

# 易居

# VISION

2012年1月第1期 总第21期

## 绿城危机深度剖析——

## 逆势之年看房企战略组合隐患与应对之策



企业战略是一个系统工程，由各个子模块组成，模块组合不合理，整体战略就存在隐患。战略应该适应外部环境的发展，当外部环境发生变化时，战略组合应适时而动，否则就会导致危机产生。

本报告版权仅为上海易居房地产研究院所有，未经许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为上海易居房地产研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。如有批评指正，请致电：

021-60868820

E-house China 易居中国研发机构  
**R&D INSTITUTE**  
上海易居房地产研究院

## 绿城危机深度剖析 ——逆势之年看房企战略组合隐患与应对之策

2011年11月,作为行业温度计的全国房地产开发景气指数为99.87,首次跌破100;12月,国家统计局发布的11月份70个大中城市住宅销售价格变动情况显示,49个城市新房价格呈环比下降趋势。面对中国房地产行业这个最特殊的“博弈与平衡”期,房地产企业该何去何从?如何应对并不明朗和并不确定的2012年?怎样提高产品竞争力、完善区域布局、增强模式创新?

战略无疑是当前市场形势下决定房企成败的关键。绿城危机的根本原因在于以中高端精品住宅为主打的产品定位策略与快速、大规模扩张策略相悖,战略模式内生缺陷显著。因此,企业战略是一个系统工程,由各个子模块组成,模块组合不合理,整体战略就存在隐患。同时,战略应该适应外部环境的发展,当外部环境发生变化,战略组合应适时而动,否则就会导致危机产生。

在“钱荒”和调控不断发力的大背景下,绿城事件给我们敲响了警钟:房企要提升政策与市场应对能力,必须要有一个清晰的战略定位,排除战略隐患,提升效率。在此基础上增强并放大核心竞争力,优化业务组合,完善区域布局。

易居研究院凭籍对行业的全面了解和贯通全行业的资源体系,为大型国有企业、多元化集团公司、专业房地产公司提供管理战略咨询服务,有效地解决了企业在战略发展方面存在的问题和隐患。今将易居研究院管理战略团队在大量实战案例中获得的经验和心得与您分享,希望对贵司的未来战略发展有所帮助。



周建成 博士

中共上海易居房地产研究院党支部书记  
易居房地产研究院企业研究中心总经理  
上海市经济学会城建专业委员会秘书长

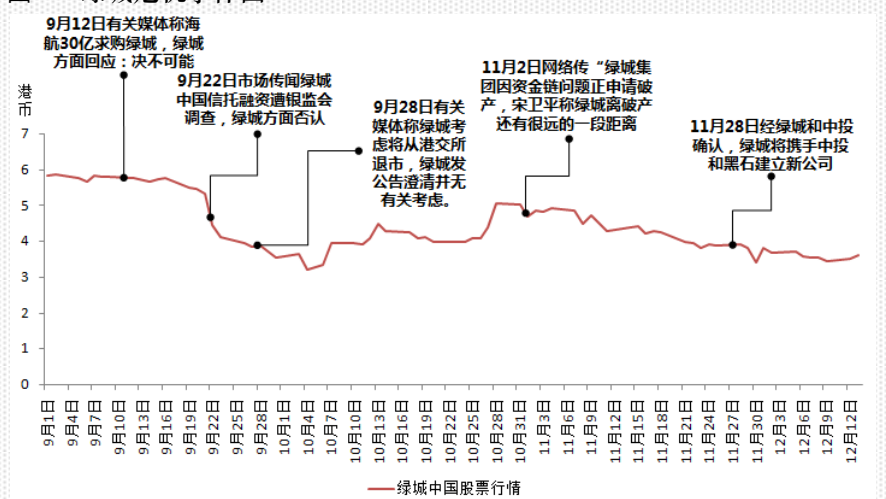


## 回顾：绿城危机始末

2011年11月，作为行业温度计的全国房地产开发景气指数为99.87，首次跌破100；12月，国家统计局发布的11月70个大中城市房屋销售价格指数显示，49个城市新房价格环比下降。历经一年多的紧缩性调控，中国房地产市场已经进入最困难的时期。在严酷的市场环境下，房地产企业危机重重。

自2011年9月起，浙江最大的房地产企业绿城的负面新闻不断传出，绿城危机逐步酝酿。9月上旬，有关媒体称“海航30亿收购绿城”拉开了绿城危机的序幕，“银监会调查绿城房地产信托”、“绿城中国考虑从港交所退市”等市场传闻接踵而至。11月，“绿城因资金链问题正申请破产”将绿城危机事件推至顶点，绿城董事会主席宋卫平发文称绿城离破产还有很远的一段距离，一切都还在可控范围内。11月底，经绿城和中投确认，绿城将携手中投和黑石建立新公司，绿城危机事件暂告一段落。

