

保利地产 (600048.sh)

楼市进入全面调整期

赵强 首席分析师
电话: 021-68829698
eMail: zhaoq@gf.com.cn
执业编号: S0260511020001

沈爱卿 分析师
电话: 020-87555888-8637
eMail: saq@gf.com.cn
执业编号: S0260511020008

事件

保利地产公布 11 月销售数据: 2011 年 11 月公司实现签约面积 42.1 万平方米, 同比下降 35.7%; 实现签约金额 49.2 亿元, 同比下降 27.8%。2011 年 1-11 月公司实现签约面积 598.3 万平方米, 同比下降 4.4%; 实现签约金额 676.2 亿元, 同比增长 18.3%。以下是我们的点评:

销售连续下滑、跑输 33 大城市

保利地产 11 月销售金额 49 亿元, 环比下降 27.9%, 连续 2 月下滑。且较去年月均 55 亿元的销售低 10.7%, 较今年 1-10 月月均 62.7 的销售低 21.4%。11 月销售面积环比下降 26.1%, 明显高于我们监测的 33 大城市 7% 的下跌幅度; 同比下降 35.8%, 和 33 大城市跌幅一致。

预计全年销售额近 730 亿元, 增速近 10%, 好于行业

1-11 月公司销售额为 676 亿元, 已经超过去年全年。预计今年全年销售额为 730 亿元, 较 2010 年增长接近 10%。此增速低于我们预计的万科的接近 15% 的增速, 但高于金地集团及行业约 0%-5% 的增速。

楼市进入全面调整期

从近两月万科和保利的销售数据来看, 与行业比较没有特别的优势。这说明上半年的分化行情已经不再, 楼市已经进入全面调整期。

增长确定、维持“买入”

尽管近期受市场影响销售欠佳, 但是相对其它同行, 以万科、保利为代表的高周转行业龙头今年来的总体表现还是差强人意的, 目前完成全年计划都在 85% 以上。保利今年业绩和销售增长比较确定, 且具备在弱市下兼并整合的能力, 今年动态市盈率仅 7.5 倍, 不考虑行业因素是相当便宜。继续维持“买入”评级。

风险提示: 政策风险 预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	22986.61	35894.12	70029.40	94609.70	133210.5
增长率(%)	48.11%	56.15%	95.10%	35.10%	40.80%
EBITDA(百万元)	4930.30	7489.26	11781.94	15894.41	22246.15
净利润(百万元)	3519.23	4919.98	8013.52	10694.03	14791.32
增长率(%)	57.19%	39.80%	62.88%	33.45%	38.31%
每股收益(元)	1.00	1.08	1.35	1.80	2.49
市盈率	22.40	11.81	7.55	5.66	4.09
市净率	3.14	1.96	1.60	1.25	0.96
EV/EBITDA	18.69	13.03	10.70	9.60	8.00

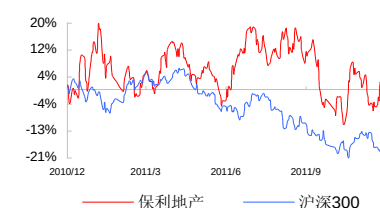
数据来源: 保利房地产(集团)股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级



当前价格 9.77 元
合理价值 13.00 元
前次评级 买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-2.01	-5.24	-21.46
沪深 300	-8.77	-8.11	-20.16

