

成长的标杆

报告要点

■ 保利地产诠释成长

保利的成长是房地产企业的经典案例，自从 06 年成功上市以来，其销售额与资产都实现了近十倍的增长。公司快速成长是公司在各个方面能力的体现，我们认为集中体现在三个方面：在资金筹措及其运用方面的财务管控能力，土地市场的战略预见力以及公司独特的组织与管控能力，这三方面的核心能力保障了公司近年来的高速增长。

■ 保利地产仍然是成长中的企业

保利过去的高速成长是公司自身能力的体现同时也是市场给予的机会。未来房地产市场很难回到过去的增速，目前无论是土地、税收、金融、保障房各个方面都难以支持保利过去的成长速度，2012 年保利也很难实现 08 年土地市场的抄底。但我们应该注意到行业集中度提升才刚刚开始，下一个十年对于龙头企业来说是享受行业集中度提升的时期。从这个角度来说我们认为保利仍然是个成长中的企业。

■ 一专多能

保利较早进入商业地产领域，提出了“三个为主、三个结合”的战略方针。公司已建成运营的商业物业约 90 万平米，在建、拟建商业物业面积 170 万平米，涵盖了商业、酒店、写字楼、展馆与高端休闲等。2012 年的目标是持有 200 万平米的商业物业。

■ 投资评级与风险提示

预计 2011、2012 年 EPS 分别为 1.1、1.42 元，维持“推荐”评级。公司受政策调控影响较大，2012 年上半年销售额同比或将出现下滑。

主要财务指标

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	35894	47028	61137	79478
增长率 (%)	56%	31%	30%	30%
归属母公司所有者净利润 (百万元)	4920.0	6555.9	8437.6	10261.7
增长率 (%)	40%	33%	29%	22%
每股收益 (元)	0.827	1.102	1.418	1.725
净资产收益率 (%)	16.6%	18.6%	19.9%	20.1%

当前股价: 10.98
金融行业评级: 看淡

公司基本数据 2012. 2. 21

总股本(万股)	594833
流通 A 股/B 股(万股)	584323/0
资产负债率	78.98%
每股净资产 (元)	5.38
市盈率 (当前)	12.91
市净率 (当前)	1.98
12 个月内最高/最低价	14.78/8.42

市场表现对比图 (近 12 个月)



资料来源: Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

PE
PB
EV/EBITDA
PE
PB
EV/EBITDA

《兑现期 觅新支点——房地产 10 月月报》
2011-11-21

《周期股首选——房地产 12 月月报》2012-1-20

分析师:

苏雪晶 执业证书编号: S0490510120021
(8621)68751692
suxj@cjsc.com.cn
联系人
乐加栋
(8621)68751692
lejd@cjsc.com.cn

正文目录

保利地产历史简介	6
发展历程	6
资本化路径	7
保利地产---诠释成长	8
积极的财务管控能力	9
卓越的战略预见力	11
出色的管控与运营能力	18
成长的缩影---保利成都的故事	24
保利地产仍是成长中的企业	26
增长减缓是必然趋势	26
2012 难言抄底	28
市场---集中度提升的故事	28
保利地产---市场占有率将持续提升	32
保利地产---一专多能	34
盈利预测与估值	38
EPS 预测	38
NAV 估值	38
投资评级与风险提示	42
投资评级	42
风险提示	42

图目录

图 1: 公司历年合同销售额	6
图 2: 公司历年资产规模增长.....	6
图 3: 公司发展历程	7
图 4: 公司资本化路径.....	7
图 5: 万科保利销售面积对比（万平）	8
图 6: 万科保利销售金额对比（亿元）	8
图 7: 保利融资结构	9
图 8: 拿地金额/合同销售额	9
图 9: 公司资金来源与资金支出（截止 10 月底）	10
图 10: 公司近年净负债率	10
图 11: 短债占有息债务比重.....	10
图 12: 2006 年以来平均销售利润率与存货周转率（合同销售额/存货）	10
图 13: 公司土地储备规模增长情况（按年报可结算面积）	11
图 14: 万科保利近年来拿地面积对比（按权益，万平）	12
图 15: 万科保利近年来拿地金额对比（按权益，亿元）	12
图 16: 万科保利历年地价/售价.....	12
图 17: 万科保利新开工面积（万平）	12
图 18: 万科保利新增储备楼面价比较.....	14
图 19: 公司截止 10 年年底城市布局情况.....	15
图 20: 新增权益容积率面积比较（万平）	16
图 21: 新增总地价投资（亿元）	16
图 22: 保利上市之前取地方式.....	19
图 23: 保利上市之后取地方式.....	19
图 24: 10 年以前保利获取土地方式	19
图 25: 10 年保利获取土地方式	19
图 26: 保利住宅产品线.....	20
图 27: 公司 09、10、11 年销售业态对比（亿元）	21
图 28: 2011 年保利成交客户付款方式	22
图 29: 2011 年保利地产月度推货量	22
图 30: 管理费用/合同销售额	23
图 31: 销售费用/合同销售额	23
图 32: 保利成都历年拿地面积与金额.....	25
图 33: 保利成都历年销售面积与市场份额（按金额）	25
图 34: 保利成都布局	26
图 35: 全国商品房销售面积	27
图 36: 保利合同销售额.....	27
图 37: 保利资本市场融资（亿元）	27
图 38: 新开工比较（万平）	27
图 39: 万科、保利净负债率	28
图 40: 保利融资额与拿地销售金额	28

图 41: 美国人均房屋栋数	29
图 42: 美国房地产市场集中度提升	29
图 43: 日本户均套数	30
图 44: 人均建筑面积	30
图 45: 国内房地产市场集中度	30
图 46: 前 10、20、30 强开发商销售额及市场占有率	30
图 47: 中国城市化率	30
图 48: 一线开发商城市销售结构变化	30
图 49: 房地产开发资金来源	31
图 50: 房地产信托收益率	31
图 51: 保利市场份额	33
图 52: 保利 2012 年推盘分布 (亿)	33
图 53: 北京市写字楼月度情况	34
图 54: 上海市写字楼月度情况	34
图 55: 广州市写字楼月度情况	35
图 56: 深圳市写字楼月度情况	35
图 57: 商业地块及住宅地块楼面价 (万元)	35
图 58: 商业地块成交面积及增速	35
图 59: 保利商业地产布局	36
图 60: 信宝基金投资项目	37

表目录

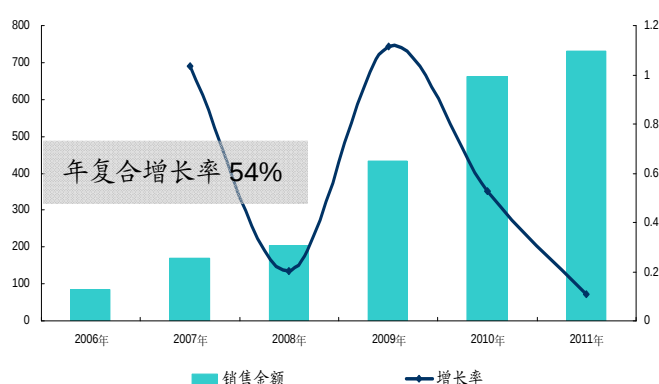
表 1: 公司历年资金来源情况（亿元）	9
表 2: 公司历年新进入城市统计	11
表 3: 公司 08 年拿地情况	12
表 4: 公司 09 年储备与 08 年对比	13
表 5: 核心项目地价与售价比较	14
表 6: 保利 09 年获取的储备项目	14
表 7: 目前各平台公司持有项目情况（截止 10 年年底）	16
表 8: 保利 10 年取地情况	17
表 9: 11 年以来保利拿地情况	18
表 10: 公司进入新城市方式	19
表 11: 保利产品类别	20
表 12: 公司部分快速周转项目	21
表 13: 2011 年推货量户型占比	22
表 14: 2011 年推货量户型占比	22
表 15: 公司 11 年销售结构	22
表 16: 公司 09、10、11 年销售区域对比	23
表 17: 管理凸显规模效应	23
表 18: 2011 年主要城市商品房库存及消化周期情况	24
表 19: 公司区域市场份额变化	24
表 20: 保利成都公司大事记	25
表 21: 公司历年成都拿地情况	25
表 22: 09 年以来出台的主要政策	27
表 23: 美国前六大开发商销售额（百万美元）	29
表 24: 2011 年房地产行业集中度	29
表 25: 一线开发商城市销售分布	31
表 26: 2011 年部分剥离房地产业务的企业	31
表 27: 区域公司项目数	32
表 28: 公司历年推盘户型结构	32
表 29: 保利项目销售金额与面积排名	33
表 30: 公司产品主流定价为主	33
表 31: 10 年来新进入城市市场空间	33
表 32: 主要二线城市租金和空置率（元/平米/月）	35
表 33: 保利商业地产分类	36
表 34: 公司商业地产项目明细	36
表 35: 公司 EPS 预计	38
表 36: 公司 NAV 估值	38
公司财务报表及指标预测	43

保利地产历史简介

保利房地产（集团）股份有限公司是中国保利集团控股的大型国有房地产上市公司，是中国保利集团房地产业务的主要运作平台。公司成立于 1992 年，2002 年完成股份制改造，2006 年 7 月登陆上海证券交易所。

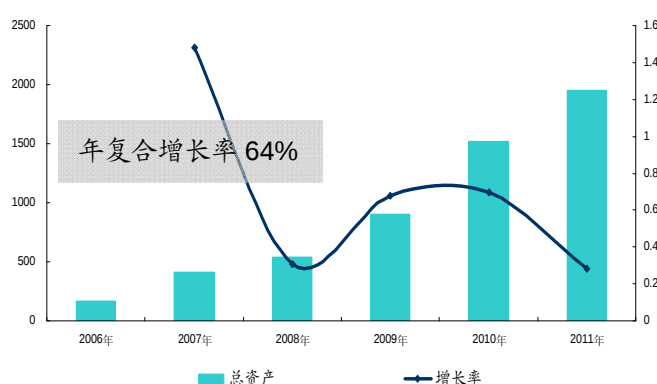
公司 06 年上市后开始实施全国化战略，加强专业化运作，连续实现跨越式发展。06 年到 11 年合同销售额由 84 亿增长到 732 亿，复合增长率 54%；总资产由 06 年的 165 亿增长到 11 年 1953 亿，年复合增长率为 64%。公司在上市之初布局城市为 10 个，截止 11 年年底，公司已完成以广州、北京、上海为中心，覆盖 41 个城市的全国化战略布局，在建拟建项目超过 150 个，其持续增长速度在国内房地产企业中首屈一指。

图 1：公司历年合同销售额



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 2：公司历年资产规模增长



资料来源：公司公告，长江证券研究部

发展历程

纵观保利的发展历程可谓是中国房地产高速发展的缩影，从公司规模的角度来看，公司主要经历了以下五个阶段。

第一阶段（1992---1997），此阶段为公司奠基成立阶段。1992 年 9 月，广州保利房地产开发公司成立，其由中国保利集团公司全资子公司保利南方集团有限公司全额出资。在此阶段公司培养了自己独立开发的能力。

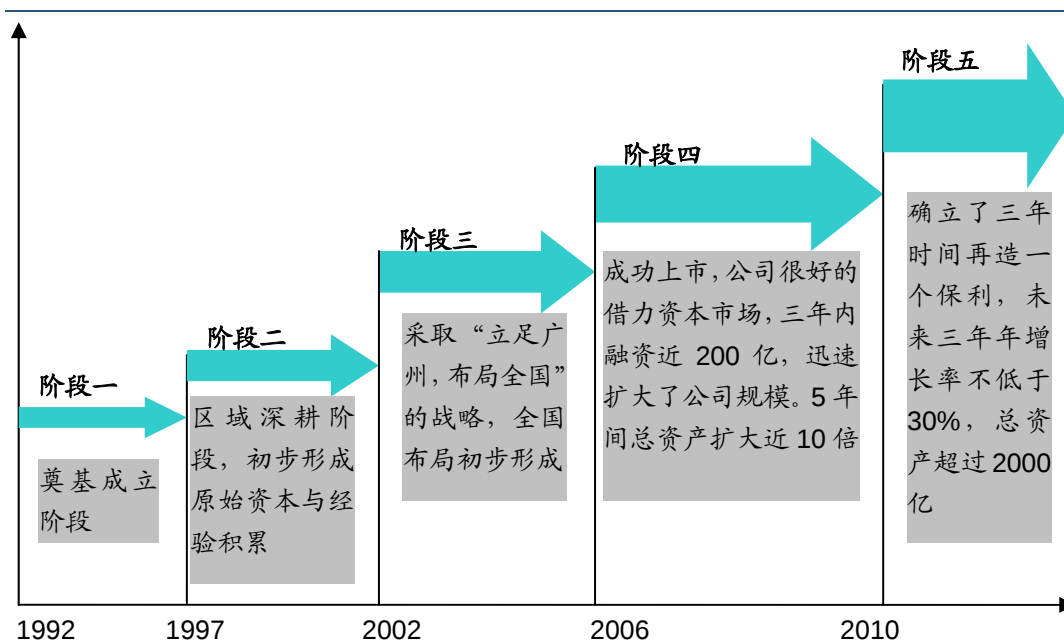
第二阶段（1997---2002），此阶段为公司区域深耕阶段。此阶段公司制定了房地产开发第一个五年计划，制定了“坚持以经济效益为中心，以房地产开发为主业，开发中小型房地产项目”的五年规划，完成了公司进行房地产开发的原始资本和经验积累，培养了一批专业的房地产开发和经营队伍。

第三阶段（2002---2006），此阶段为公司布局全国阶段。2002 年，保利地产完成了股份制改革，成为国家一级资质房地产开发企业。当年 9 月开始“立足广州，布局全国”的战略转型。初步形成了以广州、北京、上海为中心城市，以重庆、沈阳、武汉等区域中心城市辐射五大经济圈的战略布局。

第四阶段（2006---2010），此阶段为公司加速扩张阶段。公司 2006 年为 IPO 重启后第一家获准上市的房地产企业。2007 年融资 70 亿，2009 年融资 78 亿。通过三年接近 200 亿的融资规模使得公司业务加速发展，从 06 年到 10 年公司资产规模扩大了近 10 倍。

第五阶段（2010---），公司目前已进入新的发展阶段。2010年公司确立了到2015年成为行业领先企业和领导品牌的目标，用三年时间再造一个保利地产。即确保未来三年的年增长率不低于30%，总资产超过2000亿。

图 3：公司发展历程

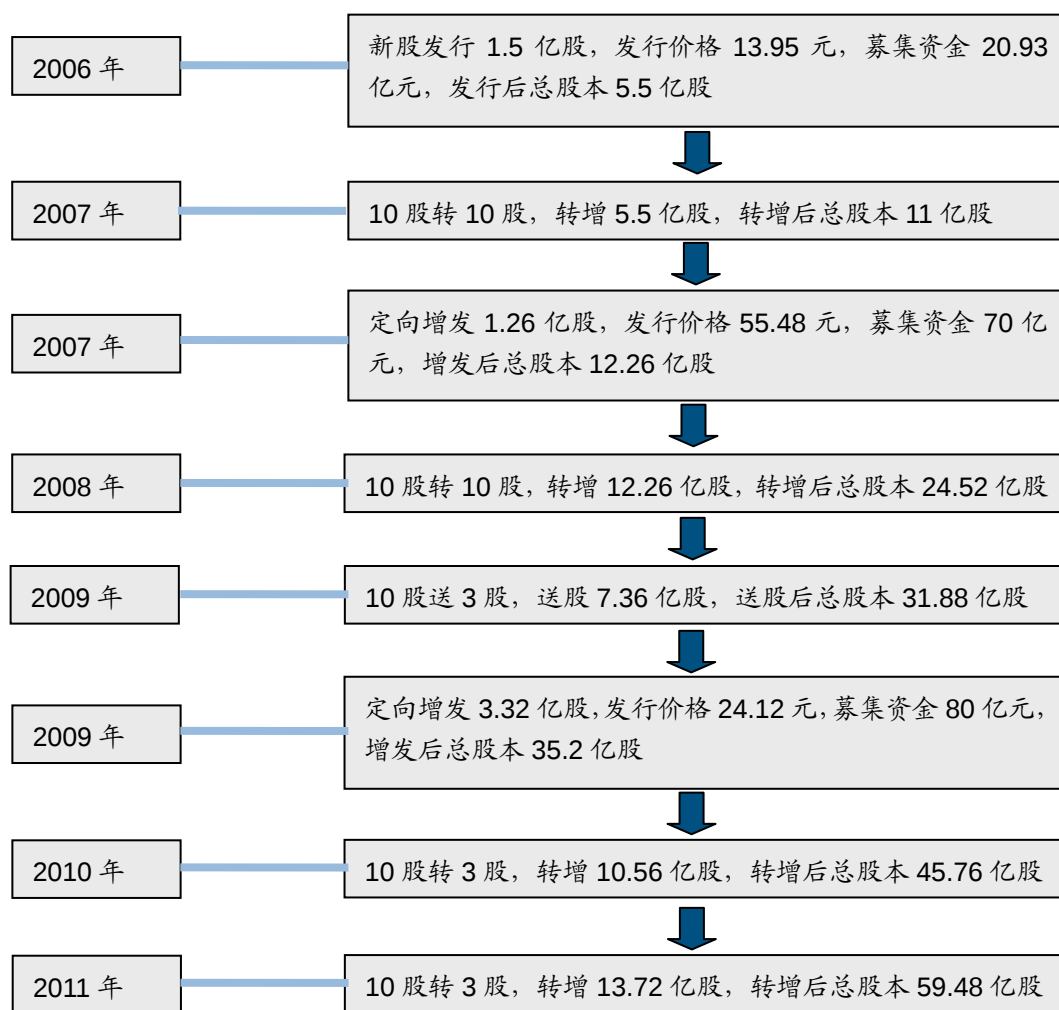


资料来源：公司网站，长江证券研究部

资本化路径

公司 2006 年上市时总股本为 5.5 亿股，上市后即借用资本市场之力进行扩张，2006 年到 2009 年实施了两次股权融资，融得资金 150 亿元。在 2006 年至 2011 年期间实施了四次股本转增以及一次送股。在这一系列股本扩张后公司目前股本为 59.48 亿股。

