

部分大型房企負債率及永續債情況

企業	資產負債率 (%)	永續債 (億元,人民幣)
世茂房地產 (0813)	68.7	45
融創中國(1918)	121.5	99.57
富力地產(2777)	79.32	24.04
中國恒大(3333)	85.7	1,129.44*
雅居樂(3383)	66.4	55.98
綠城中國(3900)	58.1	55.99
首開股份(600376.SH)	79.91	70

數據截至2016底

註：*恒大日前宣佈，已於6月30日提前贖回全部永續債

資料來源：公司年報、CRIC

製表：香港文匯報記者 孔雯瓊



近期房企融資方式

方式	優點	缺點
永續債	初期利率低	初期過後會利滾利
公司債	時間長、利率低	當前審核嚴格
信託融資	操作靈活	融資成本高
股權融資	財務風險小	操作周期較長
海外發債	發債利率較低	美元加息或導致成本上升

製表：香港文匯報記者 孔雯瓊

今年第一季度，房企平均淨負債率繼續上升到106%，分析指備受房企追捧的永續債是推高其負債水平的原因之一。

表面風光實則債台高築 首季淨負債率106%

內地金融監管系列

2017年以來，不少房企的「面子」和「裡子」出現背道而馳：表面上它們依然高歌猛進，實則重債負身。有統計顯示，今年第一季度房企平均淨負債率繼續上升到106%，分析指，房企迷戀的永續債正是推高其負債水平的原因之一。不過，儘管永續債在不贖回情況下會「利滾利」，但業內認為，在其他融資渠道不暢通情況下，目前房企只能將此視為首選。

香港文匯報記者 孔雯瓊 上海報道

隨着調控一再深入，房企的融資渠道全面收緊。據中原地產研究中心數據顯示，2017年上半年內房企融資資金合計為1,232億元（人民幣，下同），比去年同期急挫77.7%。其中債券融資和再融資規模降幅最大，公司債降幅達99%，再融資降幅也達到90%。

利率水漲船高 添財務壓力

在此情況下，不少房企轉向發行永續債。永續債也叫無期債券，最大特點就是利率通常具有調整機制，在一定時間內不贖回的話，其利率就會隨着時間水漲船高，會很大程度加大發行方財務負擔，並以此來彌補投資者的損失。

7月，綠城中國發行了一筆永續債。按其公告顯示，公司發行4.5億美元永續三年可贖回高級證券，首個計息周期的利率為5.25%，自2017年7月9日起，首個利率重設日為2020年7月19日，初步利差為3.655%，往後每三年重設一次利率。

近期發行永續債的房企並不只綠城一家，華夏幸福簽署永續債投資合同，首期利率5.9%。陽光城公告稱，已收到內地銀行間市場交易商協會接受其中期票據（永續債）註冊的通知，金額為58億元。

巨額永續債推高負債率

此外，據同策諮詢研究部監測，信託貸款融資和股權融資最近也有抬頭趨勢。不過相較永續債，因其他融資利率相對高，房企顯然還是更青睞永

續債。儘管諸多的房企為追求現金流，都不惜發行巨額永續債，但其暗藏的風險後果，和推高房企負債率的現實，都是顯而易見的。

以上述綠城公告發現的永續債為例，有業內人士推算，如果綠城中國不能如期償還融資，第三年後的利率會升至8.905%，以此類推，第六年之後的一個三年期，其利率將升至12.56%，這幾乎要超過所有房地產公司的利潤率。

諮詢機構克而瑞曾比較過把永續債作為權益和作為債務計算出的不同淨資產負債率，顯示將永續債計入債務後，內房企的平均淨負債率由2015年中期的76.91%上升至2016年中期的77.79%。

業界：追求永續債屬無奈之舉

到2017年一季度，據廣發證券發展研究中心分析師樂加棟表示，房企的淨負債率已經上升到106%。而超過100%的負債率還僅是一個平均值，業內測算，融創若把永續債歸至債務欄目下，其目前淨負債率高達208%，遠高於房企的平均負債率。

