

# 恒大地产财务状况及增长潜力分析

杜丽虹 2010年5月21日

## 摘要

### 公司财务状况

短期勉强覆盖资金缺口，中期资金压力较大，总负债（表内+表外）增加空间为零，唯一的借贷空间来自于负债结构的变化，即，项目进程中表外承诺资本支出的表内化，这部分的年度总额约为 50 亿。财务安全性评分“中下”。

### 战略理性

要确保上述借贷空间的真实存在，公司的总负债额不能增加，即，除表外负债转入表内的部分外，每年的销售回款应能覆盖所有运营和新增支出，并将成长速度控制在极限增速内，但公司 2009 年超速增长 10% 以上，战略理性评分“低”。

### 极限增速

繁荣期新增存货和承诺资本支出的上限为 39%，股权融资下可提高到 54%，低谷期为-8%，不确定的市场环境中，应控制在 15% 以内。但每股收益的增长潜力较大，综合成长潜力评分“优”。

### 运营效率

繁荣期效率表现优异，低谷期效率下降较多，综合效率评分“中上”。未来，也同样面临碧桂园模式下的扩张瓶颈。

### 区域战略

三线城市有相对安全的成长空间，但二线城市郊区项目的低谷冲击较大，综合来看，受冲击力度与行业平均水平相近。

### 核心

高成长、高风险的又一典范，未来 2 年内没有总负债（表内+表外）的增长空间，唯一的借贷空间来自于负债结构的调整，即，项目开发进程中表外负债的表内化，但这一借贷空间获取的前提是：总负债额的零增长和极限增速的严格控制。



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

2009 年度地产上市公司综合实力排名中，恒大地产以 5.80 分的总分排名 102 家地产上市公司的第 19 位，其中衡量短期风险的财务安全性指标评分 6.27 分，排名第 49 位，衡量中期风险的战略理性指标评分 2.88 分，排名第 85 位，运营效率方面以 7.21 分排名第 16，成长潜力方面则以 7.52 分排名第 7，综合来看，公司最大的优势在于成长潜力，最大的劣势在于战略理性下的中期财务安全。

### ● 短期风险头寸

#### 短期资金勉强平衡

截止 2009 年底，恒大地产的流动负债总额 415 亿，剔除 243 亿的预售款后，实际短期负债 172 亿，2009 年底还有 275 亿已订约但未拨备的承诺资本支出，由此估算公司的短期偿付需求总额为 450 亿。

与之相对，截止 2009 年底，恒大地产手持现金 144 亿，2009 年全年合同销售金额 303 亿元，2010 年前 4 月合同销售金额 121.3 亿元，全年销售目标 400 亿。如果真能实现这一销售目标，则公司能够应对短期支付压力。但我们预期在调控背景下地产企业可能面临整体的销售压力，2008 年时公司的存量资产周转率就只有 0.28 倍，不到 2009 年的 30%，如果公司的低谷存量资产周转率下降 70%至 0.3 倍，则低谷中的销售额将下降至 190 亿，从而出现 120 亿的资金缺口；但我们预期，2010 年的周转速度降幅度应在 50%左右，则低谷销售额为 310 亿，能够勉强覆盖短期资金缺口。

