

地产行业低谷：产业投资人眼中的价值挖掘

假如地产行业将迎来一个寒冬，行业会发生怎样的变化？

首先，在周转率下降 50%的情况下，将有 60%的地产上市公司面临资金链的压力，尽管它们有大片的土地储备，却可能由于营运资金的匮乏而无法实现这些土地的开发价值（NAV），顾虑到这一前景，地产公司普遍遭遇资本市场投资人的风险重估，一些地产公司的当前股价甚至低于风险调整后的净资产价值（NAV）——从国际经验看，低谷时期地产企业的估值底线既不是 NAV 价值，也不是土地储备的帐面价值，而是土地储备的市场价值（它可能低于帐面价值）。

但资本市场的风险重估却给了产业投资人一个机会，与资本市场投资人的被动接受不同，产业投资人可以通过产业投资为资金匮乏的地产公司补足流动资金，从而实现当前土地的 NAV 价值和潜在的成长收益——资产的受让价格和垫付的营运资金一起构成产业投资人的投资成本，当剔除风险因素的 NAV 价值高于投资成本时，产业投资人就有了价值创造的空间。沿着这一思路，以 8 月 15 日收盘价和最新报表数据计算，我们在产业投资人的价值区中发现了**泛海建设**、**金地集团**、**深振业**，此外，**首开股份**、**上实发展**也处于价值区的边缘；在香港上市公司中，有产业投资价值的公司更多，**深圳控股**、**上海复地**、**首创置业**、**雅居乐地产**四家均可提供 15%以上的收益率。

进一步，如果考虑管理团队和品牌的溢价，我们通过历史市净率对投入资本回报率（ROIC）的回归和对每股净资产的风险调整，得到了另一个产业投资的价值区，结果**粤宏远**、**南京高科**、**长春经开**、**金地集团**四家地产公司由于低市净率而进入了价值区，此外**深长城**、**阳光股份**、**荣盛发展**、**万通地产**、**天房发展**、**北辰实业**几家也处于价值区的边缘。

总之，行业低谷阶段资本市场投资人的风险重估给了产业投资人一个价值挖掘的机会，在当前股价下，已经有不少地产公司出现了 NAV 的折价，即使考虑产业投资后流动资金垫付的成本，仍有一些地产公司开始显现产业投资价值，而且这一价值很可能随资本市场和地产市场的发展而扩大。

一、 产业投资人显身行业低谷

1. 1 地产行业进入周期性低谷

自 1998 年住宅商品化以来，中国地产行业进入了一个上升周期，并在 2006、2007 年达到行业高峰，但 2007 年四季度以来的宏观调控紧缩导致了地产行业的“拐点”，今年上半年，深圳房价降幅超过 30%，成交量则跌回十年前水平，北京房屋成交量的降幅也达到 40%，中国的地产行业正经历寒冬的威胁。

从国际经验看，每当地产行业出现低谷，就是产业投资人显身手的时候了。

1. 2 香港的地产商的合作开发模式

香港因其特殊的自然和政治环境，地产行业面临着更频繁的周期性波动，但香港的地产龙头却在反复的危机震荡中越做越大，其中，产业内部的整合并购发挥了重要作用。

1973 年石油危机导致香港经济崩盘，到 1974 年底时股价已跌去 90%，随着经济危

机的延伸，地产业也陷入低谷，而这个低谷给了很多中资地产商一个崛起的机会。1975年长实趁香港经济不景气、地产行业低迷之际大规模扩张，以 8500 万元的低价向太古地产购入北角马山道赛西湖地块，平均每平方英尺土地成本仅 64 港元，到 1977 年推出发售时每平方英尺售价达到 279~344 元，长实从中获毛利 1.3 亿元；此外，1977 年长实还收购了拥有中区希尔顿酒店的美资永高公司全部股权、1978 年收购了英资上市公司青州英坭 25% 股权，1980 年从汇丰手中购入和记黄埔、1985 年透过和黄收购港灯集团。

并购一直推动着香港地产商的发展，1973 年长实五次增发，先后收购了泰伟地产公司 100% 股权、都城等地产公司 50% 股权；此后，随着英资地产公司的没落，在 1975~1983 年间 8 次增发……

不过，与并购相比，香港地产商更乐于接受“合作开发”的模式，以长实为例，利用自己的声誉及雄厚的资金，长实象猎人一样时刻盯着那些由于资金链断裂而处于崩溃边缘的企业，并适时抛出橄榄枝、与那些有地无钱的公司合作发展其拥有的土地：1976 年先后与亨隆地产、铨利基业等公司合作，发展寿臣山的高级豪华别墅及湾仔坚尼地道凤凰台的高级住宅大厦；1979 年与广生行合作，兴建位于湾仔告士打道、谢斐道及杜老志道间一幢 25 层商业大厦；1980~1983 年间，先后与南海纱厂、南洋纱厂、怡南实业、广生行、会德丰系的信托置业、联邦地产、港灯集团合作组建联营公司，共同开发或买卖对方拥有的土地物业……在这些合作中，长实只需支付少量的流动资金就可以获得可观的利润，到 1981 年，长实的利润额高达 13.85 亿元，是 1972 年上市时的 31.7 倍，年均利润增长 47%。

80 年代以后，随着香港金融机构的发展，一些金融机构开始参与到地产行业的低谷并购中来。70 年代末 80 年代初香港楼价开始了新一轮大幅彪升，1982 年 9 月撒切尔夫人访问北京后香港楼价急跌，普遍下跌 3~4 成，期间英资地产商鹰君为避免破产厄运不得不将旗下富豪酒店、百利保股权折价售于亚洲证券。

不过，总体看，地产商之间的合作开发仍是香港地产业在低谷阶段的主要并购模式。到今天，香港几大地产商之间已形成了既是竞争对手又是合作伙伴的复杂关系。

1.3 美国产业基金的套利模式

美国的地产业一直是一个活跃的并购交易市场——纵观美国众多历史悠久的大地产商，无不是通过多次并购扩张后形成的，如美国第二大地产商勒纳，在 1996~2006 年的十年间，每年都要进行 3~5 次并购，2002 年更是趁 911 后的欧美经济低潮，一年内就发起并购了 9 家开发商和一家房屋销售代理商；除了勒纳外，新崛起的地产商霍顿在 1992~2006 年间也进行了 17 次并购。不过，在 2007 年的地产危机中，这些大型地产商却从并购者变为了出售者，私人股权基金作为新一代产业投资人在大低谷中扮演了产业整合的主角。

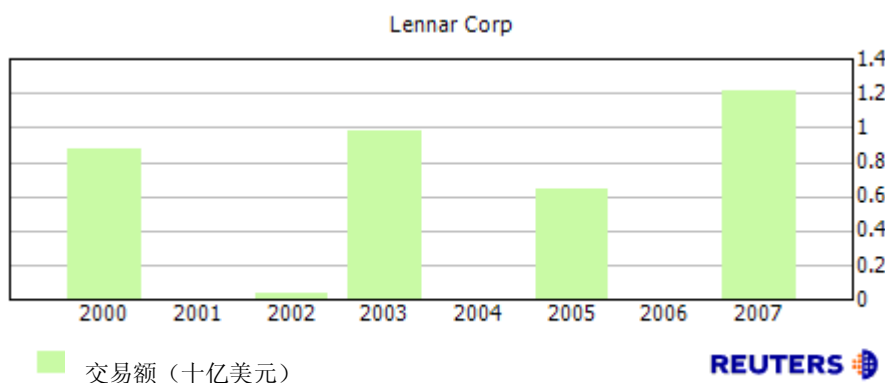
2007 年的地产危机中，美国许多地产公司都面临资金链断裂的威胁，尽管目前多数公司还处于挣扎生存阶段，但一些行动较快的地产商已开始出售资产，不过由于行业内出现了普遍的资金困境，因此在此轮低谷中私人股权基金成为重要的买家。

2007 年初，勒纳将其参股的地产投资公司 LandSource 62% 的权益以 7 亿美元的价格卖给了地产投资基金 MW Housing Partners III LP（MW 基金负责替美国加州养老基金进行投资配置），LandSource 拥有南加州地区的 15000 亩待开发土地和 700 亩商业地产；2007 年底勒纳又将 32 个社区的 11000 处住宅地块卖给了摩根士丹利旗下的地产基金，转让价仅为 5.25 亿美元，是这些土地帐面价值的 40%，为此勒纳需要确认 7 个多亿的存货损失，这一超低价令许多分析师大跌眼镜。

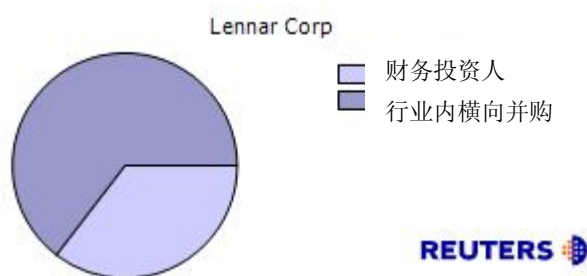
不过售地也给勒纳带来了好处，除了税收优惠外，勒纳还保留了这些地块未来 20% 的收益权和 50% 的表决权，并将作为这些土地运营的管理者收取管理费，从而可以分享这些地块在未来行业复苏中的升值好处。当然，更重要是两次出售给勒纳提供了十多亿美元的现金——对于低谷中的地产企业，现金比什么都重要。

除了勒纳外，其他一些大型地产公司也在纷纷寻求私人股权基金的合作。KB Homes 在 2007 年 5 月将旗下法国子公司 Kaufman & Broad SA 的 49% 股权卖给了私人股权基金 PAI Partners，不过由于当时地产危机还没有全面爆发，因此收购价较高，达到每股 55 欧元，总金额 6 亿欧元（8.5 亿美元）；但是另一家地产巨头霍顿就没那么幸运了，它在 2007 年底将位于 Casa Grande 的 6884 亩地以 7000 万美元的超低价卖给了 Wolff 和 Langley 合资的地产投资公司，据说该地块能够建 23050 个单元的住宅，另有 450 亩的商业地产。

总之，在美国此轮地产危机中，到目前为止私人股权基金是最大的产业投资人——自 2000 年以来勒纳与私人股权基金等金融投资人的交易占到公司总交易额的 40% 左右，而全美前五大地产公司之一的 KB Homes 与金融投资人的交易则占到公司总交易额的 75%。



图（1）勒纳历年的并购剥离交易额（2000~2007）



图（2）勒纳并购剥离交易的类型

二、 产业投资人的收益与风险

无论是行业内有充足金融资源储备的地产龙头，还是行业外以私人股权基金为代表的金融投资人，他们似乎都更青睐于低谷期的产业投资，这些投资将带来怎样的回报？又有怎样的潜在风险呢？

2. 1 产业投资人的收益

摩根士丹利旗下房地产基金受让勒纳的土地资产时，享受了一个四折的优惠价格，也就是说即使美国房价在危机中下跌 60%，公司仍有利可图，而如果它有充足的资金可以挺过危机，那么到行业复苏时获利将更加丰厚。