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)
5948/5843

主要股东:
保利南方集团有限公司
主要股东持股比例 44.36%
流通 A 股比例 98.23%

财务比率

ROE 16.56%
ROA 4.06%
资产负债率 78.98%

2010 年报数据

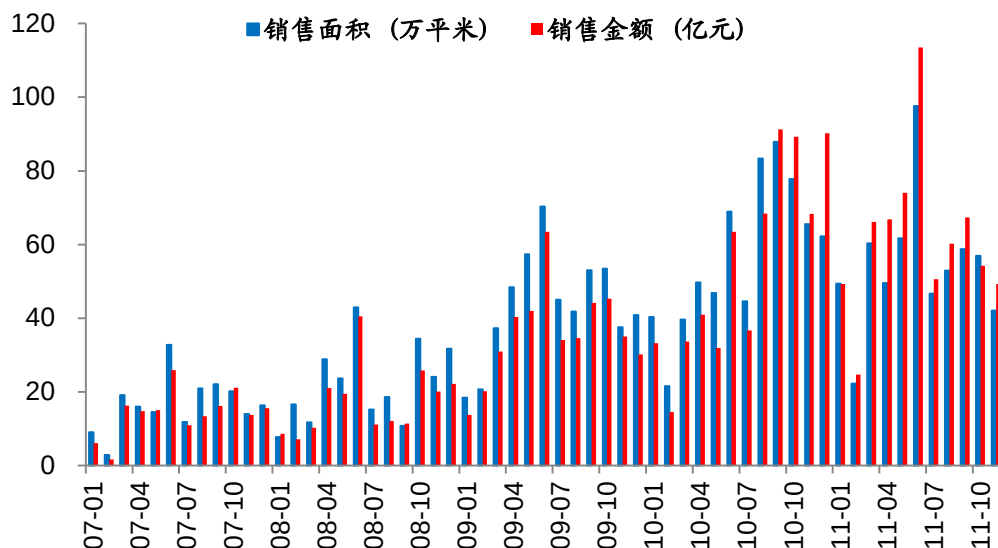
表 1：万保金销售数据比较

	销售面积			同比增长			销售金额			同比增长		
	万科	保利	金地	万科	保利	金地	万科	保利	金地	万科	保利	金地
Jan-10	52.3	40.4	NA	83%	120%	NA	62.6	33.2	NA	186%	142%	NA
Feb-10	21.1	21.6	7.4	-59%	4%	-59%	25.1	14.5	8.1	-35%	-28%	-52%
Mar-10	50.7	39.6	11.1	-30%	6%	-39%	63.1	33.6	12.3	3%	9%	-27%
Apr-10	63.3	49.7	15.2	6%	3%	3%	78	40.9	18.3	48%	1%	22%
May-10	47.0	46.9	4.5	-33%	-18%	-73%	51.1	31.9	4.3	-20%	-24%	-76%
Jun-10	85.7	69.0	10.0	28%	-2%	-40%	87.7	63.4	10.8	28%	0%	-43%
Jul-10	75.8	44.6	8.9	30%	-1%	-54%	84.4	36.7	10.8	65%	8%	-56%
Aug-10	91.5	83.3	26.6	85%	99%	60%	119.9	68.4	30.1	149%	98%	41%
Sep-10	113.6	87.9	49.4	112%	66%	252%	142.1	91.3	59.1	160%	107%	232%
Oct-10	130.7	77.8	35.9	115%	46%	154%	155.1	89.2	44.6	137%	97%	183%
Nov-10	97.0	65.6	34.8	87%	75%	191%	128.7	68.3	45.2	146%	95%	236%
Dec-10	68.9	62.2	25.2	70%	52%	-9%	83.5	90.2	39.9	51%	199%	26%
Jan-11	165.4	49.4	NA	216%	22%	NA	201	49.3	NA	221%	48%	NA
Feb-11	54.9	22.3	16.9	160%	3%	128%	60.8	24.7	23.4	142%	71%	190%
Mar-11	83.5	60.4	9.9	65%	52%	-11%	93.3	66.1	13.8	48%	97%	12%
Apr-11	67.8	49.6	12.7	7%	0%	-17%	79	66.8	17.7	1%	63%	-3%
May-11	81	61.7	14.6	72%	32%	225%	90.1	74.1	20.8	76%	132%	385%
Jun-11	112.8	97.6	27.0	32%	42%	169%	132.3	113.5	36.9	51%	79%	241%
Jul-11	78.2	46.7	17.6	3%	5%	97%	90.8	50.6	24.8	8%	38%	129%
Aug-11	96	52.9	16.3	5%	-36%	-39%	104.8	60.2	22.2	-13%	-12%	-26%
Sep-11	108	58.8	31.0	-5%	-33%	-37%	125.1	67.4	37.8	-12%	-26%	-36%
Oct-11	100.4	56.9	19.0	-23%	-27%	-47%	103.4	54.2	26.7	-33%	-39%	-40%
Nov-11	73.8	42.1	15.0	-24%	-36%		82.9	49.3	20.0	-36%	-28%	
2010 全年	897.6	688.4	229.0	35%	31%	22%	1081.3	661.7	283.4	71%	53%	35%
1-11 月	1021.8	598.3	180.0	23%	-4%	-2%	1163.5	676.2	244.1	16%	18%	13%
完成率	114%	87%	79%				108%	102%	86%			

