每周市场观察

新年伊始，上市房企首现债券违约

佳兆业能否渡过难关

王泽茂

佳兆业集团债券违约事件既与我国房地产企业融资渠道有关，也与资本市场的制度建设和投资理念有关。反思债券违约个案，需要深刻认识到当下经济环境的复杂性与特殊性，建设统一开放、竞争有序的市场体系，最终推动市场在资源配置中起决定性作用

上周，在香港上市的内地房企佳兆业集团债券违约事件成为市场焦点。

该事件从2014年11月底开始持续发酵。佳兆业集团位于深圳的多项未售物业被深圳市规划和国土资源委员会锁定房源，而佳兆业董事会原主席郭英成也在2014年12月10日辞职，并触发一项融资违约条款，其债务危机由此引发。

有机构统计，迄今为止，与佳兆业存在往来的金融机构至少多达11家，所涉资金规模合计约140亿元，其中近半是信托融资，金额70亿元左右，涉及5家信托公司，且部分信托将在近期集中到期。

从房源被锁到债务违约爆发，佳兆业股价开始出现大幅下跌。从2014年12月1日开始截至2015年1月7日，佳兆业在14个交易日内的股价下跌幅度高达47%，市值几乎蒸发一半。

对佳兆业集团债券违约应“跳出问题看问题”，从房地产行业、金融行业、资本市场等视角寻找事物发展的规律，理性、客观看待这一事件。

从行业发展角度看，目前我国房地产行业正进入全面市场化阶段，未来行业将更加透明规范，中小房地产商亦面临洗牌。虽然佳兆业集团已发展成为几百亿元资产规模的上市公司，但其对外在经济环境、土地市场、资金市场仍严重依赖，或者说上市公司在这样的大环境下同样很脆弱。

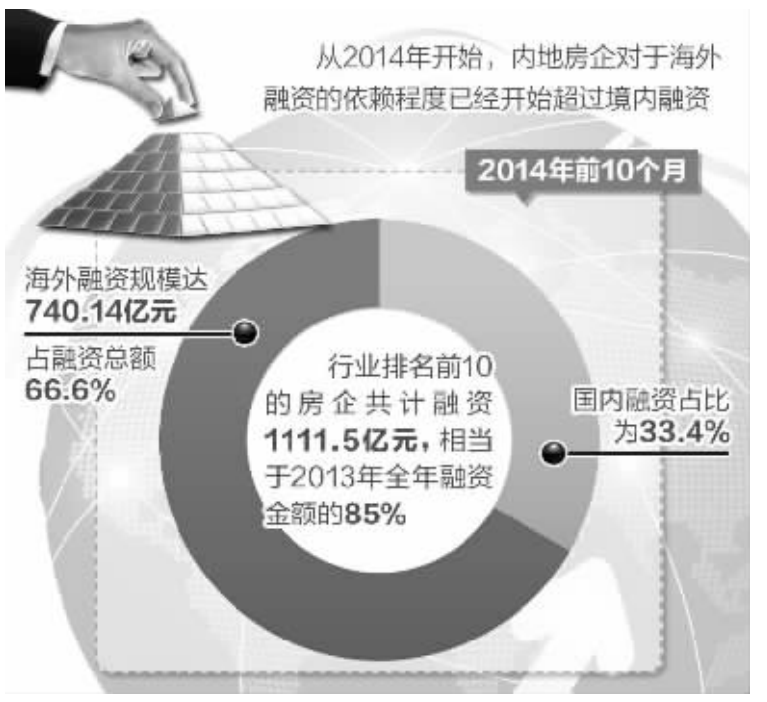
从2014年开始，内地房企对于海外融资的依赖程度已经开始超过境内融资。中原地产的一份报告显示，2014年前10个月，行业排名前10的房企共计融资1111.5亿元，相当于2013年全年融资金额的85%，其中海外融资规模达740.14亿元，占融资总额的66.6%，而国内融资占比仅为33.4%。

从金融业的视角看，在房地产行业信贷政策收紧的背景下，大型地产开发商银行融资受限，转而借助信托公司融资。从佳兆业的情况看，该集团信托融资占比超过50%，这也是我国房地产企业“曲线融资”的具体表现。但是，对房地产企业而言，许多旧城改造类项目开发周期长达5年以上，远超过信托产品周期，这使得企业资金压力巨大，必须确保业务稳定、回款正常，才能实现兑付及时。一旦遇到突发事件，各种收入或回款性现金流就会出现断裂，以致形成“多米诺”骨牌效应。

