

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

毛利持续走高，业绩稳步释放

公司公布 11 年 7 月销售数据。7 月实现签约面积 46.7 万平方米，签约金额 50.6 亿元，同比增 4.8%和 37.9%，环比降 52%和 55%。新增项目 1 个。

投资要点：

- 7 月公司销售面积和销售金额同比稳步增长，环比回落。7 月公司实现销售面积 46.7 万平方米，同比增 4.8%，环比降 52%；销售金额 50.6 亿元，同比增 37.9%，环比降 55%。7 月销售均价 10840 元/平米，同比涨 31.6%，环比降 7%。由于公司 6 月销售破百亿创新高，7 月销售环比回落，但仍处于同比稳步增长的状态。
- 1-7 月公司累计销售面积 387.6 万平方米，同比增 24%；累计销售金额 445.2 亿元，同比增 75%，销售增速远远高于全国水平。1-7 月销售均价 11487 元/平米，同比涨 41%。销售面积的增加和销售均价的大幅提升，使得销售金额同比大幅增 75%，毛利率持续走高，业绩持续提升无忧。
- 7 月公司新增项目 1 个，位于大连，新增规划建面 31 万平米，土地款 13.3 亿元，楼面地价 4290 元/平米。1-7 月新增规划建筑面积 493 万平米，土地款 116.7 亿元，平均楼面地价 2358 元/平米，拿地成本低于 2010 年 14%，成本低廉，储备充足，继续保持低成本高毛利的竞争优势。上半年，在持续调控下全国住宅土地市场持续降温，溢价率及楼面地价持续下降，成交面积增速远低于计划供应增速，下半年全国主要城市推地压力陡增。随着平均楼面地价的下行，公司快速销售所得的回款为下半年加速拿地做好了准备，逆市拿地摊薄成本，将为公司未来业绩增长打下坚实的基础。
- 尽管限购等调控政策尚未放松，但公司快速开发快速销售、以销定价的策略为公司在目前深度调控的状态下赢得了较好的销售业绩。而且高杠杆的利用使公司货量充足，在市场回暖时公司销售将取得快速的增长。我们判断公司 11 年全年销售金额有望超过 840 亿元，同比增长 24%，业绩仍将遥遥领先于行业（我们预计 11 年行业增速在 0%以上），是一线地产中业绩和估值增长弹性最大的公司。11-13 年 EPS1.12、1.51 和 1.96 元，RNAV12.6 元，当前股价 RNAV9 折交易，未来 6 个月合理价格为 16.2 元，再次推荐。

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： 16.20 元

当前股价： 10.84 元

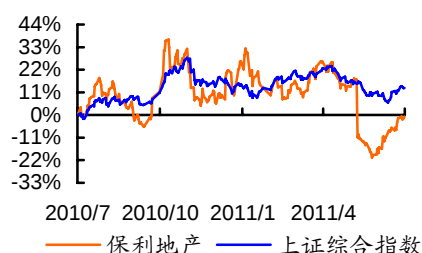
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2526.07
总股本(百万)	5948
流通股本(百万)	5843
流通市值(亿)	633
EPS (TTM)	0.85
每股净资产 (元)	5.38
资产负债率	79.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
保利地产	-4.32	10.11	14.42
上证综合指数	-9.71	-12.06	-8.94



相关报告

《保利地产-高杠杆运作，高增长可期》
2011-6-28
《保利地产-毛利率大幅提升，业绩增长无忧》
2011-4-25
《保利地产-大幅领先行业，销售业绩靓丽》
2011-4-8

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	35894	44868	58328	75826
同比(%)	56%	25%	30%	30%
归属母公司净利润(百万元)	4920	6677	8977	11669
同比(%)	37%	33%	31%	28%
毛利率(%)	34.1%	38.0%	38.0%	38.0%
ROE(%)	17.2%	19.7%	19.0%	19.8%
每股收益(元)	0.83	1.12	1.51	1.96
P/E	12.24	9.23	7.06	5.50
P/B	2.10	1.73	1.37	1.09
EV/EBITDA	14	11	8	6

