

E-House

# 绿城中国控股： 走向轻资产业务模式



E-House

## 绿城中国控股：走向轻资产业务模式

不断上涨的土地价格和收紧的购房调控政策都给中国房地产开发商带来了越来越大的压力。为了应对日益严峻的开发环境，许多地产公司已经开始寻找替代地产业传统的重资产模式的方案。其中日益受到青睐的一种战略是轻资产业务模式。绿城作为中国最大的房地产公司之一，也是这一转型的市场领导者。凭借出色的建设管理业务，公司利用其竞争优势为第三方提供建设和项目管理服务，以换取开发费用。绿城的案例为处于不断变化的市场条件下的企业制定战略和进行定位提供了宝贵的经验教训。

### 绿城：从过去到现在

绿城中国控股有限公司成立于1995年，是一家总部位于中国杭州的垂直整合房地产企业。该公司拥有五个各具特色又互相补充的业务板块。其中“绿城房产”专注于投资项目；“绿城管理”关注非投资项目管理，包括出售其在品牌，管理和资源战略方面的专业知识；“绿城小镇”重点发展总体规划社区；“绿城资产”是绿城的非房地产投资部门；而最后的“绿城生活”是公司的生活服务平台。

绿城于2006年7月在香港证券交易所上市，每股发行价格为8.22港元。截至2017年6月30日，绿城拥有超过3057万平方米的优质土地储备，其中约45%在中国沿海的浙江省。2017年上半年，绿城中国实现净利润13亿元人民币，比去年同期大幅增长56%。<sup>1</sup>

1. 《绿城2017年中期报告》，2017年6月30日。网址：<http://www.irasia.com/listco/hk/greentownchina/interim/2017/intrep.pdf>，2018年3月18日浏览。

图表一: 绿城土地储备概况-2017年6月

区域	项目书目	总建筑面积	建筑面积占比
杭州	19	4.59	15.0%
浙江(除杭州)	31	9.02	29.5%
长三角区域(除浙江)	6	1.50	4.9%
环渤海区域	19	9.81	32.1%
珠三角区域	3	0.73	2.4%
其他区域	13	4.16	13.6%
海外	1	0.76	2.5%
总计	92	30.57	100.0%

Source: "Greentown 2017 Interim Report" June 30, 2017. Accessed March 18, 2018. <http://www.irasia.com/listco/hk/greentownchina/interim/2017/intrep.pdf>

该公司以其高端住宅项目，独特的建筑美学和以客户为中心的服务而闻名。与竞争对手不同的是，绿城只致力于优质房产品开发，并以“中国理想生活综合服务商第一品牌”的口号表明其决心。在过去的14年中，绿城一直名列“中国房地产十大品牌”，品牌价值达人民币290亿。<sup>2</sup>

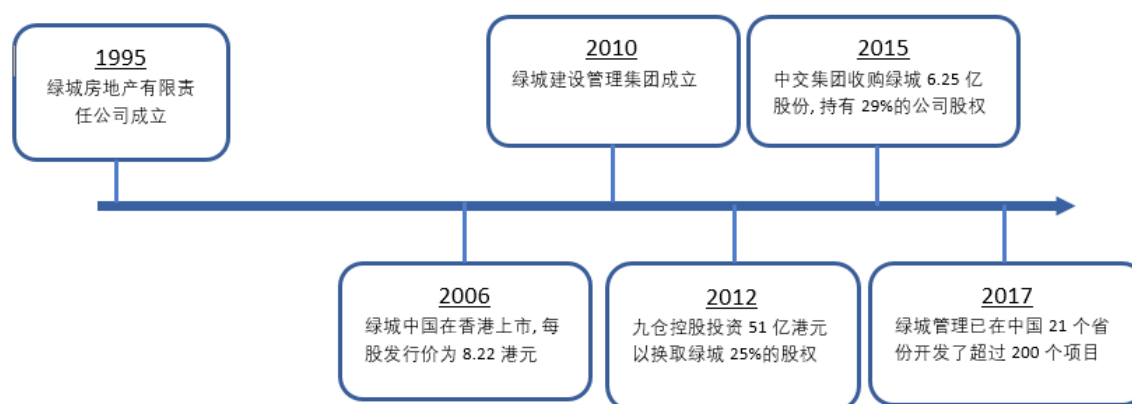
该公司的成功及其品牌知名度与该公司著名创始人宋卫平先生有密切的关系，他对房地产开发持有相当独

