

PDF-CASE2016009

## 高杠杆下的宋卫平失去绿城中国控制权<sup>1</sup>

### 案例正文

**摘要：**绿城中国控股有限公司作为国内知名的房地产开发企业，自成立以来，一直致力于高品质物业的开发。富有人文主义情怀的宋卫平视品质如生命，所建地产得到社会多方面的称赞和追捧，但在宋卫平的经营战略下，绿城中国的杠杆率一直居高不下，多次面临现金流危机，最终宋卫平不得不一步步变卖股权，逐渐失去绿城中国的控制权。本案例通过描述绿城中国的发展历程，深入分析宋卫平丧失控制权的原因、经过和结果，使学生充分理解资本结构与经营战略的关系，也为企业经营者提供借鉴意义。

**关键词：**资本结构；财务困境；控制权

### 0 引言

2015年3月30日，绿城中国控股有限公司（以下简称“绿城中国”）发布公告披露了新的董事会组成人员名单，中国交通建设股份有限公司（以下简称“中国交建”）总法律顾问、副总裁朱碧新任执行董事，并和董事长宋卫平共同担任董事会联席主席，中国交建的地产公司董事长孙国强担任绿城中国执行董事。原绿城系人员寿柏年辞任绿城中国董事会常务副主席，罗钊明、曹舟南、郭佳峰辞任执行董事。绿城中国新的执行董事除宋卫平、朱碧新、孙国强、寿柏年外，还

- 
1. 本案例由浙江工商大学金融学院的程大涛撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。
  2. 本案例授权中国管理案例共享中心使用，中国管理案例共享中心享有复制权、修改权、发表权、发行权、信息网络传播权、改编权、汇编权和翻译权。
  3. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。
  4. 本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种管理行为是否有效。

有来自另一大股东九龙仓的副主席周安桥，并将取代吴天海任非执行董事副主席兼薪酬委员会成员。此外，绿城中国子公司绿城房产董事除原绿城系的宋卫平、曹舟南、应国永之外，将增加来自中国交建的孙国强、李青岸和李永前。从董事会组成比例看，宋卫平或将失去对绿城中国的控制权。

宋卫平对绿城中国控制权的失去并不是始于中国交建的入主。2014年5月22日，绿城中国和融创中国控股有限公司（以下简称“融创中国”）同时公告，宣布融创中国以62.98亿港元（约合50.6亿元人民币）收购绿城中国24.313%股份。此次收购完成后，融创中国与早些年曾在危难之时挺过绿城的九龙仓并列成为绿城中国最大股东。宋卫平改任董事会联席主席，并继续持有10.473%的绿城中国股份；绿城中国董事会常务副主席、执行董事兼行政总裁寿柏年继续持有8.086%的公司股份，两人作为一致行动人成为绿城中国第三大股东。

然而时隔半年，因理念不合，宋卫平与融创中国在经历了一轮轮惨烈的舆论攻伐、控制权争夺和幕后谈判后，终止了5月22日的收购协议。12月23日下午，宋卫平将从融创中国手中夺回的24.313%的绿城股份，按前次出售价格转手全部卖给了央企中国交建。

绿城中国是国内名列前茅的房产开发商之一，以“为员工创造平台，为客户创造价值，为城市创造美丽，为社会创造财富”为企业使命，从2004年开始，绿城中国连续荣获“中国房地产企业品牌价值TOP10”，2014年品牌价值达到198.83亿元人民币。凭借在文化保护、养老、教育、扶贫等多个领域的贡献，绿城中国荣获“2012-2013中国房地产年度社会责任感企业”。至2013年年末，绿城中国总土地储备超过2000万平方米，总建筑面积超过3889万平方米。在宋卫平眼中，绿城房地产“有身段，有表情、有美感、有艺术、有生命”，“要经得起时间的洗磨”。不同于其他开发商谈论“我们盖的房子”，绿城高管优雅地称呼它们为“我们的作品”。然而，这样富有人文情怀的创始人，却一次次陷入财务困境，最终失去了正在发展中的企业控制权，这一切，都是源自于宋卫平所选择的高杠杆之路。

## 1 绿城发展过程中的高杠杆之路

### 1.1 “绿城”品牌从诞生到上市

1995年1月6日，宋卫平在浙江杭州注册成立了浙江绿城房地产集团有限公司（简称“绿城房地产”），开发了丹桂花园、[金桂花园](#)、银桂花园、丹桂公寓、月桂花园等杭州桂花系列公寓和别墅项目，初步奠定其在浙江房地产界品牌和地位。1996年绿城房地产向世人呈现首个山水人文作品的杭州九溪玫瑰园，凭借绝佳的山林生态以及自然和建筑的完美融合，被业内盛赞为“不破坏环境，不辜负山水，国内乃至国际一流的别墅园区”；1997年全年的销售额跃居浙江行业榜首，“绿城”成为浙江房产第一品牌；1999年绿城房地产成为浙江省首家通过ISO9002质量体系认证的房产企业，确立“真诚、善意、精致、完美”的质量方针，同时作为公司的核心价值观；2003年2月，绿城房地产建立工程管理示范基地，春江花月和桃花源项目分别作为公寓和别墅产品的示范基地，为绿城项目品质管控培养和输送人才。自成立以来，绿城房地产连续多年销售额名列浙江省房地产行业第一，产品形态涵盖别墅、多层公寓、高层公寓、酒店式高级服务公寓等产品系列。

为不断扩张公司规模并扩大影响力，宋卫平在摩根大通证券（亚太）有限公司的支持下，展开了一系列复杂的海外上市操作。2005年8月31日于英属开曼群岛注册成立绿城中国，宋卫平、寿柏年、夏一波（宋卫平妻子）各持股54%、39%、7%，绿城房地产成为其全资子公司；2006年7月13日，绿城中国在香港交易所挂牌上市（股票代码：03900），募资24.5亿港元。

## 1.2 激进拿地导致现金流危机

在上市的这一年里，宋卫平利用摩根大通设计的股权、债券搭配发售的融资方式，采用包括私募基金入股、公募前可转债融资、IPO、高息票据借贷、配股增发、发行人民币可转债、银团贷款等多种融资手法，为绿城中国共募集约合125亿港元资金。

从香港市场募集的资金，激发了宋卫平的信心，他决定向国内和国际的一流企业看齐，绿城中国采取了激进扩张的策略。通过参加招标、拍卖、收购股权、与其他公司合作等方式，至2006年年末，绿城中国土地储备建筑面积增加到1227万平方米，比上年猛增39%。此外，宋卫平借助手上的现金，屡创地王。上市当年就刷新杭州及温州两地的土地拍卖纪录；2007年在与华润、新鸿基等巨头的竞争中高价抢走杭州一线江景的蓝色钱江地块；次月拍下上海新江湾城D1地块，

