

保利地产 (600048)

持续快周转，以不变应万变

——公司业绩交流会纪要及中报点评

	孙建平		李品科
	021-38676316		010-59312815
	sunjianping@gtjas.com		lipinke@gtjas.com
编号	S0880511010044	编号	S0880511010037

本报告导读：

高周转龙头、业绩锁定性强、销售持续跑赢市场，弱市状态下市场份额将持续提升。

投资要点：

- 中报 EPS0.47 元，同比增速 72%，增速列龙头之首，且利润率水平大幅提升。上半年营业收入 152 亿，净利润 27.9 元，毛利率从 10 年 34.1% 增至 42.5%，净利率从 13.7% 增至 18.4%，原因：(1) 10 年是利润率低点（保障房+新进入城市结算）；(2) 11 年上半年结算项目利润率偏高，如广州中环广场、中宇广场、北京西山林语等。
- 三抢政策落实到位（抢市场、抢资金、抢进度），销售增速达 75%。1-7 月销售 388 万方、445 亿元，均价 11490 元，增 24%、75%、20%。均价上升受益于商业销售额占比增至 23%；另成都/佛山领各超 50 亿。
- 上半年新开工 773 万方，增 136%，奠定 2012-13 年供货量基础。新开完成情况位列行业领先，在建面积 2161 万方，较年初增加 18%。
- 下半年预计新推货量增加 22%，全年可售货量约 1100 亿元。上半年新推量约 450 亿、550 亿，另 10 年底存货 130 亿。下半年新推货量结构 80% 以上为住宅，推货高峰在 9-10 月左右。
- 1-8 月新进 6 城市，拿地权益地价同比下降 34%、新增建面下降 18%。前 8 月拿地权益地价 192 亿、增加储备 586 万方，楼面地价 3396 元。
- 业绩保障性强，期末预收款 688 亿，锁定 2011 年及 12 年 70% 业绩。期末账面现金 176 亿，较 1 季度略增 13%；净负债率 146%、扣除预收账款的真实资产负债率 43%，较 1 季度略降。
- 预计 2011、2012 年 EPS1.14 元、1.53 元，RNAV 17.1 元。公司为高周转龙头、业绩锁定性强、销售持续跑赢市场，弱市状态下市场份额持续提升，维持增持评级，目标价 14 元。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	22,987	35,894	42,750	63,282	87,700
(+/-)%	48%	56%	19%	48%	39%
经营利润 (EBIT)	4,879	7,289	10,076	13,761	19,180
(+/-)%	22%	49%	38%	37%	39%
净利润	3,519	4,920	6,756	9,117	12,639
(+/-)%	57%	40%	37%	35%	39%
每股净收益 (元)	1.00	1.08	1.14	1.53	2.12
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	21.2%	20.3%	23.6%	21.7%	21.9%
净资产收益率 (%)	14.0%	16.6%	18.4%	20.5%	22.6%
投入资本回报率 (%)	9.2%	8.2%	9.7%	11.9%	16.4%
EV/EBITDA	10.5	11.9	11.1	8.4	5.6
市盈率	10.9	10.2	9.6	7.1	5.1
股息率 (%)	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：14.00

上次预测：12.31

当前价格：10.92

2011.08.30

交易数据

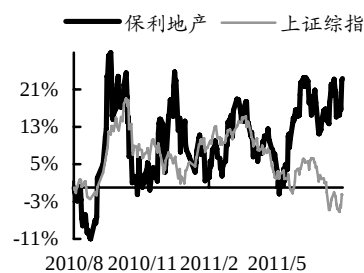
52 周内股价区间 (元)	8.93-16.15
总市值 (百万元)	64,956
总股本/流通 A 股 (百万股)	5,948/5,843
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	98%
日均成交量 (百万股)	36
日均成交值 (百万元)	388

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	31,540
每股净资产	5.30
市净率	2.1
净负债率	214%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.12	0.16
Q2	0.24	0.20
Q3	0.14	0.14
Q4	0.57	0.57
全年	1.08	1.07

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	4%	11%	19%
相对指数	9%	16%	22%

相关报告

《销售创新高，购地更积极》	2010.10.12
《埋头苦干 志在千里》	2010.09.07
《商业模式寻求突破，销售下半年最可期》	2010.08.10
《保利地产 10 年定向增发董事会预案点评》	2010.03.22
《IPO 上市后高速超预期成长，10 年稳中》	2010.02.05

