

拨开楼价涨跌迷雾·直指房企浮沉真相
一书看懂房企资本运作及房地产行业未来

Real Estate
Is a Financial
History

地产 是部 金融史

Revealing the Capital Operation
Rules of Property Developers in the
"Silver Age"

揭秘“白银时代”的
房企资本运作法则

黄立坚◎著

中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

地产是部金融史

揭秘“白银时代”的房企资本运作法则

Real Estate Is a Financial History

Revealing the Capital Operation Rules of

Property Developers in the "Silver Age"

本书以案例讲述的形式，介绍改革开放以来，特别是最近10年中国房地产行业发生的重要资本运作事件，从资本视角揭示房地产行业的发展规律和未来发展趋势。全书分4章，分别介绍房地产企业资本运作中的四大门类：股权运作、债权融资、兼并收购及资产证券化。



中国法制出版社
官方微信

上架建议 金融·房地产

ISBN 978-7-5216-0034-6



9 787521 600346 >

定价：69.00元

地产 是部 金融史

揭秘“白银时代”的
房企资本运作法则

黄立坚◎著

Real Estate
Is a Financial
History
Revealing the Capital Operation
Rules of Property Developers in the
"Silver Age"

中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

此为试读, 需要完整PDF请访问: www.ertongbook.com

图书在版编目 (CIP) 数据

地产是部金融史：揭秘“白银时代”的房企资本运作法则 / 黄立坚著.
—北京：中国法制出版社，2019.3
ISBN 978-7-5216-0034-6

I. ①地… II. ①黄… III. ①房地产企业—企业管理—案例—中国
IV. ①F299.233.3

中国版本图书馆CIP数据核字 (2019) 第033925号

策划编辑：潘孝莉 (editorwendy@126.com)

责任编辑：马春芳 (machunfang@zgfzs.com)

封面设计：李 宁

地产是部金融史：揭秘“白银时代”的房企资本运作法则

DICHAN SHI BU JINRONGSHI: JIEMI “BAIYINSHIDAI” DE FANGQI ZIBEN YUNZUO FAZE

著者/ 黄立坚

经销 / 新华书店

印刷 / 三河市国英印务有限公司

开本 / 710毫米 × 1000毫米 16开

印张 / 20.25 字数 / 327千

版次 / 2019年3月第1版

2019年3月第1次印刷

中国法制出版社出版

书号ISBN 978-7-5216-0034-6

定价：69.00元

北京西单横二条2号 邮政编码100031

传真：010-66031119

网址：<http://www.zgfzs.com>

编辑部电话：010-66073673

市场营销部电话：010-66033393

邮购部电话：010-66033288

(如有印装质量问题，请与本社印务部联系调换。电话：010-66032926)

资本时代中国房企的挣扎与奋进

—

改革开放 40 年，如果要在中国找出一个行业，既对经济的发展持续产生重大影响，又牵引着万千国民的心，房地产行业应该是其中的首选。

1978 年，改革开放的春风吹拂神州大地，房地产行业开始萌芽和生长。

1988 年，国务院召开第一次全国住房制度改革工作会议，房地产行业进入加速发展时期。

1998 年，中国开始实行城镇住房制度改革，随后住房实物分配逐步停止，住房分配货币化和商品化日益盛行，房地产业迎来发展的“黄金年代”，商品房销售面积在 1997 年至 2007 年 10 年间增长了 10 倍。

2008 年，中国房地产市场在严厉调控之下，商品房销售面积自 20 世纪 90 年代以来首次出现下跌，且同比下跌接近两成，房地产业开始进入“白银时代”。

2018 年，在“房子是用来住的、不是用来炒的”的思路指引下，房地产行业长效机制进一步建立，行业格局发生深刻变化。

改革开放40年，中国房地产行业发生了翻天覆地的变化，成长为国民经济的支柱性产业，也是中国经济高速发展的缩影。

改革开放40年，中国也涌现了一大批发展迅猛的房地产企业，其中绿地、恒大、万科、保利、碧桂园等多家房企更先后登上了全球500强企业的榜单。

房地产是一个市场化的行业，国企、民企，内资、外资，均在其中各显身手，优胜劣汰。房地产公司之间进行着全方位的激烈竞争，从最前线的销售拼杀到最刺激的土地竞拍，再到最隐秘的挖人竞赛。不过，在这一幕幕经营层面的竞争背后还隐藏着一场没有硝烟的战争，那就是资本运作的较量。

