

清华大学、上海交通大学房地产总裁EMBA系列讲义

周建成
博士

房地产并购研究

未来二十年，中国房地产业仍然具有广阔的发展空间。这将是客观存在的事实。因此，不要念念不忘过去二十年的黄金时代。要相信，历史不会隔过任何一代人。

周建成

上海易居房地产研究院



周建成 博士

周建成博士，易居中国（纽交所上市代码：EJ）研发机构——易居研究院院长助理，易居研究院企业研究中心的创建人，在他的带领下，该中心已经发展成为国内重要的咨询顾问机构。周博士还担任经济学界具有较高知名度和影响力的上海经济学会城建专业委员会秘书长。周博士拥有哲学硕士学位和经济学博士学位。

周建成博士，多年来在业界积累了深厚的专业口碑，多次受邀赴各类房地产知名企业出席交流活动并担任战略顾问职务。在国内业界获得诸多业内殊荣，多次应邀前往清华大学、上海交通大学等知名高校为房地产总裁EMBA授课。

周建成博士，具有深厚的理论功底，二十多岁即在《清华大学学报》发表学术论文，后在国家一级期刊发表多篇论文，产生了广泛的社会影响。同时，周博士具备深厚的房地产实践经验，在他的带领下，分别为恒盛地产确立了商业地产的发展规划，为云南城投确立了旅游地产发展规划，为宝钢集团确立了不动产运营规划，还为众多知名企业完成了发展战略规划和组织管控体系的设计，同时主持或参与了为数众多的住宅、商业地产、旅游地产、城市综合体、产业地产项目的开发模式和商业运营策划。周博士是中国房地产领域产学研一体化坚定的推动者。

写在前面的话

从 2008 年世界金融危机以来，受市场低迷等因素的影响，并购已经成为中国房地产行业整合的主要途径，而且呈现加速的趋势。继 2010 年中国房地产行业并购案例的井喷式增长之后，2011 年一季度房地产行业的并购案例数和并购金额均创下单季度历史新高，占据并购市场诸多行业之首。在宏观调控政策趋于严厉，市场竞争不断加剧的双重背景下，并购整合已经成为房地产企业突破融资困境、拓展市场份额的一条便捷通道。

并购意味着资源和市场在行业中的重新组合。它有助于房企挖掘规模经济效益，提高对市场的控制能力。而目标企业在市场、产品、管理等方面经验和特长的分享也将助力并购方企业的发展。

房企并购既是一种主动选择，也是一种战略放弃。对于大型房企而言，并购项目对调整业务结构、战略发展将是一个契机；而对中小房企来说，如若找不到有效途径解决现金流压力，将可能面临被吞并或退出行业的窘境。

同时，由于财务、政策、管理等方面的不确定性，并购方将面临财务风险、管理风险、项目风险、政策风险、法律风险等诸多风险。因此，房企在并购过程中一定要审慎而行，正确制定并购策略，慎重选择并购目标，合理采用估值出价方法与支付方式，并有效识别和管理并购风险，以确保企业在新一轮房地产行业洗牌中占据先机。

2010 年以来，中国房地产行业的并购案例持续增长。截至 2011 年一季度，房地产行业已占据并购市场中诸多行业之首。房地产行业或将迎来一轮并购整合的浪潮。从动因来看，宏观调控政策、市场竞争等外部推力，以及获取资源、企业发展战略调整等内部因素共同作用，推动了房地产行业的并购整合。

PART I 房企并购的现状

2010 年，我国房地产行业并购案例出现井喷式增长，呈现并购案例数和并购金额“双高”的特点。目前，房企并购数量仍在持续增加，大型房企不断吞并整合中小型房企，而非房地产主业企业纷纷退出房地产业也加速了房企并购整合潮的推进。我国房地产行业将进入重新洗牌阶段。

房企并购数量持续增加

2010 年以来，我国房企并购市场异常活跃。据清科研究中心数据显示，2010 年我国房地产行业共实现并购 84 起，占并购案例总数的 13.5%，为所有行业之首，涉及并购金额 25.8 亿美元。2011 年，房地产业并购案例持续增加，并购速度进一步加快。第一季度房地产业完成并购 32 起，同比增加 22 起，是 2009 年全年的 1.6 倍。

