

地产企业现金流的国际比较

——过冬前的“现金收割”

前言：

国内地产行业在高存货、低周转的经营战略下普遍呈现持续负现金流状态，但是对国际地产企业的比较研究显示，对于一个健康的企业来说，负现金流的状态是不可持续的，高峰中不断延长的存货周期通常是危机的前兆。

香港地产商靠混业经营下的高利润率和稳定租金收益维持着长期中的现金平衡，日本地产商在低谷中靠高周转延续着资金链；而美国地产企业，在长期繁荣中忘记了曾经的伤痛，忘记了地产行业无论在任何国家、任何时代都是一个周期性的产业，结果，持续的现金投入吹大了地产泡沫，过快的增长使企业周转速度越来越慢，最终导致了低谷中紧绷的资金链。

反观中国地产企业，我们一直在乐观的囤地扩张，似乎每家企业如果不为未来四五年每年 50% 以上的扩张速度储备足够的土地就是消极增长了，在过去几年中，整个地产行业在不断吞噬金融体系的资金。与美国地产企业相比，我们的营运资金周转天数更长（平均达到 400 多天，是美国地产龙头企业的两倍），资产周转速度更慢（平均仅为 0.3 倍，是美国地产企业的三分之一），虽然利润率略高，但成长速度却更快（平均达到 27%，大型企业甚至达到 50% 以上），结果，企业的持续负现金流问题更加严重。这种负现金流的状态已经持续了 10 年，而且在最近 5 年显著加剧——美国地产企业在 10 年的高投入后泡沫破灭了，中国的地产企业这种持续负现金流的状态还能持续多久？

如果今天国内房屋销售量的萎缩预示着寒冬的来临，那么，对于很多地产企业来说，再做什么可能都已经太晚了；如果这只是个暖冬，那么地产商们还来得及收缩战线、“收割现金”——根据本文的测算，要抗击短期的冲击，保利需要减少 15% 的存货、金融街需要减少 14% 的存货、北辰需要减少 18% 的存货、招商需要减少 26% 的存货……但如果要抗击长期的冲击，万科需要释放价值 186 亿的存货、保利需要释放 160 亿、招商需要释放 100 亿、金地需要释放 90 亿、北辰 80 亿、金融街 25 亿……

总之，地产企业要想实现安全的扩张，必须保障长期“融资前现金流”的平衡，这种平衡在长期可能来自于一个能够产生丰厚现金流的资产组合——如新鸿基，也可能来自于收放之间严格的现金自律——如 LENNAR，又或者是象 KBH 那样靠先知先觉的宏观判断；但在短期，它只可能来自于紧急的“现金收割”。无论如何，为“冬天”储备足够的金融资源是唯一的真理。

最后，我们希望今天的中国正经历的只是一次地产行业的“暖冬”，那样的话本文所说的内容就还有意义。

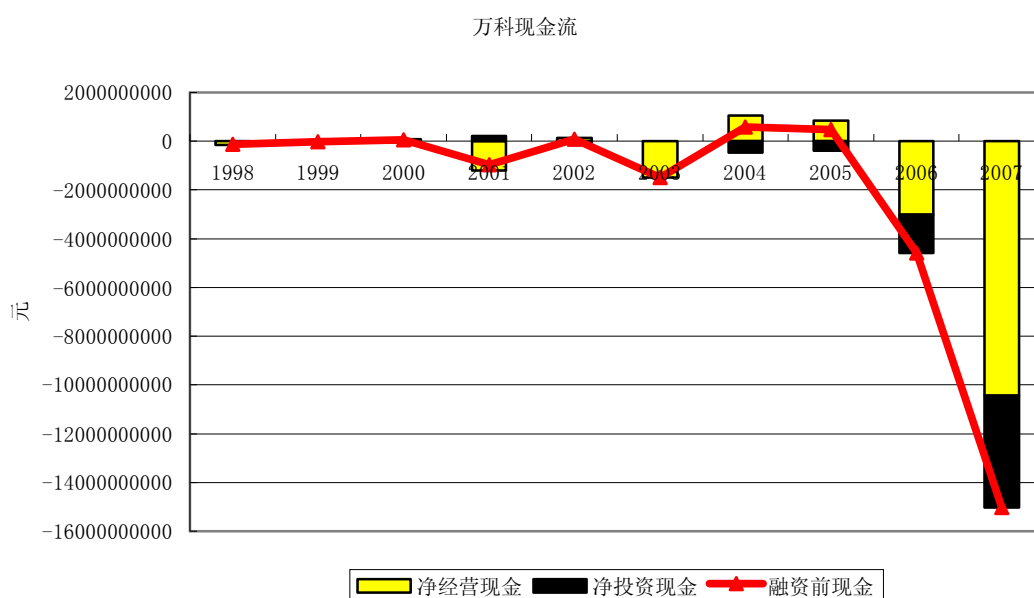
一、国内地产行业：持续的负现金流投入

1.1 负现金流常态

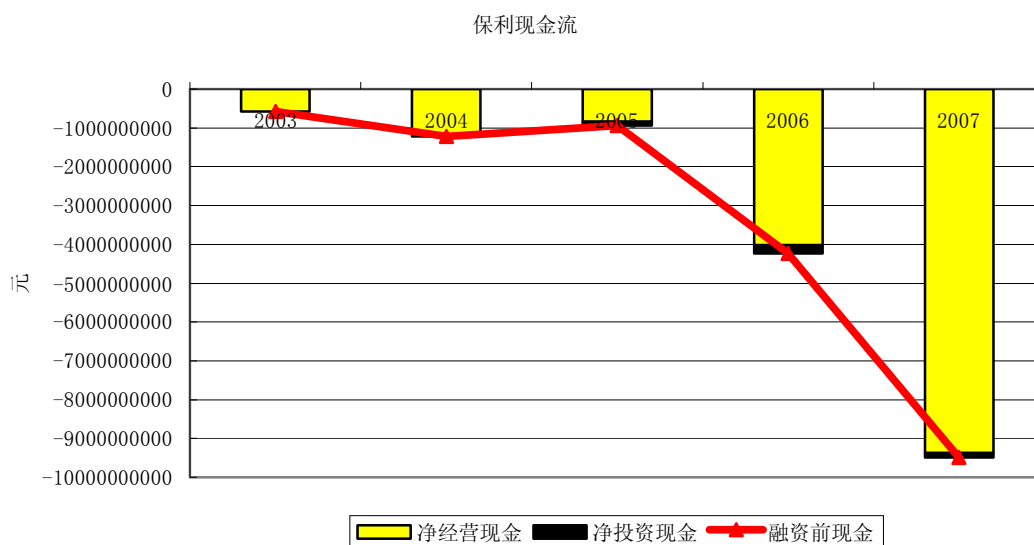
随着中国地产行业的市场化进程，地产行业整体正陷入持续的现金投入状态，即使

是万科，过去 5 年年均的融资前现金缺口（净经营活动现金流入+净投资活动现金流入）仍达到 40 亿元，其他大型地产公司更是陷入了持续负现金流的陷阱。保利地产过去 5 年每年的净经营现金都是负的，年均融资前现金缺口 33 亿；招商地产，过去 5 年的净经营现金也是持续为负，年均融资前现金缺口 20 亿；金地，过去 5 年有 4 年的净经营现金流是负的，年均融资前现金缺口 20 亿；金融街，过去 10 年有 8 年的净经营现金流是负的，年均融资前现金缺口 5 亿；其他一些中型的地产公司也都呈现现金流正少负多的状态；一些从出租物业向住宅开发转型的地产公司，如中粮、中航地产，在转型后也出现了持续的负现金流。

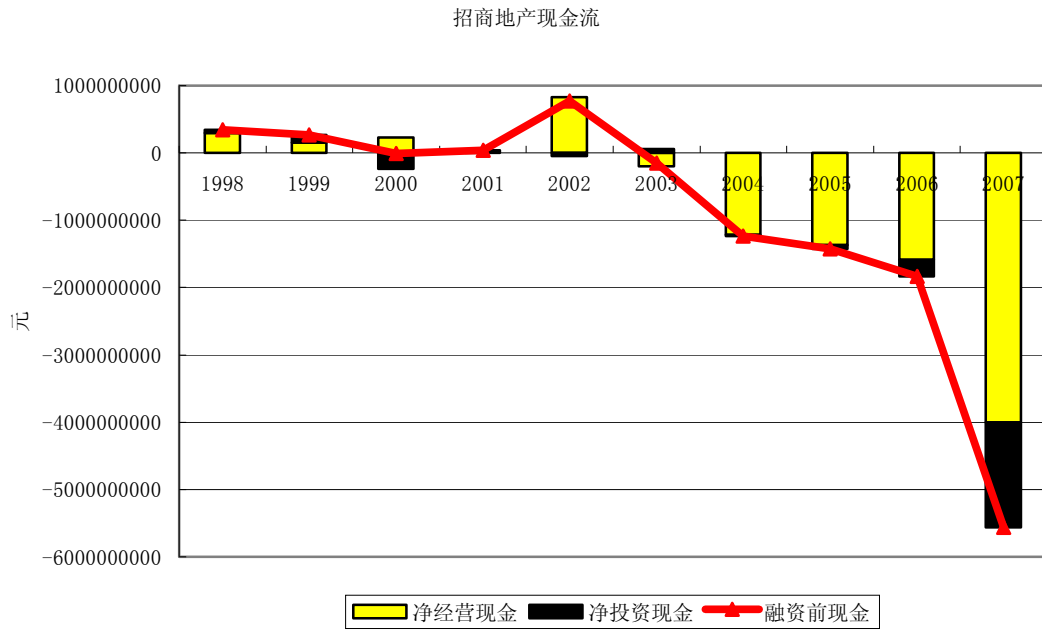
实际上，过去 10 年，地产上市公司整体呈现持续负现金流状态，融资前现金流只有 2002 年 1 年是正的，10 年年均融资前现金缺口（行业平均）达到 1.7 亿，5 年年均融资前现金缺口为 2.2 亿，即，平均看，每家地产上市公司每年要从银行或股票市场融资 2 亿来支持其扩张。



