



世茂系公司财务状况及增长潜力分析

杜丽虹 2009年8月1日

摘要

(一) 世茂房地产

公司财务状况

当前静态资金缺口不大，但公司靠拖欠土地款、工程款来融资，靠预售款来回补缺口的扩张策略，在长期中会推动公司超速扩张，并使公司在低谷中面临政策风险——如果低谷中地方政府不放宽付款条件，公司必将陷入财务危机。

公司运营效率

一直不在效率边界上，与标杆企业差距较大，位于行业中游。

财务安全底线

鉴于公司以拖欠方式来融资，常年表外负债高达总资产的 30%，即使假设表外负债可分两年偿还，我们认为理性的净借贷资产比也应控制在 15%以内，净借贷资本比控制在 35-40%之间。

如果能实现 2009 年销售目标，周转速度达到 0.43 倍水平，营业利润率维持 31%

不考虑股权融资时的极限增速为 30%；

如果遭遇下一个低谷，周转速度降至 2008 年的 0.31 倍水平，营业利润率维持在 31%时

不考虑股权融资时的极限增速为 17%；

股权融资背景下

可实现隔年融资一次，低谷时每次融资规模仅为总股本的 6-10%，高峰时最高可达 20%，并使极限增速提高一倍。

核心

公司经营模式的核心是“以拖欠土地工程款来融资，以预售方式来回补资金缺口”，这一模式的致命弱点是：销售回款越低，拖欠压力就越大，而公司能否延续资金链，完全取决于地方政府能否宽限土地款缴纳期，因此，长期中公司将面临政策风险的考验。



(二) 世茂股份

财务状况

商业地产投资规模大，而且持续时间长，可能跨越两个周期；
预售款融资模式在 2011-2012 年面临地产泡沫破灭的考验；
届时，公司将背负百亿负债过冬，并面临另百亿的投资需求；
如果项目烂尾，抵押资产价值将大幅缩水。

核心

200 亿的资金后备，是世贸股份完成“华丽”转身的必须。

注：以下报告中的最新财务数据为 2008 年业绩公告数据，数据公告日后的新增土地支出和新增负债将改变下述结论。本报告为内部报告，仅供我公司客户使用，如您不是通过正常渠道得到本报告，请及时通知北京贝塔咨询中心

(一) 世茂房地产

一、财务状况分析

● 当前战略下的风险头寸

短期靠高销售额填补资金缺口

截止 2008 年底，世茂房地产的流动负债总额 150 亿元人民币，剔除 15 亿元预售款后，尚有 135 亿元流动负债，其中 2009 年到期借款 35 亿元；加上 134 亿元的已订约但未拨备的承诺支出，短期的偿付需求达到 270 亿元。公司手持现金 20 亿元，2009 年 4 月配股融资 19 亿港元，现金存量低，全靠销售支撑。

2008 年世茂房地产的协议销售额为人民币 120 亿元，2009 年目标协议销售额 170 亿元，上半年完成 130 亿元后，将协议销售目标上调为 200 亿元，如果公司能完成 200 亿的销售目标，将使资金缺口缩小到 30 亿元。2009 年 3 月，世茂房地产从农业银行处获得 150 亿授信额度，在地产行业复苏背景下应可覆盖资金缺口。

中期静态财务风险低

从中期看，2010 年公司有 30 亿借款到期。在资本支出方面，2009 年公司现有及新增可售面积合计 300 万平米，要完成 200 亿协议销售额，意味着将售出其中 200 万平米（公司的平均售价在 11000 元/平米左右），销售率将达到 60-70%。如果保持这一销售比率，则 2010 年需再新增 200 万平米可售面积才能保持 200 亿左右的销售额，由此需要再增加资本支出 100 亿元以上，加上偿债需求，总资金需求在 150 亿元左右。如果公司仍能完成 200 亿的协议销售目标，应该可以覆盖中期资金需求。

中长期动态财务风险高

不过，从动态看，世茂房地产一贯激进的扩张策略使它面临很大的潜在风险。

世茂房地产在 2007 年以 76 亿资金增加了 750 万平米土地储备，但其中大部分土地款拖欠，年末有 55 亿的土地出让金和 36 亿的土地平整款待付，合计已订约但未拨备的资本承担 115 亿元。除了表外负债，表内还有流动负债 84 亿元，剔除预收款后仍有 80 亿的流动负债，总负债近 195 亿元。与之相对，2007 年末公司手持现金仅 50 亿元，由此产生的资金缺



