

E-House

融创中国: 通过杠杆收购获得快速增长



Sponsored by



2018年7月



融创中国: 通过杠杆收购获得快速增长

成立于2003年的融创中国控股有限公司（以下简称“融创”）是一家在香港上市的房地产开发企业。在过去的十年中该公司迅速发展壮大，成为全国最大的住宅开发商之一。在融创快速成长的同时，中国有吸引力的土地供应量减少，项目开发成本上升以及现有开发商之间的激烈竞争等种种因素越来越不利于巨型房企的崛起。¹ 融创并没有遵循传统房地产的增长模式，即通过从银行大举借债来竞拍昂贵的城市土地。相反，融创专注于通过二级渠道以及通过在资本市场的高杠杆融资来收购地产项目。如此大胆的赌注得到了回报。融创以低于市场的价格建立了全国范围内的土地库存，并且其投资的城市房价升值也将确保公司主要的潜在收益。²

融创绝非第一家提出不同的增长策略以避免竞争激烈的主要城市土地市场的公司。然而，执行二级市场交易并非易事，它要求各种能力的结合，包括战略勇气、金融敏锐度、以及销售和营销知识。了解这个后来居上的公司是如何将这些元素融合在一起并同时管理房地产交易的内在风险，将有助于进一步阐明这种不同的增长战略以及该战略在变化莫测的地产市场的前景。目前的地产市场正越来越受到更严格的债务监管和利润下滑的影响。

融创：坚韧的创始人带来的自信基因

即使在房地产这样一个拥有众多不同凡响人物的行业中，融创的地产大亨孙宏斌依然以其跌宕的经历和敢于冒险的野心而闻名。³ 在进入地产行业以前，孙宏斌曾为中国著名电脑制造企业的创始人柳传志工作。在联想的早期阶段，孙宏斌节节高升并一度被认为是柳传志的接班人。然而，与柳传志的不和以及法律上的污点，再加上在北京入狱的经历，都迫使孙宏斌另寻出路。

¹ CapitalIQ; \$15.45B at current HKD/USD market exchange rates. Note that not all of Sunac's holdings are on the balance sheet of the listed co. and that market capitalization includes non-free float shares.

² See “龙头房企打响排位战：融创成为最大黑马” <https://finance.qq.com/a/20171102/024845.htm>, “‘黑马’融创中国逼近房企三甲” <https://cq.focus.cn/zixun/4c9e384175e904cf.html> for this common characterization of the company in the Chinese financial media.

³ 《起伏人生孙宏斌：执着的耿直boy人设从未倒塌过》，2017年8月3日。网址：<http://finance.sina.com.cn/roll/2017-08-04/doc-ifyiswpt5212300.shtml?source=cj&dv=1>, 2018年4月10日浏览。

然到了20世纪90年代中期，孙宏斌创办他的第一家房地产公司顺驰时，却获得了柳传志的资金。孙宏斌将顺驰从一家小型房地产中介公司发展成了华北地区最大的综合性开发商。近十年后，由于中央政府实施了一系列抑制房价的措施，高负债和过度膨胀的资产负债表让公司陷入崩溃的边缘，迫使孙宏斌以低价将顺驰出售给了香港的投资人。⁴从这一经历中，孙宏斌后来表示自己学到了两个宝贵的经验教训：(a) 避免对地块进行盲目竞拍；(b) 维持运营秩序以实现快速销售来支持高负债。

