

房企中报系列点评（七）

长实集团：李嘉诚不做地产了？长实赚钱仍靠地产

文 / 研究员 朱一鸣、贡显扬

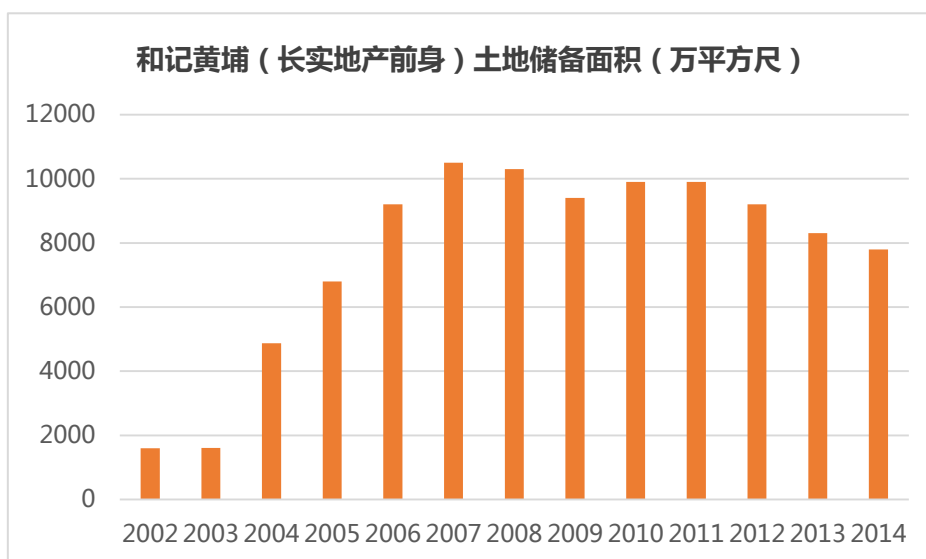
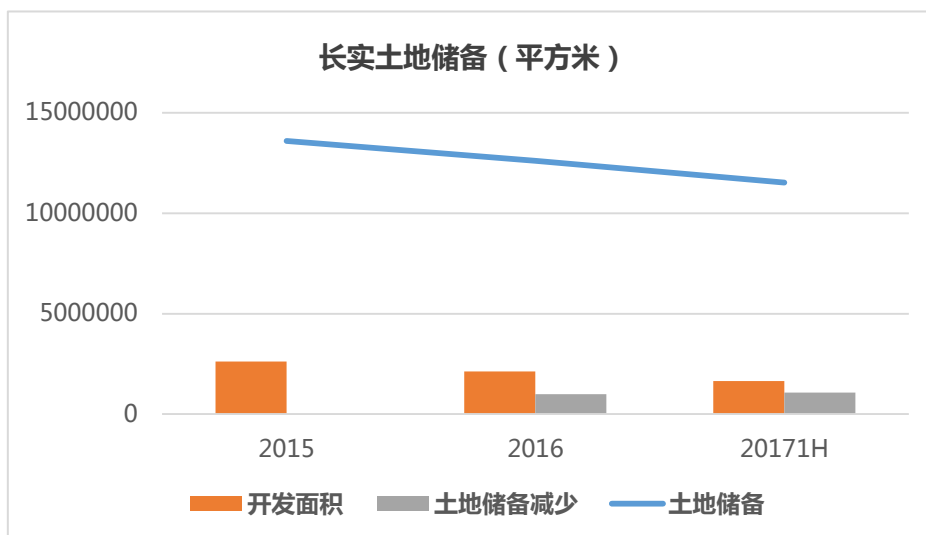
2017年8月3日，长实公布2017年中期业绩。2017年上半年，长实收入298.63亿港元，同比增长8%，股东应占溢利144.1亿港元，同比增长67%。近期，长实在能源的大笔投资引人关注，加上上半年长实没有购入一块土地，一时间李嘉诚不做地产、退出内地香港市场的流言纷飞。但是纵观中期业绩，长实纯利的大幅增长依然依靠物业销售，地产业务从业务占比到体量依然是长实核心，内地地产业务则是核心中的核心。依靠充足的土地储备，长实的地产业务在近年来一地未投的情况下依然保持稳健，长实在土地市场的表现以及在新领域的开拓更多是象征着长实正逐步走向利润最优化型企业。

