

# 地产过冬术

杜丽虹/文

导语：

假如美国的地产危机发生在中国，地产行业会怎样？测算显示，在地产冬天里，六成企业在第一年就将面临资金缺口。

美国、日本、香港的地产公司案例启示：第一，规模与抗冲击能力无关；第二，低谷中周转率比利润率重要；第三，如果低谷持续时间较长，那么周转率就变得更为重要了；第四，低谷中加速周转有很多方法，但无论采用哪种方法，先行者的代价总是最小的；最后，储备尽可能多的金融资源，这不仅是过冬的需要，也是套利低谷、并购扩张的需要。

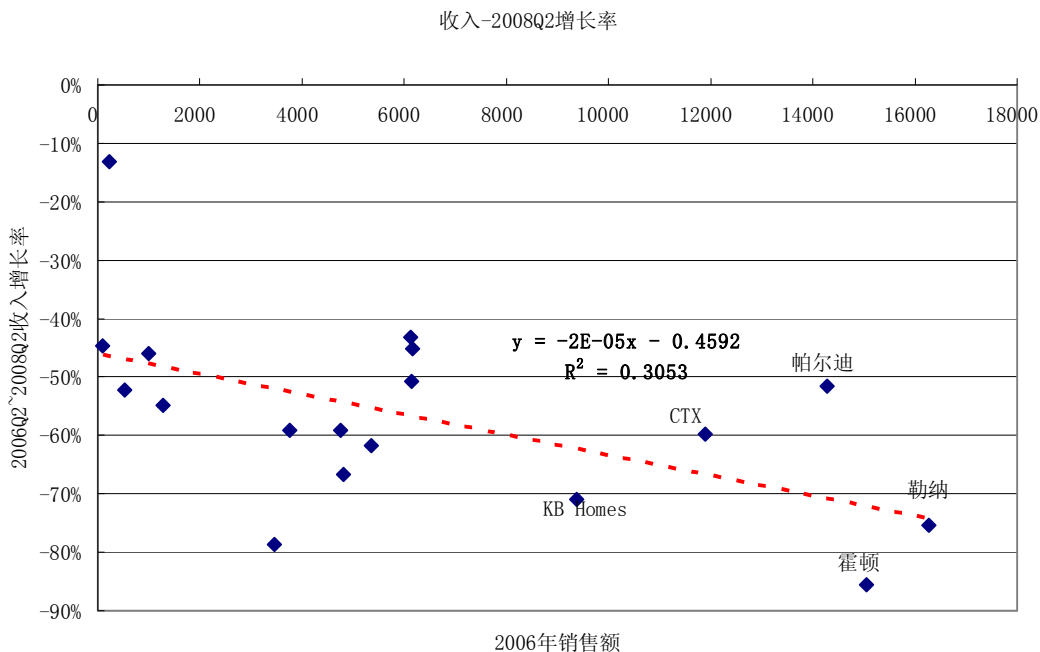
由此，我们推出了 A 股主要地产上市公司及香港上市内地主要地产公司过冬实力榜，以便投资者挑选既有极限增长潜力，又有较强抗冲击能力的企业。

## 地产冬天：六成企业资金缺口

先倒下的一定是小公司吗？

地产行业的冬天来了，先倒下的一定是小地产公司吗？答案为否。

次贷危机第一年（2007 年），美国地产企业无论是大是小，规模与销售收入下降幅度并无显著关系，2007 财年收入下降幅度普遍在 20%-40%之间；但在第二年，规模越大的企业，销售收入下降幅度反而越大——2008 年二季度，美国前五大地产企业销售收入同比下降幅度均超过 50%，勒纳、霍顿、KB Homes（KBH）三家更是在 70%以上！



图（2）收入规模与低谷期第二年的业绩下降幅度

日本的历史经验亦是如此。在地产行业的低谷中，大型地产企业的抗冲击能力并不比中小型企业强，这似乎与“强者恒强”的理论并不一致，为什么？

每个地产危机到来前，总有一场“疯狂的泡沫运动”，在地价狂飙的日子里，那些激进扩张的大型地产公司也更为大胆。与中小公司相比，他们拥有更多的金融资源，成为地产泡沫中囤地的主力，为熊市中的亏损埋下了隐患。

国内地产公司在 2006 年至 2007 年囤地更为疯狂，很多企业资产规模以 100% 以上的速度扩张，土地储备面积在千万平米以上的公司不在少数，尤其是那些拥有独特资源的大型地产公司。

北京城建（600266）、豫园商城（600655）、远洋地产（3377.HK）、广宇集团（002133）、雅戈尔（600177）、北辰实业（601588，0588.HK）、富力地产（2777.HK）、保利地产（600048）和金地集团（600383）等先后在不同城市的土地竞标中创下了“地王”记录。

但是，就在地产公司欣喜储备土地的同时，也在消耗着自身的金融资源：

以招商地产（000024）为例，在 2007 年资产猛增 101% 后，资产周转速度大幅降低，到 2008 年中期，现金减少到总资产的 10%（上市地产公司平均为 15%），短期贷款占总资产的 22%（上市地产公司平均为 15%）。照此测算，公司在一年到期需偿还的债务占总资产的 40%；如果销量萎缩 50%，则实际销售可收回的现金加上手中的现金仅占总资产的 18%，减去利息费用后出现相当于总资产 26% 的资金缺口。

再如泛海建设（000046），在大股东资产注入背景下完成了整体上市，仅 2007 一年，新增土地储备就达到 1300 万平米，2008 年上半年资产猛增 140%，急速的扩张使其现金减至总资产的 4%，而欠下大股东的短期负债使总流动负债率上升到 40% 以上。

由于新增土地进入集中开发期，泛海建设在 2008 年至少需要 300 亿元现金；与之相对的是销售的萎缩，2008 年上半年销售收入同比下降 46%。未来一年，若销售额萎缩 50% 则公司将出现相当于总资产 28% 的资金缺口，即使欠大股东的钱可以暂时不还，千万平米土地开发资金仍是不小的压力，而公司再融资计划被证监会否决，资金压力无疑进一步增大。

类似的还有上实发展（600748），未来如果整体销售额萎缩 50%，则将产生 48% 的短期风险头寸，剔除大股东欠款，仍有 8% 的风险头寸暴露在外。

与之相对，一些小地产商反倒由于前期竞地受阻，今天的资金压力更小一些。如绵世股份（000609），目前现金占总资产的 52%，虽然土地存量有限，但安全性得到了保障；再如亿城股份（000616），现金相当于总资产的 17%，而流动负债率仅为 29%，减去预收款，到期债务仅相当于总资产的 9%，短期资金压力较小；华发股份（600325）的现金相当于总资产的 28%，短期借款占总资产的 6%，应付账款 2%，加上销售回款，年内可产生相当于总资产 40% 的资金储备，这些都成为熊市中套利低价的准备……

