

香港地产的混业启示

——新鸿基与恒隆案例分析

香港地产商普遍采用了物业开发与物业投资混合的经营模式，这一模式对内地地产企业有何借鉴意义？在混合经营中出租物业到底应遵循怎样的扩张战略？又该在整体资产组合中充当怎样的角色呢？

香港地产商在出租物业上大多奉行顺周期的扩张战略，而这一战略与欧美市场上 REITS（房地产投资基金）低买高卖、追求高投资回报率战略完全不同——对于香港地产商来说，出租物业是整体资产组合的一部分，是平衡收益结构的重要砝码，是低谷阶段抗击行业周期的有力工具，因此，许多地产商在出租物业上只求稳定的绝对收益，而不求更高的投资回报率。

而在开发物业上，地产商或是套利低谷、耐心等待价格回升，或是“货如轮转”、不惜打折以维持周转，策略不同，但基础相同，就是出租物业的稳定收益和保守的财务策略。

表（3）香港地产上市公司的收益结构与估值水平（2008年1月31日收盘价）

	股票代码	销售溢利 占比	出租溢利 占比	酒店溢利 站比	持有物业 溢利占比	基本 PE	PB
新鸿基地产	0016.hk	50%	38%	2%	40%	33	2.0
长江实业	0001.hk	68%	24%	8%	32%	8	1.3
新世界发展	0017.hk	13%	32%	26%	58%	25	1.4
恒基兆业	0012.hk	44%	45%	1%	46%	21	1.4
信和置业	0083.hk	58%	31%	3%	34%	25	2.3
恒隆集团	0010.hk	8%	67%	0%	67%	24	0.8
淘大置业 (恒隆地产)	0101.hk	11%	86%	0%	86%	59	2.2
太古(A)	0019.hk		38%	0%	39%	15	1.3
会德丰	0020.hk	18%	52%	0%	52%	15	0.9
九龙仓	0004.hk	21%	51%	0%	51%	19	1.3
希慎兴业	0014.hk		100%	0%	100%	21	0.8
鹰君	0041.hk		34%	39%	72%	24	0.7

一、 恒隆地产：在出租物业上求稳，在开发物业上套利

恒隆地产，前身淘大置业，是一家以出租物业为主，同时经营开发物业的公司，最近十年来，公司在出租物业和开发物业上采取“两条腿”走路的策略，即，在出租物业上实施“顺周期”的扩张战略，而在开发物业上实施“逆周期”的套利策略。出租物业的稳定现金保障了公司在开发物业上可以有足够的耐心，来把握最佳的套利机会，同时，出租物业所支持的稳定分红则为公司的股票价值构筑了一个底线；与之相对，开发物业的灵活买卖和高额套利收益则为出租物业的跨越式发展提供了充足的现金支持。

在出租物业上求稳，在开发物业上套利，用稳定的租金收益来支撑低谷套利和维持股价，而用丰厚的套利收益来推动出租物业的扩张并适时激活股价，这就是恒隆的发展

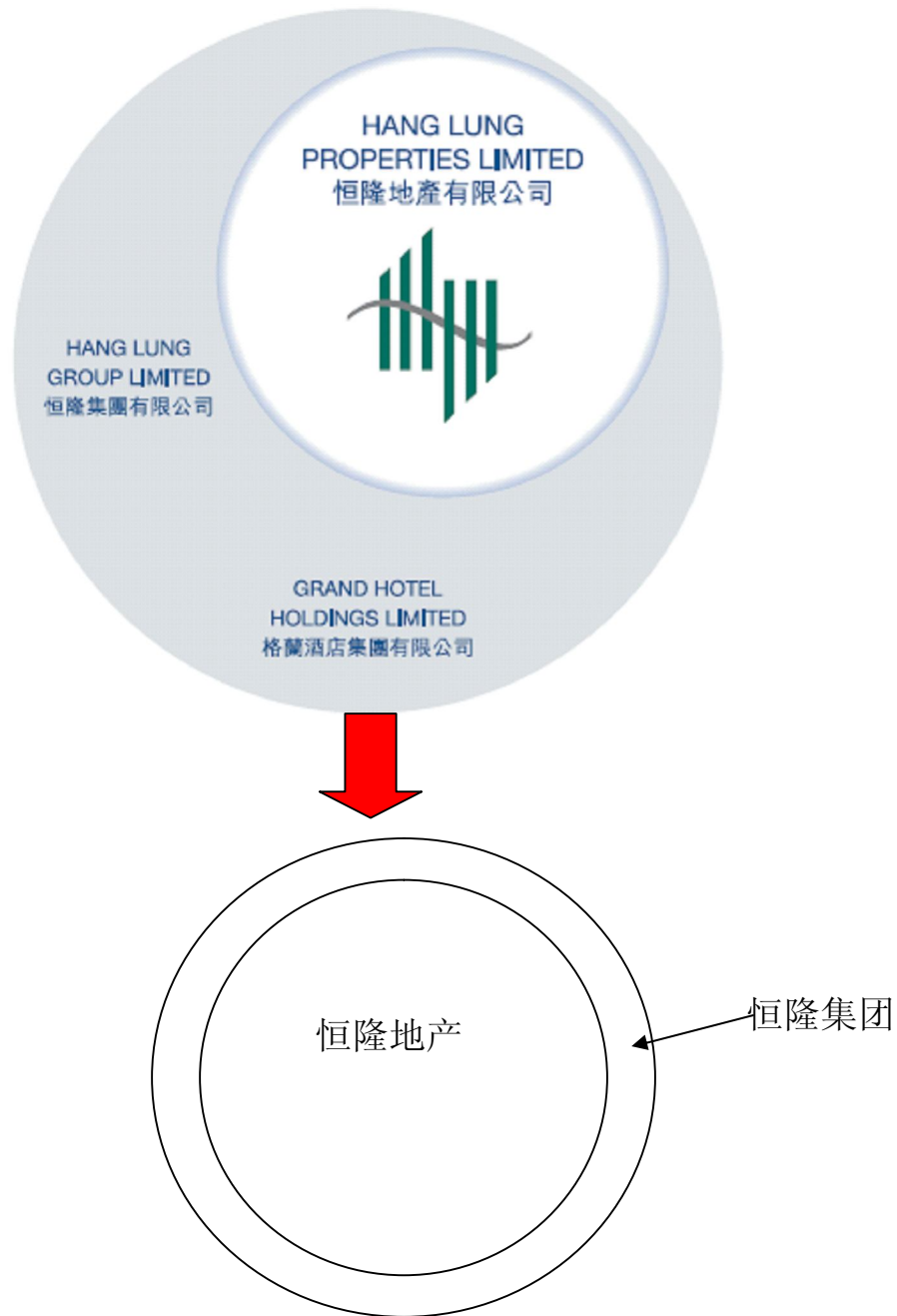
策略。

1. 1 八十年代：激进扩张的教训

恒隆集团（恒隆地产的母公司）创办于 1960 年，初期以住宅地产开发为主，1972 年 10 月在香港上市，并开始向出租物业拓展，到 1977 年时租金收益已占综合纯利的 45%。70 年代后期，恒隆开始热衷于夺标地铁上盖项目（即，在地铁站上方的物业发展权），先后投得地铁九龙湾站、旺角站物业发展权，并在 1981 年组财团夺得 9 个地铁站上盖物业发展权，不过也正是这一项目，让恒隆遭受重创，险些破产。1982 年 9 月撒切尔夫人访华后，香港楼价暴跌，预售停滞，雪上加霜的是公司的 15 亿元信贷额度被银行撤回，面临资金链断裂威胁的恒隆被迫退出了地铁金钟二段项目，损失了 4 亿港元的订金。此后集团开始更加谨慎的管理周期性风险，并逐步加大出租物业比重。

1980 年，恒隆集团以每股 9.65 元价格收购上市公司淘大化同 75.6% 股权，1987 年将淘大化同重组为淘大置业，专注于地产投资，而原恒隆公司则从事物业发展及投资控股；1988 年恒隆集团再下一程，收购乐古置业，并将其重组为格兰酒店，专门经营酒店业务；2001 年恒隆集团再次重组，将淘大置业更名恒隆地产，成为恒隆集团从事地产业务的核心，并于 2002~2003 财年由恒隆地产出面将格兰酒店私有化，其旗下两家酒店改装为出租公寓和写字楼。至此，恒隆集团实现了由开发物业向出租物业的战略转型。





图（）恒隆集团的重组过程及恒隆地产的演化

1. 20 年代初：出租物业的顺周期扩张

在 90 年代上半期，香港的地产业再现繁荣景象，淘大置业（恒隆地产）趁机进行了大规模的扩张。公司先是在 92 年投资 70 亿港元兴建上海恒隆广场和港汇广场，然后在 93~96 的三个财年内累计投资 60 多亿港元在香港收购出租物业，使公司的出租物业面积由 40 万平米扩张到 70 多万平米，增长了近一倍。

急速的扩张耗用了大量的现金，不过繁荣期的资本市场和产业市场都给予了充分的支持：公司在 92 年股权融资 24 亿港元，93~94 财年又发行可转换优先股融资 22.5 亿港元，94~95 财年发行认股权证融资 16 亿港元，96~97 财年再次配股融资 34 亿港元——

