



江西财经大学

JIANGXI UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

学校代码 _____

密 级 _____

中图分类号 _____

UDC _____

硕士学位论文

MASTER DISSERTATION

论文题目 _____ 万科轻资产运营模式转型的案例分析
(中文)

论文题目 _____ A Case Study on the Light Asset Operation
(英文) _____ Model Transformation of Vanke Co., Ltd.

作 者 _____ 倪江鹏 导 师 _____ 吉伟莉

申请学位 _____ 硕 士 培养单位 _____ 会计学院

学科专业 _____ 会计硕士 研究方向 _____ 财务管理理论与实务

二〇一八年 六 月

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，也不包含为获得江西财经大学或其他教育机构的学位或证书所使用过的材料。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。

签名: 陈一鹏 日期: 2018.6.20

关于论文使用授权的说明

本人完全了解江西财经大学有关保留、使用学位论文的规定，即：学校有权保留送交论文的复印件，允许论文被查阅和借阅；学校可以公布论文的全部或部分内容，可以采用影印、缩印或其他复制手段保存论文。

(保密的论文在解密后遵守此规定)

签名: 陈一鹏 导师签名: 李伟 日期: 2018.6.20

目 录

1 引言	1
1.1 研究的背景和意义	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 关于轻资产运营模式内涵的研究	2
1.2.2 关于轻资产运营模式动因的研究	4
1.2.3 关于轻资产运营模式对公司经营绩效影响的研究	4
1.2.4 文献述评	5
1.3 研究思路与方法	6
1.3.1 研究思路	6
1.3.2 研究方法	6
1.4 论文的基本框架	7
2 房地产企业轻资产运营模式的理论概述	9
2.1 轻资产运营模式的内涵及特点	9
2.1.1 轻资产运营模式的内涵	9
2.1.2 轻资产运营模式的特点	9
2.1.3 轻、重资产运营模式的比较	10
2.2 房地产企业运营模式的选择	11
2.2.1 房地产企业的经营特点	11
2.2.2 房地产企业重资产运营模式的优劣势分析	11
2.2.3 房地产企业轻资产运营模式的优劣势分析	12
2.3 房地产企业轻资产运营模式转型的动因分析	13
2.3.1 土地成本压力	13
2.3.2 税收政策压力	15
2.3.3 现金流压力	15
2.3.4 库存积压压力	16
2.4 轻资产运营模式的理论基础	17
2.4.1 劳动分工理论	17
2.4.2 价值链理论	18
2.4.3 微笑曲线理论	18
3 万科轻资产运营模式转型的案例介绍	20

3.1 万科集团简介	20
3.1.1 万科集团基本情况	20
3.1.2 万科转型之前运营模式的介绍	21
3.2 万科轻资产运营模式转型的动因分析	21
3.2.1 缓解融资压力	21
3.2.2 降低经营风险	22
3.2.3 提高企业竞争力	22
3.2.4 实现战略目标	23
3.3 万科轻资产运营模式转型的可行性分析	24
3.3.1 领先的技术研发优势	24
3.3.2 成熟的管理体系	25
3.3.3 强大的品牌实力	25
3.4 万科轻资产运营模式转型的实施策略	26
3.4.1 采用小股操盘合作开发模式	26
3.4.2 建立事业合伙人制度	27
3.4.3 与互联网公司合作，促进销售与提高服务水平	29
3.4.4 出售商业地产部分股权，剥离不良资产	30
3.4.5 设立房地产基金，实现资产证券化	30
3.4.6 入股徽商银行，扩展融资渠道	31
4 万科轻资产运营模式转型的效果分析	33
4.1 基于财务指标的效果分析	33
4.1.1 偿债能力保持相对较高	33
4.1.2 资产营运效率上升	35
4.1.3 盈利能力维持较高水平	37
4.1.4 公司成长发展态势良好	40
4.2 基于非财务指标的效果分析	42
4.2.1 改善了产品和服务质量	42
4.2.2 扩大了市场份额	42
4.2.3 促进了企业内部管理的变革	43
4.2.4 提升了品牌溢价能力	44
5 结论与启示	45
5.1 结论	45
5.1.1 轻资产运营模式转型降低了万科的融资成本和经营风险	45
5.1.2 轻资产运营模式转型创新了万科的盈利模式	45

5.1.3 轻资产运营模式转型提升了万科的企业价值	46
5.1.4 轻资产运营模式转型提高了万科的核心竞争力	46
5.2 启示	46
5.2.1 轻资产运营模式转型注重输出品牌和管理模式	47
5.2.2 借鉴小股操盘需要加强对合作方的资源整合和管理能力	47
5.2.3 结合互联网思维有助于企业实现轻资产转型	48
5.2.4 房地产金融化可以有效实现多元化、低成本融资	48
5.2.5 轻资产运营模式转型需要理性剔除项目资产	49
参考文献	50
致谢	53

Contents

1 Introduction	1
1.1 Research background and significance	1
1.1.1 Research background.....	1
1.1.2 Research significance	1
1.2 Literature review.....	2
1.2.1 Research on connotation of light asset operation model	2
1.2.2 Research on the motivation of light asset operation model.....	4
1.2.3 Research on the influence of light asset operation model on the performance of company	4
1.2.4 Literature review.....	5
1.3 Research ideas and methods	6
1.3.1 Research ideas	6
1.3.2 Research methods	6
1.4 The basic framework of the thesis	7
2 Theoretical overview of real estate companies light asset operation model	9
2.1 The connotation and characteristics of light asset operation model	9
2.1.1 Connotation of light asset operation model.....	9
2.1.2 Characteristics of light asset operation model.....	9
2.1.3 Comparison of light and heavy asset operation models	10
2.2 Choice of real estate companies operation model	11
2.2.1 Real estate companies operating characteristics.....	11
2.2.2 Advantages and disadvantages analysis of real estate companies heavy asset operation model	11
2.2.3 Advantages and disadvantages analysis of real estate companies light asset operation model	12
2.3 Motivation analysis of real estate companies light asset operation model transformation	13
2.3.1 Land cost pressure	13
2.3.2 Tax policy pressure	15
2.3.3 Cash flow pressure	15
2.3.4 Inventory backlog pressure.....	16
2.4 The theoretical basis of light asset operation model.....	17

2.4.1 Labor division theory.....	17
2.4.2 Value chain theory	18
2.4.3 Smiling curve theory	18
3 Case introduction to the transformation of Vanke light asset operation model ...	20
3.1 Vanke introduction.....	20
3.1.1 Vanke basic information	20
3.1.2 The introduction of Vanke operation before the transition.....	21
3.2 The motivation analysis on the transformation of Vanke light asset operation model	21
3.2.1 To release the pressure of financing	21
3.2.2 To reduce business risk.....	22
3.2.3 To improve the competitiveness of enterprises	22
3.2.4 To achieve strategic goals	23
3.3 The feasibility analysis on the transformation of Vanke light asset operation model	24
3.3.1 Leading technology research and development strengths	24
3.3.2 Mature management system	25
3.3.3 Strong brand power	25
3.4 The implementation strategy of Vanke light asset operation model transformation.....	26
3.4.1The use of small stock cooperative development model.....	26
3.4.2 Establishing a business partner system.....	27
3.4.3 In cooperation with internet companies to promote sales and improve service levels.....	29
3.4.4 Saling part of commercial real estate shares to strip off non-performing assets.....	30
3.4.5 Setting up real estate funds to realize asset securitization.....	30
3.4.6 Investing Huishang Bank to expand financing channels.....	31
4 The Effect analysis of Vanke light asset operation model transformation.....	33
4.1 Effect Analysis based on financial indicators	33
4.1.1 Solvency remained relatively high	33
4.1.2 Assets operating efficiency increased	35
4.1.3 Profitability maintained a high level	37
4.1.4 Company growth and development situation maintained well	40

4.2 Effect Analysis based on non-financial indicators	42
4.2.1 Improved product and service quality	42
4.2.2 Expanded market share.....	42
4.2.3 Promoted the reform of internal management.....	43
4.2.4 Enhanced the brand premium ability.....	44
5 Conclusion and inspiration	45
5.1 Conclusion.....	45
5.1.1 The transformation of light asset operation model has lowered the financing cost and operation risk of Vanke	45
5.1.2 Transformation of light asset operation model has revolutionized Vanke's profit model	45
5.1.3 The transformation of light asset operation model has raised enterprise value of Vanke	46
5.1.4 The transformation of light asset operation model has enhanced the core competitiveness of Vanke	46
5.2 Inspiration.....	46
5.2.1 Transformation of light asset operation model needs to focus on the brand output and management modell.....	47
5.2.2 Learning from the small cap trader needs to strengthen the resources of the partners to integrate and manage capacity.....	47
5.2.3 The combination of Internet thinking helps companies realize the transformation of light assets.....	48
5.2.4 Real estate financialization can effectively achieve diversified and low-cost financing	48
5.2.5 Transformation of light asset operation model needs to remove project assets rationally	49
References.....	50
Acknowledgements	53

摘 要

自 1998 年市场化改革以来，我国房地产企业便是重资产运营模式。在行业高速增长的黄金时期，许多企业通过储备大量土地并进行开发销售，获取了超额利润，同时也逐渐出现了房价攀升过快，房地产投机行为严重等问题。2010 年以来，随着我国经济增速放缓，政府加大了对房地产行业的政策监管力度，房地产市场竞争日趋激烈，产品溢价能力下降，土地红利消失，行业整体增长速度逐渐下滑。因此，过去重资产运营模式下的诸多问题日益突出，包括资金前期投入大、库存周转率下降、利润下滑等。面对行业经营困境，一些房地产企业逐渐退出，但也有一些企业，例如万科、绿地等，开始尝试转型为轻资产运营模式，取得了良好的效果。因此，房地产企业向轻资产运营模式转型，可以有效解决资金沉淀、存货周转慢、销售净利率低、财务杠杆过高等问题，对促进房地产行业的健康发展有着重要意义。

本文通过理论探讨与典型案例分析相结合的方法，研究了万科转型轻资产运营模式的动因及绩效，总结了万科转型成功的经验，以期为其他房地产企业提供借鉴和参考。首先，本文在介绍轻资产运营模式的内涵和特点后，具体介绍了房地产企业的经营特点，以及轻、重资产运营模式的优劣势比较分析，进而阐述房地产企业轻资产运营模式转型的动因及该研究的理论基础。在案例分析部分，首先简单介绍了万科转型之前的运营模式及发展状况。出于缓解融资压力、降低经营风险、提高企业竞争力和实现战略目标等方面的需要，万科从 2013 年开始轻资产运营模式转型，具体策略包括：采用小股操盘合作开发模式并建立事业合伙人制度；与互联网公司合作，实现业务“互联网+”；积极开拓融资渠道，进军金融行业，努力实现房地产证券化。万科作为房地产行业中的领头企业，具有领先的技术研发优势、成熟的管理体系和强大的品牌实力，其轻资产运营模式转型的过程比其他企业更加顺利。本文基于财务指标和非财务指标，对万科轻资产运营模式转型的效果进行了分析。在财务业绩方面，公司财务表现良好，偿债能力比较稳定，资产营运效率上升，并维持了较高的盈利水平，保持了良好的发展前景。在非财务业绩方面，万科通过轻资产运营模式转型，不但改善了其产品和服务的质量，扩大了市场份额，赢得了竞争优势，而且促进了公司内部组织管理的变革，提升了品牌声誉。

基于以上研究，本文得出结论：轻资产运营模式转型降低了万科的融资成本和经营风险，为公司创造了新的盈利模式和充足的现金流，提升了公司的价值和竞争力。万科的转型成功为其他房地产企业的发展带来了一些启示。在实施轻资产运营模式转型的过程中，首先，要注重输出自身的品牌和管理模式，利用小股

操盘需要加强对合作方的管理和整合能力。其次，运用互联网思维，积极扩展业务，能够很好地帮助房地产企业实现转型。最后，房地产金融化可以有效实现多元化、低成本融资。

关键词：轻资产运营模式 小股操盘 资产证券化

Abstract

Since the real estate marketization reformed from 1998, real estate companies have been heavy asset operation model in our country. In the golden period of rapid growth of the industry, many companies have developed and sold large amounts of land reserves, and they have obtained excessive profits. At the same time, there have been problems such as the rapid rise in house prices and serious real estate speculation. Since 2010, As the national economic growth slowed down, the government has increased its supervision of the real estate industry, real estate market met increasingly fierce competition, loss of product profit, land bonus disappearance, and the overall growth rate of the industry has been gradually declining. As a result, many problems have become increasingly prominent under the heavy asset operation model of the past. These problems include the large initial investment in capital, the decline in inventory turnover, the decline in profits .Faced with the plight of the industry, some real estate companies have quit the industry, but there are some real estate companies, such as Vanke, Green land, etc., began to try to transform themselves into light asset operation model, and have achieved good results. Therefore, researching and exploring the transition of light asset operation model of real estate companies, real estate companies in China can effectively solve problems such as capital accumulation, slow inventory turnover, low sales net interest rate, high financial leverage, which is of great significance in promoting the healthy development of the real estate industry.

The article studies the motivation and performance of Vanke light asset operation model transformation through the method of combining theoretical analysis with typical case analysis, and summarizes the successful experience of Vanke's transformation in order to provide reference for other real estate enterprises. First of all, after introducing the connotation and characteristics of light asset operation model, this paper introduces the operating characteristics of real estate enterprises in detail and comparative analysis of advantages and disadvantages of between light and heavy asset operation models, analyzes the motivation of light asset operation model transformation in real estate industry, and introduces three theoretical bases of light asset operation model. In the case analysis part, first, this article briefly introduces the operation model and development status of Vanke before the transition. For the purpose of mitigating financing pressure, reducing operation risk, improving enterprise competitiveness and achieving strategic development goals, Vanke started to transform the light asset

operation model since 2013, the specific strategies including the use of small-cap cooperation model development and the establishment of a partnership system; achieving business "Internet +" with the Internet companies; actively exploring financing channels, entering into the financial banking, and striving to achieve asset securitization. As the leader in the real estate industry, Vanke has experienced a smooth transition from its light asset operation model to other businesses due to its leading technology research development strengths, mature management system and strong brand power. Based on the financial indicators and non-financial indicators, this article analyzes the effects of Vanke light asset operation model transformation. In terms of financial performance, the financial performance of the company was good, the solvency of the company maintained relatively stable, the operating efficiency of internal assets increased, and the company maintained its high profitability despite the downturn of the industry and maintained a good prospect of development. In terms of non-financial performance, through the transformation of light asset operation model, Vanke not only improved the quality of its products and services, expanded its market share and gained competitive advantages, but also promoted the transformation of internal organizational management and enhanced its brand reputation.

Based on the above research, this paper concludes that the transformation of light asset operation model reduces the financing costs and operating risks of Vanke, creates sufficient cash flow for the company and maintains high profitability, which enhances the value and competitiveness of the company. The successful transformation of Vanke has brought some enlightenment for the development of other real estate enterprises. In the course of implementing the transformation of light asset operation model, firstly, it is necessary to pay attention to exporting its own brand and management model, and at the same time, it is necessary to strengthen the management and integration capabilities of the partners by utilizing the small stock market. Secondly, using Internet thinking, and actively expanding their business, can help the real estate business achieve restructuring. Finally, real estate financialization can effectively achieve the diversiform and low-cost financing.

Key words: Light Asset Operation Model; Small Stock Trader; Asset Securitization

1 引言

1.1 研究的背景和意义

1.1.1 研究背景

自房地产市场化改革以来，我国的房地产行业一直都是依靠重资产运营模式实现快速发展。在此模式下，房地产企业以土地储备为基础，主要依靠银行贷款获取项目资金，从开发、建造直到销售或者预售获得资金后，又开始进行下一个项目的开发。重资产运营模式下的房地产企业，通常前期资本投入非常大，且资金占用周期比较长，一般在两年以上。在我国经济高速发展的黄金时期，房地产企业纷纷选择增加贷款以获取更多的土地储备，扩大开发规模。同时由于土地迅速增值，企业往往仅依靠囤地就能获得高额收益，这使得房地产企业普遍资产负债率较高，资产周转率较低，面临着较高的财务风险和经营风险。在房地产市场快速发展的情况下，也逐渐出现了房价攀升过快，房地产投机行为严重等问题。自 2010 年以来，一方面由于我国经济增速放缓，另一方面我国政府连续多年加紧了房地产行业监管力度，采取限贷、限购等措施打击房地产行业的投机行为，房地产行业随之结束了快速增长的黄金时期，进入行业调整时期。房地产企业面临着日趋严峻的外部环境，重资产运营模式的缺点也日渐突出，造成企业融资压力增大，资金沉淀严重，资产周转率下降，并由此导致利润率下滑，经营风险增大。

在此行业背景下，国内一些优秀的房地产企业纷纷开始尝试转型轻资产运营模式，以提升经营业绩，保持企业的竞争力。轻资产运营模式下，房地产企业不再操作房地产开发直至销售的整个过程，而是通过利用自身的竞争优势，整合产业链资源，通过资本杠杆和财务杠杆，获取最大收益。房地产企业转型轻资产运营模式的动因有哪些？轻资产运营模式是否适合当前我国房地产行业的发展情况？房地产企业应当如何进行轻资产运营模式转型？轻资产运营模式能为房地产企业带来怎样的变化？这些问题都值得去研究和思考。

1.1.2 研究意义

随着我国经济迈入中高速增长的新时期，政府逐渐加大了对房地产行业的监管力度，房地产行业的市场竞争日益激烈，利润率加速下滑，导致房地产企业的生存、发展日趋艰难。因此，一些房地产企业开始探索注重品牌与运营等核心能力的轻资产运营模式。在此模式下，房地产企业能够减少自身的资本投入，通过利用品牌服务、研发管理等轻资产优势，提高企业的竞争力。因此，本文选择房地产行业具有代表性的万科集团作为案例研究对象，通过对其实施轻资产运营

模式转型的动因、可行性、策略进行分析，并从财务指标和非财务指标两个方面分析了其转型的效果。最后，总结万科转型成功的经验，可以为其他房地产企业的转型提供借鉴和参考，具有一定的现实意义。

另外，国内外学者对于轻资产运营模式的研究大多仅限于制造行业领域，很少涉及房地产行业。而且，其中大多数研究为实证研究，典型的案例分析相对较少。但国内房地产企业对轻资产模式的探索才刚刚开始，房地产企业轻资产运营模式的相关理论以及房地产企业轻资产运营模式的财务管理等问题都需要我们关注与研究。因此，本文的研究对丰富轻资产运营模式的理论体系具有一定的学术价值。

