

租售并举转型之路

之新鸿基篇

随着中国人均 GDP 的不断提高，消费能力增强，商业地产开始成为地产界的一个新领域受到重视，新鸿基的租售并举模式成为内地地产企业纷纷效仿的榜样，近期 REITs 的酝酿推出吸引了更多地产企业进入以租金收益或运营收益为主的投资物业领域。从全球范围看，典型的租售并举企业仅活跃于亚洲市场，尤其是商业和商务活动集中发展的香港和新加坡，更孕育了一批优质的租售并举企业。但在相似的地区经济模式背后，香港和新加坡的地产企业走上了两条不同的成长道路，在香港模式下，企业通过“以售养租”和“以租养售”的内部现金流平衡来实现租售并举，而新加坡模式则更多借助 REITs、私募基金等地产金融平台来完成租售并举，即，香港模式强调的是重资产下的内部资金平衡，而新加坡模式则强调轻资产下的外部资金平衡。两种模式各有优劣，香港模式下地产公司转型过程中的回报率压力大、风险高，但转型完成后企业抗风险能力显著提升；而新加坡模式下地产公司转型过程中的回报率高、风险低，但转型完成后企业抗风险能力改变较少。具体选择哪种战略取决于市场环境和企业自身的客观基础。

本文重点分析了新鸿基地产公司自 70 年代以来的租售并举转型之路，研究显示，新鸿基的成功转型需要多项基础条件：包括企业发展出足够大的开发物业现金流平台；积累了多年的地产开发和管理经验，并探索出可复制的成功商业地产模式；同时，地产市场整体处于一个长周期的上升阶段，投资物业市场相对成熟，能提供合理的租金回报，以及资本市场能提供持续的融资支持。为此，新地用 11 年的时间来打造一个足够大的现金流平台、完成商业地产的模式探索，和很重要的，等待市场时机。

11 年的准备凝结成 4 年的集中转型，从 1987-1991 财年，新鸿基毅然牺牲了开发物业的高增长，只将不到 20% 的金融资源用于开发物业，开发物业的土地储备从 1960 万平方英尺下降到 1850 万平方英尺，开发物业迸发出来的现金流被集中用于投资物业的拓展；而中小户型的中低端定位和“货如轮转”的策略则进一步强化了开发物业的现金流创造能力。总之，借助内部现金流的平衡，新鸿基尽可能减少对外部融资的依赖，从而实现了平稳的转型——充分利用外部融资，但不依赖于外部融资，这就是新鸿基的转型策略。

与之相对，今天内地的地产企业仍处于转型的前期，一方面，多数地产企业并不具备足以支撑租售并举转型的经营现金流平台，另一方面，宏观调控下今天的地产市场处于一个被扭曲的短周期中，流动性支撑的市场环境面临高波动的风险，也不足以支撑一次集中的转型，企业需要等待一个真正稳定的长周期上升阶段。而在转型前期，合理配置金融资源、探索可复制的商业地产模式、寻找投资物业整体高估下合理的回报率空间就显得尤为重要了。

最后，财务保守是贯穿新鸿基模式的核心，它使新鸿基在整个转型过程中能够应对各种不可预料的逆市冲击，为此公司不惜牺牲开发物业的高速增长和财务杠杆撬动的高回报，因此理性下的平衡是新鸿基模式的根本。

一、 新鸿基转型：十年磨一剑

新鸿基地产（以下简称新地）自 1963 年创办以来，到上世纪 90 年代完成租售并举的转型，其间经历了四个阶段：

第一阶段（1963-1976 年）：专注于销售物业的开发；

第二阶段（1977-1987年）：租售并举的转型前期，以开发物业为主，以 20-30%的金融资源尝试性参与投资物业，探索商业地产模式；

第三阶段（1988-1991年）：集中转型时期，开发物业零增长，集中拓展投资物业；

第四阶段（1992-今天）：租售并举平衡期，通过现金流的均衡配置实现物业结构和收益结构的均衡，从而提升企业对抗低谷冲击的能力。

从创建到完成租售并举的转型，新地用了 30 年的时间，从创建到集中转型经历了 25 年的时间，从提出租售并举战略到集中转型经历了 11 年时间，新地为什么要用如此长的时间来“筹备”转型？而在集中转型期，它又是如何用 4 年时间使投资物业的土地储备增长了 130%、租金收益增长了近 4 倍？

转型前期的耐心与转型期的理性是新地成功转型的关键。

二、 新鸿基：转型基础

上世纪 70 年代中期新地开始尝试性收购和开发一些用于出租的物业，而 1977 年启动的新鸿基中心和帝苑酒店项目则标志着公司租售并举转型之路的开始，但直到 1988 财年新地才正式启动了对投资物业的大规模拓展，所谓“磨刀不误砍柴工”，新地用了 11 年时间来打造转型平台和等待外部机遇，然后用 4 年时间完成了转型布局。新地的转型之路启示我们，对转型条件的把握是转型成功的基础。

2. 1 内部条件

2. 1. 1 庞大的开发物业现金流平台

其实早在 1981 年，新地在营运资本规模不变情况下的净经营现金流首次达到 10 亿港元时，就曾尝试过进行投资物业的大规模拓展，这一年公司在投资物业上的支出达到 10.7 亿港元，显著高于此前几年年均不到 1 亿港元的投资支出，并启动了沙田新城市广场等大型项目。但随之而来的地产低谷让新地放弃了投资物业的大举扩张计划——从 1981 年三季度到 1984 年三季度，香港住宅市场价格平均下降了 32%，零售物业价格下降了 50%，刚从新鸿基中心和帝苑酒店开发的高负债中走出的新地只能集中精力消化开发物业的存货。

1984 年四季度香港地产市场重新复苏，到 1987 年 6 月时，住宅和商业地产的累积价格涨幅均达超过 50%，但从低谷中走出的新地并不急于拓展投资物业，1985-1987 财年，新地仍以销售物业为主，尤其是 1987 财年更以 20 亿港元收购了 22 幅土地、新增了 750 万平方英尺的土地储备。

1988 财年（1987 年 6 月~1988 年 6 月），新地在营运资本规模不变情况下的净经营现金流首次超过 20 亿港元，这一年公司正式启动了租售并举的集中转型，明确提出将在未来三年集中拓展投资物业，使投资物业面积从当时的 680 万平方英尺（430 万平方英尺的落成面积和 250 万平方英尺的待建面积）增加到 1150 万平方英尺，租金收入则从 4.8 亿港元增加到 12 亿港元。规划中的新项目包括沙田新城市广场二期、荃湾广场、元郎广场、新九龙广场、新元郎中心、新屯门中心、香港仔利港中心以及多处高档出租型公寓，新城市酒店（帝都酒店）也在兴建中。1989 财年新地进一步调高扩张目标，计划在未来三年使投资物业总面积提高到 1500 万平方英尺，租金收入提高到 16 亿港元。

从 1977-1988 财年，新地用了 11 年时间来完成转型前期的储备，而储备过程中最大的变化是开发物业现金流平台的扩大。1977 年时新地开发物业在规模不变下的净经营现金流

仅为 1.5 亿港元，而到 1988 年已提升到 22 亿港元，强大的开发物业现金流平台为租售并举的转型奠定了客观基础——从 1988-1991 年，新地进入了租售并举的集中转型时期，4 年间在投资物业上累积现金支出 96 亿港元，使投资物业土地储备从 680 万平方英尺增加到 1560 万平方英尺，并完成了新九龙广场、新城市广场 II 期、帝都酒店、元朗广场、荃湾广场、新屯门中心等 620 万平方英尺的投资物业建设，使落成投资物业面积达到 1050 万平方英尺（其中 660 万平方英尺为区域性商场）；而在百亿投资背后支撑的是开发物业庞大的现金流平台，4 年中新地每年都能产生 10 亿港元以上的净经营现金流，4 年累积产生净经营现金流 95 亿港元（其中约 70 亿港元来自开发物业的贡献），这意味着 4 年中，即使外部融资环境发生变化（如资本市场的熊市或信贷市场的紧缩），新地也可以靠内部现金流平衡完成转型。

2. 1. 2 内部条件：管理能力的积累

除了搭建一个足够大的现金流平台，管理能力的积累与模式的探索同样是新地成功转型的重要内部条件。

自 1963 年创立以来，到 1988 年开始集中拓展投资物业，期间积累了 25 年的地产开发经验和十多年的投资物业尝试，完成了新鸿基中心（1981 年落成）、帝苑酒店（1981 年落成）和沙田新城市广场（1985 年落成）等大型综合项目，为公司积累了写字楼、酒店和零售物业方面的开发管理经验。