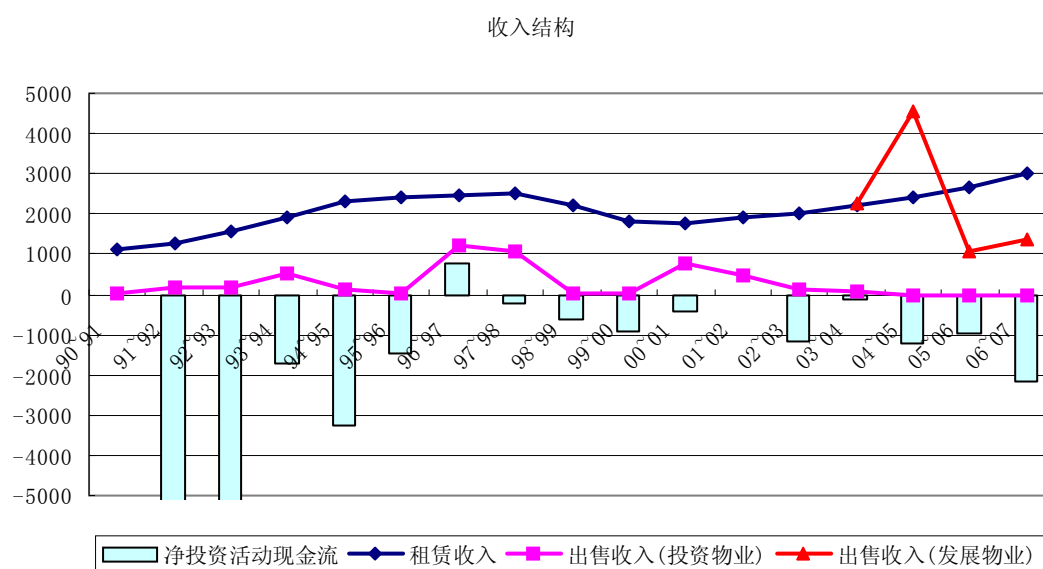
利用这一时期地产和股市的共同繁荣，公司总计在资本市场上融资 90 多亿港元；同时，这一时期繁荣的租赁市场为公司每年贡献 10~20 亿港元的出租溢利，从 90 年到亚洲金融危机之前，累计的出租溢利达到一百多亿港元。正是这些现金支持着公司的快速扩张。

1. 3 97 年的高峰抛售

进入 1996 年下半年，恒隆开始感受到高楼价下的泡沫，于是决定在高峰期集中出售资产，在 1996 年下半年的楼市繁荣中公司共出售了 12 亿元的资质欠佳物业，然后又抓住 1997 年 7 月（亚洲金融危机前的最后一次繁荣）机会出售了近 11 亿元的物业，两次出售总计获利 16 亿港元，套现 20 多亿港元。

其实，把握高峰时点出售部分高估物业是公司一贯的做法，在 1993~1994 财年的楼市小高峰中淘大就曾售出 5 亿多的物业——整个九十年代，公司通过高峰抛售的方式回笼资金 30 多亿港元。

股市高峰融资、楼市高峰出售资产，让恒隆在金融危机前就储备了充沛的现金；在金融危机到来时，公司手中有 47 亿现金，有息负债仅为 22 亿，净负债资本比是负的 8%！此外，出租物业的稳定现金回报，更让恒隆在金融危机中仍有战略回旋的余地，从而一战成名，在金融危机后，其在香港地产界的排名骤然跃升至前几位。



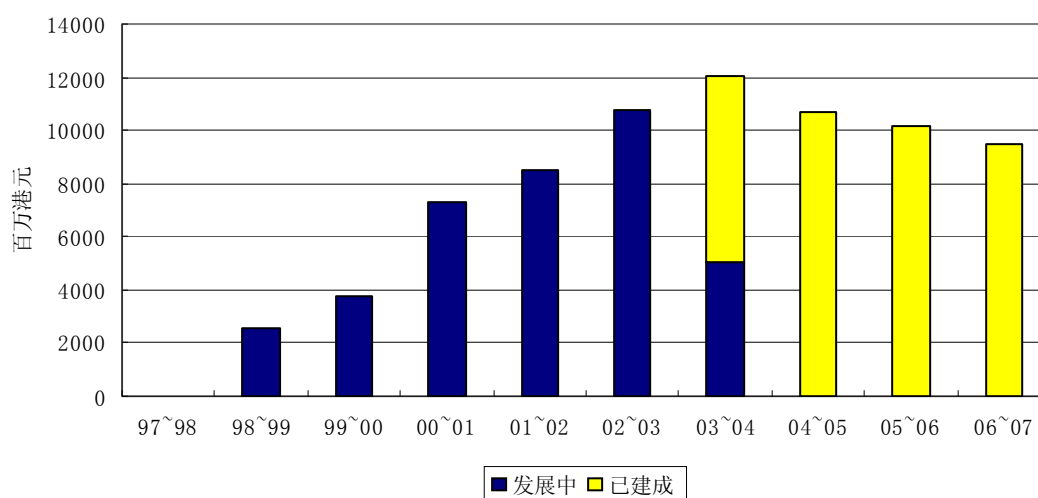
图（1）在上升期增加投资，在高峰中出售资产

1. 4 97 之后：套利开发物业

亚洲金融危机重挫了香港地产业，从 1997 年下半年一直到 2004 年，香港楼市都处于低迷之中，无论是商业地产还是住宅地产，跌幅都在六成以上，空置率居高而租金则呈下跌趋势。不过，由图（1）可以看出，与大幅波动的楼价相比，租金的变动趋势是相对平缓的，即使在 2000~2001 年的低谷阶段，恒隆地产的出租收入仍达到 17.6 亿港元，较危机前最高峰时期跌 30%，而出租溢利则保持在 15 亿港元以上，较高峰时期的最大跌幅为 25%，均小于楼价跌幅。相对稳定的出租业绩和之前丰沛的现金储备，让公司的净负债资本比一直在低处徘徊，从 1996 年下半年到 2000 年中期，四年间净负债资本比一直不到 1%！

丰沛的现金和低楼价、低利率构成了一个收购的好时机，但恒隆地产在这一时期却并没有大举收购出租物业，而是累计投资 120 亿港元购建用于出售的住宅地产，即所谓的开发物业组合。为什么要进军住宅地产市场？用恒隆老板陈启宗自己的话回答就是，“并非由于本人对楼价可于未来一或两年内大幅彪升抱有期望，而纯然因为本集团乃以谷底之价格购入有关土地。”现实也确实如此，香港的楼市不仅没能在一两年内转好，反而又延续了四五年的低迷市道，实际上，由于楼价一直处于下跌状态，恒隆的这批开发物业被一再押后推出，历经六年多时间才开盘销售，而至今十年过去了，还有半数以上的楼盘未售，十年等待，恐怕没有哪个开发商有这样的耐心。但等待是值得的，与多数开发商在低谷期亏本卖楼相比，目前公司已实现了 35 亿的销售溢利，预计还将有两百亿港元的销售回款，使总回款达到 300 亿元，总溢利超过 100 亿港元。

恒隆地产发展物业资产价值



图（2）恒隆地产开发物业的资产价值

当然，恒隆能有这样的耐心，一个重要的原因是它有之前高峰期的售楼收益和出租物业的现金流支持，从 1998 年进军开发物业到 2004 年开盘销售，期间出租业务共计贡献了 100 亿的销售收入、76 亿的经营溢利。不过这些现金在剔除分红后仍然不足以支持其开发物业的投资需求，于是恒隆开始增加负债，在 2000 年安排了 40 亿元、五年期的银团循环贷款，2001 年安排了一项 50 亿元五年期的银团循环贷款，2002 年 3 月和 5 月两次发行五年期可转债融资 34.5 亿，同年安排了 20 亿五年期银团循环贷款和 20 亿七年期银团循环贷款，2002~2003 财年又安排 55 亿的银团循环贷款，其中 36.66 亿为五年期，18.34 亿为 7 年期，2003~2004 财年再签定一项 60 亿元的银团循环贷款，其中 20 亿元为五年期，40 亿元为 7 年期……一系列的举债行为使公司的负债总额超过百亿港元，净负债资本比也从最低时的-8%上升到 40%以上（图（3））——上升的负债率成为套利的一种代价，但幸好公司的初始负债率很低，再加上出租物业的支持，才一直等到了行业的复苏。

净债务资本比

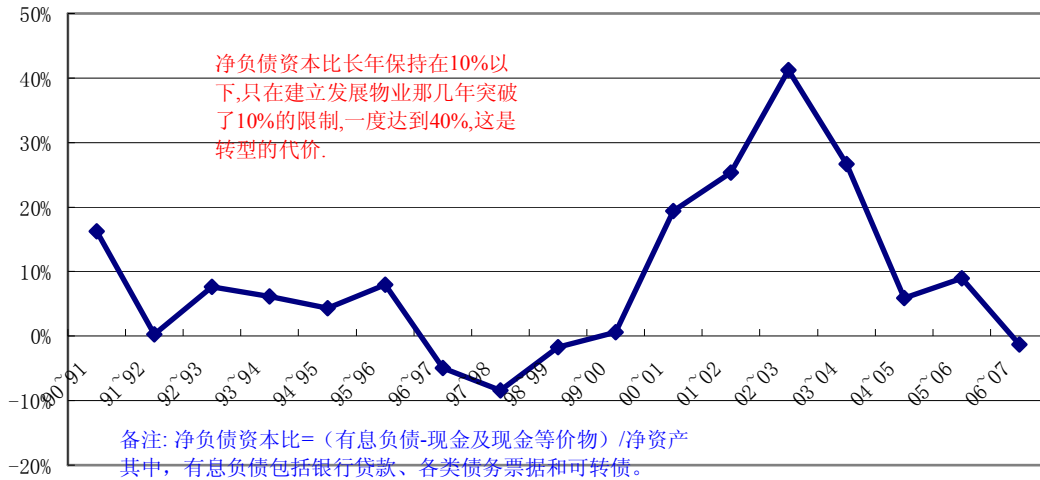


图 (3) 恒隆的净负债资本比

1. 5 十年蛰伏

对住宅地产的套利虽然成功了,但过程却很艰苦,六年只投入没回报的岁月不仅让公司的负债率大幅上升了,还让它的业绩停滞不前,由图(4)可以看到,由于公司在金融危机后较少增加在出租物业上的支出,在2004年开发物业开盘销售之前,恒隆的出租物业非但没有增加,还缩水了18%,而每股收益在剔除物业出售影响后也一直维持在40港仙左右,反倒是每股红利稳步增长,从金融危机后的34港仙稳步增长到2007年的56港仙,甚至超过了每股收益的水平(图(5))。业绩的徘徊不前与红利的稳步上升似乎形成一种矛盾,恒隆为什么要在蛰伏阶段仍坚持高分红政策呢?

