

保利地产(600048)中报点评

公司将进入新一轮快速增长阶段

金融/房地产开发

推荐

维持评级

发布时间：2011 年 8 月 29 日

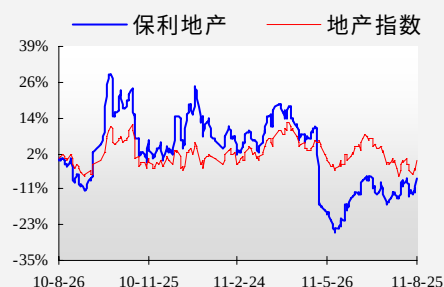
投资要点：

- 2011 年上半年，公司实现营业收入 152 亿元，同比增长 35.10%；实现归属于母公司所有者的净利润 28 亿元，同比增长 71.70%，每股收益 0.47 元。
- 上半年，公司签约销售业绩继续保持较高增长，并大幅领先于行业整体平均水平。新开工面积较上年大幅增长了 136%，显示出经过 2008 和 2009 年的主动调整后，公司将进入新一轮的快速增长阶段。
- 上半年，公司新增土地储备权益容积率建筑面积 456 万平方米，由于宏观调控的影响开发商拿地的动力不足，而且地方政府的土地出让也多集中于下半年，下半年公司有望能够获得更多的资源补充。
- 期末，公司预收账款余额为 688 亿元，已经高于 2010 年全年的结算收入的 92%，并高于我们预测的公司 2011 年的结算收入，因此公司在 2011 和 2012 年的业绩增长已经具有足够的安全保障。
- 公司已经连续 5 年以上保持经营性现金净流入状态，这表明公司近年来始终是以跨越周期的方式实现扩张。我们认为，虽然公司的这种发展方式略显激进，但有保利集团这样的央企大股东的支持，在房地产行业整体再融资暂停的背景下，公司已经申请并有望发行 40 亿元的中期票据将为公司提供新的资金支持。
- 我们预测公司 2011 年每股收益为 1.11 元，2012 年每股收益为 1.48 元，并维持推荐的投资评级。

业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	3,571,031	55.35	490,535	39.39	1.08		10.5	
2011E	4,270,000	19.62	658,092	34.13	1.11		10.2	
2012E	5,764,540	35.02	882,177	35.00	1.48		7.6	
2013E								

走势图



市场数据 2011-8-26

收盘价：	11.31 元
52 周最高价：	16.15 元
52 周最低价：	8.93 元
平均持仓成本：	10.42 元

基本数据 2011Q2

总股本（万股）：	594,833
流通 A 股（万股）：	594,833
每股收益（元）：	0.47
每股净资产（元）：	5.30
每股经营现金流（元）：	-1.39
市净率：	2.13

分析师：高建

执业证书编号：S0550511020011

TEL: (8621)6336 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: gaoj@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

2011 年上半年，公司实现营业收入 152 亿元，同比增长 35.10%；实现归属于母公司所有者的净利润 28 亿元，同比增长 71.70%，每股收益 0.47 元，加权平均净资产收益率 9.13%，比上年同期提高了 2.82 个百分点。

1、上半年公司签约销售业绩继续保持较高增长，并大幅领先于行业整体平均水平。

上半年保利地产年共实现销售签约面积 341 万平方米，签约金额 395 亿元，同比分别增长 28%和 81%，明显高于全国商品房 12.9%和 24.1%的行业平均水平；而且上半年的销售面积和销售金额均已超出去年全年一半以上的水平，因此，从全年来看，2011 年实现销售量的同比增长的确定性较高。宏观调控对象万科和保利这样的有雄厚资金实力的公司应该说是提高市场份额的最好机会。

附表 1：保利地产近 3 年销售及增速

年份	销售面积(万 m2)	增幅	销售金额 (亿)	增幅
2005	69.1		42.68	
2006	123	78%	83.65	96%
2007	199.6	62%	170.4	104%
2008	258.49	29%	205.11	20%
2009	527	104%	434	112%
2010	688.39	31%	661.6	53%
2011 中	341	28%	395	81%

