

万科股权争夺战的策略与玄机

2015年07月28日

克而瑞研究中心

www.cricchina.com/research/

研究员/朱一鸣、傅一辰

万科管理层还没来得及庆祝股价创下历史新高，便又听见了野蛮人敲门声。20年前的“君万之争”作为经典案例还在不断被提及，新的万科控制权争夺战似乎一触即发。

7月24日晚间，万科A发布公告，前海人寿再度举牌，精确地将持股比例由5%提升至10%，成为仅次于华润的第二大股东。短短24天，前海人寿已经在二级市场“砸”下了超过150亿增持万科。再增持5%，万科大股东就将易主。

万科管理层与前海人寿间的气氛并不轻松。至少目前，双方均未表态，更没有任何达成战略合作的迹象，前海人寿是觊觎万科控制权的“野蛮人”的嫌疑再次增加。

万科管理层应对这一幕早有准备。梳理万科这一年多的战略和内部调整可以发现，从资本手段，到乃至企业转型大方向，均有万科管理层为对抗野蛮人埋下的伏笔。除了员工持股计划外和我们此前报告中提到的回购（详细请看20日报告《万科100亿回购是如何成为野蛮人盛宴的》）外，我们认为，万科管理层有四个动作或能对恶意收购产生震慑作用。

一，收购一线城市市中心物业，减少手头现金。

根据媒体披露，万科拟与铁狮门、太盟投资共同收购瑞安旗下位于新天地的办公物业企业天地三期，交易价格约在 56 亿元左右，其中万科占 50% 股权。

这笔收购与万科以往的商业地产策略大相径庭。万科追求商业地产轻资产化，仅作运营管理，办公楼无论位置均不持有，在上海的大虹桥和徐汇两个项目均卖给了基金公司。同时，万科品牌定位亲民、偏中低端，对高端办公的开发及运营经验均十分缺乏。

因此，我们猜想，瑞安年初便提出可能将出售企业天地，而万科收购的消息则恰好于前海人寿首次举牌后传出，**交易进程和细节或被野蛮人举牌推动和影响**，理由包括：1) 将现金流变为非流动资产，如果野蛮人进行股权质押可降低估值，减少可用于分红的资金，也避免野蛮人恶意收购后滥用上市公司现金；2) 万科的基金合作资源丰富，投资性物业较土地更容易变现，野蛮人风波过后便可择机处理；3) 上海市中心的物业总价高，有稀缺性，是保值的最佳标的物，上市公司不会受到损失。

二，部门整体外包，分散上市公司利润。

在前海人寿首次举牌后，有媒体爆料称万科上海三大主要部门之一的产品管理部门已被撤销，该部门所有员工都将成为万科外部事业合伙人 编制逐步转入新公司。新公司万科持股 40% 外部合伙人持股 60%。3 月时，则传出了“万科人力资源、行政管理、部分财务业务均被视为可外包业务”的消息。

产品设计是房地产开发不可缺的过程之一，**部门虽然被分割独立，但业务仍然将由部门合伙人承担，万科则作为新公司的甲方支付相应的服务费用。**除了降低成本、激励员工等原因外，这样的做法还能：

分散主业运营带来的利润。通过业务合作，万科能够将利润的一部分从上市公司分出到合伙人公司，**减少了野蛮人能获得的收益，也保障了员工利益。**

破坏房地产开发流程完整性。在万科进行一系列架构调整后，权利将进一步集中于总部和区域高管，大量服务外包给外部合伙人。下属部门人员不变，但与万科的关系改变。**一旦野蛮人接手公司，若不与外部合伙人继续合作，将难以维持日常运营，完成房地产开发流程。**

三、分拆物业等板块，获取其他上市平台

万科年初表示计划将物业管理、商业地产、物流地产、养老地产等业务分拆上市，其中物业管理部分的分拆已在进行中，并于上半年完成了合伙人改制，面向万科物业员工参与设立的持股主体增发 10% 股份。

这一手段较第二条中提到的分散利润作用更进一步，直接能将业务装入其他上市平台，管理层则可争取在分拆的过程中寻找新的投资者，或是自己认购一定股份。“狡兔三窟”，**业务越分散平台越多，野蛮人能获得的权力越小。一旦野蛮人夺得了万科 A 上市平台，管理层还能有多个上市平台进行融资和资本运作。**

四、转型轻资产，人才价值代替资本价值

万科去年就提出了转型“轻资产”，上文二、三即是基于轻资产策略的内部变革，另外还进行了小股操盘等尝试。

轻资产化，代表着企业由投资开发向服务输出转型，目的是企业的核心价值向“人力”倾斜，从“资本为王”变为“人才为王，野蛮人控股企业后获得的是流动性较大的“人”，而非现金和土地等资本。

