

房地产开发Ⅲ

署名人: 李少明

S0960200010015

010-63222931

lishaoming@cjis.cn

保利地产

600048

推荐

“大思路、大运作”，3-5年内再造一个保利

投资要点:

- 公司计划 3-5 年内再造一个保利地产。未来的拿地节奏与规模也将与公司的经营和发展的节奏相匹配。公司在建储备资源 5000 万平米，足够 5 年的开发结算量，公司真正的销售高峰将在明年下半年和后年出现。将助推公司高速增长。
- 近两年业绩高增长无忧。1-9月销售收入414亿元全国第二，均价8574元，较09年增长4%。四季度公司仍将采取一贯的“随行就市”的销售策略。全年销售收入预计520-550亿元。10年净利润率15%，11年将提升2-3个百分点，下半年公司将有684-734亿元供下半年和明年结算后仍有100-150亿的剩余，近两年业绩高增长无忧。
- 稳健的财务安排，无支付风险，高地价项目的投资收益已得到或即将得到市场的验证。通过1-9月以及4季度的快速销售回笼资金，公司无支付压力。公司新增项目的立项严格执行收益回报率不低于“15%的投资回报率”的原则。公司过去1年的拿地策略不断被市场质疑，09年高地价项目的投资收益已得到或即将得到市场的验证。
- 不同于万科，市场一直担忧的公司销售规模上 500 亿元后可能遇到的管理瓶颈的问题，对于“单兵作战”开发模式的保利不存在。
- 发展战略高瞻远瞩，公司计划稳步加大商业地产投资，发展房地产基金，开拓旅游地产、养老地产和城市综合运营等业务，发展直投，增加新的盈利增长点。（3-4年内建设10多个5星级酒店、7-8个高尔夫球场、7-8个购物中心，时机成熟时将借助资本市场将商业地产分拆上市。）
- 以“一横两纵”为原则，公司围绕“中国经济圈”、“产业布局”、“高铁布局”来布局土地储备，已和部分二三线城市达成战略合作协议，跳出狭隘的“买地建房”的传统开发思路，通过与资本、与城市合作，创新房地产业务来源，将很好的解决保利在规模发展过程中将面临的“资金、资源、成本和收益”等问题。
- 通过比较重估值的关系，我们发现保利的市值较万科的市值仍有18%的提升空间。
- 今年来，公司用优异的销售，良好的风险控制以及出色市场判断和管理水平一一消除市场对公司的诸多疑虑，再次证明了公司“做的比说的好”。保利RNAV16.39元，目前股价仍有8%的折扣。我们预计公司2010-2011年EPS为1.08、1.39、1.84元。对应目前的股价相当于11年9X PE。未来6-12月公司合理股价应为20.9元，相当于20X PE，给予“推荐”评级。

风险提示：注意政策调控过紧、调控时间过长带来的楼市超预期的低迷等的风险。

6-12个月目标价：20.9元

当前股价：15.00元

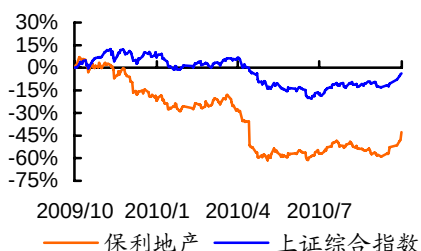
评级调整：维持

基本资料

上证综合指数	2861.36
总股本(百万)	4576
流通股本(百万)	4495
流通市值(亿)	674
EPS (TTM)	0.82
每股净资产(元)	5.89
资产负债率	70.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
保利地产	31.35	32.39	3.51
上证综合指数	6.44	16.78	-9.49



相关报告

- 《保利地产-6月销售额环比增一倍，放缓拿地静待地价回落》2010-7-8
- 《保利地产-5月销售金额环比降22%，小于市场降幅》2010-6-12
- 《保利地产-4月销售金额环比增22%，同比增2.6%》2010-5-10

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	22987	30342	38838	49713
同比(%)	48%	32%	28%	28%
归属母公司净利润(百万元)	3519	4943	6369	8427
同比(%)	32%	35%	28%	29%
毛利率(%)	36.8%	35.0%	37.0%	40.0%
ROE(%)	14.9%	16.7%	17.4%	18.1%
每股收益(元)	1.00	1.08	1.39	1.84
P/E	15.57	11.51	8.97	6.98
P/B	2.31	1.92	1.56	1.26
EV/EBITDA	15	11	8	6

资料来源：中投证券研究所

一、3-5 年内再打造一个保利地产

1.1 公司 3-5 年内的经营目标

公司计划在3-5年内再打造一个保利地产，最坏的情况都会在5年内实现，净利润年增速最低为17%，最高为30%。未来公司的拿地节奏与规模也将与公司的经营和发展的节奏相匹配。

