

股权融资再解禁、利好行业龙头

——对证监会《调整上市公司再融资、并购重组涉及房地产业务监管政策》的点评

核心要点:

1、事件

1月16日,中国证监会新闻发言人邓舸表示:上市公司再融资、并购重组涉及房地产业务的,国土资源部不再进行事前审查,对于是否存在土地闲置等问题认定,以国土资源部门公布的行政处罚信息为准;对于是否存在正在被(立案)调查的事项,中介机构应当充分核查披露。证监会在此次工作机制调整后,将加强信息披露、加强中介机构把关职责、加强事中事后监管、加大处罚力度。涉房企业申请首次公开发行股票参照上述政策执行。

2、我们的分析与判断

(1) 国土部事前审查解禁意在贯彻激活股权融资市场的思路

我们认为,此次解除国土资源部事前审查,并不是一个孤立的事件,依然是延续了2014年3月以来逐步放开房地产行业在资本市场融资的思路,意图是激活股权融资市场,让项目和资本的定价更趋合理,让资源的流动和利用更为高效,其背后的思路是一贯的、连续的。

图表 1: 交易所成立以来房地产企业资本市场融资重要事件

时间	相关政策或事件
1991-1993	第一批房企如深万科、兴业房产、珠江实业、陆家嘴、南海油业、深深房等陆续上市
1993	为抑制过度炒作的房地产热,国务院发文禁止房地产企业上市融资,比如一个企业房地产收入超过总收入的20%,就不允许上市,兼营房地产的企业不能将房地产部分包装上市
1997.9	证监会发文,要求公司IPO暂不考虑金融、房地产行业
1993-2000	部分房企通过间接方式进入股票市场,如金融街等
2000.4	国务院批准允许房地产企业试点上市,北京天鸿宝业、金地上市材料上报证监会
010.4	国十条“国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知”:对存在土地闲置及炒地行为的房地产开发企业,证监部门暂停批准其上市、再融资和重大资产重组。
2014.3	天保基建增发获证监会批准,标志着地产再融资获得解禁
2014.9	传闻监管层允许已上市房企在银行间市场发行中期票据,募集资金可用于普通商品房项目、补充流动资金和偿还贷款
2015.1	取消上市房企再融资、并购重组涉及房地产业务国土部的事前审查

来源: 中国银河证券研究部

推荐

分析师

赵强 房地产行业首席分析师
☎: (8621) 20252661
✉: zhaoqiang_yj@chinastock.com.cn
执业证书编号: S0130512050002

历史报告

长效机制重大创新、发展租赁意在深远——对住建部《关于加快培育和发展住房租赁市场的指导意见》的点评 (2015年1月15日)

上海及杭州楼市情况调研纪要-2015年1月4日)

14年楼市先抑后扬,一线城市回升显著——房地产行业月报 (2014年12月)

楼市区间盘整,精选低估龙头-2015年度投资策略报告 (2014年12月)

蓝筹股回归,地产股将迎估值修复行情 (2014年12月9日)

降息助力短期回稳,楼市长期拐点难改——对央行降息的点评 (2014年11月23日)

政策托底走向一线、促进消费意味深长——对上海市部委《关于调整本市普通住房标准的通知》的点评 (2014年11月17日)

中央地产政策转向,释放改善型需求——对中国人民银行、银监会《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》的点评 (2014年10月7日)

央行南昌支行首调首付比例,限贷之土渐松——房地产行业点评 (2014年9月30日)

