

保利地产 (600048) 年报点评

资金实力熨平行业周期波动，高速扩张仍在进行中

推荐

维持评级

金融/房地产开发

2010 年 2 月 4 日

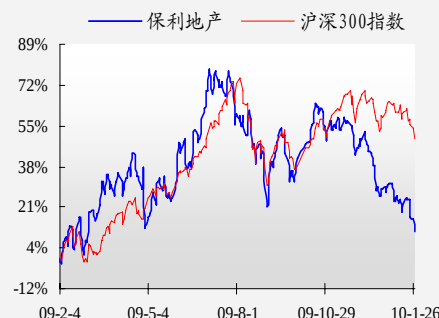
投资要点:

- 事项: 2010 年 2 月 4 日, 保利地产公布了 2009 年年度报告。公司全年实现营业收入 229.9 亿元, 同比增长 48.11%; 实现归属于母公司所有者的净利润 35.2 亿元, 同比增长 57.19%, 加权平均净资产收益率从 17.25% 提高到 18.64%, 每股收益由 0.7 元提高到 1.06 元。公司提出了每 10 股派发现金红利 1.00 元 (含税), 并以资本公积金每 10 股转增 3 股分红预案。
- 销售业绩继续保持较高增长, 并明显高于行业整体平均水平。
- 2009 年, 保利地产的新开工面积仅较上年增长了 24%, 与当年签约销售面积基本持平。
- 2009 年公司土地储备水平实现了跨越式增长。
- 2009 年公司的毛利率达到 36.81%, 与上年相比有所下降。
- 公司预收账款余额较上年增加近 2 倍, 公司充分享受到了行业反转所带来的欣喜。
- 债务结构非常稳健, 有息负债中的长期借款占比高达 83%, 短期之内基本无还款压力。
- 我们对公司未来 2 年的业绩预测为 2010 年每股收益为 1.33 元, 2011 年每股收益为 1.87 元, 并维持推荐的评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2009	2,298,700	48.10	351,923	57.19	1.06	14.87	18.7	
2010E	3,050,000	33	451,125	28	1.33	15.90	14.9	
2011E	4,270,000	40	623,350	38	1.77	17.35	11.2	
2012E								

走势图



市场数据

2010-2-4

收盘价:	19.86 元
52 周最高价:	30.90 元
52 周最低价:	16.33 元
平均持仓成本:	24.08 元

基本数据

2009Q4

总股本 (万股):	351,972
流通 A 股 (万股):	351,972
每股收益 (元):	1.06
每股净资产 (元):	7.13
每股经营现金流 (元):	-0.32
市净率:	2.79

分析师: 高建

TEL: (8621)6336 7000 - 259

FAX: (8621)6337 3209

Email: jamesgao99@yahoo.com.cn

地址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编: 200002

一、事项：公司分布2009年度报告

2010年2月4日，保利地产公布了2009年年度报告。公司全年实现营业收入229.9 亿元，同比增长48.11%；实现归属于母公司所有者的净利润35.2 亿元，同比增长57.19%，加权平均净资产收益率从17.25%提高到18.64%，每股收益由0.7 元提高到1.06 元。公司提出了每10 股派发现金红利1.00 元（含税），并以资本公积金每10 股转增3 股分红预案。

二、评论：

1、公司销售业绩继续保持较高增长，并明显高于行业整体平均水平。

2009年，国内房地产市场出人意料的实现了井喷式的增长，全国商品房销售面积同比增加42%，销售金额增加75%，但保利地产实现销售面积和销售金额分别为527万平方米和434亿元，同比分别增长104%和112%，增速高于历史上最好的增长水平。这主要得益于2009年房地产市场销售的火爆以及公司不惧市场调整，即使在行业低迷的2008年仍然进行大幅扩张有关，归根结底仍然在于公司雄厚的资金实力。

附表1：保利地产近3年销售及增速

年份	销售面积(万 m2)	增幅	销售金额（亿）	增幅
2005	69.1	#	42.68	#
2006	123	78%	83.65	96%
2007	199.6	62%	170.4	104%
2008	258.49	29%	205.11	20%
2009	527	104%	434	112%

