



保利地产财务状况及增长潜力分析

杜丽虹 2009年4月6日

摘要

公司财务状况

短期年内不存在财务风险

扩张模式与增长潜力

公司的产品组合以中低端住宅为主，繁荣期周转速度在 1 倍以上，低谷期周转速度在 0.5 倍水平，与万科相近，在相同定位下拥有行业内最高效率，有高速扩张的潜力；但考虑到公司以往扩张速度，净负债率应控制在 40%以内。

周转速度维持在 2008 年的 0.5 倍水平时

不考虑股权融资时的极限增速为 15%，考虑股权融资时可提高到 40%；

周转速度恢复到 2005~2007 年的 1.0 倍水平时

不考虑股权融资时的极限增速为 40%，考虑股权融资时可提高到 100%；

产品定位高端化，周转速度仅恢复到 0.6 倍，但营业利润率提高到 30%时

不考虑股权融资时的极限增速为 22%，考虑股权融资时可提高到 70%；

周转速度低于 0.5 倍、营业利润率低于 25%时

无法进行股权融资，维持存货零增长。

核心

坚守净负债率 40%底线，盯准存量资产周转速度与扩张速度的匹配。

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

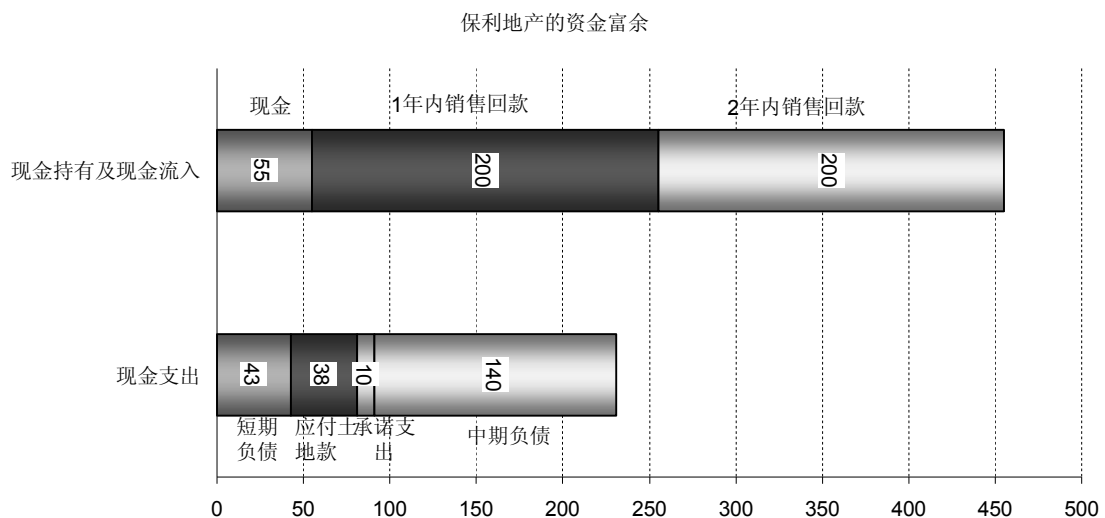
短期内不存在财务风险

截止 2008 年底，保利地产的短期借款 43 亿元，2009 年内需要支付的政府土地款 38 亿元，总短期债务支付需求 81 亿元，手持现金 54.7 亿元。在此背景下，即使所有短期债务都不能续借，只要公司能够实现 30 亿元的协议销售额，就可以覆盖短期偿债支出。

在偿债需求之外，为维持正常增长，公司 2009 年计划总投资 215 亿元，其中在建项目后续投资 125 亿元（包含了 38 亿元的土地款支出），拟建项目 30 亿元，拓展项目 60 亿元，加上短期借款，总短期支付需求达到 260 亿元，也就是说，只要公司能够维持 2008 年 205 亿元的协议销售金额，就可以覆盖偿债和正常投资需求。而截止 2008 年底，公司的可售房产产权益面积 315 万平米，以 2008 年销售均价 7900 元/平米计算，总可售房价值约 250 亿元，2009 年新增可售房价值应在 200 亿元以上，以 2008 年 63% 的预售比例计算，应该可以维持未来两年的房源供应。

不过，保利的中期债务较多，长期贷款 140 亿，其中有 81 亿元需要在 2010 年偿还，43 亿元在 2011 年到期，另有 4 亿土地款需要在 2010 年支付，即，2010 年偿债资金需求 85 亿元，但在正常经营下，即使所有债务不能续借，只要公司能够维持每年 200 亿以上的协议销售金额，就可以覆盖还款需求和基本投资支出。

