

2010-08-11

房地产开发

保利地产 600048.SH



高速扩张兼顾财务安全

◇ 报告起因：公司公布 2010 年中报

◇ 潜在催化因素：下半年销售良好

◆ 结算基本符合预期：

上半年公司实现每股收益 0.36 元，营业收入、归属于母公司所有者的净利润同比分别增长 35.63% 和 16.56%。

◆ 销售依然同比增长，显示弱市销售能力：

上半年实现房地产销售面积 267.09 万平方米、销售金额 217.55 亿元，去年同期增长 5.81% 和 3.33%，显示了良好的弱市销售能力。6 月销售面积和销售金额环比大幅上升，价格调整策略取得了良好的效果，也显示出公司在可售资源调整上的速度和弹性。

◆ 土地储备和新开工均保持高速增长：

上半年共新增权益建面 479 万平米，虽然 4 月以来政府实施更为严厉的房地产调控，但公司的拿地步伐并未明显放缓。上半年公司新开工面积为 362 万平米，全年可能不会低于 700 万平米，而去年全年为 564 万平米，增幅将达到 93%。

◆ 财务安全性不输同级别公司：

诚然，保利与万科金地招商其他三家公司比，净负债率确实处于偏高的水平，但我们进一步分析发现，无论从短期偿债偿付能力、剔除预收款真实资产负债率等指标看，保利和财务安全性高的万科、招商相近，我们认为，主要是由于保利：（1）良好的资金管理能力和在存货高增长的同时，仍能保持现金/资产比例维持在一个较良好的水平（与万科接近，低于招商和金地）；（2）优异的债务期限匹配能力，短期/长期有息负债比例远远低于万科、金地。而对于市场调整期的存货压力问题，在中国房地产市场目前 1-2 年即一个小的调控和波动周期中，只要具备有力的执行力和市场反应能力，完全可以通过开工和预售调整来对冲存货压力。

◆ 投资建议：板块中期趋势确立，首选大中型股票

到 2010 年中期末，公司有高达 386.8 亿元的未结算预收款，已锁定预测的 10 年营业收入 131%。我们预测 10 年 EPS 为 1.24 元，对于 2011 年的业绩，我们以 2010 年房价比高点下跌 15%，对应 2011 年结算均价比 2010 年下跌 10% 的中性预期假设来进行预测，2011 年 EPS 为 1.35 元。对应 2010-2011 年 PE 为 10.2/9.4 倍。经过 8 月股价的调整，我们认为地产股中期震荡向上的趋势已经较明确，首选优质大盘和中盘股票，给予保利买入评级。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	15,520	22,987	29,511	39,206	52,086
营业收入增长率	91.24%	48.11%	28.38%	32.85%	32.85%
净利润（百万元）	2,239	3,519	5,687	6,196	8,313
净利润增长率	50.35%	57.19%	61.59%	8.95%	34.17%
EPS（元）	0.49	0.77	1.24	1.35	1.82
ROE（归属母公司） （摊薄）	15.90%	14.03%	18.69%	17.23%	19.10%
P/E	26	16	10	9	7
P/B	4	2	2	2	1
EV/EBITDA	14	12	9	8	7

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

上调

买入

当前价格	12.58 元
目标价格	18.60 元
目标期限	12 个月

分析师：

翁非玉 (执业证书编号：S0930109042596)

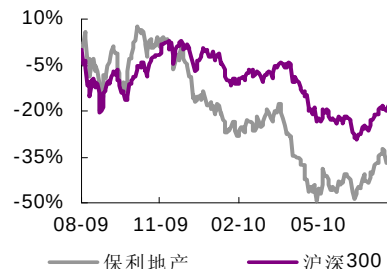
021-22169116

wengfy@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	4,576
总市值(百万元)	57,562
流通比例(%)	98.23%
12 个月最高/最低(元)	28.75/9.98
近 3 月日均成交量(百万股)	37.03
主要股东	保利南方集团有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	3.59	17.26	-16.00
绝对收益	9.99	17.82	-36.81

