

浅析房企流动性危机及重组系列

2022年9月

第二篇：
浅析房企重组

房地产行业新的趋势
第3页

房企重组的主要痛点
第5页

可行的重组方案
第7页

结语
第8页

德勤企业重组财务
顾问服务
第9页

Deloitte.

因我不同
成就非凡
始于1845

目录



如我们在《浅析房企流动性危机》所述，中国房企正在走进“黑铁时代”，企业原有的利益格局被打乱，房企将逐步去金融化，需要通过危机管理和重组，使其有足够的时间和空间建立并落实新的商业模式，以迎接空前的新市场趋势以及进行利益的再平衡，才能实现“黑铁时代”的软着陆。



03

房地产行业新的趋势

07

可行的重组方案

09

德勤企业重组财务顾问服务

05

房企重组的主要痛点

08

结语

房地产行业新的趋势

2022年可以说是房地产行业史无前例的一年，困难重重。“黑铁时代”意味着市场萎缩、房企分化日渐明显、土地红利不再、利润下行，房企需要解决过去累积下来的运营、融资等问题，发展新商业模式，在新时代下开始新征程。以下是我们观察到的三大新趋势：



1. 房企降低金融风险，坚持房子是用来住的

“三条红线”政策对房企的财务稳健度、防控风险能力提出了更高的要求，意味着房地产去金融化的必然趋势。减少房企的金融资源占用率使房地产不再可被视为类金融业，必须回归房地产的核心业务。消费者也不能把房子当成投资产品，坚持房子是用来住的、不是用来炒的。

2. 建立新经营模式，去金融化，控制成本，提升运营能力

政府坚定落实房住不炒政策，政策调控不断收紧，导致行业红利逐步消退，对于房地产企业运营能力的要求更加严格，也使房地产行业变成微利的行业。企业需要弃掉仅适合于“黄金、白银时代”的外包经营模式，调整经营思维，增加精益管理和生产的理念，不断提升效益，挖掘利润空间。

3. 行业洗牌整合，强者恒强效应

稳房价、稳地价和稳预期的长效机制已逐步建立，使房企分化加剧格局重塑，进入高质量精细化发展期，行业门槛越来越高，项目质量和融资能力较差的参与者加速出清，央企国企及优质民企走出困局优势扩大。



房企重组的主要痛点

企业需向各利益相关方争取落实企业目标的时间和灵活性。对于房企，主要相关方包括房企自身、大股东、中小股东、境外债权人、境内控股层面的债权人、境内项目公司层面的债权人（包括小业主、供应商、金融机构等）、投资者等众多利益主体，重组难度大。我们根据地产行业特殊性，具体分析房企重组的六个主要难点：

1. 存在动态的资金需求

房企的经营是动态过程，启动资金并非一次性需求，而是在稳定经营和债务危机的过程中的持续需要。主要的资金需求包括以下三类：

01. 保交楼资金。预售制度下房企普遍存在保交楼任务，交楼涉及民生及社会稳定，是房企的核心经营需求。而部分项目公司的持续经营存在资金缺口，需要启动资金完成续建，包括支付工程款、税费、其他必须经营费用以及解押预售房屋需偿还的金融借款等。
02. 维稳偿债资金，主要指涉众或涉敏债务的偿付资金需求。成熟房企往往建立多样化的境内外债权融资渠道，包括境外控股层级公司以及境内控股层级公司的公开市场融资。部分房企在过往的多元化扩张中发展了金融板块，如理财、金融平台等，并通过这些金融板块为自身地产开发业务提供融资资金。涉众或涉敏债务的重要性，首先在于其影响面广，

涉及社会民生及金融稳定；其次，公开市场融资的投资者结构较为复杂，投资成本不一，利益点差异大；此外，公开债务如违约，可能导致房企集团面临境内外债务交叉违约的风险。一定的维稳偿债资金有利于维护公司的信用，稳定债权人。

03. 运营资金。房企可能存在部分项目公司需流动性注入，方能建设至可获取预售证的开发进度的情况。如该等项目所在销售市场较好，将能实现“小资金撬动现金流”的效果。此外，有持续经营价值的开发项目一旦暂停开发和销售，营运价值将面临减损风险。识别有价值项目，提供必须运营资金，稳定其正常运营，对于保护房企价值有重要作用。