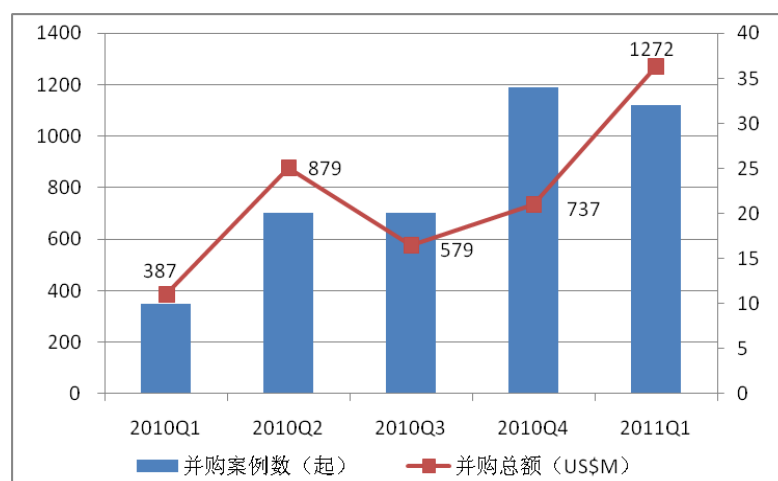


图 1 2010Q1 至 2011Q1 中国房地产业并购情况

大型房企并购中小房企，提速扩张步伐

当前，房企并购呈现出实力分化和整合提速的特点，即并购方多为在资本市场上摸爬滚打多年，或是由地方向全国辐射的大型房企；而被并购方则是有项目或土地但体量小、融资渠道少、背景小的中小房企。

表 1 2010~2011 年大型房企并购中小房企的典型案例分析

并购方	被并购方 (或项目)	并购日期	交易金额	备注
万科	昆明市新河民房地产北市区有限公司	2010-2-26	3.36 亿元	
	上海中房滨江房产有限公司	2010-3-26	1.52 亿元	收购 75%股权
	深圳市九州房地产开发有限公司	2010-4-20	9820 万元	
	——	2010 年上半年	2.37 亿元	收购其他 14 家公司
	北京 CBD 赢嘉中心	2010-10-20	11.5 亿元	原属中信地产
	深圳海轩广场	2010 年 11 月	——	原属深圳海轩投资发展有限公司
SOHO 中国	国鼎公司	2010-6-11	22.5 亿元	收购 90%股权
富力地产、合景泰富	上海城投悦城置业有限公司	2010-11-8	3.535 亿美元	收购 70%股权
恒大地产	深圳建设	2011-1-15	16.6 亿元	收购 71%股权
佳兆业	浙江伍丰置业有限公司	2011-1-18	6.72 亿元	收购 100%股权
恒盛地产	中城建(大连)房地产开发有限公司	2011-4-14	5.147 亿元	收购 70%股权及股东贷款

2010 年，万科出手频繁，并购了北京 CBD 赢嘉中心、深圳海轩广场、昆明新河民房地产北市区公司、上海中房滨江房产、深圳九州房地产以及其他 14 家公司。这一系列并购为万科的全国化布局和多业态拓展提供了良好的基础。2011 年 1 月，恒大地产斥资 16.6 亿元收购深圳建设 71%的股权，此举将助力恒大完善产业链、加强持有型商业物业运营能力和旧城改造能力。2011 年 4 月，恒盛地产以 5.147 亿元收购中城建（大连）房地产开发的 70%股权及股东贷款，以此进一步开拓大连市场。

非房地产主业企业退出房地产业，加速房企并购浪潮推进

与此同时，非房地产主业企业退出房地产业加速了房企并购浪潮的推进。研究发现，非房地产主业企业退出房地产业主要有两种情况：

一是一些当初带着投机性目的进入房地产业的企业，因经验不足、规模小、

缺少专业人才等而选择退出房地产业，从而集中力量发展主业。

2010年5月，中国连锁商业巨头华联集团将北京万贸置业有限公司60%股权转让给华联商厦股份有限公司，以实现业务布局调整。6月，以生产稀土材料制品和设备为主业的太远双塔刚玉股份有限公司以2.25亿元价格，出让刚玉房地产公司全部股权给中正房地产公司和邢建民，从而退出房地产行业。为专注于有色金属冶炼和磷化工生产，四川宏达股份有限公司公告于2011年5月将旗下持有的成都宏达置成房地产开发有限公司93.1%股权转让给世纪有限公司，出让价11.3亿元。

