

所属行业

房地产

发布时间

2019年12月11日

“卖卖卖”是好是坏，当事人说了才算

核心观点：

2019年地产圈爆点不断，房企频繁股权转让再夺眼球。一切起因是为了资金更充裕，但由于实力不同，需要解决的首要矛盾也不同，于是便与资金压力、战略规划、行业的发展趋势以及项目亏损均有关。

挑战与机会并存，在股权转让这一场博弈中，买卖双方均有自己权衡利弊的标准，是好是坏，冷暖自知。

一、资金压力是首要解决的难题

融资收紧，地产进入存量竞争时代，小型房正面临生死存亡的考验。为修补即将断裂的资金链，很多小型房企选择断臂求生。另有一部分企业，出售股权引入合作伙伴，共度难关。

二、资源有限致使主动聚焦或被动转型

当下房企资金紧张，钱需要用在刀刃上，部分房企出售手中项目是为了适时放弃无暇顾及的多元化业务，支撑主业发展。也有部分房企选择“落袋为安”，及时良性退出。

三、行业进入收并购高发期，借机实现资产优化

行业处于洗牌和整合的阶段，“大鱼吃小鱼，快鱼吃慢鱼”轮番上演。同时，也是资产优化的好时机，部分房企借机处置不良资产，也有房企“边卖边买”，既优化了资产，又极大的降低了成本。

★ 丛林法则下，挑战和机遇并存

在这容量庞大的房地产行业里，每家企业既扮演着强者的角色，也扮演者弱者的角色。所以，面对洗牌行情，对于每家房企既是挑战，也是机遇。大型房企的挑战在于寻找新的利润增长点，小型房企的挑战在于活下去。资金比较充裕房企的机会在于低价收购优质项目，资金紧张房企机会的在于能够良性退出，或者合作开发，抱团取暖。

最后，需警惕收并购过程中由于信息不对称而隐匿的一些风险。另外，好的开端是成功的一半，杭州赞成退地风波告诫

相关研究：

月度数据点评：7月销售保持韧性，投资增速或将继续下行	20190814
2019年7月地产月报：融资约束强化土地市场偏弱，预计市场全年呈前高中低后平趋势	20190806
2019年中期策略报告——七月流火，行情难将持续	20190702
2019年年度策略报告——刚需刚改主导行情，2019战略年再延续	20190822
2019年报综述——回归核心，内圣外王	20190508

研究员

于小雨

rain_yxy (微信号)

yuxiaoyu@ehconsulting.com.cn

王玲

w18705580201 (微信号)

wangling@ehconsulting.com.cn

徐鹏

17601350466 (微信号)

xupeng@ehconsulting.com.cn

李海燕

S2483368161 (微信号)

lihaiyan@ehconsulting.com.cn

引言：地产爆点不断，股权转让再夺眼球

2019 年地产圈总是爆出一些吸引人眼球的新闻：“大幅降薪，大幅裁员”、“降价促销、全员营销”、“400 多家房企破产”等等，陷房企于如此困境的罪魁祸首无非是源自二季度以来不断收紧的融资监管政策。融资收紧之所以能够掀起如此大的波澜，不仅是因为房地产行业是资金密集型行业，最重要的是房地产行业独特的“高杠杆”运营模式。

近日华侨城频繁转让项目股权的动作，再次成功的吸引了地产人的眼球，三季度以来华侨城已经转让 10 余个项目股权，就 11 月单月便转让 9 家公司股权，总转让底价 90.4 亿元，涉及深圳市宏发光明房地产开发有限公司、东莞保华置业投资有限公司、江门侨新置业有限公司等股权。按捺不住被质疑的华侨城官宣：“股权转让是公司围绕加快周转的具体举措，是一个正常的经营行为，有利于公司进一步聚焦主业，保证公司有更多精力和资源集中到文旅产业的开发建设中，不断提升文旅核心竞争力，通过资源优化配置，为消费者开发与建设更优质的文旅项目。”

总而言之，一切变卖资产的动因或都是为了拥有更充裕的资金，但卖方和买方的实力迥异，需要解决的主要矛盾也不同，进而导致不同房企出售项目的直接目的也并不完全相同。

一、资金压力是首要解决的难题

1.1、资金短缺问题迫在眉睫

2019 年以来，融资政策频出，地产圈一片哗然，感觉乌云压顶，但我们始终认为，融资收紧的大环境下，最艰难的还是中小型房企。比如说，自三季度末房地产开发贷收紧以来，多数银行发放房地产开发贷的范围应从 50 强缩减至 30 强，也就是说，即便是开发贷收紧，对于 30 强房企的影响仍然相对较小。

