

“地产的利空因素快出尽了吧？”在某场投资活动中，投资者问。

地产大佬微微一笑：“还有房产税呢。”

哈哈，这就是目前房地产投资的市场写照——在漫漫的熊途中，大家往往会把短期因素推演成长逻辑，认为一切都逆转了（当然，牛市也一样）。

而熊市，就是要好好做功课的时候：因为在各种压力测试下，谁在裸泳、谁能脱颖而出更容易鉴别。

六六有幸在本周二跟随雪球一起，与佳兆业集团有次亲密接触，本文以佳兆业为例，梳理下房地产公司的10大筛选指标。

作者：六六资本论

来源：雪球

TOP1：业务模式

确切的讲，是企业提供什么样的产品和服务。

目前市场对开发、经营并重的房地产公司给予比较高的估值，如龙湖、华润置地甚至新城，万科也非常明确的提出要重视经营业务（虽然过程中踩了很多坑）。

佳兆业集团是一个综合性的地产公司，涵盖地产开发、城市更新、健康医疗、旅游产业、问题科技、物业管理、商业运营、酒店运营、国际教育甚至足球俱乐部。从目前销售额以及营收、利润的贡献方面来看，地产开发仍然占绝对大头。

TOP2：土地获取

对房地产项目来说，地段、地段、还是地段；对房地产公司来说，“用合理的价格拿到优质的地段”（是不是和巴菲特的投资理念有些像哈哈）是核心竞争力之一。

2017年以来的招拍挂市场，相当部分的地块，岂止是鸡肋，简直是毒丸。

万科韩慧华表示，“过去几年特别是2017年以来，地售比一直在上升，所以开发业务的毛利率会呈现一个下降的趋势。从销售端到逐渐地体现在结算端，所以可以看到从一季度、中期乃至到全年可能也是这样一个逻辑。而万科未来这两年还

是有一定的毛利率的压力。”

开发商也不是傻瓜，在诸如深圳等城市的土地拍卖市场中，选择了“用脚投票”。

但是，还是要买面粉做面包滴，不然真的喝西北风喽。

万科在项目层面的收并购，目前占到整个开发业务投资额的接近40%，同时加大城市更新、政府战略合作等方面的布局。

在多元化拿地方面，佳兆业集团显然走的更为靠前。

在今年上半年获取的权益建筑面积中，佳兆业集团城市更新的占比已经达到33%，招拍挂占45%，收并购占22%。在销售金额方面，来自城市更新的土储贡献，已经接近50%的比重，而且未来持续有重点项目转化。

针对城市更新模式可能带来的变化（政府开发为主导/政府和企业协同开发等等），管理层也非常自信，认为佳兆业有多年的旧改开发经验，可以在市场化运作过程中提供自己的价值。

周二刚好参观了佳兆业一个旧改+并购的项目：“佳兆业深未”。该项目位于深圳南山区，是一栋综合楼，属于城市更新项目，2019年佳兆业集团从原业主手中并购过来，业态规划为公寓、写字楼以及少量商业，土地及建安成本约35个亿，可售货值约56亿元，能贡献10%+的净利水平。

佳兆业集团的土地储备比较集中大湾区，周二上午也参观了位于大鹏新区的佳兆业国际乐园及其配套豪宅项目。国际乐园目前水世界以及儿童世界已开园，首批超豪公寓及商墅项目即将上市。佳兆业在2014年花了50多个亿获取本区域的开发权，现阶段终于等到了开花结果的时候。

TOP3：负债总额及杠杆水平

上一轮地产周期，投资者最关注的指标是土地储备、每月销售金额，真是个蒙眼狂奔的时代。

现在市场最关注什么？自然是杠杆水平和流动性。从2021年中期财报来看，行业整体负债规模增速放缓，但负债率在变低。“根据贝壳研究院数据，2019年，零踩线房企仅有17家，2020年末，这一数字增至29家，而到了2021年中期，回归绿档，即“三道红线”均在安全线以内的房企数量增至33家”（《红周刊》）

在新晋的房企中，包括大佬万科，也包括佳兆业集团。

佳兆业集团净负债率、剔除预收账款的资产负债率和现金短债比分别为93.7%、69.9%和1.53倍，“三道红线”监管指标全部达标，进入监管“绿档”。

当然，“后进生”也惨不忍睹，蓝光、新湖中宝……当然，最让人侧目的是恒大集团。

这个行业，“一念天堂、一念地狱”的结构已经出现。

TOP4：融资成本

从“生产资料”端来看，在建安成本行业内大同小异的情况下，土地成本、资金成本显然是最主要的成本/费用构成要素。

在“三道红线”融资监管背景下，除了努力降低负债规模和杠杆水平外，也在努力优化债务结构，降低财务成本，为企业发展赢得更多利润空间。

有图有真相：