图 1 绿城危机事件图



数据来源：网络公开信息、香港交易所股票信息

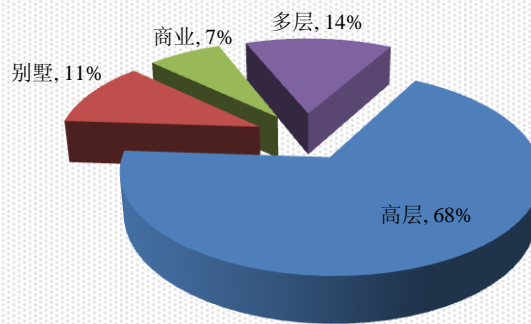


## 剖析：绿城危机的根本原因

**一、导火索——单一产品线与相对集中的区域布局受宏观调控影响首当其冲，抵御行业系统性风险能力较弱，风险一触即发。**

**产品组合：**产品类型较为单一，主打中高端精品住宅产品。绿城专注于中高端精品住宅产品的开发，商业物业比重较小。在绿城的产品组合中，由高层、多层以及别墅构成的住宅类占 90% 以上，而包含酒店式公寓、星级酒店、写字楼等在内的商业类产品占比不足 10%。

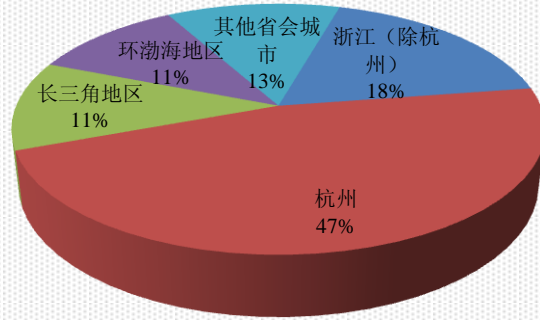
图 2 绿城产品组合



数据来源：cric 数据库

**区域布局：**主要集中于长三角地区的一二线城市。分析绿城在售、在建以及待售项目的区域分布，可以发现绿城目前业务以及战略布局重点主要集中在长三角地区的一二线城市。数据显示，绿城在售项目中 75% 以上集中在长三角地区的一二线城市。从长三角地区的内部分布来看，在售项目的 47% 位于杭州，18% 位于浙江省内除杭州之外的地区，11% 位于长三角地区的其他一二线城市。

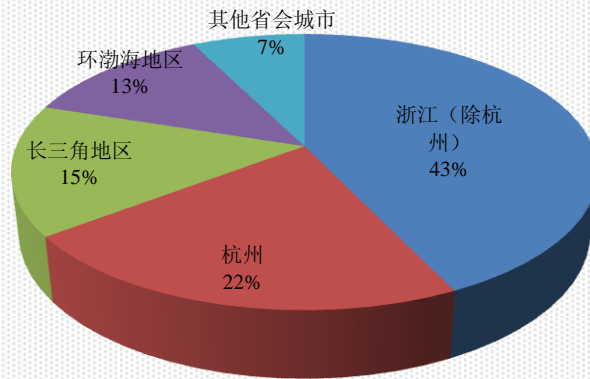
图3 绿城在售项目区域布局



数据来源：绿城集团财务报告和官方网站

从在建项目看，长三角地区的一二线城市在建项目占总在建面积比例达80%，其中杭州占22%、除杭州之外的浙江地区占43%，长三角地区其他一二线城市占15%。长三角地区将成为绿城2011年和2012年的主要推盘区域。