反过来再看看小型房企的处境，我们都知道，房企资金有两个主要来源，一是销售回款，二是融资。本来通过公开渠道募集资金就已经很难，现在信托等非标融资渠道也被斩断，融资难度更大。而且很多小型房企一般主要布局于单一或少数城市（多数为三四线城市），抗风险能力有限，销售业绩受制的情况下，销售回款也大不如以前，融资和自有资金双双锐减，对于小型房企而言，基本上是断了资金来源，正面临着一场生存之战。

所以，**面临生存危机的小型房企卖项目最直接目的就是快速变现，用于修补濒临断裂的资金链。**如阳光 100 在 4 月上旬，先后出售清远市龙塘区物业开发项目和重庆阳光壹佰的 70% 股权，出售事项录得现金流均主要用于偿还债务，其中重庆阳光壹佰的股权还是亏损转让。而清远市龙塘区物业开发项目，毗邻大湾区，位于广清新城核心区，区位优势可见一斑，阳光 100 如此忍痛割爱，可见迫切需要资金来解决债务问题。另外，京投发展 14.82 亿元转让子公司 51% 的股权给自己的控股股东，其中 10.46 亿是控股股东为其偿还的应付股利，也是为了解决债务问题。

图表：典型出售项目的情况（偿债）

房企	时间	出售资产标的	交易对象	交易作价 (亿元)	目的
阳光 100	2019/4/12	清远市龙塘区物业开发项目	佳兆业	46.61	85%用于偿债
	2019/4/2	重庆阳光壹佰的 70% 股权，其持有重庆市南岸区两个物业开发项目	融创中国	13.34	6.16 亿用于偿还贷款
京投发展	2019/9/11	北京京投兴业置业有限公司 51% 股权	京投公司	14.82	京投公司向兴业置业提供资金用于向公司偿还债权款 10.46 亿元

资料来源：亿翰智库、公开资料整理

1.2、合作不失为渡过难关的良策

当市场行情发展势头正旺的时候，所有的房企都在奋力前行，龙头房企快速扩张，在巩固市场地位的同时，希望抢占更多的市场份额。中型房企动能十足，加杠杆冲规模的势头似乎比龙头房企更猛些，希望能够实现弯道超车。小型房企也不示弱，在“只要能拿到地就能赚钱”市场环境下，至少生存下来不是一件特别困难的事情。但是，随着楼市调控的逐渐深入，融资困难、土地市场降温、开发周期拉长，市场竞争越来越激烈，同时，房企之间的合作也越来越多。站在小型房企的立场上看，寻求合作是自救的不错选择，没有濒临破产的小型房企，希望通过合作来渡过难关。大中型房企也会寻求合作机会，比如中南建设为了引进新的合作方，加快项目发展，曾向深圳市和润达投资有限公司转让深圳草蓓旧改项目 47% 股权。

图表：典型出售项目情况（合作）

房企	时间	出售资产标的	交易对象	交易作价 (亿元)	目的
宁波凯律置业有限公司	2019/7/8	所持目标公司 50% 的股权，永康市北苑区块 SG02-06 地块	滨江集团	-	合作开发，对目标地块共同投资、共享利益、共担风险
明发集团	2019/4/4	全资子公司东胜有限公司 51% 股权	世茂房地产	27.92	合作开发，带来协同效应
万通控股	2019/3/7	万通地产 10% 的股份	普洛斯	8.21	通过合作的方式介入万通地产战略经营层面
广宇集团	2019/1/21	全资子公司杭州融晟置业有限公司 49% 的股权	杭州中纬实业有限公司	0.22	引进中纬实业成为项目股东，有利于加快项目建设进程，共同合作开发实现共赢。

资料来源：亿翰智库、公开资料整理

二、资源有限致使主动聚焦或被动转型

2.1、多元化业务开展不及预期，聚焦主业是首选

融资收紧，房企钱袋子紧了，有实力再继续开展多元化业务，做到多点开花的房企已经不多。对于很多房企而言，回归到自己擅长的主业上来才是明智之举，一方面是因为现在市场逐渐进入横盘期，竞争加剧，在非主业领域，论专业和经验都不如一直在该领域发展的房企，竞争优势不足。另一方面，资源有限，需要科学配置有限的资源，发挥自己的优势。在这一方面，华侨城做了很好的典范，前文提到华侨城为了聚焦旅游产业，大量的转让股权，包括一些住宅项目和与旅游地产无关的项目，以便快速回笼资金支持主业发展。

图表：典型出售项目情况（聚焦）

房企	时间	出售资产标的	交易对象	交易作价 (亿元)	目的
华侨城	2019/11/7	云南咨询公司 45%股权	-	0.97	聚焦主业
	2019/11/12	昆明万澜房地产开发有限公司 50%股权及 19.3 亿元债权	-	23.3	聚焦主业
阳光信业地产股份有限公司	2019/3/8	北京道乐科技发展有限公司 51.032%股权	龙君环球有限公司	1.74	退出该物业公司