口为 145 亿元。也就是说，2008 年公司的协议销售额必须达到 145 亿元才能弥补资金缺口，这与公司 2008 年协议销售额 140 亿的目标相一致，但这一销售目标意味着 2008 年公司的销售额较 2007 年要增长近 50%——公司显然高估了 2008 年的地产行情。2008 年 1 月，世茂房地产继续拿地，一个月内就以 76 亿元收购四幅土地，增加 310 万平米土地储备，资金缺口已达 200 亿元。公司寄希望于靠拖欠土地款和工程款来融资，然后以预售资金来回补缺口。

实际上，拖欠土地款和工程款已成为世茂房地产最主要的融资手段，所以，尽管公司的借款额不高，但应付帐款和表外的承诺资本支出额却总是很高，尤其是承诺资本支出额，在 2007、2008 两年均达到百亿以上。在拖欠模式下，预售能否成功关系到公司的生死存亡。

但 2008 年，受行业低谷影响，公司协议销售额并没有达到目标，实际销售额仅为 120 亿元，结果出现了严重的财务压力。以宁波项目为例，它是公司在 2008 年 1 月以 13.1 亿元拿下的项目，规划面积 24 万平米，规划建设 7 幢 33 层以上建筑，包括 1100 套住宅房源和两幢写字楼、一幢五星级酒店。但由于其他在售项目销售不佳，资金链紧张，到 2008 年底 13 亿土地款也只付了 8 亿，还欠 5 亿，项目投入资金也迟迟不能到位，结果一直拿不到预售证。没有预售证，公司的资金链就更加紧张，最终在 2008 年四季度被迫冒险违规销售（在未拿到预售证情况下通过中介公司售房），后被举报罚款，虽然罚款额只有 1%，但显示当时公司资金链确实很紧。

除了宁波的土地风波外，杭州地区的土地款也有赖于政府延迟放款政策，准许公司推迟一年缴纳土地款。截止 2008 年底，公司表外已承诺但未拨备的资本支出高达 134 亿元，其中土地款 61 亿元，土地平整款 30 亿元。在此背景下，2009 年初世茂房地产遭遇穆迪降级。

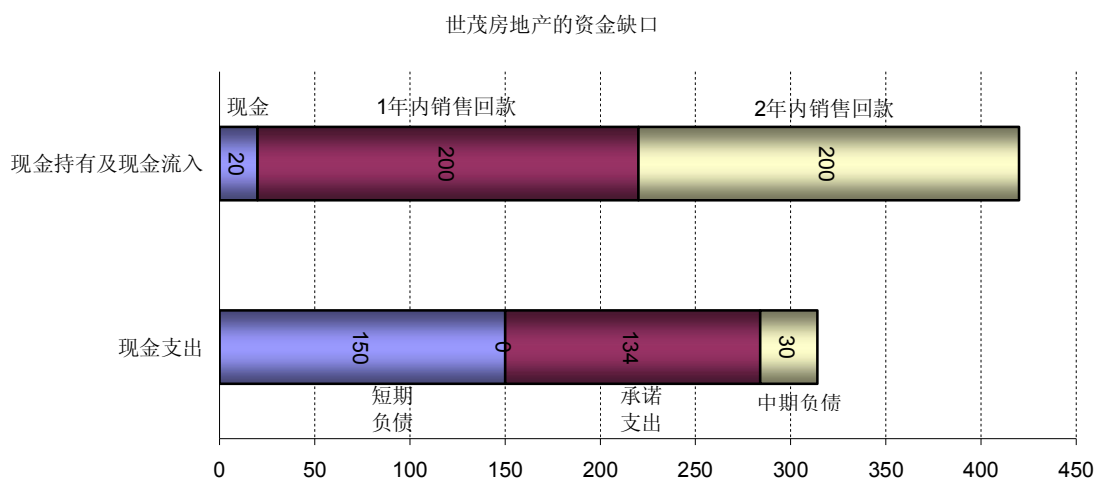
世茂房地产的现金流到底紧不紧？根据公司董事编制的现金流量预测表（预测至 2010 年 4 月 30 日），公司现金流平衡有几个重要的条件，包括：维持 2008 年的售价，延迟若干土地费用的付款期、建设费用的付款期不会缩短、投资物业和酒店项目放缓、不再新增土地储备。由此可见，延迟付款是公司资金平衡的重要前提。

