

保利地产

600048

增持/ 维持评级

股 价	2009/04/07
RMB22.54	

基础数据

总股本（百万股）	2452
流通 A 股（百万股）	1251
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	28207

财务数据

市净率 (X)	3.93
TRACING P/E (X)*	24.69
EPS (元)	0.91
股息率 (%)	0.59

*最近四季盈利计算。

相关研究

《逆境中增长——08 年年报点评》

090219

分 析 师
鱼晋华
 0755-8249 2232
 yujinhua@lhqz.com
胡栋亮
 0755-8208 0004
 hudl@lhqz.com

超越市场同期增长

——三月份销售数据点评

经营预测与估值	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	8115.2	15519.9	18378	27077	34143
(+/-%)	101.3	91.2	18	47	26
归属母公司净利润(百万元)	1489.1	2238.9	3340	4536	5132
(+/-%)	121.8	50.4	49	31	13
EPS(元)	0.61	0.91	1.20	1.58	2.09
P/E(倍)	37.1	24.7	19	14	11

■ 公司今日披露 09 年 3 月份销售数据：实现签约面积 37.3 万平方米，签约金额 30.9 亿元，环比 2 月分别增长 81%和 53%；销售均价 8284 元/平方米，环比下跌 15%。今年 1 至 3 月累计签约面积 76.3 万平方米，签约金额 64.8 亿元，同比去年分别增长 133%和 197%。从我们对几个重点城市的销售数据跟踪来看，公司的销售增长超越了这些市场的同期增长。

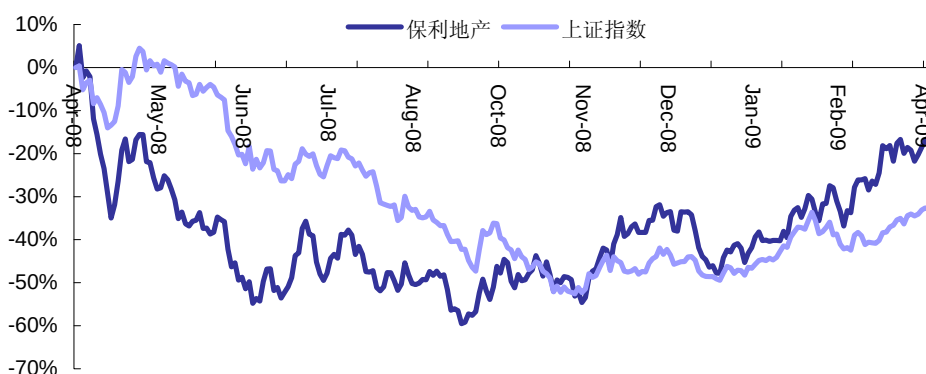
■ 在几个一线城市中，公司一季度仅有上海五月花和叶都、广州香之雪和紫薇花园有新批次推出，且大部分批次推出时间已经是在 3 月底，对一季度销售贡献有限。公司的销售业绩主要依靠 08 年推出的旧盘。从我们的跟踪来看，公司的推盘力度进入 3 月份后开始加大。从推盘结构来看，以推小户型为主，还是定位在自住需求。

■ 我们认为公司在土地储备、项目开发和市场营销等各个方面都较为平均，没有明显的短板，也即公司均好性较好。同时相比万科和金地，公司土地成本更低，具备更好的抵御市场风险的能力，在市场低迷的 08 年，公司销售业绩表现也要强于其它一线地产股。

