

房地产开发Ⅲ

李少明 首席分析师

010-66276931

lishaoming@cjis.cn

万丽

010-66276963

Wanli1@cjis.cn

6-12个月目标价： 25.90元

当前股价： 19.99元

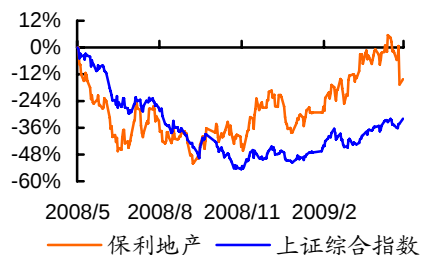
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2559.91
总股本(百万)	3188
流通股本(百万)	1627
流通市值(亿)	325
EPS (TTM)	0.72
每股净资产(元)	4.92
资产负债率	70.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
保利地产	13.12	52.89	101.93
上证综合指数	5.79	21.45	49.99



相关报告

《保利地产-经营业绩稳步攀升，地产长城再领风骚》2009-4-24
《保利地产-3月销售持续保持同比环比大幅增长态势》2009-4-7
《保利地产-2月价升量增，成交量同比环比大幅增长》2009-3-9

保利地产

600048

强烈推荐

4月销售大幅增长，土地成本和融资优势再次领跑市场

公司公布了09年4月的销售数据。公司实现签约面积48.40万平方米，实现签约金额40.31亿元。2009年1-4月公司实现签约面积124.73万平方米，同比增长182.15%；实现签约金额105.16亿元，同比增长212.80%。

投资要点：

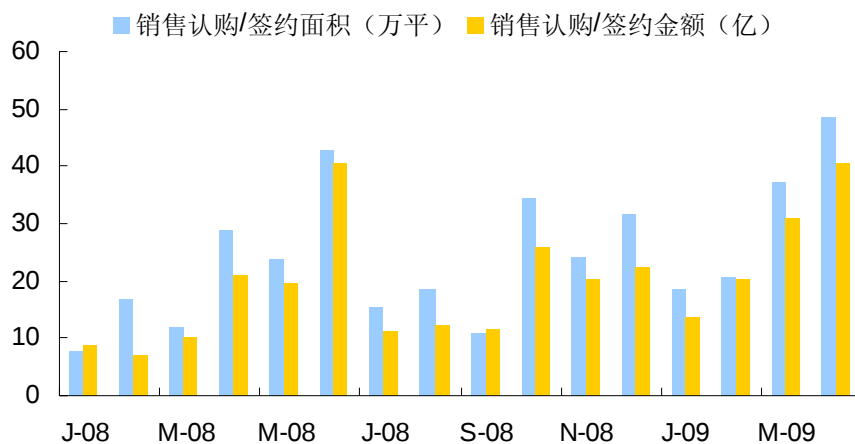
- 4月保利销售面积、销售金额环比分别增长48.4%和30%，销售均价8329元/平米，环比上涨1%，较09年1月份上升10.7%，但与08年最低月份均价6463元/平米相比高出29%。3月，保利销售面积、销售金额同比分别增长78%、195%，销售均价增长65%。1-4月，保利累计销售面积和销售金额分别增长182.15%和212.8%，销售均价8431元/平米，同比增长11%。
- 公司结算资源丰富，具备持续高增长的坚实基础。08年新增储备594万平，底价获得，均价1121元/平米，有效降低了公司土地成本，全部土地成本约2000元/平米。08年底可结算资源1828万方，中心城市占89%。在建面积996万方，在建拟建项目68个，08年剩余未结收入139亿元为09年持续高增长奠定了基础。公司在楼市、土地市场复苏背景下再次获得了先发优势，若近期增发成功将又一次领跑市场。09、10年EPS1.04、1.51元，6-12月目标25.9元，维持强烈推荐。
- 我们维持09年1季度行业见底，09年持续出清库存，行业数据趋势向好的判断。主要城市楼市成交面积1-4月同比环比持续增长，楼市回暖符合预期，绝大多数城市进入复苏并向周边城市扩善。若5月份持续增长，市场对楼市的消费预期可望逆转；预计6-7月份成交量环比小幅下降，8月之后逐步回升，全年全国成交量同比增长17.6%；房地产资金来源增速08年10月已见底，投资增速09年1季度见底，行业见底；预计09年房地产投资增速为20%；5-7月全国不会出现房价普涨现象，下半年房价将回稳，行业数据趋势向好；09年底库存将回落到较合理水平（施工销售比3.2）；2010年供应量放缓，行业增长更趋明朗。
- 维持对2季度板块仍有超额收益“看好”评级。板块机会集中于4类公司：快速开发型公司；资源型公司，在行业转好下业绩有望快速释放；布局土地稀缺区域型公司；注资型公司，存在被母公司或地方政府注资。