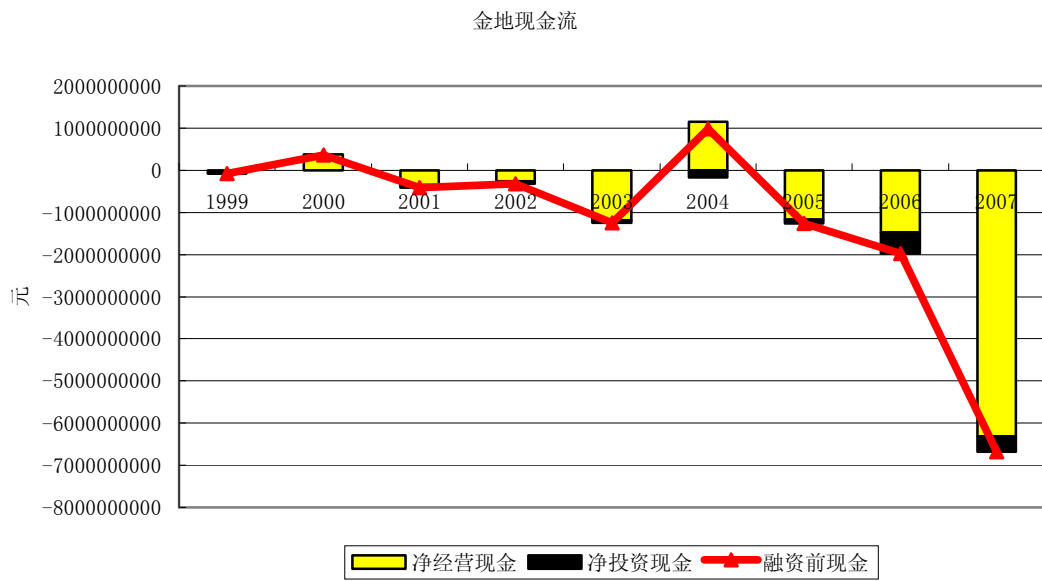
图（1）万科过去十年的融资前现金流



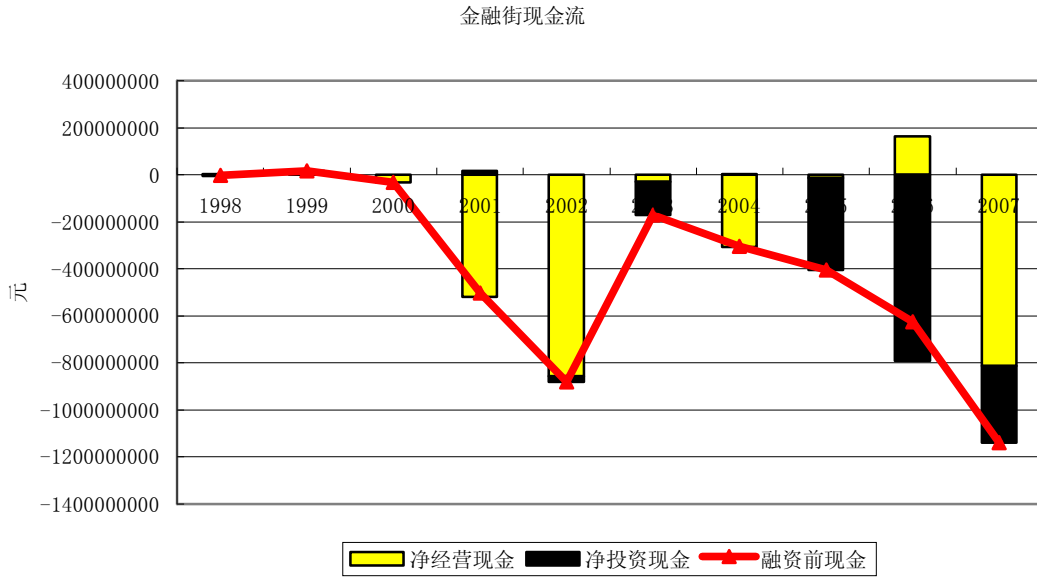
图（） 保利地产过去十年的融资前现金流



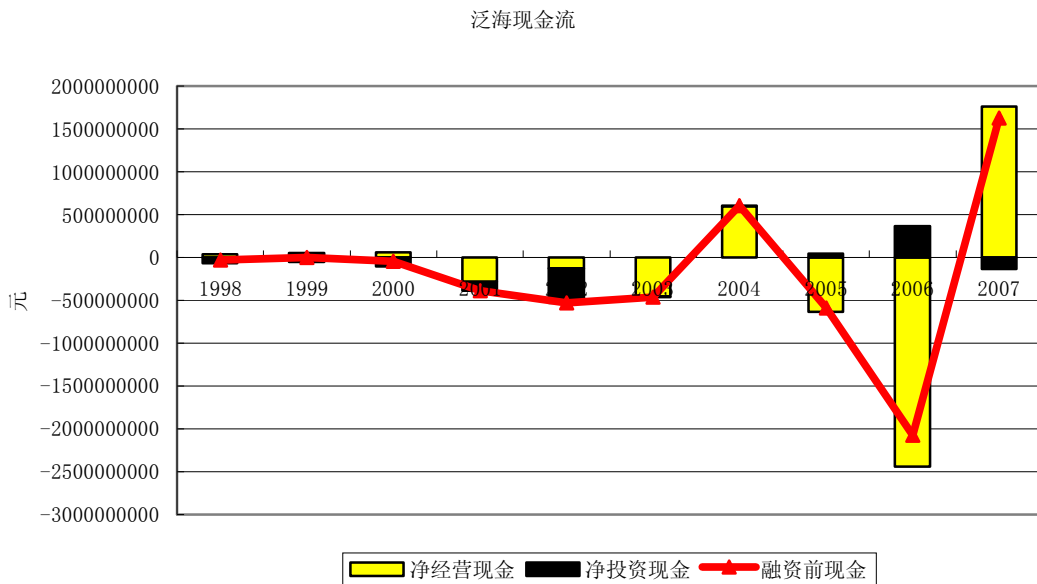
图（3） 招商地产过去十年的融资前现金流



图（4） 金地集团过去十年的融资前现金流



图（5）金融街过去十年的融资前现金流



图（6）泛海国际过去十年的融资前现金流

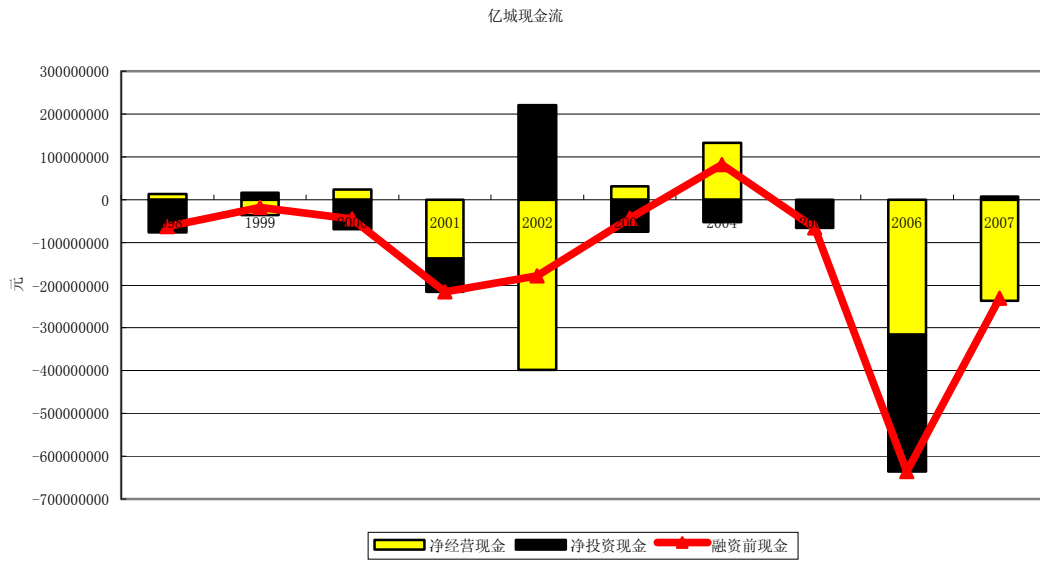


图 (7) 亿城股份过去十年的融资前现金流

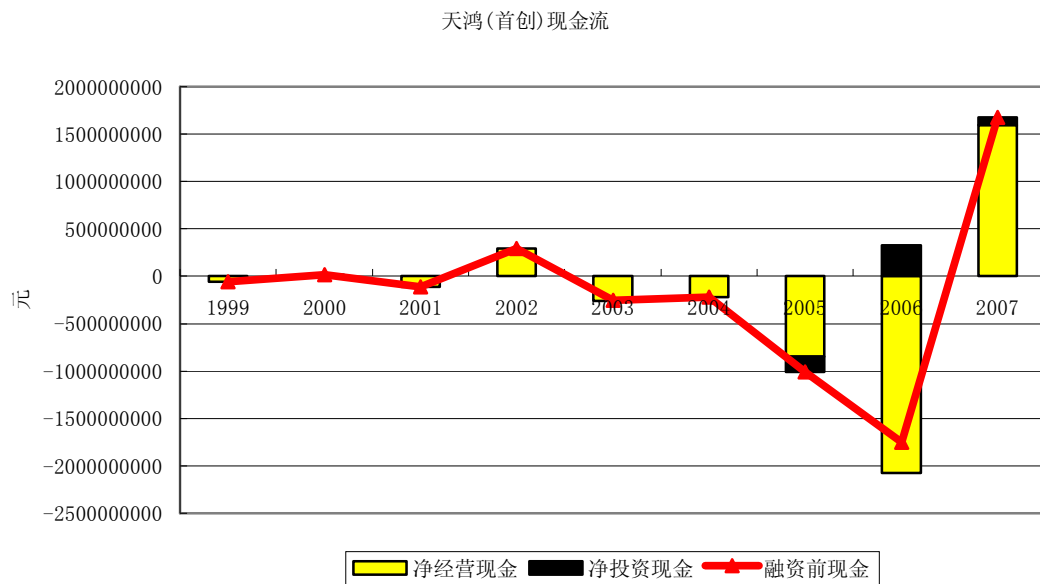
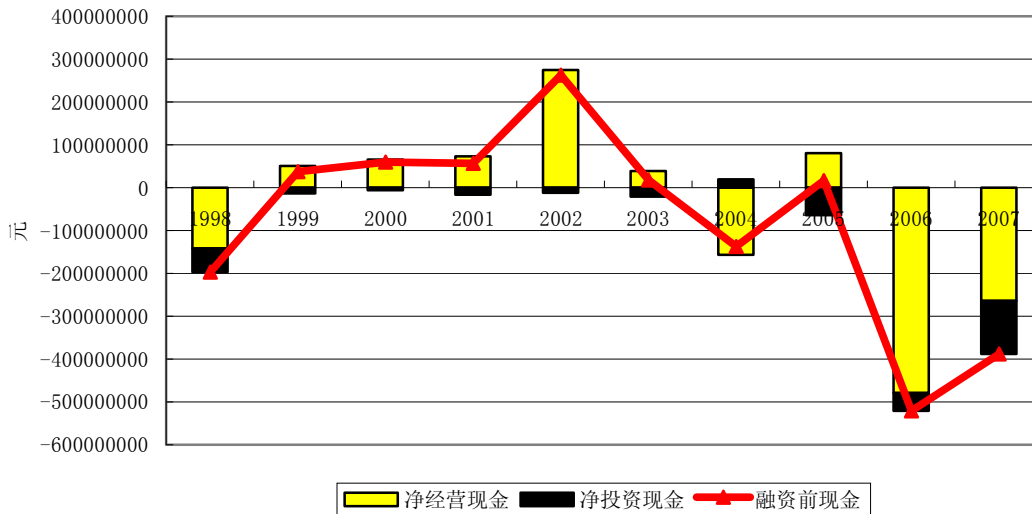


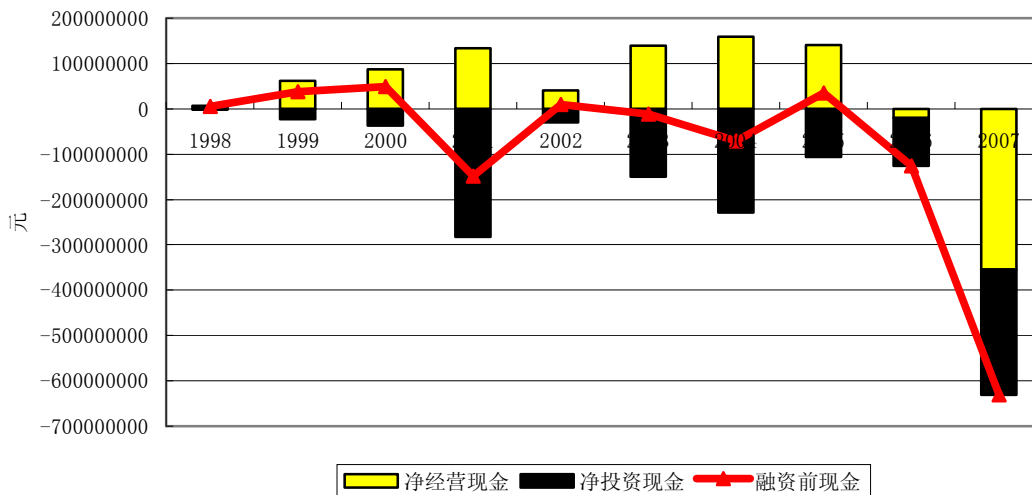
图 (8) 天鸿宝业(首创置地)过去十年的融资前现金流

中航地产



图（9）深南光（中航地产）过去十年的融资前现金流

中粮地产现金流



图（10）中粮地产过去十年的融资前现金流

地产上市公司平均现金

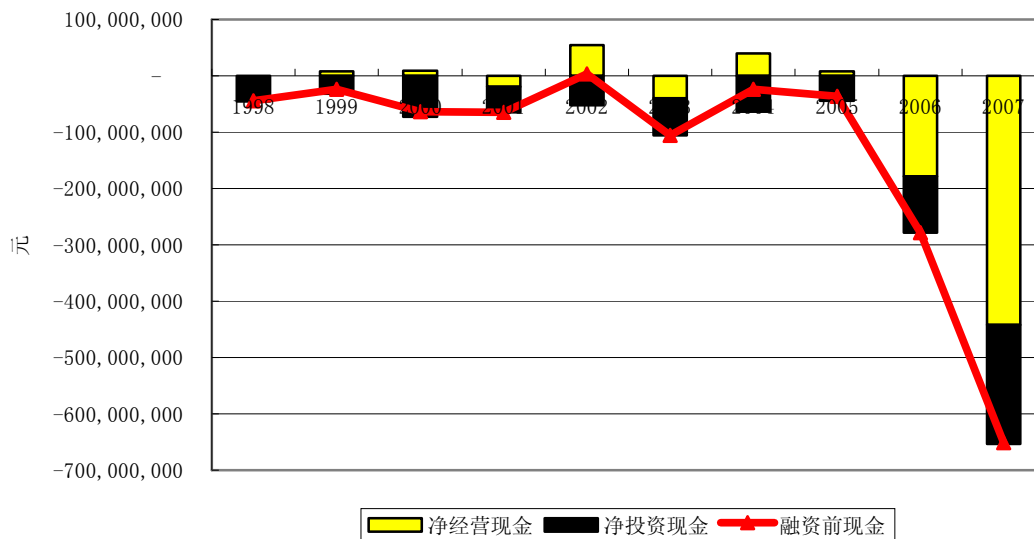


图 (11) 地产上市公司平均的过去十年的融资前现金流

1. 2 负现金流溯源：高存货与低周转

地产行业为什么会出现持续的负现金流状态？答案就是土地储备下的高存货与低周转。表 (1) 是部分地产上市公司的资产周转情况 ($=365 \text{ 天} / (\text{营业收入} / \text{年末资产})$)，其中，万科过去 5 年平均每年的应收预付款占用 52 天资金，存货 (土地+在建项目) 占用 578 天资金，合计营运资产占用 630 天资金；而应付款提供了 117 天的营运资金，预收款提供了 139 天的营运资金，剩余 375 天需通过营运资金的追加来维持运转，超过了一年的销售收入总额，更显著超越了一年的净利润额。实际上，万科已经是国内地产公司中周转较快的一家了，金融街过去 5 年平均的期末存货周转天数达到 650 天，营运资金周转天数 565 天，资产周转率 0.32 倍；金地的存货周转天数 754 天，营运资金周转天数 567 天，资产周转率 0.37 倍；招商地产的存货周转天数达到 829 天，营运资金周转天数 657 天，资产周转率 0.38 倍；保利地产的存货周转天数更是达到 958 天，营运资金周转 795 天，资产周转率 0.29 倍。而行业平均的期末存货周转天数为 620 天，剔除 80 天的应付款融资和 154 天的预收款融资后，营运资金周转天数达到 484 天，总资产周转率 0.32 倍。

高存货与低周转导致企业在扩张过程中需要不断追加营运资金，虽然地产行业的利润率也很高，但是年均 11% 的净利润率仍不足以填补这个资金缺口，于是地产行业成为一个高度依赖外部融资来推动增长的行业。

对于地产企业持续的外部融资需求，多数投资人的回答是：只要投资能够推动高增长，融资就是可接受的。而过去几年，地产企业也确实以高增长回馈了市场：万科在 2003~2007 年的年均收入增长达到 54%，保利更是达到 90%，行业上市公司平均达到 27%。但是高投资推动高增长的模式真的没有问题吗？高增长背后持续的负现金流正常吗？我们将从国际地产企业的历史对比中找寻答案。

表 (1) 部分地产上市公司的期末资产周转率 (5 年平均)

	五年平均	2003~2007
--	------	-----------

								年均
	应收预付 周转天数	存货周转 天数	应付帐款 周转天数	预收周转 天数	营运资金 周转天数	总资产 周转率	净利润率	收入增长率
亿城	114	634	60	343	346	0.48	8%	39%
万科	52	578	117	139	375	0.46	13%	54%
北辰	24	611	68	175	393	0.30	10%	17%
中粮	44	457	56	30	415	0.16	40%	26%
中华	80	711	53	194	544	0.29	21%	6%
金融街	107	650	82	110	565	0.32	17%	31%
金地	32	754	83	136	567	0.37	14%	49%
万通	99	1488	168	810	609	0.36	9%	23%
招商	9	829	146	36	657	0.38	18%	-4%
首开	96	815	65	169	677	0.29	6%	107%
上实	48	738	38	60	689	0.28	20%	52%
保利	195	958	20	337	795	0.29	16%	90%
泛海	213	1157	147	12	1211	0.27	13%	64%
世贸	44	27340	104	834	26447	0.36	947%	358%
行业平均	98	620	80	154	484	0.32	11%	27%

二、 地产企业现金流的国际比较

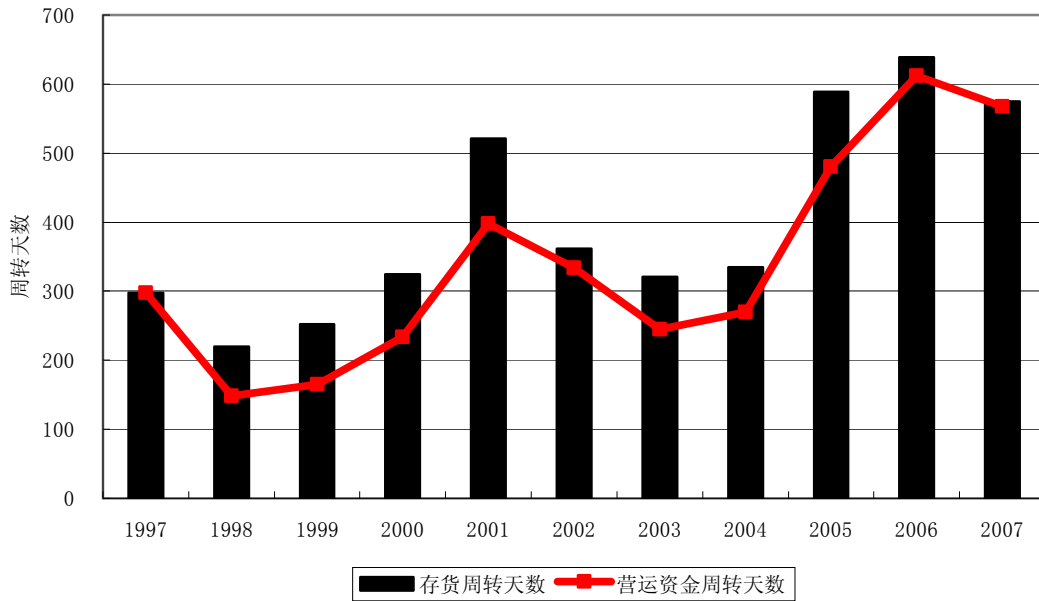
2. 1 香港：靠出租物业与开发物业的资产组合实现长期现金流均衡

地产行业是香港的支柱产业，而香港的地产商在几十年的浮沉拼杀中更形成了自己独特的风险管理模式，这就是地产开发与地产投资（物业出租）混业经营的模式。

图（12）~（20）是香港地产企业的现金流和资产效率图，由图可见，由于对商业地产等出租型物业的投资，香港地产公司的资产周转速度比内地企业还慢，尤其是近两年随着香港地产从亚洲金融危机中复苏，地产商也开始新一轮囤地扩张。以新鸿基为例，其期末存货周转天数已从金融危机中的300天左右上升到600天，营运资金周转天数也从200天左右上升到600天，总资产周转率仅为0.1倍，低于内地地产商平均0.3倍的资产周转速度。不过由于出租物业的利润率很高，达到80%以上，使公司整体营业利润率保持在50%水平，近年来更是达到60~70%水平——商业地产的高利润率和稳定现金流抵消了低周转的资金压力。由图（13）可见，在1984~2007的24年时间里，新鸿基一直保持着正的净经营现金流（其中相当一部分是出租物业的收益贡献），剔除投资支出后，24年中也仅有7年的融资前现金流为负，年均的融资前现金流为+33亿港元，而且，无论高峰低谷，新鸿基从未出现过连续三年以上融资前现金流为负的现象。