图 4：公司资本化路径

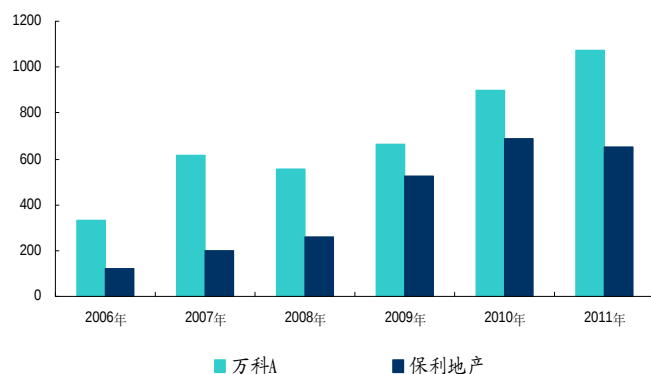


资料来源：公司公告，长江证券研究部

保利地产---诠释成长

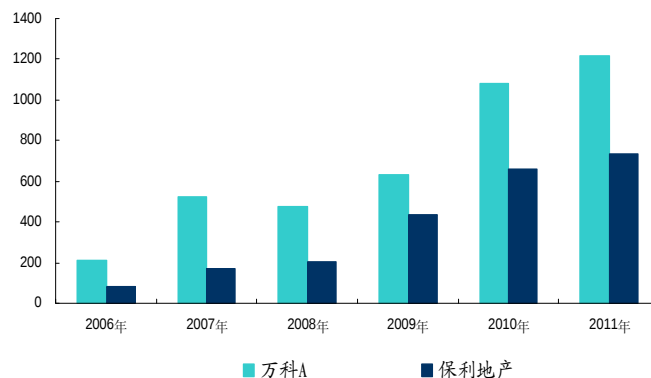
保利的成长是房地产企业的经典案例，自从 06 年成功上市以来，其销售额与资产都实现了近十倍的增长，在连续两次融资之后，仅用了三年的时间其销售额就已逼近万科。

图 5：万科保利销售面积对比（万平）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 6：万科保利销售金额对比（亿元）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司快速成长是公司在各个方面能力的体现，我们认为集中体现在三个方面：在资金筹措及其运用方面的财务管控能力，土地市场的战略预见力以及公司独特的组织与管控能力，这三方面的核心能力保障了公司近年来的高速增长。

积极的财务管控能力

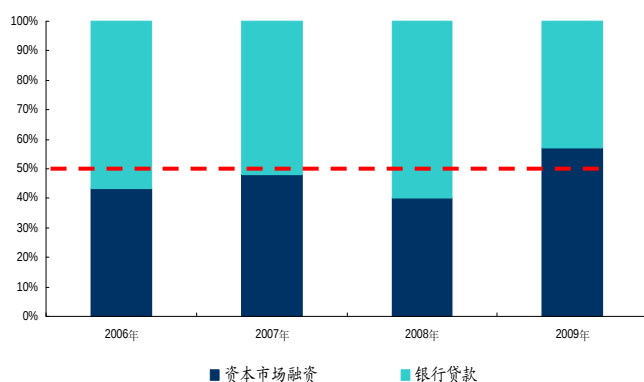
房地产作为资金密集型产业，资金方面的管控能力对于企业来说是至关重要的，保利在这一点无疑做的很好。在融资方面，保利较之其他企业更敏锐的把握住了资本市场再融资的机会，其分别于 07、09 年实现了融资 150 亿，在市场困难的 08 年，公司成功的发行了 43 亿的公司债。另外，由于公司为央企背景，大股东支持力度也不可小觑，08 年大股东就为公司 43 亿的公司债进行了担保，同时又获得保利集团旗下财务公司提供的 20 亿元担保贷款。11 年保利集团给予公司 40 亿元借款和 40 亿元担保的额度，在全年信贷紧张的情况下，这无疑对公司运营起到非常重要的作用。此外，公司 2010 年已成功发起设立信保基金管理公司，截至 11 年 10 月份，已通过基金渠道获取资金 60 多亿元，预计房地产基金规模成长较快，未来将成为公司资金来源的重要补充。

表 1：公司历年资金来源情况（亿元）

	2006 年		2007 年		2008 年		2009 年		2010 年		总计	
销售现金回笼	69	60%	140	50%	164	61%	422	75%	571	65%	1366	65%
银行贷款	26	22%	73	26%	64	24%	59	11%	301	35%	523	25%
资本市场融资	20	18%	68	24%	43	16%	78	14%	0	0%	210	10%
合计	115	100%	281	100%	271	100%	559	100%	872	100%	2098	100%

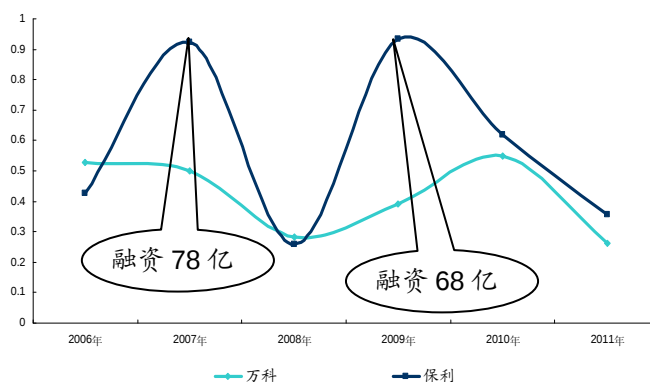
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 7：保利融资结构



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 8：拿地金额/合同销售额



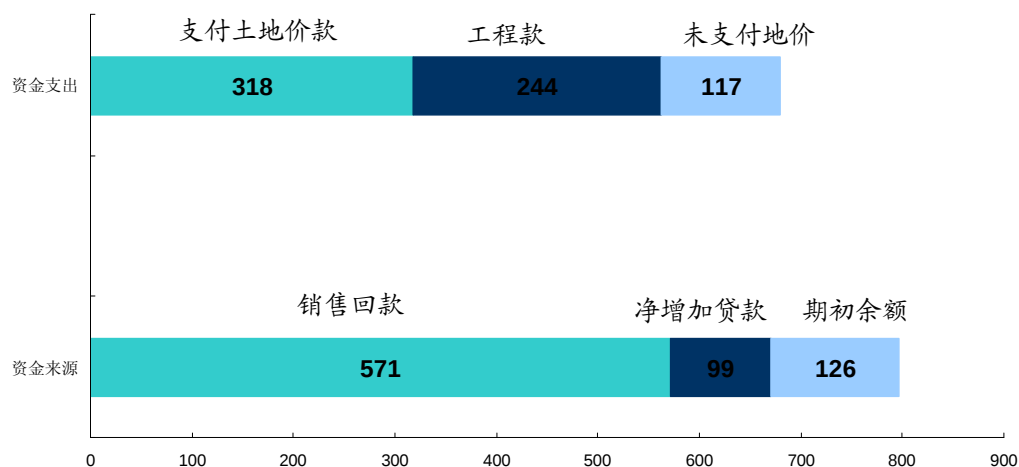
资料来源：公司公告，长江证券研究部

我们曾做过研究，公司的资本市场融资力度与企业最终销售和盈利成正比，保利正是通过在资本市场积极融资筹得加快发展的资本金。我们通过拿地金额比去合同销售额可以看出，保利的这个比值要高于万科，其原因一部分是保利采取了较之万科更高的财务杠杆，这是处于高速增长中企业的必然选择，原因之二是保利在 07 年、09 年保利都实现了股权融资。

11 年以来到 10 月份，公司实现销售回笼资金 571 亿元，新增贷款 327 元（净增加贷款 99 亿元），完成项目投资 562 亿元，其中支付土地价款 318 亿元。目前公司有未付地价 117 亿元，但今年已实现资金净流入 137 亿元，加上期初余额 126 亿元，资金情况相对于整个行

业来说较为宽裕。

图 9：公司资金来源与资金支出（截止 10 月底）



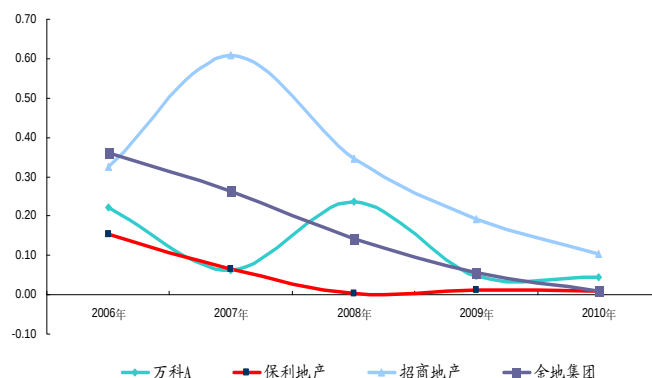
资料来源：长江证券研究部

图 10：公司近年净负债率



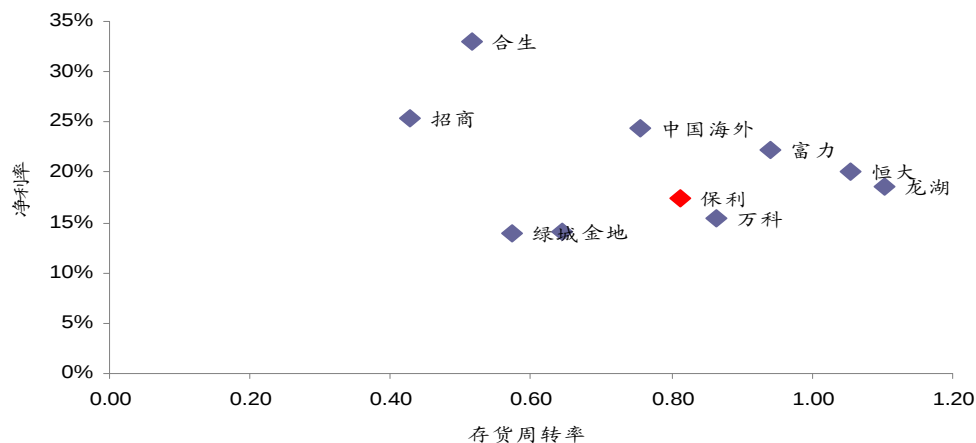
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 11：短债占有息债务比重



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 12：2006 年以来平均销售利润率与存货周转率（合同销售额/存货）



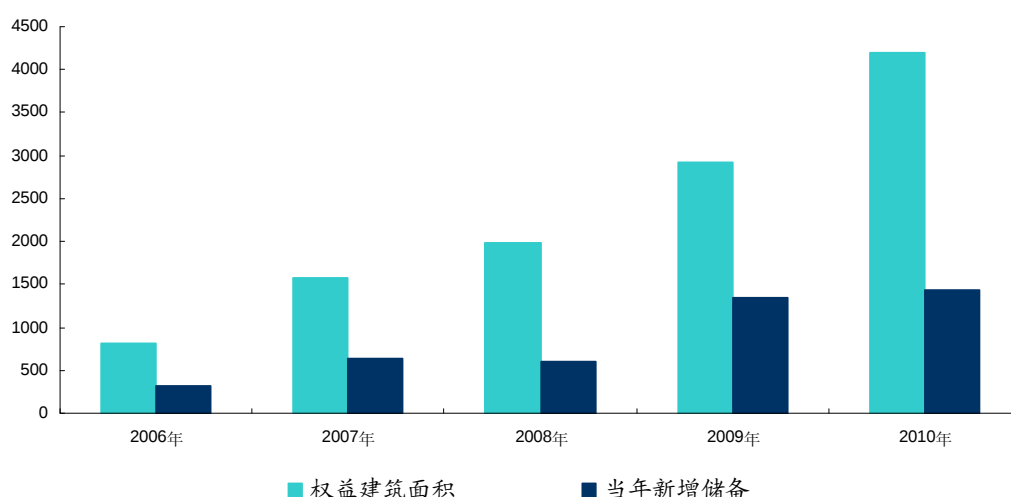
资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司在采取积极财务策略的同时并未忽视对于资产周转率以及利润率的追求，在与国内主流房地产企业比较中，保利定位于行业内较高的周转速度和运营效率，其利润率水平略高于万科、绿城，周转速度要高于招商、合生创展与中国海外。

卓越的战略预见力

公司曾在多个场合表示坚定地看好中国房地产业中长期的发展前景，认为以二三线城市为主的城市化进程、中国经济的持续快速增长、通胀预期、人民币升值压力等因素，仍将支持中国的房地产市场在未来较长的时间内保持较快的增长。在这个指导思想下公司从未放缓对于速度的追求，这体现了拿地方面，纵使 08、09 年市场较为困难的情况下，公司仍然坚持积极拿地，而后来的市场证明了公司的判断。

图 13：公司土地储备规模增长情况（按年报可结算面积）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

五年前公司可结算面积不足 600 万平米，而到 10 年年底其可结算资源已超过 4000 万平米，如果算上持有部分公司权益储备面积则超过了 5000 万平米。进入城市方面，06 年前公司只布局了 10 个城市，而截至到目前为止公司进入城市高达 41 个城市，公司布局已经逐步形成了五大核心经济圈的布局（长三角经济圈、珠三角经济圈、环渤海经济圈、中部经济圈、东北经济圈）。

表 2：公司历年新进入城市统计

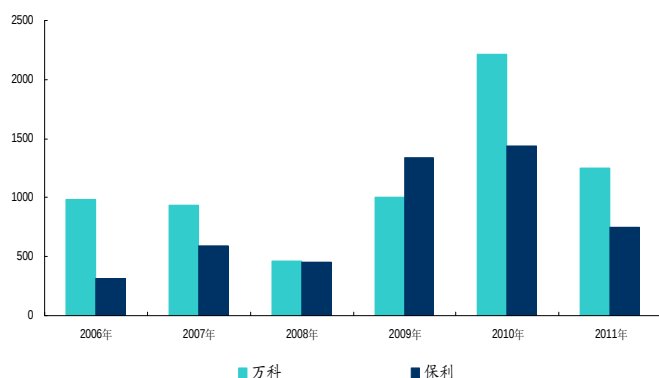
年份	新进入城市
2006 年及其以前	北京、上海、广州、长沙、重庆、武汉、沈阳、岳阳、佛山、包头
2007 年	长春、杭州
2008 年	丹东、成都、南昌、天津、青岛
2009 年	阳江、南京、大连
2010 年	福州、厦门、珠海、中山、东莞、嘉兴、绍兴、无锡、连云港、常州、南通、营口
2011 年	合肥、郑州、通化、德阳、慈溪
2012 年	石家庄

资料来源：公司公告，长江证券研究部

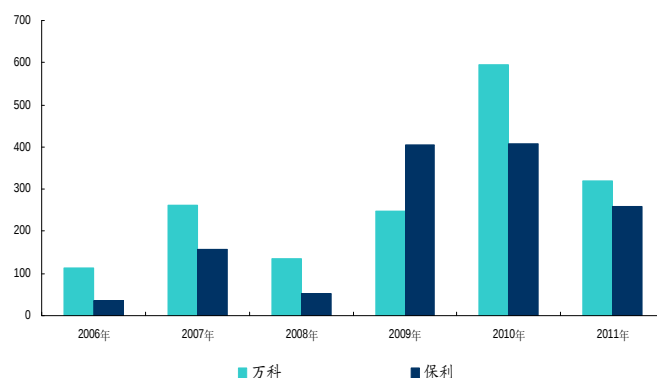
08 年逆势拿地

公司在 09、10 年实现规模增长很大程度上得益于其在 08、09 年获取的优质土地储备，公司在 08 年获取了 590 万平米的土地储备，其楼面地价仅仅为一千元左右，项目后期的盈利能力非常强。08 年保利实现销售额为 205 亿，拿地支出接近 60 亿，拿地是招保万金中最为激进的。

图 14: 万科保利近年来拿地面积对比（按权益，万平） 图 15: 万科保利近年来拿地金额对比（按权益，亿元）

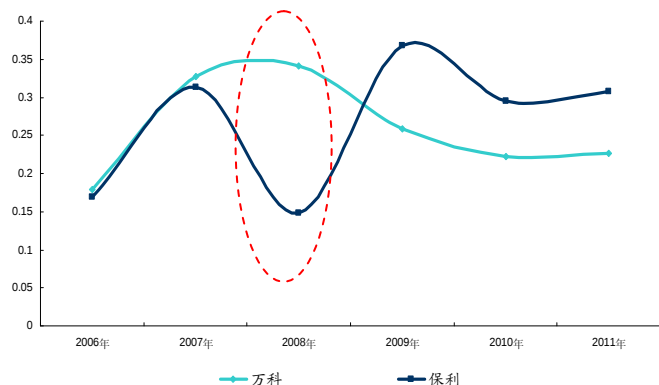


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部



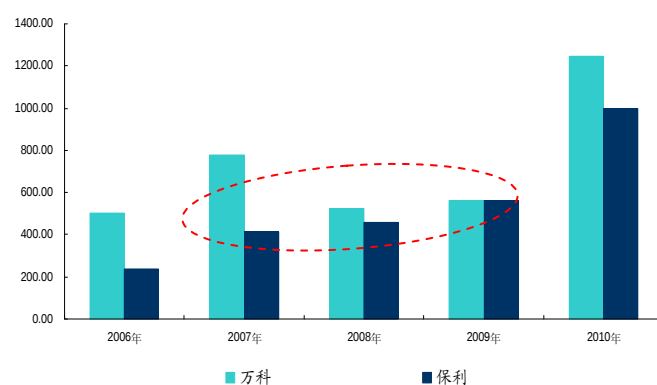
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 16: 万科保利历年地价/售价



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 17: 万科保利新开工面积（万平）



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

表 3: 公司 08 年拿地情况

项目名称	类型	权益	占地面积	规划建面	地价	楼面价	权益建面
上海保利林语溪	住宅	100.00%	12.06	19.34	8.32	4302	19.34
上海陈富路项目	住宅	50.00%	24.18	40.39	13	3219	20.20
重庆艺校项目	住宅	100.00%	5.72	21.98	1.58	719	21.98
重庆二棉项目	住宅	100.00%	2.92	19.80	1.24	626	19.80
丹东宾馆沟项目	住宅	46.90%	45.73	52.59	0.45	86	24.66
长沙保利花园二期	商住	56.00%	10.35	25.99	2.1	808	14.55
长沙麓谷林语	住宅	80.00%	79.00	138.05	8.22	595	110.44
长春保利净月项目	住宅	100.00%	22.81	25.09	0.95	379	25.09
成都保利公园198	住宅	85.00%	20.00	67.10	3.17	472	57.04
南昌湾里项目	住宅	75.00%	164.77	67.40	5.93	880	50.55
天津上河雅颂	住宅	100.00%	30.46	89.58	9.05	1010	89.58

