

保利地产(600048)

广州楼市见底并期待回升的充分受益者

2月销售数据点评

孙建平

021-38676316

sunjianping@gtjas.com

本报告导读： 根据公司销售月报数据更新公司价值判断。

投资要点：

- 2月保利地产数据总体评价：销售增长良好，但这在市场预期之内，也仅是符合完成我们预估的公司09年1.18元EPS要求。
- 公司2月实现销售面积20万平米，销售金额20亿元，09年1-2月累计销售面积39万平米，销售金额34亿元，分别同比增长229%和198%。
- 公司2月销售数据同比有较好增长的原因包括：公司继续推行包括降价在内的销售策略；政府楼市刺激政策产生积极效果；公司所在的、行业率先大幅调整的广深区域回暖力度大；08年同比基数低。
- 2月销售均价约9800元，均价走高和公司2月所售楼盘档次提高有关。08年均价基数低是受广州保利西子湾销售影响。
- 11月以来各大城市占成交量比重最大的是90平米左右中小户型和中低价位普通住宅，公司作为行业龙头，近期销售分布亦是如此。
- 1-2月月均销售17亿元。若09年销售同比零增长，则月均销售17.5亿元；若增长10%，则月均19亿元；若增长20%，则月均销售26.5亿元。
- 09年业绩锁定性好，迄今为止已售未结算房款达173亿元，相当于09年结算主营收入的111%，但有必要指出09年项目毛利率将下降。
- 项目储备资源丰富，09年尚未开始拿地。08年末可结算资源1828万平米，分布于16个城市，其中普通住宅占85%，中心城市储备量89%。
- 关注再融资进展。公司拟非公开定向增发募集不超过80亿资金用于上海、广州等地的项目开发（股本扩张不超过20%，发行价不低于15.89元），其中，保利集团承诺以不超过15亿元现金认购。
- 维持3月3日《春江水暖鸭先知》判断，预售项目和净利润主要来源是广州，公司将是广州深圳区域楼市见底并持续回暖的最大受益者之一。
- 维持09和10年1.18和1.58元EPS预测；维持17.5元RNAV。假设此次定向增发成功且股本扩张20%，则09和10年EPS为0.98和1.31元。
- 考虑公司央企和行业龙头地位，估值在主流公司均值上溢价20%，即18倍，综合RNAV和PB估值，目标价20-21元，维持增持投资评级。

财务摘要 (百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	4027.22	8115.23	15519.9	23613.90	29824.76
(+/-)%	71%	102%	91.24%	52%	26%
经营利润 (EBIT)	841.37	1820.83	4012.1	4916.62	6420.19
(+/-)%	29%	116%	120%	23%	31%
净利润	658.77	1489.09	2238.86	2889.61	3866.61
(+/-)%	62%	126%	50.35%	29%	34%
每股净收益 (元)	1.20	1.21	0.91	1.18	1.58
每股股利 (元)	0.07	0.16	0.13	0.35	0.47

利润率和估值指标	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
经营利润率 (%)	20.9%	22.4%	25.9%	20.8%	21.5%
市盈率	17.0	16.8	22.3	17.3	12.9
股息率 (%)	0.1%	0.3%	1.3%	1.7%	2.3%

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：

¥20.5

上次预测： ¥20.00

当前价格：

¥20.39

2009.03.09

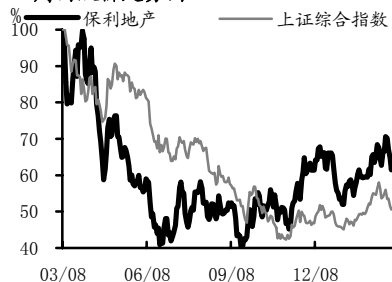
交易数据

52周内股价区间 (元)	10.88 ~ 64.45
总市值 (百万元)	50,003
总股本/流通A股 (百万股)	2,452/1,251
流通B股/H股	0/0
流通股比例	0.51
日均成交量 (百万股)	20.9
日均成交值 (百万元)	369.5

资产负债表摘要 (12/08)

