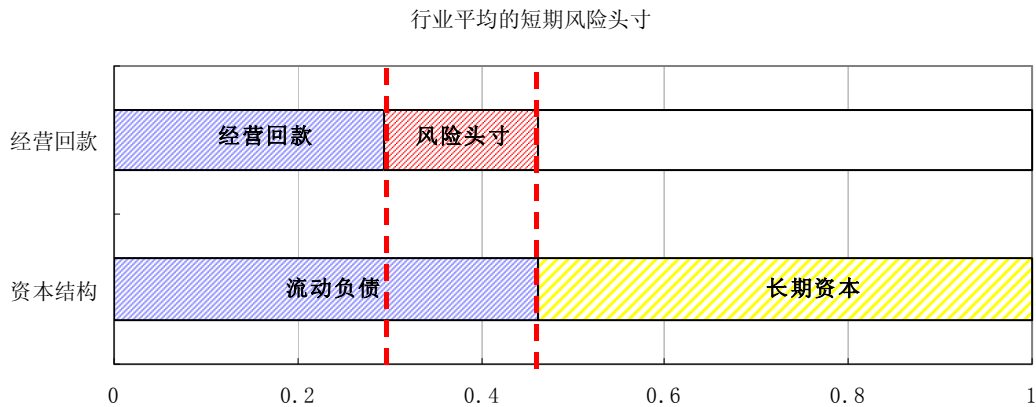


地产企业：低周转率下的短期风险头寸

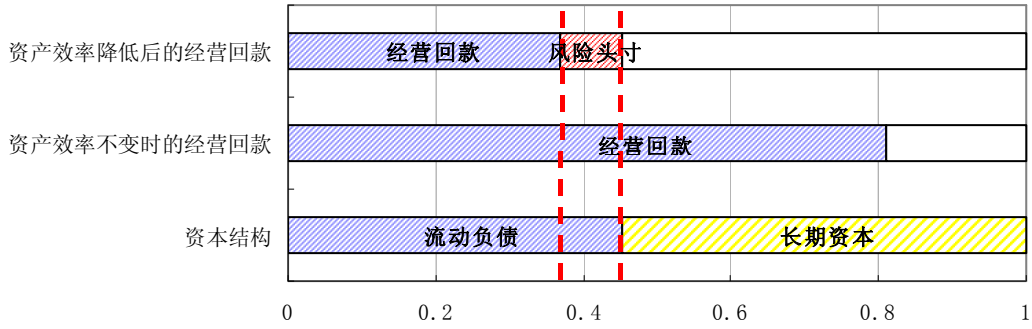
股权融资推动了存货和资产的快速增加，然后是收入和利润成倍增长，而且，在当前高市盈率水平下，净资产回报率只要超过 2~3%就可以推动每股收益上升——股权融资确实加速了企业增长。但股权融资下，地产企业更加激进的土地储备使资产的增重超过了效率的提升，存量资产周转率由此下降，导致一年内到期的流动负债与一年内经营可产生的现金流之间的差距越来越大，企业短期风险头寸扩大，此时，一旦政策或其他因素冲击银行短期贷款和销售预售款的续借，企业将面临资金链断裂的危机——存量资产周转率的降低对于高度依赖于短期融资的中国地产企业是危险的一步，它使企业的短期风险头寸扩大，抗击短期金融政策和行业政策的能力降低，资金链变得更加脆弱。

股权融资并不能从根本上解决中国地产企业短债长投的问题，资产与负债的期限结构匹配才是决定房地产企业长期安全的核心因素，它要求企业每年到期的短期债务应与存量资产产生现金流的能力相匹配，从而在短期资金链无法延续的情况下，企业仍能安全度过——资产与负债的期限结构匹配就意味着上市公司的流动负债率不能超过存量资产的周转率。但遗憾的是在 60 家地产上市公司中，有 39 家短期风险头寸大于零，有 28 家短期风险头寸大于 10%，有 20 家大于 20%，这些企业在宏观政策的调控下将受到直接的冲击。

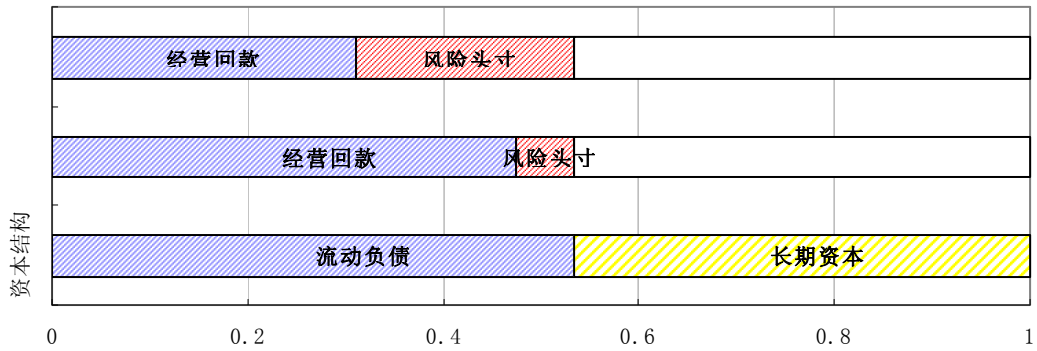
如何实现资产与负债结构的匹配？我们认为，地产开发企业作为一个房子的制造商，与其他制造企业并没有本质区别，只是因为其资产周转速度太慢，结果陷入了越扩张越没钱的困境，要解决这一问题的根本方法是加速周转：如果开发商为开发前得不到银行贷款而头疼，那么他就应该尽快把房屋建成、卖出去，在房屋售出的同时资金的负担与风险也就同时由开发商转嫁给了银行。