### ● 中期战略理性

#### 总负债增加空间：0

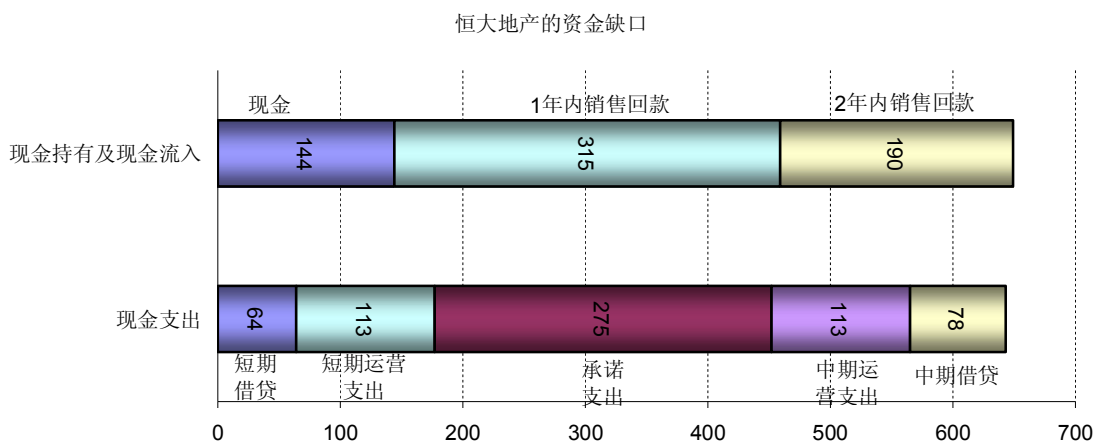
中期方面，在持续低谷中，我们预期恒大的存量资产周转率将降至 2008 年水平，仅为 0.30 倍，而公司低谷年份的运营支出约占到总资产的 18%，再加上 2009 年底相当于总资产 44%的承诺资本支出（其中 123 亿为应付土地款，152 亿为承诺开发支出，根据公司披露，

部分项目可分三年支付)，由此计算，公司的财务安全底线（净借贷资本比的上限）为零，即，公司的借贷总额应小于手持现金。

2009 年底恒大的短期借款 64 亿，长期借款 78 亿，合计 142 亿，恰好等于 144 亿的手持现金。从这个角度看，尽管公司当前的净借贷资本比较低，但并没有进一步增加负债总额（表内+表外负债）的空间。

### 结构性借贷空间：表外负债的表内化

恒大没有进一步增加负债总额的空间，但随着项目开发的推进，表外负债的表内化可以带来一定的借贷空间，换句话说，在负债总额（表内负债+表外承诺资本支出）不变的情况下，债主将从政府转为银行，从表外转向表内，以 2009 年底 152 亿的承诺开发支出计算，每年从表外转化为表内的借贷空间约为 50 亿。



图（1）恒大地产的资金缺口

### 借贷空间的存在前提：总负债额零增长

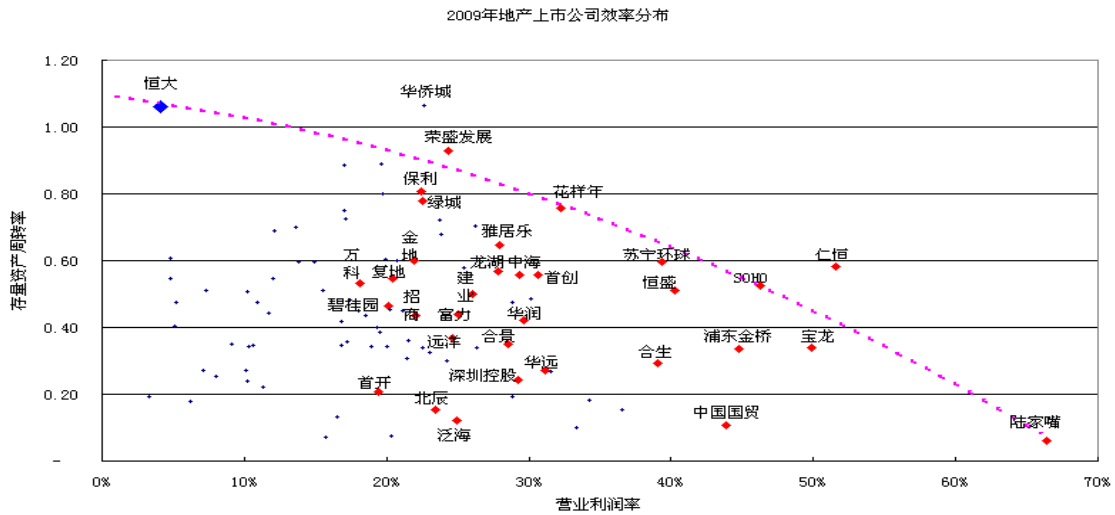
不过，这个借贷空间存在的前提是恒大能够控制住整体的资产扩张速度（繁荣期 39%，低谷期-8%，调控期均值 15%），并使总负债额（表内+表外）保持零增长，否则一旦超速扩张，企业将面临资金链断裂的威胁。

