

分类号 _____
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 轻资产战略转型下
万科财务风险管理研究

研究生姓名: 马赛孟

指导教师姓名、职称: 李希富 教授 李贵义 高级经济师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 注册会计师

提交日期: 2022 年 6 月 1 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研究成果。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：马赛孟 签字日期：2022.6.2

导师签名：李希富 签字日期：2022.6.6

导师(校外)签名：李贵义 签字日期：2022.6.7

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：马赛孟 签字日期：2022.6.2

导师签名：李希富 签字日期：2022.6.6

导师(校外)签名：李贵义 签字日期：2022.6.7

Research on Vanke's financial risk management under Asset-light strategic transformation

Candidate : Ma Saimeng

Supervisor: Li Xifu Li Guiyi

摘 要

国家统计局数据显示,2020年国内房地产业经济增加值已达到74552.5亿元。然而,近年来我国房地产行业的发展逐渐放缓。究其原因,一方面,目前市场房屋存量已经超出有效需求量;另一方面,政府提出“房住不炒”原则,出台一系列税收、信贷、限购、土地政策,不断调控房市,推动房企改革。

过去几十年,房地产企业普遍采取“借钱、买地、开发、销售”的重资产模式,企业负担超高负债率,面临很高的财务风险和经营风险,加之近年来的市场变化及政府政策干预,多数房地产企业的资产结构、经营模式都亟待调整。目前众多房地产企业面临经营模式转型,而转型对企业而言堪称一场大型手术,需要密切关注转型所带来的影响,尤其是对财务风险的影响。万科是我国一家大型上市房地产企业,自2014年开始逐步转型轻资产战略,多年来在摸索中前行,取得了一定的成效。作为转型范例之一,万科可为房地产企业转型期的财务风险管理提供一些参考。

本文是在研读了一系列相关文献并对万科案例深入研究的基础上完成的,从专业知识以及目前学术界对轻资产、重资产、财务风险的定义角度出发,论述万科轻资产转型的背景原因、自身条件及具体措施。接着,从偿债、盈利、运营、现金流四个方面对转型期间的财务风险进行识别和分析,结合已采取的财务风险控制措施,得出结论:万科轻资产转型期间不同类型的财务风险变化趋势不同,整体上虽在转型初期有一定下降,但后期有所上升,就当前的房地产行业形势而言,其财务风险状况并不乐观。本文通过分析万科在轻资产转型期间的财务风险,结合房地产行业当前的外部市场环境和普遍高杠杆的内部财务环境,提出几点建议,供其它房地产企业的轻资产转型参考借鉴,更好地度过转型期。

关键词: 轻资产 房地产 财务风险 转型期

Abstract

According to the data of the National Bureau of statistics, the economic added value of the domestic real estate industry has reached 7455.25 billion yuan in 2020. However, in recent years, the development of China's real estate industry has gradually slowed down. On the one hand, at present, the housing stock in the market has exceeded the effective demand; On the other hand, the government has put forward the principle of "no speculation in housing", introduced a series of tax, credit, purchase restriction and land policies, continuously regulated the housing market, and promoted the reform of real estate enterprises.

Over the past few decades, the real estate enterprises have generally adopted the asset heavy mode of "borrowing money, buying land, developing and selling". Enterprises bear an ultra-high debt ratio and face high financial and operational risks. In addition to the market changes and government policy intervention in recent years, the asset structure and business model of most real estate enterprises need to be adjusted. At present, many real estate enterprises are facing business model transformation, which can be regarded as a major operation for enterprises. We need to pay close attention to the impact of transformation, especially on financial risks. Vanke is a large listed real estate enterprise in China. Since 2014, Vanke has gradually transformed its asset light strategy. Over the years, Vanke has moved forward in exploration and achieved

certain results. As one of the transformation examples, Vanke can provide some references for the financial risk management of real estate enterprises in the transformation period.

This paper is completed on studying a series of relevant literature and in-depth study of Vanke's cases. From the perspective of professional knowledge and the current academic definition of asset light, asset heavy and financial risk, this paper discusses the background, reasons, self conditions and specific measures of Vanke's asset light transformation. Then, the financial risks during the transformation period are identified and analyzed from four aspects of debt repayment, profit, operation and cash flow. Combined with the financial risk control measures taken, the conclusion is drawn: during the transformation period of Vanke light assets, different types of financial risks have different trends. On the whole, although there is a certain decline in the initial stage of the transformation, it has increased in the later stage. As far as the current situation of the real estate industry is concerned, its financial risk situation is not optimistic. By analyzing the financial risks of Vanke during the asset light transformation, combined with the current external market environment of the real estate industry and the generally high leverage internal financial environment, this paper puts forward some suggestions for other real estate enterprises to use for reference in the asset light transformation and better pass the transformation period.

Keywords: Light assets; Real estate; Financial risk; Transition period

目 录

1 引言	1
1.1 研究背景和研究意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	1
1.2 文献综述	2
1.2.1 轻资产相关研究现状	2
1.2.2 房地产企业轻资产战略研究	3
1.2.3 房企财务风险研究	4
1.2.4 文献评述	5
1.3 研究思路和研究框架	6
1.3.1 研究思路	6
1.3.2 研究框架	7
1.4 研究方法和创新	7
1.4.1 研究方法	7
1.4.2 本文创新	8
2 相关概念和基础理论	8
2.1 相关概念界定	8
2.1.1 重资产	8
2.1.2 轻资产	9
2.1.3 财务风险	9
2.2 轻资产基础理论	10

2.2.1 分工理论	10
2.2.2 资源基础理论	10
2.2.3 微笑曲线理论	10
2.3 财务风险基础理论	11
2.3.1 效用理论、委托代理理论	11
2.3.2 资本结构理论	12
2.4 财务风险分析常用评价指标	12
3 万科轻资产战略转型	14
3.1 国内房地产发展现状	14
3.1.1 行业泡沫严重，房价普遍虚高	14
3.1.2 宏观环境变化，企业寻求转变	15
3.1.3 供求关系转变，库存积压严重	17
3.1.4 成本不断增加，税收负担繁重	17
3.1.5 资金缺口较大，筹资方式受限	18
3.2 万科集团概述	19
3.3 万科轻资产战略转型原因	19
3.3.1 库存压力大	19
3.3.2 现金流压力大	20
3.3.3 融资成本过高	21
3.3.4 盈利能力下降	22
3.4 万科的轻资产构成情况	23
3.4.1 品牌优势	23
3.4.2 成熟的运营管理体系	23

3.4.3 核心技术	24
3.4.4 资本运作优势	24
3.5 万科的轻资战略实施过程	25
3.5.1 “小股操盘”合作开发模式	25
3.5.2 事业合伙人制度+项目跟投制度	26
3.5.3 发展房地产金融	27
3.5.4 互联网+房地产	27
3.5.5 多元化房地产服务业务	28
4 轻资产战略转型下万科的财务风险管理	29
4.1 偿债风险管理	29
4.1.1 偿债风险的识别	29
4.1.2 偿债风险的评价	29
4.1.3 偿债风险的控制现状	31
4.2 盈利风险管理	32
4.2.1 盈利风险的识别	32
4.2.2 盈利风险的评价	32
4.2.3 盈利风险的控制现状	34
4.3 营运风险管理	37
4.3.1 营运风险的识别	37
4.3.2 营运风险的评价	37
4.3.3 营运风险的控制现状	40
4.4 现金流风险管理	42
4.4.1 现金流风险的识别	42

4.4.2 现金流风险的评价	42
4.4.3 现金流风险的控制现状	44
5 结论与启示	46
5.1 研究结论	46
5.2 研究启示	47
5.2.1 稳健保发展：去杠杆、保持现金流	47
5.2.2 根据自身实际情况落实多元化	47
5.2.3 借助互联网拓展业务	48
5.2.4 负责人与项目绑定，保证质量	48
参考文献	49
致 谢	53

1 引言

1.1 研究背景和研究意义

1.1.1 研究背景

1998年,我国宣布实行住房分配货币化。住房体制改革的实施,使得我国城镇住房制度发生巨大转变,房屋市场需求大增,房价也随之大幅上升,房市崛起的大幕正式开启。二十多年来,房地产行业蓬勃发展,本世纪最初的十几年是我国楼市增长最为疯狂的时期,统计局数据显示,2020年行业经济增加值已达到74552.5亿元,接近2001年的16倍,这期间,一大批房地产企业成长起来。大量相关产业也享受到了房地产业发展的红利:上游的钢铁、建材、化工机械、有色金属、银行等行业及下游的装修、家电、家纺、物业、五金等行业都得到了极大发展。

然而,楼市的疯狂上涨同时带来了许多问题。多年来,房地产企业大多采取粗放式发展模式,作为资本密集型的高投入、高产出产业,财务杠杆普遍偏高,将融资拿地作为项目开端,项目开工就通过预售房屋回收资金并维持项目进行,这种发展模式下,资金链相对脆弱,极易因资金链断裂导致项目受阻甚至停滞,企业面临的财务风险较高。

重大风险的防范与化解在十九大之后成为近几年工作的重心之一,确保经济金融大局稳定,意义重大,为了控制房地产行业风险,政府出台了一系列政策措施,2020年央行和银保监会更是提出了“两道红线”和“三道红线”的政策要求。在政策敦促下,很多企业都在尝试着采用轻资产模式,该模式下企业对现金流的需求会有所下降,而且,该模式将促使企业更加注重对创新能力的培养,有助于企业的长足发展,保持竞争力。

1.1.2 研究意义

伴随着世界经济的发展,轻资产模式成为许多新兴行业的首选经营模式,学术界对于轻资产模式的研究也越来越多。从20世纪80年代初被耐克公司创立以来,在各行各业中均有采用,目前有许多学者对轻资产模式进行了深入研究。

一、理论意义:

目前可查的轻资产相关文献主要分布于该战略实施后对于企业价值、财务绩效等方面的影响,大多认为轻资产战略有利于提高企业财务绩效和企业价值。而对于轻资产战

略转型期间的财务风险研究相对较少。本文以万科地产在轻资产转型期间的财务风险为研究对象,针对万科在转型期间的具体措施对财务风险变化情况的影响做出分析和总结,提供了有关轻资产转型期间财务风险的研究,促进相关系列研究的不断完善。

二、现实意义:

本文对万科最近十年的财务数据进行分析解构,选取并计算相关财务指标,分析其转型期间的财务风险变化并深挖其变化的原因,总结万科在财务风险控制方面的有效措施,也提出其中的不足之处或可以进一步改善的方面。目前,我国房地产业面临诸多问题和挑战,固有的重资产运营模式已经不再适应当前经济环境,多数房地产企业都面临轻资产转型,但对于转型该如何实施、会对企业带来何种影响、如何解决有关财务风险的问题还缺乏深入的了解。本文对于正在轻资产转型期或即将实施轻资产转型的企业有一定的参考意义。

1.2 文献综述

1.2.1 轻资产相关研究现状

国外研究:1984年,《资源基础理论》的作者 Wernerfelt 提出,轻资产是企业长期积累而来的,其它竞争者难以掌握的资源,可以是特有的技术或客户黏性等,Wernerfelt 将其命名为“asset-light”^[9];1998年,Camarina Matos 提出,轻资产是完全区别于其它雷同资源的核心竞争力,企业必须重视轻资产的开发和保持^[1];2008年,Johnson 提出,轻资产不仅适用于半导体及电信行业,制造业也同样适用^[6];2011年,Georgiana Surdu 从企业发展管理的战略角度研究轻资产模式,提出企业要根据外部及内部情况变化调整经营策略,例如降本减费,将利润不高的次要业务交给专业公司去做,以此应对时代与环境的挑战和机遇^[4]。

国内研究:国内对于轻资产的研究起步相对较晚。2004年,白仁春提出,轻资产模式将有限的资源发挥出最高使用效率,从而提升企业的竞争优势^[12];2005年,苗壮、金辉、卜建提出,轻资产企业的品牌、核心技术等是重要的核算内容^[29];2007年,尹明华提出,轻资产有助于企业非线性增长^[50];2008年,戴谢尔、代明提出,轻资产企业的核心竞争力^[18];2009年,张京洲、鲁瑶提出,轻资产企业明确自身核心竞争力,不能盲目轻资产化,应当开发多企业合作模式,同时确保产品的质量^[54];2011年,鲍盛祥、夏高

杰提出, 21 世纪企业应当注重软件、服务等“软性因子”的发展^[13]; 2012 年, 汤谷良等人提出, 轻资产是企业的特有资源, 包括品牌、人力、客户等, 是企业的核心运营要素, 企业对轻资产的整合能力对企业发展至关重要^[37]; 2013 年, 张良等人提出, 产业联盟可以提高技术成果的转化, 提高效率, 实现集成创新, 推动企业发展^[55]; 2013 年, 张小富、苏永波在研究房地产企业轻资产时提出, 在新的市场环境下, 房地产企业可以通过增加社区配套项目完成转型突破^[56]; 2013 年, 陈丽萍、王冠提出, 轻资产企业要注重风险控制, 可以通过无形资产盘活有形资产, 加强对外包业务的管理和控制, 推动企业健康发展^[15]; 2015 年, 王智波、李长洪提出, 轻资产并不能带来高利润率, 企业应当根据自身实际情况决定是否参与、参与哪一环节的价值链分工^[40]; 2016 年, 程芳提出有些轻资产难以反应在报表中, 应当建立一种科学的模型, 通过对企业的轻资产测量^[17]; 2016 年, 王苑琢、王竹泉等人研究发现, 2016 年我国 A 股 2963 家上市公司资金总量增加且向经营活动倾斜, 财务风险总体降低^[41]; 2016 年, 何瑛、胡月提出, 采用轻资产模式运营的企业应当重点提升企业价值链的核心部分^[21]; 2017 年, 戚英华提出, 轻资产模式采用较低的资本投入获取较高回报, 对互联网企业非常有益^[32]; 2018 年, 谢莉娟、王诗杼在研究国有企业轻资产模式时提出, 国有工业企业和流通企业由于产业不同, 对轻资产模式的适应性也不同, 国有企业不可盲目转型轻资产, 而要在原有重资产的基础上合理安排^[46]; 2019 年, 史永东、郭子增、王龔提出我国企业的轻资产模式还有待完善, 企业规模的大小不同应当采取不同的轻资产策略^[31]; 2021 年, 刘亚萍、史可寒提出, 轻资产模式下对的企业更重视创新^[36]; 2021 年, 田宇润提出, 轻资产战略下, 企业通过提高营业收入的增长促进发展^[38]; 王爽在研究文化旅游产业轻资产模式时提出, 内容 IP 是旅游业非常重要的轻资产^[42]; 罗拥华、李一凡在研究轻资产企业融资结构时提出, 轻资产企业的异质性有利于企业的股权融资^[28]。

1.2.2 房地产企业轻资产战略研究

轻资产最早由麦肯锡提出, 该机构认为轻资产能够在保证企业核心价值、关键资源的前提下, 摆脱一些沉重的“负担”, “轻装上阵”, 能够有效提高企业盈利能力。一些著名企业, 包括苹果、耐克等, 采用轻资产模式, 并获得了成功, 一些房地产企业也开始更换发展思路, 尝试采用轻资产模式, 此后该模式在房企的使用开始被学者们广泛关注。

国外研究：2013年Kang D在研究美国房地产企业时提出，美国房企在巴西市场的顺利扩张，关键原因在于其与当地政府、上下游企业都建立联盟，这种隐形的资源为美国房企打通了发展道路，联盟关系是美国房企的轻资产，是其价值链核心^[7]；2014年，Dilek S在研究经纪人在美国房产中介中的价值时发现，中介经纪人是房产中介公司的重要资源，经纪人的能力水平、团程度、专业素养极大的影响房产中介公司的业绩，作者认为经纪人是房产中介公司最重要的一项资源，对房地产企业的发展至关重要^[3]。

国内研究：2008年，丁常清提出，轻资产模式对房地产企业有利有弊，但总体而言仍有利于企业业绩的提升^[19]；2012年，李延凤在研究地产商业模式时提出，随着地产业分工的细化程度不断加深，通过战略联盟、专业化服务、打造品牌、人力资本与信息化实施轻资产模式是地产行业保持竞争力的不二选择^[24]；2014年，周翔宇、黄立冲在研究万科跨界运营时提出，轻资产、快周转的模式选择应当因地制宜，不能盲目从众，万科应当投入更多时间和资源来培育自身的轻资产，以利于持续性发展^[61]；2015年仝中燕提出，轻资产模式下应当精于谋划，运用资本运作能力和运营管理能力为企业运营疏通关节^[39]。2015年，郁慕湛在研究万达与万科战略合作项目时提出，我国房地产市场目前以达到供需平衡，房地产企业面临轻资产模式的战略转变，品牌输出模式将成为房地产业的主流^[30]；2017年，高静在研究轻资产模式对房地产企业财务管理影响时提出，现金流压力、土地成本、库存压力等是目前几乎所有房企都面临的问题，轻资产模式下房地产由开发转为投资，使得房地产企业在财务风险大大降低的情况下利润回报大幅提升^[20]；2018年，金琳在研究商业地产转型时提出，大数据、互联网等是房企发展轻资产模式的助推剂和依托^[23]。

