

安全底线之上才是成长空间



2009 中期地产上市公司

综合实力排名报告

目 录

(一) 地产上市公司综合实力排行榜.....	5
1. 1 在理性与疯狂间抉择	5
1. 2 财务安全性评比：楼市阳春中仍有 22%的企业面临资金缺口	7
1. 2. 1 短期风险头寸.....	7
1. 2. 2 现金比率.....	7
1. 2. 3 净负债资本比.....	7
1. 2. 4 “阳春”中仍有 22%企业面临资金缺口.....	8
1. 2. 5 财务安全性排名.....	8
1. 3 战略理性：净借贷资本比 41%之下的安全成长空间.....	10
1. 3. 1 财务安全底线的定义.....	11
1. 3. 2 中国地产企业净借贷资本比的平均上限：41%.....	11
1. 3. 3 战略理性排名.....	12
1. 4 成长潜力：仅靠内生动力推动的极限增速，14%.....	14
1. 4. 1 极限发展速度的定义.....	14
1. 4. 2 中国地产企业平均的极限增速上限：14%.....	14
1. 4. 3 成长潜力排名.....	15
1. 5 运营效率：不均匀的复苏进程，标杆企业优势扩大.....	17
1. 5. 1 效率边界的定义.....	17
1. 5. 2 高周转率标杆企业受益最大.....	19
1. 5. 3 运营效率排名.....	20
1. 6 规模排名：大企业的悖论.....	22
1. 7 综合排名	24
(二) 排行榜启示.....	27
2. 1 战略定位的反思：规模与精致，鱼与熊掌	27
2. 2 历史增长的反思：“身体胖了”，企业却更加脆弱了	28
2. 3 复苏环境的洞察：静态风险低，但动态风险高.....	28
2. 4 金融战略的分化：回归安全底线	29
2. 5 运营效率的分化：不均匀的复苏进程.....	29
2. 6 启示：两个重要的数，41%与 14%	30
2. 7 重申：大企业的悖论	30
(三) 财务安全底线之上才是成长空间.....	30
3. 1 地产周期在缩短，纪律比判断更重要.....	30
3. 2 什么是财务安全底线？	32
3. 2. 1 财务安全底线不是现金流游戏.....	32
3. 2. 2 财务安全底线是经营杠杆与财务杠杆较量的结果.....	32
3. 2. 3 财务安全底线是保护企业在低谷中仍能维持运营的安全垫.....	33
3. 2. 4 财务安全底线是动态变迁的.....	34
3. 2. 5 财务安全底线之上才是真实的成长空间.....	36
3. 3 从财务安全底线看企业成长模式	38



3.3.1 财务安全底线与成长模式分化.....	38
3.3.2 规模化成长的陷阱.....	39
3.3.2.1 成功的规模化：用高周转撬动高经营杠杆.....	39
3.3.2.2 惊险的一跃：从双杠杆向单杠杆的回归.....	41
3.3.2.3 规模化的极致：资金链断裂.....	42
3.3.3 高利润率的魔咒.....	43
3.3.3.1 差异化扩张的寂寞坚守.....	43
3.3.3.2 用高财务杠杆替代高经营杠杆的危险成长.....	44
3.4 财务安全底线的回归与未来的成长空间.....	46
3.4.1 弹性空间在减少，硬约束要求企业正视财务安全底线.....	46
3.4.1.1 表外负债模式受限，弹性空间减少.....	46
3.4.1.2 地产周期缩短迫使企业减少投机行为.....	47
3.4.2 回归财务安全底线.....	48
3.4.3 理性的成长模式：安全底线之上，极限发展速度之下.....	49

声明

国内地产企业一直是媒体、学术界和消费者关注、争议的焦点，2008 年的地产低谷和 2009 年年的地产复苏更将地产企业推向舆论的前沿。在此背景下，北京贝塔咨询中心杜丽虹博士和中国民生银行地产金融事业部规划与发展研究中心联合推出了地产上市公司综合实力排名报告，该排名体系由财务安全性、战略理性、成长潜力、运营效率、规模效应五个指标组成，通过对短期风险头寸、财务安全底线、极限发展速度、效率标杆差距等财务指标的计算来客观反映地产企业的真实竞争力，报告中所有财务数据均取自上市公司年报及中报披露的公开数据，希望通过客观、透明的模型测算与所有关心中国地产行业的各界朋友共同探讨地产企业的健康成长模式。

为什么要写这个报告？在本书的前两篇中分析了地产行业周期模式与金融模式的变动趋势，研究显示以往粗犷式的野蛮生长已经不再适应新的市场环境了，未来金融机构要提供更具创新性的解决方案帮助地产企业在转型中成长，地产企业自身也要有更明确的战略定位，并不断提高运营效率与金融理性，只有这样，地产与金融的合作才不会一次次陷入靠“天”吃饭的宿命。也因此，本篇的排名报告作为独立第三方的研究成果，它的意义绝不仅仅在于排名，而是从排名中探索中国地产企业的健康成长道路，一条财务安全底线之上、极限发展速度之下的成长道路。

（一）地产上市公司综合实力排行榜

1. 1 在理性与疯狂间抉择

2009年5、6月份一线城市房价迅速攀升，北京地区商品房的集中成交均价已从1、2月份的15892元/平米上升到6月份的21442元/平米，涨幅达到35%，四环以内的期房的累积均价从年初的14226元/平米上涨到7月份的17478元/平米，涨幅23%，就连五至六环的期房，也受“地王”影响，累积均价从年初的7206元/平米涨至9430元/平米，涨幅31%。

随着房价的上涨，3、4月份“抄底”心态下的刚性需求已被严重抑制。目前，北京地区一个三口之家的月平均可支配收入是6512元（2008年数据），但购买一套均价商品房、在首付30%、三十年期贷款、并享受基准利率下浮30%优惠利率情况下，月供额仍高达7303元，相当于家庭月收入的112%，而这一比例在年初为83%。即使是购买四至五环商品房，以1-7月累积均价计算的月供额也达到家庭收入的87%，以最新价格计算的月供额将超过家庭月收入的90%，五至六环商品房的月供额也超过了家庭月收入的50%——北京一个平均收入的家庭即使在父母支持下交了首付，也供不起一套房，除非住到六环外！

其他城市如天津、上海、宁波、杭州、武汉、广州、厦门等，月供收入比也都在50%以上，刚性需求的释放空间已很小。受到刚性需求萎缩的影响，8月商品房成交量出现下滑迹象，未来，如果房价继续维持在高位，而政策又收紧了流动性，则2009年下半年到2010年，中国房地产市场将呈现有价无市的局面。

当然，还有另外一种情形，就是中、美两国政府继续往市场大规模注入流动性，此时投资性需求将挤出刚性需求，中国房地产市场将出现一个较2007年更大的泡沫；这个泡沫将在2-3年后的加息过程中破灭（如果利率恢复到2007年四季度水平，则北京地区的月供收入比将达到130%，上海、杭州、宁波、武汉等地也都将达到70%以上）。

总之，月供收入比已经不再能支撑高房价，所谓的刚性需求已经被严重抑制。

表（1）2009年初和6月部分城市的月供收入比

首付 30%、30 年期贷款的月供收入比（均值）



	2009年初商业贷款利率下浮30%	2009年初公积金贷款利率	2009年6月商业贷款利率下浮30%	2009年6月公积金贷款利率	以2007年四季度利率下浮30%计算
北京	83%	80%	112%	108%	131%
天津	48%	47%	54%	52%	62%
沈阳	38%	37%	38%	37%	45%
上海	59%	57%	63%	61%	74%
南京	41%	39%	40%	39%	47%
杭州	59%	57%	63%	61%	74%
宁波	56%	54%	66%	64%	77%
厦门	38%	36%	56%	54%	65%
武汉	55%	53%	66%	64%	77%
长沙	46%	44%	38%	37%	45%
广州	60%	58%	59%	57%	68%
深圳	48%	47%	49%	48%	57%
成都	29%	28%	31%	30%	36%
重庆	41%	40%	49%	47%	57%
西安	43%	42%	44%	43%	51%

但流动性推动下，各地仍是“地王”频出，继北京的广渠路地王后，相继出现了上海地王、广州地王、深圳地王、重庆地王，最新一任地王是中海地产70亿夺得的上海地王。地王的背后有地产企业对市场的乐观预期，但更多的是4万亿投资推动的通涨预期和其他金融性因素。然而与地产企业，尤其是国有地产企业充裕的流动性形成对比的是，2009年8月二套房贷收紧的传闻刚出，北京的现房成交量就暴跌近5成，需求对流动性如此敏感这对于地产行业来说并不是一件好事——当一个市场对流动性高度敏感时，它不仅容易形成泡沫，更会扰乱正常的行业周期，使整个市场构建在一个高度不确定的脆弱基础上，我们预期未来几年中国的地产周期将缩短，企业面临更加不确定的生存环境。

一边是刚性需求的萎缩，一边是流动性催生的脆弱泡沫，地产企业在理性与诱惑之间做着艰难的抉择：按兵不动？担心地价进一步上涨，并被其他地产企业超越；加入抢地行列？又怕市场拐点突然降临，不仅无法转嫁土地的高成本，还会陷入财务危机。怎么办？

在地产企业又走在十字路口的背景下，我们推出了2009年度的中期排名报告，这份报告不仅给出了地产上市公司最新的综合实力排名，更重要的意义在于帮助中国的地产企业探索出一条在流动性支撑的地产危局中安全成长的道路——一条在财务安全底线之上、极限发展速度之下的规模化或差异化成长路径。

1. 2 财务安全性评比：楼市阳春中仍有 22%的企业面临资金缺口

1. 2. 1 短期风险头寸

$$\begin{aligned} \text{短期风险头寸} &= \text{现金比率} + \text{低谷中的存量资产周转率} - \text{一年内到期负债率} - \text{已定约但未} \\ &\quad \text{拨备的承诺支出/年末总资产} \\ &= \text{现金/年末总资产} + \text{低谷中的合约销售金额/年初总资产} - ((\text{流动负债} - \text{预收} \\ &\quad \text{帐款}) / \text{年末总资产}) - \text{已定约但未拨备的承诺支出/年末总资产} \end{aligned}$$

该指标度量了地产企业在危机中的抗风险能力：当短期风险头寸为负时，显示企业在低谷中的现金与销售回款不足以覆盖一年内的到期负债和其他支付需求，此时，在银行贷款无法续借或土地款、工程款无法拖欠的情况下，企业将面临资金链断裂的威胁。负值越大，企业对银行和交易方等外部融资的依赖度越大，相应地财务风险也越大。反之，当短期风险头寸为正时，显示企业在保持当前销售速度时，可以应付所有的短期支付需求，正值越大，为销售速度的进一步下降留出的空间就越多，或者说低谷中企业可用于套利扩张的富余资金就越多。

1. 2. 2 现金比率

国内地产公司普遍存在以短期资金支持长期项目运作的现象，于是短期的资金压力成为我国地产公司面临的主要财务风险，尤其是对于回款速度很慢的企业，手里的现金就显得更加重要了。为此，我们引入了现金比率（现金/总资产）指标，它作为短期风险头寸的辅助指标，度量了企业对抗“超短期风险”的能力。

1. 2. 3 净负债资本比

除了短期和超短期财务风险外，国际上通用的净负债资本比（（银行贷款+发行在外的债券、可转债-现金及等价物）/权益资本）也是一个重要的风险度量指标，因为有息负债是地产企业最难以拖欠的资金，它直接度量了地产企业的资本充足状况。

1. 2. 4 “阳春”中仍有 22%企业面临资金缺口

表（2）分别列出了地产上市公司的现金比率、净负债资本比和短期风险头寸，数据显示，截止 2009 年 6 月 30 日，地产上市公司平均的现金比率为 16%，平均的净负债资本比为 42%，均显著优于 2008 年底。

不过，即使是在 2009 年上半年的楼市阳春中，仍有 22%（16 家）地产上市公司面临资金缺口（短期风险头寸为负数），其中瑞安房地产、泛海建设、浙江广厦、上实发展等 9 家公司的资金缺口在 10%以上——“阳春”中企业不仅不应有资金缺口，还应该有一定的资金富余（短期风险头寸为正），以抵御随时可能降临的“寒冬”。

1. 2. 5 财务安全性排名

在综合考虑了短期风险头寸、超短期风险（现金比率）、整体杠杆率（净负债资本比）的基础上，我们对每个单项指标进行插值赋分，然后再加权得到企业财务安全性的整体得分。其中，短期风险头寸作为衡量企业财务风险的主指标被赋予 50%的权重，另两个辅助指标分别被赋予 25%的权重。由此我们得到了主要地产上市公司财务安全性的综合排名。在我们重点关注的上市公司中 SOHO 中国、中国海外和万科排名前列，而上实发展、富力地产、上海复地、合景泰富仍然排名垫底。

表（2）地产上市公司财务安全性指标及评分

	公司名称	现金比率	现金比率评分	净负债资本比	净负债资本比评分	短期风险头寸	短期风险头寸评分	财务安全性评分
1	美都控股	41.2%	10.00	-18.5%	10.00	79.4%	10.00	10.00
1	万业企业	30.7%	10.00	-22.4%	10.00	73.7%	10.00	10.00
1	SOHO 中国	31.1%	10.00	-27.0%	10.00	68.4%	10.00	10.00
4	云南城投	54.6%	10.00	1.6%	9.84	57.8%	10.00	9.96
5	华业地产	24.4%	8.15	2.5%	9.75	53.3%	10.00	9.47
6	亿城股份	20.1%	6.69	-1.6%	10.00	95.0%	10.00	9.17
7	阳光股份	20.0%	6.68	-11.6%	10.00	47.2%	9.43	8.89
8	中国海外	19.6%	6.53	13.5%	8.65	53.3%	10.00	8.80
9	华发股份	24.1%	8.02	34.1%	6.59	49.9%	9.98	8.64
10	金丰投资	23.2%	7.74	12.0%	8.80	44.6%	8.93	8.60



北京贝塔咨询中心

11	香江控股	31.8%	10.00	10.2%	8.98	35.5%	7.10	8.30
12	绿景地产	16.7%	5.57	-27.1%	10.00	42.8%	8.56	8.17
13	万科A	21.6%	7.20	10.7%	8.93	37.6%	7.51	7.79
14	深长城	26.2%	8.72	52.3%	4.77	43.8%	8.76	7.75
15	招商地产	21.2%	7.07	12.4%	8.76	34.3%	6.86	7.39
16	合肥城建	16.5%	5.50	-8.3%	10.00	33.9%	6.78	7.26
17	雅居乐地	19.3%	6.43	10.9%	8.91	33.9%	6.79	7.23
18	万通地产	13.9%	4.62	34.8%	6.52	42.9%	8.59	7.08
19	保利地产	14.9%	4.96	71.5%	2.85	69.6%	10.00	6.95
20	海泰发展	24.6%	8.19	2.7%	9.73	24.3%	4.87	6.91
21	荣盛发展	14.5%	4.82	56.6%	4.34	45.9%	9.19	6.88
22	东华实业	7.8%	2.59	23.1%	7.69	42.4%	8.48	6.81
23	天地源	16.5%	5.50	42.0%	5.80	39.1%	7.82	6.74
24	华润置地	12.7%	4.23	19.2%	8.08	34.7%	6.95	6.55
25	世荣兆业	3.5%	1.16	51.3%	4.87	63.3%	10.00	6.51
26	外高桥	15.3%	5.09	186.3%	-	50.6%	10.00	6.27
27	栖霞建设	21.1%	7.02	61.5%	3.85	34.4%	6.88	6.16
28	首开股份	30.7%	10.00	46.8%	5.32	23.0%	4.60	6.13
29	天保基建	6.2%	2.07	-2.1%	10.00	29.9%	5.99	6.01
30	绿城中国	11.4%	3.80	110.4%	-	73.9%	10.00	5.95
31	银基发展	11.8%	3.94	15.8%	8.42	27.9%	5.58	5.88
32	金融街	26.8%	8.95	21.3%	7.87	15.6%	3.12	5.76
33	滨江集团	12.5%	4.15	29.2%	7.08	29.5%	5.90	5.76
34	远洋地产	24.8%	8.26	33.0%	6.70	18.8%	3.76	5.62
35	金地集团	15.1%	5.05	54.1%	4.59	31.6%	6.31	5.57
36	碧桂园	17.6%	5.87	26.7%	7.33	22.4%	4.49	5.54
37	建业地产	23.7%	7.91	-1.2%	10.00	10.1%	2.02	5.49
38	莱茵置业	11.3%	3.75	58.0%	4.20	32.8%	6.56	5.27
39	中华企业	22.5%	7.51	44.3%	5.57	19.7%	3.94	5.24
40	新黄浦	19.7%	6.57	8.9%	9.11	10.5%	2.10	4.97
41	珠江实业	20.6%	6.87	49.7%	5.03	19.4%	3.88	4.91
42	名流置业	16.4%	5.48	-4.3%	10.00	9.4%	1.87	4.81
43	深深房A	13.3%	4.43	7.9%	9.21	13.5%	2.71	4.76
44	世茂房地产	16.3%	5.43	39.3%	6.07	18.1%	3.62	4.68
45	首创置业	13.5%	4.50	52.8%	4.72	21.4%	4.27	4.44
46	宜华地产	20.4%	6.80	-35.5%	10.00	1.7%	0.34	4.37
47	渝开发	12.0%	4.00	13.7%	8.63	9.5%	1.91	4.11
48	陆家嘴	11.9%	3.98	-7.0%	10.00	-14.4%	-	3.50
49	北辰实业	23.4%	7.81	53.2%	4.68	-2.4%	-	3.12
50	深圳控股	20.1%	6.71	55.7%	4.43	3.2%	0.63	3.10
51	合生创展	8.9%	2.98	43.0%	5.70	8.8%	1.76	3.05
52	中江地产	12.1%	4.04	76.8%	2.32	14.1%	2.82	3.00