1.2 文献综述

1.2.1 关于轻资产运营模式内涵的研究

(1) 对“轻资产”概念的界定。Barney (1991) 认为轻资产是企业内具有独特核心竞争力的资源，这些资源具有稀缺性、不可替代性及强大的资源整合运用能力等特征。Amit (1993) 具体阐述了轻资产的范围，他认为轻资产不仅包括专利技术、知识产权，还包括客户关系、企业文化和管理制度等。Iansiti M (2004) 在 Amit 的研究基础上，也认为轻资产不仅包括可以为企业带来治理价值的资源，如专利、人力等资源，还包括许多其他资源，如客户关系、营销网络等。王晶 (2006) 则认为轻资产是相对于厂房、设备等重资产而言的，轻资产主要是指企业内形态轻便、占用资金较少的一类资源。张京洲，鲁瑶 (2009) 认为在麦肯锡公司提出轻资产运营模式的观念中，轻资产主要包括公司的管理经验、客户资源、品牌价值等。杨天波，景梁 (2011) 同样也指出轻资产主要是指企业中一些轻便且灵活性高的资源，比如企业制度、管理经验、品牌推广等。庞东升 (2008) 指出轻资产主要包括企业在经营过程中逐步积累的具有竞争优势和发展潜力的资源，比如品牌价值、治理制度、客户关系资源等。另外，有一些学者对轻资产的概念和内容进行了归纳总结，如 Chiun-Sin Lin 和 Chih-Pin Huang (2011) 归纳总结了国外学者的相关研究，认为轻资产是能够为企业创造竞争力的战略资源，如人力资源、技术研发能力、品牌效应及管理体系等。林盛娜 (2013) 也从不同角度总结了轻资产的内涵。她提出，轻资产不仅是指无形资产、除固定资产以外的有形资产，同时也是一种具有战略性的商业运作模式。王军辉 (2014) 对轻资产的主要内容和表现形式进行了总结，他认为轻资产的主要内容有品牌、专利技术、著作权、研发能力、客户关系、人力资源、供应链渠道网络、管理流程、销售能力等，其中部分轻资产以无形资产作为表现形式，但是大多数轻资产不能够从报表中体现

出来。杜海霞（2015）在总结前人研究文献的基础上，将轻资产定义为企业中具有杠杆效应的某些资源，通过这些资源的杠杆作用，可以使企业获得超额的利润。

（2）对“轻资产运营模式”内涵的界定。Applegate L. M 等（1992）认为轻资产运营模式是指企业往往将自身的核心活动保留，而把非重要的基本生产等活动外包出去，通过整合产业链资源，为企业获取收益的一种运营模式。Camarina. Matos（1998）则提出轻资产运营模式其实是企业集中资源用于具有自身竞争优势的价值链环节，利用行业资源执行剩下环节，通过重新组织和整合企业的内外部资源，达到拥有完整价值链功能的一个过程。Porter（2000）则认为轻资产运营模式在制造企业中的主要表现是，企业往往将组装和制造等环节转移出去，业务重点投入到研发、运营维护、供应与销售网络建设等方面。Rowley（1999）认为轻资产运营模式是指企业将部门分离并赋予其一定的自主经营权，通过相互之间的信息沟通等，从而降低经营风险的一种模式。孙黎，朱武祥（2003）认为轻资产运营模式是一种战略管理的途径。在此过程中，企业充分利用自身的有限资源，如研发、营销、品牌等优势资源，通过资源杠杆撬动各种外部资源，使企业获得更高的净资产收益率。徐春游（2005）也对轻资产运营模式的具体内涵进行了分析，他认为轻资产运营模式就是企业尽量减少自身投入，充分利用行业资源，通过资本杠杆实现价值最大化的过程。项伟峰（2009）认为轻资产运营模式下，企业通过合理分配资源，集中资源投入到高附加值环节，从而获得较高的投资回报率。朱武祥，魏炜（2010）则具体分析了轻资产运营模式实现的不同路径。一方面，企业可以通过减少固定资产等重资产投入，提高流动资产等轻资产比重实现资产的“轻”。另一方面，企业可以通过加大对设计、销售等环节的投入，减少生产环节的投入实现运营的“轻”。王鹤春（2012）也提出了轻资产运营模式的两种方式：一是通过外包生产环节，二是凭借自身的轻资产输出能力，通过并购重组控制其他重资产企业。薛文艳（2012）也在归纳前人研究成果的基础上，提出了轻资产运营的两种方式，其一是企业充分利用自身的资源，集中投资于微笑曲线两端的高附加值部分，其二是企业注重输出自身具有竞争力的轻资产，如品牌价值、管理经验等，通过并购其他企业实现重资产转移。戴天婧等（2012）将轻资产运营模式定义为企业降低重资产投入，利用自身在供应链、客户资源、研发等方面的优势，通过整合行业内各种资源，从而提高企业绩效和竞争力的一种模式。吕爽等（2010）则认为轻资产运营模式是指企业充分利用各种可用的资源，减少自身投入，通过资本杠杆作用，实现企业价值最大化的一种方式。杨柳，汤谷良（2017）也提出轻资产运营模式就是以自身有限的资源寻求收益最大化、风险最小化的经营模式。王卫星，林凯（2015）同样也认为在轻资产运营模式下，企业通常利用自身的轻资产优势减少自身投入，同时整合不同资源，从而创造更

大的企业价值。何瑛，胡月（2016）认为轻资产运营模式是一种以价值驱动为基础的资本战略，企业通过重新整合业务，将资源集中投入到价值链的核心环节，努力培养自身的核心竞争力，为企业创造更高的价值。

1.2.2 关于轻资产运营模式动因的研究

苗壮等（2005）认为，随着其他发展中国家廉价劳动力市场的加入，国内部分外资加工企业的利润不断降低，急需摆脱自身所处低附加值环节的地位。因此，那些企业需要通过轻资产运营模式转型，着眼于高附加值环节，才能提升企业的盈利能力及在国际分工中的竞争力。通过分析耐克等企业轻资产运营模式转型的过程，他们提出企业实施轻资产运营模式的主要动因是为了保持较高的盈利水平和竞争力。Surdu（2011）通过对一些跨国公司进行分析发现，那些公司在自身国际化比较成熟的时候，为了降低运营成本和扩张市场，往往采用轻资产运营模式，最大程度利用全球资源，减少自身投入，并将自身资源用于研发、营销和品牌宣传等，从而提升自身在国际市场中的影响力。所以，他认为降低营运成本和保持竞争优势是企业实施轻资产运营模式的主要动因。刘闲月等（2012）认为企业为了在价值链中占据优势环节，需要通过业务创新、资源组织等方面进行战略转型。通过实施轻资产运营模式，强化自身的核心竞争优势，将低附加值生产环节外包出去，有效整合供应链等组织资源，从而利用资本杠杆使企业获得更高的收益和领先的行业地位。因此，在他们看来，提升企业价值和竞争优势也是企业实施轻资产运营模式的动因。

1.2.3 关于轻资产运营模式对公司经营绩效影响的研究

通过整理以往学者的研究成果发现，轻资产运营模式对公司经营绩效的影响主要体现在以下两个方面：

（1）提高营运效率和盈利能力。Robert（2001）和 Shirley（2005）提出，在互联网时代，轻资产运营模式的企业可以通过不同地区间技术、人才等的沟通和联系，从而提升公司的经营效率。杨现锋，唐秋生（2007）认为轻资产运营模式下的企业，由于固定资产等投入较少，降低了自身的成本，在相同的投资规模下比重资产运营模式取得的收益更多，可以有效提升企业的投资回报率。唐璎璋等（2007）基于资产报酬率的角度建立了企业轻资产价值模型，以汽车制造企业为例，具体分析论证了汽车制造企业净利率与轻资产占比的关系，结果表明企业盈利能力与轻资产占比呈正相关。因此，他们认为企业的轻资产比例越大，其盈利能力越强。燕丽萍（2009）在整理 2007 年上市公司相关数据的基础上，对比分析了轻、重资产运营模式对企业投资回报率的影响。通过实证研究，他得出轻资产

运营模式能有效提高企业投入产出率的结论。Wen Hung-Ching 等（2012）通过非参数前沿方法研究日本半导体企业的经营情况，发现许多企业纷纷利用自身的竞争优势，将产品的生产制造等外包出去，很大程度上提高了半导体企业的运营效率。解宏，姜力玮（2015）基于 2010 年至 2013 年创业板公司的数据，通过实证分析发现，轻、重资产之比越大，企业整体的经营绩效越好。因此，他们得出结论：轻资产运营模式通过对资源的合理配置，可以有效提高企业的经营绩效。

（2）提升企业的价值和核心竞争力。David（1997）通过建立品牌价值与股市回报率关系模型，分析研究企业轻资产运营的效果，得出轻资产公司品牌价值越高，股市回报率越大的结论。李玲（2006）通过分析研究光明乳业公司实施轻资产运营模式的效果，发现光明集团的品牌价值和资产营运效率都有了很大提升。吴革（2014）认为轻资产运营模式不仅可以提升企业的资产周转速度和净利率，同时轻资产运营模式要求企业加大对技术研发和营销推广等高附加值环节的投入，有利于提高企业的核心竞争力。Fen-May Liou 等（2011）建立回归模型，以电话通信企业为研究对象，通过实证分析竞争优势与轻资产运营模式的关系，发现轻资产运营模式能够显著提高电话通信企业的竞争优势。王智波，李长洪（2015）根据中国工业企业数据进行实证分析，认为通过轻资产运营模式，企业可以利用自身优势占据价值链的某一环节，从而降低自身成本，积累自身独特的资源，提升核心竞争力。张占贞（2016）通过建立企业财务竞争力和轻资产价值关系模型，利用一些具有代表性的公司的相关数据进行实证研究，发现轻资产价值对企业整体的财务竞争力有较强的正向作用。Jayoung Sohn 等（2013）通过理论和实证分析，发现美国酒店业在过去的多年间，通过实施轻资产运营模式，减少固定资产的投入，加强现金流和特许经营权的管理，能够有效提升自身的企业价值。茆薇（2013）认为企业依靠其领先的技术研发、优质的客户资源和成熟的管理体系等优势，通过轻资产运营能够实现企业价值最大化。牟晶晶等（2014）认为采用轻资产运营模式的公司通过资源配置，将自身的弱势环节转移给其他企业，使得企业的重心放在提高软实力方面，这样能够快速提升自身的价值。

1.2.4 文献述评

通过对国内外文献中关于轻资产运营模式的内涵、动因及对公司经营绩效的影响的研究进行梳理发现，首先，轻资产运营模式一般是指企业减少自身固定资产等重资产的投入，充分利用其品牌、技术、运营管理、客户资源等轻资产优势，通过组织整合行业资源和快速周转，提高经营业绩、实现企业价值最大化的一种模式，其内涵源于国外学者提出的资本运营战略，国内关于轻资产运营模式内涵的研究比较少，仅仅是对其进行了一些补充。其次，关于轻资产运营模式动因的

研究，国内外学者主要从优化经营结构体系、降低运营成本、保持核心竞争优势等方面进行了详细探讨。同时，学者还建议企业在转型过程中，需要对自身的轻资产等核心竞争力注意保密，加强输出标准和质量的管理。最后，对于轻资产运营模式对公司经营绩效影响的研究，大多数学者通过自建模型或者利用行业内上市公司的数据进行实证分析，研究表明轻资产运营模式能够提高公司的营运效率和盈利能力，有效提高公司的经营业绩。但是，国内外学者对于轻资产运营模式的研究也存在一定的局限性。一方面，国内外学者的研究多是实证研究，缺乏详细的案例分析。另一方面，其研究的对象大多仅限于制造行业领域，很少涉及房地产行业。

基于此，本文以万科轻资产运营模式转型为例，通过对万科实施轻资产运营模式转型的策略及效果进行分析，总结其轻资产运营模式转型的经验，以期对我国房地产企业的转型提供一些启示。同时，本文的研究对丰富轻资产运营模式的理论体系具有一定的学术价值。

1.3 研究思路与方法

1.3.1 研究思路

在理论部分，本文首先阐述了轻资产运营模式的基本内容和理论基础，接着介绍房地产企业的经营特点，并且对房地产企业的轻、重资产运营模式进行了对比分析，最后，分析了房地产企业进行轻资产运营模式转型的动因。

在理论研究的基础上，本文选取房地产行业排名靠前的万科集团作为研究对象，分析其轻资产运营模式转型的必要性及可行性，重点研究其轻资产运营模式转型的具体途径，从财务和非财务两个角度分析了其轻资产运营模式转型的实际效果，并总结万科轻资产运营模式转型的一些经验启示，为其他房地产企业实施转型提供借鉴和参考。

1.3.2 研究方法

本文的研究主要运用了以下方法：

（1）文献研究法。通过对轻资产运营模式的内涵、动因、及对公司经营绩效相关的文献进行整理、归纳和总结，为下文万科轻资产运营模式转型提供理论基础。

（2）案例分析法。以万科轻资产运营模式转型作为案例研究对象，详细分析其轻资产运营模式转型的动因、可行性、实施策略及实际效果，并从中得出结论和经验启示。

(3) 比较分析法。首先,在理论研究部分,对比分析了房地产企业轻、重资产运营模式的内涵、特点以及优劣势。另外,在案例分析部分,对万科轻资产运营模式转型的财务效果分析中,纵向对比了万科轻资产运营模式转型前后的财务指标变化,同时与同行业的相关财务数据进行了横向比较分析。

1.4 论文的基本框架

本文主要包括以下五个部分,基本框架如图1-1所示。

第一部分是引言。主要介绍了本文的选题背景与意义,关于轻资产运营模式的研究现状,本文的研究思路与研究方法,以及本文的基本框架。

第二部分是房地产企业轻资产运营模式的理论概述。本部分主要介绍了轻资产运营模式的含义及特点,房地产企业轻、重资产运营模式的内涵、特点及优劣势的比较,以及房地产企业轻资产运营模式转型的动因和轻资产运营模式的理论基础。

第三部分是万科轻资产运营模式转型的案例介绍。首先,对万科集团进行了简单介绍,主要介绍了万科的发展情况和转型之前的运营模式。其次,从缓解融资压力、降低经营风险、提高企业竞争力和实现战略目标等方面分析了万科轻资产运营模式转型的动因。再次,简单分析了其轻资产运营模式转型的可行性,主要包括技术研发能力、管理体系、品牌声誉等方面。最后,从小股操盘开发模式、事业合伙人制度、与互联网企业合作、出售商业地产股权、设立地产基金、入股银行等方面详细分析了其轻资产运营模式转型的过程。

第四部分是万科实施轻资产运营模式转型的效果分析。本部分主要从财务效果方面和非财务效果方面具体分析万科实施轻资产运营模式转型的效果。首先,纵向分析了万科2011年至2016年期间财务指标的变化情况,并与保利地产的相关财务数据、行业平均值作了横向比较分析。然后,从产品服务质量、市场份额、万科内部经营管理的变革以及品牌价值上升等方面对其非财务效果进行了分析。

第五部分是研究结论与经验启示。通过上述一系列的分析与研究,本章归纳得出万科轻资产运营模式转型的结论并总结了一些经验和启示,以便为其他房地产企业实施轻资产运营模式转型提供一些借鉴。

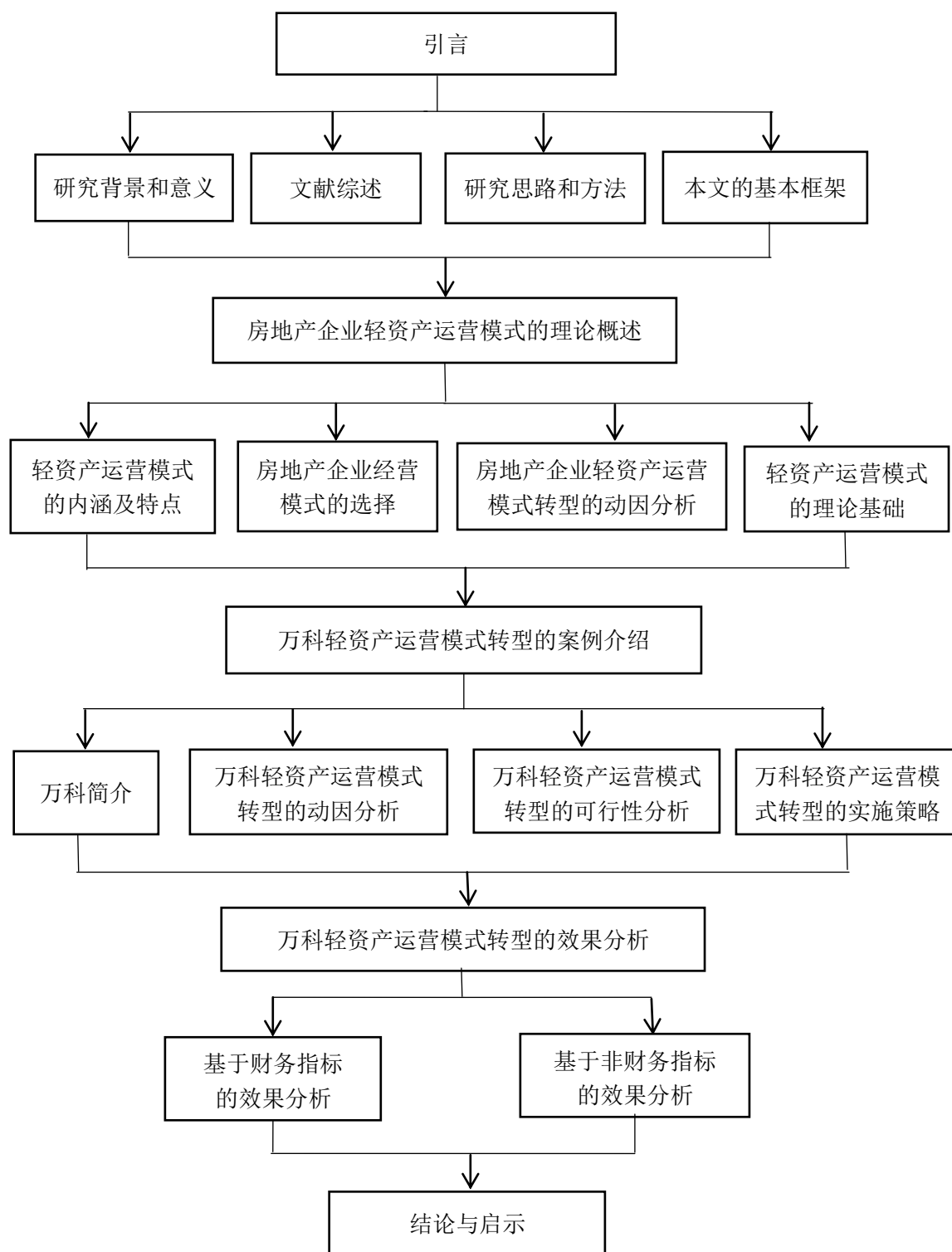


图 1-1 论文基本框架图

2 房地产企业轻资产运营模式的理论概述

本章将阐述轻资产运营模式的内涵及特点、房地产企业运营模式的选择、房地产企业轻资产运营模式转型的动因以及轻资产运营模式的理论基础，以便为后文的案例分析提供依据。

2.1 轻资产运营模式的内涵及特点

2.1.1 轻资产运营模式的内涵

轻资产是企业拥有的一种具有难以替代性且能够创造独特价值的资源，不仅包括货币资金、部分流动资产，还包括企业的品牌价值、研发能力、销售路径、上下游企业资源、人力资源及企业的价值文化等无形资产。轻资产一般是随着企业的经营发展而慢慢积累起来的，有些轻资产以无形资产的形式列示于企业报表中，但大多数的轻资产却无法通过报表体现出来。