1.2.3 房企财务风险研究

作为资金需求量极大的房地产企业，财务风险的高低是衡量其营运能力和管理能力非常重要的指标。

国外研究：2001年James C. Can Horn, John M, Wachowicz Jr提出，财务风险包括偿债能力的强弱和每股收益的变动所带来的不确定性^[5]；2001年，William C Wheaton和Raymond G Torto等提出，房企的财务风险具有可预测性^[10]；2002年，Christopher J, Clarke和Suvir Varma提出，企业所处的经营环境的整体变化也可能会影响企业的财务风险^[2]；2009年，Ross将企业财务与风险分类为法定、技术、会计破产几个方面^[8]；

2012年, Zhang ML 和 Yang WP 在评估房地产风险时提出, 房地产企业的风险和收益都较高^[11]。

国内研究: 1998年, 李磷提出, 发行证券在获得高收益的同时也会导致企业面临财务风险, 当营业利润率较低时, 不适合增加负债投入生产^[25]; 2002年, 张尧庭提出, 金融风险的分析技术是防范风险非常重要的一个方面^[57]; 2008年, 潘晓波在研究基于财务报告的风险评估时提出, 财务报告能够提供的信息有限, 评价者还需要结合企业所处行业的性质特征以及外部环境等因素综合评价^[31]; 蔡河山提出, 房地产企业的现金流及现金支付能力对投资者投资意愿的影响较大^[14]; 2010年, 魏仁华从财务指标的角度度量和分析房地产风险, 提出了可以根据财务预警指标的测度系统来防范和控制财务风险^[45]; 2011年, 王双针对房地产企业的财务风险问题提出对策, 指出由于房地产企业普遍资本结构杠杆较高, 日常资金管理复杂, 企业可以通过优化资本结构降低负债比率、加强日常资金管理、加强企业间合作、完善企业内审等措施降低财务风险^[43]; 严碧红、马广奇提出, 财务风险受宏观经济环境和调控政策的影响^[49]; 张友棠、黄阳提出, 行业环境的变化与企业的财务风险存在一定的逻辑关联^[58]; 2012年, 张继德、郑丽娜提出, 大型集团企业由于规模大、层级多, 财务风险的传导性和危害性比普通企业更强, 有必要构建风险管理体系应对财务风险^[59]; 2013年, 詹雷、王瑶瑶提出, 不合理的管理层激励制度也可能带来财务风险, 管理层可能为获取激励薪酬而采取过度投资的策略, 这将导致较高的财务风险^[53]; 钱雪松、李晓阳通过研究分析近十年间我国上市公司的委托贷款相关数据发现, 多数企业通过外部融资实施委托贷款, 存在一定的系统性风险^[34]; 2014年, 解继超、邓晓盈、朱海涛在研究房地产财务决策风险敏感性时提出, 房企的财务风险对于资产负债率的变化非常敏感^[48]; 2018年, 王冬梅、胡占、游朝阳提出, 分析企业财务风险时, 应当根据企业的特点将传统的财务指标和方法进行适度调整, 但没必要完全推翻再造^[44]。

1.2.4 文献评述

通过对国内外相关文献的归纳, 可以看出:

轻资产模式的首次提出及应用均产生于国外, 国外相关研究出现较早, 也更加深入; 而我国由于历史客观原因, 相关研究起步较晚, 但是, 进入新世纪之后科研水平和科研热情明显增加, 相关研究业更加广泛和深入。

国内外研究相同之处：普遍认可轻资产模式对企业竞争力和企业价值的提升作用，认为轻资产模式是一种具有可持续性的运营模式。

国内外研究不同之处：由于各个国家自身的产业结构不同，国外学者的研究更多体现在半导体、文旅、电信等行业；国内学者的研究则更多体现在互联网、房地产等行业；国外学者较多从理论的角度切入，而国内学者则更多的通过实际案例来深入研究。

当前的研究多从轻资产模式的优势、劣势方面着手，分析其可行性或必要性，但很少有学者针对房地产企业在转型期间的状况进行研究。根据我国目前房地产市场现状，许多企业面临轻资产转型，但苦于没有相关的研究可以指导借鉴，本文以探索轻资产转型多年的万科为例，详细解剖万科在转型期间的财务风险变化，为亟待转型的房企提供样板框架，为其他企业的转型提供理论和现实支撑。

1.3 研究思路和研究框架

1.3.1 研究思路

本文计划通过五个部分循序渐进地对轻资产、房地产轻资产、房地产轻资产转型期间的财务风险做出梳理和研究，以万科的轻资产转型为研究案例，通过对万科转型期间的财务风险的识别与分析案例的分析，研究其转型期间财务风险状况。本文的六个章节分别为：

第一章：引言。描述研究背景和研究意义，学习并整理国内外学者在轻资产、房地产轻资产、房地产财务风险方面的研究现状，对其中较为经典的和新颖的观点进行表述。

第二章：相关概念和基础理论。从理论角度介绍了重资产和轻资产及其区别，使读者能够准确判定企业的运营模式。然后，阐述财务风险的概念，列举其分类和分析方法，最后介绍本文将涉及到的一些理论基础。

第三章：介绍万科地产转型轻资产战略的相关情况。这一部分详细阐述万科选择轻资产转型的背景、原因、过程，列举了万科拥有的轻资产以及万科发展轻资产战略采用的具体方法。

第四章，介绍万科地产轻资产转型期间的财务风险管理，从偿债、盈利、营运、现金流四个方面识别并分析万科的财务风险变化情况、总结并分析了万科当前已经采取的控制财务风险的措施，并根据对万科情况的了解和分析以及自己掌握的专业知识，发现

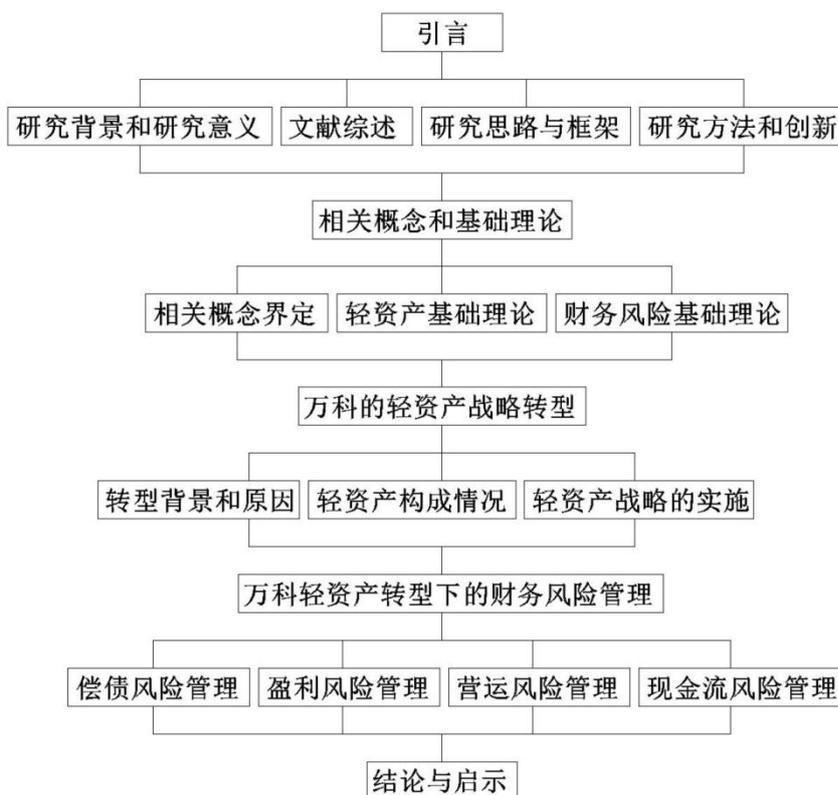
万科在财务风险控制方面的几点不足，并提出自己的见解。

第五章，结论与启示。根据前述评价结果得出结论，结合前文所阐述的理论基础、当前的经济形式和案例企业的启示，得出结论，并对其它房企提出几点建议。

1.3.2 研究框架

本文的研究框架如图 1.1 所示。

图 1.1 结构框架图



1.4 研究方法和创新

1.4.1 研究方法

本文采用文献研究法、案例研究法、财务指标分析法，对轻资产转型下房企财务风险进行研究分析。

一、案例研究法：该方法是一种实地研究方法，选择一个或几个典型案例为研究对象，从企业官方网站及其他新闻媒体网站获取公开资料及数据，根据需要收集，深入分

析并展开研究。本文在对基础的理论知识有一定的了解之后，理论联系实际，选取万科为研究案例，研究其在轻资产转型期间的财务风险管理。资料来源：国家统计局、万科年报、东方财富网、新闻媒体等。

二、文献研究法：对已发表文献进行总结，并运用到论文写作中。本文主要从知网收集相关文献，对有关研究成果和研究进展并深入研究、归纳总结，为本文的写作夯实基础。

三、财务指标分析法：根据企业的财务数据计算相关指标，对指标的变化情况对比分析，综合考虑内外部环境及企业相关活动等，发掘指标变化背后所蕴含的深层原因，综合分析财务状况的方法。数据来源：万科年报、东方财富网、国家统计局网站等。

1.4.2 本文创新

与当前已公开的相关文献资料相比，本文可能的创新在于：

一、万科是许多企业轻资产战略的转型标杆，也是许多学者的研究对象。万科在转型的过程中也在不断学习和改进，所实施的转型策略也在根据万科的实际情况和复杂多变的经济形势等外部环境不断地做出改进，以使转型更加全面和深入。本文是在万科较为全面的转型策略、较新的财务数据的基础上完成的，能够更透彻的剖析万科的转型过程，更全面的研究万科在此期间财务风险的变化及管理效果。

二、已有的研究轻资产转型的文献多集中于对企业绩效、企业价值的影响，对转型期间财务风险的研究相对不多。本文从偿债、盈利、营运、现金流四个方面评估万科在轻资产转型期间的财务风险变化，能够为准备转型而缺乏经验的企业提供更多参考。

2 相关概念和理论基础

2.1 相关概念界定

2.1.1 重资产

重资产一般指传统意义上的资产，例如厂房、原材料等，该类资产一般有如下特点：后续会产生较高的维护费用；产品更新后通常需要更新生产线；一般占用资金较多；同类企业拥有的重资产大都相同或相似；形成的固定成本高，企业若面临转产，将带来较大损失。

2.1.2 轻资产

一般认为，企业的无形资产、企业文化、品牌、经验、管理模式、获取和整合资源的能力等都是企业的轻资产，是企业的核心资源，有时是表外资产。轻资产的特点有：后续不产生或产生较少的维护费；轻资产的更新一般带来产品的更新；一般占用资金较少，机会成本小；同类企业轻资产相差较大，是企业特色资产，不易被模仿；利润率一般较高。

2.1.3 财务风险

财务风险是指，企业的财务成果存在一定的经济损失，或失去更大收益的风险。财务风险不可避免，企业可以采取降低财务风险，但不能消除。

按照常见分类方法，可将财务风险分为以下四大类：

一、偿债风险：企业无法按时足额还本付息的可能性。偿债风险的评估对企业而言非常重要，其不仅反映了企业的偿债能力，还会影响企业的信用以及再融资，再融资能力对于资产密集型的房地产企业而言至关重要，而这很大程度上取决于企业是否具有相应的偿债能力。

二、盈利风险：投资收益与预期偏离的不确定性。企业的直接投资，如建厂房、建生产线等，可能面临产品销路不畅、质量不达标风险；企业的间接投资，如股票、债券等，可能面临收益未达预期、不能按期收回资金等风险。从外部而言，万科的盈利风险主要受到外部市场环境、外部政策环境的影响，从企业内部而言，则主要受到各投资项目的开发、销售、盈利水平等方面的影响。

三、营运风险：企业对人力资源和企业事务的管理过程中存在的风险。其中对人力资源的管理不当可能引起人员变动或企业氛围变化，从而导致财务不确定性，对事务管理不当则可能引起供、产、销各环节中存在的确定性导致的企业资金不能及时收回，导致正常财务活动收到影响的风险。对于万科而言，营运风险主要存在于内部人才管理活动、项目开发活动、销售活动、收款活动等阶段。

四、现金流风险：因现金短缺引起的无法正常运转、无法按时支付或偿债、甚至破产的可能性。现金流风险可能由企业对现金的不合理安排导致，也可能由企业的非现金资产不能按照预期的时间或金额转换成现金资产而导致。在现金为王的商业领域，企业

必须维持与企业体量相匹配的现金流，才能保证企业的健康可持续发展。

就房企而言，其财务风险是复杂的，一方面，受到市场、政策等外部环境的影响；另一方面，受到内部环境的影响，如内部控制有效性、人力资源质量、管理者对风险的偏好等。

2.2 轻资产理论基础

2.2.1 分工理论

1776年，亚当·斯密首次提出分工理论，该理论认为劳动分工可以提高生产力，主张每个人只做产品制作流程中的某一个或几个环节，专注于提高该环节的效率，每个环节的生产者都将自身生产力提到最高，那么整个生产流程的效率将达到最高。因为分工可以提高工厂的生产效率，后来该理论成为几乎所有企业的主要模式。

分工理论为轻资产奠定了基础。轻资产战略中，企业根据自身特点，充分利用差异化，最大限度的发挥优势，将不擅长或利润率较低的部分外包给其他企业，产业链整体效率得到提高。

2.2.2 资源基础理论

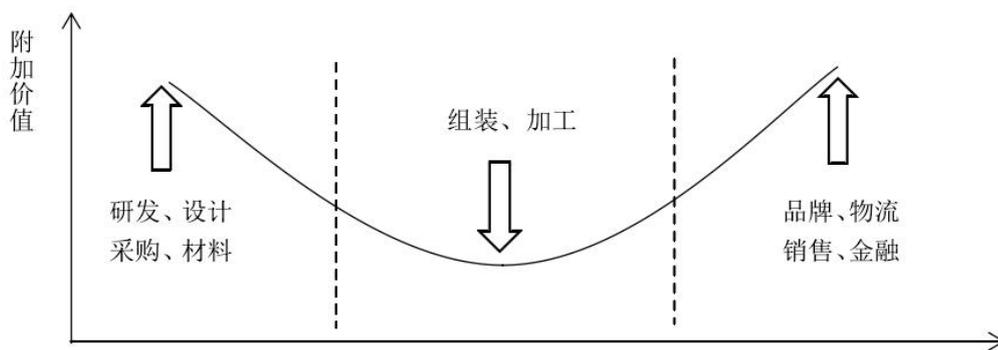
1984年，沃纳菲尔特正式提出资源基础理论。该理论认为，每个企业拥有的与其他企业不同且不可复制的资源是其竞争力的核心，也是促使企业间合作的外部动力。企业间合作共赢，发挥自身资源的作用，并利用其他企业的资源为自身赚取利益。

资源基础理论是轻资产模式的本质。企业要充分了解自身的资源及能力，发挥优势，合理分配资源，以达到最大收益。

2.2.3 微笑曲线理论

微笑曲线理论出现于1992年，最早由宏碁创办人施振荣提出。如下图2.1所示，横轴从左到右分别表示产业链中的前期研发、设计，中期制造加工，后期销售、服务，纵轴则表示不同时期给产品带来的附加值。可以看出，产业链的两端比中间部分更能带来高的附加值。所以，要提高产品的价值，不仅要有好的生产线来保证质量和效率，更要在前期设计和后期销售中完善产品和服务，给客户更好的体验。

图 2.1 微笑曲线



轻资产模式下，企业的轻资产一般是无形的管理模式、人力资源、知识产权、企业氛围等，恰好是推动微笑曲线两端上扬的核心动力，而中间的组装、加工部分则减少，企业的附加值能够得到有效提高，增强企业竞争力。

2.3 财务风险管理理论基础

2.3.1 效用理论、委托代理理论

效用理论由英国经济学家边沁提出，20 世纪 60 年代逐渐被应用于风险管理决策，该理论用效用来衡量决策者对待不同风险的态度。决策者对风险的态度可以用效用函数表示，如下图 2.2、2.3、2.4 所示：

