



北京贝塔咨询中心
Beta Consulting Center

多元金融时代 地产行业模式转型

北京贝塔咨询中心



目录

(一) 风险与机会：2300 亿收购市场酝酿中	4
1. 1 高房价压力依然存在，调控力度不减.....	4
1. 2 通胀预期下的调控，一场持久战	5
1. 3 持续调控中，行业整体已接近负债上限.....	6
1. 4 调控的一端：20-30%企业面临洗牌	7
1. 5 调控的另一端：30%企业保留低谷扩张能力	7
1. 6 风险与机遇：2300 亿收购市场正在酝酿.....	8
(二) 多元金融时代地产行业金融模式转型	9
2. 1 什么是多元金融时代？	9
2. 2 多元金融时代，评价标准在改变	9
2. 3 关注风险回报：地产行业的“暴利”分解	9
2. 4 资产依赖性扩张的回报率瓶颈.....	12
2. 5 从“重资产模式”到“轻资产模式”	13
2. 6 轻资产模式下的“效率隐含回报”.....	15
2. 7 反“暴利”时代，盈利模式的改变.....	17
2. 8 周转率对利润率的替代	18
2. 9 回报率的“短板效应”	19
2. 10 扩张速度减慢，回报率不一定降低.....	21
(三) 多元金融时代地产行业商业模式选择	22
3. 1 地产企业的商业模式：3 个维度、9 种模式	22
3. 2 当前环境下的商业模式比较	24
3. 3 规模化 vs. 高端化.....	25
3. 4 城镇化模式崛起.....	27
3. 5 区域龙头：发达地区 PK 三线城市	28
3. 6 商业地产开发 vs. 租售并举模式.....	30
3. 6. 1 商业地产开发模式的“黄金时代”	30
3. 6. 2 租售并举模式的转型成本.....	31
3. 7 保障性住房的潜在回报空间	32
3. 7. 1 保障性住房开发：令人惊讶的低周转.....	32
3. 7. 2 公租房运营：资金不是问题，回报才是核心.....	34
(四) 模式优势与效率优势	36
4. 1 模式优势≠企业优势.....	36
4. 2 效率边界与标杆企业优势.....	37
(五) 风险成本的控制	39
5. 1 风险成本的历史痕迹	39
5. 2 上市公司平均的风险回报低于风险成本.....	39
(六) 总结：提升多元金融空间的四要素	41



北京贝塔咨询中心
Beta Consulting Center



（一）风险与机会：2300 亿收购市场酝酿中

1. 1 高房价压力依然存在，调控力度不减

在限购和限价压制下，近期部分一线城市的房价出现了环比微降的趋势，但是年初的 2 次加息以及部分城市优惠贷款利率的取消，使核心城市的实际贷款利率上升了 136 个基点，推动北京、上海等地月供收入比上升 20-30%。以 2011 年 3 月的集中成交均价¹计算，北京地区的月供收入比已达到 153%²，上海地区达到 162%，深圳 130%，杭州 112%，广州 90%；即使考虑 2011 年上述城市人均收入的增长，在 10% 的收入增幅下，北京地区的月供收入比仍高达 139%，上海为 147%，深圳 118%，杭州 101%，广州 82%，较 2007 年的峰值高出 20% 以上。

根据我们的测算，北京、上海、广州、深圳、杭州 5 个城市以商品房销售额加权平均计算的月供收入比已达到 123%，当前房价较刚需可承受房价高 30-40%³；二线城市加权平均的月供收入比为 60%，当前房价较刚需可承受房价平均高 16%；三线城市的月供收入比普遍在 30-50% 之间，尚处于可接受范围内。

以上数据显示，尽管 3、4 月份部分地区的成交量有所复苏，但高房价的压力依然存在，而在保障性住房的大规模投资下，未来几年中国经济仍将保持较高增速，所以，调控政策并不会放松。

¹ 国家发改委价格监测中心发布数据。

² 本报告月供收入比中，房价取发改委价格监测中心公布的月度集中成交均价，2010 年的收入取统计局公布的人均可支配收入×3（以 3 口之家计算），假设首付 30%，30 年期贷款，首套房享受 5 年期以上的基准利率（6.8%）。

³ 以 2009 年二季度刚性需求入市时的月供收入比为参考值，北京、上海的刚需可承受月供收入比为 85%，其他几个一线城市在 60% 水平，二线城市为 50%。

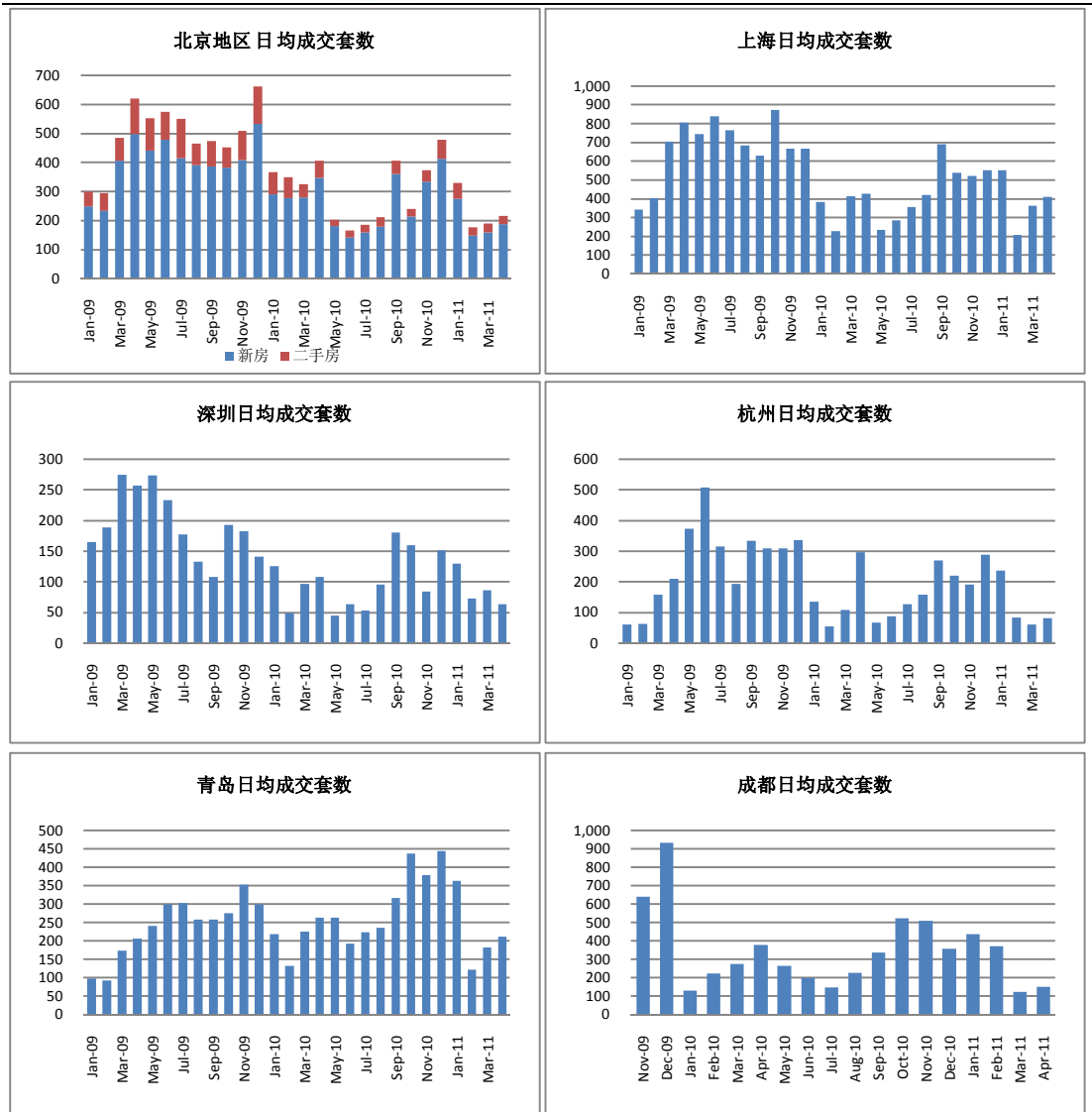


图 1.1 部分城市成交量变化

1. 2 通胀预期下的调控，一场持久战

调控到底会有多大影响？在供给端，当前地产上市公司的资本结构中，银行贷款占 28%，债券占 3%，权益资本提供了 31% 的资金，预收款提供 20% 资金，应付帐款和其他应付款约提供 18% 资金，此外，上市地产公司平均有相当于总资产 14% 的表外已订约承诺资本支出。上述资本结构下，信贷的紧缩、预收款的专项使用，以及对土地占款的清理（影响表外负债占比），这些确实会给地产企业带来资金压力，但只要需求端有保障，市场经济下，多元金融工具能够在一定程度上替代传统资金供给，所以，调控的根本在于需求端的影响。



在需求端，通常情况下，加息是打击房地产行业过度投机的有力工具。当前 36 城市加权平均的月供收入比已达到 80%，超出历史峰值（75%）。在此基础上，每升息 10 个基点，月供收入比将上升 0.8 个百分点；但收入每上升 1 个百分点，月供收入比将下降 0.7 个百分点，所以，2 个百分点的收入提升将对抗 1 次升息效应——通胀预期下，升息效应被抵消。

与升息相比，限购的影响更加直接。目前已有 30 多个城市出台了限购细则，据粗略估算，一线城市被列入限购范围的需求量约占到总需求量的 20-30%，占到总销售额的 30-40%，加上调控期的观望需求，如果政策严格落实，则成交量下降 50% 是一个可预期的结果，但实际的效果仍取决于人们对政策效应的预期。

总之，2011 年的调控不会象 2008 年一样是一场“海啸”，而将是一场“温水煮青蛙”的持久战——被通胀预期抵消的政策效应，将会引发更多的政策出台，这些政策的当前影响也许并不那么可怕，但它的后续效应可能比想象得严重，甚至可能从根本上改变整个行业以往的盈利模式。

1. 3 持续调控中，行业整体已接近负债上限

与 2009 年末相比，2010 年末地产行业整体的财务状况有所恶化，上市公司平均的现金持有比例从 18% 下降到 16%，平均的净借贷资本比从 20% 上升到 41%，平均的总负债率也从 65% 上升到 69%。118 家地产上市公司未来 1 年需要支付的短期债务总额（流动负债-预收帐款+表外已订约的承诺资本支出）达到 11800 亿元，平均每家公司 100 亿元，较 2009 年上升 35%。

销售在放缓、财务压力在增大，这就要求地产企业更严格的遵守财务安全底线：2009 年底，地产上市公司为应对持续调控，行业平均的净借贷资本比上限（财务安全底线）为 44%，而当时上市公司实际的净借贷资本比仅为 20%，显著低于负债上限；2010 年底，行业平均的净借贷资本比上限略有下降至 43%，但上市公司实际的净借贷资本比却大幅升高至 41%，已接近上限，显然，行业整体已处于金融理性的边缘，没有大幅增加有息负债的空间。



1. 4 调控的一端：20-30%企业面临洗牌

随着财务状况的恶化，地产企业面临的资金缺口也在扩大，但扩大的资金缺口主要体现在 2012 年。在短期风险头寸方面，2009 年底，地产上市公司平均有 6% 的短期资金富余，即，如果未来 1 年市场成交量大幅萎缩 50% 以上，地产上市公司平均仍将有 6% 的富裕资金，有 10 家地产公司面临相当于总资产 20% 以上的短期资金缺口，约占总数 10%；到了 2010 年底，行业平均的短期资金富余减少至 2%，有 15 家公司面临相当于总资产 20% 以上的短期资金缺口，相当于总数的 13%。

但如果成交量持续萎缩至 2012 年，则行业整体将从资金富余状态转变为资金缺口状态，即，如果未来 2 年市场持续低迷，则行业平均将出现 3% 的资金缺口，其中，有 44 家公司未来 2 年的资金缺口达到总资产的 10% 以上，占总数的 37%；有 28 家公司未来 2 年的资金缺口达到总资产的 20% 以上，占总数的 24%。

综上，在成交量持续萎缩的背景下，地产上市公司整体能够勉强维持资金平衡（在不扩张的情况下，行业平均的资金缺口为 3%），不会出现行业性的覆灭；但有 13% 的地产上市公司将在 1 年内出现较大资金缺口，有 37% 的地产上市公司将在 2 年内面临资金压力，其中，24% 的企业资金缺口较大。所以，行业整体不会覆灭，但 20-30% 的企业面临洗牌。