相关报告：

弯道超车

..... 2010-02-04

进退有据

..... 2009-08-25

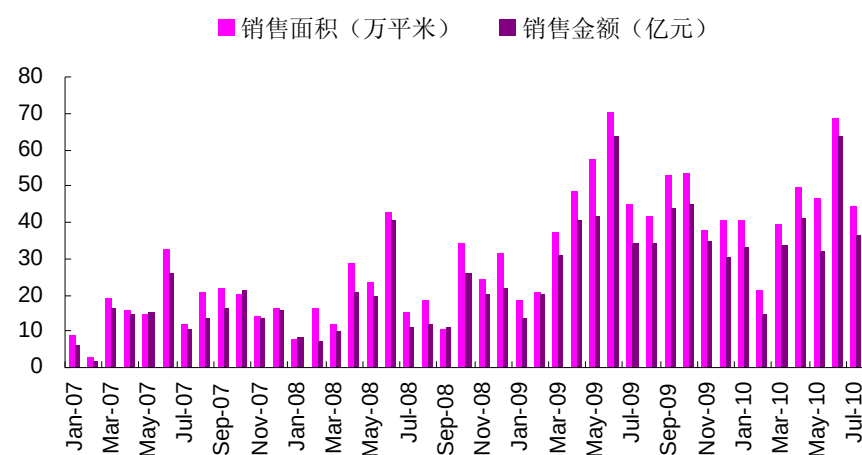
结算基本符合预期：

2010年上半年公司实现营业收入112.45 亿元，实现归属于母公司所有者的净利润16.27 亿元，同比分别增长35.63%和16.56%。房地产结算141.0万平方米，结算收入108.5亿元，同比分别增长38.36%和35.64%，实现每股收益0.36元。

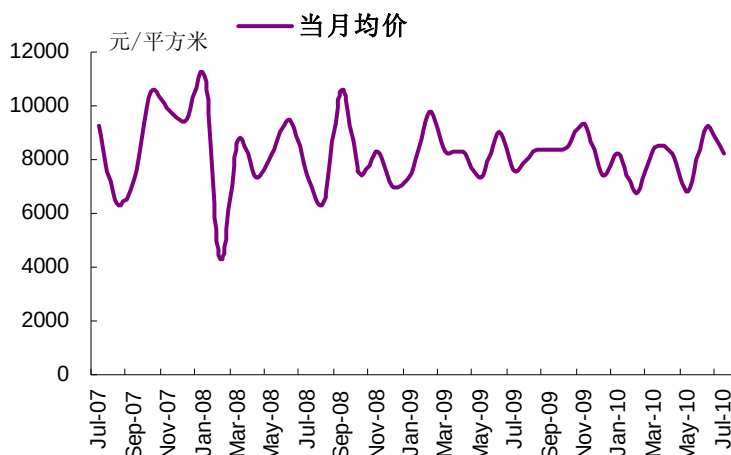
销售依然同比增长，显示弱市销售能力：

上半年实现房地产销售面积267.09 万平方米、销售金额217.55 亿元，去年同期增长5.81%和3.33%，显示了良好的弱市销售能力。公司6月份开始积极调整价格，6月有多个项目低价入市，6月销售面积和销售金额环比大幅上升，幅度为47.1%、98.8%，销售数据反映出新盘价格调整的销售策略取得了良好的效果，也显示出公司在可售资源调整上的速度和弹性。

图1：保利地产月度销售面积和销售金额



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图2：保利地产月度销售面积和销售金额

资料来源：公司公告，光大证券研究所

土地储备和新开工均保持高速增长：

公司上半年共新增项目14个，新增权益建面479万平方米，平均楼面地价3443元/平米，地价款共214.7亿元。其中一线城市新增项目2个，位于北京和上海，共新增权益建面51.5万平方米，其余项目基本分布在二线城市。而2009年公司新拓展项目38个，新增土地储备权益容积率面积1338万平方米，虽然4月以来政府实施更为严厉的房地产调控，但公司的拿地步伐并未明显放缓。我们估算到2010年中期，公司未结算权益土地储备约3360万平方米，为未来几年的增长提供了足够的保障。

