



不良房产炼金术： 烂尾成暴利行业 二道贩子们回归

2013年，不良房产投资人冯剑云从瑞士合众集团离开回到国内时，还没有预见到国内即将迎来第三波不良投资周期；在随后的一年多里，经济放缓，银行不良双升趋势愈加明显，一个声音告诉他，机会来了。

冯剑云举了个例子。“我们之前看过一个南通包工头的项目，他在上海周边城市拿了一块有湖景的地，坚持要实现自己的个人理想和情怀，即建豪宅，于是在湖边造了很多大别墅，500平方米—1000平方米一栋，均价2万/平方米，单价在1000万—2000万元。”

冯剑云说，“在当地市场上，买得起2000万元别墅的都是超高端客户，这种客户特别挑剔，不仅挑产品还挑开发商，显然这个民营企业老板的操盘水平和公司品牌支撑不了如此高售价的豪宅。”别墅销售缓慢，影响资金回笼，形成烂尾。

处置到最后，只好把部分别墅推倒或重新分割成为200平方米的别墅，还送100平方米的院子，一栋别墅400万元，因为“买400万元别墅的人都是中产客户，只看性价比”。

过去的十来年，冯剑云一直从事地产或不良资产的投资管理工作，除了在全球最大的不良资产投资基金阿波罗资产管理公司工作过，他还曾供职于摩根士丹利、汇丰控股等机构。

“就房地产市场而言，中国与世界上任何一个国家不同。所以，中国的不良资产投资市场必然也会十分特殊。”在冯剑云看来，由于不良房产投资基本归属于非标领域，越是有难度的项目处置成功，其回报也就越高。

逆周期中的暴利行业

2004年，与阿波罗齐名、全球最大不良房产私募基金之一的柯罗尼资本进入中国，时逢国内的第二波不良投资周期，柯罗尼随后和上海实业集团合作设立扬子基金，专注国内不良资产

和房地产投资，其全部项目已于2011年退出。数据显示：从1990年开始，巴拉克的房地产投资公司每年的回报率都可以达到21%。

11月初，特朗普逆袭赢得美国总统选举。而值得注意的是，在特朗普8月份公布的13人豪华经济团队中，柯罗尼的创始人、美国内政部前助理副部长托马斯·巴拉克也在其中。

截至目前，银行不良双升的趋势依旧没有逆转，而在银行的不良债权抵押物中，以各种形态存在的房地产和土地占有绝对份额，所以，房地产的处置能力也就决定了银行不良资产的最终清收效果。

浙商资产管理研究院监测到的淘宝司法拍卖数据显示：北京、上海两地的部分法拍房成交价已与市场价持平，而法拍房的一大来源正是银行对于不良债权抵押物的处置。

20世纪80年代，美国陷入储贷危机，大量困境房产项目浮出水面，这也正是巴拉克原始资本积累期，他于1990年设立柯罗尼。在接下来的几年中，巴拉克四处物色以房地产项目做抵押的不良贷款，到1995年，他已经从收购的不良贷款中赚取了25亿美元的利润。

在北京，早前有最贵烂尾楼之称的海天广场，由于涉及40多个债权人，38起诉讼，案情错综复杂，被法院多次查封，令众多地产公司望而却步。

2009年，光耀东方投资公司以总价约20亿元的代价收购了海天广场，仅用了3个月的时间就将其盘活。当年12月底，已更名为北京光耀东方广场的该物业公寓部分开盘销售，价格为每平方米2.3万—2.5万元，开盘当日500套房源被抢购一空，仅这500套房源就覆盖了此前的收购成本，此后加推的房源也迅速售罄。

有业内人士测算，在这个项目中，光耀东方的自有投入资金获得了近10倍的收益。

房产是如何变不良的

那么，逆周期下，不良房产处置是如何变成暴利性行业的，这就要回到一个正常的房产是如何变成不良的，不良的生成模式也就决定了最终的处置模式。

冯剑云介绍说，第一类就是涉及违规、违建、超建的房产，这种房产在一线城市比较常见，比如政府批复10万平方米，结果开发商建了11万平方米，在如今规范的市场背景下，此类房产会面临拿不到批文与销售证的局面。

第二类是由于政府政策变更、政府领导换届、城市规划调整而导致的不良。比如招商引资优惠政策被取消、城市片区控规调整等。对于这样的项目，除非低成本长线大资金，否则难以撼动，处置模式也以慢慢消化为主。