1. 5 调控的另一端：30%企业保留低谷扩张能力

不过值得注意的是，在我们 2010 年的地产上市公司综合实力排名报告中，118 家地产上市公司中有 13 家公司在金融理性上取得了 10 分的高分，占总数 11%，得分在 8 分以上的企业也有 36 家，占总数的 31%，显然，地产企业的金融理性在加速分化，这为调控背景下的行业洗牌奠定了基础。

根据我们的测算，尽管行业整体已接近负债上限，并存在 3% 的资金缺口，但有 42% 的企业处于资金富余状态，其中有 29% 的企业即使在持续调控背景下，未来 2 年仍有相当于总资产 10% 以上的富余资金可用于扩张。从中剔除规模较小的公司，在我们重点关注的 50 家公司中（销售额均在 30 亿以上），有 15 家公司

在持续调控背景下仍有 10%以上的富余资金，假设这部分资金全部用于低谷中的并购扩张，由此创造的低谷收购市场将达到 2300 亿。

表 1.1: 在持续低谷中仍有 10%以上富余资金的企业

	资金缺口		并购空间	
	短期	中期	总资产	富余资金
万科	-21%	-44%	2,156	949
建业地产	-14%	-36%	154	56
SOHO 中国	-27%	-32%	479	153
天房发展	-31%	-31%	127	39
冠城大通	-13%	-31%	97	30
华发股份	-32%	-30%	203	61
金融街	-27%	-25%	542	135
龙湖地产	-17%	-23%	717	165
中国海外	-16%	-23%	1,363	313
北京城建	-8%	-22%	180	39
碧桂园	-3%	-20%	821	164
金地集团	-22%	-18%	728	131
路劲基建	-18%	-12%	233	28
世茂股份	0%	-11%	259	29
首创置业	-20%	-10%	306	31

1. 6 风险与机遇：2300 亿收购市场正在酝酿

综上，在调控的一端，有 20-30%的企业将出现严重的资金缺口，在调控的另一端，有 30%的企业能够拿出约 2300 亿资金用于收购，产业整合的故事正在酝酿。风险与机遇的碰撞中，财务安全与金融资源的获取能力不仅决定着企业的生存，也同样决定着企业的发展；而行业的洗牌不仅意味着集中度的改变，也同样意味着模式的转变。



（二）多元金融时代地产行业金融模式转型

2. 1 什么是多元金融时代？

2010 年以前，地产企业的主要融资手段就是银行贷款和股票融资，由于股票市场投资人、尤其是 A 股投资人，对风险和回报敏感性较弱，仅对成长性敏感，所以，上市地产公司普遍追求高成长，超速扩张问题严重，2010 年仍有六成地产上市公司超速。

不过，近年来地产金融工具日益丰富，从海外上市、债券、可转债发行，到信托、私募地产基金的发展，未来还将推出 REITS 等证券化产品，多元地产金融工具构成了一个全新的生存环境，它不仅意味着地产企业的融资渠道拓宽了，更将从根本上改变地产行业。

2. 2 多元金融时代，评价标准在改变

多元金融模式下，地产企业面临多种投资人的不同投资需求。以信托、私募地产基金为例，投资人是对地产企业部分项目收益的分享，而非全部公司价值的分享，所以，投资人更关注项目本身的风险收益、管理人的品牌溢价能力、以及资本使用的效率，与之相对，公司整体的土地储备和成长性则不那么重要了。

换句话说，私募投资人关注的是资产回报，而非资产扩张，而私募投资人的这种评价标准又会反作用于公开市场评价体系——显然，风险回报（承受单位风险所获取的回报）越高的企业，利用私募融资空间的能力就越强，而多元融资工具的使用，最终将表现为企业整体更高的成长性和公开市场上更高的价值评估。

所以，多元金融时代，投资人的评价标准在发生改变，从单纯追求高成长转向对风险回报的关注。

2. 3 关注风险回报：地产行业的“暴利”分解

地产行业的风险回报到底有多高？在研究这个问题之前我们需要先回答一个问题，地产行业是暴利行业吗？

从利润率的角度看，回答是肯定的，以大类行业划分，2010年A股地产上市公司平均的毛利润率达到37%，仅次于食品饮料行业（主要是白酒行业），位列第二大“暴利行业”。

但从回报率的角度看，答案却是否定的，2010年地产行业加权平均的净资产回报率仅为13.8%，略高于A股上市公司的净资产回报率均值12.4%，而低于沪深300的净资产回报率均值16.3%，在21个大类行业中排名第10。

为什么会出现高利润率，低回报率的现象？

表 2.1：上市公司各板块利润率和回报率比较

排名	板块名称	销售毛利率(%)	板块名称	净资产收益率-平均(%)
1	食品饮料	39.13	食品饮料	20.81
2	房地产	37.12	金融服务	19.71
3	餐饮旅游	36.95	家用电器	18.02
4	采掘	33.68	交运设备	17.88
5	信息服务	31.28	采掘	16.93
6	医药生物	29.06	机械设备	15.99
7	交通运输	25.04	交通运输	15.74
8	金融服务	23.61	医药生物	15.25
9	纺织服装	22.32	化工	14.99
10	机械设备	21.73	房地产	13.79
11	电子元器件	21.61	商业贸易	13.27
12	轻工制造	19.54	建筑建材	13.08
13	化工	18.94	信息设备	12.29
14	家用电器	18.77	纺织服装	11.96
15	信息设备	18.56	有色金属	9.87
16	交运设备	17.46	餐饮旅游	9.29
17	公用事业	16.76	轻工制造	9.05
18	商业贸易	12.19	公用事业	8.96
19	建筑建材	11.87	信息服务	8.07
20	有色金属	11.78	电子元器件	7.15
21	黑色金属	8.6	黑色金属	6.74
	全部A股	27.84	全部A股	12.41
	沪深300	28.79	沪深300	16.26

（数据来源：万德资讯。行业平均值采用整体法计算，市场平均值为剔除金融行业影响，采用算术平均法计算。）



回报率分解显示： $\text{净资产回报率} = \text{利润率} \times \text{周转率} \times \text{杠杆率}$

利润率方面，地产行业确实优于其他行业，行业平均的毛利润率可以达到40%水平，一些高端定位的地产企业毛利润率甚至可以达到50%以上，剔除营业税、增值税、销售和管理费用后，营业利润率仍可以达到20-25%水平，净利润率在15-20%水平。上述高利润率主要来自土地升值收益，即，在地价房价快速上升的环境下，延长土地储备周期、延缓推盘速度可以大幅提高利润率，但利润率的上升将以周转速度的下降为代价。

所谓周转率，是指从初始投入资本，到生产、销售，最后回收投资并获取利润的时间周期，就地产行业来说，就是把资本变成土地，再把土地变成房子、把房子变成现金收回来所需要的时间周期（周转率是指1年内能完成几个这样的周期循环）。在繁荣时期（如2009年），地产行业的存量资产周转率（合同销售金额/年初总资产）平均为0.45倍，这可以近似的理解为地产企业从支付土地款到完成预售平均需要27个月的时间（到确认收入的时间更长）；而在低谷年份（如2008年），地产行业的存量资产周转率降低为0.27倍，换句话说，由于销售周期的延长，地产企业收回现金的时间平均延长到44个月（2010年平均32个月）。

表2.2是各行业板块的主要财务数据比较，由表可见，在囤地策略下，尽管地产行业的毛利润率很高，在21个大类行业中排名第2，但周转率却很低，平均的投资回收期在3年左右，较市场水平延长了1倍多，在21个大类行业中排名倒数第2（仅高于金融行业）。结果，低周转率拖累了行业整体的资本使用效率，2010年地产行业的总资产净利率只有4.5%，排在21个行业的第14位，靠着近70%的负债率，才使净资产回报率放大到13.8%，排名提升到第10位。

以上数据显示，当前地产行业的利润主要来自土地升值和财务杠杆，其中土地升值贡献了高利润率，却降低了周转率，考虑资本的时间成本后，土地升值的回报率其实与行业平均回报相当，更高的回报率主要来自于更高的财务杠杆。

然而，随着“反暴利”的深化，土地升值的收益在降低，囤地的成本却在上升，地产企业面临资产依赖性扩张的回报率瓶颈。



表 2.2: 各行业板块的净资产收益率分解

排名	板块名称	毛利率 (%)	板块名称	总资产周转率	板块名称	总资产净利率 (%)	板块名称	资产负债率 (%)	板块名称	净资产收益率 (%)
1	食品饮料	39.13	商业贸易	1.7225	食品饮料	12.4	金融服务	93.38	食品饮料	20.81
2	房地产	37.12	化工	1.5616	采掘	10.13	建筑建材	74.35	金融服务	19.71
3	餐饮旅游	36.95	家用电器	1.4207	医药生物	8.62	公用事业	69.94	家用电器	18.02
4	采掘	33.68	交运设备	1.2337	交运设备	7.97	房地产	69.54	交运设备	17.88
5	信息服务	31.28	信息设备	1.1245	交通运输	6.88	家用电器	65.39	采掘	16.93
6	医药生物	29.06	黑色金属	1.1032	化工	6.83	商业贸易	65.33	机械设备	15.99
7	交通运输	25.04	建筑建材	1.053	机械设备	6.71	黑色金属	62.5	交通运输	15.74
8	金融服务	23.61	有色金属	1.0439	纺织服装	6.33	交运设备	60.65	医药生物	15.25
9	纺织服装	22.32	食品饮料	1.0233	餐饮旅游	5.97	交通运输	55.61	化工	14.99
10	机械设备	21.73	医药生物	0.9496	家用电器	5.93	有色金属	54.59	房地产	13.79
11	电子元器件	21.61	采掘	0.8499	信息设备	5.41	机械设备	54.52	商业贸易	13.27
12	轻工制造	19.54	机械设备	0.7462	有色金属	4.8	化工	54.3	建筑建材	13.08
13	化工	18.94	纺织服装	0.7116	商业贸易	4.69	轻工制造	53.33	信息设备	12.29
14	家用电器	18.77	轻工制造	0.7021	房地产	4.51	信息设备	52.6	纺织服装	11.96
15	信息设备	18.56	餐饮旅游	0.6266	轻工制造	4.29	纺织服装	49.21	有色金属	9.87
16	交运设备	17.46	电子元器件	0.5524	电子元器件	4.03	信息服务	45.74	餐饮旅游	9.29
17	公用事业	16.76	交通运输	0.4823	建筑建材	3.55	餐饮旅游	41.63	轻工制造	9.05
18	商业贸易	12.19	信息服务	0.4775	信息服务	3.06	医药生物	41.4	公用事业	8.96
19	建筑建材	11.87	公用事业	0.3501	公用事业	2.64	食品饮料	40.98	信息服务	8.07
20	有色金属	11.78	房地产	0.2882	黑色金属	2.56	采掘	39.89	电子元器件	7.15
21	黑色金属	8.6	金融服务	0.0412	金融服务	1.25	电子元器件	37.11	黑色金属	6.74
	全部 A 股	27.84	全部 A 股	0.7768	全部 A 股	6	全部 A 股	52.26	全部 A 股	12.41
	沪深 300	28.79	沪深 300	0.8372	沪深 300	7.25	沪深 300	54.64	沪深 300	16.26

(数据来源: 万德资讯。行业平均值采用整体法计算, 市场平均值为剔除金融行业影响, 采用算术平均法计算。)

2. 4 资产依赖性扩张的回报率瓶颈

以往, 在地价、房价快速上升的过程中, 囤积更多的土地似乎成为一项永远正确的决策, 但事实并非如此, 囤地本身是有成本的。

成本之一是周转率的降低, 或者说资本使用效率的降低 (尽管地产企业的开发规模在扩大, 但土地储备的增长速度更快, 结果就导致了囤地周期的延长)。举个例子, 假设一地产项目用 2 年时间回笼资金, 即周转率 0.5 倍, 此时项目利润率 20%, 由此推算的总投资回报率为 10%; 如果延长 1 年土地储备期, 使周转



