

囤地过冬，不如囤钱过冬

如果国内房地产市场发生类似美国市场的销售额下降40%的情况，只有30%的A股地产公司手持现金与经营现金之和能够偿还当年到期的短期负债；有26%的企业如果短期负债中有50%无法续借，将陷入流动性危机——从香港地区和美国的经验看，地产企业可采用休眠、售地和缩短产业链的策略来应付行业低潮，而现金储备是决定企业生存与发展的关键

■ 本刊特约研究员者 杜丽虹 / 文

地产紧缩的政策连续出台，很多城市地产交易价跌量减。当前人们关心如果冬天真的来了，地产企业该怎么办？

房地产是一个高周期的行业，一旦进入低谷所有企业都难逃劫运，在上世纪80年代初香港的地产危机中，当时地产行业的老大置地集团就因为过于激进的扩张，从“地王”变成了“债王”，其在香港的“大哥大”地位也被长实、新鸿基等取代，而嘉年、佳宁、益大等老牌房地产巨头更是遭遇破产命运；90年代，亚洲金融危机再次袭击香港地产业，危机中，即使是长江实业、新鸿基、恒基这些大地产商也遭受了沉重的打击，长实与新鸿基甚至因为截击客源而爆发冲突；在美国，引爆次贷危机的房地产市场滑坡，导致前四大地产商全部出现季度亏损，而且分析师预测他们在2007年度还将发生亏损（见表1）。

当“冬天”来临时，所有的地产企业都将受到冲击，但业绩下滑甚至亏损并不可怕，关键是选择能够生存下来的

策略，而生存下来的企业将在低谷的复苏中把握更多机会。

危机中的对策一：收缩战线

当行业的冬天来临时，收缩战线成为多数地产企业最自然的选择。亚洲金融危机中，在香港一向有“大好友”之称的新鸿基毅然宣布将旗下10个地产项目停工或放缓，而近期美国的地产巨头勒纳则将其在南加州的最大地产项目“中央公园西”停工，同时停工的还有其在阿纳海姆的A-Town项目，据说复工的最早日期也要到2008年夏天，如果行业环境不好的话，可能进一步推迟到2009年。

收缩战线、甚至停工的休眠疗法是过冬的最省力办法，但这个办法却并不适用于国内的地产企业，与美国地产企业的长期债融资和香港地产商靠出租物业回笼资金不同，内地的地产开发商有40%以上的资产是靠短期负债支撑的，包括短期的银行贷款、预售款和应付账款，在信贷紧缩中这部分资金很可能难以延续。

数据显示，A股65家房地产上市公司，2007年三季度平均的流动负债率为43.5%，其中，80%的企业流动负债率超过30%，58%的企业流动负债率超过40%，32%的企业流动负债率超过50%，还有15%的企业流动负债率超过了60%。与之相对，企业平均的存量资产周转率（本年销售额与上年末总资产之比）不到25%——也就是说地产企业从购置资产到变现平均需要四年的时间，却有40%以上的资金是通过短期融资支持的。

短债长投的资本结构决定了内地的地产企业不能停工，他们需要滚动经营的现金回款来偿还短期负债。此前我们就提出，经营现金流是国内地产企业支撑短期负债的主要资源，而经营现金流与短期债之间的缺口就构成了企业的短期风险头寸。这个缺口在行业繁荣时期可以通过扩大债务融资和股市融资来弥合，但在行业低谷期，债务和股权融资都变得更加艰难，于是缺口开始显现，并随着危机中周转率的下降而逐步扩大。

实际上，目前美国的房价只下降了3%—6%，但房屋销售量却下降了40%，正是这40%的成交量下降占用了地产企业的大量现金。美国最大地产开发商帕尔迪在2005年末手里还有10亿美元的现金，但2007年中期却只剩7000多万美元了——激进的土地储备和滞销的房

表1：美国四大地产商的业绩预期（单位：美元）

地产公司	分析师预测的本年度每股收益中值	分析师预测的下一年度每股收益中值	会计年度截止日	分析师预测的长期增长率中值
帕尔迪 (PHM)	-2.43	0.3	12月31日	13%
霍顿 (DHI)	-1.9	0.89	9月30日	11%
CTX	-1.75	0.79	3月31日	10%
勒纳 (LEN)	-4.91	0.17	11月30日	15%



