

华夏幸福欲新增物管平台股权抵债，250 亿价值被指严重注水

背着 2192 亿元债务的华夏幸福，端出的三家物业、选址、园区运营公司直接叫价 250 亿元估值，然而业内认为估值被严重高估，恐难获债权人认可。



华夏幸福（600340.SH）2192 亿元的债务重组已龃龉前行近一年时间，争议不断，签约的进度亦远滞后预期。

近日，华夏幸福在原重组计划的基础上，再度修订了一份补充清偿方案，拟搭建以物业服务、选址服务、园区运营服务为核心的“幸福精

选”平台，欲以该平台股权实施以股抵债，作为新增偿债资源。幸福精选的业务载体为三家公司——幸福基业物业服务有限公司（下称“幸福基业”）、深圳市伙伴产业服务有限公司（下称“伙伴集团”）、苏州火炬创新创业孵化管理有限公司（下称“苏州火炬”）。

事出突然，债权人对“幸福精选”皆感一头雾水。在近期获得的《华夏幸福债务重组计划之补充方案》（下称《补充方案》）中，华夏幸福称，此次选定的“幸福精选”平台价值高达250亿元，《债务重组计划》中“展”、“兑抵接”类全部金融债务债权人可按估值8折的价格选择以股抵债，预计可清偿200亿元债权。

“200亿的估值可以说高到羞辱债权人智商，更何况换成权益还占用机构的资本消耗。”多位华夏幸福债权人均表示，尽管债转股为债权人退出多提供了一条路径，但幸福精选明显被严重高估，让人无法接受。

在幸福精选的三块资产中，幸福基业最为核心。华夏幸福并未对其经营业绩给出数据，而是预计其2026年估值可达到400亿元，被指“空中楼阁”。有地产行业人士表示，以与幸福基业在管面积相当的建业新生活(09983.HK)而言，该公司当前静态PE仅4.44倍，总市值不过33.61亿港元。

对于华夏幸福而言，2192 亿元的债务重组当前只签约了 1203.15 亿元，还有千余亿债务悬而未决，想要加快签约进度，与债权人充分博弈将不可避免。

I. 新增债转股

根据华夏幸福债务重组计划，华夏幸福将根据通过“卖、带、展、兑、抵、接”等六种方式清偿 2192 亿元金融债务。此次新增的幸福精选股权将主要针对后四种方式清偿的债权人，后四种方式对应的计划清偿金额分别为 352 亿元、570 亿元、220 亿元及 550 亿元。

华夏幸福在《补充方案》表示，“展”类债权有权在 0-100%的区间内，以债权本金的 10%为梯度任意选择“展”替换成“股”。而“兑抵接”类债权按《债务重组计划》约定，每家债权人清偿金额按照“30%兑+16.7%抵+53.3%接”的等比例方式清偿，因“兑”、“抵”部分已有清偿资源，债权人可在 0-53.3%的区间内，同样以债权本金的 10%为梯度，任意选择将“接”替换成“股”，并可将全部 53.3%“接”替换成“股”。

若此次债权人选择以股抵债，将面临后续退出的较大不确定性。华夏幸福表示，未来持有“幸福精选”股份的债权人退出方式有三种：平台在资本市场单独上市；平台股权以现金方式出售给其他主体；以及平台

股东与上市公司进行换股交易。

有华夏幸福债权人认为，因“展”类债权人主要为优先债权人，一般握有应收账款、资产抵押，亦或是银行持有的开发贷，显然幸福精选对于他们而言吸引力并不大。所以此次华夏幸福新增的债转股还是主要对准的是由华夏幸福承接的 550 亿普通债权，这些债权原本清偿方式就较为次等，需要展期 8 年，降息至 2.5%，且利息需等留债展期的全部本金清偿时一并结清，还可能面临再度展期的命运。

至于此次的换股价，为了促进签约进度。华夏幸福进行了颇有争议的差异化安排。按照计划，债权人有权在 2023 年 3 月 31 日的期限前，按幸福精选估值的 8 折价格选择以股抵债，即每 1 元债权可获得价值 1.25 元平台股权，但若债权人选择在今年年底前换股，则可按照 75 折，即每 1 元债权对应可获得价值 1.33 元平台股权。

在此前的现金清偿安排中，华夏幸福也进行了此类设置，规定“先签约先清偿”，这种操作被指有违“同债同权”的公平清偿原则，“如果遇到‘钉子户’，我仓位小就不签，最后会不会给私下全额兑付了？”一位私募基金人士的质疑也代表了大部分债券持有人的疑问。

据此前获得的债权人信息显示，华夏幸福债权人众多，信用类债券持有人是大头。截至 2020 年 9 月 30 日，华夏幸福债务高达 2126.9

亿元的金融债务中，主要包括应付境内外债券共 89712 亿元:信托借款 536.39 亿元:银行借款 483.5 亿元:非标租赁借款 246.83 亿元:保险借款 16705 亿元。

II. 估值受质疑

债权人是否愿意接受转股清偿，幸福精选的估值成为最为核心的问题。

幸福精选目前尚未成立，但根据华夏幸福披露，该平台的底层即上述三家公司:幸福基业、伙伴集团和苏州火炬，分别为物业公司、产业园招商公司及产业园运营服务商，前老为华夏幸福全资一级子公司后两者华夏幸福分别持股 60%和 51%。根据获得的三家公司价值推介报告，华夏幸福预计三家公司在 2026 年 PE 估值分别可达到 400 亿元、60 亿元和 48 亿元。

