

E-House

击败巨头：中梁的增长战略





击败巨头：中梁的增长战略

中国房地产市场的成功故事往往只属于大型房地产企业。然而，中国中梁集团有限公司的惊人崛起却是一个例外。中梁的成功提醒人们，企业竞争力的基石是战略而非规模。而这一点尤其适用于中国火热的房地产行业。中梁集团创始于中国的创业中心温州，之后经历了快速的全国扩张。该公司的发展由其新颖的商业模式推动，并受益于中国中央政府决心改善中国中小城市住房质量的战略机遇。

中国的房地产热潮

2012年在中国共产党第十八次全国代表大会期间，政府通过了法规以协助开发商消化住房供应并推动城市化进程。¹ 为了让更多的中国城市消费者能够购买房屋，决策者调低了利率，降低了首付要求，并放宽了户籍限制。一般来说，中国居民的购房资格与其户口所在地挂

钩，但地方政府有权变更这一户口限制以加快开放其房地产市场。由此，中国房地产开发商在2010年代中期经历了一波增长狂潮。

即便如此，中国庞大的住房存量仍然是一个难题。地方政府也被鼓励购买自用库存，可能是作为增加城市经济适用房的一种手段。² 然而随着房价持续走高，地方政府依旧饱受批评。

¹ Dominic Chiu, "Housing Bubble, Politics and Trouble: Problems and Policies for China's Real Estate Market."

² Ciemniak, Robert. "How Oversupplied Is China Housing Market Really?" Forbes. January 13, 2016. Accessed February 11, 2019. <https://www.forbes.com/sites/robertciemniak/2016/01/12/how-oversupplied-is-china-housing-market-really/#59b76f127a74>.

毕竟，缺乏经济适用房意味着中国城市贫民仍受困于低于标准的住房。

2015年，中国政府启动了“棚户区改造”政策，专门针对三、四线及以下城市。这一棚户区改革也成为房地产行业的两个增长抓手。其一，改革创造了房地产建设需求，而其中大部分需求是由私营开发商满足的。2015年，政府宣布了改造1800万套城市棚户住房和1060万套农村危房的计划。2017年，李克强总理确定了2018年至2021年间改造1500万套城市棚户住房的目标，这意味着近1亿中国人将搬离棚户区。³其二，政府征用土地进行重建时，受到影响的棚户区居民得到了补偿：这些居民随后将大部分补偿款用于购买私人住房，进一步推动了住房需求，从而解决了过剩的库存问题。

为了理解这一政策的影响，我们可以参考以下数据：在2014年，只有9%的房地产购买与棚改货币化补偿有关。而到2016年，这一比例增长到48%以上⁴，涉及超过2.5亿平方米（270亿平方英尺）的住房。⁵

中国房价于2015年起飞之后每月平均增长7%。⁶仅在2016年，上海的住房指数就增长了40%。⁷而自2016年以来，位于特大城市周边的三、四线城市的房价增长了54.6%。⁸

开发商（尤其是小型开发商）进行转型

一线城市房价和房地产开发的大幅增长也促使中国主要城市积极出台房地产降温措施。2017年，习近平总书记在中国共产党十九大的讲话中强调：“房子是用来住的、不是用来炒的。”⁹跟随中央政府的指导方针，各地政府纷纷出台政策以收紧房地产市场。例如，北京将第一套和第二套房产的首付款要求分别提高到35%和50%。

在实施此类调控政策以后，国家统计局的数据显示70个城市的平均房价增长率大幅下降。2017年第四季度，上海的房价就下跌了8%。¹⁰自2017年底以来，一线城市的房价基本持平，二、三线城市的年均增长率则分别为4%和6%。¹¹

由于大多数中国顶尖房地产开发企业都是上市公司，它们承受着不断扩张的压力。这些企业开始积极扩张到二、三线城市，因为这些城市的调控措施相对温和；然而与一线城市的鼎盛时期相比，地产巨头们不得不大幅增加房屋销售量以弥补中小城市较低的销售价格。随后，之前为了避免高昂土地成本而专注于二、三线城市的小型房企发现，他们不得不面对来自一些中国房地产巨头的竞争。结果不少小型房企只能继续降级经营：他们开始承接风险更高的项目，因为遭遇了新的土地拍卖争夺战和来自巨头的整合威胁。然而，几乎所有以抢地作为经

