

# 房企中报季之业绩

# 快评

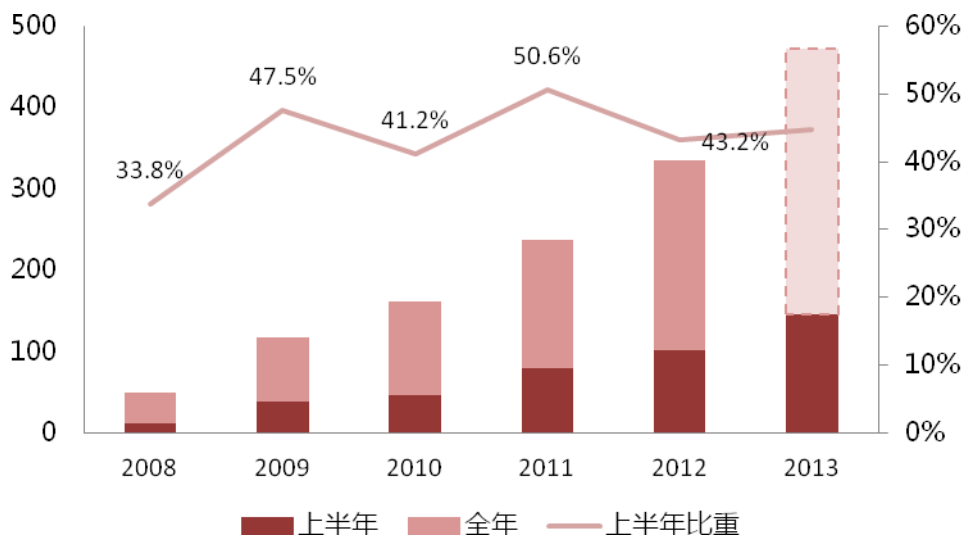
## 保利置业：全年业绩有望达300亿元，持续高速发展仍需四方面优化

分析师/CRIC 研究中心分析师 沈晓玲 洪圣奇（香港） 陈开朝

### 近5年年均复合增长高达60%，全年业绩有望达300亿元

从2008年到2012年，保利置业的合约销售额从37.3亿元一直飞升到234亿元，年均增速高达58.26%，其速度甚至超过保利地产的49.33%。企业能连续5年保持如此高的扩张速度，在业内算凤毛麟角。2013年上半年，企业合约销售额约146亿元人民币，完成年度目标的56.15%，实现同比增长44.6%，保持了以往一贯的扩张速度。全年业绩，如以近5年增长均速58.26%估算，将达370亿元；若全年增速与上半年增速一致，则全年业绩可达340亿元；另根据2008年-2012年的销售经验数据，上半年销售比重均值为44.7%，预计全年业绩将超过320亿元。