地产行业低谷中，更大并不意味着更好（当然，也并不意味着更坏），所谓的行业分化不一定是大小企业间的分化，一切取决于战略储备，低谷中唯稳健者赢。

### 假如危机发生在中国

截至 2008 年 6 月，美国新房的月销售量已较高峰期下降了 64%。而截至 2008 年 4 月，过去 12 个的累积销售量同比下降 30%，平均新房销售周期则从 2006 年的 6.4 个月上升到 2007 年的 8.5 个月，目前维持在 10 个月以上，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，包括帕尔迪在内的美国前五大地产商 2007 年融资活动现金均为流出，这些钱主要用于应付银行和其他投资人提出的偿还短期借款或其他有条件长期借款的要求。结

果，尽管各家地产公司都在竭力卖房，但资金压力仍然很大，如果未来美国地产销售继续低迷，将会有大批地产开发商面临倒闭威胁。

假如同样的危机发生在今天的中国，会怎样呢？事实上，今年以来国内房市成交量同比也已大幅萎缩。

为了度量地产企业的抗冲击能力，我们定义了短期风险头寸（2008 年实际可支配现金-2008 年财务费用-2008 年到期负债）和长期风险头寸（2009 年实际可支配现金-2009 年财务费用-2009 年到期负债），它衡量了企业在危机中对外部融资的依赖程度，或者说潜在的资金缺口。

我们以 2007 年年报数据和 2008 年中期数据为依据，模拟测算了当地产行业整体销售额萎缩 50%时各企业的短期风险头寸；以及当地产行业的冬天延续至 2009 年，销售额进一步萎缩 20%时，各地产上市公司的长期风险头寸。

模拟测算结果显示：假如未来一年房屋销售额萎缩 30%，则有半数企业将出现资金缺口，如果危机延续，会有六成企业面临资金压力；假如销售额萎缩 50%，则有六成企业在第一年就将出现资金缺口，有七成企业在第二年面临危机，其中不乏知名企业。

国外地产公司案例证明，冬天中现金为王是不变的道理。赶紧“收割现金”、“筹备粮草”吧，当危机真的来临时，一切都已太晚了。

## 低谷中 周转率更重要

地产行业低谷中，周转率比利润率更重要，与后者相比，前者更真实地反映了公司在危机中的回款能力。

杜丽虹/文

### 周转率的相对优势可以维持

从美国主要地产上市公司的存量资产周转率在危机前（2006 年）、后（2007 年和 2008 年二季度）对比可知，低谷中，所有地产公司的周转率都有了较大幅度下降——在危机到来的第一年，平均降幅在 30%左右，在危机到来的第二年，降幅在 50%左右。但原来周转率较高的公司，在低谷中依能保持相对优势，而原来周转率较低的公司，低谷中则更低。

即，美国地产公司低谷中周转率（本文所用周转率均为存量资产周转率=销售收入/年初总资产）的下降是成比例的，而且这种比例关系相当稳定：

$$\begin{aligned} 2007 \text{ 年存量资产周转率} &= 0.7194 \times 2006 \text{ 年存量资产周转率} \\ R^2 &= 0.7309 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} 2008\text{Q2 存量资产周转率} &= 0.1283 \times 2006 \text{ 年存量资产周转率} \\ R^2 &= 0.49 \end{aligned}$$

存量资产周转率(2006-2007)

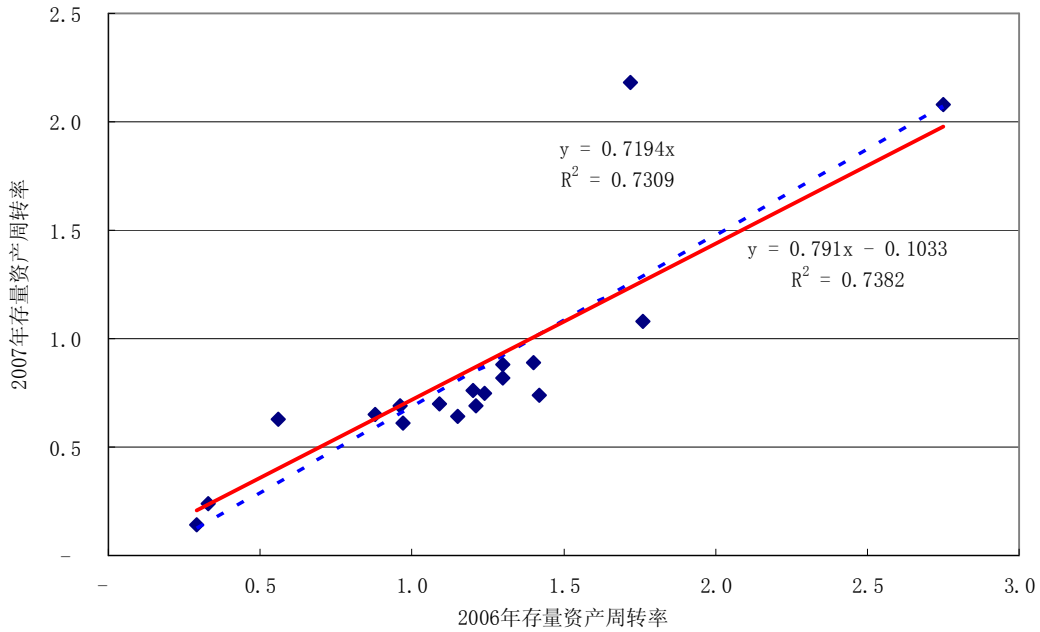
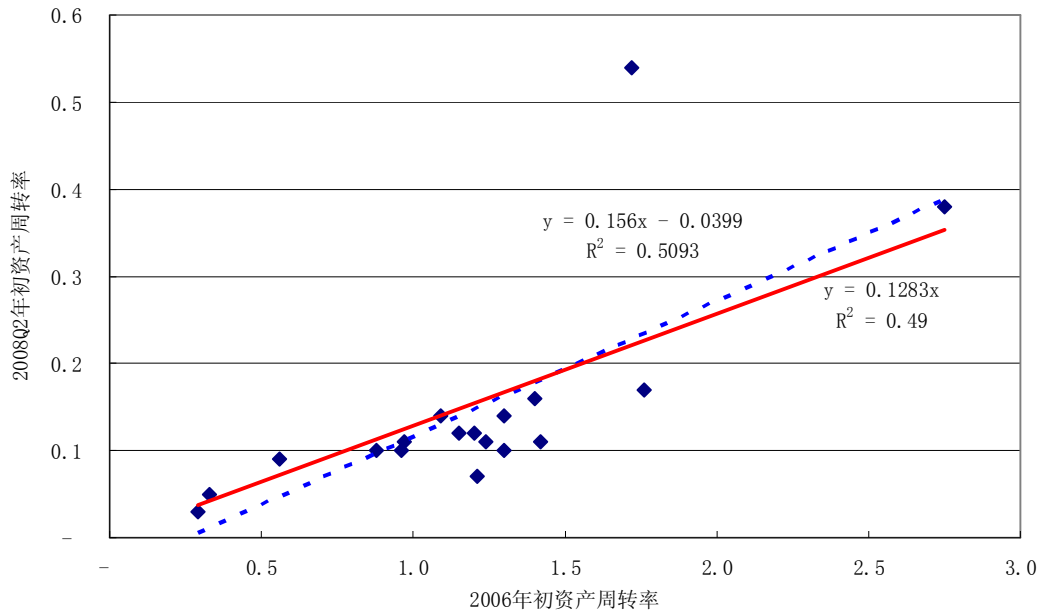


