

保利地产(600048)中报点评

谨慎推荐

下调评级

金融/房地产开发

发布时间: 2010 年 8 月 11 日

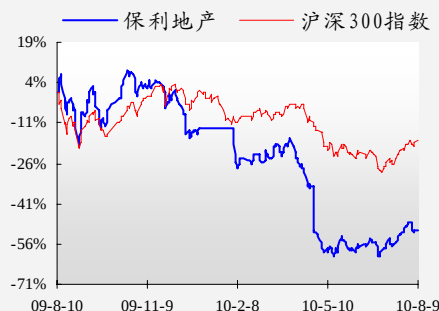
投资要点:

- 2010 年上半年,公司实现营业收入 112.45 亿元,同比增长 35.63%;实现归属于母公司所有者的净利润 16.27 亿元,同比增长 16.56%,摊薄净资产收益率从去年同期的 9.21%下降到 6.17%,每股收益为 0.36 元。
- 公司上半年销售增速大幅放缓,略低于行业整体平均水平。
- 上半年公司新开工面积保持平稳增长。
- 2010 上半年,保利地产继续保持了较高的新增土地规模和水平,当期新增土地储备项目 15 个,新增权益可建建筑面积 506 万平方米。
- 截止 2010 年 6 月,公司的带息债务合计 500 亿元,较 2009 年底再度增加了近 200 亿元,其中,2010 上半年净新增银行贷款 196 亿元。公司过快的土地储备速度已经消耗了大量的现金,增大了公司的财务风险。
- 2010 年上半年公司的经营性现金净流量表现为净流出 233.5 亿元,已经是连续 5 年净流出。短期之内本轮房地产市场结束调整的可能性不大,公司过于紧张的财务状况可能会由于市场意料之外的变化而面临不利的局面,这是值得担忧的地方。
- 盈利预测和投资评级:我们对公司未来 2 年的业绩预测为 2010 年每股收益为 1.02 元,2011 年每股收益为 1.43 元,下调评级至谨慎推荐。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2009	2,298,700	48.10	351,923	57.19	1.06		15.0	
2010E	3,050,000	33	451,125	28	1.02		12.0	
2011E	4,270,000	40	623,350	38	1.43		8.6	
2012E								

走势图



市场数据

2010-8-10

收盘价:	12.27 元
52 周最高价:	28.75 元
52 周最低价:	9.98 元
平均持仓成本:	12.88 元

基本数据

2010Q2

总股本(万股):	457,564
流通 A 股(万股):	457,564
每股收益(元):	0.36
每股净资产(元):	5.76
每股经营现金流(元):	-5.10
市净率:	2.13

分析师: 高建

执业证书编号: S0550108051099

TEL: (8621)6336 7000 - 259

FAX: (8621)6337 3209

Email: jamesgao99@yahoo.com.cn

地址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编: 200002

一、事项：公司分布2010年半年报

2010年8月10日,保利地产公布了2010年半年报。公司上半年实现营业收入112.45亿元,同比增长35.63%;实现归属于母公司所有者的净利润16.27亿元,同比增长16.56%,摊薄净资产收益率从去年同期的9.21%下降到6.17%,每股收益为0.36元。

二、评论:

1、公司上半年销售增速大幅放缓,略低于行业整体平均水平。

2010年上半年,中国政府出台了历史上最为严厉的房地产调控政策,全国商品房销售增速连续7个月萎缩。受此影响,保利地产上半年实现的销售面积和销售金额分别为267万平方米和218亿元,同比分别增长5.8%和3.3%,同比增速大幅放缓,并分别低于15.4%和25.4%的行业平均增速。随着公司的规模越来越大,应该说公司已经进入了平稳发展阶段。

附表1: 保利地产近几年销售情况

年份	销售面积(万 m2)	增幅	销售金额(亿)	增幅
2005	69.1	#	42.68	#
2006	123	78%	83.65	96%
2007	199.6	62%	170.4	104%
2008	258.49	29%	205.11	20%
2009	527	104%	434	112%
2010 中	267	5.8%	218	3.3%

2、新开工面积保持平稳增长

2010年上半年,保利地产的新开工面积为327万平方米,为年初做出的全年计划的41%,同比增长了22%,比上半年的销售面积267万平方米高23%。我们认为,由于2010上半年公司的销售增速大幅放缓,同时考虑到由于受宏观调控的影响,下半年房地产行业的销售一定在低位运行,因此,保利地产对下半年的新开工面积可能会保持谨慎。新开工面积作为公司业绩增长的先行指标,预计未来2年公司的销售业绩将难以继续前几年高速增长的态势,但20%-30%的增长率应该有保证。

附表2: 保利地产近几年新开工及竣工面积

名称	新开工面积(万 m2)	增幅	竣工面积(亿)	增幅	结算面积(亿)
2005	89.66	#	60	#	*
2006	237.6	165%	87.7	46%	73.2
2007	410.7	73%	171	95%	110
2008	456	11%	285	67%	193
2009	564	24%	377	32%	275
2010 中	327	22%	84	20%	141