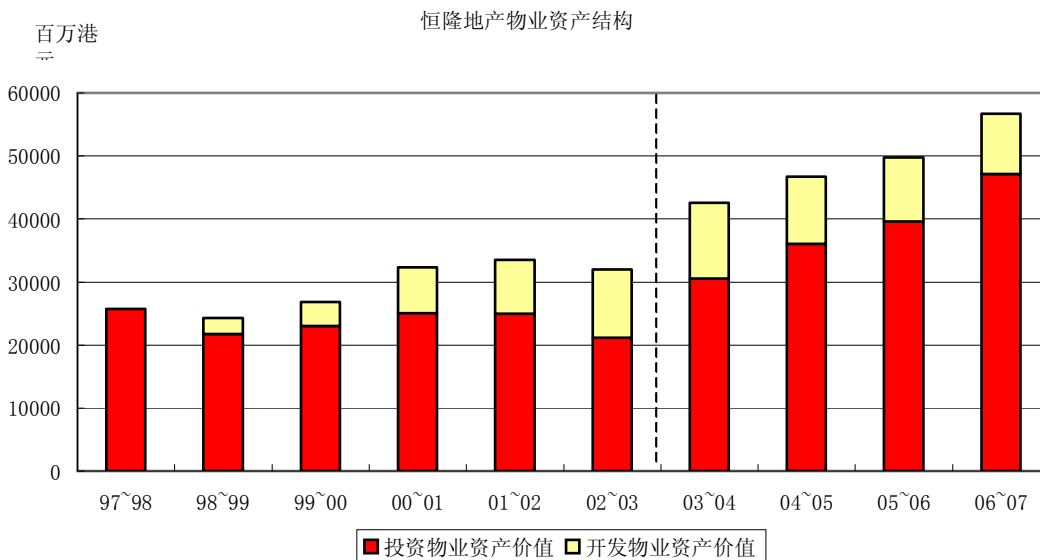


图 (4) 恒隆地产的物业资产结构

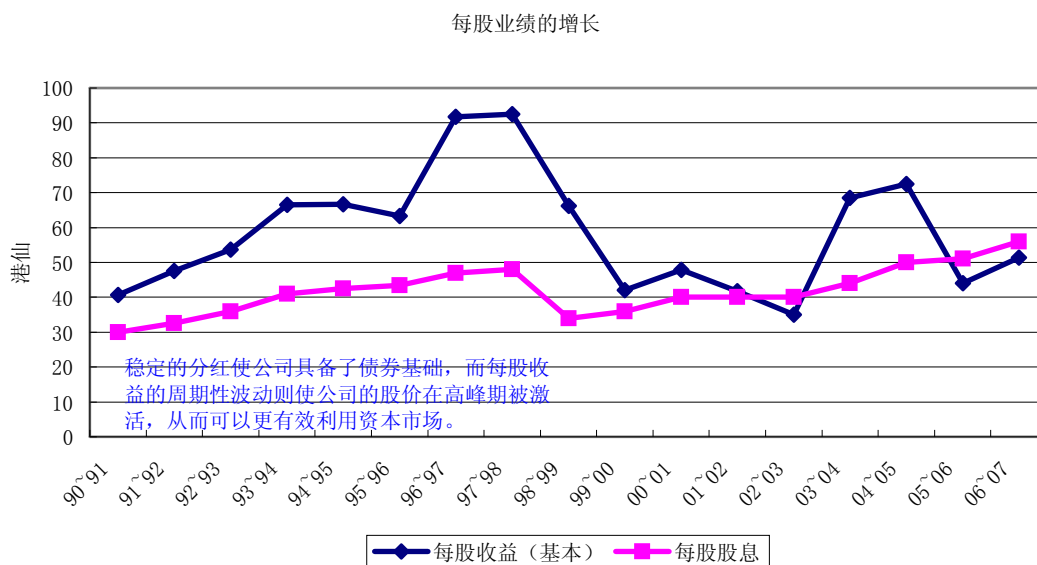
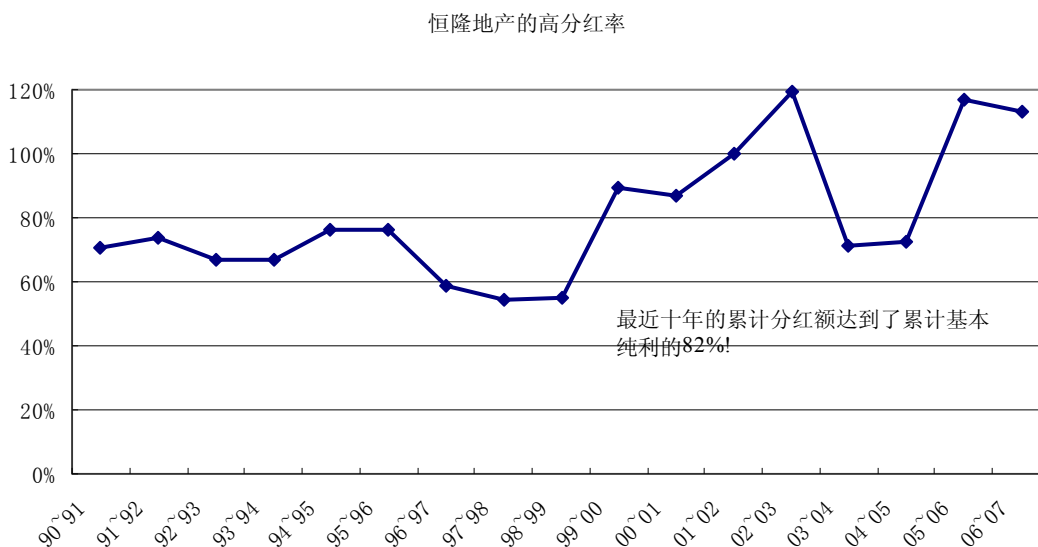


图 (5) 恒隆的每股收益与每股红利增长

1. 6 高分红的“债券”

越是蛰伏，恒隆就越要坚持其高分红政策，因为这是支撑其股价的底线。

在金融危机期间，恒隆地产的最低分红率也在 50%以上，而近几年为了保持红利的稳定增长，更是在有些年份出现了 120%的分红率，过去十年的累计分红额与累计基本盈利的比达到 82% (图 (6))——恒隆的股息收益率是香港所有地产上市公司中最高的。高分红和每股收益的低增长让公司在整个金融危机后的低谷阶段变成了一只债券，而这种“债券价值”成为其股票的估值底线。70~90 年代，公司是大型地产公司中估值最低的一家，但进入二十一世纪后，它的估值水平显著提高了，并成为地产公司中估值最高的一家，在 1997~2004 财年结束时 (2004 年 9 月)，公司股价升 8%，而其他地产公司则下跌 25~85%，如果加上股息回报的话，公司的总回报率是 34%，其他地产公司则为 -12~ -81%。



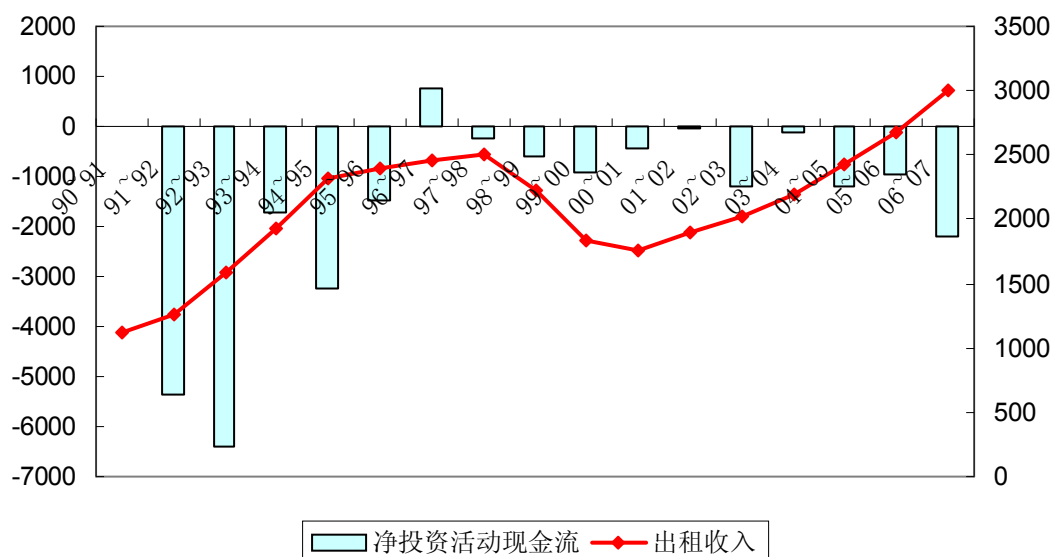
图（6）恒隆地产的高分红率

1. 7 套利开发物业？出租物业？

估值水平虽然提高了，但恒隆的日子依然不好过。在长达六七年的“债券”生涯里，恒隆也饱受分析师质疑，既然它手里有钱，有投资能力，为什么不去扩张自己的老本行出租物业，而要去进军开发物业呢？亚洲金融危机后，商业地产的价格也跌了六成多，尽管当时的租金水平较低，租金回报率不高，但从长期看，租金总是要回升的，而随着租金的回升，低价收购的出租物业其回报率也将不断上升；不仅如此，相对于开发物业的无限期推迟开盘，低谷期购买商业地产，至少可以推动出租收益的增长，而不至于使公司陷入零增长的尴尬。那么，为什么在同样便宜的出租物业与开发物业中，恒隆要选择套利后者呢？

对于这个问题，恒隆的回答是“政府不卖地”，诚然，在低谷阶段香港政府几次停止了售地行为，但这个理由显然不够充分，因为，即使一级市场被限制，还有二级市场，在那里有大量待售的楼盘。

其实，从历史看，自 90 年代以来恒隆地产就从来没有在低谷期大量购买过投资性物业，由图（7）可以看出，公司总是在租金已确立上升趋势时才出手买地，然后在高峰期出售部分资产，在底谷期停滞，在下一个上升期再重新扩张。恒隆为什么不在低谷阶段进行商业地产的套利？这是因为租金收益是公司的现金流支柱和分红基础，它支撑着公司的股价底线，所以，恒隆在租赁业务上追求的是绝对现金流的稳定，而不是最高的投资回报率，也因此，恒隆总是在租金收益已确立上升趋势时才进行出租物业的扩张，而并不在价格最低时购买。



图（7）在确立租金收入的上升趋势时才增加投资

与租金相比，楼价，无论是商业地产还是住宅地产的变化都更加频繁而剧烈，从而成为公司套利收益的主要来源。在 1998 年以前，公司通过在商业地产的高点集中卖出部分出租物业来套利，只求高卖不求低买。不过，这一策略显然限制了其套利收益，而且由于公司的大部分出租物业都是准备长期持有的，因此，实际中高峰期可卖出的资产数量并不多，套利灵活性较小。

