

行业展望

2024 年 1 月

中国房地产行业展望，2024 年 1 月

2023 年房地产销售规模小幅收缩、土地投资及新开工探底、行业信用风险出清接近尾声，以央国企为主的竞争格局进一步显现；预计 2024 年房地产销售下行压力仍存，行业格局及区域分化加剧，但在利好政策的提振下，行业或将加速进入筑底回稳期。

中国房地产行业的展望维持负面改善，中诚信国际认为，房地产行业未来 12~18 个月总体信用质量较上一年有所改善，但尚未达到稳定的水平。

摘要

- 2023 年房地产行业继续呈下行态势，各项政策呵护下房地产市场出现一定积极变化，但受人口红利消减、资产和收入预期走弱以及城镇化进程放缓等因素干扰行业修复进程，行业整体下行态势尚未完全逆转，高能级城市及改善性住房为市场主要支撑；预计 2024 年房地产销售规模仍有下行压力，且城市间分化加剧，但预计政策面有望持续宽松，行业加速筑底回稳，同时“三大工程”继续发力构筑双轨制新格局。
- 在销售规模下降及非核心城市资产价格信心不足等不利因素影响下，房企采取更为谨慎的开发及投资策略，2023 年行业开发规模与土地投资探底，国有背景开发商仍为土地市场主要参与者；预计 2024 年投资端仍将低迷，区域分化更为明显。
- 2023 年以来融资环境有所好转，各项政策助力房企陆续恢复再融资，房地产提振政策对重塑市场信心起到积极作用，行业融资环境得到改善；预计 2024 年房企金融资源将企稳回升，融资环境将进一步改善，但企业自身造血能力的恢复仍是可持续发展的本质。
- 2023 年以来样本房企的各项财务指标表现仍呈持续下探趋势，销售业绩下滑，利润空间收窄，财务杠杆进一步攀升。考虑到房企收入确认具有滞后性，我们预计短期内房企的资产负债表仍将承压，盈利表现预计持续在低位徘徊，虽然部分出险房企债务重组取得进展，但在销售端没有明显改善前，其财务报表表现仍难有起色。

目录

摘要	1
分析思路	2
行业基本面	2
样本企业表现	9
结论	13
附表	14

联络人

作者

企业评级部

侯一甲 027-87339288

yjhou@ccxi.com.cn

熊攀 027-87339288

pxiong@ccxi.com.cn

曹文龙 027-87339288

wlcao@ccxi.com.cn

其他联络人

龚天璇 027-87339288

txgong@ccxi.com.cn

一、 分析思路

2021年下半年以来规模房企流动性危机接连发生，信用风险事件频发，房地产需求疲软，整体行业销售、土地投资、房地产开发及融资等环节均出现规模收缩的趋势；2023年房地产行业信用风险出清接近尾声，在支持政策持续加码下，行业底部修复，但分化更为明显。

本报告主要从房地产销售、土地投资、房地产开发、外部融资渠道以及政策变化几个方面分析行业整体基本面情况，在考虑样本房企的规模、盈利能力及经营效率、杠杆水平等指标表现的同时结合流动性压力测试结果总结当前房地产行业的基本信用状况并尝试判断行业未来12~18个月的信用趋势。

二、 行业基本面

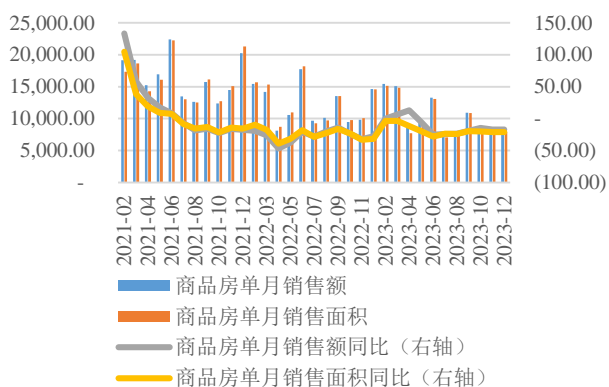
2023年房地产行业继续呈下行态势，销售规模小幅收缩，降幅收窄；各项政策呵护下房地产市场出现一定积极变化，但受人口红利消减、资产和收入预期走弱以及城镇化进程放缓等因素干扰行业修复进程，改善性住房为市场主要支撑；此外，鉴于行业下行态势尚未完全逆转，2024年房地产市场下行压力尚存，预计在利好政策的持续呵护下，行业将加速筑底修复。

2023年初，受积压购房需求集中释放、积极的政策刺激等因素影响，3~4月商品房单月销售额同比在持续19个月下滑后首次实现增幅，但5月后，居民预期走低、市场信心不足，商品房单月销售额同比继续呈下滑态势。2023年全国实现11.66万亿元商品房销售额，同比回落6.50%，降幅收窄。值得注意的是，2023年7月末，中央政治局会议提出“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策”对房地产市场定调，房地产政策从供给端对房地产企业的支持过渡到需求端对购房者的重磅利好，如认房不认贷、降首付、降利率、放松限购等，房地产调控政策进一步优化，8月商品房单月销售金额同比降幅开始收窄。整体来看，2023年以来，各项政策呵护下房地产市场出现一定积极变化，但行业整体下行态势尚未完全逆转。

从需求变化来看，国家统计局数据显示，2023年出生新生儿较2022年减少54万，人口负增长208万；与此同时，2023年末全国60周岁及以上老年人口占总人口的21.1%，同比上升1.3个百分点。人口出生率持续走低和人口老龄化进程加快意味着未来刚性需求减弱。目前我国城镇化率65%，距离发达国家70%~80%的城镇化率区间虽仍有一定空间，未来国内城镇化进程将明显放缓，纯刚需难以支撑房地产市场继续大规模扩容，房地产市场进入存量竞争时代，将更加注重住房品质及其他附加价值。从住房消费能力和意愿来看，2023年居民收入边际改善，但当前居民收入缺口仍未完全弥补，收入缺口仍约为可支配收入的9%；此外，在房地产企业持续暴雷情况下，房屋交付时间及质量不确定，更加大了居民购房意愿恢复的难度。需求端的变化促使商品房销售结构发生转变，2023年国内现房销售额同比实现增幅，期房销售额同比下滑，年末现房销售额占比提升至18.18%；居民购置意愿由刚需转变为改善性住房需求，2023年，30个代表城市中16个城市120平方米以上新房成交套数占比提升，18个城市120~144平方米成交套数占比有所增长。中诚信国际认为，目前行业销售处于筑底修复阶段，改善性住房为市场主要支撑，预计2024年房地产销售规模仍将小幅下滑，