不买地不代表不做地产

李嘉诚不做地产的流言自然不是空穴来风，事实上，长实近年来在土地市场上表现异常保守。以大本营香港市场为例，从2012年到2017年五年间，长实在香港地产总共只投得四幅土地，拿地积极性甚至不如南下的内房企。近三年集团土地储备持续下降，且下降幅度与开发土地面积大致相当。

长实近五年香港购地记录

时间	项目
2012年11月	乌溪沙彩沙街
2014年12月	市建局深水埗项目
2015年10月	日出康城
2016年9月	沙田九肚丽坪



资料来源：公司公告

但是逐渐减少的土地储备短期内对长实地产业务的开展影响不大。截止 2017 年 6 月 30 日，长实土地储备为 1152 万平方米，按照 2017 年计划开发面积 164.74 万平方米计，即使长实未来一块地不投，现有土地储备还足够长实开发 7 年。

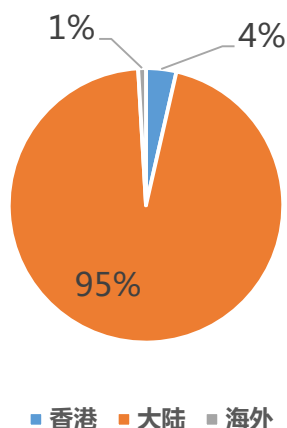
在销售收入方面，2017 年上半年物业销售收入 218.31 亿港元，占总收入 73.1%，而 2016 年同期物业销售收入占总收入 77.26%，地产业务作为长实集团业务核心的地位并没有改变。

从区域上看，内地业务占据长实地产业务的半壁江山。上半年内地物业销售收入 142.92 亿港元，占比 65%，销售收益 61.36 亿港元，占比 67%。在 2017 年全年长实地产开发计划中，内地地产项目开发面积占比 95%。

长实 2017 地产项目开发计划

项目名称	地点	楼面面积 (平方米)	所占权益
浅水湾道项目	香港	6,613	100%
星涟海	香港	52,227	100%
誉天下 3、4 期	北京顺义区	254,303	100%
御湖名邸 2、3 期	广州黄埔区	80,137	80%
高逸尚城 2、4 期	上海普陀区	229,604	60%
湖畔名邸	上海嘉定区	134,828	100%
盈峰翠邸	长沙望城区	71,104	100%
南城都汇	成都高新区	56,854	100%
御峰	杨家山	89,159	95%
御南湾	大连金州新区	57,445	100%
海逸豪庭	东莞环岗湖	271,934	99.80%
珊瑚湾畔	广州番禺区	96,768	100%
涟城	南京建邺区	30,727	100%
晓港名城	青岛市北区	80,219	90%
世纪盛荟广场	上海静安区	67,518	60%
逸翠园	西安高新技术产业 业开发区	52,828	100%
Chelsea Waterfront, Claydon House, Chartwell House, Compton House	伦敦切尔西/富勒姆	15,135	95%
总计		1,647,403	

2017年项目各地区占比 (按面积计)



资料来源：公司公告

尽管在土地市场表现保守，但长实在投资物业方面表现积极。长实在香港购入荃湾海之恋商场，并新建北角维港颂项目酒店及扩建红磡九龙海逸君绰酒店。长实表示未来会继续增加能提供固定收益的项目，

