

中国房地产行业的流动性压力与挑战

2024 年 4 月 2 日

要点

- 我们对 18 个样本房企进行了流动性压力测试。结果显示，近 8 成样本企业在销售额下滑 10%、表外债务占比 30% 的基准情形下能够应对债务到期压力；但若新房销售出现超预期下滑，则行业整体偿债流动性仍显不足。
- 我们的压力测试显示，偿债流动性承压是当下市场环境中全行业共同面临的考验，而非个别企业的特定风险。流动性指标缓冲空间难言宽裕凸显出改善行业再融资环境的迫切性。
- 我们认为，在当前市场环境下，关注企业的基本面依然至关重要。在行业企稳后，基本面优质的房企或仍将是行业内最具竞争力和信用韧性的一批企业，这类企业的盈利能力更强，经营更为稳健。

分析师

任映雪

北京

+86-10-6516 6037

yingxue.ren@spgchinaratings.cn

张任远

北京

+86-10-6516 6028

renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

标普信评预计，2024 年中国房地产市场将延续筑底行情，在当前市场体量下寻找新的平衡点。行业寻底过程中，我们认为房企的偿债流动性仍将承受不同程度的压力，压力主要来自于销售复苏乏力以及再融资修复的不确定性。融资端政策仍是当下化解市场风险的关键所在，房企保持现金流的平衡亟需外部融资支持的强力托底。

销售疲弱与债务到期压力是当前房企最主要的挑战

销售方面，2024 年 1-2 月的商品房销售弱势开局，全国商品房销售面积、销售额分别同比下滑 20.5%、29.3%。受制于 2023 年“小阳春”高基数影响，我们预计一季度市场表现或难扭转颓势，房企的销售回款现金流将继续承压。融资方面，虽然开年以来全国各地房地产融资协调机制加速落地，“白名单”项目贷款审批提速，但这方面的支持更多体现在具体项目层面，而非惠及房企本部。尽管政策反复强调“要一视同仁满足不同所有制房企的合理融资需求”，但近期部分房企股债价格大幅波动，说明房企再融资能力的修复仍然充满挑战。

此外，我们也关注到，房企的表外债务压力始终是困扰市场投资者的共性问题，但受限于信息披露，信用分析中往往难以准确量化这类债务压力。我们认为，在再融资环境偏紧的背景下，房企非标准化债务的滚续压力亦将不断上升。若表外债务爆出负面舆情，将打击市场对企业融资的信心，因此也很有必要将表外债务纳入对企业偿债流动性的考量分析中。

在此背景下，我们挑选 18 家典型的房地产开发企业作为样本（名单见附录 2），对其偿债流动性覆盖倍数（具体定义见附录 1）进行压力测试，将销售下滑幅度、表外债务对表内债务占比设置为压力测试的 2 个变量。房企样本广泛覆盖国企、民企及混合所有制企业。

为了尽可能还原企业当期现金流，我们以合约销售及现金性支出为基础计算可供偿债现金流，排除了房企利润跨期结算的干扰。到期债务首先包括企业一年内到期的境内外债券，压力测试中设置了表外债务规模占表内带息债务的不同比例，并假设表外债务三年内偿还。这里的表外债务泛指房企对联合营项目的带息融资、明股实债、项目前融等等。这些债务的信息披露并不充分，压力测试可以帮助我们衡量不同规模表外债务对房企偿债压力的影响。

在压力测试中，覆盖倍数不足 1.0 倍即代表出现偿债资金缺口，意味着企业经营所得现金流及在手现金难以应对表内债券及表外债务到期，须依赖同一融资渠道的再融资滚动，或者及时扩充其他融资渠道腾挪接续，否则将出现偿债困难。压力测试的主要逻辑见以下图示，指标计算公式和口径说明详见附录 1。

图1

销售下滑幅度 表外债务占比	10%	20%	30%
20%	偿债流动性覆盖倍数		
30%			
40%			
50%			

基准情形下行业整体具备韧性，但应对超预期销售下滑仍有困难

标普信评预计，2024 年全国新建商品房销售金额同比下滑 5%左右。我们的压力测试显示，在新房销售下降 10%的压力下，样本企业偿债流动性覆盖倍数的中位数保持在 1.2 倍左右，如图 3 所示；近八成样本房企能够应对销售下滑 10%、表外债务占比 30%的压力情形，如图 2 所示。