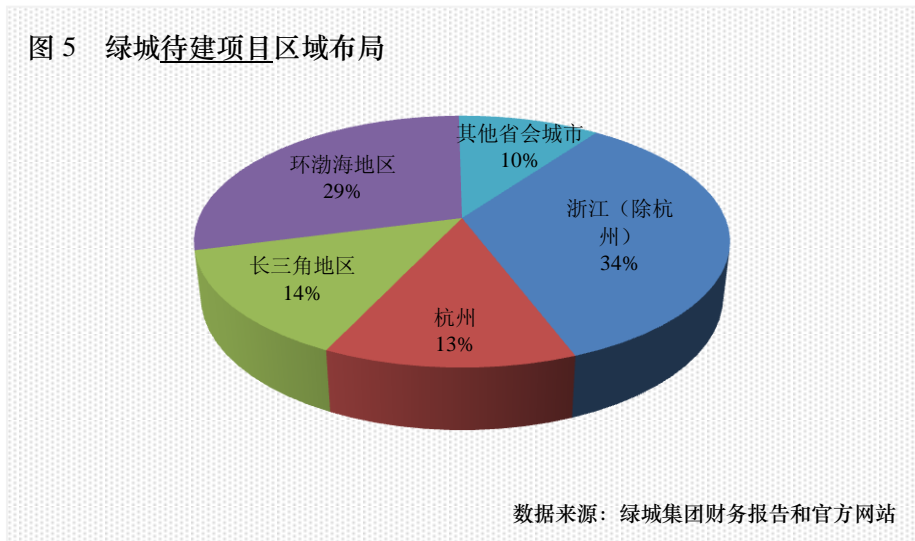
图4 绿城在建项目区域布局



数据来源：绿城集团财务报告和官方网站

从待建项目看，包括杭州、浙江省内除杭州之外地区以及长三角其他一二线城市在内的长三角地区的待建项目占比超60%，未来几年内依然是绿城业务发展的重点区域。

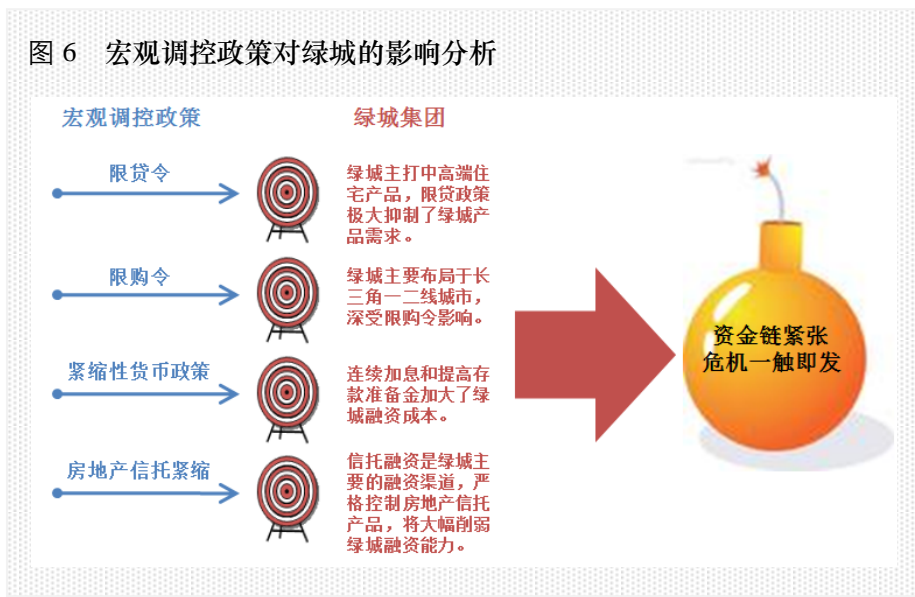
图5 绿城待建项目区域布局



2010年、2011年房地产行业成为国家宏观调控的焦点，房地产调控政策频发，主打中高端精品住宅、集中布局于长三角一二线城市的绿城受限贷令、限购令等调控政策影响较大。绿城九成以上的在售项目都处于限购城市中，其回笼资金难度陡增。

同时，持续的加息和上调存款准备金率，大大加大了绿城的融资成本。而且，2010年底银监会进一步收缩房地产信托，此举大幅度削弱了以信托融资为主要渠道之一的绿城集团的融资能力。对于本已债台高筑的绿城而言，资金回笼与融资渠道的急剧削减无疑是雪上加霜，资金链紧张问题日益凸显，危机一触即发。

图6 宏观调控政策对绿城的影响分析



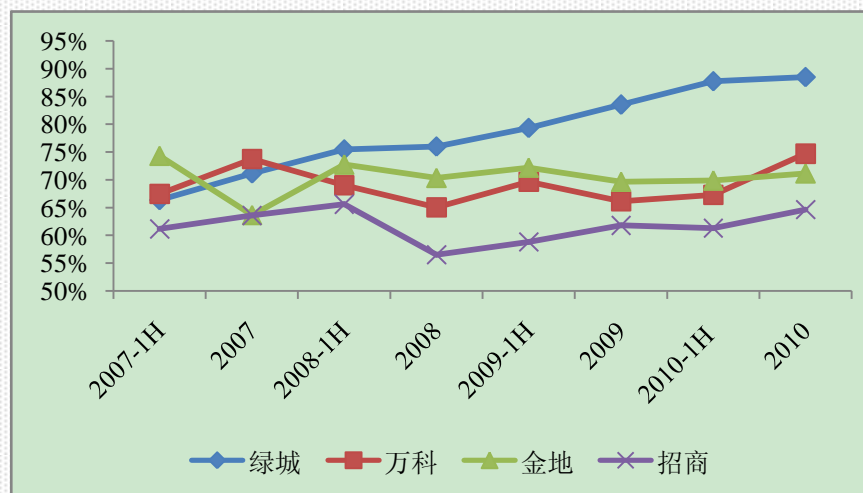
## 二、直接原因——快速扩张路径下激进的融资策略违背财务管理基本要求，资金链紧绷导致企业运营风险不断加剧

大规模快速拿地的扩张路径需大量资金支撑，而绿城项目资金回收期相对较长，仅依靠项目回收以及常态融资已无法填平日益扩大的资金缺口，激进的融资策略成为绿城发展战略模式下无奈但必然的选择。

在房地产市场调控趋紧，各大融资渠道几近关闭的情况下，信托融资成为绿城主要的融资渠道之一。根据绿城中报及信托机构相关统计，绿城在2010年历经6次信托融资，共筹资31.5亿元，主要涉及中泰、上国投、中诚、平安等。2011年1-8月，华融、中泰和北京国际信托又相继和绿城合作成立了三款产品，募集金额分别为3亿、2.57亿和20亿，共计25.57亿元。加上前几年成立的信托产品，绿城通过房产信托融资的规模接近百亿。目前绿城的信托成本在14%左右，占到所有资金来源的约20%。

大规模、高成本融资与项目回收期偏长相互影响，使得绿城的负债率不断攀升，企业资金链紧绷，财务风险急剧增加。绿城历年财务报表显示，绿城资产负债率从2007年中期的66.3%一路飙升至2010年底的88.5%，上升了22个百分点，而同时期的万科、金地、招商等房地产标杆企业负债率基本保持平稳。

