

# 房企“解渴” 信用债发行量缓慢回升

本报实习记者 卢志坤  
记者 颜世龙 北京报道

房地产企业信用债发行量经历了前两年的井喷之后,今年初在市场上再度沉寂。如今,这一融资方式正重新活跃。

据《中国经营报》记者了解,尽管房地产企业今年通过发行债券募集的金额与去年时的盛况比仍

## 房地产信用债发行回暖

“企业非常关心融资成本,市场成本高的话,就会暂停融资,观望一下。”万华伟说。

据记者了解,自去年10月份监管部门陆续收紧房地产信用债发行以后,房地产信用债发行规模和发行数量在短期内出现了断崖式下跌。当月,上海证券交易所和深圳证券交易所相继出台文件,提高债券发行准入门槛。

Wind 资讯数据显示,去年11月份,房地产信用债发行规模由前一个月的近669亿元下降至322亿元。而在今年1月份,房地产信用债发行规模仅为26.85亿元,去年同期发行规模则高达1636.9亿元。

但此后,房地产信用债发行缓慢升温,今年3月份发行的规模高达420亿元,环比增速超过2倍。据记者统计,截至11月7日,房地产企业今年累计发行的信用债数量为398只,累计募集金额约为3462.3亿元。其中,有169只房地产信用债是在上半年发行,下半年发行数量为229只。

尽管这一水平与2015年、

相去甚远,但发行规模呈现不断回升趋势。截至目前,房地产企业在下半年发行的信用债数量已经远超上半年。

分析人士指出,作为房地产企业补充流动资金的重要融资方式之一,自今年3月份以来房地产信用债融资额在楼市不断收紧的背景下有所回暖,房地产信用债发行的有限重启值得关注。

2016年高达6365亿元和1.1万亿元的发行规模相去甚远,但已经高于2015年之前的发行规模,这得益于2015年初监管部门放开公司债的发行门槛以及房地产去库存政策带来的信贷宽松环境。据民生证券统计,2014年之前,房地产信用债发行体量较小,每年发行额不到500亿元。

联合信用评级有限公司总裁万华伟说,上半年相关产业发债数量缩减,除了受到监管层面收紧因素影响外,企业在短期内不适应高利率环境而采取观望态度也是重要原因。

“企业非常关心融资成本,市场成本高的话,就会暂停融资,观望一下。”万华伟说。

民生银行首席研究员温彬也持同样看法。他告诉记者,整个上半年,社会融资中的债券融资规模都在收缩,特别是1、2、5、6月份,债券融资都是负增长,上半年市场利率不断走高,增加了企业的发债成本,很多企业纷纷放弃或推迟了

中信证券固定收益首席分析师明明表示,对比本轮房地产因城施策调控政策密集出台,房地产抑制泡沫、打击投机性购房的基调与2015年地产调控类似,但在此背景下,今年房地产企业信用债发行有限重启,发行规模和净融资额出现回暖,显示出政策层温和托底实体经济需求的态度,这或许是今年经济“韧性”的

来源之一。另一方面,接受采访的市场人士认为,房地产信用债回暖和整个市场融资环境的变化有关。他表示,发债融资成本的提升让很多企业在上半年对信用债的发行处于观望态势,部分企业暂缓甚至取消债券发行计划,转而寻求替代融资方式,推动银行贷款、信托贷款等融资规模出现快速增长。

实际上,自去年第四季度开始,随着债券市场波动加剧以及政策利率上调导致的资金偏紧,企业发债成本快速飙升。仅今年前4月,取消或推迟发债融资的规模就超过了1600亿元。以信用债中占比规模较大的公司债和中期票据为例,据Wind 资讯数据显示,5年期AA+ 等级的公司债和中期票据的平均到期收益率在2016年10月中旬时约为3.3%,但到了12月,收益率已经超过4.5%,而在今年5月中旬,收益率则超过了5.3%。不考虑税费情况下,收益率越高,表明企业的融资成本越高。

一名投行人士此前对记者表示,在发债环境宽松的时候,资质较好的企业发债成本远低于同期限银行贷款利率,但上半年二级市场债市波动加大且资金的流动性不强,风险溢价提高,导致企业发债成本已经超过了银行贷款利

