

# 谁是下一个顺驰？

## 四成上市地产企业 扩张速度超越极限

### 摘要

剖析“顺驰”这家“过去式”的企业，更重要的意义在于，它为我们影射出，更多地产企业身上的“顺驰”影子。

我们发现，在 48 家房地产类 A 股上市公司中，至少有 20 家，扩张速度已显著超越极限。这种状况，正类同于“顺驰”在过去几年的发展轨迹。那么，这 20 企业中，有谁会成为“下一个顺驰”吗？

不同于主流言论中的“资金链断裂”说，我们的研究员研究表明，对于房地产这样一个重资产、低周转的行业，一次性的股权融资，仅能支持 2-3 年的超速增长，并不能解决企业的长期增长问题。

而以国内房地产上市公司 0.3 倍的平均资产周转率计，企业要想获得 10% 的收入增长，就需要 30% 的资产扩张。资产的扩张在融资约束下，意味着负债的增长，但企业的负债能力并不是无限的。超速扩张的必然结果是负债率的直线上升，这就是“顺驰”落败的主因。

每个房地产企业都有一个极限扩张速度，这是这个行业的本质。也因此，提高极限扩张速度，才是这个行业内企业实现超越式发展的根本路径！

那么如何才能提升企业的极限扩张速度呢？极限扩张速度主要由公司的资产周转能力和利润率决定：资产周转越快、营业利润率越高，所能支撑的极限扩张速度就越大；反之，越小。总之，周转率与利润率的提升才是房地产企业的核心竞争力所在。

另一方面，本文进一步的模拟演算还显示，在利润率与周转率之间存在着相互制约与权衡的关系，片面追求利润率不但不能获得高增长，还将导致“负增长”——适中的产品定位和适量的土地筹备，是房地产企业扩张和追赶的捷径。

最后，关于极限扩张速度及它所揭示的企业提速空间，你可以有不同的解读，既可以用它发现“下一个顺驰”，也可以用它塑造“下一个万科”，但核心是，从顺驰到万科，没有“特快”！

2006年9月，10亿元资金缺口，迫使孙宏斌以12.8亿元的超低价，卖出了“顺驰”55%的控股权给香港路劲基建公司。孙宏斌还以个人持有的融创集团60%的股权作抵押，向路劲基建公司贷款5.7亿元，贷款利率高达12%。

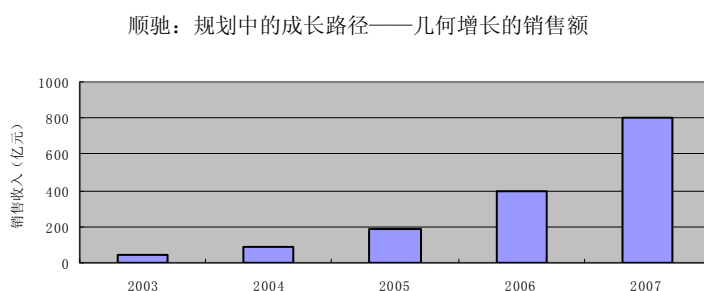
“顺驰”神话破灭了，但“顺驰”究竟败在哪里，简单的“资金链断裂”可以概括吗？

## 顺驰之“死” 超速扩张

作为中国房地产业的一匹“黑马”，自1994年成立以来，“顺驰”就一直保持着几何式的扩张速度。

2003年，提出40亿元的销售计划，目标直指房地产行业的龙头“万科”（000002）；2004年，提出100亿元销售目标[相当于当年“万科”与“富力地产”（2777, HK）的销售额之和，实际销售额为83.4亿元]；2005年，计划在2004年基础上将销售额再翻一倍，达到190亿元；2006年，计划实现400亿元；2007年，800亿元（图1）。

图1：顺驰规划中几何增长的销售收入



为了实现3-5年内做成一个千亿元级的企业，5-10年内进入中国10强、世界500强的目标，自2003年开始，“顺驰”便开始全国扩张，提出：3年内，进入一线城市北京、进入有增长潜力二线城市和天津市周边的三线城市；5年内，进入2个以上一线城市，以一线城市为中心覆盖周边二线城市；10年内，在所有一线城市成为主流开发商，并覆盖绝大部分二线城市。

现实中，“顺驰”的扩张速度比规划更快。

到2004年，已在天津、北京、上海、南京、苏州、无锡、武汉、重庆、石家庄、郑州、洛阳、长春等16个城市同时开工，并计划进入西安、昆明、杭州、广州、海南、厦门、沈阳等主要城市及周遍二、三线城市。

截至2004年6月，“顺驰”累计占地面积已达1347万平方米，建筑面积近1450万平方米。这样的土地规模，足够支持一个大型房地产公司10年时间的快速开发。

高速扩张的“顺驰”，成为众多中小房地产企业翘首的榜样，被誉为“发展中房地产企业的希望”。但其实，“顺驰”的超速扩张早就埋下了危机。

在 2004 年的博鳌亚洲论坛上，“万科”董事长王石在发言中就曾暗指“顺驰”面临高负债危机，“融资越来越不容易，企业发展要留些余地，否则一有风吹草动就会受影响”；而“华远地产”董事长任志强也提出，“发展规模要控制，弓不要拉得太满，好比 7 个锅盖要盖 10 口锅，现金流不可太吃紧”。

实际上，“顺驰”不仅要用“7 个锅盖盖 10 口锅”，还要用“40 亿元的盖子盖 200 亿元的锅”。

为此，公司提出了所谓“缩短从现金到现金”的商业模式，通过运作多个项目来打资金的时间差，并将半年一次的预算改为一周一次，力图通过预售制度、延缓支付和加速回笼，来调剂资金。

说白了，就是用东边项目的回款来补西边项目的窟窿。

这种“打时间差”融资的方式对公司的资产周转提出了很高的要求，从建设到销售，任何一个环节都必须严格执行计划，否则将给企业带来周转危机。

但遗憾的是，“顺驰”对于利润率的追求破坏了其资产周转率上的优势。不遗余力的高价拿地，使“顺驰”的土地成本不断上升。

2003 年底，“顺驰”更是以高出底价一倍的价格击败“华润”、“天鸿”等竞争对手，标得北京大兴地块，被业内人士称为“天价制造者”。

当然，“顺驰”并不认为自己报了天价，毕竟它高价标得的地都在升值。就像孙宏斌说的，他是以未来的价格来衡量今天的土地价值。只是孙宏斌忽略了一点，未来价值的释放是需要时间的，而“顺驰”留给自己的时间太少了。