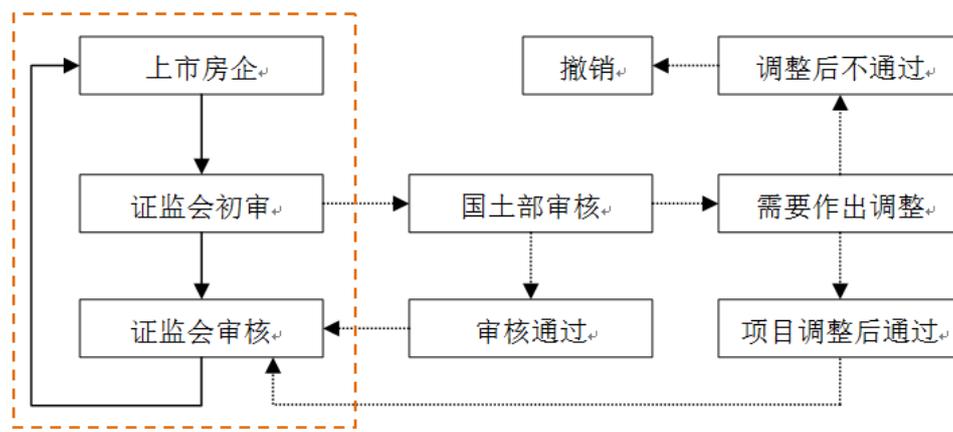
从上表我们可以看到，自证券交易所成立以来监管层对于房企在股权市场的融资经历过两次较大的限制和解禁的情况。第一次限制发生在 1993 年为抑制房地产炒作开始，持续到 1999 年下半年。第二次限制发生在 2010 年 4 月，直到 2014 年 3 月开始逐步放开。监管层对于解禁放开的节奏和时点充分考虑到了房地产市场、房企和资本市场的潜在反应和承受能力，在行业增速放缓、结构性风险逐步释放的背景下逐步推进，使其有序地回归市场化。

当前，我国面临经济结构的调整 and 增长方式的转型，信贷宽松要获得实际效果，必须要引导资金流入到实体经济，而关键点就在于资金成本的降低，这又有赖于激活股权融资市场。另一方面，对房地产行业而言，高库存和结构性矛盾问题使得企业在拿地投资方面更为保守，在越来越有限的强流动性区域追逐高地价项目也面临较大的风险，放开股权融资并不必然导致行业整体规模的扩张或房地产的量价起升，反而会促使某些房企的转型和资源的合理配置，达到双赢的局面。

(2) 上市房企融资效率有望明显提升、再融资规模或大幅攀升

2010 年 4 月，上市房企进行股权融资需要经过证监会和国土部联合审核，尽管当年“国十条”明文里只限制了存在土地闲置及炒地行为的房地产开发企业，但实际上对上市房企的再融资审核基本停止。到 2013 年中，有部分企业开始公布再融资预案，实际上趋严的执行力度有所减弱，再融资开闸预期逐渐形成。但由于国土部事前的审核，及项目问题整改的复杂性，2014 年以来，即便再融资通过的房企在时间上也耗费良久。本次取消国土部事前审核，减少了国土部和上市房企的交涉过程，有望明显提升再融资效率。

