



# 合生创展财务状况及增长潜力分析

杜丽虹 2009年7月20日

## 摘要

### 公司财务状况

短期的资金缺口在 10-20 亿港元，中期资金缺口 20 亿港元。总体资金缺口不大，财务状况相对安全。

### 扩张模式与增长潜力

合生早期的土地储备及近年来套利低谷获取的低价、核心区土地，为今后的发展奠定了良好的基础，它使公司能够回避今天的地王竞争。合生具备了驾驭本轮周期的客观条件，还最终能否胜出，还要看企业能否理性把握财务安全底线和极限增长速度。

### 财务安全底线

合生在产品向高端化延伸过程中，毛利润率虽然提高了，但运营效率降低了，低谷中快速下降的周转率制约着公司的套利空间。我们认为公司要想实现低谷期的安全套利，就必须将繁荣期净借贷资产比控制在 15%以内，净借贷资本比控制在 35-40%水平，低于当前 63%的水平，在这一财务底线，低谷期可以有 100 亿左右的土地套利资金。

### 慢牛环境下的极限增速

不考虑股权融资，在上升市场中，合生存货的极限增速为 13%，即近几年土地和房屋存货的年增加额不能超过 50 亿元；

### 快牛环境下的极限增速

不考虑股权融资，在上升市场中，合生存货的极限增速为 20%，即近几年土地和房屋存货的年增加额不能超过 80 亿元；

### 股权融资背景下的极限增速

在上升市场中，正常情况下合生创展可以实现隔年融资，在慢牛环境下的每次再融资的最大比例为 10%，可使存货的极限增速提高到 28%；在快牛环境下，最大再融资比例为 20%，可使存货的极限增速提高到 34%。但如果发生治理风险则无法实现再融资。



核心

核心区低价土地储备帮助公司回避地王之争，但要想延续低谷套利策略，必须严格控制财务安全底线和极限增速。

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

2005-2007 年的楼市繁荣让中国的地产商们“一心只想往前冲”，而分析师对净资产价值（NAV）估值方法的过分依赖则助长了地产商的囤地热情，在 2006、2007 两年，许多地产商的土地储备成倍增长，“地王”频出。

但繁荣背后的隐忧也在积累，到 2007 年四季度，北京一个拥有平均收入的三口之家，要购买一套 100 平米的住宅，在首付 30%、30 年期贷款的情况下，即使使用公积金贷款，按照当时的贷款利率(5.22%)，这个家庭的月供额也将达到 4107 元，相当于家庭收入的 63%，而如果这个家庭不能享受公积金贷款，只能享受商业贷款首套住房（基准利率下浮 15%）优惠的话，月供额将达到 4794 元，相当于这个家庭月收入的 74%。即使考虑中国两代人供一套房的特殊背景，月供额也已显著超出了普通家庭的承受能力。

在此背景下，2007 年 10 月以来，中国的房地产市场开始陷入低谷。幸运的是美国的次贷危机救了中国的地产企业，在全球经济衰退、出口大幅萎缩的情况下，政府出台了一系列刺激楼市的政策，在降息和优惠利率的推动下，相同额度公积金、商业贷款的月供额分别下降了 14.6%、24.2%，多数城市的月供收入比下降到 50%以内，部分城市甚至降至 30%水平，老百姓的购房能力上升了，于是有了 2009 年初的楼市小阳春。

不幸的是，在人类“好了伤疤忘了疼”的本性下，一些地产商开始透支降息和通胀预期下的购买力，当这种透支从个体行为演化为集体行为时，一个可以预见的结果就是 3~5 年后的中国楼市将象 2007 年的美国楼市一样，遭遇一场即使是政府也无力挽回的真正危机。

今天的中国很象 2002 年的美国，为了走出 911 的阴影，从 2001 年 12 月底到 2005 年三季度美国 30 年期抵押贷款利率从 7.07%下降到 5.58%，尽管这一时期美国年均房价增速达到 12%，显著高于同期人均可支配收入 4%的增幅，但在降息的作用下，这一时期美国的月供收入比一直保持在 25%以下，与租金收入比相当。2005 年下半年房地产推动的泡沫开始成为整个经济的泡沫，人均收入的增速提高到 5%以上，但房价年均增速更是达到 18%。同时，美联储为抑制通胀压力开始加息，30 年期抵押贷款利率从 5.58%上升到 6.66%。双重压力下，月供收入比从 24%上升到 37%，而那些低收入、享受次贷低首付“照顾”的房主月供收入比则达到 40%以上，超出了承受能力，从而导致了房地产泡沫的最终破灭。

