

又一出重规模轻管理导致的悲剧



蓝光发展员工向《财经》记者透露，公司被金融机构封杀与平安集团有关。

2020年10月，蓝光发展与平安旗下公司合作的广东佛山里水项目中，未能就还款时间达成一致。项目负责人口头承诺可提前还款，但到了承诺期却没能兑现，引发了平安方面的不满，从而上了平安银行的黑名单。

蓝光发展和平安集团的合作开始于2011年，平安旗下的深圳创新资本成为蓝光发展的战略投资人，帮助其改进了企业管理制度、决策机制等，并一路陪伴蓝光发展上市。

与相伴十年的平安集团分手，难免引起外界的揣测和怀疑。

金融机构高度厌恶风险，蓝光发展的融资环境恶化，最终无法筹措资金归还到期债务，就会出现实质性违约。

《财经》记者获悉，平安银行内部没有明确规定禁贷蓝光发展。

“银行可以上征信系统查这家公司的征信，一旦有坏账，或评级下降，所有银行都可以调整授信。因债务违约出现信用评级下降，按常规来说，银行一般都不会再给这家公司提供贷款了。”一位金融业内人士分析。

银行的授信变化只是引子，造成蓝光发展债务危机的根源，在于宏观环境的变化。

近两年的疫情、融资环境收紧、三道红线，以及贷款集中度管理等政策，从资金和去化两端都给开发商带来压力。

从蓝光发展的债务结构来看，这家公司的偿债形势越来越紧张，现金完全不足以覆盖百亿元逾期负债。

截至6月30日，公司110.16亿元的货币资金中，仅2.07亿元可自由调用偿还负债。其余资金包括项目预售监管资金64.27亿元，合作项目资金34.64亿元（公司无法单方面使用）等。

第三方研究机构透镜公司研究创始人况玉清认为，不能自由调用的合作项目资金很可能在蓝光发展持股比例很低的子公司内，蓝光发展对这些子公司的控制力较弱。

这一点从蓝光发展资产负债表中畸形的归属母公司股东权益和少数股东权益比例中可窥豹一斑。

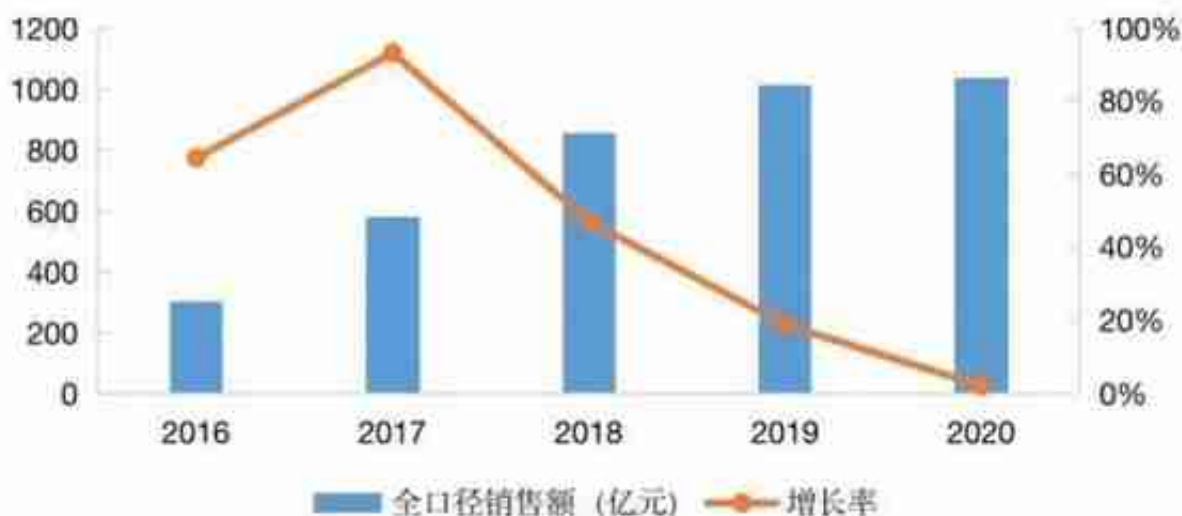
2020年，蓝光发展少数股东权益增加80亿元，增幅60%。在所有者权益中，归属母公司股东权益和少数股东权益的比为3:2。

