

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 基于 EVA/SGR 矩阵模型的企业
融资策略研究——以融创中国为例

研究生姓名: 郑乔艺

指导教师姓名、职称: 王宁郎 副教授 罗文宝 高级会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 企业理财与税务筹划

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： 郑齐艺 签字日期： 2022.6.1

导师签名： 王方印 签字日期： 2022.6.5

导师(校外)签名： 罗文宝 签字日期： 2022.6.6

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： 郑齐艺 签字日期： 2022.6.1

导师签名： 王方印 签字日期： 2022.6.5

导师(校外)签名： 罗文宝 签字日期： 2022.6.6

Research on enterprise financing Strategy based on EVA/SGR matrix model: A case study of Sunac China

Candidate : Zheng Qiaoyi

Supervisor: Wang Ninglang Luo Wenbao

摘 要

近年来，“房住不炒”指导思想的确立，带动了房地产行业结构性重大调整。在宏观政策变化、国内监管趋严的情况下，打破发展僵局，寻求新的业绩增长点显得尤为重要。但由于房地产业体量大，从拿地到开发建设再到最后的销售，整个一轮周期长，导致资金回款慢，加之政府对房地产金融市场的调控力度大、土地政策收紧，监管趋严，使得很多房地产企业资金压力大，进入还债高峰期，陷入前所未有的财务困境。为了纾困解难，房地产企业寻求多元化的融资渠道、优化其融资结构，降低融资成本。例如目前很多企业为了回笼资金，采用了私募股权、房地产信托资金、分拆服务上市等举措。制定更能规避风险的融资策略，是保证企业正常运转、转型升级的基础。

在此背景下，本文首先探究了融资策略与经济增加值和可持续增长率之间的关系，并构建以经济增加值与可持续增长率为二维目标的 EVA/SGR 矩阵模型。选取房地产行业上市公司融创中国为研究对象，根据企业 2016 年-2020 年的财务数据分别计算出经济增加值与可持续增长率，最终将数据定位在矩阵模型的四个象限中，评估现有的融资策略，并比较是否与模型的内涵相契合。通过计算得出，数据最终分布在第一象限、第二象限与第四象限中，本文着重对这三个象限中的融资策略进行深入分析。

通过对融创中国 2016 年-2020 年的融资策略分析发现，企业的选择与模型的内涵基本相符，EVA/SGR 矩阵模型可以评估企业是否创造了价值，并且判断现金流是否短缺，各个象限都涵盖了企业不同发展阶段融资策略的选择，对指导企业融资活动具有参考意义。

关键词：经济增加值 可持续增长率 EVA/SGR 矩阵模型 融资策略

Abstract

In recent years, the establishment of the guiding ideology of "housing, not speculating" has driven major structural adjustments in the real estate industry. In the context of macro policy changes and stricter domestic supervision, it is particularly important to break the development deadlock and seek new performance growth points. However, due to the large scale of the real estate industry, from land acquisition to development and construction to final sales, the entire cycle is long, resulting in slow fund collection, coupled with the government's strong regulation of the real estate financial market, tightened land policies, and regulatory trends. Strict, making many real estate companies under great financial pressure, entering the peak period of debt repayment, and falling into unprecedented financial difficulties. In order to relieve difficulties, real estate companies seek diversified financing channels, optimize their financing structures, and reduce financing costs. For example, in order to withdraw funds, many companies have adopted measures such as private equity, real estate trust funds, spin-off services and listing. Formulating a financing strategy that can avoid risks is the basis for ensuring the normal operation, transformation and upgrading of enterprises.

In this context, this paper firstly explores the relationship between financing strategy and economic added value and sustainable growth rate,

and constructs an EVA/SGR matrix model with economic added value and sustainable growth rate as two-dimensional goals. Select Sunac China, a listed company in the real estate industry, as the research object, calculate the economic added value and sustainable growth rate according to the financial data of the company from 2016 to 2020, and finally locate the data in the four quadrants of the matrix model to evaluate the current situation. Some financing strategies, and compare whether they are consistent with the connotation of the model, and provide suggestions that can help Sunac China optimize its financing structure. Through calculation, the data is finally distributed in the first quadrant, the second quadrant and the fourth quadrant. This paper focuses on the in-depth analysis of the financing strategies in these three quadrants.

Through the analysis of Sunac China's financing strategy from 2016 to 2020, it is found that the choice of the company is basically consistent with the connotation of the model. The EVA/SGR matrix model can evaluate whether the company has created value and judge whether there is a shortage of cash flow. All quadrants are covered. The choice of financing strategies in different development stages of enterprises has reference significance for guiding the financing activities of enterprises.

Keywords: Economic value added Sustainable growth rate EVA/SGR matrix model Financing strategy

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景及意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	2
1.2 国内外文献综述.....	2
1.2.1 房地产企业融资策略研究综述.....	2
1.2.2 经济增加值文献综述.....	3
1.2.3 可持续增长率文献综述.....	4
1.2.4 EVA/SGR 矩阵模型下企业融资文献综述.....	6
1.2.5 文献述评.....	7
1.3 研究思路及研究方法.....	7
1.3.1 研究思路	7
1.3.2 研究方法	10
2 相关理论概述	11
2.1 融资及其策略.....	11
2.2 经济增加值与融资策略.....	12
2.2.1 经济增加值相关理论.....	12
2.2.2 经济增加值与融资策略的相关性.....	13
2.3 可持续增长率与融资策略.....	13
2.3.1 可持续增长率相关理论.....	13
2.3.2 可持续增长率与融资策略的相关性.....	15
2.4 EVA/SGR 矩阵与融资策略.....	16
2.4.1 EVA/SGR 矩阵模型.....	16
2.4.2 EVA/SGR 矩阵下融资策略的选择.....	17
3 融创中国背景介绍及其融资行为状况分析	21
3.1 房地产企业融资现状.....	21
3.1.1 资金需求量大.....	21

3.1.2 融资方式单一.....	22
3.1.3 资产负债率高.....	22
3.2 融创中国背景介绍.....	23
3.2.1 融创中国企业简介.....	23
3.2.2 融创中国经营状况.....	24
3.3 融创中国融资现状分析.....	27
3.3.1 外源融资现状.....	27
3.3.2 内源融资现状.....	31
4 融创中国 EVA/SGR 矩阵模型构建与融资策略分析.....	33
4.1 融创中国经济增加值测算与分析.....	33
4.1.1 税后净营业利润.....	33
4.1.2 资本成本总额.....	34
4.1.3 加权资本成本率.....	35
4.2 融创中国可持续增长率测算与分析.....	36
4.2.1 销售净利率分析.....	36
4.2.2 总资产周转率分析.....	36
4.2.3 留存收益率分析.....	37
4.2.4 权益乘数分析.....	37
4.2.5 可持续增长率分析.....	38
4.3 融创中国 EVA/SGR 矩阵模型构建.....	39
4.4 融创中国 EVA/SGR 矩阵模型下的融资策略分析.....	40
4.4.1 价值减损现金短缺象限的融资策略分析.....	41
4.4.2 价值创造现金短缺象限的融资策略分析.....	42
4.4.3 价值创造现金剩余象限的融资策略分析.....	43
4.4.4 融创中国融资策略总体评价.....	44
5 融创中国融资策略启示.....	46
5.1 合理利用权益融资和内源融资.....	46
5.2 建立多元化融资模式.....	46
5.3 合理控制发展速度.....	47

6 结论与展望	49
6.1 研究结论.....	49
5.3 研究不足与展望.....	49
参考文献	51
后记	56

1 绪论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

房地产行业是国民经济的发展主导力量，也是一个城市的基础性产业，不仅影响民生和基本生产，对国民经济中的其他行业也有很强的带动作用。当前，我国房地产市场当前处于深度调整期，政府在之前的调控的基础上不断深化和调整。房地产行业受到监管政策和国家经济发展的较强影响。政策的变化和经济发展的不稳定都将给企业带来巨大的经济危机。由于 2019 年房企融资端政策明显收紧，房地产企业普遍面临资金压力大，资金短缺的境遇，纷纷压低项目价格以恢复现金流。2020 年在“房住不炒”政策主基调下，中央政府特别重视房地产行业的金融风险，不将房地产作为短期推动国民经济提升的手段，以此来稳定房地产市场。

2020 年 8 月以来，有关部门先后推出“三道红线”、“贷款集中管理”、“土地集中出入”等政策，分别从融资端和供给端对房地产行业进行调控。2020 年 8 月，为了抑制房地产企业有息债务规模的扩大，央行与住建部协同其他部门历时两年的时间，推出“三道红线”政策。2021 年 1 月，人行和银保监会发布《住房贷款集中管理制度》，对住房贷款实行集中管理，旨在让更多贷款流入实体经济，化解金融领域的贷款风险。受国家接连出台政策影响，大型房企更加关注杠杆和现金流，并采取相应措施降低负债率，调整资本结构，以达到三条红线要求。

高杠杆和高周转是房地产企业最显著的特征，这使得房地产企业的融资需求巨大。目前，主要的融资渠道包括商业银行贷款、发行债券和股票、境外房地产投资基金等，资金流动渠道较为单一，银行征信体系承载着大量房地产领域的资金风险。新金融监管下，前期加杠杆、盲目征地扩张的房地产企业运营模式不再适用，房地产业要由粗放型发展向精细化发展转变。房地产企业要根据自身的发展模式，不断调整各种经营策略，其中最为关键的一项是融资战略。融资环境恶

化与资金需求旺盛的矛盾愈演愈烈，风险逐步累积，所以选择适合企业发展规律的融资策略将有助于企业走的更长远。

融创中国作为激进式扩张房地产企业的典型代表，其通过管理层出色的战略把控及行业领先的收并购能力实现持续快速扩张，跨越式成长为房地产开发龙头企业，但与此同时，由于过去高杠杆、高周转的策略导致融创中国连踩中“三道红线”。融创在 2020 年采取相应的举措用于降低自身的负债率并调整自身债务结构以符合三道红线要求，达到“三道红线”的调控标准。

1.1.2 研究意义

房地产行业资金占用较大，并伴随着融资端的监管高压愈演愈烈，过去依靠外部杠杆驱动的模式一去不复返，融资已经成为制约房地产企业成长的关键因素，而对于融资策略的选择，则直接关系到企业能否保持稳定可持续的发展。房地产处于不同的发展周期，其经营战略也会有所不同。因此公司管理层更需要适时的采取相应的融资策略。

经济增加值（EVA）是用来评价企业资金使用效率的，而可持续增长率（SGR）则是用来评判企业是否能够可持续稳定的发展。只有利润高于资本成本，才能实现增值，只有以可持续增长为目标，才能保证公司的持续健康运营。因此，整合经济增加值理论、可持续增长理论与融资策略的研究是很必要的，既可以丰富研究的理论基础，又可以应用于实际，为企业科学合理发展指明方向。通过对相关财务数据进行整合分析，做出更适合企业的融资策略。

本文选择融创中国作为案例研究对象，通过构建 EVA/SGR 矩阵模型，来评析现有的融资策略，对比是否与模型相契合，对差异进行分析，帮助企业寻求适合的融资方式和融资组合，也为以后企业的融资策略提供建议。

1.2 国内外文献综述

1.2.1 房地产企业融资策略研究综述

1.2.1.1 国外研究现状

1997 年，Stevenson 和 Jackson 两位学者利用数据模型，对美国房地产行

业的发展规律及投资风险进行了深入分析,认为美国房地产行业的主要资金来源是储蓄贷款,储蓄贷款的特点在于筹集的资金有限且资金成本较高。在《房地产金融与投资》一书中,美国学者 Brueggeman 和 Fisher (2009) 详细介绍了房地产行业投资活动和筹资活动,并全方位的阐述了房地产企业的金融风险,分别对住宅性地产和收益性地产进行投融资财务分析,发现社会政策和法律法规对不同的房地产项目的融资具有不一样的制约效果,并提出在不同的环境和政策法规下如何合理优化融资结构。

1.2.1.2 国内研究现状

目前,我国房地产业蓬勃发展,国内学者对我国房地产企业发展有深入研究,其中对于融资渠道的研究也比较丰富。在当前的市场环境下,我国房地产行业主要依赖于金融机构的借款,近几年也出现了创新型的融资方式,但应用还不够广泛。武华伟(2008)认为融资成本的大小与开发风险、贷款方式有着直接的影响。两位学者匡继兰、孙英隽(2009)强调了要运用多元化的融资方式。过度依赖单一融资方式的融资补充贷款具有很高的风险,同时还提出如何规避风险的建议,需要构建多元化的融资体系以优化融资结构。

为了更好地指导我国房地产企业的融资行为,国内学者进行了一系列研究,以构建科学合理的融资体系。史永进(2018)对不同生命周期阶段的房企融资策略进行分析,对于处于初创期、发展期、成熟期和衰退期的能接受的融资成本和融资方式是不一样的。基于对万科地产的深入分析,提出要创新融资方式,打造多元化的融资体系,并且持续完善 REITs 模式的应用,这样将有利于实现房地产企业资产轻量化。薛四敏、周晓静(2018)研究得出只有基于企业发展战略对外源融资与内源融资的合理配置,并探索创新融资方式,有效保障企业资金链安全,杜绝低效融资,才能促进房地产企业优化转型和健康稳定发展。

1.2.2 经济增加值文献综述

1.2.2.1 国外研究现状

美国公司 Stern Stewart 在上世纪八十年代首次提出经济价值的概念,用它来表示公司收益与资本成本之间的差异,并估计 EVA 可能比营业利润更准确地反映一个公司的业绩。为提供更准确的 EVA 数据而根据 GAAP 编制的,

Stern Stewart 认为,对于不同行业不同公司认为一般根据现实情况只需要进行 10 次左右的调整。Margaret Woods、Lynda Taylor (2012) 构建了以 EVA 为指标的企业的成本管理系统,根据对跨国公司案例的分析,得出了结论就是相较于 EVA 指标来说,传统财务指标会低估了企业的成本,造成企业管理者对企业的价值创造认知出现偏差。EVA 考核指标的运用可以指导企业重新定义目标成本范围,以采取有效措施降低企业成本。

1.2.2.2 国内研究现状

我国引入经济增加值概念后,不少学者纷纷展开研究。谷棋、于东智(2000)在总结了国外学者的相关研究的基础上,对 EVA 的理论基础以及计算调整方法进行了深入分析,发现其与公认会计原则的适配性。曹中(2011)认为评估企业价值的重要方式之一就是经济增加值模型,深入研究经济增加值的计算方法,应用经济增加值对企业进行价值衡量并提出改进建议,同时也发现了应用经济增加值时的优势与不足等问题。为证明 EVA 的有效性和适用性,谈多娇(2014)从两个不同的视角对经济增加值进行深度分析,一个是企业生产经营中具体的业绩指标,另一个则是以管理哲学的视角进行评估,认为以经济增加值去衡量企业的价值管理,能够指导企业的生产经营活动,一定程度上改善企业内部的治理水平,引导企业管理者形成科学的管理理念。张诺涵(2017)分析了国有企业对于 EVA 应用的现实情况,提出了要实现 EVA 的个性化应用、完善 EVA 的指标体系,并提出在指标的设计上要突出关键性、可量化和可控性。陈瑞旭、谢群(2018)根据对具体案例的分析,对比了经济增加值指标与传统的财务指标净利润,尽管 EVA 还存有一些局限性,但根据行业特征进行特定的指标调整,可以更好的应用在企业的实践中去,对企业业绩的评价具有科学性和指导性,促使企业的经营目标由利润驱动转向价值驱动。