图1：2008年-2013年保利置业半年度业绩占比情况（亿元）



数据来源：企业年报，CRIC 决策咨询系统

但由于今年可售货量只有420亿元，企业预计不能实现上述高速增长。全年如果按照

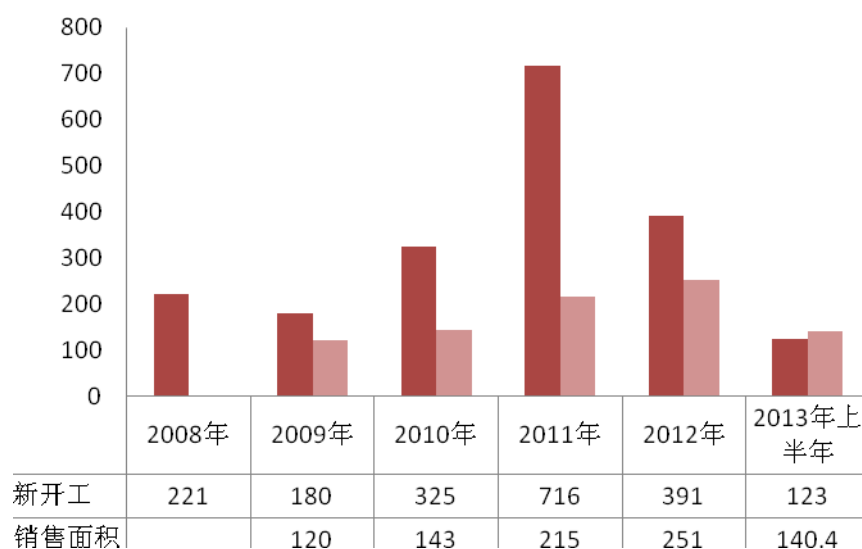
65%的目标去化率，业绩也只有近 280 亿元；如按往年 70%-75%估算，全年业绩在 300 亿元左右。我们更倾向于 300 亿这一数值，因为这更符合增长的惯性。而据 2013 年中报，今年上半年企业共有在售项目 42 个，其中新推的 5 个项目普遍获得市场青睐，如济南保利中心、昆明六合天城等项目开盘认购率达 80%以上，海南保利半岛 1 号于 5 月开盘，首推 351 套房源开盘当日去化近 9 成，济南保利华庭旅游地产项目 5 月开盘，当日销售逾 5 亿元。这都预示着企业下半年的去化率或有明显改善。

综上所述，我们预计保利置业今年业绩会继续保持高速增长，业绩有望达 300 亿元。

### 开发快于销售推高存货，土地规模扩张进入平稳期

由于企业采用高周转策略，从拿地、开工到销售往往不到一年，我们可以据此大致估算企业目前的可售库存量。从图 2 看到，2008 年-2012 年期间，企业新开工量共计 1833 万平方米，而 2009 年-2013 年上半年实际销售面积共计 869 万平方米，两者有近千万平米的差值。如果不计 2012 年的新开工量，也有近 600 万平米的差值。而部分在 2012 年拿的地，如 2012 年 7 月拿的济南保利华庭旅游地产项目已于今年 5 月开盘。由此估计，企业的库存或许在 600 万平米到 1000 万平米之间。

图 2：2008 年-2013 年上半年保利置业新开工和销售面积情况（万平方米）

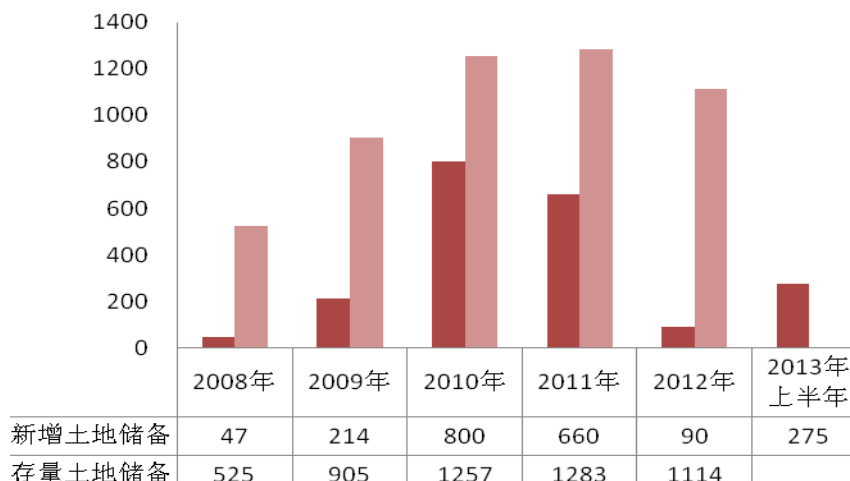


数据来源：企业年报，CRIC 决策咨询系统

不断企高的存货，以及近年来集中建设需要大量资金投入，使得企业债务迅速被推高。我们看到，2010 年企业的净负债率还维持在 63%-64%之间，其后开始大幅上升，2011 年中达到 108%，其后 1 年基本维持在 100%之上。为了降低负债率，2012 年企业在土地市场上大幅收缩战线，全年仅收获 90 万平米的土地；今年，企业继续采取审慎的态度，计