资本运作又称资本经营，指的是公司利用资本市场，进行上市、股权融资、发债融资、兼并收购、内部重组等运作，从而实现内外部资源的整合和高效利用。资本运作和产业经营相辅相成，两者配合得当，能够产生杠杆效应，推动企业实现跨越式发展。

中国房企的资本运作，始于20世纪90年代初房地产公司开始在境内外上市，并随着中国房企上市数量的增多和中国资本市场的完善而快速发展，越来越受到房地产公司的重视，也引发了资本市场和公众越来越多的关注。

观察中国的房地产业，有各种各样的角度。由于资本运作牵一发而动全身，集中体现了公司掌舵者对企业战略的想法和行业未来的判断，因而成为能够反映行业发展“危”与“机”、企业发展“成”与“败”的风向标。

本书即以案例形式，全面剖析中国房地产行业自改革开放以来特别是最近10年来，从“黄金时代”转向“白银时代”的过程中，各大房企借力资本市场谋生存求发展的历史场景。而这一个个鲜活的案例，也构成了一部中国房企的资本运作史。

二

回顾中国房企的资本运作史，笔者认为可以用两句古语来概括。

第一句是：水可载舟，亦能覆舟。

这是唐太宗的名句，指出了君与民之间生死相依的关系，也指出了事物有利有弊的两面性。中国人以水为财，作为资金密集型产业，资金是房地产企业的生命线，也是其发展壮大关键，但如无节制地使用杠杆，则可能产生致命的后果。

从“黄金时代”到“白银时代”，中国房企充分利用资本市场直接融资，为其发展筹集了宝贵的资金。在股权融资方面，目前在内地和香港上市的中国房企合共

达到 200 多家，2017 年销售排名前 50 名的房企，90% 都实现了上市。上市为房企打开了通往资本运作舞台的通道，让通过增发进行再融资及并购成为可能。同时，通过上市对企业管治进行规范，也推动了房企的健康发展。

在发债融资方面，伴随着中国债券市场逐步成熟，境内公司债、中票、定向工具、企业债等逐步被房企掌握和运用；同时，中国房企日渐与国际资本市场融合，境内债和境外债并举，并逐步开拓可转债、永续债、优先股等混合资本工具，成为撬动企业高速发展的支点。

然而，部分房企尝到了高杠杆带来的高增长甜头，一发不可收拾，忘记了自身的财务安全。一些房企因为资金链断裂出现债券违约，走到了破产重组的边缘；另一些房企因为债务高筑，不得不变卖项目及出卖股权，令人扼腕痛惜。

第二句是：分久必合，合久必分。

这句话出自《三国演义》，概括了中国历史在分裂和统一间交替的情形，也揭示了物极必反、绝处逢生的辩证规律。近年来，中国房企的集中度不断上升，似乎房企的发展空间越来越小，但房地产产业链上诞生的新业务，又不断给这个行业带来新的机会。

从“黄金时代”到“白银时代”，房企之间群雄逐鹿、兼并重组频发，房地产市场的集中度大幅提高，行业百强房企的市场份额从 2003 年的 14% 上升至 2017 年的近 50%，强者恒强的趋势越来越明显。民营企业之间掀起了一股收购的狂潮，央企之间规模庞大的并购也在持续进行，更吸引来保险资金大肆收购房企股权，巨头为王的局面已经清晰。

与此同时，房企开始对商业、物业管理等可持续产生稳定现金流的业务有了新的认识，并通过资本运作的手段，将其分拆上市或进行资产证券化。基于商业租金的 REITs（房地产投资信托基金）和类 REITs、基于物业费和购房尾款的资产证券化大行其道，物业管理业务更掀起上市浪潮，而崭新的长租业务也引起了资本的重视。