53	中粮地产	20.1%	6.71	74.1%	2.59	6.3%	1.26	2.95
54	瑞安房地产	11.6%	3.87	22.6%	7.74	-21.9%	-	2.90
55	泛海建设	13.0%	4.34	36.8%	6.32	-15.3%	-	2.66
56	广宇集团	10.2%	3.41	100.1%	-	16.5%	3.30	2.50
57	多伦股份	0.6%	0.19	5.9%	9.41	-24.2%	-	2.40
58	京能置业	4.8%	1.61	27.9%	7.21	-34.5%	-	2.20
59	深振业 A	13.5%	4.48	172.6%	-	9.6%	1.91	2.08
60	苏州高新	21.7%	7.22	90.4%	0.96	0.2%	0.04	2.07
61	沙河股份	15.2%	5.05	114.6%	-	7.8%	1.57	2.05
62	运盛实业	0.7%	0.25	26.1%	7.39	-5.7%	-	1.91
63	空港股份	13.7%	4.58	72.5%	2.75	-8.8%	-	1.83
63	南京高科	3.7%	1.23	55.4%	4.46	1.4%	0.28	1.56
64	浦东金桥	1.1%	0.35	41.7%	5.83	-14.1%	-	1.55
66	合景泰富	6.3%	2.11	65.2%	3.48	-8.8%	-	1.40
67	粤宏远 A	1.2%	0.41	51.5%	4.85	-6.3%	-	1.32
68	上海新梅	7.8%	2.60	84.0%	1.60	2.6%	0.51	1.31
69	上海复地	13.3%	4.43	101.9%	-	1.4%	0.29	1.25
70	天房发展	6.4%	2.14	78.2%	2.18	-1.2%	-	1.08
71	富力地产	9.2%	3.08	109.8%	-	-4.4%	-	0.77
72	上实发展	7.2%	2.42	125.0%	-	-34.8%	-	0.60
73	浙江广厦	6.0%	2.00	141.9%	-	-12.2%	-	0.50
74	中茵股份	2.3%	0.77	94.7%	0.53	-21.5%	-	0.32

(备注:

- 1) 现金比率以 30%为 10 分, 0 为 0 分, 高于 30%的为 10 分, 低于 0 的为 0 分, 中间比率的插值赋分;
- 2) 短期风险头寸以+50%为 10 分, 0%为 0 分, 高于+50%的为 10 分, 低于 0%的为 0 分, 中间比率的插值赋分(与 2008 年相比, 2009 年上半年整体地产市场回暖, 此时企业不仅不应有风险头寸的暴露, 还应为随时可能出现的低谷留出资金周转空间, 为此我们提高了打分标准);
- 3) 净借贷资本比小于等于 0 为 10 分, 以大于等于 100%为 0 分, 中间比率插值赋分。
- 4) 淡蓝色格内企业为我们重点关注的地产上市公司)

1.3 战略理性: 净借贷资本比 41%之下的安全成长空间

短期风险头寸、现金比率等只是静态的财务安全性指标, 对于成熟市场、财务原则具有连续性的企业能充分揭示风险; 但在中国, 企业的激进现实和灵活决策让我们不得不更关

注动态风险——一些在当前看上去很安全的企业，可能在未来几个月内通过大规模的购地使财务报表变得“面目全非”。为此我们在 2008 年度排名中引入了“战略理性”指标，它通过动态预测公司未来的战略来控制潜在的、还没有体现在报表上的风险。

在 2009 年中期，我们进一步将战略理性指标量化为对财务安全底线的突破程度，即以企业“实际净借贷资本比与财务安全底线的差”来衡量企业的战略理性。

1. 3. 1 财务安全底线的定义

什么是财务安全底线？顺驰通过精确测算现金流量来计算自己的扩张极限和负债极限，美国多数地产企业将净负债资本比等于 40% 视为财务安全底线，香港地产公司在混业模式下，将净负债资本比等于 20% 视为财务安全底线，国内的一些分析师则将净负债资本比等于 70% 设定为地产公司的财务安全底线。但真实的财务安全底线，既不是顺驰的现金流游戏，也不是分析师口中确定不变的一条负债率红线，它因企业效率的差异而变化，也随企业的成长而变迁。

财务安全底线是使企业在低谷中销售回款仍能覆盖银行贷款、承诺资本支出和其他必须支出的负债上限。其中，财务安全底线的上边界被设定为使“(净借贷额+已定约但未拨备的承诺支出)/总资产=低谷中的存量资产周转率”的杠杆水平，相应地：

$$\text{净借贷资本比}^1 = (\text{低谷中的存量资产周转率} - \text{已定约但未拨备的承诺支出} / \text{总资产}) / 35\%$$

财务安全底线的下边界是一个更谨慎的安全底线——当低谷期持续 2 年以上时，除了资本开支和偿债需求外，日常的运营开支也将考验企业的资金周转能力：

$$\text{净借贷资本比} = (\text{低谷中的存量资产周转率} - \text{已定约但未拨备的承诺支出} / \text{总资产} - \text{低谷中的应付帐款、税款和其他必须开支} / \text{总资产}) / 35\%$$

1. 3. 2 中国地产企业净借贷资本比的平均上限：41%

表（3）中我们列出了地产上市公司财务安全底线的上下边界，统计显示，地产上市公司平均净借贷资本比的下边界为 23%，上边界为 41%，与美国企业相近，而低于国内分析师普遍采用的 70% 上限。与之相对，2009 年 6 月 30 日，上市公司平均的净借贷资本比约为

¹ 净借贷资本比 = (短期银行贷款 + 1 年内到期的银行贷款 + 长期银行贷款 - 现金及等价物) / 权益资本，它区别于上文提到的净负债资本比，不包含债券部分。



39%，接近上限水平。其中，有 65%（48 家）的地产上市公司突破了财务安全底线的下边界，有 47%（35 家）的公司突破了财务安全底线的上边界，有 34%（25 家）的公司实际净借贷资本比较财务安全底线的上边界还高出 20%。

1. 3. 3 战略理性排名

在表（3）的基础上，我们对企业实际净借贷资本比突破安全底线上下边界的幅度分别进行插值赋分，然后再各赋予 50%权重，加权得到企业战略理性的整体得分。结果显示，在我们重点关注的地产上市公司中，中国海外、SOHO 中国和建业地产排名前列，而上实发展、富力地产、上海复地、合景泰富、深圳控股、首创置业、荣盛发展等公司排名垫底。

表（3）地产上市公司战略理性指标及评分

排名	公司名称	财务安全底线 下边界	财务安全底线 上边界	实际净借贷资本比	实际净借贷资本比-财务安全 全底线下边界	下边界 评分	实际净借贷资本比-财务安 全底线上边界	上边界 评分	战略理性 评分
1	绿景地产	63.2%	100.0%	-27.2%	-90.4%	10.00	-127.2%	10.00	10.00
1	万业企业	74.6%	100.0%	-22.4%	-97.0%	10.00	-122.4%	10.00	10.00
1	SOHO 中国	43.6%	95.1%	-27.0%	-70.6%	10.00	-122.1%	10.00	10.00
1	美都控股	100.0%	100.0%	-18.5%	-118.5%	10.00	-118.5%	10.00	10.00
1	天保基建	62.5%	100.0%	-2.1%	-64.6%	10.00	-102.1%	10.00	10.00
1	亿城股份	50.1%	83.9%	-1.6%	-51.7%	10.00	-85.5%	10.00	10.00
1	中国海外	38.5%	84.4%	7.3%	-31.3%	10.00	-77.1%	10.00	10.00
1	合肥城建	32.6%	68.6%	-8.3%	-40.9%	10.00	-76.9%	10.00	10.00
1	阳光股份	0.0%	53.5%	-11.6%	-11.6%	10.00	-65.1%	10.00	10.00
1	香江控股	34.0%	74.2%	10.2%	-23.8%	10.00	-63.9%	10.00	10.00
1	宜华地产	0.0%	25.3%	-35.5%	-35.5%	10.00	-60.8%	10.00	10.00
1	深深房 A	35.4%	58.7%	7.9%	-27.4%	10.00	-50.8%	10.00	10.00
1	建业地产	19.2%	49.2%	-1.2%	-20.4%	10.00	-50.3%	10.00	10.00
14	雅居乐地	10.1%	81.3%	10.9%	0.8%	9.84	-70.4%	10.00	9.92
15	世荣兆业	90.1%	100.0%	51.3%	-38.9%	10.00	-48.7%	9.75	9.87
16	华业地产	15.5%	49.8%	2.5%	-13.0%	10.00	-47.4%	9.47	9.74
17	招商地产	27.1%	51.6%	12.4%	-14.6%	10.00	-39.1%	7.83	8.91
18	万科 A	16.4%	34.5%	-3.1%	-19.5%	10.00	-37.6%	7.53	8.76
19	云南城投	0.0%	37.9%	1.6%	1.6%	9.68	-36.3%	7.26	8.47
20	东华实业	23.8%	56.2%	23.1%	-0.7%	10.00	-33.1%	6.61	8.31
21	天地源	51.2%	74.4%	42.0%	-9.3%	10.00	-32.4%	6.48	8.24
22	华发股份	54.6%	66.4%	34.1%	-20.5%	10.00	-32.3%	6.46	8.23



北京贝塔咨询中心

23	新黄浦	33.2%	34.9%	8.9%	-24.3%	10.00	-26.0%	5.21	7.60
24	保利地产	59.6%	71.9%	45.9%	-13.7%	10.00	-26.0%	5.20	7.60
25	金丰投资	29.8%	33.5%	12.0%	-17.9%	10.00	-21.6%	4.32	7.16
26	海泰发展	7.8%	19.9%	2.7%	-5.1%	10.00	-17.2%	3.44	6.72
27	陆家嘴	5.9%	8.0%	-7.0%	-12.8%	10.00	-15.0%	2.99	6.50
28	名流置业	5.2%	8.4%	-4.3%	-9.5%	10.00	-12.7%	2.53	6.27
29	银基发展	14.0%	28.3%	15.8%	1.9%	9.62	-12.5%	2.49	6.06
30	首开股份	39.0%	64.4%	46.8%	7.8%	8.45	-17.6%	3.52	5.99
31	万通地产	29.1%	49.7%	34.8%	5.7%	8.86	-14.9%	2.98	5.92
32	绿城中国	77.3%	100.0%	85.3%	8.1%	8.39	-14.7%	2.93	5.66
33	碧桂园	0.0%	17.6%	6.7%	6.7%	8.65	-10.8%	2.16	5.41
34	华润置地	9.8%	32.6%	19.2%	9.4%	8.13	-13.4%	2.68	5.40
35	深长城	41.0%	66.9%	52.3%	11.3%	7.74	-14.6%	2.92	5.33
36	多伦股份	1.0%	0.9%	5.9%	4.9%	9.01	5.0%	0.00	4.51
37	渝开发	6.4%	7.4%	13.7%	7.4%	8.53	6.4%	0.00	4.26
38	金融街	4.6%	30.1%	21.3%	16.7%	6.65	-8.8%	1.76	4.21
39	中华企业	33.4%	46.8%	44.3%	10.9%	7.81	-2.5%	0.50	4.16
40	浦东金桥	32.5%	41.0%	41.7%	9.1%	8.17	0.7%	0.00	4.09
41	运盛实业	15.4%	15.4%	26.1%	10.8%	7.85	10.8%	0.00	3.92
42	金地集团	28.9%	43.1%	42.9%	14.0%	7.20	-0.3%	0.05	3.62
43	滨江集团	13.9%	21.6%	29.2%	15.3%	6.94	7.6%	0.00	3.47
44	珠江实业	32.8%	33.7%	49.7%	16.8%	6.63	16.0%	0.00	3.32
45	北辰实业	0.0%	0.0%	18.8%	18.8%	6.23	18.8%	0.00	3.12
46	合生创展	22.0%	36.1%	43.0%	21.0%	5.81	6.9%	0.00	2.90
47	世茂房地产	0.0%	56.0%	39.3%	39.3%	2.14	-16.7%	3.34	2.74
48	瑞安房地产	0.0%	0.0%	22.6%	22.6%	5.48	22.6%	0.00	2.74
49	中粮地产	19.7%	29.5%	42.3%	22.6%	5.48	12.8%	0.00	2.74
50	粤宏远 A	25.8%	27.5%	51.5%	25.7%	4.86	24.0%	0.00	2.43
51	京能置业	0.0%	4.0%	27.9%	27.9%	4.42	23.9%	0.00	2.21
52	栖霞建设	30.5%	40.4%	61.5%	31.0%	3.79	21.2%	0.00	1.90
53	远洋地产	0.0%	0.0%	33.0%	33.0%	3.39	33.0%	0.00	1.70
54	南京高科	18.8%	25.2%	55.4%	36.7%	2.67	30.3%	0.00	1.33
55	泛海建设	0.0%	0.0%	36.8%	36.8%	2.63	36.8%	0.00	1.32
56	莱茵置业	17.8%	35.5%	58.0%	40.2%	1.95	22.6%	0.00	0.98
57	荣盛发展	0.0%	40.5%	56.6%	56.6%	0.00	16.1%	0.00	0.00
57	空港股份	22.1%	41.4%	72.5%	50.4%	0.00	31.2%	0.00	0.00
57	首创置业	0.0%	17.1%	52.8%	52.8%	0.00	35.7%	0.00	0.00
57	中江地产	24.2%	40.8%	76.8%	52.6%	0.00	36.0%	0.00	0.00
57	深圳控股	0.0%	7.5%	55.7%	55.7%	0.00	48.2%	0.00	0.00
57	苏州高新	16.7%	34.7%	90.4%	73.7%	0.00	55.7%	0.00	0.00
57	天房发展	11.0%	21.2%	78.2%	67.2%	0.00	57.0%	0.00	0.00
57	沙河股份	34.1%	50.8%	114.6%	80.6%	0.00	63.8%	0.00	0.00



57	上海新梅	4.6%	20.1%	84.0%	79.5%	0.00	63.9%	0.00	0.00
57	合景泰富	0.0%	0.0%	65.2%	65.2%	0.00	65.2%	0.00	0.00
57	中茵股份	0.0%	22.7%	94.7%	94.7%	0.00	72.0%	0.00	0.00
57	外高桥	100.0%	100.0%	186.3%	86.3%	0.00	86.3%	0.00	0.00
57	上实发展	22.5%	30.4%	125.0%	102.5%	0.00	94.7%	0.00	0.00
57	富力地产	0.0%	11.8%	109.8%	109.8%	0.00	98.0%	0.00	0.00
57	广宇集团	0.0%	0.0%	100.1%	100.1%	0.00	100.1%	0.00	0.00
57	上海复地	0.0%	1.0%	101.9%	101.9%	0.00	100.9%	0.00	0.00
57	浙江广厦	0.0%	0.0%	141.9%	141.9%	0.00	141.9%	0.00	0.00
57	深振业 A	0.0%	12.3%	172.6%	172.6%	0.00	160.3%	0.00	0.00