率降低至 0.33 倍，在利润率不变情况下，回报率降低为 6.7%；除非利润率上升至 30%，否则延长囤地周期会降低回报率。

成本之二是资金成本。以上回报率计算中没有考虑财务杠杆，如果项目中使用了债务融资，那么股权投资人的回报率会上升，但延长土地周期后的利息支出也会上升。

成本之三是财务风险的增加和负债空间的萎缩。虽然土地通常以存货形式记入流动资产，但实际中，它的流动性并不好，所以，土地储备占比越高的企业，低谷中的流动性越差，在流动性紧缩的情况下，可承受的负债空间越低，即，周转率的下降（经营杠杆的降低）又将导致财务杠杆空间的萎缩。

结果，除非土地升值速度够快，足以弥补囤地所带来的资本成本和资本效率损失，否则，囤地只会降低回报。而在调控背景下，当土地升值速度减缓、利润率的上升空间受到限制、不足以弥补囤地成本时，土地储备的直接贡献就在削弱，此时，企业需要通过模式的转变来提高回报率。

2. 5 从“重资产模式”到“轻资产模式”

当土地升值速度高于资本成本时，所有的地产企业都在寻求储备更多的土地，此时，持有资产本身贡献了丰厚的回报，土地储备的多少成为衡量地产企业价值的最主要标准（有时甚至是唯一标准），我们称这一模式为地产行业的“重资产模式”——不是说地产行业的资产质量大，而是说地产行业的资产负担重，企业成长高度依赖于再融资下的资产扩张。在“重资产模式”下，“效率”二字的意义仅在于它决定了企业可以通过自身周转创造多少自由现金流来支持资产扩张，显然，效率高的企业可以拿出更多自有资金来扩张，相应撬动的财务杠杆也更大。总之，在土地快速升值的背景下，企业普遍奉行“重资产模式”，财务安全成为控制扩张速度的唯一考量，此时，企业的最佳决策就是沿财务安全范围内的最大增速来扩张，这就是我们常说的“极限发展速度”。

但当土地升值速度减缓时，单纯持有资产的回报率降低，土地储备本身的价值贡献在减弱，过度储备的情况下甚至还会出现“负价值贡献”（当土地升值速度低于资本成本时），于是，长期中企业将重新调整自己的金融策略，从“重资产模式”走向“轻资产模式”，即，从“赚取资产升值收益为主”走向“赚取增



值服务收益为主”，这里说的增值服务收益包括定制开发、合作开发过程中的品牌溢价收益，物业管理、商业运营及其他衍生收益，以及地产基金等多元地产金融服务过程中获取的费用收益和业绩提成收益。在轻资产模式下，地产企业不一定充当地产投资人的角色，而是更多充当开发、管理和运营的角色，赚取品牌溢价的同时让渡部分资产升值收益。

在上述金融模式转型的过程中，从“重资产”上释放出来的资本金将被重新配置于经营环节，而非储备环节，此时，效率的意义在于它不仅决定了财务安全状态下的最大扩张速度，还决定了从土地储备中释放出来的资本在新模式下可以创造多高的“潜在回报”，显然，效率（包括经营效率和资本使用效率）越高的企业，在从“重资产”向“轻资产”的转型过程中优势越明显，资本重新配置后的价值创造空间越大。

于是，我们说地产企业“重资产模式”向“轻资产模式”的转型，也同时意味着企业将从“极限发展速度”时代逐步过渡到“效率隐含价值（回报）”的时代，它体现了轻资产时代以效率为核心的风险回报度量。

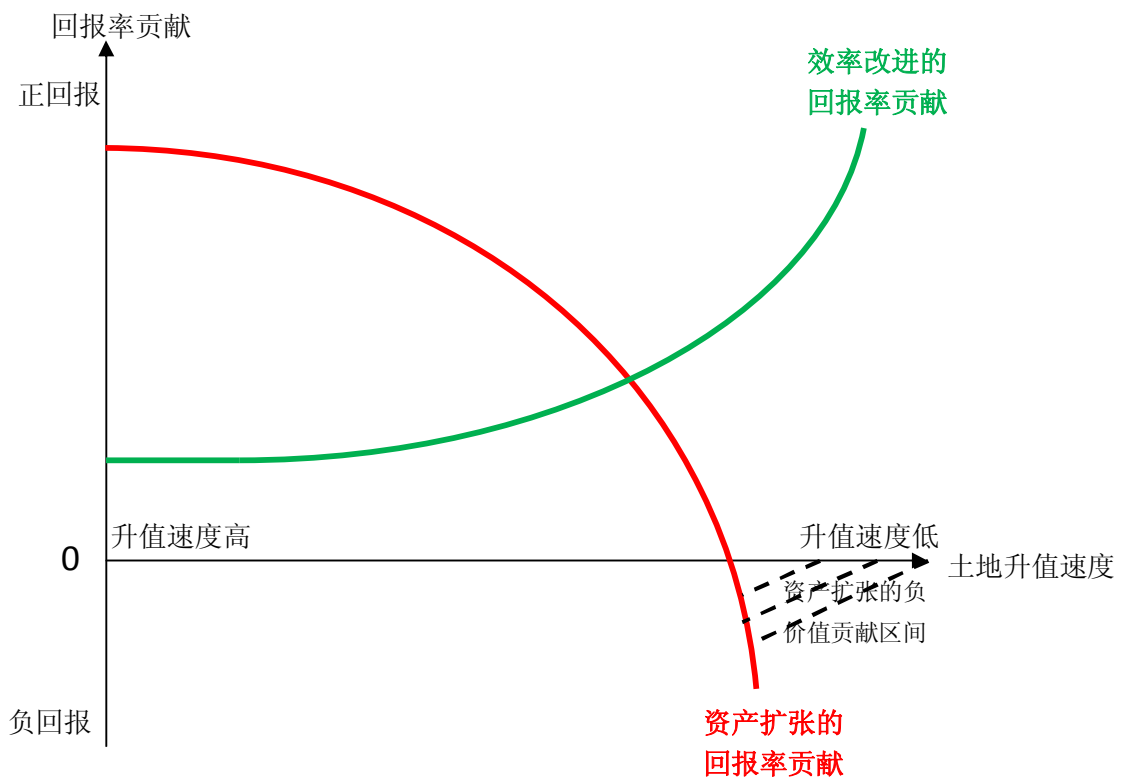


图 2.1 随着土地升值速度的减缓，效率取代资产成为价值的主要贡献者

2. 6 轻资产模式下的“效率隐含回报”

2011年我们提出一个新的指标，“效率隐含回报”，它由企业高峰期/低谷期的周转率、利润率和财务安全底线（净借贷资本比上限）决定，即，假设未来5年中有2年遭遇持续低谷冲击，低谷中销售速度减半，一线城市降价30%，二线城市降价10-20%，在此背景下，企业为应对持续低谷将负债率控制在安全范围内，由此创造的当前经营效率下的净资产回报率即为效率隐含回报。

以保利地产为例，公司繁荣期（2009年）存量资产周转率为0.80倍，营业利润率20%，即，繁荣期总资产回报率可以达到16%水平；低谷中，考虑到公司储备项目中约35%的销售额来自一线城市，45%来自二线城市，20%来自三线城市，我们预期存量资产周转率将降至0.40倍，利润率下降6个百分点至14%；在上述低谷回款能力下，为应对持续调控，公司的净借贷资本比上限，即，财务安全底线应控制在107%以内（公司当前为110%）。据此推算，如果未来5年中有2年遭遇市场低谷冲击，则在财务安全底线范围内、保利地产未来5年平均的净资产回报率为20.9%——我们就将这一回报率水平称为公司的“效率隐含回报”（Efficiency Implied Return, EIR）。

测算结果显示：地产上市公司平均的效率隐含回报率为10.8%，销售额在30亿以上的企业平均为15.4%，其中有近30%的企业回报率在20%以上。

表 2.3：重点关注公司的效率隐含回报及剔除资本成本后的效率隐含价值

	效率隐含的 资本回报率	资本成本	效率隐含 价值	模式定位
SOHO 中国	30.8%	15.1%	15.7%	商业地产开发
中国海外	28.1%	13.2%	14.9%	规模化
龙湖地产	32.3%	18.7%	13.5%	高端化
万科	22.4%	12.6%	9.7%	规模化
荣盛发展	26.4%	17.3%	9.0%	城镇化
苏宁环球	24.0%	17.0%	7.0%	区域龙头-核心区
雅居乐	27.3%	22.8%	4.4%	城镇化
中天城投	20.4%	16.1%	4.3%	保障性住房
保利地产	20.9%	16.9%	4.0%	规模化
滨江集团	20.6%	17.9%	2.7%	区域龙头-核心区
恒大地产	23.0%	21.8%	1.2%	城镇化



仁恒置地	21.5%	21.0%	0.5%	高端化
恒盛地产	22.3%	21.8%	0.5%	区域龙头-核心区
华远地产	14.3%	13.8%	0.4%	区域龙头-核心区
鲁商置业	13.6%	14.0%	-0.4%	区域龙头-非核心
华侨城	14.8%	15.4%	-0.6%	高端化
嘉凯城	13.4%	14.5%	-1.1%	区域龙头-核心区
华润置地	13.3%	15.2%	-2.0%	租售并举
中华企业	14.1%	16.2%	-2.0%	区域龙头-核心区
金地集团	14.0%	16.1%	-2.1%	规模化
宝龙地产	15.9%	18.7%	-2.9%	商业地产开发
绿城中国	18.8%	21.8%	-3.0%	高端化
冠城大通	13.3%	17.0%	-3.7%	区域龙头-核心区
上海复地	13.9%	17.7%	-3.8%	规模化
碧桂园	15.0%	18.9%	-3.9%	城镇化
新湖中宝	10.3%	14.6%	-4.3%	区域龙头-核心区
首开股份	12.9%	17.2%	-4.4%	区域龙头-核心区
佳兆业集团	17.4%	21.8%	-4.4%	规模化
北京城建	13.1%	17.5%	-4.4%	区域龙头-核心区
建业地产	14.0%	18.7%	-4.7%	区域龙头-非核心
融创中国	18.3%	23.1%	-4.8%	规模化
世茂股份	9.9%	14.8%	-4.9%	租售并举
首创置业	16.8%	22.0%	-5.3%	区域龙头-核心区
金融街	9.1%	14.8%	-5.7%	租售并举
花样年	16.0%	21.8%	-5.8%	高端化
中骏置业	16.0%	21.8%	-5.8%	区域龙头-非核心
路劲基建	10.3%	16.7%	-6.5%	规模化
天房发展	8.5%	15.1%	-6.6%	保障性住房
华发股份	9.9%	16.8%	-6.9%	区域龙头-非核心
远洋地产	8.1%	15.3%	-7.2%	规模化
富力地产	14.3%	21.8%	-7.5%	规模化
中国国贸	6.3%	14.1%	-7.9%	投资性物业
招商地产	8.0%	16.0%	-8.0%	规模化
城投控股	4.5%	13.9%	-9.4%	保障性住房
世茂房地产	10.5%	20.0%	-9.5%	规模化
合景泰富	11.4%	22.1%	-10.7%	高端化
深圳控股	9.4%	20.4%	-11.0%	区域龙头-非核心
上实发展	4.8%	16.2%	-11.4%	区域龙头-核心区
合生创展	10.3%	23.3%	-13.0%	规模化
奥园地产	8.6%	23.0%	-14.4%	区域龙头-非核心
重点关注企业平均	15.4%	17.9%	-2.5%	
上市地产公司平均	10.8%	16.3%	-5.5%	



效率隐含回报是公司周转率、利润率和负债率上限的集中体现，反映了公司在财务安全情况下，当前运营效率所能提供的合理回报率。

在多元金融时代，这个回报可以全部是企业股东的，也可以是“私募投资人+企业股东”的整体回报空间，还可以是企业发行信托产品或私募地产基金时能够给予投资人的安全回报上限——换句话说，如果保利地产要发行信托产品或私募地产基金，那么，20.9%的回报率就是它能够提供的安全回报上限（这里说的安全回报是对周期冲击做了充分预估，并将负债率控制在安全底线范围内的回报率，实际中，如果企业突破安全底线、使用更高财务杠杆，回报率会上升，但那是非安全回报，此外，如果调控的实际影响小于预期冲击，回报率也会提高，但那是预期外的收益）。因此，效率隐含回报给出了地产企业使用多元金融工具的空间——显然，安全回报越高，地产企业利用私募市场的能力越强。

