

风险扩散范围可控，房企海外更难融资 ——佳兆业违约点评之二

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：1月6日晚，有消息称佳兆业集团董事会决定实施破产重组，随后公司便通过微信公众号辟谣，又于1月7日发正式布澄清公告否认了这一消息。

1. 违约风险的扩散范围可控

佳兆业原董事会主席郭英成辞职触发提前还款从而导致贷款违约。公司又于1月6日发布的公告中称，两名项目伙伴要求公司退还12亿人民币的合作款。市场担心由于董事长被调查而引起的突发违约事件是否会对其他债务偿还形成“踩踏”，甚至传染至整个市场，引爆信用违约。

我们认为当前的违约事件传染至其整体负债的可能性不大。

首先，截至2014年6月末，佳兆业借款共约298亿元，其中非流动负债（在1年后偿还）达238亿元，流动负债仅占60亿元，而其当时账上的现金高达94亿，尽管由于项目被锁定致其陷入流动性危机，但其短期内偿付压力仍可控。

其次，根据公司1月6日的公告，截至1月5日，除汇丰4亿港元违约外，公司并未接获债权人的还款通知或要求，这意味着市场担心的交叉违约尚未发生。

再次，根据彭博披露的信息，公司离岸贷款提供方较为单一，主要为汇丰银行和工商银行，利于公司与贷款银行进行协调，从而争取时间解决危机。事实上，据道琼斯披露，在违约发生后，公司可能已与汇丰洽谈推迟还贷。

表1 佳兆业离岸贷款明细

| 到期 | 签订日期 | 未偿金额 | 借款银行 |
|------------|------------|--------------|--------|
| 2015/4/5 | 2014/4/30 | 35000000 美元 | 中国工商银行 |
| 2015/4/5 | 2014/4/30 | 25000000 美元 | 中国工商银行 |
| 2015/5/26 | 2014/5/26 | 400000000 港元 | 汇丰 |
| 2016/3/2 | 2011/3/2 | 59500000 美元 | 中国工商银行 |
| 2016/8/9 | 2013/8/2 | 360000000 港元 | 汇丰 |
| 2016/9/28 | 2013/10/28 | 40000000 美元 | 中国工商银行 |
| 2016/12/31 | 2013/9/2 | 250000000 港元 | 中国工商银行 |
| 2049年12月 | 2014/5/26 | 350000000 港元 | 汇丰 |

资料来源：彭博，海通证券研究所

然而，我们也关注到，公司 2013 年 1 月 8 日发行的优先票据应于 15 年 1 月 8 日付息约 0.26 亿美元，能否成功付息或可对公司债务危机发展产生重大影响。若公司能顺利付息，或可缓解市场担忧情绪，为公司渡过危机争取更多时间；而若利息违约，就有可能触发违约条款，促使债券提前清偿，更可能引起债券交叉违约加速进行。而在公司的非流动负债中，包括优先票据和可转债在内的债券总额达 153 亿元人民币，占比高达 64.3%。

表 2 佳兆业发行债券明细

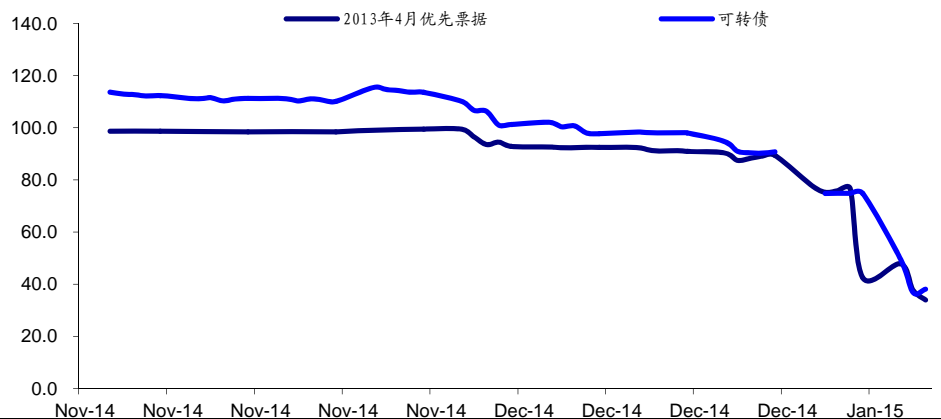
| 发行债券 | 发行日期 | 发行价/面值 | 发行总额 | 票面利率 | 到期日 |
|----------------|------------|--------|---------|---------|--------|
| 可换股债券 | 2010/12/20 | - | 15 亿人民币 | 8.000% | - |
| 2012 年优先票据 | 2012/9/18 | 100% | 2.5 亿美元 | 12.875% | 2017 年 |
| 2013 年 1 月优先票据 | 2013/1/8 | 100% | 5 亿美元 | 10.250% | 2020 年 |
| 2013 年 3 月优先票据 | 2013/3/19 | 100% | 5.5 亿美元 | 8.875% | 2018 年 |
| 2013 年 4 月优先票据 | 2013/4/22 | 100% | 18 亿人民币 | 6.875% | 2016 年 |
| 2014 年 1 月优先票据 | 2014/1/13 | 101% | 2.5 亿美元 | 8.875% | 2018 年 |
| 2014 年 6 月优先票据 | 2014/6/6 | 99% | 4 亿美元 | 9.000% | 2019 年 |

