

房地产行业

保利地产 (600048)

公司点评报告

评级：增持 首次评级

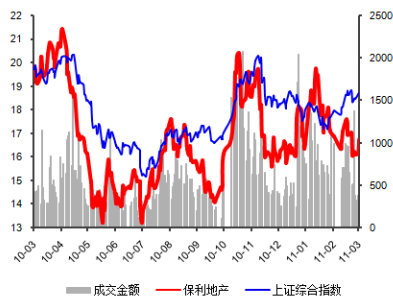
收盘价(元) 12.45
 目标价(元) 15.00

销售靓丽，龙头企业谋求战略突破

市场数据

52周最高/最低(元) 21.67/10.1
 市净率 1.97
 总股本(百万) 4576
 流通A股(百万) 4495
 流通B股/H股(百万) -/-
 总市值(百万元) 5857
 流通A股市值(百万元) 5753

相对股价表现



相关研究

投资要点:

- **全年销售靓丽，每股盈利1.08元，分配方案10转3派2.13元。**2010年公司实现营业收入358.94亿元，实现净利润49.20亿元，同比分别增长56.15%和39.80%。报告期内，公司实现房地产结转面积440.17万 m^2 ，结转收入347.01亿元，同比分别增长60.15%和55.31%。销售业绩再创新高，实现销售签约面积688.39万 m^2 ，签约金额661.68亿元，同比分别增长30.7%和52.5%。规模效应推动公司市场份额持续提升，全国市场占有率达到1.35%，已进入城市市场占有率4.63%。
- **公司整体资产结构合理、财务状况优良。**公司全年完成直接投资746亿元，销售回笼571亿元，净增银行贷款301亿元，财务收支平衡。公司年末资产负债率为78.98%，剔除预收账款后公司实际负债水平仅45%，略低于行业平均水平。在货币紧缩的背景下，公司获得大股东的资金支持非常明显，其他应付款和一年内到期的非流动负债合计达137亿。
- **毛利率下降，加强费用控制。**平均销售均价9612元/ m^2 ，同比增长16.7%，但是2010年公司整体毛利率34.12%，从2008年开始呈现逐年下降的趋势。但是公司实行严格的费用预算管理，逐年加大费用控制力度。公司管理费用占营业收入比例由2009年度的1.99%降低至本年的1.60%、销售费用占营业收入比例由2009年度的2.57%降低至本年的2.24%，呈持续下降趋势。
- **龙头企业谋求战略突破。**住宅销售价格上涨幅度被限制之后，随着前期高价拿地入市，公司项目毛利下降成必然趋势。我们看到目前公司费用率控制基本已达到极限，未来公司的发展只能谋求突破。2011年公司将以二三线城市为开发重点，同时积极完善旅游地产、养老地产以及推进商业地产平台的整合。
- **盈利预测与投资意见：**2010年底预收账款515亿，完全能够保证2011年营业收入40%以上的增长。预计2011-2012年营业收入466亿和606亿，同比增长30%，实现净利润60亿和77亿。不考虑转增摊薄，对应EPS1.31元和1.70元。给予2011年12-15倍PE，目标价15.6-19.5元。

房地产研究小组

联系人
 黄玉梅
 8621-68761616-8288
 huangym@tebon.com.cn

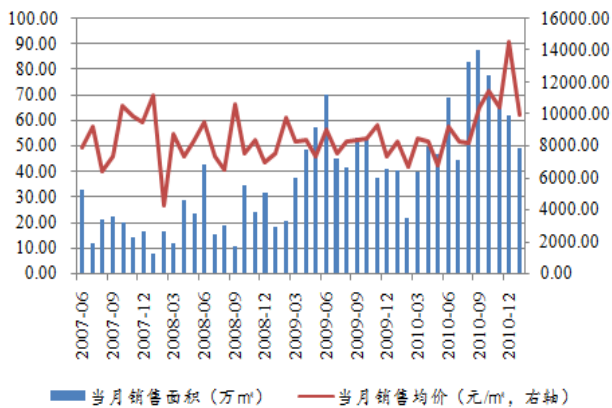
德邦证券有限责任公司
 上海市福山路500号城建国际中心26楼
<http://www.tebon.com.cn>

