

# 政策反应期，放缓拿地节奏

## —— 保利地产调研报告



### 事件:

我们于近日拜访了保利地产。

### 报告要点:

● **10年毛利率为近年低点，1季度毛利率大幅回升。** 2010年为公司近几年的毛利率低点。随着高价地结算完毕，公司毛利率有望回升。2011年1季度的毛利率水平即回升至50.2%。

● **积极参与保障房建设。** 公司表示，将积极支持国家相关政策。公司已向公司已进入的约20座重点城市发函申请参与当地的保障房建设，公司有意向参与各种保障房项目建设。

● **放缓拿地节奏，等待时机来临。** 公司认为，在调控政策下，土地市场预计会趋于冷静。公司在2011年也将放缓拿地节奏，等待更好的拿地时机。

● **政策影响。** 公司认为此轮调控中央决心巨大。公司也感受到了调控的压力，主要为限购政策的影响。目前仍处在政策反应期，公司期待政策的持续和行业兼并重组机会的来临。

● **估值与预测。** 公司 2010 年实现每股收益 1.08 元，按最新股本摊薄后为 0.827 元。我们预计公司 2011-2012 年每股收益约为 1.18 元和 1.60 元。按 5 月 23 日的收盘价 9.92 元计算，对应的市盈率分别为 11.99 倍、8.38 倍和 6.21 倍，估值合理，给与“推荐”评级。

● **风险提示。** 政策调控的风险；销售受阻的风险。

保利地产 600048

评级: 推荐 (维持)

当前价格: ¥9.92

2011.05.23

### 基础数据

|                  |           |
|------------------|-----------|
| 总市值 (百万元)        | 59007     |
| 总股本/流通 A 股 (百万股) | 5948/5843 |
| 流通市值 (百万元)       | 57965     |
| 每股净资产 (元)        | 4.95      |
| 净资产收益率 (%)       | 2.37      |

### 交易数据

|               |              |
|---------------|--------------|
| 52 周内股价区间 (元) | 9.92 ~ 15.61 |
| 静态市盈率 (倍)     | 36.74        |
| 动态市盈率 (倍)     | 8.39         |
| 市净率 (倍)       | 2.00         |

### 52 周内股价走势图



|                   | 2008A    | 2009A    | 2010A    | 2011E    | 2012E    |
|-------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业总收入 (百万元)       | 15,519.9 | 22,986.6 | 35,894.1 | 45,973.2 | 59,811.2 |
| 增长率 (%)           | 91.2     | 48.11    | 56.15    | 28.08    | 30.1     |
| 归属母公司股东的净利润 (百万元) | 2,238.9  | 3,519.2  | 4,920.0  | 7,038.5  | 9,506.1  |
| 增长率 (%)           | 50.35    | 57.19    | 39.8     | 43.06    | 35.06    |
| 每股收益 (元)          | 0.91     | 0.9999   | 0.83     | 1.18     | 1.60     |
| 市盈率               | 10.87    | 9.92     | 11.99    | 8.39     | 6.21     |

