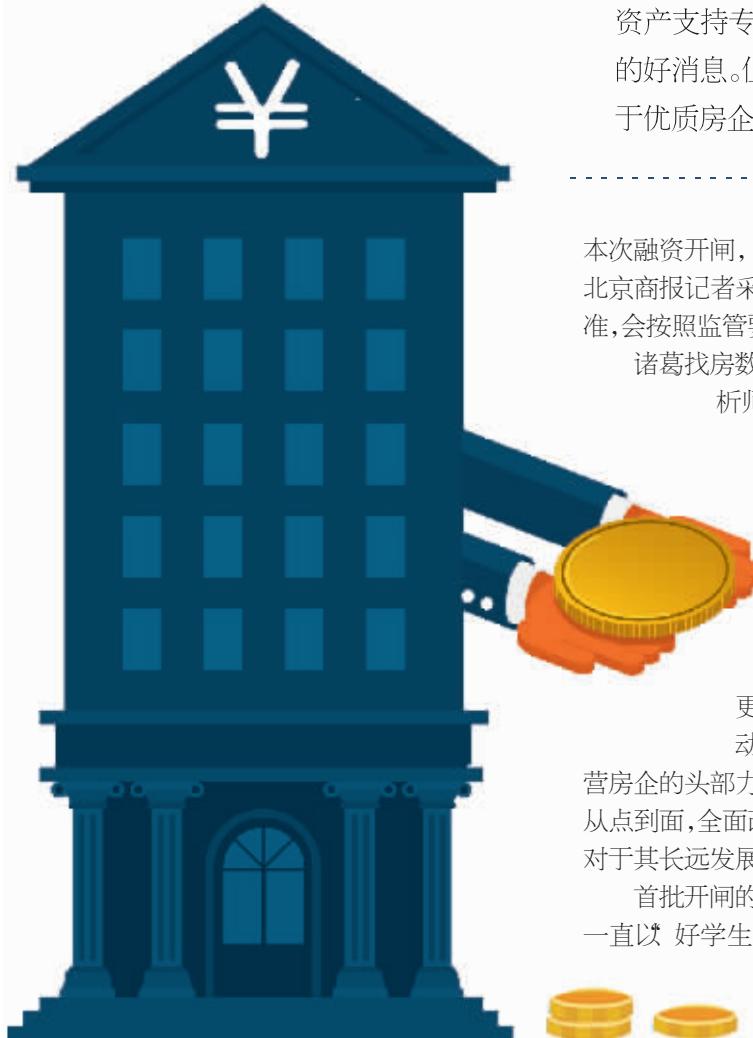


# 公司债开闸 房企融资走出“至暗时刻”



## 民企首单创设信用保护凭证

据龙湖方面介绍，本次供应链ABS发行总规模40.2亿元，优先级资产支持证券利率3.5%，期限1年，为民营房企首单创设信用保护凭证，计划管理人为中信证券，原始权益人为联易融保理，托管银行为浙商银行，优先债项评级AAA级。

不只是龙湖，就在前一日，碧桂园、美的置业也相继披露获准发债的公告。针对

冰封许久的房企公司债终于重启。5月17日晚，龙湖供应链ABS“中信证券-联易融-信联1号2期供应链金融资产支持专项计划”成功发行，这意味着尘封许久的境内公司债终于开闸。业内直言这是今年以来收获的难得的好消息。但大家也表示，目前就判断房企融资冰封期已过还为时尚早，未来三个月到半年很关键，希望监管对于优质房企的支持力度再大一些，地方紧缩的政策再合理一些。

本次融资开闸，碧桂园方面在接受北京商报记者时表示以公告为准，会按照监管要求的节奏进行。

诸葛找房数据研究中心高级分析师陈霄表示，选中这三家房企，一方面，对于其本身来说有利于缓解资金压力，充实现金流；另一方面，也给资本市场注入更多的信心，直接带动股价的提升，从民营房企的头部力量入手，逐渐实现从点到面，全面改善房企资金困境。对于其长远发展有着重要意义。

首批开闸的三家企业中，龙湖一直以“好学生”著称。在今年的业绩会上龙湖方面曾经披露，2021年，平均借贷成本4.14%，创历史新高；平均贷款年限6.38年，净负债率46.7%，在手现金885.3亿元，现金短债比6.11倍，一系列指标均维持行业内的较高水准，连续六年满足“三道红线”指标要求，也是国内唯一一家获得境内外全投资级评级的民营房企。