1.2 1-9 月销售收入全国第二，全年销售收入预计 520-550 亿元

上半年公司的销售增长幅度小，不是因为市场差而销售不好，而是因为上半年可售货量不足，其实上半年的市场比大家预期的要好。进入 3 季度，公司的可售量逐步增多，尤其 9-11 月可售量更多，约 350 亿元。公司在 7-9 月快速推盘取得了 197 亿元骄人的销售业绩，公司在二次调控政策出台前加速销售回笼资金，未来半年公司将有更多的机会获取更多优质低廉资源。

1-9 月：公司实现销售金额 413.96 亿，同比增长 28%，1-9 月的销售金额是公司 09 年全年的 95%，1-9 月销售面积 482.8 万平米，同比增长 23%。1-9 月销售均价 8574 元/平米，较 09 年同期增长 4%。公司在新一轮调控政策出台前快速推盘销售回笼资金，显示出公司对政策与市场的精准判断。

在“二次调控”背景下，四季度公司仍将采取一贯的“随行就市”的销售策略。

公司下半年可售量约 350 亿元，7-9 月已销售 196 亿元，1-9 月销售金额 414 亿元，我们预计因 4 季度公司可售货量较多，并且公司在主要城市的楼盘广受欢迎，10 年全年的销售金额可望达到 520 亿元（同比增长 20%），不排除实现 550 亿元的销售佳绩，同比增长 27%。09 年销售均价 8237 元/平米，10 年 1-9 月销售均价 8574 元，10 年较 09 年增长 4%，预计全年均价将较 09 年有所增长。

1.3 10 年净利润率 15%，11 年将提升 2-3 个百分点，近两年高增长无忧

中报业绩受结算量和结算均价较低影响，盈利增长较低，下半年结算规模与结算均价将大幅提升，盈利高增长无疑。公司中报 EPS0.356 元、ROE6.17%，同比降 19%和 33%。营业收入、归属于母公司所有者净利润分别为 112.5 亿元、16.27 亿元，同比增长 36%和 17%。综合毛利率和净利率为 34.5%和 14.5%，较 09 年同期降 3.2 和 2.4 个百分点，较 09 年全年降 2.3 和 1.3 个百分点，毛利和净利下降主要有两个原因，一是结算均价较 09 年全年低 5.3 个百分点。（上半年结转面积 141 万平米，结转收入 109 亿元，同比增长 38%和 36%，结算均价 7695 元，较 09 年的结算均价 8129 元下降 5.3 个百分点。）二是，一线城市结算量下降。上半年结算收入中一线城市和二三线城市占比各半，而 09 年结算项目中一线城市占 58%，二三线城市占 42%；09 年同期一线城市和二三线城市结算收入占比各为 51%和 49%。

上半年，公司实现房地产销售面积 267 万平米、销售金额 217.55 亿元，同期增长 6%和 3%，销售均价 8150 元，较 09 年销售均价 8237 略降 1%。但公司的市场占有率进一步提升。

公司 09 年销售均价 8237 元，而上半年结算均价仅有 7695 元，预计公司上半年结算的主要是 09 年上半年销售均价较低的项目，上半年尚余的 387 亿元预收账款的均价超过 8000 元，较上半年的结算均价高 4%，而 10 年 1-9 月的销售均价为 8574 元，较上半年的结算均价高出 11.4%。因此，下半年及 11 年公司的结算毛利率走高已成定局。

公司的三项费用控制在国内的房地产公司中一直处于低位。10 年中期，公司的三项费用率仅为 4.2%。随着公司更大规模的经营，公司的费用控制下降的概率大于上升的概率。

上半年公司尚余的 387 亿元加上 3 季度 197 亿元的销售款，截止到 3 季度公司尚有 584 亿元可供结算，由于 4 季度公司可售货量较多，我们保守估计公司将获得 100 亿元的销售款，乐观估计可能获得 150 亿元的销售款。如果将这部分销售款计算进来，下半年公司将有 684-734 亿元可供下半年和明年结算，并且仍有剩余。

可以说公司不仅完成了今年的业绩而且还完成了明年全年的业绩，近两年的业绩增长非常确定。

1.4 开发和结算资源 5000 万平米，足够 5 年的开发结算量

上半年公司获取土地储备权益建面 506 万平米，楼面地价超过 3443 元。1-9 月，公司新增项目 29 个，权益建面 954 万平米，楼面地价 3047 元/平米，楼面地价较上半年的获取成本回落 11%。