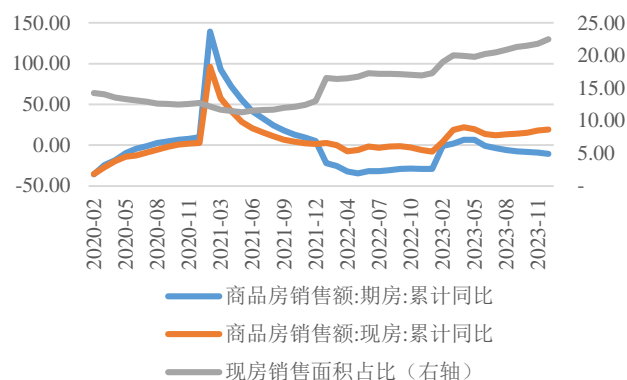
但降幅有望收窄。

图 1：商品房单月销售表现（万平方米、亿元、%）



资料来源：国家统计局、同花顺，中诚信国际整理

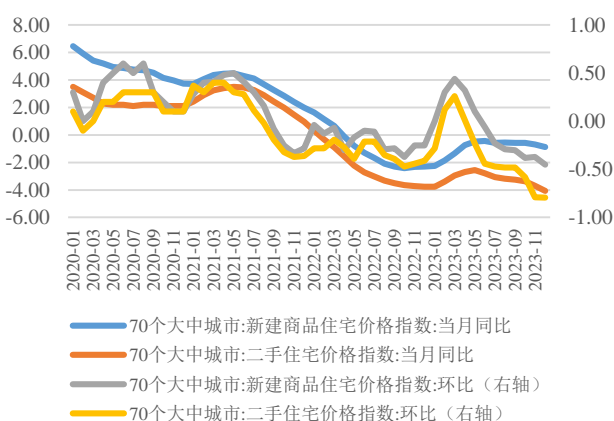
图 2：期房、现房销售额累计同比（%）



资料来源：国家统计局、同花顺，中诚信国际整理

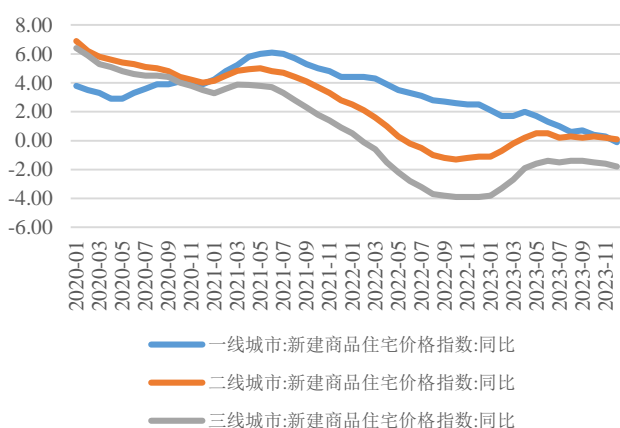
根据国家统计局数据显示，2017~2023年70个大中城市新建商品住宅价格指数（以下简称“房价指数”）增速持续下行，虽然房价指数增幅呈收敛态势，但一线城市及强二线城市房价上涨的预期仍能维持。分城市能级来看，一线城市得益于资源稀缺且需求相对充足，价格韧性较强，2023年价格指数同比小幅上升，但增长幅度有所收窄，价格表现明显优于二三线城市；二线城市受益于需求释放、政策支撑，2023年价格指数由跌转涨，且涨幅呈上升态势；三线城市价格支撑力度最弱，2023年价格指数持续下跌，但跌幅小幅收窄。此外，截至2023年末，商品房待售面积为67,295万平方米，同比增长19.00%，房地产市场去化压力大幅上升。

图 3：70 大中城市住宅价格指数环比及同比变化（%）



资料来源：国家统计局、同花顺，中诚信国际整理

图 4：不同能级城市新建商品住宅价格指数同比变（%）

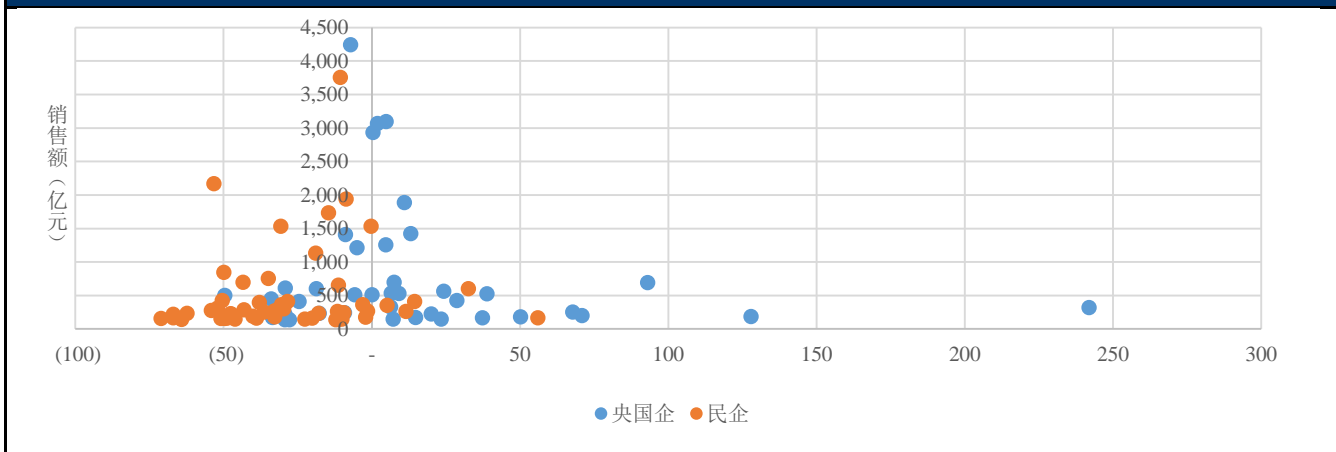


资料来源：国家统计局、同花顺，中诚信国际整理

在外部环境变化的背景下，以央国企为主的竞争格局进一步显现。从百强房企销售集中度来看，自2021年开始，房企陆续发生信用风险事件，百强房企市场份额持续下降，2020年超60%，2023年下降至54%，城投子公司及区域性优质民营房企聚焦区域市场，占据一定区域市场份额。此外，百强房企不同企业性质之间销售情况分化显著，根据克而瑞数据，2023年百强房企中央国企全口径销售金额同比上升约4%，而民企全口径销售金额同比下降约23%。在现金流吃紧、行业下行背景下，

大部分民营企业大幅缩减投资规模，供货力度持续走低，销售降幅进一步走扩；加之市场对民营企业信心不足，导致 2023 年民营企业全口径销售金额进一步大幅下降。而央国企全口径销售金额实现小幅增长，在不利的的外部环境下，央国企逐步占据民企市场份额。

图 5：百强房企中国央企及民企全口径销售金额及同比情况 (%)



资料来源：克而瑞，中诚信国际整理

总体来看，受多重因素叠加影响，2023 年房地产销售规模已降至近年来的谷底，以央国企为主的竞争格局进一步显现；城市能级间分化加剧，预计一线城市及强二线城市楼市房价指数保持增幅；库存水平上升的趋势或将延续，房地产企业去化周期或将进一步延长。展望 2024 年，城中村改造、保障性住房、“平急两用”作为“三大工程”将进入发展快车道，有助于稳增长、稳预期、稳投资。不过，“三大工程”主要集中在重点城市，财政造血能力强、人口基数大的城市有望率先放量。值得注意的是，近期广州“房票安置”政策落地实施，成为全国第一个推进房票安置的一线城市，2024 年或将有更多城市推行；未来 5 年，上海、北京、深圳等 35 个 300 万人口以上城市将建成 600 万套保障性住房，逐步形成“保障房+商品房”的双轨制，预计 2024 年部分地方政府收购有去化难度商品房用于保障性住房供应的规模将进一步扩大；不过，在双轨制模式形成前，仍需保持当前以销售为主的传统模式平稳发展，避免风险传导及扩散。

在销售规模下降及非核心城市资产价格信心不足等不利因素影响下，房企采取更为谨慎的开发及投资策略，2023 年土地投资及行业开发规模探底，国有背景开发商仍为土地市场主要参与者；预计 2024 年投资端仍将低位徘徊，区域分化更为明显。

2023 年以来，房地产销售市场持续低迷叠加信用风险事件发生，房企获现能力持续降低，大部分房企采取更为谨慎的开发及投资策略，整体土地投资及项目开发呈收缩态势，但部分央国企投资力度有所增大；此外，房价指数回落亦导致未来项目盈利及去化存在不确定性，行业处于筑底修复阶段，但预期核心城市优质地块项目盈利仍尚可，房企土地购置及土地投资意愿和能力呈分化态势。

