

房企海外上市策略

文/《法律风险观察》研究员 邵博

近来，坊间非常引人注目的一则新闻便是中国女首富之争，广东房地产企业碧桂园的第一大股东杨惠妍凭借香港融资上市，一举超过玖龙纸业的张茵成为中国女首富。新首富诞生不久，又传出重庆龙湖地产女老板吴亚军也计划通过海外上市，登上中国女首富之位。

事实上，这仅是房企海外上市热潮的一个缩影。自2002年开始，中国的房地产企业便开始掀起了一股海外上市的浪潮，合生创展、上海置业以及上海复地等房地产企业在香港的成功上市，更激发了国内房地产企业海外上市的热情。业内人士透露，多家房地产企业纷纷表示要在2007年推行新的海外上市计划，新一轮房地产企业境外上市的序幕由此拉开。

上市为“突围”

国内房地产市场正处于由高位向下调整的初期，一些企业已经意识到，他们对现状的判断以及所采取的行动将在很大程度上决定自己未来的竞争能力。虽然面临调控压力，但只要拥有资金实力，接下来还是有很多的投资良机。然而，让他们的如意算盘难以打响的是：比他们更有资金实力的其他资本也同样看到了这一个千载难逢的机会。

首先，和黄、新鸿基等港资房地产大鳄纷纷表示，“长期看好中国的房地产”，除了在上海、北京、广州等中心城市布局之外，已经开始加快对内地二线城市的进入。

而高盛、美林、麦格理等国际顶级大投行和国际地产商也趁此良机，在国内房地产市场发起了新一轮投资热潮。不仅如此，同样喧嚣的还有其他行业的资本。目前，一些原本并非房地产业的国内企业也纷纷宣布多元化战略，表示将加大对房地产市场的投资。

然而，就在境内外资本汹涌“围攻”房地产市场的情况下，本土房地产企业却正饱受着资金链短缺的煎熬，即便是万科、绿城这样的领军企业，在和黄和新鸿基面前，也不得不承认自身资金实力的微弱。

2005年楼市新政实施以后，地产业内出现频率最高的字眼除了“资金链”还是“资金链”，而就在一年之前，它们竞相追求的还是投资规模的无限扩大。当时中国房地产企业士气大涨，竞相冲刺100亿元的销售额，而调控的推进却让它们骤然发现，在规模追求实现之前，自身已经面临着资金链断裂的风险。融资能力代替规模成为地产老板们最为关注的话题，也成为众多房地产企业亟需提高的指标。

就当前来看，国内房地产企业的主要融资途径除去银行和信托之外，已经基本没有其他比较现实的渠道，而海外的地产基金虽然非常看好中国的房地产投资，但由于退出机制以及相关法规的缺乏，因此只能望而却步了。当然，选择在国内上市虽然也是房地产企业一条不错的融资途径，但由于目前国家对上市公司的限制条件较多，门槛过高，因此也无法成为一条主流的融资方式。

在这种背景下，越来越多的房地产企业只好把目光投向海外上市。与国内上市相比，海外IPO成本虽然较A股上市高，但其再融资成本低，灵活性强，因此成为吸引众多国内房企到海外上市的主要原因。

风险在哪里？

目前国内房地产企业到境外上市，其实更多的时候反而不利于融资。

在国外，如果不严格按照国际惯例运作，企业立刻就会被摘牌。因此，对于急于上市的企业来说，是孤注一掷还是准备长期作战，这点必须首先想好。而且，即使国内房企在境外成功上市，又真的能够完全扫除企业发展过程中的所有障碍吗？答案显然并不能令人满意。

此外，国内企业境外上市还必须具备一定的条件，如上市的时机、合理的定价以及是否具有盈利能力等，其中，最重要还是企业是否拥有充足的土地储备量，这是关乎中国房企境外上市能否成功的最关键问题。毕竟，房地产行业的地域性，产品的异质性特征已经决定了国外的投资者评估国内房地产企业的价值时，只有土地储备量最显而易见，并可以加以量化；而且土地是完全的不可再生资源，具有明显的投资效益，因此，国外投资者往往非常重视欲上市房地产企业的土地储备量。再加上近年来，中国土地政策不断出台，政府对土地市场的监管力度逐步加深。在这种情况下，房地产企业获得土地越来越困难，因此拥有大量土地储备的企业，就等于增加了境外上市成功的筹码，也使得上市公司的投资价值大大增加。

合适的时机，合适的上市地点，持续稳定的盈利能力，可以信赖的管理层是房地产企业成功上市的必备条件。而在这诸多条件面前，中国的房地产企业是否真的已经准备好了？这还有待时间的检验。

中国房地产企业海外上市攻略

策略一：审慎选择上市地

国内房地产企业通常选择香港和新加坡主板上市，创业板很少选择，综合比较，新加坡和香港上市，两者各有利弊，新加坡的财务要求稍低于香港。

策略二：是否选择买壳

买壳上市由于时间较快，以前被很多房地产企业采用。

但 2004 年港交所新规则出台后，未来在港无论是上市公司或非上市公司的注资行为，只要被注入业务的资产价值达到壳公司资产的 100%，便要视为新上市处理。若收购的资产另壳股的控制性股权易手，亦须按新公司上市的程序审批，而所谓控制权，港交所则界定为因收购资产而令卖方取得起码三成股权或卖方取得控制权。

在新规则出台后，可以认为香港买壳不被鼓励，买壳后立即融资较困难，如果拟上市房地产企业本身缺乏资金，可能不是一种很好的选择。

策略三：房地产企业上市需要注意的特殊问题

为了使投资者对上市公司未来收益的稳定性，充足性和可持续性有信心，拟上市公司需要有合理的土地储备，以避免单个房地产开发项目收益存在不连续性，机构投资者比较喜欢一个开发商有一部分长期的投资，也有一部分短期的开发，以前还有没有土地权证的土地的问题，随着土地市场的透明，这方面的问题逐渐趋少。

新加坡主板标准（仅需符合以下任何一项）：

	标准一	标准二	标准三
税前利润	过去三年税前利润累计超过750万新元，约合3600万人民币	近一年或两年税前利润累计超过1000万新元，约合4800万人民币	上市市值要求8000万新元，约合38400万人民币
市值	无要求	无要求	上市时8000万新元
营业记录	三年	无要求	无要求

香港主板标准（仅需符合以下任何一项）：

	标准一：盈利模式	标准二：市值 / 收入模式	标准三：市值 / 收入 / 现金流量模式
盈利要求	过去三年累计盈利5000万港元（最近一年须达到2000万港元，再之前两年合计须达3000万港币）	豁免	豁免
上市时市值	至少达到2亿港币	至少达40亿港币	至少达20亿港币
收入	豁免	最近的财政年度收益至少为5亿港币	最近的财政年度收益至少为5亿港币
现金流量	豁免	豁免	前3个财政年度运营活动所产生的净现金流入累计至少1亿港币

注：新加坡上市公司获得银行贷款相对容易，往往不需要抵押。不过房地产业占香港股市总市值的10.5%，是仅次于金融业的单个行业，这说明香港投资者更钟情于房地产行业。

资料整理：《法律风险观察》研究员 邵博

版权所有 © SGLA 2008。

此出版物仅供阁下参考和兴趣阅读之用，无意作为完整全面的信息，并不构成亦不应予以依赖为法律意见。请根据自身情况寻求专门咨询。