

年中特别策划之  
房企债务危机

在2015年下半年及2016年借着低利率公司债大规模“积草囤粮”的房企,从今年下半年开始的两年内,将面临高达数千亿的债务偿还压力。但融资环境已由昔日的宽松转为紧缩,房企境内信用债、非标融资等渠道都遭到堵截,融资难度明显增大,海外发债、信托募资等再度升温。业内人士预计,中小房企在2018年将面临困境,不排除有企业被兼并,而对于所有房企而言,降低杠杆率都是目前最重要的工作。

# 两年数千亿债务压顶 房企融资忙

## 还债高峰来临

上半年的最后两个月,房企被一波发债“中止潮”搅得有些闹心,这些债券发行的目的是为了“续命”,因为从2018年下半年开始,房企就步入了回售高峰期。

据海通证券测算,地产债将在未来2-3年迎来到期高峰。存续地产债中,2018年需要偿付的规模为1613亿元,是2017年的2.3倍,其中下半年是上半年的近3倍;2019-2021年需要偿付的规模分别为2807亿元、3998亿元和4037亿元;此外,存续地产债在2018年进入回售期的超过3800亿元,2019年也接近3700亿元,规模之大史无前例。

之所以有如此之大的偿还压力,是因为2015年下半年和2016年房企曾借着政策红利大规模“积草囤粮”。彼时楼市主基调是“去库存”,加上2015年初公司债发行难度被降低,一些大型房企的发行利率一度低至3%。

房企债券融资需求由此得到释放,发行规模出现井喷。克而瑞研究中心数据显示,2015年监测的108家典型房企融资总规模达1.36万亿元,融资规模是2014年同期两倍。其中,房企票据、债券类融资成为房企融资的主流方式,金额达7376亿元,占比54%;2016年1-11月,108家房企融资总规模达1.12万亿元。而房企债券的期限结构多采取3+2年、2+1年等,也就是从今年下半年开始将大批量到期。

但面对即将到来的还债高峰期,房企还想以低利率融到资已不是易事,甚至连融资本身也受到了诸多限制。2016年10月,新一轮楼市调控拉开大幕,房企发债瞬间跌入寒潮,当年四季度发债规模即比一季度缩水超六成,2017年继续下降,到了今年5月还出现了一波密集的发债项目中止。



## “求钱若渴”

这只是房企融资困局的冰山一角。楼市调控以来,针对房地产行业的违规融资例如土地融资、首付贷等遭全面严查,私募资管、银行委托贷款等也不同程度的受到严控。克而瑞研究中心数据显示,今年5月,监测的108家房企新增融资额为579.69亿元,同比下跌45.3%。融资结构中,银行贷款环比下降29.67%;受债市波动影响,房企的票据、债券发行额缩量明显,环比下降49.9%。业内机构还指出,随着4月资管新规的出台,大部分投向房地产行业的非标融资也将在2020年底前无法续发或存续。

不少房企的负债率已经拉响警报。Wind数据显示,今年一季度末,我国房企资产负债率上升至79.42%,创下13年新高;资产负债率超过80%的A股上市房企近40家。有银行业人士曾透露,负债率超过70%就很难得到贷款,这是一条“隐形警戒线”,也有业内人士表示负债率警戒线是80%。国资委主任肖亚庆此前曾公开点名两家负债率超过85%的央企,分别是中国铁物和中钢集团,均是靠钢贸业务虚增规模,引发债务风险。

与此同时,许多房企的现金流也告急。Wind数据显示,A股128家上市

房企中,一季度现金及现金等价物净增加额为负的房企达到72家,占比超过一半。

被按住资金命门的房企开始转战其他融资渠道。据中原地产研究中心统计数据显示,截至2018年前5个月,房地产企业海外资本市场融资数据达到了71笔、293.72亿美元,与2017年同期的31笔、127.85亿美元相比上涨幅度达到了130%。此外,房地产集合类信托的发行规模也占到全部发行产品的约1/3,但信托融资成本相对也较去年提高2-3个百分点,尤其是中小房企融资成本普遍提高。

## 降杠杆率为当务之急

另有分析师指出,近两年房企融资模式有所创新,比如购房尾款、物业费ABS融资和永续债融资,还有其他非标债权融资和民间借贷等方式,这些债务并未计入负债中,房企所要面对的债务危机远超过市场想象。

