

旭辉内外债暴跌，危机转折何来

一直被认为是优质主体的旭辉境外债正式违约宣布重组，飘在旭辉头上的乌云终于下起了凌厉的暴雨；而此前乌云里所隐藏的是缠绕旭辉许久的一系列危险信号。



“真没想到，旭辉也这么快躺倒了。” 机构投资人刘珂（化名），在9月初以80多块买入旭辉美元债，看中的是创立22年闽系房企旭辉。虽然在今年也经历了“股债双杀”，但5月被上交所列为“三道红线”全绿、支持恢复市场融资的“示范民营房企”，8月获得了中债信用增进投资股份有限公司（下称“中债增信”）支持，成为首批担保发债的试点房企，9月21日顺利发行一笔12亿元中票，旭辉控股董事局主席林中也在一直向市场传递积极信号。

没想到的是，买入一个月后旭辉境外债兑付就卡住了，他被“下落的刀子”戳中，投入近乎血本无归。这样的急转直下超出了很多人预期。

9月27日，市场传出天津旭辉滨海江来项目部分非标债务违约，旭辉控股集团（00884.HK）股价大跌32.28%。国庆后，旭辉境外一笔8800万港元的可转债利息未如期支付，银团贷款利息同期出现延期。10月27日，旭辉控股停牌。

11月1日一早，旭辉港股上市平台旭辉控股集团（00884.HK）公告，因公司流动性恶化，且无法与境外债权人达成延迟还款协议，暂停支付境外所有应付的本金和利息。这表示旭辉正式对境外债实质性违约，其总额68.5亿美元的境外债务将走向全盘重组。

与境外债突然违约形成鲜明对比的是，旭辉的境内经营与发债平台旭辉集团股份有限公司（下称“旭辉股份”）在10月才支付了两笔境内债利息。如此差别待遇，宣告旭辉“弃外保内”的选择。

旭辉解释这是在境内“保交付”、保企业正常经营的大目标下，应对流动性极度受限而作出的安排。

但从市场的反馈来看，这样的回应既难以让境外持有人停止对其指“逃废债”指责，而境内投资者也无法安心，旭辉正面临有史以来最

大的债务危机。

一片哗然之中，市场关注，为什么旭辉与林中此时做出“弃外保内”的决定？此前为了融资，是否隐瞒了公司的一些真实状况？飘在旭辉头上的乌云终于下起了凌厉的暴雨；而此前乌云里所隐藏的是缠绕旭辉许久的一系列危险信号——“断供”之下销售未见起色、管理层错误传递信息、被金融机构抽贷、棘手的合作项目风险。

11月2日，央行行长易纲在香港金融峰会上表示，中国的房地产业将在短期内完成软着陆，而旭辉是否能安度眼下的危机？

I. 保内弃外背后

旭辉的流动性危机并不始于10月。“五、六月份的时候，我们内部就明显感觉公司资金紧张。”有接近旭辉的人士称。

2022年3月底，作为旭辉控股董事局主席的林中曾在投资者会议上预测，2022年房地产市场将呈现前低后高态势，年初市场已经在复苏，预计5、6月份会迎来小阳春。

“整个上半年，旭辉都靠这种向好预期支撑着。结果，直到6月底，房地产销售依然未见反弹。”上述接近旭辉的人士表示，彼时，林老

板心态应该开始生变。不过，8月底，在旭辉控股2022年中期业绩会上，林中还提到，当下政策已经见底，接下来应该会迎来适度放松、鼓励和扶持的政策：市场也基本触底，需求将逐步释放。预计9、10月份市场会迎来一波比较好的行情，销售额会有20%-30%增长。随后的情况却出乎林中意料。6月至今，尽管多个城市松绑调控，意欲降低购方成本、提振市场信心，然而目前看新房成交依然低迷。