相比起拍价，涨幅接近 150%；2009 年创无锡市区近年单宗地块总价新记录；同年 9 月溢价 292%拿下北京通州一商业金融、办公项目地块；溢价 250%拍得苏园土挂 06、07 号地块，为当时国内出让单价最高的住宅用地。

表 1 绿城近年所拿地屡成当地地王

时 间	项 目	总 价	备 注
2006.09.29	杭气发项目	36.3 亿元	绿城联手滨江集团击退华润置地，刷新了当年杭州地王记录
2006.12.30	温州江滨路原天盛集团拆迁地块	33.333 亿元	经过九轮竞投，创温州土地拍卖历史新高
2007.05	蓝色钱江地块	34.9 亿元	经过与华润、新鸿基等巨头的 17 轮激烈竞争，绿城、杭州葛洲坝实业投资管理有限公司、杭州康居投资管理有限公司以 34.9 亿元总价联手购下，楼面价 11759 元/平方米
2007.06.21	上海新江湾城 D1 地块	12.6 亿元	相比起拍价，涨幅接近 150%，楼面价格 12509 元/平方米
2009.08.07	无锡蠡湖新区西区地块	29 亿元	创无锡市区近年单宗地块总价的新纪录
2009.09.03	杭州新华地块	20.05 亿元	6 轮共加价 8.4 亿元
2009.09.10	北京通州一商业金融、办公项目地块	12.42 亿元	经过 179 轮竞价，溢价 292%
2009.09.22	苏州土挂（2009）06、07 号地块	36 亿元、25 亿元	溢价 250%，楼面地价 28000 元/平方米，为当时国内出让单价最高的住宅用地
2009.10.29	合肥翡翠湖地块	26 亿元	楼面地价 3915 元/平方米，溢价 160%
2009.12.10	上海浦东新区塘镇新市镇 C-1-1a、C-1-5a 地块	16.61 亿元	成交价接近起拍价 34706 万元的 5 倍，将上海外环以外的土地成交单价推向近 2 万元
2010.01.22	青岛南前海地块	40.4 亿元	青岛地王
2011.06.15	上海长风 10 号北商办地	24.3 亿元	溢价率 7.9%

数据来源：公开资料统计

随着规模不断扩张，绿城中国手上的现金流却越来越少。如图 1 和图 2 所示，到 2008 年底，绿城中国账面上的银行结余及现金只有 14.98 亿人民币，比 2007 年少了近一半，另外其每股现金流自上市以来几乎一直为负，因此绿城中国只能选择再融资，而再融资首先遇到的就是当年一笔优先票据限制性条款的阻挡。

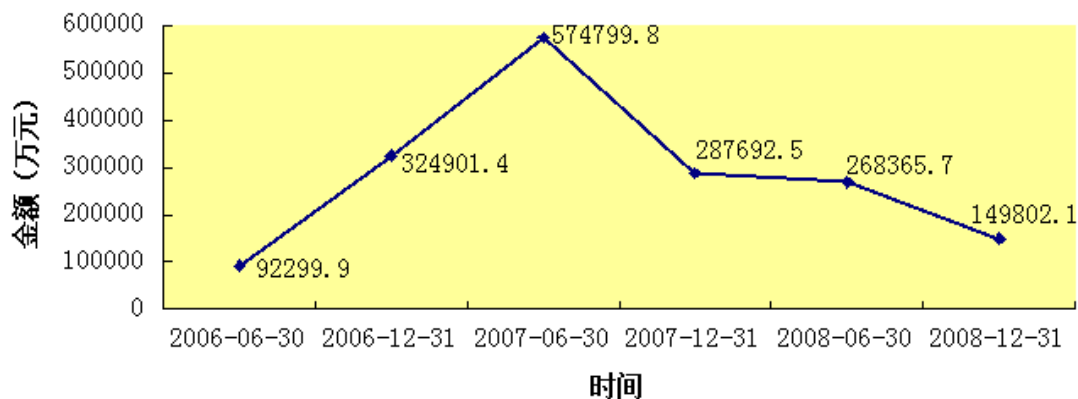


图1 绿城中国的银行结余及现金

资料来源：根据绿城中国财务报表数据绘制

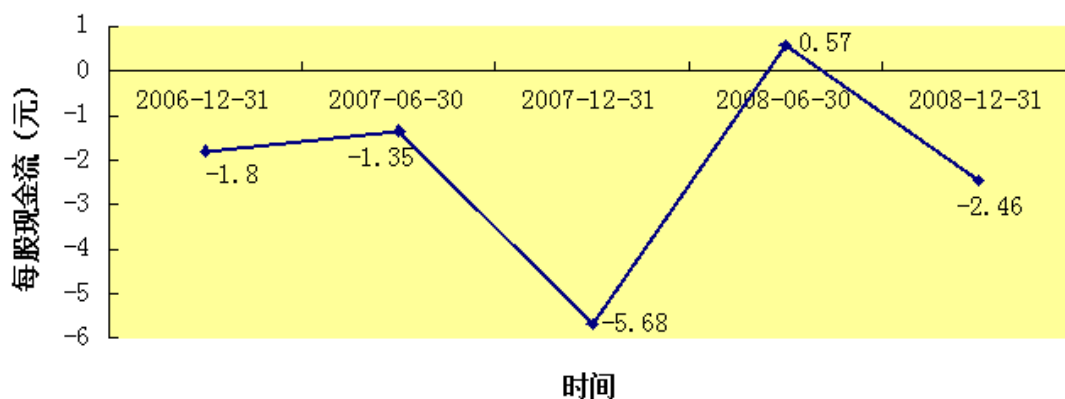


图2 绿城中国的每股现金流变化

资料来源：根据绿城中国财务报表数据绘制

### 1.3 主动违约解除枷锁

在上市前一个月，绿城中国通过新加坡证券交易所发行了总额为4亿美元、票面年利率9%、原计划2013年到期的优先票据。该条款债券为了保障投资者的利益，对绿城中国的经营行为做出了诸多限制：除非债权人同意，绿城中国和受限子公司不能出售资产；不能进行销售及售后回租交易；不能发行优先股；不能产生债务；不能担保债务，包括子公司债务；子公司的资产不能抵押；不能派息；不能发行或出售子公司股本；不能购买或赎回股本；不能与股东或联属公司进行交易；不能支付子公司股息；子公司资产负债率不能超过15%等等。

