

华润置地财务状况及增长潜力分析

杜丽虹 2009年10月10日

摘要

公司财务状况

短期财务安全，中期资金缺口小，财务安全性评分“中上”。

战略理性

静态财务风险低，但动态看，考虑到周期波动，公司已走在财务安全底线的边缘，2009年三季度1个月已耗尽全年购地能力，战略理性评分“中下”。

财务安全底线

为应对未来3-5年可能出现的“V”形低谷，公司需将净借贷资本比控制在32.6%以内，为应对未来3-5年可能出现的“U”形低谷，公司需将净借贷资本比控制在8.8%以内。截止6月30日，公司实际净借贷资本比19.2%，但考虑三季度购地支出后，实际净借贷资本比在30%以上，已接近安全底线上边界。

扩张模式与增长潜力

在上述财务安全底线，华润存货和物业投资支出的极限增速在14.5-20.7%水平，相当于2009年55-80亿港元的新增资本支出，而2009年8、9月份公司的购地支出已达到72亿人民币，达到上限。

股权融资背景下的极限增速

在股权融资背景下，公司在上升周期可实现每隔1年融资1次，融资比例在10%左右，由此推动的极限增速提高到25.7-32.2%水平。成长潜力评分“中”。

产品定位与运营效率

以往华润置地的产品定位高端，周转率很低，即使与其他高端定位企业相比运营效率仍低于同行，结果资本回报率长期低于行业平均水平，投入资本回报率仅为3.6%，不到万科、中海的三分之一。近两年产品定位下移，周转率提升，运营效率达到同类定位下的中游水平，但0.4倍的周转速度仍无法支持百亿购地的规模化扩张；而作为一家差异



化高端定位企业，华润已走在安全底线的边缘。运营效率评分“中下”。

核心

好消息是华润的运营效率提升了！坏消息是走在十字路口的华润很尴尬，作为规模化扩张企业，它的周转速度不够快，作为差异化高端企业，它的扩张速度又有点太快了，已达到安全底线的边界。未来仍需重点关注企业动向。

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、概述

2009年10月，我们完成了《2009年度中期中国地产上市公司综合实力排名报告》，华润以6.01分的综合得分排名74家地产上市公司的第18位，较2008年度排名大幅提升，其中财务安全性排名第24位，战略理性排名第34位，成长潜力排名第24位，运营效率排名第50位，销售规模排名第7位。

华润置地因何完成了排名的大幅提升？周转的提速成为主要动力——2009年上半年，华润置地的存量资产周转率较2006、2007年提高了近一倍，尽管2009年中期运营效率依然是华润的弱项，但与2008年近乎垫底的效率排名相比，短板的提升确实推动了公司整体实力的增长，尤其是成长潜力和销售规模得到显著改善。

但由于这种效率改善是建立在重新定位基础上的——近年来华润置地加推了部分中档产品，2009年8月更拿下上海限价房地块，产品定位的下移加速了周转，但也让公司的未来变得更加模糊：走规模化路线，华润的周转速度不够快——虽然公司的销售速度大幅提升，但仍达不到规模化公司的水平，无法支持百亿购地扩张；走差异化路线，华润的扩张速度又有点过快了。规模与精致，长期中两者难以兼容。

实际上，地产企业的成长模式无外乎两种，一种是先做大再做强的规模化扩张模式，代表性公司有万科、保利、碧桂园等；另一种是先做强再做大的差异化扩张模式，代表性公司有龙湖地产、星河湾、SOHO中国、华侨城等。前者要求企业有很强的运营效率、成本控制能力、标准化复制能力，其核心竞争力就是一个“快”字，通过快周转撬动经营杠杆来实现规模化扩张；而后者则要求企业有打造标志性精品建筑的能力和相对保守的财务策略，以高回报率来弥补扩张速度上的弱势。

不过，由于国内投资人和分析师对土地红利的过分强调，诱使多数地产公司陷入了对规模的片面追求，期望通过尽可能多的占有土地来享受增值收益，结果，多数地产公司都选择了先做大再做强的规模化扩张模式；即使是那些选择了先做强再做大的企业，在打造了几个精品项目后也大多陷入了盲目扩张的陷阱，以财务杠杆的血拼来换取新的成长空间。

