

7月至今已有两月，地产纾困具体模式有哪些，当前进展如何，本文对此做出系统梳理，为理解当前地产纾困模式的内核、症结及未来走向，提供一些启发。

► 目前地产纾困主要有四类模式

模式之一，债权纾困。由商业机构或者政府牵头出资，资金以债权形式注入到涉险房企。现金流盘活以后受困项目重新步入常规运转，最终债权得到偿付，纾困资金退出。目前仅有少量债权纾困项目落地，且落地项目主要由政府牵引。

模式之二，收并购与破产重组。国有房企、地方国企、地方 AMC 以及纾困基金等机构或其子公司出资购买涉险房企的项目资产。受困房企资产盘活，流动性好转，受困项目也由出资方或其安排新的主体接手复工。项目完成并盈利后，出资方取得项目收益。当前市场化收并购的热度不高，推进的进度较为缓慢。

模式之三，保障性租赁住房。地方城投向国开行申请保障性租赁式住房专项贷款，收购房企的受困项目（库存楼盘），将其改造成租赁住房或人才公寓出租。受困房企资产盘活，流动性好转。房企主导开发的商业地产转变为政府平台运营的租赁式住房，最终由租赁式住房长期出租获得的租金收入作为还款来源。这种纾困模式适用于销售不畅的整套住宅项目，目前落地效率比较有限。

模式之四，棚改统贷统还。河南省人民政府网、《郑州日报》、人民网提及郑州棚改统贷统还模式。被困项目由安置房项目转化为棚改项目，由地市级融资平台向国开行申请棚改专项贷款，再转贷给各区县的项目公司。受困项目现金流盘活继续运转，最终项目完工取得收入后，项目公司和融资平台逐级偿还债务。

► 四类地产纾困解决问题的底层思路

纾困操作的本质是注入一笔流动性，盘活停工项目。地产纾困需要关注两块内容：资金从何而来，停工项目如何盘活运转？

中国目前既有的地产纾困资金主要来自国资或政府。

参照海外停工房企项目处置经验，纾困资金可以来自于市场化机构，也可以来自政府部门。目前中国地产纾困的资金主要来自政策性银行、地方国企、地方 AMC 等，最终的资金来源可追溯于中央和地方政府。

中国目前既有的四类地产纾困模式，蕴含两大停工项目转换逻辑。

一种是通过市场化方式激活停工项目。保持停工项目的商品化属性不变，通过注入流动性（或股权方式注入，或债权方式注入），缓和停工项目现金流，推动停工项目再启动。我们理解债权资金、收并购破产重组模式当属此类操作。

另一种则是改变停工项目商品属性。主流操作是将商业化住宅和安置房转化为保障性租赁式住房或棚改房。保障性租赁住房与棚改统贷统还，对应这一操作思路。

► 未来地产纾困或可需要解决两个问题

现有四类纾困模式一定程度上缓解当前地产困境，但目前落地效率均较慢。我们认为后续纾困政策可以在以下两点做出改善。

第一，或需要扩大纾困资金规模。纾困少数项目，恢复市场信心，示范带动市场销售好转。同时吸纳更多社会资本进入房地产市场，帮助纾困。

第二，目前纾困政策带有市场化运行底色，只能解决部分涉险房企压力。目前资不抵债、债务关系复杂项目难以得到有效纾困，需为此类项目寻求新方法。

风险提示：疫情发展超预期风险；房地产政策超预期；对纾困模式理解偏差。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 游勇

执业证书：S0100122070037

电话：17342022779

邮箱：youyong@mszq.com

相关研究

1. 超预期通胀后会是超预期加息吗？——美国8月CPI数据点评-2022/09/14
2. 宏观事件点评：当下哪些宏观数据最重要？-2022/09/12
3. 全球大类资产跟踪周报：国内定价地产复苏，海外紧缩交易缓解-2022/09/12
4. 政策双周报：稳经济政策加速落地，市场预期好转-2022/09/11
5. 宏观专题研究：出口是正常下台阶，还是“崩溃式”下行？-2022/09/08