而连续多年稳居房企规模老大的碧桂园也以超高的回款率著称。年报显示，2021年，碧桂园累计实现权益物业销售现金回笼约5022亿元，权益回款率达90%，已连续六年达到90%或以上。截至2021年12月31日，碧桂园现金余额约1813亿元，可动用现金储备充足；总有息负债余额同比下降2.6%至3179.2亿元，其中短期债务的占比下降至25%，现金短债比约为2.3倍。净负债率为45.4%，相比上年底优化了10.2个百分点；加权平均融资成本较上年下降了36个基点至5.2%。

“此次发债是以信用保护的方式进行的，不但实现了通过优秀企业示范来引导公司债回归正常渠道，更让市场有了防火墙。”易居研究院智库中心研究总监严跃进也表示，反过来从公司角度来说，就是启发企业还是要积极做好经营，后续充分利用当下的一些政策优势，走出当前困境做出更好的业绩。

中指研究院企业事业部研究负责人刘水预计，以当前信用保护的方式进行的模式具有强劲的带动效应，将有更多民营房企效仿发债融资。碧桂园、龙湖、美的置业均为当前房地产行业的头部民企，具有开发经营能力强、财务相对稳健等特点。这三家企业通过信用保护工具成功发行债券融资后，将为后续市场起到良好的示范带动效应，将有更多房企效仿类似增信措施进行发债融资。

## 支持合理融资信号愈加明朗

“这次能够获批，对公司上下都是很大的鼓舞，不但说明企业在向好，行业也在走出最难的时刻。”三家首轮获批房企其中之一的融资负责人直言，这是今年以来收获的难得的好消息。但他同时也强调，目前就判断房企融资冰封期已过为时

尚早，公司的策略依然是紧缩性为主，不盲目扩张，坚持快收紧付的原则，力保半年报。“未来三个月到半年很关键，希望监管对于优质房企的支持力度再大一些，地方紧缩的政策再合理一些，特别是改善型需求的信贷、预售资金的监管等此前超量监管的方面。”

2021年下半年以来，多家民营房企出现违约事件，民营房企融资难度大幅提升。机构数据显示，2022年1-4月，房企信用债发行规模为1532亿元，同比下降37.7%。其中发行人以央企、地方国企为主，发行额占比84.9%；民企仅发行8笔，融资94.1亿元，占比6.1%，融资力度很弱。同期，海外债发行规模仅为去年同期的10.5%，金额为143亿元，其中民营房企融资70亿元，不足五成。

陈霄对此也分析道，去年以来房企频频爆发流动性危机，这已经不再是个别房企的问题，更加暴露了行业的现状，本次公司债发行的背后是中央明确表态对房地产市场及房企的支持，监管机构公开支持房地产市场恢复融资，这样的发声意义颇为重大，监管层支持房企合理融资的信号愈加明朗。

“类似发行是当前融资工作的又一突破，体现了公司债政策也正趋于宽松。”严跃进对此也表示，公司债本身对房企的融资支持作用较大，此次发债有别于此前银行间市场等发现的中期票据等融资工具，应该说更加符合房企融资的需求，同时，此类发债工作充分体现了相关部门对于房企资金面的关注，客观上有助于进一步缓解房企的资金压力，促进房地产企业走出融资困境，促使经营更好发展。

## 信用保护工具加持

值得注意的是，此次发债强调了信用保护工具的使用，创设机构将同时发行包括信用违约掉期（私募CDS）或信用风险缓释凭证（CRMW）在内的信用保护工具，以帮助民营地产商逐步恢复公开市场的融资功能。这两种信用保护工具通俗理解就是为债务违约设立防火墙。换句话说，投资者后续认购此类债券的顾虑将减少，房企若是违约，其也可以获得相关赔偿或补偿。

在此前稍早的2022年4月，沪深交易所所在证监会的指导下就召开过“信用保护工具支持民营企业债券融资座谈会”，证监会指出积极支持市场各方发挥信用保护工具在支持民营企业融资过程中的作用，鼓励市场机构、政策性机构通过创设信用保护工具为民营企业债券融资提供增信支持。5月，深圳证券交易所召开“完善民企信用支持”专题研讨会，聚焦完善信用支持，研究探讨缓解民企“融资难”的举措。