特，并颇具艺术性的观点。从一开始他就坚持“产品即人品”，这意味着开发者的个性体现在其创建的项目中。<sup>3</sup> 该观点已经成为自创立之初便指引绿城的一个路标。

正是宋卫平对品质和美学的执着，最终将绿城打造为质量一流的品牌。即便如此，绿城项目的持续创新和升级也意味着，能够有财力负担绿城产品的买家群体正在缩减。这使得该公司在一些关键时刻非常脆弱，尤其是当公司在2009年大举拿地之时，却遇到政府收紧调控政策，造成了公司的财务危机。由于无法迅速应对压力，绿城不得不引入其他合作伙伴。

2012年6月，九仓控股作为战略合作伙伴以约51亿港元（42亿人民币）投资绿城，以换取其25%的股权。2015年3月，中国交通建设集团(CCCG)与宋卫平及其他相关股东完成股份交易，以60亿港元收购约5.25亿股股份，随后又增持1亿股。如今，中交集团持有绿城全部已发行股份的29%，成为该公司的第一大股东。<sup>4</sup>

图表2: 绿城企业史大事记 - 时间表



2. 《绿城2017年中期报告》，2017年6月30日。网址：<http://www.irasia.com/listco/hk/greentownchina/interim/2017/intrep.pdf>，2018年3月18日浏览。

3. 《成败宋卫平：绿城悲剧是如何发生》，新浪网，2014年6月18日。网址：<http://finance.sina.com.cn/chanjing/gsnews/20140618/092219446701.shtml>，2018年3月18日浏览。

4. 《绿城2017年中期报告》，2017年6月30日。网址：<http://www.irasia.com/listco/hk/greentownchina/interim/2017/intrep.pdf>，2018年3月18日浏览。

由于急需摆脱财务困境，宋卫平和他的管理团队重新评估了绿城现有的业务模式，并最终决定转向轻资产模式。公司随即推出了绿城房地产建设管理集团（简称“绿城管理”）。

## 绿城房产建设与管理集团的创立

并非每个开发商都愿意专注于建设管理。这不仅是一个难以进入的行业，而且由于失去了土地溢价所带来的收入，建设管理的利润率相比传统地产开发要低得多。此外，由于缺乏对关键决策的控制以及需要满足客户需求，作为咨询方来进行项目管理的复杂性也大大增加。总而言之，地产建设管理领域的进入门槛很高，需要一家拥有足够资源，强大品牌资产和管理能力的公司。

一开始，绿城最强大的竞争优势就是其优质的产品和强大的品牌形象。然而缺乏资金和产能过剩制约了公司进一步发展的能力。因此，绿城的开发周期并不理想。2010年9月，绿城通过创建全资子公司绿城房地产建设与管理公司(中国首个轻资产房地产开发平台)而找到了解决方案。