■ 公司计划非公开发行募集资金不超过 80 亿元，相比资金压力，我们认为公司如果公司顺利增发，将可利用土地市场的低迷期，实现更低成本的扩张。

■ 预计公司 09-10 年 EPS 分别为 1.2 和 1.58 元，对应动态 PE 分别为 19 倍和 14 倍。维持增持评级。

最近 52 周股价表现



一季度销售超越市场同期增长

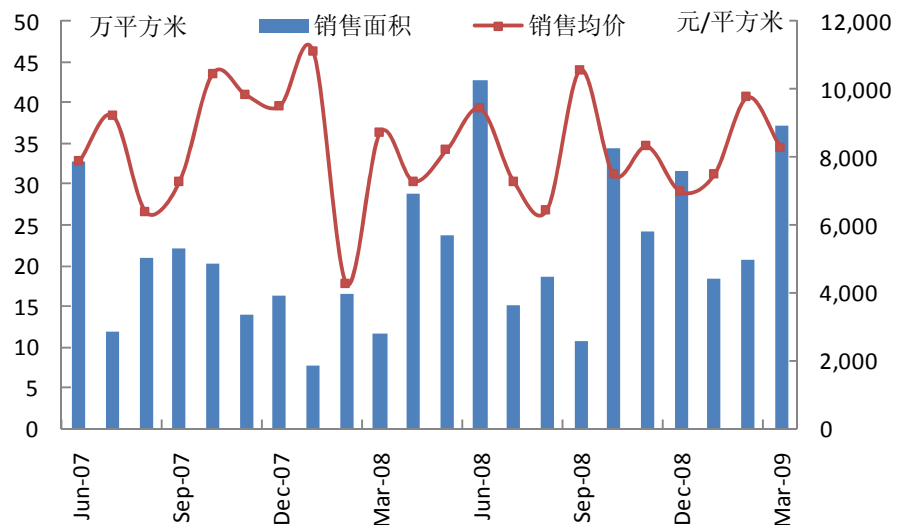
公司今日披露 09 年 3 月份销售数据：实现签约面积 37.3 万平方米，签约金额 30.9 亿元，环比 2 月分别增长 81%和 53%；销售均价 8284 元/平方米，环比下跌 15%。公司 09 年 1 至 3 月累计签约面积 76.3 万平方米，签约金额 64.8 亿元，同比去年分别增长 133%和 197%；销售均价 8495 元/平方米，同比去年上涨 27%。从我们对几个重点城市的销售数据跟踪来看，公司的销售增长超越了这些市场的同期增长。

表 1、公司与一线城市总体成交情况比较			单位：万平方米	
	3 月成交面积	环比增长	1-3 月成交面积	同比增长
北京	168.5	82%	333.8	56%
上海	227.4	94%	421.3	4%
武汉	127.7	79%	259.2	87%
重庆	212.8	30%	461.0	n.a.
深圳	81.0	66%	169.1	179%
保利地产	37.3	81%	76.3	133%

数据来源：公司公告，各城市房管局，联合证券研究所

注：北京和上海为商品住宅成交面积；武汉、重庆和深圳为新建商品房成交面积
公司在深圳没有项目

图 1、公司月度销售情况



数据来源：公司公告，联合证券研究所

注：09 年前为认购面积和认购均价，09 年后为签约面积和签约均价

此外在一线城市中，公司一季度仅有上海五月花和叶都、广州香之雪和紫薇花园有新批次推出，且大部分批次推出时间已经是在 3 月底，对一季度销售贡献有限。公司一季度的销售业绩主要依靠 08 年推出的旧盘。其中百合花园、五月花、西子湾、叶都以及香之雪，08 年推出批次在 09 年一季度销售均过百套。截至 3 月底，08 年批次中，西子湾项目已基本售罄，叶都、紫薇花园、五月花和林语山庄销售率也超过了 70%。

结构方面，我们看到小户型更受当前消费者青睐，凸显了刚性自住需求的特

征。以西山林语为例, 08 年 6 月份推出两个批次, 户均面积分别为 435 平米的别墅和 120 平米的小高层, 其中别墅项目在 09 年一季度仅售出 6 套, 截止 3 月末销售率为 34%, 而小高层项目在 09 年一季度共售出 60 套, 截止 3 月末, 销售率达到了 77%。此外, 写字楼项目未能享受到住宅市场回暖的好处, 销售还是比较低迷, 保利世贸中心在一季度仅售出 14 套, 至 3 月末, 销售率也仅有 27%。

表 2、公司 08 年在重点城市批售项目于 09 年销售情况				单位：套，平方米			
城市/项目	类型	批售套数	批售面积	销售套数			销售率/套数
				1 月	2 月	3 月	
北京							
西山林语	住宅/公建/车位	1365	198163	7	26	34	52%
百合花园	住宅/商业/车位	1842	152882	57	183	208	66%
上海							
五月花	住宅	1563	142091	29	110	90	78%
西子湾	住宅/商业	1535	144485	24	64	116	57%
叶都	住宅	451	50761	20	75	76	89%
广州							
心语花园	住宅	1023	106669	-3	5	12	45%
林语山庄	住宅	363	51445	7	3	3	74%
香之雪	住宅/商业	813	141252	9	53	61	56%
西子湾	住宅	789	84186	20	31	46	99%
紫薇花园	住宅	437	40706	25	30	6	80%
保利世贸中心	办公	218	47568	13	0	1	27%

