

明辨地产公司 NAV 估值法

对地产公司使用NAV估值法盛行，已大有取代PE、PB一统天下之势！但细致研究发现，资本市场并未完全随之起舞，既有NAV溢价的公司，也有NAV折价的公司，这究竟是为何呢？

本刊特约研究员 杜丽虹/文

但资本市场对于首创的变化同样没有给予充分认同，市净率不到 1.5 倍，5.85 元的股价相对于公司 2007 年的预期 NAV 折价 6%，相对于公司 2008 年的预期 NAV 折价 22%！

此外，绿城中国在上市一年时间内土地储备增加了一倍，从 800 万平米上升到 1600 万平米，是 2006 年实际销售面积的 20 多倍。在以 35 亿元高价夺得杭州地块后，绿城中国次日即被穆迪调低评级展望，从“稳定”降至“负面”，并遭受淡马锡全面抛售。在绿城宣布将进一步增加在上海的土地储备后不久，花旗将其评级由“增持”调低至“持有”，而 13.56 元的股价更是较 2007 年预期 NAV 折价 28%，较 2008 年预期 NAV 折价近半！

与上述企业的 NAV 折价相反，同是香港上市公司的碧桂园，9.72 元的股价较 2007 年预期 NAV 溢价 98%，富力地产 33 元的股价较 2007 年预期 NAV 溢价 62%，较 2008 年预期 NAV 溢价 32%，华润置地 18.54 元股价较 2007 年预期 NAV 溢价 48%，较 2008 年预期 NAV 溢价 17%……

在 A 股，尽管由于牛市行情，多数地产公司都是 NAV 溢价的，但溢价幅度却有很大差异。万科 31.55 元股价较 2007 年预期 NAV 溢价 124%，较 2008 年预期 NAV 溢价 85%，栖霞建设 21.4 元股价较 2007 年预期 NAV 溢价 17%，较 2008 年预期 NAV 溢价 -4%，而华发股份、金融街当前股价相对于 2008 年的预期 NAV 则是折价的。

为什么有的地产公司是 NAV 溢价

的，有的公司却是 NAV 折价的呢？相同的土地储备为什么有不同的资本市场评价？

NAV不是价值决定因素

图 (1) 和图 (2) 分别是 A 股和香港上市内地股的 NAV 溢价情况。由图可知，不同企业的 NAV 溢价率差异非常大。

可见，NAV 并不是企业价值的决定因素，它甚至不是企业价值的底线：对于那些激进扩张、存在资金链断裂风险的企业，当前土地储备的价值可能不

接近 8 倍)，而每平米土地储备的折现收益在资本市场上可以获得 100% 以上的溢价——在高溢价的支撑下，企业可以利用资本市场的贴现功能来实现高速扩张。

与之相比，金融街每平米土地储备的折现收益只能换取 15% 的资本市场溢价（相对于 2008 年的预期 NAV 甚至是折价的），资本市场的贴现放大效应很弱。

从某种意义上讲，此时企业的股权融资行为，就相当于把当前持有的土地资产与应收账款按票面值抵押给了股票

投资人，而股权融资的作用也仅在于解决了宏观调控下银行贷款难与预售难的问题。

至于首创置业，每 1 元钱投入，在资本市场上只能支撑 1.5 元的市值，每平米土地储备的折现收益非但不能获得资本市场的溢价，还要被折价 10% 以上。

此时，企业的股权融资行为是在透支未来的收益，非但不能加速扩张，

长期看将由于股权的过度稀释而减损企业的扩张潜力。实际上，包括深圳控股在内的一些 NAV 折价严重的公司，已经开始考虑出售部分土地资产来融资，因为这些土地在产品市场的估值甚至高于在资本市场的估值。

NAV 溢价的公司，越扩张越轻松；而 NAV 折价的公司，越扩张资产负担越重。那么，如何才能打造 NAV 溢价呢？■

（备注：为了统一地价预期和折现标准，本文中 NAV 数据均取自中金公司三季度房地产投资策略报告；文中股价均为 11 月 30 日的收盘价）



周晔 绘

能顺利实现，真实价值是 NAV 价值的折扣；而对于那些有品牌和管理能力的地产企业，持续经营的价值要远远高于当前项目的贴现价值。

NAV 所不能反映的品牌、能力和商业模式，才是企业真实价值的决定因素。

NAV溢价的影响

相同的 NAV，资本市场给予了不同的评价，而这种评价又进一步影响了企业的发展潜力。万科投入 1 元钱，在资本市场上可以卖到 8 元（万科市净率

它们如何赢得 NAV 溢价？

NAV溢价可能来自于高周转，来自于深耕细作，或者来自于二线城市价值释放……虽然途径各异，但核心只有一个：提高单位土地的价值创造

本刊特约研究员 杜丽虹 / 文

要 回答这个问题，必须先回答下面的问题，即在 NAV 溢价率排行榜上，大型地产商常常名列前茅，这是 NAV 溢价的原因，还是 NAV 溢价的结果？在房地产上市公司中，到底是先有资产规模，还是先有 NAV 溢价？