然而从历史看，恒大的战略理性水平较低。不仅在 2008 年陷入财务危机，2009 年繁荣期，公司存货+承诺资本支出增加了 53%，而根据我们测算的繁荣期极限增速为 39%，所以，公司仍超速 14%，战略理性得分仅为 2.88 分，排名 102 家上市地产公司的第 85 位。

未来，只有抑制住恒大的扩张冲动、提升战略理性，公司的借贷空间才是真实而安全的。

## 二、运营效率

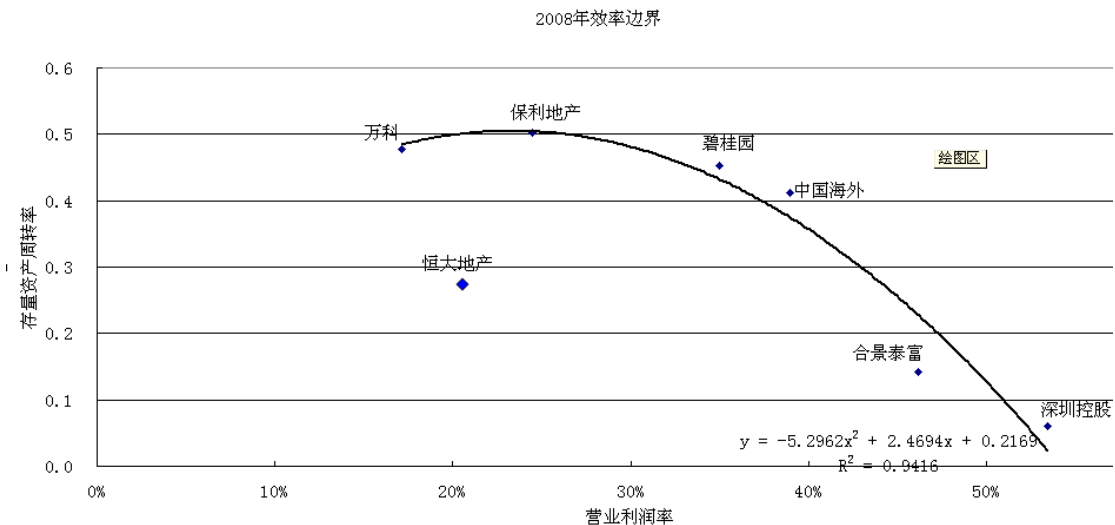
### ● 高峰期效率表现优异



图（2）2009年地产上市公司的效率分布及恒大的效率位置

2009年的恒大，虽然由于多种原因只创造了4%的营业利润率，但1.06倍的存量资产周转率仍使它成为主要地产上市公司中周转最快的，也因此处于2009年的效率边界上，即，相同定位下周转最快的企业，获得了9.89分的效率高分。

### ● 低谷期销售冲击较大



图（3）2008年地产上市公司的效率边界及恒大的效率位置

但在低谷中，恒大的郊区定位也让它面临较大冲击。2008 年，恒大的存量资产周转率仅为 0.28 倍，不到高峰期的 30%，与行业内其他高效率地产公司相比，也仍有差距，周转速度仅为当时标杆效率的 56%，效率评分 4.52 分。

## ● 综合效率水平：较好

综合高峰与低谷，恒大以 7.21 分的效率评分排名 102 家地产上市公司的效率榜第 16 位。效率水平较好。

## ● 效率前景：碧桂园之鉴

近年来，中国的地产企业开始出现了模式分化，在整体高端化的背景下，恒大与碧桂园走出了另一条扩张路径，即，三线城市的大片土地开发，也因此，两家公司有许多相似之处。

随着收入水平的提高，三线城市开始步入地产蓬勃发展的时代，在我们 2009 年的年度排名中，区域性地产公司合肥城建、建业地产，以及主攻三线城市的荣盛发展均进入了前 20 名。所以，对于恒大的三线城市定位我们是认同的，但大片的土地开发模式确实使公司面临较多不确定性。

