

昔日地产航母合生创展能否如期复苏？

2019 年 1 月 17 日

克而瑞研究中心

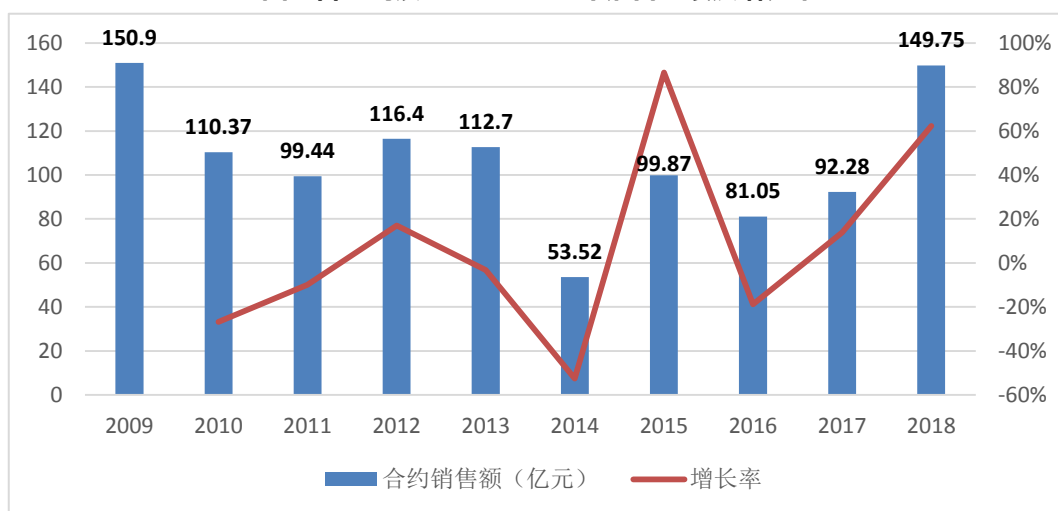
www.cricchina.com/research/

研究员/朱一鸣、汪慧

合生创展，2004 年成为国内首个破百亿房企，曾与富力、恒大、碧桂园、雅居乐并称为“华南五虎”，辉煌一时。但是，继 2010 年以来，合生创展采取慢周转的开发模式，高端大盘的产品定位以及高溢价保利润的定价策略导致项目去化缓慢，销售业绩一度疲软，特别是 2014-2017 年连续四年跌破百亿。在规模至上的房地产行业，合生创展不温不火的发展节奏显然不合时宜，先行优势也早已经不复存在，近几年更是一度被视为盛极而衰的代表。

然而 2018 年，合生创展似乎有所复苏，逃出百亿魔咒，全年合约销售额达 149.75 亿元，创 2010 年以来的最高，增长率达到 62.3%。此外，合生创展在拿地和融资方面也表现积极，并重金引进冯劲义、席荣贵和项震，进一步完善管理体系，似乎有意调整经营战略。不可否认的是，这家年销售额排名在百强之外的企业家底和发展潜力仍然不容小觑。

图：合生创展 2009-2018 年销售业绩及增长率



数据来源：企业公告，CRIC

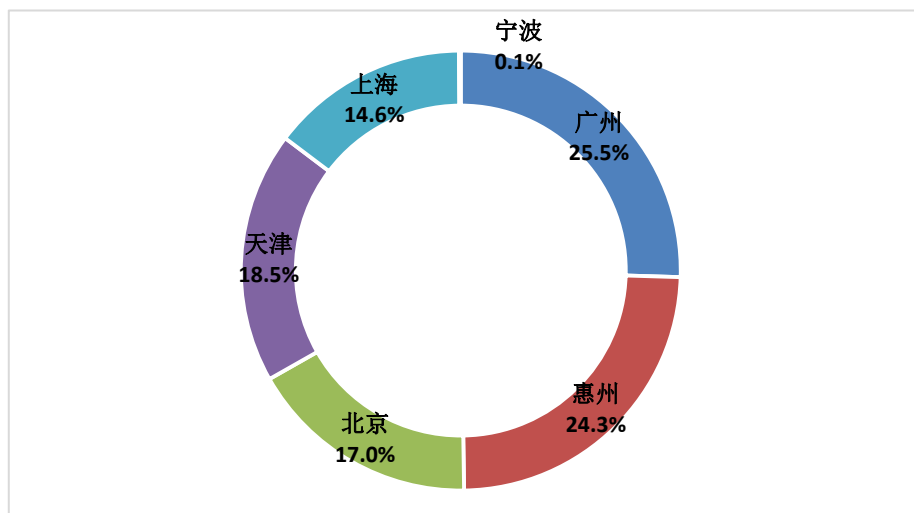
一、土地升值溢价资产优势凸显

重仓一二线城市，土地储备价值凸显。截至 2018 年上半年，合生创展可售面积达 2936 万平方米，据克而瑞测算总货值近 3000 亿元。近几年合生创展在土地市场表现较为沉默，以致于吃老本，土储

建面有所下滑，但总规模依旧可观，甚至赶超招商蛇口、正荣集团等部分千亿房企。2018 年下半年合生创展也有意开始加快补仓，先后在惠州、佛山等城市拿地。

从城市布局来看，合生创展的土地储备主要分布在广州、惠州、北京、上海、天津、宁波等一线、强二线和部分三线城市，其中北上广占半数以上。重点城市由于土地供应较少、出让条件苛刻，土地成本贵，房企拿地门槛越来越高，土地储备价值进一步凸显。**丰富优质的土地储备将成为合生创展应对市场竞争的最大优势。**

图：2018 年上半年合生创展可供销售面积分布情况



数据来源：企业公告，CRIC

土地升值溢价，盈利能力稳步提升。尽管合生创展的销售规模不尽如人意，但盈利能力却相当突出。2015 年至今合生创展的盈利能力稳步上升，2018 年上半年毛利率达到 47.9%，远远超过万科、碧桂园等一线房企。**合生创展能够保证如此可观的毛利率主要有两个原因：一方面，合生创展绝大多数土地拿地时间较早，且通过收并购和协议出让的方式获取项目也较多，成本便宜**，例如京津新城、广州珠江帝景等多个在售超级大盘当时都是以“白菜”价格拿下，现售价下利润空间均相当可观；**另一方面，合生创展主打高端产品，且项目布局主要集中于一二线重点城市，溢价水平也较高。**

表：合生创展部分成本较低项目拿地情况

项目名称	城市	拿地时间	楼板价 (元/平方米)	参考售价 (元/平方米)
合生世界村	北京	2008/1	1477	30562
珠江帝景	北京	2001/4	1047	90049
京津新城	天津	2008/3	225	9500
合生国际城	宁波	2006/11	1611	11574
合生城邦	上海	2003/2	600	35580

数据来源：公开信息，CRIC

二、储备资产价值的实现面临阻碍

房企竞争最终还是要归结到土地储备竞争上，拥有充足的土地储备是企业发展的根基。合生创展前瞻性的土地战略布局为企业发展奠定了坚实的基础，也为企业成长提供了强大动力。然而，自 2009 年创业绩高峰以来，合生创展并没有顺势扩张，近 10 年业绩平平甚至倒退的尴尬局面或多或少暴露出合生创展发展中的短板，想要实现突破并不简单。

城市更新项目进展慢。2010 年以来，合生创展着力降杠杆，严格控制投资成本，积极通过参与城市更新项目获取“低成本、高溢价”的储备资源。当前，合生创展城市更新项目主要集中在华南区域，仅广州就达 10 多个，包括海珠区前进项目、海珠区康乐、鹭江村、番禺新基村等。尽管城市更新项目确实降低了企业的拿地成本，利润空间也较为可观，但是这类项目拆迁工作繁杂、开发周期长、投入高，会严重影响企业的周转速度。以合生创展目前的资金状况及业绩规模，继续大规模推进城市更新业务压力甚大，并且短时间内难以实现现金回流，经营环境可能会进一步恶化。