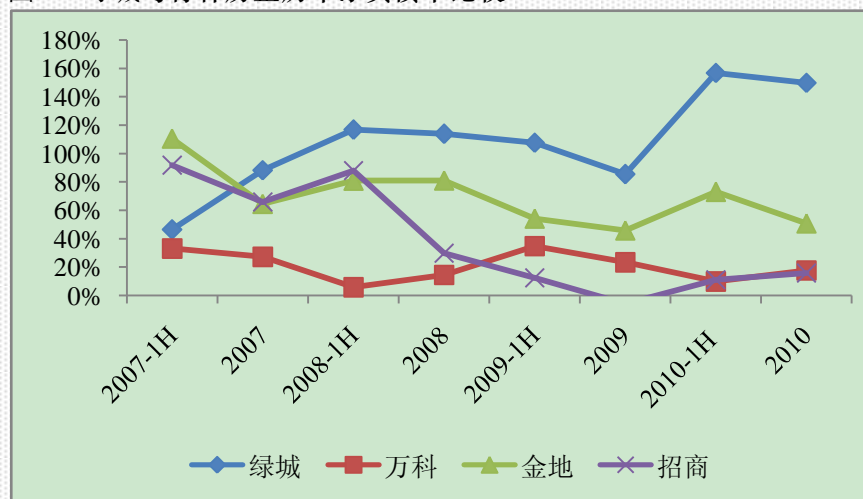
图7 绿城与标杆房企历年资产负债率比较



数据来源：上市公司财务报告数据经整理获得

从净资产负债率指标看，绿城从2007年中期的46.4%上升到2010年的149.7%，上涨了将近3倍，而同时期的万科、金地、招商等房地产标杆企业却是处于不断下降过程中。万科、金地2010年净资产负债率下降到2007年中期的一半左右，招商更是下降到2007年中期的六分之一左右。

图8 绿城与标杆房企历年净负债率比较



数据来源：上市公司财务报告数据经整理获得

对于绿城而言，房地产市场调控带来的较长时间内的市场成交量持续低迷，使得企业的经营风险不断加大，财务风险与经营风险同步上升。

### 三、根本原因——以中高端精品住宅为主打的产品定位策略与快速、大规模扩张策略相悖，战略模式内生缺陷显著。

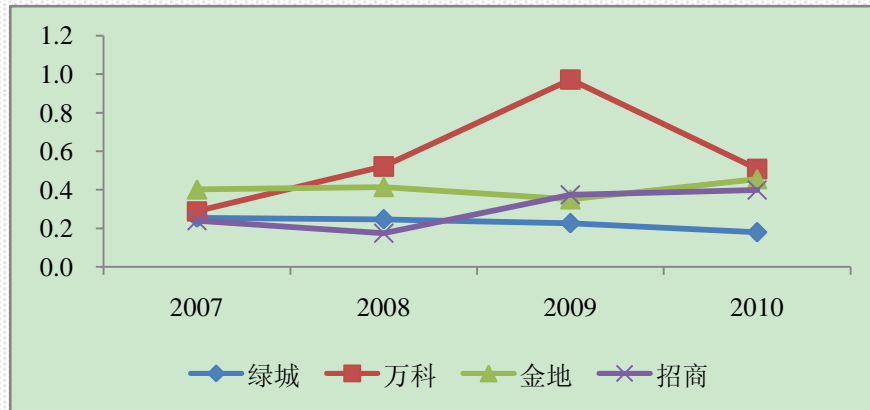
一方面，绿城以中高端精品住宅为主打，与以万科、金地为代表的标杆房企相比存货去化速度较慢，资金回收周期较长。另外，绿城产品成本较高，项目毛利率水平偏低，通过存货变现实际获得收益相对较小

从年度存货周转率指标来看，绿城的存货周转速度明显低于万科、金地、招商等标杆企业，大规模储地的扩张策略也使得绿城的存货周转速度呈现逐年下降的趋势。数据显示，绿城 2009、2010 年存货周转率 (0.179) 明显低于万科 (0.508)、金地 (0.456)、招商 (0.399)，资金回收期偏长。另外，由于 2009 年度开始的大规模拿地，绿城的存货周转速度呈现明显下降趋势，从 2007 年的 0.255 下降到 2010 年的 0.179，