但延迟付款不是万能的。实际上，如果 2009 年地产市场延续 2008 年的低谷行情，世茂房地产将面临更严峻的资金缺口。2008 年底公司有 135 亿到期负债和 134 亿表外负债，合计资金需求 270 亿元，而年初手持现金仅为 20 亿元，如果年内销售额与 2008 年持平达到 120 亿元，则将出现上百亿元的资金缺口，即使所有土地款都可以再拖欠一年，公司仍需与供应商谈判延迟应付款支付才行。幸好市场复苏超过预期，才使公司免于财务危机。

但行情刚有所好转，世茂房地产又开始大幅增加土地储备，2009年3月，世茂房地产获得农业银行150亿元授信额度，涵盖固定资产贷款和流动资金贷款。公司计划用这笔贷款来逆市购地。2009年6月以30亿元竞得厦门市豪宅新聚点湖边水库区一地块，规划总面积45.3万平方米，合6700元/平米，预计2010年下半年一阶段开盘预售；同月世茂旗下另一公司世茂股份与南京市政府达成协议，为南京世茂滨江新城项目再增加48.3万平方米土地，为此需增加缴纳土地出让金17.2亿元，合3561元/平米；7月与中新天津生态新城公司联合开发天津生态城最大项目，该项目总占地面积180万平方米，其中住宅100万平方米，公园80万平方米，预计总投资额100亿元，世茂房地产将负责其中50亿元——以上三个项目加起来的新增投资需求又达到百亿元。但这还不是全部，预计未来世贸房地产仍将不断收购土地——2008年，世茂房地产靠拖欠土地款“拖”过了危机，这也让公司变得更加大胆，产生了“有合适的地，先拿下来再拖”的心态。

当然，这种拖的政策在过去是很奏效，未来也可能继续奏效——下一个行业低谷中，地方政府可能会继续放宽政策，让公司拖过一劫。不过，“拖欠”的方式始终蕴藏着巨大的政策不确定性，而且更重要的是，它让企业放松了警惕，在这一经营模式下，购地越多、拖欠的款越多，似乎占的“便宜”就越大，结果，企业天然就有“扩张”的冲动。

基于以上分析，我们认为，尽管世茂房地产当前的财务风险不是很大，但动态财务风险很大，其经营模式完全依赖于政府的土地款政策和公司的销售回款，在行业低谷期将经受严峻考验。



