

聚焦·房企再融资

房企再融资紧锣密鼓 加快风险出清重塑行业竞争格局

■本报记者 王丽新 见习记者 陈潇

“第三支箭”射出已近一个月，在A股和港股市场中，涉房企频发再融资计划。

据《证券日报》记者不完全统计，自11月28日证监会恢复上市房企和涉房上市公司再融资以来，截至12月25日，已有32家涉房上市公司发布再融资公告，其中8家H股房企配股融资，24家A股涉房企业发布非公开发行股票融资公告。

值得注意的是，与信贷“第一支箭”和债券“第二支箭”支持稳健型房企融资不同，“第三支箭”股权激励利好全行业，出险房企亦可募用于“保交楼”。从上述32份再融资计划来看，既有万科、招商蛇口等头部房企，也有华夏幸福、陆家嘴等地方房企，还有以华夏幸福为代表的出险房企。

“此次监管层放开股权融资，多类型房企及上下游相关企业均有望受益。”多位分析师及房企相关人士皆向《证券日报》记者表达了相似看法，这一方面有利于降低行业整体负债水平及融资成本，改善现金流；另一方面，出险房企可借此进一步实现“保交楼”及债务重组目标，未出险房企可缓解偿债压力，优质房企则有收购扩张机会。

展望后市，多位业内人士认为，预计会有更多房企借这一窗口期进行业务重组、资产置换，加快行业风险出清。此外，随着销售企稳，有望为企业带来第二次成长机遇，行业集中度将进一步提升，形成新的竞争格局。

已有32家涉房上市公司 筹划再融资

今年以来，政策不断发力稳增长。据克而瑞统计，年内各地已发布约595次优化新政。以11月份为分水岭，“金融16条”后“三箭齐发”，其中，“第三支箭”进一步拓宽房企融资渠道。

11月28日，证监会决定在股权融资方面调整优化5项措施，包括恢复涉房上市公司并购重组及配套融资、恢复上市公司和涉房上市公司再融资、调整完善房地产企业境外上市政策等。

仅仅过了一天，11月29日，福星股份率先发布公告，拟向不超过35名投资者非公开发行股票。此后，多家房企陆续跟进宣布启动再融资。从11月28日至12月25日，不到一个月时间，A股和港股市场中已有32家涉房上市公司积极筹划再融资事项。

综合来看，“定增+配股”是本轮上市公司再融资的主流模式，具体募用途“因企而异”。其中，8家H股房企、多家中小房企募集资金用途主要是“保交楼、保民生”相关房地产项目开发、补充流动资金、偿还债务；招商蛇口、格力地产及陆家嘴等3家上市公司募集资金主要用于资产重组及收购；华夏幸福等多家出险房企则主要用于“保交楼”等。

从发行对象来看，主要面向证券投资基金管理公司、证券公司、自然人



或其他合法投资组织等不超过35名特定投资者，亦有小部分涉房企仅面向控股股东发行股份。

对此，万科大股东深圳地铁集团有限公司董事、总经理黄力平曾表示：“我们认为在当前这个时点开展股权融资，有利于万科抓住面向未来的发展机遇，带来更好的发展。所以深圳地铁支持万科把握当前政策窗口期，以实际行动支持房地产市场的平稳和健康发展，提振整个市场的信心。”

意向发行对象去哪里找？机构投资者是主力

在业界看来，能否找到适合自己的投资者，是关乎房企募融资方案成功与否的关键之钥。那么，在当下房地产市场仍较为低迷的状态下，意向发行对象去哪里找？

多家房企在接受《证券日报》记者采访时表示，“目前已有投资者名单，但暂不方便对外公布。”其中，某头部房企内部人士向记者表示，已获得长线基金积极认购；另有出险房企相关人士透露，目前主要投资者为机构投资者，配售峰值约三倍；此外，福星股份近日召开股东大会，顺利通过发行预案，公司相关负责人向《证券日报》记者表示，批文还未上报，讨论意向投资者还为时尚早。