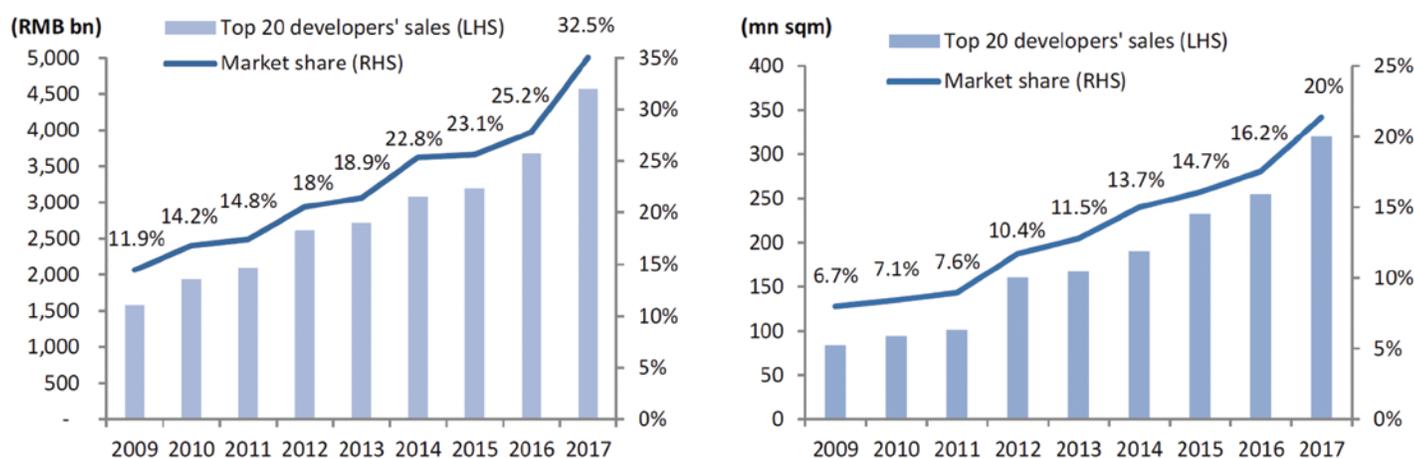
不出意料，孙宏斌并没有被失败打倒。2003年，他以融创品牌重组自己的资产，这次他面对的地产市场的环境更加不利于新入行的公司，却可能特别适合孙宏斌已经磨练了二十年的积极增长战略。融创2010年在香港联交所上市也进一步推动了其核心战略：即利用高杠杆融资在二级市场进行大举收购。

行业背景：一个门槛攀升的竞技场

二十世纪中国房地产业无限制的发展导致了增长壁垒；开发商受到地价暴涨，土地供应紧张和市场降温措施的困扰。这些障碍对于在一线和二线城市的开放商而言愈发棘手。到2014年，一、二线城市的土地供应量相比高峰时期下降了40%。上海、北京和杭州的地方政府为了维持财政收入，更加谨慎地以昂贵的价格出让地块，主要城市的土地价格在不到10年的时间内上涨了15倍（图表1: 土地销售）。⁵不仅地价和供应受到限制，金融监管部门采取的限制消费者按揭贷款的降温措施，也令市场感到意外。昂贵的地块和收缩的消费者信贷迫使房地产开发商开拓新的增加土地储备的渠道。

资金需求的增加以及更高风险承受力的要求也引起了市场的快速整合。从2009年到2017年，全国排名前20位房企的年销售金额占全国商品房销售金额的比重从不到12%上升到30%以上，几乎翻了三倍。⁶自2010

图一：中国房产行业的整合



来源：德意志银行(Deutsche Bank)、中国房产信息集团(CRIC)、司尔亚司数据信息有限公司(CEIC)、深圳之窗网站

4 《孙宏斌——一人饰双雄，几经沉浮的地产狂人》，网址：http://www.sohu.com/a/165301122_525418。

5 Daniel Fan, Lu Sun, Ryan Li (J.P. Morgan) "China Property: More complexity, more opportunities" November 25, 2016; Wee Liat Lee, Tracy C. Cheng (BNP Paribas) "China Real Estate: Not all rallies will continue in 2018" November 10, 2017

6 Jeffery Gao, Jason Ching, Stephen Cheung, Foo Leung (Deutsche Bank) "China Property: Accelerating consolidation amid slower market in 2018" February 1, 2018

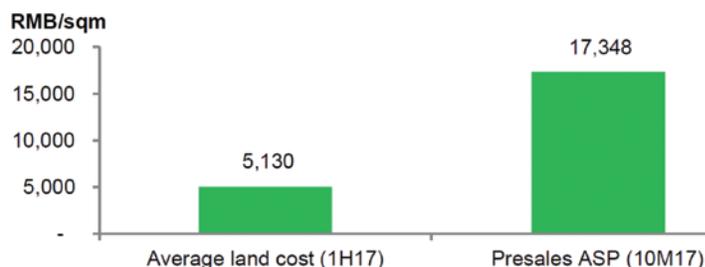
年初以来，中国顶级房企一直未曾受到新进入者的挑战。2010年的15家最大房企也都进入了2017年中国排名前20位房企的名单。⁷ 如果没有融资或规模，小型开发商将被挤出市场，从而在二级市场产生大量收购目标。