但如何才能提高效率隐含回报？

2.7 反“暴利”时代，盈利模式的改变

在不考虑财务杠杆的情况下，回报率是由利润率和周转率共同决定的，利润率可以理解为每100元的投资到项目结束时可以赚多少钱，比如净利润率20%，意味着项目结束时可以赚进25元。而周转率则是从投入100元到收回125元需要多长时间，如果用1年回收（周转率1.0倍），那么1年的投资回报率就是25%，如果用2年回收（周转率0.5倍），那么每年的投资回报率就是12.5%（单利计算），如果用3年回收（周转率0.33倍），那么投资回报率就进一步下降到8.3%了。所以，在利润率受到限制的情况下，如果周转率可以提高，即，通过缩短囤地周期，加速开发和销售进程，那么，实际的回报率不一定降低。

但利润率与周转率之间通常是一种负相关关系，即，提高利润率会降低周转率，这是因为提高利润率一般有两个途径：第一，提升产品定位，其结果是高端项目由于设计装修标准较高，所以开发周期较长，正常情况下，作为一种奢侈品，其销售周期也更长；第二，延长囤地周期，在地价、房价快速上升的背景下，用5年前的土地来建今天的房子，利润率一定会提升，但资金回笼速度减慢。总之，在效率不变的情况下，轻资产模式要求企业在利润率与周转率之间做出权衡。



2.8 周转率对利润率的替代

仍以保利地产为例，公司当前繁荣期营业利润率 20%、存量资产周转率 0.80 倍，效率隐含回报为 20.8%；在此基础上，周转速度提高 5%，可以抵消利润率 7.5% 的降幅，周转速度提高 10%，可以抵消利润率 15.5% 的降幅；反之，周转速度下降 5% 时，利润率需上升 10.25% 才能弥补经营杠杆和财务杠杆的损失，周转速度下降 10% 时，利润率需上升 19.8%（周转率不仅决定了资金回笼的速度，还决定了负债上限，在调控背景下，信贷紧缩提升了资金成本，此时，周转率相对于利润率更加重要，所以，利润率的升幅通常要高于周转率的降幅时，才能维持回报率不变）。

因此，如果加速开发使周转率提高 10%（至 0.90 倍），但同时营业利润率的降幅不超过 15%（3 个百分点），则公司整体的效率隐含回报将上升；反之，如果减缓开发速度（或延长土地储备年限）使周转率降低 10%（至 0.77 倍），那么，除非延长的土地储备期限能够使公司整体的利润率提升 20%（4 个百分点），否则效率隐含回报将降低——即使撇开政策限制和企业责任等问题，土地储备也并非越多越好，它取决于延长的土地储备期限能否贡献足够的利润率。

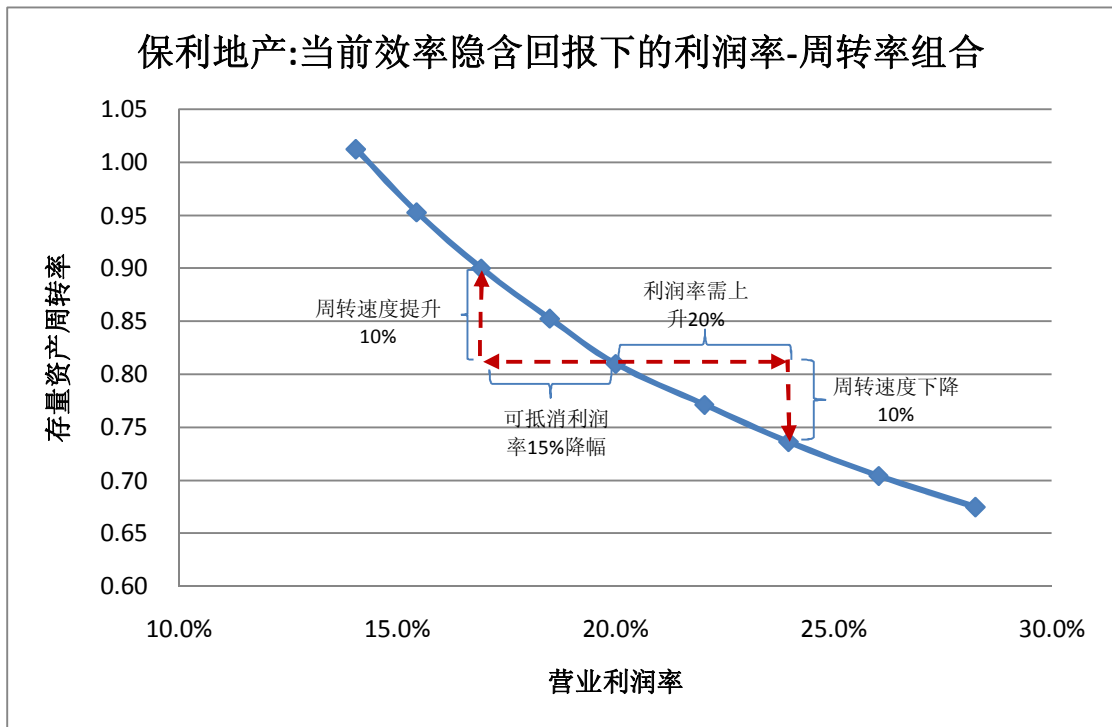


图 2.2 保利地产：当前效率隐含回报下的利润率-周转率组合

周转率对利润率的替代性，还体现为高利润率≠高回报率。以万科和仁恒置地的比较为例，仁恒置地，2009年繁荣期存量资产周转率达到0.50倍以上，预期未来繁荣期周转率0.40倍，比万科低30%，但繁荣期营业利润率可以达到50%水平，是万科的两倍，结果，繁荣期仁恒置地的总资产回报率达到20%，较万科高4个百分点；但2010年频频出台的调控政策使公司销售额下降，存量资产周转率降至0.28倍，预期未来低谷中将进一步降低至0.17倍水平，从而使长期平均的总资产回报率降至14.4%，仍比万科高出2个百分点；进一步，高端定位要求更保守财务策略，在持续调控背景下公司没有净借贷空间，总负债率上限50%，在财务杠杆作用下，仁恒置地的效率隐含回报为21.5%⁴，比万科低1个百分点。

表 2.4 仁恒与万科的回报率比较

回报率	仁恒	万科	差距	原因解析
繁荣期总资产回报率	20.00%	15.60%	4.20%	繁荣期高端地产企业的周转速度快、利润率高
考虑周期因素后的总资产回报率	14.40%	12.10%	2.30%	低谷期高端地产企业受到的销售冲击更大，周期平滑后回报率优势降低
安全财务杠杆下的净资产回报率	21.50%	22.40%	-0.90%	低谷期高端地产企业的资金回笼速度更慢，有息负债空间更小，有效财务杠杆低
剔除风险成本后的效率隐含价值	0.5%	9.70%	-9.20%	高端地产企业不甘于保守财务策略，实际负债率突破安全底线，导致风险成本更高

2.9 回报率的“短板效应”

当然，不同地产企业对利润率和周转率的敏感程度不同，一般来说，地产企业对自己的“相对短板”更加敏感。比如中国海外，由于公司繁荣期营业利润率已高达37%，所以，它对周转率的降幅更加敏感，周转速度减慢10%，需要利润率上升26%（9.6个百分点）才能弥补效率损失；与之相对，以低谷期高周转著称的万科，对周转速度的变动则不那么敏感，周转速度减慢10%，需要利润率上升18.5%（4.4个百分点）来弥补效率损失；而保障性住房占比较高的企业，如天房发展，由于利润率较低，对利润率短板的变动更加敏感，周转速度10%的降幅需要15.6%的利润率升幅来弥补（2.5个百分点）。

⁴ 为了便于比较企业的价值创造潜力，我们剔除了企业间实际税率的差异。



总体来说，高端地产企业对周转速度更加敏感，而中低端定位的地产企业敏感度较低。但也有例外，就是三线城市的地产企业，此类企业通常有较大的表外负债（承诺资本支出），巨额的表外负债压缩了表内负债空间，结果财务杠杆对经营杠杆高度敏感。以荣盛发展为例，公司周转速度减慢 10%，需要利润率上升 24%（5.3 个百分点）才能弥补效率损失，而恒大地产则更依赖于高周转，周转速度减慢 10%，需要利润率上升 29.4%（7.1 个百分点）才能弥补效率损失，反之，周转速度提升 10%，则可以抵消利润率 19.1% 的降幅（4.6 个百分点），这也是为什么三线城市地产企业通常走高周转模式的原因。

表 2.5 部分地产上市公司效率隐含价值对周转率的敏感性

	天房	绿城	万科	保利	龙湖	荣盛	中海	恒大
周转速度减慢 10%时 利润率需上升的幅度	15.60%	17.50%	18.50%	19.80%	21.00%	24.10%	25.90%	29.40%
周转速度提升 10%时 可抵消的利润率降幅	-12.50%	-15.80%	-14.20%	-15.40%	-16.30%	-17.30%	-15.50%	-19.10%

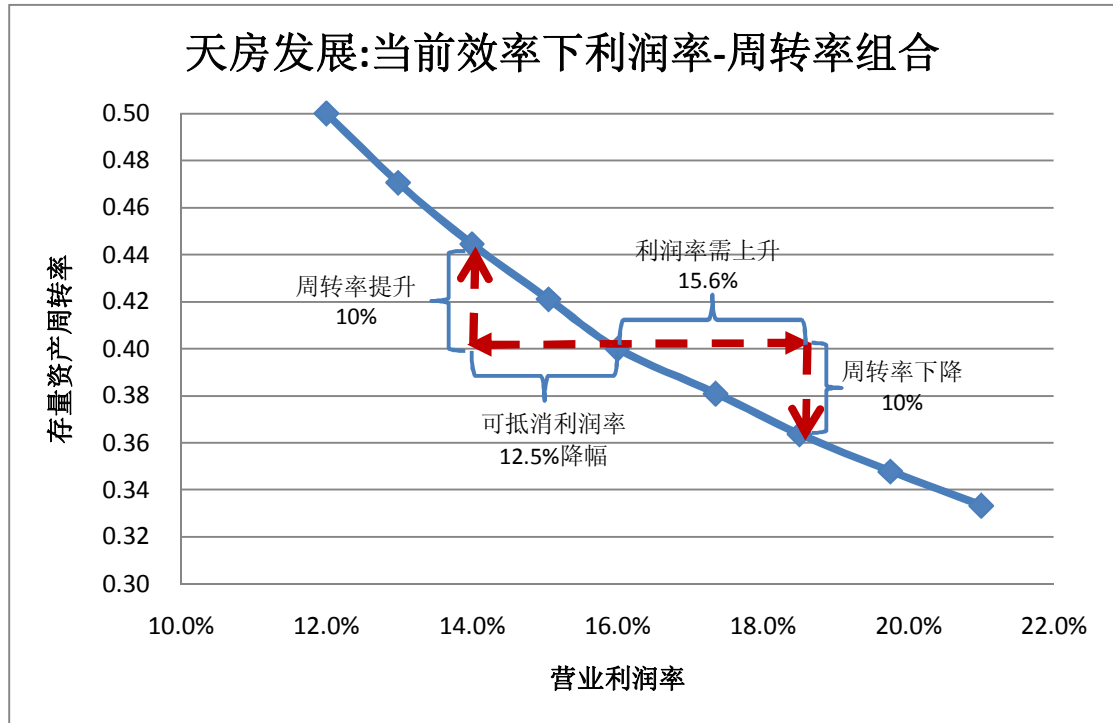


图 2.3 天房发展：当前效率下利润率-周转率组合



2. 10 扩张速度减慢，回报率不一定降低

综上，以往地产企业靠大量囤地获取土地升值收益，在提升利润率的同时降低了周转速度，行业整体的回报率并不高；但在反“暴利”时代，地产行业的利润率上升空间受到限制，囤地成本上升，单纯持有资产的价值贡献降低，企业面临从“重资产模式”向“轻资产模式”的转型。转型过程中，从重资产上释放出来的资本金将被重新配置于经营环节，而非储备环节，结果，资本使用效率的提高弥补了利润率的降低，高效运营公司回报率上升。