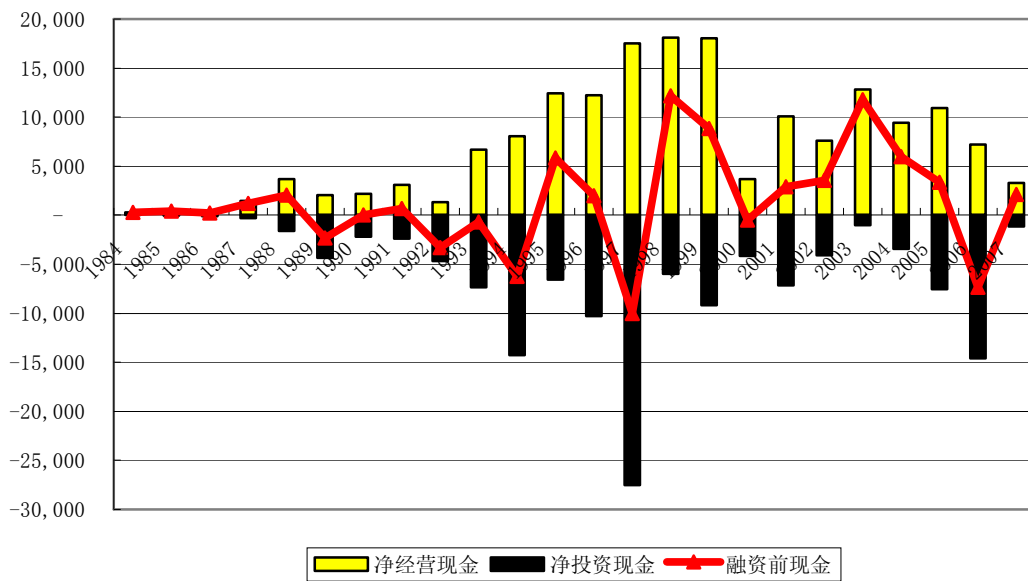
出租物业的高利润抵消了低周转，成为公司保持正现金流和轻财务压力的关键。

新鸿基运营效率



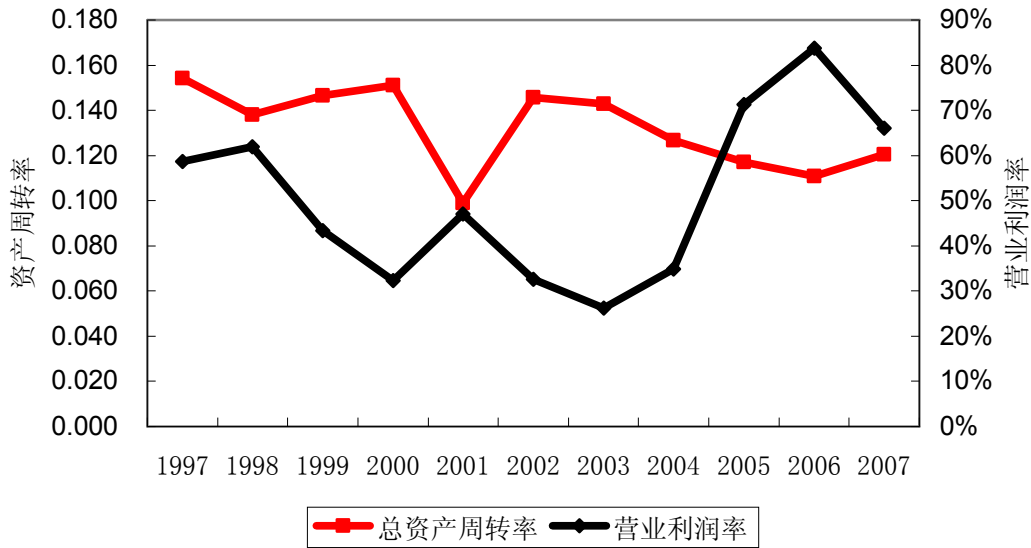
图（12）新鸿基的存货及营运资金周转天数（1997~2007）

新鸿基现金流(1984~2007)



图（13）新鸿基的历年融资前现金流（1984~2007）

新鸿基的资产周转与利润率



图（14）新鸿基的资产周转率与营业利润率

新鸿基是以开发物业为主的香港地产商的代表，除了新鸿基外，其他几家大型开发商也都在小心维持着资金的平衡。恒基兆业，作为新鸿基分化的产物，在经营战略上与新地有着很多相似之处。实际上，尽管近年来恒基的营运资金周转天数在节节攀升——从亚洲金融危机之后最低的 520 天上升到 1400 多天，总资产周转率降至 0.06 倍，但公司的现金流状况却一直很好，在 1995~2007 的 13 年间，仅有 3 年融资前现金流为负，有 1 年为零，其余年份的融资前现金均为正，平均每年可产生 21 亿港元的经营现金加投资现金。公司是如何实现现金流的平衡并降低对外部融资依赖的？混业经营所贡献的高回报是公司维持现金平衡的重要源泉，实际上算上联营公司的出租收益和燃气管道业务的稳定收益贡献，公司近几年的净利润率都在 100% 以上，即使剔除投资性物业公允价值变动的影 响，平均的净利润率一般在 40% 左右，2006 和 2007 两年更达到 90% 以上——出租物业每年 40 亿的经营溢利贡献是公司维持现金周转的重要来源。

恒基运营效率

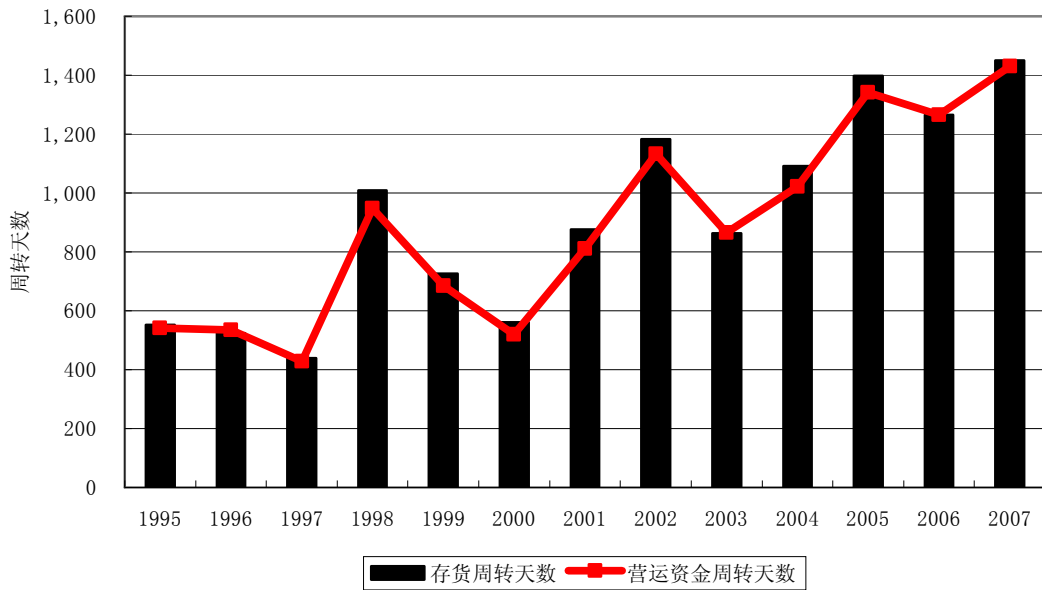


图 (15) 恒基兆业的存货及营运资金周转天数 (1995~2007)

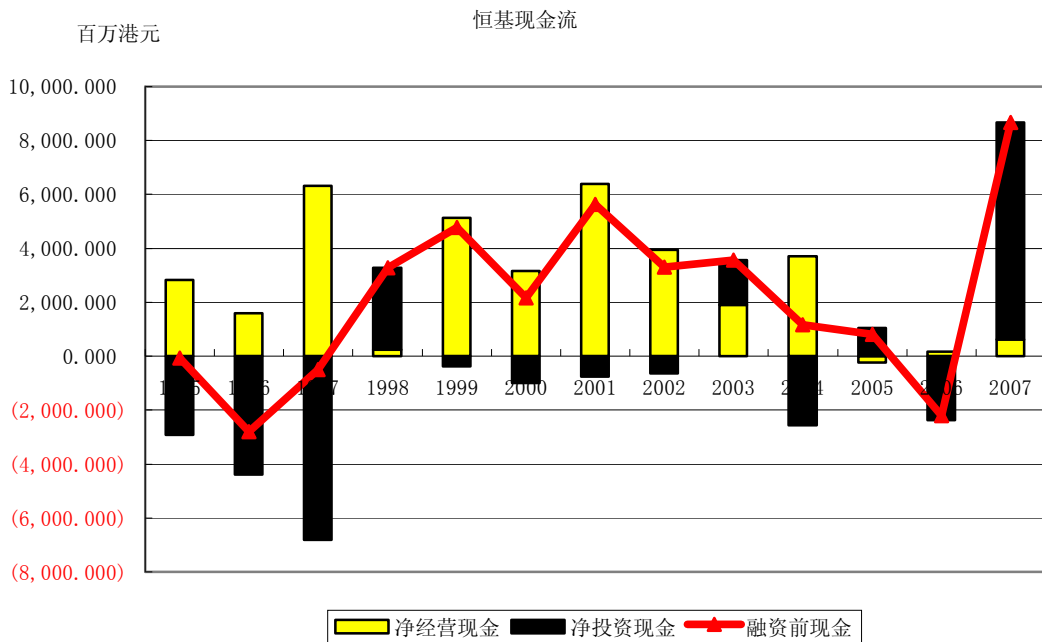
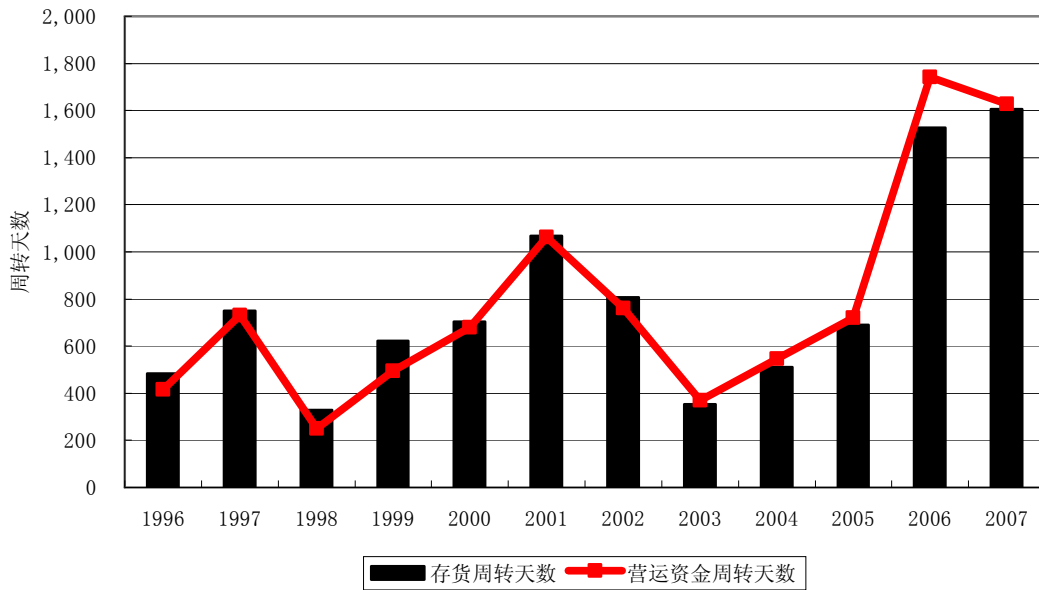


图 (16) 恒基兆业的历年融资前现金流 (1995~2007)

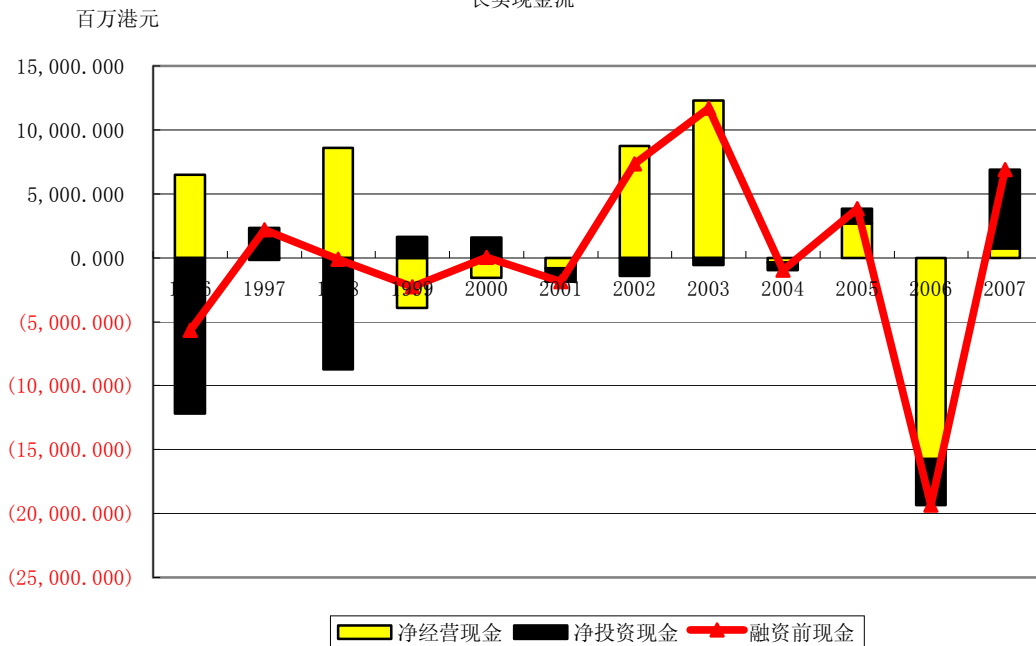
至于长江实业，则更是靠资产组合的力量来对抗风险。由于对基建项目的投资，长实的营运资金周转率更低，近几年周转天数已从最低时的 250 天上升到 1700 多天，资产周转率从 0.14 倍下降到 0.04 倍；不过，随着营业利润率和投资收益的高企，公司整体的融资前现金流仍维持着周期性的平衡——在 1996~2007 的 12 年间有 6 年融资前现金流为负，有 6 年融资前现金为正，年均融资前现金为 1.3 亿港元，且无连续三年出现负现金流的情况。

长实运营效率



图（17）长江实业的存货及营运资金周转天数（1996~2007）

长实现金流



图（18）长江实业的历年融资前现金流（1996~2007）

实际上，即使是那些由于激进扩张在金融危机中遭遇较大冲击的香港地产企业，对外部融资的依赖度也低于内地企业。以信和为例，由于亚洲金融危机中遭遇了较严峻的冲击，营运资金周转天数一度达到 1600 天，后降至 800 天，2005 年以后随着香港地产业的复苏，信和也逐步增加了土地储备，使总营运资金周转天数升至 1000 天左右，总资产周转率达到 0.1 倍。在经历了由波峰到波谷再到复苏的 11 年间（1997~2007 年），