近年来，房地产行业流传一句话：未来中国的房地产行业，将只剩下万科的标准化、碧桂园的执行力，还有平安的钱。标准化讲的是产品，执行力讲的是管理，而钱讲的是资源。无论是直接融资，还是收购重组，背后都蕴藏着“资源整合”四字。

房企上市和发债，是将社会资金引入房地产行业，让房地产公司的专业能力和资本进行结合。房企之间的并购，也是为了促使资源向更高效率的房企流动，从而产生更大的经济和社会效益。资本运作的核心手段是资源配置，核心目的是实现资

本增值的最大化，这在房地产行业都得到了淋漓尽致的体现。

三

经济基础决定上层建筑。中国房企的资本运作史，也是一部中国房地产行业的发展史。

从“黄金时代”到“白银时代”，房地产企业在资本市场所进行的努力，正反映了房地产行业发生的一系列深刻变化。其中一个核心，就是随着2004年“招拍挂”制度开始严格实施，土地成本不断上升，虽然房价还在上涨，但房企的利润率却在持续下降。2012年之前，房企的毛利率动辄高达40%以上，近年来则已经慢慢下降至25%甚至更低。房企必须寻找新的出路，向各种途径去要效益。

第一，房企重视直接融资，反映出资金压力越来越大，必须向融资成本要效益。由于地价越来越贵，开发商特别是民营开发商的资金压力大幅增加。房企的竞争在运营方面拼的是周转速度和费用控制，在资金方面拼的则是资金成本。

中国房企传统的融资方式，比如银行融资以及信托等，借贷期限短而成本高。房企只有通过资本市场，以发行股份和债券的形式进行直接融资，才能获得期限较长、成本较低的资金。如传统信托融资的成本普遍在15%以上，期限只有1—2年；而境内公司债和境外美元债近年来的平均成本约为7%，期限可达3—5年，优质房企在好的时间窗口下，发债成本可以低至3%，期限长达10年，令房企在资金竞争中处于优势地位。

第二，房企重视兼并收购，反映出土地资源获取越来越难，必须另辟蹊径获取土地储备，并向发展规模要效益。通过“招拍挂”在公开市场上争夺“地王”，伤敌一千也自损八百。而低利润率之下，一大批原来管理不善的小型地产公司选择出售项目，正好为管理能力优秀的房企提供了土地资源并购机会，帮助其迅速扩大资产规模。

而资产规模的扩大，又增加了房企的规模优势：一是管理和销售费用得到分摊，降低了单个产品的费用成本；二是规模大的企业更易获得银行和资本市场的融资，在土地竞投的时候也更具资金优势，从而形成强者更强的局面。

第三，房企积极发展资产证券化，反映出增量市场天花板渐近，必须向存量市场要效益。经过十多年的发展，中国的房地产市场达到了十多万亿元的年销售规模，近年来虽然仍有上升势头，但持续的高增长已经可望不可求。

追随欧美房地产行业的发展轨迹，原来因为利润率较低而被房企忽视的存量资

产，包括商业地产、长租住宅、物业管理等，重新进入了房企的视野。通过分拆商业和物管业务独立上市、发行REITs和资产证券化等资本运作手段，房企能够将原本需要长时间才能回收的现金流进行变现，从“重资产”走向“轻资产”。

展望未来，房地产行业在长效机制影响下，将进入健康平稳运行的“新常态”，行业利润率趋向整体经济平均水平、行业集中度不断提高、由存量市场向增量市场转变等大趋势不会改变，房地产公司的资本运作，也将继续围绕上述特点展开；同时，“房地产+”等新业务的发展，将推动资本运作在行业内外并购、资产证券化和打造先进的房地产金融模式等方面发挥更大的作用。

四

中国房企的资本运作史，也是一部中国房企的企业发展史。

每个上市房地产公司，都有这样一个“神秘”的部门，或者叫资本经营部，或者叫资本市场部，或者叫金融部。他们平时行为低调，各种保密，突然又发布公告，或是增发股份，引入战略投资者；或是发行债券，大笔借入资金；或是对外收购，大幅增加土地储备，引发媒体纷纷报道，公司股价冲高走低。