注：退出该物业公司是指，股权转让以后，阳光信业地产股份有限公司不再持有北京道乐科技发展有限公司任何股权。

资料来源：亿翰智库、公开资料整理

2.2、竞争越发激烈，及时良性退出

市场行情好的时候，赚钱比较容易，人人都想分一杯羹，所以只要资金条件允许，就可以成立一个小型的房地产开发公司，目前 9.7 万家房企中很多并不是专业做房地产开发的，而是由其他领域的公司设立的子公司或者控股。现在房地产市场竞争日趋激烈，想在行业发展难度更甚，不堪重负的小型房企最终背负一身债务倒下了（详情请看《辟“431 家房企破产”之谣，言“洗牌”之事实》）。鉴于这种小型房企生存空间基本被压缩为零的困境，很多经营不善的小型房企或地产为非核心主业的企业选择主动退出。如中民嘉业投资有限公司转让所持阳光城 18.04% 半数股份、中国航空工业集团有限公司转让成都聚锦商贸有限公司 100% 股权等。

图表：典型出售项目情况（去地产化）

企业名称	出售资产标的
中民嘉业投资有限公司	所持阳光城半数股份（原间接持有 18.04% 的股份）
中国航空工业集团有限公司	成都聚锦商贸有限公司 100% 股权及约 6.57 亿元债权

哈工智能	挂牌转让常州珺仁实业发展有限公司 51%股权及成都蜀都房地产开发有限责任公司 51%股权
中国通号	北京通号建设 60%股权、通号北房置业 51%股权、通号置业 100%股权

资料来源: 亿翰智库、公开资料整理

三、行业进入收并购高发期，借机实现资产优化

大浪淘沙，沉者为金。现在行业正处于洗牌和整合的阶段，对于小型房企而言是被“大鱼吃掉”，而对于一些实力相对较强的房企而言，却是难得的资产优化机会，招拍挂的土地越来越贵，房企又越来越缺钱，很多房企想借助这一波收并购潮，获取高性价比地块，也有很多房企想借此机会卖掉一些经营不善的项目。

华侨城正是采用这种“一边卖，一边买”的玩法。除了频繁出售项目股权以外，华侨城并没有停止在土地市场寻找拿地的机会。以卖项目相对较为频繁的10月和11月份为例：10月初至12月9日先后在江门、南京、武汉等9个核心二线和强三四线城市拿12宗地，特别是11月以来华侨城所获地块均是底价成交，楼面均价多在1600-3700之间，明显可以看出11月拿地的成本更低。而且与部分出售项目的相关地块成本相比也会更低，比如，以底价40.5亿出售的100%股权的重庆悦岚房产，主要负责开发重庆市悦来生态城的商住项目，当初获取相应地块的楼面价是9114元/平方米，溢价率31%。因此，通过资产的重新整合与优化，不仅处置了一些相对劣质的资源，还有效的降低了华侨城的前期投资成本。

图表：华侨城2019年10月1日-12月9日的拿地情况

时间	城市	建筑面积 (万平方米)	总价 (亿元)	溢价率	楼面价 (元/平方米)	周边小区房价 (元/平方米)
2019/10/9	江门	10.7	6.77	2.27%	6321	9000-15000
2019/10/10	南京	4.8	9.1	9.64%	13741	15000-25400
2019/10/22	武汉	54.4	66.4	21.88%	12206	13000-20000
2019/10/23	南京	10.2	29.2	24.79%	28666	35000-40000
2019/11/13	常熟	4.8	1.82	0.0%	3800	8500-12000
		7.7	2.81		3659	
2019/11/29	青岛	12.3	2.04		1656	7200-15000
2019/11/29	武汉	13.4	9.42		7040	10000-25000
2019/12/3	成都	4.8	4.7		3250	3500-10000
		5.1			3250	
		4.8			1938	
2019/12/4	江门	8.2	1.5		1650	6000-8000
					1223	

资料来源: 亿翰智库、公开资料整理

首开股份最近转让动作也较频繁，除了为落实北京市国资委“压缩管理层级，减少法人户数”要求，转让昌平区和通州区两项目公司股权以外，也挂牌了几个经营状况不好的项目公司，如拟出清的北京国奥乡居项目，截止 2019 年 9 月 30 日，国奥北京和国奥控股集团两家项目公司的净利润均为负。转让 50% 股权的福州中庚房地产开发有限公司在 2018 年的营业利润也为负。