表2 2010~2011年中小型非房地产主业企业退出房地产业典型案例

受让方	出让方	标的公司	交易日期	交易金额	备注
海印股份	广州海印实业集团有限公司	广州海印数码港置业有限公司、广东总统数码港商业有限公司	2010-1-9	2.4 亿元	受让方从出让方处获得总统数码港 100%股权、数码港置业 100%股权
四川蓉记鸿丰投资有限公司	上海交大昂立股份有限公司	成都融金房地产开发有限公司	2010-4-19	7520 万元	受让方从出让方处获取标的公司股权
北京华联商厦股份有限公司	华联集团	北京万贸置业有限公司	2010-5-31		受让方从出让方处获取标的公司的 60%股权
中正房地产、邢建民	太原双塔刚玉股份有限公司	刚玉房地产	2010-6-28	22500 万元	中正房地产、邢建民分别从出让方处获得 80%和 20%的股权
安徽金种子集团有限公司	安徽金种子酒业股份公司	安徽金种子集团阜阳房地产开发有限公司	2010-7-9	——	受让方从出让方获得标的公司的 98.16%股权
卧龙地产	北京奥图天元投资有限公司、冯冲	青岛嘉原盛置业有限责任公司	2010-7-16	——	受让方分别从出让方处获取标的公司的 74%股权和 1%的股权
世纪房产	四川宏达股份有限公司	成都宏达置成房地产开发有限公司	2011-5-13	11.3 亿元	受让方从出让方获取标的公司 93.1%股权

二是国务院要求 78 家非房地产主业的中央企业退出房地产市场。受这一政策影响，产权交易市场已成为央企“退房”的重要渠道。

2010年12月，中远集团挂牌出售其所持远洋集团全部16.85%股份，约9.5亿股，挂牌金额约53.2亿港元。中远地产成为首家完全退出房地产行业的中央企业。中信集团于2011年2月挂牌出让其所持有的珠海横琴城市之音房产开发有限公司3.33%的股权。2011年2月，中国航空工业集团旗下的西安飞机工业集团挂牌出让其子公司北海西飞房地产开发公司整体产权及6508.12万元的债权，挂牌金额为9323.85万元。

表3 2010~2011年非房地产主业中央企业退出房地产业典型案例

出让方	标的公司	挂牌日期	挂牌金额	备注
-----	------	------	------	----

南光(上海)投资有限公司	上海中国石化大厦置业发展有限公司	2010-12-13	2.36 亿元	南光(上海)投资有限公司是中国石油旗下子公司中国石化宁夏化工厂和南光(集团)有限公司的旗下的子公司。出让方转让标的公司 100%的股权
中石化集团旗下资产经营管理有限公司	河南华诚房地产开发有限公司	2010-12-22	16168.93 万元	出让方转让标的公司的股权和债权。其中,出让方持有的 25.17%股权转让底价仅为人民币 1 元,但受让方需一次性支付转让的债券 16168.93 亿股
中远集团	远洋地产	2010-12-16	约 53.2 亿港元	出让方出售所持远洋地产全部的 16.85%股份,约 9.5 亿股。其中南丰集团受让 6.597 亿股
中石化	珠海华瑞物业建设有限公司	2010-02-05	1460 万元	出让方转让标的公司 50%股权及 1460 万元债权,其中股权挂牌价为人民币 1 元
中信集团	珠海横琴城市之音房产开发有限公司	2011-02-18	1000 万元	出让方转让标的公司 3.33%的股权
西安飞机工业(集团)有限责任公司	北海西飞房地产开发公司	2011-02-23	9323.85 万元	西安飞机工业(集团)有限责任公司是中国航空工业集团公司的旗下公司。出让方转让标的公司整体产权及 6508.12 万元的债权

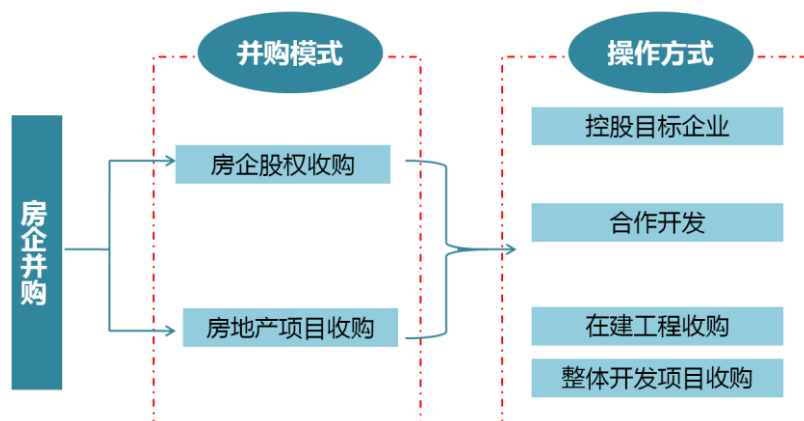
PART 2 房企并购的模式和特点

房企并购的本质是对目标企业所拥有的土地或房地产项目的吸收。对房地产企业来说,通过并购重组,可在较短的时间内形成自己的品牌优势,增强抵抗风险的能力。分析研究 2010-2011 年房企典型并购案例,可以一窥当前房企并购的模式与特点。

