



2015.01.06

## 佳兆业集团贷款违约不具行业代表性

——佳兆业集团公告 4 亿港元贷款违约点评

	张莉(分析师)	徐寒飞(分析师)	覃汉(分析师)
	010-59312705	021-38674711	010-59312713
	zhangli014203@gtjas.com	xuhanfei013284@gtjas.com	qinhan@gtjas.com
证书编号	S0880514070007	S0880513060001	S0880514060011

### 本报告导读:

佳兆业集团贷款违约更可能是源于前期治理结构问题的发酵，并不具有行业代表性，我们仍然看好年内房地产企业信用基本面改善和新发房地产债投资机会。

### 摘要:

- 香港上市红筹房地产企业佳兆业集团公告 4 亿港元贷款违约，后续也有可能进一步触发其他债务的交叉违约。违约来源于董事会主席辞任触发提前还款条款。
- 违约应并非源于直接的公司业务经营和财务困境，更可能是与前期的治理风波的发酵有关，并不具有行业代表性。出现贷款违约一是可能有技术性原因：董事会主席辞任意外触发了提前还款约定，而银行要求的还款时间相当紧，很可能公司来不及反应；二是更可能源于前期公司治理风波的发酵：公司近期陆续公告高管涉案澄清公告、高管辞任公告、深圳地产项目被冻结销售公告、上海地方项目转让公告等，总体上看源于治理方面的问题可能已经给公司经营财务带来了实质影响，但此类问题不具有行业代表性。
- 我们仍然看好年内房地产企业信用基本面改善和新发房地产债投资机会。首先，房地产开发融资政策的全面放松，有利于缓解行业的资金压力和实质违约风险；第二，开发商将有效提升资金管理，平衡开发支出与销售回款进度，降低现金流压力和周转风险；第三，市场对于房地产行业长期信用资质仍存担忧，导致房地产债仍然是目前绝对收益率最高的品种，短期资质的边际改善会带来市场交易机会。

### 债券研究团队

徐寒飞(分析师)

电话: 021-38674711

邮箱: [Xuhanfei013284@gtjas.com](mailto:Xuhanfei013284@gtjas.com)

证书编号: S0880513060001

张莉(分析师)

电话: 010-59312705

邮箱: [Zhangli014203@gtjas.com](mailto:Zhangli014203@gtjas.com)

证书编号: S0880514070007

覃汉(分析师)

电话: 010-59312713

邮箱: [Qinhan@gtjas.com](mailto:Qinhan@gtjas.com)

证书编号: S0880514060011

刘毅(分析师)

电话: 021-38676207

邮箱: [Liu yi013898@gtjas.com](mailto:Liu yi013898@gtjas.com)

证书编号: S0880514080001

高国华(研究助理)

电话: 021-38676055

邮箱: [gaoguo hua@gtjas.com](mailto:gaoguo hua@gtjas.com)

证书编号: S0880114060045

### 相关报告

《调整压力继续加大，但仍无须过度担忧》	2014.12.19
《短期冲击在持续》	2014.12.16
《过度解读后的大幅下跌将带来低吸机会》	2014.12.14
《质押新规加剧城投债调整》	2014.12.08
《理财打破刚兑，未必利好债市》	2014.12.08

**香港上市红筹房地产企业佳兆业集团公告 4 亿港元贷款违约，后续也有可能进一步触发其他债务的交叉违约。**香港上市红筹房地产企业佳兆业集团控股有限公司（1638.HK）近日公告，称接获香港上海汇丰银行有限公司发出的通知，公司此前公告的董事会主席辞任事项已触发汇丰融资协议项下的强制性提前还款条文，要求公司于 2014 年 12 月 31 日偿还汇丰融资协议项下的所有贷款（本金 4 亿港元）连同应计利息，而截至公司发布公告之日（2015 年 1 月 1 日），公司未能偿还上述汇丰银行融资本息。

公开资料显示，佳兆业集团控股有限公司注册于开曼群岛，实际控制人为自然人郭俊伟、郭英成、郭英智，截至 2014 年 12 月 16 日，第一大直接股东为大丰投资有限公司（持股比例 20.15%）。公司房地产业务主要集中在内地，来源于公司网站的数据显示，其业务覆盖深圳、广州等 30 多个重要城市，2014 年前三季度销售金额全国排名第 19 位，已连续三年荣获“深圳地产资信十强”和连接两年蝉联深圳楼市住宅类销售冠军。公司年开发规模超过 1000 万平米，截至 2014 年 6 月末土地储备面积约 2400 万平米。