然而处于快速扩展路上的宋卫平并没有在意这些优先票据的限制性条款。据绿城2009年一则公告披露的信息，绿城中国没有满足固定费用覆盖率，子公司

资产负债率超出 15% 的限制；信托认购额付款违规；投资少数股权企业违规；违反留置权限制规定，通过绿城中国及其子公司提供担保；违反资产出售限制规定，违规出售股份规定；成立下属子公司时没有签署所要求补充契约书或担保文件。面对绿城中国的违规，海外债权人不理会宋卫平苦口婆心的讨价还价，他们坚硬地提出：要么高价赎回，要么他们对绿城中国进行破产清算。正当宋卫平头痛欲裂时，雷曼兄弟银行的破产引爆了美国的金融风暴，海外债券市场暴跌，绿城中国的债券也一样，其二手价格仅为面值的七折！天赐良机，为保障赎回成功，宋卫平将回购价格设为债券面值的 82 折，这不仅大幅高于该债券的交易价格，也高于此前 6 个月亚洲债券回购的最高价格。债权人见好就收，最终，宋卫平花了 27 亿元摘除了这个“枷锁”。

这场债券风波使宋卫平第一次离“破产清算”如此之近，好在全球性金融危机救了他，他赌赢了！这一跳有惊无险，但绿城中国也付出了昂贵的代价。根据当时的公告，中海绿城中国 1 号房地产投资基金总额约 20 亿元，15% 是股权融资，年化收益率上限为 40%，85% 是债券融资，优先级单位年化收益率为 14%，而事后披露，该笔信托的年化收益率实际高达 22%，这样的成本代价不可谓不高。

#### 1.4 信托融资，杠杆再翘

通过杠杆替代，绿城中国解除了破产清算的警报，但宋卫平此后并没有因此而控制风险，反而融资情绪更加高涨，开始频繁使用信托这一高杠杆的金融工具来取代债务杠杆。

与中海信托合作（详见附件 1）之后，绿城中国又分别和平安信托、中泰信托进行股权质押信托融资。以平安信托的合作为例，2009 年 12 月 31 日，双方签署信托协议，决定合作分为五个步骤，如图 3 所示：第一步，绿城房地产注资浙江报业项目公司（西溪诚园）3 亿元，收购该项目公司 75% 股权；第二步，绿城房地产以 2 亿元将该项目公司股权的 50% 转让给平安信托；第三步，绿城房地产向该项目公司提供 13 亿元委托贷款，并向平安信托转让；第四步，绿城房地产向平安信托提供抵押组合和回购担保；第五步，12 个月内，绿城房地产向平安信托回购该项目公司 50% 股权，回购价格是 2 亿元。通过股权腾挪，绿城中国仅以 1 亿元的出资换回了 15 亿元的现金流入，把信托杠杆发挥到极致！与中泰信托的合作亦然，绿城中国以 1.5 亿元左右的资金撬动了 15 亿元左右的信托

资金。但是，绿城中国亦承受高杠杆带来的高风险：绿城中国需为股东贷款提供还本付息担保，需出售、质押旗下子公司股权，通过银行提供押金。

信托融资的好处在于放大了财务杠杆，充分“撬动”外部财务资源，缓解了绿城中国的资金困境，但对绿城中国而言，这只是不断借新还旧的过程。2011年上半年，其偿还银行借款 82 亿元，同时又贷款 96 亿元；偿还信托借款 25 亿元，同时筹集信托贷款 33 亿元；偿还关联方借款 31 亿元。绿城中国的净资产负债率（净负债/净资产）一直居高不下，2008 年达到 140.1%，2009 年为 105.1%，2010 年为 132.0%，2011 年更高达 148.7%，而自 2008 年到 2010 年，绿城中国的资产负债率分别为 75.99%、83.51% 以及 88.47%。据悉，房地产行业公认的较为安全的负债率为 60%-70% 以内，一旦升到 70% 以上，就比较危险。

信托融资的金字塔效应十分明显。也就是说，子公司负债，母公司需要做抵押担保，子公司负债越多，母公司抵押担保就越多，相比与单一法律主体的财务杠杆融资，绿城中国的风险亦同步放大，上下风险控制难度系数更大，可控程度也越低。

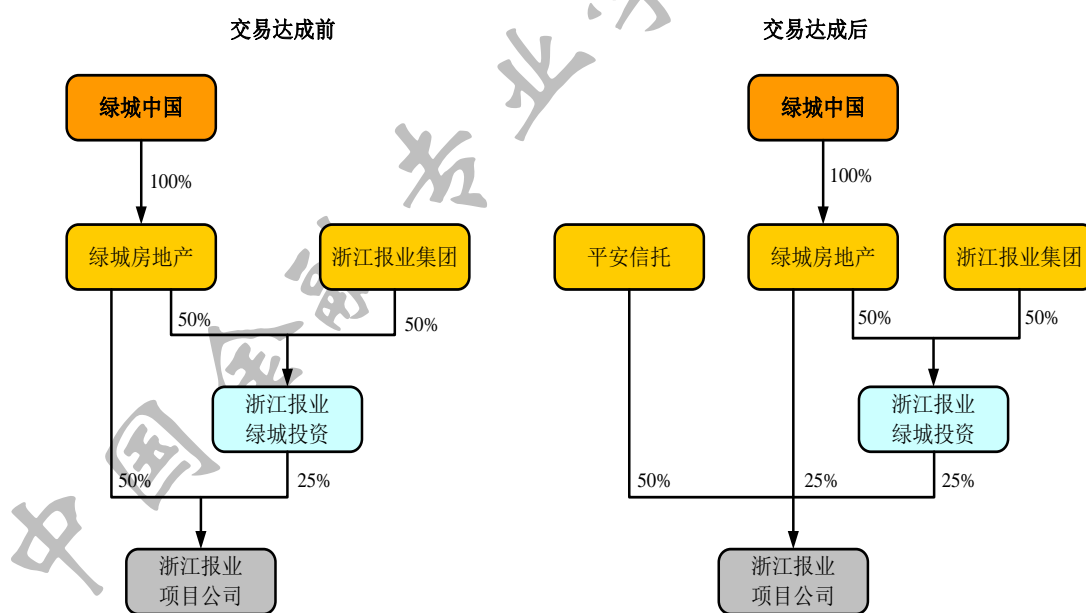


图 3 平安信托与绿城合作的项目公司股权结构变化

### 1.5 宋卫平“割血”卖股权

2008 年金融危机以来，国家为了扩大内需，实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策，房地产调控也有所放松，房市逐渐回暖，但随着限购、限贷政策



的实施，像绿城中国这样主打高中端房产的企业遭受巨大打击。绿城中国在全国各地的销售业绩疲软无力，2011 年上半年，预期畅销的上海黄浦湾成交量仅为一套，且成交成本为 58043 元/平方米，为该项目报价 10 万元/平方米的一半，杭州的绿城玫瑰园 5 个月内仅成交 4 套，各项目的销售情况普遍欠佳。

一直激进拿地的绿城集团在这样的销售状况下也没有放缓脚步，这直接导致绿城中国的资金链紧张，再次陷入财务困境。2011 年是宋卫平最难熬的日子，绿城中国如此高的财务杠杆和现金流危机，多次被舆论推上了风口浪尖。年初，“宋员外民间借贷”在网上炒得沸沸扬扬，下半年又有“海航 30 亿收购绿城”、“银监会调查绿城信托融资”、“绿城中国从香港退市”、“绿城中国破产”等负面新闻接连爆出。