而对于中国的地产商，低谷期的并购或合作开发，不仅可以享受低价的优惠，还可以通过分期付款的方式降低资金压力。

2004 年杭州地产大佬南都地产上市未果，又遭遇国际投资人撤资，面临严峻的资金考验，旗下浙江南都的负债率一度达到 88.5%。在此背景下，2005 年 3 月万科斥资 18.6 亿元受让南都集团浙江房地产业务 20% 权益和上海、江苏房地产业务的部分权益，2006 年 8 月又以 17.7 亿元受让南都集团持有的南都房产集团有限公司（南都房产）60% 的权益，以及南都集团在上海、江苏剩余地产业务的权益，至此万科以 36 亿元的总价完成了对南都的全面收购。通过交易，万科获得了江浙地区 636 万平方米的 12 项物业资产，并打造了中国地产界迄今为止最大的一起并购案。

万科收购南都，被媒体描述为一场双赢的合作，但显然万科的获利更多，因为，无论以何种标准衡量，南都的资产都是打了折扣的。据南都的披露，第一次 18.6 亿的收购价中扣除品牌和团队价格，土地价格是打了 7.6 折的，但业内人士分析，实际折扣可能更低；以第一次收购中获得的 219 万平方米项目资源计算，土地的均价为每平方米 750—1050 元，平均收购价 850 元/平米，而当时周遍地区土地拍卖的市场价格却大多在 2000 元以上。第二次 17.6 亿元的收购价则更加便宜，269.2 万平方米的项目资源，平均土地成本仅为 660 元/平米，较第一次收购均价又便宜了 20% 以上。

除了价格上的优惠外，与招拍挂的土地拍卖相比，资产收购的付款条件更加宽松，第一次 18.6 亿元的收购款在签约后 10 天内付清 40%，其余 60% 分两年付款，第二次收购款也是分期结清的。付款条件宽松了，而回款速度却加快了——万科从南都手中获得了许多在建的、甚至是建成的项目，从而大大缩短了开发周期，公司甚至可以用南都项目的销售回款来偿还南都资产的收购款。

实际上，应该说南都在 2005~2006 年出让资产还是比较明智的，由于当时全国房地产行业仍处于上升周期中，因此，实际受让价格还是比较高的，如果出售推迟到 2008 年，公司的危机可能更深，万科等其他地产企业的流动性也面临考验，实际受让价格可能更低。

总之，产业投资人在行业低谷的回报可能是行业高峰期的几倍！

2. 2 产业投资人的风险

不过，低谷期的产业套利虽然价格低，但也存在着隐性的风险，可能使企业陷入巨额的资金陷阱中。

2. 2. 1 LandSource 的营运资金陷阱

在上节中我们提到勒纳在 2007 年初将地产子公司 LandSource 62% 的股权卖给了 MW 基金，但是故事并没有结束。MW 基金在支付了 7 亿美元的并购款后，又向 LandSource 注入了 9 亿美元的现金和资产，用以维持运营。但即使如此，LandSource 仍然没能撑过此轮地产危机，在 2008 年初由于无法按期偿还 12.4 亿美元的银团贷款提出破产申请，而 MW 基金为了避免陷入更深的债务陷阱中，最终选择“壮士断腕”，不

保不救。

显然这是一次失败的并购，但失败的原因在哪儿？究其原因，应归咎于受让方低估了行业下降威胁下的营运资金需求。2007年初，尽管美国地产界在加息压力下已开始呈现疲态，但危机仍没有全面爆发，勒纳选在此时出让股权是明智的，投资方显然低估了并购后的持续资金投入压力，给出了26亿美元的总估值（较净资产值高出一倍）——MW基金乐观的认为这些土地至少还有6亿美元的升值潜力，并可以通过房屋和土地销售迅速收回投资；但时隔一年，美国的平均房价下降了15%，而地价下降更多，LandSource拥有的南加州一带的土地贬值了65%，同时，房屋销售量大幅萎缩，成交量下降40%，公司经营现金流入减少了一半以上，但成本却难以在短期内压缩，结果手中的现金快速流失，仅2008年2月的一个月，为了维持运营，公司的净现金支出就达到9000万元，使帐上货币资金从月初的1.15亿美元减少到2500万美元，继续维持运营已成为一个问题，更不用谈要偿还12亿美元的债务了。

在LandSource的收购中，MW基金犯了一个产业投资人最常犯的错误，那就是低估了收购款之后的营运资金投入压力。与MW基金相比，在国内的产业环境下，收购陷阱更多，对产业投资人的要求也更高。

2. 2. 2 顺驰的债务陷阱

2006年9月顺驰中国以12.8亿元的超低价将55%股权卖给了路劲基建，这一转让震惊了业内人士，当时很多人都认为路劲捡了个大便宜，因为顺驰在全国16个城市拥有42块土地，以当时土地价格计算，12.8亿元未必能买到其中一块地。在签约仪式上，顺驰中国的董事长孙宏斌对路劲基建董事长单伟豹说“你买了个便宜货”，单点头称是，但仅仅几个月之后，单的想法就发生了改变。

2007年1月，路劲称将放弃收购遗留问题较多的顺驰B项目，而以18亿元总价增持顺驰A到94.7%，2007年4月路劲以“没有完全披露债务及潜在付款责任”为由将孙宏斌告上了法庭，要求其赔偿6亿元的损失，2007年8月单伟豹公开表示收购顺驰的困难是一般人难以想象的。收购之初，业界普遍推测顺驰的债务额在30亿元左右，但事实上，根据路劲后来的审计估计，顺驰的负债总额约为66.6亿元，是坊间猜测的两倍之多，实际可能更多，欠银行的钱、欠政府的钱、欠供应商的钱，路劲用了一年多时间才基本理清了顺驰B的债务，仅梳理资产就耗费了开发一个项目的费用，耗费的除了时间还有资金，单伟豹承认为解决顺驰的历史遗留问题及令其能够继续正常运作，集团已向顺驰地产集团注资超过25亿港元，但这还远未结束——就象他自己说的“困难比想象中至少多3倍、资金也多投入了20%-30%”。

显然，低谷中的产业投资，收购款可能只是并购成本的一小部分，更重要的成本是潜在的债务承担和营运资金垫付。

2. 2. 3 启示

LandSource和路劲的失败案例启示我们：

- 第一，选择合适的并购时机常常决定着并购的成败，在危机没有充分暴露前，任何估价可能都是过于乐观的；
- 第二，永远不要被表面的低价资产所迷惑，真实的并购成本=收购价+承债额+垫付的营运资金，路劲因为低估了顺驰的潜在承债额而付出了高昂的代价，而MW基金则因为低估了LandSource对流动资金的消耗而导致了

巨额的损失——在并购完成时，除了 LandSource 自身的现金外，MW 还注入了 3 亿美元的现金和 6 亿美元的资产，但这些资金在一年后就被消耗殆尽，低谷时期为维持公司运转所导致的资金消耗通常比我们想象得要高。

总之，行业低谷虽然能够给产业投资人创造丰厚的收益，但也蕴藏着潜在的威胁，因此必须在充分估价所有风险的情况下进行谨慎选择。

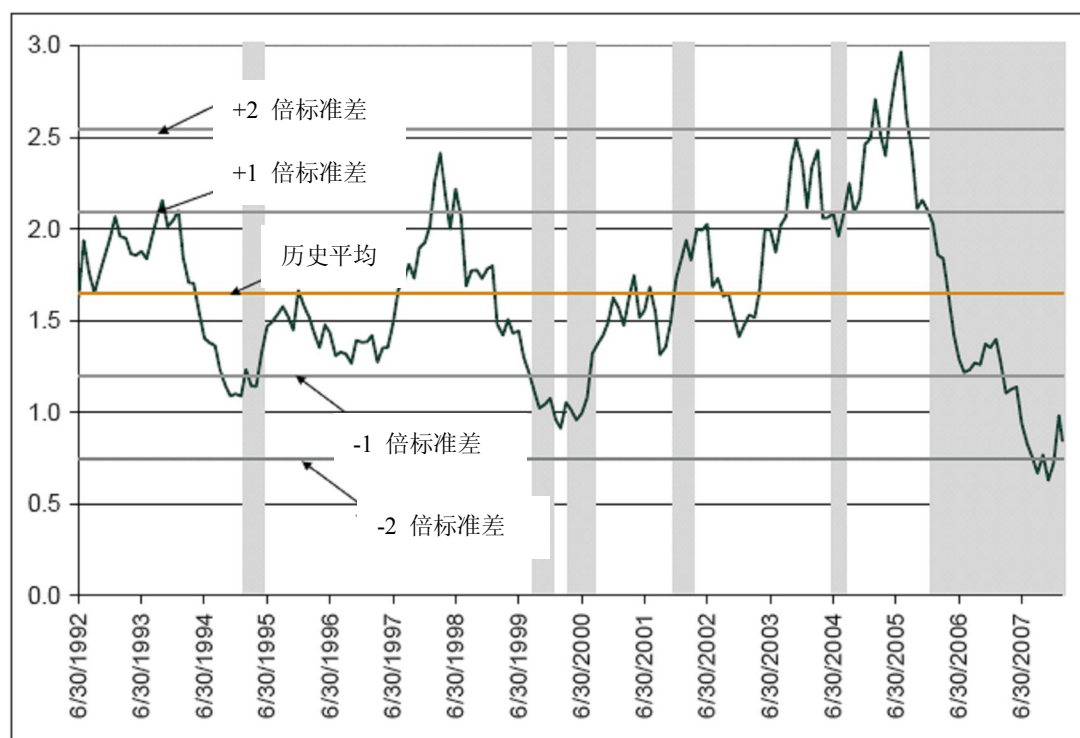
三、 产业投资人的机会：低谷期资本市场的风险重估

3. 1 低谷期资本市场的风险重估

为什么产业投资人可以在行业低谷阶段进行大规模的套利活动？除了充足的金融资源储备外，另一个重要因素就是低谷期资本市场的风险重估：一场次贷危机，让美国地产公司的整体市值缩水了 80%，在这 80% 的背后就是产业投资人的机会。

图（3）是美国地产上市公司平均的市净率（PB）值变化，由图可见，在 2005 年行业高峰时，上市地产公司平均的市净率曾一度达到 3 倍，但到 2007 年底，随着危机的爆发，地产公司普遍遭遇了资本市场的大幅折价，行业平均的市净率只有 0.7~0.8 倍，最低时只有 0.5 倍。

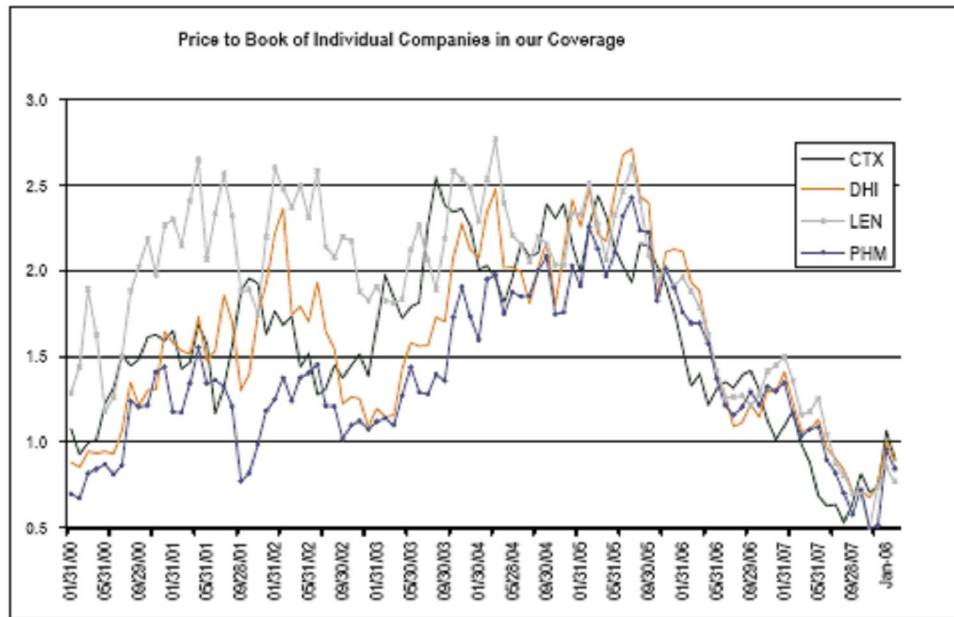
Figure 68: Price-to-Book Multiples of Homebuilders



Source: FactSet and Lehman Brothers estimates. Note: shaded areas represent 3+ months of consecutive year over year new home sales declines. Data through 2/29/08.