首先是工程品质的保障，恒大和碧桂园在这方面都遭遇了一些诟病；其次是地方政府资源的保障，成片土地的开发必然要求地方政府的支持，而这也是恒大和碧桂园以往获得低成本土地的主要来源，但天下没有白吃的午餐，低成本的土地同样是有代价的，在获取低成本土地的同时，恒大和碧桂园通常都会承诺巨额的土地开发支出，而这些支出虽然不会增加当期的负债压力，却会增加未来的财务负担——2009 年碧桂园、雅居乐等公司承诺资本支出的巨额增加都与此有关（两家公司的承诺资本支出增加了一百多亿）。尤其是随着土地财政的日益严控，当土地款越来越不好“赖”的时候，表外负债的弹性空间在缩小，摊子铺得很大的碧桂园、恒大、雅居乐都将面临销售低谷中、资本支出却在上升的压力，未来很可能出现土地被收回等问题。

2008 年的碧桂园处于效率边界上，但 2009 年效率水平大幅下降，效率评分从 10 分降至 6.86 分，未来恒大是否也会遭遇同样的问题，还需审慎观察。

### 三、产品定位与区域分布

#### ● 产品定位：中低价位

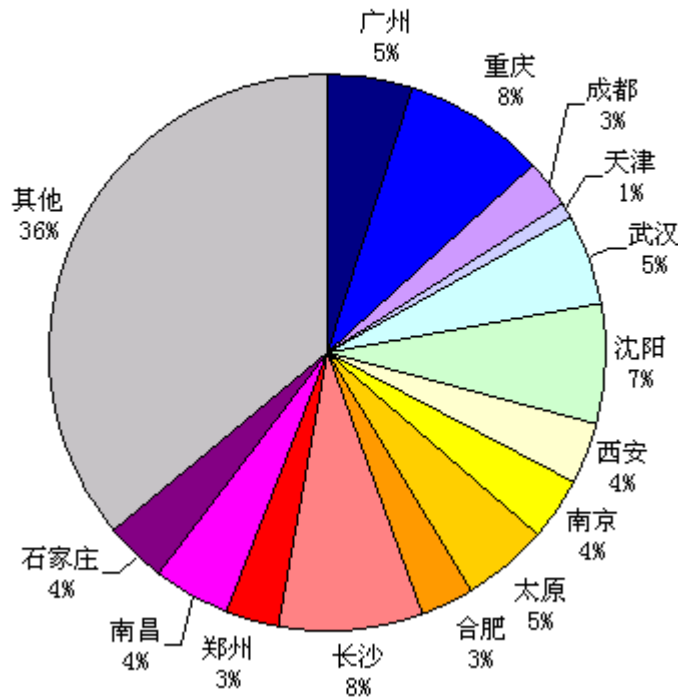
从表 1 的比较中不难看出，恒大的平均售价是主要地产上市公司中较低的，2009 年仅为 5333 元/平米，与碧桂园相近，显著低于仁恒、绿城等公司，也仅为富力、万科等公司的一半，低价定位使其产品在低谷中具有一定抗冲击能力。

表 1 2009 年主要地产上市公司的平均售价

	平均售价（元/平米）
SOHO	43818
仁恒	19658
绿城	14657
合生	13041
华润	11656
富力	10386
中海	10023
远洋	9942
龙湖	9766
万科	9557
保利	8218
雅居乐	8100
恒大	5341
碧桂园	5333
建业	4160

#### ● 区域定位：郊区及三线城市

恒大地产的土地储备分布



图（4）恒大地产的土地储备分布  
(不含启东地块)

图（4）是恒大地产的土地储备分布，由图可见，公司的土地储备相对分散，且大多位于二、三线城市，如果不算启东地块的话，土地储备最多的二线城市是重庆 8%、长沙 8%、沈阳 7%、武汉 5%、太原 5%……，其他还有 36% 的土地分布于三线城市和旅游地区。根据我们 2010 年 3 月以月供收入比测算的城市冲击概率，恒大在低谷中有 52% 的销售额面临市场冲击，这一比率低于上市地产公司平均的 66%。

