

2010 年 2 月 4 日

保利地产

高业绩锁定率有助维持估值稳定性

A
持有

600048.SS - 人民币 19.89

目标价格: 人民币 21.95(↑20.31)

田世欣

(8621) 6860 4866 分机 8519

shixin.tian@bocigroup.com

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(11)	(11)	(26)	57
相对新华富时A50 指数 (%)	(0)	(0)	(18)	12

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	3,520
流通股 (%)	51
流通股市值 (人民币 百万)	35,724
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	838
2010 年末净负债比率 (%)	30.2
2010 年末评估净资产值 (人民币)	17.56
主要股东 (%)	
保利南方集团	44.4

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

保利地产 2009 年实现收入 229.9 亿元，净利润 35.2 亿元，同比分别增长 48.1% 和 57.2%，分配方案为 10 送 1 元转增 3 股。公司销售增长快速、土储扩张极为积极，财务仍然保持在较为稳健的水平，高比例的业绩锁定有助于公司估值恢复稳定。维持持有评级，将目标价格上调至 21.95 元。

支撑评级的要点

- 公司年末预收帐款锁定了我们预测 2010 年收入的 96%，2010-11 年业绩低于预期的风险极低。
- 2009 年毛利率下滑 4 个百分点，但 2010 年预计将回升至 2008 年利润率水平。
- 作为本年度扩张最激进的地产公司，保利年末可结算资源达到 2,918 万平米，公司计划仍在 2010 年保持积极扩张。
- 良好回款、成功增发使得公司在激进战略下仍然保持相对稳健的负债水平。

评级面临的风险因素

- 房价回落可能影响新增项目计提损失准备，房地产信贷大幅收缩和行业政策超预期紧缩风险。

估值

- 我们调整了公司的结算进度和盈利预测，维持持有评级，目标价从 20.31 元上调至 21.95 元，相当于约 16.1 倍 2010 市盈率 and 2010 年净资产值溢价 25%。

图表 1. 投资摘要

年结日：12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	15,520	22,987	31,149	46,007	56,582
变动 (%)		48	36	48	23
净利润 (人民币 百万)	2,237	3,453	4,794	5,697	6,625
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.636	0.981	1.362	1.619	1.882
变动 (%)		54.4	38.8	18.8	16.3
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	1.412	1.587	-
调整幅度 (%)	-	-	(3.5)	2.0	-
市盈率 (倍)	31.3	20.3	14.6	12.3	10.6
每股现金流量 (人民币)	(3.10)	(0.38)	0.83	(0.27)	(0.69)
价格/每股现金流量 (倍)	(6.4)	(51.9)	24.1	(74.8)	(28.7)
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	15.6	16.3	9.5	7.7	7.2
每股股息 (人民币)	0.132	0.000	0.109	0.129	0.151
股息率 (%)	0.7	0.0	0.5	0.7	0.8

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>，firstcall.com，Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入 (BUY) 指预计该行业 (股份) 在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%；卖出 (SELL) 指预计该行业 (股份) 在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级 (NR)。持有 (HOLD) 则指预计该行业 (股份) 在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

销售创佳绩，预收帐款锁定率达历史最高

2009 年保利地产实现房地产签约面积 526.69 万平方米，签约金额 433.82 亿元，分别比去年同期增长 131.08% 和 141.38%。全国市场占有率达到 1.3%，同比提升了 30%；2009 年公司成为国内唯一一家在北京、上海、广州三大中心城市均排名销售额前三位的房地产龙头企业。

2009 年公司实现营业收入 229.87 亿元，净利润 35.19 亿元，同比分别增长 48.11% 和 57.19%，高于我们原先的业绩预测 14%。房地产结转面积 274.85 万平方米，结转收入 223.43 亿元，同比分别增长 42.68% 和 47.83%。2009 年公司销售毛利率从 08 年的 40.8% 下滑 4 个点至 36.8%，体现了 2008 年销售价格的下降造成的负面影响，但我们预计 2010 年销售毛利率将反弹至 2008 年水平。另外，本年度的资产减值损失冲回也为公司增加了 2 个多亿的利润，

2009 年末，公司预收帐款 298 亿元，锁定了我们预测的 2010 年销售收入的 96%，也就是说公司即使今年不销售，也能完成我们的业绩预测。在保守预测下，如果我们假设公司销售额同比下降 18%，仍能为 2011 年留下 300 多亿元的预收帐款，对我们 2011 年的预测业绩锁定率亦将达到 70% 以上。

图表 2. 中银国际预测的公司销售金额、预收帐款及锁定率

单位：亿元	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
销售金额	83.7	170.4	205.1	433.82	355.8	370.5
同比增长 (%)	261	104	20	112	(18)	4
结算金额	36.8	74.1	151.1	223.4	311.5	460.1
同比增长 (%)	56	101	104	48	39	48
期末预收帐款	44	116.3	138.9	298.3	342.64	253.04
下一年度预测收入锁定率(%)	59	77	62	96	74	45