(备注:

- 1) 当企业实际净借贷资本比超过财务安全底线边界 50% 时, 为 0 分, 当实际净借贷资本比低于财务安全底线边界时, 为 10 分, 中间比率插值赋分;
- 2) 当企业实际净借贷资本比超过财务安全底线上边界时为 0 分, 当实际净借贷资本比较财务安全底线上边界低 50% 以上时, 为 10 分, 中间比率插值赋分。)

1. 4 成长潜力: 仅靠内生动力推动的极限增速, 14%

1. 4. 1 极限发展速度的定义

以往分析师常用土地储备规模来衡量地产企业的成长潜力, 但这种简单指标的结果必然是助长企业盲目扩张的野心。其实, 每个企业都不缺乏成长的动力, 而是需要理解成长的约束, 现实中, 成长的约束包括很多, 除了管理能力的约束外, 更客观的是金融资源的约束, 对于地产企业尤其如此, 地产企业需要在财务安全底线之上、极限发展速度之下健康成长。为此我们用极限增速来度量地产上市公司的成长潜力。

所谓极限发展速度, 就是企业在财务安全底线之上所能支撑的最大扩张速度, 即, 使企业净借贷资本比维持在安全底线之下的存货最大增速就是企业的极限增长速度——它是在不考虑管理能力约束下, 金融资源所能支撑的最大扩张速度, 超过这一扩张速度, 企业的负债率将大幅上升, 并突破财务安全底线, 最终把企业推向财务危机的深渊。

1. 4. 2 中国地产企业平均的极限增速上限: 14%

以地产企业 2009 年上半年运营效率和 1.3 中计算的各家企业的财务安全底线上下边界为依据，我们分别测算了地产上市公司极限发展速度的上下限，表（4）的统计结果显示，我国地产上市公司平均的极限增速下限为 10%，上限为 14%，显著低于 2004-2008 年间国内地产上市公司平均 33.5% 的资产增速，更低于 2005-2007 年间地产上市公司平均 70% 以上的资产增速。

当然，这里只考虑了利润滚存与债务融资下的极限增速，我们将这一极限增速称为内部极限增速，即，依靠自身积累所能推动的最大增速。现实中，如果企业能够实现股权融资，极限增速会进一步提高，我们将股权融资下的极限增速称为外部极限增速。一般来说，外部极限增速要比内部极限增速高出一倍左右。但即使考虑股权融资空间，地产公司平均的极限增速也在 30% 以内，仅为高峰期平均增速的一半。

而且，从长期看，企业能否进行股权融资，最根本的还是取决于企业自身的运营效率，那些回报率低、财务风险大的企业在长期中难以获得投资人的青睐，因此，外部极限增速只是对内部优势的放大，所以，以下所说的极限增速均指内部极限增速。

1. 4. 3 成长潜力排名

在表（4）的基础上，我们对企业极限增速上下限分别进行插值赋分，并各赋予 50% 的权重，加权后得到地产公司成长潜力的整体得分。结果显示，在我们重点关注的地产上市公司中，滨江集团、栖霞建设、中国海外、绿城中国排名前列，而瑞安房地产、上海复地、富力地产、北辰实业、泛海建设、中粮地产则由于当前财务杠杆过高或周转速度过低，面临减速增长的压力（成长潜力低不仅来自于运营效率低，更来自于金融资源的枯竭，高财务杠杆下企业要想获得持久的生命力，必须先减速、降负债、消存货，待恢复到安全区间后才能去追逐新一轮扩张）。

表（4）地产上市公司成长潜力指标及评分

排名	公司名称	极限增速下限	下限评分	极限增速上限	上限评分	成长潜力评分
1	滨江集团	48.0%	10.00	49.6%	10.00	10.00
1	世荣兆业	43.0%	10.00	47.1%	10.00	10.00
1	栖霞建设	42.7%	10.00	44.8%	10.00	10.00
1	中国海外	34.0%	10.00	44.1%	10.00	10.00
1	东华实业	37.6%	10.00	43.1%	10.00	10.00



1	绿城中国	37.6%	10.00	40.9%	10.00	10.00
7	SOHO 中国	31.0%	10.00	39.3%	9.83	9.91
8	首创置业	31.7%	10.00	36.3%	9.08	9.54
9	天保基建	27.1%	9.03	34.1%	8.53	8.78
10	外高桥	28.7%	9.57	30.5%	7.63	8.60
11	万业企业	27.4%	9.13	31.8%	7.95	8.54
12	保利地产	28.2%	9.40	30.4%	7.60	8.50
13	荣盛发展	22.7%	7.57	33.1%	8.28	7.92
14	合肥城建	24.0%	8.00	30.9%	7.73	7.86
15	新黄浦	25.9%	8.63	26.6%	6.65	7.64
16	金丰投资	25.0%	8.33	26.2%	6.55	7.44
17	阳光股份	19.6%	6.53	32.3%	8.08	7.30
18	莱茵置业	20.7%	6.90	24.2%	6.05	6.48
19	金地集团	15.7%	5.23	27.4%	6.85	6.04
20	华发股份	18.9%	6.30	20.9%	5.23	5.76
21	雅居乐地	13.2%	4.40	28.2%	7.05	5.73
22	建业地产	16.8%	5.60	23.4%	5.85	5.73
23	招商地产	15.5%	5.17	20.0%	5.00	5.08
24	华润置地	14.5%	4.83	20.7%	5.18	5.00
25	亿城股份	51.1%	10.00	58.1%	10.00	5.00
26	碧桂园	13.1%	4.37	18.5%	4.63	4.50
27	浦东金桥	13.3%	4.43	16.9%	4.23	4.33
28	万科 A	12.7%	4.23	16.0%	4.00	4.12
29	美都控股	14.0%	4.67	14.2%	3.55	4.11
30	首开股份	11.7%	3.90	16.2%	4.05	3.98
31	华业地产	9.3%	3.10	16.6%	4.15	3.63
32	深长城	9.7%	3.23	14.7%	3.68	3.45
33	云南城投	8.2%	2.73	16.2%	4.05	3.39
34	天地源	10.0%	3.33	13.4%	3.35	3.34
35	万通地产	9.5%	3.17	13.4%	3.35	3.26
36	深深房 A	8.5%	2.83	12.9%	3.23	3.03
37	绿景地产	8.0%	2.67	12.9%	3.23	2.95
38	世茂房地产	-6.1%	0.00	22.0%	5.50	2.75
39	渝开发	9.0%	3.00	9.7%	2.43	2.71
40	宜华地产	7.3%	2.43	11.1%	2.78	2.60
41	名流置业	6.4%	2.13	7.1%	1.78	1.95
42	远洋地产	3.9%	1.30	3.9%	0.98	1.14
43	中华企业	2.7%	0.90	5.1%	1.28	1.09
44	合景泰富	3.0%	1.00	3.0%	0.75	0.88
45	合生创展	1.8%	0.60	3.9%	0.98	0.79
46	金融街	-1.2%	0.00	5.7%	1.43	0.71
47	银基发展	1.0%	0.33	3.9%	0.98	0.65



48	沙河股份	0.9%	0.30	3.0%	0.75	0.53
49	深圳控股	-0.5%	0.00	2.3%	0.58	0.29
50	广宇集团	0.6%	0.20	0.6%	0.15	0.18
51	北辰实业	-0.9%	0.00	-0.9%	0.00	0.00
51	海泰发展	-5.5%	0.00	-1.1%	0.00	0.00
51	上实发展	-2.4%	0.00	-1.5%	0.00	0.00
51	珠江实业	-1.7%	0.00	-1.6%	0.00	0.00
51	多伦股份	-1.6%	0.00	-1.6%	0.00	0.00
51	上海复地	-2.7%	0.00	-2.1%	0.00	0.00
51	空港股份	-9.1%	0.00	-2.6%	0.00	0.00
51	泛海建设	-2.7%	0.00	-2.7%	0.00	0.00
51	中茵股份	-6.6%	0.00	-3.5%	0.00	0.00
51	粤宏远 A	-6.7%	0.00	-6.1%	0.00	0.00
51	中江地产	-7.3%	0.00	-6.1%	0.00	0.00
51	天房发展	-7.7%	0.00	-6.1%	0.00	0.00
51	中粮地产	-9.1%	0.00	-7.5%	0.00	0.00
51	瑞安房地产	-7.5%	0.00	-7.5%	0.00	0.00
51	上海新梅	-11.1%	0.00	-8.5%	0.00	0.00
51	南京高科	-13.3%	0.00	-11.8%	0.00	0.00
51	苏州高新	-16.2%	0.00	-11.8%	0.00	0.00
51	浙江广厦	-13.0%	0.00	-13.0%	0.00	0.00
51	深振业 A	-15.9%	0.00	-13.3%	0.00	0.00
51	富力地产	-25.8%	0.00	-16.0%	0.00	0.00
	香江控股	重组中，经营模式变化，无法用历史数据测算未来的极限增速				
	运盛实业	重组中，经营模式变化，无法用历史数据测算未来的极限增速				
	京能置业	重组中，经营模式变化，无法用历史数据测算未来的极限增速				
	陆家嘴	中期数据无法代表年度数据				

(备注:

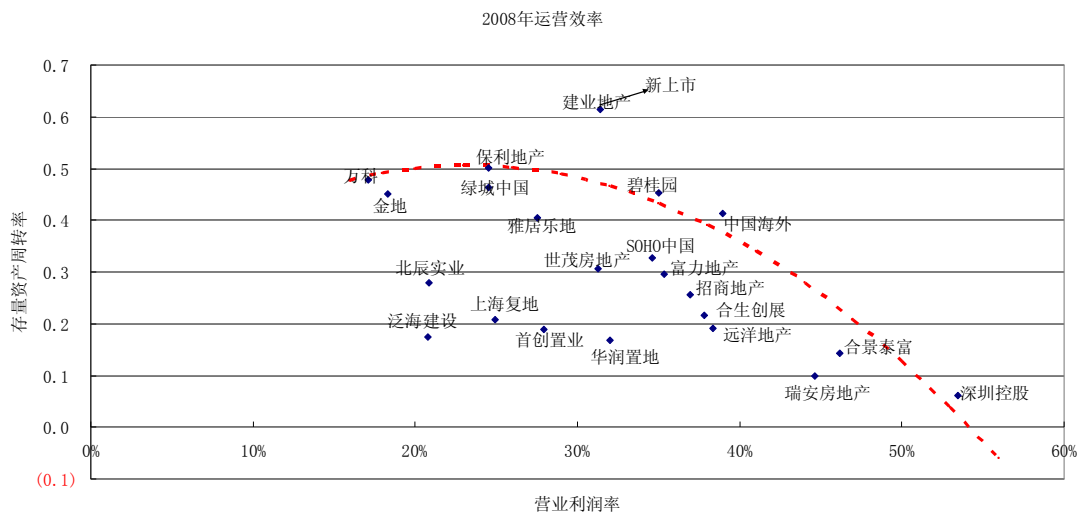
- 1) 极限增速下限大于等于 30%为 10 分，小于等于 0 为 0 分，中间增速插值赋分；
- 2) 极限增速上限大于等于 40%为 10 分，小于等于 0 为 0 分，中间增速插值赋分。)

1.5 运营效率：不均匀的复苏进程，标杆企业优势扩大

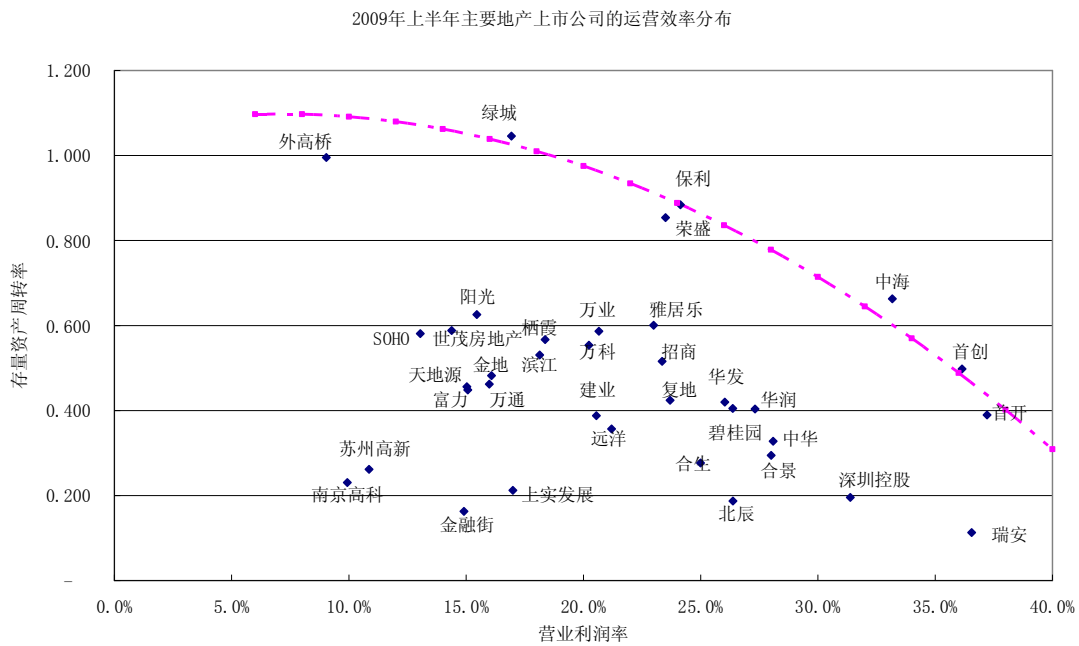
1.5.1 效率边界的定义

人们习惯把利润率高的企业称为好企业，但实际上，不同定位的企业不能进行简单的直接比较，在衡量企业运营效率时我们需要引入一个新的指标——标杆效率。我们以营业利润

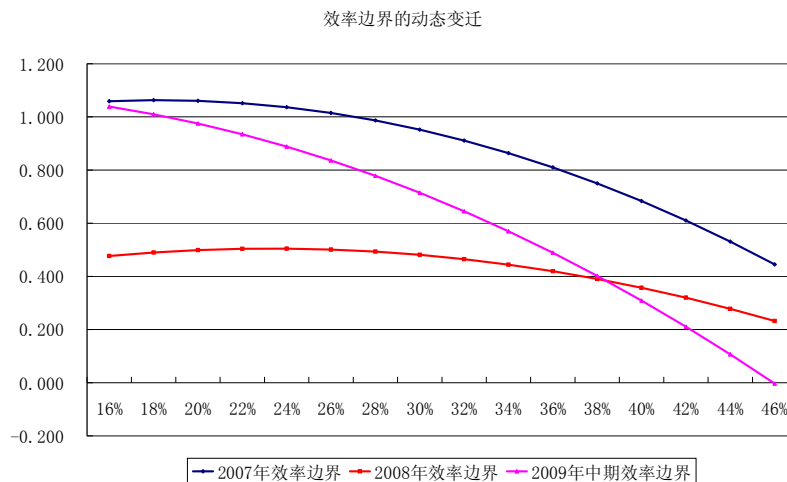
率（（营业利润+财务费用-公允价值变动收益）/营业收入）为横轴，以存量资产周转率（合同销售金额/上年总资产）为纵轴，找到主要地产上市公司在平面图中的位置，剔除当年新上市公司后，将相同利润率下具有最高周转率的企业连接起来，就得到了我国地产企业的“效率边界”，即，相同利润率（产品定位）下有着最高周转率的企业，或相同周转率下有着最高利润率的企业。这些企业代表着国内地产公司的最高效率水平，以它们的周转率为标杆，其他具有相同定位的地产企业与标杆效率的差距就显示了各地产公司在行业内的效率水平。在图（1）和（2）中我们分别描绘了 2008 年和 2009 年中期主要地产公司的效率边界，它们是一条凹向原点的抛物线。



图（1）主要地产上市公司 2008 年的效率边界



图（2）主要地产上市公司（上半年合同销售额过 10 亿的公司）的效率边界



图（3）地产上市公司效率边界的动态变迁

1. 5. 2 高周转率标杆企业受益最大

由图（3）可见，在 2009 年上半年的楼市复苏中，奉行高周转战略的地产上市公司效率边界大幅上移，接近 2007 年峰值水平，但奉行高利润率的地产公司周转率却有进一步下降趋势，显示，楼市复苏中低端定位或主动降价的企业首先获益。