在房企重组价值及重组环境不明朗的情况下，房企获取中短期启动资金的来源以及资金的还款来源存在重大不确定性。

2. 集团内资金调拨难度大

房企常见的资金管理模式为：集团通过资金池统一调配项目公司的经营及偿债资金，导致存在大量关联往来挂账。在项目公司层级资金受限严重的客观背景下，资金多数沉淀在底层项目公司，受政府、合作方、金融机构等一方或多方限制，难以回流至集团资金池。危机下的房企集团，将持续性地面临自由资金少，难以通过项目公司间的资金调拨平衡资源及资金的困境。



3. 释放新增融资资源或补充增信资源难度大

房企集团普遍债务结构复杂，主要表现为有价值资产受限比例高、底层项目公司多重融资、关联公司间互相担保等。危机下的房企，一方面由于高杠杆的扩张方式导致净资产有限；另一方面基于债权人公平性，以及多层融资中不同层级的债权人对资产增加担保债务等存在一定的约束或限制（尤其是公开融资的融资文件，一般对可能导致借款主体偿债能力产生重大不利影响的事项进行限制或要求事先征求债权人同意），导致房企集团在出现债务问题后，难以释放新增融资资源或提供补充增信资源。尤其是对于搭建红筹架构的房企集团而言，直接提供境内资产予境外控股平台公司的债权人作为补充增信，在实践中难度较高。

4. 品牌和信用受损对销售和融资产生负面影响

当前行业背景下，购房者担心交楼的及时性、供应商担心工程款的结算，尤其是对于已出现停工、延期交房、涉敏及涉众债务违约等负面舆情的房企。一旦房企的品牌和信用受损，传导效应快，可能会进一步影响其后续的开发及销售。

5. 资产散售的不确定性

处置资产是房企在出现债务问题后进行自救的主要方式之一。然而，急售情况下可能出现价值减损，实际处置过程中的处置周期和对价均存在重大不确定性。目前的行业环境下，买方对于收并购散售资产持谨慎态度，市场环境整体较为低迷。对于承债较重的资产，其处置现金流在偿付资产抵押对应的债权、税费、交易费用以及资产所涉其他必须经营开支后，剩余可用于偿还集团层面融资性债务的现金流相对有限。

6. 底层项目质量不均

房企拿地的三种主流模式是招拍挂、收并购及旧改。招拍挂和收并购面临的常见问题是，在核心一二线城市地价高企的情况下，部分房企主要在二线外溢、三四线城市拿地、囤地，在地价增长趋缓、非核心一二线城市销售去化周期拉长的现状下，该部分项目未来现金流及盈利性的实现存在较大不确定性。就收并购项目而言，项目公司层面前手股东遗留的债务及潜在债务等因素可能影响项目的质量，从而导致项目后续经营的可实现现金流或收并购机会存在不确定性。对于旧改项目，货值转化为二级开发货值的转化率、时间周期存在不确定性，且前期资金需求较高。

此外，项目货值中可能存在如车位/停车场、商业/写字楼等大宗资产，该等资产往往处置难度较大、处置周期较长，且需要通过一定的股权重组安排减轻交易税负。

可行的重组方案

基于房企的重组难点，我们建议考虑以下的重组思路。出险房企的重组方案需结合房企个性特征及各利益方诉求具体制定。



1. 境内外联动重组，时间换空间

境外上市平台是重组中引入投资者的优势资源，境外债权稳定是保障境内重组期间经营稳定的重要前提，而境内整体重组价值是境外上市平台价值的主要定价依据。境内与境外重组实现联动至关重要。当中，房企可通过债务重组，争取获得恢复流动性的时间，以换取未来企业价值回升以及偿还债务的空间。根据标普全球评级研究报告统计，2018年至2022年7月中旬违约中资房企境内外债券风险处置的通常方法是置换和展期，已处置境外违约债券中置换占近79%，而已处置境内违约债券中展期占72%¹。债务重组实施效果将取决于未来房企销售和融资渠道的恢复。如销售市场和融资环境持续下行，房企可能需面临通过全面债务重组，扩大重组的债务范围，以及进一步拉长债务还款期限、本金打折等方式为业务和偿债能力恢复争取更多时间。

2. 积极自救，实施危机管理与重组

我们根据行业经验以及对出险房企的观察，建议房企的危机管理与重组可基于以下四个方面制定合适的行动方案。重组效果是实现风险隔离，引入投资者参与发展核心业务平台，并逐步清理丧失偿债能力的经营实体的资产和债务。