据了解，7月至8月两个月，旭辉曾着手自救，在销售端紧急启动打折促销活动，回笼自有现金。月度数据显示，6月，旭辉合同销售均价还徘徊在1.72万元/平方米高点；7月至8月，该均价分别跌至1.51万元/平方米、1.58万元/平方米。得益于大幅降价，这两个月，旭辉月度合同销售额分别达到161亿元、150.6亿元较高水平，但8月销售额环比已下跌6.46%，同比则下降24.78%。国庆期间，旭辉旗下部分楼盘甚至以七五折至八折甩卖。“这是以往从未用过的营销策略。”接近旭辉的人士称。

然而，这些举措均无济于事，旭辉的危机仍正式显现。国庆前的9月27日，林中在上述内部信中提到，多地疫情反复、出险房企交付风险频发，叠加“断供潮”，多地政府进一步收紧了监管资金的提取，导致房企流动性进一步承压，“我们账面上仍有逾300亿元现金，但绝大部分无法满足企业的合理按需使用。”林中在信中称。

据悉，国庆小长假，旭辉依靠促销实现了 30 亿至 40 亿元销售额。“这可能是最后的挣扎。”上述接近旭辉的人一透露，国庆之后，旭辉暂停促销策略，“公司不允许降价贱卖资产了”。

外部融资方面，年初至今，包括中债增信担保发行的 12 亿中票在内，旭辉在境内公开市场共发行三笔债券，融资额 27 亿元，而应对其到期债务也只是杯水车薪。前述接近旭辉人士称，2022 年以来，旭辉境内累计偿还了多笔银行贷款，销售回款也仅够支付工程款保交楼，“确实周转不过来了”。而另有多位机构人士称，旭辉 9 月担保发债所获资金大概率还未进入企业账户就已被银行“截胡”，用以借新还旧。更有市场传言称，担保发债之后，旭辉在福建的民间融资也找上了门，“伸手要钱的人很多”。

与其他出险房企相似，资金承压之下，旭辉从两个月前就开启部分境内资产处置。据了解，自 9 月上旬开始，旭辉将旗下部分项目摆上待售货架。前期，旭辉的待售物业基本是商办项目等大宗资产，北上广深四大一线城市以及部分省会城市的写字楼、商业及长租公寓等资产都在寻求买家。但目前一宗都没有成功卖出去。

10 月中旬，旭辉的待售资产清单中又加入了旗下多个住宅项目。“包括一些和央企或地方国企合作的住宅楼盘，旭辉也希望出售给项目合作方。只是现阶段，处置难度很大。”上述接近旭辉的人士称。

在 11 月 1 日的公告中，旭辉提到，为纾缓流动性压力，该公司正寻找处置境外资产的机会。不过，相关资产处置仍处于与潜在买家初步讨论阶段。截至 11 月 1 日，旭辉暂未与任何买家签订具法律约束力的协议。境外方面，此前 9 月 6 日，旭辉发布公告称，将香港英皇道一商住项目股权出售给华王有限公司，交易代价为 13.38 亿港元。其中，旭辉所得款项净额约 6.81 亿港元，可获收益仅 2180 万港元。这笔交易过后不久，旭辉的境外债务支付就出险断流。

鲜为投资者所知的是，旭辉部分地区公司的日常开支已经受到限制。7 月至 9 月，由于拖欠供应商太多款项，旭辉只能拿出大量工抵房抵债。与此同时，旭辉的内部裁员也在扩大化。据了解，旭辉自 2022 年以来开始陆续裁员，近期又启动最新一轮裁员和组织架构调整，裁员比例约 40%-50%。这一轮裁员结束后，旭辉的投资、设计、营销等部门分别仅剩不到一个人，集团总部从高峰时的近 500 人到后来的 300 多人，到现在约剩下 150-200 人左右，未来可能只保持在百人左右。

“国庆假期一过，关于旭辉资金紧张的负面消息四处流传，公司也不再遮遮掩掩当时内部开始着手制定裁员及赔偿方案。酝酿了三个星期，从 10 月最后一周起，人力就开始约谈员工，谈离职赔偿。”有知情人士称。