3 易居，中梁地产——苦练内功在前，爆发增长在后。

4 珞珈投资，“深度解读！棚改货币化安置是怎么回事？”，百家号，2018年10月9日。网页：<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1613829483962123300&wfr=spider&for=pc>，2019年2月11日浏览。

5 姜超，“为什么棚改货币化安置成为众矢之的？”，凤凰财经，2018年6月28日。网页：https://finance.ifeng.com/a/20180628/16357025_0.shtml，2019年2月11日浏览。

6 CEIC，“China House Prices Growth.” Global Economic Data, Indicators, Charts & Forecasts, Accessed February 11, 2019, <https://www.ceicdata.com/en/indicator/china/house-prices-growth>.

7 “2016年上海房价”，安居客。网页：<https://www.anjuke.com/fangjia/shanghai2016/>，2019年2月11日浏览。

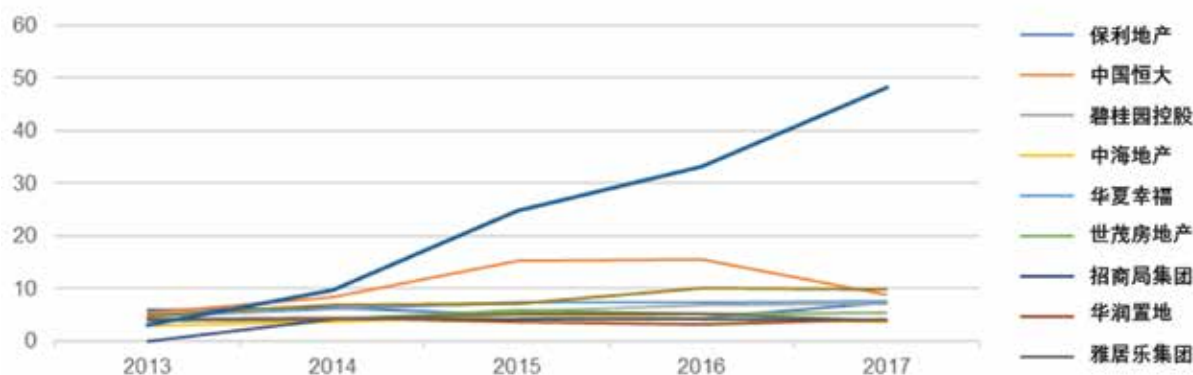
8 Songcheng Sheng, “6 Keys to Understanding China’s Rising Real Estate Prices.”

9 “Housing Should Be for Living In, Not for Speculation, Xi Says.” Bloomberg News. Accessed February 11, 2019. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-10-18/xi-renews-call-housing-should-be-for-living-in-not-speculation>.

10 Dominique Fong, “China’s Hot Housing Market Begins to Cool.” The Wall Street Journal, January 16, 2018, Accessed February 11, 2019, <https://www.wsj.com/articles/chinas-hot-housing-market-begins-to-cool-1516098600>.

11 华夏时报房地产，“中国房地产大数据报告”，Fang.com, 2018年12月5日。网页：<https://news.fang.com/open/30477285.html?src=client>，2019年2月11日浏览。

中国房地产开发企业杠杆率（总负债/利息折旧及摊销前利润）



来源: Bloomberg, Capital IQ, CEIC, JLL

营思路的房企在调控和降温的市场中都会陷入高杠杆的困境。

2017年，中国房地产开发500强企业占市场总投资的63%，而2016年则为53%。¹² 有鉴于此，中梁地产的成功无疑为中型公司如何战胜金融压力，监管限制以及竞争加剧等情况提供了一个值得关注的案例。

中梁的企业历史和文化

像许多房地产行业的资深业者一样，中梁的创始人杨剑对于风险并不陌生。建筑工程专业出身的杨剑花了数十年时间打造其在温州的房地产业务，之后才进军全国房地产市场。当2009年杨剑将中梁集团（原名华成）迁至上海时，他已经拥有了深耕长三角地区房地产市场二十年的经验。¹³

