

一部值得所有行业和企业借鉴的风险管理案例集



标本

郎咸平

地产领导者领先之道

東方出版社
東方音像電子出版社



郎咸平

标本

地产领导者领先之道

東方出版社
東方音像電子出版社

图书在版编目 (CIP 数据)

标本——地产领导者领先之道/郎咸平等著. —北京: 东方出版社, 2006. 1

ISBN 7 - 5060 - 2397 - 0

I. 标… II. 郎… III. 房地产—风险管理 IV. F293.3

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 157128 号

标本——地产领导者领先之道

作 者: 郎咸平等

策 划: 许剑秋

责任编辑: 蒋建平 韦玉莲

出 版: 东方出版社

发 行: 东方音像电子出版社

地 址: 北京朝阳门内大街 166 号

邮 编: 100706

版 次: 2006 年 1 月第 1 版

印 次: 2006 年 1 月第 1 次印刷

开 本: 787 × 1092 毫米 1/16

印 张: 21

书 号: ISBN 7 - 5060 - 2397 - 0

定 价: 49.00 元

发行部电话: 65230553

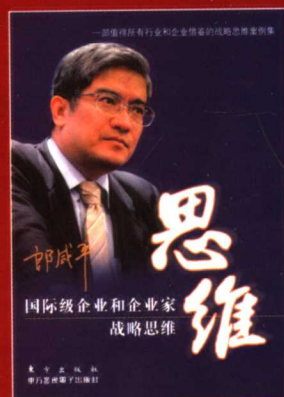
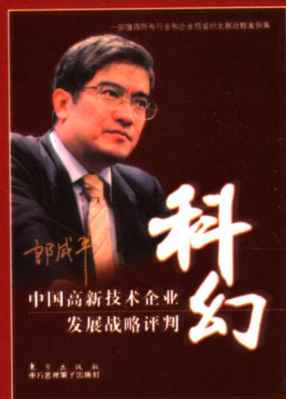
版权所有, 违者必究



郎咸平

美国沃顿商学院博士，现任香港中文大学教授。曾任沃顿商学院、密西根州立大学、俄亥俄州立大学、纽约大学和芝加哥大学教授，被公认为公司治理方面的顶级学者。

著有《操纵》、《整合》、《运作》、《科幻》、《思维》等中文著作。



策划编辑：许剑秋

责任编辑：蒋建平 韦玉莲

摄影：陈萧军

媒体推广：施丽娟 (shilijuan224@vip.sina.com)

投稿邮箱：dongfangjip@yaho.com.cn

装帧设计：人思轩 装帧设计
xy6001@126.com

目 录

自 序：中国房地产行业风险亟须管理	1
-------------------------	---

第一章 恒基兆业集团

一、概 述	21
集团架构	21
李兆基语录	22
四大地产商业绩与风险比较	23
二、集团理念	25
三、恒基集团之“地产为大”篇	26
四、恒基集团之“做强做大”篇	29
高速发展期	29
稳中求胜期	52
东山再起期	65
五、恒基集团之“风险管理”篇	80
手法一：不同业务组合	80
手法二：稳定现金流	82
六、恒基集团之“派发高息”篇	84
每股股息和每股股价走势比较	85





派息比率比较	88
派发股息的现金来源分析	90
借钱、配股集资派高息，市场怎样看	91
资本负债率长期高企又如何	96
如果没有派发现金股息，其市值会如何	98
七、结 论	102

第二章 新世界发展集团

一、新世界发展的组织结构及背景	107
二、1997 - 2000 年发展策略	108
四大天王——企业策略	108
新世界集团——企业策略	108
三、宏观经济环境突变	112
亚洲金融风暴	112
四、新世界发展的财务问题	114
营运现金入不敷支	114
融资办法	115
举债后果	116
小 结	119
五、2001 - 2005 年发展策略	120
企业策略	120
新策略三部曲	120
六、新世界集团系内重组（一）	126
2003 年——基建、港口及服务管理业务	126
进行重组及上市对新世界集团之好处	129
改善业务管理后的新创建	132
七、新世界集团系内重组（二）	135



