

房地产开发

出险房企专题研究：房企为何会出险？出险至今有什么变化？

房企走向出险的真正拐点为资金链条变化，即融资端（主导性更强）及销售端的双向倾覆。本轮出险房企最先出现的是现金流危机而非资产风险，现金流危机的真正拐点为资金链条变化，即融资端及销售端的双向倾覆。从出险的主要时间路径来看，房企出险爆发周期与境内外发债停滞关键时间点相契合：随着2021年下半年以来境内外发债窗口收紧，房企现金流危机逐渐显露，进而反向带来其他各类融资途径的信用坍塌；2023年一季度短暂小阳春后市场再次下行，融资枯竭叠加销售回款的难以回流带来行业新一轮洗牌。

现金流危机后出险房企因资产价格大幅下跌等原因面临资产风险。1、出险潮下居民持币观望心态及避险情绪加重，房企降价压力及去化难度提升，带来住宅类资产价格下跌并致账面存货贬值。2、与行业上行期所期待的“高效运营管理能力助力持有型资产（尤其REITs的底层持有型资产）溢价长期存在，并最终对原始权益人价值重估发起冲击”不同；当前由于住宅类资产价格长期处于下行通道，导致持有型资产价格产生波动。同时，非住宅资产价格下跌影响抵押品价值，进而带来写字楼、办公、商业等资产变现清偿负债能力的下滑。3、现金流危机下房企多主动/被动抛售资产，虽短暂缓解房企流动性压力，但核心资产的流失本质上将对房企的持续经营能力发起更大挑战。

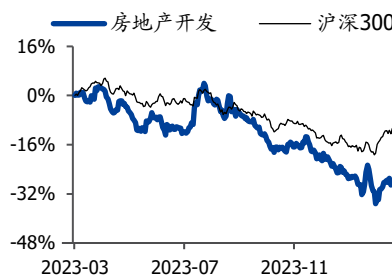
当前房地产行业供给侧产能出清幅度已近50%。1、榜单：截至2023年12月5日，克而瑞权益销售额百强榜（2021年榜单）中的出险房企数量共计46家，其中国企、民企、混合所有制企业分别为0、44、2家，分别占百强榜中各类企业比重的0%、62.9%、40%。46家出险房企至2022年及2023M10分别有44及25家企业仍留于百强榜单中。2、销售：以2023年为基准，25家出险企业在经历2022年同期权益销售额近62.5%的深度下滑后，2023M1-10这25家出险房企销售额再次腰斩（-43.5%）。3、市占率：出险房企市占率受现金流断裂、购房风险偏好、自身缩表等因素影响不断下滑，于2020/2021/2022年在百强房企权益销售额中分别占比54.0%/49.5%/32.6%。4、拿地：25家出险房企于2020年达到拿地高点；2021年行业开始试行集中拍地，彼时受销售转冷、融资承压影响，年内行业三轮土拍热度逐次下滑；2022年后25家样本出险房企已几乎供给侧产能出清完毕，样本中仅碧桂园及旭辉两家房企仍具备阶段性拿地能力。

行业真正适合去杠杆的时间是销售上升期或者稳定期，而非销售下行期。“三道红线”政策最开始的目的是在适度节奏下调降三大指标；但由于“三道红线”下的主体融资控制较过往融资渠道控制对房企资金链稳定性的考验更大，导致部分早期经营不规范房企的三大指标在短暂的下行过后开始显著攀升。从具体出险房企主要指标变化情况来看，出险后房企经营指标快速衰退——销售及投资规模快速萎缩；而资产负债表指标虽已露出部分端倪（包括净利润下滑、净资产折损、货币资金无法提取等），但指标的绝对衰退要滞后半年左右。2023H2行业延续下行趋势，在供给侧出清接近尾声的背景下再次引发新一轮民企被淘汰出局，同时行业对债务安全不确定性的担忧愈发向头部混合制房企蔓延。被视为优秀标杆的万科亦遭遇多轮股债价格大幅波动，并带动国央企债券价格同步异动。虽然国央企债券跟随波动幅度相对小，仍依然展现出了债券情绪易传导的特征。与此同时，类似万科等行业仅存的优质龙头开发商在短期内对行业信心重塑至关重要。

风险提示：基本面下行超预期、政策放松不及预期、房企出险风险蔓延。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 金晶