华润是沿差异化高端路线成长起来的，这类企业利润率高但经营杠杆低，在低谷中面临的冲击也更大，它要求企业有更保守的财务策略和更稳健的扩张步伐——对财务安全底线的坚守是差异化高端企业可持续发展的关键。然而，在土地红利的诱惑下，耐得住寂寞的企



业毕竟是少数，高端定位的企业在经营杠杆不足以撬动资产成长的背景下，就用财务杠杆替代经营杠杆推动企业高速增长，于是出现了利润率越高的企业、财务风险越大的悖论——在2004-2008年间，华润置地曾长期突破财务安全底线，2009年中期的战略理性排名也仅居中，8、9月份的大规模拿地更让公司已达到2009年的极限发展速度上限。

华润正走在战略选择的十字路口与财务安全底线的边缘，产品定位与土地储备的每个决策都会影响企业的未来。

二、财务状况分析

● 当前战略下的风险头寸

短期财务状况良好

截止2009年中期，华润置地的流动负债总额约200亿港元，剔除130亿港元的预售款后，实际短期负债70亿港元，2008年底有66亿港元已订约但未拨备的承诺资本支出，截止2009年前9个月新增土地支出111亿人民币，剔除向大股东购地35.7亿人民币，对外土地支出75亿人民币，由此估算公司的短期偿付需求总额为150-200亿港元。

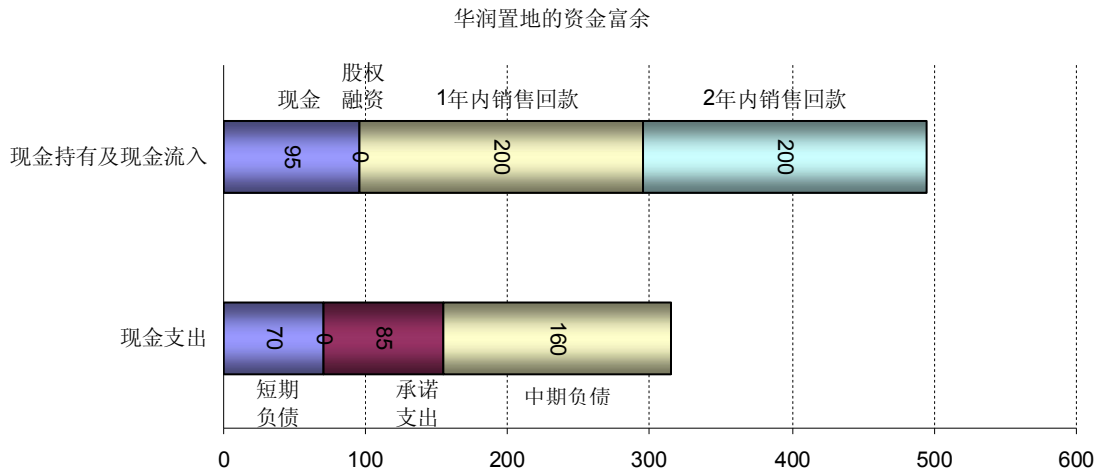
与之相对，截止2009年6月底，华润置地手持现金95亿港元，2009年1-6月合约销售金额100.74亿人民币，截止2009年9月15日的合约销售额154.73亿人民币，全年销售目标180亿人民币。考虑到8月以来北京等地房屋成交量的下滑迹象，我们预估未来一年的销售额应在150-200亿人民币之间，再加上约10亿的租金收入，一年内可动用金融资源总量达到270-330亿港元，与短期偿付需求相比，仍有富余资金。

中期资金缺口小

长期借款方面，华润置地有159亿港元的长期贷款，假设其中一半即80亿港元长期贷款在2010年到期，并考虑公司为维持150-200亿人民币的销售额，需每年投入70-100亿人民币的开发支出，则2010年的总资金需求在170-200亿港元。如果2010年公司仍维持150-200亿人民币的销售额，可以实现资金平衡。

静态财务安全性的整体评价：中上

总体看，2009 年中期，华润置地的手持现金相当于总资产的 12.7%，略低于行业平均水平（16%），现金比率得分 4.23 分，净负债资本比 19.2%，低于行业平均水平（41.6%），得分 8.08 分，短期风险头寸为正的 34.7%，高于行业平均水平（21.8%），得分 6.95 分，综合财务安全性得分 6.55 分，在 74 家地产上市公司中排名 24 位，处于中上水平。