图表：典型出售项目情况（资产优化）

房企	出售资产标的	标的公司的经营情况/地块信息
首开股份	北京国奥乡居项目公司部分股权	截至 2019 年 9 月 30 日，国奥（北京）录得总资产 31.21 亿，总负债 28.3 亿，所有者权益 2.9 亿， 净利润为负 0.78 亿 ；国奥控股集团录得总资产 7.91 亿，总负债 2.56 亿，所有者权益 5.35 亿， 净利润为负 705 万 。
	苏州合本投资管理有限公司和福州中庚房地产开发有限公司 50% 的股权	2018 年，苏州公司和福州公司分别实现营收 4.29 亿元和 0 元， 营业利润为 1.79 亿元和 -1096 万元 ，截至 2019 年 10 月 31 日，分别营收 2086 万元和 5.83 亿元，营业利润为 8238 万元和 3828 万元，净利润为 6193 万元和 3828 万元。
华侨城	昆明华侨城投资目 24% 股权及相关债权	截至 2018 年，昆明华侨城投资有限公司资产总计 3.85 亿元，负债总计 3.23 亿元， 营业利润 -767.47 万元，净利润 -767.41 万元 ，所有者权益 6182.66 万元。
	重庆悦岚房产 100% 股权，底价 40.5 亿	土地面积 14.83 万平方米，建筑面积 38.4 万平方米，总价 35 亿元， 楼面价 9114 元/平方米 ，溢价率 31%。

资料来源：亿翰智库、公开资料整理

四、丛林法则下，挑战和机遇并存

对于大部分房企而言，在这容量庞大的房地产行业里，既扮演着强者的角色，也扮演者弱者的角色，因为每家企业都有自己的优势和劣势，既有比自己实力强的企业，也有比自己实力弱的企业，所以，行业的洗牌，既为企业提出新的挑战，也为企业提供了新的机会，把握住了机会或能实现一定的发展与飞跃，迎接不了挑战或深受重创或就此沉寂。

2019 年，随着融资政策的持续收紧，房地产行业加速进入整合期，行业集中度不断提升，竞争越来越激烈，房企面临的资金压力越来越大，“大鱼吃小鱼，快鱼吃慢鱼”的现象也越来越多。对于资金不算宽裕的房企，如何熬过寒冬是一种挑战。房地产行业利润空间不断被收窄，对于资金相对宽裕的房企，如何寻找新的利润增长点是一种挑战，同时如何保持住自身的行业站位和竞争力也为企业提出了新的挑战。

机会总是与挑战相伴而生，对于大型房企而言，通过收并购的方式获取一些成本低，又具有区位优势的地块或者一些优质“半成品”项目，省时省力又省钱，是一种机会。当然，股权转让与资金压力、战略规划、行业的发展趋势以及项目亏损均有关。但无论出于什么原因，卖方均有自己权衡利弊的标准。而买方在收购过程中需要注意信息不对称所带来的一些隐性风险，如标的公司的真实财务状况，是否存在未公开的债务纠纷等等。

对于小型房企而言，面对残酷的环境，与其背负满身债务破产清算，不如选择出售资产

良性退出,而且及时出售项目或还有溢价的可能性。破产高发,能够全身而退也是一种机会,而且于己,于行业都有一定益处。

另外,资金短缺,房企更倾向于抱团取暖,合作的机会也越来越多,具有独特优势的房企能够寻得合作伙伴,共担收益和风险也是一种机会,同时也或为核心城市站位的一大有利方式,同时也为企业修炼内功,提升内核竞争力提供了机会。

柏拉图曾说“良好的开端是成功的一半”,那么投资作为一切经营环节的开端,其重要性不言而喻。近日杭州本地房企赞成陷退地风波,损失近千万元,再一次提醒我们理性拿地的重要性。建议投资力度与自身实力相匹配,切记拿地过于激进,量入为出或为企业前端控制风险的一大法宝。

【免责声明】

本报告是基于亿翰智库认为可靠的已公开信息进行撰写,公开信息包括但不限于公司公告、房管部门网站、互联网检索等多种途径,但亿翰智库不保证所载信息的完全准确和全部完整。由于时间和口径的原因,本报告所指的内容可能会与企业实际情况有所出入,对此亿翰智库可随时更改且不予特别通知。

本报告旨在公正客观地反应企业经营情况。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构或个人的任何建议。任何机构或个人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考。

本报告产权为亿翰智库所有。亿翰智库以外的机构或个人转发或引用本报告的任何部分,请严格注明相关出处及来源且不得修改报告任何部分,如未经亿翰智库授权,传播时私自修改其报告数据及内容,所引起的一切后果或法律责任由传播者承担,亿翰智库对此等行为不承担任何责任,亿翰智库将保留随时追究其法律责任的权利。

【关于我们】

亿翰智库是一家以房地产行业的数据分析、行业研判、企业研究为核心的研究机构,隶属亿翰股份,其专注于行业趋势、企业模型以及资本价值等多维度研究及应用;定期向业内、资本市场等发布各类研究成果达数千次,亿翰智库力求打造中国房地产企业与资本的高效对接平台。



亿翰智库二维码