主要财务指标

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	15520	18624	24211	31474
同比(%)	91%	20%	30%	30%
归属母公司净利润(百万元)	2239	3304	4780	6592
同比(%)	87%	20%	43%	37%
毛利率(%)	40.8%	39.0%	42.0%	45.0%
ROE(%)	19.4%	18.8%	20.9%	21.8%
每股收益(元)	0.91	1.04	1.50	2.07
P/E	20.94	17.51	12.24	8.96
P/B	4.07	3.30	2.55	1.96
EV/EBITDA	22	18	13	9

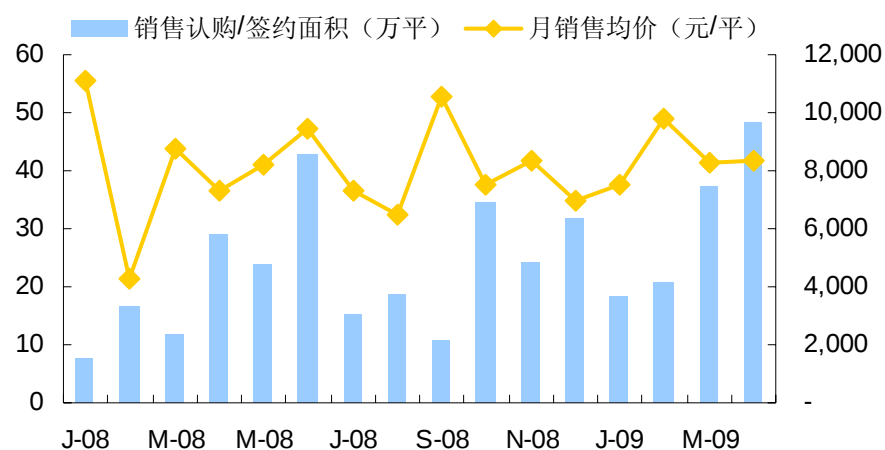
资料来源：中投证券研究所

图 1: 保利地产单月销售面积与销售金额



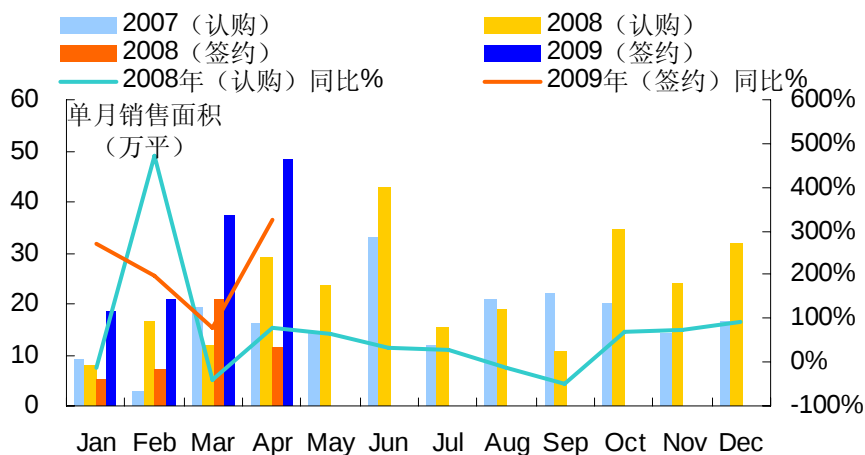
数据来源: 上市公司, 中投证券研究所

图 2: 保利地产单月销售面积与销售均价



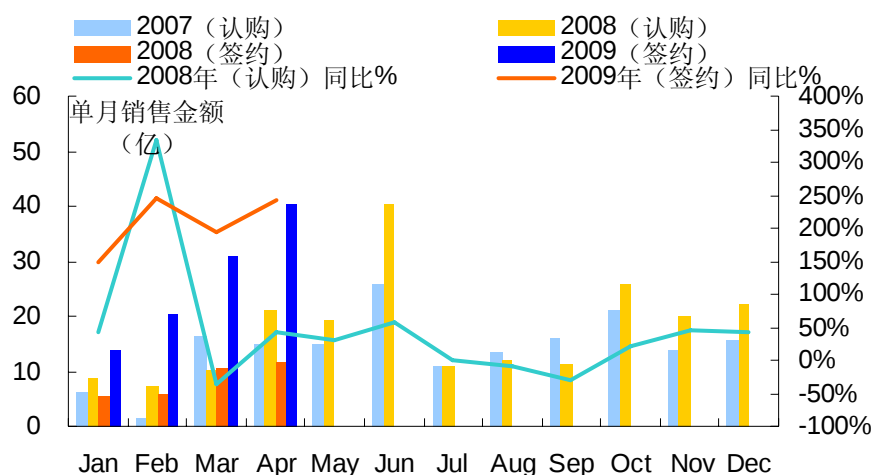
数据来源: 上市公司, 中投证券研究所

图 2: 保利地产单月销售面积各年同期比较



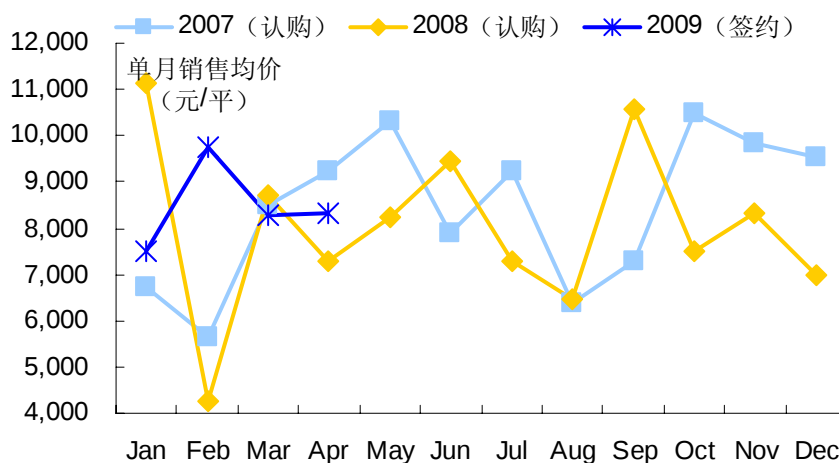
数据来源: 上市公司, 中投证券研究所

图 3: 保利地产单月销售金额各年同期比较



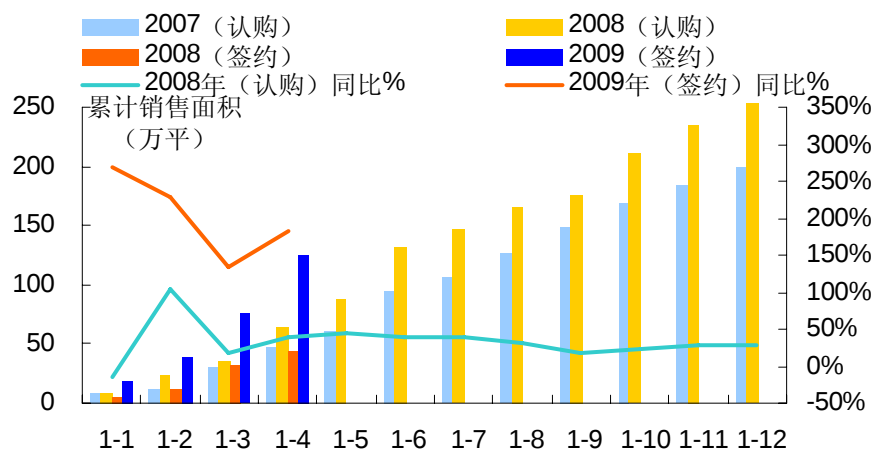
数据来源: 上市公司, 中投证券研究所

图 4: 保利地产单月销售均价各年同期比较



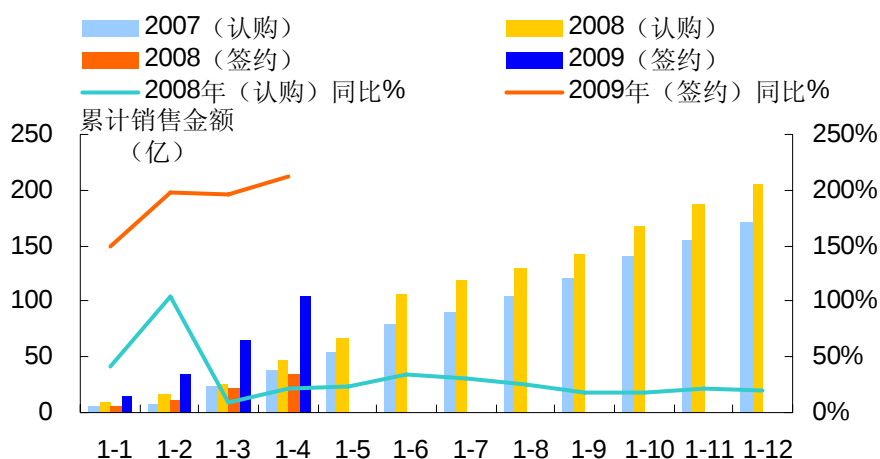
数据来源: 上市公司, 中投证券研究所

图 5: 保利地产累计销售面积各年同期比较



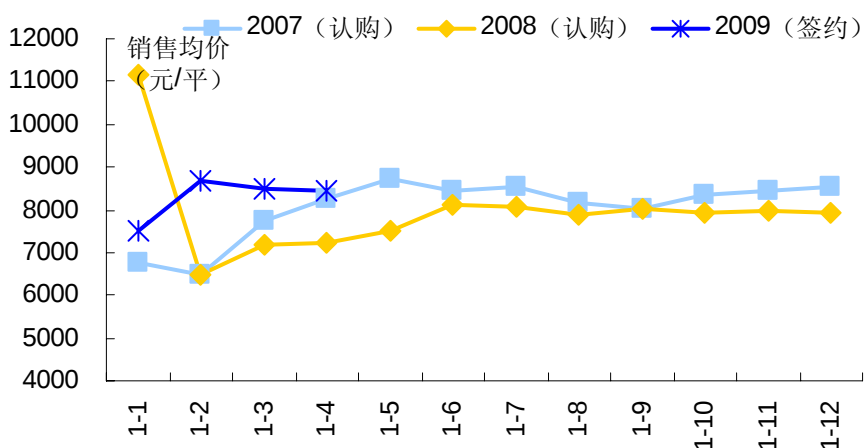
数据来源: 上市公司, 中投证券研究所

图 6: 保利地产累计销售金额各年同期比较



数据来源：上市公司，中投证券研究所

