

高端化转型与规模化生存

——从英国地产企业的分品牌策略看分类财务安全底线

前几日参加了一个地产年会，本意是想和大家讨论“泡沫化威胁下地产企业的财务安全底线策略”，但“泡沫”两字一出，即引得在场的学者、业内人士一片争论，媒体更是连篇报道了“泡沫”之争，结果“安全底线”本身倒被忽略了。所以，想在这里特别撰文，再次强调“安全底线”对地产企业的重要性。

经济学家常关注总量与长期，短期的波动常常被作为“干扰因素”过滤了，从这个角度说，城市化和货币化进程确实推动长期房价上涨；但对于企业这类微观个体来说，却不能忽视短期的波动风险，因为它们往往是致命的打击，所以，如何在“不确定”与“高波动”的环境中谋求生存与发展是至关重要的。

另一方面，对于“财务安全底线”和“极限发展速度”，有学者认为是“高速路上跑40迈，肯定不会翻车，但也跑不快”，但这里要强调的是：“财务安全底线”和“极限发展速度”绝不是一个过于保守的数值，所谓“底线”与“极限”，意味着它已经是企业能力的边界了，这不是“高速路上跑40迈”，而是“你的车最快只能跑到180迈，再快了就要翻车了”！

此外，对于高运营效率的企业来说，“安全底线”下的“极限发展速度”也并不慢，规模化的企业在不考虑股权融资时仍可达到30-40%，高端化企业也可以达到20%左右，如果你能持续保持这一速度，那增长也将是可观的。

总之，这是一场“汽车拉力赛”，不是“冲刺赛”，分站的冠军并不意味着总冠军，实际上，在地产牛市中，谁的胆大，谁就是“老大”，但从长期看，最终胜出的一定不是“胆量”最大的企业。

摘要

流动性推动的地价上涨和投资人对高端住宅的旺盛需求吸引着越来越多的规模化企业向高端化转型，但各国数据均显示，高端住宅需求对经济周期的敏感性更高，低谷中的周转率更慢，因此，欧美成功的高端地产商通常都施行更保守的财务策略——以保守的财务策略来对抗产品本身的高周期风险。

在我国，高端地产商的周转速度一般比规模化开发商慢 40%左右，这也就意味着在低谷中更慢的现金回流速度和更脆弱的抗冲击能力，根据我们的测算，我国高端地产企业在财务安全范围内几乎没有净短期借贷空间，长期负债率应控制在总资产的 10-20%，总负债率在 40-50%，这一负债率要显著低于当前规模化开发商的平均负债水平。

因此，当规模化企业向高端化延伸时，如果不改变当前的负债结构，那将意味着在高端项目上 50%的超速扩张，而且高端化拓展速度越快、高端项目比重越高，潜在的资本金缺口就越大。而 2009 年 12 月抑制高房价政策的出台，可能会进一步加剧混合产品线的风险：一方面，开发企业为平抑整体房价，推出一些低价盘，另一方面，只要过盛的流动性依然存在，高端住宅上的投资性需求和开发企业的高端化热情都难以削减，从而呈现产品结构的两极分化，而两极化的混合产品线对地产企业的风险控制提出了更高的要求，繁荣期静止的负债结构与日益高端化的产品结构，可能意味着一个不被察觉的资本缺口正在产生。

规模化企业在做高端化，高端化企业在追求规模化，产品定位的融合成为一种新趋势。也因此，很多企业都面临如何管理混合产品线的问题，不仅是品牌管理问题，财务风险也是成倍上升的，尤其是全国化扩张企业，区域自治基础上的产品线拓展，很可能导致扩张失控。不过，这个问题多数地产企业都还没有意识到，这绝不是生产桌子的企业又生产椅子那么简单，高端住宅与大众化住宅的金融属性完全不同，高端产品线的周转更慢、对行业周期更敏感，要求更保守的资本结构，也因此，产品线结构的转变绝对是个很大的挑战。

如何才能避免结构失衡与风险失控？

本文研究了英国地产企业的分品牌策略，它能够在一定程度上解决多产品线企业的管理矛盾与定位混淆，更重要的是分品牌策略背后的独立资本拨备策略，平衡了不同产品线之间的金融资源冲突。

所谓分品牌的独立拨备策略，即，根据每类产品线的周转特性和周期特性分别配置资本金，并设定相应负债率约束，如，针对高端产品更高波动和更慢周转的特性设定更严格的财务安全底线，而对大众化产品，安全底线可适度放松。

差异化的财务结构在周期波动中将自动平衡整体的产品结构，抑制高端产品上的过度风险累积，尤其是在区域分部与产品线分部的矩阵结构中，分类财务安全底线意味着用严谨的财务纪律来换取经营上的灵活性，实现集权与分权的平衡。

总之，以规模化为基础的高端化转型，要求地产企业正视不同产品定位的风险差异，施行分类财务安全底线。

一、流动性推动的高端化转型

随着 2009 年楼市的复苏，自 5 月以来“地王”频出，在北京，中化方兴以 40.6 亿、楼面价 16000 元/平米拿下广渠路 15 号，半年后新“地王”诞生，大龙地产以 50.5 亿拍下顺义天竺地块，楼面价接近 3 万元/平米，在上海，9 月 10 日中海地产刚以 70.06 亿、楼面价 22400 元/平米拿下长风地块，9 月 30 日，绿地集团就以 72.45 亿元、楼面价 27000 元/平米拿下周

遍地块，此外，绿城中国以 28000 元/平米的楼面价创造苏州新地王，西子房产集团以 24000 元/平米创造了杭州新地王，在厦门恒兴置业以 10.47 亿元总价、31000 元/平米创造厦门新地王……在“地王”拉动下地价持续走高，2009 年三季度，北京地区住宅用地的平均交易价格已达到 10000 元/平米，上海和深圳均超过 15000 元/平米，杭州更是接近 20000 元/平米，即使是成都，平均的地价也已超过 6500 元/平米。

部分城市住宅用地平均地价

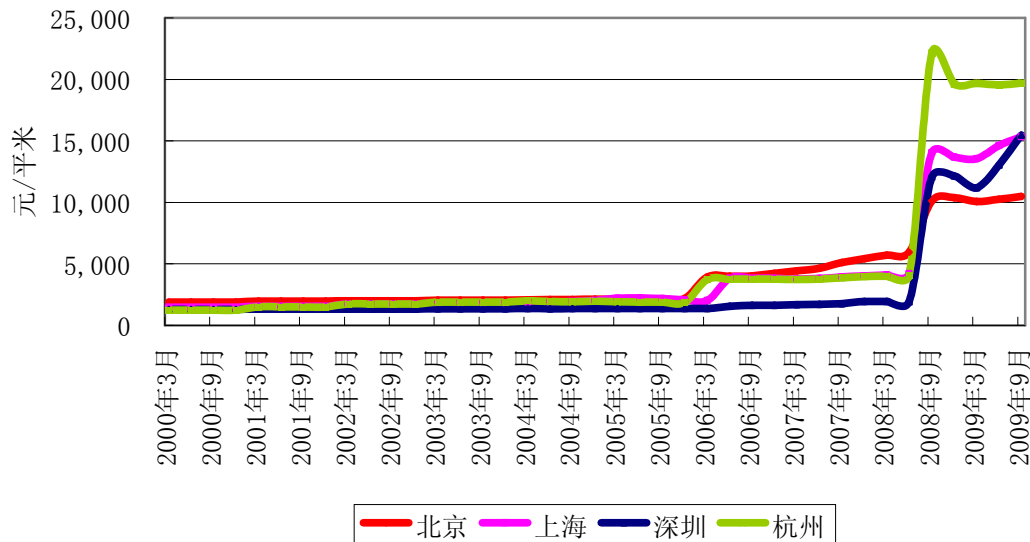


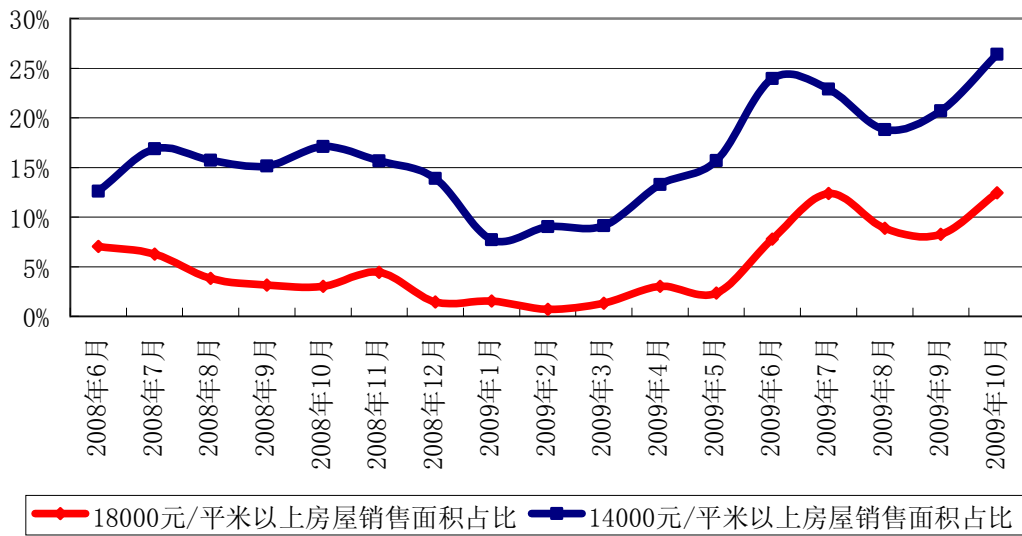
图 (1) 部分城市住宅用地平均价格
(数据来源: CEIC)

(注: 地价监测技术、方法、工作机制等在 2005 年和 2008 年先后进行了两次大调整, 2008、2005 年数据与之前数据不具备可比性。)

尽管官方数据显示土地价格仅占房价的 23%左右, 但随着招拍挂土地的增多, 地价成本的上升已是不可否认的事实, 以新近在香港上市的龙湖地产为例, 2008 年确认的销售收入中土地成本占 21.8%, 但到 2009 年上半年, 这一比例已提升至 43.8%, 相应确认的售价也从 2008 年的 4938 元/平米升至 10071 元/平米!

高地价正迫使更多开发企业提高产品定位, 而充沛流动性与旺盛的投资需求则推动了住宅需求的整体高端化, 以广州为例, 每平米 18000 元以上的房屋销售面积在总销售面积中的占比已经从年初的 1%上升到 10 月份的 12%, 每平米 14000 元/平米以上的房屋销售面积占比也从年初的 8%上升到 26%, 结果, 广州别墅的销售均价从上半年的不到 10000 元/平米迅速攀升到 10 月份的 35000 元/平米; 而上海的豪宅销量更是创历史新高, 成交量同比上涨 100%以上。