图（1）华润置地的资金缺口

三、战略理性

● 2009 年的购地能力已用尽

尽管以当前销售速度和负债情况测算，华润置地处于财务安全状态，但如果考虑行业周期的波动，华润置地正走在财务安全底线的边缘，它已将 2009 年的购地能力用尽，进一步拿地将会导致资金缺口。

2008 年低谷中，华润置地的存量资产周转率只有 0.167 倍，以当前 750 亿港元的总资产计算，这意味着如果 2010 年行业再次陷入低谷，华润的合同销售额将降至 125 亿港元（合 110 亿人民币），较 2009 年目标销售额下降近 40%。与之相对，公司有 70 亿以上的承诺资本支出，再加上到期银行贷款，资金缺口应在 30 亿左右。

即使考虑到 2009 年上半年华润置地周转速度的大幅提升，以当前 0.404 倍存量资产周



转率计算，低谷中的周转速度也仅为 0.2 倍左右，即，低谷期合约销售额维持在 150 亿港元（合 132 亿人民币），较 2009 年目标销售额下降近三成，并出现 10 亿左右的资金缺口。

总之，如果低谷突然降临，华润仅能勉强维持，但如果企业在 2009 年四季度继续大规模拿地，则可能出现低谷期的严重资金缺口。实际上，根据我们的测算，2009 年华润置地新增购地支出的上限为 80 亿港元，而截止 9 月底，公司的总购地支出已达到 111 亿人民币，剔除大股东注入的 36 亿资产，对外新增购地支出已达到 75 亿人民币，超过 80 亿港元上限，企业战略理性正经受考验。

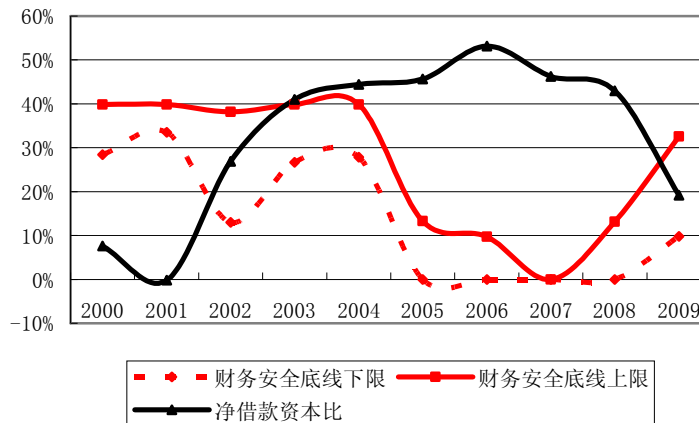
● 财务安全底线：净借贷资本比<32.6%

在 2009 年中期报告中我们重新计算了各上市地产公司的财务安全底线，对于华润来说，要应对 1-2 年期的“V”形低谷，它需要将净借贷资本比控制在 32.6%以内（我们预期公司低谷中的存量资产周转率在 0.2 倍左右，目前表外已订约但未拨备的承诺资本支出相当于总资产的 8.8%，以 35%的权益比率计算，净借贷额与权益资本之比应控制在 32.6%以内）。目前公司的实际净借贷资本比为 19.2%，低于财务安全底线的上边界。不过，19.2%是截止 2009 年 6 月 30 日的数据，如果加上三季度新增的 72 亿（人民币）土地支出的话，净借贷资本比将升至 30%以上，接近安全底线上边界，而历史上，华润曾长期突破财务安全底线。

● 历史上曾长期突破安全底线

如图（2）所示，2001-2007 年间，华润置地的财务杠杆一直在上升，净借贷资本比从 0 上升到 50%以上，再加上相当于总资产 10%左右的表外承诺资本支出，结果在 2003-2008 年间，华润置地的实际负债率已显著超越了财务安全底线。高财务杠杆确实加速了企业扩张，2004-2008 年华润置地的年均资产增速为 50.1%，销售额增速为 46.5%，高于安全底线之上的极限增速（14.5~20.7%），但高杠杆扩张也积聚了风险，只是因为有大股东的支持才得以应对危机。

华润置地的实际负债率与财务安全底线



图（2）华润置地曾长期突破财务安全底线

2009年5月华润置地配股融资42.4亿港元，使净借贷资本比从40%以上下降到20%以下，是过去五年来首次恢复到财务安全底线以内，从而使公司的战略理性得分提升到5.4分，在74家地产上市公司中排名第34位，位于行业中游水平。但第三季度的大规模购地，再度降低了战略理性得分，即使考虑大股东背景，对公司进一步的资本支出状况也需严密监控。

