

應讓恒大債務軟着陸

從今年5月底媒體報道中國恒大(3333)控股的盛京銀行因買入大批恒大債券被監管機構調查的消息曝光以來，恒大開始了自成立以來最嚴峻的危機。迄今，危機不僅沒有緩和的跡象，反而越演越烈，並有向整個房地產業擴散的可能。

中國恒大面對的危機，簡單形容就是「債務危機」，準確些形容就是「因現金流快速枯竭引發的債務危機」。據悉，內地當局將恒大危機定性為「流動性危機而非資不抵債」，不管是「資可抵債還是資不抵債」，沒有現金，企業都是死路一條。

客觀分析，恒大今天的困境，與內地房地產業流行的「高地價、高槓桿、高周轉」經營模式有很大的關聯。相當長一段時間以來，內地房地產業，特別是民營房地產企業，主流的經營模式大概是這麼個套路：一邊利用拍地逐步推高地價，一邊將買來的土地抵押給銀行獲得開發貸款，地價上漲之下，地產商利用銀行的「開發貸」經常可獲得大量貸款，而建設過程中可通過佔用供應商和建築商的資金獲得大量無息資金等；預售開始後，又可通過銀行按揭回籠資金；最後剩下的貨尾還可通過資產證券化一類的手段變現。

恒大無法融資且現擠兌現象

但是，在「房住不炒」的原則下，房地產企業獲得的金融支援開始受「三條紅線」的規管，大量高槓桿的房地產企業受制於負債率太高而無法繼續獲得銀行融資，自有資金不足的問題開始陸續暴露，不斷有大型房地產企業債務爆雷出現違約。

恒大現面臨的困難也大致如此。據今年中報數據，恒大的短期和長期銀行貸款合計約5700多億元(人民幣，下同)，應付帳款9500多億元，在踩紅線被限制銀行貸款的情況下，又要還債又要開發，現金流變得極度緊張。由於大量佔用供應商資金且有大量商業票據、理財產品無法兌付，恒大已出現信用危機，不僅無法融資，且出現了擠兌現象。

如果未來一段時間，恒大既無法獲得融資，又不能通過賣樓套現還債，還無法順利變現手頭其他資產，恒大債務就有很大機會出現硬着陸，不但因其龐大規模給上下游帶來重大震盪，且或令市場對類似「高槓



恒大獲得現金的主要手段應該是依靠資產變現。 資料圖片

桿、高周轉」模式企業的信心危機加劇，資金離開這類企業，造成大量高槓桿企業因無法融資而被迫進入擠兌模式，重演類似恒大的債務危機，對地產行業造成重大打擊。

房地產行業上游連着政府土地銷售、建築用水泥、鋼材，中間連着建築工程，下游連着裝修、建材、家電、汽車等，全程連着金融系統，產業鏈很長。若房地產企業大量倒閉，必定引起大量上下游企業同步出現危機，其對經濟的打擊遠遠超出房地產業自身，一旦危機擴大造成整個房地產市場的失控大跌，帶來居民家庭財富大縮水和銀行的大量壞帳，有引發金融危機的可能，不可不慎。

難靠常規融資手段取新資金

要防止恒大債務危機的擴散傳染，避免引發行業危機，較好的辦法是讓恒大債務實現軟着陸，有序釋放債務壓力。從目前情況看，解決恒大債務危機的關鍵是協助恒大獲得現金，避免因現金流斷裂而被迫破產，引發震盪。由於恒大債務龐大，信用風險已暴露，除非政府救助，否則靠常規融資手段取得新資金

基本不可行。

因此，恒大獲得現金的主要手段應該是依靠資產變現，從恒大手頭的資產看，主要有三類：樓盤，土地儲備和其他資產。土地儲備變現需要將土地賣給其他房地產開發商，但民營房地產商目前普遍資金緊張，國企房地產商也趨謹慎，很難大量購買恒大土儲，因此靠出讓土地儲備回籠資金的機會有限。至於加快樓盤變現的最大困難是政府對銀行按揭的限制，若可適當放鬆，料有助於恒大的樓盤變現。其他資產的變現則要靠內地當局牽線和鼓勵，協助恒大尋找有興趣的買家，而恒大須有足夠的變現決心和價格彈性。