融创：毫无顾虑的进取心

早在融创成立之前，分析师就曾预测，饱受困扰的开发商将成为下一群开拓者。在整合的趋势下，中国良莠不齐的13万家房地产公司自然成为促进增长的收购目标。⁸ 然而，深度本地化的市场，复杂的尽职调查以及以创始人为中心的文化让大多数潜在收购者望而却步。

当大型房企对于此类并购交易还举棋不定时，融创小而灵活的并购团队就已经着手行动了。到2018年，融创获得了1亿平方米的土地储备，在业内处于领先地位。其中大约70%的土地来自二次交易（图表2: 融创的土地库存）。⁹ 由于其激进的购买行为，融创能够以较低的成本打入中国主要城市如上海、成都和重庆。它收购土地的均价为5000元人民币/平方米，比主要市场平均17000元人民币/平方米的土地拍卖价格低40-50%。¹⁰

图二：融创平均土地成本大幅低于土地拍卖价格



来源：农银国际证券有限公司 (ABCI Securities)

得益于增长的土地库存，融创2016年的销售额增长了122%，在随后的2017年增长了139%。而其他一些开发商则需要努力维持其现金流。2017年融创有294个项目正在进行中，根据年销售额计算，融创已经成为中国最大的房地产企业之一。（图表3: 融创中国财务与运营数据）

选择性的、战略性的、以及灵活的并购哲学

与其名称相反，融创的并购团队不像一般的私募股权投资者，却更像是地产企业家。融创的团队并不收购整个地产企业，而是以收购陷入困境的单个项目而闻名。例如，融创从佳兆业集团，中渝置地和莱蒙国际附属公司Top Spring收购了一些地产项目，并借此打入上海、重庆和深圳。¹¹ 由于收购单个项目要求的成本较低，尽职调查也较简单，融创能够快速成交以加速销售周转。融创的法律和财务团队也被认为是灵活和资源丰富的，能够根据本地情况处理每笔生意从而节省了时间，而大型企业在这方面则有所欠缺。¹²

7 《房企2017成绩单出炉：中国房地产销售额百亿企业排行榜一览》。网址：http://city.shenchuang.com/city/20180102/755359_2.shtml，2018年4月10日浏览。

8 “中国国家普查：房地产”。网址：<http://data.stats.gov.cn/normal.htm?u=/files/html/quickSearch/pc/pctz04.html&h=760&tName=按登记注册类型分房地产开发企业法人单位个数>，2018年4月10日浏览。

9 See Kenneth Tung (Agricultural Bank of China International Securities) “Sunac: A new adage: high gearing for high growth” November 14, 2017; John Lam, Jeffery Zeng, Leif Chang, Sara Wang (Morgan Stanley) “Sunac China Holdings: Substantial earnings growth ahead; initiate at OW” June 29, 2017

10 Kenneth Tung (Agricultural Bank of China International Securities) “Sunac: A new adage: high gearing for high growth” November 14, 2017

11 《“买买买”的孙宏斌与他的融创：2016年至少13笔并购》。网址：<http://tech.sina.com.cn/i/2017-07-07/doc-ifyhwehx5351384.shtml>

12 易居研究资料，未出版。

在2015年度股东大会上，孙宏斌强调了这种收购策略转型的意义：

“进行整体收购是一个痛苦的过程：我们购买一个拥有五个强项目和五个弱项目的整体是没有意义的。融创宁愿直接就一个地点或几个项目进行谈判。”