公司在二次调控政策出台前加速销售回笼资金，货币资金充足公司将轻松应对调控，我们预计公司将有更多的机会获取更多优质低廉资源。

在近期国家深化“新国十条”的背景下，短期内公司将保持审慎原则，谨慎拿地和拓展。新增项目严格执行收益回报率不低于立项要求的“投资回报率 15%”的原则。我们认为，城市土地稀缺性明显，公司新拓展的项目的盈利能力只会超过 15%，不会更低。

根据公司中报披露，扣除已竣工面积，公司尚余建面 4530 万平米的土地储备和在建项目，加上下半年获得的建面 523 万平米的土地资源，公司尚余开发和结算资源 5000 万平米。公司上述的开发和结算资源足够公司 5 年左右的开发结算量。

近年来，公司采取一贯的快速开发的原则，09 年新开 600 万平米，10 年上半年，公司新开工面积 327 万平米，10 年全年预计新开工量 700 万平米。我们预计公司 10 年销售业绩有望增长 20-27%，与此对应，11 年公司的新开工量将在 10 年的基础上增长 20%，约 850 万平米，若 11 年上半年市场销售压力小，不排除开工量还将提升。

我们预计，公司真正的销售高峰将在明年下半年和后年出现，将助推公司高速增长。

二、保持一贯的稳健的财务安排

2.1 快速销售回笼资金无支付压力

10 年中期，公司账面尚余货币资金 126 亿元，较 1 季度减少 13 亿元，通过积极调整债务结构，长期借款较 09 年增加 196 亿元，增长近 1 倍，短期借款增加 3 亿元。资产负债率、扣除预收款项后的负债率、净负债率分别为 77%、7.9% 和 133%，较 09 年末分别上升 7、8 和 83 个百分点，扣除预收款后的资产负债率为 60%，对于开发实力雄厚、银行资信良好以及有强大股东支持的保利这样的开发商而言是正常的范围。此外，公司通过 3 季度的快速销售回笼资金 197 亿元，加上公司 3 季度 197 亿元的销售款，公司尚余 584 亿元的可供结算，公司应付短期负债游刃有余。

我们认为，房地产开发企业的资金是否紧张，应更多的看偿债能力和现金的支付能力。中报公司的现金 126 亿元占资产总额的 10%，此外我们预计下半年将获得超过 300 亿元的销售回笼资金，上述款项足以保证年底前的工程款、土地款和银行负债等项目的支付。年底前，公司需要支付工程款 80 亿元、银行信贷 50 多亿元，土地款 90 亿元，合计 220 亿元。到年底公司支付完上述 3 项款项后尚有 200 多亿元的结余，账面现金将非常宽裕。而明年需要支付的土地款仅剩 30-40 亿元，对公司而言没有支付压力。就是出现最坏的情况公司也能通过银行获得 100 多亿元的信贷，获得有强大的大股东的支持，况且公司并未到需要大股东的支持的地步。

本轮的房地产调控期间，公司曾做过压力测试，在得不到银行信贷的支持下，即使房价下跌 50% 公司的财务也不会出现问题。

2.2 审慎拿地已得到或即将得到市场的验证

公司过去 1 年的拿地策略不断被市场质疑，09 年高价拿地的项目的投资收益很快会得到验证。

我们看到，公司 07 年在上海宝山购入的上海地王（楼面地价 6000 多元/平米）——叶上海 08 年推向市场，售价 14700 元/平米，08-10 年均价 16056 元/平米，获利丰厚；杭州下沙项目也是一样，1 个盘销售收入 20 多亿元，售价 2-4 万/平米；南京仙林项目售价 1.6-1.7 万元，上述项目从拿地到项目的盈利水平远超市场预期。

2010 年 10 月公司推出的重庆江上明珠（楼面地价 3040 元/平米，售价 10000 元/平米）、可能年底推出的北京大望京项目（楼面地价 1.8 万元/平米）等，09 年获取的朝阳公园东侧的项目，将做高端住宅和商业，预计售价在 3.5-4 万元，预计均能获得 15% 的投资回报率。最后市场的发展会证明保利地产发展商的专业判断是对的。

公司拓展新项目一直严格执行在财务安全和项目投资回报率不低于 15% 的前提下进行。尽管上半年，公司在拓展资源的问题上曾遭到市场多方的质疑，但公司的经营策略和方向并没有被舆论和市场打断，依然坚持按自己的节奏稳妥、安全的进行安排，依然坚持资源拓展量与销售量和增长速度相匹配的原则。

