

房地产开发Ⅲ

署名人: 李少明

S0960511080001

010-63222931

参与人: 张岩

S0960111080637

010-63222861

zhangyan1@cjis.cn

6-12个月目标价: 12元

当前股价: 8.79元

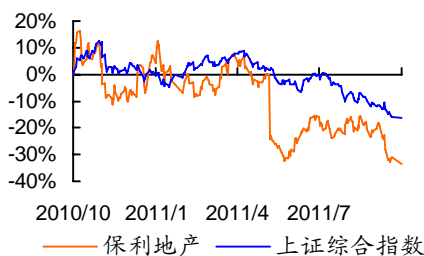
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2348.52
总股本(百万)	5948
流通股本(百万)	5843
流通市值(亿)	514
EPS (TTM)	1.02
每股净资产(元)	5.38
资产负债率	79.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
保利地产	-16.92	-21.94	-17.50
上证综合指数	-5.97	-16.20	-22.31



相关报告

《保利地产-均价提升毛利持续走高, 逆市拿地摊薄成本》2011-9-9
《保利地产-毛利持续走高, 业绩稳步释放》2011-8-10
《保利地产-6月销售创新高, 高杠杆运作高增长可期得到印证》2011-7-9

保利地产

600048

推荐

销售远超行业, 逆市拿地正当时

公司公布11年9月销售数据。9月实现签约面积58.8万平方米, 签约金额67.4亿元, 环比增11%和12%, 同比降33%和26%。新增项目3个, 建面128万平方米, 土地款49.5亿元。

投资要点:

- 9月推盘量加大, 销售金额环比持续增长, 但受行业环境影响同比降幅较大。今年以来实施的“限购”政策和持续的信贷紧缩, 使“金九银十”成泡影, 行业整体成交量同比大幅下降。公司销售表现仍优于行业, 同比降幅低于行业整体水平。9月公司实现销售面积58.8万平方米, 环比增11%, 同比降33%; 销售金额67.4亿元, 环比增12%, 同比降26%。9月销售均价11466元/平米, 环比涨1%, 同比涨10%。
- 1-9月累计销售金额同比增长约四成, 远超行业水平, 主要得益于均价的大幅提升。累计销售面积499.3万平方米, 同比增3%; 累计销售金额572.8亿元, 同比增38%。1-9月销售均价11472元/平米, 同比涨34%。
- 9月公司继续逆市大量拿地, 当月土地款再创新高, 占年初以来总土地款的近四分之一, 表明龙头公司在行业调整中依然坚定看好行业。9月新增项目3个, 位于重庆、东莞、天津, 新增规划建面128万平方米, 土地款49.5亿元, 楼面地价3869元/平米, 其中天津地块地处核心地段, 因此楼面地价相对较高, 超过9000元/平米, 拉高了整体楼面地价, 但与周边地块相比成本依然较为合理。
- 1-9月平均拿地成本低于2010年3%, 拿地主要集中于一二线城市, 远优于一年前三四线城市地块, 盈利空间锁定, 继续保持低成本高毛利的竞争优势。1-9月新增规划建筑面积758万平方米, 土地款202.9亿元, 平均楼面地价2675元/平米。
- 公司快速开发销售、以销定价为公司在目前行业深度调控的状态下赢得了远超行业的销售业绩。而且高杠杆的利用使公司货量充足, 在市场回暖时公司的销售将取得快速的增长, 公司历来高杠杆运作财务风险控制良好, 短期偿债无忧, 无需担心当前行业深度调整带来的冲击。预计11年全年销售金额780亿元, 同比增长18%, 略低于此前我们的预期(840亿元), 但业绩仍将遥遥领先于行业(我们预计11年行业增速在0%以上)。另一方面, 持续调控下全国住宅土地市场持续降温, 近期一二线城市住宅地价持续下行。8月份以来公司抓住时机, 持续加速拓展, 逆市拿地摊薄成本, 为公司未来业绩增长打下坚实的基础。此前我们对公司的估值充分考虑了成本与行业调整对价格的冲击因素, 无需调整对公司的盈利与估值水平。维持11-13年EPS1.12、1.51和1.96元, RNAV12.6元的判断, 当前股价RNAV7折交易, 未来12个月合理价格为12元, 再次推荐。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	35894	44868	58328	75826
同比(%)	56%	25%	30%	30%
归属母公司净利润(百万元)	4920	6677	8977	11669
同比(%)	37%	33%	31%	28%
毛利率(%)	34.1%	38.0%	38.0%	38.0%
ROE(%)	17.2%	18.7%	19.4%	9.8%
每股收益(元)	0.83	1.12	1.51	1.96
P/E	9.50	7.16	5.48	4.26
P/B	1.63	1.34	1.07	0.84
EV/EBITDA	12	9	7	5