股东权益 (百万元)	14079
每股净资产	5.74
市净率	3.55
资产负债率	70.8%

52周内股价走势图



相关报告

《保利地产：08年业绩与预期一致，关注再融资进展》，2009.2.18

《保利地产：预计08年销售额计划完成比例90%》，2008.10.28

《保利地产：已有83亿预售房款为09年业绩做贡献》，2008.09.05

行业更新报告《春江水暖鸭先知》，2009.3.3

《房价定乾坤---2009年房地产行业投资策略》，2008.12.03

《地产板块中的创投先锋：中国宝安、张江高科、北京城建》，2009.2.3

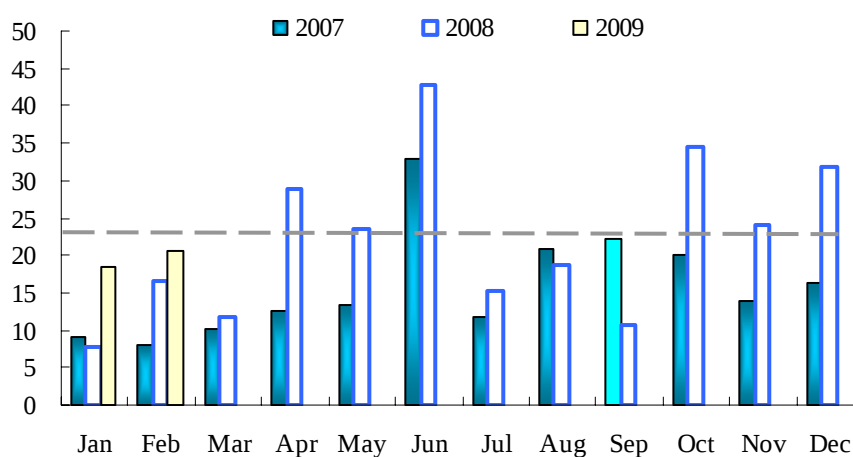
《国泰君安地产双周报》第1-2、3、4、5-6、7、8、9、10、11、12、13、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26期，2008.1-2009.2.

《北京深圳珠海三地楼市调研简报—中粮、招地、首开、龙湖、华发、万科、金地、侨城》，2008.10.20

《资金紧张的冬天，谁的棉衣厚？—地产行业资金链状况及其影响》，2008.6.18

行业报告《在黑夜中寻找光明》，2008.3.18

图 1 最近三年公司每月销售面积情况 (单位: 万平方米)



数据来源: 公司资料, 国泰君安证券研究所。下图 2、3 同。

图 2 最近三年公司每月销售额情况 (单位: 亿元)

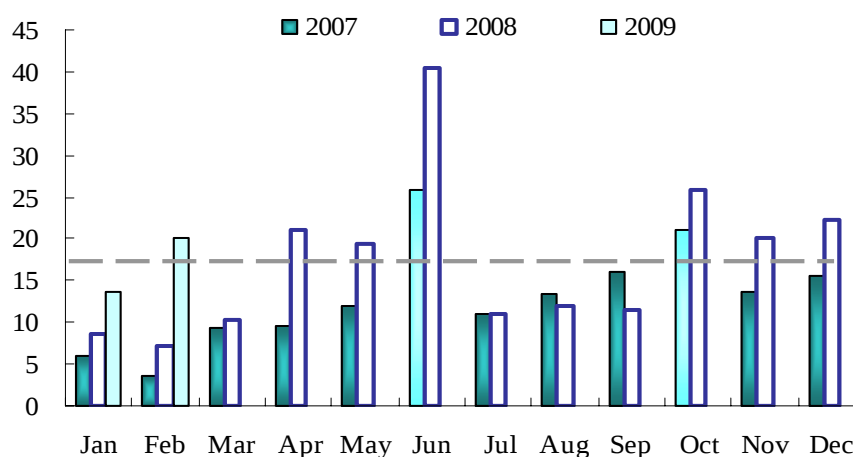


图 3 最近三年公司每月销售均价情况 (单位: 元/平方米)

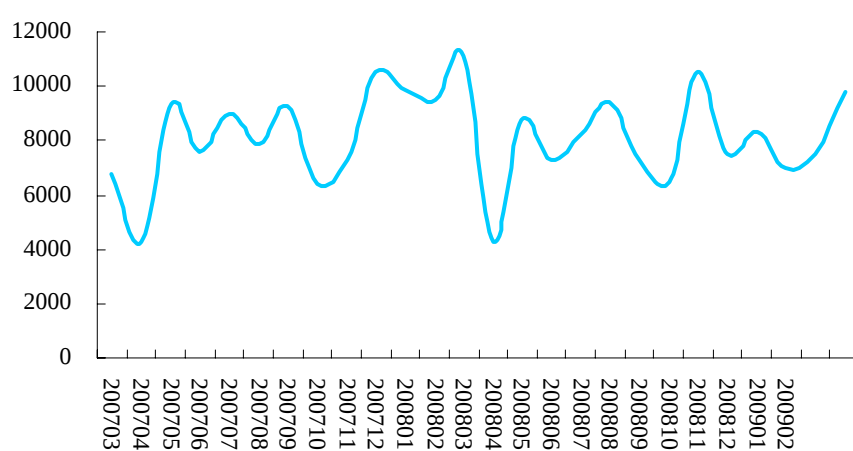


表 1: 公司拟非公开定向发行募集资金投向项目情况 (单位: 亿元, 万平米,)