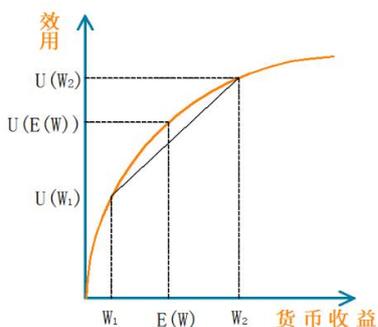


图 2.2 保守型效用曲线

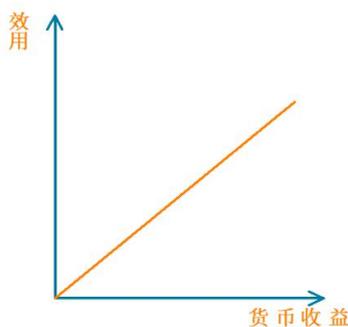


图 2.3 中立型效用曲线

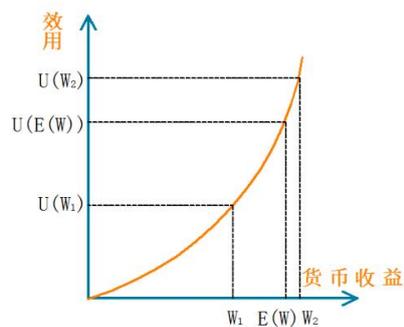


图 2.4 冒险型效用曲线

根据委托代理理论，由于管理者与所有者目标不统一，若选择冒险决策，剩余收益归企业所有者占有，管理者不会因此得到收益，而若冒险失败，管理者则需要承担相应的责任，所以，大多数决策者倾向于中立型或保守型。若企业所有者设置了与管理者成果共享、风险共担的制度，那么，管理者为了获取更多收益，也有可能偏向冒险型。不

同类型的管理者对企业的财务风险影响差异较大。

2.3.2 资本结构理论

1958年，美国学者莫迪格里安妮和米勒首次提出了MM理论。不考虑所得税的MM理论认为资本结构的不同不会导致企业价值变化。考虑所得税的MM理论认为，负债部分的利息能够抵减一部分税收，故有负债情况下的企业价值高于无负债情况下的企业价值。权衡理论则在MM理论的基础上做了进一步完善，同时考虑了所得税和财务困境。同样情况下，有税MM理论下的企业价值大于权衡理论下的企业价值，也大于无税MM理论下的企业价值。

企业的筹资方式影响其资本结构，同时资本结构也会影响企业的筹资方式，而不同的筹资方式财务风险水平也有所不同。比如，内源融资比外源融资引起的财务风险更低，长期融资比短期融资引起的财务风险更低。

2.4 财务风险分析常用评价指标

表 2.1 财务风险的常用评价指标、计算方法及解释说明

风险类型	指标、计算方法、解释说明
偿债风险	资产负债率=负债/资产，反映企业的举债经营状况
	产权比率=负债/股东权益，反映企业资本结构
	利息保障倍数=息税前利润/利息费用，反映企业经营的收益对其所需支付的利息的涵盖程度
	流动比率=流动资产/流动负债，反映流动资产对流动负债的覆盖程度
	速动比率=速动资产/流动负债，其中，速动资产=流动资产-存货-预付款-待摊费用
	现金比率=(货币资金+有价证券)/流动负债，反映企业即刻变现能力
盈利风险	企业开工面积/全国房地产开工面积，反映案例企业的项目开发在全国房地产行业中的水平
	市场份额，反映案例企业在行业横向比较中的销售变化情况
	销售面积/竣工面积，反映案例企业在自身纵向比较中的销售变化情况
	总资产净利率=净利润/平均总资产，反映利用企业全部资产获取收益的能力
	营业净利率=净利润/营业收入，反映企业收入创造利润的能力
	成本费用利润率=利润总额/成本费用总额

风险类型	指标、计算方法、解释说明
营运风险	总资产周转率=销售收入/平均总资产，反映企业资产的整体运营效率
	流动资产周转率=销售收入/流动资产平均余额，反映企业对全部流动资产的利用效率
	存货周转率=主营业务成本/平均存货余额，反映了存货周转的流动性、占用资金量的合理性
	本科率=本科及以上学历人员人数/员工总数
	专业技术人员占比=专业技术人员人数/员工总数
	平均司龄，员工入职后在企业的连续工作年限，反映企业留住老员工的能力
现金流风险	每股经营活动现金流量净额=经营活动现金流量净额/股本，反映企业的综合支付能力
	经营活动现金流量净额/现金股利，反映强企业支付现金股利的能力
	经营活动现金流量/流动在外的普通股股数，反映企业支付股利的能力

3 万科轻资产战略转型

3.1 国内房地产发展现状

进入 21 世纪后，房地产投资年均增长率超过 20%。统计局数据显示，行业经济增加值从 2001 年的 5335 亿元增长到 2020 年的 74552 亿元，增长达十三倍。在行业良好发展势头的吸引下，2020 年我国房地产企业数量已达 11 万以上。具体数据如表 3.1、3.2：

表 3.1 房地产业经济增加值 （单位：亿元）

年份	2002	2005	2008	2011	2014	2017	2020
房地产业经济增加值	5335	8483	14600	27781	38086	57086	74552

数据来源：国家统计局

表 3.2 房地产业企业数量 （单位：个）

年份	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
房地产企业数量	98837	98605	103190	105911	109953	112782	118600

数据来源：国家统计局

在欣喜于行业繁荣的同时，也应当认识到，当前我国房地产行业面临着许多发展问题：

3.1.1 行业泡沫严重，房价普遍虚高

房地产在过去二十年的发展令人惊叹，商品房均价也从 1998 年的 1854 元/m² 上涨到 2020 年的 9860 元/m²，价格已经远远超过价值，泡沫化严重。从国际经济发展的历史经验来看，房地产泡沫对经济发展而言无异于定时炸弹：美国历史上数次经济危机均与房地产投机相关；90 年代，房价暴跌导致日本经济严重衰退；20 世纪末的亚洲金融危机也与大规模的房地产价格下跌有关。由于过去消费者和投资者对于房地产业过度自信，加之政府和银行的推动作用，我国房地产市场已达到泡沫化的高点，一旦泡沫破灭，房地产市场将迎来毁灭性剧烈震荡，并严重影响我国的整体经济发展。

根据图 3.1，从 2003 年至 2020 年，18 年间，商品房销售单价指数几乎都高于居民

消费价格指数，说明商品房价格的增长速度高于居民消费价格的增长速度，经过多年积累，商品房价格的累计增长已经远超居民消费价格的增长，由此形成的市场泡沫非常巨大。

图 3.1 商品房单价与居民消费价格变动对比（上年同月=100）



数据来源：国家统计局

3.1.2 宏观环境变化，企业寻求转变

近年来，为应对房地产泡沫化，顺利实现房地产市场软着陆，国家通过税收、信贷、土地、限购等方式，大力倡导并推进房地产企业去杠杆。2020年1月，监管机构开始实施银行业房地产贷款“两道红线”政策；2020年8月住建部和央行下发“三道红线”政策，可以看出政府此次整顿房地产行业的决心之大，房企的经营模式面临着改革，不少企业已经开始转型。

以“三道红线”为标准，国内房地产企业的达标情况并不乐观，根据已公布的2020年年报，当前能够完全满足三项指标的房企有13家，这在我国11万多家房地产企业中占比极低，行业整体财务状况堪忧。

表 3.3 2020 年房企 top30 踩“三道红线”情况

序号	企业名称	触及红线数	资产负债率(不含预收款)	净负债率	货币资金/短期债务
1	中海地产	0	53.26%	31.22%	2.46
2	招商蛇口	0	56.83%	29.48%	1.48
3	远洋集团	0	68.98%	54.75%	1.51

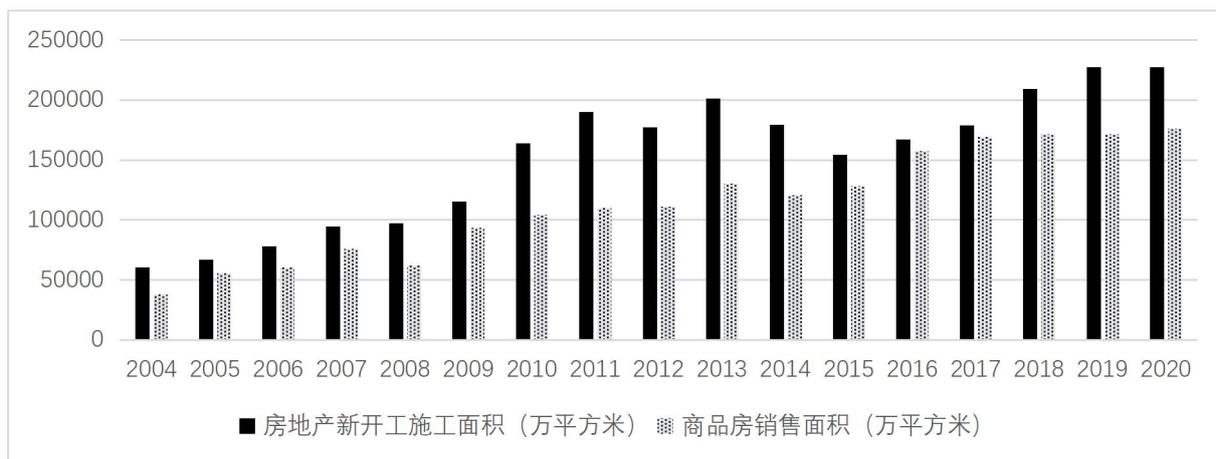
序号	企业名称	触及红线数	资产负债率(不含预收款)	净负债率	货币资金/短期债务
4	世茂集团	0	68.47%	50.28%	1.67
5	融信中国	0	69.9%	83%	1.2
6	龙湖集团	0	66.93%	46.46%	4.2
7	龙光集团	0	69.82%	54.34%	1.76
8	金科股份	0	69.85%	75.07%	1.34
9	金茂控股	0	66.20%	50.46%	1.44
10	金地集团	0	68.51%	60.8%	1.29
11	华润置地	0	59.74%	29.48%	1.48
12	滨江集团	0	69.71%	85.43%	1.69
13	保利地产	0	69.87%	56.64%	1.82
14	中国奥园	1	80.53%	55.59%	1.74
15	佳兆业	1	79.76%	97.27%	1.04
16	阳光城	1	79.87%	65.80%	1.09
17	雅居乐	1	78.86%	82.66%	1
18	融创中国	1	76.57%	64.7%	1.81
19	碧桂园	1	78.64%	94.9%	1.06
20	正荣地产	1	72.26%	61%	1.09
21	中南建投	1	72.55%	64.04%	2.73
22	旭辉控股	1	74.12%	35.61%	1.86
23	绿城中国	1	70.44%	18.40%	2.21
24	新城发展	1	78.69%	96.20%	1.08
25	万科地产	1	71.94%	63.84%	1.83
26	中梁控股	1	69.75%	100.54%	1.56
27	祥生控股	2	82.37%	136.4%	1.1
28	中国恒大	2	83.43%	152.89%	0.47
29	绿地集团	2	83.36%	140.96%	0.79
30	富力地产	2	76.66%	130.19%	0.4

数据来源：根据各企业年报整理

3.1.3 供求关系转变，库存积压严重

由于市场的繁荣发展，过去二十年间，房地产市场不断有企业加入，商品房存量迅猛上涨，然而市场逐渐饱和，市场消化困难，商品房空置率偏高。根据图 3.2，商品房销售面积在 2017 年后逐渐趋于平稳，而新开工施工面积仍连年增长，导致库存积压越来越严重。

图 3.2 房地产新开工及销售情况

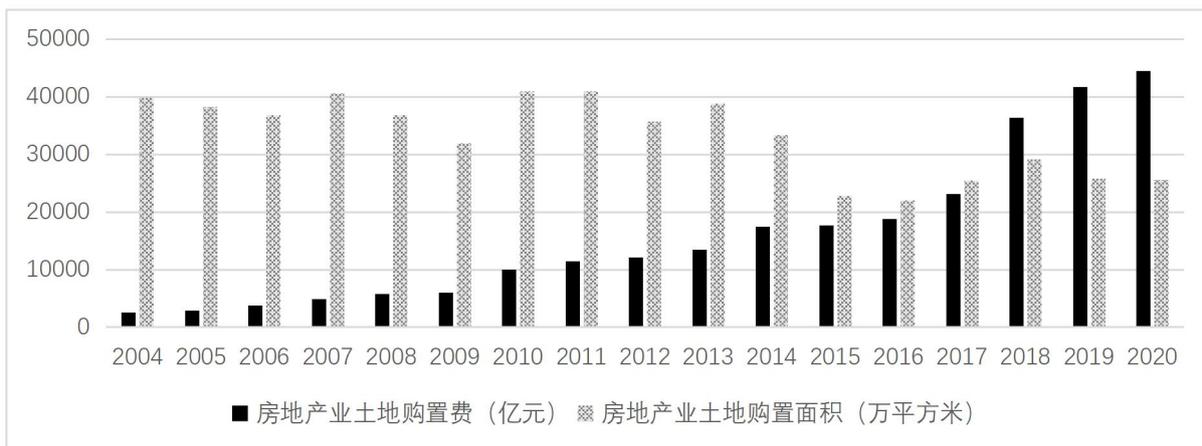


数据来源：国家统计局

3.1.4 成本不断增加，税收负担繁重

我国土地资源紧缺，而土地是房地产业的必备资源，由于房地产业热度不减，土地资源竞拍激烈，土地价格哄抬，导致企业成本不断增加，根据图 3.3，近年来房地产业土地购置面积逐渐降低，趋于稳定，而相应的土地购置费用却不断上涨，房地产企业的拿地成本不断增加。税收方面，在我国，房地产业承担的税收负担从数量和税率上普遍高于其它产业，这一方面会影响企业、行业发展，另一方面也会增加偷税漏税概率。

图 3.3 房地产业土地购置费及土地购置面积



数据来源：国家统计局

3.1.5 资金缺口较大，筹资方式受限

由于行业特点，房地产项目对资金的需求量巨大，加之项目往往跨越多个年份，周期较长，资金周转缓慢，仅靠自身留存资金很难保持高效发展，缺口部分往往需要银行贷款、发行债券或预售房屋实现融资，所以营运资金有时也需要外部融资来满足。

房地产业开展新项目的传统模式是“筹资-拿地-开发-销售”，然而，近年来房地产行业的筹资方式受到政策限制：政府频繁出台调控政策、增加房地产企业贷款审核条件、限制银行的房地产贷款比例、限制企业财务杠杆，房地产企业贷款资金难度增加。

房地产行业外部资金的主要来源是银行贷款，而根据图 3.4，国内贷款提供的资金占房地产业到位资金的比重持续降低，2021 年已经降至 8.46%，可见国内金融机构对于房地产行业的支持力度在持续下降。

图 3.4 国内贷款占当年房地产业到位资金的比重



数据来源：国家统计局

3.2 万科集团概述

万科集团 1984 年成立，1991 年上市。成立之初，万科业务范围广泛且复杂，设计多个领域，但并不涉及房地产业务。1988 年，万科才正式进入房地产市场，后凭借在房地产市场的高质量发展站稳脚跟。

三十余年来，万科的发展大致可分为三个阶段：

前十年间，万科采用“综合商社”发展模式，业务范围较广，涉及十大行业，业务非常广泛，经营地域遍及全国，遍地开花的发展模式导致万科的企业资源异常分散，不利于高效发展。

1993 年，万科不再继续保持“综合商社”模式，而是开始追求房地产业务的专业化，将群众住宅开发确定为核心业务，通过提高专业化水准来提升自身竞争优势，加速资本积累。经过二十余年发展，万科凭借稳健经营和有节奏的扩张，不断由专业化向精细化转化，成为房地产行业的龙头企业。

2013 年，万科意识到行业天花板即将到来，当年 8 月，万科宣布新的战略定位“城市配套服务商”，同时经营房地产和物业业务。2014 年，万科正式开始轻资产转型，提出“小股操盘”模式，提高周转速度；提出事业合伙人制度、项目跟投制度，为小股操盘项目提供更可靠的质量保证；发展房地产金融、入股徽商银行拓展融资渠道；尝试利用互联网增加销售渠道；2018 年，万科改变战略定位以符合整体提发展方向，确定为“城乡建设与生活服务商”战略，进一步将服务范围扩大到城乡，将未来聚焦于建立完善的社区，包含租赁、度假、医疗、食品、教育、养老、物流等业务，实现业务的相对多元化，建立一个围绕美好生活的全方位服务企业。