2004 年——新世界移动后门上市事件	135
新策略之成效	139
下一步计划	144
新世界百货上市计划之筹备工作	150
附 录	151

第三章 新鸿基地产

一、公司背景	157
二、市场领导地位	158
三、人弃我取，大举吸纳	162
四、醉翁之意，一石二鸟	166
五、改朝换代	170
不败之躯	170
作茧自缚，固步自封	172
六、点石成金（一）——发展电讯业，另辟战线突围	175
七、点石成金（二）——新意网篇	178
上市集资	178
八、点石成金（三）——一个亚洲神话	181
码头争夺战之序幕	181
新地反击战：港口业务大展拳脚	182
淘金的机会就在眼前	182
鹬蚌相争，渔人得利	182
出售股权，只为赚 14 亿？	183
九、投资业务实质贡献	183
十、回归地产，眷恋地产	186
红湾半岛：维港沿岸的金蛋	186
最后结果	187





疑团：真的如此放弃？	187
十一、两代策略小结	188
十二、新地保持高股价之原因	188
表面上分散投资之掩眼法	188
经济及楼市复苏带动整体股市上扬	191
派发高股息吸引股民	192
高净资产值	193
十三、总 结	195

第四章 长江实业

一、引 言	199
二、长江实业集团架构的演变	200
三、李嘉诚王国于 1997 年前的发展及风险管理哲学	203
策略一 财政稳健	203
策略二 业务多元化	205
策略三 业务国际化	211
策略四 利用重组加强风险管理	216
长江基建归于和黄控股	217
香港电灯归于长江基建控股	217
市场对 1997 年长和系的重组反应正面	218
四、1997 年后发展策略之改变	219
长和系风险管理策略再评	220
3G 投资资金回报慢，造成现金周转问题	224
五、输钱皆因赢钱起	228
和黄出售 Orange 的经过	228
市场对和黄出售 Orange 的反应	229
和黄锐意发展 3G	230



3G 电讯业务严重亏损	230
六、亡羊补牢 分拆业务	233
第一步 拆香港固网电讯业务	234
第二步 分拆 2G 移动电讯业务	235
第三步 简化电讯业务架构	236
第四步 进一步分拆 3G 业务	237
七、总 结	239

第五章 会德丰地产

一、会德丰系简介	243
二、吴光正和会德丰系发展的三个时期	250
吴光正重组会德丰（1993 年 9 月至 1996 年 8 月）	251
吴光正从政时期（1996 年 9 月至 2002 年 3 月）	259
吴光正重掌会德丰（2002 年 4 月至现在）	266
三、会德丰的重整策略	267
重建品牌	268
重整架构	272
分散风险	277
财务策划	284
会德丰的企业前景	290
四、总 结	294

第六章 信和地产

一、信和集团架构	299
二、财务表现与同业比较	300
股价表现	300





每股盈利表现	301
盈利与资本回报率 (ROE) 表现	302
盈利与资产回报率 (ROA) 表现	303
小 结	304
三、表现落后原因	304
高地价成本	304
高负债及高融资成本	309
误判市场走势	313
小 结	319
四、逆境求存	319
逆境原因	319
如何制造盈利	322
关联交易的目的	326
小 结	329
五、总 结	329

自序：中国房地产行业风险亟须管理

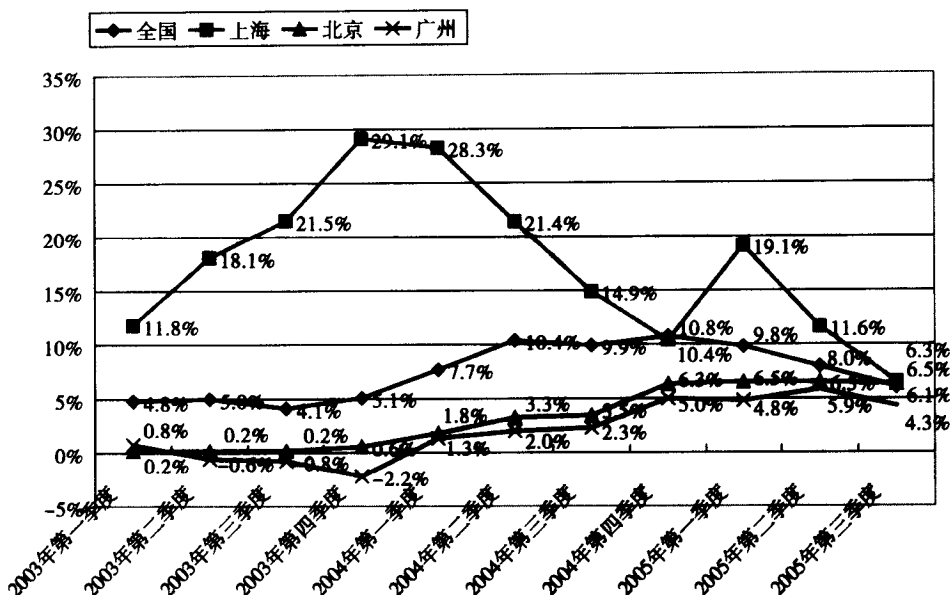
房地产是近年中国最为热门的行业。长期以来，中国居民深受住房条件简陋之苦，对拥有房产的渴望是强烈的。国家取消以前的福利分房制度之后，商品房的市场豁然打开。住房的需求在短时间内突然迸发，推动了房地产行业的兴盛。每个人都似乎看到了背后巨大的赢利空间。地方政府、企业、个人都投入到了挺进房地产的“运动”之中。多数城市明确提出要将其作为新的经济增长点，甚至作为支柱产业。而企业和个人则纷纷摩拳擦掌进入建房买房售房的行列之中。这种畸形的全民炒房地产的做法是国家的悲哀。目前，房地产已经成为中国风险最高的行业。

