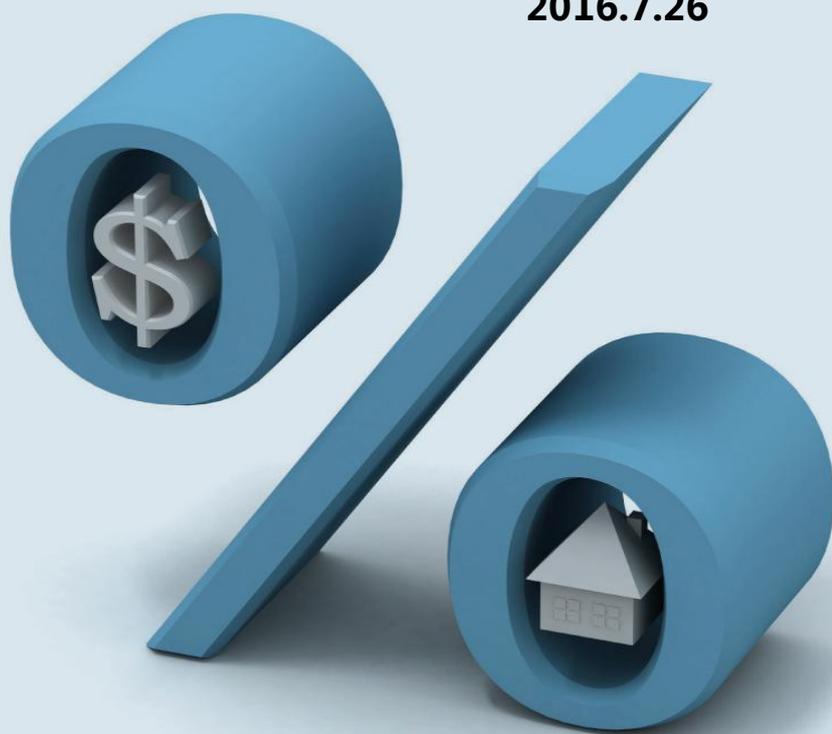


## 房企公司债潮爆发，解析低成本融资背后的三大特点

企业 3 组

2016.7.26



参与人员：

房玲、俞倩倩

2016 年宽松的货币政策为房地产行业带来了一片生机，销售向好的同时，重点房企补库存意愿强烈，催生了大量的融资诉求，在此背景下，公司债迎来了新的春天。本文着力从兴起背景、发债总量及融资成本这三个方面，全方位解析本轮公司债潮的突出特点。

## 一、背景：政策出台国内融资环境宽松，房企转战国内募资

### 1、证监会降低公司债发行门槛，营造宽松融资环境

### 2、海外利好空间收窄，倒逼企业转战国内

### 3、一二线土地成本趋高，房企对资金的内在驱动

## 二、总量：公司债发行总额达 4607 亿元，两类房企公开发行逼近上限

### 1、50 家房企发债总额达 4607 亿，非公开发行占比逐月攀升

据 CRIC 监测，2015 年至 2016 年上半年，50 家房企<sup>1</sup>公司债的发行规模为 4606.95 亿。此次发债潮起始于 2015 年下半年，50 家房企的公司债融资总量逐月增加，2016 一季度达到了融资的最高点 1181.5 亿元，二季度则略有下降，但依旧维持在高位。

公司债发行规模前 10 的房企以大规模房企为主，且主要是民营企业，富力地产、恒大地产、万达商业位列公司债发行规模前 3 名。一方面，公开发行公司债的规模与企业净资产规模是正相关的，规模越大的房企可发行公司债额度越高。另一方面，央企、国企融资能力相对更强融资成本相对更低，公司债发行对于他们而言只是锦上添花；对融资成本相对较高的民营企业，尤其是原先在境外发行了较多高息债券的房企而言，境内公司债发行的放开显得更为重要，发债也更为积极。

150 家房企包含：万科地产、恒大地产、绿地控股、中海地产、万达商业、保利地产、碧桂园、华润置地、融创中国、华夏幸福、绿城中国、世茂房地产、金地集团、招商蛇口、龙湖地产、富力地产、雅居乐、远洋地产、荣盛发展、新城控股、泰禾集团、首创置业、保利置业、旭辉集团、阳光城、中国金茂、融信集团、首开股份、金科股份、越秀地产、龙光地产、滨江集团、中南建设、中粮地产、时代地产、合景泰富、中骏置业、禹洲地产、建业地产、金融街、北京城建、中国奥园、宝龙地产、金隅股份、华发股份、花样年、当代置业、信达地产、景瑞控股、北辰实业

