



## 富力地产财务状况及增长潜力分析

---

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。

## 摘要

### 基本情景:

外部环境:

- 2009 年公司售价不变, 但销售速度较 2008 年略有改善, 存量资产周转率从 0.3 倍提高到 0.4 倍。
- 短期内难以完成境内发债和 A 股融资, 公司最现实的自救路径是降价促销并适时出售投资物业。

内部环境:

- 公司的产品组合中以中高端住宅和商业地产为主, 因此在行业低谷中周转率下降明显, 净短期负债率应控制在 30% 以内。
- 在运营效率方面, 2006~2007 年的高价囤地侵蚀了资产效率, 为消化高价土地, 我们预计未来 3~5 年内富力都难以回到效率边界上。

结论:

- 公司确实存在百亿元左右的资金缺口, 要想维持资金周转, 未来几年的协议销售额必须保持在 200 亿元以上, 同时, 所有短期负债得以延续, 中期负债中半数能够重组。
- 未来 2~3 年内存货须维持零增长。

### 回暖情景:

- 存量资产周转率恢复到 2007 年的 0.6 倍水平, 售价上升抵消土地成本上升, 营业利润率保持在 25% 水平。
- 公司短期内仍存在资金缺口, 但 2010 年开始存货可以以每年 15~20% 的速度扩张。
- 公司在 2011 年恢复股权融资能力, 股权融资后存货的极限增速提高到 33~58% 水平。

### 恶化情景:

- 降价后周转速度仍无法达到 200 亿水平。
- 结果, 即使所有负债都得以重组, 仍存在资金缺口。
- 须果断削减 20% 以上的存货, 并出售投资物业。

## 一、财务状况分析

### ● 当前战略下的风险头寸

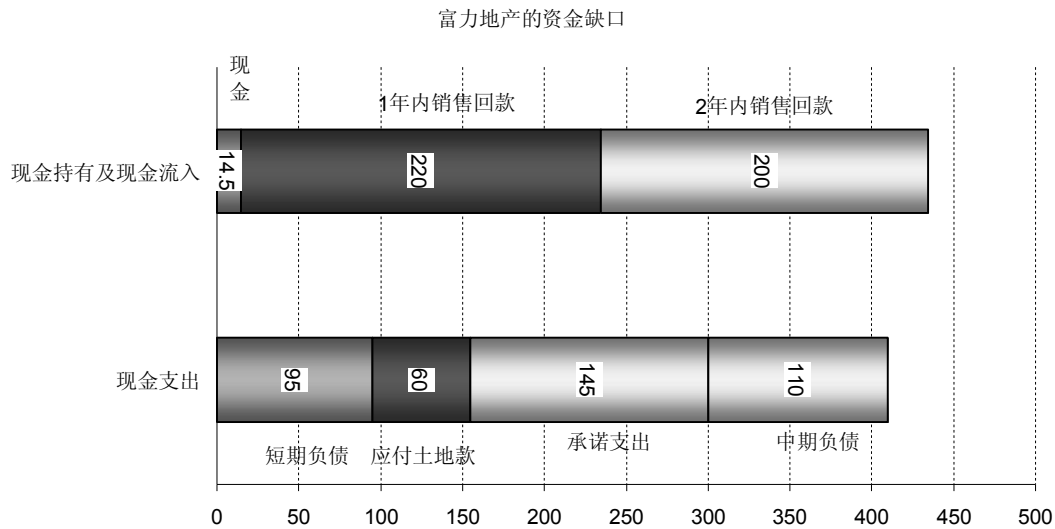
#### 短期资金缺口在百亿以上

截止 2008 年底，富力地产的短期借款 95 亿元，2009 年内需要支付的政府土地款 60 亿元，另外 2008 年中报披露公司还有 144 亿元的已订约但未拨备的表外资本承担和 110 亿元的已授权但未订约表外资本承担(主要为在建项目和持有待开发物业的承诺资本支出及并购款)，假设已授权但未订约部分作为一项期权可以放弃，则总短期资金敞口为 300 亿元。在此背景下，如果短期债务不能重组且公司维持 2008 年 160 亿元的协议销售金额，将出现 140 亿元的资金敞口，即使能够实现公司自己订下的 220 亿元的销售目标也仍将出现 80 亿元的资金缺口。

当然，富力在努力延长贷款期限，根据富力自己的说法，公司将在 2009 年重组 90 亿元债务，假设所有债务均能延期，那么 2009 年的资金敞口将缩小为 200 亿元，再加上每年 10 多亿的利息支出（2008 年利息支出从去年的 9.1 亿增加到 15.8 亿，2009 年即使考虑降息因素，利息支出仍在 10 亿以上），220 亿元的销售回款刚刚覆盖资金敞口。也就是说，在公司所有债务都得以延续、同时全年协议销售额超过 200 亿元，这两个条件同时达到时，公司的短期资金缺口才能够得以弥和。

