

楼市过剩时代的野蛮游戏

绿城三分 演义新三国

□本报记者 张敏



CFP图片

进入6月,杭州逐渐热了起来。身在杭州的绿城员工小李在琢磨一个问题:宋老板(绿城中国董事长宋卫平)如果不当老板了,绿城将会发生什么变化?自己是继续坚守,还是追随宋老板开始新的事业?

两周前的5月22日,融创中国公告称,融创中国以62.98亿港元的代价,收购绿城中国24.313%股份。收购完成后,融创与九龙仓成为绿城中国的并列大股东,而原绿城中国高管宋卫平、寿柏年,作为一致行动人,则将股份减持至18.559%。这是中国房地产史上最大规模的并购案。

至此,房地产大鳄绿城中国已被“三分天下”。有观察者称,孙宏斌旗下的融创兵强马壮,欲把持话语权,气势堪比曹魏;香港资本九龙仓固守一隅,稳中图进,恰似孙吴;宋卫平虽是绿城创始人,却未能守好自家江山,只得退居蜀地。此番评论虽属戏言,却不难表达出如今的博弈态势。

在房地产市场持续承受政策高压并将进入过剩时代的背景下,房地产行业的并购故事会越来越精彩。近期,绿城的人事调整大幕已经拉开。在绿城内部,类似小李的顾虑越来越多。并购后的新绿城,必然与此前有着截然不同的治理模式和发展路径。但真正值得关注的,是新公司的整合过程。从某种意义上说,这个过程代表着中国房地产企业对待市场、政策和资本的新态度。

蜀汉:大佬的退却

在中国房地产界,专注高端项目的绿城素以产品品质佳而著称。这一方面源自其作为南方开发商,对产品品质和细节有着天然的敏感;另一方面,这也与绿城董事长宋卫平对完美主义的极致追求有关。而后者作为一项极佳的个人品质,却被认为是导致绿城中国最终转手他人的重要症结。

宋卫平对产品追求到何种程度?绿城内部员工向中国证券报记者叙说了一件往事:在视察一个在建项目时,宋卫平认为某些细节做得不够好,于是质问负责人。在未能得到满意的回答后,他怒不可遏地抡起锤子砸向墙壁,并要求重做。

这则故事曾在房地产界广为流传,并为宋卫平和绿城赢得极佳的口碑。多年来,绿城的项目一再被模仿,但无一能够超越。由绿城和融创共同打造的苏州桃花源项目,因其用料、美工、景观设计的考究,更被誉为是中国建筑的巅峰之作。

然而,相比这些赞誉,宋卫平给绿城带来的教训更为惨痛。

因宋卫平对产品品质要求甚高,绿城项目的开发周期相对更长,成本相对更高,进而造成企业资金回笼慢、利润率低、资产负债率高。这点让资本市场颇为不满。2010年和2011年绿城的净资产负债率连续两年超过100%,2012年年中甚至一度达到160%的高位。与此同时,绿城的净资产收益率也一度跌至15%以下的水平,为在港上市内资房地产股中的低位,直到启动与融创和九龙仓的合作,其盈利能力才逐渐恢复。

绿城内部员工向中国证券报记者表示,绿城上市8年来,宋卫平曾多次因产品理念与投资者发生争吵。有一段时间,几乎“见一次吵一次”。但争吵之后,双方也很难达成一致。宋卫平直言,这也是自己萌生退意的一个重要原因。有分析认为,按照宋卫平的行事风格,绿城如果实现私有化,应该能得到更好的发展。这一路径与同样做高端精品星河湾类似。但宋卫平不仅从未表现出对上市的后悔,反而还试图将绿城的物业、养老、教育、商业配套部分整合到上市资产中。分析认为,仅此一项,便注定了宋与投资者最终分道扬镳的结局。

由于对产品十分自信,宋卫平多次声称绿城的房子不会降价。2012年,楼市调控政策效果凸显,民间资本活跃的江浙一带成为“重灾区”,多地房屋陷入滞销状态,高端项目更是无人接手。由于坚持不降价,绿城的房屋销售情况极为惨淡。

当时,绿城购买的几款信托产品即将到期,销售资金又无法回笼,于是不得不“借新还旧”。最紧迫的时候,甚至达到“资金迟一天到账,公司就要破产”的状态。若不是融创和九龙仓出手相救,绿城就将“败走麦城”。