3.3 万科轻资产战略转型原因

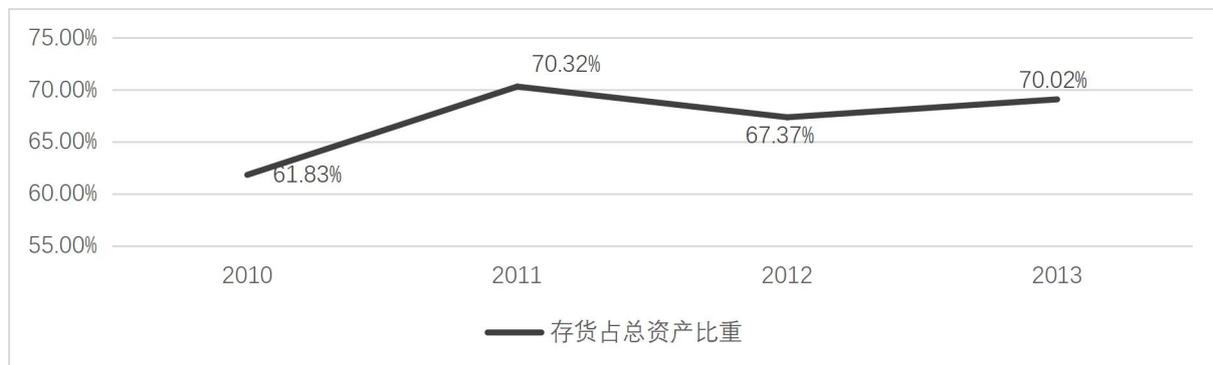
3.3.1 库存压力大

根据万科年报，在转型前的 2013 年，万科的财务状况较为严峻，资产负债中存货比重达 70%，不合理的资产结构，已经成为拖累万科前行的“赘肉”，万科亟待“减重”。

多年来，万科采用重资产模式运营，企业规模庞大，资金周转缓慢。基于行业特点，万科资产中的流动资产非常高，其中以存货为主。巨额的存货占据大量资金，导致万科资金利用率低，企业发展缓慢。而轻资产模式下企业的存货量降低，流动资产变现能

力提高，将有效促进企业发展。

图 3.5 万科存货占总资产比重



数据来源：根据万科年报整理

3.3.2 现金流压力大

自由现金流是能够供企业自由支配的现金。表 3.4 为万科轻资产转型前的自由现金流变动情况：2010 年断崖式下降，此后再难上升到原来的数值，2013 年甚至为负。

表 3.4 万科 2009-2013 年自由现金流（单位：亿元）

年份	2009	2010	2011	2012	2013
经营活动现金流量净额	92.53	22.37	33.89	37.26	19.24
购买固定资产、无形资产和其它长期资产支付的现金	8.061	2.619	2.616	1.5074	24.39
处置固定资产、无形资产和其它长期资产收回的现金	1.425	0.00462	0.01116	0.01533	0.018
自由现金流	85.894	19.16	31.29	35.77	-5.13
资本支出=经营活动现金流量净额-(购买固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金)					

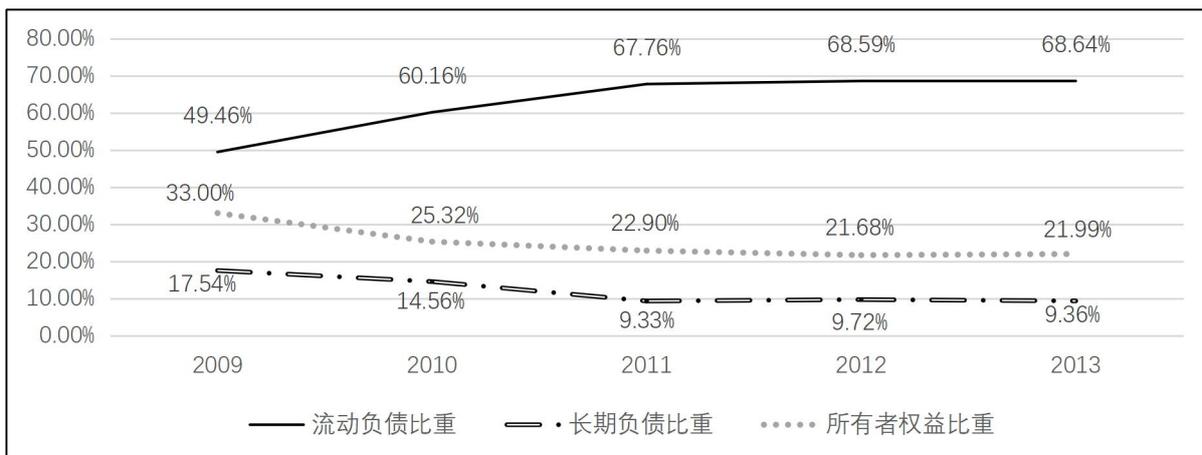
数据来源：根据万科年报整理

由表可知，万科现金流压力增大。现金流在任何企业都是重中之重，对于房地产企业而言尤其重要，现金流的中断不仅会阻碍日常运营，还可能影响项目开发进程，而房地产项目一般占据大量资金，一旦项目停工，将直接对企业的生存产生重大影响。相比重资产模式，轻资产模式下企业的现金流更充沛，有助于企业保持稳定。

3.3.3 融资成本过高

由于房地产行业本身对资金的需求量大，对外部资金的依赖较强，加之万科在转型前的几年现金流状况不乐观，为保证项目开发和企业运营不中断，万科不断加大财务杠杆，2013年资产负债率已经接近80%，尤其流动负债大幅增长。从图3.6可以看出，2009-2013年，流动负债比重不断增长，从不到50%到接近70%。

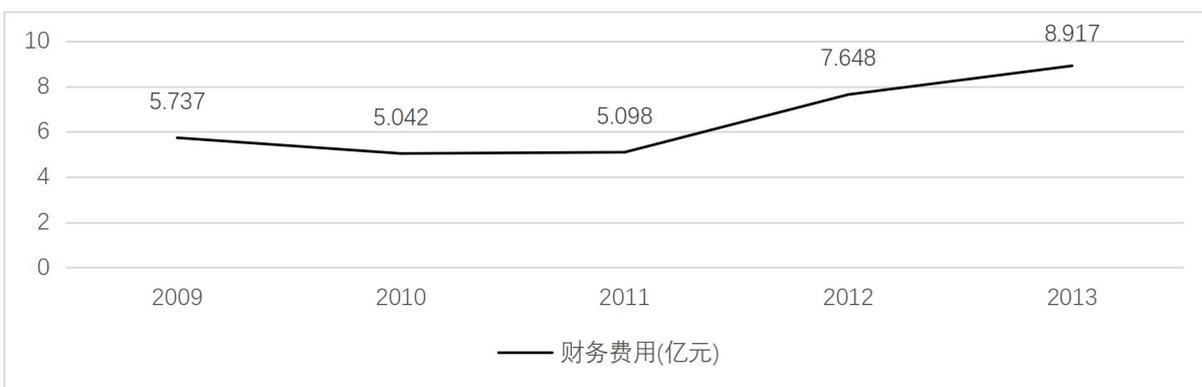
图 3.6 万科 2009-2013 年资本构成



数据来源：根据万科年报整理

负债的增加，不仅稀释了企业的所有者权益比重，还抬高了企业融资费用水平。与其它融资方式相比，负债的融资成本较高，伴随着资产负债率的增加，万科的融资费用也大幅上涨。从图3.7可以看出，2009-2013年间，万科的财务费用整体呈增加趋势，尤其2012和2013年，财务费用远高于往年，过高的财务费用侵蚀企业利润，不利于企业经营活动，并向股东传达消极信号，对企业的发展极其不利。

图 3.7 万科 2009-2013 年财务费用



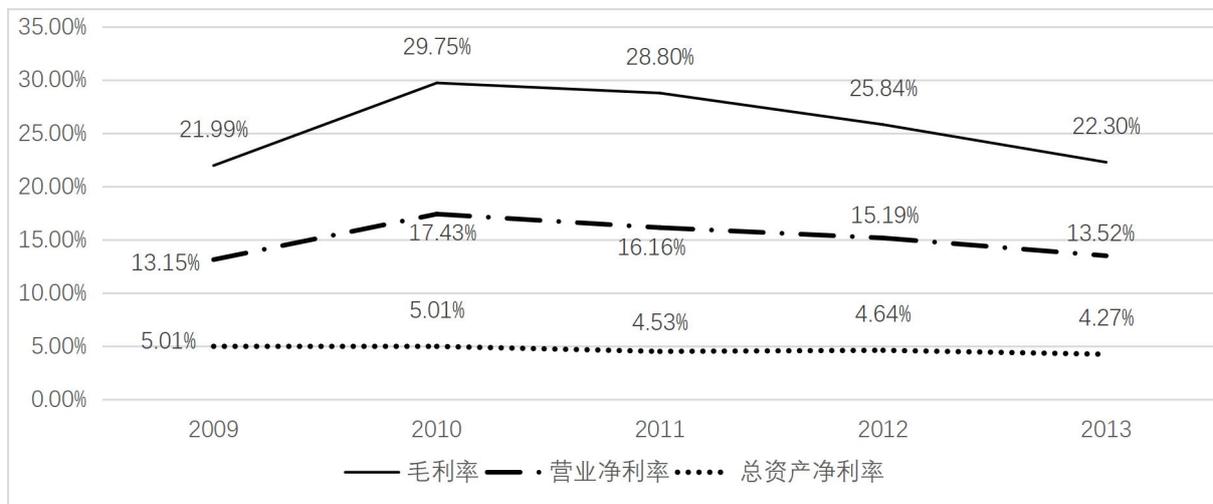
数据来源：根据万科年报整理

重资产模式让万科负债累累，一方面加大了再融资的难度，另一方面高昂的融资成本让万科的利润增长缓慢。相比之下，轻资产模式会使企业对资金的需求量降低，融资成本下降，降低企业再融资困难，降低筹资风险。

3.3.4 盈利能力下降

盈利能力是企业获取利润的能力。获取利润能力高的企业，资本增值能力强，能够吸引更多更有质量的投资者。评价盈利能力可以采用毛利率（收入与成本的差额与收入的比值，反映商品的增值，由于房地产业项目的开发、销售和结算周期较长，常用的毛利率有销售毛利率和结算毛利率，这里采用的是万科年报中披露的结算毛利率）、营业净利率、总资产净利率等指标。根据年报信息，2010-2013年间，万科的毛利率先从原来的30%左右大幅下降至21.99%，2010年恢复到29.75%，此后几年连续下跌。营业净利率的变动趋势与毛利率大致相同，而总资产净利率则处于下降趋势。

图 3.8 2009-2013 年盈利能力指标变化



数据来源：根据万科年报整理

重资产运营积累的问题导致万科大部分资金无法抽离，发展进入瓶颈期，利润率难以实现高速增长。困境中的万科需要转变运营模式，轻资产模式下可以减少资金占用，让万科有更多的活动空间，加强对研发和销售的投入，充分利用万科自身品牌和管理模式优势，寻求新的发展机会。同时，相比单一化的买地建房投资，多元化的投资也有利于分散风险。

3.4 万科的轻资产构成情况

经过三十年的发展和积累，万科已经发展成为行业龙头品牌，拥有较强大的品牌优势，同时，万科在很多方面都已经做到行业内顶级水平，这些不仅是万科的轻资产，而且是能够帮助万科顺利实现轻资产转型的基础。

3.4.1 品牌优势

万科在房地产市场拥有极佳的品牌形象，得到了消费者的充分认可。这一方面得益于万科一直以来对自身业务的专业化和精细化要求，注重客户需求，提供优质服务，形成了强大的竞争力；另一方面是由于万科非常注重企业品牌的宣传，万科曾提出一系列宣传性价值理念，有意在消费者心中塑造品牌形象。2006-2013年间，万科的品牌价值在全国房地产业一直位于前三名，在国内的市场占有率也连续9年排名第一，具体数据见表3.5、3.6。

表 3.5 万科 2006-2013 年品牌价值及排名

年份	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
品牌价值 (亿元)	48.2	91.78	120.69	119.55	155.77	210.70	246.75	262.59
排名	1	1	1	2	2	2	2	3

数据来源：中国房地产品牌价值研究报告

表 3.6 万科 2006-2013 年市场占有率及排名

年份	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
市场占有率	1.03%	1.77%	1.99%	1.43%	1.95%	2.05%	2.20%	2.14%
排名	1	1	1	1	1	1	1	1

数据来源：根据万科年报整理告

3.4.2 成熟的运营管理体系

管理体系是企业或组织为了保证生产、经营、财务等各种业务能够顺利执行而采取

的管理活动。经过多年发展，万科形成了一套成熟规范、有自己特色的管理体系：

一、决策机制科学。为保证项目选择和建设的质量，万科组织房地产项目审定委员会，项目的立项、规划、推进都要经过项目审定委员会的听证，大大保证了项目管理的高质高效；

二、质量监测机制严格。万科始终坚守质量底线，坚持专业化、精细化，对项目采取实测实量制度，例如，对墙面平整度要求很高，需经过数次反复测量，每次均合格后才算是达标，对专业的高要求、高标准保证了万科产品的高质量；

三、流程管理规范。万科从横向和纵向两个方面进行流程管理，其中横向流程管理按照项目流程分七个环节展开，纵向管理按公司的管理层级分四个层级进行，万科内部治理方面非常看重下级服从上级，这不仅有利于提高整体的工作效率，也很大程度上减少了企业内部交易成本。

四、会议管理高效。在会议管理方面，万科借鉴当时美国最大住宅开发企业帕尔迪的“七双眼睛”经验，即将项目策划划分为7个标准化关键决策，2006年在上海试点推广，经过几次改进，优化为10个，在全国范围内采用，该方式让万科在项目运营方面更加稳健高效。

3.4.3 核心技术

基于行业特点，一般房地产企业并不太重视研发，然而万科一直以来非常重视新材料、新能源、住宅优化方面的研究，为开展全方位的研究，万科建设了数个不同的研究区，供研究人员开展专业研究，研究范围包括材料、色彩、光学、布局等与健康居住的关系，经过多年的研究积累，万科形成了独特的核心技术优势。另外，万科在产品规划和保证质量方面也颇有经验，已经成为万科的一大特色优势，并深受消费者好评。万科对技术研发的重视还体现在对人才的重视方面，万科一直非常重视人才的培养，转型前，万科已经多年保持硕博以上学历员工占比超56%，专业技术人员占比超15%。

3.4.4 资本运作优势

资本运作是企业利用市场经济法则实现自身资本的增值或为企业带来效益的增长。自1991年在深交所上市后，至轻资产转型前，万科已经通过发行股票或债券、与境外银行合作、与境内银行签署授信额度的方式顺利融资超800亿元，为万科的发展提供资

金。凭借丰富的融资经验，万科在国内外资本市场上也相当活跃，拥有强大的资本运作能力。

3.5 万科的轻资战略实施过程

2014年，万科正式开始了向轻资产模式转型的进程。作为国内首批尝试轻资产转型的房地产企业，万科可借鉴参考的案例企业极少，此次转型万科也是摸着石头过河，在尝试性采取了一系列措施后，万科取得了一定的成果。

3.5.1 “小股操盘”合作开发模式

2014年，万科在2013年年报中第一次提出，将引入“小股操盘”项目开发模式。“小股操盘”模式实质上是合作双方在资源优势互补的基础上，分别负责项目中的不同部分，但又不同于以往的合作开发。例如，合作方企业投入较多资金，占比较大，万科只需要投入较少资金，减少资金占用，但合作方企业能在万科的帮助下获得更多的融资渠道；在项目进程中，万科操盘整个管理过程，为项目提供成熟先进的管理模式，并且在销售阶段利用自身品牌力量，提高产品的销售。小股操盘本质上是运用万科的品牌和管理能力来入股并主导项目的进程，而其他合作方企业不论投入多少资金，都不能主导项目的运营。从微笑曲线理论的角度来看，万科将前期的设计、项目开发、材料采购以及后期大的销售、品牌等阶段更多的掌握在自身，而将中间的项目建设部分较多的交由合作方企业实施，提高了企业盈利效率。