数据来源: 爱建证券

请务必阅读正文之后的重要声明

左红英 执业证书编号: S0820209120023

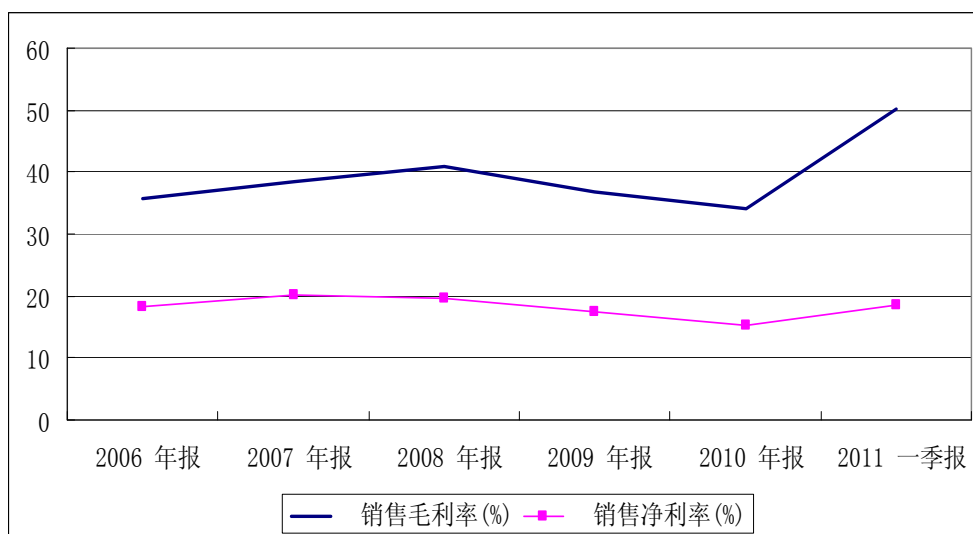
电话 021-32229888\*3506

邮箱 zuohongying@ajzq.com

## ● 10 年毛利率为近年低点，1 季度毛利率大幅回升

公司2010年毛利率为34.12%，较2009年下降了2.7个百分点；销售净利率为15.34%，下降了2.1个百分点。公司毛利率和净利率自2008年以来连续下滑，其主要原因在于公司2007年扩张期拿的高价地在2009年和2010年相继结算，拉低了毛利率。此外，2010年公司集中结算了数十亿的保障房项目，这部分项目较低的毛利率拉低了公司的整体毛利率水平。2010年为公司近几年的毛利率低点。随着高价地结算完毕，公司毛利率有望回升。2011年1季度的毛利率水平即回升至50.2%，净利率水平也上升至18.64%。整体来看，公司的净利率水平基本稳定在14%-18%附近，未来也将在这一区间之内。

图 1 毛利率



数据来源：公司公告，爱建证券研发部

## ● 积极参与保障房建设

目前开发商参与的保障房项目主要为限价房、回购房、代建房和配建房。在回款顺利的前提下，保障房的净利润率约在3%-5%。远低于商品房项目的净利率。但作为央企，公司表示，将积极支持国家相关政策。公司已向公司已进入的约20座重点城市发函申请参与当地的保障房建设，公司有意向参与各种保障房项目建设。从目前来看，公司参与的保障房项目以经济适用房和限价房居多。参与保障房建设除了作为央企的责任之外，还有较好的现金流保障，并有助于构建良好的政企关系。

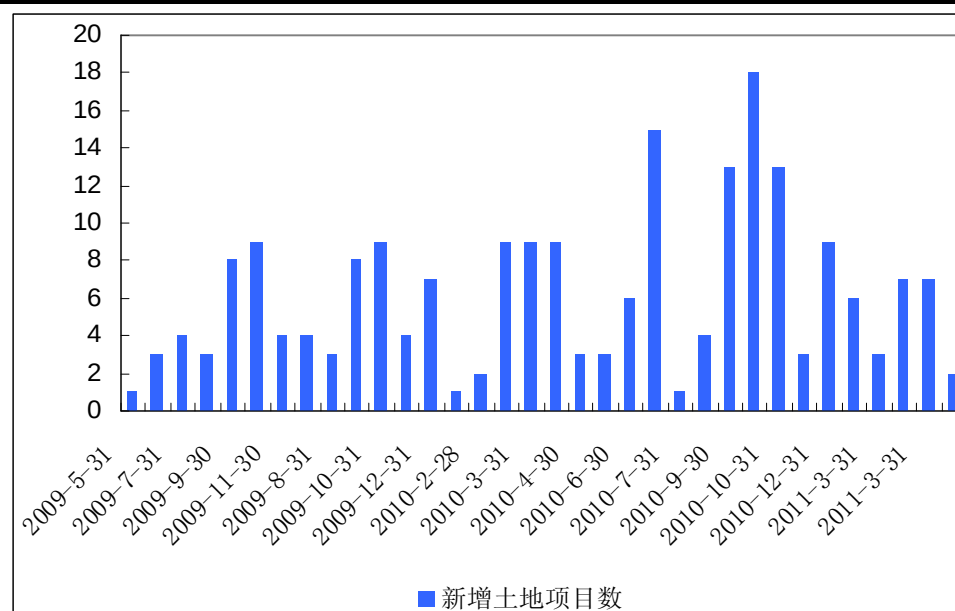
## ● 放缓拿地节奏，等待时机来临

公司认为，在调控政策下，土地市场预计会趋于冷静。土地价格目前仍由地方政府决定。公司在2011年也将放缓拿地节奏，等待更好的拿地时机。公司作为央企在拿地方面的优势主要在于与各方更好的合作关系和部分的定向勾地，以及概念地产（养老地产和旅游地产）和文化地产等拿地经验的积累。在拿地区域选择上，公司仍将以经济发达的中心城市为主，辐射周边二三线城市。公司认为这类区域的赢利空间更大，优势更为突出。

2010年,公司收入构成中,上海、北京和广州三大一线城市的占比为45.99%,较2009年下降了11.97个百分点。二三线城市的占比明显上升。但公司并未放弃一线城市的拿地机会。由于一线城市土地资源的日益稀缺,竞争日益激烈,未来三旧改造将成为中心城市的重要拿地机遇。

