

房企年报系列点评（一）

弘阳地产：业绩增长强劲，初步形成“1+3+X”布局结构地产商业双轮驱动助力全国化布局

文 / 研究员 沈晓玲 冯惠

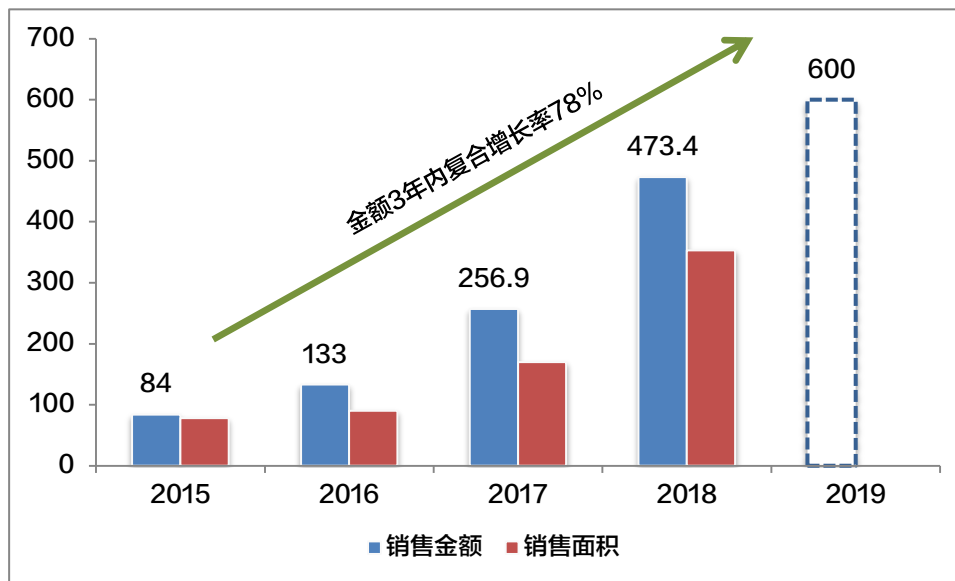
“导读：销售业绩增幅明显，初步形成“1+3+X”“做透大江苏、深耕长三角、布局都市圈”全国化布局战略结构，营业收入也实现大幅增长。但在项目权益比例调整、行政费用管控、债务结构优化财务管控3方面还有待改进进一步提升空间。

2018年，弘阳地产实现合同销售额473.4亿元，同比增长84%，业绩增幅明显，行业排名提升至第58名。在土地投资方面，公司持续深耕长三角区域，并择机进入西南、华南、华中区域强二线城市及潜力三四线城市，初步形成“1+3+X”布局结构，全年新增土地储备约371.78万平，截止年底，总土储资源达1308万平，基本能够维持公司2-3年发展。2018年，弘阳营业收入达92.39亿元，毛利率为31.2%，盈利水平处行业中上水平，净负债率同比大幅下降19.4个百分点至68.3%。

销售：行业排名提升至58位

行业排名持续上升，销售同比涨幅居行业前列。2018年，弘阳实现合约销售金额约人民币473.4亿元，同比增长84.2%，并且企业3年内复合增长率达78%，业绩增幅居行业较高水平；实现合约销售建筑面积约为352.8万平方米，较去年同期增长107.8%。弘阳自2016年进入房地产行业排名百强以来，行业排名稳步上升，经过两年的发展，截止2018年底，行业排名已经上升到58位。同时，弘阳在2018年业绩发布会上还表示，公司2019年将力争达到600亿合同销售额，维持20-30%的业绩增幅。同时，公司2018年销售回款率高达90%，高于行业平均水平，这主要是因为弘阳“3671”（3个月开工、6个月开盘、首开去化率不低于70%、10个月现金流回正）高周转运营标准效率。

