

保利地产(600048)

公司研究/调研报告

推荐 维持评级

合理估值: 16.95—22.20 元

销售增长可持续，保持较强进取心

—保利地产(600048)调研报告

民生精品---调研报告/房地产行业

2010 年 11 月 04 日

报告摘要:

● 预计今年销售额600亿左右，新开工面积增长40%以上，拿地积极

面对房地产行业调控现状，公司有足够的应对行业周期变动经验，短期不乐观，中期不悲观，全年销售额有望在 600 亿左右。保守预计公司全年新开工面积 800 万平方米，若进展顺利有可能达到 900-1000 万平方米，较 2009 年增加 40%以上。土地拓展速度依然较快，拿地方式更加多元化，股权收购方式占比不断提高。

● 2011年推盘量将增长40%，销售额将增长30%

公司高成长性可持续，明年推盘量预计增长 40%，推盘结构上，二、三线城市占比更高，对销售额会有一定影响，预计销售额可达到 800 亿元，增长 30%以上。公司近几年注重在二三线城市拿地，通过区域结构的调整，降低房地产行业调控带来的风险。

● 股权激励有待于进一步突破，管理体系不断优化，干劲十足

公司股权激励取得部分突破值得期待，我们认为出台股权激励措施对国资背景公司业绩的提升有重要催化作用。公司管理模式主将逐步探索由两级管理转向三级管理，在长三角、珠三角、环渤海区域有必要加一个区域中心，管理的效率更高，在公司规模过大的情况下，能使公司管理效率不断提高。公司带有军旅文化血脉，干劲十足，多元化发展使公司走在地产行业前列。公司持有型物业规模不断扩大，未来规划为持有型物业面积占到 30%左右。

● 公司合理估值在16.95-22.20元，给予“推荐”评级

预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 1.05 元，1.48 元和 1.83 元。结合 PE 估值与 RNAV 估值，公司合理价值为 16.95 元-22.20 元，维持“推荐”评级。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	22,987	30,505	38,131	49,571
增长率(%)	48.1%	32.7%	25.0%	30.0%
归属母公司股东净利润(百万元)	3,519	4,804	6,756	8,361
增长率(%)	31.7%	41.0%	40.6%	23.8%
每股收益(元)	1.06	1.05	1.48	1.83
毛利率(%)	36.8%	38.7%	40.9%	39.6%
净资产收益率 ROE(%)	18.8%	21.0%	25.8%	24.8%
每股净资产(元)	7.66	5.86	7.59	9.74
PE	13.75	13.89	9.85	7.97
PB	1.90	2.49	1.92	1.50
EV/EBITDA	/	15.58	12.06	11.63

资料来源: 民生证券研究所

民生证券研究所

分析师: 王新亮

执业证号: S0100210060003

电话: (8610)85127648

邮箱: wangxinliang@mszq.com

分析师: 赵若琼

执业证书编号: S0100210090002

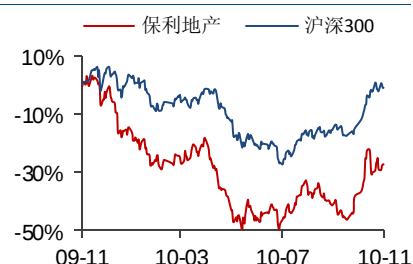
电话: (8610)8512 7653

Email: zhaoruqiong@mszq.com

地址: 北京市东城区建国门内大街 28 号

民生金融中心 A 座 16 层 100005

一年该股与沪深 300 走势比较



交易数据 (2010-11-03)

收盘价(元)	14.58
近 12 个月最高/最低	21.05/9.98
总股本(百万股)	4,575.64
流通股本(百万股)	4,494.79
流通股比例%	98.23%
总市值(亿元)	667.13
流通市值(亿元)	655.34