所以，重资产模式向轻资产的转型的核心就是通过利润率与周转率的权衡，优化资本使用效率，以达到最优回报率。



（三）多元金融时代地产行业商业模式选择

持续调控背景下，地产企业从关注宏观经济、政策导向，逐步转向对企业自身模式选择和战略定位的反思，在这个过程中，我们对一些似乎已成为行业共识的问题产生了怀疑：利润率高的企业一定更赚钱吗？三线城市的拓展战略在什么情况下才更有效？区域性龙头一定要走向全国吗？住宅开发企业的商业转型中会付出怎样的代价？为了回答上述问题，我们从3个维度将地产企业的商业模式划分为9种，并用效率隐含价值（EIVA）对各种地产模式下最优秀的企业进行了比较分析，结果发现，在当前的市场环境下，潜在价值的创造：

商业地产开发>规模化>城镇化>高端化>保障性住房>区域龙头-核心区>区域龙头-非核心>租售并举>物业投资。

3. 1 地产企业的商业模式：3个维度、9种模式

一般来说，定义一家地产企业的商业模式有三个维度：物业类型、产品定位和区域定位。在此基础上，我们将地产企业的行业模式划分为9种，分别是：规模化、高端化、城镇化、区域龙头-核心区、区域龙头-非核心区、保障性住房、商业地产开发、租售并举、物业投资九类，其中前六类是以住宅开发为主的地产企业，而后三类则是商业地产占比较高的企业，在住宅开发企业中，前三类是全国性布局企业，而后三类则是区域性地产龙头。



表 3.1: 地产企业的商业模式划分

	规模	物业类型	产品定位	区域定位	代表企业	典型企业财务特性
规模化	销售 额>100 亿	住宅开发 为主	大众化	以一二线城市为 主的全国性布局	万科、保利	营业利润率在 20-25%，存量 资产周转率在 0.6 倍以上
高端化		住宅开发 为主	中高端	以一二线城市为 主的全国性布局	仁恒、龙湖、 绿城	营业利润率在 30%以上，存量 资产周转率 0.4-0.6 倍
城镇化	销售 额>100 亿	住宅开发 为主	大众化	以三线城市为主 的全国性布局	恒大、荣盛	营业利润率在 15-25%，存量 资产周转率在 0.8 倍以上
区域龙头- 核心区		住宅开发 为主	综合性	以发达城市为核 心的区域布局	中华企业、华 远、苏宁环球	营业利润率在 30%以上，存量 资产周转率 0.4-0.6 倍
区域龙头- 非核心区		住宅开发 为主	综合性	以三线城市为主 的区域布局	建业、中骏、 华发	营业利润率在 15-25%，存量 资产周转率在 0.5-0.6 倍
保障性住 房主力		住宅开发 为主	保障性住房占 土地储备三分 之一以上	通常是区域性城 投公司	中天城投、天 房发展	营业利润率在 15-20%，存量 资产周转率在 0.3-0.6 倍
商业地产 开发		商业地产 开发	商业地产		SOHO、宝龙	营业利润率在 40%以上，存量 资产周转率 0.4-0.5 倍
租售并举		住宅+商业 开发+持有	住宅+商业地产		华润置地、世 茂股份	营业利润率在 30%以上，存量 资产周转率 0.3-0.4 倍
物业投资		商业地产 持有	商业地产		中国国贸	营业利润率在 50%以上，存量 资产周转率在 0.1 倍以下

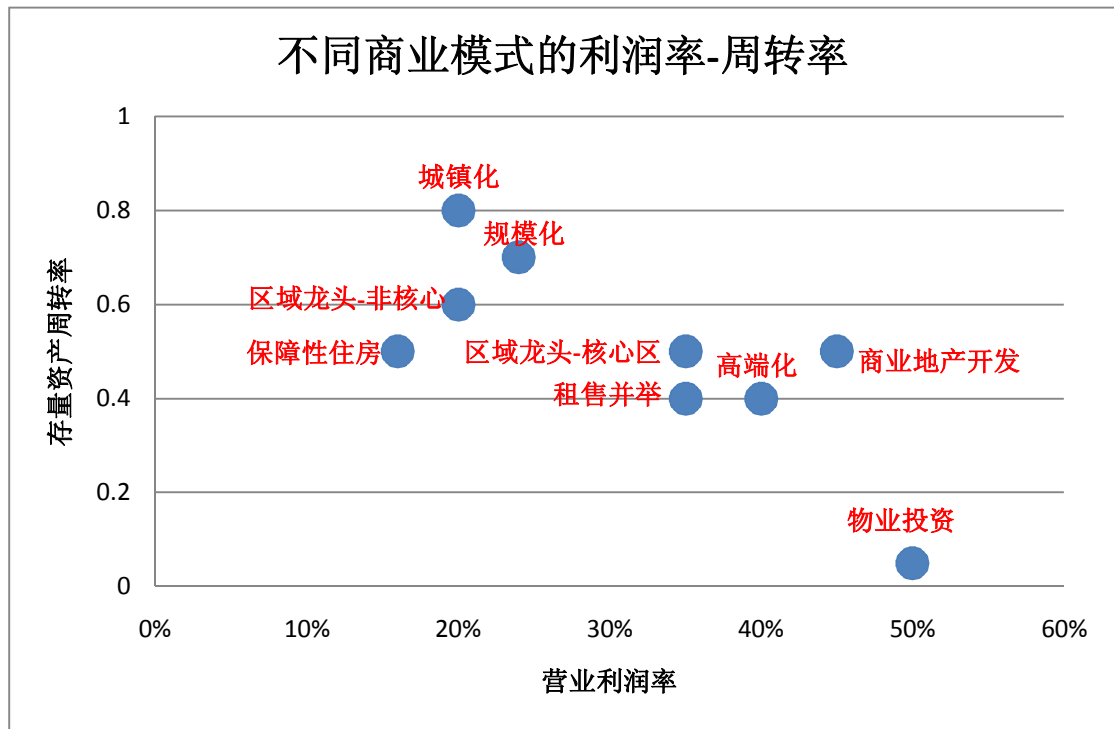


图 3.1 不同商业模式的利润率-周转率示意图



3. 2 当前环境下的商业模式比较

在第二部分我们提出了效率隐含回报的概念，效率隐含回报是公司在安全负债结构下所能提供的安全回报上限，实际中，公司的真实负债可能已突破安全底线，此时净资产回报率提高了，但增加的财务风险会推高投资人要求的风险成本，而从效率隐含回报减去资本成本，就得到了效率隐含价值(Efficiency Implied Value Added, EIVA)。

我们用这一综合了利润率、周转率、周期波动、风险成本和财务杠杆上限的指标对每种商业模式下最优秀的企业进行比较分析，结果发现商业地产开发模式的价值创造高居榜首，其次是规模化模式，效率隐含价值 6.6%，第三是城镇化模式（4.9%），往后依次是高端化模式（4.5%）、保障性住房模式（4.3%）、区域龙头-核心区企业（1.2%）、区域龙头-非核心企业（-0.4%）、租售并举（-2.0%）、物业投资（-7.9%）。

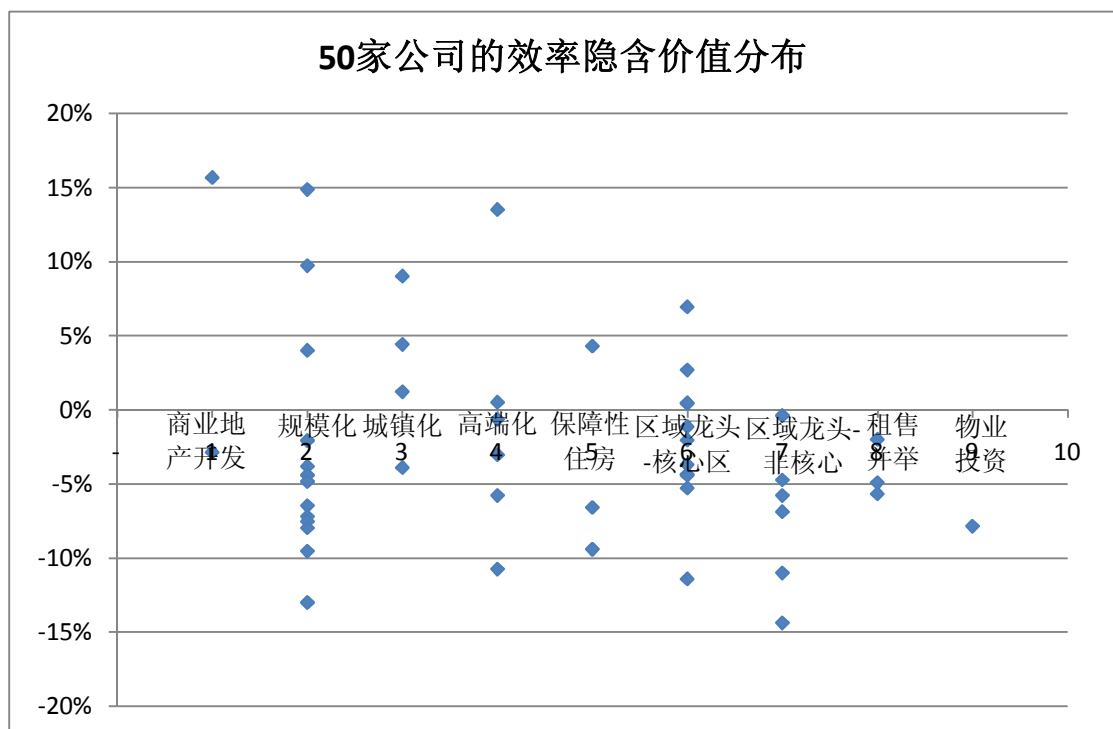


图 3.2 50 家公司的效率隐含价值分布



表 3.2 效率隐含价值的模式比较

	TOP50	TOP20
商业地产开发	6.4%	15.7%
规模化	-2.9%	6.6%
城镇化	2.7%	4.9%
高端化	-1.0%	4.5%
保障性	-3.9%	4.3%
区域-核心	-2.2%	1.2%
区域-非核心	-7.2%	-0.4%
租售并举	-4.2%	-2.0%
物业投资	-7.9%	-7.9%

以上比较结果显示：

- 1) 现阶段商业地产开发模式显著优于租售并举和物业投资模式，所以开发模式向持有模式的转型将在一段时期内付出回报率的代价；
- 2) 最优秀的全国性地产企业优于最优秀的区域性地产企业；
- 3) 在全国性地产公司中，高周转率的企业比高利润率的企业更具优势；
- 4) 在区域性地产公司中，高利润率的企业比高周转率的企业更具优势。

3. 3 规模化 vs. 高端化

规模化和高端化一直是中国地产企业的两类主导发展模式，而且随着土地成本的上升，规模化与高端化出现了相互融合的趋势，即，规模化企业也在拓展高端市场，而高端地产企业也在追求规模化扩张。然而新一轮调控政策的出台，使商业模式的天平倾向了规模化企业。

高端物业的一个特点是其需求结构中投资性需求占比大，对周期波动更加敏感。因此，在地产市场的繁荣期，高端物业供不应求，销售速度快，存量资产周转率甚至会快于规模化企业，如 2009 年，绿城中国以权益销售额计算的存量资产周转率高达 0.78 倍，接近保利地产水平，比万科还高（0.66 倍），高周转再加上丰厚的利润，高端地产企业在繁荣期享受着更丰厚的回报：繁荣期绿城中国的总资产回报率高达 19%，而万科仅为 16%。但在低谷期，高端物业成为调控的重点，受到的销售冲击更大，我们预期绿城中国的存量资产周转率将降至 0.27 倍水平，长期平均的总资产回报率降至 12.5%；与之相对，以刚需为主的地产企

业销售降幅较小，万科低谷中的存量资产周转率仍可以维持在 0.40-0.50 倍水平，长期平均的总资产回报率为 12.1%——考虑周期因素后，高端地产企业的优势缩小了。

进一步，由于高端地产企业面临的周期风险更大，低谷现金回笼速度较慢，相应要求更保守的财务策略：为应对持续低谷，绿城中国的财务安全底线（净借贷资本比上限）为 68%，总负债率上限 63%；而万科的财务安全底线在 100%以上，总负债率上限 74%。财务杠杆的差异进一步弱化了高端物业的优势，在安全底线范围内，绿城当前效率隐含的净资产回报率为 18.8%，而万科则放大为 22.4%，规模化企业优势彰显。

