

2011年8月29日

保利地产

业绩优秀，开工积极

A
买入

600048.SS - 人民币 11.31

目标价格: 人民币 13.43 (▲11.29)

田世欣

(8621) 2032 8519

shixin.tian@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206110230

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	16	11	16	21
相对新华富时A50指数(%)	22	13	20	25

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	4,576
流通股(%)	98
流通股市值(人民币 百万)	50,719
3个月日均交易额(人民币 百万)	384
2011年末净负债比率(%)	130
2011年末评估净资产值(人民币)	15.8
主要股东(%)	
保利南方集团	45.2

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

保利地产 2011 年上半年实现收入 152 亿元, 净利润 28 亿元, 同比分别增长 35.1% 和 71.7%, 每股收益 0.47 元。公司业绩锁定率高, 融资能力优异。我们维持买入评级, 但上调 11 年每股盈利预测至 1.12 元, 并上调目标价格至 13.43 元。

支撑评级的要点

- 结算面积和结算收入同比增长 17.2% 和 32.3%; 上半年结算均价较去年同期上升 13.4%; 毛利率大幅提升 7.5 个百分点至 40.7%。
- 上半年签约销售额 395 亿元, 同比分别增长 81.4%, 期末预收帐款已经锁定我们预测的 2011 年和 2011 年收入的 100% 和 80%。
- 公司的融资能力和销售能力在行业中都是翘楚, 资金来源充裕。
- 公司投资政策较为积极, 上半年新增容积率建筑面积 456 万平方米, 平均楼面地价 2,269 元/平方米, 较 2010 年下降了 27%, 土地储备已经达到 5,808 万平方米。

评级面临的风险因素

- 负债率偏高导致的资金链风险。

估值

- 我们上调公司盈利预测约 10%, 将目标价由 11.29 元上调至 13.43 元, 相当于 12 倍 2011 年市盈率和 15% 年末 NAV 折价。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	22,987	35,894	42,902	51,037	74,932
变动(%)		56	20	19	47
净利润(人民币 百万)	3,519	4,920	6,671	8,396	10,687
全面摊薄每股收益(人民币)	0.592	0.827	1.121	1.411	1.797
变动(%)		39.8	35.6	25.9	27.3
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.015	1.262	
调整幅度(%)	-	-	9.8	11.9	
市盈率(倍)	19.1	13.7	10.1	8.0	6.3
每股现金流量(人民币)	(0.33)	(5.53)	(1.95)	(2.36)	(2.97)
价格/每股现金流量(倍)	(34.8)	(2.0)	(5.8)	(4.8)	(3.8)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.9	11.8	10.4	10.3	9.3
每股股息(人民币)	0.100	0.213	0.168	0.212	0.269
股息率(%)	0.9	1.9	1.5	1.9	2.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

2011 年上半年盈利同比增长 72%

保利地产 2011 年上半年实现营业收入 152 亿元、净利润 28 亿元，同比分别增长 35.1%和 71.7%。房地产结转面积 165 万平方米、结转收入 144 亿元，同比分别增长 17.2%和 32.3%；

上半年，公司房地产业务毛利率为 40.7%，较 2010 年度提升了 7.5 个百分点。毛利率的回升，主要是源于结算均价的上升，上半年结算均价 8,727 元/平米，较去年同期上升 13.4%；广州保利中环广场和北京保利西山林语等结算项目毛利率较高。

销售成绩优异，锁定率高

从销售方面看，保利地产以普通住宅为主的产品定位取得了成效，上半年实现签约销售金额 395 亿元，实现签约销售面积 341 万平方米，同比分别增长 81.4%和 27.6%，中小户型产品占上半年住宅销售面积的近 80%，而公司 6 月份的单月销售首次破百亿，期内市场占有率较 2010 年提升 0.25 个百分点，达到 1.6%。

上半年销售均价 11,575 元/平方米，与 2010 年下半年基本持平，较去年全年均价上升了 20%，而 2010 年的均价亦较 09 年上升了 17%。销售均价的连续大幅上升也为公司毛利率的上升提供了基础。