资料来源：中投证券研究所

图 1: 保利地产单月销售面积金额与销售均价

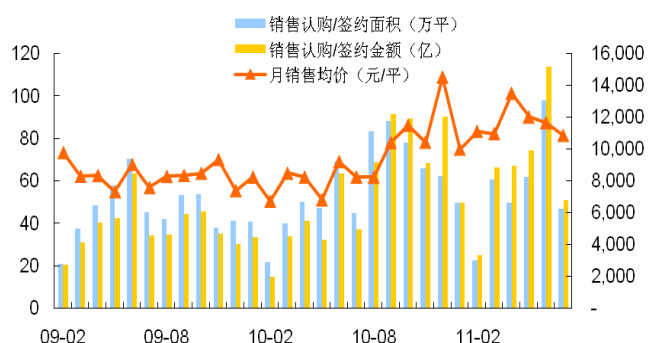


图 2: 保利地产单月销售均价与累计销售均价

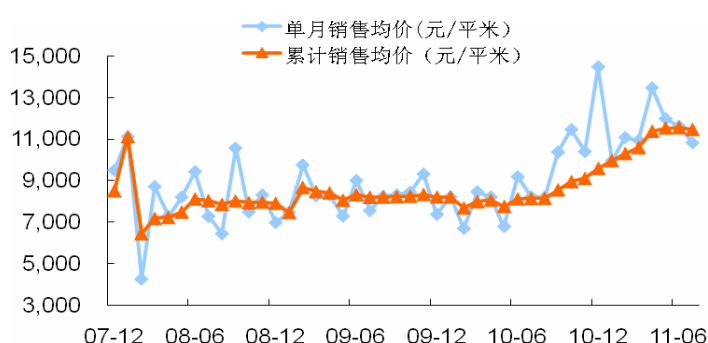


图 3: 保利地产单月销售均价各年同期比较

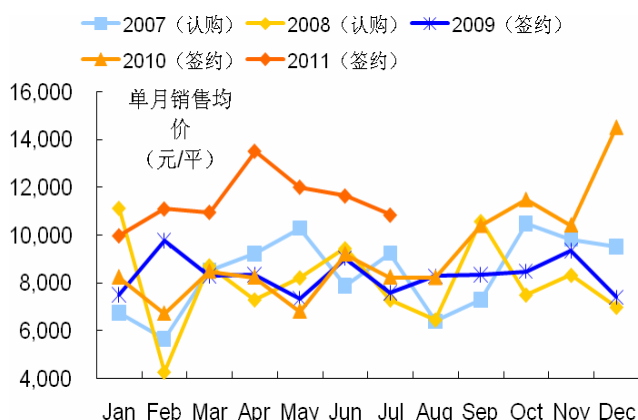


图 4: 保利地产累计销售均价各年同期比较

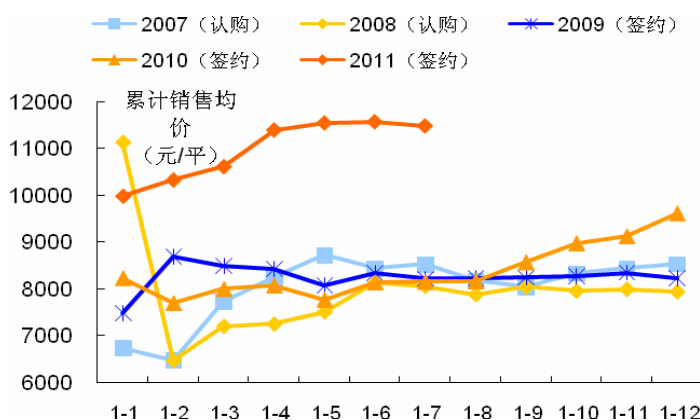


图 5: 保利地产单月销售面积各年同期比较

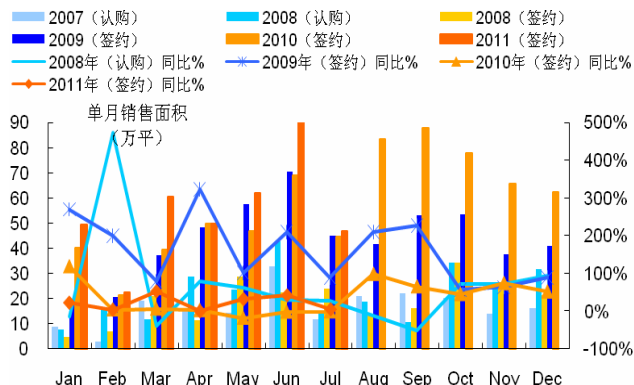


图 6: 保利地产单月销售金额各年同期比较

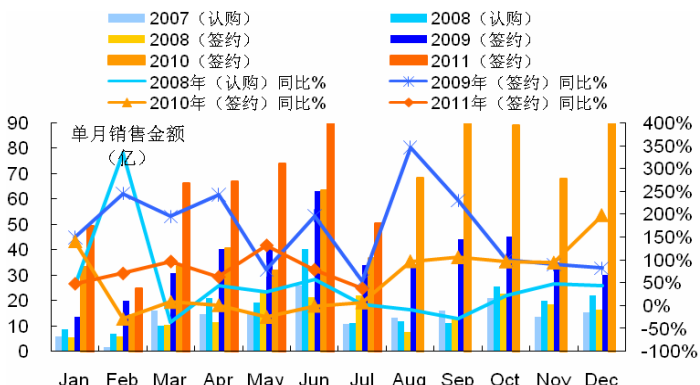


图 7: 保利地产累计销售面积各年同期比较

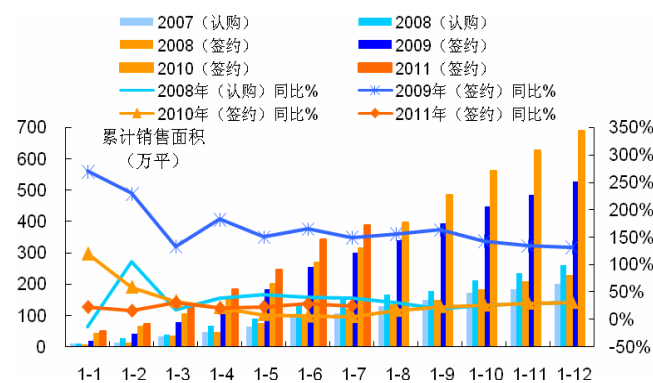


图 8: 保利地产累计销售金额各年同期比较

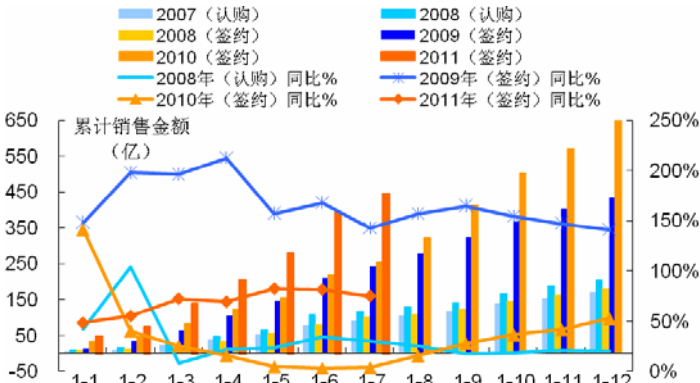


表 1: 公司 11 年 1-7 月新增项目情况 (单位: 万平, 亿元)

	项目	所处 城市	公司 权益	占地 面积	规划建面	公司需支 付地价	楼面地价 (元/平)
1	青岛市四方区瑞海北路 17 号、177 号两宗地块	青岛	100%	8.4	18.46	7.7	4,160
2	成都市高新区天府新城大源组团地块	成都	100%	5.1	15.16	8.4	5,550