三、“单兵作战”模式使销售收入 500 亿无瓶颈

与万科不同的是，公司的开发模式更强调单兵作战能，不存在销售规模上 500 亿元后遇到管理瓶颈的问题。公司的前身为军区背景，公司下属项目子公司的房地产开发管理模式一贯采取军事化管理，秉承和强调军区一贯的“服从、执行力、单兵作战能力”，强调管好自己的作风。

而公司总部的职能是，“管人事、管资金、管立项、管统一品牌规划，给项目团队充分自主的权力”，公司总部对下属项目子公司则通过“审计等事后监督”来保证执行能力。

公司总部要求每个子公司做出 3-5 年的发展规划。公司目前的直属子公司分布在 25 个地区并将继续以“一横两纵”的发展计划在拓展市场。

在上述管理模式下，公司的每个子公司都充满活力，但也可能存在发展不平衡的情况，在总部严格的事前给“任务目标”，事后“审计监督”的管理模式下，每个子公司不会有风险，只是可能存在有些公司的发展速度会放缓。

四、发展战略高瞻远瞩：大思路、大运作

4.1 在资源拓展上：按“一横两纵”的原则开拓市场

在过去两年，公司积极进入二三线城市，扩大市场规模，基本上已完成全国主要区域的布局。公司将继续完善全国战略布局，做大做强现有城市业务，积极进入二三线城市，扩大经营规模。

在公司区域布局上，仍将按照“一横两纵”原则，围绕“中国经济圈”、“产业布局”、“高铁局部”发展机会来布局，尚未进入的郑州、石家庄、烟台、济南、福州等城市将是公司未来开拓的目标城市。

在二次调控政策出台之初，公司拿地策略将会较谨慎，等待较好的机会出现。

应对调控公司也将加大二三线城市的投资，提高市场占有率和产品覆盖率；及时调整产品结构，将主流产品定位为满足“普通住宅、自住型、刚性需求”；积极参与各地保障性住房建设，履行企业社会责任；开拓“房地产基金”等创新投融资渠道，降低宏观调控的影响。

近两年来，在全国开发的一线房地产商已在二三线城市作了很好布局，依靠一线地产商强大的资金和开发实力，我们预计，接下来在二、三线城市开发的中小型区域性开发商将成为本轮行业调整的洗牌目标，更多的机会将位于一线地产商，它们在较长时期内的高增长仍然可持续。

4.2 发展战略“大思路，大运作”

公司将不断提高专业化运作，提高产品素质，提高管理水平，提高品牌美誉度，提升公司的市场竞争力；稳步加大商业地产投资，增加持续性经营收入占公司营业收入的比重；开拓旅游地产、养老地产和城市综合运营等业务，增加新的盈利增长点。

- **坚持发展房地产开发的传统业务。**公司在已20多城市开发房地产，单盘销售率、销售金额在当地排名居前。未来仍将围绕“一横两纵”的发展计划发展房地产开发业务。
- **发展创新业务。**10年中期，公司的商业地产经营面积已增加至55万平米，经营收入2亿元，佛山保利洲际酒店开业已实现正现金流。未来公司仍将借助资本市场发展商业地产，培育商业管理团队，计划在3-4年内建设10多个5星级酒店、7-8高尔夫球场，7-8个购物中心。时机成熟时将借助资本市场将上述业务分拆上市。
- **发展养老市场。**上海已开始出现老龄化问题，城市养老市场是一个非常具有开发潜力的细分市场，这个市场也是公司未来的努力方向。
- **发展房地产基金。**未来房地产基金一定会是房地产融资的主要途径之一。中国的民间资本一直缺少投资渠道，而市场存在很多需要回报高但厌恶风险的资金，房地产基金将是它们不错的选择。公司正和国内某大型券商研究合作发展房地产基金，预计基金的投资回报将有8-10%，首批基金将面向机构发行。

公司发展房地产基金不是为了解决资金的压力，更多的是公司长期发展战略的需要。

从西方国家成熟的发展经验来看，这是中国房地产业发展的必经之路。谁先做谁就会抢占市场先机，但并不是所有的开发商都具备发行房地产基金的条件，一般来说，只有房地产的开发运营能力强、盈利能力强、有品牌、信誉好的开发商发行的房地产基金才会吸引大量社会资金的参与。

- **发展直投、城市运营等的战略合作伙伴。**公司一直坚持选择最具实力的合作伙伴作为长期战略合作伙伴，已对公司各项业务构成了强大的支持。公司已与顶级的金融机构、顶级地产商合作，已成为公司各项业务的很好的支持。某些金融企业正在转型并在寻求新领域的新的战略合作伙伴，公司将抓住有利时机发展直投战略合作伙伴。未来公司的房地产开发业务也将从做项目到做城市运营，打造城市新区，发展城市联盟为发展战略。目前公司已和部分二三线城市达成战略合作协议。