但即使如此，富力中期仍面临较大资金压力。截止 2008 年底，富力有 110 亿元的长期借款，借款期限一般在 1~3 年内，加上续借的短期借款，中期负债将达到 200 亿元。此外，公司要想维持每年 200 亿元的销售目标，根据 2009 年 60% 出货率测算，每年的可售楼盘价值至少要达到 330 亿元，每年的新增可售楼盘至少要达到 200 亿元——即使在土地款已结清的情况下，要想实现每年 200 亿元的新盘推出，每年的开发支出也至少要达到 110 亿元。200 亿的借款加上 100 多亿的开发支出，2010 年公司仍将面临 300 亿元的资金缺口，这就要求 2010 年公司至少能够重组 50%（100 亿）以上的债务，并维持 200 亿以上的销售额。

综上，要想维持正常的资金周转，富力未来几年每年的销售额不能低于 200 亿元，同时 2009 年必须重组所有到期债务、2010 年至少能够重组一半以上的到期债务，在此条件下公司才能够维持资金周转。



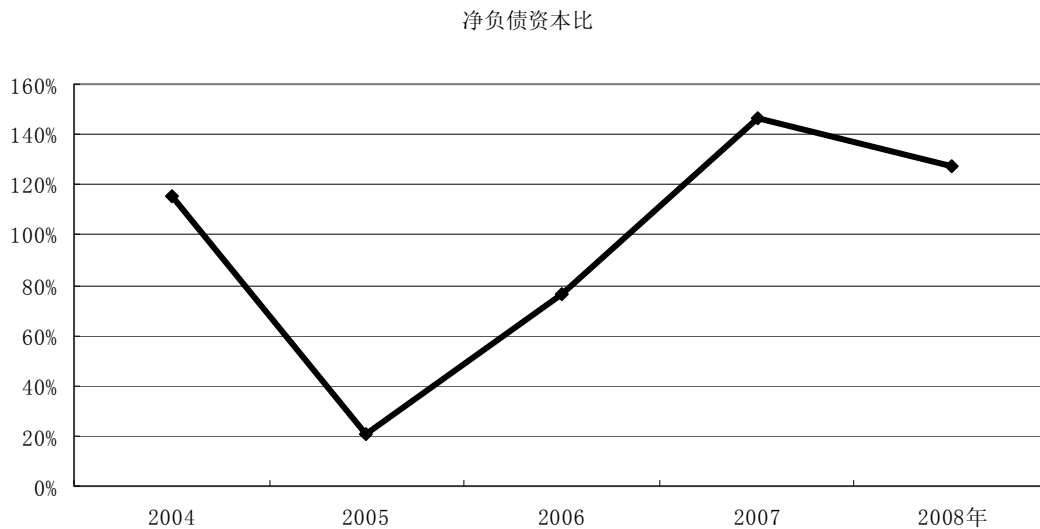
图（1）富力的资金缺口

### 净负债资本比降至 80%？难度很大

2009年初,富力提出争取在2009年底将净负债资本比降至80%,它能否实现这一目标?

根据富力自己的规划,一方面,如果在2009年能实现30亿元的净利润,则年末权益资本可以增加至180亿,180亿的80%是144亿;另一方面,2009年公司可以产生220亿元的销售回款,在偿还了60亿的土地款后,如果能够将全年资本支出控制在100亿以内,就可以挤出60亿的资金用于还债,从而将总借款从205亿减少到145亿,减去10多亿的现金,刚好能够使净负债资本比降至80%。

但要实现这一目标,需要几个条件同时达到。第一,公司要实现220亿的销售目标。第二,公司要实现30亿元的净利润,这个难度比较大,实际上2008年31.5亿的净利润中有15亿是持有物业公允价值变动贡献的收益,在当前商业地产空置率上升、租金水平下降的背景下,商业物业进一步升值的空间较小;此外,公司的利润率面临进一步下降的压力——除了降价压力外,2006、2007两年高价购买的土地也逐步进入开发池中,从而推动成本进一步上升,我们预计公司的2009年利润可能大幅下降。第三,在扣除土地款后,将资本支出控制在100亿以内,这就意味着公司要拖欠部分已订约但未拨备款项,包括土地款和工程款。综合上述分析,我们认为公司在2009年底将净负债资本比降至80%目标较难实现,即使靠拖欠土地款和工程款来挤出钱还银行贷款,也最多将净负债资本比降低至100%,这仍是一个较高水平,除非公司能够在2009年整售部分持有性物业,或实现股权融资。



