

自2008年金融危机以来，全球许多国家和地区的房价均有不同程度的上涨。而在中国，同期数据恐怕要翻上好几番。关于中国房地产市场泡沫的争议从未停止，但政府调控手段是否有效却还是个未知数。在宏观经济整体趋缓，调控并未放松的情况下，中国房价一路飙升，房地产企业销售规模再次刷新纪录。这样的增长速度是否具有可持续性，合理的盈利能力和流动性又该如何维持？

逆势增长，何以持续？

文 / 何锦荣 黄伟

——零一二年房地产整体政策环境延续了2010年以来的从紧态势，但相比——2010~2011年多轮次、力度不断升级的政策调控，2012年的调控政策总体保持相对平稳。2013年中国房地产市场在“国五条”调控政策遇冷的同时，行业投资环境全面好转，房地产市场重现过热征兆——量价齐涨、地王重现、企业销售业绩持续攀高。

德勤在2011年和2012年分别选取了168家和174家在上海、深圳及香港证券交易所上市的房地产公司，回顾了它们2011及2012财年的主要财务比率。这些样本房地产公司的主要房地产业务活动集中在中国内地，并有50%以上的收入或资产收益源自地产开发或地产投资。在此基础上，我们结合对宏观市场数据的研究，对未来的房地产市场进行了展望。



一、2012年财务业绩分析

尽管2012年的整体政策环境并未放松，经济增长速度趋于平缓，样本上市公司依然在规模上取得了较快增长，在报告期内实现平均总收益79.12亿港元，同比增长24.6%；而在香港上市的房地产公司市场总值近30%的增长带动了整体样本公司平均市值16.5%的提升。2012年样本上市公司的平均净利润率相对于2011年来说，略微提高了0.5个百分点，但比2010年下降了2.65个百分点；权益回报率也处于下降通道，从2010年的11.5%下滑至2012年的9.98%。在2012年，样本上市公司的流动性进一步减弱，流动比率和速动比率相对于2011年分别下降4.5%和7.4%（见表1）。

表1 2010、2011及2012年房地产企业样本的主要平均财务比率/价值

	2010年	2011年	2012年
期内总收益（百万港元）	5246	6348	7912
市场总值（百万港元）	10010	10382	12091
净利润率*	20.9%	17.75%	18.25%
权益回报率*	11.5%	10.72%	9.98%
流动比率*	2.40	1.82	1.74
速动比率*	1.09	0.58	0.54
债务/权益比率*	0.94	0.93	0.92

* 由于采用新的会计准则，对一些公司的2011年财务数据进行了调整，并剔除若干偏离值个案。
资料来源：德勤分析。

我们将这7项财务比率/价值归为三个范畴，即规模、盈利能力、流动性和偿债能力进行详细分析。同时，根据期内总收益，我们将样本公司分为超大型、大型、中型和小型¹四个类别。另外，我们还取得了除7个指标以外的一些财务数据，来进行详细分析。

（一）规模进一步扩大

在2012财年，上海、深圳及香港股市房地产公司的期内总收益仍然稳定增长，增速分别为22%、39.5%和18%。期内总收益在100亿港元以上的样本公司从2011年的22家增加到29家，其中有7家由50亿~100亿港元类别晋级，2家为新加入的样本公司，还有2家公司跌出该序列。香港仍然是超大规模样本公司的集中市场，拥有72.4%的百亿港元样本上市房地产公司。在2011年的168家样本房地产公司中，64.9%的公司实现了总收益的正增长，并且这个比例随着规模的扩大而逐步提高，总收益10亿港元以下样本公司的该比例为54.5%，而在总收益100亿港元以上公司

的该比例则上升到81.8%。因此可以看出，房地产企业的业绩进一步分化。大型房地产企业在宏观调控和经济缓行的环境下，能够积极调整销售营销战略，调整产品结构，以刚需和首改型住宅为主，确保了销售业绩的有效增长。

2012年样本上市房地产公司在上海、深圳及香港三大股票市场的表现与2011年差别迥异。2012年在香港上市的样本房地产公司的市场平均总值由116.13亿港元提高到151.07亿港元，增长幅度达29.9%；而其他两个市场的样本公司市场平均总值变化幅度不甚明显。香港股票市场由于美国和日本量化宽松货币政策带来的充裕流动性以及全球经济企稳，整体表现优于内地股票市场。同时，港股上市的内地房地产企业整体经营状况较好，股价稳定。另一方面，上海、深圳股票市场在2012年的表现可谓乏善可陈，经济下行对股市走势影响颇大；同时，融资扩容、交易规则不合理性和大小非解禁等问题也一直困扰着投资者。但是，房地产板块由于销售收入的增长和高于市场平均的盈利能力，整体表现依然强于大市。