图（1）世茂房地产的资金缺口

综上，如果2008年的行业低谷延续至2009年，世茂房地产将出现23%的资金缺口，



现金比率仅为 4.3%，2008 年底的净借贷资本比 65%，综合财务安全性得分仅为 0.87 分（满分 10 分），在主要地产上市公司中排名靠后。

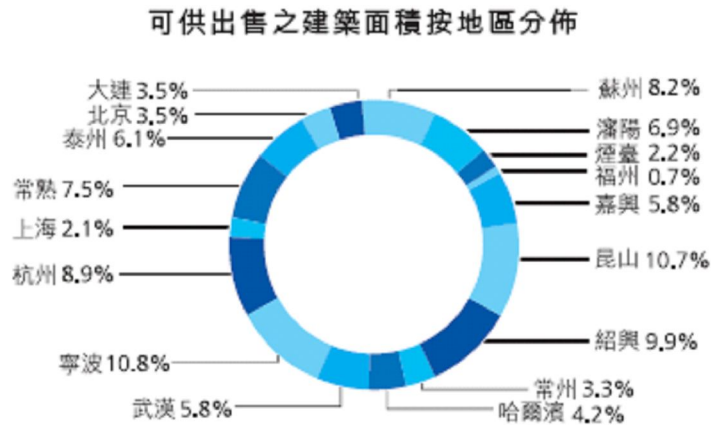
表（1）世茂房地产在主要地产上市公司中的财务安全性排名

股票代码	公司名称	风险头寸
0410. HK	SOHO 中国	9.98
0832. HK	建业地产	9.14
000024. SZ	招商地产	7.56
2007. HK	碧桂园	7.52
601588. SH	北辰实业	7.11
000002. SZ	万科 A	7.03
0688. HK	中国海外	6.34
3383. HK	雅居乐地	6.30
600383. SH	金地集团	6.20
600048. SH	保利地产	5.65
3377. HK	远洋地产	4.53
1109. HK	华润置地	4.38
0604. HK	深圳控股	3.49
2868. HK	首创置业	3.19
0754. HK	合生创展	3.14
0272. HK	瑞安房地产	2.82
000046. SZ	泛海建设	2.47
1813. HK	合景泰富	1.41
3900. HK	绿城中国	0.93
0831. HK	世茂房地产	0.87
2337. HK	上海复地	0.15
2777. HK	富力地产	0.00

二、产品定位与财务底线

● 定位：二三线城市地标

与多数大型地产公司集中于一线城市不同，世茂房地产广泛布局于二三线城市，尤其是江浙一带的二三线城市。由图（2）和（3）可见，在公司 2300 多万平米的权益土地储备中，北京仅为 28 万平米，占 1%，上海也不到 100 万平米，占 6%，这其中还以商业地产为主，包括上海的三家酒店和北京的商业项目，其他 90% 以上的土地储备均分布于二三线城市；在可售面积方面，北京占 3.5%，上海占 2.6%，加起来也仅站 6.1%。



图（3）世茂房地产 2009 年可供出售建筑面积的地区分布

除了上述地产开发项目外，世茂房地产旗下还有上海的三家五星级酒店和少数可出租物业（主要是零售地产），总投资成本 65 亿元。三家酒店在 2008 年贡献了 7.71 亿元销售收入、EBITDA 为 2.8 亿元，但剔除折旧（2.04 亿）、摊销（2860 万元）、财务费用（7660 万元）后出现亏损。公司原计划于 2010 年建成 10 座酒店，目前计划已推迟至 2013 年，并与洲际酒店管理集团达成合作协议，计划建成若干酒店后实现酒店业务的分拆上市。此外，公司旗下还有近百亿元的出租物业，总可出租面积 21 万平方米（其余在建商业项目已注入世茂股份），2008 年商铺和写字楼的出租贡献了 1.8 亿的租赁收入，但剔除 1.16 亿的财务费用、1.23 亿的公允价值亏损和其他管理费用后，也出现亏损。

近期，上述商业地产的利润和现金流贡献都较少，未来，若能将酒店业务分拆上市，将可回收大量资金，但在可预见未来发生进一步资产重组的可能性较小，因此，我们将分析重点聚焦于地产开发业务。

