

# 保利地产：盈利较高增长可期

## 2010 年年报点评

### 报告关键点：

- “三年再造一个保利”梦想实现可以期待。2011年公司具备多项利好因素，维持较高盈利增速潜力十足。
- “做得永远比说得好”全凭实力与内功。公司实力雄厚，同时一贯注重苦练内功，追求快速周转，成本费用控制极其严格。
- 进取中兼顾适度审慎。2011年投资额增速有所控制。
- 维持增持-A评级。具备反弹潜质。

### 报告摘要：

- 2010年迅猛扩张，彰显央企实力。总资产增长70%，其中，存货增长83%；预收帐款增长73%，长期借款余额增长132%。新增项目45个，新增权益容积率面积1441万平方米，2010年末公司拥有可售资源4195万平方米。2010年签约金额662亿元，增长52.5%。2010年净利润增长40%。EPS为1.08元。分红方案拟10转增3分2.13元。
- “三年再造一个保利”梦想实现可以期待，2011年公司具备多项利好因素，维持较高盈利增速的潜力十足。2010年末预收帐款515亿元，2011年业绩锁定程度高。2011年可售面积充足：2010年新开工1000万平米，较2009年（564万平米）增长77%；可售资源主要是2009年取得的土地，而2009年拿地较多分布在城市中心位置，楼面价平均约3400元/平米（按照权益容积率面积口径计算，略有高估），地价优势明显。而2011年销售均价有望高于2010年（9612元/平米），其中包括结构性因素，毛利率上升是大概率事件。成本费用控制严格一直是公司的突出特点。不过，少数股东权益可能上升，会分享一部分利润。
- “做得永远比说得好”全凭实力与内功。公司实力雄厚，同时一贯注重苦练内功，追求快速周转，成本费用控制极其严格。雄厚实力体现在多个方面：公司品牌影响力巨大，市场占有率较高，2010年在已进入城市的市场占有率达到4.63%。每年拥有银行授信额度数百亿元。追求快速周转，拿地半年可以开工。公司注重成本控制：建筑施工由自己的建筑公司总包，对成本进行把关；销售实行双代理制，有效控制销售费用；借款主要利用银行贷款，较少利用信托融资，有利于控制融资成本。
- 进取中兼顾审慎。2011年计划房地产直接投资812亿元，较2010年（746亿元）略有增长，增速10%，反映公司进取中适当审慎的态度。
- 维持增持-A评级。维持6个月目标价17.1元（按照未摊薄口径，下同）。维持预测2011年每股收益1.49元/股，按照2月28日收盘价计算的市盈率仅8.3倍。具备反弹潜质。
- 风险提示：流动性紧张超预期。

### 财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	22,986.6	35,894.1	52,000.0	73,000.0	88,500.0
Growth(%)	48.1%	56.2%	44.9%	40.4%	21.2%
净利润	3,519.2	4,920.0	6,805.0	9,687.5	12,268.8
Growth(%)	57.2%	39.8%	38.3%	42.4%	26.6%
毛利率(%)	36.8%	34.1%	35.0%	35.0%	36.0%
净利润率(%)	15.3%	13.7%	13.1%	13.3%	13.9%
每股收益(元)	0.77	1.08	1.49	2.12	2.68
每股净资产(元)	5.89	7.00	8.62	10.93	13.93
市盈率	16.0	11.5	8.3	5.8	4.6
市净率	2.1	1.8	1.4	1.1	0.9

敬请阅读本报告正文后各项声明

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

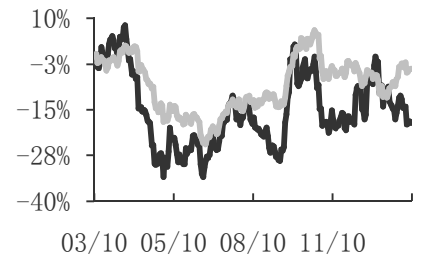
现价（2011年02月28日）： 12.37元

报告日期：

2011-03-01

总市值(百万元)	56,417.61
流通市值(百万元)	55,420.78
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
十大流通股东(%)	55.28%
股东户数	208,285

