房地产

2011 年　10 月销售公告点评

保利地产　(600048)

买入

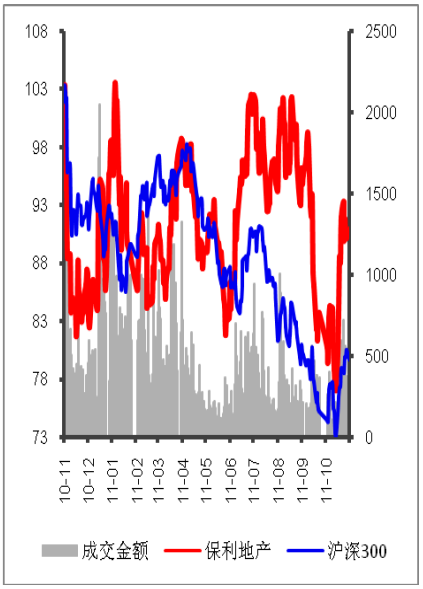
销售大幅下降　股权激励或提振信心

维持

2011 年 11 月 08 日

公司研究/点评报告

相关研究：



分析师： 平海庆
执业证书编号：　S0760209090153
电话：010-82190365
邮箱：pinghaiqing@sxzq.com

联系人：
张小玲
电话：0351-8686990
邮箱：sxzqyjfzb@i618.com.cn
孟军
电话：010-82190365
邮箱：mengjun@sxzq.com

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686986
山西证券股份有限公司
http://www.i618.com.cn

投资要点：

销售面积连续 3 月同比下降。2011 年 10 月公司实现销售面积 56.94 万平方米，同比下降 26.79%，公司单月销售面积已连续 3 月同比下降。这也使公司今年以来累计销售面积首次出现同比下降，前 10 月份公司销售面积 556.22 万平方米，同比下降 0.78%。

销售均价同比下降 17.04%。公司 10 月份销售金额 54.2 亿元，同比下降 39.27%，同销售面积一样，单月销售金额也连续 3 月同比下降；1-10 月份公司累计销售金额 526.95 亿元，同比增长 24.59%。10 月份公司销售均价 9518.8 元/平方米，同比下降 17.04%，环比下降 16.98%。公司销售均价同比环比均大幅下降情况在 2008 年 10 月曾经出现过，当时公司销售均价同比下降 28.5%，环比下降 29.2%，之后的 2 个月销售均价保持与 2008 年 10 月份相对平稳水平。目前市场环境相比 2008 年更差，公司销售面积连续 3 月同比下降，公司负债与 2008 年同期相比也处于较高水平，因此 10 月销售均价大幅下降符合预期。我们认为此次下跌幅度已超过 15%，未来会进入销售观察期，看价格下降能否换来销量，因此，未来 2 月销售价格会相对平稳或小幅下降，再次下降 10%以上的可能性较小。

10 月份未新增土地储备。公司 10 月份并未新增土地储备，1-9 月份新增权益建筑面积 557.17 万平方米，与 1-10 月份公司销售面积基本一致；2010 年公司新增 1565 万平方米权益建筑面积，销售面积 688 万平方米；与 2010 年积极土地政策相比，公司今年土地政策为持平。今年前 9 月公司新增项目平均楼面地价 2687 元/平，较 2010 年 3092 元/平，下降 13.12%。从新增项目分布看，二三线城市项目大幅增加，新增 21 个项目中，4 个位于一线城市，其中 3 个为保障房项目。

公司董事会上周五通过股权激励草案：激励对象为公司董事、高管及管理和技术骨干共 179 人，占公司员工总数的 1.56%；授予 5704 万份的股票期权，占当期公司已发行总股本的 0.959%。激励方案为：有效期为 6 年，授权日开始前 2 年为行权限制期，，授权日起第 2~4 年可以行权 30%、第 3~5 年可以行权 30%、第 4~6 年可以行权剩余 40%的期权。行权价格为 9.97 元/股。

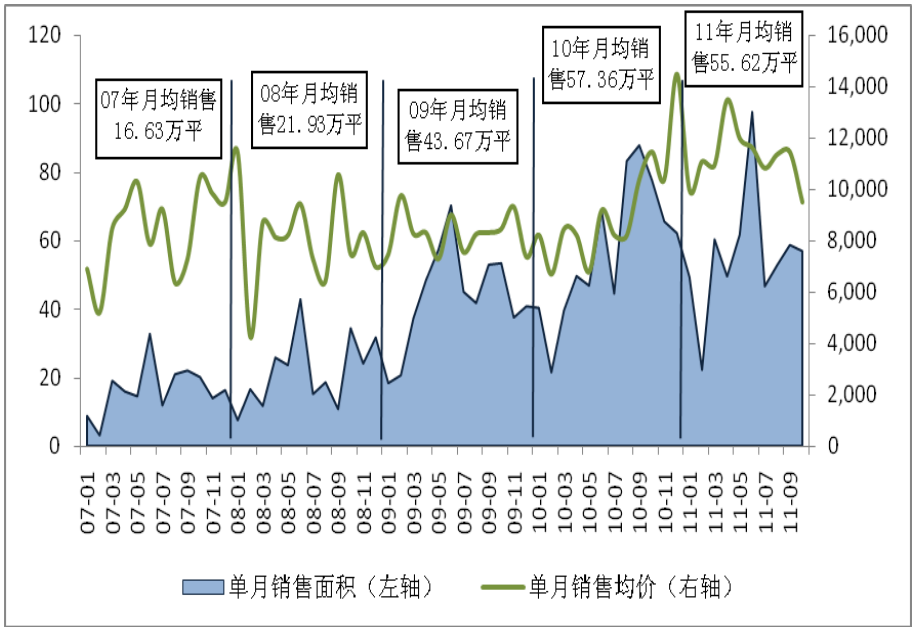
本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfzb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的"免责声明"。