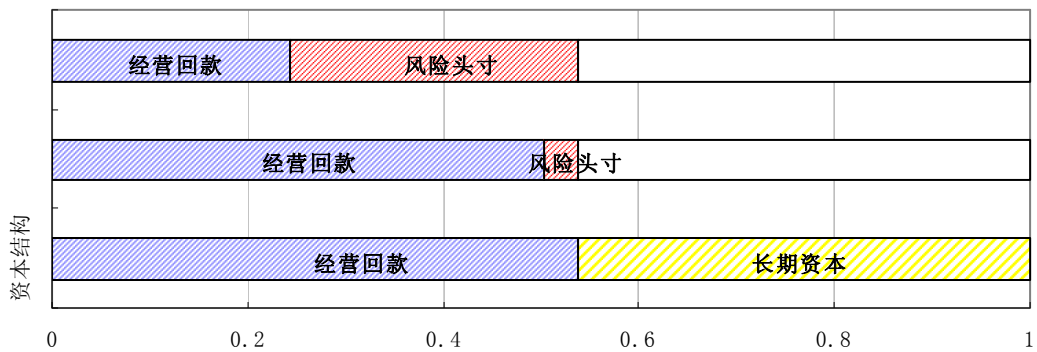
万科的短期风险头寸



金融街短期风险头寸



保利地产的短期风险头寸



一、 股权融资：资产增重

1. 1 股权融资渠道的打开

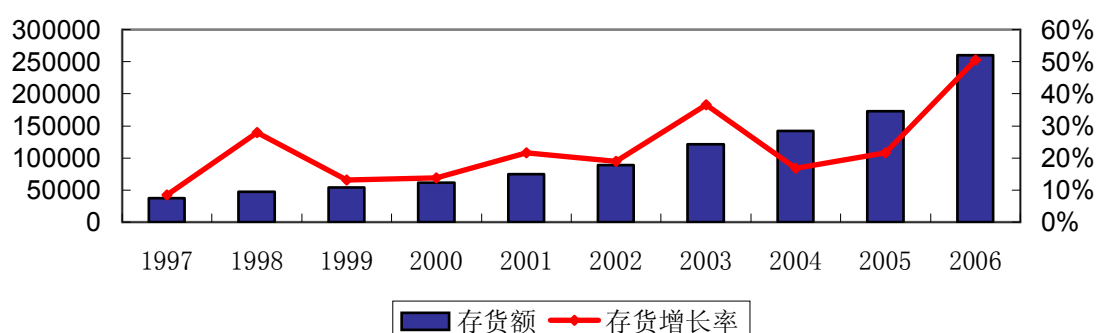
随着股改的完成，上市公司再融资的闸门被打开，而这对于正处在“资金饥渴”状态的地产企业无疑是一个“重大利好”。万科 2006 年 12 月 22 日增发 4 亿股，募集资金 42 亿元；金融街

2006年12月27日增发1.14亿股，募集资金12亿元；保利地产，2006年7月上市，发行1.5亿股，募集资金21亿元，2007年3月又通过了增发3.5亿股的方案，募集资金额可能在百亿以上；此外还有中粮地产10配3的再融资方案，中宝股份的25000万股A股定向增发，万通先锋5200万股定向增发，金融街的11428万股定向增发，渝开发的31133万股定向增发，光华控股、南京高科的增发预案，而招商地产、泛海建设、浙江广厦、天房发展等也都在积极推进再融资事宜……

股权融资渠道的放开，增加了地产企业的长期资本安全，加速了企业的资产和销售扩张，但，股权融资的放开也带来了另外一些负面的影响，长期资本安全的增加可能会导致短期财务危机的上升！

1.2 土地储备和存货的增加

房地产上市公司平均存货增长

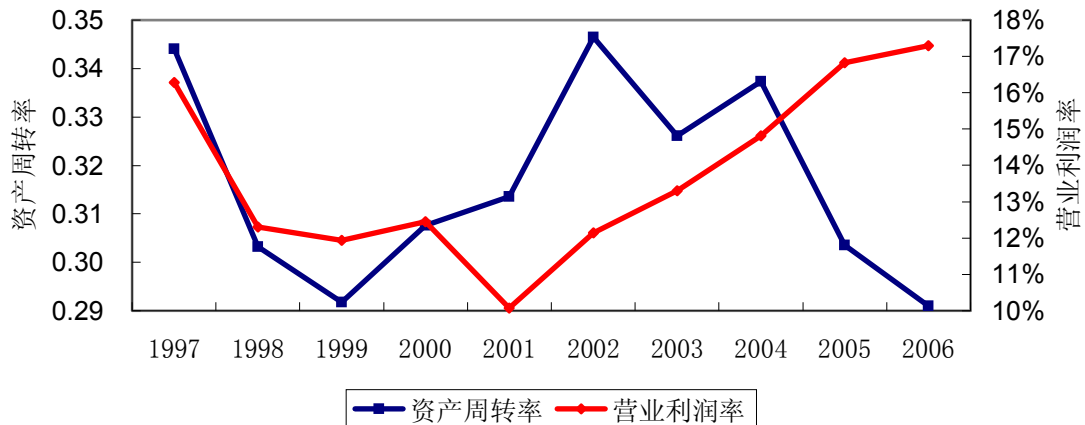


(聚源数据库：该图数据需要更新)

实际上，股权融资渠道的放开对地产企业最直接的影响就是存货的加速增长，从图（）可以看出，在过去两年，房地产上市公司平均的存货余额从14亿元增加到26亿元，翻了一倍，而存货余额的增长率更是从16.7%增加到50%，上升了两倍，其中，2006年万科的存货增加了107%，并提出要在2007年再增加一千万平方米的项目储备，保利地产和金地集团的存货额也都分别增加了84%和69%，一些中小地产企业的存货增速更快，中江地产存货增加了115倍，五洲交通和万通先锋的存货增加也都在300%以上。不断攀升的地价和资本后顾之忧的解除让地产企业更加大胆地进行着土地储备。

1.3 存量周转率的下降趋势

房地产上市公司营业利润率与资产周转率



图（） 房地产上市公司销售收入/期末总资产

融资渠道的多元化推动了房地产企业更加大胆的土地储备，不断上升的土地储备在推升增长潜力预期的同时也拉低了资产周转率，从图（）可见，尽管地产企业的利润率在不断上升，但自2005年股改以来，房地产上市公司的资产周转率大幅下降，从0.34倍降至0.30倍水平。

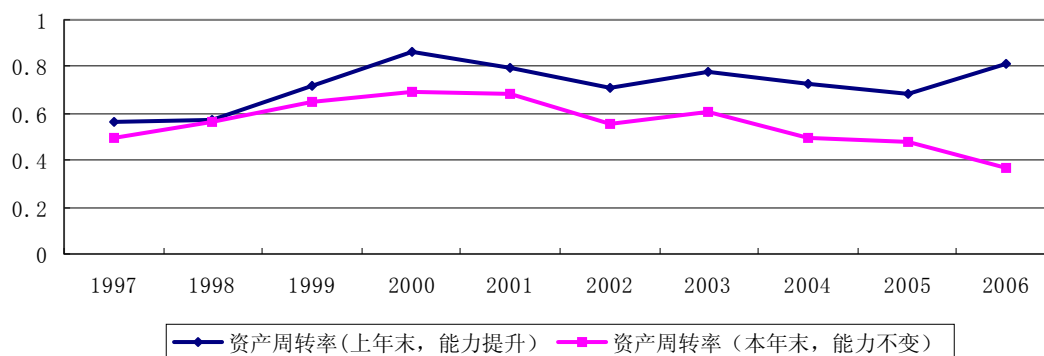
不过，上述资产周转率的下降可能只是土地储备暂时增加的结果，不能反映企业资产运营效率的真实变化，实际中由于房地产行业的资产周转期较长，因此企业本年的收入额主要是由上年甚至过去几年的资产存量决定的，为此我们引入了“存量资产周转率”，所谓存量资产周转率就是当期总收入与上年末总资产之比。存量资产周转率剔除了当期新增资产对周转率的影响，反映了一个地产企业在一年内对存量资产的实际开发力度，数值越大，说明企业对存量资产的开发力度越强，反之，越小。进一步，在企业资产扩张的动态过程中，如果存量资产周转率保持不变，那就意味着企业的运营效率与资产规模同步提升，企业新的资产规模上保持了相同的资产效率；但如果企业的存量资产周转率随期末资产周转率的降低而降低，那么企业的资产运营效率并没有随规模提升，相对于更大规模的资产效率降低了。