中国房地产风险主要体现在四个方面。

一、价格水平波动大，且地区差别悬殊。

2003 年之前，全国的房屋销售价格增幅是很稳定的。2002 年房屋销售价格上涨 3.7%，2003 年上涨 4.8%，到了 2004 年，就出现了加速上扬的趋势，上涨 9.7%。从季度指标看，2003 年四个季度的同比增长速度基本在 5% 左右波动，进入 2004 年之后增速加快，基本在 9% - 10% 左右，最高在 2004 年第四季度同比达到了 10.8%。2005 年第一季度房屋销售价格比 2004 年同季上涨 9.8%，第二季度上涨 8%，由于宏观调控力度效果显现，第三季度增幅有所下降，为 6.1%。假如没有宏观调控及时出台，房地产行业的价格必然会再攀高峰，诱发更大的行业风险。目前虽然暂时凭借行政力量压抑了房地产价格涨幅，但调控之后是否出现反弹，仍然是一个需要我们高度警惕的问题。





不过,此次全国房屋销售价格的抬高,主要是由于局部地区,特别是东部城市房价高涨所致。对上海、北京和广州三大代表性城市进行分析,就更能说明这种地区差别。上海市的房地产泡沫严重,调控十分必要;而北京有泡沫,但并不严重;广州则没有泡沫存在。

上 海

1998年上海住宅商品房平均销售价格只有每平方米3026元,但之后持续上涨,到了2003年达到每平方米5118元,首次超过北京成为全国房价最贵的省份城市,而2004年则达到6385元/平方米(采用新的统计方法),按照可比口径比2003年增长14.6%。(上海市的这些指标普遍受到质疑,认为被低估的空间很大,但是,我们目前在公开渠道只能得到这样的数据。)

2003年后的房价涨跌波动惊人,季度指标更清楚地说明这一点。以房屋销售价格为指标,2003年以来每个季度的同比增长幅度都在两位数以上。2003年第一季度同比增幅还是11.8%,第二季度就高达18%以上,第三季度则达到21.5%,第四季度超过29%;2004年第一季度比2003年同季又增长28.3%,第二季度仍保持在21.4%的同比增幅,第三季度的增长开始放慢,达到14.9%,第四季度又进一步下降到10.4%。不过2005年第一季度又有上升趋势,达到19.1%。由于宏观调

控,2005年第2季度增幅开始下降,为11.6%,第3季度更进一步降至6.5%。这个水平相对来说,还算合理。2003年以来,上海季度增幅平均高出全国水平10.1个百分点,而北京比全国低4.2个百分点,广州则比全国低5.4个百分点。单从上图的上海房价走势看,其波幅之大,令人瞠目。

上海市房价不但增幅远远高于全国水平,其增长趋势也完全与全国不合拍。2003年以来的11个季度,上海与全国的相关系数是-0.15,统计上没有显著性,说明它完全游离于正常走势之外。

