预期均可能造成我们对公司的业绩预测无法实现。请投资者注意投资风险。

图表 7: 保利地产盈利预测表

单位: 万元, 万股

	2008 A	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
一、营业总收入	1,551,990.11	2,298,660.00	3,589,411.76	4,703,622.22	5,784,000.00	7,519,200.00
营业收入	1,551,990.11	2,298,660.00	3,589,411.76	4,703,622.22	5,784,000.00	7,519,200.00
二、营业总成本	1,177,903.01	1,776,775.00	2,851,165.82	3,705,394.29	4,392,994.00	5,765,309.00
营业成本	918,823.09	1,452,406.00	2,364,548.36	2,953,680.26	3,586,080.00	4,737,096.00
营业税金及附加	154,595.99	253,643.00	358,421.08	507,337.82	530,334.00	676,728.00
销售费用	46,240.29	59,078.00	80,283.69	125,253.27	161,300.00	201,625.00
管理费用	31,120.75	45,672.00	57,253.90	75,033.47	115,280.00	149,860.00
财务费用	-3,321.64	-6,600.00	-10,241.63	39,027.41	30,000.00	20,000.00
资产减值损失	30,444.54	-27,406.00	900.42	5,062.07	5,000.00	5,000.00
三、其他经营收益			4,200.21	-1,818.82		
公允价值变动净收益	-115.26	0.00			0.00	0
投资净收益	9,708.97	0.00	4,200.21	-1,818.82	0.00	0
四、营业利润	383,680.80	522,030.00	742,446.15	996,409.10	1,356,006.00	1,728,891.00
加: 营业外收入	19,685.35	19,474.00	3,020.68	15,407.05	0.00	0.00
减: 营业外支出	1,037.67	3,600.00	5,009.36	4,406.95	0.00	0.00
五、利润总额	402,328.48	537,905.00	734,416.11	1,007,409.21	1,356,006.00	1,728,891.00
减: 所得税	97,961.32	137,132.00	183,604.03	270,689.16	339,001.50	432,222.75
加: 未确认的投资损失						
六、净利润	304,367.17	400,773.00	550,527.81	736,720.05	1,017,004.50	1,296,668.25
减: 少数股东损益	80,481.03	48,850.00	58,529.41	83,625.45	155,550.00	194,500.24
归属于母公司所有者的净利润	223,886.14	351,923.00	491,998.40	653,094.60	861,454.50	1,102,168.01
七、每股收益:						
总股本(万股)	245,234	351,972.00	458,000.00	594,833.00	594,833.00	594,834.00
每股收益(元)	0.91	1.00	1.07	1.10	1.45	1.85

数据来源: 东北证券整理

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。