（二）利润率进入下行通道

近6成的2011年168家样本上市公司在2012年的净利润率出现了下滑，而该比例的分布在各个规模类型样本公司中基本均衡。因此，可以看出，整个行业的利润率进入了一个下行通道，尽管该行业的利润水平依然高于大多数其他行业。

上海和深圳上市的样本公司净利润均呈现双位数的下滑；而香港上市样本公司的平均净利润率则比前两个市场分别高出96.4%和133.5%，同时比2011财年取得了27.8%的增长。这与其投资物业占固定资产67.5%不无关系，而这个比例在上海市场仅约为40%。但是由于香港和内地的税法差异，投资物业对香港上市公司税负率的影响高达18.5个百分点。同时，76%和73%的上海和深圳上市公司的净利润率低于20%，而该比例在香港上市的样本公司则为49%。在2012财政年度，上海上市的地产公司平均净利润率全部下降，而以超大型的跌幅最大，为24.63%。而在深圳市场，则是小型公司的净利润率下降最为显著，高达35.68%。在香港市场上市的公司表现出现分化，小型公司的平均利润率大幅提高，主要原因归结于持有物业的增值评估或经营困难而导致的资产抛售利益实现，而其他三类公司的该比率出现不同程度的下降。

三地上市房地产企业的平均毛利润率依然保持较高的水平，在35%~47%之间浮动。而通过对毛利率和净利润变化幅度的比较，我们发现房地产上市公司在2012年更加积极地通过强化内部管控与运转速度来保持盈利水平。根据数据分析，毛利润率跟样本上市公司的规模大小正相关关系不够明显；在深圳和香港上市的小型地产公司反而取得最高的毛利润率。但是，利润率的高低与房产项目的具体区域有密切关系，样本上市公司的年度财报显示其在一线城市，如北京、上海和广州，以及经济发达区域，如华北、华南和华东中心城市的地产项目利润率为三、四线城市的2~3倍。而一些成功推出高端住宅、公寓以及别墅项目的房地产公司也获得了相对较高的利润回报。而销售和管理费用占销售收入的比例基本遵循了与规模成反比的关系；样本公司销售费用比例在各个市场差别不大，但管理费用比例则是香港上市的公司

较高，这与这些公司在内地和香港同时运营的状况不无关系。

与其净利润率数据相比，三个市场样本上市房地产公司的平均权益回报比率相差不大。在 2012 年，上海上市公司的该比率下降了 25.1%，香港上市公司则略微下降至 11.11%，而深圳上市公司的该比率提高了 13.3%。与净利润率数据类似，超过 80% 的内地市场上市公司的权益回报比率不足 20%，仅有很小比例的公司能够获得超过 20% 的回报，而香港上市公司的该比例在各区间的分布也呈现下行的趋势。通过对 2012 年不同规模的样本上市企业的权益回报比率的进一步分析，发现规模越大的公司为其股东创造的利润越大，反之越小。34.5% 的超大型企业经营者为其股东带来超过 20% 的回报，而这个比例在小型企业中只有 1.7%。这是因为规模型企业实力强劲，在实现利润有效增长的同时，更有能力以除权益以外的融资渠道来获取资金，来支持公司的运营和发展。

（三）流动性和偿债能力小幅下滑

受大环境的影响，2012 年房地产企业在投资以及新项目建设上趋于谨慎和保守，而更多的是积极消化库存。整体来看，2012 年样本上市公司的流动比率与 2011 年相比略微下降 4.48%，流动性依然紧张。但三个市场流动比率的表现各有不一，上海上市公司的平均流动比率指标略有改善，深圳和香港上市公司的该指标则分别下降 5% 和 9.3%。两个内地市场上市公司流动比率的下降主要由大型公司引起，而在香港则是除超大型规模以外的公司流动性均出现了恶化的趋势。

