



房地产行业跟踪点评：冰河 开裂的声音



虽然项目并购市场由于两方共同意愿的缘故，低调发展，但我们认为率先在合作项目层面展开的并购，规模就可达到 1304 亿，将有效推动信用市场秩序稳定和项目交付。

全国住房和城乡建设工作会议近日在北京召开，会议要求促进房地产市场平稳健康发展，坚决有力处置个别房地产企业房地产项目逾期交付风险。雅居乐集团和世茂集团公告，出售广州亚运城项目相关公司的权益给予独立的国资第三方上市公司。

信用问题不可能通过房价大幅上涨来解决，推动项目并购是化解风险的关键。不少低信用公司已经丧失了境内外信用融资的能力，投资者普遍顾虑债务兑付问题。理论上来说，资产价格的普遍上涨可以化解这一问题。但从更宏观的视角看，我们认为，房住不炒的大背景之下，推动房价的普遍明显上涨，不会是政策的可选项。因此，项目层面并购可能是化解风险的关键，且项目层面的并购只有在需求托底，市场稳定的背景下才会普遍性展开。对资金困难公司而言，能否根据债务期限结构及时安排资产处置，资产本身是否超过债务的规模，则是公司缩表后能否软着陆的关键。我们认为，这种项目层面的并购会始终坚持市场化原则，监管层乐于“撮合”，但不存在“要求”。

低调潜行的并购市场。对潜在收购方而言，具有瑕疵的资产固然可能带来经营风险，在舆论看来偏低的对价却带来企业声誉风险。对于潜在出让方而言，债权人和股东不同的利益立场，企业资产可能存在不同程度减

值的事实，都使得企业经营管理者承受心理压力。两方面因素都可能导致，企业对于披露项目收并购信息，是尽可能低调的，我们所观察的项目并购市场，规模可能是低估的。只有当上市公司项目出让达到了强制信息披露标准，投资者才有缘注意。

合作项目并购空间不小。我们一贯认为，合作项目是并购市场的开端，因为并购发起方对于合作项目具体情况十分熟悉，且一般并购行为发生后才能解除项目层面的资金监管。我们测算，十家高信用公司所涉及的少数股东权益总计高达 7452 亿元。我们假设其中有 25% 的比例是和资金困难公司的合作，相关合作项目按照成本价收购，有 70% 的项目需要通过收并购解决，则这十家高信用公司需要付出 1304 亿元并购合作项目的股权。由于我们没有考虑项目的资产增值，也没有考虑不并表高信用公司的合营联营公司也可能需要高信用公司出资并购（恰如亚运城情形），我们认为我们的估算是保守的。从宏观层面，我们可以视这部分资金为“源头活水”。随着并购开展，房地产市场平稳的可能性在提升。

风险提示：一部分资金困难公司宁愿债务重组甚至违约，而对于项目出让缺乏主动性和积极性的风险。

投资建议：坚持市场化原则，预计行业信用风险能逐步得到化解，优秀企业迎来发展机遇。我们认为，坚持市场化原则，在稳住市场信心方面比拉郎配更好。积极推动项目层面的并购，是化解资金困难企业的重要手段。我们相信，2022 年 3 月之后房屋交易市场有望逐渐稳定，项目并购则

会逐渐在更广阔的领域展开。我们看好蓝筹地产企业，推荐保利发展、万科企业（万科 A）、龙湖集团、华润置地、金地集团、招商蛇口、滨江集团等公司。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_36593