青岛百合花园	住宅	100.00%	6.81	22.90	4.55	1987	22.90
合计			424.80	590.20	58.56		476.12

资料来源：公司公告，长江证券研究部

从以上我们可以看出 08 年保利以较低的价格取得了大量的土地储备，同时公司在 08 年并未下调新开工，新开工仍然保持绝对的增长，这样才保证了公司在 09、10 年实现了销售金额上的高速增长。

09 年获取城市核心资源

如果说 08 年是公司逆势弯道超车的一年，那么 09 年对于保利来说是个极其重要的一年，在这一年公司的销售额实现了翻番的增长，同时公司成功实现再融资 78 亿元。销售回款的增加与再融资资金的注入使得公司在土地市场上如鱼得水，公司在 09 年获取了 38 个项目，新进入阳江、南京、大连三个城市，获取权益土地储备超过 1300 万平米，超过同期万科新增土地储备。

表 4：公司 09 年储备与 08 年对比

年份	08 年			09 年		
城市	总建面	项目个数	单位项目建面	总建面	项目个数	单位项目建面
广州	390.50	19	20.55	648.19	22	29.46
佛山	155.76	4	38.94	431.27	9	47.92
北京	192.44	6	32.07	287.33	7	41.05
上海	223.72	7	31.96	270.12	9	30.01
武汉	331.33	4	82.83	399.83	6	66.64
重庆	180.83	6	30.14	452.99	9	50.33
沈阳	233.45	5	46.69	370.01	7	52.86
丹东	52.59	1	52.59	52.59	1	52.59
岳阳	11.13	1	11.13	11.13	1	11.13
长沙	188.36	4	47.09	249.38	5	49.88
包头	174.67	3	58.22	175.06	3	58.35
长春	87.02	2	43.51	170.48	4	42.62
成都	67.10	1	67.10	363.42	7	51.92
杭州	84.81	1	84.81	108.68	3	36.23
南昌	109.81	2	54.905	109.81	2	54.91
天津	89.58	1	89.58	169.82	3	56.61
青岛	22.90	1	22.9	41.32	2	20.66
大连	-	-	-	22.27	1	22.27
阳江	-	-	-	112.74	2	56.37
南京	-	-	-	59.43	2	29.72

资料来源：公司公告，长江证券研究部

从公司 09 年新增的土地储备可以看出三个特点，第一个是公司新获取项目较多，达到 38 个，但是新进入的城市并不多，只有三个城市。很明显，公司在 09 年做了深耕已进入城市的策略，其中成都、重庆、佛山、广州等地是重点区域，特别是成都新增了 6 个项目，而这也为 10 年成都区域爆发性增长奠定了基础。

第二个特点为获取已进入城市的核心位置土地储备。从 09 年获取的土地储备来看楼面均价超过 3000 元，虽然公司平均取得楼面地价偏高，但是我们应该看到公司取得的资源都是城市的核心位置，我们曾多次指出这是公司未来维持高速增长的重要保证。例如，广州琶洲项

目、北京东风乡项目、佛山东平新城、天津昆仑路项目、重庆鸿恩寺项目，这些项目未来的盈利空间都很大。

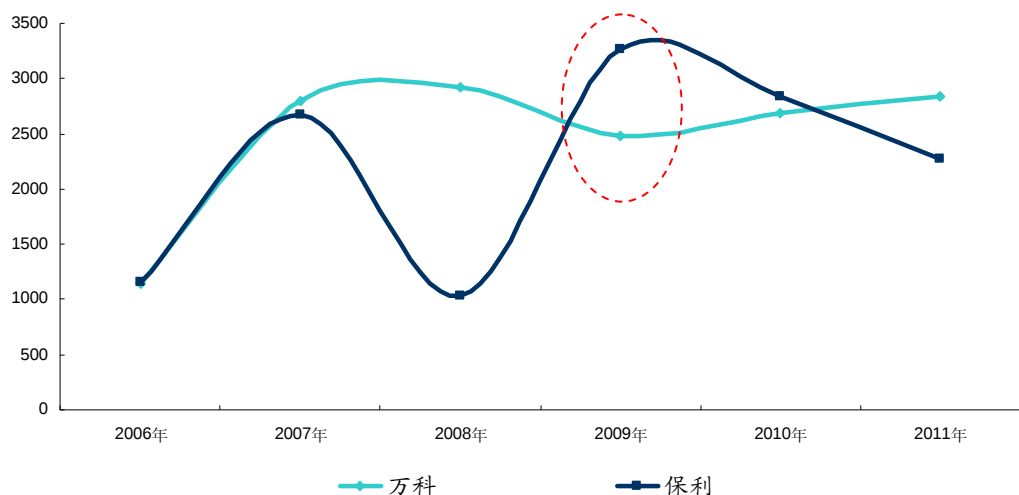
第三个特点是大体量项目、商住综合体项目比例显著增多，这对企业开发水平和项目运作能力要求较高，公司经过多年积淀形成的“一专多能”综合开发能力的优势得以显现。

表 5: 核心项目地价与售价比较

项目名称	业态	权益	占地面积	容积率	楼面地价	楼面地价	售价	地价/售价
北京保利东风乡项目	住宅	100%	4.62	12.93	30.4	23506	55000	0.43
杭州申花路项目	住宅	100%	2.05	5.32	5.85	11000	23000	0.48
广州琶洲村项目	综合	80%	28.81	104.2	46.12	4426	23000	0.19
佛山保利东平新城	综合	100%	12.77	50.93	20.44	4013	13000	0.31
天津昆仑路项目	综合	100%	24.74	58.22	20.4	3504	12000	0.29
重庆洪恩寺项目	住宅	100%	59.65	125.31	38.1	3040	12000	0.25

资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 18: 万科保利新增储备楼面价比较



资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 6: 保利 09 年获取的储备项目

项目名称	业态	权益	总投资	占地面积	容积率	楼面地价	楼面地价
上海黄浦江项目	商业	100%	49.57	3.70	8.88	30.05	33826
北京保利东风乡项目	住宅	100%	43.09	4.62	12.93	30.4	23506
杭州申花路项目	住宅	100%	8.66	2.05	5.32	5.85	11000
上海临港新城项目	住宅	100%	19.22	14.17	14.17	11.98	8455
上海嘉戩路项目	住宅	100%	8.91	3.91	6.73	5.26	7814
南京金沙江东街项目	住宅	100%	26.51	9.58	21.08	15.92	7553
杭州下沙 R21-A-12 项目	住宅	100%	16.51	5.27	13.69	10.21	7458
北京大兴项目	住宅	100%	26.23	8.92	22.49	16.3	7248
南京栖霞仙林项目	住宅	100%	29.83	21.44	25.73	17.9	6957
广州保利星海花园	住宅	100%	15.17	5.49	15.36	8.5	5534
天津保利香槟花园	住宅	100%	7.80	1.43	7.13	3.81	5341
广州琶洲村项目	综合	80%	114.89	28.81	104.20	46.12	4426
佛山保利东平新城一期	综合	100%	45.48	12.77	50.93	20.44	4013
天津昆仑路项目	综合	100%	42.40	24.74	58.22	20.4	3504

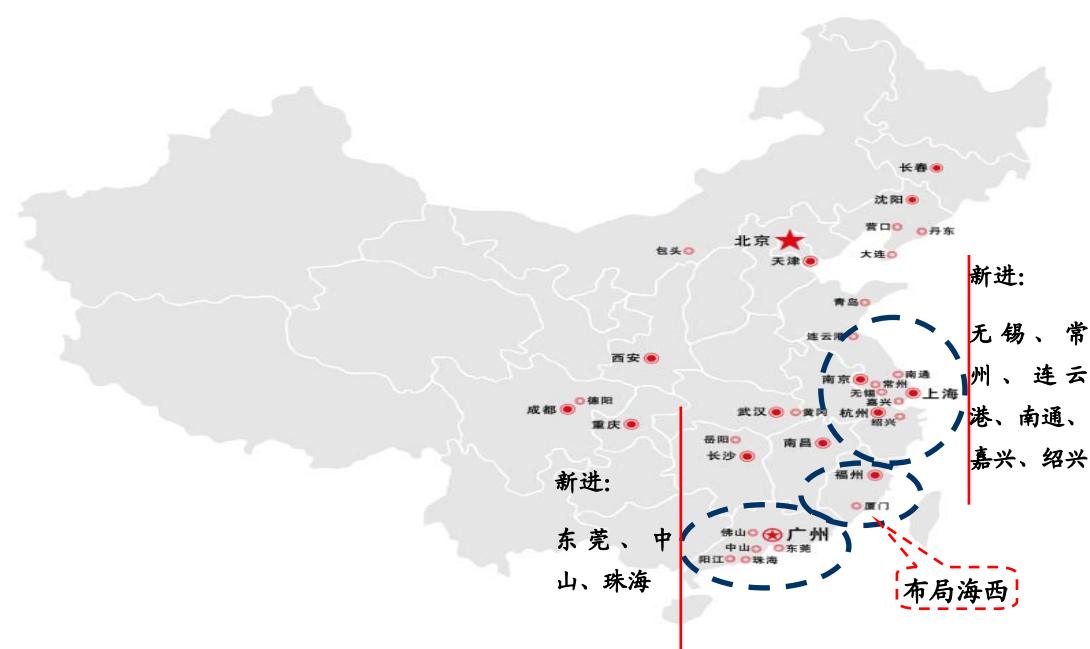
佛山保利外滩一号	住宅	100%	21.13	12.05	32.54	11	3380
成都保利花园	住宅	100%	34.49	17.32	48.49	16.19	3339
成都保利香槟花园	住宅	100%	9.00	4.51	13.08	4.14	3166
重庆洪恩寺项目	住宅	100%	69.36	59.65	125.31	38.1	3040
广州增城新塘项目	住宅	100%	45.24	31.24	68.72	20.5	2983
沈阳保利康桥	住宅	92%	6.76	3.20	11.18	3.12	2790
重庆保利港湾国际	住宅	100%	13.33	4.80	21.59	5.9	2733
重庆香雪花园	住宅	100%	36.74	14.17	59.49	16	2690
武汉保利图兰朵	住宅	100%	13.81	9.32	26.09	7	2683
长沙保利南湖项目	住宅	50%	38.04	8.03	48.16	12.44	2583
佛山张槎项目	住宅	100%	16.19	9.53	26.61	6.75	2537
佛山保利东平新城二期	综合	100%	40.85	12.82	52.82	13	2461
成都保利中心	综合	51%	27.63	4.37	30.00	6.22	2074
长春创业文化广场项目	住宅	100%	13.81	16.81	26.89	5.41	2012
重庆大渡口项目	住宅	100%	4.77	2.98	10.44	1.96	1877
青岛保利百合花园西区	住宅	100%	8.17	4.84	15.40	2.8	1818
成都保利公园 198 三期	住宅	90%	10.00	10.00	24.00	4.28	1783
佛山保利东语花园	住宅	100%	15.42	11.71	32.79	5.62	1714
北京保利云水名苑	住宅	100%	11.71	17.81	31.56	3.85	1220
阳江海陵岛项目	综合	100%	35.68	162.39	66.54	7.3	1097
成都保利心语花园	综合	100%	48.49	25.44	66.15	6	907
长春远达大街项目	住宅	100%	16.59	21.45	44.44	3.94	887
大连海运学院项目	住宅	100%	7.68	4.10	18.78	1.64	873
沈阳文大路项目	住宅	92%	27.02	42.98	85.96	4.84	563
阳江保利罗兰香谷	住宅	100%	6.70	20.91	27.32	0.73	267
广州保利东站项目	综合	60%	7.24	1.02	9.71 -	-	
合计			1033	679	1381	452	3272

资料来源：公司公告，长江证券研究部

正是得益于公司在 09 年取得的这些项目，使得公司在 10、11 年销售持续高速增长，并且体现在销售均价上 10、11 年的销售均价得到了快速的提升。

10 年深入二三线城市

图 19：公司截止 10 年年底城市布局情况



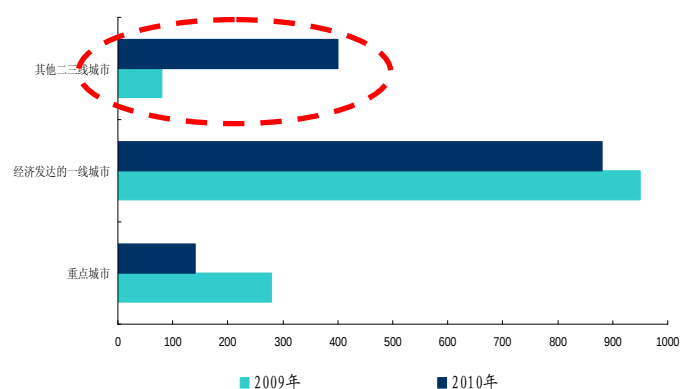
资料来源：公司公告，长江证券研究部

08 年逆势拓展拿地，09 年积极获取已进入城市核心资源，那么 10 年对于保利来说是加快城市布局的一年。10 年保利新进福州、厦门、珠海、中山、东莞、嘉兴、绍兴、无锡、连云港、常州、南通、营口等 12 个城市，完成 45 个项目拓展，新增土地储备权益容积率面积 1441 万平，完成所有沿海一线城市的布局，强化了珠三角和长三角的战略布点，开启了以现有中心城市全面辐射周边经济发达二、三线城市的局面。公司 10 年的布局进一步完善区域布局、稳步扩大经营规模，持续发展能力显著提升。

可以说 10 年是公司全面启动三年再造一个保利的一年，无疑要再造一个保利首先就是要进行一轮新的城市拓展，在已经进入的 20 个城市 09 年已经逐步完成了深耕，大多城市都实现了多项目运作。10 年公司着力布局长三角、珠三角、海西等经济较为发达的城市，抓住政策正在调控一线城市的空挡加快布局，为新一轮增长夯实基础。

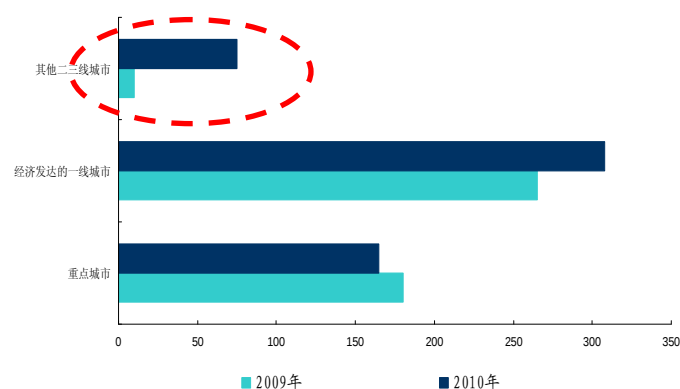
新一轮布局公司看准了二三线城市正在加快城市化进程，我们认为布局二三线城市是公司正确的选择也是进一步做大做强的必然选择。从以下的两个图可以看出 10 年公司开始加大了二三线城市的投资力度。

图 20：新增权益容积率面积比较（万平）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 21：新增总地价投资（亿元）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

截止 10 年年底，按照既定发展规划，已进入区域全部实现 4 个以上项目运作。

表 7：目前各平台公司持有项目情况（截止 10 年年底）

平台公司	在建拟建项目个数	已进入城市
广州	14	4
成都	13	2
上海	11	3
佛山	10	2
沈阳	10	4
武汉	9	2
杭州	8	3
北京	8	1
长春	7	1
南京	7	4

重庆	6	1
青岛	5	1
天津	5	1
长沙	4	1
南昌	4	1
包头	4	1

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 8：保利 10 年取地情况

项目名称	类别	权益	计划投资	占地面积	容积率	面积	地价	楼面价
北京保利国际广场	综合	100%	71.51	9.50	28.08	50.40	17949	
上海保利茉莉公馆	住宅	100%	39.01	19.93	24.29	26.09	10743	
杭州保利萧山项目	住宅	90%	21.46	6.69	14.24	14.50	10184	
成都保利康桥	住宅	100%	27.47	8.23	24.70	18.03	7300	
天津大都会	综合	50%	100.54	9.16	65.94	42.40	6431	
广州保利芳村项目	住宅	100%	35.27	10.36	28.20	18.00	6384	
杭州保利下沙 38#地块	住宅	100%	13.89	5.12	12.81	7.88	6153	
成都保利茉莉公馆	住宅	100%	8.26	2.31	8.79	5.27	6000	
无锡保利香槟国际	住宅	100%	26.80	14.99	26.99	15.40	5706	
杭州保利下沙 42#地块	住宅	100%	12.99	4.61	13.82	7.27	5257	
福州保利电化厂项目	住宅	40%	59.13	21.31	70.31	33.40	4750	
南京保利仙林湖项目	住宅	100%	17.18	7.55	16.60	7.60	4578	
广州番禺保利市良路项目	住宅	100%	4.63	2.30	5.06	2.14	4233	
武汉保利香槟国际	住宅	88%	14.84	5.14	20.58	8.54	4150	
东莞保利松山湖项目	住宅	100%	17.08	12.19	21.20	7.45	3513	
南通保利香槟国际	住宅	100%	32.54	18.09	45.17	15.19	3364	
厦门保利英环路项目	住宅	50%	22.46	14.40	33.95	10.12	2982	
江苏保利常州项目	住宅	100%	14.30	9.68	21.29	6.30	2959	
青岛保利里院里	住宅	100%	15.70	7.80	21.07	5.43	2578	
珠海保利金湾项目	住宅	100%	23.18	10.99	32.98	8.25	2500	
天津保利海棠湾	住宅	100%	16.08	15.43	27.77	5.90	2125	
南昌保利东湾国际花园	住宅	100%	12.27	12.09	24.78	5.20	2098	
武汉保利心语六期	住宅	100%	27.95	20.00	61.32	12.60	2055	
武汉保利中央公馆	住宅	51%	27.86	20.30	60.19	12.20	2027	
南昌保利艾溪湖项目	住宅	100%	21.27	19.14	42.12	8.24	1957	
成都保利心语四期	住宅	100%	14.16	4.38	21.91	4.27	1950	
长春保利林语	住宅	100%	20.11	27.83	41.74	7.89	1890	
青岛保利海上罗兰	住宅	100%	32.17	39.87	56.01	10.18	1817	
佛山顺德保利商务区项目	综合	100%	56.25	22.82	81.62	14.69	1800	
沈阳保利海上五月花	住宅	60%	22.10	39.00	50.70	7.91	1560	
佛山保利班芙项目	综合	100%	18.07	27.33	34.71	4.84	1393	
中山保利神涌项目	住宅	26%	73.16	97.13	153.47	19.00	1238	
连云港保利海上五月花	住宅	100%	13.26	14.50	31.91	3.92	1227	
成都保利石象湖乡村俱乐部	住宅	90%	33.51	54.20	54.20	4.15	766	
嘉兴保利西塘项目	住宅	70%	4.33	9.97	9.97	0.66	662	
中山保利港口镇项目	住宅	100%	48.61	42.56	135.80	7.53	554	