美国从 2002 年降息开始，2006 年下半年开始出现楼市萎缩的现象，到 2007 年全面崩溃，历时将近 5 年。中国房价的上升速度更快于美国，在刺激经济的宽松货币政策下，2009 年一季度，广义货币 M2 增速 25%，名义 GDP 增速不到 4%，两者差距达到历史性的 22%，



二季度，M2 增速进一步上升到 28%，与名义 GDP 增速差距仍保持在 20% 水平。快速的货币化进程推升了所有资产价格，结果在 2009 年二季度，北京等地房价上涨了 30%，已迅速恢复到 2007 年四季度水平，一些楼盘的价格甚至超过了历史最高水平，地价更以翻倍速度增长。但值得警惕的是，人们收入的提升速度远慢于楼价的上涨，而未来通货膨胀到来时的加息进程会进一步加重购房人的负担。

在此背景下，如果国内房地产行业继续保持这种高速提价的话，中国这一轮的泡沫化过程可能会提前结束，在未来 2-3 年内破裂，而那正是今天以地王价拿地的楼盘集中上市的时候。

基于以上分析，我们认为，那些在今天冲进拍卖市场，高价拍地的企业很可能成为下一轮泡沫破灭的主要牺牲者，当然，这里面有主观激进的，也有被动的，那些前期土地储备较少或规模较大的企业，可能被迫卷入这场土地争夺战。因此，我们更看好那些前期土地储备相对充足、土地成本较低、不必现在冲进去买地，而且也不想现在高价买地的企业，那些在当下只是闷头开发，趁楼市泡沫多推盘、多收割现金的企业，很可能成为下次低谷的赢家。

合生创展在前期以低价储备了较多核心区土地，目前土地储备量应该足够支持未来数年的发展，没有“抢地”的客观需要。在主观上，合生在以前的地产泡沫中有一定的自制力，更乐于套利行业低谷，因此，预期公司不会过度卷入此轮地价狂潮，但仍需时刻监控其土地储备行为。总之，合生的土地储备给了它一种优势，但这种优势不在于分析师所说的 NAV 优势，而在于它有可能躲过这轮地王热。

不过，合生创展和珠江投资这两家公司的治理不透明一直是合生系的一大隐忧，对此我们难以从财务数据上给出判断，只能提示风险。

## 二、财务状况分析

### ● 当前战略下的风险头寸

#### 短期资金缺口小

截止 2008 年底，合生创展的流动负债总额为 193 亿港元，剔除 45 亿港元的预售款后，有流动负债将近 150 亿元，另有 15 亿港元的已订约但未拨备的承诺资本支出，短期偿付需求为 165 亿元，其中一年内到期借款 43 亿港元。与之相对，合生手持现金在 2008 年底是 24 亿港元，2009 年一季度增加到 30 亿港元，2008 年全年合约销售额 95 亿元，2009 年前 5