早在中国2010年代的房地产繁荣之前，杨剑就已经显示其了抵御和拥抱风险的能力。2012年至2015年，当温州的平均房地产价格从17610元人民币（2555美元）/平方米暴跌至12633元人民币（1833美元）/平方米时，杨剑的公司

仍维持了超过100亿元人民币（16亿美元）的营收，这标志着他敢于在市场低迷期间进行大胆扩张。

随着市场在2015年之后的回暖以及监管风向的推动，中梁的业务迅速成长。2016年至2017年，中梁的营收从330亿元人民币（48亿美元）增加到758亿元人民币（113亿美元）。¹⁴ 中梁这一令人瞩目的增长主要依靠贷款，其资产负债率在2016年曾达到17倍的峰值（直到2018年中才降至0.44倍）。

然而，如此高的杠杆率对其当时的债务成本也产生了重大影响，在高峰时期中粮向金融机构借款的平均利率为13.4%。尽管如此，由于中梁在扩张期间仍未上市，因此它能够在较高的杠杆率之下运营而无需受到上市公司所面临的审查和压力。

在2010年代中期的快速增长阶段，中梁的成功也归功于其分散和灵活的企业文化。杨剑采用了所谓“阿米巴”管理模式，强调每位经理人都应该为自己的团队（也称为“阿米巴”）的盈利能力负责。这样去中心化的问责制使经理人有权进行积极扩张并提高盈利能力。这些举

¹² 易居，中梁地产——苦练内功在前，爆发增长在后。

¹³ 楼讯，“中梁杨剑如何带领中梁地产走进房地产百强企业？”，Sohu.com, 2018年6月19日。网页：http://www.sohu.com/a/236552767_100183544, 2019年2月11日浏览。

¹⁴ 木子李，“中梁地产销售业绩逆市飘红，其背后的‘分算奖经营模式’带给你什么启示”，Sohu.com, 2018年5月28日。网页：https://www.sohu.com/a/233133038_100149890, 2019年2月11日浏览。

措也在很大程度上符合中梁的战略，因为宏观经济和竞争环境迫使该企业开发规模更小，风险更高的项目。

积极扩张与财务管理相结合

阿米巴管理模式已被许多大公司采纳，其中就包括日本航空。其创始人稻盛和夫于1959年创建了京瓷公司（Kyocera），一家位于日本京都的陶瓷和电子设备制造商。到2013年，京瓷公司的员工增加到71600人，利润达到131亿美元。¹⁵ 受到阿米巴虫（一种能够根据需要需要进行扩大、分裂或分解能力的单细胞生物）的启发，稻盛和夫将企业分成229个阿米巴小组；每个小组都直接对其盈亏负责。同时，每个小组也必须符合企业的使命目标。¹⁶

类似地，中梁也组建了不同的区域集团，并将这些集团划分为更小的区域项目团队，每个团队自负盈亏。到2018年6月，中梁拥有12个地区集团和66个地区公司，每个公司都由各自的总裁领导。¹⁷

在此系统下，员工的奖金在很大程度上依赖于每个阿米巴团队的盈利能力，从而激励员工不断推动价值创造。每个项目都要求核心成员出资，同时每个区域公司承担自己的管理和营销

成本。¹⁸ 此外，员工的薪酬也与其绩效进步直接挂钩。¹⁹

从组织角度看，阿米巴模式有两大益处。首先，它简化了繁琐和官僚化的决策过程。²⁰ 在阿米巴模式下，中梁的区域公司可以直接联系分包商而非集团部门，随后也有权执行决策而不必受到过多的监督。（相反，集中管理模式只会让高层管理者来为企业的盈利能力负责，而他们可能倾向于选择更安全，更有保障的项目。²¹）其次，创建阿米巴团队提高了公司的市场敏感度。²² 决策权被下放给了灵活度更高的本地项目团队，而他们对当地市场的变化也更加了解。

支撑这一模式的是杨剑致力于发展顶尖人才和培训员工的承诺。到2018年，中梁超过80%的管理者拥有在中国房地产25强企业工作的经验，其中一些人曾任高管职位。²³ 此外，杨剑也创办了中梁学院，其目标是通过提供金融、营销和运营等方面的课程，培养基层员工担任更高层的管理职位。²⁴

专注于价值的小型项目

中梁采取了几种措施来降低其面临的风险。在设计产品时，中梁会特别考虑其在特定地区的

15 Simon, "Learning from Nature: Kyocera's Amoeba Management System," *Transition Consciousness*, April 10, 2018, Accessed February 12, 2019.