最后，尽管高端地产企业的安全负债空间更小，但实际中，企业通常不甘于更保守的财务策略，而是通过加大财务杠杆来追求扩张速度与资本回报的提升，结果，资本回报率上升的同时，风险成本上升更快。2010 年底，绿城中国的实际净借贷资本比达到 131%，是财务安全底线的两倍，持续低谷中公司将面临较严峻的资金缺口挑战，为此，香港市场投资人将风险回报率（资本成本）的要求提高到 21.8%，高于效率隐含回报，并使效率隐含价值降为-3%；与之相对，万科的实际净借贷资本比仅为 7%，显著低于负债上限，作为财务安全的回报，公司过去 3 年的 BETA 值已降低到 1 倍水平，资本成本 12.6%，对应效率隐含价值 9.7%，效率优势明显。

表 3.3 绿城与万科的回报率比较

回报率	绿城	万科	差距	原因解析
繁荣期总资产回报率	18.70%	15.80%	2.90%	繁荣期高端地产企业的周转速度快、利润率高
考虑周期因素后的总资产回报率	12.50%	12.10%	0.40%	低谷期高端地产企业受到的销售冲击更大，周期平滑后回报率优势降低
安全财务杠杆下的净资产回报率	18.80%	22.40%	-3.60%	低谷期高端地产企业的资金回笼速度更慢，有息负债空间更小，有效财务杠杆低
剔除风险成本后的效率隐含价值	-3.00%	9.70%	-6.70%	高端地产企业不甘于保守财务策略，实际负债率突破安全底线，导致风险成本更高

从以上比较不难看出，调控背景下的高波动降低了高端地产企业的抗冲击能力，降低财务杠杆的同时提高了风险成本，“两头压缩”的结果是效率隐含价值的降低。



实际上，无论是对高价房入市的限制、对地产企业高利润率的问责、对囤地行为的打击，还是反“暴利”政策的酝酿，都意味着政策将限制房地产行业的高利润率模式，而鼓励高周转、大众化定位的商业模式，在此背景下，规模化企业的优势突显，而这种优势集中表现为高经营杠杆推动的高财务杠杆。

3. 4 城镇化模式崛起

一二线城市的限购加速了三线城市地产市场的发展，三线城市正成为中国地产市场的增长主力，我们称之为“城镇化模式”的崛起。

2009年，北上广深及杭州5个一线城市的新房销售额占全国总销售额的26%，二线城市⁵的新房销售额占全国总销售额的39%，三线城市占35%；2010年，一线城市的销售额占比从26%下降到17%，二线城市占比保持在39%水平，三线城市占比则从35%提高到44%。我们预期未来5年，一线城市的新房销售额在全国的占比将进一步降低到15%水平，二线城市保持40%份额，三线城市达到45%。

一线城市在全国地产市场的份额下降9个百分点，三线城市份额上升9个百分点，这一结构变化本身就推动了三线城市地产企业的快速成长，结果在调控背景下，2010年恒大地产的销售额突破500亿，增速达到66%，碧桂园销售额达到330亿，增速42%，而从区域走向全国的荣盛发展销售额也首破100亿，销售增长70%。未来，根据我们的测算，繁荣期无股权融资支持下恒大地产资产的极限扩张速度可以达到63%、碧桂园33%、荣盛发展53%，均高于20%的行业平均水平。

除了总量上更大的增长空间之外，三线城市地产企业在调控中面临的冲击更小。以2011年3月集中成交均价、当前基准贷款利率、2011年预期收入（在2010年基础上增长10%）测算：一线城市的加权平均月供收入比已达到123%⁶，与2009年二季度的历史低点相比，一线城市仍有30%以上的降价空间；二线城市的加权平均月供收入比为60%，与2009年二季度的历史低点相比，有10-20%的降价空间；与之相对，三线城市的月供收入比普遍在30-50%水平，整体发展比较健康，调控冲击较小。

⁵ 我们将北京、上海、广州、深圳、杭州定义为一线城市，二线城市是我们重点监测的36个城市中剔除一线城市的31个城市，其余为三线城市。

⁶ 月供收入比计算时，假设以均价购买一套100平米商品房，首付30%、30年期贷款，首套房为基准贷款利率。



高周转和低波动构成了城镇化模式的价值核心。恒大地产长期平均的效率隐含回报达到 23.0%，在主要地产上市公司中排名第 7，而荣盛发展更高，效率隐含回报达到 26.4%，在主要地产上市公司中排名第 5。

但是，城镇化模式也有风险，由于三线城市的土地政策相对灵活，城镇化模式下企业普遍背负着庞大的表外负债额（承诺支付的土地款和开发款），以恒大地产为例，2010 年末公司已订约但未拨备的承诺资本支出高达 468 亿，相当于公司帐面总资产的 45%，雅居乐已订约但未拨备的承诺资本支出也达到 203 亿，相当于总资产的 29%，碧桂园 120 亿，相当于总资产的 15%，荣盛发展 64 亿，相当于总资产的 30%……上述表外负债侵占了表内负债空间，剔除表外负债后，恒大地产的净借贷资本比上限仅为 2%（不含债券部分），略低于当前 9%的实际净借贷资本比；而荣盛发展 2010 年中期时，实际净借贷资本比也一度达到 84%，接近 89%的上限，2010 年底才下降到 75%的安全水平。

综上，城镇化模式下，地产企业自身的效率隐含回报较高，与规模化企业相当，但表外负债风险与高速扩张诱惑提高了此类企业的风险成本，结果效率隐含价值低于规模化模式，但优于高端化模式。

3.5 区域龙头：发达地区 PK 三线城市

随着地产中心从珠三角向长三角、环渤海和成渝地区的扩散，区域性地产市场的价值在提升，区域性地产企业的销售额也可以做到几十亿、甚至上百亿。

但是，首先，最优秀的全国性地产企业优于最优秀的区域性地产企业，这主要是由于周转率的规模效应显著，导致相同定位下的全国性地产企业通常有着更高周转率，此外，最优秀的全国性企业也是从最优秀的区域性地产企业中走出来的，区域模式的成功复制也证明了企业的经营优势。

其次，在当前环境下，发达地区区域龙头似乎优于三线城市区域龙头。从表 3.4 的数据比较可见，长三角地区的苏宁环球、滨江集团、恒盛地产等，效率隐含价值在 0-7%之间，而其他几家区域性龙头企业的效率隐含价值在 0~7%之间。

以上数据分析似乎得到了一个相互矛盾的结果，即，在全国性地产公司中，我们更看好沿三线城市扩张的城镇化模式，但在区域性地产企业中，核心区龙头企业似乎优于非核心区龙头企业，一二线城市地产企业优于三线城市地产企业。



表 3.4 区域龙头企业的效率隐含价值比较

公司名称	苏宁环球	滨江集团	鲁商置业	建业地产
区域分布	江苏	浙江	山东	河南
繁荣期总资产回报率	21.00%	19.80%	13.80%	13.00%
考虑周期因素后的总资产回报率	14.80%	14.00%	10.20%	10.50%
安全财务杠杆下的净资产回报率	24.00%	20.60%	13.60%	14.00%
剔除风险成本后的效率隐含价值	7.00%	2.70%	-0.40%	-4.70%

之所以产生这一现象，主要是由于地产行业利润率的规模效应不明显，全国性布局的高端化企业，其利润率未必高于那些仅在发达地区布局的区域性地产企业；但周转率却不同，它的规模效应显著，一般来说，区域性地产企业的管理资源通常得不到充分发挥，即使是大众化定位的地产企业，繁荣期存量资产周转率也仅为 0.5-0.6 倍，虽然高于行业平均水平，但较全国性的标杆企业仍有 30% 左右的提升空间，考虑表外负债后，有息负债空间仅与行业平均水平相当。结果非核心地区的龙头企业，在利润率处于天然劣势的情况下，周转率优势又得不到充分发挥，效率隐含回报自然是比不上核心区龙头企业。

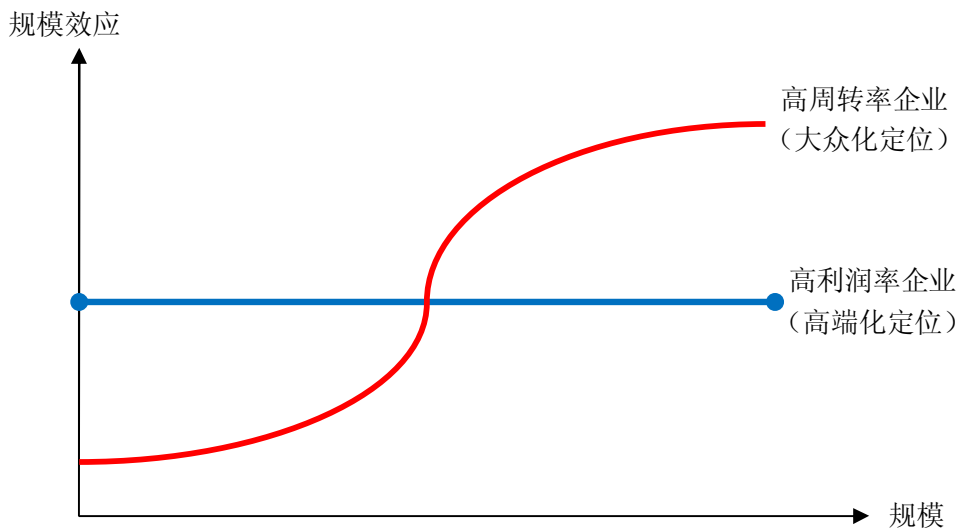


图 3.3 地产企业利润率与周转率的规模效应

以上数据提示我们，高端化模式可以局限在某个区域内，但高周转模式势必走向规模化，换句话说，高端化企业可以不追求规模化，但高周转却无法独立于规模化存在。



综上，三线城市区域龙头企业，当前的模式优势较小，但在规模化拓展过程中具有价值提升的空间。不过，这个空间能否实现受到两个因素的制约，第一是企业是否具备将区域优势进行全国复制的管理能力，第二是企业是否具备平衡规模化扩张中速度与风险的战略理性，效率与理性决定了区域龙头能否成长为全国性的龙头企业。

3. 6 商业地产开发 vs. 租售并举模式

3. 6. 1 商业地产开发模式的“黄金时代”

表 3.2 的比较结果显示，商业地产开发模式超越所有模式，取得了最高回报。为什么？

国际上，投资性物业的估价通常是以租金回报率来测度的（投资物业的公允价值=净租金收益/投资人要求的回报率（资本化率））；但在内地市场，投资物业的估价通常采用比较法，就是参考周边在售楼盘的每平方米单价来确定总转让价格。由于土地成本的高企推高了核心区住宅等物业资产的价格，结果投资性物业的价格也“水涨船高”，出现了“租不如售”的现象——商业地产的当前转让价格中已透支了未来若干年的租金上升空间，而且，随着住宅调控的深化，我们预期未来一段时间内售租比将进一步上升，这就使商业地产的开发处于盈利的黄金期，而商业物业的持有压力增大。

以 SOHO 中国为例，公司当前销售物业的平均价格接近 60000 元/平米，是万科等住宅开发企业销售均价的 3-6 倍，高售价推高了利润率，近两年 SOHO 中国的营业利润率一直保持在 46% 水平，是行业平均水平的 2 倍。地产行业里，高利润率通常意味着低周转率，如住宅领域里，有着同样高利润率的仁恒置地，繁荣期存量资产周转率只有 0.4 倍；但受到商业地产旺盛销售的带动，SOHO 中国 2010 年的存量资产周转率却达到了 0.63 倍，这意味着公司繁荣期的总资产回报率可以达到 28%。

好事还不止这些，由于当前的调控政策主要针对住宅物业，商业地产基本没有受到限购政策和信贷紧缩政策冲击，所以，由调控政策引起的周期波动也比较小。当然，这并不意味着商业地产没有波动，它同样要受到经济周期的冲击，只



是少了调控政策的冲击。但即使假设商业地产开发企业在低谷中与全国性住宅开发企业遭遇同样的周转率和利润率降幅，即，周转率下降 50%，利润率下降 10 个百分点，SOHO 中国的效率隐含回报仍高达 30.8%。与之相对，由于公司的调控风险较小、负债率低，其在香港市场的 BETA 值仅为 1.28 倍，比国有背景的华润置地还低，对应风险成本仅为 15.1%，从而使效率隐含价值达到 15.7%。

3. 6. 2 租售并举模式的转型成本

不过，商业地产开发模式的高回报更多归功于“时势造英雄”，优渥的市场环境并不可持续，售价不可能长期偏离租金回报的正常轨道，而 SOHO 的散售模式也面临着长期中物业管理的瓶颈，因此，商业地产开发公司纷纷提出要从开发向租售并举转型，SOHO 中国也提出未来开发项目中计划保留其中 30% 部分作为自持物业。

