

宁波 JR 置业项目融资始末

上海东兴投资控股发展有限公司 张睿

孟子曰：天时不如地利，地利不如人和。在市场占据主导的环境下寻找投资机会，似乎依然遵循这一逻辑。具足天时、地利、人和，事可成。选择项目，要顺应形势，占据地利。但当天时不在，地利不兴，唯有人和成为左右成败的关键。

项目背景

2013 年 1 月 31 日，JR 地产集团股份有限公司（以下称“JR 集团”）以 7.69 亿元拍得宁波姜山镇天童南路东居住地块。该地块是 JR 集团进入宁波的第一宗地块。2013 年 2 月，JR 集团支付首笔土地款 3.85 亿元。JR 集团拟以该地块对外融资 5 亿元，用于后续土地款支付及地块前期开发。融资条件为资金成本 12%，期限 2 年，允许入股。

JR 集团成立于 1993 年，公司注册资本人民币 6.21 亿元，房地产一级开发资质。公司是上海本土老牌房企，以“深耕三线、产品领先”为经营战略，在 11 个城市开发有 19 个项目。该公司风格稳健低调，连续多年获得“中国房地产百强”、“中国房地产百强运营效率 TOP10”等荣誉。2006 年，与专注于美国房地产领域的投资基金 EI（Equity International，其创始人 Sam Zell 是沃顿商学院房地产研究中心发起人，美国房地产信托基金协会主席）开展战略合作，进而谋求国内 A 股上市，是中信证券 2008 年首推房地产 IPO 项目，后因宏观调控暂停。近两年，JR 集团加大扩张步伐，重启 IPO 进程，本次选择在香港。同时，JR 集团逐步压缩在三线城市的投入，转战二线城市。2013 年上半年，其新增 7 幅地块，宁波地块是其中之一，其他 6 块已顺利获得融资。

JR 集团是我司老客户，2012 年我司对其常州项目融资 2 亿元。2013 年 10 月 31 日，JR 集团正式登陆港交所。

项目启动

2013 年 5 月 26 日，我司接到宁波项目土地融资 5 亿元申请，JR 集团期望 6 月末到位 2 亿，7 月上旬到位全款。项目组立即着手项目前期的尽调工作。一周内，连续 4 次进行实地现场调查，了解地块区位，当地消费习惯，周围竞品销售情况等。期间，公司总经理不仅亲自现场调研，还动用多方资源，向当地银行、规划部门了解地块质量。经过多方印证及公司内部分析论证，公司决定接手该土地融资项目，进行后续商务谈判。

优先级投资人

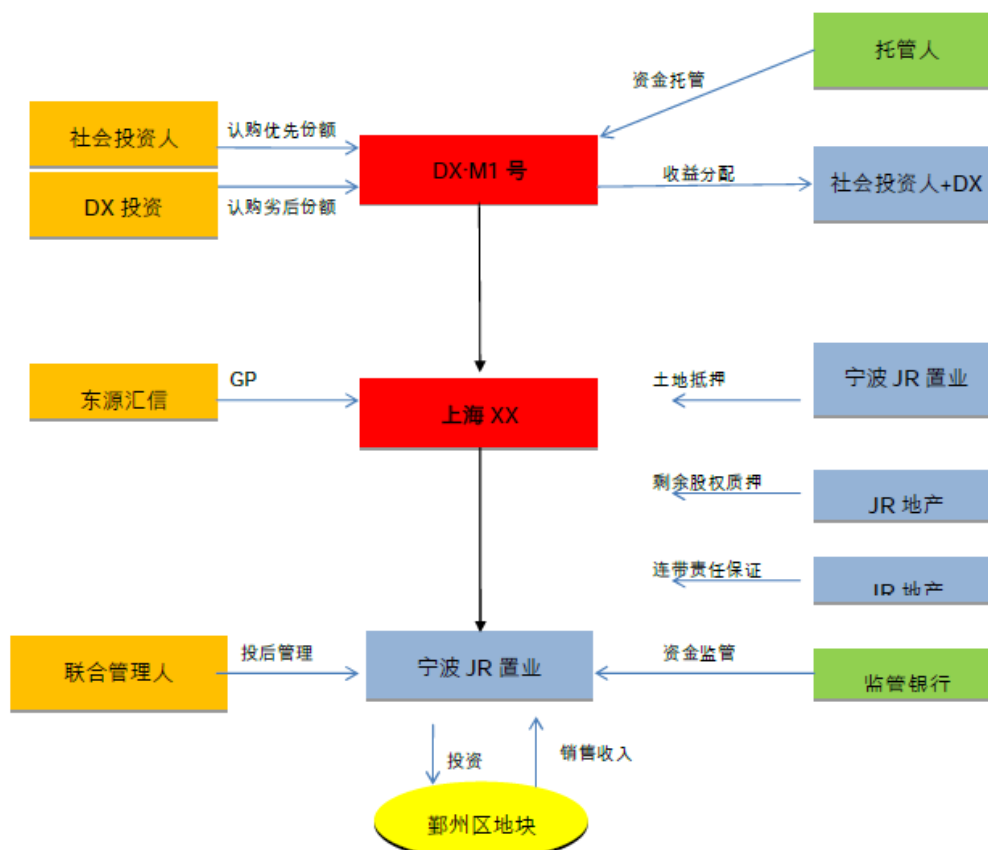
2013 年是东方公司商业化运营转型之年，东方领导层希望改变全投资方式，取而代之以 AM 模式，进行产品结构化设计，做劣后受益人。以此为指导，公司在年初学习东方公司指导意见后有意识接洽了一些优先级资金方。接手宁波项目后，在与其交易方案谈判过程中我们同时开始了优先级投资人的寻找之路。此时，证监会修订后的“一法两则”在证券行业掀起高潮，资管大幕已然拉开，市场上“大资管时代到来”之声不绝于耳，各个券商也确实将“资产管理”演绎的风生水起、波澜壮阔，资产规模高速增长。新一轮监管放松，使得证券公司、基金管理公司等机构在这一年进入了“中国大资管元年”。