资料来源：公司数据及中银国际预测

快速扩张，可结算资源增至 2,918 万平米

2009 年 5 月开始公司通过公开市场、旧城改造、合作开发等多种方式新拓展项目 38 个，新进南京、大连和阳江三个城市，新增土地储备权益容积率面积 1,338 万平方米，公司需支付地价约 450 亿元，超过了公司 2009 年的销售总额，显示公司扩张态度十分积极。截至 2009 年 12 月 31 日，公司拥有在建拟建项目 102 个，在建面积 1,223 万平方米。报告期内公司新开工面积 564 万平方米，竣工面积 377 万平方米，年末拥有可结算资源 2,918 万平方米，可供公司 4-5 年开发使用。

公司 2009 年下半年土地扩张态度激进，在多个城市新增土地金额都排在前列，同时也取得了不少地王级别的项目，下表是易居统计的十大城市土地排行榜的数据，除了杭州、深圳、武汉等少数城市外，公司在剩余 7 个城市的拿地金额都排在行业前列。

图表 3.易居统计的十大城市新增土地排行榜

序号	城市	新增土地金额排名	拿地金额(亿元)
1	上海	5	47
2	南京	1	31
3	北京	1	69
4	天津	5	24
5	广州	4	31
6	重庆	1	62
7	成都	1	43

资料来源：易居

财务状况稳健，短期偿债压力轻

虽然拿地态度积极，但公司财务状况仍比较稳健。现金来源方面，2009 年公司销售回笼 422 亿元，非公开发行募集资金 78 亿元，净增银行贷款 59 亿元，现金运用方面，完成直接投资 395 亿元，我们据此推算公司尚有 100 亿左右新增地价款将在以后年度支付。

公司年底货币资金 152 亿元，净负债率为 49.3%，资产负债率为 70.0%，资产负债率偏高，但考虑高达总负债 47%的预收帐款，以及仅为 40 亿元的短期有息负债，公司实际偿债压力相当轻。

2010 年继续采取进取策略，配合适度多元化

在政策调整、竞争加剧的环境下，保利地产强调以销定产、同时继续强调加快销售的策略。2010 年公司计划完成直接投资 655 亿元，较 2009 年上升 65.9%，显示公司对 2010 年的土地投资和开工面积增长的部署仍然相当积极进取，对市场销售的预期也并不悲观。

另外，值得注意的是，公司开始适度强调多元化，提出“三个为主，三个结合”的发展战略，指以房地产主业为主，适度拓展相关行业；以中心城市为主，逐步辐射二三线城市；以住宅开发为主，积极拓展多元业态的发展模式。公司 2009 年商业地产继续突破，广州保利世贸中心一期博览馆、二期品牌展示馆、佛山保利水城购物中心等陆续开业或签订了租赁协议，虽然收入占比十分有限，但也体现出公司应对住宅市场变化的一些对策。

利润预测与估值

总体来说，保利地产仍是地产行业不可多得的优质公司，公司的高比例业绩锁定即使在政策环境极度不利的情况下，仍能赋予其较为稳定的估值水平。我们预计公司 2010 年的每股收益为 1.36 元，每股 NAV 为 17.56 元，预计公司 2010 年合理市盈率中枢为 15-20 倍。将公司目标价从 20.31 元提高至 21.95 元，相当于约 16.1 倍 2010 年市盈率和 25% 的 2010 年末 NAV 溢价。维持**持有**评级。

图表 4.业绩摘要

(人民币，百万)	2008 年	2009 年	同比变动%
营业收入	15,520	22,987	48
营业成本	(9,188)	(14,524)	58
营业税	(1,546)	(2,536)	64
毛利润	4,786	5,926	24
其他收入	(306)	274	(190)
销售费用	(462)	(591)	28
管理费用	(311)	(457)	47
营业利润	3,707	5,152	39
投资收益	96	1	(98)
财务费用	33	66	99
营业外收支	186	159	(15)
税前利润	4,022	5,379	34
所得税	(980)	(1,371)	40
少数股东权益	(805)	(489)	(39)
净利润	2,239	3,519	57
主要比率(%)			
毛利率	31	26	
经营利润率	24	22	
净利率	14	15	

资料来源：公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	15,520	22,987	31,149	46,007	56,582
销售成本	(10,734)	(17,060)	(21,529)	(33,422)	(42,207)
运营费用	(750)	(996)	(1,414)	(1,993)	(2,346)
息税折旧前利润	4,036	4,930	8,206	10,592	12,029
折旧与摊销	(24)	(52)	(19)	(31)	(31)
营业利润 (息税前利润)	4,012	4,879	8,187	10,561	11,998
净利息收入/(费用)	32	0	(68)	(73)	(81)
其它盈利/(亏损)	(23)	434	0	0	0
税前利润	4,022	5,313	8,119	10,488	11,917
所得税	(980)	(1,371)	(2,030)	(2,622)	(2,979)
少数股东损益	(805)	(489)	(1,295)	(2,169)	(2,313)
净利润	2,237	3,453	4,794	5,697	6,625
核心净利润	2,468	3,250	4,794	5,697	6,625
每股收益 (人民币)	0.636	0.981	1.362	1.619	1.882
核心每股收益 (人民币)	0.701	0.923	1.362	1.619	1.882
每股派息 (人民币)	0.132	0.000	0.109	0.129	0.151
营收增长率 (%)	n.a.	48	36	48	23
系税前利润增长率 (%)	n.a.	22	68	29	14
息税折旧前利润增长率 (%)	n.a.	22	66	29	14
每股收益增长率 (%)	n.a.	54	39	19	16
核心每股收益增长率 (%)	n.a.	32	48	19	16

