

融创、富力债务重组成功，出险房企化债迎转机

1月3日融创发布公告，公司全部10只境内债券（余额合计160.13亿元）的展期方案获债券持有人会议表决通过，成为继富力地产、龙光集团之后第三家实现境内债整体重组的房企。债务重组成为出险房企化债的突破口，在行业引发关注。目前，中国恒大、华夏幸福、中国奥园等多家房企均在积极跟进，掀起一波重组热潮。

一、整体债务重组成趋势，展期是最主流的方式

债务重组是指在债务人发生财务困难的情况下，与债权人就清偿债务的时间、金额或方式等重新达成协议的交易。

此前，房企普遍采取逐笔展期谈判的方式，但这种方式也给很多企业带来较大的消耗，增加经营压力。随着国内政策环境放松以及市场步入修复期，越来越多的房企选择整体债务重组，这将更明显地作用到债务解压上，有利于集中精力恢复正常、有序经营，抓住机会窗口，对于债务状况严重的出险房企尤为适用。但整体债务重组的难度也更大，企业重组方案的制定与谈判非常关键。

债务重组的方式主要有：以资抵债（以低于债务账面价值的现金清偿债务、以非现金资产清偿债务）；债转股；修改其他债务条件（包括调整债务本金、降低利率利息、展期）以及组合式重组等。

从近期重组案例来看，展期是比较主流和常见的方式，这也在一定程度表明在政策利好下，债权人对企业流动性修复、销售回暖信心好转。对于出险房企来说，在重组谈判过程中，最重要的是与债权人建立信任，拥有优质资产、增加增信措施对重组方案通过非常有利。

表：近期企业债务成功重组案例

企业名称	通过时间	债务重组内容
富力地产	2022/9/22	公司境内交易所8笔总计135亿元公司债券的整体展期事项已在9月22日获得债券持有人会议通过，展期后的8笔公司债的加权平均到期期限从约4个月延长至3年以上。至此，富力地产境内境外债券总计约467亿元的债券全部成功展期。
绿地集团	2022/11/22	公司9只存续美元债共计32.41亿美元，相关同意征求及特别决议案均已于2022年11月22日的持有人会议上获得正式通过，其中8只境外债券拟展期两年，已于2022年6月展期的1只境外债券拟展期一年。
龙光集团	2022/12/6	公司境内21笔公开市场债券的展期议案均获得持有人会议表决通过，已展期债券及ABS展期期限为36个月，未展期债券及ABS展期期限为48个月。
融创中国	2023/1/3	约160亿元的境内债券整体展期方案获债券持有人会议表决通过，共涉及10笔存续的公司债券及供应链ABS，加权平均展期期限3.51年。

信息来源：CRIC

二、重组方式各有长短，方案需根据资产、债务结构而定

但展期也并非适用于每一家出险房企，因为展期主要是以时间换空间，仅将偿债时间延后，而实质债务压力并未减少，这也意味着企业需要在约定时间内恢复足够的流动性，一般适用于项目变现能力强、资产价值高、流动性释放预期较好的企业。

若市场修复慢、展期短，作用并不大，特别是对债务状况严重、资产负债率过高的出险房企来说，资金缺口大，仅仅依靠展期，并不能解决问题，普遍会采取组合式重组。

表：主流债务重组方式优缺点

重组方式	展期	债转股	股权转让（引进战投、出售资产等）
优点	以时间换空间，将偿债压力延后	减少负债、降杠杆	通过股权转让收入冲抵债权
缺点	不能实质性减少负债	稀释股权，取决于债权人对经营前景的预期	买方市场下接盘不确定性大，且折价高
企业示例	富力（境内外均已完成）、龙光（境内已完成）、世茂（境外推进中）	融创中国（境内已完成）、华夏幸福（推进中）	中国奥园（尚未有结果）

