

保利地产 (600048)

该出手时就出手

2009 年 5 月销售数据和新增项目储备点评

孙建平 李署
 021-38676316 021-38676911
 sunjianping@gtjas.com Lishu007581@gtjas.com

本报告导读：根据公司销售月报数据和最新动态更新公司价值判断。

投资要点：

- 5 月保利地产数据总体评价：销售增长良好，在市场预期之内，也符合完成我们预估的公司 09 年和 10 年业绩预测要求。
- 公司 5 月实现销售面积 57.5 万平米，销售金额 42 亿元，09 年 1-5 月累计销售面积 182 万平米，销售金额 147 亿元，分别同比增长 150% 和 158%（考虑 09 年 1 月统计口径从认购改签约后的可比）。
- 公司今年来销售业绩堪称靓丽，成长很快。其原因除了行业回暖外，还和公司品牌扩大和产品性价比提高有关。
- 1-5 月销售业绩冠军是公司根据地“广佛”两市，其次是北京和上海两个城市。即行业充分调整的广佛区域依然是收入贡献主要来源。
- 5 月销售均价约 7310 元，环比下降 12%。这与二线城销售回暖，而一二线城市项目存在较大的价差有关。
- 09 年业绩锁定性好。迄今为止已售未结算房款达 286 亿元，相当于 08 年结算主营收入的 185%，但有必要指出 09 年项目毛利率将略有下降。
- 拿地扩张上保持了成长性企业所不可避免具有的激进风格，抓住了行业扩张机会。集中表现在 08 年 12 月拿下了上海等地 117 万平米建面项目。
- 项目储备资源丰富。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%。09 年 5 月以 3.85 亿元底价获得北京密云 31.6 万平米住宅项目，楼面地价仅 1220 元。
- 再融资方案已获证监会有条件通过，三季度有望启动。公司拟非公开定向增发募集不超过 80 亿资金用于项目开发（发行价不低于 15.89 元，股本扩张不超过 16%），保利集团承诺以不超过 15 亿元现金认购。
- 维持除权后 09 和 10 年 0.93 和 1.25 元 EPS 预测；更新后 18.95 元 RNAV。按定增股本扩张 16%，则 09 和 10 年 EPS 为 0.8 和 1.08 元。
- 考虑公司央企和行业龙头地位，给予公司 25 倍 PE，综合 RNAV 和 PE 估值，目标价 23--25 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	8115	15520	23776	30060
(+/-)%	71	102	9	53	26
经营利润 (EBIT)	8414	1821	4012	5055	6618
(+/-)%	29	116	120	26	31
净利润	659	1489	2239	2974	3989
(+/-)%	62	126	50	33	34
每股净收益 (元)	1.20	1.21	0.91	0.93	1.25
每股股利 (元)	0.07	0.16	0.13	0.28	0.38

利润率和估值指标	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
经营利润率 (%)	20.9	22.4	22.5	20.8	21.5
市盈率	21.1	20.9	27.8	27.8	20.9
股息率 (%)	0.3	0.6	0.5	1.1	1.4

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：¥24.00
 上次预测：¥22.66
 当前价格：¥25.29
 2009.06.08

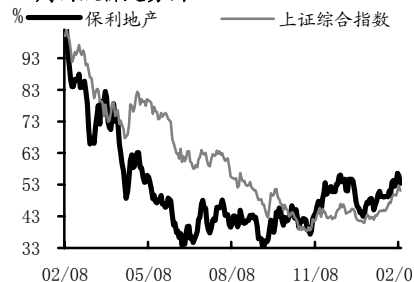
交易数据

52 周内股价区间 (元)	10.88 ~ 25.15
总市值 (百万元)	68,160
总股本/流通 A 股 (百万股)	3,188/1,627
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.51
日均成交量 (百万股)	22.3
日均成交值 (百万元)	392.8

资产负债表摘要 (12/08)

股东权益 (百万元)	14079
每股净资产	4.42
市净率	5.72
资产负债率	70.8%

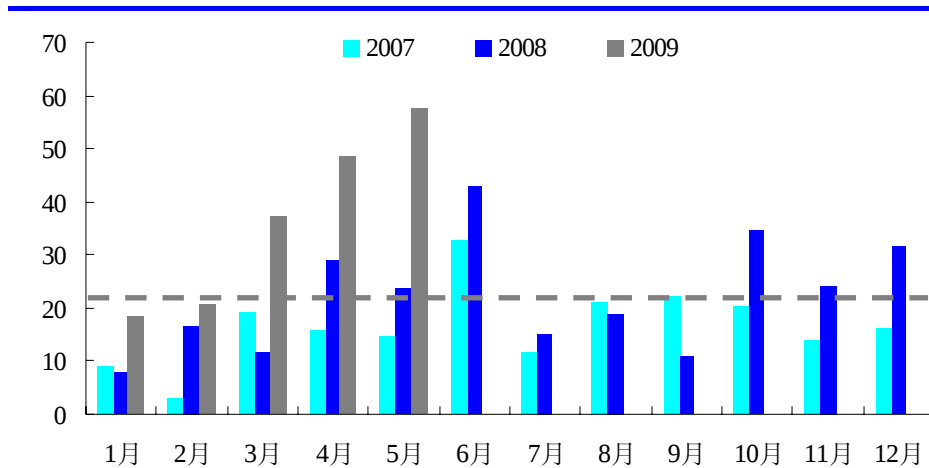
52 周内股价走势图



相关报告

《保利地产：广州楼市见底并期待回升的充分受益者》，2008.03.09
 《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
 《行业事件快评：政府研究开征物业税点评》，2009.5.26
 《房地产上市公司 08 年报&09 年 1 季报评述—业绩成长性减弱，资金压力缓解，周转放慢》，2009.5.5
 《行业趋势：阴转多云—2009 年二季度房地产行业投资策略》PPT，2009.4.1
 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
 《国泰君安地产双周报》第 1-34 期，2008.1-2009.6
 《房地产上市公司三季报总结评述》，2008.11.10
 《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