率,预期利率与发行利率存在差距,因而他们倾向于取消发行或推迟发行。

国有房地产开发企业中国电建地产集团有限公司曾打算在4月中旬发行2017年度第一期中期票据,计划发行期限为5+N年,募资15亿元,但出于成本考虑,该公司取消了该笔票据发行计划。随后,该公司对债券的发行条款进行调整,将发行期限从“5+N”年缩减至“3+N”年,票面利率为6%,债券以面值发行。在同等条件下,期限越长,收益率越高,融资成本也就越高。

万华伟表示,尽管下半年市场利率依然没有太大改善,但企业发债数量在明显提高,主要是因为企业对资金面紧张、利率居高不下有了心理预期。

Wind 资讯数据显示,截至目前,5年期AA+ 等级的公司债和中期票据的平均到期收益率仍高于5.1%。

## “跷跷板”效应

对房地产企业来说,今年以来房地产投资增速继续保持较快增长,但银行对房地产贷款总体收紧,致使房企债券发行上升。

在房地产信用债整体发行规模今年出现大幅缩减之际,房地产企业则在寻求替代融资方式,推动了包括银行贷款、信托贷款等渠道融资规模出现快速增长。

据Wind 资讯基于国家统计局数据编制的信息显示,今年前9个月,房地产开发资金来源中,国内银行贷款和国内非银行金融机构贷款增速明显扩大。房地产开发到位资金指一年内房地产企业实际投入、用于房地产开发的各种货币资金,属于增量概念。

数据显示,国内银行贷款累计同比增速自年初的4.3%提升至9月的15.7%,9月的累计规模为1.57万亿元。国内非银行金融机构贷款增速则从去年底时的19.8%增长至9月的42%,9月末时的累计规模为3281.7亿元。

光大信托负责战略研发的袁吉伟表示,从房地产开发具体资金来源看,国内贷款增速显著上升,远高于2016年6.4%的水平,这主要在于发债、私募基金融资受限后,银行信贷、信托贷款成为房企重要融资渠道。同时伴随房地产企业的景气度高位运行,银行、信托也提高了融资意愿。

“在发债受限后,大中型房企对于银行信贷的依赖程度更高了。”袁吉伟表示,今年房地产信托增速还是较快,但下半年募资难度加大,一方面监管部分更

加重视房地产信托的合规性,另外则是银行资金比较紧张,同时银行业在加强开发贷的配置,对于房地产信托热情下降。

在温彬看来,对资质和信用等级较高的大中型企业来说,包括银行贷款、发行债券等在内的融资渠道较多。通常,债券融资利率低于贷款利率,因此企业会优先选择发行债券融资或发行债券偿还贷款以降低融资成本。

但自去年末以来,随着银行间市场利率持续上升,企业发行债券利率不断提高,在法定贷款利率不变的情况下,企业纷纷推迟或取消债券发行,进而寻求银行贷款。从央行披露的社会融资规模来看,今年前9个月,企业债券累计的融资规模仅为1583亿元,而去年同期达到了2.6万亿元。

今年6月份以后,央行加大公开市场操作力度,保证了市场流动性稳定,债券发行利率保持平稳,同时,银行由于资金成本上升,逐步提高贷款利率,促使企业重新发行债券融资。

温彬表示,对房地产企业来说,今年以来房地产投资增速继续保持较快增长,但银行对房地产贷款总体收紧,致使房企债券发行上升。据Wind 资讯数据,今年三季度,企业新增的债券融资规模转为正值,月均融资规模约为1765亿元。

# 我爱我家“下嫁”昆百大 A 上市后任重道远

本报实习记者 夏晨翔  
记者 颜世龙 北京报道

近日,昆明百货大楼(集团)股份有限公司(000560.SZ,以下简称“昆百大A”)披露2017年第三季度财报,报告显示,昆百大A2017年第三季度的营业收入约为9.37亿元,同比下降31.44%,归母股东净利润为0.46亿元,同比下降24.94%。