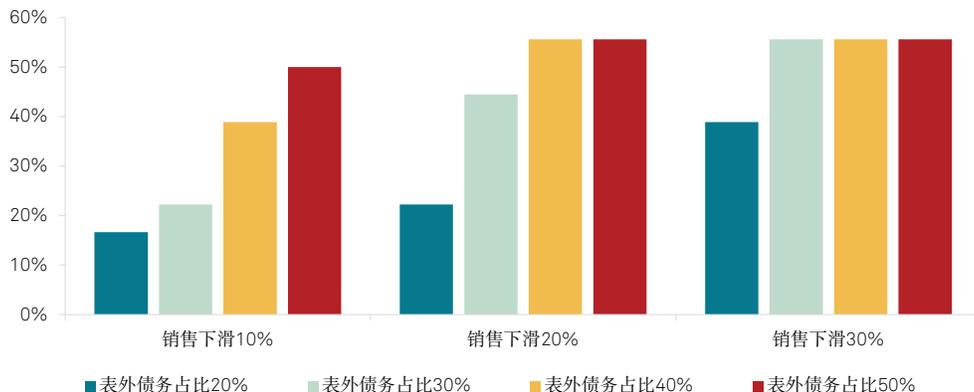
但是，当行业销售出现超预期下滑时，样本企业整体偿债能力明显弱化。在销售额下滑 20%、表外债务占比 40%的情形下，过半数样本企业偿债流动性不足；而当销售额下滑 30%，样本企业偿债流动性覆盖倍数中位数下降到 1 倍以下，显示此情形下样本企业整体偿债能力不足。

我们的压力测试结果显示，偿债流动性压力是当下市场环境中全行业共同面对的严峻考验，并不因所有制形式的不同而异。这是因为当前行业面临的压力是由底层项目去化显著变慢后项目端融资无法妥善接续而产生的。在当前需求承压、去化变慢的局面下，全体房企普遍面临项目端融资需要偿还的资金压力。

不过我们也注意到，样本中有一部分房企在层层加压的情况下流动性状况仍然充满韧性，表现为偿债流动性覆盖倍数稳定大于 1 倍，如图 4 所示。这部分房企的主要特征是：债务压力总体可控，一年内到期的债券负担不重，或者过去一年合约销售规模保持增长或稳定。我们认为，稳健的杠杆控制、合理的债务结构、良好的销售表现能够增强企业在行业低谷期的流动性抗压能力。

图2

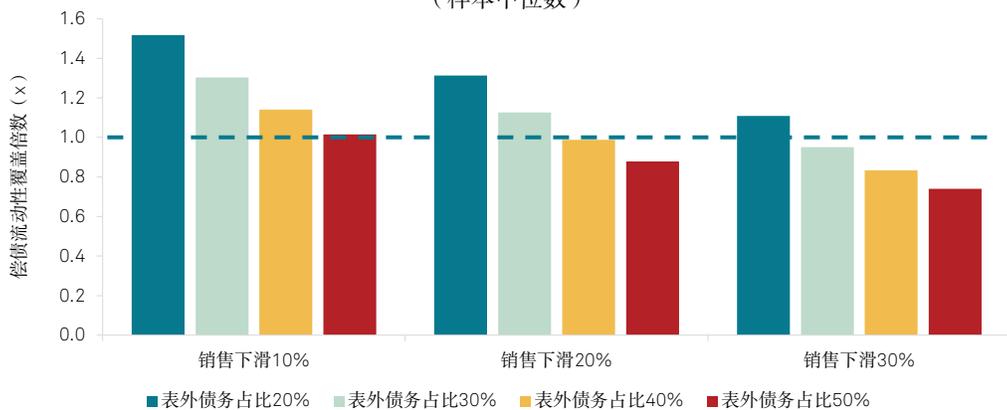
不同压力情形下偿债流动性覆盖倍数不足1倍的样本占比



资料来源：克而瑞地产研究，Wind，标普信评。
 版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图3