高价拿地，与“顺驰”原先信奉的低端、高周转路线背道而驰。

为了收回成本，“顺驰”被迫走上了高端路线。“世纪城”、“蓝水假期”、“半岛蓝湾”等多个高档项目同时亮相，产品价格比周边地区每平方米高出 1000-2000 元。

高端路线虽然贡献了更高的利润率，但却牺牲了周转率，减缓了回款速度，从而使“顺驰”的资金链更加紧张。

2004 年 5 月，在经历了历时半年的“疯狂”抢地后，“顺驰”开始抵挡不住宏观调控的压力了。

5、6 月份，被迫停止拿地，并连续做了 8 笔信托。工作重点也由“储备土地”转向“聚焦销售”，同时积极筹备香港上市以延续资金链。

上市计划受阻后，孙宏斌又四处寻找私募投资。

虽然表面上说公司每年百亿元的销售额，不在乎上市融资的那十几个亿。但实际上，正是这十几个亿的资金缺口，打破了“顺驰”这匹“黑马”的神话。

2006 年中期，“顺驰”的锅盖终于盖不住锅了。尽管到年底公司就有 30 亿元的销售回款入账，但拖欠的 10 亿元土地出让金和工程欠款已经不能再等了。

就是这 10 亿元资金缺口，迫使孙宏斌在 2006 年 9 月以 12.8 亿元的超低价，卖出了 55% 的控股权给香港路劲基建公司。

但就连“顺驰”的那些老对手们也必须承认，“顺驰”的融资渠道和资金链基础还是不错的。信托、私募、合作开发、境外上市、银行贷款……能用的金融工具，孙宏斌几乎都用上了。

可见“顺驰”的问题不在融资能力上，“顺驰”是输在没有把握好房地产企业极限扩张速度的节奏上。

极限扩张速度，是任何一个房地产企业都必须遵守的成长规律。扩张极限与多样化的融资能力无关，与精致化到以周计算的资金管理能力和无关，它只与资产周转的速度和利润率有关。

## 融资约束下扩张即负债

房地产行业并不是一个“有多大胆、做多大事”的行业，恰恰相反，每个房地产企业都有它不可逾越的扩张极限。

房地产行业储备土地的经营模式决定了其重资产、低周转的财务特性。

国内房地产上市公司的平均资产周转率（销售收入/总资产）仅为 0.3 倍，即使像“万科”这样的品牌企业，周转率也只有 0.56 倍，其他非上市公司的资产周转率就更低了。

而 0.3 倍的资产周转率意味着什么呢？

它意味着企业要想获得 10% 的收入增长，就需要 30% 的资产扩张。而像“顺驰”那种几何式的增长速度，就必然会导致其资产两倍、甚至三倍的扩张。

资产的扩张在融资约束下（股权融资遭遇瓶颈、预收制度又受到政策限制）就意味着负债的增长。

于是，随着销售规模的扩张，负债会以更快的速度增长。负债率的直线上升，是企业超速扩张的必然结果。

而相对于负债的成倍增加，由利润贡献的留存收益却只能增加 5%-10%（2005 年，房地产上

市公司平均的资产回报率只有 5%)。

但企业的负债能力并不是无限的。高负债不仅会导致融资成本上升，更会加剧企业的财务风险，使企业在这个高波动的行业内变得异常脆弱。

美国主要的房地产企业大都将权益负债比（股东权益/有息负债）大于 2.5 定为安全底线，但是国内房地产上市公司平均的权益负债比仅为 1.4。在 58 家房地产上市公司中，仅有 13 家企业的权益负债比超过 2.5，占比不到 1/4。而非上市公司的权益负债比更低。

即使我们将权益负债比大于 1 定为安全底线，即，股东权益仅能勉强偿还银行贷款等有息负债，这实际上是一个非常宽松的底线，但即便是这个宽松的底线也仍然很脆弱。

## 国内地产业扩张速度极限平均为 19%

截至 2005 年末，国内房地产上市公司的典型资本结构是：资产负债表右侧 40%是股东权益、30%是有息负债（长短期贷款）、30%为其他无息负债（包括应付账款、应交税金等），行业平均总资产周转率为 0.3 倍，平均营业利润率为 17%，平均分红率为 30%。

### Quote:

#### 资本结构演化模拟条件

- 初始状态（第 0 年）：股东权益/总资产=40%，有息负债/总资产=30%，无留存收益；
- 自第 1 年开始，企业不再进行股权融资，全部以负债支持增长，其中一半为银行贷款，一半为预收款和应付款[目前房地产上市公司中，占总资产 60%的负债中，一半为应付款、一半为有息负债（短期借款+一年内到期的长期借款+长期借款），但“121 号文件”颁布后，企业运用应付和预收款融资的难度加大，无息负债比例逐渐降低]；
- 每年净利润的 30%用于分红，余下作为留存收益替代有息负债；
- 贷款利率维持在 6%的水平；
- 营业利润率维持在 17%的水平；
- 资产周转率稳定，即资产扩张速度=收入扩张速度，在利润率稳定的情况下，也等于利润增长速度。

输入输出变量	
总资产周转率	0.3
营业利润率	17.0%
分红率	30%
极限扩张速度	19%
利息率	6%

	条件假设
	外生变量
	控制变量
	输出结果

年份	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
销售收入		0.30	0.36	0.42	0.50	0.59	0.70	0.84	0.99	1.17	1.39	1.65	1.96	2.32
留存收益	0	0.02	0.03	0.06	0.08	0.11	0.14	0.17	0.22	0.26	0.32	0.39	0.46	0.55
营业利润		0.05	0.06	0.07	0.09	0.10	0.12	0.14	0.17	0.20	0.24	0.28	0.33	0.40
股东权益	0.4	0.42	0.45	0.50	0.58	0.69	0.83	1.00	1.22	1.48	1.80	2.19	2.65	3.21
扩张过程中的有息负债	0.3	0.30	0.39	0.50	0.63	0.79	0.97	1.19	1.45	1.76	2.12	2.55	3.07	3.67
留存收益替代后的有息负债		0.28	0.36	0.45	0.56	0.68	0.84	1.02	1.24	1.49	1.80	2.17	2.60	3.12
总资产	1	1.00	1.19	1.41	1.67	1.98	2.35	2.78	3.30	3.92	4.64	5.51	6.53	7.75
股东权益/有息负债	1.33	1.46	1.25	1.13	1.05	1.01	0.99	0.98	0.99	0.99	1.00	1.01	1.02	1.03

(以下为正文)