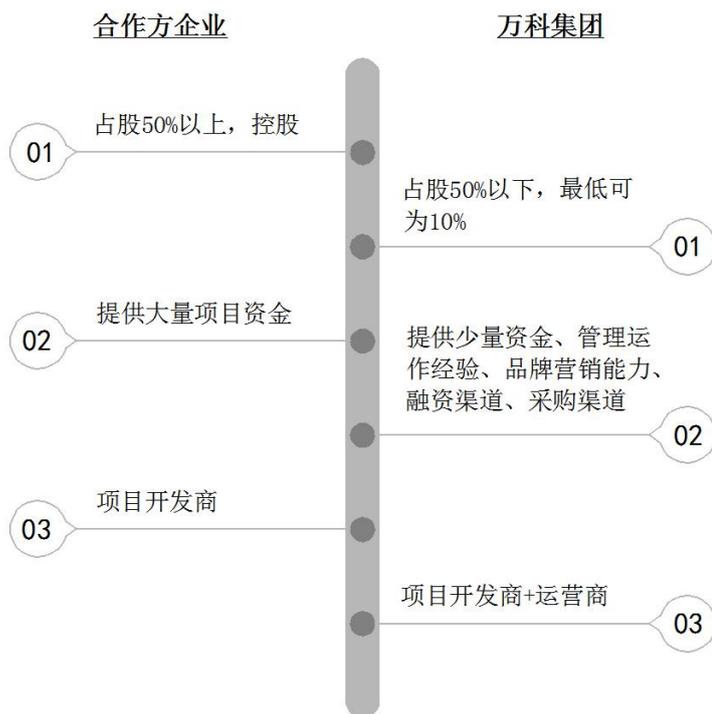


图 3.9 “小股操盘”模式

通过查询万科年报可知，2014 年之前万科几乎没有权益比 20% 以下的项目，2014 年增加到 8 个，2020 年新增的 168 个开发项目中，权益比在 50% 以下的有 68 个，占比高达 40.5%。

小股操盘模式下，万科依托自身轻资产入股项目，通过输出管理和品牌，这部分资产占用较少资金却在项目运行中起到关键作用，有利于提高万科的净资产收益率。

3.5.2 事业合伙人+项目跟投制度

“小股操盘”模式下，项目参股方相对较多，项目组成人员相对分散，项目管理人员归属感不高。万科采取事业合伙人制度，要求部分高层管理人员通过个人持股的方式成为万科的合伙人，利益一致的捆绑模式使得管理层更有主动性，决策时更谨慎周全。项目跟投制度下，项目操盘团队的主要成员必须跟投项目，普通员工可自行决定是否跟投。事业合伙人制度和项目跟投制度不仅有助于轻资产模式的高质量运行，同时也有利于保证人才队伍的稳定性。

3.5.3 发展房地产金融

万科通过即房地产信托投资基金（即 REITs）的方式筹集资金。2015 年 6 月，万科以深圳交易所为平台，推出鹏华前海万科 REITs，吸纳的社会投资资金运用于项目开发。房地产信托投资基金的方式不仅减少了万科在项目中的资金投入，同时还提高了万科的企业声誉。

2017 年，万科尝试采取新的房地产金融方式。收购印力集团后，万科通过深圳证券交易所将其挂牌抵押，并以印力未来的物业收入作为清偿本息的资金来源。

房地产金融在一定程度上缓解了万科的资金压力，用多元化融资方式将外部资金投入项目，减少资金占用，提高资金运用效率，同时还能收取基金的投资收益。

3.5.4 互联网+房地产

2013-2016 年，万科多次与国内互联网公司交流，希望可以找到互联网时代更高效的销售与管理模式，为轻资产转型助力。

在研发设计方面，利用互联网的大数据精准定位客户喜好，使研发与设计更贴近客户需求，例如，万科与百度合作开发 V-in 管理系统，为金隅万科广场客户定制个性化路线规划、提供菜单推荐服务等。

项目建设方面，万科意识到在互联网时代客户关注的不仅仅是房子本身，还包括围绕房子的一系列生活相关的服务，根据从互联网大数据获取的信息，满足消费者需求，扩大了项目范围，在一些项目中不仅建筑主要楼盘，还建设了配套的交通、医疗、物流等服务，形成了有特色的文化社区。

营销方面，万科充分利用网络互联的优势。万科以微信“分享家”平台为纽带，为每一个用户提供成为线上房产经纪人的机会，经纪人获取卖方佣金，大大提高了楼盘销售的效率；万科研发了“住这儿”APP，通过云端更便利的为业主提供物业服务，提高居住体验；2014 年，万科开拓新的“互联网+”营销方式，与淘宝开展战略合作，用户可以将淘宝消费金额，通过万科与淘宝的合作活动，对等减免购房费用，此举实现了万科、淘宝、用户的三赢。

物业服务方面，万科研发“睿服务”平台，用户足不出户就可以通过平台向物业提出服务要求，也能够及时查看物业服务相关信息，使本来就广受好评的物业服务更得人

心。

3.5.5 多元化房地产服务业务

除了发展原有的房地产业务，万科还拓展了其他业务，向多元化发展，在万科成立之初，业务类别非常广泛，涉及十个行业，后来将业务核心转移到房地产后，为了更加专业的发展房地产，万科放弃了许多业务，而为了应对行业发展瓶颈，万科将恢复多元化业务布局。

但万科新的业务布局并不是像以前一样多而杂，而是相对多元化，主要分布于房地产服务方面，逐渐从一个传统的房地产企业向房地产服务商转变。

万科物业早在 1990 年已经成立，目前已经非常成熟，采用规范化管理、专业化建设、人性化服务的发展模式，发展社区文化，深得消费者认可。万科物业将主业、副业紧密结合，利用物业服务积累的客户资源和品牌优势，发展房屋中介代理服务、物业咨询服务、物业培训服务、物业智能设计、汽车美容等副业，主副业相互补充，增加收入的同时，还优化了用户体验。

物流地产是指为物流业务提供货物存放、中转、分发的空间的地产相关业务。在物流流转过程中，物流地产可在流通、运输、配送、信息管理等多阶段提供必要的配套服务。在物流业愈加重要的今天，物流地产作为其中的重要环节，也逐渐受到重视，最直观的表现是，物流地产的资金回报率已经超过了写字楼、商铺等。万科 2014 年创立万纬物流，目前已经发展成为国内最大规模的冷链物流综合服务商，需求最旺盛的高标仓规模全国第二。根据万科 2020 年年报，万纬物流可提供的租赁建筑面积已超过千万平方米，累计管理的项目接近 150 个，全年营业收入 18.74 亿元，增长率达到 37%。经过近几年的疫情，销售行业线上线下一体化的呼声越来越高，对于 2 小时内配送的前置仓储需求也会更加旺盛，物流地产，尤其是高标仓将更加稀缺。社会责任方面，在 2020 年抗疫中，万纬物流提供了 3 个物流园作为中转监管仓，为进口冷链食品保驾护航，获得抗疫全国奖，提高了万科的企业声誉。

万科 2014 年进入长租公寓领域，其品牌“泊寓”致力于提供综合租住环境，为城市打造具有竞争力的人才居住环境，根据 2020 年报，泊寓运营管理的长租公寓近 20 万间，出租率超 95%，营业收入同比增长 72.33%。

从目前的战略定位和业务布局看，万科正努力向多元化、全方位的地产服务商转变。

4 轻资产战略转型下万科的财务风险管理

4.1 偿债风险管理

4.1.1 偿债风险的识别

偿债风险是指企业无法及时还本付息的可能性，一旦出现上述情况，企业将陷入财务困境。作为房地产企业，无论重资产模式还是轻资产模式，万科的资金需求量均处于较高水平，必然需要外部资金的支持，也就必然面临着偿债风险。

4.1.2 偿债风险的评价

本文从短期和长期两个角度评价偿债风险。

一、长期偿债风险

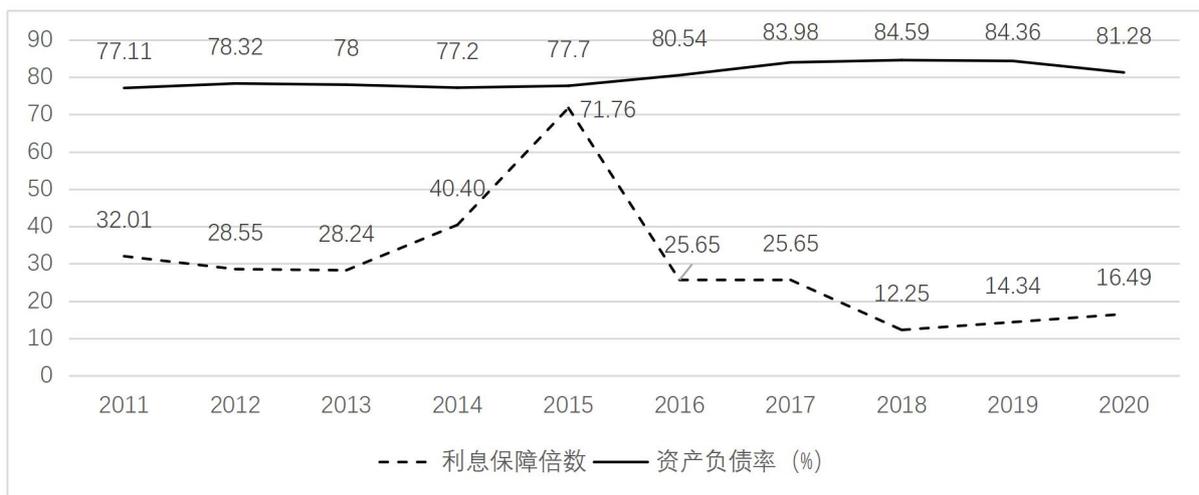
长期偿债风险常用的评价指标有资产负债率、利息保障倍，二者分别与长期偿债风险呈正比和反比，即资产负债率越低、利息保障倍数越高，则长期偿债风险越小。

根据万科最近十年的财务数据计算利息保障倍数和资产负债率，并绘制图 3.8 所示走势图，二者分别与长期偿债风险呈反比和正比。

从资产负债率的角度来看，企业的资产负债率保持在 50%左右时较为适合，考虑到房地产行业独特性，房企资产负债率普遍较高，65%是较为合理的，而万科的该指标始终高于 77%，说明万科长期偿债风险一直较高，且转型后仍整体处于上升趋势，长期偿债风险加大。

从利息保障倍数角度来看，转型前，信贷政策相对宽松，外部融资环境良好，万科的外部资金主要来源于银行借款，万科的该比率相对稳定，2014 年后，万科的利息保障倍数波动幅度较大，转型初期，由于万科加大了销售投入去库存，增加收入减少存货，利润增加，利息保障倍数随之上涨。然而，由于采用轻资产模式后，固定资产比例降低，缺少抵押物，轻资产转型带来的营运优势并不能代替其日渐下行的银行审批贷款指标，导致万科更难以从传统金融机构获得资金，偿债能力整体下降，偿债风险加大。

图 4.1 长期偿债风险评价指标



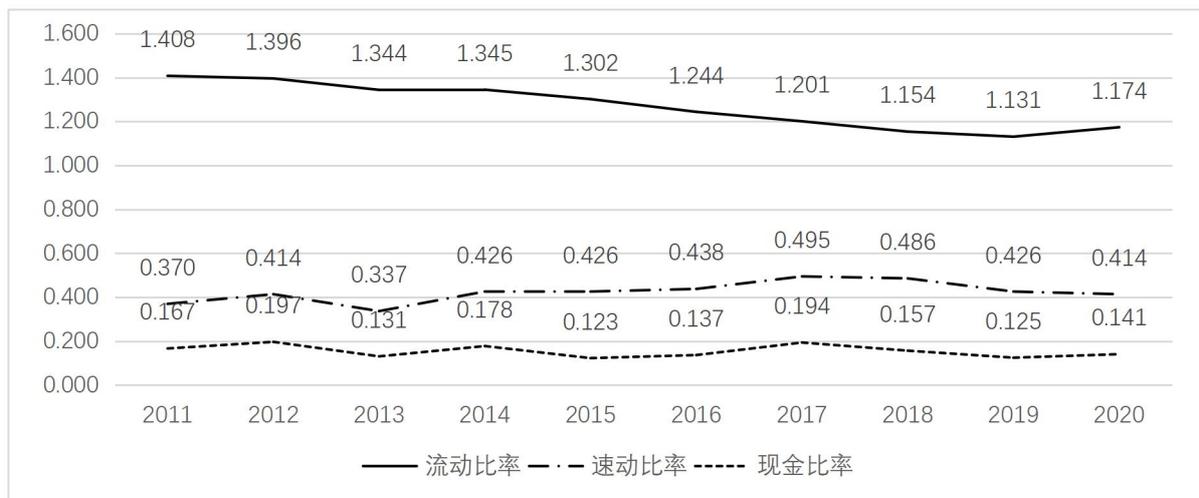
数据来源：根据万科年报整理

二、短期偿债风险

短期偿债风险能够更直观的显示企业在短期内的财务风险，图 4.2 选取最常用的三个指标评价短期偿债风险，三者均与短期偿债能力呈正相关关系。

轻资产模式下，万科采取了一系列减少投资，增加运营速度的措施，一定程度上加快了资金的流动和收回速度，然而，根据图 3.9 万科最近十年的财务数据，2014 年万科短期偿债能力有小幅上升，之后的变化并不理想。就房地产企业而言，流动比率保持在 2 较为保险，而最近十年万科的该指标始终低于 1.5，2019 年甚至下滑至 1.131，万科存在较高的短期偿债风险。

图 4.2 短期偿债风险评价指标



数据来源：根据万科年报整理

通过对长期和短期偿债风险的分析可知，转型前万科的偿债风险已经处于较高水平，

而转型实施后不仅没有缓解，反而更加严重。

4.1.3 偿债风险的控制

为应对偿债风险，将其控制在可接受的范围内，万科采取了一系列的措施：

一、拓宽筹资渠道。除了传统的银行借款外，万科尝试了更多筹资方式：（一）、利用房地产金融，入股徽商银行，利用平台优势，实施项目证券化，减少筹资的流程和费用；（二）、创新性发行房产信托，以旗下前海公馆租金为依托，发行公募型 REITs（房地产信托投资基金）；（三）、此外，万科还采取债券、中期票据、超短期融资券等方式筹集资金。丰富的筹资方式有助于万科从不同渠道募集资金，提升偿债能力，根据 2020 年年报，万科在国内信用评级机构已经连续多年信用等级为 AAA。

二、提高资产质量。万科在财务方面一直以来都采取保守稳健策略，自 2014 年起，万科开始加大计提减值。从图 5.1 可以看出，2014 年之前万科计提的资产减值损失都在亿元以下，2014 年则一举计提了近 8 亿元，此后六年间，万科计提减值损失数额都非常高，2018 年达到 23.5 亿元。万科减轻资产的做法为企业减重瘦身，有利于万科的高周转模式发展。同时万科还不断增加递延所得税资产保有量，提高资产质量。

表 4.1 万科部分报表项目金额（亿元）

年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
资产减值 损失	0.65	0.84	0.6	7.9	4.96	11.93	13.19	23.54	16.49	19.81
递延所得 税资产	23.26	30.55	35.25	40.2	51.67	71.99	96.51	157.5	234.3	275.4

数据来源：根据万科年报整理

虽然万科采取的风险管理措施有一定的效果，但目前万科的偿债风险依然很高，一方面是因为过高的财务杠杆，2020 年剔除预收款后的资产负债率为 70.4%，未达到“三道红线”标准值，2021 年中期，该指标达到 69.7%，成功跨入“绿档”，但仅比绿档标准的 70%低了 0.3%，依然较为危险；另一方面是因为万科的负债结构中短期负债占比较多，2020 年，流动负债占负债总额的 86.7%，是国内大型房地产企业中短债占比最高的企业，企业面临较大的偿债压力。根据政策趋势，未来可能对房地产企业的财务杠杆采取更加严格的限制，为应对未来的偿债风险，万科应当继续降低杠杆，尤其要减少短期负债。

4.2 盈利风险管理

4.2.1 盈利风险的识别

盈利能力是企业通过日常经营活动获取经济利益的能力，该能力因内部或外部因素的影响而产生的不确定性就是盈利风险。房地产企业运营周期长，若盈利风险过高则会严重影响企业项目的开发、销售、收款等环节的顺利进行，也会带来较严重的市场压力。在重资产模式下，万科与其它企业一样采取先融资再拿地、建设、销售的模式，销售房屋的收入要涵盖企业的各项成本费用，而近几年的行业状况不断恶化，万科所面临的去库存压力和盈利压力业不断增加，相应的盈利风险值得关注。