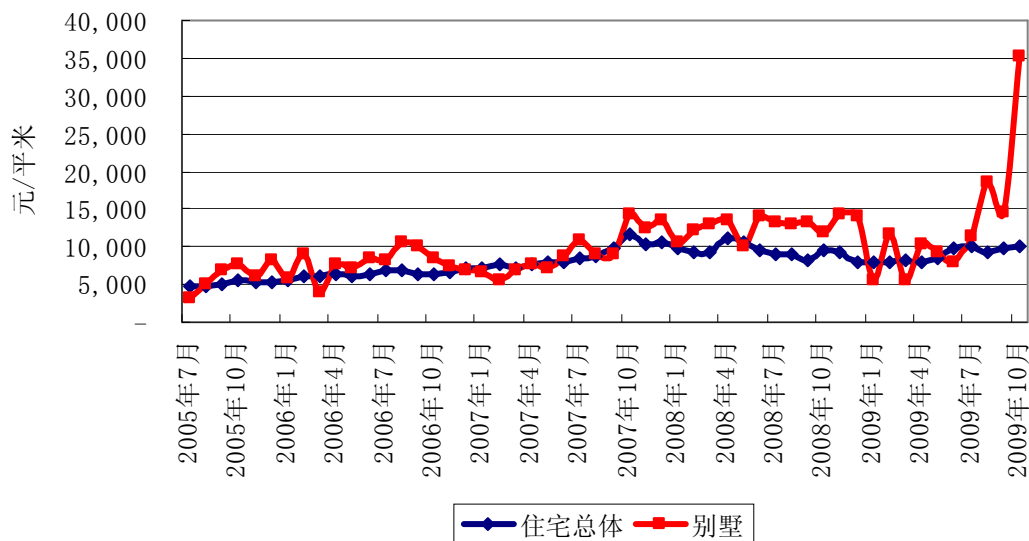
广州高端住宅销售面积占比



图（2）广州高端住宅销售面积占比上升

（数据来源：CEIC）

广州新建商品房均价

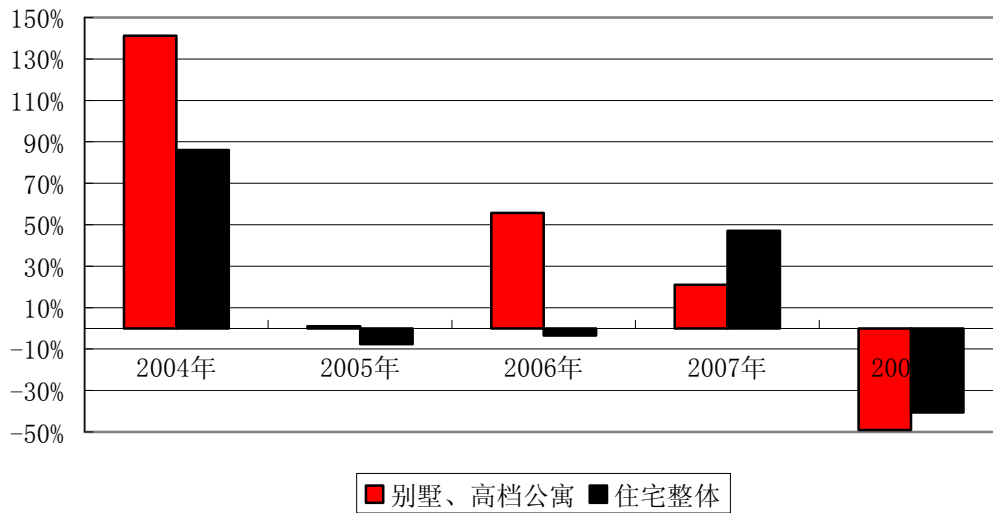


图（3）广州：别墅均价的快速攀升

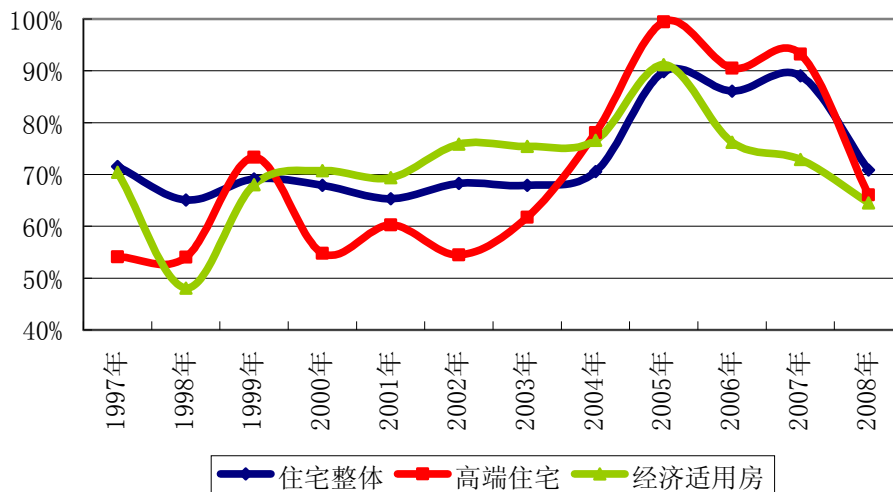
（数据来源：CEIC）

而从历史数据看，繁荣期高端住宅的需求确实更大，如 2004 和 2006 年全国高档住宅的销售面积涨幅达到 60%和 30%，均显著高于同期住宅整体销量涨幅（14%和 12%），而从 2003-2007 年，全国商品住宅的整体销售面积上升了 135%，别墅和高档公寓则上升了 216%。在一线城市更是如此，以上海为例，2004 年和 2006 年上海住宅销售金额整体涨幅为 57%和 11%，而高档住宅的销售金额涨幅则达到 141%和 56%。从图（5）中也可以看出，在繁荣期高端住宅的销售面积与新开工面积之比可以达到 90%以上，较普通住宅高出 5-10 个百分点，但在低谷期这一比例可以低至 50-70%水平，较普通住宅低 5-15 个百分点。

上海市住宅销售金额的年度涨幅


 图（4）上海高端住宅的销售金额波动更大
 （数据来源：CEIC）

全国住宅：销售面积/新开工面积


 图（5）高端住宅销售率随经济周期高波动
 （数据来源：CEIC）

而从国际经验看，繁荣期高端住宅的价格涨幅也更大，以香港为例，其 E 级住宅（单套面积超过 160 平米的住宅），从 2003 年 6 月到 2008 年 6 月累积房价涨幅达到 172%，而同期 D 级住宅（单套面积 100-160 平米）的价格累积涨幅为 149%，C 级住宅（单套面积 70-100 平米）的价格累积涨幅为 131%，D 级住宅（单套面积 40-70 平米）的价格累积涨幅为 103%。

香港不同档次住宅的售价指数

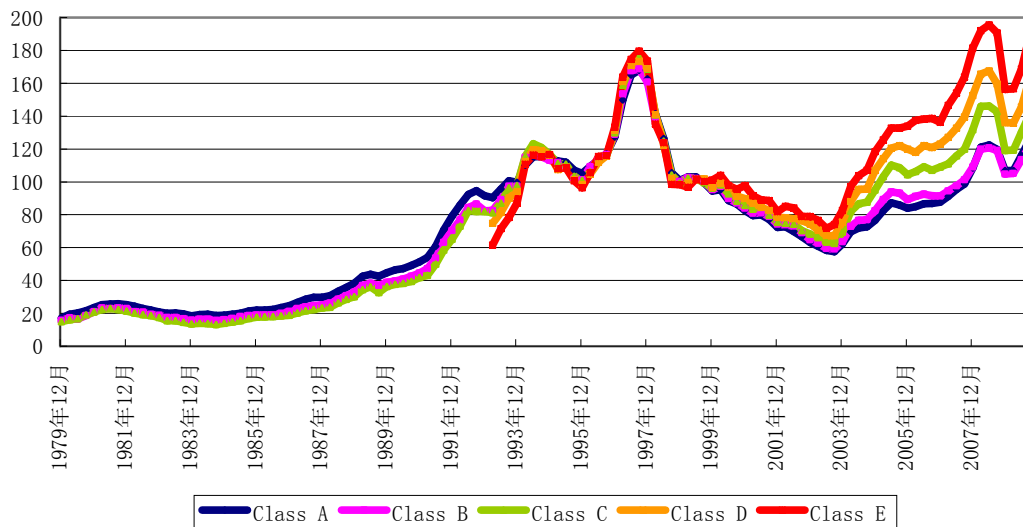


图 (6) 香港不同档次住宅的价格指数

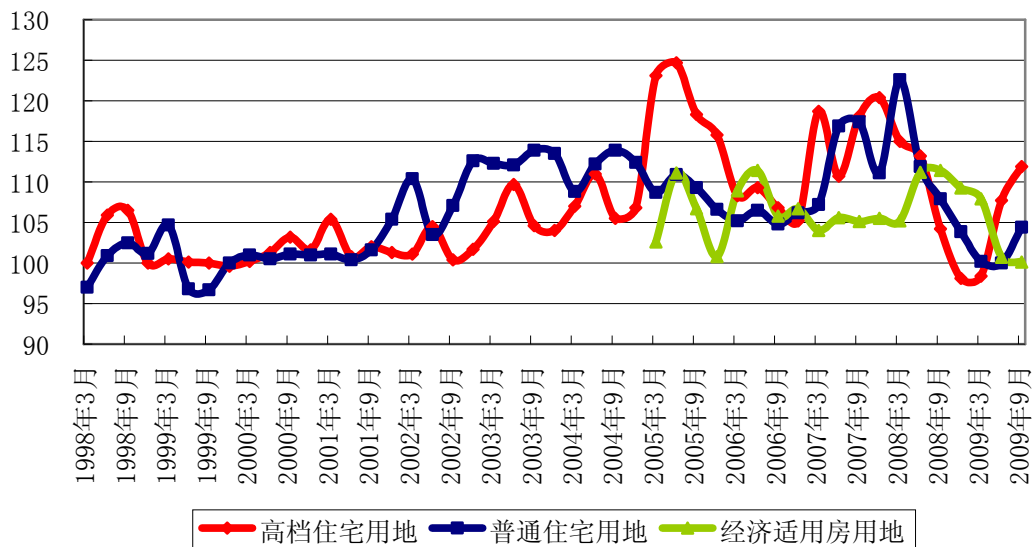
(数据来源: CEIC)

(注: A级: <40 平米, B级: 40-70 平米, C级: 70-100 平米, D级: 100-160 平米, E级: >160 平米)

高档楼盘的旺盛需求吸引了更多规模化开发企业进入高端市场。如以规模化著称的万科, 2009 年在北京推出了万科公园五号、万科蓝山等高端定位项目, 在深圳, 四季度更是同时推出万科·华府、万科清林径葡萄墅、万科东海岸和万科棠樾四个别墅项目, 冲击高端市场, 并明确提出今后要从郊区大盘开发商转变成全生命周期住宅产品的提供者; 除万科外, 保利也在 2009 年集中推出保利垄上、保利香雪山、保利中心·108 公馆等别墅高端项目, 明年更计划在沈阳、天津、重庆、广州等地集中推出高端盘。

实际上, 2009 年 4 月-9 月, 高档住宅用地的价格指数已经从 98.4 上升到 111.9, 与之相对, 普通住宅用地的价格指数只是从 100.2 微升到 104.4, 而经济适用房的价格指数更是从 107.9 下降到 100.1, 土地价格指数的变动显示了当前开发企业对高档住宅用地的情有独钟, 未来高档产品在开发企业产品结构中的占比将大幅上升。

中国不同类型住宅用地交易价格指数



图（7）中国不同类型住宅用地的交易价格指数
（数据来源：CEIC）

但是，规模化地产商的高端延伸，可能意味着更大的风险。世界各国的经验都表明，高端住宅相对于普通住宅，其需求和价格具有更强的周期波动性——高端住宅的购买力中相当一部分来自投资需求，而从历史上看，投资需求在各个市场上都具有“追涨杀跌”的特性，因此，在经济低谷中高端住宅的需求受到更大冲击（与之相对，当普通住宅的价格降幅达到一定程度时，刚性需求的启动将缓解部分周期冲击）。也因此，成功的高端地产商通常具有更保守的财务策略。

二、 欧美成功的高端地产商更保守

2.1 美国：托尔的财务保守策略

在《美国地产企业如何稳健套利》一文中我们分析了美国高端地产商托尔（Tol Brothers）坚守财务安全底线的顺周期扩张策略：它坚持在任意年份，手中的现金>未来1年内到期借款，手中现金+3年后到期的循环贷款剩余额度>未来3年内到期的借款，在此基础上，高峰年份，企业会有较多富余资金用于购地扩张，而在低谷年份，富余资金减少但仍能维持企业的正常运做。

为了保持财务安全，托尔不断用长期资金来替代短期资金，在托尔的资本结构中，权益资本平均占到总资本的50%左右，长期债券占30%，而银行贷款仅占20%，换句话说，公司的资金来源方面，80%以上的资金都属于长期资本，这就使它从容应对各种中短期危机。实际上，托尔几乎不使用短期贷款；而与之相对，美国以销量排名第一的规模化开发商（Volume Builder）霍顿（股票代码：DHI）在次贷危机前（1997-2006），短期贷款在总借款中的占比平均达到25%，在总资产中占12%。

TOL的资本结构

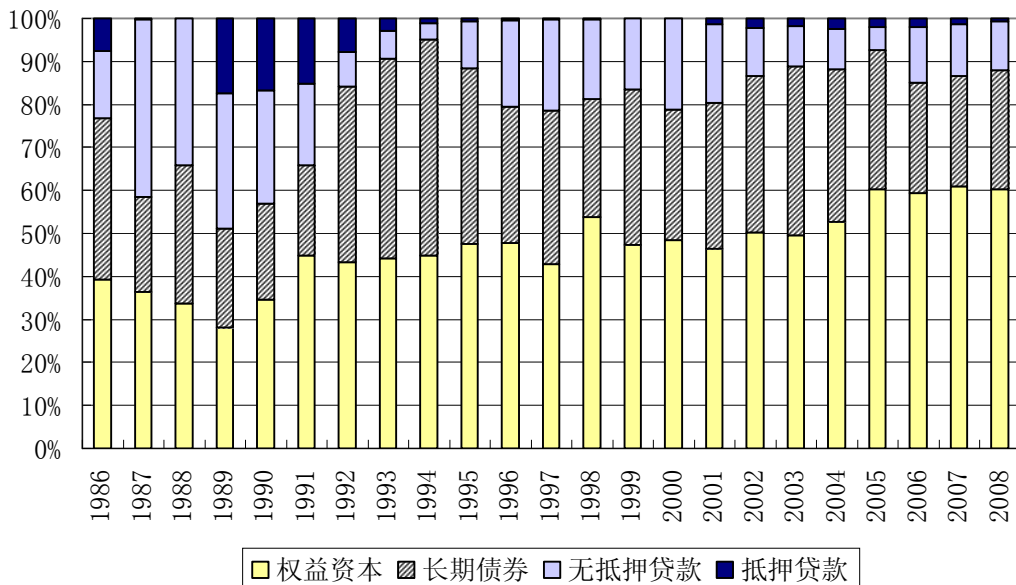


图 (8) 托尔的资本结构
(数据来源: 公司年报与贝塔策略整理)