图1: 最近三年每月公司销售面积情况(万平米)



注: 09年1月开始公司销售面积或销售额统计口径从认购改为签约, 更为稳健, 同业间也更可比。

数据来源: 公司资料, 国泰君安证券。下图2、3同。

图2 最近三年公司每月销售额情况 (单位: 亿元)

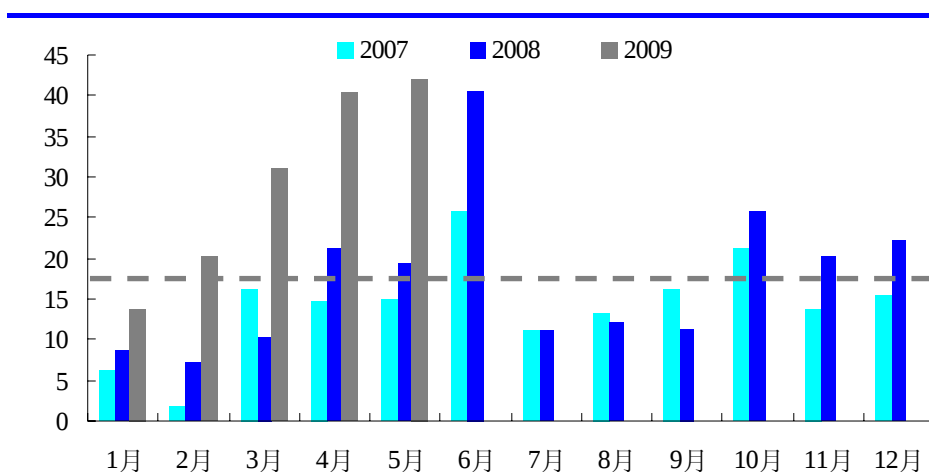


图3 最近三年公司每月销售均价情况 (单位: 元/平米)

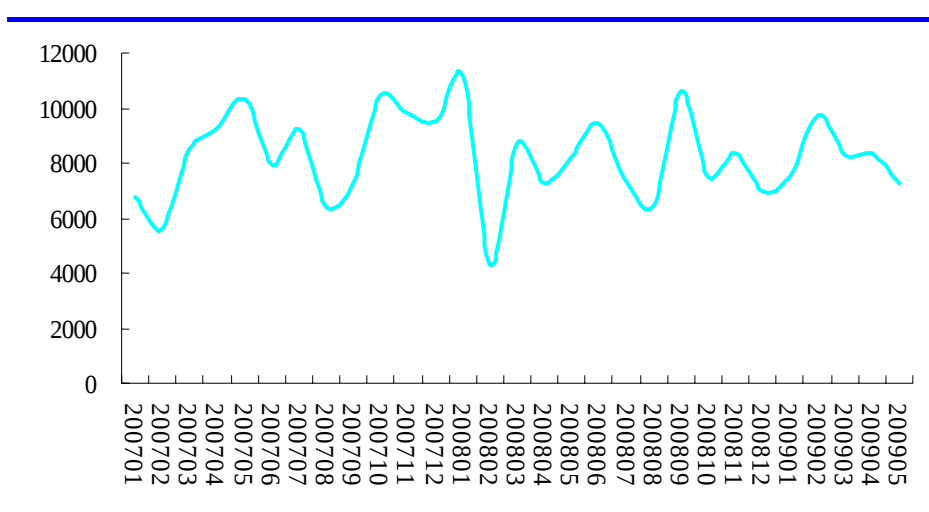


表1: 公司拟非公开定向发行募集资金投向项目情况 (单位: 亿元, 万平米,)

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董事会决议公告中的预测数据。数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

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	33.1	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
北京	住宅		20.2	31.6	31.6
合计		24155	236.5	469.3	365.3

注: 北京项目为新增的密云项目; 数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

表3: 公司 2008 年来拿地策略显进攻性 (单位: 万平米)

时间	占地面积	预计建筑面积	地上建筑面积	地价总额	平均楼面地价
200801	40.81	127.63	99.17	11.15	874
200802	61.69	127.56	111.07	16.99	1332
200804	45.73	52.60	52.60	0.45	86
200806	54.98	115.46	115.46	8.22	712
200808	170.49	120.84	120.84	7.51	621
200812	47.1	116.88	105.19	17.99	1539
200905	17.81	35.07	31.56	3.85	1098
合计	438.60	696.04	635.89	66.15	---

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券。

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	23776.36	30059.62
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	4835.82	6407.53
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	4835.82	6407.53
减：所得税	238.49	325.77	774.82	979.61	1208.96	1601.88
加：未确认的投资损失						
六、净利润	417.21	721.63	1628.27	3043.67	3626.87	4805.64
减：少数股东损益	10.36	62.86	139.18	804.81	652.84	816.96
归属于母公司所有者的净利润	406.85	658.77	1489.09	2238.86	2974.03	3988.68
七、每股收益：						
总股本	400	550	1226.17	2452.34	3188.04	3188.04
（一）基本每股收益（元）	1.02	1.20	1.21	0.91	0.93	1.25

注：若考虑09年定向增发成功，并以15.89元最低发行价、现有股本扩张16%计算，则09年和10年摊薄后EPS分别为0.8元和1.08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。

李署:工科硕士,毕业于南京大学,2008年7月进入国泰君安证券研究所,从事房地产行业研究。

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

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

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