以此为基础，我们模拟一个典型房地产企业扩张过程中的资本结构变化。

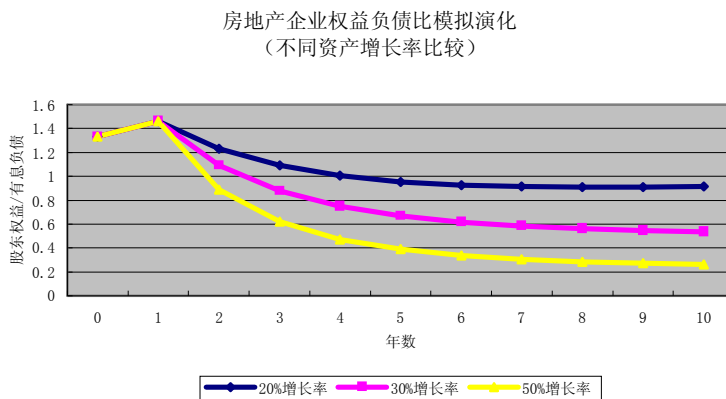
模拟测算显示，以国内房地产上市公司平均0.3倍的资产周转率和平均17%的营业利润率(息税前利润/主营业务收入)计算，房地产行业的极限扩张速度不能超过19%，否则企业的资本结构将陷入快速和持续的衰退过程。

在年均20%的增长率下，多数企业将在5年后突破安全底线；在30%的增长率下，3年后将突破底线；而在50%的增长率下，2年后将突破安全底线，陷入财务危机。

### 超速增长，不可逃脱的“风险宿命”

当企业以每年20%、30%和50%速率增长时，即使营业利润率高达17%，即使收入也以30%、甚至50%的速度同比增长，但是低周转的房地产企业在沉重的债务负担下，资本结构仍将迅速恶化(图2)。

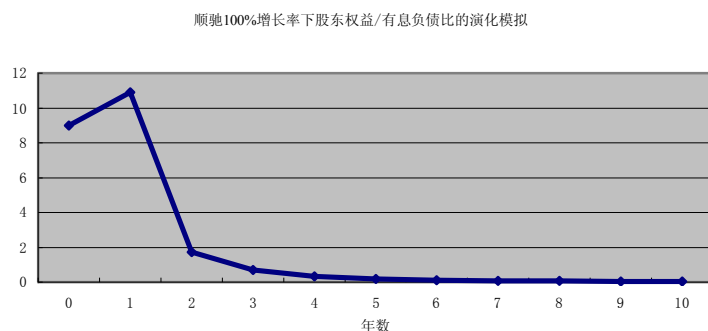
图2：房地产企业的资本结构变化模拟



在 30%的增长率下，企业第 3 年的权益负债比就降至 1 以下，随着扩张的深化，资本结构将进一步恶化，权益负债比最终降至 0.6 以下；而在 50%的资产增长率下，资本结构的衰减速度更快，2 年后权益负债比就将降至 1 以下，并最终降至 0.4 以下。

通过上述分析，我们不难理解，“顺驰”的超速扩张是如何在扩张之初就埋下了财务危机的种子。在 100%的增长速率下，“顺驰”的资本结构将迅速衰退（图 3）。在销售规模几何式增长的同时，企业的财务风险也呈几何式增长，并最终将企业推向财务崩溃的极限。

图 3：顺驰 100%增长率下资本结构的演化模拟



但是现实中，像“顺驰”一样的企业，或做着“顺驰”梦的企业，无论是在上市公司中，还是在非上市公司中，都还有很多。这些企业该如何支撑其超越式增长呢？一个最先映入脑海的答案就是“上市、融资”，拓展融资渠道，特别是股权融资渠道。

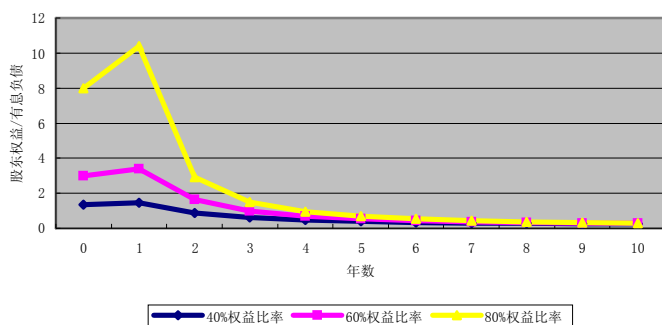
### 一次股权融资仅够 2-3 年超速增长

上市、融资改善初始资本结构状态，真能推动房地产企业持续高增长吗？

假设企业通过股权融资，使初始状态下的权益比率（股东权益/总资产）由 40%提升到 60%甚至 80%（图 4），50%增长速度下企业资本结构的演化模拟显示，在初始股权比率为 60%、权益负债比由图 1 中的 1.3 倍相应提升到 3 倍时，高速扩张的企业在最初几年将遭遇一个非常“陡峭的”资本结构下降线，权益负债比在第 2 年就下降一半，至 1.6 倍，而在第 3 年就降至 1。

图 4：房地产企业的资本结构变化模拟（50%资产增长下不同初始阶段股权比率的比较）

房地产企业的权益负债比模拟演化  
(不同初始股权比率的比较)



即使做一次大规模地股权融资，将初始股权比率提高到 80%、权益负债比提高到 8 倍，如图 3 黄色线所示，陡峭的资本结构线仍将使企业权益负债比在第 2 年就降至 2.9 倍，第 3 年降至 1.5 倍，在第 4 年突破安全底线，降至 1 倍以下。

可见，对于房地产这样一个重资产、低周转的行业，一次性的股权融资，仅能支持 2-3 年的超速增长，并不能解决企业的长期增长问题。无论初始状态股权比例有多高，在 50% 的资产增长速度下，2-3 年内权益负债比都会迅速衰退至 1 以下。

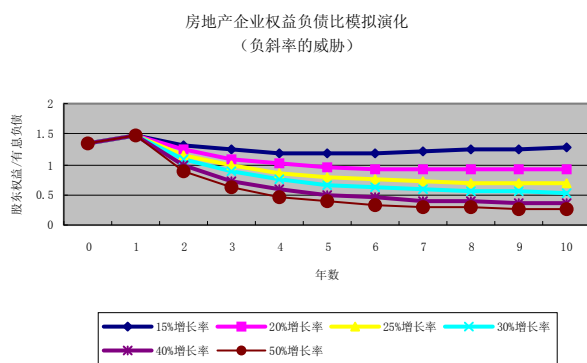
实际上，即使在股权融资后维持 30% 的增长率，也只能持续 5-6 年，到第 4 年企业权益负债比就会降至 2.5 以下，第 7 年降至 1 以下。

### 超速增长，无法停止的衰退

重资产、低周转的行业特性，除了会迅速消耗股权融资的成果外，更可怕的是在超速增长下，它将导致资本结构的持续恶化。

当企业持续高速扩张，在未来 10 年、甚至更长时间内都将面临一条“负斜率”的资本结构线（图 5）。即，随着企业规模不断扩张、资本结构也在不断恶化、权益负债比不断下降，而且扩张速度越快、资本结构衰退的速度也越快。

图 5：房地产企业资本结构的模拟演化（负斜率的威胁）



在行业平均的 0.3 倍资产周转率、17%营业利润率情况下，当企业资产增长速度控制在年均 20%以内时，资本结构的衰退在 5 年后可以稳定下来，甚至随着留存收益的积累而出现改善。但当扩张速度超过了 20%时，资本结构就会持续恶化，直至将企业推向财务危机的极致。

在资产增长率为 30%时，企业权益负债比将由初始状态的 1.33 倍降至第 5 年的 0.67 倍，并继续衰退，在第 10 年降至 0.53。

而当资产增长率达到 50%时，企业权益负债比在第 3 年就已降至 0.62 倍——这是一个危险的信号，但还不是故事的全部，如果企业持续经营的话，权益负债比将在第 5 年降至 0.39 倍、第 10 年降至 0.26 倍。

想一想，如果你的净资产不到所欠银行债务的 1/4，对于房地产企业来说，这是一个多么危险的资本结构啊。

从长期看，任何一个房地产企业，无论你的融资能力多强，增长速度都有一个“天花板”，这是任何企业都必须遵从的客观规律。

## 四成企业有望成为“下一个顺驰”

既然企业的极限扩张速度主要由周转率、利润率决定，那么，不同的周转率与利润率组合将决定怎样的极限扩张速度呢？

资本结构演化模型为我们判断各地产企业的扩张极限提供了切入口。在这个模型中输入企业的营业利润率、资产周转率、初始股权比率和有息负债率，并将目标变量“稳态权益负债比”控制在 1 以上，我们得出了 A 股和 H 股各房地产企业的极限扩张速度。

对比演算出的极限扩张速度与实际扩张速度，我们得出了一个“超速行驶榜”，这个榜为警示着我们哪些企业已经在透支它们的增长潜力了！在 A 股 48 家房地产业上市公司中，有四成企业实际扩张速度已显著超越极限扩张速度、财务风险逐步上升，其中，“超速”最严重、风险最大的十家企业是：“保利地产”（600048）、“华发股份”（600325）、“栖霞建设”（600533）、“天鸿宝业”（600376）、“泛海建设”（000046）、“美都控股”（600175）、“苏州高新”（600736）、“世茂股份”（600823）、“亿城股份”（000616）、“S 浙广厦”（600052）。

不仅 A 股企业存在超速风险，在香港上市的内地企业（或有红筹背景的地产企业）也同样存在着超速增长、透支潜力的现象，它们依次是：“首创置业”（2868, HK）、“上海复地”（2337, HK）、“华润置地”（1109, HK）、“富力地产”（2777, HK）。

**“保利地产”** 资产周转率 0.39 倍，营业利润率 28%，确实都高于行业平均水平，在 15%的权益比率和 28%的有息负债率下所能允许的极限扩张速度也较高，达到 47%。但公司最近两年 100%左右的扩张速度，确实严重“超速”了。

**“栖霞建设”** 0.36 倍的资产周转率，18.5%的营业利润率，当前权益比率 24.4%，有息负债率 51.8%，由此确定的极限扩张速度为 19%，显著低于公司最近 3 年的实际扩张速度 69.3%。即使是公司 2005 年减缓的扩张速度 27%，仍超出扩张极限。

**“世茂股份”** 0.26 倍的资产周转率，30%的营业利润率，当前权益比率 43.2%，有息负债率 9.1%，由此确定的极限扩张速度为 33.7%，低于公司最近 3 年 57%的年均资产增长率。公司 2005 年总资产仅增长了 1%，也是其前期超速增长后的必然调整。

A 股市场，提升潜力为负数的企业还有：“金丰投资”（600606）、“天创置业”（600791）、“多伦股份”（600696）、“天地源”（600665）、“银基发展”（000511）、“莱茵置业”（000558）、“东华实业”（600393）、“天房发展”（600322）、“金融街”（000402）、“万业企业”（600641）。

谁，将成为下一个顺驰呢？

除了上述已经超速的企业，下列公司也正接近扩张速度的极限：

**“金地集团”** 0.41 倍的资产周转率，18.6%的营业利润率，当前权益比率 46.3%，有息负债率 22.9%，由此确定的极限扩张速度为 32%。企业过去 3 年年均资产增长率为 29%，接近极限扩张速度。

**“招商地产”** 0.31 倍资产周转率，19%的营业利润率，当前权益比率 43.5%，有息负债率 36.5%，由此确定的极限扩张速度为 21%。企业过去 3 年年均资产增长率为 19%，接近极限扩张速度。

当然，这个排名的另一种读法，也彰显出目前一些尚能恰当平衡资产周转率与利润率，从而把极限扩张速度控制在安全区域的企业典型。

**“万科”** 0.56 倍的资产周转率，19.5%的营业利润率，当前权益比率 39%，有息负债率 12.5%，由此确定的极限扩张速度为 48%。而企业过去 3 年年均资产增长率为 39%，仍有加速潜力。

**“陆家嘴”** 尽管营业利润率高出“万科”一倍还多，达到 43.8%，同时财务杠杆很低，权益比率比“万科”高出 60%，达到 63.5%，有息负债率近乎与零，但由于其资产周转率只是“万科”的 1/3（0.18 倍），因此，极限扩张速度仍低于“万科”，为 37%。不过，从账面看，公司过去 3 年的年均资产增长率仅为 12.6%，似乎过于保守。

总之，我们在这个排名里看到的是，有些企业在极限内增长，有些企业“游走”在极限的边缘，还有些企业则严重超速。但房地产企业重资产的特性决定了其增长必然是资产支撑性的，而在融资约束下，资产的扩张就意味着负债的增长，但企业的负债能力是有限的。因此，增长速度也必须控制在一个极限以内，这是企业不可逾越的客观规律。

