

房企融资再开闸将助推调控去行政化和行业格局调整

2013年7月18日

CRIC 研究中心

www.yanjiu.cric.com

分析师/林波、陈开朝

2010年初，为了配合国家的房地产市场调控，证监会关闭了房地产企业上市、再融资和重大资产重组的大门，至今已有将近4年时间。而今年7月以来，随着房地产企业再融资重启预期的不断升温，上市房企中宋都股份、金丰投资、新湖中宝、迪马股份等多家公司因“筹划重大事项”而相继停牌，绿地更是放风要借壳金丰在A股上市。就在7月17日，新华社对这一话题连发4文，直称“暂停三年多的房地产企业融资将有条件放开”，一些接近证监会的业内人士也称，目前针对房地产上市公司的股权类和债券类再融资都已基本放开，并购重组、借壳上市等亦都可以操作……

对此，CRIC认为，在禁锢了近4年之后，随着此轮房市调控的“市场化”举措逐步到位，国内证券市场融资对房企再度开闸是顺势而为的良性举措。但此一时、彼一时，此轮开闸放水绝不会“涛声依旧”。

再融资开闸是调控“去行政化”背景下的必然举措

事实上，关闭国内证券市场对房企的再融资渠道，作为一种行政化的干预举措，在2010年-2011年期间曾起到显著的效果。当时，众多房企为了发展，不得不求助于成本高昂的信托和民间借贷资本，许多企业如绿城等因此陷入绝境，国家客观上达到了让房企处于“差钱”状态而不能推高地价、房价的目的。但随着2012年整个房市行情好转，各房企的销售业绩回升，资金变得充裕；更为重要的是，许多房企都成功实现赴海外上市或发债，而招商、万科、万达、绿地等龙头房企也纷纷在香港借壳上市，开辟境外融资渠道。客观上，这意味着限制房企上市融资的政策效用已大为降低。

而国家从当前宏观经济的层面权衡，亦发现继续维持实则弊远大于利：一是政策继续执行下去，是让国际资本坐享我国房地产行业高速成长的红利，这对我国居民收入的提高很不利。二是对整个国计民生的

发展很不利，随着越来越多的房企成功赴海外融资，我国整个房地产行业有被外资调控之虞，而且会使已经高企的外汇储备进一步攀升，而天量的外汇占款则加大物价调控的难度、降低货币政策的有效性。相反，如果对房企融资开闸，则能有效吸附国内的流动性，让大量游离的资本进入资金需求巨大的房地产市场，可以为不断上涨的物价降温，提高居民的财产性收入，以及减少对银行借贷的依赖，这对房地产行业 and 整个国民经济都有莫大的好处。

这种逻辑其实一直存在，但 CRIC 认为，如果此前对房企放开上市融资，其利之下有大弊。因为从 2000 年到 2010 年，市场已经证明了，在市场调控举措不到位的前提下开放房企的上市融资渠道，行业几无自我约束的可能，只会使地价和房价进入一个持续攀升的棘轮效应。

而如今，形势已经不一样，随着房地产税的全面推广，住宅投资需求将长期被抑制，房价至此将失去快速上涨的动力。这个时候，“市场价格的决定因素已由过去的投资拉动，变成供需矛盾自发调节”——也就是说，未来房价将取决于供需：如果供大于需，价格就能稳定下来；如果供不应求，则价格仍会继续攀升。在这样的大背景下，国家此时开闸房企融资的意图显而易见：就是给房企大量的供血，以推动整个市场的供应量上升。这正如新华社文章指出的：有条件放开房地产企业融资，让优质的房地产企业公平地享有正常融资渠道，是从行政化管制向市场化的管理转变，体现了市场化改革应有的题中之义。总而言之，房企融资再开闸是房产税等市场化调控政策逐步到位后，相辅相成的“去行政化”配套举措。

再融资政策即使开闸，结构性调控不会放松

我们对调控政策走势的研判，都离不开一个根本逻辑：那就是如何做才能做到对整个行业和国计民生发展最为有利，再结合现实的瓶颈和障碍，那么把握看似不确定的政策动向。

CRIC 认为，当前乃至可预见的中短期内，房地产行业作为我国国民经济最大的支柱产业不会改变。另外，城市中的保障房建设和新城镇建设都离不开房地产的大力发展。目前高端住宅靠市场，低端民生需求靠保障房的调控方向是明确的。高端住宅市场这块无需政策推动，因此相关企业预计不会成为此轮开闸放水的直接受益对象；商业和旅游地产领域将继续游离于调控之外，因此相关企业应该可以从中受益；而保障房建设和新城镇建设的政策至今没有给足，这次开闸放水应该会加大扶持力度，成为直接的受益对象。

