

抱着地方政府讲故事？ 地产商华夏幸福 2000 亿债务的前世今生

■ 作者 张宁

最近一周，华夏幸福基业股份有限公司（简称：华夏幸福 股票代码：600340）境内外债券集体遭到投资者持续折价抛售，债券价格创下历史新低；公司股价同时跌至 5 年来最低。

股债双杀的局面，引发了市场对这家公司国内一线房企兑付风险的讨论。

1月13日，国际评级机构穆迪将华夏幸福债评级从“Ba3”下调至“B2”，1月14日，惠誉将其从“BB-”下调至“B”。

1月20日，针对公司在股债市场上的波动，华夏幸福回应称：目前公司生产经营情况正常。经营上加速回款，改善现金流；精准投资，严控支出；坚持产业新城平台化，加强对外合作。

而据公告，截至目前华夏幸福控股股东及其一致行动人已累计质押了 3.85 亿股，占其持有公司股份的 26.46%。

资本市场这样的反应背后，是对华夏幸福 2000 多亿元债务塌方的担忧。

在“三道红线”的压力下，华夏幸福未来年份拿地强度将下降，同时其土地储备价值和数量不足，当前未售货值约 1300 亿元，仅能覆盖未来 1 年左右的销售额；土地储备中三四线城市占比 75%，环京地区占比 52%，去化难度偏高，共同导致华夏幸福销售增长可能失速。

中金公司做出了上述预计。而此同时，外界更加好奇的是，华夏幸福的巨额债务从何而来。

“房住不炒”与中国平安

2017 年至今的这一波最严房地产调控，对地产商形成了多大冲击？拿华夏幸福来说：

据公开信息，华夏幸福重仓的环京区域板块中，其现金奶牛——河北霸州市的高档住宅孔雀城，单价已从最高时的 1.8 万/平方米，降到了 8500 元/平方米-9500 元/平方米。

华夏幸福起步于河北廊坊，正式成立于 1998 年，产业新城和商业地产是其两大核心业务，环京区域是其最主要的业务布局。2016 年，得益于环京房价猛涨，快速拿地的华夏幸福销售额突破千亿元，以 1200 亿元的销售额挺进全国十强。那时，公司账面上还有千亿元的代收资金。

“华夏幸福是那时全国少有的区域性千亿房企。”上海易居房地产研究院总监严跃进对《企业观察报》说。

2017 年 4 月“雄安新区”千年大计正式宣布，以“造城”为主业的华夏幸福因为之前在那里圈了 2000 多亩地，而成为了这项战略的最大受益者。

“2017 年雄安新区规划出台以后，华夏幸福的发展一致被看好。”国盛固收杨业伟团队称。

华夏幸福这接踵而来的好运，却被 2017 年国家“房住不炒”态度下的限购令掐断了。

“谁也没想到，2017 年只是国家这场最严房地产调控的开始。”多位房地产人士如是感叹。

和国内大多数房地产公司一样，调控政策之下，环京房价应声下跌，之前大量被抢购的房子卖不出去了，因拿地而背上高额债务的华夏幸福资金链即将断裂。

求生之际，华夏幸福董事长王文学引入了中国地产界的隐形金融大鳄——中国平安。

据公司资料，2018 年 7 月中国平安以 137.7 亿元的价格拿下华夏幸福 19.70% 股权，成为了华夏幸福第二大股东，双方明确在产业新城、综合金融服务和新兴实业等领域加强战略协作。华夏幸福融资环境得到改善。

“然而，中国平安给华夏幸福带来的，并不只有钱和新的业务模式，还有巨大的业绩压力。”多数房地产人士这样认为。

这是因为，中国平安在为华夏幸福提供融资支持的时候，同时定下了为期三年的业绩对赌协议和高额利息。中国平安被业界称为“吸血鬼”。

查看华夏幸福公告，当时的协议是这样的：

双方约定，以华夏幸福上市公司 2017 年度归属于上市公司股东的净利润为基数，上市公司 2018 年度、2019 年度、2020 年度归属于上市公司股东的净利润增长率分别不低于 30%、65%、105%，即 2018 年度、2019 年度、2020 年度归属于上市公司股东的净利润分别不低于 11.41 亿元、14.48 亿元、18.0 亿元。