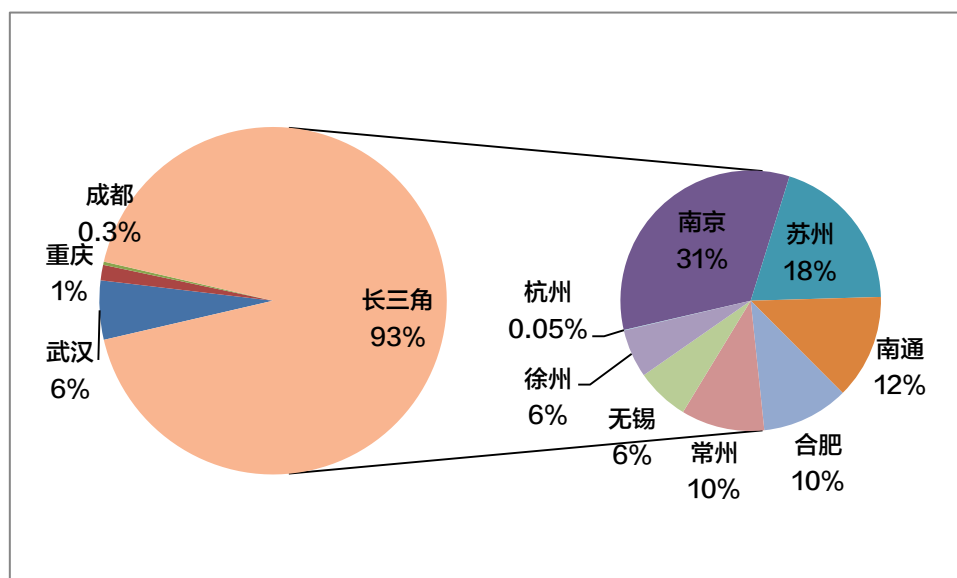
图：弘阳地产2015-2018年销售情况



数据来源：企业业绩公告、CRIC

销售业绩贡献主要集中在长三角区域。从弘阳的合同销售金额分区域来看，长三角作为弘阳持续深耕区域，销售业绩贡献遥遥领先于其他区域，占比达 93%，其中南京大本营位列城市业绩贡献首位，实现 146.8 亿元合同销售额。弘阳自 2016 年走出江苏以来，城市布局的均衡化优势逐渐体现，2018 年除江苏省外的长三角区域城市合肥、杭州以及中西部城市武汉、重庆、成都均有业绩贡献。随着公司全国化布局加快，未来弘阳受区域政策、市场变动的风险影响将有所减小。