3	慈溪市城西休闲娱乐商务区 2#、3#地块	慈溪	100%	29.4	59.60	11.1	1,862
4	德阳市利山路与奇江路交汇处东南角地块	德阳	100%	31.6	79.95	5.6	705
5	上海市宝山区大场镇捆绑基地塘祁路南侧地块	上海	100%	9.9	19.76	26.6	13,445
6	成都市高新区西部园区西芯大道 2 号雅驰项目	成都		12.3	30.67	4.3	1,396
7	德阳市峨眉山路与湛江路交汇处东南角地块	德阳	55%	3.3	13.10	0.4	281
8	合肥市政务区习友路与科学大道交口东北角地块	合肥		18.2	54.57	14.2	2,600
9	广州市荔湾区芳村 G 地块	广州	100%	7.0	17.89	7.9	4,390
10	包头市昆区[2011]305 地块	包头	55%	6.9	18.89	1.5	783
11	通化市王八脖子遗址南侧 A、B、C 三幅地块	通化	100%	29.8	45.33	3.6	788
12	上海市保障性安居工程马桥旗忠基地 12A-01A 号 地块	上海	100%	6.5	15.52	3.9	2,533
13	成都市新都区大丰街道办事处高家 6、7 组， 太平 7、8 组地块	成都	51%	18.1	54.30	5.7	1,052
14	郑州市天山路东、牛庄路南地块	郑州	50%	5.5	20.71	2.6	1,271
15	大连市甘井子区红旗街道湾家村地块	大连	50%	17.2	30.93	13.3	4,290
1-7 月合计				208.85	494.85	116.69	2,358