相关研究

目 录

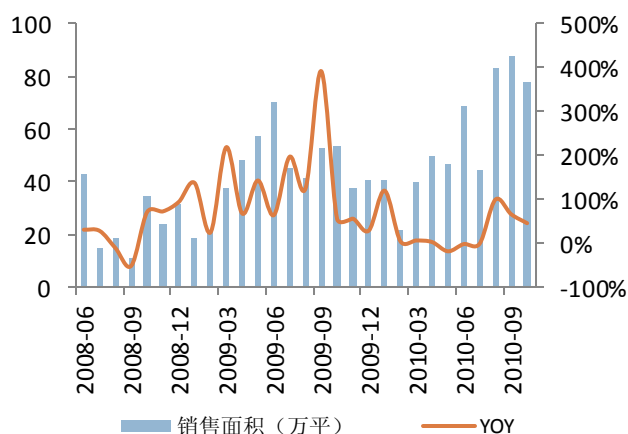
一、 完成全年 550 亿元销售目标已无悬念，预计全年销售在 600 亿左右.....	3
二、 新开工全年增长 40%以上，维持拿地的快速扩张态势.....	3
三、 2011 年推盘量将有 40%的增长，销售额 30%的增长.....	5
四、 股权激励有待于进一步取得突破，管理体系不断优化.....	5
五、 带有军旅色彩的保利地产以务实态度把握行业发展脉搏，定会大有作为.....	6
六、 盈利预测与投资建议.....	6
七、 风险提示.....	6
插图目录	10
表格目录	10

一、完成全年 550 亿元销售目标已无悬念，预计全年销售在 600 亿左右

面对房地产行业调控现状，短期不乐观，中期不悲观。公司有足够的应对行业周期变动经验，在运营项目、拿地、资金方面有妥善安排，经营稳健。按照规划的最后四个月新增 200 亿元左右新盘，存量部分 50 多亿元，总共可推出 250 亿元，总推盘量可能加推到 650 亿，全年销售额有望在 600 亿左右，完成全年 550 亿目标已经无悬念。

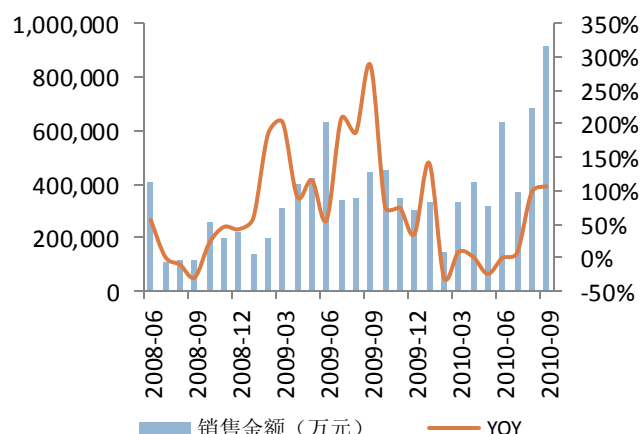
在 4-7 月份地产调控政策出台的密集时期，公司销售面积和销售金额增速放缓，甚至在 5 月时出现同比下降的情况，但 8 月份以来销售面积和金额迅速回升，销售金额同比增速在 100% 上下。1-10 月公司累计实现销售金额 503.2 亿元，同比增长 36.5%，累计实现销售面积 560.6 万平方米，同比增长 26%，销售均价 8976 元/平米，同比上涨 9%。

图 1：1-10 月公司月度销售面积略超预期



资料来源：Wind，民生证券研究所

图 2：1-10 月公司月度销售额增速回升



资料来源：Wind，民生证券研究所

二、新开工全年增长 40% 以上，维持拿地的快速扩张态势

截止十月中旬，公司新开工面积 700 万平方米，保守估计全年为 800 万平方米，若进展顺利有可能达到 900-1000 万平方米。公司 2009 年完成新开工面积 564 万平米，预计今年同比将增加 40% 以上。公司秉承当年拿地，当年开工的策略，开发速度较快。受多个城市预收款监管等原因影响，公司正加大开工力度，早日实现销售回款，以继续增加土地储备。