四、产品定位与运营效率

● 以往产品定位高端，运营效率低

其实华润置地长期突破财务安全底线，除了战略理性的原因外，还有运营效率的问题。

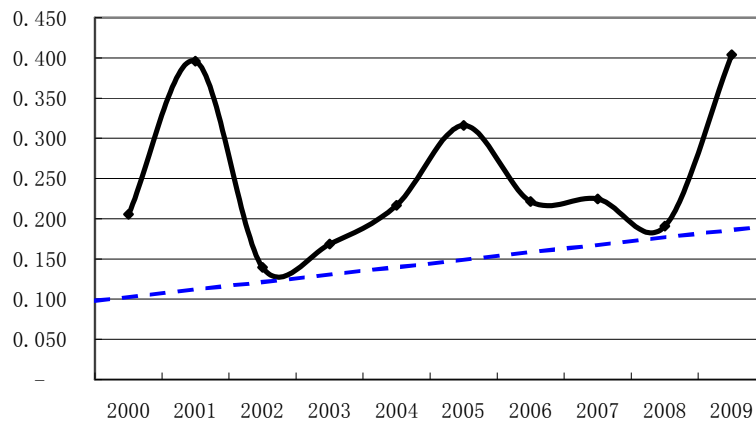
华润置地一贯定位偏高端，2006年时的销售均价就达到9000元/平米，显著高出当时的行业平均水平。2008年华润置地在北京的平均售价达到17428元/平米，上海平均售价28024元/平米，杭州27566元/平米，苏州28955元/平米，宁波13895元/平米，大连10503元/平米……均显著高于当地平均售价（表（1））。

高端定位使公司的营业利润率保持在27%左右，高于万科等公司20%左右的营业利润率，但低于其他高端定位公司，而周转率则显著低于其他相似定位的地产公司，从图（3）可见，华润置地的存量资产周转率在0.15-0.40倍之间，即使是在2006-2007年的行业高峰

期，也仅为 0.22 倍，2008 年更降至 0.167 倍，而相同定位下行业标杆效率可以达到 0.46 倍，结果，2008 年公司的运营效率得分近于零分。

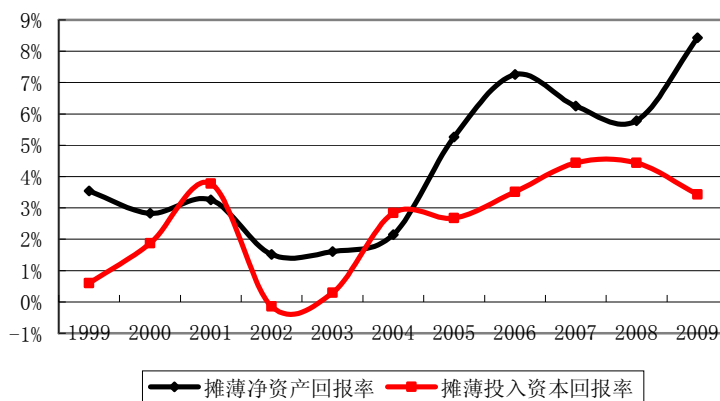
低运营效率一直是华润置地的软肋。它使公司过去五年平均的年末摊薄净资产回报率仅为 5.3%，投入资本回报率（（营业利润+财务费用）/（权益资本+有息负债））仅为 3.6%（图（4）），还不到万科、中海等公司的三分之一！

