

# 国资维好协议加持仍违约

## 深圳国资如何面对华南城债务危机

自 2023 年下半年以来，房地产债务风险从民营企业向混合所有制企业扩散，被国资入股的民企在短暂“上岸”后又相继深陷泥潭，随着行业不断探底，债务杀伤力超出预期，国资又该如何自处？

近日，深圳市特区建设发展集团有限公司（下称“特建发”）公告称，公司持股 29.28% 的港股上市房企华南城（01668.HK）发生境外票据违约。对此，华南城表示，票据违约事件可能触发其他债务交叉违约，对华南城的业务、经营及财务状况造成重大不利影响，可能导致破产或其他形式的重组。

据了解，自 2023 年 12 月开始，华南城曾发起投票，寻求对已展期的 5 只美元债再展 3 年，最终仅 1 只投票通过，另外 4 只均展期失败。此后，2024 年 1 月 26 日和 1 月 31 日，华南城正常支付了两笔美元债的展期票息，共计 2000 多万美元。2 月 9 日，甲辰龙年除夕当天，华南城未支付 2024 年 10 月票据的 1100 多万美元强制赎回款项，宣告违约。

“我能力有限，也只能这样了。做得不好，请各位见谅，对不起。”除夕当晚，华南城主席助理、融资负责人汪智斌于其朋友圈发文致歉。华南城是一家主营大型商贸批发中心和仓储物流的千亿地产开发商，原由郑松兴家族实控，总部位于深圳，旗下涵盖专业批发市场、仓储物流、综合商业、电子商务、会议展览、生活配套及综合物业等七个

业务领域。目前，投入运营及开发建设中的项目共有 8 个，均是数百万平方米以上的超级大盘，分别位于深圳、南宁、南昌、重庆、西安、哈尔滨、郑州和合肥。

华南城 2015 年兴盛时引得腾讯入股，风光无限；近年来随着商贸市场的造血能力薄弱，债务压力渐显，于 2021 年底陷入危机，不久获深圳国资救助，特建发斥资约 19 亿港元入股成为其第一大股东，公司变为无实控人。2022 年 7 月，在特建发出具维好协议 (Keep well Deed) 的前提下，华南城 5 笔美元债成功整体展期至 2024 年。

这份维好协议或将华南城此次的违约的压力朝向了特建发。“当初若不是国资的这份维好协议，华南城的展期是很难通过的。很明显，现在特建发已经违反了维好协议的合同义务。”一位华南城的境外债权人表示，两组华南城债权人已分别委托律师，将对华南城和特建发发起诉讼。

据了解，深圳国资委此前有向华南城派驻督导组，而督导组内部对于此次华南城违约存在意见分歧。“原本特建发进入华南城是支持深圳企业，肯定是希望企业能逐渐自主造血、恢复市场信心，才先后投入了接近百亿资金。如果还要一直投入，这是不现实的。”一位接近华南城的人士称，特建发低估了市场下行的杀伤力，对维好协议似乎也缺乏充分的法律认识。“维好协议明显拔高了债权人预期，现在如果接不住，很难不陷入被动。”

## **1.除夕违约何来？**

2022 年初，华南城债务危机爆发后，曾对旗下两笔美元债展期半年。

2022年5月，特建发以19.09亿港元完成了对华南城29.28%的新股认购，成为华南城单一最大股东，但未对华南城进行并表。

陷入债务危机、再融资断流之下，华南城于2022年7月寻求对5笔共计15.7亿美元的境外票据整体展期。据华南城境外债权人称，这5笔美元债均被延期了3年，新到期日在2024年4月至2024年10月之间，前期华南城分期支付15%的未偿还票据本金，剩余约85%的本金将集中于到期日支付。

这意味着，华南城主要的债务压力集中于2024年。华南城的财报显示，至2023年三季度末，华南城境内外账面优先票据约110.6亿港元、计息银行贷款及其他借贷约208.56亿港元，共计约183.44亿港元的债务将需要在一年内偿还；而同期账面现金及银行存款约13.06亿港元，其中10.26亿港元受限，能自由支配的资金仅2.8亿港元，显然并无还款能力。