另一方面，由图（2）也可以看出，尽管效率边界呈上升趋势，但多数企业与效率边界

的差距在扩大——2007年高峰时，地产上市公司与效率边界的平均差距为0.27倍，但2009年上半年，这一差距已扩大到0.48倍——行业复苏中，标杆企业优势扩大。

1.5.3 运营效率排名

在表（5）中我们列出了地产上市公司2009年中期的利润率与周转率状况，以及2008年度和2009年中期该公司与标杆效率的差距，它反映了在低谷和复苏过程中企业在行业内的效率水平。在此基础上，我们对2008年度和2009年中期的效率差距指标进行插值赋分，再分别赋予50%的权重，加权后既得到地产企业运营效率的整体得分和排名。结果显示，在我们重点关注的地产上市公司中中国海外、保利地产、绿城中国排名前列，而中粮地产、泛海建设和金融街则排名靠后。

表（5）地产上市公司运营效率指标及评分

排名	公司名称	2009年中期存量资产周转率	2009年中期营业利润率	2009年中期标杆效率	2009年中期与标杆效率的差距	2009年中期效率评分	2008年度与标杆效率的差距	2008年度效率评分	运营效率评分
1	陆家嘴	0.031	75.8%	0.000	0.031	10.00	0.261	10.00	10.00
1	中国海外	0.663	33.2%	0.602	0.061	10.00	0.037	10.00	10.00
3	保利地产	0.884	24.1%	0.885	-0.001	9.99	-0.002	9.92	9.96
4	外高桥	0.995	9.0%	1.095	-0.100	9.00	0.996	10.00	9.50
5	绿城中国	1.046	16.9%	1.026	0.020	10.00	-0.041	8.62	9.31
6	荣盛发展	0.854	23.5%	0.900	-0.046	9.54	-0.069	7.69	8.61
7	名流置业	0.077	38.6%	0.377	-0.300	7.00	-0.007	9.76	8.38
8	美都控股	0.735	6.7%	1.098	-0.363	6.37	0.615	10.00	8.19
9	碧桂园	0.405	26.4%	0.826	-0.421	5.79	0.021	10.00	7.89
10	万科A	0.554	20.2%	0.971	-0.417	5.83	-0.006	9.79	7.81
11	深圳控股	0.196	31.4%	0.667	-0.472	5.28	0.036	10.00	7.64
12	浦东金桥	0.143	48.4%	0.000	0.143	10.00	-0.170	4.32	7.16
13	建业地产	0.388	20.5%	0.965	-0.577	4.23	0.144	10.00	7.12
14	绿景地产	0.486	8.1%	1.097	-0.611	3.89	0.176	10.00	6.94
15	雅居乐地	0.601	23.0%	0.912	-0.312	6.88	-0.091	6.96	6.92
16	金丰投资	0.560	36.8%	0.457	0.103	10.00	-0.193	3.56	6.78
17	金地集团	0.482	16.1%	1.038	-0.556	4.44	-0.041	8.63	6.54
18	合景泰富	0.294	28.0%	0.778	-0.484	5.16	-0.086	7.14	6.15
19	渝开发	0.138	39.4%	0.336	-0.198	8.02	-0.177	4.09	6.05
20	滨江集团	0.531	18.1%	1.008	-0.477	5.23	-0.097	6.76	6.00



21	上实发展	0.212	17.0%	1.025	-0.813	1.87	0.032	10.00	5.94
22	SOHO 中国	0.581	13.0%	1.071	-0.490	5.10	-0.109	6.37	5.73
23	合肥城建	0.478	11.9%	1.080	-0.602	3.98	-0.079	7.35	5.67
24	莱茵置业	0.680	17.3%	1.021	-0.341	6.59	-0.160	4.66	5.62
25	招商地产	0.516	23.4%	0.904	-0.388	6.12	-0.150	4.99	5.55
26	空港股份	0.179	11.9%	1.081	-0.902	0.98	0.019	10.00	5.49
27	瑞安房地产	0.113	36.6%	0.465	-0.352	6.48	-0.166	4.48	5.48
28	华发股份	0.420	26.0%	0.835	-0.415	5.85	-0.164	4.52	5.18
29	首开股份	0.390	37.2%	0.437	-0.047	9.53	-0.276	0.80	5.16
30	云南城投	0.222	36.5%	0.469	-0.247	7.53	-0.222	2.61	5.07
31	首创置业	0.498	36.1%	0.482	0.015	10.00	-0.304	0.00	5.00
32	世茂房地产	0.588	14.4%	1.058	-0.470	5.30	-0.166	4.48	4.89
33	富力地产	0.449	15.1%	1.051	-0.602	3.98	-0.133	5.58	4.78
34	天保基建	0.613	22.3%	0.928	-0.315	6.85	-0.221	2.64	4.75
35	东华实业	0.715	8.9%	1.095	-0.381	6.19	-0.204	3.21	4.70
36	亿城股份	0.895	19.1%	0.992	-0.097	9.03	-0.290	0.33	4.68
37	世荣兆业	0.796	24.3%	0.881	-0.085	9.15	-0.503	0.00	4.57
38	沙河股份	0.566	18.9%	0.995	-0.429	5.71	-0.213	2.90	4.31
39	天地源	0.456	15.0%	1.051	-0.595	4.05	-0.168	4.40	4.23
40	合生创展	0.277	25.0%	0.863	-0.586	4.14	-0.176	4.13	4.13
41	中华企业	0.328	28.1%	0.776	-0.448	5.52	-0.219	2.71	4.12
42	万业企业	0.587	20.7%	0.962	-0.376	6.24	-0.246	1.80	4.02
43	深长城	0.404	23.5%	0.902	-0.497	5.03	-0.213	2.92	3.97
44	远洋地产	0.357	21.2%	0.952	-0.595	4.05	-0.193	3.57	3.81
45	阳光股份	0.626	15.5%	1.046	-0.420	5.80	-0.249	1.71	3.75
46	万通地产	0.462	16.0%	1.039	-0.577	4.23	-0.223	2.58	3.40
47	深深房 A	0.229	7.4%	1.098	-0.868	1.32	-0.150	4.99	3.15
48	宜华地产	0.094	32.0%	0.644	-0.550	4.50	-0.248	1.74	3.12
49	北辰实业	0.187	26.4%	0.826	-0.638	3.62	-0.223	2.57	3.09
50	华润置地	0.404	27.3%	0.799	-0.395	6.05	-0.297	0.09	3.07
51	上海新梅	0.072	36.0%	0.487	-0.416	5.84	-0.303	0.00	2.92
52	栖霞建设	0.567	18.4%	1.004	-0.437	5.63	-0.318	0.00	2.81
53	上海复地	0.424	23.7%	0.896	-0.472	5.28	-0.296	0.15	2.72
54	中茵股份	0.247	16.0%	1.039	-0.792	2.08	-0.217	2.77	2.42
55	海泰发展	0.217	5.9%	1.097	-0.880	1.20	-0.192	3.59	2.39
56	苏州高新	0.262	10.9%	1.087	-0.825	1.75	-0.210	2.99	2.37
57	深振业 A	0.335	24.2%	0.883	-0.549	4.51	-0.436	0.00	2.26
58	新黄浦	0.152	27.6%	0.790	-0.637	3.63	-0.274	0.86	2.24
59	广宇集团	0.371	20.7%	0.962	-0.591	4.09	-0.342	0.00	2.04
60	华业地产	0.381	19.7%	0.981	-0.601	3.99	-0.308	0.00	2.00
61	银基发展	0.230	23.6%	0.899	-0.669	3.31	-0.313	0.00	1.66
62	中江地产	0.368	1.0%	1.072	-0.704	2.96	-0.340	0.00	1.48



63	泛海建设	0.097	25.4%	0.853	-0.756	2.44	-0.327	0.00	1.22
64	金融街	0.163	14.9%	1.052	-0.889	1.11	-0.273	0.89	1.00
65	中粮地产	0.284	9.7%	1.092	-0.808	1.92	-0.352	0.00	0.96
66	珠江实业	0.226	13.4%	1.068	-0.843	1.57	-0.294	0.20	0.89
67	南京高科	0.230	9.9%	1.092	-0.861	1.39	-0.390	0.00	0.69
68	天房发展	0.178	14.8%	1.053	-0.875	1.25	-0.336	0.00	0.63
69	粤宏远 A	0.192	10.1%	1.091	-0.899	1.01	-0.306	0.00	0.51
70	浙江广厦	0.168	8.6%	1.096	-0.928	0.72	-0.374	0.00	0.36
71	多伦股份	0.057	5.2%	1.096	-1.038	0.00	-0.490	0.00	0.00
71	运盛实业	0.108	-42.0%			10.00	-0.105	6.51	0.00
71	香江控股	0.335	-15.1%			5.90	-0.198	3.41	0.00
71	京能置业	0.022	-18.6%			3.97	0.027	10.00	0.00

(备注:

- 1) 2008 年度, 上市公司与标杆周转率的平均差距为 0.15 倍, 因此我们定义与标杆效率的差距大于等于 0 时为 10 分, 小于等于 -30% 时为 0 分, 中间数值的插值赋分;
- 2) 2009 年中期, 上市公司与标杆周转率的平均差距为 0.48 倍, 因此我们定义与标杆效率的差距大于等于 0 时为 10 分, -100% 为 0 分, 中间数值插值赋分。)

1.6 规模排名: 大企业的悖论

地产企业, 规模不是一切, 大企业在拥有更多资源的同时, 也有了更多盲目扩张的诱惑, 在繁荣期受到的外部约束更少, 从而更需要企业的“自制力”。不过, 规模并非完全没有意义的, 这种意义主要表现在跨区域的扩张中。一个全国性的业务组合确实可以在一定程度上分散地区性的楼市风险, 此外, 一些地区性地产公司虽然在某个城市取得了良好的品牌效应和销售业绩, 但这种品牌效应能否进行跨区域的复制仍存在较大的不确定性, 与那些已经证明可以进行全国化扩张的企业相比, 地区性企业的综合实力应该有一定的折扣, 从这个角度说, 规模又是地产企业实力排名中需要考虑的一个因素。

表(6)是我们根据合约销售规模(未公布合约销售规模的公司以“销售商品或提供劳务收到的现金”数据替代)进行插值赋分的结果, 它将作为一项参考指标影响整体排名。

表(6) 地产上市公司的规模评分

排名	公司名称	合约销售额	规模评分
1	万科 A	30,760,000,000	10.00



2	中国海外	26,270,000,000	10.00
3	绿城中国	21,100,000,000	10.00
4	保利地产	21,054,000,000	10.00
5	世茂房地产	13,200,000,000	10.00
6	富力地产	12,830,000,000	10.00
7	华润置地	10,740,000,000	10.00
8	雅居乐地	10,300,000,000	10.00
9	碧桂园	8,790,000,000	8.79
10	金地集团	8,575,000,000	8.58
11	SOHO 中国	7,375,000,000	7.38
12	招商地产	7,169,000,000	7.17
13	远洋地产	7,002,000,000	7.00
14	合生创展	6,651,000,000	6.65
15	首创置业	5,000,000,000	5.00
16	首开股份	4,600,000,000	4.60
17	上海复地	4,320,000,000	4.32
18	滨江集团	3,438,258,000	3.44
19	外高桥	3,383,500,000	3.38
20	合景泰富	3,000,000,000	3.00
21	华发股份	2,646,000,000	2.65
22	亿城股份	2,378,000,000	2.38
23	荣盛发展	2,254,000,000	2.25
24	北辰实业	2,138,000,000	2.14
25	深圳控股	2,113,000,000	2.11
26	金融街	2,104,000,000	2.10
27	万通地产	2,000,000,000	2.00
28	瑞安房地产	2,000,000,000	2.00
29	栖霞建设	1,904,000,000	1.90
30	阳光股份	1,683,040,000	1.68
31	中华企业	1,650,000,000	1.65
32	建业地产	1,400,000,000	1.40
33	南京高科	1,338,000,000	1.34
34	苏州高新	1,299,000,000	1.30
35	上实发展	1,223,000,000	1.22
36	深长城	1,146,000,000	1.15
37	万业企业	1,144,000,000	1.14
38	天地源	1,050,000,000	1.05
39	深振业 A	1,029,000,000	1.03
40	中粮地产	925,000,000	0.93
41	金丰投资	923,000,000	0.92
42	泛海建设	907,000,000	0.91
43	美都控股	889,000,000	0.89



44	广宇集团	877,500,000	0.88
45	浙江广厦	859,000,000	0.86
46	香江控股	855,000,000	0.86
47	东华实业	830,580,000	0.83
48	天房发展	784,000,000	0.78
49	莱茵置业	630,000,000	0.63
50	世荣兆业	596,000,000	0.60
51	华业地产	572,000,000	0.57
52	中江地产	436,000,000	0.44
53	浦东金桥	422,000,000	0.42
54	沙河股份	356,000,000	0.36
55	合肥城建	319,000,000	0.32
56	海泰发展	304,000,000	0.30
57	天保基建	295,000,000	0.30
58	新黄浦	287,000,000	0.29
59	深深房 A	261,000,000	0.26
60	名流置业	242,000,000	0.24
61	粤宏远 A	241,000,000	0.24
62	银基发展	240,000,000	0.24
63	陆家嘴	235,000,000	0.24
64	绿景地产	202,500,000	0.20
65	渝开发	186,000,000	0.19
66	中茵股份	185,000,000	0.19
67	珠江实业	157,000,000	0.16
68	空港股份	135,000,000	0.14
69	云南城投	126,000,000	0.13
70	上海新梅	60,870,000	0.06
71	宜华地产	56,000,000	0.06
72	京能置业	30,590,000	0.03
73	运盛实业	23,760,000	0.02
74	多伦股份	23,000,000	0.02

(备注:

2009 年上半年合约销售规模 (或销售商品、提供劳务收到的现金) 大于等于 100 亿人民币的为 10 分, 零销售为 0 分, 中间销售额插值赋分。)

1.7 综合排名

财务安全性、运营效率、成长潜力、战略理性、规模效应, 这五项指标对企业的未来发

展都有着重要意义：财务安全性是企业持续经营的基础，它决定了企业的安全杠杆，并制约着企业的成长潜力；而运营效率则体现了企业的经营优势，决定了企业的资产回报率，并影响着企业的财务安全性与成长潜力；成长潜力是财务安全与运营效率的综合体现，并成为投资人最关注的指标，也是地产企业金融战略中的核心指标；至于战略理性则是对财务安全性动态缺陷的补充，揭示了企业的动态扩张风险；最后，规模因素作为基础经营因素外的补充，体现了企业分散地区风险的能力和跨区域复制成长模式的能力。总之，只有将这五方面都做好的企业才能成为真正的“王者”，也因此，我们对五项指标进行综合加权，分别赋予 20% 的权重，以计算综合实力评分。

不过，考虑到财务安全性的特殊地位——财务安全性是企业持续经营的基础，是其他四项指标发挥作用的前提，因此，当财务安全性得分较低时，我们需要特别关注企业的财务风险。为此，对于那些财务安全性得分不及格（小于 6 分）的公司，在计算综合得分时我们将财务安全指标的权重增加到 40%，而其他四项的权重则缩减为 15%。

表（7）为加权后主要地产上市公司的综合得分，由表可见中国海外、SOHO 中国、保利地产、雅居乐地产、万科排名前五，而在我们重点关注的公司中，上实发展、上海复地、泛海建设、中粮地产、合景泰富则排名靠后。

2009 年中期排行榜的出炉为我们揭示了地产行业周期低谷与周期复苏中的“百态人生”，庆幸的是经历一轮短暂波折，地产企业无论是运营效率，还是金融战略都开始分化，不幸的是真正能够在安全底线之上、极限发展速度之下成长的企业太少了。

表（7）2009 年中期地产上市公司综合实力排名

排名	公司名称	财务安全性	运营效率	战略理性	成长潜力	销售规模	综合评分
1	中国海外	8.80	10.00	10.00	10.00	10.00	9.76
2	SOHO 中国	10.00	5.73	10.00	9.91	7.38	8.60
3	保利地产	6.95	9.96	7.60	8.50	10.00	8.60
4	雅居乐地产	7.23	6.92	9.92	5.73	10.00	7.96
5	万科 A	7.79	7.81	8.76	4.12	10.00	7.70
6	绿城中国	5.95	9.31	5.66	10.00	10.00	7.63
7	招商地产	7.39	5.55	8.91	5.08	7.17	6.82
8	万业企业	10.00	4.02	10.00	8.54	1.14	6.74
9	美都控股	10.00	8.19	10.00	4.11	0.89	6.64
10	阳光股份	8.89	3.75	10.00	7.30	1.68	6.33
11	世荣兆业	6.51	4.57	9.87	10.00	0.60	6.31
12	亿城股份	9.17	4.68	10.00	5.00	2.38	6.25