为了获得更高的套利收益，1998年以后，恒隆地产趁机进入了开发物业领域，形成了出租物业和开发物业两条腿走路的经营战略，即，在出租物业上求“稳”，在行业以确立上升趋势时才“顺周期”扩张；而在开发物业上套利，力求实现低买高卖。出租物业的稳定现金保障了公司在开发物业上可以有足够的耐心，来把握最佳的套利机会，同时，出租物业所支持的稳定分红为公司的股票价值构筑了一个底线；与之相对，开发物业的灵活买卖和高额套利收益则为出租物业的跨越式发展提供了充足的现金支持。

1.8 再度爆发：出租物业的跨越式扩张

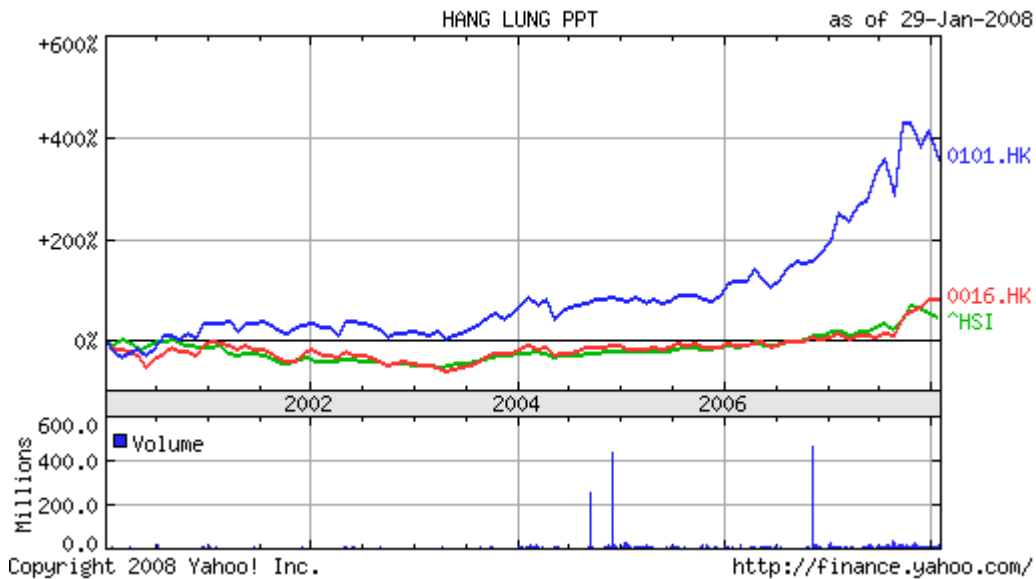
2004年后，香港楼市逐步回暖，公司尘封了六年的住宅楼盘终于开始销售了，2003~2004财年开发物业贡献了23亿销售收入和13亿销售溢利，2004~2005财年又贡献了45亿的销售收入和16亿的销售溢利，2005年三季度开始，楼市再现疲态，公司暂停发盘，直到2006年下半年才重新开始大面积推广，目前累计销售额93亿港元，累计销售溢利35亿港元。

随着开发物业的销售资金回笼和内地商业地产市场的日益旺盛，恒隆也开始计划新的扩张方案了，这一次是要利用开发物业上的套利收益来推动出租物业的跨越式扩张。

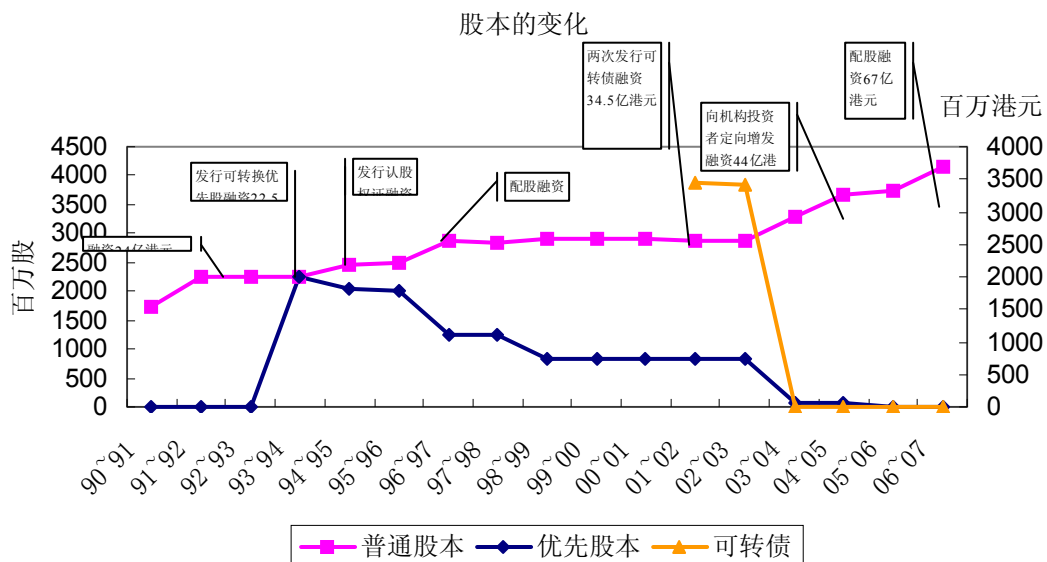
2003~2004财年恒隆提出未来几年要在内地开发几个大型商业地产项目，2004~2005财年正式提出要在内地兴建十个商业地产项目，每个项目投资额在20~25亿元之间，总投资额在200~250亿元，同年，公司在天津购入一块土地，预计总投资额25亿元人民币；2005~2006财年恒隆放大了内地扩张计划，提出要在2005~2007三年内在内地8~9个城市购入土地以兴建10~12个项目，每个项目投资额在20~25亿元，总投资规模在250~300亿元，年内购入沈阳中街、沈阳斗姆宫和济南地块，其中前两个地块预计总投资额100亿，济南地块预计总投资额25亿；2006~2007财年进一步修改内地扩张计划，要在10~11个城市兴建18个项目，每个项目投资额20~25亿元，总投资额400亿元，并计划在2009年底以前购入18个项目的全部土地，年内购入无锡地块，预计总投资额35亿，同时启动了沈阳的两个项目。目前公司已完成8个项目的土地购置，其中，沈阳中街项目预计在2009年落成，济南项目预计2010年落成，天津项目2011年，斗姆宫项目一期在2012年落成。其余10幅地块正在洽购之中。

为什么要在这个时点启动内地项目，又为什么要一再扩张投资计划呢？原因就在于公司在等待开发物业的现金回流，并不断根据市场行情来重新估算回流的现金总量。根据恒隆的最新计算，以2007年中期香港楼市价格计算，在未来三年内其在香港的开发物业销售可回流现金200亿元，加上目前每年20多亿港元的出租溢利，应该可以支持18个项目。

开发物业的成功套利推动公司实现了出租物业的跨越式扩张，而高增长前景又使其股票被重新激活，仅2006~2007财年，公司股价就上涨了94%，显著超越其他地产股，目前基本市盈率（剔除投资物业增值收益）已达到60倍——在发展地产的高峰阶段，恒隆从一只债券重新变回了股票。而高估值又帮助它进一步利用资本市场融资来增加自己的财务安全边际。2004年随着香港楼市回升，公司趁机将99.7%的转债强制转股，然后在2004~2005财年向机构投资人定向增发融资44亿港元，2006~2007财年又配股融资67亿港元，目前公司的净负债资本比重新回到零水平，同时手中持有70亿港元的现金。此外，为了增加债务空间，公司在2004~2005财年安排了一项80亿元五年期银团循环贷款，并发行了15亿港元2009年到期的浮动利息票据，2005~2006财年又安排了60亿元五年期银团循环贷款，并考虑未来将内地项目在内地资本市场上证券化融资。



(注：蓝色线为恒隆地产股价涨幅，红色线为新鸿基股价涨幅，绿色线为恒生指数)
图（）恒隆地产与新鸿基和恒生指数的股价比较



图（8）恒隆的股本变化与资本市场融资

1. 9 未来：变回债券

恒隆的未来会怎样呢？我们认为随着开发物业的销售完成和内地出租物业的布局完成，公司的增长预期将重新调整到位，于是在一个新的资产规模上它又重新变回了债券，耐心等待下一个地产低谷来套利开发物业，然后利用开发物业的套利收益再来推动出租物业的新一轮扩张。

1. 10 高峰时投商业地产，低谷时投开发物业； 高峰阶段变身股票，低谷阶段变身债券

高峰时，恒隆把从开发物业中套利赚得的钱逐步转移到出租物业中来，这也可以

理解为一种变相的现金储备，以预防楼市拐点的出现；而低谷阶段，公司又把从出租物业中赚取的部分收益拿出来，套利开发物业的低谷，并以出租物业的稳定收益来支持其高分红政策，从而支撑股价底线，同时，非常有耐心地等待下一个行业高峰的出现，以便兑现套利收益，扩张出租物业，然后进入下一个循环。

而伴随着这一经营战略的循环，公司在资本市场的定位也在变化，它总是在低谷阶段把自己变成一只债券，提供高分红、低增长的相对稳定收益；而在高峰期到来时，把冷藏的开发物业收益一次兑现，并进行大规模的出租物业扩张，在这一时期，公司又变成了一只非常有增长潜力的股票，然后，当增长布局完成后，它又回复了债券状态。

在出租物业上求稳，在开发物业上套利，用稳定的租金收益来支撑低谷套利和维持股价，而用丰厚的套利收益来推动出租物业的扩张并适时激活股价，这就是恒隆的发展策略。

二、 新鸿基：出租物业支撑的货如轮转

2. 1 新鸿基的发展历史

新鸿基地产的前身是新鸿基企业和永业有限公司，由郭得胜、李兆基、冯景禧三人在上世纪 60 年代创立，凭借分层出售、分期付款的创新方式新鸿基迅速发展起来，并于 1972 年 7 月在香港上市，73 年公司正式更名为新鸿基地产公司（以下简称新地）。上市初期的新地以开发物业为主，重视土地储备，强调“货如轮转”，70 年代后期，趁地产行业的繁荣，公司开始向出租物业拓展，此后不断增强在出租物业上的投资，并逐步形成开发物业与出租物业并重的格局。今天的新鸿基已稳居香港地产公司榜首。