一名机构投资人士直言，2021年下半年至今，房地产行业持续下行。经过一年的发酵，绝大部分房企账上可用资金几近枯竭，旭辉也不例外。楼市销售本来就下降，预售资金监管还在加码，再融资中断，谁能扛得住？

在暂停境外债支付后，旭辉对外一直强调新供对公司的影响。一名接近旭辉控股集团的人士称，“断供潮”看似过去，其实余波未了，市场潜在负面影响仍然较大，购房者“不敢买民企的房子”，致使公司销售进度不佳。对此，前述公募固收投资者则认为，“断供潮”是对整个行业都有打击，而旭辉的问题在于林中在8月底还向市场传递乐观预期，强调年内已无公开市场刚性债券到底，销售额即将恢复，“事后看是在诓市场”。在其看来，旭辉是在当前境外融资渠道几乎关闭之下才“弃外保内”，“境内融资虽然也困难，但旭辉短期内也没有要还的债了，还有能担保发债的希望”。

目前，旭辉境外共有12笔海外债，金额总计约折合约333.5亿元人民币，已违约金额23.37亿元人民币，其中最早一笔3亿美元债将在明年1月23日到期，2023年8月，还有一笔12亿元人民币的境外票据需偿还；境内债方面，旭辉股份剩余债券债9只，金额共128.93亿元，到期时间均在2025年和2026年，其中2023年有三笔共计47.45亿元的公司债将在明年行使回售权。

II. 危机溯源

房地产行业推崇高周转模式，旭辉也不例外。“旭辉的危机根源，实质上还是早年拿地加杠杆所导致。”有受访的人士如此称。

按照行业惯例，项目从拿地到销售回款，普遍需要经历前融与开发贷两次融资。前融其实是配资拿地，土地证尚天到手，开发商只能通过非银机构贷款，“曲线”用于缴纳土地出让金。过往，一个地产项目配资拿地比例通常是 3：7，房企只需投入 30%左右自有资金，便可借助各类融资手段让现金流滚动起来完成开发。

“通常情况下，房企投资口和融资口均了解地块前融体量，可旭辉很特殊，就连公司投资条线也不知道地块的前融究竟有多大比例。”前述接近旭辉的人士提到。

与其他出险房企类似，旭辉的合作项目中，亦有不少合作方为信托等金融机构。2019 年 7 月之后，多数非银机构被要求逐步清偿和退出前融。2020 年 8 月以来，“三道红线”、房地产贷款集中度管理制度以及“双集中”供地机制陆续落地。为了应对大规模调配拿地资金的难题，多数高杠杆房企在项目中引入合作方，这亦是常见的前融变通做法。

据此前了解，如果项目合作对象是金融机构，他们通常不愿意做股权性风险投资，持有项目公司股权往往只是作为融资担保措施。这类金融机构实际上只负责财务投资，并不会介入项目操盘过程。而旭辉旗下项目中，合作金融机构以明股实债方式进入，提供前融的数量不少。

这样的合作项目也造成旭辉近年来少数股东权益激增，目明显快于少数股东损益的增长，与众多已出险的房企一样，被认为也难逃“明股实债”魔咒。数据显示，2018年-2020年，旭辉的少数股东权益占总权益中比为40.36%、49.34%、52.67%，对应的少数股东损益占净利润总额比为20.99%、25.78%、30.55%。2021年，旭辉的少数股东权益高至634.85亿元，占总权益比约59%；同期少数股权损益45.95亿元，占净利润比重37.27%。

与旭辉合作最深的金融机构当属平安。2017年7月，旭辉控股曾以3.5港元/股口平安增发5.45亿股股份，占扩大后股本约7.4%。加上此前已持有的股份，这次增持后，平安持有旭辉约7.45亿股股份，占其已发行股本的10.12%，成为旭辉控股第二大股东。至2022年中期，中国平安与平安人寿透过平安香港资管各持有旭辉控股集团5.98%和5.76%的股权，为其主要外部股东。