从完成情况看，华夏幸福勉强完成了 2018 年和 2019 年两年的业绩对赌。2020 年，

在新冠肺炎疫情、国家“三道红线”房地产调控及北方楼市不振的三重打击下，华夏幸福的资金链危机再度上演。

华夏幸福公布的 2020 年三季报显示，公司前三季度净利润为 7.28 亿元，只完成了上述业绩对赌协议 180 亿元的 40%，如何在第四季度追回，市场对此尚存疑虑。而根据此前约定，如无法完成对赌，华夏控股将对中国平安进行现金补偿。

另外，2020 年 6 月以来，中国平安还向华夏幸福提供了 120 亿元的永续债，初始利率为 8.0%-8.5%，2020 年末华夏幸福又与中国平安完成一笔 3.4 亿美元美元私募债发行，期限 364 天，票息高达 10.875%。

“沉重的利息明显侵蚀了华夏幸福的利润，使得华夏幸福流动资金更加紧张。”中闻律师事务所合伙人陈开洋对《企业观察报》说。

值得一提的是，2018 年、2019 年中国平安两次入股华夏幸福时，股权转让价格分别为 23.65 元/股、24.6 元/股，总转让对价分别为 137.7 亿元、42 亿元。按照近日华夏幸福的股价计算，中国平安在华夏幸福的投资浮亏最高时已超过了 90 亿元。

“华夏幸福未来走向与中国平安下一步的支持力度息息相关。”中诚信、中金公司等机构均持有该观点。

2020 年底，有市场消息称，华夏幸福正在寻求中国平安与华润集团的支持，具体而言，华夏幸福可能会引入中国平安作为基石投资者、华润集团作为股权投资者，以此提供资金和债券市场融资等方面的支持。对此，华夏幸福方面并未承认。

近期有地产界人士向《企业观察报》透露：“对于华夏幸福，中国平安现在已不想再注资了。”

做政府的生意

华夏幸福目前的整体财务状况究竟如何？国盛固收杨业伟团队在一份研究报告中写到，据公司财报，截至 2020 年三季报，华夏幸福的总资产为 5068.13 亿元，总负债达 4158.71 亿元，公司有息负债规模达 2185 亿元，其短期债务规模为 940.26 亿元。

2020 年的新冠疫情更是对华夏幸福

的销售及施工造成重击，2020 年前三季度，公司营业收入 567.34 亿元，同比下降 11.79%；2017 年至 2020 年前三季度，华夏幸福经营性现金流净额持续为负，分别为 -162.28 亿、-74.28 亿、-318.19 亿、-250.73 亿元。

相较于短期债务，华夏幸福流动性明显不足，货币资金总体呈下降趋势，截止 2020 年三季末，其账面货币资金只有 386.09 亿元，无法覆盖短期债务。

“华夏幸福的资产负债率高达 82.09%，对应净负债率 21.4%，剔除预收款的资产负债率 78%，现金短债比仍然小于 1，三条红线尽踩，若将永续债纳入债务，其财务杠杆将处于更高位。”杨业伟团队称。

多家券商机构指出，寻求河北政府的支持，也是华夏幸福走出眼下危机的办法。

1月15日，有外媒报道称，河北省承诺为华夏幸福提供 95 亿元的有条件财政支持，首笔提供 30 亿元中有 15 亿元用来回售“16 华夏债”，剩余资金用来偿付建筑工人工资及覆盖营业费用。

华夏幸福对此的回复值得玩味：“以公告为准，无论真假，此事没敲定以前，都无法对外发表言论。”

事实上，上述华夏幸福的大额债务里，很大一部分是来自于政府的生意。

在华夏幸福的两大支柱业务——产业新城开发建设和房地产开发业务中，产业新城开发建设，包括了产业发展服务、土地整理、基础设施建设等业务。

“实质上，华夏幸福采用的是长短结合的运营模式，即长做工业园区，帮助政府招商引资，短做房产住宅，以短养长。京津冀、长三角、粤港澳三大经济圈内的各地方政府是其主要客户。”严跃进说。