从各地集中供地¹情况来看，2023 年集中供地政策优化，由“双集中”供地变为“拟供应清单”模

¹ 2021 年 2 月以来，22 座重点城市实施住宅用地“集中供地”政策，要求相关城市每年住宅土地挂牌不得超过 3 次，住宅土地集中发布公告、集中组织出让。

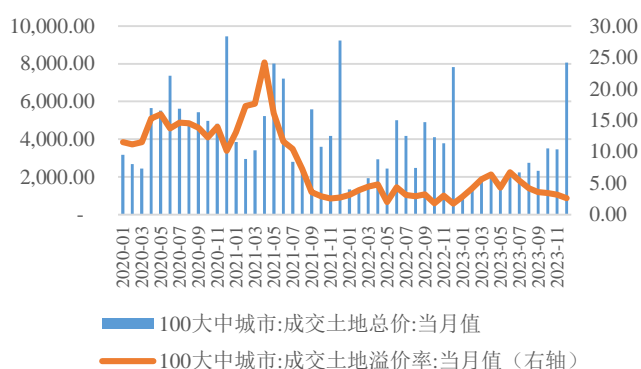
式，呈现灵活性和常态化特征；2023年9月，自然资源部建议取消地价上限，截至目前，22座集中供地试点城市中已有18城取消土拍地价上限，一线城市及强二线城市土拍热度有所复苏，10月以来，22个城市土拍出让的土地中，有33宗地块的溢价率高于15%。从土地供应规模来看，根据中指研究院统计的数据，2023年22城集中供地成交金额同比下降17.17%至1.60万亿元。从百城土地成交情况来看，2023年，百城土地成交金额约3.16万亿元，为近3年最低值，较上年同比下降24.94%，成交土地溢价率持续低位徘徊，2023年平均溢价率为4.37%。土地市场分化依然明显，拥有较高溢价率的地块基本分布于一线城市及强二线城市的核心区域，三线城市或一二线城市非核心区域地块基本低溢价或底价成交甚至流拍。

从拿地参与者来看，2023年央企及地方国企仍为拿地主力军，对托底土地出让市场起到压舱石的作用；非国有企业被动缩减拿地规模，在各批次集中供地中拿地占比在20%左右。细分来看，2023年百强房企拿地规模央企占比38.89%，地方国企占比32.05%，民企占比18.38%，另有混合所有制企业占比10.68%。

房地产开发建设方面，2023年，销售低迷，加之市场对房地产预期及非核心城市资产价格信心不足，房地产行业投资活动减弱，房地产新开工面积及房地产开发投资金额分别同比下降20.40%和9.60%，房地产开发投资额自2020年首次出现同比下降并回落至近5年的低点。2024年，随着行业信用风险出清进入尾声、房地产支持政策效果逐步显现，大型央企投资支出将扩大。

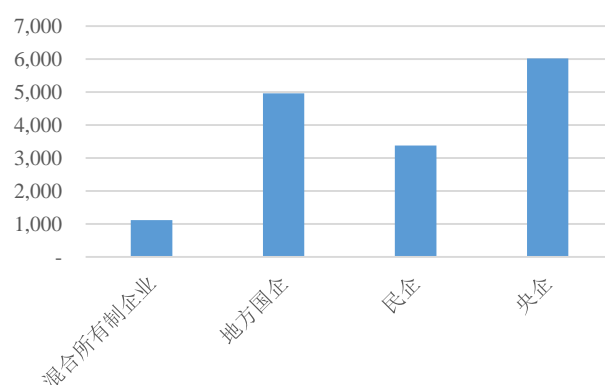
中诚信国际认为，行业信用风险持续暴露使得经营稳健房企脱颖而出，预计2024年投资端仍将低迷，区域分化更为明显。

图 6：百城土地成交额及成交土地溢价率（亿元、%）



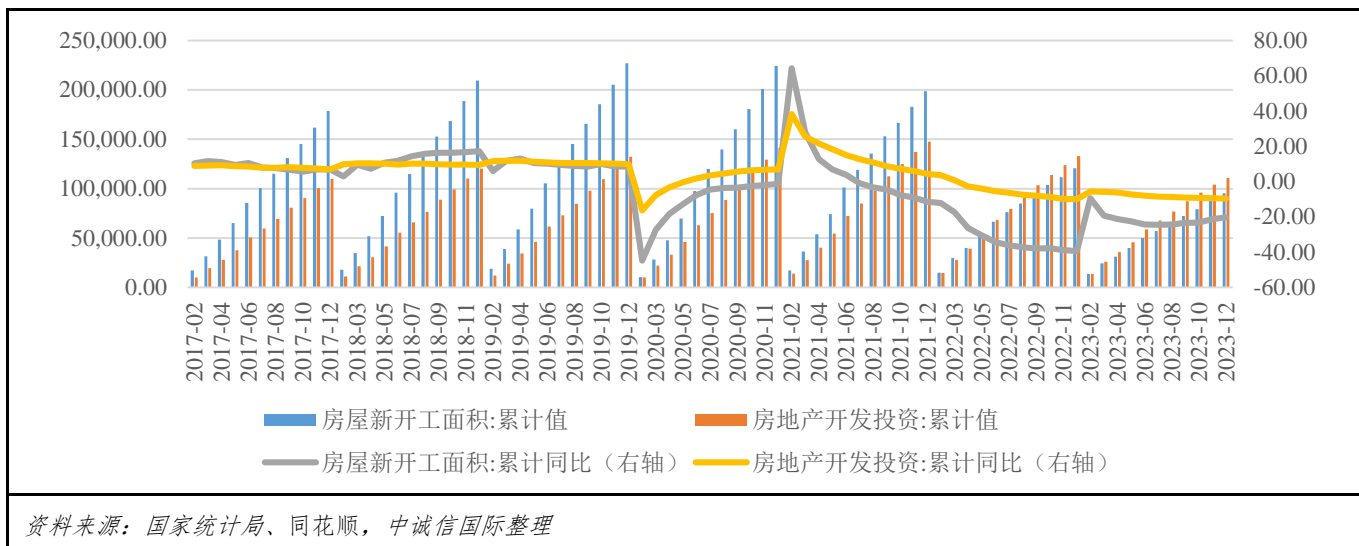
资料来源：国家统计局、同花顺，中诚信国际整理

图 7：2023 年百强不同性质企业拿地情况（亿元）



资料来源：中指研究院，中诚信国际整理

图 8：近年房屋新开工面积及房地产开发投资情况（亿元、万平方米、%）

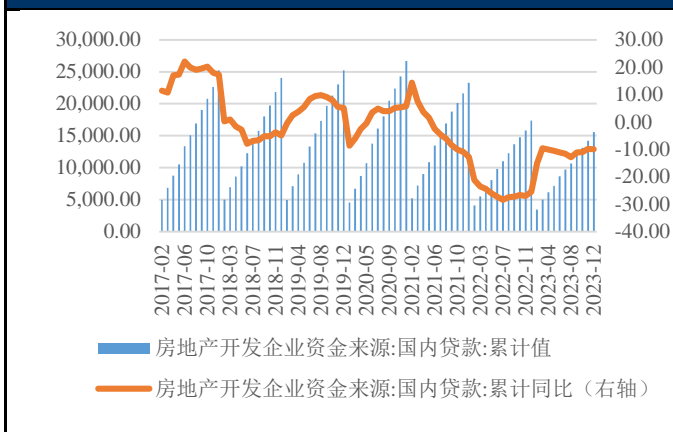


2023 年以来融资环境有所好转，各项政策助力房企陆续恢复再融资，房地产提振政策对重塑市场信心起到积极作用；在年末“三个不低于”等一系列支持行业信贷的重磅政策呵护下，预计 2024 年融资环境将进一步改善，但企业自身造血能力恢复仍是可持续发展本质。

从融资政策端来看，2022 年底，中央加大对房地产企业融资支持力度，“金融 16 条”、“三支箭”先后落地，其中“金融 16 条”涵盖了开发贷、信托贷款、并购贷、保交楼、房企纾困、贷款展期等多个领域；“三支箭”在信贷、债券、股权方面接续发力、层层递进，形成立体式的金融支持“组合拳”。2023 年 3 月，公募 REITs 再次扩容，发改委宣布将优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目，保障基本民生的社区商业项目发行基础设施 REITs；7 月，中国人民银行、国家金融监督管理总局发布通知称，“金融 16 条”规定了适用期限的两条政策延期至 2024 年底；10 月，中央金融工作会议再次强调要一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，此前“金融 16 条”曾有所提及，但在后续落地中仍会偏好财务状况更稳定的房企；11 月，中国人民银行、金融监管总局、中国证监会联合召开金融机构座谈会，会议明确对正常经营的房地产企业不惜贷、抽贷、断贷，同时对涉房贷款提出了“三个不低于”的政策，即各家银行自身房地产贷款增速不低于银行业平均房地产贷款增速，对非国有房企对公贷款增速不低于本行房地产增速，对非国有房企个人按揭增速不低于本行按揭增速；12 月，中央政治局会议中传递出关于房地产行业的重要信号，会议提出持续有效防范化解重点领域风险，包括房地产、地方债务、中小金融机构等风险，意味着地产行业风险化解将继续受到更多关注，后续政策层面或将更加积极，“先立后破”的政策基调给房地产政策带来了更强的优化预期。为了满足房地产合理融资需求，目前已形成支持房企融资的“金融 16 条”、“三支箭”格局，同时辅以其他宽松的房企融资政策，随着政策效果不断释放，行业融资环境有望得到改善。