图 7: 保利地产销售均价各年同期比较



数据来源：上市公司，中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	53211	60679	71364	85807
现金	5470	9038	9816	11093
应收账款	206	299	366	485
其它应收款	370	448	581	756
预付账款	6969	10593	12279	15472
存货	40196	40300	48321	58001
其他	1	1	1	1
非流动资产	421	1302	3323	5304
长期投资	46	28	37	33
固定资产	189	193	194	193
无形资产	1	1	1	2
其他	185	1080	3091	5076
资产总计	53632	61982	74687	91111
流动负债	19515	26356	32357	41681
短期借款	70	0	0	2097
应付账款	9799	16761	21790	28327
其他	9646	9594	10567	11257
非流动负债	18444	16302	17373	16837
长期借款	14048	14048	14048	14048
其他	4396	2253	3325	2789
负债合计	37959	42657	49730	58518
少数股东权益	1594	1929	2356	2878
股本	2452	3188	3188	3188
资本公积	6800	6800	6800	6800
留存收益	4827	7407	12613	19727
归属母公司股东权益	14079	17395	22601	29715
负债和股东权益	53632	61982	74687	91111

现金流量表				
单位: 百				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	-7590	7798	1053	1790
净利润	2239	3304	4780	6592
折旧摊销	24	26	28	30
财务费用	-33	-17	-68	-42
投资损失	-97	-169	-158	-141
营运资金变动	-10839	4060	-4464	-5752