北京贝塔咨询中心

13	合肥城建	7.26	5.67	10.00	7.86	0.32	6.22
14	碧桂园	5.54	7.89	5.41	4.50	8.79	6.21
15	金丰投资	8.60	6.78	7.16	7.44	0.92	6.18
16	东华实业	6.81	4.70	8.31	10.00	0.83	6.13
17	华发股份	8.64	5.18	8.23	5.76	2.65	6.09
18	华润置地	6.55	3.07	5.40	5.00	10.00	6.01
19	天保基建	6.01	4.75	10.00	8.78	0.30	5.97
20	金地集团	5.57	6.54	3.62	6.04	8.58	5.94
21	建业地产	5.49	7.12	10.00	5.73	1.40	5.83
22	滨江集团	5.76	6.00	3.47	10.00	3.44	5.74
23	绿景地产	8.17	6.94	10.00	2.95	0.20	5.65
24	外高桥	6.27	9.50	0.00	8.60	3.38	5.55
25	云南城投	9.96	5.07	8.47	3.39	0.13	5.40
26	首开股份	6.13	5.16	5.99	3.98	4.60	5.17
27	荣盛发展	6.88	8.61	0.00	7.92	2.25	5.13
28	华业地产	9.47	2.00	9.74	3.63	0.57	5.08
29	世茂房地产	4.68	4.89	2.74	2.75	10.00	4.93
30	香江控股	8.30	4.65	10.00	0.00	0.86	4.76
31	天地源	6.74	4.23	8.24	3.34	1.05	4.72
32	首创置业	4.44	5.00	0.00	9.54	5.00	4.71
33	新黄浦	4.97	2.24	7.60	7.64	0.29	4.65
34	栖霞建设	6.16	2.81	1.90	10.00	1.90	4.55
35	名流置业	4.81	8.38	6.27	1.95	0.24	4.45
36	深深房A	4.76	3.15	10.00	3.03	0.26	4.37
37	万通地产	7.08	3.40	5.92	3.26	2.00	4.33
38	深长城	7.75	3.97	5.33	3.45	1.15	4.33
39	远洋地产	5.62	3.81	1.70	1.14	7.00	4.29
40	莱茵置业	5.27	5.62	0.98	6.48	0.63	4.16
41	宜华地产	4.37	3.12	10.00	2.60	0.06	4.12
42	陆家嘴	3.50	10.00	6.50	0.00	0.24	3.91
43	中华企业	5.24	4.12	4.16	1.09	1.65	3.75
44	银基发展	5.88	1.66	6.06	0.65	0.24	3.64
45	渝开发	4.11	6.05	4.26	2.71	0.19	3.63
46	金融街	5.76	1.00	4.21	0.71	2.10	3.51
47	合生创展	3.05	4.13	2.90	0.79	6.65	3.39
48	海泰发展	6.91	2.39	6.72	0.00	0.30	3.27
49	浦东金桥	1.55	7.16	4.09	4.33	0.42	3.02
50	深圳控股	3.10	7.64	0.00	0.29	2.11	2.75
51	瑞安房地产	2.90	5.48	2.74	0.00	2.00	2.69
52	珠江实业	4.91	0.89	3.32	0.00	0.16	2.62
53	运盛实业	1.91	8.26	3.92	0.00	0.02	2.59
54	富力地产	0.77	4.78	0.00	0.00	10.00	2.52



55	北辰实业	3.12	3.09	3.12	0.00	2.14	2.50
56	京能置业	2.20	6.99	2.21	0.00	0.03	2.27
57	合景泰富	1.40	6.15	0.00	0.88	3.00	2.06
58	中粮地产	2.95	0.96	2.74	0.00	0.93	1.87
59	多伦股份	2.40	0.00	4.51	0.00	0.02	1.64
60	沙河股份	2.05	4.31	0.00	0.53	0.36	1.60
61	泛海建设	2.66	1.22	1.32	0.00	0.91	1.58
62	空港股份	1.83	5.49	0.00	0.00	0.14	1.58
63	上海复地	1.25	2.72	0.00	0.00	4.32	1.56
64	中江地产	3.00	1.48	0.00	0.00	0.44	1.49
65	广宇集团	2.50	2.04	0.00	0.18	0.88	1.46
66	苏州高新	2.07	2.37	0.00	0.00	1.30	1.38
67	深振业 A	2.08	2.26	0.00	0.00	1.03	1.32
68	上实发展	0.60	5.94	0.00	0.00	1.22	1.32
69	南京高科	1.56	0.69	1.33	0.00	1.34	1.13
70	粤宏远 A	1.32	0.51	2.43	0.00	0.24	1.00
71	上海新梅	1.31	2.92	0.00	0.00	0.06	0.97
72	天房发展	1.08	0.63	0.00	0.00	0.78	0.64
73	中茵股份	0.32	2.42	0.00	0.00	0.19	0.52
74	浙江广厦	0.50	0.36	0.00	0.00	0.86	0.38

（二）排行榜启示

2.1 战略定位的反思：规模与精致，鱼与熊掌

在 2008 年度的低谷排名中，万科排名第 1，然后是中国海外、碧桂园、雅居乐和建业地产，在 2009 年的中期排名中，万科滑落至第 5 名，碧桂园滑落至第 14 名，建业地产降至 21 位，中国海外晋升头名，雅居乐稳坐第 4，而 SOHO 中国和保利地产则从 2008 年度的第 8 和第 7 位升至第 2 和第 3 位。其他变化较大的企业还有绿城中国和招商地产，均从 30 名左右升至 Top 10，华润升至第 18 位。保招万金中的金地从上年末的第 18 位降至第 20 位，而富力、合生、合景等公司仍排名靠后。

为什么有些企业的排名大幅提升，有些企业则大幅下降？分析显示排名大幅上升的企业主要归功于财务安全性的改善。这些企业在 2008 年中大多面临严峻的财务压力，借 2009 年上半年的复苏行情积极降价，不仅改善了财务状况，还让部分企业的财务杠杆降至安全区

间——金融理性的提升弥补了企业短板，是推动综合实力上升的主要动力。但随着 2009 年 5、6 月份房价的全面拉升，金融理性能否真实改善将面临市场考验。

与之相对，排名下降的企业则主要归咎于低谷过后运营效率没能得到有效恢复，如万科和碧桂园，在危机到来前存量资产周转率均在 1 倍以上，但 2009 年上半年，万科的周转率只恢复到 0.554 倍，碧桂园更低，仅为 0.405 倍，金地则从 2007 年的 0.9 倍降至 0.48 倍：

沿规模化扩张道路成长起来的企业，在 2008 年的低谷中开始反思，反思的结果让一些企业走上了从规模向精致转型的道路，但转型并不容易，在主动或被动抛弃了原有核心优势的同时，企业必须充分意识到转型就意味着取舍：

中国地产企业的成长道路无非两种，规模化与差异化，前者以高周转为核心，以大众化定位为特征，扩张速度快但利润率低；后者以财务稳健为核心，以高端化定位为特征，扩张速度慢但利润率高，两者必居其一，难以兼容。

而对于万科和万科类企业来说，周转率的下降将意味着原有战略模式的彻底改变，在规模扩张与高端定位之间，企业必须做出更明确的战略选择——规模与精致，鱼与熊掌。

2.2 历史增长的反思：“身体胖了”，企业却更加脆弱了

其实，除了万科、碧桂园、金地，2009 年多数地产企业的周转速度都没能恢复到 2007 年的高峰水平：2007 年地产上市公司平均的存量资产周转率为 0.485 倍，2008 年降至 0.278 倍，2009 年上半年恢复到 0.393 倍，但仍低于危机前水平。

今天，尽管房价创了新高、地价创了新高、许多企业的销售额也创了新高，但过去两年资产的快速增长，使企业的资产负担大增，“身体胖了”，速度和灵活性都降低了，企业想再恢复到 2007 年的存量资产周转率是有难度的——今天的地产公司沉重资产负担下变得更加脆弱，也需要更加谨慎。

2.3 复苏环境的洞察：静态风险低，但动态风险高

诚然，2009 年上半年的楼市阳春确实让不少地产企业恢复了元气，在 2008 年度报告中有 50% 的地产上市公司面临资金缺口，半年后这一比例已降至 22%，平均的风险头寸也从

1.5%上升到 21.8%，即，在保持当前销售速度的基础上，平均有相当于总资产 21.8%的资金可用于资本扩张或低谷周转——今天，地产企业的静态风险较低。

不过，中国的地产周期在缩短，流动性支撑的繁荣随时可能改变，企业动态风险其实很高——如果楼市在 2009 年四季度或 2010 年初发生转折，将有 47%的企业出现资金缺口，如果危机延续 2 年以上，将有 65%的企业面临财务压力——地产企业在宽松的市场环境下，应将负债率控制在更低水平，为低谷留出空间。

2. 4 金融战略的分化：回归安全底线

不过新一期排名报告也带来了“好消息”。与 2007 年的集体激进不同，今天的地产公司金融战略开始出现分化，部分地产公司负债率显著低于安全底线，如 SOHO 中国、中国海外、建业地产、雅居乐、万科、招商地产等，就连一向激进的保利、华润、合生等公司，财务杠杆也在向安全底线靠拢。

但仍有半数的公司突破了安全底线的上边界，其中，富力地产、上海复地、上实发展、合景泰富等公司的负债率依然很高，富力、上实和合景几家甚至在当前的市场环境中也需要依靠债务重组来延续资金链。

总之，地产企业的金融战略在分化，而这种分化意味着在下一个低谷中，将不再是“集体猫冬”，而是“猎人”与“猎物”的较量。

2. 5 运营效率的分化：不均匀的复苏进程

除了金融战略在分化，企业的运营效率也在分化。在 2.1 和 2.2 中我们已经提到多数地产公司在“身体变胖”了以后，运营效率都较 2007 年的峰值水平下降了不少，但仍有部分标杆企业和高周转企业接近甚至超越 2007 年效率。如中国海外，2007 年存量资产周转率 0.622 倍，2008 年降至 0.412 倍后，2009 年上半年的周转速度已恢复到 0.663 倍，超过了 2007 年水平；绿城中国 2007 年存量资产周转率 0.846 倍，2008 年降低至 0.462 倍后，目前已恢复到 1.046 倍水平；此外，保利地产 2009 年上半年的存量资产周转率也恢复到 0.884 倍水平，接近 2007 年峰值时的 1.032 倍水平；荣盛发展 2007 年 0.946 倍，目前 0.854 倍；雅居乐 2007



年 0.580 倍，目前 0.601 倍；栖霞建设 2007 年 0.568 倍，目前 0.567 倍；首创置业 2007 年 0.520 倍，目前 0.498 倍；华润置地 2007 年 0.210 倍，目前 0.404 倍……当然，快并不等于好，相同利润率下自身效率与标杆效率的差距才是真实效率的精确反映——当地产上市公司与标杆效率的平均差距从 2007 年的 0.27 倍扩大到 0.48 倍时，运营效率的分化正在悄然形成，留给企业重新定位、重整旗鼓的时间已经不多了。

2.6 启示：两个重要的数，41%与 14%

2008 年的低谷给行业带来了冲击与变化，复苏过程中，企业在反思、在分化，但无论企业选择怎样的战略定位，财务安全底线之上、极限发展速度之下的成长空间，才是真正的成长空间。而这个空间，对于市场平均水平的企业来说，意味着净借贷资本比应控制在 41% 以下，存货和物业投资的增速（不考虑股权融资时）应控制在 14% 以下，考虑股权融资后应控制在 30% 以下！

当然，这并不是一个统一的标准，但它给了我们一个简单的参考，推动我们反思在更高负债的背后是否真有高效的支持？

2.7 重申：大企业的悖论

最后，2009 年的中期排名再次印证了大企业的悖论，大并不等于强，虽然排名前十位的企业中有 5 家上半年合约销售额过百亿，但也有阳光股份、万业企业这类规模不是很大的企业，而在排名五十之后的企业中同样有富力、北辰、复地等企业的身影。规模不是一切，大企业更需自制力与明确的战略定位。

（三）财务安全底线之上才是成长空间

3.1 地产周期在缩短，纪律比判断更重要



2005-2007 年是中国地产市场的黄金期，全国商品房销售额以年均 42% 的速度增长，地产上市公司的利润增速达到 72%，在股市与楼市相互推动的资产泡沫中，地产上市公司完成了融资—圈地—再融资的循环扩张，从 2005-2007 年地产上市公司平均的资产增幅达到 146%，存货增幅达到 217%。然而进入 2008 年后，楼市急转直下，全年全国商品房销售额下降了 19%，上市公司的存量资产周转率普遍下降了 50%，不少地产公司因此陷入资金链断裂的危局，其中不乏许多地产“大佬”。

但就在人们为地产企业捏一把汗的时候，2009 年 3、4 月份，降价刺激的刚性需求开始释放，新房和二手房的成交量都开始大幅上升，进入 5、6 月份新一轮的涨价潮开始，消失 1 年之久的“地王”重现江湖，地价的上涨推动了楼价的进一步上涨，进入 7 月份，北京许多地方的房价不仅收复了 2008 年的失地，还创出了历史新高，在通涨预期下，投资性需求也重新启动。

不过，过快上涨的房价重新打压了才开始萌动的刚性需求，8 月份新房和二手房的成交量都开始萎缩。一边是楼市再现拐点的置疑，一边是楼面价超 20000 元/平米的新地王，地产企业面临左右为难的困境，追逐地王，怕陷入再一次的危机，按兵不动，又怕错过机遇，与其他地产企业的差距越拉越大。从分析师到业内人士都开始预测 2009 年下半年和 2010 年的地产走势，争论的热闹，但多数地产企业却仍然不知该“向左走，向右走”？

历史的经验证明，很少有人能准确预测楼市的走势，在中国更是如此，政策的干预增加了市场波动的复杂性。康德拉季耶夫对美国经济周期的研究表明，美国的地产行业是 18 年 1 个周期，10-12 年上升，6-8 年下降（或维持）；战后香港的地产周期是 6-7 年；而中国的地产周期似乎正在缩短，以往几年的房价涨幅在 2009 年只用了几个月时间——今天轻微的需求变动被泛滥的流动性迅速放大，房价的透支成为一种常态。

流动性主导的房市有一个必然的特征，就是成交量的剧烈震荡和产业周期的缩短——北京的房价可以在短短 4、5 个月内上涨 20% 以上，它同样也可以在短期内使成交量消失 20% 以上。我们预期未来几年中国的地产周期将缩短。在地产周期缩短、成交量对流动性高度敏感的背景下，纪律比判断更加重要。做企业不是炒股，宏观的判断只是辅助的决策，以不变应万变的原则、纪律才是企业获得持久生命力的根本。

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，它坚持手中的现金 > 未来 1 年的到期借款，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。托尔的做法虽然无法套利地产行业周期、实现土地的低买高卖，但却能够在保持财务安全的基础上分享行业成长，从长期看扩张速度并不比激进扩张然后又大规模折价卖地的企业慢。

托尔的做法在今天的中国有更广泛的借鉴意义，对于多数地产企业来说，与其冒险判断宏观走势和政策动向，不如坚守财务安全底线，获取底线之上的成长空间，即，沿财务安全底线成长。

3. 2 什么是财务安全底线？

3. 2. 1 财务安全底线不是现金流游戏

托尔将现金和可动用融资能力大于三年内到期借款设定为财务安全底线，那么，对于中国的地产企业，财务安全底线是什么？

2004 年的顺驰通过精确测算现金流量来计算自己的扩张极限和负债极限，但显然这样的测算结果并不“安全”。美国多数地产企业将净负债资本比等于 40% 视为财务安全底线，香港地产公司在混业模式下，将净负债资本比等于 20% 视为财务安全底线，国内的一些分析师则将净负债资本比等于 70% 设定为地产公司的财务安全底线；然而 2006 年时美国第二大地产公司勒纳的净负债资本比仅为 34%，结果还是在次贷危机中遭遇重创，而 2007 年时 A 股地产上市公司中 80% 的净负债资本比均在 70% 以下，其中相当多企业在 2008 年的危机中面临财务困境，如果危机延续到 2009 年，许多地产企业将面临资金链断裂的危机。