公司约有一半的时间融资前现金是正的，年均融资前现金流为-8.3亿港元。

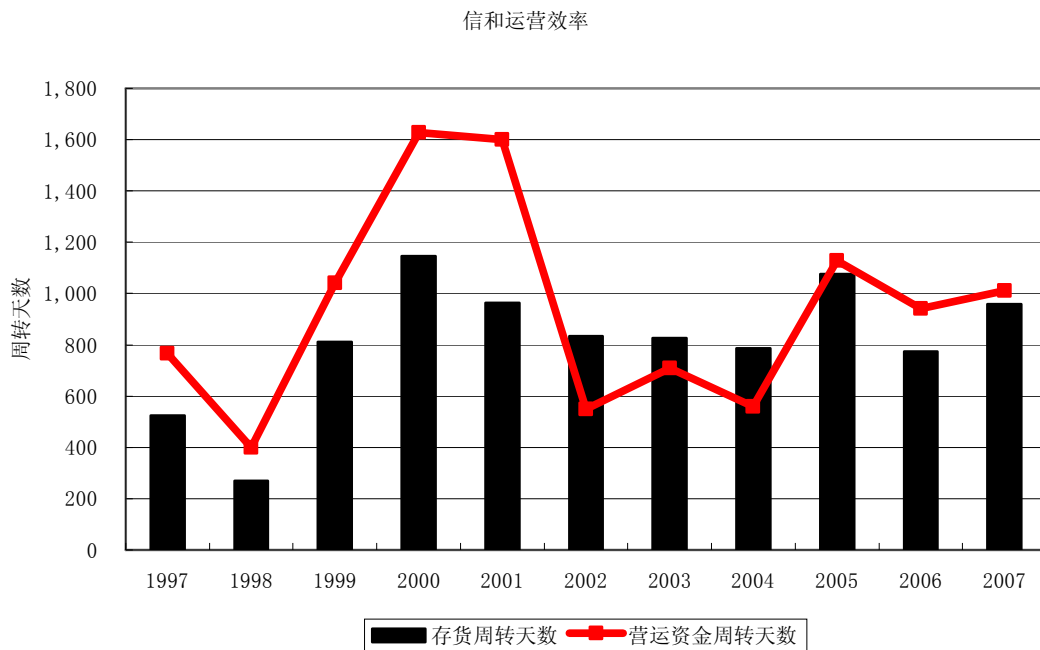


图 (19) 信和置地的存货及营运资金周转天数 (1997~2007)

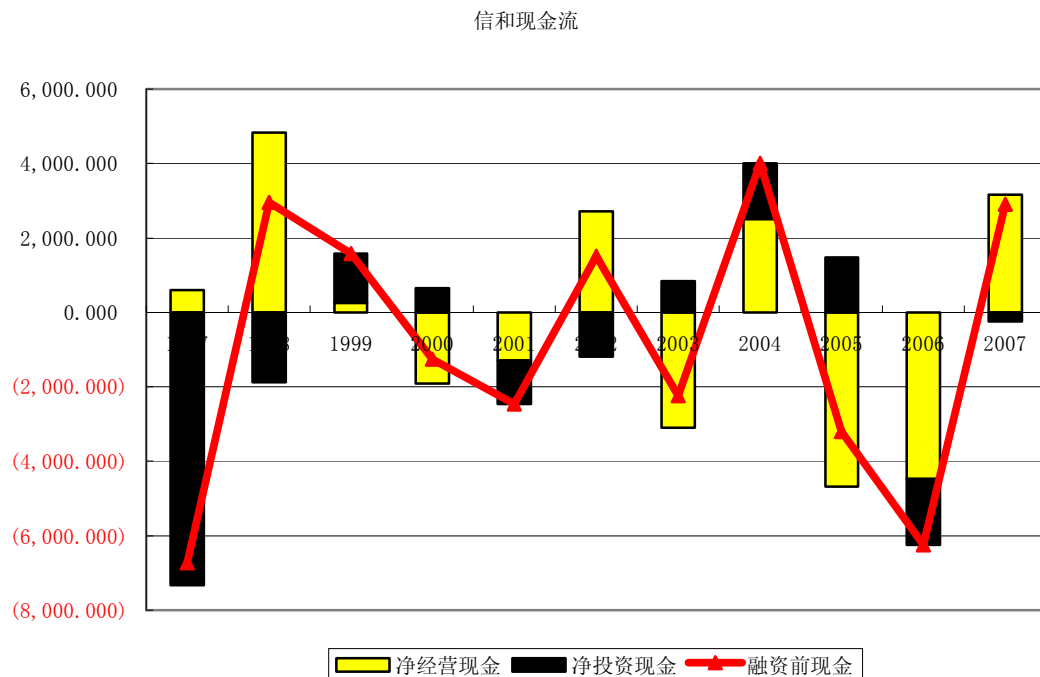


图 (20) 信和置地的历年融资前现金流 (1997~2007)

总之，出租物业和其他投资性物业所提供的高利润率和稳定的经营现金成为香港地产商对抗营运资金压力的主要手段。而多年的周期波动使香港的地产商们总小心维持着资金的平衡，无论是行业的高峰期还是低谷期，地产商都决不让自己过度依赖外部融资——今天，几家地产大佬的净负债资本比都在 30% 以下，有些甚至低至 10% 以下。

表（2）香港主要地产商的业务结构和净负债资本比

	股票代码	净债项资本比	销售溢利占比	出租溢利占比	酒店溢利占比
新鸿基地产	0016.hk	14.0%	50%	38%	2%
长江实业	0001.hk	17.9%	68%	24%	8%
新世界发展	0017.hk	30.7%	13%	32%	26%
恒基兆业	0012.hk	9.5%	44%	45%	1%
信和置业	0083.hk	25.4%	58%	31%	3%
恒隆集团	0010.hk	6.0%	8%	67%	0%
淘大置业 (恒隆地产)	0101.hk	0.0%	11%	86%	0%
太古(A)	0019.hk	14.0%		38%	0%
会德丰	0020.hk	21.0%	18%	52%	0%
九龙仓	0004.hk	26.4%	21%	51%	0%
希慎兴业	0014.hk	6.90%		100%	0%
鹰君	0041.hk	24.0%		34%	39%

2. 2 日本：靠周转延续低谷期的资金链

与香港地产商的高利润率不同，日本地产商自地产泡沫破灭后就一直惨淡经营，营业利润率一般不到 10%，而净利润率更是低至 2~3%，有些年份甚至出现亏损，低利润率下，地产商为了维持自身的资金周转，只有保持较低的存货储备。

如图（21）所示，目前日本市值最大的地产开发商大和（DAIWA）的存货周转天数一般仅为 80~100 天，营运资金周转天数更是维持在 60 天左右，总资产周转率在 1 倍左右——靠着高周转，公司在 2005 年以前一直保持着相对稳定的正现金流，不过随着 2005 年日本商业地产市场的繁荣，公司的投资支出开始上升，使融资前现金开始出现持续负值。而日本第二大地产商积水（Sekisui）的存货周转天数一般也控制在 80~160 天之间，营运资金周转天数在 60~150 天之间，总资产周转率在 1.2 倍左右，除 2008 财年外，其他各年的融资前现金均为正，2000~2008 年年均产生现金 160 亿日圆。

与 DAIWA 和 Sekisui 在近两年的乐观投资相比，更多日本地产商还是保持着谨慎的现金支出，图（26）、（27）是日本另一家大型地产开发商长谷工（HASEKO）的资产周转与现金流状况，由图可见，90 年代以来公司的存货周转率快速下降至 100 天以下，目前 HASEKO 的营运资金周转天数仅为 20 多天，资产周转率达到 1.5 倍，高周转使地产商在日本严峻的行业环境下维持了正的融资前现金流，HASEKO 在 2000~2008 财年均可产生 380 亿日圆的现金。

低利润下的高周转是日本地产商在行业低谷中生存的唯一出路。

DAIWA运营效率

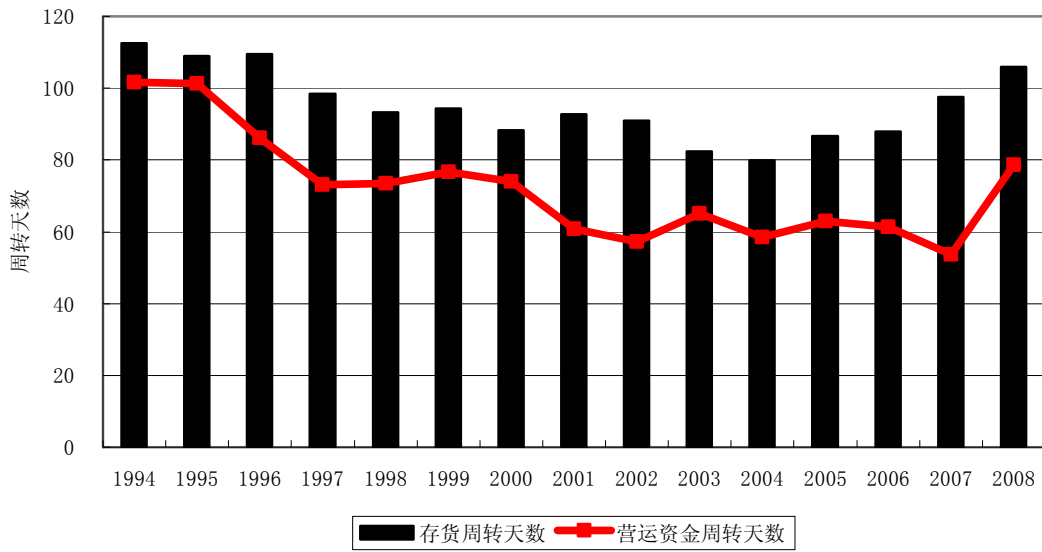


图 (21) DAIWA 的存货和营运资金周转天数 (1994~2008 财年)

DAIWA现金流

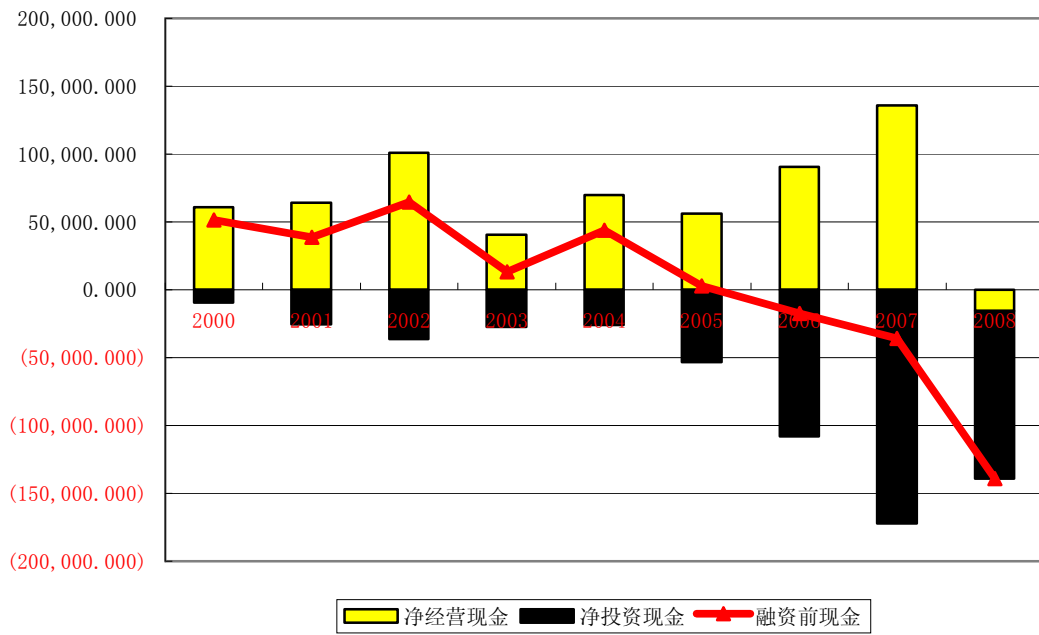


图 (22) DAIWA 的历年融资前现金流 (2000~2008 财年)

DAIWA的资产周转与利润率

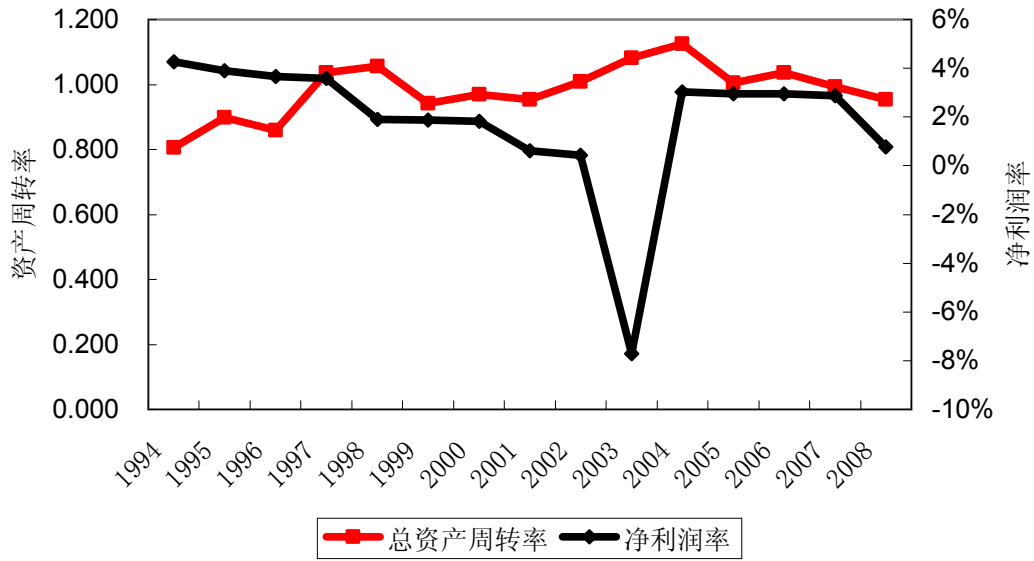


图 (23) DAIWA 的资产周转率与净利润率 (1994~2008 财年)

Sekisui运营效率

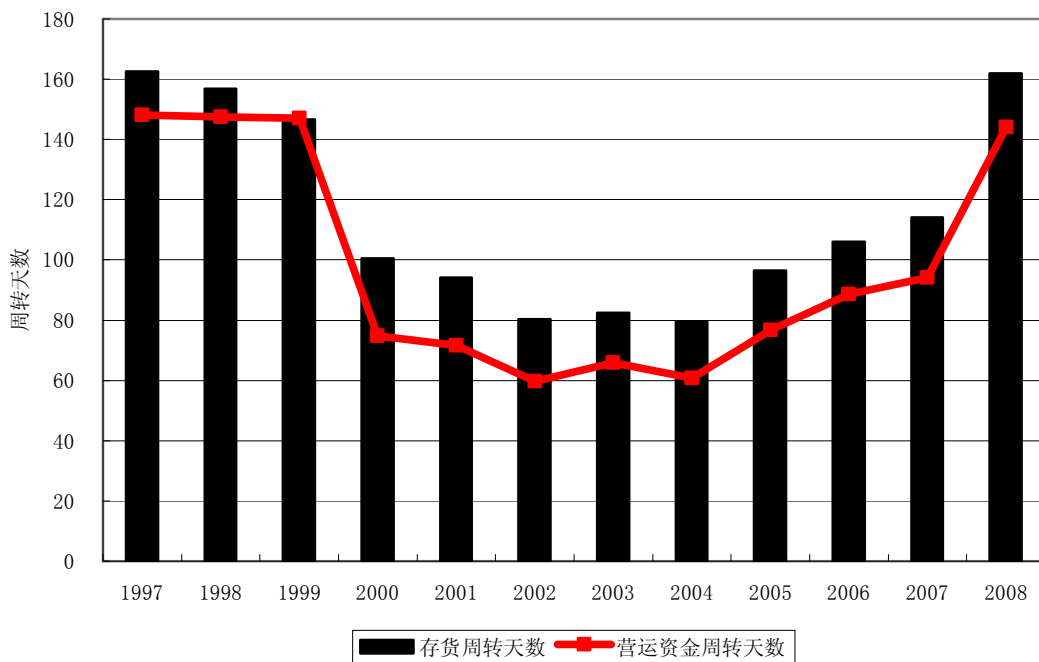


图 (24) Sekisui 的存货和营运资金周转天数 (1997~2008 财年)