央行在6月下旬发布的《中国区域金融运行报告(2018)》中就批评房地产企业的高负债率。“一些房地产企业负债率较高,偿债压力较大;部分城市新房、二手房价格倒挂;租赁关系不稳定,市场不规范,监管难度较大,房地产市场长效机制有待完善。”央行在报

告中如是写道。

值得一提的是,房企兼具金融属性,对杠杆的依赖性强,负债率的失控与房企高杠杆经营模式不无关系。“2018年,房地产企业最重要的工作就是降低杠杆率。”中原地产首席分析师张大伟表示,在规模化竞争格局背景下,非常明显的拿地加速过程也推动了房地产企业的融资需求。但房企因为2016年替换了部分高成本资金,房企资金链依然宽裕,随着调控持续,发债等渠道还有可能收紧,房企的压力将越来越大,2018年将将是房企最近四年资金压力最大的一年。

易居研究院智库中心研究总监严跃进也认为,其实兑付的风险预警在2017年就已经存在了,但目前政策的持续性超乎预期,至今没有宽松迹象,所以从时间上看,虽然企业对还债高峰期有所准备,但是偿债方面的压力仍比想象要大。“现在购房需求带来的资金回笼速度还是可以的,并不是很尴尬,换而言之,摇号政策持续,市场交易本身并不悲观。但是如果各类高杠杆债务多,那么兑付压力、部分保证金缴纳压力、部分到期收益兑付压力等,都会倒逼此类房企采取股权质押、增发,或者说以价换量销售。”严跃进分析道。

中小企业受影响程度预计最大。张大伟表示,部分城市调控已影响房企销售,龙头房企压力不大,中小房企将面临困境,预计年内还将会出现多宗股权融资,中小企业被兼并。申万宏源在一份研报中也指出,目前银行端的开发贷、信托与信用债的融资名单正逐步打通,信用融资风险统一管控,通过整理房地产存量信用债和2018年新发债券的融资主体变化可以看到,上市公司、央企、规模房企融资比重大幅提高。未来融资压力大时,行业有望加速洗牌。

北京商报记者 程维妙

(上接B1版)

## 石榴置业的烦恼

市场有评论称,受土地成本攀升、企业触及高杠杆点位、三四线城市库存量加剧等因素影响,开发体量类似石榴置业的中小房企开发风险日益凸显。

石榴置业2017年年报显示,截至2017年12月底,该公司借款余额为253.75亿元,较上年同期借款余额169.83亿元增加83.92亿元,增加额占2016年12月31日经审计净资产的101.93%。

对此,石榴置业方面公告称,上述借款余额增加的主要原因是公司业务及调整债务结构需要,属于正常经营活动范围,并称该公司各项业务经营情况正常,对公司无重大不利影响。

不过,一位不愿具名的分析人士向北京商报记者表达了同石榴置业公告相反的看法。该分析人士表示,目前房地产行业整体负债率达79.42%,房企杠杆率处于历史高位,石榴置业也面临着较大的负债压力。

现金流的大幅降低也在一定程度上反映出石榴置业发展受限的问题。据石榴置业2017年年报,该公司2016年经营活动产生的现金流量净额较去年同期下降330.79%:一方面系石榴置业在建项目投入有所增加,以及该公司新取得了北京朝阳区孙河乡西甸村2902-71地块B4综合商业地块、北京市大兴开发区北

区1号地DX00-0301-0145地块、湖州市2017-78号地块、嘉兴市南湖区2017南-40号地块、嘉兴市秀洲区2017嘉秀洲-52号地块等新项目,以上购买商品、接受劳务支付的现金比2016年增加了42%;另一方面,则是因为2017年按揭政策趋严、按揭额度趋紧,导致石榴置业2017年销售商品、提供劳务收到的现金比2016年下降了60%。

值得注意的是,快周转已成为石榴置业谋求发展的一个备选。石榴置业在其2017年年报中披露,该公司将普通住宅、刚需、刚改类快周转产品作为项目投资的主流选择。同时,石榴置业

还称将提高存货和资金周转率,实现销售倍增目标。据悉,该公司现已根据房地产开发流程规律及各环节对现金流的要求,制定了一套完整的提高存货和资金周转率、实现销售倍增的经营战略,简称“6712”(即取得项目后6个月预售,7个月去化70%,12个月内实现现金流回正)。

对于在京业务未来的发展,石榴置业在接受北京商报记者采访时表示:“作为北京本土的企业,石榴置业对北京市场充满信心。除住宅项目外,我们将着力打造北京石榴中心、成大广场、惠通中心以及IM上海等产业综合体项目。”