01. 利益相关方管理。危机下企业原有的利益格局出现分化，理解利益相关方的诉求以及其对重组的影响方式，在制定重组方案时，充分考虑如何通过资源配置进行相关方的利益再平衡，是重组成功的关键。利益相关方管理的过程中，应协调及促进各方沟通、制定明确的里程碑和行动方案。

02. 股权重组。引入战略/财务投资者，并平衡投资者、原股东、债权人、中小股东的利益。应评估集团整体的流动性、投资价值，为利益的再平衡提供定价依据，并评估投资退出的路径与安全性。

03. 债务重组。梳理境外控股公司、境内控股公司、境内项目公司3个层级的债权风险，并对每个层级的债权进行分层分析。针对各架构层级的分层债权，考虑相应的债务重组方案，包括具体的债务重组条件、债务重组时间周期、偿债资金需求、偿债资源、针对个别债权人激烈措施的应对方案、可能的再融资方案等。

成功的债务重组的关键是公平对待债权人，并获取主要债权人的支持。通过争取主要债权人的支持，提高重组协商的效率。

04. 资产/业务重组。梳理核心和非核心资产，分析资产/业务在持续经营和清算情景下的价值，从而相应考虑保留、处置、引入第三方盘活资源、隔离风险等具体重组方式。在实施资产/业务重组的过程中，应关注涉及保交楼的资产/业务的稳定经营，以及保交楼资金的来源、该等资金进入路径和退出的安全性、资金监控方案。

1. S&P Global Ratings, China's Defaulted Developers Are Running Out Of Time To Exchange And Extend, 18 July 2022

结语

作为中国经济的支柱产业、民生产业，房地产的稳定对拉动、稳定中国经济具有重大作用，尤其是对金融稳定、产业链上下游实体经济稳定、民生和社会稳定均有重要意义。

大中型房企的重组在实践中仍存在诸多难点。现下房企重组环境尚不明朗，如何协调境内外不同债权人的利益诉求，评估重组价值及可行方案，综合利用股权重组、债务重组以及业务/资产重组，让房企软着陆是实务界共同探讨的问题。可预见的是，经过本次重组及整合，地产行业的集中度将进一步提升，房企将重视精细化管理、负债端管理和现金流风险把控，以可持续的模式迈向下一个发展时代。

德勤企业重组财务顾问服务

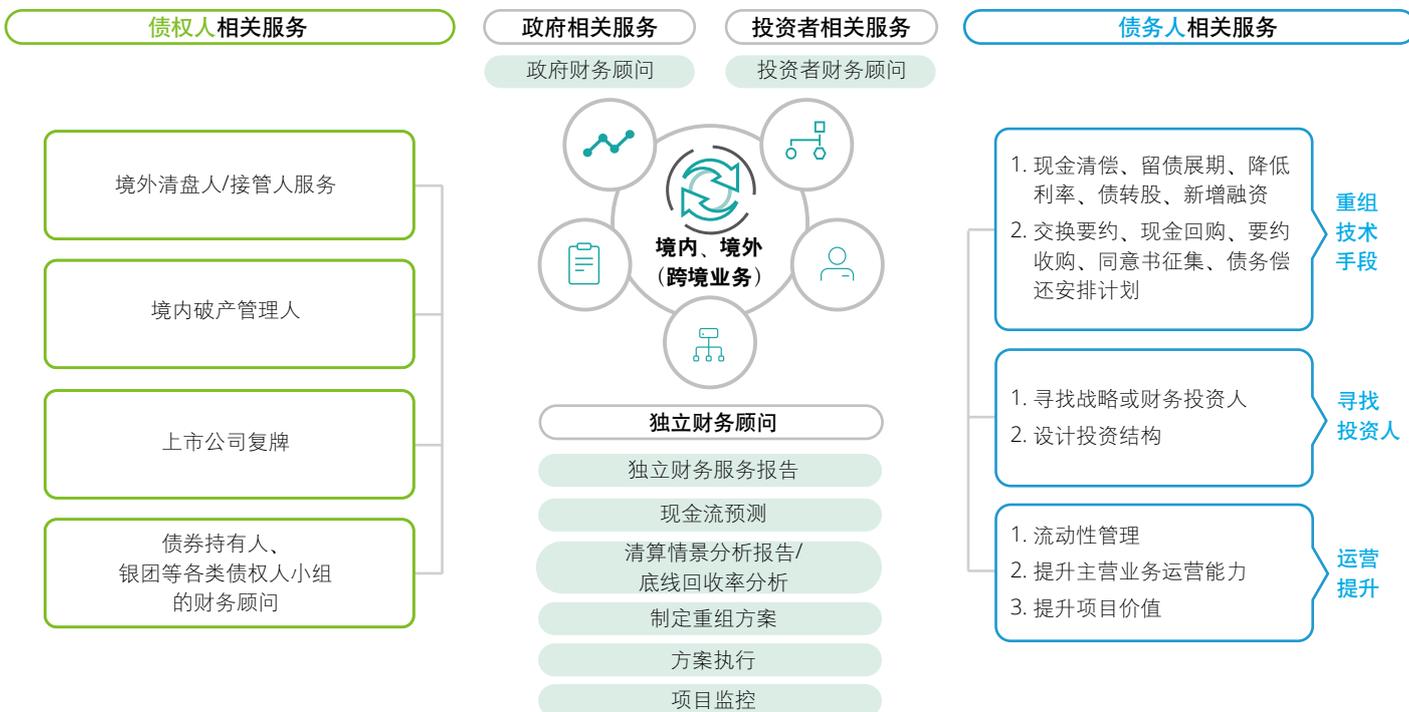
德勤为经营不善或出现财困的公司及其利益相关者提供综合全面的服务。我们拥有丰富的重组及危机管理经验，理解企业内外诉求，可预判未来发生的事件，协助企业做好预先防范，防止危机蔓延扩大。首先，我们熟悉境内外金融债权人的想法，拥有良好的境内外银行关系，可协助企业获得其支持；其次，我们与政府保持良好的关系并受其信任，曾多次参与中央和地方政府的相关工作，并获得

