



危机中的院子——泰禾集团风险事件研究

吴佳泽、张宇、高雅

案例摘要：泰禾集团是福建商人黄其森创办的房地产开发企业，自 2013 年起，通过激进的投资并购策略以及自身优秀的产品开发能力，乘上市场趋势和政策刺激的东风，短短几年内一跃成为千亿级别的大型房企。但其发展的历程也埋藏着众多的风险点。在“房住不炒”的新背景下，随着市场监管政策和金融监管政策的升级，泰禾集团自 2018 年中起先后两次陷入了严重的流动性问题，直至 2020 年债务违约大规模爆发，走入债务重组谈判的历程。本案例通过对泰禾集团发展、风险累积的过程和风险爆发后的措施进行复盘，为地产企业建立兼顾发展与风险的风险管理系统提供借鉴。

关键词：泰禾集团、房地产企业、风险管理

前言

泰禾集团曾是当之无愧的明星房企，其旗下的箭头产品“泰禾院子”曾吸引了整个房地产界乃至全社会的目光，业主名单更是星光熠熠：成龙、范冰冰、王刚、景甜、章子怡……众多的社会名流都选择成为泰禾的业主。

但在过去的一年中，泰禾陷入了公司发展历史上最严重的危机：流动性极度紧张、公司债务出现违约、在建项目纷纷停工、股价自历史高点下跌近九成、老板黄其森本人背上多张“限高令”……以至于公司不得不宣布进行债务重组，甚至引入了行业内的竞争对手万科来做可能的“白衣骑士”。

究竟是何种因素让曾经的明星房企深陷困境？这样的风险在泰禾这家企业中是如何累积的，是否有被避免的

本案例由北京大学光华管理学院张宇教授、北京大学管理案例研究中心研究员高雅根据 2019 级 MBA 学生吴佳泽的毕业论文《房地产开发企业风险事件分析——以泰禾集团为例》改编。案例仅用于课堂讨论，而非管理决策或活动是否有效的证明。

本案例版权归北京大学管理案例研究中心所有，如申请使用本案例请联系：casecenter@gsm.pku.edu.cn。未经北京大学管理案例研究中心授权许可，禁止以任何方式复制、保存、传播、使用本案例或者案例正文中的任何部分。

Copyright©2020 北京大学管理案例研究中心

可能性？泰禾是否有机会走出危机重现曾经的辉煌，走出危机的抓手在哪？这对房地产市场中其他的玩家又带来怎样的启示与教训？

一、泰禾集团的发展历程

1.1 福建起家

1980 年，15 岁的黄其森考入福州大学建筑系，据说这在当地引起了小小的震动。即使从现在的眼光看，15 岁就考上大学也算是十分了不起的成就。1984 年，大学毕业的黄其森被分配到建设银行福建分行工作，并在此工作了 12 年之久。

1996 年，改革开放已经深入了十余年，下海创业的热潮席卷全国，众多目前活跃的地产商也均在 90 年代创业起家。也是在这一年，黄其森决定辞职创业，凭借着一腔热情和父母提供的部分启动资金，黄其森在福建创立了泰禾集团。在最初的阶段，黄其森并没有资源去撬动资金密集的地产项目，仅依靠以前积累的人脉承接一些小工程维持运营。

1.2 挥师北上

这种不温不火的情况一直持续到了 2002 年。在这一年，黄其森做出了一个对泰禾集团影响深远的决定，那便是从福建挥师北上，进军北京。这次进京，使得泰禾集团从一个偏安一隅的小公司，成为中国地产开发行业舞台上炙手可热的明星企业。