目录

引言	3
1 模式一， 债权资金介入纾困	3
1.1 债权纾困流程解析	3
1.2 债权纾困当前进展	4
2 模式二， 收并购与破产重组	6
2.1 收并购纾困流程解析	6
2.2 收并购模式当前进展	7
3 模式三， 保障性租赁住房	9
3.1 保障性租赁住房纾困流程解析	9
3.2 保障性租赁住房模式当前进展	10
4 模式四， 棚改统贷统还	11
4.1 棚改统贷统还流程解析	11
4.2 棚改统贷统还当前进展	11
5 总结	13
6 风险提示	14
插图目录	15

引言

今年地产风波以来政策高度关注楼房交付和民生问题。7月中央政治局会议更是明确提到“压实地方政府责任，保交楼、稳民生”。此后中央和地方政府保交楼政策层层推进，纾困基金是其中的重要政策选择。

7月至今已有两月，地产纾困具体模式有哪些，当前进展如何，本文对此做出系统梳理，为理解当前地产纾困模式的内核、症结及未来走向，提供一些启发。

1 模式一，债权资金介入纾困

根据淮北市住建局，淮北市住建局牵头助力银企对接，交通银行淮北市分行为淮北市房地产企业提供6亿元项目贷款，首批3亿元贷款已于7月31日成功投放。淮北市地产纾困政策是“债权纾困”的代表。

1.1 债权纾困流程解析

债权纾困即直接向企业或项目提供贷款，帮助渡过资金不足的难关。当前房地产行业承压，债权纾困通常经历四步。

第一步，政府牵头搭建对接平台。

当前房地产行业承压，房企风险事件增多。项目通过市场化渠道获取资金的难度较大，需要政府出面鼓励、撮合各方参与地产行业纾困。

第二步，项目调查评估。

贷款适用于弥补项目建设的流动性缺口。资金最终要求还本付息，资不抵债或风险较高的项目纾困难度较大。债券纾困之前，要进行必要的项目评估调查。

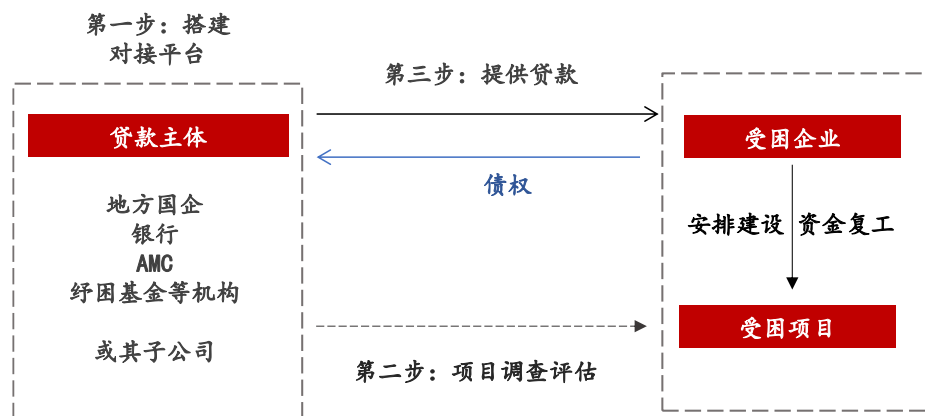
第三步，债权纾困并复工。

资金方提供方贷款给被困企业完成资金注入，企业得到贷款后安排建设资金复工项目。

最后，项目脱困后，被困企业到期还本付息。

一般项目完工并取得收入后，企业具备偿还能力。最终由被困企业还本付息。

图1： 债权纾困模式



资料来源：中国新闻网等，民生证券研究院

1.2 债权纾困当前进展

当前运行现状：各地将债权纾困作为纾困政策重点，仅有少量项目落地，且落地项目主要由政府牵引。

如淮北市住建局搭建银企对接平台，交通银行淮北市分行为淮北地产项目提供贷款。

再如各地地方纾困基金。8月19日南宁市平稳房地产基金正式成立，首期资金的出资方均为国企，包括南宁轨道地产集团有限公司、南宁交通投资集团有限公司与南宁威宁房地产开发有限公司。江苏与湖北的地产纾困基金分别来自地方AMC（江苏资产管理有限公司与湖北资产管理有限公司）。