现实中，由于当年新增资产不能在当期产生收入，因此，存量资产周转率一般高于期末资产周转率；不过最近两年，不少地产企业的存量资产周转率下降速度很快，2006年有半数地产企业的存量资产周转率下降，其中万通先锋下降了0.34，渝开发下降了0.28，天鸿宝业下降了0.21，上海新梅下降了0.18，海泰发展下降了0.18……上述数字显示尽管地产企业土地储备规模在逐年增大，但不少企业每年对存量土地的开发比例却在降低——土地储备在增多，实际中每年开发的面积并没有增加太多，结果导致开发比例的降低，这一现象可能是地价上涨过程中囤地的结果，也可能是缘于实际开发能力的提升确实跟不上土地储备的扩张速度，但不管原因是什么，其结果是一样的：土地储备年限在增长，对存量土地的开发比例在降低，存量资产周转率在减小并向期末周转率靠拢，企业资产负担持续加重。

问题还不止于此，尽管资产周转率的降低是特定时期地产企业囤地行为的暂时性结果，但持续的过度扩张可能会使这种现象恶化，以目前地产企业50%的存货增长速度，多数企业都将面临开发和销售能力跟不上资产扩张速度的局面，更多的企业将面临存量资产周转率下降的威胁，而且这种威胁可能是持续的，因为，即使在地价进入相对平稳期后企业降低了每年的新增土地储备，对积累下来的存量资产的消耗也需要一段时期——股权融资下新增土地储备的增多、不断降低的期末资产周转率，将最终拉低存量资产周转率。

当然，并不是说所有企业的存量资产周转率都被新增资产拉低了，有些企业经营效率与资产规模同步扩张，在期末资产周转率下降的过程中，企业对存量资产的开发力度保持不变，即，存量资产周转率不变，从而在新的资产规模上保持了相同的资产运营效率。以万科为例，尽管最近几年公司的期末资产周转率一直处于下降趋势——2006年初公司总资产220亿元，2006年全年销售收入178亿元，但12月增发融资42亿元，年内存货增加了107%，致使期末总资产上升至485亿元，期末资产周转率由上年末的0.48降至0.37倍——但存量资产周转率却一直保持在0.7~0.8这样一个较高水平，期末资产周转率与存量资产周转率之间的差距逐渐拉大。

万科的期初资产周转率与期末资产周转率



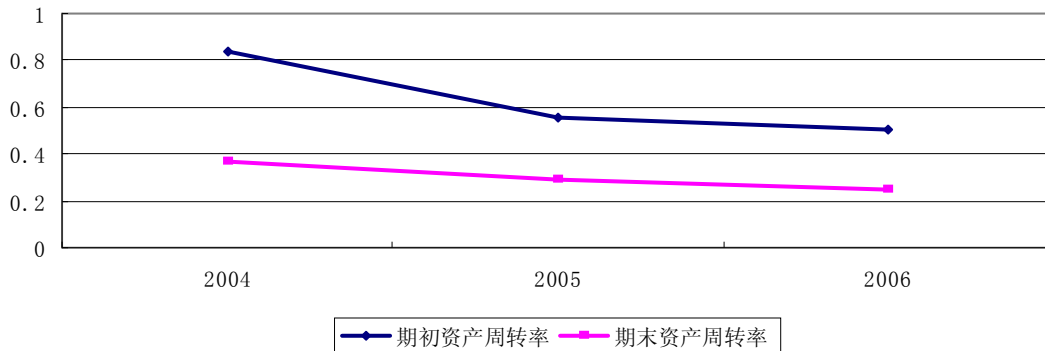
但是也有不少公司，或者出于囤地以谋取地价上升的高利润的考量，或者是实际资产开发速度跟不上资产扩张速度，结果导致存量资产周转率逐年降低，并向期末资产周转率靠拢。

如保利地产，最近三年的“勇猛增长”导致资产和存货的年均增长率都在100%左右，但收入的增速慢与资产和存货的增长，结果导致存量资产周转率快速下降，从2004年的0.8倍下降到2006年的0.5倍，未来，随着2007年3月再融资计划的实施，资产的扩张会进一步提速，而以公司目前的开发速度计算，存量资产周转率将面临进一步下降的压力，并逐步向期末资产周转率靠拢。

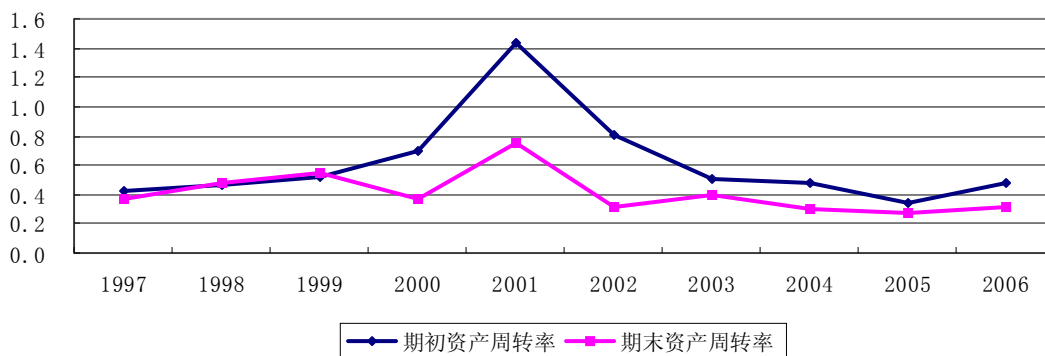
此外，随着商业地产热的升温，一些向物业持有型地产企业转型的开发商，存量资产周转率也面临进一步下降的压力。如金融街，尽管存货增长与收入增速相当，但对自有酒店、购物中心、商街的投入使固定资产（含在建工程）总额在三年内从不到3000万增加到23.5亿，未来，随着自持物业比重的上升，企业的存量资产周转率必然面临下降压力。

总之，股权融资渠道的放开为很多上市地产企业缓解了资金不足的后顾之忧，但大规模扩张的土地储备，在降低了期末资产周转率的同时，也拉低了许多企业的存量资产周转率，在增加企业长期资本安全的同时却扩大了短期风险头寸的暴露。

保利地产的资产周转率变化



金融街的资产周转率变化



二、短期风险头寸的扩大

股权融资虽然增加了企业长期资本的安全，并提升了当前资本结构下的增长速度，但它的前提是企业能够以这一资本结构进行持续的债务融资。问题是即使企业能够通过持续股权融资来保持长期资产的安全，短期负债结构也能够维持吗？

当前国内地产企业平均的负债率在 65%左右，其中 45%是流动负债，也就是要在未来一年内偿还或重新安排融资的债务；但是在 60 家已出年报的房地产上市公司中，有 40 家存量资产周转率低于 0.45，有 28 家低于 0.3。对于这 28 家企业来说，在未来一年内经营产生的销售回款不到今天资产总额的 0.3 倍，这就意味着，企业每年至少需要为总资产中的 15% (=45%-30%) 寻找新的融资途径，如果不能为这部分当年需要偿还的资产做出新的融资安排，将面临资金周转不灵的破产威胁。这 15%的资产就称为企业的短期风险头寸。

我们把这流动负债率与存量资产周转率之间的差称为地产企业暴露在外的短期风险头寸，它反映了企业一年内到期的短期负债中有多少不能够用当年经营产生的现金流来偿还，而必须依靠持续的外部融资，即，企业在短期内对外部融资的依赖程度。