不過，也有分析指房企追求永續債也是無奈之舉。東方證券房地產行業首席分析師竺勁認為，儘管永續債後期利率會提高，但在其他融資渠道關閉下，永續債方式的確是房企大額融資的首選，畢竟初期的利率僅比公司債高出1-2個百分點。而且克爾瑞也統計，發現債務規模與銷售規模呈現正相關。

融資渠道收緊 房企捧永續債

上市房企負債逾4.9萬億

當下內房企正爭相擴大規模，開發商都在不停地通過拿地、建設、銷售來力求規模領先，但也正因為這樣而導致負債越來越高。從近期剛披露完畢的A股136家上市房企2016年年報來看，Wind資訊統計到它們的負債合計超過4.92萬億元（人民幣，下同），同比增加10,139億元，同比增長幅度達25.93%，截至2016年底，A股平均每家上市房企負債達362億元。

近四分一房企負債率逼紅線

財經評論員鈕文新認為，房企的債務問題亦體現了槓桿問題，單看一個負債額並沒有什麼意義，關鍵還要看負債率。通常來說，房企允許使用的槓桿可達三倍，1元資金可以借入3元的債率，如此推測整個資產的負債率在75%較為正常。

目前的情況是，房企不僅負債額高企，整體負債率也正在逼近紅線。根據統計，上述136家上市房企，去年總資產總計為6.37萬億元，同比增長幅度達24.76%，低於負債增長水平1.2個百分點。且平均資產負債率為77.26%，高於去年平均值的76.55%，另有32家資產負債率超過80%紅線，佔比近24%。

同策諮詢研究總監張宏偉認為，高負債下的規模化擴張會使得利潤堪憂，銷售規模儘管越來越大，但這個行業的利潤率一直在降低，甚至會出現銷售規模千億元，淨利潤也就幾十億元的情況發生。

原華遠地產董事長任志強也在近期的公開發言上稱，今年房地產市場的銷售，無論從面積到金額都可能創歷史新高，但接下來的時間，有些房企的現

金流可能會因為收緊調控出現危機，並且還貸高峰的來臨也會影響到一些企業未來的變化。

利潤率續降 現金流或生危機

實際上，不少市場人士稱，隨着限售、限購等調控措施的持續，不少房企已經面臨巨大的資金壓力，或許房企運營的風險會在今年下半年逐步顯露，甚至會有企業選擇逐步退出房地產行業。

再看看擺脫永續債的房企的情況：截至2016年末，中國恒大的淨負債率達119%，總負債5,350.7億元。公司今年初指將在年底贖回三分之二永續債，但截至6月30日已提前贖回了全部永續債。

以2016年年報為例，恒大永續債持有人應佔利潤為106億元，還清永續債後釋放的股東利潤將超過百億元，無怪乎公司股價近日一飛沖天，由5月8日低位的7.49港元，升至7月27日最高的24.1港元。

中國恒大今年股價急升逾4倍



短期博弈 盡快贖債

現 永續債之所以大受追捧不無道理。據克而瑞研究中心分析師朱一鳴表示，一般內房企發行的永續債條款中，往往是頭2至3年利息成本相對比較低，因此很多房企就會抓緊前幾年的機會，投資於一、二線經濟發達城市項目，因為那裡的銷售有保障，使得盡快贖回永續債也成為可能。

房企永續債規模續升

去年是樓市調控後房企最急於四處找錢的一年，統計顯示房企永續債規模也如同被加了油門般佔比不斷上升，從克而瑞統計數據顯示，截至2016年

中期末，有16家企業擁有永續負債，總計1,726.82億元（人民幣，下同），同比增109%。

中國恒大在去年中期有1,160.02億元的永續債，排名在所有房企的第一位，但被認為作風激進的恒大也因此有了足夠的企業運作資金，並於今年上半年完成2,440億元銷售後，全部贖回了共計1,129.4億元的永續債。

無獨有偶，同為房企巨頭的融創中國亦贊成通過永續債來開展業務，克而瑞數據顯示，融創中國截至2016年末，永續債規模為99.57億元，而融創中國董事會主席孫宏斌曾表示，資金是企業的重點，明白現金流的重要性。