2015-2016 上半年房企公司债发行规模 TOP10

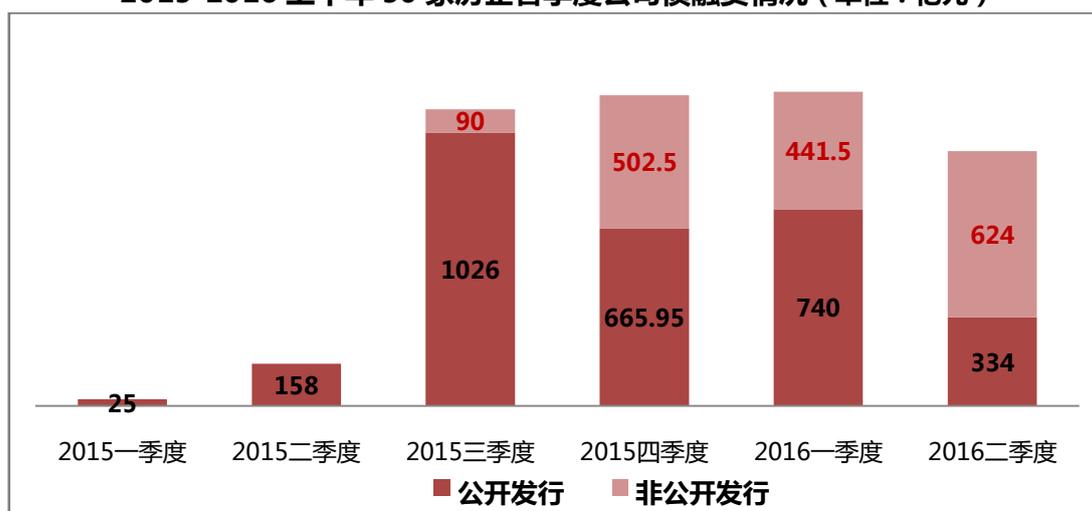
排名	企业	公司债发行总额 (亿元)
1	富力地产	433
2	恒大地产	400
3	万达商业	310
4	华夏幸福	285
5	碧桂园	230
6	绿地控股	200
7	龙湖地产	161
8	金融街	160
9	泰禾集团	155
10	保利地产	150

数据来源：企业公告，CRIC

房企发行的公司债主要分为两种：一类是公开发行的，可面向公众投资者，也可自主选择向合格的投资者发行；另一类是非公开发行的，此类发行方式主要面向的是合格投资者，且每次发行对象不得超过 200 人。**2015 年房企非公开发行总额仅占公开发行的 1/3，2016 年上半年二者便达到了不相伯仲的境地。**

究其原因，主要是与公开发行和非公开发行的发债门槛与限制条件有关。**公开发行的要求明显较多，对于资金用途和发行额度（发行人累计发行的公司债余额不超过最近一期净资产值（含少数股东权益）的 40%）均有限制，而且还需获得证监会核准，而非公开发行则相对自由度较高，只需向证监会备案即可。**故而除了华润、招商、滨江、保利置业从未发债，发债房企基本采取了先公开发行，再以非公开发行来进一步融资。

2015-2016 上半年 50 家房企各季度公司债融资情况 (单位: 亿元)



数据来源: 企业公布、克而瑞研究中心

## 2、两类房企公开发债逼近上限，金融创新拓宽融资渠道

## 3、大型房企发债额度仍充足，央企公司债依赖度相对较低

### 三、成本：平均融资成本为 4.95%，非公开发行拉高成本

#### 1、平均融资成本为 4.95%，融资期限以 3~5 年为主

50 家房企公司债的平均融资成本为 4.95%，从期限集中度的角度来看，以 3~5 年居多，发行数量达到了 100 笔，发行额度为 2940.75 亿元，占公司债融资总量的 63.83%，而该期限内的平均融资成本为 4.85%；其次为 5 年以上，总发行金额达 1010 亿元，平均融资成本为 4.52%。

2015-2016 上半年 50 家房企公司债融资不同年限分布情况

公司债年限	发行数量 ( 笔 )	发行金额 ( 亿元 )	平均融资成本
小于等于 1 年	1	20	4.00%
大于 1 年小于等于 3 年	38	636.2	6.08%
<b>大于 3 年小于等于 5 年</b>	<b>100</b>	<b>2940.75</b>	<b>4.85%</b>
5 年以上	40	1010	4.52%
<b>总计</b>	<b>179</b>	<b>4606.95</b>	<b>4.95%</b>