大盘模式后遗症难消。合生创展自 1993 年在广州华景新城项目尝到甜头之后，便开始了大盘操作之路，先后拿下多个超级大盘。大盘操作对企业的资金状况、运营管理能力等方面资质都提出了更高的要求，并且面临的市场风险也更高。可以说，合生创展成在大盘，也败在大盘，大盘操作模式是拖慢合生创展周转的主要原因之一。其中，典型超级大盘失败案例即是京津新城项目，该项目 2003 年拿地，占地面积达 2.5 万亩，截止 2017 年末已完工 37.38 万平，土地储备面积达 389.47 万平方米，被认为是合生创展最大的拖累。当前合生创展已经在该项目投入了大量的资金，但是去化率极为不理想，严重影响了企业资金使用效率，加剧了现金流恶化。后期，加快大盘去化，回笼资金，是企业的一项重任。

职业经理人和家族团队的融合问题。从创始人朱孟依到接班人朱桔榕，合生创展的家族性特征显露无疑。家族化管理机制下，管控严苛，在一定程度会阻碍职业经理人经营决策权的有效发挥，导致执行力疲软、经营决策效率低下。明确职业经理人和家族团队的职责定位，有效解决好职业经理人和家族团队的融合问题，有助于降低沟通成本、提高经营效率。目前，碧桂园及雅居乐去家族化处理方式都值得借鉴。

此外，随着市场集中度不断提高，马太效应下中小房企在融资、资源、品牌等方面的劣势也愈发突出。当前，市场行情大不如从前，合生创展逆势而上面临的阻碍更大。

三、突出比较优势是突破的关键

对于合生创展来说，介于规模的限制，突出比较优势胜于比拼绝对优势，做好产品服务、保证流动性、合理布局区域是打造自身核心竞争力实现可持续发展的关键。

更新产品服务，适应消费需求。当前，房地产市场已经过了野蛮生长的时代，进入新的调整周期，单纯的地产开发已经不能够满足消费者对于“美好生活”的追求了。在增速放缓的背景下，房企也将从“规模竞争”回归到“产品竞争”，因此做好产品与服务的更新是房企发展中的重中之重。对于合生创展而言，一二线城市的高端客群逐渐步入成熟期，对高端住宅的品质与服务日趋精细化，这对合生创展的高端产品也提出了更高的要求，将产品和服务品牌化，提高市场对于合生创展的认可是首要工作。

适度加快周转，保证流动性。对于房企发展而言，现金流是生存与发展的保障。特别是中小企业，融资收紧，资金成为开发的致命点，2018 年合生创展在融资方面屡屡受挫，31 亿元公司债券与 100 亿元的住房租赁专项公司债券均被终止。而合生创展的流动性也并不乐观，2018 年上半年合生创展持有现金 45.3 亿元，总有息债务达到 529.26 亿元，其中短期有息负债为 157.83 亿元，现金短债比仅为 0.3，面临相当程度的短期偿债压力。继续坚持慢周转将面临更大的现金流风险与市场风险，带来一系列的副作用。以合生创展目前的规模以及财务状况，加快周转、保证充足的流动性是抵抗风险的利器。当前，合生创展更适于小盘操作，一方面投入相对较少，可以在一定程度缓解资金压力；另一方面可以缩短开发周期，实现快开发快去化，加速回款，补充现金流。

坚持区域集中，避免过于分散。中小企业在规模和城市覆盖上远远不如一线房企，并且在短时间甚至中长期内都难以赶超。对于中小企业来说，避开规模竞争的有效途径之一是坚持区域深耕，形成自身的比较优势。合生创展的项目布局面并不广，项目资源主要集中在几个核心城市，并且这些城市的溢价能力都很强。合生创展在已有项目基础上坚持城市深耕，一方面可以集中资源优势，更加深入地进行客户研究及市场分析，灵活调整企业决策适应市场调整，最大限度发现价值和创造价值；另一方面可以巩固当地市场，提高本地市场的品牌认知度，有助于提高企业自身资源的吸附力，占据市场竞争优势。相反，不顾规模限制盲目进行扩张，可能会得不偿失。

在重回百亿大军之际，手持大量优质储备资产的合生创展确实有望借势背水一战。昔日地产航母能否力挽狂澜、稳步复苏，甚至重现辉煌，还要看合生创展的后续是否能扬长避短，做专主业，实现真正的突破。

免责声明

数据、观点等引用请注明“由易居·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

克而瑞，易居（中国）企业集团旗下品牌。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。

>>>关于研究中心

研究中心，易居·克而瑞的专业研发部门，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7年发布中国房地产企业销售排行榜，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。