一方面昆百大A业绩下滑,另一方面,北京我爱我家房地产经纪有限公司(以下简称“我爱我家”)曾做出的2017年度、2018

年度和2019年度累计净利润分别不低于5亿元、11亿元及18亿元的业绩承诺能否兑现再次引发业界关注。

《中国经营报》记者发现,我爱我家“下嫁”昆百大A,在享受融资便利之余,或将面临着失去控股权、业务开展受到限制等困境。对此,记者分别致电我爱我家和昆百大A。我爱我家方面表示一切以昆百大A的解释和公告为主,而昆百大A则回复记者称目前证监会的正式核准文件仍未下发,暂不接受记者采访。

## “下嫁”昆百大A

对比二者的营收能力和资产规模,昆百大A收购我爱我家一度被认为是“蛇吞象”。

成立于1998年的我爱我家,是中国最早的房地产中介服务连锁企业之一,其业务涵盖了包括代理销售、分销业务、电商业务及顾问策划业务在内的新房业务,以及包括二手房租售和房屋资产管理在内的存量房地产业务。截至2017年3月31日,我爱我家业务已涉及包括北京、天津、上海在内的15个主要一二线城市,拥有2269家直营门店,5万余名经纪人。

随着存量房时代的到来,各路资本纷纷涌入租赁市场,早在今年1月,融创中国就曾披露拟投资26亿元入股北京链家6.25%股权,以此推算,北京链家的整体估值高达416亿元。此外,苏州好房、深圳云房、搜房网等房产中介企业也相继接触资本市场。

易居研究院智库中心研究总监严跃进告诉记者,未来房产中介企业会像房地产企业一样,在行业间进行合作兼并、优胜劣汰,形成强者恒强的趋势。我爱我家上市成功,可以为其提高融资能力,加速业务转型提供助力。但是,也有业界人士指出,相对而言,房地产中介企业的财务核查比较复杂,在资本运作过程中,证监会对于此类企业还是持保守态度的。

10月13日,昆百大A发布公告,经证监会并购重组委审核,其重大资产重组事项获得无条件通过。据了解,此次交易完成之后,昆百大A共计持有我爱我家90.44%股权,作价59.09亿元。我爱我家将成为昆百大A的控股子公司,完成“曲线上市”。

但是,对比二者的营收能力和资产规模,昆百大A收购我爱我家一度被认为是“蛇吞象”。

资料显示,2015年、2016年及2017年一季度,我爱我家营收分别为48.58亿元、81.58亿元和19.46亿元,对应净利润分别为1.8亿元、3.2亿元和9353.34万元。

昆百大A同期营收分别为13亿元、19亿元和3.3亿元,对应净利润分别为1369万元、2127万元和1450万元。

相比之下,其业绩远逊于我爱我家。

此外,以目前昆百大A持有我爱我家90.44%股权,成交金额59.09亿元计算,我爱我家2016年资产总额为59.09亿元,占昆百大A相应指标比重88.38%,营业收入为81.58亿元,所占比重高达425.65%。

一系列数据的超标,构成了重大资产重组,也使昆百大A在尝试“蛇吞象”之余不断调整方案,规避重组上市。

## “牺牲”控股权

在内外环境的市场竞争下,迫切谋求资本助力或许是我我爱我家原股东愿意放弃控制权“下嫁”盈利能力远低于自己的昆百大A的重要原因。

在昆百大A多次重组修订方案中,控股权收购比例的调整最引人关注。

9月25日晚,昆百大A披露关于重大资产重组方案调整的公告,宣布拟以发行股份及支付现金的方式购买我爱我家16名股东合计持有的84.44%股权,合计支付对价为55.3亿元。

在之前的重组方案中,昆百大A原计划收购我爱我家17名股东

合计持有的94%股权,合计支付对价为61.8亿元。对这一调整,公告解释称,持有我爱我家9.56%股份的林洁已辞去董事职务,不再参与本次交易。

严跃进分析称,相关部门在监管过程中,通常会重点关注控制权稳定的问题。昆百大A对重组方案中的股权收购比例进行调整,或是为了增加后续审批通过的概率,加快上市节奏。

事实上,随着林洁的退出,昆百大A第一大股东谢勇的控股权将变得更加巩固。

公开资料显示,2016年5月,我爱我家原控股股东伟业策略将其持有的部分股份分别转让给刘田、林洁、张晓晋和李彬。伟业策略的持股比例从44.53%下降至8.03%,上述4人的持股比例分别为10.27%、9.56%、8.34%、8.34%。