上半年公司新开工面积为362万平方米，全年可能不会低于700万平方米，而去年全年为564万平方米，增幅将达到93%。

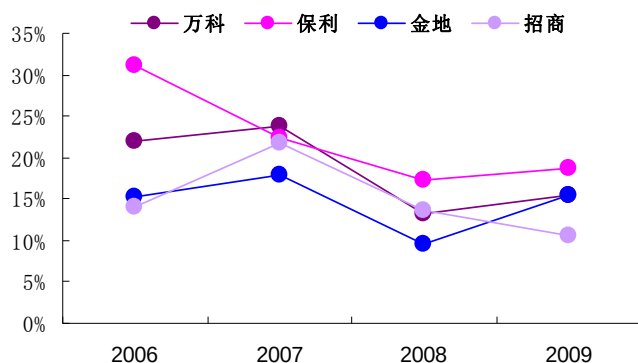
财务安全性不输同级别公司：

保利的成长性市场公认的，但其在运用高杠杆高速扩张为股东创造更高回报率的同时（见图3、图4），市场也担心其财务安全性不足，在房地产市场调整期面临更大的存货压力。

诚然，从净负债率角度，保利与万科金地招商其他三家公司比，净负债率确实处于偏高的水平（见图5），但我们进一步分析发现，无论从短期负债偿付能力、剔除预收款真实资产负债率（见图6、图7）等指标看，保利和财务安全性高的万科、招商相近，没有显著差异，我们认为，主要是由于保利：

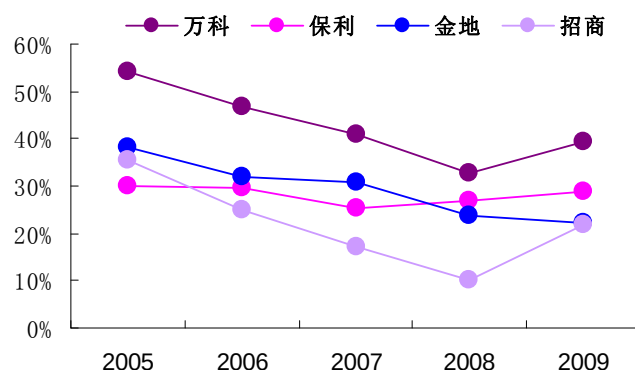
（1）良好的资金管理能力，在存货高增长的同时，仍能保持现金/资产比例维持在一个较良好的水平（与万科接近，低于招商和金地）；（2）优异的债务期限匹配能力，短期/长期有息负债比例远远低于万科、金地（见图8）。