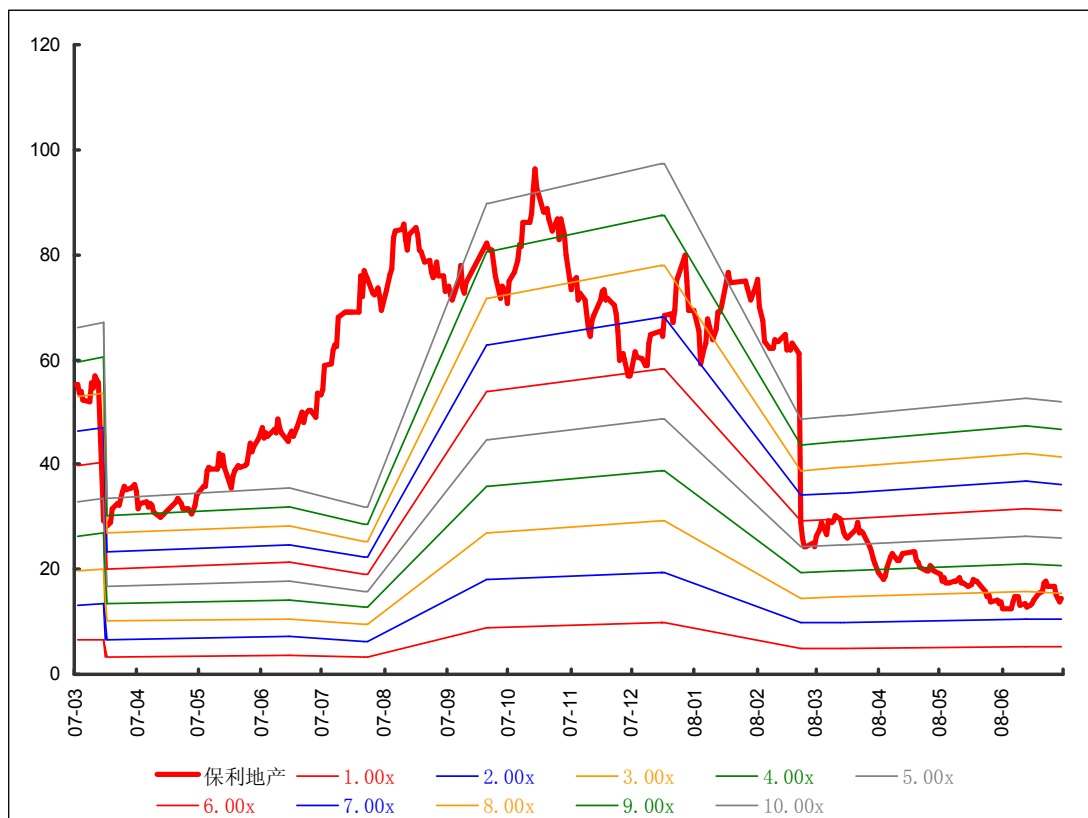
图（3）美国地产开发商平均的市净率变化
（资料来源：FactSet，雷曼兄弟研究报告）

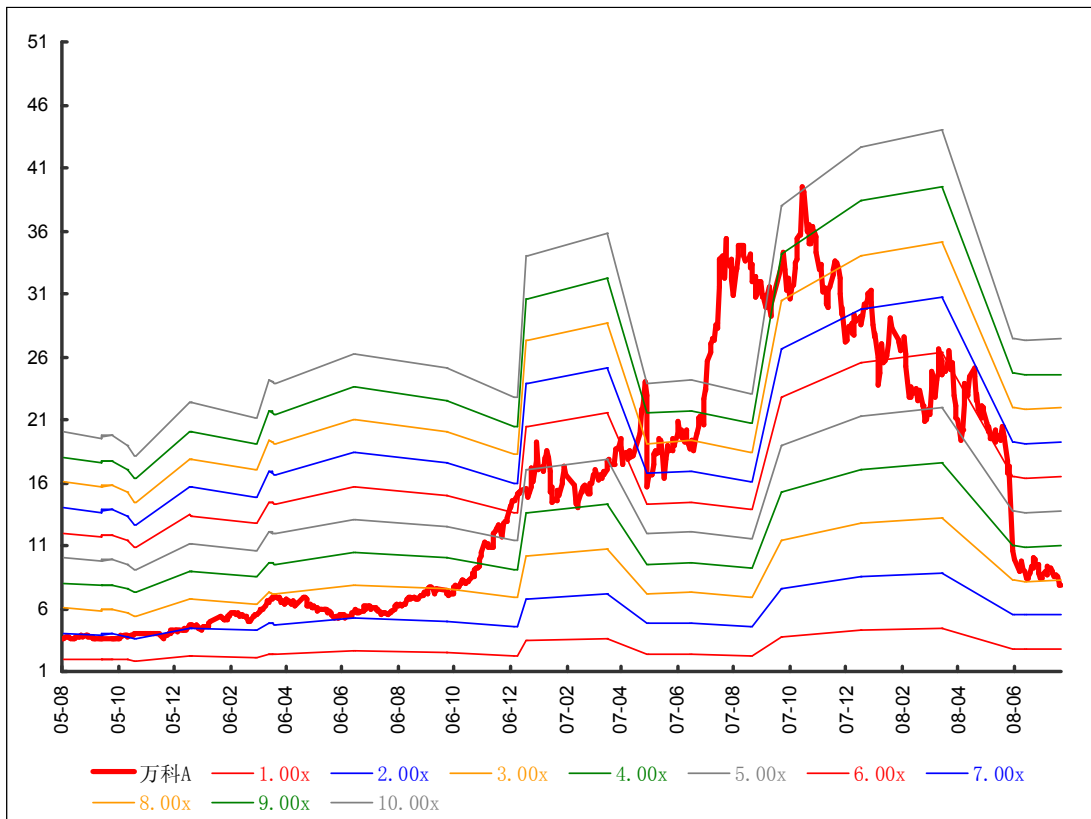
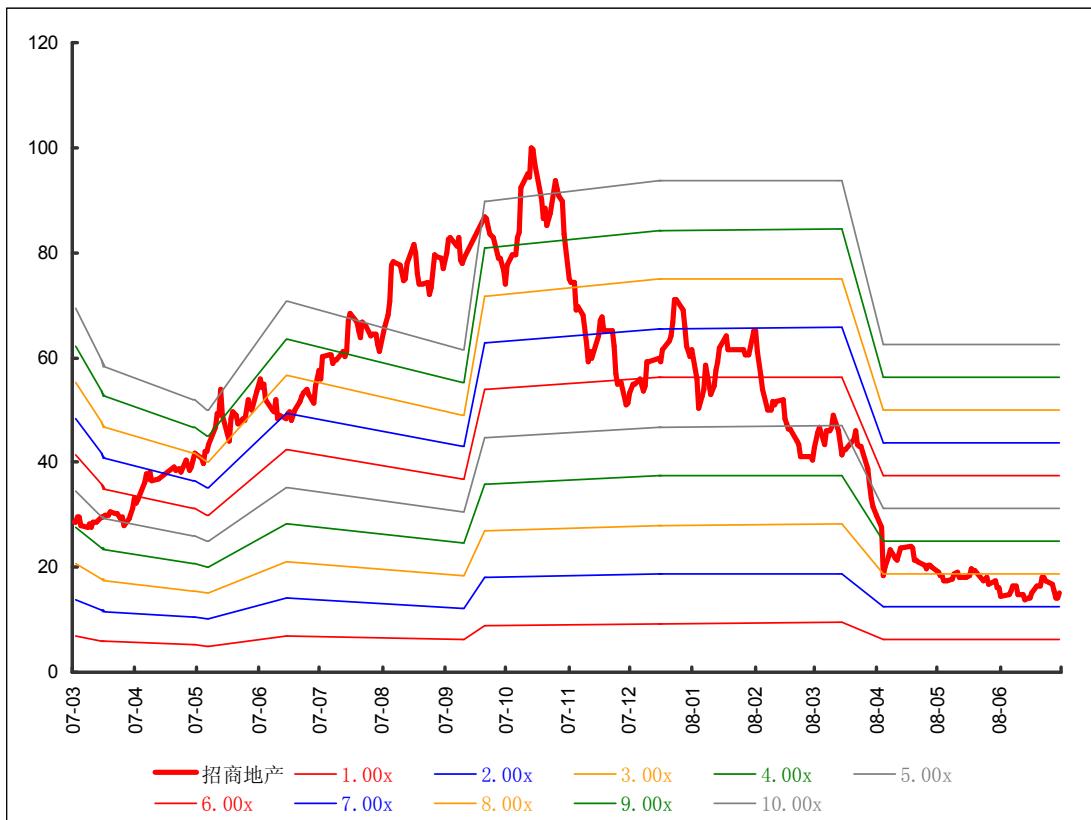
Figure 73: Price to Book of Individual Companies in our Coverage (CTX, DHI, LEN, and PHM)