注：金地 11 月销售数据为估计数据。

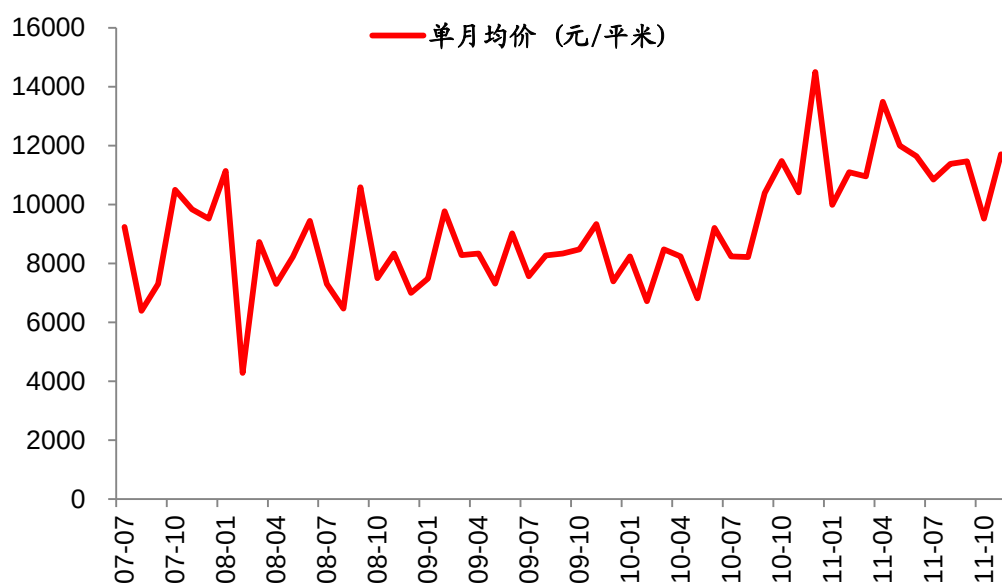
数据来源：广发证券发展研究中心

图1：保利地产销售数据



数据来源：广发证券发展研究中心

图2：保利地产销售单价



数据来源：广发证券发展研究中心

资产负债表

单位：百万元

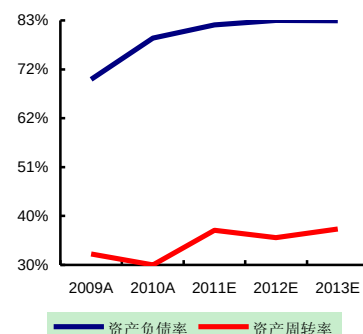
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	88,504	146,672	219,487	302,155	399,313
货币资金	15,228	19,151	12,357	15,709	17,024
应收及预付	13,177	17,622	37,612	49,493	68,448
存货	60,099	109,898	169,517	236,954	313,840
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	1,327	5,656	5,508	5,508	5,508
长期股权投资	246	937	937	937	937
固定资产	206	323	323	323	323
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	16	24	9	9	9
其他长期资产	858	4,372	4,240	4,240	4,240
资产总计	89,831	152,328	224,995	307,664	404,821
流动负债	38,234	68,897	107,710	148,295	202,819
短期借款	308	450	1,615	1,562	2,439
应付及预收	34,091	61,419	106,095	146,733	200,380
其他流动负债	3,835	7,028	0	0	0
非流动负债	24,636	51,411	76,301	106,301	132,029
长期借款	20,250	47,029	72,029	102,029	132,029
应付债券	4,262	4,272	4,272	4,272	0
其他非流动负债	124	110	0	0	0
负债合计	62,869	120,308	184,011	254,596	334,849
股本	3,520	4,576	5,948	5,948	5,948
资本公积	14,282	13,280	13,280	13,280	13,280
留存收益	7,286	11,854	18,495	29,189	43,981
归属母公司股东权益	25,088	29,709	37,723	48,417	63,208
少数股东权益	1,873	2,311	3,261	4,651	6,764
负债和股东权益	89,831	152,328	224,995	307,664	404,821