1.2.3 可持续增长文献综述

1.2.3.1 国外研究现状

可持续增长理论及其模型。国外学者罗伯特·希金斯(Robert C. Higgins)(1977)首次提出可持续增长这个概念,并基于年度财务报表数据计算和分析可持续增长率的模型。他提出的假设条件是公司财务政策保持不变,且不增发新股。

企业的发展速度受到经营水平、盈利能力、资产周转率、以及资本结构的制约。Rabaport (1986)认为财务上的可持续增长可以从多个维度进行解释,并明确了其与现金流的关系。业务增长一般会增加企业价值,但实际上有些业务增长并没有创造价值,甚至减损了企业价值。范霍恩 (James C. VanHorne) (1988)在希金斯模型的基础上,对可持续增长率进一步研究并做出相应的修改完善,他认为企业在成长的过程中应该密切关注其出现的财务问题。根据假设条件的不同,建立了两种不同形态的模型,静态模型假设企业的财务政策稳定且不发行新股,而动态模型则假设企业在发展阶段是发行新股的,企业财务政策稳定,未发行新股,动态模型假设企业处于发展阶段,并且企业的财务政策也是随着运营状态和市场环境随时发生变化的。

可持续增长和融资战略。罗伯特·希金斯 (1977)运用可持续增长模型研究企业在不同的生命周期的融资需求。判断企业处于成长期或是成熟期,根据企业所处的不同阶段适时调整融资策略,帮助企业实现可持续增长。范霍恩 (James C. Van Horn) (1988)通过构建的“静态”和“动态”增长模型,阐释了财务战略与销售增长之间的关系。根据范霍恩模型,可以分析不同的增长率对应不同的资金需求,进而根据资金需求选择合适的融资策略。Mohammad M. Rahaman (2011)通过对多家样本公司进行研究分析,表明一家企业的资本结构与其增长率显著相关,企业应该在可持续增长和资金需求之间做好平衡。Mohammad and Mir (2015)主要分析非金融企业的融资策略,突出影响融资策略的关键因素。事实证明,除了公司规模、盈利水平、资产利用率的影响外,可持续增长率也是融资策略的重要因素。

1.2.3.2 国内相关研究

可持续增长模型的深入探索与改进。我国学者总结国外学者的研究成果,深入分析和并不完善。油晓峰,王志芳 (2003)对范霍恩模型进行分析并重点关注假设条件,相关概念引入,扩大了模型的适用范围,其中包括企业在实际经营中关于成本控制、现金流等问题。樊行健和郭晓焱 (2007)吸纳了两种模型的优点,同时也指出模型实际使用效果欠佳,在原有的研究成果上借鉴并重构了可持续增长模型,分三种情况逐步放宽假设条件,考虑了企业动态增长,为未来的相关研究作出了重要贡献。韩俊华 (2012)考虑了企业配股的情况,并放松了包括

负债比率、营运比率等前后不变的限制。苏利平，马肖驰（2014）考虑了通货膨胀率带来的影响，与可持续增长率呈负相关，对希金斯财务可持续增长模型加以改进，改进后的模型更加贴近实际。陈育俭（2015）发掘了企业的增长与金融风险的内在关系，认为企业过快的增长速度可能反而不利于企业的长远发展，易导致财务危机。

可持续增长与融资策略。王丽娟和梁晓娟（2012）共有来自不同行业的 619 家公司被选为研究样本。通过实证分析，结果表明，公司内部利润是成长的根本动力，债务融资对处在快速发展中企业成长有促进作用，股权融资对处于低速增长长期的企业成长有促进作用，效果更加明显。孙思、李颖（2016）使用 EVA-SGR 矩阵评估和分析了六家主要设备制造商的增长情况。认为企业在做融资决策的时候，应当充分考虑财务持续增长的必要性，协调好内部资源与持续增长的关系，助推企业的发展。邹瑞山（2020）对具体案例七匹狼公司分析其融资方式，运用希金斯模型，测算可持续增长率，并与实际进行比较，提出有针对性的建议，帮助案例公司选择适合其发展路线的融资策略。

1.2.4 价值创造与可持续增长模型下企业融资文献综述

1.2.4.1 国外研究现状

Gabriel Hawawini 和 Claude Viallet（2000）首次提出将经济增加值作为纵坐标，可持续增长率作为横坐标，构建 EVA/SGR 矩阵模型，认为企业在发展经营过程中，应该着重考虑是否实现价值创造，并且能够可持续的发展。

1.2.4.2 国内研究现状

国内学者对这个新型模型进行研究并应用。陆宇建、李冠众、张继袖（2014）通过对模型的研究，认为如果企业有望能够实现可持续增长，但是却并不意味着价值增长能够可持续下去。即不能保证企业的经济增加值为正，并且不能仅以实际销售增长率的高低来判断企业是否增值。戴书松、张伟欣（2014）以电子行业为样本，按照 EVA / SGR 矩阵模型将企业分为四类，通过测算三年的财务数据，最终得出结论，企业的融资行为应考虑是否能创造价值 and 实现可持续增长。刘晓宁、郑少锋（2014）将模型应用到我国房地产上市企业中，并进行了实证分析，最终得出结论，房地产企业总体增速过快，处在不同发展阶段定位到不同象限的企业

存在共通的问题。王郁茹（2018）运用 EVA/SGR 矩阵模型，分析公司资源，从公司价值和资本状况两个维度定位公司发展，为制定财务战略提供有效建议。

1.2.5 文献述评

通过上述文献综述，本文主要结合国内外学者关于房地产企业融资策略、经济增加值（EVA）、可持续增长理论进行阐述，并且基于 EVA/SGR 模型下企业的融资策略进行研究，发现国外学者对于此类研究起步较早且逐渐较完善，我国对于以上理论的研究起步较晚，所以相较于国外一套成熟的研究理论，国内学者主要是吸纳国外的研究成果，同时，结合国内经济发展情况进行进一步的改进和完善。对于 EVA/SGR 矩阵模型的研究在近年来也在不断深入、不断完善。结合国内外相关研究成果，应用 EVA/SGR 矩阵模型，可以从理论的层面为企业融资策略提供建议。但是，基于 EVA/SGR 模型和房地产公司融资策略的研究相对薄弱、探索不够深入，没有得到普遍的应用。

因此，本文基于 EVA/SGR 矩阵模型对企业融资策略进行研究，研究对象选取房地产这一资金密集型行业，其中近些年发展势头较好的龙头企业融创中国。对其融资策略的合理性和差异性进行考察和分析，并据此提出合理建议，以期为融创中国以及房地产行业其他类似企业融资策略的选择提供参考。

1.3 研究思路及研究方法

1.3.1 研究思路

第一部分：绪论。首先阐述本文研究背景及研究意义，其次回顾并梳理了房地产企业融资策略、经济增加值、可持续增长，以及整合经济增加值与可持续增长构建的 EVA/SGR 矩阵模型的相关文献，并进行研究分析，最后归纳和总结本文的研究思路及采用的研究方法。

第二部分：相关理论基础介绍。分别对融资及融资策略、经济增加值、可持续增长的理论进行阐述、分析其内在逻辑关系，介绍 EVA/SGR 矩阵模型下四个象限的企业融资策略选择，为本文的案例企业融创中国的分析做好铺垫。

第三部分：房地产企业融资现状及融创中国背景介绍。分析房地产行业当前

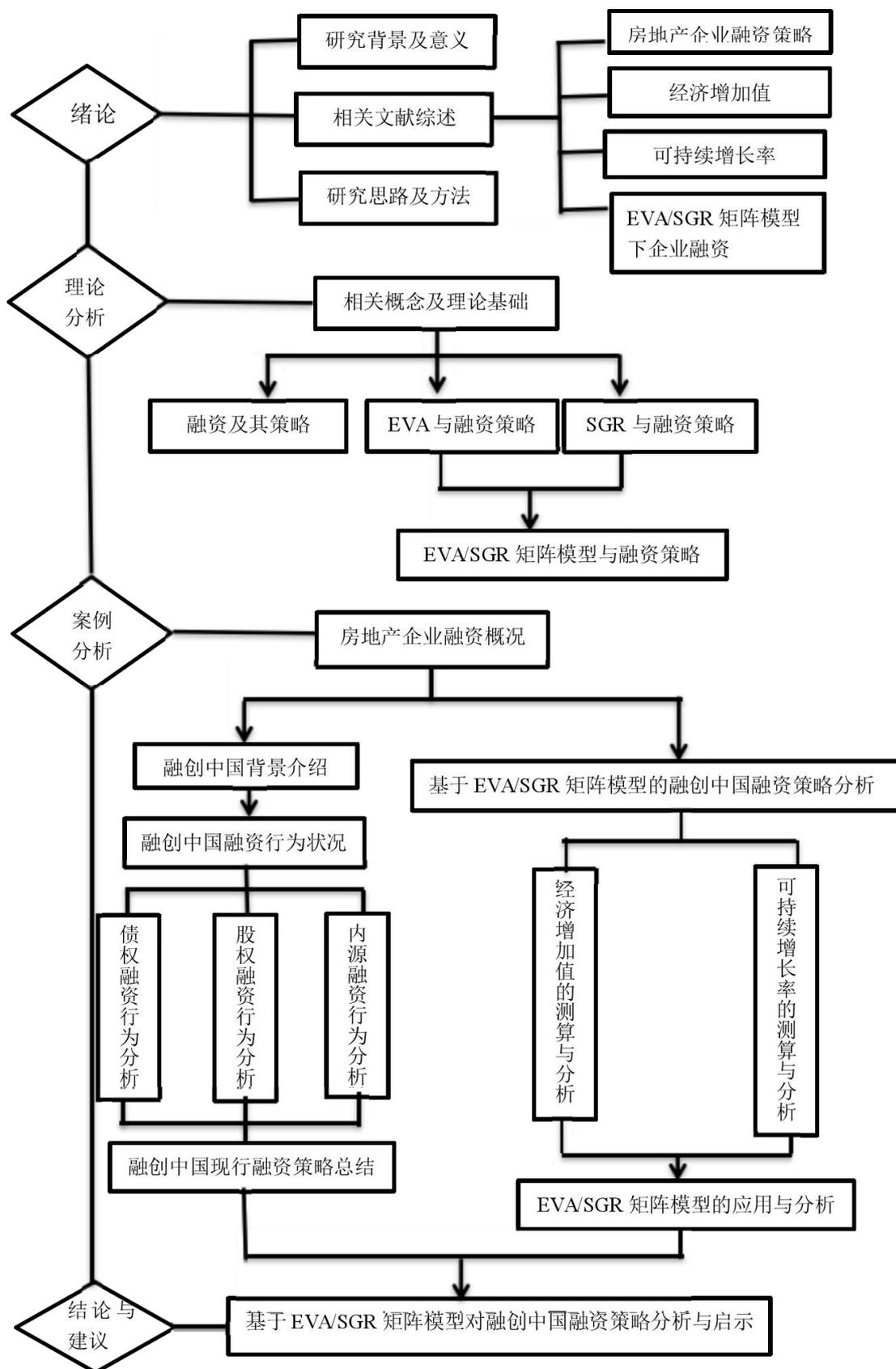
所处的政治和经济环境和融资困境。介绍了融创中国背景及其发展模式，对其 2016 年-2020 年经营状况进行了分析，并根据其外源融资及内源融资现状对现行融资策略进行总结。

第四部分：融创中国 EVA/SGR 矩阵模型构建与融资策略分析。分别根据 2016-2020 年财务数据调整经济增加值，并对可持续增长率进行计算和分析，然后将相关指标的计算结果构建在 EVA/SGR 矩阵模型中的四个象限中，并分析各象限所对应的年份的具体融创策略，最后进行总结。

第五部分：根据融创中国的分析论证结果，得出关于融创中国融资策略的启示。

第六部分：结论及展望。对于 EVA/SGR 矩阵模型的有效性及其在对融资策略方面的指导作用做出结论，同时也提出本文研究的不足和对未来研究的展望。

本文具体框架如下：



1.3.2 研究方法

1.3.2.1 文献研究法

文献研究法是借助国内外电子文献数据库、校内图书馆、以及国家统计局、前瞻眼的数据库等研究中进行检索，对理论进行学习并深入研究，对研究方法和研究思路形成科学认知，归纳总结现有的研究成果，为本文后续研究提供经验借鉴和创新思路。

1.3.2.2 案例分析法

案例分析法是以实际的个案为研究对象，对现有数据资料进行整理分析，并寻求研究思路和解决问题具体方案，得出启示或结论，也能为其他案例提供参考。本文以融创中国为例，通过其 2016-2020 年的财务数据进行测算分析并且定位在象限上，运用 EVA/SGR 矩阵模型对其融资策略进行分析评估，关注是否符合企业的经营状况和发展规律，提出相关的优化建议以促进企业的可持续发展。

2 相关理论概述

2.1 融资及其策略

资金融通在企业生产经营过程中的各个环节，是企业赖以生存的保障，为企业发展成长提供源动力。融资分为狭义和广义的融资，从狭义上讲，融资是指企业筹集资金的方式和过程，也就是企业在当前市场的大环境背景，为了持续获利以及未来的稳定发展需要，采用直接或间接的方式筹集资金。从广义上讲，融资也叫做金融。

本文接下来提及的均是狭义的融资。融资策略是基于企业的内部环境、外部环境以及对未来发展趋势的预测和把控，配合企业整体的经营战略和发展定位的要求，统筹协调企业融资的目标、方式、渠道，进行科学合理规划的财务战略之一。

在本文中，融资策略是指企业根据自身的举债能力、企业资本结构、管理层对企业的控制能力、盈利能力、增长率、税务成本、投资战略以及企业的风险承受能力，积极开拓各种不同的融资渠道，进行谨慎合理的配置，采取多样的融资方式力求实现最优组合，有效降低融资成本，尽可能的规避融资风险。

企业的融资方式根据资金是否来源于企业内部分为内源融资和外源融资。内源融资是源于企业自身内部积累。内源融资在使用基本不受外部约束和影响，所以它的优势在于上市公司在使用时拥有很大的自主权。其次是在使用时无需支付额外的经纪费用。在目前融资成本较高的情况下，内源融资是非常有利的。但是，内源融资也有其弱点，受企业盈利水平和过去积累的影响，融资范围会受到一定的限制，无法注入大量的资金。此外，低派息率也不利于吸引对股利分红有偏好的机构投资者，会降低企业的投资吸引力。

外源融资按照权益类型可划分为债权融资和股权融资。债权融资是指企业向债权人借入资金时，必须按照约定的价格和用途筹集资金并支付利息，到期需要按时偿还。例如，企业往往通过银行信用、民间借贷、发行债券等方式获得资金。我国实体企业的大部分资金渠道来自银行贷款。股权融资是指企业募集资金后，一般无需返还本息，可长期持有，独立支配使用，例如发行新股以及配股。但也有其缺点，发行股票的限制条件较多且发行程序较繁琐，周期较长，且会分散股

权，可能引起企业股价的变动，引发原始股东的不满。

2.2 经济增加值与融资策略

2.2.1 经济增加值相关理论

企业关于价值创造指标不断更新，从留存收益、股权比率、每股收益等简单通用的关键财务指标，再到综合几类指标进行调整的经济增加值（EVA）的引入，通过不断探究和改进变得更加完善和精确。

1980 年代，经济增加值的概念由美国斯腾斯特咨询公司提出，将其定义为在考虑资本投资风险的情况下，公司创造的经济利益超过资本成本的数额。迄今为止，这一理念已在企业中应用了 30 多年。在这三十年来间，国内外关于经济附加值的讨论和研究从未间断。在多位学者的深入研究下，经济增加值理论不断被完善、发展、创新，并得到广泛的应用。