其它	1116	594	936	1103
投资活动现金流	-7590	-779	-1880	-1884
资本支出	24	24	24	24
长期投资	-6	917	2009	1996
其他	-7573	163	153	136
筹资活动现金流	8496	-3451	1605	1370
短期借款	-548	-70	0	2097
长期借款	5010	0	0	0
普通股增加	1226	736	0	0
资本公积增加	-1225	0	0	0
其他	4033	-4117	1605	-727
现金净增加额	844	3568	778	1276

利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	15520	18624	24211	31474
营业成本	9188	11361	14042	17311
营业税金及附加	1546	1862	2421	3462
营业费用	462	559	721	938
管理费用	311	372	484	629
财务费用	-33	-17	-68	-42
资产减值损失	304	108	140	184
公允价值变动收益	-1	-0	-0	-0
投资净收益	97	169	158	141
营业利润	3837	4548	6627	9132
营业外收入	197	250	232	238
营业外支出	10	9	10	9
利润总额	4023	4789	6850	9361
所得税	980	1149	1644	2247
净利润	2239	3304	4780	6592
少数股东损益	805	335	426	522
归属母公司净利润	2239	3304	4780	6592
EBITDA	3828	4557	6588	9121
EPS (元)	0.91	1.04	1.50	2.07

主要财务比率				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	91.2%	20.0%	30.0%	30.0%
营业利润	86.8%	18.5%	45.7%	37.8%
归属于母公司净利润	86.9%	19.6%	43.0%	36.7%
获利能力				
毛利率	40.8%	39.0%	42.0%	45.0%