无论你有多高的股权比例，多强的利润表现，最终的增长速度都必然要降至极限范围以内。否则，只能是，下一个“顺驰”。

表 5: A 股地产公司极限扩张风险排名

排序	股票代码	股票名称	极限扩张速度	实际扩张速度	提速空间
1	600048	保利地产	46.4%	107.9%	-61.5%
2	600325	华发股份	9.3%	66.6%	-57.3%
3	600533	栖霞建设	18.3%	69.3%	-51.0%
4	600376	天鸿宝业	-22.2%	27.4%	-49.6%
5	000046	泛海建设	-23.2%	14.7%	-37.9%
6	600175	美都控股	-11.3%	25.4%	-36.7%
7	600736	苏州高新	5.9%	36.0%	-30.1%
8	600823	世茂股份	33.7%	57.2%	-23.5%
9	000616	亿城股份	1.5%	17.5%	-16.0%
10	600052	S 浙广厦	-1.9%	11.0%	-12.9%
11	600606	金丰投资	-3.1%	7.7%	-10.8%
12	600791	天创置业	23.8%	34.0%	-10.2%
13	900950	新城B股	47.9%	57.5%	-9.6%
14	600696	多伦股份	2.2%	11.7%	-9.5%
15	600665	天地源	12.3%	21.8%	-9.5%
16	000511	银基发展	8.2%	16.3%	-8.0%
17	000558	莱茵置业	8.8%	16.6%	-7.9%
18	600393	东华实业	11.2%	18.1%	-6.9%
19	600322	天房发展	5.3%	12.1%	-6.9%
20	000402	金融街	33.8%	36.6%	-2.8%
21	600641	万业企业	-4.5%	-2.1%	-2.3%
22	000502	S 绿 景	15.4%	13.8%	1.5%
23	600082	海泰发展	27.2%	25.4%	1.8%
24	000024	招商地产	21.3%	19.3%	2.0%
25	600383	金地集团	31.9%	29.0%	2.9%
26	600748	上实发展	50.4%	46.6%	3.8%
27	600256	广汇股份	21.1%	16.0%	5.1%
28	600064	南京高科	8.7%	2.9%	5.8%
29	000014	沙河股份	18.9%	13.0%	6.0%
30	000546	光华控股	30.6%	23.8%	6.8%
31	000029	深深房A	-0.4%	-8.7%	8.4%
32	000573	粤宏远A	9.4%	0.1%	9.4%
33	000002	万 科A	48.3%	38.8%	9.5%
34	600463	空港股份	42.6%	32.7%	9.9%
35	600639	浦东金桥	24.9%	14.6%	10.3%
36	601588	北辰实业	20.9%	10.3%	10.6%
37	000007	深达声A	1.5%	-9.5%	10.9%
38	600684	珠江实业	15.9%	3.0%	12.9%
39	600675	中华企业	27.1%	12.0%	15.1%
40	000031	中粮地产	22.0%	6.5%	15.5%
41	000042	深 长 城	6.7%	-10.7%	17.5%
42	000608	阳光股份	45.1%	26.3%	18.8%

43	600663	陆家嘴	36.4%	12.6%	23.8%
44	600638	新黄浦	20.9%	-3.3%	24.2%
45	600246	先锋股份	30.1%	5.5%	24.6%
46	000006	深振业A	10.3%	-17.2%	27.5%
47	600732	上海新梅	44.8%	3.5%	41.3%
48	000667	名流置业	62.4%	9.7%	52.8%

表 6: H 股地产公司极限扩张风险排名

排序	股票代码	股票名称	极限扩张速度	实际扩张速度	提速空间
1	2868	首创置业	-15.1%	13.3%	-28.4%
2	2337	上海复地	31.5%	58.5%	-27.0%
3	1109	华润置地	7.3%	30.7%	-23.3%
4	2777	富力地产	30.6%	42.3%	-11.6%
5	0267	中信泰富	10.7%	7.3%	3.4%
6	0688	中国海外发展	37.1%	20.2%	17.0%
7	0604	深圳控股	26.7%	8.9%	17.7%

## 附文：汤臣一品

### ——利润率与周转率权衡的极端个案

**利润率与周转率之间的相互制约关系决定了：对于利润率的片面追求，不仅不会推动增长，还会成为前进的负累。**

居住在上海的人罕有不知道“汤臣一品”的，位于陆家嘴滨江大道旁的“汤臣一品”，定位于身价 4000 万元以上的“颠峰杰出”人士的顶级豪宅，单价每平方米最低 8 万元，最高 14 万元，目前均价为 11 万元/平方米，按最小套 434 平方米算，最低总价 3800 万元。

很多人说“汤臣一品”是暴利的，据业内人士估算，即使算上管理费用和营业税，其成本价也在每平米 3 万元以内，由此推算该楼盘的营业利润率在 70% 以上。如果 14 万元/平方米的豪宅顺利卖出，那么 156 亿元的回款再造一个金茂大厦和环球金融中心，都绰绰有余。

但高利润率也带来了低周转率。

公司在 1994 年拿地，1998 年开始规划，后由于“亚洲金融风暴”而搁置，2002 年重新开张兴建，总投资 20 亿元。2004 年宏观调控启动后，曾一度停工，2005 年 10 月 29 日，最终才开盘面市。在经历了 250 天零销售后，于今年 8 月始售出第一套房。而此前预定出去的三套房，后来也被撤消了。

开盘一年，181 套房仅售出一套，加上之前的开发期，周转率连 0.1 都不到。而且照目前这样的售楼速度（1 年 1 套），恐怕周转率还会继续下降。

在如此低的周转率下，如果考虑到财务成本（据称，公司 1994 年拿地时的贷款利息是 13%），则实际的资产回报率恐怕要大打折扣。

其实在项目的营业利润率大于 50% 以后，周转率已降至 0.1 以下，其极限扩张速度已近于零、甚至为负数。

“汤臣一品”自比古董级楼盘，是可以代代相传的艺术品。楼是不是古董不好判断，但其经营理念倒确实是古董商的想法，“持物壁上观，等待有缘人”。

遗憾的是作为一家香港上市公司，汤臣集团的股东是有回报率要求的。自 1992 年起公司开始参与浦东陆家嘴地区的土地招标，汤臣集团至今已在沪开发了 20 多个项目，投资 20 多亿美元，但只有早期的几个项目进入收益阶段，其他项目还在等待“长远利益”的实现。

而“汤臣一品”的高建设成本、高资金投入，导致“上海汤臣”2005 年业绩大幅下滑，收入减少 35.1%，营业利润减少 48.6%；2006 年中期业绩更进一步下滑，销售收入同比下降 7.5%，净利润同比下降 75%。