图（2）富力的净负债资本比变化

## ● 自救路径分析

### 成功发债确能缓解资金压力，但远水解不了近渴

2008年12月富力股东大会通过了在内地发行60亿5~10年期公司债的决议，公司计划用这笔钱来偿还中短期借款，因此，如能成功发债，将可以有效延长负债期限结构、降低短期债重组的压力。

不过，我们对富力能否按计划于5月以前成功发债表示怀疑。首先，作为一家香港上市公司，在内地发债本身就面临结汇等诸多问题，其次，公司自身的负债率较高，净负债资本比在120%以上，审批难度较大，最后，即使能够获批，由于目前排在富力之前轮候审批发债的地产公司较多，在短期内发债的可能性也较小。从这个意义上说，发债是远水解不了近渴。

### 2009年回归A股？基本不可能

除了发债外，富力缓解资金压力的另一条出路是回归A股上市融资，在2008年末的股东大会上，回归A股再次被提上日程，但从目前A股市场环境看，地产企业的IPO一时难有松动，年内回归A股，基本不可能。

### 出售投资物业？最现实的自救路径



富力的财务危机来自于两方面，一是 2006 和 2007 两年过于激进的土地储备，二是急于渗透商业物业，导致大量资金沉淀。其中，第一个原因是主因，第二个原因则加剧了公司的财务困境。

目前要解决这一困境，除了降价卖房子外，将商业物业上沉淀的资金释放出来也是一条捷径。2008 年下半年，富力已提出暂缓商业物业开发，2009 年初曾与外资基金洽谈整栋出售广州富力君悦酒店事宜，但由于富力坚持要以公允价值出售，所以，至今双方未达成收购意向。

我们认为，尽管富力一直都希望构建多元化的业务格局，但在目前商业地产低迷、公司资金链又很紧张的情况下，折价出售商业物业是其自我恢复的最现实途径。

### 短期自救，变现资产

综上，富力的资金链确实很紧，只有在未来两年年销售额都维持在 200 亿元以上，且所有短期借款都得以重组、中期借款能重组一半以上的情况下，才能勉强维持资金平衡，此外，公司必须能够抑制扩张冲动，加速消化高价存货，并适时出售投资物业，才能恢复元气。至于，债券和股票融资，虽然值得期待，但短期内更现实的自救途径是集中精力、变现资产。

## 三、产品定位与财务底线

### ● 从资产组合看产品定位

#### 资产组合偏高端

公司定位于中高端住宅和商业地产。截止 2008 年底，公司土地储备 2540 万平米，在建的开发楼盘总建筑面积 534 万平米，可售面积 430 万平米，分布于 12 个城市的 35 个项目。

其中广州有 7 个住宅项目、5 个商业项目，商业项目均位于珠江新城内，住宅项目主要是旗舰项目广州富力城、富力桃园和金禧城。惠州项目是一个包括豪华公寓、甲级写字楼和五星级酒店的综合项目，2008 年录得 4 亿元销售额。佛山项目定位于高端住宅和综合商业。重庆有 3 个项目，旗舰项目是重庆富力城，位于大学城内，此外，还有成都的富力桃园。海南是一个旅游地产项目，2008 年录得 2.3 亿元销售额。

华北方面，北京是最主要的市场，但也是受冲击最大的市场，2008 年北京地区总销售额较 2007 年下降 30%，目前主要在售项目包括富力又一城、富力桃园、富力湾、富力丹麦小镇和富力阳光美居，销售最好的是定位低端的富力又一城。天津的旗舰项目是富力津门湖



和富力城，其中富力津门湖 2008 年录得销售额 9.2 亿元，由于土地成本较高，楼面成本价至少在万元以上，定位相对高端，天津富力城的均价也在万元以上，定位中高端，与之相对，富力桃园的均价较低。

西北方面，西安项目较大，2008 年协议销售额仅 4 亿元，太原项目也是公司的旗舰项目之一，210 万平米，2008 年 7 月一批入市以来销售额 3.8 亿元，但土地成本较低，322 元/平米，有降价空间。