弥补减少购买土地的影响。

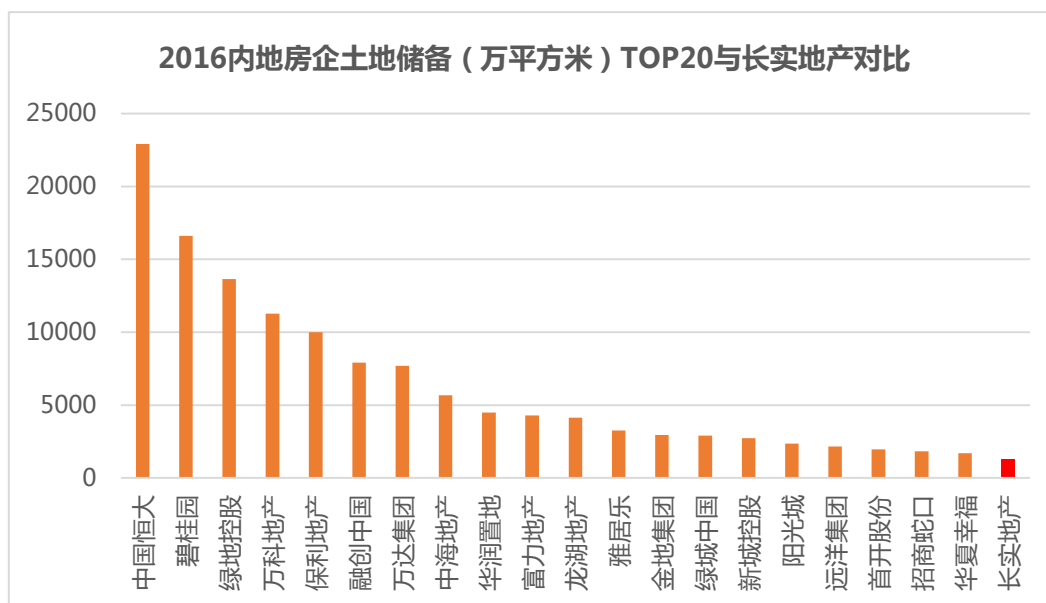
因此，近期对长实的种种流言可谓是夸大，地产业务依然支撑起长实集团业务的半壁江山，而内地地产业务则是长实核心中的核心。

利润最优化型房企 VS 规模扩张型房企

既然地产业务在集团业务中依然占比很重，为何近年来长实积极开拓新领域而在土地市场上表现如此谨慎？

李嘉诚在很多场合都表示过对于内地和香港未来楼市的看淡，以及表示目前土地价格过高。从长实业务表现上看，2017 年上半年物业销售收入占比 73.1%，物业销售收益仅占比 63.37%，物业销售的毛利率 41.81%，相比集团其他投资业务低。如果长实持续高价拿地，毛利率可能还会下降。长实在业绩报告中提到“发展不忘稳健”原则，在利润和规模扩张速度中选择了利润最优化。

相比长实，国内各大房企在近几年纷纷走上高速扩张的道路。2016 年 54 家典型房企存活规模达 50665.75 亿元，同比增长 22%。其中 12 家房企存货超过 1000 亿元，排名前列的恒大、绿地、万科三家企业规模都超过了 4000 亿元。其中恒大土地储备面积增长 46.9%至 2.29 亿平方米。而长实地产土地储备与内地房企连前 20 都排不进。



资料来源：企业公告、中国房地产决策咨询系统（CRIC）

但是从 2017 年上半年的土地储备变化情况上来看，各大房企的拿地策略已经出现了不同，部分企业依旧拿地进取，但更多的企业选择了谨慎。在谨慎拿地的方面，长实可以说走在了各大房企的最前列。

2017 年上半年重点房企新增土地储备（单位：万平方米）

企业名称	建筑面积	同比
碧桂园	3375	-27%
万科地产	1284	-18%
保利地产	1009	33%
中国恒大	1008	-77%
融创中国	752	-8%
新城控股	744	171%
龙湖地产	703	22%
中海地产	599	176%
华润置地	486	-6%
绿地集团	423	-31%
泰禾集团	387	95%
荣盛发展	380	94%
富力地产	311	76%
金科集团	296	46%
阳光城	276	-28%
中国金茂	261	50%
旭辉集团	230	16%
远洋集团	227	77%
招商蛇口	220	28%
金地集团	185	-22%
万达集团	170	-71%
正荣集团	156	50%
首开股份	153	62%
蓝光实业	148	83%
融信集团	138	-57%
雅居乐	120	80%
绿城中国	116	162%
世茂房地产	105	-5%
首创置业	73	-27%
建业地产	61	-17%
融侨集团	47	-50%
华发股份	43	-11%
鲁能集团	17	-89%
保利置业	13	-
路劲基建	8	-82%
长实地产	0	-