营口保利香槟花园	住宅	55%	29.91	33.01	115.52	5.28	457
成都保利狮山水库项目	住宅	51%	15.19	13.33	32.00	1.17	367
广州保利白云新城项目	住宅	51%	49.01	6.65	17.56	-	-
北京保利生物医药基地项目	住宅	100%	53.89	15.60	40.49	-	-
北京保利沙河项目	住宅	90%	4.15	5.78	11.55	-	-
长春保利散热器厂项目	住宅	100%	21.20	15.79	37.90	-	-
成都保利公园 198 四期	住宅	90%	21.51	30.00	67.82	-	-
绍兴保利柯桥项目	住宅	100%	17.28	12.91	14.20	-	-
南京保利江宁项目	住宅	100%	24.45	15.59	32.73	-	-

资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司其卓越的战略预见能力充分体现其在拿地方面，08 年的逆势超车，09 年获取核心资源，10 年开启新一轮扩张，11 年公司进一步深入到中部城市，新拓展了合肥、郑州、通化、德阳、慈溪、石家庄等城市。未来公司在布局方面将会密切关注国家区域战略规划，以已进省会以上城市为基础，向周边经济发达的二三线城市扩张，开发 25~30 个的开发城市群，每个开发城市群 10 个项目以上，年销售额 40 亿以上位目标。

表 9：11 年以来保利拿地情况

项目名称	权益	计划投资	占地面积	容积率面积	地价	楼面价
广州保利芳村 G 地块	100%	17.75	6.39	17.89	7.89	4409
东莞樟木头项目	80%		33.28	46.54	4.91	1054
上海保利大场镇项目	100%	38.54	9.88	19.76	26.57	13446
上海保利马桥项目	100%	10.98	6.47	15.52	3.93	2533
上海市马桥动迁安置房	100%		4.21	8.42	2.7	3207
浙江保利慈溪项目	100%	56.24	29.37	59.60	11.1	1862
合肥保利政务区项目	76%	34.69	18.19	49.51	14.19	2866
合肥市滨湖新区	100%		11.43	40.01	9.6	2399
包头保利昆河项目	55%	5.90	6.89	15.85	1.48	934
青岛保利香槟国际	100%	16.00	8.41	18.46	7.68	4160
天津河西区项目	51%		11.14	32.00	29.90	9344
吉林保利通化项目	100%	16.58	29.76	45.33	3.57	788
郑州市纺机项目	50%	10.38	5.45	20.71	2.63	1270
石家庄市金石化肥厂	100%		54.28	162.84	20.22	1242
成都保利城	51%	33.83	18.10	54.30	5.71	1052
成都保利香槟国际	51%	16.78	12.27	30.67	4.28	1396
成都保利玫瑰公馆	100%	15.71	5.05	15.16	8.41	5548
德阳保利国际城	55%	36.93	34.88	93.09	9.33	1002
重庆九龙坡三宗地	100%		9.28	49.41	14.70	2975
大连市甘井子区红旗街道湾家村地块	50%		17.18	30.93	13.27	4290
武汉市洪山区红旗村	50%		24.84	87.06	24.38	2800

资料来源：公司公告，长江证券研究部

出色的管控与运营能力

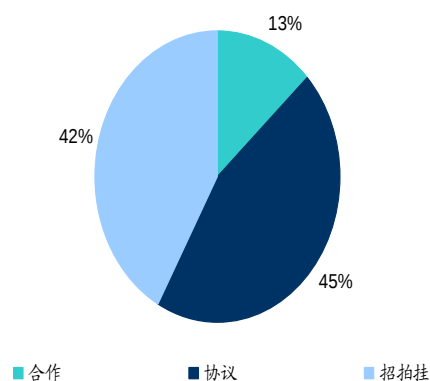
组织与管理运营能力是贯穿与公司业务的每个流程，包括拿地决策、规划设计、建设、销售等每一个阶段，我们认为公司独特的军旅文化以及强大的执行力保证了公司每个流程的高效运作。我们认为主要表现在以下几个方面，第一表现在多种方式取地，第二为公司标准化设计与快速开发能力，第三为公司适应市场调整的节奏，第四表现为人员组织管理方面的高效。

多种方式拿地

保利身为央企，背靠强大的集团，其无论在与其他企业还是当地政府方面的议价能力方面都是其他企业不可比拟的。公司在上市之前合作与协议拿地占据较大比例，招拍挂比重只占 42%，上市之后公司招拍挂比重上升为 68%，这主要是因为土地执行招拍挂制度后，主流的取地方式以招拍挂为主，但我们也看到公司协议取地的比例仍然可以占到 23% 左右，这证明了公司在这方面有着自己的优势。

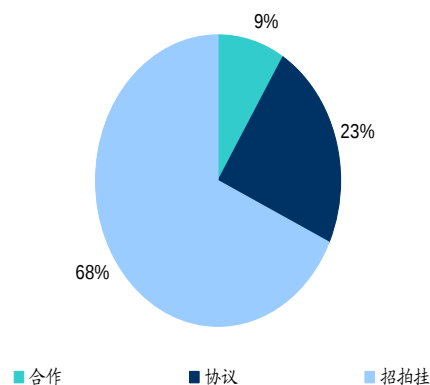
从另外一个角度来看，公司在 10 年取地的数据上看，取地的方式更加多元化，通过旧城改造、概念地产、定向勾地、合作开发和一级转二级等灵活方式低成本获取项目。10 年实际通过竞价获取的用地权益容积率面积占 22%，比 2009 年下降 31 个百分点；以城市综合体低价取地的比例占 15%（顺德项目）；一级转二级（武汉、青岛、成都旧城改造）占 17%；股权低成本收购的项目（成都保利心语、杭州萧山项目）大约占 6% 左右，公司多种方式获取资源充分体现了公司的能力。

图 22：保利上市之前取地方式



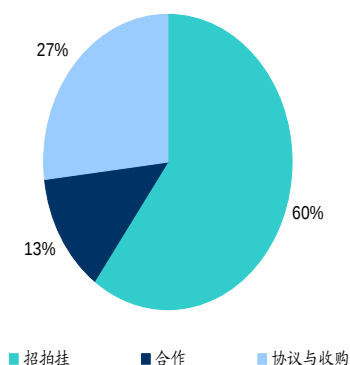
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 23：保利上市之后取地方式



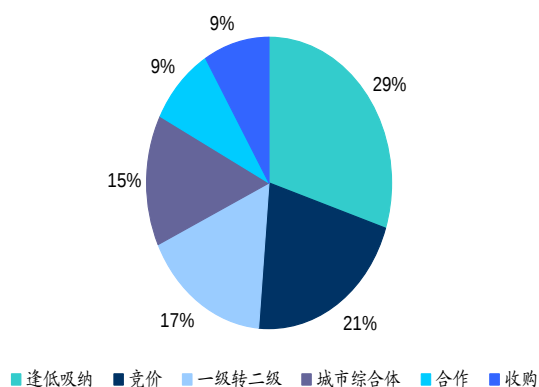
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 24：10 年以前保利获取土地方式



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 25：10 年保利获取土地方式



资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 10：公司进入新城市方式

年份	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
城市	长沙	北京	上海	重庆	佛山	包头	长春	成都	大连	中山	合肥
项目名称	今利园	欣苑	十二橡树庄园	香槟花园	水城	百合花园	罗兰香谷	公园 198	保利西海岸	保利林语	政务区项目

首个项目面积	3.4	6.7	10.21	52.89	54.8	22	61.9	67.1	18.78	153.47	49.51
获得方式	合作	收购	协议	挂牌	协议	协议	合作	挂牌	收购	挂牌	挂牌
权益	100%	100%	90%	100%	100%	55%	80%	85%	100%	26%	76%
累计项目面积	201.54	309.47	243.65	389.92	337.85	205.69	277.06	587.74	18.78	289.27	89.52
项目个数	4	10	11	9	7	5	7	13	1	2	2

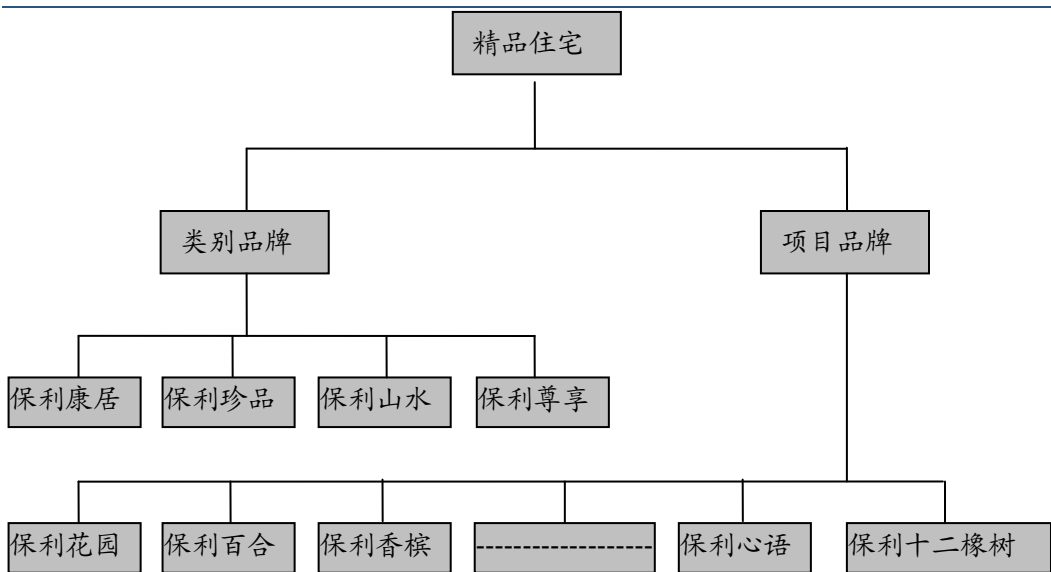
资料来源：公司公告，长江证券研究部

从公司新进入的城市选择的方式来看，在 09 年及其以前达到是采取协议的方式进入，也就是以低成本策略先进入市场然后在逐步在单个城市扩张项目；09 年之后公司新进入城市大多选择与人合作摘牌的方式获取大盘，这样可以以较低的风险进入市场，以大盘运作迅速打开局面建立品牌优势，从而为后续的项目运作奠定基础。

快速开发能力

取得资源便是考验公司如何把资源快速变为利润的问题，公司作为大型房企，快速周转之路是其必然的选择，然而要做到快速周转必须有强大前期规划及其设计能力，产品线是否完善是及其重要的一环。

图 26：保利住宅产品线



资料来源：公司网站，长江证券研究部

表 11：保利产品类别

产品类别	保利康居	保利珍品	保利山水	保利尊享
产品定位	城市非核心区域 园林社区	城市中心的精品住宅 区	城市近郊生态景观社区	独享稀缺自然和 人文资源
档次	中档	中高档	高档	高档
目标群体	城市中产阶级	希望住在城市中心区 域、家庭收入较高的 人群	追求社会认同和健康休闲生 活、家庭收入较高的人群	已获得成功的峰 层人士
核心利益	城郊结合处或旧 城区的舒适公寓 式住宅	城市中心区域的珍品 公寓住宅	临山或亲水的高档住宅	拥有稀缺资源的高 档典藏住宅

资料来源：网站，长江证券研究部

住宅方面，保利目前已经形成比较完善的产品线，其产品分为四个类别，分别满足不同的需求群体。而在项目品牌上其更加多元化，形成了保利花园、保利百合、香槟、心语等项目品牌。随着这些品牌的成熟，保利在开发销售上逐步做到了“当年拿地，当年开工，次年销售”这样的周转速度实现一年回款，相比2年左右的行业平均开发速度，保利具有优势。

表 12：公司部分快速周转项目

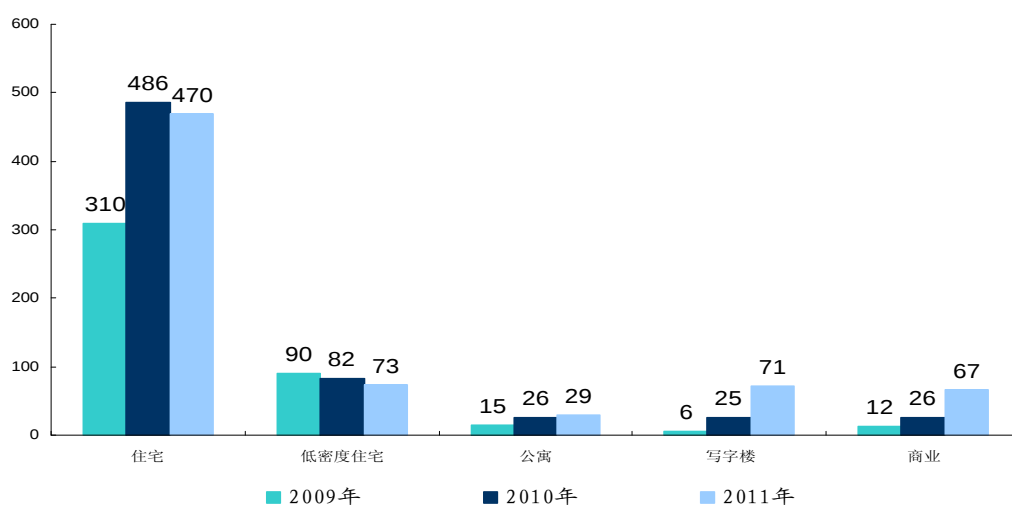
项目名称	城市	拿地时间	开盘时间
保利香槟国际	福州	2010-9-2	2011-9-25
保利玫瑰湾	杭州	2010-9-30	2011-9-11
保利罗兰香谷	南京	2010-10-12	2011-9-4
保利国际广场	北京	2010-3-17	2011-8-21
保利中央公馆	武汉	2010-2-5	2011-8-20
保利花园	北京	2009-5-15	2010-5-28
保利香槟花园	重庆	2004-9-15	2006-4-22
保利百合花园	北京	2007-7-31	2008-6-15
保利心语花园	重庆	2008-8-18	2009-9-28
香之雪山庄	广州	2006-9-28	2008-1-12
保利·麓谷林语	长沙	2008-5-23	2009-7-4
保利·百合花园	青岛	2008-1-31	2009-7-4
保利林语溪	上海	2008-1-24	2009-6-20
保利上河雅颂	天津	2007-12-25	2009-3-28

资料来源：cric，长江证券研究部

适应市场调整能力

我们认为公司能否根据市场出现的变化及时的调整应对策略也是体现公司运营能力重要的一环，我们认为公司在这方面做的相当成功，这与公司军旅文化中绝对的执行力有关。这在公司 10、11 年的销售策略上体现无疑。面对 10、11 年调控的房地产市场，在产品类别上公司加大了普通住宅的攻击力度，加大了不受限购产品如写字楼、商铺的供给；表现在区域上，由于沿海区域大多受制于限购，公司加大了中西部区域以及其他区域的投资与销售力度，这都反映公司顺应市场变化的行为。

图 27：公司 09、10、11 年销售业态对比（亿元）



资料来源：长江证券研究部

表 13: 2011 年推货量户型占比

户型面积	华南区域	华东区域	华北区域	东北区域	中南区域	西南区域
小于 90 平米	27%	26%	18%	26%	39%	15%
90--144 平米	34%	45%	45%	46%	38%	69%
144--180 平米	15%	10%	13%	9%	7%	9%
大于 180 平米	16%	7%	15%	11%	6%	4%
别墅	8%	12%	9%	8%	10%	3%

资料来源: 长江证券研究部

表 14: 2011 年推货量户型占比

产品类型	推货套数	已成交情况		
		实际成交套数	去化率	平均消化周期 (天)
住宅	62364	44957	72%	21.6
别墅	1807	1149	64%	37.4
公寓	3587	2873	80%	12.8
写字楼	1288	1036	81%	37.2
商业	3355	2644	79%	16.7
车位	16444	7775	47%	12.3
合计	89213	60606	68%	20.6

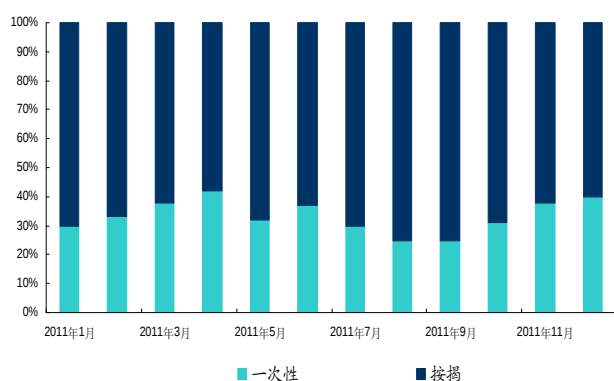
资料来源: 长江证券研究部

表 15: 公司 11 年销售结构

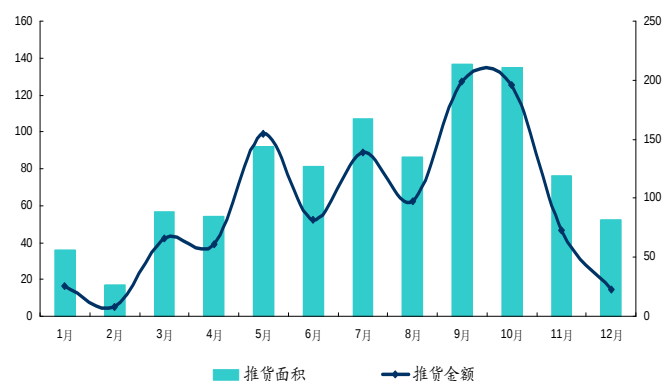
产品类型	推货套数	已成交情况		
		实际成交套数	去化率	平均消化周期 (天)
60m ² 以下	4182	3327	80%	16.9
60-90m ²	19522	15307	78%	18.1
90-120m ²	22915	17487	76%	21.3
120-150m ²	13642	8680	64%	25.6
150-180m ²	3364	1898	56%	23.9
180m ² 以上	4133	2272	55%	33.1
合计	67758	48971	72%	21.4