如何拯救绿城？宋卫平首先想到的就是变卖资产项目，启动一轮销售体制改革，引入经纪人制度，全员卖房。但这两步棋走得太慢，满足不了绿城中国的现金流需求，宋卫平决定走第三步——卖股权，直接拿钱。经过和香港九龙仓的谈判，在 2012 年 6 月 8 日，宋卫平宣布九龙仓以入股方式对绿城中国进行战略投资，分两次配售股权，获 24.32% 的股份，绿城中国则获得 51 亿港币（约 42 亿人民币）的现金。如图 4 所示，此次交易后，九龙仓成为绿城中国第二大股东，尽管宋卫平仍是大股东，但其股份却减少到了 25.4%。值得注意的是，如果九龙仓将其中的 25.5 亿港币可换股证券全部兑换，九龙仓所占绿城股权将上升至 35.1%，也就是说，若绿城经营不善，无法赎回票据，带来的后果是宋卫平失去对绿城中国的控制权，九龙仓将成为绿城中国第一大股东。

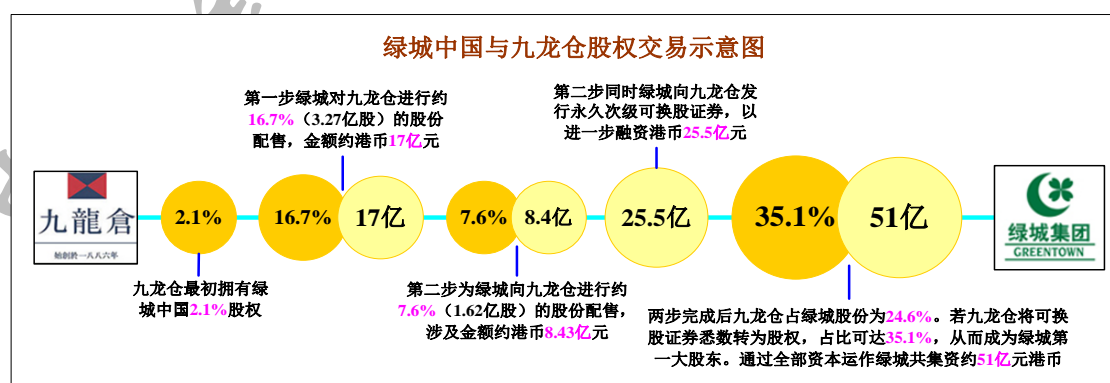


图 4 绿城中国与九龙仓股权交易示意图

2006 年上市之初，宋卫平家族的持股数量是 42%，后来经历一系列可转股证券转股、配送股份，宋卫平家族的股份被稀释到 34.26%，2010 年又减持 2000



万股，套现 1.59 亿，股权下降至 33%，这就是九龙仓战略入股前的数量。引入九龙仓之后，宋卫平家族股份下降的同时，绿城中国董事会结构也发生改变，九龙仓获得了两席绿城中国非执行董事席位和一席绿城中国财务/投资委员会席位，宋卫平的话语权相应减弱。

## 1.6 “融绿”野合

与九龙仓合作半个月后，宋卫平又在上海宣布另一条重磅消息：牵手融创中国，成立合资公司——上海融创绿城控股有限公司（简称“上海融绿”）。这次合作，绿城中国与融创中国各出资 10 亿元，并由合营公司收购绿城中国旗下价值约 67.43 亿元的 9 个项目 50% 股权，此次交易，融创中国需向绿城中国支付 33.72 亿元，结合之前与九龙仓的合作，绿城中国共融资近 59 亿元。

接下来的绿城中国复归平静，但到了 2014 年，房地产行业进入调整期，同时受到银行信贷紧缩、“钱荒”的影响，绿城中国再陷财务困境。2013 年财报显示，绿城中国的银行存款及现金（包括抵押银行存款）为 112.81 亿，总借贷为 305.12 亿，净资产负债率为 60.1%，在借贷款项中，一年内到期的占比 19.7%，一年之后到期的占比 80.3%。而 2014 年前半年中，其银行存款及现金（包括抵押银行存款）缩至 95.03 亿，总借贷则涨至 358.98 亿，净资产负债率攀升至 78.1%。整个市场方面，全国商品销售面积和销售额也不容乐观，从 2013 年到 2014 年上半年，其增速分别从 17.3%、26.3% 大降到 -6%、-6.7%。面对如此惨烈的情况，宋卫平为避免绿城中国陷入生死时速，不得不再次寻求实力更强的投资者充当绿城中国的“接盘侠”。

股权卖给谁？宋卫平首先想到的就是融创中国，因为一方面宋卫平个人与孙宏斌私交甚好，另一方面，在绿城中国最困难的时候，孙宏斌出手帮过宋卫平，上海融绿的成功得到宋卫平的认可。2014 年 5 月 22 日，绿城中国和融创中国发布公告，融创中国以 62.98 亿港元的价格收购绿城中国 24.313% 的股权。收购完成后，融创中国与九龙仓并列成为绿城中国最大股东，宋卫平的股份由 21.871% 降至 10.473%，和一致行动人寿柏年共占股 18.459%，由第一大股东变为第三大股东。融创中国董事会主席孙宏斌和宋卫平都担任董事会联席主席。

令宋卫平始料未及的是，从融创团队 7 月份正式进驻绿城中国开始，各种短信纷至沓来，每次一看手机里的短信，他都要皱起眉头。从业主，到合作方，再

到供应商、施工方乃至地方政府，很多人都在诉说同一个话题——绿城已经不是原来的那个绿城了！8月24日，香港证监会提出融创中国与宋卫平属于一致行动人士的怀疑，按照香港《公司收购及合并守则》，一致行动人士合共持股超过三成，已触发全面收购要约条件，融创中国如需完成并购，必须提出全面收购要约。

这一系列的事情动摇了宋卫平放弃绿城中国的决心。2014年11月19日凌晨，宋卫平亲自在媒体上发布一篇长达2500字的声情并茂的“自我检讨书”，公开宣布对融创中国董事长孙宏斌的不满及自己回归的决心，并于当天下午6时未经董事会也未与大股东协商即单方面发布了对于绿城中国的全资子公司绿城房产集团现任总经理田强（来自于融创中国）的免职令，同时聘任自己心腹应国永为新任总经理，即日生效。但十分钟之后，田强也秉承融创中国指令单方面发布一则免职令，免去综管部行政总监姜苏东（来自于绿城中国）职位并任命本体建设部总经理尤洪仓兼任此职（详见附件2~5）。此后，融创团队的高管与绿城老部队聚集在杭州黄龙世纪广场绿城集团总部进行对峙，双方就会议室、公章展开了争夺。