<https://transitionconsciousness.wordpress.com/2018/04/10/kyoceras-amoeba-management-system/>.

16 Simon, "Learning from Nature: Kyocera's Amoeba Management System."

17 易居，中梁地产——苦练内功在前，爆发增长在后。

18 每日经济新闻。“半年销售首破350亿‘黑马’中梁地产如何大逆袭。”凤凰财经，2017年7月13日。网页：https://finance.ifeng.com/a/20170713/15529260_0.shtml，2019年2月11日浏览。

19 易居，中梁地产——苦练内功在前，爆发增长在后。

20 亿翰智库，“2017年，冲刺600亿！揭秘中梁地产四门内功兼修后的价值爆发”，Sohu.com，2017年6月28日。网页：https://www.sohu.com/a/152777405_179625，2019年2月11日浏览。

21 Adler, Ralph W., and Toshiro Hiromoto. "Amoeba Management: Lessons From Japan's Kyocera." *MIT Sloan Management Review*, September 18, 2012. Accessed February 12, 2019. <https://sloanreview.mit.edu/article/amoeba-management-lessons-from-japans-kyocera/>.

22 亿翰智库，“2017年，冲刺600亿！揭秘中梁地产四门内功兼修后的价值爆发”，Sohu.com，2017年6月28日。网页：https://www.sohu.com/a/152777405_179625，2019年2月11日浏览。

23 亿翰智库，“2017年，冲刺600亿！揭秘中梁地产四门内功兼修后的价值爆发”，Sohu.com，2017年6月28日。网页：https://www.sohu.com/a/152777405_179625，2019年2月11日浏览。

24 中梁地产，“走进中梁学院 | 人才体系与培养”，Sohu.com，2018年7月10日。网页：http://www.sohu.com/a/240431791_662806，2019年2月11日浏览。

客户群特点。通过这种方式，阿米巴团队不会盲目运营，而是可以从现成模块体系中选择建筑设计元素。例如，劳力士模块专为相对稳定的市场而设计，即针对人口流动性较小的地区；浪琴模块则是为流动性更高的人群而设计。这两个模块之间的差异在于房屋面积、公共空间、设施质量及其他方面。²⁵ 但两者的室内设计会比较类似。

从2016年开始，中梁还要求所有地区集团在每个项目中都引入外部合作伙伴以分担风险。²⁶ 这样做不仅可以增加中梁开发的项目数量，而且外部合作伙伴也可以分享其在不同城市的品牌信誉和资金。

从地理布局来看，中梁也已经走出了其位于长三角的大本营，开始积极深入中国欠发达省份进行多元化发展。该公司专注于三、四线城市潜在的热门市场，这类市场对于大型开发商而言风险过大，对于本地企业而言资本要求却过高。截至2015年，中梁仅在三个城市开发地产项目。而到了2018年，该公司已经在位于22个省的110个城市进行地产开发。²⁷ 正当中国的大型开发商在中国崛起的二线城市进行竞标大战之时，中梁的阿米巴团队却已悄然空降至更小的城市，与本地伙伴合作并获得经济回报。

更重要的是，中梁还在其扩张中融入了聚焦价值创造的文化。由于充分认识到中梁不能直接与中国房地产巨头们竞争，因此它有选择地进入了那些对于大房企来说规模过小的城市。2017年，中梁以不到5亿人民币（7200万美元）的价格收购了其超过80%的开发用

地。²⁸ 杨剑曾将中梁和大房地产公司的这种定位关系描述为“开50辆宝马Mini”相比“开10辆奔驰”²⁹，这意味着中梁的核心业务的成功在于其小项目叠加的总量。通过阿米巴管理模式，中梁创建了灵活和以价值驱动的团队。这种结合有助于中梁成为更有运营纪律，而非过度借贷以推动增长的开发商。