综上，保利未来 2~3 年几乎不存在财务风险。



图（1） 保利的资金富余



二、产品定位与财务底线

● 从资产组合看产品定位

产品定位中低端

公司定位于中低端项目，2008 年的平均售价为 7935 元/平米，比富力等公司销售均价低 20%以上。其设计房源中，以中档房为主，套均面积在 100~110 平米左右，2007 年更是以楼面价 2600 元/平米的价格获得了北京常营两限房项目，2008 年的主要销售楼盘之一广州保利西子湾也是限价房，销售均价在 6500 元/平米。总体布局方面，普通住宅占 85%，低密度住宅占 10%，商业性房产占 5%。

表（1）2008 年保利地产在各主要城市住宅成交的套均面积

城市名称	成交套均面积	城市名称	成交套均面积
深圳	92.4	南京	104.34
北京	110.81	杭州	113.47
苏州	115.58	上海	99.54
重庆	93.93	济南	113.11
长沙	105.86	成都	83.11
青岛	105.2	广州	107.39
福州	108.2	武汉	104.72
天津	107.66	平均	104.95

备注：福州、长沙、济南、青岛、苏州的数据为 2008 年 7-12 月；广州和杭州数据为 2008 年 5-12 月。

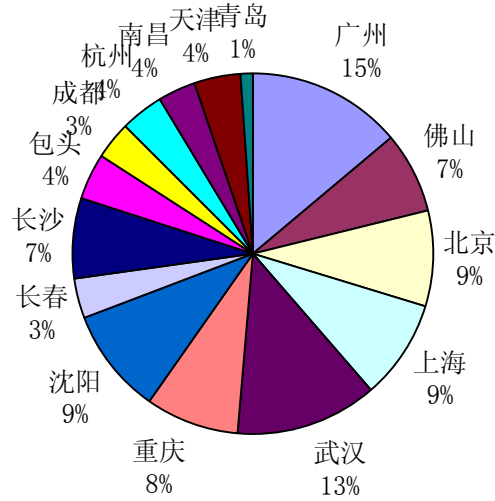
中低端定位使公司在购地方面多选择一线城市的非核心地区和二三线城市，其中 60% 的土地储备位于二三线城市，规划投资中 50%以上资金将投资于广州、北京、上海之外的城市。结果，公司总土地储备的楼面均价在 2000 元左右，是几大地产公司中最低的，尤其是 2008 年新增的 594 万平米土地储备，均以底价获得，楼面均价不到 1100 元/平米，进一步摊低了整体土地成本。

表（2）2006 年~2008 年主要地产公司的土地成本比较（楼面价：元/平米）

	保利	万科	金地	招商
2006	2443.39	1861.37	2937.08	3408.99

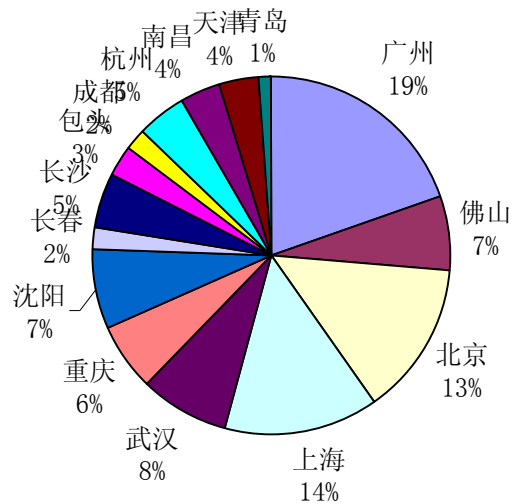
2007	2660.04	3581.44	3203.35	2638.18
2008	1036.42	1941.37	-	3035.96
2006~2008	2051.36	2516.87	3150.12	3166.35

保利地产权益建筑面积的地域分布



图（2）保利地产在建和拟建项目的权益建筑面积分布

保利地产规划总投资额的地域分布



图（3）保利地产规划总投资额的地域分布



虽然土地成本低，但由于公司产品定位中低端，所以，利润率并不高，以 2009 年增发拟投资项目为例，除个别商业项目外，其他项目的售价都不高，投资回报率在 12~15% 之间，净利润率在 10~12% 之间。实际上，即使是在房价大幅上升的 2006、2007 年，公司的整体营业利润率也只有 25%（剔除财务费用和其他经营收益）。