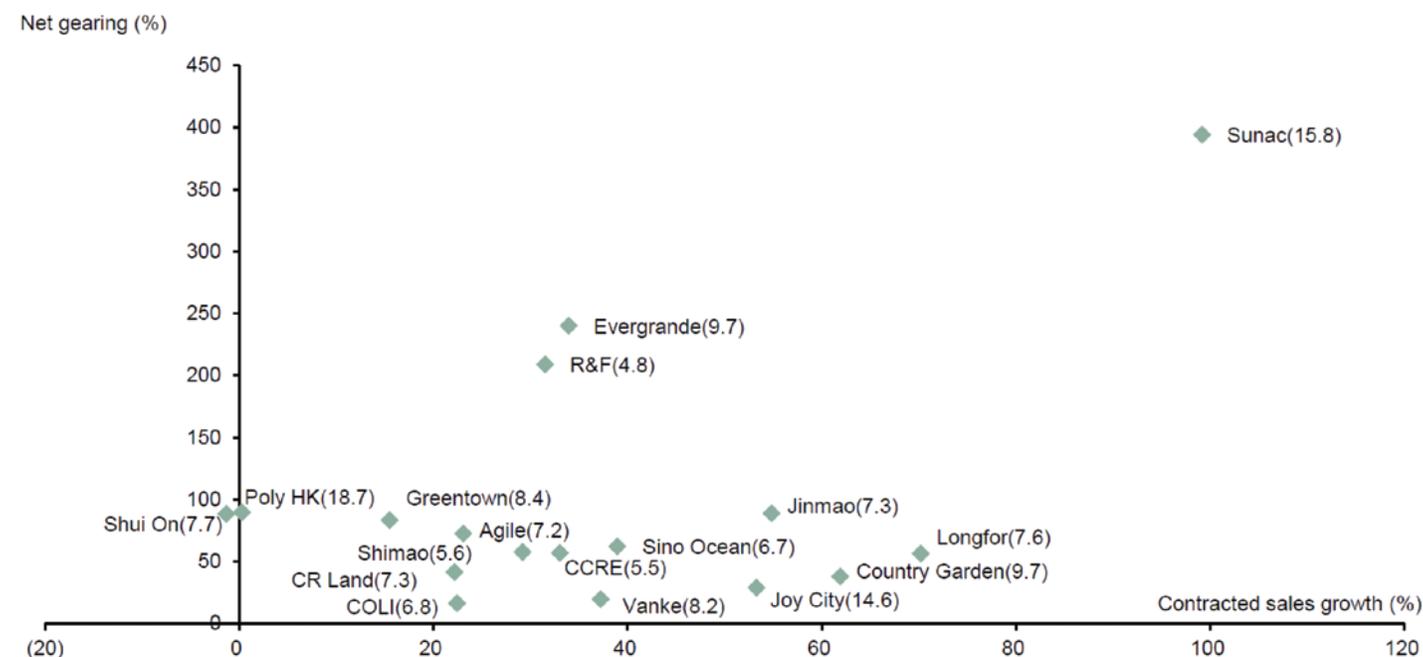
基于项目的收购也有助于融创规避整体收购常常碰到的陷阱。首先，传统的并购会增加交易的复杂性和风险。文化契合度、复杂的所有权结构、错综的权力关系都威胁到收购的速度和效果。其次，融创不可能持续收购拥有最佳地理位置和价格定位的公司。最后，传统并购的价格更高，这有可能触发监管机构的审查。

融创的团队也因创造新的交易和所有权结构以促进收购而闻名。对于陷入挣扎的小型项目，融创提供股权

注资以换取直接控制权。在少数情况下，融创也会通过收购作为大型房企摆脱困境的退出战略。融创于2016年以18亿美元收购联想的房地产业务就是一个例子。¹³ 融创还率先尝试了一项合资企业战略，即给不愿出售但处境艰难的大型开发商进行股权注资。在这些情况下，一家领先房企的本地知识和融创自身积极的运营和融资策略相结合，就能够帮助扭转这些不良项目。融创与上海绿城合作成立的合资公司就是最著名的例子。2012年，融创给绿城的9个上海项目投资了3.37亿元人民币。他们的伙伴关系蓬勃发展成几十个年销售额超过10亿人民币的合作项目，这反映了融创有能力将其融资和运营纪律与绿城选择优质地块的眼光进行良好的结合。¹⁴

总而言之，融创的并购理念不仅限于完成交易。融创也因为重视其为合作伙伴带来的驱动力和执行力而获得了声誉。事实上，融创的官方网站强调，公司期望

图三：融创与行业其他公司相比杠杆率极高



来源：公司数据，彭博社调查（私募基金），法国巴黎银行估值（销售增长）

13 《联想控股地产业务卖给融创》。网址：<http://tech.sina.com.cn/it/2016-09-20/doc-ixvykww5203056.shtml>。

14 《融创绿城：在沪销售破百亿 强强合作有潜力》。网址：<http://huaian.leju.com/news/2014-01-16/14233882103.shtml>，2018年4月10日浏览。