利润表

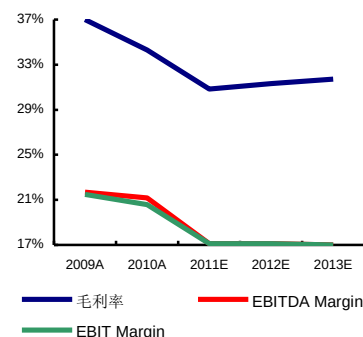
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	22987	35894	70029	94610	133211
营业成本	14524	23645	48583	65186	91249
营业税金及附加	2536	3584	6653	9461	13987
销售费用	591	803	1751	2365	3330
管理费用	457	573	1261	1703	2398
财务费用	-66	-102	-202	-260	-353
资产减值损失	-274	9	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	42	0	0	0
营业利润	5220	7424	11984	16155	22599
营业外收入	195	30	0	0	0
营业外支出	36	50	0	0	0
利润总额	5379	7405	11984	16155	22599
所得税	1371	1899	3020	4071	5695
净利润	4008	5505	8964	12084	16904
少数股东损益	489	585	950	1390	2113
归属母公司净利润	3519	4920	8014	10694	14791
EBITDA	4930	7489	11782	15894	22246
EPS (元)	1.00	1.08	1.35	1.80	2.49

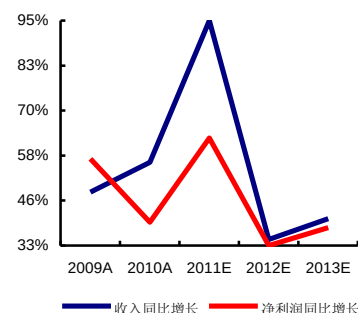
资产负债率趋势



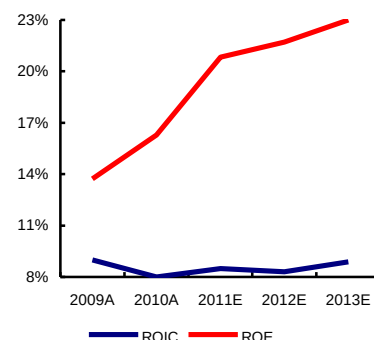
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

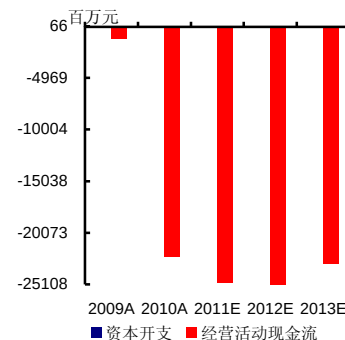
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-1,145	-22,370	-25,869	-26,498	-25,226
净利润	4,008	5,505	8,964	12,084	16,904
折旧摊销	52	200	0	0	0
营运资金变动	-4,987	-27,972	-35,056	-38,679	-42,194
其它	-217	-104	223	98	64
投资活动现金流	-403	-1,857	16	0	0
资本支出	-38	-66	16	0	0
投资变动	-386	-1,791	0	0	0
其他	20	0	0	0	0
筹资活动现金流	11,306	28,131	19,060	29,850	26,541
银行借款	17,374	46,316	26,165	29,948	30,877
债券融资	-12,170	-15,245	-6,884	0	-4,272
股权融资	7,890	331	0	0	0
其他	-1,788	-3,271	-221	-98	-64
现金净增加额	9,758	3,904	-6,794	3,352	1,315
期初现金余额	5,470	15,228	19,151	12,357	15,709
期末现金余额	15,228	19,131	12,357	15,709	17,024