根据理论概念的描述，经济增加值可以通过税后净营业利润（NOPAT）减去公司产生的全部资本成本来衡量。其中税后净营业利润需要对多项会计收入指标进行调整；总的资本成本等于投入的资本总额（TC）乘以加权平均资本成本（WACC）。用公式表示如下：

$$EVA = \text{税后净营业利润} - \text{投资成本} \times \text{加权平均资本成本} \quad (\text{公式 2.1})$$

根据斯腾斯特咨询公司的研究，虽然经济附加值的定义简单明了、通俗易懂。但事实上，为了得到最准确的结果，理论上需要调整多达 160 项的相关构成指标，使得整个计算过程将非常复杂并且不切实际。因此，在实际应用过程中，必须适应行业的具体情况和公司的发展特点，选择必要调整的项目，一般只需要调整 5-10 项即可得到相对准确的结果，这样也不会对 EVA 的结果出现较大的偏差。

表 2.1 EVA 计算调整项

调整项目	调整方式	调整原因及目的
坏账准备与减值准备	调增 TC	减少企业利润与现金流的差异。
非经常性损益	调减 NOPAT	偶发性事件引起，不能持续影响企业净利润。
利息支出	调增 NOPAT	避免重复扣除债务资本成本。
在建工程	调减 TC	未完工项目，没有产生实际经济效益。
金融资产	调减 TC	当期并未投入生产经营。

2.2.2 经济增加值与融资策略的相关性

经济增加值的构成指标可以分解为三个要素：资本回报率、加权平均资本成本和资本总投入量。在经济增加值的视角下，企业的融资策略要与其整体的经营目标和发展规划相符，要运用合理的手段，筹集必需的资金，保证稳定的资金来源，既要保证企业的日常周转，同时也要注意资金使用成本，增强融资的灵活性和融资竞争力，调整资本结构，获取竞争优势，发挥企业的最大价值。

各类资金成本的高低各不相同，并且也不是固定的，但总体来说有一定的规律，股权融资成本相对高于债务融资成本。事实上，国内一些实体公司更喜欢股权融资，希望推动公司上市并发行新股，此时合理配置股权融资和债务融资可以降低公司的总的资金成本。资本回报率反应了企业利用现有资本所能获得收益的能力，投资回报率越高，则代表企业的对现有资源的利用率越高，越有利于企业价值的创造，合理规划企业的投融资行为。

简而言之，运用经济增加值，可以匡正企业过于盲目追求利润的观念，使得企业不仅要关注营收的增长，企业的投资力、产品力和销售力，还要提高资金使用效率，降低资本成本，增强企业的实力。

2.3 可持续增长率与融资策略

2.3.1 可持续增长率相关理论

很多企业在发展过程中往往仅注重价值创造能力，而忽视了可持续发展能

力，短期看似创造了利润，实则后续动力不足，无法持续创造价值。希金斯表示，企业的销售收入增长率应稳定在合理的区间内，过快和过慢都会导致企业的经营风险加大，销售增速过快会过分的消耗企业的资源，导致资本结构失衡；销售增速过慢则可能无法充分利用资金资源，造成浪费。通过对比销售的实际增长率与可持续增长率的差值，提前感知企业的风险，作出精准判断，并及时采取有效措施进行干预和适时调整，协调平衡企业资金的融入与融出，才能维持企业稳定并长远的发展。

可持续增长率（SGR）是指不耗尽企业资源的情况下企业销售所能达到的最大增长率。在现实中，需要特别关注实际增长率（g）和 SGR 两者大小和差距。如果 g 高于 SGR，这意味着企业增长速度过快，现有资源资金无法跟上企业目前的发展速度。这时需要加大资金的投入，充分的投入到项目当中，维持企业项目的正常运转，同时也要改变企业经营策略、适当调整财务政策、通过发行新股等方式筹集资金；如果 g 低于 SGR，则说明企业增长速度过慢，现有的很多资源没有充分且有效的利用到企业的生产经营中。因此，分析两者之间差异有助于管理者判断企业增长速度是否合乎企业的发展状况，从而调整企业的财务战略。

基于国内外的研究成果，发现希金斯模型和范霍恩模型最为典型且应用的更为广泛。

（1）希金斯模型

罗伯特·C·希金斯（Robert C. Higgins）可持续增长模型是以会计恒等式为基础推导出来的，该模型公式为：

$$\begin{aligned} \text{SGR} &= \frac{\text{净利润}}{\text{销售额}} \times \frac{\text{销售收入}}{\text{期初总资产}} \times \frac{\text{期初总资产}}{\text{期初股东权益}} \times \text{留存收益} \\ &= \text{销售净利率} \times \text{总资产周转率} \times \text{留存收益率} \times \text{权益乘数} \\ &= \text{PART} \end{aligned}$$

（公式 2.2）

其中 P=销售净利率；A=总资产周转率；R=留存收益率；T=权益乘数。在该模型中，P 和 A 反映了企业的经营效率，R 和 T 反映了企业的财务政策，这四个比率涵盖了企业财务管理的大部分关键要素。

（2）范霍恩模型

除了希金斯模型外，詹姆斯·C·范霍恩（James·C·Van Horne）的理论在可持续增长率研究领域也非常具有代表性。在继承希金斯静态模型的基础上，进行细分并丰富了形式，扩大了前提假设条件，范霍恩提出了新股发行中财务可持续发展的模型，进一步提高了模型的适用性。静态模型公式为：

$$SGR = \frac{P \times A \times R \times T}{1 - P \times A \times R \times T}$$

范霍恩认为，企业仅凭内部积累是无法满足融资需求的，因此，企业在生产经营过程中通常会通过发行新股的方式来补足资金，利润留存也将增加。有必要增加基期数据，呈现出动态增长，动态模型公式为：

$$SGR = \frac{(E_0 + \Delta E - Div.) \times T \times A}{1 - P \times A \times T} \times \frac{1}{S_0} - 1$$

在上述公式中， ΔE 为新增股东权益数额；Div. 为现金分红金额绝对值；T 表示期末权益乘数。通过对比发现，希金斯模型使用期初数值，范霍恩“静态”模型则使用期末数值，此外，其余指标的取值标准是相同的。范霍恩的“动态”模型加入了公司预期现金分红的绝对值，但现实情况中对于现金分红的绝对值难以准确获取。

2.3.2 可持续增长模型的对比及选择

希金斯模型与范霍恩模型的异同点如下表所示。

表 2.2 希金斯模型与范霍恩模型的相同点与不同点

共同点	(1) 出发点相同	均从会计口径出发
	(2) 内涵相同	公式内容相通，理论内含一致
不同点	(1) 数据节点不同	希金斯模型选择期初值 范霍恩模型选择期末值
	(2) 适用时点不同	希金斯模型无明显限制 范霍恩模型适用于计划和目标设立环节

相比较而言，希金斯模型公式中的数据均来自于财务报表，计算相对简便，且计算结果更偏向于实际值，而范霍恩模型计算结果是一个目标值，并且其中的个别数据难以准确获取。因此，在实际应用过程中，更偏向于选择希金斯模型。本文也决定采用希金斯模型来构建 EVA/SGR 矩阵模型中可持续增长率的部分。

2.3.3 可持续增长率与融资策略的相关性

企业要想不断扩大发展规模，实现营收增长，就必须投入大量且有保障的资金作为支撑。企业的资金利用效率与可持续发展能力相互依存，而可持续发展的能力与企业融资策略的选择密不可分。因此，只有符合企业发展规律的融资策略才能保证企业的持续稳定发展。同时，一旦企业有了稳定的发展态势，并维持下去，也能够打破各种融资渠道之间的壁垒，更易以较低成本获取资金，从而形成企业互促共生的发展格局。

总而言之，选择合理的融资策略有利于帮助企业可持续发展，在当前的宏观环境下，融资难是企业制约发展的主要障碍因素，尤其是对于房地产企业而言，更易受经济环境和政策的影响，可持续增长率的四个基本指标从经济金融财务的角度分析企业的发展现状，与企业的融资策略密切相关。企业的发展速度很大程度取决于其筹集资金的能力和融资结构，此外，企业的经营状况、盈利能力、资金利用效率也对可持续增长率有着重大的影响。

2.4 EVA/SGR 矩阵与融资策略

2.4.1 EVA/SGR 矩阵模型

EVA/SGR 矩阵模型兼顾了经济增加值与可持续增长率的优点，经济增加值强调企业注重经济效益，引导企业重视融资成本和融资结构，而可持续增长率强调注重推动企业的可持续发展，引导企业关注在资本结构变化时对可持续增长能力的影响，两者各有侧重，在互补的同时也相互牵制。所以 EVA/SGR 矩阵模型能帮助企业理性的看待企业的价值增值或减损以及增长率的变化情况，做出合适的融资决策。

具体而言，EVA 模型包含不同类别的资本成本，弥补了 SGR 模型的缺陷，因

为 SGR 模型数据是基于公司财务数据推导得出的，其中公司权益成本未充分纳入，降低了公司对不稳定经营状况和资产结构的适用性。而 EVA 模型与 SGR 模型正是弥补这一不足，提高了分析的全面性。此外，来自财务报表的数据与经过多项调整的数据相结合，可以弥补在数值上存在的偏差，使得最终数据能够更准确地反映公司的实际情况。

如下图所示，EVA/SGR 矩阵模型四个分为象限，其中横坐标代表实际增长率（ g ）与可持续增长率（SGR）大小的对比， g 大于 SGR 时，在纵坐标的右方，企业增速过快，表现为现金短缺， g 小于 SGR 时，在纵坐标的左方，企业增速过慢，表现为资金剩余。纵坐标代表 EVA 的数值，EVA 大于 0 在横坐标的上方，表示企业价值增加，EVA 小于 0 在横坐标的下方，表示企业价值减损。四个象限反应企业处于不同阶段，本文将从整体的角度，根据四个象限的定位分析融创中国的融资策略。

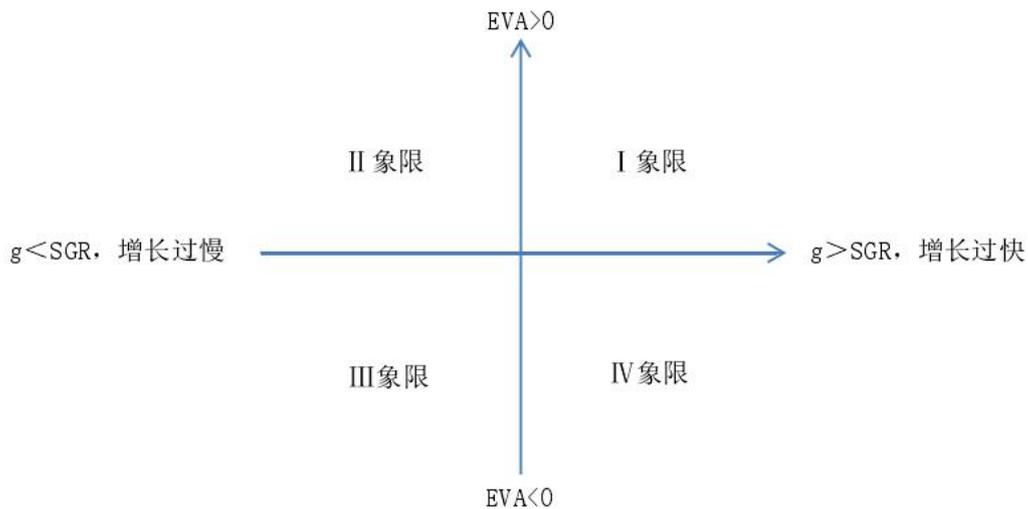


图 2.1 EVA/SGR 矩阵模型

2.4.2 EVA/SGR 矩阵下融资策略的选择

(1) 第 I 象限的融资策略选择

在 I 象限中， $EVA > 0$ ， $SGR < g$ 。说明企业价值增加，现有的资金无法支撑企业长期高速发展，属于增值性现金短缺。第一象限的企业在拥有强大发展动力的同时实现了价值创造，这表明公司有增长的机会，但此时企业亟需解决现金流短

缺的问题。在融资之前，有必要去分析一下企业高速增长的原因，融资策略根据不同的原因有不一样的选择。企业的销售增长大致可以分为以下两种情况：①暂时性增长。企业可能受市场短期的利好态势，某些特定的项目投资回报率较高，此时，企业要意识到现有的发展利好不具有持续性，所以面对短期的销售收入暴涨，需要理性看待，并且运用经营性的手段来缓解资金上紧张。比如降低生产、销售等各环节的成本，提高资产的利用率，降低总体的营运资金，剥离影响收益的资产，还可以通过短期借款和增加经营性负债来融资。②持续性增长。如果企业销售增长是基于生产技术提高、产品设计改进和成本费用降低等因素，则应该考虑对财务政策进行长期调整。例如，企业应考虑发行新股、增加长期借款。结合现有的发展情况，也可以考虑兼并那些成熟的增长速度较慢的企业，它们有充足的现金流。此外，均可以通过内生融资筹集资金，收益经过再投资用于生产销售，可以提高公司的可持续发展能力，提高公司的价值和增值能力。

表 2.3 第 I 象限中企业融资结构优化方式

暂时性增长	提高税后利润率	提高销售价格
		降低成本费用
	提高资产周转率	调整供货渠道
		降低营运资金
剥离不良资产		
持续性增长	增发股份	
	增发借款	
	减少股利支付	
	兼并成熟企业	

(2) 第 II 象限的融资策略选择

第 II 象限中， $EVA > 0$ ， $SGR > g$ 。此时企业发展速度缓慢，企业现有资源没有得到充分利用，存在资金盈余，属于增值型现金剩余。此时企业一方面要考虑如何提升企业的增长速度，另一方面则要考虑如何利用闲置资金并将其转化为销售的增长，因为货币具有时间价值，长期的闲置无法使得资金充分利用，且付出了

机会成本,是对企业资源的一种浪费。首先要确定是什么推动了公司价值的增长。可能由良好的业务绩效驱动,也可能由非经营性活动引起。其次也有必要分析企业发展速度放缓的原因,加强闲置资金的使用。如果是由于经营业绩所带动的企业价值的增加,可以考虑将闲置资金用于投资,提高生产技术,扩大生产规模,加大创新研发,寻求新的经济增长点,为企业带来新的销售增长活力。也可以考虑调整融资结构,比如增加分红,用闲置资金还清往年的借款,回购股份,或者收购发展势头较好的公司。如果是企业价值的增加是依靠非正常经营的营业外收入或是通过操作金融资产获得的收益,例如变卖资产、分拆上市等,则更需要注意调整企业的融资结构,利用闲置资金,提高企业的经营效率,这样才能提高企业的发展速度以及可持续发展能力。

表 2.4 第 II 象限中企业融资结构优化方式

业绩拉动	加速增长	内部投资(扩大生产规模、改良生产技术、创新产品)
		收购发展好有实力的企业
	分配剩余的现金	加大股利分配
		偿还以前年度欠款
营业外收入	提升盈利能力	回购股份
		提高税后净利率
		提高资产周转率

