



中海地产财务状况及增长潜力分析

杜丽虹 2009年5月6日

摘要

公司财务状况

公司一贯奉行保守财务策略，中短期内不存在财务风险。

扩张模式与增长潜力

公司的产品组合以中高端住宅为主，营业利润率是万科的两倍，周转速度比万科、保利等低 30%左右，在相同定位下拥有行业内最高效率和高速扩张的潜力。考虑到公司的高端定位，净借贷比率应控制在 20%以内，现金比率在 10%以上。

周转速度维持在 2008 年的 0.4 倍水平，营业利润率降低至 35%时

不考虑股权融资时的极限增速为 22%；

周转速度恢复到 2006~2007 年的 0.7 倍水平，营业利润率降低至 35%时

不考虑股权融资时的极限增速为 40%；

周转速度进一步降低到 0.35 倍、营业利润率降低至 30%时

存货的极限增速仍可保持在 15%水平。

股权融资背景下

由于公司对股东承诺了 15%的净资产回报率，因此，在 0.4 倍存量资产周转率下，公司无法实现大规模股权融资，仅能通过红利认股权证使增速提高 1~2 个百分点。而在 0.7 倍存量资产周转率下，公司每年可增发 5~15%的股权，使极限增速从 40%提高到 84%。

核心

稳健的财务策略与稳健的增长模式，与高端定位实现良好匹配。

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、财务状况分析

● 当前战略下的风险头寸

短期内不存在财务风险

中海地产是 2008 年地产行业低谷中少数具有稳健财务报表的公司，截止 2008 年底，公司共有流动负债 299 亿港元，剔除预收款后表内体现出来的短期偿债需求为 181 亿港元，此外，公司还有表外一年内应付土地款 32.3 和已订约但未拨备的开发支出 103.9 亿港元，合计短期支付需求 317 亿港元。与之相对，截止 2008 年底，中海地产手持现金 90.5 亿港元，未动用银行贷款额度 44.5 亿港元，当前可支配金融资源 135 亿港元，如果 2009 年能维持 2008 年的销售规模（266 亿港元），则全年存量及新增现金可达 400 亿港元，足以覆盖未来一年的偿付需求。

那么，公司能否完成 266 亿港元的销售额呢？2008 年底公司待售物业面积为 100 万平方米，2009 年预计有 43 个项目竣工，合计可售住宅面积 500 万平方米，目标销售 350 万平方米，以 2008 年每平方米均价 9815 元计算，销售金额可达 343.5 亿元，比 2008 年的销售规模高 30%，而一季度已经实现销售金额 96 亿港元，据此推算，全年要实现 266 亿港元的销售额应该不成问题。公司短期财务风险很低。

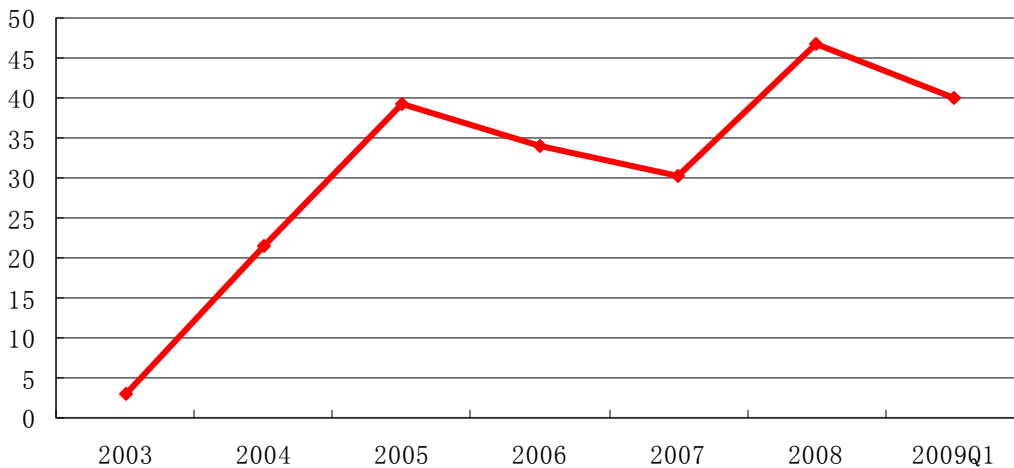
中期财务风险较低

从中期看，公司 223 亿港元的总贷款中，有 112 亿港元为人民币贷款，这部分贷款期限较短，一般在三年以内，其中有 39.5 亿港元于 2009 年到期，有 40 多亿港元于 2010 年到期，其余在 2011 年到期。除人民币贷款外，公司还有 110 亿港元的港币贷款，这部分贷款期限较长，一般为五年，从第四年开始还本，其中有 13 亿港元的贷款本金将于 2010 年到期，有 30.5 亿港元本金将于 2011 年到期，有 35 亿港元本金将于 2012 年到期。合计，2010 年到期贷款 55 亿港元。中期偿付压力不高，即使加上每年 100 亿港元的资本支出需求（以每年新开发 300 万平方米楼盘计算，需追加开发支出 100 亿港元），2010 年在不考虑新增土地储备情况下的支付需求约为 150 亿港元，也显著低于 2008 年 266 亿港元的销售金额。因此，公司的中期财务压力也较小。