主要财务比率

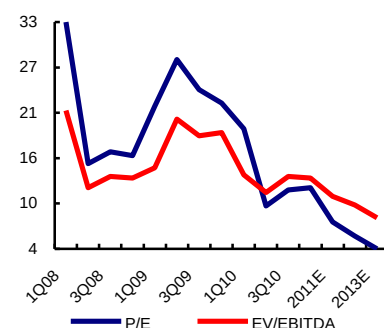
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	48.1%	56.2%	95.1%	35.1%	40.8%
营业利润	36.1%	42.2%	61.4%	34.8%	39.9%
归属于母公司净利润	57.2%	39.8%	62.88%	33.45%	38.31%
获利能力					
毛利率	36.8%	34.1%	30.6%	31.1%	31.5%
净利率	17.4%	15.3%	12.8%	12.8%	12.7%
ROE	14.0%	16.6%	21.2%	22.1%	23.4%
ROIC	9.2%	8.2%	8.7%	8.5%	9.1%
偿债能力					
资产负债率	70.0%	79.0%	81.8%	82.8%	82.7%
净负债比率	49.3%	123.3%	160.0%	173.7%	167.8%
流动比率	2.31	2.13	2.04	2.04	1.97
速动比率	0.42	0.34	0.15	0.14	0.12
营运能力					
总资产周转率	0.32	0.30	0.37	0.36	0.37
应收账款周转率	68.35	68.10	70.11	69.13	69.28
存货周转率	0.29	0.28	0.29	0.28	0.30
每股指标 (元)					
每股收益	1.00	1.08	1.35	1.80	2.49
每股经营现金流	-0.33	-4.89	-4.35	-4.45	-4.24
每股净资产	7.13	6.49	6.34	8.14	10.63
估值比率					
P/E	22.4	11.8	7.55	5.66	4.09
P/B	3.1	2.0	1.60	1.25	0.96
EV/EBITDA	18.7	13.0	10.70	9.60	8.00

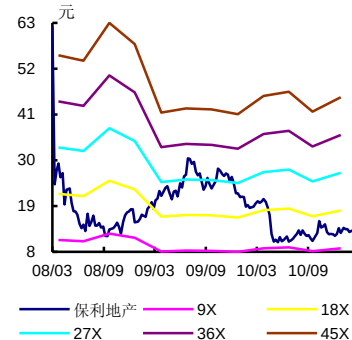
资本支出与经营活动现金流



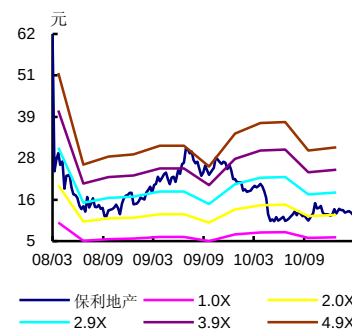
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发房地产行业研究小组

赵强，分析师，复旦大学工商管理硕士，2010 年“新财富最佳分析师”房地产行业第三名、2009 年第五名、2008 年第三名，2010 年“中国证券分析师金牛奖”房地产行业第二名，2010 年“中国最佳证券分析师”房地产行业最佳分析师，2009 年“水晶球最佳分析师”房地产行业第五名、2008 年第三名，2009 年“金手指奖”房地产行业第一名，2010 年进入广发证券发展研究中心。

沈爱卿，分析师，中南财经政法大学金融学硕士，2010 年“新财富最佳分析师”房地产行业第三名（团队），2010 年“中国证券分析师金牛奖”房地产行业第二名（团队），2010 年“中国最佳证券分析师”之“最佳独立见解分析师”、入围 2009 年房地产行业最佳分析师，2007 年进入广发证券发展研究中心。

徐军平，分析师，上海财经大学金融学硕士，2010 年“新财富最佳分析师”房地产行业第三名（团队），2010 年“中国证券分析师金牛奖”房地产行业第二名（团队），2010 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

保利地产（600048.sh）：市场低迷、销售欠佳	沈爱卿	2011-11-09
保利地产（600048.sh）：激励方案中规中矩、三到四年再造保利	沈爱卿	2011-11-07
保利地产（600048.sh）：延续高增长	沈爱卿	2011-11-01

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。