数据来源：企业公布、克而瑞研究中心

$$\text{平均融资成本} = \frac{\text{公司债1发行量} * \text{利率1} + \dots + \text{公司债n发行量} * \text{利率n}}{\text{同期限内融资总量}}$$

注：

一般而言，发债年限越长，融资成本越高，但是从 50 家房企的平均融资成本来看，1-3 年内和 3-5 年内的平均利率更高，之所以呈现出时间越长融资成本越低的现象，我们认为主要和各期限分布房企的规模息息相关。

大型房企尤其是央企，凭借良好的信用评级一般可以申请期限较长但利率较低的公司债，从而拉低了五年以上融资成本的总体水平。据统计，2015 年销售额 500 亿以上的房企平均发债期限在 5 年以上，而平均融资成本却是在 5% 以下。如保利地产，公开发行 2016 年第一期公司债券品种二的期限达 7 年，融资成本仅为 3.19%；而中小房企因信用评级等各方面限制，公司债一般期限相对较短且成交相对较高，如时代地产于 2015 年 10 月发行的 30 亿元人民币境内公司债，3 年期限融资成本便高达 7.85%。

2015-2016 上半年 50 家房企公司债融资不同企业规模分布情况

房企规模	平均融资成本	平均期限	融资总额 ( 亿元 )
小于 100 亿元	5.11%	5.5	55
大于等于 100 亿元小于 300 亿元	5.31%	4.83	1238
大于等于 300 亿元小于 500 亿元	5.38%	4.31	690.95
<b>大于等于 500 亿元小于 1000 亿元</b>	<b>4.61%</b>	<b>5.49</b>	1203
<b>大于等于 1000 亿元</b>	<b>4.69%</b>	<b>5.19</b>	1420

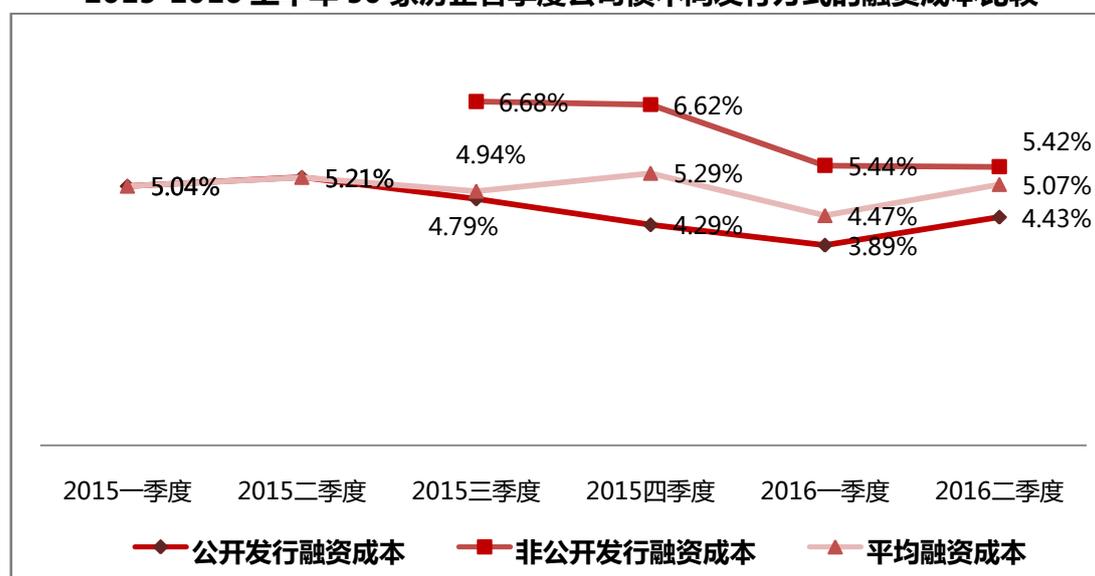
数据来源：企业公布、克而瑞研究中心

## 2、发债成本先减后增，非公开发行比例增加拉高成本

比较 50 家房企不同季度公司债的平均融资成本，我们不难发现，2015 年基本维持在 5% 左右，随着融资总量的上升，2016 年一季度有了明显降低，低至 4.47%，而二季度又有了明显上扬，重新浮动至 5.07%。