认可；最后，我们拥有丰富的全球网络和投资人网络；以及擅长舆情监督，协助企业快速反应。我们已在境内外协助多家企业进行重组，可以协调企业实现境内外重组一体化联动、增加重组透明度、维持运营稳定、改善现金/财务状况，在危机下释放企业价值。

我们的服务包括进行独立财务分析，用客观数据说话，向债权人提供建议，为债务人与债权人之间的谈判提供支持，

协助处置非核心资产或投资，以及协助制定商业计划和寻求新的资本，以促使企业平稳过渡、管理现金、改善造血功能最终释放价值。我们能够运用综合的方法对经营不善的集团或因快速发展而财务紧张的企业进行评阅，旨在降低其财务及经营成本，同时提高其效率并增强其融资能力。

以下是我们可提供给各方的服务内容：



此外，德勤作为一家综合解决方案的提供者，在重组方案的执行过程中，可以高效地提供整合法律及税务咨询等方面的一站式服务，令客户可以高效有序地

推进重组方案的落地。一般而言，在资产/业务重组过程中需要考虑的税务合规和优化包括：评估税务风险、完成合规申报、研判税务优惠（例如：中国内地

特殊重组递延纳税税务优惠、香港印花税集团内部重组豁免优惠等），以合理管理重组执行的税务成本。

作者

德勤财务咨询企业重组服务



葛俊
德勤中国
财务咨询服务合伙人
企业重组服务



苏颖
德勤中国
财务咨询服务副总监
企业重组服务



陈炫炜
德勤中国
财务咨询服务经理
企业重组服务



李高涵
德勤中国
财务咨询服务助理经理
企业重组服务

叶美薇 亦为本文作者之一

德勤中国联系人

全国

黎嘉恩

全球应急计划及破产服务领导人
德勤中国副主席
电话: +852 2852 1647
电子邮件: derlai@deloitte.com.hk

杨磊明

亚太区重组领导合伙人
财务咨询服务合伙人
德勤中国副主席
电话: +852 2852 1685
电子邮件: edmyeung@deloitte.com.hk

龚建忠

价值创造与危机咨询服务全国领导人
电话: +86 10 8520 7115
电子邮件: wkong@deloitte.com.cn

何国樑

价值创造与危机咨询服务全国副领导人
企业重组服务全国领导人
电话: +852 2852 1643
电子邮件: gleho@deloitte.com.hk

赫东

企业重组服务全国副领导人
电话: +86 21 2312 7222
电子邮件: jamehe@deloitte.com.cn

香港

陈文海

财务咨询服务合伙人
企业重组服务
电话: +852 2852 6676
电子邮件: ivachan@deloitte.com.hk

叶华明

财务咨询服务合伙人
企业重组服务
电话: +852 2238 7132
电子邮件: benyip@deloitte.com.hk

甘仲恒

财务咨询服务合伙人
企业重组服务
电话: +852 2238 7097
电子邮件: fkam@deloitte.com.hk

侯佳伶

财务咨询服务合伙人
企业重组服务
电话: +852 2238 7297
电子邮件: chau@deloitte.com.hk

葛俊

财务咨询服务合伙人
企业重组服务
电话: +852 2238 7211
电子邮件: uge@deloitte.com.hk

北京

张萌

财务咨询服务合伙人
企业重组服务
电话: +86 10 8512 5099
电子邮件: simzhang@deloitte.com.cn

上海

田谷

财务咨询服务合伙人
企业重组服务
电话: +86 21 6141 2818