数据来源：东北证券整理

2、新开工面积大幅增长

上半年，保利地产的新开工面积较上年大幅增长了 136%，并已达到 2010 年全年的 77%，这是在 2010 年新开工面积增长 77%的基础上实现的，因此可以看出，公司并未像万科一样受宏观调控的影响而相对降低了开发规模的扩展速度，相反却是维持了 2010 年的较高增长水平，彰显出公司对未来快速成长的信心和实现弯道超车的意图。新开工面积的连续大幅增加，显示出经过 2008 和 2009 年的主动调整后，公司将进入新一轮的快速增长阶段。

附表 2：保利地产近 3 年新开工及竣工面积

名称	新开工面积(万 m2)	增幅	竣工面积 (亿)	增幅	结算面积 (亿)
2005	89.66	#	60	#	*
2006	237.6	165%	87.7	46%	73.2
2007	410.7	73%	171	95%	110
2008	456	11%	285	67%	193
2009	564	24%	377	32%	275
2010	1000	77%	458	22	440
2011.6	773	136%	--		165

数据来源：东北证券整理

3、上半年公司在土地储备方面略显谨慎

2011 年上半年，公司新增土地储备项目 13 个，新增土地储备权益容积率建筑面积 456 万平方米，新拓展项目金额 142 亿元，分别比去年同期下降了 10%和 27%。公司上半年获得的 13 个土地项目中，有 12 个是以底价获得；因此宏观调控对像保利这样有强大融资能力的央企来说正是低价补货的良机。上半年由于宏观调控的影响开发商拿地的动力不足，而且地方政府的土地出让也多集中于下半年，因此，下半年公司有望能够获得更多的

资源补充。

附表 3：保利地产近几年新增项目情况

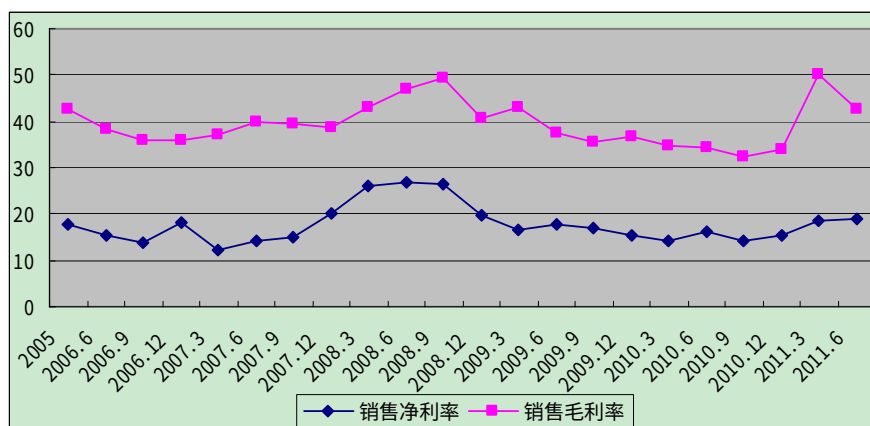
年份	新项目数量(个)	新项目可建面积(万 m ²)
2006	11	311
2007	21	639.6
2008	12	594
2009	38	1338
2010	45	1441
2011.6	13	456

数据来源：东北证券整理

4、财务情况分析

从毛利率水平来看，上半年公司的毛利率达到 42.51%，较上年相比上升 8 个百分点，毛利率上升一方面是由于上半年的结转项目中包含有毛利率较高的北京西山林语等项目，另一方面也是由于 2009 年和 2010 年全国房地产销售价格上涨所致，预计未来 2 年公司的毛利率和销售净利率水平将会稳步提升。