2. 2 出租物业的顺周期发展

新鸿基的出租物业是在 70 年代后期地产业的上升过程中拓展进入的，此后，公司在每个地产行业的上升市道都会增加一些出租物业投资，由图（9）可见，新鸿基在香港每年新落成的出租物业面积（在平滑了建设周期后（红色虚线））与整体经营溢利同步变动——同恒隆一样，新鸿基并没有在低谷阶段增加出租物业投资，反而是低谷阶段减少投资，而在上升阶段才逐步增加投资——出租物业与整体业绩同步扩张似乎成为了香港地产商的一种特殊战略，而这一战略与欧美市场上 REITS（房地产投资基金）低买高卖、追求高投资回报率战略完全不同。这是因为，香港地产商大多是出租物业与开发物业混合经营的，对于他们来说，出租物业是稳定现金流的来源，是平衡收益结构的重要砝码，也是低谷阶段抗击行业周期的有力工具，因此，许多香港地产商在出租物业上只求相对稳定的现金流，而不求更高的投资回报率，只在租金收益已确立上升趋势时才增加投资，而并不在楼价最低时购买。

在出租物业上奉行顺周期战略，在开发物业上，新鸿基的策略又如何呢？是否与恒隆一样套利行业低谷？

新鸿基香港已完成投资物业增量与经营溢利

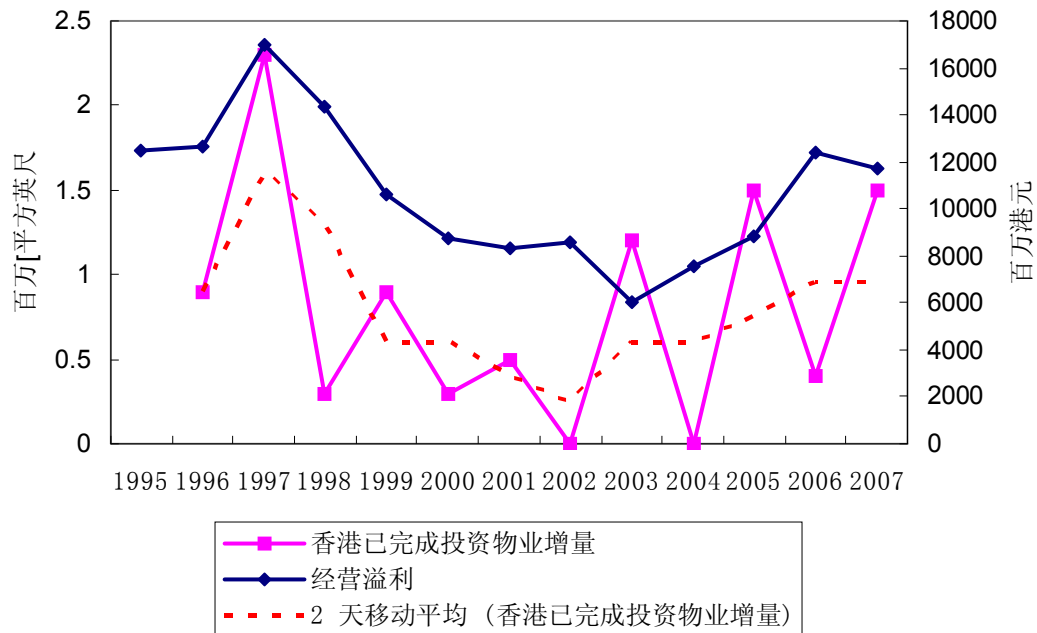


图 (9) 新鸿基在香港每年新落成的出租物业与经营溢利的同步变动

2.3 开发物业的顺周期发展

以开发物业起家的新鸿基，在上世纪 60~80 年代是因其“人弃我取”的逆市套利作风而闻名的：1965~1967 年间，香港陷入经济危机，郭得胜等人趁机收购土地，建成 22 幢物业，为日后发展打下基础；而在 1973 年的经济危机中，新地再次购入大量新界土地和换地权益书；1982~1984 年香港地产崩溃期间，新地大量吸纳廉价土地，使土地储备突破千万平方英尺，而尺均价则在 200 元以下。不过，随着香港地产业集中度的提高、套利机会的减少，以及公司自身规模的扩大，80 年代中期以后，新地已逐步从逆周期套利转向顺周期发展，尤其是在 97 年金融危机后，公司并没有象以往那样趁行业低谷扩张，反而压缩了土地储备规模。

由图 (10) 可以看出，近年来，在开发物业上，新鸿基同样采取了投资与业绩同步扩张的顺周期策略——不仅是与整体业绩同步，更是与开发物业的销售业绩同步扩张。换句话说，售楼价越高、公司的现金流越充沛时，它土地储备的扩张速度越快；反之，在行业低谷阶段，开发物业土地储备速度则呈现负增长态势。这与公司以往的套利策略恰好相反。

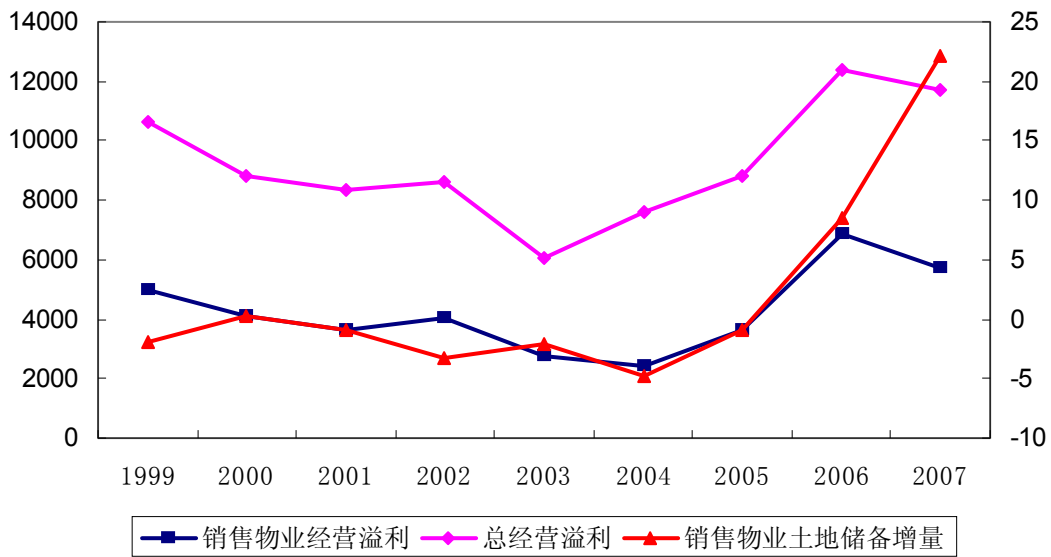


图 (10) 新鸿基开发物业与销售业绩同步扩张

不仅如此，由于楼价较租金波动更加剧烈，因此，公司的销售溢利波动较整体业绩波动更加剧烈（图 (11)），开发物业的投资扩张周期也较出租物业更加明显。由图 (12) 可见，自金融危机爆发后直到 2004 年的低谷阶段，新鸿基在开发物业上的土地存量一直呈负增长状态，开发物业在总土地储备中的比例也在逐步下降（图 (13)）；但随着经济的回升，香港楼价开始复苏，内地楼价更是快速攀升，公司开始大幅增加开发物业的土地储备，仅 2006 年一年就增加了 850 万平方英尺土地储备，2007 年又进一步增加了 2200 万平方英尺的内地开发物业土地储备，远高于同期在出租物业上每年 200~500 万平方英尺的土地增量，从而使整体土地储备结构又回复到一个相对均衡的水平上。而从整体看，公司土地储备与经营业绩同步变动（图 (14)）。

新鸿基销售溢利与出租溢利波动

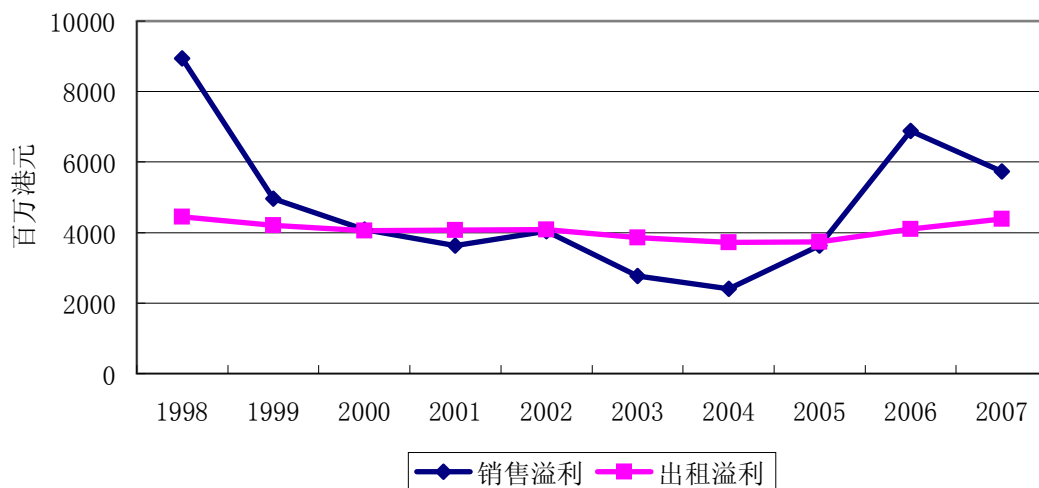
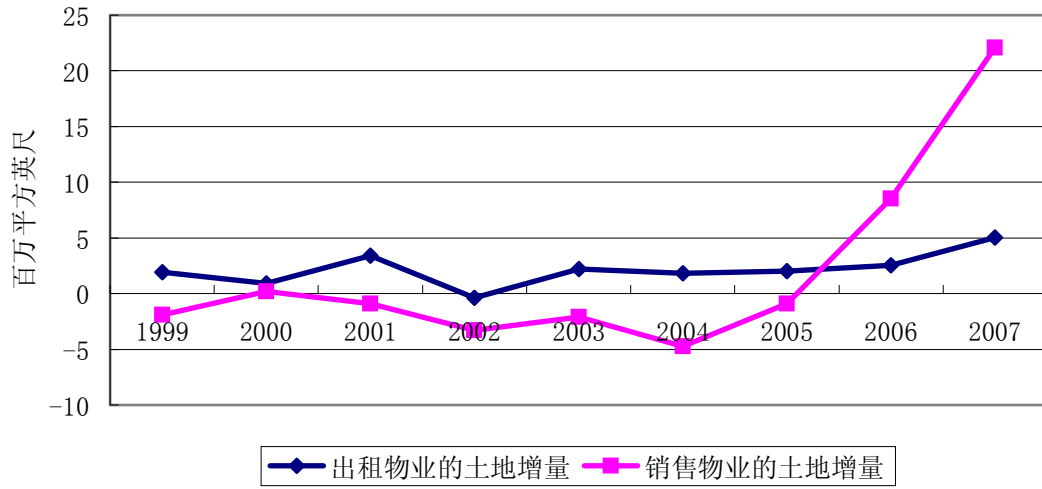