IPO坎坷之路

2018年末，中梁在香港证券交易所申请公开上市，市场预计其将利用融资偿还贷款。³⁰ 最新的S-1申请表显示，2017年中梁已扭亏为盈，但净利润率仅为3.6%。2018年即使其收入同比增长了一倍以上，中梁的净利润率也仅提高到8.4%，远低于中国一些最大的房地产企业。

中梁上市的决定可能是其在不牺牲增长的情况下大幅降低杠杆率的最可行方式。由于其融资成本仍在两位数左右徘徊，中梁需要大幅降低杠杆率以避免高额利息支出。鉴于债务人的清偿顺序高于股权持有人，中梁能否成功上市很可能将取决于它将资产负债率降低到行业基准的速度。

然而，中梁的上市之路充满了坎坷和困难。2019年5月，中梁宣布其上市申请已“失效”，使得投资者怀疑为何其上市流程需要比同行更长的时间。投资者也对其修改营收提出了质疑，指出其应计收入和账面（合同）收入之间存在着大于15%的显著差异。³¹

25 亿翰智库，“2017年，冲刺600亿！揭秘中梁地产四门内功兼修后的价值爆发”，Sohu.com，2017年6月28日。网页：https://www.sohu.com/a/152777405_179625，2019年2月11日浏览。

26 易居，中梁地产——苦练内功在前，爆发增长在后。

27 观点指数研究院，“原报道 | IPO与杨剑的中梁路线图”。

28 易居，中梁地产——苦练内功在前，爆发增长在后。

29 运营商财经网，“开50辆宝马追10辆大奔 看中梁地产董事长杨剑如何打造房企黑马_minini”，Sohu.com，2018年9月13日。网页：https://www.sohu.com/a/253649815_452858，2019年2月11日浏览。

30 “中梁控股再战港股，重仓三四线城市风险累积”，雪球网，2018年5月30日。网页：<https://xueqiu.com/3542179334/127487631>，2019年5月28日浏览。

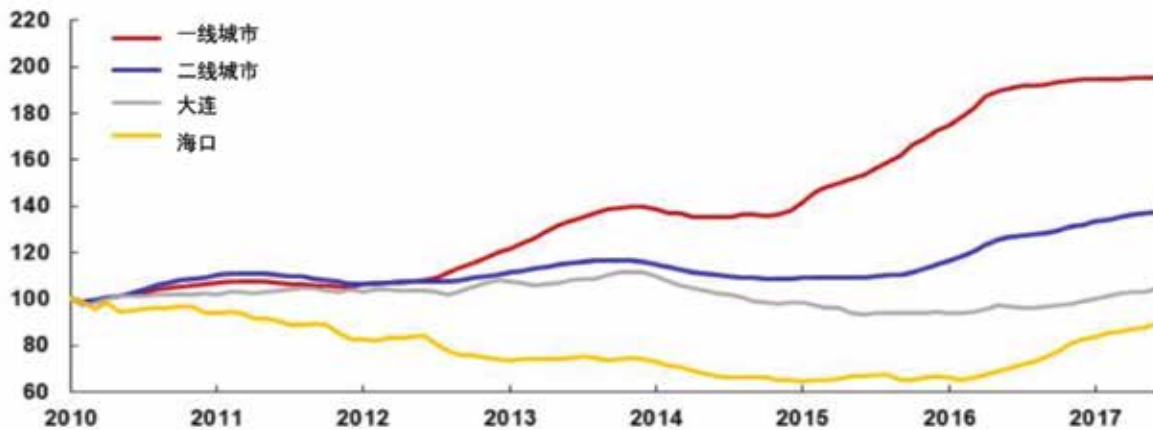
31 “中梁控股再战港股，重仓三四线城市风险累积”，雪球网，2018年5月30日。网页：<https://xueqiu.com/3542179334/127487631>，2019年5月28日浏览。

中梁在低线级城市成功推动其跻身中国20强房地产企业。该公司开发布局较广和相对低价项目的策略可能会吸引那些寻求在中小城市进行多元化投资的投资者，而传统房地产商往往无暇顾及这类市场。2018年5月，在中梁宣布香港上市计划后不久，其首席财务官罗军辞职，成为第二位在一年内辞职的首席财务官。³² 由于中梁未作出官方解释，投资者担心中梁的首次公开募股之路可能会遭遇更多的障碍。