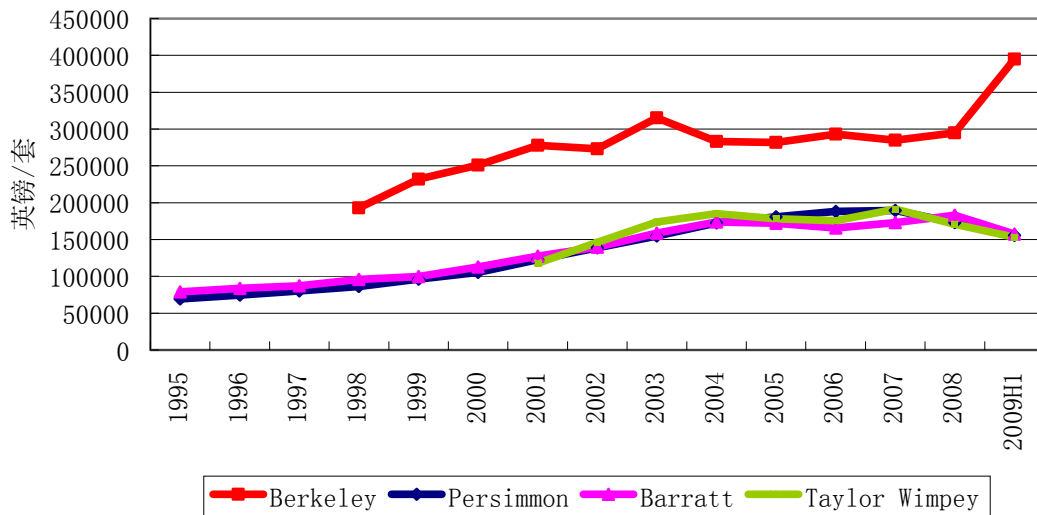
结果在 2007 年次贷危机来临时, 托尔的净负债资本比 ((有息负债-现金及等价物)/权益资本) 为 39%, 而霍顿的净负债资本比高达 74%; 在危机最深重的 2008 财年底 (托尔是以每年 10 月 31 日为财年结束日, 霍顿是以 9 月 30 日为财年结束日), 托尔的净负债资本比仅为 16%, 而霍顿则高达 83%——2008 财年底时, 托尔手持 16.3 亿美元现金和 13.2 亿美元 2011 年到期的未使用循环贷款额度, 与之相对未来三年的到期借款总额只有 11.6 亿美元, 也就是说, 即使未来三年公司一套房子都卖不出去, 它也不会出现财务危机——2009 年 10 月, 托尔的净负债资本比进一步降低至 13%, 而霍顿仍高达 58%。

与规模化开发商霍顿相比, 托尔显然更加保守。

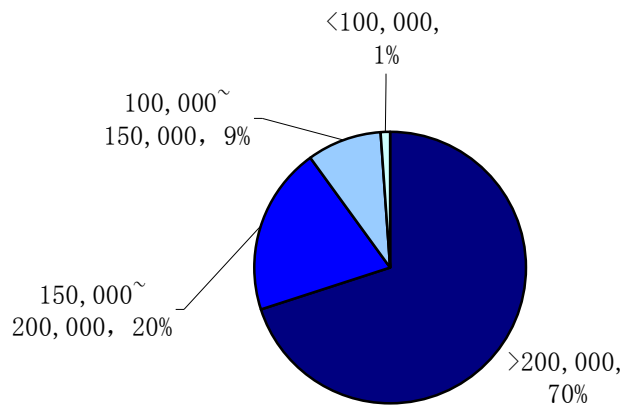
2. 2 英国: Berkeley Group 的财务保守策略

英国地产商 Berkeley Group (股票代码: BKGL) 也定位于高端市场, 其房屋售价是行业平均水平的 2-3 倍, 而销量则是英国前三大地产公司的 20% 左右, 以销售额计算排名第 9, 2004 年的行业高峰期, 公司进一步收缩战线, 聚焦高端市场, 剥离了英国中北部业务、集中拓展伦敦和英国东南部市场, 为此公司计划用 6 年时间将总值 14 亿英镑 (每股 12 英镑) 的资本返还给投资人。

Berkeley Group与柿子公司的产品销售均价比较


 图（9） Berkeley Group 与英国三大地产公司的产品销售均价比较
 （数据来源：公司年报与贝塔策略整理）

Berkeley Group的住宅产品销售价格区间分布


 图（10） Berkeley Group 2007 年的产品价格分布
 （数据来源：公司年报）

与托尔相比，Berkeley Group 奉行更加保守的财务策略。截止 2009 年 4 月 30 日（2009 财年底），其银行贷款只有 16 万英镑，而手持现金达到 2.85 亿英镑，净负债资本比为-36%，显著低于英国三大地产公司 45% 以上的净负债资本比。而在过去十年，Berkeley Group 平均的净负债资本比不到 3%，与之相对，同期英国规模化开发商平均的净负债资本比一般在 30% 以上，Berkeley Group 的负债率仅为行业平均水平的十分之一。

Berkeley Group与柿子公司净负债资本比比较

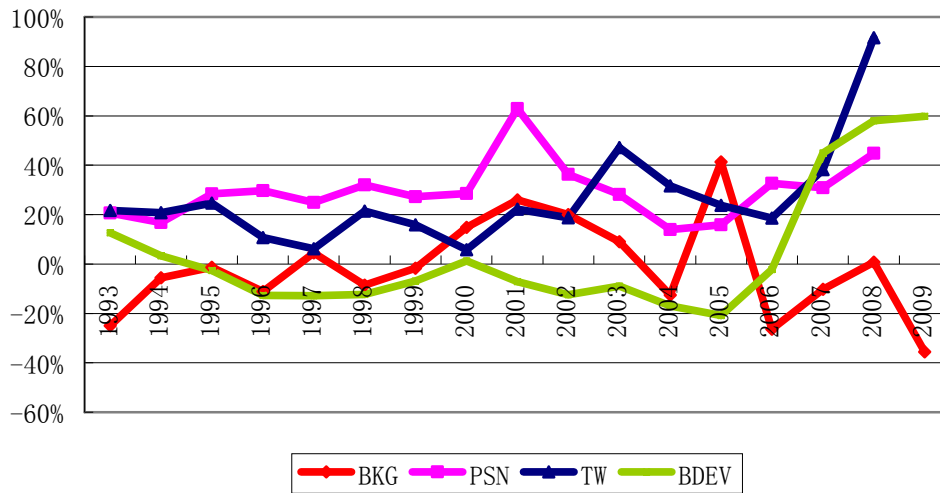


图 (11) Berkeley Group 与英国三大地产公司的净负债资本比比较
(数据来源: 公司年报与贝塔策略整理)

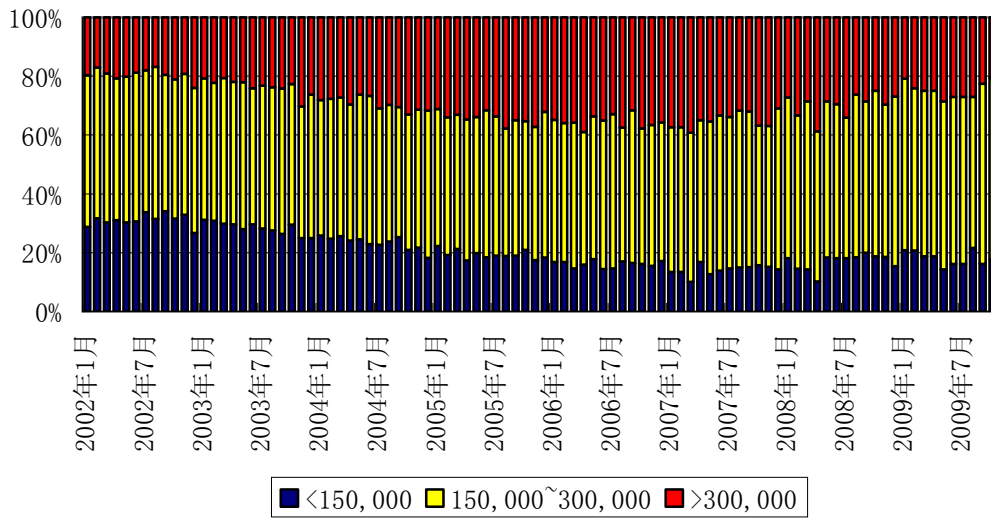
(注: BKG 为 Berkeley Group, PSN 为柿子公司 (Persimmon), TW 为 Taylor Wimpey, BDEV 为 Barratt Developments)

三、 为什么高端地产商更保守?

3. 1 高端住宅需求对行业周期更敏感

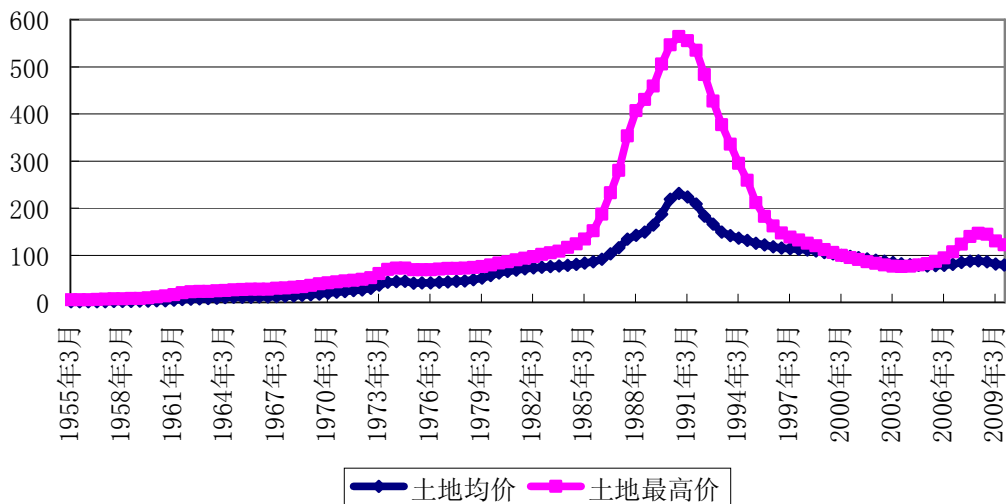
由图 (12) 可以看出, 随着次贷危机的爆发, 美国新房销量已较 2006 年高峰时下降了 60% 以上, 其中高档住宅销量降幅更大, 2009 年 1-10 月单套价格在 50 万美元以上的住宅销量较 2006 年同期下降了 77%, 而同期单套价格低于 15 万美元的住宅销量降幅为 60%, 结果在总销售结构中, 单套价格在 30 万美元以上的住宅销量占比从高峰期的 40% 下降至 20% 水平, 即使考虑到美国单套新房的平均售价从 2006 年高峰时的 25 万美元降至 21 万美元 (恢复至 2004 年水平), 但 2009 年 30 万美元以上住宅的销量占比仍较 2004 年水平低 10 个百分点——显然, 金融危机中高端住宅的销量萎缩更加严重。

美国不同价格区间的销量占比


 图 (12) 美国不同价格区间独栋新房的销量占比
 (数据来源: CEIC)

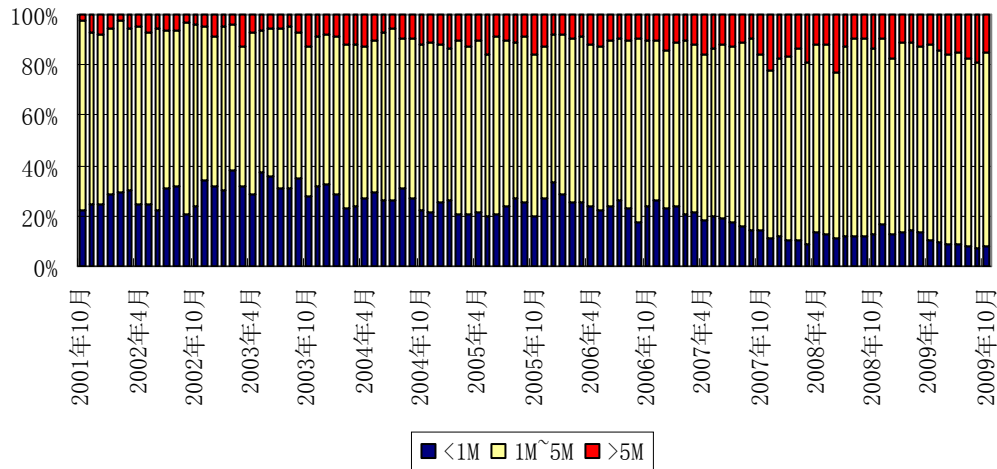
在日本 90 年代的泡沫破灭后, 高价地受到的冲击更大: 从 1981 年 9 月到 1991 年 9 月的十年繁荣期, 日本六大城市的最高地价上涨了 504%, 而同期平均地价涨幅为 225%, 最高价涨幅是平均价涨幅的两倍多; 但从 1991 年 9 月到 2001 年 9 月, 高端地价的降幅更大, 十年间最高价指数已较峰值下降了 84%, 而同期 6 城市平均地价降幅为 56%。高端住宅对经济周期更加敏感。

日本6大城市土地价格指数变化


 图 (13) 日本 6 大城市土地均价指数与最高价指数的周期波动
 (数据来源: CEIC)

在香港, 繁荣期单套 500 万港元以上的住宅交易量在总交易量中的占比曾一度达到 23%, 但金融危机中这一比例一度下降至 10% 水平, 而在亚洲金融危机期间更低至 5% 以下。