在经历一轮轮惨烈的舆论攻伐和幕后谈判，绿城中国、融创中国于2014年12月18日签署最终协议，终止5月22日的收购协议。12月23日下午，宋卫平将从融创中国手中夺回的24.313%的绿城股份，按出售给融创中国的价格转手全部卖给了央企中国交建。

## 2 同行业对比凸显绿城中国的杠杆风险

在房地产圈流传着这样一句话“向万科学品牌，向绿城学品质”，绿城中国对房子品质的把握得到了全行业的认可。包括宋卫平自己在内，绿城高管亲切地称呼“我们的作品”，经过多年的积累，也成功拥有一批忠实的“绿粉”。那么，与其他房企相比，绿城中国到底输在哪里？

### 2.1 打造“作品”的代价：资产运营效率低

宋卫平对造房品质的要求近乎完美，有着打造“艺术品”的理想，为了打造“艺术品”，需要慢工出细活，这无疑影响了绿城中国的产品生产和销售周期。2008至2010年间绿城中国的平均存货周转率（销售成本/存货平均余额）均低

于同行业，这就意味着项目从拿地到交付给业主的时间期限很长，平均约需要 6 年（365/存货周转率），远高于同时期的全国性房地产开发商龙湖地产有限公司（以下简称“龙湖”）、万科企业股份有限公司（以下简称“万科”）与浙江本土开发企业浙江新湖集团股份有限公司（以下简称“新湖”）、杭州滨江房产集团股份有限公司（以下简称“滨江”），如图 5 所示。

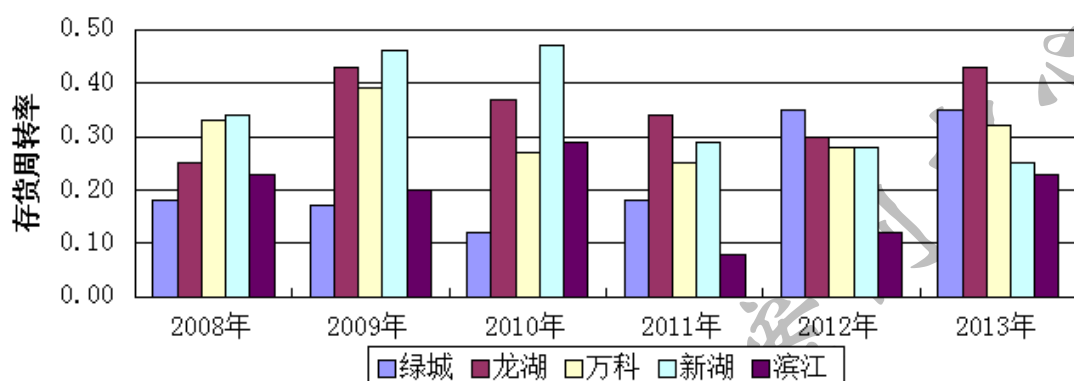


图 5 绿城中国的存货周转率与同行的比较

数据来源：上市公司财报

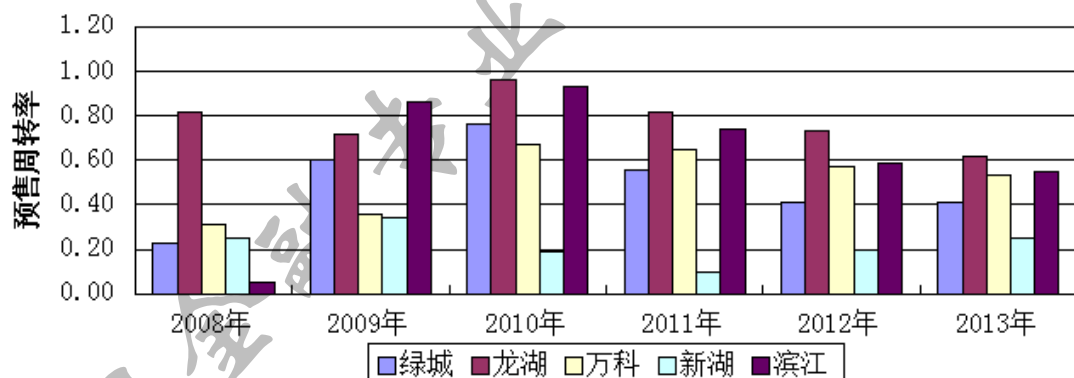


图 6 绿城中国的预售周转率与同行的比较

数据来源：上市公司财报

衡量地产公司资产运营效率还有另外一个指标——预售周转率（预售金额/存货平均余额）。如图 6 所示，绿城中国的预售周转率虽然已由 2008 年的 0.23 提高到 2010 年的 0.76，之后几年稳定在 0.4-0.6 之间，纵向比较运营效率有所提高，但是横向比较来看，基本落后于龙湖、万科和滨江。

各项运营效率指标的同时落后，导致绿城中国的资产周转率（净利润/平均总资产）也一直徘徊低位，显著落后于同行，如图 7 所示。自 2010 年宋卫平提

出转型轻资产模式之后，其存货周转率有所上升，稍微缓解了存货压力，绿城中国一直徘徊低位的资产周转率也从 2010 年后逐渐好转，看似有起色的绿城中国是否真的走上正轨了呢？

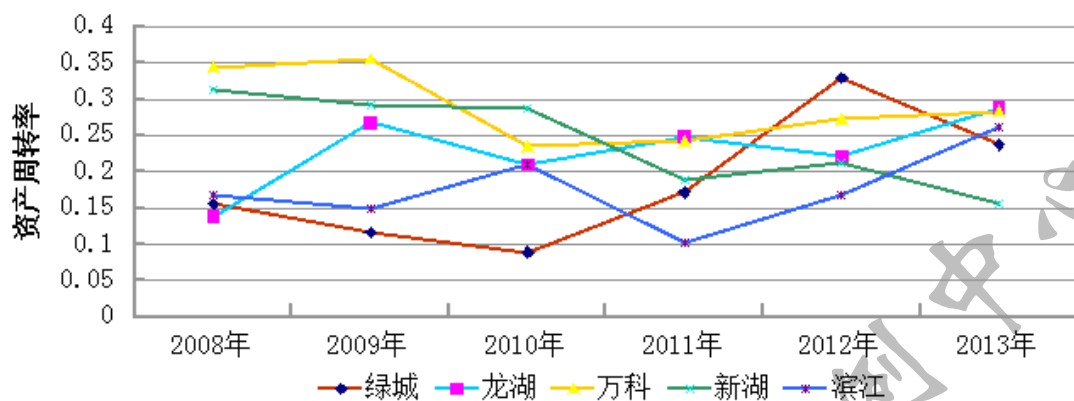


图 7 绿城中国的资产周转率变化

数据来源：上市公司财报

## 2.2 盈利能力不及同行

理论上，有好“作品”的绿城中国可以通过高价销售换取高利润，然而事实是，绿城中国的销售净利润率（净利润/销售收入）、净资产收益率（净利润/平均净资产）均输给同行，分别见如图 8、图 9 所示。2010 年，其净利润率仅有 17.16%，不及新湖和同样是杭州起步的滨江，更输过同样高端定位的龙湖近一半。于是，2011 年被宋卫平定义为“成本控制年”，几番努力，在 2013 年取得不错成就，其销售利润率上升到 14.47%，领先其他房地产企业。

