

# 兑付压力难扛，碧桂园境内债券重组逼近

投融资两端同时遭遇资金难题，使得碧桂园连日上演股债双杀的同时，不得不指向了展期重组。

作为此前为数不多未出险的头部民营房企，碧桂园（02007.HK）流动性危机在这个8月愈演愈烈。

8月8日，据从香港投资人士处获悉，碧桂园未能支付于2023年8月7日到期的两笔美元债票息。这两笔美元债规模均为5亿美元，由碧桂园境外子公司提供担保，票息分别为4.2%和4.8%、于2026年2月6日及2030年8月6日到期，六个月付息一次，未付利息合计约2250万美元（约合人民币1.62亿元）。投资人称，碧桂园尚有30天的宽限期，超期未付即构成违约。

与此同时，8月7日晚间，一张佛山市自然资源局催促碧桂园两家子公司缴纳土地出让金的提醒函文件截图在网上流传。该函显示，碧桂园旗下公司未在规定时间内缴纳佛山市南海区的一宗土地第一期出让价款，涉及金额13.70亿元，已构成合同违约。尽管对于文件真实性，佛山市自然资源局等官方称正在“反复核实”，但有接近碧桂园的知情人士称，提醒函内容“所言非虚”，碧桂园可能面临5亿元保

证金损失。

投融资两端同时遭遇资金难题，使得碧桂园连日上演股债双杀并非没有理由，多只境内债自 8 月 9 日开始最新成交净价已经低至 30 元左右。一位债市投资人认为，价格背后反应市场预期，碧桂园境内债券展期乃至重组已是大概率事件。

据多方了解，碧桂园业已聘请中金公司 (601995.SH) 作为财务顾问，对于公开市场债务重组，近几日将做出初步决策。接近碧桂园的知情人士称，碧桂园境内债将在 9 月面临集中偿付，公司在手现金不足以应对，或先对境内债进行展期再谋境外债，以期缓解资金压力，完成“保交付”任务。

碧桂园债务体量巨大，表内总负债 1.43 万亿元，如若就此进入债券展期，对行业将再次造成重大打击。多位市场人士表示，如果碧桂园最后也出现违约，损失代价恐怕不仅是金融机构，受冲击更多的将是供应商和购房人的上万亿利益。

“如果没有外部干预，碧桂园‘倒下’之后，剩下几家民营房企会一家一家垮掉，市场最后一点信心也会被消磨殆尽。”一家百亿债券私募高管认为。

## I. 重组预期升温

在 8 月 7 日碧桂园未能按时支付两笔离岸美元债的利息之后，市场普遍预期，碧桂园或将赶在正式违约之前，对公开市场债务进行展期重组。这导致碧桂园近期债券交易活跃。

DM 查债通消息称，在最近两天，碧桂园多笔境内债跌停，价格反映空头更强。公募债中跌幅最大的是“19 碧地 03”和“21 碧地 03”，在 8 月 8 日分别下跌 27.29%和 26.90%，收于 29.81 元和 37.99 元。这两只债券分别将于 9 月 14 日行权和 11 月 20 日到期，剩余规模 9.93 亿元和 14.35 亿元，票面分别为 4.98%和 4.33%。8 月 10 日上午，“21 碧地 03”更出现了上亿元的卖单。

多名债券持有人称，当前博弈更激烈的是将于 9 月 2 日到期的私募债“16 碧园 05”，8 月 9 日当天成交量逾 7000 万元，净价 58 元，其中不乏 50 元以下成交的。8 月 10 日，这只短久期的债券进一步下跌，成交平均净价约 36.65 元，成交金额约 1.34 亿元。“快到期了跌到 50 块以下，之前几乎没有能如约兑付的。”一位债市投资人称。

“大约两三个星期之前，市场上开始流传碧桂园可能会债务重组的消息，我就赶紧把手里的碧桂园的债券全卖了。”一名此前持有碧桂园

境内私募债的人士称，当时碧桂园进入风雨飘摇之际，负面信息满天飞。他担忧碧桂园债务重组后债券会展期，“这会打乱我的资金计划”。

另一名碧桂园的境内私募债券持有人亦表示，他已在近期出售了所有碧桂园的债券。据其了解，碧桂园的境内债券重组计划已有初步方案，或将在最近几天出炉。

这一预期在这两天迅速强化。8月7日，碧桂园未能对两笔离岸美元债支付到期票息，多家媒体援引了“碧桂园内部人士”解读称，碧桂园未能支付境外债利息，是因为“受近期销售额与再融资环境持续恶化，叠加各类资金监管的影响”，公司账面可动用资金持续减少，并且“出现了阶段性流动压力”。