在速动比率方面，香港上市的样本公司也呈现出比内地两个市场更大的变动幅度，从 2011 年的 0.67，下降 15.4% 至 2012 年的 0.57。此比率代表的短期偿债能力下降在香港上市公司中非个别现象，2011 年速动比率在 1 以上的公司比例为 75%，2012 年则有 87% 的公司的该比率低于 1。而上海和深圳市场上，大型企业的速动比率下滑幅度显著，分别为 28.25% 和 35.84%；香港市场上则是规模在百亿以上的公司速动比率下降近 30%。大型企业短期偿债能力下滑，其原因可能是他们加大了对土地、新建项目的投资；而小型规模企业的速动比率优于大型企业，则可能是其短期融资能力下降的结果。

在运营数据方面，上海和深圳两个市场上市公司的去库存力度明显大于在香港上市的同行，存货周转率在 2012 年分别提高了 10.3% 和 13.9%，香港上市公司则下降了 21.2%。而在其他两个指标方面，香港上市公司则优于其他两个市场，运营效率相对于 2011 年分别提高了 16.7% 和 23.5%。

就负债 / 权益比率而言，2012 年，三个资本市场的负债 / 权益比率的变化幅度不甚明显。上海上市公司的杠杆率减少了 4.35%，深圳上市公司此比率基本与 2011 年持平，而香港上市公司的杠杆率则略为上升 3.75% 至 0.83。而具体指标的变化跟企业规模的大小没有明显关系，这跟个体企业在 2012 年融资渠道选择的联系更为紧密。

整体而言，杠杆率的绝对值与企业规模成负相关的关系。60% 的小型企业 2012 年的杠杆率低于 0.5，反映了该类企业较弱的举债能力，而大型企业高杠杆率的比例明显提高。以上海上市公司长期借款中各类借款形式占比为例，可以看出规模的大

小与借款难易程度以及成本之间的关系——规模越小的公司，抵押和质押贷款的比例越高；规模越大的公司，信用或保证贷款的比例越高。但是值得注意的是，虽然大型企业的融资能力较强，也需要密切关注市场动态，保证资金回笼，确保资金链的顺畅。

二、房地产市场展望及启示

2012 年以来，中国房地产市场呈现回暖的局面，房屋销售量和价格节节攀高，土地市场交易日趋火热，投资和新开工建设也稳步回升。而我们的样本上市公司财务指标也一定程度上体现了这些市场变化。但是，由于中国经济处在结构转型的关键时期，各种长效机制的改革也在一一推进的过程中，中国房地产的未来走势也引起了业内不同的争议。基于对市场数据的观察和分析，我们认为以下方面很可能是中国房地产市场和行业的未来趋势。

- **行业增长速度趋于平稳。**中国经济过去 30 多年以投资拉动经济增长快速增长的步伐已经趋缓，政府也希望借此机会来深化一直想要推行的经济结构转型。房地产行业粗放型高速增长模式将得以改变，整体速度趋于平稳。

- **监管常态化、长效化。**房地产行业的调控将会是常态事件，一直持续。货币政策将保持稳健，引导货币信贷和社会融资总量平稳适度增长。具体行业调控方面，依然以稳为主，并推进房地产税改革、新型城镇化、土地制度改革等长效机制。

- **新型城镇化推动行业转型和升级。**中国房地产行业经过 20 年的发展，本身就面临着转型和升级的压力；而新型城镇化将提供一个契机来促使行业整体的质变。推进新型城镇化，势必会带动未来房地产的发展，但不同城市、不同区域和不同物业类型受益程度存在差异性，而城市的综合化运营以及农村产业的发展都将未来成为未来房地产企业战略转型必须考虑的因素。

- **大数据时代下的资源整合和业务创新。**对于绝大多数的房地产企业，大数据的运用还处于初级阶段。而大数据蕴藏着各种可能性，我们预计会有更多的房地产公司将积极建立大数据的供应平台，并在竞争中实现资源和数据的整合，创新业务、产品和营销模式，实现可持续性的长期发展。

- **行业利润率将持续下滑。**这一趋势在对样本上市公司 2011 年以及 2012 年财务数据的分析中已经充分体现，土地、融资、营销、人工等各项成本压力都对行业的利润率进行着冲击。因此，行业整体利润率下滑是普遍现象，但不排除部分企业由于采取不同的竞争和商业模式以及先进的管理机制，获得高回报率。

- **行业集中度持续提升。**根据中国房地产业协会预计，未来 3 年内至少有 30% 的内地房地产企业将被淘汰。而通过对财务数据以及市场信息的分析，我们发现样本上市房地产公司的业绩已经分化。我们预计房地产