到 1987 财年底，新地已落成投资物业达到 430 万平方英尺，加上在建项目，投资物业土地储备约占总土地储备的四分之一，而从 1975~1987 年，公司的总租金收益从 400 万提高到 3.4 亿，净租金收益达到 2.3 亿，贡献了经营利润（EBIT）的 15%——比例虽然不高，但能力和经验的积累为新地大规模拓展投资物业奠定了管理基础。

2. 2 外部条件

如果说现金流基础和管理基础是新地成功转型的内部条件，那么地产市场的整体环境、投资物业市场环境以及资本市场环境则是新地成功转型的外部条件。

2. 2. 1 外部条件：长周期的上升阶段

1988-1991 财年的集中转型、1992-1997 财年的持续投入，新地集中拓展投资物业的时期恰逢战后香港地产市场最长的牛市——从 1984 年四季度复苏以来，直到 1997 年亚洲金融危机，期间虽然经历了 1989 年和 1995 年的小波动，但香港地产市场整体呈上升趋势，期间住宅价格平均增长了 815%，零售物业价格平均增长了 944%。

香港楼价指数(1999=100)

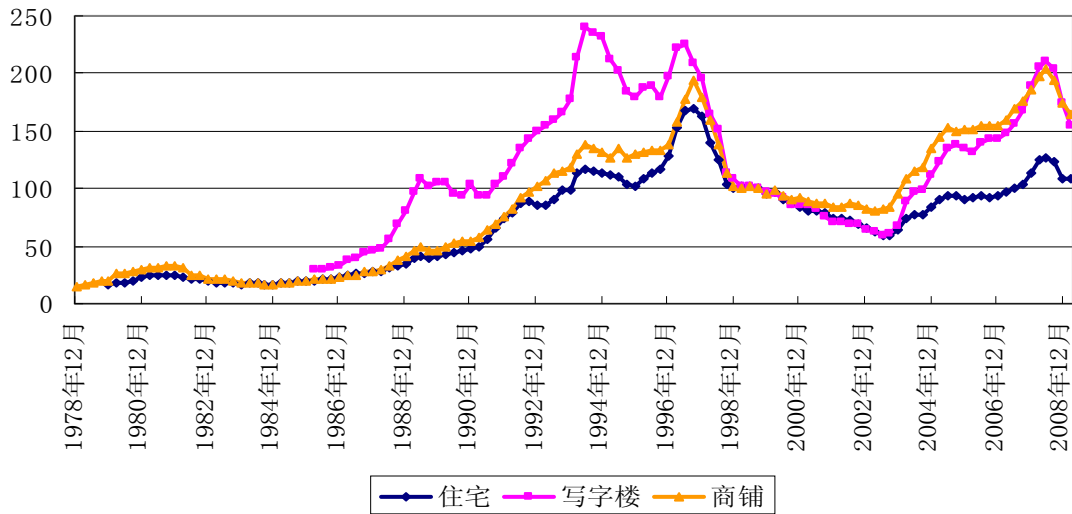


图 () 香港楼价指数变动趋势

而在此期间，随着香港楼价的持续上涨，新地的投资物业支出能力也逐年增强，从 80 年代初每年 1-2 亿港元的投资支出增长到 1997 财年 1 年 130 亿港元的投资支出，投资增长的背后是楼市的长期繁荣，它不仅加速了开发物业的销售，也缩短了投资物业的培育期，租金收益得以迅速提升——从 1984~1997 财年，新鸿基在营运资本不变情况下的净经营现金流从不到 3 亿港元快速提升到 135 亿港元，净租金收益从 1 亿港元提高到 40 亿港元——这些都大大降低了租售并举转型期的风险，成为推动新地成功转型的重要外部条件。

而随着 1997 年亚洲金融危机的爆发，新地的投资支出也逐年萎缩，到 2004 财年时已缩减到 10 亿港元以下，直到 2006 财年随着地产市场的复苏才启动了新一轮的投资增长——显然，商业地产的孵化与持续的投资需要一个长周期的支持。

新鸿基投资物业扩张与市场周期

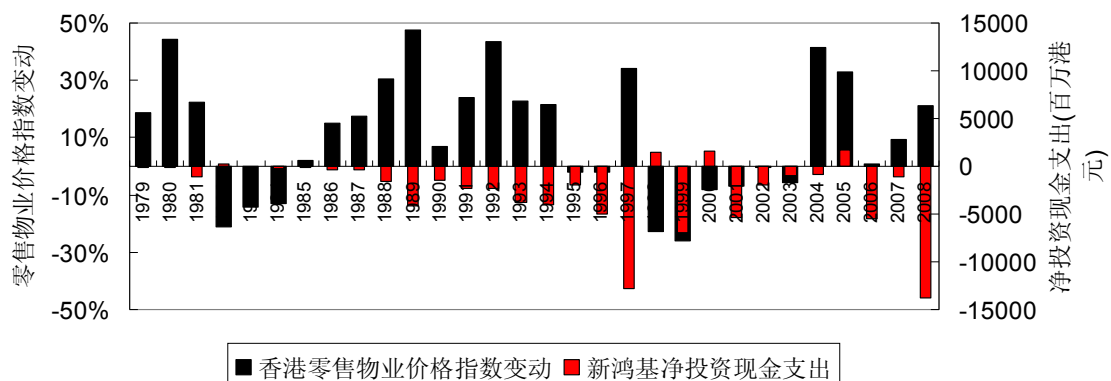
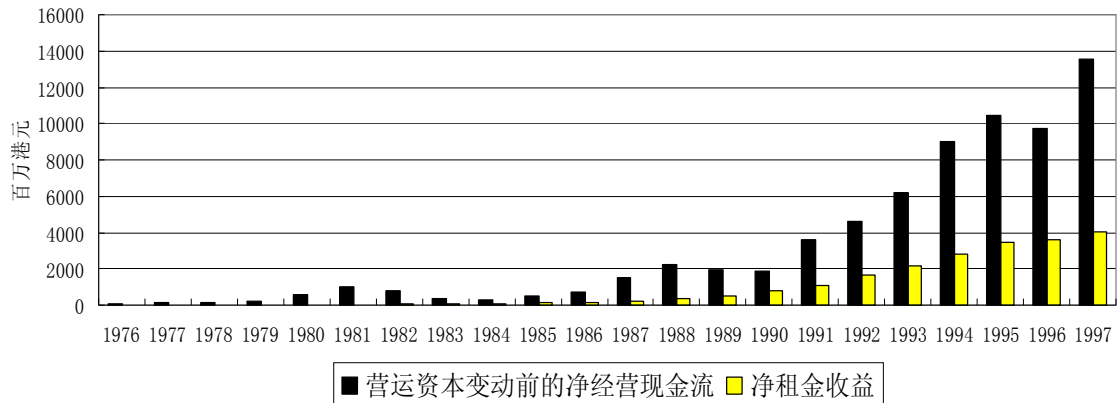


图 () 新鸿基投资物业的扩张与地产市场周期

新鸿基营运资本变动前的净经营现金流和净租金收益的增长



图（）新鸿基营运资本变动前的净经营现金流和净租金收益的增长

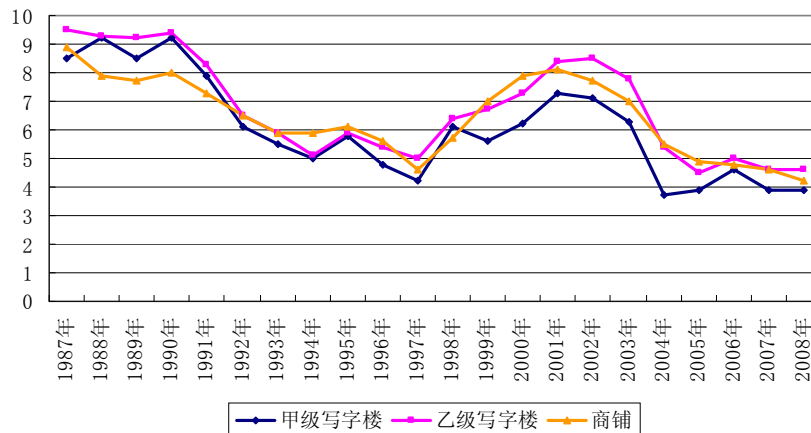
2. 2. 2 外部条件：初期合理的租金回报

除了地产市场的整体繁荣，转型初期投资物业市场的成熟与合理估值也很重要。

从 1987-1990 年，香港甲级和乙级写字楼的租金收益率平均在 9%左右，商铺的租金收益率平均在 8%水平，高租金收益率使新鸿基以成本计算的投入资本回报率达到 20%以上，净资产回报率达到 30%水平，即使以物业的市场价值计量，新地的投入资本回报率仍可达到两位数。