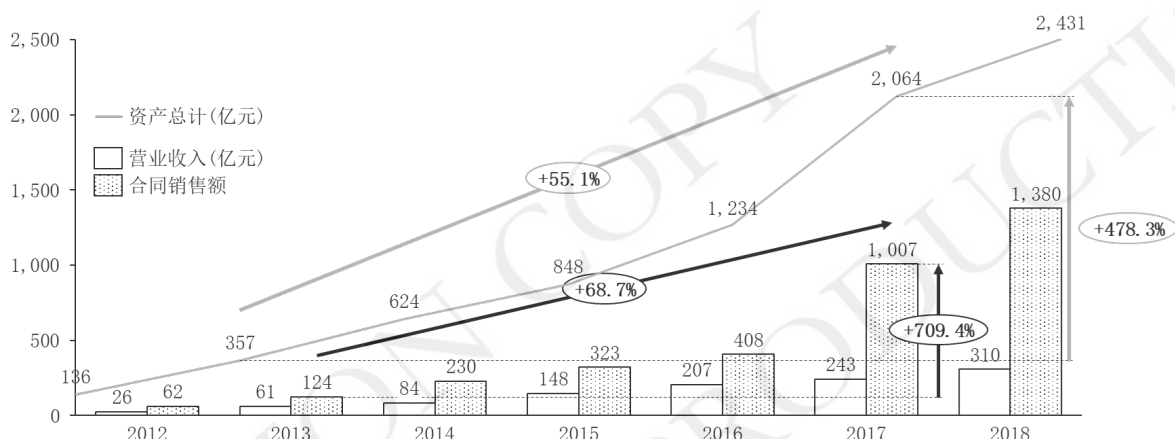
泰禾集团进京后开发的第一个项目就是“运河岸上的院子”，现在的名字则是地产圈内众人皆知的“中国院子”，该项目位于通州区京杭大运河旁。当时的通州区还没有成为北京的城市副中心，所以在这个区位开发高端的豪宅别墅项目也是比较具有风险的。黄其森聘请了华人建筑大师张永和操刀设计院子项目，开创性地开发了门庭院落的中式别墅产品。

这种颇具创新性的产品在当时的市场上引起了极大轰动，而这种轰动效应也帮助泰禾集团走向了大众视野。“运河岸上的院子”的均价也从一期的两万迅速提升到二期的十万元以上，成为了北京豪宅市场的标杆。与此同时，泰禾也在福建大本营持续发力，在福州、厦门、泉州等核心城市深耕，逐渐在福建市场取得了领先的地位。

2007 年，在火热的地产市场中，泰禾开始筹备上市。在三年的运作和筹备后，2010 年，泰禾成功借壳福建三农上市登陆 A 股市场，成为当年唯一上市成功的房地产企业，也是迄今为止的倒数第二家 A 股开发商上市公司。

1.3 快速崛起

2013 年，泰禾的销售额为 124 亿元，距离彼时排名第 50 的建发房产仍有约 25 亿元的差距，而 2017 年泰禾销售额首次迈进千亿大关，销售额已排名第 17 位。如图 1 中的经营数据和财务数据所示，2013-2017 年，泰禾集团的合同销售额增长了超过 7 倍，年化增长率为 68.7%；尤其在 2016-2017 年，一年时间增长超过 100%，相应的，其总资产规模也增长了近 5 倍。短短几年之间，取得如此之快的进步速度，在当时的地产界是十分令人瞩目的成绩，泰禾集团也是在这几年，迅速取得并巩固了头部房企的地位。



资料来源：公司年报，CRIC

图 1. 泰禾集团的规模扩张

2014 年深圳房价开始暴涨，在 2015-2016 年逐渐传动到全国，这一波房价上涨客观上助长了各级别的房地产开发企业业绩的增长，但泰禾集团如此之快的业绩增速，更来源于其在 2014-2016 年间狂飙突进的投融资策略，详见图 2。年报显示，仅 2014 年上半年，泰禾集团就斥资 146 亿元购置了 11 宗土地。当年土地支出大过全年 84 亿元的总营收。2015 年，泰禾集团的“地王级”项目迅速增加。年内拿地宗数虽减少至六宗，但项目总价、单价极高，仅北京、深圳两块在招拍挂市场竞购的土地，总价就达到了 85 亿元。其中，深圳项目楼面地价达 7.99 万元/平方米，是当时全国的单价“地王”，该项目的楼面地价比当时附近片区的在售住宅均价还要高。该年内泰禾集团购地的楼面均价达到 16,446 元，比前一年增长了 175%，也是泰禾集团历史上购地均价最高的一年。

2015 年之前，泰禾集团多在福建、华北和华东布局。这一轮扩张中，广深区域市场是重心之一，该区域涵盖珠三角、广西和海南等。2015 年 12 月拿下的深圳项目，即是泰禾集团在广深区域的“开山之作”。

2016 年，泰禾集团继续大局扩张，全年共斥资 266 亿元拿下 13 宗土地。截至