据此 CRIC 认为，即使房企再融资开放也是有条件放开，监管层会继续深化结构性调控：首先，对于专注于纯住宅且很少做保障房的企业，没有放开的逻辑。其次，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再融资的大门依然将会关闭。然后，那些真正符合行业和国家经济发展的优质企业将从中受益：比如，；对于专注于城镇化，保障房可能大开绿灯，相关的房地产企业有望率先获批；对于处于国家调控之外的商业、综合体等业态，国家会允许其剥离之后进行融资，当然，对于那些资质好的龙头房企，尤其是那些容易在境外融到钱的房企，可能会放宽条件，新政策或许会改成不用完全剥离就能提交申请。

再融资开闸将助推行业规模化整合和结构调整

➤ 有利于增加供应、平抑房价，整个行业将再度进入景气时代

房地产企业再融资一旦重启，我国房地产板块 152 家上市公司预计有一半以上将具备上市在融资的资质。由于直接向资本市场融资，相比银行贷款或其他渠道融资成本可以下降很多，因此对房地产企业获取资金形成实质性利好。

放开融资后，房地产企业获取资金更加便利、成本更低，因此会增加投资、扩大供给。在住宅投资需求被有效抑制的前提下，房价最终由供需关系决定，因此房价将会维持一个稳定的水平。在房企整体发展能力提高后，房地产相关产业都会被拉动，经济发展也会得到促进。

据此 CRIC 认为，在再融资开闸后，房地产行业在经历了过去的“黄金十年”后，整个行业将再度进入“白银十年”的景气时代。

➤ 商业、旅游地产和保障房、城镇化建设受益最大，行业结构深入调整

从整个行业和国民经济健康发展的逻辑看，国家应该率先开放保障房、城镇化建设的再融资，并辅以政策优惠支持，让更多的房企转向这两个领域的发展。因此不出意外的话，保障房、城镇化建设板块等国家重点聚焦支持的领域，再融资开闸后，有望迎来大发展时期。而对于一直游离于政策调控之外的商业和旅游地产领域，预计也将在此次再融资开闸中获益匪浅。

如果按照这一逻辑进行调整，那么可以预见未来中国房地产行业结构将出现大规模的调整：保障房、城镇化建设板块将成为国内房企新的利润增长极；而商业和旅游地产则成为住宅之后另一主业，由于这两块是持有型物业，随着时间的推移，预计再过 5-10 年国内相当部分的房企都将转型成以商业和旅游地产为主的房地产经营者。届时，保障房和城镇化建设大板块，商业和旅游大板块，以及住宅板块将新城三足鼎立的行业利润源。

➤ **没有海外融资渠道的企业相对受益**

显而易见，那些目前还没有境外融资渠道的企业将更受益，因为这些企业大部分是中小企业，资质还达不到国际资本的要求。随着国内证券资本市场的开放，这部分企业将进入“不差钱”的行列。

而部分已经在境外借壳上市的龙头企业如绿地、万达和招商也将大为受益。毕竟，绿地和招商虽然有境外壳资源，但由于各种条件限制，还不能大展拳脚。此轮开闸放水，绿地和万达等在国内没有上市平台的龙头企业将有望率先试水。

➤ **大企业相对受益，行业集中度提升加快**

此次再融资开闸对各类大中小企业都是公平的，但显然对大企业更为有利：一方面，大企业的资质更有优势，因此其再融资申请更容易被证监会审核通过；另一方面，更容易受到投资者的青睐。那些至今没有依靠证券市场融资的企业，如绿地、万达将迎来一个黄金发展期。

免责声明

数据、观点等引用请注明“由 CRIC 研究中心提供”。由于统计时间和口径的差异，可能出现与相关政府部门最终公布数据不一致的情形，则最终以政府部门权威数据为准。文章内容仅供参考，不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。

关于克而瑞信息集团（CRIC）

克而瑞信息集团，隶属于易居（中国）控股有限公司。作为中国最大的房地产信息综合服务商，以现代信息技术为依托的房地产信息及咨询服务为主营业务。克而瑞信息集团拥有中国房地产最大的信息数据库，构筑中国房地产上下游企业（包括开发商、供应商、服务商、投资商）和从业者信息的桥梁，形成资金、信息通路、营销、人才等各类资源的整合平台，为企业提供房地产信息系统、信息集成和解决方案的全面信息综合服务。

关于 CRIC 研究中心

CRIC 研究中心是易居旗下克而瑞信息集团的专业研发部门，组建十年以来一直致力于对房地产行业及企业课题的深入探索。迄今为止，已经连续五年发布中国房地产企业销售 TOP50 排行榜，引发业界热烈反响。研究半径不仅涵盖以日、周、月、年时间为线索的四大基础研究领域；还包括宏观、市场、土地、企业战略、企业金融、营销等六大研发方向的深度拓展。每

月成果出品超过百份，规模以万字计，为房地产企业、基金、券商、政府相关部门提供专业研究资料。