

# 保利地产：拥央企实力 兼进取与稳健风范

## 2010年业绩快报点评

### 报告关键点：

- 业绩符合预期。
- 总资产大幅增长，符合公司实力强大，进取与稳健兼备的风格。
- 2011年销售毛利率有望提升。
- 上调2011-2012年盈利预测。
- 维持增持-A评级。

### 报告摘要：

- 2010年业绩符合预期。每股收益1.07元。净利润增长39.4%。
- 总资产大幅增长，符合公司实力强大，进取与稳健兼备的风格。总资产较2010年年初增长68.6%，应主要来自于预收帐款和银行贷款增加。期末资产负债率维持在较高水平，为80.4%。公司属于典型的国企风格，在积极进取扩张的同时，在资金管理等方面始终遵循稳健原则。同时，公司的央企实力，使其在获取银行信贷方面优势突出。由于品牌效应等因素，公司楼盘销售在2010年表现突出。
- 公司2011年销售毛利率有望提升。公司土地储备性价比良好，2007年高价地对毛利率的影响已基本过去，2008年拿地成本低，2009年新增储备在市中心的较多，2010年区域布局进一步展开，拿地价格合理。2010年房屋售价好，公司2011年房屋售价有望继续提高。公司成本费用控制始终非常严格。
- 上调2011-2012年盈利预测。公司2010年完成销售额662亿元，高于我们早先的预测假设。预计2011年公司推盘量将保持适度增长。后续结算毛利率亦有望提升。上调2011-2012年预测EPS至1.49、2.12元。
- 维持增持-A评级。维持17.10元的目标价。
- 风险提示：流动性紧缩超预期。

评级：

增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格：

17.10元

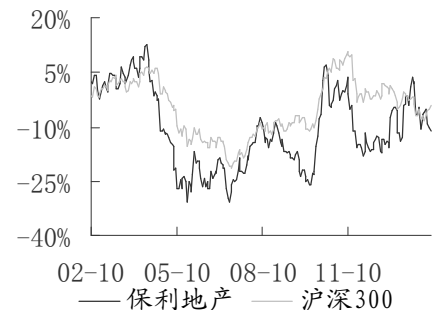
期限： 6个月 上次预测： 17.10元

现价（2011年01月31日）： 12.95元

报告日期： 2011-02-01

总市值(百万元)	59,254.50
流通市值(百万元)	58,207.55
总股本(百万股)	4,575.64
流通股本(百万股)	4,494.79
12个月最低/最高	9.98/21.67元
十大流通股(%)	55.28%
股东户数	208,285

### 12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	3.62	(0.20)	(7.17)
绝对收益	1.97	(9.18)	(11.15)

徐胜利

010-66581636  
执业证书编号

柳世庆

010-66581630  
执业证书编号

行业分析师

xusl@essence.com.cn  
S1450209090272

行业分析师

liusq@essence.com.cn  
S1450209100295

### 财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	15,519.9	22,986.6	36,000.0	52,000.0	73,000.0
Growth(%)	91.2%	48.1%	56.6%	44.4%	40.4%
净利润	2,238.9	3,519.2	4,907.5	6,805.0	9,687.5
Growth(%)	50.4%	57.2%	39.4%	38.7%	42.4%
毛利率(%)	40.8%	36.8%	34.0%	35.0%	35.0%
净利润率(%)	14.4%	15.3%	13.6%	13.1%	13.3%
每股收益(元)	0.49	0.77	1.07	1.49	2.12
每股净资产(元)	3.43	5.89	7.01	8.65	11.00
市盈率	26.5	16.8	12.1	8.7	6.1
市净率	3.8	2.2	1.8	1.5	1.2
净资产收益率(%)	19.4%	14.9%	17.1%	19.6%	21.6%
ROIC(%)	14.8%	12.0%	13.8%	10.8%	13.8%
EV/EBITDA	13.2	11.5	14.1	9.8	6.8
股息收益率	0.1%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%