期末，公司预收房款 684.8 亿元，已锁定了 2011 年的全部预测收入和 2012 年的 80%。锁定率处于同行业高位。

融资能力强，投资积极

公司期末账面货币资金余额 176 亿元，较一季度末回升了 13%。资产负债率 81.1%，净资产负债率 146%，较一季度末分别下降了 0.3 和 16 个百分点，虽然负债率仍然比较高，但较一季度末已经有少许改善。

公司的融资能力和销售能力都是行业翘楚，资金来源充裕，上半年实现房地产销售回笼319亿元，净增银行贷款88亿元，因此公司也采取了行业中相对积极的投资政策，房地产直接投资349亿元，其中支付土地费用229亿元；公司拓展了13个房地产项目，其中12个以底价获取，新增容积率建筑面积456万平方米，平均楼面地价2,269元/平方米，较2010年下降了27%，并且新进入郑州、合肥、宁波、德阳、通化等5个城市。

期末公司已进入城市38个，共有在建拟建项目148个，容积率建筑面积5,808万平方米。报告期内，公司实现新开工773万平方米，较去年同期增长136%，竣工面积141万平米，较去年同期增长68%，在建面积2,161万平方米。

调高盈利预测，重申买入评级

根据上半年竣工结算情况，我们上调2011年和2012年公司每股收益约10%至1.12和1.41元。目前股价较11年末NAV有28%的折价，相当于2011年10倍的动态市盈率。我们维持**买入**评级，将目标价上调至13.43元，相当于15%的NAV折价和12倍动态市盈率。

图表 2. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2010年上半年	2011年上半年	同比变动%
营业收入	11,245	15,191	35
营业成本	(7,365)	(8,733)	19
营业税	(1,022)	(1,772)	73
毛利润	2,857	4,686	64
其他收入	5	(9)	(271)
销售费用	(283)	(424)	50
管理费用	(220)	(324)	47
营业利润	2,360	3,929	67
投资收益	52	(3)	(106)
财务费用	34	12	(65)
营业外收支	(13)	19	(245)
税前利润	2,433	3,957	63
所得税	(609)	(1,088)	79
少数股东权益	(196)	(74)	(63)
净利润	1,627	2,795	72
主要比率(%)			
毛利率	25	31	
经营利润率	21	26	
净利率	14	18	

资料来源：公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	22,987	35,894	42,902	51,037	74,932
销售成本	(17,060)	(27,230)	(30,114)	(36,324)	(55,525)
运营费用	(996)	(1,175)	(1,580)	(1,774)	(2,658)
息税折旧前利润	4,930	7,489	11,208	12,940	16,749
折旧与摊销	(52)	(200)	(29)	(115)	(115)
营业利润(息税前利润)	4,879	7,289	11,179	12,825	16,635
净利息收入(费用)	67	93	(316)	(180)	(264)
其它盈利/(亏损)	435	3	(11)	(13)	(19)
税前利润	5,381	7,385	10,852	12,632	16,352
所得税	(1,371)	(1,899)	(2,713)	(3,158)	(4,088)
少数股东损益	(489)	(585)	(1,468)	(1,078)	(1,577)
净利润	3,519	4,920	6,671	8,396	10,687
核心净利润	3,315	4,926	6,679	8,405	10,701
每股收益(人民币)	0.592	0.827	1.121	1.411	1.797
核心每股收益(人民币)	0.557	0.828	1.123	1.413	1.799
每股派息(人民币)	0.100	0.213	0.168	0.212	0.269
营收增长率(%)	n.a.	56	20	19	47
息税前利润增长率(%)	n.a.	49	53	15	30
息税折旧前利润增长率(%)	n.a.	52	50	15	29
每股收益增长率(%)	n.a.	40	36	26	27
核心每股收益增长率(%)	n.a.	49	36	26	27