银行信贷方面，金融机构对房地产行业的信贷政策逐步宽松，但受房地产市场下行及居民信心不足影响，截至 2023 年末，国内贷款及个人按揭贷款累计金额累计同比持续下降。中诚信国际认为，虽然房地产销售低位徘徊，但受益于有利的政策环境及金融机构支持，房地产行业信贷规模将企稳，今年开发贷及个人按揭贷款绝对金额有望触底反弹。

图 9：房地产开发资金来源：国内贷款情况（亿元、%）



资料来源：国家统计局、同花顺，中诚信国际整理

图 10：房地产开发资金来源：按揭贷款情况（亿元、%）



资料来源：国家统计局、同花顺，中诚信国际整理

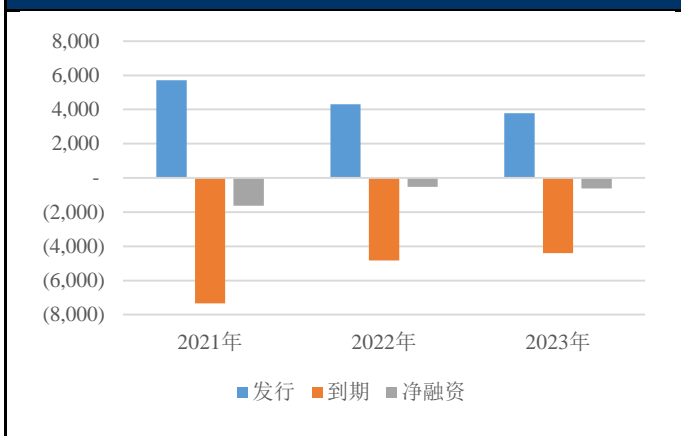
债券市场方面，2023 年在销售回款下滑和融资受限的双重打击下，部分房地产发债企业发生信用风险事件，大部分非国有房企及个别国有房企出现流动性紧张状况，目前国有背景房企为发债市场的主要参与者。2023 年年内有 10 家房地产发债企业境内债券发生信用风险事件，涉及债券金额 160.34 亿元，发生信用风险事件数量及金额较 2022 年均大幅下降。在境内债券违约增多的同时，房企境外美元债违约事件也较频繁，公开信息显示，2023 年全年有 7 家房企约 117.14 亿美元（约 835.64 亿人民币）境外债本息违约。值得关注的是，2023 年以来多家出险房企成功推动整体债务重组，但当前出险房企境内外债务化解方案多处于前期探讨阶段，债务重组进度值得关注。房企境内外债券市场频发信用风险事件严重弱化投资者信心，2023 年全年，房企在境内债券²净融资规模为 -659 亿元，其中民营房企净融资为 -1,185 亿元；房企境外美元债到期维持较大规模同时，发行量大幅萎缩，净融资额呈现 433.13 亿美元净流出。与非国有企业公开市场再融资受阻相反，2023 年国有背景房企发债情况较好（全年净流入 527 亿元），绝大部分国资房企债券市场再融资渠道畅通。从债券到期情况来看，2024 年房企债券到期（含回售）达 3,077 亿元，且上半年约 60% 的债券面临到期（含回售）；全年到期（含回售）债券中有约一半为民营房企债券，在民营房企债券再融资尚未完全恢复的背景下，到期债券兑付仍然面临一定不确定性。目前来看，融资支持政策有助于提振市场信心，国央企债券融资渠道恢复情况较好，其净融资金额保持较好水平；然而民营房企债券投资信心修复仍需较长时间。

权益融资方面，2022 年底，证监会决定恢复上市房企和涉房上市公司再融资；2023 年 8 月，证监会提出房地产上市公司再融资不受破发、破净和亏损限制。截至 2023 年末，港股企业共有 14 家房企完成股权配置，配售净额超 280 亿港元，资金主要用于偿还债务；上市 A 股企业共有 5 家企业完成定增，共募集资金超 300 亿元，资金主要用于项目建设、收购其他资产，但其中仅有福星股份 1 家民营房企，且募集资金规模不大。值得关注的是，本次政策端打开上市房企股权融资渠道、恢复涉房上市企业股权融资渠道，有助于改善上市房企资本结构；但考虑到股权融资审核流程相对复杂，

² 包括房地产企业发行的中短期票据、PPN、企业债、公司债、资产支持证券、可转债、可交换债券；房地产企业为按中诚信国际行业分类标准一级行业分类为房地产的企业。

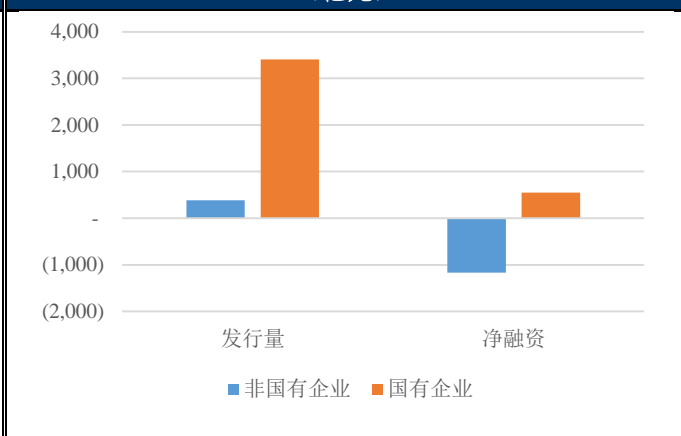
融资后续落地情况仍有待关注。

图 11：2021~2023 年房地产行业境内信用债融资情况（亿元）



资料来源：国家统计局、同花顺，中诚信国际整理

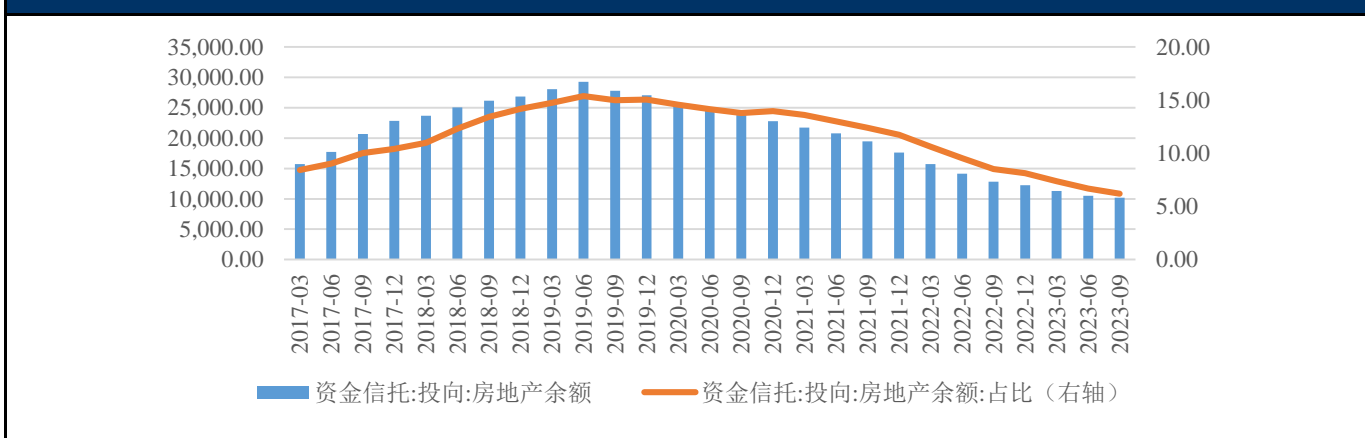
图 12：2023 年国有与非国有地产企业境内债券融资情况（亿元）



资料来源：国家统计局、同花顺，中诚信国际整理

信托融资方面，近年来，受行业下行及强监管影响，房地产信托资金持续萎缩。截至 2023 年 6 月末，房地产信托余额 1.05 万亿元，同比收缩 1,750 亿元。虽然各项政策放开房地产融资渠道，政策端对信托融资进行展期，但是考虑到房地产整体行业规模收缩叠加项目盈利空间收窄，土地投资及项目开发趋于谨慎，可匹配信托资金的房地产项目规模亦不断萎缩，预计投向房地产领域的资金信托余额仍将进一步下降。

