

分类号 F23/667
U D C _____

密级 _____
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 龙湖集团转型轻资产运营模式的财务绩效研究

研究生姓名: 王家明

指导教师姓名、职称: 雒京华 教授 胡海全 注册会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 注册会计师

提交日期: 2021年5月30日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的科研成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 王家明 签字日期： 2021.6.5

导师签名： 魏系华 签字日期： 2021.6.7

导师(校外)签名： 胡海玉 签字日期： 2021.6.10

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定，同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 王家明 签字日期： 2021.6.5

导师签名： 魏系华 签字日期： 2021.6.7

导师(校外)签名： 胡海玉 签字日期： 2021.6.10

Research on the financial performance of Longhu Group's transformation to asset- light operation mode

Candidate :Wang Jiaming

Supervisor: Luo Jinghua Hu Haiquan

摘要

改革开放以后,我国房地产市场开始飞速发展,一度成为我国的经济支柱产业之一,但房地产行业在经过十年的急速发展后开始暴露出诸如杠杆水平过高、融资渠道单一、盈利能力下降、现金资产不足等问题。为维持市场竞争优势,房地产行业中很多规模较大的房企开始考虑进行战略转型,其中以向轻资产运营模式进行转型较多。本文基于这一背景,选取了其中规模体量较大并且在行业中相对具有代表性的龙湖集团为研究对象,对其转型轻资产运营模式进行财务绩效研究。

首先,基于轻资产界定、轻资产运营模式等概念梳理与微笑曲线理论、产业价值链理论等理论基础,本文发现龙湖通过新业务市场开拓,将企业资源投入到回报率较高同时周转能力更强的产品设计与销售产业链中,通过发行债券拓宽融资渠道,引入合作开发模式,减少单个项目的资本投入,实现了市场扩张与资产结构优化。其次,本文结合龙湖轻资产运营模式的转型路径与转型动因从偿债能力、盈利能力、营运能力与现金流质量四个方面对龙湖的转型过程进行财务绩效分析,分析过程结合行业中未转型企业融创中国的指标对比与转型前后各阶段的财务指标对比,同时在指标选取中考虑到传统财务绩效指标的缺陷,针对房地产行业特殊性选取部分改造指标进行传统财务绩效分析上的深化。最后对龙湖集团轻资产转型前后经济增加值(EVA)指标的变化情况进行了综合分析并提出相关建议。

本文研究发现龙湖集团通过轻资产运营模式转型实现了资产结构的优化,利润水平的增长,周转能力的稳定与现金资产的释放,论证了轻资产运营模式能够在一定程度上使融资问题与资金流动性问题得到有效缓解,并且在行业下行时期起到稳定资产周转的作用。证明轻资产运营模式是各大房企在行业下行时期实现困境突破的可选途径之一。

关键词: 轻资产 运营模式 财务绩效 龙湖集团

Abstract

After the reform and opening up, the real estate market in China began to develop rapidly and once became one of the pillar industries of the national economy. However, several problems, such as too high leverage, single financing channel, decline in profitability, cash asset deficiency, had begun to surface in the real estate market after a decade of rapid development. To maintain the competitive advantage in the market, plenty of relatively large real estate enterprises in the real estate market began to consider strategic transformation, in which transformation to asset-light operation mode is more. Under this background, large-scale and relatively representative Longfor Group in the industry is selected as the research object to study its financial performance in the transformation of asset-light operation mode in this paper.

Firstly, based on concepts such as asset-light definition, asset-light operation mode and theoretical bases such as the smile curve, industrial value chain, it is found that Longfor invests enterprise resources into the product design and sales chain with a higher return rate and stronger turnover capacity via new business market development, issues bonds to expand financing channels, introduces cooperative development mode, and reduces the capital investment of a single project so that the market expansion and asset structure optimization are realized. Secondly, combined with transformation path and motivation of Longfor Group to asset-light operation mode, from the solvency, profitability, operating capacity and cash flow quality, Longfor Group's transformation process is subject to financial performance analysis in this paper. Combined with the comparison of the indexes of Longfor Group and Sunac China, an untransformed enterprise in the industry, and the comparison of the financial indicators before and after the transformation, considering defects of traditional financial performance index in the index selection at the same time, partial transformation indexes are selected during analysis for the deepening of traditional financial performance analysis according to the particularity of real estate industry. Finally, the change situation of the economic added value (EVA) index before and after the asset-light transformation of Longfor Group is synthetically analyzed and relevant suggestions are proposed.

The conclusion of this paper is that Longfor Group realizes the asset structure optimization, profit growth, and the stability of the turnover capacity and the release of cash assets via the asset-light transformation. It is demonstrated that the asset-light operation mode can effectively alleviate the financing and financial liquidity problems to a certain extent and play a role in stabilizing asset turnover during the industry downturn. The asset-light operation mode is proved as one of the optional ways for all real estate enterprises to achieve a breakthrough in the industry downturn.

Keywords: Asset-light; Operation mode; Financial performance; Longfor group

目 录

1 绪 论	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究目的与意义.....	1
1.2.1 研究目的.....	1
1.2.2 研究意义.....	2
1.3 研究内容与方法.....	2
1.3.1 研究内容.....	2
1.3.2 研究方法.....	3
2 文献综述与理论基础	4
2.1 文献综述.....	4
2.1.1 国外文献综述.....	4
2.1.2 国内文献综述.....	6
2.2 文献述评.....	10
2.3 理论基础.....	10
2.3.1 微笑曲线理论.....	10
2.3.2 产业价值链理论.....	11
2.3.3 劳动分工理论.....	12
3 龙湖集团概况及轻资产运营模式转型情况	13
3.1 龙湖集团概况.....	13
3.2 龙湖集团轻资产转型路径.....	14
3.2.1 合作开发.....	15
3.2.2 多元化业务拓展.....	16
3.2.3 多区域业务布局.....	18
3.2.4 优化组织管理.....	19
3.3 龙湖集团轻资产转型的动因.....	19
3.3.1 改善资产结构，提升偿债能力.....	19
3.3.2 行业盈利水平下降，提升盈利能力.....	20
3.3.3 转变开发模式，提升现金流质量.....	21

3.3.4 拓宽融资渠道,降低融资成本.....	22
4 龙湖集团轻资产转型的财务绩效分析	23
4.1 偿债能力分析.....	23
4.1.1 短期偿债能力分析.....	23
4.1.2 长期偿债能力分析.....	26
4.2 盈利能力分析.....	28
4.3 营运能力分析.....	34
4.4 现金流质量分析.....	38
4.5 经济增加值分析.....	42
4.5.1 计算税后净营业利润.....	42
4.5.2 计算资本总额.....	43
4.5.3 计算加权平均资本成本.....	43
4.5.4 EVA 的计算.....	45
4.6 本章小节.....	47
5 研究结论与建议	49
5.1 研究结论.....	49
5.1.1 资产结构内部发生调整,释放更多现金.....	49
5.1.2 市场下行趋势下实现核心利润增长.....	49
5.1.3 实现资产周转能力的长期稳健发展.....	50
5.1.4 现金流更加充足,流动性增强.....	50
5.2 针对龙湖集团的优化建议.....	51
5.2.1 加强产品质量管控.....	51
5.2.2 培育项目运营能力.....	51
5.2.3 优化合作开发模式.....	52
5.2.4 提升品牌价值.....	52
5.3 针对行业轻资产转型的思考.....	53
5.3.1 合理使用轻资产运营模式.....	53
5.3.2 充分结合企业自身情况转型.....	53
6 研究不足与展望	55

6.1 研究不足	55
6.2 研究展望	55
6.3 可能的创新点	56
参考文献	57
后 记	60

图 表 目 录

图 2.1 微笑曲线.....	11
图 3.1 龙湖集团少数股东权益.....	16
图 3.2 龙湖集团转型前后业务架构.....	17
图 3.3 少数股东权益规模.....	21
图 3.4 龙湖集团债券发行规模.....	22
图 4.1 流动比率.....	24
图 4.2 速动比率.....	24
图 4.3 短期负债现金保障率.....	25
图 4.4 权益乘数.....	26
图 4.5 金融性负债率.....	27
图 4.6 净负债率.....	28
图 4.7 净资产收益率.....	29
图 4.8 总资产收益率.....	30
图 4.9 销售净利率.....	31
图 4.10 核心利润率.....	32
图 4.11 核心利润获现率.....	33
图 4.12 流动资产周转率.....	34
图 4.13 经营性流动资产周转率.....	35
图 4.14 存货周转率.....	36
图 4.15 存货周转天数.....	37
图 4.16 总资产周转率.....	38
图 4.17 经营活动现金流量净额.....	39
图 4.18 筹资活动现金流量净额（亿元）.....	40
图 4.19 投资活动现金流量净额（亿元）.....	40
图 4.20 自由现金流（亿元）.....	41
图 4.21 龙湖集团经济增加值（亿元）.....	46
表 3.1 2020 年房地产行业品牌价值前十企业.....	13
表 3.2 龙湖集团转型路径.....	14

表 3.3 龙湖集团项目开发情况	15
表 3.4 龙湖集团业务布局	18
表 3.5 龙湖集团非流动资产占比	19
表 3.6 资产负债率	23
表 3.7 净资产收益率	26
表 4.1 龙湖集团传统盈利能力相关指标表	28
表 4.2 龙湖集团核心利润计算表	34
表 4.3 融创中国核心利润计算表	38
表 4.4 核心利润率	32
表 4.5 经营活动现金流量净额	38
表 4.6 筹资活动现金流量净额	39
表 4.7 龙湖集团税后净营业利润计算表	43
表 4.8 龙湖集团资本总额计算表	45
表 4.9 龙湖集团加权平均资本成本计算表	47
表 4.10 龙湖集团经济增加值	49

1 绪 论

1.1 研究背景

房地产行业的发展能够带来区域经济增长,满足我国城市化进程中人口虹吸效应产生的住房需求。进入 2000 年以后这种现象更加突出,全国开始进入房地产发展的黄金时代,也是在这一时期,我国房价水平开始飞速上涨,各老牌房地产企业开始大举开发商品住宅,利用高额的银行贷款,不断囤积土地,依赖市场中不断上涨的房价来保证利润水平。这种开发模式并不以供求关系为基础,存在产能过剩的可能性,在飞速发展十年后,房地产行业开始显现出很多问题,如房价虚高、土地资源浪费、房企负债水平过高等问题已经成为热点话题。在这种大环境下,国家开始着手实施房地产市场的政策性调控措施,2016 年开始,国家将调控方向确立在“房住不炒”的原则上,支持房地产市场稳定、有序进行发展,这也被视为国家与政府未来五年发展计划中的重中之重。国家的政策调控也使各房地产企业意识到了市场环境的变化方向,长期以来以高杠杆、重资产为特点的港式房地产开发模式已经不能满足市场环境。诸如资产负债率高、融资渠道单一、利润空间缩小等问题成为我国房地产企业面临的首要问题。轻资产运营模式转型成为很多品牌房地产企业的考虑方向之一。

1.2 研究目的与意义

1.2.1 研究目的

本文研究结合了学术界传统财务绩效指标与一些针对房地产市场特点可选取的改造财务指标,通过梳理龙湖集团轻资产运营模式的转型路径及转型动因,从横向对比同行业企业与纵向对比转型前后两个角度对龙湖集团轻资产运营模式转型的财务绩效进行分析,验证轻资产转型是否使得龙湖集团改善了转型动因中提到的问题,最后得出是否实现成功转型的结论,并提出优化建议与行业思考。

1.2.2 研究意义

(1) 理论意义

本文探讨了龙湖集团的转型问题，虽然之前已有学者针对这一问题进行过财务绩效方面的研究，但大多以传统财务报表分析的四大能力指标为重点进行分析。本文作者在受到张新民教授“分析财务报表要从战略视角”这一观点的启发后，针对性加入财务指标，以说明房地产公司的轻资产转型的特征，希望更加真实客观地说明房地产企业轻资产转型的实际情况，同时结合经济增加值（EVA）指标对龙湖集团转型轻资产运营模式的财务绩效进行综合分析，在分析过程中结合转型动因以验证问题与解决问题的思路进行绩效分析，并给出相应的改善建议，以此充实房地产企业运营模式转型的案例研究，同时验证了张新民教授提出的财务绩效分析体系在房地产企业轻资产运营模式转型的绩效分析中应用的可行性。

(2) 现实意义

在国家调控力度不断加大的背景下，地产行业运营模式转型的绩效研究具有一定现实意义。过去房地产企业实际以低价购入土地，高价卖出楼盘，以预售以及贷款来维持企业的经营，市场环境带来的风险与房地产企业采用的运营模式有着重大关系，因此运营模式的选择成为了房地产企业急需处理的难题。在“房住不炒”背景下，我国房企希望通过战略方向调整在新市场中保持住自己的行业地位。通过研究龙湖集团转型轻资产运营模式这一案例，能够说明运营模式的转型对财务绩效的影响，也为众多房企在市场环境变革的时期提供了一种可以借鉴的发展方向。

1.3 研究内容与方法

1.3.1 研究内容

本文研究通过以下六个部分进行论述：

第一部分：绪论。

第二部分：文献综述及理论基础。在这一部分本文从国外与国内两个角度分别梳理了轻资产界定、轻资产运营模式、轻资产与财务绩效的关系以及财务绩效分析方法四个方面的前人研究成果。同时说明本文写作基于微笑曲线理论、产业

价值链理论与劳动分工理论。

第三部分：龙湖集团概况与轻资产运营模式转型情况。包括龙湖集团的概况、转型路径、转型动因等。

第四部分：龙湖集团轻资产转型的财务绩效分析。

第五部分：分析结论。包括转型是否成功解决问题的说明、优化建议与行业思考。

第六部分：研究不足与展望。

1.3.2 研究方法

本文研究基于以下三种研究方法：

（1）文献分析法：众多硕士研究生科研论文中常用的方法之一，本文写作核心在于分析财务绩效，因此需要借助案例公司财务报表、公告、国家经济研究报告等社会公开资料，同时有必要查阅众多前人相关研究文献，通过收集和整理相关文献和公共信息来改进本文的研究。

（2）案例研究法：在完成文献与公开资料搜集整理工作后，本文将龙湖集团作为案例公司，利用资料完善案例说明，将龙湖集团轻资产运营模式转型这一事件作为案例进行分析，利用其报表数据等公开资料的处理计算，得出相关财务绩效研究结论。

（3）比较分析法：绩效分析中，本文以横向同行业情况对比与纵向转型的不同阶段对比两个维度进行了绩效分析，横向角度下，龙湖集团作为轻资产运营模式转型的企业，有必要选取未进行转型的房企进行对比分析，本文选取了与龙湖集团同样位列我国十大房企但至今未进行轻资产运营模式转型的融创中国进行了指标对比，以说明轻资产运营模式为龙湖带来的变化。纵向角度下，本文通过指标变化情况并结合企业公告，将龙湖财务数据分为转型前、转型期、转型后三个阶段进行了对比分析。

2 文献综述与理论基础

2.1 文献综述

2.1.1 国外文献综述

(1) 轻资产界定

轻资产最早并不属于学术概念，由于其本身难以界定，国外知名学者 Wernerfelt (1984) 在其资源基础理论中认为轻资产是企业需要长期积累的，竞争对手很难效仿且没有替代品的资源，并将其命名为“asset-light”^[1]。轻资产可以是企业特有的先进技术以及难以撼动的客户忠诚度等竞争优势，但当时并未对这种类型资产进行概念界定。

Raphael Amit (1998) 认为轻资产不仅包括企业的资源，并首次提出除企业的品牌价值、运营经验、先进技术与产业链关系外，还可以表现为企业所拥有的先进管理能力^[2]。之后 Barney (2004) 对轻资产的界定进行了较为详细的概述，研究指出轻资产一般表现为企业的无形资产，并且轻资产在为企业创造利润方面能力较强^[4]。

(2) 轻资产运营模式

世界知名运动品牌NIKE公司最早将轻资产运营模式确立为自身经营模式并投入实践，其经营理念是将其产品加工过程外包给第三方工厂，而公司将大部分资源投入到运动产品的研发设计与营销环节。耐克公司因为这一运营模式的采用实现了规模扩张。Maly、Palter (2002) 在对轻资产运营模式的研究文献中说明了轻资产运营模式会调整企业的资产结构，帮助投资者获得更高的收益^[11]。这个时期，尽管世界各地的学者尚未就轻资产运营模式的定义达成共识，但通过以上综述已经可以发现，国外学术界对轻资产运营的特点进行了较为完善的说明，并且表现出概念上的趋同性。Georgiana Surdu (2011) 在此基础上，以合作关系视角对轻资产运营模式进行了说明，认为在市场中企业是以相互的合作关系为基础进行联系的，基于这种合作关系轻资产运营模式可以通过引入第三方合作，节省企业的资源投入，作者通过资料查阅发现龙湖集团正是采用这一方式进行了轻资产运营模式的转型^[6]。

（3）轻资产与财务绩效的关系

上世纪八十年代后,美国各行业中的企业对自身进行绩效分析已经成为常态, Anders Pehrsson(2006)认为企业在实施运营模式转型的过程中会利用企业积累的资源,同时,转型跨度较小的业务转型相对容易,这种转型多数情况下可以提高效率。原始业务与新进入行业之间的关联度与公司转型的财务绩效之间存在正相关关系^[3]。

Almeida, Wolfenzon(2006)从业务转型的关联程度入手得出企业自身运营模式转型是偏好于与原产业关联程度较高的产业内的,主要原因在于在转型后企业可以继续使用自身多年经营中积累的品牌、管理体系与市场资源,作者认为这种转型拥有轻资产转型的特点,而如果企业进入业务关联程度不高的产业很可能导致财务绩效水平的降低,主要原因在于运营模式转型具有一定的转型调整期,企业选择业务关联不高的领域进行转型会放慢这一过程,在转型期内对企业财务绩效造成负面影响^[7]。Shawn 与 Jayoung、Hugo (2013)通过实证研究,也提出资产结构轻量化可以产生更多企业价值同时降低经营风险的结论^[8]。以上综述说明企业通过合理利用轻资产往往能够提升财务绩效水平。

（4）财务绩效分析方法

二十世纪中期前后,由于杜邦分析法的诞生,通过将核心指标分解为多个说明不同绩效水平的财务指标,再通过逐个分析各个指标对于核心指标的影响,通过剔除其他指标的干扰,能够实际说明分解指标对核心指标产生了那些绩效影响。Alexander Wall(1928)在财务绩效评价体系中首次考虑到分析者的主观性,通过分析者对不同指标按照重视程度进行权重打分,通过分析最终综合得分,管理者可以按照自身需求了解企业的综合财务情况,这一分析方法在后来被广泛应用,称为沃尔分析法^[1]。Michael C. Jensen (1986)在财务绩效分析方法中提出了自由现金流(Free Cash Flow)这一概念^[9],本文希望将这一指标运用到现金流质量分析中。

进入二十一世纪后,斯图尔特公司建立了基于经济增加值的绩效评估体系。经济增加值财务绩效评价体系较为全面地考虑到了各财务报表之间的关系,在关注公司的营业收入的同时,还考虑了公司的加权平均资本成本,即:公司的融资成本不仅是债务资本的成本,权益资本同样也存在成本。如今研究生学术研究中常用的四大能力财务绩效指标来自于John J. Wild (2006)提出的财务绩效分析