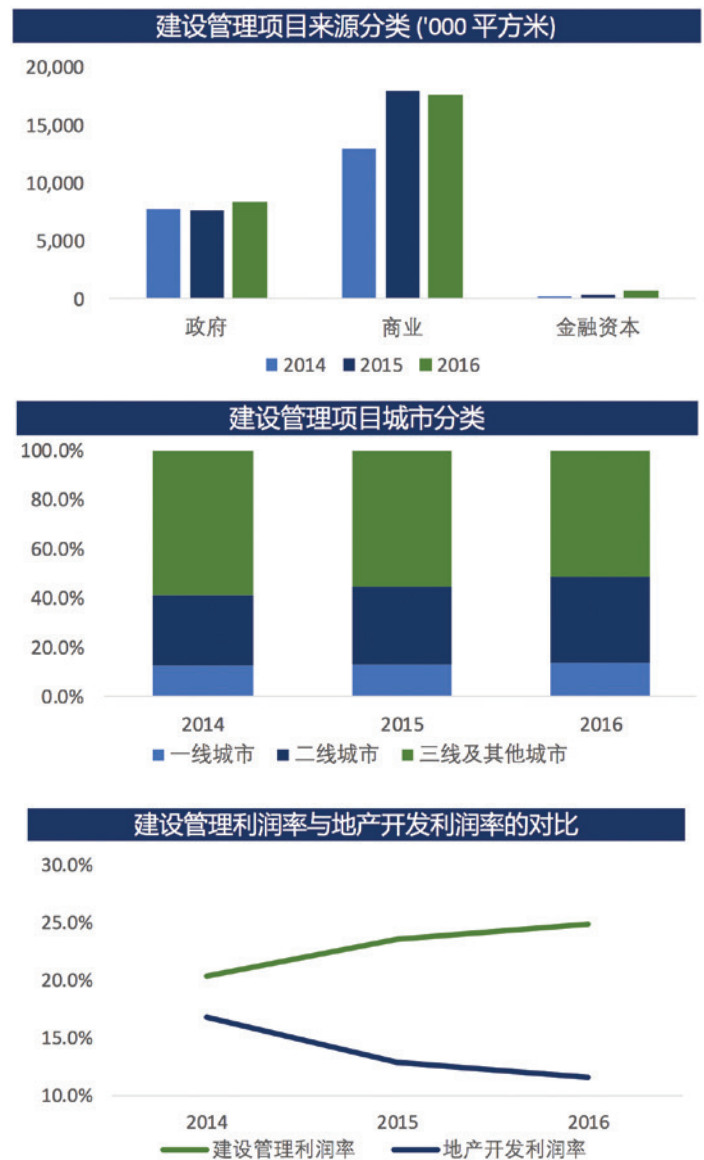
2015年9月，绿城管理由平台转变为独立的企业，在全中国范围内提供服务。截至2017年12月，绿城管理已在21个省开发了200多个项目。仅在2017年，该公司就在上海、西安、成都和三亚等城市签订了38个新项目，再次确立了其在建设管理行业的领导地位。<sup>5</sup>

## 行业背景

中国房地产行业在过去的20年里发生了翻天覆地的变化。随着参与者数量的增加，行业集中度的提高以

及政府调控的收紧，传统的重资产开发模式的利润下滑，并且在某些方面比以往风险更大。因此，许多中国最大的老牌房地产开发商正在将他们的业务从重资产模式转型为轻资产模式，并转而强调品牌价值，管理能力和咨询服务等无形资产。

图表三：建设管理领域概览



Source: E-House Internal Research: Page 18-19. Accessed March 18, 2018.

5. 《绿城管理集团启动重点城市群战略》，2018年1月26日。网址：<http://stock.jrj.com.cn/2018/01/26122224011889.shtml>，2018年3月18日浏览。

相比之下，传统的房地产开发在很大程度上是“以建设为中心”的，这意味着建设公司负责项目开发过程的每个阶段，从土地征用到建设、销售和最终的物业管理。这导致了重复性设计和缺乏创新，因为这种模式有利于快速扩展，但不利于市场差异化。为了保持竞争力，地产行业开始进行新的细分，尤其是通过分离房地产投资和房地产开发功能，这就类似于今天的美国模式。

随着来自保险公司和其他投资基金的机构资本的涌入，房地产市场也不得不进行转变以服务这些新型投资者。鉴于受托责任，这些投资者希望在其资本使用上发挥更积极的作用，但他们往往缺乏专业知识。因此，机构投资者寻求与经验丰富的开发商建立合作伙伴关系，这种需求也推动了土地购买，地产开发和物业管理等业务部门的进一步分工。