### 12个月股价表现



—— 保利地产 —— 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(8.34)	(1.15)	(14.89)
绝对收益	(4.43)	0.81	(18.70)

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  
S1450511020008  
行业分析师  
liusq@essence.com.cn  
S1450511020025

### 前期研究成果

- 保利地产：拥央企实力 兼进取与稳健风范  
2011-02-01
- 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			2011-2-27
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>利润表</b>											
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	<b>成长性</b>					
营业收入	22,986.6	35,894.1	52,000.0	73,000.0	88,500.0	营业收入增长率	48.1%	56.2%	44.9%	40.4%	21.2%
减: 营业成本	14,524.1	23,645.5	33,800.0	47,450.0	56,640.0	营业利润增长率	36.1%	42.2%	39.4%	40.1%	27.3%
营业税费	2,536.4	3,584.2	5,200.0	7,300.0	8,850.0	净利润增长率	57.2%	39.8%	38.3%	42.4%	26.6%
销售费用	590.8	802.8	1,560.0	2,190.0	2,655.0	EBITDA 增长率	36.1%	44.5%	39.2%	40.2%	27.4%
管理费用	456.7	572.5	1,040.0	1,460.0	1,770.0	EBIT 增长率	35.5%	42.1%	42.7%	40.2%	27.4%
财务费用	-66.2	-102.4	100.0	150.0	200.0	NOPLAT 增长率	30.9%	37.1%	45.3%	40.1%	27.4%
资产减值损失	-274.1	9.0	-	-	-	投资资本增长率	20.4%	70.6%	35.6%	10.7%	13.1%
加: 公允价值变动收益	-0.2	-	-	-	-	净资产增长率	72.0%	18.8%	23.2%	26.8%	27.4%
投资和汇兑收益	1.6	42.0	50.0	50.0	80.0						
<b>营业利润</b>	<b>5,220.3</b>	<b>7,424.5</b>	<b>10,350.0</b>	<b>14,500.0</b>	<b>18,465.0</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	158.7	-19.9	-	-	-	毛利率	36.8%	34.1%	35.0%	35.0%	36.0%
<b>利润总额</b>	<b>5,379.0</b>	<b>7,404.6</b>	<b>10,350.0</b>	<b>14,500.0</b>	<b>18,465.0</b>	营业利润率	22.7%	20.7%	19.9%	19.9%	20.9%
减: 所得税	1,371.3	1,899.3	2,575.0	3,612.5	4,596.3	净利润率	15.3%	13.7%	13.1%	13.3%	13.9%
<b>净利润</b>	<b>3,519.2</b>	<b>4,920.0</b>	<b>6,805.0</b>	<b>9,687.5</b>	<b>12,268.8</b>	EBITDA/营业收入	22.6%	20.9%	20.1%	20.1%	21.1%
						EBIT/营业收入	22.4%	20.4%	20.1%	20.1%	21.1%
<b>资产负债表</b>											
货币资金	2009	2010	2011E	2012E	2013E	<b>运营效率</b>					
货币资金	15,227.9	19,151.4	16,000.0	15,000.0	16,000.0	固定资产周转天数	3	3	3	3	3
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	561	527	540	467	431
应收账款	937.3	4,251.4	2,326.9	1,264.2	1,453.1	流动资产周转天数	1,110	1,179	1,094	852	733
应收票据	5.0	-	-	-	-	应收帐款周转天数	5	5	3	1	1
预付帐款	12,235.0	13,370.7	18,000.0	16,000.0	18,000.0	存货周转天数	785	852	841	682	595
存货	60,098.9	109,898.1	133,098.1	143,648.1	149,008.1	总资产周转天数	1,123	1,214	1,136	891	777
其他流动资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	565	535	549	474	438
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	14.9%	17.2%	19.7%	21.8%	21.8%
长期股权投资	246.5	937.0	800.0	900.0	1,000.0	ROA	4.5%	3.6%	4.4%	5.9%	7.1%