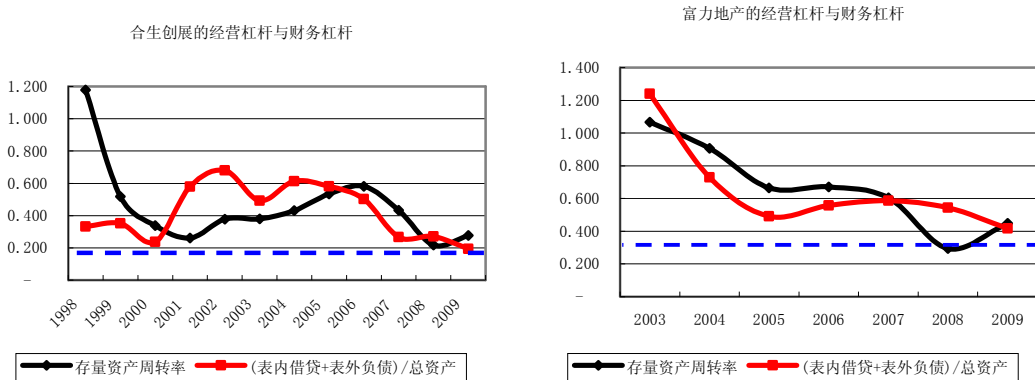
所以，真实的财务安全底线，既不是顺驰的现金流游戏，也不是分析师口中确定不变的一条负债率红线，它因企业效率的差异而变化，也随企业的成长而变迁。

3. 2. 2 财务安全底线是经营杠杆与财务杠杆较量的结果

真实的财务安全底线是与企业的经营模式和运营效率密切相关的。

地产企业的扩张无非通过两个杠杆，一个是将土地转变为房屋、创造销售回款的经营杠杆，我们用年度销售回款与年初总资产之比（存量资产周转率）来表示，另一个则是通过表内负债和表外负债（承诺资本支出）创造的财务杠杆，我们用（银行贷款+已订约但未拨

备的承诺资本支出-现金及等价物)与总资产之比表示²,在一般情况下,当经营杠杆>财务杠杆时,企业处于财务安全状态,即,销售回款能够覆盖偿债需求。



图(4) 合生创展与富力地产:历史上的经营杠杆与财务杠杆

但在中国,经营杠杆与财务杠杆之间的比较关系常被人们忽视,繁荣期宽松的市场环境似乎支撑了高杠杆。由图(4)可见,在2001-2005年,合生创展的财务杠杆一直超越经营杠杆,企业通过不断扩张的表外负债来延续资金链——尽管在这一时期,合生的净银行贷款与总资产之比保持在20%左右,但表外承诺资本支出一度达到总资产的47%,其中相当一部分是应付土地款,随着项目的推进这些表外负债逐步转化为表内的应付款,推动资产与负债的双扩张。幸运的是,在此期间中国的房地产行业整体处于上升期,土地政策相对宽松,合生创展的压力并不大。

但进入2007年以后,随着公司存量资产周转速度的下降以及土地政策的严格,合生的经营杠杆回落,财务杠杆也被迫随经营杠杆回落至0.2倍水平,但仍在2008年的低谷中仍饱受市场质疑——经营杠杆所能撬动的现金回款是财务杠杆的上限。

3.2.3 财务安全底线是保护企业在低谷中仍能维持运营的安全垫

即使经营杠杆高于财务杠杆,也并不显示企业就处于安全状态。图(4)右侧是富力地产的经营杠杆与财务杠杆比较,2004-2007年富力地产的经营杠杆一直高于财务杠杆,但这并不能够确保企业的财务安全,因为突然降临的低谷会打乱企业原来的扩张步伐。

² 这里说的财务杠杆主要用于测量短期财务压力,鉴于我国企业贷款的加权平均期限一般在1年左右,因此我们将所有贷款都包含在内,但债券的期限一般较长,短期偿付压力较小,因此不包含在财务杠杆内。

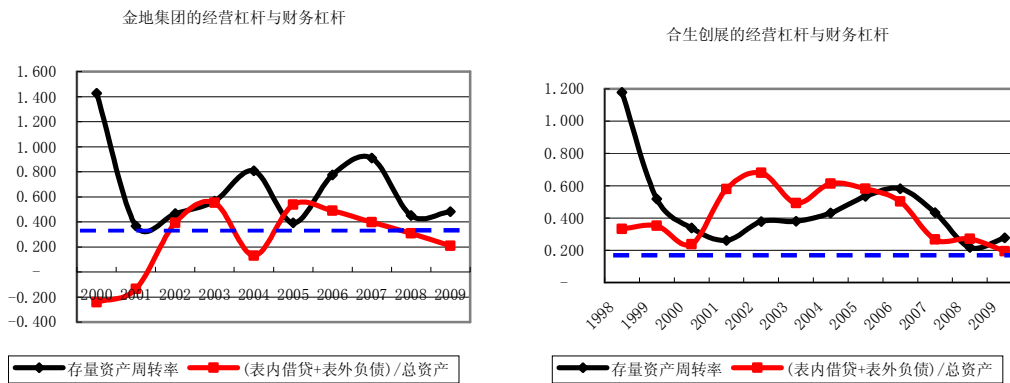
2004-2007年，是中国地产市场的黄金期，富力的存量资产周转率也一直保持在0.6倍以上，以当时的销售速度计算，富力还有增加负债的空间，于是它进一步提高了负债率，将财务杠杆发挥到当时经营杠杆所能支撑的上限——到2007年底时富力净借贷额与总资产之比已达到32.5%（净借贷资本比138%），此外还有140亿相当于总资产26%的表外承诺资本支出，财务杠杆达到58.6%，与0.605倍的经营杠杆非常接近。

2008年中国房地产市场急转直下，全国销售额骤减19%，富力地产的存量资产周转率也从上年的0.605倍下降到0.295倍，降幅超过50%，尽管公司努力偿还负债，但到2008年底净借贷资产比仍高达33.5%（净借贷资本比123%），另有115亿相当于总资产21%的表外承诺资本支出，合计财务杠杆达到54.4%，虽然低于2007年的高峰值，但已经显著超越了2008年经营杠杆所能撬动的销售回款（年初资产的29.5%），如果危机延续到2009年，富力将面临更严峻的财务危机。

所以，真正的财务安全底线应该是以低谷年份的销售速度（而不是平常年份或高峰年份销售速度）测算的经营杠杆所能支撑的财务杠杆的上限。在高峰年份，它或许看来过于“保守”，但所谓“盛极必衰”，从高峰到低谷的转折通常比人们想象得要快——在你确信低谷真的来临时，你已深陷低谷。因此，在高峰年份将所有负债能力用满，期待低谷到来时再调整负债结构是不现实的，未雨绸缪，时刻将财务杠杆控制在低谷期经营杠杆所能支撑的现金流范围内（图中蓝色线以内）才是应对周期波动的安全策略——财务安全底线是保护企业在低谷期仍能维持运营的安全垫。

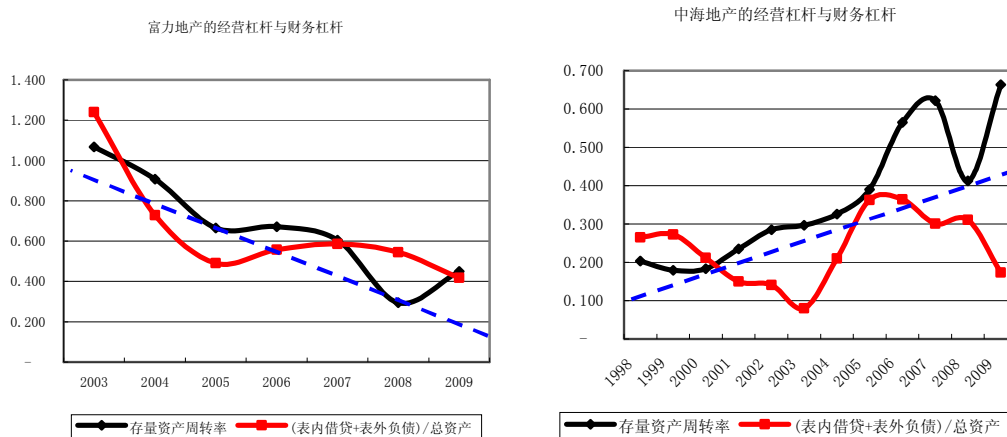
3. 2. 4 财务安全底线是动态变迁的

财务安全底线是低谷年份经营杠杆所能支撑的财务杠杆上限，那么这个低谷杠杆的可信度有多高？历史有种奇特的规律，相似的经验常常重复上演，对于很多地产公司来说也是如此，行业周期的变化、企业自身的超速扩张，都会使存量资产周转率反复降到某个历史低位，以金地集团为例，在过去十年中已有三次存量资产周转率降至0.4倍水平，而合生创展在2001年和2008年的低谷中，存量资产周转率也都反复触及0.2-0.25倍水平。历史的低点确实有某种预见作用。



图（5）金地集团与合生创展：低谷经营杠杆的重复出现

但低谷年份的经营杠杆也并非一成不变的，随着企业经营模式的转变和运营效率的变化，低谷期的抗冲击能力也在发生变化，有些企业的经营杠杆和财务安全底线在上升，有些企业则在下降。



图（6）富力地产与中海地产：经营杠杆与财务安全底线的动态变化

如图（6）所示，近年来随着出租物业比重的上升，富力地产的存量资产周转率一直呈下降趋势，从2003年的1倍以上降至2008年的0.3倍，2009年上半年也仅恢复到0.4倍水平，仍低于2007年的高峰水平。相应地财务安全底线也呈下降趋势，我们预期未来随着出租物业比重的继续上升，在下一个低谷中，公司的存量资产周转率可能更低，财务安全底线也应更加保守。

与之相对，随着内地地产开发比重的上升，中海地产的存量资产周转率呈上升趋势，从1998年的0.2倍水平升至2007年高峰时的0.622倍水平，虽然在2008年底谷中周转率一

度降至 0.412 倍水平，但降幅低于同行，并在 2009 年上半年恢复至 0.663 倍水平，高于此前高峰期周转速度。相应地企业的财务安全底线也呈上升趋势，如果能够继续保持效率上升趋势，预期下一个低谷中存量资产周转率可能高于 2008 年水平，财务安全底线上移。

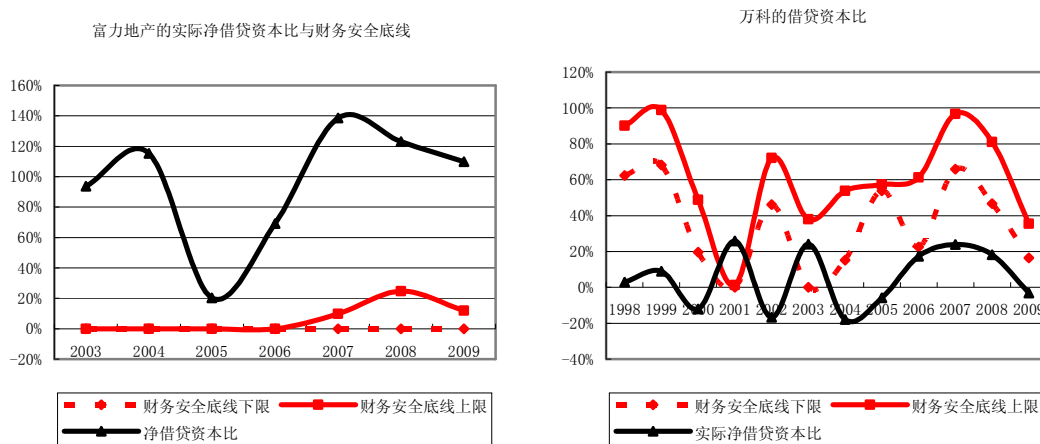
总之，财务安全底线是企业运营效率和经营模式的真实反映，它并非一成不变的，而是随企业经营模式与运营效率的转变而变迁——企业销售速度减缓，财务安全底线下移，企业出租物业比重上升，财务安全底线也将下移。

3. 2. 5 财务安全底线之上才是真实的成长空间

在图（4）-（6）中，我们用存量资产周转率来代表经营杠杆的上限，但实际中，考虑到税款、营销、管理费用及周转率的动态变迁，真实的经营杠杆和财务安全底线更低。

我们以考虑存量资产周转率动态变迁趋势后的低谷周转率为基准，从中减去当年的表外承诺资本支出与总资产之比，经权益比调整后得到净借贷资本比（不含债券）的上边界，再从中减去低谷预期的应付帐款、税款和其他必须支出与总资产之比，即，得到净借贷资本比的下边界（各地产上市公司的财务安全底线见 1.3.3 的表（3））。

当企业的真实净借贷资本比高于财务安全底线的上边界时，它将在周期低谷中面临财务风险的考验；当企业的真实净借贷资本比高于财务安全底线的下边界，但低于上边界时，它将在 V 形低谷中生存，却会在 U 形低谷中遭遇困境；只有当企业的真实净借贷资本比低于财务安全地线的下边界时，企业才处于安全状态。



图（7）富力地产与万科：实际净借贷资本比与财务安全底线

以富力地产为例，由图（7）可见，自 2005 年上市以来，公司的实际净借贷资本比快速上升，从上市时的 20% 升至 2006 年的 70%，2007 年进一步升至 140%，目前仍处于 100% 以上。与之相对，公司低谷中的存量资产周转率仅为 0.3 倍，而 2005 年公司承诺的资本支出就相当于总资产的 43%，2006 年仍高达 33.5%，在此背景下，销售回款仅能覆盖承诺的资本支出，根本没有富余现金来偿还贷款，结果 2003-2006 年富力地产净借贷资本比的安全底线为零，即，企业没有负债空间（除非它能确保低谷中各项贷款都能续借，但在低谷时期这显然是一项过于乐观的预期）。2007 年随着表外负债的下降，企业的负债空间略有上升，但财务安全底线仍应控制在 20% 以内，显著低于实际中 100% 以上的负债率。

综上，自 2003 年以来富力地产一直处于突破财务安全底线的激进增长状态，虽然企业可以通过高峰期不断扩张的负债来延续资金，但靠财务杠杆支撑的扩张难以持续，并最终导致了 2008 年的财务危机。今天，富力的实际净借贷资本比仍显著超出财务安全底线，如果不能在下一个低谷到来前调整负债结构至安全状态，企业将无可避免地再次陷入财务危机。

与富力地产长期突破财务安全底线不同，万科确实将财务安全底线控制得很好（图（7）右侧）。自转型专业地产公司以来，万科的净借贷资本比一直在 25% 以内，除 2001 年突破财务安全底线的上边界外、2003 年突破下边界外，其他年份都处于相对安全状态。2007 年以来随着周转率的下降，企业的净借贷资本比也从 2007 年的 24% 降至 2008 年的 18%，2009 年中期手持现金更超过了银行贷款余额，从而有效控制了财务风险。

但万科这样的企业在中国是少数，多数企业都在突破财务安全底线的状态下运营，从历史上看，突破财务安全底线似乎并不可怕，很多企业都常年暴露在风险敞口中。不过，侥幸的生存并不等于可持续的发展，企业可以侥幸生存五年、十年，但只要有一次真正的低谷就可能断送此前所有的扩张努力——2008 年低谷中所有陷入财务危机的企业都是此前突破了财务安全底线的企业，如果危机延续，后果不堪设想。

综上，只有财务安全底线之上的空间才是真正的成长空间，包括财务杠杆的上升空间和经营杠杆的发挥空间。为此，我们分别计算了使企业净借贷资本比低于财务安全底线上（下）边界的极限发展速度：对于万科来说，以当前 0.554 倍的存量资产周转率（2009 年上半年合约销售额 \times 2/2008 年中报总资产）计算，在不考虑股权融资情况下，安全成长的极限速度是年均 12.7~16.9% 的存货增长，对于金地则是年均 15.7~27.4% 的增速，合生是 1.8~3.9%，而富力则必须先将当前负债率调整到财务安全底线内，才能讨论新一轮的成长空间，这就意味着企业必须大量削减存货，未来几年的极限增速为负，在 -25.8~-16.0% 之间。

上述极限增速显然低于过去几年公司的实际增长速度，但突破财务安全底线的成长是虚幻的成长，美国的地产公司在 2007、2008 两年减计了权益资产的 50% 以上，存货的公允价值普遍跌了六、七成，超速的增长早晚是要还给市场的，只有财务安全底线以上的成长才是真实的成长。