债权纾困在现实中落地效果显现偏慢，我们认为主要有三点原因。

第一，当前市场对民营房企尤其出险房企普别缺乏信心，商业机构资金不愿涉入债权纾困。

第二，当前愿意对出险项目进行纾困的债权资金，主要来自于政府纾困基金，资金利率较低，但规模有限。

目前最具代表性的是淮北市交通银行贷款，其提供6亿元的贷款规模并不大。各地均在探索吸纳社会资本成立纾困基金，通过纾困基金解决资金问题。纾困基金的资金主要来自地方AMC、地方国企、地方城投平台等。

第三，因为资金利率不高，因而有限规模的债权纾困基金普遍要求对接资质较好的房企项目，而符合要求的货值充足、可产生收益的项目并不多。

图2：目前已经披露的地方纾困基金情况

地方	发起主体	基金规模	资金来源
河南郑州	郑州市人民政府	专项基金100亿	中心城市基金下设，各区县吸引不同类型社会资本共同出资设立子基金
广西南宁	郑州市委	首期基金30亿	南宁轨道地产集团有限公司 南宁交通投资集团有限公司 南宁威宁房地产开发有限公司
江苏	江苏省资产管理有限公司	20亿元	江苏资产或其指定主体认缴18亿元，占比 90%； 中南控股或其指定主体认缴2亿元，占比10%
浙江杭州	杭州市房地产开发集团有限公司	首轮融资规模约20亿元	/
湖北	湖北省资产管理有限公司 浙商资产管理有限公司	纾困基金50亿	湖北省资产管理有限公司 浙商资产管理有限公司

资料来源：河南省人民政府网站、南宁市住建局网站等，民生证券研究院

2 模式二，收并购与破产重组

2021年12月，人民银行和银保监会联合印发《关于做好重点房地产企业风险处置项目并购金融服务的通知》，提出“并购贷”与“并购债”，明确金融支持出险房企项目“收并购”。

今年以来，越来越多的地方政府与地方国企、AMC等参与收并购。其中，郑州市也将“收并购”列为地产创新纾困模式之一。

2.1 收并购纾困流程解析

收并购模式是房企被困项目资产的转卖。出资方购得项目资产后，筹资继续开发。

资产大于负债的项目，可选择“收并购”模式。资不抵债的项目，或无人参与接盘的项目，可采用“破产重组”模式。

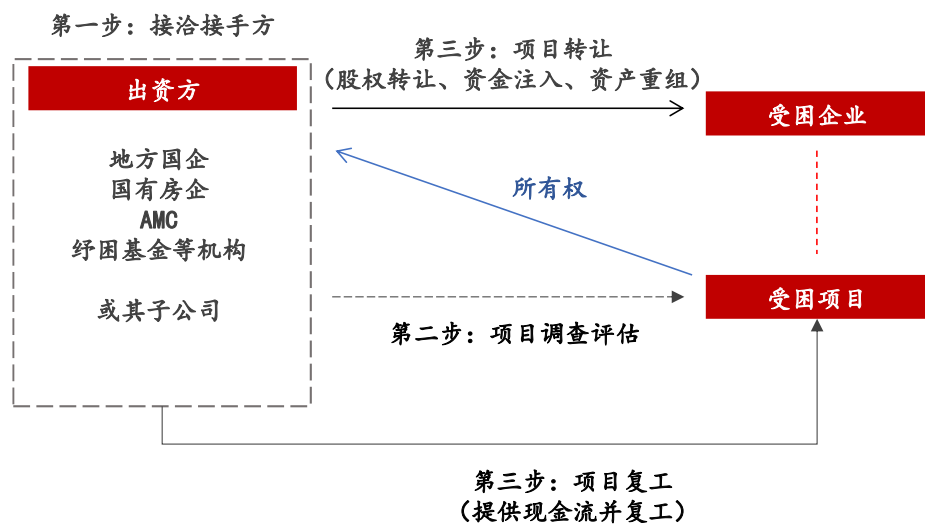
收并购纾困流程通常分为三步。

第一步，接洽接手方。接手方可能是新开发商，也可能是资产处置机构，甚至可以是破产清算平台。按照目前运行的实际情况来看，收并购的接手方主要有地方AMC、地方国企、国有房企等。