表（2）保利地产 2009 年增发投资项目

项目名称	位置	性质	拟售价(元/平方米)	预期销售额(亿元)	规划投资额(亿元)	土地成本(亿元)	预期净利润(亿元)	预期投资回报率	预期净利润率
上海保利叶上海	上海郊线	住宅	10500	75	58	33	9	15.30%	11.90%
上海保利林语	上海外环线外侧	住宅	12000	20	16	8.6	2.3	14.20%	11.20%
广州保利V座	广州珠江新城	写字楼	18000	20	10	0.5	4.5	43.50%	22.50%
		商住	20000						
佛山顺德保利合园	佛山顺德	住宅	4000	10	8	2.8	1	12.70%	10.20%
天津保利上河雅颂	天津武清区,距天津市 25 公里	住宅	5500~6000	46	36.6	9.3	5	13.60%	10.90%
长沙麓谷林语	长沙河西麓谷科技新城,距市政府 6 公里	住宅	4000~5000	55	43	8.6	6.4	15%	11.70%
成都公园198	成都三环外,距三环 7 公里,距市中心 15 公里	度假+商住	4000~5500	29	20	3.3	5	25%	17.30%
长春保利罗兰香谷	长春市南部	住宅	4500	26.4	20.5	5.9	3.1	15.20%	11.80%

● 从产品定位到成长模式

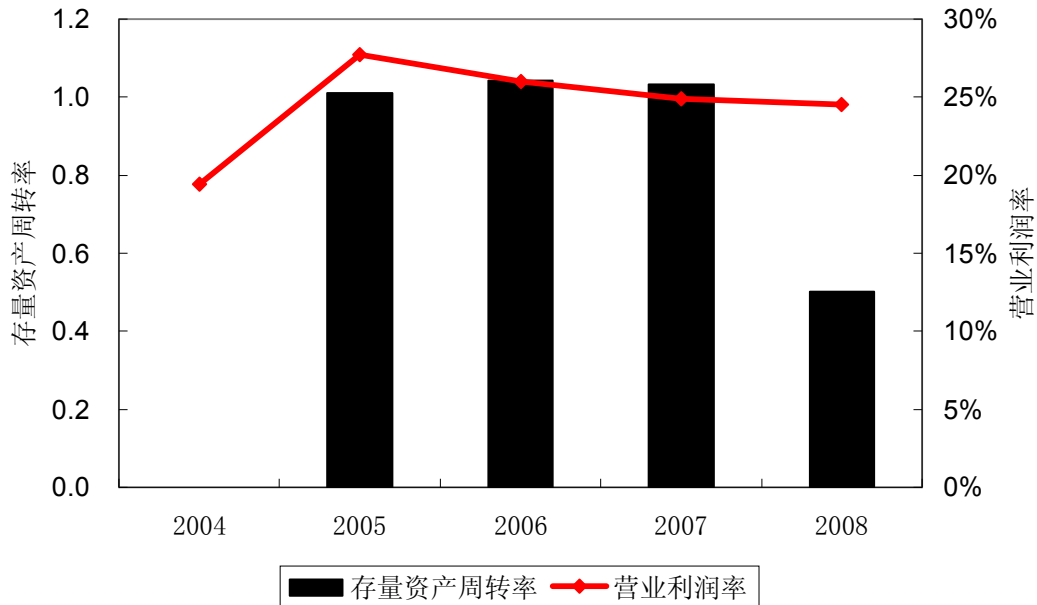
周转速度快

总体看，保利在整体扩张模式上，与万科相似，强调快速推盘、快速销售，中低端定位和快速销售的模式使其在 2005~2007 年的存量资产周转速度（销售金额/年初总资产）一直保持在 1 倍以上，比万科还高。

2008 年低谷中，保利的销售速度也遭遇打击，公司凭借促销降价和两限房的销售，使存量资产周转率保持在 0.5 倍水平，仍然显著高于行业平均水平，也因此成为 2008 年少数