实际上，特建发入主后，华南城的流动性主要依靠国资加持。2022年4月，同属深圳国资委旗下的深圳国际以17.1亿元收购华南城旗下的合肥、郑州物流园资产；2022年7月，特建发12.57亿元收购华南城旗下物管公司第一亚太物业50%股权；2022年12月，特建发又以50亿元的对价认购了西安华南城69.35%的股权，其中计入实收资本约22.6亿元，计入资本公积约27.4亿元。

特建发入股后，华南城境内融资明显改善，2022年4月获得上海银行深圳分行40亿元授信，2023年3月又获得了60亿元低息银团贷款，用于偿还现有贷款本息。此外，2022年11月，特建发还牵头

设立了总规模约 110 亿元的股权投资基金，为华南城集团优质开发项目提供资金支持，盘活华南城集团土地资源。

“据我们了解，西安华南城剩余 50%的股权和第一亚太物业股权，特建发要买，已经准备了 12 亿元的定金。华南城实际上并不是还不出（美元债），只是不想还，想弃外保内。”一位持有华南城美元票据的债权人表示。对此说法，华南城 CFO 陈茂昌拒绝作出任何回应。一位深圳当地银行人士表示，目前华南城境内银行贷款及相关利息都处于正常偿还状态，并未到还不起钱的地步。不过，一位知情人士称，对于华南城接下来的境内贷款是否也会违约，银行也心存疑虑，11 家贷款行曾于 1 月 20 日召开联合会。另据了解，对于华南城的前述银团贷款，特建发未给予担保，但出具了“流动性支持函”。

“特建发对银行方面声称，华南城的违约是‘技术性操作’，想试探境外投资人底线，华南城会很快再弄一次展期的投票。”一位华南城债权人称，目前已有超过 25%的债权人委托托管行正式通知华南城，“2024 年 10 月到期的票据 trigger（触发）违约”。

据了解，此前 2023 年 12 月，华南城曾发起同意征求，希望将已展期两年的 5 只余额 13 亿美元的票据再次展期 33 个月至 39 个月不等，新到期日延期至 2027 年 1 月—2028 年 3 月之间，2027 年之前仅偿还少量本金，超过 85%的本金需要在 2027 年以后偿还，且票息将由 9%削减至 4.5%，每半年付息一次。

最终，仅 2024 年 7 月到期的一只 2.35 亿美元本金票据以逾 75%投票率擦线通过展期。“这只票据的通过也存在争议。”据债权人透露，

已有相关债权人委托律所致函香港证监会，称华南城违反香港《证券及期货条例》部分条款，请求对华南城的投票征求进行调查。

## 2. 维好协议争端

多位知情人士称，直到除夕正式触发违约前，国资督导组内部对于华南城是否应违约美元债存在分歧，主要的担忧在于此前特建发为华南城美元债提供的维好协议，未来可能存在诉讼风险。

维好协议一般为母公司为支持境外子公司发债提供的增信支持，承诺保证子公司维持适当的权益资金和流动性资金，由境内母公司、债券发行人（SPV）、担保人、受托人共同签署。

特建发与华南城、花旗国际等签订的维好协议显示，特建发承诺促使华南城维持偿付能力以及持续经营能力，任何时候拥有最少 1 美元的合并资产净值；同时促使华南城在相关付款义务的到期日之前获得充足资金，足以使其到期支付全额付款等义务。

维好协议从 2012 年开始被中资企业海外发债所采用。据彭博数据显示，中资海外债中尚存约有 770 亿美元的境外债券采用这一结构发行。虽然在中资美元债市场被视作一种类担保的增信措施，但从法律效力来看，维好协议并非债务担保；与债务担保相比，此前长期存在较大的法律和监管不确定性，尤其是国内法律并无明文规定可认定维好协议的效力。