表（）中国上市地产企业的融资结构

短期借款及一年内到期	14%
预收款	14%
应付帐款及应付票据	7%
其他短期负债	10%
流动负债合计	46%
长期借款及应付债券	15%
其他长期负债	4%
股东权益	36%
未分配利润	5%
合计	100%

通常情况下，企业可以通过向银行申请延长循环贷款、持续占用供应商的货款、或持续占用消费者预售款来融资，只要这一融资结构没问题，企业的短期财务就是安全的；但问题是在国家严控银行的房地产贷款、并开始限制预售款使用的情况下，企业原来的债务结构可能会受到较大冲击，这就使很多开发商紧绷的资金链可能经受不住政策变动的冲击。实际上，银行短期借款和预售款已经成为国内地产企业最重要的短期融资工具，它们分别占到企业总资产 14%左右，两部分相加，支撑了总资产 30%的融资，如果这两部分不能续借的话，很多地产企业将陷入严重危机。我们的统计显示，在 60 家房地产上市公司中，有 39 家的存量资产周转率都小于流动负债率，其中 34 家的短期风险头寸均在 5%以上，28 家在 10%以上，还有 20 家短期风险头寸在 20%以上，而如果存量资产周转率进一步降低至期末资产周转率水平，则不仅这 39 家企业的风险头寸会扩大，还会有 7 家企业加入周转率低与流动资产资产负债率的行列——半数以上的地产上市公司时刻面临着政策面的考验，处于风雨飘摇之中。

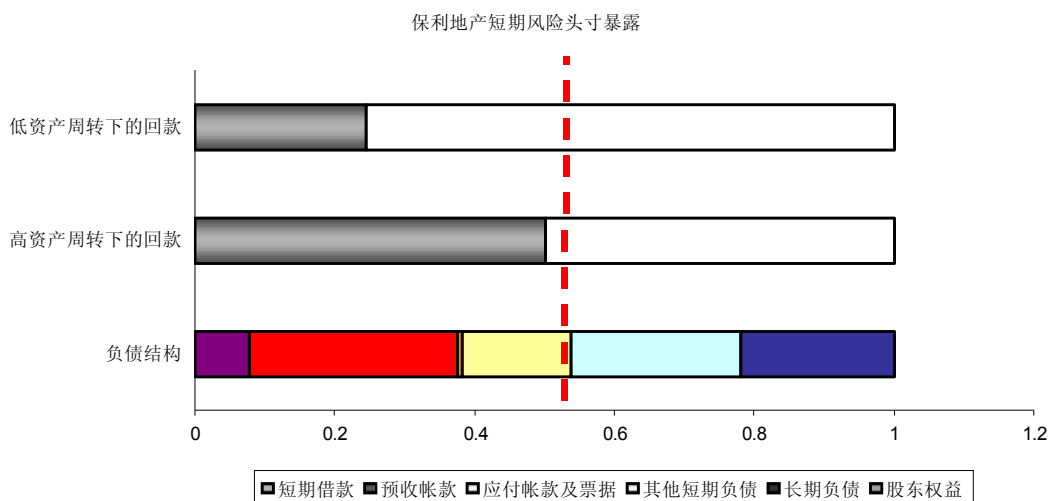


图 () 保利地产短期风险头寸暴露

以保利地产为例，近年来企业增长相当“勇猛”，总资产由 2003 年末的 18 亿元增加到 2006 年末的 165 亿元，年均增长率 107%，存货也由 2003 年末的 14.5 亿增加到 2006 年末的 113 亿元，年均增长率 98%；资产的快速增长推动了收入和利润的增长，销售收入由 2003 年的 6.2 亿增加到 2006 年的 40.3 亿，年均增长 86.5%。不过，由于收入的增长慢于资产和存货的增长，导致公司的期末和存量资产周转率都不断降低——2006 年公司新开工项目 237.6 万平方米，同比增 165%，但竣工面积只有 87.7 万平方米，同比增 46%，而销售面积为 123 万平方米，同比增 78%，结算面积 73.2 万平方米——以上数据显示公司开发能力的增长明显慢于土地储备的增长，致使企业对存量资产的开发力度降低，对资金的占用额大幅上升，直接表现就是对存量资产的开发比例降低，存量资产周转率由 2004 年的 0.8 倍降至目前的 0.50 倍，相应地，2006 年公司净经营活动现金流为-40

亿元。为了缓解资金压力，公司在 2006 年 7 月发行上市，募集资金 20 亿元，并在 2007 年 3 月再次通过增发议案，拟发行 3.5 亿股，募集资金可能在百亿以上。但股本金的增加并不能化解公司的短期财务风险，反而有可能进一步扩大短期风险头寸。

以当前 0.502 倍的存量资产周转率（即，上年末存量资产产生回款的能力为 0.502）计算，相对于公司 53.7% 的流动负债率，当前的短期风险头寸约为 3.5%（=53.7%-50.2%），还不是很严重；但如果 2007 年公司募集资金百亿元后，大幅增加了土地储备，则以目前的资产运做能力，土地储备的增速与回款增速的差距将进一步拉大，届时存量资产周转率将进一步下降，如果存量资产周转率随期末资产周转率下降至 0.244 倍水平，则，企业将有相当于总资产额 29%（=53.7%-24.4%）的短期负债必须依靠再融资来弥合，即，公司暴露在外的短期风险头寸可能高达 29%，一旦金融环境、行业政策发生改变，首先冲击的就是这 29% 的风险头寸——实际上，目前公司资金结构中占总资产 30% 的资金都是通过预收款来融资的，而公司的主要项目位于广州、北京和上海，这三个地方都是宏观调控的核心地区，预收款政策的改变可能使公司未来短期融资压力大幅上升。总之，存量周转率的下降将使企业抗风险能力减弱。