轻资产运营模式是麦肯锡管理咨询公司提出的一种以价值驱动为基础的资本战略，它是指企业在自身资源有限的条件下，充分发挥自身的轻资产资源，最大程度地减少固定资产等重资产的资本投入，同时利用自身在价值链中的优势，牢牢把握住产业链中的核心高附加值环节，从而利用资本杠杆实现资源的优化配置，降低自身营运的成本和风险，提高自身的企业价值和核心竞争力，使企业获得更强的盈利能力和持续的增长力。

2.1.2 轻资产运营模式的特点

轻资产运营模式的特点主要体现在以下三个方面：

（1）资本集中程度高。相较于重资产运营模式，轻资产运营模式的企业会减少自身对重资产的投入，将主要的资本投入到企业的高附加值业务，如设计研发、品牌营销及售后服务等。其往往能够享有较好的品牌声誉，同时能够及时掌握市场环境信息，并快速反应做出产品的创新决策，通过集中资本加大对自身核心业务的投入，加强产品的开发与营销服务，从而形成自己的核心竞争力，提高企业的市场占有率。

（2）资源整合能力强。在轻资产运营模式下，企业通常利用自身在产业链中的优势地位，一方面强化对上下游企业的控制，另一方面通过并购重组一些重资产企业，从而更加有效地整合价值链系统中的资源，以自身的轻资产资源撬动其他企业的重资产资源，实现资源利用的最大化。同时，发挥本企业资源的主导作用，注重各种资源之间的组织、协调与管理，最大程度地提高价值链的营运效率，

从而为企业创造价值。

(3) 投资收益增值大。轻资产运营模式的目标是实现企业收益与价值的最大化。在此模式下的企业，既可以通过减少固定资产投资等途径获得充足的经营现金流，又可以通过主导价值链能够大量获取上下游合作企业的“无息负债”等融资资源。同时，这种模式可以提高企业的营运效率，有效降低企业的经营和财务风险，提高企业的资本回报率，从而给企业带来超额的收益，实现企业价值最大化的目标。

2.1.3 轻、重资产运营模式的比较

轻、重资产运营模式有着不同的特点，同时也有着各自的优势和劣势，二者的比较分析如图2-1所示。通过比较可以发现，轻资产运营模式不仅有利于企业降低产品的制造成本，控制生产资金的占用率及提高资产利用率，而且有利于企业专注自身的技术研发和产品营销服务，从而提升自身的软实力。

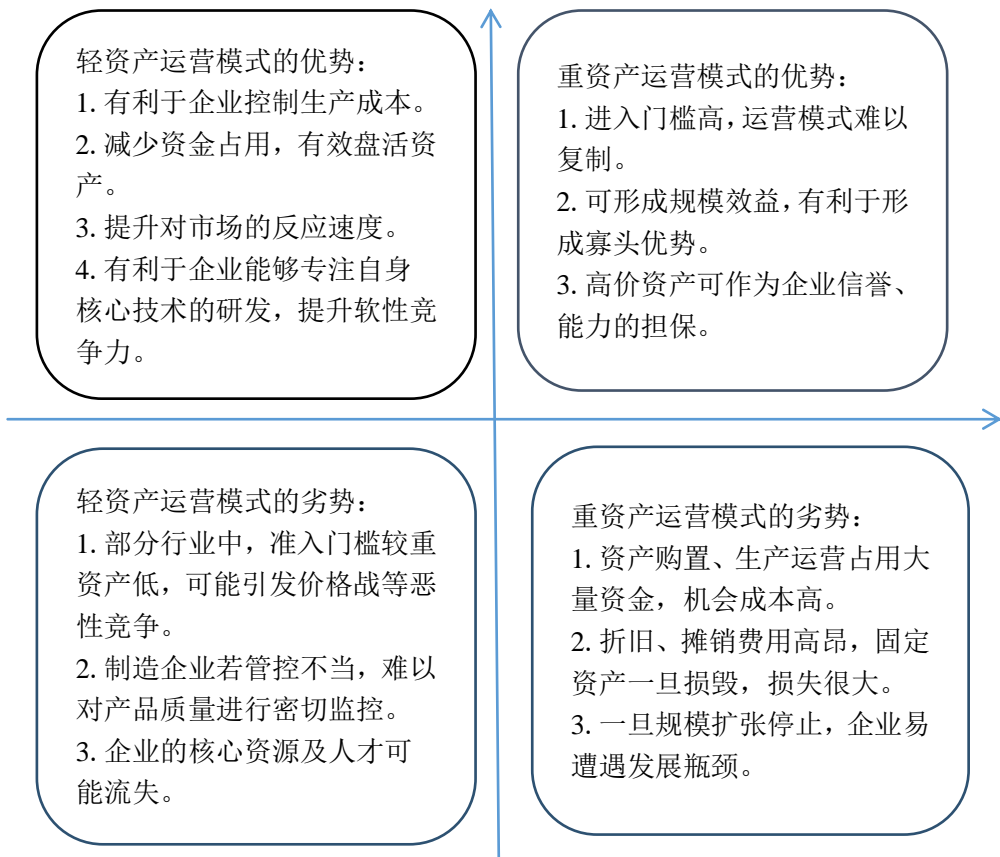


图 2-1 轻、重资产运营模式的优劣势比较

2.2 房地产企业运营模式的选择

2.2.1 房地产企业的经营特点

房地产行业一直都是我国经济发展的基础性行业。与其他行业相比，房地产企业有如下几个经营特点：

（1）开发经营的计划性

房地产企业应当在国家计划范围内征用土地，建设房屋等，并且需要根据规划、征地、设计、施工、配套、管理“六统一”原则和企业的建设计划、销售计划进行开发经营。

（2）开发商品的保值、增值性

由于土地的稀缺性及我国的土地供应政策，我国房地产市场的土地供给一直有限。随着经济快速发展，人们的物质生活水平不断提高，其对房地产产品的需求也日益增长。正是由于土地供给的有限性和土地需求的不断扩展，从长远看，房地产产品的价格会保持上涨趋势。因此，与其他产品相比，房地产产品更具保值、增值的特点。

（3）经营业务的复杂性

房地产企业的业务内容比较复杂，企业不仅需要开发土地和房屋，还需要建设配套的公共设施等，其业务通常包括从规划、买地、建造到销售、服务等全过程。因此，房地产企业的业务内容比较广泛，与之有经济往来联系的对象也较多。

（4）经营周期长，投资数额大

一般来说，房地产企业开发产品项目，需要经过项目规划设计、购置土地、开发建设及销售服务等环节，其项目运营周期一般比较长。同时，在每个环节都需要投入大量资金，且资金占用周期较长，尤其是前期开发环节，需要投入的资金数额更多。

（5）经营风险较大

由于项目运营周期较长，产品单位价值高，房地产企业资产负债率通常比较高，且容易受外部环境影响。当遇到房地产市场不景气时，易给企业带来库存积压、资金周转不灵等问题。

2.2.2 房地产企业重资产运营模式的优劣势分析

近 30 年以来，我国房地产企业的经营模式一直是重资产运营模式。在这种模式下，房地产企业全程参与管理房地产开发项目，即企业需要先从银行取得借款，在土地交易市场竞标拿地，然后施工建造并交付房地产项目，最后通过销售房屋回笼资金，并用该资金继续开发新一轮的房地产项目。重资产运营模式是一种由

一家房地产企业全程独立主导参与的滚动式开发运营模式，其在行业发展的初期阶段表现出了强大的优势，能够使企业获得超额的收益，促进企业快速扩张。

重资产运营模式下，房地产企业主要依靠资产增值来获利，其往往有较高的土地储备，企业的固定资产、存货等占比较大，资产周转率比较低，融资渠道单一，有息负债和资本成本较高，资本投入大且占用周期长，现金流沉淀较严重，经营风险比较高等。这种模式主要有以下一些优劣势：

（1）房地产企业重资产运营模式的优势

首先，重资产运营模式下，房地产企业一般会储备较多的土地和房产，在行业市场不错的环境下，可以迅速依靠资产增值获取较高的回报。

其次，房地产企业通过重资产运营模式可以获得更多的固定资产投资，为企业的高速发展提供了重要基础。另外，由于拥有许多可变现的专业化资产，企业能够有效提升自身抵抗风险的能力。

最后，重资产运营模式要求企业全程参与产业链的开发、运营和管理等，这样有利于企业创造规模优势和控制整条产业链，有利于保持优势竞争地位。

（2）房地产企业重资产运营模式的劣势

首先，重资产运营模式通常要求房地产企业安排大量资本投入，时间成本和机会成本很大，而且单一的融资方式给企业带来了巨大的利息费用，可能导致企业资金周转率下降，增加企业的财务风险。

另外，重资产运营模式下，企业的盈利模式容易受到外部不利环境的影响，如国家经济增长情况、行业监管政策等，往往会给企业带来库存积压等压力，易造成资金沉淀问题，不利于企业的规模扩张。

2.2.3 房地产企业轻资产运营模式的优劣势分析

随着国内房地产行业进入白银时代，房地产企业原来单纯依靠土地、房产增值的获利方式已不再满足行业发展的新要求，所以部分企业开始逐渐向轻资产运营模式转型。房地产企业轻资产运营模式最初来源于市场比较成熟的欧美国家，故又被称作“美国模式”。由于行业分工日益成熟，轻资产运营模式下的房地产企业不再参与原来的整个过程，而是将其细分成规划设计、开发建造、销售及后期运营管理等若干环节并由不同的公司具体去负责完成。一方面，房地产企业在核心业务的基础上，定位自身在价值产业链中的优势，将资源集中投入到关键环节，将其余部分安排给其他更有专业分工能力的企业去运作，通过协调整合整个价值链的资源，获取较高的项目回报。另一方面，房地产企业为了减少自身对项目的投入，逐渐利用自身优势开拓多种融资模式，如债券、基金及股权投资等，达到“用资产换资本”的效果。房地产企业轻资产运营模式符合房地产行业

日益分工专业化、精细化的发展趋势，它能够充分利用资源杠杆、价值杠杆和资本运作，实现企业价值最大化的目标。

轻资产运营模式下，房地产企业通常表现为拥有合适的土地储备量和充足的现金流，企业的资产周转率较高，经营情况比较稳定，融资渠道和盈利来源较广泛，地产金融化程度较高。其同样也有一些优劣势，具体分析如下：

（1）房地产企业轻资产运营模式的优势

首先，轻资产运营模式下，房地产企业投入的自身资本较少，且资金占用周期较短，有利于提升资产周转的效率，有利于加快企业的扩张速度。

其次，轻资产运营模式要求企业将资源用于自身的优势环节和业务，能够使企业朝着专业化方向发展，有利于企业提高自身的核心竞争力，同时通过整合管理价值链资源，能够促进整个行业未来的稳定发展。

最后，轻资产运营模式创新了企业的融资和盈利模式，不仅提高了企业管控资本的能力，还使企业获得了充足的现金流，降低了企业的风险，有利于企业的健康发展。

（2）房地产企业轻资产运营模式的劣势

首先，轻资产运营模式下，房地产企业往往需要与其他企业进行合作，在输出自身技术、管理能力的同时也需要协调好与合作方之间的关系，有时候可能会因为合作问题导致自身利益受到损失。

另外，虽然轻资产运营模式为房地产企业提供了在多个细分环节中取得增值服务收益的机会，但是这种收益往往是企业在经过长时间的积累之后才能发挥出来的核心获利能力，所以当房价上涨，行业销售形势良好的时候，其能够取得的利润往往不如重资产运营模式下的高。

2.3 房地产企业轻资产运营模式转型的动因分析

随着我国的经济增速逐渐放缓，政府对房地产市场的监管力度日益增强，房地产企业面临着更加严峻的行业环境，其传统的运营模式也使得企业承受着越来越大的压力。于是，房地产企业纷纷开始尝试转型轻资产运营模式。

2.3.1 土地成本压力

由于土地资源的稀缺性和我国的土地供应政策，我国房地产市场的土地供给量一直十分有限。在我国经济快速发展的阶段，随着城市化程度不断加快，房地产行业的房价不断攀升，导致对土地的需求量不断增加，使得土地资源的需求量大于供给量，导致我国土地的出让成交价格不断上升。通过表 2-1 可知，自 2008 年以来，我国土地的成交价格、土地购置费用均不断增加，虽然 2015 年的成交总

价由于土地供应减少而较 2014 年有所下降，但是其成交均价依然比 2014 年增长 11.33%，比 2008 年增长 272.07%。根据图 2-2 可知，从不同用途的土地来看，商业和住宅用地是地价水平快速增长的主要因素，由于土地快速增值，重资产运营模式下的房地产企业竞相为了享受土地红利不得不付出越来越高的土地成本。但是，随着国家宏观经济形势发生变化，银行信用贷款政策的收紧使得房地产市场增长放缓，资金成本越来越高，在一定程度上增加了房地产企业持有土地的成本压力。土地成本压力逐年增大，使得企业拿地越来越难，需要付出更多的购买费用，限制了房地产企业开发项目数量的增加。由于企业的拿地成本很高，企业被占用的资金就会更多，可能会增加企业的现金流压力。因此，一些房地产企业开始尝试转型轻资产运营模式，保持适当的土地储备量，以减轻自身的土地成本压力。

表 2-1 2008 年至 2015 年中国房地产企业土地开发情况

年份	本年土地购置 面积(万平方米)	本年土地成交 价款(亿元)	土地购置 费用(亿元)
2008	39,353.43	4,831.68	5,995.62
2009	31,909.45	5,150.14	6,023.71
2010	39,953.10	8,206.71	9,999.92
2011	44,327.44	8,894.03	11,527.25
2012	35,666.80	7,409.64	12,100.15
2013	38,814.38	9,918.29	13,501.73
2014	33,383.03	10,019.88	17,458.53
2015	22,810.79	7,621.61	17,675.44

资料来源：2016 年中国统计年鉴

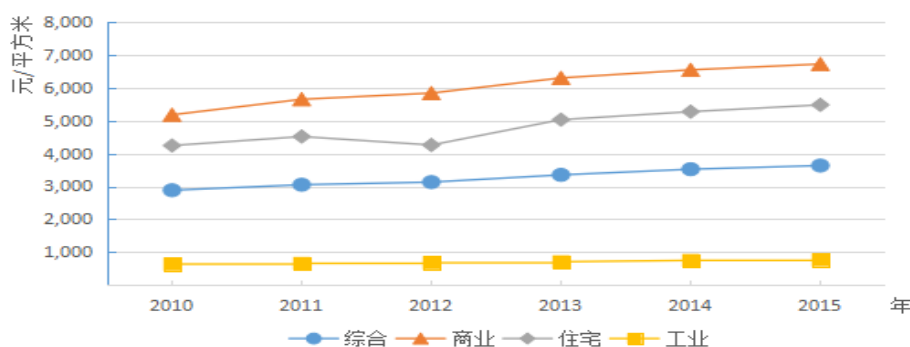


图 2-2 全国主要城市平均地价水平变动情况

资料来源：国土资源部网站

2.3.2 税收政策压力

自我国实行住房市场化改革以来，房地产行业取得了快速发展，逐渐成为我国的支柱性产业之一。与此同时，我国房地产行业的税收政策也在不断调整。通过查阅资料发现，我国针对房地产行业征收的税种比较多，达 10 余种，包括土地增值税、城镇土地使用税、房产税、所得税等，而且涉及房地产建设的各个环节，如房地产的流转、保有环节等，给房地产企业造成了较重的税负压力。比如，土地增值税不仅使得企业投入的成本增加，减少了重资产运营模式下土地增值的收益，还使企业的资金被占用，导致资金的周转速度降低。另外，仍处在试点阶段的房产税，增加了企业的保有成本，可能会导致供大于求的局面，使房地产市场的竞争会更加激烈。房地产交易流通环节税负较高且税种较多，导致了房地产行业的税负水平一直处在我国各行业税负的前列。根据上交所、深交所的数据统计，房地产行业的税负水平一般达 15% 左右，远超过其他行业的税负水平。因此，较重的税收政策压力，使得重资产运营模式下的房地产企业纷纷选择减少土地储备，以提高企业的盈利水平。

2.3.3 现金流压力

现金流是一个企业赖以生存和发展的基础，如果没有高质量的现金流，即使企业财务报表账面净利润为正，其也可能会因为不能及时为生产经营提供所需的现金流而破产倒闭。尤其对于资金密集型的房地产企业来说，保障足够的现金流更为重要，所以房地产企业对现金流的规模、流动性等要求也很严格。房地产企业的现金流有如下几个特点：

（1）初始阶段投入量大

重资产运营模式下，房地产企业为了获得优质的土地资源，常常需要在前期集中投入大量资金，以满足拿地需求和建设开发的成本支出。通过表 2-2 可以发现，在严峻的外部环境下，我国房地产企业完成开发投资的金额依然逐年增加，对房地产企业产生了巨大的资金压力。而企业往往不能仅仅依靠自身的资金来解决这么大规模的资金需求，其基本上会通过债券融资等外部融资来弥补资金需求的缺口，所以企业又会面临一定的债务风险。

表 2-2 房地产企业完成开发投资情况

年份	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
完成开发投资金额（亿元）	36,241.81	48,259.40	61,796.89	71,803.79	86,013.38	95,035.61	95,978.85
完成开发投资增长率（%）	43.31	33.16	28.05	16.19	19.79	10.48	0.99

资料来源：2016 年中国统计年鉴

（2）经营性现金流周转期较长

重资产运营模式下，由于房地产企业一般需要全程参与产业链的整个过程，往往需要较长的时间才能售完房屋而收回资金，尽管其通常采取预售房屋的方式提前回收部分资金，但仍改变不了房地产企业的资金占用时间比其他行业更长的局面。当遇上日益严峻的行业环境时，房地产企业的资金周转就会更慢。

