



保利地產 (600048.SH)

A/H 股投資評等及目標價

A 股
買進
600048.SH
目標價: 17.28 RMB

H 股

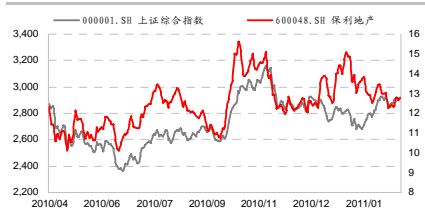
基本資料

股票信息	H股	A股
目前股價		12.78
股票代碼		600048
日成交量		481097
52周最高價/最低價		30.90/9.98
發行股數(百萬股)		4494.7917
其中: 流通股(百萬股)		4575.6374
第一大股東	保利南方集團	

最近估值走勢	1-w	1-m	3-m	YTD
600048.SH	2%	-3%	4%	-11%
000001.SH	0%	5%	2%	-4%

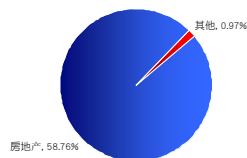
資料來源: 元富上海

股價相對大盤表現



資料來源: 元富上海

產品主結構



資料來源: 元富上海

元富上海代表處

分析師: 戴凱宇

電郵: kairain.sh@masterlink-cn.com

預收充分、11年結算均價提升促成長

- **行業景氣進入“好轉”階段:** 二月間各地紛紛針對地方實際情況頒佈細則, 政策導致的觀望情緒濃厚, 短期購買力的真空期雖然沒有帶來房價的快速調整, 但一二線城市新房銷售與二手房交易在2月驟然冷清, 部分開發商開始在3月推盤, 預計將促進市場銷售回升, 房價預期發生變化, 地產調控在部分領域取得成果, 行業進入“好轉”階段。
- **公司延續快速增長, 分紅預案豐厚:** 結轉收入和金額同比分別增長60.15%和55.31%, 銷售淨利率為15.34%, 僅下降2.1個百分點; 扣除預收賬款後的資產負債率為45.14%, 年報10轉3派2.13元分紅。
- **2011年推盤量充足, 增長前提具備:** 2010年下半年新開工高達673萬平方米, 為同期的2.27倍; 公司資金充裕將保證大型房地產項目投入的持續性; 公司2010年公司房地產投資746億元, 2011年增長8.8%; 以上三點保證2011年推盤量充足。
- **預收帳款充分、2011年結算均價提升促成長:** 2011年結算均價將超過8200元/平方米; 2010年報預收款達515.44億元, 同比增長73%, 是2010年全年結算收入的1.48倍, 預計2011年營收同比增長39%。
- **評價及投資建議:** 由於政策導致的投資者悲觀預期, “股價/每股預收款”的倍數竟低至1.1倍左右, 按照目前價格購買公司股票, 即等於持有一家市銷率接近1但銷售淨利率卻高達15%的企業, 長期價值低估十分明顯。元富上調2011年EPS至1.44元, 目標價上調至17.28元, 投資評級“買進”。

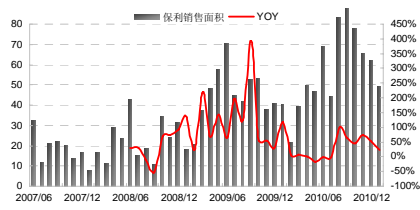
主要財務分析

	百萬元				
	2007	2008	2009	2010	2011(F)
主營業務收入	8,115.23	15,519.90	22,986.61	35,894.12	50,030.00
年增率(%)	211.78%	91.24%	48.11%	56.15%	39.38%
主營業務利潤	1,845.35	3,740.87	5,218.86	7,382.46	9,942.00
年增率(%)	253.29%	102.72%	39.51%	41.46%	34.67%
淨利潤	1,489.09	2,238.86	3,519.16	4,919.98	6,592.85
年增率(%)	232.08%	50.35%	57.19%	39.81%	34.00%
每股收益	1.21	0.91	1.00	1.08	1.44
市盈率(倍)	49.86	15.82	21.13	11.89	8.87
市淨率(倍)	6.19	2.25	2.92	1.79	1.50
股價/經營現金	21.66	44.05	8.15	(23.64)	20.40
ROA(%)	3.98%	5.68%	4.46%	6.12%	7.45%
ROE(%)	12.69%	19.42%	14.86%	16.88%	18.69%
現金股利率	0.92%	4.57%	2.24%	3.91%	4.30%