体系^[5]，通过这一体系分析者可以全面而客观地对企业进行财务绩效评价。Paul M. Healy (2008)通过对这种财务绩效评价体系的应用，提出了针对特殊行业特点对部分比率指标的改进，可以更好的反映企业的绩效水平^[12]。该研究弥补了传统绩效分析方法中只分析一下报表中宏观指标而不考虑行业特点因素的缺陷。本文基于这种思想也将在财务绩效分析中针对房地产行业特殊性进行指标选取与优化，进而完善财务绩效分析。

2.1.2 国内文献综述

(1) 轻资产界定

孙黎、朱武祥(2003)教授首先提出了我国轻资产概念的定义。轻资产作为一种市场发展中新出现的概念，在当今时代可以界定为代表公司竞争力的资产，例如品牌价值与客户资源等。这些资产价值创造能力较强，并且在经营过程中所需投入的资金更少，但对企业的管理水平要求较高^[26]。

吕爽(2010)认为轻资产是相对于重资产而言，由于轻资产大多为一种无形资产，甚至有些轻资产无法进行价值衡量，因此轻资产周转较为灵活、资源投入需求较低并且收益能力较强^[23]。除以上综述外，牟晶晶、周长林(2014)从盈利能力的角度对轻资产这一概念进行了研究，研究发现轻资产除可以创造企业价值外，还拥有吸引资本投入的能力，在现实中一切能够代表企业核心竞争力，并且能够吸引外部资本投入企业的无形资产都可以界定为轻资产^[24]。因此，本文在后文论述与分析中不再将龙湖集团轻资产进行详细界定。何瑛、胡月(2016)通过戴尔公司案例分析，发现轻资产能够代表企业在价值链的核心竞争力，以轻资产为基础，通过合理资源配置，企业可以引入外部资源，扩大核心竞争力，实现战略扩张^[17]。

魏征、于善甫(2020)是最近学术界较为形象地解释轻资产特点的学者，通过轻资产研究发现以轻资产为核心，企业可以如杠杆原理一样以自身市场核心竞争力为支点，借力外部资源，将产业链中游的生产制造阶段等回报周期较长的业务进行外包或与第三方企业合作共同发展，节省资源投入，扩大产业布局^[33]。

(2) 轻资产运营模式

孙黎、朱武祥(2003)教授在对轻资产这一概念进行界定研究的同时也针对轻

资产运营模式进行了详细概述，核心论点为轻资产运营模式作为一种战略模式，有无形化与投入产出率较高的特征^[26]。燕丽萍（2009）通过以国内 270 多家中小上市企业作为样本进行分析，论证了轻资产占比越高，企业的投入产出比越高的结论^[36]。同时论证了轻资产运营模式有助于提升企业资源利用效率。汤谷良、戴天靖、张茹（2012）提出，轻资产运营模式实际是利用品牌价值、专利技术、管理经验等，通过整合企业的有形资产，实现市场中核心竞争力的建立^[16]。

张小富、苏永波（2013）提出轻资产运营模式实际上是对房地产市场的一种劳动分工，房地产商未必会参与到项目的建设过程中，也可以通过赚取管理费用与品牌收益、项目分红收益等实现利润增长^[41]。王智波、李长洪（2015）说明了轻资产运营模式就是减持固定资产比例，通过将生产制造业务进行外包处理，可以将结余的流动资金投入到产品研发等能够增强企业核心竞争力的环节中去^[32]。谢冰、吴革（2016）对此提出新观点，他们认为轻资产运营模式的本质在于资产结构的“轻”，一方面意在于说明企业的固定资产占比较少，流动资产相对较多；另一方面说明企业的核心竞争力在企业的经营过程中扮演着重要角色^[35]。企业应当将更多资源放在维持市场核心竞争力的环节中，可以委托第三方完成低附加值的制造业务。张艳（2017）通过轻资产运营模式研究发现这种运营模式不但资源投入需求较小，还拥有较强的释放现金能力^[46]。王冬梅（2018）作为少数持有保守观点的学者，认为轻资产运营模式虽然有着发展能力强，资产结构轻等特点，但也存在业绩变化难以控制，发展前景不明确，寿命周期不稳定等特点，需谨慎看待^[28]。

张新民、陈德球（2020）提出运营模式改变的核心在于帮助企业实现价值创造的愿景，在市场中表现为获取竞争优势；另一方面，企业在运营模式的改变中其产品能否适应资本市场需求仍然是未知数，这不仅关乎企业一时的经营管理状态，同时可能威胁到企业的长期战略决策，运营模式的选择意义重大^[42]。周泽将、邹冰清、李鼎（2020）通过对 A 股上市公司进行分析，验证了轻资产运营模式在企业经营中如何改变企业价值与发展路径^[48]。结论为轻资产运营模式与企业价值呈现出明显的正相关关系，这说明轻资产运营模式对企业价值增值能够产生催化剂效应。

综上，轻资产运营模式作为一种引入我国市场不久的新型模式，实质在于企业利用自身核心竞争力，提升了经营效率，但在选择轻资产运营模式时企业有必

要对自身进行深入了解,确立自身市场定位与核心竞争力,合理利用轻资产带来的优势。

(3) 轻资产与财务绩效的关系

我国在财务绩效分析理论研究方面起步较晚,我国目前对轻资产和公司财务绩效的关系研究主要体现在两方面:基于理论的定量研究和定性研究。

定量研究角度,唐缨璋(2005)通过研究轻资产运营模式与企业生产经营汇总期间费用的关系,通过总结数据发现了轻资产与财务绩效往往显示出正相关关系的假设^[27]。定性研究角度,汤谷良、戴天婧、张茹(2012)分析了苹果公司制造业的外包问题,并总结轻资产对财务业绩的影响,包括资源流动性强、前期投入较少、投入回报率较高等^[16]。

也有部分学者对轻资产与财务绩效的正相关关系持保留意见,陈才溢(2013)提出轻资产运营模式的企业存在恶意退市与借壳炒作的可能性,并且通过对这些行为进行分析,提出优化监管措施^[15]。此外,王智波、李长洪(2015)在研究 21 世纪最初十年的企业数据后,以固定资产比重等对企业是否属于轻资产进行测度,并说明了轻资产对企业财务绩效的影响^[32]。然而研究结论说明了单纯从财务绩效而言,轻资产未必会为企业财务绩效带来正向影响,因此建议广大企业应将打造企业核心竞争力作为经营目标,不能盲目追求资产结构的“轻量化”。虽然解宏、姜力玮(2015)通过对创业板上市公司的财务数据分析,发现拥有轻资产特征的资产结构一般会对财务绩效产生正向影响^[20]。张秋生(2016)指出,轻资产运营在资产负债表中表现为固定资产占比小,但这同时说明其抗风险能力的不足,轻资产运营模式的业绩预测难以确定,我国企业希望健康发展轻资产运营模式,市场的成熟稳健是关键因素^[38]。张炜、郭明、王成军(2017)针对房地产企业研究了不同运营模式下房企的获利途径,发现传统房地产企业主要凭借规模效益取得收益,而采用轻资产运营模式的房企利用非资产型优势取得利润,同时轻资产模式获得的净资产收益率明显高于传统模式^[40]。刘桦、李英杰(2017)针对房地产企业在轻资产运营模式的运作能力中建立了一套包含资金运作、项目运作、资源储备、可持续发展等一系列非财务指标的评价体系,以此说明了房地产企业轻资产运营模式转型前后在企业运作效率方面的提升^[21]。

王茜萌(2018)总结了房地产信托投资基金(REITs)在轻资产运营模式下的发展情况^[30]。这种融资模式能够在降低企业负债水平的同时进行融资规模的提升。

持有项目开发权的房企在开发之前按照份额将项目所有权转让,实现企业的融资,增加企业的未分配利润,但这种融资模式在我国还未普及。姜超(2020)认为轻资产运营模式中的大批外包业务会产生产品质量风险,增加企业的销售费用,同时对企业在产业链中的管理统筹能力是一种挑战^[19]。

(4) 财务绩效分析方法

当前我国学术界财务绩效分析的常用四大能力方向起源于王化成、刘俊勇(2004)教授提出的财务绩效分析体系^[29]。从四大类中细分出多个指标进行绩效说明,说明了财务绩效的分析需要需要结合多方面的指标进行综合评价。黄世忠(2007)教授则以会计要素为基础,通过对会计六要素的细化分析,综合评价了企业的财务绩效,并且反向分析企业所处的行业水平^[18]。

阳震青、李小芬(2014)通过对近十年世界范围内经济增加值在企业中的利用情况进行总结,说明了EVA指标的应用应当结合企业财务战略^[37]。王裕(2016)以经济增加值评价方法为背景,说明EVA指标评价对于企业在自身经营中所需的现金流控制中有一定的帮助^[31]。刘亚鑫,范英杰(2019)指出经济增加值(EVA)虽然在企业进行可持续发展战略制定与资产结构调整过程中作用重大,但也存在诸如经营管理效率等情况无法说明的缺陷^[22]。张志宏,孙青(2016)在探讨了企业价值与资产质量、利润质量之间的内在关系后,提出三者之间存在显著正相关关系^[47]。这说明了企业在自身资产质量方面的优化有助于提升企业价值,并提升利润质量。

较为受到作者关注的是张新民(2015)教授考虑到传统财务绩效分析指标的缺陷,认为有必要对财务报表分析框架进行优化改进^[14],从格力集团进行传统财务报表分析结论与企业管理者对企业经营情况评价的巨大反差,说明了传统财务绩效分析指标的缺陷。并对报表中各要素进行了重新划分总结出了企业经营的四大动力来源,第一大动力是利润积累;第二大动力是股东入资;第三大动力是经营性负债;第四大动力是金融性负债。这四大动力的权重即代表了企业的经营战略^[43]。之后张新民(2017)教授又将企业按照战略目标划分为经营主导型、投资主导型与经营与投资并重型三大战略方向^[44]。张新民(2020)在瑞幸咖啡财务造假案例中验证了与企业战略相关的核心利润获现率、投资收益获现率、与企业债务风险相关的短期负债现金保障率等改造后的指标的可行性^[42],本文希望将一些新比率分析方法应用在龙湖集团运营模式转型的财务绩效分析中。

2.2 文献述评

通过梳理国内外学者的研究成果,品牌价值、管理能力、产品专利、客户资源等企业长期发展过程中积累的资源,其价值波动较大,但能够为企业带来价值增长,因此将其划分为轻资产。轻资产运营模式则表现为企业在投资过程中进行调整,将资源投入到能够增强企业长期市场竞争力的环节中,同时利用市场影响力等各种资源,将第三方资源引入企业之前在产业链中资源占用较大且周转能力差的环节中,进而使企业能够在短时间内进行多个项目的开发。

通过了解有关轻资产与财务绩效之间关系的相关研究结论,可以将轻资产与财务绩效之间的关系归纳为:轻资产一般会产生正向财务绩效,主要原因在于企业将价值创造能力较低的生产制造环节外包完成,这种调整可以提高资本回报率,同时企业可以利用之前积累的轻资产资源发展新的业务模式,新业务可以产生新的利润点,不但可以增加企业的利润,还能提升现金流水平。同时轻资产运营模式的应用是有一定前提的,并非所有企业都适用,同时,这种运营模式的业绩波动难于预估,受行业与技术发展的影响较大,需谨慎使用。

2.3 理论基础

2.3.1 微笑曲线理论

本文第一个理论基础为施振荣先生提出并应用于宏基的经营管理中的微笑曲线理论^[25]。其名称的由来如图2.1呈现的曲线形状,因呈现出微笑表情而得名。曲线两侧市场价值指标较高,中间指标较低,较低处代表了产业链中价值附加值不高的生产制作环节,两侧代表了价值附加较高的研发业务与销售服务业务等。这一理论实际是将一条完整产业链进行了划分,通过对不同产业链阶段的业务进行细化整理找出企业适合的产业链部分进行投资优化。

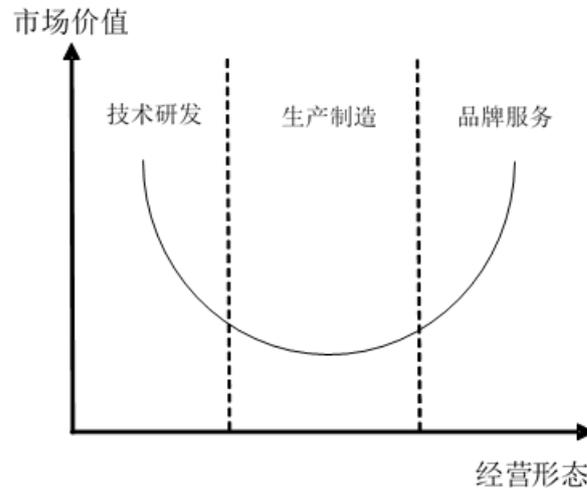


图 2.1 微笑曲线

微笑曲线理论意在于说明企业希望增强盈利能力，应当将更多资源投入到两侧的产业链环节中同时将业务生产加工环节进行外包。耐克公司曾通过这种模式取得了巨大的成功，在急速扩张企业规模的同时用研发出的核心科技，迅速占领寡头市场。因此，房地产企业轻资产运营模式转型中必须以微笑曲线理论为理论基础，通过产业链分解，将资源投入到高价值增值业务中，进行业务拓展，保持核心竞争力。

2.3.2 产业价值链理论

本文第二个理论基础是产业价值链理论。迈克尔·波特认为企业存在的意义在于创造价值。企业都是其所处行业价值链中的一份子，价值链不仅局限于企业内部价值链，整个行业也是一条完整的价值链。迈克尔·波特以企业经营业务的重要程度为标准重新划分企业的价值链构成，在价值链中的每个环节都单独创造价值，每个环节都影响企业的总体价值。传统的竞争战略中，企业往往注重于低成本与规模效应来确立行业地位，轻资产运营模式为企业的战略选择提供了新的思考角度，如果企业处在产业链中周转较快且回报率较高的环节，同时可以合理利用第三方资源来确立自身竞争优势。

2.3.3 劳动分工理论

本文第三个理论基础是劳动分工理论。亚当·斯密对于劳动分工的定义中认为劳动分工体系能够有效提高劳动效率，促进社会财富增长。实施企业通过劳动分工，能够不断增强自身所涉及的行业或产业环节的熟悉程度与运营效率。同时，在企业的内部价值链中合理利用劳动分工理论，有利于促进企业内部的生产效率，促进各部门直接的分工协调，整体提升企业的管理水平。房地产企业运营模式转型实质是一种产业链的劳动分工，通过降低产业链中某些环节的资本投入，剥离出代表行业竞争优势的部分，并将资源专注于这一部分劳动中，可以提升总体劳动的效率。

3 龙湖集团概况及轻资产运营模式转型情况

3.1 龙湖集团概况

龙湖集团创建于重庆，是我国地产开发企业中的典型，有较好的市场口碑与较大的市场占有率。该公司于 2014 年底宣布进行战略转型，轻资产转型之前，龙湖集团的开发业务集中在房地产开发与少量商业地产业务中，轻资产转型后，龙湖集团的业务开始向多元化方向发展，在保留地产开发与商业运营业务的前提下，开始涉足包括智慧服务、长租公寓与养老业务等服务性业务。为向市场释放“去地产化”信号，2018 年龙湖集团开始布局多元化战略，从 2019 年年报数据展示的业务布局来看，其地产业务已经覆盖全国多个区域。从企业官网展示的企业战略布局中，龙湖集团希望在未来转型成为依托地产开发的全方位服务企业。我国房地产行业受到传统港式地产开发模式的影响，存在鲜明的资金投入多，资金周转慢等特点，传统运营模式下，地产企业一般利用银行贷款或自身流动资金全面涉足产业链的全部环节，表现出房地产业资产“重”这一鲜明特点。通过运营模式转型后，龙湖集团开始引入第三方合作开发，实现了充分利用第三方资源的同时，将结余资源布局投资到服务性新兴产业中，使企业资产结构变“轻”。

如表 3.1 所示为 2020 年我国地产行业品牌价值前十企业：

表 3.1 2020 年地产行业品牌价值前十企业

排名	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
品牌	恒大	碧桂园	万科	保利	融创	中海	龙湖	华润	华夏	世茂
品牌价值 (亿元)	1606	1423	1300	1078	1012	931	874	818	798	775

数据来源：wind 数据库

品牌影响力是龙湖最为核心的竞争力之一，也是龙湖树立市场信赖程度的立身之本，品牌价值代表了企业受市场认可的程度和其所拥有的的市场价值。现有的著名轻资产运营模式的企业之所以能够占领市场份额，是因为其有广泛的品牌影响力，如：耐克、苹果等。品牌影响力在企业转型过程中，具有重大作用。品

牌影响力一方面表现为企业的市场中所占有的份额,另一方面表现为市场对企业产品的评价。以 2020 年为例,龙湖集团在我国房地产百强品牌中位列第十位,同时满足了较大的市场占有率与较好的市场口碑,并且已经连续八年位列我国十大房地产品牌中,可以利用品牌影响力来进行运营模式的转型。

3.2 龙湖集团轻资产转型路径

为推进轻资产运营模式转型,龙湖集团将重点放在了业务布局的多元化、融资渠道的扩张和引入第三方合作上,集团业务由传统地产开发业务向长租公寓、智慧服务以及公寓租赁方面延伸,整体转型愿景是由房地产开发企业向城市中地产配套服务企业转型。具体变化情况如表 3.2 所示:

表 3.2 龙湖集团转型路径

转型路径	转型前	转型后
业务种类	以地产开发业务为主要业务,同时兼营物业投资业务。	在房地产开发和商业运营业务的基础上增加长租公寓,物业服务 and 养老等服务业务
区域布局	北京、重庆、上海、深圳等经济发达城市是重点布局区域	开始扩张业务版图,全面布局一二线城市,并且开始向东部一些三线城市深化布局。
开发模式	全产业链各环节独立出资与开发运营	依靠良好的信用水平引入第三方合作开发,降低前期资本投入需求,扩大项目布局
组织管理	各部门分权管理,信息交流沟通效率较低。	以工作站模式为核心,各部门从项目策划、开发、营销等多环节通力合作,提升管理效率。

数据来源:企业官网

3.2.1 合作开发

龙湖集团于 2014 年宣布轻资产转型后开始与渣打银行牵头的海外基金进行合作，开始实验性布局商业地产项目，龙湖集团通过部分出资与品牌输出、管理输出等占有 51% 的权益，渣打基金以 8 亿人民币出资认购 28% 的权益，其他基金 6 亿元出资认购 21% 的权益。合作项目成功运营，此后龙湖又与加拿大投资基金等开始深化合作，先后完成重庆、成都、上海等地的商业地产项目布局开发，同时开始涉足长租公寓项目。在引入合作伙伴初步成功后，龙湖开始加速合作开发项目，于 2016 年与首开集团设立共同持股企业，龙湖不再负责项目建设，只负责项目的建成运营。龙湖项目开发情况如表 3.3 所示：

表 3.3 龙湖集团项目开发情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
开发项目总数	52	64	79	82	99	130	188	201	220
权益占比不高 于 50% 的项目 数	3	2	3	7	23	35	55	64	81
权益占比不高 于 50% 的项目 比例	5.77%	3.13%	3.85%	8.54%	23.5%	26.9%	29.3%	31.8%	36.8%

数据来源：集团官网

龙湖集团从上市后就开始尝试过合作开发项目，由于一贯秉承稳健的经营策略，这部分业务并未成为集团的核心业务，大部分项目是集团的独资项目，在经过 5 年的实验性阶段后龙湖开始实施轻资产运营模式布局，大幅增加合作开发项目，房地产开发项目中权益占比一直不断下降，同时合作开发项目数量不断增长，权益占比不高于 50% 的项目一年内突破 20 个并持续增长，通过分析发现，龙湖集团财务报表中少数股东权益主要产生于这一转型中合资公司的设立，因此笔者认为可以通过少数股东权益的变化作为轻资产转型的标志性指标。其具体变化情