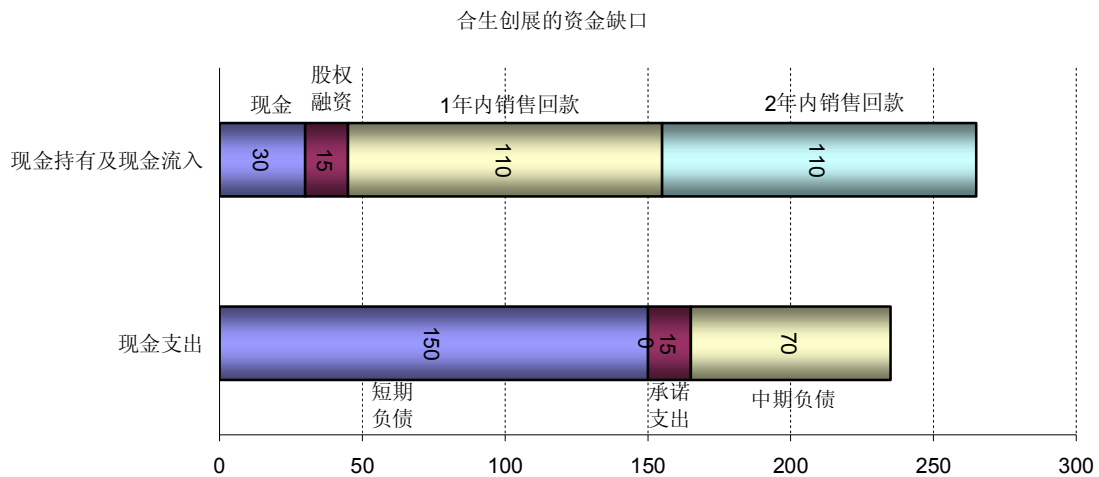
个月合约销售额 52 亿元，比去年同期翻了一倍，保守估算全年应能实现 100 亿合约销售额（合港币约 110 亿元），再加上计划中的 2.16 亿美元股权融资，一年内可动用金融资源总量约为 155 亿港元，与偿付需求相比，有 10 亿港元的资金缺口，在当前楼市回暖的背景下应该可以续借部分贷款以弥补资金缺口。

### 中期资金缺口也较小

从中期看，公司 50 亿港元的银行贷款于 2010 年到期，另有 20 亿港元的可转债于 2010 年到期，2010 年到期借款合计 70 亿港元，此外，为保持 100 亿以上合约销售额，还需至少投入 50 亿元的开发支出，2010 年的总资金需求在 120-130 亿港元，如果 2010 年公司仍维持 100 亿左右的销售额，则 2010 年的资金缺口也是 10-20 亿港元。考虑到公司尚有 150 亿港元左右的授信额度未使用，应该可以覆盖中期资金缺口。

### 财务安全性的整体评价：中等

2008 年末，合生创展的资金缺口为总资产的 2-3%，现金与总资产之比为 4%，略低，净借贷资本比为 63%，完成股权融资后可降至 60% 以内。总体看，公司财务安全性居中，在阳春背景下，资金压力不大。



图（1）合生创展的资金缺口

表（1）合景泰富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
<b>0754. HK</b>	<b>合生创展</b>	<b>3.14</b>
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

### 三、产品定位与财务底线

#### ● 产品定位：复合定位，高端延伸

##### 多线产品定位

合生创展的产品定位相对多样化，既有市中心的高端项目，如北京的新京润，也有郊区的高端别墅项目，如上海佘山的东紫园，还有城市非核心区的中低价项目，如北京的麒麟社、马驹桥项目等，以及远郊区的新城项目，如京津新城等；在规模上，既有百万平方米以上的大型社区，如北京的珠江帝景、惠州的湖山国际，也有小面积的危改、文保项目，如北京东方文华项目和玉河项目；此外还有不同体量的商业项目，如上海杨浦区的中先国际项目等。

复合的产品定位使合生在地产生市和熊市中都有进退空间。



表（2）当前合生创展主力储备项目

城市	主力项目	完工进度
北京	珠江帝景	2009年8万平方米，2012年及以后25万平方米
	新京润	2010年12万平方米、2011年18万平方米，2012年及以后49万平方米
	马驹桥项目	2011年12万平方米，2012年及以后39万平方米
天津	京津新城	2009年30万平方米、2010年14万平方米、2011年14万平方米，2012年及以后290万平方米
	合生国际大厦	2011年13万平方米
	合生国际公寓	2011年13万平方米
上海	闵行区合生城邦	2009年6万平方米、2010年6万平方米、2011年15万平方米
	佘山东紫园	2009年3万平方米、2010年7万平方米
	青浦区 合生御廷园	2010年9万平方米、2011年3.5万平方米
	杨浦区中先国际	2012年及以后35万平方米
宁波	合生国际城	2009年3万平方米、2010年10万平方米、2011年10万平方米，2012年及以后19万平方米
广州	天河区骏景花园	2012年及以后44万平方米
	海珠区逸景翠园	2010年8万平方米、2011年2万平方米，2012年及以后56万平方米
	海珠区珠江帝景	2012年及以后77万平方米
	番禺区华南新城	2012年及以后19万平方米
	花都区御景半山	2012年及以后33万平方米
	嘉和商业城	2012年及以后24万平方米
佛山	君景湾	2011年17.5万平方米，2012年及以后41万平方米
惠州	增城湖山国际	2009年12万平方米、2010年7.5万平方米，2012年及以后125万平方米
	江北区帝景湾	2010年19万平方米、2012年及以后33万平方米
	合生国际新城	2011年9万平方米，2012年及以后88万平方米

### 高端化延伸

在产品线复合定位的同时，合生创展近年来开始向高端化延伸。2007年在京津地区启动了7个高端住宅项目，其中，上海东紫园的单套售价将达到1000万元以上，北京新京润的目标售价也是57000元/平米，结果2007年北京地区合约销售均价为17283元/平米，同比上涨55%，广州地区的合约售价也同比上涨50%，达到11975元/平米，毛利润率从35%上升到40%；2008年北京地区合约售价进一步上涨50%，交付房屋价格则同比上涨77%，广东地区的合约售价也同比上涨27%，总交付房屋销售均价上涨32%达到12528元/平米，毛利润率进一步上升到45%。

## ● 财务安全底线：净借贷资本比<40%

高端定位使公司在地产牛市中能够获得更好的回报，但在熊市中则面临更大的资金压力。定位高端化后，2008年合生在行业低谷中京沪惠三地的销量下降了53%，整体存量资产周转率下降46%至0.217倍。在现金回款大幅下降的背景下，公司又想坚持它的低谷套利作风，结果对流动性提出了更高的要求。

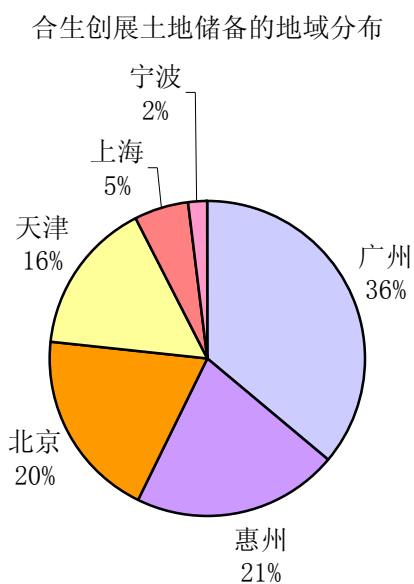
2008年合生力图套利行业低谷，与其他地产企业收缩资本支出不同，合生以33亿元收购了北京的三幅土地，再加上其他地区的土地收购，年内总土地收购支出达到百亿元。虽然这些土地的相对成本较低，但因为此前公司的净借贷资本比已不低（52%），结果套利扩张后，净借贷资本比上升到63%，手持现金与总资产之比仅为4%，如果不是2009年的小阳春，公司可能面临严峻的资金压力。

未来合生要想继续保持其低谷套利的作风，就必须将繁荣期的负债率进一步降低。根据我们的测算，以2008年低谷期0.20倍左右的存量资产周转率计算，如果低谷延续两年，公司最多能产生相当于总资产40%的销售回款，拿出其中100亿用于套利收购的话，在维持最低开发量的情况下，公司的净借贷资产比应控制在15%以内，即，净借贷资本比在35-40%水平，这是合生能够在行业低谷中安全套利的前提，而低谷套利所形成的低价土地储备则是合生的最大优势。