### 前期研究成果

保利地产：凭经营融资实力 继续快速扩张

2010-10-26

保利地产：坚持快速发展 销售有望达标

2010-08-10

## 财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2011-2-1
财务报表						财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>利润表</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>成长性</b>					
营业收入	15,519.9	22,986.6	36,000.0	52,000.0	73,000.0	营业收入增长率	91.2%	48.1%	56.6%	44.4%	40.4%
减: 营业成本	9,188.2	14,524.1	23,760.0	33,800.0	47,450.0	营业利润增长率	86.8%	36.1%	39.8%	41.8%	40.1%
营业税费	1,546.0	2,536.4	3,240.0	5,200.0	7,300.0	净利润增长率	50.4%	57.2%	39.4%	38.7%	42.4%
销售费用	462.4	590.8	1,080.0	1,560.0	2,190.0	EBITDA 增长率	88.0%	36.1%	39.6%	44.1%	40.2%
管理费用	311.2	456.7	720.0	1,040.0	1,460.0	EBIT 增长率	88.1%	35.5%	40.7%	44.1%	40.2%
财务费用	-33.2	-66.2	-50.0	100.0	150.0	NOPLAT 增长率	88.6%	30.9%	38.3%	44.0%	40.1%
资产减值损失	304.4	-274.1	-	-	-	投资资本增长率	61.4%	20.4%	84.8%	9.2%	9.1%
加: 公允价值变动收益	-1.2	-0.2	-	-	-	净资产增长率	22.1%	72.0%	19.0%	23.3%	27.1%
投资和汇兑收益	97.1	1.6	50.0	50.0	50.0						
<b>营业利润</b>	<b>3,836.8</b>	<b>5,220.3</b>	<b>7,300.0</b>	<b>10,350.0</b>	<b>14,500.0</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	186.5	158.7	-	-	-	毛利率	40.8%	36.8%	34.0%	35.0%	35.0%
<b>利润总额</b>	<b>4,023.3</b>	<b>5,379.0</b>	<b>7,300.0</b>	<b>10,350.0</b>	<b>14,500.0</b>	营业利润率	24.7%	22.7%	20.3%	19.9%	19.9%
减: 所得税	979.6	1,371.3	1,812.5	2,575.0	3,612.5	净利率	14.4%	15.3%	13.6%	13.1%	13.3%
<b>净利润</b>	<b>2,238.9</b>	<b>3,519.2</b>	<b>4,907.5</b>	<b>6,805.0</b>	<b>9,687.5</b>	EBITDA/营业收入	24.6%	22.6%	20.2%	20.1%	20.1%
<b>资产负债表</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	EBIT/营业收入	24.5%	22.4%	20.1%	20.1%	20.1%
货币资金	5,469.8	15,227.9	17,000.0	12,500.0	16,000.0	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	0.7	-	-	-	-	固定资产周转天数	4	3	4	5	4
应收账款	575.7	937.3	855.4	964.7	1,453.1	流动营业资本周转天数	612	561	553	518	401
应收票据	-	5.0	-	-	-	流动资产周转天数	1,088	1,110	1,166	1,063	852
预付帐款	6,969.4	12,235.0	18,000.0	16,000.0	18,000.0	应收帐款周转天数	4	5	4	2	2
存货	40,195.6	60,098.9	108,838.9	133,038.9	147,588.9	存货周转天数	792	785	845	837	692
其他流动资产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	1,096	1,123	1,204	1,119	906
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	615	565	561	527	410
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	45.8	246.5	800.0	900.0	1,000.0	ROE	19.4%	14.9%	17.1%	19.6%	21.6%
投资性房地产	65.1	807.4	5,000.0	8,000.0	10,000.0	ROA	5.7%	4.5%	3.6%	4.5%	5.6%
固定资产	188.7	206.2	500.0	800.0	900.0	ROIC	14.8%	12.0%	13.8%	10.8%	13.8%
在建工程	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
无形资产	1.3	6.5	6.0	6.0	6.0	销售费用率	3.0%	2.6%	3.0%	3.0%	3.0%
其他非流动资产	120.2	60.0	59.7	59.7	59.7	管理费用率	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