重要财务指标

单位:百万元

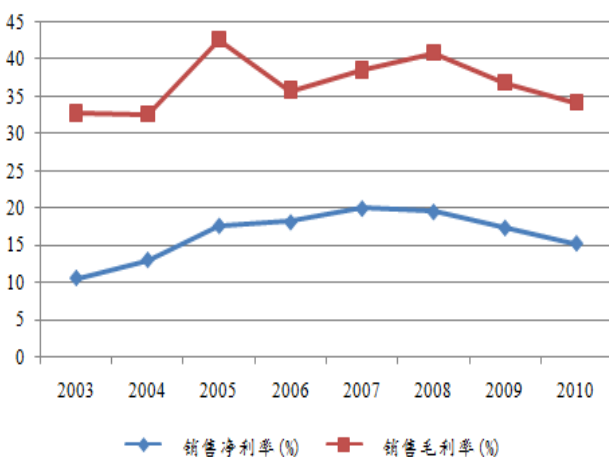
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	22987	46662	60661	78859
收入同比(%)	48.1%	30.0%	30.0%	30.0%
归母公司净利润	3519	6028	7740	9476
净利润同比(%)	57.2%	71.3%	28.4%	22.4%
毛利率(%)	36.8%	34.0%	33.0%	32.0%
ROE(%)	14.0%	19.3%	19.9%	19.6%
摊薄每股收益(元)	1.00	1.01	1.30	1.59