“此次通过信用保护工具发债融资，意味着政府支持民营房企融资措施正在加快落地。”刘水表示。在当前市场环境下，通过市场化的信用保护工具增信有助于民营房企突破融资困境，增加投资者信心，进而快速打破民营房企融资的困境，有助于引导市场修复对房地产行业的投资信心，改善民营房企的融资环境。

5月16日，根据深交所官网，第一单民营房企信用保护凭证业务已经发行，认购龙湖债券的投资者，后续也可以附带认购此类信用保护凭证，相当于为债券投资上了一道保险。

“此类产品的创新，进一步体现了债券融资中增信的思路，使得投资者顾虑减少，认购积极性增加。”严跃进表示，宏观层面看，这是资本市场积极创新支持实体经济的表现，民营房企债券融资工作更好推进落地，有助于房企融资成本降低、融资效率提高。

北京商报记者 卢扬 实习记者 孙永志

## 地产街鉴盘

# 富春山居上新 山路的最后4公里怎么破

错过了“小阳春”的北京开发商正在抓紧自救。最近一段时间，门头沟放盘量很大，让“消沉”的新房市场再次热闹起来，四道桥“三兄弟”带来了罕见小户型供应，西山相府、富春山居改善盘放量上新。富春山居项目，是雅居乐进京后的第二个住宅项目，然而门头沟多年来改善房源扎堆，富春山居需要面对新老项目的“围追堵截”，在亦庄经历一轮限竞房洗礼后，雅居乐再次陷入改善盘的厮杀。富春山居可以选吗？开发商成色几何？购房者在买房时，也别只盯着价格看。

## 成败山景

门头沟位于北京正西偏南，距市区约20公里，与其他远郊区相比，崛起速度相对靠前。从区域划分上，有老城区、新城区之别，各自的特点也非常鲜明：老城区的生活配套较为完善，生活氛围浓厚；新城区则处在发展阶段，目前所供应的大部分新房项目也主要集中于此。

富春山居项目主推建面约143平方米的洋房、158平方米平墅、195-225平方米叠拼别墅。整个地块不大，共计280余套房源。

富春山居项目三面环山，自然环境是最大的卖点。在案场项目推介的时候，销售人员基本回避“配套”话题，主要安利自然与山水。通过沙盘也可以看到，妙峰山、龙门洞、万佛寺、戒台寺环绕四周，居住在这里自然环境优美。

这个销售人员口中的“世外桃源”之地，首先直面的就是配套挑战。

据销售人员介绍，365Plus购物中心是距离富春山居项目最近的商业，距离有2.5公里左右，与龙湖长安天街、京西大悦城的距离更是超过了3公里。

医疗方面，有京煤集团总医院（三甲医院）、北京门头沟区中医院、门头沟妇幼保健院等。不过北京商报记者走访发现，这部分离售楼处很近，但距离实际项目车程都在40分钟以上。

项目自身有一块F3其他类多功能用地，大概率会做成商业配套，不过雅居乐方面也直言：“目前还在规划中，不清楚细节，具体做什么不确定。”也就是说这方面存在未知性，即便如愿落地，因地块小的缘故，“贡献”也不会太大。

除此之外，富春山居项目自身的两个“槽点”——墓地和高压线是购房者更为关心的。北京商报记者通过实地走访发现，万佛华侨陵园位于项目南侧，不过基本被山势所遮挡，这方面最难受的其实是中建开发的长安麓府项目，但高压线这个“槽点”却无法回避，富春山居卖的就是山水相映的自然风景，四周密布着高压线会是怎样一种体验？这可不是一家开发商能解决的问题。

## 4公里外的售楼处

地铁S1号线的开通，为门头沟带来了

大量的置业客群，雅居乐·富春山居的营销中心便位于S1号线上岸站附近。

售楼处周边一切的生活氛围，初看很有迷惑性，细究却与项目基本不搭边，这里距离项目本身还有大概4公里的距离。

北京商报记者为购房者们做了个出行实验，在北京工作日非早晚高峰期间，从复兴门地铁上车，到富春山居的项目所在地，通过公共交通出行的方式，耗时1小时54分钟，到富春山居售楼处，也就是高德地图上的“城市展示厅”只需要1小时。反过来的时间大致相同。