此前3月9日，旭辉发布公告，称与平安银行上海分行达成《银企

战略合作协议》，根据战略合作协议，平安银行将就旭辉的地产并购业务向授予 50 亿元融资额度。这笔公告的并购贷后续是否落地，尚不得而知。

房企前融周期相对较短。通常情况下，当项目满足“四三二”要求之后，开发商即凭借抵押土地和在建工程向银行申请开发贷，用来置换早期前融。

所谓“四三二”要求，是指《国有土地使用证》、《建设用地规划许可证》、《建设工程规划许可证》和《建筑工程施工许可证》“四证”必须齐全，自有资金应达到 30%，开发商或其控股股东必须具备房地产开发二级资质。

而据多方获悉，年中以来，金融机构对旭辉态度转变。部分银行囿于风控，对旭辉项目开发贷的放款周期明显拉长，“甚至是能不放款的都不放款。”上述接近旭辉的人士称，现在开发贷收紧，项目难有新增融资替换前融。

作为主要资金方，平安系对旭辉影响颇大。据了解，平安体系内的平安银行、平安信托等机构近期都在收缩地产敞口，自年中开始陆续从旭辉抽身。

据旭辉股份披露，至 2021 年年末，该公司银行授信额度共 2093.83 亿元，已使用额度 538.14 亿元，单家银行已用额度在 30 亿元以上的主要是建行、招行、中信、农行、交行、兴业、民生这 7 家银行，平安银行对旭辉已用授信不高，为 11.73 亿元。

平安与旭辉的合作更多通过平安不动产落地到地产开发业务上。平安不动产现任董事长蒋达强曾在 2021 年至 2018 年任旭辉控股副总裁。知情人士透露，平安不动产与旭辉合作的项目超过 10 个，其中不乏同股同权项目，不少项目实则为明股实债。平安不动产目前想全部退出这些项目，但与旭辉沟通不畅。

9 月 28 日，市场传出天津旭辉滨海江来项目部分非标债务违约，当天旭辉股价大跌 32.28%。天津旭辉滨海江来项目的开发公司天津兴卓房地产开发有限公司，穿透后，旭辉控股与平安不动产、大业信托各持股 30.58%、42.44%、26.98%。

有消息人士称，这笔非标融资被曝违约，主要是因为合作方平安不动产想退出太原、武汉等地与旭辉合作的其他项目，旭辉并不配合，“双方谈得很不愉快，所以平安不动产有意借着天津项目资金情况来制约旭辉”。

一位与旭辉合作的金融机构人称指出，从维护自身利益角度，金融机

构虽然希望能从问题房企中抽身出去，但当前开关更多在企业手里，如果企业躺平，让金融机构绝望，触发囚徒困境，金融机构也就都不得不跑。

除了再融资遇阻，地产行业销售久未有起色，尤其是6月底，多个问题楼盘业主喊话“停贷”后，各地政府加大当地楼盘预售资金监管力度，也导致旭辉项目可提取的自有资金告急。“项目前融的两大还款来源几近中断，这些非标融资无法通过资金滚动偿付，引发违约。”前述接近旭辉的人士提到。

III. 棘手的合作开发

和金融机构的合作之外，旭辉要面临的更大压力和潜在风险是与其它房企合作开发项目。

旭辉在业内素有“合作之王”的称号，2013年定下了“合作借力引擎”战略，与绿地、恒基、碧桂园等开发商开启合作之路，随之带来的是年度销售额高歌猛进，规模弯道超车——2012年，旭辉合约销售规模不过百亿，至2017年即突破千亿，2019年更飙升至2000亿，跻身克尔瑞房企销售榜前十五，从区域性房企走向全国，林中的知名度也在市场打响。