员工拥有“使命般的激情”。虽然未经证实，但知乎（中国版Quora）上的匿名帖子称融创的政策是“不升职就被淘汰”。员工不论是在个人层面还是团队层面都受到严格的绩效管理。¹⁵ 其实孙宏斌激进的管理风格以及强调项目周转的做法已经导致他与合资伙伴和潜在收购目标的矛盾。例如，对绿城和佳兆业进行全面收购的提议遭到反对并最终失败，其主要原因是融创掠夺式企业文化的质疑。¹⁶

融资：业界领先的风险承受能力

尽管如此，融创还是激发了房地产行业 and 市场的想象力，因为它在全面追求增长的同时还能够从错误中吸取教训，这也有助于解释其偶尔的执行失误。一方面，融创在行业主要竞争者中拥有最高的杠杆率。其净负债率，即其负债与资产的比例，超过了400%，远高于行业平均水平。另一方面，一些行业分析师却称赞融创的策略。2017年，德意志银行将融创分类为“买入”评级，理由是融创的土地储备将驱动未来数年的增长。然而，并非所有的观察家都对融创充满信心。¹⁷ 就在德意志银行报告发布的一个月前，穆迪却给予融创B3的信用评级，认为融创将有负面前景。穆迪警告说，该公司日益增长的高杠杆可能导致其当前现金流的紧张。¹⁸

值得肯定的是，融创的管理团队已采取有意识的措施来优化其杠杆策略下的借贷成本和风险。随着融创的发展，管理层开始从银行贷款转向企业债券和证券。

它还通过灵活的境内和境外发债对短期贷款进行再融资以管理利息支付。融创的加权平均资本成本因此从2013年的10%下降到2016年的6%，而2016年新的借贷成本维持在5.8%。¹⁹ 所有这些都表明融创的管理层意识到其潜在的流动性问题。

事实上，融创的收购狂欢仍在继续。该公司在2017年登上全国新闻头条，由于其以65亿美元收购万达主题公园和酒店的标志性交易。²⁰ 虽然融创的一些投资者指出公司是以低于市场的价格扩大了资产组合，但其他人担心融创所持有的现金可能低于其短期债务。²¹

未来的风险和挑战

融创采取了与房地产行业的先行者不同的发展道路并取得了成功。尽管如此，融创未来的发展道路也许需要进一步应对日益收紧的监管以及合作关系的潜在冲突，特别是在管理风格方面。目前，监管机构对涉及高额债务融资的交易十分谨慎。在融创收购万达的主题公园资产时，由于严重依赖借债，监管机构就曾试图叫停该交易。2018年初，中国的银行业监管机构也开始阻止并购交易，因为这些交易常被用作筹集土地购买资金的手段。²²

鉴于融创以杠杆作为增长策略，监管的持续收紧预示着销售周转率放慢，资本要求增加，以及应对监管摩擦所需的额外时间。融创的标志性杠杆风险在短期内也不大可能消失。即使融创努力降低新债的资本成

15 《在融创工作是一种怎样的体验》网址：<https://zhuanlan.zhihu.com/p/29333534>，2018年4月10日浏览。

16 Josh Noble, Patrick McGee, Peter Wells, *Financial Times*, "Sunac terminates plan to acquire Kaisa" May 27, 2015; 《剖析融创与绿地宫廷内斗 孙宏斌VS宋卫平》。网址：<http://www.ocn.com.cn/chanjing/201411/ronghcuang280901.shtml>。

17 《融创中国获德银大幅上调目标价42%》，2017年9月4日。网址：<http://finance.sina.com.cn/stock/hkstock/ggscyd/2017-09-04/doc-ifykpyez4224609.shtml>，2018年4月10日浏览。

18 "Moody's Assigns B3 to Sunac's Proposed USD Notes." August 02, 2017. Accessed April 10, 2018. https://www.moody.com/research/Moodys-assigns-B3-to-Sunac-proposed-USD-notes--PR_370732.