图 13：投向房地产领域的资金信托余额（亿元、%）



资料来源：同花顺、中国信托业协会，中诚信国际整理

中诚信国际认为，2023 年房地产行业政策在市场供需端和融资端多维度不断升级支持力度，充分体现了相关监管机构对维系房地产行业健康发展的决心；年末三大政策性银行新增抵押补充贷款（PSL）3,500 亿元，主要投向“三大工程”建设，且后续规模或将继续扩大，在补充流动性缺口、加大地产投资、提振市场信心等方面释放出重要信号。当前房地产行业政策环境持续回暖，房企多重再融资渠道边际修复，预计 2024 年房企金融资源将企稳回升，融资环境将进一步改善，但企业自身造血能力的恢复仍是可持续发展本质。

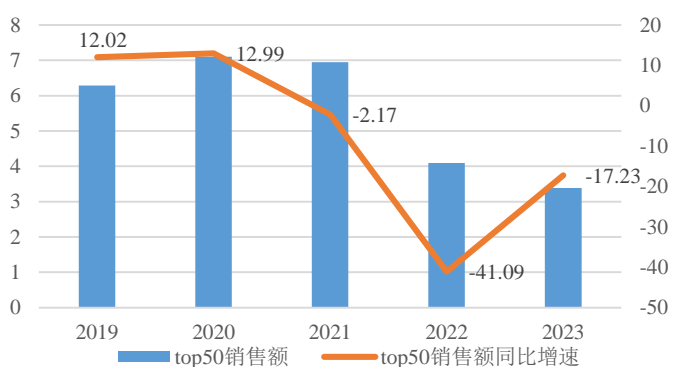
三、 样本企业表现

继 2022 年行业风险集中出清之后，2023 年以来样本房企的各项财务指标表现仍未好转，销售业绩下滑，利润空间收窄，财务杠杆进一步攀升。考虑到房企收入确认具有滞后性，我们预计短期内房企的资产负债表仍将承压，盈利表现预计持续在低位徘徊，其中虽然部分出险房企的债务重组取得新进展，但预计其财务报表表现仍不佳。

中诚信国际选取 2023 年销售规模排名行业 Top50 的房企作为样本³。总债务相关指标根据本报告后附公式统一计算，未做单独项目调整；历年权益口径销售金额采用克而瑞研究中心统计数据。2023 年样本企业权益口径签约销售额合计占全国商品房销售额比例约为 29%，集中度与 2022 年基本持平。

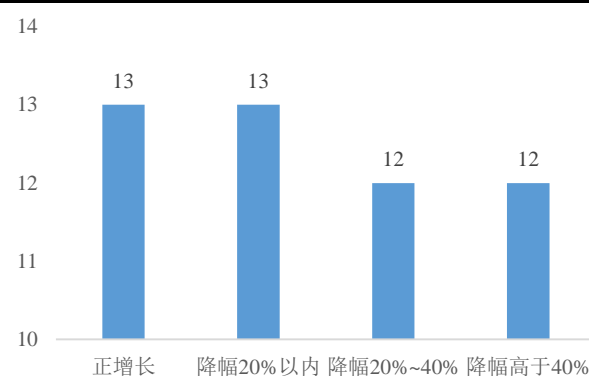
从签约销售金额维度看，随着 2021 年下半年房地产市场快速降温，样本房企全年销售业绩转变为负增长，2022 年受外部经济形势及行业风险集中出清等因素影响，全年销售额同比下降 41%，2023 年虽有各项房地产行业的刺激政策出台，但因消费信心及预期尚未完全恢复，样本房企的销售金额仍呈现下降趋势，较全行业销售额降幅仍多近 11 个百分点，但降幅较 2022 年已有大幅缩窄。而样本房企中，销售业绩表现持续分化，2023 年样本房企中有 13 家房企实现销售业绩正增长，较 2022 年数量已有明显增加，其中 11 家为央国企；13 家房企销售业绩降幅在 20% 以内，有 7 家为民营房企；12 家房企销售额降幅在 20% 至 40% 区间，其中 8 家为民营房企；剩余 12 家房企销售业绩同比下滑超过 40%，全部为民营房企。在 2023 年土地成交量进一步下降的背景下，我们预计短期内签约销售规模仍呈下探趋势，但从 2023 年部分土地限价放开的城市土拍热度来看，核心城市核心区域的竞拍热度仍处于高位，此类项目在 2024 年推盘后可对房企销售业绩形成较好支撑，2024 年签约销售规模的下降幅度预计会进一步缩窄。

图 14：样本企业签约销售合计金额及同比变化
(万亿元、%)



资料来源：克而瑞，中诚信国际整理

图 15：样本企业 2023 年销售额同比变化情况 (家)



资料来源：克而瑞，中诚信国际整理

从总资产规模维度看，样本房企平均总资产规模在 2022 年首次出现负增长。分样本来看，2022 年

³ 一个集团下存在多个上市和发债主体的，仅保留合并范围较大的主体；万达集团、卓越集团、仁恒置地等由于无公开可获取的财务数据从原始样本中剔除；武汉城建、上海建工等由于无公开可获取的地产子公司的主体数据，且房地产业务占其合并口径收入比例较低的样本从原始样本中剔除。被剔除的样本由顺延名次样本代替。

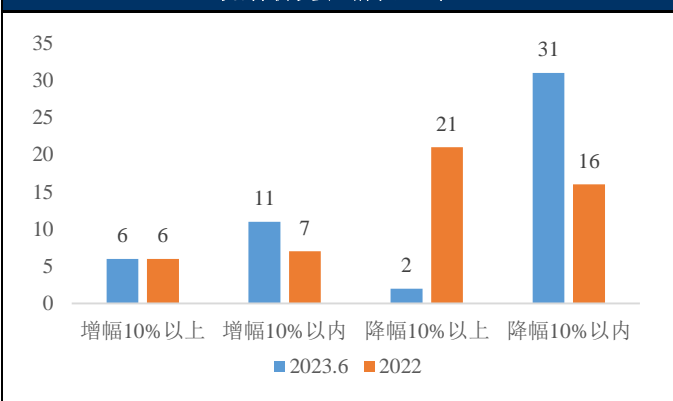
样本企业中 37 家出现资产缩水，其中有 21 家降幅超过 10%；截至 2023 年上半年末，样本企业中 33 家房企资产规模较期初下降，其中仅有 2 家降幅超过 10%，样本房企的资产下降幅度大幅缩窄。从供给端来看，伴随着经济活动的复苏，部分央国企投资力度有所增大，样本房企的存货下跌幅度整体得以控制；从需求端来看，2023 年一季度部分区域的房地产市场出现阶段性回暖带来一定销售回款贡献从而实现货币资金的积累。总体来看，2023 年以来出台的各项行业刺激政策的广度及深度已达到近年来新高，但因目前信心不足及消费预期悲观等原因，居民的购房意愿仍然较低，成交周期明显增长，需求端复苏动能仍然有限，受此影响大部分房企预计会逐步放缓拿地及开发周转节奏。此外，在本轮政策刺激下，一线城市的表现情况要显著优于其他城市，二线及以下城市的房地产市场仍处于低迷状态，部分样本房企在二线以下城市的项目布局占比较高，由此造成一定资金沉淀或会拖累项目开发进度。因此，我们预计短期内房企的资产端仍会在较小的区间内震荡徘徊，进一步出现大幅下降的动能趋势已较弱。