合作项目虽然带动旭辉合约销售额激增，但真正能够转化为该公司表内权益的份额相对有限。观研报告网数据显示，2022年1-9月，旭辉集团全口径销售额1043.2亿元，权益销售额为615.5亿元，权益销售占比约59%，与上年同期比例持平。对比看，旭辉前9个月的全口径销售额在前20家房企中排名第13位，但权益销售额排到第17位，比上年倒退两名。在TOP20房企中，旭辉权益销售额仅高于华发股份(478.8亿元)、世茂(453.5亿元)和金科集团(414.5亿元)。

合作是过去房企常见的扩张模式。克而瑞研究中心研究总监朱一鸣认为，近年来，为分摊资金压力与风险，合作拿地、合作开发发展模式常态化，不少房企也借助合作实现了规模突围。但随着市场下行、行业流动性风险积聚，合作背后的弊端和利益冲突显现出来。

一方面借助合作模式形成的“虚胖”体质，脆弱性有所凸显。目前房企流动性普遍紧张，以往通过非并表合作项目进行表外融资、加杠杆所形成的“隐性负债”后遗症正在发酵，无疑会加剧这些房企资金压力，严重或引发流动性危机及信用危机。另一方面，合作方退地、股权转让、违约暴雷的现象均在发生，合作的不确定性和连带风险都在激增。

就旭辉而言，过分依赖合作项目所带来的风险早已引发业内担忧。3月14日，国际投行瑞银下调了对旭辉的评级，并发布报告称旭辉400

多个项目公司，80%非全资拥有。这些非全资项目中，旭辉、其他民企、国企+港企、金融机构的持股比例分别为 44%、38%、12%、6%。瑞银认为，在规模庞大的合作开发项目之下，旭辉的表外债务规模高达 600-900 亿元。随着合作方债务风险加大，旭辉或需投入 100-570 亿元接盘股权。

随后林中在其微信朋友圈中斥这份报告'落井下石"。旭辉在 3 月 16 日发布澄清公告，称自身表外负债为 203.92 亿元，其中经审计的对外担保是 170.119 亿元。对于到底有多少合作项目“爆雷”，在 3 月 24 日的 2021 年业绩说明会上，作为执行董事、行政总裁的林峰回应称，旭辉 21 个项目的合作伙伴出了风险，其中有 14 个项目是无融资需求的尾盘，只有 7 个还在开发过程当中。

据中指院数据统计，旭辉 93 个在售楼盘中，截至目前，共有 38 个项目合作方涉及出险房企。这 93 个楼盘估算总货值约 959.63 亿元，旭辉的权益货值约 455.97 亿元，权益占比仅 47.52%。其中，涉及与出险房企合作的项目货值共计 356.15 亿元。占总货值比重超过三分之一，按照这 38 个项目的施工及销售进度，超过 50%的楼盘难以完工回款。此外，上述 93 个楼盘中，合作方涉及民营房企的共有 72 个，货值合计约 754 亿元。

旭辉的合作房企良莠不齐。梳理旭辉财报发现，穿透来看，有国资背

景的绿地、首开、金融街，有一线民企碧桂园、新城、金地等，也有区域性的房企，如山东银盛泰、厦门兴能、江苏开起等。其中不乏已经出险的房企，比如中梁、正荣地产、龙光、融信等。

一名机构投资人称，旭辉合作项目比重高。按照地产行业惯例，在合作项目操盘过程中，合作房企往往会约定在项目公司设立共管账户，共管公章、财务章、银行账户 U 盾等，资金抽调需要经过各方允许。这意味着，单家房企若想调用合作项目资金，协调难度极大。

接近旭辉的人士亦表示，在预售资金监管越发严格之下，旭辉合作项目资金提取更为困难，项目盘活面临压力。目合作方若“爆雷”，对旭辉也会形成拖累，公开信息显示，旭辉此前在济南与正荣地产、碧桂园合作开发的奥体时代和璟樾花园两个项目因正荣地产陷入债务危机，导致停工。

“旭辉合作项目的问题颇为棘手，尤其是合作方涉及出险房企的项目，后续注资开发销售回款都存在较大问题。”另一名境内债投资人续指，