

市场有风险，投资需谨慎。

公司年报点评

保利地产 (600048)

推荐 (下调)

盛宴之后无近忧，略存远虑

2010年02月04日

研究员：蔡大贵

联系人：李晓东

0755-22625083

lixiaodong885@pingan.com.cn

事项

公司今日公布09年年报：

公司全年实现营业收入229.87亿元，同比增长48.11%；

实现归属于母公司所有者的净利润35.19亿元，同比增长57.19%；

期末全面摊薄每股收益1.00元；全面摊薄净资产收益率为14.03%，同比减少1.87个百分点。公司利润分配方案为10送3、并派发现金红利1.0元（含税）。

主要观点

1. 09年业绩、签约面积、签约金额大幅度提升

- 公司子公司保利北京向盘古氏投资公司收取的违约金及其他事项，产生非经常性净收益为1.05亿元，扣除非经常性损益后的公司净利润为34.14亿元，同比增长33.2%。
- 盈利能力上，受08年市场低迷影响公司09年销售毛利率同比降低3.98个百分点；主营利润率同比减少5.06个百分点；
- 公司销售净利率15.3%，比08年同期提高0.9个百分点。主要系本期转回08年计提的存货减值准备2.93亿元所致；
- 公司今年营业收入来源于全国13个城市，收入的地区分布更加均衡；

图表1 公司地产业务营业收入的地区构成

序号	城市	结算金额(亿元)	比例	结算面积(万平方米)	比例
1	广州	57.88	25.9%	44.75	16.3%
2	北京	40.16	18.0%	25.96	9.4%
3	上海	30.02	13.4%	33.27	12.1%
4	佛山	18.42	8.2%	23.62	8.6%
5	沈阳	15.05	6.7%	34.62	12.6%
6	长春	12.04	5.4%	25.58	9.3%
7	武汉	10.56	4.7%	16.63	6.0%
8	重庆	8.37	3.7%	13.03	4.7%
9	成都	7.77	3.5%	13.07	4.8%
10	长沙	7.33	3.3%	14.71	5.4%
11	南昌	5.45	2.4%	6.00	2.2%
12	天津	5.22	2.3%	8.68	3.2%
13	包头	5.16	2.3%	14.94	5.4%
	合计	223.43	100.0%	274.85	100.0%