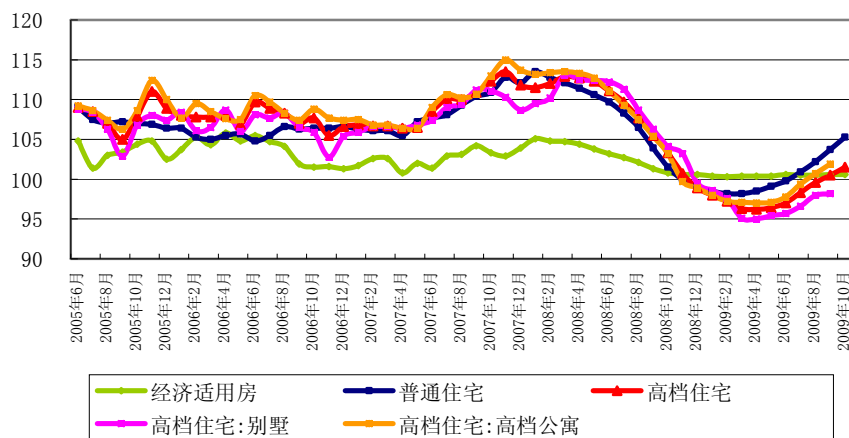
香港不同价格区间的住房销量



图（14）香港不同价格区间的住宅交易量占比
（数据来源：CEIC）

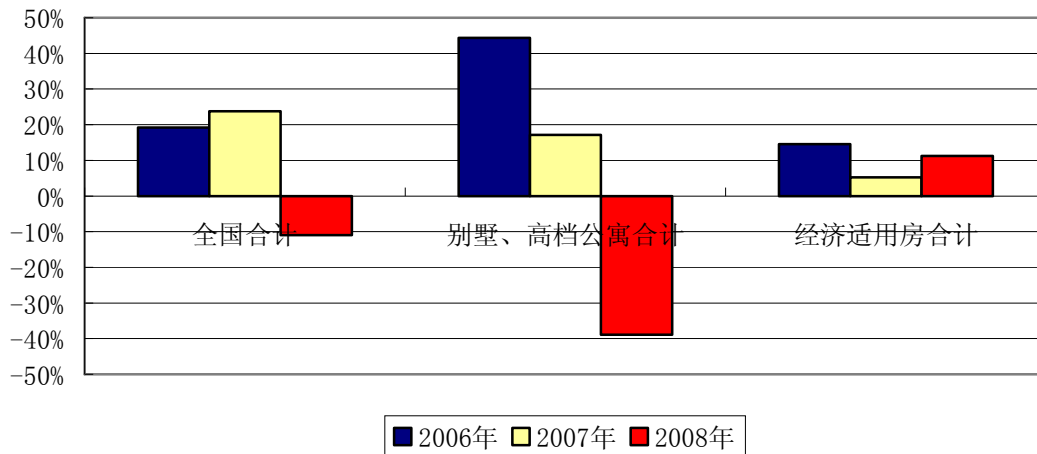
在中国内地也是如此。尽管人们总认为高端住宅有更好的保值性，但其实它的价格波动通常是更大，而不是更小：从2007年四季度到2009年一季度，普通住宅的价格指数从最高时的113.5下降到最低时的98.2，而高档住宅的价格指数则从最高时的113.5下降到最低时的96.2，其中别墅价格指数更是降至95.0，由图（15）可见，越是高端住宅，低谷中价格指数的下降幅度越大。在销售量方面，2008年全国住宅销售套数合计下降了11%，销售面积下降了15%，其中经济适用房的销售套数上升了11%，销售面积上升了3%，而别墅和高档住宅的销售套数下降了39%，销售面积下降了37%，降幅显著大于普通住宅——低谷中，高档住宅的销量降幅较普通住宅高出25个百分点。感受到低谷中高端住宅的寒流，在2008年的地产低谷中，别墅和高档公寓的新开工面积也下降了12%，而同期全国商品房的新开工面积增长了6%，经济适用房的新开工面积更增长了17%。

中国各类住宅的销售价格指数



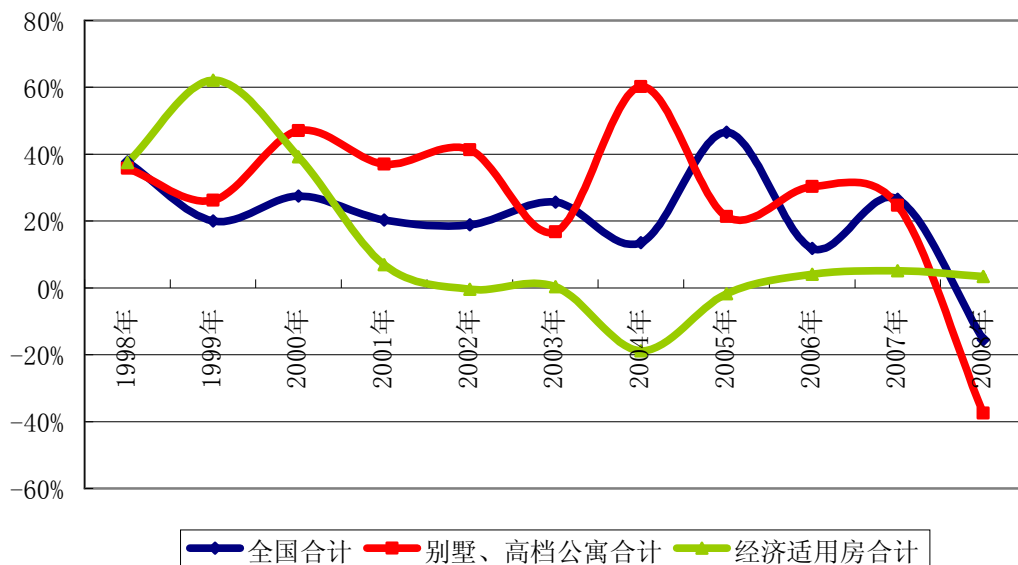
图（15）中国不同类型住宅的销售价格指数
（数据来源：CEIC）

中国不同档次住宅销售套数的同比增幅



图（16）中国不同档次住宅销售套数的同比增幅（2006-2008年）
（数据来源：CEIC）

中国不同档次住宅的销售面积同比增幅



图（17）中国不同档次住宅销售面积的同比增幅（1998-2008年）
（数据来源：CEIC）

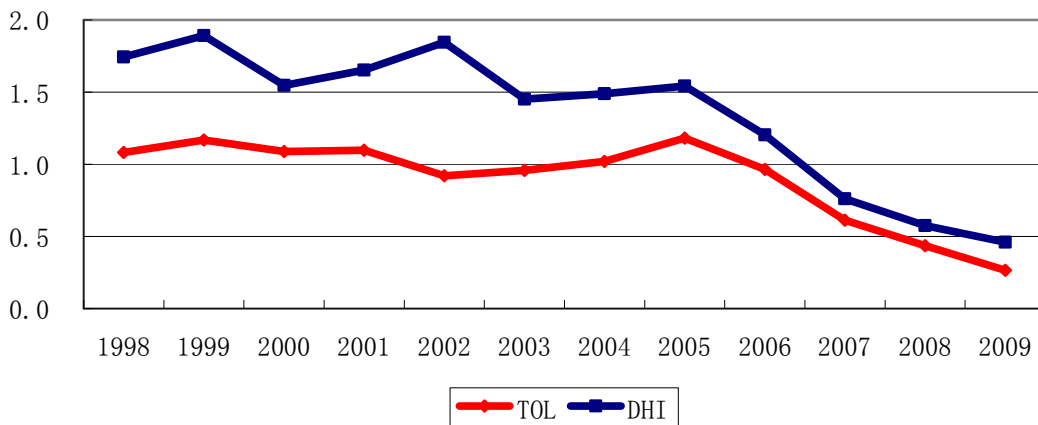
当然，不同地区高端住宅的抗冲击能力不同，以一线城市为例，上海 2008 年住宅销售面积的整体降幅为 40%，而别墅、高档公寓的销售面积降幅达到 48%，销售金额方面，住宅整体降幅为 41%，别墅高档公寓降幅为 49%，高档住宅低谷中的降幅仅比普通住宅高 10 个百分点左右。但在广州，2008 年住宅整体销售面积下降了 31%，销售金额下降了 25%，但别墅高档公寓的销售面积下降了 86%，销售金额下降了 79%！而在深圳，2008 年 90 平方米以下住宅的销售面积上升了 23%，90 平方米以上销售面积下降了 44%，其中 90-144 平方米的销售面积下降了 51%，144 平方米以上下降了 31%；在销售金额方面，90 平方米以下住宅的销售金额上升了 10%，90 平方米以上住宅的销售金额下降了 39%，其中 90-144 平方米的销售金额下

降了 51%，144 平方米以上的销售金额下降了 28%——相比于珠三角地区，长三角地区的高端住宅似乎更抗冲击。但即使如此，周期低谷中高端住宅面临更大的销售冲击，这是被历史数据一再证明的事实，而这种高波动性要求高端地产企业更加保守。

3. 2 高端地产企业的周转率更慢

除了周期波动更大外，高端产品更长的开发周期和销售周期也减缓了低谷中的资金回流速度，削弱了抗冲击能力。以美国高端地产商托尔为例，其平时的周转速度较霍顿等规模化开发商慢 30%左右，在次贷危机中，到 2009 财年底时，托尔的存量资产周转率较 2006 财年下降了 72%，降至 0.27 倍，而霍顿的存量资产周转率则较 2006 财年下降了 62%，降至 0.46 倍，别小看了这 0.19 倍的差距，它意味着托尔需要比霍顿多储备相当于总资产 19% 的金融资源，即，如果霍顿需要保留相当于总资产 4% 的现金的话，那么，托尔的现金底线可能就要达到 8%，此外，如果霍顿的短期负债上限是总资产的 30% 的话，那么托尔的短期负债就不能超过总资产的 15%。

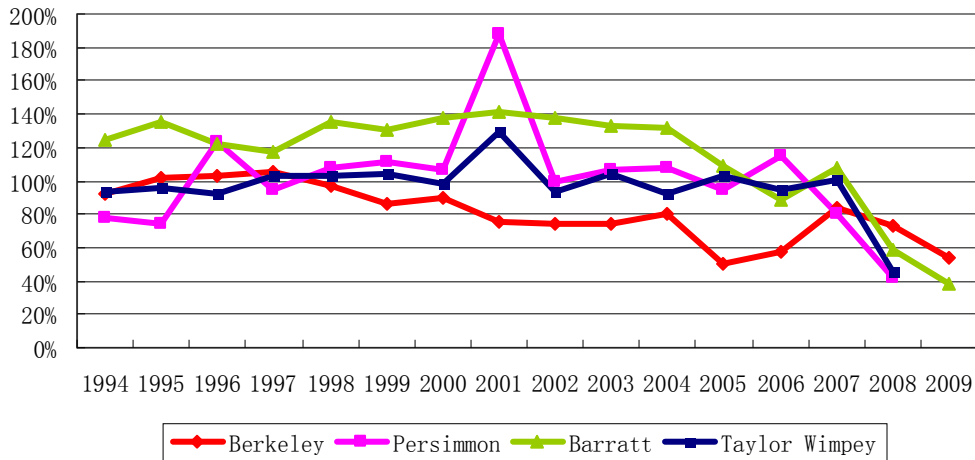
TOL与霍顿的存量资产周转速度比较



图（18）美国 TOL 与霍顿的存量资产周转速度比较
（数据来源：公司年报与贝塔策略整理）

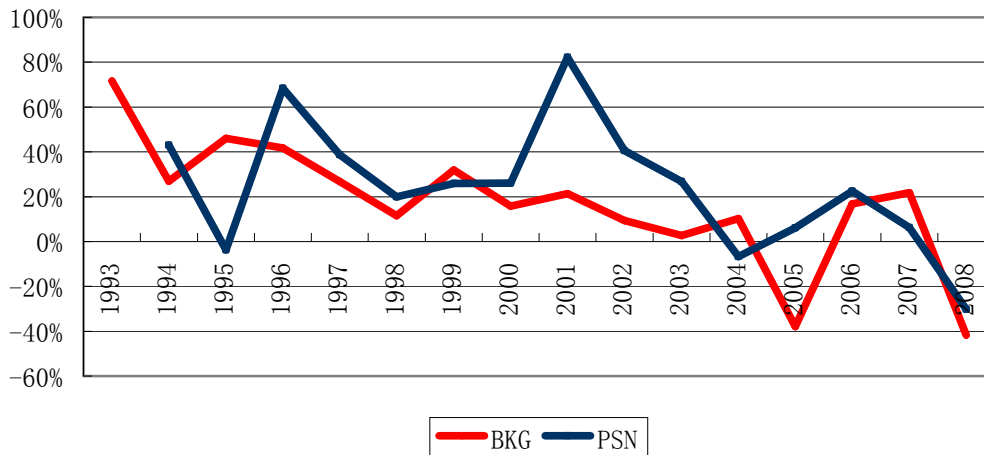
而英国高端地产商 Berkeley Group 平时的周转速度也要比规模化开发商低 30-50%，只是由于公司普遍采用 18-24 个月的预售模式，所以在金融危机中收入的降幅不大，但随着危机的持续，公司自己也不得不承认它的预售模式正经受考验——Berkeley Group 的购房人中 50% 为投资人，2009 财年（2008 年 5 月~2009 年 4 月）确认的销售额下降 30%，但预售量却大幅下降 53%，经营现金（净经营现金-运营资本变化）下降了 42%，大于柿子等规模化公司 30% 的降幅（2008 年 1 月~2008 年 12 月），而分析师预期 2010 财年其经营现金还将在 2009 财年基础上再降 50% 左右。不仅如此，在当前市场环境下，购房人很难接受 Berkeley Group 平均 18 个月的预售期，因此，如果危机继续深化，公司很可能被迫放弃预售模式，那将意味着一笔巨额的营运资本垫付。幸好，Berkeley Group 的保守财务策略足以应对危机。