况如图 3.1 所示:

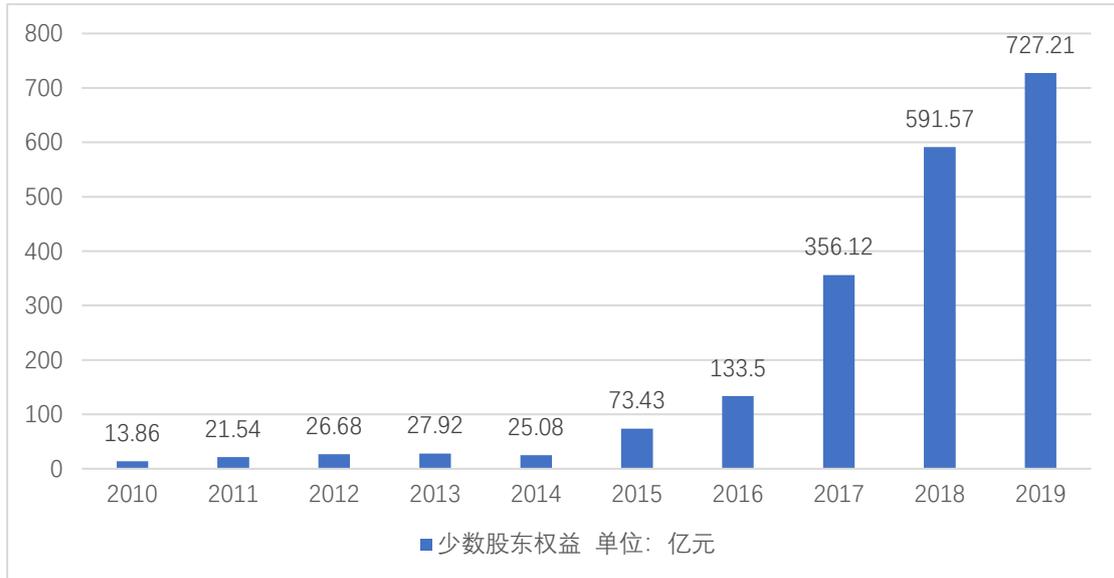


图 3.1 龙湖集团少数股东权益

龙湖集团少数股东权益在 2014 年之前基本维持在 25 亿的水平,从 2015 年开始这一指标开始大幅上升,由 2015 年的 73.43 亿元到 2019 年的 727.21 亿元。说明了龙湖集团从 2015 年初全方位开始合作开发业务的布局,并且数量与规模逐年扩大。除地产开发外,龙湖集团在长租公寓等项目也开始引入合作伙伴。分股合作的运营模式能够在资源配置方面更加具有主动性,提升投资效率,创造新的资金来源,同时分散开发风险,实现了轻资产“小股操盘”的目标,通过轻资产转型,龙湖可以实现资金投入减小、资金周转加快、融资渠道拓宽、运营风险降低与收入实现方式增多等优势。

3.2.2 多元化业务拓展

开始轻资产转型后,龙湖开始布局业务结构多元化,其业务范畴开始从地产开发向长租公寓、物业管理及养老服务等第三产业倾斜。从年报披露的信息可知,龙湖集团在轻资产转型前与转型后在集团业务架构方面存在较大的变化,业务范围变化如图 3.2 所示:

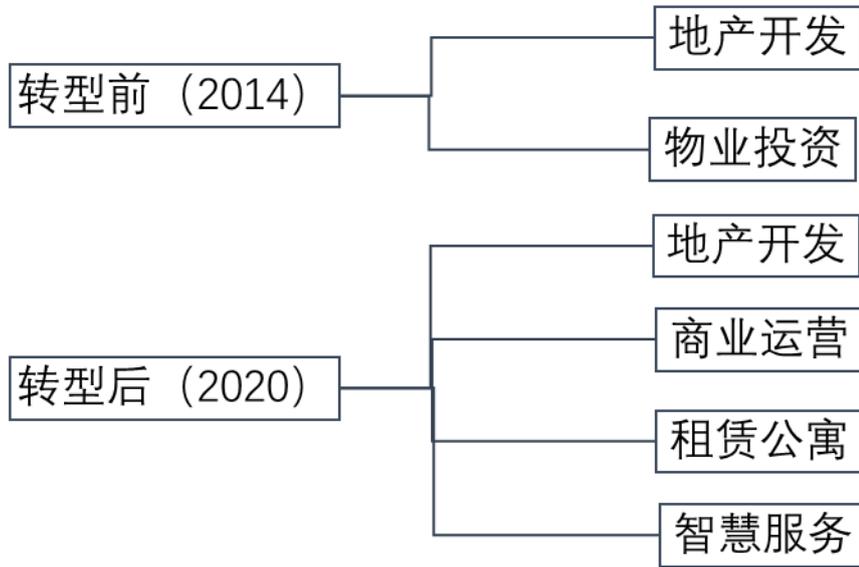


图 3.2 龙湖集团转型前后业务架构

(1) 商业运营

轻资产转型后，龙湖业务首先开始从地产开发向商业运营转型，以龙湖旗下的各类购物中心为核心开始产业布局。龙湖转型后开始增加商业地产项目，扩大商业运营规模。与以往开发周期长且收益不稳定的住宅项目相比，商业地产收益具有稳定性与长期性的特点。通过查阅相关资料可知龙湖集团计划每年将销售额的百分之十在下一年投资于商业地产项目的开发中，有望在 2025 年实现商业地产核心利润的贡献率达到 20%。

(2) 长租公寓

龙湖集团 2016 年开始涉足长租公寓项目，这种开发模式实现了轻重资产同时运营，原因在于长租公寓的产权都在龙湖集团手中，利润来源主要是租金收入与配套的物业服务。统计至 2019 年末，龙湖集团相关长租公寓项目已有超 5 万间公寓投入运营，产生租金收入超 4 亿元人民币。龙湖的长租公寓项目已经相对完善，未来会继续扩大投资规模，逐步布局我国各中大型城市，解决住房需求。

(3) 智慧服务

龙湖集团在轻资产运营模式转型后对自身业务进行了细化，物业管理服务此前一直作为房地产开发业务的附属业务，在轻资产转型后龙湖集团将这一业务进行了升级，通过建立一套完善的标准化物业服务体系，物业管理服务已经成为龙

湖集团的主营业务之一，结合互联网技术，实现了高效率与高服务水平的业务改造，未来龙湖会将这一业务逐步拓展至更大区域，树立龙湖的物业服务品牌。

3.2.3 多区域业务布局

龙湖集团轻资产转型的业务布局如表 3.4 所示：

表 3.4 龙湖集团业务布局

业务种类	业务布局
地产开发	共有房地产开发项目 900 多个，累计开发面积超过 1 亿平方米，业务布局超 50 个城市。
商业运营	布局分为华中板块、华西板块、华东板块、华南板块、环渤海板块 5 个区域，在北京、成都、重庆，上海等大中型城市开业的购物中心超过 50 家。
长租公寓	至 2020 年年末，龙湖长租公寓项目已布局全国超 30 个大型城市。主要客户群体为城市青年，通过提供长期租住解决住房问题。
智慧服务	龙湖智慧服务提供依托龙湖多年地产开发中积累的物业与配套服务经验，为住宅社区提供高品质物业服务，满足社区配套服务需求，合约面积超过 4 亿平方米，服务家庭数量超过 300 万。在重庆，成都，西安和上海等 118 多个城市开展了标准化的物业服务。

数据来源：企业官网

通过在地产开发业务中引入合作方进行项目投资，龙湖实现了项目前期投资的减少，依托于这一优势，能够在短时间内布局多个城市，同时，新增服务性业务有较强的周转能力，并且前期投入需求不高，这使得龙湖业务布局在轻资产转型的五年中快速进行区域扩张。从 2014 年以前以重庆、北京、上海、深圳等一线城市迅速扩展到如今近 120 座城市，从一、二线城市开始逐渐下探至经济发达地区的三线城市。

3.2.4 优化组织管理

管理能力对于轻资产运营的企业是关键。龙湖转变为轻资产模式的前提是较强的统筹协作能力，龙湖将自身的项目开发施工环节等利润率较低的工作外包出去，需要相当先进的管理制度与管理水平，这样才能保证寻找的合作伙伴保质保量完成分工，将传统的全产业链投入模式进行细化分工，使之组成完整的整体，最终实现项目的开发。所以，这对该龙湖提出了较高的管理水平要求，需要其拥有科学、有效的运营管理能力，从而调控整条产业链的分工合作。作为一家老牌房地产企业，开始轻资产转型后，龙湖每年在技术研发中都进行了大量的资源投入，如今在地产行业已拥有较为完善的产业链合作供应商，并且自身管理水平在行业中处于较高水平。

3.3 龙湖集团轻资产转型的动因

3.3.1 改善资产结构，提升偿债能力

龙湖集团在轻资产运营模式转型规划中将资产结构调整作为转型的核心所在，通过剥离资源占用比例高且周转能力较弱的资产，减少资金在非流动资产上的占用，保障企业现金流安全，非流动资产占比情况如表 3.5 所示：

表 3.5 龙湖集团非流动资产占比

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
非流动资产/总资产	32.4%	29.2%	29.98%	31.5%	34.6%	34.7%	38.4%	35.6%	26.6%	24%

数据来源：企业年报

观察龙湖集团非流动资产占比可以发现 2014 年之前，企业非流动资产占比逐渐升高，龙湖集团资产流动性风险发生的可能性在不断增大，这促使了龙湖进行资产结构的调整，剥离部分非流动资产，考虑到资产变现能力的不同，这一过程的影响可能是缓慢的，并且逐渐弱化的资产流动性有可能带来短期偿债能力不

足的隐患。表 3.6 列出了代表企业杠杆水平的的资产负债率指标：

表 3.6 资产负债率

	2010	2011	2012	2013	2014
龙湖集团	75.78%	75.23%	74.03%	72.41%	70.10%
行业均值	74.90%	75%	75.40%	70%	70%

数据来源：wind 数据库、企业年报

资产负债率是财务分析中说明杠杆比率的典型指标，由于房地产行业运营模式的局限性，高资产负债率是房地产行业的共同特征，在传统财务风险衡量标准下这一比率一般维持在 50%会比较安全，但从表 3.6 可以看出房地产行业均值已达到 70%的警戒水平以上，龙湖集团在 2014 年以前甚至高于行业均值，龙湖集团有必要通过运营模式转型增强企业偿债能力，但资产负债率这一指标用在房地产行业资产结构分析中存在一定缺陷，由于我国会计准则中权责发生制的规定，房地产企业将预收的房款只能放在合同负债等科目进行处理，考虑到房地产行业的特殊性，预收房款实质可以理解为一种融资手段，它不但不会增加企业的负债压力，同时能在一定程度上缓解资金压力，而房地产行业列入的存货包括了持有待开发的土地与正在开发的土地，这些存货在短期之内变现的可能性较小，所以这一问题本文将在绩效分析中深入思考。

3.3.2 行业盈利水平下降，提升盈利能力

由于前文提到的诸多因素造成房地产市场产生下行趋势，龙湖集团原有的依靠销售房产与提供物业服务来周转资金的模式风险过大，房价调控使龙湖囤地开发，待房价上涨后出售的盈利模式已经不再适应市场发展，销售速度放缓使得项目周转速度降低，加剧了房地产行业盈利能力的下降。从表 3.7 中可以看出，轻资产转型前龙湖净资产收益率呈现持续下降趋势。

表 3.7 净资产收益率

2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
29.38%	33.37%	24.32%	24.03%	19.71%	17.47%	15.66%	19.04%	21.33%	20.88%

数据来源：企业年报

龙湖集团希望通过轻资产运营模式的转型改善这一情况，具体实施包括原有的盈利模式发生改变，不再依赖资产增值产生利润；开始主动创造服务增值，在运营过程中充分利用品牌价值与管理能力；结合前文中提到的微笑曲线理论，保留企业拥有核心竞争力的产业链部分，将占用资源较多、周转较慢的开发建造环节外包；提升资金使用效率，通过引入第三方合作开发，进行资金垫付，保留自有资金，在增强资产流动性的同时实现多项目同时开发，利用规模效应提升盈利能力。

3.3.3 转变开发模式，提升现金流质量

龙湖集团通过与第三方合作成立项目共同开发公司这一模式，使项目合作开发的数量和规模在短时间内快速增加。通过转变运营模式，龙湖预计可以释放出更多现金，防止企业现金流恶化。第三方也可以垫付项目前期的开发资金，结合龙湖的品牌输出与项目运营能力，实现短时间内开发多个项目的可能，这一变化可以从少数股东权益指标的变化看出，具体指标变化情况如图 3.3 所示：

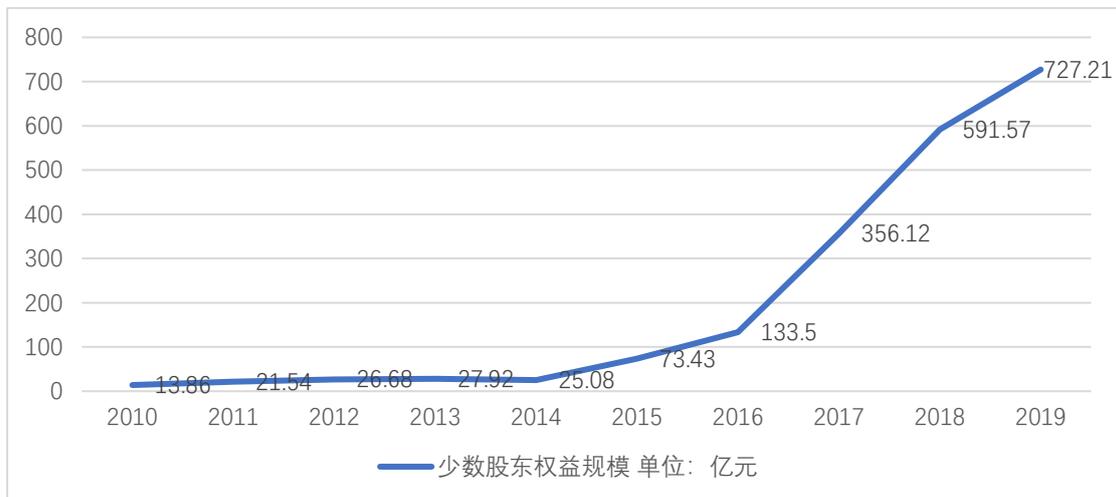


图 3.3 少数股东权益规模

观察发现少数股东权益指标从 2014 年开始迅速上升，从 25.08 亿元上升到 2019 年的 727.21 亿元，增长了 27.99 倍。说明龙湖集团进行了小股操盘化的业务开发模式转变，通过较少参与项目入股同时操盘项目开发管理权，进行了业务拓展，优化了投资结构。

3.3.4 拓宽融资渠道,降低融资成本

龙湖集团在融资渠道方面进行了开拓,通过充分利用企业品牌价值与良好的信用水平,龙湖集团在融资方面开始着手发行企业债券与优先票据,以 2020 年龙湖发行的最新一期无抵押债券为例,总规模达到 28 亿元,其中 23 亿为七年期债券,平均年利率为 4.2%,5 亿元为五年期债券,平均年利率不到 4%,仅为 3.55%。

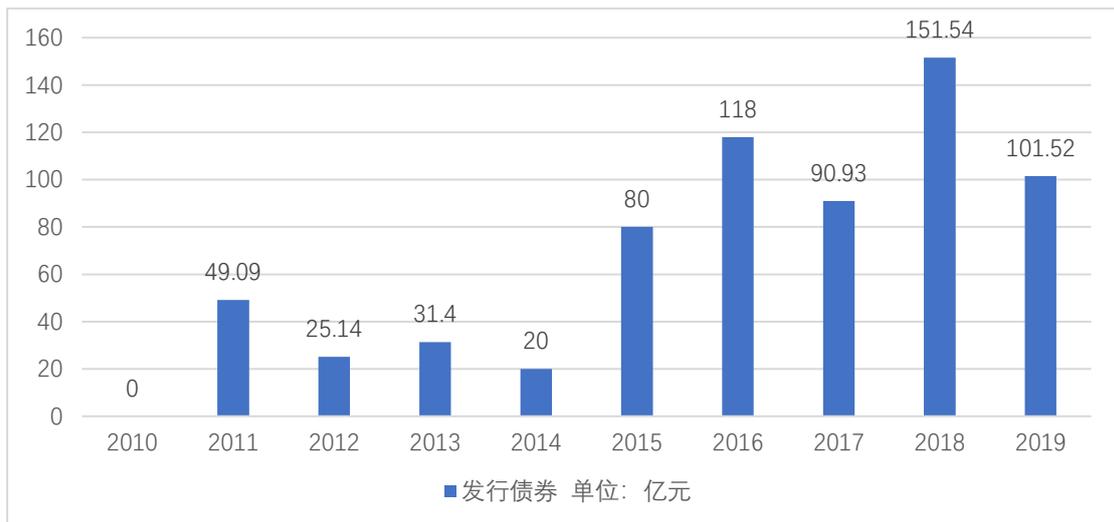


图 3.4 龙湖集团债券发行规模

通过图 3.4 所示可以看出龙湖集团近十年中债券发行规模逐渐增大,同时发现债券利率处于极低水平,基本维持在 4%的水平,这在债券融资中属于低成本融资,主要原因在于龙湖信用水平良好并且常年保持稳健上升的经营态势,在过往的债券发行中都能较好地保障债券利息,使得龙湖发行的债券在市场中需求数量较多。可以发现,利用市场信用水平与投资者的信赖程度这类轻资产,企业可以利用其在市场中常年积累的融资资源进行低成本融资,降低融资成本。

4 龙湖集团轻资产转型的财务绩效分析

基于前文转型动因，本文作者受到张新民教授《财务报表分析》^[14]中新提出的财务指标的启发后发现通过传统财务绩效指标进行财务绩效分析的过程中，受到企业运营模式、行业特性与会计准则等因素的制约，过于强调这些通用财务指标往往会得出一些错误的结论，需要针对不同行业、企业进行一些指标调整。本文绩效分析从横向与纵向两个角度出发，横向对比中，本文将龙湖集团相关财务指标与同行业中规模相近的融创中国进行对比，截止 2019 年底，融创中国并未转变为轻资产模式。横向对比的意义在于验证相同政策环境与行业背景轻资产运营模式带来的相关指标的变化情况。纵向对比中，本文将 2010-2014 年作为转型前阶段，将 2015-2017 作为转型调整阶段，将 2018-2019 年作为转型后阶段进行分析，意在于说明轻资产转型前、转型期、转型后三个阶段中龙湖集团产生的财务绩效变化并结合经济增加值（EVA）指标进行综合分析，以期真实客观地展现转型前后的指标变化，最后得出分析结论并提出针对性建议。

4.1 偿债能力分析

4.1.1 短期偿债能力分析

前文分析中多次说明房地产企业的特殊性，地产行业中存货虽然归属流动资产，但不能像制造行业中的存货一样具有短期变现能力，这种行业特征的存在会对财务绩效指标产生影响，容易使分析结果存在误差，甚至直接干扰财务绩效分析的结论，因此有必要将流动比率结合剔除存货的速动比率指标进行分析。具体指标变化趋势如图 4.1 与图 4.2 所示：