監管審核嚴 公司債難發行

發 今年以來，不少房企的公司債發行受阻。日前融創中國在上交所發行的100億元（人民幣，下同）公司債就悄然終止，主席孫宏斌對外稱是融創中國主動撤回了發行申請，但有業內人士稱，今年地產商發行公司債難度很大，監管部門正在以最強力度對發債項目進行審核。

此外，截至7月6日，在證監會審核的公司債狀態中，被終止或中止的包括有時代地產、華發股份、卓爾發展、蘇寧環球、美好置業、成都金融城投資發展有限公司、北京金泰房地產開發有限公司、上海西部企業集團、都城偉業集團、貴陽金陽建設集團、廈門杏林建設等13家內房企業。

萬科、金地、雅居樂雖然發行了公司債券，但規模明顯較去年萎縮，利率卻有顯著的提高。

地王頻生 增房企銷售風險

據了解，自2014年降息周期開始，內地房企進入一輪狂熱的加槓桿周期，包括債券融資和股權融資。通常來說債權融資佔據總融資額的絕對比重，其中又有私募債、公司債、中期票據等方式。

公司債在2015年以來呈爆發式增長，到2016年末期開始突然收緊，業內透露 去年一批公

司債發債大戶今年不少都出現發債受阻情況。

一般來說，房企瘋狂發行公司債大都用來高價拍地，並在2015年至2016年中期那段時間裡，製造了一個又一個地王，不僅大幅推高了地價和房價，也為房企自身後期開發銷售帶來風險。

隨後的監管收緊當屬意料中之事。去年10月市場還曾流傳房地產類公司債發行申請時遭遇到上交所「一刀切」的停止審核說法，之後雖有關謠，稱全部停止說法不實，但審核的從嚴趨緊卻是不爭的事實。

規模萎縮 利率不跌反升

2017年，房企公司債規模驟減。從Wind數據顯示來看，今年以來，20家房地產企業共發行公司債42隻，數量同比下降63.48%；共募資金額582.66億元，同比下降62.1%。利率方面，2017年發行的42隻企業債利率均超過4.5%，而去年卻有39隻產品利率小於4.5%。



融創中國日前終止發行100億元人民幣公司債。圖為集團主席孫宏斌。資料圖片

據中原地產首席分析師張大偉表示，按照當前的監管口徑，周轉快、負債率低的企業發債需求更容易獲批。而目前大部分的房企可謂都是「負債累累」，加大了投資者的風險，也推高了市場風險。

另有市場人士透露，目前監管部門不僅會看發債項目的周轉期或負債率，更是會查一查這個申請房企的歷史，如過去一年有過大量的發債記錄，會被認為是行為較為豪放激進，因此這些房企的發行申請往往在如今難以通過審批。

銀行仍可繞道輸血房企

暗 目前金融去槓桿仍在進行中，由於去槓桿因素造成了不少銀行資產端萎縮，因此可用的信貸額度吃緊，並直接對房地產市場造成影響。值得注意的是，雖然各大銀行對利率低、貸款期限長的房貸不太熱衷、愛理不理，但銀行在和房企合作上，依然可通過繞道的方式暗中輸血幫助融資。



各大銀行在和房企合作上，依然可通過繞道的方式暗中輸血幫助融資。資料圖片

表示，永續債是典型的銀行資金繞道到房企的一種手段，「出資行通過投資基金子公司的資管計劃，並將資金由其他銀行向指定融資方發放委託貸款。」

實際上，包括永續債在內，銀行系統的資金還可通過其他各種表外渠道流向房地產。REICO工作室去年11月研報顯示，認為當時房地產投資資金來源中，約有45%來自銀行，類似借道資管計劃和委託貸款等方式，或者配置債券、非標資產、權益類資產的理財資金，也可以通過如此繞道方式投資房地產。

不過，銀行繞道輸血的方式或也將被收口。中國銀監會下半年重點整治業務包括銀行表外業務，銀監會主席郭樹清同時表達了要堅決抑制部分地區的房地產泡沫的決心。業內對此解讀，認為銀行表外、通道類的產品將面臨大限，很可能會堵死夾縫中求融資的房地產公司的最後幾條道。