资料来源: 中投证券研究所

图 1: 保利地产单月销售面积金额与销售均价

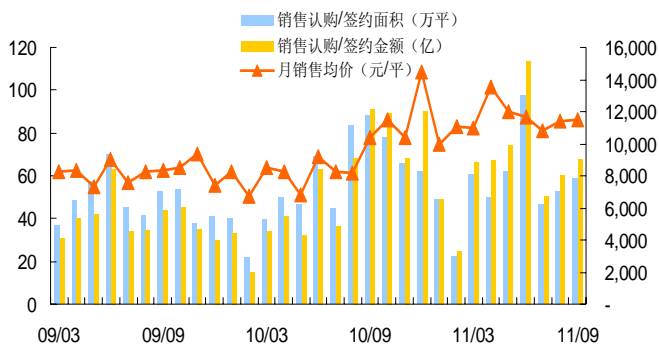


图 2: 保利地产单月销售均价与累计销售均价

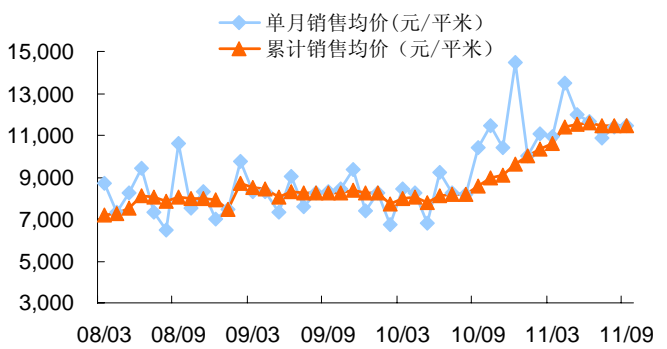


图 3: 保利地产单月销售均价各年同期比较

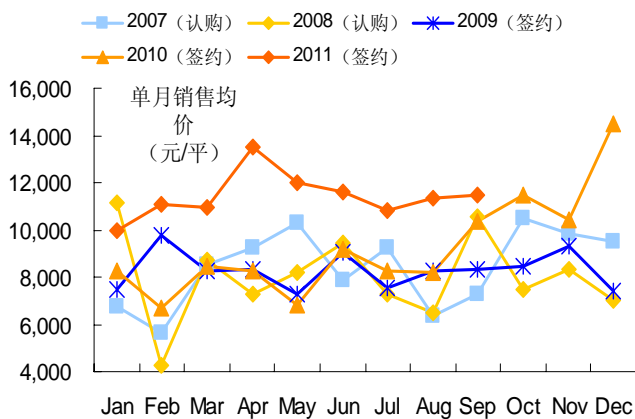


图 4: 保利地产累计销售均价各年同期比较

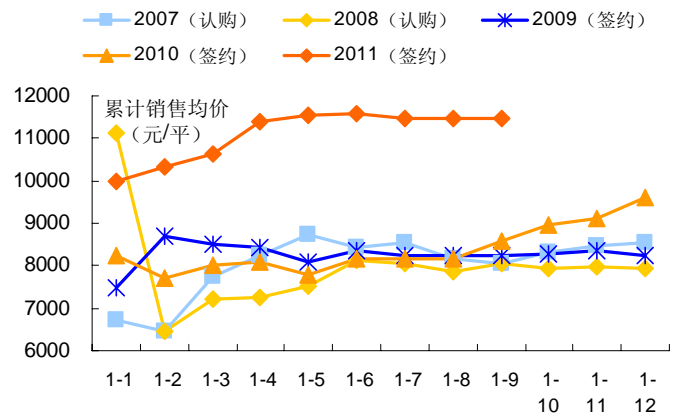