我们认为，公司的管理团队充满智慧，高瞻远瞩，已跳出狭隘的“买地建房”的传统的房地产也发展思路，通过资本、与城市合作“大思路，大运作”发展创新型房地产业务。上述运营模式将会很好的解决开发商在规模发展过程中面临的“资金、资源、成本和长期收益”等问题。

五、估值与投资建议

5.1 重估值

- ✓ 根据保利目前在建和储备项目的建面5000万平米计算，假设售价0.85万元/平米，净利润率15%，将带来431亿元的权利净利润（折现后）。
- ✓ 保利10年中期股东权益263.7亿元。
- ✓ 保利55万平米持有物业按公允价计价增值55亿元。
- ✓ 那么，**保利重估值=431+263.7+55=750亿元**（RNAV=（431+263.7+55）/45.7564=**16.39元**。2010年10月13日股价15元，公司股价9.2折交易，折价8%。）
- ✓ **万科重估值=956亿元（RNAV=8.74元，公司股价溢价8%交易）。**
- ✓ 万科重估值/保利重估值=1.27倍
- ✓ 保利合理市值=万科市值/1.27=1034/1.27=811亿元，保利目前市值686亿元，根据20101013收盘价计算，**保利的市值较万科的市值还有18%的提升空间（即保利比万科便宜18%）。**

5.2 盈利预测与投资建议

- ✓ 根据公司09年剩余预收款+10年的销售收入=298+520=818亿元，将带来123亿元净利润，相当于每股2.68元。上述业绩将在今明两年体现，少部分在11年体现。
- ✓ 我们比较客观的预计公司2010-2011年EPS分别为：1.08、1.39、1.84元。目前股价15元对应11年9X PE。未来6-12月合理股价应为20.9元，相当对20X PE，给予“推荐”评级。