图 16：样本企业 2019~2022 年及 2023 年 6 月末平均总资产规模及同比变化（亿元、%）



资料来源：公开财务数据，中诚信国际整理

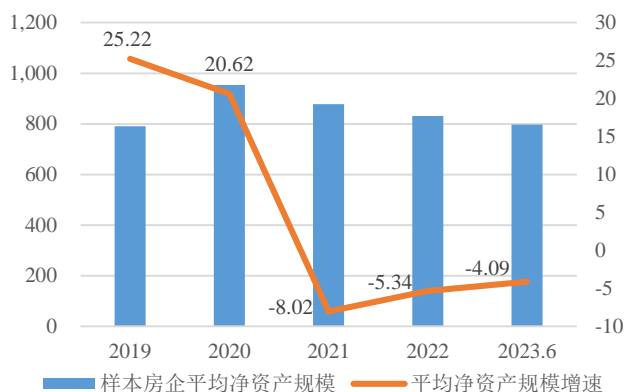
图 17：样本企业 2022 年末及 2023 年 6 月末总资产同比较期初变化情况（家）



资料来源：公开财务数据，中诚信国际整理

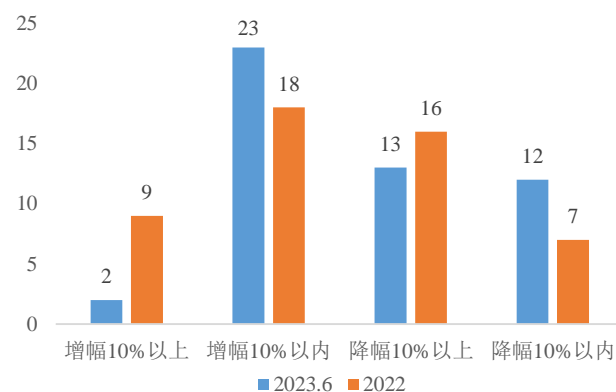
从净资产角度看，自 2021 年以来，样本房企平均净资产呈逐年下降趋势，净资产首次出现负增长的时间要早于总资产，主要系部分出险房企已于 2021 年出现了较大亏损。从具体样本来看，2023 年上半年共计 25 家房企出现净资产缩水，最高净资产缩幅高达近 46%。除亏损影响外，亦有部分房企在流动性风险暴露后，前期与金融机构合作的“明股实债”融资中股转债导致少数股东权益下降。中诚信国际认为，随着前两年低毛利及亏损项目的逐步结转，我们预计 2024 年房企的利润积累速度将会继续下降；但随着土拍限价政策的逐步取消、核心地块热度的持续攀升以及房企投资行为的理性趋向，近一年以来参拍的项目有望在未来结转时对房企报表形成一定支撑，净资产或可在长期恢复到积累趋势。

图 18: 样本房企 2019~2022 年及 2023 年 6 月末平均净资产规模及同比变化 (亿元、%)



资料来源: 公开财务数据, 中诚信国际整理

图 19: 样本企业 2022 年末及 2023 年 6 月末净资产同比较期初变化情况 (家)



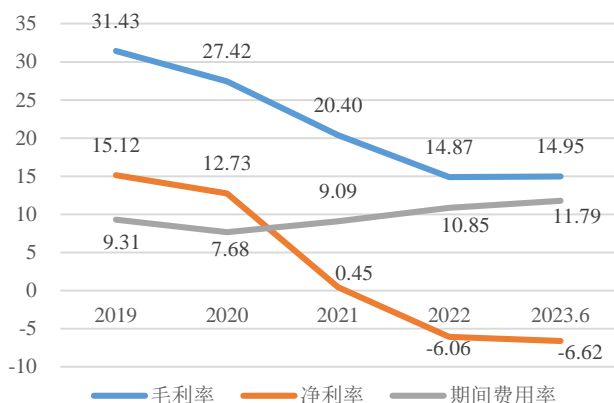
资料来源: 公开财务数据, 中诚信国际整理

由于房地产开发企业收入确认的滞后性, 过去几年由于各地限价政策的推行, 房企面临项目初始获利空间收窄的压力。从样本房企的初始获利空间看, 由于近两年房企结转项目多为 2020~2021 年间获取土地, 彼时土地溢价率处于相对高位叠加全国热点城市的商品房限价因素, 我们预计 2024 年房地产项目毛利空间下探趋势或将延续。

在近年项目毛利整体下行的背景下, 通过提升项目周转效率以及加强费用管控有利于增强房企盈利能力。从周转效率来看, 与毛利率走势相反, 样本房企存货周转率在 2021 年达到阶段性高点后, 近两年来则呈持续下降趋势, 主要系 2022 年以来行业销售端的持续低迷及恶化的融资环境导致了房企的获现能力出现下降, 致使其土地拓展节奏持续放缓, 存货周转效率减慢。我们认为在商品房销售市场持续回落及需求端偏好从刚需向改善型偏移的行业背景下, 未来房企项目周转速度的重要性或将有所降低, 同时转向对项目自身品质提升的关注。从期间费用来看, 受房企收入结转速度放缓影响, 样本房企期间费用率在 2020 年达到低点后则呈持续上升的趋势, 其中销售费用率及管理费用率变动幅度整体较小, 财务费用率上升较为明显, 2021~2022 年以及 2023 年 1~6 月, 样本房企平均财务费用率分别为 1.55%、3.42%和 4.64%。因部分出险房企在债务偿付上存在较大压力, 应偿未偿的债务将持续进行利息计提, 同时因房地产项目开工面积下降, 利息支出满足资本化条件的金额减少, 费用化利息支出占比因此显著提升。考虑到当前房企收入结转速度有所放缓及期间费用率中三费和营业收入的期限错配因素, 我们预计未来短期内期间费用率仍有一定上行压力。

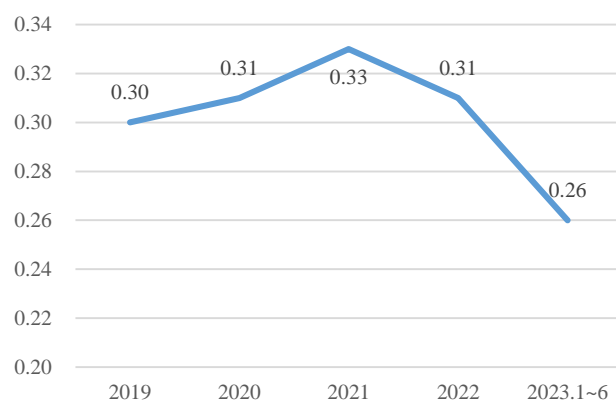
从样本房企净利率水平来看, 受项目初始盈利空间收窄、市场景气度下行带动结算收入规模下降、企业计提的资产/信用减值规模增大等多重因素影响, 2020 年以来样本房企净利率水平呈现持续回落趋势, 2022 年样本房企净利率水平已下降至负值。考虑到当前上述因素尚未明显改善, 我们预计 2024 年财务盈利指标或将继续弱化。

图 20：样本房企 2019~2022 年及 2023 年上半年平均毛利率、期间费用率占比及净利率 (%)



资料来源：公开财务数据，中诚信国际整理

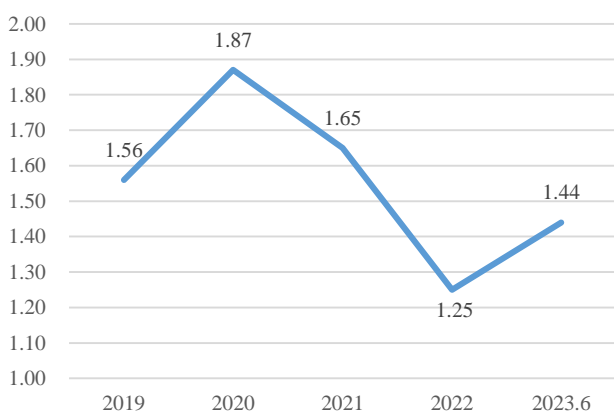
图 21：样本房企 2019~2022 年及 2023 年上半年平均存货周转率 (次)