资料来源：彭博，海通证券研究所

2. 关注大股东动向

作为 2015 年曝出的第一笔违约事件，且其涉及官商权钱交易、反腐等敏感话题，媒体对佳兆业事件的报道不遗余力。与此同时，公司离岸债的价格一落千丈，截至 1 月 7 日，成交最活跃的 2013 年 4 月发行、2016 年到期的优先票据价格已跌至 33.98 元，可转债的交易价格也跌至 38.11 元，到期收益率则高达 120% 左右，远超许多垃圾债的收益率。

公司并非已经穷途末路。第一，佳兆业违约更大程度上属黑天鹅事件，而非公司经营恶化导致。公司陷入困境的主要原因在于深圳的项目被锁定，不排除后续“解锁”的可能性，且深圳项目销售额仅占所有项目 30% 左右，公司可通过加速推进其他地区项目缓解资金压力。第二，截至 14 年 6 月末，公司总资产 1056 亿，总负债 799 亿，远未达到资不抵债的境地，即使进入破产清算程序，也能保证一定的回收率。第三，在佳兆业陷入危机后，大股东生命人寿仍增持股份至成为最大单一股东，且增派执行董事，生命人寿对佳兆业的控制力增强，而生命人寿具有较强的资金实力，或可助其走出危机。

图 1 佳兆业部分离岸债价格走势（港元）


资料来源：彭博，海通证券研究所

3. 在岸市场仍需警惕避险情绪冲击

我们曾在《离岸债市违约不断，警惕避险情绪传染——佳兆业违约点评》中明确提示离岸市场近期接连曝出违约，需警惕避险情绪传染至在岸市场。目前来看，房地产崩盘论开始抬头，成交活跃的地产债收益率大幅上行，情绪的传染已经逐渐初步显现。短期内佳兆业事件仍会继续发酵，情绪传染和冲击仍将持续。

表 3 成交活跃地产债大幅调整

| 债券名称 | 剩余年限 (年) | 债项评 级 | 成交量(手) | 收益率(%) | | 收益率波动 |
|--------|-------------|----------|----------|------------|----------|-------|
| | | | | 2014/12/31 | 2015/1/7 | |
| 08 新潮债 | 1.48 | AA- | 17864000 | 7.48 | 7.86 | 37BP |
| 09 银基债 | 0.83 | AA | 36655900 | 6.89 | 7.63 | 74BP |
| 09 怀化债 | 4.12 | AA | 22031100 | 6.08 | 6.30 | 22BP |
| 09 广汇债 | 1.64 | AA+ | 34707000 | 5.36 | 5.56 | 20BP |

资料来源：彭博，海通证券研究所

4. 离岸市场融资难度陡增，加大房企资金周转压力

佳兆业事件无疑将加重海外投资者对内地房企的担忧情绪，我们统计了有交易的离岸地产债的收益率情况，受佳兆业事件影响，内地房企发行离岸债二级市场收益率多数大幅上行。而内地房企海外融资成本也必将大幅上升，亦会有更多的房企搁置海外发债计划，从而加剧资金周转压力。

表 4 近期活跃离岸地产债收益率多数上行

| 发行人 | 最近成交日期 | 成交收益率(%) | 收益率变化幅度(BP) |
|---------------------|----------|----------|-------------|
| 雅居乐地产 | 2015/1/6 | 13.465 | 176.6 |
| Trillion Chance Ltd | 2015/1/2 | 11.187 | 74.6 |
| 中海 | 2015/1/5 | 4.32 | -12.1 |
| 合景泰富 | 2015/1/6 | 12.421 | 144.1 |

资料来源：彭博，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。