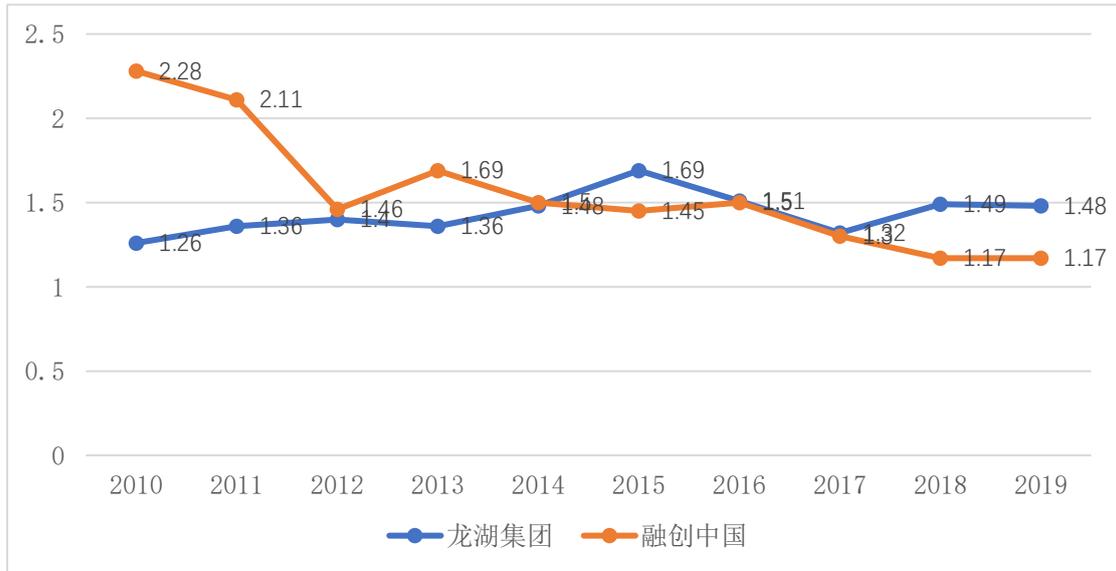


图 4.1 流动比率

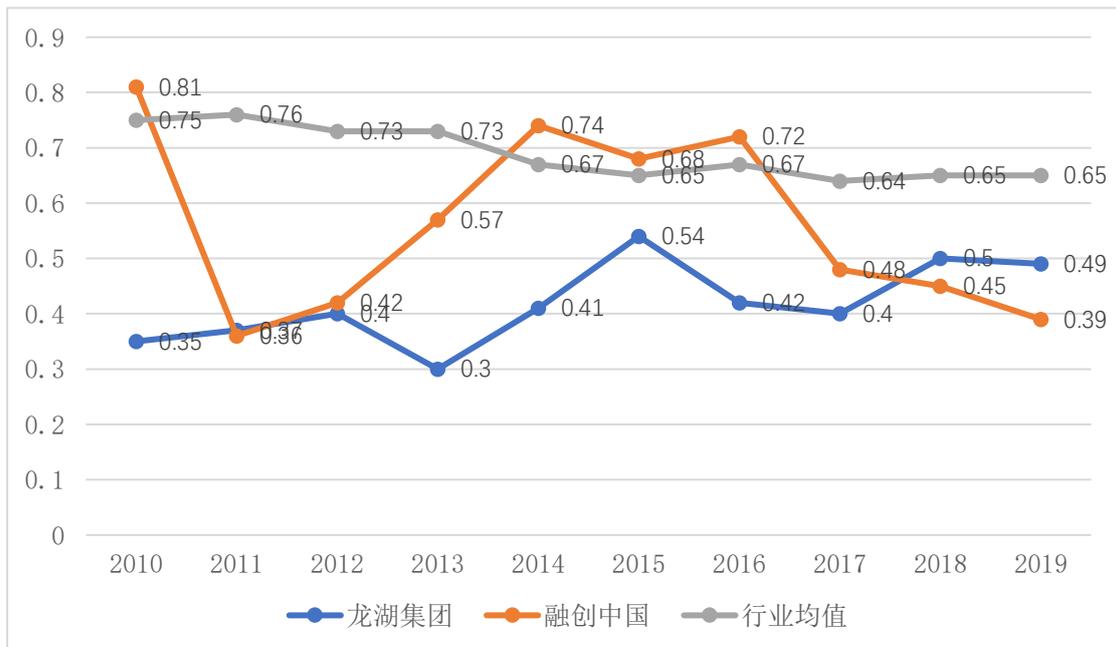


图 4.2 速动比率

从图 4.1 可以看出，两家房地产企业在流动比率这一指标上表现都较差，其原因在于选择流动比率作为衡量指标，在一定程度上存在缺陷，剔除存货部分干扰后，如图 4.2 所示进行速动比率对比可以发现，龙湖集团总体速动比率一直以来处于劣势，通过轻资产运营模式的转型，这一指标逐渐表现出先降后升趋势，并且在 2018 年实现对融创中国的反超。反观融创中国的速动比率指标表现情况，2012-2017 年该指标均高于龙湖，但从 2014 年开始一直表现为下降趋势。龙湖通

过在项目开发中引入第三方进行投资，产生了较多非控制权益、联营公司及合营公司的应收款项，同时，合作方在项目前期的资金垫付大幅度缓解了龙湖的流动资金需求，使龙湖有足够的流动资金保障短期负债的偿付与业务拓展的需求。速动比率指标在一定程度上也受到预收款项的影响，房地产行业的预收款项一般表现为预收的房款，并不是企业需要实际偿还的流动负债，这一缺陷的存在会使速动比率在一定程度上也无法完全说明企业的短期偿债能力。

通过分析发现，有必要找出一个财务指标真正说明针对房地产行业的短期偿债能力，房地产行业的第一大融资平台为银行贷款，这一模式使得房地产行业具有较高的短期负债偿还压力，本文加入短期负债现金保障率指标进行分析^[14]。指标越大说明按期偿还流动负债的能力越强。同时，如果指标太大，则表示公司的现金利用率不足，盈利能力不强。通常，该指标以 1 为标准说明是否有足够经营活动现金净流量来保障短期内能够偿付负债，具体指标变化趋势如图 4.3 所示：

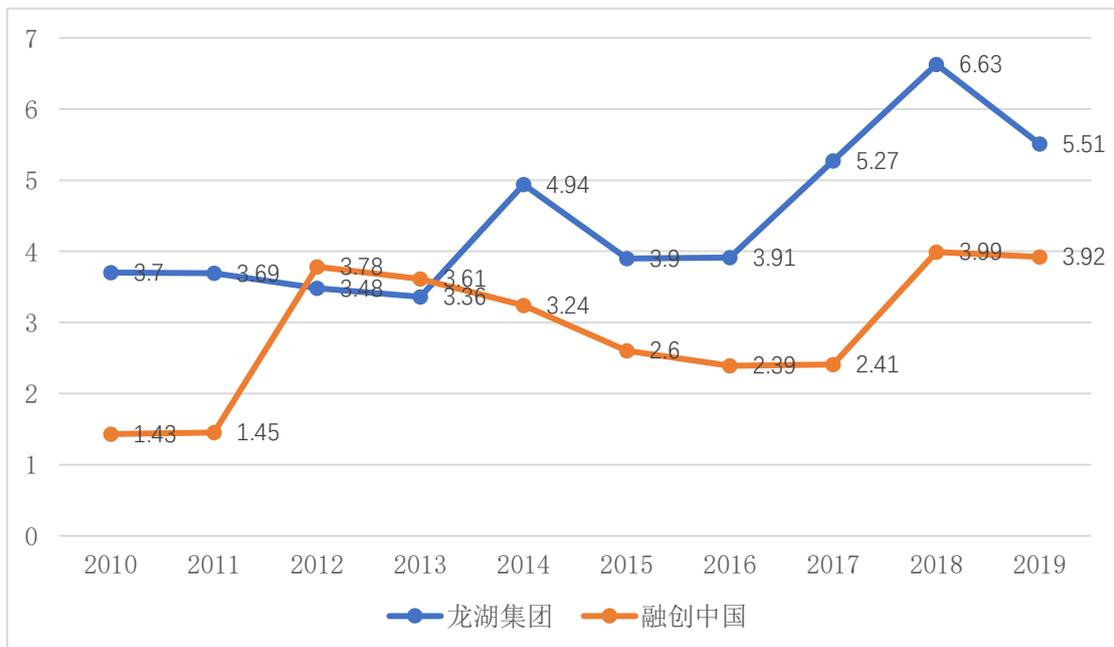


图 4.3 短期负债现金保障率

可以看出龙湖集团自 2014 年开始转变轻资产模式后，这一比率持续走高，领先融创中国，说明短期偿债能力在轻资产转型之后有了显著提升，能够有效解决房地产企业短期负债偿还风险过高的问题，使用轻资产模式的龙湖集团产生的现金流更加充裕，防范了企业的短期财务风险。

4.1.2 长期偿债能力分析

长期债务偿付能力角度,考虑到权益乘数和资产负债率两个传统指标表明问题基本相同,本文仅从权益乘数指标出发进行财务绩效分析。权益乘数指标的变化趋势如图 4.4 所示:

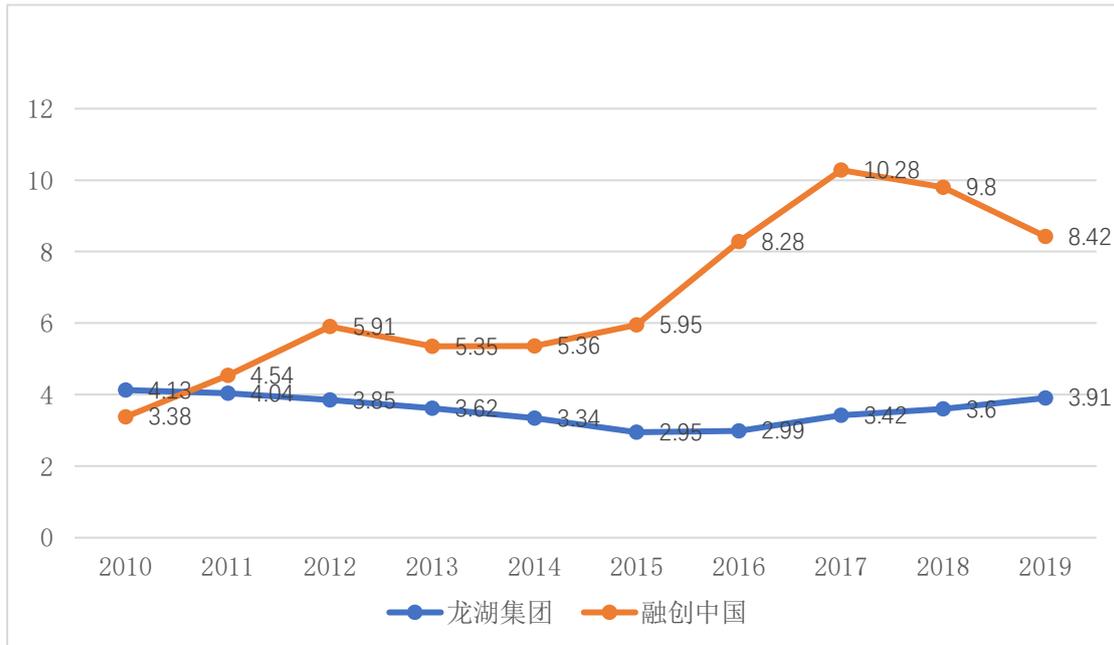


图 4.4 权益乘数

龙湖在权益乘数指标变化中保持稳定,而融创中国从 2010 年开始一直显著地增加,到 2017 年开始有下降趋势。整体来看,融创中国的负债程度大幅度增加,龙湖的负债程度较低,且在 2014 年进行轻资产转型后有较小的下降趋势。这说明龙湖的轻资产运营模式对于长期偿债能力困境有一定的抑制作用,使得龙湖集团将杠杆水平维持在一个稳定可控的范围内。但以上分析中龙湖集团在轻资产转型的三个阶段中权益乘数指标变化不大,有必要结合其他思路进行深入分析。

张新民教授将负债划分为经营性负债和金融性负债^[14]。各种应付款项预收款项企业在经营活动中产生的负债为经营性负债,在我国市场环境下,这类负债虽然进入报表,但是它们并不构成企业的固定成本压力。银行借款等金融负债要求公司在一定时期内支付利息费用并偿还。通过剥离经营性负债后计算金融性负债率,能够真实反映企业的偿债能力。计算公式为:金融性负债率=金融性负债总

额/资产总额*100%^[14]该指标变化趋势如图 4.5 所示:

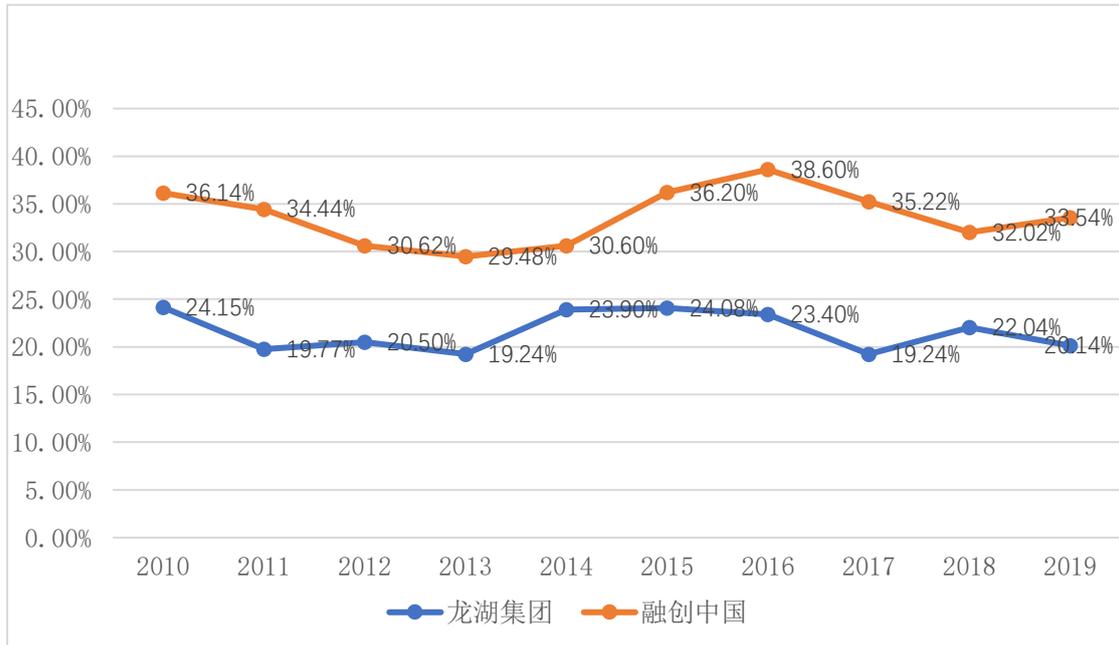


图 4.5 金融性负债率

通过剥离经营性负债部分后,从有息负债角度进行分析可以发现龙湖在偿债能力方面一贯保持了稳健态势,常年保持在 20%上下,而融创中国在偿债能力的控制水平不如龙湖稳健,维持在 35%上下波动,从轻资产转型划分的三个阶段来看,龙湖的变化情况不大,即使是在传统运营模式下,龙湖在实际偿债能力的控制中也是较为稳健的,发生债务偿还风险的概率不高。

针对龙湖集团所处的房地产行业,有必要考虑一个问题,由于我国会计准则中权责发生制的要求,必须在会计报表中将预先收到的房款列入预收款项或合同负债进行处理,当项目开发完成交工后,再结转相关收入与成本。实质上这种预先收款是房地产企业资金回流的重要来源,在会计列报中却列入了负债中,通过前文列示的资产负债率指标可以看出,无论是房地产行业资产负债率均值还是龙湖集团资产负债率都达到 70%以上,一般来讲这一指标将 70%看作警戒指标,似乎说明龙湖集团有极大的债务风险存在。结合资产负债率这一指标在房地产行业中的缺陷,有必要进行深入分析。

通过查阅相关房地产行业资料,本文加入净负债率这一指标进行分析,通过将有息负债扣除现金余额后与净资产进行比较,能够反映房地产企业的实际债务

水平。其计算公式为： $\text{净负债率} = (\text{有息负债} - \text{现金余额}) \div \text{净资产}$

该指标变化趋势如图 4.6 所示：

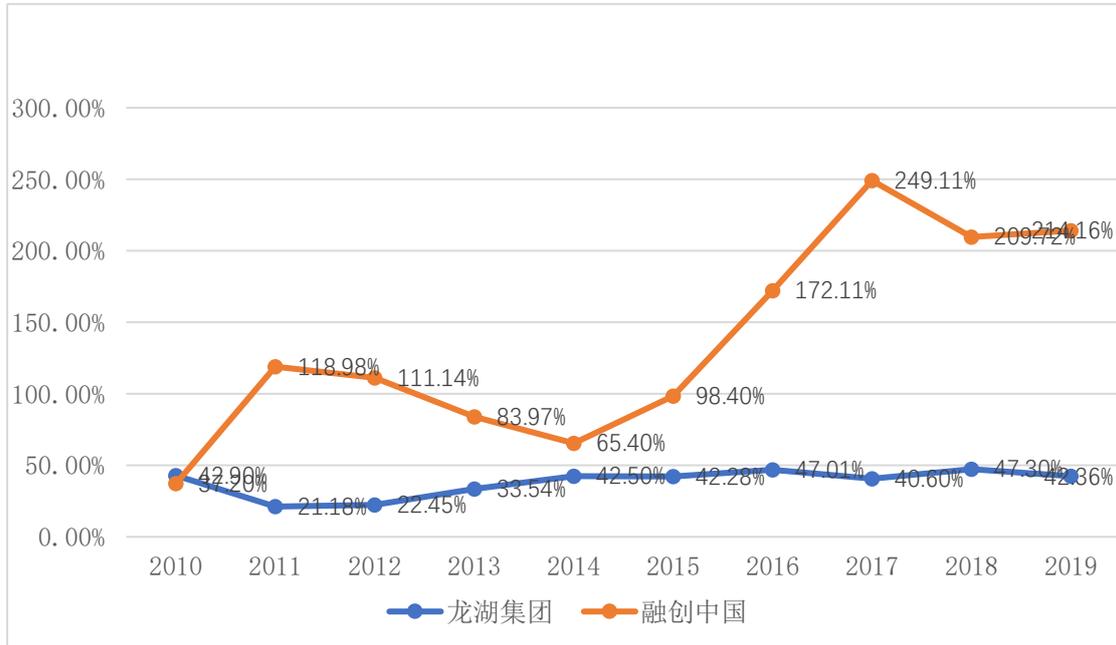


图 4.6 净负债率

通过净负债率对比，说明了两家房企资产结构的不同，以 2014 年为转型前后分界可以看出 2014 年以前融创已经有较高的债务水平，甚至一度超过 100%，而龙湖也存在净负债率逐步升高的趋势，轻资产转型后，龙湖将负债水平控制在了 45% 的水平，而未进行运营模式转型的融创实际净负债水平直线上升，一度突破 200%，这主要是由于融创通过债务周转在其他房企大规模轻资产化的时期进行收购扩张造成的，但这种急速扩张的企业规模也伴随着较大财务风险隐患，相比之下轻资产运营模式做到了在控制债务风险的同时进行了企业业务扩张。