不过，进入 90 年代后，随着楼价的快速攀升，资本化率逐步降低，到 1995 年时商业物业的租金收益率已降至 5-6%水平，在亚洲金融危机前夕，进一步降至 4-5%水平，相应地，新地的投入资本回报率也降至 8%水平，ROE 只有 10%，而从 1998-2009 财年，即使考虑投资物业公允价值变动的贡献，新地平均的投入资本回报率只有 5.5%，净资产回报率只有 7.9%，换句话说，如果新地的转型发生在 90 年代以后，开发成本的上升将使它面临收益率大幅摊薄的压力。

香港商业地产市场化租金收益率(%)



图（）香港商业地产市场的租金收益率变化

新鸿基的投资回报率变化

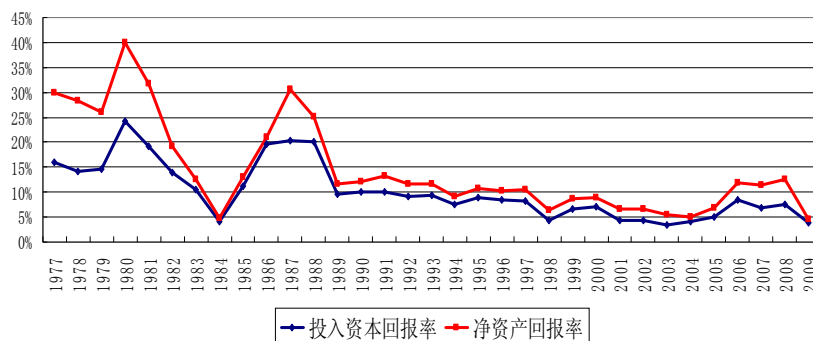


图 () 新鸿基的投入资本回报率与净资产回报率变动

不仅如此，所谓“租售并举”模式，其核心在于租金收益，而不是投资物业的资产升值收益，因为在低谷中租金收益会给企业提供一个相对稳定的现金流保护，而公允价值变动收益却会放大业绩冲击。所以，当整个市场过度追求投资物业的资产升值收益时，投资成本会透支未来的租金收益，租售并举模式在低谷中面临更大挑战。

综上，转型初期相对合理的租金回报是推动新鸿基租售并举转型成功的重要因素之一。

2. 2. 3 外部条件：资本市场的融资支持

产品市场的支持使得新鸿基的净经营现金流平台迅速扩大，而资本市场的支持则进一步加速了转型，并使负债率维持在低位。

尽管新地在努力提高内部现金流创造能力，但在整个转型过程中，外部资本市场的支持也不容忽视。新地在 1988 财年启动集中转型后，于 1988 和 1989 两个财年连续配股，总融资额 40 亿港元，使手持现金增加了 35 亿港元。此后在持续投资的 1992-1997 财年，又分别于 1993、1994 和 1996 财年进行了 3 次股权融资，从 1988-1996 年新地累积在资本市场的股权融资总额达到 170 亿港元，并带动债务融资额增长了 120 亿港元，而净负债资本比则始终维持在 12% 以下。资本市场的支持还进一步加速了租售并举的转型，在没有股权融资的年份，公司的投资支出通常控制在 20 亿港元水平，但在进行股权融资年份则提高到 40-50 亿港元水平。资本市场的配合成为租售并举转型的重要支持。

新鸿基资本市场融资对投资物业发展的支持

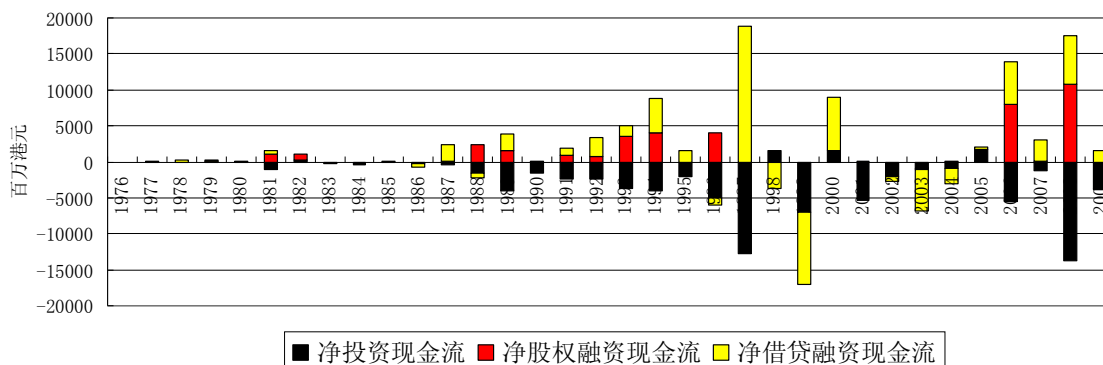


图 () 新鸿基资本市场融资加速了租售并举的转型

2. 3 小结：成功的转型需要内外部条件的配合

从以上分析不难看出，新鸿基租售并举的成功转型既有内部基础打造，又有外部市场机遇的配合，这些条件缺一不可。而从后面的分析中我们发现，今天内地的房地产市场并不具备地产企业集中转型的外部条件，而在内部条件方面，真正达到开发物业现金流平台规模的企业也是少数，租售并举的集中转型，时机未到，我们正处于转型前期阶段。

内部条件：

- 1) 经过 20 多年的发展，建立起一个在维持运营资本规模下能够产生 20 亿港元净经营现金流的物业开发平台，这一现金流平台在集中转型期（1988-1991 年），每年为公司贡献 10 亿港元以上的净经营现金流，四年累计提供了 95 亿港元的净经营现金流（其中开发物业 70 亿）。
- 2) 经过十多年的探索，完成了新鸿基中心、帝苑酒店和沙田新城市广场项目，从而在投资物业上积累起一定的管理经验。

外部条件：

- 1) 转型期恰逢战后香港最长的地产牛市；
- 2) 转型初期投资物业估值相对合理，提供了 8-9%的租金回报率；
- 3) 资本市场给予了持续的支持，从 1988-1996 年累积股权融资 170 亿港元。

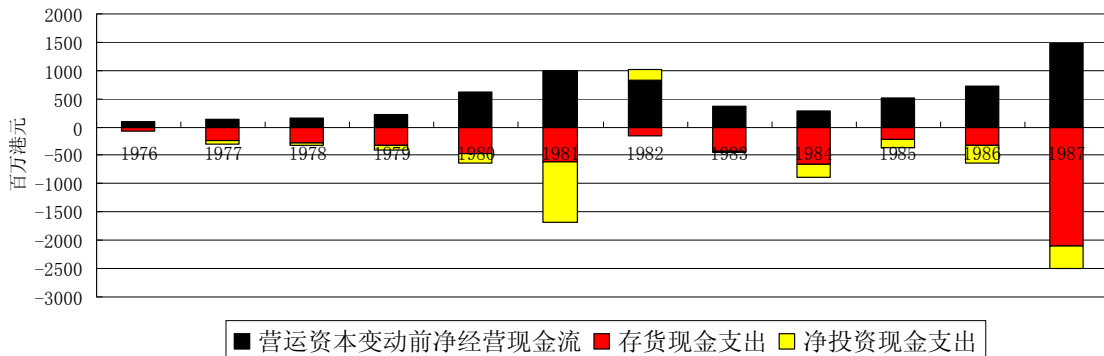
三、 转型前期：现金流平台的打造与商业模式的探索

3. 1 以 80%的金融资源拓展开发物业的现金流平台

新鸿基的转型成功需要内外部条件的配合，为此它经历了一个 11 年的准备期（我们称之为转型前期），目前国内地产公司也大多处于这一阶段，但就是在这一阶段，富力地产因为在投资物业上的过度配置而在 2008 年的低谷中陷入资金链困局，除了富力，还有许多地产企业也都面临开发物业与投资物业争夺现金流的两难选择，在转型前期如何配置开发物业与投资物业的现金流？

从 1976-1987 年，新地在存货（含土地储备）上的累积净现金支出达到 59 亿港元，同期在投资物业上的累积支出为 23 亿港元，两者比例约为 7: 3；不过，在 23 亿的投资支出中，有 10 亿来自 1981 年分拆新城市（新界）地产公司上市所募集的 11 亿港元，如将这部分分拆资金剔除，则转型前期，新地在开发物业和投资物业上的现金流配置比例约为 8: 2，即，公司以 70-80%的金融资源努力拓展开发物业的现金流平台，以便为将来投资物业的发展提供足够的现金支持，同时以少量资金参与投资物业拓展，在积累经验的同时更重要的是进行模式的探索。

新鸿基转型前期的现金流配置策略



图（）新鸿基转型前期的现金流配置策略

3. 2 以 20%的金融资源探索可复制的成功商业地产模式

靠着 20%的营运资金和分拆资金的支持，新地用 11 时间，完成了新鸿基中心、帝苑酒店和沙田新城市广场三个大型项目，并最终选定以新城市广场为模板，在其他新市镇核心区复制区域性 SHOPPING MALL，以此作为租售并举转型的突破口。