从资本市场层面看，佳兆业在港交所的表现不佳，目前股价跌破1.5港元，远低于其3.5港元以上的每股净资产，而在A股房地产类上市公司基本不会出现股价低于每股净资产的情形。之所以出现这种情况，与两地资本市场的环境和投资者理念不同密切相关。一方面，对于佳兆业这类公司，港交所的境外投资者很难清楚国内房地产调控政策以及突发事件，难以评判其真实价值；另一方面对于采用注册制的港交所而言，对于市场化程度不高或受政策影响较大的公司估值相对偏低。

佳兆业能否渡过难关还有待观察。反思债券违约个案，需要深刻认识到当下经济环境的复杂性与特殊性，建设统一开放、竞争有序的市场体系，最终推动市场在资源配置中起决定性作用。

（作者系和君咨询有限公司合伙人）



观点

房企海外融资成本将抬升

马小明

佳兆业集团债券违约事件个案性质较为突出，行业代表性相对不强，但仍在一定程度上引发了债券市场的部分忧虑及关联反应。此次债券违约事件对后续房企在公司治理、合规检查及流动性管理等方面的风险防范具有一定警示作用。

佳兆业集团债券违约事件并非由房地产行业系统性风险触发，但已导致其他内地房企相关美元债券收益率大幅飙升。若佳兆业后续触发交叉违约条款，或将进一步抬升房企海外融资成本。

房地产业属于资金密集型行业，开发周期长、资金投入量大，而企业一般自有资金投入较少，现金流状况受项目建设和销售进展状况影响大，主要依靠外部资金及销售回款滚动经营。若一旦房企遭遇不可控的突发事件，项目销售回款将一定程度受阻，经营资金链也会面临较大考验。同时，若民营企业对某一高管或实际控制人严重依赖，其不甚规范的内部管理以及外部融资的困难，也会给企业信用状况带来极大影响。

（作者单位：中债资信评估有限责任公司评级业务部）

就市论势

谁的估值在飞

吴 昱

对股票估值的衡量，需要放到经济运行的大格局中。只有那些找到着陆点，能够平稳落地的才是投资者应该选择的、合理的估值

今年首个交易日，沪深股市大涨，不仅“煤飞色舞”，地产、白酒、汽车板块纷纷走强，“石化双雄”联袂涨停，“大象”飞起来了。市场探究这些长期低迷板块所以走强的原因，估值修复是重要理由之一。

估值开始飞起来了？

股市蛰伏的时候，小盘股的估值向上修复，大盘股的估值向下修复。股市涨起来了，小盘股和大盘股的估值又反向修复。股评家是这么说的，市场也是这么应和的。

原来以门前看自行车大妈生意好坏来估值的券商板块，由于互联网的应用，证券营业部的大厅已经重新布局。随便一台电脑、任何一部手机都能下单时，“掌上营业部”遍地开花，牛市里的券商板块估值被赋予更多的想象，似乎与技术的进步也有关联。

5倍的市盈率、0.8倍的市净率、4%的股息率，拨备覆盖率保持在200%以上较高水平，以至于有行长说钱挣得太多，都不好意思了。但这些都不足以引起人们对银行板块的关注。专家们对金融业垄断的唏嘘，对不良率的揣测，甚至对互联网冲击的担忧，占据了舆论高地，使银行板块长期低迷。然而，在银行板块2014年经历了50%以上的升幅后，还是这些专家，又开始上调对银行板块的估值，这种修复是认识的飘忽吗？

投资者如何判断手中股票的估值是否合理，确认它在不在飞，辩证中蕴含着常理。

本周起，上市公司开始陆续披露年报。主营业务收入、毛利率、每股现金流、动态市盈率，这些常规指标，既是一家公司经营状况、质地如何、发展是否可持续的反映，也是判断这家公司估值是否合理的重要财务指标。头脑可以发热，研读这些指标时，目光需要敏锐，心态应该平和。

微观看公司质地，中观则应该看行业趋势。对APEC蓝的梦想，使得环保工程、污水处理、脱硫脱硝板块成为跨年度的热点；“一带一路”的构想，开启了从商品输出到资本输出的新思路；新的一年，基建、港口、航运、高铁、核电设备、油气开采……谁冲在前边，谁能率先获益，谁又能持续发展，这是审视一个行业发展前景，对参与公司给出合理估值的中观要素。

上周，油价跌破每桶50美元，甚至有分析师下看每桶33美元，大宗商品价格波动幅度加大，美元持续走强，世界经济走势波谲云诡。这时的投资者更要宏观看待手中的股票，将估值的衡量放眼到世界经济运行的大格局中，如此未雨绸缪已经非常必要。

2015年，谁的估值在飞？

已经飞起的估值正展开想象的翅膀。志存高远的同时，亦如无根的浮萍。只有那些找到着陆点，能够平稳落地的才是投资者应该选择的、合理的估值。

本版编辑 陆 敏 牛仲逸

皖江城市带承接产业转移示范区——

科学承接 创新驱动 成效斐然

江南产业集中区安徽绿创精密电子制造公司

2010年1月12日，国家正式批复《皖江城市带承接产业转移示范区规划》，这是全国首个以承接产业转移为主题的区域发展规划，也是安徽省首个上升到国家战略层面的发展规划。五年来，示范区社会经济快速发展，综合实力显著增强，呈现出产业集聚、区域协调、创新驱动、环境良好等示范效应，在引领安徽发展、加快中部地区崛起中发挥了重要作用。

2010—2013年，示范区生产总值由0.84万亿元增长到1.28万亿元，年均增长13.7%；固定资产投资由0.87万亿元增长到1.26万亿元，年均增长26.4%；引进1亿元以上省外投资项目到位资金累计1.28万亿元，年均增长23.7%。主要指标均达到或超过规划序时进度。

载体建设有成效 产业承接上规模

自示范区设立以来，开发区转型升级步伐明显加快，10家省级开发区升格为国家级，33家开发区获批扩区，19家开发区纳入全省开发区产城一体化试点范围。同时，产业集中区、集中示范园区和合作共建园区建设成效显著。截至目前，江北、江南产业集中区已累计完成固定资产投资395.3亿元，入园产业项目149个，总投资1469.8亿元。2013年，8市集中示范园区完成固定资产投资451亿元；各类合作共建园区实现工业总产值919.6亿元，招商引资到位资金613.5亿元。

五年来，示范区制造业实力明显增强，去年前11个月，规模以上工业增加值达到5967.2亿元，占全省比重69.1%，形成了家电、汽车、建材等千亿元产业集群；“双新”产业异军突起，战略性新兴产业产值增加到5798.8亿元，占全省比重77.4%，全超导托卡马克、量子通信、语音合成等高端科技成果居世界领先

郑蒲港建设中的园区一角

水平。现代服务业发展迅速，2013年占示范区生产总值比重33.3%。合肥滨湖国际金融后台基地初具规模，浦发银行、人保财险等一批总部级后台服务中心先后入驻。

空间布局有特色 区域合作更密切

示范区不断强化“一轴双核两翼”的空间布局，沿江五市依托长江黄金水道和岸线资源，大力推进安庆产业组团、铜池枞产业组团和芜马产业组团建设。合肥、芜湖“双核”作用进一步凸显，去年前三季度，合肥、芜湖两市生产总值达到5083.7亿元，占示范区比重53.7%，芜湖市增速10.7%，连续19个季度列安徽省首位；去年前11个月，两市规模以上工业增加值达到3216.7亿元，占示范区比重53.9%，占全省比重37.2%。滁州、宣城充分发挥毗邻苏浙的优势，积极做好产业承接，去年前11个月，两市引进1亿元以上省外投资项目到位资金1095.9亿元。

苏滁现代产业园

示范区不断深化长三角区域发展分工，大力推进《沪苏浙皖共同推进皖江示范区建设合作框架协议》实施，扎实开展产业转移、交通、能源等11个重大专题合作。据统计，示范区一半以上的产业转移到位资金和合作园区战略投资者来自苏浙沪。

绿色发展有举措 体制机制显活力

示范区始终坚持绿色发展，坚持源头控制和预防，按照《示范区产业指导目录》要求，严格执行环评分类管理、分级审批制度，严把项目环保准入关。同时，大力实施循环经济“百千万”示范工程，推进园区循环化改造。不断加强资源节约和生态保护，城市污水处理率达到88.2%，城市生活垃圾无害化处理率达到94%。积极创建国家级森林城市和绿色生态城区。环巢湖生态文明示范区成功创建国家级生态文明建设先行区。

示范区不断创新体制机制，适时调整行政区划，2011年8月撤销地级巢湖市，拓展了合肥、芜湖、马鞍山发展空间，推动了合肥大湖名城建设，实现了芜湖、马鞍山跨江发展。全面深化行政审批制度改革，着力把示范区打造成为国内审批事项最少、行政效能最高、服务环境最优的地区之一。积极推行PPP模式，鼓励民间资本参与经营性基础设施和公益事业项目建设。

江北产业集中区华纳包装科技项目生产线

·广告