总而言之，一些宏观层面的变化，如土地价格，资本成本，政策限制以及投资者类型等，都为建设管理行业创造了新的增长机会。

## 利用竞争优势

早在绿城管理设立之前，该公司就已经测试了其在这一领域的的能力。例如，2005年，绿城与杭州市政府合作开发了一项名为“城中村”的大规模重建项目。这一经验启发了宋卫平，让他重新考虑绿城品牌的价值，并于2008年启动了绿城建设管理平台。<sup>6</sup>

虽然植根于绿城作为一流建筑商的声誉，但建设管理平台为公司以一种新的风险较小的方式扩大

规模打下了基础。具体而言，通过专注于开发过程和项目管理，绿城能够避免资本制约。从实际情况来看，2009年绿城的资产总额仅为中国另一家大型开发商万科的一半。<sup>7</sup>有鉴于此，试图与资本更为雄厚，资本成本更低或土地储备更多的公司竞争并非明智之举。相反，绿城希望能够从其特别擅长的业务获得收益，也就是在设计，开发和服务等方面。

战略重点的转变为绿城的运营带来了有意义的增长。截至2017年12月，绿城CM管理的项目总数达到190个，规划总建筑面积约4453万平方米，预计销售额约为3000亿元人民币。<sup>8</sup>

## 深入探索绿城轻资产模式

在某些方面，绿城的建设管理商业模式与特许经营模式类似。具体而言，客户委托绿城将其品牌和管理团队引入特定项目。绿城品牌能够吸引高端住宅的个人消费者。同时该公司的项目管理能力使其能够通过向开发商提供收费服务来获取商业利润。作为交换，绿城通常承担初始规划、设计、施工、预算控制，销售和物业管理服务等责任。而客户负责为整个项目提供资金，对投资拥有完全决策权，并对市场和非市场风险承担全部责任。

在一个项目的初始阶段，通常也是整个项目的核心阶段，绿城会分析客户的需求，选择和设计符合绿城品牌标准的产品。换句话说，绿城最初是一家咨询公司，它在客户诉求，市场需求和行业知识之间建立起了桥梁。而在进行项目选择时，

6. 易居内部报告，18-19页。2018年3月18日浏览。

7. 《绿城2009年年度报告》，2009年12月31日。网址：<http://www.greentownchina.com/eng/ir/report/ar2009.pdf>，2018年3月18日浏览；《万科2009年年度报告Vanke 2009 Annual Report》，2009年12月31日。网址：<http://www.vanke.com/en/UploadFile/2012-03/60b7263f-a4d9-41a0-840d-17d230529eb5.pdf>，2018年3月18日浏览。

8. 《绿城2017年中期报告》，2017年6月30日。网址：<http://www.irasia.com/listco/hk/greentownchina/interim/2017/intrep.pdf>，2018年3月18日浏览；绿城公司网站“关于我们”，网址：<http://www.greentownchina.com/eng/about/company.php>，2018年5月1日浏览。

绿城也有一定的考察标准，包括项目所处城市，市场基础和客户需求。例如，为了保持品牌质量，绿城不接受位于均价低于6000元/平米的城市项目。<sup>9</sup>

绿城同样受益于良好的时机。在过去的二十年里，中国的城市化进程显著加快，随之而来的是不断增长的收入以及对高质量住房的兴趣。绿城转向以轻资产模式扩大规模的决定也让它能够在全国范围内扩张，从而更好地利用这些市场驱动因素。

## 三条主要业务线

绿城的全方位建设管理服务现在主要面向三类客户：中小型开发商、政府、以及机构房地产投资者。这些客户越来越多地寻求与绿城合作以提升其项目的品牌价值。<sup>10</sup>

中小型开发商在其品牌，产品和管理平台方面尤其存在局限性。他们面临的重大挑战之一是如何将土地库存变现，如果他们的项目无法与大型开发商竞争，并且项目进展过于缓慢，他们就将不可避免地面临现金压力。而绿城的建设管理为这些企业提供了一个解决方案，即通过开发更优质的产品带来更高的利润。