金融战略：素来稳健

实际上，财务稳健一直是中海地产的一大特点，公司要求现金持有比例（现金/总资产）维持在 10%左右，显著高于国内地产公司平均 5%的现金持有比例。而公司的净借贷资本比则一般保持在 30~40%之间，2008 年虽然大幅上升至 47%水平，但仍在安全范围内，2009 年 2 月刚完成的 25 亿港元的增发，使股东权益增至 350 亿港元，净负债资本比又降至 40%以内，负债情况相对较好。

中海地产的净借贷资本比(%)



图（1）中海地产的净借贷资本比

此外，作为一家香港上市公司，中海发展的融资选择较多，如港币银团贷款，由于期限长于内地贷款，因此使公司总贷款结构中 2~5 年期贷款的比重总保持在 50%以上。除外币贷款外，中海还在 2005 年 7 月发行了 23 亿港元、七年期外币担保债券，在 2009 年初增发融资 25 亿港元。此外，公司还通过持续派发红利认股权证来增加股权资金，2007 年 7 月底到期的红利认股权证给公司带来 36 亿元股东资金，2007 年 8 月又向股东发行了新的红利认股权证，在 2007 年底已获得股东认股资金 45.4 亿港元，其中 38.5 亿元来自母公司中国海外集团，这批认股权证在 2008 年 8 月底到期时有 74%的比例获得行使，合计带来 57 亿港元认股资金，其中 45 亿元来自母公司。

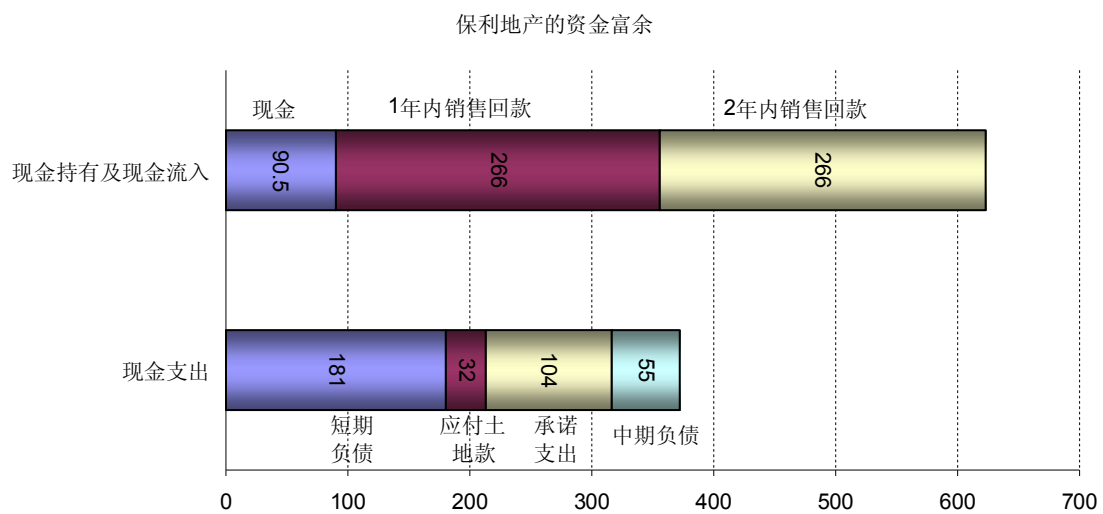
表（1）中海地产的贷款期限结构

	2006	2007	2008
1 年内到期贷款	10%	20%	18%
1 年以上 2 年以内到期贷款	38%	22%	25%

2 年以上 5 年以内到期贷款	52%	58%	57%
-----------------	-----	-----	-----

除了资本市场融资外，中海地产也积极利用战略合作资金，2007 年已经开始与摩根大通地产基金合作投资国东路 65 号北项目发展两栋甲级写字楼，并与香港九龙仓合作开发两个重庆项目，2008 年初又与世茂集团以总价 50.18 亿港元共同收购杭州两幅土地（50：50），2009 年公司计划发起一个 5-8 亿美元的房地产基金来投资内地房市。