第二步，项目资产评估。收并购需要尽调评估资产价值，破产清算则通过协商、破产拍卖、资产清算等方式，重估项目价值，包括对已完工部分、土地等资产，以及已有债务的清算。

第三步，项目转让与复工。资产所有权转移之后，接手方或者接手方安排新开发主体复工项目。由接手方为项目提供现金流，项目完成盈利后，接手方取得收益。

图3：收并购模式



资料来源：中国新闻网、观察者网等，民生证券研究院整理

2.2 收并购模式当前进展

当前运行现状：房企和投资公司市场化收并购的热度不高，推进的进度比较缓慢。

根据焦点研究院，2022年1-6月，房地产行业收并购案例数量共计42件，金额为401.6亿元，两个数据仅是往年的约1/4。

破产重组的项目多是体量大、债权债务复杂不明确。后续需要投入多大体量资金才真正能够盘活项目。破产处置流程复杂，还包括原资料调取，涉及总包谈判（设备租赁和人力等大量补偿）等。

我们认为当前收并购模式进展缓慢，或主要有三个原因。

第一，有效评估项目并给出合理定价，需要经历较长时间。

第二，因缺乏足够的地产项目收购及破产重组经验，国企、AMC等短期内无法给出一个有效定价。

第三，出险民营房企对后续地产景气度仍抱有预期。民营房企愿意接受的对价偏高。

图4：2022 年以来地方 AMC 参与的收并购与破产重组

区域	时间	具体内容
广州	5月	越秀金控表示，旗下控股地方AMC广州资产管理有限公司利用自身优势，已着手迎接这轮房地产调整、信心修复中的新业务机遇。
浙江	6月	浙江省房地产业协会与浙江省浙商资产管理股份有限公司（以下简称“浙商资产”）达成合作协议，拟共同发起设立“并购重整合伙企业（有限合伙）”，推动危困房企项目并购重组。
深圳	7月	招商蛇口称，与深圳市招商平安资产管理有限责任公司已签署《战略合作协议》，双方拟在推动困境地产项目等方面进行合作。
郑州	8月	郑州国企与地方AMC发起设立了拯救出险房企的基金，首单拯救郑东新区如意岛项目。
江苏	8月	江苏资产管理有限公司与中南建设的母公司中南控股集团签署了发起设立20亿元、存续期3年的基金用于中南集团以及关联方投资的项目合作
建瓯	8月	兴业资产管理有限公司与建瓯市政府签署战略合作协议，协议内容涉及房地产项目重组业务合作等。

资料来源：中国经营网等，民生证券研究院整理

3 模式三，保障性租赁住房

中国新闻网、财新网报道，郑州市将建设保障性租赁住房作为地产纾困的重点政策。在此我们梳理下保障性租赁住房纾困模式的具体细节。

3.1 保障性租赁住房纾困流程解析

“保障性租赁住房”模式与“收并购”模式的最大区别在于，前者由地方城投收购地产项目，接手项目之后，项目被开发为“保障性租赁住房”，随后城投平台负责运营保障性租赁住房。