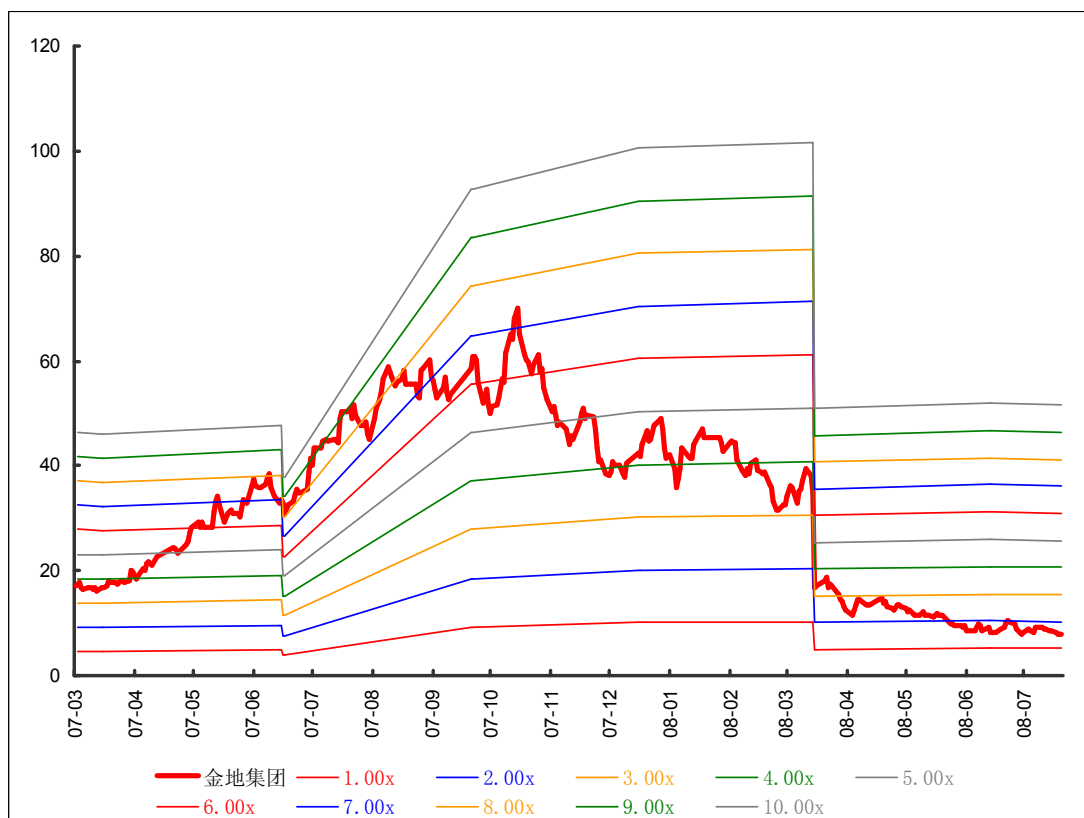


Source: FactSet, Company reports, Lehman Brothers estimates

图（4）美国四大地产商的市净率变化
（资料来源：FactSet，雷曼兄弟研究报告）







图（5）保招万金四家的市净率区间图

（资料来源：万德数据库）

在中国，宏观调控的紧缩威胁下，地产公司同样遭遇了资本市场的大幅折价，保利地产的市净率从 2007 年中期的 20 多倍下降到目前的 2.8 倍，招商地产的市净率从 13 倍下降到 2.2 倍，金地从 7 倍多下降到 1.4 倍，就连万科也从最高时的 14 倍下降到 2.6 倍，实际上仅过去一年间，地产板块下跌了 67%，较同期大盘还深跌 17%，相当于上证指数从年初的 4870 点跌到 1600 点。

在此背景下，一些地产公司的股价已低于分析师测算的净资产价值（NAV）¹，换句话说，即使公司没有任何增长，只要完成对当前土地储备的开发，所得现金流的贴现价值就要比公司的资本市场价值高；进一步，即使剔除了行业低谷阶段的风险因素，在楼价下跌 30%、同时由于销量萎缩导致 NAV 价值推迟两年兑现的情况下，仍有数家企业的股价低于风险调整后的 NAV 价值。

表（1）是我们以国泰君安和中金地产行业分析师 2008 年 4 月底的测算数据为基准（根据《新财富》和《证券市场周刊》2007 年的分析师排名，这两家机构的分析师位列地产行业前两名），在此基础上折价 30%，并以房地产行业每年 12% 的贴现率折现两年，测算的风险调整后 NAV，它反映了楼价跌 30%、同时由于销量萎缩导致 NAV 价值推迟两年兑现情形下，当前土地开发后的实际收益。（部分地产公司因为没被上述两家机构覆盖，所以参考中信建投、海通证券、美林证券三家机构的测算数据）

$$\text{风险调整后的 NAV} = \text{分析师 NAV} \times 70\% / (1 + 12\%)^2$$

由表可见，以 8 月 15 日收盘价计算，深振业、深长城、泛海建设、阳光股份、亿

¹所谓净资产价值法（NAV）就是指在一定的销售价格、开发速度和折现率假设下，计算出地产企业当前储备项目的现金流折现价值，然后从中剔除负债额即为净资产价值（NAV）。具体来说，开发物业的净资产价值等于现有开发项目以及土地储备项目在未来销售过程中形成的净现金流折现值减负债；投资物业的净资产价值等于当前项目净租金收入按设定的资本化率折现后的价值减负债。

城股份、名流置业、浙江广厦、香江控股、北京城建、首开股份、金地集团、上实发展多家公司的风险调整后 NAV 较当前股价高出 10%以上，此外，中粮地产、栖霞建设、中华企业、珠江实业、苏州高新几家的风险调整后 NAV 也高于当前股价。在港股方面，深圳控股、合生创展、上海复地、首创置业、远洋地产、雅居乐地产、绿城中国几家的风险调整后 NAV 溢价率也达到 10%以上（表（2））。

表（1）A 股地产上市公司风险调整后 NAV 较当前股价的溢价率

证券简称	收盘价 2008-8-15	RNAV (孙建平, 国泰君安) 2008-5-8	NAV (白宏伟, 中金公司) 2008-4-30	其他机构 NAV	分析师平 均 NAV	股本调整 后 NAV	风险调整 后 NAV	不考虑流 动资金垫 付时的并 购收益率
万科 A	7.14	17.1	15.5		16.30	10.19	5.68	-20.4%
深振业 A	6.76	16.5			16.50	16.50	9.21	36.2%
招商地产	13.97	22.5	24.8		23.65	23.65	13.20	-5.5%
中粮地产	5.28	19.4			19.40	9.70	5.41	2.5%
深长城	8.18	26			26.00	26.00	14.51	77.4%
中航地产	8.39	14.3			14.30	14.30	7.98	-4.9%
泛海建设	8	18.5			18.50	18.50	10.32	29.0%
华侨城 A	9.64	17.1			17.10	17.10	9.54	-1.0%
金融街	7.63	27	22		24.50	13.61	7.60	-0.5%
阳光股份	5.12	12.5	11.5		12.00	12.00	6.70	30.8%
亿城股份	4.66	15.1	13.9		14.50	9.67	5.39	15.8%
名流置业	4.16	14.2			14.20	10.14	5.66	36.1%
苏宁环球	15.9	25.1			25.10	18.03	10.06	-36.7%
荣盛发展	7.01	10.3			10.30	10.30	5.75	-18.0%
合肥城建	8.91			11.87	11.87	7.91	4.42	-50.4%
滨江集团	17.42			12.21	12.21	12.21	6.81	-60.9%
中国国贸	9.19	13.4	14.8		14.10	14.10	7.87	-14.4%
保利地产	13.92	19.4	23.4		21.40	21.40	11.94	-14.2%
浙江广厦	4.84			12.24	12.24	12.24	6.83	41.1%
香江控股	6.59	18.8			18.80	18.80	10.49	59.2%
北京城建	7.88	19.3			19.30	19.30	10.77	36.7%
天房发展	4.23	7.2			7.20	7.20	4.02	-5.0%
华发股份	11.32	23.4	18.9		21.15	16.36	9.13	-19.4%
首开股份	9.06	35.2			35.20	35.20	19.64	116.8%
金地集团	7.32	21.8	17.3		19.55	19.55	10.91	49.0%
栖霞建设	7.14		16.8		16.80	12.96	7.23	1.3%
浦东金桥	10.19	17	17.6		17.30	17.30	9.65	-5.3%
陆家嘴	14.58	20.1	19.6		19.85	19.85	11.08	-24.0%
中华企业	7.2	12.7	13.6		13.15	13.15	7.34	1.9%
珠江实业	5.83			10.80	10.80	10.80	6.03	3.4%
苏州高新	3.94	13.6			13.60	7.56	4.22	7.0%
上实发展	10.87	34			34.00	22.94	12.80	17.7%

北辰实业	4.49		7.00	7.00	7.00	3.91	-13.0%
------	------	--	------	------	------	------	--------

表（2）H 股地产上市公司风险调整后 NAV 较当前股价的溢价率

证券简称	收盘价 2008-8-15	收盘市净率	NAV	股本调整 后 NAV	预测机构	预测时间	风险调整 后 NAV	不考虑流 动资金垫 付时的并 购收益率
SOHO 中国	3.85	1.33	7.53	7.53	高盛高华	2008-5-26	4.20	9.1%
深圳控股	2.25	0.74	8.00	8.00	新鸿基金融 集团	2008-4-14	4.46	98.4%
中国海外	11.74	3.46	11.80	11.80	中金公司	2008-4-30	6.58	-43.9%
合生创展	7.6	0.63	34.00	34.00	美林证券	2008-4-16	18.97	149.6%
世茂房地产	7.83	1.34	14.30	14.30	中金公司	2008-4-30	7.98	1.9%
方兴地产	2.97	1.69	3.50	2.43	德意志银行	2008-6-16	1.36	-54.3%
华润置地	7.86	1.43	12.10	10.34	中金公司	2008-4-30	5.77	-26.6%
碧桂园	3.76	3.08	5.70	5.70	中金公司	2008-4-30	3.18	-15.4%
上海复地	1.59	0.76	8.00	8.00	德意志银行	2008-6-16	4.46	180.8%
富力地产	12.82	3.13	20.40	20.40	中金公司	2008-4-30	11.38	-11.2%
首创置业	1.56	0.66	7.70	7.70	中金公司	2008-4-30	4.30	175.4%
远洋地产	3.94	1.06	10.61	10.61	高盛高华	2008-5-4	5.92	50.3%
雅居乐地产	5.74	2.28	12.70	12.70	中金公司	2008-4-30	7.09	23.5%
绿城中国	5.77	1.04	13.50	13.50	中金公司	2008-4-30	7.53	30.6%

（备注：深蓝色字体公司是风险调整后 NAV 价值较当前股价高出 10% 以上的企业，浅蓝色字体公司是风险调整后 NAV 价值高于当前股价，但溢价幅度小于 10% 的企业。）

3. 2 为什么会出现 NAV 折价？

股价为什么会低于 NAV？这正常吗？

实际上从国际资本市场数据看，股价低于 NAV 时有发生，对于有些公司，这甚至是一种常态，究其原因，就在于低谷期地产企业将面临资金链断裂的风险。

当行业遭遇寒冬时，地产企业将面临普遍的资金压力，一些公司可能由于财务风险根本无法完成对当前土地的开发——无法兑现的 NAV 价值自然要遭遇投资人的折价。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%，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%；与此同时地产商还由于大量短债被要求偿还而遭遇了负的融资活动现金流，2007 年美国最大开发商帕尔迪的融资活动现金流出 5 亿、第二大开发商勒纳的融资活动现金流出 7.3 亿、Centex 的融资活动现金流出 18 亿、霍顿的融资活动现金流出 16.3 亿、KB Homes 融资活动现金流出 11.4 亿——经营现金和融资现金的双紧缩导致各家地产公司都面临较大的资金压力，被迫停止了项目开发，甚至开始转让土地资产以求现金流安全。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。



