

## 固定收益专题点评

2015年1月5日

## 离岸违约不断，警惕避险情绪传染 ——佳兆业违约事件点评

固定收益首席分析师：姜超  
SAC 执业证书编号：S0850513010002  
jc9001@htsec.com  
021-23212042

固定收益高级分析师：李宁  
SAC 执业证书编号：S0850512080004  
lin@htsec.com  
021-23219431

联系人：朱征星  
zzx9770@htsec.com  
021-23219981

事件：佳兆业集团（01638.HK）于1月1日发布公告称，原董事会主席郭英成辞职触发一项融资协议包含的强制性提前还款条约，共涉及贷款本金4亿港元，但其未能如约偿还，已构成违约。我们对此点评如下：

- ① 佳兆业集团4亿港元贷款违约，违约由公司董事会主席郭英成辞职而触发强制性提前还款所致，11月底以来公司在深圳多个在售、预售及待开发物业被锁定，公司陷入流动性危机；
- ② 地产快速增长期结束。房地产与人口结构相关，而中国人口红利拐点已至，25-44岁青年人口总数将于15年见顶，预示地产业大拐点将至；
- ③ 地产业信用分化加剧，马太效应渐显。房地产中票开闸，但仅限上市优质房企。万科、保利12月底中票发行利率仅为4.7%、4.8%，优势尽显，这将进一步拉开与中小房企的差距；
- ④ 警惕反腐对地产不利影响，尤其是民营企业，其创始人对公司经营影响巨大。媒体报道称14年10月郭英成被传涉深圳落马官员而被带走，此后公司逐步陷入泥潭，高压反腐或加剧部分房企经营风险；
- ⑤ 离岸债市违约不断，警惕避险情绪传染。港股上市钢企中国镍资源也于上月曝出三笔债券违约，需警惕避险情绪传染至在岸市场，信用债配置应继续以中高等级产业债和优质城投为主。