考虑到宁波项目到款时间紧迫，我们需要一家少受监管，审批迅速，募集能力强的机构作为优先级合作方。于是，与券商合作成为当时的主要方向。信托公司受制于房地产项目事前审批，监管严格，我们没有将其列为首选。经过多方接触，我司同 M 证券敲定了共同投资方案，其中，优先级的资金成本为打包 11%，认购金额 3 亿元。期间，公司总经理亦亲自出面，会晤 M 证券高层，明确优先级投资条件。

M 证券为 Z 省直属国有企业，Z 省政府授权 Z 省财政厅监管，是 Z 省最大券商，公司注册资本 18 亿元人民币，营业网点 58 家。M 证券市场嗅觉敏锐，早在 2012 年底即已着力开展资产管理业务，政信、房产等类信托业务全面启动，业绩斐然。彼时，其发行能力也较强，3 亿左右的项目 15 天可以发行完毕。

方案确定

JR 集团给出 12%的融资成本距离东方公司要求的收益率有一定差距,但好在对手不排斥股权融资。经过多轮谈判,双方达成一致。我们设计了“股权+债权”投资方式和“固定回报+浮动收益”收益模式,为加强风险管理,在结构上增加了有限合伙基金,由我司下属上海东源汇信股权投资基金管理有限公司担任管理人进行过程控制。交易结构如下:



1、基金对宁波 JR 的融资总额 50000 万元,其中,股东借款 44000 万元,年综合利率 12%;股权出资 6000 万元,平价收购项目公司 30%的股权,同股同权,年综合保底收益为 10%。

2、在基金内部结构中,M 证券设立资产管理计划,嵌套基金专项作为 LP,在资管计划中分级。我司出资 20000 万元认购劣后级,M 证券出资 30000 万元认购资产管理计划的优先级。优先级打包成本为 11%。

项目审批

6 月 6 日,我司及 M 证券聘请律所和会计师事务所等中介机构进场尽调。一周内,中介机构顺利完成外部尽调,并出具尽调报告,认为本项目现金流充分,第一还款来源充足,抗风险能力较强,项目可行。JR 集团在售项目回款情况良好,经营性现金流充裕,融资能力强,已投项目基本完成土地融资或取得开发贷款,担保能力较强。综合来看,本项目具备投资可行性。我司即完成项目请示报告,于 6 月 20 日取得上级公司批复。M 证券同步完成审批。6 月 26 日我司、M、JR 完成相关合同签署。M 预计 7 月初开始募集资金,7 月中资金到位。

“天时”不在

M 证券计划在 7 月 4 日开始募集,募集期十个工作日。然而,突如其来的市场变脸打乱了 M 证券的节奏。其实 6 月初,坊间传闻两家中型银行交易违约,即引起银行间资金市场大幅波动。至 6 月 20 日,SHIBOR 隔夜利率最高飙升至 30%,7 天回购利率升至 28%。中小银行拼命发行高收益理财产品掠夺资金。据传,招行一款理财产品收益率高达 20%;由此引发

大行的连锁反应，为守住客户存款，不得不加入战团，建行的理财产品一度也达到 12%。市场资金面骤然紧绷。而央行并未如前对市场补充流动性，反作壁上观，一跃从“央妈”华丽转型为“后妈”。此举极大鼓舞了社会投资人，其投资信托、资管产品的热情高涨，期望收益率急速跃升。彼时，M 证券还在进行项目调查，募集前的市场预热还未开始。待一切就绪，安排销售时，投资人日益高企的收益率要求已逼近 M 证券 11% 的打包价格。无奈之下，M 证券被迫将募集计划延后，改为 7 月 24 日开放募集，希望到时资金面能有所缓和。