华润置地的存量资产周转率



图（3）华润置地的存量资产周转率

华润置地的资本回报率



图（4）华润置地的历史资本回报率一直很低

表（1）华润置地 2009 年上半年主要在售项目情况

项目	地区	计划竣工时间	总建筑面积	已售面积	2009 年上半年平均售价
凤凰城二期	北京	已完工	185,030	125,148	19,444



凤凰城三期	北京	已完工	171,583	126,250	23,680
橡树湾一期	北京	2009年12月	307,157	210,283	15,145
西缙红山	北京	2010年12月	283,129	96,256	16,454
其他住宅	北京	已完工			12,398
车库	北京	已完工			4,084
上海滩一期	上海	已完工	107,764	81,149	34,629
橡树湾一期	上海	2009年12月	79,318	36,290	23,649
翡翠城三期	成都	已完工	189,409	174,931	12,090
翡翠城四期	成都	已完工	333,426	264,713	6,731
二十四城一期	成都	2009年12月	362,764	272,021	6,240
凤凰城一期	成都	已完工	394,255	158,543	5,722
翡翠城车库	成都	已完工	136,685	31,278	5,267
凤凰城	武汉	已完工	157,300	132,824	7,707
中央公园一期	武汉	2010年12月	164,837	24,755	11,955
澜溪镇	合肥	已完工	200,503	187,405	5,145
车库	合肥	已完工	24,983	10,277	2,410
幸福里一期	合肥	2009年12月	264,566	64,653	5,122
悦府	杭州	2010年6月	147,900	97,033	31,550
无锡太湖国际社区一期	无锡	2009年12月	204,464	148,350	7,251
无锡太湖国际社区二期	无锡	2009年12月	230,859	61,700	5,612
无锡太湖国际社区三期	无锡	2010年12月	150,478	38,036	6,483
卡纳湖谷一期	宁波	2009年12月	77,152	66,401	14,977
中央公园一期	慈溪	2010年12月	31,832	27,168	10,352
星海湾一号一期	大连	2010年6月	108,916	32,480	30,075
海中国一期	大连	2010年6月	244,312	148,971	7,113
平门府	苏州	2010年6月	105,961	6,276	29,950
凤凰城一期	长沙	2009年12月	224,636	166,830	3,445
二十四城一期	重庆	2010年12月	179,485	111,483	4,587

● 近年产品定位下移，运营效率提升

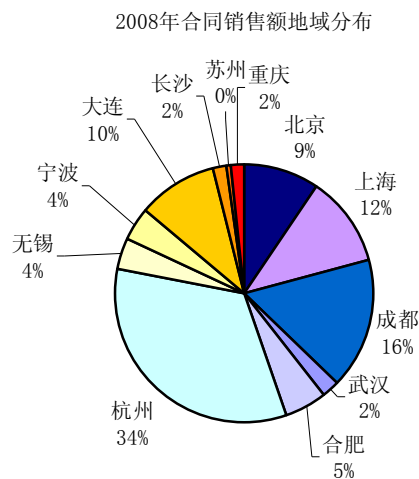
为了改善低回报率状况，近两年华润置地的产品定位呈现下移趋势，由表（2）可见公司2009年上半年的平均售价仅为8900元/平米，较2006年的平均售价还低——当然，平均售价的大幅下降部分归因于产品的地域结构，2008年贡献了销售金额三分之一的杭州高端项目在2009年上半年几乎没有贡献销售额，上海项目的占比也从12%下降到5%，北京项目和成都项目比重提高，而这两地的项目均定位中端（图（5）、（6））。

但不可否认的是平均售价的下降确实推动了公司周转率的大幅提升，存量资产周转率从

2008 年的 0.167 倍升至 2009 年上半年的 0.404 倍，较 2006、2007 年的高峰时期仍高出近 1 倍。而由于 2009 年上半年结算的项目主要是 2008 年销售的项目，所以在整体利润率未变的情况下，公司的运营效率评分大幅上升，从 2008 年的近于 0 分提高到 6.05 分，达到行业中游水平。

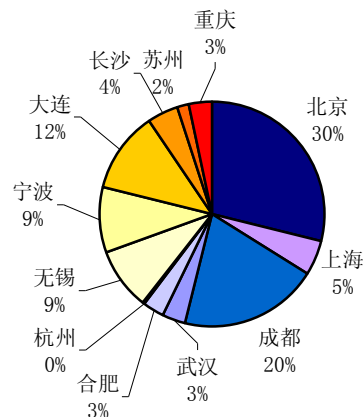
表（2）华润置地区域销售均价和整体销售均价的变动趋势

	2006	2007	2008 年	2009 年中期
北京		17,221	17,428	16,173
上海		27,425	28,024	25,006
成都		7,082	6,387	6,339
武汉		7,386	7,447	11,104
合肥		4,645	5,378	5,102
杭州			27,566	31,550
无锡			7,359	6,461
宁波			13,895	13,437
大连			10,503	11,422
长沙			3,242	3,445
苏州			28,955	29,948
重庆			4,152	4,587
合计	9,000	9,682	11,403	8,908