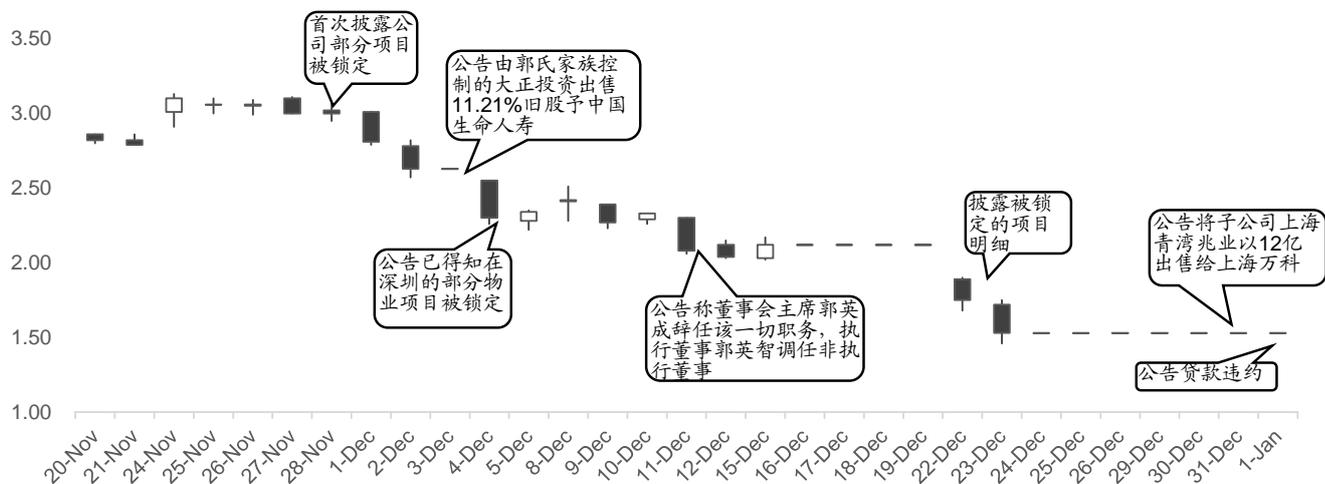
具体来看：

### 1. 人事变动触发提前还款，项目锁定致流动性危局

佳兆业集团于09年在港交所上市，是国内大型房地产开发企业。公司于14年12月10日发布公告称，郭英成辞任董事会主席及执行董事，并将于12月31日生效。而15年1月1日的公告称，上述辞任触发一项与汇丰签订的融资协议中的强制性提前还款条款，共涉及贷款本金4亿港元及应计利息。但公司未能如约偿还，已构成违约。公告还称，违约可能会触发相关贷款、债券、股本证券的交叉违约，从而对公司财务状况造成重大不利影响。

佳兆业14年12月以来接连发生人事变动，同时公司旗下多处物业项目遭规划和国土资源部门“锁定”。12月10日，原董事会主席郭英成、执行董事郭英智辞职；12月28日，执行董事谭礼宁、首席财务官张鸿光辞职。与此同时，自14年11月底以来，公司深圳多处预售、在售及待开发物业项目遭深圳市规划和国土资源部门“锁定”。自11月28日佳兆业首次披露公司项目被“锁定”以来，其股价已从11月28日开盘时的每股3.02港元跌至12月24日收盘时的每股1.59港元，跌幅达47.35%。

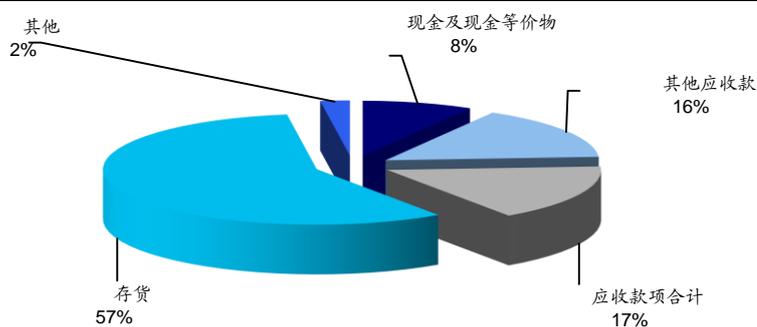
图 1 佳兆业股价走势 (元, 14 年 11 月 20 日至今)



资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

根据公司 2014 年中报, 其账上流动资产约 937 亿港元, 其中现金及现金等价物约 94 亿港元, 而存货约 643 亿港元, 占流动资产比重达 68.6%, 项目遭锁定或致资金周转承压, 从而使公司陷入流动性危机。

图 2 佳兆业流动资产构成 (截至 14 年 6 月底)



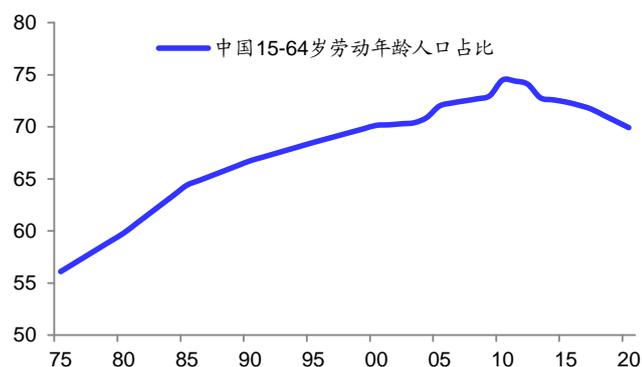
资料来源: WIND, 海通证券研究所

## 2. 人口红利拐点已至, 房地产业快速增长长期结束

由于计划生育的实施, 人口红利的拐点已经出现。15-64 岁劳动年龄人口占总人口比重的峰值在 2010 年已经达到 74.5% 的高点, 到 2013 年这一占比已经降至 72.8%, 预计到 2020 年这一占比将会降至 70% 以下。而 25-44 岁青年人口的总数也会在 2015 年左右达到顶峰。