## 四、 土地优势与战略理性

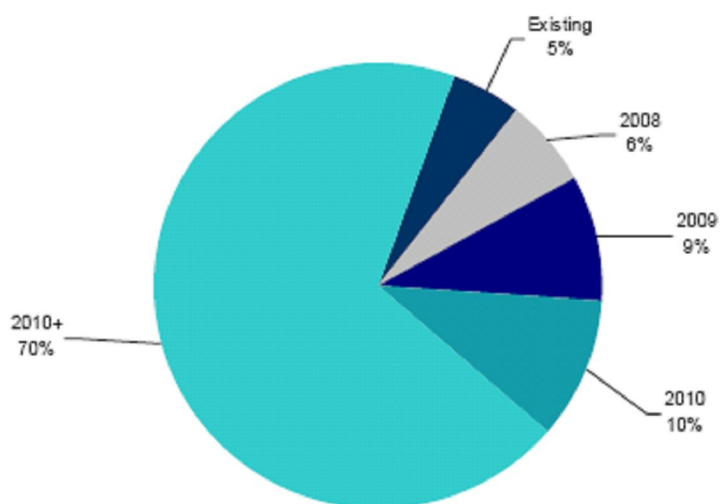
### ● 低成本、核心区土地储备

与其他大型地产公司广泛进入二三线城市不同，合生创展的土地储备集中于广州、北京、上海几个一线城市，辐射进入这一线城市周边的二线城市，如天津、宁波，另有个别项目在秦皇岛、大连、太原，三线城市仅进入了惠州一地。目前公司在广州还有900万平方米的土地储备，在北京有500万平方米，天津400万平方米，上海140万平方米。2008年49%的收入来自于以广州为核心的华南地区，28%的收入来自于京津地区，13%收入来自于以上海为核心的华东地区。



图（2）合生创展土地储备的地域分布

一线城市较丰富的土地储备保证了合生后续项目的供给，使合生创展不必在地价疯狂上涨的时候以高价进入拍卖市场。公司预计 2009 年有 134 万平米完工，2010 年是 153 万平米，2011 年 180 万平米，2012 年及以后的土地储备是 1960 万平米，总土地储备 2566 万平米。



Source: Banc of America Securities - Merrill Lynch research estimates

图（3）合生创展的储备土地开发计划

实际上，比土地储备更重要的是，合生创展的土地储备成本是同业中较低的。2006年，合生新增土地成本19亿港元，收购土地成本14亿港元，使总土地成本从56亿港元增加到76亿港元，相应增加了208万平方米土地储备，合每平方米新增土地的成本为1600元；2007年收购附属公司土地93亿港元，土地成本从76亿港元增加到168亿港元，相应增加了754万平方米土地储备，合每平方米新增土地成本在1500元左右，总土地储备成本约800元/平米；2008年新增土地成本71.5亿港元，收购附属公司土地11亿港元，总土地成本增加到249亿港元，相应增加了新增土地储备320万平方米，合每平方米新增土地成本在3000元左右，总土地储备增加2566万平方米，摊薄后的土地储备成本约1000元/平米。

与当前核心区高价地相比，合生前期低价收购土地为它提供了更大的利润空间。其中2008年12月以6173元/平米从复地手中收购西大旺路帝景附近14万平方米地块，目前地价已升至15000元/平米以上。实际上，中化方兴以15000元/平米的价格拍得的广渠门15号地，最大的受益者是合生——地王项目推升了周边合生楼盘的价格预期。

除一线城市土地外，合生在惠州地区也进行了大量土地储备，目前合生在惠州的土地储备已达2万亩，可售面积仅次于广州，另有413万平方米的土地已签署协议，但尚未完成收购，其中，大亚湾项目是一级土地开发，政府已承诺了16.5%的开发回报和12%的投资回报，另有1.2万亩的三个工业园用地，拿地成本仅为800元/平米，公司希望通过将工业用地改为商住用途来获得土地升值收益，但能否实现，还有待检验。

总之，低价的核心区土地储备使合生有可能躲过地价的疯狂。但土地储备只是客观的条件，现实中企业能否在周期博弈中安全胜出，还取决于对极限增速的把握。

## 五、 极限增速的控制

### ● 慢牛环境：房价维持2003-2005年的正常增长水平

#### 假设：

随着2009年的楼市复苏，公司营业利润率保持在2007、2008年的平均水平（43%），而存量资产周转率则保持在0.3倍平均水平，分红率控制在20%水平。



### 资本支出的极限

在上述假设下，在上升周期中，合生年均的最大存货增长率为 13%，相当于每年 50 亿元的存货增长（包括土地存货的增加和房屋存货的增加）。低谷期中有 100 亿元资金可供套利低价土地。