资料来源: Bloomberg

图 (6) 美国的现房销售量与销售中间价

日本土地价格指数

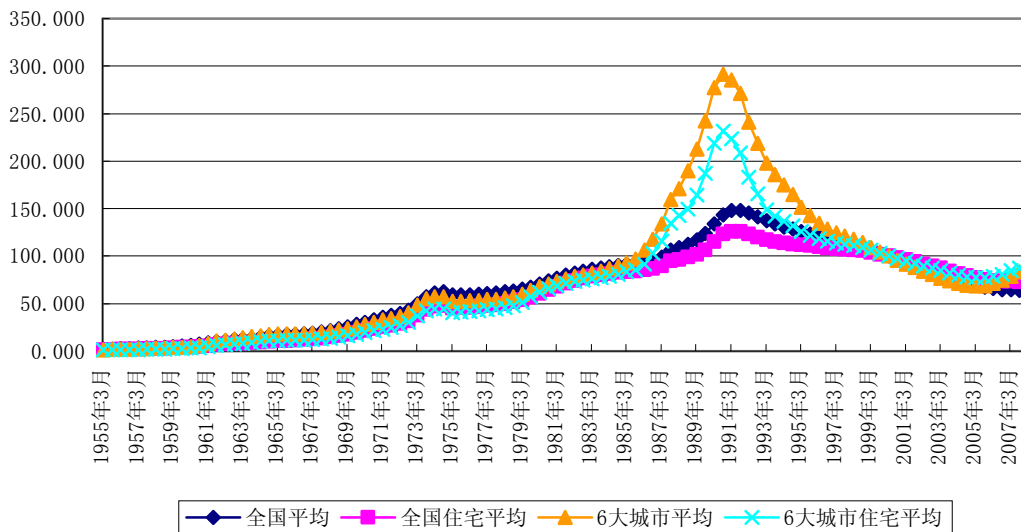


图 (7) 日本的土地价格指数

回到中国，假如我们也同美国一样，即将迎来一个地产行业的寒冬——楼价大幅下跌 30%，同时销量萎缩导致周转率下降 50%，那么，此时的中国地产企业将面临怎样的生存压力呢？

在《房地产企业短期风险头寸》一文中我们定义了短期风险头寸，我们将继续用它来衡量地产企业的短期资金缺口：

短期风险头寸=存量资产周转率 - 净流动负债率

=销售收入/ 年初总资产 - (流动负债-货币资金) / 年末总资产

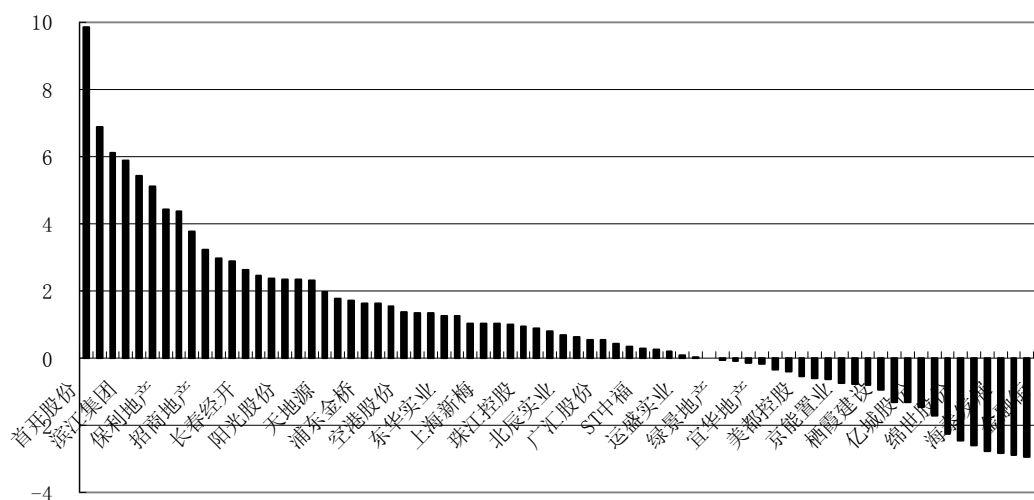
其中，存量资产周转率反映了企业产生经营现金的能力，即，企业一年内通过经营

可以回笼的现金与总资产之比；而净流动负债率则体现了企业当前的财务压力，即，企业在一年内需要偿还的债务与总资产之比；两者的差就是企业抗短期冲击的能力。如果差值为负，显示企业经营产生的现金不足以偿还当年到期的短期负债，而必须依靠持续的外部融资，负值越大，对外部融资的依赖度就越大——一个“-15%”的短期风险头寸意味着“企业当年有15%的资产必须依靠外部融资，如果年内银行贷款不能续借、预售款使用受限或股市融资阻力增大，则公司将面临资金链断裂的威胁”；反之，如果短期风险头寸为正，则显示企业的经营现金不仅能够应付当前的债务负担，而且还有一定的余量应付销售冲击，正值越大，显示企业抗短期冲击的能力越强——一个“+15%”的短期风险头寸意味着在周转率下降15%的情况下，企业的短期财务仍是安全的。

具体到A股地产上市公司，以2008年一季度数据计算，在存量资产周转率下降50%的情况下，73家地产上市公司中，风险头寸为负的地产公司有45，占总数的62%，其中有34家地产上市公司的短期风险头寸小于-10%，占总数的47%，还有20家地产公司的短期风险头寸小于-20%，占总数的27%。在这些风险头寸为负的公司中，不乏知名的大型地产商，如招商地产和保利地产的短期风险头寸都达到15.6%和15.7%，这意味着当遭遇行业寒冬时，这两家公司将分别遭遇41亿和73亿的资金缺口。而随着2008年中报的公布，更多地产公司加入到了短期风险头寸为负的行列：万科随着流动负债的上升，也出现了-23%的风险头寸，金地集团-11.2%，泛海建设-10.7%，荣盛发展-23.5%，保利地产的风险头寸也扩大到-22.8%，图（8）是各家地产上市公司在周转率下降50%的情况下，每股的流动资金缺口（短期风险头寸），由图可见，在行业寒冬中，将有三分之二的地产商面临资金匮乏、无法兑现NAV价值的风险，于是，这些企业遭遇了资本市场投资人的风险折价

——实际上，从国际数据看，在地产行业的低谷期，资本市场的估值底线已经不再是土地开发后的NAV价值，甚至也不是土地开发前的帐面价值，而是土地储备的市场价值（当市价低于成本价时，土地储备的市场价值将低于帐面价值，此时，地产公司的市净率底线将小于1）。低谷期的NAV折价是资本市场投资人对企业由于资金压力而无法完成土地价值开发风险的折价，但这种风险折价可能正是产业投资人的价值挖掘机会。

地产上市公司每股流动资金缺口(8月15日最新财务数据计算)



图（8）A股上市地产公司每股流动资金缺口（元）
（备注：缺口为负的企业是短期内资金压力较小的企业。）

四、 产业投资人眼中的价值挖掘

如果说行业低谷阶段，资本市场投资人的价值底线是土地储备的市场价值，那么，产业投资人的价值底线则是土地市值（减债务）与 NAV 价值之间的一个数值，对于那些由于资金压力大、无法兑现 NAV 价值的地产公司，资本市场投资人只能被动地接受并给予足够的风险折价，但产业投资人却可以采取更主动的策略，通过投资和补充流动资金来完成对 NAV 价值的开发。因此，只要投资成本（股权或资产的受让价格+流动资金缺口的垫付）小于风险调整后的 NAV 价值，产业投资人就是有利可图的——当低谷期的 NAV 价值高于股价和每股流动资金缺口时，产业投资人就有了价值创造的空间：

考虑流动资金垫付时的风险 NAV 溢价

=风险调整后的每股 NAV-（资产受让价格+每股资金缺口）

考虑流动资金垫付时的风险 NAV 溢价率

=考虑流动资金垫付时的风险 NAV 溢价/（资产受让价格+每股资金缺口）

表（3）是考虑了流动资金垫付因素后，风险调整 NAV 的溢价收益率。由图可见，深长城、泛海建设、浙江广厦、首开股份几家由于流动资金缺口较大，产业投资过程中需要垫付高额的流动资金，结果导致投资成本大幅上升、NAV 溢价率大幅下降——首开股份在未考虑流动资金垫付时，风险调整后的 NAV 较当前股价溢价近 116.8%，但在剔除每股 10 元的流动资金垫付（短期风险头寸）后，溢价率降至 3.9%；而浙江广厦在未考虑流动资金垫付时的 NAV 溢价率为 41.1%，但剔除每股 5.4 元的资金缺口后，NAV 溢价率减少至-33.4%；北京城建在考虑每股 5.11 元的流动资金垫付后，NAV 溢价率从 37%减少到-17%；阳光股份在考虑每股 2.34 元的流动资金垫付后，NAV 溢价率从 30%减少到-10%；上实发展在考虑每股 3 元的流动资金垫付后，NAV 溢价率从 18%下降到-8%……在港股方面，上海复地在剔除了每股 2 元的流动资金垫付因素后，NAV 溢价率由 181%降至 26%，而首创也从 175%降至 23%，绿城中国则由 31%降至-21%而退出了价值区（表（4））。可见，营运资金垫付确实是产业投资人的一项重要成本。

但营运资金并不总是负面成本，表（3）、表（4）显示中粮地产、中航地产、金融街、名流置业、中国国贸、香江控股、SOHO 中国等几家商业地产占比较大的公司，在周转率下降 50%的情况下仍有正的现金流，因此产业投资人在投资上述公司时不仅不用垫付流动资金，还可以享受富余的流动资金，从而降低了实际的收购成本，并使 NAV 溢价率提升。当然，对于这些每股流动资金缺口为负的企业（不缺流动资金或流动资金压力较小的企业），产业投资人想要参股或收购的难度也大大增加。

如果我们将上述流动资金缺口为负的企业剔除，仅考虑那些有强烈引资需求的公司，那么，A 股地产上市公司中，在当前股价下（8 月 15 日收盘价），深振业将为投资人提供 18%的溢价收益率，泛海建设将为投资人提供 16.3%的溢价收益率、金地集团可为投资人提供 12.6%的溢价收益率；此外，假如投资价格能较当前股价再低 11.6%，那么首开股份也可以提供 10%以上的溢价收益率，而上实发展的投资价格如果较当前股价再低 20.4%也可提供 10%以上的溢价收益率。在 H 股方面，当前股价下，深圳控股可提供 74%的溢价收益率，上海复地 26%，首创置业 22.8%，雅居乐地产 17.2%。平均来说，分析师重点关注的 33 家 A 股地产上市公司，当前股价较产业投资的价值区仍高出 19%，如果剔除资金压力较小的 11 家公司，则余下公司的产业投资价格需较当前股价低 38%才能进入价值区；在 H 股方面，当前股价较产业投资的价值区低 9%，如果剔除资金压