公开信息显示，2002 年初，河北廊坊市政府召集了包括华夏幸福在内的河北五大开发商，希望对标苏州工业园区，在政策支持下发展固安县。最终，华夏幸福与固安县政府签了 60 平方公里、限期 50 年的开发协议，开发建设固安工业园，此后华夏幸福的产业新城事业走上高峰。

熟悉华夏幸福的业内人士都知道，2015 年-2017 年期间，由于国家对于社会资本投资基础设施领域的高度支持，加之产业升级大潮，地方政府对华夏幸福这样的产业新城运营商求贤若渴。

获得了地方政府的大力支持，华夏幸福开始在产业新城模式上全面发力：大量新签政府项目，将产业新城项目推广全国——依靠政府订单进行融资，不断加大杠杆——扩大公司业务及人员规模——加大拿地力度，希望通过地产的快速滚动支撑现金流。

也正是依托于地方政府，华夏幸福才拿到了在全国各地低价拿地的门票。亦是凭此，华夏幸福跻身了全国千亿房企的行列。

多位房地产行业人士指出，对于目前的华夏幸福来说，无论是引入战略投资者还是政府兜底，都只能解一时之困。因为危机的根源在于华夏幸福“以房养园”的经营模式已经显得不合时宜。

“首先，政府这个客户，在产业园真正投产以前，是不会给华夏幸福回款的，这个回款期限往往是 2-3 年。加上 2020 年以来疫情的持续影响，各地政府财政捉襟见肘，华夏幸福想通过产业服务赚政府的钱难上加难，另一方面，楼市不景气之后，华夏幸福以房养园的模式也将将其拉入了资金链紧张的深渊，如此便形成了恶性循环。”

据公开数据，至今华夏幸福已经关闭了近二十个园区，按照每个园区 4 亿-5 亿元的投资额计算，共计损失了约 100 亿元。

另一方面，2019 年后，随着国家去

杠杆政策的推进，地方政府融资收紧，地方政府性基金预算已不再为 PPP 模式兑付，一级土地开发内容也不再允许作为政企合作的项目范围。华夏幸福的 PPP 产业新城开放模式不再适用。

野蛮人？

2016 年底，华夏幸福董事长王文学花了 4000 万元在海南三亚举办公司年会，会场设在喜来登酒店的露天花园里。

那是华夏幸福最好的时刻。

“华夏幸福如今巨大的债务压力，还与王文学主导下的华夏幸福生意版图扩张有关。”南京市房地产业学会副会长孟祥远认为。

在产业园区业务渐入佳境的背景下，2017 年，王文学拿着卖房赚来的 1000 多亿元，向液晶面板、孵化器、养老、新能源汽车等领域进军。

不过最为外人所知的，是华夏幸福买了个河北足球队。2014 年王文学以超过 3000 万的价格，通过旗下子公司买下河北中基足球俱乐部，并更名为河北华夏幸福足球俱乐部；王文学以整体价值千万欧元的合同签下了安蒂奇团队，成为中甲历史上最昂贵的教练团队。随后，球队又引进塞尔维亚足球先生米亚利什、波兰足球先生拉多维奇等国脚级外援。

华夏幸福成为中甲上的豪门，还因其分别给中国球员任航、张呈栋开出了 8000 万元、1.5 亿元的转会费。

王文学重金打造的华夏幸福足球队，后来获得了中甲联赛亚军，华夏幸福随之名声大噪，尽管赛后公安部和国家体育总局接到实名举报，称有足够证据证明河北华夏幸福俱乐部涉嫌购买对手。

在王文学看来，华夏幸福做的是产业新城建设，对于城市而言，商业、教育、医疗都是生活的基本需求，而职业足球完全可以成为华夏幸福商业发展的一块拼图，联动发展。

足球之外，王文学感兴趣的还有食品行业，2015 年底，王文学实际控制的西藏知合资本收购了黑牛食品 10.85% 股份。

忙于扩张的华夏幸福，后院却屡屡起火。2015 年之后，香河孔雀城、永定河孔雀城、沈阳孔雀城、八达岭孔雀城、廊坊孔雀城等华夏幸福旗下的招牌连锁品牌孔雀城系列小区，多次因房屋质量差、虚假宣传而爆发业主维权事件。