降幅达 29.6%。

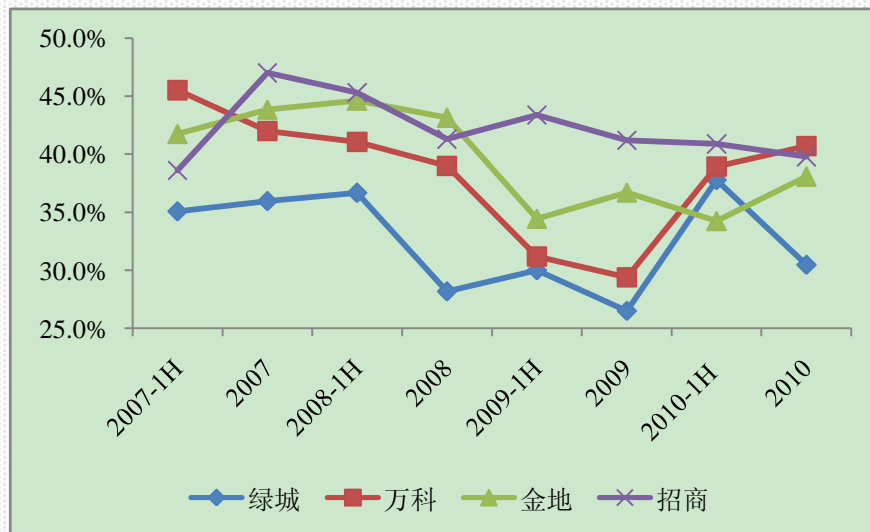
图 9 绿城与标杆房企存货周转率比较



数据来源：上市公司财务报告数据经整理获得

拿地成本较高，导致绿城产品成本高企，项目毛利率与万科、金地、招商等标杆企业相比明显偏低。数据显示，2007 下半年至 2010 年底，绿城的毛利率普遍低于万科、金地、招商等标杆企业。2010 年，绿城的毛利率仅为 30%，低于标杆企业的毛利率（万科为 40.7%，金地为 38.1%，招商为 39.8%）至少七个百分点。

图 10 绿城与标杆房企毛利率比较



数据来源：上市公司财务报告数据经整理获得

另一方面，2008 年之后，土地市场迅速回暖，土地成本一路攀升。

而绿城在 2009~2010 年两年间却大规模拿地，大规模、高成本的土地储备对其资金实力提出较高要求。

绿城实行激进的规模扩张策略，通过公开投标、收购、合作等多种方式在较短时间内获取了大量土地，实现了土地储备的大幅度增长。截止2011年6月30日，绿城储备项目数量118个，土地储备占地面积2265万平方米，建筑面积4069万平方米，主要集中在长江三角洲的杭州、浙江省（除杭州）、上海以及环渤海的山东、北京等地区。

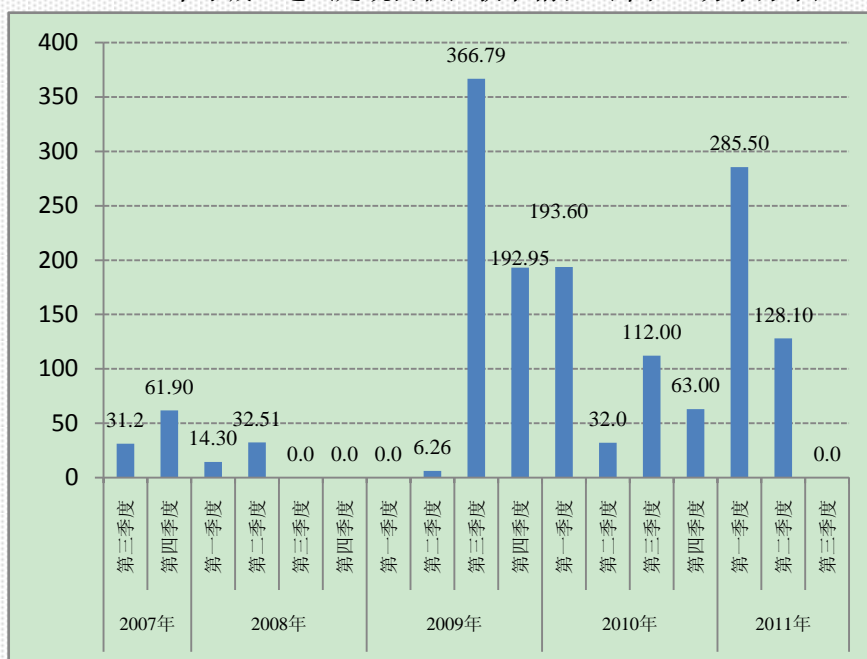
表 1 绿城土地储备分布情况（截止 2011 年 6 月 30 日）

区域	项目数量	土地面积 (千平方米)	建筑面积 (千平方米)	所占比重
浙江 (除杭州)	42	7,721	14,259	35%
杭州	30	2,732	6,091	15%
江苏	11	1,980	4,540	11%
上海	9	760	1,337	3%
山东	9	3,418	6,964	17%
北京	4	310	631	2%
河南	4	731	699	2%
辽宁	3	1,157	2,084	5%
新疆	1	382	607	2%
湖南	1	948	272	1%
天津	1	17	209	1%
安徽	1	333	820	2%
河北	1	166	504	1%
海南	1	1,992	1,674	4%
<b>合计</b>	<b>118</b>	<b>22,647</b>	<b>40,691</b>	

数据来源：绿城集团财务报告和官方网站

绿城2009年8月在香港上市，其在上市前后房地产市场行情最为火爆的时期，高价获取了大量的土地。数据显示，2007年第三、四季度以及2009年第三季度至2011年第二季度是绿城集中拿地高峰期，这一期间拿地量占绿城截止2011年6月30日总土地储备量的三分之一左右。