英国Berkeley Group与规模化地产企业的周转速度



图

 (19) 英国 Berkeley Group 与规模化地产企业的周转速度比较
 (数据来源: 公司年报与贝塔策略整理)

 Berkeley Group与柿子公司经营现金增长
 (经营现金=净经营现金-营运资本变化)

 图 (20) Berkeley Group 与柿子公司的经营现金增长
 (数据来源: 公司年报与贝塔策略整理)

国内高端地产企业也面临低谷中慢周转下的资金压力。如仁恒置地, 在 2006、2007 年的繁荣期, 其存量资产周转率在 0.57-0.58 倍左右, 较保利等公司低 45%, 2008 年的低谷中, 仁恒置地的存量资产周转率降幅略大于行业平均水平, 从 0.57 倍降至 0.27 倍, 较保利 0.50 倍的存量资产周转率低 46%; 而华润置地 2008 年的存量资产周转率更慢, 仅为 0.17 倍, 是国内规模化开发商的三分之一, 2009 年上半年虽然恢复至 0.40 倍水平, 但较同期规模化开发企业仍低 50% 左右。

当然, 并非所有高端开发商的周转速度都慢于同行, 如绿城中国和龙湖地产, 2006-2007 年的繁荣期周转速度均达到 0.8-0.9 倍水平, 2008 年的低谷期存量资产周转率均降至 0.45 倍水平, 与万科、保利等规模化开发商接近。究其原因, 更长的预售期和大量的表外负债减轻了公司的营运资本负担、加速了资产周转: 绿城中国旗下楼盘从开始预售到最终交付一般需



要 18-24 个月，较国内通常的预售期更长，结果 2008 年的预收款占到总资产的 14%，而龙湖地产 2008 年的预收款更是占到总资产的 34%，显著高于行业平均 9% 的预收款占比；此外，这两家公司在 2008 年底均有相当于总资产 20% 以上的表外承诺资本支出。

不过，长预售周期并非总是好事，实际上，当低谷期持续 2-3 年时，更长的预售期意味着更沉重的后端支付压力——2008 年绿城中国有 7 个高端项目延期交付，尽管这其中奥运因素、有政府拆迁延迟因素，但公司自身的后续资金链不足也是一个不容忽视的问题。

表（1）2008 年绿城中国延期交付项目

项目名称	项目类型	可售面积(平米)	权益比例	销售均价(元/平米)	毛利润率
杭州九溪玫瑰园	别墅	6,000	100%	30,000	72%
杭州桃花源南区	别墅	25,000	51%	40,000	76%
上海玫瑰园	别墅	42,000	100%	34,500	72%
北京御园	联排	4,500	100%	35,650	53%
长沙青竹园	别墅	20,000	53%	12,100	54%
杭州留庄	联排	77,500	45%	28,000	38%
青岛理想城	公寓	95,000	80%	6,179	30%
合计		270,000			56%

（数据来源：公司公告）

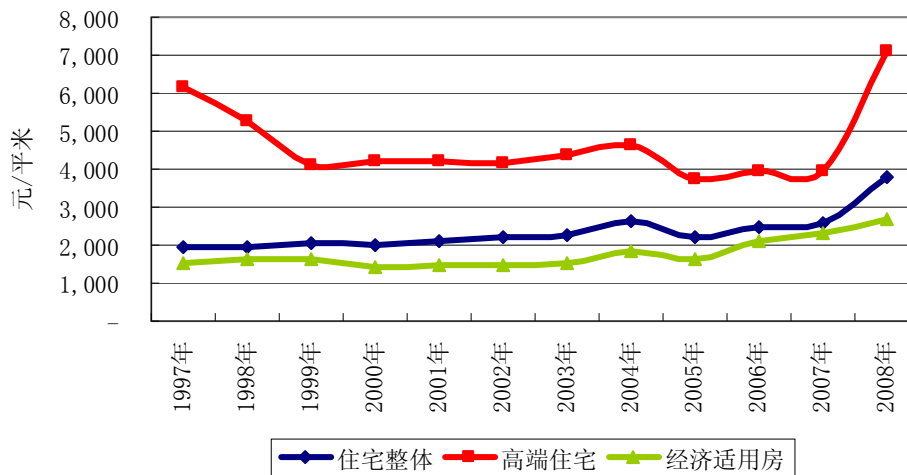
表（2）部分地产上市公司的低谷存量资产周转率及预收款占比和表外承诺支出

公司简称	存量资产周转率			2008 年底预收款/ 总资产	2008 年底表外承诺资本 支出/总资产
	2007	2008	2009		
碧桂园	1.033	0.453	0.405	18%	12%
保利地产	1.032	0.502	0.884	18%	19%
万科	1.049	0.478	0.554	20%	19%
金地集团	0.901	0.450	0.482	15%	10%
合生创展	0.403	0.217	0.277	8%	3%
富力地产	0.605	0.295	0.449	11%	21%
中国海外	0.622	0.412	0.663	14%	16%
龙湖地产	0.910	0.450	0.540	34%	22%
绿城中国	0.846	0.462	1.046	14%	24%
华润置地	0.210	0.167	0.404	8%	9%
仁恒置地	0.570	0.270	0.510	3%	18%

（数据来源：公司年报与贝塔策略整理）

而从全国范围看，更慢的周转速度和更大的销量冲击使高端住宅开发的低谷资金占用压力倍增——2008 年的低谷中，全国高档住宅累积完成投资额 2032 亿元，而实际销售面积仅为 2865 万平米，即每平米销售背后的投资占用达到 7093 元，这一数值不仅显著高于同期住宅整体每平米销售背后 3786 元的投资占用（经济适用房为 2677 元），也显著高于 2007 年高档住宅每平米销售背后 3945 元的投资占用，显然低谷中高端开发企业的资金压力大幅上升。

综上，高端地产企业在低谷中资金周转压力更大，这也迫使其采取更加保守的财务策略。

全国不同档次住宅每平方米销售对应的投资额
 (当年投资完成额/当年销售面积)

 图 (21) 高端住宅低谷中资金占用额大幅上升
 (数据来源: CEIC 及贝塔策略整理)

四、 国内高端地产企业的安全底线与极限增速

4. 1 国内高端地产企业的财务安全底线: 零短期贷款, 总负债率<50%

高端地产商更大的周期冲击与更慢的周转速度决定了企业需要奉行更加保守的财务策略, 对于美国的托尔来说, 由于其周转速度比同行慢 30-40%, 2009 财年的存量资产周转率只有 0.27 倍, 即, 公司在低谷中一年内只能将 27% 的资产变现, 70% 以上的资产不能在短期内变现, 相应公司的长期资本占比达到 80% 以上。而英国的 Berkeley Group 则不仅要求低谷生存, 还希望能够在低谷中驾御周期, 逆市套利 (公司曾在 1989 年的地产危机到来前将所有土地储备变现, 然后在 90 年代初重新进入市场, 低价收购大量资产), 因而将负债率保持在更低水平——净借贷额近于零。

那么, 国内高端地产商的极限杠杆率应该是怎样的?

国内最优秀的高端地产商繁荣期的存量资产周转率一般在 0.5-0.6 倍之间, 低谷期在 0.20-0.30 倍之间, 这也就意味着短期支付需求不能超过总资产的 20-30% (包括短期银行贷款、应付工程款及税款、一年内支付的表外承诺资本支出和其他必要的营销管理支出), 从中剔除掉必须的营运支出和表外承诺支出后 (2008 年国内地产上市公司预收款和短期贷款之外的流动负债平均占到总资产的 17%, 表外承诺的资本支出平均占到总资产的 13%), 很多高端地产公司的净短期借贷空间为零, 即, 短期贷款应小于手持现金。

在长期贷款方面, 如果危机延续至第二年, 在剔除必要的应付款支出和营销管理支出后, 高端地产商第二年的偿债能力平均为总资产的 5-10%, 即, 第二年到期的银行贷款不能超过总资产的 10%, 鉴于国内银行贷款的期限一般在三年以内, 所以, 在没有长期债支持的情况下, 高端地产企业的长期负债也应控制在 10-20% 水平, 加上预收款融资 (2008 年地产上市公司平均为 11%) 和应付款融资 (2008 年地产上市公司平均短期应付款占比为 17%, 长期应付款占比为 3%), 高端地产企业的总负债率应控制在 40-50% 水平, 净借贷资产比 ((短期银行贷款+长期银行贷款-现金) / 总资产) 在 10% 以内。



以仁恒置地为例,公司 2008 年预收款和短期贷款之外的流动负债相当于总资产的 15%,另有相当于总资产 18%的承诺资本支出,两项相加已超出了 2008 年的销售回款额(总资产的 27%),公司已没有净短期借贷空间——2008 年公司实际的短期贷款额 3.5 亿新元,手持现金 3.8 亿新元,净短期借贷额近于零。

在长期负债方面,其长期银行贷款约占总资产 17%,略高于极限负债能力。在总负债结构方面,仁恒的权益资本提供了 48%的资金,加上相当于总资产 7%的 2012 年到期的可转债,有 55%的资金期限在三年以上,总负债率 52%,接近极限杠杆水平——与高端定位相对应,仁恒置地也奉行了相对保守的财务策略,但还保守得不够。

表(3) 仁恒置地与地产上市公司平均的资金来源结构(2008年)

	现金	短期贷款	预收款	短期应付款	长期贷款	债券	权益	长期应付款	承诺支出	合计
仁恒置地	8%	7%	3%	15%	17%	7%	48%	2%	18%	100%
行业平均	16%	12%	11%	17%	17%	2%	38%	3%	13%	100%

(数据来源: 公司年报与贝塔策略整理)

4.2 国内高端地产企业的极限增长速度: 20%

在零短期贷款、净借贷资产比<10%、总负债率<50%的财务安全底线支撑下,优秀的高端地产开发企业的极限增长速度在 20%左右。以仁恒置地为例,如果 2009 年末进行股权和可转债融资,则即使在繁荣期公司存货的极限增速也仅为 20.3%,融资后将繁荣期的极限增速提高到 31.5%,低谷期则低至 14.2%,平均为 22.9%;而华润置地以 2009 年中期资本结构测算,繁荣期极限增速为 20.7%——上述增速较最优秀的规模化开发商慢 30-50%,保守的财务策略、稍慢的扩张速度与更高的利润率,这是高端地产企业成长的标准模式。

4.3 国内高端地产企业的普遍超速

然而对于国内地产企业来说,土地红利的诱惑是巨大的,耐得住稳健增长“寂寞”的企业是少数,多数高端地产企业只是产品定位高端,在金融战略上却与中低端定位企业无异。

尤其是在繁荣期,需求结构的高端化加速了高端地产企业的周转速度:2009 年上半年,华润置地的年化存量资产周转率从 2008 年的 0.17 倍恢复到 0.40 倍,而仁恒和龙湖的存量资产周转率则恢复到 0.50 倍以上,那些高度依赖预售模式的地产企业周转速度更快,甚至超越了中低端开发商,如绿城的年化存量资产周转率达到 1.05 倍,较保利的 0.88 倍还高。

高周转给了高端地产企业更大的信心,而这种信心就演化为更高的负债率。以绿城中国为例,截止 2009 年 6 月 30 日,公司的净借贷资本比为 91%,显著高于行业平均的 39%水平,总负债率 79%也高于高端地产企业的极限杠杆约束。

就在这种高周转与高负债的支持下,繁荣期高端地产企业成长更快,绿城中国在 2009 年 7-10 月斥资 210 亿拿地,根据我们的测算,2009 年绿城中国当前金融资源所能支持的最大存货支出为 140 亿(包含合作方支出),实际扩张速度已超速 50%。

与民营地产企业相比,国有高端地产商的扩张速度更快,华润置地,2009 年财务安全底线之上的极限购地支出为 80 亿港元,2009 前三季度总购地支出 111 亿人民币,剔除母公司资产注入的 36 亿,实际购地支出 75 亿人民币,2009 年 10 月又以 6.5 亿拿下南通地块,以 27.7 亿元夺下杭州地块,以 12.1 亿元拿下成都一地块,11 月在苏州以 17 亿拿下两幅商住地,全年购地支出已接近 140 亿人民币,超速扩张 100%。

五、 规模化地产企业高端化转型中的资本缺口

5.1 中国地产企业的产品线融合趋势

高端地产商需要更保守的财务策略，而保守的财务策略则需要长期金融工具的支持。从托尔的资本结构看，长期债券成为高端地产公司的主要资金来源，贡献了总资本的 30% 左右，加上股权资本，长期资金贡献了总资本的 80%。但在国内，公司债市场并不发达，A 股和 H 股地产上市公司发行在外的债券（含可转债）仅相当于总资产的 2%，相当于投入资本的 3%，即使加上预收款和长期应付款等国内公司特有的融资渠道，也仅能提供相当于总资产 16% 的资金，于是股权融资成为最主要的长期资金来源，但我国资本市场的高波动又使其在短期内难以充当一个稳定的资金渠道。

结果，在债券市场缺位、股权融资渠道不稳定的背景下，更多国内地产公司选择了混合产品线的策略，或者称为“全生命周期产品线策略”，即，同时开发高、中、低各种产品，满足从首次置业者到置业改善者、再到置业投资者等各层次购房需求。

2009 年的市场繁荣则进一步推动了这种趋势，万科、保利等规模化开发企业纷纷向高端化延伸，同时，绿城中国、华润置地等高端化地产企业为了实现规模目标也在向中低端产品延伸，结果就出现了普遍的产品线融合趋势。