图（5）华润置地 2008 年合同销售额的地域分布

华润置地2009年上半年合同销售额的地域分布



图（6）华润置地 2009 年上半年合同销售额的地域分布

● 走在选择的十字路口

效率提升后的华润置地正走在选择的十字路口上。产品定位的下移显示公司可能走上规模化扩张的道路，而 2009 年三季度的大规模购地也似乎证实了这点：2009 年 8 月华润以 35 亿拍得上海限价房地块（虽是限价房，楼面价也达到 8000 元/平米），9 月 10 日又以 14 亿元拿下上海泗汀地块，9 月 25 日以 22 亿夺得南京新地王，楼面价近 8000 元/平米，一个月时间拍地支出已达到 70 多亿元，华润似乎已拉满弓准备加速扩张，2009 年其合约销售规模也逼近 200 亿。

但与其他规模化扩张的标杆企业相比，华润置地的周转速度还太慢。尽管它在 2009 年上半年已提速到 0.404 倍，但保利等公司的周转速度均在 0.8 倍以上，中海地产也在 0.6 倍以上，华润 0.404 倍的周转速度所能支撑的极限资产增速仅为 20%，无法达到规模化企业的扩张要求，即使在相同定位的企业下，它的运营效率也只有 6 分，只是中游水平（图（7））。

华润置地的另一种选择是继续坚持它的差异化高端定位。2009 年，华润置地启动了它的品牌战略，强调精致开发与增值服务，这显然是差异化高端定位的延伸。但在高端定位下，华润置地的财务策略却偏于激进了，2009 年三季度 1 个月就用尽了全年的购地能力，今天的华润已走在财务安全底线的边缘，未来如果继续追求规模化扩张，将使负债率大幅上升，面临低谷期的财务压力。

总之，华润置地正走在选择的十字路口上，转型规模化需要进一步提高周转速度，坚持

差异化，则需要放慢扩张步伐。

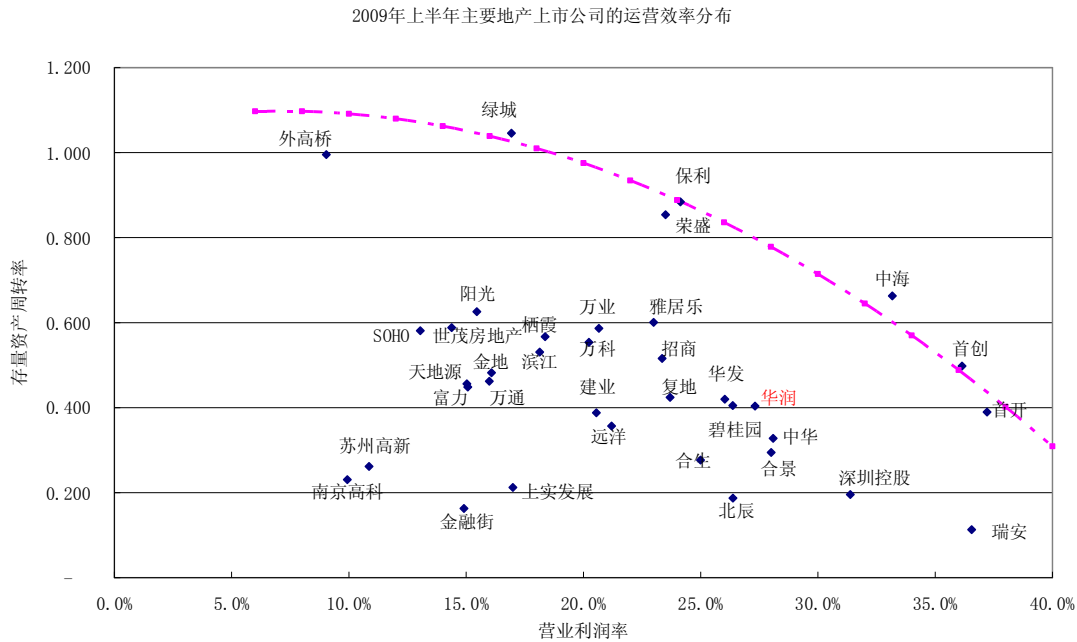


图 (7) 2009 年上半年华润的效率水平及与标杆效率的差距

五、 极限增速的控制

● 未来 2-3 年出现“V”形低谷情形

假设：

未来 3-5 年内出现一次类似于 2008 年的为期 1 年左右的 V 形低谷，低谷中公司营业利润率保持在 27% 水平，但存量资产周转率降至 0.20 倍，分红率控制在 20% 水平。