資料來源: 元富上海

公司延續快速增長，分紅預案豐厚

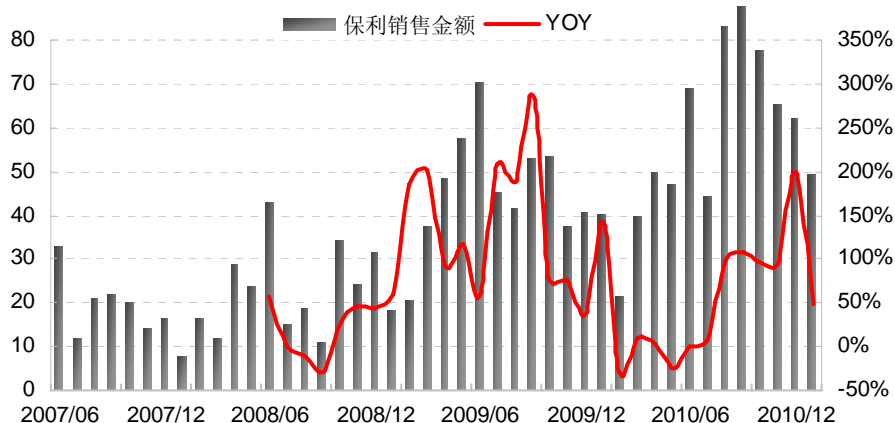
保利月銷售面積



資料來源：元富上海

2010年公司實現營業收入358.94億元，同比增長56.16%；淨利潤49.19億元，同比增長39.80%，加權股本攤薄EPS 1.08元。在2009、2010年合計銷售面積1212.42萬平方米的銷售成績下，公司2010年結算面積440.17萬平方米，結算收入347.01億元，同比分別增長60.15%和55.31%，再次保持了較快的增長速度。同時公司盈利能力依然保持較高水準，由於土地價格、建安成本上升迅速，2010年公司毛利率水準為34.12%，略下降2.7個百分點，但隨著銷售規模的擴大，總體費用率為3.55%呈現比較明顯的下降趨勢，由於費用控制較好，銷售淨利率為15.34%，僅下降2.1個百分點。扣除預收賬款後的資產負債率為45.14%，遠遠好於2008年金融危機時52.5%的水準；2010年長期借款增加267.5億元，達470.3億元，由於以前的長期貸款可能存在利率折扣，而目前利率不斷上升的情況下銀行更傾向於短期貸款，而2011年信貸額度的緊張，房地產企業進一步獲取貸款的難度更大，因此2010年長期貸款的增長有利於公司大型項目拓展，使得資金調配更加自如。整體上，公司年報體現出健康、快速的發展特徵，並附帶10轉3派2.13元的優厚分紅。