华东地区有两个项目，上海富力湾位于昆山，是独栋别墅，上海富力桃园为联排别墅，两个项目均定位高端。

表（1）富力地产 2007 年的协议销售项目

| 2007 年的在建和协议销售项目 |          |          |          |
|------------------|----------|----------|----------|
|                  | 可售面积(平米) | 销售额(百万元) | 均价(元/平米) |
| 广州               |          |          |          |
| 富力桃园一期           | 85110    | 725      | 8518     |
| 富力桃园二三期          | 89696    | 891      | 9933     |
| 富力半岛花园           | 41218    | 366      | 8869     |
| 广州富力城            | 214724   | 1747     | 8135     |
| 富力环市西苑           | 27918    | 540      | 19348    |
| 富力银禧花园           | 71857    | 851      | 11839    |
| 富力天河华庭           | 38610    | 545      | 14113    |
| 富力盈隆广场           | 2713     | 37       | 13461    |
| 富力爱丁堡国际公寓        | 21589    | 335      | 15508    |
| 富力现代广场           | 3247     | 83       | 25540    |
| 富力盈力大厦           | 74690    | 1286     | 17224    |
| 北京               |          |          |          |
| 北京富力城            | 67842    | 1020     | 15029    |
| 富力又一城            | 201628   | 1410     | 6991     |
| 富力信然庭公寓/广场       | 17111    | 232      | 13564    |
| 富力爱丁堡公寓/广场       | 117885   | 1946     | 16507    |
| 北京富力桃园           | 35236    | 265      | 7513     |
| 天津               |          |          |          |
| 天津富力城            | 205207   | 1733     | 8445     |
| 西安               |          |          |          |
| 西安富力城            | 84671    | 392      | 4630     |

表（2）富力地产 2008 年上半年确认收入的地产项目

| 2008 上半年确认收入的项目 |
|-----------------|
|-----------------|



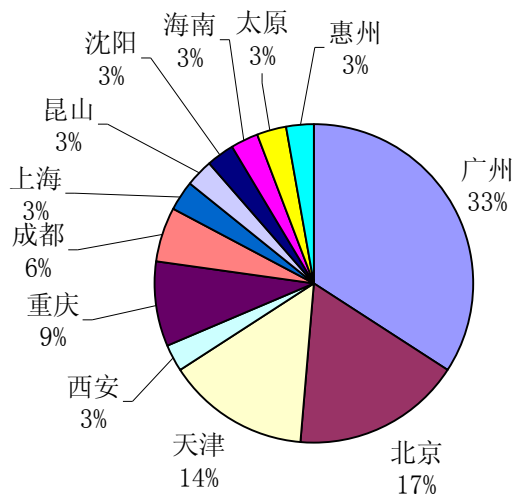
|                  | 可售面积   | 已售面积  | 销售额 | 均价    |
|------------------|--------|-------|-----|-------|
| 广州               |        |       |     |       |
| 广州富力盛悦居          | 72000  | 56000 | 956 | 17071 |
| 北京               |        |       |     |       |
| 北京富力城            | 27000  | 27000 | 447 | 16556 |
| 北京富力又一城          | 13000  | 12000 | 92  | 7667  |
| 天津               |        |       |     |       |
| 天津富力城            | 56000  | 57000 | 549 | 9632  |
| 富力津门湖            | 120000 | 98000 | 714 | 7286  |
| 西安               |        |       |     |       |
| 西安富力城            | 34000  | 33000 | 174 | 5273  |
| 其他于 2008 年之前落成物业 |        | 89000 | 985 | 11067 |

总体来说，公司资产组合中，商业地产占总待售资产的 20%左右，中高端住宅项目占 40%，别墅项目占 10~20%，中低端项目占 20~30%左右，这一产品组合在 2005~2007 年的行业繁荣期周转速度可以达到 0.6~0.7 倍（销售回款/年初总资产）——在行业繁荣期，富力住宅项目从开工到预售一般需要 10 个月时间，预售 3 个月后即可售出 90%以上，加上之前的土地储备期，每个项目不到两年就可以回收全部资金。

#### 低谷中周转速度下降明显

不过，在经济低谷阶段，商业地产和别墅项目受到较大冲击，中高端项目的利润率也受到压制，只有中低端项目能够维持较好销售——2008 年富力在北京的销售集中于富力又一城等低价盘，使 2008 年的平均售价较 2009 年低 16.9%，2009 年初富力销售最热的楼盘也是富力桃园等中低价楼盘。根据公司自己的测算，在当前销售速度下，2009 年能卖出预售楼盘的 60%，很多楼盘的销售期延长到 1~2 年，加上土地储备期，一些高端楼盘的变现期延长到 3~4 年，从而使公司整体的存量资产周转率从上年的 0.6 倍下降到 0.3 倍。

