

房企中报季

2014年中期业绩

快评

保利置业：调结构与去存货之下的利润之殇

分析师/CRIC 研究中心房玲、洪圣奇(香港)

■ 可售货量充足目标有保障，下半年或以价换量加速去存货

2014年上半年保利置业实现合约销售额123亿元，实现合约销售面积119.5万平方米，完成全年280亿元目标的44%。前七月合约销售134亿元，共完成全年目标48%。从企业的供货量和去化率来看，企业要想实现全年目标的并不困难，但仍需一番努力。2013年底保利置业存量可售价值约140亿元，加上2014年上半年149亿元新推货值，上半年的总可售资源约289亿元，整体去化率约42%。下半年保利置业还将有161亿元的新推货源，加上上半年年底剩余的166亿元的可售资源，企业要达到48%的去化率才能完成目标。而下半年企业要将去化率进一步提高，在目前的市场情况下还需一番努力。此外，剩余5月将实现月均去化29.2亿元，按照保利置业目前的月均销售规模来看，也有一定的难度。目前为止，市场并未有升温迹象，采取价格策略或将是保利置业保证去化的重要手段，企业或许会在金九银十加大“以价换量”的力度，为全年目标保驾护航。

■ 利润率仍然维持较低水平，去库存时代存在利润率继续压缩风险

上半年保利置业毛利率仅为25.13%，较上年同期大幅下降6.03个百分点。毛利率的大幅下滑，主要原因还是在于公司三四线城市的产品毛利率偏低拉低了整体水平。企业前期扩张过程中进入一些中西部城市和三四线城市，市场毛利率水平相对较低。较高的毛利率和不低的销售与管理费用率，使得企业的近年来的股东回报率始终停留在较低水平。

而且从目前的形式来看，企业还存在进一步利润率下滑的风险。一方面企业目前加速去库存，下半年保利置业不排除会采取以价换量的方式进一步提高去化，这将影响后期的毛利率。加上今年的金九银十不同于以往，楼市进入8月依然没有任何变化，因此要在传统的旺季实现突破只能给予更大的优惠力度，这将进一步影响保利置业后期的毛利率。另一方面，市场调整期，企业都在加大销售与推广力度，以促进项目去化，这将带来销售与管理费用率的攀升，从而进一步影响企业后期的核心净利润。上半年企业销售与管理费用率约为6.3%，

同比增长0.8个百分点。

■ 香港启德只是开始，保利置业或将继续进军海外

2014年2月保利置业以39.234亿港元投得香港启德第1I区3号地，建筑面积约60万方呎，每呎楼面地价约6530元（相当于70288元/平方米）。该项目最快于2015年初动工，2016年底之前推出市场。这是保利置业首次在香港拿地，目前来看，项目未来盈利空间尚可。启德地块对于保利置业的真正意义在于这是保利置业境外首个项目，从启德开始，保利置业或将继续进军海外市场，迈开全球化的发展步伐。

近年来，国内经济增速的相对放缓，政府越来越强调GDP要减少对于房地产业的依赖，房企们也都在寻找新的业务增长点，加上海外置业、留学、投资的热情高涨，不断的开始有房企进军海外。像绿地在马来西亚首个项目金海湾仅两个月便实现100亿人民币销售额，让国内同行是羡慕不已。保利地产在13年也表示，未来考虑向非洲和西欧城市发展，面对海外市场这块大蛋糕，各家房企不少都跃跃欲试。

■ 继续加强一二线布局优化土储结构，旧改拿地实现渠道多元化

与其他企业一样，保利置业近年来也开始转战一二线城市，加大一二线城市投资力度，优化企业土地储备结构。2014年上半年保利置业于上海、哈尔滨、香港等七个城市取得九幅地块，新进入桂林和香港两个城市，合计新增土地储备约225万平方米，其中一线城市（含香港）新增土地储备占比12.2%，二线城市占比87.8%。

从拿地方式来看，在盘活存量用地时代，保利置业也在通过旧改项目实现土地获取多元化。2014年8月12日保利置业通过协议出让方式获得广州荔湾区东漵村一宗商住混合用地，楼面价仅117.44元/平方米。详细了解不难发现，保利置业早在2012年就签订了旧改协议，拿地只是时间问题。这次的旧改拿地，保利置业可谓一举多得。旧改项目将会在城市用地越来越紧张情况下变得越来越抢手，抢先在这块领域有所发展必然可积累更多的经验。另一方面，保利置业在广州的布局始终在城市外围，借道旧改进入主城区能为其日后进入主城区扩大企业布局做好铺垫。

■ 激进拿地后的阵痛，净负债率高企需防范财务风险

上半年保利置业拿地势头异常凶猛，全年计划支付土地金额90亿，仅上半年已付70亿元，下半年还有30-40亿元地价款需要支付。大规模拿地之后，企业销售资金回流在市场调

整期并不尽如人意,因而随之而来的是净负债率的高企。上半年企业的净负债与资本比率高达117.4%,较去年年底大幅增长28个百分点。

目前来看,保利置业的土地预算俨然已经超标,即使下半年企业拿地有所放缓,但是目前市场条件下,销售资金回笼速度受到影响,企业可能需要进一步扩大债务,从而使得企业净负债率进一步增加,财务风险将继续扩大。

表：2013-2014年上半年企业财务指标

	财务指标	1H13	1H14	同比/百分点变动	单位
规模指标	总营业额	103.58	112.09	8.22%	亿港币
	物业销售营业额	98.13	106.07	8.09%	亿港币
	股东净利润	19.59	11.33	-42.14%	亿港币
	股东净利润(核心)	12.37	5.12	-58.59%	亿港币
	总资产	1286.61	1234.18	-4.07%	亿港币
盈利及运营指标	毛利率	31.16%	25.13%	-6.03pts	
	净利率	18.91%	10.11%	-8.80pts	
	净利率(核心)	11.94%	4.57%	-7.37pts	
	每股收益	54.07	31.1	-42.48%	港仙
	营销及管理费用率	5.46%	6.30%	0.84pts	
现金及偿债能力指标	现金	247.04	148.02	-40.08%	亿港币
	短期负债	185.92	198.10	6.55%	
	长短期债务比	1.76	1.52	-13.36%	
	现金短债比	1.33	0.75	-43.76%	
	平均借债利息率	/	8.80%	/	
	净负债与资本比率	92.02%	117.43%	25.4pts	
资本效率指标	股东权益回报率	14.00%	7.61%	-6.39pts	
	股东权益回报率(核心)	8.84%	3.44%	-5.40pts	
	资产杠杆率	4.01	3.71	-7.44%	

备注：股东净利润(核心) = 股东净利润 - (资产重估增值 + 出售资产收益 + 兑汇损失 + 其它重大调整) * 0.75
数据来源：企业业绩报、CRIC 研究中心整理

补充说明：此报告仅为企业业绩发布后的及时快评，后期 CRIC 研究中心还将有详实的年报分析报告推出，敬请关注！