虽然昆百大A表示,4人之间

不存在一致行动关系。但是深交所曾对此发出问询函,质疑伟业策略转让股份的行为存在刻意降低持股比例,减少昆百大A向其发行股份的数量,从而保持昆百大A控制权不变,规避重组上市。

记者梳理昆百大A于8月17日发布的公告发现,在不考虑募集配套资金的情况下,交易完成之后,谢勇及其一致行动人持股比例为19.45%,刘田、林洁、张晓晋、李彬4人及其一致行动人持股比例总和为15.31%,与谢勇及其一致行动人的持股比例仅差4.14%。如果4人存在一致行动关系,将影响谢勇实际控制人的地位。

相比之下,在9月25日调整重组方案之后,谢勇及其一致行动人持股比例达到20.08%,对昆百大A的实际控制权得到巩固。

一位天山基金投资经理分析称,从交易本身来看,这种“曲线上市”对交易双方并没有太大的风险,在内外环境的市场竞争下,迫切谋求资本助力或许是我我爱我家原股东愿意放弃控制权“下嫁”盈利能力远低于自己的昆百大A的重要原因。



此次交易完成之后,我爱我家将成为昆百大A的控股子公司,完成“曲线上市”。

本报资料室 / 图

## 业务发展或受限

我爱我家原股东及团队在这次交易中最终拿到了上市公司10%左右的股份,失去了对我爱我家的控制权,若未来在经营战略上出现分歧,可能会对我爱我家的业务发展造成影响。

据昆百大A相关报告显示,我爱我家承诺自2017年1月1日起,其2017年度、2018年度和2019年度实现的累计净利润分别不低于5亿元、11亿元及18亿元。

对比昆百大A之前的盈利能力,如此业绩承诺可谓高额回报。但是,如何兑现这一承诺才是业界普遍关注的问题。上述天山基金投资经理告诉记者,控制权不稳定的问题虽然在新方案里得到了处理,但是我爱我家原股东及团队在这次交易中最终拿到了上市公司10%左右的股份,失去了对我爱我家的控制权,若未来在经营战略上出现分歧,可能会对我爱我家的业务发展

造成影响。江苏高的律师事务所王领刚律师分析称,如果双方在资产重组方案中没有对未来业务决策权另行约定,原则上是按照持股比例进行投票。一旦双方未来出现分歧,我爱我家方面会失去对相关业务的控制能力。

在昆百大A披露的关联交易报告书中,记者发现,若本次交易完成,昆百大A主营业务将涵盖包括商业零售业、酒店物业管理在内的商业不动产运营管理业务及包括经纪业务、新房业务、资管业务在内的房地产中介服务业务。

与此同时,昆百大A2016年度商品销售业务的收入占比将由

46.04%降至8.76%,房地产业务的收入占比由42.13%降至8.02%。而新介入的经纪业务、新房业务及资管业务,收入占比分别达到55.01%、16.84%和7.74%。

由此可见,我爱我家的业务收入在未来亦将成为昆百大A主要的收入来源,二者在相关业务战略上能否保持一致将至关重要。值得注意的是,记者在梳理昆百大A发布的数次重组方案中发现,两个曾计划开展的我爱我家募投项目在过会前的一次的修订中被取消。

据9月25日公告显示,昆百大A拟募集配套资金不超过23.1亿元,其中支付本次交易现金对价及

中介机构等交易费用为16.6亿元,投入分散式长租公寓装配项目5.5亿元,房产综合服务与智能管理项目1亿元。

10月8日晚,昆百大A再发公告,宣布原计划募集配套资金由不超过23.1亿元调整为不超过16.6亿元,取消两个募集资金投资项目。

事实上,对于上述两个募投项目,昆百大A曾多次指出,我爱我家自有资金不足以开展分散式长租公寓装配项目和房产综合服务与智能管理平台项目,通过此次募集资金可确保募投项目的顺利实施。

至于未来是否会继续开展上述两个项目,相关方案中并未提及。