## 附文：中庸战略 —— 增长捷径

*随着产品价格的提高、土地储备的增多，资产周转率对利润率的敏感度加强，利润率的上升导致周转率更加快速地下降，但以两者的乘积——资产回报率衡量的极限扩张速度却呈“凸”性变化。这表明，更高或更低的利润率都将削弱扩张能力，而奉行中庸战略的企业——中间定位的产品和适量的土地储备，扩张潜力最大。*

周转率与利润率决定了房地产企业的极限扩张速度，那么是什么因素决定了企业的周转率与利润率呢？

除了品牌和经营管理能力外，产品定位是一个重要的影响因素。一般来说，高档地产项目的利润率更高，但开发周期和销售周期也 longer；而低端产品虽然利润率低，但销售周期短、回款速度快、占用资金时间也较短。

此外，土地储备策略也会影响企业的利润率与周转率。土地储备越多，在地价不断上涨的今天，利润率肯定更高，但资产周转率无疑会大幅降低；反之，土地储备较少的公司，成本随地价上涨，利润率低但资产周转速度快。

总之，在利润率与周转率之间存在着相互制约与权衡的关系，而产品定价与土地战略则会影响企业的利润率与周转率水平。

但是定价策略与土地战略会影响企业的极限扩张速度吗？

当营业利润率与资产周转率恰成反比关系时，定价策略与土地战略不会影响企业的极限扩张

速度。

营业利润率与资产周转率的乘积就是总资产回报率：

$$\text{营业利润率} \times \text{资产周转率} = \frac{\text{营业利润}}{\text{销售收入}} \times \frac{\text{销售收入}}{\text{总资产}} = \frac{\text{营业利润}}{\text{总资产}} = \text{资产回报率}$$

在初始资本结构确定和利息率不变的情况下，资产回报率成为极限扩张速度的惟一决定因素。因此，如果营业利润率与资产周转率恰成反比关系，那么不同营业利润率下的极限扩张速度是一致的。

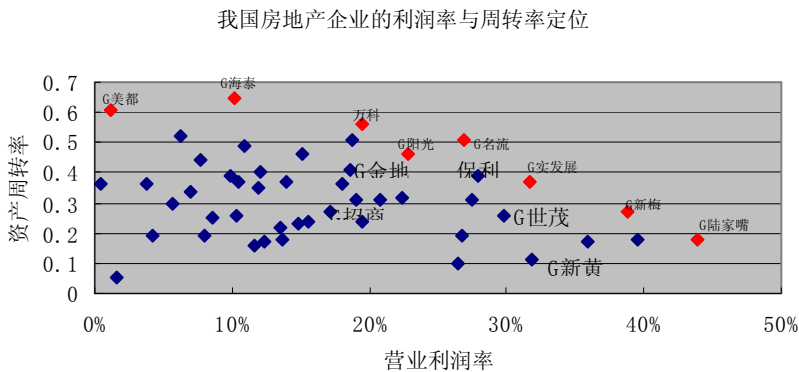
此时，企业的定价策略和土地战略不会影响极限扩张速度。

即，对于既定的企业，如果走高端路线将利润率提高一倍，那么周转率会降低一半，开发期和销售期会延长一倍，资金占用时间也延长一倍，总资产回报率不变，相应地极限扩张速度也不变；反之，如果走低端路线把利润率降低一半，那么开发期和销售期就会缩短一半，资产周转率提高一倍，总资产回报率和相应的极限扩张速度依然不变。

同理，此时企业储备土地所带来的升值收益与资金占用成本，也恰好相互抵消。

但现实中，营业利润率与资产周转率之间真是反比关系吗？对上市公司数据的统计测算显示，二者之间并不是反比关系，而是呈现“凸”性。而凸性的含义就意味着“中庸最佳”！

图 1：国内房地产企业的周转率和利润率定位



### 最有效的那些企业：房地产企业的效率边界

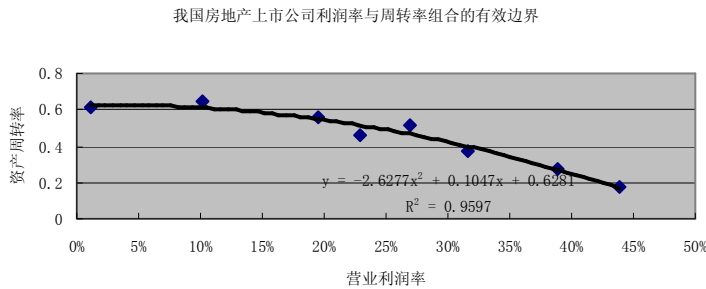
从国内房地产上市公司的利润率与周转率组合定位可以看出，“万科”奉行的是一种高周转战略；与之相对“陆家嘴”、“上海新梅”（600732）等上海本地企业则奉行高利润、高储备战略；而“海泰发展”（600082）、“美都控股”（600175）等则走的是开发区、贸易区的租赁模式；至于“金地集团”、“招商地产”、“保利地产”等，则不在房地产企业的有效边界上（图 1）。

我们将“陆家嘴”、“上海新梅”、“上实发展”（600748）、“名流置业”（000667）、“阳光股份”

(000608)、“万科”、“海泰发展”等企业的利润率-周转率组合，连成一线（图 2），并将这条线称为中国房地产企业的利润-周转有效边界。

也就是说，在这条线上的企业是最有经营效率的——在相同的产品定位和土地战略下，或者说在相同的利润率下，它们的开发和销售速度最快，周转率最高；而在相同的周转率下，上述企业的利润率也是最高的。

图 2：中国房地产上市公司利润率与周转率组合的有效边界



而那些处于有效边界左下方的点——有效边界内的点，是那些还存在着效率释放空间的企业。即，在产品策略和土地战略不变的情况下，可通过经营模式的改进或管理能力的改善，来加速周转、压缩成本，从而在不牺牲利润率的情况下提高周转率，或在不牺牲周转率的情况下提高利润率。

至于有效边界右上方的点，则是“鱼与熊掌不可兼得”的区域，即企业在当前能力下无法达到的利润-周转组合水平。

当然，由于房地产是一个复杂的行业，企业之间除了产品定位和土地战略的差异外，还存在着许多其他差异因素。因此，具体到每个企业又都有一条自己的利润-周转有效边界线，它反映了企业充分发挥效率的情况下，利润率与周转率之间的权衡取舍。

图 2 中的有效边界是一条抛物线，当利润率较低，在 10% 左右时，多为批租型企业，收入和资产的扩张，更多受价格以外的宏观和政策因素影响。而当利润率在 20% 左右时，周转率对利润率的敏感度仍然较低。在“像卖大白菜一样卖房子”的今天，中低端产品的销售周期，已经没有太多压缩空间了。