股权收购和项目收购是房企并购的两种基本模式

从房企并购的现状来看,房企并购最常运用的是房企股权收购和房地产项目收购两种模式。具体来看,房企并购又有多种具体的操作方式,包括控股目标企业,参股目标企业,合作开发,土地使用权收购,在建工程收购,整体开发项目收购等。

在具体并购形式上,由于企业间的差异性,往往会采取不同的并购活动,例如金融街、陆家嘴等房地产企业在商业地产领域展开广泛的收购活动;方兴地产、上实发展等企业适时收购了母公司大量优质资产,并积极通过内部资源整合推动自身的发展来实现综合实力跨越式增长。万科、保利、合生创展、SOHO 中国等企业也凭借其自身优势纷纷通过股权收购获取项目开发资源。绿城中国、中国奥



园等企业也是为了全国性布局进行了大量并购活动。

图2 房企并购的模式与操作方式

从资金来源和投向看，大型和中小型房企并购特点迥异

从资金来源及投向情况看，大型和中小型房企在并购过程中体现出不同的特点：

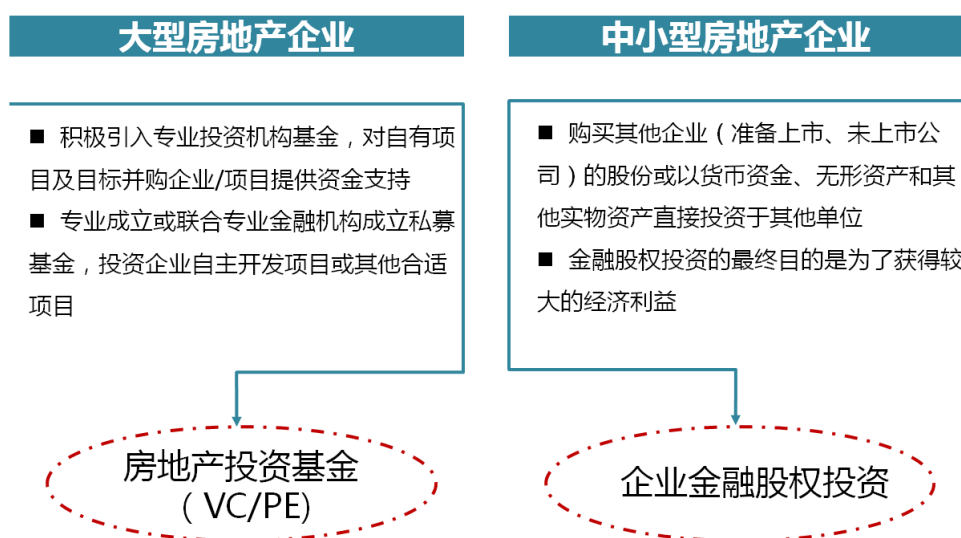


图3 房企并购的资金来源及投向特点

房地产投资基金——在并购活动中，大型房地产企业除运用传统融资渠道之外，还通过**房地产投资基金（VC/PE）**进行具体项目/企业的投资并购。在2010-2011 期间房地产行业并购的案例中，由房地产投资基金支持的企业并购日渐活跃，大多是 VC/PE 支持的房地产行业巨头对小型房地产开发公司、在建项目或物业管理公司的收购。

随着 2010 年国家对于房地产行业资本市场直接融资和银行信贷，特别是银监会对信托公司房地产业务进行严格审查后，国内出现了将近 30 只大大小小的地产投资基金，基金的总规模达到了 500 多亿元，主要以私募股权投资基金（PE）的方式出现。根据麦肯锡的研究，预计到 2015 年，中国房地产金融市场管理的总资产将在 9100 亿元左右。