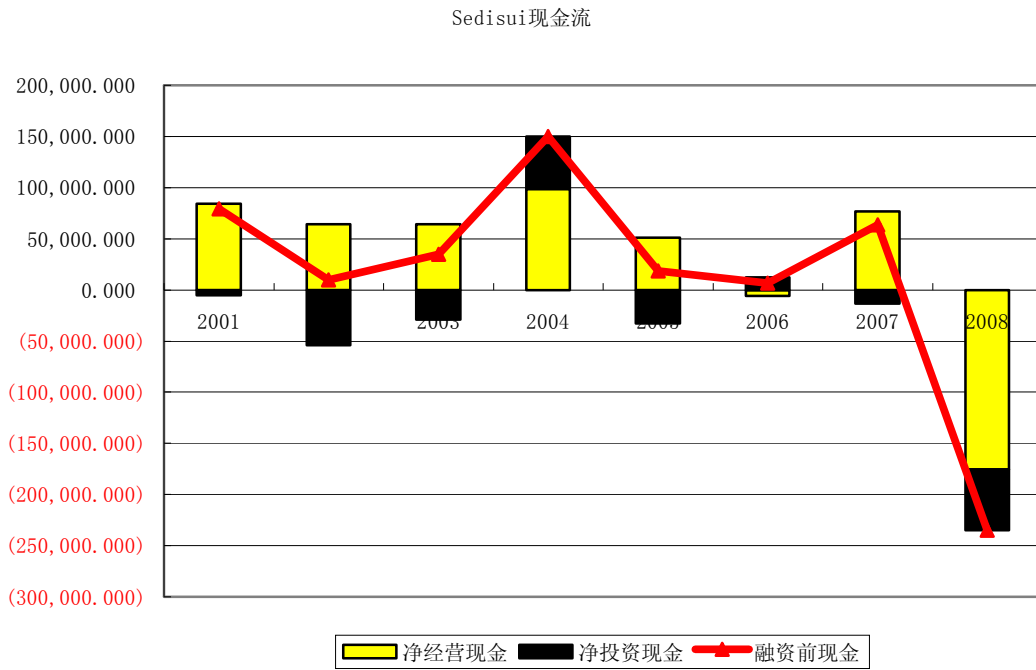


图 (25) Sekisui 的历年融资前现金流 (2001~2008 财年)

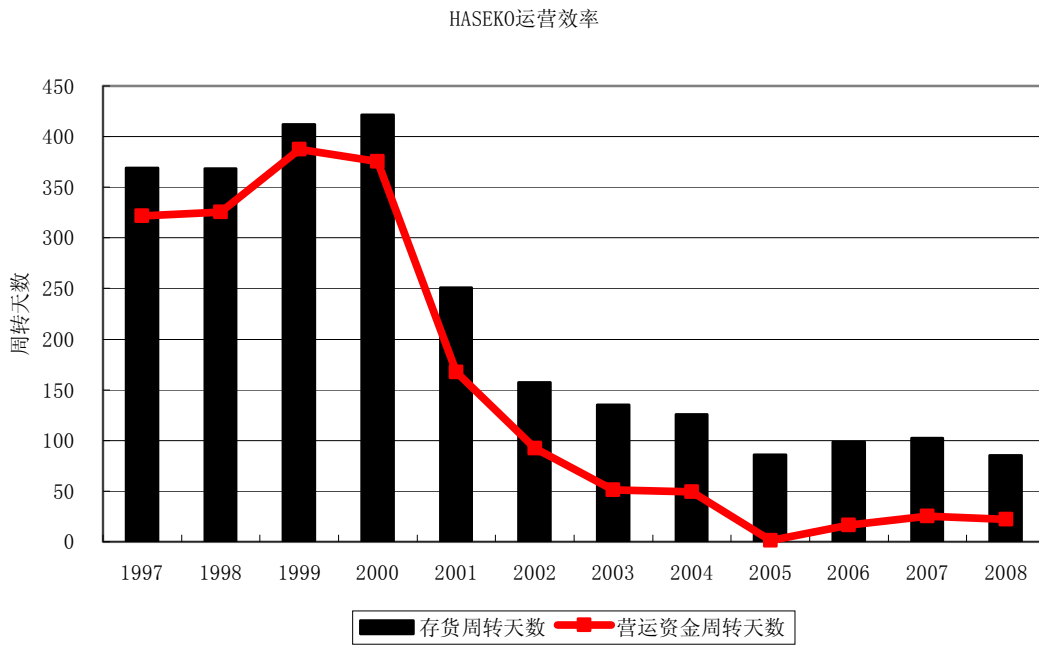


图 (26) Haseko 的存货及营运资金周转天数 (1997~2008 财年)

HASEKO现金流

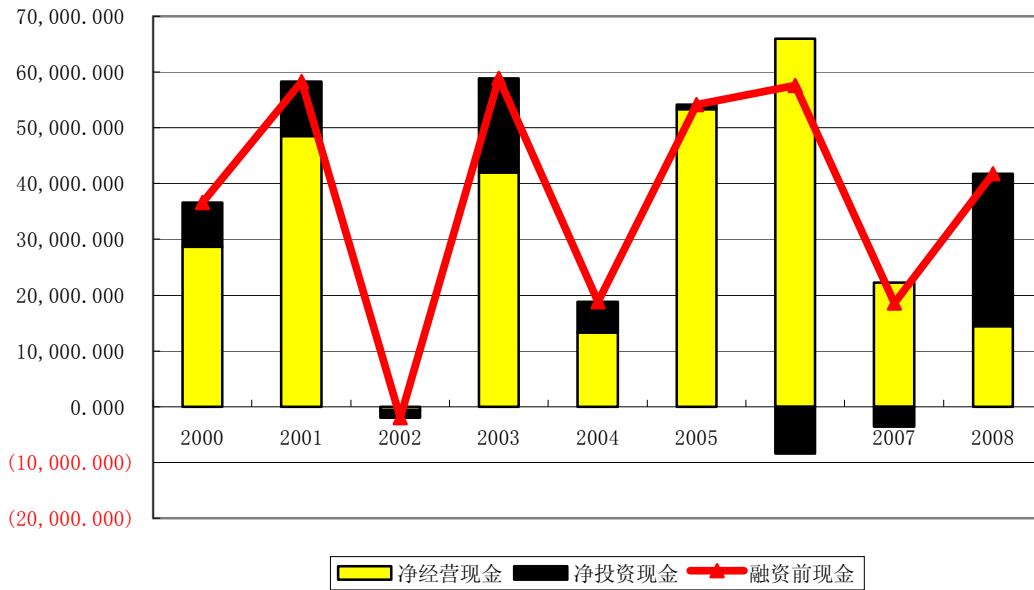


图 (27) Haseko 的历年融资前现金流 (2000~2008 财年)

2.3 美国：长期繁荣下的投资失控

最后再来看看美国的地产商。如果说香港的地产商是靠着开发物业与出租物业的混业经营来维持长期中的正现金流状态，而日本的地产商则在 90 年代以来的低谷中靠低存货、高周转来减轻资金压力，那么，与他们相比，美国地产开发企业则面临着与中国企业更相似的经营环境：过去十年的高增长和以开发为主的经营模式。那么，美国的地产商是否也陷入了持续的负现金流状态呢？

图 (28) 是帕尔迪 (PHM) 的资产效率，由图可见，在经历了上世纪 90 年代初的重组后，帕尔迪的存货周转天数和运营天数就一直在上升，从最低时的 70 天上升到 260 天，结果，在 1997~2006 的十年间现金流就一直是正少负多，年均融资前现金为-1.87 亿美元。实际上，尽管帕尔迪的存货和资金周转天数都比国内企业短（帕尔迪的期末营运资金周转天数为 200 多天，而国内地产上市公司平均的周转天数达到 400 多天），资产周转率也高达 1 倍，是国内地产公司平均值的 3 倍，但是在 10% 的营业利润率下，过去 10 年（1996~2006 年）年均 20% 的收入增长速度仍然太快了，并最终导致了 2007 年次贷冲击下的亏损打击。2007 年公司集中处置土地存货，使净经营现金升至 12 亿，融资前现金达到 10 亿，不过面对 2008 年销量进一步萎缩的威胁，公司仍需要更多的现金储备。

图 (30) 是美国另一家地产巨头霍顿 (DHI) 的资产效率图，除 2006、2007 两年外，公司的营运资金周转天数一直维持在 200 天左右，资产周转率在 1 倍左右，营业利润率在 10~15% 之间。客观的说，这样的经营数据对于国内地产企业来说已经是非常好的了，但是它仍不足以支撑 1996~2006 年间公司年均 29% 的收入增长和年均 43% 的资产增长，结果是 1997 年以来的持续负现金流和年均融资前现金支出 3.2 亿美元，并在 2007 年的危机中出现了亏损。2007 年，尽管公司集中出售了大量存货，回笼了 13.5 亿的经营现金，但年末公司手持现金仍仅相当于总资产的 2.3%，后续资金压力较大。

还有 Centex (CTX)，这家因过度多元化被帕尔迪从地产冠军宝座上拉下来的企业，

自 2000 年进入次贷业务后，营运资金的周转天数就持续上升，最高时达到 500 天，在 2006 财年末，Centex 手中的现金仅相当于总资产的 0.2%；不过幸运的是，公司在地产危机爆发前及时剥离了次贷等其他资产，现金流由负转正，并使营运资金周转天数降至 300 天，从而避免了灭顶之灾。但是，300 天的资金周转天数仍然高于其他几家地产巨头，庞大的存货使公司在未来的行业低谷中将面临更大的资金压力。

总之，多数美国地产公司和中国的地产企业一样，在长期繁荣中忘记了曾经的伤痛，忘记了地产行业无论在任何国家、任何时代都是一个周期性的产业，结果，持续的现金投入吹大了地产泡沫，过快的增长使企业周转速度越来越慢，最终，当泡沫破灭时不仅要计提高额的存货跌价损失，还面临外部融资通道不畅、内部资金压力巨大的威胁。

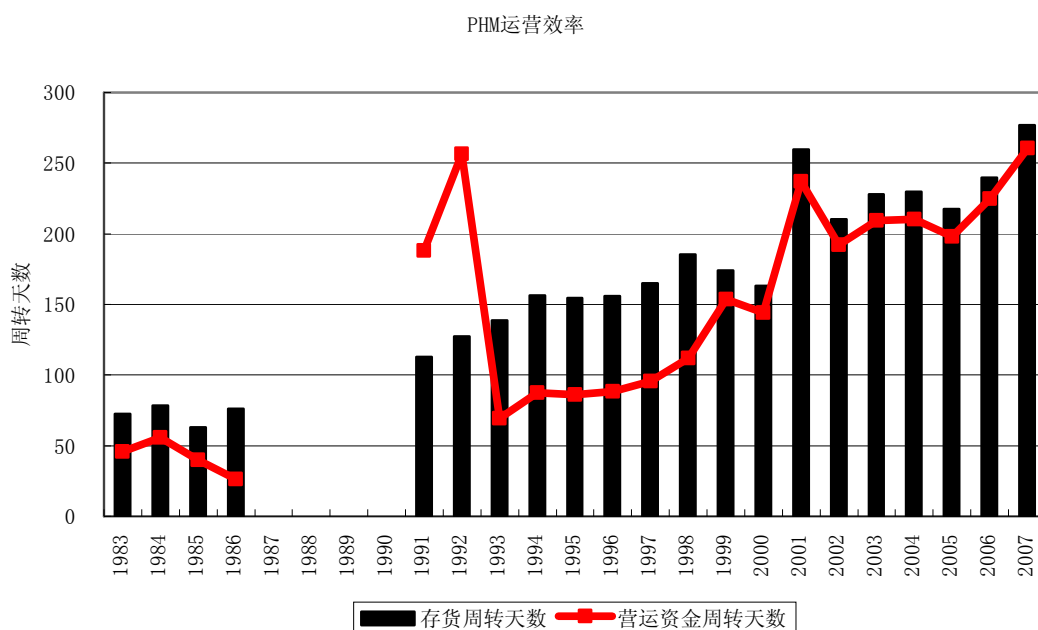


图 (28) 帕尔迪的存货和营运资金周转天数 (1983~2007)

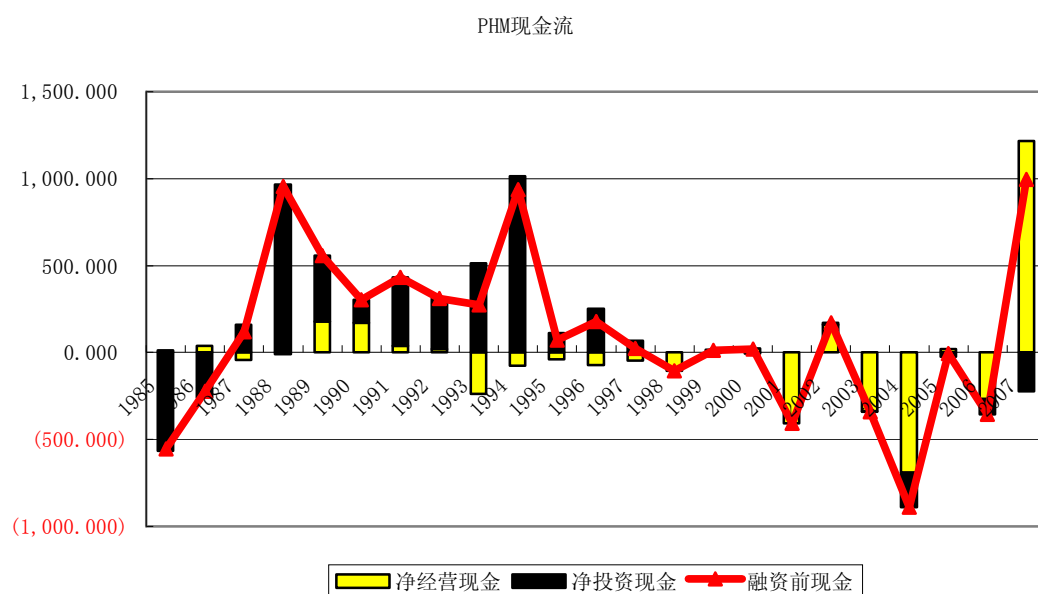


图 (29) 帕尔迪的历年融资前现金流 (1983~2007)

DHI运营效率

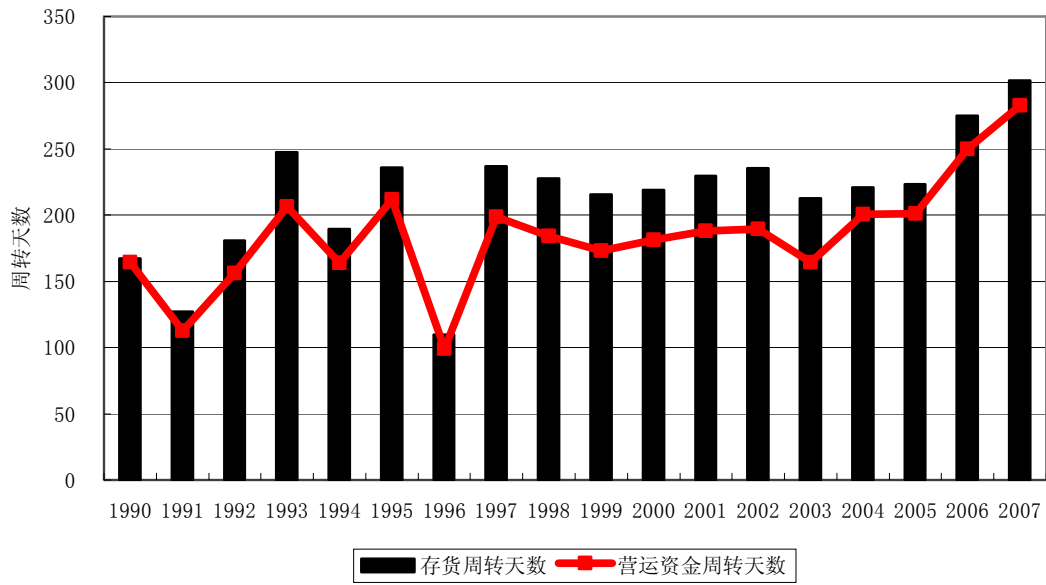


图 (30) 霍顿的存货与营运资金周转天数 (1990~2007)