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及等价物	5,470	15,228	14,767	13,460	11,316
应收帐款	576	942	1,713	2,300	4,527
库存	40,196	60,099	77,872	87,413	93,360
其它流动资产	6,969	12,235	4,756	534	723
流动资产合计	53,211	88,504	99,108	103,708	109,926
固定资产	189	206	188	157	127
无形资产	4	9	9	9	8
其它长期资产	231	1,114	1,172	1,206	1,218
长期资产合计	421	1,327	1,366	1,369	1,351
总资产	53,631	89,831	100,474	105,077	111,277
应付账款	5,605	5,235	8,719	14,679	19,883
短期债	70	308	317	534	1,531
其它流动负债	13,840	32,691	38,625	29,814	21,590
流动负债合计	19,515	38,234	47,661	45,027	43,004
长期借款	18,301	24,512	20,250	20,250	20,250
其他长期负债	143	124	0	0	0
股本	2,452	3,520	3,520	3,520	3,520
储备	11,627	21,568	25,979	31,220	37,315
股东权益	14,079	25,088	29,498	34,740	40,835
少数股东权益	1,594	1,873	3,065	5,061	7,188
负债权益总计	53,632	89,831	100,474	105,077	111,277
每股账面价值 (人民币)	5.74	7.13	8.38	9.87	11.60
每股有形资产 (人民币)	5.74	7.13	8.38	9.87	11.60
每股净负债/(现金)(人民币)	5.26	2.73	1.65	2.08	2.97

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	4,022	5,313	8,119	10,488	11,917
折旧与摊销	(24)	(52)	(19)	(31)	(31)
净利息费用	(32)	0	68	73	81
营运资本变动	(10,839)	(4,987)	(3,148)	(8,906)	(11,488)
支付税金	(980)	(1,371)	(2,030)	(2,622)	(2,979)
其它经营现金流	239	(99)	(105)	31	31
经营活动产生的现金流	(7,590)	(1,145)	2,904	(936)	(2,438)
固定资产净采购	(535)	(405)	37	34	28
投资减少/(增加)	76	0	0	0	0
其它投资现金流	(2,385)	1	(2,725)	(110)	(134)
投资活动产生的现金流	(2,844)	(403)	(2,688)	(77)	(106)
净资产增加	473	7,891	2	3	4
净负债增加	13,745	5,204	9	217	997
支付股息	(1,615)	(1,766)	(383)	(456)	(530)
其它筹资现金流	(69)	(22)	(303)	(55)	(67)
筹资活动产生的现金流	12,534	11,307	(675)	(291)	404
现金余额变动	2,100	9,759	(459)	(1,304)	(2,140)
年初现金	4,626	5,470	15,228	14,767	13,460
公司自由现金流	(10,435)	(1,548)	217	(1,013)	(2,544)
股权自由现金流	3,311	3,656	226	(796)	(1,547)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力 (%)					
息税折旧前利润率	26.0	21.4	26.3	23.0	21.3
息税前利润率	25.9	21.2	26.3	23.0	21.2
税前利润率	25.9	23.1	26.1	22.8	21.1
净利率	14.4	15.0	15.4	12.4	11.7
流动性 (倍)					
流动比率	2.7	2.3	2.1	2.3	2.6
利息覆盖率	222.3	n.a.	78.0	99.0	110.1
净权益负债率 (%)	82.3	35.6	17.8	18.4	21.8
速动比率	0.7	0.7	0.4	0.4	0.4
估值 (倍)					
市盈率	31.3	20.3	14.6	12.3	10.6
核心业务市盈率	28.4	21.5	14.6	12.3	10.6
目标价对应核心业务市盈率	32.1	20.8	15.0	12.6	10.9
市净率	3.5	2.8	2.4	2.0	1.7
价格/现金流	(6.4)	(51.9)	24.1	(74.8)	(28.7)
企业价值/息税折旧前利润	15.6	16.3	9.5	7.7	7.2
周转率					
存货周转天数	1,366.8	1,072.9	1,169.6	902.5	781.6
应收帐款周转天数	13.5	12.1	15.6	15.9	22.0
应付帐款周转天数	131.8	86.1	81.8	92.8	111.5
回报率 (%)					
股息支付率	14.5	0.0	8.0	8.0	8.0
净资产收益率	15.9	17.6	17.6	17.7	17.5
资产收益率	5.7	5.0	6.5	7.7	8.3
已运用资本收益率	11.9	11.4	15.7	18.6	18.4

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 2 月 2 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本报告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本报告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了閣下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。閣下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于閣下个别情况。本报告不能作为閣下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371