2009 年 12 月抑制高房价政策的出台，可能会进一步加速产品线的融合：一方面，开发企业在政策调控下推出一些低价盘，另一方面，只要过盛的流动性依然存在，高端住宅上的投资性需求就难以削减，为了分享这块“蛋糕”，开发企业在推出低价盘的同时必然加推高价盘，从而出现产品线的两极分化。

而这种以规模化为基础的高端化转型，对地产企业的财务风险控制提出了更高的要求，企业不仅要面对产品线延伸过程中如何保护高端形象的问题，更重要的是，不同定位的产品，其周转特性和周期风险完全不同，繁荣期静止的负债结构与日益高端化的产品结构，可能意味着一个不被察觉的巨大资本缺口正在产生。

5.2 规模化企业的高端化延伸，超速 50%

目前，国内最优秀的规模化扩张企业繁荣期的存量资产周转率在 0.9-1.0 倍，低谷中在 0.4-0.5 倍之间，以行业平均的负债结构测算，公司有相当于总资产 10-20% 的净短期贷款空间，另有 20-30% 的长期负债空间，总负债率控制在 70% 以内，在此基础上，最优秀的地产企业在不考虑股权融资情况下的极限增速可以达到 30-40% 水平。上述财务杠杆和极限增速均显著高于高端地产商的 0 净短期贷款、10-20% 的长期负债空间、40-50% 的总负债率水平和 20% 左右的极限增速。

简单地说，假设地产企业总资本金 200 亿，高端项目投资 50 亿，则根据高端产品极限杠杆计算的合理资产规模应在 100 亿以内，但以规模化企业极限杠杆计算的高端资产规模可以达到 167 亿，这意味着规模化企业在向高端化延伸时，如果保持原来的财务结构，则将在高端项目上超速增长 50% 以上，高端项目在总资产中的占比也将从 17% 提高到 25%，并在低谷中产生 67 亿的资金缺口。

更糟糕的是，繁荣期高端项目的旺盛需求支持了这种超速增长，某些品牌开发商的高端项目甚至会出现比中低端项目周转更快的现象，从而推动高端产品的占比进一步上升，而占比越大，潜在的资本金缺口就越大。

高端化转型通常意味着更慢的周转和低谷中更脆弱的市场需求，但由于繁荣期高端项目的周转速度可能很快，结果产品结构改变所带来的周转特性和周期特性改变并不容易被察觉，转型速度越快，潜在的缺口越大。

要克服繁荣期高端化转型过程中的超速扩张风险，英国地产企业的分品牌独立拨备策略给了我们更多启示。

六、 英国地产企业的分品牌策略

英国新房价格数据同比变化幅度

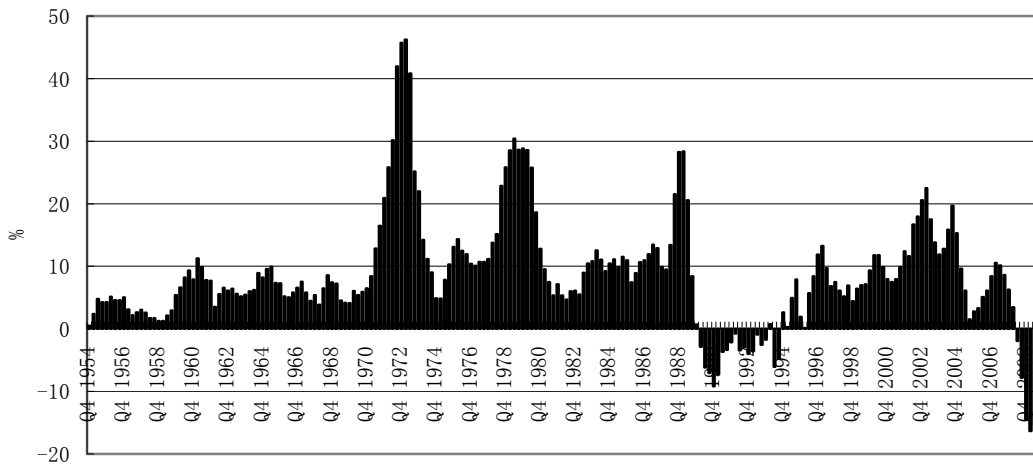


图 (22) 英国新房价格同比涨幅
(数据来源: CEIC)

6.1 柿子公司的分品牌策略

英国地产企业经过百余年的发展，市场空间已相对饱和，企业成长主要来自并购扩张，Persimmon（柿子）（股票代码：PSN.L）公司就是其中的典范。作为英国三大地产商之一，不同于 Berkeley Group，柿子公司奉行规模化扩张战略，定位于大众化市场，其发展过程中曾多次借助外部收购实现扩张，如 1996 年 2 月以 1.78 亿英镑收购 Ideal Homes，2001 年 3 月又以 6.1 亿英镑、1.5 倍市净率收购 Beazer 公司，成为当时英国历史上最大的地产并购案。

不过，对 Beazer 的收购也给柿子公司带来了一个新问题，Beazer 旗下除了大众化品牌 Beazer Homes 外，还有一个著名的高端地产品牌 Charles Church，2001 年时 Charles Church 房屋的平均售价达到 265,850 英镑，较当时柿子公司平均售价（122,601 英镑/套）高出 117%，较行业平均水平高出 160%，而 Charles Church 品牌下的土地储备也不同于大众化品牌，其 2169 块土地储备的平均成本达到 81,148 英镑/块，是柿子公司平均土地储备成本（23,181 英镑/块）的 3.5 倍，土地成本在售价中的占比达到 30%，也高于柿子公司平均 19% 的土地成本占比。

收购 Beazer 后，柿子公司注销了 Beazer 的主品牌，但决定保留 Charles Church 品牌以实现公司对英国高端住宅市场的拓展，同 Charles Church 品牌一同保留的还有其独立的土地储备。不过，柿子公司对其管理层进行了全面改组，计划通过更严格的成本控制来提升品牌利润率——收购时，柿子公司营业利润率为 16.6%，而 Charles Church 虽然定位高端，但



营业利润率只有 11.0%，不仅低于柿子公司平均利润率，也低于 Beazer 公司其他品牌的营业利润率（13.9%）。

为了适应新的品牌架构，柿子公司进行了组织架构的调整，在北部和南部两个地区分部的基础上，又以矩阵式结构运营两个品牌分部，分别是定位于大众化产品的 Persimmon（柿子）品牌和定位于高端产品的 Charles Church 品牌。

在新的组织架构下，Charles Church 品牌借助柿子公司现有销售平台拓展进入英国东北部地区，销售量快速攀升，从 2001 年的 473 套上升到 2002 年的 819 套，2003 年又在英国西北部地区和苏格兰开办分支机构，交付量进一步上升到 990 套，与此同时，独立的土地储备则从 2169 块增加到 4108 块。不过，快速的拓展降低了 Charles Church 的售价定位，从 2001-2003 年，在英国平均房价上涨了 45% 的同时，Charles Church 的平均售价却下降了 12%，降至 233,381 英镑/套，与市场平均售价的差距缩小到 50%。

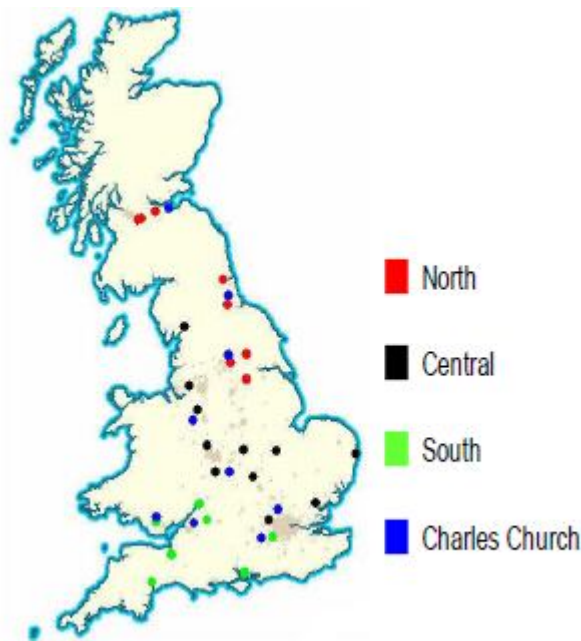
2004 年柿子公司重启 Charles Church 的高端化战略，以强大金融资源支持其进行强势品牌营销，到 2005 年时 Charles Church 的平均售价已恢复到 294,267 英镑/套，营业利润率则从 2001 年的 11% 上升到 18.2%（但仍较 Persimmon 品牌的营业利润率低 5.8 个百分点），而交付量则从 2001 年的 473 套上升到 1221 套，在集团总交付量中的占比从 4% 上升到 10%。

2006 年 1 月柿子公司再掀收购浪潮，以 6.4 亿英镑、1.5 倍市净率收购 Westbury 公司，一举成为当时英国最大的地产企业。Westbury 主品牌的定位与 Persimmon（柿子）品牌一致，但没有 Persimmon 品牌知名度高，为此，柿子公司决定注销 Westbury 主品牌，将其大部分项目并入 Persimmon 品牌，而将核心区的高端项目和相应土地储备整合进入 Charles Church 品牌，并为其在南威尔士地区设立一个新的分支机构。结果 2006 财年 Charles Church 的交付量从去年的 1286 套上升到 2898 套（其中 Westbury 贡献了 1163 套），在集团整体交付量中的占比提高到 17%，但平均售价由于对 Westbury 的整合而下降了 12.3% 至 258,001 英镑/套——柿子公司对规模效应的强调决定了长期中 Charles Church 必然向中高端靠拢。

收购 Westbury 不仅扩大了柿子公司的高端市场，也为它开拓了一个经济型品牌。在注销了 Westbury 的主品牌时，柿子保留了其附属品牌 Westbury Partnership。该品牌通过与政府的合作建造经济型住房，在 2006 年交付了 197 套房屋，使柿子公司当年的经济型住房交付总量达到 1402 套，占总交付量的 8.4%——意识到英国房价经过多年的连续上涨已超过了多数人的支付能力，柿子公司决定将产品线向两极拓展，一方面强化高端品牌来分享市场繁荣，另一方面则拓展低端品牌来以应对可能发生的市场转折。

为了帮助 Westbury Partnership 拓展市场，柿子公司为其配备了一个开发经济型住房的专家小组，并保留了 Westbury 的标准化房屋建造工厂 Space 4（生产木结构现场组装的标准化住房）——重新定位的 Space 4 将全力支持 Westbury Partnership 的市场开拓，它不仅能够降低经济型住房的建造成本，还将以低碳建设吸引政府支持。

截止 2006 财年底，柿子公司已形成北部、中部和南部三个地区分部，以及在此基础上矩阵化运营的三个品牌分部，分别是：定位于大众化产品的 Persimmon（柿子），定位于高端产品的 Charles Church 和定位于经济型住房的 Westbury Partnership。



图（23）柿子公司地区分部基础上的高端品牌分部（2007年）
（资料来源：Persimmon公司的年报路演文稿）

2007年随着房价的进一步上涨，英国地产市场已开始出现疲态，柿子公司旗下核心品牌 Persimmon 和高端品牌 Charles Church 的销量分别较 2006 财年下降 8% 和 13%。意识到泡沫化风险的柿子公司有意识地限制了 Charles Church 套均价 30 万英镑以上的产品销售，使房屋交付量下降至 2445 套，但仍占总交付量的 15%，而品牌整体销售均价则轻微上涨 3% 至 265,827 英镑/套，与市场均价的差距进一步缩小到 40%。与此同时，柿子公司增加了经济型房屋的销量，交付量较上年增长了 40%，达到 1962 套，在总交付量中的占比从上年的 8.4% 上升到 12.3%，平均售价也从 79,224 英镑/套上升到 86,072 英镑/套——Westbury Partnerships 的引入使公司的整体售价结构向低端倾斜，单套 15 万英镑以下的产品占比为 34%，高于行业平均的 28%，而单套售价 25 万英镑以上的产品占比为 19%，低于市场平均的 26%。



图（24）柿子公司三个品牌的平均售价（2007年）
（数据来源：公司年报路演资料）

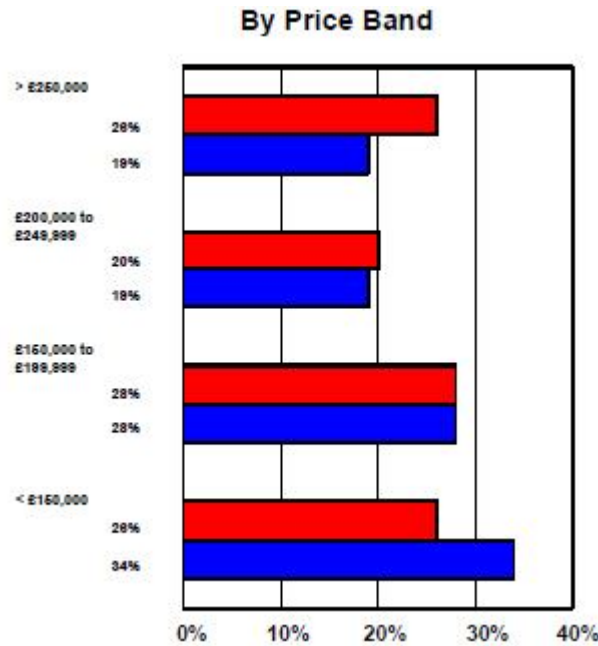


图 (25) 柿子公司产品售价结构与英国平均售价结构比较 (2007年)