数据来源: 上市公司, 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	146672	182868	211006	245510	营业收入	35894	44868	58328	75826
现金	19151	20000	19576	19788	营业成本	23645	27818	36163	47012
应收账款	587	587	587	587	营业税金及附加	3584	5384	6999	9099
其它应收款	3664	3698	3687	3690	营业费用	803	1391	1517	1744
预付账款	13371	13371	13371	13371	管理费用	573	897	1167	1517
存货	109898	145211	173784	208073	财务费用	-102	-419	-281	-29
其他	0	2	1	1	资产减值损失	9	13	-84	-21
非流动资产	5656	2043	4242	6141	公允价值变动收益	0	-0	-0	-0
长期投资	937	592	764	678	投资净收益	42	47	30	40
固定资产	323	340	348	346	营业利润	7424	9829	12877	16543
无形资产	9	9	10	10	营业外收入	30	85	67	73
其他	4387	1102	3121	5107	营业外支出	50	45	47	46
资产总计	152328	184911	215248	251651	利润总额	7405	9869	12896	16570
流动负债	68897	94523	114752	138300	所得税	1899	2566	3353	4308
短期借款	450	2534	5186	10750	净利润	4920	6677	8977	11669
应付账款	51544	78743	94491	113390	少数股东损益	585	626	567	593
其他	16902	13247	15074	14161	归属母公司净利润	4920	6677	8977	11669
非流动负债	51411	51413	51412	51413	EBITDA	7522	9462	12659	16585
长期借款	47029	47029	47029	47029	EPS (元)	0.83	1.12	1.51	1.96
其他	4382	4384	4383	4383	主要财务比率				
负债合计	120308	145936	166164	189713	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	2311	2937	3504	4097	成长能力				
股本	4576	5948	5948	5948	营业收入	56.2%	25.0%	30.0%	30.0%
资本公积	13280	11907	11907	11907	营业利润	42.2%	32.4%	31.0%	28.5%
留存收益	11854	18183	27726	39988	归属于母公司净利润	37.4%	32.7%	30.7%	28.5%
归属母公司股东权益	29709	36037	45580	57842	获利能力				
负债和股东权益	152328	184911	215248	251651	毛利率	34.1%	38.0%	38.0%	38.0%
现金流量表					净利率	15.3%	16.3%	16.4%	16.2%
单位: 百					ROE	17.2%	18.7%	19.4%	19.8%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	11.0%	12.3%	14.2%	15.8%
经营活动现金流	-22370	-2634	-1948	-3035	偿债能力				
净利润	4920	6677	8977	11669	资产负债率	79.0%	78.9%	77.2%	75.4%
折旧摊销	200	51	63	71	净负债比率				
财务费用	-102	-419	-281	-29	流动比率	2.13	1.93	1.84	1.78
投资损失	-42	-47	-30	-40	速动比率	0.53	0.40	0.32	0.27
营运资金变动	-27972	-10132	-11807	-15896	营运能力				
其它	626	1235	1131	1190	总资产周转率	0.30	0.27	0.29	0.32
投资活动现金流	-22370	3567	-2215	-1943	应收账款周转率	65	74	98	127
资本支出	66	66	66	66	应付账款周转率	6.82	6.61	8.59	11.17
长期投资	-711	-3585	2173	1914	每股指标 (元)				
其他	-23014	48	24	37	每股收益(最新摊薄)	0.83	1.12	1.51	1.96
筹资活动现金流	28133	-84	3739	5190	每股经营现金流(最新摊薄)	-3.76	-0.44	-0.33	-0.51
短期借款	142	2084	2652	5564	每股净资产(最新摊薄)	5.38	6.55	8.25	10.41
长期借款	26780	0	0	0	估值比率				
普通股增加	1056	1373	0	0	P/E	12.24	9.23	7.06	5.50
资本公积增加	-1003	-1373	0	0	P/B	2.10	1.73	1.37	1.09
其他	1158	-2168	1087	-374	EV/EBITDA	14	11	8	6
现金净增加额	3904	849	-424	212					

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, 15 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、北京城建、滨江集团、首开股份、亿城股份、世茂股份、苏宁环球、金融街、中国国贸、泛海建设、中华企业、冠城大通、广宇发展等。

陈舒静: 中投证券房地产行业分析师, 毕业于中国人民大学商学院财务与金融系, 管理学硕士。

李 雪: 实习生, 国内某著名大学研究生。

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