<b>资产总额</b>	<b>53,632.2</b>	<b>89,830.7</b>	#####	#####	#####	财务费用率	-0.2%	-0.3%	-0.1%	0.2%	0.2%
短期债务	70.0	308.0	500.0	700.0	700.0	三费/营业收入	4.8%	4.3%	4.9%	5.2%	5.2%
应付帐款	5,587.5	5,097.9	8,000.0	6,000.0	7,000.0	<b>偿债能力</b>					
应付票据	-	0.5	-	-	-	资产负债率	70.8%	70.0%	78.8%	77.0%	74.2%
其他流动负债	9,459.6	28,992.1	57,955.4	76,010.5	85,010.4	负债权益比	242.2%	233.2%	370.6%	335.3%	287.6%
长期借款	14,048.5	20,249.8	40,000.0	38,000.0	38,000.0	流动比率	2.73	2.31	1.94	1.80	1.79
其他非流动负债	4,395.8	4,385.8	4,385.8	4,386.8	4,387.8	速动比率	0.67	0.74	0.48	0.33	0.35
<b>负债总额</b>	<b>37,959.0</b>	<b>62,869.2</b>	#####	#####	#####	利息保障倍数	-114.51	-77.89	-145.00	104.50	97.67
<b>少数股东权益</b>	<b>1,593.8</b>	<b>1,873.3</b>	<b>2,453.3</b>	<b>3,423.3</b>	<b>4,623.3</b>	<b>分红指标</b>					
股本	2,452.3	3,519.7	4,575.6	4,575.6	4,575.6	DPS(元)	0.02	0.07	0.08	0.07	0.07
留存收益	11,626.7	21,568.5	25,068.1	31,573.1	41,110.6	分红比率	3.8%	9.2%	7.2%	4.4%	3.1%
<b>股东权益</b>	<b>15,673.1</b>	<b>26,961.5</b>	<b>32,097.0</b>	<b>39,572.0</b>	<b>50,309.5</b>	股息收益率	0.1%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%
<b>现金流量表</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
净利润	3,043.7	4,007.7	4,907.5	6,805.0	9,687.5	EPS(元)	0.49	0.77	1.07	1.49	2.12
加: 折旧和摊销	24.0	51.7	10.2	12.8	16.8	BVPS(元)	3.43	5.89	7.01	8.65	11.00
资产减值准备	304.4	-274.1	-	-	-	PE(X)	26.5	16.8	12.1	8.7	6.1
公允价值变动损失	1.2	0.2	-	-	-	PB(X)	3.8	2.2	1.8	1.5	1.2
财务费用	3.4	8.9	17.8	-50.0	100.0	P/FCF	247.4	21.7	-13.9	-27.3	13.3
投资收益	-97.1	-1.6	-50.0	-50.0	-50.0	P/S	3.8	2.6	1.6	1.1	0.8
少数股东损益	804.8	488.5	580.0	970.0	1,200.0	EV/EBITDA	13.2	11.5	14.1	9.8	6.8
营运资金的变动	-10,723.1	-4,957.6	-22,575.5	-6,275.0	-7,037.5	CAGR(%)	36.7%	39.5%			
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-7,590.5</b>	<b>-1,144.8</b>	#####	<b>1,562.8</b>	<b>3,966.8</b>	PEG	0.7	0.4			
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-61.8</b>	<b>-402.9</b>	<b>-503.6</b>	<b>-151.1</b>	<b>-151.1</b>	ROIC/WACC	2.0	1.6	1.9	1.5	1.9
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>8,496.0</b>	<b>11,305.9</b>	<b>23,949.6</b>	<b>-2,700.0</b>	<b>1,550.0</b>	REP	0.8	0.9	0.7	0.9	0.6

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 分析师简介

徐胜利，房地产行业分析师，经济学硕士，十余年房地产及证券行业工作经验，07年加盟安信证券研究团队。  
柳世庆：房地产行业分析师，北京大学经济学硕士。2007年加入安信证券，先后从事宏观经济和银行业研究，并获得“新财富”2008年宏观经济第四名（小组）和2009年银行业第六名（小组）。2010年开始从事房地产行业研究。

## 分析师声明

徐胜利、柳世庆分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 销售联系人

梁涛	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李国瑞	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人		
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn		

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
邮编: 200122

### 北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
邮编: 100034