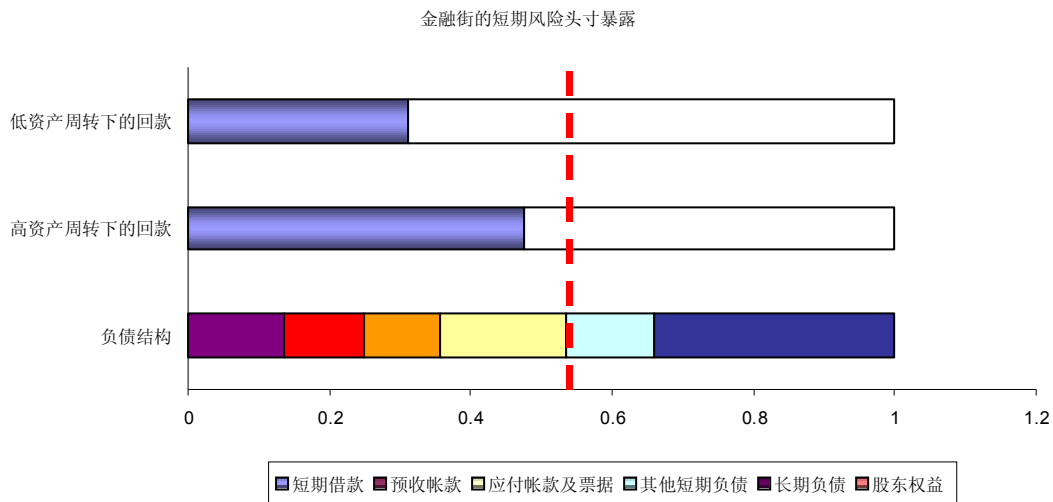
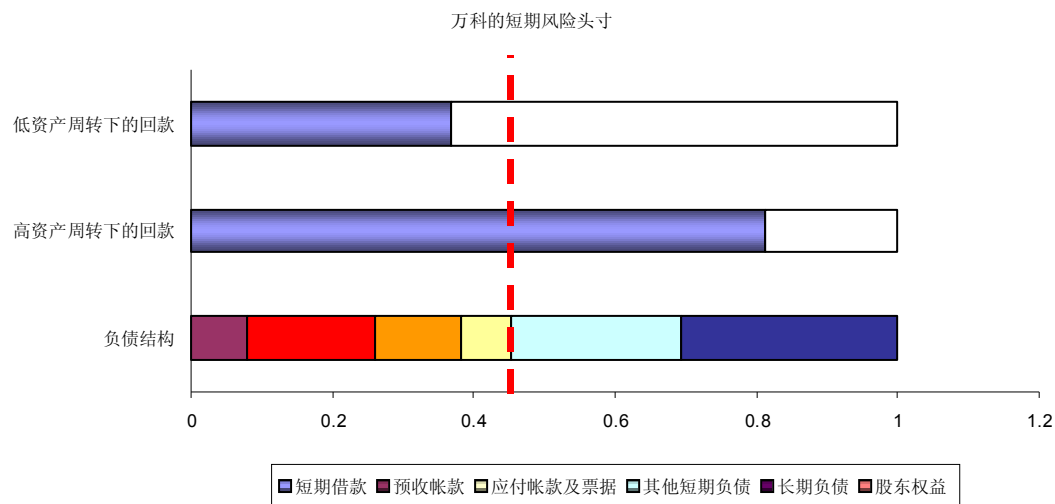


图 () 金融街的短期风险头寸暴露

除了象保利地产这类激进储备土地的企业面临短期风险头寸扩大的威胁外，一些向物业持有型地产商转型的开发商也面临严峻的资金链考验。金融街，原来定位于快速销售型商务地产的开发商，但近几年开始逐步增加自持物业的比重，提出“以商务地产为主导，适当持有物业，以快速销售型项目为补充”的发展战略，其结果是尽管存货的增长速度与收入相当，但自有固定资产却在快速增长：2006 年 10 月公司自有酒店丽兹·卡尔顿开业，使公司固定资产增加了 6.29 亿，固定资产净额由上年末的 4200 万猛增到 7.3 亿，未来，随着 2007 年 2 月金融街自持物业金树街（餐饮酒吧街）的陆续开业、2007 年 9 月自持物业金融街购物中心的开业，固定资产将持续上升，目前上述资产的在建工程价值就已达 16.2 亿。实际上，在过去三年，公司销售收入的年均增长率为 34.3%，存货的年均增长率为 35.7%，但固定资产的年均增长率却高达 195%，加上在建工程，自有物业投入已从三年前的不到 3000 万元增加到现在的 23.5 亿了，年均增长率 335%。

由于自持物业以出租经营为主，因此周转率更慢，使存量资产周转率面临持续下降的压力，资金链也更加紧张——2006 年，尽管公司经营现金流是正的 1.64 亿元，但投资现金流却是负的 7.9 亿，主要是对购物中心和丽兹酒店的投入——为了缓解资金压力，金融街在 2006 年定向增发 1.14 亿股，募集资金 12 亿，但长期资本的安全化解不了短期风险的增加，在我国缺乏 REITS 等长期融资工具的情况下，公司仍避免不了短债长投的隐忧。年内发行短期融资券募集资金 9 亿，使短期借款在总资产中的比例达到 24%，目前流动负债率 53.4%，而存量资产周转率仅为 0.475

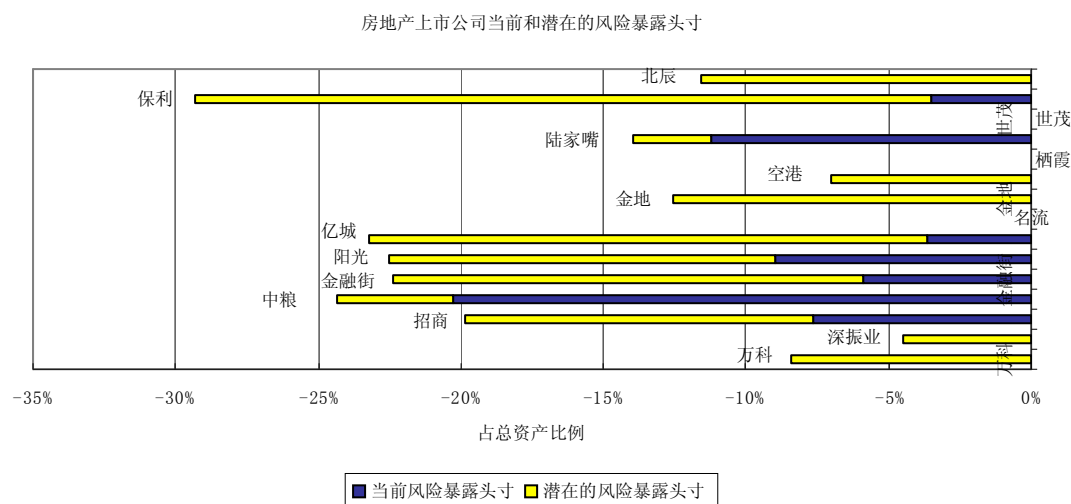
倍，也就是说，即使公司维持当前资产运营效率不变，每年仍必须为 6% 的资产进行再融资安排；随着自持物业比重的上升，未来存量资产周转率必将进一步下降，当存量资产周转率降至期末资产周转率的 0.31 倍水平时，短期风险敞口（风险头寸）将上升到 0.224——22.4% 的资产需要每年寻找新的融资路径，这对于企业的短期融资能力是一个不小的考验。



图（）万科的短期风险头寸暴露

其实，即使是万科这种高周转效率的企业，也经不起周转率下降的威胁。由图（）可见，万科当前的流动负债率为 45%，存量资产周转率为 0.81，如果企业保持这一资产效率，那么，次年可产生相当于总资产 81% 的回款，从而可以充分满足短期负债的偿还要求。但如果存量资产周转率下降至 0.45 以下，则企业将出现短期风险头寸，进一步，如果存量资产周转率随期末资产周转率而降低至 0.37 水平，则，企业将有相当于总资产额 8% 的短期负债必须依靠再融资来秘合，即，短期风险头寸暴露为 8%。

图（）为部分房地产上市公司的当前风险头寸暴露及存量资产周转率降至期末资产周转率时的短期风险头寸暴露。由图可见，尽管部分地产企业当前的风险头寸不高，但股权融资下资产的过度扩张，可能会引发存量资产周转的危机，而这个潜在的危机也是不容忽视的。



图（）部分房地产上市公司的当前及潜在短期风险头寸暴露

（备注：潜在风险头寸就是当存量资产周转率降至期末资产周转率时的风险头寸，即流动负债率

-期末资产周转率)