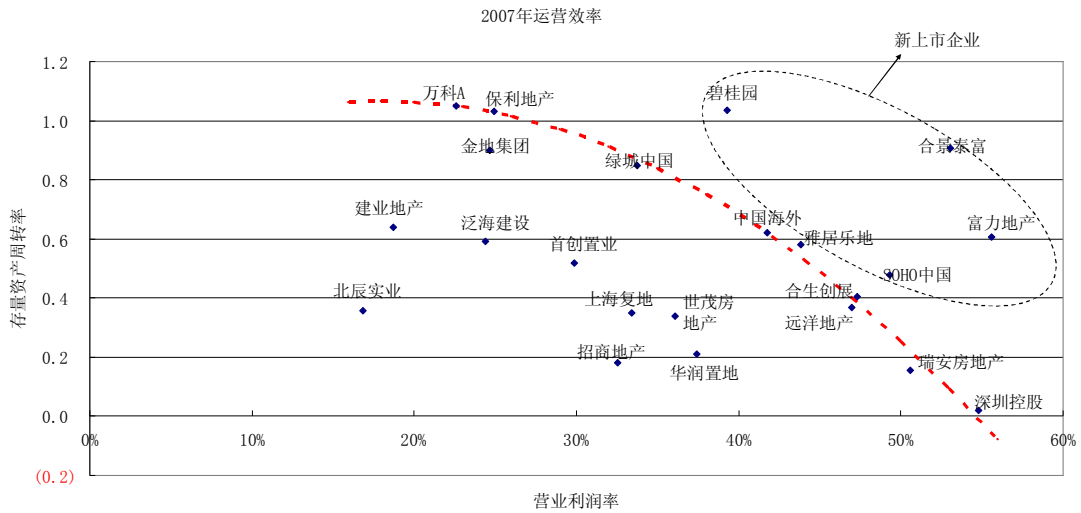
三、运营效率与财务拨备

● 当前的运营效率

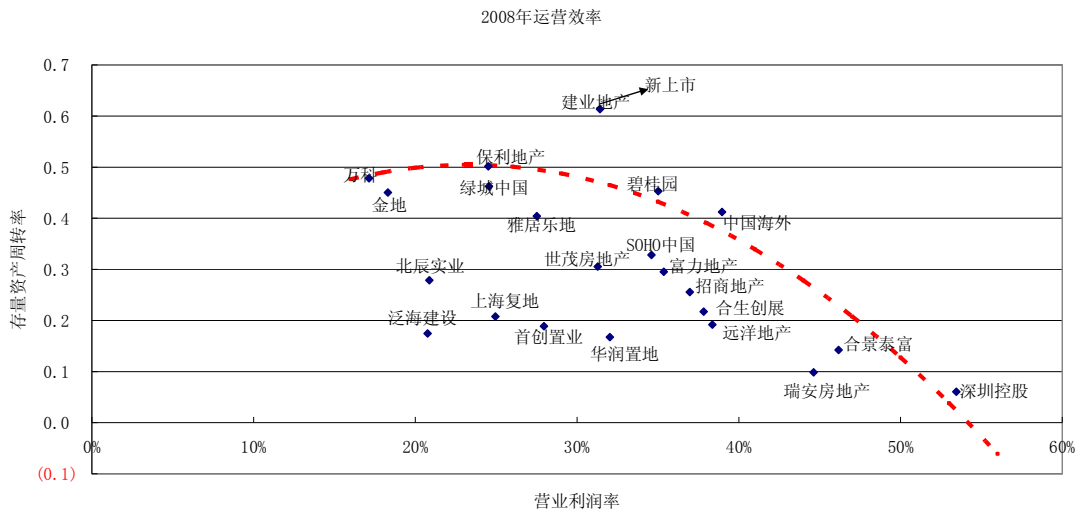
效率水平处于行业中游

二三线城市地标性建筑的定位，使世茂房地产的运营效率一直不高，图（4）显示，在 2007 年世贸房地产就在效率边界内部，与效率边界的差距较远，不到标杆企业效率水平的一半；2008 年，虽然公司周转率降幅不大，但由于积极降价，使营业利润率从上年 36% 下降

到 31%，结果仍旧不在效率边界上，与标杆企业效率的差异缩小为三分之一。总之，世茂房地产的运营效率水平不高，效率得分仅为 5.30 分，位于中游水平。



图（4）世茂房地产与效率边界差距较远（2007年）



图（5）世茂房地产只是标杆效率的三分之二（2008年）

表（2）合景泰富在主要地产上市公司中的效率排名

股票代码	公司名称	运营效率
0604. HK	深圳控股	10.00
0832. HK	建业地产	9.88
0688. HK	中国海外	9.04
600048. SH	保利地产	8.47
2007. HK	碧桂园	8.40



000002. SZ	万科 A	8.28
3900. HK	绿城中国	7.60
600383. SH	金地集团	7.47
3383. HK	雅居乐地	6.70
0410. HK	SOHO 中国	6.20
000024. SZ	招商地产	5.99
1813. HK	合景泰富	5.71
0831. HK	世茂房地产	5.30
2777. HK	富力地产	5.00
0272. HK	瑞安房地产	4.51
0754. HK	合生创展	3.99
3377. HK	远洋地产	3.49
601588. SH	北辰实业	3.42
1109. HK	华润置地	1.49
2337. HK	上海复地	0.96
2868. HK	首创置业	0.18
000046. SZ	泛海建设	0.00

● 从扩张模式看财务拨备

财务安全底线：净借贷资产比在控制在 15%以内、净借贷资本比控制在 35-40%之间

鉴于公司总是依靠拖欠土地款、工程款模式实现扩张——2007、2008 两年的表外负债均相当于总资产的 29%——因此，我们认为表外 30%左右的负债是公司的常态。

另一方面，2008 年行业低谷中，世茂房地产的存量资产周转率为 0.31 倍，也就是说，如果政府严格执行土地政策，则公司在行业低谷中每年的销售回款仅够支付土地和工程欠款，无法应付到期债务，在此背景下，净借贷资产比应该严格控制为零！