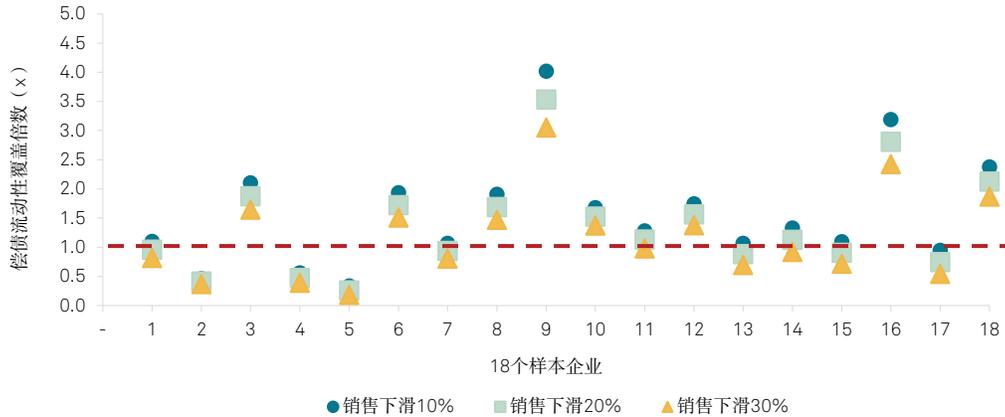
不同压力情形下的偿债流动性覆盖倍数
 （样本中位数）



资料来源：克而瑞地产研究，Wind，标普信评。
 版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图4

表外债务占比30%情形：样本房企偿债流动性覆盖倍数分布



注：上图样本房企序号与附录2顺序无对应关系。
资料来源：克而瑞地产研究，Wind，标普信评。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

现阶段如何稳定房企信用？

我们认为，在当前行业面临压力的情况下，改善行业再融资环境具有迫切性。但是，项目端融资的展期对缓解全行业再融资压力的作用有限，并且效果正在逐步减弱。展期是一种“以时间换空间”的阶段性举措，在当前行业处于持续调整、去化速度显著减慢的情况下，换来的“空间”也在显著缩小。另一方面，房企项目端“展期”事件仍被市场普遍视为负面风险舆情的体现，因为这反映了母公司对项目上提供资金支持的能力显著下降，进而影响投资者对于房企债券的信心。

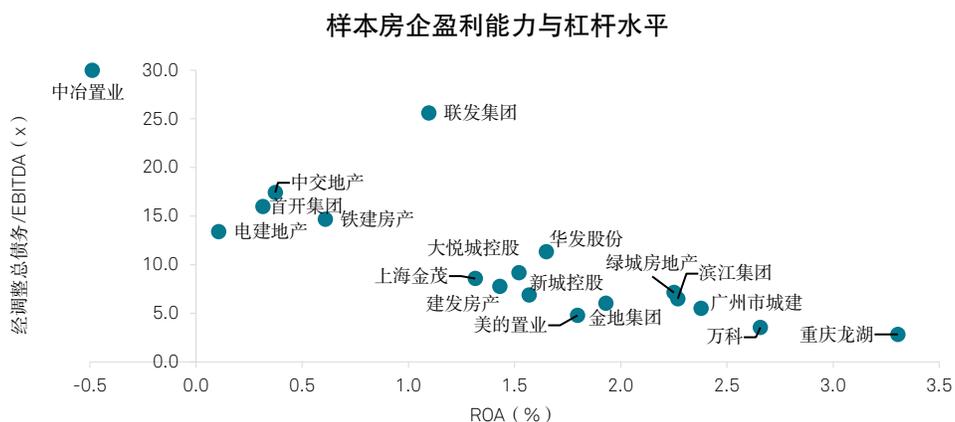
我们认为，融资端政策仍是当下化解市场风险的关键所在，房企保持现金流平衡亟需外部融资的强力托底，落实一视同仁满足不同所有制房企的合理融资需求至关重要。增量资金的来源一般可以分为两类。一类是地产公司从本部层面为项目提供流动性支持，帮助项目端化解到期压力。例如，3月19日，招商蛇口发布公告称，公司计划为从事房地产业务但不在合并报表范围内的项目公司，或公司所占权益比例不超过50%的项目公司，提供不超过人民币598.62亿元的财务资助。我们认为此举可以非常有效地缓解项目公司层面的资金压力。另一类就是金融机构向房企本部提供增量融资，例如以经营性物业作为抵押物发放贷款。在行业销售复苏缓慢的背景下，阶段性融资支持能够帮助房企缓解再融资压力，稳住阵脚，避免极端风险事件对市场信心造成更大冲击。