DHI现金流

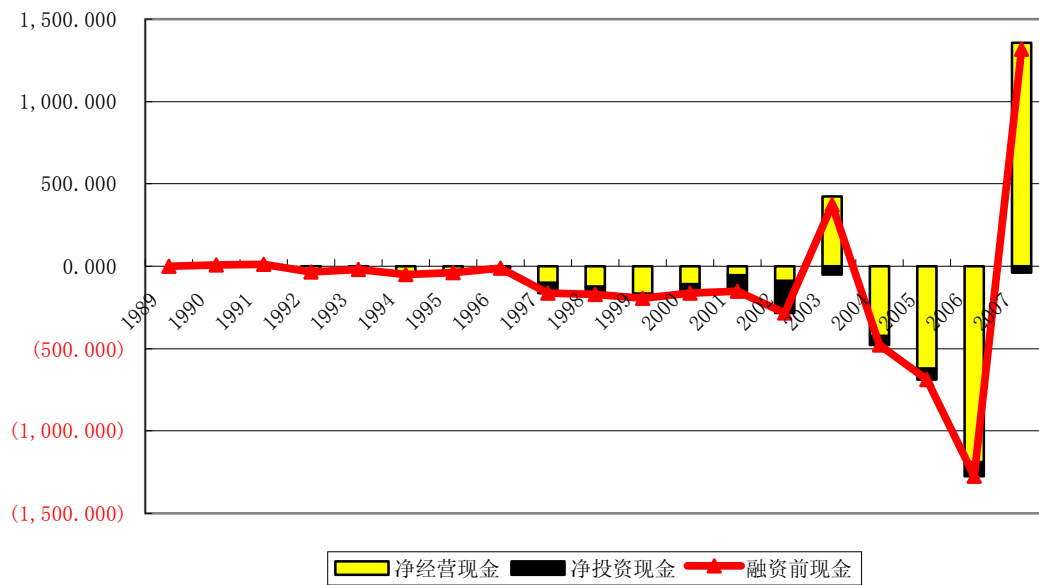


图 (31) 霍顿的历年融资前现金流 (1989~2007)

Horton的资产效率

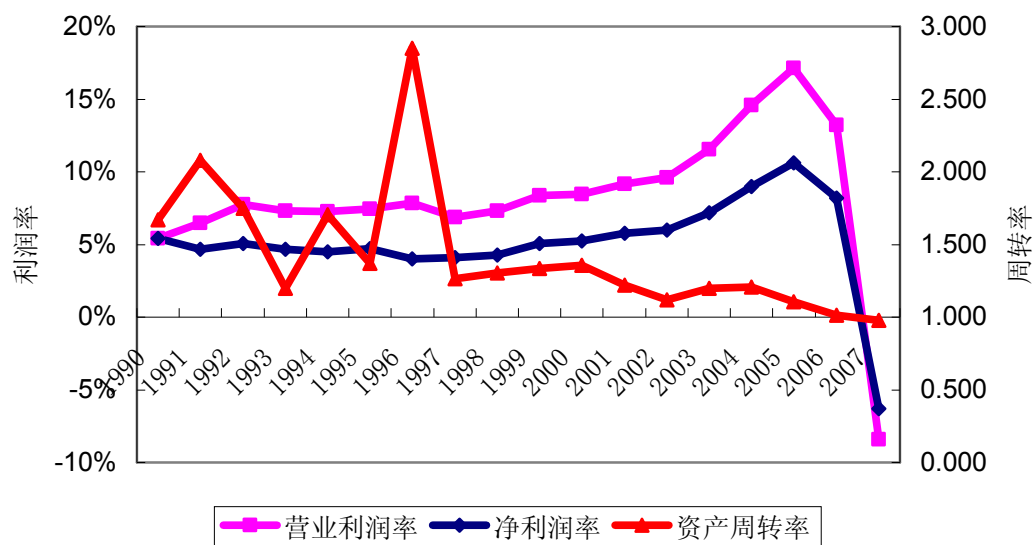


图 (32) 霍顿的资产周转率与利润率 (1990~2007)

CTX运营效率

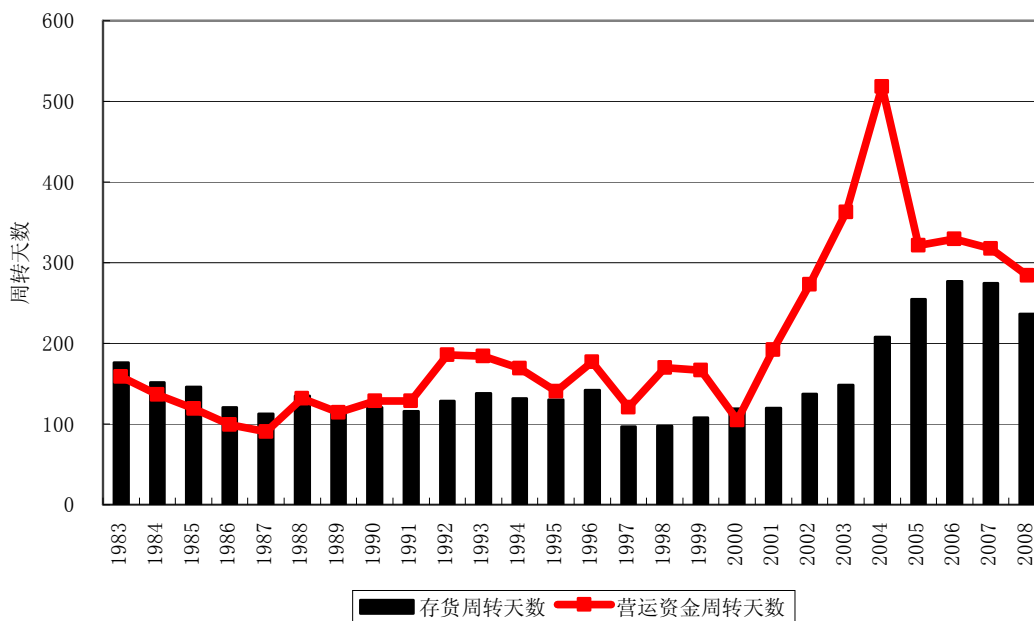


图 (33) Centex 的存货与营运资金周转天数 (1983~2008 财年)

CTX现金流

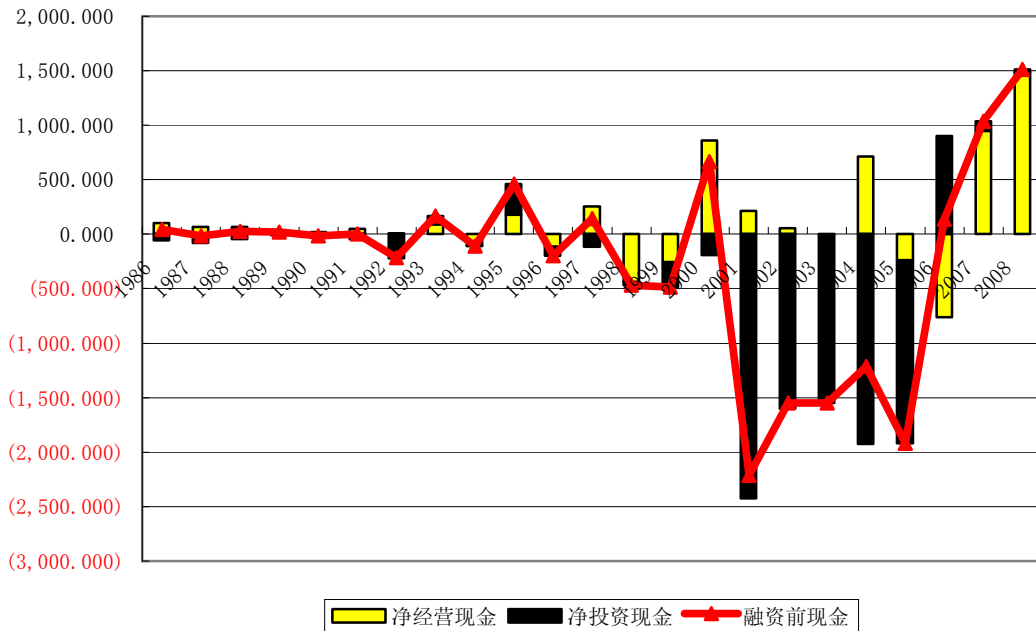


图 (34) Centex 的历年融资前现金流 (1986~2008 财年)

2. 4 对中国地产企业的启示：负现金流不可持续

香港地产商靠混业经营下的高利润率和稳定的租金收益来维持长期中现金的平衡，日本地产商在低谷中靠高周转延续着资金链；美国地产企业在长期繁荣中，除少数企业仍小心维持着资金的平衡外，多数企业出现了投资的失控，结果是低谷中紧绷的资金链；反观中国地产企业，与美国地产企业相比，我们的营运资金周转天数更长（平均达到 400 多天，是美国地产龙头企业的两倍），资产周转速度更慢（平均仅为 0.3 倍，是美国地产企业的三分之一），虽然利润率略高，但成长速度却更快（平均达到 27%，大型企业甚至达到 50%以上），结果，企业的持续负现金流问题更加严重。这种负现金流的状态已经持续了 10 年，而且在最近 5 年显著加剧——美国地产企业在 10 年的高投入后泡沫破灭了，中国的地产企业这种持续负现金流的状态还能持续多久？

三、 国内地产行业的现金流诊断：到了该“收割现金”的时候了

3. 1 持续的外部融资：当危机真的到来时，一切都已晚了

地产企业资产效率和现金流数据的国际比较显示，对于一个健康的企业来说，负现金流的状态是不可持续的，无论是在风浪中几经考验的香港地产商，还是在低谷中挣扎生存的日本地产商，以及美国此次次贷危机的教训，都提示我们长期中均衡的现金流状态对地产企业来说是多么重要。尤其是在价格上升过程中，更需要谨慎控制存货量，高峰中不断延长的存货周期通常是危机的前兆。

对顺驰之败的研究，让我们得到一个企业增长的极限速度，即，使企业能够在当前资本结构下稳定增长的速度：以 2007 年底，A 股地产上市公司平均 0.45 倍的存量资产

周转率（销售收入/年初总资产）和 0.32 倍期末资产周转率（销售收入/年末总资产）以及 21% 的营业利润率计算，要维持当前的资本结构（17.6% 的短期银行贷款、23.4% 的长期借款、24.6% 的应付预收款和 65% 的总负债率），地产上市公司平均的收入增速不能超过 15%，资产增速不能超过 11%。

但今天这个速度可能还是太快了，因为上述极限发展速度是假设行业处于平稳增长状态、企业总可以保持当前融资结构和运营效率时的极限速度，即，企业总可以按照一定的比例来续借贷款、占用应付、预收款时的极限增速；但现实情况是，当行业低谷突然来袭时，不仅销售回款会大幅减少，而且外部融资额还会呈现负增长——不仅新增贷款和股权融资将面临严重瓶颈，而且原来的短期借款、应付款等还可能被要求提前偿还或无法续借，结果对外部融资的高度依赖将导致企业的资金链断裂。

以美国此次次贷危机为例，到 2007 年 12 月，新房的月销售量同比下降 40%，而截止 2008 年 4 月，过去 12 个月的累积销售量同比下降 30%，平均的新房销售周期则从 2006 年的 6.4 个月上升到 2007 年的 8.5 个月，在 2007 年 11 月到 2008 年 1 月间更是上升到 11 个月，同期房屋销售均价下降 15% 左右——以此计算，即使全力销售，回款额也将减少近 50%。与此同时我们看到帕尔迪的融资活动现金流出 5 亿、LENNAR 的融资活动现金流出 7.3 亿、CTX 融资活动现金流出 18 亿、Horton 融资活动现金流出 16.3 亿、KBH 融资活动现金流出 11.4 亿，这些钱主要用于应付银行和其他投资人提出的偿还短期借款或其他有条件长期借款的要求，结果，尽管各家地产公司都暂停了新项目开发，并开始转让土地，但资金压力仍然很大，如果未来美国地产销售继续低迷，将会有大批地产开发商面临倒闭威胁。

新屋销售量(千套)

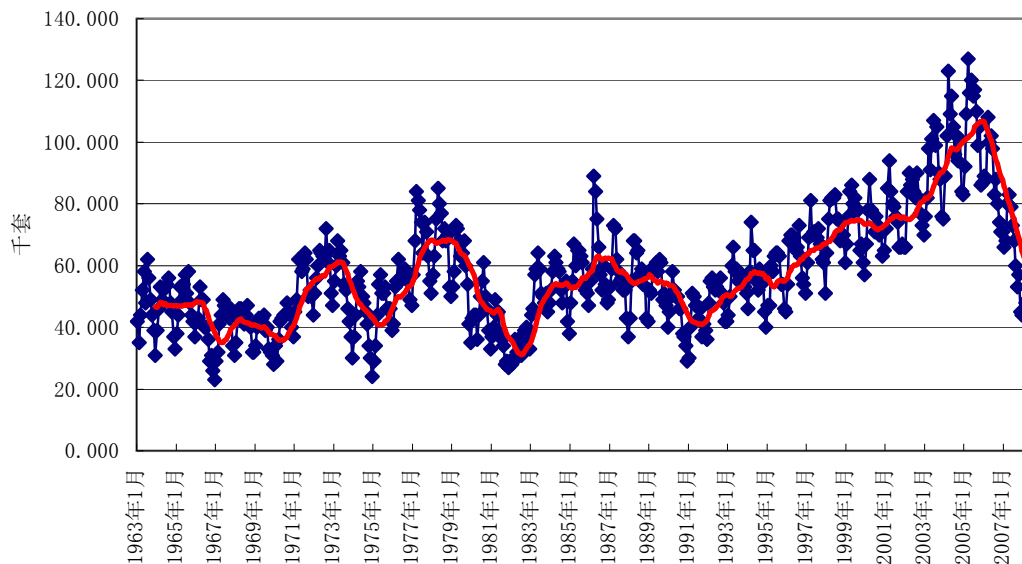


图 (35) 美国的月新屋销售量 (千套)

美国新房销售时间(个月)

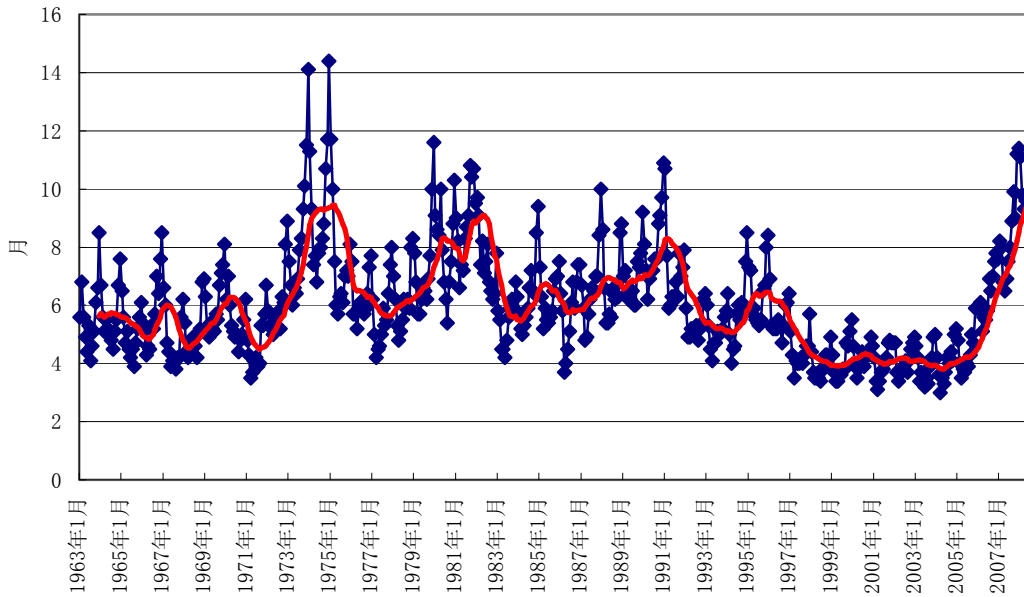


图 (36) 美国的新屋平均销售周期 (个月)