但另一方面，由于恒大所谓二线城市的土地储备主要位于郊区，虽然价格定位较低，但不属于刚性需求，因此，这部分项目会增加低谷中的冲击压力。

综合来看，我们认为公司低谷中整体受冲击力度与市场相近。

#### 四、极限增速的控制

## ● 繁荣期

### 假设：

市场延续 2009 年的繁荣，以 2010 年目标销售额 400 亿计算，意味着正常情况下公司繁荣期存量资产周转率将达到 0.6 倍（2009 年的高周转主要是在 2008 年财务压力下的折价甩卖结果，并不可持续），营业利润率维持在过去三年的平均水平 13%，分红率控制在 20% 水平。

### 资本支出的极限

在上述假设下，公司维持总负债额零增长的情况下，年均新增存货及承诺资本支出的上限为 39%，即，2010 年的新增存货及承诺资本支出的上限为 245 亿。

## ● 低谷期

### 假设：

市场遭遇调控冲击，存量资产周转率和营业利润率均较繁荣期下降 50%，且持续 2 年，分红率控制在 20% 水平。

### 资本支出的极限

在上述假设下，维持总负债额零增长的情况下，年均存货及新增承诺资本支出的上限为 -8%，即，2010 年的存货及承诺资本支出非但不能增长，还应减少 50 亿。

## ● 不确定环境下

在调控前景不明朗的情况下，即使考虑公司大部分土地位于二线城市郊区和三线城市，我们预期 52% 的销售额仍将面临市场冲击，由此计算的极限增速为 15%，即，在不确定的调控背景下，年新增存货和承诺资本支出不能超过 95 亿。

## ● 成长潜力综合评价



尽管公司受制于前期扩张压力，资产的增长空间不是很大，但每股收益的增长空间较大，繁荣期可实现翻倍增长，低谷期下降 15%，平均增速可达到 40%以上。

公司整体增长潜力得分 7.52 分，在 102 家地产上市公司中排名第 7。

## 五、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，港股公司的融资市盈率在 15 倍左右。

### ● 股权融资下的极限增速

在上述假设下，繁荣期公司存货的极限增速从 39%提高到 54%，这一增速与 2009 年恒大的实际增速 53%相近，因此，如果恒大在年初完成上市，那么 2009 年就没有超速增长。但问题是，恒大直到年底才闯关成功，如果年内没能完成上市，公司将面临严峻威胁，所以我们认为公司在 2009 年仍超速扩张，战略理性有待改善。

## 六、结论

### 公司财务状况

短期勉强覆盖资金缺口，中期资金压力较大，总负债（表内+表外）增加空间为零，唯一的借贷空间来自于负债结构的变化，即，项目进程中表外承诺资本支出的表内化，这部分的年度总额约为 50 亿。财务安全性评分“中下”。

### 战略理性

要确保上述借贷空间的真实存在，公司的总负债额不能增加，即，除表外负债转入表内的部分外，每年的销售回款应能覆盖所有运营和新增支出，并将成长速度控制在极限增速内，但公司 2009 年超速增长 10%以上，战略理性评分“低”。

### 极限增速

繁荣期新增存货和承诺资本支出的上限为 39%，股权融资下可提高到 54%，低谷期为-8%，

不确定的市场环境中，应控制在 15%以内。但每股收益的增长潜力较大，综合成长潜力评分“优”。

### 运营效率

繁荣期效率表现优异，低谷期效率下降较多，综合效率评分“中上”。未来，也同样面临碧桂园模式下的扩张瓶颈。

### 区域战略

三线城市有相对安全的成长空间，但二线城市郊区的低谷冲击较大，综合来看，受冲击力度与行业平均水平相近。

### 核心

高成长高风险的又一典范，没有总负债（表内+表外）的增长空间，唯一的借贷空间来自于负债结构的调整，即，项目开发进程中表外负债的表内化，但这一借贷空间获取的前提是：总负债额的零增长和极限增速的严格控制。