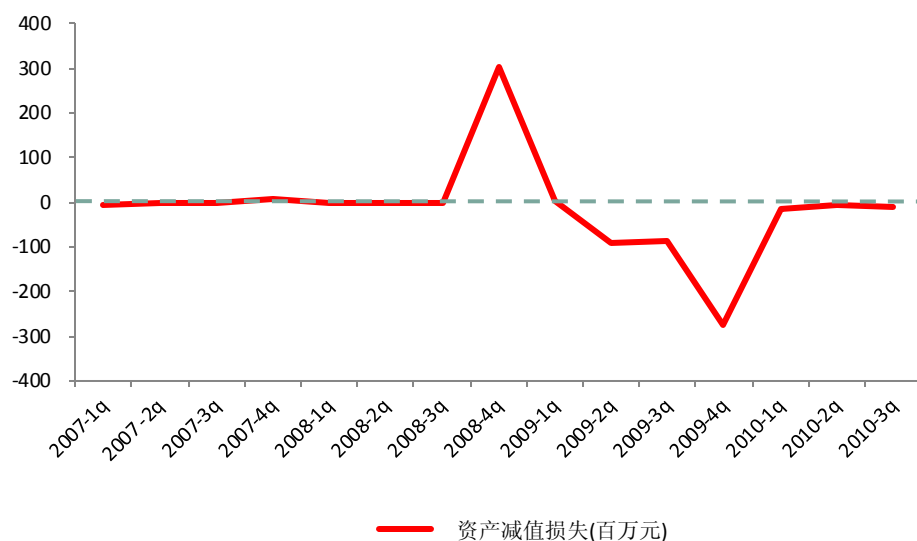
土地拓展上，公司一直保持积极进取态势。上海和北京等一线城市土地市场竞争激烈，分公司为了保持持续经营，有动力继续拿地。目前公司拿地区域更多向二、三线城市转移，2009 年公司拿地 1300 多万平方米，今年 1-10 月已经基本追平去年拿地体量。1-10 月公司新增项目 38 个，新增权益建筑面积 1230 万平米，楼面地价为 2800 元/平米，预计后两个月拿地量仍将比较大，拿地方式更加多元化，股权收购方式占比不断提高。

表 1: 公司 9-10 月共取得土地规划建筑面积 621 万平方米

项目名称	土地面积 (万平)	容积率	规划建面 (万平)	地价 (亿元)	楼面地价(元/平)	用地性质
福州市电化厂项目	21.31	3.3	70.32	33.4	4749.51	商业
广州荔湾区芳村高尔夫 D、E 项目	10.36	2.7	28.17	18	6387.69	居住
常州市钟楼区项目	9.68	2.2	21.29	6.3	2958.30	商业
成都新都区三河项目	12.6	2.4	30.24	4.57	1511.24	商业
成都青羊区贝森路项目	2.31	3.8	8.79	5.27	5995.45	住宅
成都高新区保利心语东侧项目	4.38	5.0	21.90	4.27	1949.77	商业
东莞市松山湖项目	12.19	1.7	21.21	7.45	3512.39	商业
南昌高新区昌东大道项目	19.14	2.2	42.10	8.24	1956.87	住宅、商业
辽宁营口南湖公园旁项目	33	3.5	115.51	5.28	457.14	商住
厦门英环路项目	14.4	2.4	33.95	10.12	2980.85	城镇住宅兼容批发零售
南京栖霞仙林湖北 1 号项目	7.55	2.2	16.61	7.6	4575.56	住宅
杭州下沙 38#地项目和杭州下沙 42#地项目	5.12	2.5	12.8	7.88	6156.25	住宅
成都杉板桥路项目	8.23	3.0	24.69	18.02	7298.50	住宅
南通自行车厂项目	18.09	2.5	45.17	15.19	3362.85	商业
杭州经济技术开发区项目	4.6	3.0	13.8	7.27	5268.12	住宅
中山港口镇项目	26.35	3.1	82.73	4.66	563.28	商业
成都新都区狮子水库项目	13.3	2.4	31.92	1.17	366.54	商住
合计	222.61	-	621.21	164.69	-	-