行业内部的整合将持续进行，强者恒强，弱者被淘汰出局为大概率事件。

• **资源和能源节约型地产发展迅速。**无论从政府的调控倾向还是市场的需求来看，刚性需求型的地产成为地产公司业绩稳定增长的保障。因此，资源节约型或是中小户型的普通住宅将仍然是大多数地产公司住宅产品的重要组成部分；而绿色、低碳、节能和环保等概念也将逐渐融入房地产产品的设计、建筑实施以及后续的管理。



• **海外拓展速度加快。**在过去的一年多里，中国房地产公司海外市场拓展的步伐明显加快，投资的领域也日趋多元化，这其中的动因来自各方面。不同的公司所采取的扩张战略和模式大相径庭，但是值得共同关注的是对投资目的国当地市场、文化以及运行环境的深入了解。国际化将是领先的房地产公司未来发展的趋势，但如何全面提高竞争能力是个长期的努力过程。

在微观层面，房地产企业可以从以下几个方面着手应对市场竞争的变化。

在产品方面，除了消除去库存和加快周转的压力，由于中国对房地产市场需求达到了全新水平，房地产公司有需要考虑为不同的目标客户完善和丰富其产品线。多元化的产品组合或许能够缓和利润与效率之间的冲突，但这亦高度地依赖良好的市场研究和知识、优良的产品设计和介绍，以及创新及有效的市场营销。诸如教育和医疗保健设施、零售店铺、室内设计和装饰等其他功能对促进地产销售变得越来越重要。

在界限越来越模糊的核心业务和补充业务之间取得平衡。目前，住宅房地产开发与相关收入及利润贡献仍然是大多数房地产公司的主要收入来源。但是，越来越多的公司已开始针对中长期战略投资计划，包括发展商业、工业和酒店地产，以及物流园区。而一些房地产公司鉴于成本和品质控制、资源优化及补充现有业务活动等因素，在产业链上进行业务拓展，建立自己的建筑材料、家具厂以及室内设计和装饰公司。此外，一些公司更是踏足其他非关联业务以寻求其他利润来源，如采矿、生物技术、家畜及家禽养殖、教育、媒体和娱乐等。房地产公司需要意识到，业务转型和多元化应该基于公司的核心竞争力及资源评估，以及强大的管理能力。

积极的销售战略对塑造市场卓越地位及完成交易而言变得更加重要。除提供折扣优惠来促进销售外，房地产公司可以加强市场研究，动态监控市场需求，以便随时调整销售策略响应市场变化。同时，基于中国房地产较强的投资属性，可以与金融机构的财富管理部门进行战略合作，共同开发和服务高净值客户。另一方面，通过利用互联网技术和网上销售平台缓解日益上涨的销售成本和费用的同时，创建新的营销渠道。

当然，如何以合理的成本融资是房地产行业永恒不变的主题。因此，房地产公司有必要开发多元化的融资渠道，来获取资金以支持业绩和业务的发展。虽然目前国内整体资本市场的调整还在继续，除了传统的银行信贷，房地产公司应该利用其他若干关键渠道，包括股票发行、私募基金、信托计划、企业债券等来筹集资金。值得注意的是最近一年多来，香港空壳公司收购成为内地房地产公司登陆境外资本市场的一个重要手段。我们预计基于境外融资平台和市场拓展的目的，内地企业收购香港壳公司的举动会持续频繁。但是整个交易过程复杂而繁琐，需要对所收购的壳公司进行详细的了解和筛选，还需要保持和监管部门的沟通，并完成后续的资产重组、注资、审计等各项工作。因此，我们建议房地产公司在采取此项战略举措的最初时期，就开始引入专业服务机构，对整个过程进行规划部署，减少不必要的成本和风险，确保最终目的得以实现。

展望未来，房地产公司需要改变盲目追求规模的经营模式，精细化产品线，积极拓展新的盈利渠道，并加强内部运营效率和成本的管控，合理调整资金结构和成本，以图长期、可持续性的发展。

何锦荣 德勤中国审计合伙人 | 房地产行业主管合伙人

黄伟 德勤中国研究与洞察力中心经理 | 房地产行业研究员

尾注

1. 超大型——期内总收益大于 100 亿港元，大型——期内总收益大于 50 亿港元，小于 100 亿港元，中型——期内总收益大于 10 亿港元，小于 50 亿港元，小型——期内总收益小于 10 亿港元。

德勤中国版权所有。未经许可，不得以任何形式转载。