况玉清分析，这表明蓝光发展将大量持股比例较低的子公司强行纳入了合并报表范围，但实际上可能对这些子公司的控制力没那么强。

他认为，蓝光发展可能有大量明股实债，实际债务压力可能比账面数字更严重。

2016年-2020年，蓝光发展有息负债的规模从273.70 亿元上涨至729.85 亿元，增幅167%。

蓝光发展全口径销售额及增长率



据老蓝光人讲，公司创始人杨铿从2008年就有了向全国扩张的决心，只是苦于没钱。

2008年，全球金融危机叠加5·12汶川大地震，对四川房地产市场造成毁灭性打击。

消费者担心地震对在建房屋的安全性产生影响，专家鉴定也难以完全打消他们的疑虑。

此时，重仓成都市场的蓝光发展被逼到了生死一线。为了分散风险，杨铿决定布局全国，启动上市。

2015年，蓝光发展顺利在上交所挂牌，隐忍多年的杨铿，开始向全国进军。四年后，这家公司成功跻身千亿房企俱乐部。

2019年，蓝光发展终于得偿夙愿，冲进了地产千亿俱乐部。当年全口径销售额1015.37亿元,营业收入 391.94 亿元。

同年，蓝光发展入驻上海总部，形成了“上海+成都”双总部发展格局。

2020年，蓝光发展再进一步，全口径销售额1035.36亿元，营业收入 429.57 亿元。

但是，蓝光发展一位中层员工向《财经》记者透露，公司迅速扩张的同时没有做好质量管控，拿了一些不太好的地块，占用大量资金，建成后销售困难，导致公司陷

入债务危机。

2016年-2020年，蓝光发展土地储备签约金额从117.55亿元增加至332.40亿元，增幅183%。

《财经》记者获悉，蓝光发展的投资岗员工有拿地任务指标，考核压力较大。基层员工三个月没拿到地，就得直接离职。其直接领导受黄牌警告，区域总裁受半张黄牌警告。两张黄牌等于一张红牌，一旦被公司出示红牌，就意味着在蓝光职业生涯的结束。

重压之下，为了拿地方案在投融资会上过审，投资岗员工很可能会隐瞒地块的潜在风险，或为提高方案的利润率盲目加高预期售价，导致开盘后去化困难。

而当公司遇到资金流动性危机时，这些盲目加高价的项目，最后也只能降价促销。

2018年，蓝光发展在三线城市广东茂名（华南区域）连续拿了三块地，项目用地面积60多万平方米。

上述蓝光发展员工分析，这种做法相对来讲过于冒进，像碧桂园这样的龙头房企，一般不会在新进城市集中拿这么多地。先少量拿地，有利于避免对新进城市误判造成的风险。

从售价看，蓝光发展在茂名的项目表现一般。

安居客数据显示，三个楼盘售价均低于所在区域均价，其中有两个项目在开盘后一个月内降价了约800元/平方米，降幅约为10%。

2018年前后，房企通过招拍挂拿地的成本越来越高，市场竞争激烈之时，蓝光发展开始采用收并购等方式拿地。

2018年，蓝光发展80%的新增土储都是通过收并购拿到。但这种拿地方式也给投资人员留下了赚取灰色利润的空间。

2019年，蓝光发展总部曾接到项目投资人员在收并购拿地中赚取回扣的举报，经调查后，对当事人进行了劝退处理。

当年种的苦果一起落下

由于拿地草率，蓝光发展的房子卖得不好。近五年销售数据显示，蓝光发展大部分

区域的销售均价呈逐年下降趋势。

蓝光发展上市后，奉行“3461”高周转模式，即拿地后三个月内开工，四个月开盘，开盘当日销售率达到60%，一年内实现项目正现金流。

但实际结果却与口号相差甚远。

财报显示，蓝光发展2017年-2020年销售率均在60%左右（由于年报披露口径不同，2018年及以后的销售率基于权益销售额统计）。也就是说蓝光发展定下的开盘当日卖掉60%房子的标准，其实要一年才能完成。