资料来源: 民生证券研究所

曾经的高价地, 现在来看逐渐变成盈利性较强的项目。市场质疑保利地产拿地的策略, 尤其是 2007-2009 年以来保利地产频繁在各地争夺“地王”, 但随着房价的不断上涨, 昔日“地王”已经可以贡献高毛利率, 这说明了公司对房地产行业的判断符合实际。从公司近年来的财务数据来看, 拿高价地的风险并不大。

图 3: 公司计提资产减值损失的幅度显示了拿地的风险是可控的


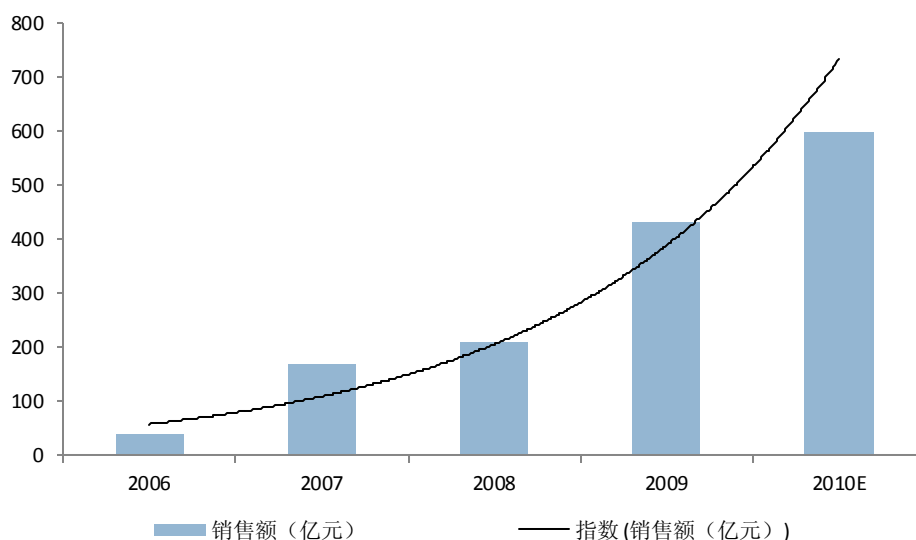
资料来源: wind, 民生证券研究所

三、2011 年推盘量将有 40% 的增长，销售额 30% 的增长

公司高成长性可持续，明年推盘量预计增长 40%，推盘结构上，二、三线城市占比更高，销售均价较一线城市低，对销售额会有一定影响。公司近几年拿地结构有所调整，重点进入二三线城市，尤其是长三角珠三角的三线城市，通过区域结构的调整，降低房地产调控带来的风险。

按照 75%-80% 的销售率，预计公司 2011 年销售额可达到 800 亿元，明年下半年供给将远大于上半年。今年销售额约 600 亿，保守估计 2011 年销售额将增长 30% 以上。作为国资委考核的国有企业，经营业绩可持续增长的前景是可期的。