作為房地產行業的頭部企業，恒大的債務危機對內地房地產業有一定意義。對所有高槓桿的房地產商來說，若無法通過融資獲取資金，保持現金流安全的最重要手段就是盡快通過賣樓回籠資金。從這個角度講，政府適當放寬按揭政策有一定必要性。否則，很多高槓桿的房地產商，就會陷入既借不到錢，又賣不出錢，還要還債的死局，大面積債務危機的爆發就很有可能。

華大證券首席宏觀經濟學家 楊玉川

大市氣氛轉淡 恒指下試23500點

耀目觀戰

港股繼續顯著下滑，恒大事件繼續發酵，拖累內銀、內房及內險三個權重板塊，本地地產股亦受傳聞影響而急挫，整體大市氣氛向淡，指數或下試23500點支持，上方阻力在25000點水平。

嘉泓物流(2130)上半年收益約10.17億元，增長30.1%；毛利增長24.8%至1.71億元，盈利增長48.5%至3520萬元，收益及盈利增加，主要因海外辦事處的收益隨着全球經濟復蘇而顯著增長。

嘉泓物流上望8.5元

集團於歐洲及亞洲擁有良好聲譽及強大網絡，可望物色新的大型客戶。另一方面，歐洲及亞洲對高端時尚產品的空運代理服務的需求急劇增加。由於全球貨輪供應緊張，集團能向客戶收取更高的運費。

今年2月完成上海高度自動配送中心擴建後，集團的處理力顯著提高，從而能獲得額外的時尚產品物流訂單。公司於8月份推出跨境葡萄酒電商平台「品酒坊」，推出後將會聚焦內地市場，運用軟件向消費者推廣產品，並提供一站式物流方案。公司業績前景樂觀，後市有望上試高位。可考慮於7.2元水平買入，目標上望8.5元水平，止蝕6.5元水平。

獨立股評人 郭家耀 (逢周四刊出)

恒指23500點 為分段買入時機

基金創富

監管及債務違約風波尚未平息，內地當局又提出共同富裕的概念，更傳言再度點名香港的房地產及房屋問題。因此為地產股帶來不穩定性，特別是擁有多幅新界農地的地產發展商。

地產行業一向是香港的命脈之一，拖累港股下挫失守二萬四。以市盈率回落至約10倍為合理購買水平的理論作推斷，是次回調的底部約是23000點，因此23500點開始應是分段買入的時機。

地產股息率升至5%

港股回調已有一段時間，大戶利用長假及沒有北水更快速下試底，不少大型新經濟優質股變得相對便宜，因此不妨吸納以作中長線投資，同時也可考慮受政策扶持的板塊，如新能源、電動車、體育用品股及內循環股等。就地產股而言，是次大調整約一成以上，回穩速度亦快，相信再次大幅回調空間不大，而股息收益率約升至5厘，是不錯的收息選擇。

東駿基金管理董事總經理 龐寶林

深圳鹽田綜合保稅區 開啟升級發展新篇章

作為深圳市對外開放的重要平台，鹽田區實施「產業興鹽」戰略的重要產業平台，近年來，深圳鹽田綜合保稅區積極搶抓粵港澳大灣區和中國特色社會主義先行示範區「雙區驅動」重大歷史機遇，超前布局，改革創新，全面構建高水平開放、高質量發展格局，開啟升級發展新篇章。

羅國淮 張桂怡

聚焦新產業新業態—— 園區經濟穩中提質跨越發展

深圳鹽田綜合保稅區於2014年1月22日經國務院批准設立，一期於2016年1月15日通過國家驗收。二期於2020年1月21日通過現場驗收。目前園區總規劃面積1.544平方公里，一期已建成倉儲設施126萬平方米，二期待開發土地46萬平方米，計劃引入高端製造業及包括跨境電商、保稅研發等在內的綜合服務業。

深圳鹽田綜合保稅區位於廣州、深圳、香港等為核心城市的粵港澳大灣區，背倚珠三角世界級製造業基地，與緊鄰的世界級天然深水良港鹽田港實施區港聯動。周邊深港跨境陸路口岸沙頭角口岸通關便捷，連塘口岸發展潛力巨大。惠深沿海高速、鹽排高速、深鹽路等多條交通大動脈在旁經過。