可以看出，幸福基业将是支撑幸福精选的主要资产。华夏幸福将其估值对标国内外物业龙头 30-40 倍的 PE，更预计该公司 2026 年可实现营收 100 亿元，同期净利润 10.9 亿元。可实际上，2021 年华夏幸福整个物业管理服务营收 12.74 亿元，远落后于融创服务(01516.HK)、世茂服务(00873.HK)的 47.27 亿元和 50.17 亿元，两家公司当前市值只有约 30 亿元和 50 亿元，市值相对高的世茂服务当前 PE 仅 6.38。

无论是在债权人还是在地产行业人士眼中，幸福基业都明显被高估了。

“估值太高，换的话对于债权人而言当期就亏大了：不换的话，至少名义上没亏本。”有债权人认为。

按照幸福物业的资料，该公司目前覆盖 51 个区具，在管面积超 1.6 亿平方米。有地产人士指出，根据 2022 年上半年物业上市企业公布的在管面积，与幸福物业规模相当的是新城悦服务和建业新生活。新城悦(01755.HK)当前静态 PE 值为 8.64 倍，总市值达 55.55 亿港元；建业新生活静态 PE 值仅 4.44 倍，总市值为 33.61 亿港元。

从整个行业来看，物管资本化赛道于 2014 年开启，此后七年时间，这一行业估值持续走高。2019 年至 2021 年是物管行业估值屡创新高的阶段。此前，一家头部物企高管表示，行业向好时期，港股投资人对于一家物企的估值判断，主要通过这家公司的走势，比如成长速度、扩张速度、业绩情况等指标进行。最常见的一个评估标准是关联房企能不能为物业公司带来规模扩张，非关联交易的收入扩张能达到多少来评估物业公司。就华夏幸福而言，因公司为产业园区开发运营，随着母公司债务危机爆发，行业陷入寒冬，已难言规模扩张。华夏幸福 2022 年上半年营收 6.47 亿元与年同期相出几乎未有增长。

一名港股上市物企投资人士称，前期物管企业尚处于跑马圈地阶段，

增值服务业务体量不大，规模决定了整体营收和利润水平。

据市场机构中指物业研究中心统计，截至 2022 年 6 月 17 日，物管行业共有 59 家主板上市公司，其中香港主板 55 家，A 股 4 家。港股物企板块总市值在 2020 年四季度一路高歌猛进，进入 2021 年后维持高位，当年 6 月末突破万亿港元。但随后迎来较大幅度调整，及至 2022 年 6 月，港股物企板块整体市值下降到 4391.37 亿港元。2020 年，港股物企板块平均市盈率曾达到 48 倍高峰；2021 年年初，这一指标还维持在 41.3 倍；但如今，港股物企板块平均市盈率跌至 7 至 8 倍。

上述港股上市物企投资人士指出，现阶段，规模对于估值的影响不是最主要，投资人更多考量的是质量。“比如，商业运营盈利质量好于基础物业服务，因此商管公司的估值会高于传统物管公司。此外，2021 年下半年以来，越来越多房企深陷债务爆雷泥沼，目前，资本市场更关注物企关联方与公司确定性业绩，国企、非爆雷房企的物业公司估值会高于爆雷企业与民营房企”。

III. 资产出售不及预期

此前 7 月 5 日，华夏幸福在固安召开了一场发布会，宣布将转型为轻资产的“产业新城服务商”，未来将形成产业城开发、住宅开发、

资产管理、招商服务、园区管理、物业服务 6 个主要业务板块。并目确立了 2022 年-2023 年完成债务重组的目标。

要实现这一目标并不容易。截至 8 月底华夏幸福已签约债务重组金额 1203.15 亿，这一数据与其 4 月 1 日披露的已签约金额仅增长了约 155 亿元。

据了解，已签约的债务重组金额主要来自于“兑抵接”类债权人，共 1056.05 亿元，含债券及 337.29 亿元，其他 718.76 亿元。其中，已启动两批兑付，但合计兑付金额 19.16 亿元。此外，“带”和“展”类债权人仅签约额也只有 75.97 亿元和 71.13 亿元。

华夏幸福债务重组的“卖、带、展、兑、抵、接”的六种清偿方式中，“卖”是依靠卖出资产回笼资金约 750 亿元，其中约 570 亿元用于现金偿付金融债务，也对应重组计划里的“兑”：“带”也是需要出售资产带走金融债务约 500 亿元，包括出售项目公司自身金融债务约 250 亿元随项目公司股权一并转让，另出售项目公司通过债务置换方式，承接华夏幸福统借统还的金融债务约 250 亿元。

这意味着，债务重组的过半金额都要依靠资产出售来完成，而当前地产行业整体萎靡，诸多房企都在抛售资产以换取现金流，顺利者寥寥。虽然有政府参与协调，华夏幸福亦并不例外。

据此前了解，在河北政府协调下，原本计划接盘华夏幸福产业新城资产是河北省级平台——河北新空港发展投资有限公司(下称“新空港”)，因种种原因退出，今年3月，又改中新空港参控股的7家区县城投出手收购。

这7家区县城投是:固安产业新城发展集团有限公司、大厂回族自治县国宏运营管理有限公司、香河县财信园区管理服务有限公司、文安县润泽建设发展有限公司、霸州经济开发区建设开发有限公司、永清县临空科创有限公司及廊坊广阳经济开发区建设发展有限公司。财新注意到，这7家平台除霸州和廊坊广阳两家外，其余5家均在2021年11月至12月期间注册成立，注册资本在5000万元至10亿元不等。

半年多时间过去，华夏幸福仅在4月与永清县和廊坊两家城投达成了资产出售切议，两笔交易转让款合计为918亿元，目前两家城投均采取了分四期付款的方式支付股权转让款。

产业新城资产外，华夏幸福的南方商办资产出售也并不顺利。此前7月，有媒体报道华夏幸福拟向华润置地出售其武汉长江中心项目，但至今，出售未有实质性进展。