图 4：近年来公司销售额稳步增长



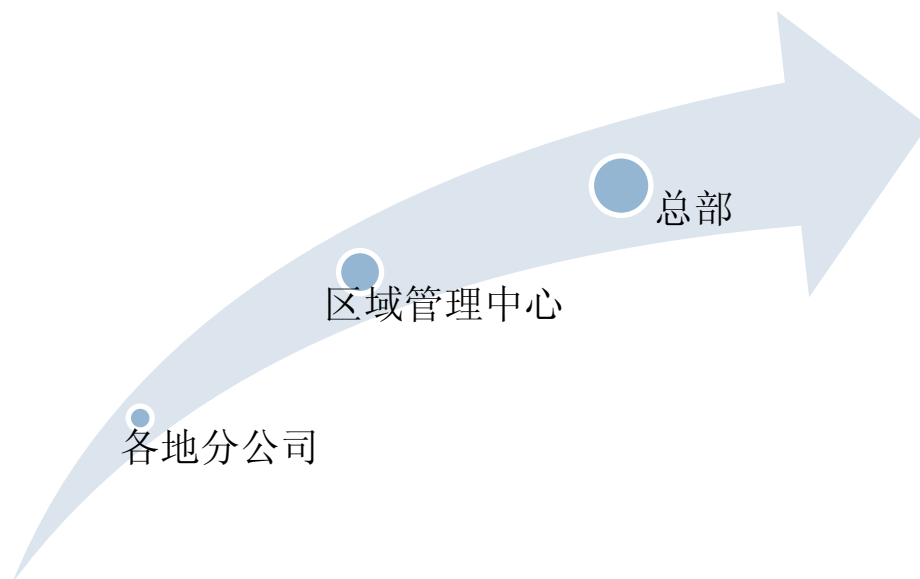
资料来源：wind，民生证券研究所

四、股权激励有待于进一步取得突破，管理体系不断优化

作为国资背景的企业，股权激励方案出台会更为谨慎，但是取得部分突破还是值得期待，比如激励措施上在利润，开发，销售，成本控制等相挂钩，若干项的评分标准等方面做出考核，提成比例按照级别来。我们认为出台股权激励措施对国资背景公司业绩的提升有重要催化作用，部分企业如首开股份已经有成功例子，从目前进程来看，公司激励方案仍是破冰之旅，有待取得进一步突破。目前公司在进入的 31 个城市考核指标为 ROE，产品结构以股东利益为核心，实现规模增长。

从大企业二级管理和三级管理的模式来看，保利地产管理模式主要是两级管理，总部放权大，主管五个方面：资金、项目立项、人事安排、品牌、执行力。公司总部的人外派到区域公司，属地决策，在长三角、珠三角、环渤海区域有必要加一个区域中心，管理的效率更高，在公司规模过大的情况下，能使公司管理效率不断提高。

图 5: 三级管理模式将有利于决策的执行



资料来源: 民生证券研究所

五、带有军旅色彩的保利地产以务实态度把握行业发展脉搏，定会大有作为

保利地产是一家从军旅文化中走来的房地产企业，由一家区域性的开发商，发展成为国资委属下房地产企业中综合实力排名第一的标杆房地产企业。保利地产的管理优势在于生来带有军旅文化血脉，务实、低调、干劲十足，管理层对中国未来住宅产业发展看好，考虑到人口红利，住宅产业化等现状，房地产行业依然大有可为，在地产行业中的多元化发展使保利地产走在前列。产品线上，目前业态包括商品住宅、购物中心、写字楼、高尔夫球场、酒店等。而持有型物业规模不断扩大，目前在建拟建的经营的物业为 150 万平方米，其中正在营业的为 50 万平方米。未来规划为持有型物业投资比率占到 30% 左右。独特的企业文化将使得公司“3-5 年再造一个保利”的目标在不远的将来变为现实。

六、盈利预测与投资建议

根据公司结转比率，预计 2010-2011 年营业收入分别达到 305.05 亿元，381.31 亿元和 495.71 亿元，每股收益分别为 1.05 元，1.48 元和 1.83 元。当前股价为 14.58 元，对应 2010 年 PE14x、10x，给与 2011 年 15 倍 PE，目标价位为 22.20 元。按照 4200 万平方米的权益建筑面积，销售均价 9000 元计算，取 10% 折现率，公司房地产项目的重估溢价为 425.54 亿元，2010 年中报公司归属母公司所有者权益为 270.78 亿元，公司 RNAV 值为 16.95 元。