4.2.2 盈利风险的评价

根据房地产的行业特点，本文从外部环境和项目自身盈利水平两方面分别评价万科的盈利风险。

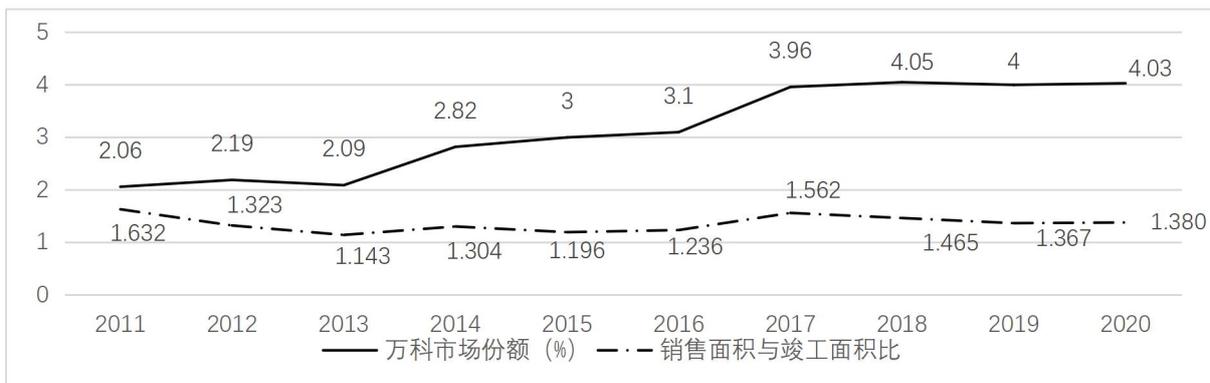
外部环境包括经济环境和政策环境。经济环境主要是指市场的供求关系以及消费者对市场的信心，目前商品房供大于求，最直接的影响就是销售的波动。政策环境的变化对企业的影响也是巨大的，根据对我国政府过去房地产政策的研究，近年来的主要政策有：一、税收政策，例如对土地增值税、房产税等的调整；二、信贷政策，例如上调存款准备金率；三、限购政策，例如通过限定户口、社保年限等方式限制购房者购房；四、土地政策，从土地资源方面限制或促进房地产业的发展；五、限制房企财务比率，例如2020年8月央行、银保监会等机构提出的“三道红线”标准，将房地产企业划分为四档，限制房地产企业的财务比率的根本目的是保障房地产行业的健康发展，避免杠杆过高带来的风险。可以看出，政策变化对房企的影响主要体现在项目开发和销售两个阶段。

根据经济环境和政策环境对房地产企业的影响阶段，本文选取市场份额、销售面积与竣工面积比两个指标评价外部环境的影响，选取市场份额评价万科在行业横向比较中的销售变化情况，销售面积与竣工面积比评价万科在自身纵向比较中的销售变化情况。

由于“房住不炒”一系列政策的逐步落实，近年来房地产市场存在一些波动，根据图4.3，万科市场份额在2011-2017年间稳步上升，并未受到外部经济环境过多影响，在“宝万之争”的影响下仍能够实现市场占有率的提升，并在2017年后趋于平稳。销售面积与竣工面积比在最近十年中整体下降，但始终大于1，说明整体上销售量大于竣

工量,根据万科公开披露的财务数据,存货占总资产比例从2011年的70.32%下降为2020年的53.6%。

图 4.3 万科市场份额及销售面积与竣工面积比变化情况



数据来源: 根据万科年报整理

表 4.2 万科存货占总资产比例变化情况

年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
存货占总资产比例 (%)	70.32	67.4	69.1	62.5	60.22	56.3	51.34	49.1	51.8	53.6

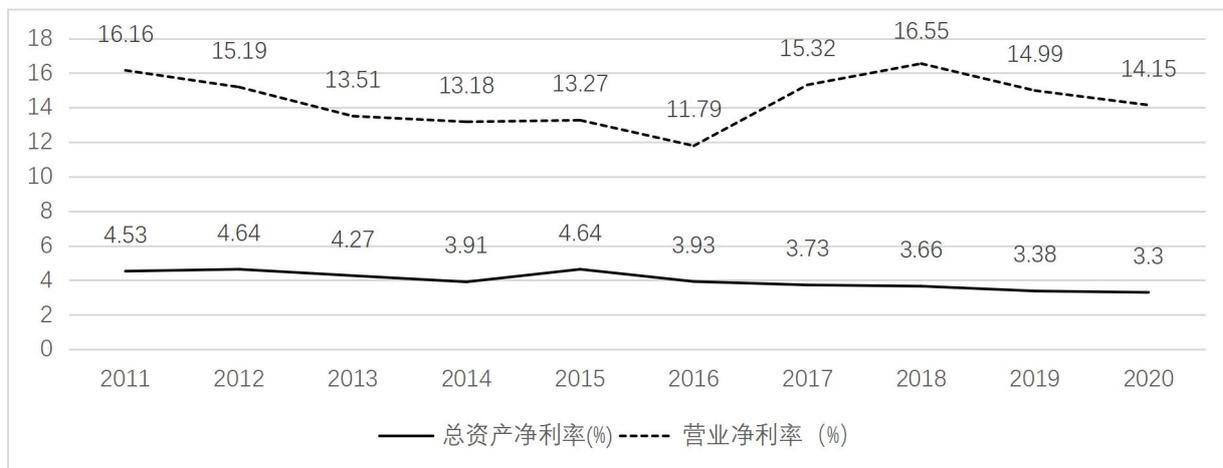
数据来源: 根据万科年报整理

市场低迷的形势短期内无法扭转,政策的步步紧逼也毫无松懈之意。万科凭借多年的稳健经营积累和轻资产模式带来的运营红利,拥有较强的抵御风险的能力,但在市场和政策都不乐观的情况下,外部环境对万科的盈利仍有很大的不利影响。

项目盈利水平方面,本文采用总资产净利率和营业净利率来评价万科的项目盈利风险变化情况。

根据图 4.4,万科近十年总资产净利率变化幅度较大,2014-2016 年转型初期,万科增加了许多利润较低的项目,且项目运行尚不熟练,使得整体利润进一步下降,营业净利率有所降低,2017 年股权大战结束后的万科相对稳定,“小股操权”等模式的运营也更加成熟,企业盈利进入增长期。2020 年,万科销售规模首次突破 7000 亿元,净资产收益率高出行业中位值 8.64 个百分点,但由于外部环境的变化,行业盈利整体下滑,万科也难以幸免。虽然万科的盈利能力在房地产行业中国仍处于前列,但从总资产净利率角度来看,指标曲线整体下降,盈利风险在增大。

图表 4.4 盈利风险评价指标



数据来源：根据万科年报整理

4.2.3 盈利风险的控制

万科采取了以下 6 项具体措施进行盈利风险的控制：

一、缩表出清，提高资产质量。日本大和房建在上世纪 90 年代房地产企业大衰退时期通过转型，大力缩表出清，最终成为为数不多存活下来的房企之一，并且取得 2000 年至 2021 年营业收入翻两番的成果。万科以日本大和房建为标杆，在其他房地产企业还在高歌猛进拿地建房时，万科已经开始坚决的缩表出清。近几年来，万科采用各种方式减少资产负债：减少拿地、加大销售、加大计提减值、增加递延所得税资产、大额偿还负债等。虽然万科的“剔除预付款的资产负债率”仍在 70% 的红线处徘徊，但金融化资产的降低提高了资产的总体质量，使万科有了更强的“安全感”。

二、发展海外业务。万科早在 2012 年就开始了海外业务的布局并循序渐进的发展。2013 年与新世界发展 (00017-HK) 共同开发 TW6 项目，2015 年股权融资 10.32 亿港元，用于拿地建房、发展物业，2019 年开始拓展英美业务。万科目前的海外项目主要分布于纽约、西雅图、旧金山、伦敦、新加坡等地。综合发展国内外业务，有助于分散风险，降低整体的市场风险和政策风险。

三、业务多元化。房地产行业发展进入瓶颈期，万科积极应对，将业务行为“收敛聚焦”，采取业务多元化发展模式，将业务拓展至房地产服务、城乡建设与生活服务方面，通过将资金投入多项业务，分散风险。万科目前的组织架构包含八个事业集团和七个事业单元，其中八个事业集团是指七大区域及物业服务集团。

四、推广 TOD 模式。TOD，即 Transit-Oriented Development，是一种力求将公共交通最大化利用的房地产开发模式，通俗来讲就是客户普遍关注的“地段”，该模式以公共交通为项目卖点，充分利用城市建设科学布局的规划，使公共交通的使用最大化，随着我国轨道交通的建设，TOD 将在城市建设中扮演越来越重要的角色。万科早在 2010 年就开始布局投入 TOD 模式，万科认为“机会来自城市的发展”，2017 年第一大股东转换为深圳地铁后，万科更加重视房地产与公共交通的紧密融合，2020 年万科又与成都轨交达成合作，将进一步拓展万科的产城融合之路。目前，万科的 TOD 项目已经遍布全国多个城市，在深圳、上海、杭州、佛山等城市的 TOD 项目成为当地 TOD 项目的综合标杆，为未来智慧城市的发展构建框架。进入新发展时代后，房地产不能再单枪匹马前行，结合城市规划，与轨道交通企业强强联手、合作共赢能够帮助万科提高楼盘的热度和销售效率。

五、重视项目可行性分析。设置投资管理部门，制定一系列集团内部的投资管理制度，坚持审慎的投资策略，科学研判，理性投资，万科有专业的评估团队，严格评估项目收益，确保项目盈利水平，降低盈利风险。

六、拓展营销渠道与策略。丰富的营销渠道：（一）、大力发展“关系营销”，鼓励业主和非业主成为“万客会”会员，通过用户体验、口碑宣传、业主推介实现销售；（二）、发展异地销售，万科项目遍布全国，将一些销售压力较大的项目进行异地销售，有助于深度挖掘客户需求，同时还可以增强品牌效应；（三）、与公共场所融合的营销渠道，例如在大型商场、超市设置专用车辆，免费接送看房，由于客流量大，不仅可以激发客户的购房欲望，还能够起到宣传推广作用；（四）、借助互联网，通过大数据分析，精准把握客户需求，提高销售成功率。灵活的营销策略：（一）、不同的阶段不同价格，项目刚开盘时定价较高，随着销售情况相应作出调整；（二）、根据位置、户型制定价格，既可以避免销售死角，还能够实现利益最大化；（三）、根据房地产销售特点，淡旺季制定不同的营销策略，旺季适当提高价格及售后服务水平，提高用户体验，淡季设置不同的促销策略，通过优惠政策促进销售。灵活的营销策略可以保证企业在不同阶段都有销售收入，维持现金流，同时可以在不停变幻的市场中变被动为主动，挖掘客户真实需求。

万科已采取的盈利风险管理措施在一定程度上保证了盈利能力，降低了盈利风险。然而，根据万科当前的业务发展状况，仍有一些方面的问题亟待解决，分为以下 2 个方面：

一、业务多元化的发展并未达到预期效果。

业务多元化是应对环境风险非常有效的手段，，万科在轻资产战略转型中非常重视业务的多元化发展，万科曾在 2014 年年报中提到了对本企业“城市配套服务商”发展规模的希冀，而根据万科年报计算归纳的各项业务的收入占比情况，这一目标恐怕难以如期实现。

表 4.3 万科各项业务营业收入占比

年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
房地产及相关业务收入占比 (%)	98.42	98.51	98.06	98.05	97.27	97.36	95.9	95.6	95.9	95.5
物业收入占比 (%)	0.8	0.83	1.09	1.36	1.52	1.77	2.93	3.29	3.5	3.7
其它业务收入占比 (%)	0.78	0.66	0.86	0.59	0.21	0.86	1.14	1.11	0.6	0.8

数据来源：根据万科年报整理

万科近年来虽然一直在进行业务多元化改革，但房地产开发仍是其核心业务，根据表 6.1 房地产及相关业务收入占营业收入的 96%左右，物业及其他业务则仅占 4%左右。一旦房地产市场产生较大波动，万科房地产开发以外的业务根本不足以为万科提供发展保障。

万科应当加大对新业务的投入和重视，分散风险，降低环境变化可能带来的财务风险。业内人士称房地产已经跳过青铜时代，直接进入黑铁时代，可见，市场对于房地产的预估是不乐观的，在这种情况下，万科有必要为自身长远发展打好基础。

疫情以来，物流业得到了进一步发展，对仓储的数量和质量需求都有所提升，但目前我国优质物流设施占比非常低，仅 5%左右，万科应抓住机遇，加大发展地产物流，大量提供目前国内市场紧缺的优质高标仓，打造万科物流地产品牌。

二、毛利率下降，增收不增利。

万科营业收入不断上升，2012 年突破千亿大关，2020 年更是达到了 4191 亿元，但整体毛利率却不断下降，2017-2019 年间有短暂上升，2020 年又下降至 22.6%，根据 2021 年第三季度报，前三季度毛利率仅为 17.5%，毛利率的进一步下跌难以避免。毛利率下跌的原因有：（一）、由于万科为了加快清库存开展了一系列优惠活动，销售费用等销售成本不断增加，而销售价格则不断下降，根据表 6.2，2020 年的销售费用是 2011 年

的 4 倍多，根据近几年已售未结的相关数据，2018-2020 年平均单价分别为 14304 元、14203 元、14194 元，在当前通货膨胀的情况下，单价的实际下降程度比数据所表现出来的更大；（二）、由于成本与销售不同期，例如，2020 年销售结算的项目大多是 2017 拿地，而 2017 年拿地均价为 7908 元/建筑平米，是最近 10 年间土地单价最高的一年，这就导致，相应项目的毛利率都不高。根据这一点，2020 年的拿地均价仅次于 2017 年，可以推算，在 2023-2024 年间，万科的毛利率也可能较低，导致盈利能力再次下降。（三）、新业务利润率偏低。由于物业、房地产物流等新业务利润率整体较房地产业务低，导致业务多元化之后万科整体利润率降低。对此，万科要重点降本增效，改善增收不增利的现状。

4.3 营运风险管理

4.3.1 营运风险的识别

营运风险是指企业对人力资本、营运机制的管理可能带来的财务风险。在人力资本方面，万科由于“万宝之争”在 2017 年经历了较大的人事变动，有可能对万科的正常运营带来一定的阻力。在营运机制方面，万科拥有较多的房地产项目，各个阶段都不可避免的面临一定的营运风险。

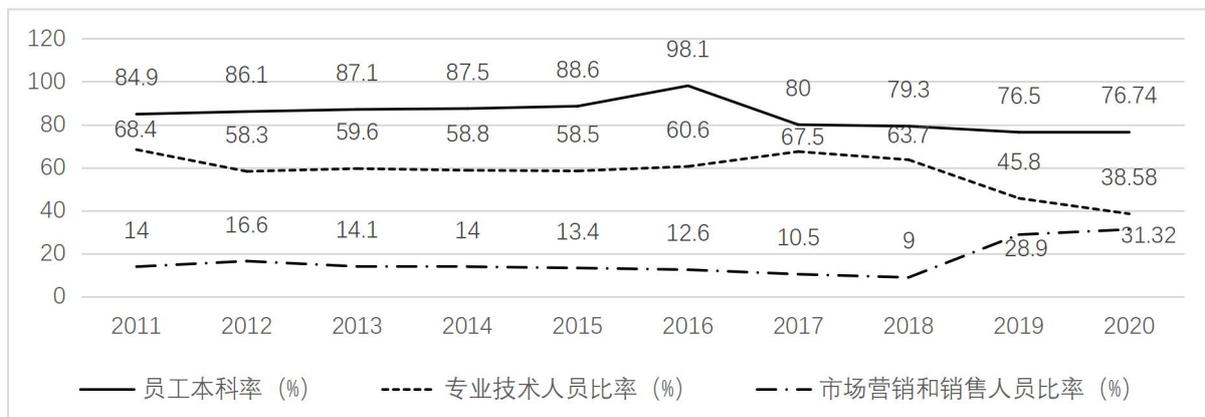
4.3.2 营运风险的评价

在人力资本管理方面，万科一直非常注重对人才的管理。好的人才管理模式能够为企业留住人才、吸引人才。本文采取员工本科率、专业技术人员比率、平均司龄三个指标来评价万科的人才管理风险。本科率反映了万科高质量、高素质人才的储备，专业技术人员比率反映了万科对以技术布局、以创新谋发展的态度，平均司龄则反映了万科现有员工对企业人才管理情况的满意程度。

从图 4.5 可以看出，万科的员工本科率较高，始终保持在 76%以上，万科的高素质人才储备非常充足。但是万科房地产系统的专业技术人员比率在最近两年大幅下降，而市场营销和销售人员的比率则在 2019 年大幅上涨，这是由于，面临巨大的资金压力，万科选择开源节流模式，增加对销售环节的投入，希望通过提高销售额的方式为企业增加血液。但是，转型轻资产模式后，万科以技术、管理模式等轻资产为依托入股项目，在