另一个主要客户群体是机构地产投资者，他们能够利用其资本力量拿地，但之后还要依靠其他企业帮助开发项目。这里需要再次强调时机的重要性。机构投资者已成为中国房地产行业的主导力量，因此开发商需要为资本市场提供服务，而不仅仅是引入股权投资者。其中一些投资者希望通过与绿城合作更好地控制项目开发风险，并改善不良资产。其他人则希望通过

与绿城的合作来提高内部团队的专业素养。

最后，政府机构也已经成为绿城建设管理部门的客户。这些政府机构拥有丰富的土地资源，但很少将房地产视为其主要业务或核心竞争力。因此，对这些机构而言，将土地资源外包给其他企业进行开发是自然的解决方案。

除了给客户提提供全方位的建设管理服务以外，绿城还提供项目开发咨询服务。客户已经委托绿城参与了各种各样的项目，从养老地产，总体规划社区，到产品定位以及建筑与设计。最后，绿城提供了一系列专业的开发服务，不仅包括项目管理，还包括销售和项目融资。

实际上，对于开发过程中的任何专业部分，客户都可以与绿城合作解决。

## 收费业务模式

与万科的建设管理采取少数股权形式不同，绿城管理仅收取开发费用。绿城管理层认为，少数股权是一种临时措施，有助于缓解缺乏信任或标准化服务合同等问题，但不是可持续的商业模式。因此，绿城选择以纯收取开发费的模式运营。

在这种结构下，绿城CM收取三种开发费用：1) 基本工资和福利；2) 基于项目规模和流程的开发费用；和3) 销售奖励费用。第一种费用主要包括管理团队的基本工资，社会保障和其他福利。开发费用则是主要的收入来源，并与项目规模相关。最后还有与销售相关的业绩奖励，即绿城通过价格约定机制对利润增值部分收取提成。

9. 易居内部报告，18-19页。2018年3月18日浏览。

10. "Greentown's house building unit plans overseas IPO" March 19, 2017. Accessed March 18, 2018. <http://www.scmp.com/property/hong-kong-china/article/2080282/greentowns-house-building-unit-plans-overseas-ipo>

11. 易居内部报告，28页。2018年3月18日浏览。

## 产品组合“升级”：专注于一二线城市

绿城建设管理业务远超预期，在短时间内就取得了可观规模。然而在这种情况下，质量控制和管理监督就成为了越来越大的挑战。毕竟，房地产开发是一项劳动密集型业务，各地分包商的质量也可能大相径庭。

为了确保品牌质量和可持续增长，绿城已开始实施调整其产品组合的计划。具体而言，绿城计划将其项目重点转移到一线和二线城市，并将越来越多地关注拥有强大资本支持的客户，如国有企业和政府机构。此外，绿城将有选择地参与某些城市的改造项目。

目前，绿城的建设管理项目遍布中国东部的三、四线城市，约占绿城管理项目总数的60%<sup>11</sup>。由于这些城市的产能限制，绿城的建设管理部门无法为绿城整体平台的发展做出更有意义的贡献。该公司计划将未来的项目集中在北京，上海，广州和深圳等15个主要城