“这些业务维权和投诉事件，也在很大程度上影响了华夏幸福房地产的销售。”孟祥远指出。

关于眼下华夏幸福的资金链危机，有券商认为：截至 2020 年 6 月末，华夏幸福合并口径获得的授信额度合计为 3448.75 亿元，其中未使用授信余额 2824.04 亿元，可见财务弹性较强，利于对债务和利息的保障。

1月13日，在海通国际的组织下，华夏幸福举办了一次美元债投资人电话会，华夏幸福海外融资部负责人王鹤鸣在电话会中称：两个股东（华夏幸福和中国平安）了解公开市场（债券价格下跌）的情况，“二股东平安人寿受银保监会监管，平安作为关联方参与了华夏幸福的资产定价（如武汉长江中心转让给平安），很多信息还在讨论阶段，最终结果和初期讨论可能有差异。”

多位接近华夏幸福的人士向外界透露，从 2020 年 12 月初，华夏幸福的股东和高管就开始商议方案，主要从两个方向考虑：一是将部分商办重资产转让给二股东平安，将积压的资金替换出来用来偿债；二是将部分三四线产业新城项目全部或部分权益转让。

“再不济，王文学还有知合资本这个壳。”有房地产人士说。

上接《01 版》

2020 年中央企业实现净利润 1.4 万亿元 近八成中央企业净利润同比正增长

到目前为止，已经有 81 家中央企业在“一带一路”沿线承担超过 3400 个项目，成为推动“一带一路”从理念转化为行动、从愿景转变为现实的重要力量。目前大部分企业项目还在实施，“一带一路”项目没有停工。600 多个项目顺利完工。

彭华岗举例称，比如雅万高铁、中老铁路，多项重要节点工程开工或者竣工。中白工业园 2020 年实现新增入园企业 10 家，累计入园企业已经达到 65 家，协议总投资 12.2 亿美元。格鲁吉亚 E60 高速公路竣工通车，这一批标志性项目也促进了“一带一路”的建设。

“下一步，将在全力做好境外疫情防控和复工复产攻坚战的前提下，推动中央企业同各国不断深化基础设施建设，产业、经贸、科技创新、公共卫生等领域的务实合作，为把‘一带一路’打造成

为合作之路、健康之路、复苏之路、增长之路作出贡献。”彭华岗说。

央企实现债券零违约 风险基本可控

2020 年以来，国资委有效防范化解各类风险隐患，降杠杆减债目标任务如期完成，2020 年末中央企业平均资产负债率为 64.5%，同比下降 0.5 个百分点，圆满完成“2020 年末中央企业平均资产负债率不高于 64.7%”目标任务。

彭华岗在会上表示，最近一次对中央企业债券、债券风险的全面排查结果显示，目前中央企业的信用评级情况良好，资本市场认可度较高，债券规模总体合理，资金接续安全可靠，风险基本可控在控。

据介绍，从 2017 年以来，国资委采取了一系列措施全面推进中央企业降杠

杆减负债防风险工作，包括专门出台了降低负债率的指导意见，制定负债率分类管控方案；加强重点债券风险管控，对中央企业债券占带息负债比重实施分类管理比例限制，严控高风险企业短期债券占比，防止集中兑付风险，严格控制资金投向，要求企业将资金高效投入到主责主业，严控超越财务能力的投资，严禁挪用资金空转套利；全面排查金融及金融衍生业务的风险，严控对外担保、PPP 等高风险业务，坚决禁止融资性贸易等方式。

“央企降杠杆圆满完成目标任务，有效防范了财务风险。”彭华岗介绍说，2020 年末，央企带息负债比例是 37.7%，同比下降 0.6 个百分点，负债结构明显改善，偿债能力有所增强，守住了不发生债券违约风险的底线。