资料来源：公司年报、平安证券整理

- 公司09年销售面积和销售金额均实现大幅提升

公司很好的把握了09年房地产市场的发展形势，在诸多公司08年纷纷下调开工量的情况

公司点评

<http://stock.pingan.com>

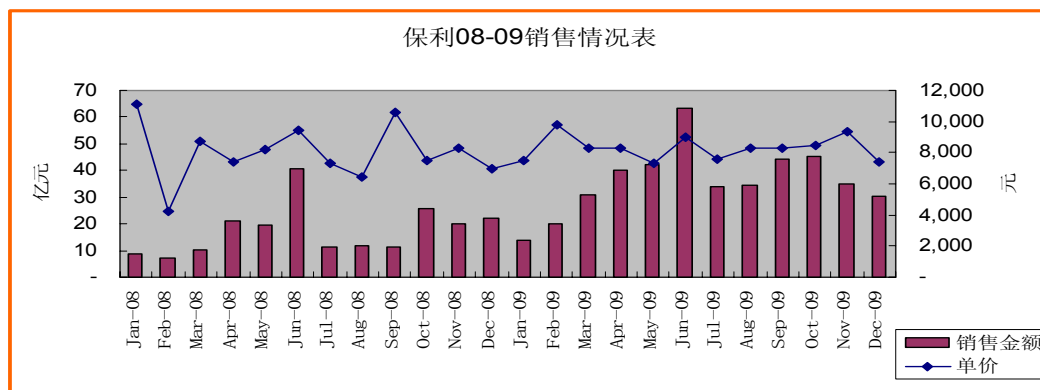
1/2

下，坚持原计划开发规模，保证了09年充足的产品供给，分享了09年价量齐升的市场盛宴；

09年实现签约面积526.69万平方米，同比增长131.08%；

09年实现签约金额433.81亿元，同比增长141.38%；

图表2 公司08-09年销售情况表

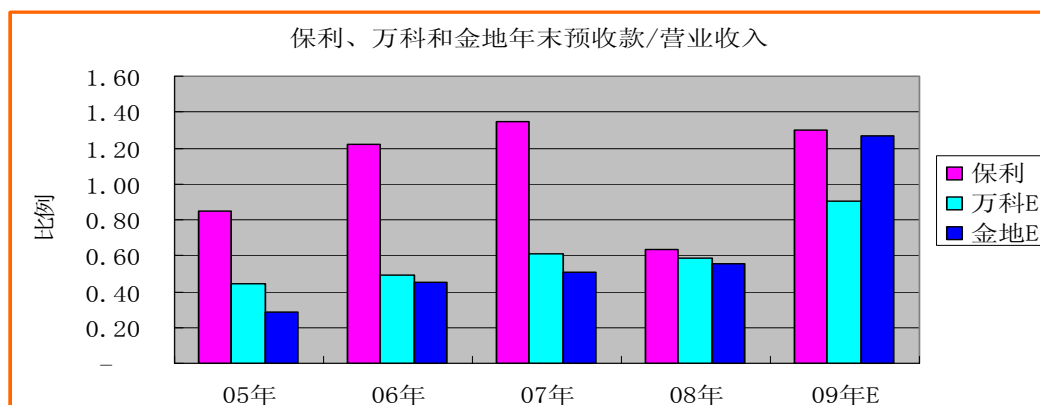


资料来源：公司公告、平安证券整理

2. 09年已售未结算资源丰富，10年业绩锁定性好

截至2010年末，公司共有已售未结的项目资源298.30亿元，用09年末预收款/09年营业收入=1.3，结合公司、万科、金地以往年度的业绩锁定系数比较发现，公司09年系数较高，年末298.30亿元的可结算资源为10年业绩平稳增长奠定了坚实基础。

图表3 公司及万科、保利05-09年业绩锁定系数比较表



资料来源：公司年报、平安证券整理

3. 09年获得项目平均楼面地价3437元，比目前项目资源中08年及以前年度剩余的平均楼面地价增长93%，未来成本压力较大

公司在09年共获取了建筑面积1229万平方米的项目储备，09年平均的楼面地价为3437元/㎡；

08年及以前项目的平均楼面地价为1777元/㎡，09年获取项目楼面地价比08年及以前年度项目平均楼面地价增长93%；

数据显示公司09年在获取项目资源方面较为激进；在未来房地产市场价格趋稳的形势

下，高成本的项目在10年以后会逐步实现销售，将对11年的销售毛利率形成较大压力，公司的毛利率在11年开始可能会出现较为明显的拐点，建议投资者关注高成本项目对公司未来盈利可能产生的影响。

图表4 公司09年拿地情况表 （单位：万平方米、亿元、元/平方米）

09年获取项目的基本情况						09年获取项目成本与以前年度对比		
序号	城市	占地面积	规划总建筑面积	土地金额	单位地价	09年获取项目的楼面地价	08年及以前项目楼面地价	09年比以前楼面地价增长
1	广州	94.48	227.67	79.43	8,408	3,489	3,268	7%
2	阳江市	162.39	66.54	7.30	450	1,097	#DIV/0!	N/A
3	佛山	59.55	187.81	65.11	10,933	3,466	1,522	128%
4	长沙	8.03	48.16	12.44	15,498	2,583	675	283%
5	武汉	9.32	26.09	7.00	7,511	2,683	762	252%
6	北京	37.19	66.98	50.70	13,633	7,569	2,751	175%
7	天津	20.74	58.22	20.41	9,839	3,505	1,043	236%
8	沈阳	46.18	97.16	7.97	1,726	820	818	0%
9	长春	38.26	78.85	9.35	2,443	1,185	774	53%
10	包头	-	-	-	#DIV/0!	#DIV/0!	956	N/A
11	青岛	4.84	15.40	2.80	5,781	1,818	1,986	-8%
12	上海	21.78	29.78	47.29	21,711	15,878	3,580	344%
13	杭州	7.31	16.90	21.77	29,777	12,880	2,688	379%
14	南京	23.49	31.05	23.75	10,111	7,649	#DIV/0!	N/A
15	南昌	-	-	-	#DIV/0!	#DIV/0!	1,813	N/A
16	重庆	21.95	91.52	23.86	10,872	2,607	1,658	57%
17	成都	61.64	187.02	43.24	7,016	2,312	487	375%
合计		617.13	1,229.16	422.41	6,845	3,437	1,777	93%

