

房地产开发

署名人: 李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@cjis.cn

参与人: 张岩

S0960111080637

010-63222861

zhangyan1@cjis.cn

6-12 个月目标价: 12.00 元

当前股价: 10.13 元

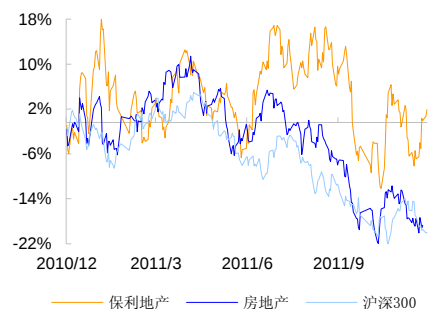
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2291.90
总股本(百万)	5948
流通股本(百万)	5843
流通市值(亿)	591
EPS	1.08
每股净资产(元)	6.49
资产负债率	78.98%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
保利地产	3.37	7.10	1.79
房地产	9.37	-10.48	-18.95
沪深 300 指数	10.01	-9.39	-13.57



相关报告

保利地产 - 全年业绩增逾三成, 销售回升, 稳健拓展 2012-01-10
销售承压拿地暂缓, 增长确定风险可控 2011-12-12
保利地产-业绩增长显著, 后续增长能力依旧 2011-10-31

保利地产

600048

推荐

预期中的销售低点

公司公布 12 年 1 月销售数据和新增房地产项目。

投资要点:

- 受市场持续低迷及春节因素影响, 本月销售金额同环比均大幅下滑且降幅明显扩大; 受推盘结构以及淡季优惠减少等因素影响, 本月均价显著回升。1 月实现销售面积/金额 12.5 万平米/15.1 亿元, 环比分别大幅下降 76%、73%, 同比分别大幅下降 75%、69%。12 月销售均价 12088 元/平米, 环比涨 12%, 同比涨 21%。
- 1 月份销售低迷在我们的预期之中, 预计 2 月份开始销售情况将有所好转。一方面, 节日因素消除。另一方面, 政策向保护和支持首套刚性需求方向微调, 利好公司。
- 稳健抄底地市, 本月适当放缓拿地步伐, 成本控制得当。1 月新增武汉 1 宗地块, 为“城中村”改造项目, 建面约 72 万平米, 地价款 20.1 亿元, 较上月的 47.5 亿元大幅下降, 平均楼面地价 2799 元/平米, 与去年获取的同城项目持平, 且拟引入合作方共同开发。
- 准确预判行业, 11 年以来整体项目拓展步伐明显放缓, 成本优势更突出。多数项目以底价或接近底价获取, 且主要集中在一二线城市, 远优于 10 年的三四线城市地块, 盈利空间锁定, 继续保持低成本高毛利的竞争优势。
- 公司坚持快速开发销售、以销定价的策略, 并且积极应对调控政策, 11 年销售逆市增长 11%, 业绩预增 32%, 12 年业绩锁定有余。高杠杆运作使公司货量充足, 一旦调控效果显现行业再度进入恢复性增长, 公司将是一线地产商中增长弹性最大的公司。实际负债水平、负债结构合理, 财务风险可控。此前我们对公司的估值充分考虑了成本与行业调整对价格的冲击因素, 无需调整对公司的盈利预测与估值。近期股权激励计划草案修订稿获国资委批准, 迈出关键性一步, 若能顺利实施将为公司业绩增长和市值持续提升保驾护航。维持 11-13 年 EPS1.10、1.51 和 1.96 元, RNAV12.6 元的判断, 当前股价 RNAV8 折交易, 未来 12 个月合理价格为 12 元, 再次推荐。

风险提示: 欧债恶化带来中国经济恶化, 调控政策时间过长带来行业超预期调整等风险。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	35894	44868	58328	75826
收入同比(%)	56%	25%	30%	30%
归属母公司净利润	4920	6677	8977	11669
净利润同比(%)	37%	33%	31%	28%
毛利率(%)	34.1%	38.0%	38.0%	38.0%
ROE(%)	17.2%	18.7%	19.4%	19.8%
每股收益(元)	0.83	1.10	1.51	1.96
P/E	10.95	8.25	6.31	4.91
P/B	1.88	1.55	1.23	0.97
EV/EBITDA	13	10	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