资本支出的极限

在上述假设下，公司的财务安全底线是净借贷资本比低于 32.6%，此时年均存货及物业投资支出的上限为 20.7%，即，2009 年的物业及存货投资支出的上限为 80 亿港元。

● 未来 2-3 年出现“U”形低谷情形

假设：

未来 3-5 年出现一次类似于美国次贷危机的为期 2 年以上的 U 形低谷，低谷中公司存量资产周转率降至 0.20 倍，分红率控制在 20% 水平。

资本支出的极限

在上述假设下，公司的财务安全底线是净借贷资本比低于 8.8%，此时年均存货及物业投资支出的上限为 14.5%，即，2009 年的物业及存货投资支出上限为 55 亿港元。

● 成长潜力综合评价：中等

总之，在不考虑股权融资背景下，华润置地的极限增速在 14.5-20.7% 之间，成长潜力评分为 5.0 分整，在能够计算极限发展速度的 70 家地产上市公司中排名 24 位，处于中等水平。

六、 股权融资下的极限增速

● 股权融资的条件

地产股的估值波动很大，我们只能假设投资人长期可接受的股权融资条件是净资产回报率在 10% 以上，每股收益不会因为融资稀释而下降，融资市盈率在 20 倍左右（华润置地历史的 ROE 很低，上市以外未高于 10%，在此背景下 2007 和 2009 年公司仍成功进行了配股融资，不过我们认为这种状况难以持续，长期中投资人要求的回报率不可能低于 10%）。

● 股权融资下的极限增速

为预防 V 形低谷出现，公司将净借贷资本比控制在 32.6% 以内

此时，公司在上升周期中每隔 1 年可实现 1 次股权融资，增发比例在 10% 左右，由此推动的极限增速从不考虑股权融资时的 20.7% 提高到 32.2% 水平。

为预防 U 形低谷出现，公司将净借贷资本比控制在 8.8% 以内

此时，公司在上升周期中每隔 1 年可实现 1 次股权融资，增发比例也在 10% 左右，由此推动的极限增速从 14.5% 提高到 25.7% 水平。

七、结论

公司财务状况

短期财务安全，中期资金缺口小，财务安全性评分“中上”。

战略理性

静态财务风险低，但动态看，考虑到周期波动，公司已走在财务安全底线的边缘，2009 年三季度 1 个月已耗尽全年购地能力，战略理性评分“中下”。

财务安全底线

为应对未来 3-5 年可能出现的“V”形低谷，公司需将净借贷资本比控制在 32.6% 以内，为应对未来 3-5 年可能出现的“U”形低谷，公司需将净借贷资本比控制在 8.8% 以内。截止 6 月 30 日，公司实际净借贷资本比 19.2%，但考虑三季度购地支出后，实际净借贷资本比在 30% 以上，已接近安全底线上边界。

扩张模式与增长潜力

在上述财务安全底线下，华润存货和物业投资支出的极限增速在 14.5-20.7% 水平，相当于 2009 年 55-80 亿港元的新增资本支出上限，而 2009 年 8、9 月份公司的购地支出已达到 72 亿人民币，突破上限。

股权融资背景下的极限增速

在股权融资背景下，公司在上升周期可实现每隔 1 年融资 1 次，融资比例在 10% 左右，由此推动的极限增速提高到 25.7-32.2% 水平。成长潜力评分“中”。

产品定位与运营效率

以往华润置地的产品定位高端，周转率很低，即使与其他高端定位企业相比运营效率仍显著低于同行，并导致资本回报率长期低于行业平均水平，投入资本回报率仅为 3.6%，不到万科、中海的三分之一。近两年产品定位下移，周转率提升，运营效率达到同类定

位下的中游水平，但 0.4 倍周转速度仍无法支持百亿购地的规模化扩张；而作为一家差异化高端定位企业，华润已走在财务安全底线的边缘。运营效率评分“中下”。

核心

好消息是华润的运营效率提升了！坏消息是走在十字路口的华润很尴尬，作为规模化扩张企业，它的周转速度不够快，作为差异化高端企业，它的扩张速度又有点太快了，已达到安全底线的边界。未来需重点关注企业动向。