资料来源：公开财务数据，中诚信国际整理

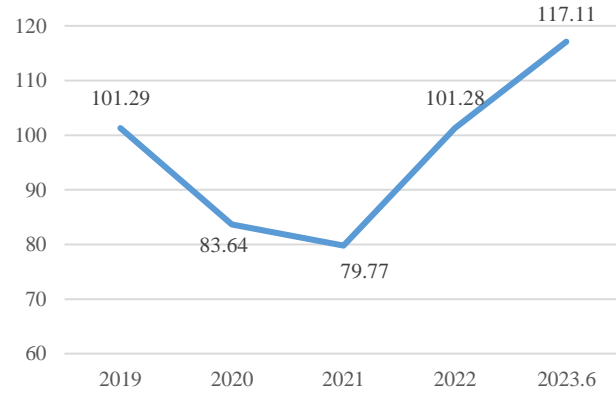
货币资金短债比、净负债率分别从短期流动性和杠杆水平方面，衡量房企短期及中长期的偿债压力。2020~2022 年，样本房企的货币资金短债比呈现下滑趋势，其中 2022 年受行业整体下行因素影响该指标下滑幅度有所扩大，2023 年 6 月，样本房企的货币资金短债比初显回暖趋势，在销售回款规模持续下降的背景下，房企的投资意愿明显下滑，在手资金持有量预计会有所增加。净负债率方面，受 2022 年以来房企利润亏损、销售回款规模下降等多重因素影响，样本房企的净负债率水平持续攀升。因短期内房企的净盈利情况预计会持续恶化，叠加销售回款规模持续下降的因素，房企净负债率水平在短期内或呈小幅上升趋势。

图 22：样本房企 2019~2022 年及 2023 年 6 月末平均货币资金短债比 (X)



资料来源：公开财务数据，中诚信国际整理

图 23：样本房企 2019~2022 年及 2023 年 6 月末净负债率 (%)



资料来源：公开财务数据，中诚信国际整理

此外，样本房企中存在一定数量已出险房企，此类房企的各项财务指标目前严重偏离正常水平。近年来各出险房企的债务重组均在逐步推进并取得了一定进展，政策层面上则先后经历过金融政策支持兼并收购、纾困基金配合保交楼专项借款支持、多项房企融资政策放开等阶段：诸如蓝光、中国奥园、金科等房企通过出售旗下物业资产的方式实现一定资金回笼；中国奥园、金科等房企还通过引进战略投资者的方式去推进债务重组，但此等方式的实施进程较长，成效微弱；2022 年以来推出

的 3,500 亿保交楼专项借款和 2,000 亿贷款支持计划、地方设立纾困基金等方式均有效协助了出险房企的保交楼工作。从债券市场的债务重组情况来看，富力、融创等少数房企基本完成了境内外债券重组或展期，其中 2023 年 11 月融创整体化解约百亿美元债务风险，成功降债 45 亿美元，中国奥园将发行新的融资工具对原有约 61 亿美元的境外债务进行置换，在本次重组后未来两三年内中国奥园在境外公开市场将无刚性偿债压力；龙光、碧桂园等房企基本完成境内债券展期；华夏幸福、绿地等房企基本完成境外债券展期或重组，其中截至 2023 年 10 月末，华夏幸福以下属公司股权搭建的“幸福精选平台”及“幸福优选平台”抵偿金融及经营债务合计金额为 127.14 亿元。债务重组方案中对境内债多数选择展期方式，对境外债则会选择展期或重组方式，其中重组方案多数为提供债转股、发行可转债等复合方案以提高吸引力，债转股方式还可实现债务规模降低并增加权益规模，从而修复财务报表。虽然部分出险房企债务重组取得实质性进展，但在行业销售下行背景下，我们预计其财务报表表现仍不佳，若经营现金流得不到改善，仍面临较大流动性压力。

四、 结论

2023 年房地产行业继续呈下行态势，销售规模小幅收缩，开发规模与土地投资探底，融资环境边际改善，竞争格局以央国企为主；随着各项房地产支持政策在下半年密集出台，房地产市场出现一定积极变化，但受人口红利消减、资产和收入预期走弱以及城镇化进程放缓等因素干扰行业修复进程，行业整体下行态势尚未完全逆转，高能级城市及改善性住房为市场主要支撑。预计 2024 年投资端仍将低迷，销售规模仍有下行压力，且城市间分化更为明显，但预计政策面有望持续宽松，房企金融资源企稳回升，“三大工程”继续加力，行业加速筑底回稳、“先立后破”适应市场新需求。我们认为，目前行业信用风险基本出清，行业信用基本面触底，未来房地产企业内生动力将是可持续发展的关键。

综上所述，中诚信国际维持中国房地产行业展望为负面改善，该展望反映了中诚信国际对该行业未来 12~18 个月基本信用状况的预测。

附表一：近期房地产行业主要政策

近期房地产行业主要政策		
时间	部门	主要内容
2022年11月	人民银行、银保监会	央行联合银保监会印发了关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知（以下简称“16条”），该通知提出六个方面、细分16条具体金融支持政策，旨在全面落实房地产长效机制，支持刚性和改善性住房需求，保持房地产融资合理适度，维护住房消费者合法权益，促进房地产市场平稳健康发展。
2022年11月	证监会	证监会发布房地产行业股权融资方面调整优化措施，包括恢复涉房上市公司并购重组及配套融资、恢复上市房企和涉房上市公司再融资、恢复以房地产为主业的H股上市公司再融资、推动保障性租赁住房REITs常态化发行、开展不动产私募投资基金试点五方面内容。（“第三支箭”）
2022年12月	中央经济工作会议	要确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，同时要坚决依法打击违法犯罪行为。要因城施策，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题，探索长租房市场建设。
2023年1月	人民银行、银保监会	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，推动房地产业向新发展模式平稳过渡，要有效防范化解优质头部房企风险；要配合有关部门和地方政府扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，运用好保交楼专项借款、保交楼贷款支持计划等政策工具，积极提供配套融资支持，维护住房消费者合法权益。
2023年2月	中国证券投资基金业协会	不动产私募投资基金的投资范围包括特定居住房（包括存量商品住宅、保障性住房、市场化租赁住房）、商业经营用房、基础设施项目等。
2023年3月	证监会	优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目，保障基本民生的社区商业项目发行基础设施REITs。
2023年4月	中共中央政治局	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、保民生、保稳定工作，促进房地产市场平稳健康发展，推动建立房地产业发展新模式。在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。规划建设保障性住房。要加强地方政府债务管理，严控新增隐性债务。
2023年7月	人民银行、金融监管总局	一是对于房地产企业开发贷款、信托贷款等存量融资，在保证债权安全的前提下，鼓励金融机构与房地产企业基于商业性原则自主协商，积极通过存量贷款展期、调整还款安排等方式予以支持，促进项目完工交付。2024年12月31日前到期的，可以允许超出原规定多展期1年，可不调整贷款分类，报送征信系统的贷款分类与之保持一致；二是对于商业银行按照《通知》要求，2024年12月31日前向专项借款支持项目发放的配套融资，在贷款期限内不下调风险分类；对债务新老划断后的承贷主体按照合格借款主体管理。
2023年7月	国务院常务会议	在超大特大城市积极稳步实施城中村改造是改善民生、扩大内需、推动城市高质量发展的一项重要举措。主要内容包括：1、要坚持稳中求进、积极稳妥，优先对群众需求迫切、城市安全和社会治理隐患多的城中村进行改造。2、成熟一个推进一个，实施一项做成一项，真正把好事办好、实事办实。3、要坚持城市人民政府负主体责任，加强组织实施，科学编制改造规划计划。4、多渠道筹措改造资金，高效综合利用土地资源，统筹处理各方面利益诉求。5、把城中村改造与保障性住房建设结合好。6、积极创新改造模式，鼓励和支持民间资本参与，努力发展各种新业态，实现可持续运营。
2023年7月	中共中央政治局	要切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需