1988-1991 年间，新地启动了沙田新城市广场二期、三期、荃湾广场、元郎广场、新九龙广场、新屯门中心、利港中心等多个零售物业项目，到 90 年代初，新地已成为香港拥有最多商场和停车位的地产公司，零售物业占投资物业总土地储备的 70%。实际上，直到 90 年代中期新地才开始把投资物业的发展中心从新市镇区域性商场转向核心区写字楼。

事实也证明，新地选择的区域性商场模式确实适应了当时香港新城区的拓展需求，而公司在传统模式基础上探索出的包含影院等娱乐设施和大型停车场在内的城市综合体已成为今天的市场主流。创新的模式探索让新地的投资物业从发展之初就享受着稳定的租金收益，并实现了快速增长，净租金收益从集中转型前的 1 亿港元，增加到集中转型期结束（1991 年）时的 10 亿港元，再增加到亚洲金融危机中的 40 亿港元，成功商业模式的复制是租售并举的核心。

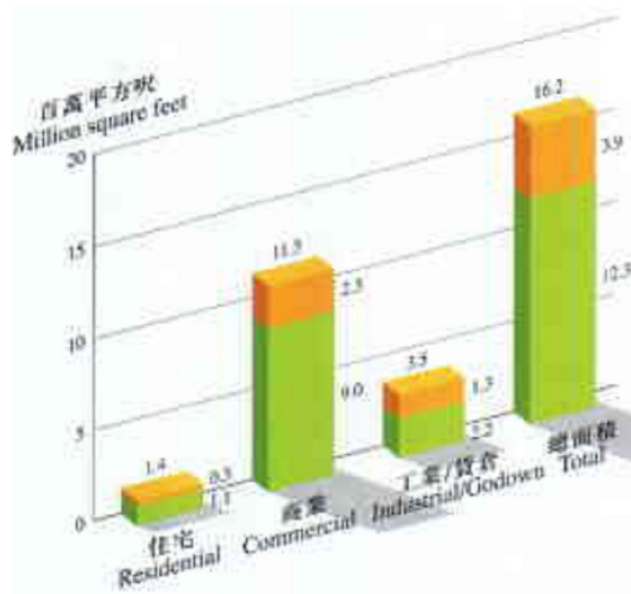
对于内地的地产企业来说，在投资物业整体收益率水平较低的情况下，探索收益率提升空间和可复制的商业地产模式就显得更为重要了。

“新城市广场的发展已被证明为一项空前成功，因此集团会在隔邻地盘发展新城市广场第二期……本集团拥有为数九间戏院（电影院），包括位于新城市广场非常成功之 UA6 六间迷你戏院及其他三间新近开业之戏院……”

——1986 年年报业绩讨论

“本集团之投资物业组合包括各类用途的物业，而区域性商场为其中重要一环，亦是本集团率先在本港推行的新构思。”

——1993 年年报业绩讨论



图（）新鸿基的投资物业土地储备（1993年）

3.3 小结

总之，处于租售并举转型前期的地产企业，最重要的任务就是拓展开发物业的现金流平台，同时探索商业地产的收益率提升空间和可复制的成功模式，而在这一过程中，现金流的平衡配置成为健康发展的关键，实际上，在后面的分析中我们会发现，在新地转型的各个阶段现金流配置比例是截然不同的。

转型前期，开发物业与投资物业的现金流配置比例=8：2

集中转型期，开发物业与投资物业的现金流配置比例=2：8

租售平衡期，开发物业与投资物业的现金流配置比例=5：5

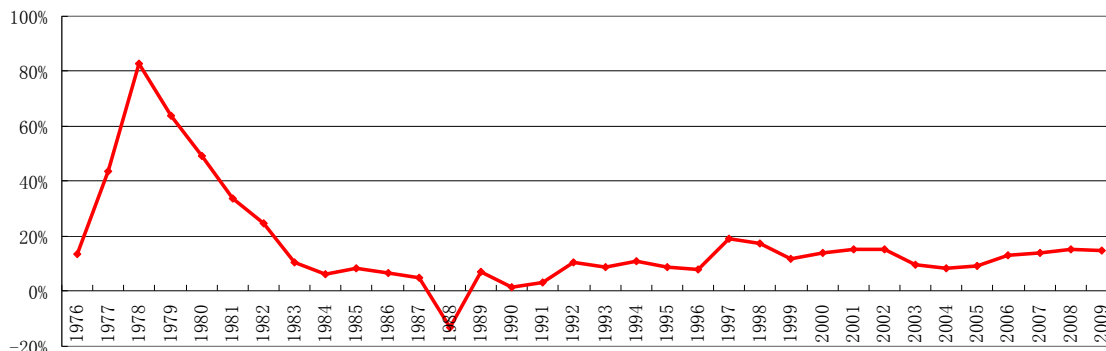
四、集中转型期：利用外部融资，但不依赖外部融资

4.1 财务保守：贯穿始终的核心理念

在完成了开发物业的现金流平台搭建和投资物业的模式探索后，从1988-1991年，新地进入了集中转型期，这是整个转型过程中最危险的时期，而新地能平稳度过，最核心的原则就是财务保守——自1983年以来，新鸿基的净借款资本比（（有息负债-现金及等价物）/权益资本）从未超过20%。

为了保持低负债，新地仅在发生股权融资的年份才相应放大债务融资额（1997年除外）：1980-2009财年，新地净股权融资总额375亿港元，净债务融资总额362亿港元，也就是说公司每增加1元股权融资，才会增加1元债务融资。

新鸿基的净负债资本比



图（）新鸿基的净借款资本比

20%的净借款资本比对于多数国内地产企业来说是一个太过保守的负债率水平——2009 年中期 A 股地产上市平均的净借款负债率为 42%，但正是这种财务保守保障公司在外部融资环境发生变化时，也能顺利完成转型。前面已经提到，在 1988-1991 年的集中转型期，公司 4 年累积净经营现金流入 95 亿港元，而四年累积净投资现金支出 96 亿，无需依靠外部融资就可以实现内部现金流平衡；而在整个投资物业组合的构建过程中（1988-1997 财年），公司累积净经营现金流入 270 亿港元，期间股权融资 170 亿港元，两者相加可提供 540 亿港元现金，同期累积净投资支出为 395 亿港元，结果转型过程中，不仅无需依靠债务融资，还进一步降低了负债率的水平。

财务保守另一个好处是：即使公司错误判断宏观形势，也不会遭遇财务危机。其实在新地的发展过程中也曾有过几次错误判断宏观形势，如 1997 财年时，新地曾大举增加借贷 200 亿港元，以支持在投资物业上 130 亿港元的支出和开发物业上 100 亿港元的土地储备，这是新地二十多年来唯一一次在没有股权融资支持下就大规模扩张的经历，不幸的是伴随此次扩张的是香港最长的地产熊市，幸运的是，此前的财务保守使新地免于灭顶之灾，即使大举增加负债 200 亿，在金融危机爆发时公司的净负债资本比也仅为 19%！

其实，财务保守不仅是转型期新地的原则，也是贯穿新地整个发展历史的核心原则，它也是新地在竞争激烈的香港地产市场上能够屹立不倒，并成为最大地产公司的根本。

4. 2 开发物业的零增长牺牲

财务保守在提供安全性的同时，必然会以增长速度为代价，而对于租售并举转型期的地产企业来说，这集中体现为转型期开发物业的低速、甚至零增长。

在转型前期，新地在开发物业和投资物业上的现金流配置比例（剔除分拆资金）约为 8:2，但在集中转型期，这一比例被倒置过来：1988-1991 四个财年，新地累积的投资物业支出为 96 亿港元，而同期存货和土地的现金支出仅为 20 亿港元，即，公司只将营运资金和融资额的 18%用于开发物业，以维持开发物业的整体规模和现金流能力。

结果，从 1987-1991 年，开发物业的土地储备从 1960 万平方英尺降至 1850 万平方英尺，而同期出租物业的土地储备（包括已落成出租物业和在建出租物业）从 680 万平方英尺增加到 1560 万平方英尺。

