

刚刚过去的2022年，对融创中国控股有限公司（以下简称“融创”）来说，注定是“惊心动魄”的一年。受先前海外美元债暴雷等信用拖累，以上海董家渡项目为代表的全国多个明星地盘，陷入银团停贷、资金链断裂、项目停滞的系列风险。

然而时来运转，2023年开年以来，伴随着此前国家房地产政策的持续宽松，信贷、债券、股权政策“三箭齐发”，使得房企融资环境逐步改善，也让融创重新看到了曙光。在接受《经济参考报》记者采访时，融创相关负责人表示，根据在一定假设下未来7年左右的现金流预测，融创连同其合营及联营公司的开发项目，在偿付项目层面的债务后，预期能产生的现金流可用于境外偿债。

### 锚定项目开出“综合药方”

“保交楼、保民生、保稳定”，对于一度陷入债务“泥潭”的融创来说，不只是一句华丽的口号，而是意味着幕后更多的艰难工作。其中不能不提上海董家渡项目，据融创方面透露，2022年底，融创与中国华融、以浦发银行牵头的6家银行（上海银行、上海农商行、交通银行、兴业银行、北京银行）组成的银团、中信信托等就上海董家渡项目达成融资合作，合作方将携手对该项目注资。新增融资总量将超120亿元，所注入资金用于该项目的整体开发、建设、运营。

事实上，上海董家渡项目是融创集团2019年收购而来，是融创集团的重要优质资产之一，位于上海市黄浦区外滩核心位置。该项目由组建银团发放拆迁贷款，受2021年融创集团主体信用影响，浦发银团对项目存忧，剩余贷款停止发放，导致项目停滞，部分应付拆迁款不能兑现。

在此“窘境”下，AMC（资产管理公司）等金融机构似乎嗅到机会。2022年9月起，中国华融与上海市黄浦区政府、银团牵头行浦发银行、融创集团等深入沟通；华融并购重组部联合上海分公司、上海自贸区分公司具体推进，全面开展尽调，梳理项目难点和痛点；协同中信信托、中信泰富和中信咨询等，为项目量身定制、开出了多方参与的“综合药方”。

“华融公司发挥主业优势介入盘活该项目，联合我们出具一揽子方案参与项目纾困，协助解决欠付拆迁款问题，避免上海核心区优质项目长期‘烂尾’。”中信信托相关负责人向《经济参考报》记者表示。

拒绝“烂尾”，首先需要疏通融资链，防止现金流断裂。值得一提的是，继华融联手6家银行、中信信托率先开启上海董家渡项目融资合作后，这一融资模式正在融创多项目中加速落地。日前，东方资产与融创中国就武汉桃花源项目达成融资合作。而距离武汉700公里外的咸阳，陕西金资与融创就咸阳森屿城项目的融资合作也已完成。另外，融创西北区域与秦农银行签订合作协议，将获融资授信支持。而郑

州融创城获工商银行郑州分行20亿元授信。

从地方政府和金融机构收到的一连串积极信号，是不是意味着陷入债务困局的融创被“盘活”了？“这个规模对于融创来说并不能解决全部债务问题，但是能够帮助融创解决一部分问题，在保交楼方面，未来融创可以顺利推进。所以，当前目标应该还是保交楼，针对项目进行纾困。融创能不能走出难关，关键还要看未来买房需求是否会进一步释放。”对此，浙江大学国际联合商学院数字经济与金融创新研究中心联席主任、研究员盘和林向《经济参考报》记者表示。

## 债务难题寻求破解之道

2023年1月3日，融创发布公告称，总计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。展期方案通过后，将有效缓解融创未来3至4年的流动性压力，进一步改善整体财务状况，为公司恢复生产经营、回归健康发展轨道创造有利条件。

记者获悉，自2022年12月以来，融创与投资人沟通境内债券整体展期方案，目前已经按照债券持有人会议规则全部达成整体展期。此次境内债券整体展期，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。

“为保障投资人利益，我们以广州文旅城、重庆江北嘴A-ONE、温州翡翠海岸城等多处资产作为展期偿付保障，并创新设计了现金支付+小额兑付的机制，最大程度兼顾机构投资者与个人投资者利益诉求。”融创相关负责人向记者透露。

需要说明的是，此前债务危机的发酵，加之疫情影响，让融创的销售额也大受影响。融创中国2022全年销售额1692.0亿元，同比下滑71.7%。另外，2022年底，难产近半年的融创2021年报终于出炉。截至期末，融创中国的现金余额约为692亿元，公司连同其合营公司及联营公司的现金余额约为1608亿元。而据其公告，截至2022年中，融创境外有息债务就高达约为110亿美元。