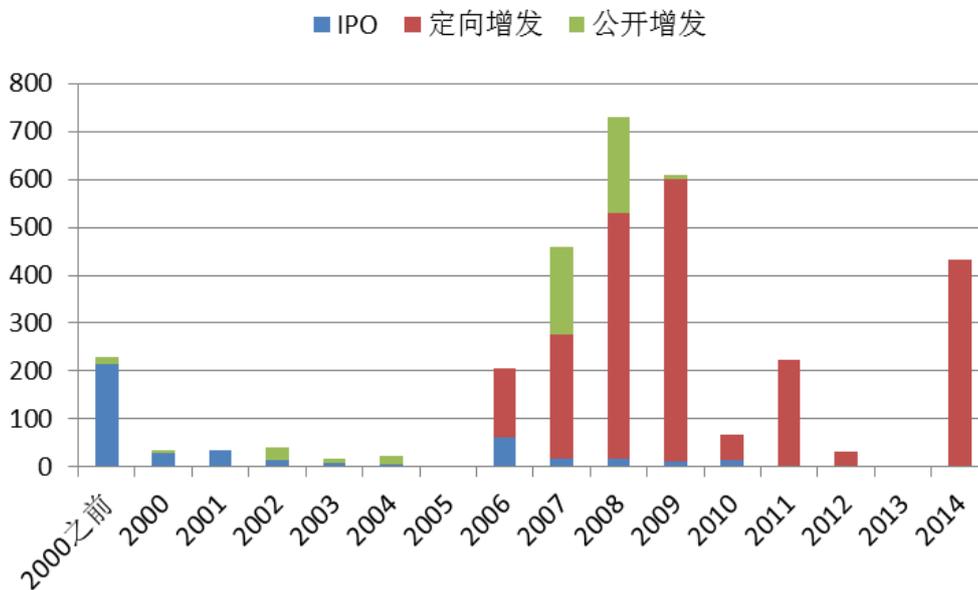
图表 2：取消国土部事前审核后上市房企再融资流程明显简化



来源：中国银河证券研究部

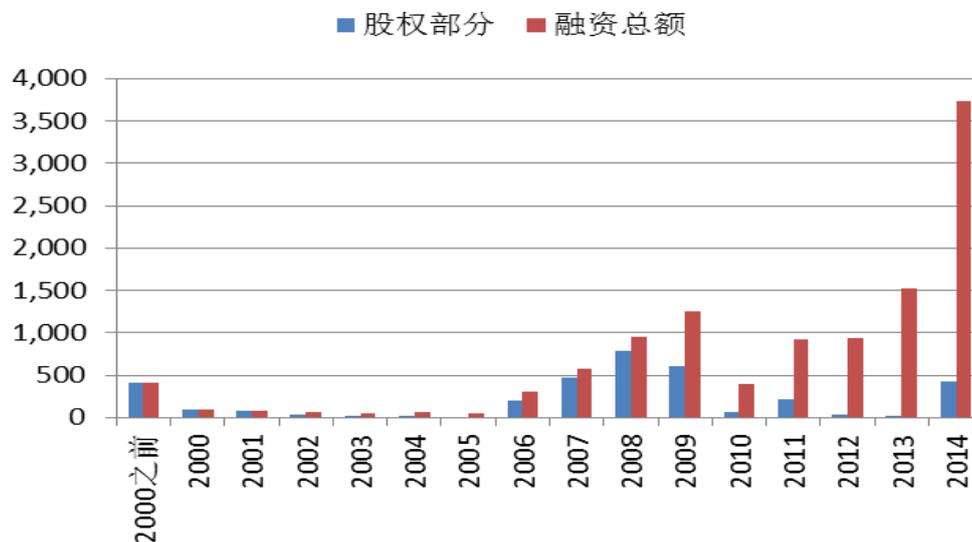
2000 年以前房企通过资本市场融资渠道主要是 IPO、公开增发和配股，2002 年以后可转债和债券融资规模明显增长，2006-2009 年上市房企增发（特别是定向增发）规模迅猛增长。2010 年开始，首发和定向增发迅速减小，公开增发、配股完全停止，债券发行融资迅猛增长。2014 年行业再融资放开后，定向增发规模相比 2010-2013 年总和仍有 40% 的增长，总融资规模相比 2013 年也增长了 1.45 倍，说明在营销难度加大、开发成本上升的背景下，行业融资需求依旧旺盛。我们预计在 2015 年，上市房企定向增发的规模还会有所增长，债券发行占比可能会有所下滑。

图表 3: 上市房企 2014 定向增发大幅增长



来源: Wind, 中国银河证券研究部

图表 4: 上市房企股权融资占比提升空间大



来源: Wind, 中国银河证券研究部

(3) 股权融资需求类别不一、行业龙头受益资源整合

上市房企进行再融资和并购重组的具体需求可能会存在较大的差别, 我们认为可以分为三大类:

第一类: 龙头公司或需要做大规模的中型开发商通过再融资开发核心项目、补充流动

资金，降低财务杠杆，或收购其他潜在项目实现规模和效益的均衡增长，进一步提升自身实力和市场占有率。

第二类：同一控制人下有大量的地块项目、在建工程和投资物业，通过再融资收购这些资产，推动上市公司资产规模和潜在业绩的爆发性增长，比如迪马股份。

第二类：通过再融资或并购重组实现有序转型或多元化发展，由于房地产业务资金占有量大，这些企业可以在开展地产业务的同时开拓新业务。

在证监会本次调整之前，上市房企再融资或并购重组的最大障碍就是在于国土部对其土地项目的审核，规模越大、项目越多、分布不集中的企业往往审核过程漫长，容易造成反复。因此很多百亿市值以下、项目布局集中的中小开发商容易获得通过。此次调整之后，我们预计大型开发商再融资方面将会更具实质性的优势，甚至不排除通过并购重组获取优质项目资源，行业龙头将明显受益。

