



产品结构转型助增公司销售业绩

——保利地产 2011 年 11 月销售数据点评

2011 年 12 月 7 日

推荐/维持

保利地产

公司点评

郑闵钢	房地产行业分析师	电话: 010-66554031	执业资格证号: S1480510120012
联系人: 张鹏	010-66554029	zhangpeng@dxzq.net.cn	

事件:

2011 年 11 月公司实现签约面积 42.10 万平方米, 同比下降 35.79%; 实现签约金额 49.26 亿元, 同比下降 27.86%。2011 年 1-11 月公司实现签约面积 598.32 万平方米, 同比下降 4.45%; 实现签约金额 676.22 亿元, 同比增长 18.33%。

观点:

1. 11 月份销售继续下滑, 12 月降幅可能继续扩大。

公司房屋销售从 8 月份开始同比下降, 8、9、11 三个月销售面积降幅均为 35%左右, 10 月销售面积情况稍好, 降幅为 27%, 但销售金额同比降幅确是今年以来最大, 达到 39%。公司 8~11 月四个月的销售金额同比降幅分别为 12%、26%、39%和 28%, 后三个月销售金额降幅明显, 但平均仍然低于销售面积的降幅, 主要原因在于公司今年以来房屋销售单价较 2010 年有一定提高, 1~11 月平均销售单价在 11000 元/平方米左右, 较 2010 年 1~11 月的 9000 元/平方米提高 24%。公司 2010 年 12 月是当年销售业绩较好的月份, 销售面积和金额分别为 62.21 万平方米和 90.19 亿元, 明显高于今年前 11 个月的平均值, 因此我们判断, 公司 12 月份的销售业绩同比将继续下滑, 幅度可能会继续扩大。预计公司全年销售面积 650 万平米, 同比下降 5%, 销售金额 730 亿元, 同比增长 10%。

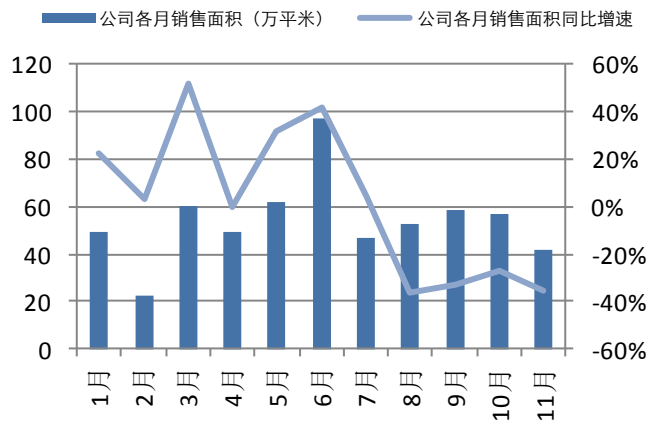
2、公司拿地非常谨慎, 连续两个月无斩获

公司 10 月、11 月连续两个月未在土地市场上积累土地储备, 反映了公司对未来市场走向的谨慎情绪。公司前 11 个月累计获得土地储备 730 万平方米, 仅为 2010 年全年获取土地储备的一半; 平均楼面地价 2780 元/平方米, 低于 2010 年 3100 元/平方米的平均地价。

结论:

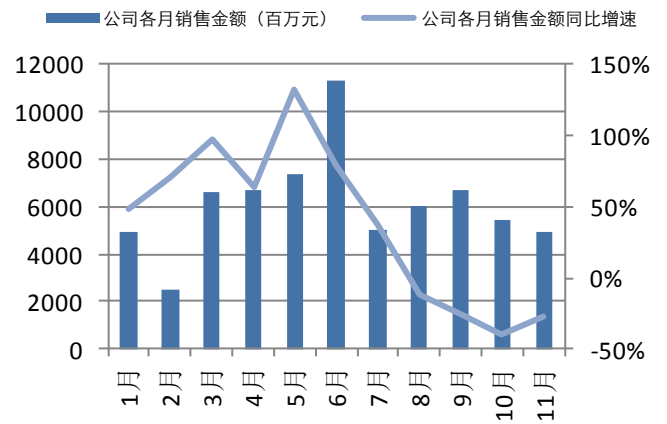
我们认为, 公司今年销售业绩主要来源城市是二线城市, 但由于二线城市限购, 公司的销售难免受到较大影响, 但公司今年积极调整产品结构, 加大了商业地产的布局, 因此公司的平均销售单价有所提高。公司 2010 年销售城市综合体项目 67.88 万平方米, 2011 年仅上半年便销售 58.23 万平方米, 有比较明显的提高。我们认为, 公司当前收缩战线、养精蓄锐、积极开发其他产品形式以应对住宅市场寒冬期的经营策略有助于公司顺利挺过市场低迷期, 近期公司股权激励的出台更有助于公司主动采取措施应对市场低谷。我们看好公司对房地产周期的把控能力和投资能力, 在市场转暖时公司极有可能率先爆发。我们预计公司 2011 年至 2013 年的每股收益分别为 1.15 元、1.75 元和 2.67 元, 对应的 PE 分别为 8.59、5.66 和 3.70。我们维持“推荐”的投资评级。按 11 年业绩 13 倍 PE, 维持公司六个月的目标价 15 元。