4.2 盈利能力分析

企业存在的根本目的在于盈利，对企业盈利能力的分析是检验运营模式转型是否成功的重要考量之一。表 4.1 列示了一些典型盈利能力指标：

表 4.1 龙湖集团传统盈利能力相关指标表 单位：十亿元

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
营业收入	15.09	24.09	27.89	41.51	50.99	47.42	54.79	72	116	151
净利润	5.02	6.9	6.87	8.63	8.75	9.36	9.94	16.5	20.9	26.6
销售毛利率 (%)	33.8	40.6	40.1	27.8	26.5	27.4	29.1	33.9	34.1	33.6
销售净利率 (%)	33.2	28.7	24.6	20.8	17.1	19.7	18.1	22.8	18	17.6
净资产收益率 (ROE) (%)	29.4	33.4	24.3	24	19.7	17.5	15.7	19	21.3	20.9
ROE 同比增长率 (%)	0.42	0.42	-9.07	-0.28	-4.32	-2.24	-1.81	3.38	2.29	-0.02
总资产收益率 (ROA) (%)	7.2	7.5	5.7	6	5.4	5.1	4.5	4.3	3.7	3.2
ROA 同比增长率 (%)	1.34	0.25	-1.83	0.30	-0.61	-0.25	-0.62	-0.19	-0.56	-15.3

数据来源：企业年报

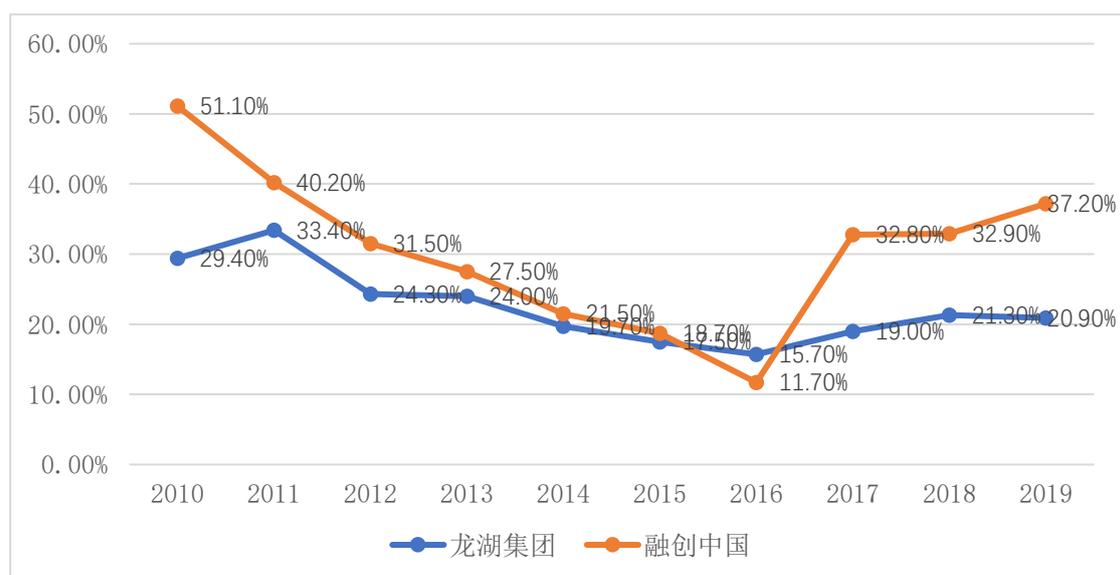


图 4.7 净资产收益率

净资产收益率(ROE)可以反映股东资产的收益能力。如图 4.7 所示, 龙湖集团与融创中国净资产收益率从 2010-2016 年表现出直线下降趋势, 说明房地产市场收益水平整体存在下行趋势。2014-2016 年龙湖初步完成轻资产转型后该指标出现回升迹象, 随着龙湖轻资产运营模式的初步完成, 净资产收益率出现稳定回升趋势。但观察融创中国指标表现发现 2016 年开始融创中国这一指标也开始回升, 甚至超过龙湖集团, 因此并不能完全说明轻资产运营模式的优点, 需要进一步深入分析。

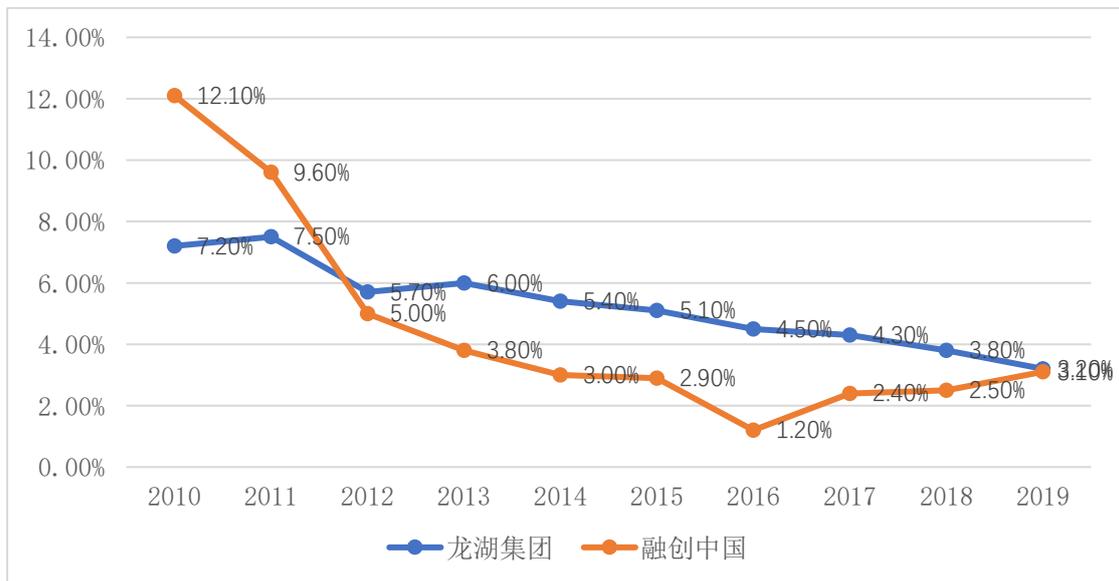


图 4.8 总资产收益率

总资产收益率(ROA)可以反映公司拥有的全部资产的盈利能力。如图 4.8 所示, 十年来, 龙湖集团这一指标表现为稳步下降趋势, 指标数值十年内下降近一倍。同时融创这一指标也从 2010 年的 12.11% 下降到 2019 年的 3.1%, 下降幅度超过 70%。这说明总资产收益率下降的根本原因是房地产行业盈利水平下降造成的, 也迎合了转型动因中提到的收益能力下降这一动因, 同时轻资产运营模式的转型起到了一定的延缓作用。销售净利率变化如图 4.9 所示:

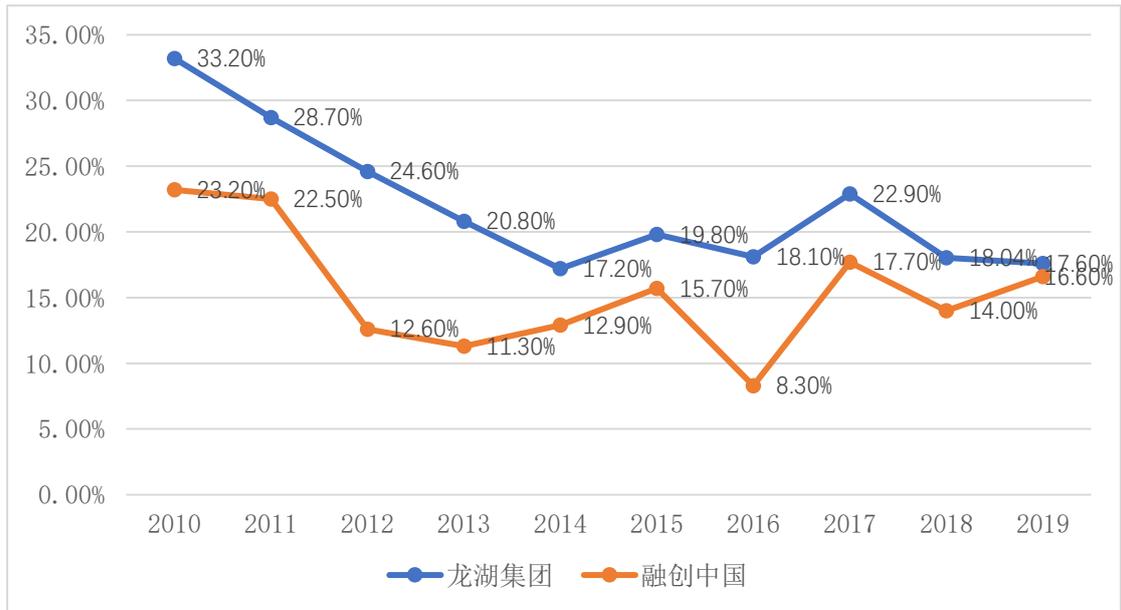


图 4.9 销售净利率

通过观察发现，龙湖集团这一指标维持在 15%以上，轻资产转型前，龙湖集团销售净利率持续下降，运营模式转型后，该指标出现上升趋势，其中轻资产转型功不可没。轻资产转型后，龙湖集团通过融资渠道拓展，降低了融资成本，但由于轻资产运营模式转型后龙湖的业务重心放在了管理服务类业务中，需要较多的管理费用支出，业务拓展又产生了较多的销售费用，这些变化抵消了一部分融资成本降低带来的利润水平增长。

本文在此基础上，添加核心利润指标以反映公司自身业务活动获得的利润^[14]，其计算公式为：核心利润=毛利-税金及附加-期间费用

相关指标计算情况如表 4.2、4.3、4.4 与图 4.10 所示：

表 4.2 龙湖集团核心利润计算表

单位：百万元

	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012
毛利	50967	39528	24435	15935	13014	13515	11538	11183
— 税金及附加	2782	16592	-10075	-6021	-4574	-4876	-4582	-4436
— 期间费用	10591	8589	-5063	-3449	-2452	-2362	-1971	-1561
= 核心利润	37594	14347	39573	25405	20043	20753	18091	17180

数据来源：企业年报

表 4.3 融创中国核心利润计算表

单位：百万元

	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012
毛利	41545	35618	13627	4848	2857	4341	7176	5282
-税金及附加	14434	12834	-3694	-1470	-955	-1669	-2190	-2069
-期间费用	14497	13403	-8979	-2255	-1463	-1377	-1135	-884
=核心利润	12614	9381	26300	8573	5275	7387	10501	8235

数据来源：企业年报

表 4.4 核心利润率

	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012
龙湖集团	24.8%	12.4%	54.9%	46.3%	42.2%	40.7%	43.5%	61.5%
融创中国	7.4%	6.5%	39.9%	24.2%	22.9%	29.4%	34%	39.5%

数据来源：企业年报

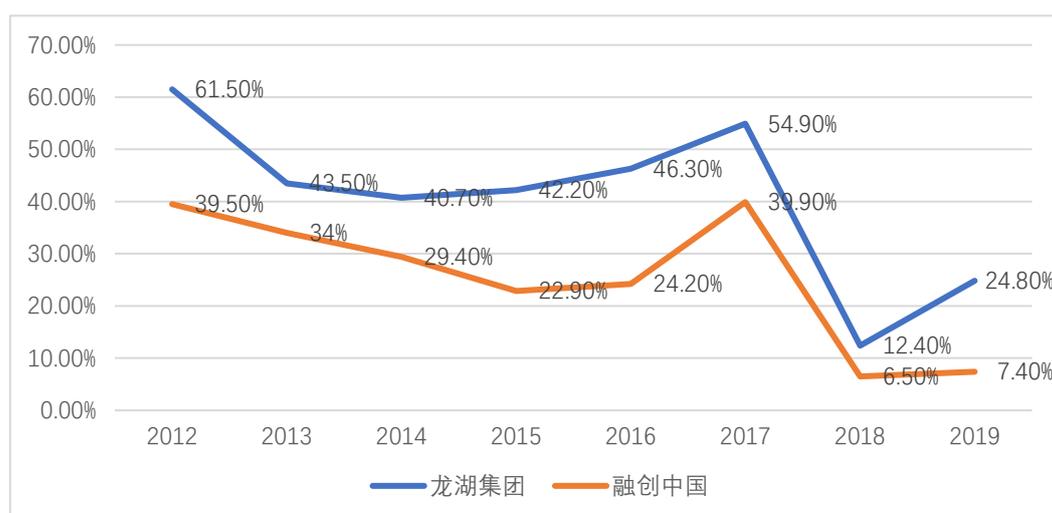


图 4.10 核心利润率

核心利润是企业真正开展经营活动所赚取的成果，它剔除了投资活动与营业外收入等因素对净利润的影响。结合表 4.2、4.3、4.4 与图 4.10 中指标对比后发现龙湖集团核心利润与核心利润率都处于更高水平，并且在轻资产转型的 2014-2017 年中保持上升态势，2018 年由于国家推行“去地产化”政策管控放严，房地产市场整体受挫，该指标出现下滑态势，龙湖很快将这一指标在次年翻倍上升，从 12.4% 上升到 24.8%。说明龙湖集团在轻资产改革前就相对于融创中国更有市场竞争力，并且轻资产转型后保持了竞争优势。

通过剔除公允价值变动损益、投资收益、营业外收入等影响企业实际经营成果的因素，本文分析得到龙湖集团盈利能力的绝对规模（核心利润）与相对规模（核心利润率）。以此为基础可以再深入分析龙湖集团盈利能力的含金量与持续性。以核心利润指标为基础可以深入分析核心利润获现率，其计算公式为：核心利润获现率=经营活动现金流量净额/核心利润^[14]，以此来说明核心利润这一指标实际创造了多少经营活动现金流量净额。

核心利润获现率变化趋势如图 4.11 所示：

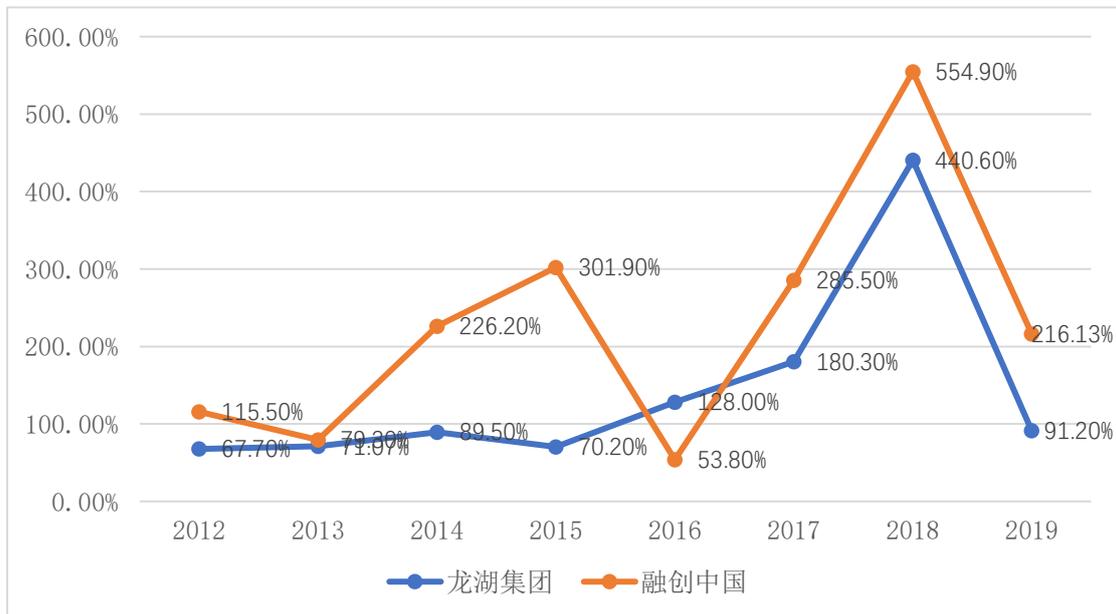


图 4.11 核心利润获现率

一般来讲经营活动产生的现金净流量应当是核心利润的 1 至 1.5 倍，也就是说核心利润获现率并不是越高越好，应当控制在 100%到 150%的区间内最为合适，如果差距过大，可能说明企业的利润存在收付不正常的情况。通过对比

发现融创中国在这一指标上常年超过正常水平，存在利润首付不正常的可能性，而龙湖在轻资产转型之前的 2012-2014 年这一指标均低于正常水平，说明龙湖虽然盈利能力强，但实际收到的现金利润不足，这也迎合了前文转型动因分析中现金流质量不足的论点，通过运营模式的转型后，排除 2018 年国家大力整改房地产市场的影响，这一指标在 2016、2017 与 2019 年均处于正常水平，说明龙湖轻资产运营模式转型产生了更多的现金利润，改善了龙湖的盈利质量。

综合以上盈利能力分析发现，盈利能力更多是受到行业趋势的影响，从各项指标来看，轻资产运营模式并未能根本上改善盈利能力，龙湖在盈利能力方面与融创中国表现基本处于相同趋势，但轻资产运营模式可以通过业务转型与资源分配，改善利润的获现能力，增强利润的收付能力。

4.3 营运能力分析

结合前文动因分析中资产流动性是轻资产运营模式转型有望解决的问题之一，有必要首先考量流动资产的周转能力，流动资产周转率指标变化趋势如图 4.12 所示：

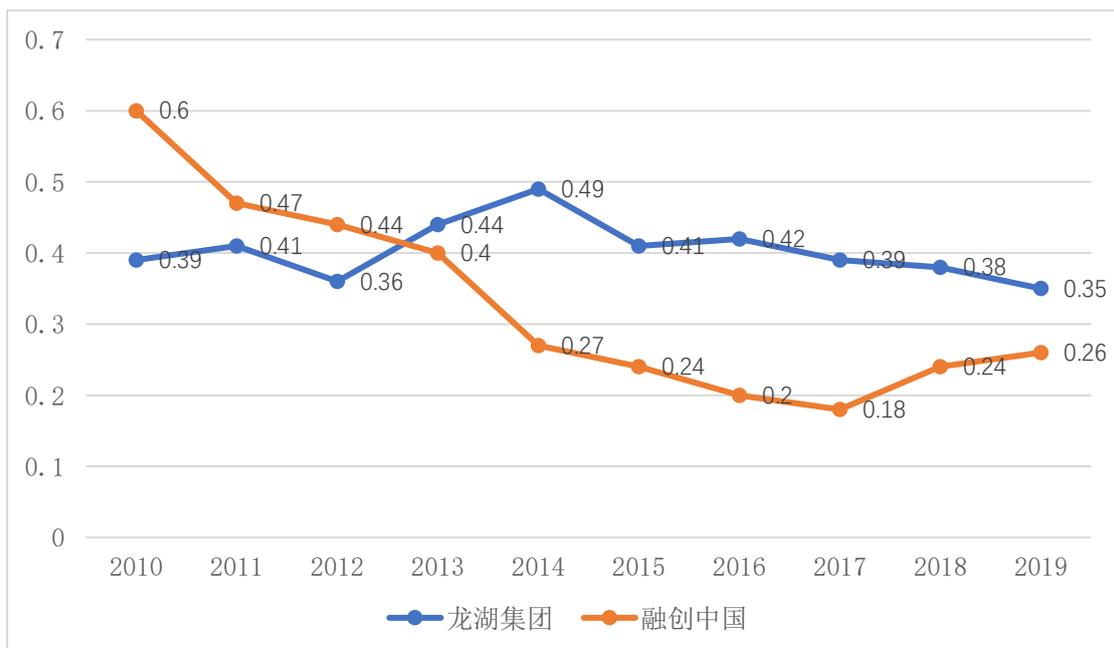


图 4.12 流动资产周转率

通过趋势分析可以看到 2010-2019 年之间流动资产周转率都在 40%以上，表现出相对平稳趋势，似乎不能说明轻资产运营模式的影响，结合融创中国的指标表现可以看出，2010-2013 年，融创中国的流动资产周转能力高于龙湖集团，但表现出持续下降趋势，轻资产运营模式转型保持了龙湖流动资产的周转水平，但融创受市场下行趋势影响，2014-2019 年，这一指标已经低于龙湖近 20%。这说明通过运营模式转型龙湖流动资产的周转能力得到了有效控制，保障了流动资产的周转速度，进而增加了公司的投资机会。反观并未选择轻资产转型的融创中国在流动资产周转率这一指标的表现持续下降，受到行业整体调整的影响，融创中国已经与转型轻资产的房企相比，流动资产的周转能力相对不足。