行权覆盖面较广，有利于稳定核心团队：该方案激励对象 179 人，共授予期权 5704 万份，人均期权 32 万人，最多者为公司总经理 56 万份，最低者为子公司高级管理人员，人均达到 27 万份，差距并不大。我们认为，此次大范围股权激励，有利于提升央企上市公司管理层薪酬水平，巩固和稳定公司的核心团队，有利于公司业绩长期稳定增长。

行权条件并非苛刻，但需要努力：假设该草案近期获得通过，2011 年底前授予，2012~2014 年 ROE 则要不低于 14%、14.5%和 15%，2012~2014 年利润较 2010 年增长不低于 50%，80%和 120%，即 2012-2014 年净利润要达到 75 亿、88 亿、108 亿， 2010~2014 年业绩复合增长率 21.79%。按公司 2006-2010 年公司 18.07%的平均 ROE，64.55%的净利润复合增值率看，行权条件达到难度并不算高，但考虑到未来 2 年房地产市场环境，要达到也并非易事。这需要公司管理层激发出更高热情，使公司向更高目标前进。

投资评级：公司 2011 年前 3 季度已结算 359 亿，3 季度末预售款为 795 亿， 2011 年与 2012 年业绩已完全锁定；预计公司 2011、2012 年 EPS 分别为 1.11 元、1.49 元，按 11 月 7 日收盘价 10.05 计算，2011、2012PE 分别为 9.1 倍、和 6.8 倍，处于行业和历史极低水平；再基于公司行业龙头地位和强大的央企背景，我们维持公司“买入”评级。

图 1：单月销售面积与均价



数据来源：山西证券研究所

表 1：2011 年新增项目统计

	项目名称	城市	项目权益	占地面积（万平方米）	建筑面积（万平方米）	权益建筑面积（万平方米）	总地价（亿元）	楼面地价（元/平方米）
1	青岛保利香槟国际	青岛	100%	8.41	18.46	18.46	7.68	4160
2	成都保利玫瑰公馆	成都	100%	5.05	15.16	15.16	8.41	5550
3	浙江慈溪项目	慈溪市	100%	29.37	59.60	59.60	11.10	1862
4	德阳保利国际城	德阳市	55%	31.60	79.95	43.97	5.64	705
5	上海大场镇项目	上海	100%	9.88	19.76	19.76	26.57	13445
6	成都保利香槟国际	成都	51%	12.27	30.67	15.64	4.28	1396
7	德阳保利国际城	德阳市	55%	3.28	13.10	7.21	0.37	281
8	合肥政务区项目	合肥	76%	18.19	54.57	41.47	14.19	2600
9	广州市荔湾区芳村 G 地块项目	广州	100%	6.95	17.89	17.89	7.89	4407
10	包头昆河项目	包头	55%	6.89	15.85	8.72	1.48	934
11	吉林通化项目	通化市	100%	29.76	45.33	45.33	3.57	788
12	上海市马桥项目	上海	100%	6.47	15.52	15.52	3.93	2533
13	成都保利城	成都	51%	18.10	54.30	27.69	5.71	1052
14	郑州省纺机项目	郑州	50%	5.45	20.71	10.36	2.63	1271
15	大连湾家村项目	大连	50%	17.18	30.93	15.47	13.27	4290
16	武汉红旗村项目	武汉	50%	24.84	87.06	43.53	24.38	2800
17	合肥杭州路项目	合肥	100%	11.43	40.01	40.01	9.60	2400
18	上海马桥基地安置房项目	上海	100%	4.21	8.42	8.42	2.70	3210
19	重庆市大杨石组团 0 分区项目	重庆	100%	9.28	49.41	49.41	14.70	2975
20	东莞樟洋社区项目	东莞	80%	33.28	46.54	37.23	4.91	1054
21	天津湘江道项目	天津	51%	11.14	32.00	16.32	29.90	9344
	2011 年 1-10 月			303.03	755.25	557.17	202.91	2687
	2010 年全年			865	1,802.28	1,565.25	557	3092

数据来源：山西证券研究所

表 2：未来 2 年盈利预测

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	22,986.61	35,894.12	44,383.08	60,001.48
营业成本	14,524.06	23,645.48	27,064.80	37,110.92
营业税金及附加	2,536.43	3,584.21	4,686.85	6,252.15
销售费用	590.78	802.84	1,600.45	2,310.06
管理费用	456.72	572.54	1,016.37	1,386.03
财务费用	-66.17	-102.42	138.92	265.21
资产减值损失	-274.06	9.00	13.03	0.00
公允价值变动净收益	-0.19	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.63	42.00	-10.37	0.00
营业利润	5,220.30	7,424.46	9,852.28	12,677.11
加：营业外收入	194.74	30.21	54.31	0.00
减：营业外支出	35.99	50.09	22.02	0.00
利润总额	5,379.05	7,404.57	9,884.57	12,677.11
减：所得税	1,371.32	1,899.30	2,471.14	3,169.28
净利润	4,007.73	5,505.28	7,413.43	9,507.83
减：少数股东损益	488.50	585.29	828.82	1,093.40
归属于母公司净利润	3,519.23	4,919.98	6,584.61	8,414.43
总股本	4,575.64	4,575.64	5,948.33	5,948.33
每股收益(元)	0.77	1.08	1.11	1.41

数据来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。市场有风险，投资需谨慎。