

报告编号: TX2005-10640701004

分析师—段海瑞  
010-84533151 转 872  
duanhr@txsec.com  
联系人—郭静  
010-84533151 转 883  
guoj@txsec.com

## 房地产行业并购研究

2005-12-23	收盘
天相行业指数	778
月涨幅 (%)	2.4%
天相流通指数	907
月涨幅 (%)	1.1%
上证指数	1138
月涨幅 (%)	1.1%
深证综指	274
月涨幅 (%)	1.1%

资料来源: 天相证券投资分析系统

### 行业指数近一年走势



- 2005 年年初, 万科收购南都创下了国内房地产并购的一个纪录。2005 年岁末, 两大国资房企北京天鸿集团与北京城市开发集团的重组终于完成。2005, 除了政策年的感叹之外, 我们切实地看到它也是一个并购年, 行业整合时代已经来临。

- 从 98 年取消福利分房, 房地产企业开始走向市场化运作以来, 围绕着股权、土地、项目的收购案例层出不穷。2004 年以来, 房地产业内并购明显增多, 根据其目的和效果不同, 可以分为四种: 战略合作型、资源重组型、业务扩张型、借机触地型。

- 地产行业购并风起潮涌, 它有着深刻的背景: 行业的零散与支柱产业的地位极不相称, 需要适度集中; 地产行业由零散向大规模竞争过渡, 强者需要购并来扩展和巩固优势; 2004 年的宏观政策调控; 新资金涌入衍生出购并的需求。

- 地产行业并购无疑是未来发展的趋势, 摆在企业面前的问题是如何回避并购可能带来的风险。在目前条件下, 不仅选择并购目标和对象比较复杂, 同时需要考虑三方面的风险: 项目风险、行业风险、管理风险。面对并购潮流, 地产公司中或多或少也存在一些投资的机会, 在看到这些机会的同时我们需要仔细分析其中存在的风险, 理性分析, 不能盲目跟风。

公司名称	股票代码	EPS (2004) 元	并购重组可能性
000002	G 万科 A	0.39	可能收购实现扩张
000029	深深房 A	-0.14	一直以来都希望重组
000031	深宝恒 A	0.22	中粮集团入主以后可能会有业务重组
000546	ST 吉光华	0.01	新股东进入以后重组
600240	华业地产	0.07	新股东进入以后可能有新的收购
600376	天鸿宝业	0.27	大股东是重组而来的首开集团, 可能会有重组
600638	新 黄 浦	0.14	华闻集团入主后可能会有业务重组
600641	中远发展	0.09	新股东进入后可能会有业务重组
600791	天创置业	0.22	新股东进入后可能会有业务重组

分析师力求报告内容及引用资料客观与公正。文中任何观点与建议仅供参考, 据此投资引致的任何后果, 概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。本报告为非公开资料。供天相投资顾问有限公司客户使用。

2005 年年初，万科通过旗下公司斥资 18.57 亿元，购入了上海南都置地 70% 的股权、苏州南都 49% 的股权、浙江南都房产集团 20% 的股权，创下了国内房地产并购的一个纪录。2005 年岁末，在业界传言之很久北京两大国资房企——北京天鸿集团与北京城市开发集团的重组终于完成。二者重组而来首开集团注册资本金 10 亿元，总资产 500 亿元，年经营收入近 100 亿元。这一事件再次引发了对地产行业购并整合的讨论。2005，除了政策年的感叹之外，我们切实地看到它也是一个并购年，行业整合时代已经来临。

万科收购情况表（未加标注金额为万元）

收购公司	股权份额 (%)	收购价格	资产总额	负债总额	主营业务收入	净利润
上海南都	70	79,658	135,646	110,184	38,695	3,939
苏州南都	49	50,408	172,270	144,449	-	-1,721
浙江南都	20	55,719	302,525	259,984	27,900	8,016

资料来源：万科公告

## 地产并购四大类型

从 98 年取消福利分房，房地产企业开始走向市场化运作以来，围绕着股权、土地、项目的收购案例层出不穷。2000 年华润集团收购万科，试图通过控股的华远地产与万科地产组合，打造国内房地产开发的“航母”，是典型的并购案例。2004 年以来，房地产业内并购明显增多，根据其目的和效果不同，可以分为以下几种：

### 一、战略合作型

这类并购典型的特点是公司规模都比较大，各自拥有一定的优势，从战略的高度考虑企业的合作，并购后有助于实现优势互补。典型的案例是：2004 年 4 月泰达集团正式入主万通地产，全额收购万通地产增发的 3.08 亿股，从而拥有万通地产增资扩股后 27.8% 的股权，成了万通地产的第一大股东，万通集团有 26% 股权，降为第二股东。