由于轻资产运营模式更加重视现金流管理和周转的效率，为了解决日益增加的现金流压力，房地产企业逐渐尝试转型轻资产运营模式，以帮助企业获得充足稳定的现金流。

2.3.4 库存积压压力

自 2010 年以来，随着我国宏观经济增速放缓，房地产行业受到国家政策的严格调控，楼市逐渐告别以前快速发展的黄金时代。根据图 2-3 可知，近几年来，全国商品房销售情况总体增长缓慢，销售面积和销售额的增速都在下降，甚至在 2014 年，二者都出现了负增长，分别比 2013 年下降 7.6% 和 6.3%，这充分说明了我国房地产市场销售形势比较严峻，从而导致房地产企业的库存积压压力越来越大。根据图 2-4 可知，总体上来看，我国的商品房待售面积逐年增加，2015 年达到 71,853 万平方米，较 2011 年增加了 44,659 万平方米。不论是住宅、办公楼还是商业营业用房，库存积压问题都在逐年加大，其中住宅最为严重。库存积压一方面说明了企业资产周转率下降，使得房地产企业存货的库存规模不断增加，占用了大量的资金，而不能够及时回收以弥补前期投入的大量资金，可能导致重资产运营模式下的资金链断裂，另一方面也加大了企业存货减值的可能性，降低了企业的资产运营效率，增加了企业的经营风险，使得企业的未来发展受阻。因此，为了缓解

日益严重的库存积压压力，一些房地产企业纷纷转型轻资产运营模式，以期提高自身的资产周转效率。

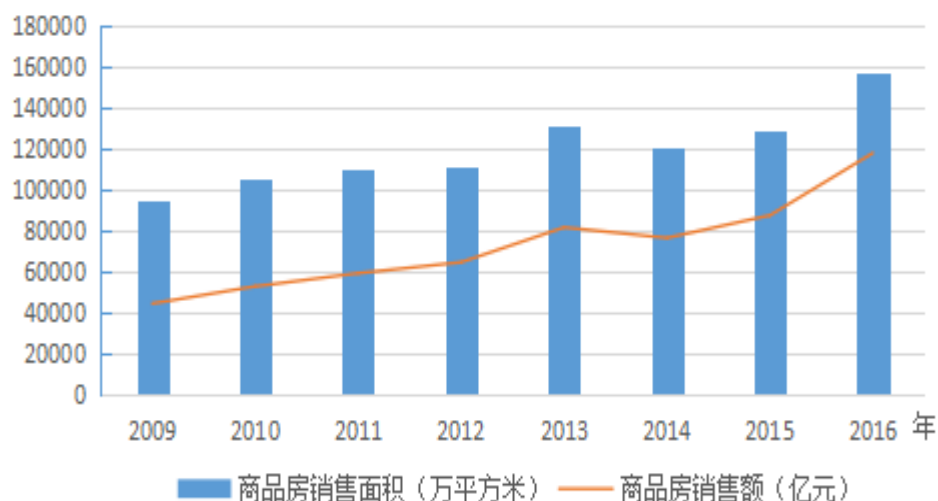


图 2-3 全国商品房销售变动情况

资料来源：国家统计局 2009 年至 2016 年全国房地产开发投资与销售情况数据

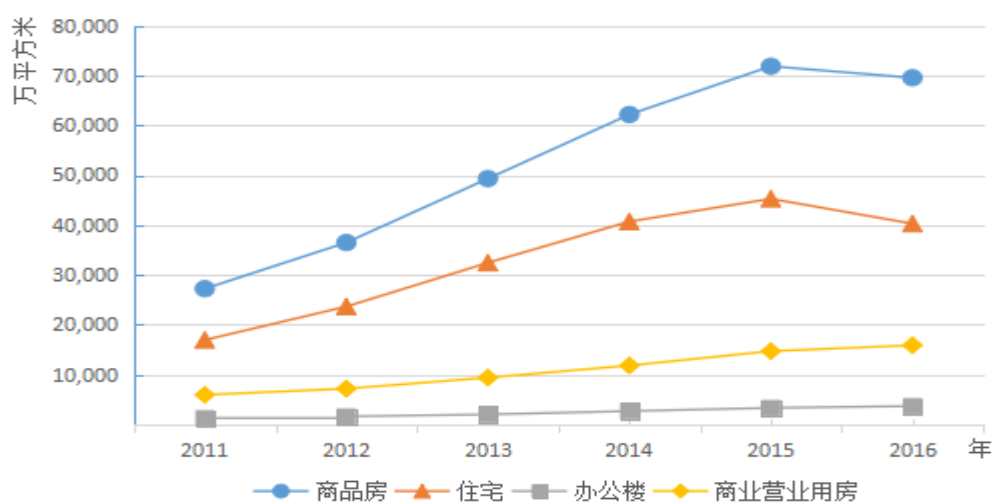


图 2-4 全国商品房待销售面积变动情况

资料来源：国家统计局 2011 年至 2016 年全国房地产开发投资与销售情况数据

2.4 轻资产运营模式的理论基础

2.4.1 劳动分工理论

劳动分工理论最早是经济学之父亚当·斯密（Adam Smith）于 1776 年提出来

的。他认为“劳动生产力上最大的改进，以及在劳动生产力指向或应用的任何地方所体现的技能、熟练性和判断力的大部分，似乎都是分工的结果”。通过劳动分工，不仅可以促进社会劳动生产效率的提高，而且能够提升社会所有阶层的富裕程度。其主要原因有以下三个方面：第一，分工能够使工人的业务专业化而且操作简单，从而提高工人的熟练程度，增加他所完成的工作数量。第二，分工可以使工人节约由一种工作转换到另一种工作之间的时间，提升工人的专注度，通过合作来增加工作效益。第三，分工在某种程度上也能够促进机器的发明，由于分工，每个人的注意力自然地集中到某一个简单的目标上，总会有一些人会找出快速完成工作的方法，从而发明出机器，改变了当时的劳动方式。所以，分工能够提高各行各业的生产效率，促进了社会革命与发展，使得社会变得普遍富裕起来。基于该理论，轻资产运营模式通过细分各个产业链流程，根据自身情况专注于某个流程，从而能够减少企业的投入成本。

2.4.2 价值链理论

价值链理论是管理学大师迈克尔·波特 1985 年首次提出来的。他认为每一个企业都是一系列活动组成的集合，这些活动包括设计、生产、营销、交货及起辅助作用的各种活动等，它们组成了一个动态的过程，为企业创造价值，这就是价值链。按照活动对企业价值创造的不同，波特将这些活动分为包括内部后勤、生产作业、外部后勤、市场、销售及服务的基本环节和由采购、技术开发、人力资源管理及基础设施等组成的支持活动。在价值链中，每个环节的活动都不是相互独立的，而是相互依存、相互影响的，这种影响可能是正面的，也可能是负面的。而且，每个环节虽然都可以为企业创造价值，但是它们创造价值的能力是不同的，从而给企业带来不同的经济效益，产生不同程度的企业竞争力。所以，就需要找出企业的关键活动，也就是能够为企业带来核心竞争力的战略活动，从而使得企业形成竞争优势。价值链理论的运用，可以帮助企业认清自身在价值链中的定位，分析并充分发挥自身的核心竞争优势，有利于企业实现最优的资源配置，降低自身的资本成本。基于此，轻资产运营模式通过在经营管理中充分利用自身在价值链中的优势，组织、协调好企业与其他价值链单元的战略联盟，从而获得最大的竞争优势。

2.4.3 微笑曲线理论

微笑曲线理论是由施振荣提出来的。该理论的形成，源于国际分工模式由产品分工向要素分工的转变，即参与国际分工合作的世界各国企业，由生产最终产品转变为依据各自的要素禀赋，只完成最终产品形成过程中某个环节的工作。最

终产品的生产，经过技术研发、模块制造与组装加工、市场营销、售后服务等环节，形成了一个完整链条。

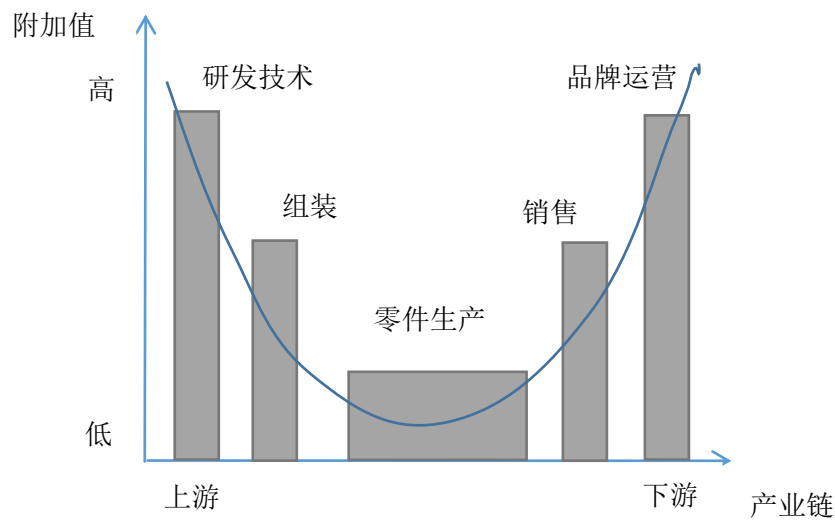


图 2-5 微笑曲线

通过图 2-5 可以发现，微笑曲线反映了产业链中的不同环节创造的附加值是不同的，附加值更多体现在两端的研发设计和品牌运营环节，处于零件生产环节的附加值最低。原因在于，研发和品牌运营环节所投入的信息、技术、品牌及管理属于知识密集型要素，比组装加工环节更复杂，具有不可替代性。同时，面对复杂多变的市场，研发和品牌管理环节要承担更大的市场风险，而组装环节并不负责产品销售，市场风险极低。因此，按照成本与收益、风险与收益匹配原则，处于两端环节的获利能力及创造的价值更高。通过微笑曲线理论，企业应当加快产业转型，尽量在产业链分工的“微笑曲线”中占据有利位置，努力向微笑曲线的两端发展。

3 万科轻资产运营模式转型的案例介绍

房地产行业对轻资产运营模式的探索刚刚起步，不同房地产企业选择的路径也不尽相同，本文选择具有行业代表性的万科集团作为案例研究对象。本章将从万科简介、万科轻资产运营模式转型的动因分析、可行性分析及实施策略等方面对万科轻资产运营模式转型的案例进行介绍。

3.1 万科集团简介

3.1.1 万科集团基本情况

1984 年 5 月，万科集团成立于深圳市。随后，万科进入房地产开发领域，并于 1991 年成功在深圳交易所上市。万科的主营业务包括房地产开发和物业服务，在此之后，万科的经营规模不断扩张，并于 2010 年实现了销售额超过 1000 亿的发展目标，成为我国最大的专业住宅开发商。近些年来，随着我国经济发展步入中高速增长的新阶段，房地产调控政策密集出台，房地产行业逐渐步入白银时代。面对严峻的内、外部环境，万科坚持“稳定队伍，控制风险，实现可持续发展”的原则，以城市配套服务商为战略定位，在巩固核心业务优势的基础上，积极拓展和城市配套服务相关的消费地产、产业地产等地产衍生业务。万科房地产业务继续实现有质量的增长，2016 年万科实现销售面积 2,765.4 万平方米，销售金额 3,647.7 亿元，同比分别增长 33.8% 和 39.5%。截至 2016 年底，万科集团已进入中国内地 65 个城市，主要布局在珠三角、长三角、环渤海以及由中西部中心城市组成的中西部区域等。同时，万科以国际化为长期发展战略，持续关注海外市场投资机会，继续扩大万科在海外市场的品牌影响力。截至 2016 年底，万科已进入旧金山、新加坡、纽约、伦敦及西雅图等 5 个海外城市。在物业服务方面，万科物业一直都坚持“永远超越消费者的期望”的目标，不断创新和完善物业服务，持续深化“为业主资产保值增值”的理念以及品牌认知，为顾客提供优质的服务。截至 2016 年，万科物业业务收入 42.6 亿元，同比增长 43.4%。在城市配套服务商的战略定位下，万科以成为“中国数一数二的商业地产平台”为目标，持续开拓商业地产业务。截至 2016 年，万科商业地产项目主要包括“万科广场”“万科红”“万科大厦”等类型，各类项目面积达 220 万平方米。同时，万科也不断发展多元业务，如物流地产、滑雪业务，深入探索养老、教育模式服务、长租公寓市场等，努力打造核心能力，逐步壮大实力。

3.1.2 万科转型之前运营模式的介绍

在转型以前，万科的运营模式一直都是重资产运营模式。在这种模式下，万科全程操控楼盘的拿地、开发、销售等环节，并进行项目滚动开发，从而获取增值收益。大量拿地、快速开发、高效周转是万科重资产运营模式成功的重要保证，也造成其对获取金融机构的融资和销售回款的依赖，使得万科的运营模式具有土地储备较高、融资结构单一、资金密集等特征。本文仅从以下三个角度对万科转型之前的运营模式作简单介绍：

（1）从项目开发角度来看，万科将自身大量资金投入到了拿地、开发环节。而且，万科很早就开始了合作开发模式，既可以减少自身投入，又可以降低项目风险。自 2010 年以来，合作开发项目所占的比例逐年上升，2013 年达到 47.74%，万科在其中占据控股方的角色，以此掌握项目的主导权。因此，即使万科在转型之前就曾有过合作开发模式，但其本质上仍属于重资产运营模式。

（2）从业务角度来看，作为专业化住宅开发商，万科一直聚焦于住宅地产业务，其经营业务很少涉及其他地产类型。在重资产运营模式下，万科专注于开发具有自身特色的住宅产品体系，不断加强建造流程工业化建设，推动房地产项目开发全程精细化管理，不仅提升了住宅产品的质量，还加快了其业务扩张的速度。

（3）从融资和盈利的渠道来看，万科的融资渠道比较集中，主要来源于自有资金和银行贷款。其盈利模式也是比较单一的，主要是通过出售房屋获得收益，同时利用囤积土地取得超额的土地红利，只有在少数合作开发项目里，依靠自身的股份比例取得相应的项目利润分红。

3.2 万科轻资产运营模式转型的动因分析

在过去房地产行业高速发展的时期，万科依靠重资产运营模式的确取得了很大的成绩。但是，近些年来，随着房地产行业步入白银时代，行业竞争日益激烈，万科面临着日益严峻的经营压力，需要通过转型调整，实现可持续发展。

3.2.1 缓解融资压力

房地产行业是一个资金需求量大且周转期较长的行业，因此，融资问题是房地产企业生存和发展的关键。过去，我国的房地产企业主要依靠银行贷款等方式取得开发建设的资金，万科同样如此。根据万科年报，其 2010 年至 2012 年的银行贷款数额由 232.56 亿元增加至 459.68 亿元，可见万科的贷款资金量总体上升比较明显。而自 2010 年以来，一方面，国家对房地产行业的宏观调控政策日益趋紧，提高了对房地产企业银行贷款规模、再融资及并购的限制力度，使得房地产企业

面临着融资越来越难的局面。另一方面，由于房地产市场日渐成熟，房价增速放缓使得土地房屋等资产增值缓慢，而行业竞争激烈使得土地成本上涨明显，导致房地产企业的融资成本越来越高。因此，万科需要通过轻资产运营模式转型，摆脱原本比较单一的融资模式，以获得充足的现金流，缓解融资压力。

3.2.2 降低经营风险

在重资产运营模式下，房地产企业通常负责项目开发管理的全过程，所以需要时刻注意控制经营风险。随着我国经济进入中高速发展的新时期，房地产行业也不可避免地步入成熟期。在这个时期内，一方面，土地价格上升和房产市场需求增速放缓，使得房地产企业的资本投入周期变长，且回流速度更慢，导致房地产企业容易发生资金链断裂的风险。同时，由于融资成本逐渐上升，房地产企业资产负债率逐渐增大。万科同样如此，自 2010 年以来，其资产负债率一直逐年上升，2012 年已达到 78.32%，导致万科的现金流压力和财务风险越来越大。另一方面，由于房地产行业已慢慢进入去库存的消化期，房地产企业纷纷开始通过各种方式加快存货的销售速度，行业竞争日益加剧。因此，万科的库存压力逐年增大，资产周转比较缓慢，销售利润率下降，导致万科面临着较大的经营风险。为了保证获得充足的现金流量，降低经营风险，万科需要通过转型轻资产运营模式，提高资金流和存货的周转速度，改善企业的经营状况，从而使企业适应外界环境的变化。

3.2.3 提高企业竞争力

自 1998 年以来，房地产行业发展势头十分强劲，已成为我国经济发展的重要产业之一。在此期间，为了追求土地房产的增值暴利，房地产企业的数量快速上升。通过图 3-1 可以发现，截至 2015 年，房地产企业的数量已经达到 93,426 个，较 1998 年增加了 2.87 倍左右。其中，有许多规模较小的房地产企业参与到房地产产业链的竞争中去，特别是在一些中小城市，一些具有影响力的区域性房地产企业可能在拿地成本、品牌熟悉度等方面更有优势，使得行业竞争十分激烈。

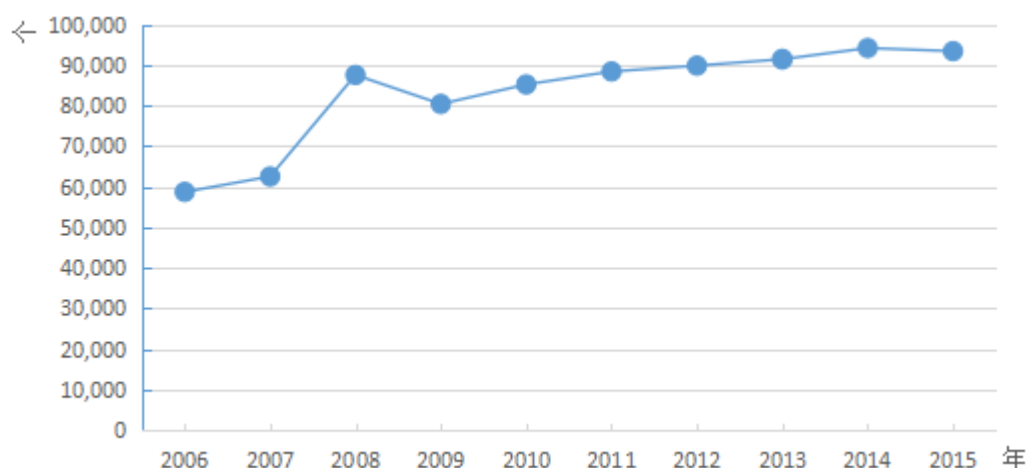


图 3-1 我国房地产开发企业数量变动情况

资料来源：2016 年中国统计年鉴

其次，近几年来，由于国家宏观调控政策日益趋紧，房地产行业面临越来越大的压力，增速开始放缓，开始进入白银时代。一些行业巨头也开始进入地产领域，如美的地产、海尔地产、苏宁置业等，利用其强大的资本、品牌知名度，迅速抢占市场份额。另外，诸如保利地产、中国恒大、绿城控股、碧桂园、融创中国等知名房企的发展十分迅速，使得万科的行业领先优势逐渐缩小。最后，一些具有先进房地产运营管理经验和能力的国外地产品牌企业，如新鸿基、恒基兆业、凯德置地等，开始进入中国房地产市场，凭借着成熟的管理经验和国际知名的品牌声誉，迅速夺得了一定的市场份额，给国内的房企带来了较大的冲击力。因此，万科面临着日益激烈的行业竞争环境，在新的发展时期内，万科需要通过转型轻资产运营模式，提高企业的核心竞争力，以形成并保持自身强大的竞争优势。