资料来源：公司公告、平安证券整理

4. 调整至“推荐”评级

预计公司2010、2011年业绩为1.23元和1.25元，对应PE分别为16.2倍和15.9倍。

鉴于目前尚不明朗的宏观形势和公司本身的情况，下调公司评级至推荐

公司财务报表预测和指标

单位: 百万

资产负债表

利润表

会计年度	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	会计年度	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
流动资产	40,622	53,211	88,504	121,519	127,395	营业收入	8,115	15,520	22,987	34,110	54,453
货币资金	4,626	5,470	15,228	26,256	31,009	营业成本	4,991	9,188	14,524	20,914	38,013
应收账款	175	206	472	472	472	营业税金及附加	839	1,546	2,536	3,335	4,341
预付帐款	7,735	7,340	12,705	13,976	15,373	主营业务利润	2,285	4,786	5,926	9,861	12,099
存货	28,084	40,196	60,099	80,815	80,541	营业费用	256	462	591	989	1,534
其他流动资产	2	1	-	-	-	管理费用	208	311	457	746	1,121
非流动资产	273	421	1,327	681	830	财务费用	(32)	(33)	(66)	(102)	(145)
长期股权投资	11	46	246	320	417	投资收益及其他	201	(209)	276	-	61
固定资产	141	189	206	268	349	营业利润	2,054	3,837	5,220	8,228	9,650
投资性房地产	66	65	807	-	-	营业外收入	356	197	195	-	-
其他	55	121	67	92	65	营业外支出	7	10	36	-	-
资产总计	40,895	53,632	89,831	122,200	128,226	利润总额	2,403	4,023	5,379	8,228	9,650
流动负债	18,910	19,515	38,234	59,497	57,232	所得税	775	980	1,371	2,064	2,432
短期借款	618	70	308	958	1,708	净利润	1,628	3,044	4,008	6,164	7,218
应付账款	1,113	2,414	2,722	4,082	6,124	少数股东损益	139	805	489	1,845	2,820
预收款项	10,940	9,799	29,830	52,609	47,386	归属母公司净利润	1,489	2,239	3,519	4,319	4,398
其他	6,239	7,232	5,374	1,848	2,015	EPS(元)	0.42	0.64	1.00	1.23	1.25
长期负债	9,150	18,444	24,636	30,486	32,974	重要财务指标					
长期借款	9,038	14,048	20,250	26,100	32,850	营业收入	8,115	15,520	22,987	34,110	54,453
应付债券	-	4,252.65	4,261.88	4,261.88	-	同比(%)	101.31	91.24	48.11	48.39	59.64
其他	112	143	124	124	124	归属母公司净利润	1,489	2,239	3,519	4,319	4,398
负债合计	28,060	37,959	62,869	89,983	90,206	同比(%)	121.77	50.35	57.19	22.71	1.84
少数股东权益	909	1,594	1,873	2,810	4,215	毛利率(%)	38.50%	40.80%	36.82%	38.69%	30.19%
股本	1,226	2,452	3,520	3,520	3,520	主营利润率(%)	28.15%	30.84%	25.78%	28.91%	22.22%
留存收益	10,699	11,627	21,569	25,887	30,285	净利率(%)	18.35	14.43	15.31	12.66	8.08
归属母公司权益	11,925	14,079	25,088	29,407	33,805	总资产周转率	0.20	0.29	0.26	0.28	0.42
负债和股东权益	40,895	53,632	89,831	122,200	128,226	ROE(%)	12.49	15.90	14.03	14.69	13.01
现金流量表						资产负债率(%)	68.62	70.78	69.99	73.64	70.35
会计年度						权益比率	3.43	3.81	3.58	4.16	3.79
经营活动现金流	(9,376)	(7,590)	(1,145)	4,618	(2,612)	每股收益(元)	0.42	0.64	1.00	1.23	1.25
投资活动现金流	(117)	(62)	(403)	(57)	(85)	每股净资产(元)	3.39	4.00	7.13	8.35	9.60
筹资活动现金流	13,199	8,496	11,306	6,467	7,450	P/E	47.0	31.3	19.9	16.2	15.9
现金净增加额	3,706	844	9,758	11,028	4,753	P/B	5.87	4.97	2.79	2.38	2.07

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

风险提示：

- 证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。
- 市场有风险，投资需谨慎。

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2010版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：400-8866-338 传真：（0755）82449257