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及等价物	15,228	19,151	23,596	28,071	41,212
应收帐款	942	4,251	4,290	4,083	5,245
库存	60,099	109,898	150,158	178,631	224,795
其它流动资产	12,235	13,371	17,334	18,527	24,704
流动资产合计	88,504	146,672	195,378	229,312	295,957
固定资产	206	323	294	180	66
无形资产	9	19	19	18	18
其它长期资产	1,111	5,314	5,142	4,973	4,882
长期资产合计	1,327	5,656	5,456	5,171	4,966
总资产	89,831	152,328	200,834	234,483	300,923
应付账款	5,235	11,331	11,144	12,351	19,763
短期债	3,999	7,334	17,525	37,640	70,970
其它流动负债	29,000	50,232	76,366	80,639	95,913
流动负债合计	38,234	68,897	105,035	130,630	186,646
长期借款	24,512	51,301	56,751	56,751	56,751
其他长期负债	124	110	110	110	110
股本	3,520	4,576	5,948	5,948	5,948
储备	21,568	25,134	29,432	36,568	45,652
股东权益	25,088	29,710	35,380	42,516	51,600
少数股东权益	1,873	2,311	3,559	4,475	5,816
负债权益总计	89,831	152,328	200,834	234,483	300,923
每股账面价值(人民币)	7.13	6.49	5.95	7.15	8.67
每股有形资产(人民币)	7.13	6.49	5.94	7.14	8.67
每股净负债/(现金)(人民币)	3.77	8.63	8.52	11.15	14.54

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	5,381	7,385	10,852	12,632	16,352
折旧与摊销	(52)	(200)	(29)	(115)	(115)
净利息费用	(67)	(93)	316	180	264
营运资本变动	(4,987)	(27,972)	(18,770)	(23,815)	(30,340)
支付税金	(1,371)	(1,899)	(2,713)	(3,158)	(4,088)
其它经营现金流	(152)	8	11	13	19
经营活动产生的现金流	(1,145)	(22,370)	(10,275)	(14,034)	(17,679)
固定资产净采购	(405)	(777)	59	70	103
投资减少/(增加)	0	3	0	0	0
其它投资现金流	1	(1,083)	18	(278)	(673)
投资活动产生的现金流	(403)	(1,857)	77	(208)	(570)
净资产增加	7,890	332	2	3	4
净负债增加	5,204	31,071	15,641	20,115	33,330
支付股息	(1,766)	(3,235)	(1,001)	(1,259)	(1,603)
其它筹资现金流	(22)	(34)	2	(139)	(337)
筹资活动产生的现金流	11,306	28,134	14,645	18,719	31,395
现金余额变动	9,758	3,906	4,447	4,477	13,146
年初现金	5,470	15,228	19,151	23,596	28,071
公司自由现金流	(1,548)	(24,227)	(10,198)	(14,242)	(18,249)
股权自由现金流	3,656	6,844	5,443	5,873	15,081

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	21.4	20.9	26.1	25.4	22.4
息税前利润率	21.2	20.3	26.1	25.1	22.2
税前利润率	23.4	20.6	25.3	24.8	21.8
净利率	15.3	13.7	15.5	16.5	14.3
流动性(倍)					
流动比率	2.3	2.1	1.9	1.8	1.6
利息覆盖率	173.9	169.4	29.8	51.3	45.3
净权益负债率(%)	49.3	123.3	130.2	141.1	150.7
速动比率	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4
估值(倍)					
市盈率	19.1	13.7	10.1	8.0	6.3
核心业务市盈率	20.3	13.7	10.1	8.0	6.3
目标价对应核心业务市盈率	24.1	16.2	12.0	9.5	7.5
市净率	1.6	1.7	1.9	1.6	1.3
价格/现金流	(34.8)	(2.0)	(5.8)	(4.8)	(3.8)
企业价值/息税折旧前利润	10.9	11.8	10.4	10.3	9.3
周转率					
存货周转天数	1,285.8	1,139.4	1,576.0	1,651.9	1,326.0
应收帐款周转天数	15.0	26.4	36.3	29.9	22.7
应付帐款周转天数	83.1	84.2	95.6	84.0	78.2
回报率(%)					
股息支付率	10.0	19.8	15.0	15.0	15.0
净资产收益率	14.0	18.0	20.5	21.6	22.7
资产收益率	4.0	4.5	4.7	4.4	4.7
已运用资本收益率	9.0	10.2	11.0	10.1	10.3

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371