3.3 从财务安全底线看企业成长模式

3.3.1 财务安全底线与成长模式分化

2009 年中期，我们以重新估算的财务安全底线来度量企业的成长空间，结果显示地产上市公司平均的净借贷资本比应控制在 41% 以内，低于一般分析师锁定的 70% 上限，其中，65% 的企业已突破财务安全底线的下边界，即使工程款可以拖欠，仍有 47% 的企业突破了财务安全底线的上边界，34% 的企业净借贷资本比较财务安全底线的上边界高出 20% 以上。尤其是一些追求高利润率的企业，对财务安全底线的突破更加严重，丰厚的利润率似乎成了财务安全的诅咒。

为什么会有如此多的企业突破财务安全底线？地产企业的成长模式发挥着重要作用。

地产企业的成长模式无外乎两种，一种是先做大再做强的规模化扩张模式，代表性公司有万科、保利、碧桂园等；另一种是先做强再做大的差异化扩张模式，代表性公司有龙湖地产、星河湾、SOHO 中国、华侨城等。前者要求企业有很强的运营效率、成本控制能力、标准化复制能力，其核心竞争力就是一个“快”字，通过快周转撬动经营杠杆来实现规模化扩张；而后者则要求企业有打造标志性精品建筑的能力和相对保守的财务策略，以高回报率来弥补扩张速度上的弱势。

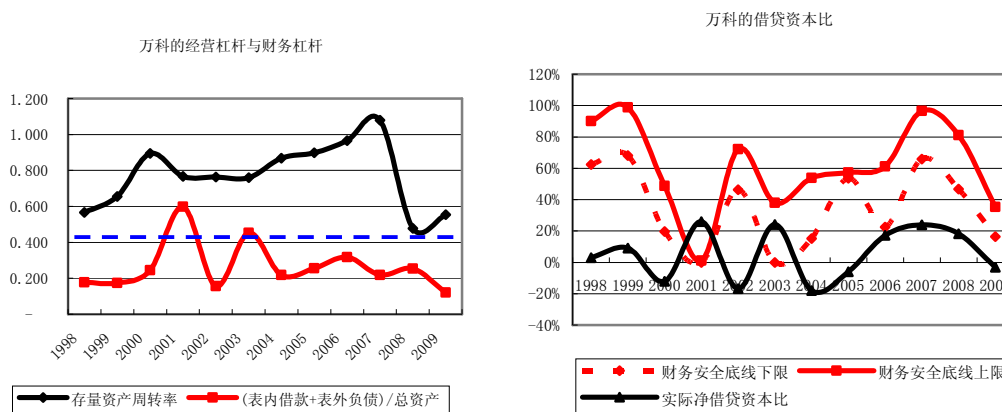
不过，由于国内投资人和分析师对土地红利的过分强调，诱使多数地产公司陷入了对规模的片面追求，期望通过尽可能多的占有土地来享受增值收益，结果，多数地产公司都选择了先做大再做强的规模化扩张模式；即使是那些选择了先做强再做大的企业，在打造了几个精品项目后也大多陷入了盲目扩张的陷阱，以财务杠杆的血拼来换取新的成长空间。

总之，国内地产公司的普遍问题是，尽管在产品定位上有高低端差异，但在金融战略上却几乎无一例外的走上了规模化扩张道路——“超速扩张”和“财务安全底线的突破”成为国内地产公司成长过程中遭遇的主要问题。

3.3.2 规模化成长的陷阱

3.3.2.1 成功的规模化：用高周转撬动高经营杠杆

对于万科，无论褒贬，有一点是确定的：它的成长过程是中国地产企业规模化扩张的典范。万科的成长有几个要点：第一，定位于大众化产品，敏感把握市场的主流需求；第二，大众化定位决定了地价不能太高，土地储备以一线城市郊区和二三线城市为主；第三，大众化定位决定了企业利润率偏低，必须严格控制成本和加速周转，因此在万科的理念中强调“资源的转化效率”和“标准化”、“工厂化”制造；总之，企业通过高周转来撬动高经营杠杆，实现规模化扩张。



图（8）万科的经营杠杆、财务杠杆与财务安全底线

由图（8）可见，1998-2007年，万科的存量资产周转率呈整体上升趋势，从1998年的0.566倍升至2007年的1.079倍，上升了将近1倍。这意味着在其他条件不变的情况下，企业的极限增速可以从16.5%提高到40%（不考虑股权融资）。高经营杠杆使得万科在不提高财务杠杆的情况下，就可以实现快速扩张——在经营杠杆和股权融资的双重推动下，过去5年万科的年均资产增速达到62.4%，而销售额增速达到50.3%。与此同时，公司的财务杠杆却较低，尽管高周转率提升了财务安全底线，但万科实际的表内、表外负债额却一直维持在总资产的30%以内，即使在2008年的低谷期仍有20%以上的拓展空间，处于财务安全区间。

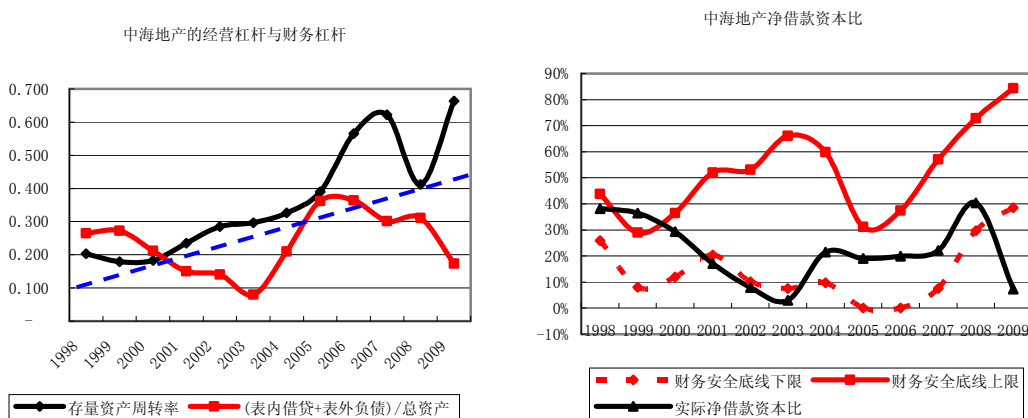
高经营杠杆率的另一个好处就是它可以弥补规模化扩张企业的低利润率缺陷。万科的利润率是行业中较低的，但高经营杠杆放大了资产的使用效率，提高了投入资本的回报率，

过去五年万科平均的投入资本回报率为 13%，摊薄平均的净资产回报率为 14.6%，均处于行业前列。

不过，2008 年的低谷让万科开始了反思与转型，2009 年上半年公司的存量资产周转率仅恢复到 0.554 倍水平，显著低于 2007 年的高峰水平，我们预期未来一段时间万科的经营杠杆可能都会维持在 0.6 倍水平，从而将财务安全底线的上边界压低至 34.5%，下边界压低至 16.4%，极限增速降低到 16% 水平——当前的周转速度已经不能支持规模化扩张的战略，企业确实需要反思与抉择了。

另一个地产巨头中海地产也具有相似特征。随着内地住宅开发比重的上升，公司的存量资产周转率从 1998 年的 0.2 倍上升到 2007 年的 0.62 倍，经营杠杆的放大成为中海地产异军突起的主要动力，它使公司在保持 33% 营业利润率的情况下，极限增速从 12.5% 提高到 41.4%（不考虑股权融资），2009 年中期存量资产周转率进一步提高到 0.663 倍，使极限增速提升到 44% 水平。高经营杠杆推动公司在过去 5 年实现了年均 39.2% 的资产增速和年均 44% 的销售额增速，并使投入资本回报率也达到 13% 水平，年末摊薄平均的净资产回报率为 15%，与万科接近。

经营杠杆的提升降低了扩张速度的压力，在 2008 年的地产低谷中海是内地在香港上市的地产公司中财务最安全的一家，它有意识地将现金与总资产之比维持在 10% 以上，将净负债资本比控制在 40% 以内，尽管表外负债在一定程度上推高了财务杠杆，但多数年份都没有突破安全底线的上边界。2009 年中期，公司的净借贷资本比仅为 7.3%，即使加上 2009 年 9 月在上海 70 亿夺取的地王地，仍处于安全区间。



图（9）中海地产的经营杠杆、财务杠杆与财务安全底线

除了万科和中海外，其他一些规模不大但周转很快的企业，也都具有较强的扩张速度优势，如荣盛发展，2007年存量资产周转率达到0.946倍，2008年随行业低谷下降至0.435倍后，2009年上半年又恢复到0.854倍水平，由此计算的财务安全底线的上边界为40.5%，低于公司当前的净借贷资本比56.6%，但即使公司减慢扩张速度以调整负债率，它的极限增速仍可以达到22.7~33.1%。

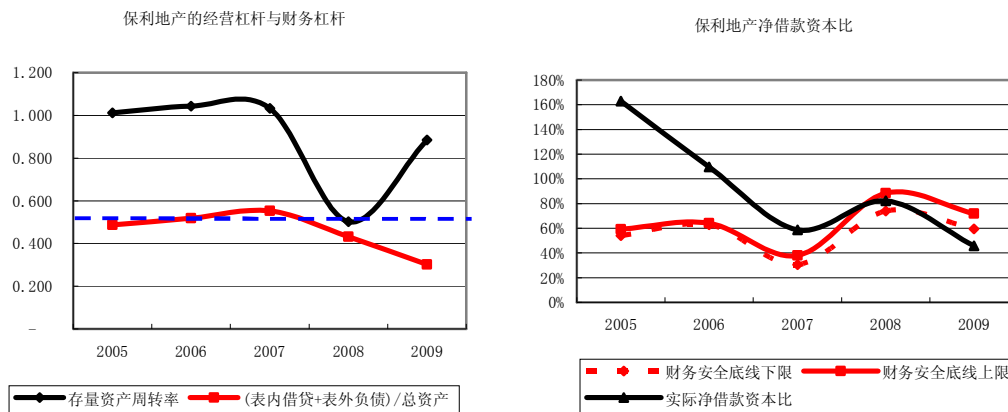
总之，高周转撬动的高经营杠杆是规模化企业扩张的主要动力。

3.3.2.2 惊险的一跃：从双杠杆向单杠杆的回归

在高经营杠杆的支持下，中海等企业在不进行股权融资的情况下极限增速也可以达到30-40%水平，但对于某些企业，这样的扩张速度依然不能令人满意，于是它们在高经营杠杆的基础上又加入了高财务杠杆，靠双杠杆驱动增长，典型的代表就是保利地产。

保利地产自上市以来，2005-2007连续三年存量资产周转率都维持在1倍以上，2008年一度降至0.502倍，但2009年上半年迅速恢复到0.884倍，成为全国性地产公司中周转最快的企业。高周转给了公司低谷期更强的抗冲击能力，使财务安全底线的上下边界分别放松到72%和60%水平，以上边界计算它可以支持公司在不进行股权融资的情况下实现年均30%的极限增速。

但实际中保利显然并不满足于这一增速，它在高经营杠杆的基础上，又加大了财务杠杆的比例，2007年时公司的财务杠杆一度达到55%，已高于低谷期的周转速度（0.502倍），如果考虑税收等其他支出，在上市初期公司对财务安全底线的突破程度更大——2005年160%的净借贷资本比已显著突破了60%的财务安全底线。幸运的是，公司趁2005-2007年的地产牛市，借助股权和债券融资迅速降低了财务杠杆，在2008年行业拐点到来时，公司的负债率已降至安全区间，目前45.9%的净借贷资本比（不含债券）不仅低于72%的财务安全底线上边界，也低于60%的财务安全底线下边界——适时改善负债结构帮助保利完成了上市后规模扩张的惊险一跳。



图（10）保利地产的经营杠杆、财务杠杆与财务安全底线

在双杠杆的推动下，保利的扩张速度确实显著高于万科、中海等公司，过去 5 年年均的资产增速达到 88.8%，年均销售额增速达到 81.1%。双杠杆虽然加倍了扩张速度，却也使公司的投入资本回报率进一步降低，规模化扩张模式下保利的利润率本就较低，激进扩张下的重资产则进一步降低了回报率，过去 5 年平均的投入资本回报率仅为 10.7%，比万科、中海等公司低 2-3 个百分点，企业只是凭借高负债杠杆才将净资产回报率提升到 22.8% 水平。

未来，如果保利能够回归到单杠杆（经营杠杆）的成长模式下，即，净借贷资本比控制在 60-72% 的财务安全底线内，则不考虑股权融资的极限增速为 28.2~30.4%，投入资本回报率将有所上升，而净资产回报率随财务杠杆降低而呈下降趋势。

3. 3. 2. 3 规模化的极致：资金链断裂

保利是幸运的，它在中国地产行业的黄金期完成了从双杠杆向单杠杆的惊险一跃，但并不是所有沿规模化道路成长的企业都幸运的长大了，很多企业陷入了为规模而追求规模的盲目扩张中，忘记了规模化的原始动力——高周转，结果随着规模的扩张，企业的资产负担越来越重，经营的杠杆再也无法撬动资产的变现，财务安全底线不断下压，与此同时，企业为了扩张又不断提高财务杠杆，最终就导致了财务危机的局面。双杠杆的极致是迷失在规模化的陷阱中。

顺驰曾是中国地产企业高周转的典范，据说在高峰期，公司从拿地到回款的时间可以缩短到 6 个月。靠着高周转，顺驰作为一个非上市公司在 2003、2004 年实现了每年 100% 以上的增速，这样的扩张势头比保利还要凶猛，毕竟保利还有股权融资和债券融资的弹药供

应，而 2005-2007 年的地产环境也要优于 2003-2004 年。

遗憾的是，顺驰误读了经营杠杆与规模扩张之间的关系：再高的周转率、再高的经营杠杆，也有一个财务安全的底线和极限增速的上限。顺驰也意识到了这种限制，它把半年一次的预算改为每周一次，目的就是要测定增长的极限，但问题在于顺驰的所有预算都是以最佳状态时的现金回款能力为计算基础的，显然，这并不是我们所说的财务安全底线。对财务安全底线的曲解是顺驰失败的根本原因，当宏观调控启动、最佳状态不再时，顺驰就陷入了资金的危机。

不仅如此，当规模追求转变为土地狂热时，企业注定要失去它的高周转核心竞争力。誓言要坐上国内地产业第一把交椅的顺驰渐渐背弃了成立之初“大众化、高周转”的路线，成为中国土地实行招拍挂以来第一批“地王”的制造者。然而顺驰忽视了一点，高周转是与“地王地”天然矛盾的。“地王”本身就意味着它将重新定义当地地价，它将承担测试消费者承受能力和投资者心态的全部风险，也因此，绝大多数地王地的开发销售周期都更——2007 年以来的那批“地王”们至今仍在晒太阳。

当然，“地王”本身并不一定意味着损失，在地价上涨的过程中总会不断涌现新地王，但地王确实并不适合规模化扩张的企业，因为地王一定会拉低企业整体的周转速度，从而损害规模化扩张企业的核心竞争能力。随着经营杠杆的降低，企业要想继续保持原来的高速扩张，就只能提高财务杠杆，然后是沉重资产负债包袱下周转速度的进一步降低，最后是从规模化的极致走向现金流断裂的危局。

综上，成功的规模化扩张是用高周转来撬动高经营杠杆，而并非一味追求资产的扩张。

3. 3. 3 高利润率的魔咒

3. 3. 3. 1 差异化扩张的寂寞坚守

与规模化扩张企业不同，沿差异化路线扩张的企业一般定位于高端细分市场，奉行“精耕细作”的原则，资金的周转速度和扩张速度都慢于走规模化路线的公司。但高端定位和高附加值开发提升了公司的利润率水平，而在一两个精品项目上的成功为企业奠定了跨区域品牌复制的基础——不过，不同于规模化扩张公司的全国性扩张战略，差异化扩张公司一般只在选定的少数重点城市（一般为一线城市）进行拓展。而且，由于高端定位公司不仅平常周

转速度慢，在低谷期受到的冲击也更大，因此，一般奉行更加保守的财务策略，扩张速度也慢于规模化企业。

在美国差异化扩张的典范是托尔，其房屋的平均售价较行业均值高出两倍，毛利润率也较行业平均水平高出 4-10 个百分点，但周转速度比行业均值慢 30%，从而使其平均扩张速度在 18%左右，高峰期也只有 20-30%，低于帕尔迪、霍顿等公司。但保守的财务策略使公司能够长期稳健成长，资本市场的估值也相对稳定。