JR 催款

对于宁波项目，JR 集团寄予厚望，这是其启动上市进程以来长三角地区首个二线城市项目，集团制定了严格的开发时点：10 月必须开盘，如果 8 月开盘，重奖 400 万。而在此之前，项目公司必须先取得地证。另外，集团正进行香港上市路演，希望给投资人看到更出色的现金流报表，故集团向我司提出在 6 月 28 日提款 2 亿的申请。但这时，优先级资金募集尚未启动，能否足额到位存在不确定性，此时发放贷款存在风险敞口。但另一方面，JR 集团是我司优质客户，信用状况良好，我司对其整体风险状况已有评判，先期发放 2 亿风险可控，而且从客户维护角度考虑，发放贷款存在可行性。公司领导层为此事专门开会讨论，评估风险，详细分析了 2 亿元到宁波 JR 账户后，可能发生的挪用、封户等风险及相应概率。最终决定，向宁波 JR 发放 2 亿元，但要求其于 7 月 1 日向我司缴纳 2 亿元保证金。为确保保证金如期到位，在操作中进行了技术处理，JR 集团将填写完整的划款凭证交我司保管，7 月 1 日早 9 点银行营业立即划回我司。7 月 1 日保证金如期到账。

2013 年 7 月 24 日，M 证券开放募集。但市场资金面并未好转，优先级资金募集进度较慢，募集期满，实到 1.1296 亿元。但此时，JR 集团已不能再等，开发进度已经拖后，必须要尽快支付土地款。JR 集团再次催告我司，要求释放 2 亿元保证金，并发放已募到的 1.1296 亿元。我司处于非常被动的境地。公司总经理亲赴杭州，数次约见 M 证券高层，了解后续募集情况，要求其无论采取何种措施，必须尽快完成募集。M 证券此时已宣告产品成立，已经募集的资金无法退还投资人，此外，一旦出现募集失败，势必危及其资管牌照和公司声誉，而且这募集到的资金必须及时投放，否则还将承担高额的成本。M 证券无退路可走，只能想尽办法募集完成。8 月 5 日，M 证券函告我司：集合资管计划预计将在 8 月 31 日前募足。同时，JR 集团也承诺，为保证宁波 JR 尽快拿地开工，差额部分由集团先行垫付。公司领导层再次开会讨论，重新评估项目风险，分析各方的处境，预测后续可能的行动。会议认为，考虑到 M 证券已势成“骑虎”，必然力推募集成功，这体现在其向我司出具了承诺函；JR 集团为确保项目按时点推进，并做成进入宁波的示范项目，也必然会调动集团力量力保项目成功。综合上述情况，会议决定，为确保项目顺利开展，降低完工风险，及避免后续预售时点拖后，可先行发放 3.1296 亿元。但 JR 集团资金必须同步到位，与募集资金一起归集到监管账户，受托支付至宁波土管专户，用于拿地。8 月 9 日，我司放款 3.1296 亿元，JR 集团出资 1.9 亿元。事后证明，公司领导的决定是正确的，JR 集团于 8 月末取得地证，9 月初获取开发贷款，10 月初南区如期开盘，成为当月销冠，2 个月去化 90% 以上。尽管如此，M 证券还须完成后续 1.8704 亿元的募集。

“地利”犹存

至 8 月末，市场情况仍未出现好转，剩余 1.8704 亿资金也没有如期到位，单靠 M 证券自身营业部募满 3 亿元已然无望。M 证券高层领导出面，通过各种渠道找钱。他们找到了 LX 银行杭州分行。

由于项目地处浙江发达地区，项目区位优势，位于鄞州南部新城和姜山镇政府之间，距离南部商务区约 3 公里，距离鄞州区政府约 4 公里，距离万达广场约 5 公里，距离姜山镇政府约 500 米。小区出口有多部公交站点，10 分钟即达南部商务区，享万达广场等高端配套。这对于习惯开车的当地居民来说，位置相当不错。而且，项目周边配套齐全，靠近姜山

医院、首南医院和姜山中学(省重点)、姜山小学,基本生活设施相对完善。LX 杭分表现出浓厚兴趣和合作意愿。M 证券紧密配合,提供资料,陪同现场尽调。2 周时间,LX 杭分完成了分行流程,提交总行审批。

成在“人和”