图 5: 保利地产单月销售面积各年同期比较

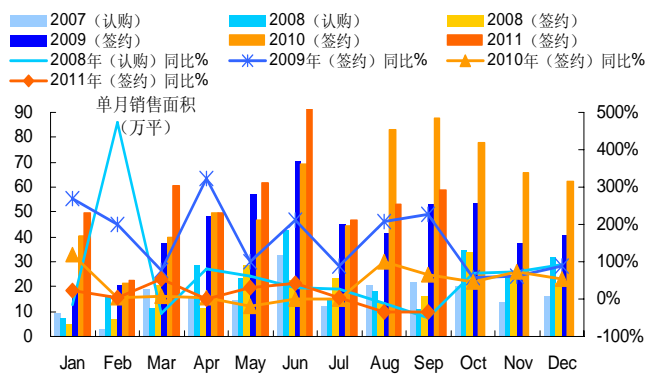


图 6: 保利地产单月销售金额各年同期比较

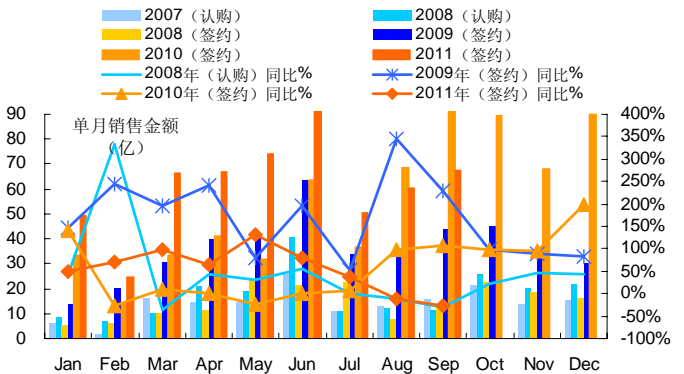


图 7: 保利地产累计销售面积各年同期比较

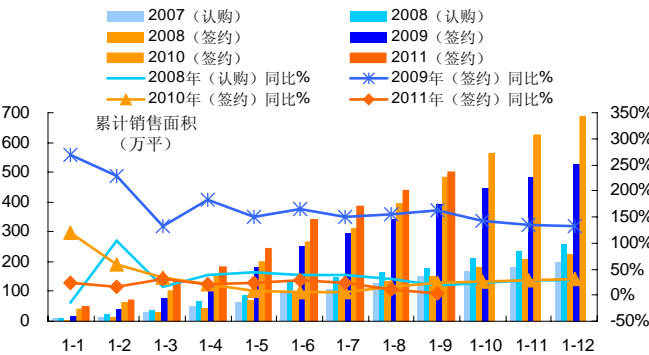


图 8: 保利地产累计销售金额各年同期比较

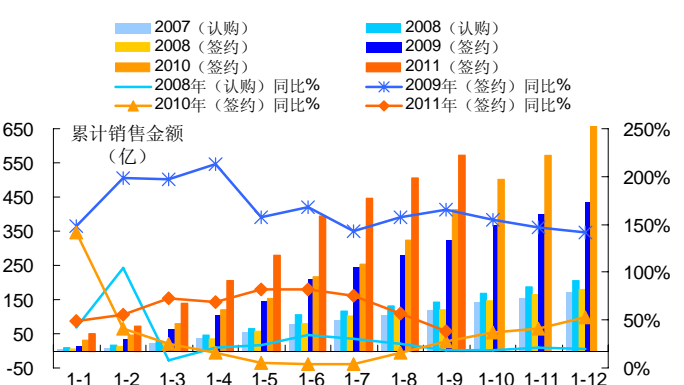


表 1: 公司 11 年 1-9 月新增项目情况 (单位: 万平, 亿元)