为了减小误差，有必要剔除非经营性流动资产的干扰，本文增加了经营性流动资产周转率指标进行分析。本文计算过程中经营性流动资产选取货币资金、存货与应收账款等经营性活动有关的流动资产，其计算公式为：

$$\text{经营性流动资产周转率} = \text{营业收入} / \text{平均经营性流动资产}^{[14]}$$

该指标变化趋势如图 4.13 所示：

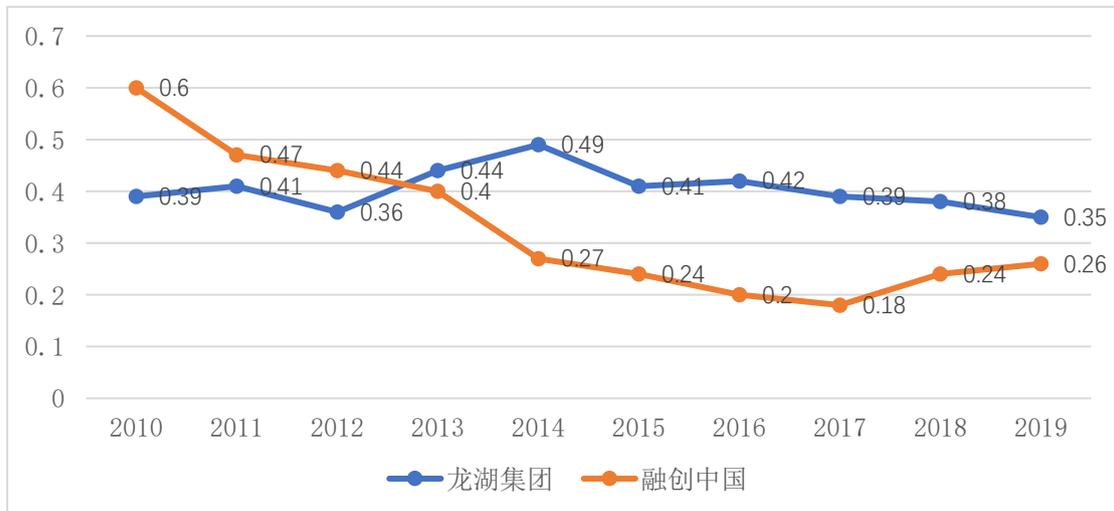


图 4.13 经营性流动资产周转率

通过趋势观察发现，龙湖集团在 2012 年至 2015 年完成轻资产转型后经营性流动资产周转率一直高于融创中国近 20%，稳定在 40%的水平，再次证明了轻资产转型为龙湖集团实现了在核心经营业务中流动资产周转水平的稳定，反观代表传统重资产模式的融创中国，在 2010-2012 年这一比率高于龙湖集团，但由于行

业下行的影响，这一指标持续下滑，说明轻资产模式有助于房地产企业在较长时间内保持较高的经营性流动资产的周转能力，维持企业在行业中的经营性周转优势。考虑到存货积压是房地产企业近年来普遍需要解决的问题之一，本文在周转能力分析中也将存货的周转能力进行了绩效分析，目的在于探究轻资产运营模式转型能否对存货积压问题产生改善，存货周转率指标变化趋势如图 4.14 所示：

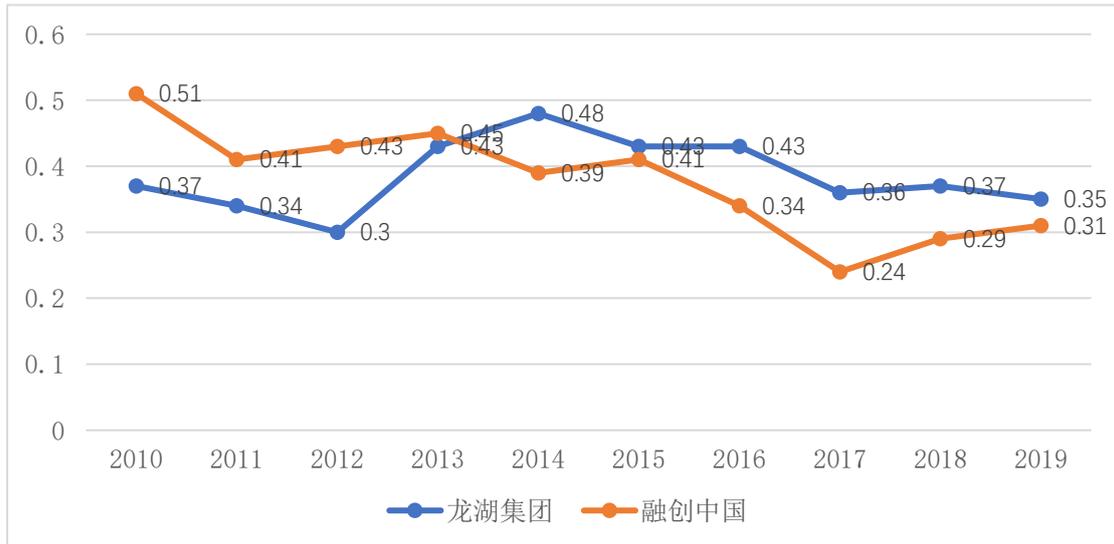


图 4.14 存货周转率

从存货周转率变化趋势可以看出，龙湖与融创中国总体水平均低于 50%，主要原因在于之前提到的房企存货的特殊性，土地与商品房等存货不能像制造业中的商品存货一样短期内变现。龙湖的存货周转率在 2010-2012 年期间为 35%左右，在 2012-2014 年，增长较为明显，说明运营模式的转型增强了存货的周转速度，对比之下，融创中国存货周转率呈现稳步下降趋势，这可能是由于我国房地产市场销售总体放缓的原因，因此可以说明龙湖在轻资产转型后存货的周转能力有了一定提升，抵消了市场下行趋势，表现为存货周转率的稳定，在这种行业趋势下实现了对融创在存货周转能力上的反超。但结合转型后的指标趋势可以看出龙湖的指标表现仍然是稳中下降趋势，说明轻资产运营模式并不能从根本上解决存货的周转问题。

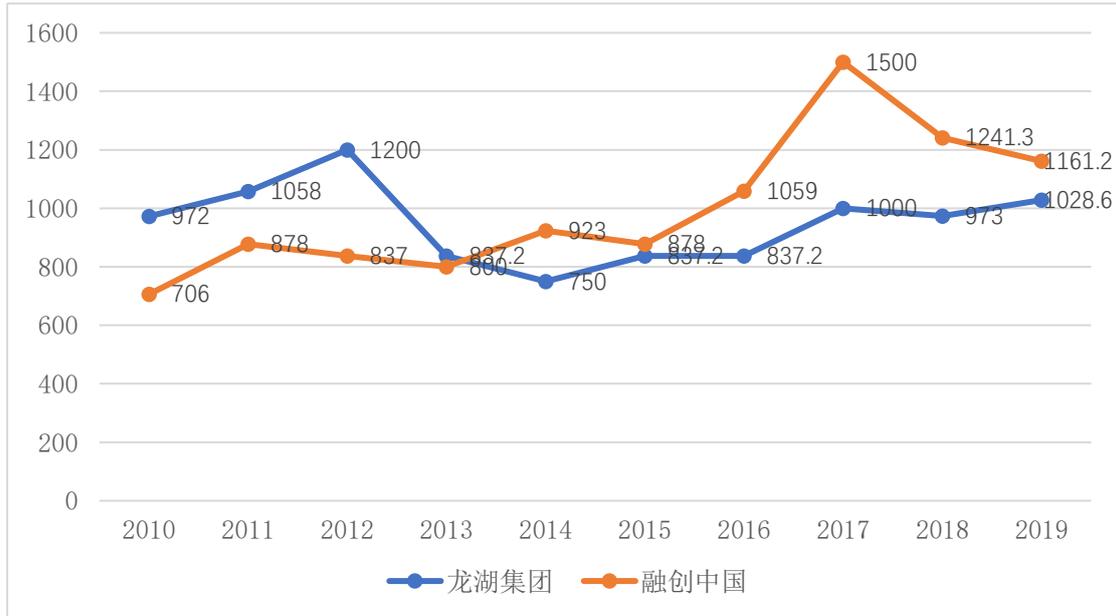


图 4.15 存货周转天数

将存货周转率转化为图 4.15 中存货周转天数来看，融创中国呈现稳步上升趋势，而龙湖处于下降趋势，2013 年以前龙湖一直处于较高水平，2012 年后龙湖存货周转天数明显下降，并且在 2014-2016 年轻资产转型调整之后维持稳定趋势，相比融创中国从 2013 年以后连续七年这一指标都高于龙湖，这表明轻资产运营模式相比转型前，在总体市场库存难以消化的大环境下，减缓了存货周转问题的恶化，保持了稳定水平。运营模式的转型使龙湖转变了拿地策略，开始针对性开发增值潜力高并且周转能力强的优质土地资源，保证开发过程中能够及时回收现金以应对行业政策性调控以及债务风险。

结合前文细化分析来看，房企的总资产周转率总体比较低，国家不断推出的地产调控政策，造成房地产市场总体资金周转效率已经不如以往，其指标变化趋势如图 4.16 所示：

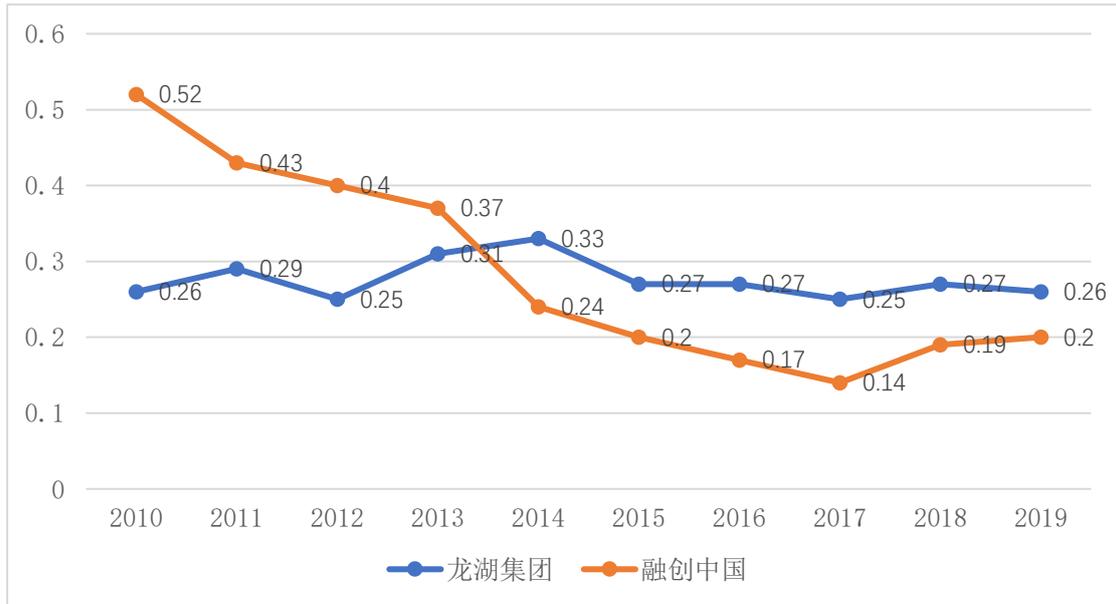


图 4.16 总资产周转率

龙湖的总资产周转率近十年一直保持在 30% 的水平，较为稳定，主要原因在于龙湖通过运营模式转型引入第三方投资，利用少数的资金获得项目的控制权，提高投资效率，周转能力受行业影响不大，轻资产运营模式加强周转的能力功不可没，从对比融创中国在这一指标上呈现出的总体下降趋势就可以看出。

4.4 现金流质量分析

从前文转型动因中可以看出现金流质量提高应当是轻资产运营模式转型的财务绩效之一，因此有必要对龙湖集团现金流质量进行分析。经营活动现金流量净额相关数值与变化趋势如表 4.5 与图 4.17 所示：

表 4.5 经营活动现金流量净额

单位：亿元

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
龙湖集团	66.74	46.29	84.18	11.45	96.17	26.76	67.82	489.41	565.31	166.67
融创中国	43.03	29.59	13.82	118.51	-5.83	-16.23	592.30	613.64	-104.27	363.93

数据来源：企业年报

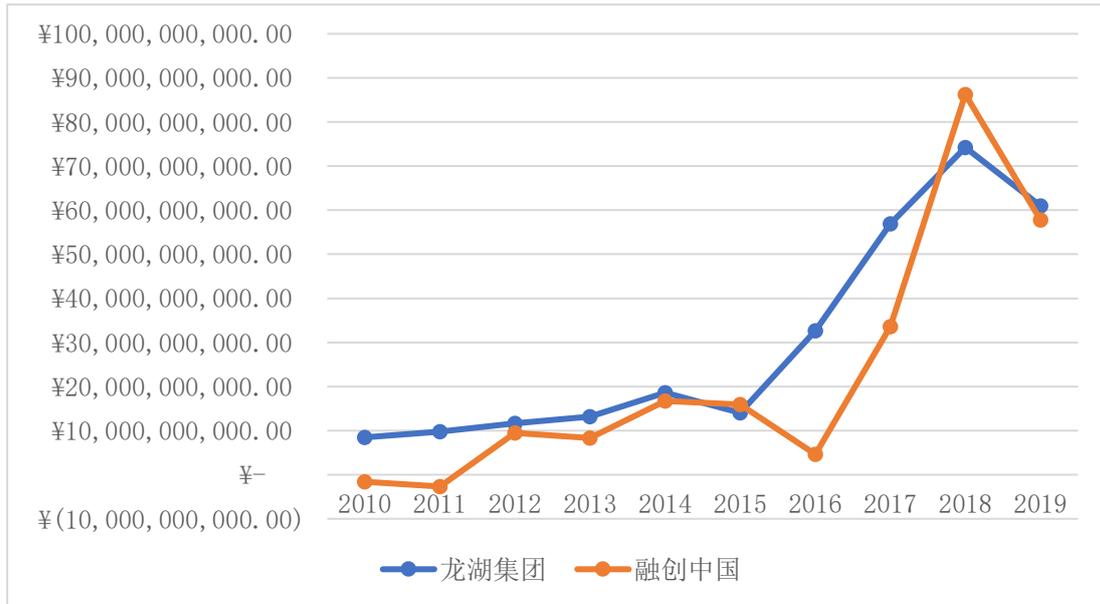


图 4.17 经营活动现金流量净额

首先，经营活动现金流量净额在企业现金流质量中是传统指标中的重点，这一指标代表企业维持日常经营活动、扩大企业经营规模的能力。观察图 4.17 可以发现运营模式转型之前，经营活动现金流量净额这一指标龙湖略高于融创中国，但龙湖自身的变化比较平稳，融创有两年表现为负值。龙湖在运营模式转型后，经营活动现金流量净额有了显著地增长，但融创在这一指标中表现基本相同，因此有必要对现金流进行深入分析。

受到张新民财务报表分析体系的启发，本文从筹资活动与投资活动两个角度分析现金流量^[14]，筹资活动产生的现金流量净额与变化趋势如表 4.6 与图 4.18 所示：

表 4.6 筹资活动现金流量净额

单位：亿元

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
龙湖集团	66.74	46.29	84.18	11.45	96.17	26.76	67.82	489.41	565.31	166.67
融创中国	43.03	29.59	13.82	118.51	-5.83	-16.23	592.30	613.64	-104.27	363.93

数据来源：企业年报

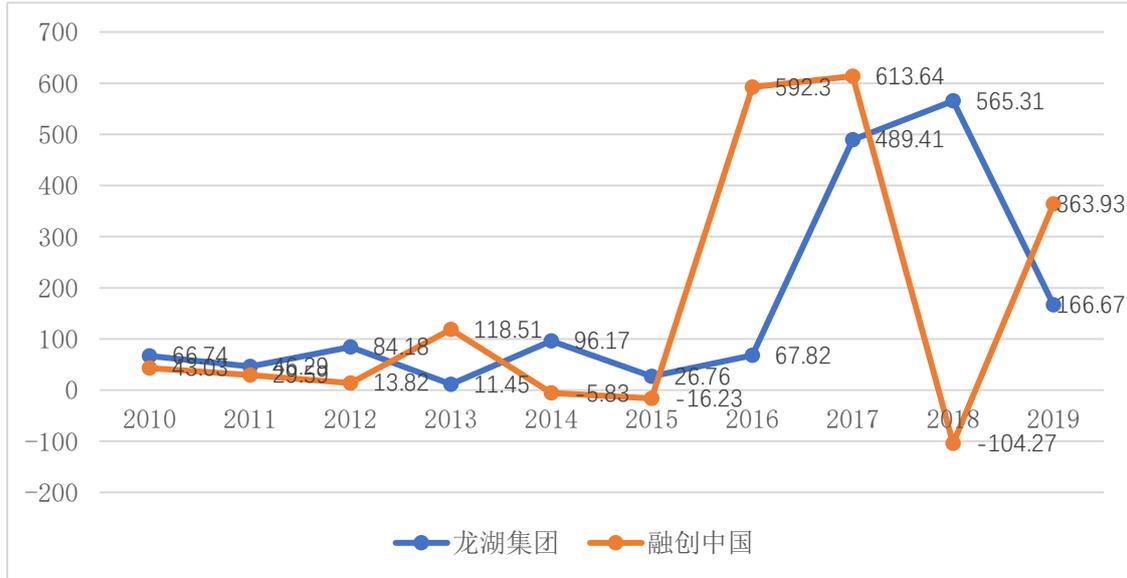


图 4.18 筹资活动现金流量净额 (亿元)

通过指标变化趋势看出, 2015 年之后, 两家公司指标变化较为剧烈, 主要原因是企业业务扩张需求造成的, 相应投资活动的现金净流量应当也会产生大幅度变化, 如图 4.19 所示为投资活动现金流量净额:

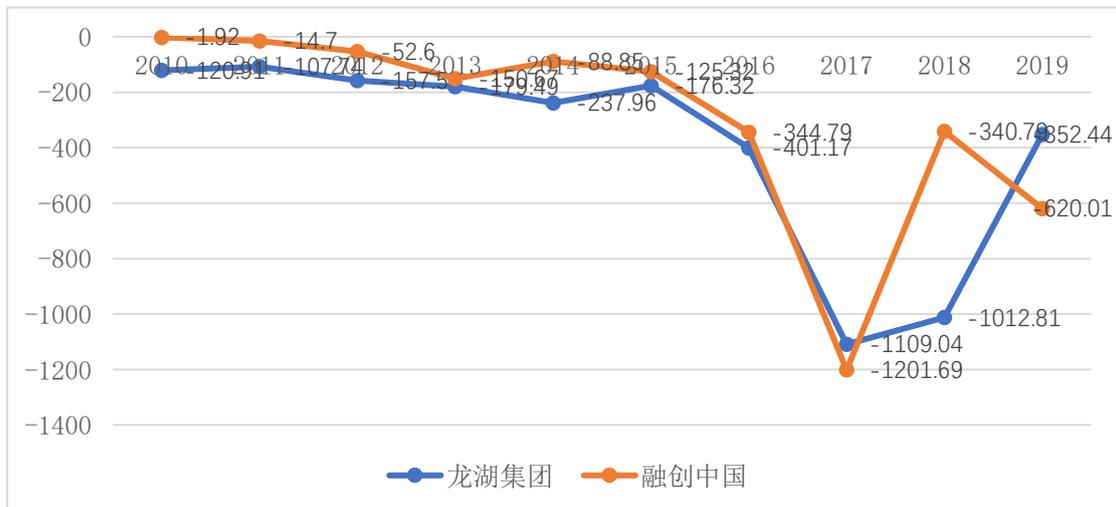


图 4.19 投资活动现金流量净额 (亿元)

结合筹资活动与投资活动现金流量净额分析发现两家公司在两种活动中现金流量净额呈现相同趋势, 这一趋势说明了房地产行业的资金需求压力增大, 房地产行业急需找到新的融资渠道来支撑企业的投资资金需求。

从以上传统现金流质量分析中发现, 无论是转变为轻资产运营模式的龙湖集

团还是未进行转型的融创中国，在这些现金流指标中的表现情况趋同，只能说明整体市场情况，并不能充分说明轻资产运营模式的财务绩效，为充分说明轻资产运营模式的财务绩效，有必要选取一个真正能够说明现金流质量在轻资产转型前后发生变化的财务指标进行深入分析。

自由现金流（Free Cash Flow）是剔除如存货、应付职工薪酬、应付账款等企业生产运营所需要的运营成本与厂房、设备等固定资产支出之后，企业剩余能够自由支配的现金流。通过这一指标，可以排除现金流量表中各种因素的影响，提炼出企业真正能够支配的现金流水平，其计算公式为：自由现金流=经营活动现金流量净额-购入固定资产、无形资产等支付的现金^[9]。

自由现金流指标变化趋势如图 4.20 所示：

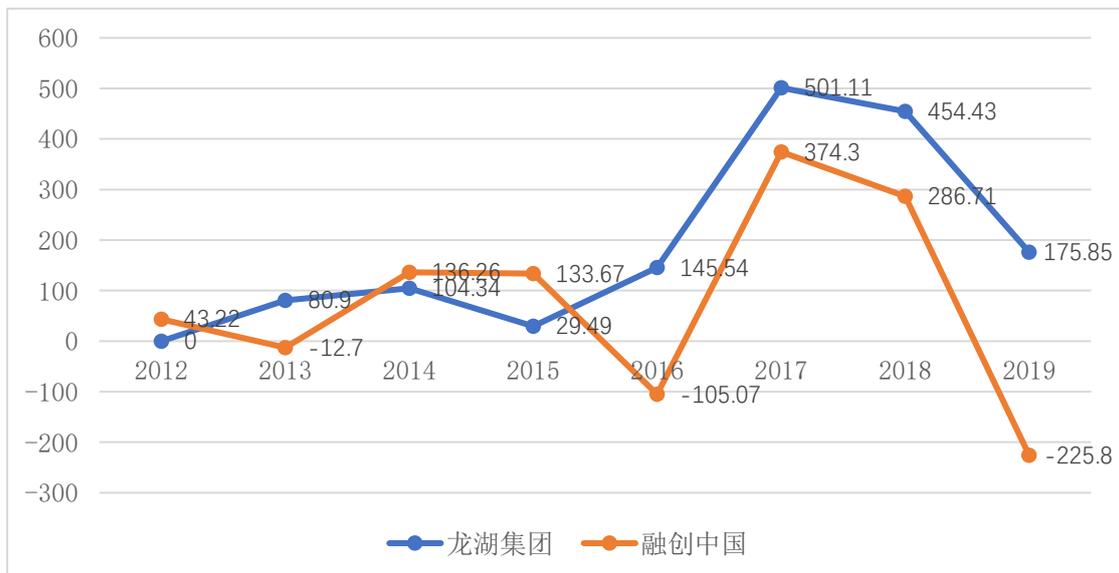


图 4.20 自由现金流（亿元）

观察两家房企自由现金流对比情况后明显发现区别，在轻资产转型之前的 2010-2014 年，龙湖集团自由现金流与融创基本保持同一水平，维持在 100 亿左右，在度过轻资产运营模式转型期后，从 2016 年开始龙湖集团自由现金流开始大幅度上升，并且平均每年高于融创 200 亿元，融创中国在自由现金流中也有一定增强，但总体趋势相当不稳定，甚至在 2016 年与 2019 年分别为 -105.07 亿与 -225.8 亿元，这主要是由于融创进行大规模扩张造成的，同时过于依赖银行贷款，在贷款到期还本时需要巨额现金。由此可见轻资产运营模式在释放现金方面财务绩效显著增强。

4.5 经济增加值分析

在以上四个方向财务绩效分析的基础上,本文从经济增加值角度对龙湖的绩效进行了深入分析。考虑到转型前后指标变化相较于同行业横向对比更加重要,同时为了排除行业中市场份额等客观因素的影响,本部分主要对龙湖集团转型前后的经济增加值作出分析,进而得出结论,不再加入对标企业。

经济增加值的优势在于去除会计失真的影响,说明了企业实际的价值创造,有助于企业的长期战略规划。由于近年的市场下行趋势,地产行业融资难度不断升高。经济增加值分析过程考虑的是企业的综合资本成本,能够对企业的融资过程起到警醒作用,避免盲目扩张,造成融资成本过高的问题。基于此,本文选取2012-2019年间的经济增加值指标进行分析。经济增加值计算公式为:

$$\text{经济增加值} = \text{税后净营业利润} - \text{资本总额} \times \text{加权平均资本成本}$$

4.5.1 计算税后净营业利润

在计算经济增加值时首先计算税后净营业利润。其计算公式如下:

$$\text{税后净营业利润} = \text{税后净利润} + \text{利息费用} + \text{递延税项贷方余额的增加} + \text{其他准备金余额的增加}^{[38]}$$

龙湖集团2012-2019年税后净营业利润如表4.7所示:

表 4.7 龙湖集团税后净营业利润计算表 单位: 亿元

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
税后净利润	68.7	86.4	87.5	93.6	99.35	164.8	208.9	265.52
加: 利息支出	0.48	0.39	0.23	0.43	0.53	0.45	0.75	0.77
加: 所得税	44.4	45.8	48.76	45.7	60.21	100.8	165.9	194.09
息税前利润	113	133	136.5	140	160.1	266	375.6	459.61
所得税率	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
加: 当年计提各项减值准备	——	——	3.1	——	——	——	——	——
加: 递延所得税负债余额增加	2.35	5.27	7.92	7.36	10.11	11.2	11.29	14.98
减: 递延所得税资产余额增加	3.44	0.5	2.09	3.52	9.99	8.4	7.3	25.33
税后净营业利润	84	104	111.3	109	120.2	202.3	285.7	334.36

数据来源: 企业年报

4.5.2 计算资本总额

其次，需要计算资本总额指标，为方便计算，在计算过程中债务资本包括财务报表中列示的长、短期借款及优先票据等。权益资本分为归属于母公司以及少数股东两类股东权益。鉴于龙湖集团没有单独列示应付债券科目，本文将除优先票据以外的债券全部纳入长期借款科目核算。龙湖集团的投入资本总额如表 4.8 所示：

表 4.8 龙湖集团资本总额计算表 单位：亿元

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
短期借款	51.09	90.67	79.73	61.78	53.33	55.89	117.43	139.27
加：长期借款	204.75	184.61	321.94	381.58	470.27	655.28	994.56	1173.78
加：优先票据	72.53	101.75	75.75	79.29	55.12	62.88	86.21	91.3
加：归属于母公 司股东权益	299.09	369.84	477.64	551.25	617.65	705.67	816.61	939.56
加：少数股东权 益	26.68	27.92	25.08	73.43	133.50	356.12	591.57	727.21
资本总额	654.14	774.79	980.14	1147.33	1329.87	1835.84	2606.38	3071.12

数据来源：企业年报

4.5.3 计算加权平均资本成本

在加权平均资本成本计算过程中可以验证前文转型动因中提到的改变融资渠道进而降低融资成本的问题。

加权平均资本成本=权益资本/资本总额 (TC) *权益资本成本率+债务资本/资本总额(TC) *(1 - 企业所得税税率)*Σ 各类债务占总负债比例*对应负债利率

权益资本成本率=无风险利率+β 系数*市场风险溢价

为简化计算，本文以计算期当年全国 GDP 增长率为市场风险溢价，以当年一年期国债理论作为无风险利率，以当年商业银行一年期与三年期银行贷款基准

利率分别作为短期与长期借款利率, 优先票据利率采用五年以上银行贷款基准利率。

结合前文的转型动因分析中提到的降低融资成本这一动因, 在资本成本计算过程中预计会表现为债务资本成本降低, 同时由于龙湖集团财务报表中并未列示债券融资占比, 将债券融资列入长期借款, 因此在计算过程中预计会产生长期借款占比增多的趋势。

龙湖集团 2010-2018 年加权平均资本成本如表 4.9 所示:

表 4.9 龙湖集团加权平均资本成本计算表

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
无风险利率	2.91%	4.22%	3.26%	2.30%	2.65%	3.79%	2.60%	2.64%
B 系数	1.07	0.84	0.99	0.99	0.90	1.22	1.17	1.01
市场风险溢价	7.70%	7.70%	7.30	6.90%	6.70%	6.90%	6.70%	6.10%
权益资本成本率	11.15%	10.69%	10.49%	9.13%	8.71%	12.21%	10.44%	8.80%
权益资本/资本总额	49.80%	51.34%	51.29%	54.45%	56.48%	57.84%	54.03%	54.27%
债务资本/资本总额	50.20%	48.66%	48.71%	45.55%	43.52%	42.16%	45.97%	45.72%
短期借款占比	15.56%	24.05%	16.70%	11.82%	9.22%	7.22%	9.80%	9.92%
长期借款占比	62.35%	48.96%	67.43%	73.01%	81.26%	84.66%	83%	83.58%
优先票据占比	22.09%	26.99%	15.87%	15.17%	9.52%	8.12%	7.19%	6.50%
短期借款利率	6.00%	6.00%	5.60%	4.35%	4.35%	4.35%	4.35%	4.35%
长期借款利率	6.40%	6.40%	6.00%	4.75%	4.75%	4.75%	4.75%	4.75%
优先票据利率	6.55%	6.55%	6.15%	4.90%	4.90%	4.90%	4.90%	4.90%
税前债务资本成本	6.37%	6.34%	5.96%	4.73%	4.73%	4.73%	4.73%	4.73%
所得税税率	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
税后债务资本成本	4.78%	4.76%	4.47%	3.55%	3.55%	3.55%	3.55%	3.55%
加权平均资本成本	7.95%	7.80%	7.56%	6.59%	6.45%	8.56%	7.27%	6.39%

数据来源: 人民银行、企业官网

通过观察加权平均资本成本计算过程中的一些指标, 可以验证长期借款占比

确实呈现出上涨趋势，并且显示 2014-2015 年变化幅度较为剧烈，从 2013 年长期借款占比 48.96% 增长到 2019 年的 83.58%，印证了龙湖集团通过转变融资渠道，增加了债券发行量，同时，降低的融资成本也可以从债务资本成本这一指标中有所体现，综上分析可以发现龙湖轻资产运营模式实现了企业在融资渠道转变方面期望的愿景，改善了龙湖的融资结构。

4.5.4 EVA 的计算

根据 EVA 计算公式，龙湖集团 EVA 计算结果如表 4.10 所示：

表 4.10 龙湖集团经济增加值 单位：亿元

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
调整后税后 净营业利润	84.03	104.21	111.30	108.70	120.19	202.29	285.68	334.36
资本总额	654.14	774.79	980.14	1147.33	1329.87	1835.84	2606.38	3071.12
加权平均资 本成本	7.95%	7.80%	7.56%	6.59%	6.45%	8.56%	7.27%	6.39%
经济增加值 (EVA)	32.02	43.76	37.25	33.14	34.47	45.19	96.25	138.12
经济增加值 增长率	-28.52%	36.66%	-14.87%	-11.04%	4.03%	31.09%	113.00%	43.5%

数据来源：企业年报

从数据变化来看，可以明显发现 2017-2018 年为经济增加值大幅度增加的一年，在之前各年中龙湖 EVA 都表现为稳定在 30%-40% 的水平中，首次在 2018 年突破了 95%，可以结合 EVA 指标变化趋势进行深入分析，具体指标变化趋势如图 4.21 所示：



图 4.21 龙湖集团经济增加值 (亿元)

从经济增加值变化趋势分析可知:龙湖集团一直保持企业价值的创造。通过观察指标变化趋势,可以分为两个发展阶段,轻资产运营模式转型之前,EVA 总体维持在 40 亿以下的水平,虽然都为正向发展,但总体水平不高,轻资产转型的 2015-2017 三年,经济增加值基本维持在转型前的水平。从 2017 年开始,EVA 指标开始大幅度上升,主要原因在于轻资产运营模式需要一段时间的调整,结合房地产行业资产周转能力较差这一因素,2014-2017 年期间 EVA 指标与转型前的 2012-2014 年保持在相同水平。通过结合年报数据,2015 年开始,龙湖通过增加少数股东权益,与第三方合作建立项目开发公司,同时通过发行低利率债券拓宽了资金来源,同时降低了融资成本。2016 年新加入的长租公寓项目,虽然资本投入占比不足五分之一,但由于同时开工项目数量众多,需要投入大笔前期建设费用。2017 年之后,由于各类新拓展项目施工基本完成,进入运营阶段,虽然龙湖集团在投资活动中产生的现金流仍然增大,但新项目的运营带来巨大的净利润增长速度超过了资本投资增速,龙湖在这一过程中实现了融资成本的降低与新利润增长点的建立,提升了企业价值。整体来看,龙湖集团的运营模式转型是成功的,从 EVA 指标的表现中说明了龙湖盈利能力与价值创造能力的提升。

4.6 本章小节

综合以上分析过程，分析结果梳理如下：

首先，在偿债能力分析中，通过与未进行轻资产转型的融创中国进行流动比率、速动比率两个传统短期偿债能力指标的对比发现并不能充分说明资产结构得到优化的结果，在深入分析房地产企业特点后通过结合短期负债现金保障比率进行分析，发现龙湖在资产结构的优化并不表现在负债规模或负债比例的下降，而是通过资产结构内部优化，产生了更多的现金，保障了短期偿债能力。考虑到房地产企业资产负债率分析的力不从心，在深入分析净负债率后发现龙湖通过轻资产运营模式的转型，在实际负债水平上保持了转型前的稳健态势，相比之下，未进行轻资产转型的企业虽然资产负债率维持在 70% 不变，实际上 2014 年之后净负债率直线上升，已经开始出现债务风险。

其次，在盈利能力分析中，通过传统盈利能力指标的对比，发现两家企业在净资产收益率、总资产收益率等指标都表现为稳步下降，通过深入分析核心利润、核心利润率、核心利润获现率等指标，发现龙湖集团实际上通过轻资产运营模式的转型增强了其核心业务的获利水平，并且利润的获现能力相比轻资产转型前得到了增强。

第三，针对营运能力的分析中，通过分析龙湖的各项资产周转能力，得出了龙湖在整体市场下行趋势下通过轻资产转型实现了资产周转能力的稳定，受行业波动影响不大。

第四，针对现金流质量的分析中，龙湖经营活动、筹资活动、投资活动现金流量与融创基本保持相同趋势，经过深入分析自由现金流后，发现 2014 年后，两家企业现金流量规模都大幅度增长，但变化趋势基本相同，这可能是受到行业政策性调控造成的，龙湖集团在运营模式转型之后，增加了自由现金流，转型后相对于融创，龙湖平均每年拥有 200 亿左右可自由支配的现金资产，真正意义上实现了资产的轻量化，为龙湖未来的业务发展提供了现金保障。

最后，通过针对龙湖集团最近八年的 EVA 指标计算，发现在转型前，龙湖每年经济增加值保持在 40 亿的水平，在 2014 年开始轻资产转型后的两年这一指标仍保持这一水平，经历过转型调整期后，龙湖集团的价值创造能力大幅度增强，EVA 指标从 2017 年开始持续走高，并且 2019 年已经突破 130 亿，事实证明龙

湖集团向轻资产运营模式的转型是成功的。

5 研究结论与建议

5.1 研究结论

5.1.1 资产结构内部发生调整，释放更多现金

房地产市场的稳健发展是我国经济发展的重点问题，针对房地产市场杠杆比率高的问题，龙湖集团通过自身运营模式的转型，将净负债率控制在较低且稳定的水平，迎合了国家去杠杆政策，在轻资产转型之前，整个房地产行业存在产能过剩，库存压力过大等问题，龙湖集团在整体行业杠杆水平升高的趋势下保持了较低的净负债率，同时实现了现金规模的稳步提升，具体表现为短期负债现金保障率稳步上升，同时净负债率保持在 50%以下的水平。这一表现是由于融资方向与运营模式变化产生的结果，龙湖集团在制定轻资产运营模式转型这一战略方向后，资源集中于合作开发项目中，引入第三方合作，通过少数股东权益进行项目操盘，以较少的前期项目投入实现多项目同时开发，由于合作方可以垫付项目开发所需的资金，龙湖可以将结余的现金利用于资本投入需求较高的项目中，整体使龙湖集团在资产的流动性方面得到了显著的增强，并且在一定程度上缓解了企业的存货积压问题，可以利用市场需求逐渐消化现有存货。

5.1.2 市场下行趋势下实现核心利润增长

通过龙湖集团轻资产运营模式转型前后的盈利能力分析得出结论，龙湖集团充分利用了其品牌价值、管理经验、人力资源、销售渠道、客户资源等核心竞争力来创造价值，通过业务拓展实现了新的利润获取途径。同时分散到其他产业链的服务业务在一定程度上规避了不断上升的房地产行业风险。在整体房地产行业收益水平下降的情况下，龙湖通过引入合作开发模式，将项目建造开发业务外包，同时开展服务性业务，实现了盈利能力的逆势增长，相比之下，未进行轻资产转型的房企在盈利能力方面逐渐开始失去竞争力。龙湖集团通过轻资产运营模式的转型同时增强了其各项业务的获利水平，由于将资源大部分投入到微笑曲线理论中创造价值更高的产业链阶段中，整体盈利能力实现了增强，同时利润的获现能力相比轻资产转型前得到了较强的改善。轻资产在一定程度上提升了龙湖集团盈

利能力,但这种盈利能力的增强与传统房地产时代不同,主要依托于龙湖集团较强的品牌价值、管理水平与技术能力,这些资源都存在寿命周期不稳定的特点,并且并不能像传统运营模式下的实物资产一样快速变现来使企业度过财务困境。因此,龙湖集团在利用轻资产运营模式产生的规模效益的同时,还应注意不断改进经营管理水平同时增加研发投入,只有不断保持市场中的核心竞争力,轻资产运营模式才能长久保持健康发展。