第三类是由于复杂的债权、债务纠纷进而形成的不良房地产，这种以民营企业投资的地产项目居多。

“有位民企老板拿了一块地，项目估值10亿元，他从银行借了5亿元，信托搞了3亿元，又以股权质押的形式从民间融资了1亿元，相当于10亿元的项目借了9亿元。后来，由于项目设计不好、销量上不去，现金流断裂，所有债权人一拥而上，将其诉之法律，法院将整个项目查封。”冯剑云说。

第四类则是由于市场定位不准，产品设计能力差、开发商操盘水平差，导致项目陷入困境的。文章开头提及的南通包工头豪宅项目就是典型。

第五类纯粹是基于市场原因导致的不良。如果一个地区的市场供应过量，可能未来十年都处于去库存阶段。

“这五种情况时常叠加，产生更加复杂棘手的不良模式。”总体来说，处置难度越大的项目，处置成功后的收益也就越高。

二道贩子们的回归

2013年，广州不良资产包“业余玩家”李智楠从某银行手中购买的一笔单宗债权，本息合计9000万元，4900万元到手；抵押物包括151套回迁房、地下车库和两层商铺。

“我是做物业出身的，在处置物业方面比较有经验。债权到手之后，我们几个合伙人做了4—5套方案，并根据实际情况反复推演，当时我们决定先从商品房入手，只要151套房产中能够卖出60套，我们就赚。由于

这里面涉及151个回迁户，我们一户一户地谈，市场价28万元/平方米，我们给回迁户的价格是15万元/平方米，最终回迁户购买了90套房产。”他说。

回归到不良房产处置模式的本源，无外乎两种方式：一是转手，二是盘整，将不良资产主动改良成优质资产。

我国房地产市场从2000年起步到现在已有16年，即便有所起伏，但整体趋势向上。在这种单边上涨的年代，大家很少关注基础资产的好坏，物业价值不断重估，可以通过再融资来置换之前的债务，于是中间很多机构都赚了钱，但那个“烂尾楼”还是那个“烂尾楼”，没有人真正地去盘活过。

“这种模式简单粗暴。我认为，下一轮不良房产处置，对于基础资产的认知以及抵押物改良能力越来越重要，关键在于对项目本身的竞争力和盈利空间的挖掘。”德富资产执行合伙人吴舸说。

今年初，某地方资产管理公司与一家民营金融集团成立了一个不良资产处置基金，该基金用于收购库存商业地产，并将其改造成为公寓，6个月即实现了项目的成功退出。

《第一财经日报》记者从业内获悉，一波房地产处置基金“正在路上”，但它们对住宅类的不良房产更感兴趣，对商业地产和工业用地则相对谨慎。

(依财)

财力透支 高价地项目 现股权转让潮

本报讯 受房地产市场调控影响，前9个月还是“稀客”的房地产项目近期再度成为产权交易所的“常客”。《经济参考报》记者统计，截至发稿，北京、上海、天津三大产权交易所的房地产业项目挂牌数量大约50个，较1月至9月的数目出现显著增长。与此同时，为摊薄开发压力，高价地项目股权转让现象频发。

具体来看，仅北京产权交易所，股权转让方面项目挂牌数量，便从前9个月的两个迅速增至30个，包括正元置业有限公司转让100%股权、北京中房军安房地产开发有限公司转让100%股权、青岛方茂置业有限公司100%股权及债权等众多项目。上海方面，上海国融莘闵置业有限公司100%股权及相关债权、上海源茂置业有限公司51%股权、神华新疆房地产开发有限公司50.5%股权等5个项目。天津方面，天津运河城投投资有限公司100%股权等8个项目。

此外，位于北交所的房地产增资项目也达6个，包括南京泰茂置业有限公司增资扩股项目、深圳市太子湾商鼎置业有限公司增资项目、北京华油房地产开发有限公司增资等项目，融资总额超过55亿元。

对此，中原地产市场总监张大伟表示，在国家房地产金融监管收紧的背景下，预计房企核心盈利能力下滑、财务风险加剧，将有越来越多的非专业房地产公司离开房地产领域。

另据了解，近期高价地项目股权出现转让潮。杭州、合肥、武汉等地多个“地王”项目出现转让、卖股，以摊薄开发压力。

业内人士指出，虽然今年房企销售火爆，但从一、二季度来看，地价已透支了房企利润，房地产企业的盈利能力大幅下调。在增收不增利的情况下，房企的承压只增不减，未来或因资金压力，出现高价地股权转让潮。(倩波)