如果先有规模，后有溢价，那么，增加土地储备就成为企业做大的唯一路径，而企业也必须忍受规模扩张中的折价痛苦；如果是先有溢价，后有规模，或者规模与溢价之间并不存在必然的联系，那么，对于那些成长中的企业，就有了另一条相对“轻松”的扩张路径了。

那么，NAV 溢价究竟从何而来？NAV 溢价可能来自于高周转、可能来自于深耕细作，也可能来自于二线城市的价值释放……NAV 溢价的创造途径各异，但核心只有一个，就是提高单位土地的价值创造。

而这种创造并不来自于土地自身的升值收益，因为在市场化环境下，可预见的土地升值已经隐含在今天的价格中了，而不可预见的土地升值，则隐含着地价波动的风险。NAV 溢价来自于由企业能力保障的增值收益，可能是高周转下资本效率的提高，可能是品牌的溢价；但不是盲目的资产扩张。

在规模与溢价之间并不存在必然的

联系，也许你可以坚持先创造规模再创造溢价的增长模式，但显然，先有溢价后做规模的企业会成长得更加轻松。

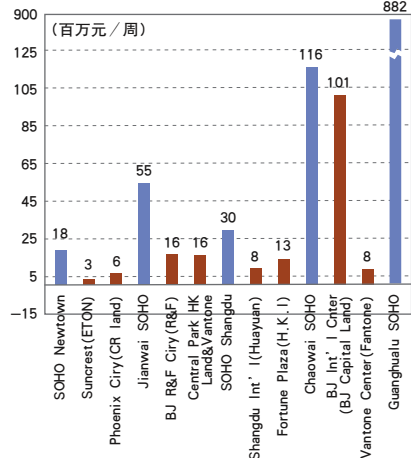
SOHO 中国：“轻盈”+ 散售，提高周转率

SOHO 中国在香港上市创造了一个地产奇迹：100 多万平米的土地储备创造了近 500 亿港元的市值，融资额甚至超过了有 4000 多万平米土地储备的碧桂园——SOHO 中国 1 平米土地储备卖出了 30 平米土地储备的价格。

“轻盈公司”

10 月 8 日，SOHO 中国在香港公开

图1：SOHO 与其他地产项目销售速度比较



发售获得了 169 倍认购，冻结资金 2186 亿港元，超过一半的香港股民认购。此次发行公共股份包括超额配发股份（绿鞋）共 17.82 亿股，融资额达 19 亿美元，比碧桂园还多了一点。

据高盛评价，这是中国第二大的房地产企业 IPO，亚洲第一大、世界第三大的商业地产 IPO。而 SOHO 中国上市首日就获得了 489 亿市值，考虑到当时 SOHO 中国只有 132 万平米的在建项目储备，SOHO 上市时每平米土地获得了 3.7 万港元的市值，是同期碧桂园每平米土地储备市值的 8 倍，是首创和富力的 30 多倍。

答案就在 SOHO 中国上市时高盛的定义里：SOHO 中国是一个没有多少土地储备，但却能持续创造高利润的公司。

2007 年以前，SOHO 中国几乎从来不持有土地储备，潘石屹从不把资金投入大量土地的囤积中：与其等待土地升值，他宁肯花高价拿地，在资金上快进快出，快速滚动，通过提高资金周转率来提高回报率。

在土地出让金不能分批缴纳后，潘石屹就改用了“鸡蛋换粮票”的协议转让模式，从华远地产手里接下了尚都四期，从首创手里拿下了三里屯项目，此外还有光华路的 SOHO 项目和前门项目也都是协议转让换来的。协议转让的优

势就在于快，很多棘手的问题在土地一级市场里已经得到解决了。

SOHO中国的另一位大当家张欣把自己的公司定义为一家“轻盈的公司”，其实，轻盈的核心在于“快”，借助预售模式、凭借潘石屹的个人品牌，SOHO中国创造了中国商业地产高周转的奇迹。