反过来说，万科此前宣布的不再追求规模，亦是其特殊的股权架构决定的。民企如恒大、万达，不断投入大资本做大规模，产生的利润叠加，即是大股东又是管理者的许家印、王健林本人是最大受益者。而万科股东皆为财务投资者，运营战略、方向都由管理层决定，员工爬升顶端也不过是“赚着职业经理人的薪资，操着大股东的心”。**对于管理层来说，资本未必能产生更多价值，倒是让门外的野蛮人垂涎三尺。转型轻资产，通过个人能力和服务产生利润，也是应对股权结构缺陷的无奈之举。**

尽管已有防备，但该来的总会来。计划外的股灾使得投资者对后市的预期不稳，再加上万科前十大股东的持股比例合计还不到 35%，二级市场上并不缺万科的抛盘者。前海人寿不断“扫货”期间，万科的股

价几乎未起波澜。如果万科管理层和其他股东未作反应，以前海人寿的财力，继续增持乃至控股万科并不难。金地与生命人寿间的一幕，极有可能在万科重演。

那么，如果前海人寿有意夺取万科控股权，万科管理层和其他股东可以采取哪些措施？

第一，大股东华润出手增持。央企华润背景雄厚，有充足的资金，为保全大股东地位增持看似天经地义。不过，华润对万科原本便是财务投资，并不干涉运营，只要企业不作大变动，是否占据大股东位置影响并不大。华润增持也并非万科管理层最希望看到的结果，双方长期维持微妙平衡，去年华润仅增持了万科还不到 1%，就引发了万科管理层对野蛮人事件的重提。因此，我们认为，华润一开始可能会出手增持，但若前海人寿步步紧逼，华润未必抗争到底。

第二，万科员工持股会或高管增持。这自然是万科管理层最希望做的，但万科合伙人的财力显然无法与前海人寿抗衡。万科合伙人增持资金来自于集体奖金，14 年一年仅约 4.3 亿元，加上杠杆后能买到的股权才不到 1%。14 年在万科任职的 8 位董事、高管等薪资合计也仅 0.44 亿元，以个人之力对抗险资无异于以卵击石。

第三，华润等万科相关股东结为一致行动人。华润、万科合伙人、刘元生、万科工会、万科高管个人等目前合计持股超过 20%，如果合计再增持 10%至 30%，并结为一致行动人，可保住万科控股权。即缓解各方资金压力，也避免了单家股东独大。

第四，管理层引入外部基金等投资者增持。此举可以抬高收购价格，但同时有“引狼入室”的风险，待野蛮人事件过后，这些投资者是否退出、如何退出又将成为难题，甚至有可能成为新的“野蛮人”。

此外，万科还能借鉴西方一些反收购方法。如“金色降落伞”、“毒丸计划”、“白衣骑士”等，增加野蛮人的收购成本。不过，这些计划启动，会将万科管理层与前海人寿间的博弈暴露于公众目光下，因此不到万不得已应当不会实施。

正如此前报告里所提，万科合伙人与野蛮人的博弈才刚刚开始。控股万科并非易事，前海人寿欲取得控股权还须万科合伙人点头，一切行动都只是谈判的筹码。而对于万科管理层来说，在商量对策之余，更应当反思：**作为业绩出色的房企龙头，万科的股价表现为何如此疲软，给了“野蛮人”可乘之机？合伙人与股东间的利益，又当如何平衡？**

(科普：万科大股东华润持股比例 14.97%，主要扮演财务投资者角色，不干涉经营管理，实际决策者是以董事会主席王石及总裁郁亮为首的管理层。为应对股权分散带来的野蛮人敲门风险，万科管理层去年推出了员工持股计划，1320 名万科员工组成的盈安合伙目前通过“国信金鹏分级 1 号集合资产管理计划”持有万科 4.14% 的股权。)

免责声明

数据、观点等引用请注明“由克而瑞研究中心提供”。由于统计时间和口径的差异，可能出现与相关政府部门最终公布数据不一致的情形，则最终以政府部门权威数据为准。文章内容仅供参考，不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。

关于克而瑞信息集团 (CRIC)

克而瑞信息集团，隶属于易居（中国）控股有限公司。作为中国最大的房地产信息综合服务商，以现代信息技术为依托的房地产信息及咨询服务为主营业务。克而瑞信息集团拥有中国房地产最大的信息数据库，构筑中国房地产上下游企业（包括开发商、供应商、服务商、投资商）和从业者信息的桥梁，形成资金、信息通路、营销、人才等各类资源的整合平台，为企业提供房地产信息系统、信息集成和解决方案的全面信息综合服务。

关于克而瑞研究中心

克而瑞研究中心是易居旗下克而瑞信息集团的专业研发部门，组建十年以来一直致力于对房地产行业及企业课题的深入探索。迄今为止，已经连续五年发布中国房地产企业销售 TOP50 排行榜，引发业界热烈反响。研究半径不仅涵盖以日、周、月、年时间为线索的四大基础研究领域；还包括宏观、市场、土地、企业战略、企业金融、营销等六大研发方向的深度拓展。每月成果出品超过百份，规模已万字计，为房地产企业、基金、券商、政府相关部门提供专业研究资料。