力较小的 6 家公司，余下公司的产业投资价格需较当前股价低 7%就能进入价值区。

表（3）A 股地产上市公司在考虑流动资金垫付后的风险 NAV 溢价收益率

证券简称	收盘价 2008-8-15	RNAV (孙建平, 国泰君安) 2008-5-8	NAV (白宏伟, 中金公司) 2008-4-30	其他机 构 NAV	分析师 平均 NAV	股本调 整后 NAV	风险调 整后 NAV	每股流 动资金 缺口	不考虑流动 资金垫付时 的风险 NAV 溢价率	考虑流动资 金垫付时的 风险 NAV 溢 价率
万科 A	7.14	17.1	15.5		16.30	10.19	5.68	2.32	-20.4%	-39.9%
深振业 A	6.76	16.5			16.50	16.50	9.21	1.04	36.2%	18.0%
招商地产	13.97	22.5	24.8		23.65	23.65	13.20	3.23	-5.5%	-23.3%
中粮地产	5.28	19.4			19.40	9.70	5.41	-0.77	2.5%	19.9%
深长城	8.18	26			26.00	26.00	14.51	6.88	77.4%	-3.7%
中航地产	8.39	14.3			14.30	14.30	7.98	-2.25	-4.9%	30.1%
泛海建设	8	18.5			18.50	18.50	10.32	0.88	29.0%	16.3%
华侨城 A	9.64	17.1			17.10	17.10	9.54	1.71	-1.0%	-15.9%
金融街	7.63	27	22		24.50	13.61	7.60	-3.30	-0.5%	75.3%
阳光股份	5.12	12.5	11.5		12.00	12.00	6.70	2.34	30.8%	-10.2%
亿城股份	4.66	15.1	13.9		14.50	9.67	5.39	-1.45	15.8%	68.1%
名流置业	4.16	14.2			14.20	10.14	5.66	-2.95	36.1%	367.8%
苏宁环球	15.9	25.1			25.10	18.03	10.06	2.88	-36.7%	-46.4%
荣盛发展	7.01	10.3			10.30	10.30	5.75	1.55	-18.0%	-32.9%
合肥城建	8.91			11.87	11.87	7.91	4.42	-2.78	-50.4%	-28.0%
滨江集团	17.42			12.21	12.21	12.21	6.81	5.88	-60.9%	-70.8%
中国国贸	9.19	13.4	14.8		14.10	14.10	7.87	-0.41	-14.4%	-10.4%
保利地产	13.92	19.4	23.4		21.40	21.40	11.94	4.43	-14.2%	-34.9%
浙江广厦	4.84			12.24	12.24	12.24	6.83	5.42	41.1%	-33.4%
香江控股	6.59	18.8			18.80	18.80	10.49	-0.81	59.2%	81.5%
北京城建	7.88	19.3			19.30	19.30	10.77	5.11	36.7%	-17.1%
天房发展	4.23	7.2			7.20	7.20	4.02	0.64	-5.0%	-17.5%
华发股份	11.32	23.4	18.9		21.15	16.36	9.13	1.35	-19.4%	-27.9%
首开股份	9.06	35.2			35.20	35.20	19.64	9.85	116.8%	3.9%
金地集团	7.32	21.8	17.3		19.55	19.55	10.91	2.37	49.0%	12.6%
栖霞建设	7.14		16.8		16.80	12.96	7.23	-0.93	1.3%	16.5%
浦东金桥	10.19	17	17.6		17.30	17.30	9.65	1.63	-5.3%	-18.3%
陆家嘴	14.58	20.1	19.6		19.85	19.85	11.08	-0.13	-24.0%	-23.3%
中华企业	7.2	12.7	13.6		13.15	13.15	7.34	1.25	1.9%	-13.2%
珠江实业	5.83			10.80	10.80	10.80	6.03	-2.59	3.4%	86.2%
苏州高新	3.94	13.6			13.60	7.56	4.22	3.79	7.0%	-45.4%
上实发展	10.87	34			34.00	22.94	12.80	2.98	17.7%	-7.6%
北辰实业	4.49			7.00	7.00	7.00	3.91	0.68	-13.0%	-24.4%

表（4）H 股地产上市公司在考虑流动资金垫付后的风险 NAV 溢价收益率

证券简称	收盘价 2008-8-15	收盘 市净率	NAV	股本调 整后 NAV	预测机构	预测时间	风险调 整后 NAV	每股流 动资金 缺口	不考虑流动 资金垫付时 的风险 NAV 溢价率	考虑流动资 金垫付时的 风险 NAV 溢 价率
SOHO 中国	3.85	1.33	7.53	7.53	高盛高华	2008-5-26	4.20	-3.01	9.1%	399.0%
深圳控股	2.25	0.74	8.00	8.00	新鸿基金 融集团	2008-4-14	4.46	0.32	98.4%	74.0%
中国海外	11.74	3.46	11.80	11.80	中金公司	2008-4-30	6.58	0.02	-43.9%	-44.0%
合生创展	7.6	0.63	34.00	34.00	美林证券	2008-4-16	18.97	-0.34	149.6%	161.5%
世茂房地产	7.83	1.34	14.30	14.30	中金公司	2008-4-30	7.98	-0.83	1.9%	14.0%
方兴地产	2.97	1.69	3.50	2.43	德意志银 行	2008-6-16	1.36	-0.33	-54.3%	-48.6%
华润置地	7.86	1.43	12.10	10.34	中金公司	2008-4-30	5.77	-0.02	-26.6%	-26.4%
碧桂园	3.76	3.08	5.70	5.70	中金公司	2008-4-30	3.18	0.07	-15.4%	-16.9%
上海复地	1.59	0.76	8.00	8.00	德意志银 行	2008-6-16	4.46	1.95	180.8%	26.0%
富力地产	12.82	3.13	20.40	20.40	中金公司	2008-4-30	11.38	6.26	-11.2%	-40.3%
首创置业	1.56	0.66	7.70	7.70	中金公司	2008-4-30	4.30	1.94	175.4%	22.8%
远洋地产	3.94	1.06	10.61	10.61	高盛高华	2008-5-4	5.92	-0.70	50.3%	82.6%
雅居乐地产	5.74	2.28	12.70	12.70	中金公司	2008-4-30	7.09	0.31	23.5%	17.2%
绿城中国	5.77	1.04	13.50	13.50	中金公司	2008-4-30	7.53	3.78	30.6%	-21.1%

注：图中红色字体的公司是有流动资金压力、同时 NAV 溢价率超过 10% 的公司，橙色字体是有流动资金压力、同时 NAV 溢价率在 0~10% 之间的公司，蓝色字体的公司都是流动资金压力较小的公司，但 NAV 溢价率超过 10% 的公司。

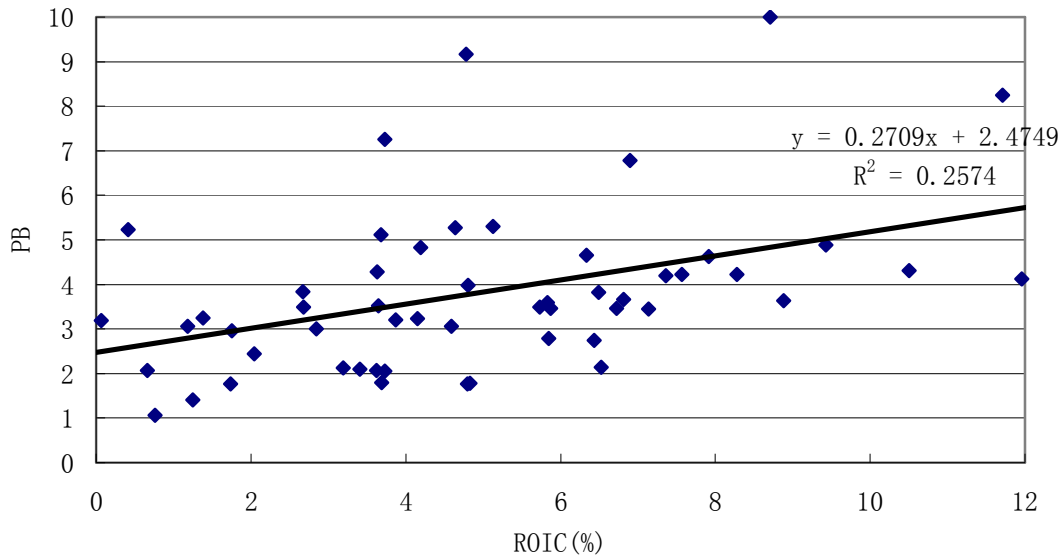
五、 产业投资人眼中的价值挖掘：考虑团队及品牌价值时

我们从 NAV 角度度量了大中型地产上市公司的资产溢价率，不过，NAV 估值的特点是它只考虑当前土地开发后的贴现价值，而没有考虑公司的管理团队、品牌等溢价因素，如果产业投资是发生在股权层面而非资产层面，那么，在 NAV 之外还需考虑更多。为此我们借助历史市净率（PB）与投入资本回报率（ROIC）的回归来求得一个反映公司间能力差异的回归市净率，然后再通过对每股净资产的调整来反映行业的周期性风险，最后用“公司能力”与“行业风险”的乘积来反映存续经营下的企业价值。

图（9）是 A 股地产上市公司过去五年中报和年报平均的投入资本回报率（中报乘 2）和平均市净率的数据，由图可见，从长期看，上市公司市净率与投入资本回报率之间呈显著正相关关系，ROIC 每上升一个百分点，回归市净率就上升 0.27 倍：

$$PB=2.5+0.27\times\text{预期年化 ROIC}(\%) \quad R^2=26\%$$

5年平均ROIC回归



图（9）过去5年平均市净率对投入资本回报率的回归

注：

- 1、中报 PB=当年 6 月 30 日股价/上年末每股净资产，年报 PB=当年 12 月 31 日股价/当年中报每股净资产，ROIC=净利润×2/（年初投入资本+年末投入资本），其中投入资本=股东权益+有息负债。
- 2、计算中剔除了亏损企业数据，并将 PB 超过 10 倍的按 10 倍计算。

过去 5 年 A 股地产上市公司平均的 ROIC 在 4.6%左右（剔除 ST 企业），据此测算 A 股上市公司平均的回归市净率应为 3.7（=2.5+0.27×4.6）倍，而万科过去五年中报和年报的平均 ROIC 达到 10%，其回归市净率在 5.2（=2.5+0.27×10）倍左右——回归市净率反映了公司间的能力差异，而调整后的净资产值来则反映了行业的周期性风险。在低谷情景下，公司面临业绩下降和流动性不足的压力，资产负债表价值将遭遇贬损，于是我们从帐面净资产值中剔除风险因素，即得到风险调整后的净资产值：

$$\text{风险调整后净资产值} = \text{帐面净资产值} \times 70\% / (1+12\%)^2$$

回归市净率与风险调整后净资产值的乘积就是公司的合理价值：

$$\text{风险调整后价值} = \text{风险调整后净资产值} \times \text{回归市净率}$$

$$\text{风险调整后的投资溢价} = \text{风险调整后价值} - (\text{资产受让价格} + \text{流动资金缺口})$$

$$\text{风险调整后的投资溢价率} = \text{风险调整后的投资溢价} / (\text{资产受让价格} + \text{流动资金缺口})$$

表（5）是在市净率对投入资本回报率回归后、经风险调整的溢价率——由于覆盖了更多中小企业，并放宽了估值底线，考虑了管理团队和品牌溢价，所以，有更多企业的风险调整价值高于当前股价，其中既包括历史投资回报率较高的企业，如万科、金融街、名流置业、荣盛发展、合肥城建等，也包括当前市净率较低的企业，如粤宏远、深长城、南京高科、长春经开等。但如果从中剔除那些每股流动资金缺口为负的企业（表（5）中蓝色字体公司，这些公司的流动资金压力较小、投资难度较大），则剩下的既有引资需求、又能提供 10%以上溢价率的企业就只剩粤宏远、南京高科、长春经开、金地集团四家地产公司了，另外阳光股份、荣盛发展、万通地产、天房发展、北辰实业也