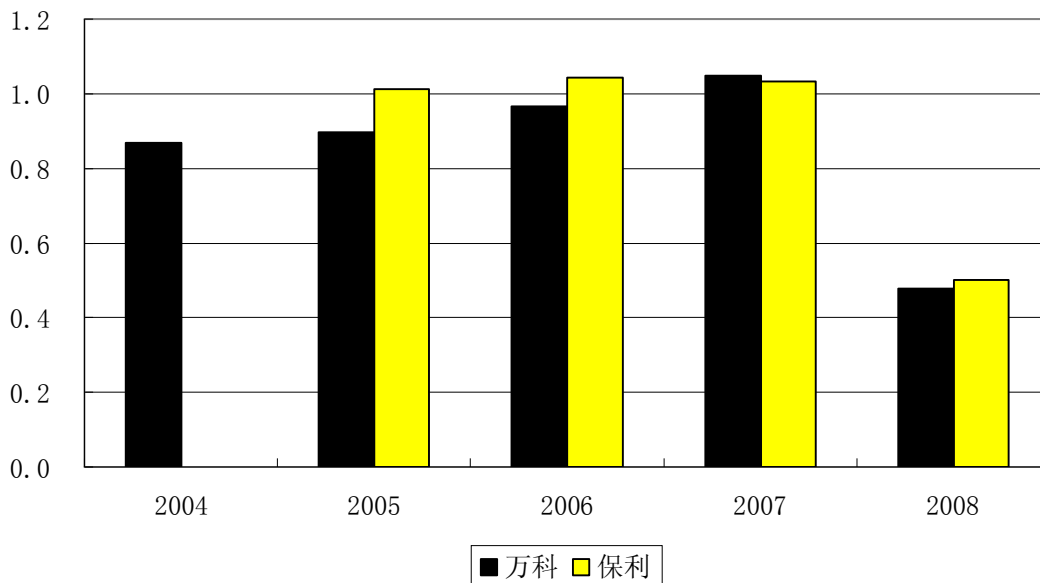
销售面积和销售金额均逆势上涨的公司。

保利的存量资产周转率与营业利润率



图（4）保利的存量资产周转率与营业利润率

保利与万科的周转速度比较



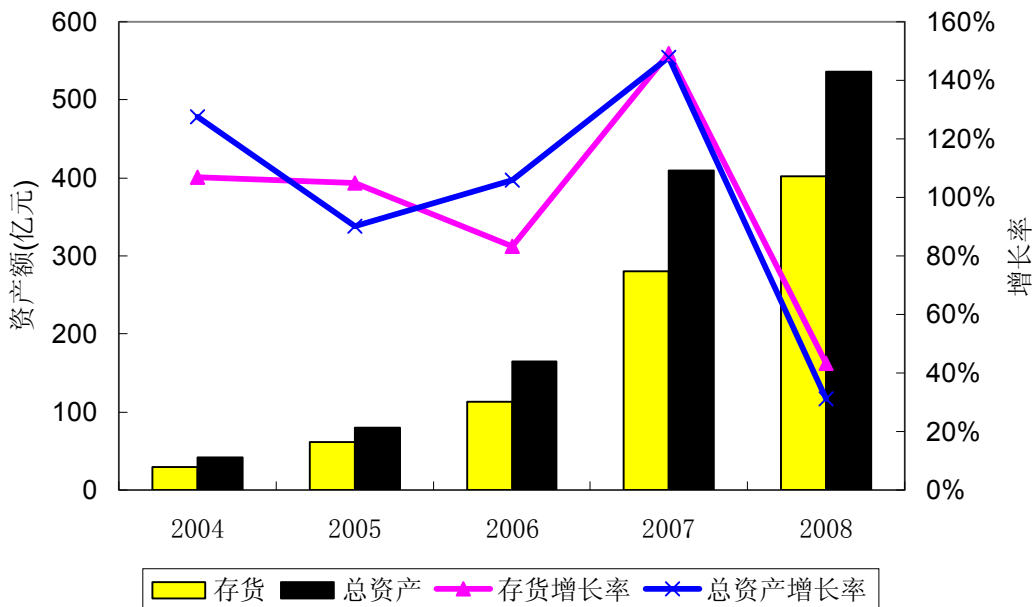
图（5）保利与万科的存量资产周转率比较

扩张模式“凶猛”

周转速度快的一大好处就是资金回流速度快、使用效率高，从而可以实现企业规模的

快速扩张，而这也正是保利过去几年的一贯成长模式，从某种意义上讲，保利的扩张速度已经不能简单用“快”来形容，而是“凶猛”。过去五年，保利存货的年均增长率达到 94%，2007 年时达到 149%，资产的年均增长率达到 96%，2007 年时达到 148%，借款额的年均增长率达到 107%，2007 年时达到 148%。实际上，2003~2007 年，公司业绩增长中，81%的增长来自于结算面积的扩张，13%来自于售价的上升，6%来自于毛利润率的增長。