富力地产2008年末在建项目的地域分布



图（3）富力地产 2008 年末在建项目的地域分布

## ● 从产品定位看财务拨备

### 财务安全底线：净短期负债率 30%以内

2008 年，公司开始降价促销部分楼盘并集中推出一些低价楼盘，使营业利润率从上年 的 33%降低至 25%，但全年的销售回款/年初总资产仍仅为 0.3 倍。同期，营业利润率在 20~25%水平的同行，最大周转速度在 0.5 倍左右。考虑到富力的物业组合中以中高端和商业 物业为主，囤地成本也较高，降价空间较小，我们认为公司在低谷中的最大周转速度也就 是 0.4 倍，这与公司自己定下的 2009 年 220 亿销售目标一致。0.4 倍低谷周转速度，意味着 公司的净短期负债率至少应控制在 40%以内。

此外，鉴于公司有较多表外承诺支出——2008 年中期总资产 572 亿元，有 254 亿的表 外承诺支出，其中已授权但未订约的资本承担 110 亿元，相当于总资产的 19%，已订约但未 拨备的资本承担 144 亿元，相当于总资产的 25%，实际上，自上市以来，过去四年公司年 均的已订约但未拨备资本支出相当于总资产的 30%，已授权但未订约资本承担相当于总资 产的 32%——考虑到表外负债风险，我们认为公司的净短期负债率应控制在 30%以内。

## 四、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。

### 在行业繁荣期，富力拥有着同行中最高的资产效率

在 2008 年以前，富力的资产效率一直较高，2007 年以 33% 的营业利润率和 0.6 倍的存量资产周转率处于效率曲线边界上，周转速度高于有着相同利润率的合生创展、招商地产等，正是这种高资产效率推动公司在几年内快速晋升为全国性的大地产公司。

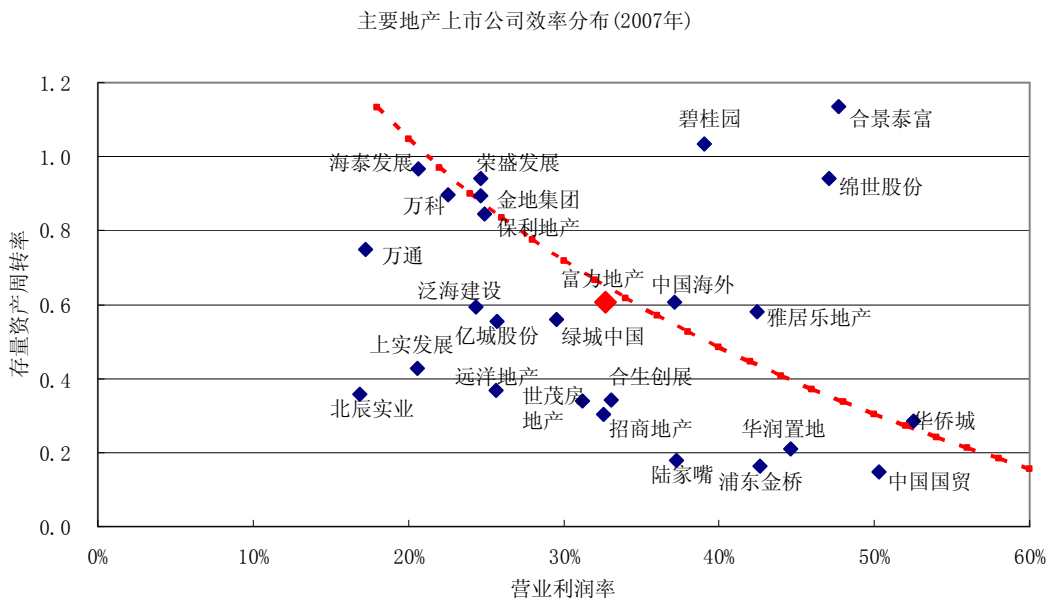


图 (4) 富力地产在效率曲线上的位置 (2007 年)

### 高价土地吞噬了资产效率

但随着行业转入低谷，公司高端产品和商业地产的销售遇阻，周转速度下降一半。不仅周转率在降低，利润率也有了显著的下降，2008 年平均售价较 2007 年下降 12.5%，尤其是北京地区 2008 年全年的平均售价较 2007 年下降 16.9%，较 2008 年上半年下降 26.5%，广州