图 (9-1) 美国地产公司危机前存量资产周转率与低谷阶段存量资产周转率 (2006 vs. 2007)

年初资产周转率(2006-2008)



数据来源：公司年报

图 (10-1) 美国地产公司危机前存量资产周转率与低谷阶段存量资产周转率 (2006 存量资产周转率 vs. 2008 年 Q2 存量资产周转率)

香港亦如此。如新鸿基 (0086.HK)，在整个亚洲金融危机期间，周转率始终保持在 0.1

倍以上（香港地产公司同时经营开发物业和出租物业，周转率显著低于美国和内地地产公司）；而那些危机前周转率较低的公司，危机中的周转率更低，如信和置业（0083.HK），危机前的周转率就不足 0.1 倍，危机后降至 0.05 倍以下。

当然，并不是所有高周转的地产公司都能将这一优势维持住，在危机的后半期，此前周转率一直在 0.2 倍以上的恒基地产（0012.HK）也降至 0.1 倍以下了。虽然历史周转率是一种相对的优势而非绝对优势，但它至少赋予了企业一个抗冲击的“盾牌”。

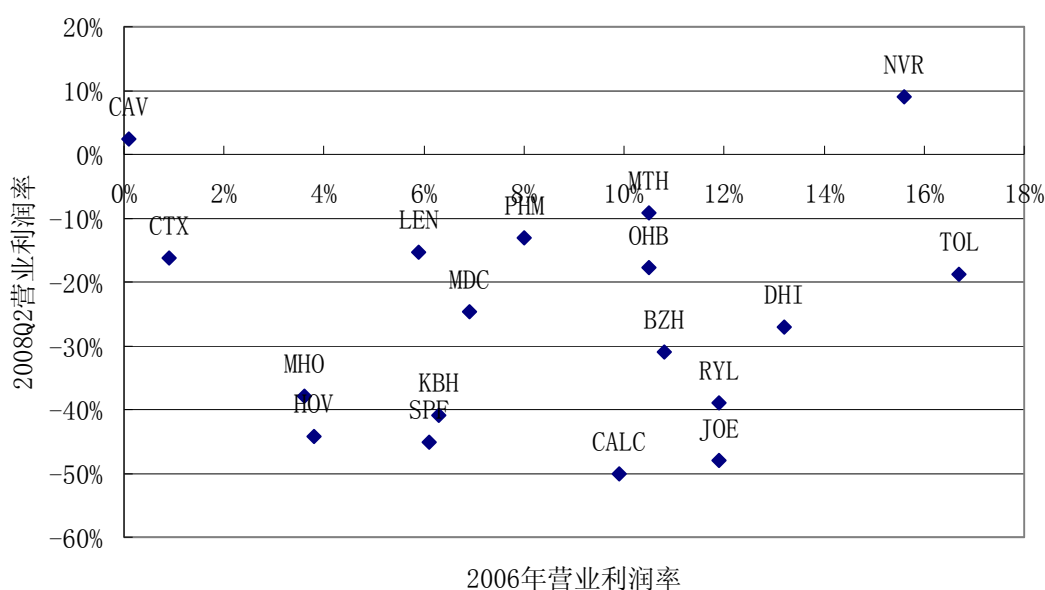
事实上，周转率是地产公司持续能力的一种反映，包含了产品定位、设计、开发、营销能力和品牌影响力等诸多因素，即使在行业低谷中仍能发挥作用。低谷中尽管整体销量大幅萎缩，但想买房子的人仍会选择性价比更高、品牌更好的开发商。因此，奉行高周转战略的公司，在低谷中仍能保持相对优势，从而减轻自己的相对压力。

那么利润率是否也有这种延续性呢？在牛市中定位高端的开发商是否能在熊市中也能赚到比别人更多的利润呢？

### 利润率在低谷中波动更大

从美国主要地产上市公司来看，危机前营业利润率高的公司，在危机中优势并不显著，尤其是在危机发生的第二年，几乎所有公司都陷入亏损，而且亏损幅度与前期利润率水平无关；当然，在危机到来前就已经经营不善亏损的公司，在危机中压力会更大。

危机前的营业利润率与低谷阶段营业利润率



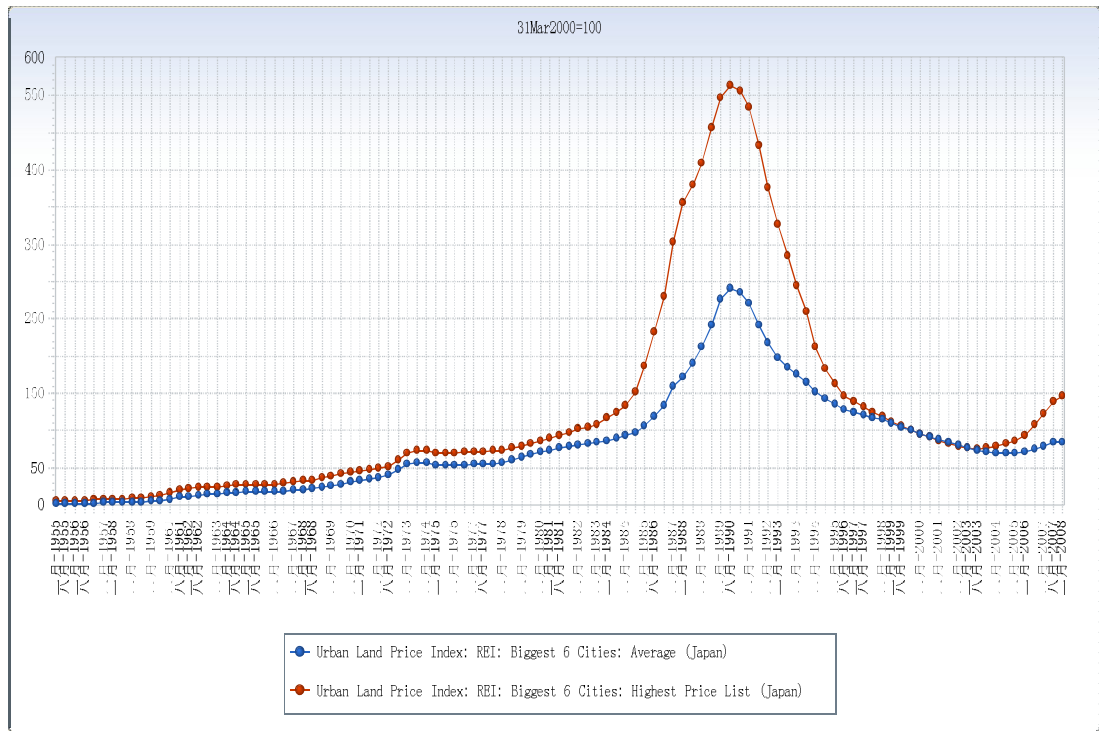
数据来源：公司年报

图（13-2）美国地产公司危机前营业利润率与低谷阶段营业利润率

对香港地产公司的研究也得到了类似的结论：危机前利润率与低谷期利润率之间并没有显著关系，尤其是在低谷后期，各家公司的利润率都基本趋同。如新鸿基、恒基等，1996年的营业利润率高达 50%以上，但在危机发生后利润率均降至 30%以下，与长实、信和等接近（与美国地产公司不同，靠出租物业的租金支持，多数香港地产公司在危机中仍能保持整体盈利，只有新世界由于过度多元化战略而导致亏损）。