图 1：保利地产单月销售面积金额与销售均价

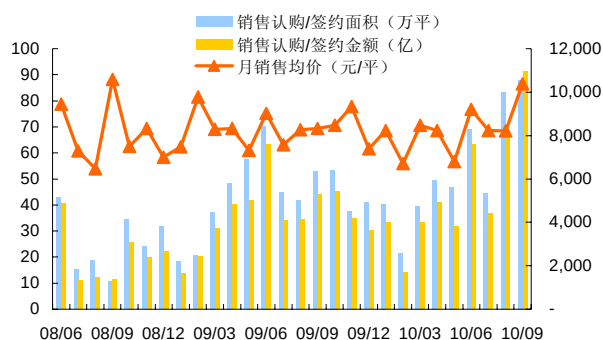


图 2：保利地产单月销售均价与累计销售均价

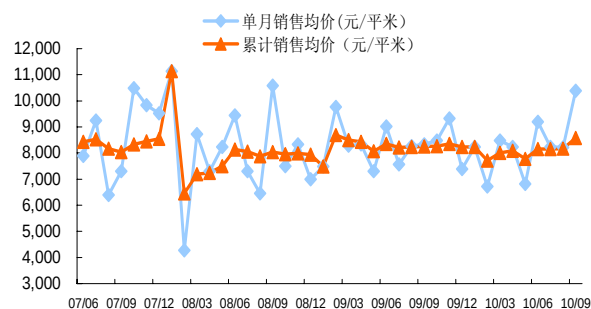


图 3：保利地产单月销售均价各年同期比较

图 4：保利地产累计销售均价各年同期比较

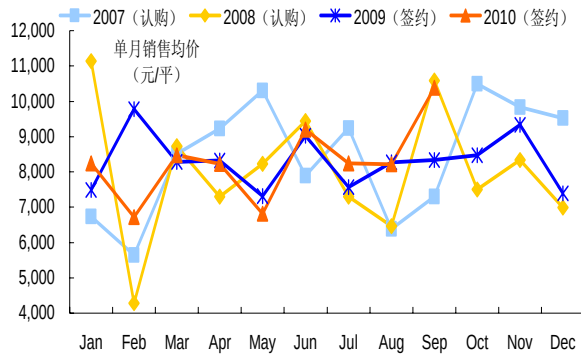


图 5: 保利地产单月销售面积各年同期比较

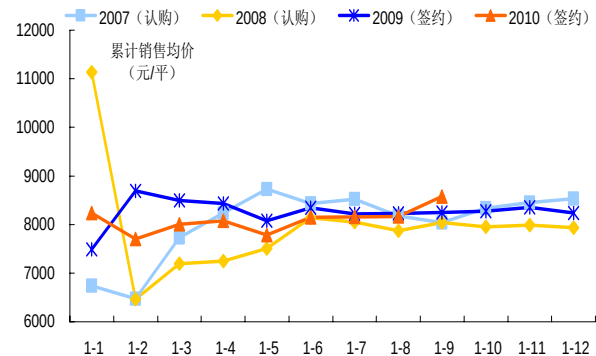


图 6: 保利地产单月销售金额各年同期比较

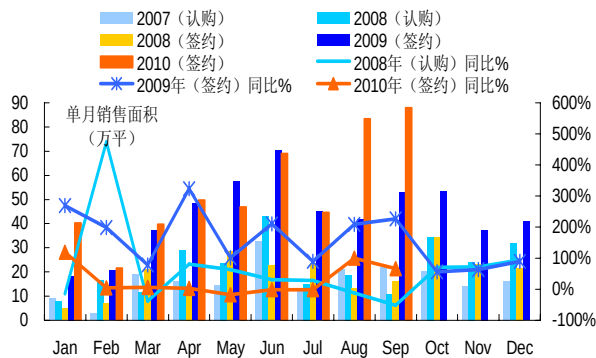


图 7: 保利地产累计销售面积各年同期比较

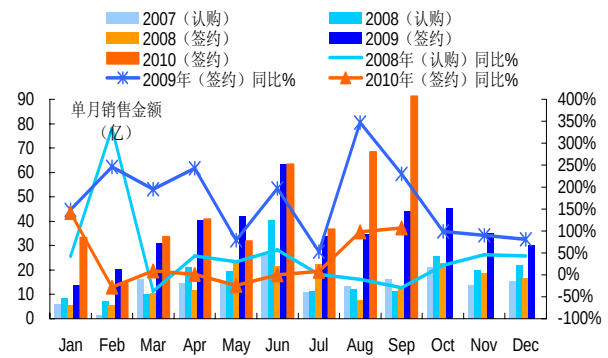
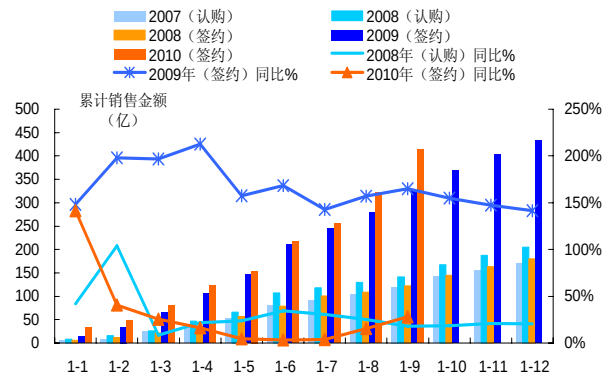
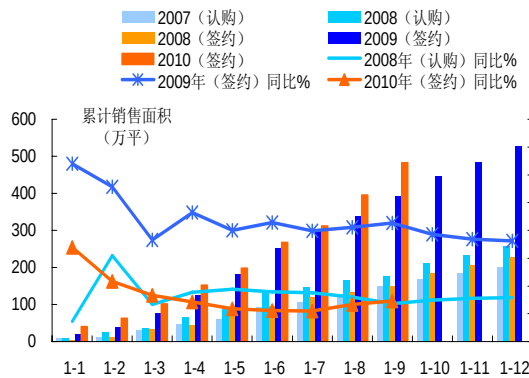


图 8: 保利地产累计销售金额各年同期比较



数据来源：上市公司，中投证券研究所

表 1: 公司 10 年 9、10 月新增项目（单位：万平，亿元）

项目		所处城市	用地性质	公司权益	占地面积	规划建面	权益面积	成交价款	楼面地价（元/平）
1-8 月合计					419.0	775.1	600.3	240.5	3,103
2010-9	朝阳湖镇、成佳镇地块	成都	旅游开发	100%	22.87	22.87	22.87	1.75	765
2010-9	嘉善郭泾塘伍子塘地块	嘉兴	公建住宅	70%	9.97	9.97	6.98	0.46	463
2010-9	佛山市顺德新城地块	佛山	商住用地	100%	22.82	81.71	81.71	14.69	1,798
9 月合计					55.7	114.5	111.6	16.9	14,76
1-9 月合计					474.6	889.7	711.8	257.4	2,893
2010-10	福州市晋安区地块	福州	商住用地	100%	21.31	70.31	70.31	33.40	4,750
2010-10	广州市荔湾区地块	广州	居住用地	100%	10.36	28.17	28.17	18.00	6,390