3.2.4 实现战略目标

自 20 世纪 90 年代以来，万科一直专注于住宅地产的专业化发展。在房地产业高速发展的时期内，万科长期处于领先地位。然而，近几年来，随着外部环境不断变化，住宅市场的供给速度超过需求速度，传统的住宅地产逐渐步入存量时代。万科的销售毛利率由 2010 年的 40.70% 逐渐下降至 2012 年的 36.56%，万科的经营利润逐年下滑，说明了其以前纯住宅开发的重资产运营模式已难以适应市场的新变化。于是，万科在 2013 年开始思考转型，提出了未来十年的战略发展目标，向“城市服务配套商”转型，在其专业住宅业务的基础上，利用自身已积累的专业度和品牌声誉度，积极向细分的地产业务及新兴的服务领域扩展。首先，在住宅地产方面，万科将以“好房子，好服务，好社区”为标准，深化“为业主资产

保值增值”的理念，全面提升传统住宅业务的产品和服务质量。其次，公司将围绕“城市配套服务商”，不断丰富产品服务体系，加快发展有别于传统商办、符合移动互联网时代大趋势的消费地产、产业地产等业务，包括商业地产、养老地产、物流地产、旅游地产、长租公寓、社区营地教育及装修与智能家居、建筑产业化等地产延伸业务。因此，原来的重资产运营模式显然已经不再适应万科实现战略目标的新要求，万科需要通过转型轻资产运营模式，减小自身资金及土地成本的压力，发挥自身的核心竞争优势，积极寻求和拓展新的商业机会，以实现企业未来十年发展的战略目标。

3.3 万科轻资产运营模式转型的可行性分析

3.3.1 领先的技术研发优势

万科一直致力于开发专业集成化的住宅产品，将对消费者需求的理解融入到自身产品的设计研发中，努力提高万科的产品竞争力。经过不断创新和发展，万科积累了稳居行业领先地位的技术研发能力。首先，万科拥有一批具有较高的专业胜任能力的员工队伍，截至2016年12月31日，其房地产开发系统共有员工6,437人，其学历结构情况如下：博士占0.2%，硕士占21.1%，本科占68.6%，大专占8.2%，大专以下占1.9%，本科及以上学历占地产开发系统总人数的98.1%。而且，万科的专业技术人员有3,901人，占60.6%，其构成如下：设计人员741人，占比19%，工程人员2001人，占比50.01%，成本管理人员359人，占比5.2%，项目发展人员581人，占比14.9%，采购人员218人，占比5.16%^①。由此可以看出，较高比例的高学历专业技术人才，很好地补充了万科产品开发建设的人才队伍，保证了产品的输出质量，同时，又能使万科不断提高开发技术的能力。其次，万科自成立以来，就很重视培养自身的研发能力，早在1994年11月，其便设立了万创建筑设计顾问有限公司，负责项目的规划设计等。1998年，万科率先成立建筑研究中心，专门研究与建筑、住宅、生活密切相关的前瞻性课题，同时加大自身的专利研发投入，特别注重科技成果的实际应用，例如，万科于2002年成功申请“户户带花园或露台的住宅”的使用新型专利等。2008年，万科创设东莞住宅建筑研究中心，不仅为其住宅产业化目标提供了技术性支撑，也使得万科在产品的开发建设、运营服务及质量标准等方面取得了领先的创新研发优势。万科连续多年入选中国最具创新力企业25强，其研发设计能力等核心竞争力日益增强，使得万科在实施轻资产运营模式转型过程中具有很大的竞争优势。

^① 数据来源于万科2016年年报第90-91页

3.3.2 成熟的管理体系

良好的公司管理体系是企业能够稳定长远发展的前提，也是企业战略目标实现的制度保障。自股份制改革上市以来，万科逐渐形成了一套规范化的管理体系。首先，万科重视经营者在企业中的作用，给予经营者很大的管理权限，并在此基础上，其致力于建立“阳光照亮的管理制度”，通过建立职业经理人制度和透明的员工晋升途径，培养既有专业素养又有团队领导能力的管理团队和敢于追求完美的员工。其次，万科建立了一系列比较完善的房屋开发建设管理制度，如《万科地产产品实现流程全景图》《万科地产产品开发流程指南》《万科住宅使用标准》等，将其应用于项目的各个环节，以确保建成高质量的房屋产品。同时，万科还特别注重完善物业服务的管理体系，万科物业不仅提供传统服务项目，还为客户提供了一系列特色服务，如游泳、钢琴课程、二手房信息等，从而提高了服务质量。最后，万科通过控股形式与其他企业合作开发项目，不但保证了自身对合作开发项目的控制权，而且逐渐增强了自身整合产业链资源的能力，使得万科能够协调各方的利益纠纷，充分利用各个企业的优势，从而以最小的资本投入获取合作开发项目的最大收益。

综上所述，在长期的发展过程中，万科积累了比较成熟的管理体系，为其实施轻资产运营模式转型提供了一些经验基础，并且为其持续开发房地产项目提供了质量保障。

3.3.3 强大的品牌实力

品牌，是一个企业做大做强的根本。在近 30 年的发展过程中，万科坚持开发专业化的住宅产品，成功打造了自己的 VANKE 品牌，成为持续领跑中国房地产市场的企业之一。2002 年，万科正式启动“建筑无线生活”品牌战略，2007 年，其品牌升级为“让建筑赞美生命”，2015 年，万科提出“赞美生命，共筑城市”的企业价值观。万科始终以“专业化的住宅产业”为核心策略，坚持“全心全意为您服务”的理念，不断精心规划设计，努力开发精品住宅，时刻提供优质的物业服务。因此，万科逐渐建立了自己在行业中的品牌声誉，自 2005 年以来，万科的产品销售额持续快速上升，其市场占有率也一直名列前茅，说明了万科具有极强的品牌实力。

同时，万科的品牌战略使得其产品和服务赢得了消费者的信赖，取得了较高的客户满意度和忠诚度。据盖洛普公司的市场研究表明，2011 年万科的客户满意度达到 82%，客户忠诚度为 53%，万科老用户的推荐购买率为 48%，远远高于其他房地产企业。《2013 年中国房地产品牌价值研究报告》指出，万科继续成为“行

业领导公司品牌”之一，其品牌价值达到 269 亿元。因此，万科品牌效应的巨大优势，使得万科能够有效抓住消费者客户群体，为其实施轻资产运营模式转型，开拓多种地产业务，实现快速扩张提供了强大的目标市场基础。

3.4 万科轻资产运营模式转型的实施策略

3.4.1 采用小股操盘合作开发模式

小股操盘其实是万科进一步探索合作开发模式而得出来的一种模式。2013 年，万科通过与美国著名房地产企业铁狮门合作开发旧金山项目，学习铁狮门小股操盘的运作流程，总结其成熟的经验，逐渐推广到国内的一些项目上。2014 年，万科正式提出小股操盘合作开发模式，开始了其轻资产运营模式的转型之路。

小股操盘模式的基本内涵如图 3-2 所示。在这种模式下，首先，万科不再拥有控股地位，而是利用自身的专业研发能力、管理体系以及品牌营销的优势，选择项目土地所有者或资金所有者作为合作方。然后，由万科负责项目的全部流程而合作方不得干预决策。最后，双方按照协议规定分配收益。

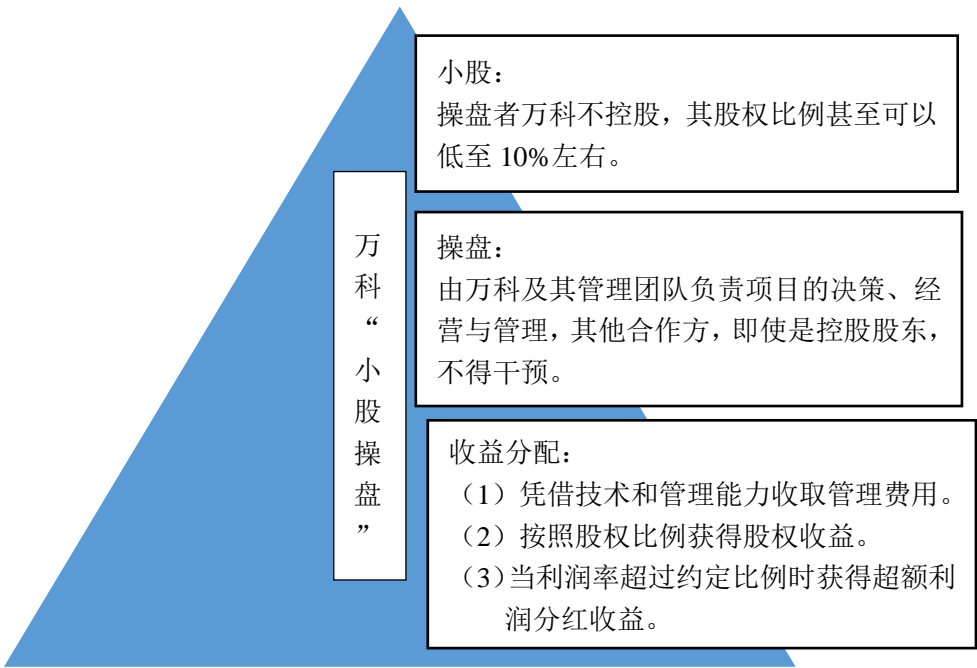


图 3-2 “小股操盘”模式示意图

资料来源：中国房地产研究院

在小股操盘合作开发模式下，万科可以降低自身的资金投入，充分发挥资本杠杆的作用，使企业获得较高的投资回报。其运作流程如表 3-1 所示。

表 3-1 小股操盘合作开发模式的运作流程

环节	具体内容
融资环节	利用万科多元化的融资途径，提高营运资金效率，节约资金使用成本
采购环节	借助万科的采购渠道，节省项目所需材料的整体成本
开发环节	运用万科成熟的管理和产品质量标准体系，确保项目快速开发且输出高质量的住宅产品
销售环节	依托万科强大的品牌声誉和营销体系，加快产品的销售速度

昆明云上城项目是万科运用小股操盘合作开发模式的典型案例。在这个项目中，万科投入资金 0.23 亿元，股权占比为 23%。万科不仅负责该项目的开发与销售，还利用自身的融资渠道为合作方解决了融资问题。通过小股操盘合作开发模式，最终该项目中的合作方取得收益 3.06 亿元，万科获得收益 2.27 亿元，是其最初投资成本的 9.87 倍，包括服务费收入 1.26 亿元，股权收益 0.84 亿元，融资手续费 0.17 亿元。通过对比可以发现，万科以较少的投入取得了超额的投资收益。

近几年来，万科的合作开发模式不断向小股操盘模式转变。通过整理万科 2016 年年报发现，截至 2016 年 12 月 31 日，万科正在开发建设的项目有 600 个，其中，属于合作开发的项目有 460 个，占项目总数的 76.67%。在合作开发的项目中，属于小股操盘模式的有 151 个，占比约为 25.17%。可见，万科的小股操盘合作开发模式将会得到进一步发展。

3.4.2 建立事业合伙人制度

一方面，在轻资产运营模式下，万科需要依靠输出自身专业化的开发与管理优势，这就必然要求万科拥有一个较为稳定的管理团队，减少优秀人才外流。另一方面，轻资产运营模式强调项目开发运营的效率和资金回收的速度，所以万科需要强化一线项目员工的责任感，加深项目运营成果与员工自身利益的黏性，提高其工作的积极性。因此，为了更好地实施轻资产运营模式转型，万科于 2014 年开始建立事业合伙人制度，其内容包括上层员工持股计划和项目员工跟投制度。

（1）上层员工持股计划

为了实现公司管理团队与公司共创发展、共享收益且能共担风险的目标，万科开始建立事业合伙人制度，弥补原先职业经理人不能与公司共患难的缺陷，其首要内容就是推行持股计划。持股计划的主要内容是将公司一定级别以上并愿意成为合伙人的员工的资金权益集中交给有限合伙企业——深圳盈安财务顾问企业（以下简称“盈安合伙”）统一投资管理，由盈安合伙代表公司的事业合伙人，

通过国信证券的国信金鹏分级 1 号资管计划认购万科的股票。在该持股计划下，员工的级别要求主要有以下两个方面：一是集团总部的董事、监事及高级管理人员和地方公司的高级管理人员，二是集团总部和地方公司一定级别以上的员工。为支持该持股计划，自 2010 年以来，万科将上述员工存在 3 年封闭期内的年终奖扣除相应比例作为其持股资金。据万科对外公告披露，截至 2015 年 1 月 27 日，该持股计划共持有万科股份 494,277,819 股，占公司总股本的 4.48%。

（2）项目员工跟投制度

随着万科开始推行小股操盘模式，作为其配套措施的项目员工跟投制度应运而生。2014 年，万科提出在公司新建住宅开发类项目范围内建立员工跟投制度，使得员工的利益与项目经营的效果紧密联系在一起。2016 年，为了降低股权事件对公司日常经营和团队稳定性的影响，万科修改了员工跟投制度的部分内容，通过取消追加跟投安排、设置门槛收益率和超额收益率，鼓励跟投人员为公司和股东创造更大价值。据公司 2016 年年报披露，截至 2017 年 2 月底，万科累计已有 308 个项目实施跟投。自建立员工跟投制度以来，万科的跟投项目从获取到首期开工、首期开盘以及现金流回正的平均时间明显缩短，其营销费用率也得到有效控制。万科项目员工跟投制度的基本内容如表 3-2 所示。

表 3-2 万科项目员工跟投制度的基本内容

	具体内容
跟投人员	必须跟投人员：项目所在业务单元核心管理人员、城市公司管理层、项目管理人员
	自愿跟投人员：除公司董事、监事、高级管理人员以外的员工
跟投权益比例	合计投入资金不超过项目资金峰值的 10%
	直接或间接持有的项目权益比例合计不超过 10%
跟投运作流程	公示阶段：公司介绍项目情况及投资安排数据
	启动阶段：跟投人员进行认购登记及付款
	项目运营阶段：跟投人员根据项目的收益和风险承担相应责任

资料来源：万科 2016 年对外公告

除此之外，万科还将事业合伙人制度推广到公司物业业务领域。该事业合伙人机制只面向万科物业体系员工，其具体流程是先向万科物业员工参与成立的持股主体增发 10% 的股份，再根据员工业绩将股份转让给具体的员工。这一措施可以有效提高物业员工的工作积极性，不仅提高了物业业务的营运效率，还提升了

物业服务的质量，使得公司物业业务的竞争力进一步提升。

3.4.3 与互联网公司合作，促进销售与提高服务水平

在互联网快速发展的趋势下，房地产行业也逐渐受到互联网思维的影响，万科是第一个引入互联网思维的房地产企业。2013 年，万科就开始向百度、阿里巴巴、腾讯、小米等互联网企业学习，借鉴互联网思维，利用自身的品牌、客户资源、技术等优势，主动整合网络渠道资源，不断创新万科的销售与服务模式。

首先，利用互联网大数据技术，万科可以通过研究不同地区人们的生活习惯设计出符合当地人生活方式的住宅，也能够通过分析客户的消费喜好调整适当的销售服务策略。万科由此开发出杭州良渚未来城、北京金隅万科广场等项目，满足了客户个性化服务的需求。其次，万科紧跟互联网时代的步伐，不断变革营销方式，努力拓展互联网营销渠道。2014 年，万科与淘宝网合作利用“账单抵房款”活动进行促销，与搜房网合作实现了“众筹营销”的新模式。万科积极运用自媒体、电商平台、全民营销等不同的营销策略，不仅推动了房产项目的销售，也带动了万科品牌的宣传与推广。最后，万科打破原来单一的住宅服务，开始利用互联网打造社区物业 O2O 平台，通过联通线上线下的服务资源，为客户提供医疗、金融、教育、消费等多种更加专业和智能的特色化服务，其主要内容如图 3-3 所示。

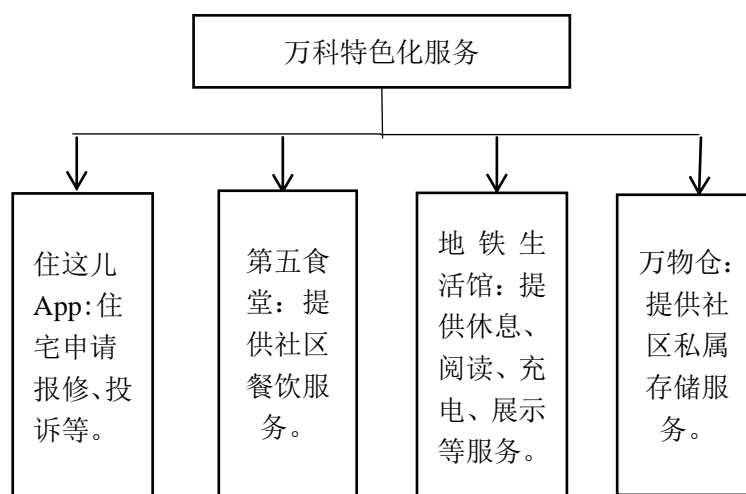


图 3-3 万科特色化服务内容

2013 年，万科提出“幸福社区计划”，围绕客户的居住感受，持续开展服务创新。为满足互联网时代的业主生活需求，公司联合合作方推出“万科——韵达全国邮包合作”“万科——天猫自提服务合作”，联通数据库系统等服务，方便业主接收包裹。2014 年，万科物业推出了全新的物业服务解决方案“睿服务”体系，