(3) 第III象限的融资策略选择

第III象限中, $EVA < 0$, $SGR > g$, 此时企业发展速度缓慢, 资金有闲置, 属于减损型现金剩余。此时不能盲目的扩大销售规模, 要谨慎的把控资金, 更应重点关注企业价值减损的原因, 考虑如何将闲置资金转换为利润的增长。一方面要提高盈利能力, 注重投资回报率, 那么企业需要降低成本, 改进生产流程, 提高运营效率, 同时对于投资项目需要进行筛选, 谨慎投资。另一方面, 应该对融资结构进行合理调整, 降低融资成本, 增加相应的债务融资成本, 利用财务杠杆效应降低平均资本成本, 出售减损业务单元, 及时优化调整, 降低风险。

表 2.5 第Ⅲ象限中企业融资结构优化方式

提高盈利能力	提高投资回报率	提高销售利润率
		提高经营资产周转率
调整资本结构	降低平均资本成本	
	出售减损业务项目	

(4) 第Ⅳ象限的融资策略选择

第Ⅳ象限中， $EVA < 0$ ， $SGR < g$ ，此时企业面临的危机比较棘手，企业价值减损的同时现金短缺，属于减损型现金短缺。此时企业没有创造价值，所谓的高增长也不能带来实质的价值增值，这种无效增长过度消耗公司资源。企业需要彻查，深入分析原因。大致可以分为两方面的原因：①企业自身经营不善，可能由于企业前期盲目扩张，占用大部分资金。此时需要对企业的经营业务进行评估，保留正增长的业务，剥离问题业务，重新调整组合方式，将收回的资金转移到高利润的企业。②经济环境整体不景气。经济环境动荡或者行业进入衰退期，如果这种变动在企业可控制的范围内，此时企业需要开源节流，加大融资的同时也要控制成本。如果在不可控范围内，则应该尽快的出售部分不良资产，回流资金，进行转型。

表 2.6 第Ⅳ象限中企业融资结构优化方式

开源节流	加大融资
	控制成本
解决价值减损问题	业务重组
	股权变现
	剥离非核心业务

3 融创中国背景介绍及其融资行为状况分析

3.1 房地产企业融资现状

从融资属性来看，我国房地产业已形成包括内源融资和外源融资的融资体系：内源融资主要包括两大类，一是与销售回款，二是供应链融资，外源融资主要分为三类：境内间接融资、境内直接融资和境外融资。

近年来，房地产行业的销售和投资规模不断增长。但由于市场需求过大、政策监管加强、企业过度扩张，各种内外部因素叠加。城市市场的交易和房地产公司的出售被预冷，一些公司已经出现债务违约。屡见不鲜的事件加剧了购房者、地方政府和资本市场的观望态度。房企陷入财务困境，杠杆率不断攀升，资产规模持续增长，金融风险加大，已经成为中国政府防范金融风险的重点之一。

3.1.1 资金需求量大

众所周知，房地产企业无论是在前期的拿地开发建设阶段，还是中期销售、后期维护提供服务阶段，资金耗用量极大，需要大量的资金投入和充足的现金流支撑以供其周转利用。下图显示了房地产行业三大宏观指标的变化。可以看出，除平均销售增长率外，新开工面积与整体成交额增长率波动较大，最低点集中在2014-2015年这两年。成交总额增速稳中向好，预示着未来房地产市场的发展潜力将继续延续；新开工地区在经历了大幅下滑和波动后，进入了平缓增长期。我国住房市场增速趋缓，以上变化都可以证明，房地产行业资金需求量大且需求迅猛。

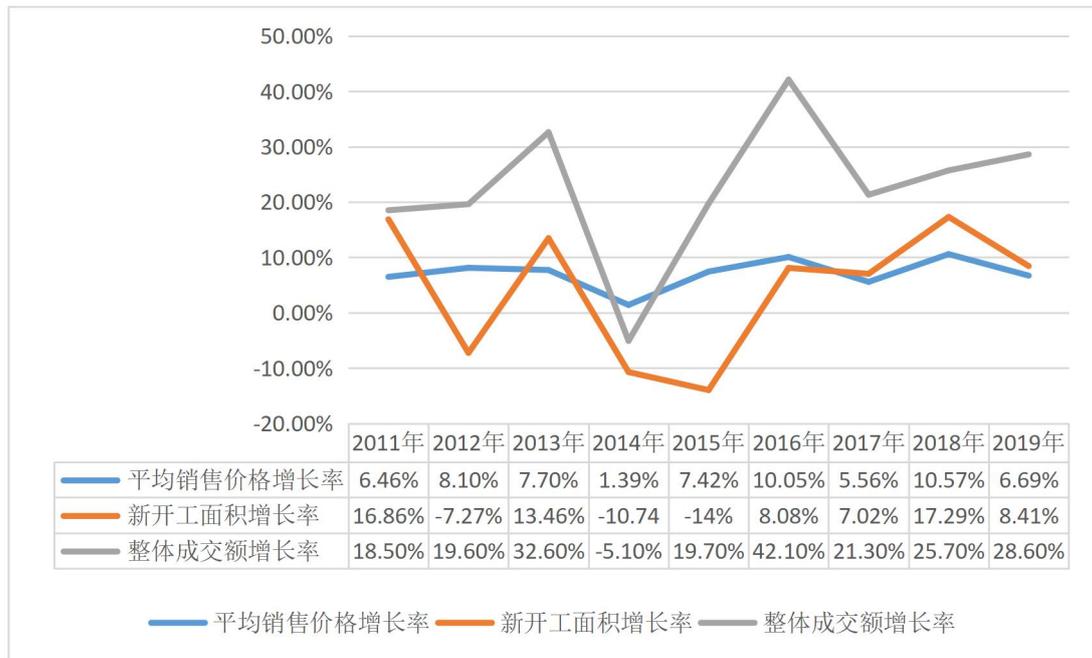


图 3.1 房地产行业销售价格、开工面积及成交额增长率

3.1.2 融资方式单一

根据国家统计局的数据,房地产行业发展的资金总额中,自筹资金占比最大,占比达到三分之二,而国内贷款的占比接近 30%。利用外资的份额很小,仅占 1%。由此看来自筹资金仍是当前企业的首选,我国企业整体的融资方式较为单一。对比近十年自有资金和国内信贷占比,自有资金整体增幅呈上升趋势,国内贷款增幅趋稳,房企开始偏向自筹,但国内贷款比例依然不小,其中国内贷款 90%以上是银行借款。在国家政策和规定的调控下,过度依赖于银行贷款的融资方式并非持久之计。如果企业不想被资金束缚住发展的步伐,就必须更加注重多元化的融资模式。

3.1.3 资产负债率高

我国房地产行业的资产负债率始终高居不下,近十年是房地产行业蓬勃发展的时期,从下表的统计结果可以看出,资产负债率始终处于 80%左右,虽然在政策的把控与企业自身的战略调整下,呈现逐步走低的态势,但下降程度不明显。

表 3.1 近十年房地产行业资产负债率

年份	资产负债率	年份	资产负债率
2011 年	83%	2016 年	80%
2012 年	83.4%	2017 年	79.5%
2013 年	80%	2018 年	79%
2014 年	80%	2019 年	78.6%
2015 年	80%	2020 年	78.77%

数据来源：前瞻眼

房地产企业的项目开发流程长，耗时长，所以资金回笼的时间很长。“房住不炒”与“稳增长”双重背景下，政策端难有大利好，但将持续托底，所以在整个行业当中，资金紧张程度更胜以往，加剧资金链周转困难，长此以往，会造成过大的负债规模，从而使财务风险过高，更有甚者会导致企业资金链断裂，难以走出负向循环困局，严重则会使企业破产，给债权人、股东和投资者造成巨额损失。

3.2 融创中国背景介绍

3.2.1 融创中国企业简介

融创中国控股有限公司（简称融创中国）于 2003 年 7 月成立于天津，2010 年 10 月，成功在香港联交所上市。在过去的十年里，融创中国从区域性的房地产企业一跃成为国内行业的头部企业，积极的在一二线城市征地，布划房产项目，同时也逐步放眼于向三四线城市，地产项目已辐射全国各个区域，通过不断地大幅并购征地拿地，拥有高质量的土地储备，高效销售，年度合同销售额增长高达 77 倍，实现了营收利润的双增长，展现出强劲的发展动力。

近年来，受疫情以及行业监管的影响，融创中国展现了对宏观政策的把控能力，不再以快速扩张，规模增速为企业发展的核心，而是遵循调控政策，全面实行精细化的发展战略，严格控制拿地节奏，依托房地产开发主业，扩大业务范围，开启新的发展格局，将服务、文旅、文化、会议会展、医疗康养与地产相融合，打造多元化产业，致力于提升融创中国的综合实力。

表 3.2 融创中国发展模式

发展模式	具体方式
积极扩大销售	投资快速转换为营收，加快周转实现回流
加快推进城市布局	特别关注核心城市，辐射周边区域
迅速扩张规模增长	规模快速提升，实现快速扩张
积累优质土地资源	快速扩大土储规模，高质量拿地
并购降低拿地成本	多样化拿地手段，降低土地平均成本
瞄准时机进驻	选取周期底部进入，享受土地溢价红利

本文选择房地产龙头企业融创中国作为研究对象，是因为其具有成熟的经营模式及管理制度，具有一定的行业代表性。同时自融创中国上市以来，融资渠道具有多样性，在融资策略及风险管理方面有着其特有的方式。此外，现阶段房地产企业处于转型升级阶段，还需要制定更加科学和完善的融资策略来应对融资政策收紧及市场大环境的变化。因此，将融创中国作为案例对象研究其融资策略具有一定的意义。

3.2.2 融创中国经营状况

3.2.2.1 销售情况

过去十年，融创中国可以说是房地产界最受瞩目的明星。公司利用新一轮房地产上行周期的契机，2016 年至 2017 年的年销售额增长率分别为 121% 和 140%，轻松超过同期行业平均增速分别为 54% 和 55%，因此 2017 年在全国房企排名大幅攀升，在全国开发商中排名第四。此后，公司在实现销售快速扩张的阶段性任务后，在保持行业领先地位的同时，更加注重均衡发展，2018-2019 年在全国房地产销售排行榜中保持第四位，销售额同比增长率分别为 27% 和 21%。2020 年，融创中国的合同销售额与过去几年相比增长并不明显，仅为 3.4%，总销售额达到 5752.6 亿，销售面积同比增长 7.1%，与同规模的房企相比增速偏低，主要是受疫情影响以及公司从“量到质”的战略转变。

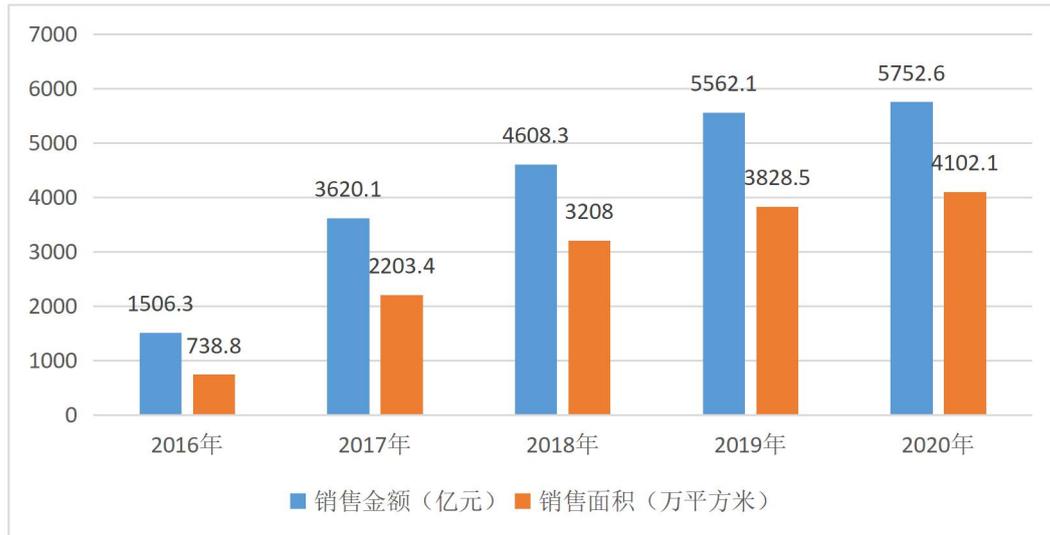


图 3.2 2016-2020 年融创中国合同销售情况

3.2.2.2 土地储备

融创中国的土地储备大多通过并购的方式获得，相比于传统的招拍挂方式更加灵活，并且拿地成本也较低，在企业快速扩张阶段能够在一定程度上缓解资金压力。并购的土地资源多数来自于其他同行资金不够或失去意愿开发的项目，因此通过并购获得的土地成本比市场价格低，而且其中不乏有一些项目地理位置优越、发展潜力较大的土地板块。例如，2016 年，融创中国收购了苏州德尔资产包，当时以极低的价格获得了一笔优质的土地资源，仅为市场价格的 18%，后续进行再开发，获得了丰厚的收益。

融创中国在 2016 年完成全国布局的基础上，灵活评估市场热度，依靠高标准审慎把握并购机会，把握拿地节奏，统筹拿地策略。2020 年，尽管受突发疫情的影响，各地产公司收到一定的冲击，但对于地段好位置佳的高质量土地竞争热度依然很高。融创中国调整发展步伐，坚持高标准、高质量拿地，严格控制拿地的节奏，做高质量的房产项目，2020 年内新增的土地储备建设面积约近六千万平方米，同比增长了 10.3%，土地储备总量稳定增长，总的土地储备面积 2020 年达到了 25800 万平方米，丰厚且优质的土地储备为未来几年的发展打实了基础。

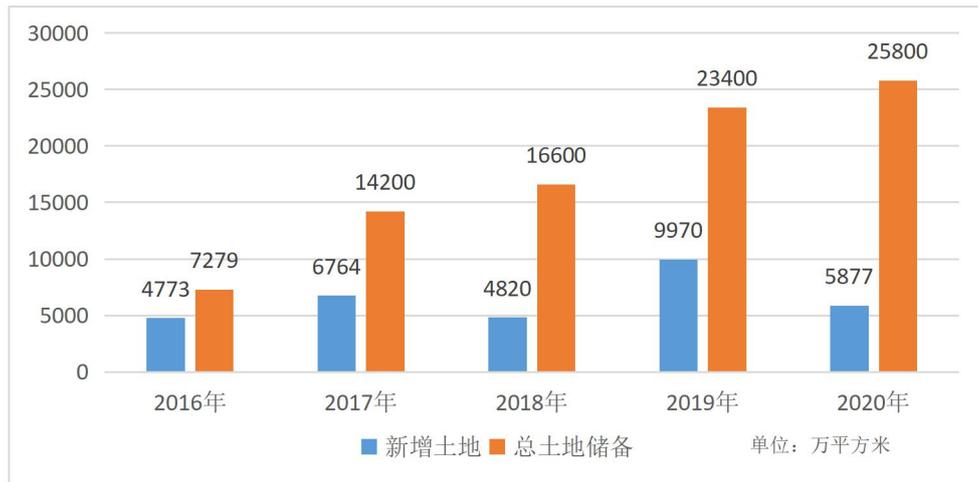


图 3.3 2016-2020 年融创中国土地储备面积

3.2.2.3 盈利能力

融创中国的营业收入大幅上升，2020 年营业收入约为 2016 年的 6.5 倍，可见增速迅猛，企业的毛利率先增长后有小幅下降，而净利率指标稳中有增，在近五年内，面对着市场激烈竞争以及房企的转型周期下，融创中国依然保持着较好的盈利能力，成长的动力依旧强劲。2020 年融创中国的毛利率为 21%，横向对比行业内同规模的企业位于偏低水平。主要由于一方面受疫情下市场波动带来的影响，另一方面，融创中国对合并收益的价值评估进行了调整，导致 2020 年报告期内毛利润减少 127.9 亿元。随着公司融资成本下行，假设利息资本化比率不变的前提下，资本化的利息费用将有所改善。此外，公司多元化拿地控制土储成本，结算毛利率将有所支撑。融创中国历年净利率趋势较为稳定，近年来净利率略高于港股地产龙头碧桂园及中国恒大。