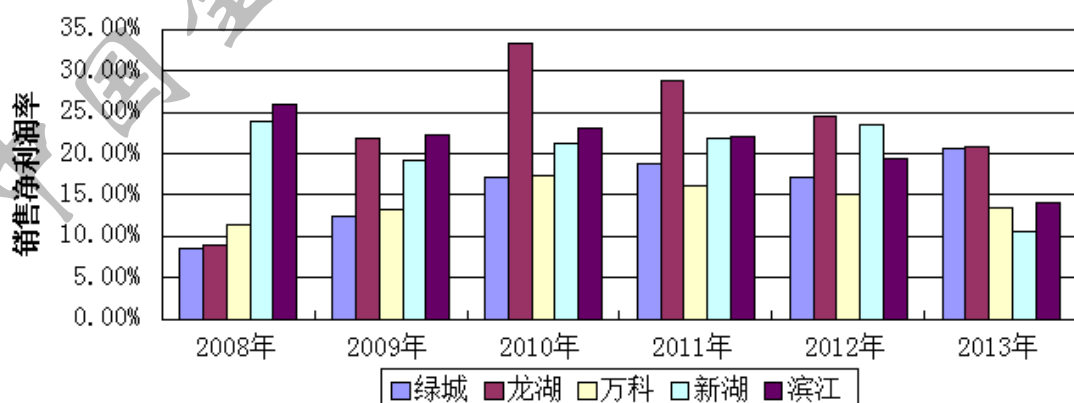


图 8 绿城中国的销售净利润率

数据来源：上市公司财报

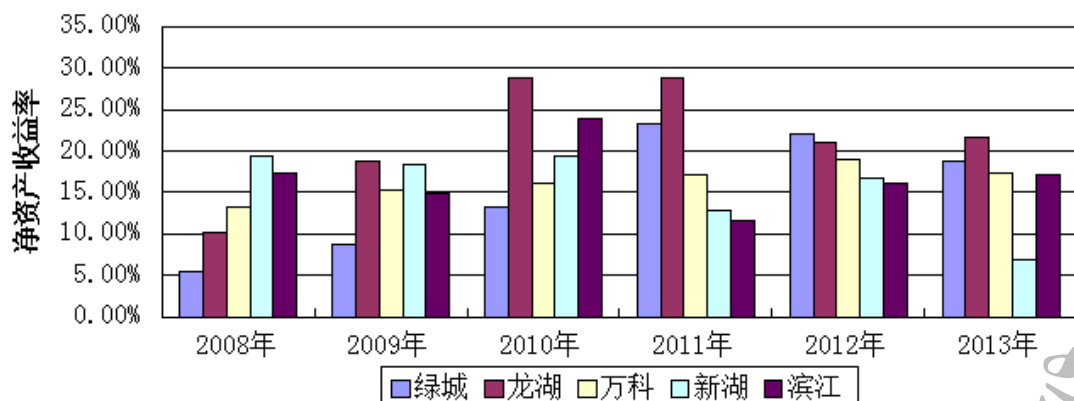


图9 绿城中国的净资产收益率

数据来源：上市公司财报

对于同时具有低周转率和低利润率特质的绿城中国来说，在中国这样房地产宏观调控频发的大环境下，恰当的风险管理策略应该是，维持较高的现金流和较低的负债率，以备不时之需。但出于对自己“作品”的自信，又期待超越万科成为行业老大，宋卫平明知其中的道理，却选择了高杠杆这条道路。

### 2.3 财务杠杆不断放大，变卖股权解困

权益乘数（总资产/总权益）表示企业的负债程度，是指资产总额相当于股东权益的倍数，权益乘数越大，代表公司向外部融资的财务杠杆倍数也越大，公司将承担较大的风险。绿城中国常年来的权益乘数一直高位运行，大幅高于同行，如图10所示。2010年，其权益乘数更是达到8.67倍，是龙湖的两倍多；2011年，由于信贷等渠道的收紧，回落到7.25倍，但仍远超龙湖、万科等地产行业第一梯队的对手，存在很大的债务风险。

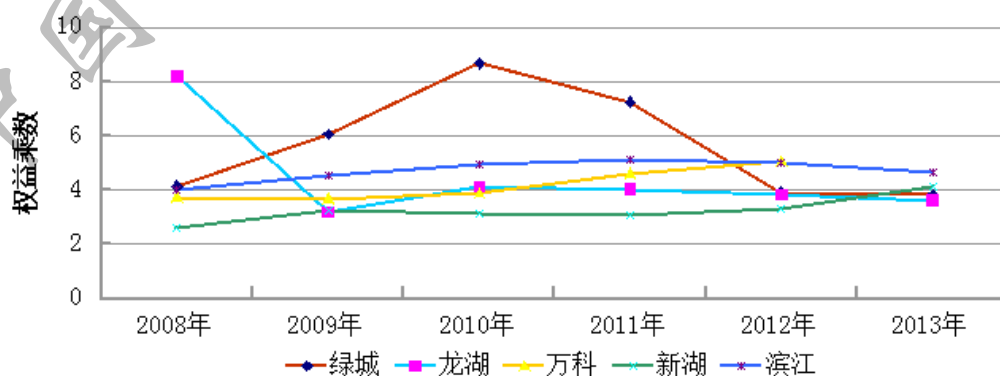


图10 绿城中国的权益乘数

数据来源：上市公司财报

绿城中国的净资产负债率也在 2011 年创新高，达到 148.7%，当年的宋卫平从来没有如此惊慌害怕过，他非常担心如此高的负债率拖垮绿城中国。

起初宋卫平认为，绿城的负债全部都是土地资产，其唯一风险是土地是否贬值，而不是高负债率，“只要手上有地，我们不怕”。口出狂言的他很快认识到了问题的严重性，后来便上演了他变卖项目股权来降低杠杆率的一幕幕。他先后选择和九龙仓、融创中国合作，输血后绿城中国的权益乘数和负债率才下降到行业平均水平，但正所谓硬币的两面，这却是以牺牲宋卫平自己的股权乃至控制权作为代价的。