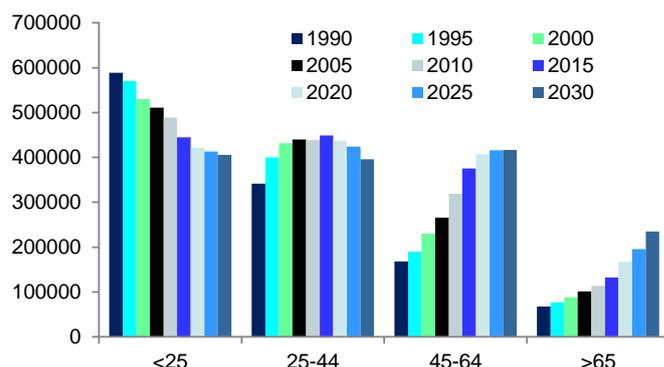
房地产与人口结构相关, 人口红利消失意味着青年人口的减少, 而青年人口无疑是住房、汽车的高需求者, 按照国际发展经验, 年轻人口总量见顶之后, 住房和汽车的需求增速会显著下降。

图3 中国人口红利拐点已过 (%)



资料来源: NBER, BEA, 海通证券研究所

图4 中国25-44岁人口数(千人)



资料来源: NBER, BEA, 海通证券研究所

### 3. 房地产业信用分化加剧, 马太效应渐显

行业融资环境的好转将加剧房企间的马太效应。14年9月, 交易商协会放开房企在银行间市场发行中票, 但仅限上市优质房企。从实际发行情况来看, 万科于14年12月24日发行三年期中票, 票面利率为4.7%; 保利于12月25日发行五年期中票, 发行利率为4.8%, 均较发行当日同期限AAA中票收益率低12BP, 显示发行成本较低。而中小房企融资环境并未明显改善, 这将进一步拉大其与优质龙头企业的差距。

表1 近期房企中票发行情况

债券简称	发行日期	主体评级	债券评级	期限(年)	发行金额(亿元)	票面利率	当日同期限AAA收益率
14保利房产MTN001	2014-12-25	AAA	AAA	5.00	10.00	4.8%	4.92%
14万科MTN001	2014-12-24	AAA	AAA	3.00	18.00	4.7%	4.82%

资料来源: WIND, 海通证券研究所

### 4. 警惕反腐对地产不利影响

据媒体报道, 14年10月郭英成被传涉深圳落马官员而被带走, 此后公司逐步陷入泥潭。房地产业是滋生腐败的温床, 据中央纪委监察部网站披露, 在2013年以来被巡视的21个省份中, 有20个省份发现了房地产腐败, 占比高达95%。

高压反腐或加剧部分房企经营风险, 尤其是民营企业, 其创始人对公司经营影响巨大。14年华通路桥短融事件中, 直接导火索便是其董事长王国瑞协助有关部门接受调查, 公司因而陷入兑付危机。

### 5. 离岸债市违约不断, 警惕避险情绪传染

中国镍资源(02889.HK)于14年12月19日发布公告称, 其未能按期偿还三笔债券的利息共计1610万港元, 构成债券违约。公司是中国第一家在香港主板上市的非国有钢企, 也是第一家在境外上市的特钢企业。违约的主要原因在于特钢行业持续低迷且叠加外部冲击(14年1月起, 印尼暂停对我国出口未加工铁矿石), 景气度持续不振, 公司内部产生现金流能力急剧下滑。

离岸债市接连曝出违约, 需警惕避险情绪传染至在岸市场。景气度不佳行业、周期向下行业、中小民营企业的信用风险仍然值得警惕, 信用债配置应继续以中高等级产业债和优质城投为主。

表 2 中国镍资源违约的三只债券

	票面利率	债券余额(港元)	债券到期日	应付利息(港元)	应付利息到期日
优先债券(有抵押优先债)	12%	390990000	2018年12月	11698000	2014/12/12
可换股债券(可转债)	8%	143925000	2018年3月	2990000	2014/12/12
10%债券(公司债)	10%	28400000	2015年3月	1420000	2014/12/12
		563315000		16108000	

资料来源:公司公告,海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

姜超，李宁：债券研究

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。