图 1：保利地产单月销售面积和金额



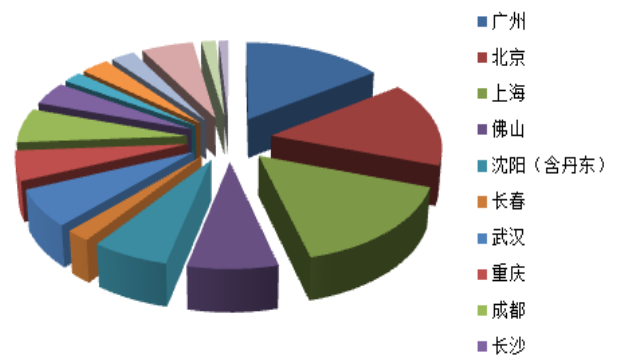
资料来源：公司公告，德邦证券研究所

图 3：盈利能力呈下降趋势



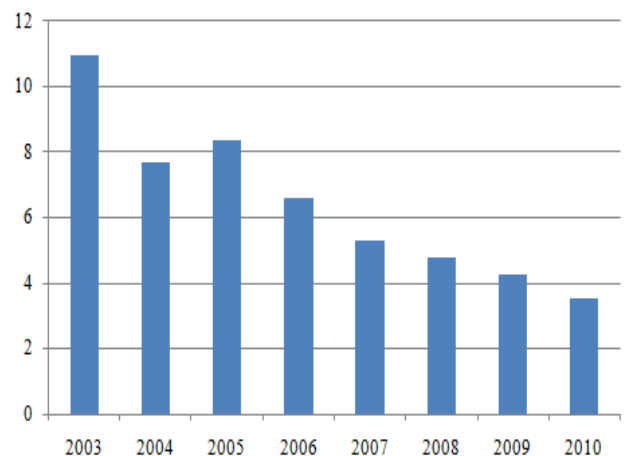
资料来源：公司公告，德邦证券研究所

图 2：2010 年销售金额地区分布



资料来源：公司公告，德邦证券研究所

图 4：期间费用控制得以加强



资料来源：公司公告，德邦证券研究所

表格 1：公司盈利预测表

资产负债表					单位：百万元					利润表					单位：百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	88,504	157,138	193,284	227,794	营业收入	22,987	46,662	60,661	78,859	营业收入	22,987	46,662	60,661	78,859	营业收入	22,987	46,662	60,661	78,859
现金	15,228	13,999	9,099	7,886	营业成本	14,524	30,797	40,643	53,624	营业成本	14,524	30,797	40,643	53,624	营业成本	14,524	30,797	40,643	53,624
应收账款	467	866	867	989	营业税金及附加	2,536	5,133	6,673	8,675	营业税金及附加	2,536	5,133	6,673	8,675	营业税金及附加	2,536	5,133	6,673	8,675
其他应收款	470	467	303	473	营业费用	591	1,167	1,517	1,971	营业费用	591	1,167	1,517	1,971	营业费用	591	1,167	1,517	1,971
预付款项	12,235	18,478	20,321	26,812	管理费用	457	933	1,213	1,577	管理费用	457	933	1,213	1,577	管理费用	457	933	1,213	1,577
存货	60,099	123,189	162,572	191,516	财务费用	-66	-248	-830	-1,035	财务费用	-66	-248	-830	-1,035	财务费用	-66	-248	-830	-1,035
其他流动资产	5	140	121	118	资产减值损失	-274	0	0	0	资产减值损失	-274	0	0	0	资产减值损失	-274	0	0	0
非流动资产	1,327	4,638	4,772	4,413	公允价值变动净	-0	0	0	0	公允价值变动净	-0	0	0	0	公允价值变动净	-0	0	0	0
长期股权投资	50	148	444	296	投资净收益	2	0	0	0	投资净收益	2	0	0	0	投资净收益	2	0	0	0
固定资产	1	197	188	178	汇兑净收益	0	0	0	0	汇兑净收益	0	0	0	0	汇兑净收益	0	0	0	0
无形资产	42	7	7	7	营业利润	5,220	8,880	11,446	14,047	营业利润	5,220	8,880	11,446	14,047	营业利润	5,220	8,880	11,446	14,047
其他非流动资产	1,233	4,286	4,134	3,933	营业外净收支	159	150	150	150	营业外净收支	159	150	150	150	营业外净收支	159	150	150	150
资产总计	89,831	161,776	198,056	232,207	利润总额	5,379	9,030	11,596	14,197	利润总额	5,379	9,030	11,596	14,197	利润总额	5,379	9,030	11,596	14,197
流动负债	38,234	69,402	78,995	97,493	所得税	1,371	2,258	2,899	3,549	所得税	1,371	2,258	2,899	3,549	所得税	1,371	2,258	2,899	3,549
短期借款	308	450	450	450	未确认的投资	0	0	0	0	未确认的投资	0	0	0	0	未确认的投资	0	0	0	0
应付账款	2,721	7,545	8,713	9,162	净利润	4,008	6,773	8,697	10,648	净利润	4,008	6,773	8,697	10,648	净利润	4,008	6,773	8,697	10,648
其他流动负债	35,204	61,407	69,832	87,881	少数股东损益	489	745	957	1,171	少数股东损益	489	745	957	1,171	少数股东损益	489	745	957	1,171
非流动负债	24,636	58,587	76,577	81,582	归属母公司净利润	3,519	6,028	7,740	9,476	归属母公司净利润	3,519	6,028	7,740	9,476	归属母公司净利润	3,519	6,028	7,740	9,476
长期借款	20,250	54,193	72,193	77,193	EBITDA	5,354	8,678	10,816	13,203	EBITDA	5,354	8,678	10,816	13,203	EBITDA	5,354	8,678	10,816	13,203
其他非流动负债	4,386	4,394	4,384	4,389	EPS (元)	1.00	1.01	1.30	1.59	EPS (元)	1.00	1.01	1.30	1.59	EPS (元)	1.00	1.01	1.30	1.59
负债合计	62,869	127,989	155,572	179,075	主要财务比率					主要财务比率					主要财务比率				
少数股东权益	1,873	2,618	3,575	4,746	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	3,520	5,948	5,948	5,948	成长能力					成长能力					成长能力				