总之，稳健的财务策略和多渠道的融资结构是公司的一大竞争优势，使其能够在地产行业的周期波动中有更多的回旋余地与战略选择。



图（2）中海地产的资金富余

二、产品定位与财务底线

● 全国性布局与中高端定位

聚焦地产主业

中海地产是中建总公司旗下的地产旗舰，2003 年开始涉足内地房地产市场，上市之初除地产主业外还经营基建及其他实业项目，但目前已先后出售南昌大桥及莱州港投资，套现 15.3 亿港元，未来还将出售南京长江二桥，从而专注于房地产主业，形成以住宅地产为主、以商业地产为辅的业务格局。

全国性布局，分散地区风险

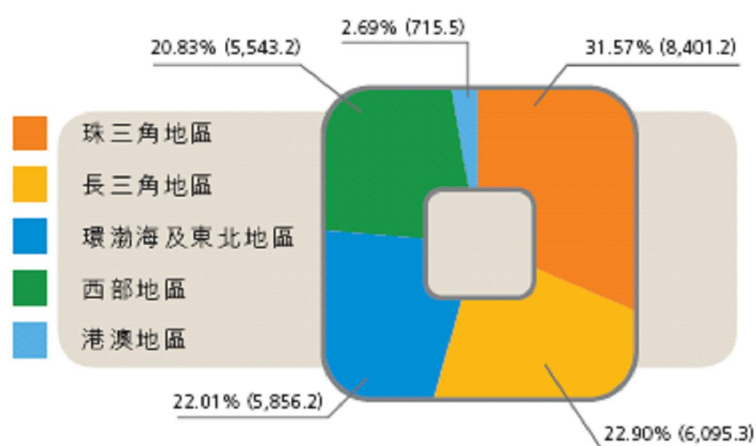
在住宅开发方面，中海地产目前已形成了全国性布局，图（3）和（4）为公司的 2008

年按区域销售金额和毛利贡献分布情况，由图不难看出，中海在各地区的销售金额贡献较为平均，尽管各地区的利润率不同（珠三角地区最高，而环渤海和东北地区最低），但全国性布局确实具有一定的抗周期性。

实际上，公司在 2008 年仍能保持逆市增长就与其全国性布局有着密切关系，2008 年，北京、上海、深圳、广州等一线城市的房屋销售量价齐跌，但凭借环渤海和中西部地区的销售增长，中海地产仍实现了 19% 的销售额增长，和 25% 的销售面积增长。

2008年按區域銷售金額分佈圖

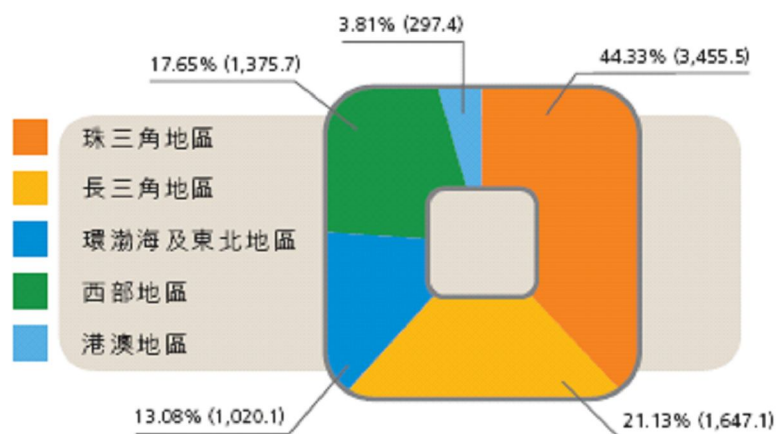
(單位：港幣百萬元)



图（3）中海地产 2008 年区域销售金额分布图

2008年按區域毛利貢獻分佈圖

(單位：港幣百萬元)



图（4）中海地产 2008 年区域毛利贡献分布图

**中高端定位决定周转速度慢于万科**

很多分析师拿中海与万科类比，但实际上尽管两者在财务上都相对稳健，但在产品定位上却有着显著差异，中海定位于中高端项目，其 2008 年开发物业的毛利润率达到 43.7%，营业利润率达到 38%，是万科的两倍；而房屋销售均价则在 10000 元/平米左右，比万科高 20%，与富力相当；主要在建项目的套均面积在 140 平米左右，主力户型为非普通住宅。以上事实均显示，与万科定位中端不同，中海定位中高端市场。实际上，尽管公司相当一部分土地储备在二线城市，而且土地位置并不都位于城市核心地段（如在成都的 8 个项目，有 1 个在一环路边，2 个在二环路边，2 个在二三环之间，2 个在三环外、环城高速内，1 个在环城高速外），但无论地理位置如何，中海楼盘都定位于中高端。