执业证书编号：S0680522030001

邮箱：jinjing3@gszq.com

分析师 周卓君

执业证书编号：S0680523070006

邮箱：zhouzhuojun@gszq.com

分析师 肖依依

执业证书编号：S0680523080005

邮箱：xiaoyiyi3664@gszq.com

研究助理 夏陶

执业证书编号：S0680122080038

邮箱：xiatao@gszq.com

相关研究

- 1、《房地产开发：2024W10：本周新房成交同比-58.1%，住建部对政策、防风险、新模式作出说明》2024-03-10
- 2、《房地产开发：2024年政府工作报告点评：继续强调防风险，推动构建地产新模式》2024-03-08
- 3、《房地产开发：2024W9：本周新房成交同比-42.3%，城市房地产融资协调机制持续推进》2024-03-03

内容目录

一、房企走向出险的真正拐点为资金链条变化	4
1.1 房地产企业出险前奏与时间轴	4
1.2 房地产企业出险关键拐点	10
1.3 出险房企从现金流风险走向资产风险关键拐点	14
二、出险潮后行业整体表现	16
2.1 当前房地产行业供给侧产能出清幅度已近 50%	16
2.2 出险潮后行业整体杠杆不降反升	18
三、单主体出险案例分析	20
3.1 房企出险信号拆解	20
3.2 地产单主体出险案例——中国恒大	20
3.3 地产单主体出险案例——绿地控股	25
3.4 地产单主体出险案例——融创中国	27
3.5 地产单主体出险案例——旭辉控股集团	31
3.6 地产单主体出险案例——碧桂园	31
风险提示	33

图表目录

图表 1: 我国商品房现房及期房销售面积占比变化（预售制度）	4
图表 2: 全国财政收入中房地产行业贡献度变化（土地财政）	4
图表 3: 我国居民部门杠杆率不断增长（%）（高杠杆）	5
图表 4: SW 房地产企业杠杆率不断攀升（高负债、高杠杆）	5
图表 5: 资金流出上房企需面对信用债偿还高峰（高负债）	5
图表 6: 资金流出上房企需面对美元债偿还高峰（高负债）	5
图表 7: 中国城镇化率及变化	6
图表 8: 世界主要经济体人均住宅建筑面积（平方米）	6
图表 9: 房地产企业出险时间轴	7
图表 10: 主要 35 家已出险大型房企最新近况整理	9
图表 11: 房企主要现金流来源和流向	11
图表 12: 房企资金使用调整情况	12
图表 13: 房地产行业民企信用债融资获支持情况较弱	13
图表 14: 房地产行业美元债融资陷入停滞（亿元）	13
图表 15: 房地产行业信托融资陷入停滞（亿元）	13
图表 16: 房地产行业 ABS 融资缩减（亿元）	13
图表 17: 各月百强房企中新增出险房企数量	14
图表 18: 出险房企由现金流风险走向资产风险传导图	15
图表 19: 百强房企中不同类型企业数量以及其中的出险房企数量	16
图表 20: 以 2021 年百强榜单为基准，房企去留情况	16
图表 21: 出险房企销售同比变化（25 家样本）	17
图表 22: 出险房企和非出险房企权益销售额增速（44 家样本）	17
图表 23: 不同类型企业的权益销售额增速（44 家样本）	17
图表 24: 出险房企和非出险房企的权益销售额市占率	18
图表 25: 不同类型企业的权益销售额市占率	18
图表 26: 样本出险房企新增土地价值（25 家样本）	18
图表 27: 样本出险房企拿地销售比（25 家样本）	18