而从日本在 1955 年至 2008 年土地均价和最高价的历史变化看，如果以 2000 年价格为

100 的话，在 1990 年地产泡沫的最高峰，土地均价、最高价曾分别达到 1985 年价格的 3 倍、5.5 倍。但在泡沫破灭后，土地均价和最高价都曾一度跌至 1985 年价格以下，但最高价的下降速度更快，跌幅超过 80%，远高于平均跌幅。可见，在地产行业的周期波动中，高档房屋的价格波动更大，相应地，高利润率产品的稳定性更差。



数据来源：CEIC

图 (15) 日本最高房价与房屋均价的变动比较

国内地产市场上，高档住宅的价格波动也更加剧烈。2005 年一二季度，高档住宅的土地成交价同比上涨 20%以上，而同期普通住宅用地的涨幅在 10%左右。地价上涨推动了房价的上涨，自 2005 年以来，高档住宅的地价、房价累计涨幅达到 103%、36.6%，显著高于普通住宅 28%、32.5%的涨幅。涨幅愈大，也预示着跌幅可能更深。

正是出于这种顾虑，我们看到众多“地王”不是停工就是退地。北辰在长沙的 92 亿天价地王至今还在晒地皮，苏宁环球 (000718) 大股东则宁可损失 4.4 亿元的定金也要退掉每平方米楼板价 6.7 万元的“上海地王”。

总之，利润率的优势在低谷中似乎难以保持，尤其是在低谷延续到第二年，几乎所有地产公司都面临亏损威胁，无论之前利润率高低。因此，地产行业的低谷中周转率比利润率更重要。

### 周转率与利润率的较量：万科 PK 华侨城

地产公司的经营战略可以分为两类：高周转或高毛利。前者以中档房屋为主，强调高性价比下资金的快速周转，在地产上市公司中以万科为代表，2007 年的存量资产周转率达到 0.90 倍，毛利润率在 41%水平；而后者则以高档住宅为主，强调单位土地上的高利润率，上市公司中以华侨城 (000069) 为代表，其 2007 年的存量资产周转率仅为 0.28 倍，但毛利润率高达 56%。

这两种战略在牛市行情中各有千秋，后者甚至可能在高价囤地中享受更丰厚的回报。华侨城定位于打造地产行业的“奢侈品”，部分产品的毛利润率达到了 80%以上，平均毛利润

率 56%（高于地产上市公司平均 43%的毛利润率），但 2007 年的存量资产周转率只有 0.28 倍，低于上市地产公司平均的 0.47 倍。不过，在高利润率的拉动下，公司 2007 年的总资产回报率达到 6.3%，高于 5%的行业平均水平，也高于万科 5.3%的总资产回报率。

但随着地产行业冬天的来临，销售量开始萎缩，尤其是在华侨城主打的深圳地区，销量萎缩更加明显，公司的波托菲诺纯水岸四期和东部华侨城天麓一区销售情况并不理想，其中，波托菲诺纯水岸四期别墅均价 11 万/平米，公寓均价 5 万/平米，上半年公寓只售出了十几套，而东部华侨城天麓一区别墅均价 12 万/平米，上半年只售出了一套。为了刺激销售，公司将波托菲诺纯水岸五期别墅均价下调至 8~10 万/平米，东部华侨城天麓二区和七区价格将下调至 7 万/平米。

在高利润率难以保证的同时，周转率的下降速度可能更快，如果未来销量萎缩 50%，则公司一年内经营产生现金仅为总资产的 8.7%，即使加上手持现金，实际可动用的金融资源也仅相当于总资产的 19%；与之相对，公司的短期借款达到总资产的 36%，一年内的到期负债达到总资产的 44%，结果在销量萎缩 50%的情况下将出现相当于总资产 28%的资金缺口，这显然是一个不小的资金压力。实际上，即使销量萎缩 30%，公司暴露在外的资金缺口也达到 25%。

而奉行高周转战略的万科，在销量萎缩 50%的情况下，仍有 0.45 倍的存量资产周转率，剔除新增资产和各项营业费用，实际经营产生现金可达总资产的 34%，加上手中相当于总资产 14%的现金，实际可动用金融资源占到总资产的 48%；与之相对的是 13%的短期银行贷款和 33%的到期负债，扣减负债和利息后仍余 15%的金融资源。

显然，危机中具有更高周转率的公司抗冲击能力更强。

表：万科与华侨城危机中抗冲击能力比较

	万科	华侨城
2007 年存量资产周转率	0.9	0.28
危机中存量资产周转率	0.45	0.14
经营产生现金/总资产	34%	9%
现金握存/总资产	14%	10%
实际可支配金融资源/总资产	48%	19%
短期银行贷款/总资产	13%	36%
到期负债及利息/总资产	33%	47%
资金富余(缺口)/总资产	15%	-28%

### 资产扩张路径影响周转率

周转率除了与以往的存量资产周转率相关（它剔除了新增资产的影响，仅反映公司的产品定位、品牌和开发能力），还与资产的扩张路径、或者说当前的存货结构相关。扩张路径的差异和扩张时点的不同影响了危机中企业的抗冲击能力。

在危机前一年以“地王价”大量囤地的公司，由于存货结构中土地占比较高，需要投入更多开发资金，相应地距离最终的“现金”也更遥远，而在低谷中，资金的时间价值是不可忽视的——在具有相同存量资产周转率的情况下，2007 年和 2008 年上半年的新增资产会拉低公司的实际资产周转率，从而增加未来的资金压力。

以万科、保利、金地为例，三者 2007 年的存量资产周转率均为 0.90 倍，根据危机中周转率同比下降的原则，假如 2008 年行业整体销售额萎缩 50%，则三家公司的存量资产周转率均降为 0.45 倍，但是现实情况可能并非如此。