2、新开工面积保持平稳增长

2009年，保利地产的新开工面积仅较上年增长了24%，与2009年签约销售面积基本持平，这从一个侧面反映出，2009年房地产行业市场的销售火爆基本都在开发商的预期之外，短期内的存货去化速度大幅加快和新开工面积的不足是使得房地产价格大幅上涨的主要原因。2010年公司预计新开工面积为800万平方米，较2009年增加40%左右。作为公司业绩增长的先行指标，预计未来2年公司的销售业绩将难以继续维持前几年高速增长的气势，但20%-30%的增长率应该有保证。

附表2：保利地产近3年新开工及竣工面积

年份	新开工面积(万 m2)	增幅	竣工面积（亿）	增幅	结算面积（亿）
2005	89.66	#	60	#	*
2006	237.6	165%	87.7	46%	73.2
2007	410.7	73%	171	95%	110
2008	456	11%	285	67%	193
2009	564	24%	377	32%	275

3、2009年公司土地储备水平实现了跨越式增长

2009年，保利地产继续保持了较高的新增土地规模和水平，当期新增土地储备项目38个，新增可建建筑面积1338万平方米，当年新增土地储备占原有总储备的80%，接近实现原有储备翻番的水平。截止2009年底，公司拥有土地储备中可结算的土地资源建筑面积高达2918万平方米，按2009年的结算面积275万平方米简单计算，足够公司未来8-10年的开发需求。这一方面体现了公司较强的融资能力，另一方面也体现出公司对房地产行业中长期坚定看好的信心。

据公司计算，公司对原存货中提取的减值准备3.04亿元中转回了2.74亿元，相应增加了2009年的净利润2.1亿元。

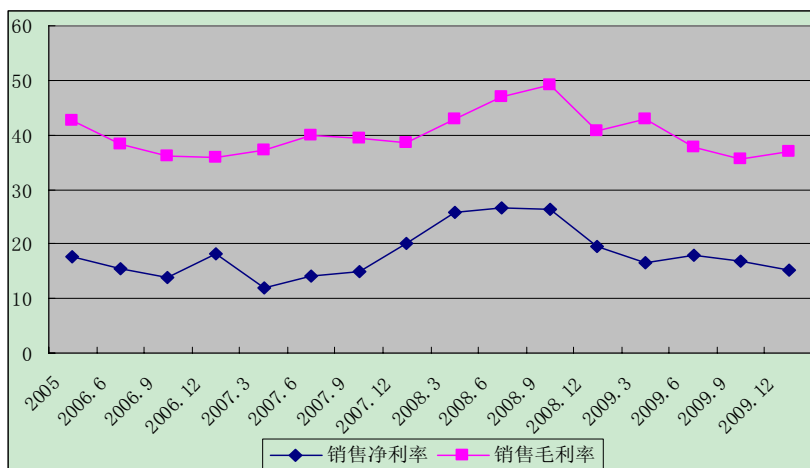
附表4：保利地产近2年新增项目情况

年份	新项目数量(个)	新项目可建面积(万 m2)
2006	11	311
2007	21	639.6
2008	12	594
2009	38	1338

4、财务情况分析

从毛利率水平来看，2009年公司的毛利率达到36.81%，与上年相比有所下降。主要原因是公司在2007年、2008年高价获取的土地在2009年基本已进入结束期所致。由于2009年全国房地产销售价格大幅上涨，但同时土地获取成本也相应提升，预计未来几年公司的毛利率和销售净利率水平将会趋稳定并略有提升。