深圳鹽田綜合保稅區享受境外貨物入區保稅、國內貨物入區視同出口可退稅等政策，產業功能多樣，連接國內外兩個市場。園區內企業主要從事港口物流、國際貿易、國際中轉等臨港業務，在產業升級拓展上大力引進保稅新業態，保稅維修業務逐漸形成規模。

從2016年鹽田綜合保稅區一期封關運作到2020年底，園區累計實現進出口總額3586億元，實現工業總產值918億元。2020年當年實現進出口總額801.3億元，同比上升3.3%，規上工業總產值131.9億元，同比上升7.3%。

完善的產業政策—— 為企業發展提供全方位扶持

為支持航運物流、工業製造、商貿服務和金融

等行業企業的發展，鹽田區出台了《鹽田區促進重點產業高質量發展扶持辦法》，鼓勵企業在鹽田綜合保稅區內開展跨境電商配業業務；鼓勵轄區企業依託自有或租用倉庫在鹽田綜合保稅區開展保稅維修、保稅檢測、保稅研發等新業務。

為了引進和支持總部企業發展，鹽田區出台《鹽田區支持總部企業發展實施辦法》，總部企業可享受區領導掛點服務、區重點企業便利通車等服務；總部企業納入人才安居保障範圍；總部企業員工納入區「梧桐人才」認定範圍。

出台保稅維修監管方案。鹽田區大力推進創新型產業與鹽田港口優勢深度融合發展，從產業鏈入手，補鏈強鏈延鏈穩鏈。以國家發布《商務部 生態環境部 海關總署公告2020年第16號 關於支持綜合保稅區內企業開展維修業務的公告》支持綜合保稅區內企業開展維修業務為契機，率先出台《深圳鹽田綜合保稅區內企業開展維修業務監管方案》，促進保稅維修業務在鹽田綜合保稅區集聚創新發展。

今年3月，鹽田區政府與深圳市生態環境局聯合發布了《鹽田綜合保稅區區域空間環境評價改革實施意見（試行）》（以下簡稱《實施意見》）。《實施意見》建立了鹽田綜合保稅區「區域空間環境評價+環境管理要求」環評管理機制，對屬於改革適用範圍的建設項目，實施清單式管理，豁免新建、擴建、技術改造的建設項目環評手續辦理。

一流的營商環境—— 爭當金牌「店小二」

實現園區與碼頭24小時通行。自2019年6月起鹽田綜合保稅區與鹽田港碼頭之間的專用綠色通道實

施7×24小時通行，實現了園區與鹽田港碼頭之間全天候區港聯動。

實施免除查驗配服務費「微改革」。2020年8月起在鹽田綜合保稅區開始實施「免除鹽田綜合保稅區查驗未發現問題企業查驗配服務費」措施，惠及園區企業及其客戶，是深圳率先實現「免除查驗配服務費」政策落地的海關特殊監管區域。

實施鹽田區「一口受理」企業意見訴求工作機制，利用「線上+線下」的方式，實現有訴必應，切實解決企業合理訴求，保障企業健康有序發展。鹽田綜合保稅區服務中心牽頭成立服務企業三人小組，定期走訪園區重點企業。屬地海關梅沙海關建立新業態接入機制，主動服務園區企業發展。

二線24小時開關。鹽田綜合保稅區即將實現二線開口24小時開關運作，將成為首家實現全天候、全鏈條運作的綜合保稅區，極大改善營商環境，增強園區競爭力，加速園區產業轉型升級，推動園區高質量發展。

廣闊的發展前景—— 更深度融入大灣區發展大局

下一步，鹽田綜合保稅區將以「產業興鹽、創



深圳鹽田綜合保稅區產業布局

新驅動」為統領，更深度融入粵港澳大灣區發展大局，加快實現園區通關全天候「不打烊」，園區管理全面「智慧化」，圍繞《國務院關於促進綜合保稅區高質量發展若干意見》（國發〔2019〕3號）提出的發展目標任務，牢牢把握園區重點發展方向：包括發揮「區港聯動」優勢，打造高效便利的物流分撥中心；結合鹽田區特色旅遊資源，推進跨境電商與保稅展示交易業務；配套深圳先進製造業，打造保稅檢測維修業務集聚地；通過發展冷鏈物流，打造進口酒類集散中心，做大做強進口食品加工和貿易業務等。



深圳鹽田綜合保稅區外景