表 4 通过房地产投资基金并购案例

房企名称	基金类型	备注
中国海外发展	房地产基金	2010 年 3 月，中海与工银国际投资管理公司成立规模约为 2.5 亿美元至 5 亿美元的房地产基金，主要用于投资中海地产集团的住宅物业和其它中国房地产市场及项目
金地	房地产基金	2010 年 12 月，金地集团与瑞银环球资产管理公司合作发起房地产基金，规模近两亿美元。该房地产基金投资方向为中国一线及部分二线城市的住宅开发项目，重点放在中国本土的地区分散投资
华润集团	私募股权投资基金汉威资本	华润集团主导的私募股权投资基金汉威资本已经相继推出两只房地产私募基金，总募资额达到 9 亿美元
绿城集团	中海绿城 1 号信托房地产投资基金信托计划	中海绿城 1 号信托房地产投资基金信托计划，为期三年，募资 20 亿。在存续期间，信托计划主要投资于绿城房地产集团入股且控股的、潜在收益率较高的房地产项目

企业金融股权投资——由于资金实力有限，中小型房企则通过企业金融股权投资实现并购。在宏观调控情况下，部分中小型房企寻求新的发展路径，通过企业金融股权投资来平衡只进行房地产开发带来的风险。

表 5 通过企业金融股权投资并购案例

房企名称	标的公司	备注
南京高科	栖霞建设	• 南京高科在栖霞建设设立时持有其股份 2924 万股，占其总股本的 29.24%，成为栖霞建设的第二大股东
	南京银行	• 持有南京银行股份 20520 万股，成为南京银行的第三大股东
	中信证券	• 持有中信证券 2754.98 万股，占其总股本的 0.924%
新湖中宝	浙江新兰得置业有限公司	• 以 1.35 亿元的价格获得浙江新兰得置业有限公司 49% 的股权
	成都农商行	• 出资 6.525 亿元认购成都农商行股份 4.875 亿股，占其总股本的 9.75%
	大智慧	• 以现金 3.52 亿元认购大智慧新增股权，增资后新湖中宝占大智慧总股本的 11%，成为大智慧的第二大股东
	盛京银行	• 以 4.5 亿元人民币的对价，以增资方式认购盛京银行股份 3 亿股
北京城建	国信证券	• 直接投资国信证券
	中科招商公司	• 控股中科招商公司参与包括广州捷赛、先锋软件等

	北京国奥投资公司	创投项目 • 参股 20%北京国奥投资公司 • 参股 25%北京五棵松文化体育中心公司
	北京五棵松文化体育中心公司	

房企并购的策略

PART 3

房企并购具有其产业固有特点，包括高交易数额、并购扩张频繁、强风险性、注重资源获取能力、政策影响性大等。因此房企在开展并购前，需要确定并购目标，明确并购出价方法与支付方式，有效识别和管理可能发生的风险等。

根据并购目的，综合考虑多种因素，进行并购目标选择

在选择并购目标时，企业必须充分考虑到多种影响因素，根据不同的并购意图来选择不同的并购目标，以确保并购后业务的顺利进展，最终实现并购目的。影响目标选择的因素主要包括：行业或经营活动的类型、目标公司管理层与职工的反应、财务因素、目标公司的规模、并购意图、其他因素等。