表（2）中海发展在西部地区的项目情况

	现有项目	开发销售	2008 年销售金额(亿港元)	2008 年销售面积(万平米)	销售单价	毛利率
成都	8	5	29.6	41.29	7169	41.4%
重庆	3	2	5.46	6.72	8125	51.3%
西安	1	1	20.37	29.76	6845	34.7%

表（3）2008 年底主要在建项目

	占地面积(万平米)	建筑面积(万平米)	房屋套数	套均面积(平米)	社区定位
佛山金沙湾	40.9	113.5	8252	138	生态社区
广州中海金沙馨园	12.7	30.6	2433	126	高品质社区的高层住宅
珠海环宇城	1.9	7.7	395	195	市中心区的超高层住宅
珠海银坑项目	10.8	36.9	900	410	联排别墅及高层住宅
深圳中海康城国际	11.9	37.2	3708	100	高层住宅
苏州御湖熙岸	26	31.7	1464	217	别墅\小高层\高层高档住宅
宁波中海雍城世家	8.1	11.1	273	407	双拼联排别墅
杭州紫藤苑	5	12.3	1236	100	小高层公寓
大连中海英伦官邸	8.7	17.1	1246	137	坡地别墅\多层\小高层\高层
沈阳中海国际社区	47	117	10000	117	全景住宅
北京中海城	24.6	66.6	5030	132	高端地铁物业
成都翠屏湾	6.4	29.3	2046	143	城市高档公寓
西安国际社区	64	171.6	11453	150	旅游区别墅\小高层\高层高档大社区
重庆国际社区	56.5	269.9	19002	142	城市核心洋房\别墅\高层
合计	324.5	952.5	67438	141	
香港赤柱滩道 6 号	0.377	0.282	10	282	豪宅别墅

香港牛津道1号	0.311	0.556	12	463	豪宅别墅
---------	-------	-------	----	-----	------

这种高端定位在给中海带来更高利润率的同时，也必然会压低公司的周转率。在行业高峰期（2006、2007 两年），中海地产的存量资产周转率在 0.7 倍左右，比保利、万科等低 30%；而在行业低谷期存量资产周转率降至 0.40~0.45 倍水平，较高峰期下降了 40%，下降幅度小于万科、保利等 50% 的降幅。但公司的高端定位决定了在真正的行业低谷中，其销售量的压力会更大（而非更小），届时存量资产周转率将降至 0.35 倍水平。

总之，高端定位决定了公司的周转速度要慢于保利、万科等公司，从而也在客观上要求更保守的财务策略。

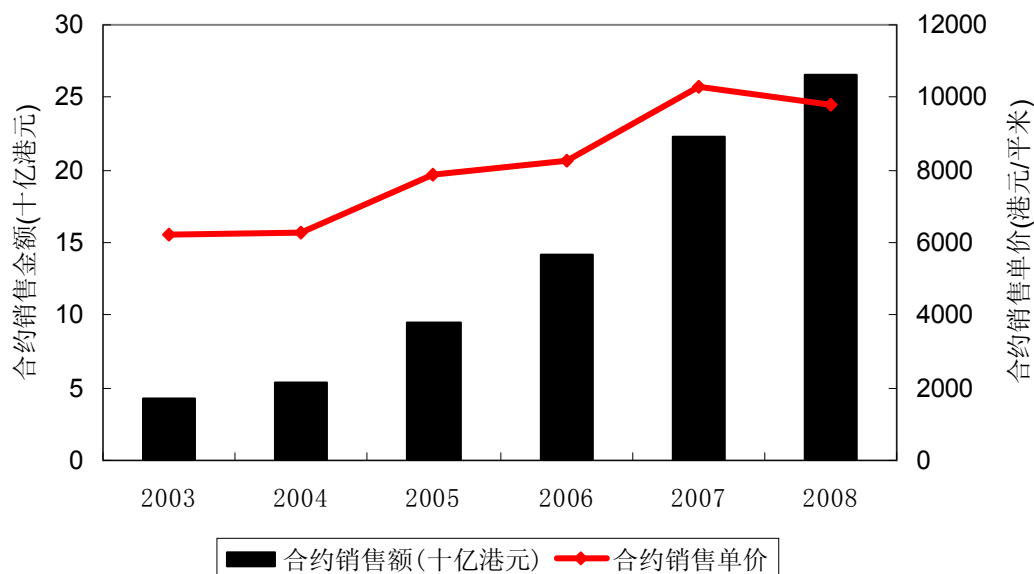
● 从产品定位到成长模式

稳健增长

与高端定位相对应，中海地产在成长模式上确实也更加稳健。

由于公司一直对现金比率和净借贷资本比控制较严，因此整体扩张速度相对平稳，从 2003 年回归内地市场以后，2003~2008 年年均流动资产增速为 45%，年均借贷额增速为 56%，在国内大型地产公司中属于增速适中的。