数据来源: 各城市房管局, 联合证券研究所

注: 销售率为截止 3 月 31 日的数据

入市项目开始增多

从我们跟踪的情况来看, 进入 3 月份, 公司开始加大推盘力度, 一线城市中, 上海的五月花和叶都, 广州的香之雪和紫薇花园有新批次推出。从推盘结构方面, 我们看到公司还是针对目前以自住需求为主的特征, 主推小户型, 其中五月花、叶都和紫薇花园的户均面积都是小于 100 平米。

定位的合理加上市场的回暖, 公司在 3 月初推出的两个项目销售情况均不错, 至 3 月末, 五月花和紫薇花园的销售率分别达到了 52% 和 87%。

表 3、公司在 09 年重点城市批售项目销售情况					单位：套，平方米			
城市/项目	批售时间	类型	批售套数	批售面积	销售套数			销售率/套数
					1 月	2 月	3 月	
上海								
五月花	2009 年 3 月 07 日	住宅	162	12292			85	52%
	2009 年 3 月 28 日	住宅	168	13326			20	12%
叶都	2009 年 1 月 06 日	住宅	33	7688	11	12	4	82%
	2009 年 3 月 28 日	住宅	144	11962			15	10%
广州								
香之雪	2009 年 3 月 27 日	住宅	54	8713			1	2%
	2009 年 3 月 27 日	住宅	180	26442			9	5%
紫薇花园	2009 年 3 月 6 日	住宅	223	20263			195	87%

数据来源: 各城市房管局, 联合证券研究所

注: 销售率为截止 3 月 31 日的数据

均好性较好

我们认为公司在土地储备、项目开发和市场营销等各个方面均表现不错，具备均好性特点。

截止 08 年末，公司拥有可售资源 1828 万平米，其中普通住宅占 85%，中心城市储备量达到 89%，项目资源结构合理。相比万科和金地，公司项目地价更低，具备更好的抵御市场风险的能力。

表 4、重点公司新增土地储备情况比较 单位：万 m²，元/ m²

	2006 年		2007 年		2008 年	
	权益建面	楼面地价	权益建面	楼面地价	权益建面	楼面地价
保利	359	1442	639	3351	596	940
万科	982	2316	934	4379	465	2003
金地	112	2937	472	3206	90	2001

数据来源：公司公告，联合证券研究所

公司同时具备了较强的市场应变能力，我们看到，在市场低迷的 08 年，公司在多个项目中采取了小规模多批次的推盘策略，取得了不错的销售业绩。公司 08 年共实现销售面积 258.5 万平米，销售金额 205.1 亿元，同比分别增长了 29.5% 和 20.4%，好于万科和金地，这样的业绩在行业持续低迷的 08 年难能可贵。

表 5、重点公司 08 年销售业绩比较 单位：万平方米，亿元

公司	销售面积	同比增长	销售金额	同比增长
保利	258.5	29.5%	205.1	20.4%
万科	557.0	-9.2%	478.7	-8.6%
金地	109.9	1.7%	114.0	17.0%

数据来源：公司公告，联合证券研究所

若定向增发完成，将利于公司低成本扩张

公司计划非公开发行募集资金不超过 80 亿元，用于上海叶都等 8 个项目的建设。虽然 08 年末公司资产负债率达到了 71%，但我们看到公司高负债运营是一个常态，近 6 年中，除了 07 年资产负债率为 69%，其余 5 年均高于 70%。公司流动比率还创出了近 6 年来的新高，达到了 2.73。

我们认为如果公司能顺利完成此次增发，将可在当前土地市场低迷的时候实现低成本扩张。同时我们看到，保利集团承诺以不超过 15 亿元现金认购本次增发股份，彰显了大股东对公司的支持，有利于公司股价的稳定。

维持增持评级

我们预计公司 09-10 年 EPS 分别为 1.2 和 1.58 元，对应动态 PE 分别为 19 倍和 14 倍。有一定估值吸引力。维持增持评级。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还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。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。