“碧桂园连境外债的利息都无法支付了，不能指望他们还可以按时支付境内债券的本金。”前述一名境内私募债的持有人称，“当前碧桂园的融资和销售都不顺畅，境内债只能展期，没有其他可能。”

近期的危机前，碧桂园是业内为数不多还能发债融资的民营房企。2022年9月以来，碧桂园在中债信用增进投资股份有限公司(下称“中债增信”)的担保下发行了4只共40亿元的中票。不过据了解，这些中票由佛山政府协调当地城投给予了反担保。

碧桂园 2023 年也试图在境内发行无担保的信用债,但至今未能成行。上交所信息显示,桂园地产集团有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行人公司债券项目,拟发行规模 186 亿元,3 月份获得受理,7 月 11 日最新状态显示为“已反馈”,至今未有进一步更新。一位知情的香港投资人表示,2023 年 5 月,碧桂园一度想在境外发行私募美元债,融资款可用于支付前述佛山市南海区的土地款,但至今未能如愿。

据 DM 查债通发布于 8 月 9 日的数据,碧桂园境内债发行主体包括碧桂园控股、碧桂园地产、广东腾越和增城市物业发展,境内债规模合计约 256 亿元,其中共有 9 笔将在年内到期或触发回售,年内待还规模合计 126.02 亿元。

逾 126 亿元债券刚性兑付压力大头集中于 9 月。9 月 2 日,“16 碧桂园 05”需到期兑付,该债券票面 5.65%,剩余本金 39.04 亿元。9 月 14 日和 9 月 24 日,碧桂园地产另有两只公募“21 碧地 03”和“20 碧地 03”回售到期,这两只债券规模合计 34.35 亿元。

## II. 何以展期

自 2021 年下半年起,国内房地产行业陷入现金流危机。在力保交付的基调下,主要布局三四线碧桂园自 2022 年以来销售端也量价齐跌,

2023 年上半年实现权益销售额 1288 亿元，在 2022 年的较低基数下，同比下降再超三成。

8 月 3 日最新公告显示，7 月碧桂园权益销售不足 121 亿元，环比下滑近四分之一，同比降近六成。从负债表看，虽至 2022 年末，碧桂园现金余额有 1475.5 亿元，但据梳理其中受限规模约 600 亿元，剩余资金不足以覆盖其 937 亿元的表内短债，“上半年还了小一百亿的债，保交付投入大，销售又不行，一直入不敷出。”一位券商固收人士称。

“每个月都是负的现金流，然后债务硬偿还，怎么可能持续。”一关注碧桂园的评级公司高管称，碧桂园短期债务压力巨大，“完全靠自己是不大可能的；靠股东，现在也看不到熬出来的希望”。这样的现实之下，碧桂园在 7 月 31 日的半年度预亏公告中称“积极寻求政府及各方监管机构的指导和支持”，释放出寻求救助的信号。

据了解，早在 2022 年下半年，佛山政府派过相关工作专班专门驻守碧桂园顺德总部，“就是因为担心碧桂园爆雷”。“除了担保发债，当地政府也协调了银行给碧桂园续贷，免除了一部分土地增值税等。”一位知情人士称。

在 2022 年“第二支箭”政策出台后，碧桂园等部分民营房企流动性

得到一定缓解，但 2023 年经济复苏乏力，房地产在经历短暂的回暖后又有继续恶化之虞，碧桂园自然未能幸免，公司内外部的心态都有所转变。

一位接近碧桂园的人士称，如果碧桂园继续还债，流动性会被抽空，“保交付”或许都难以完成，“如果流动性不被抽空，公司还会有一些腾挪空间，遇到项目好的还能投钱进去”。

据日前多方了解，碧桂园已聘请中金公司 (601995.SH) 作为财务顾问，对于境内公开市场债务重组，近期将做出初步决策，至于是整体展期重组还是 9 月先到期的先展还尚不明确。“境内债短期压力更大，如果获得政府和监管支持更好谈，境外往往战线会拉的很长。”接近碧桂园的人士称。

