

主題 | 「三條紅線」到底是利空還是利好？

鄭梅玫 諾亞國際高級研究員

核心觀點

雖然我們目前不認為個別企業的債務負面傳聞會擴散至行業層面風險及造成較大規模違約，但房企短期資金流壓力和融資政策的趨於收緊方向大概不會改變。

我們在一個月前的時候就給大家講過房企「三條紅線」融資新規對於房地產行業和中資美元債的結構性影響，當時不管是債市還是股票資產端價格都還沒有對「三條紅線」的消息作出反映，直到恒大負面傳聞才引起了股票和境內外債的明顯拋售情緒，使得更多投資者關注到這一新規。中資美元高收益債在當周表現也是3月底流動性危機以來最差，加上當時標普下調恒大的評級展望，也加速了海外投資者的恐慌拋售情緒。

相信大家現在已經對「三條紅線」有所瞭解，亦即資產負債率大於70%，淨負債率大於100%，現金短債比小於1倍，並根據越線情況，將房企分為四個檔進行監管，其中觸及三條紅線的房企不得增加有息負債。新規先納入部分試點房企，本來預計明年就向全行業推行，不過近期也有消息稱監管部門要求試點房企在2023年6月30日前完成降負債目標，相當於有三年的緩衝期，但是房企每月15日前需要向監管部門提交監測表，包括8項財務指標，其中就有三條紅線的指標。

金九銀十，本來是房地產行業的旺季，但突如其來的監管收緊，將三條紅線全踩的房地產公司再次推到風口浪尖。恒大聲明相關傳聞為不實資訊，之後又有引入戰略投資者等方式以消除投資者擔憂，而實際上，今年恒大累計銷售額5,000億，是疫情以來銷售最強勁的地產公司，各種折扣優惠活動以儘快回款，一定程度上對沖了融資債務端壓力。截至上半年恒大剔除預收的資產負債率仍然大約在85%，淨負債率超過200%，公開市場對其的信心可能比較難完全恢復。而截至目前，僅恒大的境外美元債存量就有254億美元，佔中資地產美元債的約12%，對整個高收益美元債市場的影響自然不容小視，說牽一髮而動全身也不為過。

儘管如此，還有一些房地產公司似乎搶在政策推行之前的過渡期趕著發債，今年三季度房企境內外債券融資發行307次，融資規模約3,247億人民幣，較去年同期增長14%且刷新歷史紀錄。不過在三季度後期的8、9月，已經比7、8月的發債規模明顯收緊，三條紅線的監管影響開始浮現。

從短期來看，三條紅線勢必給一些負債較高的房企造成較大壓力，甚至逼退一部分小型房企，畢竟受影響的不在少數，目前224家房企中，有51家均踩中三條紅線，45家觸及兩條紅線，60家觸及一條紅線。今明兩年房企債務將集中到期，雖然我們目前不認為個別企業的債務負面傳聞會擴散至行業層面風險及造成較大規模違約，但房企短期資金流壓力和融資政策的趨於收緊方向大概不會改變。

在此背景下，房企尤其是民營房企也不得不尋求多方融資方式及可能會通過分拆上市等方式去杠杆。恒大等房地產公司正在將旗下物業管理公司拆分上市。最近一兩年，物管已經成為房企的「現金牛」業務，而內地物業股在港股的超出色表現也刺激了更多物業股加速赴港上市。僅年初至今就有 11 家物業股上市，掛牌首日就有不少漲幅超 20%，在港上市的物業股今年以來股價平均上漲近六成，漲幅超過 100%的就有永升生活、時代鄰里、寶龍商業等，還有一些較小規模的物管公司股票漲幅超 300%，而同期恒生指數卻下跌近 15%。市場預計到今年年底，上市物業管理公司有可能超過 40 家，未來三年有機會超過 100 家。

背靠大樹好乘涼，大型房企自家物業管理公司幾乎坐收盈利，除了萬科，其他幾家地產巨頭都在積極部署分拆上市的計畫，碧桂園物管已是港股物業股龍頭。物業管理公司大多業務來源穩定，輕資產、週期短，與傳統房企形成鮮明對比，也因此受到資金過去一兩年的追捧，幾乎是港股估值增長最快的板塊之一，30 甚至 50 以上的估值比比皆是，可以說是有的比科技股還要「貴」。將物業管理業務分拆上市，剛好可以彌補房企長久以來較低的估值和重資產路線，其主體估值也有望水漲船高。這也是恒大迫不及待分拆其上市的重要原因。

一波操作之後，目前恒大的影響還不能說已經被市場完全消化，距離到期超過一年的美元債價格很多還在票面價值的 90% 以下。市場的不安情緒還沒有被平復，波動率可能提升，四季度投資者還需謹慎對待，不宜集中建倉房地產板塊高收益債。

長遠來看，三條紅線對地產行業的影響可能不亞於 2002 年的土地招拍掛制度，但如果成為一項長期有效的機制，也有望打破房地產行業融資的惡性循環。

免責聲明：本檔所有內容(包括但不限於觀點、結論、建議等)僅供參考，不代表任何確定性的判斷，亦不構成向任何人作出任何要約或要約邀請，亦非投資建議。

您仍應根據您的獨立判斷做出您的投資決策，投資涉及風險，諾亞控股(香港)有限公司(以下簡稱「本公司」)及其關聯公司不對因使用本檔而產生的任何後果承擔法律責任。本檔包含前瞻性的預測，任何非對過往歷史事實的陳述均為前瞻性的預測，本公司並不保證完全準確或未來不發生變化。本報告的資訊來源於公開資料，本公司對這些資訊的準確性和完整性不作任何保證，也不保證所包含的資訊及建議不會發生任何變更，本公司已力求報告內容的客觀、公正，但文中的觀點、結論及建議僅供參考，不代表任何確定性的判斷。

本報告相關知識產權歸本公司及其關聯公司所有，未經本公司及其關聯公司許可，任何個人或組織，均不得將本報告內容以轉載、複製、編輯、上傳或發佈等任何形式使用於任何場合。如引用或刊發需註明出處為「諾亞香港研究部」，且不得對本報告進行有悖原意的引用、刪節和修改。諾亞控股(香港)有限公司及其關聯公司保留追究侵權者法律責任之權利。任何機構或個人使用本檔均視為同意以上聲明。