中海地产的销售金额与销售均价



图（5）中海地产的销售金额与销售均价

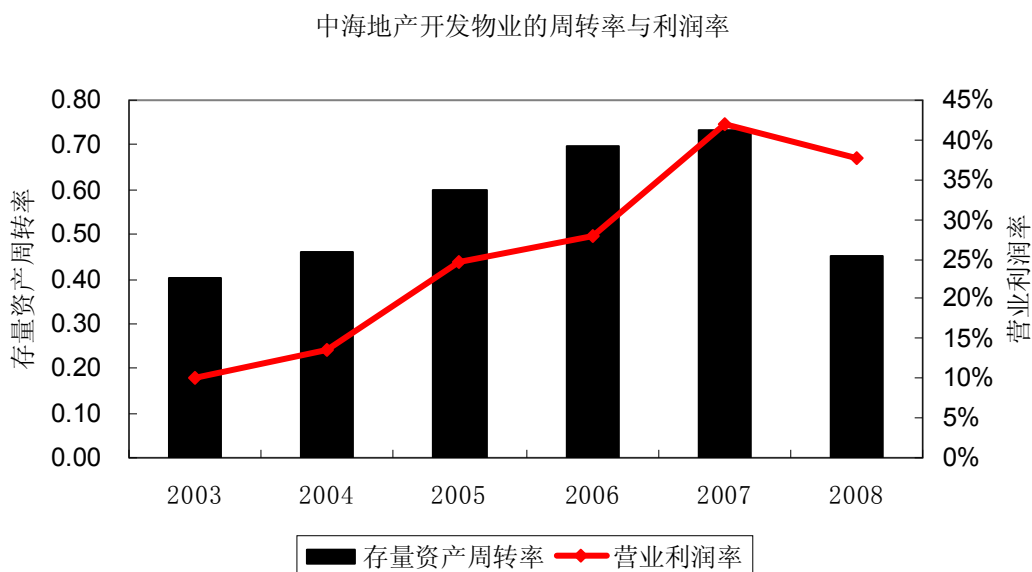
此外，中国海外发展在拿地政策上也相对谨慎，尤其是在危机中，尽管公司的财务状况相对安全，但从 2008 年 10 月到 2009 年 3 月的六个月期间，中海没有再新增一块土地储备，成长策略甚至有点过于保守。2008 年更是即使将近百万平米的开发计划延迟至 2009 年。

不过，即使如此，在 2007 年的楼市疯狂中，公司也未能幸免，2007 年流动资产增长 85%，总借贷额增长 82%，致使在 2008 年的行业低谷中净借贷资本比从 30% 上升到 47%。所以，无论企业战略如何，都需谨慎检测财务安全底线。

● 从扩张模式看财务拨备

财务安全底线：净借贷比率 20% 以内、现金比率 10%

由于中海地产定位中高端，所以高峰时的存量资产周转率在 0.7 倍左右，2008 年的低谷中下降到 0.4 倍水平，降幅低于行业平均水平，但我们预期如果低谷延续，公司的存量资产周转率将进一步降至 0.35 倍水平，与万科、保利等公司在低谷中的降幅相当。



图（6）中海地产开发物业的存量资产周转率与营业利润率

低谷时 0.35 倍的存量资产周转率意味着公司在最差情况下每年可产生相当于年初总资产 35% 的经营回款；与之相对，公司的应付帐款及税款约占总资产的 10~15%，表外应付土地款和已订约承诺开发支出约占总资产的 15%——由此计算，在低谷年份，中海每年可产生相当于总资产 5~10% 的经营现金用于偿还短期贷款，两年可产生相当于总资产 10~20% 的经营现金用于偿还两年内到期借款，根据公司以往贷款结构，这部分借款约占总贷款的 50%