“山路、沟渠、单一通道出行，轨道交通缺失、公交间隔过长，从售楼处到项目实际所在地的这4公里将来的坑要远大于五里坨。”一位曾经亲自参与五里坨出行的某头部房企北京公司GR负责人直言，跟五里坨目前到市中心上班、办事仅有石门路类似，富春山居前的友谊路是它的“华山一条道”，虽然目前规划建筑密度要远低于五里坨，但因为是山路+沟渠，出行难度也不低。现在石门路早晚高峰平均开车6公里要在40分钟以上，但好在石门路是平原，努力骑小黄车和电摩托还能走，友谊路除了开车，别的就别想了。”

北京商报记者现场也替购房者们试验了一下共享单车出行：从S1号线上岸站出来，骑上共享单车，一路爬坡25分钟后，在两腿发软之际终于达到了富春山居的大门口，但是bug来了，锁不上车，App提示“该区域共享单车的运营范围尚未覆盖”，电子锁车需要另付20元调度费。

借用与记者一同骑共享单车看房大哥的话：“适合养老，但却不适合年龄特别大的老人，依山而建的房子，没办法开车，出个门都难。”

## 区域的死海

2021年5月，北京首次尝试集中供地，包括1宗共有产权房在内的30宗地块皆顺利成交。其中，雅居乐以15.3亿元底价摘得门头沟永定镇0077、0081等地块，也就是现在的富春山居项目。当时成交的30宗地块仅有4宗以底价成交，可见开发商对于这宗地块的态度。

富春山居受限于地段和容积率，全部为别墅产品。这也注定它要与区域内的同类竞品厮杀。与亦庄的限竞房扎堆一样，门头沟改善盘多，产品定位基本相似，同质化现象比较严重，缺乏差异化的支撑，突出重围就需要更多的时间成本。

除此之外，门头沟的区域要素条件也基本相同，同样的产品指标，同样的资源配置，尤其是项目周边的利好因素也几乎为“共享”：交通优势、配套设施，甚至同一座商场、同一所名校都被各个项目反复提及。

如此情况下，产品设置的些许差异并不能突出特色，户型小一码，加入些许科技元素，“微创”带来的结果就是很难建立自己的绝对优势。

从门头沟的“逆袭”历史也可以看出，区域需求错配或是去化难的主要原因。

京西近年来一直是北京土地供应的“洼地”，海淀、丰台、石景山等区域新盘稀缺，这给门头沟带来更多外溢需求。房子五年大致一个置换轮回，在新房供应几近断供的情况下，多个改善客群也转向门头沟。

但2018年以后，石景山新房市场开始发力，阻截了去往门头沟的大量置业客群，家门口有房可选，谁还会过河去买房呢！比

较被津津乐道的就是中海寰宇天下的爆发，踩准市场需求的脉搏，一时成为“神盘”项目。

与此同时，海淀四季青、树村等又接连供地，分流了门头沟高端改善客群。

门头沟改善项目的去化有多难？中骏西山天项目2016年拿地，2017年6月开始售卖，从期房卖到了现房，目前还有房源在售。

诸葛找房数据研究中心分析师梁楠指出，门头沟相对于北京其他区域来说，其地位永定河畔、湿地公园之侧的近山水优势是比较大的，生态宜居性更强，这也是吸引置业人群的一个点。另外，门头沟区具有一定的置业客群基础，但对于一些与市场供应相契合的高端用户，其对区域整体的资源配置等的要求也更高，门头沟区在这些方面略显不足。

而对于刚需置业群体来说，一方面其他区域如朝阳、海淀等大量限竞房项目入市，对门头沟依赖的外溢需求形成一定分流；另一方面，门头沟的改善大盘也提高了刚需客群的入手门槛，致使这部分群体无法“消化”。基于此，门头沟区一方面要进一步加强城市配套建设以及区域资源的优化；另一方面也需要调整供应结构，推出一些契合刚需置业客群的项目，差异化房源供应促去化。

也是吸取了门头沟新房市场过去的经验和教训，最近刚刚上新的金茂、龙湖、金地四道桥“三兄弟”转变了产品策略，主要以61-99平方米的小户型产品为主，不再选择做“大”，而是针对外溢的刚需客群。但这一产品策略的前提是，要有地铁支撑。

北京商报记者 王寅浩