原因在于三家公司的资产增长路径各不相同，万科资产增长的高峰发生在 2006 年，达

到 127%，2007 年下降至 100%；而保利和金地的资产增长高峰在 2007 年，分别由 2006 年 105%、64%提升至 148%、134%——由于新增资产大多处于开发初期，而国内地产开发商最快的开发速度也要 18 个月左右。

因此，资产扩张路径决定了危机中企业的真实周转率：在危机前一年超速增长的企业在危机中可产生的现金回款比例较低、新盘开发的资金压力较大、实际资产周转率下降幅度也更大；反之，在危机前两到三年快速扩张的企业在危机中可出售的楼盘占比较多，对周转率的影响较小。

通过历史存量资产周转率和近期的资产增速可推断各公司危机中的实际资产周转率：由于存量资产周转率中已包含了公司正常增长的因素，我们将 2007 年资产增速超过 2006 年资产增速的部分视为超速增长的资产，并假设这部分资产在危机年份不产生现金回款。

在销售额整体萎缩 50%的情况下，2008 年万科的存量资产周转率为 0.45 倍，以 2008 年中期资产计算的调整后资产周转率为 0.40 倍；与之相对，保利在 2007 年超常增长资产为 69 亿元，在这部分资产的拖累下调整后资产周转率降至 0.30 倍，而金地 2007 年超常增长资产 76 亿元，调整后资产周转率降至 0.22 倍。相同的历史存量资产周转率，不同的资产增长路径，决定了三家公司低谷中不同的抗风险能力。

在销售额萎缩 50%的模拟环境中，三家公司经营产生现金与总资产之比分别为 34%、27%和 19%，加上手持现金后，实际可支配资金与总资产之比为 48%、35%和 39%，扣减除预收款外所有流动负债后，三家公司的短期风险头寸分别为 15%、13%和 7%。

即，在经历危机的第一年后，三家公司剩余金融资源分别为总资产的 15%、13%和 7%，如果市场就此复苏，三家公司都可以平安度过危机；但如果危机延续，那么，显然，万科剩余的用来抵御危机的金融资源就更多些，而金地则将面临后续开发资金不足的威胁：危机前期回笼的资金越少，危机后期可投入开发的资金就越少，完成的楼盘就更少，资金回笼的比例也进一步降低，于是随着危机的延续，资金的压力就更深。

表（2）万科、保利、金地的抗风险能力比较

	历史存量资产周转率	调整后资产周转率	经营产生现金 / 总资产	手持现金 / 总资产	实际可支配资金 / 总资产	到期负债及利息 / 总资产	短期风险头寸
万科	0.45	0.40	34%	14%	48%	31%	15%
保利	0.45	0.30	27%	8%	35%	22%	13%
金地	0.45	0.22	19%	20%	39%	32%	7%

## 如何度过危机第二年

危机第二年，通常是地产公司集中破产的年份。美国地产商的启示是，无论是卖房子、卖地、降价、低端化，目标只有一个：加速周转并尽可能地储备金融资源——地产危机，先行者赢。杜丽虹/文

尽管所有人都希望行业的冬天能够尽快过去，但从历史经验看，地产行业的冬天总是比人们想象的要长。

美国次贷危机至今仍在延续，2008 年第二季度，地产企业的存量资产周转率较上年同期又下降了 22%，而房屋销售量则继续在低谷徘徊。

在亚洲，地产危机的持续时间通常更长。上世纪 90 年代初日本地产泡沫破灭后，房屋

销量骤降 50%，且在低位持续了 3 年时间；在香港，房价在亚洲金融危机中下降了六成多，直到 2005 年才开始复苏。

如果国内地产行业的危机延续到第二年，根据测算，在第一年销售额萎缩 30%的情况下，将有 51%的地产公司出现资金缺口，如果第二年销售额继续下降 20%，出现资金缺口的公司将上升到 58%；进一步，如果危机第一年销售额就下降了 50%，即使第二年销售额维持第一年水平，出现资金缺口的公司也会从第一年的 59%上升到 66%；而如果第二年销售额进一步下降 20%，则出现资金缺口的公司会扩大到 71%，那些在第一年就已出现资金缺口的公司将面临更严峻的考验——危机第二年，通常是地产公司集中破产的年份。

当危机延续到第二年时，该如何应对？

### 新鸿基：“货如轮转”

由于特殊的地理形式和政治环境，香港的地产价格波动更加频繁而剧烈。在数十年的跌宕起伏中，香港地产公司也炼出了独特的抗风险能力，最具代表性的就是新鸿基。

在 1984 年至 2007 年的 24 年间里，新鸿基一直保持着正的净经营现金流，剔除投资支出后，仅有 7 年的融资前现金流为负，年均融资前现金流为 33 亿港元。而且，无论高峰低谷，新鸿基从未出现过连续三年以上融资前现金流为负的现象。

新鸿基是如何维持良好的现金流的？除了出租物业的租金贡献外，开发物业的“货如轮转”也是功不可没，即要求企业不论高峰低谷都要保持一定的楼盘开发与销售，使资金周转起来。

在整个亚洲金融危机期间，尽管房价已跌了六成以上，但新鸿基仍保持每年 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，比 2005 年以后的高峰年份还多。

通过不断消化开发物业的土地存量，新鸿基减少了开发物业的资产比重，并尽可能将存货周转天数控制在 300 天左右，将总资产周转率维持在 0.15 倍水平，一定的资产周转速度是地产公司应对持续低谷的最重要手段。

总之，当危机延续到第二年时，资产周转速度比什么都重要！

### 万科：打折卖房风波

万科总经理郁亮曾表示，成长能力受到利润率和周转效率的双重影响。其中，利润率基本由外部市场所决定，可能存在短期波动，而周转效率主要由企业经营模式决定。

但低谷中如何才能加速周转？降价卖房无疑是最常用的手段。

2007 年底，就在中国楼市是否出现“拐点”还颇具争议的时候，万科已经开始在深圳、广州、上海等城市降价卖房了，并引发了其他地产企业的跟随。

降价带动了销售，如万科在广州金色康苑均价从 20000 元降到 13000 元，开盘不到两个小时就全部售罄；杭州楼盘降价后更是出现抢购潮。今年一季度万科的累计销售面积同比增 83%，销售金额同比增 119%，而万科也将上海地区今年的销售目标从去年的 80 亿元调高至 130 亿元。

降价虽然加速了周转，但也引来了很多争议。今年 9 月，万科在杭州的一个楼盘打出 7.3 折优惠，由此引发了老业主打砸的风波。此外，业内也有很多人士质疑这种率先降价的做法，有些认为这是在“清理门户”，有些则认为这会形成消费者的降价预期，是一种不明智的做法。

除了降价外，万科还以逐步提高中低档项目的开发比重来变相降价。王石曾表示，“万科开发的项目中，高档和中高档、中档的比例不超过 30%，但是万科认为比较合理的比例应该是 2：8。现在，万科正计划第一步把 3：7 降到 2.5：7.5，再下一步降到 2：8 的合理比例。”