未来增长放缓

由于三、四线城市的增长疲软，中梁也不可避免地面临放缓的前景。随着中国“棚户区改造”计划基本完成，监管上的有利风向开始减弱。³³ 同时，低线级城市房价的大幅上涨也促使地方政府推出相应的降温措施来稳定房价。³⁴ 尽管分析师预计中梁的城市地产布局仍将带来可观的增长，但种种挑战也意味着这些市场的未来收益可能比几年前更加低迷。³⁵

图表1：中国房价指数（2010年6月=100）



来源：中房指数系统（CREIS）与作者的计算

一线城市：北京、上海、广州、深圳

二线城市：天津、杭州、武汉、大连、苏州、厦门、成都、南京、三亚、贵州、温州、哈尔滨、海口、长春、合肥、青岛、福州、西安、南宁、郑州、沈阳、无锡、长沙、南昌

来源：Richard Koss, and Xinrui Shi, Stabilizing China's Housing Market, International Monetary Fund, Accessed February 12, 2019, <https://www.imf.org/en/Publications/WP/.../Stabilizing-Chinas-Housing-Market-45749>.

32 新京报，“中梁地产一年两换CFO”，Sohu.com, 2018年5月18日。网页：https://www.sohu.com/a/231997754_114988, 2019年2月12日浏览。

33 李阿冰，“三四线城市的棚改货币化安置结束之后，现在的高房价何去何从？”，Sohu.com, 2018年6月28日。网页：http://www.sohu.com/a/238186871_100192411, 2019年2月12日浏览。

34 Dominic Chiu, “Housing Bubble, Politics and Trouble: Problems and Policies for China's Real Estate Market.”

35 李阿冰，“三四线城市的棚改货币化安置结束之后，现在的高房价何去何从？”，Sohu.com, 2018年6月28日。网页：http://www.sohu.com/a/238186871_100192411, 2019年2月12日浏览。

图表2: 中国新建房屋价格 (年同比增长率%)



来源: TRADINGECONOMICS.COM | 中国国家统计局

来源: TRADING ECONOMICS, "China Newly Built House Prices YoY Change," China Newly Built House Prices YoY Change, Accessed February 12, 2019, <https://tradingeconomics.com/china/housing-index>.

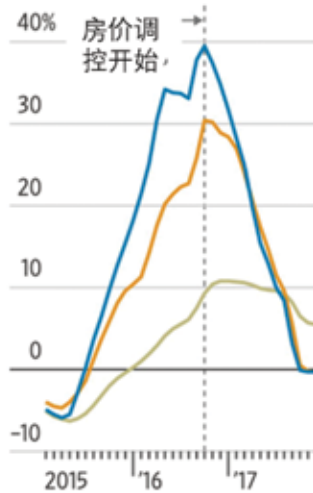
图表 3: 房地产调控措施对于房价的影响

房地产降温剂

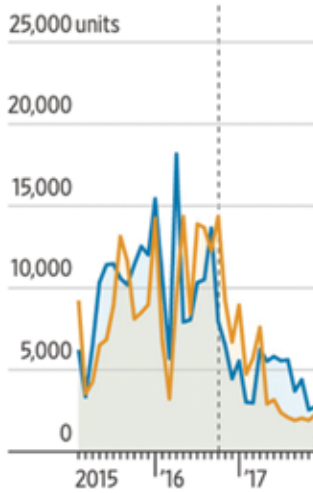
从2016年下半年开始, 中国房地产市场的调控措施中止了房地产热潮并几乎冻结了北京和上海的房屋销售, 此前这两个城市的房价都上涨了超过30%。