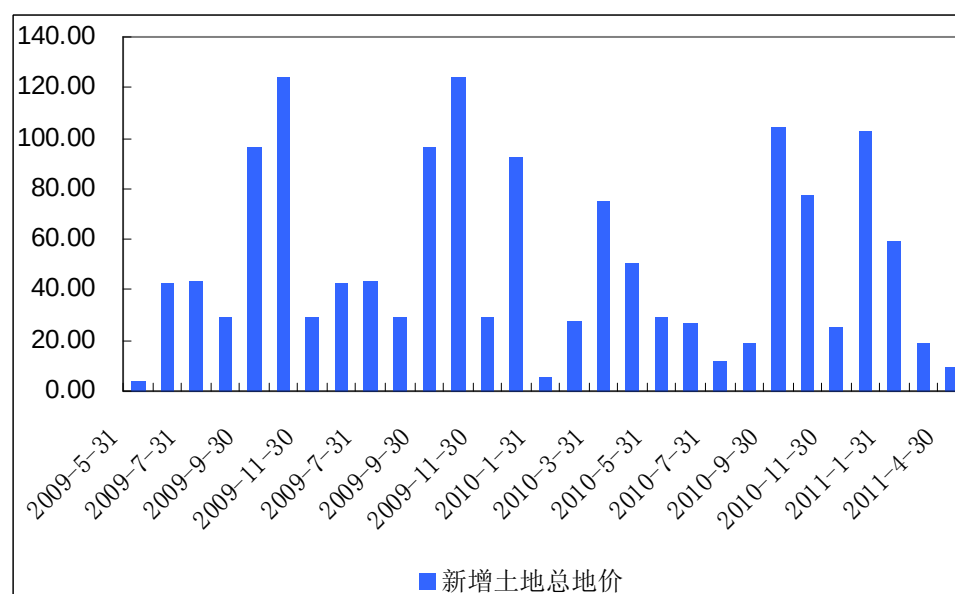
商业地产方面,2002年,公司即确定了以住宅为主、商业为辅的发展战略,二者的投资量配比约为70:30。去年公司持有性物业收入超过5亿元。十二五期间,公司将有计划地增持中心城市中心地段、公司自建的商业地产。

图2 新增土地项目数



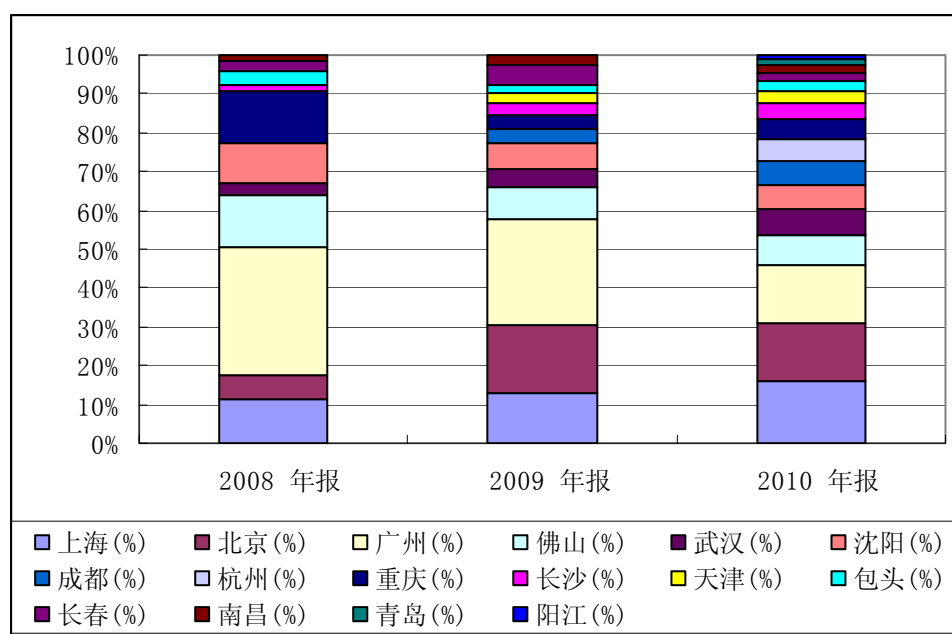
数据来源:公司公告,爱建证券研发部

图3 新增土地总地价



数据来源:公司公告,爱建证券研发部

图 4 收入构成



数据来源：公司公告，爱建证券研发部

## ● 政策影响

公司认为此轮调控中央决心巨大。公司也感受到了调控的压力，主要为限购政策的影响。公司项目的首日推盘成交量明显回落，到访量大幅下降。在定价方面，新盘较为稳妥，首次开盘价格在回调，而老盘则是维稳为主。目前仍处在政策反应期，公司期待政策的持续和行业兼并重组机会的来临。

## ● 估值与预测

公司 2010 年实现每股收益 1.08 元，按最新股本摊薄后为 0.827 元。我们预计公司 2011-2012 年每股收益约为 1.18 元和 1.60 元（按最新股本计算）。按 5 月 23 日的收盘价 9.92 元计算，对应的市盈率分别为 11.99 倍、8.38 倍和 6.21 倍，估值合理，给与“推荐”评级。

## ● 风险提示。政策调控的风险；销售受阻的风险。

## 分析师简介：

**左红英：**上海交通大学管理学博士，2007年加入爱建证券有限责任公司，现从事房地产行业研究。

## 分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

### ● 公司评级

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率5%~15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

卖出: 相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

### ● 行业评级

强于大市: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

同步大市: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

## 重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格, 本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任, 爱建证券不作任何担保。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, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考, 并不构成所述证券的买卖出价或征价, 爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有, 未经书面许可, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“爱建证券有限责任公司”, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。