电子邮件: gtian@deloitte.com.cn

广州

王晓娟

财务咨询服务合伙人
企业重组服务
电话: +86 20 2831 1380
电子邮件: siowwong@deloitte.com.cn

邹文晋

财务咨询服务合伙人
企业重组服务
电话: +86 20 2831 1634
电子邮件: lzou@deloitte.com.cn

陈智聪

财务咨询服务合伙人
企业重组服务
电话: +852 2238 7284
电子邮件: adrchan@deloitte.com.cn

深圳/厦门

孙向禹

财务咨询服务合伙人
企业重组服务
电话: +86 755 3353 8380
电子邮件: xysun@deloitte.com.cn

郭喜初

财务咨询服务合伙人
企业重组服务
电话: +86 59 2317 4698
电子邮件: gerguo@deloitte.com.cn

成都

吕茂刚

财务咨询服务合伙人
企业重组服务
电话: +86 28 6789 8086
电子邮件: maoglv@deloitte.com.cn

因我不同
成就不凡

始于 1845

关于德勤中国

德勤中国是一家立足本土、连接全球的综合性专业服务机构，由德勤中国的合伙人共同拥有，始终服务于中国改革开放和经济建设的前沿。我们的办公室遍布中国30个城市，现有超过2万名专业人士，向客户提供审计及鉴证、管理咨询、财务咨询、风险咨询、税务与商务咨询等全球领先的一站式专业服务。

我们诚信为本，坚守质量，勇于创新，以卓越的专业能力、丰富的行业洞察和智慧的技术解决方案，助力各行各业的客户与合作伙伴把握机遇，应对挑战，实现世界一流的高质量发展目标。

德勤品牌始于1845年，其中文名称“德勤”于1978年起用，寓意“敬德修业，业精于勤”。德勤专业网络的成员机构遍布150多个国家或地区，以“因我不同，成就不凡”为宗旨，为资本市场增强公众信任，为客户转型升级赋能，为更繁荣的经济、更公平的社会和可持续的世界而开拓前行。

关于德勤

Deloitte（“德勤”）泛指一家或多家德勤有限公司，以及其全球成员所网络和它们的关联机构（统称为“德勤组织”）。德勤有限公司（又称“德勤全球”）及其每一家成员所和它们的关联机构均为具有独立法律地位的法律实体，相互之间不因第三方而承担任何责任或约束对方。德勤有限公司及其每一家成员所和它们的关联机构仅对自身行为承担责任，而对相互的行为不承担任何法律责任。德勤有限公司并不向客户提供服务。

德勤亚太有限公司（即一家担保有限公司）是德勤有限公司的成员所。德勤亚太有限公司的每一家成员及其关联机构均为具有独立法律地位的法律实体，在亚太地区超过100座城市提供专业服务。

请参阅 <http://www.deloitte.com/cn/about> 了解更多信息。

免责声明

本通讯中所含内容乃一般性信息，任何德勤有限公司、其全球成员所网络或它们的关联机构（统称为“德勤组织”）并不因此构成提供任何专业建议或服务。在作出任何可能影响您的财务或业务的决策或采取任何相关行动前，您应咨询合格的专业顾问。

我们并未对本通讯所含信息的准确性或完整性作出任何（明示或暗示）陈述、保证或承诺。任何德勤有限公司、其成员所、关联机构、员工或代理方均不对任何方因使用本通讯而直接或间接导致的任何损失或损害承担责任。德勤有限公司及其每一家成员所和它们的关联机构均为具有独立法律地位的法律实体。

© 2022。欲了解更多信息，请联系德勤中国。
Designed by CoRe Creative Services. RITM1145237



这是环保纸印刷品