左右，因此，在保守的情况下，公司的净贷款额不应超过总资产的 20%（2008 年末为 18%）。

此外，根据公司自身的流动性要求，现金与总资产之比应维持在 10%左右（2008 年底为 10.5%）。在上述两个条件共同构成了中海地产的财务安全底线。

三、运营效率与增长前景

● 当前的运营效率

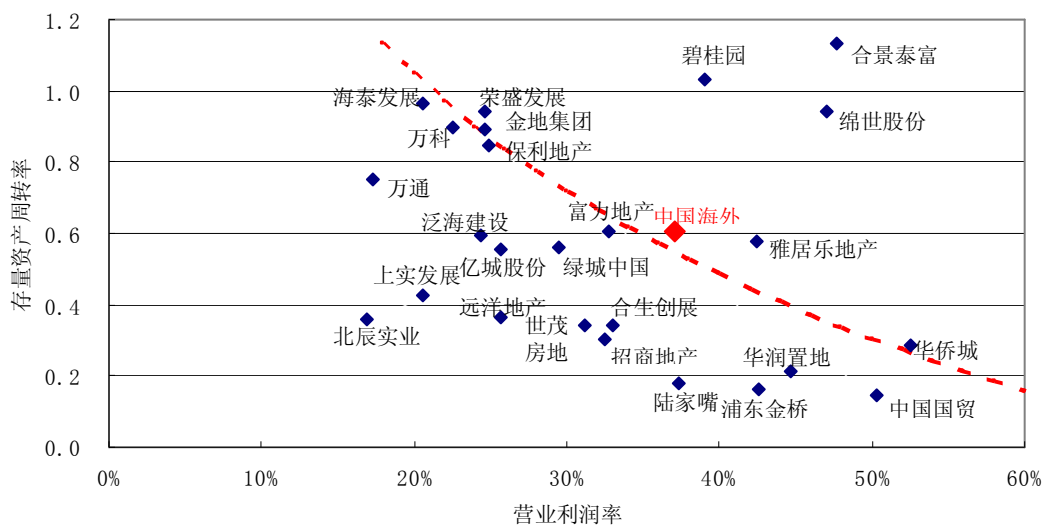
效率曲线

我们将主要地产上市公司的营业利润率和存量资产周转率置于两维图中，剔除新上市公司后，在相同利润率下周转率最高的企业（或相同周转率下利润率最高的企业），就是那些在既定产品定位下效率最高的企业，而这些企业构成的曲线我们称之为效率曲线边界，处于效率曲线左下方的公司，还有效率提升的空间，处于效率曲线右上方的公司，或是新上市不久，或是在当年有超常发挥。

位于效率曲线边界上，拥有着同行中最高资产效率

2007 年，中海地产位于效率曲线的边界上，即，在中高端定位的地产公司中，中海地产行业内最高的周转速度和运营效率，显然多年的建筑经验和品牌塑造确实为公司贡献了快速而稳定的销售，即使在 2008 年的低谷中，公司仍能保持 70% 以上的新盘销售率，也因此，在低谷中，中海仍实现了逆市业绩增长。

主要地产上市公司效率分布(2007年)



图（7）中海地产在效率曲线上的位置（2007年）

2008年，中海地产的存量资产周转率下降了40%，至0.4倍水平，降幅低于行业平均降幅，从而继续领先同行、保持住了效率边界上的位置，而在2007年与其有着相似定位与运营效率的富力地产则跌出了效率榜，存量资产周转率降低至0.3倍水平。

● 未来的运营效率

商业地产的拓展会降低公司的周转速度

不过，随着公司投资物业比重的逐步提高，未来周转率将面临向下压力。

目前，中海在香港和内地共拥有投资物业20万平方米，不计中海广场的出租率为94%，年内实现租金收益2.02亿港元，经营溢利1.75亿港元（投资物业公允价值增加16.67亿港元）。2009年中海广场将投入使用，它将为公司增加12万平方米甲级写字楼和4万平方米商业店铺，预计每年可产生2亿元租金收益。此外，公司还有120万平方米在建及待开发投资物业，大部分项目将于2011年底前竣工——中海地产计划于2010年使投资物业的盈利贡献达到20%。