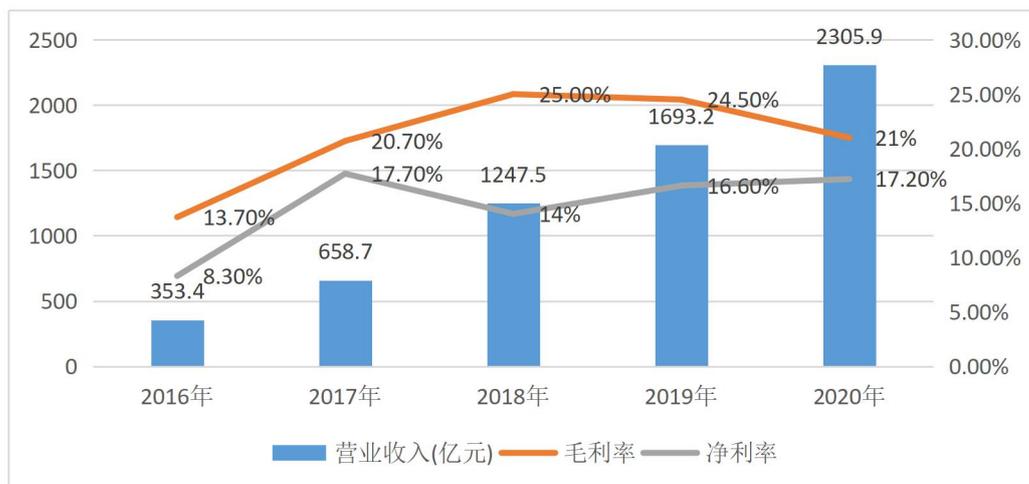


图 3.4 2016-2020 年融创中国盈利表现

3.2.2.4 偿债能力

自融创中国进入加速扩张期，有息负债规模及净负债率大幅提升，2019 年末有息负债规模达到 3222.8 亿元，公司净负债率为 172.27%，净负债率始终保持高位。2020 年末，融创账面上拥有的现金余额达 1326.5 亿元，同比增长了 5.5%，说明融创现金相对充足，流动性进一步得到改善。同时，得益于融创主动调整发展节奏，致力于追求内生增长，把握市场机会补充土地储备，积极降负债、保利润、重回款等一系列举措，与央行的管控相契合，“三道红线”政策自 2020 年 8 月落地至今，融创中国已由 2019 年三线全踩中的“红档”降为只踩中一条红线“黄档”。全面转绿进程不断加速。截至 2020 年年末，现金短债比为 1.45，符合红线不小于 1 的要求，净负债率由 2019 年的 172.3%大幅下降 76.2 个百分点至 96%，满足红线小于 100%的要求，剔除预收账款后的资产负债率由 2019 年的 84.1%下降 5.4 个百分点至 78.7%，但仍不符合红线小于 70%的要求，其中前两条线符合了红线的标准，成功翻绿。虽然各项指标趋近符合三道红线的标准，表面上看融创中国的负债并不严重，但也可能存在明股实债的嫌疑，负债压力仍然很大。

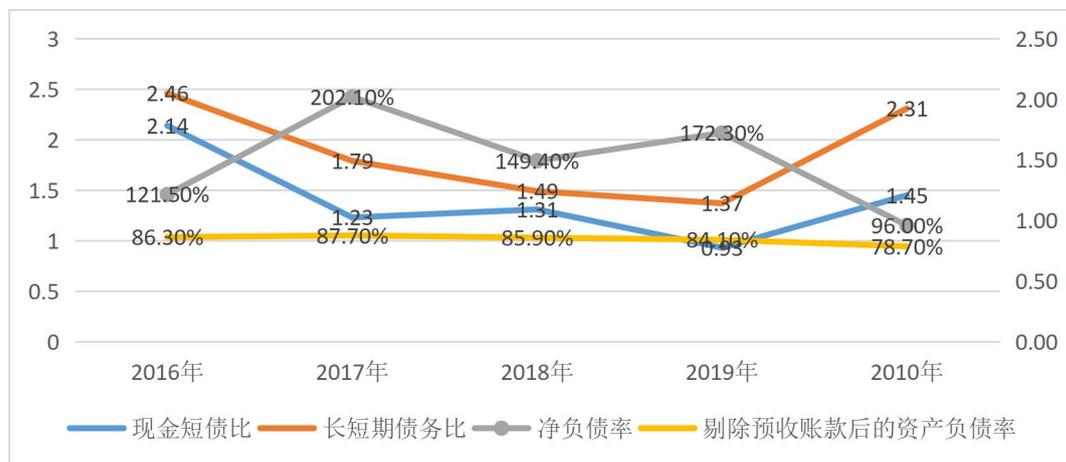


图 3.5 2016-2020 年融创中国负债情况

3.3 融创中国融资现状分析

3.3.1 外源融资现状

3.3.1.1 企业债务融资分析

融创中国的债务融资总额自 2016 年以来增速迅猛。同比 2015 年增长了近两倍之多，2017 年同比增长也将近有一倍，达到 94%，2018 年增速有所放缓。2016 年至 2018 年三年期债务融资快速增长主要是因为 2016 年以来实施的扩张战略。频繁的并购地产项目导致对资本需求量大幅增加。2020 年债务融资总额较 2019 年下降 5.86%，融创中国认识到自身发展不能仅仅依靠快速扩张，追求靠内生增长实现营收，明确了未来发展的战略，积极主动的调整资本结构，以改善其负债水平。

从表 3.3 的数据可以看出，融创中国短期贷款规模相对较大，而还款期限短，所以企业容易承受较大的还款压力。由于房地产企业的特点，从拿地到销售这一轮周期很长，致使投资回收期长。因此，企业在同一项目期内再次借款时，通常会面临借款资金短期利息暴涨，导致融资成本高的问题。如果融创中国短期债务到期，但未能及时找到新的资金来源时，此时融创中国会陷入财务危机，面临着资金链中断的风险，如果到期无法还本付息，会影响企业的信用评级，这很大程度上影响着企业项目活动的正常运行。

表 3.3 2016 年-2020 年融创中国债务融资明细 单位：亿

项目名称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
长期借款					
有抵押					
—银行及其他金融机构借款	669	1591	1560	2141	2146
—优先票据	28	91	221	448	471
—资产支持证券	32	31	29	—	—
长期借款（有抵押）合计	728	1713	1810	2589	2617
无抵押					
—银行及其他金融机构借款	37	55	21	1	1.9
—公司债券	99	99	78	78	113
—非公开发行境内公司债券	148	159	170	170	154
长期借款（无抵押）合计	284	313	269	249	286
1 年内到期的长期借款	-211	-620	-706	-973	-784
非 1 年内到期的长期借款合计	802	1406	1373	1865	2118
短期借款					
有抵押					
—银行及其他金融机构借款	114	163	212	378	127
—资产支持证券	1.11	0.78	3.12	—	—
短期借款（有抵押）合计	115.11	165.78	215.12	378	127
无抵押					
—其他借贷	0.46	3	0.14	4.95	6.09

短期借款（无抵押）合计	0.46	3	0.14	4.95	6.09
1年内到期的长期借款	211	620	706	973	784
短期借款合计	326	787	920	1357	916
债务融资总额	1128	2193	2294	3223	3034

虽然房地产企业融资渠道逐渐多样化，但由于受多方面因素的限制，银行贷款仍然是企业最重要的融资工具之一，从图 3.6 可以看出，融创中国自上市以来，融创中国的债务融资以银行贷款为主，大多数年份的占比均在 70%以上。房地产企业的金融风险集中在银行，则不利于企业分散风险。近年来，由于政府的宏观调控，对于房地产土地贷款的限制条件较多，要求较严，目前市场上房企多通过开发贷和并购贷来获取银行的借款，但也有相关限制规定，要求房地产开发企业在融资时，其自有资金至少要占到项目总投资额的 35%。此外，随着“国八条”、“国五条”、“国十三条”等调控政策的实施，商业银行提高了对于房地产企业资质审核，以及贷款额度的限制，以降低自身的信用风险。因此，在这样的政策背景下，房企通过银行等金融机构进行债务融资变得更加困难且成本较高。

除了利用商业银行等金融机构举债外，还可以增发债券，获取大量长期发展资金，非标融资因其存续期短，灵活性高等优点近十年逐渐成为房地产企业融资的最重要渠道之一。房地产企业在境内债券融资主要包括企业信用债和资产支持证券，一定程度上能够在抵御政治和经济环境变化，同时也能优化企业债务结构。融创中国的债务融资渠道如下图所示，主要还包括企业债券、资产支持证券和优先票据。

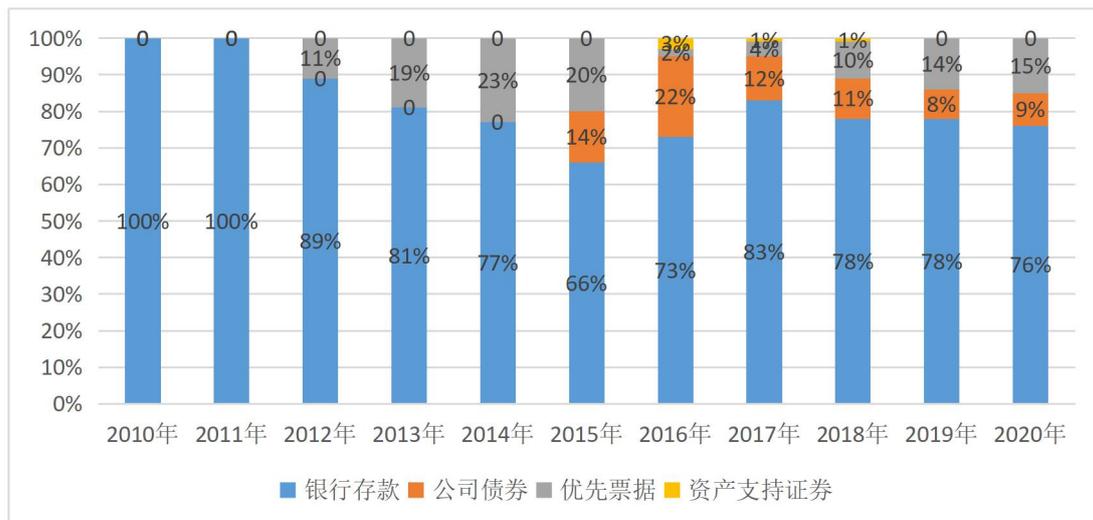


图 3.6 2010-2020 年融创中国债务融资项目

融创中国近五年发行了大量的美元优先票据，随着国内融资渠道收紧，融创中国开始吸引海外投资者，海外融资金额不断增长，2019 年年总金额高达 36 亿美元，在 2018 年-2019 年部分优先票据利率高达 8% 以上，虽然融创中国在 2019 年、2020 年回购部分高息票据置换为利率相对较低的票据，降低融资成本，但近年累积发行票据频繁，规模庞大，融资风险较高，企业资金链一旦断裂，难以按期偿还到期利息。

表 3.4 2016 年-2020 年融创中国发行美元优先票据

发行日期	金额（美元）	利率	期限
2017 年 8 月 8 日	4 亿	6.875%	3 年
2017 年 8 月 8 日	6 亿	7.95%	5 年
2018 年 4 月 19 日	6.5 亿	7.35%	3.25 年
2018 年 4 月 19 日	4.5 亿	8.35%	5 年
2018 年 7 月 27 日	4 亿	8.625%	2 年
2018 年 11 月 29 日	3.5 亿	8.625%	1.67 年
2019 年 1 月 15 日	6 亿	8.375%	2 年
2019 年 2 月 15 日	8 亿	7.875%	3 年
2019 年 3 月 25 日	2 亿	8.35%	4 年
2019 年 4 月 11 日	7.5 亿	7.95%	4.5 年
2019 年 6 月 14 日	6 亿	7.25%	3 年
2019 年 11 月 1 日	6.5 亿	7.5%	5 年
2020 年 1 月 10 日	5.4 亿	6.5%	5 年
2020 年 7 月 9 日	6 亿	6.5%	3 年
2020 年 8 月 3 日	5 亿	6.65%	4 年
2020 年 12 月 1 日	1.2 亿	6.65%	4 年
2021 年 1 月 26 日	6 亿	5.95%	3 年
2021 年 1 月 26 日	5 亿	6.5%	5 年
2021 年 3 月 2 日	3.42 亿	5.95%	3 年

数据来源：根据融创财务报表整理

3.3.1.2 企业股权融资分析

每一次配股，其实都代表了融创中国某个阶段的发展历程。自 2016 年开始，融创开启了配股的步伐。这个时候，配股并不是为了缓解资金紧张，最终配售的 4.53 亿股是被掌门人孙宏斌增持了，增持原因，是为了设置“防火墙”，避免“野蛮人”入侵。因为 2016 年，正值融创疯狂收并购之际，其拿下了莱蒙国际和联想旗下的多个项目，更入股了金科、乐视，大笔交易不断。融创一举成为资本市场最夺眼球的“收并购之王”，由此稳坐行业龙头位置。而 2017 年的两次

大额配股，更多是为了缓解融创现金流紧张的局面。尤其是融创当时耗资 500 多亿两次并购了万达 13 个文旅项目，获取超 5000 万平可售土储。这一“世纪大并购”，令融创规模大增的同时，负债也与日俱增。

2020 年的配股则是融创时隔三年的操作，而这次甚至打破了前一年内配股融资的最高纪录，高达近 80 亿港元。彼时，融创依旧在为过去的“收并购”行为买单。2019 年，融创收并购了很多项目，大手笔投资不停息。而此番配股融资主要目的在于“降负债”。

表 3.5 融创上市以来股权融资情况

公告日期	发行方式	发行股份（亿股）	发行价（元/股）	募集资金（亿港元）
2010.10.07	IPO 上市	7.5	3.48	26.1
2013.01.22	公开配售股份	3	6.7	20.1
2017.07.25	公开配售股份	2.2	18.33	40.3
2017.12.15	公开配售股份	2.5	31.1	77.8
2020.1.10	公开配售股份	1.8692	42.8	80
2021.11	公开配售股份	3.35	15.18	50.85
2022.1.12	公开配售股份	4.52	10	45.2

数据来源：根据融创财务报表整理

3.3.2 内源融资现状

企业必须要高度重视内源融资。房地产企业的自有资金主要由留存收益以及向消费者预收的定金及购房款构成，盈利能力好的企业可以有效提高内生资金能力。内源融资的优势在于无需为募集资金支付额外费用，融资成本较低，有利于提高企业内生发展活力和资信水平。

表 3.6 2016-2020 年融创中国内源融资占比

项目名称（单位：亿元）	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
留存收益	162.01	267.75	421.98	651.8	972.01
折旧	0.35	2.94	8.31	17.43	25.77
内源融资合计	162.36	270.69	430.29	669.23	997.78
总资产	1605.62	2746.91	2912.76	4346.52	4902.23
留存收益率	10.11%	9.85%	14.77%	15.40%	20.35%

