

富力寻求境内债券重组，打包展期会成新趋势吗

这家广州老牌房企成为首个对境内债券打包重组、对境内和境外债券分别整体展期、对单只债券第三次展期的首家出险者。



广东老牌房企、曾经“华南五虎”之一的富力地产（02777.HK）如今虎落平阳。

从多位投资人士处获悉，在完成 50 亿美元的境外债重组后，富力地产近日欲再度寻求将所有境内存续的债券进行统一展期，该公司存续公司债均已于 2022 年 8 月 23 日停牌。

公开数据显示,富力地产于境内存续债券包括 8 只公司债和一只 PPN (非公开定向债务融资工具), 总规模约 145 亿元, 其中“16 富力 06”、“16 富力 04”、“19 富力 02”上半年已先后进行了展期, 且“16 富力 04”在展期后因无力偿还第一期本金, 在争议声中进行了二展。

富力地产由李思廉与张力于 1994 年联合创立, 2005 年成为内地首家赴港上市的房企。28 年的企业生命中, 富力地产高低起伏都曾有过, 近年来大手笔“买买买”, 尤其是 2017 年以 200 亿元接手万达的酒店资产引人注目。此后这家老牌房企几年间负债高至 3000 多亿元, 最终倒在了 2021 年下半年爆发的行业危机之中。

若此次展期计划达成, 富力将成为首个对境内债券打包重组的出险房企, 需获得半数以上的债券持有人同意。

I. 首家境内债整体重组

多位受访的投资人士对富力地产境内债券展期都感到不意外, “在完成境外债券重组之后, 富力就有此打算了。”一位吴允亨债投资人如此称。

富力地产在此前 6 月公告对境外债券整体重组, 经过不到一个月时间展期发布。7 月 11 日, 富力地产旗下的境外平台怡略有限公司 (EasyTactic Limited) 公告宣布称, 在征求债权人同意后, 原本于在 2022 年、2023 年、2024 年到期的 10 只票据, 成功合并置换为三笔票利均为 6.5%(或首 18 个月 7.5%PIK 票息率)的票据, 分别将于 2025 年、2027 年、2028 年到期, 相当于整体展期 3-4 年。根据公开信息, 展期的 10 只票据总金额约 49.44 亿美元, 折合近 332 亿元人民币。

虽然采取的框架不同, 但此次富力地产境内债的展期期限与境外债券类似。前述知情的投资人士称, 富力地产计划将境内债券分为两组, A 组为已展期过且有资产增信的债券, 将再次展期 2.5 年; B 组为此前未进行展期的债券, 统一展期 4 年, 并新增包括酒店在内的抵押资产包。两组展期债券本金都将采取分期支付的方式偿还, 具体分期偿还额度有待细化。

富力地产的境内债券展期始于 2022 年 3 月, 因无力兑付 “16 富力 04” 19.5 亿元的债券余额, 富力最终与债权人沟通将该债券展期 1 年, 在第三个月偿还 15%的本金, 第 6-11 个月分别偿还 10%的本金, 最后一个月偿还剩余 25%的本金, 并增加了富力地产在南宁和苏州的项目公司股权作为增信。

随后4月、5月，富力地产再度对规模10亿元“16富力06”和4亿元的“19富力02”也同样展期了1年，但本金偿还方式劣于“16富力04”，分别是于展期第6-11个月各偿还10%，第12个月偿还40%，各增加了富力在包头的项目公司40%和20%的股权作为担保。

作为曾经的发债大户，富力地产在展期中慌不择路，至7月本该支付展期券“16富力04”2.9亿元的头期款，但凑不出钱，最终不得不再提出先付一半，剩余7.5%的本金延期至明年4月支付。

“富力单只债券规模都不小，最小的几亿，最大的40多亿，下半年又集中到期，一个个展期，最后只能是空头支票。”前述私募人士表示。而对于此次提出整体展期，该人士认为关键还是看富力提出的分期兑付方案和抵押资产质量，“整体展期更需要现金流推演，如果还是像之前一样当个拖延时间的工具，很难通过”。至于富力地产准备抵押的酒店资产，有公募固收人士表示并不看好，“富力的酒店在疫情之下都在亏大钱”。

一名国企投拓部门人士告知，如今酒店基本卖不出去，因为这类属于重资产，投资回收期太长，优质房企现在都不会考虑，“这个阶段，现金流最重要。”他表示。

从财报来看，在2021年年报中，富力计提了150亿元的存货减值拨

备。协纵策略管理集团有限公司联合创始人黄立冲表示，富力地产持有较多酒店、写字楼、商业物业等资产，在疫情下，这些资产出租率大幅降低，价值损失严重。

II. 从“世纪并购”到“虎落平阳”

富力地产辉煌之时，曾与中国恒大、碧桂园、雅居乐、合生创展一道，被誉为房企“华南五虎”之一。日后，恒大等迅速走上“高杠杆、高周转、高负债”的“三高”模式，销售规模迅速排进行业前三名。与此同时，市场普遍质疑富力地产战略过于保守，因此在“华南五虎”中掉队。

富力地产对此有过反思。2015年，随着三、四线城市棚改货币化浪潮兴起，楼市掀起新一轮热潮。富力随即向恒大学习，开始主动加杠杆，除了在土地市场上攻城略地之外，也开始大手笔“买买买”。其中最让市场关注的是，2017年，在万达集团陷入困境时，富力地产曾以大约200亿元的大手笔，接盘万达旗下73间酒店资产和一个写字楼项目，成为“全球最大豪华酒店业主”，一举轰动市场。