在国内差异化扩张的典范是星河湾，它被称为“地产界的劳斯莱斯”，一方面是说它的定位高端，另一方面也是说它的产品少，从 1999 年筹建广州星河湾，到 2009 年推出上海星河湾，十年时间只做了三个项目，但回报率却是可观的。

类似的还有上海的仁恒置地，过去 5 年平均的营业利润率为 40%，平均的投入资本回报率达到 25%，显著高于万科、中海等 13%的投入资本回报率，但 5 年平均的资产增长速度为 32%，低于规模化扩张企业。

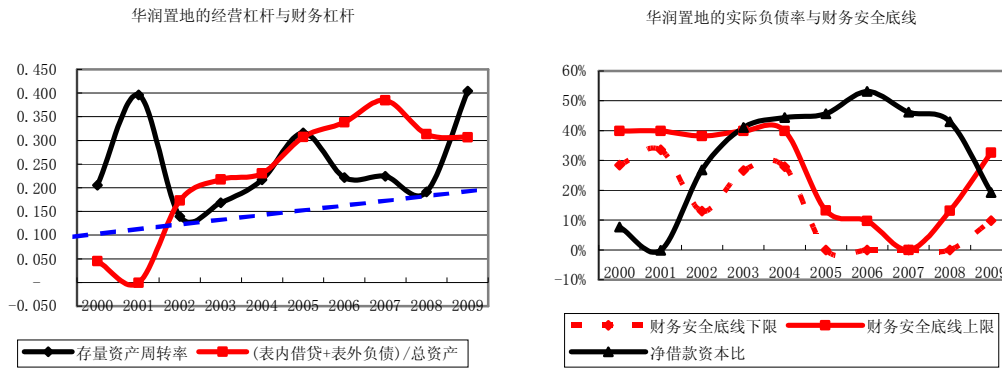
不过耐得住寂寞的企业毕竟是少数。差异化扩张模式虽然能够创造更高的回报率，却也要求企业有更保守的财务策略和更稳健的扩张步伐，然而在巨大土地红利诱惑下这样的坚守是困难的。于是，在 2007、2008 两年仁恒置地的资产增长了 120%，年均增速达到 50%，净负债资本比从 2006 年的-22%上升到 2008 年的 60%。与之相对，2008 年仁恒的存量资产周转率只有 0.27 倍，较万科、保利等企业的低谷周转速度低 30%以上，结果财务杠杆严重突破了安全底线，如果不是 2009 年的复苏，仁恒也将陷入危局。除了仁恒，2008 年龙湖、绿城和泛海等公司也都一度面临严峻的财务危机。

总之，尽管国内有不少定位高端的地产开发商，但它们只是将产品定位在高端上，在成长战略上却与中低端定位的企业一致，也在谋求规模化扩张，从而被迫走上了高财务杠杆的道路。

3. 3. 3. 2 用高财务杠杆替代高经营杠杆的危险成长

综上，定位于差异化高端的企业，其非标准化的开发和细分市场的营销，注定了在正常情况下，高端地产商的周转速度更慢，企业无法用经营杠杆来撬动规模化扩张。于是，为了追求扩张速度的提升和房屋附加值外的土地红利，高端企业只能动用财务杠杆来加速扩张，结果就出现了“高利润率的魔咒”，即，定位高端的地产企业一旦开始追求规模和土地

储备，就无可避免的陷入高负债的陷阱。



图（11）华润置地的经营杠杆、财务杠杆与财务安全底线

如图（11）所示，2001-2007年间，华润置地的财务杠杆一直在上升，企业试图通过财务杠杆来推动规模扩张。华润置地的存量资产周转率在0.15~0.40倍之间，在财务安全底线内所能支撑的极限扩张速度是14.5~20.7%，为了加速扩张，公司用财务杠杆替代经营杠杆，使净借贷资本比从0上升到50%以上（净借贷资产比在20%以上），再加上10%左右的表外承诺资本支出，结果在2003-2008年间，华润置地的实际负债率已显著超越了财务安全底线。

高财务杠杆确实加速了企业扩张，2004-2008年华润置地的年均资产增速为50.1%，销售额增速为46.5%，高于安全底线之上的极限增速（14.5~20.7%）。

但高速扩张中的财务风险也是巨大的。由于高端市场对经济周期更加敏感，低谷中周转速度将下降50%以上——2008年华润置地的存量资产周转率仅为0.167倍——结果高负债的企业只能把生存的希望寄托于政府和银行的援手了。然而在一场真正的危机中，没有人能够阻止泡沫的破灭和流动性的消失，否则也就不会有次贷危机的全球性蔓延了。

此外，以财务杠杆支持的高速扩张，不仅增加了企业的财务风险，也降低了企业的投入资本回报率（当然，在高杠杆下净资产回报率可能被提高，但整体资本的使用效率降低了）。高负债支持的快速扩张有一个特点，就是它一定会促使企业在牛市中高价拿地，然后在熊市中折价卖楼——托尔定位高端，它也买了不少“地王”，但保守的财务策略使其可以在熊市中坚持一段时期不降价，而定位高端又高负债的企业就没这么幸运了，因为他们没有价格坚持的资本，必须通过刺激销售来回流现金，结果在周期波动中必然会出现高买低卖的损失。

总之，在牛市中突破财务安全底线拿地的企业长期平均的投入资本回报率必然更低，比如金地，在2003和2005-2006年的繁荣期都曾突破安全底线，其过去5年平均的投入资

本回报率为 9%，低于万科的 13%；而华润过去 5 年平均的投入资本回报率更低，只有 3.7%。

定位于差异化高端的地产企业，利润率高但经营杠杆低，在低谷中面临的冲击也更大，它要求企业有更保守的财务策略和更稳健的扩张步伐——对财务安全底线的坚守是差异化高端企业可持续发展的关键。

然而，在土地红利的诱惑下，耐得住寂寞的企业毕竟是少数，高端定位的企业在经营杠杆不足以撬动资产成长的背景下，就用财务杠杆替代经营杠杆推动企业高速增长，于是出现了利润率越高的企业、财务风险越大的悖论。另一方面，高端定位下的高负债扩张，一个必然的结果是在牛市中高价拿地，在熊市中折价卖楼，并导致长期回报率降低。

如果说规模化扩张企业的核心是守住周转率，那么差异化扩张企业的核心是守住财务安全底线。

3. 4 财务安全底线的回归与未来的成长空间

2009 年中期，尽管有 65%的地产企业突破了财务安全底线的下边界，47%的企业突破了财务安全上边界，但值得欣慰的是，经历了 2008 年的低谷，整个市场出现了向财务安全底线回归的趋势。

另一方面，土地、税收、信贷政策的日益规范在改变着地产企业以往的融资模式，如果说几年前地产企业还可以通过各种软性的拖欠来突破财务安全底线的话，那么未来的弹性空间在缩小，更多硬性约束将迫使企业正视财务安全底线的重要性。

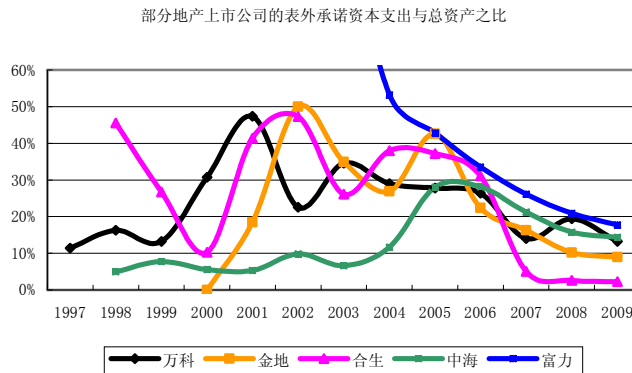
3. 4. 1 弹性空间在减少，硬约束要求企业正视财务安全底线

3. 4. 1. 1 表外负债模式受限，弹性空间减少

在 2006 年以前，表外的承诺资本支出一直是地产企业囤地的一项重要手段，由于当时土地款交付方式比较灵活，各家地产公司都有巨额的承诺支出款未付，如合生创展 2004-2006 三年的承诺资本支出（已订约但未拨备资本支出）都相当于总资产的 30%以上，富力地产 2004-2006 三年的承诺资本支出相当于总资产的 53%、43%、33.5%，万科 2004-2006 三年的

承诺资本支出相当于总资产的 25% 以上，中海地产 2005、2006 两年的承诺支出款也都达到总资产的 28%。

但如图（12）所示，进入 2007 年以来，尽管地产企业的购地热情不减，但随着土地招拍挂制度的完善，企业的表外负债比例明显下降，地产企业以表外负债等变相期权方式储备土地的模式开始受到限制。



图（12）部分地产上市公司的表外承诺资本支出与总资产之比

此外，闲置土地的两限虽然常被视作一纸空文，但近年来确有政策趋紧迹象，大连、合肥、深圳、广州都启动了闲置土地的清理和收回，其中广州动作最大，收回了上千宗土地。闲置土地的加紧清理迫使地产企业不仅要尽早结清土地款，还要提前兑现土地之上的其他开发性支出，这些都会改变表外负债的囤地模式，未来地产企业将更依赖于表内融资。

表内融资方面则既有“好消息”，也有“坏消息”，随着资本环境的开放，债券、信托、产业基金，包括酝酿中的 REITS 都将为地产企业提供更多元化的融资渠道，但相对于表外负债，表内融资的弹性空间更小，企业必须更加重视融资条款和硬约束下的财务安全底线。

3. 4. 1. 2 地产周期缩短迫使企业减少投机行为

除了融资模式的改变，地产行业的周期规律也在改变。今天一线城市的住宅价格已经超出了多数人的承受能力，房价在透支未来的成长空间这已经不是什么秘密，流动性成为支撑房价的最主要因素。所以，与 2004-2006 年不同，今天中国的地产市场，轻微的政策变动都会导致剧烈的市场波动——2009 年 8 月，二套房贷收紧的传闻一出，成交量立刻下跌，尤其是现房成交量近五成的跌幅显示今天的地产市场全靠流动性支撑。

但流动性是个“怪物”，它来势凶猛，去势更快，2008年上半年，全球都还在为流动性泛滥导致的通胀压力担忧，但9月份随着雷曼的破产转瞬间就导致了流动性危机，各国政府开动印钞机、数万亿美元的往市场里“倒”，却仍无法阻止全球股市、楼市、有色金属、航运指数的狂泻。

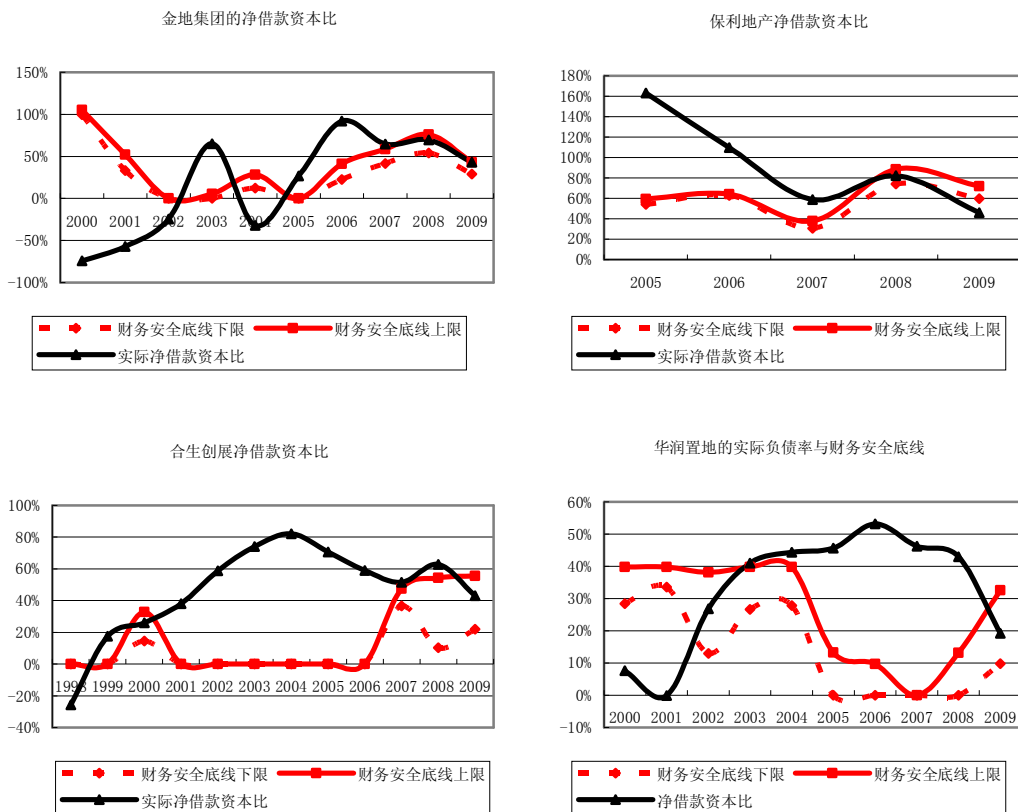
反观中国，今天靠4万亿救市计划支撑的楼市，也面临着更加不确定的周期波动。实际上，从1998年中国开始商品房改革以来，到2008年恰好经历了十年的上升周期，根据康德拉季耶夫建筑周期，中国的地产市场也该进入一个下降或调整的周期了，然而次贷危机和宏观调控打乱了正常的周期进程，虽然房市被“挺”起来了，但是违背市场规律的调整就注定了这个周期是脆弱和摇摆不定的。

周期的不确定性要求地产企业更加重视低谷安全的防护，如果说保利等企业可以在2003-2006年完成“惊险的一跃”，那么，今天的地产企业就没那么幸运了，市场无法给它一个足够长的上升周期，长期突破财务安全底线的企业，在经历一场虚幻繁荣后必将面临严峻危机。

总之，未来地产企业靠负债的弹性空间和长周期的繁荣来突破财务安全底线、侥幸生存的概率已大大降低。地产企业必须正视财务安全底线。

3.4.2 回归财务安全底线

意识到地产环境的变化，一些企业开始回归财务安全底线。如图（13）所示，2006年时金地的净借贷资本比曾一度高达92%，两倍于当时40%的财务安全底线，但2009年中期公司的实际净借贷资本比降至42.9%，刚好位于43.1%的财务安全底线上边界内；保利地产，2005年时的净借贷资本比一度高达160%，显著高于当时60%的财务安全底线，2009年中期，保利的实际净借贷资本比降至45.9%（不含债券），低于59.6-71.9%的财务安全底线；合生创展，从2001-2006年，由于大量表外负债，公司的净借贷资本比已显著超越安全底线，但随着表外负债的减少，公司的实际净借贷资本比降至43%，低于2009年中期55.4%的安全底线上边界；华润置地，在2003-2008年间，净借贷资本比一直超越财务安全底线，但2009年中期，负债的减少和周转速度的提升，使其净借贷资本比已降至19.2%，低于32.6%的安全底线上边界。



图（13）部分地产上市公司对财务安全底线的回归

其实，安全底线的回归是一种必然的趋势，无论是主动的调整还是被动的回归，它是地产周期的客观要求。不过回归的过程并不容易，对于那些显著超越安全底线的公司，回归意味着缩减支出、减少负债、降低增速，这对于任何一个企业来说都是痛苦的；另一方面，2009年的地产阳春又诱惑着那些刚刚回归安全底线的公司重新启动财务杠杆，追逐牛市中的高成长——金地集团在2009年7月一个月就斥资53亿拿下四幅地块，尽管公司定向增发融资40亿，但根据我们的测算，公司的净借贷资本比仍将升至60-70%水平，从而再度突破财务安全底线。

总之，面对市场环境，不同的企业有不同的选择和成长路径，但在一个脆弱的周期中，只有财务安全底线之上的成长空间才是真正的成长空间。

3. 4. 3 理性的成长模式：安全底线之上，极限发展速度之下

在一个靠流动性支撑的高度不确定市场中，坚守财务安全底线，沿财务安全底线之上

的极限发展速度成长，这是当前地产企业最理性的成长模式，它在保障企业财务安全的基础上，使其能够跟上行业整体的成长步伐。

在财务安全底线的大框架下，规模化扩张的企业通过标准化运做不断提高周转效率，用经营杠杆加速成长；而差异化高端定位的企业则通过深度开发提高房屋本身的附加收益，同时忍受相对低速成长的寂寞。

地产企业的成长战略并不复杂，只是需要有取舍的魄力和对客观规律（安全底线与极限增速）的尊重。