图 11 2007-2011 年绿城土地（建筑面积）获取情况（单位：万平方米）



数据来源：绿城集团财务报告和官方网站

一味追逐利益，罔顾风险堆积，是房地产行业过去若干年对“狼来了”熟视无睹的必然结果。高端产品定位与大规模扩张路径存在本质上的矛盾，而绿城管理层对此种存在显著内生缺陷的战略发展模式在较长时间内视而不见。这一内在矛盾对企业长期发展始终存在影响，但在房地产行情向好形势下容易被忽略，可一旦房地产市场转头向下，则危机四伏。

**四、反思——企业战略是一个系统工程，由各个子模块组成，模块组合不合理，整体战略就存在隐患。战略应该适应外部环境的发展，当外部环境发生变化，战略组合应适时而动，否则就会导致危机产生。**

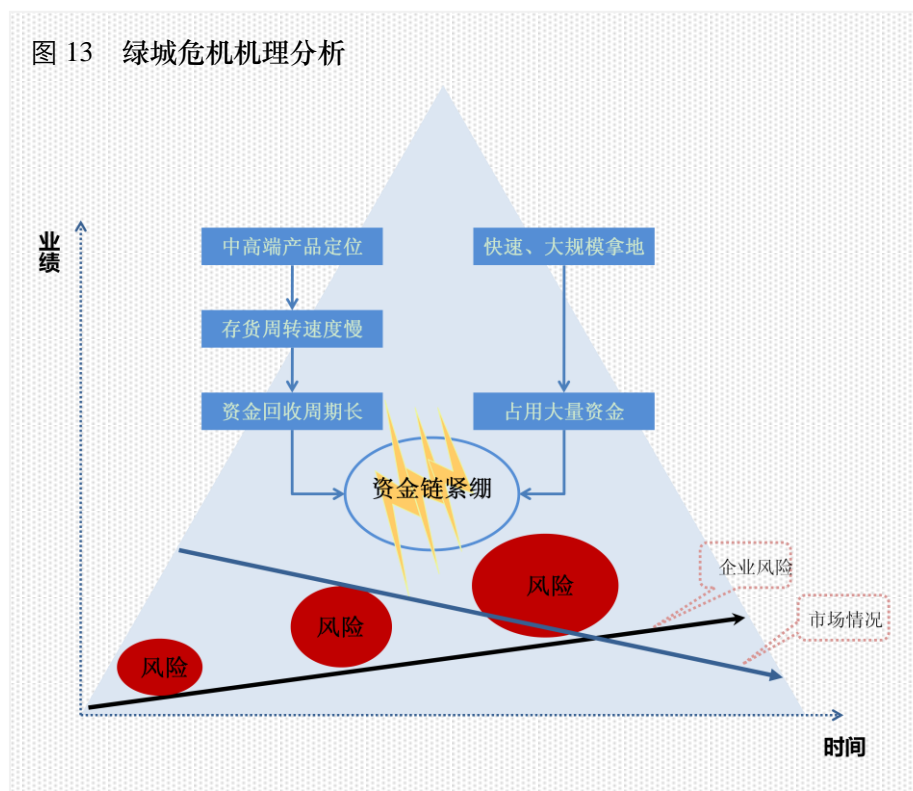
表面看，绿城较为单一的产品线与过于集中的区域分布使其应对行业系统风险的能力较弱，在严峻的外部冲击下，企业内部风险与外部风险产生叠加放大效应，最终导致危机的爆发。

追根溯源，绿城危机的爆发与其战略发展模式密不可分。企业战略由战略定位、业务规划与保障体系三个层面多个模块组成，是一个系统工程，当模块组合不合理，整体战略就有隐患，内部风险已然存在并逐

步累积。当外部环境发生变化，战略组合如不能适时而动，危机就会产生。

绿城中高端精品的产品定位与快速、大规模的激进扩张策略相悖，造成绿城资金保障压力过大，战略模式系统性存在显著缺陷。因此，根本而言，导致绿城危机不在于其单一策略有问题，其产品定位高端或者激进式的大规模扩张是顺势而为，但当绿城将这两者进行组合大力推行，那么其战略隐患就已经存在，风险更是在持续积累。当支撑这一战略组合的外部市场环境持续恶化，而绿城又不能及时调整时，内外部风险积聚，危机产生不可避免。

图 13 绿城危机机理分析



**易居研究院认为：产品定位高端要求企业必须遵循两个原则：原则 1 是稳健的扩张节奏；原则 2 是足够的资金支持。**

长期以来，地产界推崇星河湾专注于豪宅的产品策略。从理论上分析，高端产品能实现更高的利润率和品牌价值；从实践上看，当市场活跃行情向好时，高端产品能够引领市场价格走向，并能够实现良好销售业绩。正因如此，打造豪宅正在成为越来越多房地产企业的主动选择。从这一点来说，绿城专注于精品住宅并无过错。

但仔细研究那些仅专注于高端住宅的知名企业发现，星河湾十年才开7个盘，扩张节奏非常稳健，这样做可能丧失了诸多市场机会，但却能保证每一个项目都有足够的资金和时间来完成开发和销售，而不需要依靠激进的融资来弥补内部资金的缺陷。与此同时，港资企业例如新鸿基、瑞安等一直专注高端豪宅产品，但由于企业资金实力雄厚，现金流非常稳健，负债率又很低。在市场受挫，高端产品去化难的逆势之下，他们有足够的资金支撑度过难关。