处于价值投资的边缘——如果阳光股份投资价格较当前股价低 1.3%也可提供 10%以上的溢价收益率，荣盛发展的投资价格较当前股价低 13.2%、万通低 11.7%、天房发展低 6.2%、北辰实业低 19.7%时，也可提供 10%以上的溢价收益率。平均来说，从回归市净率角度分析，当前股价较产业投资的价值区仍高出 28%。

表（5）A 股地产上市公司 PB 回归后风险调整价值的溢价率

证券简称	收盘价 2008-8-15	市净率 最新财报 除权	每股净资产 (最新 财报数据 除权)	风险调 整后每 股净资 产值	5 年平均 ROIC(%)	回归市 净率	风险调 整后每 股价值	风险调 整后市 净率	每股流动 资金缺口	风险调整 价值的溢 价率
万科 A	7.14	2.60	2.75	1.53	10.42	5.31	8.15	2.97	2.32	-14%
深振业 A	6.76	1.76	3.85	2.15	2.83	3.26	7.01	1.82	1.04	-10%
ST 达声	5.9	-33.19	-0.18	-0.10	-6.71	0.69	-0.07	0.38	2.33	-101%
沙河股份	10.06	6.12	1.64	0.92	3.40	3.42	3.13	1.91	0.56	-70%
招商地产	13.97	2.24	6.25	3.49	7.27	4.46	15.56	2.49	3.23	-10%
深深房 A	3.29	2.84	1.16	0.65	-0.31	2.42	1.56	1.35	-0.08	-51%
中粮地产	5.28	2.82	1.87	1.04	8.14	4.70	4.90	2.62	-0.77	9%
深长城	8.18	1.05	7.78	4.34	3.06	3.33	14.45	1.86	6.88	-4%
中航地产	8.39	1.25	6.74	3.76	4.77	3.79	14.24	2.11	-2.25	132%
泛海建设	8	2.26	3.55	1.98	5.14	3.89	7.69	2.17	0.88	-13%
华侨城 A	9.64	4.95	1.95	1.09	11.51	5.61	6.09	3.13	1.71	-46%
宜华地产	4.65	2.84	1.64	0.91	7.51	4.53	4.14	2.53	-0.16	-8%
金融街	7.63	1.33	5.72	3.19	8.53	4.80	15.34	2.68	-3.30	254%
绿景地产	7.88	7.30	1.08	0.60	4.22	3.64	2.19	2.03	-0.07	-72%
珠江控股	5.65	14.14	0.40	0.22	-2.57	1.81	0.40	1.01	0.95	-94%
银基发展	3.23	2.72	1.19	0.66	4.01	3.58	2.38	2.00	0.04	-27%
渝开发	6.5	2.19	2.97	1.66	4.56	3.73	6.18	2.08	-0.33	0%
光华控股	4.22	4.47	0.94	0.53	3.32	3.40	1.79	1.90	1.62	-69%
莱茵置业	4.39	4.10	1.07	0.60	13.87	6.25	3.73	3.49	1.76	-39%
粤宏远 A	2.74	1.16	2.37	1.32	1.53	2.91	3.85	1.63	0.25	29%
ST 中福	3.31	6.32	0.52	0.29		2.50	0.73	1.40	0.29	-80%
阳光股份	5.12	1.52	3.37	1.88	6.74	4.32	8.13	2.41	2.34	9%
绵世股份	14.05	4.15	3.39	1.89	12.73	5.94	11.23	3.31	-2.46	-3%
亿城股份	4.66	1.22	3.82	2.13	7.30	4.47	9.54	2.49	-1.45	197%
*ST 高新	4.72	12.27	0.38	0.21	-12.65	-0.91	-0.20	-0.51	4.38	-102%
名流置业	4.16	1.23	3.38	1.89	15.02	6.56	12.36	3.66	-2.95	922%
苏宁环球	15.90	12.24	1.30	0.72	-19.35	-2.73	-1.98	-1.52	2.88	-111%
福星股份	6.04	1.47	4.12	2.30	6.43	4.24	9.73	2.36	-1.32	106%
天保基建	7.18	2.78	2.58	1.44	0.31	2.58	3.72	1.44	0.00	-48%
广宇集团	4.51	2.12	2.12	1.19	6.95	4.38	5.19	2.44	2.46	-26%
荣盛发展	7.01	3.01	2.33	1.30	14.66	6.46	8.40	3.60	1.55	-2%
合肥城建	8.91	1.99	4.48	2.50	15.43	6.67	16.65	3.72	-2.78	171%
滨江集团	17.42	8.04	2.17	1.21	16.32	6.91	8.35	3.85	5.88	-64%

中国国贸	9.19	2.26	4.07	2.27	6.10	4.15	9.42	2.31	-0.41	7%
保利地产	13.92	2.82	4.94	2.76	9.92	5.18	14.27	2.89	4.43	-22%
浙江广厦	4.84	3.42	1.41	0.79	-1.14	2.19	1.73	1.22	5.42	-83%
中江地产	5.88	2.93	2.00	1.12	0.78	2.71	3.03	1.51	1.01	-56%
南京高科	12.46	0.79	15.78	8.81	3.01	3.31	29.19	1.85	6.12	57%
海泰发展	5.98	1.27	4.70	2.62	8.24	4.72	12.39	2.64	-2.83	293%
香江控股	6.59	3.14	2.10	1.17	6.05	4.13	4.84	2.31	-0.81	-16%
联美控股	7.25	3.30	2.20	1.23	2.57	3.20	3.92	1.78	0.81	-51%
美都控股	4.13	2.38	1.74	0.97	2.93	3.29	3.19	1.84	-0.53	-11%
长春经开	4.14	0.65	6.41	3.58	1.01	2.77	9.91	1.55	2.62	47%
华业地产	3.99	1.35	2.95	1.64	-14.18	-1.33	-2.18	-0.74	-2.88	-296%
万通地产	10.12	1.94	5.22	2.91	4.66	3.76	10.96	2.10	1.02	-2%
广汇股份	9.12	3.21	2.84	1.59	7.69	4.58	7.26	2.55	0.54	-25%
北京城建	7.88	1.70	4.62	2.58	2.96	3.30	8.51	1.84	5.11	-34%
天房发展	4.23	1.27	3.33	1.86	0.83	2.72	5.07	1.52	0.64	4%
华发股份	11.32	4.49	2.52	1.41	7.43	4.51	6.35	2.51	1.35	-50%
首开股份	9.06	2.04	4.45	2.48	1.91	3.01	7.48	1.68	9.85	-60%
金地集团	7.32	1.44	5.09	2.84	7.18	4.44	12.60	2.48	2.37	30%
东华实业	5	2.49	2.01	1.12	5.38	3.95	4.42	2.21	1.26	-29%
空港股份	5.28	2.55	2.07	1.16	4.93	3.83	4.43	2.14	1.38	-34%
栖霞建设	7.14	2.55	2.79	1.56	6.52	4.26	6.64	2.38	-0.93	7%
ST 兴业	4.06	-2.62	-1.55	-0.87		2.50	-2.16	1.40	0.21	-151%
金丰投资	5.95	1.49	4.00	2.23	5.70	4.04	9.02	2.25	-1.70	112%
海鸟发展	7.09	3.08	2.30	1.28	-4.24	1.36	1.74	0.76	0.35	-77%
新黄浦	13.57	3.09	4.39	2.45	5.86	4.08	10.00	2.28	-1.31	-18%
浦东金桥	10.19	2.89	3.53	1.97	7.41	4.50	8.87	2.51	1.63	-25%
万业企业	7.85	1.35	5.83	3.25	4.09	3.60	11.72	2.01	-0.62	62%
外高桥	10.81	5.22	2.07	1.16	0.53	2.64	3.06	1.48	1.34	-75%
陆家嘴	14.58	3.39	4.30	2.40	9.20	4.98	11.97	2.78	-0.13	-17%
天地源	3.89	1.98	1.97	1.10	2.96	3.30	3.62	1.84	1.96	-38%
中华企业	7.2	2.64	2.73	1.52	7.34	4.48	6.83	2.50	1.25	-19%
珠江实业	5.83	1.55	3.77	2.10	2.49	3.17	6.67	1.77	-2.59	106%
多伦股份	3.28	2.46	1.34	0.75	1.27	2.84	2.12	1.59	0.43	-43%
上海新梅	6.53	3.69	1.77	0.99	3.67	3.49	3.45	1.95	1.02	-54%
苏州高新	3.94	1.46	2.70	1.50	3.79	3.52	5.30	1.97	3.79	-31%
上实发展	10.87	5.08	2.14	1.19	4.98	3.85	4.59	2.15	2.98	-67%
运盛实业	3.39	3.08	1.10	0.61	9.44	5.05	3.10	2.82	0.10	-11%
京能置业	5.26	3.30	1.59	0.89	9.96	5.19	4.61	2.90	-0.74	2%
世茂股份	8.46	3.31	2.55	1.42	9.74	5.13	7.31	2.86	-0.59	-7%
北辰实业	4.49	1.82	2.47	1.38	3.41	3.42	4.71	1.91	0.68	-9%

注：图中红色字体的公司是有流动资金压力、同时 NAV 溢价率超过 10% 的公司，橙色字体是有流动资金压力、同时 NAV 溢价率在 0~10% 之间的公司，蓝色字体的公司都是流动资金压力较小、但 NAV 溢价率超过 10% 的公司。

六、 两种估值方法的比较

以上我们用风险调整的 NAV 和市净率回归两种方法来分别划出了当前估值下产业投资人的价值区，但两种方法得到的结果并不完全重叠。

例如，用风险调整 NAV 法，深振业以 18% 的产业投资收益率、泛海建设以 16.3% 的产业投资收益率进入价值区，此外，首开股份和上实发展也进入了候选名单；但从市净率回归的角度看，上述四家公司却并未进入到产业投资人的价值区。这是因为 NAV 的估值更多着眼于未来——分析师预测深振业、泛海、上实、首开等公司在集团公司大股东资产注入的背景下，未来将会有不同于历史的闪亮业绩；但市净率回归法则更看重历史，认为从历史能力看，上述几家公司的投入资本回报率并不高，深振业过去五年平均的 ROIC 为 2.83%，风险调整后市净率为 1.82 倍，剔除每股 1.04 元的资金缺口后低于当前 1.72 倍的市净率；泛海建设过去五年平均 ROIC 为 5.14%，风险调整后市净率 2.17 倍，剔除每股 0.88 元的资金缺口后，低于当前 2.26 倍的市净率；首开股份五年平均 ROIC 仅为 1.91%，风险调整后市净率仅为 1.68 倍，剔除每股近 10 元的资金缺口后，显著低于当前 2.04 倍市净率；而上实发展过去五年平均的 ROIC 为 4.98%，风险调整后市净率为 2.15 倍，剔除每股 2.98 元的资金缺口后，低于当前 5.08 倍市净率；唯有金地集团在两种计算方法下均进入了价值区。