3、2010年公司土地储备水平继续大幅增长

2010上半年,保利地产继续保持了较高的新增土地规模和水平,当期新增土地储

备项目 15 个,新增权益可建建筑面积 506 万平方米。截止 2010 年 6 月底,公司共有在建拟建项目 115 个,占地面积 2640 万平方米,可结算面积达 3283 万平方米,足够公司 3-5 年以上的销售需求。这一方面体现了公司较强的融资能力,另一方面也体现出公司对房地产行业中长期坚定看好的信心。

附表 3: 保利地产近 2 年新增项目情况

年份	新项目数量(个)	新项目可建面积(万 m2)
2006	11	311
2007	21	639.6
2008	12	594
2009	38	1338
2010 中	15	506

4、财务情况分析

从毛利率水平来看,2010 上半年公司的毛利率为 34.5%,与 2009 年 36.81%的毛利率相比有所下降。我们认为这主要是结算项目的结构性原因所致,毕预计下半年公司的毛利率水平会有所提升。

期末,公司预收账款余额较 2009 年底再度增加 89 亿元达到 386.8 亿元,已经超过我们预计的 2011 年结算收入的 90%,公司在 2010 和 2011 年的业绩成长确定性较高。

从公司负债来看,截止 2010 年 6 月,公司的带息债务合计 500 亿元,较 2009 年底再度增加了近 200 亿元,其中,2010 上半年净新增银行贷款 196 亿元。截止 2010 年 6 月底,公司的货币资金为 125.5 亿元,而一年内到期的非流动负债为 48.7 亿元,我们认为公司过快的土地储备速度已经消耗了大量的现金,增大了公司的财务风险。

附表 3: 保利地产近 4 年财务数据对比

名称	2005	2006	2007	2008	2009	2010 中
销售毛利率	42.56	35.82	38.50	40.80	36.81	34.5
销售净利率	17.71	18.21	20.06	19.61	15.31	16.22
期间费用率	8.34	6.59	5.32	4.77	4.26	4.17
预收账款(亿)	20	49.22	109.4	97.99	298.3	386.8
货币资金(亿)	7.14	9.21	46.26	54.70	152.27	125.5

5、公司现金流分析:

2010 年上半年公司的经营性现金净流量表现为净流出 233.5 亿元,已经是连续 5 年净流出,这和公司持续新增大量的土地储备是分不开的,也说明公司对未来房地产市场的判断非常乐观。我们认为,短期之内本轮房地产市场结束调整的可能性不大,公司过于紧张的财务状况可能会由于市场意料之外的变化而面临不利的局面,这是值得担忧的地方。

附表 4: 万科经营性现金流量分析 单位: 万元

名称	2006	2007	2008	2009	2010 中
经营现金净流入	- 40. 22	- 93. 76	- 76	-114. 48	-233. 50
净利润	6. 71	14. 89	22. 39	29. 6	16. 27
资本市场融资	20. 92	68. 15	43	80	-

6、盈利预测及投资评级:

我们对公司未来 2 年的业绩预测为 2010 年每股收益为 1.02 元, 2011 年每股收益为 1.43 元, 下调评级至谨慎推荐。

附表 5: 公司损益表及预测 (单位: 万元, 万股)

	2008 A	2009A	2010E	20110E
一、营业总收入	1,551,990.11	2,298,660.00	3,050,000.00	4,270,000.00
营业收入	1,551,990.11	2,298,660.00	3,050,000.00	4,270,000.00
二、营业总成本	1,177,903.01	1,776,775.00	2,314,500.00	3,237,700.00
营业成本	918,823.09	1,452,406.00	1,891,000.00	2,647,400.00
营业税金及附加	154,595.99	253,643.00	274,500.00	384,300.00
销售费用	46,240.29	59,078.00	89,000.00	122,000.00
管理费用	31,120.75	45,672.00	60,000.00	84,000.00
财务费用	-3,321.64	-6,600.00	-	-
资产减值损失	30,444.54	-27,406.00	-	-
三、其他经营收益				
公允价值变动	-115.26	-	-	-
投资净收益	9,708.97	-	-	-
四、营业利润	383,680.80	522,030.00	735,500.00	1,032,300.00
加: 营业外收入	19,685.35	19,474.00	-	-
减: 营业外支出	1,037.67	3,600.00	-	-
五、利润总额	402,328.48	537,905.00	735,500.00	1,032,300.00
减: 所得税	97,961.32	137,132.00	183,875.00	258,075.00
六、净利润	304,367.17	400,773.00	551,625.00	774,225.00
减: 少数股东损益	80,481.03	48,850.00	82,750.00	116,133
归属于母公司所有者的净利润	223,886.14	351,923.00	468,875.00	658,092.00
七、每股收益:				
总股本 (万股)	245,234	351,972	457,564	457,564
每股收益(元)	0.91	1.06	1.02	1.43

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。