资料来源: 长江证券研究部

在调整效果方面, 我们可以看到公寓写字楼等商业性质的销售去化率要明显好于住宅, 而小户型的销售去化速度也明显要快于大户型。这充分说明公司对于市场的把握的灵活性, 及时调整产品结构以适应市场。

图 28: 2011 年保利成交客户付款方式


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 29: 2011 年保利地产月度推货量


资料来源: 长江证券研究部

11 年房地产持续调控，公司在 10 年新增土地储备过程中已经提前判断了这一点，在新增土地储备中处于非限购区域的比重大幅提升，另外在新推货量中的商业比重也大幅上升。体现在销售方面，中西部等其他区域的销售占比逐渐得到提升。

表 16：公司 09、10、11 年销售区域对比

区域	2009 年	2010 年	2011 年	销售占比
珠三角	107.3	119.7	171.7	24%
长三角	109.8	124.6	126.2	17%
环渤海	85.8	132.4	156.9	21%
中西部	88	198.5	212.2	29%
其他区域	43.1	86.5	62.3	9%
合计	434	661.7	729.3	52%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

管控效率与执行力

保利相对于其他开发企业来说，保利采取的是直线职能式的管理模式，管理层级较少，结构相对扁平，无大区域概念，只有职能部门与二级法人治理，相对管理瓶颈较小。其优势在于能够集中调动公司的优质资源，对各地房地产变化的反应较快。公司在管理方面成功的越过了 500 亿门槛，规模效应逐步显现出来。

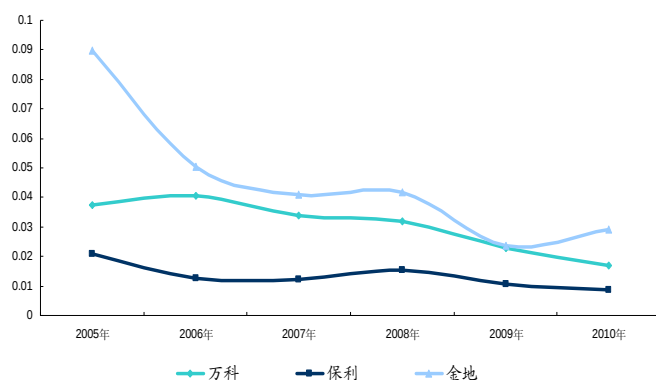
表 17：管理凸显规模效应

年份	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
总资产（亿元）	19	42	80	165	409	536	795	1523
人均资产（万元）	236	339	451	673	1038	945	937	1337
员工数量	785	1246	1778	2450	3939	5676	8482	11392
覆盖城市	5	7	9	10	12	17	20	32

资料来源：公司公告，长江证券研究部

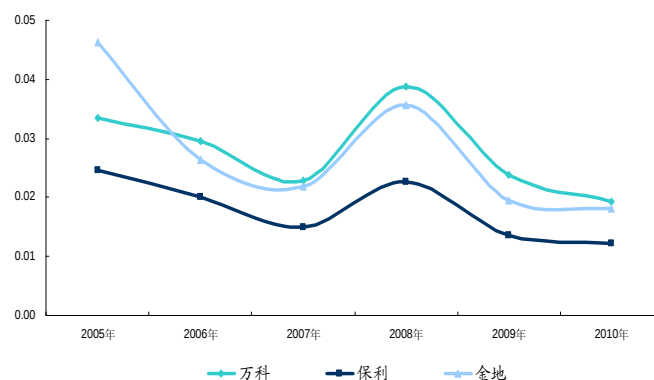
从费用方面来看，与合同销售额相比我们可以看到在万科、保利、金地三家公司比较中，保利处于最低的水平，可见其管控方面的优势。随着公司管理幅度的加大，管理链条的延伸，公司的管理难度和管控风险在增加。未来公司将以加强法人治理和内部控制为契机，加强制度建设，优化组织结构。

图 30：管理费用/合同销售额



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 31：销售费用/合同销售额



资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 18: 2011 年主要城市商品房库存及消化周期情况

城市	2011 年 12 月可售面积 (万平方米)	最近 6 月平均销售面积 (万平方米)	消化周期 (月)	公司可售货量消化周期
北京	1550.68	84.06	18.45	5.55
上海	974.24	106.59	9.14	6.5
广州	585.97	42.34	13.84	5.8
深圳	265.18	21.93	12.09	---
南京	628.84	33.11	18.99	3.75
杭州	347.84	10.25	33.94	4.59
武汉	2335.04	95.7	24.4	3.21

资料来源: 长江证券研究部

体现在销售方面, 公司加大销售力度, 从公司最后存货的情况来看, 相对于市场来说公司存货量并不是很大, 去化的速度还是有保证的, 这方面也充分体现公司快速周转的执行力。

保利在进入的每一个城市深耕细作, 要求区域公司 “三年跻身五强, 五年进入三强”, 集团总部则给予充分的支援保障, 在这样的指导思想下, 保利各区域公司都能在较短时间内具备滚动开发、持续经营能力, 市场份额不断攀升。

表 19: 公司区域市场份额变化

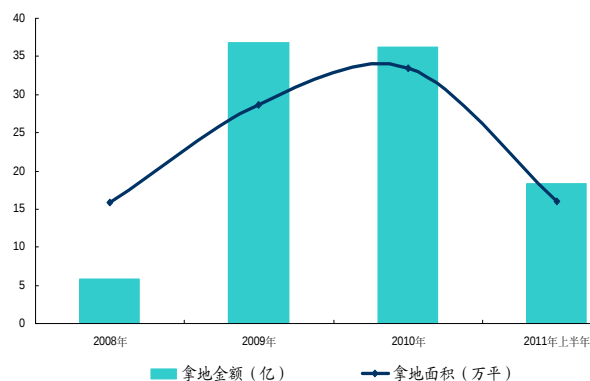
	2010 年	2011 年		市场份额同比增长
区域	市场份额	市场份额	区域排名	
成都	6.1%	6.5%	1	7%
广州	6.8%	10.9%	1	60%
南京	5.3%	6.8%	1	28%
佛山	6.8%	13.1%	1	93%
包头	12.2%	15.7%	1	29%
长春	6.6%	5.5%	2	-17%
长沙	2.6%	3.9%	2	50%
天津	3.0%	4.1%	3	37%
杭州	4.4%	4.7%	3	7%
武汉	3.3%	4.4%	3	33%
青岛	2.9%	4.1%	3	41%
上海	1.8%	1.9%	3	6%
南昌	4.0%	5.2%	4	30%
北京	2.1%	2.6%	5	24%
沈阳	4.2%	2.9%	5	-31%
重庆	3.3%	3.3%	6	-1%

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

成长的缩影---保利成都的故事

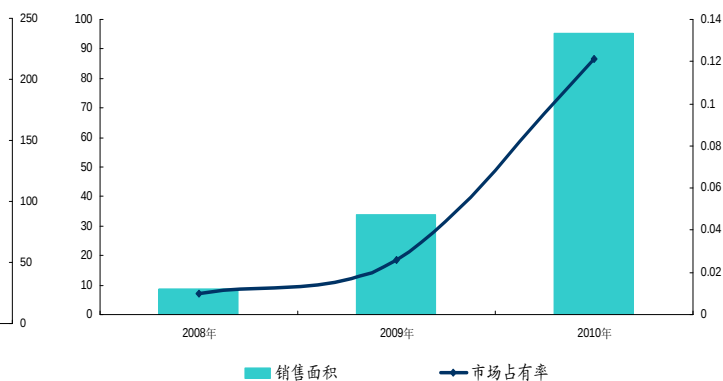
如果要有一个样本来了解保利的成长, 成都公司是个很好的例子。保利成都公司成立于 2007 年, 2008 年年初获得保利公园 198 前期土地, 2008 年 3 月开始了首个项目运营, 09 年开始公司开始加大投资力度, 实现当年取地 37 亿元, 10 年公司并没有停止扩张的步伐, 拿下六个地块, 耗资 37 亿元。从 08 年到 10 年, 公司已基本完成了区域中心、城市综合体、高端豪宅、顶级别墅、城市地标、大型度假俱乐部等多种产品线的全覆盖。体现在销售上, 10 年保利地产以全年销售总额 80 亿问鼎冠军, 成为成都首个年销售额突破 80 亿的房企, 现在成都市场占有率 6.5%, 在主城区份额超过 12%。

图 32：保利成都历年拿地面积与金额



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 33：保利成都历年销售面积与市场份额（按金额）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 20：保利成都公司大事记

时间	事件
2007-8-23	保利（成都）实业有限公司正式注册
2008-1-18	保利（成都）实业有限公司签署拿地协议
2008-3-26	保利·公园 198 项目正式奠基
2009-7-26	保利皇冠五星级酒店奠基
2009-11-30	保利中心开工
2010-3-30	保利心语开工
2010-5-30	保利心语、保利花园、保利金香槟开盘
2010-6-30	保利中心开盘
2010-9-29	取得青羊区贝森路地块
2010-10-10	保利（成都）实业有限公司与德阳经济技术开发区管委会就“保利国际城”项目正式签约
2010-10-15	取得成华区杉板桥路地块
2010-12-1	取得高新西区雅驰项目
2010-12-30	保利花园二期开工
2011-1-7	取得高新区铜牌村地块
2011-1-25	新双楠保利花园项目迎来新年首次开盘，推出二期升级产品
2011-4-26	保利公园 198 蔷薇郡开盘
2011-6-16	“保利商业地产房交会”在锦江宾馆举行
2011-6-27	保利香槟国际首次开盘

资料来源：公司网站，长江证券研究部

表 21：公司历年成都拿地情况

项目名称	类别	状态	权益	取得时间	地价	总投资	容积率	面积	楼面价
成都保利石象湖项目	住宅	拟建	90%	2010 年	4.15	33.51	54.20	766	
成都保利公园 198 一期	住宅	在建	90%	2008 年	3.17	20.05	51.00	622	
成都保利公园 198 二期	住宅	在建	90%	2008 年	2.62	21.50	48.00	546	
成都保利公园 198 三期	住宅	在建	90%	2009 年	4.28	16.07	24.00	1783	
成都保利公园 198 四期	住宅	在建	90%	2010 年	3.27	21.51	67.82	482	
成都保利狮山水库项目	住宅	拟建	51%	2010 年	1.17	15.19	32.00	366	
成都保利城	住宅	拟建	51%	2011 年	5.71	33.83	54.30	1052	
成都保利中心	综合	在建	51%	2009 年	6.22	27.63	30.00	2074	
成都保利花园	住宅	在建	100%	2009 年	16.19	34.49	48.49	3339	
成都保利金香槟	住宅	在建	100%	2009 年	4.14	9.00	13.08	3166	
成都保利蝴蝶公馆	住宅	拟建	100%	2010 年	5.27	8.26	8.79	5994	
成都保利康桥	住宅	拟建	100%	2010 年	18.03	27.47	24.70	7301	
成都保利心语花园&国际广场	住宅	在建	100%	2009 年	6.00	48.49	63.62	943	

成都保利心语四期	住宅	在建	100%	2010 年	4.27	14.16	21.91	1949
成都保利香槟国际	住宅	在建	51%	2011 年	4.28	16.78	30.67	1396
成都保利玫瑰公馆	住宅	拟建	100%	2011 年	8.41	15.71	15.16	5548

资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 34：保利成都布局



资料来源：公司公告，长江证券研究部

目前公司在成都的项目多达 14 个，基本上完成了整个成都的布局。成都公司目前已走出成都，进入德阳，投资 150 亿元，打造集五星级酒店、会议中心、保利院线、购物中心及写字楼及高档住宅为核心的国际滨河都市生态商务休闲区——保利国际城。

保利地产仍是成长中的企业

公司曾在多个场合表示保利仍然是个成长中的企业，并于 2010 年提出“三年再造一个保利”的目标。我们认可公司的定位，但是我们认为公司的成长速度或难以维持如 08—10 年复合增长接近 50% 的速度，目前的市场环境下增速速度减缓是必然趋势。

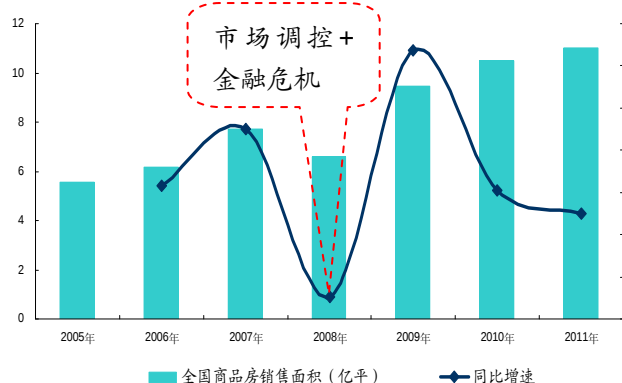
增长减缓是必然趋势

保利过去几年高速增长有我们前面叙述的公司自身因素，但不可忽略的是市场给予公司的机会，房地产市场过去的黄金十年给予公司很好的环境来发展。从现阶段来说，国内房地产行业面临了历史以来最为严格的调控，从土地、税收、金融等各种措施调控地产，甚至采取了非市场化的手段如限贷、限购、限价等政策进行调控。未来在相当长一段时间我们认为政策将会常态化，比如对于二套房贷款的限制，房产税的征收。同时对于房地产开发企业来说尤为重要的资金也受到了严格的限制，从资本市场再融资、债券、开发贷等渠道限制开发商获取低成本的资金。

除了政策环境外，根据我们的研究目前市场改善性需求已逐步超过了首次置业需求，未来整个房地产市场的增速势必将会下降；同时保障性住房持续投入未来势必会挤出部分商品房市

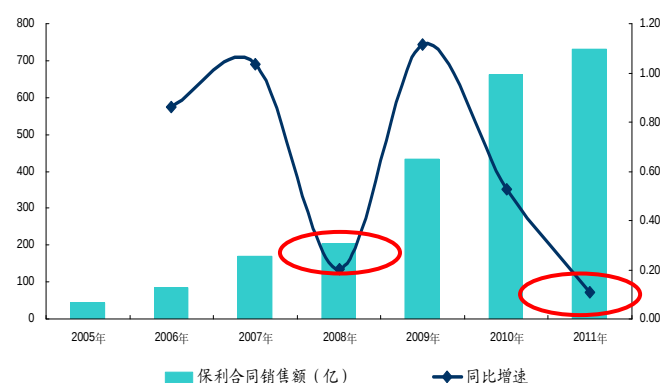
市场份额，十二五之后保障房份额占市场大约 20%左右。在这样的市场环境下，保利很难再维持前几年的高速增长，其速度减缓是必然的趋势。

图 35：全国商品房销售面积



资料来源：统计局，长江证券研究部

图 36：保利合同销售额



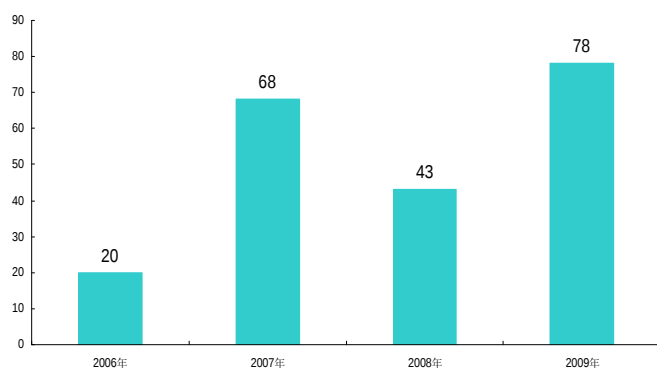
资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 22：09 年以来出台的主要政策

土地政策		信贷政策		财税政策	
时间	内容	时间	内容	时间	内容
Apr-09	禁止擅自改变规划用途、容积率等	Jun-09	严格遵守二套房贷政策不动摇	May-09	保障房和普通住房最低资本金为 20%
Dec-09	地价款原则上一年内付清，首付不低于 50%	Oct-09	公积金结余资金贷款支持保障房	Dec-09	营业税征免时限由 2 年恢复到 5 年
Mar-10	要求央企退出房地产开发经营业，控制地王	Jan-10	二套房贷款首付不低于 40%	Mar-10	二次购房者不再享受契税优惠
Mar-10	竞买保证金不低于底价的 20%	Feb-10	信托公司不得以信托资金发土地储备贷款	Jun-10	土地增值税预征率原则上不得低于 5%
Sep-10	土地闲置一年以上禁止其及控股股东买地	Oct-10	二套房不低于 50%，利率不低于 1.1 倍；禁发三套房贷款。	Sep-10	出售自有住房并在 1 年内购房不再减免个税
Sep-10	规定拿地后一年内开工，开工三年内竣工	Jun-11	二套房首付不低于 60%	Jan-11	上海和重庆针对二套房和高档房开征房产税，税率 0.5%-1.2% 不等
Jul-11	土地竞买保证金不低于底价的 30%	Aug-11	禁止向境外子公司发债融资		