图：2018 年弘阳地产销售业绩分布情况

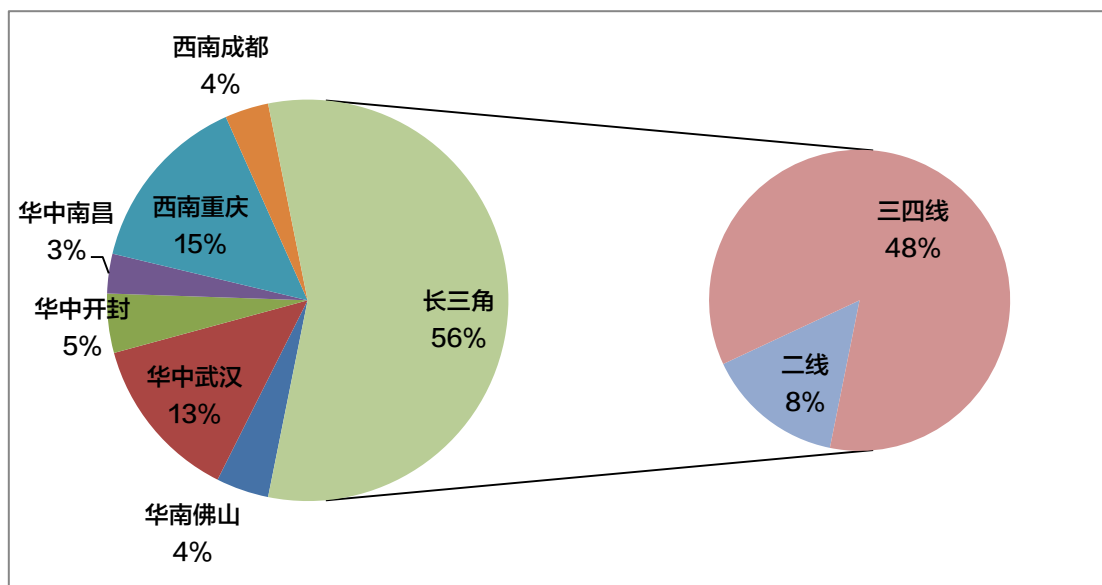


数据来源：企业业绩公告、CRIC

投资：“1+3+X”布局结构全国化布局战略已初步形成

持续深耕长三角区域的同时，加速全国化布局。在土地投资方面，弘阳 2018 年在获取土地资源中，投入资金并不多，但城市拓展良好，布局也更加均衡。2018 年拿地销售比为 0.36，略低于行业平均水平，通过招拍挂、股权收购等方式收购成功进入 13 个城市，获取 371.78 万平方米土储资源。从区域布局上看，弘阳坚持深耕长三角区域战略，新增建面占比达 56%，并且相比 2018 年 3 月底前，成功获取了杭州、宁波、句容、绍兴、常熟、蚌埠、仪征 7 个长三角强二线及热点三四线城市项目；同时，公司还加快了全国化布局速度，在西南、华中区域成功获取 209.4 万平土地，并在佛山获得 15.8 万平地块。

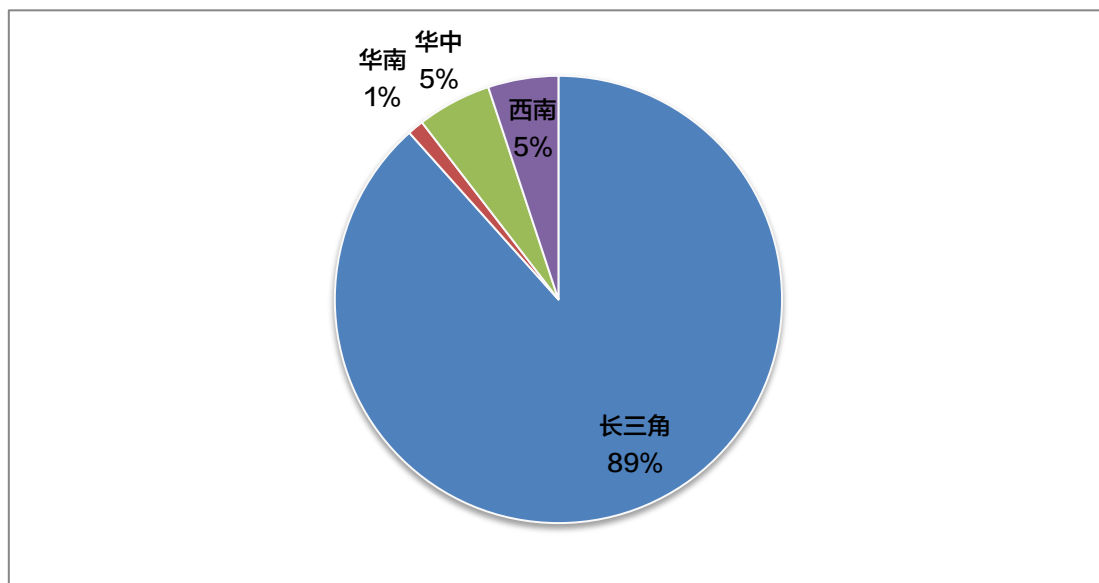
图： 2018 年弘阳地产新增土地区域分布情况



数据来源：企业业绩公告、CRIC

总土储资源可维持企业 2-3 年发展。截止 2018 年底，弘阳总土地储备达 1308 万平，权益土储建面为 723.16，总土储权益占比为 55%。根据公司 2018 年商品房销售均价计算，可售货值大约在 1755 亿，按照 20-30% 的年复合增长率，能够支撑企业 2-3 年发展，仍适当加强土储资源的扩充。截止 2018 年底，弘阳地产已入驻全国 28 个城市，成功布局长三角、西南、华南、华中区域，“1+3+X”布局结构已初步形成，全国化布局初步成形。