如果说保利地产、金融街等面临的是潜在的风险头寸威胁的话，那么，深达声、天鸿宝业、万通先锋，甚至中粮地产、陆家嘴等面临着当前的短期风险头寸威胁。表（）为我国房地产上市公司当前的和潜在的短期风险头寸，由表可见，三分之一的企业短期风险头寸都在 20%以上，一个每年必须为 20%以上的存量资产寻找新资金的企业，它对于政策和行业风险的抵抗能力就可想而知了，即使是 10%的风险头寸，也将是一个严峻的挑战。

实际上，在短期风险敞口下经营，这在中国地产业似乎是一种惯常的状态，尤其是在当前地价上涨的过程中，更多企业在谋取土地囤积的利润，但囤地的利润是一把双刃剑，在提高利润率的同时可能会损伤周转率，而存量资产周转率的降低对于高度依赖于短期融资的中国地产企业是危险的一步，它使企业的短期风险头寸扩大，抗击短期金融政策和行业政策的能力降低，资金链变得更加脆弱，企业长期游走于危机的边缘。综上，房地产企业要增强自身的竞争力，在加速扩张、提高利润率的同时更要增强抗风险的能力，而这种能力不是对宏观行业前景的判断（因为这种判断在某种意义上说是地产企业的一种“赌博”），更不是政策投机的能力，而是打造安全的资本结构以适应各种宏观行业环境。资产与负债的期限结构匹配是决定房地产企业长期安全的核心因素，它要求企业每年到期的短期债务应与存量资产产生现金流的能力相匹配，从而在短期资金链无法延续的情况下，企业仍能安全度过——资产与负债的期限结构匹配就意味着上市公司的流动负债率不能超过存量资产的周转率。

表（）上市地产企业的短期风险头寸

股票代码	股票名称	当前风险头寸	潜在风险头寸
600603	ST 兴业	-386%	-395%
000007	深达声 A	-74%	-73%
600376	天鸿宝业	-74%	-74%
600246	万通先锋	-46%	-54%
000546	光华控股	-44%	-41%
600393	东华实业	-40%	-48%
600052	浙江广厦	-39%	-40%
600732	上海新梅	-36%	-37%
600606	金丰投资	-35%	-35%
000628	高新发展	-34%	-32%
600696	多伦股份	-33%	-29%
600736	苏州高新	-30%	-32%
600634	海鸟发展	-28%	-28%
600322	天房发展	-28%	-32%
600167	沈阳新开	-26%	-26%
600791	天创置业	-25%	-29%
000514	渝 开 发	-23%	-23%
600675	中华企业	-22%	-23%
600215	长春经开	-22%	-22%
000031	中粮地产	-20%	-24%
600639	浦东金桥	-20%	-20%
000511	银基发展	-19%	-15%

600641	万业企业	-18%	-20%
000573	粤宏远A	-17%	-18%
000014	沙河股份	-15%	-16%
600748	上实发展	-13%	-8%
600325	华发股份	-12%	-21%
600663	陆家嘴	-11%	-14%
000889	渤海物流	-9%	-8%
000608	阳光股份	-9%	-22%
000029	深深房A	-8%	-10%
000024	招商地产	-8%	-20%
000402	金融街	-6%	-22%
600665	天地源	-6%	-13%
000616	亿城股份	-4%	-23%
600048	保利地产	-3%	-29%
900950	新城B股	-3%	-21%
000042	深长城	-3%	-10%
600638	新黄浦	-1%	-5%
000002	万科A	0%	-8%
000006	深振业A	0%	-5%
000046	泛海建设	0%	-15%
000502	绿景地产	0%	0%
000505	*ST珠江	0%	0%
000558	莱茵置业	0%	0%
000667	名流置业	0%	0%
600053	中江地产	0%	-32%
600064	南京高科	0%	0%
600082	海泰发展	0%	0%
600175	美都控股	0%	0%
600240	华业地产	0%	0%
600256	广汇股份	0%	0%
600383	金地集团	0%	-13%
600463	空港股份	0%	-7%
600533	栖霞建设	0%	0%
600684	珠江实业	0%	0%
600767	ST运盛	0%	0%
600823	世茂股份	0%	0%
601588	北辰实业	0%	-12%
002077	大港股份	0%	0%

三、 地产开发企业，象制造企业一样生存

股权融资并不能够化解地产企业的短期风险，而宏观调控下银行贷款门槛的提高及预售政策

的严格又进一步削弱了地产企业的短期融资能力，在整体行业政策偏紧的情况下，地产开发商们的短期风险头寸面临着更大的不确定性！在这种背景下，地产企业该如何生存？股权融资、REITS、房地产信托能否救中国地产企业于“水深火热”？或者，国外的开发商们有更好的融资策略？

美国是地产金融最发达的市场，在这个市场上与地产相关的金融工具确实很多，REITS（房地产投资信托基金）就是其中最耀眼的一颗“明星”。传统的 REITs 基本上是指专门持有房地产、与抵押贷款相关的资产或同时持有这两种资产的一种封闭式基金，现代的 REITS 则更象是一个房地产经营企业（注意，不是房地产开发企业），但不管是传统 REITS 还是现代 REITS，它都要求为投资人提供相对稳定的现金回报。根据美国税法，REITS 公司须将 90%以上的利润分红，而且有最高负债率的限制，投资项目也必须符合公司稳健经营的投资政策——实际上，真正的 REITS 所持有的资产一般是出租型物业，以商业地产为主，而不是我们通常意义上开发商手中的待开发或正在开发项目。此外，REITS 要求对持有资产进行类型、空间等方面的组合以分散风险，而不是单个或几个地产项目的抵押融资——从这个意义上讲，REITS 并不是为地产开发商准备的融资工具，而是为物业的持有人或称商业地产的投资人提供长期资本的一种金融工具。

如果说 REITS 是一种更倾向于商业地产的金融工具，那么抵押贷款证券化则是住宅地产方面最主要的金融工具，但活跃在这个市场上的同样不是地产开发企业，而是专业化的抵押贷款银行或提供抵押贷款服务的其他商业银行，他们将购房人的按揭贷款打包证券化出售给公众投资人（有时也直接在抵押贷款的二级市场上出售给机构投资者），由于证券化资产包里汇聚了众多购房人的贷款，从而在较大程度上分散了风险，并加速了贷款银行的资金回笼，成为近年来颇受投资人和银行欢迎的金融工具。目前抵押贷款证券化市场规模已超过 6 万亿美元，超过美国国债市场，成为其国内最大的证券市场，尽管 2006 年以来这个市场正经历着周期性的波动低谷，但它确实为成千上万的美国人圆了住房梦。

除了上述两种金融工具外，还有其他一些证券化的金融工具，但有趣的是，这些金融工具大多是为物业投资人和抵押贷款银行提供的融资渠道，真正的地产开发商却并没有什么特殊的金融工具。

以万科标杆帕尔迪为例，资产负债表右侧的融资结构中有 50%为股权资本，其中 40%为留存收益——同多数制造企业一样，内部留存利润是公司长期增长最重要的资金来源，而高资产周转率则是以留存收益支持企业长期增长的前提条件，帕尔迪地产开发部门的存量资产周转率高达 1.15 倍，远高于国内开发商平均 0.3 倍的存量资产周转率，快速的利润回报支持了公司的快速扩张，即使是 10%的净利润率，在不借助任何外部金融资源的情况下，企业也可以实现 11.5%的资产和收入增长。但国内企业平均 0.3 倍的资产周转率，使企业的回款和利润累积速度很慢，未分配利润还不到总资产的 5%，即使算上盈余公积等，也只占到总资产的 10%。