保利地产的快速扩张



图（6）保利地产的快速扩张

● 从扩张模式看财务拨备

财务安全底线：净负债率 40%以内

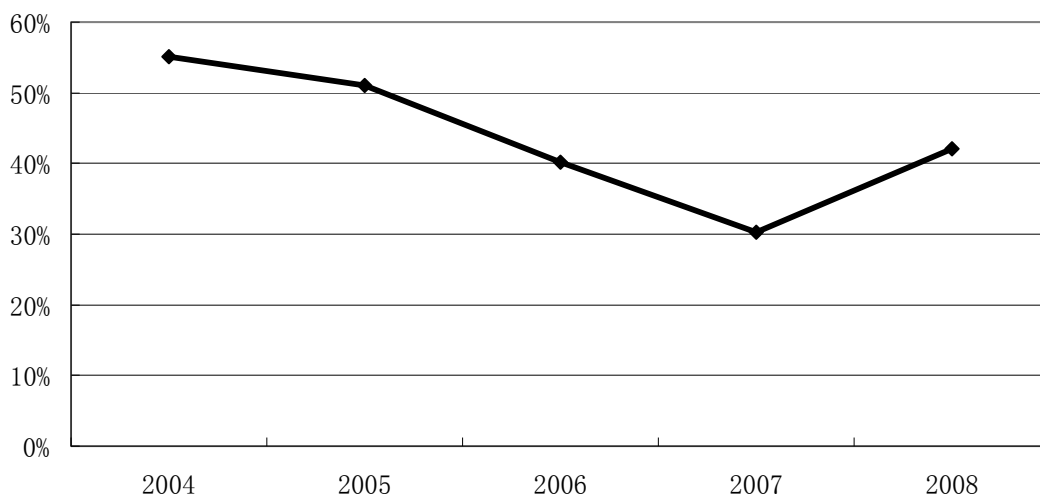
快周转增强了公司的抗风险能力，理论上，在低谷期 0.5 倍存量资产周转率下，只要公司的净短期负债率不超过 50%（目前不到 5%），公司就能从容应对危机。

但快周转所导致的快速扩张又在一定程度上增加了公司财务风险的不确定性。2008 年，在其他地产公司都纷纷削减存货的时候，保利的存货仍增长了 43%，但由于销售未达预期，使年末净负债率（（流动负债-预收帐款+长期借款+债券）/总资产）从上年的 30% 上升到 42%，假使公司在年内使存货翻倍，则年末净负债率将上升到 65%，从而大幅增加中期偿债压力，尤其是当行业低谷延续至第二年时。实际上，一度成为民营地产商希望的顺驰，也曾以快周转著称，但最终倒在了更快的扩张速度下。

鉴于此，为了防范保利地产在快速扩张中错判形势的风险，我们认为应将公司的净负债率（=（流动负债-预收帐款+长期借款+债券-货币资金）/总资产）控制在 40%以内。此时，如果行业出现拐点，而公司仍如常使存货翻倍增长，则年末净负债率将上升到 80%，根据公司以往的负债结构——30%左右为短期负债，60%在第二年到到期，10%在 2~5 年内到期——未来一年内的偿债需求为总资产的 24%，第二年的偿债需求为总资产的 48%，恰好控制在 0.5 倍周转速度的销售回款内。

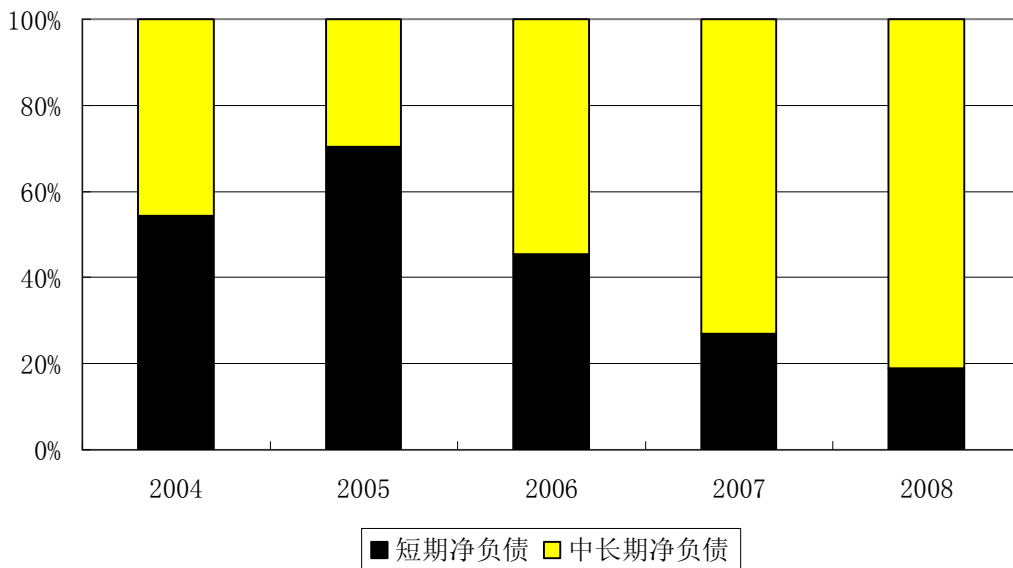
综上，保利地产的财务安全底线是净负债率在 40%以内，无论公司扩张速度多快，都必须严守这条财务安全底线，在财务安全底线之上，公司的实际扩张速度取决于它能否保持住繁荣期 1 倍的存量资产周转率。