公司公告称，正在评估上述违约事件对本集团其他贷款融资及所发行债券及股本证券的影响，有关影响可能会触发公司有关债务融资或股本证券的交叉违约，从而可能会对公司财务状况造成重大不利影响。从公司披露的截至 2014 年 6 月末的最新报表来看，合并总资产 1056 亿元，权益 258 亿元，资产负债率 76%，账面长短期借款 298 亿元，应付工程款 80 亿元，而账面速动资产主要是现金及现金等价物 96 亿元，若发生交叉违约的连锁反应，将会承受较大财务压力。

**违约应并非源于直接的公司业务经营和财务困境，更可能是与前期的治理风波的发酵有关，并不具有行业代表性。**从公司披露的截至 2014 年中期报表来看，账面银行存款、现金及现金流等值项目合计 96 亿元，而短期借款只有 60 亿元，整体上看流动性状况尚可，历史上资金管理风格也并不激进，正常状况下不至于无法支付 4 亿港元贷款本金及相关利息。我们倾向于认为出现违约一是可能有技术性原因：董事会主席辞任意外触发了提前还款约定，而银行要求的还款时间相当紧，很可能公司来不及反应；二是更可能源于前期公司治理风波的发酵：公司于 2004 年 10 月 17 日就媒体报道董事会主席郭英成涉案被拘留消息发布了澄清公告；2014 年 12 月 10 日，公司公告郭英成以健康为由已辞任公司董事会主席，自 2014 年 12 月 31 日起生效，同时郭英智也已调任公司非执行董事，亦自 2014 年 12 月 31 日起生效；2014 年 12 月 21 日，公司公告集团位于深圳的 4 项已进入预售阶段的物业项目，买卖协议的处理及备案被深圳市规划和国土资源委员会锁定，媒体报道与公司；2014 年 12 月 31 日，公司再次公告郭英智辞任公司非执行董事，自当日起生效，同时公告多项高管任职变动；同日，公司公告以 12 个元向万科转让上海子公司青龙兆业 100% 股权及股东贷款。总体上看，公司治理结构近期处于较动荡时期，各种因素也可能已对公司业务经营和财务状况带来实质影响。不过，不管从哪个角度，佳兆业集团源于公司治理以及后续关联问题影响导致的贷款违约更多的是个案因素，并不具有行业代表性。

**我们仍然看好年内房地产企业信用基本面改善和新发房地产债投资机会。**首先，房地产开发融资政策的全面放松，有利于缓解行业的资金压力和实质违约风险。外部融资条件的放松，对于缓解房地产企业资产负债表资金压力将立竿见影，毕竟过去房地产行业一直承受着严格的融资限制，融资成本高企、甚至融不到资，任何融资条件的宽松都会带来融资成本的实质改善和周转压力的缓解。如附表，目前房地产上市公司债券融资议案相当活跃，从之前的发行来看，确实能够有效降低房地产企业的融资成本和缓解资金压力。第二，开发商将有效提升资金管理，平衡开发支出与销售回款进度，降低现金流压力和周转风险。房地产行业业务周期和财务周期长，年度财务报表实际上难以反应企业现实信用资质，盈利和现金流的历史分析往往是滞后的，相反，资金管理对于房地产企业的信用资质和实质违约风险的影响更大。通常在行业由景气向

低迷期的拐点时刻，财务风险和违约风险是最大的，因为这时候开发商往往来不及调整自身的开发进度和资金管理风格，往往会出现投资仍然维持高位、但销售和融资来源枯竭，从而发生资金链断裂、前期开发形成的融资无法偿还的风险；而当行业进入较平稳可预期的下滑周期甚至开始有阶段性的转好的阶段，随着开发商资金管理节奏的调整，收缩投资、加快销售回笼，往往账面流动性压力反而会下降。第三，市场对于房地产行业长期信用资质仍存担忧，导致房地产债仍然是目前绝对收益率最高的品种，短期信用资质的改善会带来市场交易机会。房地产债尤其是新发房地产债总体收益率水平维持在较高水平，一方面仍然将是高收益资金追逐的对象，另一方面这种情况下，任何超预期的短期信用资质边际改善都可能带来收益率下行机会，技术面上具有交易空间。