图 1：公司 2011 年各月销售面积及同比增速



资料来源：公司公告，东兴证券

图 2：公司 2011 年各月销售金额及同比增速



资料来源：公司公告，东兴证券

资产负债表		单位:百万元				利润表		单位:百万元			
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E		
流动资产合计	146672	183041	253739	375907	营业收入	35894	47739	67790	101684		
货币资金	19151	24009	33895	50842	营业成本	23645	31436	44063	66095		
应收账款	587	785	1114	1672	营业税金及附加	3584	4774	6779	10168		
其他应收款	3664	4873	6920	10380	营业费用	803	1050	1491	2237		
预付款项	13371	15571	18656	23282	管理费用	573	716	1017	1525		
存货	109898	137803	193154	289731	财务费用	-102	-117	-177	-264		
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	9.00	5.00	5.00	5.00		
非流动资产合计	5656	528	489	450	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	937	50	50	50	投资净收益	42.00	10.00	10.00	10.00		
固定资产	322.94	284.59	246.25	207.90	营业利润	7424	9884	14621	21927		
无形资产	9	8	7	6	营业外收入	30.21	40.00	40.00	40.00		
其他非流动资产	0	0	0	0	营业外支出	50.09	5.00	5.00	5.00		
资产总计	152328	183569	254228	376357	利润总额	7405	9919	14656	21962		
流动负债合计	68897	98249	163111	276705	所得税	1899	2480	3664	5491		
短期借款	450	0	14988	53177	净利润	5505	7439	10992	16472		
应付账款	4210	6029	8450	12676	少数股东损益	585	600	600	600		
预收款项	51544	84962	132414	203594	归属母公司净利润	4920	6839	10392	15872		
非流动负债合计	51411	47029	47029	47029	EBITDA	7525	9807	14483	21703		
长期借款	47029	47029	47029	47029	BPS (元)	1.08	1.15	1.75	2.67		
其他非流动负债	0	0	0	0	主要财务比率						
负债合计	120308	145278	210141	323734		2010A	2011E	2012E	2013E		
少数股东权益	2311	2911	3511	4111	成长能力						
实收资本(或股本)	4576	5948	5948	5948	营业收入增长	56.2%	33.00%	42.00%	50.00%		
资本公积	13280	14157	14157	14157	营业利润增长	385.7%	33.13%	47.93%	49.97%		
未分配利润	11379	14114	18271	24620	归属于母公司净利润增长	244.7%	39.01%	51.95%	52.73%		
归母公司股东权益合计	29709	35380	40576	48512	获利能力						
负债和所有者权益	152328	183569	254228	376357	毛利率(%)	34%	34%	35%	35%		
现金流量表				单位:百万元	净利率(%)	15%	16%	16%	16%		
	2010A	2011E	2012E	2013E	总资产净利润(%)	3%	4%	4%	4%		
经营活动现金流	-22370	8615	-88	-13574	ROE(%)	17%	19%	26%	33%		
净利润	5505	7439	10992	16472	偿债能力						
折旧摊销	203.24	0.00	39.25	39.25	资产负债率(%)	79%	79%	83%	86%		
财务费用	-102	-117	-177	-264	流动比率	2.13	1.86	1.56	1.36		
应付帐款的变化	0	1819	2422	4225	速动比率	0.53	0.46	0.37	0.31		
预收帐款的变化	0	33417	47453	71179	营运能力						
投资活动现金流	0	5066	5	5	总资产周转率	0.30	0.28	0.31	0.32		
公允价值变动收益	0	0	0	0	应收账款周转率	68.10	69.59	71.39	73.00		
长期投资	937	50	50	50	应付账款周转率	10.36	9.33	9.36	9.63		
投资收益	42	10	10	10	每股指标(元)						
筹资活动现金流	0	-8823	9970	30517	每股收益(最新摊薄)	1.08	1.15	1.75	2.67		
短期借款	450	0	14988	53177	每股净现金流(最新摊薄)	0.85	0.82	1.66	2.85		
长期借款	47029	47029	47029	47029	每股净资产(最新摊薄)	6.49	5.95	6.82	8.16		
普通股增加	1056	1373	0	0	估值比率						
资本公积增加	-1003	878	0	0	P/E	9.15	8.59	5.66	3.70		
财务费用	0.00	117	177	264	P/B	1.52	1.66	1.45	1.21		
现金净增加额	-22370	4857	9886	16947	EV/EBITDA	11.25	8.75	6.28	5.17		

分析师简介

郑闵钢

房地产行业高级研究员，基础产业小组组长，东南大学土木工程系毕业，2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究至今。

联系人简介

张鹏

金融学硕士，具有房地产行业从业经验，2010 年起从事房地产行业研究工作至今。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。