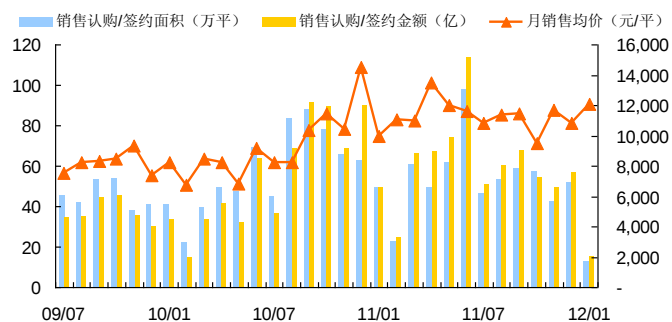


图 2: 保利地产单月销售均价与累计销售均价

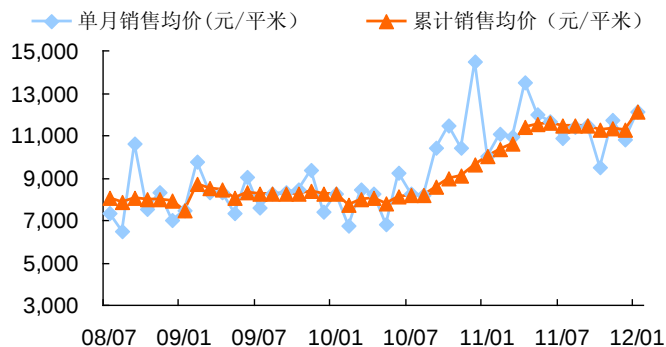


图 3: 保利地产单月销售均价各年同期比较

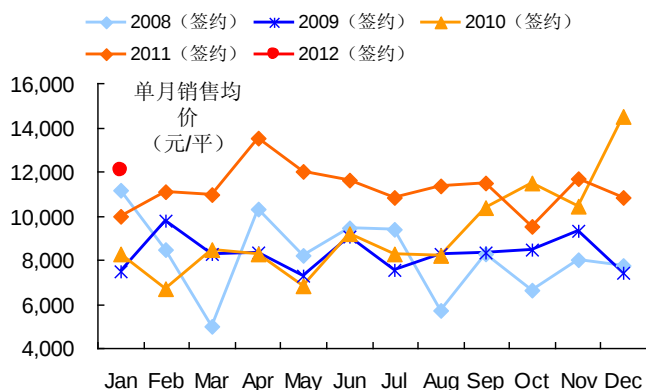


图 4: 保利地产累计销售均价各年同期比较

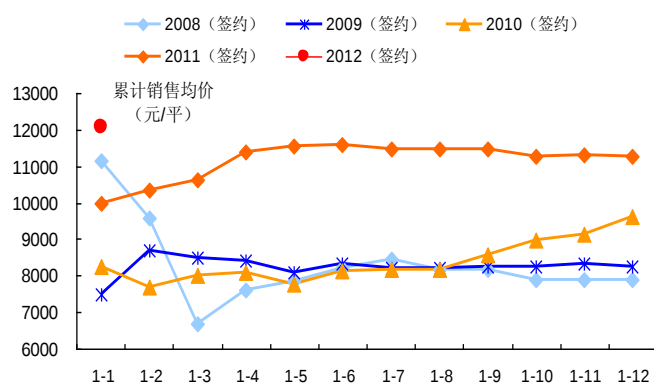


图 5: 保利地产单月销售面积各年同期比较

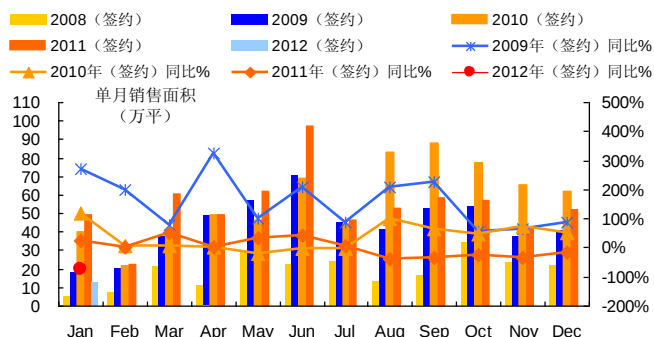


图 6: 保利地产单月销售金额各年同期比较

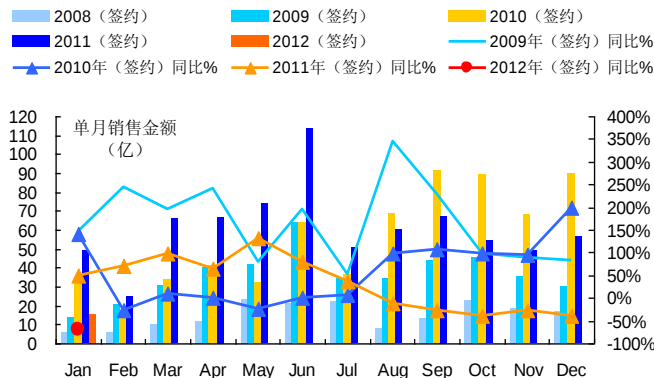


图 7: 保利地产累计销售面积各年同期比较

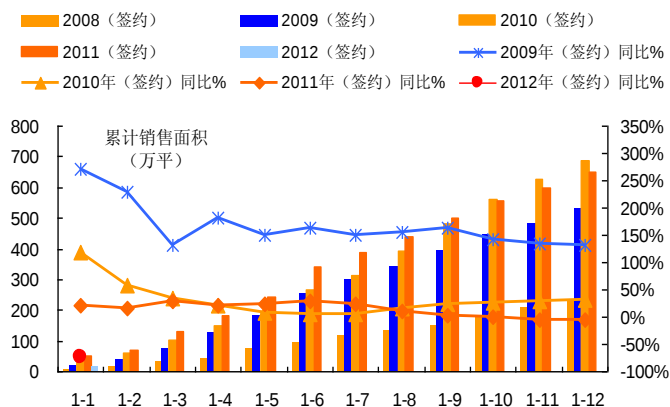


图 8: 保利地产累计销售金额各年同期

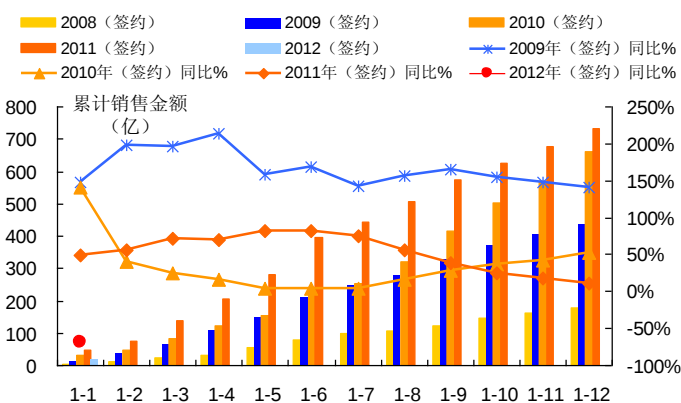


表 1: 公司 12 年 1 月新增项目情况 (单位: 万平, 亿元, 元/平米)

	项目	所处	公司	占地	规划	公司需支	楼面地价
		城市	权益	面积	建面	付地价	
1	武汉市东湖新技术开发区关山村“城中村”改造地块	武汉	100%	17.1	71.8	20.1	2,799

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

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	146672	182868	211006	245510
现金	19151	20000	19576	19788
应收账款	587	587	587	587
其他应收款	3664	3698	3687	3690
预付账款	13371	13371	13371	13371
存货	109898	145211	173784	208073
其他流动资产	0	2	1	1
非流动资产	5656	2043	4242	6141
长期投资	937	592	764	678
固定资产	323	340	348	346
无形资产	9	9	10	10
其他非流动资产	4387	1102	3121	5107
资产总计	152328	184911	215248	251651
流动负债	68897	94523	114752	138300
短期借款	450	2534	5186	10750
应付账款	51544	78743	94491	113390
其他流动负债	16902	13247	15074	14161
非流动负债	51411	51413	51412	51413
长期借款	47029	47029	47029	47029
其他非流动负债	4382	4384	4383	4383
负债合计	120308	145936	166164	189713
少数股东权益	2311	2937	3504	4097
股本	4576	5948	5948	5948
资本公积	13280	11907	11907	11907
留存收益	11854	18183	27726	39988
归属母公司股东权益	29709	36037	45580	57842
负债和股东权益	152328	184911	215248	251651