■ 上海 ■ 北京 ■ 70城平均

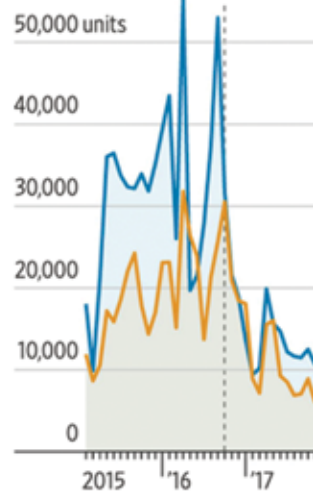
房价, 与上年同期相比



新房销售



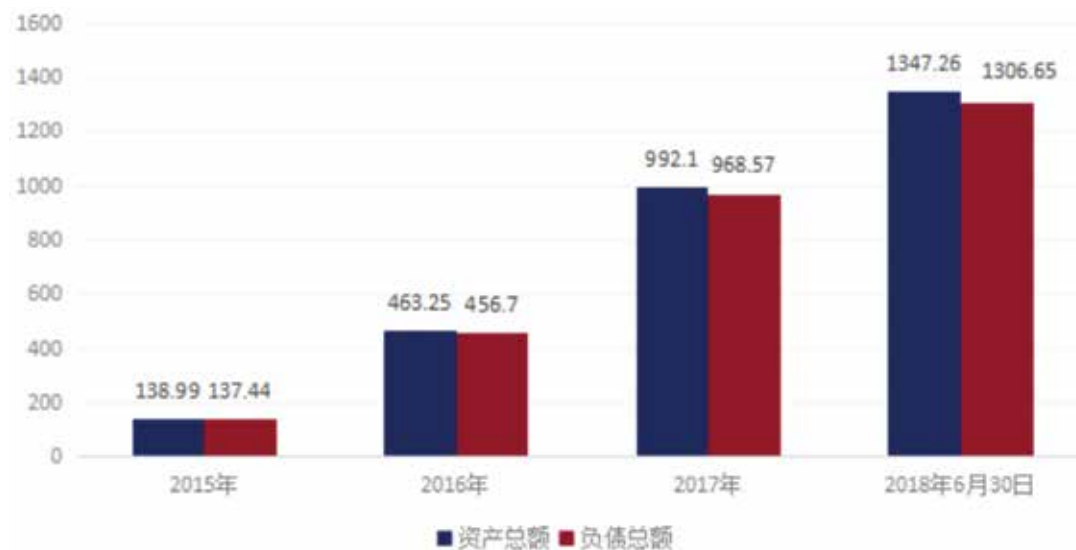
二手房销售



来源: 国家统计局 (房价); 易居研究所 (销售)

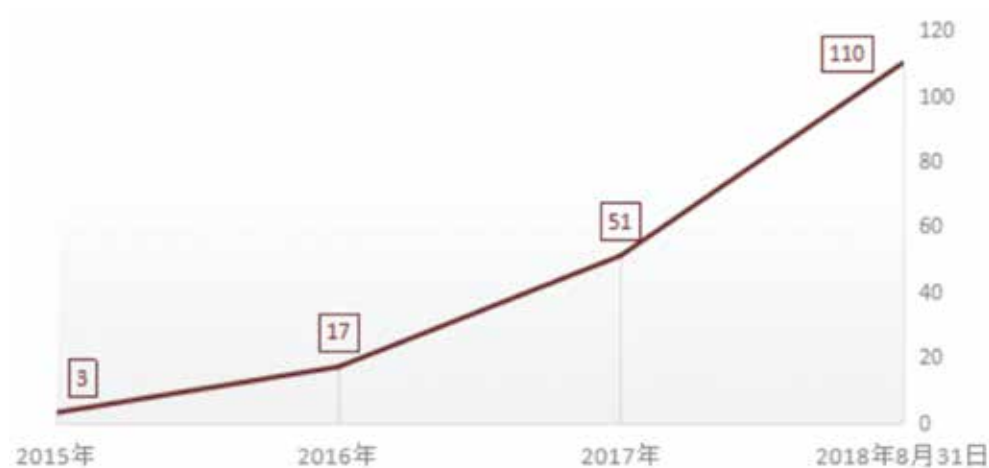
来源: "China's Housing Market Is Cooling," Financial Information for Residential Property Buyers, April 4, 2018, Accessed February 10, 2019, <https://www.globalpropertyguide.com/Asia/china/Price-History>.

图表 4：中梁资产及负债情况（单位：亿元人民币）



来源：观点指数研究院，“原报道 | IPO与杨剑的中梁路线图”，2018年12月3日。网址：<http://www.guandian.cn/article/20181203/211106.html>，2019年2月11日浏览。

图表 5：2015-2018年8月中梁布局城市数量



来源：观点指数研究院，“原报道 | IPO与杨剑的中梁路线图”