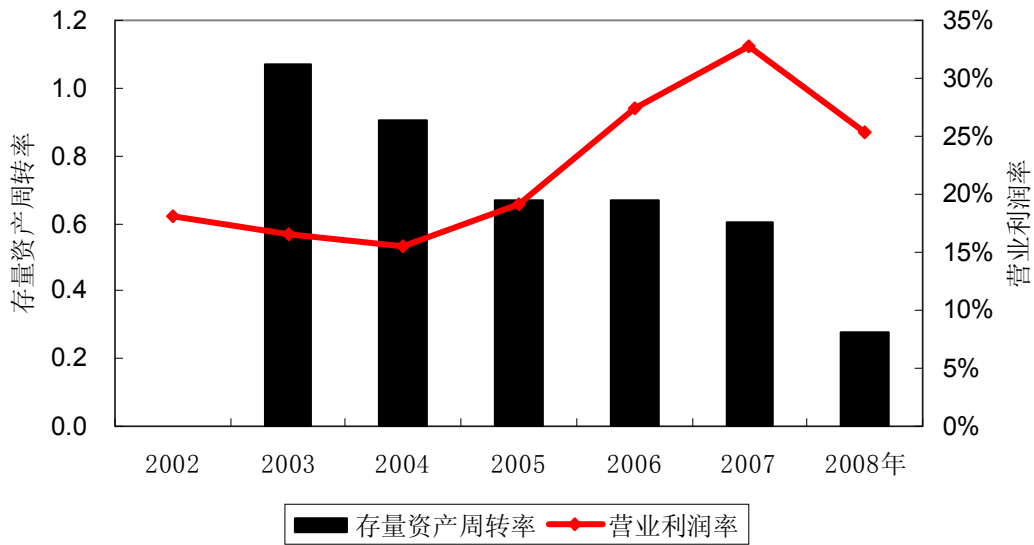
地区的平均售价也下降了 6.4%，重庆地区下降了 14.7%。

表（3）富力地产 2008 年各地区平均售价和降价幅度

|            | 已预售可<br>售面积 | 2008 年协议销<br>售额(百万元) | 2008 年协议<br>销售均价 | 2007 年<br>均价 | 2008 年上<br>半年均价 | 较 2007 年<br>价格涨幅 |
|------------|-------------|----------------------|------------------|--------------|-----------------|------------------|
| 广州         | 560800      | 7275                 | 12973            | 13854        | 14054           | -6.4%            |
| 北京         | 361400      | 3800                 | 10515            | 12656        | 14319           | -16.9%           |
| 天津         | 224400      | 2200                 | 9804             | 9857         | 11374           | -0.5%            |
| 西安         | 67600       | 400                  | 5917             | 5000         | 6050            | 18.3%            |
| 重庆         | 234500      | 1200                 | 5117             | 6000         | 5479            | -14.7%           |
| 惠州         | 36300       | 400                  | 11019            |              | 11304           |                  |
| 海南         | 24500       | 230                  | 9388             |              |                 |                  |
| 上海<br>(昆山) | 8600        | 70                   | 8140             |              |                 |                  |
| 太原         | 75000       | 380                  | 5067             |              |                 |                  |
| 沈阳         | 6300        | 60                   | 9524             |              |                 |                  |
| 成都         | 600         | 5                    | 8333             |              |                 |                  |
| 合计         | 1600000     | 16020                | 10013            | 11446        | 11275           | -12.5%           |

在价格下降的同时，成本却在上升。公司在 2006、2007 两年集中购买的土地正逐步进入开发阶段——目前公司 2540 万平方米土地储备中，有约 2000 万平方米土地都是在这一时期集中购买的，其中 2006 年新增 21 幅权益土地，总建筑面积 1094 万平方米，2007 年新增 20 幅权益土地，总建筑面积 1030 万平方米。这些土地的购买价一般较高，如富力津门湖项目土地 157.5 万平方米，总土地成本 50 亿，平均 3170 元/平米，佛山项目土地 252 万平方米，总土地成本 47 亿，平均 1865 元/平米，还有与合景泰富联手标购的广州猎德村地块，楼面价 8095 元/平米，是当地地王……实际上，目前部分地块建成后的成本价已超过当前周遍楼盘售价。为消化这些高价土地，公司的利润率将被进一步侵蚀。实际上，2008 年富力广州地区每平方米土地成本已上升 34%，达到 8260 元，致使 2008 年住宅销售的纯利同比下降 21%。