附图1：保利地产销售毛利率和净利率变动情况



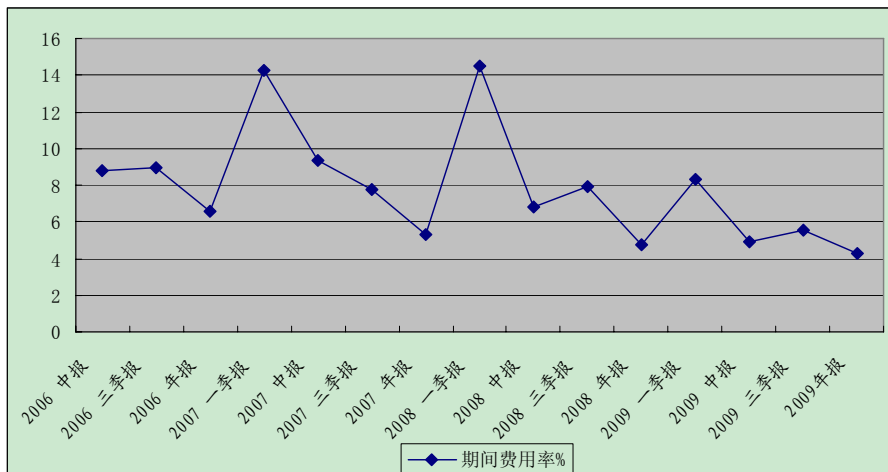
期末，公司预收账款余额较上年增加近2倍，公司充分享受到了行业反转所带来的欣喜。截止2009年底，公司已售未结项目的金额达到298亿元，已经高于2009年全年的结算收入近30%，公司在2010和2011年的业绩成长已经基本无悬念。

从公司负债来看，截止2009年底公司的带息债务合计296亿元，其中长期借款占比高达83%，债务结构非常稳健，短期之内基本无还款压力。2009年公司净新增银行贷款174亿元，二级市场融资80亿元，拥有的银行总授信规模达到665亿元；虽然2009年公司土地储备投入规模高达461亿元已令市场咂舌，但公司强大的融资能力也足以令投资者放心。

附表 3：保利地产近 4 年财务数据对比

名称	2005	2006	2007	2008	2009
销售毛利率	42.56	35.82	38.50	40.80	36.81
销售净利率	17.71	18.21	20.06	19.61	15.31
期间费用率	8.34	6.59	5.32	4.77	4.26
预收账款(亿)	20	49.22	109.4	97.99	298.3
预收占收入比	85%	122%	135%	63%	130%
货币资金(亿)	7.14	9.21	46.26	54.70	152.27

附图 2：保利地产期间费用率变动情况



5、盈利预测及投资评级

我们对公司未来2年的业绩预测为：2010年每股收益为1.33元，2011年每股收益为1.87元，并维持推荐的投资评级。

附表6：公司损益表及预测（单位：万元，万股）

	2007 A	2008 A	2009A	2010E	20110E
一、营业总收入	811,523	1,551,990	2,298,660	3,050,000	4,270,000
营业收入	811,523	1,551,990	2,298,660	3,050,000	4,270,000
二、营业总成本	626,988	1,177,903	1,776,775	2,314,500	3,237,700
营业成本	499,110	918,823	1,452,406	1,891,000	2,647,400
营业税金及附加	83,949	154,596	253,643	274,500	384,300
销售费用	25,560	46,240	59,078	89,000	122,000
管理费用	20,821	31,121	45,672	60,000	84,000

财务费用	-3,193	-3,322	-6,600	-	-
资产减值损失	742	30,445	-27,406	-	-
三、其他经营收益					
公允价值变动	103	-115	-	-	-
投资净收益	20,746	9,709	-	-	-
四、营业利润	205,385	383,681	522,030	735,500	1,032,300
加：营业外收入	35,575	19,685	19,474	-	-
减：营业外支出	651	1,038	3,600	-	-
五、利润总额	240,309	402,328	537,905	735,500	1,032,300
减：所得税	77,482	97,961	137,132	183,875	258,075
六、净利润	162,827	304,367	400,773	551,625	774,225
减：少数股东损益	13,918	80,481	48,850	82,750	116,133
归属于母公司所有者的净利润	148,909	223,886	351,923	468,875	658,092
七、每股收益：					
总股本（万股）	122,617	245,234	351,972	351,972	351,972
每股收益(元)	1.30	0.91	1.06	1.33	1.87

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归我公司所有。