数据来源：根据融创财务报表整理

如表 3.6 所示，融创中国在 2016-2020 年间留存收益均为正值，并且呈迅

速上升趋势，留存收益与总资产的占比也逐年提升，由 2016 年的 10.11% 提高至 2020 年的 20.35%，说明融创中国内部造血能力较强，具有良好的盈利能力，同时也说明近几年来融创中国十分重视提高内源融资。

4 融创中国 EVA/SGR 矩阵模型构建与融资策略分析

4.1 融创中国经济增加值测算与分析

结合上文第二章中提及的 EVA 算法,虽然会计指标有很多,但需要结合企业所在具体行业以及企业业务的特征,依据相关准则确定不同的会计调整重点,灵活的调整一些 EVA 增减项目。本文接下来将依据公式内容做具体测算:

4.1.1 税后净营业利润

税后净营业利润 (NOPAT) = 息前税后净利润 + 营业外支出 - 营业外收入 + 广告费用 + 各项准备金增加额 + 递延所得税负债余额的增加 - 递延所得税资产余额的增加

首先,由于融创中国是港股上市,所以要根据财务报表数据,计算所得税额占利润总额比例,得出实际缴纳的平均所得税率,如表 4.1 所示:

表 4.1 2016-2020 融创中国平均所得税税率

项目名称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
所得税费用 (亿元)	14.7	36.95	112.19	143.90	179.9
利润总额 (亿元)	44.09	153.59	286.64	425.46	575.35
平均所得税税率 (%)	33.34%	24.06%	39.14%	33.82%	31.26%

数据来源:根据融创财务报表整理

然后,计算税后净营业利润,如表 4.2 所示:

表 4.2 2016-2020 年融创中国税后净营业利润

项目名称 (亿元)	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
净利润	29.38	116.64	174.45	281.56	395.49
所得税	14.7	36.95	112.19	143.9	179.86
利息费用	41.62	110.91	146.24	259.56	288.99
息税前利润	85.7	264.5	432.88	685.02	864.34
平均所得税税率	33.34%	24.06%	39.14%	33.82%	31.26%
息后净利润	57.13	200.87	263.45	453.33	594.14
加: 营业外支出	0.23	106.89	19.86	12.22	21.97
减: 营业外收入	32.8	279.16	118.48	141.88	197.91
加: 广告费用	9.16	34.2	43.6	61.7	80.4
加: 各种减值准备余额的增加	10.46	35	34.85	18.94	2.35
加: 递延所得税负债余额的增加	-4.56	-14.66	-16.41	-14.03	2.39

减：递延所得税资产余额的增加	3.9	17.36	23.04	51.03	27.93
税后净营业利润	35.72	-41.11	183.97	327.03	453.44

数据来源：根据融创财务报表整理

4.1.2 资本成本总额

资本成本总额（TC）=权益资本总额+债务资本总额-在建工程

债务资本总额=短期借款+长期借款+一年内到期的债券+应付债券

权益资本总额=股东权益+递延所得税贷方余额

表 4.3 2016-2020 年融创中国债务资本

项目名称（单位：亿元）	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
短期借款	326.44	786.73	920.46	1357.33	916.07
长期借款	802.00	1405.97	1373.64	1865.42	2118.31
应付债券	99.21	99.28	77.93	78.18	112.66
债务资本	1227.65	2291.98	2372.03	3300.93	3147.04

数据来源：根据融创财务报表整理

表 4.4 2016-2020 年融创中国权益资本

项目名称（单位：亿元）	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
股东权益	354.11	606.38	731.07	1140.94	1778.3
递延所得税贷方余额	23.86	19.14	29.85	85.85	122.37
权益资本	377.97	625.52	760.92	1226.79	1900.67

数据来源：根据融创财务报表整理

表 4.5 2016-2020 年融创中国资本总额

项目名称（单位：亿元）	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
权益资本总额	377.97	625.52	760.92	1226.79	1900.67
债务资本总额	1227.65	2291.98	2372.03	3300.93	3147.04
在建工程	/	170.59	220.19	181.2	145.48
资本总额	1605.62	2746.91	2912.76	4346.52	4902.23

数据来源：根据融创财务报表整理

计算可知融创中国资本总额呈逐年上升趋势，五年之间共翻了三倍，规模在不断的扩大，在市场上占据重要的地位，发展势头好。

4.1.3 加权资本成本率

根据公式，计算一个企业的加权平均资本成本，需要分别确定债务和权益占投资资本总成本的比例、债务资本成本率和股权资本成本率。

其中，分别选取一年期和五年期的银行贷款利率作为短期、长期借款资本成本。融创中国年报中显示，在 2016 年-2020 年，企业的应付债券多数为五年期及十年期，本文选取五年以上银行贷款利率作为应付债券资本成本。

表 4.6 2016-2020 年融创中国债务资本成本

项目名称（单位：亿元）	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
短期借款	326.44	786.73	920.46	1357.33	916.07
长期借款	802.00	1405.97	1373.64	1865.42	2118.31
应付债券	99.21	99.28	77.93	78.18	112.66
债务资本总额	1227.65	2291.98	2372.03	3300.93	3147.04
短期借款比重	26.59%	34.33%	38.80%	41.12%	29.11%
短期借款利率	4.35%	4.35%	4.35%	5.54%	5.78%
长期借款比重	65.33%	61.34%	57.91%	56.51%	67.31%
长期借款利率	5.98%	6.24%	6.81%	6.60%	6.90%
应付债券比重	8.08%	4.33%	3.29%	2.37%	3.58%
应付债券利率	7.00%	7.00%	6.58%	5.60%	6.30%
税前债务资本成本率	5.63%	5.62%	5.85%	6.14%	6.55%
税后债务资本成本率	4.22%	4.22%	4.39%	4.61%	4.91%

数据来源：根据融创财务报表整理

表 4.7 2016-2020 年融创中国权益资本成本

项目名称（单位：亿元）	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
无风险报酬率	2.86%	3.58%	3.63%	3.20%	2.98%
风险溢价	6.70%	6.90%	6.60%	6.10%	2.30%
β 系数	1.256	2.0011	2.2748	1.0332	0.9659
权益资本成本	7.68%	10.22%	10.39%	6.20%	2.32%

数据来源：计算整理所得

表 4.8 2016-2020 年融创中国加权平均资本成本

债务资本权重	76.46%	83.44%	81.44%	75.94%	64.20%
税后债务资本成本率	4.22%	4.22%	4.39%	4.61%	4.91%
权益资本权重	23.54%	16.56%	18.56%	24.06%	35.80%
权益资本成本	7.68%	10.22%	10.39%	6.20%	2.32%
加权平均资本成本	5.04%	5.21%	5.50%	4.99%	3.99%

数据来源：计算整理所得

$$\text{EVA} = \text{税后净营业利润} - \text{资本总额} * \text{加权平均资本成本}$$

表 4.9 2016-2020 年融创中国 EVA

项目名称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
税后净营业利润（亿元）	35.72	-41.11	183.97	327.03	453.44
资本总额（亿元）	1605.62	2746.91	2912.76	4346.52	4902.23
加权平均资本成本	5.04%	5.21%	5.50%	4.99%	3.99%
EVA（亿元）	-45.15	-184.30	23.78	110.22	258.01

数据来源：计算整理所得

根据计算整理结果，可知仅 2016 年、2017 年 EVA 值为负，呈现出了价值减损的状态，尤其是 2017 年价值减损严重，2018 年-2020 年 EVA 值均为正，增长幅度明显。

4.2 融创中国可持续增长率测算与分析

4.2.1 销售净利率分析

$$\text{销售净利率} = \text{净利润} / \text{销售收入} \times 100\%$$

表 4.10 2016-2020 年融创中国销售净利率

项目名称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
销售收入（亿元）	353.43	658.74	1247.46	1693.16	2305.87
净利润（亿元）	29.38	116.64	174.45	281.56	395.49
销售净利率	8.31%	17.71%	13.98%	16.63%	17.15%

数据来源：计算整理所得

由表 4.10 可知，融创中国销售收入不断攀升，净利润也随之呈现出逐年增长态势，销售净利率除 2017 年大幅增长外整体呈逐年稳定增长趋势。

4.2.2 总资产周转率分析

$$\text{总资产周转率} = \text{销售收入} / \text{总资产}$$

表 4.11 2016-2020 年融创中国总资产周转率

项目名称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
销售收入（亿元）	353.43	658.74	1247.46	1693.16	2305.87
总资产（亿元）	2931.83	6231.02	7166.6	9606.49	11084.05
总资产周转率	12.05%	10.57%	17.41%	17.63%	20.80%

数据来源：计算整理所得

融创中国在 2016-2020 年总资产呈迅猛上升趋势，资产快速累积，2020 年总资产已过万亿，总资产周转率总体呈上升趋势，但相较于行业的平均数据 30%-40%而言还是偏低的，主要是由于企业前期大规模扩张，导致负债规模过大，资本结构不合理，融创中国在资产运营能力仍有很大进步空间。

4.2.3 留存收益率分析

留存收益=1-当年利润分配额/净利润

表 4.12 2016-2020 年融创中国留存收益率

项目名称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
现金股利（亿元）	9.91	22.01	36.45	57.26	76.94
净利润（亿元）	29.38	116.64	174.45	281.56	395.49
股利支付率	33.73%	18.87%	20.89%	20.34%	19.45%
留存收益率	66.27%	81.13%	79.11%	79.66%	80.55%

数据来源：计算整理所得

融创中国净利润逐年增加，盈利能力较强。每年现金股利分配呈下降趋势，留存收益率整体稳中有增，截止 2020 年高达 80.55%，而与之相反的股利支付率呈下降趋势。

4.2.4 权益乘数分析

权益乘数=期末总资产/期末股东权益=1/（1-资产负债率）

表 4.13 2016-2020 年融创中国权益乘数

项目名称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
期末总资产（亿元）	2931.83	6231.02	7166.6	9606.49	11084.05
期末股东权益（亿元）	354.11	606.38	731.07	1140.94	1778.3
资产负债率	87.92%	90.27%	89.80%	88.12%	83.96%
权益乘数	8.28	10.28	9.80	8.42	6.23

数据来源：计算整理所得

融创中国 2016 年-2020 年的期末总资产迅速累积，期末股东权益也同比稳步增长，资产负债率稳定 83.96%-90.27%之间，其中在 2017 年达到最高，2017 年以后逐渐有所下降，权益乘数除 2020 年较小为 6.23，2016 年-2019 年均 8 以上。与房地产行业较强阵营企业相比权益乘数整体偏高。

4.2.5 可持续增长率分析

可持续增长率=销售净利率×总资产周转率×留存收益率×权益乘数

由前文计算数据可得近五年可持续增长率，如表 4.13 所示。

表 4.14 2016-2020 年融创中国可持续增长率

项目名称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
销售净利率	8.31%	17.71%	13.98%	16.63%	17.15%
总资产周转率	12.05%	10.57%	17.41%	17.63%	20.80%
留存收益率	66.27%	81.13%	79.11%	79.66%	80.56%
权益乘数	8.28	10.28	9.80	8.42	6.23
可持续增长率	5.50%	15.61%	18.88%	19.66%	17.92%

数据来源：计算整理所得

除 2016 年可持续增长率较低仅为 5.5%外，融创中国的可持续增长率 2017 年-2020 年来波动不大，均在 15%-20%之间浮动。综合上述测算分析，四个指标反映了企业的经营效率和财务政策，在经营效率方面，融创中国的净销售利润率表现较好，但资产周转率偏低，房地产行业百强平均总资产周转率在 30%-40%之间，而融创中国仅在 10%-20%之间浮动，说明对资产的利用效率不高。从财务政策上看，权益乘数虽然呈下降趋势，但整体与房地产行业权益乘数相比偏高，说明融创中国整体财务风险偏高，偿债能力较弱。留存收益率稳中有增，提高整

体资产周转率和留存收益率，有利于提高融创的经营能力，降低财务风险，同时也有利于提高企业的可持续发展能力。

4.3 融创中国 EVA/SGR 矩阵模型构建

由上一章节所计算的数据，可以得到每年 EVA 及 SGR 的数值，实际增长率 g 用企业销售增长率表示，销售增长率 = (本期销售额 - 上期销售额) / 上期销售额。

表 4.15 2016-2020 年融创中国实际增长率

项目名称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
上期销售额 (亿元)	682.10	1,506.28	3,620.10	4,608.30	5,562.10
本期销售额 (亿元)	1,506.28	3,620.10	4,608.30	5,562.10	5,752.60
实际增长率 (g)	120.83%	140.33%	27.30%	20.70%	3.42%
可持续增长率 (SGR)	5.50%	15.61%	18.88%	19.66%	17.92%

数据来源：计算整理所得

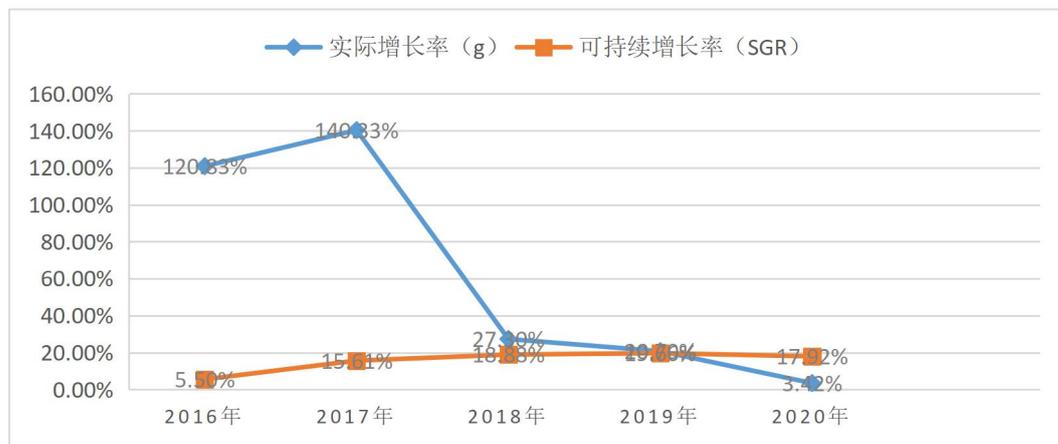


图 4.1 2016-2020 年融创中国 g 与 SGR 变化对比

由表 4.15 和图 4.1 可知，融创中国可持续增长率较为平稳，2016 年-2019 年稳健增长，2020 年略有下降，但基本维持在 15%-20% 之间，但需要重点关注实际增长率，2016 年、2017 年高达 120% 和 140%，这是因为 2016 年、2017 年融创进行快速扩张，发展速度加快，2018 年以后实际增长率与可持续增长率的差异缩小，其中包括行业宏观调整因素的影响，以及融创管理者根据企业自身发展规

划，调整经营策略，优化资本结构，使企业实际增长率放缓，逐渐趋近于可持续增长率，避免增速的过快或者过慢给企业带来经营上的风险。

综合上文对于经济增加值（EVA）与可持续增长率（SGR）的计算，结合企业每年销售的实际增长率（ g ）分别构建融创中国的 EVA/SGR 矩阵表和 EVA/SGR 二维矩阵模型。如下表 4.16 和图 4.2 所示。

表 4.16 2016-2020 年融创中国 EVA/SGR 矩阵表

年份	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
Y 轴 (EVA)	-45.15	-184.30	23.78	110.22	258.01
X 轴 (g -SGR)	115.33%	124.73%	8.42%	1.04%	-14.49%
资金情况	短缺	短缺	短缺	短缺	盈余
价值情况	减损	创造	创造	创造	创造