(数据来源: 公司年报路演资料)

(注: 红色为市场平均 (NHBC) 的售价分布, 蓝色为柿子公司售价分布)

2008年,在金融危机冲击下,核心品牌 Persimmon 的售价下降了 3.3%,毛利润率从 26.1% 降至 16.6%,营业利润率从 23% 降至 12%; Charles Church 的平均售价下降了 8.2%,毛利润率从去年的 20.2% 降至 10.9%,营业利润率从 17.4% 降至 8.7%; 只有经济型产品的平均售价逆市上升了 9.7% 至 94,436 英镑/套,毛利润率仅从 18% 微降至 15.3%; 在销量方面,核心品牌柿子的销量下降了 46%, Charles Church 在积极降价下销量下降了 34%, 占总交付量的 16%, 而经济型住房的销量则逆市上升了 22%, 在总交付量中的占比提高到 23%。结果柿子公司单套售价在 25 万英镑以上的房屋交付量占比仅为 10%, 较行业平均水平低 11 个百分点, 与之相对单套价格 15 万英镑以下的房屋交付量占比达到 45%, 较行业平均水平高 8 个百分点——经济型住房确实起到了低谷支撑作用。

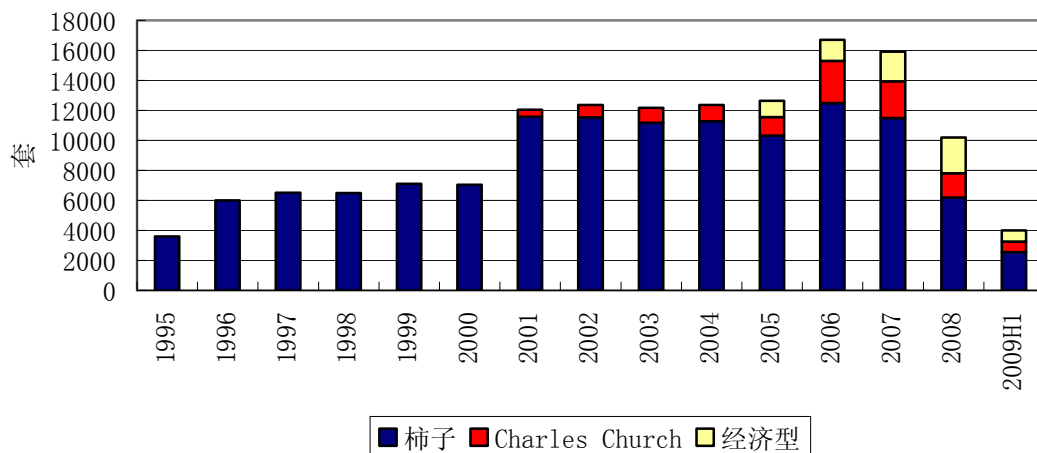
截止 2008 财年底,子品牌 Charles Church 和经济型住宅的交付量合计占到总交付量的 40% 左右, 其中 Charles Church 品牌下的土地储备 7433 块, 占总土地储备的 11%, 而经济型住宅的土地储备达到 12670 块, 占总土地储备的 18%, 两者相加合计占到总土地储备的三成——特殊品牌的发展已在柿子公司内部占据了越来越重要的地位。

表 (4) 柿子公司主品牌与子品牌和经济型住房的销售情况、土地储备及利润贡献

品牌	2008 年						2009 年上半年			
	交付房屋 (套)	占比	平均售价 (英镑/套)	售价同比变化	土地储备	土地储备占比	毛利润贡献	同比变化	毛利润占比	毛利润率
Persimmon	6190	61%	184,672	-3%	49,176	71%	24.2	-81%	60%	6.10%
Charles Church	1623	16%	244,094	-8%	7,433	11%	5.2	-81%	13%	3.70%
经济型住房	2389	23%	94,436	10%	12,670	18%	10.8	-45%	27%	15.20%

(数据来源: 公司年报和路演资料)

柿子公司各品牌的交付量发展



图（26）柿子公司各品牌的交付量发展
（数据来源：公司年报和贝塔策略整理）

由以上分析不难看出，柿子公司的分品牌策略除了可以通过差异化的定价来保护高端品牌形象外，还有利于收购中的整合——优势的品牌被保留，并借此拓展新的产品线，而重复的劣势品牌则被合并注销，通过资产的整合来降低收购后的营销管理成本。而集团整体，在保持品牌独立的基础上，则集中力量营销少数品牌，并在周期波动中通过对不同品牌的资源配置来平衡整体的产品线结构，分享繁荣期的收益，同时对冲低谷期的风险。

但是，仅有品牌的分化并不能够确保高端化延伸的成功，实际上，柿子公司分品牌策略的真正核心，不在于品牌的细化，而在于品牌间资源配置的平衡，即，在适当的时机增加高端品牌或低端品牌的投入比例和资产规模，而这种资源调配在缺乏财务纪律的情况下可能演变成更大的风险。

6. 2 分品牌策略的风险

6. 2. 1 Barratt Developments：高峰期的高端化扩张面临财务风险

其实，柿子公司的品牌收购和品牌整合做法在英国地产界十分普遍——地产企业既想通过广泛的产品组合来抵御风险，又不想拉低高端品牌形象，于是就产生了分品牌的做法。

与柿子公司类似，英国最大地产公司 Barratt Developments (BDEV.L) 也进行了分品牌的扩张，并在外延式收购扩张的同时，进行内生品牌的孵化。

Barratt Developments 以往一直定位于大众化产品的规模开发，并从上世纪 70 年代开始与政府合作建造经济型住房，到 1993 年时已累积合作开发经济型住宅 10000 套以上。但在英国地产市场的持续繁荣中，地价成本的上升和投资需求的旺盛也推动 Barratt 向高端产品延伸。2001 财年时 Barratt 尝试从公司内部孵化中高端品牌 KingsOak，当年在该品牌下交付房屋 485 套，Barratt 计划通过地区分支的拓展使其交付量在 2002 年上升到 1200 套。

2006 财年，感受到英国地产泡沫破灭的潜在威胁，公司又启动了 iPad 品牌向低端市场延伸以对抗市场转折的冲击。iPad 定位于首次置业者，首批推出的 30 套房屋销售均价 85,000 英镑，首日即被抢购一空，为此公司决定加大经济型住房开发量，除在建的 120 套外，另有 2000 多套储备待建。

不过繁荣期的诱惑是巨大的，在柿子公司通过收购跃升为英国最大地产公司后，Barratt 也坐不住了，2007 年 2 月 Barratt 一改以往内生成长的保守策略，以 20.5 亿英镑、1.8 倍市净率收购了以建造大户型住宅著称的 Wilson Bowden，并一举成为英国最大地产企业。收购后 Barratt 用 Wilson Bowden 在住宅领域的核心品牌 David Wilson 替代了自己的中高端品牌 KingsOak，将 KingsOak 旗下项目储备重新包装为 David Wilson 品牌，而 Barratt 自己的主品牌则继续定位于大众化产品。此外，Barratt 还从 Wilson Bowden 那里获得了一个商业地产开发品牌 Wilson Bowden，以及一个地区性品牌 Ward Homes。在新的业务架构下，公司动用了包括网络等新媒体渠道对旗下品牌展开了全方位营销。

不过高峰期 20 亿英镑的高价收购让 Barratt 面临巨大的财务压力，截止 2009 年 6 月 30 日，公司已对旗下存货计提了 5 亿英镑的减值损失，而帐面上还有 8 亿多英镑由收购溢价形成的无形资产，鉴于英国当时实际地价较帐面值已下跌了五成以上，这部分收购溢价实际已经损失。

截止 2009 年 6 月 30 日，Barratt 的净负债资本高达 60%（如果确认收购溢价损失，公司的实际净负债资本比将达到 100%以上），被迫进行债务重组，受此影响，2008 年底 Barratt 的股价降幅一度达到 90%，目前股价较两年前仍下降 60%以上，降幅不仅大于财务保守的 Berkeley Group，较同样定位于规模化的柿子公司也要高出 20 个百分点，可见，高峰期的高端化扩张更需严守财务安全底线。

6. 2. 2 Taylor Wimpey: 规模化与高端化的冲突

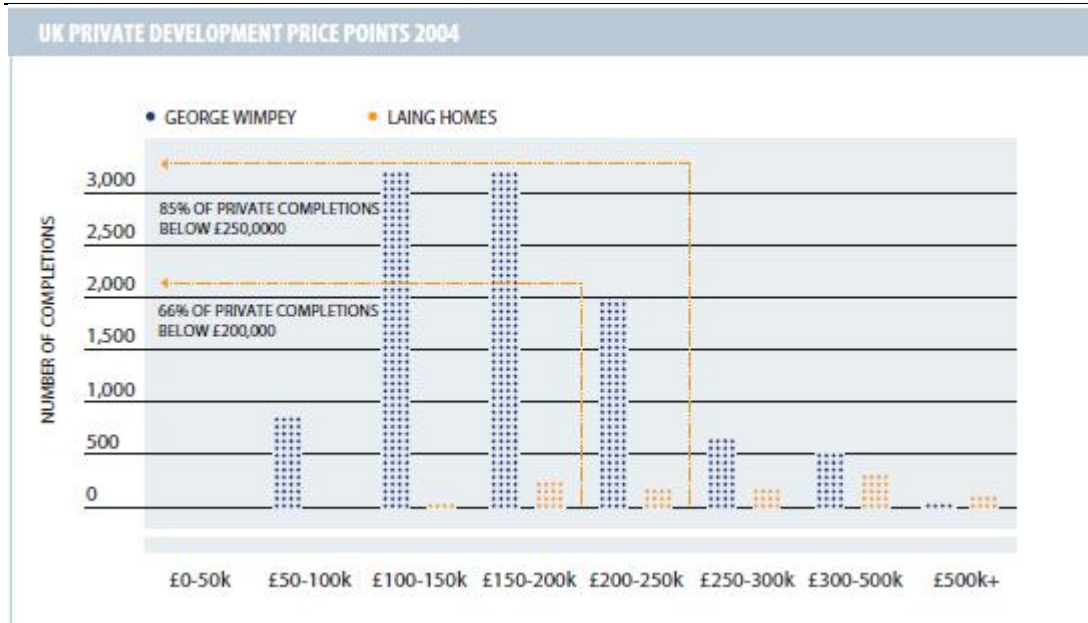
同国内地产界一样，英国地产开发界的“老大”争夺也愈演愈烈，2006 年柿子收购 Westbury 成为地产老大，2007 年 2 月 Barratt Developments 收购 Wilson Bowden 后超越柿子公司成为英国最大地产公司，但第一的宝座只坐了 1 个月，2007 年 3 月英国两大地产公司 Taylor Woodrow 和 George Wimpey 合并成为新的地产“老大”。

合并前的 George Wimpey 同样定位于大众化产品，但却一直希望拥有一个自己的高端品牌，于是在 2002 年 11 月以 2.95 亿英镑、1 倍市净率从 John Laing 集团收购了高端地产品牌 Laing Homes（收购并不包括最高端的豪宅业务和低端的经济型住宅业务），收购当年，Laing 的平均售价达到 276,000 英镑/套，较 George Wimpey 的平均售价（148,000 英镑/套）高出近一倍，较市场平均售价高出 140%，收购后 George Wimpey 将 Laing 品牌重新包装以定位于高端但非豪宅市场（Premium but not Luxury）。

George Wimpey 对此次品牌收购寄予了厚望，就象公司董事长说的“收购 Laing 给我们提供了一个以低风险、一步到位的方式拥有一个高端品牌的机会，它将作为一个独立的部门和独立的品牌分开运营”。

不过，收购后的 Laing 品牌发展一直不顺，习惯了规模化运作的 George Wimpey 显然并不擅长对高端品牌的营销和质量控制，收购当年 Laing 交付了 1286 套住宅，相当于集团整体交付量的 9.4%，次年房屋交付量下降到 1096 套，占集团总交付量的 8.5%，2004 年房屋交付量进一步下降到 929 套，仅占集团总交付量的 7.6%。

随着 Laing 品牌的市场萎缩，2005 年 George Wimpey 决定降低 Laing Homes 的产品定位，以便借 George Wimpey 的现有销售平台将其推广到全国范围，此后 Laing Homes 逐步失去了独立地位，产品定位也日渐与 George Wimpey 的主流定位融合，高端化品牌拓展以失败告终。



图（27）George Wimpey 与 Laing Homes 的市场区分
（数据来源：公司年报与路演资料）

不过，擅长规模化运作的 George Wimpey 在经济型品牌的拓展方面却获得了成功。2006 年集团启动了 G2 品牌，聚焦于首次置业者和蓝领阶层，主要提供 1-2 室的经济型公寓。G2 品牌同样实行独立运作、独立土地储备策略，以城区内的零散小块土地为主要储备对象，在营销渠道上也不同于传统品牌，不进行传统媒体上的营销，也没有现场销售代表，主要通过网络进行营销。2006 年首次推出总价 59,995 英镑的 1 室和 85,000 英镑的 2 室，第一天就被抢购一空，并获得半官方机构 Housing Corporation 3170 万英镑的补贴，这是该机构全国性投资中最大的一次补贴。

2007 年 3 月，在英国地产市场的并购热潮中 George Wimpey 与 Taylor Woodrow 合并。Taylor Woodrow 原本是一家建筑公司，后通过资产置换转型地产开发，2001 年 3 月以 6.32 亿英镑收购 Bryant Group，成为英国第四大地产开发商，2003 年 10 月以 4.99 亿英镑收购 Wilson Connolly，将其土地储备整合进入 Bryant 品牌而注销了 Wilson Connolly 品牌。