### 二、资源重组型

这类并购典型的特点是企业都掌握一定的资源，但是一方具备明显的优势，为了发挥资源的最大效用，由共同的关联方进行资源控制权的调配。典型的案例是：2004 年年 6 月，国资委发出了《关于中央企业房地产业重组有关事项的通报》，并决定由中国建筑工程总公司（旗下有中海地产）、招商局集团有限公司（旗下有招商地产）、中房集团、中国保利（集团）公司、华侨城集团公司等 5 家企业整合中央企业的房地产资源。这意味着，在国资委央企名下的共有达 1800 亿元房地产公司的资金，将被这 5 家中央企业整合。之后，华能将房地产业务完全无偿的划拨给了国资委指定的五家企业之一的中房集团，完全执行了国资委通知。

### 三、业务扩张型

这类并购典型的特点是处于高速成长期，有内在扩张的需求，通过收购兼并的方式企业可以迅速做大做强或实现在某个区域市场的立足。典型的案例是：2004年成功在香港上市的复地集团以约1.13亿元的价格收购了北京康堡房地产开发公司69%的股权；同时被复地收购的还有北京西单佳慧房地产开发公司的全部股权。2005年上交所上市公司天地源（600665）收购扬州西安民生曲江房地产开发公司90%股权，由此获得了一幅位于西安市曲江新区、面积为206.742亩住宅用地开发权。

### 四、借机触地型

这类并购典型的特点是原先并不从事房地产业务，通过收购兼并“触地”寻求新的业务增长点或实现多元化的经营。典型的案例是：2005年3月10日，标准股份与控股股东签署协议，拟以8999.55万元收购西安莲湖区红光路22号土地及相应经营性资产和上海市四川中路185号办公房产。

地产并购分类表

序号	购并类型	特点	案例
1	战略合作型	企业规模都比较大 各自拥有一定的优势 实现优势互补	泰达集团正式入主万通地产
2	资源重组型	都掌握一定的资源 一方具备明显的优势 发挥资源的最大效用	央企地产重组
3	业务扩张型	企业处于成长期 做大做强 在某个区域市场的立足	复地收购
4	借机触地型	企业原先不从事房地产 寻求新的业务增长点 实现多元化的经营	标准股份收购

### 大背景下看并购

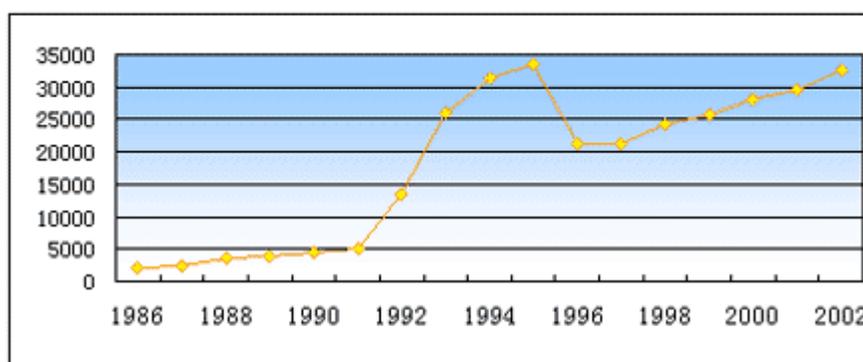
地产行业购并风起潮涌，决不是因为一时的冲动，相反，它有着深刻的背景，概括起来，主要有以下几点：

#### 一、行业的零散与支柱产业的地位极不相称，需要适度集中

谈到房地产行业，经典教科书中开篇便会讲到：它是一个资金密集型的行业；在普通人眼中，房地产是“造富机器”，是钱的堆砌，是“有钱人”玩的游戏。

但是，相当长的一段时间，房地产行业资金密集的特性仅仅体现在它的总体投资规模上，制度的不健全，行业的不规范使它并没有体现出其准入门槛高的特点。于是有了90年代初千军万马下海南，地产商“空手套白狼”的历史。也正是基于这个原因，地产行情火爆时，雨后春笋般全国涌现出32000家地产公司，年均开发面积不足2万平方米、平均资产仅5000万元，尚不足在北京建造一栋中型住宅楼，这既体现不出“资金密集”的特性，也与房地产行业支柱产业的地位极不相称。房地产行业的零散带来了一些列问题，实力不强，开发缓慢，资源浪费、纠纷不断……行业需要适度集中来实现资源的合理配置，购并是一种有效的途径。

1986—2002年房地产业企业个数



资料来源：国家信息中心中经网

## 二、地产行业由零散向大规模竞争过渡，强者需要购并来扩展和巩固优势

随着房地产行业的发展，地产企业逐渐做大做强，为了应对竞争时代的来临，一些公司需要不断巩固自己的优势，一些公司需要由项目型公司向公司型企业转化。通过强强合作式的购并和收购式的扩张是一条捷径。同时，这些公司已经积累了一定的资源，具备了相当的资金实力，有能力通过购并来实现其经营战略和策略。