19 网页“融创中国投资者关系”。网址：<http://www.sunac.com.cn/en/relationship.aspx?tags=5>，2018年4月10日浏览。

20 Shu Zhang, Matthew Miller (Reuters) "Dalian Wanda amends Sunac property deal after China curbs funding" July 19, 2017

21 "Sunac China's Shares Soar as US\$9.3 Billion Wanda Property Deal Seen as Positive." July 11, 2017. April 10, 2018. <https://www.channelnewsasia.com/news/business/sunac-china-s-shares-soar-as-us-9-3-billion-wanda-property-deal-seen-as-positive-9022772>.

22 "China Urges Crackdown on M&A Loans Used to Buy Land." Bloomberg.com. February 01, 2018. April 10, 2018. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-02-01/china-is-said-to-urge-crackdown-on-m-a-loans-used-to-buy-land>.

本，市场仍然怀疑其偿还债务的能力。实际上，融创2017年中期财报显示，公司当时持有的700亿元人民币现金只能勉强支付其高达690亿人民币的短期债务。²³ 2017年上半年，融创的利息支出达到45亿元人民币，是集团同期利润的四倍。

此外，围绕着融创在核心住宅地产业务之外的多元化发展，也存在一些关键问题。首先有人提出了对收购万达业务的担忧。而接下来融创投资了经营在线媒体和电动汽车的非房地产公司乐视，这似乎又进一步远离了融创的核心竞争力。²⁴ 孙宏斌试图通过担任临时主席在乐视扮演白衣骑士的角色，这也表明了该公司的过度延伸。

即使在其核心业务方面，融创现有的收购模式也可能充满挑战。在2014年，融创申请收购绿城24%的股份，这将使融创成为绿城两大股东之一。但是，时隔不到6个月，绿城创始人宋卫平退出了这笔交易。有传言指出，绿城的业主和员工与融创的管理风格之间存在文化冲突。²⁵

结论

融创及其创始人孙宏斌的故事还未完成。可以说，融创颇具争议的战略代表了中国房地产业的新思路。融创的积极扩张和风险承受力为其带来了整整十年的繁荣。孙宏斌建立了一个灵活而务实的组织，并因其能够在一个相当不透明的二级市场高效率地完成利润丰厚的交易而闻名。然而，随着中国房地产市场受到越来越严格的监管以及中国顶级房企在融资和风险管理方面更趋于理性，市场对于融创不断上升的野心和债务只能屏息以待。

23 网页“融创中国投资者关系”。网址：<http://www.sunac.com.cn/en/relationship.aspx?tags=5>，2018年4月10日浏览。

24 “LeEco set to name Sunac’s Sun Hongbin as chairman.” July 18, 2017. <https://www.ft.com/content/370621c6-6b68-11e7-bfeb-33fe0c5b7eaa> ; “Sunac throws another life-line to cash-strapped LeEco.” November 16, 2017. <https://www.ft.com/content/e687dc80-cabc-11e7-ab18-7a9fb7d6163e>.

25 《绿城融创百日联姻失败》。网址：<http://finance.china.com.cn/industry/special/lcrclysb/index.shtml>，2018年4月10日浏览。