“一般来说，基金公司为主力，也会有公司高管及部分个人投资者，同时不排除有国资入股的可能。”诸葛找房数据研究中心高级分析师关雪对《证券日报》记者表示，优质头部房企、中小房企及出险房企间会存在一定的差异。

“优质头部房企具备未来营收稳健、抗风险能力更强等优势，意向投资者数量会较中小房企及出险房企更多。同时，在投资者结构方面，优质头部房企的意向投资者类别相对多样化，中小房企以及出险房企的投资者多倾向于公司高管、公司原投资者或国资入股，在企业风险尚未出清的背

景下，较难出现较多新鲜面孔的个人投资者。”关雪曾表示。

汇生国际资本总裁黄立冲向《证券日报》记者表示，目前地产商都在积极寻找潜在投资人，政策暖风频吹之下，房企融资规模有望高于此前预期。对机构投资者而言，年底有冲业绩压力，加上地产股当下总体估值偏低，是出资参与房企配股的一个好时点。但出险房企再融资相对较难，少量出险房企能够完成配股融资，离不开大股东的支持。

“当前政策环境足够宽松，房企再融资面临的考验主要来自投资者对企业及融资用途是否认可，预计意向投资者一般是大股东及实控人、关联方、高净值人士以及投资机构等。”中指研究院企业事业部研究负责人刘水对《证券日报》记者表示，不过，从流程上看，经过董事会、股东大会审批，监管机构批准后，公司才能与承销商确定具体价格、时间等事项，然后实施配股融资，一般需要1个月至2个月的时间，这期间仍存在不确定性。

部分出险房企有望迎来并购“破冰”

再融资方案是否成功，募资规模将有多大，参与房企最终有多少，仍有待持续观察。

目前来看，“千亿元房企”数量已大幅缩水，前11个月已经跌至不足20家。出险房企暂停投资，未出险但有短期现金流压力的房企忙于融资偿债，当下在投资端发力的是稳健型房企。鉴于此，易居研究院智库中心研究总监严跃进向《证券日报》记者表示，考虑到本轮“第三支箭”落地的广度和深度，尤其是时隔12年重启房企借壳上市，会导致投资者更加关注企业优化资产负债表的再融资主线，预计房企座次表将重新洗牌。

12月21日，证监会发文提及，允许符合条件的房企借壳已上市房企，

允许房地产和建筑等密切相关行业上市公司实施涉房重组等。

“很多资金实力雄厚的房企存在兼并其他小型企业或出险企业的可能。”同策研究院资深分析师肖肖向《证券日报》记者表示，股权融资放开后，预计在较短时间内会出现较多兼并重组机会，后续或将迎来包括借壳上市在内的并购重组小高潮。

“对于拥有土储资源的非上市企业，可以借机将地产资产分拆借壳上市，有利于盘活优质资产，通过资本市场的认证开辟股权融资这一新的融资渠道。对被重组企业而言，一方面获得优质资产的注入，另一方面借助优质房企的加持重新获得融资能力，起到盘活存量风险资产的作用。”刘水表示，同时，对双方来说，均可借机扩大资产、提升权益规模，进而实现资产负债表的优化。

华泰证券在研报中表示，当前房地产市场不少央企国企存在“大集团小公司”的情况，过去，集团的优质地产资产因重组通道的关闭无法注入，而上市公司由于规模较小，一方面在市场中很难与头部房企竞争，另一方面也很难用现金一次性收购集团资产，导致规模迟迟无法提升，市场排名落后。此次并购重组的开放给了这类房企解决问题的机会，一是可以解决同业竞争问题，二是可以做大做强上市平台。此外，目前部分央企国企拥有资源优势，但在运营开发层面较头部房企仍有差距，借助重组可以启动配套融资，引入有能力有意愿的头部房企，这也是一个可以期待的方向。

对此，严跃进表示，监管层重申房企借壳上市，力度超出市场预期，有望稳定需求端复苏，加速行业大规模项目并购重组落地，部分出险房企有望迎来并购“破冰”，加快行业风险出清步伐。同时，稳健型房企有望借此窗口期吸纳优质地产资产注入上市平台，扩表发展，加快推动行业形成新的竞争格局。

其一，企业需根据自身资产质量、业务方向以及股东情况等制定融资方案，避免再融资计划流产，尤其对出险房企而言，经营状况各异，即使方案通过，在市场化运作下找到投资者也相对更难；其二，发行价如何确定并不容易，投资者与募资人的博弈关乎方案成功与否；其三，定增可能引发现有股东权益摊薄，亦可能遭到小股东反对，企业应审慎优化好方案。

困难有，不确定性亦在，但不必悲观。在笔者看来，“金融16条”后，支持房企融资的信贷“第一支箭”和债券“第二支箭”，对稳健型房企和优质民营房企增益效果明显。而出险房企可参与的“第三支箭”落地范围更广、弹性更大、融资成本更低，无需加杠杆就可优化行业资产负债表，更可为“保交楼”保驾护航，加快推动房地产行业形成新的发展格局。

值得注意的是，再融资开闸，并不意味着上市房企会马上迎来春天，从历史经验看，从发布预案到完成融资用时较长。这期间，企业需迈过三道关。

上市公司花式保壳财技引监管关注 投资者切莫火中取栗盲目押注

■本报记者 吴晓璐

临近年底，部分徘徊在退市边缘的*ST公司动作频频，部分公司施展“财技”意图保壳。

12月23日晚间，*ST吉药收到深交所关注函，深交所对公司近期披露的收到业绩补偿款、债权转让和债务豁免等事项进行问询，并要求公司结合回复补充说明公司、控股股东及其关联方是否存在通过虚构交易、故意遗漏重大信息等方式规避公司股票被终止上市的情形。

据记者梳理，除了做大收入、破产重整、并购重组外，今年大股东进行无偿赠与和债务豁免的案例增多，但基本都会受到交易所问询或关注。

接受采访的专家表示，注册制改革以来，监管部门加大退市监管力度，严格执行退市新规，上市公司大股东不得付出更高的成本，通过无偿赠与和债务豁免等方式进行保壳。但随着注册制改革深入推进，有进有出成为资本市场大势所趋。另外，对投资者而言，切忌“捡了芝麻丢了西瓜”，不要去赌上市公司保壳是否成功。

大股东无偿赠与、债务豁免力促净资产转正

据Wind资讯数据统计，截至12月25日，A股共有55家*ST公司。其中，25家公司今年前三季度净资产为负，15家公司前三季度营业收入低于1亿元且扣非前后净利润为负。若不考虑审计意见，综合来看，有32家公司面临触及财务类退市指标风险（8家公司同时触及“营业收入+扣非前后净利润”和净资产指标）。

业内人士指出，对于上市公司净资产为负，大股东往往采用无偿赠与或债务豁免的方式“奋力”将净资产转正。

*ST吉药三季报显示，公司净资产为-7.3亿元。12月19日至12月21日，公司先后披露了《关于收到业绩补偿款的公告》《关于收到债权转让通知的公告》《关于收到债务豁免函暨关联交易的公告》。

综合来看，*ST吉药收到王平平委托梅河口亚利大健康产业投资中心（有限合伙）支付的业绩补偿款15854.43万元，将对公司本年度净利润、净资产指标及业绩产生积极影响；另外，公司控股股东卢忠奎合计受让公司3.57亿元的债权，并决定单方面，不附带任何条件、不可变更、不可撤销的豁免前述全部债务，并将债务豁免计入资本公积。

对此，深交所要求*ST吉药补充说明公司、控股股东及其关联方是否存在通过虚构交易、故意遗漏重大信息等方式规避公司股票被终止上市的情形。

除了豁免债务，还有公司大股东手笔无偿赠与。*ST吉艾前三季度营业收入、净利润、扣非后净利润以及净资产分别为0.5亿元、-3.34亿元、-3.71亿元和-11.68亿元。12月19日，*ST吉艾公告称，公司新控股股东“山高速香榆”拟向公司无偿赠与不低于7亿元现金资产，并称该赠与无附义务、不可撤销。