资料来源：企业公告、中国房地产决策咨询系统（CRIC）

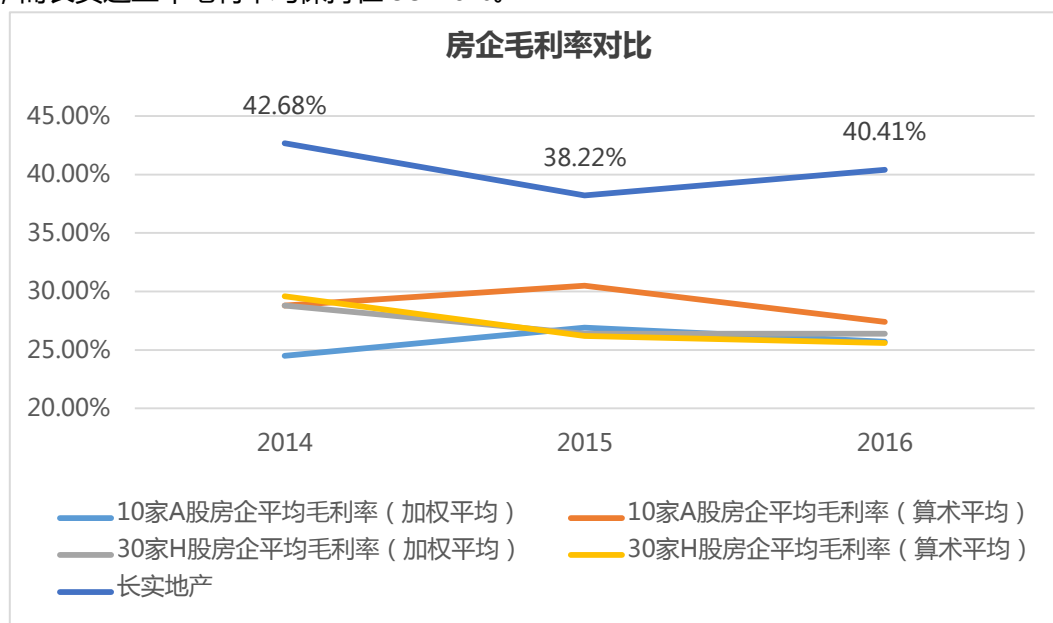
与内地规模扩张型的房企对比，长实的物业销售业绩增长速度自然是远远不如。相比国内销售业绩排名前 50 房企 2017 年 1-5 月平均销售业绩增长 56.6%，长实的上半年物业收入增长速度仅 2.51%，相距甚远。如果将长实地产放入内地房企销售业绩排行榜，长实仅排 33 位。

2017 年 1-5 月房企销售业绩排行（内地 TOP50 房企与长实地产对比）

排名	企业名称	2017	2016	同比
1	碧桂园	2442.2	955	155.70%
2	中国恒大	1829.7	1104.4	65.70%
3	万科地产	2280.5	1476.7	54.40%
4	保利地产	1085.1	836.5	29.70%
5	绿地集团	1002.8	923.3	8.60%
33	长实地产	187.75	183.15	2.51%