不过随着产品价格的提高、土地储备的增多，从开发周期到销售周期都在延长，资产周转率对利润率的敏感度也随之加强，利润率的上升会导致周转率更加快速地下降。

但周转率与利润率的乘积——资产回报率却呈“凸”性变化（图 3）。营业利润率为 10% 时，周转率虽然在 0.6 倍以上，但资产回报率只有 6%，所能支撑的极限扩张速度也只有 24%；而营业利润率高达 45% 时，周转率却降至 0.15 倍以下，资产回报率也只有 6%，对应的极限扩张速度为 25%（附表）。

### 凸边界的含义：中庸策略最佳

资产回报率的凸变化决定了：在利润率很低或很高时，即使是经营效率最高的企业，极限扩张速度也只有 20%左右。

但如果企业能够通过适当的定价策略和适度的土地储备，将营业利润率维持在 30%左右，则理论上最有效的企业其周转率可以达到 0.4 倍，资产回报率在 12%以上，极限扩张速度超过 50%。

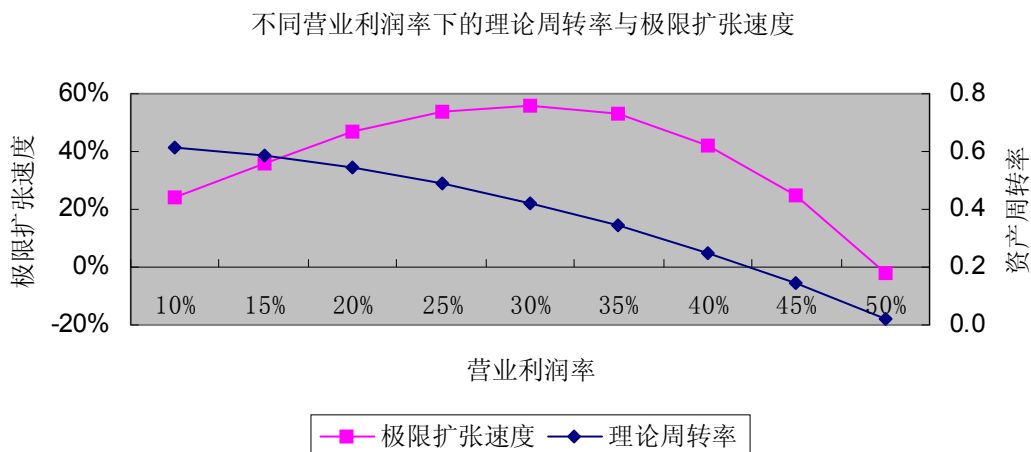
从 25%到 50%，在相同的经营效率下，由于产品定位和土地战略的不同，企业的极限扩张速度可以相差一倍。

可见，战略选择确实对企业扩张速度产生重要影响，尤其是对于那些有效边界内的企业，要想实现超越式增长，除了在品牌、管理和效率上向龙头企业看齐外，适中的产品定位和适量的土地储备战略是实现快速增长的“捷径”。

附表：不同利润率下的理论极限扩张速度

营业利润率	理论周转率	资产回报率（营业利润率*资产周转率）	极限扩张速度
10%	0.612	6.1%	24%
15%	0.585	8.8%	36%
20%	0.544	10.9%	47%
25%	0.490	12.3%	54%
30%	0.423	12.7%	56%
35%	0.343	12.0%	53%
40%	0.250	10.0%	42%
45%	0.143	6.4%	25%
50%	0.024	1.2%	-2%

图 3：不同营业利润率下的理论周转率与极限扩张速度



### 附文：提升周转率的五个空间

**国内企业往往更关注利润率的提升，从产品定位到成本控制，利润率的研究已经相当深入和精致。相比之下，周转率的提升却显然挖掘不足。在品牌、产品定位、土地策略、金融工具运用和终端努力上都有改进空间。**

2005年美国房地产上市公司平均营业利润率为19%，国内A股上市公司为17%。但美国房地产上市公司平均的资产周转率为0.45倍，比国内A股地产公司的均值0.29倍高出50%。

在国内房地产企业中，“万科”的周转率为0.56倍、“招商局”0.41倍、“金地”0.31倍……而“帕尔迪”(Pulte Home)、Lennar Corp.、KB Home、Horton D.R.等美国龙头房地产企业的资产周转率都在1倍以上。前5位中只有多元化经营的Centex，周转率在0.6-0.7倍之间。

极限扩张速度由利润率和周转率决定，在利润率相当的情况下，周转率已成为阻碍国内房地产企业快速扩张的主要瓶颈，许多方面仍有改进的空间。

## 品牌是根本

客观地说，同一般消费品相比，房地产行业的品牌忠实度是比较低的。

消费者在购买时会考虑更多的复杂因素（价格、交通、环境……），即使如此，在相同的产品定位下，知名企业的产品无疑会获得更多青睐。此外，品牌不仅意味着知名度，更意味着对人才的凝聚及核心设计能力的积累，而这些都是企业在长期中缩短开发周期和销售周期的保证。

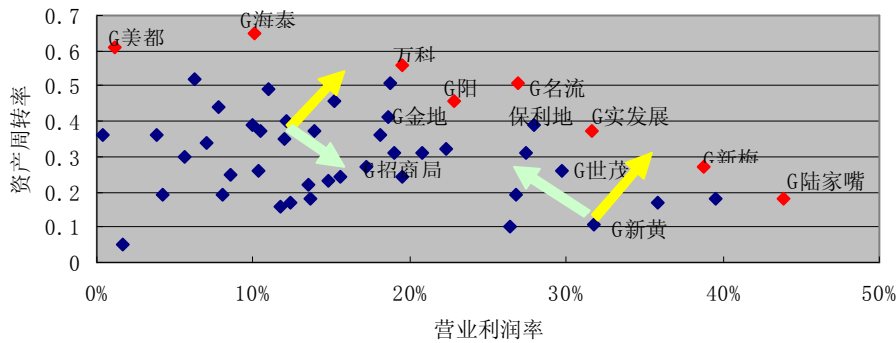
“万科”的高周转就是品牌力量的最好例证。

在相同的利润率定位下，“万科”的周转率是最高的，而国内其他企业，尽管也可以通过降价或经营模式的改变，来获得更高的周转率，但都必须以利润率的牺牲为代价。

因此，品牌是企业不变利润率下，提高周转率、进而提升极限扩张速度的根本，是推动企业从附图中左下角的区域向右上移动，并逐渐靠近有效边界的原动力。

附图：国内房地产业的周转率与利润率定位

我国房地产企业的利润率与周转率定位



但对于多数中小型房地产企业而言，品牌的提升需要较长的时间，是否有短期内放大极限扩张速度的捷径呢？

回答是：恰当的产品定位和土地战略，是在既定能力下，获取最大极限扩张速度的有效手段。

### 恰当的产品定位

对于最有效率的企业（有效边界上的企业），30%左右的营业利润率能够创造最高的资产回报率和最大的极限扩张速度。

不过对于那些已经处于有效边界上的龙头企业，由于其发展战略和核心能力已基本成形，要它们改变定位，沿有效边界从一点向另一点移动并不是那么容易；相反，一些处于探索中的中小企业，可以通过适度地调整初始战略，将自己定位在现有能力下最佳的利润率与周转率组合上。