彼时也是国内房企进军海外的黄金年代。在2017年初至2018年初的短短一年里，富力地产先后在伦敦拿下四宗地块，意欲打造“伦敦富力城”。按照规划，这将是伦敦近十年来规模最大的综合体。

大手笔的买卖，导致富力地产债务激增。在 2016 年至 2019 年，富力地产的负债总额分别为 1795 亿、2332 亿、2963 亿和 3475 亿元，四年间几乎翻了一倍。通过查阅富力历年财报后发现，在 2019 年之前，该公司的经营性现金流为负的状况已经持续七年。这意味着，富力地产已经长期依赖“借新还旧”度日。进入 2019 年，在销售额排名 top50 的房企中，富力地产率先显现出疲态，于当年下半年全面暂停拿地。彼时，一名龙头房企的高管称，“土地是房企的生命线，不到万不得已，房企不会暂停拿地。”

2020 年初突如其来的新冠疫情，重创全球酒店业，更是让富力地产收购的酒店彻底成为“负资产”。“受疫情影响，在 2020 年 2 月至 4 月，酒店行业入住率降低为个位数。”在富力地产 2020 年 8 月的书面材料中，郑州富力万达文华酒店总经理周涛说。事实上，在疫情前的 2017 至 2019 年，富力地产酒店业务亏损额也逐年扩大到 1.46 亿、4 亿、10 亿元。

给富力地产最后一击的，是央行和住建部在 2020 年 8 月重点房企座谈会上提出的新规“三条红线”。2020 年半年报显示，富力地产剔除预收款后的资产负债率约为 78.2%，净负债率为 176.7%，现金短债比为 0.48，“三条红线”全部触及。富力地产位列“红档企业”，也就不得再新增有息负债。这意味着，该公司长期以来的“借新还旧”

策略已经难以为继，不得不从“买买买”转变成“卖卖卖”。

进入 2022 年，富力地产加大资产处置，于 3 月将位于英国伦敦的一个项目出售给远东发展；4 月再以 26.6 亿港元的价格出售位于英国伦敦的 ThamesCity 项目股权，亏损约 18.4 亿港元；5 月底，富力地产以 10 亿元价格，转让了海口大英山新城市(300778.SZ)中心项目。不过，相对于其庞大的债务，富力地产的这些努力都显得杯水车薪。其延迟发布了四个多月的 2021 年年报显示，截至 2021 年末，富力地产各项借款(包括在预提费用及其他应付款者)总额为 1371.71 亿元，其中 700 亿元将于未来 12 个月内到期偿还，但富力地产现金总额(包括受限制现金)仅为 211.04 亿元。与此同时，其预期债务已接近 300 亿元。

更重要的是，富力地产的主营业务或难以为继，2021 年度富力地产亏损 163.53 亿元，公司所有者应占亏损 164.69 亿元，上年同期则盈利 90.05 亿元。换言之，即便富力地产实现了债券重组，其后续是否能避免违约，仍然是个问题。

III. 打包展期会成趋势么

多位受访人士认为，富力地产或只是出险房企第一个债券整体展期的试点，尤其是已经二次展期的房企，“接下来比如龙光可能也会采用

这种模式，再过几个月就要支付第一次展期要付的部分本金了，如果到年底销售还是起不来，估他们(房企)都要开始谈打包展期了，尤其展期早的，第一批到期之后都难说。”受访的私募人士认为。

龙光集团也是粤系房企，一度是资本市场眼中的“好学生”，2022年1月初流动性恶化，至3月因两只公司债展期与债权人爆发冲突，至8月初，龙光正式暂停支付美元债利息，聘请海通国际作为财务顾问，宣布对62亿美元债进行债务重组，目前重组方案尚未公布。

据北京深高投资研究团队梳理，自2021年7月以来，一年时间已累计有48家规模房企出现公开市场债务违约或者展期，其中富力、世茂、融创、华南城、汇景控股、正荣地产6家企业已经出现二次展期。而以瑞房地产企业销售排行榜的排序为依据统计，操盘销售金额排名前30名的房企中，已有13家房企发生债券违约或展期，占比43.3%；若把范围进一步缩小为民营企业，则前30名18家民营房企中有12家暴露风险，占比66.7%

在一位出险房企人士看来，接下来半年至一年时间，是问题房企跟银行、信托等金融机构博弈的关键时刻。“现在很多出险房企的存量债务只有少数成功展期，债务大又无法提供相应的增信，房企无法坐下来与机构好好谈，只能拖下去，希望以时间换空间。

广发证券刘郁团队统计，境内债违约或展期的 19 家民企中，除了整体债务重组的华夏幸福及其母公司，其余民企至 2022 年 6 月末存量债合计 1795 亿元，未来 1 年到期及回售额合计 1409 亿元。多数房企未来 1 年到期及回售额占 6 月末存量债比重超过了 70%，其中，融创、世茂、花样年、三盛宏、福晟集团、冠城大通和鸿坤伟业未来 1 年到期及回售额占比为 100%。

上述出险房企人士表示，无论债务如何展期，最终还是要兑付，房企生存的根源还是要依靠市场。而据国家统计局数据，2022 年 1 月至 7 月，全国商品房销售面积约 7.82 亿平方米，同比下降 23.1%；商品房销售额约 7.58 万亿元，同比下降 28.8%。两个降幅相比 2022 年上半年进一步扩大。