结合两种估值结果得出，公司合理价值在 16.95 元-22.20 元之间，维持“推荐”评级。

七、风险提示

新开工大幅增加，拿地速度不减使得公司短期内面临资金压力。

表 2: 公司 RNAV 估值表

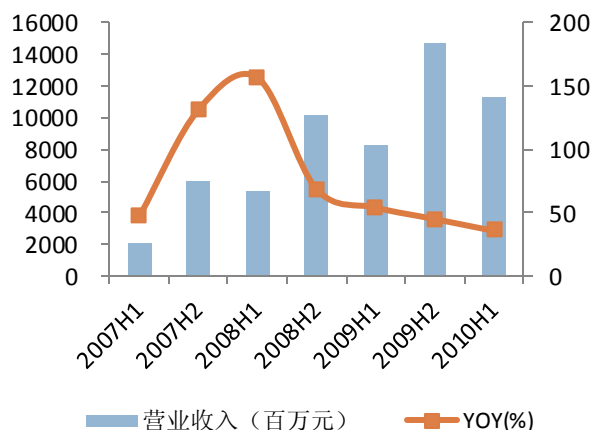
房地产项目权益净利润现值	425.54 亿元
归属母公司所有者权益	270.78 亿元
总股本	45.76 亿
RNAV 值	16.96 元

资料来源: 民生证券研究所

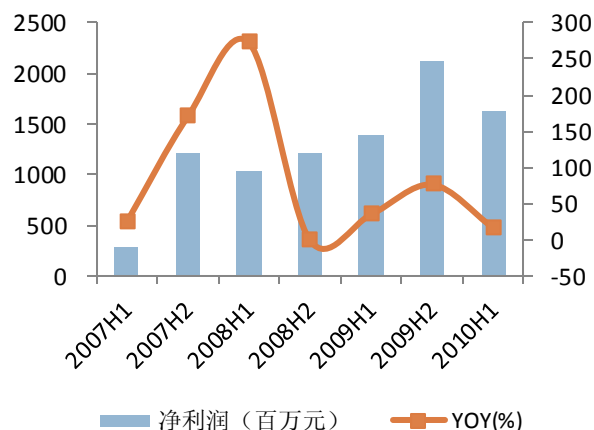
表 3: 公司近五年经营财务数据

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
营业收入 (百万元)	2356.42	4031.21	8115.23	15519.90	22986.61
YOY(%)		71.07	101.31	91.24	48.11
净利润 (百万元)	406.85	671.46	1489.09	2238.86	3519.23
YOY(%)		65.04	121.77	50.35	57.19
每股收益-最新股本摊薄 (元)	0.09	0.15	0.33	0.49	0.77
毛利率 (%)	42.56	35.82	38.50	40.80	36.82
净利率 (%)	17.71	18.21	20.06	19.61	17.44
销售费用率 (%)	4.46	4.18	3.15	2.98	2.57
管理费用率 (%)	3.77	2.59	2.57	2.01	1.99
财务费用率 (%)	0.11	-0.17	-0.39	-0.21	-0.29