行业底部更应关注企业长期信用质量来源

我们预计，当行业充分调整并再度企稳后，基本面优质的房企或仍将是行业内最具竞争力和信用韧性的一批企业。尤其是这些企业在城市旧改、租赁住房、商业地产运营等方面各有专长和亮点，在细分领域已占据领先地位或是一席之地。在行业探索“市场+保障”新模式的过程中，这些企业仍有施展专业能力的空间，能够为推动行业向高质量发展转型发挥一定积极作用。

图5中，我们以总资产回报率ROA代表企业的盈利能力，以经调整总债务/EBITDA代表企业的财务杠杆。我们认为，这两个指标分别可以用于衡量企业的盈利创造能力和稳健经营能力，为我们提供了审视企业经营质量的一种视角。图中分布在右下角的企业，其经营基本面相对更加优质。

图5



注：1、ROA取2022年末、2023年中、2023年9月末3期平均值。2、经调整总债务/EBITDA取2021-2022年2年平均，指标经标普信评调整。3、为了方便展示，中冶置业的经调整总债务/EBITDA在上图显示为30倍，实际值为44倍。

资料来源：Wind，标普信评。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

附录 1：指标计算公式及口径说明

现金流入 = ▲权益口径销售额*预售资金监管比例+母公司口径现金+项目盈余资金

项目盈余资金 = (并表口径货币资金-母公司口径货币资金) *30%

现金流出 = 支付给职工的现金+支付的各项税费+现金利息支出

可供偿债现金流 = 现金流入-现金流出

偿债流动性覆盖倍数 = 可供偿债现金流 / (一年内到期境内外债券+一年内到期表外债务)

一年内到期表外债务 = 1/3 *▲表外债务占比*表内带息债务

注：

1、▲代表压力测试变量指标。

2、现金流入中的权益销售以企业股权在项目中的占比为口径，受限于现金性支出数据的可得性，现金流出计算分项基于企业合并口径现金流量表，两者口径存在差异。我们认为口径差异对测试的影响可控，测试结果仍然具有代表性。

3、各地区、各项目的预售资金监管比例存在较大差异，测算中统一采用 50%匡算。这部分资金主要用于项目建安支出以及偿还项目开发贷款。

4、测算为了展示企业最大可动用的偿债现金流，假设期间企业无购地支出，因为当企业资金面出现紧张时，会相应缩减购地支出。

5、项目盈余资金代表企业能够随时调动的项目上的资金。考虑到项目层面盈余资金也因不同企业、不同地区预售资金监管及项目管理存在很大差异，我们采用 30%的比例进行统一估算。

6、压力测试中，我们假设 1/3 的表外债务将于一年内到期。一年内到期债券包含样本企业及其关联企业在境内外到期的债券合计。

7、数据时间口径：权益销售基于 2023 年全年权益销售规模；报表数据基于样本企业披露的最新时点的财报数据，经年化调整；现金利息支出根据最近一个完整年度的财务数据计算，如有上层集团则采用集团口径；一年内到期债券数据截至 2024 年 3 月 29 日。

附录 2：样本企业名单

公司名称	简称
上海金茂投资管理集团有限公司	上海金茂
中冶置业集团有限公司	中冶置业
中交地产股份有限公司	中交地产
大悦城控股集团股份有限公司	大悦城控股
广州市城市建设开发有限公司	广州市城建
建发房地产集团有限公司	建发房产
北京首都开发控股(集团)有限公司	首开集团
中国铁建房地产集团有限公司	铁建房产
中国电建地产集团有限公司	电建地产
联发集团有限公司	联发集团

珠海华发实业股份有限公司	华发股份
绿城房地产集团有限公司	绿城房地产
新城控股集团股份有限公司	新城控股
美的置业集团有限公司	美的置业
万科企业股份有限公司	万科
金地(集团)股份有限公司	金地集团
重庆龙湖企业拓展有限公司	重庆龙湖
杭州滨江房产集团股份有限公司	滨江集团

注：上海金茂、广州市城建、绿城房地产、重庆龙湖、新城控股、美的置业采用相应集团公司的权益销售数据。

本报告不构成评级行动。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2024 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损失、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。