如果说品牌提升是推动企业从附图中有效边界内的点，沿黄色线向右上方的有效边界移动，那么“恰当的战略定位”，则是推动企业在有效边界内沿绿色线移动。这种移动可能是向左下方移动，走更高端的路线；也可能是向右上方移动，实行薄利多销的战略。

总之，对于每个企业，最佳的利润率与周转率组合是不同的，具体的战略调整方向，需要企业在自身的发展历程中探索。

### 减轻土地存货负担

对美国房地产企业的研究显示，像 Lennar 等通过并购高速扩张的企业，在积极并购的同时却又在剥离出售一些未列入发展规划、2-3 年内不使用的土地。这种主动出售土地，减轻存货负担的方式，与国内房地产企业近乎疯狂的储备土地行为形成了鲜明对比。

该如何理解这种矛盾呢？

在土地资源稀缺、地价不断上涨的今天，储备土地无疑会削减未来的开发成本，进而提升利润率。但利润的释放需要时间，而过度的土地储备不仅会减缓企业扩张的步伐，还可能使企业在“沉重”的利润下被压垮。

“顺驰”被百亿元的土地储备拖垮了，像“顺驰”这样的企业还有很多。“盖子”和“锅”的“游戏”，也许可以换一种“玩法”。

美国第二大房地产企业 Lennar 在 2000 年的一次并购中，17 亿美元的标的额，承债 12 亿，其余 5 亿中一半换股、一半现金，但即使只有 2.5 亿美元现金，Lennar 也不想出。并购后，Lennar 通过出售土地回笼了 2 亿资金，加上被并购企业账面上的 1 亿现金，并购当年，Lennar 的手持现金非但没有减少，还增加了 2 亿，从而为下一次并购做好了准备。

Lennar 的战略提示我们：与其四处奔波寻找更多的“盖子”，还不如用一口“锅”，炒更多的“菜”。

## 运用金融工具

房地产企业的极限扩张速度主要取决于品牌、定位等经营性战略，但如同其他所有行业一样，金融工具的运用无疑会对企业的发展起到有力的支撑。

实际上，美国房地产企业的高周转除了与其经营模式、土地战略相关外，部分还应归功于发达的金融市场与灵活的金融工具。

### 资产证券化

2003 年“121 文件”明确提出，房地产企业在寻求银行贷款前必须自行解决 30% 的开发资金。此后，中国房地产信托呈现爆炸式增长，并成为国内信托产品的主力。

但目前国内房地产信托仍以负债型为主，即信托产品持有人仅获得相对固定的收益，并不拥有信托标的下的房产所有权，也不拥有残值收益的分享权。有时，发起的房地产商还会承诺回购。

在这种情况下，严格地讲，发行的房地产信托应作为“表内”资产处理，从而不能起到将资产和负债表外化，以加速资产周转并控制负债率的作用。

而国外的房地产投资信托基金（REITs），是信托基金持有人通过持有信托基金而间接拥有 REITs 所投资的不动产，是权益买卖行为。对减轻资产负担，加速周转有着显著作用。

随着国内负债型房地产信托风险的加大，2006 年 7 月，银监会下达了《关于进一步加强房地产信贷管理的通知》（“54 号文”），规定自有资金超过 35%、四证齐全、二级以上开发资质等三个条件全部具备的房地产项目才能融资。受此影响，8 月，房地产信托骤减四成，9 月份在 8 月的基础上又减少了五成。

但从国际市场发展来看，房地产行业的证券化是必然的趋势。

目前美国有 300 多个地产投资信托基金，管理资产总值逾 3000 亿美元，其中 2/3 已上市。香港的第一家 REITs——“领汇基金”（LINKREIT, 0823HK），在几经周折后于 2005 年 11 月在香港交易所上市。在此之前，日本、韩国、新加坡等国也都纷纷允许 REITs 上市。

目前，国内房地产行业也对 REITs 表现出了较高的热情，但更多的企业将其视为一种多样化的融资渠道。实际上，REITs 的真正意义在于它通过将资产表外化，将负债风险分散转让，从而加速了企业的资产周转，推动了其极限扩张速度的提升。

### **土地期权**

美国多数房地产企业都通过签定土地期权的方式，来锁定一块土地未来几年的使用权。在支付一定的期权费用后，房地产企业获得了一个购买的权利（而不是义务），即在未来一段时期内，可以在需要的时候按照事先约定的价格购买指定的土地。

这种做法既保证了一定的土地储备，又减轻了企业长期储备的存货负担，与国内房地产企业分期付款购地有相似之处。但不同的是，土地期权是一种权利而不是义务，因此不会增加财务风险；此外，土地期权是“表外”项目，即在执行期权购买土地之前，无论是被锁定的土地还是约定的土地价款，都不体现在资产负债表上，从而不会降低周转率，也不会提高负债率。

如何将土地期权以一种有法律保障的方式在国内推行，也许是改善房地产资本结构的重要途径之一。

## **终端上的努力**

与汽车生产商同时也提供汽车贷款一样，境外房地产企业为刺激消费者购房需求也在终端上做足努力。“急客户之所急”，为客户提供手续更加简化的抵押贷款服务（有时利率也更加优惠，因为不同于一般金融机构，房地产企业的主要收益不依赖利差）。

一般地，大型房地产商旗下都有一个专业从事抵押贷款的子公司，主要为自己的购房客户提供贷款服务，然后将贷款转售给银行等有投资需求的金融机构，或“打包”证券化在二级市场上出售，从而将全部信贷风险转嫁。

不过，在国内现行的金融体系下，房地产企业提供金融服务一时还难以推行。如何防止过热、如何转嫁和分散风险，成为房地产金融发展的最大难题。但在“终端上努力”的思路，仍是值得借鉴的。