图： 截止 2018 年底弘阳地产总土储区域分布情况



数据来源：企业业绩公告、CRIC

企业应适当增加项目的权益比例。值得一提的是，弘阳拥有大量合作开发项目，2018 年新合作拿地计容面积占总量的 72%，新拿地项目计容面积权益占比超过 60%，总土储资源中，权益占比不足 60%。虽然弘阳在规模快速扩张的过程中，大量的合作开发起到了强有力的作用。但是合作开发毕竟是把双刃剑，**长期销售权益比例太低，会影响到企业资产规模和营收指标的增长，而销售规模与资产规模不匹配，可能降低外界资本对企业的前景预期。**未来，弘阳还需要进一步落实增权益的策略，增加企业项目的权益占比。

图表：弘阳地产 2018 年销售、土储权益占比及营收情况（万平、亿元）

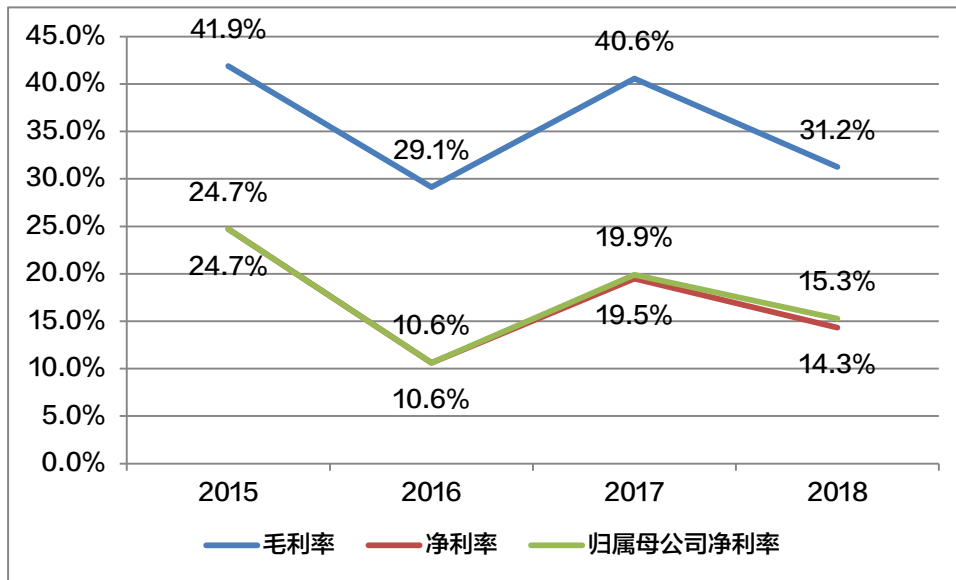
新增土地		总土储		销售业绩	
新增土储建面	权益建面占比	总土储建面	权益总土储建面占比	销售业绩	权益销售业绩占比
371.8	61%	1308.4	55%	473.4	38%

数据来源：企业业绩公告、CRIC

财务：盈利、风险管控**有优化空间有待提升**

盈利水平波动较大。根据年报数据来看，2018 年，弘阳实现营业收入 92.39 亿元，同比增长 50.5%，毛利润 28.87 亿元，同比增长 15.9%。这主要得益于企业物业销售及商业物业经营的收入增长，其中物业销售收入同比增长 48.9%至 88.43 亿元，商业物业经营实现营收 **35.903.59** 亿元，同比增长 115.7%。但从弘阳盈利水平来看，**自 2015 年以来，企业盈利指标波动较大由于进入资本投入期，需要投入更多资金获取优质土地资源，所以毛利率与净利率增速有所放缓。**其中 2018 年毛利率为 31.2%，同比下降 9.4 个百分点，净利率同比下降 5.1 个百分点至 14.3%，这主要是由公司 2018 年已交付的若干项目因土地获取成本较高所致。