## ● 快牛环境：房价增速达到 2006-2007 年水平

### 假设：

2009 年下半年开始，楼价快速上升，营业利润率提升到 45% 水平，而存量资产周转率则恢复到 2007 年的 0.4 倍平均水平，分红率控制在 20% 水平。

### 资本支出的极限

在上述假设下，在上升周期中，合生年均的最大存货增长率为 20%，相当于每年 80 亿元的存货增长上限。低谷期有 100 亿元资金可供套利低价土地。

## 六、 股权融资下的极限增速

### ● 股权融资的条件

合生创展在香港市场上一直受到投资人的估值压力，相对于其他可比公司，估值最低时折价率达到 70% 以上，主要原因就在于公司治理一直缺乏透明度，相关传闻满天飞。也因此，合生的再融资市盈率也较低，在 10 倍左右。在收益率要求上，合生在 2004-2007 年的净资产收益率都在 20% 以上，2008 年仅为 10%，结果导致 2008 年的再融资计划被推迟至 2009 年，可见 10% 的收益率难以满足投资人要求。我们假设投资人可接受的净资产收益率在 15% 以上。

### ● 股权融资下的极限增速

#### 慢牛环境下的极限增速

在房价稳步上升的过程中，公司可实现隔年增发一次，增发比例在 10% 左右，由此推动的极限增速从 13% 提高到 28% 水平。

### 快牛环境下的极限增速

在房价快速上升的背景下，公司也可实现隔年增发一次，增发比例最高可达 20%，由此推动的极限增速从 20% 提高到 34% 水平。

### 股权融资的瓶颈

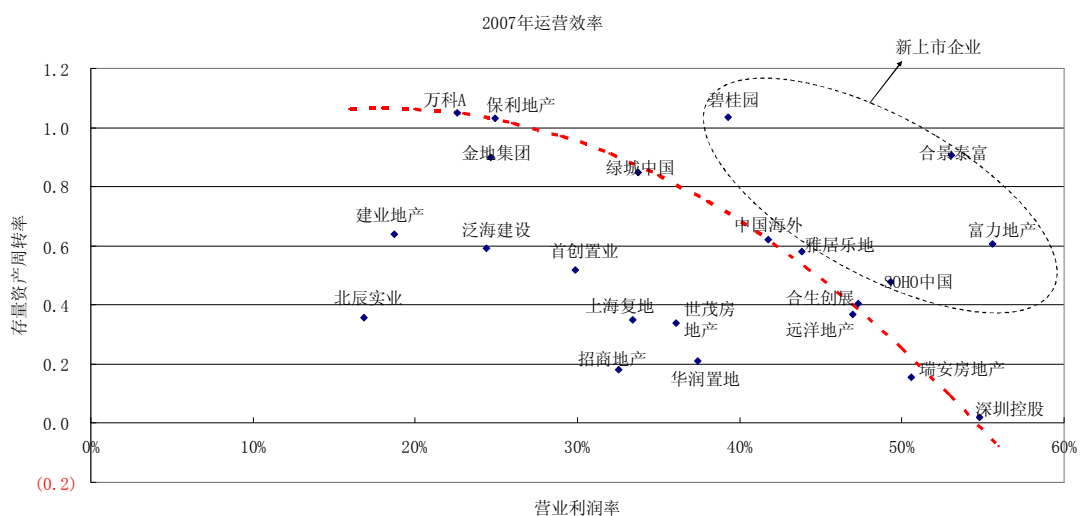
不过，上述再融资假设仅适用于行业上升周期，在行业低谷中合生创展难以实现再融资。

此外，由于公司治理信息不透明，随时可能出现新的治理风险，这不仅会在长期中压制公司的再融资价格，甚至会阻碍公司再融资计划实施。

## 七、运营效率分析

以上我们重点分析了合生的土地金融策略，总体看，合生在土地金融策略上具有一定优势，未来能否延续这一优势，一方面取决于公司对繁荣期极限增速的把握，另一方面也取决于公司的资产运营效率。