保利地产的净负债率变化



图（7）保利地产的净负债率

保利地产的净负债结构



图（8）保利地产的净负债结构

备注：短期净负债=流动负债-预收款-货币资金，中长期负债=长期借款+债券

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，保利位于效率曲线的边界上，即，拥有相同定位下行业内最高的周转速度和运营效率，其利润率水平略高于万科，与金地、荣盛发展相近，周转速度也与这几家公司相近。严格的成本控制和快速推盘、快速销售的策略，让公司在运营效率上优于多数同行，确实具备了成为行业龙头的条件。

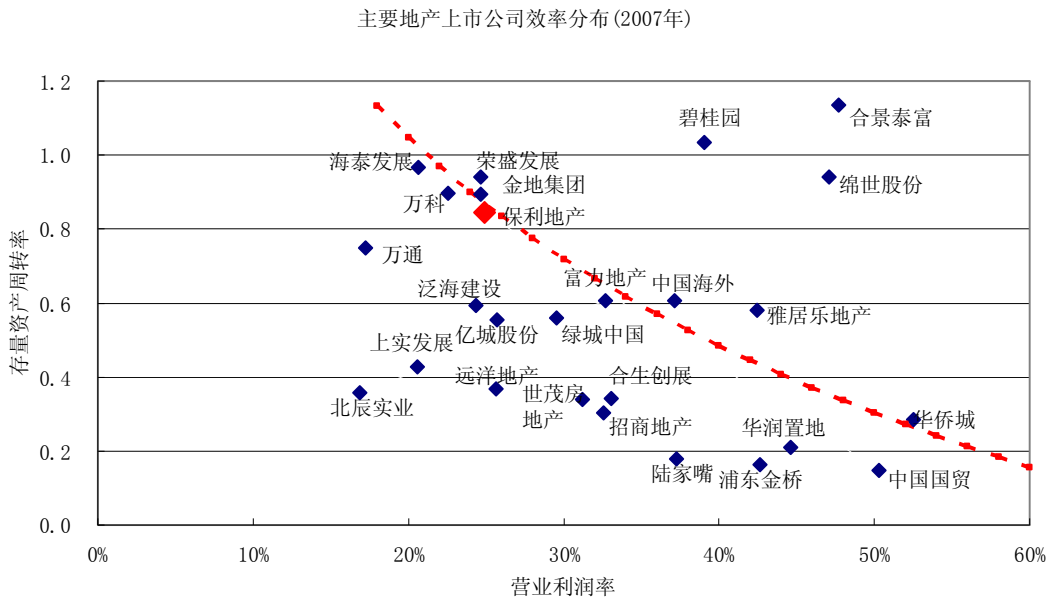


图 (9) 保利地产在效率曲线上的位置 (2007 年)

2008 年, 虽然周转速度下降一半, 至 0.5 倍, 但仍与万科等公司周转速度相当, 从而保持住了效率边界上的位置。

● 未来的运营效率

随着规模扩张, 周转速度可能会有所下降

不过, 未来, 保利的周转速度面临下降压力, 实际上, 尽管 2005~2007 年公司的存量资产周转率都保持在 1 倍以上, 但 2007 年底, 在行业未见明显下降趋势的情况下, 公司将 2008 年的销售目标设定为 240 亿元, 相当于 0.6 倍的存量资产周转率, 低于以往 1 倍的周转速度, 可见, 即使不发生行业转折, 公司的周转速度也将呈现下降趋势。

此外, 公司郊区中低价房的策略在广州、北京等城市获得了市场认同, 2008 年的预售比率都在 60% 以上, 但在一些新进二三线城市, 却遇到了销售障碍, 2008 年在杭州地区的预售率不到 10%, 成都也只有 40%, 武汉 45%, 沈阳 51%, 天津 52%, 长沙 53%, 未来在这些地区的销售探索可能会拉低整体的回款速度。