图 3：保利近 2 年维持较高的 ROE



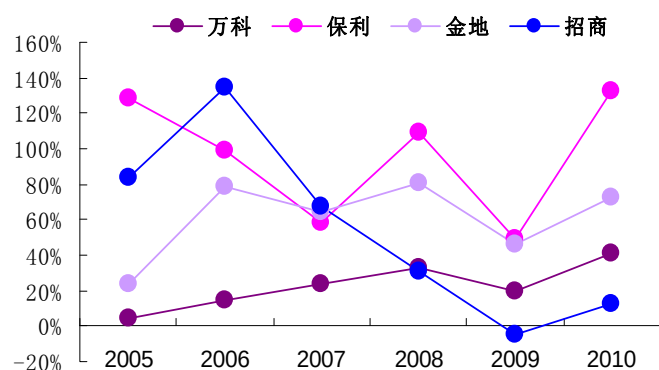
资料来源：WIND, 光大证券研究所

图 4：保利近 2 年存货周转率稳中渐走高



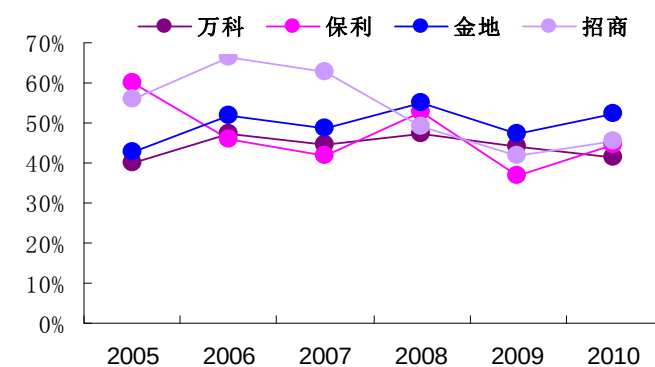
资料来源：WIND, 光大证券研究所

图 5：保利净负债率偏高



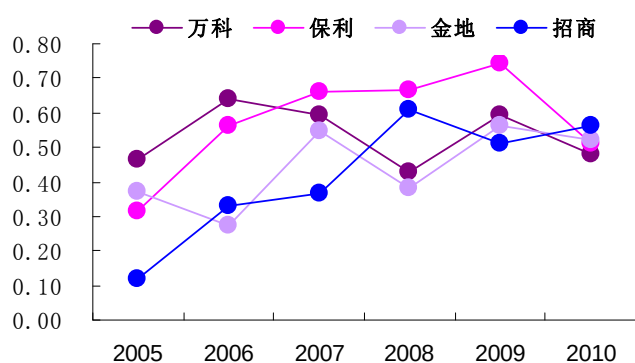
资料来源：WIND, 光大证券研究所

图 6：保利的真实资产负债率（剔除预收款）并不高



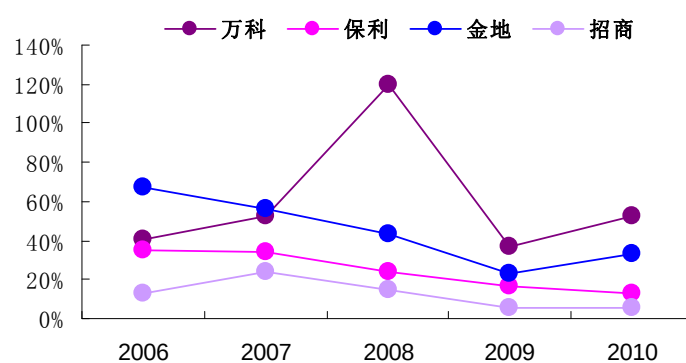
资料来源：WIND, 光大证券研究所

图 7：保利的速动比率与另 3 家公司接近



资料来源：WIND, 光大证券研究所

图 8：保利短期/长期有息负债比例在较低水平



资料来源：WIND, 光大证券研究所

而对于市场调整期的存货压力问题，在中国房地产市场目前1-2年即一个小的调控和市场波动周期中，只要公司具备有力的执行力和市场反应能力，完全可以通过开工和预售调整来对冲存货压力。