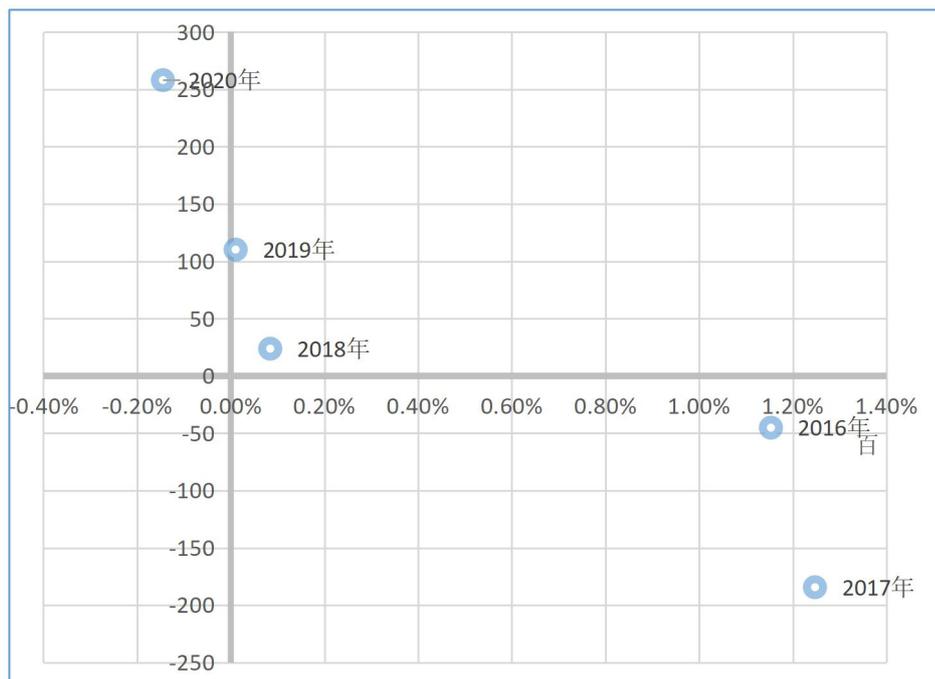


图 4.2 2016-2020 年融创中国 EVA/SGR 矩阵模型

4.4 融创中国 EVA/SGR 矩阵模型下的融资策略分析

房地产企业运营中的各个环节离不开大量的资金注入，例如前期的拿地费用，建筑工程费用，以及项目建成后的宣传和销售费用。鉴于对资金的巨大需求，

企业不能仅仅依靠自有资金和内生融资进行日常项目运营，在这一点上，他们总是不得不引入外部资金。

无论是境内的直接或间接融资，还是境外融资，都需要根据企业自身负债结构进行合理融资。在企业快速成长的过程中，资金需求量大且紧迫，而企业资产周转率低会导致公司资金不足、现金流短缺，情况严重的话不利于企业的日常经营活动。如果企业成长过慢，项目大量积压资金，会造成资源的浪费，企业付出不必要的成本。无论是企业成长过快还是过慢，有不利于企业的长远发展，会增加企业在经营上和业务上的风险。

EVA/SGR 矩阵模型根据对财务数据的测算和分析，准确地识别企业所处的成长周期以及现金流盈余或短缺的情况，通过定位到这四个象限，可以清晰直观地对企业每年的经营状况和财务状况进行全面了解，分析企业创造价值和可持续发展的能力，对企业现行的融资策略进行分析，判断其合理性和有效性，瞄准风险点，衡量融资成本的高低，为融资方式的选择和合理配置提出切实可行的建议，帮助企业做出有效的财务决策和经营战略定位，提高经济效益。

4.4.1 价值减损现金短缺象限的融资策略分析

融创中国在 2016 年和 2017 年处于矩阵模型的第 IV 象限。2016 年 EVA 为负值-45.15 亿元，实际增长率要高出 115.33%。2017 年 EVA 为-184.3 亿元，实际增长率要高出 124.73%，企业的销售额增长迅速，但是却没有为企业创造价值。此时，企业一方面资金短缺，另一方面还陷入了价值减损的困境。这时候就需要特别注意，企业发展增速很快但是却无法获得充足利润、为企业创造价值的原因。

在 2016 年，融创中国至少完成了 12 宗收并购交易，并购项目总价值超过 400 亿元，加上直接征地，企业年支出超过 1000 亿元。在年末土地储备总量约 7219 万平方米，通过收购的合算房地产开发项目，可以以代价较小的方式获得比较优质的土地资源。2016 年新增土地储备 67% 是通过并购获得的。其中一个典型并购成功的案例就是收购了联想旗下的一家房地产公司，囊括了 42 个房地产项目，总面积则达到了 1801 万平方米。融创中国开启了全国布局，房产项目辐射了 70 个一二线城市及周边中心城市。由于疯狂的土地并购扩张，让融创中国也积累了大量优质土地资源，但财务风险也随之增加了。同时，融创中国瞄准国

内公司债券发行窗口，成功发行 22.5 亿只低成本国内公司债券和 ABS，用于替代历史成本高昂的融资，进一步优化债务结构，降低融资费用。融创中国的加权融资成本从 2015 年的约 7.60% 下降至约 5.98%，其中新增贷款的加权平均融资成本于年内下降至约 5.78%。

2017 年，由于融创中国投资并购缺乏谨慎性，收购乐视亏损了近 170 亿，企业损失了大量资金，因而承担了巨额的债务，资金压力大。为了应对融资端紧缩，融创中国的管理者除了维护银行信用，还加强股权融资，在 2017 年 8 月实现与万达的收购协议后，追加配售 2.2 亿只新股共获得了 5.2 亿美元的股权融资，此后在 2017 年 12 月还发行了两组 10 亿美元高息债券，通过一系列的融资也为后续企业创造价值奠定了基础。

4.4.2 价值创造现金短缺象限的融资策略分析

根据图 4.2 可知，融创中国在 2018 年和 2019 年处于矩阵模型第一象限， $EVA > 0$ ， $g > SGR$ ，实现了销售收入的增长，企业价值增加，并伴随着强劲的发展态势，但是也存在着资金短缺的风险，因为其实际增长率已经超过了企业可以现有资源可以支撑的最大限度。

2018 年和 2019 年，融创对新项目采取更加谨慎的投资和发展策略，进一步降低了集团的影响力。虽然新增土地面积相较于 2016、2017 年略有减少，但拿地积极性并未减弱，土地储备逐年增加，消耗大量资金。截止 2019 年底，土地储备达到两亿多平方米。融创中国对土地储备量还是相当重视，花费金额巨大，基于房地产行业的性质，能够快速变现的储备却寥寥无几。大量土地储备的构成，为未来的房地产销售做好了充分的准备，但导致资金大量积压在房产项目的投资中，负债率居高不下，影响债务融资效率的提升。

对于融创而言，土地收购和融资是一二线城市区域企业面临的最大问题。三四线城市区域企业最大的问题是销售和去库存问题，融创每个区域的土地购买数量有一定的限制，采取合作开发等方式作为扩张的渠道之一该项目。2018 年大幅增持金科地产，收购万达文旅全资，融创中国净负债率由 2016 年的 121.52% 提升至 2017 年的 202%，2018 年仍高达 149%，并购频发积累了大量的债务特别需要说明的是，融创旗下乐视“踩雷”造成融创投资亏损 44.8 亿元。融资依赖

于银行借款，但由于近年来银行和其他金融机构对企业债务监控力度加大，是不利于额外的债务融资。融创中国也及时的对其战略进行了调整，在 2018 年、2019 年发行大量的美元优先票据，能够暂时的缓解资金压力，但于长远而言，债务规模过大且利率较高，从而导致融资成本高。

4.4.3 价值创造现金剩余象限的融资策略分析

融创中国将在 2020 年进入矩阵模式的第 II 象限。企业实现了增值，现有的资金相对充裕。在疫情和监管的双重压力下，实现了 2305.9 亿元的营收和 356.4 亿元的归属于母公司的净利润，融创中国在这两项核心财务指标上仍保持 36% 以上的增长。尽管 5752.6 亿元的收入同比增速相对放缓，但融创中国的收入结构和区域市场持续优化。

从财务比率来看，融创中国在一年多的时间里，特别聚焦于优化有息债务结构，比如用发行信用债和境外债替代短期债务。上半年，融创中国利用相对宽松的货币金融环境，提高银行融资比重，利用公开市场融资机会，提前偿还融资成本较高的信贷借款。所以在融资方面，与 2019 年底相比，新增计息公司债券的加权平均成本也下降了 1.9 个百分点，因此总体融资成本有所下降。至 2020 年底，融创中国长期负债与短期负债比率提升至 2.31，一年以上有息负债占比显著提升。从投资角度看，融创中国也改变了“买买买”的习惯，开始对并购持谨慎态度，放慢拿地速度，减少投资，并尝试出售所持项目以保持稳定的现金流。2020 年 4 月，融创中国以 46.99 亿元受让金科集团 11% 股权；2020 年 11 月，融创服务成功分拆上市，募集的资金达到了 90 亿港元。快速占领物业服务市场，一方面通过并购开元地产等目标扩大规模，另一方面进一步优化收入结构，提高盈利水平。

融创中国 2020 年成功进入“安全线”，按照“三条红线”标准，其中两条指标已经符合规定，融创中国在短短一年内，就已经将“黄级”提升了两个档次。通过以上的一系列的举措，债务问题似乎得到了缓解，融创中国的资本结构有所优化，但是实际的问题没有得到根本性的解决，由于前期激进扩张带来的影响，大规模资金流出，企业现金流波动大，承受巨大的债务压力，融资风险依然很高。融创中国的即期贷款虽然下降了 32.5%，但是非即期贷款却上升了 13.5%，总借

贷仅下降 5.8%，刚性债务整体并未减少，债务问题还是有很大的隐患。

4.4.4 融创中国融资策略总体评价

通过借助 EVA/SGR 矩阵模型对融创中国的财务数据计算定位，以及分析融创中国的融资策略选择得知，与所构建的矩阵模型的理论选择相比较，融创中国根据每年的经营情况采取的融资策略基本与模型相符。

2016 年和 2017 年，融创中国处于第 IV 象限，经济增加值为负且现金短缺。自 2016 年以来，融创中国开始频繁进行大规模并购，并以此为翘板，低成本获取土地，不断开发新项目，拓宽板块，投入大量的资金。当然，当项目不构成有效价值或无法实现及时回款时，这些并购项目给融创带来了巨大的资金压力。融创主要通过向银行借款、发行 22.5 亿只低成本国内债券和 ABS 以及增发 2.2 亿股新股等方式筹集资金，以满足强烈的资金需求。融创对所选择的融资策略接近于矩阵模型第四象限的理论选择。

2018 年和 2019 年，融创中国处于第 I 象限，处于价值创造、现金短缺的高速发展期。融创通过发行大量优先票据、2018 年 4 月共发行 11 亿美元优先票据，2019 年一整年共发行新股 36 亿美元的优先票据，公司公告所得款项按计划悉数用于本集团已有债务再融资。此外还增加银行贷款以及实施股权激励计划等方式筹集资金，对缓解资金压力起到了一定作用。融创现阶段属于持续性长期增长阶段，所采取的融资方式符合第一象限的理论选择。

2020 年，融创中国处于第 II 象限，企业创造了价值且现金有盈余。融创中国逐渐改变过去激进式扩张的经营模式和“高杠杆”的运作模式，在确保经营业绩稳步增长，带来销售利润的同时，凭借过去丰厚的积累和突出的战略优势，逐步优化企业资本结构符合长远的经营目标，例如，发行信用债券和境外债券来替代短期债务，提前偿还融资成本高的信托借款、出售非核心项目资产、分拆融创服务上市等方式募集了大量的资金，以抵御复杂的外部市场环境及疫情的影响。但企业的债务问题也积弊许久，整体的偿债风险仍较大。

以上分析可以总结为下表：

表 4.17 融创中国融资策略对比评价

象限	该象限标准融资策略	融创中国实际融资策略	融创中国融资策略评价
第 I 象限 (2018 年、 2019 年)	扩大融资或注入 新的权益资本	以银行借款为主、辅以发行优 先票据，大力进行融资	与第 I 象限融资策略相符
第 II 象限 (2020 年)	减少或暂停融资 并加大投资	企业积极减债、降融资成本、 出售非核心资产等	与第 II 象限融资策略较相 符
第 IV 象限 (2016 年、 2017 年)	暂时性减损应扩 大融资；长期性减 损应出售重组	企业大规模扩张，属于暂时性 原因导致的价值减损，向银行 借款、发行债券并增发新股	与第 IV 象限标准融资策略 相符

5 融创中国融资策略启示

5.1 合理利用权益融资和内源融资

根据对现有房地产行业，以及本文选取的案例公司融创中国的研究数据发现，房地产商的大多倾向于向银行借款，但基于国家的宏观调控，例如“三道红线”的限制以及对银行贷款额度的把控，开发贷利率较高，且贷款难度大，对于企业来说，资本成本较高，为了减少对银行贷款的过度依赖，可以发行债券，长短期债券配置比例要合理，观察最新发行债券情况，部分房企打破了新债发行和旧债赎回的限制。通过发行长期债券，可以将筹集到的资金用于偿还当前利息率高的银行借款，减少对银行的过度依赖，补充流动资金，一定程度上能缓解现有企业的资金紧张的问题，但值得注意的是，大量的债务融资所带来的高额利息支出会给较大的资金压力，会增加融资风险。此外也可以通过配股的形式募集资金。同时企业要注重提高自身的盈利能力，重视留存收益，提高存货周转率，提高销售能力，在当前行业大调整时期尽可能提高内生增长能力，从而促进企业的良性发展。

5.2 建立多元化融资模式

我国的市场经济起步较晚，发展尚未成熟，中国房地产行业的资产负债率高达 70%至 80%，这是相比于其他行业是一个十分惊人的数据，那么美国房地产行业的资产负债率通常在 30%至 40%，这是由于国外相对成熟的市场经济，通常利用丰富多元的融资渠道将负债率控制在较低风险的状态。中国市场出于对金融风险的防范，为了防止房地产企业泡沫化，出现崩盘的情况，政府在融资端的监管愈发趋严，传统的融资方式难度加大，融资成本越来越高，而现有市场对于资金的需求依然很大，呈现出不降反增的态势，房地产行业的资金困境已经成为行业普遍现象，实际上很多房地产企业主要是没能做到未雨绸缪，提前布局，采用多元化方式融资，直到风险出现的时候才想起要储备现金，所以破产的地产企业比比皆是。这就倒逼房地产企业另寻出路，鼓励企业创新融资方式，多元化灵活的方式应对，主动积极拓宽融资渠道，顺应当前市场发展形式。例如，房地产投资

信托基金不仅可以防范投资风险，而且一般不会失去对项目的控制权，资金来源更广泛且灵活性高。此外，企业应更加关注资产证券化等创新金融产品，加强与各投资机构的合作，以更加多元化的融资方式、更优化的融资组合来应对资金短缺，这也是企业寻求突破的关键。

目前市场上已经有很多房地产企业，积极采用各种手段降负债，把控发展节奏，争取高质量的土地资源，通过转让地产项目，合作开发等各种方式积极降杠杆，加速资金回笼。融创中国运用创新的融资渠道比较有限，过度依赖传统融资渠道，因此未来融创中国需要努力拓展融资渠道，多方面尝试，通过房地产基金、公募基金等新兴融资渠道进行融资，将融资方式划分为不同的融资组合。同时也可以尝试与其他房地产企业共同合作开发的形式，利用“地+钱”的有机结合，例如通过联合招标或成立合资公司的方式，这样一方面能够互利共赢，利用自身的发展优势，取长补短，保证项目的完成度和多样性，另一方面也可以共同承担风险，加强对风险的抵御能力。