图表 28: 2018-2023H1 主流 60 家房企整体财务杠杆指标变化.....	19
图表 29: 出险房企经营与资产负债表指标变化情况.....	19
图表 30: 房企出险信号拆解.....	20
图表 31: 中国恒大出险路径拆解.....	21
图表 32: 恒大销售额.....	22
图表 33: 恒大集团合并报表内分红金额（亿元）.....	22
图表 34: 恒大营业收入.....	22
图表 35: 恒大净利润.....	22
图表 36: 恒大主要资产变动情况（亿元）.....	23
图表 37: 恒大主要资产占比.....	23
图表 38: 恒大主要股权融资自救行为（仅供参考）.....	23
图表 39: 恒大资产出售情况（据不完全披露信息约 243 亿元，仅供参考）.....	24
图表 40: 2022 恒大全国保交楼情况（含部分区域公司明细）.....	24
图表 41: 2023 年恒大全国保交楼情况（含部分区域公司明细）.....	25
图表 42: 绿地控股出险路径拆解.....	26
图表 43: 融创中国出险路径拆解.....	28
图表 44: 融创中国境外债重组方案测算（2023/11/19）.....	28
图表 45: 融创中国境外债重组搭配示例.....	29
图表 46: 融创中国股本影响敏感性测算（2023/11/19）.....	30
图表 47: 境外债重组方案对融创中国债务规模的影响（总债务）.....	30
图表 48: 境外债重组方案对融创中国债务规模的影响（即期借贷偿债化解方案）.....	30
图表 49: 旭辉控股出险路径拆解.....	31
图表 50: 碧桂园年销售额.....	32
图表 51: 碧桂园月销售额.....	32
图表 52: 碧桂园归母净利润.....	32
图表 53: 碧桂园土储.....	32
图表 54: 碧桂园到期债券余额合计（截至 2023 年 10 月 30 日）.....	33

一、房企走向出险的真正拐点为资金链条变化

1.1 房地产企业出险前奏与时间轴

房企出险前奏

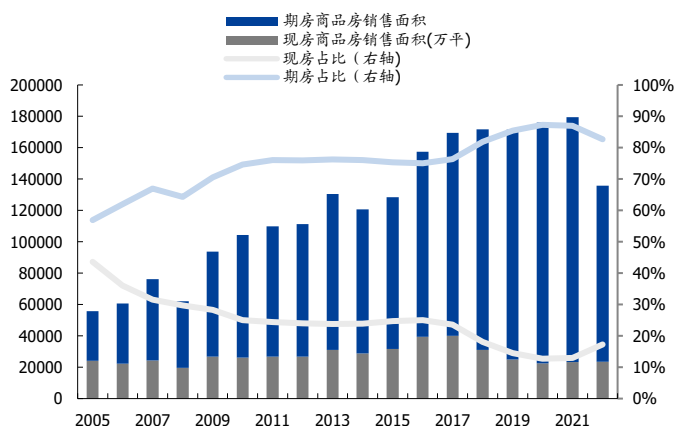
房地产行业出了什么问题、如何打破房地产行业负反馈循环、如何推进房地产健康发展长效机制建设等问题我们已经在过往策略报告（最新讨论详见 2023 年 12 月 24 日发布的《2024 年行业策略报告：凛冬已至，洗牌时刻》报告）中反复讨论，因此这篇文章我们不再从政策、基本面复盘及展望等角度着手，而是试图通过对出险房企的路径复盘以告诉投资者房企为何会出险、出险至今有什么变化？明白这两个问题后，我们才能更好地理解房地产周期走势背后的缘由以及行业阵痛调整的必要性。

如何理解此轮房地产行业所经历的供给侧出清？

一是¹市场发展初期，受土地制度、专业化程度、融资渠道等因素制约，我国大陆地产行业发展偏向于“中国香港模式”（三种主要发展模式为“美国模式”、“中国香港模式”及“新加坡模式”），并引入了商品房预售和按揭制度（预售制度下房地产行业天然带有较强金融属性）。在时代红利背景下，房地产行业逐渐掌握并试图最大化运用金融属性带来的资金杠杆效应，并逐渐走向高负债、高杠杆、高周转的销售模式，这使得房地产在充分发挥对国民经济拉动作用的同时，也带来部分房企对杠杆的过度使用及部分地方政府对土地财政的过度依赖，导致我国房地产主要呈现：