美国新房销售中间价

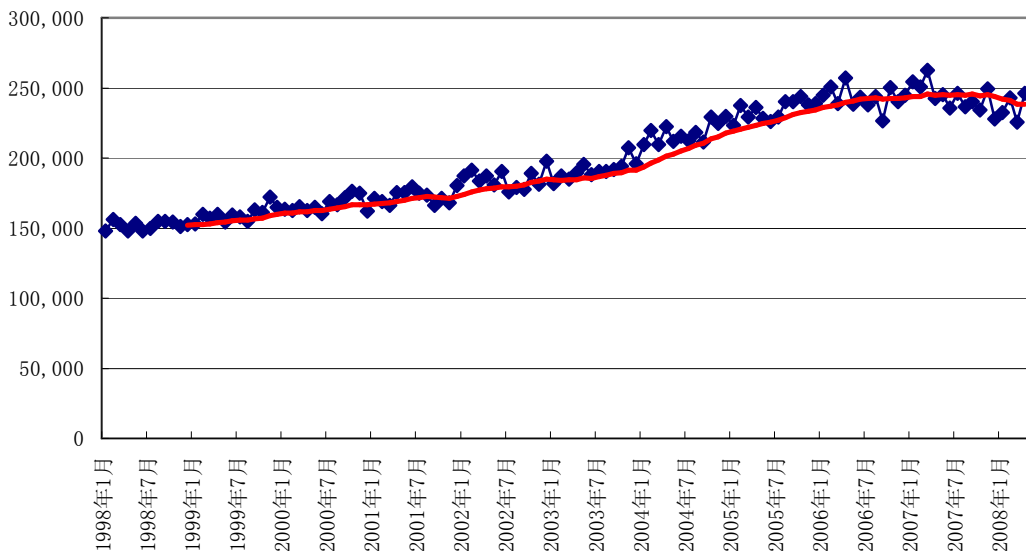


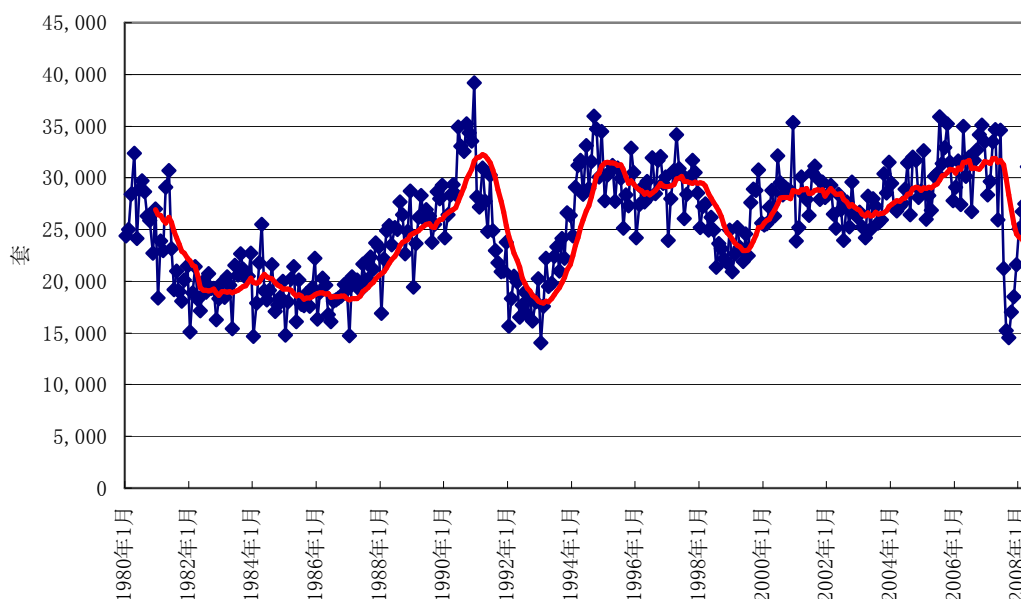
图 (37) 美国的新房销售中间价

与美国相比，亚洲新兴市场上的地产危机更加猛烈，在上世纪 80 年代末、90 年代初的日本地产泡沫破灭过程中，房屋销售量骤降 50%，且在低位持续了 3 年时间，而房屋销售价格则持续回落，从 1990 年 9 月到 2005 年，六大城市的平均房价下降了 75%，住宅价格下降了三分之二，全国平均房价下降了近六成，住宅下降了四成多。香港房价也在金融危机中下降了六成多，而且直到 2005 年才开始复苏。

可见，在地产这样一个高波动的行业里，我们不仅要考虑日常的金融资源支持，更

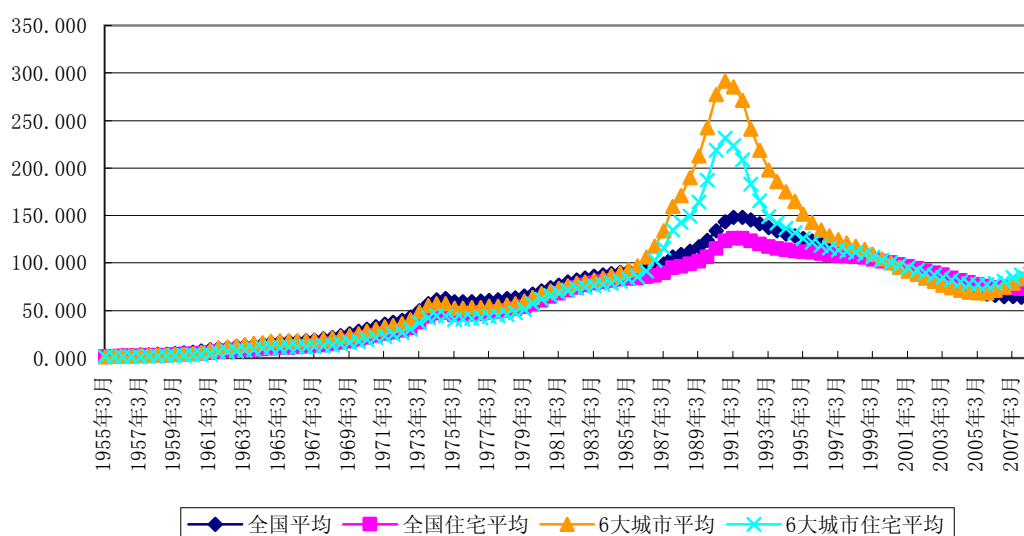
需要考虑危机前的金融资源储备，对于那些在高峰期持续乐观的企业，当危机真的来临时，一切可能都已太晚了。如果说极限发展速度给出了每个地产企业在平稳经营下的最快增长速度，那么一个更安全的极限发展速度应该是使企业在危机到来时仍能安全度过增长速度，是使企业长期现金流为正、且不出现连续负现金流状态的增长速度——从国际数据研究看，这样一个速度要求企业过去五年融资前现金流的均值为正，过去三年的融资前现金流不连续为负。

日本每月新建房屋(销售目的)



图（38）日本每月新建销售目的房屋数量（套）

日本土地价格指数



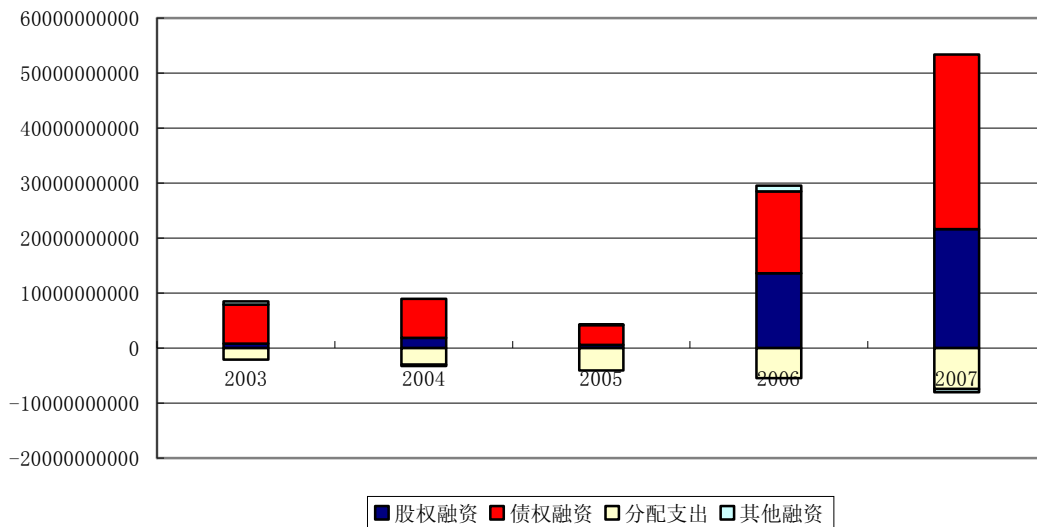
图（39）日本土地价格指数

但遗憾的是中国的地产商们一直在乐观的囤地扩张，似乎每家企业如果不为未来四五年每年 50%以上的扩张速度储备足够的土地就是消极增长了。在过去几年中，整个地产行业在不断吞噬金融体系的资金，以 A 股上市地产公司为例，2003 年净融入资金 64 亿，2004 年净融入资金 57 亿，2005 年遭遇宏观调控，净融入资金 2.5 亿，2006 年净融入资金跃升至 240 亿，2007 年进一步上升至 454 亿！这还只是上市公司的数据，如果算上非上市公司，地产行业在过去几年吸收的资金额是巨大的。

进一步，上述资金的主要来源是债权融资，过去五年地产上市公司的债权融资总额高达 645 亿，股权融资总额达 385 亿元，而股利和利息支出仅为 220 亿元，地产商已经把它的泡沫化威胁传导给了金融机构，而这是政府所不能允许的。也因此，当地产行业出现持续的负现金流状况时，调控成为必然的趋势，于是有了地产行业的“冬天”。

如果今天国内房屋销售量的萎缩预示着寒冬的来临，那么，对于很多地产企业来说，再做什么可能都已经太晚了，唯一能做的是“挺”，挺不过去的就“卖”、卖地卖股权，卖不出去的就只有“倒”了。当然，我们希望这只是个暖冬，那样本文所说的内容就还有意义，地产商们也还来得及“收割现金”、储备过冬！

A股地产上市公司的融资现金流



图（40）A 股上市地产公司的净融入资金额

3. 2 如何维持长期的现金平衡？战略层面：混业经营与严格的现金自律

危机离每个地产企业都并不遥远，但是，如何才能保障企业的正现金流呢？从长期看，这是一个战略问题。

香港地产商通过构造一个能够产生稳定现金流的业务组合来维持现金的平衡——新鸿基过去 24 年仅有 7 年融资前现金流为负，年均产生现金流 33 亿，正是这种谨慎的现金流态度使公司能够在历次风暴中屹立不倒。不过，在我们《香港地产商的混业启示》一文中的研究显示，开发商转型地产投资只能发生在行业高峰期，否则投资初期减慢的周转速度将进一步加剧公司的现金流压力；而对于今天正处于低谷中的国内地产商来说，现在再来储备商业地产项目恐怕已经来不及了。那么，地产商还有其他的选择吗？

对美国地产企业的研究显示，并不是所有地产商都在繁荣期延长了资产周转和负现金流运营的。由图（41）可以看出，在经历了上世纪 80 年代初的抵押贷款危机后，美

国第二大地产开发企业勒纳 (LEN) 的存货周转天数就一直在下降, 从 600 天下降到 200 天左右, 营运资金周转天数更是降至 200 天以下, 与之相对, 在分拆了商业地产业务后总资产周转率从 0.5 倍上升到 1 倍以上, 较快的资产周转速度使公司整体的现金流维持相对平衡, 在 1984~2007 的 24 年间, 平均年产融资前现金 1500 万美元。

由图 (42) 可以看出, 在长达 10 年的行业高涨过程中, 勒纳也一直保持着严格的现金自律, 在 1~2 年的负现金扩张后, 就一定会适当收缩战线以实现现金流的由负转正, 负现金的扩张与正现金的收缩交替进行, 使公司整体的融资前现金流呈现鲜明的周期波动特征, 只是这种周期性是自主调整的短周期, 而非被动调整的长周期, 在这种短周期的调整过程中, LENNAR 实现了现金的平衡——在 1997~2006 年的行业高涨过程中, 年均的融资前现金近似为零。

进一步, 当 2007 年次贷危机发生时, 公司在第一时间折价 60% 转让了部分土地权益, 以维持充足的现金周转, 尽管折价转让导致公司年内确认了大额亏损, 但却实现了 4.4 亿的净经营现金和 3.1 亿的净投资现金。而分析师预测公司将在 2008 年将实现 23 亿的自由现金流入, 并使手持现金达到 29 亿, 良好的流动性使公司能够安全度过低谷。

LEN 资产效率

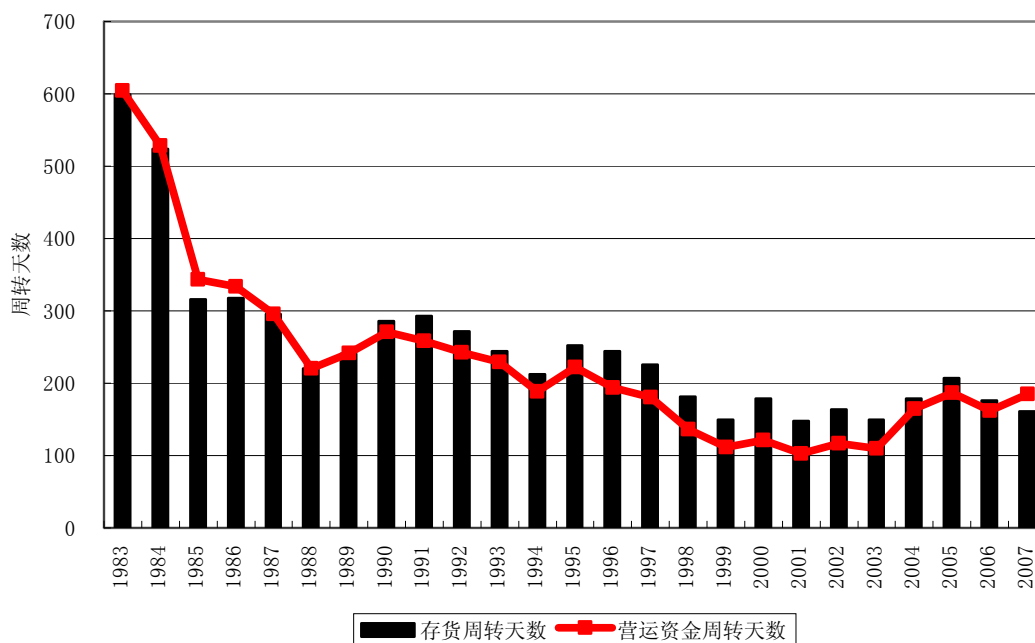
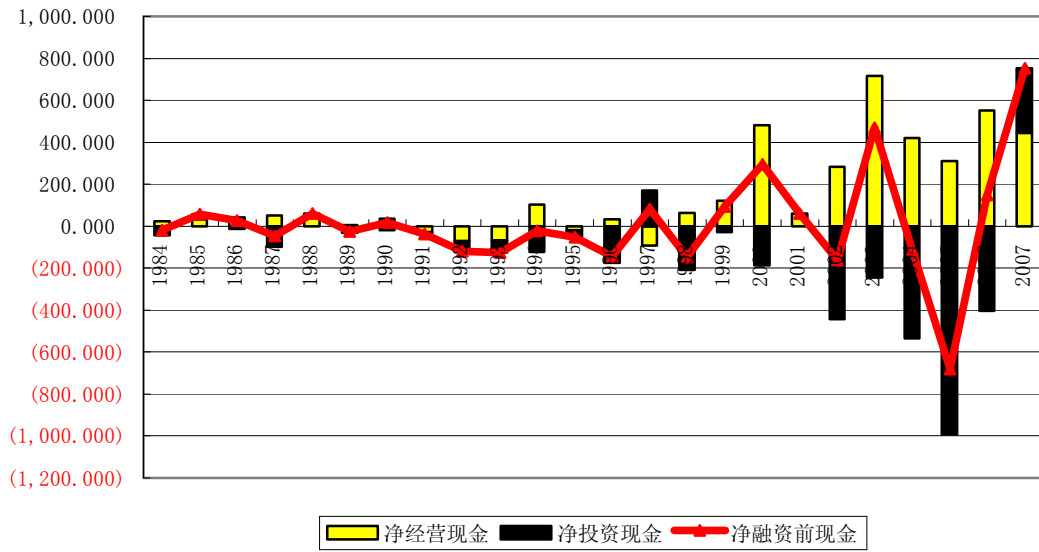