有投资人认为，碧桂园境内展期可能如去年 11 月出险的旭辉一样，一期一期去谈，“碧桂园有中债增的担保发债，如果整体重组可能会触发中债增代偿，会有阻力”。

不过，有接近交易商协会的人士表示，并非说中债增担保发债的房企就不能做整体重组，“还是需要按照市场化的方式来，而且对于担保发债资金用途，中债增都会有监控。”该人士表示。

### III. 影响几何

作为行业规模排到前三的头部房企之一，上一轮房地产行业危机正是蔓延到碧桂园戛然而止。

2022年8月10日，瑞银发布一份对旭辉集团（00884.HK）、碧桂园、万科（000002.SZ/02202.HK）、龙湖集团（00960.HK）四家房企的研究报告，从风险排序看，瑞银认为由于房地产行业和销售规模的显著下降，在三到六个月之内，这四家企业的现金流会依序耗尽，即使是龙湖集团，半年内也将有23%的现金流耗尽。旭辉集团在10月突然违约，让外界意识到，原来公认的长期优等生，流动性耗尽果然也可倒计时。不过，2022年11月国务院层面采取了一些稳定房地产市场的措施后，碧桂园及其它房企面临的流动性危机暂时停歇，在2023年第一季度还迎来了市场的些许回暖，但到第二季度又开始陷入困境。

据华福证券李清荷团队统计，上半年共有20家房企发生债券展期行为，展期债券91只，展期债余额合计1449.55亿元，其中恒大地产、龙光控股、时代控股等地产展期债规模超100亿元。

公开资料显示，自2021年至今，中国房地产行业共有富力、融创、世茂、时代中国和龙光等5家主体对旗下境内债券发起了整体或批量

展期，共涉及 42 笔境内债券，合计规模约 776.48 亿元，已经全部获得通过，分别将偿债期限延长了三至四年；另外华夏幸福旗下境内债券在债务重组阶段完成展期，共计 7 笔，合计债券规模 171 亿元，但该公司的全部金融债务化解方案尚有部分仍在投票中。

对比而言，碧桂园的债券体量仅次于恒大。YY 评级统计，至 7 月末，碧桂园债券余额约 1039.01 亿元，其中境内 220.62 亿元，境外 782.95 亿元，另有 ABS 规模 35.44 亿元。

“碧桂园的债券，在它 1.4 万亿中占比并不算大，就像民营房企现在债券违约量 3000 多亿，在整个大盘子也不算多，但公开市场债务一旦出现问题，风险会传染到所有债务，影响的是系统性的产业链，上下游供应商乃至购房人的利益，还有整个行业以及对经济的信心。”前述债券私募高管援引 2008 年美国次贷危机的例子称，当时所产生的有毒资总量不大，但风险传染性极强，雷曼因此被击倒。

在其看来，如果碧桂园再度出险，带来的将会是恒大倒下一般的影响，对行业的打击将会巨大。“但碧桂园债券的价值更大，现在跌到三五十块已经是有毒资产了，完全可以由 AMC 这样的机构进场收购，未来还可能赚钱。整体考虑，让股东将股权让出，政府的监管和控制同时进入，会比拖下去拖崩盘要好得多”。

有广东当地金融机构人士认为，当前的阶段，光靠佛山当地政府，碧桂园也难以得救，需要省政府和监管一起，通盘考虑。“广东现在风险处置的压力不小，恒大、宝能、雪松，很难受得了碧桂园再来一次冲击，即使展期也需要平稳落地。”另一位广东当地投资人表示。

名来自银行的人士称，从某种意义上说，碧桂园当前的困境，是行业的缩影，仅仅依靠企业自身力量，实难渡过难关。“诸多艰难熬过了2022年的民营房企，在2023年的财务状况都在迅速恶化。按照现在的市场态势发展，整个房地产行业，只有能够拿到极低的融资成本的国企，尚能依靠融资续命，民营房企的处境则越来越艰难。”他称。