**附表：近期房地产上市公司债券融资预案进展情况**

名称	债券类型	发行数量(亿元)	董事会预案公告日	股东大会公告日	发改委核准公告日	证监会批准公告日期	发审委通过公告日	实施公告日	方案进度
世茂股份	中期票据	50.0	2012-12-22	2013-1-19				2014-4-3	实施
城投控股	中期票据	20.0	2013-4-13	2013-5-8				2014-4-14	实施
天房发展	公司债	17.0	2013-8-22	2013-9-7				2014-4-23	实施
陆家嘴	中期票据	50.0	2012-10-19			2014-4-17	2014-3-29	2014-5-16	实施
陆家嘴B股	中期票据	50.0	2012-10-19					2014-5-16	实施
新城B股	公司债	20.0	2013-8-20	2013-9-6		2014-6-17	2014-5-21	2014-7-21	实施
渝开发	公司债	10.0	2013-8-28	2013-9-14		2014-6-27	2014-5-31	2014-8-8	实施
中国国贸	公司债	9.0	2013-10-29	2013-11-14		2014-5-17	2014-4-15	2014-8-18	实施
黑牡丹	定向工具	15.0	2014-1-9	2014-1-25				2014-8-21	实施
福星股份	公司债	32.0	2013-9-18	2013-10-11		2014-4-24	2014-4-1	2014-8-22	实施
凤凰股份	公司债	7.5	2013-12-7	2013-12-28		2014-9-2		2014-9-10	实施
卧龙地产	公司债	6.0	2013-8-8	2013-8-24		2014-4-17	2014-3-27	2014-9-19	实施
中华企业	公司债	15.5	2013-8-30	2013-9-17		2014-9-12	2014-8-19	2014-10-10	实施
嘉宝集团	公司债	9.6	2013-10-30	2013-11-16		2014-9-4	2014-8-9	2014-10-21	实施
黑牡丹	公司债	17.0	2013-8-31	2013-9-17		2014-7-12		2014-10-27	实施
浦东金桥	公司债	12.0	2013-8-29	2013-9-14		2014-7-16	2014-6-19	2014-11-13	实施
金桥B股	公司债	12.0	2013-8-29	2013-9-14		2014-7-16	2014-6-19	2014-11-13	实施
香江控股	公司债	8.0	2014-11-8	2014-11-25		2014-10-24	2014-9-16	2014-12-8	实施
保利地产	中期票据	40.0	2011-7-8	2011-7-27				2014-12-18	实施
中弘股份	公司债	9.5	2014-3-29	2013-10-9		2014-12-10	2014-5-24	2014-12-31	实施
云南城投	公司债	11.0	2012-3-28	2012-4-18					股东大会通过
首开股份	定向工具	30.0	2012-8-23	2012-9-14					股东大会通过
华联股份	信用债	12.0	2013-4-27	2013-5-23					股东大会通过
长春经开	公司债	5.0	2013-7-6	2013-7-23					股东大会通过
阳光股份	信用债	13.0	2013-8-3	2013-8-20					股东大会通过
信达地产	公司债	28.0	2013-8-10	2013-8-27					股东大会通过
华联股份	信用债	12.0	2013-8-21	2013-9-28					股东大会通过
世茂股份	公司债	58.0	2013-9-28	2013-10-17					股东大会通过
新华联	公司债	13.0	2013-11-14	2013-11-30					股东大会通过
深振业A	公司债	15.0	2013-12-10	2013-12-28					股东大会通过
华夏幸福	公司债	24.0	2013-12-14	2013-12-31					股东大会通过
金科股份	公司债	38.0	2014-1-29	2014-2-14					股东大会通过
荣安地产	公司债	12.0	2014-3-4	2014-3-20					股东大会通过
粤宏远A	公司债	6.0	2014-3-12	2014-3-29					股东大会通过
南通科技	公司债	5.0	2014-3-28	2014-4-17					股东大会通过
华远地产	公司债	14.0	2014-3-25	2014-5-7					股东大会通过
京投银泰	公司债	8.6	2014-4-25	2014-5-16					股东大会通过
亿城投资	公司债	10.0	2014-4-28	2014-5-27					股东大会通过
上实发展	公司债	20.0	2014-5-16	2014-6-19					股东大会通过
苏州高新	公司债	7.0	2014-6-4	2014-6-20					股东大会通过
南国置业	中期票据	10.0	2014-6-13	2014-6-27					股东大会通过
中河资源	公司债	6.0	2014-7-31	2014-8-16					股东大会通过