### 3 经营战略的反思

与融创的争夺之后，宋卫平更加清晰地明白了一个企业的价值追求，正如他在《我的检讨与反省》中所说，“绿城是以商业模式运行的社会公益事业”，“绿城是几万人员工、上百万客户和服务对象，对美好生活的追求和向往”。孙宏斌的融创中国销售模式显然不融于绿城的文化基因，转交中国交建后，绿城的未来如何？也许我们能在宋卫平的蓝城中国里找到发展方向。



图 11 中国国房景气指数变化

数据来源：中国房地产信息网

近年的中国房地产行情，可以从全国房地产开发业综合景气指数（简称“国房景气指数”）中得到反映，如图 11 所示，可见，房地产业下行已是不争的事实。现在，绿城中国已经不再姓宋，被控制在两位大股东中交集团和九龙仓手上，宋卫平在蓝城中国上注入了更多的心思。目前，蓝城中国业务多达 10 个，其核心业务为：代理代建地产、养老地产、健康和农业。代理代建地产主要针对政府保

障房，宋卫平希望能用绿城中国的品质做好这块业务，为更多大众提供优质服务。在养老地产方面，中国社科院发布的《2014 年中国社会形势分析与预测》显示，截止 2013 年末，我国 60 岁及以上人口占到总人口的 14.9%，预计未来这一数字还将不断攀升，宋卫平从中看到了商机，但迄今为止在养老地产方面还没有成熟的案例，这条道路如何走还未清晰。至于健康和农业，宋卫平正在谋求新业务，符合国家战略要求，似乎前景大好。

（案例正文数：8,971）

## **Cost of High Leverage Ratio — Song Eventually Lost the Control of Greentown China**

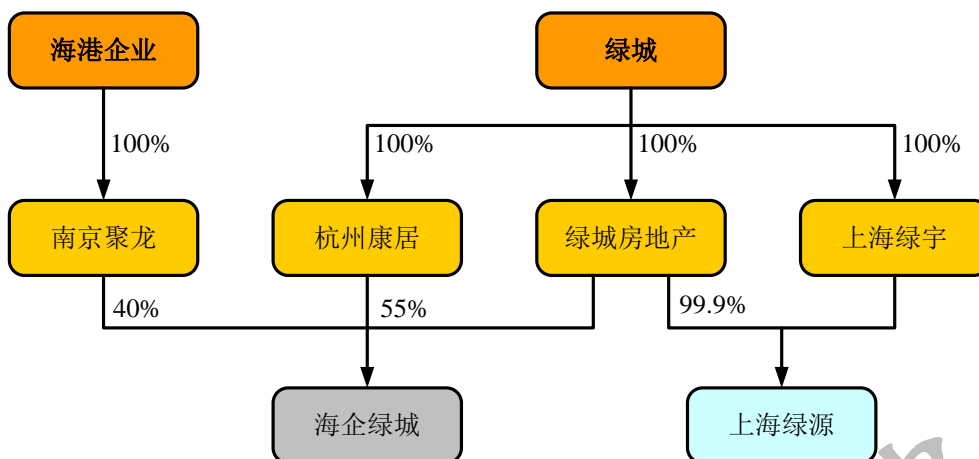
**Abstract:** As one of the leading property developers in China, Greentown China Holdings Ltd. has been committed to develop high-quality properties since its inception. Its CEO Weiping Song, a humanist, always treats quality as important as his life and Greentown's construction has received high social recognition. However, under his management, Greentown China's leverage ratio constantly stayed at a high level, and the company faced several cash flow crises. Weiping Song had no choice but to sell his stake little by little, and eventually lost the control of Greentown China. This case study describes the journey of Greentown China's development, and analyses why and how Weiping Song lost the control right of Greentown China in depth. The case study aims to deepen students understanding of the relationship between business strategy and financial management. Meanwhile, the case study hopes to bring insights for business management in practice.