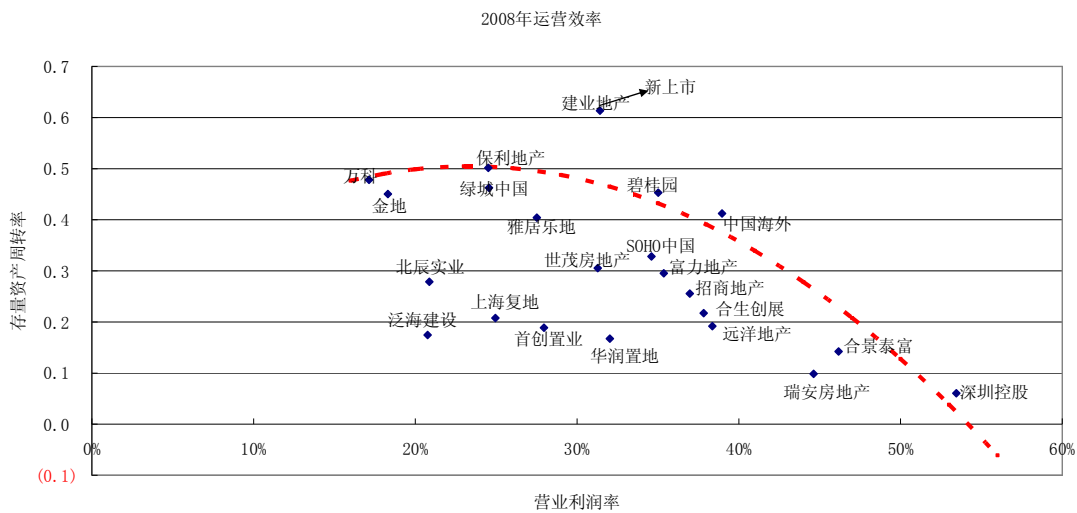
2007 年，合生的存量资产周转率为 0.403，营业利润率 47.3%，处于效率边界上，具有相同产品定位下行业内的最佳效率。



图（4）合生创展在效率曲线上的位置（2007年）

但 2008 年，受行业整体冲击和公司高端化定位影响，合生在京沪惠三地的销量下降 53%，存量资产周转率降至 0.217，下降了 46.2%。在周转率下降的同时，虽然结算售价同比涨了 27%，毛利率从 40% 上升到 45%，但为推新盘更高的促销费用和管理费用，以及更低的收购权益增值，使公司的营业利润率从 47% 降低至 38%，从而进入效率边界内部——在 38% 的营业利润率下，2008 年行业内的标杆效率是 0.393，而合生只有 0.217 倍，这再次暴露了公司开发销售进度慢于市场预期问题。

合生创展的总运营效率得分为 3.99 分，在重点关注的 22 家地产公司中排名第 16 位。未来，公司能否高端化过程中保持自身的周转速度，是考验其长期战略能否成功的关键。毕竟，低谷中太低的运营效率已严重制约了公司的套利能力，使它即使在行业周期判断正确的情况下也难以进行大规模的安全套利。



图（5）合生创展在效率曲线上的位置（2008年）

表（3）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
<b>0754. HK</b>	<b>合生创展</b>	<b>3.99</b>
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

## 八、结论

### 公司财务状况

短期的资金缺口在 10-20 亿港元，中期资金缺口 20 亿港元。总体资金缺口不大，财务状况相对安全。

### 扩张模式与增长潜力

合生早期的土地储备及近年来套利低谷获取的低价、核心区土地，为今后的发展奠定了良好的基础，它使公司能够回避今天的地王竞争。合生具备了驾驭本轮周期的客观条件，还最终能否胜出，还要看企业能否理性把握财务安全底线和极限增长速度。

### 财务安全底线

合生在产品向高端化延伸过程中，毛利润率虽然提高了，但运营效率降低了，低谷中快速下降的周转率制约着公司的套利空间。我们认为公司要想实现低谷期的安全套利，就必须将繁荣期净借贷资产比控制在 15%以内，净借贷资本比控制在 35-40%水平，低于当前 63%的水平，在这一财务底线，低谷期可以有 100 亿左右的土地套利资金。

### 慢牛环境下的极限增速

不考虑股权融资，在上升市场中，合生存货的极限增速为 13%，即近几年土地和房屋存

货的年增加额不能超过 50 亿元；

### 快牛环境下的极限增速

不考虑股权融资，在上升市场中，合生存货的极限增速为 20%，即近几年土地和房屋存货的年增加额不能超过 80 亿元；

### 股权融资背景下的极限增速

在上升市场中，正常情况下合生创展可以实现隔年融资，在慢牛环境下的每次再融资的最大比例为 10%，可使存货的极限增速提高到 28%；在快牛环境下，最大再融资比例为 20%，可使存货的极限增速提高到 34%。但如果发生治理风险则无法实现再融资。

### 核心

核心区低价土地储备帮助公司回避地王之争，但要想延续低谷套利策略，必须严格控制财务安全底线和极限增速。