上述投资物业在带来稳定收益的同时，也将压低公司整体的资产周转速度，并降低公司开发物业的扩张速度。

鉴于2009年公司还没有提出在投资物业上大规模支出计划，所以我们的测算中暂时没有考虑商业物业扩张的影响，但将密切关注公司商业物业的资本支出计划。

营业利润率面临下降压力

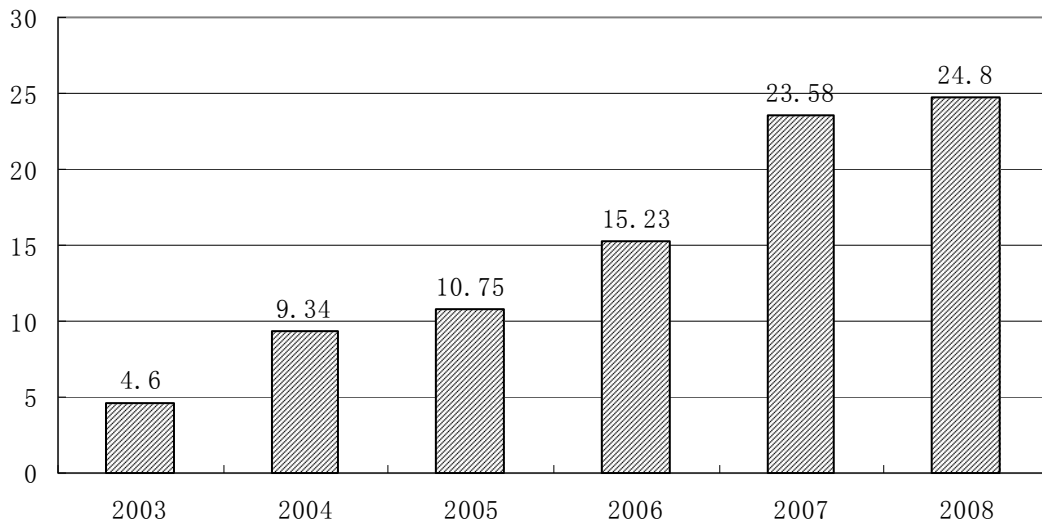
在利润率方面，由于公司在2006、2007年高价购买的土地将逐步进入开发池，未来利润率也面临向下压力。

目前公司在内地、香港、澳门共22个城市拥有总土地储备2480万平方米，其中权益土地储备2180万平方米。在这些土地中，大部分为2006、2007年高价购得，其中2006年新增土地储备650万平方米，2007年新增土地储备1030万平方米（权益土地830万平方米），两年合计增加土地储备1680万平方米，占总土地储备的三分之二。与之相对，尽管2008年以来地价走低，但公司的谨慎作风使其在2008年仅新增土地279万平方米（权益面积207万平方米），2009年计划再新增400万平方米，但一季度尚未购置任何土地，在无廉价土地摊薄的情况下，公司

的总土地成本维持高位。

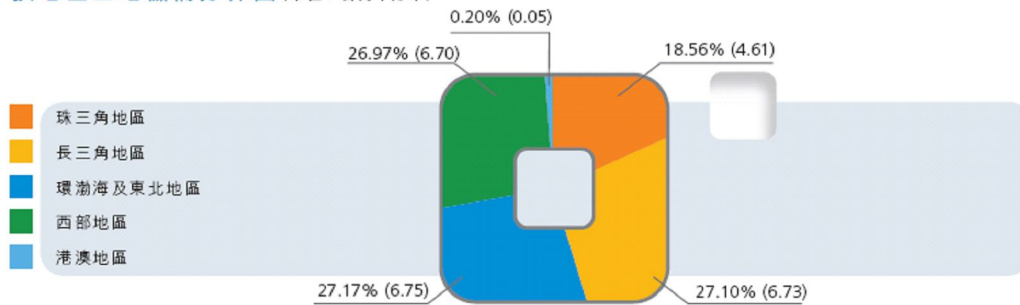
据此我们预计，2009 年即使行业复苏，中海地产营业利润率也将进一步降低至 35% 水平。

中海地产的土地储备面积(百万平方米)



图（8）中海地产的土地储备面积

按地区土地储备分布图 (单位: 百万平方米)



图（9）中海地产土地储备的地区分布图

虽然保守，但扩张速度并不慢

综上，尽管中海地产一贯风险相对保守的财务策略，但在高运营效率下，公司的扩张速度并不慢。根据我们后面的测算，在行业复苏前景下，存货将以年均 40% 以上的速度扩张，如果考虑股权融资因素，则年均增速可以进一步提高到 80% 以上；即使，行业继续维持 2008 年状况，公司也将实现年均 20~25% 的扩张速度。

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，营业利润率从 2008 年的 40%降低至 35%水平，而存量资产周转率则保持在 2008 年的 0.4 倍水平，分红率控制在 20%水平，公司在 2009 年 2 月完成了增发融资后，现金和股权资本各增加 25 亿港元。

资本支出的极限

在上述假设下，2009 年中海地产在增发融资推动下，存货的极限增速可以达到 42%，销售额也将增长到 350 亿港元，此后，如果不考虑股权融资，其存货的极限增长率将在 22%水平，而销售额的年均增速为 24%左右。

● 经营改善下的极限发展速度

假设：

楼市回暖，存量资产周转速度在 2009 年提升到 0.5 倍，2010 年恢复到 0.7 倍水平，而营业利润率则降低至 35%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，则 2009 和 2010 两年中海地产存货的极限增速在 50~55%之间，2010 年以后逐步降低至 40%水平，年均销售额的增速为 54%。