5.1.3 实现资产周转能力的长期稳健发展

在资产周转能力财务绩效的表现中,轻资产运营模式表现出龙湖一贯的稳健特点,通过分析得出结论,龙湖在整体市场下行趋势下通过轻资产转型实现了资产周转能力的稳定,受行业波动影响不大。主要是由于龙湖通过轻资产转型后,注重了项目开发的质量,改变了转型之前盲目拿地,盲目开发的运营模式,同时适度将业务从一线城市拓展到二线城市与一些发达地区的三线城市中,在项目选址方面优先选择增值能力强,城市配套设施完善,人口密度较高的地区进行项目开发。

5.1.4 现金流更加充足,流动性增强

通过分析龙湖集团现金流质量的财务绩效,结论是龙湖实现了资产流动性的增强,龙湖的资金来源在轻资产转型之前主要是出售房屋带来的资金流入与以银行贷款为核心的债务融资。筹资活动现金流量净额的变化趋势说明了房地产行业的资金需求压力不断增大,地产企业需要拓宽融资渠道。投资活动现金流量净额变化趋势说明了龙湖进行了较快的业务拓展,利用轻资产运营中项目前期投入的减少,实现了多项目同时开发,以较快的速度进行了业务布局,随着龙湖集团轻资产转型的深化,释放了较为充裕的现金,增强了资产流动性,龙湖有了更加充沛的现金流保证周转能力与偿债能力。总体来讲,龙湖集团通过轻资产转型后现金流更加充足,现金流质量更高。

5.2 针对龙湖集团的优化建议

5.2.1 加强产品质量管控

从研究结果来看,轻资产转型前后,龙湖在业务架构与业务布局上都产生了一定变化,主要表现在不再单纯依靠房地产开发业务,开始向很多服务类业务进行多元化拓展,在这种模式下,产品质量控制代表了企业的品牌价值,而近年龙湖的工程质量却只是处于合格水平,这可能是轻资产转型后由于项目外包等因素造成的,因此,龙湖有必要加强内部管控,保障产品质量,以行业中较高的房产开发质量与完善的服务型业务管理能力保证龙湖始终处于房地产行业的第一梯队。目前来看,房企之间的竞争已经开始从之前盲目拿地开发的规模竞争转变为迎合客户生活质量、配套设施、商业繁华度等综合因素的品质竞争,此时开发效率与项目质量的高低直接影响了房地产行业中的竞争力。因此基于龙湖目前的运营模式,本文认为未来龙湖应当更加注重精细化管理,提高项目管理水平,在加快业务布局的同时保证业务质量,通过高水平的产品与服务不断完善自身的品牌价值,在战略目标制定方面更加细化,可以综合利用轻资产运营模式的优势继续进行业务布局扩张。由于我国城镇化建设总体目标实现还未达成,在这一过程中二、三线城市会产生较多的住房与商业需求,龙湖可以在未来尝试布局三线城市,相信会有更好地发展。

5.2.2 培育项目运营能力

轻资产转型之前,房地产开发业务一直是龙湖的唯一主营业务,因此在附加业务的运营管理能力上龙湖存在一定的经验不足问题。轻资产转型后的服务性业务与龙湖擅长的房地产开发业务有本质的不同,虽然前期投入较少,但需要长期的运营维护。在运营过程中,对龙湖的运营管理能力是一个不小的挑战。同时龙湖还需要保障充裕的现金流来实现这些服务性项目的正常运营。轻资产运营模式改变了龙湖的利润结构,龙湖不再单一依靠项目销售收入赚取利润,服务性项目收取的运营费用、租金费用等成为新的利润获取途径。龙湖应当在保持原有房地产开发业务领域竞争优势的同时快速树立起新增服务性业务的市场核心竞争力,完善轻资产运营模式的转型。

5.2.3 优化合作开发模式

目前,龙湖已经在部分项目开发过程中引入合作开发模式而且初见成效。通过本文研究发现,合作开发模式不但降低了龙湖项目开发的前期资金投入,释放了现金流,使得龙湖在投资选择上更加灵活,也实现了短期内多项目同时开发,使龙湖实现了多区域项目布局。

首先,在实现轻资产运营模式的初步转型后,龙湖应当总结合作开发模式的实践经验,继续深化这种开发模式。通过扩大合作开发项目的业务范围,调整投资结构,实现向中小城市中具有开发潜力项目的业务拓展。

其次,龙湖应尽快完善合作开发模式的运营流程与合作方的选取标准,建立一套完善的合作开发前期筹备规范,通过加快项目筹备速度,实现运营能力的进一步提升。

5.2.4 提升品牌价值

在过去的二十年中,龙湖通过自身较好的产品口碑与较大的市场份额,品牌认可度一直较高,但运营模式转型后,龙湖扩大了产业结构,新增了很多服务性业务,新增业务虽然依托于地产开发与商业运营业务的发展,但品牌认可度并未受到市场检验,这是龙湖需要在未来关注的问题之一。

当前龙湖在新增服务性业务领域中还处于萌芽阶段,需要完善内部运营,尽快掌握新业务领域的核心竞争力,树立新业务领域的品牌认可度,如果新业务运营过程中产生问题,不但会造成新业务市场发展受阻,产生经济损失,更可能对龙湖多年积累的良好品牌价值产生影响,进而使龙湖原有核心业务的市场口碑下滑。因此龙湖在新业务领域开始运营后,需要尽快确立其在行业中的品牌价值,通过增强内部运营管理能力,加大研发支出等方式,实现业务管理能力与产品质量口碑的提升,继续保持龙湖这一品牌在市场中的认可程度。

5.3 针对行业轻资产转型的思考

5.3.1 合理使用轻资产运营模式

从前文分析来看，龙湖运营模式的转型是比较成功的。解决了一部分行业下行时期产生的财务隐患。也验证了房地产企业在相同情况下可以将轻资产运营模式作为战略转型方向的可行性。但轻资产运营模式的应用应当遵循灵活适应性原则，

首先，各类房地产企业在选择轻资产运营模式时需要结合自身情况进行考量。轻资产运营模式的利润结构不同于传统房地产行业，需要企业市场核心竞争力的支撑与较强运营管理能力的保障，如果其他房地产企业在这两方面存在不足，有必要考虑维持传统盈利模式，以防过度转型造成战略方向决策失误。

其次，轻资产运营模式应与房地产企业的区域布局进行结合，以便更好地适应企业发展需要。我国城市建设存在鲜明的区域化特点，总体表现为东强西弱，一、二线城市强，三、四线城市弱的特点，鉴于这一问题，三、四线城市由于需求少，存货去化周期长等特点，比一、二线城市更适合使用轻资产运营模式进行地产项目开发，因此地产企业在采用轻资产运营模式时需要结合自身业务布局所在城市进行使用。一、二线城市的土地资源可增值能力更强，适合传统开发模式，而三、四线城市应当推广轻资产运营模式的使用。

最后，盲目转型轻资产运营模式实际上无法保证企业经营的稳定性，会使地产企业经营风险增大。只有合理使用轻资产运营模式，才能保证企业的正确战略方向。

5.3.2 充分结合企业自身情况转型

总结龙湖的转型经验可以发现，房地产行业盲目拿地开发的模式已经不再适用于现下的市场环境与政策导向。较强的业务周转能力是未来房地产行业需要保障的重中之重，这体现在销售过程中较好的资金回笼水平。房地产行业可以制定适用于自身的客户评价体系，甚至挂钩国家信用管理系统对相关客户进行信用分级，也可以在自身内部建立相关激励政策来促进存货的周转。同时，房地产企业应当积极开拓新的利润来源。例如开发多元化业务拓展，不但有助于解决传统

地产开发业务过于单一，资金流容易短缺等问题，还能通过新增的利润来源改善自身的盈利能力。

无论是自身体系建设还是业务多元化拓展，都需要企业较强的总体实力为基础，如果企业自身品牌效应不强，并且内部运营管理能力不足，容易产生业务管理的脱节，同时新拓展业务也难以得到市场认可，这种情况下建议房地产企业保留原有运营模式，充分利用大型房地产企业运营模式转型带来的机遇，以合作方或建筑商的身份加入产业链中的制造开发业务中，以较高的施工水平不断积累市场口碑，实现企业规模的提升。

6 研究不足与展望

6.1 研究不足

本文在进行理论梳理与案例分析时，存在很多不足。

首先，此前学术界针对房地产企业在轻资产运营模式转型这一话题上的研究虽然存在，但研究并不成熟，考虑到房企轻资产转型需要过渡调整阶段，当前只是初步完成轻资产运营模式的转型，因此学术界代表性的案例研究和实证研究的文献均不充足，大多案例研究停留在传统绩效分析层面，指标变化不足以说明问题，使得本文在资料搜集与意见借鉴中可参考的学术研究不足。

其次，本文实际为案例分析研究，但在分析龙湖集团运营模式转型时并未使用实证分析，同时案例企业绩效分析的数据来源多为企业年报、人民银行公告、财经新闻等社会公开资料，因龙湖集团当前业务并未拓展到除西安以外的西北城市，本人未能有机会进入龙湖集团进行实习，了解企业真实经营情况，并获取到企业内部资料，因此数据分析上有待更有深度的学者进行补充完善。

第三，国内具有代表性的房地产开发企业正在考虑战略转型，轻资产运营模式只是其中选择之一，并且运营模式转型的过程需要一段时间的战略调整，当前龙湖只是初步轻资产转型，新增业务并不能代表整体业务水平，这一情况反映在财务绩效中表现为有些传统财务绩效评价指标并未展现出预期变化趋势。同时，很多财务绩效指标相对考虑角度更加宏观，受客观因素影响较大，难以充分说明问题。

最后，虽然龙湖集团常年占据我国房地产企业前十排名，但考虑到各大房企的经营模式与业务布局本身存在差异，龙湖的行业代表性并不具有绝对说服力，同时龙湖转变为轻资产运营模式的财务绩效变化，未必能够说明龙湖采用的方式一定会对其他房企产生相同效果，本文分析的范围有局限性，因此其他房地产企业只能起到一定借鉴，具体决策需要结合自身情况进行针对性考量。

6.2 研究展望

考虑到本文作者本身专业水平有限，相关文献阅读量不足以及相关专业知识

的理解有待深入等问题，在研究龙湖集团这个案例的财务绩效时，对于一些概念的理解与财务数据研究没有达到一定深度。同时因龙湖集团于 2014 年底才开始轻资产运营模式的转型，对于龙湖集团可参考的财务数据收集十分有限，而且其财务报告按照香港财务报告准则编制，在数据处理中涉及到汇率等问题。鉴于这几个原因，本文对龙湖集团的财务绩效分析重心放在了转型前面临的较为严重的问题上，对于更加细化的问题相信在未来有更多学者可以进行深入研究。

本人会在后续工作与学习中继续关注有关房地产行业的发展情况，适时对其他房地产企业进行绩效分析，找出不同案例企业之间的相同规律，填补本文研究中存在的以上诸多不足。

6.3 可能的创新点

本文在对于龙湖集团轻资产运营模式转型的财务绩效分析过程中，针对房地产行业的业务特殊性重点选取特殊财务指标，同时结合传统财务绩效理论中四大能力的常用指标进行更加细化的财务绩效分析。我国学者之前在这一方面的研究多采用传统的四大能力财务指标分析，一定程度上未能考虑到案例企业与行业的现实情况，原因在于这些传统指标容易受到其他客观因素的影响，对于房地产企业轻资产转型这一特殊情况在转型前后的变化情况表现不明显，并且不能充分说明变化情况，在利用传统财务指标进行评价的时候，会发现这些财务指标都是基于一定的前提假设的，在实际应用中需要结合行业与企业背景的特殊性进行指标改造，因此，本文在绩效分析的研究过程中通过加入改造后指标的分析同时也验证了张新民教授的财务报表分析思想在房地产企业财务绩效分析中的可行性。

参考文献

- [1] Alexander Wall. Suggestions for Publicity in Financial Federations[J]. SAGE Publications,1928,8(9).
- [2] Amit, R. Schoemaker, J.H. Strategic Assets and Organizational Rents[J]. Strategic Management Journal. 1998,(11): 33-46.
- [3] Anders Pehrsson. Business scope and competitive differentiation: a study of strategy consistency[J]. John Wiley & Sons, Ltd.,2006,15(7-8).
- [4] Barney , Firm Resource and Sustained Competitive Advantage[J].Journal of Management,2004,17(1): 270-277.
- [5] Frank L. Heflin,Kenneth W. Shaw,John J. Wild. Disclosure Policy and Market Liquidity: Impact of Depth Quotes and Order Sizes*[J]. John Wiley & Sons, Ltd (10.1111),2005,22(4).
- [6] Georgiana Surdu.Corporate Restructuring and performance: An agency perspective on the complete buyout cycle[J]. Journal of Business Research,2011(12):54-55.
- [7] HEITOR V. ALMEIDA,DANIEL WOLFENZON. A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups[J]. The Journal of Finance,2006,61(6).
- [8] Jayoung Sohn,Chun-Hung (Hugo) Tang,SooCheong (Shawn) Jang. Does the asset-light and fee-oriented strategy create value?[J]. Elsevier Ltd,2013,32.
- [9] Michael C. Jensen. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers[J]. The American Economic Review,1986,76(2).
- [10]Moid Siddiqui. Book Reviews : Robert S. Kaplan and David P. Norton, Beyond Balanced Scorecard: The Strategic- Focused Organization. Boston: Harvard Business School Press,2001, 400p., Rs 1434[J]. Global Business Review,2001,2(2).
- [11]Maly, J. Palter, R.N. Restating the Value of Capital Light[J]. Mckinsey on Finance, 2002,(5): 1-5.
- [12]Paul M. Healy. Discussion of “What Determines Financial Analysts’ Career Outcomes During Mergers?”[J]. Journal of Accounting and Economics,2008,47(1).
- [13]Wernerfelt, B. (1984) A Resource-Based View of the Firm. Strategic Management Journal, 1984,(5), 171-180.

- [14] 财务报表分析[M]. 中国人民大学出版社, 张新民, 2008.
- [15] 陈才溢. 轻资产上市公司违法违规行为分析及监管建议[D]. 浙江大学, 2013.
- [16] 戴天靖,张茹,汤谷良.财务战略驱动企业盈利模式——美国苹果公司轻资产模式案例研究[J].会计研究, 2012, (11):23-32.
- [17] 何瑛,胡月.公司治理、管理层权力与股份回购[J].经济与管理研究,2016,37(10):108-117.
- [18] 黄世忠.财务报表分析的逻辑框架——基于微软和三大汽车公司的案例分析[J].财务与会计,2007(19):14-19.
- [19] 姜超.浅析轻资产型国企在大宗商品市场的经营策略[J].现代商业,2020(10):15-16.
- [20] 解宏,姜力玮.轻资产运营模式对企业绩效影响的实证研究——基于创业板上市公司的经验数据.成都:中国会计学会财务成本分会 2015 学术年会暨 28 次理论研讨会[C], 2015.
- [21] 刘桦,李英杰.房地产企业轻资产运营能力可拓评价——基于物元分析法[J].财会通讯,2017(17):53-57+129.
- [22] 刘亚鑫,范英杰.改进的 EVA 在企业中的应用研究[J].商业会计,2019(24):30-32.
- [23] 吕爽,李宁“轻资产运营”模式浅析[J].商品与质量,2010(S6):31.
- [24] 牟晶晶,周长林.轻资产模式公司的财务战略选择[J].国际商务财会,2014(11):26-33.
- [25] 施振荣.“微笑曲线”[J].竞争力.三联财经,2010(04):50-52.
- [26] 孙黎,朱武祥.轻资产运营:以价值为驱动力的资本战略[M]北京:中国社会科学出版社. 2003.
- [27] 唐璎璋,刘芬美,黄宝慧.轻资产战略与营运绩效关系之研究——以台湾企业为例[J].管理学报(台湾), 2007, (24): 75-91.
- [28] 王冬梅.财务分析过程中存在的问题及改进措施[J].中国煤炭工业,2018(12):62-64.
- [29] 王化成,刘俊勇.企业业绩评价模式研究——兼论中国企业业绩评价模式选择[J].管理世界,2004(04):82-91+116.
- [30] 王茜萌.我国住房租赁 REITs 市场发展探析[J].新金融,2018(03):28-32.

- [31] 王裕.EVA 评价政策影响了企业现金持有吗[J].财会月刊,2016(12):3-7.
- [32] 王智波,李长洪.轻资产运营对企业利润率的影响——基于中国工业企业数据的实证研究[J].中国工业经济, 2015, (6) : 108-121.
- [33] 魏征,于善甫.对房地产企业轻资产运营模式的探讨[J].现代商业,2020(09):25-27.
- [34] 吴春雷,张新民.可持续发展与会计本质[J].会计研究,2017(11):38-44+96.
- [35] 谢冰,吴革.价值驱动的格力电器轻资产运营模式研究[J].国际商务财会.2016, (8) : 23-32.
- [36] 燕丽萍.轻资产商业模式对企业效率的影响: 基于我国中小板上市公司 2007 年数据的实证研究[D].北京: 北京大学, 2009.
- [37] 阳震青,李小芬.上市公司 EVA 业绩评价研究综述[J].财会通讯,2015(16):54-56.
- [38] 张秋生,张小东.支持轻资产企业信贷融资的制度安排[J].经济纵横,2016(05):109-112.
- [39] 张婷婷,张新民.战略结构、战略执行与企业风险——基于财务报表的企业风险分析[J].当代财经,2017(05):126-133.
- [40] 张炜,郭明,王成军.轻资产模式下商业地产企业与投资机构演化博弈分析[J].西安建筑科技大学学报(自然科学版),2017,49(04):585-591+610.
- [41] 张小富,苏永波.新形势下房地产企业转型研究[J].建筑经济,2013(08):76-79.
- [42] 张新民,陈德球.移动互联网时代企业商业模式、价值共创与治理风险——基于瑞幸咖啡财务造假的案例分析[J].管理世界,2020,36(05):74-86+11.
- [43] 张新民, 钱爱民, 陈德球.上市公司财务状况质量: 理论框架与评价体系[J].管理世界.2019, 35 (07) : 152-166+204.
- [44] 张新民.企业财务分析要有战略视角[N].中国会计报,2019-03-22(005).
- [45] 张新民.资产负债表:从要素到战略[J].会计研究,2014(05):19-28+94.
- [46] 张艳.基于轻资产运营方式的企业价值提升策略[J].财会通讯,2017(35):82-85.
- [47] 张志宏,孙青.资产质量、盈余质量与公司价值[J].金融经济研究,2016,31(03):85-97.
- [48] 周泽将,邹冰清,李鼎.轻资产运营与企业价值:竞争力的角色[J].中央财经大学学报,2020(03):101-117.

后 记

论文完稿之时，窗外阳光灿烂，正值五月花开的季节，也是毕业别离的季节，忽然想到了初次与导师见面时的叮嘱：时间太瘦，指缝太宽，要珍惜每时每刻的学习机会。感恩我的研究生导师在我学习与论文写作中的付出与指导。

同时，感谢三年来两位爱笑的室友的陪伴，在我论文写作最为困难的时候，是他们的帮助和鼓励让我有了前进的勇气，希望他们未来一切顺利，前程似锦。

最后，感谢各位专家与学者给出的宝贵意见，你们帮助我完善了这篇文章的写作，你们的鞭策是我进步的动力。

我相信每一段生活的结束，会带来另一段生活的曙光，我会在未来生活中坚持学习，不忘导师的教诲，攀登更加精彩的人生。