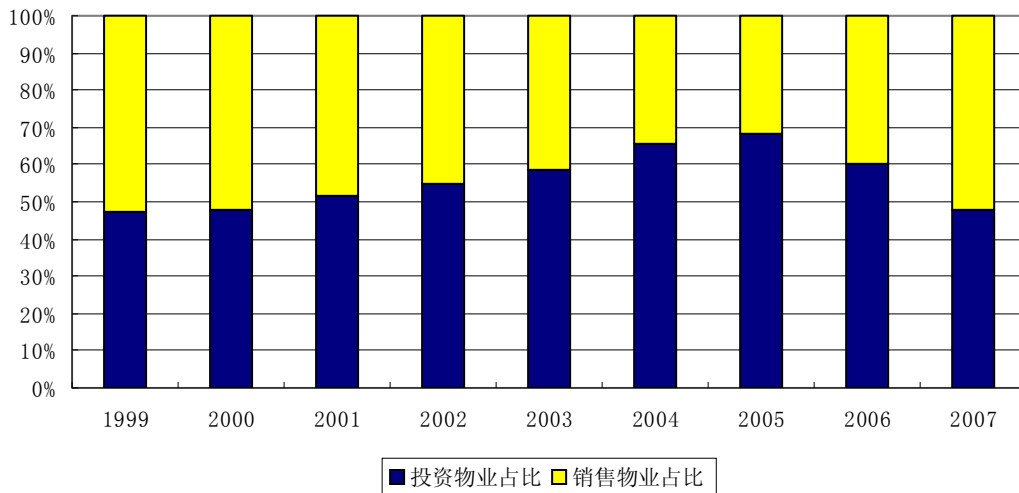
图 (11) 新鸿基销售溢利与出租溢利的波动比较

新鸿基出租物业与销售物业的土地增量比较



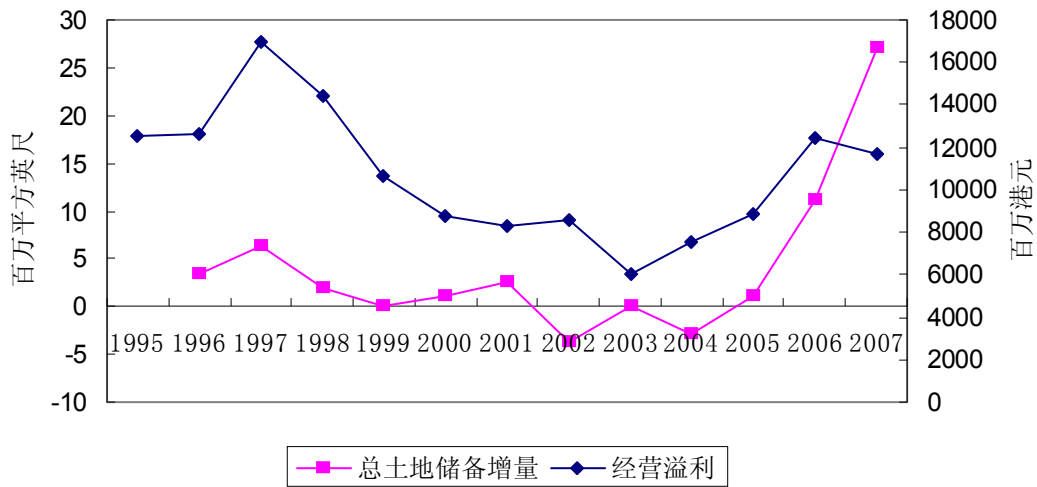
图（12）新鸿基销售物业与出租物业的土地增量比较

新鸿基土地储备结构



图（13）新鸿基的土地储备结构

新鸿基土地储备与经营溢利



图（14）新鸿基的总土地储备与整体经营溢利

2. 4 顺周期的压力

不过，顺周期的经营战略也给公司带来了不少经营压力：首先是整体业绩的高波动，公司的整体溢利从 1997 财年时最高的 170 亿港元，下降到 2003 年的 60 亿港元，业绩缩水了近三分之二（图（15）黑色虚线）。其次，为了应对低谷阶段的现金流压力，新鸿基只能再次坚持其“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。但如何才能实现“货如轮转”？除了要保持充足的土地储备以保证货物（房屋）的供应外，更重要的是要保持一定的销售规模，以维持足够的经营现金。因此，新地在整个金融危机期间，尽管房价已跌了六成以上，但仍保持每年 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；反倒是，随着楼市的复苏，公司的新盘推出速度有所减缓，以等待更好的价格（图（16））。

但是，“货如轮转”是有代价的，为了在低谷阶段仍能保持每年 80% 以上的新盘销售率，降价已成为必然的选择，这也就出现了金融危机期间，新鸿基与长江实业竞相打折，双方销售代表甚至因为抢客而发生冲突，要劳动两家集团主席出面调停的一幕了。显然，打折的价格加速了周转，却也降低了投资回报率——以开发物业为主的新鸿基要支撑其庞大的资产运转，就不可能有恒隆那样的耐心了。

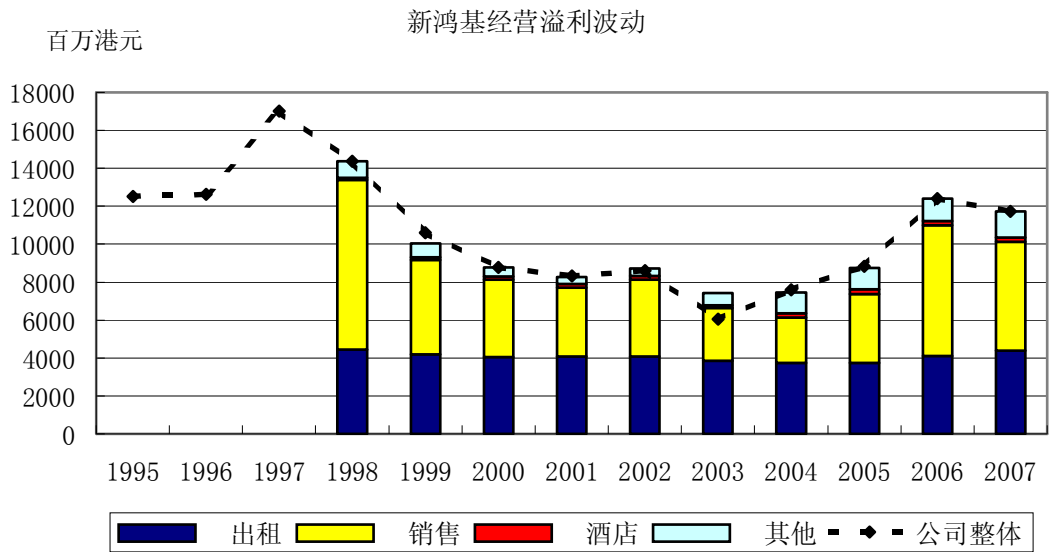


图 (15) 新鸿基的经营溢利波动

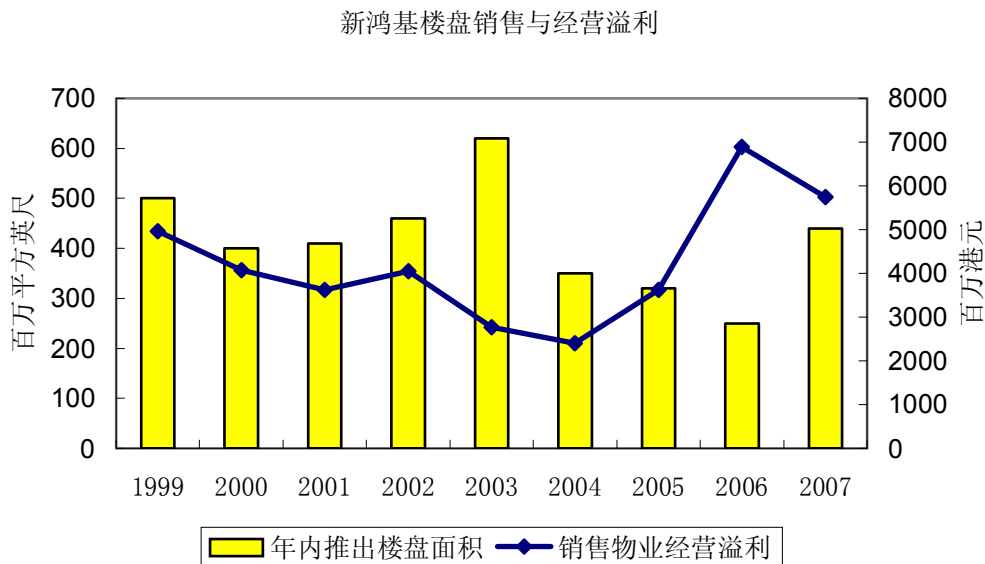
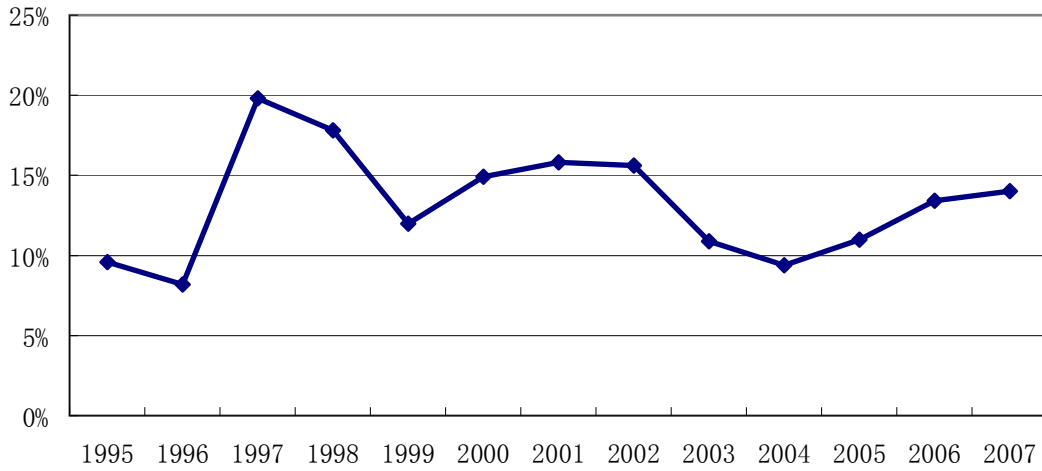