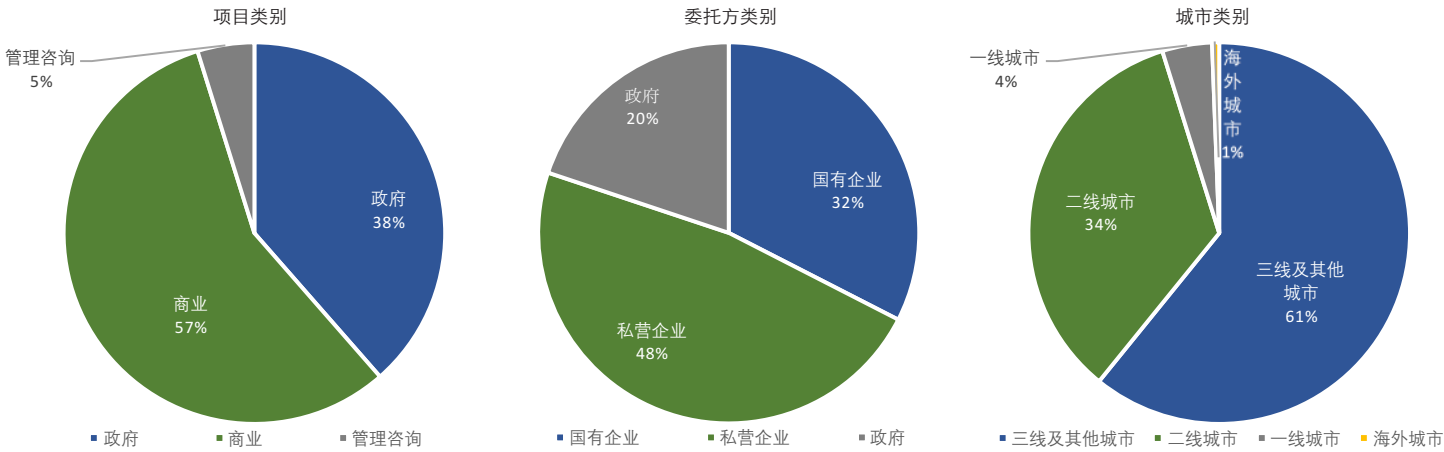
市，并逐渐退出其在三四线城市的现有项目，以“升级”其产品组合。<sup>12</sup>

另一个“升级”举措将侧重于客户的财务能力。绿城的目标是从主要服务于私营公司转型为服务于国有企业和政府机构，这类项目目前占绿城管理项目总数的52%。<sup>13</sup>在日益具有挑战性的市场环境中，拥有充足资本和强大政府关系的公司将能够渡过难关，并实现持续的项目流量。

## 海外上市

绿城管理层的另一项关键举措是通过公开市场获取源源不断的资本，以加速绿城管理的发展。据绿城总经理李军介绍，绿城建设管理集团将在不久之后寻求海外上市。公司管理层认为，“地产建设”行业虽然目前在中国规模较小，但具有巨大的增长潜力。在美

图表四：绿城管理项目结构



Source: E-House Internal Research: Page 28. Accessed March 18, 2018.

12. “Greentown bids farewell to the simple housing sales model”. September 1, 2016. Accessed March 18, 2018. <http://news.fang.com/2016-09-01/22683043.htm>

13. 易居内部报告，28页。2018年3月18日浏览。

国，这一行业占房地产市场的30%，而在中国则不到2%。<sup>14</sup> 作为该领域的首家专业建设管理公司，一旦公司获得永久性资本，绿城管理将具有强劲的增长潜力以进一步扩大业务规模。从资本市场的角度来看，轻资产地产企业的价值远高于传统重资产的企业，这也预示了绿城颇为乐观的前景。<sup>15</sup>

## 未来增长的潜在挑战

虽然绿城已经通过轻资产业务模式为未来发展奠定基础，但公司仍需注意在不远的将来可能面对的一些挑战。一直以来，绿城的竞争优势是其品牌价值和产品质量。然而，这个品牌价值是通过公司的初始投资项目积累起来的，而这当中绿城拥有对开发过程每一阶段的全面控制。通过转向更为轻资产的模式，绿城现在缺乏对重大决策的控制，这可能会给最终的产品交付带来质量控制的问题，并可能逐渐淡化绿城的品牌。如果公司无法执行严格的质量控制机制来确保项目交付的一致性，绿城将失去其与竞争对手相区分的一大优势。

14. "Greentown's house building unit plans overseas IPO" March 19, 2017. Accessed March 18, 2018. <http://www.scmp.com/property/hong-kong-china/article/2080282/greentowns-house-building-unit-plans-overseas-ipo>

15. 易居内部报告，29页。2018年3月18日浏览。