● 经营恶化下的极限发展速度

假设：

市场继续恶化，2009 年和 2010 年的周转速度降至 0.35 倍，2011 年恢复到 0.4 倍水平，同时售价下降使营业利润率降低至 30%，2011 年恢复到 35%。其他假设同上，分红率保持在 20%水平。

资本支出的极限



在上述假设下，2009 在增发融资推动下，公司存货的极限增速为 29%，但 2010 年降低至 16%，2011 年以后随行业复苏存货极限增速维持在 22%左右。未来五年年均的销售增长仅为 20%。

综上，在不考虑股权融资的情况下，如果地产市场回暖，则存货的年均增速应控制在 40%水平，如果市场维持 2008 年状况，则极限增速为 22%左右，而在地产市场继续恶化的情况下，仍可维持 15%左右的增速。

五、 股权融资融资下的极限发展速度

● 股权融资的条件

中海地产在上市时就承诺股东 15%的投资回报率，而这些年来也一直努力将净资产回报率维持在 15%以上，鉴于此，我们将 15%设定为公司再融资的一项重要门槛条件。在融资估值方面，香港投资人一直将中海地产视为地产行业的最佳防御股，因此，即使在低谷阶段，公司的融资市盈率也保持在 20 倍水平。

基于上述两个条件假设，根据我们的测算，在当前 0.4 倍存量资产周转率和 35%营业利润率下，公司的股权融资空间非常有限，每年的融资比例不到 5%，仅能满足公司的红利认股权证的行权需要。但在行业复苏背景下，公司可以实现每年增发。

● 当周转速度保持在 2008 年的 0.4 倍时

每年的融资空间不到 5%，红利认股权证将年均的存货增速提高 1~2 个百分点

假设公司的存量资产周转率保持 2008 年的 0.4 倍，营业利润率降低至 35%水平，此时，即使允许股权融资，为满足 15%的净资产回报率要求，公司每年的融资空间不到总股本的 5%，仅能满足红利认股权证的需要。而这少量的股权资金将推动公司的存货增速提高 1~2 个百分点。

● 当周转速度恢复到 2006~2007 年的 0.7 倍时

股权融资下存货的极限增速从 40%提高到 80%

如果公司的存量资产周转率随行业复苏恢复到 2006、2007 年的 0.7 倍水平，而营业利

润率仍降低至 35%水平，则在不考虑股权融资时，公司存货的极限增速将稳定在 40%水平。而在考虑股权融资后，每年的股本扩张规模在 5~15%之间（平均 10%左右），从而可以将存货的扩张速度提高到 84%水平，销售额的年均增速也将达到 84%，每股收益将以年均 53%的速度扩张。

六、战略前景

● 最新发展

受益于珠三角楼市回暖，2009 年 3 月，中海地产实现房地产销售面积 62.5 万平方米、销售额 60.6 亿港元，同比分别增长 71.3%和 43.1%，环比分别增长 192.1%和 232.1%。

而 2009 年一季度，公司累计实现房地产销售面积 100 万平方米、销售额 92.6 亿港元，同比分别增长 88.3%和 51.2%。

● 战略前景

保守的财务策略使中海的战略前景相对确定，即使行业低谷延续，公司也将有足够资源应对危机，而如果行业复苏，则中海增速会慢于万科、保利等公司，但仍可实现每年 40-50%的增速。

七、结论

公司财务状况

公司一贯奉行保守财务策略，中短期内不存在财务风险。

扩张模式与增长潜力

公司的产品组合以中高端住宅为主，营业利润率是万科的两倍，但周转速度比万科、保利等低 30%左右，在相同定位下拥有行业内最高效率和高速扩张的潜力。考虑到公司的高端定位，净借贷比率应控制在 20%以内，现金比率在 10%以上。

周转速度维持在 2008 年的 0.4 倍水平，营业利润率降低至 35%时

不考虑股权融资时的极限增速为 22%；

周转速度恢复到 2006~2007 年的 0.7 倍水平，营业利润率降低至 35%时

不考虑股权融资时的极限增速为 40%；



周转速度进一步降低到 0.35 倍、营业利润率降低至 30%时

存货的极限增速仍可保持在 15%水平。

股权融资背景下

由于公司对股东承诺了 15%的净资产回报率，因此，在 0.4 倍存量资产周转率下，公司无法实现大规模股权融资，仅能通过红利认股权证使增速提高 1~2 个百分点。而在 0.7 倍存量资产周转率下，公司每年可增发 5~15%的股权，使极限增速从 40%提高到 84%。

核心

稳健的财务策略与稳健的增长模式，与高端定位实现良好匹配。