在当时的合作中,融创以33.7亿人民币的代价,接手了绿城位于长三角地区的9个房地产项目,双方成立合作公司融绿(上海融创绿城)共同开发。九龙仓则以51亿港元入股绿城,将股份增持至24.6%,成为继宋卫平之后的第二大股东。

度过这一浩劫,宋卫平对市场环境却愈加悲观。2014年5月23日,宋卫平在股权收购的发布会上无比愤怒。他认为,经过多年的调控,房地产行业已经变得“市场不像市场,企业不像企业,行业不像行业”,不适合一般生存能力的公司生存和发展。

宋卫平矛头所指,是当前不甚合理的房地产政策。一方面,限价、限购甚至限贷等行政手段大行其道,扰乱市场信号;另一方面,信贷政策紧缩、拿地条件苛刻,极大地压缩房地产企业的利润率。

在这种情况下,“客源小众、对市场环境要求高”的绿城,已无法适应当前的市场环境。宋卫平再有济世之志,也难免英雄气短。

另有熟悉内情的人士向中国证券报记者介绍,宋卫平膝下无子,与其一同创业的绿城中国行政总裁寿柏年也已过花甲。整个绿城内部,甚难选择一个合适的接班人。权衡之下,干脆将股权拱手让出。此时距离绿城创立才刚刚19年。

2013年,绿城销售金额为553.8亿元人民币,跻身国内房企前十。

曹魏:进取的英雄梦

在此次收购案中,融创中国董事长孙宏斌被认为是大赢家。收购完成后,融创中国虽与九龙仓并列为第一大股东,但两者相比,孙宏斌的权益显然还要更大。

按照公告显示,收购完成后,孙宏斌被委任为绿城的非执行董事、董事会联席主席和提名委员会主席。而从2015年3月1日起,宋卫平将由绿城的董事会联席主席改任为董事会名誉主席,孙宏斌则担任董事会主席。这一人事安排也意味着,孙宏斌将拥有更大的决策权,也是绿城实际上的“接班人”。

为什么要选择孙宏斌?宋卫平说,“老孙对房地产业,越艰难越有斗志和办法,所以能接绿城。”这句话被认为是孙宏斌极为简练和准确的评价。

在孙宏斌率领融创崛起之前,他曾经历过两次人生低谷。1990年,联想集团新锐孙宏斌因“挪用公款”之名入狱,4年后出狱并创建顺驰,进入房地产界。2007年,受制于市场大环境,顺驰资金链断裂,孙宏斌将顺驰集团出售。

不过,在2007年至今的7年时间里,孙宏斌不仅成功将融创运作上市,而且在2013年还以547.3亿的销售额将融创提升至国内房企第11的位置。这种速度让业界咋舌。

孙宏斌几乎是中国房地产界唯一一个跌倒后又自己爬起来的人。其掌控下的融创中国,各项指标良好,且在企业运作上极少犯错误。在区域布局上,融创聚焦京津沪渝杭五大核心区域,单个城市产能较高,且有效规避了市场风险;截至2013年末,融创的权益

孙吴:坚守与图谋

土地储备面积1292万平米,权益土地存续比为20.6个月,比较合理;受融绿公司平台项目拖累,去年末融创的资产负债率为81.29%,虽然偏高,但有息负债的平均利率为8.92%,低于行业均值。在“瓜分”绿城的三个大股东中,融创最为兵强马壮、来势汹汹,恰似三国之曹魏。

尽管融创的销售排名位居绿城之后,但良好的资金状况,加之杠杆工具的运用,使得融创能够轻易完成这笔收购。融创执行董事汪孟德表示,截至2013年底,融创有160亿的现金。这笔支出不会影响融创现金流的管理和负债率控制,一切都在计划范围内。

除此之外,融创的营销能力堪称业界翘楚,这一点在当前的市场环境显得尤其重要。2013年8月,在融绿公司无锡“地王”项目香樟园销售良好的情况下,孙宏斌突然宣布封盘,理由是“宁愿不卖,也不能亏”。8个月后,2014年3月项目加价1万元重新推出,尽管市场大环境不佳,但该楼盘仍然取得良好的销售业绩。

这一案例颇能反映融创的特点,即谨慎、坚定、执行力强。这种特点与孙宏斌两度起伏的经历密切相关。正因如此,在收购公告发布之后,融创股价连日下跌,但不少投行仍然看好融创前景。花旗就表示,随着收购的细节公开,对有关收购预期正面,维持融创“买入”评级,目标价8.28港元。