模型更新时间: 2011.08.29

股票研究

金融

房地产

保利地产 (600048)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 14.00

上次预测: 12.31

当前价格: 10.92

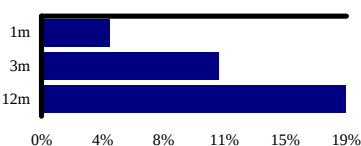
公司网址

www.polycn.com

公司简介

公司是中国保利集团控股的大型国有房地产上市公司, 2002 年完成股份制改造后, 开始实施全国化战略, 加强专业化运作, 连续实现跨越式发展。目前公司已完成以广州、北京、上海为中心, 覆盖 35 个城市的全国化战略布局, 拥有 119 家控股子公司, 业务拓展到包括房地产开发、建筑设计、工程施工、物业管理、销售代理以及商业会展、酒店经营等相关行业。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

8.93-16.15

市值 (百万)

64,956

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利润率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

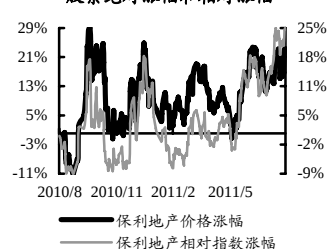
EV/EBITDA

P/S

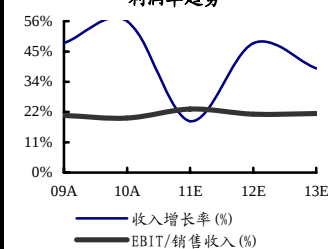
股息率

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	22,987	35,894	42,750	63,282	87,700
营业成本	14,524	23,645	26,047	39,618	54,751
税金及附加	2,536	3,584	4,745	7,024	9,735
销售费用	591	803	1,026	1,582	2,105
管理费用	457	573	855	1,297	1,929
EBIT	4,879	7,289	10,076	13,761	19,180
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	42	0	0	0
财务费用	-66	-102	-45	25	30
营业利润	5,220	7,424	10,121	13,736	19,150
所得税	1,371	1,899	2,530	3,434	4,787
少数股东损益	489	585	835	1,185	1,723
净利润	3,519	4,920	6,756	9,117	12,639
货币资金、交易性金融资产	15,228	19,151	15,485	12,050	20,869
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	1,054	5,177	9,177	13,177	17,177
固定资产合计	206	323	365	434	542
无形及其他资产	16	24	27	29	32
资产合计	89,831	152,328	195,102	241,950	301,622
流动负债	38,234	68,897	104,006	141,742	188,241
非流动负债	24,636	51,411	51,301	51,301	51,301
股东权益	25,088	29,709	36,649	44,576	56,025
投入资本(IC)	39,314	66,437	78,140	86,988	87,641
NOPLAT	3,635	5,419	7,557	10,321	14,385
折旧与摊销	52	200	18	21	27
流动资金增量	-6,492	-26,937	-12,815	-8,777	-543
资本支出	-38	-66	-62	-92	-137
自由现金流	-2,843	-21,383	-5,302	1,473	13,731
经营现金流	-1,145	-22,370	-5,313	1,572	13,876
投资现金流	-403	-1,857	-4,062	-4,092	-4,137
融资现金流	11,306	28,133	5,709	-915	-920
现金流净增加额	9,758	3,905	-3,666	-3,435	8,819
收入增长率	48.1%	56.2%	19.1%	48.0%	38.6%
EBIT 增长率	21.6%	49.4%	38.2%	36.6%	39.4%
净利润增长率	57.2%	39.8%	37.3%	35.0%	38.6%
利润率					
毛利率	36.8%	34.1%	39.1%	37.4%	37.6%
EBIT 率	21.2%	20.3%	23.6%	21.7%	21.9%
净利润率	15.3%	13.7%	15.8%	14.4%	14.4%
净资产收益率(ROE)	14.0%	16.6%	18.4%	20.5%	22.6%
总资产收益率(ROA)	3.9%	3.2%	3.5%	3.8%	4.2%
投入资本回报率(ROIC)	9.2%	8.2%	9.7%	11.9%	16.4%
存货周转天数	1260	1312	1830	1560	1371
应收账款周转天数	5	5	5	5	5
总资产周转天数	1139	1231	1483	135	124
净利润现金含量	-0.33	-4.55	-0.79	0.17	1.10
资本支出/收入	0%	0%	0%	0%	0%
资产负债率	70.0%	79.0%	79.6%	79.8%	79.4%
净负债率	52.9%	132.9%	129.7%	115.0%	76.3%
PE	10.9	10.2	9.6	7.1	5.1
PB	1.5	1.7	1.8	1.5	1.2
EV/EBITDA	10.5	11.9	11.1	8.4	5.6
P/S	1.7	1.4	1.5	1.0	0.7
股息率	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%