净利率	19.6%	19.5%	21.5%	22.6%
ROE	19.4%	18.8%	20.9%	21.8%
ROIC	11.6%	15.7%	19.7%	23.3%
偿债能力				
资产负债率	70.8%	68.8%	66.6%	64.2%
净负债比率				
流动比率	2.73	2.30	2.21	2.06
速动比率	0.65	0.77	0.70	0.66
营运能力				
总资产周转率	0.33	0.32	0.35	0.38
应收账款周转率	77	70	69	70
应付账款周转率	5.21	4.33	4.39	4.36
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.95	1.14	1.63	2.23
每股经营现金流(最新摊薄)	-2.38	2.45	0.33	0.56
每股净资产(最新摊薄)	4.92	6.06	7.83	10.22
估值比率				
P/E	20.94	17.51	12.24	8.96
P/B	4.07	3.30	2.55	1.96
EV/EBITDA	22	18	13	9

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

分析师简介

李少明: 中投证券房地产行业首席分析师, 工商管理硕士, 12 年证券研究从业经验。

万 丽: 中投证券房地产行业研究员, 中国人民银行研究生部金融学硕士, 2008 年 4 月加入公司。

主要覆盖公司: 万科、保利地产、招商地产、泛海建设、金融街、华发股份、苏宁环球、世茂股份、中华企业、冠城大通、香江控股、广宇发展、沙河地产、首开股份

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。未经中投证券事先书面同意, 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	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	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