图：2015-2018 年弘阳盈利情况



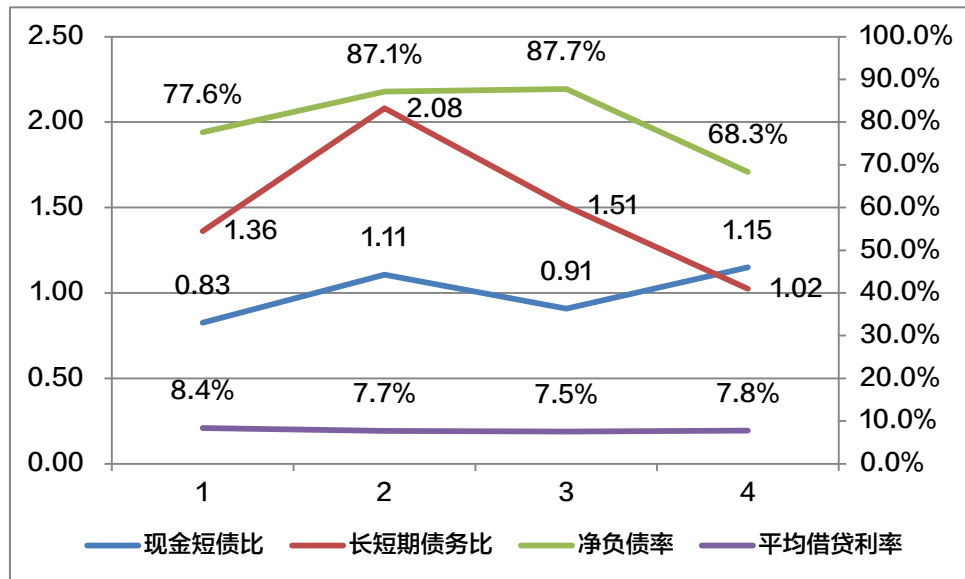
数据来源：企业业绩公告、CRIC

行政费用率达4.97%。弘阳自2016年走出江苏以来，行政费用支出逐年上升，2018年行政费用达6.86亿元，同比上涨125%，行政费用率达4.97%，相比2016年提升了2.37个百分点。这主要是因为公司处于规模加速扩张阶段，非大本营城市需要大量的人力维持项目运营。此外，弘阳扬州上海总部的筹建和启用，也是其中一个重要因素。

如何在业绩规模快速扩张的同时，加强行政管控是弘阳目前面临的问题。

净负债率降低，但需调整债务结构。根据年报数据显示，弘阳2018年净负债率同比下降19.4个百分点，为68.3%，杠杆率有所降低。截止2018年底，总有息负债为219.2亿元，其中境外债占比12%，说明企业已具备境内外双资本市场的融资能力；且公司持有现金为124.6亿元，同比增长195.8%，能够覆盖短期有息债务，短期内还款压力不大。但长短期债务比仅为1.02，长期来看，企业偿债压力不小仍有优化债务结构的空间；并且公司平均融资成本自2015年以来均在7.5%以上，处行业较高中枢偏上水平。