一位香港律师表示，2023 年，香港高等法院夏利士法官在北大方正和紫光案的判例中，明确了维好义务是具有约束力且可强制执行的合同义务，并且明确该义务在香港法和中国内地法项下并无违反“公共

政策”原则。

据此前报道，在同类的维好协议纠纷中，此前已有香港、内地判决互认的案例。此前华信境外债权人以华信集团违反“维好协议”的约定为由，将其诉至香港特别行政区高等法院原讼法庭，华信集团未应诉，香港高等法院作出缺席判决，判令华信集团向债权人时和基金支付债券本金、利息及特定费用。华信债券持有人又向上海金融法院申请认可和执行香港法院生效判决。2020年11月，上海金融法院裁定认可和执行该民事判决。

债权人想要赢得诉讼当然并不容易。前述律师表示，理论上而言，需先从香港高等法院拿到胜诉判决，由法院认定特建发违反合同义务，再将香港法院的判决拿到深圳相关法院执行；若获得深圳相关法院支持，则有可能向特建发追索相关资产。

“香港是判例法，北大方正、紫光案的判决对后面的同类诉讼有很强的指引意义，所以这次华南城的债权人才想以此为筹码，希望可以将特建发拉上谈判桌。”该律师称。

在债权人看来，虽然特建发未对华南城并表，但目前话语权早已超过了郑松兴家族，实际形成了控制。特建发入股后派驻了6名非独立董事，超过郑松兴家族的4大席位；在2023年12月的展期沟通会上，特建发亦表示未放弃对华南城的并表计划，但是需要更多时间将华南城的资产负债率降低至60%以下，否则会影响国资委对特建发的资产负债率考核。之所以一直未并表，是由于集中交付住宅，华南城的收入构成有超过50%为房地产开发，如并表会进一步影响特建发的

收入构成及自身的融资。

“华南城自己造血能力远未恢复，开发还需要投入大量资金，不只是债权人指望着特建发，华南城也指望着特建发。”一位接近华南城的知情人士称，虽然是深圳企业，但华南城大量资产并不在深圳，深圳国资接手后决策很难，“华南城拿的都是郊区低价地，城市化扩张到它此前布局的区域，地才会升值，但现在明显已经没有什么升值空间了”，该人士认为，华南城对特建发已形成拖累，当初入股是否审慎、为何会出具外界都不大理解的维好协议，都是未解疑问。

据了解，在华南城违约前，特建发对债权人曾做出明确表示，只能对华南城提供有限支持；若展期未通过，无法以近似担保的形式支持华南城；并且强调自己只是单一大股东而非控股股东。

一名知情人士透露，特建发希望华南城通过市场化方式解决自身债务问题，拒绝为其兜底。

### **3.混合所有制房企风雨飘摇**

多位受访人士认为，华南城风波，进一步动摇了市场对混合所有制房企的信心。特区建发对华南城的态度，也一定程度打破了市场对国资股东救助房企的幻想。这让市场产生联想，未来假如金地集团（600383.SH）和万科集团（000002.SZ / 02202.HK）出险，其国资股东是否同样会撒手不管？

“市场情绪的影响肯定是有的，所以节后两天这两家（万科、金地）的债券下跌，但这也和它们目前本身的债务压力有关系。”一位资深债市人士表示，房企债务危机经过两年多的演化，目前除纯国资的房

企外，想要度过债务危机都得靠自己，“得看自身有没有资产、有没有能力去求生存”。

在本轮发端于 2021 年下半年的房地产全行业的流动性危机中，民企率先受到冲击；自 2023 年 8 月以来，风险从民企向混合所有制房企蔓延，金地集团和万科集团陆续步入风雨飘摇之中。

金地集团和万科集团都属于深圳的混合所有制房企。其中金地集团的大股东为富德生命人寿保险股份有限公司，持股比例为 29.83%；第二大股东为深圳市福田区投资控股有限公司（下称“福田投控”），持股比例为 7.79%，这是深圳市福田区的区属国企。万科集团的第一大股东为深圳市属国企——深圳市地铁集团有限公司，持股比例为 27.18%。