具体纾困流程有三步：

第一步，地方城投向国开行申请保障性租赁式住房专项贷款，以土拍得到的土地抵押给国开行进行融资。

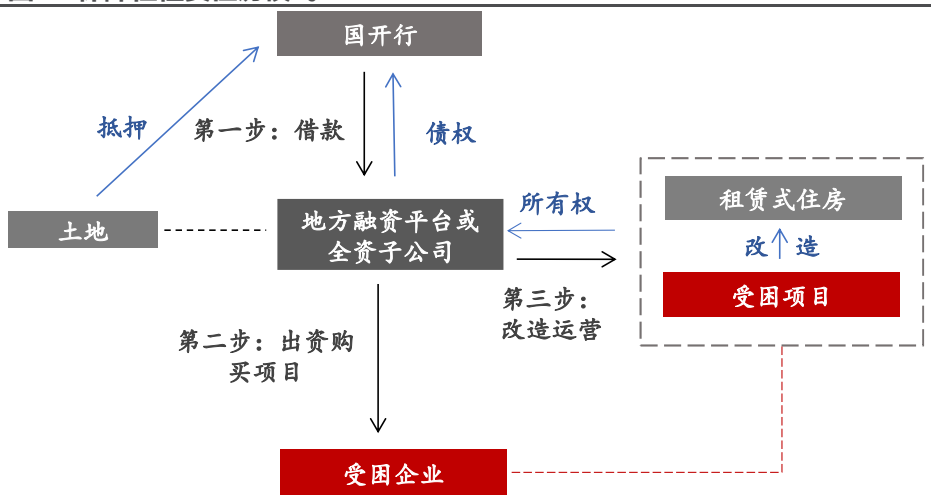
第二步，地方城投或其全资子公司，收购受困项目。

第三步，项目收购后，地方城投再将其改造成租赁住房与人才公寓出租运营。

值得注意的是，收购后的保障性租赁住房可以再次抵押给国开行进行融资。

保障性租赁住房模式的本质，是将流动性要求较高的商业住宅项目转化为回款速度极慢的租赁住房与人才公寓等。利用政府平台信用，化解房企的短期流动性问题。

图5：保障性租赁住房模式



资料来源：中国新闻网、观察者网等，民生证券研究院整理

3.2 保障性租赁住房模式当前进展

当前运行现状：保障性租赁住房模式落地效率比较有限。

7月以来，郑州和济南市先后收购3批库存住宅用作保障性租赁住房。

郑州地产集团(郑州市城投)下属全资子公司河南郑地住房租赁有限公司于7月、9月先后两次启动收购存量房源用于人才公寓项目。

根据齐鲁晚报，济南市城市发展集团近日宣布将收购3000套存量房源供应租赁市场。

我们认为保障性租赁住房模式效率不高，主要有两点原因。

第一，销售不畅的整栋商业住宅公寓项目更容易达成协议，总面看类似符合条件的房源有限。

根据《河南郑地住房租赁有限公司收购存量房源用于人才公寓项目(第一批次)-招标公告》，收购对于供应商资质、房源区位、配套设施、布局等具有一定要求。收购尤其要求“房源项目须为整栋未售，可实现封闭管理，整院优先”，因此销售不畅的整栋商业住宅项目更容易达成协议。

第二，难有足量资金匹配保障性租赁住房。

保障性租赁住房模式本质上是将出险项目转化成为低周转、低现金流、长周期的保障房。目前地产处于周期下行阶段，难有大规模的市场化资金接受长周期、抵现金流回报。

4 模式四，棚改统贷统还

根据8月1日《郑州日报》文章（8月2日河南省人民政府转载）、8月3日人民网文章，郑州市人民政府提出以棚改统贷统还等模式纾困8家房企。

目前官方尚未公布该模式细节，后续进展需要保持跟踪观察。我们基于中国新闻网、观察者网等较权威媒体公开文章中所披露模式进行分析。

4.1 棚改统贷统还流程解析

“棚改统贷统还”将安置房转化为棚改项目，地州市级融资平台（如地方城投）作为统贷统还主体，向国开行申请棚改贷款额度。各县市区融资平台与被困企业/项目成立合资项目公司，地州市级融资平台再转贷至各项目公司。

统贷统还的纾困流程有四步：

第一步，将“安置房”转化为棚改项目，区县融资平台与被困企业成立合资项目公司。

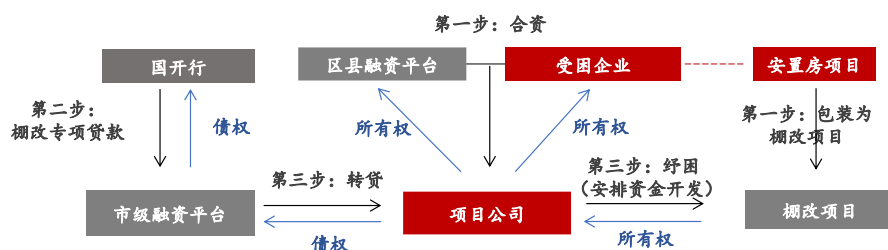
原有项目的开发主体是开发商，但是转化为棚改项目，必须要求其中有国资占股。通过引入国资，各项目的建设主体由开发商转变为有国资背景的合资公司。