表 (3) 2008 年保利地产各地的预售比率

	规划总投资额	权益建筑面积	权益销售面积	预售比率



广州	2024110	3004492	407271	62.4%
佛山	670474	1557561	193615	89.0%
北京	1437186	1857436	404009	70.1%
上海	1428543	1942266	191154	76.9%
武汉	824606	2801239	133432	44.7%
重庆	629658	1808263	275459	86.4%
沈阳	722832	2031776	197956	50.6%
长春	207611	746368	170116	63.2%
长沙	522094	1562287	64062	52.7%
包头	267803	960667	41199	70.5%
成都	200458	671002	86434	40.3%
杭州	465400	848063	19480	9.5%
南昌	375186	759937	27007	71.7%
天津	365846	895756	66895	52.4%
青岛	111470	229000	0	
合计	10253278	21676114	2278089	63.0%

在模式探索中，保利的战略也在动摇，目前土地储备已向“城市心脏”转移，并将产品定位向高端延伸，战略方向的转变给公司未来的周转速度带来了不确定性。虽然目前广州、深圳等地的房地产市场在复苏，但主要热销户型仍以中低价位房为主，2009年1月，万元以下户型占了总成交量的70%以上，而均价在18000元以上的户型仅占总成交量的2%不到，实际上，即使在行业最繁荣的时期，高端定位产品的销售速度也要显著慢于中低端定位产品。

表（4）广州一手住宅成交量结构（面积：万平米）

时间	2009年1月		2008年12月		2008年11月	
均价区段	面积	占比	面积	占比	面积	占比
18000以上	0.58	1.5%	0.60	1.5%	2.07	4.5%
14000~18000	2.31	6.2%	5.12	12.4%	5.21	11.2%
10000~14000	7.41	19.7%	7.07	17.2%	14.94	32.1%
10000以下	27.22	72.5%	28.35	68.9%	24.27	52.2%
合计	37.52		41.14		46.49	

我们认为，如果公司能够继续保持当前中低端定位、以量取胜的战略，那么它的运营效率有望继续保持在效率边界上，从而保持25%的营业利润率水平和1倍的存量资产周转率；但如果公司转变战略向高端住宅和商业地产延伸，则周转速度将降至0.6倍，与富力等公司繁荣期的周转速度一致，而利润率虽有所提高，但提高幅度有限，整体效率水平降低，从效

率边界移至效率曲线内部。

营业利润率基本维持当前水平

利润率方面，公司的高价地压力不是很大，预计未来将保持在 25%水平。

实际上，保利在 2006、2007 年新增土地储备占总储备量的 42%，低于主要竞争对手，而 2008 年以底价新增的 594 万平米土地，摊薄了不少成本，所以，未来消化高价地的压力并不大，在当前定位下，营业利润率可以维持在 25%水平。

表（5）主要地产公司的土地储备成本比较

	保利	万科	金地	招商
2006~2007 年新增土地占总土地储备比重	42.43%	54.63%	57.31%	32.68%
土地储备的平均楼面价（元/平米）	2051.36	2516.87	3150.12	3166.35

周转率决定扩张速度

综上，如果公司能够维持当前定位，保住 1 倍周转速度，则将实现快速扩张，根据我们后面的测算，在行业复苏和股权融资背景下，确实可以支持资产的成倍扩张；但如果公司改变定位，则繁荣期的周转速度最高也只有 0.6 倍，扩张速度下降 30~40%。总之，扩张速度与周转速度的匹配决定了保利的未来，而盯准保利的扩张速度与周转速度，就能控制公司的财务风险。

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 25%，而存量资产周转率则保持在 0.5 倍，为保持持续融资能力，分红率控制在 30%水平。

资本支出的极限

在上述假设下，如果不考虑股权融资，保利地产存货的极限增长率在 15%水平，销售额的年均增速为 14%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 0.6 倍，2010 年恢复到 1.0 倍水平，而营业利润率则维持 25% 水平，其他假设同上，保持 30% 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 年保利地产存货的极限增速为 27%，2010 年以后维持在 40~45% 水平，年均存货增速为 43%，年均销售额的增速为 55%。

● 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 0.4 倍，2011 年恢复到 0.5 倍水平，同时售价下降 10%，使营业利润率降低至 16%，2011 年恢复到 25%。其他假设同上，分红率保持在 30% 水平。

资本支出的极限

在上述假设下，2009 和 2010 年的存货基本维持零增长，2011 年随行业复苏存货增长 19%，此后稳定在 15% 水平。未来五年年均的销售额增长仅为 10%。

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 40~45% 水平，如果市场维持 2008 年状况，则极限增速为 15% 左右，而在地产市场继续恶化的情况下则需保持存货的零增长。

五、 股权融资融资下的极限发展速度

● 股权融资的条件

自 2006 年上市以来，保利地产一直注重对资本市场融资渠道的充分利用，2006 年 IPO 融资 21 亿，2007 年增发融资 68 亿，2008 年债券融资 43 亿元，2009 年伊始又提出定向增发融资 80 亿。可见，资本市场融资是推动公司扩张的重要资源。