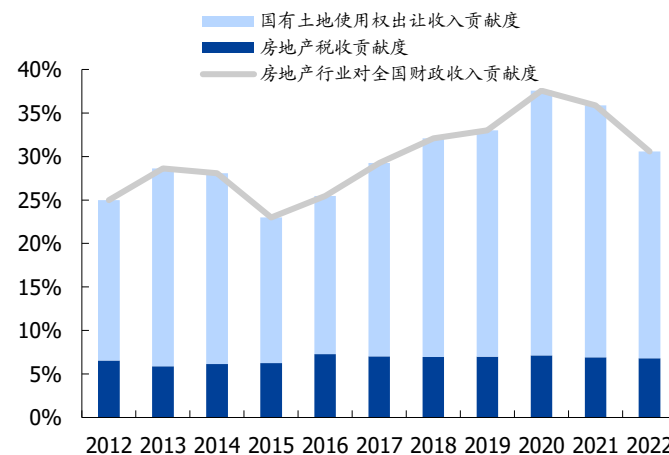
- ① 区域间、城镇间结构失衡（分布不平衡、房价表现不平衡、住房拥有不平衡）；
- ② 企业间部分主体责任失职（债务违约、楼盘烂尾等问题频发，且部分房企风险暴露后偿债意愿较低，详见下文分析）；
- ③ 行业间金融风险加剧（居民及房地产行业杠杆率十余年来不断上行，前者需特别指出英国、德国、美国、日本等居民杠杆率在 2008 年金融危机之后均处于下降趋势，虽后于 2020 年特殊宏观环境下略有提升，但我国居民杠杆率长期攀升并已达 61.9%，接近日本的 67.5%。详见图表“我国居民部门杠杆率不断增长（%）”“SW 房地产企业杠杆率不断攀升”及“2018-2023H1 主流 60 家房企整体财务杠杆指标变化”）等问题。

图表 1：我国商品房现房及期房销售面积占比变化（预售制度）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

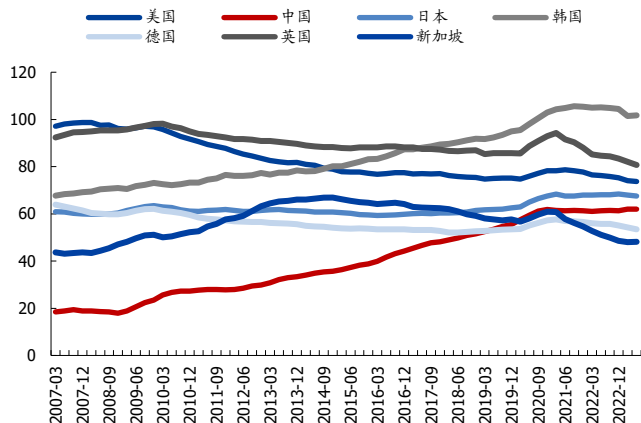
图表 2：全国财政收入中房地产行业贡献度变化（土地财政）



资料来源：Wind，国盛证券研究所。注：图中仅统计狭义的房地产行业相关税收；包括契税、土地增值税、房产税、耕地占用税和城镇土地使用税。广义的房地产行业税收还应包括各环节的印花税、增值税以及所得税等。

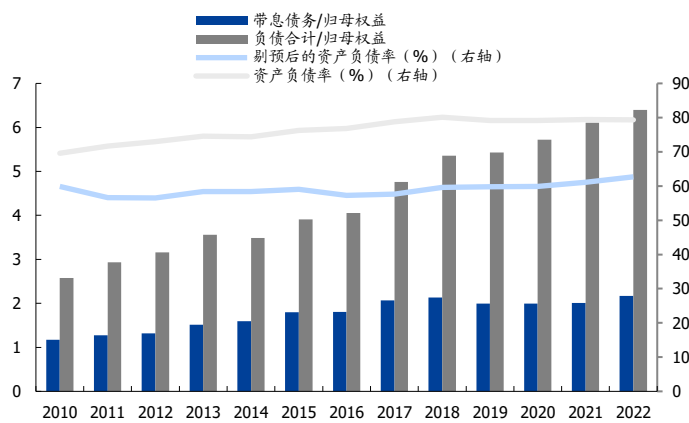
¹ 中国房地产报《房地产新发展模式的路径探索》

图表 3: 我国居民部门杠杆率不断增长 (%) (高杠杆)



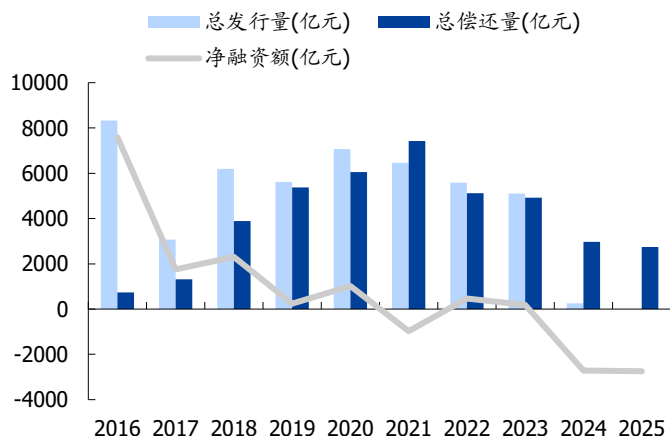
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: SW 房地产企业杠杆率不断攀升 (高负债, 高杠杆)