据融创给《经济参考报》记者的回复显示，融创现有境外债务持有人已成立境外债权人小组，在制定重组框架、收窄各项经济条款的分歧上取得进展。其中，目前探讨的初步重组框架主要内容包括：将30亿至40亿美元的现有债务及若干股东借款转换为普通股或股权挂钩工具，使得债务规模降至稳健、可持续的水平；剩余现有债务将兑换为新的以美元计价公开票据，期限为自重组生效之日起的2至8年；提供部分资产处置净收益拟作为偿还新票据的额外资金来源；同时拟向及时支持重组方案的债权人提供同意费。

## “割肉”纾困下的迂回战术

值得注意的是，1月3日，融创发布公告称，在附有回购权的前提下，将深圳融华置地投资有限公司51%的股权与债权转让给珠海华发，总金额约为35.8亿元。据了解，本次股转后双方还将设立合资公司，共同负责项目后续的开发建设及销售，冰雪项目及酒店项目的运营管理服务。

“整体来看，本次合作形成了双方共赢的局面。”有知情人士透露，对于珠海华发而言，增持项目股权将提升其在文旅物业方面的经营效益，同时借助冰雪世界这一特色产品，带动板块商业价值的增长，助力项目后续多元增收。而对融创来说，未来3年内，融创将项目股权转让给华发，不仅能降低整体负债规模、减少资金压力，还能继续发挥在冰雪产业中的建设、运营管理优势。出于对项目未来价值的看好，融创保留了51%股权的回购权。

其实，回购股权这一招数，在上海董家渡项目上也得以使用。据记者了解，上海董家渡项目合作的股权转让并不是项目出售，而是华融与融创董家渡项目的股权融资合作，股权设计为信托收益权方式，由华融联合银团、信托机构对项目进行大规模融资，融创还是操盘方，华融行使监管职能，并保留使用融创品牌，融创会在未来融资偿还后回购股权。退出时，AMC和银行的融资享有优先权，融创股权劣后并在融资全部偿还后回购股权。

“不管是上海董家渡项目，还是融创咸阳森屿城项目和融创武汉桃花源项目都保留融创作为品牌方和操盘方，是资方对融创团队的看好。”有业内观察人士坦言，融创多个项目得到资方纾困，是基于资产的优质，难免有“割肉”纾困的意味。

不过，在融创看来，上述合作各方共赢，且融创还是原项目操盘方。“上海董家渡项目合作是AMC和银行对中央稳定房地产行业健康发展的积极响应和融资模式创新，是快速推动金融支持地产实质性落地的标杆。”在融创相关负责人看来，这种全新的融资模式将引领金融机构与房企进一步加大融资合作，对于后续房企纾困、化解行业风险具有非常重要的示范作用。

### 融创样板或现房企曙光

近年来，随着房地产行业政策的收紧，销售回款承压，融资压力持续加大，房企现金流遭遇重创，部分民营房企信用风险事件持续发酵。据不完全统计，2021年以来至少50家房企出现债务违约情况，多家规模房企也未能独善其身。

“行业项目不断发生违约事件的直接原因是房地产企业的偿付能力出现了问题。”中信信托相关负责人分析称，深层次原因主要有两点：一是，我国整体的城镇化进程与房地产市场供需关系匹配稍有失衡。土地和房子的供应没有减缓，房屋供需关系正在发生深刻变化。二是，过去20年房地产快速增长，在这样乐观情绪的助推下

，房地产企业的负债率太高了，市场的任何一个变化，都容易导致房地产企业紧绷的现金流发生断裂。

事实上，目前房企债务纾困赶上了政策利好期是不争的事实。从去年11月的“金融16条”，到信贷、债券、股权政策“三箭齐发”，房企融资环境逐步改善。富力地产、龙光集团、融创等相继实现境内债整体重组。根据克而瑞研究中心统计，截至目前，中国恒大、华夏幸福、中国奥园等多家房企均在积极跟进。

对于未来房企的融资模式，上述中信信托相关负责人坦言，“未来房地产信托不会再以大量可复制性的融资信托为主，而是多样化发展，对优质项目的股权投资，对并购类项目的结构化融资，对纾困项目的财产权信托，对代建项目做期间管理，都是信托可能的创新模式。”而盘和林也认为，当前政策支持房企力度很大，但要落实保交楼和稳楼市，关键还是政策上进一步松绑为主，另一方面，要重塑金融机构和房产企业之间的互信。

“房企未来发展模式要从原来的高杠杆、粗放式经营，向低杠杆、集约化经营转变。相应的在融资模式上，也要由依靠非标融资和资金池的运作模式向标准化融资和项目自身造血的模式转变。”光大证券金融业首席分析师王一峰表示，房企要持续健康发展，就需要打破原有不稳定的资产池经营模式，向更加稳定的、以项目为中心的经营模式过渡。当然，房地产企业轻资产的发展模式也是未来的一个发展方向。（记者 钟源）

来源：经济参考报