在房地产投资和销售环节上,上海的增速也是惊人的。上海统计公告显示,2003年上海完成房地产开发投资额901.24亿元,比2002年增长20.3%;商品房施工面积8267.51万平方米,增长20.6%;竣工面积2491.84万平方米,增长25.6%;商品房销售面积2376.4万平方米,增长20.5%,其中商品住宅销售面积2224.47万平方米,增长20.5%。全年商品房销售额1216.34亿元,比2002年增长49.2%,其中商品住宅销售额1109.86亿元,增长50%。销售额的增长幅度明显高于销售面积增幅。存量房产交易持续攀高。全年成交过户面积2306.28万平方米,比2002年增长28.8%。到了2004年,上面的一系列指标都又有了大幅度提升。房地产开发投资额达1175.46亿元,比上年增长30.4%;商品房施工面积9481.61万平方米;竣工面积3443.02万平方米,增长38.2%;商品房销售面积(包括现房和期房)3488.75万平方米,增长38.9%,其中商品住宅销售面积3233.74万平方米,增长38.5%。全年商品房销售额(包括现房和期房)2263.84亿元,比上年增长58.9%,其中商品住宅销售额2064.74亿元,增长58.8%。所有增幅都大大高于2003年。存量房成交过户面积也增长了18.2%。

北 京

北京房价的绝对水平在2003年之前都是居于全国首位的。但是,房价涨幅还算温和。从季度指标看,2003年的前三个季度,同比增长都只有0.2%,第四季度有0.6%,可以说是几乎没有什么变化。但进入2004年后,增速加快,四个季度增长分别是1.8%、3.3%、3.5%、6.3%,2005年第一、二、三季度增幅分别为6.5%、6.5%、6.3%,相当稳定。2003年以来北京平均季度增幅比上海低近14个百分点,比全国还要低4.2个百分点。

从2004年全年看,北京市统计局数据显示,房屋销售价格总水平比2003年上



涨3.7%,涨幅提高了3.4个百分点。北京市建委的统计显示,全市竣工后签订销售合同的商品现房平均销售价格5053元/平方米,同比上涨316元/平方米,涨幅为6.7%;其中,商品住宅现房平均销售价格为4747元/平方米,同比上涨291元/平方米,涨幅为6.5%;全市商品期房买卖平均价格5986元/平方米,同比上涨了225元/平方米,涨幅为3.9%。其中,商品住宅期房买卖价格为5629元/平方米,同比上涨376元/平方米,涨幅为7.2%。可以说,进入2004年之后北京房地产出现了轻微的泡沫。由于宏观调控的出台,其泡沫没有在三季度继续被扩大和膨胀,房屋销售价格增幅也基本与全国平均水平持平。

还有,北京市城建研究中心2005年2月发布“北京市商品住宅购房对象购房需求抽样调查结果”显示,购房对象置业目的以改善居住条件和解决基本居住需求为主,所占比重为81.94%(其中,高档次商品住宅购房需求所占比重为12.1%),以投资为目的的购房需求仅占调查对象总人数的7.9%。这也从侧面反映北京市场上投机商的比重并不大。

广州

广州的房地产市场在三大城市中最稳健、最成熟、最理性的。2003-2004年,广州保持了快速的经济增长;2003年广州市GDP增长15%,人均可分配收入增长12.1%;2004年GDP增长仍然保持15%的增长高速,人均可分配收入增长为12.5%。但是同期的房屋销售价格却波澜不惊,2003年的四个季度里,后三个季度全是负增长,2004年四个季度增幅都在5%以内,2005年第一至第三季度增幅也只有4.8%、5.9%、4.3%。总的来说,广州没有房地产泡沫。

房地产泡沫对国民经济的负面影响是严重的。房价持续过快上涨会导致价格形成机制的扭曲,增大了行业风险,阻碍了产业结构的优化调整,对国民经济和大众生活的伤害是深刻和长远的。这三大城市之间巨大的差别体现出中国房地产行业的非同质性,增加了行业内的复杂性。

二、第二个凸出的风险是行业内公司的融资结构不合理,负债水平高,很容易陷入财务困境。

我们选取2000-2004年间内地房地产行业上市公司做了简单的分析,结果表明,这些公司面临的财务风险十分严重。



2000—2004 年中国房地产行业上市公司财务状况

年份	2000	2001	2002	2003	2004
公司家数	30	3434	34	34	
平均总资产规模(万元)	207,163	219,745	240,838	273,816	330,610
平均资产负债率%	57.54	55.43	64.13	63.08	75.13
平均流动比率	0.88	0.82	0.95	0.79	1.77
平均净资产收益率(ROE)%	3.99	2.71	2.53	2.12	3.17
净资产收益率中数%	6.96	5.81	5.34	3.62	6.39
平均总资产收益率(ROA)%	1.75	1.80	1.60	1.35	1.94
总资产收益率中数%	2.96	2.62	2.61	1.89	2.50
现金及现金等价物净增加额占总资产比例%	0.86	3.82	0.22	2.18	0.98
年末货币资金余额占总资产比例%	8.62	12.06	11.34	12.63	13.98