	项目	所处城市	公司权益	占地面积	规划建面	公司需支付地价	楼面地价 (元/平)
1	青岛市四方区瑞海北路 17 号、177 号两宗地块	青岛	100%	8.4	18.46	7.7	4,160
2	成都市高新区天府新城大源组团地块	成都	100%	5.1	15.16	8.4	5,550
3	慈溪市城西休闲娱乐商务区 2#、3#地块	慈溪	100%	29.4	59.60	11.1	1,862
4	德阳市利山路与奇江路交汇处东南角地块	德阳	100%	31.6	79.95	5.6	705
5	上海市宝山区大场镇捆绑基地塘祁路南侧地块	上海	100%	9.9	19.76	26.6	13,445
6	成都市高新区西部园区西芯大道 2 号雅驰项目	成都		12.3	30.67	4.3	1,396
7	德阳市峨眉山路与湛江路交汇处东南角地块	德阳	55%	3.3	13.10	0.4	281
8	合肥市政务区习友路与科学大道交口东北角地块	合肥		18.2	54.57	14.2	2,600
9	广州市荔湾区芳村 G 地块	广州	100%	7.0	17.89	7.9	4,390
10	包头市昆区[2011]305 地块	包头	55%	6.9	18.89	1.5	783
11	通化市王八脖子遗址南侧 A、B、C 三幅地块	通化	100%	29.8	45.33	3.6	788
12	上海市保障性安居工程马桥旗忠基地 12A-01A 号地块	上海	100%	6.5	15.52	3.9	2,533
13	成都市新都区大丰街道办事处高家 6、7 组, 太平 7、8 组地块	成都	51%	18.1	54.30	5.7	1,052
14	郑州市天山路东、牛庄路南地块	郑州	50%	5.5	20.71	2.6	1,271
15	大连市甘井子区红旗街道湾家村地块	大连	50%	17.2	30.93	13.3	4,290
16	武汉市洪山区红旗村 P(2011)058 号地块	武汉	50%	14.6	51.40	14.4	2,800
17	武汉市洪山区红旗村 P(2011)059 号地块	武汉	50%	10.2	35.66	10.0	2,800
18	合肥市滨湖新区 BHC-10 地块	合肥	100%	11.4	40.01	9.6	2,400
19	上海市闵行区马桥基地市属动迁安置房 32A-06A 地块	上海	100%	4.2	8.42	2.7	3,210
20	重庆市九龙坡区大杨石组团 O 分区三宗地块	重庆	100%	9.3	49.41	14.7	2,975
21	东莞市樟木头镇樟洋社区五宗地块	东莞	80%	33.3	46.54	4.9	1,054
22	天津市河西区解放南路与湘江道交口地块	天津	100%	11.1	32.00	29.9	9,344
	1-9 月合计			303.03	758.29	202.88	2,675