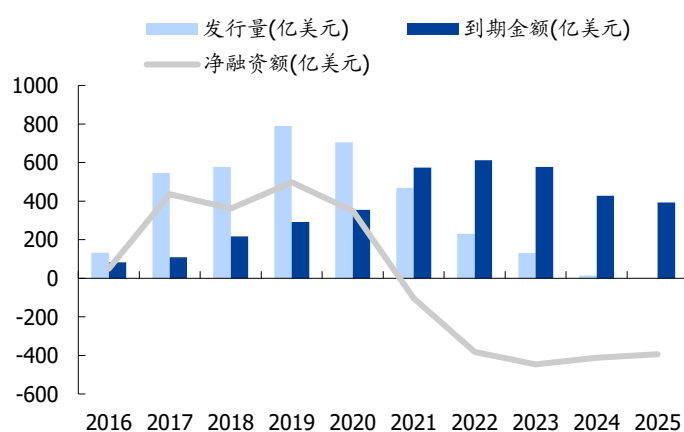
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 资金流出上房企需面对信用债偿还高峰 (高负债)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所。注: 统计范围为 Wind 房地产_信用债, 统计时间截至 2024-01-17, 故 2024 及 2025 年发行量暂无完整数据。

图表 6: 资金流出上房企需面对美元债偿还高峰 (高负债)



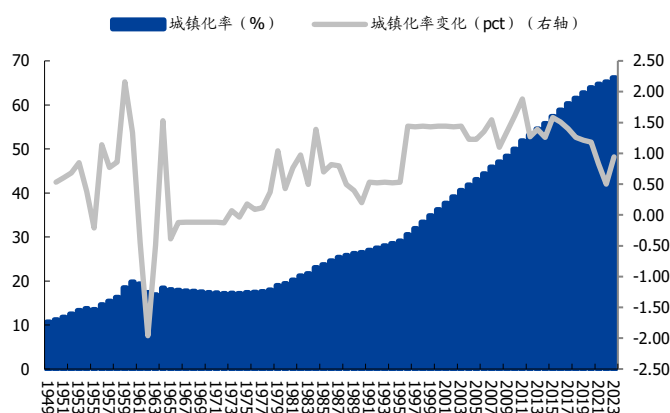
资料来源: Wind, 国盛证券研究所。注: 统计范围为 Wind 房地产_中资美元债, 统计时间截至 2024-01-17, 故 2024 及 2025 年发行量暂无完整数据。

为促进金融与房地产良性循环, 健全房地产企业主体监管制度和资金监管, 我国政府在 2020 年下半年开始加大政策手段干预, 包括运用对行业影响较大的“三道红线”(最初目的旨在调降三大指标, 倒逼房企主动降杠杆)、贷款集中度管理(长远意义旨在限制房地产行业对信贷资源的挤占)、供地两集中(最初目的旨在引导土地市场竞拍热度回归理性)及商品房预售资金监管(最初目的旨在规避房企资金挪用, 压实房企主体责任)等政策对房地产过多且不合理的金融属性进行强制剥离。

二是从人口视角来看, 经过 20 余年的发展, 中国城镇住房从供给短缺到总体平衡, 行业市场的容量正在构筑右肩, 逐步进入减量发展时代。具体来看, 中国房地产周期第一次面临瓶颈期是在 2007-2009 的阶段, 第二个瓶颈期是在 2020-2025 年, 此后或皆为探底。其中第二个瓶颈期(2020-2025 年)实际上对应的是历史大周期级别的顶部, 至于具体是哪一年, 实际的市场数据已经给出了答案——2021 年商品房销售面积见顶。虽然回过头去看数据已经验证了结论, 但我们还是在此罗列与这个时间点判断相关的人口、城镇化率、人均住房面积情况, 以便投资者更加清晰地了解我国最基本的住房需求已被满足:

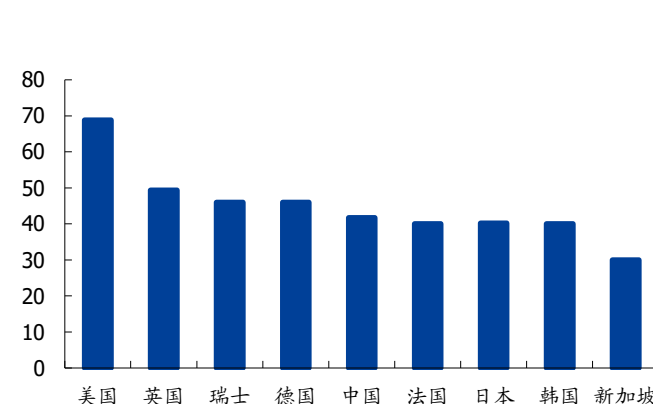
- ① 结合联合国人口署预测及统计局年出生人口按照年龄位移，我国主力置业人口（25-44岁）预期在2020-2025年进入瓶颈期。
- ② 我国城镇化率增速自2016年起连续7年放缓，2023年小幅增长至66.16%，虽与世界主要经济体相比依然具备一定提升空间，但需要注意我国人口基数大，各地分化明显。观察我国各省份城镇化率（2022年，国家统计局数据），可以发现东部城市普遍较中西部城市更高，如上海（89.3%）、北京（87.6%）、天津（85.1%）、广东（74.8%）、江苏（74.4%）、浙江（73.4%）、福建（70.1%）等省份城镇化率已超过70%，接近发达国家水平，提升空间相对较小。
- ③ 根据七普数据，我国人均住房面积达41.76平方米，其中城镇人均住房面积为38.6平方米，已经接近发达国家40—60平方米的人均住房建筑面积水平，特别是与东亚发达国家日韩接近。考虑到我国经济发展水平还远低于日韩，某种程度上可以说我国居民住房情况超前于经济发展水平，继续快速增长的内在动力已经开始衰减（据财经城市研究院数据）。

图表7：中国城镇化率及变化



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表8：世界主要经济体人均住宅建筑面积（平方米）



资料来源：根据财经城市研究院，美国驻华大使馆公众号，瑞小编电报，风马牛地产研究院，长株潭楼市情报站，财闻要鉴，广东社会科学研究报道整理，国盛证券研究所。注：或存在建筑面积和套内面积的统计口径差异，及统计时间差异，仅供参考。

大级别周期角度，地产的需求是人口，政策与市场环境共振的结果。所以与以往不同的是，我们在2021年见到的政策调控是有史以来最为全面最为精准的一轮（供给端，融资端，需求端，房企端全面收紧），而此次倒逼行业降杠杆是处于大下行期。

但我们同时也需理性看待当前房地产市场所经历的阵痛期，一方面，违法违规致资不抵债，失去经营能力的企业将按照法治化，市场化原则出清将是必然的结果，行业在包括主体经营监管和资金责任监管上也将进一步规范，推动行业可持续健康发展；另一方面，破解房地产发展难题，促进市场平稳健康发展的治本之策也在淘汰违规者后更加清晰，包括①住房供应模式上加速“三大工程”建设以提供新动能，构建以政府为主提供基本保障，以市场为主满足多层次需求的住房供应体系；②开发模式上引导企业摒弃过往规模业绩为王的观念，更加注重产品与服务，让商品住房回归商品属性，更好满足改善性住房需求；③融资模式上构建“存量资产和新增投资的良性循环”成为大势所趋，如保障房，产业园及消费基础设施REITs项目已获实质推进，多渠道盘活存量资产对合理扩大有效投资以及降低行业债务风险等具有重要意义。