2007 年 Taylor Woodrow 与 George Wimpey 合并成 Taylor Wimpey (T.W.L)，新公司保留了 Taylor Woodrow 的核心品牌 Bryant Homes 和 George Wimpey 的核心品牌 George Wimpey 及子品牌 G2，其中 Bryant 被定位于传统型住宅开发，George Wimpey 则重新定位于现代型住宅开发，G2 仍聚焦首次置业者和蓝领阶层。

不过，与 Barratt 一样，不适当的合并时机和对北美市场的拓展让 Taylor Wimpey 面临更沉重的债务负担，2008 年底净负债资本比上升到 92%，是英国大型地产开发公司中负债率最高的，股价降幅一度达到 96%，目前股价较两年前仍下降 80% 以上——品牌与规模拓展中，财务控制仍是地产公司不变的根本。

6.3 分品牌策略的升华：Berkeley Group 的财务控制与经营自治

Barratt Developments 和 Taylor Wimpey 的品牌收购之路均显示，品牌拓展的基础是严谨的财务控制，如何在品牌自治与财务控制间实现平衡？高端地产商 Berkeley Group 在这方面再次成为行业典范。

除了高端定位和财务保守外，Berkeley Group 的另一大特点就是将品牌的高度自治与严



谨的财务控制完美结合在一起。与柿子等公司仅拥有 2-3 个品牌（核心品牌、高端品牌和经济型品牌）不同，Berkeley Group 旗下的品牌更加多样化。经过 90 年代初的套利收购，到 1999 年时 Berkeley Group 旗下的子品牌已发展为：在英国东南部地区享有盛名的核心品牌 Berkeley Homes，专注于伦敦城区再开发的 St.George，定位于学校宿舍开发的 Berkeley College Homes，开发经济型住房的 Berkeley Partnerships，拓展英国西北部和中部市场的 Crosby，拓展英国西南部市场的 Bearfort，拓展苏格兰市场的 St.Andrew，以及 Thirlstone、St.David 和合资品牌 St.James 等。在最近几年的繁荣期中，公司溢价出售了一些品牌，但今天 Berkeley Group 旗下品牌仍包括核心品牌 Berkeley Homes、伦敦品牌 St.George、高端定制品牌 St.James、经济型品牌 Berkeley First，以及与 Purdential 金融集团合资的 St.Edward，和商业地产开发品牌 Berkeley Commercial。

与多品牌相对应，Berkeley Group 强调子公司的“企业家精神”，即，旗下每个品牌和每个地区分部都拥有经营上的高度自治权，包括独立的土地储备决策权和独立的资本资源，已充分激发子公司管理层的“企业家精神”和管理潜力，而总部层面则将这种区域分部和品牌分部的灵活决策视为公司的核心优势之一。

不过，在经营高度自治的同时，Berkeley Group 在总部层面奉行严谨的财务控制：为了控制子公司经理人过度膨胀的扩张野心，集团公司为每个子公司配置一定权益资本，并根据每个子公司的产品定位和经营情况设定严格的负债率要求，通过负债纪律来控制每个子品牌的扩张速度，从而使总部层面谨慎的财务策略能够贯穿到各子公司和地区分部。此外，集团在对每个子公司考核时并不以净资产回报率或扩张速度为核心指标，而是以投入资本回报率（ROCE）为核心指标，从而在很大程度上抑制了子公司的高杠杆运营和激进扩张冲动。

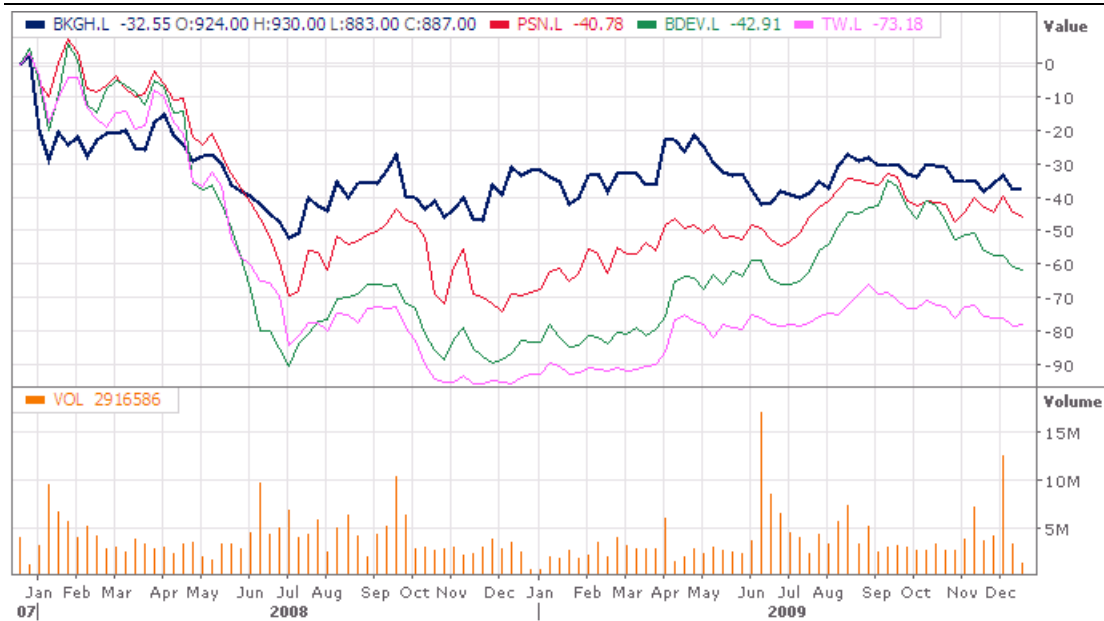
在上述结构下，Berkeley Group 成为英国驾御地产周期最成功的企业。在 1989 年的地产危机前，Berkeley Group 将核心品牌旗下的所有土地储备变现，紧随其后，当时的合资子公司 St.George 也将所有土地储备变现——尽管这些子品牌享有经营上高度自治权，但在严谨的财务纪律下却有着一致的自主选择，也因此成功逃顶 89 年的地产危机，并在 90 年代初的地产弱市中重新入市，低价收购了多个品牌。而在 2004-2006 年的繁荣期，Berkeley Group 在严谨财务纪律的指引下，不仅将集团整体负债率控制在行业最低水平，而且毅然决定在繁荣期收缩业务，变现资产，以至在本轮金融危机来临时，公司手中的现金足以偿还所有贷款余额（净负债资本比为负数），也因此公司股价跌幅是英国大型地产公司中最小的。

Berkeley Group 将它的上述战略概括为“用严谨的财务原则来平衡企业家能力的发挥，用金融上的严格控制来换取经营上的自由决策，最终将大集团的金融资源优势与区域型公司的自主灵活优势完美结合”。

其实，Berkeley Group 没有点明的是——严谨的财务控制与经营上的自治并不矛盾，独立品牌的背后一定是严格财务纪律下的独立拨备：

经济型品牌奉行相对宽松的财务杠杆政策，而高端品牌则奉行更严格的财务杠杆政策，每个品牌以自身资本金为基础，在相应财务杠杆约束下实行差异化的扩张策略和定价策略，这就是分品牌的独立拨备策略。

它不同于集团层面统一僵硬的负债要求，也不同于子公司完全放任的自由扩张策略，分品牌独立拨备策略实现了集权与分权的平衡，并充分考虑了高低端产品的周转率差异和抗冲击能力差异，在确保子公司财务安全的基础上，保障集团整体的财务安全，而这种策略对国内混合产品线的地产企业来说尤其重要。



图（28）Berkeley Group 与英国三大地产公司的股价表现比较
（数据来源：路透公司数据库）

七、分品牌独立拨备策略对国内地产企业的启示

分品牌独立拨备策略不仅能够有效化解不同产品线的定位冲突，提高收购效率，更能抑制繁荣期高端品牌的过度扩张冲动。在分品牌独立拨备策略下，由于高端品牌的财务策略更加保守，因此在繁荣期整体扩张速度越快的情况下，高端项目的占比不是越高，而是越低，这也是为什么柿子等公司在金融危机到来前能主动限制高端项目储备而增加经济型项目的重要原因。实际上，如果企业确实想实现产品重心的上移，那就需要在高端项目上拨备更多的资本金，从而降低企业整体的财务杠杆率，高端化步伐越快，整体的财务杠杆率就越低。也因此，分品牌独立拨备策略具有自动平衡产品结构与财务风险的能力。

7.1 总部确定分类财务底线，分部根据财务底线抉择项目

而对于全国性的地产开发企业来说，分品牌独立拨备策略更加重要。以往，具体的拿地决策和项目规划常常由区域分部决定，就象 Berkeley Group 的董事长说的，分权结构在灵活决策和激发管理人潜能方面具有明显的优势，但经营的灵活性必须以严谨的财务控制来换取，尤其是在区域分部与品牌分部的矩阵结构中，更需要严谨的财务纪律以防止整体风险的失控和在某类产品上风险头寸的过度集中。

在分品牌独立拨备策略下，总部层面确定各类项目的财务安全底线，分部根据财务底线来权衡利润率与扩张速度：高端定位的项目利润率更高，但能够使用的杠杆率更低，相应占用的资本金更多，扩张速度略慢；低端定位的项目利润率低，但占用资本金较少，扩张速度快。最终，每个分部在杠杆率约束下的权衡结果，就实现了公司整体的结构均衡和资本安全。

7.2 总部保留适度金融资源用于逆周期套利

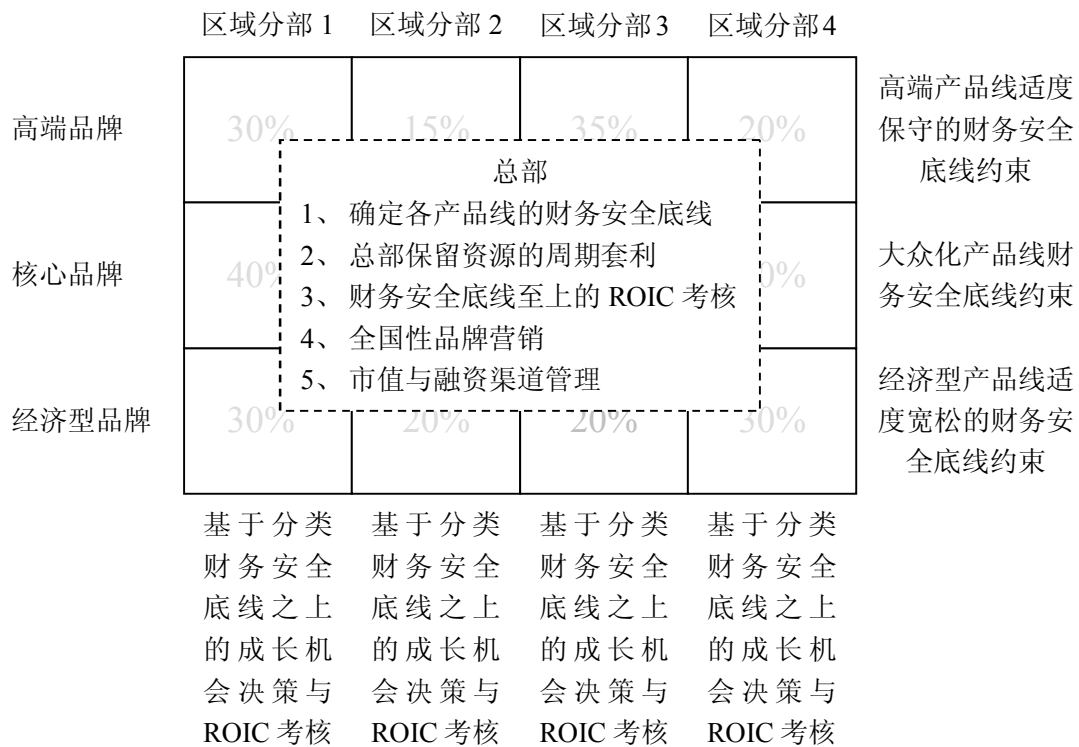
另一方面，作为新兴市场国家，我国地产市场和资本市场都面临更高的周期波动，这

也给地产企业创造了更多的套利机会。如何把握周期机会？

Berkeley Group 在对每个分部进行独立资本拨备与投入资本回报率考核的同时，也在总部层面保留了适度的金融资源，并将总部金融支持视为其业务结构中的重要优势。即，在总部确定财务底线、以杠杆率约束分部扩张风险的基础上，总部保留适度金融资源，用于逆周期收购——2009 年的地产低谷中，在其他地产企业收缩战线的时候，Berkeley Group 却决定推迟它的高分红返还资本金策略，开始寻找新的扩张机会。

至于具体保留多大比例的总部资源，这取决于管理层对未来周期的判断。在短周期频繁波动的情景下，套利的机会更多，总部资源的使用效率更高，分部层面的适度收缩与总部的周期机会把握成为最佳选择；反之，在长周期繁荣情景下，套利的机会较少，在确保财务底线的基础上，放手分部扩张成为最佳选择。

但无论是哪种策略，总部与分部之间、不同品牌之间的资本配置和在此基础上的差异化财务安全底线成为长期结构均衡与稳健成长的基石。



图（29）分品牌独立资本拨备策略的示意图