投资建议：板块中期趋势确立，首选大中股票

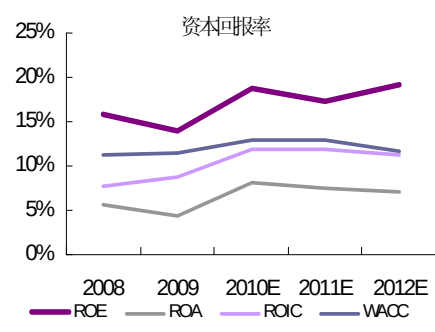
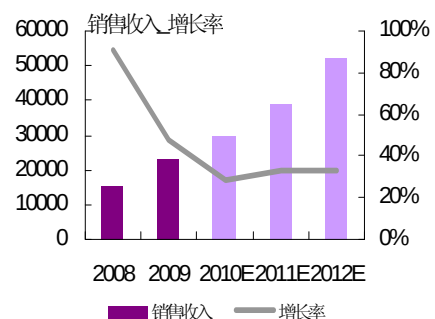
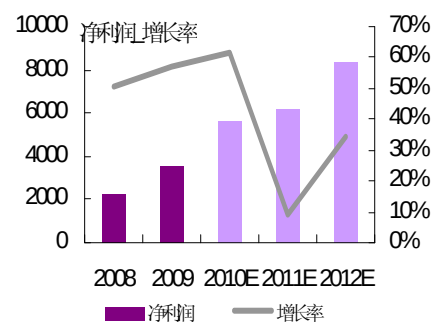
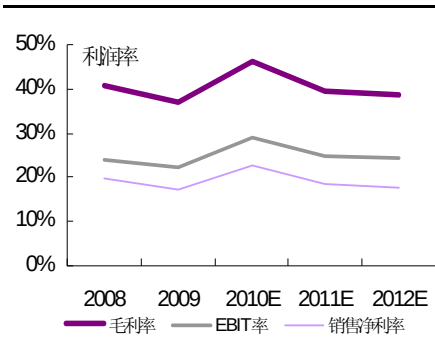
到2010年中期末，公司有高达386.8 亿元的未结算预收款，已锁定我们预测的10年营业收入131%。我们预测公司10年净利润将有53%的增长，每股收益为1.24元，对于2011年的业绩，我们以2010年房价比高点下跌15%，对应2011年结算均价比2010年下跌10%的中性预期假设来进行预测，2011年每股收益为1.35元。预测2010-2011年结算面积分别为326、525万平米。

2010-2011年对应PE为10.2/9.4倍，经过8月股价的调整，我们认为地产股中期震荡向上的趋势已经较明确，首选优质大盘和中盘股票，给予保利买入评级。

风险：

请投资者关注房产税的有关报道和进程，房产税的推出可能对股价形成不利影响。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	15,520	22,987	29,511	39,206	52,086
营业成本	9,188	14,524	15,821	23,719	31,928
折旧和摊销	12	22	20	22	23
营业税费	1,546	2,536	3,895	4,156	5,521
销售费用	462	591	708	941	1,250
管理费用	311	457	531	627	781
财务费用	-33	-66	-16	159	469
公允价值变动损益	-1	0	0	0	0
投资收益	97	2	150	109	200
营业利润	3,837	5,220	8,740	9,708	12,330
利润总额	4,023	5,379	8,889	9,757	12,379
少数股东损益	805	489	980	1,122	971
归属母公司净利润	2,238.86	3,519.23	5,686.85	6,195.97	8,313.23

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	53,632	89,831	82,176	98,028	131,952
流动资产	53,211	88,504	81,663	97,475	131,372
货币资金	5,470	15,228	5,902	7,841	10,417
交易型金融资产	1	0	0	0	0
应收帐款	206	467	283	376	500
应收票据	0	5	0	0	0
其他应收款	370	470	728	523	574
存货	40,196	60,099	63,283	71,158	95,785
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	46	246	261	272	292
固定资产	189	206	227	247	252
无形资产	1	7	6	6	6
总负债	37,959	62,869	48,900	58,100	83,471
无息负债	15,344	34,359	28,094	36,323	47,219
有息负债	22,615	28,510	20,805	21,777	36,252
股东权益	15,673	26,962	33,276	39,928	48,480
股本	2,452	3,520	4,576	4,576	4,576
公积金	7,052	14,702	14,646	15,744	17,136
未分配利润	4,575	6,867	11,201	15,633	21,822
少数股东权益	1,594	1,873	2,853	3,975	4,947

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-7,590	-1,145	-2,027	1,853	-10,648
净利润	2,239	3,519	5,687	6,196	8,313
折旧摊销	12	22	20	22	23
净营运资金增加	13,818	7,994	9,930	7,584	23,001
其他	-23,659	-12,680	-17,663	-11,948	-41,985
投资活动产生现金流	-62	-403	742	-61	-50
净资本支出	-4	-9	50	50	30
长期投资变化	46	246	-15	-11	-20
其他资产变化	-104	-640	707	-100	-60
融资活动现金流	8,496	11,306	-8,041	147	13,274
股本变化	1,226	1,067	1,056	0	0
债务净变化	10,458	5,895	-7,705	972	14,475
无息负债变化	-559	19,015	-6,264	8,229	10,896
净现金流	844	9,758	-9,326	1,939	2,576