**易居研究院认为：快速扩张要求企业必须具备三个先决条件：条件1是行业正处于高速发展阶段；条件2是标准化、去化快的产品；条件3是强有力的组织力支撑。**

经过十年发展，恒大进入中国46个城市，2011年前三季度销售面积过千万，达到了1047万平方米。恒大以高速扩张、快速销售为核心经营模式，已经成为中国销售规模最大的房地产企业。

尽管房地产企业的洗牌在加速，但竞争依然十分激烈，市场机会稍纵即逝。在这一背景下，快速扩张，一方面可以迅速占领市场，确定竞争地位；另一方面，扩大土地储备规模，可以获得大量土地增值收益。从这一点来说，大规模扩张是包括绿城在内的很多房企的一致选择，但绿城的高端产品定位与其高速扩张存在不可调和的、内生的系统性矛盾。

任何一家企业不可能始终维持高速扩张之势。分析恒大的扩张路径，其大规模扩张之所以顺利进行，主要在于：第一层面，不可否认，恒大确实碰到了一个好的市场行情。在2008年其首度IPO失败之后，企业陷入困境，但随之放松的房地产调控带来了市场的全面复苏，市场出现井喷，恒大为此受益匪浅，资金紧张局面缓解，并顺利实现了IPO。第二层面，恒大以符合快速扩张为前提进行产品设计和产品组合：首先推行标准化的产品设计，其次建立完善的高中低产品线，并以中低端产品为主。两相结合，能有效提高存货周转率和资金使用效率。第三层面，恒大的高速扩张是以坚实的组织力为支撑的。企业必须建立与战略相匹配的高效组织体系和“放到位”、“管得住”相平衡的有效管控体系，从而为战略规划的实施和战略目标的达成奠定基础。

研  
发  
动  
态

企业管理战略咨询是上海易居房地产研究企业研发服务最重要也是最成熟的服务线,凭籍对行业的全面了解和贯通全行业的资源体系,易居研究院曾经为大型国有企业、多元化集团公司、专业房地产公司均提供过与房地产相关的战略管理咨询工作,并受到委托企业的高度认可,提供的咨询方案能有效解决企业在战略发展和组织管理方面存在的问题。

图为 2011 年 11 月上旬,广西某大型国有企业集团公司高管团队来访我院。易居研究院企业研究中心总经理周建成博士、综合研究部部长杨红旭等就企业战略走向、组织管控变革等议题进行了细致深入的交流。周建成博士指出,对于不同类型的房企,其未来战略发展也应有所不同,对于大型房企,未来仍需依靠快速周转,继续规模化运作方向,但在此基础上需要多元经营或跨界经营。

# THREE

## 展望：2012 打好四大生死战

正如绿城集团的领导人宋卫平表示“绿城的难处是整个行业共同的难处”，“秋日天凉，并非只笼罩一城一池，今日由于调控严厉遭遇生存困境的，是中国整个房地产行业。”对于至今仍处于行业深度调控、市场深度观望的绝大多数企业而言，如果仍然立志在房地产业发展，还需要继续做好长期战斗的准备。

### 一、阻击战：挺住——保证现金流，提高敏感度

阻击战讲究的是将损失减少到最小，力争挺住：

第一，保证良好的现金流，确保资金链不断，这是在目前形势下企业的重中之重。企业需要借助各种渠道合理拓展企业资金来源，加快开发销售速度、尽快回笼资金，降低资金风险，提高资金使用效率，增强对未来市场回调幅度可能加大的应对能力。房子能卖一套是一套，债务能收一笔是一笔，新项目能缓就缓一缓。现金为王是硬道理。

第二，密切关注市场，提高敏感度，及时调整对策。除关注市场价格走势外，更应密切关注宏观调控和政策导向，苦练内功，把产品品质及服务做好。同时，市场存在许多不确定因素，投资要谨慎，目标不能定得太高，要综合平衡收益与风险的矛盾。过程中应选择好的客户，以防止被合作企业拖垮。

### 二、阵地战：守住——加强管理，稳健发展，控制成本

守住阵地是阵地战的根本，有阵地才会有攻坚，才有可能进行反攻或进攻：

第一，提升公司的管理能力，要向管理要效益。通过简约化组织架构，集约化人才使用，优化流程，使得公司能够针对市场变化快速反应。

第二，调整企业经营策略，以稳健为主。鉴于市场不确定性因素增加，企业经营策略应更加强调稳健性与专业性，着眼于长远的数量增长与质量提高，致力于专业能力的提升，专注产业的发展，并进一步巩固和强化自身的优势。

第三，有效控制成本，加强营运用费用的预算和控制，实行精细化管理。结合企业实际，细化费用，确定哪些是公司防范重点；制定每一项费用的年度预算和月度计划，做到每一笔支出都要有据可依；确定预算总成本，危机形势下应慎重对待，最好稳健保守预计；划分成本归属，实现责任控制，执行情况与考核挂钩；同时，加强过程控制，认真客观做好总结分析。