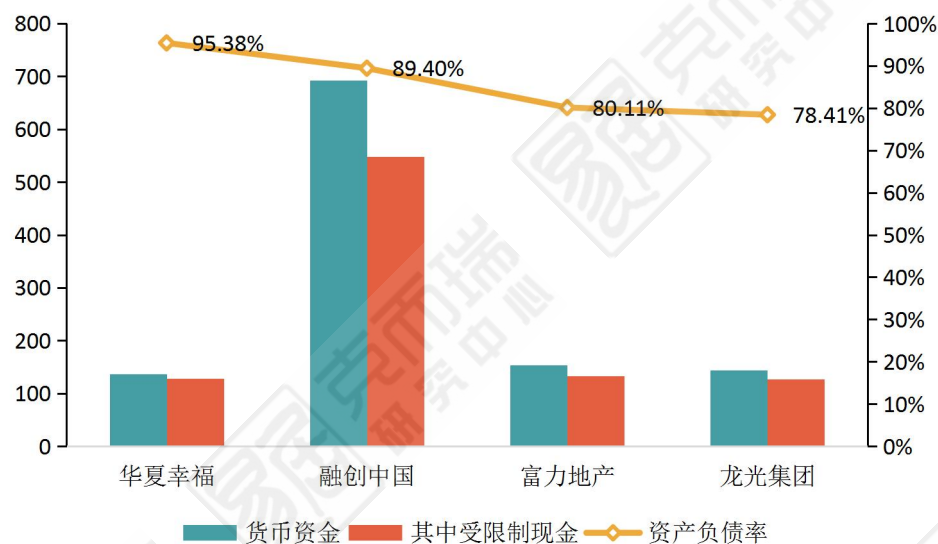
信息来源：CRIC

重组路径的选择，资产、债务结构是主要依据。以融创中国为例，截至 2021 年末，总资产为 11765.5 亿元，总负债为 10518.8 亿元，资产负债率高达 89.4%，非受限制现金仅有 143.4 亿元，短期有息债务则有 2351.5 亿元，净负债率飙升至 203%，因此能否活下去，减债、降杠杆无疑是一道关口。

融创中国针对境内与境外债务制定了不同的重组框架，境外债务重组主要是通过“债转股”降杠杆，将现有债务中的 30 亿至 40 亿美元及若干股东借款转换为普通股或股权挂钩工具，以实现可持续的资本结构。剩余债务兑换为新的美元票据，期限为自重组生效之日起的 2-8 年。境内债务重组则主要采取展期方式，目前已经重组成功。

华夏幸福资产负债结构也亟需调整，选择“以股抵债”重组方式，以所持有的下属公司股权注资搭建“幸福精选平台”及“幸福优选平台”，并以两平台股权作为偿债资源，与公司金融债权人及经营债权人实施债务重组，债权人将以不超过 400.39 亿元债权换取两个平台不超过 49%的股权或相应收益权。**同时，资产处置计划也在进行**，12 月 26 日发布公告称，拟向固安产发产业港投资有限公司、固安产发教育投资有限公司转让四项资产，总价款合计为 9.99 亿元，本次资产出售交易预计产生约 700 万元收益。此外，还拟将南方总部资产包以 124 亿元整体转让给华润置地，以换取现金流继续清偿自身金融债务。

图：典型债务重组房企债务结构状况（亿元）



数据来源：CRIC

三、债务重组落地仍需观望，自救仍是关键

对于债务状况越严重的出险房企来说，债务重组落地越早越好，有利于企业尽快向正常经营过渡。但从目前落地状况来说，债券人对整体债务重组仍保持着谨慎态度，部分企业重组方案也一再优化，通过难度尚大。

值得注意的是，一些出险房企同时面临境内与境外债务重组，由于政策环境、债权人的权益保障不一样，因此也面临不同的难度，这些企业重组方案的制定与谈判并不简单。目前仅有富力地产完成了境内和境外债务整体重组，龙光集团尽管完成了境内债务整体展期，但境外债务展期工作未落地，重组道路还将继续。

同时，债务重组也不是一蹴而就的事情，无论是展期还是债转股，都只能缓解燃眉之急，最终能否“复活”还是依靠销售回款。出险房企仍应以保交付为主要目标，积极营销、促进销售去化及现金回笼，修复基本盘。

总结：富力地产、龙光集团、融创中国相继完成境内债务整体重组，在行业引发关注。整体债务重组的成功，有利于减少出险房企在一定时期内的偿债压力，将更多的精力转向经营的恢复中，对于债务状况越严重的出险房企来说，债务重组落地越早越好。

但目前债权人对整体债务重组仍保持着谨慎态度，部分企业重组方案也一再优化，通过难度尚大。一些出险房企还同时面临境内与境外债务重组，可以说是道阻且长。同时，债务重组也只是能缓解燃眉之急，最终能否“复活”还是要依靠销售回款，出险房企的考验仍将继续。