新鸿基的现金流平衡

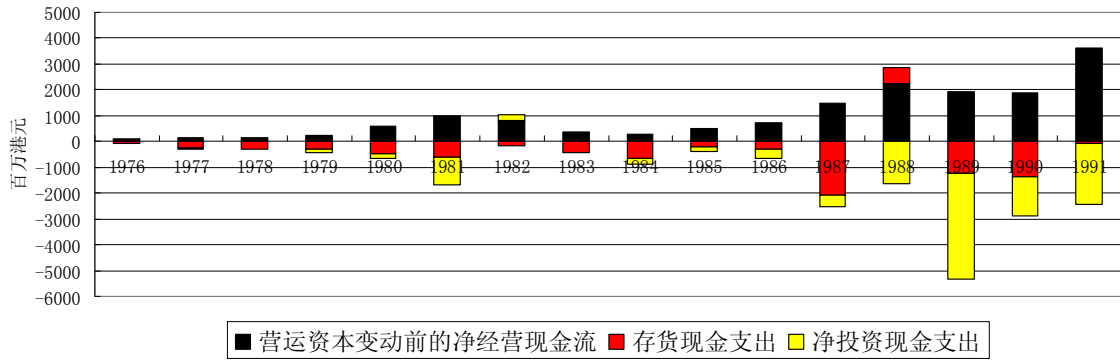


图 () 新鸿基集中转型期开发物业和投资物业的现金流配置

新鸿基的土地储备结构

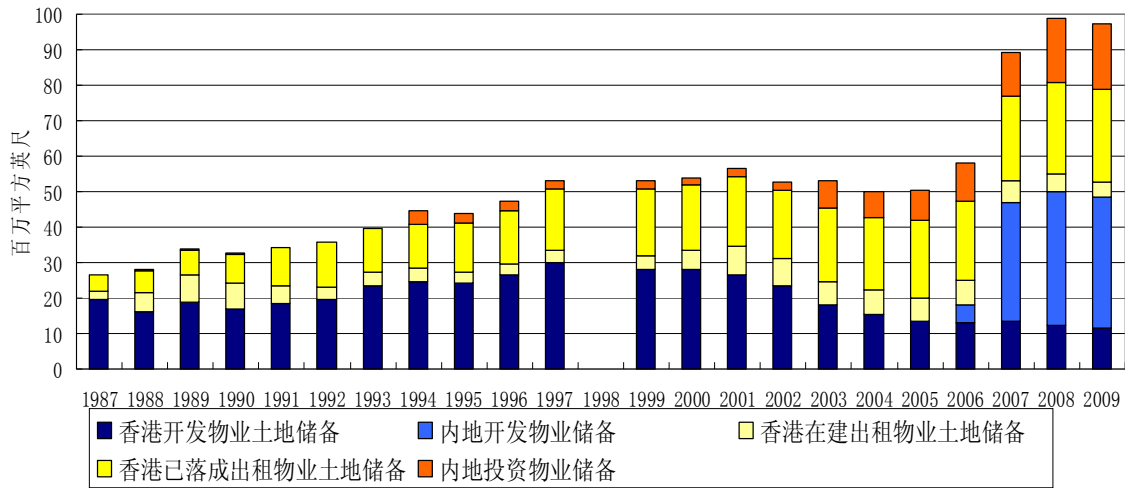


图 () 新鸿基的土地储备结构

开发物业的减速增长为投资物业的发展提供了每年 10 亿港元以上的净经营现金流，四年累计提供了 95 亿港元的净经营现金流（其中净租金收益贡献了 25 亿港元，其余 70 亿港元均来自于物业销售）。尤其是 1988 年，新地的净土地支出仅为 750 万港元，1991 年也仅为 6300 万港元，均显著低于此前 5 年年均 2.7 亿港元的土地支出水平，更低于同期香港地产市场的整体扩张速度（从 1987 年 6 月~1991 年 6 月，香港住宅价格累积涨幅达到 114%）。

其实，靠增加外部融资，这一时期的新地完全可以实现投资物业与开发物业的同时增长，但新地之所以选择放弃开发物业的高增长，而维持保守的负债水平，目的就在于降低转型期企业对外部融资的依赖程度——尽管这一时期新地进行了两次股权融资，尽管它的借款额增加了 28 亿，但它并不依赖于此，在负债增加的同时，现金及等价物也增加了 35 亿，净借款资本比降至 3%，在股权融资 48 亿港元的同时分红支出了 45 亿——靠着内部现金流的平衡、靠着近于保守的谨慎，新地完成了租售并举的转型。

如果说转型前期现金流的配置与平衡是一种能力的话，那么转型期 2: 8 的比例、开发物业的零增长，则是一种理性，它需要的不是能力、不是技术，而是一份对财务安全的坚守，在整个市场都享受着牛市的喜悦，房屋供不应求，地价节节攀升时，有多少企业能“忍受”开发物业的零增长，甚至是土地储备的负增长？

4.3 货如轮转，强化现金流平台

新鸿基作为香港最大的地产企业，其标志性的发展策略除了“租售并举”，另一个被人们津津乐道的就是“货如轮转”，而这两项看似无关的策略其实有着密切的联系。

以开发物业起家的新鸿基，在上世纪 60、70 年代是以“人弃我取”的逆市套利作风而闻名，不过，随着规模的扩张和租售并举的转型，公司开始坚持“货如轮转”的战略，即，不计较个别楼盘的得失，而致力于整体资产负债的平衡。

在“货如轮转”策略下，无论高峰低谷，新地每年都要保持一定的销售规模，以维持足够的经营现金。如在 1982-1984 年的低谷中保持每年 100 万平方英尺以上的销售面积，1984 年更把当年的完成物业规模提高到 286 万平方英尺的历史高水平。在亚洲金融危机期间也是如此，尽管香港房价已跌了六成以上，但新地仍保持每年 400 万平方英尺以上的新盘推出，在最低迷的 2003 年更是推出了 620 万平方英尺的新盘。

在快速推盘的同时，新地也强调即使在低谷中也要保持每年 80% 以上的新盘销售率，甚至不惜大幅降价，典型的例子是，在亚洲金融危机期间，新鸿基与长江实业两家地产公司竞相打折，双方销售代表甚至因为争抢客源而发生暴力冲突，要劳动两家集团主席出面调停。

为什么不惜以打折为代价也要坚持“货如轮转”？这是因为从某种意义上讲，货如轮转是租售并举的保障，货如轮转的根本是现金流的轮转，而无论高峰低谷，永不停息的现金流创造能力是开发物业支持投资物业扩张的唯一方式。

除了快速开发和低谷期的大幅降价，货如轮转策略的另一个表现是，新地自成立以来一直到 90 年代上半期都以“新市镇中小户型大众化住宅”和工业地产为主要销售产品，土地储备中三分之二位于新界，50% 左右为中小户型项目，30% 为工业地产项目——实际上，直到 1994 年，新地才开始向豪宅项目拓展。

之所以选择大众化的产品组合，除了更容易达到租售并举模式下对开发物业的现金流规模要求外，更重要的是新地希望以低谷期的刚性需求来减缓周期波动的冲击，尽可能创造相对平稳的现金流。而事实也确实如此，在货如轮转的策略下，亚洲金融危机中（1997-2003 财年），新地的开发物业在营运资本规模不变的情况下每年仍可提供 20 亿港元的净经营现金，6 年累积贡献了 200 亿港元的经营现金。而低谷中的“自我造血”能力强化了开发物业的现金流平台，进一步减少了租售并举转型过程中对外部融资的依赖程度，使企业即使在转型过程中遭遇难以预料的市场逆转，也不会面临过大的资金压力。

综上，新地对货如轮转策略的坚持提示着我们，高端定位的地产企业在实现租售并举的转型中将面临更大的挑战，因为其开发物业的现金流平台在低谷期更加不稳定，一旦在转型过程中遭遇市场逆转，不仅无法支持投资物业的继续扩张，甚至会自身难保。

“本公司向采取灵活经验，以适应市道需求，目前本公司属下各发展中地盘，大部分为细面积住宅单位，适合普通大众需求。”

——1983 年董事局主席报告书

“本集团一向致力发展中小型住宅楼宇，未来政策亦将继续于各发展中之新市镇内进行大规模住宅计划，提供类同之中小型住宅，以适应不断之需求。”

——1990 年董事局主席报告书

4.4 小结

综上，集中转型期的新地其核心理念只有一个，就是尽可能减少对外部融资的依赖，以应对各种潜在的、不可预料的市场冲击，为此公司：

- 1) 始终坚持财务保守原则，净负债资本比保持在 20%以下；
 - 2) 开发物业零增长，仅以 20%的金融资源维持开发物业规模；
 - 3) 奉行货如轮转策略，以大众化定位和快速销售来强化开发物业的现金流创造能力，为投资物业的发展提供一个更平稳的现金流平台。
- 总之，转型期的新地在充分利用资本市场融资，但它却显然并不依赖于此。