本书中写到的许多资本运作案例，在各自房企的公司发展史上，都具有里程碑式的意义，与这些房企的发展历程息息相关。

我们看到世界500强企业伴随着资本运作成长：恒大2002年收购A股上市公司琼能源的时候，不过广东的一个地方房企；随后在2006年舍弃琼能源壳股，不惜与投资者设立“对赌”条件，终于推动公司在2009年登陆港股；2013年开始通过发行永续债等手段获取资金大幅扩张，2016年开始又积极推动借壳深深房回归A股，在这个过程中，恒大成长为年销售规模超过5000亿的全国房企三强之一。

我们也看到老牌央企借助资产重组焕发新机：招商地产在2015年实施“重大资产重组无先例情形”方案，由母公司招商蛇口发行A股股份进行换股吸收合并，实现了招商蛇口的整体上市，促成旗下地产业务的有效整合，成功实现了向“城市运营商”的战略转型。中海外则先后在2015年收购母公司旗下中建地产，在2016年收购中信集团房地产业务，土地储备大幅增加，进一步确定了行业龙头的地位。

我们看到中小型房企敢为人先，借助资本市场打造自身优势：越秀地产在2005年分拆越秀REIT上市，在2012年向越秀REIT注入广州国际金融中心，打造了一个商业资产通过REIT证券化的有效模式，成为中国房企发行REIT的先锋；而花样

年在2014年分拆彩生活上市，重新开启了一个久被人遗忘的物业管理市场，并给其插上“互联网+”的翅膀，在地产行业资本市场上刮起了一股彩色旋风。

我们也看到知名房企因为资金链问题危机频发：绿城由于资金压力，在2012年至2014年被迫采取一系列的“卖盘”行动，包括引入九龙仓作为战略股东、和融创成立融绿平台、计划卖股融创、股权转让中国交通建设集团有限公司、出售融绿平台给融创等。而佳兆业作为中国房地产公司中第一家出现美元债违约的房企，几乎濒临破产清算，最终成功债务重组，重新焕发生机。

胜者为王，败者为寇。资本市场从不相信眼泪，但笔者想对这些挣扎求生存、奋发求发展的房地产企业致敬。

在中国，房地产公司身上总带着“原罪”，有一些人认为是房企在推高房价，赚取巨额黑心利润。但在案例中，我们看到众多的房企按照市场经济的规律、资本市场的规则努力拼搏，赚取利润，也承担风险；在实现企业发展的同时，让普通百姓能住上舒适的房子，也把行业发展成为国民经济的支柱产业。

五

中国房企的资本运作史，也是一部中国资本市场的发展史。

在接触和研究大量的房企资本运作案例后，笔者有两个感受：

一是太阳底下没有新鲜事。中国房地产企业所运用的资本运作手段，无论是上市、增发、供股、发债、并购、重组、分拆上市等传统资本动作，还是可转债、永续债、REITs、资产证券化等带有一定创新色彩的资本手段，都已经在欧美资本市场被上市公司运用得淋漓尽致，并无新意。

二是日日新鲜饕餮甘。这是一句广东话的俗语，意指每天都有新的事物和意外出现。国际资本市场的每一样工具，对中国房企来说都是新的，当其与中国房企的实际结合，特别是应用到内地资本市场的时候，房企通过对其进行微创新，迸发出新的生命力。比如中国内地在推出正式的REITs条件未成熟前，开发出类REITs产品，这也是房地产公司对资本市场的理解日益加深、资本运作的技巧日益丰富的结果。

在中国内地，房地产公司见证了中国资本市场每一次重大的制度改革，比如20世纪90年代初证券市场的开启、2005年的股权分置、2011年对借壳上市的收紧、2014年公司债和中票的开闸等。

作为对国民经济举足轻重的一个行业，房企的一些资本运作，还影响和推动了

中国资本市场的发展。

我们看到因为万科和宝能的股权争夺战，在股民中掀起了关于公司治理的大讨论。股权分散对上市公司的治理会带来哪些问题？管理者如何处理好与股东的关系？上市公司如何避免出现内部人控制的情况？这些都是对中国上市公司和投资人的一次生动教育。