浙江广厦	公司债	6.7	2014-8-9	2014-8-27					股东大会通过
黑牡丹	中期票据	10.0	2014-8-20	2014-9-5					股东大会通过
中房地产	公司债	7.0	2014-8-26	2014-9-11					股东大会通过
世茂股份	信用债	60.0	2014-8-20	2014-9-17					股东大会通过
金融街	中期票据	52.0	2014-9-16	2014-10-10					股东大会通过
荣盛发展	中期票据	49.0	2014-9-27	2014-10-14					股东大会通过
华夏幸福	中期票据	20.0	2014-9-30	2014-10-16					股东大会通过
银亿股份	中期票据	17.0	2014-9-30	2014-10-17					股东大会通过
招商地产	中期票据	50.0	2014-9-29	2014-10-25					股东大会通过
招商局B	中期票据	50.0	2014-9-29	2014-10-25					股东大会通过
天保基建	公司债	16.0	2014-6-13	2014-10-28					股东大会通过
保利地产	信用债	150.0	2014-10-10	2014-10-28					股东大会通过
中华企业	中期票据	20.0	2014-10-11	2014-10-29					股东大会通过
金科股份	中期票据	39.0	2014-10-13	2014-10-30					股东大会通过
信达地产	中期票据	30.0	2014-10-14	2014-10-30					股东大会通过
苏州高新	信用债	15.0	2014-10-10	2014-10-30					股东大会通过
金地集团	信用债	95.0	2014-10-18	2014-11-5					股东大会通过
中茵股份	公司债	12.0	2014-10-22	2014-11-7					股东大会通过
万科A	中期票据	18.0	2014-11-11	2014-11-11					股东大会通过
万科B(退市)	中期票据	18.0	2014-11-11	2014-11-11					股东大会通过
华联股份	信用债	25.0	2014-10-30	2014-11-15					股东大会通过
南京高科	中期票据	20.0	2014-10-29	2014-11-20					股东大会通过
首开股份	公司债	58.0	2014-11-4	2014-11-20					股东大会通过
福星股份	定向工具	50.0	2014-11-1	2014-11-21					股东大会通过
福星股份	中期票据	16.0	2014-11-1	2014-11-21					股东大会通过
城投控股	中期票据	30.0	2014-10-31	2014-11-22					股东大会通过
城投控股	短期融资券	42.8	2014-10-31	2014-11-22					股东大会通过
华远地产	中期票据	11.0	2014-11-7	2014-11-26					股东大会通过
栖霞建设	中期票据	15.0	2014-11-12	2014-11-28					股东大会通过
中粮地产	公司债	23.0	2014-8-27	2014-11-29					股东大会通过
中粮地产	中期票据	23.0	2014-10-30	2014-11-29					股东大会通过
泛海控股	中期票据	37.0	2014-11-22	2014-12-10					股东大会通过
迪马股份	公司债	20.0	2014-11-8	2014-12-20					股东大会通过
新潮中宝	信用债	90.0	2014-12-5	2014-12-23					股东大会通过
嘉凯城	中期票据	7.0	2014-12-6	2014-12-24					股东大会通过
大名城	中期票据	27.0	2014-12-10	2014-12-27					股东大会通过
大名城B	中期票据	27.0	2014-12-10	2014-12-27					股东大会通过
天房发展	公司债	10.0	2014-12-13	2014-12-30					股东大会通过
阳光城	中期票据	17.0	2014-12-26						董事会预案
万通地产	中期票据	16.8	2014-12-26						董事会预案
中天城投	中期票据	14.0	2014-12-27						董事会预案
新潮中宝	中期票据	35.0	2014-12-27						董事会预案
泰禾集团	中期票据	25.0	2014-12-30						董事会预案

数据来源：WIND，国泰君安证券研究

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为信用债评级和转债评级。以报告发布后的建议 3 个月内的信用债净价为比较基准，报告发布后的建议投资期限内的信用债指数为比较基准。	增持	信用风险下降，净价上涨
	中性	净价不变
	减持	信用风险上升，净价下跌
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 3 个月内信用债净价的涨跌幅，3 个月内转债价格相对于信用债指数的涨跌幅。	增持	强于信用债指数
	中性	与信用债指数持平
	减持	弱于信用债指数

## 国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		