

房地产开发Ⅲ

署名人: 李少明

S0960200010015

010-63222931

lishaoming@cjis.cn

参与人: 周强

S0960110090090

010-63222547

zhouqiang@cjis.cn

6-12个月目标价: 20.90元

当前股价: 12.58元

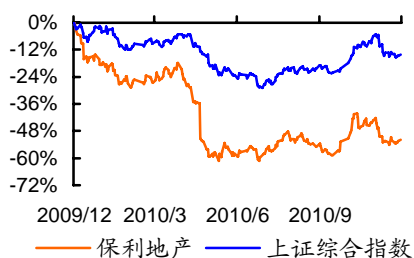
评级调整: 上调

基本资料

上证综合指数	2857.18
总股本(百万)	4576
流通股本(百万)	4495
流通市值(亿)	565
EPS (TTM)	0.88
每股净资产(元)	5.89
资产负债率	70.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
保利地产	-14.83	4.83	15.31
上证综合指数	-8.70	5.97	11.89



相关报告

- 《保利地产-加快销售争取主动, 择优拿地 摊低成本》2010-11-4
- 《保利地产-销售业绩靓丽、财务风险可控、 开发资源有保障》2010-10-26
- 《保利地产-“大思路、大运作”, 3-5年内 再造一个保利》2010-10-14

保利地产

600048

推荐

全年销售金额将超 600 亿元, 锁定两年业绩仍有余

公司公布 10 年 11 月销售数据。11 月实现签约面积 65.6 万平米, 签约金额 68.29 亿元, 环比分别降 16% 和 23%, 同比分别增 74.7% 和 94.9%。单月销售均价 10415 元/平米, 均价环比跌 9%, 同比涨 11.6%。11 月新增项目: 3 个。

投资要点:

- 11 月: 销售金额 68.3 亿, 同比增长 95%, 环比回落 23%, 淡季中继续赢得佳绩。销售面积 65.6 万平米, 环比降 23%, 同比增 74.7%。销售均价 10415 元/平米, 环比跌 9%, 同比增 12%, “以量定价”价格回落在预期之中。
- 1-11 月: 销售金额 571.5 亿, 同比增长 42%, 是 09 年全年销售金额的 1.32 倍, 是 09 年全年结算收入的 2.48 倍, 销售业绩远超市场此前的预期。1-11 月累计销售面积 626.2 万平米, 同比增长 28.9%。1-11 月累计销售均价 9127 元/平米, 同比上涨 9%, 与 09 年结算均价不到 8000 元相比, 毛利大幅提升。
- 11 月: 新增项目 3 个, 新增权益建面 100.3 万平米, 新增项目分布于中山、珠海和杭州, 拿地成本楼面地价 2554 元/平米, 拿地成本继续降低。
- 1-11 月: 新增项目 41 个, 新增权益建面 1398.9 万平米, 楼面地价 2747 元/平米, 10 年的拿地成本是 10 年销售均价 26%, 成本控制得当, 未来盈利锁定性强。年底到明年上半年公司仍将在销售与拓展优质资源中寻找平衡, 控制好节奏。
- 公司全年销售金额超过 600 亿元成定局, 考虑 09 年底账面 298 亿元的预收款项后, 到年末可供公司今明两年的结算的销售款将超过 930 亿元, 今明两年业绩锁定后尚有余。
- 10 年公司用优异的销售业绩, 良好的风险控制以及出色市场判断和优秀的管理水平一一消除了市场对公司的诸多疑虑, 再次证明了公司“做的比说的好”。公司仍将保持高增长的龙头风范, 3 年实现销售业绩翻番在望。
- 我们维持公司 2010-2011 年 EPS1.08、1.39、1.84 元。目前股价相当于 11 年 9X PE, RNAV16.39 元, 相当于目前股价 7.67 折交易。若近期调控继续加码, 上海等城市房产税试点等利空落地, 有望给保利这样的行业龙头公司带来在行业整合中的加速发展的机会, 未来 6-12 月公司合理股价应为 20.9 元, 对应 11 年 15X PE, 提升公司评级至“推荐”评级。

风险提示:

注意政策调控过紧、调控时间过长带来的楼市超预期的低迷等的风险。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	22987	30342	38838	49713
同比(%)	48%	32%	28%	28%
归属母公司净利润(百万元)	3519	4943	6369	8427
同比(%)	32%	35%	28%	29%
毛利率(%)	36.8%	35.0%	37.0%	40.0%
ROE(%)	14.9%	16.7%	17.4%	18.1%
每股收益(元)	1.00	1.08	1.39	1.84
P/E	14.57	11.51	8.97	6.98
P/B	2.17	1.92	1.56	1.26
EV/EBITDA	14	11	8	6

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

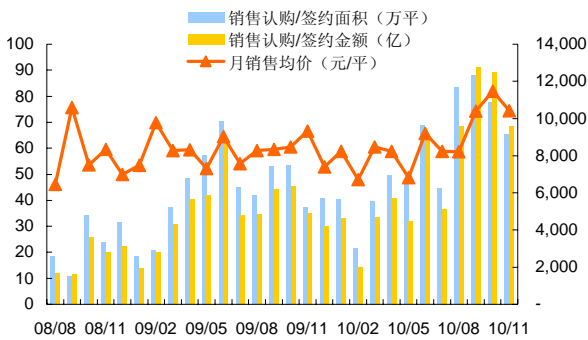


图 2: 保利地产单月销售均价与累计销售均价

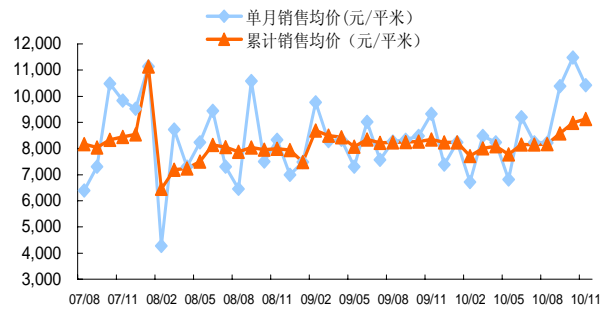


图 3: 保利地产单月销售均价各年同期比较

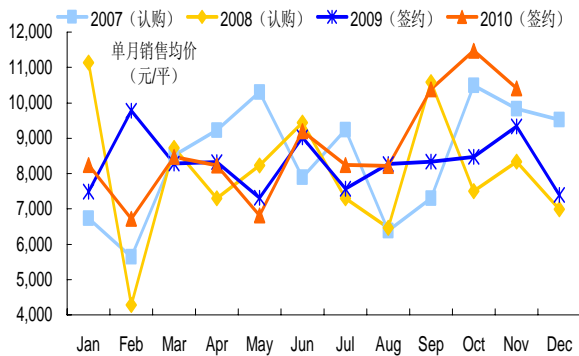


图 4: 保利地产累计销售均价各年同期比较

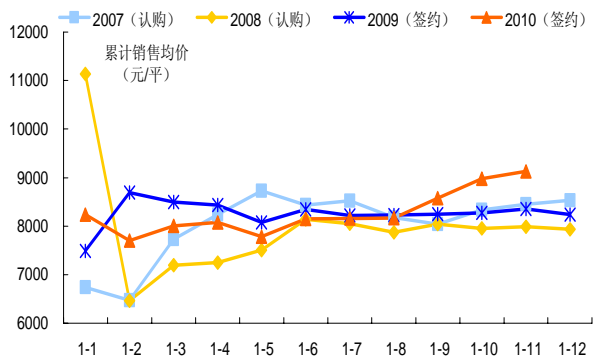


图 5: 保利地产单月销售面积各年同期比较

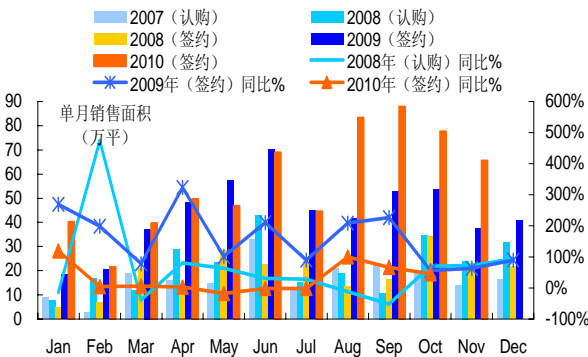


图 6: 保利地产单月销售金额各年同期比较

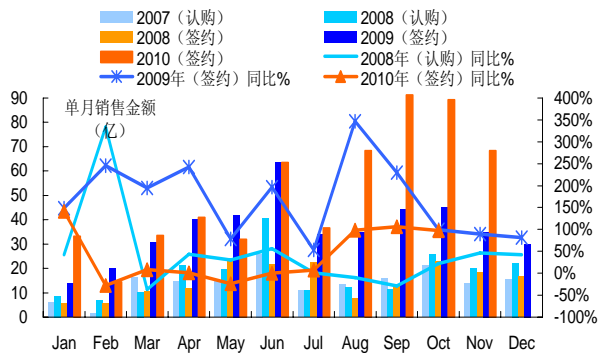


图 7: 保利地产累计销售面积各年同期比较

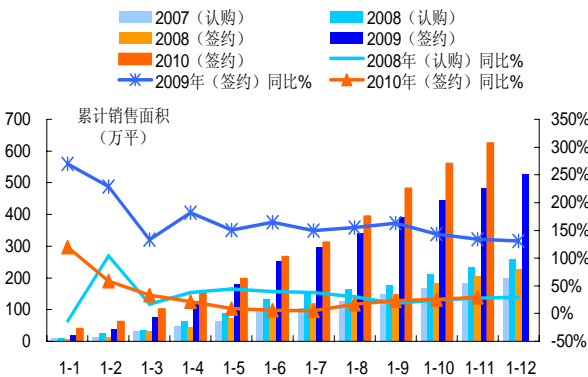
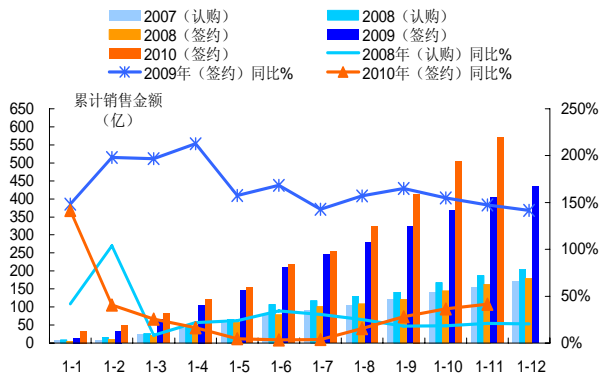


图 8: 保利地产累计销售金额各年同期



数据来源: 上市公司, 中投证券研究所

表 1: 公司 10 年 11 月新增项目 (单位: 万平, 亿元)

项目	所处城市	用地性质	公司权益	占地面积	规划建面	权益面积	成交价款	楼面地价 (元/平)
1-10 月合计				697.3	1509.1	1,297	416.5	2,760
2010-11	中山市港口镇地块	商住用地	100%	16.21	53.07	53.07	2.87	541
2010-11	珠海市金湾西湖地块	商住用地	100%	10.99	32.98	32.98	8.25	5,000
2010-11	萧山开发区地块	商住用地	100%	6.69	14.24	14.24	14.50	10,184
11 月合计				33.9	100.3	100.3	25.6	2,554
1-11 月合计				731.2	1609.4	1,399	442.1	2,747