资料来源: Wind, 民生证券研究所

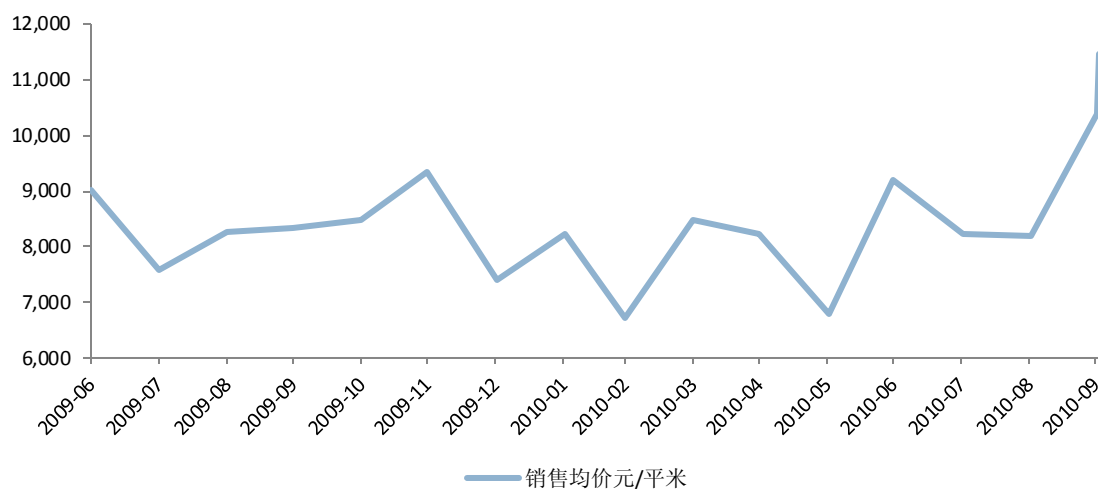
图 6: 公司营业收入增长情况


资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 7: 公司净利润增长情况


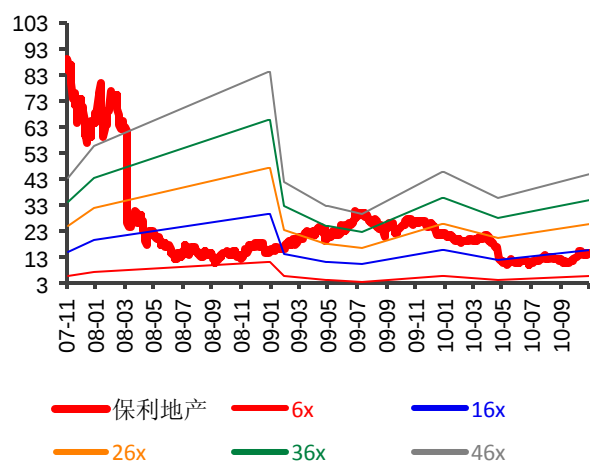
资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 8: 公司近四个月销售均价不断走高



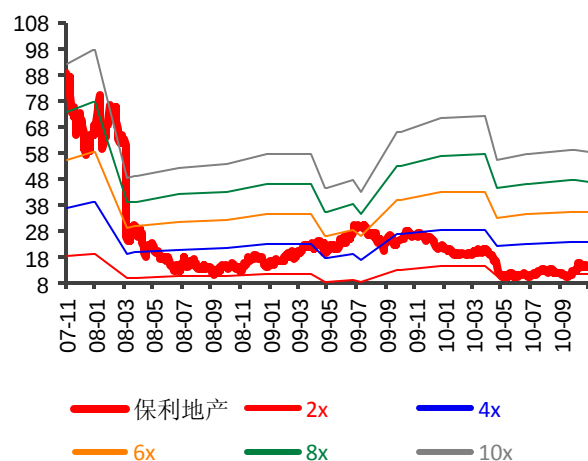
资料来源: 民生证券研究所

图 9: 保利地产 PE-Bands



资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 10: 保利地产 PB-Bands



资料来源: Wind, 民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	22,987	30,505	38,131	49,571
减：营业成本	14,524	18,699	22,539	29,917
营业税金及附加	2,536	2,898	3,432	4,461
销售费用	591	915	953	1,239
管理费用	457	610	763	991
财务费用	(66)	0	0	0
资产减值损失	(274)	0	0	0
加：投资收益	2	2	3	3
二、营业利润	5,220	7,385	10,448	12,965
加：营业外收支净额	159	150	150	150
三、利润总额	5,379	7,535	10,598	13,115
减：所得税费用	1,371	1,884	2,649	3,279
四、净利润	4,008	5,651	7,948	9,836
归属于母公司的利润	3,519	4,804	6,756	8,361
五、基本每股收益 (元)	1.06	1.05	1.48	1.83