注:计算平均 ROE 和平均 ROA 时,由于 2001、2002、2003、2004 年度均出现了巨亏公司,导致奇异值(OUTLIER)出现,我们剔除了这些奇异值。2001 年剔除了 2 家,2002—2004 年各剔除 1 家,否则 ROE 和 ROA 的均值会更低,2001 年和 2003 年份甚至出现 ROE 均值为 -68% 和 -45% 的巨大负值。计算其他各指标时,我们仍然保留了这些公司。

2004 年平均资产负债率突然上升,是由于有一家公司(ST 兴业)出现了大约 590% 的资产负债率,如果去除这家公司,平均资产负债率大约为 59.54%。

虽然行业的平均资产规模稳步增长,但同时,平均负债率也处于攀升状态,从 2000 年的 57% 左右迅速达到 2004 年的 75% 以上,显示行业总体越来越依靠高负债运营。短期的偿债能力也不理想,除了 2004 年,其他各年份的流动比率都低于 1。房地产行业财务上的不稳健也突出体现在企业持有的现金流量上。现金及现金等价物净增加额占总资产比例最高在 2001 年出现,但是也只有 3.82%,2002 年最低,只有可怜的 0.22%。2003 年、2004 年分别为 2.18% 和 0.98%。与香港相比,内地房产企业持有现金的比例是相当低的。这颇似高空走钢丝,资金链条上发生轻微的阻碍都会使企业处于技术上破产的边缘,其财务风险非常大。

盈利能力也基本处于较低水平。平均净资产收益率从 2000 年至 2004 年依次是 3.99%、2.71%、2.53%、2.12%、3.17%;平均总资产收益率则依次为 1.75%、



1.80%、1.60%、1.35%、1.94%。基本是个下降趋势,而且水平很低。这还是剔除了巨亏公司之后的数字,存在高估,实际还达不到这个水平。另外,我们选取的是上市公司,而通常上市公司是行业中的佼佼者。所以,实际全行业的财务状况,只会比我们观察到的结果更低。

中国房地产企业高负债、低现金流的状态,很大程度上与经营方式有关。房地产公司多数都是借助银行贷款等外债开发和建设新房,然后通过售房回收资金。在房产需求旺盛,销售红火的时期,这种高负债运行是十分经济的。房产出售率高、交易活跃,房地产开发企业可以迅速回收资金,因此,他们即使没有太多的自有资金和现金流,就可以使项目正常运转。但是,一旦行业有效需求出现下降,例如由于宏观调控或者房地产价格过高而导致市场需求萎靡,房地产公司的资金链条立刻紧崩。而当前,房地产行业也没有很好的配套风险规避工具,很容易陷入资不抵债的困难境地。

房地产行业是与金融体系紧密相连的。房地产行业如果陷入资金周转困难,银行系统的资产流动性和赢利性会立刻受到影响。

三、不稳定的政策导向,增加了房地产行业的变数。

国家在取消福利分房之后,对开发房地产是持支持态度的,因此房地产公司大量涌现。而且,各地方政府对土地开发和城市建设的热情也是很高的。这主要源自政府官员以市政建设显示政绩的驱动,以土地吸引外来投资的需求,以及巨大的利润空间的吸引。几乎每个城市政府都提出要重视发展房地产,要把房地产作为拉动经济增长的妙招。在2003年8月12日,《国务院关于促进房地产市场持续健康发展的通知》(18号令),提出在国家宏观调控政策的总方针中,将房地产业定位为拉动国家经济发展的支柱产业之一。虽然通知中也指出房地产价格和投资增长过快问题,以及要加强市场监管,整顿市场秩序,但是这个通知的主旨还是促发展。

2004年的情况发生了质的变化。中央政府没有预料到东部地区一些城市发生的房地产泡沫会到如此严重的程度。如果任由这种非理性繁荣继续下去,国民经济和金融体系会受到很大的威胁。所以,宏观调控应时出台。风向骤然改变,行业的寒冷期到了。

2004年3月30日国土资源部、监察部联合下发了《关于继续开展经营性土地