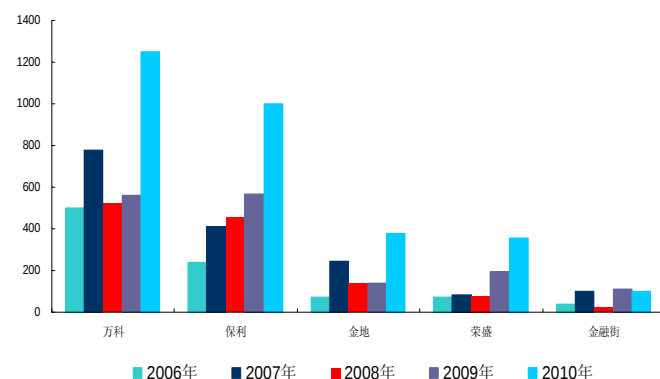
资料来源：政府网站，长江证券研究部

图 37：保利资本市场融资（亿元）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 38：新开工比较（万平）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

我们通过对全国与保利的销售可以看出，在 08 年时由于受调控以及国际金融危机影响全国房地产销售面积出现了 14% 左右的负增长，而保利在 08 年合同销售金额仍然实现了 20% 左右的正增长，其原因在于公司在 08 年成功的发行了 43 亿的公司债，使得公司在市场下调时仍然维持新开工的增长，我们在下图可以看到除了保利外，其他公司在 08 年新开工都出现了下滑。

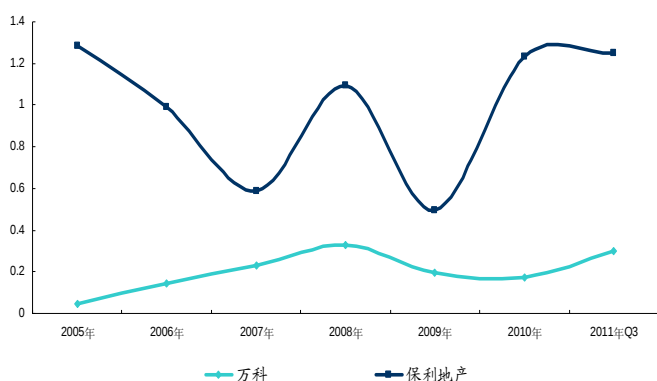
由于房地产企业高度依赖资金，保利本身就是一个杠杆运用的比较高的企业，但自 10 年证监会停止房地产企业再融资以来，保利要维持过去的增长速度是非常困难的，增速下滑也是预期内的事情。

2012 难言抄底

2012 年对于保利来说很难如 2008 年那样抄底土地市场，公司在 08 年获取了 590 万平方米的土地储备，其楼面地价仅仅为一千元左右，项目后期的盈利能力非常强。拿地支出接近 60 亿，是招保万金中最为激进的，其能够实现在弱市中抄底市场主要原因在于其在 08 年实现了发行 43 亿的公司债。

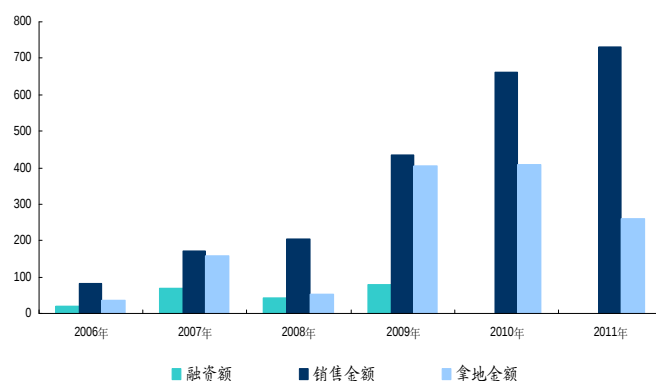
从目前来看，公司净负债率已经达到历史高位，在目前市场销售不畅的且资本市场失去再融资功能的情况下公司很难在腾挪出资金的空间来投资于土地市场。因此本轮对于保利来说要想重复 08 年抄底的故事很难。

图 39：万科、保利净负债率



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 40：保利融资额与拿地销售金额



资料来源：公司公告，长江证券研究部

从另外一个现金流入的角度来说是销售回款，目前市场整体悲观且本轮政策不可能如 08 年年底那样实现 V 型反转，虽然保利在 12 年销售额上仍可能实现正增长，但已不可能如 09 年那样跨越式增长。

市场---集中度提升的故事

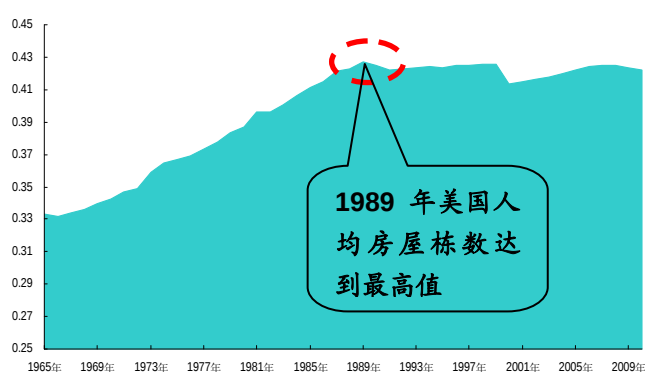
我们认为虽然住宅市场高速增长时期已过，保利或许很难回到过去高速发展的时代，但应该注意到行业集中度提升才刚刚开始，下一个十年对于龙头企业来说是享受行业集中度提升的时期。一般来说一个行业集中度的提升发生于行业高速增长期之后，盈利有下滑的趋势之时。中国房地产在 98 年房改后经历了十几年的高速成长，我国目前的城镇人均建筑面积已经达到 32 平米，虽然离人均 35 平米的小康水平还有距离，但是应该说过去高速发展的阶段已经一去不复返，并且随着调控的深入，目前企业面临去杠杆化，利润率下滑等现象，市场已经逐步进入集中度提升的阶段。

表 23: 美国前六大开发商销售额（百万美元）

年份	Centex	D.R.Horton	Lennar	Pulte Homes	KB Home	NVR
1994	3214	393	818	1747	1336	866
1995	3278	437	870	2010	1397	900
1996	3103	547	1181	2384	1786	1075
1997	3785	1578	1303	2524	1879	1186
1998	3975	2177	2417	2867	2449	1505
1999	5155	3156	3119	3730	3836	1943
2000	6008	3654	4707	4159	3931	2268
2001	6711	4456	6029	5382	4574	2560
2002	7124	6739	7236	7472	5031	3061
2003	8429	8728	8908	9049	5851	3683
2004	10363	10841	10505	11711	7053	4320
2005	12860	13864	13867	14695	9442	5262
2006	14400	15051	16267	14270	11004	6134
2007	12015	11297	10187	9263	6417	5129
2008	8276	6646	4575	6289	3034	3693
2009	3827	3658	3119	4084	1825	2744

资料来源: bloomberg, 长江证券研究部

图 41: 美国人均房屋栋数



资料来源: wind, 长江证券研究部

图 42: 美国房地产市场集中度提升



资料来源: bloomberg, 长江证券研究部

从美国住房历史来看，1989年美国人均房屋栋数达到0.43栋后，房地产市场集中度开始逐步提升，到1997年前五大开发商占市场份额由之前的5%提高到8%，1998年后进入加速提升的阶段，到2006年超过了20%，达到最顶峰。我国目前人均套数0.94套，人均建筑面积为31.7平方米，整个市场还未达到完全饱和的阶段，在这之前市场集中度提升较为缓慢，这从过去几年的发展可以看出来，但可以预期的是在不远的将来，随着人均居住面积的提高，预计在2015年之后房地产市场集中度提升的速度会加快。

表 24: 2011年房地产行业集中度

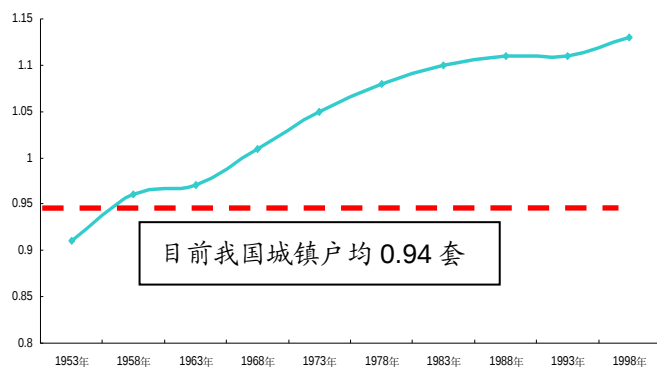
时间	TOP3 销售金集中度 额(亿元)		TOP10 销售金集中度 额(亿元)		TOP3 销售金集中度 面积(亿元)		TOP10 销售金集中度 面积(亿元)	
2009年	1570	3.57%	3588	8.16%	1858	1.98%	4619	4.93%
2010年	2336	4.45%	5319	10.13%	2421	2.32%	5329	5.10%
2011年	2794	4.63%	6298	10.43%	3088	2.80%	6317	5.73%

资料来源: cric, 长江证券研究部

市场集中度提升一个重要的变化就是大开发商逐步有一二线城市深入三四线城市，目前来看

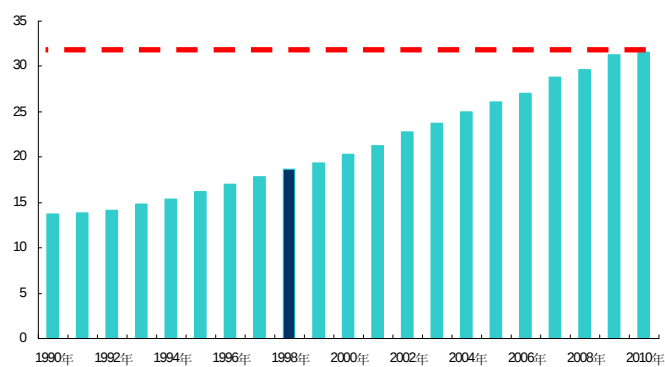
这在国内由于政策的催化正在加速发展，在地产龙头企业中新获取地块中三四线城市比重占据了大头，未来一线企业将会逐步蚕食区域龙头的份额。从最新的销售数据就可以看出，一二线城市销售额占一线开发商总体销售比重出现了明显下滑，我们认为这一趋势在未来会得到加强，市场集中度会逐步提升。

图 43: 日本户均套数



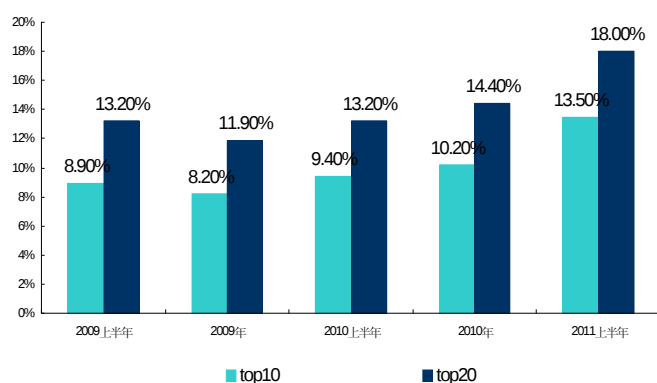
资料来源: bloomberg, 长江证券研究部

图 44: 人均建筑面积



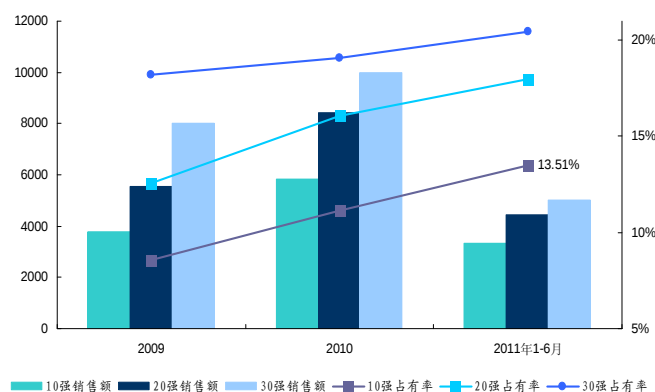
资料来源: 住建部, 长江证券研究部

图 45: 国内房地产市场集中度



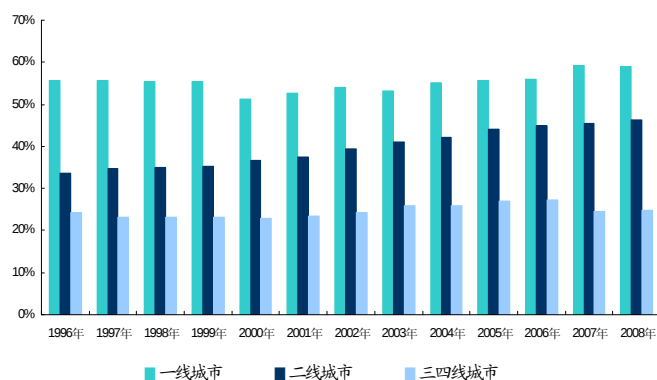
资料来源: 世联地产, 长江证券研究部

图 46: 前 10、20、30 强开发商销售额及市场占有率



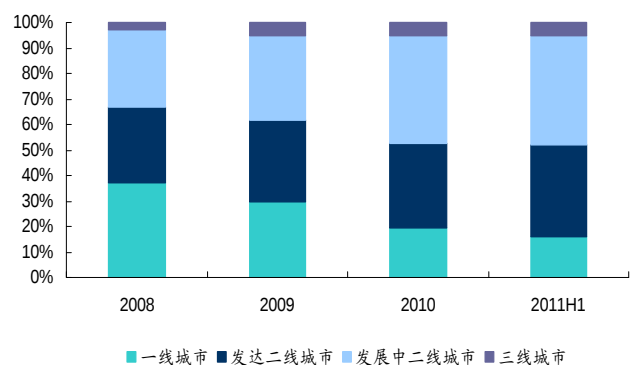
资料来源: wind, 中指研究院, CRIC, 长江证券研究部

图 47: 中国城市化率



资料来源: 长江证券研究部

图 48: 一线开发商城市销售结构变化



资料来源: 中原集团研究机构, 长江证券研究部

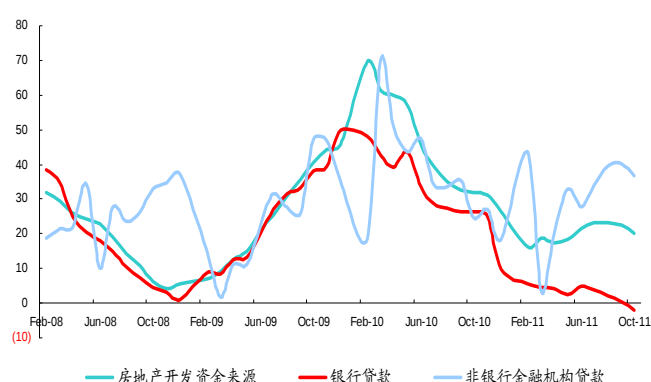
表 25：一线开发商城市销售分布

	万科	保利	金地	招商	恒大	中海
一线城市	19%	11%	26%	32%	7%	19%
发达二线城市	34%	45%	30%	45%	36%	38%
发展中二线城市	42%	40%	43%	22%	47%	43%
三线城市	5%	5%	0%	0%	10%	0%

资料来源：中原集团研究机构，长江证券研究部

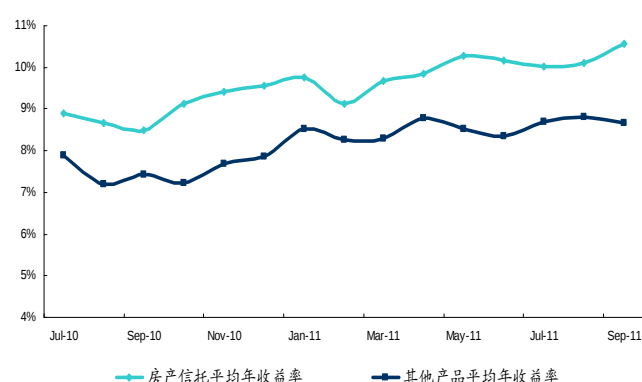
另外一方面是政策的调控将使得集中度加速提升。政策的调控我们看到越来越多的企业开始放弃其地产业务，特别是资金上越来越紧张，来自银行贷款的资金同比已经出现了负增长，信托融资收益率高企，这些都将使得一些项目公司开始逐步推出这个市场，我们可以看到 11 年以来的地产并购额增加非常明显，我们认为随着整个市场继续向下走，12 年的地产并购将会越来越多，而这些都将使集中度加速提升。从历史来看历次政策的调控带来的都是集中度的加速提升，我们认为本轮政策将会使得房地产市场提前进入集中度提升的阶段。

图 49：房地产开发资金来源



资料来源：国家统计局，长江证券研究部

图 50：房地产信托收益率



资料来源：国家统计局，长江证券研究部

表 26：2011 年部分剥离房地产业务的企业

公司名称	撤离时间	转让方式	具体资产	涉及金额
四川水井坊	2011 年 12 月	直接剥离	成都郫县房地产开发项目, 该项目包括尚未开发的 535 亩商住用地	土地成本约 5.3 亿元
天富热电	2011 年 11 月 19 日	股权转让	天富房产 100% 股权	4.02 亿元
东方航空	2011 年 11 月	股权转让	东航房地产投资有限公司 5% 股权	1.01 亿元
江苏舜天股份有限公司	2011 年 11 月	股权转让	江苏舜天国际集团置业有限公司 50.50% 股权	不低于 1.45 亿元
江苏舜天股份有限公司	2011 年 11 月	股权转让	安庆舜天置业有限公司 35% 股权	不低于 757.96 万元
江苏舜天股份有限公司	2011 年 11 月	股权转让	江苏舜天恒泰房地产开发有限公司 50.05% 股权	不低于 1565 万元
正和股份	2011 年 11 月	股权置换	北京东樽房地产 90% 的股权、北京正和东都置业 100% 的股权、北京正和恒泰置业 60% 的股权和广西柳州市谷埠街部分商业房产	不超过 5.5 亿元
海南航空	2011 年 11 月	股权转让	旗下三家地产公司的股权	45.75 亿元
西部矿业	2011 年 10 月	直接出售	北京慧科大厦的房产	1.26 亿元
西部矿业	2011 年 10 月	直接出售	北京火器营路某大楼	1.14 亿元

中国兵器装备集团 下属南方工业资产 管理公司	2011 年 8 月	股权转让	北京北三环蓟门桥地王	未知
湖南酒鬼酒业	2011 年 6 月 18 日	股权转让	中铁世纪山水全部 20% 股权	6700 万元
中国兵器装备集团 下属南方工业资产 管理公司	2011 年 5 月	股权转让	南方东银置地有限公司 60% 股权	3.6 亿元
金发科技	2011 年 2 月	股权转让	长沙高鑫房地产开发有限公司 75% 股权	2.15 亿元
安徽金种子酒业	2010 年年底	股权转让	阜阳房地产开发有限公司 98.16% 股权	8055.83 万元