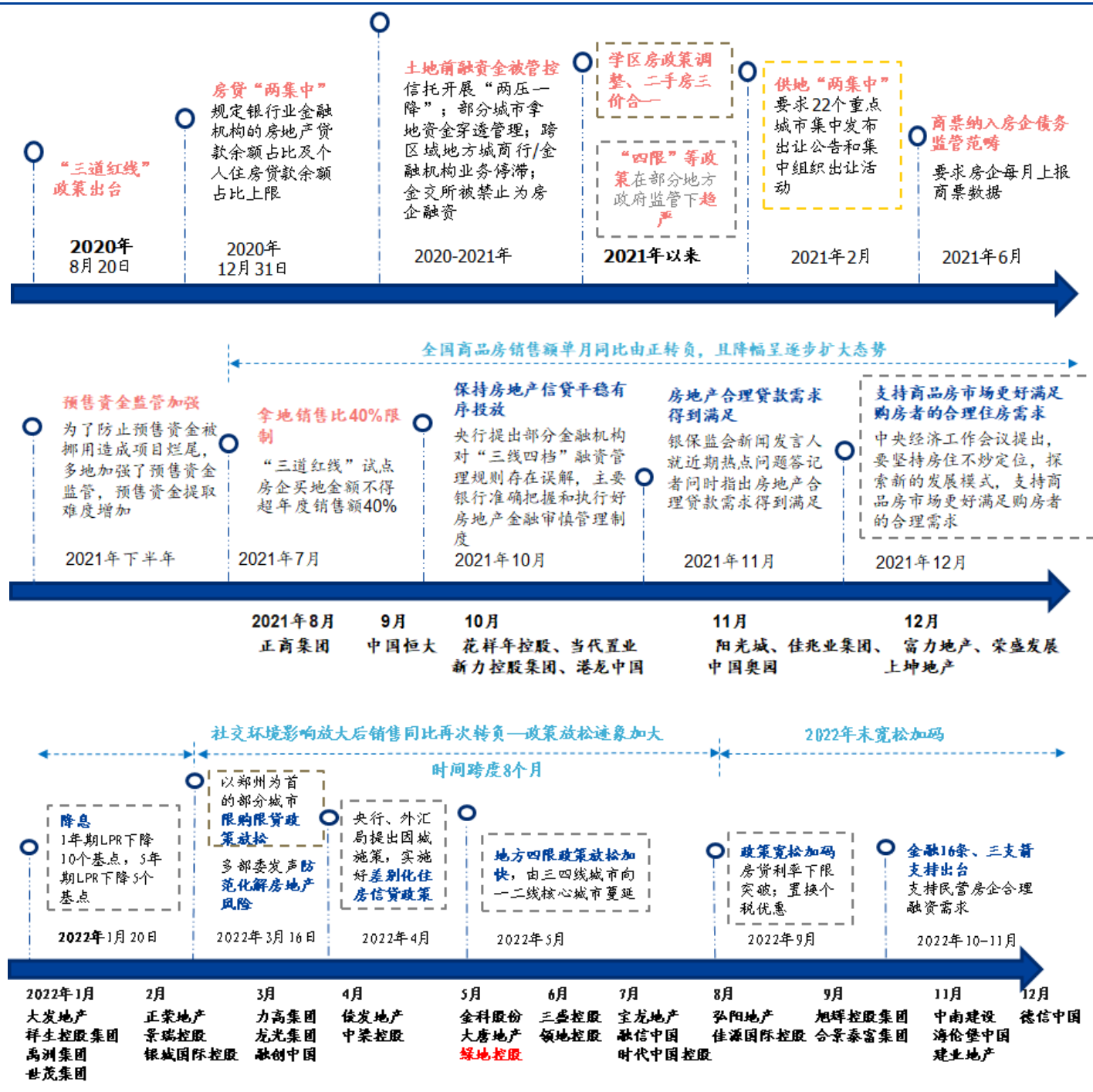
房企出险探讨

如我们前文所叙述，在此等背景下，部分房企淘汰出局是行业重塑的必然结果；而从行业实际发展情况来看，当前房地产行业供给侧产能出清幅度已接近50%。行业阵痛调整既已是必然，那么决定房企出险的关键拐点是什么，出险潮后行业整体表现如何，行业

出清是否结束等关键问题我们将在下文陆续展开。

首先我们对房企出险做一个定义（相对严格定义）：根据不动产资管汇，房企出险指因政策和市场的变化，企业现金流出现断层，无法按期偿还各类融资及债券，无法按期兑付各类商票和员工理财产品，无法及时支付工程款，营销佣金等开发成本费用等情形，尤其指发行过美元债的房企，在美元债到期后无法按期偿还本息的情况。

图表 9：房地产企业出险时间轴



以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/407023101163006053>