现实中公司土地款通常拖欠一年以上，假定 30%的表外负债，分两年偿还，则低谷中每年销售回款的一半将用于偿还拖欠的土地款，相应所能支持地最大净借贷资产比为 15%，净借贷资本比在 35-40%之间。

四、财务底线基础上的极限发展速度

● 当前环境下的极限发展速度

假设：

售价不变，营业利润率维持在 2008 年的 31%水平，而存量资产周转率则达到 0.43 倍（这



是使公司实现 2009 年 200 亿合约销售额的周转速度), 分红率控制在 20%水平。

资本支出的极限

在上述假设下, 2009 年存货的极限增长速度将为 30%, 相当于未来几年每年 50-60 亿元的新增存货——而 2009 年上半年公司的土地支出已达到 100 亿, 显著超速。

● 遭遇低谷时的极限发展速度

假设:

楼市迎来下一个低谷, 公司存量资产周转速度降至 2008 年的 0.31 倍水平, 而营业利润率则保持在 31%水平, 其他假设同上, 保持 20%分红率水平。

资本支出的极限

在上述假设下, 如果不考虑股权融资, 公司存货支出的极限增长速度为 17%。

五、 股权融资融资下的极限发展速度

● 股权融资的条件

2009 年世茂房地产折价配股融资 19 亿港元, 遭遇市场抨击, 配股后不久即跌破配股价, 显示投资人对强制性股权融资并不接受。从长期看, 股权融资仍需满足一定业绩条件——过去五年公司平均净资产回报率为 23%, 我们将门槛融资条件放低至 10%, 且保持每股收益不下降, 融资市盈率 20 倍。

● 当周转速度达到 2008 年的 0.31 倍水平时

隔年融资一次, 增速提高一倍

能够实现每隔一年进行一次股权融资, 每次融资规模为总股本的 6-10%, 使极限增速提高一倍到 35%。

● 当周转速度达到 2009 年预期的 0.43 倍水平时

隔年融资一次，增速提高一倍

能够实现每隔一年进行一次股权融资，每次融资规模最大为总股本的 20%，可使极限增速提升到 70%水平。

但上述假设均基于投资人可以接受公司以 10%的净资产回报率进行股权融资这一前提条件。实际中香港投资人要求的回报率通常更高，若投资人对公司净资产回报率的要求提高到 15%，则公司难以实现股权融资。

六、结论

公司财务状况

当前静态资金缺口不大，但公司靠拖欠土地款、工程款来融资，靠预售款来回补短口的扩张策略，在长期中会推动公司超速扩张，并使其在低谷中面临政策风险——如果低谷中地方政府不放宽付款条件，公司必将陷入财务危机。

公司运营效率

一直不在效率边界上，与标杆企业差距较大，位于行业中游。

财务安全底线

鉴于公司以拖欠方式来融资，常年表外负债高达总资产的 30%，即使假设表外负债可分两年偿还，我们认为理性的净借贷资产比也应控制在 15%以内，净借贷资本比控制在 35-40%之间。

如果实现 2009 年销售目标，周转速度达到 0.43 倍水平，营业利润率维持 31%

不考虑股权融资时的极限增速为 30%；

如果遭遇下一个低谷，周转速度降至 2009 年的 0.31 倍水平，营业利润率维持在 31%

不考虑股权融资时的极限增速为 17%；

股权融资背景下

可实现隔年融资一次，低谷时每次融资规模仅为总股本的 6-10%，高峰时最高可达 20%，并使极限增速提高一倍。

核心

公司经营模式的核心是“靠拖欠土地工程款来融资，靠预售款来回补资金缺口”，但这一模式的致命弱点在于：销售回款越低，拖欠压力就越大，而公司能否延续资金链，完全取决于地方政府能否宽限土地款缴纳期，因此，长期中公司将面临政策风险的考验。