在债务融资方面，帕尔迪的长期负债占总资产的 30%左右，占总负债的 60%以上。这些长期债以公司债为主，表（）是截止 2006 年 12 月 31 日，帕尔迪发行在外的公司债，由表可见，其中除一笔 4 亿美元的公司债在 2009 年到期外，其余均在 2010 年以后到期，最长期限一直到 2046 年，平均期限……——如果说美国地产企业在融资方面有什么特色的话，那么长期限的公司债应该是当之无愧的主角。

而在短期负债方面，与国内地产企业流动负债支撑企业半壁江山不同，帕尔迪的流动负债在总资产中的比例还不到 30%（相比与 1.15 倍的存量资产周转率，公司的短期风险头寸为零），且流动负债以各类应付、应计和应交款为主，短期抵押贷款只占总资产的 6%左右（8 亿美元），其中绝大多数还是帕尔迪旗下抵押贷款银行的负债（为其等待出售的按揭贷款进行短期融资），真正属于地产开发部门土地抵押融资贷款还不到 2700 万美元。

留存收益和长期公司债是帕尔迪资产扩张的主要资金来源。

表（）帕尔迪的融资结构

	2006 年		2005 年	
	数额（千美元）	占总资产比例	数额（千美元）	占总资产比例
应付帐款	576,321	4%	789,399	6%
预收帐款	200,478	2%	392,041	3%
应计及其他应付	1,403,793	11%	1,402,620	11%
短期抵押负债	814,707	6%	893,001	7%
应付所得税	66,267	1%	239,930	2%
流动负债合计	3,061,566	23%	3,716,991	30%
长期债券	3,537,847	27%	3,386,527	27%
总负债	6,599,513	50%	6,599,513	53%
股本	1,284,254	10%	1,206,222	10%
留存收益	5,293,107	40%	4,751,120	38%
股东权益合计	6,577,361	50%	5,957,342	47%
负债和股东权益	13,176,874	100%	12,556,855	100%

	December 31,	
	2006	2005
4.875% unsecured senior notes, issued by Pulte Homes, Inc. due 2009, not redeemable prior to maturity, guaranteed on a senior basis by Pulte Homes, Inc. and certain of its 100% owned subsidiaries	399,475	399,268
8.125% unsecured senior notes, issued by Pulte Homes, Inc. due 2011, not redeemable prior to maturity, guaranteed on a senior basis by Pulte Homes, Inc. and certain of its 100% owned subsidiaries	199,492	199,371
7.875% unsecured senior notes, issued by Pulte Homes, Inc. due 2011, redeemable prior to maturity, guaranteed on a senior basis by Pulte Homes, Inc. and certain of its 100% owned subsidiaries	496,479	496,026
6.25% unsecured senior notes, issued by Pulte Homes, Inc. due 2013, redeemable prior to maturity, guaranteed on a senior basis by Pulte Homes, Inc. and certain of its 100% owned subsidiaries	298,244	297,960
5.25% unsecured senior notes, issued by Pulte Homes, Inc. due 2014, redeemable prior to maturity, guaranteed on a senior basis by Pulte Homes, Inc. and certain of its 100% owned subsidiaries	499,756	499,720
5.2% unsecured senior notes, issued by Pulte Homes, Inc. due 2015, redeemable prior to maturity, guaranteed on a senior basis by Pulte Homes, Inc. and certain of its 100% owned subsidiaries	349,472	349,407
7.625% unsecured senior notes, issued by Pulte Homes, Inc. due 2017, not redeemable prior to maturity, guaranteed on a senior basis by Pulte Homes, Inc. and certain of its 100% owned subsidiaries	148,831	148,722
7.875% unsecured senior notes, issued by Pulte Homes, Inc. due 2032, redeemable prior to maturity, guaranteed on a senior basis by Pulte Homes, Inc. and certain of its 100% owned subsidiaries	298,891	298,847
6.375% unsecured senior notes, issued by Pulte Homes, Inc. due 2033, redeemable prior to maturity, guaranteed on a senior basis by Pulte Homes, Inc. and certain of its 100% owned subsidiaries	398,049	397,975
6.0% unsecured senior notes, issued by Pulte Homes, Inc. due 2035, redeemable prior to maturity, guaranteed on a senior basis by Pulte Homes, Inc. and certain of its 100% owned subsidiaries	299,258	299,231
7.375% unsecured senior notes, issued by Pulte Homes, Inc. due 2046, callable at par on or after June 1, 2011, redeemable prior to maturity, guaranteed on a senior basis by Pulte Homes, Inc. and certain of its 100% owned subsidiaries	150,000	—
	<u>\$3,437,047</u>	<u>\$3,386,527</u>
Estimated fair value	<u>\$3,484,473</u>	<u>\$3,421,050</u>

与帕尔迪相似，美国的第二大地产开发商勒纳的融资结构中，内部留存收益也发挥着重要的作用，1.4 倍的存量资产周转率使勒纳的资产运营效率更高，从而使这家以并购著称的企业在快

速并购扩张过程中，留存收益仍能够支撑 30~40%的总资产，加上股本金，股东权益占总资产的 40~50%，如果剔除金融部门（抵押贷款银行）的资产，股东权益将占到总资产的一半以上，显著高于国内地产上市公司平均不到 35%的股东权益比率。而在地产开发部门的债务融资中，公司债券也同样担当着融资的主角，占总资产的 20%左右，占总负债的 50%左右。如表（）所示，这些债券的期限一般都在 3 年以上，可转债的期限更长，可达 20 年——实际上，在勒纳的融资结构中，真正的流动负债不到总资产的 30%，显著低于 140%的存量资产周转率（短期风险头寸也为零），其中，以循环贷款额度支持的抵押融资（购地贷款）比例更小，仅相当于总资产的 1%左右。

表（）勒纳的资产负债结构

	2006 年		2005 年	
	数额（千美元）	占总资产比例	数额（千美元）	占总资产比例
地产开发部门的负债				
应付帐款	751,496	6%	876,830	7%
与关联企业存货相关的负债	333,723	3%	306,445	2%
债券及可转债	2,613,503	21%	2,592,772	21%
其他负债	1,590,564	13%	1,997,824	16%
小计	5,289,286	43%	5,773,871	46%
金融部门的负债	1,362,215	11%	1,437,700	11%
总负债	6,651,501	54%	7,211,571	58%
少数股东权益	55,393	0%	78,243	1%
股本	1,162,235	9%	1,204,868	10%
留存收益	4,539,137	37%	4,046,543	32%
股东权益	5,701,372	46%	5,251,411	42%
负债和股东权益	12,408,266	100%	12,541,225	100%

表（）LENNAR 发行在外的债券

The following table summarizes our homebuilding senior notes and other debts payable:

	November 30,	
	2006	2005
	(Dollars in thousands)	
7 7/8% senior notes due 2009	\$ 277,830	276,299
5.125% senior notes due 2010	299,766	299,715
5.95% senior notes due 2011	249,415	—
5.95% senior notes due 2013	345,719	345,203
5.50% senior notes due 2014	247,559	247,326
5.60% senior notes due 2015	501,957	502,127
6.50% senior notes due 2016	249,683	—
Senior floating-rate notes due 2007	—	200,000
Senior floating-rate notes due 2009	300,000	300,000
5.125% zero-coupon convertible senior subordinated notes due 2021	—	157,346
Mortgage notes on land and other debt	141,574	264,756
	<u>\$2,613,503</u>	<u>2,592,772</u>

由以上分析可见，美国地产开发企业与其他制造企业的融资结构并没有本质区别，而他们同中国地产企业融资结构中最主要的区别就在于，美国地产开发企业用高周转下的留存收益和开放资本市场下的长期公司债替代了短期的银行贷款和预售款融资，从而降低了短期风险头寸，增加了企业抗周期性风险的能力。

中国，目前开发商赚着两道钱，土地增值的钱与房屋开发的钱，其中前者成为地产开发商暴利的主要源泉，但随着招拍挂的推行及土地增值税的征收，土地增值的暴利收益正在衰减，中国地产企业的盈利模式在发生变化——当前一种收益回归正常水平以后，开发商就变成了一个普通的制造商，只不过它生产的是房子。

作为一个普通的制造商，除了通行的金融工具外，要解决资金问题最根本的途径还是提高资产的使用效率，加速资产周转率，如果开发商能够把周转率提高到 1 倍以上，那么它就可以不需要任何外部融资也能够实现稳健增长了。当然，由于中国的地产企业不能使用“土地期权”这一在欧美和香港市场上通行的金融工具，导致其存货额大幅增加，存货周转率很难提高到美国的水平，再加上批量化开发的模式，也会在一定程度上降低周转率，但即使如此，如果企业能够把存量资产周转率维持在 0.5 倍以上，那么它的短期风险头寸将近于零，而如果能进一步提高到 0.7 倍以上，则长期债务重新安排的长期风险头寸也将减为零。

从这个意义上说，企业的融资结构决定了它储备土地的能力，如果你的流动负债率是 50%，那就意味着你的存量资产周转率必须达到 0.5 倍以上，否则企业可能面临短期危机；但如果你能够更多使用长期债权融资或找到合适的战略合作人，从而使流动负债只占总资产的 30% 左右，则 0.3 倍的存量资产周转率就是安全的（至少在短期内），相应地你可以储备更多土地；进一步，如果你的长期资本（股权和长期债）占到总资产的 80%，则使企业安全的存量资产周转率门槛就可以放宽到 0.2 倍了。

但另一方面，如果你的资产周转率是确定的，那么，你就必须为这些资产找到与其期限匹配的资金路径，0.3 倍的资产周转率就决定了你的流动负债不能超过 30%，在这种情况下，引入长期债券融资就成为解决中国地产企业融资困境的一个有效措施了。当然，上面说的是短期资产负债的匹配，实际上，从企业长期财务安全的角度考虑，两年期、三年期、甚至更长期限的资产也应与融资渠道相匹配。

总之，地产开发企业其实与其他制造企业并没有本质区别，只是因为其资产周转速度太慢，结果陷入了越扩张越没钱的困境，要解决这一问题的根本方法是加速周转：如果开发商为开发得不到银行贷款而头疼，那么他就应该尽快把房屋建成、卖出去，在房屋售出的同时资金的负担与风险也就同时由开发商转嫁给了银行。

综上，地产金融环境的改善，除了股权融资通道的放开外，更要关注资产负债期限结构的匹配，否则企业在获得长期财务安全的同时却增加了短期风险。而对于地产企业来说，将资产的扩张速度控制在安全而有效的范围内是企业长期平稳增长的必须。

四、 引入长债：化解短债长投的危机

由第三部分分析我们看到，成熟市场的地产开发企业其实和普通制造企业并没有什么本质区别，如果说地产企业有什么独特的金融工具的话，那么，除了土地期权的使用外，就是长期公司债了。

美国地产企业对长期债权的应用

“勒纳”是美国第二大地产企业，它对于短债有着一种近乎“深恶痛绝”的感情，总在努力消灭资产负债表中的每一笔短期债务，或是用长期债券、可转换债券替代，或是用股权资本（留存收益）偿还。正如公司发展战略中所述，“多样化的长期债务为公司发展提供长期稳定性（Diversified long-term debt provides long-term stability）”。

2000 年公司并购了另一家大型房地产企业 U. S. Home Corporation，总标的额 17 亿美元，其中 5 亿为价款，承债 12 亿，为了将并购过程中形成的大量短期债务“消灭”，在并购完成后，公司先是出售了价值 2 亿美元的非必要土地（未来 2~4 年内没有开发计划的土地）以回笼部分现金，同时，在并购当年发行了 3 亿美元的长期债券替代部分短期贷款，次年又发行 2.3 亿美元可转债进一步替代了并购产生的循环贷款。到 2001 年底，公司地产业务的循环贷款已降为零，并一直保持至今。表（）为“勒纳”2004 和 2005 年地产业务的有息负债结构上可以看出，尽管 2005 年公司地产部门有 22 亿美元的循环贷款额度，但它却没有使用任何短期贷款，最早到期的一笔有息债务也在 2007 年，平均到期年限为 6.5 年。2006 年在经历了美国十年以来最大的房地产震荡后，其短期循环贷款比例仍只有 1%。

表 3: 勒纳 2005 年负债项目

9. Senior Notes and Other Debts Payable

	November 30,	
	2005	2004
	(Dollars in thousands)	
5.125% zero-coupon convertible senior subordinated notes due 2021	\$ 157,346	274,623
7½% senior notes due 2009	276,299	274,890
5.125% senior notes due 2010	299,715	—
9.95% senior notes due 2010	—	304,009
5.95% senior notes due 2013	345,203	344,717
5.50% senior notes due 2014	247,326	247,105
5.60% senior notes due 2015	502,127	—
Senior floating-rate notes due 2007	200,000	200,000
Senior floating-rate notes due 2009	300,000	300,000
Mortgage notes on land and other debt	264,756	75,670
	<u>\$2,592,772</u>	<u>2,021,014</u>

（注：Mortgage notes on land and other debt，平均利率 5.9%，2010 年到期）

除了象勒纳这样的行业龙头外，一些处于追赶中的中小企业在负债结构上也十分谨慎，以美

国近年来增长最迅猛的地产企业“霍顿”来说，它用十年时间使销售额从 5.5 亿美元增长到 140 亿美元，总资产从 4 亿美元增长到 125 亿美元，有息负债与总资本之比也一度达到 60%以上，应该说，在负债结构上霍顿是激进的。但对于短期的财务风险，“霍顿”与它的那些同行“老大哥”们是一样的谨慎——不断以更安全的融资方式来替代相对危险的短期债务，尽管这样做可能成本更高，2001 年，在 911 后的美国经济萧条中，公司连续发行了两笔长期债务，替代了银行的短期循环贷款，并将这一零短期贷款状态保持至今——要知道，2001 年“霍顿”的银行循环贷款利率仅为 3.3%，但公司同年发行的两笔 10 年期公债利率分别为 7.875%和 9.375%，长期债券的利率要比短期银行贷款高出 4-6 个百分点。

总之，长期债权金融工具的发展，是地产企业化解短期财务风险的有力工具。