划全年拿地金额不超过 45 亿元。今年上半年企业的净利率已下降至 83%，今后企业的目标是将其控制在 70%以下，在此之前，企业可能会继续在土地上保持审慎。但要指出，即使企业不增加土地储备，按照去年的消化量，足够企业 9 年的发展，如再按以往 60%的增速，也够企业支撑到 2015 年底 2016 年初。因此，企业在土地市场上只要保持平稳的扩张速度，就足以应对发展所需，并使企业运营更加有效，财务趋于稳健。

**图 3：2008 年-2013 年上半年保利置业新增和存量土地储备情况（万平米）**



数据来源：企业年报，CRIC 决策咨询系统

**图 3：2010 年中-2013 年中保利置业的净负债率变动情况**



数据来源：企业年报，CRIC 决策咨询系统

**合同销售大幅增长助推负债率下降，竞争趋于激烈使企业毛利率下降**

2013 年上半年，由于企业的合约销售额快速增长 44.6%，并于今年 5 月 16 日成功发

行总值 5 亿美元的 5 年期票据，使得企业的现金较去年同期净增 109 亿元。与此同时，企业的总债务增长只有 78 亿元，而所有者权益较去年上升 13.29%。在上述三重因素的共同作用下，企业净负债率出现明显下降，较去年同期大幅下降了 12 个百分点，至 83%。

由于企业销售在三四线以及中西部的比重较高，这些区域由于更多实力企业的进入，使得市场竞争趋于激烈，企业不得不考虑更多符合当地需求的实用性项目，使得售价下降。另外，不管是一二线，还是三四线，土地成本都在日益上扬。在这双重因素的推动下，2013 年上半年企业的毛利率下滑至 31%，较去年同期下降了 6 个百分点，低于行业 35%-37% 的平均水平。在原有市场的毛利率受压下，保利置业积极开拓新市场，今年在海南、济南、昆明都取得了不俗成绩，预计下半年毛利率将有所上升。

### **企业发展正处关键期，持续高速发展仍需三方面优化**

之所以说目前企业发展在正处于关键期，是因为：我们看到保利地产在 2008 年销售业绩突破 200 亿后，进入持续的爆发期，经过 5 年的发展，就进入千亿行列。对于高度复制保利地产模式并能充分利用其品牌知名度的保利置业，我们也有同样的期待，相信其应能再度复制保利地产的“传奇”。

但须指出，保利置业过去逾 5 年的连续高速发展，都处于规模相对较低的水平上。这一时期，集团母公司大量资源注入成为企业发展的重大推力。到今年，企业业绩规模将接近 300 亿元，发展已出现某种程度的瓶颈，比如负债率过高，规模化扩张不平稳，区域发展仍不均衡，等等。此时，面对这些瓶颈，企业可能更多地需要依靠自身的力量才能解决。

为此建议，为了今后的持续高速发展，企业仍需四方面的优化：

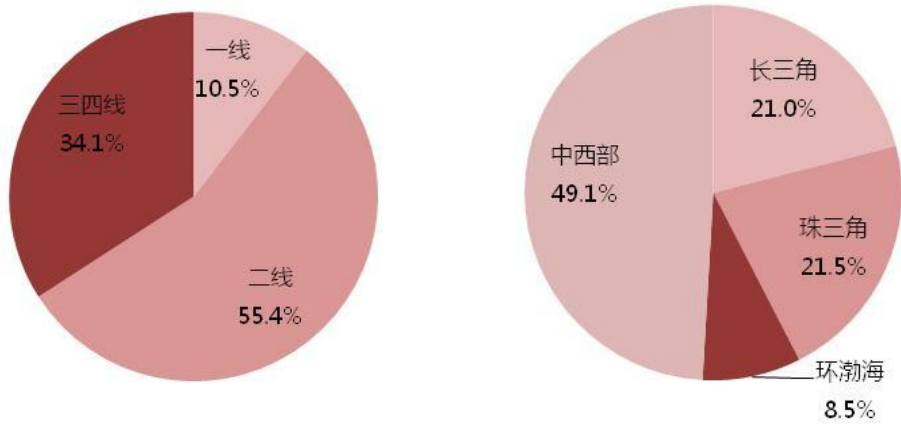
1) 企业可大幅提高合作拿地的力度，以更小的资金投入实现更快的规模扩张。另外，企业需要拓展强化多元化融资渠道，在银行信贷、信托之外，尤其要强化基金合作的力度。保利地产就是主要依靠合作拿地和基金合作的方式，实现高规模上的高速扩张，这值得保利置业学习，并加以借鉴完善。