资料来源: 上市公司公告, 中投证券

附：财务预测表

资产负债表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	88504	128557	156570	179524
现金	15228	20101	25729	32933
应收账款	467	546	729	920
其它应收款	470	621	795	1017
预付账款	12235	16614	20612	25127
存货	60099	90671	108698	119518
其他	5	5	7	8
非流动资产	1327	1458	3500	5483
长期投资	246	146	196	171
固定资产	206	218	226	229
无形资产	7	11	16	21
其他	867	1083	3062	5063
资产总计	89831	130015	160069	185007
流动负债	38234	72867	95375	110847
短期借款	308	8495	30268	39532
应付账款	29830	54373	54684	59655
其他	8095	9998	10423	11659
非流动负债	24636	24641	24638	24639
长期借款	20250	20250	20250	20250
其他	4386	4391	4388	4390
负债合计	62869	97507	120013	135486
少数股东权益	1873	2351	2941	3460
股本	3520	4576	4576	4576
资本公积	14282	13226	13226	13226
留存收益	7286	12355	19314	28260
归属母公司股东权益	25088	30157	37115	46061
负债和股东权益	89831	130015	160069	185007

现金流量表				
单位: 百				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-1145	-3393	-13584	809
净利润	3519	4943	6369	8427
折旧摊销	52	30	35	39
财务费用	-66	-191	391	973
投资损失	-2	-102	-67	-57
营运资金变动	-4987	-9013	-21525	-9627
其它	340	940	1213	1053
投资活动现金流	-1145	-38	-2030	-1965
资本支出	38	38	38	38
长期投资	-367	92	2050	1975
其他	-1474	92	58	47
筹资活动现金流	11306	8303	21243	8360
短期借款	238	8187	21772	9264
长期借款	6201	0	0	0
普通股增加	1067	1056	0	0
资本公积增加	7482	-1056	0	0
其他	-3683	116	-530	-904
现金净增加额	9758	4873	5628	7204

利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	22987	30342	38838	49713
营业成本	14524	19723	24468	29828
营业税金及附加	2536	2427	3107	4971
营业费用	591	759	971	1243
管理费用	457	607	777	994
财务费用	-66	-191	391	973
资产减值损失	-274	13	14	-82
公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0
投资净收益	2	102	67	57
营业利润	5220	7108	9176	11842
营业外收入	195	195	195	195
营业外支出	36	27	30	29
利润总额	5379	7276	9341	12008
所得税	1371	1855	2382	3062
净利润	3519	4943	6369	8427
少数股东损益	489	477	590	519
归属母公司净利润	3519	4943	6369	8427
EBITDA	5206	6947	9602	12855
EPS (元)	1.00	1.08	1.39	1.84

主要财务比率				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	48.1%	32.0%	28.0%	28.0%
营业利润	36.1%	36.2%	29.1%	29.1%
归属于母公司净利润	31.7%	35.3%	28.4%	28.6%
获利能力				
毛利率	36.8%	35.0%	37.0%	40.0%
净利率	17.4%	17.9%	17.9%	18.0%
ROE	14.9%	16.7%	17.4%	18.1%
ROIC	13.1%	14.3%	13.7%	16.1%
偿债能力				
资产负债率	70.0%	75.0%	75.0%	73.2%
净负债比率				
流动比率	2.31	1.76	1.64	1.62
速动比率	0.74	0.52	0.50	0.54
营运能力				
总资产周转率	0.32	0.28	0.27	0.29
应收账款周转率	65	57	58	57
应付账款周转率	5.66	6.15	5.91	5.86
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.00	1.08	1.39	1.84
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.25	-0.74	-2.97	0.18
每股净资产(最新摊薄)	5.89	7.10	8.75	10.82
估值比率				
P/E	14.57	11.51	8.97	6.98
P/B	2.17	1.92	1.56	1.26
EV/EBITDA	14	11	8	6

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

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, 14 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、泛海建设、苏宁环球、滨江集团、广宇发展、中华企业、冠城大通、亿城股份、金融街、世茂股份、首开股份、上实发展、华发股份、大龙地产、沙河地产、胜利股份、香江控股。

周强: 中投证券房地产行业助理分析师, 管理学硕士, 2010 年 7 月加入中投证券。

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