之所以呈现出先减后增的趋势，主要是公司债公开发行与非公开发行的成本差异所致，因公开发行有诸多要求限制，安全性较高，故在融资成本方面低于非公开发行债券，房企也倾向于先发成本较低的公开发行债券，待逼近额度仍有融资需求时再发成本较高的非公开发行债券募资，相信随着房企日后发债量的逐步增多，公开发行的利好优势难再，总体的融资成本也将有进一步攀升的趋势。

2015-2016 上半年 50 家房企各季度公司债不同发行方式的融资成本比较



数据来源：企业公布、克而瑞研究中心

### 3、各房企之间分化较大，国企和规模性房企优势明显

从单个企业来看，融资成本较低的以央企、国企和部分具备良好声誉和较强综合实力的民营企业为主。央企和国企自不用说，凭借国家信用融资成本与国债不相上下，如保利在 2016 年 1 月发行了第一期公司债，募资 25 亿元，票面利率低至 2.95%；而这些融资利率较低的民企，一方面受益于债券市场本身带来的低利率，另一方面其自身的融资能力也不容小觑，以万科为例，不仅成功将公司债的融资成本压缩至 4% 以下，其于 2016 年 4 月发行

的港币计息的担保票据，票面利率也仅为 2.5%。

**2015-2016 上半年平均发债成本最低房企 TOP10**

排名	企业名称	资质	公司债总额 (亿元)	平均融资成本
1	金隅股份	国企	50	3.26%
2	保利地产	央企	150	3.43%
3	中海地产	央企	80	3.46%
4	越秀地产	国企	30	3.50%
5	万科地产	民企	50	3.50%
6	中国金茂	央企	42	3.62%
7	绿地控股	国企	200	3.67%
8	金地集团	民企	60	3.73%
9	龙湖地产	民企	161	3.82%
10	万达商业	民企	310	3.84%

数据来源：企业公布、克而瑞研究中心

融资成本较高的除恒大外，基本都是 100~300 亿规模的中小民营企业，这一点也不难理解，一方面受限于规模，可公开发行的公司债较少，而非公开发行则会客观上拉高整体融资成本；另一方面 100~300 亿规模的企业尚属成长期，亟需资金实现战略扩张，抵御风险能力较差，故融资成本也相对较高。时代地产、花样年、中国奥园都属典型，对于这类企业而言，利用多元化的金融创新降低成本才是王道。

恒大之所以发债成本趋高，与企业本身的债务结构不无关系。据其 2015 年年报，一年内的借款为 158.7 亿元，占总借款 296.9 亿元的一半以上；且借款中优先票据的实际利率高达 10.18%；除了常规的债券融资外，恒大账面上还有 757.37 亿元的永续债，客观上也存在着一定的财务风险。而高风险对应着高收益，在这样的背景下，投资者自然会对回报率有着更高的要求。虽然公司债的融资成本为 6.73%，但对比其 2015 年末总有息负债平均融资成本 8.96%，还是存在一些优化空间的。

2015-2016 上半年平均融资成本最高房企 TOP10

排名	企业名称	资质	公司债总额 (亿元)	平均融资成本
1	时代地产	民企	50	7.41%
2	泰禾集团	民企	155	7.32%
3	融信集团	民企	81	7.25%
4	花样年	民企	31	7.07%
5	恒大地产	民企	400	6.73%
6	中国奥园	民企	44	6.72%
7	中南建设	民企	20	6.50%
8	当代置业	民企	10	6.40%
9	金科股份	民企	112	6.35%
10	宝龙地产	民企	32	6.17%

数据来源：企业公布、克而瑞研究中心

#### 四、总结：强者恒强，大型民营房企和央企或将成为下半年发债主力

## 目录

- 一、背景：政策出台国内融资环境宽松，房企转战国内募资
  - 1、证监会降低公司债发行门槛，营造宽松融资环境
  - 2、海外利好空间收窄，倒逼企业转战国内
  - 3、一二线土地成本趋高，房企对资金的内在驱动
- 二、总量：公司债发行总额达 4607 亿元，两类房企公开发债逼近上限
  - 1、50 家房企发债总额达 4607 亿，非公开发行占比逐月攀升
  - 2、两类房企公开发债逼近上限，金融创新拓宽融资渠道
  - 3、大型房企发债额度仍充足，央企公司债依赖度相对较低
- 三、成本：平均融资成本为 4.95%，非公开发行拉高成本
  - 1、平均融资成本为 4.95%，融资期限以 3~5 年为主
  - 2、发债成本先减后增，非公开发行比例增加拉高成本
  - 3、各房企之间分化较大，国企和规模性房企优势明显