散售模式，提高周转

从第一个项目建外SOHO开始，潘石屹就采取了分批招商的预售模式，按照当时的政策，开

发商可以分批缴纳土地出让金，交多少钱就办理多少预售证，潘石屹第一次开发只凑足了20套房子的土地出让金，靠这20套房子，建外SOHO的项目滚动起来了。

此后，SOHO中国又率先建立了帮助客户安排贷款的信贷部和销售人员的末位淘汰制，而潘石屹自己更是频繁在各种媒体上亮相，从而拥有了一批忠实的“粉丝”——2004年-2006年，潘石屹连续三年被评为中国地产界最具影响的十大人物之一，2005年被《财富》评为中国最具影响的25位企业家之一——潘石屹就像SOHO中国的名片，所到之处都会有大批的个人投资者蜂拥而至，而这种个人品牌效应保证了SOHO中国的预售模式顺利推行。

至于SOHO中国所标榜的商务地产“散售模式”，潘石屹把它归功于他的“杂碎”哲学。张欣说这是建筑上的创新，但其实，这不过是SOHO中国加快资金周转模式的必然选择。

以往的商务地产，要不就是整栋楼出售给境外的机构投资人，要不就是以出租模式慢慢回收资金。但整栋出售模

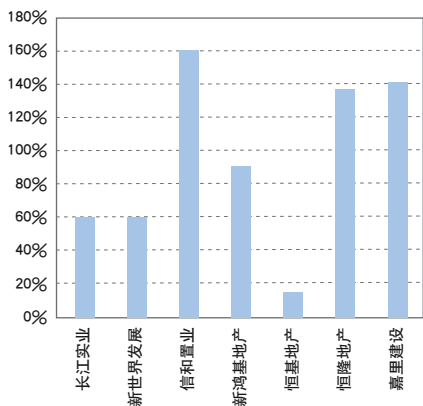


土地储备很少的SOHO中国，凭借“抄底拿地”和“散售”模式，实现了投入资本的快速周转。

图2：SOHO与其他地产项目销售速度比较



图3：SOHO与其他地产项目销售速度比较



式，由于交易资金规模巨大，买方的决策程序通常非常慢，还要受到国家对境

外资金开放程度的限制。潘石屹就曾因为一家新加坡投资公司的决策太慢，而在对方付款前一刻决定终止合作。而出租模式的投资回收期就更长了，通常要十几年甚至几十年才能回收。

在这种情况下，潘石屹提出了商业地产的散售模式，将销售对象锁定为那些有投资需求的富裕个人，并亲自带队去山西向煤老板们兜售。有着明星表演和潘石屹的博客连击打前站，2005年，潘石屹两进山西带回了7亿元订单，目前山西已成为SOHO中国仅次于北京的第二大客户源，占总客户数的15%。

为什么说散售不过是为了加速周转，并非建筑或哲学的创新呢？因为潘石屹并不排斥整栋楼出售，SOHO中国的很多项目在开盘前也都有机构来谈整体购买，而潘开出的唯一条件就是对方的决策必须快，他并不给机构任何多余时间：“我们准备好散售前就是要求对方拍板的最后时刻，从不多等一天。”

散售模式的成功进一步缩短了SOHO产品的销售周期，它使SOHO中国用住宅地产的销售速度创造了商业地

产的高利润。尽管没能分享土地升值的收益，但 SOHO 用一年的时间实现了别的商业地产开发商十几年才能实现的收益。不仅如此，高周转还让仅有一百多万平米土地储备的 SOHO 中国在 2000 年—2005 年登上了北京房地产销售收入冠军的宝座。

这种快速销售模式，让 SOHO 中国在单位土地上创造了更高的收益，从而在资本市场上获得了更高的溢价：SOHO 中国一块土地储备的价值相当于同在北京的首创置业一块土地储备价值的 30 倍，是同样在内地经营商业地产开发的世茂房地产的 9.5 倍。

至于先有土地规模还是先有溢价？潘石屹自己的体会最真切：“中国更像美国，土地问题并不是核心问题，关键的是品牌和商业模式，房地产公司的未来持续能力在于土地储备价值的持续供应能力，而不仅是土地面积的供应能力。”

其实，品牌和商业模式的溢价不仅表现在资本市场上，更表现在产品的销售过程中，SOHO 中国用轻资产的战略、散售的商业模式和潘石屹的品牌效应，加速了资金的周转，用相同的资本建了更多的房子，在单位土地上创造了更高的价值，而资本市场只是对这种价值的贴现确认。