项目名称	地理位置	项目总投资	拟投入募集资金	募集资金占比	建筑面积	预计销售额	预计售价	预计销售 额占比
上海保利叶上海	宝山顾村	58.28	24.00	30%	70.40	74.99	10652	27%
上海保利林语溪	南汇康桥	15.89	7.00	9%	19.30	20.2	10466	7%
广州保利 V 座	珠江新城	10.23	3.00	4%	20.50	19.8	9659	7%
佛山顺德保利合园	顺德区容桂文海路	8.08	4.00	5%	27.30	10.1	3700	4%
天津保利上河雅颂	武清区城区泉达路	36.58	15.00	19%	89.60	45.9	5123	16%
长沙麓谷林语	河西麓谷科技新城	42.77	11.00	14%	138.10	54.9	3975	20%
成都公园 198	新都区蜀龙大道	20.05	8.00	10%	67.10	29	4322	10%
长春保利罗兰香谷	高新园区	20.51	8.00	10%	61.90	26.4	4265	9%
合计		212.40	80.00	100%	494.20	281.29	--	100%

注: 表中预计销售额和均价为公司非公开发行业务董事会决议公告中的预测数据。数据来源: 公司资料, 国泰君安证券研究所。

表 2: 公司拟建项目汇总 (单位: 百万, 万平米)

项目位置	类别	计划总投资	占地面积	规划建面	权益建面
广州	写字楼	780	0.6	7.2	3.7
广州	住宅	9824	31.8	96.3	94.5
佛山	住宅	567	3.4	11.7	11.7
上海	住宅	3212	24.2	40.4	20.2
重庆	住宅	1446	11.2	49.5	49.5
沈阳	住宅	1968	70.3	64.3	36.4
长沙、南昌	商住	1278	331	93.4	65.2
包头	住宅	1714	18.9	49.8	27.4
长春	住宅	435	22.8	25.1	25.1
合计		24155	358.4	437.7	333.5

表 3: 广州市一手住宅成交量集中于中低价普通住宅 (单位: 万平米)

时间	2009-1		2008-12		2008-11	
均价区段	面积	占比	面积	占比	面积	占比
18000 以上	0.58	1.6%	0.6	1.4%	2.07	4.5%
14000-18000	2.31	6.2%	5.12	12.4%	5.21	11.2%
10000-14000	7.41	19.7%	7.07	17.2%	14.94	32.1%
10000 以下	27.22	72.5%	28.35	68.9%	24.27	52.2%
Total	37.52	100%	41.14	100%	46.49	100%

数据来源: 行业更新报告《春江地暖鸭先知》, 2009.3.3。

附表：公司损益表及其预测（单位：百万元，百万股）

年份	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
一、营业总收入	2356.42	4027.22	8115.23	15519.90	23613.90	29824.76
营业收入	2356.42	4027.22	8115.23	15519.90	23613.90	29824.76
二、营业总成本	1705.25	3178.98	6269.88	11779.03	18915.35	23613.34
营业成本	1353.55	2586.56	4991.10	9188.23	15155.20	18692.26
营业税金及附加	155.17	315.45	839.49	1545.96	2125.25	2922.83
销售费用	105.06	168.30	255.60	462.40	826.49	1043.87
管理费用	88.88	115.54	208.21	311.21	590.35	745.62
财务费用	2.59	-6.87	-31.93	-33.22	118.07	208.77
资产减值损失			7.42	304.45	100.00	0.00
三、其他经营收益						
公允价值变动净收益			1.03	-1.15		
投资净收益	-0.39	199.31	207.46	97.09	0.00	0.00
其中：对联营和合营企业投资收益						
四、营业利润	656.29	1050.97	2053.85	3836.81	4698.55	6211.41
加：营业外收入	1.68	1.44	355.75	196.85	0.00	0.00
减：营业外支出	2.27	5.01	6.51	10.38	0.00	0.00
其中：非流动资产处置净损失				44.17		
五、利润总额	655.70	1047.40	2403.09	4023.28	4698.55	6211.41
减：所得税	238.49	325.77	774.82	979.61	1174.64	1552.85
加：未确认的投资损失						
六、净利润	417.21	721.63	1628.27	3043.67	3523.91	4658.56
减：少数股东损益	10.36	62.86	139.18	804.81	634.30	791.96
归属于母公司所有者的净利润	406.85	658.77	1489.09	2238.86	2889.61	3866.61
七、每股收益：						
总股本	400	550	1226.17	2452.34	2452.34	2452.34
（一）基本每股收益(元)	1.02	1.20	1.21	0.91	1.18	1.58

注：若考虑 09 年定向增发成功，并以最高限现有股本扩张 20% 计算，则 09 年和 10 年摊薄后 EPS 分别为 0.98 元和 1.31 元。

数据来源：wind 资讯，国泰君安证券研究所预测。

作者简介:

孙建平: 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“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名, 2008年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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, 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。

我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头寸并进行交易, 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。

本报告版权仅为我公司所有, 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、刊发, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com