并早在 2005 年 10 月，万科就对政策性用房的建设表示出了浓厚兴趣。

那么，在美国的地产危机中，开发商又是怎么做的呢？

帕尔迪：卖掉房子是硬道理

在 2008 年第二季度的投资人见面会上，帕尔迪 CEO 兼总裁 Richard Dugas 称，“我们的重点是卖房子，然后交付房子，这是在低谷中产生持续现金流的唯一可靠方法。”

到 2008 年二季度，帕尔迪的房屋成交均价已从 2006 年第四季度最高时的 34 万元/套降至 28 万元/套，同比下降 11%，并提供相当于总价 12.5% 的促销；公司的储备土地也成功从 2006 年第二季度的 30 多万块下降到 13.5 万块，在新定单同比减少 32% 的情况下，存量土地从 2007 年的 6.2 年下降至相当于 5.1 年的开发量。

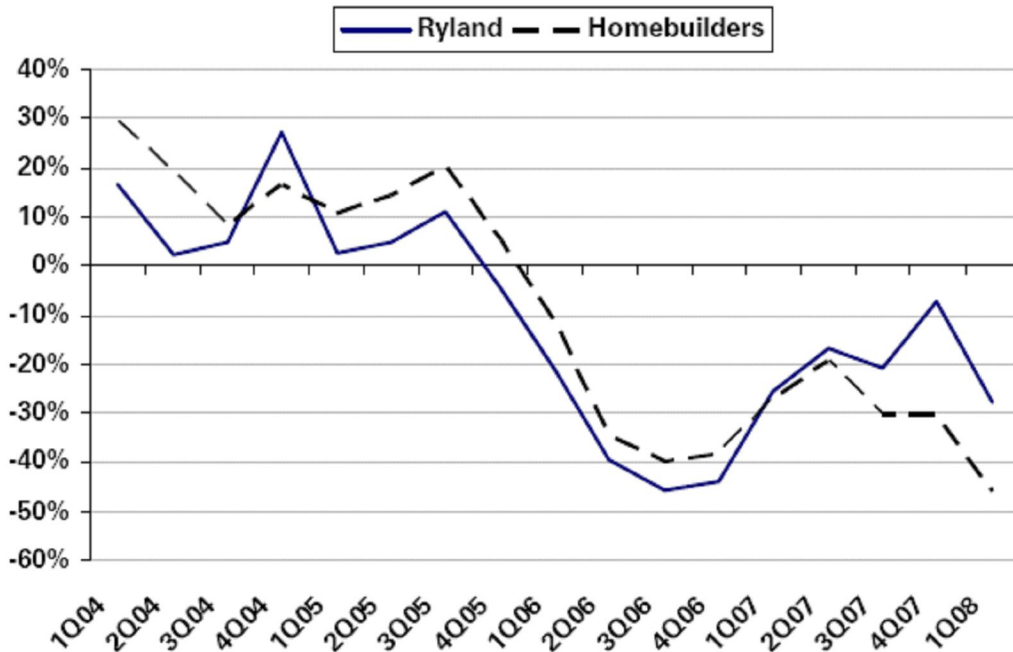
但是，这仍然是一个较高的资产负担，有没有更好的做法来加速周转？

RYL 与 MTH：抢占先机，变被动为主动

与帕尔迪相比，RY Land (RYL) 和 Meritage Homes (MTH) 则是更加积极的价格战发起者。早在 2007 年三季度，RYL 就开始积极促销，四季度新房价格环比再降 12%，营业利润率降至 2.5%，但促销使定单仅减少 7%，显著优于行业平均 34% 的降幅。

目前，RYL 的新房价格同比下降 11%，交付价格同比下降 13%，新定单量下降 19%，优于行业平均 35% 的降幅，并使土地储备从 8 万块减少到 3 万多块，以当前开发速度仅相当于 3.1 年的土地储备。

Figure 3: Ryland orders versus other builders



Source: Deutsche Bank, Company reports.

数据来源：公司年报、德意志银行

图 (34) RY Land 与行业平均的新增定单数变化

而 MTH 则奉行高周转战略，2002 年至 2006 年平均周转率为 2.2 倍，远高于行业平均的 1.4 倍。在牛市诱惑的扩张下，MTH 在 2006 年周转率降至 1.8 倍，但仍高于行业平均的 1.1 倍；2007 年感知行业冬天的来临，公司提早开始价格战，四季度不惜以零利润降价促销，结果在 2007

年全行业周转率降至0.7倍的情况下，MTH仍保持了1.1倍的周转速度；2008年二季度存量资产周转率继续保持在0.17倍水平，高于行业平均0.11倍水平。

高周转使MTH的土地储备迅速从高峰时的6.4年减少到3.2年（其中仅1.4年为自有，1.8年为期权土地）。2008年二季度公司开始转守为攻，融资8300万美元，购买了500块土地，目前手中仍有1.13亿美元现金，正伺机在公司主市场德克萨斯州以外购置土地。

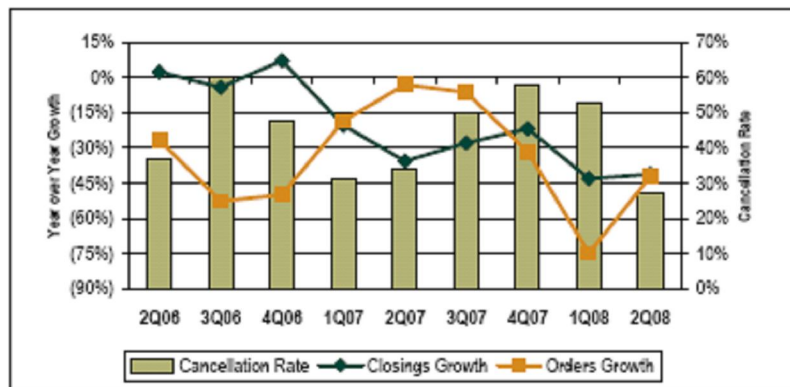
#### KBH：放低身段，产品定位低端化

另一些开发商则选择了产品定位低端化（每套总价10-20万美元的房屋）的路径来加速周转，KBH就是其中之一。

与多数地产公司在2006年的继续扩张不同，KBH在2006年时就已开始大幅降低土地储备，并在2007年5月将旗下法国子公司49%的股权以8.5亿美元的高价卖给了私人股权基金，使公司2007年三季度的手持现金达到6.5亿美元，净负债资本比降至57%。

相对较好的财务状况使KBH在2007年危机到来时并没有采取更积极的促销策略，但竞争对手的降价使公司2008年一季度定单骤降75%。在此背景下，公司在二季度调整了战略，把待建房屋的规划面积缩减10%，并把原规划中定位于高端退休长者的住房开发量同比减少37%，使新定单价格变相下降25%，结果二季度定单较一季度增加了2倍，公司也开始更加聚焦于低端首次置业者的需要。