主要财务指标				
项目	2009A	2010E	2011E	2012E
EV/EBITDA	/	15.58	12.06	11.63
成长能力:				
营业收入同比	48.1%	32.7%	25.0%	30.0%
营业利润同比	36.1%	41.5%	41.5%	24.1%
净利润同比	31.7%	41.0%	40.6%	23.8%
营运能力:				
应收账款周转率	68.35	79.02	111.11	113.04
存货周转率	0.46	0.45	0.46	0.47
总资产周转率	0.32	0.30	0.31	0.33
盈利能力与收益质量:				
毛利率	36.8%	38.7%	40.9%	39.6%
净利率	15.3%	15.7%	17.7%	16.9%
总资产净利率 ROA	5.6%	5.5%	6.5%	6.5%
净资产收益率 ROE	18.8%	21.0%	25.8%	24.8%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	2.31	2.19	2.23	1.95
资产负债率	70.0%	64.8%	63.1%	66.3%
长期借款/总负债	32.2%	30.1%	29.5%	23.0%
每股指标 (元)				
每股收益	1.06	1.05	1.48	1.83
每股经营现金流量	(0.33)	1.89	(2.72)	(1.83)
每股净资产	7.66	5.86	7.59	9.74

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	15,228	12,121	9,578	16,442
应收票据	5	0	0	0
应收账款	467	305	381	496
预付账款	12,235	12,297	15,371	19,982
其他应收款	470	610	763	991
存货	60,099	74,794	90,155	119,667
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	88,504	100,127	116,247	157,578
长期股权投资	246	396	546	696
固定资产	206	215	223	229
在建工程	0	0	0	0
无形资产	7	6	5	5
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	1,327	617	774	930
资产总计	89,831	100,744	117,022	158,508
短期借款	308	0	8,053	21,457
应付票据	1	0	0	0
应付账款	2,721	3,740	4,508	5,983
预收账款	29,830	46,747	45,077	59,833
其他应付款	2,377	2,500	2,000	2,500
应交税费	(975)	(1,294)	(1,617)	(2,102)
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	38,234	51,692	58,021	87,671
长期借款	20,250	22,250	24,250	26,250
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	20,250	22,250	24,250	26,250
负债合计	62,869	73,942	82,271	113,921
股本	3,520	4,576	4,576	4,576
资本公积	14,282	14,282	14,282	14,282
留存收益	420	5,223	11,980	20,340
少数股东权益	1,873	2,721	3,913	5,389
所有者权益合计	26,962	26,802	34,751	44,587
负债和股东权益合计	89,831	100,744	117,022	158,508

现金流量表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流量	(1,145)	8,670	(12,429)	(8,373)
投资活动现金流量	(403)	(168)	(167)	(167)
筹资活动现金流量	11,306	1,692	10,053	15,404
现金及等价物净增加	9,758	10,194	(2,543)	6,864

插图目录

图 1: 1-10 月公司月度销售面积略超预期.....	3
图 2: 1-10 月公司月度销售额增速回升	3
图 3: 公司计提资产减值损失的幅度显示了拿地的风险是可控的	4
图 4: 近年来公司销售额稳步增长.....	5
图 5: 三级管理模式将有利于决策的执行	6
图 6: 公司营业收入增长情况.....	7
图 7: 公司净利润增长情况.....	7
图 8: 公司近四个月销售均价不断走高.....	8
图 9: 保利地产 PE-Bands	8
图 10: 保利地产 PB-Bands.....	8

表格目录

表 1: 公司 9-10 月供取得土地面积规划建面 621 万平方米	4
表 2: 公司 RNAV 估值表.....	7
表 3: 公司近五年经营财务数据	7

分析师简介

王新亮，房地产行业分析师，经济学硕士，曾在房地产公司从事投资管理工作2年，熟悉房地产项目运作流程，对房地产实务有深入了解。2008年6月加入民生证券，从事房地产行业研究工作。

赵若琼，房地产行业分析师，中国农业大学硕士，2008年加入民生证券。擅长估值模型建立，从数据出发对行业与公司基本面分析，负责地产行业与公司研究，估值模型建立与更新。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

	北京	深圳	上海
联系人	尹璠	韦珂嘉	孟辉
电话	010-85127761	010-85127772	021-64274383
手机	13621034253	13701050353	13916107040
E-mail	yintang@mszq.com	weikejia@mszq.com	menghui@mszq.com
联系人	郭明	许力平	
电话	010-85127762	010-85127667	
手机	13401098997	13811008335	
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 5% ~ 15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。