5.3 合理控制发展速度

随着房企的规模越来越大，经营风险攀升，房企的压力也越来越大，愈发考验企业的内在功力，基于目前后疫情时代以及行业监管较严的大环境下，“重运营”是大势所趋，现在的房地产企业已经不是有钱就能做好的产业了，更考验房地产开发商的专业化能力，房企需要对运营模式进一步升级，合理控制发展速度，及时根据发展现状调整经营战略、规划项目运营的节奏、保证企业的现金流，利用运营打通投融资产。

如果融资金额不能满足企业项目经营需要，项目的日常运转必将严重受挫，但是，如果融资金额超过企业运营所需的金额，会增加企业的负担，资金盈余却无法有效的运用到生产经营中，从而导致资金浪费。因此，企业发展速度要与融资能力相匹配，既要避免盲目扩张、过度投资，也要避免销售增长停滞、内生动力不足，提升企业资金的使用效率，合规的配置到各个环节，塑造健康发展的模式。

融创中国近五年来的实际增长率波动较大，在 2016 年、2017 年扩张速度过快，企业的实际增长率过高，在 2018 年以后，实际增长率与可持续增长率的差

值趋小，由此可见，融创中国在市场竞争激烈的局势中，对自身实际增速的控制能力逐渐加强，但也能看到前期的激进式扩张使得当前资金的偿还压力大，在面临政府监管和疫情的双重影响下，当前融创中国已然陷入了流动性危机。

6 结论与展望

6.1 研究结论

房地产市场环境日趋复杂，同时伴随者融资端的监管高压愈演愈烈，必须更加重视房地产企业的融资活动。结合价值创造和可持续增长这两个维度的目标，通过对融创中国融资策略的分析，得出以下结论：

EVA/SGR 矩阵模型为企业制定符合自身发展规律的融资策略提供新视角，具有一定的参考价值。能够根据 EVA 数值与 g -SGR 的数值快速的定位在象限中，判断企业的价值创造能力和可持续增长能力，帮助企业明晰当前阶段是否需要融资，以及采取通过何种融资渠道筹集资金能够最大程度维持企业的现金流转以及项目的正常运转，降低融资成本。同时也能帮助企业判断当前处在价值增值还是价值减损状态，具备实时性和及时性，有效评估资金的利用效率，为企业管理者对未来企业经营战略和财务政策的调整指明了方向。当然，EVA/SGR 矩阵模型不是局限对当前几年的经营成果的评判，而是涵盖了企业发展的各个阶段，可以用动态长远的眼光去衡量企业未来的发展趋势，提前着手，提前干预，做好准备，帮助企业稳健可持续的发展。

6.2 研究不足与展望

本文还存在不足，本文只选取了房地产头部企业融创中国一家案例公司，融资结构相对合理，融资策略也有一定的参考性。虽然有一定的代表性，但单一的案例并不是很好说明 EVA/SGR 矩阵模型在房地产行业中的普遍适用性，尤其是当前市场环境波谲云诡，房地产行业对资金需求仍保有旺盛需求，竞争加剧，政策监管较严，对企业的发展有很大的影响。EVA/SGR 矩阵模型无法识别行业背景及社会环境变化所带来的暂时性差异。自 2021 年下半年以来，房地产行业环境巨变，融创中国的销售受到影响，且随着部分房企暴露的流动性问题，融资难度也不断增大，在此之下，融创中国采取了促进销售回款、处置资产、股权融资及控股股东无息借款等措施。自 2022 年 3 月以来，作为融创的“销售粮仓”的长三角区域、广州、西安等核心一二线城市，都受到了严重的疫情影响，存货积压，

企业现阶段面临着更大的流动性压力，4 月陆续到期的美元优先票据利息无法在相关期限内偿还。说明由于融创中国激进式扩张的发展战略，整体的开发节奏迅猛，由此也带来了一系列的问题，资金链抗风险能力较差，债务问题积弊许久，容易发生资金链断裂，企业陷入了债务困境。此外，本文的写作主要是参考融创中国的历年披露的年报数据，而 EVA 和 SGR 的计算是基于一定的假设之上的，需要进行个别项目的调整，所以分析结果可能会出现一定的误差。

不仅可以在分析企业融资策略时应用 EVA/SGR 矩阵模型，还可以从企业的运营情况、财务战略去着手深入研究。本人在今后的学习和研究过程中会更加深入细致，在把握宏观环境的情况下，结合理论与实践深入探讨。

参考文献

- [1] Dan Hu, Haiyan Zheng. Does ownership structure affect the degree of corporate financial distress in China?[J]. Journal of Accounting in Emerging Economies, 2015, 5(1).
- [2] Eisemann Peter C. Another Look at Sustainable Growth[J]. The Journal of Commercial Bank Lending, 1984:47-51.
- [3] Higgins Robert C. Sustainable Growth: New Tools in Bank Lending[J]. The Journal of Commercial Bank Lending, 1977:51-56.
- [4] Modigliani F, Miller Merton H. The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment[J]. The American Economic Review, 1958:34-87.
- [5] Myers S. C, Majluf N. S. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do not Have[J]. Journal of Financial Economics, 1984(13):187-221.
- [6] Sternetal. The EVA? Financial Management System[J]. Journal of Applied Corporate Finance, 1995, 41.
- [7] Van Horne James C. Sustainable Growth Modeling[J]. Journal of Corporate Finance, 1988:18-32.
- [8] Young David. Economic value added:A primer for European managers [J]. European Management Journal, 1997(4):331-339.
- [9] 白玉坤. 浅议企业的可持续发展财务战略[J]. 理论研究. 2007(3):19-25.
- [10] 曹玉珊. 可持续增长速度导向的企业财务战略选择问题研究——基于中国上市公司的实证分析[M]. 北京. 经济科学出版社. 2008:42-103
- [11] 曹中. 论经济增加值及其在企业价值评估中的应用[J]. 会计之友, 2011(06):16-17.
- [12] 陈晓曼, 范德清, 林毅. 房地产资产证券化应用模式探究[J]. 财会通讯, 2018(05):23-27.
- [13] 陈育俭. 财务可持续增长模型在企业的应用分析[J]. 数学的实践与认识, 2015, 45(12):306-314.

- [14] 陈瑞旭, 谢群. EVA 方法在我国上市公司业绩评价中的应用分析[J]. 中国管理信息化, 2018, 21(03):4-5.
- [15] 陈诗一, 王祥. 融资成本、房地产价格波动与货币政策传导[J]. 金融研究, 2016(03):1-14.
- [16] 柴源源. 基于财务战略矩阵的公司财务战略选择[J]. 财会通讯, 2019(08):66-70.
- [17] 陈连勇. “三道红线”政策环境下中小房地产公司发展探索——以 G 公司为例[J]. 全国流通经济, 2021(04):119-121.
- [18] 戴书松, 张伟欣. 企业的资产专用性与资本结构[J]. 会计之友, 2014(27):40-45.
- [19] 樊行健, 郭晓焱. 企业可持续增长模型的重构研究及启示[J]. 会计研究, 2007(05):39-45+95.
- [20] 谷棋, 于东智. EVA 财务管理系统的理论分析[J]. 会计研究, 2000(11):31-36.
- [21] 黄少安, 张岗. 中国上市公司股权融资偏好分析[J]. 经济研究, 2001(11):12-20+27.
- [22] 胡志凌. 房地产企业融资现状与发展趋势[J]. 西部财会, 2008(04):47-50.
- [23] 胡援成, 刘明艳. 中国上市公司债务期限结构影响因素:面板数据分析[J]. 管理世界, 2011(02):175-177.
- [24] 韩俊华. 企业可持续增长模型的构建与分析[J]. 统计与决策, 2012(13):77-79.
- [25] 侯洪运. 企业可实现增长财务模型的构建及应用研究[J]. 会计之友, 2016(10).
- [26] 胡曲应, 蒙燕梅. 房地产上市公司融资结构分析[J]. 财会通讯, 2016(17):8-10+129.
- [27] 韩光强, 王迪. 外源融资结构对 EVA 的影响——基于中小板上市公司[J]. 商业经济研究, 2017(06):185-186.
- [28] 蒋尧明, 章丽萍, 张旭迎. 融资与可持续增长视角下的企业财务危机中长期预警模[J]. 中央财经大学学报, 2013(03):84-89.
- [29] 匡继兰, 孙英隽. 论房地产融资结构多元化的必要性[J]. 商业时代, 2009

- (18):111.
- [30] 康俊. 基于财务可持续发展的上市公司融资结构分析——以河南省为例[J]. 会计之友旬刊, 2015(21).
- [29] 刘东辉, 黄晨. 资本结构与企业价值关系的实证研究[J]. 南方经济, 2004(2): 47-49.
- [31] 刘建胜, 谢林海. 房地产企业融资特征与融资方式创新[J]. 中国乡镇企业会计, 2008(11):76-77.
- [32] 罗焰. 浅析中小企业可持续发展中资金余缺的判断[J]. 财会研究, 2011(23): 50-51+56.
- [33] 刘晓宁, 郑少锋. 房地产上市公司财务战略实证分析——基于可持续发展视角[J]. 财会月刊, 2014(08):65-68.
- [34] 陆宇建, 李冠众, 张继袖. 从可持续发展到可持续价值创造[J]. 当代财经, 2014(07):65-68.
- [35] 李绮, 孙丽. EVA 引入可持续发展率对财务状况的影响——以高新技术企业为例[J]. 财会通讯, 2017(05):57-60.
- [36] 邱丽娟, 乔金杰, 武志勇. 融资约束、财务柔性与企业价值[J]. 财会通讯, 2020(22):66-70.
- [37] 苏利平, 马肖驰. 企业财务可持续发展模型改进及实证应用[J]. 会计之友, 2014(10):41-45.
- [38] 宋艳萍. 债务融资与企业绩效的关系探究——以中国房地产上市公司为例[J]. 财会月刊, 2015(21):67-72.
- [39] 孙思, 李颖. 基于 EVA 与 SGR 融合的沈阳装备制造业上市公司融资策略[J]. 经营与管理, 2016(09):123-126.
- [40] 施仲波. 经济增加值在集团企业绩效评价中的应用研究[J]. 金融经济, 2019(08):94-95.
- [41] 史永进. 基于生命周期理论的房企融资策略研究——以万科为例[J]. 财会通讯, 2018(08):13-16.
- [42] 汤谷良, 游尤. 可持续发展模型比较分析与案例验证[J]. 会计研究, 2005(8):51-55.
- [43] 谈多娇. 经济增加值的深度解析——基于业绩计量指标和管理哲学的视角

- [J]. 会计之友, 2014(26):2-6.
- [44] 唐小飞, 康毅, 郭达, 刘海峰. 我国房地产上市公司融资约束比较研究——基于股权结构的实证分析[J]. 宏观经济研究, 2011(05):70-74.
- [45] 武怀忠, 王爱光. 基于可持续发展的股权融资效率研究[J]. 会计之友(中旬刊), 2009(03):100-103.
- [46] 万萍. 浅析 EVA 对上市公司融资结构的影响[J]. 财会通讯, 2009(14):24-25.
- [47] 王春华. 房地产融资渠道的发展趋势[J]. 上海房地, 2012(07):61.
- [48] 王丽娟, 梁晓娟. 基于可持续发展速度的企业融资效率研究[J]. 会计之友, 2012(16):26-29.
- [49] 王秀玲, 李文兴. 我国房地产融资创新研究[J]. 理论与改革, 2012(1):79-81.
- [50] 王云峰. 房地产企业融资风险及其防范[J]. 企业导报, 2013(7):126-127.
- [51] 王黎华, 韩俊华, 干胜道. 国外可持续发展模型分析、评价与重构[J]. 统计与决策, 2015(05):78-80.
- [52] 王实. 央企集团现金管控程度对 EVA 考核成效的影响研究[D]. 对外经济贸易大学, 2016.
- [53] 王郁茹. 财务战略矩阵在企业的应用分析[J]. 财会通讯, 2018(35):69-74.
- [54] 许乐媛, 张健瑞. 基于财务风险的企业可持续发展分析——来自房地产上市公司的经验证据[J]. 财会通讯, 2017(26):44-47.
- [55] 薛四敏, 周晓静. 房地产企业融资体系的建立与思考[J]. 征信, 2018, 36(02):85-89.
- [56] 谢晋雯, 吴珂. 二维矩阵视角下融资策略选择模型构建——以天士力为例[J]. 财会通讯, 2020(18):146-149+167.
- [57] 闫华红, 孙明菲. 可持续发展下的财务战略研究——基于高新技术企业的实证数[J]. 经济与管理研究, 2011(02):94-102.
- [58] 鄢丽敏. 房地产企业资产证券化融资方式探讨[J]. 财会通讯, 2017(35):26-30.
- [59] 赵冬青, 朱武祥, 王正位. 宏观调控与房地产上市公司资本结构调整[J]. 金融研究, 2008(10):78-92.

- [60] 张晓璐, 谢瑞峰. 基于 EVA 的 SGR 融资结构优化模型[J]. 国际商务财会, 2009(6): 56-59.
- [61] 赵岩, 陈金龙. 央企经营业绩的 EVA 评价有效性研究[J]. 宏观经济研究, 2012(06): 91-99.
- [62] 张海霞. 基于 EVA 的房地产上市公司业绩评价[J]. 财会月刊, 2015(09): 56-59.
- [63] 张诺涵. 经济增加值在国有企业经营业绩评价的应用探讨[J]. 经济研究参考, 2017(46): 85-91.
- [64] 朱元甲, 孙晓筱. 发展 REITs 助力房地产行业转型[J]. 金融会计, 2017(02): 53-62.
- [65] 邹瑞山. 公司融资策略中可持续增长模型应用研究——以七匹狼为例[J]. 财会通讯, 2020(04): 110-114.

后 记

三年一瞬，聚散有时。随着这篇致谢的开始，也意味着在兰州财经大学共七年漫漫求学生涯即将结束，始于 2015 年金秋，终于 2022 年盛夏。执笔至此，我要向在成长的道路上帮助、鼓励、陪伴我的人表示最诚挚的感谢！

桃李不言，下自成蹊，首先特别感谢我的导师，正是老师悉心的指导和帮助本文才得以成型。是您在我遇到学术压力的时候坚定不移的站在我身边，给曾经想要退缩的自己无穷力量。在学术和工作上，您认真、细致而坚定；在生活上，您给予我们关怀，带着我们成长为更好的自己，教会我们勇敢、无畏与向上。在即将离开校园的日子里，我意识到老师您的谆谆教诲已经深刻的影响着我的学习和生活。其次，要感谢各位授课老师照顾，使我度过受益匪浅的三年。幸遇良师，承蒙教诲，师恩永记。

春晖寸草，山高海深。从牙牙学语到长大成人，感谢父母的支持与陪伴，做我最坚实的臂膀。养育之恩，不只是一朝一夕，没齿难忘，只希望自己不断前行，在以后的日子里成为父母的依靠。祝愿我的家人幸福安康，平安顺遂。

山河不足重，重在遇知己。感谢 405 的三位室友，与我朝夕相处，带来了许多欢笑，相互包容，相互扶持，祝我的姐妹们前程似锦，平安喜乐，一起奔向美好的未来。

愿此去经年，踔厉奋发，笃行不怠。毕业快乐，再起征程。