自 2023 年 8 月开始，市场就高度关注这两家企业的风险。随后两家企业采取的一致动作是，让国资背景股东出面“背书”，意欲利用国资股东优势去改变自身处境。

2023 年 9 月 15 日，金地集团宣布，正与第二大股东福田投控商讨，福田投控根据区域发展的需要研究为公司在公开市场发债提供担保等增信措施。11 月 6 日，深圳市国资委也在万科与境内外金融机构举行的三季度业绩说明会上，发声力挺万科，“如有需要或遭遇极端情况，我们有充分信心、足够的资金资源和工具，通过一切可能的市场化、法治化手段帮助万科积极应对”，给市场各方送上“定心丸”。彼时，深圳市国资委不但表态支持，还提出了多项具体支持措施，包括但不限于：通过受让、合作开发等方式加快推进万科大型城市更新



项目开发建设；通过协同、合作等方式，提高万科持有的各类投资性房地产的流动性；配合万科优化长期股权投资结构；积极组织市属国有企业以市场化方式参与债券认购等工作；积极协调各类金融机构加大对万科融资的支持力度。

当时，多名业内人士均感叹，深圳国资如此立场鲜明地力挺房企，实属罕见。中信证券首席经济学家明明于 2023 年 11 月撰文称，“对于舆情环绕的房企而言，缓解其燃眉之急更需依靠股东支持，特别是地方政府股东的支持。无论是承接相对低质项目改善企业现金流，还是市场化购入债券提升市场信心，均可抽丝剥茧地切实改善房企信用资质，从而实现债务风险的化解”。

深圳一家大行地产部人士表示，目前金地集团和万科集团均在积极自救，国资股东亦给予了不少帮助，“我们认为这两家企业的风险仍然可控”。另一家银行深圳分行的高管亦表示，金地和万科的情况，与华南城存在较大的区别，银行不会简单因为它们属于“混合所有制”企业，就收紧贷款。

2023 年 12 月 29 日晚间，金地集团公告称，为快速回收项目投资现金流，提升公司现阶段流动性水平，将持有的深圳市金地新沙房地产开发有限公司 51%的股权全部转让给福田投控，交易总对价 32.5 亿元。这笔交易完成后，金地集团仍以代建方式操盘这一项目。这意味着，福田投控通过关联交易的方式，为金地集团“输血”逾 30 亿元。万科也在积极出售资产充实流动性。2 月 9 日，领展房产基金（00823.HK）公告，拟收购上海物业七宝万科广场的余下 50%权益，

收购估计基础价款 23.838 亿元。据截至 2024 年 1 月底的最新估值报告，该物业估值为 70.60 亿元，万科此次以折让约 26.3% 的价格出售。

此外，工商登记资料显示，万科的全资子公司深圳市盈达投资基金管理有限公司已于 1 月 30 日将其持有的深圳市高新投集团有限公司 6.16% 的股权出售给深圳市投资控股有限公司。深投控由深圳国资委 100% 控股。

近期市场高度关注万科的流动性风险。市场消息称，万科正与某些贷款机构进行谈判，以延长期非标准债务的期限。万科管理层近期亦前往北京，寻求监管机构支持。此外，万科还计划出售其长租公寓子公司的部分股权。

前述银行界人士认为，国资没有对华南城施以援手，对银行的审批风险偏好存在一定影响，“信心会受到一定影响；类似于万科、金地这种混合所有制企业，我们不会完全不做业务，但审批时会更加审慎”。他认为，比对国资的信心更重要的是市场判断，“哪怕原本是有信心的，但如果一个企业已经走到需要国资救援这一步，银行都是会非常谨慎的”。

该人士称，一旦国资出手，给出的融资方案通常都是长周期的分期还款，还要求降息免息。“银行根本挣不到钱，又不好拒绝，简直就是烫手山芋。”他说，站在国家角度来看，金融机构应该承担一部分托底任务，“但在现在的市场环境下，金融机构总是希望多赚点钱、少点麻烦，因此有风险的企业尽量不碰”。