数据来源: 上市公司, 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	146672	182868	211006	245510
现金	19151	20000	19576	19788
应收账款	587	587	587	587
其它应收款	3664	3698	3687	3690
预付账款	13371	13371	13371	13371
存货	109898	145211	173784	208073
其他	0	2	1	1
非流动资产	5656	2043	4242	6141
长期投资	937	592	764	678
固定资产	323	340	348	346
无形资产	9	9	10	10
其他	4387	1102	3121	5107
资产总计	152328	184911	215248	251651
流动负债	68897	94523	114752	138300
短期借款	450	2534	5186	10750
应付账款	51544	78743	94491	113390
其他	16902	13247	15074	14161
非流动负债	51411	51413	51412	51413
长期借款	47029	47029	47029	47029
其他	4382	4384	4383	4383
负债合计	120308	145936	166164	189713
少数股东权益	2311	2937	3504	4097
股本	4576	5948	5948	5948
资本公积	13280	11907	11907	11907
留存收益	11854	18183	27726	39988
归属母公司股东权益	29709	36037	45580	57842
负债和股东权益	152328	184911	215248	251651

现金流量表				
单位: 百				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-22370	-2634	-1948	-3035
净利润	4920	6677	8977	11669
折旧摊销	200	51	63	71
财务费用	-102	-419	-281	-29
投资损失	-42	-47	-30	-40
营运资金变动	-27972	-10132	-11807	-15896
其它	626	1235	1131	1190
投资活动现金流	-22370	3567	-2215	-1943
资本支出	66	66	66	66
长期投资	-711	-3585	2173	1914
其他	-23014	48	24	37
筹资活动现金流	28133	-84	3739	5190
短期借款	142	2084	2652	5564
长期借款	26780	0	0	0
普通股增加	1056	1373	0	0
资本公积增加	-1003	-1373	0	0
其他	1158	-2168	1087	-374
现金净增加额	3904	849	-424	212

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	35894	44868	58328	75826
营业成本	23645	27818	36163	47012
营业税金及附加	3584	5384	6999	9099
营业费用	803	1391	1517	1744
管理费用	573	897	1167	1517
财务费用	-102	-419	-281	-29
资产减值损失	9	13	-84	-21
公允价值变动收益	0	-0	-0	-0
投资净收益	42	47	30	40
营业利润	7424	9829	12877	16543
营业外收入	30	85	67	73
营业外支出	50	45	47	46
利润总额	7405	9869	12896	16570
所得税	1899	2566	3353	4308
净利润	4920	6677	8977	11669
少数股东损益	585	626	567	593
归属母公司净利润	4920	6677	8977	11669
EBITDA	7522	9462	12659	16585
EPS (元)	0.83	1.12	1.51	1.96

主要财务比率				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	56.2%	25.0%	30.0%	30.0%
营业利润	42.2%	32.4%	31.0%	28.5%
归属于母公司净利润	37.4%	32.7%	30.7%	28.5%
获利能力				
毛利率	34.1%	38.0%	38.0%	38.0%
净利率	15.3%	16.3%	16.4%	16.2%
ROE	17.2%	18.7%	19.4%	19.8%
ROIC	11.0%	12.3%	14.2%	15.8%
偿债能力				
资产负债率	79.0%	78.9%	77.2%	75.4%
净负债比率				
流动比率	2.13	1.93	1.84	1.78
速动比率	0.53	0.40	0.32	0.27
营运能力				
总资产周转率	0.30	0.27	0.29	0.32
应收账款周转率	65	74	98	127
应付账款周转率	6.82	6.61	8.59	11.17
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.83	1.12	1.51	1.96
每股经营现金流(最新摊薄)	-3.76	-0.44	-0.33	-0.51
每股净资产(最新摊薄)	5.38	6.55	8.25	10.41
估值比率				
P/E	9.50	7.16	5.48	4.26
P/B	1.63	1.34	1.07	0.84
EV/EBITDA	12	9	7	5

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李少明: 中投证券房地产行业首席分析师, 工商管理硕士, 15 年证券研究从业经验。

主要覆盖公司: 万科、保利地产、招商地产、北京城建、滨江集团、首开股份、亿城股份、世茂股份、苏宁环球、金融街、中国国贸、泛海建设、中华企业、冠城大通、广宇发展等。

张 岩: 中投证券房地产行业分析师, 毕业于北京大学经济学院金融学专业, 经济学硕士。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434