项目到了总行犹如石沉大海。M 证券项目人员不断与 LX 杭分沟通,但进展缓慢。时间在流逝。临近 9 月末,LX 总行除补充了两次资料外,又杳无音讯。JR 集团多次询问后续资金落实情况。各方都在焦急等待。公司总经理决定再赴杭州,与 M 证券董事长会面,希望 M 证券上下一致,全力以赴。这已经是总经理室第 4 次亲自出马。M 证券高层领导当面保证,一定全力推进,给东兴公司圆满交代。此后,在我司总经理的推动下,M 证券高管层亲自挂帅,密集拜访 LX 总行分管领导,恳请 LX 加快审批进度,M 证券项目组密切跟踪 LX 审批部门进展,及时向我司通报。之后,利好消息不断传来,审批各环节沟通都很顺畅。国庆节后第一周,LX 杭分通知 M 证券,宁波 JR 项目已经行领导签批,批复不日下达。LX 杭分告诉我们,总行能在一个月的时间就批完这个项目实属不易。我司、M 证券终于守得云开见月明,后续 1.8704 亿元募集落地。三方着手放款准备事宜。回过头看,事情的转机出现在公司领导造访 M 证券后,M 证券—LX 的进展明显加速。可以说,没有公司高层领导的全力支持,宁波项目的募资结果较难预料。

尾 声

10 月 24 日,当最后一笔资金打入 JR 账户,宁波项目融投环节终于尘埃落地,告一段落。东兴—M 证券项目组每个人都如释重负,长出了一口气。再后来,当我们与 M 证券一起庆祝合作成功时,回顾这 3 个月以来的艰辛与痛苦,每个人都神色凝重,唏嘘不已。整个过程,留给我们更多的是深思和启示。

启 示

1、做房地产融资终究是资金业务。在东方公司新商业化运营模式下,需要对外募集优先级,我们更要时刻关注市场资金面波动,关注投资人预期收益率的变化。市场冲击是不可挡的。我们必须顺应“天时”,在机会来临时,快速启动,抓紧锁定投资人。“善战者,求之于势”,把握市场大势,我们才能不陷入两难境地。我们在操作 JR 项目时,正好处在市场资金面紧绷漩涡之中,缺少了市场的配合,必然拖累整个项目的进程。

2、项目区位选择非常重要。东方公司一直强调的“双好”标准,尤其是好的地段,这并非只是对我们东方自身而设,多数金融机构对地段的选择甚至超过了选择谁。我们在选择项目时,一定要把握好项目落在什么样的城市,落在城市的什么区位,项目周边交通、配套、教育、商区、竞品等因素,这些决定了项目本身的销售潜力。“地利”会帮助我们找到更多合作投资方。LX 银行正是看中 JR 项目有利的地段,良好的销售前景,才会决定介入。正如美剧《纸牌屋》所说:“权利就像房地产,重点是位置、位置、还是位置…”。

3、有效甄别合作方实力。资产管理类项目离不开共同投资人。要了解合作投资方所处行业的周期特点,了解合作方的背景、实力、业绩、资金来源。JR 项目中,我们选择券商看重的是其宽松的监管条件和与我司同步的审批效率,忽略了在资管行业初期,券商主动管理意识尚未觉醒,通过“通道”业务跑马圈地,做大规模才是其当然之选的动机。相较于信托,券商在募资能力上还相差甚远。M 证券尽管营业部具备销售能力,但其主要募集渠道还未全面打开,导致了 JR 项目 3 个月漫长的募集期。

4、把握交易结构的核心。产品结构化本身涉及多个对手方,如果再行嵌套多个主体不仅增加工作量,也有可能产生漏洞。我司为直接把控 JR 项目风险,采用了以公司关联方为 GP 的有限合伙方式,便于进行直接管理,出发点是为掌握项目主导权。但券商为了对接 LP,不得不加入基金子公司的专项。整个产品层面就设有三个层级,相互间的权利义务协议甚多,结构相对复杂。只要做到控制风险,就把握了交易结构的核心。因此,本项目其实可以采取

“分级资管计划+共同管理”的单层结构，同时在协议中进一步明确由我方主导项目投后管理，就足以达到“控风险，重管理”的目的，结构上也得到简化。

5、获取高层的认可和有力支持。项目在运作中不可避免碰到各种问题，有些已经超出了项目团队的能力范畴，获取高层支持至关重要。但领导支持的前提是对项目的认可和信心。JR 项目的幸运之处在于，公司领导从项目开端就介入其中，项目的每一步，都有总经理室的身影，从项目实地勘察、沟通当地银行、控规部门，再到项目评价测算，总经室对项目本身充满信心。以至于后期碰到各种难题时，总经理室都全力支持项目团队，不遗余力，协调各种关系。“上下一致，万众齐心”在 JR 项目中起到决定作用，而正是因为有了“人和”，JR 项目才能完整落幕。