2010-10	常州市钟楼区地块	常州	商住用地	100%	9.68	21.29	21.29	6.30	2,959
2010-10	成都碑石堰村地块	成都	商住用地	100%	12.60	30.24	30.24	4.57	1,512
2010-10	成都青羊区贝森路地块	成都	住宅用地	100%	2.31	8.79	8.79	5.27	6,000
2010-10	成都元华路地块	成都	商住用地	100%	4.38	21.91	21.91	4.27	1,950
2010-10	东莞市松山湖地块	东莞	商住用地	100%	12.19	21.20	21.20	7.45	3,513
2010-10	南昌市昌东大道地块	南昌	商住用地	100%	19.14	40.20	40.20	8.24	2,050
10月合计					92.0	242.1	242.1	87.5	36,14
1-10月合计					566.6	1131.8	953.9	344.9	3,047

附：公司 2010 年中报财务指标

图 9：经营情况

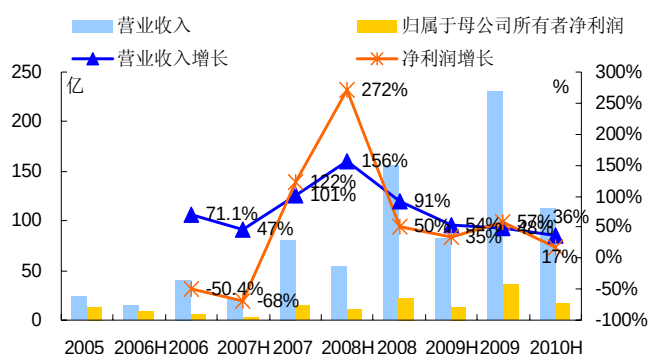


图 10：EPS 和 ROE

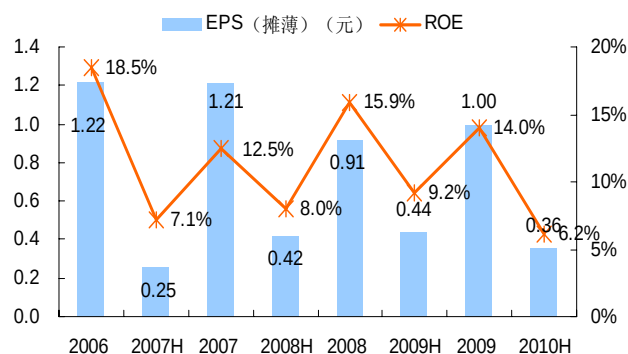


图 11：综合毛利率和净利率

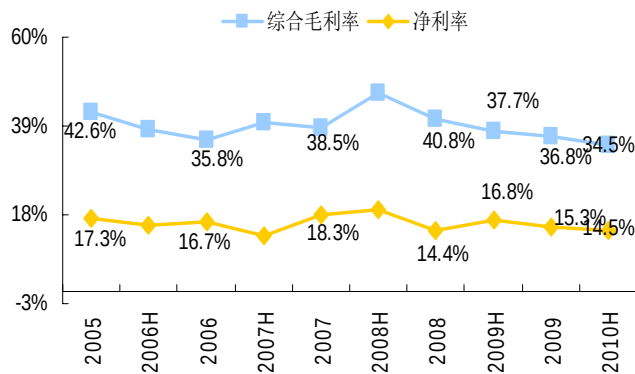


图 12：三费水平

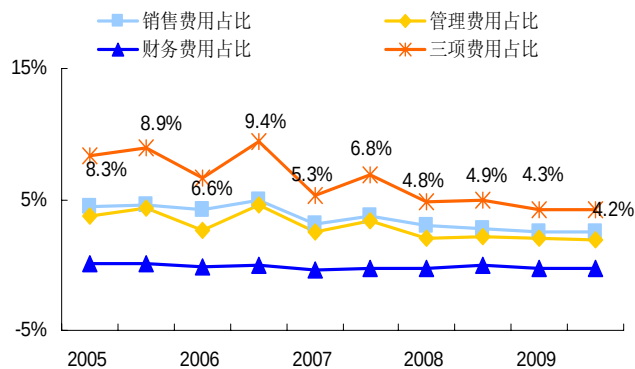
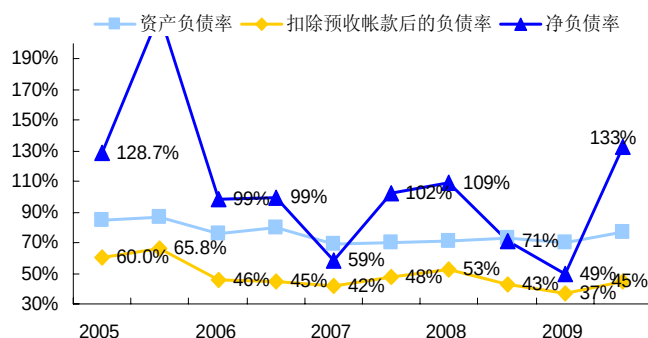