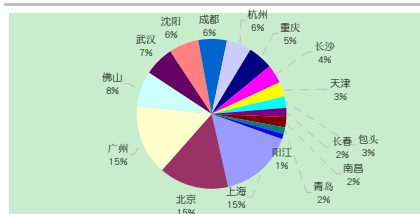
保利地產月度銷售金額



資料來源：元富上海

銷售繼續支持公司業績快速增長

保利營收分佈



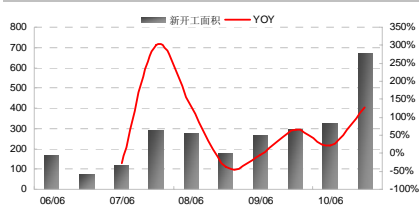
資料來源：元富上海

2010年全年銷售面積688.39萬平方米，簽約金額661.68億元，同比分別增長30.7%和52.5%，銷售均價9612元/平方米，同比增長16.7%。2010年公司收入來自17個城市更趨均衡，2009年公司僅廣州銷售收入超50億元，而2010年上海、北京地區開始超越，三地占總營業收入比均超過15%；遼寧、佛山、武漢、成都和浙江5個地區2009年平均銷售收入為10.4億元，2010年均超過20億元；目前省會城市限購令對公司的區域覆蓋面很廣，目前保利銷售的17個城市中，除陽江不在政策限制範圍之列，瀋陽二環線以內限購、成都主城區限購、佛山是否限購尚未明確，主要直轄市、計畫單列市和省會城市都直接受中央政策影響，但元富認為限購不一定會造成普通住宅地產供應商的銷售下滑。以上海為例，近期普通住宅推盤銷售過程中客戶積累的數量較以往出現非常明顯的下滑，辦卡客戶與推盤量之比從以往的2:1下降到1:2，但銷售仍然保持50%-60%



新開工增長以及資金充裕保證2011年推盤量充足，增長前提具備

保利新開工面積



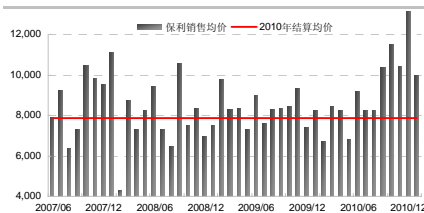
資料來源：元富上海

的去化率，這就說明剛性需求對市場的支撐作用仍不可小視。一線城市只要房價回落幅度不足以能夠影響消費者不同環間跨越選擇的情況，超大型的房地產企業受到政策的衝擊都是比較有限的。

2011年銷售額下滑是市場最為擔心的，在房價已被行政限制的背景下，企業的增长動力主要來自於銷量的增長，而銷售增長需要供給與需求的雙向擴容。在2011年推盤量方面，保利地產能夠滿足快速增長條件。2010年公司新開工面積達1,000萬平方米，大幅增長77.3%；其中上半年新開工面積僅327萬平方米，下半年新開工高達673萬平方米，是2009年下半年新開工面積的2.27倍。2010年下半年成倍增長的新開工將成為2011年推盤量達到800萬平方米以上的重要保證。此外，公司資金的相對充裕也將保證大型房地產項目投入的持續性，截至2010年底公司貨幣資金合計190億元，帳面現金/資產總額比率為12.57%，較2009年報16.95%下降明顯，但仍顯著高於公司2008年水準；一年期到期負債68.83億元，僅2011年1月銷售額即達49.3億元，雖然2010年公司銷售金額達661億元，但實際現金流入為571億元，隨著房貸手續的完成公司將陸續收到2010年銷售的90億尾款，因此2011年公司財務狀況依然比較穩健。目前公司沒有披露2011年的新開工計畫，但從公司董事會決議2011年房地產投資計畫總額為812億元可以看出，公司2011年新開工面積仍小幅增長（公司2010年房地產投資746億元，2011年增長8.8%）。2011年公司謹慎觀測並繼續順應市場調整變化，貫徹“搶銷售、搶資金、搶進度”的經營策略，通過擴大銷售量實現業績的穩步增長。