我们看到险资对房地产企业股权的大举布局，无论是中国人寿、平安保险等传统险企巨头，还是安邦保险、生命人寿等后起之秀，都纷纷入股房企，有的还成了上市房企的控股股东。以险资为代表的机构投资者，将在未来深刻改变中国资本市场以散户为主的局面。

同时，中国房企在国际资本市场的探索，也反映了中国企业日渐与国际资本融合的过程。

由于A股IPO上市融资路径不畅通，一大批房企走上了境外上市的道路，临近内地而又汇聚国际资金的香港，成为他们上市的集中地，先后有100多家内地房企赴港上市，成为一时之风潮，并从中成长出恒大、碧桂园、融创、龙湖等一大批璀璨的明星企业。

有人漏夜赶科场，有人辞官归故里。由于香港资本市场的投资者结构和估值体系与内地不同，一批已经在港上市的房企，因为低估值又产生了回A股上市的念头，万达商业和恒大更是积极付诸行动。

再如在国际美元债市场，中国房企从最初面对境外低息资金的狂热，到遭遇汇率逆转时的惊惶，再到境内发债和境外发债并举，逐步学会在境内外融资渠道中左右逢源，成为资金大潮中游刃有余的“弄潮儿”。知进知退，为我所用，中国房企对国际资本市场的认识已今非昔比。

六

迄今为止，这应该是国内第一本以案例的形式，对中国房企的资本运作进行系统、全面梳理的书。

从发心动念准备写这本书开始，笔者一直在想，这本书准备写给什么人看？或者说，这本书的内容对哪些人有存在的意义？

第一类读者，应该是房地产行业的同行，以及研究和投资房地产行业的分析师和投资者。对于他们，这本书的价值，或许在于其对大量的原始资料进行了梳理，提炼为案例，提供了一个快速和全面了解中国房企各类资本运作的途径，希望这本

书能抛砖引玉，有助业界同人更好地思考所在企业、行业的未来。

而第二类读者，则是如笔者一般普通的“80后”“90后”。

如果说这个时代有哪一个行业的发展，能时时牵动年轻人的心，互联网和IT业可能是其中一个。阿里的“双十一”节，腾讯的热门游戏，苹果和小米的新产品，都能成为“80后”“90后”饭桌上和朋友圈里的谈资，但它们只可算是锦上添花。真正让人欢喜让人忧、关系成家立业、家庭财务安排大计的，还要数房地产行业。

中国房地产行业的前景如何？中国未来的楼价是涨还是跌？这是很多中国年轻人共同的疑虑，但谁都无法给出确切的答案。即使是房地产行业的从业人士或专业研究者，也是仁者见仁，智者见智。分析房地产行业有三千法门，资本运作或许是其中的一个窄门，也是以往较少人关注的。希望这本书能够以新的视觉，为普通读者打开一扇深度了解房地产行业和企业的大门，帮助他们更理性地做出自己的决定。

“叙事不妨细致，但是结论却要看远不顾近。”历史学者黄仁宇先生的“大历史观”，是笔者写作这本书的精神指引。

过往10年，笔者先在香港担任财经记者，采访和报道资本市场和上市公司，后又进入房地产企业，从事投资者关系、资本运作和资本市场研究工作。这份经历让笔者有机会向企业高层、投行分析师、专业投资者和媒体请教他们对行业发展的看法，也从实践中了解房地产行业和资本市场的实际运作情况。

在写作过程中，笔者希望尽量保持财经写作的严谨性。这本书依靠的原始资料，来自上市公司的公告和年报，也参考了券商的研究报告和媒体的报道，以及万得和彭博等财经数据库，并无特别的内幕消息。但在写作方式上，笔者则不希望其变成一部堆砌资料的论文，而是希望通过数据和材料之间的排列组合，渗入自己的思考，从中揭示出背后某些关联和趋势，深入浅出地呈现给读者。

考虑本书的目的和目标读者，本书更多是站在第三者的角度，分析房企某个资本运作的前因和后果，集中回答三个问题：为什么要做？交易方案为何这样设计？最终对企业发展有何影响？至于资本运作实务层面的内容，比如法律、会计、税务、交易结构等，往往点到即止，没有充分展开。日后如有可能，笔者期待将这本书中的内容发展成为翔实的案例库，和从事资本运作实务的同行分享和讨论。