——两种计算方法究竟哪种更接近于实际，这要取决于投资人自己的分析判断了。

七、 假如这只是个暖冬……

在以上分析中，我们假设国内的地产行业将遭遇寒冬，楼价下跌 30%，同时销量萎缩导致 NAV 价值平均推迟两年兑现——这是一个保守的假设，如果实际情形好于这一假设，即，地产行业正经历的只是一个暖冬，一切又会怎样？

首先，从美国 MW 基金并购 LandSource 的案例可以看出，在地产这个高波动的行业里，产业投资人应该是保守的投资人，只有在悲观情形下仍能够创造价值的投资才是安全的投资，因此，产业投资人的估值也只能是基于悲观情景下的估值；

其次，如果这只是个暖冬，那么，因资金压力而无法实现 NAV 价值的公司将是少数，此时，留给产业投资人的套利机会将更少了。

八、 最有可能的产业投资人

最后，假如寒冬来临，产业投资的价值显现，谁最有可能成为“猎人”？

从投资人到分析师都希望地产行业的龙头公司能够在寒冬中受益，实现“强者愈强”的行业分化；但从国际经验看，当大冲击来临时，行业整体面临资金链紧绷的压力，最有可能的受益人可能是行业外“财大气粗”的私人股权基金或其他地区的地产公司。从这个角度看，地产公司在寒冬来临前更需储备足够金融资源，这不仅是自身过冬的需要，更是套利寒冬、挖掘产业投资价值的需要。

九、 结论及启示：等待产业投资机会

用风险调整的 NAV 法和市净率回归法，我们对 A 股和 H 股上市地产公司进行了筛选，力图从中找出有产业投资价值的公司，结果显示，在当前股价下已经有许多地产公司出现了 NAV 的折价，即使剔除产业投资后流动资金垫付的成本，仍有一些公司进入了产业投资人的价值区，还有不少公司处于价值区的边缘。不过，从市场整体看，当前股价仍较产业投资价值高出 30%。但是，地产行业是一个周期性行业，在任何国家、任何地区都是一个不变的规律，因此，产业投资机会总会显现，关键是你是否有足够的金融资源能够在合理的价格上把握这一机会。

插：什么是产业投资？

产业投资是相对于金融投资而言的，与金融投资人相比，产业投资人更加主动，除了资金外，通常还为被投资企业提供更多支持。产业投资的形式可以是多种多样的，具体到地产企业，可以是资产（土地）的买卖，土地的合作开发，参股投资、现金并购或换股收购等。

插：美国的地产估值

美国地产危机爆发后，分析师普遍调整了估值方法，尽管估值结果有所差异，但从逻辑上大致可分为两类：以美林为代表的金融机构更加悲观，强调土地资产的真实价值；而以德意志银行和雷曼兄弟为代表的金融机构则相对乐观，在土地估值的基准上还考虑了团队和品牌的价值——但两种方法都是以资产价值为基准，并从中剔除最坏情况下的资产价值贬损，这种估值理念对中国地产企业的并购估值有着重要的参考意义。

美林：仅考虑土地价值

在地产危机爆发后，美林的估值是相对悲观的，在 2008 年 3 月的一份报告中提出，由于当前土地交易价值仅相当于帐面价值的 15~40%，所以，即使考虑土地折价出让后的税收返还，交易所得仅相当于帐面价值的 45~60%，依此推算合理的市净率仅在 0.45~0.6 倍。另一方面，如果根据土地开发后的 NAV 价值计算，由于销售量萎缩，土地开发价值被推迟兑现，由此计算的现金流折现后的真实价值也仅相当于帐面价值的 0.46~0.63 倍。

美林的估值仅考虑了当前土地的出售或开发价值，而没有包含管理团队和品牌的溢价，这一方法更适用于资产的转让而非股权的转让。为此德意志银行和雷曼兄弟提出了在历史回归市净率的基础上扣减风险价值的估值方法。

德意志银行：从 BPS 中剔除风险

德意志银行将地产企业的估值分为两部分，市净率反映企业间能力差异，而风险因素则从每股净资产中剔除。它通过对地产企业 CDS（Credit Default Swap，信用风险互换的金融衍生产品）违约概率的回归得到一个反映公司间能力差异的市净率值；然后从每股净资产的帐面值中减去最坏情况下的价值贬损和其他风险因子，得到调整后的每股净资产值——两者相乘即得到公司的合理估值。

表（1）从每股净资产中剔除风险因素

从每股净资产中剔除风险因素									
	当前每股 净资产	*	最坏情况下的 价值贬损	=	最坏情况下的 帐面价值	-	其他因素调整	=	调整后帐面价值
	A	*	(1-B)	=	C	-	D	=	E
CTX	\$18.27	*	(1-7%)	=	\$17.01	-	\$0.97	=	\$16.04
DHI	\$12.59	*	(1-38%)	=	\$7.76	-	\$0.40	=	\$7.36
HOV	\$12.65	*	(1-14%)	=	\$10.90	-	\$0.76	=	\$10.14
LEN	\$22.89	*	(1-42%)	=	\$13.28	-	\$0.47	=	\$12.81
MTH	\$25.19	*	(1-32%)	=	\$17.09	-	\$0.48	=	\$16.61
PHM	\$14.08	*	(1-43%)	=	\$7.98	-	\$0.38	=	\$7.60
RYL	\$25.89	*	(1-20%)	=	\$20.74	-	\$0.54	=	\$20.20
TOL	\$20.90	*	(1-57%)	=	\$9.05	-	\$0.17	=	\$8.88

表（2）回归市净率与调整后每股净资产的乘积

	回归市净率反映公司能力差异						调整后帐面价值 反映风险因素		合理估值		
	CDS 五年违 约概率	*	斜率	+	常数	=	合理市净率	*		调整后帐面价值	=
	F	*	G	+	H	=	I	*		E	=
CTX	0.26	*	-1.99	+	2.05	=	1.53x	*	\$16.04	=	\$25
DHI	0.21	*	-1.99	+	2.05	=	1.63x	*	\$7.36	=	\$12
HOV	0.61	*	-1.99	+	2.05	=	0.84x	*	\$10.14	=	\$8
LEN	0.37	*	-1.99	+	2.05	=	1.31x	*	\$12.81	=	\$17
MTH	0.55	*	-1.99	+	2.05	=	0.96x	*	\$16.61	=	\$16
PHM	0.23	*	-1.99	+	2.05	=	1.59x	*	\$7.60	=	\$12
RYL	0.23	*	-1.99	+	2.05	=	1.59x	*	\$20.20	=	\$32
TOL	0.19	*	-1.99	+	2.05	=	1.67x	*	\$8.88	=	\$15

资料来源：Deutsche Bank, FITT Research, North America United States, Homebuilders, June 18th, 2008

雷曼兄弟：探求风险折价后的合理市净率

雷曼兄弟则是将风险因素直接体现在市净率而非每股净资产上。这有两种方法，一是直接从过去 10 年每家公司历史平均的市净率中减去市场风险折价、公司经营风险折价和公司财务风险折价，得到调整后的市净率；二是将市净率对投入资本回报率（ROIC）进行回归，并预测在低谷 ROIC 下公司的合理市净率。

表（3）历史市净率调整法

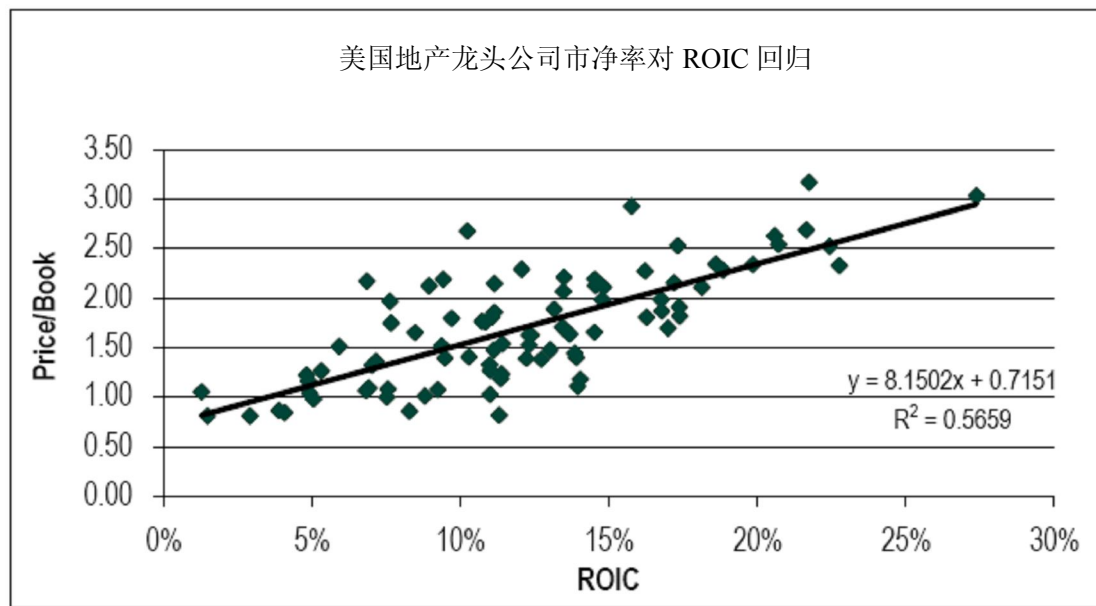
	TOL	DHI	RYL	LEN	PHM	KBH	CTX	HOV
10 年平均 PB	1.77x	1.63x	1.74x	1.97x	1.34x	1.75x	1.63x	1.51x
市场风险折价	-0.2x	-0.2x	-0.2x	-0.2x	-0.2x	-0.2x	-0.2x	-0.2x
公司经营风险折价	0.0x	0.0x	0.0x	-0.2x	0.0x	0.0x	0.0x	-0.1x

公司财务风险折价	0.0x	0.0x	0.0x	-0.4x	0.0x	0.0x	-0.1x	-0.4x
合理市净率	1.57x	1.43x	1.54x	1.17x	1.14x	1.55x	1.33x	0.81x

表（4）ROIC 回归法

	TOL	DHI	RYL	LEN	PHM	KBH	CTX	HOV
预测的 ROIC	2.3%	3.6%	5.0%	1.5%	1.5%	3.1%	2.2%	-0.5%
合理市净率	0.90x	1.01x	1.12x	0.84x	0.84x	0.97x	0.89x	0.68x

资料来源：Lehman Brother, Global Equity Research, North America, Homebuilders, Mar 13th, 2008



Source: Company reports, FactSet, and Lehman Brothers estimates