預收帳款充分、2011年結算均價提升促成長

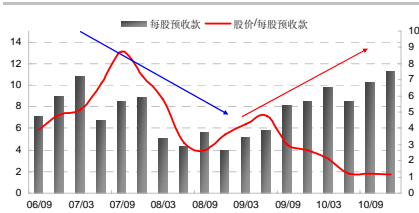
預收款增速



資料來源：元富上海

2011年業績仍有比較大的成長空間：1. 2010年全年銷售面積688.39萬平方米，簽約金額661.68億元，銷售均價9,612元/平方米，同比增長16.7%，而2010年的結算均價僅為7,886元/平方米，預計2011年結算均價將超過2009年底銷售均價8,200元/平方米。2. 2010年報公司預收款達515.44億元，同比2009年增長73%，是2010年全年結算收入的1.48倍。2010年結算金額基本與2009年末公司已售未結金額相當，元富預計2011年公司能夠保證500億以上的結算收入，營收同比增速39%。

股價/每股預收款



資料來源：元富上海

公司營收增長的同時，長期累積價值的體現也開始逐漸明朗。2007年以前，公司每股預收款呈現穩步上升的態勢，此階段“銷售>結算”，企業價值處於累積過程中，而由於投資者的樂觀情緒，“股價/每股預收款”的倍數最高至8倍，2007-2008年之間“結算>銷售”企業價值處於輸出階段，“股價/每股預收款”倍數下降最低至3倍。2009年至今，企業經歷了兩年的“銷售>結算”的企業價值累計階段，但由於政策導致的投資者悲觀預期，“股價/每股預收款”的倍數竟低至1.1倍左右，按照目前價格購買公司股票，即等於持有一家市銷率接近1但銷售淨利率卻高達15%的企業，長期價值低估十分明顯。元富上調2011年EPS至1.44元，目標價上調至17.28元，投資評級“買進”。



損益表

百萬元

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11F	2Q11F	3Q11F	4Q11F	2008	2009	2010	2011(F)
營業收入	4,055	7,190	6,042	18,607	5,160	10,370	8,400	26,100	15,520	22,987	35,894	50,030
營業成本	2,641	4,725	4,316	11,964	3,400	6,800	5,650	17,500	9,188	14,524	23,645	33,350
營業毛利	1,414	2,465	1,726	6,643	1,760	3,570	2,750	8,600	6,332	8,463	12,249	16,680
營業費用	600	885	787	2,594	710	1,347	1,301	3,380	2,591	3,244	4,866	6,738
營業利潤	814	1,580	940	4,049	1,050	2,223	1,449	5,220	3,741	5,219	7,382	9,942
營業外收入	5	56	7	4	3	5	6	11	293	196	72	25
營業外支出	12	10	21	7	10	11	20	8	10	36	50	49
利潤總額	807	1,626	926	4,046	1,043	2,217	1,435	5,223	4,023	5,379	7,405	9,918
所得稅	234	375	260	1,030	270	560	420	1,400	980	1,371	1,899	2,650
少數股東損益	25	172	2	387	35	200	40	400	805	489	585	675
歸屬母公司淨利潤	548	1,079	663	2,629	738	1,457	975	3,423	2,239	3,519	4,920	6,593
每股收益	0.16	0.24	0.14	0.57	0.16	0.32	0.21	0.75	0.91	1.00	1.08	1.44
QoQ/YoY(%)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11F	2Q11F	3Q11F	4Q11F	2008	2,009	2,010	2011(F)
營業收入	(64.85)	77.31	(15.96)	207.96	(72.27)	100.97	(19.00)	210.71	91.24	48.11	56.15	39.38
營業利潤	(70.50)	93.98	(40.51)	330.87	(74.07)	111.71	(34.82)	260.25	102.72	39.51	41.46	34.67
利潤總額	(70.79)	101.56	(43.07)	337.11	(74.22)	112.56	(35.27)	263.96	67.42	33.70	37.66	33.94
歸屬母公司淨利潤	(68.36)	96.88	(38.52)	296.29	(71.93)	97.43	(33.08)	251.06	50.35	57.19	39.81	34.00
各項比率	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11F	2Q11F	3Q11F	4Q11F	2008	2,009	2,010	2011(F)
毛利率	34.88	34.28	28.57	35.70	34.11	34.43	32.74	32.95	40.80	36.82	34.12	33.34
營業利潤率	20.08	21.97	15.55	21.76	20.35	21.44	17.25	20.00	24.10	22.70	20.57	19.87
總利潤率	19.90	22.62	15.32	21.74	20.21	21.38	17.08	20.01	25.92	23.40	20.63	19.82
歸屬母公司淨利率	13.52	15.01	10.98	14.13	14.30	14.05	11.61	13.11	14.43	15.31	13.71	13.18