社交媒体带来的快速阅读何其便捷，人工智能带来的数据处理何其高效。但笔者相信十年的媒体和房企工作经历，加上数千万字的研究资料，让人类的大脑可以产生一些化学反应，在冷冰冰的数据和资料之上，开出一两朵深度思考的智慧之花。

而囿于笔者的知识和经验有限，以及房地产行业 and 资本运作的复杂性，这本书肯定还存在不少错漏和可以改进的地方，期待各位读者的指正。本书观点仅代表笔者个人，与笔者任职机构无关。

是为序。

1

CHAPTER

第一章

上市神话

目录 | 第二章

目录 | 第四章

第一章 | 上市神话

- 第一节 上市那些事儿（一）：与调控共舞的 A 股市场 / 003
- 第二节 上市那些事儿（二）：群星闪耀香江时 / 012
- 第三节 上市那些事儿（三）：A 股向左，H 股向右 / 021
- 第四节 恒大回 A 记：“对赌”未来的跨越之旅 / 033
- 第五节 万达退市记：以退为进的蜕变之旅 / 044
- 第六节 绿地“混改”：最后一个上市的大佬 / 053
- 第七节 “双平台”上市战略：一加一如何大于二 / 061
- 第八节 B 股“转”机：资本市场的迟来船票 / 071

第二章 | 杠杆迷思

- 第一节 境内债松紧咒：乘风破浪会有时 / 083
- 第二节 美元债高低潮：为有海外活水来 / 092
- 第三节 信用评级分歧：中国好房企该长什么样 / 100
- 第四节 佳兆业债务重组：绝处逢生的偶然和必然 / 109
- 第五节 永续债的魔力：爱在半债半股之间 / 119
- 第六节 可转债的魅力：“债转股”中出新意 / 127
- 第七节 优先股的潜力：运用之妙存乎一心 / 135
- 第八节 从顺驰到融创：房企资金链之谜 / 143

第三章 | 巨头为王

- 第一节 绿城卖盘记（一）：当野蛮生长碰上“新常态” / 157
- 第二节 绿城卖盘记（二）：游得慢的大鱼也会被吃掉 / 165
- 第三节 万宝之争（一）：万科为何成了“唐僧肉” / 172
- 第四节 万宝之争（二）：深铁如何成为“白武士” / 182
- 第五节 险资凶猛：野蛮人还是意中人 / 191
- 第六节 “央妈”土地资源注入：握紧拳头办大事 / 200
- 第七节 央企相互并购潮：“进”“退”之间的选择题 / 210
- 第八节 招商蛇口重组：一家老牌央企的“核聚变” / 218

第四章 | 存量时代

- 第一节 中粮分拆大悦城：应对商业地产不能承受之“重” / 229
- 第二节 越秀地产分拆 REIT：双平台互动的样本意义 / 237
- 第三节 中国物业的 REITs 之路：回报率才是硬道理 / 246
- 第四节 方兴分拆金茂酒店：商业信托新路径 / 254
- 第五节 房地产 ABS：走出直接融资的第三条路 / 262
- 第六节 中国类 REITs：为“转正”时刻准备着 / 273
- 第七节 花样年分拆彩生活：传统物管也有春天 / 284
- 第八节 房地产私募基金：布局地产金融新未来 / 291

致谢 / 300

主要房企索引 / 301

REAL ESTATE *Is a Financial History*

- 第一节 上市那些事儿（一）：与调控共舞的 A 股市场
- 第二节 上市那些事儿（二）：群星闪耀香江时
- 第三节 上市那些事儿（三）：A 股向左，H 股向右
- 第四节 恒大回 A 记：“对赌”未来的跨越之旅
- 第五节 万达退市记：以退为进的蜕变之旅
- 第六节 绿地“混改”：最后一个上市的大佬
- 第七节 “双平台”上市战略：一加一如何大于二
- 第八节 B 股“转”机：资本市场的迟来船票