图：2015-2018 年弘阳负债情况

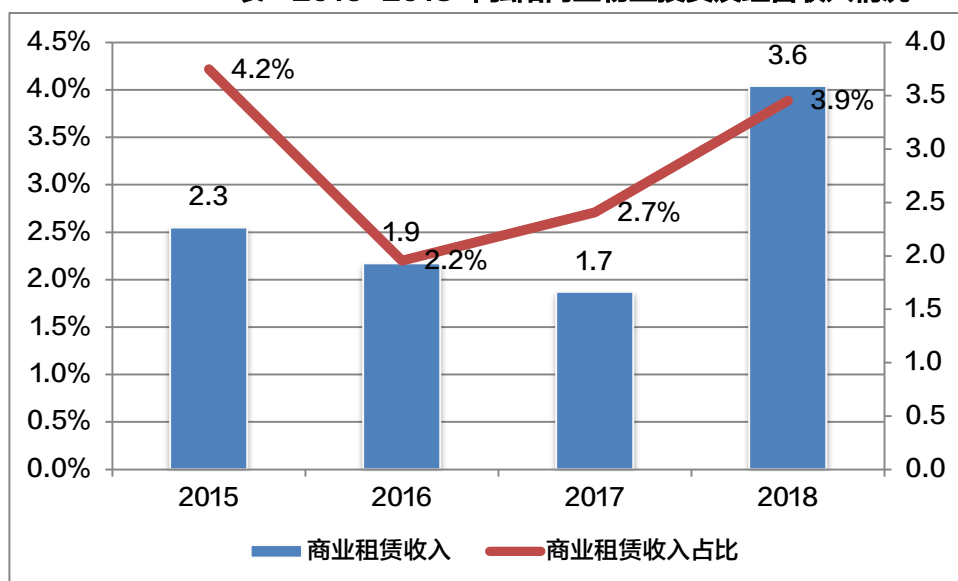


数据来源：企业上市招股书、企业业绩公告、CRIC

商业：物业投资及经营收入稳步增长

商业物业投资及经营营收同期增长 58.8%。根据年报数据，弘阳 2018 年商业物业投资及经营收入为 3.59 亿元，比去年同期增加 115.7%。综合其 2015 年-2018 年，在企业营业收入中的占比来看，除了 2016 年、2017 年南京弘阳广场 A1 馆因 2016 年进行装修升级导致其租金收入减少，南京弘阳广场的主题乐园因自 2016 年 10 月起进行升级工程导致其门票收入减少外，整体来看，从 2016 年到 2018 年，其商业物业投资的营收占比是稳步上升的，尤其是其南京弘阳广场经过两年的改造后，整体商业物业投资及经营的营收占比相比去年增长了 1.2 个百分点至 3.9%。

表：2015-2018 年弘阳商业物业投资及经营收入情况



数据来源：企业上市招股书、企业业绩公告、CRIC

坚持“**地产为主、地产+商业双轮驱动**”的多元化集团产业战略，和大多数以住宅为主营业务的房企不一样的是，弘阳地产自从诞生之初就带有商业基因，**具备行业内较有特色的发展优势**。其母公司弘阳集团从**家居建材批发**起家，1996 年开始住宅开发，2006 年拓展到商业开发，一直以来坚持商业与住宅共同发展。公司以轻重结合的运营模式作为拓展商业板块的主要路径，推广“弘阳”品牌。2018 年“双 Mall+游乐型”的南京弘阳广场重装升级，常州弘阳生活+成功开业，同时入驻合肥、衡阳、烟台、广州、扬州和济宁六大城市，并且公司 2019-2021 年至少有 5 个项目逐渐开业。截止到 2018 年底，弘阳握有的大量优质持有型商业资产，如桥北弘阳广场、常州弘阳广场等，总运营项目建面达 50.8 万平，另外公司还有 8 个在筹建项目，建面达 69.5 万平。

总结

业绩增幅明显，全国化布局加速。2018 年，弘阳实现合约销售金额约人民币 473.4 亿元，同比增长 84.2%，并且企业 3 年内复合增长率达 78%，业绩增幅居行业较高水平；在土地投资方面，弘阳积极深耕长三角，成功获取杭州、宁波、句容、绍兴、常熟、蚌埠、仪征等长三角强二线及热点三四线城市项目；同时，公司还加快了全国化布局速度，完成西南、华南、华中区域布局。

为保证规模与利润双赢发展，弘阳在三方面仍需要改进有进一步优化空间：

第一，需注重销售规模与资产规模的均衡发展。得益于大量的合作，弘阳近几年规模得到快速扩张。但是合作开发毕竟是把双刃剑，**长期销售权益比例太低，会影响到企业资产规模和营收指标的增长，而销售规模与资产规模不匹配，可能降低外界资本对企业的前景预期。**未来，弘阳还需要进一步落实增权益的策略，增加企业项目的权益占比。

第二，提升行政管控效率。弘阳自 2016 年走出江苏以来，随着规模扩张加速，行政费用支出也在逐年上升，行政费用率已达 4.97%，处行业较高水平。值得一提的是，2019 年前 3 月，弘阳新进入西安、长沙等 6 座新城市，城市布局更加广泛，对于行政管控效率的提升不可忽视。

第三，财务管控有待提升债务结构有提升空间。一方面，弘阳自 2015 年以来**快速发展，盈利能力波动较大，这将影响资本市场对于企业的前景预期加快了资本投入力度，获取优质土地资源需要动用更多资金**；另一方面，2018 年长短期债务比**仅为 1.02**，长短债基本相当，**需尽快有调整债务结构的空间**。