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-22370	-2634	-1948	-3035
净利润	4920	6677	8977	11669
折旧摊销	200	51	63	71
财务费用	-102	-419	-281	-29
投资损失	-42	-47	-30	-40
营运资金变动	-27972	-10132	-11807	-15896
其他经营现金流	626	1235	1131	1190
投资活动现金流	-22370	3567	-2215	-1943
资本支出	66	66	66	66
长期投资	-711	-3585	2173	1914
其他投资现金流	-23014	48	24	37
筹资活动现金流	28133	-84	3739	5190
短期借款	142	2084	2652	5564
长期借款	26780	0	0	0
普通股增加	1056	1373	0	0
资本公积增加	-1003	-1373	0	0
其他筹资现金流	1158	-2168	1087	-374
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

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	35894	44868	58328	75826
营业成本	23645	27818	36163	47012
营业税金及附加	3584	5384	6999	9099
营业费用	803	1391	1517	1744
管理费用	573	897	1167	1517
财务费用	-102	-419	-281	-29
资产减值损失	9	13	-84	-21
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	42	47	30	40
营业利润	7424	9829	12877	16543
营业外收入	30	85	67	73
营业外支出	50	45	47	46
利润总额	7405	9869	12896	16570
所得税	1899	2566	3353	4308
净利润	4920	6677	8977	11669
少数股东损益	585	626	567	593
归属母公司净利润	4920	6543	8977	11669
EBITDA	7522	9462	12659	16585
EPS（元）	0.83	1.10	1.51	1.96

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	56.2%	25.0%	30.0%	30.0%
营业利润	42.2%	32.4%	31.0%	28.5%
归属于母公司净利润	37.4%	32.7%	30.7%	28.5%
获利能力				
毛利率	34.1%	38.0%	38.0%	38.0%
净利率	15.3%	16.3%	16.4%	16.2%
ROE	17.2%	18.7%	19.4%	19.8%
ROIC	11.0%	12.3%	14.2%	15.8%
偿债能力				
资产负债率	79.0%	78.9%	77.2%	75.4%
净负债比率				
流动比率	2.13	1.93	1.84	1.78
速动比率	0.53	0.40	0.32	0.27
营运能力				
总资产周转率	0.30	0.27	0.29	0.32
应收账款周转率	65	74	98	127
应付账款周转率	6.82	6.61	8.59	11.17
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.83	1.10	1.51	1.96
每股经营现金流(最新摊薄)	-3.76	-0.44	-0.33	-0.51
每股净资产(最新摊薄)	5.38	6.55	8.25	10.41
估值比率				
P/E	10.95	8.25	6.31	4.91
P/B	1.88	1.55	1.23	0.97
EV/EBITDA	13	10	8	6

相关报告

报告日期	报告标题
2012-01-10	保利地产-全年业绩增逾三成，销售回升，稳健拓展
2011-12-12	销售承压拿地暂缓，增长确定风险可控
2011-10-31	保利地产-业绩增长显著，后续增长能力依旧
2011-10-12	保利地产-销售远超行业，逆市拿地正当时
2011-09-09	保利地产-均价提升毛利持续走高，逆市拿地摊薄成本
2011-08-10	保利地产-毛利持续走高，业绩稳步释放
2011-07-09	保利地产-6月销售创新高，高杠杆运作高增长可期得到印证
2011-06-28	保利地产-高杠杆运作，高增长可期
2011-04-25	保利地产-毛利率大幅提升，业绩增长无忧
2011-04-08	保利地产-大幅领先行业，销售业绩靓丽
2011-03-11	保利地产-限购下2月销售金额同比大幅增长71%
2011-02-28	保利地产-业绩增长符合预期，未来5年高增长有保障
2011-02-17	保利地产-销售金额同比增48%，拿地成本控制得力

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 ±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

研究团队简介

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。

张岩，中投证券房地产行业分析师，毕业于北京大学经济学院金融学专业，经济学硕士。

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。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告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。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434