深交所对*ST吉艾下发关注函，要求公司说明本次捐赠的原因及商业合理性，本次捐赠资金的最终来源，以及是否存在与公司保留上市地位或撤销退市风险警示等相关的协议或安排，是否存在其他尚未披露的协议或安排。

此外，12月23日，*ST顺利公告称，公司股东深圳华源拟向公司现金捐赠不低于3000万元，并称该赠与无附义务、不可撤销。12月13日，*ST亚联公告称，公司控股股东大连永利商务发展有限公司拟豁免对公司债务16249.76万元，该债务豁免为单方面、不附带任何条件、不可变更、不可撤销之豁免，豁免的债务金额将计入资本公积；同时公司关联方良运集团拟将其持有的净资产为8088.84万元的运启元100%股权无偿赠与公司，预计对公司净资产影响8086.41万元。

上述资本运作均受到交易所关注和问询。

“退市新规实施以后，上市公司通过营收管理保壳空间有限，大股东通过向上市公司注入新资产、无偿赠与、以及债务豁免等方式进行保壳的行为增多。”中国人民大学财政金融学院金融学教授郑志刚在接受《证券日报》记者采访时表示，但是，大股东如果无法改变上市公司亏损的局面，仅通过无偿赠与或债务豁免的方式

保壳，成本是高且无法回收的，而且公司仍然面临退市风险。上市公司大股东需要认清资本市场注册制改革的大趋势，有进有出才是健康的状态。

破产重整加速 突击做大收入成监管重点

破产重整也是上市公司解决债务危机的方式之一，但是，部分上市公司在完成破产重整后，并未恢复持续经营和盈利能力，没有真正改善上市公司质量，因而被市场称为“保壳式重整”。

12月22日和12月23日，*ST安控、*ST雪莱、*ST博天和*ST中安4家公司先后发布重整计划执行完毕的公告。因2021年度经审计的期末归母净资产为负，4家公司股票已被实施退市风险警示。

据记者梳理，4家公司从法院裁定受理重整申请到裁定确认重整计划执行完毕，均不超过2个月。4家公司在公告中坦言，公司重整计划的执行完毕，改善了公司的财务状况和经营状况。本次重整将对公司2022年度的净资产和净利润产生积极的影响。但公司后续经营和财务指标如果不符合上市规则等相关监管法规要求，公司股票仍存在被实施退市风险警示或终止上市的风险。

此外，还有*ST万科、*ST海核、*ST尤夫等多家公司正在推进重整计划资本公积金转增股本事项。为了应对“营业收入低于1亿元+扣非前后净利润孰低者为负”的退市指标，突击做大收入也成为上市公司保壳的一种方式。今年三季度，*ST未来实现营业收入9.67亿元，占前三季度的比例为96.31%，较第三季度环比增加9.47亿元。对此，上交所发出问询函，要求该公司说明收入确认依据及合理性，是否存在以总额法代替净额法核算的情形。

实际上，自2021年年报披露后，监管部门就对上市公司单季度收入突飞猛进高度关注，并督促会计师勤勉尽责，就营业收入扣除情况出具专项核查意见，对公司非经常性损益的认定进行核查。

郑志刚认为，目前，上市公司大股东保壳的动力在于壳资源依旧存在价值。

谈及如何降低上市公司股东保壳动力，中国社会科学院金融所资本市场研究室研究员尹中立在接受《证券日报》记者采访时表示，监管部门需要严格规范大股东和上市公司行为，确保其在法治化轨道上运行，并根据实践及时完善规则，堵住监管漏洞。