一旦信贷紧缩，可能会有相当多的地产企业陷入危机。

损失。但售地给勒纳带来了好处，除了税收优惠，勒纳还保留了20%的权益，从而可以分享这些地块在未来行业复苏中的升值好处。不过，更重要的是，交易给勒纳提供了5亿美元的现金——对于低谷中的地产企业，现金比什么都重要。此后，勒纳又将一处8300个住宅的地块卖给了另一家地产公司Metro。显然，勒纳认为囤地过冬，比囤地过冬更好。

危机中的对策三：缩短产业链

除了停建和售地，香港地产企业应对行业危机的另

一个办法就是合作——组财团共同购地、开发，从而将各地地产企业的流动资金集合起来使用。但对于内地地产企业来说，一个更可能的情景是缩短产业链，土地储备较多而又资金链紧张的企业将土地稍作开发后转手，接盘的地产商增值开发后再转手……最后，是专门负责销售的房地产经纪公司——在这种接力开发过程中，每个地产商都加速了资金的周转，每个地产商又都根据自身的资金实力参与一个阶段的运作，而那些资金相对宽裕的企业则在产业链中占据了更长的时间，相应地也分享了更多的收益。

屋在一年半时间里就耗用了9亿多美元的现金。

危机中，地产企业需要更多的现金来维持经营。

危机中的对策二：售地

地产企业如何在高负债压力下过冬？生存需要现金，而融资瓶颈下现金主要来自于经营，但经营又需要进一步的现金投入，于是，很多地产企业开始出售资产。

香港的恒隆地产在上世纪70年代曾以“地铁上盖”项目而风光一时，但激进的扩张使其在1982年香港地产危机中遭遇重挫，沦为二流地产商。不过，吸取了危机教训的恒隆却因其保守而成为了亚洲金融危机中，香港受冲击最小的

地产企业。在1997年亚洲金融危机来袭之前，多数地产商都在积极而乐观地高价囤积土地，而恒隆非但没有买进一块土地，还卖出了一块土地，套现20亿港元，从而保证了企业能够安全度过危机，并在危机过后，楼价低谷时开始收购土地。经此一役，恒隆从香港地产界的前十位跃升至前五。

不过，更多的企业没有恒隆的幸运，由于没能准确预测行业的转折，只能选择危机中的断腕策略。2007年9月，美国地产巨头勒纳与摩根士丹利旗下的房地产基金MS成立了合资公司，并将旗下32个街区、11000处住房用地以5.25亿美元的价格出售给合资公司，而5.25亿美元的成交价只是这些土地资产账面价值的40%，为此勒纳需要确认7亿多美元的

与繁荣时期相比，其实地产行业危机中的机会也有很多，而流动资金的多少则决定了各企业对产业机会的分享。亚洲金融危机中，长江实业先是以每平

2007年12月22日 | 證券市場 | 17

方英尺 200 元的超低价拿下马鞍山酒店地段，然后又组财团以每方尺 2840 元、低于测量师估价 30% 的价格拿下警察宿舍地皮——缩短的产业链和合作开发的需求，为资金较少的企业提供了生存的空间，而那些资金相对宽裕的企业则获得了成长的空间。

现金为王：谁会陷入流动危机？

香港和美国地产危机的事实启示我们，在地产行业的冬天里，绝对是现金为王。当然，这里的现金并不是一个手持现金的绝对数概念，它是存量现金、短期负债与经营现金的对比，为此我们定义了地产公司短期风险头寸的概念：

短期风险头寸 = 存量资产周转率 - (流动负债 - 货币资金) / 总资产

其中，存量资产周转率反映了企业产生经营现金的能力，而净流动负债率，即 (流动负债 - 现金及等价物) / 总资产，则体现了企业当前的财务安全性，两者的差就是企业抗短期冲击的能力。

数据显示，在 A 股 65 家房地产上市公司中，只有 18 家企业的存量资产周转率超过了流动负债比率，也就是说有 72% 的企业，其年度销售回款不足以偿还当年到期的流动负债，必须通过续借来支持运营；即使考虑了企业当前的现金储备，仍有 45% 的地产企业存量资产周转率低于净流动负债率，一旦信贷紧缩，这些企业将首当其冲陷入危机；不过，这还不是危机的全部，当行业开始走低时，首先冲击的不是房价，而是成交量，次贷阴云的笼罩下，美国住宅地产的新房成交量已经下降了 40%——在资产周转率下降 40% 的情况下，还有多少企业能够生存呢？

我们参看美国地产市场的数据，如果资产周转率下降 40%，根据 A 股房地产上市公司三季度数据计算的企业的短期风险头寸：结果显示，只有 30% 的地产公司在存量资产周转率下降 40% 的情况下，其手持现金与经营现金之和能够