Appendix

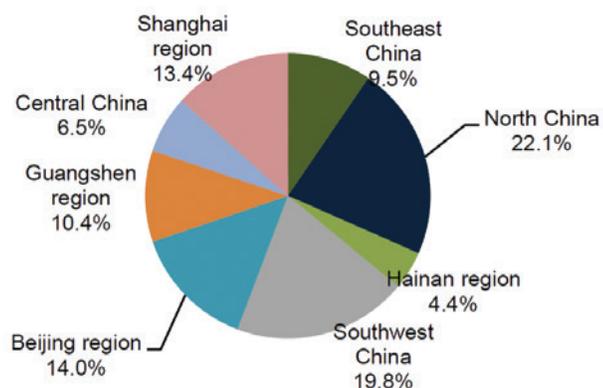
图表1：土地销售

	Land sales volume (GFA, mn sqm)					Land sales value (Rmb bn)					Average land price (on GFA, Rmb psm)				
	Tier 1	Top 2nd	Low 2nd	Tier 3/4	National	Tier 1	Top 2nd	Low 2nd	Tier 3/4	National	Tier 1	Top 2nd	Low 2nd	Tier 3/4	National
2006	38.81	51.38	113.04	96.85	300.07	56.38	83.87	101.58	106.04	347.87	1,453	1,632	899	1,095	1,159
2007	37.60	74.55	144.60	274.14	530.89	100.68	218.49	210.48	274.10	803.74	2,678	2,931	1,456	1,000	1,514
2008	25.92	64.77	120.55	338.71	549.95	82.65	101.48	119.13	231.64	534.90	3,189	1,567	988	684	973
2009	36.11	136.47	245.33	373.31	791.21	198.41	317.02	301.89	315.01	1,132.33	5,495	2,323	1,231	844	1,431
2010	36.97	179.36	351.12	686.51	1,253.97	237.80	462.32	506.74	593.89	1,800.73	6,432	2,578	1,443	865	1,436
2011	35.47	108.74	344.12	713.07	1,201.41	145.90	251.37	491.65	608.70	1,497.62	4,113	2,312	1,429	854	1,247
2012	24.54	127.03	319.91	538.17	1,009.65	115.20	325.19	432.26	486.49	1,359.13	4,695	2,560	1,351	904	1,346
2013	36.04	125.21	410.70	761.05	1,333.00	272.89	448.51	666.64	800.04	2,188.08	7,572	3,582	1,623	1,051	1,641
2014	29.28	102.12	278.59	489.70	899.68	343.82	351.26	440.45	505.56	1,641.09	11,745	3,440	1,581	1,032	1,824
2015	29.56	103.14	204.89	364.90	702.49	339.49	386.43	427.06	429.52	1,582.49	11,485	3,747	2,084	1,177	2,253
10M2016	8.93	89.53	137.98	230.44	466.87	170.96	588.24	511.42	349.48	1,620.09	19,143	6,571	3,707	1,517	3,470
2016E	11.08	121.19	184.40	310.17	626.84	229.15	760.54	672.62	492.87	2,155.19	20,673	6,276	3,648	1,589	3,438
2017E	14.41	145.42	202.84	325.68	688.35	283.01	775.75	665.89	465.77	2,190.41	19,639	5,334	3,283	1,430	3,182

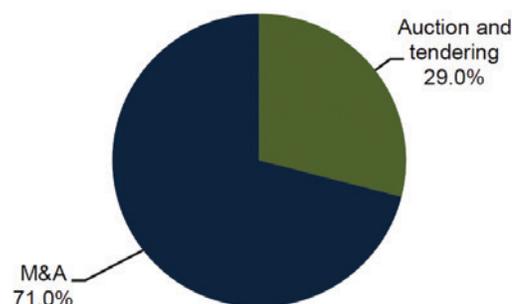
	2014	2015	2016	9M17	2014	2015	2016	9M17
	----- Growth (y-y %) -----							
Land sales value (RMB b)								
Tier 1	343.8	344.2	247.3	268.8	26	0	(28)	60
Tier 2	795.2	831.6	1,508.9	1,208.6	(27)	5	81	19
Tier 3/4	394.4	448.2	520.8	585.8	(37)	14	16	63
Land sales GFA (m sqm)								
Tier 1	29.3	29.8	14.9	16.8	(19)	2	(50)	99
Tier 2	404.3	362.2	360.5	247.1	(26)	(10)	0	1
Tier 3/4	348.7	400.0	348.5	271.0	(33)	15	(13)	8
Land sales AV (RMB/sqm)								
Tier 1	11,745	11,533	16,578	16,019	55	(2)	44	(19)
Tier 2	1,967	2,296	4,185	4,891	(2)	17	82	17
Tier 3/4	1,131	1,120	1,494	2,161	(5)	(1)	33	51

Exhibits

图表2：融创的土地库存



*Excluding the Wanda acquisition



*Excluding the Wanda acquisition

图表3：融创中国财务与运营数据

人民币，10亿元	2012	2013	2014	2015	2016	2017E
合同销售	35.6	54.7	65.8	68.2	150.6	362.0
营收	20.8	30.8	25.1	23.0	35.3	103.8*
毛利润	5.4	7.2	4.3	2.9	4.9	20.6*
毛利率	25.8%	23.3%	17.3%	12.4%	13.7%	19.9%*
现金	12.3	16.0	25.0	27.1	69.8	33.5
负债率	78.9%	69.7%	44.5%	75.9%	121.5%	452%*
加权平均融资成本	--	10.0%	9.1%	7.6%	6.0%	--
新债加权平均融资成本	--	8.3%	7.6%	6.4%	5.8%	--

来源：公司年报，*估值来自农银国际分析报告