图 13：负债水平



数据来源：上市公司，中投证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	88504	128557	156570	179524	营业收入	22987	30342	38838	49713
现金	15228	20101	25729	32933	营业成本	14524	19723	24468	29828
应收账款	467	546	729	920	营业税金及附加	2536	2427	3107	4971
其它应收款	470	621	795	1017	营业费用	591	759	971	1243
预付账款	12235	16614	20612	25127	管理费用	457	607	777	994
存货	60099	90671	108698	119518	财务费用	-66	-191	391	973
其他	5	5	7	8	资产减值损失	-274	13	14	-82
非流动资产	1327	1458	3500	5483	公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0
长期投资	246	146	196	171	投资净收益	2	102	67	57
固定资产	206	218	226	229	营业利润	5220	7108	9176	11842
无形资产	7	11	16	21	营业外收入	195	195	195	195
其他	867	1083	3062	5063	营业外支出	36	27	30	29
资产总计	89831	130015	160069	185007	利润总额	5379	7276	9341	12008
流动负债	38234	72867	95375	110847	所得税	1371	1855	2382	3062
短期借款	308	8495	30268	39532	净利润	3519	4943	6369	8427
应付账款	29830	54373	54684	59655	少数股东损益	489	477	590	519
其他	8095	9998	10423	11659	归属母公司净利润	3519	4943	6369	8427
非流动负债	24636	24641	24638	24639	EBITDA	5206	6947	9602	12855
长期借款	20250	20250	20250	20250	EPS（元）	1.00	1.08	1.39	1.84
其他	4386	4391	4388	4390	主要财务比率				
负债合计	62869	97507	120013	135486	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	1873	2351	2941	3460	成长能力				
股本	3520	4576	4576	4576	营业收入	48.1%	32.0%	28.0%	28.0%
资本公积	14282	13226	13226	13226	营业利润	36.1%	36.2%	29.1%	29.1%
留存收益	7286	12355	19314	28260	归属于母公司净利润	31.7%	35.3%	28.4%	28.6%
归属母公司股东权益	25088	30157	37115	46061	获利能力				
负债和股东权益	89831	130015	160069	185007	毛利率	36.8%	35.0%	37.0%	40.0%
现金流量表					净利率	17.4%	17.9%	17.9%	18.0%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	14.9%	16.7%	17.4%	18.1%
经营活动现金流	-1145	-3393	-13584	809	ROIC	13.1%	14.3%	13.7%	16.1%
净利润	3519	4943	6369	8427	偿债能力				
折旧摊销	52	30	35	39	资产负债率	70.0%	75.0%	75.0%	73.2%
财务费用	-66	-191	391	973	净负债比率				
投资损失	-2	-102	-67	-57	流动比率	2.31	1.76	1.64	1.62
营运资金变动	-4987	-9013	-21525	-9627	速动比率	0.74	0.52	0.50	0.54
其它	340	940	1213	1053	营运能力				
投资活动现金流	-1145	-38	-2030	-1965	总资产周转率	0.32	0.28	0.27	0.29
资本支出	38	38	38	38	应收账款周转率	65	57	58	57
长期投资	-367	92	2050	1975	应付账款周转率	5.66	6.15	5.91	5.86
其他	-1474	92	58	47	每股指标（元）				
筹资活动现金流	11306	8303	21243	8360	每股收益(最新摊薄)	1.00	1.08	1.39	1.84
短期借款	238	8187	21772	9264	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.25	-0.74	-2.97	0.18
长期借款	6201	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.89	7.10	8.75	10.82
普通股增加	1067	1056	0	0	估值比率				
资本公积增加	7482	-1056	0	0	P/E	15.57	11.51	8.97	6.98
其他	-3683	116	-530	-904	P/B	2.31	1.92	1.56	1.26
现金净增加额	9758	4873	5628	7204	EV/EBITDA	15	11	8	6

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 $\pm 10\%$ 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

分析师团队简介

李少明: 中投证券房地产行业首席分析师, 工商管理硕士, 14 年证券研究从业经验。

主要覆盖公司: 万科、保利地产、招商地产、泛海建设、苏宁环球、滨江集团、广宇发展、中华企业、冠城大通、亿城股份、金融街、世茂股份、首开股份、上实发展、华发股份、大龙地产、沙河地产、胜利股份、香江控股。

免责条款

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	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434