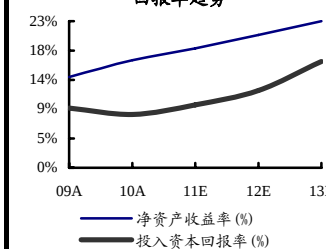
股票绝对涨幅和相对涨幅



利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债

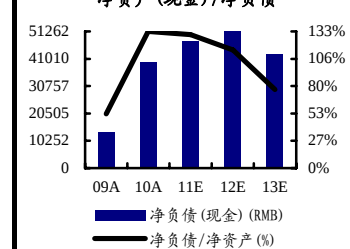


表 1: 保利 2011 年上半年各区域结算占比 (单位: 亿元、万平米、元/平米)

区域	结算收入	占比	结算面积	占比	结算单价
长三角	33	23%	17	10%	19404
珠三角	47	33%	52	32%	9054
环渤海	26	18%	23	14%	11133
中西部	38	26%	73	44%	5164
合计	144	100%	165	100%	8691

数据来源: 国泰君安证券房地产研究

图 1: 保利各月销售面积 (单位: 万平米)

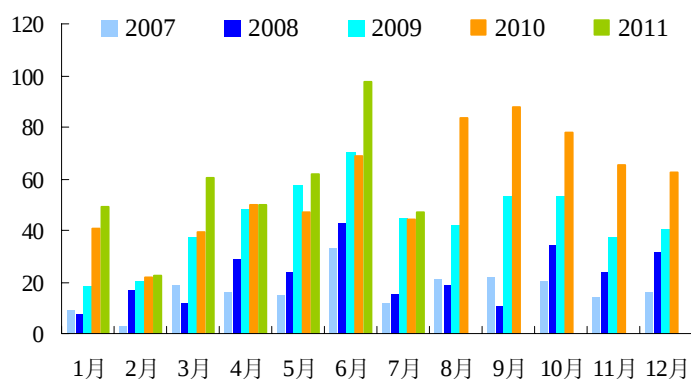


图 2: 保利各月销售额 (单位: 亿元)

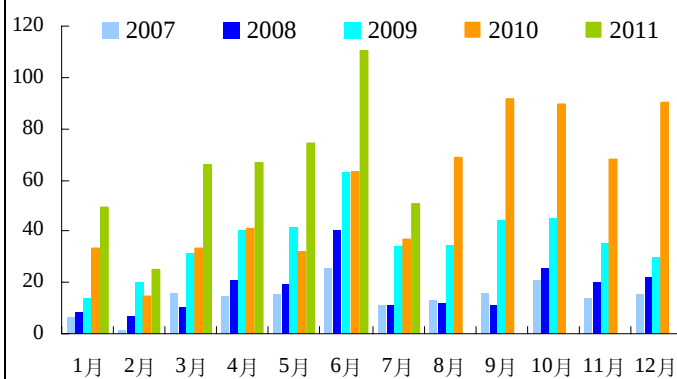


图 3: 保利历年拿地储备 (单位: 万平米)

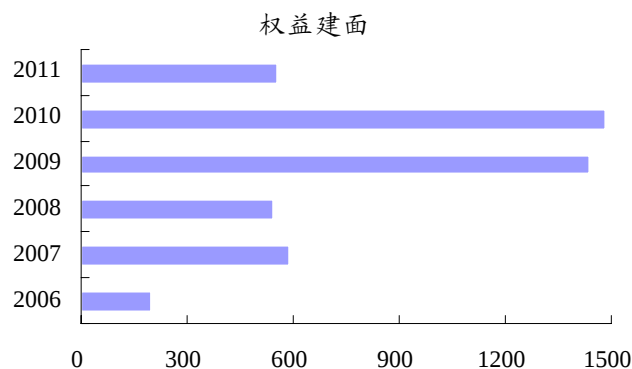
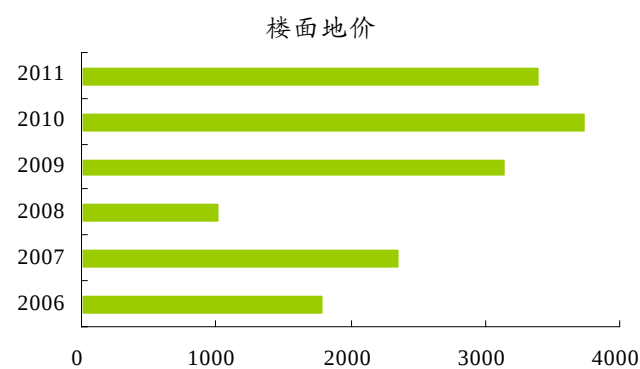