附图 1：保利地产销售毛利率和净利率变动情况



数据来源：东北证券整理

期末，公司预收账款余额为 688 亿元，较年初增加 34%，已经高于 2010 年全年的结算收入的 92%，并高于我们预测的公司 2011 年的结算收入，因此公司在 2011 和 2012 年的业绩增长已经具有足够的安全保障。

从负债来看，期末公司短期债务合计 117.5 亿元，占全部金融机构借款（含公司债）比例为 17.36%，而公司期末账面货币资金余额为 175.6 亿元，短期之内基本无还款压力，债务结构非常稳健。

5、公司现金流分析：

2011 年上半年公司的经营性现金净流量继续表现为净流出 82.64 亿元，已经连续 5 年以上保持经营性现金净流入状态，而万科已是连续 2 年实现经营性现金净流入。这表明公司近年来始终是以跨越周期的方式实现扩张。我们认为，虽然公司的这种发展方式略显激进，但有保利集团这样的央企大股东的支持，以及公司强大的融资能力，在房地产行业整体再融资暂停的背景下，公司已经申请并有望发行 40 亿元的中期票据将为公司提供新的资金支持。

附表 5：万科经营性现金流量分析

单位：万元

名称	2007	2008	2009	2010	2011 中
经营现金净流入	-93.8	-75.9	-11.45	-223.7	-82.64

数据来源：公司公告

6、盈利预测及投资评级：

我们对公司未来 2 年的业绩预测为 2011 年每股收益为 1.11 元，2012 年每股收益为 1.48 元，并维持推荐的投资评级。

附表 6：公司损益表及预测（单位：万元，万股）

	2007 A	2008 A	2009A	2010A	2011E	2012E
一、营业总收入	811,523.49	1,551,990.11	2,298,660.00	35,894,117,625.86	4,270,000.00	5,764,540.00
营业收入	811,523.49	1,551,990.11	2,298,660.00		4,270,000.00	5,764,500.00
二、营业总成本	626,988.02	1,177,903.01	1,776,775.00	28,511,658,213.57	3,237,700.00	4,380,904.00
营业成本	499,109.91	918,823.09	1,452,406.00	23,645,483,609.23	2,647,400.00	3,573,990.00
营业税金及附加	83,949.26	154,595.99	253,643.00	3,584,210,849.87	384,300.00	530,334.00
销售费用	25,559.55	46,240.29	59,078.00	802,836,864.37	122,000.00	161,300.00
管理费用	20,820.61	31,120.75	45,672.00	572,539,028.61	84,000.00	115,280.00
财务费用	-3,193.38	-3,321.64	-6,600.00	-102,416,311.90	-	-
资产减值损失	742.07	30,444.54	-27,406.00	9,004,173.39	-	-
三、其他经营收益						
公允价值变动	103.05	-115.26	-		-	-
投资净收益	20,746.15	9,708.97	-	42,002,079.37	-	-
四、营业利润	205,384.67	383,680.80	522,030.00	7,424,461,491.66	1,032,300.00	1,383,636.00
加：营业外收入	35,575.20	19,685.35	19,474.00	30,206,790.23	-	-
减：营业外支出	650.86	1,037.67	3,600.00	50,093,632.03	-	-
五、利润总额	240,309.01	402,328.48	537,905.00	7,404,574,649.86	1,032,300.00	1,383,636.00
减：所得税	77,482.00	97,961.32	137,132.00	1,899,296,529.47	258,075.00	345,909.00
六、净利润	162,827.01	304,367.17	400,773.00	5,505,278,120.39	774,225.00	1,037,727.00
减：少数股东损益	13,918.21	80,481.03	48,850.00	585,294,122.02	116,133	155,550
归属于母公司所有者的净利润	148,908.80	223,886.14	351,923.00	4,919,983,998.37	658,092.00	882,177.00
七、每股收益：						
总股本（万股）	122,617	245,234	351,972		594,800	594,800
每股收益(元)	1.30	0.91	1.06	1.08	1.11	1.48

数据来源：东北证券整理

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。