## 三、2004年的宏观政策调控，大大加快了并购的速度

2004年，国家对地产业的宏观调控政策主要是两项，一是控制银行信贷，二是出台新的土地政策。前者虽然是为了控制金融风险，后者也不能排除“国家利益最大化”的动机，但是正是这种结构性的机缘性巧合，恰恰成就了地产业属于资本的商业规则。“土地新政策和控制银行信贷两手抓”，从两个关键的环节（但实质是资金）抬高了房地产行业的准入门槛。于是，迈不过门槛者有了出局的意愿，成了被购并的对象，地产整合的速度因而大大加快。

#### 四、新资金涌入衍生出购并的需求

我们想明确指出的是：“千万不能以旧有的观念看待 2004 年的宏观调控对房地产行业的影响。一个行业的准入门槛就是一个行业的商业游戏规则，当真正商业化的地产业有了属于资本的商业规则时，投资地产才恰逢其时。”在这个规则下，逐利的资本如外资、外行业资本大批进入地产行业，为地产购并推波助澜。

#### 地产并购存在三类风险

地产行业并购无疑是未来发展的趋势，摆在企业面前的问题是如何回避并购可能带来的风险。在目前条件下，不仅选择并购目标和对象比较复杂，同时需要考虑三方面的风险。

##### 一、项目风险

项目风险应该包括三个方面的因素：首先是收购的企业或项目存在不存在隐患。这点在奥园发展借壳诚成文化事件上教训颇深。2003 年初，广东奥园置业集团公司接手湖南出版集团及海南诚成集团持有的诚成文化部分股权，成为其第一大股东，然而，随着清产核资工作的推进，诚成集团在控制上市公司四年期间布下的担保、还款地雷相继引爆，一番焦头烂额奔波之后，奥园发展惨淡退出。其次是收购的项目是否与公司的战略吻合。不仅要考虑收购的物业类型公司是否擅长开发，而且要考虑进入的区域是否是公司的目标市场。万科收购南都就比较充分地考虑了该项因素。再次，还要考虑公司有没有能力收购标的物，不能盲目求快，以免造成资金紧张，难以为继，在收购别人的同时很快就成为被收购的对象。

##### 二、行业风险

就万科收购南都这一事件来说，我们并不认为对万科完全是个利好，主要就是考虑收购项目面临很大的行业风险。这一方面包括整个房地产行业风险，另外也包括区域市场风险。首先是房地产行业继续面临宏观政策调控的风险，未来的走势具有一定的不确定性。其次是万科收购的公司项目都在投资明显过热的地区，风险相对较大。

##### 三、管理风险

完成了收购，能否实现  $1+1>2$  的效果，还要考虑公司的管理能力。新收购一家公司，面临很大的管理和融合的风险。

华远董事长任志强在评价华远和万科整合分手时曾经说过：“华远与万科有着完全

不同的企业文化与风格，使双方在建筑产品、经营模式、项目定位和管理理念等方面都存在着重大差别。万科更侧重于职业经理人的观念灌输，更侧重于发展城乡结合部的低密度建筑产品，更侧重于关注普通人的项目定位，注重于多城市、分散规模、独立操作的非主流市场的经营模式。而华远集团更侧重于以人为中心的富于家庭式亲和力的管理，更侧重于发展旧城改造和与城市面貌、城市轮廓线相关的多类建筑产品，更侧重于从面向团体消费向面对不同收入水平、收入区位的项目定位，注重于单一城市、集中规模、团队合力操作、扩大主流市场份额的经营模式，发挥品牌效应的最大规模和区域优势。”并把此归结为二者合作失败的重要原因。

同样在收购南都后，万科总经理郁亮反复强调还会保持上海南都、苏州南都团队、业务、管理的连续性。对于这两个地方约有 140 个员工，有一个非常详细的融合计划。比如，一个员工他几时加入南都，就相当于几时加入万科。同时也不准备派新老总，上海南都原来的老总会成为万科上海公司的副总。凡此种种都是为了规避管理的风险，加快融合。

未来的地产行业，并购整合是不可逆转的趋势，面对这样的潮流，地产公司中或多或少也存在一些投资的机会，在看到这些机会的同时我们需要仔细分析其中存在的风险，理性分析，不能盲目跟风。

附表：未来房地产板块可能会发生的重组

公司名称	股票代码	EPS (2004) 元	并购重组可能性
000002	G 万科 A	0.39	可能收购实现扩张
000029	深深房 A	-0.14	一直以来都希望重组
000031	深宝恒 A	0.22	中粮集团入主以后可能会有业务重组
000546	ST 吉光华	0.01	新股东进入以后重组
600240	华业地产	0.07	新股东进入以后可能有新的收购
600376	天鸿宝业	0.27	大股东是重组而来的首开集团，可能会有重组
600638	新 黄 浦	0.14	华闻集团入主后可能会有业务重组
600641	中远发展	0.09	新股东进入后可能会有业务重组
600791	天创置业	0.22	新股东进入后可能会有业务重组

资料来源：天相投顾