从2012年开始,融创和绿城曾有过两年的愉快合作,促成这笔交易的,看上去是孙宏斌与宋卫平的个人情谊。但绝

孙吴:坚守与图谋

操作者,但随着制度的不断完善,获利空间已经很小;二是投入商业地产开发。但由于商业地产渐趋饱和,其中的投资风险也逐渐浮出水面;三是转为战略投资者,仅掌控战略层面,不参与实际操作。这也是港资的主流投资方向。

尽管孙宏斌即将拥有新绿城更多的决策权,但九龙仓仍将以“并列大股东”的地位对其产生制约。在我国的房地产企业中,上述“并列大股东”的奇特结构可谓绝无仅有。尤其是24.313%的股权结构,在小数点之后都保持高度一致,显然是双方制衡与妥协的结果。

作为一家典型的港式家族企业,九龙仓从2010年开始加码对内地的投资。但在房地产开发领域,九龙仓很快表现出水土不服的一面。

九龙仓中国副主席周安桥曾表示,内地开发商的“5.9.12”开发节奏令他大为惊讶。所谓“5.9.12”,即拿到地5个月内开工,9个月卖楼,12个月实现楼盘现金流转正。但对于稳健的港企来说,根本无法实现这种节奏。

当前,港资企业在内地的投资模式主要有三:一是通过长期持有土地,获取土地增值受益。李嘉诚曾是这种方式的

不能忽略的是,孙宏斌的个人意愿在其中发挥了巨大作用。

2003年,孙宏斌旗下的顺驰正处于高速扩张的阶段,连续摘取“地王”的举动让业界视为异类。当年7月,孙宏斌在一个房地产论坛上说,“我们的中长期战略是要做全国第一。”全然不顾坐在他旁边的万科集团董事长王石。此言论引发轩然大波,不少大佬纷纷质疑孙宏斌,使之成为众矢之的。

次年,宏观调控到来,顺驰资金链紧绷致断裂,最终孙宏斌只得将顺驰低价出售给路劲基建。就此,孙宏斌很长时间淡出业界,直到率领融创东山再起,他才又一次回到人们的视野中。

近些年,孙宏斌几乎不参加任何论坛,也甚少谈及“争第一”的往事,但他的初心似乎并未改变。今年5月末,有人问孙宏斌是否会还以万科为超越目标,孙宏斌反问,“你觉得我们现在不如他们吗?”

事实上,如果孙宏斌真正获得绿城的掌控权,将势必震撼现有的地产江湖格局,超越万科也并非遥不可及。2013年末,融创总资产额为973.5亿元,绿城为1223.3亿元,合并后达2196.9亿元,位于行业第六名。同期,融创和绿城的现金流分别为106.9亿和134.1亿,占总资产的比例为10.97%,略高于万科的9.3%;可售存货分别为406.9亿和452.5亿元,占总资产的比例为39.12%,明显低于万科恒的平均值,财务状况可谓相当健康。

孙宏斌唯一要做的,就是完成好新绿城的整合与再造。

整合:前景与阵痛

“绿绒蒿,一种罂粟科高原草本植物,花妖艳,生命力顽强。”兰德咨询总裁宋延庆取谐音,将绿城与融创的结合体称为“绿绒蒿”。他表示,一旦融创入股绿城,孙宏斌左右手中的绿、融,类似李嘉诚的长实、和黄,相信会取得一加一大于二的效果,成为地产业独具特色的“绿绒蒿”。

宋延庆还说,“如果说任、潘(任志强、潘石屹)是一对基友,那么宋、孙(宋卫平、孙宏斌)就是西子湖畔的一对宿命情侣。”

上海易居地产研究院院长杨红旭也认为,融绿联合是强强联合,此前绿城不计成本把产品做成艺术品,融创并购之后会强化其市场适应能力——顺应市场而非孤芳自赏。过去两年,融绿在上海市场上一路高歌猛进,就是最好的证明。

房地产业内人士中,对于上述收购有着高度评价的人不在少数。事实上,从各方的比较优势来看,融创的营销能力,搭配绿城的产品品质,本就是一对优异的组合。再配以九龙仓在海外资本市场的影响力,可谓完美无缺。

不过,尽管过去两年来,融创和绿城、绿城和九龙仓的合作均取得较好的效果,但当三家企业真正整合时,究竟能否取得强强联合的结果,尚不得而知。尤其是对于真正的掌舵人孙宏斌来说,至少有三重关系需要处理。

一为与旧绿城的关系。据悉,随着旧绿城的近千名员工跟随宋卫平转战新公司,绿城的人事变动也将拉开。融创将派出两位高管来到绿城,一位是融创中国副总裁兼首席财务官黄书平,预计接管财务工作;另一位是融创集团副总裁陈恒六,预计接管人力资源工作。