Figure 3: Order, Closing, and Cancellation Rate Trends



数据来源：公司年报

图（40）改变产品定位后定单量在2008年二季度出现大幅反弹（棕色那条线为定单增长率，必须要的，兰色线为交付房屋增长率，柱形为定单撤消率）

低端定位的确有助于企业度过低谷。PALI Research的研究显示，在地产灾情较严重的加州和佛州地区，低端产品的价格敏感性更高——买房人对低端产品的兴趣更浓，随着房屋价位的上升，购房人的兴趣在下降，对于每套60万美元以上的住房，降价以后也很少有人问津。

目前，KBH土地储备仅为2.8年（1.7年是自有，其余为期权土地），显著低于行业平均的4.5年，现金则达到13亿美元，这给了公司更多在低谷中廉价买地的自由度。

#### 勒纳：“燃烧土地”

危机中，美国另一家知名地产公司勒纳选择了降价卖地。

勒纳一直在努力维持其房屋销售价格，截至2008年二季度交付房价只同比下降8%，剔除土地减值准备前的营业利润率达到15.9%，显著高于同行，不过相对高价使公司的定单数大幅下降，一季度时同比降幅一度达到60%，二季度同比降幅仍达44%。

在维持房价的同时，自 2007 年初勒纳就开始大刀阔斧地卖地，这一政策被业界称为“燃烧土地策略”（Scorched Earth Policy），甚至不惜折价。如在 2007 年底，勒纳将 32 个社区的 11000 处住宅地块以账面价值 40% 的价格卖给了摩根士丹利旗下的地产基金，为此需确认 7 个多亿美元的存货损失；此后，公司又将在佛罗里达州的 4000 英亩、8300 个地块同样折价 60% 卖出。

通过一系列资产转让，勒纳收回了大量宝贵的现金，在 2007 财年结束时其净负债资本比已降至 30%，如果加上由于资产折价转让亏损所带来的退税，其净负债资本比实际已降至 17%，手中现金达到 15 亿美元，是美国地产公司中最高的。

这些大胆的举动也让勒纳获得了多数分析师的肯定：危机中多余的土地储备已经变得没有价值了，通过出售土地换取现金，公司才有能力来加速剩余土地的变现，也因此，一些分析师调高了勒纳的 NAV 估值。

折价出售土地虽然让勒纳增加了每股 3 美元的亏损，但它为公司在更深低谷时的廉价购地提供了自由度。2008 年二季度，勒纳与摩根地产基金的合资公司支出 1.62 亿美元用于土地购买。

目前，勒纳的土地储备已减少到 135000 块，与帕尔迪水平相当，卖房子与卖地，不同的路径达到了相同的目的。而勒纳的净负债资本比则降至 30% 以下，手中还有 8.8 亿美元现金。不仅如此，资产转让更是公司长期中彻底转型走向“轻资产”战略的开始，经历此次危机，勒纳的经营战略开始转型，更关注快速的制造房屋，而不是土地储备。

采用卖地来加速周转的还有霍顿，但由于出让时机较晚，使其确认了巨额损失。

无论是卖房子还是“烧土地”，目的只有一个加速周转，而在这一过程中，抢占先机者赢。

#### 高周转+金融储备

高周转是企业过冬的重要手段，但只有高周转还不够，高周转必须与金融储备相配合，对于那些已经把金融资源消耗殆尽的企业来说，一切可能已经太晚了，因为低谷中即使能够再融资，其代价也是巨大的。

Hovnanian（HOV）公司以往一直坚持高周转的战略，存量资产周转率曾一度达到 2 倍以上，2002 年至 2006 年平均的存量资产周转率降至 1.8 倍，仍高于行业平均的 1.4 倍。

但是快速的扩张使公司的财务状况迅速恶化：过去 10 年 HOV 的存货增长了 10 倍，年均增长达到 27%。尤其是 2002 年至 2006 年间，存货的年均增速达到 41%，同时净负债资本比也在快速上升，从最低时的 87% 上升到 2007 年末的 175%，而存量资产周转率则在 2006 年降至 1.3 倍的低点。

在沉重的债务负担下，当地产行业的冬天来临时，HOV 在挣扎求生存。HOV 是最早开始动手降价促销的地产公司，在 2007 年 10 月进行了一次“Deal of the Century”的世纪大促销活动，三天售出的房屋相当于当季总销售量的 75%，结果在 2007 年四季度行业平均新定单数减少 34% 的情况下，公司当季的定单数量仅下降了 10%。大规模的促销活动使公司的土地储备水平大幅降低，目前土地储备仅为 3.1 年（1.5 年自有，1.6 年期权）。

但是高负债吞噬了促销回款，2007 年末，在还掉了 2 亿美元债务后，HOV 手中仅余 1600 万美元，连付利息都有问题，更不用说维持经营了。2008 年初 HOV 与债务人进行了债务重组谈判，并于 2008 年 5 月紧急再融资，以 0.87 倍调整后净资产值的价格股权融资 1.26 亿美元，同时以 11.5% 的高息私募债权融资 6 亿美元，使利息支出与销售收入之比从上年的 2.8% 提高到 4.4%，并使负债率达到行业最高水平 266%。

融资虽然缓解了短期的流动性危机，但高负债限制了 HOV 的扩张能力——新的债权人对公司流动资金的使用进行了严格的限制，使公司在偿清债务前几乎不可能用富余资金再去

购买便宜的土地。

为此，HOV 管理层表示，未来可能会选择与其他金融投资人进行战略合作，期待通过共同购买开发土地的模式来套利行业低谷。不过，受投资支出额的限制，即使找到合适的合作者，HOV 在合资公司中的权益也将不超过 20%——公司未来的增长前景已经被限制。

高周转必须配合保守的财务策略，如果可能，尽可能储备金融资源吧。

中国企业启示录：提早行动，变被动为主动

在美国的地产危机中，地产商们各显神通，无论是卖房子、卖地，无论是降价、低端化，目标只有一个：加速周转。

对于中国的企业来说，加速周转也有不同路径，降价是其中之一，开发更多中低端住宅，甚至参与政府保障性住房建设，这些都能够提高企业的周转率，但关键在于企业能否在危机深化前就主动加速周转，以便在危机后期用手中的现金来变被动为主动。

事实证明，在危机中更积极应对的总是那些历史周转率较高的企业，高周转是企业的一种经营理念和经营模式，拥有这一理念的企业将不惜放弃高利润来追求现金的产生速度，并因此把握危机深化前的短暂时机来收割现金，从而为危机后期廉价购地、东山再起做好准备。

## 地产公司过冬实力榜

“行业冬天”里我们更看重那些既有极限增长潜力、又有较强抗冲击能力的企业，尤其后者更为重要。

杜丽虹/文

### 深冬里的排名……

地产行业的冬天对于很多地产企业来说将是一个沉重的打击，但对于另一些地产公司来说则是一种机遇——少数周转率快、并保留了较富余资金的地产企业，不仅能够安然过冬，还有可能在地产行业的冬天中获取丰厚的套利收益。即，通过低价购地、甚至低价收购其他公司股权而获得跳跃式的发展。