中介机构须当好“看门人” 投资者应擦亮眼睛

今年是退市新规实施的第二年，也是退市新规财务类退市指标真正发挥威力的一年，已经有42家公司强制退市，触及财务类退市指标的有39家。

目前，资本市场主要有财务类、交易类、规范类和重大违法类等4类强制退市指标体系。“上市公司主要通过调节财务类指标进行‘保壳’，其他三类情形中，上市公司施展‘保壳’手段的空间不大。”德恒上海律师事务所合伙人陈波对《证券日报》记者表示。

“从财务类指标看上市公司是否退市时，考察上市公司的营业收入、净利润和净资产3个财务指标，以及审计意见。”陈波进一步表示，相应地，上市公司常见的“保壳”手段有三类，一是实施与主营业务无关的或者虽然有关但属偶发的交易，甚至虚构无商业实质的交易，以增加营业收入和净利润；二是通过接受关联方的无偿捐赠、债权人豁免债务、接受政府补助等方式增加净资产；三是要求中介机构出具违规审计意见等。

除了监管部门加强监管外，中介机构也应把好关。“中介机构是资本市场的看门人，要在信息披露的真实、准确和完整方面严格履行把关责任。如果中介机构把好第一道关，上市公司大股东会更加审慎地采取保壳行为。”郑志刚表示。

记者注意到，在部分*ST公司的贴吧中，仍有投资者倾向于“赌”公司保壳成功。对此，尹中立表示，二级市场投资者要擦亮眼睛，坚持价值投资，远离风险警示股，不要赌上市公司保壳是否能成功。随着注册制改革的深入，“壳公司”“僵尸企业”最终将退出市场。

房企再融资活动正沿着三大逻辑线展开

■王丽新

“第三支箭”正在发力！自11月28日证监会宣布恢复上市房企再融资至今，已有32家涉房企业发布配股或定增融资公告，其中，8家H股公司募资超100亿港元，24家A股房企中有8家公布募资规模，合计约174亿元人民币。

从整体来看，时隔近7年重启房企股权融资，中断12年后允许房企借壳上市，目标皆是吸引增量资金入场，引导房地产行业加快风险出清，向“稳投资”过渡。就操作途径来看，定增模式为主流。笔者认为，政策暖风下，本次股权融资活动正沿着三条逻辑线展开。

一是稳健型房企以“并购整合+配套融资”稳投资。以招商蛇口为例，其拟通过发行股份购买的标的，对应的核心资产是深圳前海片区重要的存

量土地或项目，现正值利润释放期。此外，“大集团小公司”或迎来新发展机遇。当下，部分企业上市平台规模较小，过去其集团的优质地产资产因重组通道的关闭无法注入，现在有望一次性解决同业竞争以及做大做强上市主体的双重难题。

二是未出险房企“资源整合+配股融资”稳经营。在本轮股权融资中，华发股份预计募集资金不超过60亿元，是已披露预案中募资额最高的企业，其股东华发集团将参与认购，公司拟将募集资金的75%投向郑州、南京等四城的四个项目中。此外，陆家嘴再融资目的是为了重组，优化上市公司整体质量。而碧桂园、雅居乐等H股房企配股融资，则有助于缓解流动性压力以及保持正常经营。募用途不同，但均可稳经营或扩大经营优势。

三是出险房企“债务重组+定增

融资”保交楼。距离第一批房企出险已逾两年。对这些业绩亏损严重、偿债压力巨大的房企而言，“第三支箭”是宝贵机会。没有债务是否违约的限制，出险房企募集资金用途集中在“拟用于公司‘保交楼、保民生’相关的房地产项目开发、以及符合上市公司再融资政策要求的补充流动资金和偿还债务等”。以华夏幸福为例，除拟定增募资外，近日还发布以抵债债款偿还约400亿元债务的方案。这无疑为出险房企开了一扇新窗，除“保交楼”呵护民生外，对推动其债务风险化解工作、缓解其上下游产业链供应商资金压力、以及加快行业风险出清皆有重要意义。

值得注意的是，再融资开闸，并不意味着上市房企会马上迎来春天，从历史经验看，从发布预案到完成融资用时较长。这期间，企业需迈过三道关。