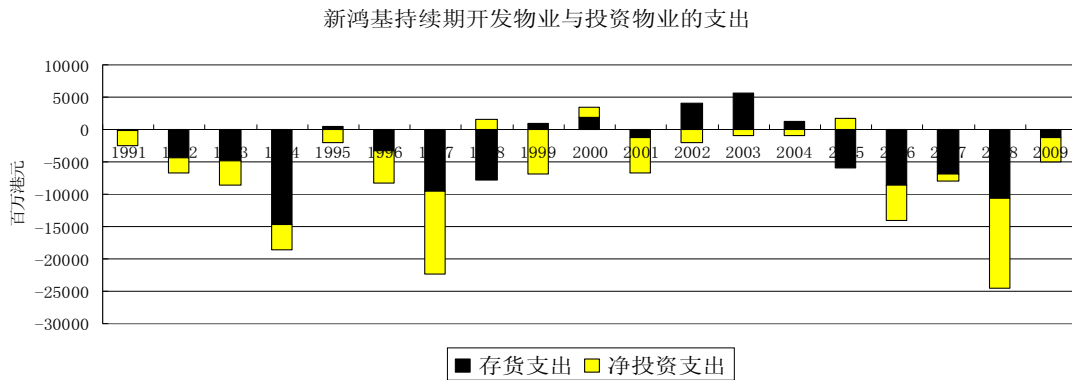
五、 租售并举阶段的现金流平衡术

5.1 现金流平衡

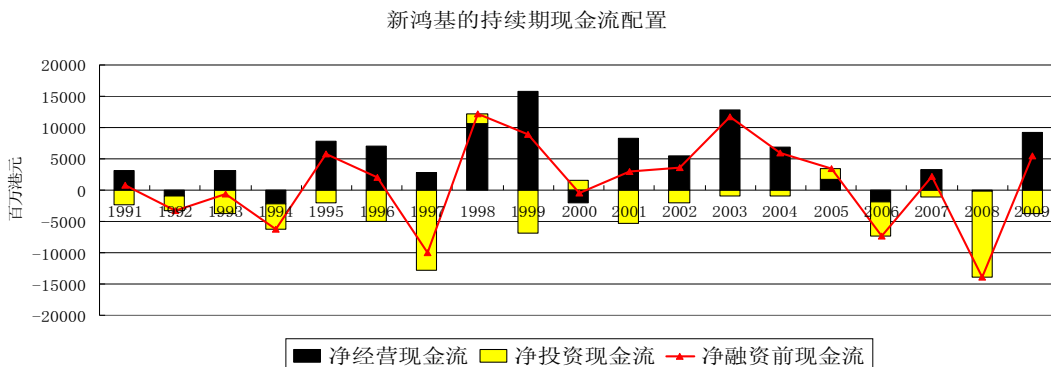
1992 年新鸿基重新启动了开发物业的增长，并由此进入了开发物业与投资物业并行扩张的持续期。从 1992-1997 财年，新地的开发物业土地储备从 1850 万平方英尺增加到 2990 万平方英尺，投资物业的土地储备从 1560 万平方英尺增加到 2100 万平方英尺，均扩张了 50%左右，而在此期间，新地每年在投资物业上的支出保持在 20 亿港元以上，累积投资支出 300 亿港元；同时，在开发物业上累积的存货支出也达到 360 亿港元。

但在 660 亿港元投资支出的背后是严谨的现金流平衡：从 1992-1997 财年，新地的开发物业在规模不变情况下累积创造了 360 亿港元经营现金，恰好能支持 360 亿港元的存货扩张；而投资物业的净租金收益累积贡献了 180 亿港元现金，加上三次股权融资贡献的 120 亿港元，也恰能支持 300 亿港元的投资物业扩张——债务融资似乎并不在新地的考虑中。

在开发物业上实现自我现金平衡，在投资物业上靠资本市场融资来弥补资金缺口，这就是繁荣期新地的并行扩张策略。



图（）租售平衡阶段新鸿基在开发物业和投资物业上的并行扩张

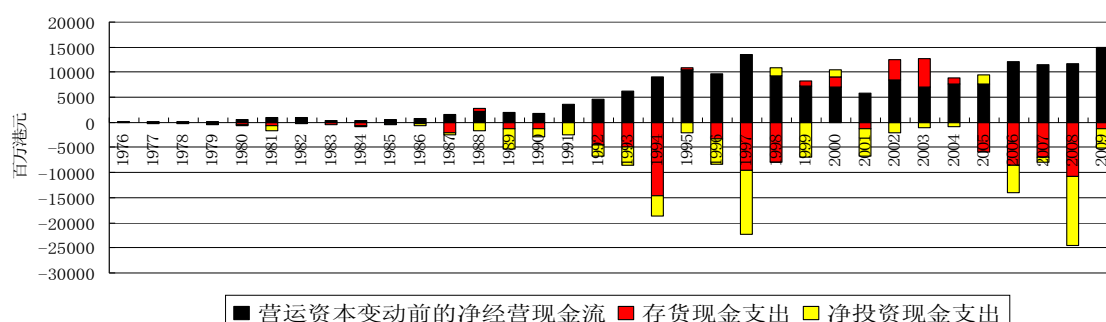


图（）租售平衡阶段经营现金流与投资现金流的内部平衡

而在低谷期，并行扩张就变成了开发物业的全面去存货和投资物业的维持性投资。以亚洲金融危机中的新地为例，从 1997-2003 财年，新地开发物业的土地储备从 2990 万平方英尺削减到 1810 万平方英尺，去存货贡献了二百多亿的经营现金，与此同时，投资物业贡献了 250 亿港元的净租金收益——不过与开发物业的全面去存货不同，投资物业的开发期更长，某些项目一旦启动很难停止，所以即使在危机期间，新地累积的投资物业支出仍达到 120 亿港元，剩余的租金收益和去存货的现金贡献被用于减债和支付红利，到 2003 财年末公司的净负债资本比已从 19% 使降至 8% 水平。

从整个周期过程看，进入租售平衡阶段的新地（1992-2009 财年），累积的投资支出和开发物业的存货（包括土地）支出额惊人的平衡，均为 650 亿港元，即，从长期看，公司在开发物业和投资物业上的资源配置比例为 5：5。

新鸿基的现金流平衡

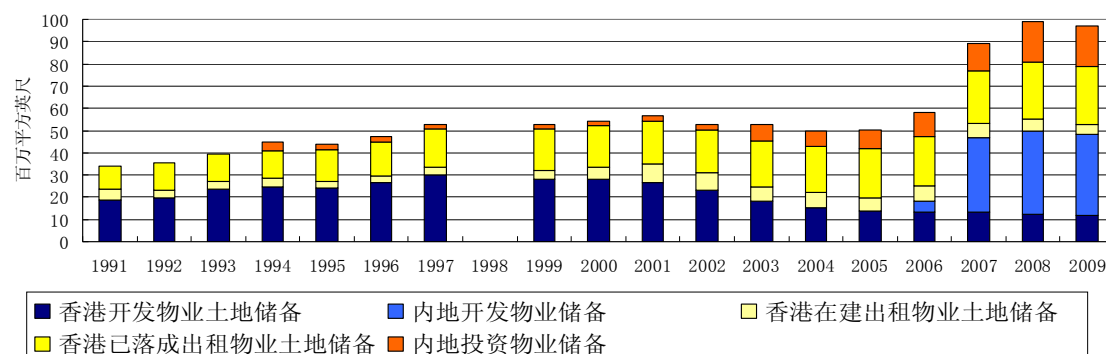


图（）新鸿基租售平衡阶段现金流的平均配置

5. 2 物业结构均衡

现金流的均衡配置推动了物业结构的均衡配置。在集中转型阶段结束时（1991 财年末），新地在投资物业上的土地储备占总土地储备的 45%，亚洲金融危机中，随着开发物业的去存货，这一比例曾一度上升到 70% 水平，但近年来内地业务的拓展使投资物业的比例又回落至 50% 左右：截止 2009 财年末，公司在香港的开发物业土地储备 1160 万平方英尺，内地开发物业土地储备 3690 万平方英尺，合计 4850 万平方英尺；投资物业方面香港已落成及在建项目总面积 3030 万平方英尺，内地已落成及在建项目总面积 1840 万平方英尺，合计 5480 万平方英尺，租售基本平衡。