并购的备选目标主要包括营业亏损公司、市盈率较低的公司、可以“以其之长补己之短”的公司、有盈利潜力的公司等。

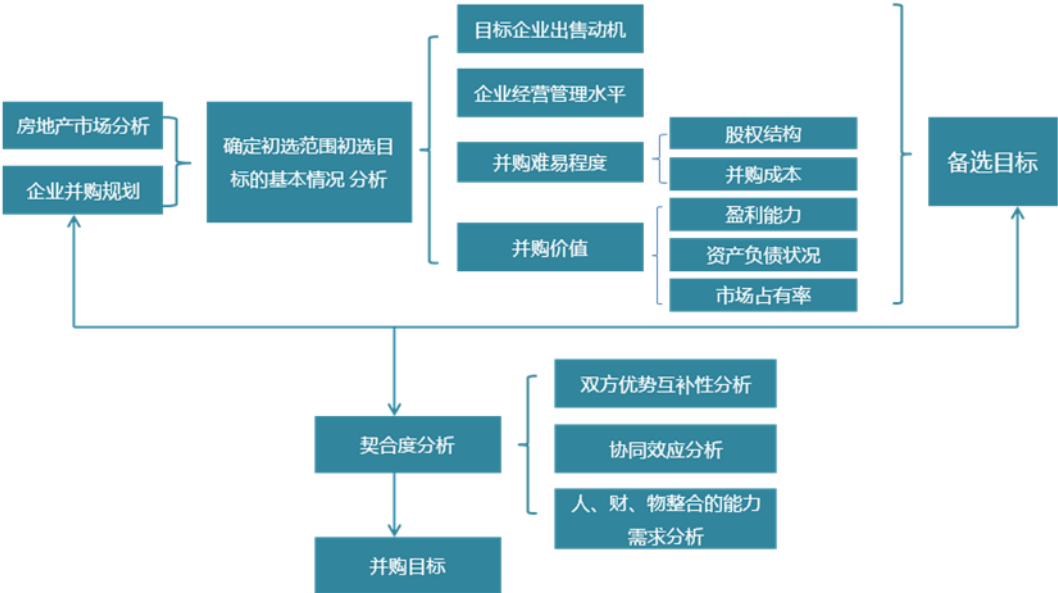


图 4 房企并购目标选择方法

合理选择现金流贴现法、市场比较法、资产基准法三种不同并购估值与出价方法

房企并购中的估值与出价方法，以及并购出价过程中具体的操作方法对并购的成本有着重要影响。估值与出价方法主要包括现金流贴现法、市场比较法、资产基准法三种。

现金流贴现法	市场比较法	资产基准法
• 从现金和风险角度考察公司价值 • 难点在于目标公司未来现金流的预计及资本成本的估算	• 以二级市场上交易的同类股票作参照物，评估公司价值 • 包括可比公司法、可比收购法、可比首次公开招股法等	• 通过对公司所有的资产进行估价来评估公司价值 • 包括账面价、市场价、清算价、经营价、公平价等

图 5 房企并购估值与出价方法

在并购出价时还需注意价格上下限、首次要约价格及协商修正等问题：

- ✓ **价格上下限的确定：**出价下限为目标公司的现行股价，出价上限为目标公司预计的内在价值，出价上下限落差大小由并购协同效应强弱决定。
- ✓ **首次要约价格的确定：**并购公司合理的要约价格应介于上下限之间，具体价格还应视上下限的落差大小而定，落差越大，出价的余地越大，并购成交的可能性越高。
- ✓ **协商与价格修正：**收购交易价格的形成和确立是双方不断磋商的结果，确定的收购交易价格应是对双方而言都公平合理的价格。

综合考虑现金支付、股权支付、资产置换支付、综合证券支付等不同并购支付方式

房企并购的支付方式包括现金支付、股权支付、资产置换支付、综合证券支付等。并购方在选择支付方式时，应当以考虑并购目的为主、综合考虑其他因素为辅。

- ◆ **现金支付：**只涉及目标企业估价，对并购双方都给予明确的现金流；支付金额明确界定，不会发生变化。适合于以**财务性重组**为目的的并购方。

- ◆ **股权支付**：不需支付大量的现金；并购完成后目标企业股东的所有权没有丧失，只是发生转移。适合于以**战略性重组**为目的的并购方。
- ◆ **资产置换支付**：可获得优质资产；可将企业原有的不良资产和盈利水平低的资产置换出去，实现企业资产的双向优化。适合于以**买壳上市**为目的的并购方。
- ◆ **综合证券支付**：多种支付工具组合在一起可取长补短；既可以少付现金，避免公司的财务状况恶化，又可防止控股权的转移。

充分识别并购过程中的不同风险类别，选择针对性的应对措施

风险性强是房企并购的一个重要特点。由于财务、政策、管理等方面的不确定性，并购方将面临诸多风险。为了规避和有效管理风险，并购方需在并购前做好充足的准备。主要的并购风险和应对措施如下：

◆ **财务风险——定价风险、融资风险、付款风险**

定价前，聘请专业人员审慎评估目标企业价值。同时也要合理安排融资渠道、资金支付方式、时间和数量，以及加强营运资金管理，聘请专业人员设计合理的交易方案等。

◆ **管理风险——管理和整合风险**

并购前，充分调研，弄清楚目标公司的历史、现状、未来，以及并购后是否能达到企业自身的并购目的。

◆ **项目风险——收购项目与公司战略是否吻合**

并购前，考虑收购的物业类型公司是否擅长开发，并考虑进入区域是否是公司的目标市场。

◆ **政策风险——国家信贷政策、土地政策等**

并购前，充分了解市场形态和国家政策，对可能施行的新政策进行预测。

◆ **法律风险——隐性债务**

签订合同前，委托专业会计师事务所对目标企业进行财务审计，以及委托专业律师事务所进行详细的审慎调查。



中国房地产前沿研究系列

房地产并购研究



上海易居房地产研究院

地址：中国·上海广延路383号文武大楼五楼

邮编：200072

电话：021-60868820

传真：021-60868811

网址：www.yiju.org