資料來源：元富上海

資產負債表

百萬元

Year-end Dec. 31	2008	2009	2010	2011(F)
貨幣資產	5,470	15,228	12,754	15,621
短期投資	1	0	0	0
應收帳款	206	472	449	589
存貨	40,196	60,099	69,546	74,111
其他流動資產	7,340	12,705	6,696	6,750
流動資產	53,211	88,504	89,445	97,071
長期投資	46	246	256	267
固定資產	189	206	205	198
其他資產	187	874	12	13
總資產	53,632	89,831	89,919	97,549
短期借款	70	308	100	0
應付帳款	2,414	2,722	5,911	8,134
其他流動負債	17,030	35,204	32,026	36,501
流動負債	19,515	38,234	38,037	44,635
長期負債	14,048	20,250	14,909	9,659
其他長期負債	4,396	4,386	4,357	4,372
總負債	37,959	62,869	57,303	58,666
普通股股本	2,452	3,520	4,576	4,576
資本公積金	6,800	14,282	14,282	14,282
累計留存收益	4,827	7,286	11,299	16,892
少數股權	1,594	1,873	2,459	3,134
股東權益	15,673	26,962	32,616	38,884

資料來源：元富上海

現金流量表

百萬元

Year-end Dec. 31	2008	2009	2010	2011(F)
淨利潤	3,045	4,008	5,505	7,268
折舊與攤銷	24	52	20	25
投資收入	(97)	(2)	(42)	(0)
營運資金變化	(10,872)	(5,054)	(6,284)	(2,526)
其他	268	(233)	39	15
來自營運之現金流量	(7,633)	(1,229)	(761)	4,782
資本支出	24	38	19	18
長投增減	0	2	0	0
其他	(38)	(367)	3	3
來自投資之現金流量	(62)	(403)	(16)	(15)
自由現金流量	(7,694)	(1,632)	(778)	4,767
借款增(減)	10,180	13,094	(789)	(900)
現金股利支出	1,615	1,766	907	1,000
其他	69	22	0	0
來自融資之現金流量	8,496	11,306	(1,696)	(1,900)
匯率調整	0	(0)	0	0
本期產生之現金流量	802	9,674	(2,474)	2,867
Ratio Analysis				
Year-end Dec. 31	2008	2009(F)	2010(F)	2011(F)
ROA(%)	5.68%	4.46%	6.12%	7.45%
ROE(%)	19.42%	14.86%	16.88%	18.69%
ROCE(%)	18.45%	16.86%	28.25%	51.06%

公司評級

定義

產業評級

定義

免責宣言

強力買進	預計公司股價在未來六個月內漲幅大於 50%	正向	行業將超越行業指數表現 20%以上	本報告僅供元富投顧內部同仁及客戶參考，所載資料乃秉持誠信原則所提供，並取自相信為可靠及準確之資料來源。未經元富證券(香港)上海代表處事先書面明文批准，不得更改或以任何方式傳送、複印或派發此報告的材料、內容或其複印本予任何其他人。本公司已力求本刊內容之正確，惟性屬研究僅供參考，本公司不負任何法律責任；使用本資訊，投資人宜審慎考量投資風險。
買進	預計公司股價在未來六個月內漲幅達 15-50%	中性	行業符合行業指數	
持有	預計公司股價在未來六個月內漲幅正負 15%內	負向	行業將低於行業指數表現達 20%以上	
賣出	預計公司股價在未來六個月內跌幅大於 15%			