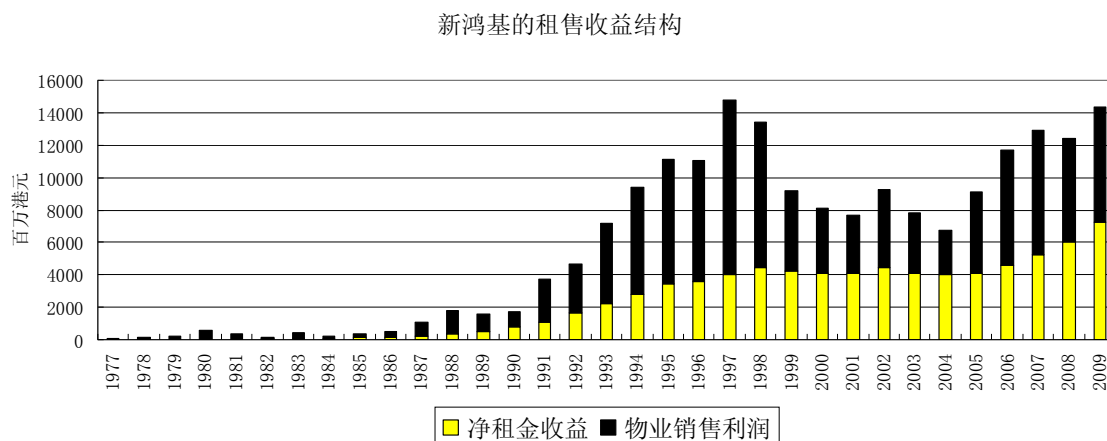
新鸿基的土地储备结构



图（）新鸿基租售平衡阶段的土地储备结构变化

5.3 收益结构的均衡

物业结构上的平衡最终实现了收益结构的平衡，在地产市场的周期波动中，新地的净租金收益从零稳步增长到 70 亿港元，在经营利润中的平均占比达到 40%——虽然这一比例会随着开发物业的业绩波动而有所变化，繁荣时期会降至 30%水平，而低谷时期会升至 50%甚至更高水平，但波动中的相对均衡增强了新地整体的抗冲击能力，也成为租售并举模式下的理想结构。



图（）新鸿基的租售收益结构

5.4 小结

回顾新地的整个租售并举转型之路，在开发物业和投资物业上的现金流均衡配置贯穿始终，从转型初期的 8: 2，到集中转型期的 2: 8，再到租售平衡阶段的 5: 5，数字的变化不仅反映了每个阶段的发展重点，更体现了新鸿基模式下对内部现金流平衡的重视，只有实现了内部现金流平衡，才能减轻对外部融资的依赖，也才能维持相对的财务保守。

图（）新鸿基租售并举转型之路的战略总结

六、 新鸿基模式：耐心+理性+机遇

6.1 新地模式的总结

新鸿基的成功转型需要多项基础条件：包括企业发展出足够大的开发物业现金流平台；积累了多年的地产开发和管理经验，并探索出可复制的成功商业地产模式；同时，地产市场整体处于一个长周期的上升阶段，投资物业市场相对成熟，能提供合理的租金回报，以及资本市场能提供持续的融资支持。为此，新地用 11 年的时间来打造一个足够大的现金流平台、完成商业地产的模式探索，和很重要的，等待市场时机。

11 年的准备凝结成 4 年的集中转型，从 1987-1991 财年，新鸿基毅然牺牲了开发物业的高增长，只将不到 20% 的金融资源用于开发物业，开发物业的土地储备从 1960 万平方英尺下降到 1850 万平方英尺，开发物业迸发出来的现金流被集中用于投资物业的拓展；而中

小户型的中低端定位和“货如轮转”的策略则进一步强化了开发物业的现金流创造能力。总之，借助内部现金流的平衡，新鸿基尽可能减少对外部融资的依赖，从而实现了平稳的转型——充分利用外部融资，但不依赖于外部融资，这就是新鸿基的转型策略。

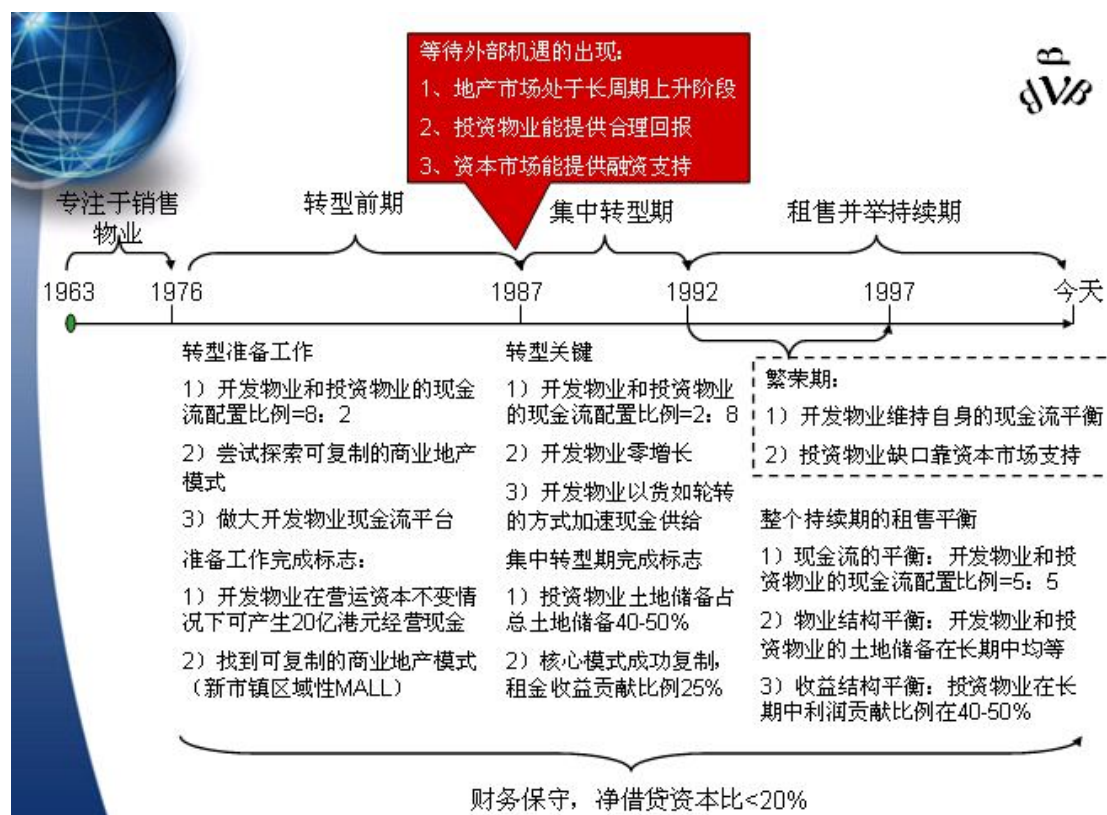


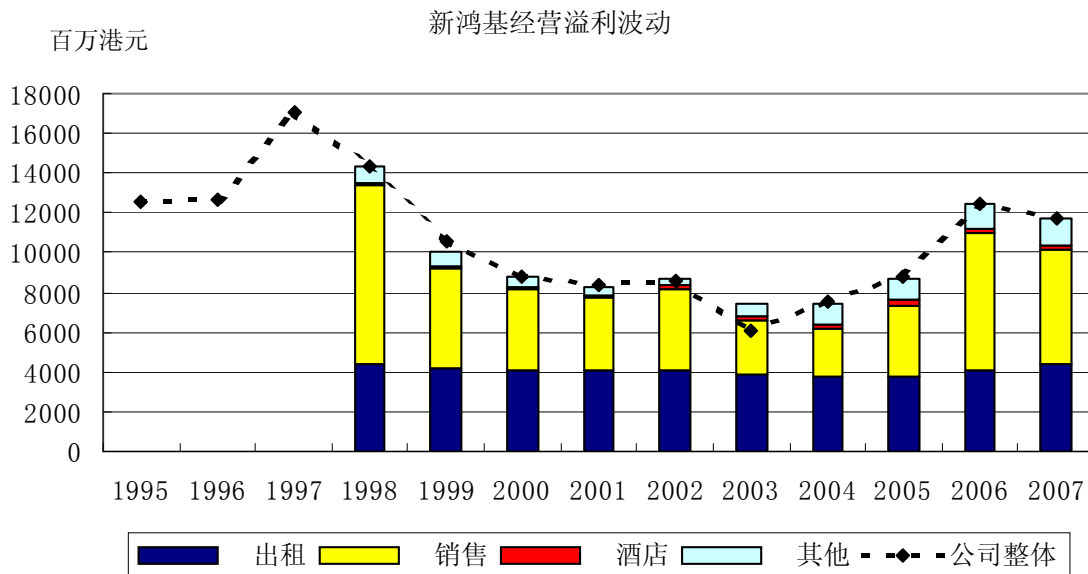
图 () 新鸿基租售并举转型之路的总结

6. 2 新鸿基租售并举模式的意义

经历了三十多年的发展，新鸿基终于完成了租售并举的业务结构搭建，而这一模式也确实增强了新地在低谷阶段的抗冲击能力。

在亚洲金融危机中，尽管新地开发物业的业绩波动也很大，但投资物业却保持着每年40亿港元以上的净租金收益贡献，从而有力的保护了低谷阶段的开发物业。

租售并举模式下抗冲击能力的增强无疑是新鸿基模式的重大意义。



图（）新鸿基投资物业的稳定收益支撑着集团整体的业绩表现

6.3 新鸿基模式的问题

6.3.1 转型要求高、转型难度大

今天新鸿基均衡的地产业务结构和收益结构使它成为许多地产企业的理想模式，不过从上面的分析中我们不难看出，新鸿基模式其实并不容易效仿，新地租售并举的转型之路并不容易，它对企业提出了很高的要求：