资本公积	14,282	11,907	11,907	11,907	营业收入	48.1%	30.0%	30.0%	30.0%	营业收入	48.1%	30.0%	30.0%	30.0%	营业收入	48.1%	30.0%	30.0%	30.0%
留存收益	7,286	13,314	21,054	30,530	营业利润	36.1%	70.1%	28.9%	22.7%	营业利润	36.1%	70.1%	28.9%	22.7%	营业利润	36.1%	70.1%	28.9%	22.7%
归属母公司股东权	25,088	31,169	38,909	48,386	归属于母公司净	57.2%	71.3%	28.4%	22.4%	归属于母公司净	57.2%	71.3%	28.4%	22.4%	归属于母公司净	57.2%	71.3%	28.4%	22.4%
负债和股东权益	89,831	161,776	198,056	232,207	盈利能力					盈利能力					盈利能力				
现金流量表					毛利率 (%)	36.8%	34.0%	33.0%	32.0%	毛利率 (%)	36.8%	34.0%	33.0%	32.0%	毛利率 (%)	36.8%	34.0%	33.0%	32.0%
单位：百万元					净利率 (%)	15.3%	12.9%	12.8%	12.0%	净利率 (%)	15.3%	12.9%	12.8%	12.0%	净利率 (%)	15.3%	12.9%	12.8%	12.0%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE (%)	14.0%	19.3%	19.9%	19.6%	ROE (%)	14.0%	19.3%	19.9%	19.6%	ROE (%)	14.0%	19.3%	19.9%	19.6%
经营活动现金流	-22,370	-33,557	-26,429	-7,836	ROIC (%)	9.7%	8.1%	7.0%	7.4%	ROIC (%)	9.7%	8.1%	7.0%	7.4%	ROIC (%)	9.7%	8.1%	7.0%	7.4%
净利润	4,008	6,773	8,697	10,648	偿债能力					偿债能力					偿债能力				
折旧摊销	200	46	200	191	资产负债率 (%)	70.0%	79.1%	78.5%	77.1%	资产负债率 (%)	70.0%	79.1%	78.5%	77.1%	资产负债率 (%)	70.0%	79.1%	78.5%	77.1%
财务费用	-66	-248	-830	-1,035	流动比率	2.31	2.26	2.45	2.34	流动比率	2.31	2.26	2.45	2.34	流动比率	2.31	2.26	2.45	2.34
投资损失	-2	0	0	0	速动比率	2.26	0.49	0.39	0.37	速动比率	2.26	0.49	0.39	0.37	速动比率	2.26	0.49	0.39	0.37
营运资金变动	-27,972	-40,150	-34,449	-17,663	营运能力					营运能力					营运能力				
其他经营现金流	1,462	22	-47	23	总资产周转率	0.50	0.37	0.34	0.37	总资产周转率	0.50	0.37	0.34	0.37	总资产周转率	0.50	0.37	0.34	0.37
投资活动现金流	-1,857	-3,334	-107	331	净资产周转率	1.77	1.66	1.73	1.81	净资产周转率	1.77	1.66	1.73	1.81	净资产周转率	1.77	1.66	1.73	1.81
资本支出	205	0	0	0	每股指标					每股指标					每股指标				
长期投资	939	3,334	105	-330	(元)					(元)					(元)				
其他投资现金流	-714	0	-3	1	EPS	1.00	1.01	1.30	1.59	EPS	1.00	1.01	1.30	1.59	EPS	1.00	1.01	1.30	1.59
筹资活动现金流	28,245	8,771	21,828	6,473	每股净资产	7.13	5.24	6.54	8.13	每股净资产	7.13	5.24	6.54	8.13	每股净资产	7.13	5.24	6.54	8.13
短期借款	142	0	0	0	每股经营现金流	-6.36	-5.64	-4.44	-1.32	每股经营现金流	-6.36	-5.64	-4.44	-1.32	每股经营现金流	-6.36	-5.64	-4.44	-1.32
长期借款	26,780	7,163	18,000	5,000	估值比率					估值比率					估值比率				
普通股增加	1,056	1,373	0	0	P/E	12.37	12.21	9.51	7.76	P/E	12.37	12.21	9.51	7.76	P/E	12.37	12.21	9.51	7.76
资本公积增加	-1,003	-1,373	0	0	P/B	1.74	2.36	1.89	1.52	P/B	1.74	2.36	1.89	1.52	P/B	1.74	2.36	1.89	1.52
其他筹资现金流	1,271	1,607	3,828	1,473	P/S	0.23	1.58	1.21	0.93	P/S	0.23	1.58	1.21	0.93	P/S	0.23	1.58	1.21	0.93
现金净增加额	3,904	-28,120	-4,709	-1,031	EV/EBITDA	12.85	7.93	6.36	5.21	EV/EBITDA	12.85	7.93	6.36	5.21	EV/EBITDA	12.85	7.93	6.36	5.21

投资评级

一、行业评级

- 推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。