从存货端看，蓝光发展也屯积了大量资产卖不出去。

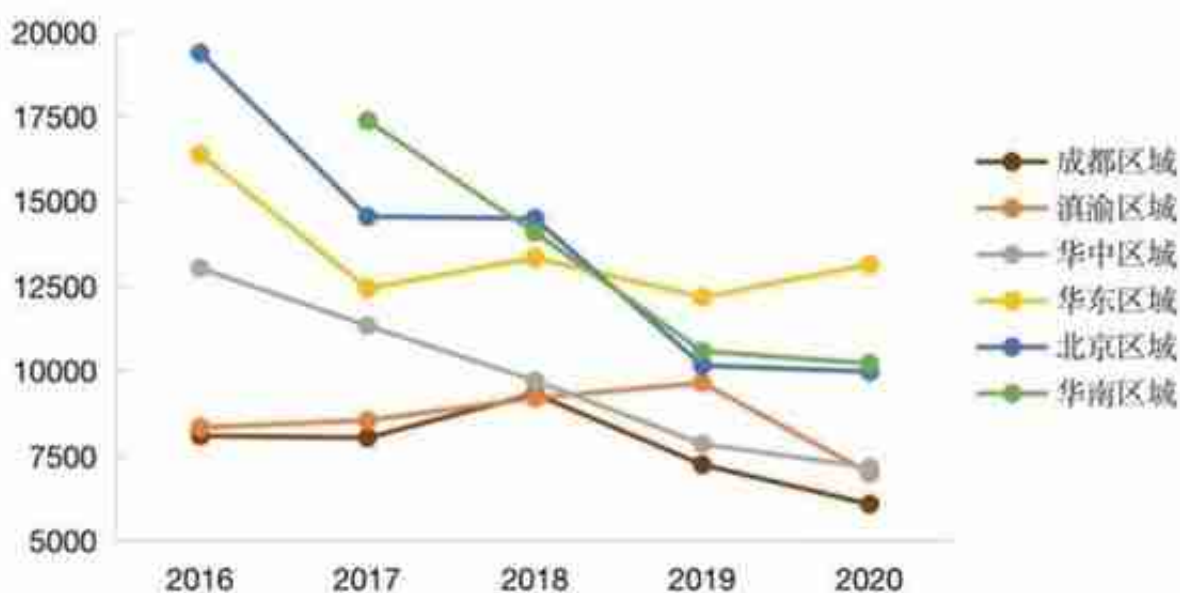
财报显示，2018年起，公司已完工房屋中，竣工一年以上的占比均超过50%。

2020年，营业收入规模与蓝光发展相近的首开股份（600376.SH）和滨江集团（002244.SZ），该指标分别为22%和15%。

今年，蓝光发展在一份回复上交所监管工作函中称，货龄较长的产品主要为公司较早布局地区的车位，刚需客户购车需求延后导致滞销。

但不断增加的高货龄产品，也反映出蓝光发展的房子销售困难。

蓝光发展各区域销售均价（元）



上述蓝光发展中层员工透露，公司在天津（北京区域）的项目多位于郊区，开盘后销售情况不佳，只能降价促销，六个项目基本都不盈利。

蓝光发展卖房艰难，还有一个重要原因在于没有跟上周期性调整的节奏。

贝壳研究院高级分析师潘浩认为，2018年蓝光发展大力举债，东进南下，70%新增土储位于三线城市，错失了行业调整期，区域发展失衡。

2018年下半年，棚改货币化收紧，三四线城市的购房需求明显下滑，房价面临下行压力。此时蓝光发展布局全国，踏入三线城市，显然已错过了最好时机。

与此同时，蓝光发展将资源向大本营外倾斜，成都区域的销售额有所下降。

2020年，蓝光发展在业绩会上对投资策略进行调整。提出做精准投资，聚焦新一线、强二线和强三线城市。并从3月开始加大成都、四川区域的投资力度，进行土地补充。

但木已成舟，苦果已然酿成。蓝光发展顺利落实战略的前题是还清债务。

外援渺茫，极力自救

百亿债务压顶，蓝光极力自救。7月起，蓝光发展陆续召开了债券持有人会议。

8月4日，蓝光发展发布公告称，公司正加快探索制定可落地的风险化解整体方案。为最大程度维护全体债权人的整体利益，公司将基于整体方案统一考虑清偿方案。

为了促回款，蓝光发展总部专门成立了决策委员会，解决危及项目交付的紧急情况。

为了及时结清总包商的欠款，项目只有拿到施工总承包方（下称总包）配合办理的建设竣工验收备案证才能交付，所以及时结清总包商的欠款尤为关键。

蓝光发展开具的商业承兑汇票年利率一般在14%左右。部分总包拿到了无法按期承兑的商票，会要求将年利率提高到25%-30%作为补偿。为了保证项目按时交付，决策委员会一般会满足对方的要求。