资料来源：公司公告，互联网，长江证券研究部

保利地产---市场占有率将持续提升

未来市场集中度的提升无疑给保利这样的企业带来了巨大的发展空间，保利在 2010 年提出三年再造一个保利，10 年公司新进福州、厦门、珠海、中山、东莞、嘉兴、绍兴、无锡、连云港、常州、南通、营口等 12 个城市，11 年新进入合肥、郑州、通化、德阳、慈溪等城市，公司完成了所有沿海一线城市的布局，强化了珠三角和长三角的战略布点，开启了以现有中心城市全面辐射周边经济发达二、三线城市的新局面。

公司一直坚持区域纵深发展，以已进入的中心城市为中心，逐步向周边经济发达的二三线城市扩张，打造城市群，实现多项目运作的规模经营。截至 2011 年 10 月，公司设立两年以上的区域公司，均实现 4 个以上项目运作，区域经营规模的扩大有力保障了公司销售业绩的稳定增长。

表 27：区域公司项目数

年份	2009 年		2010 年		2011 年	
城市	项目个数	销售额	项目个数	销售额	项目个数	销售额
广东	14	71.76	17	79.33	18	84.24
北京	6	60.89	6	65.09	10	60.37
辽宁	6	25.8	8	39.01	9	36.77
华南	5	35.52	7	41.61	8	66.73
武汉	3	18.08	4	29.03	9	32.16
上海	4	85.53	5	55.26	6	47.91
重庆	4	24.87	7	46.2	5	24.4
成都	1	21.93	5	80.33	9	75.25

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 28：公司历年推盘户型结构

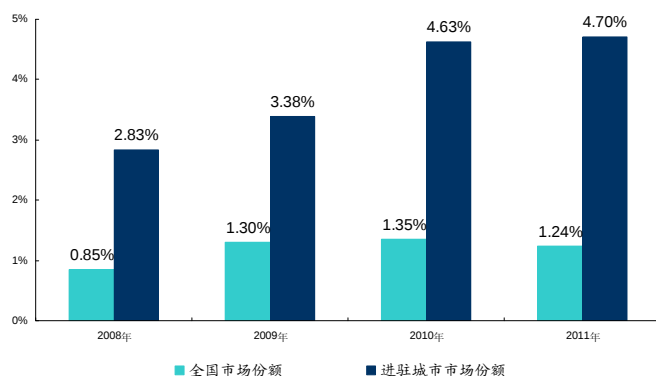
年份	90 平米以下	90-120 平米	120-144 平米	144 平米以上
2009	27%	29%	19%	25%
2010	24%	26%	25%	25%
2011	23%	32%	23%	22%

资料来源：长江证券研究部

我们认为公司一直以来有别于其他龙头开发商的核心能力在于其强大的执行力，这种强大的执行力有助于公司在短时间内迅速占有市场，我们从公司进入城市份额就可以看到公司占比提升的非常快，截止 10 年年底公司占有进入城市的份额为 4.63%。此外，公司主流户型的定位迎合了市场的需求也有助于公司迅速占领市场，从最近几年销售面积来看，中西部增速

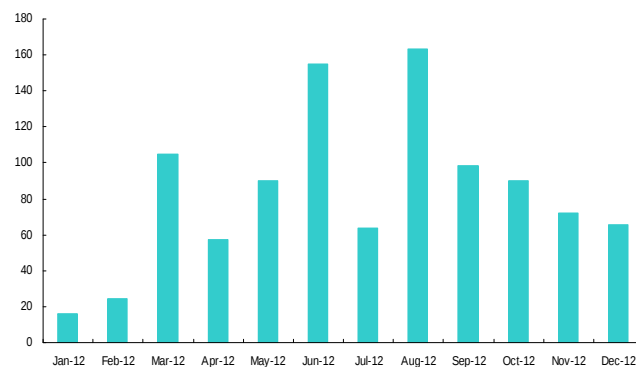
明显要快于其他几个区域，从公司布局来看，未来沿海一带销售量将会增长较快。从公司单项目贡献来看，公司前几名的贡献率集中度还有提升的空间。

图 51：保利市场份额



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 52：保利 2012 年推盘分布（亿）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 29：保利项目销售金额与面积排名

项目名称	签约金额（亿元）	项目名称	签约面积（万平）
上海叶语	34	湖南麓谷林语	25.1
广东西海岸	25.5	成都保利花园	20.3
佛山保利中环	24.8	长春百合香湾	19.8
天津大都会	20.5	成都公园 198	19.1
杭州保利东湾	20.1	杭州保利东湾	18.7
成都保利花园	19.8	沈阳心语花园	17.6
南京紫晶山	18.2	包头拉菲公馆	17.4
湖南麓谷林语	16.2	佛山保利中环	17.4
北京中央公园	15.5	上海叶语	17.3
北京西山林语	15.2	北京保利花园	17.1

资料来源：长江证券研究部

表 30：公司产品主流定价为主

城市	2010 年		2011 年	
	全市	保利地产	全市	保利地产
北京	19602	14912	18003	18156
广州	12360	16527	13142	20565
上海	18007	18738	15347	19715
南京	15821	17452	11800	16674
天津	9357	11074	10127	12656
沈阳	5230	5900	6986	6755
武汉	6691	5952	7435	7241
重庆	7292	7421	7042	7364
成都	7872	8751	7171	9235
长沙	5172	5990	7415	8569

资料来源：长江证券研究部

表 31：10 年来新进入城市市场空间

城市	销售面积 (万平方米)	销售金额 (亿元)
福州	597.83	502.86
厦门	426.77	379.12
珠海	257.38	275.21
中山	671.61	349.71
东莞	511.25	353 (2009 年)
嘉兴	681.4 (2009 年)	378.08
绍兴	608.11	461.35
无锡	1,010.23	776.49
连云港	484.00	170.00
常州	744.32	469.44
南通	121.71	291.85 (2009 年)
营口	532.00	184.00
合肥	1,004.91	593.34
郑州	1,558.72	772.70
通化	194.20	46.20
德阳	222.07 (2009 年)	61.81 (2009 年)
慈溪	56.00	78.00

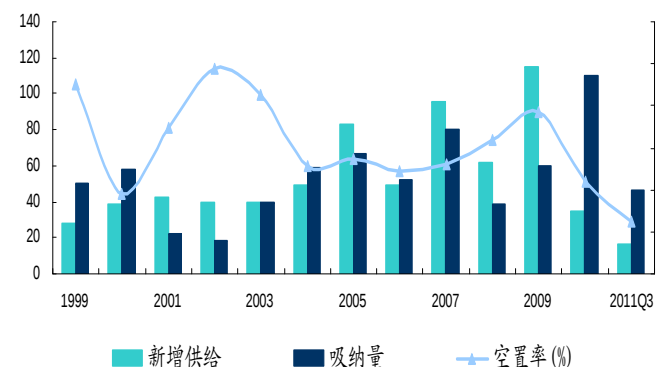
资料来源：各地统计局，长江证券研究部

公司 10 年以来新进入的福州、厦门、珠海、中山、东莞、嘉兴、绍兴、无锡、连云港、常州、南通、营口、合肥、郑州、通化、德阳、慈溪等城市，未来公司必将进一步深耕这些城市，以已进省会以上城市为基础，向周边经济发达的二三线城市扩张，未来开发 25~30 个的开发城市群，每个开发城市群 10 个项目以上，年销售额 40 亿以上。

保利地产---一专多能

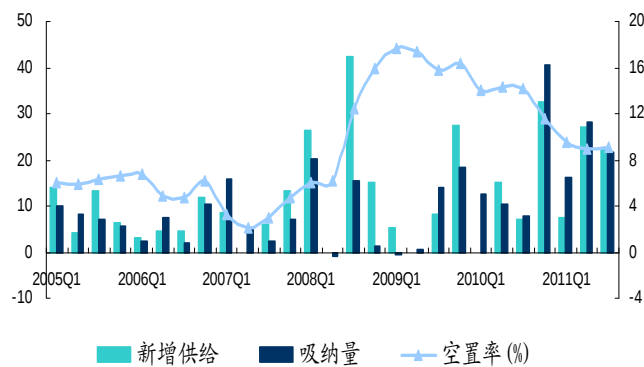
保利相对于其他专业开发企业来说，不同点在于其“一专多能”，体现在其城市运营、商业地产、旅游休闲地产等多方面能力。在龙头公司中，保利较早进入商业地产领域，公司较早的提出了公司“三个为主、三个结合”的战略方针。三个为主即以做大做强房地产为主业，适度拓展相关行业；以广州、北京、上海等中心城市为主，逐步向二、三线城市拓展；三是以商品房住宅开发为主，适度拓展其他物业。三个结合为滚动性开发收入与物业经营性收入相结合；资本运作和资产经营相结合；扩大经营规模与提高开发效益相结合。公司预计在十二五完成时真正实现住宅与商业地产的双轮驱动。

图 53：北京市写字楼月度情况



资料来源：第一太平洋戴维斯，长江证券研究部

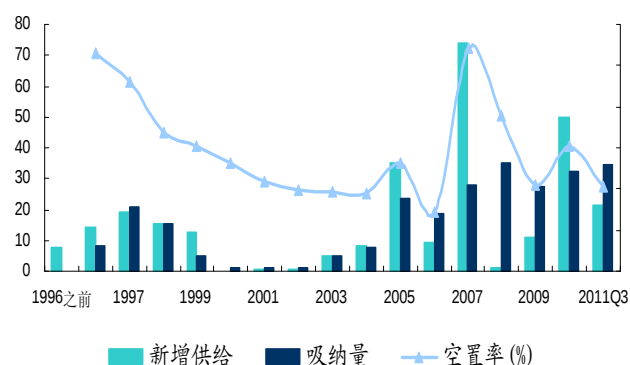
图 54：上海市写字楼月度情况



资料来源：第一太平洋戴维斯，长江证券研究部

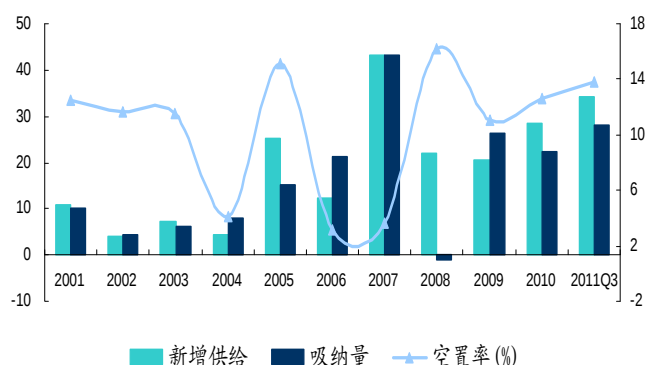
投资方向，我们看到北上广深四地的写字楼市场不仅供销两旺，而且体现在租赁市场上空置率处于下降的趋势。从二线城市租金变化来看也可以看出今年以来租金上涨之快，我们预计租金上涨在 2012 年还将会持续。

图 55：广州市写字楼月度情况



资料来源：第一太平洋戴维斯，长江证券研究部

图 56：深圳市写字楼月度情况



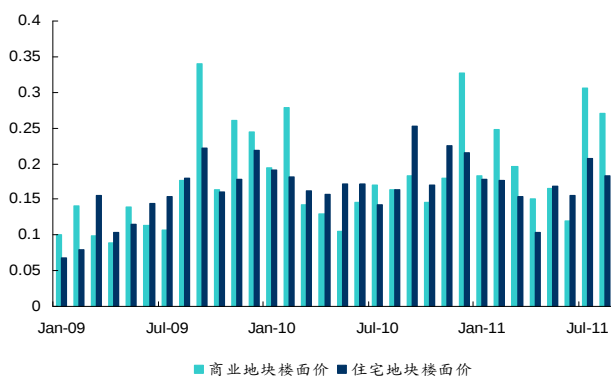
资料来源：第一太平洋戴维斯，长江证券研究部

表 32：主要二线城市租金和空置率（元/平米/月）

		杭州	南京	武汉	成都	重庆	天津	大连	青岛	沈阳	西安
租金	2011Q1	119.1	97.8	64.1	126.84	75	109.56	102.6	98	125.29	112
	2010Q1	116.1	92.1	56.4	107.34	62	102.55	86.91	90.07	82.2	112.32
	同比	2.58%	6.19%	13.65%	18.17%	20.97%	6.84%	18.05%	8.80%	52.42%	-0.28%
空置率 (%)	2011Q1	23.02	17.48	1	24.13	29.42	14	18.3	24.32	8.11	12.86
	2010Q1	29.9	26.78	6.2	17.27	13.1	15.3	21.54	26.1	23.9	15

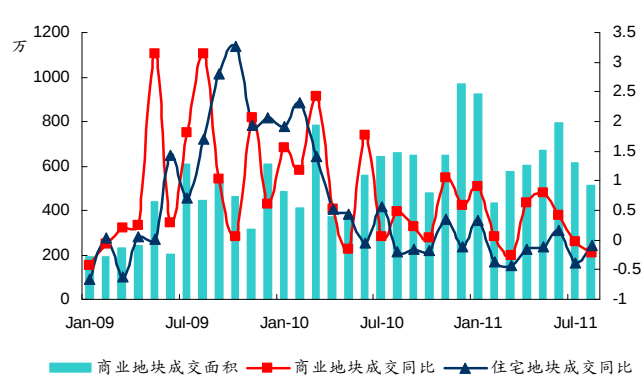
资料来源：戴德梁行，长江证券研究部

图 57：商业地块及住宅地块楼面价（万元）



资料来源：国土部，长江证券研究部

图 58：商业地块成交面积及增速



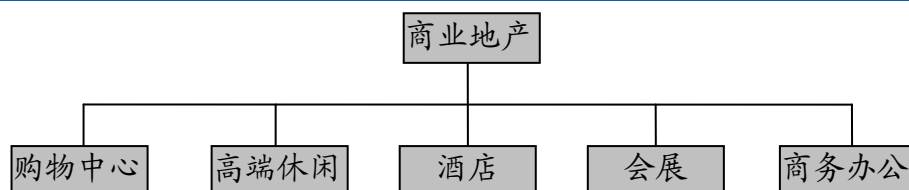
资料来源：国土部，长江证券研究部

可以说保利介入商业地产较早，在 2010 年年初时，公司就表示未来 3 到 5 年，公司持有性商用物业的投资比例将增大到全部投资的 30%，并将持有部分核心地段的高品质物业，自持经营的商业地产资产占公司总资产的 10%。

与华润、万达以城市综合体为主的拓展方式不同，保利地产目前涵盖商业零售、商务办公、酒店、会展、剧院、高端体育休闲等所有商业形态。目前保利商业地产的四大盈利结构分别来自：酒店业，保利投资建设并由国际知名酒店管理集团进行管理，合作分成；商业，成立

自己的经营管理公司，实施对商场的管理；写字楼，一部分销售一部分长期持有；第四会展业务，将长期持有收取租金。未来商业地产的三大平台为：商业管理公司、酒店管理公司和会展管理公司。

图 59：保利商业地产布局



资料来源：长江证券研究部

表 33：保利商业地产分类

产品	商务办公	会展	酒店	高端休闲	购物中心
项目定位	高端、生态、国际化、科技化	精品、综合性	高端、商务型	高端、豪华、顶级	大型、复合。高层次化
针对人群	白领、商业人士	商业、企业人士	金领、中上流人士	业界成功人士、豪门贵族	城市中的中上阶级
项目特色	建筑技术国际领，高科技。园式休闲庭院或立体空中花园，自然舒适，生态现代化。	具有国际会展品牌、精品、功能多样化、业态综合型强。	具有世界顶级酒店设计标准，综合性高端商务酒店，内部设施齐全。	以优质高尔夫球场和公园地产为核心城市顶级休闲胜地，综合性高端社区，	多种业态和购物中心相结合、具有顶级的设施，广场式的悠闲中心
项目代表	保利琶洲项目	保利世界贸易中心	佛山保利洲际酒店	成都·公园 198	佛山·保利水城

资料来源：长江证券研究部

截至目前，公司已建成运营的商业物业约 90 万平米，在建、拟建商业物业面积 170 万平米，涵盖了商业、酒店、写字楼和展馆等。2012 年的目标是持有 200 万平米的商业物业。在商业地产销售方面，11 年上半年，公司抓住商业物业投资倍受青睐的机会，加大商业物业的推售力度，销售金额 109 亿元，有效促进了公司销售业绩的增长。

表 34：公司商业地产项目明细

项目名称	区域	商业部分建筑面积（万平）	备注
保利琶洲村项目	广州	75	顺承广州琶洲-员村地区泛 CBD 规划，保利长岛将成为集办公、酒店、购物、居住、娱乐、餐饮和滨水休闲活动为一体的城市综合功能区。
保利东湾	佛山	25	项目分为 7 大地块，物业形态包括地标式超高层国际甲级写字楼、超五星级酒店、大型 Shopping Mall、一线江景豪宅、高端城市住宅、国际公寓等。
保利水城	佛山	15.4	拥有佛山首个五星级影院、首个环保真冰溜冰场等，东广场定位为集购物、餐饮、娱乐、美容为一体的封闭式购物广场，西岸则集特色酒吧、咖啡店、KTV、俱乐部、时尚会所等百席珍藏商铺于一体。
保利东湾	杭州	3	大商业
保利玫瑰湾	天津	5.8	大商业、公寓
保利大都会	天津	86	定位居住、办公、商业、酒店、会所、公园和学校等全面城市功能的世界级城市综合体。