在人员整合的背后,是不同企业文化的整合。分析人士指出,尽管强调高效、执行力的文化更适合当前的房企,但在维持人员基本稳定的前提下,融创如何将这种文化注入充满人文色彩的绿城,仍是巨大考验。

二是与资本市场的关系。追求产品品质所带来的高成本、低周转,与资本市场要求的现金流、利润率相冲突,这也是导致宋卫平始终难以与投资者保持良好沟通的主要原因。孙宏斌声称要保持绿城品质,但如何维持周转速度,并保持项目利润率,是需要交给资本市场的答案。

三是与九龙仓的关系。两个风格迥异的大股东,难免在战略层面存在分歧。过去几年,孙宏斌旗下的融创虽然扩张迅速,但资金流始终保持在稳健水平。在区域布局扩张、项目骤然增多的情况下,孙宏斌如何实施战略部署,必须与九龙仓的策略进行协调。

辩证地看,相较于融创的快速扩张,九龙仓的稳健策略的确是很好的平衡。如果孙宏斌“当老大”的雄心再起,并继续追求规模的话,这种平衡就显得尤其重要。有分析认为,九龙仓与融创并列大股东,其实是宋卫平的安排。如今来看,也不无道理。

但这一安排可能也是新绿城最大的隐患所在。5月末,有人问起宋卫平,如果两个大股东发生冲突了怎么办?宋卫平说,以股东们的年龄和资历,完全可以通过沟通化解当前的股权架构所带来的问题。

在“股份等于话语权”的资本市场,将“沟通”作为解决问题的方式,显然不能令人信服。

当然,宋卫平也做好了最坏的打算,“不行的话,我们再去买一些股份也可以。”即通过回购股份,再次取得绿城的掌控权。但这种方式的可操作性仍然备受质疑。更多的人相信,宋卫平不会在绿城上再“做加法”。

随着前几年房地产投资持续保持高速增长,我国房地产市场正由短缺时代进入均衡乃至过剩时代。在这一阶段,相较于“一招鲜吃遍天”的开发模式,房地产企业的产品研发能力、营销能力和融资能力均被摆上了重要位置。绿城的案例说明,房地产业兼并整合的时代已经到来,内部变革的阵痛期也已到来。

就上述优势而言,新绿城无疑拥有成为一个伟大公司的基因。但与以往的收购相比,绿城的整合,将是难度最大的一次。而绿城再造的方式,则决定着中国房企对待政策、市场、资本的态度,意义非凡。

收购已经结束,再造才刚开始。

绿城中国大事记

- ◇1995年1月,浙江绿城房地产有限责任公司注册成立。并于当年开发杭州丹桂花园、杭州丹桂公寓项目。
- ◇1997年,绿城建筑设计有限公司成立。
- ◇1998年,浙江绿城园林园艺工程有限公司、浙江绿城酒店有限公司、浙江绿城保险咨询有限责任公司、浙江绿城广告策划有限公司先后成立,绿城房产一体化经营框架基本确定。同年,绿城足球俱乐部在杭州成立。
- ◇2000年7月,绿城首次在浙江省外设立新项目公司。同月,建设部批准绿城房产开发资质升为一级。
- ◇2005年,绿城房地产集团有限公司股东单位发生变更,由国内企业变更为外商独资企业。
- ◇2006年7月13日,绿城中国控股有限公司(HK.3900)在香港联交所挂牌上市。初次公开发行,总集资额达26.63亿港元。
- ◇2011年12月,受困销售窘境,绿城出售上海外滩地王”项目股权。
- ◇2012年1月,绿城转让杭州绿城兰园、杭州新华造纸厂、无锡绿城以及上海东海广场4个项目的股权。
- ◇2012年6月8日,绿城与九龙仓达成战略合作,九龙仓以24.6%的股权,成为绿城中国的第二大股东。
- ◇2012年6月22日,融创、绿城联合宣布组建合资公司,双方各占50%的股份。绿城位于“长三角”区域的9个项目纳入合作公司开发。
- ◇2014年5月,融创中国、绿城中国相继公告宣布,融创中国收购宋卫平、寿柏年、夏一波所持有绿城中国部分股权,融创和九龙仓并列成为绿城中国第一大股东。随后,绿城中国创始人宋卫平发出公开信称,其将另选“蓝城”,从事代建业务、养老地产和现代农业。(张敏 整理)