从以往融资历史看，资本市场对保利地产的融资条件是比较宽松的，2009年如果增发成功，公司当年的净资产回报率很可能降低到7%水平，每股收益也会下降20%以上，但仍有较大可能获得批准。不过从长期看，投资人不会总允许这种稀释性的股权融资。为此我们假设投资人要求的再融资条件是每股收益不降低，同时净资产回报率在10%以上（2009年融资除外），融资市盈率在20倍左右。根据我们的测算，在存量资产周转率低于0.5倍、营业利润率低于25%的情况下，公司难以达到融资门槛，因此，保利地产要想实现股权融资，至少应保持当前的运营效率。

● 当周转速度保持在2008年的0.5倍时

股权融资下存货的极限增速从15%提高到40%

假设公司的存量资产周转率保持2008年的0.5倍，营业利润率维持25%水平，则在不考虑股权融资时，公司存货的极限增长速度为15%。而在考虑股权融资后，2009年增发20%股票、融资80亿后，存货的最大增速为50%；2010年以后每年可再增发相当于总股本10%左右的股票，使存货增长率提高到35~40%水平，未来五年的年均存货增长率为40%，相应销售额的极限增速也从融资前的14%提高到34%。

● 当周转速度恢复到2005~2007年的1.0倍时

股权融资下存货的极限增速从40%提高到100%

如果公司的存量资产周转率随行业复苏恢复到2005~2007年的1.0倍水平，而营业利润率仍维持25%水平，则在不考虑股权融资时，公司存货的极限增速为40~45%。而在考虑股权融资后，每年的股本扩张规模可以达到20~30%水平，从而支持存货的成倍扩张，销售额也将实现翻倍增长，每股收益将以年均50%的速度扩张——当然，前提是存量资产周转率维持1倍水平。

● 产品定位高端化，周转速度维持在0.6倍水平

极限增速比1.0倍周转率时低30~40%

如果公司的产品向高端化延伸，周转速度最高恢复到0.6倍水平，而营业利润率达到富力、绿城等公司2007年时的30%水平。则在不考虑股权融资时，即使在行业繁荣期，公司



存货的极限增速也仅为 22%，低于 1 倍周转率下 40%的增速；在考虑股权融资时，每年的增发比例在 20%左右，可以支持存货以年均 70%左右的速度扩张，也低于 1 倍周转率下 100%的扩张速度。

综上，股权融资确实能够大幅提高公司的极限扩张速度，在 0.5 倍周转速度下可以使极限增速提高到 40%，在 1 倍周转速度下，可以使增速提高到 100%，但在产品高端化的背景下，极限增速下降 30~40%。

六、战略前景

● 最新发展

受益于广州楼市回暖，2009 年 1、2 月份，保利地产的签约面积 39 万平米，同比增 229%，签约金额 34 亿，同比增 198%。1、2 月份的主要销售集中于广州、深圳等前期降价较多的地区，未来公司将相机调整在这些地区的价格策略。

在土地储备方面，2009 年以来公司还没有新增土地储备，但根据管理层的最新发布，未来会将土地储备集中于中心城市的心脏地区，这可能会推升公司未来的产品定位。

● 战略前景

一旦公司的产品定位高端化、周转速度降低，公司以往的扩张模式将被颠覆，不仅运营效率会降低，而且如果公司继续保持以往的激进扩张模式，则需高度警惕财务风险。

七、结论

公司财务状况

短期年内不存在财务风险

扩张模式与增长潜力

公司的产品组合以中低端住宅为主，繁荣期周转速度在 1 倍以上，低谷期周转速度在 0.5 倍水平，与万科相近，在相同定位下拥有行业内最高效率和高速扩张的潜力；但考虑到公司以往扩张模式，净负债率应控制在 40%以内。

周转速度维持在 2008 年的 0.5 倍水平时

不考虑股权融资时的极限增速为 15%，考虑股权融资时可提高到 40%；



周转速度恢复到 2005~2007 年的 1.0 倍水平时

不考虑股权融资时的极限增速为 40%，考虑股权融资时可提高到 100%；

产品定位高端化，周转速度仅恢复到 0.6 倍，但营业利润率提高到 30%时

不考虑股权融资时的极限增速为 22%，考虑股权融资时可提高到 70%；

周转速度低于 0.5 倍、营业利润率低于 25%时

无法进行股权融资，维持存货零增长。

核心

坚守净负债率 40%底线，盯准存量资产周转速度与扩张速度的匹配。