**Key words:** capital structure; financial distress; control right

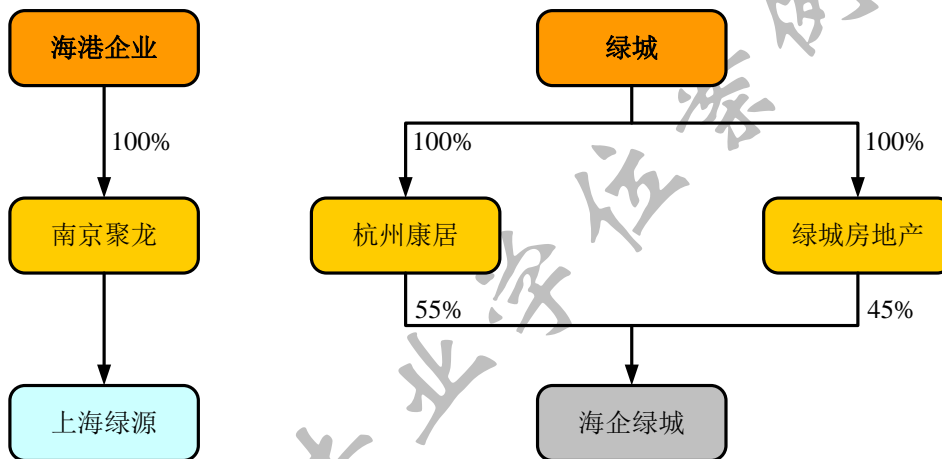
### **案例正文附件**

附件 1：2009 年与中海信托合作的股权变更图

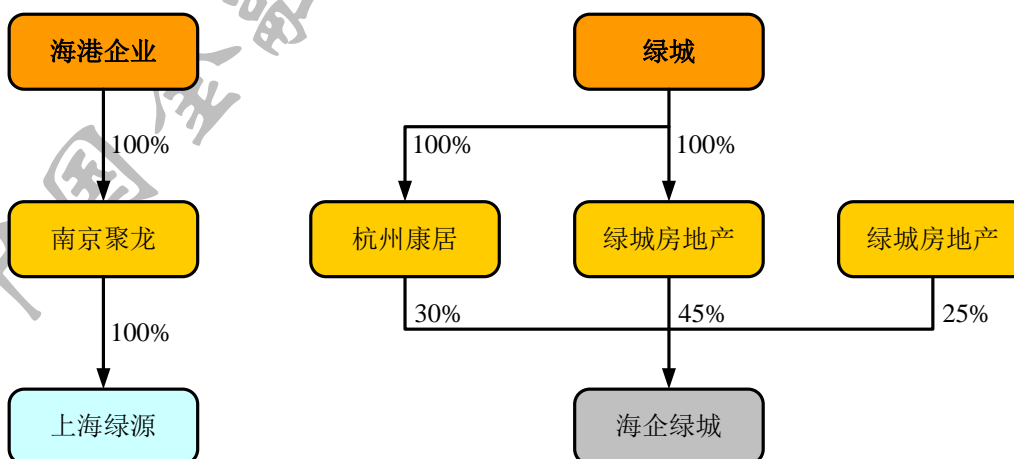




(a) 于海企绿城收购事项及上海绿源出售事项完成前



(b) 于海企绿城收购事项及上海绿源出售事项完成后



(c) 于海企绿城收购事项、上海绿源出售事项完成及海企绿城收购事项后

首先，绿城与关联方海港企业（00051.HK，九龙仓集团控股）达成协议，向海港企业洽购杭州海企绿城房地产开发公司（负责蓝色钱江项目）余下 40% 股权及有关股东贷款（海港企业通过南京聚龙持有海企绿城 40% 股份，绿城通过杭州康居和绿城房地产分别持有海企绿城 55%、5% 股份），总值 13.82 亿元。同时绿城将向海港企业出售上海绿源房地产开发公司（负责上海新江湾城 D1 地块开发）100% 股权及相关股东贷款，总代价 12.3 亿元。交易完成后，海港企业全资拥有上海新江湾城 D1 地块，净收 1.52 亿元，绿城中国全资拥有杭州蓝色钱江项目，但亏损约 1.48 亿元。然后，绿城旗下绿城房地产与中海信托股份有限公司（简称“中海信托”）订立信托协议，成立中海绿城 1 号房地产投资基金，计划融资 9.92-19.83 亿元，绿城承诺向该信托出售杭州海企绿城房地产开发公司 25% 的股权及无锡太湖新城项目公司 45% 股权。最后，来自中海信托的资金，又为绿城提前赎回 2006 年优先票据提供了所需款项。

附件 2：宋卫平免职田强总经理职位文件

# 绿城房地产集团有限公司文件

绿城房产令[2014]28号

## 免 职 令

各单位、部门：

经公司董事会研究决定：

免去田强绿城房地产集团有限公司总经理职务。

此令自 2014 年 11 月 19 日起生效。

此令。

绿城房地产集团有限公司  
董 事 长：  
二〇一四年十一月十九日

主题词：本体 免职 令

主送：公司各单位、部门，田强。

撰稿：柳思嘉

核稿：宋卫平

附件 3：宋卫平单方面聘任洪高明为董助文件

## 绿城中国控股有限公司文件

### 聘 任 令

各单位、部门：

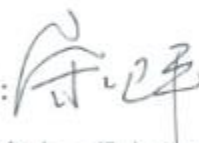
因工作需要，经董事长同意：

聘任洪高明为绿城中国控股有限公司董事长助理。

此令自 2014 年 11 月 18 日起生效。

此令。

董事长：



二〇一四年十一月十八日

**主题词：**本体 聘任 令

呈报：董事长

主送：各单位、部门，洪高明。

撰稿：柳思嘉

核稿：郭佳峰

附件 4：宋卫平单方面聘任应国永为总经理文件

## 绿城房地产集团有限公司文件

绿城房产令[2014]29 号

### 聘任令

各单位、部门：

经公司董事会研究决定：

聘任应国永为绿城房地产集团有限公司总经理。

此令自 2014 年 11 月 19 日起生效。

此令。

绿城房地产集团有限公司  
董事长：[Signature]  
二〇一四年十一月十九日

**主题词：**本体 聘任 令

**主送：**公司各单位、部门，应国永。

**撰稿：**柳思嘉

**核稿：**宋卫平

附件 5：田强单方面聘尤红仓罢姜苏东文件

# 绿城房地产集团有限公司文件

绿城房产令[2014]30号

## 聘任令

各部门、工作小组/区域公司、项目公司：

因工作需要，经集团公司研究决定：

聘任尤洪仓为集团综合管理部行政总监（兼），姜苏东不再担任集团综合管理部行政总监职务。

以上任免自 2014 年 11 月 19 日起生效。

此令

绿城房地产集团有限公司

总经理

二〇一四年十一月十九日

主题词：本体 聘任 令

呈报：董事长、常务副董事长。

主送：各工作小组、公司、部门，尤洪仓，姜苏东。

撰稿：沈金军

核稿：尤洪仓

附件 6：绿城中国的生产周期与同行业的对比数据

指标	公司	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
存货周转率 (销售成本/ 存货平均余 额)	绿城	0.18	0.17	0.12	0.18	0.35	0.35
	龙湖	0.25	0.43	0.37	0.34	0.3	0.43
	万科	0.33	0.39	0.27	0.25	0.28	0.32
	新湖	0.34	0.46	0.47	0.29	0.28	0.25
	滨江	0.23	0.20	0.29	0.08	0.12	0.23
存货周转天 数 365/(销售 成本/存货平 均余额)	绿城	2027.78	2147.06	3041.67	2027.78	1042.86	1042.86
	龙湖	1460.00	848.84	986.49	1073.53	1216.67	848.84
	万科	1106.06	935.90	1351.85	1460.00	1303.57	1140.63
	新湖	1073.53	793.48	776.60	1258.62	1303.57	1460.00
	滨江	1586.96	1825.00	1258.62	4562.50	3041.67	1586.96
预售周转率 (预售金额/ 存货平均余 额)	绿城	0.23	0.60	0.76	0.56	0.41	0.41
	龙湖	0.82	0.72	0.96	0.82	0.73	0.62
	万科	0.31	0.36	0.67	0.65	0.57	0.53
	新湖	0.25	0.34	0.19	0.1	0.2	0.25
	滨江	0.05	0.86	1.69	0.74	0.59	0.55
预售周转天 数 365/(预售 金额/存货平 均余额)	绿城	1586.96	608.33	480.26	651.79	890.24	890.24
	龙湖	445.12	506.94	380.21	445.12	500.00	588.71
	万科	1183.87	1019.44	547.76	564.62	643.86	688.68
	新湖	1460.00	1073.53	1921.05	3650.00	1825.00	1460.00
	滨江	7300.00	424.42	215.98	493.24	618.64	663.64

数据来源：各上市公司财报

附件 7：绿城中国的盈利能力与同行业对比

指标	公司	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
销售净利润 率(净利润/ 销售收入)	绿城	8.54%	12.51%	17.16%	18.75%	17.10%	20.66%
	龙湖	8.93%	21.91%	33.24%	28.72%	24.61%	20.80%



	万科	11.32%	13.15%	17.43%	16.16%	15.19%	13.51%
	新湖	23.83%	19.22%	21.30%	21.77%	23.56%	10.58%
	滨江	25.89%	22.17%	23.03%	21.96%	19.39%	14.03%
净资产收益率 ROE	绿城	5.51%	8.77%	13.25%	23.34%	22.02%	18.71%
	龙湖	10.13%	18.83%	28.89%	28.72%	21.07%	21.71%
	万科	13.19%	15.39%	16.19%	17.10%	19.07%	17.35%
	新湖	19.37%	18.33%	19.31%	12.83%	16.78%	6.88%
	滨江	17.43%	14.97%	23.93%	11.59%	16.17%	17.16%

数据来源：各上市公司财报