图1：A股部分地产上市公司存量资产周转率下降40%时的短期风险头寸

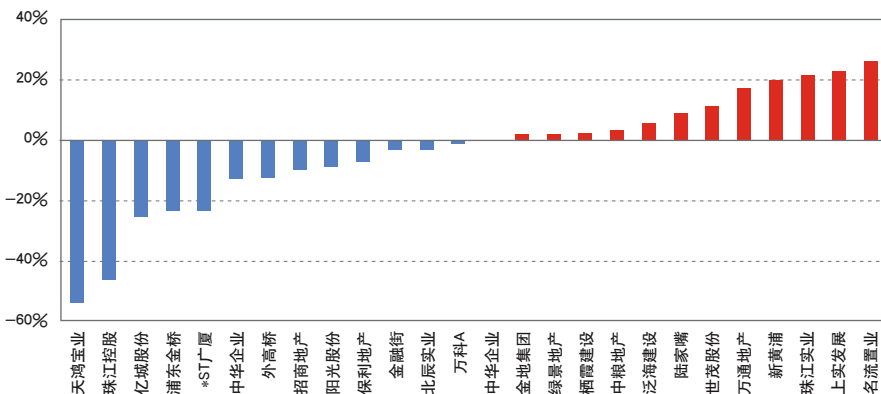


图2：A股部分地产上市公司货币资金排名

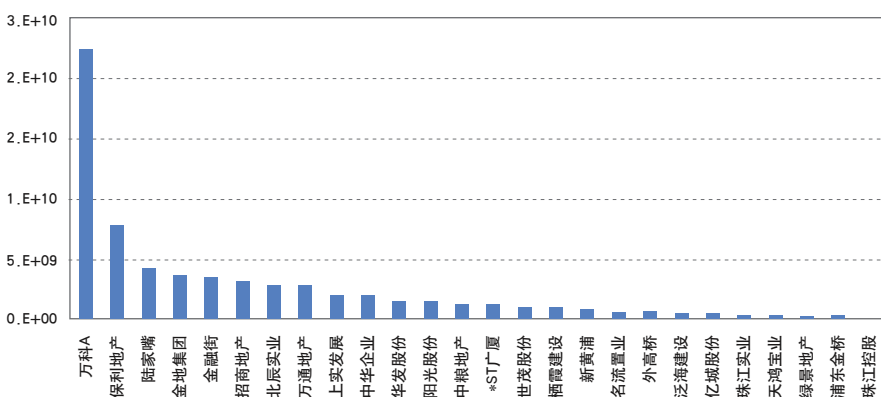
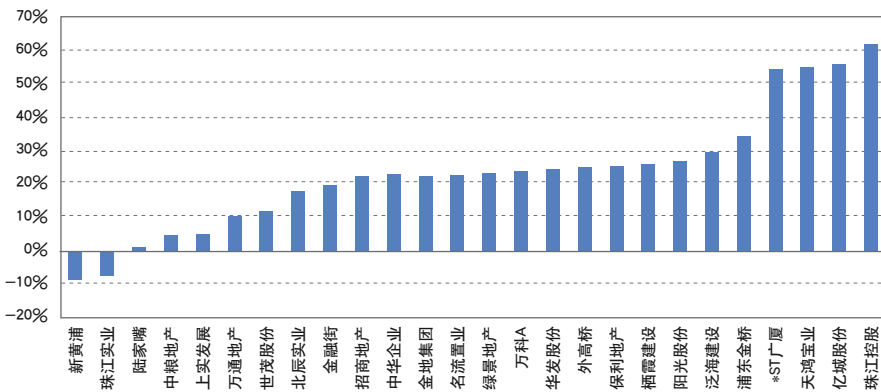


图3：A股部分上市地产公司净流动负债率排序



偿还当年到期的短期负债；有三分之一的企业，在资产周转率下降 40% 的情况下将出现 20% 的资产缺口；而有 26% 的企业在存量资产周转率下降 40%、同时短期负债中有 50% 无法续借的情况下，将陷入流动性危机（见图 1）。

地产行业是一个高周期的行业，冬天总会来临，只是或早或晚，每个企业都认为自己有能力判断行业转折点，但

现实情况是，很少有企业能够准确地预见行业转折的来临，而当危机真的到来时，它的影响会比我们想象得大得多，在你还来不及收缩战线、甚至变卖土地资产的时候，可能已经面临灭顶之灾了，所以，我们唯一能做的是储备足够的现金（而不是土地）来过冬。■

（作者为贝塔策略工作室合伙人，江南金融研究所特约研究员）