图 (16) 新鸿基每年推出的新盘面积与经营溢利关系

2. 5 应对低谷：保守的财务策略与稳定的出租物业

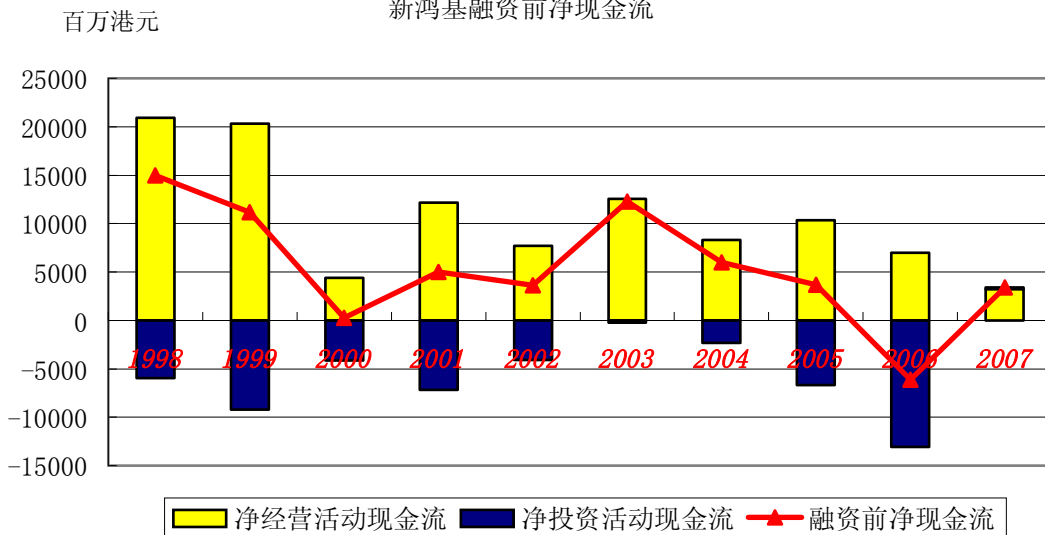
不过，幸运的是，新鸿基一向奉行保守的财务策略，这就为其低谷期的回旋与忍耐留出了空间。如图 (17) 可见，公司的净负债资本比从金融危机前的不到 10% 上升到 20%，翻了一倍多，但仍在安全范围内；而欧洲长期票据的发行更为其增加了一种长期融资工具。除了保守的财务策略，支撑公司度过寒冬的另一项重要的金融资源就是出租物业的稳定收益，由图 (15) 可见，无论高峰低谷，新鸿基的出租物业每年都可提供 40 亿港元左右的经营溢利，从而使公司即使在行业最低迷的时期，仍可保持每年 40 亿以上的净经营现金流 (图 (17))，正是这些现金支撑着公司开发物业的“轮转”运营。

新鸿基净负债权益比



图（17）新鸿基的净负债资本比变化

新鸿基融资前净现金流



图（18）新鸿基的现金流波动

保守的财务策略和平衡的收益结构是推动新鸿基这个香港地产庞然大物安全前行的重要支柱。

三、 美国地产公司的囤钱过冬

3. 1 美国地产公司为什么不“混业”？

与香港地产商将开发物业与出租物业混合经营来抗击周期风险的战略不同，美国的地产商大多是比较专业化的，或是专业化的房地产开发商，或是专业化的物业投资人

(REITS)。

——但是，既然出租物业能够在低谷期帮助地产开发商度过危机，为什么美国的地产商鲜有两种业态的混合？

究其原因，主要是美国较早推出了专业化的物业持有型地产公司，即房地产投资基金 (REITS)。REITS 一般分为三种，专门投资于公寓、写字楼、商铺、酒店、仓库等出租型物业的“权益型 REITS”、专门投资于房地产抵押贷款的“抵押型 REITS”和既投资房产又投资抵押贷款的“混合型 REITS”。我们通常所说的 REITS 是“权益型 REITS”，它通过发行股票 (受益凭证) 来集合公众投资者资金，投资于多个物业组合，并由专业机构负责经营管理，在有效降低风险的同时将出租收益以派息方式分配给股东，从而使投资人获取相对稳定的长期收益。在美国，以公司型设立的 REITS 必须要有完善的治理结构、至少要有 75% 的资产投资于房地产，至少有 75% 的收入来源于房地产的租金收入；而转让持有期未滿 4 年的房地产及持有期未滿 1 年的证券所带来的收益不能超过利润的 30%；此外，应税所得中至少有 90% 的部分必须以股利的形式分配给股东，而分红部分是可以免公司所得税的。

分红部分的税收优惠，让 REITS 相对于一般地产公司的物业投资更有优势，在相同的租金收益下，显然 REITS 能够提供给投资人的回报更多；此外，政府对 REITS 资金投向、收益来源和分红政策的严格规定，使其天生具有了收益稳定的特征——在过去十年里，美国市场 REITS 的平均股息率为 6.96%，高于十年期国债 5.86% 的利息率和标普 500 指数平均 1.79% 的股息率，而它的收益波动率却要比标普 500 指数低 3~4 个百分点，独特的风险—收益特征让 REITS 满足了相对保守的投资人的特殊需要。

正是这种天然的税收优势和独特的风险收益结构使 REITS 在欧美国家迅速发展起来，并成为欧美市场上物业持有型地产的主要投资方式。今天，REITS 在欧洲的覆盖率已达到 13%，在加拿大是 9%，而在美国则达到 50% 以上。而随着 REITS 的发展，传统的地产商更多集中于专业化的开发领域。

2. 2 美国地产公司：囤钱过冬

REITS 的出现使地产投资与地产开发分离开来，从而使美国的地产公司很难通过持有物业来抗击周期性风险，不过，幸运的是，美国市场相对发达的金融体系为开发商们提供了更多的避险选择，各种形式的长期债券降低了公司对短期融资的依赖度，而土地期权 (类似于香港的换地权书) 则减少了公司的囤地成本，不过，更重要的是，美国的地产行业是一个活跃的并购市场——纵观美国众多历史悠久的大地产商，无不是在低谷期的多次并购扩张后形成的，而近年来日益兴盛的私人股权基金则为低谷期的并购扩张提供了更多的外部资金。

低谷期的并购套利机会让许多开发商学会了在高峰期囤钱 (或降低负债)，在低谷期释放融资和并购能力的套利战略。对于美国地产商而言，相比于高峰期把富余的资金投向出租物业，囤钱 (或负债能力) 的策略有更好的灵活性，在低买和高卖两次套利中赚取丰厚的利润。

不过，90 年代以来美国历史上最长的一次地产繁荣让许多开发商忘记了高峰时囤钱的原则，而一味的扩张土地储备，结果在 2006 年下半年开始的地产滑破中遭遇惨重打击，40% 的销量下降使许多公司开始贱卖土地，当然，这中间也不乏有早早囤钱而坐享低价的地产商。

2. 3 香港地产公司：囤钱？囤地？囤房？

其实，历史上的香港地产公司也有过一段囤钱过冬、低谷套利的扩张高峰：

1972年，长江实业、新鸿基、恒隆等新兴地产公司上市，从而展开了一轮并购高峰，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，港资地产公司又在七十年代末八十年代初掀起了新一轮并购高峰，其中，长江实业在1975~1983年间8次增发，先后收购了拥有中区希尔顿酒店的美资永高公司全部股权、英资上市公司青州英坭的控股权、并入主和黄、收购利兴发展39.3%股权。此外，船王包玉刚在上岸后借道长实收购了九龙仓，后又收购了会德丰，恒隆集团收购淘大、信和意欲并购牛奶地产……

除了企业并购外，在上世纪七八十年代，香港的地产公司还采取了各种形式的低谷套利做法：长江实业在1975年趁楼市低迷，以每平方英尺64元、总价8500万元的低价向太古地产购入赛西湖地块，后以每平方英尺279~344元价格发售，获利1.3亿元；恒基在1982~1984年的地产崩溃中大举收购土地，在1987年股灾后又趁新界换地证价格下跌三成的机会，动用5000万元大举收购换地证，1989年大陆政治风波后，香港地产市场再次下跌，恒基斥资3.2亿元收购换地证书——这一时期恒地每平方英尺楼宇的纯利达到1800港元，比新地还高出3成；而信和地产也在82~84年的地产危机中大肆收购，共收购地皮10余幅……

今天香港的大型地产公司，在上世纪60~80年代的几轮地产周期波动都享受过套利的喜悦，也承受过周期中激进的打击，应该说，香港地产公司是深受套利之惠的，只是，随着行业集中度的提高和香港家族式的集中股权结构，迫使今天香港地产业的大型并购行为趋缓了，套利机会减少了——目前，香港前十大地产商已占到总开发量的80%左右，而多数公司第一大股东的持股比例都在35%以上，部分地产公司第一大股东的持股比例甚至在50%以上，这就使得香港地产市场上的敌意收购几乎不可能。

表（1）香港主要地产公司的第一大股东持股情况

	股票代码	第一大股东	持股比例
新鸿基地产	0016.hk	HSBC International Trustee Limited	43.63%
长江实业	0001.hk	Unity Trustee Corporation Limited	37.04%
新世界发展	0017.hk	周大福企业有限公司	36.53%
恒基兆业	0012.hk	Rimmer (Cayman) Limited	57.81%
信和置业	0083.hk	黄廷纺	54.74%
恒隆集团	0010.hk	陈谭庆芬	37.00%
淘大置业(恒隆地产)	0101.hk	陈谭庆芬	51.56%
太古(A)	0019.hk	Franklin Resources, Inc	11.10%
会德丰	0020.hk	吴光正	59.30%
九龙仓	0004.hk	会德丰有限公司	49.96%
希慎兴业	0014.hk	利希慎置业有限公司	40.90%
鹰君	0041.hk	HSBC International Trustee Limited	39.31%