截至 2015 年底，万科物业共在 42 个城市，向非万科地产开发的 377 个住宅项目提供了基于“睿服务”体系的物业服务。2016 年，万科特别推出“友邻计划”，将“友邻市集”利润捐给社区，用于设施更新和社区文化建设，进一步提升了万科物业品牌的独特性与美誉度。

3.4.4 出售商业地产部分股权，剥离不良资产

万科一直都是以专业化的住宅开发为主，但是随着企业的战略转型，万科开始进入商业地产等其他业务领域。一般来说，与住宅地产相比，商业地产的前期投入更大，且资金回收周期更长。而近几年，随着国内消费水平增长放缓，商业地产的资金占用问题更加突出。通过借鉴“小股操盘”模式，万科通过出售自有商业物业股权的形式，处置一些盈利状况较差的商业地产项目。在此模式下，万科利用外部投资者的资本，与合作方共同成立商业运营管理公司，继续使用自身的品牌。虽然，万科只有少数股权，但仍负责商业物业的经营管理，通过收取管理服务费等形式取得收益。

据万科对外公告披露，2014 年 8 月 28 日，万科与凯雷投资集团有限公司（以下简称“凯雷”）签署《万科凯雷商业地产战略合作平台之意向书》，双方拟成立资产平台公司，其中凯雷和万科分别持有资产平台公司 80%和 20%的股权，该资产平台公司拟以收购股权或资产的方式收购万科所拥有的 9 个商业物业。同时，双方拟共同设立一家商业运营管理公司，通过签署联营管理协议，负责资产平台公司持有的各境内商业物业的招租和运营管理。同年 9 月，由于万狮置业有限公司（万科全资子公司，以下简称“万狮置业”）开发运营的虹桥中心商业项目已连续两年亏损，万科决定以 16.51 亿元出售万狮置业 90%的股权给 RECO NANSHAN PRIVATE LIMITED，但仍然由万科继续负责该项目后续的运营与服务。此举表明，万科将逐步建立商业物业资本化模式，剥离经营状况较差的商业地产项目，加速资金回流，从而将收回的资金用于投资其他业务，实现企业资源的优化配置。

3.4.5 设立房地产基金，实现资产证券化

在向城市配套服务商转型的战略目标下，万科逐渐进军商业地产、物流地产、旅游地产及养老地产等领域。同时，万科努力打通地产开发、物业运营以及融资平台的全产业链，尝试从原来的开发商角色转变成资产管理者和服务商的新角色。房地产金融化^①逐渐成为万科轻资产运营模式转型发展的新方向，通过“地产+金

^① 房地产金融化就是将房地产行业与金融业紧密相连，通过一些列与房地产相关的金融活动，包括个人住房抵押贷款、房地产信托、房地产投资基金、房地产证券化等，使房地产的开发、建设、运营、服务等各个环节与金融业及金融产品的联系愈加密切。

融”的模式，万科不仅可以获得多元化的融资渠道，更能快速实现自身转型的战略目标。

万科很早就开始学习凯德地产“地产开发+资本运作”的模式，利用其成熟的专业管理体系和强大的开发能力，在房地产产业链的不同环节引入不同的外部资本，实现轻资产运营。2015年，万科通过与鹏华基金合作，成功发行国内第一支公募型房地产投资信托基金^①（REITs）——鹏华前海万科 REITs。该 REITs 主要是由投资者通过认购该基金份额，委托鹏华基金管理公司投资万科前海企业公馆项目，从而获得收益凭证，取得投资回报。鹏华前海万科 REITs 通过获取万科前海企业公馆公司 50% 的股权，支付价格为 12.76 亿元，不超过基金资产的 50%，从而取得 2015 年 1 月 1 日至 2023 年 7 月 24 日期间前海企业公馆 100% 的租金收益，剩余基金资产则用于其他权益类产品。

据万科对外公告披露，2017 年 5 月，万科出资 50.31 亿元联合招银资本、长江招银共同设立两支商业地产投资基金，分别是招银成长壹号投资（深圳）合伙企业（有限合伙）、招银成长玖号投资（深圳）合伙企业（有限合伙），用于投资收购公司所拥有的 42 个成熟商业地产项目，通过外部资本的力量，以轻资产化运作方式加快万科在商业地产领域的投资运作。

万科通过房地产金融创新，一方面利用地产投资基金、REITs 等资本运作手段，有效解决了自身的融资需求；另一方面借助运营管理的专业能力主导项目运作，整合公司的地产资源，可以获得较高的投资回报。

3.4.6 入股徽商银行，扩展融资渠道

入股银行是一种能够快速实现房地产金融化的途径。近年来，资金密集型的房地产行业开始步入白银时代，行业平均收益率不断下降，使得众多房地产企业急需缓解资金压力。同时，在银行业竞争日益激烈的情况下，众多中小型商业银行也希望能够获得外部的资金，提升自身的规模与竞争力。随着银监会鼓励民间资本参与银行的政策出台，房地产企业掀起了一股入股银行的热潮，万科也开始选择入股银行，拓展自身的融资渠道。2013 年 10 月，万科参与了徽商银行的 IPO 上市，以 34.3 亿港元认购 8.84 亿股，占其总数的 8.28%，最终成为徽商银行的第一大单一股东。入股徽商银行以后，万科可以通过银行降低贷款限制条件或者提高贷款额度而从银行获得更多的融资金额，节省融资谈判等流程所需的时间，可以有效降低自身的融资成本，提高资金的使用效率。同时，在房地产金融化的行业趋势下，万科可以有效利用银行这一直接的金融平台，不断创新多元化的融资

^① 房地产信托投资基金（REITs）是一种以发行收益凭证的方式汇集特定多数投资者的资金，由专门投资机构进行房地产投资经营管理，并将投资综合收益按比例分配给投资者的一种信托基金。

模式，如利用基金、信托等渠道，快速实现资产证券化。除此之外，万科也可以充分利用徽商银行这一区域性银行，打造自身的社区金融服务平台，提供诸如衣食住行、社区消费、资金投资管理等社区金融服务，以充分发挥双方的协同效应。

4 万科轻资产运营模式转型的效果分析

在前文具体分析万科轻资产运营模式转型措施的基础上，本章将从财务和非财务两方面分析万科轻资产运营模式转型的效果。

4.1 基于财务指标的效果分析

4.1.1 偿债能力保持相对较高

短期偿债能力主要通过流动比率和速动比率两个指标反映，一般认为，二者的数值越大说明短期偿债能力越强，但并非越大越好。通过表 4-1 可以发现，万科的流动比率在实施轻资产运营模式转型后持续下降，但是，其速动比率却有所上升，主要是因为在转型过程中，万科利用互联网等销售渠道，持续加快销售速度，库存数量逐年减少，同时收取预收款项，导致流动负债增加。同时，在轻资产运营模式下，万科加强现金流回流管控，开始注重短期投资，提高了资金使用效率，导致两者的变化趋势有所不同。通过分析可以发现，在实施轻资产运营模式转型以后，速动比率的变化更能反映出万科短期偿债能力和资金流动性日益好转的趋势。

长期偿债能力主要通过已获利息倍数和资产负债率等指标反映。根据表 4-1 可知，在实施轻资产运营模式转型以后，万科的已获利息倍数逐渐上升，在 2015 年达到 9.83，较 2012 年增加了一倍以上。万科的资产负债率也略有降低，虽在 2016 年重新增长到 80.54%。考虑到一般情况下，并不构成实际偿债压力的预收账款占房地产企业总负债的比例较大，因此，为了更好地反映万科的长期偿债能力，本文选择并计算分析剔除预收账款后的资产负债率指标，发现其变化趋势和资产负债率差不多，说明在转型初期内，万科的长期偿债能力略有增强。在轻资产运营模式下，一方面，万科通过建立小股操盘模式和项目跟投制度，同时利用房地产金融化拓展多种融资渠道，不仅降低了自身投入，减少了有息负债，还创造了多种收益来源。另一方面，万科适当剥离不良资产，结合互联网促进销售，加快了资金回笼。万科的销售收入增加，息税前利润增加，财务费用减少，其负债利息的偿还能力上升，万科的融资压力减小，资产负债率降低。2016 年，万科的资产负债率有所回升，其原因可能是万科积极探索新的业务领域，加大了对新业务的投入力度。

表 4-1 万科偿债能力分析表

年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016
流动比率	1.41	1.40	1.34	1.34	1.30	1.24
速动比率	0.37	0.41	0.34	0.43	0.43	0.44
已获利息倍数	4.77	4.55	4.29	4.38	9.83	9.89
资产负债率（%）	77.10	78.32	78.00	77.20	77.70	80.54
除预收资产负债率（%）	63.35	66.85	67.43%	64.52	65.81	70.92

资料来源：wind 资讯

另外，针对万科集团业务经营的特点，同时考虑到保利地产也是以住宅开发业务为主，在发展规模、市场地位排名等方面与万科相近，同时其近年来也在不断尝试轻资产运营模式转型，故本文选择保利地产的相关财务指标与万科作对比分析，并与行业平均值比较，以便更好地反映轻资产运营模式转型对万科财务效果的影响。

通过将万科、保利的资产负债率及行业资产负债率平均值进行对比分析，以便更好地反映实施轻资产运营模式转型对万科财务风险的影响。根据图 4-1 可知，在转型前，万科和保利的资产负债率比较接近且均超过行业平均水平，自 2013 年万科实施轻资产运营模式转型后，万科的资产负债率有所下降，由于整个行业仍是重资产运营模式，行业平均资产负债率一直处于上升趋势，2014 年至 2015 年期间，万科的资产负债率已降至行业平均水平左右。2016 年，由于受到行业环境及自身业务扩张等因素的影响，万科的资产负债率有所上升，而保利则继续下降。通过比较可以发现，在实施轻资产运营模式转型以后，万科资产负债率的变化具有一定的波动性，说明了轻资产运营模式转型对万科资产负债率变化的影响不是特别明显。在转型的初期阶段，万科控制自身财务风险的效果更好一些。

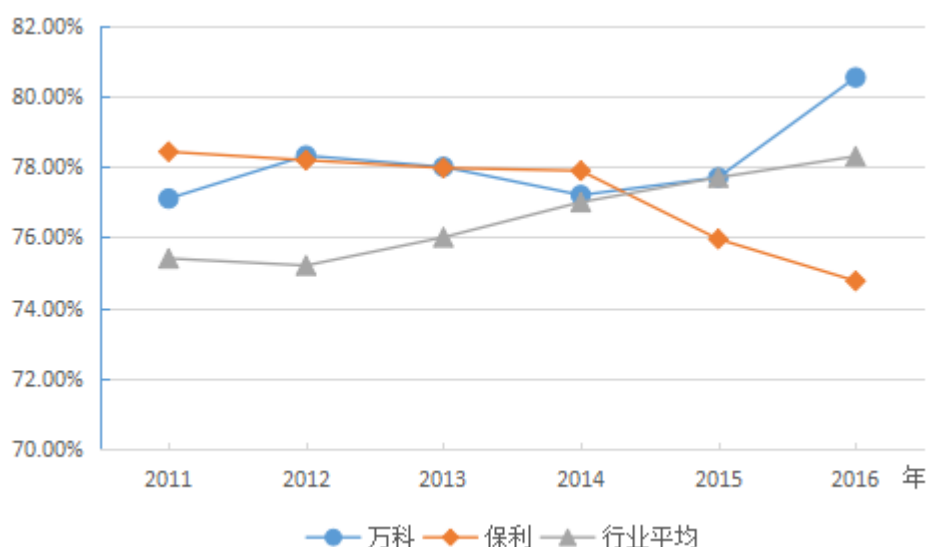


图 4-1 万科、保利及行业资产负债率对比分析图

资料来源：wind 资讯

总的来说，通过轻资产运营模式转型，万科加快了资金的回流速度，增强了自身的短期偿债能力。同时，轻资产运营模式降低了万科融资的利息成本，在转型初期，提高了万科的长期偿债能力。由于万科的资产负债率具有一定的波动性，在未来期间，万科在转型过程中需要注意控制自身的财务风险。

4.1.2 资产营运效率上升

对于处于行业调整期的房地产企业来说，资金回款和库存周转等问题尤其重要。万科亦是如此，所以以下主要从资金周转和存货周转两个角度分析万科的资产营运能力。

首先看资金周转情况，通过表 4-2 可知，在实施轻资产运营模式转型以后，万科的应收账款周转率稳步上升，2016 年达到 104.88 次，较 2012 年增加了 172.98%。这说明万科应收账款回收速度加快，资金利用效率上升。在轻资产运营模式下，一方面，万科通过掌握合作项目开发经营管理权，占用合作方资金，减少自身经营活动的支出。另一方面，万科利用新型互联网销售模式，积极销售产品库存，提高销售回款率，自 2013 年以来，万科的销售回款率连续超过 90%，2016 年甚至达到 95% 以上，万科应收账款的管理水平不断提升。同时，万科通过房地产证券化或者处置地产项目股权，不仅形成了比较完善的地产退出机制，而且使万科能够获得充足的资金，从而更有效地进行其他投资和经营活动。

再看存货周转情况，通过表 4-2 可以发现，自 2013 年转型以来，万科的存货周转率明显提高，2016 年比 2012 年增加了 0.13 次，其存货的变现能力显著上升。

首先，通过小股操盘模式和事业合伙人制度，万科员工工作的积极性增强，提高了项目建设的效率，缩短了项目开发运营周期。其次，万科逐步建立自身的互联网大数据技术平台，精准分析客户需求，快速应对市场变化，以又好又快的标准确保新开盘项目当月取得高质量的销售业绩。同时，万科坚持“零库存”政策，努力提高库存去化率。最后，万科联合投资基金等金融资本，借助 REITs 等，不断推动以自身物业资产等为标的的资产证券化运作模式，加快资产周转速度。通过表 4-2 可以发现，在万科的资产结构中，存货占流动资产和总资产的比例分别下降了 6%、11% 左右，其存货结构日趋合理健康。因此，通过实施轻资产运营模式转型，万科缓解了自身库存积压的压力。同时，也可从其流动资产周转率和总资产周转率的变化情况看出，万科的资产运营效率不断提高。

表 4-2 万科营运能力分析表

年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016
存货占流动资产比例 (%)	73.71	70.34	74.91	68.36	67.30	64.80
存货占总资产比例 (%)	70.33	67.36	69.10	62.49	60.22	56.26
存货增长率 (%)	56.25	22.48	29.77	-4.05	15.86	26.96
销售收入增长率 (%)	41.54	43.65	31.33	8.10	33.58	22.98
应收账款周转率 (次)	46.18	60.63	54.54	58.87	88.79	104.88
存货周转率 (次)	0.25	0.28	0.32	0.32	0.40	0.41
流动资产周转率 (次)	0.29	0.32	0.34	0.32	0.39	0.38
总资产周转率 (次)	0.28	0.31	0.32	0.30	0.35	0.33

资料来源：wind 资讯

考虑到库存周转对于房地产企业的日常营运情况十分重要，本文选择存货周转率作为分析指标，通过对比分析万科、保利的存货周转率及行业存货周转率平均值，以便更好地反映万科营运能力的变动情况。通过图 4-2 可以发现，万科在实施轻资产运营模式转型后，其存货周转率显著上升。另外，万科的存货周转率一直高于保利和行业平均值，且这种领先优势在转型之后更为明显，可见轻资产运营模式转型能够有效改善万科的存货积压问题，提高其营运效率。

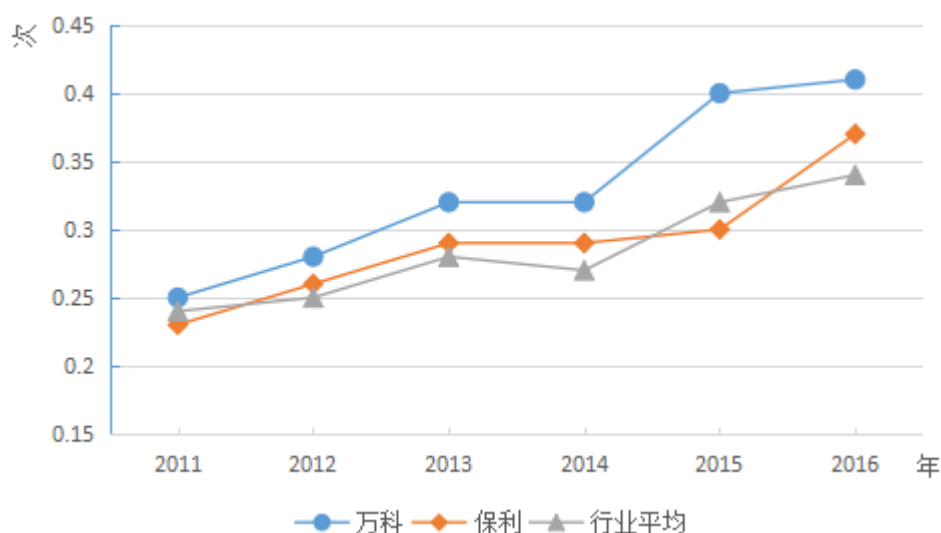


图 4-2 万科、保利及行业存货周转率对比分析图

资料来源：wind 资讯

综上所述可知，通过轻资产运营模式转型，万科的应收账款周转率、存货周转率等不断上升。资金使用效率上升，保证了其能够加快扩张自身的业务规模，存货周转效率不断提高，缓解了万科库存积压的压力，从而使得万科整体的资产营运效率得到提升。

4.1.3 盈利能力维持较高水平

近几年来，房地产企业的利润率逐渐下滑。由于土地成本越来越高，房地产销售市场竞争日益激烈，传统重资产运营模式下的房地产企业纷纷采取“薄利促销”等方式促进销售，但其利润率却很难提高。通过表 4-3 可知，尽管万科已开始实施轻资产运营模式转型，其销售业绩也有所上升，但其利润率却逐年下降。在轻资产运营模式转型的过程中，首先，万科注重培养自身的品牌竞争力，加大品牌投入力度，促进产品销售，如升级品牌理念，重新设计品牌 LOGO，通过互联网媒体广泛宣传，开展形式多样的促销推广活动等。然后，万科加快建设信息化的服务系统，建立“睿服务”智能化管理服务模式，推出“八爪鱼”“V-LINK”等创新服务产品，努力打造基于互联网技术的社区服务 O2O 平台，持续推进城市服务商战略。因此，万科的销售费用、管理费用等成本费用逐年增加，也使得其销售净利率持续下降，已从 2012 年的 15.19% 降至 2016 年的 11.79%。