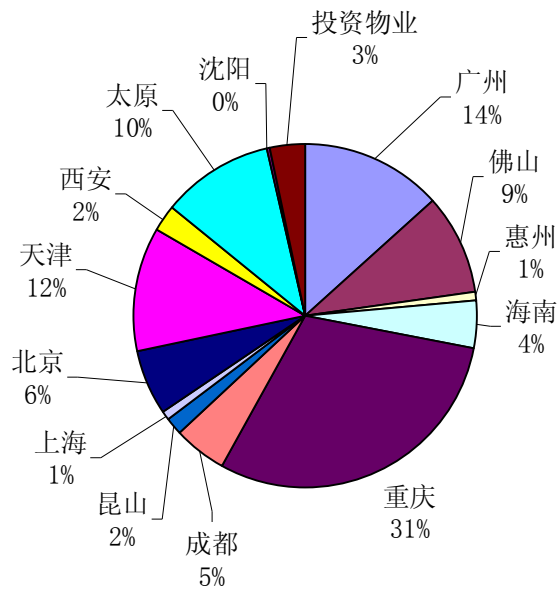
富力地产的历史周转率与利润率



图（5）富力地产的历史周转率与利润率

周转率和利润率的双降，使 2008 年富力的资产效率大幅下降，已从效率边界移到效率曲线内部，从中报数据看，其资产效率已低于具有相似定位的绿城、雅居乐等公司，更低于万科、金地等处于效率边界上低利润率、高周转率公司。

富力地产土地储备(可售面积)的地域分布



图（6）富力地产土地储备的地域分布



## ● 未来的运营效率

### 3~5年内难以回到效率边界上

公司在 2006、2007 两年囤积了 2000 万平米土地，以 2008 年不到 300 万平米的新开发量计算，这些土地至少需要 6~8 年时间消化，即使公司未来能够将年开发量提高到 500 万平米，仍需要 3~5 年时间消化，与那些在 2006 年以前或 2007 年以后购地的公司相比，富力在相同产品定位下的利润率更低、资产效率受到侵蚀。

为了提高运营效率，富力在 2007 年收购了自己的建筑公司，希望通过纵向一体化来降低成本，但由于收购价较高（11 亿元），在扣除溢价摊销后，目前建筑公司仍处于亏损状态（2008 年亏损 1.84 亿元），而且从我们对国际上地产公司运营模式的比较分析发现，地产公司与建筑公司的合并，通常会导致双方效率的降低，而非提升，所以，我们认为未来 3~5 年内，富力都难以回到效率边界上。

为此，我们判断如果地产市场维持 2008 年的销售环境，则土地成本的上升会吞噬利润率，使公司的营业利润率降低至 15% 左右，而存量资产周转率则微升到 0.4 倍左右；如果市场好转，售价的上升被土地成本的上升抵消，营业利润率维持在 25% 左右，存量资产周转率最高可以达到 2007 年的 0.6 倍水平；如果市场受到经济危机冲击继续恶化，平均售价下降 10%，土地成本上升 30%，则短期内营业利润率可能降至 6%，而存量资产周转率则维持在 0.3 倍左右。以此为基础，我们测算了公司在未来五年的极限发展速度，即，公司金融资源所能支撑的最大扩张速度。

## 五、 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，土地成本上升 30%，使总成本上升 10%，营业利润率降至 15%，但存量资产周转率微升至 0.4 倍；此外公司在 2009 年完成 60 亿债券发行，利率 12%（市场预测在 10~15% 水平），并保持 40% 分红率水平。

#### 资本支出的极限

在上述假设下，富力须在 2009 年使存货总额减少 7% 左右，2010 年维持存货总额不变，



2010 年以后每年维持 4%左右的存货增长，未来五年，销售额的年均增速为 7%左右。

## ● 经营改善下的极限发展速度

### 假设：

楼市回暖，售价的上升抵消了土地成本的上升，营业利润率维持 25%水平，存量资产周转速度在 2009 年提升到 0.4 倍，2010 年 0.5 倍，此后恢复到 2007 年的 0.6 倍水平，其他假设同上，2009 年完成 60 亿债券发行，利率 12%（市场预测在 10~15%水平），并保持 40%分红率水平。

### 资本支出的极限

在上述假设下，富力在 2009 年仍须使存货总量减少 6%，2010 年的存货增速最高为 15%，2011 年为 21%，此后维持在 15%水平。未来五年，销售额的年均增速为 23%，存货的年均增速为 12%。

## ● 经营恶化下的极限发展速度

### 假设：

市场继续恶化，2009 年和 2010 年的平均售价下降 10%，成本上升 10%，使营业利润率下降至 6%，2010 年以后恢复到 15%，而存量资产周转率在 2009 和 2010 年降至 0.3 倍，以后恢复到 0.4 倍水平。其他假设同上，2009 年完成 60 亿债券发行，利率 12%（市场预测在 10~15%水平），但分红率降低至 20%水平。

### 资本支出的极限

在上述假设下，2009 年须将存货总额减少 18%，2010 年再减少 6%，2011 年随行业复苏存货增长 8%，此后稳定在 5%水平。未来五年年均的销售额增长仅为 5%。