此外，随着公司规模扩大，套利灵活性也降低了，维持“货如轮转”成为公司的战略需要——以新鸿基为例，其物业开发规模很难再象恒隆那样等待、套利了，无论高峰低谷，公司庞大的开发队伍都需要运转起来，在这种情况下，更多的地产公司进入了投资性物业领域，以收益结构的平衡和保守的财务策略来对抗行业周期。

表（2）香港地产公司截止2007年中期的经营溢利结构

		销售	出租	酒店
长江实业	0001.hk	68%	24%	8%
信和置业	0083.hk	58%	31%	3%
鹰君	0041.hk		34%	39%
新鸿基地产	0016.hk	50%	38%	2%
太古	0019.hk		38%	0%
恒基地产	0012.hk	44%	45%	1%
九龙仓	0004.hk	21%	51%	
恒隆集团	0010.hk	8%	67%	
淘大置业(恒隆地产)	0101.hk	11%	86%	
希慎兴业	0014.hk		100%	

四、 中国地产公司的腾挪空间

香港的地产公司用平衡的资产结构来对抗周期，美国的地产公司用囤钱并购来过冬，那么，内地的地产公司该如何管理周期、抗击风险呢？

我们还没有推出真正的 REITS，所以，开发商可以通过在高峰期向商业地产转移投资来储备现金流过冬；另一方面，我们的地产公司虽然股权集中度也很高，但行业集中度却比较低，前十大地产商的市场份额之和仅为 7.5%，众多的中小地产公司为低谷期的并购扩张提供了空间——从这个意义上说，内地的地产公司有两条路可以选择：或是平衡收益结构，或是在高峰期囤钱。

但无论走哪条路，都会牺牲企业的短期成长：向商业地产转移，需要把住宅开发高峰时期赚的钱拿出一部分投在商业地产上，这些钱可能在几年内都不会产生收益，从而影响企业的短期成长；而囤钱过冬更需要在“冬天”来临前就先降低负债率、析出大量资金，这必然会影响到企业当期的投资扩张。拨备“安全性”的代价是短期成长的减速。

不过从长期看，备战周期不仅不会减损企业的价值，还会给企业增值。图（19）是香港主要地产上市公司的市盈率与其持有物业溢利贡献的关系，由图可见，在市盈率估值与出租物业占比之间并不存在显著的相关性关系——认为商业地产公司成长性差、估值低的观点显然是站不住脚的。而图（20）则是市净率与持有物业溢利贡献的关系——由于持有物业周转慢、资产重，因此偏向于持有物业的公司其市净率水平确实会略低于那些侧重于开发物业的公司，但是，象恒隆地产这样将稳健与套利有机结合、并处于套利高峰期的公司，市场仍给予了很高的估值。可见，开发型公司向混合型公司的转型，从长期看并不会降低公司的估值水平，这也就提示我们，即使在没有 REITS 支持的情况下，地产开发公司也可以借助资本市场的力量来改变它的资产组合和收益结构。

当然，这一切必须在地产公司的繁荣期完成——转型从来不会发生在低谷阶段，因为在低谷阶段资金周转速度的大幅下降让开发商们根本不可能再有余力来增持持有型物业；此外，从恒隆和新鸿基的经验看，作为收益平衡砝码的出租物业，为了实现稳定的现金流目标，其每次投资扩张也都需要一个上升周期的扶持。

表（3）香港地产上市公司的收益结构与估值水平

	股票代码	销售溢利占比	出租溢利占比	酒店溢利占比	持有物业溢利占比	基本 PE	PB
新鸿基地产	0016.hk	50%	38%	2%	40%	36	2.2

长江实业	0001.hk	68%	24%	8%	32%	9	1.5
新世界发展	0017.hk	13%	32%	26%	58%	30	1.8
恒基兆业	0012.hk	44%	45%	1%	46%	24	1.6
信和置业	0083.hk	58%	31%	3%	34%	30	2.7
恒隆集团	0010.hk	8%	67%	0%	67%	28	0.9
淘大置业(恒隆地产)	0101.hk	11%	86%	0%	86%	65	2.5
太古(A)	0019.hk		38%	0%	39%	15	1.3
会德丰	0020.hk	18%	52%	0%	52%	17	1.0
九龙仓	0004.hk	21%	51%	0%	51%	21	1.4
希慎兴业	0014.hk		100%	0%	100%	22	0.9
鹰君	0041.hk		34%	39%	72%	26	0.8

香港地产上市公司市盈率与业务结构

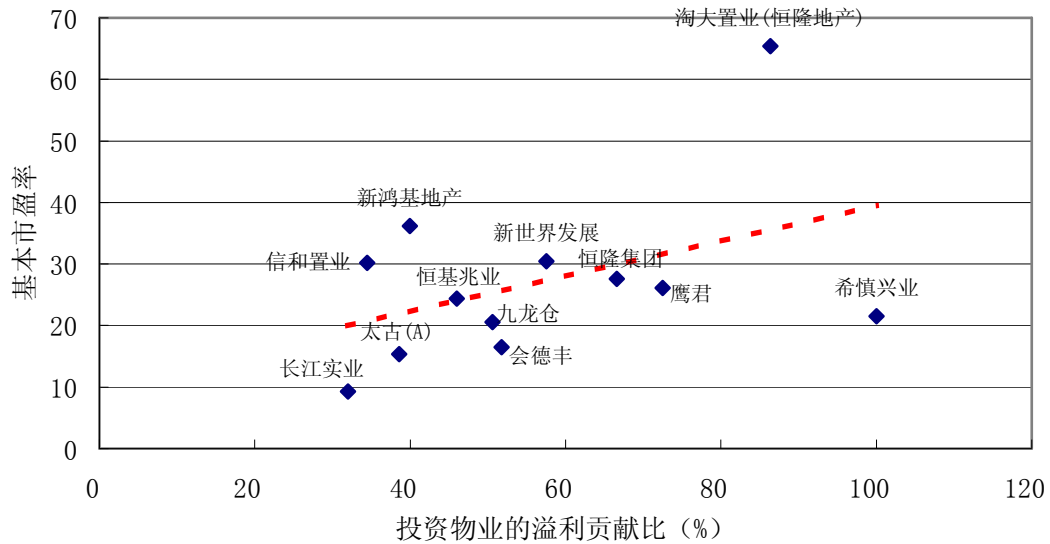


图 (19) 香港地产上市公司市盈率与持有物业溢利贡献的关系

香港地产上市公司市净率与业务结构

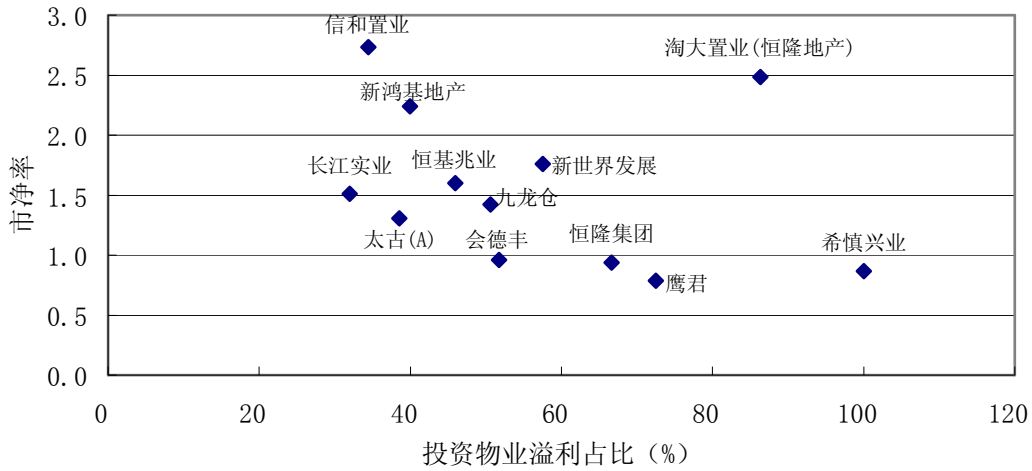


图 (20) 香港地产上市公司的市净率与持有物业溢利贡献的关系 (2008 年 1 月 10 日)

(备注：图中市盈率为基本市盈率，即，股价与截止 2007 年年末最新公告的每股基本溢利（年化）之比，其中，股价为 2008 年 1 月 10 日收盘数据，而每股基本溢利中剔除了出租物业公允价值变动的影响。)

总之，在行业繁荣期储备“寒冬”——或是转移部分资金进入商业地产，或是析出部分资金来减债——无论哪种选择，都会让地产公司损失当前的高峰套利的机会，但“放弃”是为了更长远的发展，地产企业在周期波动中需要预留足够的安全边际，其实，从海外经验看，在剧烈周期中波动生存的地产公司，从来都是很保守的。数据显示，美国地产公司短期负债率大约在……，龙头企业大多将净负债资本比小于 40% 定为安全底线；而香港地产公司的净负债资本比更低，除少数多元化企业集团外，多数地产公司的净负债资本比都在 20% 以下（表 (4)），有些甚至在 10% 以下；与之相对，内地地产上市公司平均的净负债资本比是 29%，40% 的公司净负债资本比超过 40%，15% 的地产上市公司的净负债资本比甚至超过了 100%，不仅如此，内地地产企业的长期融资渠道受限，上市公司平均的短期负债率高达 44%，更有三分之一的公司短期负债率超过 50%——即使以每年……的速度降低负债率、提高现金储备，要达到香港或美国公司的安全边际仍需……年的时间！所以，对于内地的地产企业来说，尽管在行业发展的初期，我们有更多的战略选择，但粗犷的发展使我们距离每个安全目标都还有很长一段路要走，绝不能看到“红灯”再踩刹车，必须要给自己留出足够的反应时间。

表 (4) 香港地产上市公司的净负债资本比

	股票代码	净债项资本比
新鸿基地产	0016.hk	14.0%
长江实业	0001.hk	17.9%
新世界发展	0017.hk	30.7%
恒基兆业	0012.hk	9.5%
信和置业	0083.hk	25.4%
恒隆集团	0010.hk	6.0%

淘大置业(恒隆地产)	0101.hk	0.0%
太古(A)	0019.hk	14.0%
会德丰	0020.hk	21.0%
九龙仓	0004.hk	26.4%
希慎兴业	0014.hk	6.90%
鹰君	0041.hk	24.0%