投资性房地产	807.4	4,239.6	5,000.0	8,000.0	10,000.0	ROIC	12.0%	13.7%	11.7%	12.1%	13.9%
固定资产	206.2	322.9	500.0	800.0	900.0	<b>费用率</b>					
在建工程	-	-	-	-	-	销售费用率	2.6%	2.2%	3.0%	3.0%	3.0%
无形资产	6.5	9.0	6.0	6.0	6.0	管理费用率	2.0%	1.6%	2.0%	2.0%	2.0%
其他非流动资产	60.0	147.9	59.7	59.7	59.7	财务费用率	-0.3%	-0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
<b>资产总额</b>	<b>89,830.7</b>	<b>109,898.1</b>	<b>133,098.1</b>	<b>143,648.1</b>	<b>149,008.1</b>	三费/营业收入	4.3%	3.5%	5.2%	5.2%	5.2%
短期债务	308.0	450.0	500.0	700.0	700.0	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	5,097.9	11,083.0	9,000.0	10,000.0	11,000.0	资产负债率	70.0%	79.0%	77.6%	73.1%	67.5%
应付票据	0.5	7.8	-	-	-	负债权益比	233.2%	375.7%	345.7%	271.1%	208.1%
其他流动负债	28,992.1	50,306.8	64,344.3	61,344.3	54,944.3	流动比率	2.31	2.13	2.07	2.16	2.42
长期借款	20,249.8	47,029.4	50,000.0	50,000.0	52,000.0	速动比率	0.74	0.53	0.44	0.40	0.46
其他非流动负债	4,385.8	4,381.6	4,381.6	4,382.6	4,382.7	利息保障倍数	-77.89	-71.49	104.50	97.67	93.33
<b>负债总额</b>	<b>62,869.2</b>	<b>81,818.2</b>	<b>99,344.3</b>	<b>101,346.9</b>	<b>106,726.7</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	1,873.3	2,311.0	3,281.0	4,481.0	6,081.0	DPS(元)	0.07	-	0.08	0.07	0.07
股本	3,519.7	4,575.6	4,575.6	4,575.6	4,575.6	分红比率	9.2%	0.0%	5.2%	3.1%	2.4%
留存收益	21,568.5	25,134.0	31,587.0	40,974.5	53,093.2	股息收益率	0.6%	0.0%	0.6%	0.5%	0.5%
<b>股东权益</b>	<b>26,961.5</b>	<b>32,020.3</b>	<b>39,443.7</b>	<b>50,031.2</b>	<b>63,749.9</b>	<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	EPS(元)	0.77	1.08	1.49	2.12	2.68
净利润	4,007.7	5,505.3	6,805.0	9,687.5	12,268.8	BVPS(元)	5.89	7.00	8.62	10.93	13.93
加: 折旧和摊销	51.7	200.2	15.9	18.5	22.5	PE(X)	16.0	11.5	8.3	5.8	4.6
资产减值准备	-274.1	9.0	-	-	-	PB(X)	2.1	1.8	1.4	1.1	0.9
公允价值变动损失	0.2	-	-	-	-	P/FCF	20.7	7.8	-4.3	51.3	36.4
财务费用	8.9	17.8	24.9	100.0	150.0	P/S	2.5	1.6	1.1	0.8	0.6
投资收益	-1.6	-42.0	-50.0	-50.0	-80.0	EV/EBITDA	11.1	12.5	10.7	7.6	6.0
少数股东损益	488.5	585.3	970.0	1,200.0	1,600.0	CAGR(%)	39.5%	36.1%			
营运资金的变动	-4,957.6	-28,046.4	-13,921.7	-9,387.5	-13,018.8	PEG	0.4	0.3			
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-1,144.8</b>	<b>-1,857.3</b>	<b>186.9</b>	<b>1,618.5</b>	<b>992.5</b>	ROIC/WACC	1.7	1.9	1.7	1.7	2.0
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-402.9</b>	<b>-1,857.3</b>	<b>186.9</b>	<b>-151.1</b>	<b>-121.1</b>	REP	0.9	0.7	0.7	0.6	0.5
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>11,305.9</b>	<b>28,132.6</b>	<b>3,684.9</b>	<b>750.0</b>	<b>2,000.0</b>						

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

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