（二）世茂股份

一、 资产置入、转型商业地产

世茂集团旗下的另一家 A 股上市公司世茂股份也在 2009 年完成了“大变身”。2008 年以前，世茂股份定位于开发 10 万平方米以下的小项目，但 2008 年 9 月公司公告世茂房地产决定将旗下待建的 9 个商业地产项目和 1 个成熟商业地产项目置入世茂股份，此后，世茂股份承诺不再进行单纯的住宅和酒店投资，而世茂房地产则承诺不再进行单纯商业地产投资。2009 年 5 月世茂系正式完成重组，世茂股份由此增加 1.3 万平方米成熟商业和 4.5 万平方米成熟写字楼，以及 400 万平方米待开发商业项目，成为国内最大的商业地产上市公司。

表（3）世茂股份新置入待开发项目情况

项目	位置	定位	规划面积 (万平方米)	总投资 (亿元)	计划竣工 日期	计划预售 日期
上海项目	佘山	旅游地产	39.10	30	2011	2010
北京项目	三里屯	写字楼+商场	21.20	27	2012	2009
常熟项目	新规划 CBD	写字楼+商场	98.15	45	2012 年底	2008
常州项目	新北区	写字楼+商场	33.96	19	2011	2009
苏州项目	京杭运河 北侧	购物中心为主	25.61	15	2010 年底	2008
徐州项目	云龙区	城市综合体	22.00	30	2011	2009
嘉兴项目	中环东路 西侧	购物会议中心	26.70	11	2012	2009
昆山项目	副中心区	购物中心	19.14	10	2011 年底	2010
沈阳项目	核心区	写字楼+商场	96.72	70	2012	2008
芜湖项目	滨江公园 一期	文化特色商业	13.29	12	2010	2008
合计			395.87	269		

2009 年 4 月，公司又以 9.2 亿总价拿下青岛商业地王，该项目规划面积 24.7 万平方米，土地成本 4250 元/平米。世茂股份拟在当地建两座 300 米左右的超高层塔楼，其中一幢将成为山东省第一高楼，规划总投资额 40 亿元。

世茂股份希望用大量的土地储备来吸引人们的注意力，完成其商业地产的华丽转身！

二、 后续资金压力大

● 300 亿后续投资需求

但庞大的商业项目储备也给公司带来了巨额投资压力。在置入 400 万平米待开发土地的同时，世茂房地产只给了世茂股份 7.5 亿元现金，而新置入的 9 个项目，规划总投资额达到 270 亿元，实际投资额可能达到 300 亿元，这意味着公司必须大量依靠外部融资。

根据世茂股份在 2008 年做出的规划，上述 9 个项目在 2008 年将需投入 30 亿元，除世茂房地产转入的 7.5 亿元现金外，还将申请银行贷款 14 亿元，再以预售款回笼 12.1 亿元资金。实际中，预售款远未达目标，投资也推迟至 2009 年。

根据原计划，在 2009-2010 年公司还需再投资 97.8 亿元，其中，以银行贷款、发行债券、股市融资等方式筹措 47.5 亿元，靠预售款回笼 59 亿元资金。

2011-2012 年，公司将再投资 75.5 亿元，全部靠销售款和租赁收入支持；2013-2014 年还需再投入营运支出 19.3 亿元，也靠尾盘销售和租赁收入支持。

如果上述销售时间表进行良好，则公司的融资高峰将发生在 2010 年，累计借款额 61.5 亿元，根据公司自己的测算，这仅相当于当时已投入成本的 60%，60%的抵押贷款率，银行应该可以接受吧？

● 预售款融资面临考验

但上述假设都是在最理想状况想做出的。它意味着在近 300 亿元的投资中，有 200 多亿都是靠预售款来支持的，仅有自有资金 7.5 亿和银行借款 61.5 亿元。

但上述项目能否如期取得理想的销售业绩堪忧。世茂股份定位于二三线城市的地标性商业，这一定位的优势是地价便宜（1700 元/平米），但缺点也是显著的，商业地产的发展是与城市人均 GDP 水平密切相关的，当一个城市整体经济能力不达标时，商业地产、尤其是高端商业地产难有发展，这也是为什么直到最近几年，北京、上海等地的商业地产才开始快速发展的原因。

与之相对，世茂股份的一些目标城市还未形成成熟的商业、商务环境，如常州市，尚处



于房地产市场发展初期，市内 10 万平方米以上项目都屈指可数，公司的 34 万平方米项目能否获得当地投资人和消费者认同还有待检验。除一些还处于起步阶段的城市外，在另一些城市，虽然商业、商务环境有了一定发展，但面临过度供给的威胁，如世茂股份新收购的青岛项目，目前周遍在建项目已包括 65 幢写字楼、10 家 4-5 星级酒店、15 家左右大型商业项目，公司仅凭写字楼的高度能否脱颖而出？