第二步，地州市融资平台以棚改项目向国开行申请棚改贷款。

第三步，转贷并纾困。地方城投将贷款投入到合资项目公司，进行项目纾困。

第四步，项目脱困之后，由合资项目公司还本付息，逐级还款。

图6：基于公开资料的棚改统贷统还模式分析



资料来源：人民网、《郑州日报》、中国新闻网、观察者网等，民生证券研究院整理

4.2 棚改统贷统还当前进展

当前运行现状：截至目前，仅有郑州市准备推出这一模式，具体细则仍在制定中，尚未落地。

“统贷统还主体”模式中，资金最终由项目公司筹措还款，地方融资平台承担补足流动性缺口。最终还本付息的前提是项目具有一定的资产价值。

我们认为，棚改统贷统模式进展迟滞，或有两点原因。

第一，棚改统贷统还模式要求项目公司还本付息，这就需要项目有足够货值及现金回款，且债务债券关系清晰。事实上具备这些特质的项目并不多。

第二，“棚改统贷统还”模式需要将安置房项目转化为棚改项目，在纯商业项目占比较高的区域，此方法适用性有限。

郑州市由于早期推行“安开比”的模式，在建项目基本均有一定比例的安置房。郑州市众多项目转化成棚改项目才成为可能，其他城市可能不具备这个条件。在纯商业项目占比高的区域，此方式的适用性有限。

5 总结

7月中央政治局会议提出“压实地方政府责任，保交楼、稳民生”之后，“保交楼、稳民生”成为地方政府地产纾困政策的首要目标。

目前地产纾困常见有四类模式。

第一类模式是债权纾困。由政府牵头促成其他主体向房企项目提供贷款。但这类模式资金风险较高，目前资金来源有限，未来资金可能更多来自纾困基金。

第二类是收并购与破产重组模式。为被困项目寻找新的接手方继续开发。

第三类模式是保障性租赁住房模式。地方城投收购房企的库存楼盘，改造成租赁住房或人才公寓。这类纾困模式适用于销售不畅的整套住宅项目。

第四类模式是棚改统贷统还模式。这种纾困政策将安置房转化改为棚改项目，用地级市级融资平台（如地方城投）作为统贷统还主体，向国开行申请棚改贷款额度，再转贷给项目公司。这种模式解决了资金来源的难题，但由于需要将安置房项目转化为棚改项目，在纯商业项目占比较高的区域，此方法适用性有限。

总体来说，这四类纾困模式将在一定程度上缓解当前的地产困境。然而必须承认的是，目前四类纾困模式运行暂未显现出显著效果，我们认为后续纾困政策可以在以下两方面做出改善。

首先，扩大纾困资金规模。

当下房地产行业下行期，通过市场化主体融资纾困非常困难，需要政府出面帮助补充流动性。各地的纾困资金归根结底主要来自政策性银行、地方国有企业与地方 AMC，它们均有国资背景。

即便如此，纾困资金相较于停工项目而言规模有限。只能通过有限纾困少数项目，恢复市场信心，示范带动市场销售好转；同时吸纳更多社会资本进入房地产市场，帮助纾困。

其次，目前纾困政策带有市场化运行的底色，只能解决部分涉险房企压力。

项目资产具备价值是四等纾困模式运行的前提。那些资不抵债、债务关系复杂难以找到接手方的项目，还需要寻找更为有效的纾困办法。

6 风险提示

1) **疫情发展超预期。**若国内疫情再次反弹，可能对国内经济、需求与政策都会有深远影响。

2) **房地产政策超预期。**若房地产政策发生大的变化，可能会对房地产需求产生较大影响。

3) **对纾困模式理解偏差。**虽有人民网、《郑州日报》等官媒报道棚改统贷统还模式存在，但郑州市尚未披露官网文件及具体细节。基于公开资料的分析，或存在理解理解偏差的可能。

插图目录

图 1: 债权纾困模式.....	4
图 2: 目前已经披露的地方纾困基金情况.....	5
图 3: 收并购模式.....	7
图 4: 2022 年以来地方 AMC 参与的收并购与破产重组.....	8
图 5: 保障性租赁住房模式.....	9
图 6: 基于公开资料的棚改统贷统还模式分析.....	11

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026