表 4-3 万科盈利能力分析表

年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016
销售收入 (亿元)	1,215.40	1,412.30	1,709.40	2,151.30	2,614.70	3,647.70
销售费用/营业 总收入 (%)	3.56	2.96	2.85	3.09	2.12	2.15
管理费用/营业 总收入 (%)	3.59	2.70	2.22	2.67	2.43	2.83
销售毛利率 (%)	39.78	36.56	31.47	29.94	29.35	29.41
销售净利率 (%)	16.16	15.19	13.51	13.18	13.27	11.79

资料来源：wind 资讯

但通过对比分析转型前后销售毛利率或者销售净利率下降的趋势发现，万科转型后的盈利下滑速度更慢，说明轻资产运营模式转型能够抑制其盈利能力下降的速度。在实施轻资产运营模式转型以后，万科改变传统的业务模式，加大小股操盘合作开发模式的力度，并将其作为未来业务开发的主要方式。因此，万科考虑将经小股操盘模式带来的新收益视为经常性收益，连同其商业地产资本运作收益等一起计入投资收益。通过图 4-3 可以发现，在实施轻资产运营模式转型以后，万科的投资收益明显上升，2016 年达到 50 亿元左右，较 2012 年增加了约 40.85 亿元，可见投资收益已经成为万科新的收益增长点，在一定程度上起到了对其利润的支撑作用，减缓了万科利润率下滑的趋势。

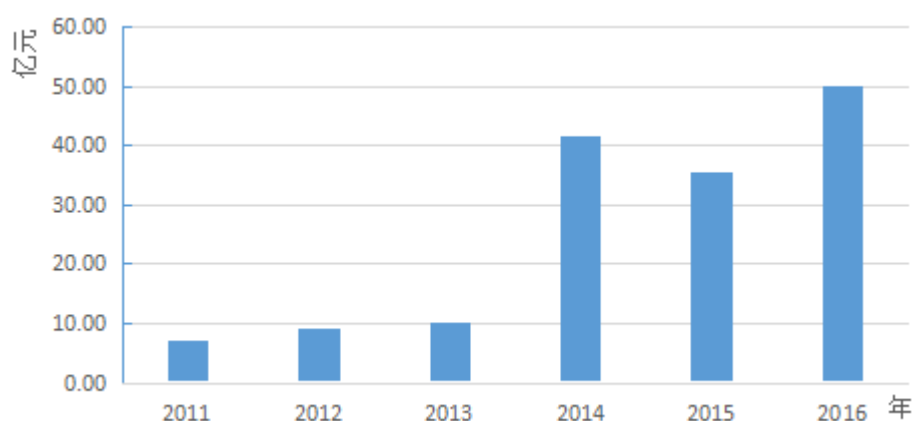


图 4-3 万科投资收益变动情况图

资料来源：wind 资讯

为了更好地反映轻资产运营模式转型对万科利润率下滑的抑制作用，本文选取万科、保利的营业利润率及行业营业利润率平均值进行对比分析，其结果如图 4-4 所示。通过对比分析可以发现，在转型之前，随着房地产行业营业利润率不断下降，万科和保利也不可避免，且二者下降的速度并无太大区别，但万科的营业利润率始终高于保利及行业平均值。而在转型之后，万科的营业利润率虽然仍继续降低，但其下滑的速度较之前明显变缓，远不及行业平均营业利润率下降得快。虽然，保利在 2014 年和 2015 年的营业利润率高于万科，但其之后下降的速度比万科快得多，从而导致其 2016 年的营业利润率比万科低得多。因此，轻资产运营模式转型确实可以起到抑制万科营业利润率下降的作用。

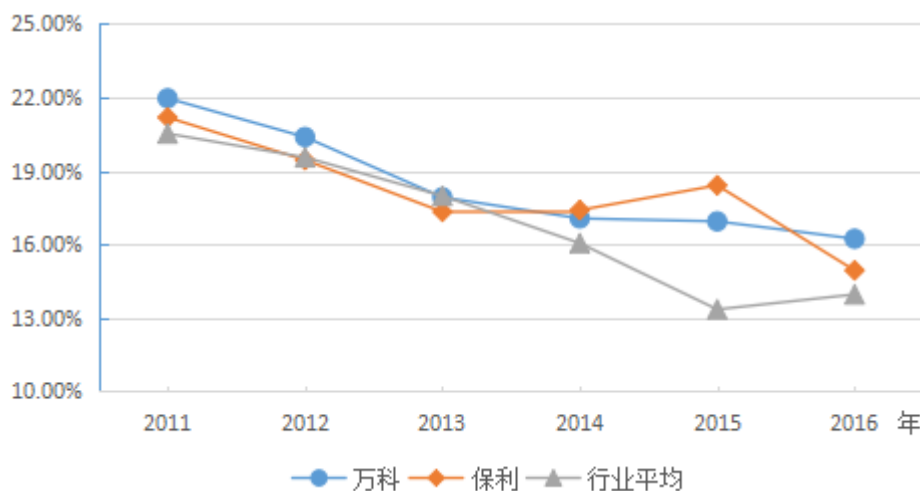


图 4-4 万科、保利及行业平均营业利润率对比分析图

资料来源：wind 资讯

总的来说，在实施轻资产运营模式转型以后，万科的利润率仍旧呈下降的趋势。但是，轻资产运营模式为万科创造了新的利润增长点，改变了万科的盈利模式，在一定程度上减缓了其利润率下滑的速度，使得万科的盈利能力能够保持较高水平。

4.1.4 公司成长发展态势良好

本文主要从业绩成长和资产成长两个角度探讨万科未来发展的潜力。

首先从经营业绩角度看，本文选取销售收入增长率和净利润增长率两个指标进行分析。从表 4-4 可以看出，随着房地产行业进入白银时代，万科库存销售业绩的增长速度越来越低，虽然其在 2013 年已经开始了轻资产运营模式转型，但由于转型力度不大且行业整体景气度下滑，万科的销售收入增长率、净利润增长率持续降低，于 2014 年达到最低点，分别为 8.1% 和 5.41%。2014 年以后，万科坚持以住宅业务为主，加快轻资产运营模式转型的步伐，积极运用互联网新技术，不断创新研发住宅产品，不断构建信息化的平台和渠道，提升营销和服务水平，持续做大做强主营业务。因此，从 2015 年和 2016 年的相关指标来看，可以发现，万科销售收入、净利润的增长情况有所改善，但仍然受到行业整体环境影响而有所波动。因此，万科未来仍需要加大轻资产运营模式转型的力度，以缓解外部环境对自身稳定发展的影响。

再从资产规模角度看，本文选取总资产增长率和净资产增长率两个指标进行分析。从表 4-4 可以看出，随着房地产行业逐渐进入成熟期，行业竞争日益激烈，万科资产规模、资产增值保值的增长速度逐年降低，这种趋势一直延续到转型初期，其总资产、净资产的增长速度在 2014 年分别只有 6.09%、9.92%。在之后的轻资产运营模式转型过程中，万科积极拓展新的地产业务，如养老地产、教育地产、休闲旅游地产等，同时借助地产投资基金、REITs 等资本运作渠道，加快布局商业地产、物流地产等领域的步伐，不断完善地产业务生态链，努力提升自身资产的规模和价值。因此，在 2014 年以后，万科的总资产增长率、净资产增长率明显上升，说明了轻资产运营模式能够给万科带来一定的成长空间，公司未来的发展潜力巨大。

表 4-4 万科发展能力分析表

单位：%

年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016
主营业务收入增长率	41.54	43.65	31.33	8.10	33.58	22.98
净利润增长率	31.22	35.02	16.82	5.41	34.54	9.25
总资产增长率	37.36	27.88	26.51	6.09	20.24	35.89
净资产增长率	24.27	21.09	28.37	9.92	17.62	18.61

资料来源：wind 资讯

最后，通过对比分析万科、保利的营业收入增长率及行业的营业收入增长率平均值，以便更好地反映万科成长能力的情况。从图 4-5 中可以看出，在转型之前，由于整个房地产行业的状况越来越差，万科、保利的营业收入增长率不断下滑，且前者下滑得更快。在转型之后，万科 2014 年的营业收入增长率继续下跌，且比行业平均水平还低。但是，由于轻资产运营模式转型的力度不断加大，在 2015 年至 2016 年期间，万科的营业收入增长率明显上升，尽管具有一定的波动性，但总体情况要好于保利及行业平均水平。因此，通过对比分析可以发现，在实施轻资产运营模式转型以后，万科的经营业绩能够保持较高水平，公司未来的发展前景较好。

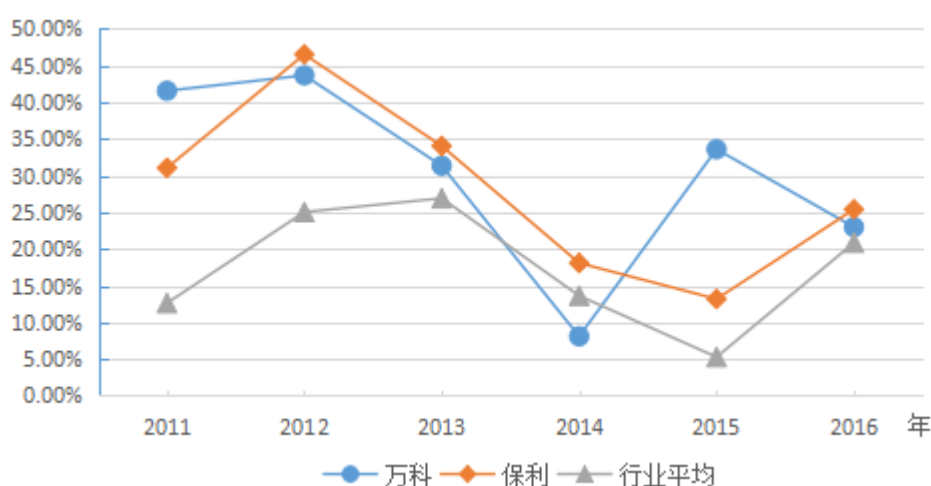


图 4-5 万科、保利及行业平均主营业务收入增长率对比分析图

资料来源：wind 资讯

总的来说，虽然在转型初期，万科的成长能力有所下滑，但这是为转型不得不付出的代价。在企业未来十年“城市配套服务商”的战略目标下，万科积极实

施轻资产运营模式转型，利用自身具有的行业竞争优势，整合产业链资源，借助互联网、金融化等新思维，不断做大做强专业化住宅业务，同时努力探索新业务，加快构建由住宅地产、消费体验地产、产业地产等组成的城市生活生态链。因此，万科的成长潜力巨大，其发展前景十分广阔。

4.2 基于非财务指标的效果分析

4.2.1 改善了产品和服务质量

实施轻资产运营模式转型以后，万科的融资压力减小，使得万科能够将更多的精力投入到改善产品和服务的质量方面。万科利用其领先的技术研发优势和专业的运营管理能力，在深入分析客户需求的基础上，从规划、设计、配套、交付等多方面提升产品适配性。同时，万科坚持践行工匠精神，严格制定产品质量标准，持续推进工业化建造体系，积极探索新业务工程管控模式，通过季度“实测实量”“交付评估”及“天网行动”等管控方案，严格把控开发工程的每一个环节，努力提升产品的质量，为客户提供优质的产品体验。除此之外，万科不断丰富产品服务体系，引入商业、教育、养老等专业服务，积极向城市配套服务商转型。基于互联网大数据技术，万科不断拓展医疗、美食、金融、社交等多元化增值服务，完善社区服务生态链，积极打造综合的特色化交互式服务平台，提供个性化的线上线下一体式服务。2016年，万科物业“住这儿”App版本升级，通过借助智能平台新技术改进管理与服务体系，提升客户的体验度。同时，万科通过打造并升级“睿服务”体系，不仅实现设施精细化管理，还能实现用户与万科员工的即时互通，大大提高了万科的服务品质和效率。万科不断推动产品与服务质量的升级，努力落实好“三好”的产品与服务理念，为客户提供了更高质量的居住氛围。

4.2.2 扩大了市场份额

通过实施轻资产运营模式转型，万科提高了自身的销售业绩，扩大了自身市场份额的领先优势。首先，小股操盘模式使得万科可以通过合作方等获得大量外部资本，减少了自身的资金投入，从而减少了万科的融资成本，使得万科在同等资产规模下能够开发更多的项目，加快了万科规模扩张的速度。其次，由于万科具有较高的核心竞争力，如多年积累的品牌影响力和专业的资源整合能力等，万科在拿地、融资、开发、运营等环节中拥有绝对优势，促使万科能够迅速进军二、三线城市的房地产市场，扩大了自身的市场影响力。据万科年报披露，截至2016年底，万科的房地产开发业务已进入内地65个城市，比2013年增加了24座城市，

其房地产开发项目达 600 个，比 2013 年增加了 202 个项目。最后，在实施轻资产运营模式转型的过程中，万科开始拓展物流、租赁、养老、旅游等新兴地产业务，不断扩张和延伸产业链，积极抢占新兴地产业务的市场份额。同时，万科借助互联网思维，加快实施房地产金融化进程，不仅迅速提升万科销售与服务的水平，还提升了万科对市场的投资运作能力，从而使得万科利用自身的核心竞争优势，快速提高销售规模，持续扩大市场份额。自万科 2010 年销售额突破千亿以来，万科的销售业绩和市场占有率不断上升，根据表 4-5 可知，特别是实施轻资产运营模式转型以来，万科销售业绩的上升速度更加明显，其 2016 年的销售额已突破 3,000 亿元，市场占有率已经达到 3.1%。

表 4-5 万科销售业绩及市场占有率变动情况表

年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016
销售面积 (万平方米)	1,075.30	1,295.60	1,489.90	1,806.40	2,067.10	2,765.40
销售额 (亿元)	1,215.40	1,412.30	1,709.40	2,151.30	2,614.70	3,647.70
市场占有率 (%)	2.06	2.19	2.09	2.82	3.00	3.10

资料来源：万科 2011 年至 2016 年年报

4.2.3 促进了企业内部管理的变革

事业合伙人制度突出强调合伙人与公司共享成就，共担风险，在一定程度上避免了职业经理人在危机时期的离心现象。通过持股计划，可以有效提高经营管理者们的控制权，提高其在公司治理中的话语权。首先，建立事业合伙人制度，使得万科的组织结构逐渐由金字塔的垂直结构转变成扁平化结构，减少了管理层级。在此制度下，2015 年，万科对组织体系进行了调整，将总部原有的战略投资部门转型为事业发展部，并加快筹备各项新业务的事业部，促进了公司的转型发展。其次，事业合伙人制度强调管理团队的协作能力，建设纪律严明，团结一致的管理队伍。该制度谋求“人人平等”，以利益共享和风险共担为纽带，在团队成员之间形成背靠背的信任，创建一支健康的组织团队。同时，该制度要求公司不同部门之间相互配合，从而提高了公司的经营效率。最后，事业合伙人制度，通过将合伙人与公司股东的利益紧紧捆绑在一起，鼓励员工为公司及股东创造更多价值，不仅可以起到长期激励员工工作积极性的作用，也可以有效促进万科内部经

营管理的稳定性，控制住优秀人才外流的风险，有利于公司的长远发展。

4.2.4 提升了品牌溢价能力

随着房地产行业逐渐步入到平稳发展的新阶段，传统的重资产运营模式面临着巨大的挑战。万科开始向轻资产运营模式转型，充分发挥品牌优势，以输出专业开发、管理服务能力为基础，整合产业链优势资源，不断创新盈利模式，实现万科品牌价值的增值效应。首先，万科通过小股操盘模式，不断降低自身的成本投入，赚取品牌输出等费用，强化了品牌资产盈利能力的持续性。同时，万科逐步将业务重心布局到后期的运营管理中，通过赚取管理服务增值收益，加倍扩大自身品牌资源、专业能力的影响力，不断提升净资产收益率，不仅扩大了万科的市场规模，也提升了其品牌价值。其次，万科开始拓展商业、家居、物流、教育、租赁、养老等地产业务，通过多种业务领域间的协同发展，努力扩大品牌的影响力。同时，万科积极开展地产金融业务，如地产基金、地产众筹等，不断增强全产业链的品牌输出能力，扩大了自身的品牌影响力。最后，在“互联网+”时代下，万科一方面逐步打造互联网社区服务生态圈，为客户提供完美的生活解决方案，不仅满足了客户的需求，也积累了自身的品牌优势。另一方面，万科积极加大品牌建设力度，将其品牌理念升级为“赞美生命，共筑城市”，通过创新宣传手段，努力传播贴近客户的新理念，不断提升在用户中的品牌形象。据房地产品牌价值研究报告，万科一直稳居中国房地产品牌价值前三，其 2016 年的品牌认知度达到 80.17%，万科物业连续多年获得“中国物业服务专业化运营领先品牌”第一名。通过图 4-6 可以发现，在 2011 年至 2016 年期间，万科的品牌价值不断上升，且增长速度逐年提高。2016 年，万科的品牌价值已达 510.28 亿元，比上年增长 28.98%，可见万科的品牌溢价能力日益增强。

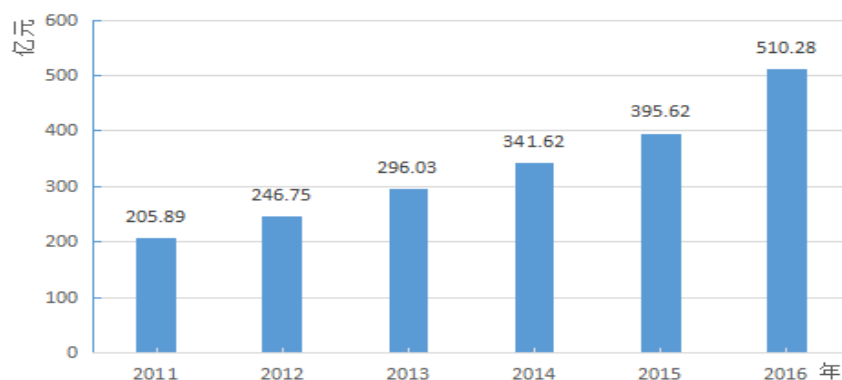


图 4-6 万科品牌价值变动情况

资料来源：2011 年至 2016 年中国房地产品牌价值研究报告

5 结论与启示

5.1 结论

通过具体分析万科轻资产运营模式转型的实施策略及效果，可以发现，轻资产运营模式转型降低了万科的融资成本和经营风险，虽然未能抑制住利润率下滑的趋势，但为企业创造了新的盈利来源和充足的现金流，提升了万科的品牌价值和核心竞争力。