SOHO 中国成功上市了，手里有了钱也开始财大气粗的囤地了，庆功宴当天晚上，很多人抱着土地项目资料来找潘石屹。据说，今天 SOHO 中国的土地储备也够它未来五年开发的了，而前门天街项目更是一场一掷千金的赌注，“杂碎”的模式在纪念碑旁的应用受到了很大限制，未来 SOHO 中国能否保持其曾经的“速度”溢价，还需拭目以待。

亿城股份：深耕细作，提高单位土地回报率

如果说 SOHO 中国是以“快”创造

了溢价，那么，在 A 股，万科、保利、金地等地产大腕包围中，唯一一家没什么土地储备却有着较高 NAV 溢价的地产企业——亿城股份则是凭借其精耕细作的深掘而获得资本市场关注的。

以 2007 年 11 月 30 日的收盘价比较，亿城股份股价较 2007 年预期 NAV 溢价 55%，较 2008 年预期 NAV 溢价 30%，高于金融街、华发股份、陆家嘴等。

作为一家由酒店转型的地产企业，亿城规模不大，但一直受到投资人关注，主要原因是它的万城华府项目。万城华府地处京西万柳地区，由于条件限制，该项目的容积率必须在 1.0 以上。

一般来说，这样的容积率是很难建造别墅的，但亿城却利用借景的安排在这样一个密集的地块上建成了一座“城市别墅”，开盘售价达到 1.5 万元，比周边地区其他楼盘的售价高出一倍，此后售价一路上涨，目前售价达到 3.6 万元/平米，被评为 2005 年度中国地产金砖奖。亿城也因此获得了国务院发展研究中心和清华大学主办的“财富创造能力 (EVA) 十强”称号，及 2005 年度中国房地产百强开发企业“成长性 TOP10”。

随着亿城华府项目的结算，公司主营业务利润率从 2004 年的 11.75% 上升到 2006 年的 2007 年第三季度的 35%，净资产回报率从 2003 年的 7.32% 上升到 2007 年的 20% 以上。通过深耕细作亿城提高了单位土地的回报率，也因此获得了资本的溢价。

目前，亿城股份主要沿两条主线发展，一是消费升级类的“华府”系列，亿城股份想把它在万城华府上的经验移植到其他项目上去，如此次增发融资的项目西山华府。另一类则是民生类产品“亿城新天地”，包括一些经济适用房和小户型项目，亿城希望通过开发这些项目来加速资金周转，解决高负债问题。

这两条路能否走下去，尤其是万城的经验能否在“华府”系列里得到拓展，将成为亿城溢价能否维持的关键。

恒隆地产：控制成本，提高单位投入回报率

恒隆地产是一家香港地产公司。在香港地产界，恒隆的规模并不是最大的，无法与长实、新鸿基等地产巨头相比，但从图 3 可以看出，恒隆的 NAV 溢价却要高于后者，为什么？

与一些内地地产商激进的扩张策略不同，经历过香港地产危机的恒隆掌门人陈启宗相信：现金流和低负债是地产商在高波动地产周期中“活命的根本”，而高价囤地则是开发商在透支未来的财富。

1992 年，恒隆率先进军内地房地产市场，在上海投资兴建了恒隆广场和港汇广场，成为上海的标志性建筑。目前，港汇广场日人流量 52 万，两个项目年出租回报率都达到 20%。

在上海尝到甜头的陈启宗却是最早明确退出上海的地产商。2005 年，陈启宗公开表示今后将不再增资上海，而是转向天津、沈阳、济南、无锡、长沙、南昌等二线城市，因为那里的地更便宜。陈启宗的想法是，要在每个城市最繁荣的地段兴建 1-2 个像港汇一样的综合商业区，把一个城市的商业活力在一小块地上集中释放。

按照陈启宗的计算，这些二线城市虽然综合经济实力不及上海、北京，但它们更容易形成集中的商业区，而集中释放的消费力也是相当可观的，再加上较北京、上海等地更便宜的土地成本，单位土地所创造的收益价值不容小视。

其实，早在亚洲金融危机之前，恒隆就已经在小心控制它的地价成本了。金融危机前，在别的开发商大量抢地的时候，恒隆非但没有买进一块土地，反而趁地价高涨之机卖出了一块土地，套现了 20 亿港元。丰厚的现金储备让恒隆安全度过了亚洲金融危机，并在危机之后别人资金链断裂、楼价一落再落时，开始适时收购。

控制土地成本，提高单位投入的回报率是恒隆高 NAV 溢价的来源。■