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	91.24%	48.11%	28.38%	32.85%	32.85%
净利润增长率	50.35%	57.19%	61.59%	8.95%	34.17%
EBITDA 增长率	102.84%	39.12%	66.08%	13.80%	29.07%
EBIT 增长率	104.46%	38.97%	66.40%	13.81%	29.12%
估值指标					
PE	26	16	10	9	7
PB	4	2	2	2	1
EV/EBITDA	14	12	9	8	7
EV/EBIT	14	12	9	8	7
EV/NOPLAT	18	16	12	11	10
EV/Sales	3	3	3	2	2
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	40.80%	36.82%	46.39%	39.50%	38.70%
EBITDA 率	23.97%	22.51%	29.12%	24.95%	24.23%
EBIT 率	23.89%	22.42%	29.05%	24.89%	24.19%
税前净利润率	25.92%	23.40%	30.12%	24.89%	23.77%
税后净利润率 (归属母公司)	14.43%	15.31%	19.27%	15.80%	15.96%
ROA	5.68%	4.46%	8.11%	7.47%	7.04%
ROE (归属母公司) (摊薄)	15.90%	14.03%	18.69%	17.23%	19.10%
经营性 ROIC	7.74%	8.77%	11.87%	11.93%	11.27%
偿债能力					
流动比率	2.73	2.31	2.85	2.58	2.08
速动比率	66.70%	74.29%	64.15%	69.53%	56.29%
归属母公司权益/有息债务	0.62	0.88	1.46	1.65	1.20
有形资产/有息债务	2.37	3.15	3.95	4.50	3.64
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.49	0.77	1.24	1.35	1.82
每股红利	0.07	0.08	0.15	0.16	0.20
每股经营现金流	-1.66	-0.25	-0.44	0.41	-2.33
每股自由现金流(FCFF)	-2.35	-0.96	-0.78	-0.06	-2.95
每股净资产	3.08	5.48	6.65	7.86	9.51
每股销售收入	3.39	5.02	6.45	8.57	11.38

资料来源：光大证券、上市公司

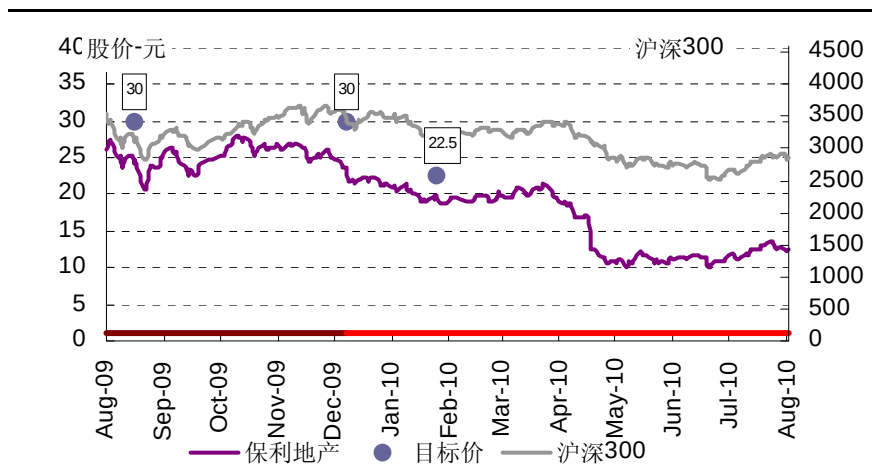
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

保利地产（600048）

分析师：翁非玉



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2008-02-13	74.94	85.00	中性
2008-07-25	16.90	20.00	中性
2009-02-18	18.30	22.00	增持
2009-07-02	28.96	35.00	买入
2009-07-11	30.32	35.00	买入
2009-08-25	24.15	30.00	买入
2009-12-17	23.72	30.00	增持
2010-02-04	19.89	22.50	增持

买入	增持	中性
减持	卖出	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产

管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。