5.1.1 轻资产运营模式转型降低了万科的融资成本和经营风险

通过实施轻资产运营模式转型，万科拓展了多元的融资渠道，加快了资产周转速度，使得自身的融资成本和经营风险有所降低。

在融资成本方面，万科利用小股操盘进行合作开发，减少了自身在购买土地、开发建设过程中的投入，同时积极利用各种融资途径，如房地产众筹、地产投资基金、信托、入股银行等，摆脱原先比较单一的贷款和债券融资方式，减少了利息支出，降低了融资成本。据万科年报披露，万科的有息负债比例由 2013 年的 16.01% 降至 2016 年的 15.5%，其中 2015 年只有 13%。由此可见，轻资产运营模式转型降低了万科的融资成本。

实施轻资产运营模式转型也降低了万科的经营风险。万科不仅利用小股操盘模式加强供应链管理，还积极运用互联网平台，提升产品库存的周转速度。自 2013 年以来，万科的存货周转期下降，存货周转率逐年上升，存货变现速度加快，总资产周转率也有所提高。同时，小股操盘模式又能避免自身大量的资本被长期占用，提高了万科的营运能力，这使得万科的经营风险有所下降。

5.1.2 轻资产运营模式转型创新了万科的盈利模式

与之前的重资产运营模式相比，轻资产运营模式使得万科拓展了自身的盈利来源，其已不再仅仅依靠土地、房产的增值获取收益。在轻资产运营模式下，万科依靠强大的品牌声誉、专业的管理能力等竞争优势，可以在房地产价值链中的各个环节取得不同形式的收入。

一方面，小股操盘合作开发模式可以为万科带来 3 种收益，不仅包括一定比例的项目管理费用和与自身股份相对应的股权收益，还有项目利润率超过协议规定比例时的超额分红。另一方面，通过运用互联网思维和发展房地产金融化，万科取得了房地产金融产品的运作收入，创造了多种服务收益，如供应链金融服务收益、社区金融服务收益等。通过轻资产运营模式转型，万科改变了原先比较单一的盈利模式，扩展了自身的盈利来源，且新的盈利模式具有一定的优势，如盈

利稳定性更高，受行业经营环境波动的影响较小，同时盈利能力更强，能够使万科利用自身较少的投入，通过资本杠杆以小博大，获得超额的回报。

5.1.3 轻资产运营模式转型提升了万科的企业价值

在轻资产运营模式转型的过程中，万科利用品牌优势，提升客户认可度，有效整合供应链资源，加强现金流管理，使得自身的现金流逐年增加，公司价值明显上升。

万科结合小股操盘策略，加强管控自身的供应链，在项目合作开发过程中占用合作方的资金，并联合上下游企业拓展多渠道的融资模式，打造金融合作生态圈，保证了自身资金最低程度的投入。同时，万科坚持“现金为王”的策略，持续加快销售回款的速度。万科通过逐年增加现金储备，提高企业现金流的管理效率，为企业创造了充足的自由现金流。因此，通过实施轻资产运营模式转型，万科的提升了现金流管理水平，使得企业的资产周转效率提高，经营业绩逐年上升。

万科良好的经营业绩提升了投资者对其转型发展的信心，保证了公司股价的稳步增长。同时，在转型过程中，万科减少自身资本投入，利用自身品牌、技术、管理等竞争优势，组织整合行业资源，通过资本杠杆提升公司价值，品牌影响力越来越大。

5.1.4 轻资产运营模式转型提高了万科的核心竞争力

在轻资产运营模式转型的过程中，万科利用领先的行业地位及强大的运营能力，减少自身在开发等低附加值环节中的投入，集中优势发展房地产产业链的高附加值业务，如技术研发、运营服务、品牌营销等。同时，万科通过整合和利用行业资源，逐渐加快技术输出，不断完善管理服务体系，努力提高品牌溢价能力和客户忠诚度。自 2013 年以来，万科不断创新住宅系列产品和物业服务，其市场份额不断上升且多年保持行业第一的位置，万科的品牌价值也已突破 500 亿元，其核心竞争力得到了很大提升。

同时，万科积极学习和运用互联网技术，通过持续地借鉴、模仿及创新，不断完善具有自身特色的产品和服务体系，满足了客户的多元化需求，成功打造了万科独有的竞争优势。通过房地产金融化，如地产基金、信托、入股银行等，万科不仅缓解了融资压力，提高了资产周转效率，也提升了万科的资本运作能力，加快了业务扩张的步伐，使得万科在转型过程中能够保持强大的核心竞争力。

5.2 启示

通过轻资产运营模式转型，万科取得了较好的经营业绩，为其他房地产企业

的转型提供了一些借鉴。首先，对于那些仍是重资产运营模式下的房地产企业，需要分析自身是否已积累一些具有核心竞争力的轻资产。然后，房地产企业在轻资产运营模式转型的过程中，可以结合自身特点选择不同的途径，充分借助互联网思维，不断实现房地产金融化。同时，房地产企业应考虑是否需要改革企业内部的管理制度，以适应轻资产运营模式的新要求。

5.2.1 轻资产运营模式转型需要注重输出品牌和管理模式

通过分析万科轻资产运营模式转型的案例可以发现，房地产企业实施轻资产运营模式转型的前提是自身已经具备一定的轻资产优势，尤其是品牌运营和管理能力等核心竞争力。

在房地产行业已进入成熟期的情形下，品牌竞争日益成为房地产企业相互竞争的一个重要方向。强大的品牌声誉，不仅使得企业在融资、拿地、销售等环节具有较大的优势，还有助于企业增强市场竞争力，扩张市场份额，依靠品牌溢价获得更高收益。因此，以品牌输出引领轻资产运营模式转型，能够促进房地产企业实现快速扩张，品牌运营将成为房地产企业未来发展的核心引擎。

同时，房地产企业还应强化输出自身的项目管理标准，保证项目的质量。不管是在小股操盘合作开发过程中，还是与不同合作方运营管理地产项目的时候，企业都要确保制定统一的管理输出标准，保证与自身项目管理质量标准的一致性，牢牢掌握自身对全过程运营管理的控制权，在开发设计、建造施工、运营服务等环节提供可复制的精细化管理模式，一方面可以提升项目管理的效率，加快企业的扩张速度，另一方面可以强化项目的质量建设，提高客户对合作项目的认可度，进一步提升企业的品牌声誉。

5.2.2 借鉴小股操盘需要加强对合作方的资源整合和管理能力

在本案例中，万科正是利用其强有力且有效的组织管理能力，实施小股操盘合作开发模式，促进了其轻资产运营模式的转型。轻资产运营模式下，房地产开发产业链的不同环节由各个专业化公司具体负责，所以房地产企业不再全盘操作，而是一个组织管理者的角色，其首先需要分析自身在价值链中所处的位置，以及所拥有的行业资源和优势，凭借自身的核心竞争优势，推行小股操盘模式。

在具体实施的过程中，首先，企业要谨慎选择合作方。企业通常需要先对合作方的资历、信用、资金等方面进行评估，在双方有共同合作理念和需求的情况下，选择合适的合作方，同时尽量控制合作方的数量，避免合作方过多而导致出现混乱等问题。其次，企业需要明确自身与合作方的利益共享机制，平衡合作方的利益关切。例如，土地合作者一般很难愿意与其他方分享土地利益，资金合作

方可能会担心收益回报的风险等。因此，企业就需要具有良好的协调能力，通过制定股权分配制度，处理好与合作方的收益划分问题。最后，企业要处理好不同合作方之间可能发生的纠纷。企业需要提高对合作方的组织管理能力，通过构建合作平台，充分整合各方的资源，加强整个团队的合作建设和资源的优化配置，努力做到共同开发运营、共同分享收益、共同承担风险，以充分发挥团队合作的最大效益。

5.2.3 结合互联网思维有助于企业实现轻资产转型

在“互联网+”时代下，互联网对房地产行业的影响不断增强。因此，通过结合互联网思维，房地产企业可以不断拓展和优化自身业务，加快轻资产运营模式转型的步伐。

首先，利用互联网技术，可以促使企业建造高质量的地产产品。通过互联网和信息化技术，房地产企业不仅可以分析客户的生活习惯及偏好，还可以提升自身的产品研发能力，设计出既符合不同人群需求又符合绿色无污染、抗震减灾等质量标准的产品。另外，房地产企业可以建立业务流程管理平台，如利用建筑信息模型（BIM）等技术，对开发全过程进行线上管控，从而能够进一步提高产品质量。

其次，运用互联网思维，能够不断创新企业的融资和营销方式。例如，企业通过众筹方式整合利用社会上或者用户的零散资金，既可以解决企业的融资需求又能使消费者参与其中，获得更好的服务。再如，企业通过电商平台进行营销，有利于消费者直观了解销售信息，从而有效提升销售水平。

最后，通过互联网信息化技术，企业可以拓展延伸产业链，实现业务与服务的转型升级。一方面，企业可以结合互联网思维积极开拓新型地产业务，如健康地产、物流地产、生态旅游地产、休闲地产、养老地产等。另一方面，企业可以利用互联网技术提升社区服务的水平，如研发社区服务 App 等，提供餐饮、医疗、教育、金融、社区安保等线上线下闭环式的综合服务，可以有效满足用户的个性化需求，提升客户的满意度。

5.2.4 房地产金融化可以有效实现多元化、低成本融资

房地产金融化是房地产企业轻资产运营模式转型的一个重要方向。房地产金融化不仅可以提升房地产企业的资本运作能力，增强企业资产的流动性，也可以为房地产企业拓宽融资渠道，降低企业的融资成本。房地产金融化的途径主要有以下三种形式：

首先，以参股或者收购等形式入股金融机构，如银行、保险公司或者证券公司等。通过这种形式，房地产企业可以获得一种快速金融化的方式，不仅使企业通过与金融机构合作创新社区金融服务、供应链金融服务等多种收益模式，也有助于企业拓展多元化的融资渠道，节省融资成本。

其次，入股房地产企业或者优质的开发项目，向财务投资者转型。在该种途径下，房地产企业不再参与项目的实体开发，而是依靠自身融资和资本运作的优势，通过入股目标公司或者目标项目，利用资本杠杆，以较小的资金投入取得超额的股权收益，实现轻资产转型。

最后，转型成为资产管理者。房地产企业凭借自身强大的运营管理能力，依靠“地产投资+资本运作”的形式，在产业链的不同环节中获取收益。例如，企业通过设立地产投资基金、房地产投资信托基金（REITs）等形式，不仅可以降低自身地产业务的金融投资门槛，为企业的未来发展提供了支撑，也可以通过创新自身资产的退出机制，为企业提供充足的现金流，满足了企业的融资及资金运作需求。

5.2.5 轻资产运营模式转型需要理性剔除项目资产

轻资产运营模式下的企业，需要紧紧抓住自身具有核心竞争力的业务，将非核心业务外包出去，对资产进行理性地剥离和重组，从而加快资产周转和盈利增长的速度，提高资产收益率。

首先，企业需要把握剥离资产的时机。由于房地产行业竞争加剧，房地产企业正面临着日益严峻的经营环境，需要调整自身业务的发展战略，及时采取剥离不良资产等形式实施轻资产运营模式转型，以适应市场快速变化的新形势，而不能等到自身经营状况恶化时才采取措施进行补救。

同时，企业需要选择恰当的资产进行剥离。一方面，企业要考虑自身在行业竞争中所处的地位，找准自身具有竞争优势的业务。另一方面，企业需要综合分析行业内外环境及未来发展战略等因素，理性地选择自身的项目资产进行剥离。对于房地产企业来说，一般可以选择利润率低、资金回报周期较长的项目资产，通过直接出售或者出售大部分股权等方式进行剥离，这样才能维持住企业的核心竞争力，达到既能够有效解决资金沉淀问题，改善自身的经营业绩，又能将收回的资金用于投资其他具有发展前景的业务，从而促进企业长远发展的目的。

参考文献

- [1]戴天婧,张茹,汤谷良.财务战略驱动企业盈利模式——美国苹果公司轻资产模式案例研究[J].会计研究.2012,(11):23~32.
- [2]杜海霞.谈轻资产运营模式——基于华谊兄弟案例研究[J].财会月刊.2015,(27):112~113.
- [3]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,(6):37~40.
- [4]李玲.光明集团轻资产运营策略分析[J].中外企业家.2006,(7):73~75.
- [5]林盛娜.企业轻资产化战略运用分析[J].经济师.2013(10):270~271.
- [6]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,(5):72~77.
- [7]吕爽.李宁“轻资产运营”模式浅析[J].商品与质量.2010,(6):31.
- [8]茆薇.轻资产运营模式撬动企业价值最大化——基于腾讯公司的财务案例研究[J].新会计.2013,(11):26~29.
- [9]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,(4):8~10.
- [10]牟晶晶,周长林.轻资产模式公司的财务战略选择[J].国际商务财会.2014,(11):26~33.
- [11]庞东升.轻资产运营模式及操作策略分析[J].统计与咨询.2008,(4):38~39.
- [12]施振荣.“微笑曲线”[J].竞争力.2010,(4):50~52.
- [13]孙黎,朱武祥.轻资产运营[M].北京:中国社会科学出版社,2003:5~23.
- [14]唐璎璋,刘芬美,黄宝慧.轻资产战略与营运绩效关系之研究——以中国台湾企业为例[J].管理学报(中国台湾).2007,(4):10~12.
- [15]王卫星,林凯.轻资产运营下科技型中小企业盈利模式的实证研究[J].科技管理研究.2015,(7):185~191.
- [16]王鹤春.轻资产类型 TPL 企业管理创新过程:从企业家角度的分析[J].当代经济管理.2012,(1):36~38.
- [17]王晶.轻资产运营模式及操作要点分析[M].企业管理出版社,2006,(9):76~77.
- [18]王军辉.轻资产运营、企业价值与价值评估[J].中国资产评估.2014,(6):11~15.
- [19]王智波,李长洪.轻资产运营对企业利润率的影响——基于中国工业企业数据的实证研究[J].中国工业经济.2015,(6):108~121.
- [20]吴革.商业模式、轻资产与企业绩效[J].财务与会计:理财版.2014,(9):38~39.

- [21]解宏,姜力玮.轻资产运营模式对企业绩效影响的实证研究——基于创业板上市公司的经验数据[A].中国会计学会财务成本分会 2015 学术年会暨第 28 次理论研讨会论文集[C].2015: 82~83.
- [22]徐春游.人力资源管理和轻资产运营[J].经济师.2005, (2): 129~130.
- [23]薛文艳.轻资产类公司的代建模式与财务管理[J].山西财税.2012, (3): 36~38.
- [24]燕丽萍.轻资产商业模式对企业效率的影响——基于我国中小板上市公司 2007 年数据的实证研究[J].财经研究.2009, (4): 32~33.
- [25]杨柳,汤谷良.中国房地产企业的财务战略转型——以万科集团和绿地香港“轻资产”模式为例[J].财会月刊.2017, (4): 76~80.
- [26]杨天波,景梁.轻资产战略在现代服装企业中的应用分析[J].管理学家.2011, (10): 14~15.
- [27]杨现锋,唐秋生.第三方物流企业的轻资产发展战略研究[J].重庆交通大学学报: 社会科学版.2007, (7): 15~17.
- [28]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): 202~203.
- [29]张占贞.上市公司轻资产运营对企业财务竞争力影响研究[J].青岛科技大学学报(社会科学版).2016, (3): 26~30.
- [30]朱武祥,魏炜.重构商业模式[M].北京:机械工业出版社,2010: 45~54.
- [31]Amit R., Schoemaker J.H. Strategic Assets and Organizational Rents[J]. Strategic Management Journal.1993, 14 (1): 33~46.
- [32]Anne Millen Porter. The Virtual Corporation: Where is it?[J]. Purchasing.2000, (4): 40~46.
- [33]David Aker. Should you take your brand to where the action is?[J]. Harvard Business Review.1997, 75 (5): 135~143.
- [34]Fen-May Liou, Ying-chan Tang and Chih-Pin Huang. The effects of asset-light strategy On competitive advantage in the telephone communications industry [J]. Technology Analysis and Management.2011, (23): 951~967.
- [35]Georgiana Surdu. The Internationalization Process and the Asset-Light Approach. Romanian Economic Business Review.2011, 6 (1): 184~188.
- [36]Iansiti M, Levien R. Strategy as ecology[J]. Harvard business review.2004, (3): 68~81.
- [37]Jay B. Barney. Firm Resources and Sustained Competitive Advantage[J]. Journal of Management.1991, 17 (1): 99~120.
- [38]Lin C S, Huang C P. Measuring competitive advantage with an asset-light valuation

- model[J]. African Journal of Business Management.2011, 5 (13) : 100~108.
- [39]LM Applegate JI Cash, J Mckinney, WF Mcfarlan. Corporate Information Systems Management: The Issues Facing Senior Executives[J]. R.d.irwin.1992 , 314 (12) : 184~190.
- [40] L. M. Camarinha-Matos, H. Afsarmanesh, C. Garita, C. Lima. Towards an architecture for virtual enterprises[J]. Journal of Intelligent Manufacturing.1998 (2) : 189~199.
- [41]Robert K. How to sharpen virtural Business[J]. Information Week Manha-seet. 2001, (12) : 132~135.
- [42]Rowley. Outsourcing everything[J]. Institutional Investors.1999, (7) : 175.
- [43]Shirley Taylor. Communications for Business: A Practical Approach[M]. New York: longman publishers, 2005: 16~25.
- [44]Sohn J, Tang C H, Jang S C. Does the asset-light and fee-oriented strategy create value?[J]. International Journal of Hospitality Management.2013, 32 (1) : 270~277.
- [45]Wen Hung-Ching, Huang Jen-Hung, Cheng Yih-Lin. What Japanese semiconductor Enterises can learn from the asset-light business model for sustainable competitive advantage [J]. Asian Business Management.2012, (5) : 615~649.

致 谢

时间飞逝，不知不觉在江西财经大学的三年研究生时光即将结束。回忆起三年的读研时光，江西财经大学记录着我学习和生活中的点点滴滴，使得我的研究生生涯充实而丰富，成为我人生路上不可磨灭的一段回忆，感谢学校这一路的陪伴和栽培。

首先，我要感谢我的导师吉伟莉老师。吉老师不仅在论文的选题、开题、结构框架、写作、定稿等过程中给予悉心指导，使我的写作、研究等能力有所提高，同时也在三年的学习、生活中不断关心着我，经常会给自己解答疑惑、提出建议，感谢吉老师的谆谆教诲和无微不至的关心。同时，也感谢会计学院的诸位老师，感谢他们的辛勤付出，教会了我许多的专业知识和能力，我将终生难忘老师们的言行教诲。

另外，感谢在江西财经大学遇到的每一位同学、朋友。在这三年的研究生时光里，不仅在学习还是在生活中，感谢他们的帮助、支持和相伴，使我的读书时光充满乐趣和回忆。