但从开发向租售并举的转型并不容易。我们的测算结果显示，就住宅开发行业平均来说，即使投资物业的毛租金回报率能够达到 10%，其在总资产中的占比每提高 10 个百分点也将使公司低谷中的现金回流速度减慢 6%，有息负债空间萎缩 18%（投资物业的升值可能会提高抵押融资空间，但就现金流支撑的融资空间来说，周转速度越慢，财务越要保守，这也是为什么以租售并举著称的香港地产公司普遍将净负债资本比控制在 20% 以内的原因），由此导致开发物业的资产扩张速度减慢 20%、销售额增速减慢 40%、净利润增速减慢 15%。即使考虑投资物业公允价值的变动收益，只有当投资物业年均升值幅度大于 10% 时，利润的增速才不会减缓，但开发物业的资产扩张速度仍会减慢 10%、销售额增速减慢 30%。

以上模拟测算的结果解释了为什么租售并举企业的效率隐含价值普遍偏低。以华润置地为例，尽管租售并举模式下公司繁荣期营业利润率在 30% 以上，但近 200 亿人民币的投资物业拉低了公司的资产周转速度，繁荣期存量资产周转率也仅为 0.42 倍，低谷期更降至 0.21 倍水平，低周转限制了公司的有息负债空间，净借贷资本比上限仅为 43%（当前实际净借贷资本比 52%），效率隐含回报相应降至 13.3% 水平，虽高于行业平均水平（10.6%），但低于我们重点关注企业的平均水平（15.4%），只是由于风险成本较低（15.2%），才将效率隐含价值控制在 -2.0% 水平，在我们重点关注的 50 家地产上市公司中排名第 18 位。而其他奉行租售并



举的地产企业，如金融街和世茂股份，效率隐含回报更低（仅为 9-10%），效率隐含价值在-5%左右。

以上测算的是住宅开发企业的租售并举转型，如果是商业地产开发企业的租售并举转型，转型成本将更高，因为商业地产开发企业已经通过在售价中透支租金上升空间而享受了高利润率（SOHO 中国 46%的营业利润率已经与中国国贸、陆家嘴等出租型企业的利润率相近），所以，租售并举的转型并不会提高利润率，而只会降低周转率。不过，开发部分的高回报能在一定程度上弥补租售并举的回报率损失，整体回报率仍较好。

以 SOHO 中国为例，在毛租金回报率达到 10%的情况下，投资物业在总资产中的占比每提高 10 个百分点，将使公司低谷周转速度下降 7%，有息负债空间萎缩 25%；即使考虑投资物业年均 10%的升值幅度，开发物业的销售额增速也将下降 20%，利润增速下降 8%。如果投资物业占比达到 30%，则效率隐含回报将从当前的 30.8%下降到 23.8%，在风险成本不变的情况下，效率隐含价值相应降低至 8.7%，在主要地产上市公司中的排名降至第 6 位。如果进一步考虑转型初期处于培养阶段的投资物业租金回报率很低，仅能勉强覆盖利息支出，则效率隐含回报将进一步降低至 18%水平，效率隐含价值减低至 3%，在主要地产上市公司中的排名降低至第 10 位。

综上，在当前商业地产售价严重偏离租金回报的情况下，以 SOHO 中国为代表的商业地产开发企业享受着超额回报，与之相对，以华润置地为代表的租售并举企业则由于经营杠杆和财务杠杆的降低，效率隐含回报仅为商业地产开发企业的一半，然而，这是传统模式下租售并举转型过程中的必然代价，新鸿基等香港地产企业也都曾经支付这一代价，除非企业能够借助现代金融工具实现轻资产转型，否则转型成本难以回避。

3. 7 保障性住房的潜在回报空间

3. 7. 1 保障性住房开发：令人惊讶的低周转

1000 万套的保障性住房集合了太多的期待，有关于民生的，有关于经济增长的，更有关于地产市场发展方向与模式选择的。但实际中，保障性住房的整体



表现却并不令人满意,在保障性住房占比较高的几家地产企业中,除中天城投外,其他几家的效率隐含回报均不到 10%。

以天房发展为例,公司约三分之一项目储备是保障性住房,繁荣期营业利润率为 16%,低于行业平均水平(23%),与低利润率相比保障性住房市场并没有提供预期中的高周转率,公司 2010 年的存量资产周转率仅为 0.40 倍(行业平均为 0.37 倍),较标杆企业低了一半,结果即使考虑融资成本优势,繁荣期总资产回报率也仅为 6.4%,低谷期保障性住房虽然平滑了部分市场冲击,但长期平均的总资产回报率仍只有 5%水平。净资产回报方面,相对平滑的周期波动提高了公司的负债能力,净借贷资本比上限可以达到 120%,总负债率上限 73%。借助财务杠杆的帮助,公司效率隐含回报被放大到 8.5%,但仍低于行业平均水平(10.9%)。

其他几家保障性住房占比较高的地产上市公司,如上海的城投控股和西藏城投,营业利润率略高,在 20-25%水平,但周转速度更慢,繁荣期存量资产周转率不到 0.30 倍,效率隐含回报也只有 5-10%水平。

其实,保障性住房市场的低利润率是意料中的事情,但低利润率并不意味着低回报率,与利润率不相称的低周转率才是低回报的根源。而这种低周转率只可能有两种解释:第一,那些高效运营的企业没能参与到保障性住房市场中来;第二,这个市场本身的运营效率过低(资金不到位、融资渠道不畅通等问题延缓了开发进程),以至于参与进来的企业无法充分发挥管理效率。但无论哪种原因,当前的周转效率都太低了。

未来,随着保障性住房的大规模建设,如果能够缩短准备、开发、销售周期,使保障性住房市场的周转率提高 50%(繁荣期存量资产周转率达到 0.60 倍以上,低谷期在 0.40 倍以上),则在当前利润率水平下(与商业项目平均后,营业利润率在 15-20%左右),开发企业的效率隐含回报将能够提高 1 倍,达到 15-20%水平——相对于保障性住房的低风险,这将是一个非常诱人的回报率水平。

以中天城投为例,作为贵州省的城投公司,2010 年公司与地方政府签订了 1000 万平米(约 20 万套)的保障性住房开发计划,上述计划将贡献未来几年预期销售额的 1/3-1/2。公司繁荣期营业利润 21%,并不高,但周转速度较快,2009 年存量资产周转率 0.68 倍,2010 年进一步上升到 0.99 倍,如果公司繁荣期能保



持 0.68 倍周转速度，低谷期维持在 0.50 倍左右，则净借贷资本比上限可以达到 150%水平，总负债率上限 75%，长期中效率隐含回报可以达到 16.3%水平，对于保障性住房企业来说，这将是一个非常好的回报率水平（不过，在签约保障性住房的同时，中天城投拓展了矿业领域，未来能否保持高周转优势，还有待检验）。

综上，保障性住房开发市场的根本问题不是利润率太低，而是周转率太慢，企业无法通过资本的高周转来提高资本的回报率。

3. 7. 2 公租房运营：资金不是问题，回报才是核心

十二五期间，保障性住房的发展思路由以售为主转向以租为主，许多地区公租房将占到规划中的保障性住房总量的六到七成。与保障性住房的开发建设资金相比，公租房运营的长期资金需求成为一个更迫切的问题。

经济适用房、两限房可以通过销售回笼资金，虽然回报率低，但毕竟 2-3 年后可收回投资。公租房、廉租房则不同，以当前市场化租金水平测算，一二线城市的租金回报率不到 5%，公租房的租金水平比市场水平还要低 20%，廉租房更低，这意味着租金回报将不足以覆盖利息支出，更不用说给投资人以合理回报了。所以，公租房的核心不是“钱从哪里来”问题，而是“回报从哪里来”的问题——市场经济下，社会资金的参与必然要求合理的回报，即使是社保资金、公积金，它们作为社会保障体系的重要组成部分，同样有保值、增值的要求。

从国际经验看，如果公租房运营能够提供较同期存款利率高 1-2 个百分点的收益率（当前利率水平下约 6%），不论是以信托形式、基金形式、还是 REITS 形式，都能够吸引巨额民间资本的参与。

提供 6%的回报率有没有可能？答案是：如果土地不算钱就没问题。1.3-1.4 万亿投资建 1000 万套保障性住房，平均单套成本 13-14 万，假设 70%以长期贷款支持，贷款部分享受优惠利率（税后实际利率 4.6%），则要实现股权投资人 6%的年均回报率意味着年租金回报只要达到 6500-7000 元/套就可以，合月租金 540-580 元，对于一二线城市来说，这样的租金水平是可以承受的。

上述回报是以纯粹的保障性住房开发运营计算的，如果能以混合商品住宅的销售收入偿还部分贷款，再加上配套商业物业的经营收益，实际回报率更高，降低租金水平的空间也更大。



不过上述 1.3-1.4 万亿投资中没有包含土地成本，如果土地成本也纳入投资成本范畴，那么租金回报是无论如何也不可能达到回报率标准的。以北京为例，当前的平均房价 25000 元/平，即使剔除 40%的毛利润，含土地的投资成本也在 15000 元/平米，以公租房每套 60 平计算，总投资成本 90 万元，要达到股权部分 6%回报率，年租金需达到 45000 元，月租金 3765 元，这显然已超出了中低收入家庭的承受能力。

所以，公租房建设和运营的核心不是资金从哪里筹措，而是政府让渡哪部分收益以提高投资人的合理回报——保障性住房不谈回报是从政府的角度说的，但对于民间资本必然要求合理的回报，不是暴利，但应该是一个与同期无风险收益率可比的回报率。



（四）模式优势与效率优势

4. 1 模式优势≠企业优势

在第三部分的模式比较中，我们发现现阶段效率隐含价值的创造：商业地产开发>规模化>城镇化>高端化>保障性住房>区域龙头-核心区>区域龙头-非核心>租售并举>物业投资，然而模式的优势并非绝对的。首先，模式的优势是与政策环境和市场环境相对应的，比如，在商业地产租售比严重偏离正常水平的情况下，商业地产开发模式自然优于租售并举模式，但未来随着租售比的正常化，商业地产开发的优势将逐步缩小；同样的，在政策严厉打击投资性购房需求的背景下，规模化模式优于高端化模式，但如果政策的倾斜发生了变化，那么模式的优势也将随之变化。其次，模式的优势不等于企业的优势。相同模式下，高效运营的企业回报率是平均水平的 2 倍。

以龙湖地产为例，高端模式下公司的效率隐含回报达到 30%以上，效率隐含价值 13.5%，在主要地产上市公司中排名第 3，仅次于 SOHO 中国和中国海外，排名在万科之前。公司 2010 年的存量资产周转率达到 0.79 倍，居高端地产企业之首，营业利润率达到 30%水平，较规模化企业高 5-10 个百分点；低谷中，2008 年面临资金缺口的龙湖地产靠大幅降价将存量资产周转率维持在 0.45 倍水平，营业利润率则降低至 14%水平；未来，如果公司能够把低谷周转率维持在 0.40 倍水平，营业利润率维持在 15%水平，则净借贷资本比的上限可以放松到 106%，总负债率上限 71%，由此支撑的效率隐含回报高达 32.2%。

但如果公司低谷降价策略失效，使存量资产周转率降至 0.40 倍以下，则低谷存量资产周转率每下降 5%，有息负债空间缩小 11%，效率隐含回报下降 5%；如果低谷存量资产周转率下降至 0.30 倍，则龙湖地产的净借贷资本比上限将从 106%下降至 49%，效率隐含回报从 32.24%下降至 24.25%，相应地，效率隐含价值从 13.5%降至 5.6%，低于万科、荣盛等企业。所以，模式优势并不是绝对的，效率优势也很重要。

表 4.1: 龙湖地产的效率隐含价值对低谷周转速度的敏感性

低谷存量资产 周转率	净借贷资本比 上限	总负债率 上限	效率隐含 回报	效率隐含 价值
0.40	106%	70.8%	32.24%	13.54%
0.38	94%	69.1%	30.57%	11.87%
0.36	83%	67.2%	28.94%	10.24%
0.34	71%	65.0%	27.34%	8.64%
0.32	60%	62.5%	25.78%	7.08%
0.30	49%	59.6%	24.25%	5.55%