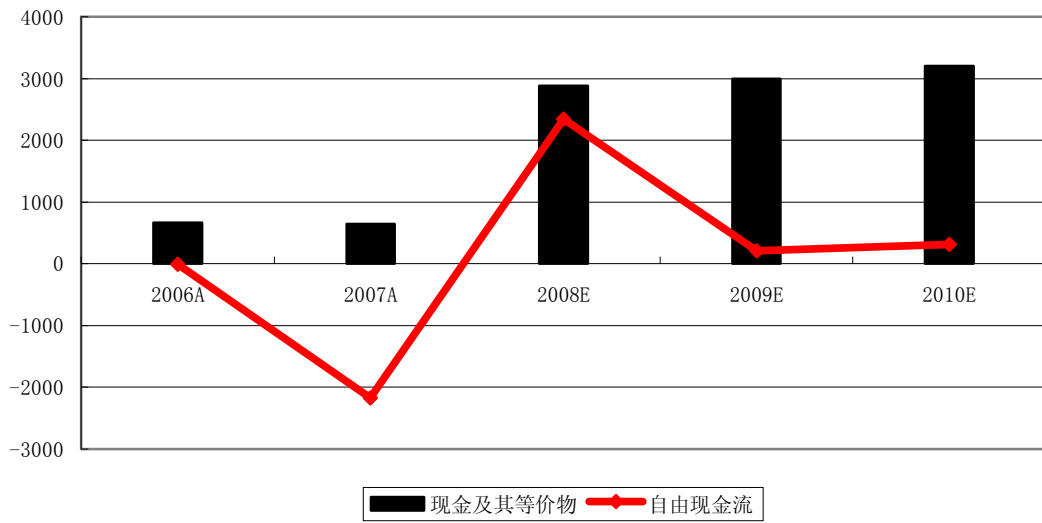
图 (41) 勒纳的存货及营运资金周转天数 (1983~2007)

LEN现金流



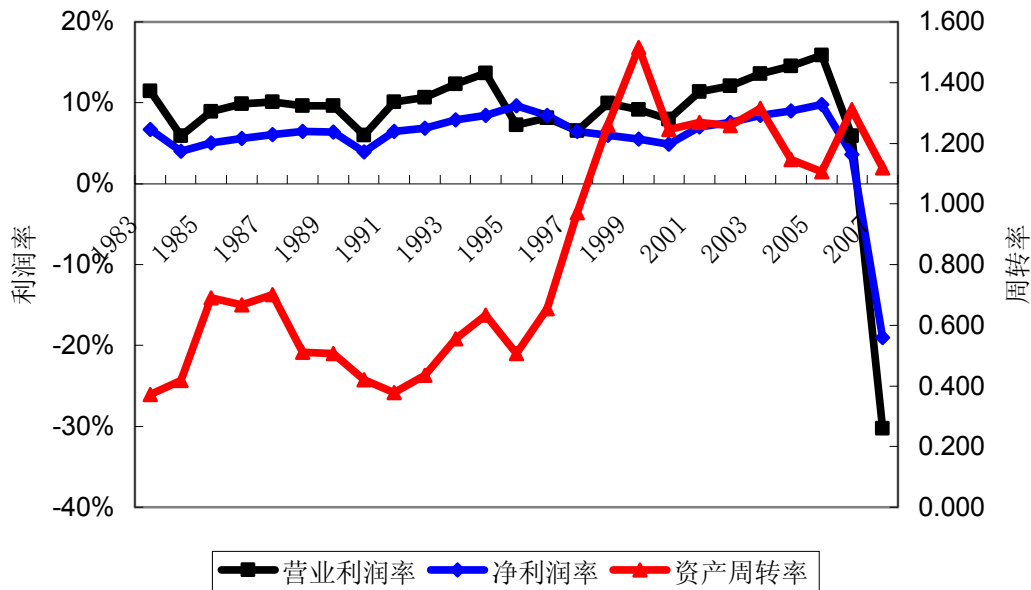
图（42）勒纳的历年融资前现金流（1983~2007）

LENNAR的预测现金流(百万美元)



图（43）美林分析师对勒纳未来的现金状况的预测

LENNAR的资产周转与利润率

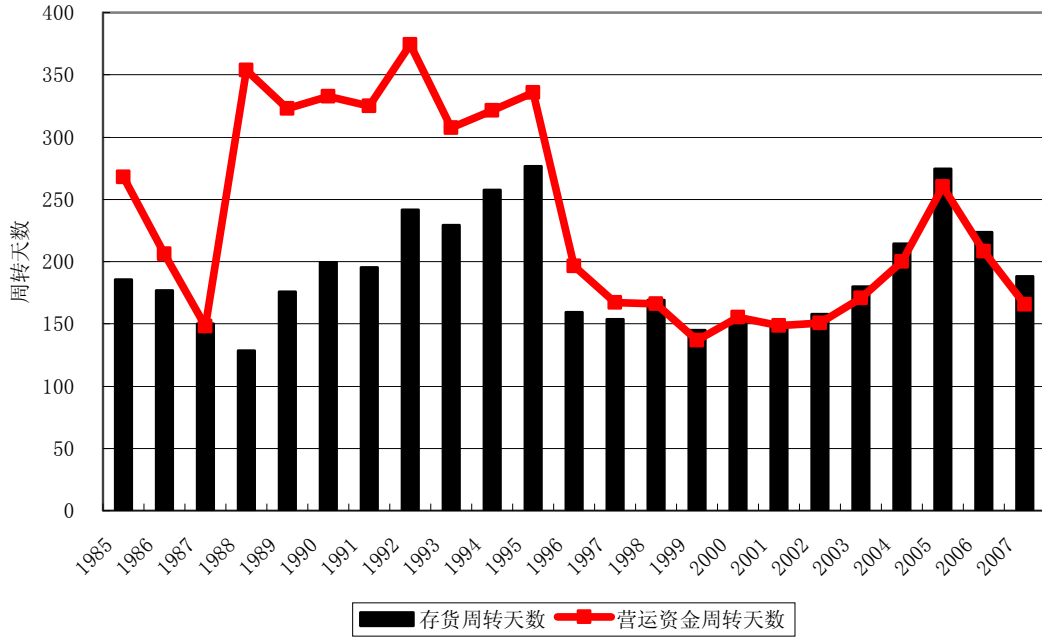


图（44）勒纳的资产周转率与利润率

如果说勒纳是靠一贯的现金自律来抵御危机，那么另一家地产巨头 KB Homes (KBH) 则是靠准确的宏观判断和谨慎的现金投入来幸运的躲过一劫。

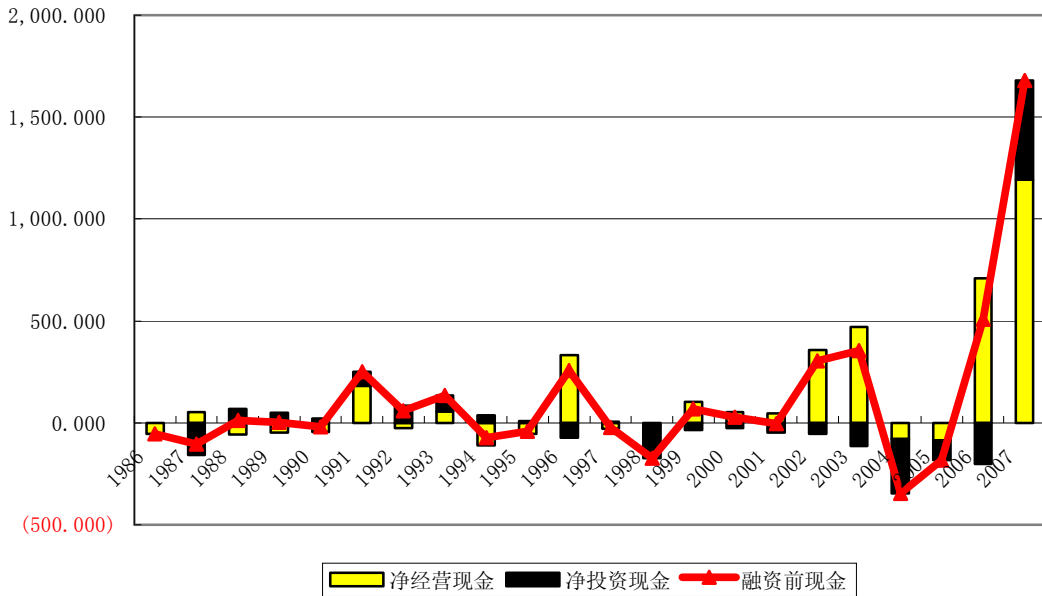
90年代上半期，KBH 由于连续两年的激进扩张和负现金运营，导致在1996年的地产危机中遭遇重创，一度每股亏损0.83元，手持现金只有980万，不到总资产的1%，险些破产。危机让KBH学会了谨慎，危机过后它不断提高资产周转速度，使营运资金周转天数从之前的300多天降至150天，然后将这一水平一直维持到2002年。2003年以后随着美联储的减息政策，公司也开始更积极的扩张，到2005年，营运资金周转天数已升至250天。幸运的是，在连续两年的负现金投入后，KBH在2006年及时悬崖勒马，减少存货、加速周转，使营运资金周转天数降回至165天，并由此创造了丰厚的经营现金，公司在2006年收回了5亿经营现金、2007年进一步收回了17亿经营现金，到2007财年末，公司成功将手持现金由2005年的1.4亿提升到13.3亿，相当于总资产的23%，是几家地产巨头中现金比例最高的。

KBH运营效率



图（45）KB Homes 的存货及营运资金周转天数（1985~2007）

KBH现金流

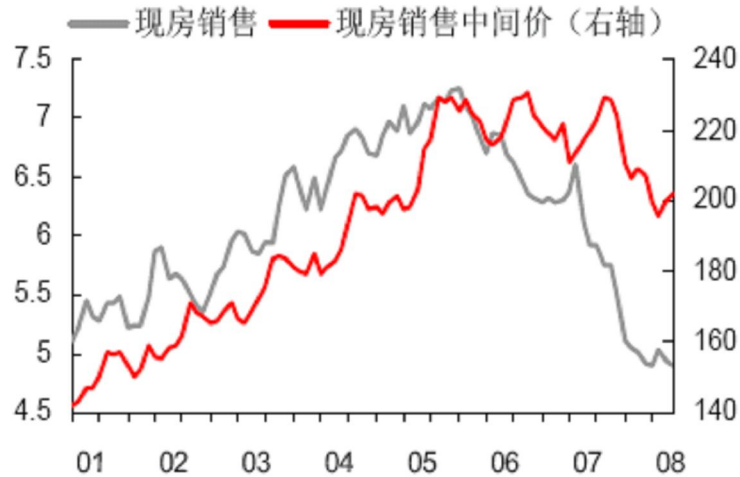


图（46）KB Homes 的历年融资前现金流（1986~2007）

综上所述，无论是象新鸿基那样依靠能够产生丰厚现金流的资产组合，还是象勒纳一样依靠收放之间严格的现金自律，或者是象 KBH 那样靠先知先觉的宏观判断，从长期看，“维持企业融资前的现金平衡”应该是写入地产企业发展战略的一项重要原则，它要求企业做到严格的现金自律。

图（47）A股上市地产公司的短期风险头寸（2007年末）

不过，上述风险头寸的计算前提是假设行业平稳增长，但如果中国发生类似美国的地产危机——销售量下降40%、价格下降15%，从而使销售额下降50%——则风险头寸为负的地产公司将由25家上升到39家，占总数的58%，其中有29家地产上市公司的短期风险头寸小于-10%，占总数的43%，还有15家地产公司的短期风险头寸小于-20%，占总数的22%。在这些风险头寸为负的公司中，不乏知名的大型地产商，实际上，在“保招万金”四家地产上市公司中，只有万科和金地以4%和2%的风险头寸勉强维持资金平衡，而保利地产将出现-10%的短期风险头寸，招商的短期风险头寸更是达到-18%。负的风险头寸意味着什么？它意味着为了抵御短期冲击，保利要在当前存货基础上削减15%的存货、招商要在当前存货基础上削减27%的存货。图（50）是在周转率下降50%情况下，各家地产公司需要减少的存货比例，其中，金融街需要再减少14%的存货，北辰需要减少18%，阳光股份需要减少60%……其实，除了A股上市的地产公司外，在香港上市的内地地产公司中，富力和首创两家在周转率下降50%的情况下也会出现-7%的短期风险头寸，从而需要减少10%以上的存货才能实现资产安全。



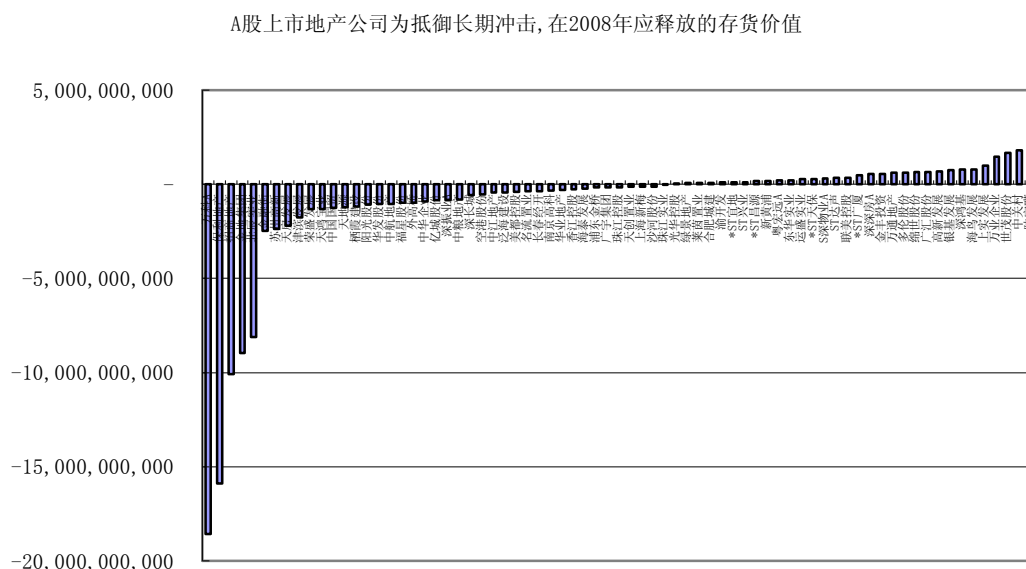
资料来源：Bloomberg

图（48）美国现房销售量与销售中间价的变化（2001~2008）

方式支持的，持续的负现金流扩张都意味着前期的增长已经过快，到了该“收割”现金的时候了。

除万科外，其他地产公司面临的负现金流压力更大，保利已连续 5 年出现负现金流增长，从纯财务安全的角度看，保利需在 2008 年释放 160 亿的存货，才能使增长速度回归安全水平；而招商则需要释放价值 100 亿的存货，金地 90 亿，北辰 80 亿，金融街 25 亿……（图 51）

总之，中国的地产公司已经到了该收缩战线、“收割现金”、储备过冬的时候了。



图（51）A股地产上市公司为抵御长期冲击应释放的存货价值