即使上述项目能够趁着 2009 年的楼市火爆，获得较好销售，但商业项目需要的不仅是“爆发力”，更要有“耐力”。商业地产的开发时间长，即使公司在 2009 年开始预售并达到销售目标，但 60% 以上的销售回款仍须等到 2010 年以后产生，其中 2011-2012 年预计产生 100-120 亿元的销售回款，2013-2014 年预计产生 50 亿元的销售回款。而根据我们的预测，以当前的房价上涨速度，中国地产泡沫将加速破灭，下一个行业低谷很可能发生在 2-3 年后，那正是世茂股份产生集中销售回款的时候。一旦销售遇阻，公司将丧失后续投资能力。

基于以上分析，我们对公司预售款融资模式的可持续性存在置疑。

● 抵押物价值大打折扣

另一方面，在抵押贷款上，公司测算的抵押贷款折扣比例是 60%，认为这一比例对于银行来说是相对安全的。但实际情况并非如此，在商业地产领域，土地成本占比较低，后续投资决定着物业价值，在主体投资完成前，物业的真实价值很难衡量，因为一旦烂尾，商业项目的重新开发成本是巨大的，可能远超过未完成的投资额。

以 2010 年借款高峰期数据测算，尽管此时公司的实际投资额已达到 100 亿，但物业的真实价值并不值 100 亿，因为还有三分之二的投资尚未完成，一旦后续资金链断裂，100 亿的投资恐怕连 50 亿都不值。

基于对商业地产价值特性的判断，我们对公司开发过程中抵押物的真实价值表示怀疑。

● 股权融资额还太少

现实中，世茂股份也意识到了仅靠预售款和债务融资来支持商业地产开发是不行的。为此，公司在 2009 年 6 月趁股市重新复苏之际提出向机构投资者定向增发融资 20 亿元，以其中 17 亿元支持包括青岛项目在内的四个项目的启动开发。

但与实际投资需求相比，20 亿还太少。

● 商业项目开发，财务风险大

我们预计 300 亿的投资中，至少有 100 亿将来自债务融资，加上公司 2009 年一季度已有的近 10 亿负债，和 10 个新置入项目本身带来的 24 亿元负债，总负债额将达到 130-150 亿元。而且这种高负债情况会延续到 2012 年及以后。

如果公司在 2011-2012 年间遭遇地产行业的下一轮低谷，则意味着它将背负百亿负债过冬，并面临剩余百亿元的投资需求，如果公司的百亿负债不能续借，或不能为另外百亿的投资支出找到出路，都可能面临项目烂尾风险。

世贸股份要安全发展，至少要有两百亿的资金准备。

三、 收益率陷阱依然存在

最后，由于上述 9 个新置入项目的土地成本平均只有 1700 元/平米，因此根据公司自身预测，项目的收益率都较好，包括新收购的青岛项目：

表（4）世茂股份部分项目的预期回报率

	总投资额 (亿元)	预计销售 额(亿元)	销售部分 毛利润率	出租部分投资 回收期(年)	综合收益率
青岛项目	40	46.50	34%	8	15.39%
常熟项目	45	54.19	42%	12	11.41%
苏州项目	22	33.31	39%	8	14.11%
北京项目	27	34.30	46%	5	23.35%

但实际中，我们认为上述测算结果是有“水分的”。目前国内商业地产项目的总投资回报率一般不到 5%，中国国贸的投入资本回报率也只有 6-7% 水平，世茂房地产原商业项目的总资产回报率仅为 3%，在此背景下，即使项目顺利完成，出租部分项目的租金收益也未必能支撑利息支付。

四、 结论



综上，世茂股份的商业地产转型，虽然“华丽”，却存在严峻资金压力：

财务状况

商业地产投资规模大，而且持续时间长，可能跨越两个周期并经历一次低谷；

预售款融资模式在 2011-2012 年面临地产泡沫破灭的考验；

届时，公司将背负百亿负债过冬，并面临另百亿的投资需求；

如果项目烂尾，资产价值将大幅缩水。

核心

200 亿的资金后备，是世贸股份完成商业地产转身的必须。