那么，在冬天里谁会成为猎人？谁会成为猎物？风险头寸的排名给出了答案，其中，短期风险头寸的排名给出了当周转率普降一年、于第二年复苏时各地产公司的资金缺口（当头寸为负时）或资金富余（头寸为正时），而长期风险头寸则给出了当危机延续到第二年时各地产公司的资金状况。

结果显示，不少大型地产公司在第一年都将出现 10%以上的资金缺口，有 1/4 的地产上市公司出现 20%以上的资金缺口，10%的地产上市公司出现 30%以上的资金缺口，而在第二年缺口将进一步扩大。但绵世、华发、亿城、万科、金地等公司将能够保持一定比例的富余资金，而这些资金会给他们不同程度的套利机会。

### 如果信贷放松……

9 月 15 日，央行首次降息并调低了中小银行的存款准备金率，升息时代结束。随着通胀危机的解除，银根紧缩的政策将发生转变；同时，美国金融危机深化并开始影响实体经济，中国贸易顺差在收窄。在此背景下，假如政府为刺激内需，放松地产信贷，地产商的实力对比又将发生怎样的变化？

如此，则多数开发商的资金链可以延续，但由于市场需求降低，开发商的预收款融资

减少，即使地产公司能够维持当前的负债资本比不变，仅靠自身周转推动的极限增长速度也将大为减缓。

极限扩张速度，是指企业在既定的经营能力和市场环境下，金融资源所能支撑的最大扩张速度，之所以称为“极限扩张速度”是因为这是企业成长的最大速度，超过这一速度，企业将面临严重的财务危机（计算方法详见《证券市场周刊》2006年第42期封面文章《谁是下个顺驰》）。

根据测算，假如这种低迷的状态持续三年，则万科的极限增长速度将减缓为8%；保利极限资产增速也在8%左右，收入增速为16%；金地的极限资产增速为10%，收入增速为22%，这已经是比较快的了，更多企业的资产增速近于零，收入增速甚至为负。

### 综合排名：

风险头寸的排名给出了深冬时企业的抗冲击能力和套利周期的可能性，而极限发展速度则给出了信贷放松、但市场持续低迷时企业的最大扩张速度。综合两个排名、四个指标（短期风险头寸、长期风险头寸、极限收入增速、极限资产增速），我们排出了地产上市公司过冬能力排行榜——其中，为了反映对企业抗风险能力的重视，在计算综合得分时，两个风险头寸指标各被赋予30%权重，两个极限增速指标各被赋予20%权重。

排名只是一个参考，排名背后更重要的意义在于危机面前“安全”与“成长”间的权衡，一些地产公司尽管有更高的极限增速，但也有着更高的外部融资依赖，一旦信贷紧缩、资金难以维继，企业将面临严重的财务危机。

“行业冬天”里我们更看重那些既有极限增长潜力、又有较强抗冲击能力的企业，尤其后者在“寒冬”中更加重要。

表1：A股主要地产上市公司过冬综合实力排名

排名	证券简称	2008年中期收入	收入极限增速	资产极限增速	短期风险头寸	长期风险头寸
1	绵世股份	1,091,329,945	5.9%	10.2%	55.9%	55.3%
2	名流置业	778,156,503	29.9%	13.0%	23.9%	11.7%
3	华发股份	1,313,143,266	4.6%	2.2%	40.9%	18.4%
4	万科A	17,255,013,019	8.4%	8.2%	14.6%	13.8%
5	金地集团	2,267,730,180	21.7%	9.8%	7.6%	9.6%
6	亿城股份	338,532,748	-2.6%	8.6%	28.1%	14.7%
7	万通地产	2,258,612,052	-0.7%	2.7%	24.2%	21.6%
8	金融街	1,123,517,662	4.0%	1.2%	19.9%	17.7%
9	保利地产	5,381,330,585	15.7%	8.0%	13.2%	-13.3%
10	荣盛发展	1,045,561,112	11.8%	11.8%	0.4%	-6.3%
11	苏宁环球	2,026,742,746	10.0%	10.3%	-22.3%	-4.7%
12	中粮地产	445,279,819	1.1%	0.8%	3.0%	0.0%
13	陆家嘴	1,480,541,580	-12.1%	1.0%	4.9%	7.6%
14	中航地产	681,302,011	-0.4%	0.6%	-12.7%	3.7%
15	上实发展	1,074,782,119	22.7%	9.0%	-47.9%	-18.3%
16	北辰实业	1,673,332,829	-7.7%	-1.6%	8.1%	-1.4%
17	泛海建设	1,011,330,806	10.6%	5.4%	-28.3%	-19.7%
18	银基发展	504,178,251	-18.0%	3.6%	-6.7%	-0.5%
19	浙江广厦	1,016,697,262	-13.0%	0.4%	-5.9%	3.6%

20	深振业 A	810,784,027	1.5%	3.6%	-12.5%	-14.7%
21	栖霞建设	856,779,444	-5.6%	5.7%	-12.5%	-14.7%
22	北京城建	528,135,775	-6.0%	2.3%	-13.6%	-10.8%
23	华侨城 A	780,391,133	2.5%	6.5%	-30.5%	-26.0%
24	招商地产	1,446,933,596	3.6%	1.4%	-26.1%	-29.2%
25	天房发展	1,193,195,258	-4.4%	-0.9%	-14.7%	-22.5%
26	阳光股份	1,140,071,000	-10.0%	-0.2%	-15.9%	-16.0%
27	中华企业	1,448,363,738	-10.0%	0.9%	-16.8%	-23.9%
28	首开股份	1,326,416,798	-16.1%	-1.4%	-18.1%	-25.0%
29	外高桥	548,746,069	-14.7%	-10.2%	-18.5%	-36.7%

表2：香港上市的内地地产公司过冬综合实力排名

排名	证券简称	收入极限增速	资产极限增速	短期风险头寸	长期风险头寸
1	SOHO 中国	36.3%	30.5%	16.0%	26.4%
2	碧桂园	33.3%	30.8%	8.9%	19.5%
3	中国海外发展	8.0%	8.7%	0.4%	-7.6%
4	合生创展	7.8%	8.3%	-4.0%	-9.4%
5	雅居乐地产	9.6%	14.0%	-9.1%	-12.5%
6	远洋地产	7.1%	4.3%	-1.8%	-8.9%
7	富力地产	23.6%	30.3%	-17.5%	-17.9%
8	绿城中国	10.6%	10.0%	-16.7%	-19.9%
9	华润置地	2.5%	1.7%	-2.8%	-18.7%
10	上海复地	-0.2%	5.3%	-7.9%	-19.5%
11	首创置业	-11.1%	0.0%	-1.4%	-10.8%
12	深圳控股	-9.5%	-0.2%	0.9%	-17.5%

（备注：极限增速超过10%的为10分，低于-10%的为0分，中间数值插值赋分；风险头寸超过30%的为10分，低于-30%的为0分，中间数值插值赋分；）