4. 2 效率边界与标杆企业优势

图 4.1 中的红色线是 2010 年地产上市公司的效率边界⁷，即，在相同利润率（模式定位下）有着最高周转率的企业连线。由图可见，效率边界是一条凹向原点的抛物线：在营业利润率 20%时，效率边界上企业的存量资产周转率为 0.74 倍（如保利地产）；而当营业利润率上升到 30%时，效率边界上企业的存量资产周转率降至 0.64 倍；当营业利润率达到 40%时，边界上企业的周转率进一步降低至 0.44 倍；当营业利润率上升到 45%时，周转率降低至 0.30 倍。显然，利润率与周转率之间是一种相互替代的负相关关系，利润率的升高将以周转率的降低为代价，而且，利润率越高的企业，要想进一步提高利润率所需要付出的周转率代价就越大，当利润率达到 40%以上时，利润率提升 10%将导致周转率下降 25%（这与前面论述的回报率对相对短板更敏感的结论一致）。

此外，与 2009 年相比，2010 年频繁出台的调控政策确实一定程度上对地产企业的周转效率产生了负面影响，与 2009 年相比，行业平均的营业利润率水平微升（23%），但存量资产周转率的均值却从 2009 年的 0.45 倍下降到了 2010 年的 0.37 倍，降幅 18%，相应地，效率边界也向左下方移动了 15-20%，我们预期在持续低谷中，效率边界将进一步向左下方移动。

但即使如此，优秀企业的周转效率依然很高，以行业平均营业利润率水平 23%为例，效率边界上企业的周转速度可以达到 0.72 倍，较行业平均水平高出近 1 倍；而我们重点关注的 50 家地产上市公司，2010 年平均的效率得分也仅为 6.2 分（效率边界上的标杆企业为 10 分），较标杆效率仍有 30-40%的提升空间。

⁷ 为了便于比较，我们在计算效率边界时剔除了 SOHO、宝龙等商业地产开发企业。



以上数据显示，在商业模式、金融模式都不变的情况下，仅通过管理效率的提升，地产行业整体的潜在回报率仍有 1 倍的提升空间，规模较大的企业也有 30-40%的提升空间；从另一个角度看，同样的商业模式下，不同企业的潜在回报率可以相差 1 倍多，这再次证明模式的优势不等于企业的优势，而在多元金融时代，当关注的焦点从扩张速度转向风险回报时，具有效率优势的企业无疑将获得更多资源。

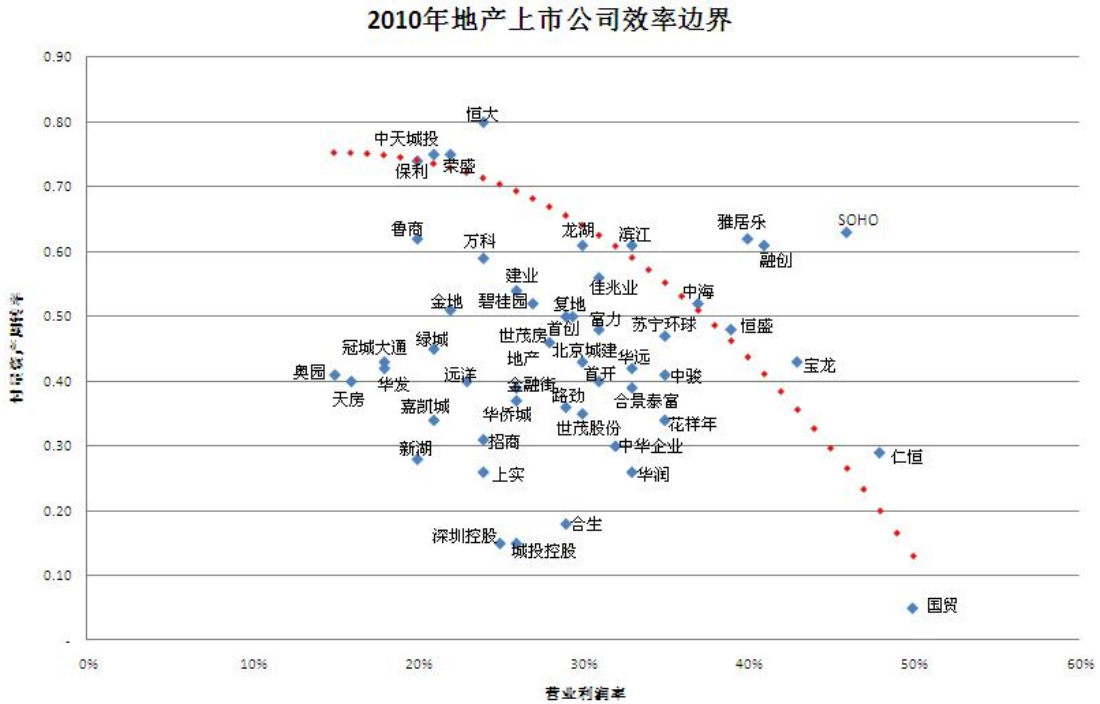


图 4.1 2010 年地产上市公司效率边界



（五）风险成本的控制

5. 1 风险成本的历史痕迹

效率隐含回报是对企业安全回报的度量，实际中，一些企业为提升扩张速度、提高净资产回报率（ROE），会选择提高财务杠杆、突破安全底线，结果，在扩张速度和 ROE 提升的同时风险成本上升更快。

在香港，那些曾经出现过资金缺口的地产企业，系统性风险的度量值 BETA 普遍在 2 倍以上，有些甚至高达 2.2 倍，由此推算的股权资本成本较市场平均水平高出近 10 个百分点，达到 20% 以上，净资产价值（NAV）折价 50% 以上；而且，即使这些企业当前财务状况改善了，历史的“痕迹”也不会在短期内消失，高风险的形象会保留在市场记忆中，使高资本成本、高折价的现象持续数年时间。

A 股市场的地产企业要幸运一些，投资人对风险的敏感性普遍低于香港市场，地产企业的 BETA 值最高也只有 1.5 倍，而且投资人只对当前财务状况敏感，对历史风险的记忆时间较短。但即使如此，当前净借贷资本比在 70% 以上的地产企业，BETA 值也几乎都在 1.3 倍以上，对应资本成本较市场平均水平上升 3-5 个百分点，达到 15-18%。

5. 2 上市公司平均的风险回报低于风险成本

高风险成本使得许多企业的效率隐含回报低于风险成本：上市公司平均的效率隐含回报为 10.8%，资本成本为 16.3%，效率隐含价值为 -5.5%；而我们重点关注的 50 家公司平均的效率隐含回报为 15.4%，平均资本成本 17.9%，效率隐含价值为 -2.5%。

效率隐含价值为负数，意味着企业在长期中将失去股权融资空间，包括公开市场的股票融资空间和私募市场的基金融资空间，而股权融资空间的丧失最终会影响企业的长期增长：A 股市场地产企业过去 5 年的总融资额相当于期初（2006 年初）总资产的 59%，相当于期初归属母公司权益资本金的 1.6 倍，上述股权融资空间又推动企业极限发展速度提升 50-100%。未来，多元金融空间将在一定程



度上替代股票市场融资和其他融资渠道，而多元金融空间的创造同样要求回报率高于风险成本。所以，从长期看，财务安全的企业扩张速度并不一定慢。所谓扩张速度与风险成本的权衡，其实是短期扩张速度与长期扩张速度的权衡。

表 5.1：地产企业过去 2006-2010 年股票市场融资规模

	股票市场总融资额	期初总资产	期初归属母公司权益	总融资额/期初总资产	总融资额/期初归属母公司权益
万科	142	220	83	65%	171%
保利	171	80	10	213%	1799%
金地	87	66	27	132%	318%
招商	97	89	38	109%	258%
中海	25	251	111	10%	23%
华润	93	178	81	53%	115%
A 股地产上市公司平均	1918	3237	1168	59%	164%



(六) 总结：提升多元金融空间的四要素

企业的效率隐含回报与风险成本之差（我们称为效率隐含价值）决定了多元金融的空间，它由四个因素决定：商业模式选择、金融模式选择（或称之为资本使用效率）、经营管理效率、和风险成本控制。

在商业模式定位方面，当前调控环境下，商业地产开发>规模化>城镇化>高端化>保障性住房>区域龙头-核心区>区域龙头-非核心>租售并举>物业投资。但模式的优势并非绝对的，市场环境和政策环境的变化会改变模式间的相对优势；此外，模式的优势也不等于企业的优势，在既定模式下，企业仍可以通过管理效率的提高和资本效率的优化来提高效率隐含回报，通过风险成本的管理来降低资本成本，进而提升效率隐含价值。

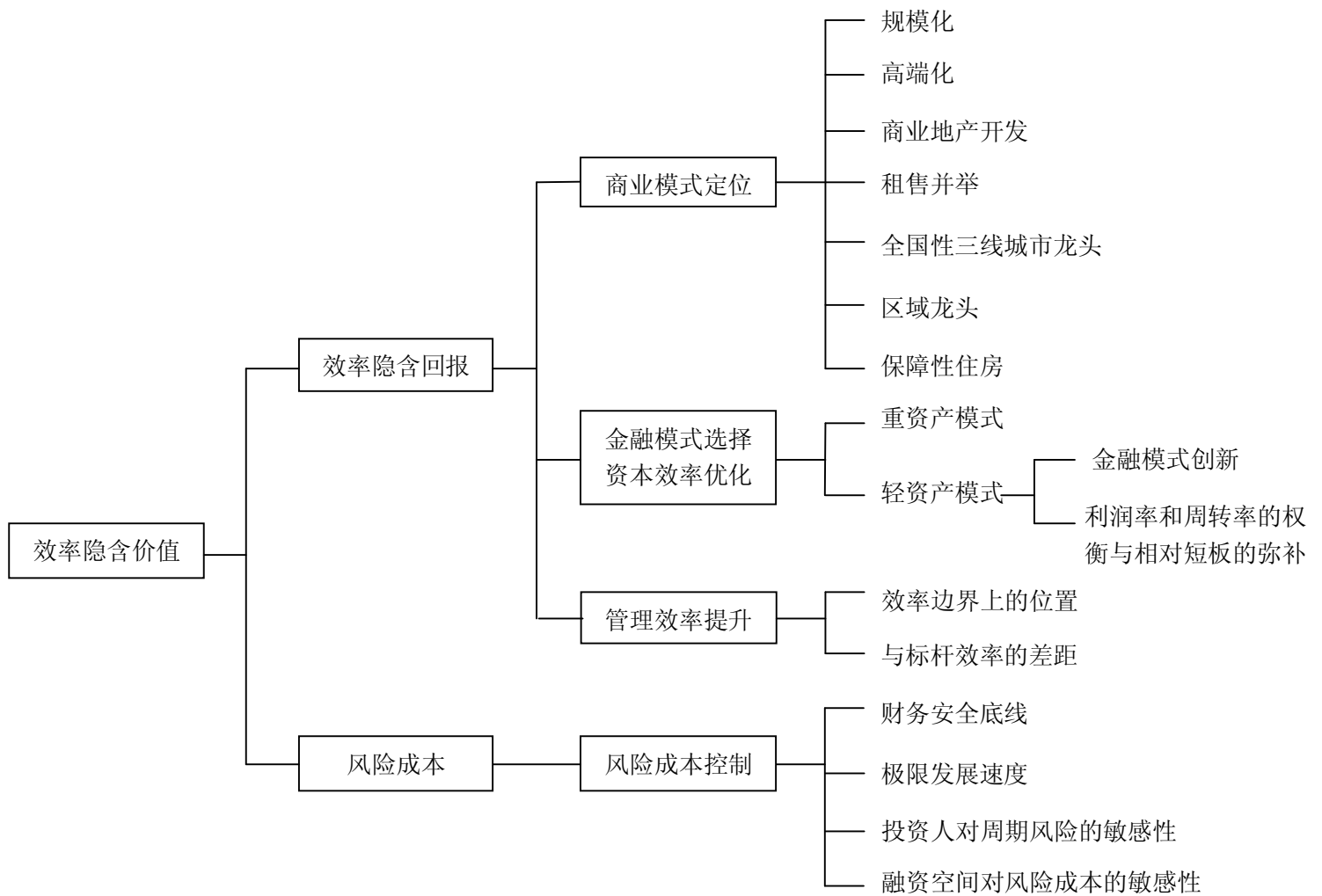


图 6.1 效率隐含价值的因素分解