3、投资建议

我们认为，考虑到当前的房地产市场特征及行业发展所处的阶段，投资机会的欠缺和负债成本的偏高依然是制约行业发展的核心。再融资流程的精简和审核步骤的减免确实能提升上市房企进行再融资和并购重组的动力，加速资本和项目资源的整合，但并不表明所有的参与者都会是受益者，短期对板块的影响偏中性，中长期看明显受益的是行业龙头公司和开发模式清晰、竞争力凸显的中型开发商。从目前来看，地产板块后期的表现依赖于业绩和销售的向好，估值的提升过程会有所放缓，建议投资者精选优质龙头，我们推荐华夏幸福、万科、华侨城和建发股份。

附：

证监会调整上市公司再融资、并购重组涉及房地产业务监管政策

中国证监会 2015.01.16

据国务院《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》（国发【2010】10号文）和2013年《关于继续做好房地产市场调控工作的通知》的规定，对存在闲置土地、炒地以及捂盘惜售、哄抬房价等违法违规行为的房地产开发企业，将暂停上市、再融资和重大资产重组，我会坚决贯彻执行国务院文件规定。

此前，上市公司再融资、并购重组涉及房地产业务的，对其是否存在违反国务院有关规定的情形，我会进行相关审核时，在公司自查、中介机构核查的基础上，依据国土资源部等部门的意见来进行认定。

目前，鉴于国土资源管理部门针对土地闲置等问题采取的行政监管措施已在其网站公开，社会公众均可查询，为进一步提高市场效率，我会与国土资源部经协商决定调整工作机制：上市公司再融资、并购重组涉及房地产业务的，国土资源部不再进行事前审查，对于是否存在土地闲置等问题认定，以国土资源部门公布的行政处罚信息为准；对于是否存在正在被（立案）调查的事项，中介机构应当充分核查披露。

本次工作机制调整后，我会将强化信息披露监管，加强事中、事后监管力度，具体采取以下措施：

一是加强信息披露。上市公司应当及时披露用地违法违规被查处情况。上市公司申请涉房类再融资、并购重组项目时，应当公开披露报告期内相关房地产企业是否存在违法违规行为，是否存在被行政处罚或正在被（立案）调查的情况，以及相应整改措施和整改效果。上市公司的董事、高级管理人员及其控股股东、实际控制人或者其他信息披露义务人（包括上市公司重大资产重组或发行股份购买资产的交易对方）应当在信息披露文件中作出公开承诺，相关房地产企业如因存在未披露的土地闲置等违法违规行为，给上市公司和投资者造成损失的，将承担赔偿责任。

二是加强中介机构把关职责。保荐机构或独立财务顾问、律师应当出具专项核查意见。在专项核查意见中明确说明是否已查询国土资源部门网站，相关房地产企业是否存在违法违规行为，是否存在被行政处罚或正在被（立案）调查的情况。

三是加强事中、事后监管。上市公司公告涉房类再融资、并购重组项目后，证监会、交易所、证监局通过媒体报道、举报等途径知悉房地产企业涉嫌存在未披露的土地闲置等违法违规行为的，可以视情况采取以下措施：要求上市公司进行自查并作出公开说明；要求中介机构再次专项核查并公告核查报告；证监局实地核查。对于是否存在土地闲置等违法违规行为的认定，原则应以国土资源管理部门公布的行政处罚信息为准。

四是加大处罚力度。经上述程序认定存在隐瞒行政处罚信息和（立案）调查信息的，视为虚假信息披露，我会责令改正，并视情节采取以下措施：（1）责令暂停或者终止重组活动，对再融资行政许可申请作出终止审查的决定；（2）对相关责任人员和中介机构按照《证券法》、《上市公司重大资产重组管理办法》、《上市公司证券发行管理办法》等规定采取监管措施，视情况给予行政处罚；（3）涉嫌犯罪的，依法移送司法机关追究刑事责任；（4）虚假披露给上市公司和投资者造成损失的，督促信息披露义务人按照承诺承担赔偿责任。

涉房企业申请首次公开发行股票参照上述政策执行。保荐机构和发行人律师根据上述政策出具的专项核查意见，应当随首发申请文件一并报送，并在首发招股说明书中按上述政策要求披露相关内容。首发企业预披露后，将按上述政策要求加强事中、事后监管，加大处罚力度。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

赵强，房地产行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

机构请致电：

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼 上海地区：何婷婷 021-2025 2612 hetingting@chinastock.com.cn

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层 深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn