

重组有戏！佳兆业距离满血复活还有多远？

2015 年 12 月 25 日

克而瑞研究中心

www.cricchina.com/research/

研究员/房玲蔡建林

12 月 24 日，佳兆业连发 2 份公告，宣布：1) 委任在银行业务有丰富经验的集团副总裁万兵为集团首席财务官；2) 拟与境外债权人签订重组支持协议，并向法院等相关机构申请批准，进而实施建议重组。最新消息显示，佳兆业的境外重组取得顺利的进展，那么距离佳兆业重组完成并复活，还有多远？

1、新重组方案较融创方案有较大让步，得到更多债权人认可

要看境外债务重组是否能够顺利，首先得看佳兆业的重组方案能否得到债权人认可。参与重组的现有债务总额约为 159 亿元人民币，将在五年内先后到期，按照佳兆业现有现金流情况，不可能偿付得了。

表 1：佳兆业境外债务之现有票据及可换股债券

债券类型	到期	金额（亿美元）	以人民币计（亿元）	利率
人民币优先票据	2016	/	18.00	6.88%
美元优先票据	2017	2.50	16.20	12.88%
美元优先票据	2018	8.00	51.84	8.88%
美元优先票据	2019	4.00	25.92	9.00%
美元优先票据	2020	5.00	32.40	10.25%
可换股债券*	2015	/	15.00	8.00%
合计		/	159.36	/

备注：1)*为 15 亿元人民币，以美元结付的可换股债券；2)美元兑人民币汇率按 6.48 计算。

资料来源：企业公告，克而瑞研究中心

在新重组方案中，佳兆业采取的还是“**本金不变、利息削减、期限延长**”的重组原则。以优先票据为例进行分析，新票据的分配方式为：A 系列票据*持有人转换比率+B 系列票据*持有人转换比率+C 系列票据*持有人转换比率+D 系列票据*持有人转换比率+E 系列票据*持有人转换比率。**意思是不管现有票据持有人持有哪种或哪几种现有票据，都将兑换为 5 个系列票据一定比例的组成票据。**

表 2：佳兆业新境外债务重组方案之利息支付计划

新债券类型	期限 (年)	本金金额(亿美元)	第一年	第二年			第 2.5 年			第三年			第四年
			实物*支付	现金	实物支付	现金	现金	实物支付	现金	现金	实物支付	现金	现金
A 系列票据	4.0	2.5	6.0%	1.0%	6.0%	4.0%	2.0%	4.1%	3.1%	4.1%	2.0%	2.0%	6.1%
B 系列票据	4.5	4.5	6.0%	1.0%	6.0%	4.0%	2.0%	5.6%	4.6%	5.6%	2.0%	2.0%	7.6%
C 系列票据	5.0	5.5	6.0%	1.0%	6.0%	4.0%	2.0%	6.6%	5.6%	6.6%	2.0%	2.0%	8.6%
D 系列票据	5.5	6.0	6.0%	1.0%	6.0%	4.0%	2.0%	7.4%	6.4%	7.4%	2.0%	2.0%	9.4%
E 系列票据	6.0	X*	6.0%	1.0%	6.0%	4.0%	2.0%	7.9%	6.9%	7.9%	2.0%	2.0%	9.9%
新可换股债券	4.0	原本金+未付利息	5.0%	1.0%	5.0%	3.0%	2.0%	4.0%	3.0%	4.0%	2.0%	2.0%	6.0%

备注：1) *据公告披露，E 系列票据总本金额按照总本金额减去 A、B、C、D 票据得来，由于参考日到转换日之间产生的利息计入转换本金额的原因，尚未能够确定本金总额；2) 实物支付或实物支付票据。

资料来源：企业公告，克而瑞研究中心

此外，对于优先票据，佳兆业还提出了为本金总额 7% 的或然价值权。当佳兆业股价 30 日成交加权平均价分别达到 1.96、2.45、3.07、3.83、4.00 港元的时候，分别触发各 20%。**也就是说当佳兆业复牌后（当前停牌价格为 1.56 港元），股价若能够有所上升，每上升到一定的阶段，票据持有者都可以获得所持有票据本金的 1.4% 的额外收益，5 次均达到或然价值权触发要求的话，共可以获得本金 7% 的收益（期限为最长票据到期日以内）。**

通过这个方式，债权人一定程度上与佳兆业的未来发展进行了绑定，票据持有人虽然票息有所消减，但却有了佳兆业未来股价上升获得相应补偿收益的期望。

佳兆业境外债务重组新方案，相较此前融创提出的重组方案，确实有了较大的让步。其一，融创方案中所有票据期限均各延长了 5 年，最长到期时间为 10 年后，而佳兆业新重组方案中，所有新票据期限为 4-6 年，最长到期时间为 6 年后。其二，融创方案中新债券利率均进行了约 50% 左右甚至更多的消减，支付方式上，前两年均为实物支付，而佳兆业新重组方案中第二年就有现金支付，而利息消减也并不太过分。

可见，佳兆业新的重组方案相对融创的重组方案有了较大让步，能够得到更多债权人的认可，按目前的形势判断，基本能够实施。

表 3：原融创境外债务重组方案之利息支付计划

旧债券	利率	新债券到期时间	新债券利率	备注
2016 到期人民币优先票据	6.88%	2021	3.10%	实物支付到 2017 年止
2017 到期美元优先票据	12.88%	2022	4.70%	实物支付到 2017 年止
2018 到期美元优先票据	8.88%	2023	5.20%	实物支付到 2017 年止
2019 到期美元优先票据	9.00%	2024	6.40%	实物支付到 2017 年止
2020 到期美元优先票据	10.25%	2025	6.90%	实物支付到 2017 年止
可换股债券	8.00%	2020	2.70%	实物支付到 2017 年止

资料来源：企业公告，克而瑞研究中心

2、运营企稳，销售回升，距离复活还差财报和郭英成

近几个月以来，佳兆业项目解封、项目开盘、项目热销的消息不断，据不完全统计，佳兆业旗下惠州、上海、南京、广州等地项目均已传来解封消息。佳兆业的核心项目正在解封，背后说明了佳兆业已经与部分债权人达成和解协议。并且，佳兆业也公布了 1-10 的销售数据，销售额为 52.33 亿元，销售面积为 86.38 万方，从运营情况来看，佳兆业的恢复情况有所起色。

表 4：近几个月部分佳兆业项目解封、开盘、销售情况

时间	解封、开盘、销售情况
2015-9-12	惠州佳兆业 1 号重新开盘。
2015-10-26	广州佳兆业城市广场正式推出百余套 85-123 平复式四房单位，当日售罄。
2015-10-31	深圳佳兆业前海广场已获预售证的 6 栋楼中遭遇管理局锁定的房源，正在逐步解锁中。有媒体报道佳兆业前海广场最新楼盘动态是 11 月初将开样板间。
2015-11-22	广州佳兆业城市广场二度加推 85-124 平复式四房单位，均价达 2 万/平方米，同样在开盘一小时内全部售罄。
2015-12-20	广州佳兆业城市广场今年内第三次加推 70 套复式 4 房，当日售罄，收金 1.5 亿元。值得关注的是，这已经是该项目今年以来第三度售罄。
2015-12-20	深圳市规划和国土资源委员会网站更新的信息显示，位于龙岗华为科技新城核心地段的佳兆业城市广场可售房源，已由“司法查封”变为“期房销售”状态。

资料来源：媒体报导，克而瑞研究中心

另有最新市场消息指出，中信银行深圳分行已于近期与佳兆业达成协议，将联手信托公司为佳兆业提供共计约 300 亿贷款，并且方案得到了相关部门的支持。其中 100 亿用于置换深圳佳兆业城市广场的所有

债务；100 亿用于置换佳兆业位于深圳之外的 8 个项目债务。而佳兆业也在 24 日任命在银行业务有丰富经验的集团副总裁万兵为集团首席财务官，**国内银行对佳兆业的支持或将属实。如若项目恢复销售的情况良好，又有新的资金补充开发运营，相信在运营层面佳兆业的恢复应该也不成问题。**

那么佳兆业距离复活，还差什么？或许是一份财报和郭英成了。距离 3 月份财报发布的时间还有 3 个月的时间，这可能是佳兆业一举重新亮相的绝佳时间点了。另外，媒体报道，佳兆业董事会主席郭英成还滞留香港，而郭英成的重新亮相，将成为一大关键信号。最后，佳兆业要加速复活，还可以谋求股权层面的资金注入。

免责声明

数据、观点等引用请注明“由克而瑞研究中心提供”。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。

关于克而瑞研究中心

克而瑞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，规模已万字计，为房地产企业、基金、券商、政府相关部门提供专业研究资料。