综上，即使地产市场真正回暖，存货的增速也应维持在 15~20%水平，而在地产市场继续恶化的情况下则需果断削减 20%以上的存货，在市场形势不明朗，销售速度没有显著回升的情况下，公司的存货应基本维持现有水平。

## 六、 股权融资融资下的极限发展速度

### ● 股权融资的潜力

#### 融资条件：经营改善

自 2008 年 6 月提出要回归 A 股后，富力一直没有放弃这一融资前景，但是我们的测算显示，股权融资只有可能发生在销售回暖的情景下，即，公司的存量资产周转率恢复到 2007 年的 0.6 倍水平时，此时，再融资才不会稀释香港投资人权益。

为此，我们将再融资的门槛条件设定为经营状况改善，融资后每股收益不被降低，且净资产回报率能够保持在一定水平之上。

#### 融资潜力：股权融资下存货的极限增速提高一倍，达到 33%

在上述条件下，假设投资人要求的回报率为 15%（在不考虑投资物业公允价值变动等其他收益贡献时，富力地产 2006 年的净资产回报率为 21.5%，2007 年为 15.2%，2008 年为 10.9%），而融资市盈率为 20 倍。则根据我们的测算，在 2009 和 2010 年公司都还不具备股权融资的能力，在 2011~2013 年，公司最多可增发相当于总股本 21% 的股票融资，股权融资后存货在 2010~2013 年的极限增速将从 17% 提高到 33%，而销售额的极限增速则从 19% 提高到 30%。

如果投资人要求的回报率降低为 10%，在 20 倍融资市盈率下，2009 年公司尚不具备融资能力，在 2010~2011 年公司最多可增发相当于总股本 28% 的股票融资，在 2012~2013 年，公司最多可增发相当于总股本 33% 的股票进行融资，融资后使存货的极限增速从 17% 提高到 58%，使销售额的极限增速从 19% 提高到 57%。

综上，股权融资确实能够大幅提高公司的极限扩张速度，但股权融资的前提是公司的存量资产周转率可以恢复到 0.6 倍水平，同时营业利润率保持在 25% 以上，如果不能达到这一资产效率，股权融资只能导致香港投资人的稀释，从而难以获得股东大会的通过，除非 A 股市场出现非理性繁荣，估值水平远高于公司实际价值。

## 七、 战略前景

### ● 最新发展



2009 年一季度，富力销售状况较好，目前协议销售额已达到 50 亿元，公司将全年销售目标定为 220 亿元，资本支出控制在 160 亿元以内，并考虑适时出售部分投资物业，但坚持售价不能低于公允价值。此外，公司已申请在境内发行 60 亿公司债融资，并积极推动回归 A 股融资，以开辟多种融资渠道，争取年底将净负债资本比降至 80%。

## ● 战略前景

上述战略基本符合市场预期，但由于近期销售状况较好，富力已调高部分楼盘售价，并声称开始物色北京、上海、天津、广州等地地皮，如地块较大，也可与其他开发商合作开发。对于管理层“买地就象逛街，口袋里钱多就会多买一些”的扩张冲动，我们认为值得警惕。

## 八、结论

### 基本情景（维持 2008 年销售环境）：

外部环境：

- 2009 年公司售价不变，但销售速度较 2008 略有改善，存量资产周转率从 0.3 倍提高到 0.4 倍。
- 短期内难以完成境内发债和 A 股融资，公司最现实的自救路径是降价促销并适时出售投资物业。

内部环境：

- 公司的产品组合中以中高端住宅和商业地产为主，因此在行业低谷中周转率下降明显，净短期负债率应控制在 30% 以内。
- 在运营效率方面，2006~2007 年的高价囤地侵蚀了资产效率，为消化高价土地，我们预计未来 3~5 年内富力都难以回到效率边界上。

结论：

- 公司确实存在百亿元左右的资金缺口，要想维持资金周转，未来几年的协议销售额必须保持在 200 亿元以上，同时，所有短期负债得以延续，中期负债中半数能够重组。
- 未来 2~3 年内存货须维持零增长。

### 回暖情景：

- 存量资产周转率恢复到 2007 年的 0.6 倍水平，售价上升抵消土地成本上升，营业

利润率保持在 25%水平。

- 公司短期内仍存在资金缺口，但 2010 年开始存货可以以每年 15~20%的速度扩张
- 公司在 2011 年恢复股权融资能力，股权融资后存货的极限增速提高到 33~58%水平。

**恶化情景：**

- 降价后周转速度仍无法达到 200 亿水平。
- 即使所有负债都得以重组，仍存在资金缺口。
- 果断削减 20%以上的存货，并出售投资物业