项目开发过程中万科需要为项目提供专业的技术和和管理，而专业技术人员的减少无疑会给万科带来一定的风险。

图 4.5 万科房地产系统人才情况

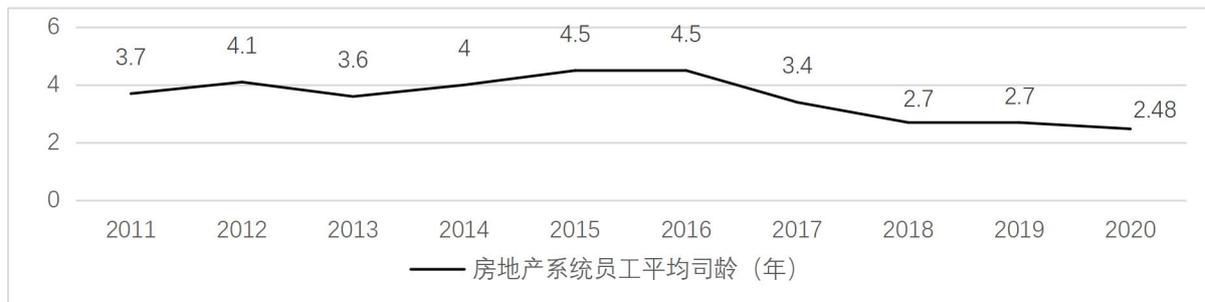


数据来源：根据万科年报整理

万科成立之初的 1984 年，人才流动并不畅通，作为国企的万科，主要通过国家的调配获得人才，改制之后，万科通过自有方式招揽、培养、使用、考核人才，在过去三十余年的发展中积累了大量的专业人才，尤其是房屋建筑方面的专业人才储备非常丰富。但是，目前万科正转型轻资产模式，业务更多元化，对于人才的要求也更加多元。

企业对员工的管理是否成功，可以从员工对企业的认可度来看。而整体员工对企业的认可度则直接体现在员工的平均司龄上。由于万科的房地产系统以外的其它系统存续年限较短，数据不完整，故本文只选取较为成熟的房地产系统员工平均司龄情况进行研究，根据图 4.6，万科房地产系统员工的平均司龄整体下滑，从 2016 年的 4.5 年到 2020 年的 2.48 年，下滑幅度高达 45%，说明万科在人才管理尤其是员工满意度方面仍有不足。

图 4.6 万科房地产系统员工平均司龄情况（单位：年）



数据来源：根据万科年报整理

在营运机制方面，营运风险主要存在于项目开发环节、销售环节和收款环节三个阶

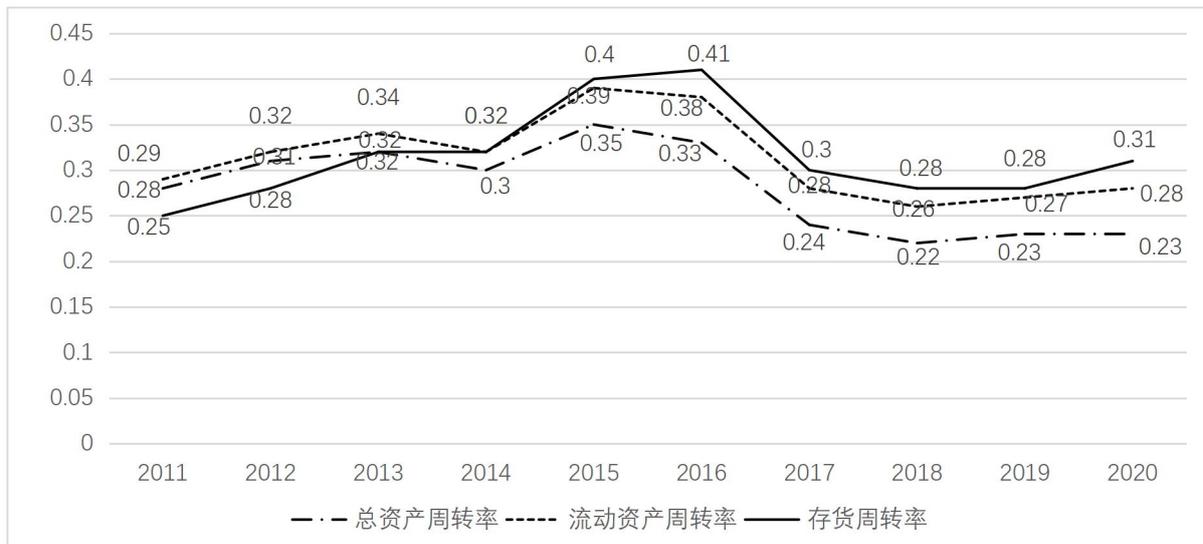
段。

项目开发环节的运营风险是指由于施工流程或劳动不熟练、材料供应不足或不及时、劳动力不足、意外情况、劳资纠纷、恶劣气候影响等导致的工程的质量、进度、成本不能按原计划进行的可能性。例如，2020年初开始肆虐，至今仍未完全消除的新冠疫情，对工程项目最直接的影响就是，可能因疫情防控影响工程进度，导致无法正常交付。在疫情常态化背景下，人员安全和工程进度都需要保证。关于项目开发环节的各项风险，由于缺乏数据统计，尚无法做出具体评价，根据以往新闻报道，万科在贵阳、济南、青岛、合肥、广州、南宁、徐州、珠海、西安等城市都曾有项目延期交房，最近几年相关报道有增无减，可见万科在项目开发环节的运营风险也不容小觑。

销售环节常用的评价指标有总资产周转率、流动资产周转率、存货周转率。根据图4.7，万科在转型前几年三项指标处于上升阶段，2014年下降，实施转型策略后短暂上升，2017年后下降。整体上，万科近几年的销售水平有所下降，相关运营风险上升，资金利用效率不高。

2014年，由于前阶段的快速发展，国内房地产市场已经供过于求，政策方面房贷和开发贷利率也有所上升，一系列原因导致房价及销售均下跌。万科意识到行业发展瓶颈并及时转型，避免了业绩大幅下滑，然而，2017年“房住不炒”调控政策密集出台、“万宝之争”导致企业内部人员调整，内外压力同时威胁万科的发展，企业销售压力也相应增大，营运风险增高

图表 4.7 销售环节运营风险评价指标



数据来源：东方财富网

收款环节选取应收账款周转率作为评价指标。根据图 4.8 数据，万科的应收账款周转速度整体提升，尤其在 2014 年以后增长速度明显提升，说明万科收款能力在提高，销售业务回款情况良好，与之相关的坏账风险和运营风险都较低。

图 4.8 收款环节运营风险评价指标



数据来源：东方财富网

总体来说，在人力资源管理方面，万科的人才储备充足，但是在新领域的开发方面，万科需要更多更高质量的人才，为新业务开疆扩土，另外，对于现有人才的管理仍需要进一步的完善和提升，提高员工满意度，留住人才；在营运机制方面，万科在收款环节运营风险较低，而项目开发环节和销售环节风险较高。

4.3.3 营运风险的控制

为将营运风格学控制在可接受范围内，万科当前采取的控制措施可分为以下五项：

一、完善的内部控制系统。经历了三十余年的发展，万科形成了一套高效的内部控制体系：风险管理由审计委员会在外部专业机构的协助下实施，通过一线部门收集有关企业的内部和外部风险影响因素，及时作出应对，有利于整体降低财务风险；2014 年开始推行项目合伙人计划和项目跟投机制，提升员工凝聚力，有助于降低项目营运风险；采取授权审批、绩效考评等控制，有助于降低偿债风险、盈利风险、营运风险。

二、信息化会计系统控制。配置方面：万科拥有独立的财务核算体系，2013 年万科建立了房地产行业第一个财务共享中心，搭建系统平台，有利于高效处理业务，同时也在一定程度上缓解了一线财务专业人员紧缺的情况，更保证了各项业务的统一标准化核算。在财务专业之外，财务共享中心还能够为万科提供基于数据和管控需要的基础服务，

进一步提升预测和应对风险的能力。制度方面：万科的核算制度全集团统一，总部制定了集团会计规范，集团各单位均按照制度规范进行会计核算，期末各单位内部自行测评，未通过内部测评的自行改正，测评通过的会计资料才会上报总部审核。

三、完善存货管理。企业为保证正常生产通常会保持一定的存货储备，这部分存货储备如果高于最佳储备量过多，将导致企业周转速度减慢、现金流紧张、企业资源调配困难；如果存货储备低于最佳储备量过多，则可能阻碍正常的生产和销售活动，甚至因违约而影响企业信誉。故而，存货量应当控制在一定的范围内，才有利于企业健康可持续发展。轻资产转型后，万科面临较大的去库存压力，所以万科加大销售投入和考核力度，结合不同地区的存货特点，采用适合的销售策略，加快存货的周转，促进营运资金的快速流转，降低运营风险。

四、开通上下沟通渠道。万科制定了一系列的规章制度，规范管理公司内部人员之间的沟通。开通了多种上下沟通的内部渠道，员工可以根据工作中的实际情况发现问题上报情况，提出优化方案，既完善企业流程，又对管理层起到监督作用。万科还设立“万科廉正”网站，收集举报信息并宣传反舞弊政策，降低人才管理风险的同时还促进了企业的健康运营。

五、管理层激励制度。万科对于管理层的激励分为两个方面，一方面是相对固定的月薪与浮动不大的年终奖，另一方面是万科特有的“经济利润奖金”。经济利润奖金的对象包括主要管理人员及业务骨干等，按照 10% 的社会平均报酬率作为衡量业绩标准，超出部分的 10% 作为管理层的经济利润奖金，若净资产收益率低于 10%，则由管理层按照低于 10% 部分的一定比例赔偿，经济利润奖金还设定了 3 年锁定期，以保证赔偿金的来源。2014 年，为保证小股操盘模式下的项目质量，万科管理层利用锁定的经济利润奖金增持公司股票，后来演变为事业合伙人制度。“绑定式”激励制度极大程度的激发了管理层及利益相关者的积极性，也促使万科管理层更注重发展质量，避免一味求快的激进策略。

总体而言，万科的营运风险管理较为全面，从 90 年代开始采取职业经理人制度，通过规章制度来管理企业，万科的管理制度细分为十二个维度，囊括了企业管理的方方面面，能够多方位降低风险。万科通过“法治”而非“人治”来管理企业，该制度的优点在于便捷高效，管理规范，是企业在一定程度上“脱管”，基于此，万科的管理制度一直以来都是诸多企业的学习标杆。

然而，多年的高效管理却在最近几年逐渐降效。最明显的表现是万科员工的平均司

龄逐年降低，企业留住人才的能力远不如从前。虽然万科的管理制度和“绑定式激励制度”在一定程度上控制了人才管理风险，但仍然存在一定问题：由于锁定期较长，而近几年管理层变动较大，导致万科对于经济利润奖金的披露不足，部分信息的公开不够透明引起员工和股东不满；管理制度设置不合理，导致三年以上老员工离职率高，高质量人才资源流失严重，员工平均司龄不断降低，人员流动性加大。对此，万科应当加强对管理层的管理，维持管理层结构和人员稳定；进一步完善管理制度，提高对老员工的待遇及奖励。

4.4 现金流风险管理

4.4.1 现金流风险的识别

现金流风险是指企业现金的流入与流出未按预计时间衔接，导致企业无法正常运转的可能性。房企对现金流的需求量比一般企业更庞大，对现金流的依赖更明显，若现金流断裂，则可能导致项目停工、信用危机甚至破产等风险，在2020年8月“三道红线”政策出台之后，对房地产企业的现金流要求更加严格，因此，万科也面临一定程度的现金流风险。

4.4.2 现金流风险的评价

本文从筹资、投资、运营三个方面评价万科的现金流风险。

筹资方面：根据表4.1数据，转型初期，筹资活动流出大于流入，说明万科偿还债务、分配股利的金额高于吸收投资的金额。2016-2018年间筹资能力回升，筹资活动现金流净额转为正值。2019年，政府出台了控制措施引导房地产企业健康发展，万科在2019、2020年分别偿还债务1007亿元和1104亿元，导致现金流减少。

投资方面：根据表4.4，近十年的投资流量几乎全为负数，尤其是2014年之后，万科业务面开始向相对多元化发展，投资项目较多，为拓展业务还收购了一些公司，导致投资活动现金流出大于流入，2019年万科才开始放缓扩张脚步，投资活动现金流净额逐渐归正。

表 4.4 万科筹资、投资活动现金流情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
筹资活动现金流净额(亿元)	8.07	1623	-20.6	-196	-51	313	553	448	-333	-325
投资活动现金流净额(亿元)	-56.5	-25	-80	-345	-210	-434	-516	-674	-286	58

数据来源：东方财富网

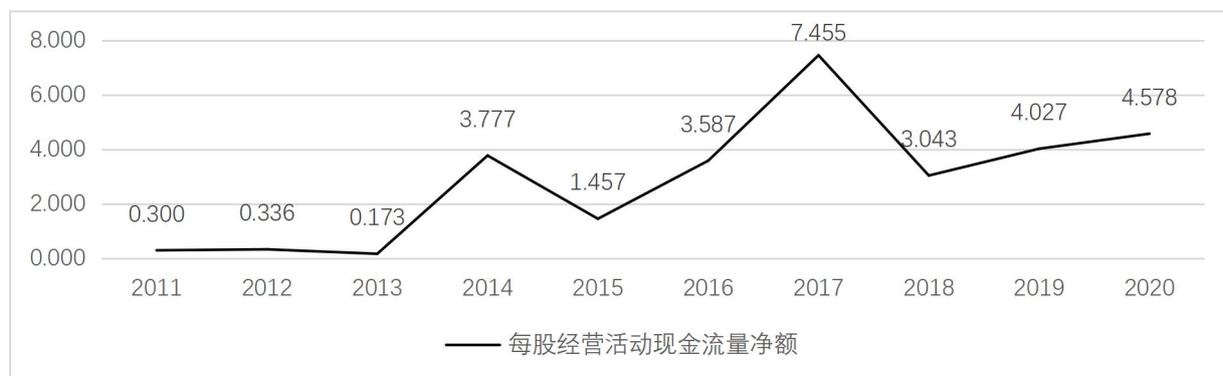
运营方面，2014 年之前，万科经营活动现金流量净额较低，2014 年转型后则一直处于较高水平，每股现金流量净额总体上涨。主要是因为轻资产转型战略实施后，一方面，万科拿地节奏放缓，更多的发展地产服务业务，此类业务的运营对资金的需求量相对较少；另一方面，万科的销售商品、提供劳务收入一直保持稳步增长，新开拓的一系列服务业务周期短，回款快，为万科提供了资金动力。

表 4.5 万科运营活动现金流情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
经营活动现金流入(亿元)	1105	1216	1757	1853	2111	3128	4123	4240	4698	5084
经营活动现金流出(亿元)	1072	1179	1738	1436	1950	2733	3299	3903	4242	4552
经营活动现金流量净额(亿元)	33	37	19	417	161	396	823	336	455	532

数据来源：东方财富网

图 4.9 万科每股经营活动现金流量净额变动情况



数据来源：根据万科年报整理

万科一直以来主张现金为王，强调稳字当头，“不过多的追求规模、速度”，即便

是 2020 年利润率下降的情况，万科仍能做到 1952 亿元的货币资金存量，从此就能看出万科对于现金流的把控非常稳妥。但是，对于一个大型房地产企业而言，万科的现金流仍不足以满足其发展需求，根据表 4.2，万科近十年的现金比率在轻资产转型后有波动，但始终低于 0.2，说明万科现金流增加的同时，流动负债也在增加，现金流风险基本与转型前持平。

4.4.3 现金流风险的控制

现金流是企业发展的命脉之一，万科主要从以下两个方面采取措施来控制现金流风险：

一、高周转模式提高资金使用效率。万科采取高周转模式，实现快速回款，降低现金流风险。万科通过组织管控、计划运营、产品策略三个角度落实高周转模式，整合资源、提升项目管理效率、缩短项目的技术决策周期和推广周期，打造标准化产品，在保证产品品质的基础上，加快项目进程，为销售和收款提供保障。

二、采取合理的分配政策。万科的资金流向主要包括偿还债务、投入生产、缴纳税款、利润分配、留存收益。其中，前三项是相对稳定的，利润分配和留存收益的分配则受到企业筹资规划的影响。一方面，由于政策对于房地产企业筹资的进一步收紧，使得房企必须降杠杆，增大自有资金保有量，另一方面，万科自身正在进行轻资产转型，这也要求万科缩表出清，提高资产质量。