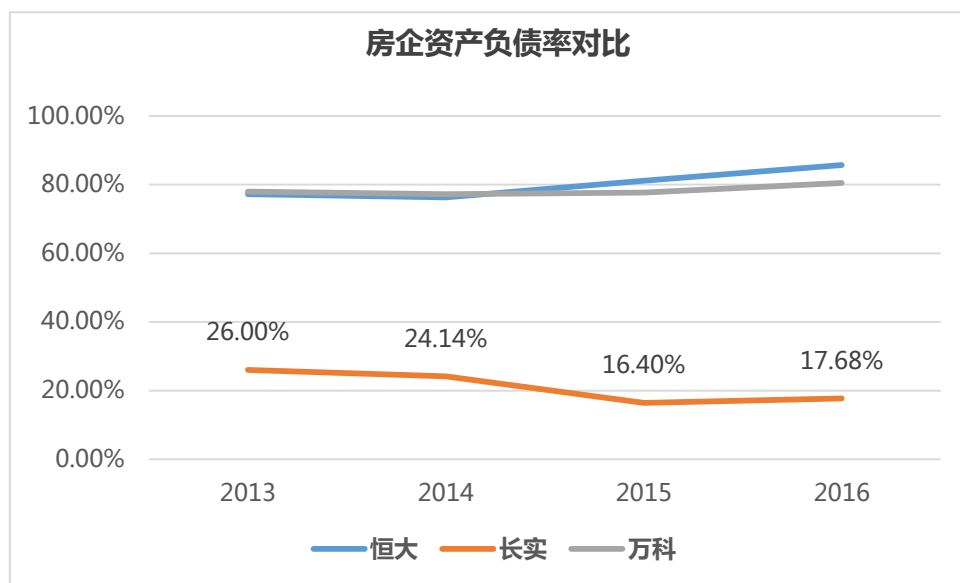
资料来源：企业公告、中国房地产决策咨询系统（CRIC）

但是从盈利能力及债务情况上看，长实这样的利润最优化企业则更优。内地房企毛利率普遍位于 20-30%，而长实近三年毛利率均保持在 38-40%。



资料来源：企业公告、中国房地产决策咨询系统（CRIC）

债务情况方面，稳健发展的长实也要更优。长实近两年的资产负债率均在 20% 以下，而内地近年扩张比较快的房企如恒大、万科等资产负债率均在 80% 以上。

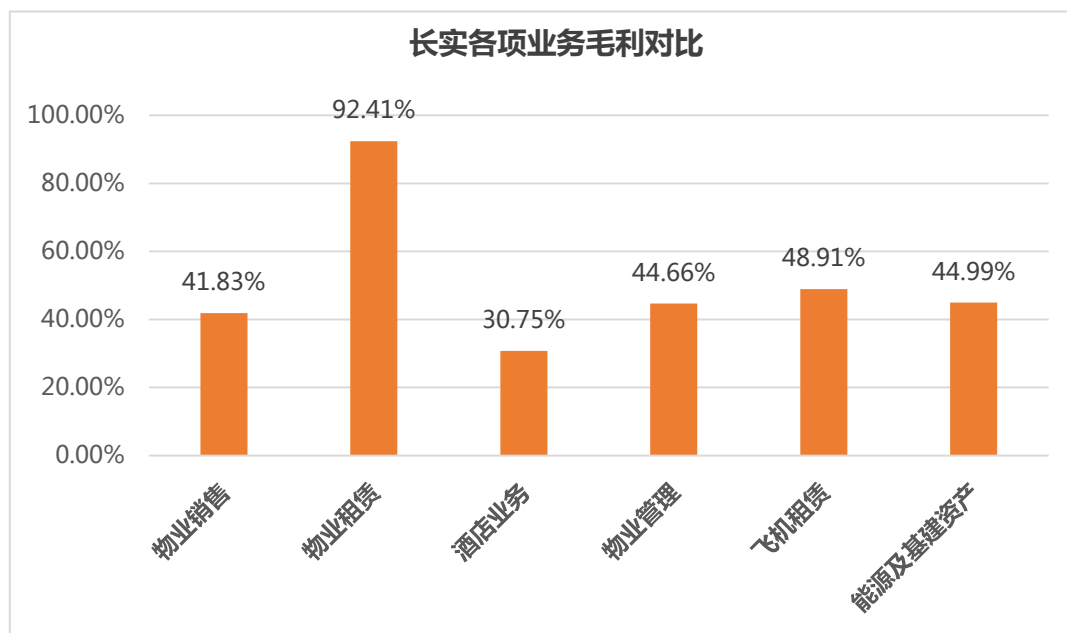


资料来源：公司公告

因此，以长实为代表的香港追求利润最优的房企与内地规模扩张型房企对比，长实拥有更好的盈利能力和偿债能力，但是发展速度远远不及规模扩张型房企。

非地产业务比地产业务更吸引？

虽然半年来没有投得一块地，但长实今年上半年连续进行了几项重大的非地产业务投资。2016 年 12 月，集团以 76.9 亿港元收购长江和记实业旗下的飞机租赁公司，完成飞机租赁业务的重组合并；2017 年 5 月，长实以 426.9 亿港元收购欧洲能源集团 DUET；2017 年 7 月 17 日，长实以 414 亿港元收购另一家欧洲能源集团 ista。这些多元化的非地产业务有什么亮点使得在地产业务谨慎无比的长实愿意大笔投资呢？



资料来源：公司公告

就盈利能力来看，长实集团飞机租赁业务的毛利率 41.16%，能源及基建资产业务 44.99%，与物业销

售毛利率 41.81%相当，低于物业租赁业务的 92.57%。所以，长实的新业务和地产业务水平盈利能力相差不远。长实新业务的拓展更多是因为与自身原有的能源投资和飞机租赁业务进行整合。同时，由于长实保持盈利能力，高涨的地价阻止了长实在地产业务扩张的步伐，长实需要寻找能提供固定收入的新业务来弥补集团增长的颓势。

结语

尽管长实 2017 年上半年一地未拿，但是半年纯利取得 67%的增长基本依靠地产业务，而内地地产业务仍是长实核心中的核心。同时，在长实拿地策略谨慎，土地储备不断减少的情况下，能提供稳定收入的新业务的投资有助于弥补集团增长的颓势。