保利国际广场	成都	28.6	物业形态涵盖超甲级写字楼、顶级酒店式公寓、国际奢侈品旗舰店、外籍 shopping mall、保利院线、保利博物馆、顶级私人会所等，主塔楼高度超过 300 米，将会是未来成都最高楼。
保利洲际酒店	佛山	9.5	引进其最高端品牌“洲际酒店”（InterContinental Hotels）为城市打造地标性商务酒店旗舰。
顺德保利商务区	佛山	35	酒店、写字楼、大商业
保利世界贸易中心	广州	19.4	通过展览、商务办公、高档居住社区及饮食与交通的完善配套，实现多种业态下的复合增值。
保利中心	广州	8.5	写字楼
保利国际广场	广州	5.4	写字楼
保利中环	广州	5.7	大商业
保利克洛维广场	广州	7.7	写字楼
保利 V 座	广州	11	写字楼
上海黄浦江写字楼	上海	13.68	写字楼
北京大望京项目	北京	11	写字楼
公园 198	成都	4.6	五星级酒店
阳江保利银滩项目	阳江市 海陵镇	13	五星级酒店
高尔夫花园	重庆	2600 亩	体育公园
名雅欧洲城	南昌	1300 亩	体育公园
五星级酒店方面，南昌、重庆、包头、长沙等地都在规划			
体育公园方面，包头、成都、阳江目前处于规划阶段			

资料来源：公司公告，公司网站，长江证券研究部

在房地产基金方面，公司与中信等合作成立信保基金，保利地产创始人李彬海先生出任信保基金管理公司董事长。

截至目前，信保基金公司旗下管理基金已在武汉、南京、成都、大连、德阳、广州、佛山等 7 个城市，投资 11 个房地产二级开发项目和 2 个特殊机会投资项目，预计已投项目可实现基金年化收益率 25% 以上。

图 60：信宝基金投资项目



资料来源：长江证券研究部

盈利预测与估值

EPS 预测

根据公司前期销售结算进度，我们预计公司 2011、2012 年 EPS 分别为 1.1 元，1.42 元，对应目前股价（10 元）PE 分别为 9.69、7.53 倍。

表 35：公司 EPS 预计

	2010A	2011E	2012E
营业收入	35,894	47,028	61,137
减：			
营业成本	23,645	29,957	39,433
营业税金及附加	3,584	5,173	6,114
销售费用	803	1,082	1,406
管理费用	573	799	1,039
财务费用	-102	-69	-39
资产减值损失	9	0	0
加：			
公允价值变动收益	0	0	0
投资收益	42	0	0
营业利润	7,424	10,086	13,184
营业外收支	-20	0	0
利润总额	7,405	10,086	13,184
所得税费用	1,899	2,521	3,296
净利润	5,505	7,564	9,888
归属于母公司所有者的净利润	4,920	6,556	8,438
少数股东损益	585	1,009	1,450
EPS（元/股）	0.83	1.10	1.42

资料来源：长江证券研究部

NAV 估值

我们采用的假设条件为 WACC 为 15%，未来销售均价下跌 15%，假设所有公司项目在四年后开发完毕利润贴现方法计算得出公司每股 NAV 为 13.12 元，对应目前股价折价 19%。

表 36：公司 NAV 估值

项目名称	区域	业态	权益	权益未结算面积 (万平)	净权益增加值(万元)
广州保利康桥（帝合湾）	珠三角	住宅	26%	2	10928
广州保利心语花园（G1-1）	珠三角	住宅	51%	6	28916
广州保利丰兴广场	珠三角	商住	15%	2	11434
广州保利克洛维广场	珠三角	写字楼	51%	4	11754
广州保利 V 座	珠三角	写字楼	51%	7	22003
广州中环广场	珠三角	商住	100%	19	97965
广州保利中辰广场	珠三角	商住	51%	4	21372
广州世贸中心	珠三角	商业会展	51%	15	64889
广州保利香雪山	珠三角	住宅	100%	12	37643
广州保利西子湾	珠三角	住宅	100%	4	8582
广州保利中宇广场	珠三角	综合	100%	7	24331
广州保利公馆 2010	珠三角	住宅	100%	8	10901

广州保利西海岸	珠三角	住宅	100%	8	14501
广州保利春天里	珠三角	住宅	100%	4	0
广州保利中汇广场	珠三角	住宅	60%	7	10456
广州保利芳村项目	珠三角	住宅	100%	39	79399
广州保利昌岗中路项目	珠三角	住宅	51%	2	0
广州西海岸	珠三角	住宅	100%	57	9134
广州增城保利东江首府	珠三角	住宅	100%	84	83591
广州保利白云新城项目	珠三角	住宅	51%	11	15863
广州琶洲村项目	珠三角	综合	80%	108	357283
广州保利星海花园	珠三角	住宅	100%	10	6437
广州市白云区项目	珠三角	住宅	100%	19	-6288
福州保利电化厂项目	珠三角	住宅	40%	34	9537
顺德保利百合花园	珠三角	商住	100%	15	15092
佛山保利香槟花园	珠三角	住宅	100%	35	8474
佛山保利外滩一号	珠三角	商住	100%	41	63732
保利东湖林语	珠三角	住宅	100%	40	116234
佛山保利东湾一期	珠三角	住宅	100%	74	78834
佛山保利东湾二期	珠三角	商住	100%	79	95329
佛山保利班芙项目	珠三角	综合	100%	46	29001
佛山顺德保利商务区项目	珠三角	综合	100%	108	28743
东莞保利松山湖项目	珠三角	住宅	100%	26	7151
东莞市樟木头镇项目	珠三角	商住	80%	37	20093
珠海保利金湾项目	珠三角	商住	100%	45	26920
中山市港口镇民主社区地块	珠三角	商住	100%	83	-134
中山保利神涌项目	珠三角	商住	26%	52	9056
中山市保利港口镇项目	珠三角	商住	100%	150	40837
北京小营项目（香槟花园）	环渤海	住宅	100%	4	23752
北京保利西山林语	环渤海	住宅	100%	70	234857
北京保利垄上别墅	环渤海	住宅	85%	1	4995
北京保利百合花园	环渤海	住宅	100%	12	66271
北京保利嘉园	环渤海	双限房	100%	3	0
北京保利花园	环渤海	住宅	100%	31	32014
北京保利东郡	环渤海	住宅	100%	16	27932
北京保利茉莉公馆	环渤海	住宅	100%	29	42122
北京保利国际广场	环渤海	住宅	100%	33	21534
北京市保利生物医药基地	环渤海	商住	100%	51	43670
北京保利沙河项目	环渤海	住宅	90%	10	2918
天津保利上河雅颂	环渤海	商住	100%	63	50144
天津保利香槟国际	环渤海	商住	100%	10	26939
天津保利玫瑰湾	环渤海	商住	100%	71	65462
天津市保利海棠湾	环渤海	商住	100%	33	10426
天津大都会	环渤海	商住	50%	42	16216
天津市河西區地块	环渤海	商住	51%	32	12597
沈阳保利花园	环渤海	住宅	60%	16	14034
沈阳海棠花园	环渤海	住宅	31%	5	-624
沈阳保利上林湾	环渤海	住宅	92%	7	4047
沈阳保利十二橡树庄园	环渤海	住宅	100%	9	32762
沈阳保利心语花园	环渤海	住宅	100%	55	13730
沈阳市铁西区原水泵厂地块	环渤海	住宅	100%	59	28459
沈阳市棋盘山	环渤海	住宅	100%	12	15290

沈阳保利康桥	环渤海	住宅	92%	11	5132
沈阳保利溪湖林语	环渤海	商住	92%	86	36640
沈阳保利海上五月花	环渤海	商住	60%	33	2056
丹东保利锦江林语	环渤海	商住	47%	26	14616
长春保利罗兰香谷	环渤海	住宅	80%	19	26609
长春保利惠勒小镇	环渤海	住宅	50%	29	19379
长春保利香槟花园	环渤海	住宅	100%	32	10041
长春保利百合香湾	环渤海	商住	100%	50	26748
长春保利林语	环渤海	住宅	100%	47	17300
长春市保利散热厂器项目	环渤海	商住	100%	43	14714
青岛保利百合花园	环渤海	商住	100%	14	10328
青岛保利百合花园西区	环渤海	住宅	100%	18	14302
青岛保利里院里	环渤海	住宅	100%	27	10394
青岛保利海上罗兰	环渤海	住宅	100%	68	30304
青岛市四方区项目	环渤海	住宅	100%	21	5967
青岛市四方区两宗地块	环渤海	住宅	100%	18	7837
辽宁营口保利香槟花园	环渤海	商住	100%	116	54296
大城(2011)-18号	环渤海	商住	50%	15	12532
上海嘉定菊园项目	长三角	住宅	100%	10	28022
上海保利香槟苑	长三角	住宅	77%	8	33262
上海市保利叶上海	长三角	住宅	100%	34	121087
上海保利林语溪	长三角	住宅	100%	19	77340
保利叶语	长三角	住宅	50%	24	49062
上海黄浦江项目	长三角	办公	100%	14	-17799
上海临港新城项目	长三角	住宅	100%	19	147031
上海保利梧桐语	长三角	商住	100%	8	8944
上海保利茉莉公馆	长三角	商住	100%	27	2704
嘉兴保利西塘项目	长三角	住宅	70%	9	4032
上海市宝山区地块	长三角	居住	100%	20	18473
上海闵行动迁安置房	长三角	动迁	100%	8	0
杭州保利东湾	长三角	商住	100%	56	136004
杭州保利香槟国际	长三角	住宅	100%	14	6644
杭州保利下沙 38#地块	长三角	住宅	100%	17	1296
杭州保利下沙 42#地块	长三角	住宅	100%	18	1388
杭州申花路项目	长三角	住宅	100%	6	15293
杭州市经开区 38 号地块	长三角	住宅	100%	13	149
杭州市经开区 42 号地块	长三角	住宅	100%	14	935
杭州保利萧山项目	长三角	商住	100%	18	18655
绍兴保利柯桥项目	长三角	商住	100%	17	16894
慈溪市城西休闲娱乐商务区	长三角	商住	100%	60	12588
南京保利香槟国际	长三角	商住	100%	2	1820
南京保利紫晶山	长三角	住宅	100%	32	56526
南京市保利仙林湖项目	长三角	住宅	100%	20	626
南京市保利江宁项目	长三角	住宅	100%	40	11466
南通保利香槟国际	长三角	商住	100%	57	-11097
无锡保利香槟国际	长三角	住宅	100%	34	6944
连云港保利海上五月花	长三角	住宅	100%	38	15750
江苏保利常州项目	长三角	住宅	100%	28	11722
厦门市集美新城区地块	其他	零售用地	50%	17	-1991
厦门保利英环路项目	其他	住宅	50%	22	3054

重庆保利椰风半岛花园	其他	住宅	100%	7	6983
重庆保利花园（国宾上院）	其他	住宅	100%	2	1946
重庆保利香槟花园	其他	住宅	100%	6	8924
重庆保利国际高尔夫花园	其他	住宅	100%	48	165153
重庆保利心语	其他	住宅	100%	26	22857
重庆保利康桥	其他	住宅	100%	19	11466
重庆保利江上明珠	其他	住宅	100%	146	68066
重庆保利香雪花园	其他	住宅	100%	69	29276
重庆保利港湾国际	其他	住宅	100%	26	11126
重庆保利可爱岛	其他	住宅	100%	12	4681
重庆九龙坡区大杨石地块	其他	住宅	100%	22	4732
江北区江北城组团地块	其他	商住	100%	59	15849
重庆市九龙坡大杨石三宗地	其他	商住	100%	49	29131
成都保利公园 198 一期	其他	住宅	90%	18	7592
成都保利公园 198 二期	其他	住宅	90%	50	30242
成都保利公园 198 三期	其他	住宅	90%	26	18265
成都保利公园 198 四期	其他	住宅	90%	61	42734
成都保利中心	其他	综合	51%	20	36821
成都保利香槟花园	其他	商住	100%	19	13766
成都保利茉莉公馆	其他	住宅	100%	12	3352
成都保利心语花园	其他	商住	100%	57	62417
成都保利心语花园四期	其他	住宅	100%	30	14175
成都保利花园	其他	住宅	100%	62	20784
成都市新都三河街道碑地块	其他	商住	90%	38	7434
成都保利狮山水库项目	其他	商住	51%	19	3919
成都市高新区天府新城地块	其他	住宅	100%	15	7768
成都市成华区杉板桥路地块	其他	住宅	100%	25	12444
成都保利国际广场	其他	写字楼	100%	29	50677
成都保利石像湖乡村俱乐部	其他	住宅	90%	63	30278
成都保利康桥	其他	住宅	100%	32	12995
德阳市项目	其他	住宅	100%	80	36631
武汉保利心语花园	其他	住宅	100%	26	20353
武汉保利心语六期	其他	住宅	100%	62	29665
武汉湖滨项目	其他	住宅	100%	8	20366
武汉保利圆梦花园	其他	住宅	70%	140	18950
武汉保利图兰朵	其他	住宅	100%	28	37803
武汉保利海上五月花	其他	住宅	100%	52	18732
武汉保利香槟国际	其他	住宅	88%	20	4186
武汉市保利中央公馆	其他	住宅	51%	32	10809
武汉保利一号公馆	其他	住宅	100%	9	3184
武汉洪山区红旗村 058 号	其他	商住	100%	51	12894
武汉洪山区红旗村 059 号	其他	居住	100%	36	16592
湖南保利洞庭东岸	其他	商住	80%	3	184
湖南世纪荣城	其他	住宅	80%	8	13073
长沙保利花园二期	其他	商住	56%	14	4529
长沙保利麓谷林语	其他	住宅	80%	46	37323
长沙保利南湖项目	其他	商住	50%	31	27975
长沙保利阆峰云墅	其他	住宅	56%	3	1325
合肥市湖滨区	其他	住宅	50%	20	14790
包头保利拉菲公馆	其他	住宅	55%	29	11935

包头市香槟花园	其他	住宅	55%	27	12616
包头保利花园	其他	商住	55%	21	11990
包头保利百合花园	其他	住宅	55%	7	2882
包头保利南海公园	其他	住宅	55%	9	239
南昌保利半山国际花园	其他	住宅	75%	51	39299
南昌保利国际高尔夫花园	其他	住宅	60%	16	42252
南昌保利东湾国际花园	其他	住宅	100%	28	20949
南昌保利艾西湖项目	其他	住宅	100%	52	38876
南昌铭雅欧洲城	其他	商住	60%	120	91881
阳江保利银滩项目	其他	综合	100%	83	69530
阳江保利罗兰香谷	其他	居住	100%	21	8852
广州保利国际广场	珠三角	写字楼	100%	10	30677
广州 PZB1501 项目	珠三角	商业会展	51%	10	14539
大连海运学院项目	渤海湾	住宅	100%	21	14167
总计				5611	4833235
WACC=15%					
净权益增加值			4833235 万		
2010 年末净资产			2970929 万		
NAV			7804164 万		
股本			594832.87 万股		
每股 NAV			13.12 元		

资料来源：长江证券研究部

投资评级与风险提示

投资评级

过去几年来我们一直推荐保利，最主要是看重了公司卓越的战略判断能力与公司强大的执行力，再加上市场环境给予的机会成就了保利过去几年以来的高速增长。目前的市场环境已然不同，公司未来的成长或许不会如过去那样快，但受益于集中度的提升我们仍然认为公司未来的成长速度还将远超行业平均水平。我们预计 2011、2012 年 EPS 分别为 1.1、1.42 元，维持“推荐”评级。

风险提示

公司主要以住宅业务为主受政策调控影响较大，12 年上半年销售额同比或将出现下滑。

公司财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	35894	47028	61137	79478	货币资金	19151	20023	22182	23414
营业成本	23645	29957	39433	51661	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	12249	17071	21704	27817	应收账款	4251	5476	7119	9254
% 营业收入	34.1%	36.3%	35.5%	35.0%	存货	109898	122222	146059	178009
营业税金及附加	3584	5173	6114	8345	预付账款	13371	16605	22324	29021
% 营业收入	10.0%	11.0%	10.0%	10.5%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	803	1082	1406	1828	流动资产合计	146672	164326	197684	239699
% 营业收入	2.2%	2.3%	2.3%	2.3%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	573	799	1039	1351	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%	长期股权投资	937	937	937	937
财务费用	-102	-69	-39	5	投资性房地产	4240	4240	4240	4240
% 营业收入	-0.3%	-0.1%	-0.1%	0.0%	固定资产合计	323	369	402	443
资产减值损失	9	0	0	0	无形资产	9	9	8	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	10	10	10	10
投资收益	42	0	0	0	递延所得税资产	132	0	0	0
营业利润	7424	10086	13184	16288	其他非流动资产	5	5	5	5
% 营业收入	20.7%	21.4%	21.6%	20.5%	资产总计	152328	169896	203286	245342
营业外收支	-20	0	0	0	短期贷款	7334	0	0	0
利润总额	7405	10086	13184	16288	应付款项	4217	5228	7029	9138
% 营业收入	20.6%	21.4%	21.6%	20.5%	预收账款	51544	67721	88037	114448
所得税费用	1899	2521	3296	4072	应付职工薪酬	241	322	433	563
净利润	5505	7564	9888	12216	应交税费	-1478	-2078	-2541	-3353
归属于母公司所有者					其他流动负债	7039	8799	11803	15343
的净利润	4920.0	6555.9	8437.6	10261.7	流动负债合计	68897	79994	104761	136140
少数股东损益	585	1009	1450	1955	长期借款	47029	47029	47029	47029
EPS（元/股）	0.83	1.10	1.42	1.73	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	110	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	4272	4272	4272	4272
经营活动现金流净额	-22370	9261	3569	3014	负债合计	120308	131295	156063	187441
取得投资收益	3	0	0	0	归属于母公司	29709	35282	42454	51176
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	-1083	0	0	0	少数股东权益	2311	3320	4770	6724
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	32020	38601	47224	57901
固定资产投资	-66	-141	-183	-238	负债及股东权益	152328	169896	203286	245342
其他	-708	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-1857	-141	-183	-238		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.827	1.102	1.418	1.725
股权融资	331	0	0	0	BVPS	6.49	7.71	7.14	8.60
银行贷款增加（减少）	31071	-7334	0	0	PE	12.91	9.69	7.53	6.19
筹资成本	3235	-914	-1226	-1544	PEG	0.47	0.35	0.27	0.22
其他	-6504	0	0	0	PB	1.64	1.39	1.50	1.24
筹资活动现金流净额	28133	-8248	-1226	-1544	EV/EBITDA	13.13	8.95	6.65	5.28
现金净流量	3905	871	2160	1232	ROE	16.6%	18.6%	19.9%	20.1%

资料来源：长江证券研究所

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999 Zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。