另外，在重庆、武汉等地，看好当地房地产市场的总包商会选择收工程抵押房代替商票。蓝光发展也愿意将房屋按正常售价抵给总包，缓解资金压力。

至于情况不紧急的逾期商票，目前尚未有项目公司上报给总部处理。但据天眼查信息，涉及蓝光发展的30个开庭公告中，9个与票据纠纷相关。

据悉，蓝光发展正考虑引入不干涉公司经营的财务战略投资者，预计到年底会有确切消息。

前述蓝光发展中层分析，过程会很艰难。房地产行业外的企业不了解行业，存在一定顾虑；房地产行业内的企业出手，必然要参与经营，比如要求分配董事会席位等。

该中层透露，四川省政府出资设立的四川发展（控股）有限责任公司曾与蓝光发展接洽，但没有表达进一步合作的意向。

与此同时，蓝光发展也在积极变卖项目资产，回笼资金。

据中金公司研报，截至2020年底，蓝光发展西南、华中、华东、华北和华南区域土储占比分别为40%、33%、10%、8%和9%。占比最高的西南区域内，成渝地区部分项目位于郊区，地段分布不佳，四川省项目多个位于南充、泸州、自贡等三四线城市，去化和处置均存在难度。较好的项目主要位于占比较低的华东区域，但该区域很多项目拿地溢价率超过50%，盈利空间有限。

另外，蓝光发展较多资产被用于抵押融资，截至2020年底，约537亿元存货被用于借款抵押担保，占存货总额的32%。各项目封闭运作，出现债务危机时，融资方可能快速寻求财产保全，冻结上市公司或核心子公司股权、要求补充抵质押等，各方合并谈判存在困难，可能导致资产处置周期拉长，价值受损。

前述蓝光发展员工透露，除去代工代建及今年交付的项目，剩余的约140个项目中，目前已变卖了三四十个。

《财经》记者获悉，万科、融创都曾看过蓝光发展的项目。但融创没有出手，万科从5月起，陆续接手了蓝光发展在江阴、常州、宁波、石家庄、重庆、成都等地的多个项目。

开发商的顾虑还在于风险评估不过关。由于高周转，蓝光发展可处理的净地不多，很多土地刚拍下就已经签了总包商、施工方。

一位头部地产公司财务人员表示，蓝光的土地资源目前已经存续的状态，报规进展，产品品质，已有的利益相关方，如总包单位、施工单位等，都会成为开发商收购时要考虑的风险因素。

但多位采访对象认为，收购是基于风险和收益的评估，如果蓝光给到绝对低的价格，即使土地存续状态较复杂，也会有迎难而上的买家。

据悉，目前各大地产商已经停止与蓝光发展沟通。“成立债委会后，就是资产包的处置了，目前已经没有单个项目再放出来了。”一位接近交易的业内人士表示。

除了地产业务，以商业地产起家的蓝光发展还有一块子业务蓝光文商旅。2015年左右，蓝光文商旅推出了“蓝光耍街”，希望从成都走向全国，输出轻资产运营模式。

目前，蓝光耍街在成都、重庆、苏州、武汉、青岛等全国25个城市都有布局。

一位投资人透露，2020年3月份，蓝光发展文商旅集团总裁张刚就带着团队四处找投资机构，不是卖资产，而是希望引入股权资金，或做业务梳理，希望可以让文商旅打包上市。

该投资人最后放弃了蓝光文商旅的项目。他认为这些公司最初都是为了招投标能拿住宅用地，才配套给地方政府一定的文旅、商业自持项目。

仅靠做地产剥离出来的商业项目底子很薄。即无新概念，也没万达那种特殊性招商资源。商业+文旅模式做得比较好的是香港的铜锣湾。

《财经》记者获悉，蓝光文商旅现有的三个文旅项目中，只有都江堰的项目开业了，天津项目处于在建状态，昆明项目原计划2018年夏天开业，但昆明市政府对于项目不满意，认为不具备开业条件，开业就被紧急叫停了。

上述投资人认为，蓝光文商旅想引入股权投资有点难，如果有香港铜锣湾这种有供应商、配套资源库，也有管理能力的公司想收购资产或控股，比较有可能。

蓝光发展靠商业地产起家，2002年转型进入住宅市场，创始人杨铿曾是成都工程机械集团的一名技术工人，1990年创办了蓝光控股投资集团（蓝光发展母公司）。

杨铿喜欢写诗，他2010年写的《向前方》里有这样的句子：

华丽的诗篇总是把成就颂扬，

真实的生活其实充满了感伤。

.....

蓝色的信念，

像智慧和坚韧的灯塔，

指引着我们——

向前方。

蓝色的信念能否像过去一样，再次照亮蓝光发展的未来，现在还没有答案。