图 4: 保利历年拿地储备楼面地价 (单位: 元/平米)



注: 2011 年为 2011 年 1 月至 8 月拿地情况汇总

数据来源: 国泰君安证券房地产研究

表 2: 2011 年 1-8 月拿地情况汇总: 新进入 6 个城市, 拿地 647 万方, 地价 220 亿, 平均楼面地价 3396 元

项目名称	产品类型	占地面积	建筑面积	可售面积	未结面积	权益	权益未结	地价	楼面地价	拿地时间	拿地方式
南京江宁区项目	住宅	15.6	32.7	32.7	32.7	100.0%	32.73	10.60	3238	2011.01	挂牌
广州白云新城项目	住宅	6.6	18.7	18.7	18.7	51.0%	9.53	35.00	18735	2011.01	挂牌
北京大兴生物医药基地	商住	15.6	40.5	40.5	40.5	100.0%	40.49	31.68	7824	2011.01	招标
北京昌平沙河项目	住宅	5.8	11.6	11.6	11.6	100.0%	11.55	8.80	7620	2011.01	招标
绍兴柯桥镇项目	商住	12.9	14.2	14.2	14.2	100.0%	14.20	11.50	8097	2011.01	挂牌

长春散热器厂项目	商住	15.8	37.9	37.9	37.9	100.0%	37.89	5.52	1456	2011.01	挂牌
青岛四方区欢乐滨海城	住宅	8.4	18.5	18.5	18.5	100.0%	18.46	7.68	4160	2011.02	拍卖
成都高新区铜牌村项目	住宅	5.1	15.2	15.2	15.2	100.0%	15.15	8.41	5552	2011.02	拍卖
慈溪市城西综合体项目	商住	29.4	59.6	59.6	59.6	100.0%	59.60	11.10	1862	2011.02	挂牌
德阳新城一期项目	住宅	31.6	80.0	80.0	80.0	100.0%	79.95	5.64	705	2011.02	拍卖
上海宝山区大场镇项目	住宅	9.9	19.8	19.8	19.8	100.0%	19.76	26.57	13445	2011.02	挂牌
成都雅驰项目	商住	12.3	30.7	30.7	30.7	100.0%	30.67	4.28	1396	2011.04	合作
德阳酒店项目	商服	3.3	13.1	13.1	13.1	100.0%	13.10	0.37	281	2011.04	挂牌
合肥政务区项目	住宅	18.2	54.6	54.6	54.6	100.0%	54.57	14.19	2600	2011.04	挂牌
广州荔湾芳村 G 地块	住宅	7.0	17.9	17.9	17.9	100.0%	17.89	7.89	4407	2011.05	挂牌
包头昆河项目	商住	6.9	15.9	15.9	15.9	100.0%	15.85	1.48	934	2011.05	挂牌
通化王八脖子遗址项目	住宅	29.8	45.3	45.3	45.3	100.0%	45.33	3.57	788	2011.06	挂牌
上海马桥旗忠经适房	经适房	6.5	15.5	15.5	15.5	100.0%	15.52	3.93	2533	2012.06	招标
成都大丰项目	商住	18.1	54.3	54.3	54.3	51.0%	27.69	5.71	1052	2010.07	拍卖
郑州省纺机项目	住宅	5.5	20.7	20.7	20.7	50.0%	10.36	2.63	1271	2010.07	合作
大连马兰河项目	商住	17.2	30.9	30.9	30.9	50.0%	15.47	13.27	4290	2010.08	挂牌
合计		281	647	647	647	90%	586	220	3396		

数据来源：国泰君安证券研究

作者简介:**孙建平:**

执业资格证书编号: S0880511010044

电话: 021-38676316

邮箱: sunjianping@gtjas.com

经济学硕士, 毕业于南开大学金融学系, 2004 年 1 月进入国泰君安证券研究所, 从事宏观经济、房地产行业研究。荣获 2006 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第二名, 2007 年、2008 年、2009 年、2010 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名。

李品科:

执业资格证书编号: S0880511010037

电话: 010-59312815

邮箱: lipinke@gtjas.com

工学硕士, 毕业于清华大学土木工程系, 2008 年 3 月进入国泰君安证券研究所, 从事房地产行业研究。荣获 2010 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	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%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		