根据图表 4.6，转型之初，万科股利支付率较高，后为了增加现金流减少了股利支付，将更多的资金留在企业，从 2016 年开始逐步降低股利分配率，减少利润分配，增加提取盈余公积比率，增加留存收益，在保证充沛现金流的基础上有控制的分配股利。

表 4.6 万科历年股利支付情况

年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
每 10 股派现 (元, 含税)	1.3	1.8	4.1	5	7.2	7.9	9	10.45	10.17	12.5
股利支付率 (%)	14.85	15.8	29.9	35.1	43.9	41.48	35.42	34.97	30.38	34.98
提取盈余公 积 (%)	70	60	40	50	20	35	25	50	65	65

数据来源：根据万科年报整理

总体来说，万科在现金流管理方面的措施较为充分，并不存在较大的管理问题。考虑到行业形势不断恶化，建议万科继续加大现金流的持有量，以防范不可预知的风险。

5 结论与启示

5.1 研究结论

通过前述一系列分析，万科的财务风险整体上有所降低，但也并不乐观，具体情况如下：

偿债风险：长期和短期的偿债风险都有所增加，万科需要进一步降低杠杆，持续缩表出清，提高资产质量，利用自身价值链优势减少有息负债，同时多采用新的融资渠道。

盈利风险：盈利风险增加，外部环境方面，市场已经回归理智，同时政府政策不松懈，新冠疫情尚不稳定，不确定性因素较多，对此，万科要注重房地产以外业务的拓展，加快推进多元化，分散风险；内部项目盈利方面，盈利水平降低，面临着成本上涨而单价逐步下降的趋势，对此，万科要降本增效，加大销售。

营运风险：内部人才管理方面，万科人才储备充足，但专业技术人员占比下降，对项目设计及施工的质量保证有负面影响，另外员工平均司龄逐年降低，反映员工对企业的满意度在下降，企业应当提高和完善对员工的管理。项目营运方面，项目开发环节风险增加，对此要减少拿地，做好安全施工和防疫教育，关注防疫管控，保证工期；销售环节风险与转型前持平，风险依然较高，应进一步加大销售；收款环节风险与转型前持平，仍处于较低水平，保持现有收款模式即可。

现金流风险：现金流风险与转型前持平，万科现金流相对充沛，但当前处于行业瓶颈期，市场及政策环境都相对恶劣，对于大型房企而言仍有不足，需要进一步增加现金持有量或提高现金流的质量，为日后可能的风险做好充足准备。

通过对万科案例的研究，可以看出，在转型初期万科的财务风险整体下降幅度较大，近几年有的风险能维持在较低水平或仍处于下降中，而有的风险则有上升趋势，通过分析，作者认为可能的原因有：（1）轻资产模式经过一定时期的发展后，也可能积累一些积重难返的问题，比如过分强调轻资产而导致企业资产结构头重脚轻、部分新融资渠道的融资成本较传统融成本资高、持续加强销售导致员工工作压力加大、责任过分下压导致项目相关责任人离职等；（2）市场降温、政策趋紧、新冠疫情等外部环境对行业的影响较大。

5.2 研究启示

总体而言，目前轻资产转型对于房企而言较为有效，是行业发展的大趋势，但是，轻资产模式并不是“万能钥匙”，万科一直以来实行稳健的发展策略，形成了较强的抗风险能力，尽管如此万科仍然面临较高的财务风险。对于其他房地产企业——尤其是中小房地产企业和财务杠杆较高的大型房地产企业而言，形势更加不容乐观。通过对万科轻资产转型案例的财务风险管理情况的了解和研究，对于其它将要转型的房企，提出以下几点建议：

5.2.1 稳健保发展：去杠杆、保持现金流

房地产行业的杠杆率高，项目周期长，极易因资金链断裂而导致财务困境。在当前外部环境恶化，行业瓶颈的时期，尤其应当去杠杆、抓现金，增强抵御风险的能力。

万科之所以能够在行业瓶颈期仍保持较为稳定的发展，正是由于一直以来坚持控制杠杆、保持高现金流的稳健策略。而恒大则是很典型的反面案例，一味追求企业规模、不断加大杠杆，导致现金流不足直至断裂，2021年，在面对下降的市场购买力和“三道红线”政策时，恒大再难实施有效的自救策略。

所以，特殊时期的房地产企业必须加大力度去杠杆、提高现金流，以提高应对相关风险的能力，顺利度过难关。

5.2.2 根据自身实际情况落实多元化

房地产的多元化最早开始于2010年，根据克尔瑞统计，在top100的房企中，几乎都在发展多元化业务，占比高达97%，但时至今日，多数仍以房地产开发为主，新业务占比低下且发展缓慢。实际上，多元化的发展缓慢是房地产企业普遍面临的问题，房地产行业利润率相对其它行业较高，这让股东和管理层难以割舍房地产业务。目前，房地产企业中去地产化最彻底的是万达，几乎已经从房地产行业全身而退，相应的商业、影视、体育等产业发展繁荣，这很大程度上得益于万达的主营业务本身就广泛、多元且易于融合，而其它多数房地产企业的业务则相对单一，心有余而力不足，多元化只能是“说说而已”。

当然，多元化策略的实施要根据自身实际情况，若一味追求多元化，导致企业整体

利润率过快降低，反而不利于长期发展。房地产企业必须认识到，房地产业务的利润率整体下滑是必然趋势，房企应尽早找到应对策略，不一味贪恋高利润率，而要把企业的可持续性发展、业务质量、客户需求放在第一位。

5.2.3 借助互联网拓展业务

万科将业务与互联网相结合，扩展了企业的业务面和业务量。传统行业与互联网的融合是新趋势，不仅能够拓宽企业的业务，也能增加企业的活力，使企业更贴近客户、了解客户、了解行业发展，打造更全面的业务模式，为企业自身发展提供助力。房地产企业在轻资产在转型的过程中，若能够借力互联网，将发挥出更大的潜力。

5.2.4 负责人与项目绑定，保证质量

工程质量是房地产企业的核心竞争力，应当被放在最重要的位置。而在轻资产模式下，企业会有较多的合作开发项目，参与人员较多，难免责任不清，导致项目质量不能完全保证。企业可以借鉴万科的事业合伙人及项目跟投机制，将项目与负责人绑定，这会在一定程度上保证项目的质量，保持企业的竞争力，同时，也有利于行业的健康发展。

参考文献

- [1] Camarina-Matos L.M,Afsarmanesh H, Garita C,Lima C.Lima C.Towards an architecture for virtual enterprises [J].Journal of Intelligent Manufacturing,1998(2):189-199.
- [2] Christopher J,Clarke.Suvir Varma. Strategic risk management the new competitive edge[J].Long Range Planning,2002(4):414-424.
- [3] Dilek S. Impact of estate agents on market and the relationship with experience [J].Business & Economic Horizons, 2014(10):94-106.
- [4] GeorGINANA Surdu. The Internationalization Process and the Asset Light Approach [J]. Romanian Economic Business Review,2011(6):184-188.
- [5] James C.Can Horn,John M,Wachowicz Jr, Fundamental Management[J].Journal of Finance,2001:65-97.
- [6] Johnson MW,Christensen C M,Kagermann H.Reinventing your business model [J].Asian Business & Management,2012(5):”615-649.
- [7] Kang D.Cross-border expansion strategy of U.S.real estate development firms: entry and operation models in Brazil [J]. Massachusetts Institute of Technology,2013(5):57-67.
- [8] Ross S M.Corporate Finance[M].北京：机械出版社.2009.
- [9] Wernerfelt. B. A Resource-Besed View of the Firm [J]. Strategic Management Journal, 1984, 5(2):171-180.
- [10]William C Wheaten,Raymond G Torto,CRE Petros S. Sicitanides and etc. Real Estate Risk: A Forward Looking Approach[J].Torto Wheaten earch,2001(2):1-35.
- [11]Zhang M L,Yang W P.Fuzzy comprehensive evaluation method applied in the estate investment risks research[J].Physics Procedia,2012(24):1815-1821.
- [12]白仁春.轻资产运营策略的借鉴意义[J].商业经济研究, 2004 (35) : 20-21.
- [13]鲍盛祥;夏高杰.海尔集团轻资产运营策略分析[J].财政监督, 2011, (17) : 62-63.
- [14]蔡河山.浅谈投资性房地产财务风险的分析[J].现代商业, 2008, (15) : 219+218.
- [15]陈丽萍;王冠.轻资产运营模式下企业风险防范策略研究[J].商业经济, 2013, (19) : 58-59+114.
- [16]陈方勇.房地产“轻资产”的四种模式选择[J].中国房地产, 2016, (05) : 44-45.

- [17]程芳.轻资产公司界定[J].全国商情,2016,(21):93-94.
- [18]戴谢尔;代明.轻资产运营“轻”在哪里[J].特区经济,2008,(09):120-121.
- [19]丁常清.“轻资产”开发模式引发的思考[J].城市开发,2008,(03):63-64.
- [20]高静.浅谈关于财务管理的房地产企业资产运营模式转型分析[J].财经界,2017,(09):95-96.
- [21]何瑛,胡月.戴尔公司基于轻资产盈利模式的价值创造与管理分析[J].财务与会计,2016(7):3.7-40.
- [22]姜淑芬.房地产财务管理风险防范与控制[J].时代金融,2013,(20):175.
- [23]金琳.商业地产转型发展模式分析[J].商场现代化,2018,(20):178-179.
- [24]李延凤.地产商业新模式——轻资产[J].商场现代化,2012,(11):45.
- [25]李磷.发行证券企业的财务风险评价问题[J].沈阳工业大学学报,1998,(S1):.
- [26]刘闲月;林峰;孙锐.企业轻资产商业模式的内涵、动因及运营中的战略能力[J].中国流通经济,2012,26(05):72-77.
- [27]刘亚萍;史可寒.轻资产化能提升旅游企业盈利能力吗?[J].经济与管理评论,2021,37(06):138-151.
- [28]罗拥华;李一凡.轻资产公司融资结构对研发投入的影响——基于QCA的实证分析[J].会计之友,2021,(18):91-96.
- [29]苗壮;金辉;卜建.轻资产运营模式的战略成本动因分析[J].市场周刊(管理探索),2005,(04):8-10.
- [30]郁慕湛.万万携手,房地产商开启轻资产化新征程[N].上海证券报,2015(5):7.
- [31]潘晓波.浅析基于财务报告的企业风险评价方法[J].现代经济(现代物业下半月刊),2008,(S1):132+136.
- [32]戚英华.轻资产运营模式下的企业财务战略——以小米手机为例[J].财会通讯,2017,(08):58-62.
- [33]戚家勇;蔡永斌.房地产上市公司财务风险评价研究[J].财会通讯,2018,(26):114-118.
- [34]钱雪松;李晓阳.委托贷款操作机理与金融风险防范:源自2004~2013年上市公司公告数据[J].改革,2013,(10):125-134.
- [35]钱忠华.公司治理与企业财务困境——基于股权结构角度的实证分析[J].经济与管理研究,2009,(05):80-86.
- [36]史永东;郭子增;王龔.从重资产到轻资产:商业模式转型对银行绩效的影响——基于

- 我国上市银行的研究[J].商业研究,2019,(07):77-83.
- [37]汤谷良,张茹.财务战略驱动企业盈利模式—美国苹果公司的轻资产运营模式案例研究[J].会计研究,2012(11):23-32.
- [38]田宇润.经济转型背景下轻资产运营对商贸企业绩效的影响研究[J].商业经济研究,2021,(21):119-122.
- [39]仝中燕.铁狮门:擅长“小股操盘”的轻资产模式[J].城市开发,2015,(06):34-36.
- [40]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,(06):108-121.
- [41]王苑琢;王竹泉;孙莹;孙建强;杜媛.中国上市公司资本效率与财务风险调查:2016[J].会计研究,2017,(12):66-72+97.
- [42]王爽.我国文化旅游产业的转型路径研究——基于媒介生态变革的视角[J].山东大学学报(哲学社会科学版),2021,(06):54-61.
- [43]王双.房地产财务风险管理的问题及对策[J].绿色财会,2011,(08):21-22.
- [44]王冬梅;胡占;游朝阳.暴风集团轻资产转型的财务风险评价[J].管理评论,2018,(07):245-259.
- [45]魏仁华.浅谈投资性房地产财务风险的分析[J].现代商业,2010,(27):241-242.
- [46]谢莉娟;王诗杼.国有企业应该转向轻资产运营吗——工业和流通业的比较实证分析[J].财贸经济,2018,(02):118-135.
- [47]熊小刚.我国企业集团财务风险管理存在的问题及对策[J].山东社会科学,2013,(02):186-188+181.
- [48]解继超;邓晓盈;朱海涛.基于 SVM 的房地产财务决策风险预测及敏感性分析[J].价值工程,2014,33(29):189-190.
- [49]严碧红;马广奇.基于 Z-Score 模型的我国房地产业上市公司财务风险的实证分析[J].财务与金融,2011,(05):37-41.
- [50]尹明华.实现可持续发展的战略选择与路径——解放日报报业集团探索用轻资产实现非线性增长[J].中国记者,2007,(01):4-6.
- [51]宛秀芳.房地产财务管理风险防范及控制[J].财经界,2015,(27):299.
- [52]于新花.企业财务风险管理与控制策略[J].会计之友(中旬刊),2009,(02):23-24.
- [53]詹雷;王瑶瑶.管理层激励、过度投资与企业价值[J].南开管理评论,2013,16(03):36-46
- [54]张京洲;鲁瑶.企业轻资产运营发展战略探讨[J].中外企业家,2009,(12):201+203.

- [55]张良;敖治平;林锋;赵军;敖宗华;刘联强;尹波.白酒企业“轻资产”式增长研究[J].酿酒科技,2013,(10):1-4.
- [56]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.
- [57]张尧庭.连接函数(copula)技术与金融风险分析[J].统计研究, 2001, (04): 48-51.
- [58]张友棠;黄阳.基于行业环境风险识别的企业财务预警控制系统研究[J].会计研究, 2011, (03):41-48+95.
- [59]张继德;郑丽娜.集团企业财务风险管理框架探讨[J].会计研究, 2012, (12): 50-54+95.
- [60]张煌强.房地产企业财务风险评价研究[J].广西社会科学, 2015, (07): 81-85.
- [61]周翔宇.黄立冲: 轻资产与重资产的选择需因地制宜[N].中国房地产报, 2014-11-17.B01.

致 谢

三年的研究生生涯是我人生中非常重要的一段经历，本科毕业多年后再次踏入校园，并遇到了敬爱的老师们和朝气蓬勃的同学们，这三年里我再次感受到了知识的宝贵和年轻的活力，感受到了为梦想而努力奋斗的畅快。

首先，由衷的感谢我的恩师李希富老师（教授）和校外导师李贵义老师（中国银行，高级经济师），两位老师学识渊博，待人温和，在论文的选题、撰写和不断的打磨修改过程中给予了诸多帮助，一遍遍的指导和纠错，让我感受到了老师们的严谨和认真，他们丰富的实践经验和谆谆教导激励着我，我将永远铭记老师们的鼓励和教诲，在以后的学习和工作中知学上进、努力进取。

其次，我要感谢兰州财经大学给我提供了一个系统学习知识的平台，在这三年里，我汲取了大量专业知识，身边的老师同学也都很友好，他们给予我太多关心帮助，我永远不会忘记我们曾一起度过的美好时光。汗水和泪水灌溉人生路上的风景，是我的伙伴们让我的研究生生涯如此丰富多彩、终生难忘。

最后，我要感谢我的家人。感谢我的父母无条件支持我完成研究生学业；感谢我的爱人（我家酸酸哥）的多次鼓励；感谢我家孩子二豆同志的乖巧听话；感谢家里的几位小成员，两只小仓鼠大傻子和小机灵，以及来到我家三年的泥鳅们，在我忙碌的时光里，它们替我分散了不少孩子的注意力，是孩子最好的玩伴。是家人无私的爱和付出让我在这条路上走得更加坚定、更加踏实，也充满了感恩，有了他们做我的坚强后盾，我才能安心学习。

繁星点点，我遇到的都是最闪亮的；路长漫漫，我走过的都是最温馨的；时光悠悠，我度过的都是最幸福的。怀着一颗感恩的心，我将踏上新的征途，无论前路如何坎坷，我都将保持乐观、包容的心迎接自己接下来的人生，祝福我们所有人。