### 三、攻坚战：突围——做好充足准备，打造坚实团队

面对楼市低迷，有项目的企业，经营的难度会增加。这需要企业在力争挺住和守住的前提下，集中优势兵力，用打歼灭战的理念开展攻坚战，力争突围，实现开源。

第一，认清形势，把困难看的足够大，做好充足准备。当前，房地产市场处于深度观望之中，购房信心不足，而且在短期内难以改变。在当前形势下，要学会逆向思维，打破经验主义：主动出击，挖掘新卖点；渠道下沉、促销创新，寻找市场增长点。

第二，打造一支高度认同且执行力较强的突击队，确保在不利的市场境遇中保持不败。首先，领导要身先士卒。要想在逆境条件下打造一支高绩效的团队，作为团队负责人，一定要摆脱“办公室决策与管理”的桎梏，主动实施走动式管理、现场管理，与一线员工一起，同甘共患难，洞察市场、洞察客户、洞察竞争对手，从而赢得市场运作的主动。其次，要不离不弃，打造一支过硬的团队。谨慎对待员工的薪酬待遇和人员调整，不能为了一时的降低成本之利，而让企业的一些“种子”人才流失，从而丧失来年爆发的根本。

### 四、前哨战：蓄势——关注创新市场，布局中小城市

市场低迷时期，给了企业更多时间进行产品创新和专业化研究，而且在专业分工越来越细的行业背景下，如果能在一个或几个细分市场上



形成明显的专业优势，就能在竞争中获得比较优势。

第一，住宅市场低迷，有效布局非住宅市场。除了介入商业地产、旅游地产之外，也可进行一些创新性业态的开发，包括尝试开发建设养老社区和纯投资性质的公寓，如青年公寓、酒店式公寓等；探寻创意地产、产业地产等复合地产之路。此外，可以结合政府需要，积极争取参与到保障性住宅建设过程中。

第二，一二线城市政策影响严重，有效布局三四线城市。中国经济发展的区域不均衡性，以及各个区域房地产市场的起步早晚不同、客户结构不同，使得各区域的市场表现也不同。在一、二线城市纷纷挤压“泡沫”的同时，三、四线城市的机会得以浮现。而且根据国家政策导向和房地产行业发展规律，房地产企业将不可避免地进行区域市场的重新布局。

# 巅峰研发 淬火之作 专业精深 力透纸背 秉持公益 凝聚智识 《智库2012》赠订中

《易居VISION》今已发行21期，年末将分门别类，精心编撰，装帧成书，名曰《智库2012》。

读者征订，只需支付少量设计印刷工本费（详见回执）。有需要者，请于近日传回回执。

以下为《智库2012》部分内容

## 淬火之作 《智库2012》 赠订



**易居 VISION**  
2012年第12期

**以文化为引擎  
打造商业地产新模式**

上海易居房地产研究院

**易居 VISION**  
2012年第12期

**房企参见保障房的  
利益驱动和主要风险**

上海易居房地产研究院

**易居 VISION**  
2012年第12期

**当前形式下房企并购的  
特点、趋势与策略**

上海易居房地产研究院

**易居 VISION**  
2012年第12期

**1+1>2, 商业地产神话  
背后的文化创意力量**

上海易居房地产研究院

**易居 VISION**  
2012年第12期

**大型国企存量土地的  
盘活利用与操作路径**

上海易居房地产研究院

**易居 VISION**  
2012年第12期

**云南各地州房地产  
投资机会分析**

上海易居房地产研究院

**易居 VISION**  
2012年第12期

**体育地产  
的发展战略与运营模式**

上海易居房地产研究院

**易居 VISION**  
2012年第12期

**房企参与土地一级开发的  
盈利模式和策略**

上海易居房地产研究院

**易居 VISION**  
2012年第12期

**影视地产  
的运营模式和战略**

上海易居房地产研究院

**易居 VISION**  
2012年第12期

**连云港  
房地产投资机会分析**

上海易居房地产研究院

**易居 VISION**  
2012年第12期

**旅游地产  
运营模式和战略**

上海易居房地产研究院

**易居 VISION**  
2012年第12期

**限制性住宅市场下的  
企业应对策略**

上海易居房地产研究院

**易居 VISION**  
2012年第12期

**破解  
城市综合体发展模式**

上海易居房地产研究院

**易居 VISION**  
2012年第12期

**淄博  
房地产投资机会分析**

上海易居房地产研究院

**易居 VISION**  
2012年第12期

**三四线城市商业地产  
投资策略**

上海易居房地产研究院

**易居 VISION**  
2012年第12期

**当前房地产企业  
组织管理破局之道**

上海易居房地产研究院

**易居 VISION**  
2012年第12期

**长三角地区  
典型三四线城市  
房地产投资机会比较分析**

上海易居房地产研究院

**易居 VISION**  
2012年第12期

**当前房企资金状况研判  
及对策建议**

上海易居房地产研究院

**易居 VISION**  
2012年第12期

**历史文化商业街区的  
开发特点与发展趋势**

上海易居房地产研究院

**易居 VISION**  
2012年第12期

**绿城危机深度剖析——  
逆市之年看房企  
战略组合隐患与应对之策**

上海易居房地产研究院

## 上海易居房地产研究院

地址：中国·上海 广延路383号文武大楼5楼

邮编：200072

电话：021-60868820

传真：021-60868811