- 第一，新地模式要求企业具备一定的开发物业规模和现金流创造能力；
- 第二，除了内部条件外，新地模式更要求外部条件的配合，包括地产市场处于长周期上升阶段、投资物业的合理估值和资本市场的繁荣，而这些都是地产企业自身难以控制的，只能耐心等待机遇的出现；
- 第三，新地模式要求企业有一个较长的转型准备期，在此期间以 20-30% 的金融资源来尝试性投资商业地产，积累经验的同时更需要探索可复制的成功模式；
- 第四，新地模式下集中转型期的企业面临高风险，企业必须有足够的战略理性，能够毅然牺牲开发物业的短期增长，以开发物业的零增长为代价来支持投资物业的集中扩张；
- 第五，新地对“货如轮转”策略的坚持也显示，高端定位的地产企业可能更难以实现租售并举的转型；
- 第六，贯穿始终的保守财务策略对于多数企业来说同样难以坚持。

6.3.2 投资物业高估背景下的收益率压力

新地模式的另一个问题是，在市场整体高估的背景下转型收益率可能会较低。1989 年新地将投资物业以公允价值入帐，此后，在繁荣期新地的投入资本回报率在 8% 左右，净资产回报率在 10-12% 水平；而在低谷期，净资产回报率降至 5% 水平。近年来随着整个地产市场的波动，收益率进一步降低，即使考虑了投资物业公允价值变动的收益贡献，自 1998-2009 年新地平均的投入资本回报率仅为 5.5%，净资产回报率仅为 7.9%，过去 5 年平均的投入资

本回报率也只有 6.4%，净资产回报率为 9.5%——上世纪 80 年代的高租金收益、高升值收益已经难以寻觅了。

而对于内地的地产企业来说形势更加严峻，不断攀升的土地成本透支了租金收益的上升空间，如果企业不能在开发或再开发过程中创造超额收益，租售并举将拉低整体收益率表现，使企业面临更大的投资人压力。

新鸿基的投资回报率变化

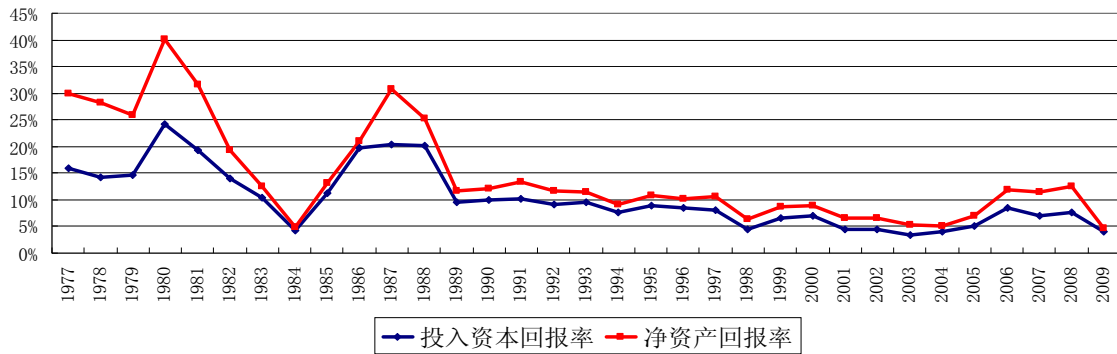


图 () 新鸿基的投资回报率变化趋势

七、 新鸿基模式对内地地产企业的启示

7. 1 只有“大”企业才能走租售并举的道路

随着地价成本的持续攀升，目前国内投资物业的建造成本也直线上升，核心区上规模的写字楼投资额都在 10 亿以上，大型 Mall 或城市综合体的投资规模更大，中粮百亿投资就打造了三个大悦城。以此推算，要实现真正的租售并举，集中转型期的投资规模至少在百亿以上，即使分四年投入，每年的规模也应在 25 亿以上，而以 2009 年中期数据估算，仅有保利地产和万科两家公司在营运资本规模不变的情况下能够产生 25 亿以上的净经营现金，在香港上市的内地地产公司中也仅有中海地产、富力地产等少数企业能达到规模，实际上，A 股地产上市公司平均的不变规模下净经营现金仅为 4 亿元，在此背景下，所谓的租售并举只能依靠外部融资支持，而从新鸿基的转型过程看，过度依赖外部融资的租售转型是脆弱的，经不起任何市场逆转的冲击。因此，对于多数地产企业来说，当前的现金流平台还不够大，仍处于转型前期拓展开发物业现金流平台的阶段。

表 () 部分地产 A 股及香港地产上市公司营运资本变动前的净经营现金流

	2009E	2008	2007
万科	71	47	54
保利地产	29	32	15
金地集团	16	24	17
招商地产	9	9	11
中国海外		70	64
富力地产		45	47
碧桂园		41	66
合生创展		37	39

华润置地		17	18
绿城中国		7	6

7.2 转型前期 8:2 的配置比例

从新鸿基的分析中我们看到，转型前期的地产企业以总金融资源（以经营现金为主，包括股权融资和适度的债务融资）的 70-80% 投资于开发物业，用以做大开发物业的现金流平台；而将投资物业的现金流配置比例控制在 20-30%，仅用于模式的探索和经验的积累。

与之相对，内地不少地产企业在租售并举的冲动下正在或计划进行大规模的投资物业扩张，企图用 3-5 年的时间来浓缩新地十多年的转型历程，但最终浓缩的只能是风险，8:2 的比例与耐心的积累是新地模式的基础。

7.3 探索商业地产新模式的重要性

从 1977-1988 年，新地用 11 年时间完成了两项重要任务，一是开发物业的现金流平台搭建，二是通过各种商业物业上的尝试，最终找寻到具有稳定收益且可复制的成功模式，对于当时的新地来说，那是新市镇的区域性 MALL，对于今天的内地地产企业来说又是什么呢？

所谓的租售并举，目的绝不仅仅是获取投资物业的升值收益，在提高抗冲击能力方面，投资物业的租金收益贡献远比资本收益贡献更加重要，但当前内地商业地产的投资成本早已透支了租金上升的空间，租金回报率普遍较低，甚至不足以覆盖利息成本，在此背景下，寻找能产生合理回报的空间就显得尤为重要了，否则，即使搭建了租售并举的架构，也无法实现低谷期的“以租养售”。

7.4 货如轮转与租售并举

新鸿基对“货如轮转”模式的强调也提示着我们高端定位的地产企业要实现租售并举，难度更大。为什么？

- 第一，与高端定位的企业相比，大众化定位的企业显然更容易实现现金流平台的规模目标。
- 第二，从各国经验看，高端定位的地产企业中相当一部分需求来自于投资者，而投资者常常具有追涨杀跌的特性，因此高端产品在经济低谷中遭遇的市场冲击更大；相对的，大众化定位的产品在降价幅度达到一定程度时还可以通过刚性需求的启动缓解冲击。也因此，要防范转型期难以预料的市场冲击，以大众化定位为特征的货如轮转策略显然更加有效。

7.5 新地模式的核心：财务保守

效仿新鸿基模式就不能忽视它的财务保守策略。即使是在转型前期，我们的目标是做大开发物业的现金流平台，但规模扩张过程中的财务安全同样重要，这不仅是因为集中转型前夕我们必须将负债率降至低水平，以便为转型期的投资扩张留出空间（1988 年时新地的净借款资本比为负数，即，它的手持现金超过了银行贷款总额），还因为没有发展速度的控制和安全底线的支撑，企业可能还没等到真正的转型期就已面临财务危机了。

回到富力地产，其实以富力地产 2007、2008 年营运资本变动前 40-50 亿的净经营现金流测算，其每年 10 亿左右的投资物业支出，比例并不是很高，所以富力的根本问题并不是投资物业的扩张，而是开发物业上的过度激进，高峰期百亿规模的土地储备支出才是高负债与财务危机的根源。

7. 6 今天还不是时候

诚然，中国的地产市场还有很大的成长空间，中国的城市化进程还没有结束；但从 1998-2007 年，中国地产市场已经经历了一个长周期的上升，只是次贷危机的冲击下，正常的周期已被干扰。从宏观调控到政府救市，今天的地产市场正处于一个被扭曲的短周期中，流动性支撑的市场环境面临高波动的风险，并不足以支撑一次集中的转型，企业需要等待一个真正稳定的长周期上升阶段。

总之，耐心、谨慎与理性是整个新鸿基租售并举模式的中心理念，任何急噪与冲动都无法实现最终的转型，新地模式下的租售并举是一条漫长的道路。