2) 目前项目区域和城市能级布局相对较均衡，但仍需进一步改善。比如，一线城市的比重只有 10.5%，可适当提高；而环渤海地区目前的项目面积比重仅 8.5%，可以大幅提升，当然企业已经意识到这点，去年新增的 3 块地，就有 2 块位于环渤海。更为重要的是，除了贵阳和上海，企业今后需要在不同能级和区域的城市中培养业绩增长极，才算做到空间上的均衡发展。

3) 充分利用香港上市平台的优势，可更多地在境外证券市场再融资及发低息债券。也正由于有这个优势，企业可以更多地发展商业地产和旅游地产等持有型物业。

4) 加强与保利地产的合作和资源共享。双方在拿地、融资、营销方面可以展开深入的合作。比如在营销方面,近年来保利地产开创了组团营销模式,取得了积极成效。保利置业可与保利地产联手组团营销,预计会取得更佳效果。

图 4 : 2012 年保利置业保利所有项目的城市能级和区域分布 (按建筑面积)



数据来源:企业年报, CRIC 决策咨询系统

**附表：2011-2013年企业财务指标**

|           | 财务指标        | 1H12    | 1H13    | 同比/百分点变动 | 单位        |
|-----------|-------------|---------|---------|----------|-----------|
| 规模指标      | 总营业额        | 6,475   | 10,358  | 60%      | HKmn      |
|           | 物业销售营业额     | 6,011   | 9,813   | 63%      | HKmn      |
|           | 股东净利润       | 1,070   | 1,959   | 83%      | HKmn      |
|           | 股东净利润(核心)   | 615     | 1,227   | 100%     | HKmn      |
|           | 总资产         | 102,492 | 128,661 | 26%      | HKmn      |
| 盈利及运营指标   | 毛利率         | 37%     | 31%     | -6pts    |           |
|           | 净利率         | 18%     | 21%     | 3pts     |           |
|           | 净利率(核心)     | 9%      | 12%     | 3pts     |           |
|           | 每股收益        | 29.65   | 54.07   | 82%      | HKcents/s |
|           | 每股收益(核心)    | 17      | 34      | 99%      | HKcents/s |
|           | 期间费用率       | 13.5%   | 12.2%   | -1.3pts  |           |
| 现金及偿债能力指标 | 现金          | 13,762  | 24,704  | 80%      | HKmn      |
|           | 短期负债        | 17,225  | 18,592  | 8%       | HKmn      |
|           | 长短期债务比      | 1.5     | 1.8     | --       |           |
|           | 现金短债比       | 0.8     | 1.3     | --       |           |
|           | 净负债与资本比率    | 105%    | 83%     | -12pts   |           |
| 资本效率指标    | 股东权益回报率     | 4%      | 7%      | 3pts     |           |
|           | 股东权益回报率(核心) | 3%      | 5%      | 2pts     |           |
|           | 资产杠杆比       | 2.6     | 3.0     | 0.4pts   |           |

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：此报告仅为企业当日业绩发布后的及时快评，后期 CRIC 研究中心还将有详详实的半年报分析报告推出，敬请关注！

#### 分析师简介

沈晓玲，CRIC 研究中心企业研究经理，擅长房地产企业战略、应急策略研究

洪圣奇 CRIC 研究中心驻香港分析师，专注服务资本市场

陈开朝 CRIC 研究中心企业研究员，擅长房地产企业研究