		求，促进房地产市场平稳健康发展。要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。
2023年8月	住房和城乡建设部、 人民银行、金融监管 总局	1、居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女，下同）申请贷款购买商品住房时，家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。2、家庭住房套数由城市政府指定的住房套数查询或认定责任部门，根据居民家庭申请或授权，提供查询服务并出具查询结果或认定证明。3、此项政策作为政策工具，纳入“一城一策”工具箱。
2023年8月	人民银行、金融监管 总局	1、对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于20%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于30%。2、首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率加20个基点。3、中国人民银行、国家金融监督管理总局各派出机构按照因城施策原则，指导各省级市场利率定价自律机制，根据辖区内各城市房地产市场形势及当地政府调控要求，自主确定辖区内各城市首套和二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例和利率下限。
2023年8月	人民银行、金融监管 总局	自2023年9月25日起，存量首套住房商业性个人住房贷款的借款人可向承贷金融机构提出申请，由该金融机构新发放贷款置换存量首套住房商业性个人住房贷款。新发放贷款的利率水平由金融机构与借款人自主协商确定，但在贷款市场报价利率（LPR）上的加点幅度，不得低于原贷款发放时所在城市首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。新发放的贷款只能用于偿还存量首套住房商业性个人住房贷款，仍纳入商业性个人住房贷款管理。
2023年9月	国务院	1、加大金融支持民企发展力度，满足民企多元化融资需求。房地产金融政策适时调整优化，在配合做好“认房不认贷”的基础上，推动降低首付比。2、降低二套房利率下限和存量首套房利率，指导金融机构合理调降中长期定期存款利率，促进储蓄向消费、投资转化。3、抓好“金融16条”落实，加大城中村改造、“平急两用”基础设施建设、保障性住房建设等金融支持。继续实施好存续的结构性工具，进一步落实好到期工具的延续和展期。引导实体经济融资成本稳中有降，推动银行积极调整存量房贷利率。4、大部分符合要求的存量首套房贷利率将降至报价利率，2022年5月以后的将降至报价利率减20个基点，直接下调至政策下限。
2023年10月	中央金融工作会议	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，完善房地产金融宏观审慎管理，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，因城施策用好政策工具箱，更好支持刚性和改善性住房需求，加快保障性住房等“三大工程”建设，构建房地产发展新模式。
2023年12月	住房和城乡建设管理 委员会等	北京、上海同步调整优化本市普通住房标准和个人住房贷款政策，降低了购房门槛。
2023年12月	中央经济工作会议	积极稳妥化解房地产风险，一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。加快推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”。完善相关基础性制度，加快构建房地产发展新模式。

附表二：样本企业财务数据

公司简称	规模 (亿元)			盈利能力及经营效率 (%、X)			短期偿债能力及杠杆水平 (X、%)		
	2023年	2023年	2023年6	2023年	2023年	2023年上半	2022年	2023年6月	2023年6月末
	权益口径销售 金额	6月末 总资产	月末所有 者权益	上半年 毛利率	上半年 净利率	年三费收入 占比	2022年 存货周 转率	末货币资金 短债比	2023年6月末 净负债率
保利发展	3,057	18,036	4,112	17.82	7.83	5.50	0.37	1.93	71.04
中海地产	2,788	6,292	2,225	20.40	13.14	2.76	0.36	6.22	11.19
万科地产	2,441	16,841	4,026	18.87	7.55	5.18	0.41	2.44	56.16
华润置地	2,179	12,065	3,569	25.66	22.01	5.94	0.34	2.20	26.81
碧桂园	1,745	16,185	2,543	-10.72	-22.74	5.00	0.40	0.93	61.66
招商蛇口	1,852	9,475	2,868	16.26	7.39	6.35	0.36	1.78	38.32
建发房产	1,380	4,974	1,106	16.93	6.04	8.23	0.36	11.05	5.88
绿城中国	1,276	5,437	1,051	17.41	8.15	5.16	0.37	2.17	72.79
龙湖集团	1,148	7,746	2,354	22.40	14.98	7.75	0.54	1.92	57.77
绿地控股	1,022	11,996	1,667	10.50	2.17	5.78	0.54	0.34	111.34
中国金茂	974	4,312	1,134	16.55	6.61	12.81	0.37	1.85	83.60
金地集团	951	4,259	1,187	16.40	6.22	8.77	0.56	1.10	55.35
华发股份	873	4,469	1,156	18.85	8.04	5.62	0.20	1.96	72.15
越秀地产	855	3,794	950	17.76	9.10	3.89	0.29	2.58	73.28
中国铁建	929	2,548	425	9.29	0.77	5.45	0.23	1.00	172.71
滨江集团	740	3,102	600	18.25	7.18	3.71	0.21	2.52	18.50
中国恒大	565	17,439	-6,442	7.64	-30.62	20.58	0.15	0.01	-96.35
新城控股	538	4,429	930	17.43	5.42	11.50	0.44	0.71	60.54
融创中国	466	10,699	672	-5.27	-29.19	15.95	0.15	0.03	495.68
美的置业	422	2,518	613	18.49	4.50	4.35	0.41	1.93	20.07
中交房地产	424	1,411	188	8.15	-5.06	9.25	0.31	0.64	182.45
路劲集团	382	820	309	11.06	-14.04	17.68	0.34	1.37	60.84
大华集团	407	1,931	462	20.06	6.27	6.98	0.22	2.35	42.42
华侨城	383	3,962	954	19.53	-7.10	15.31	0.27	2.10	102.73
旭辉集团	362	3,628	749	15.85	-29.16	11.59	0.21	0.27	110.25
首开股份	357	2,732	628	11.43	-7.91	12.63	0.25	1.21	166.40
远洋集团	329	2,161	259	-0.60	-88.00	15.71	0.43	0.07	342.86
电建地产	305	1,559	410	1.03	-21.55	27.54	0.37	1.20	105.61
大悦城控股	297	2,060	473	26.50	3.78	16.25	0.30	2.43	102.75
世茂集团	300	5,780	662	10.28	-38.24	37.68	0.18	0.11	385.05
联发集团	298	1,322	307	8.31	1.44	5.72	0.37	2.07	55.70
国贸地产	301	996	263	17.77	6.58	7.07	0.28	1.89	62.36
雅居乐	287	2,628	719	10.03	-18.05	15.17	0.46	0.33	70.38
中南置地	254	2,885	245	11.24	-2.27	8.09	0.35	0.26	168.57
深业集团	253	1,863	504	40.37	11.45	21.27	0.26	1.38	82.54
合生创展	220	2,958	992	35.66	29.68	15.04	0.16	0.63	73.89
中骏集团	227	1,904	318	15.25	-10.78	16.88	0.21	0.70	91.82
金融街	214	1,505	416	13.96	-14.60	24.59	0.22	2.02	138.46
龙光集团	199	2,693	420	-6.25	-12.70	9.09	0.35	0.35	159.29

金辉集团	203	1,479	377	14.71	4.96	4.99	0.27	0.97	53.85
佳兆业	199	2,562	237	21.92	-48.66	15.08	0.21	0.01	574.68
阳光城	196	2,866	174	13.17	-18.40	26.08	0.20	0.07	420.11
新希望地产	188	1,267	390	16.12	4.59	6.33	0.48	1.35	23.59
宝龙地产	171	2,259	623	28.84	2.37	20.89	0.25	0.68	83.47
合景泰富	168	1,866	290	5.94	-133.20	33.49	0.20	0.19	243.10
中梁控股	165	2,214	316	8.70	1.54	4.02	0.25	0.77	27.53
金科集团	159	2,751	340	13.47	-5.23	8.80	0.25	0.20	180.59
荣盛发展	148	2,348	255	17.83	2.61	9.40	0.17	0.31	146.27
华宇集团	138	843	330	24.45	9.25	7.31	0.32	1.10	34.85
珠江投资	151	1,739	483	21.71	4.92	9.21	0.09	0.52	94.62

注：权益口径销售金额采用克而瑞公布的 2023 年全年数据。

附表三：财务指标的计算公式

指标	计算公式
短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债
长期债务	=长期借款+应付债券
总债务	=长期债务+短期债务
净负债率	=（总债务-现金及现金等价物）/所有者权益
货币资金短债比	=现金及现金等价物/短期债务
存货周转率	=营业成本/存货平均净额
营业毛利率	=（营业总收入-营业成本）/营业总收入
净利润率	=净利润/营业总收入

附表四：中诚信国际行业展望结论定义

行业展望	定义
正面	未来 12~18 个月行业总体信用质量将有明显提升、行业信用分布存在正面调整的可能性
稳定	未来 12~18 个月行业总体信用质量不会发生重大变化
负面	未来 12~18 个月行业总体信用质量将恶化、行业信用分布存在负面调整的可能性
正面减缓	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“正面”状态有所减缓，但仍高于“稳定”状态的水平
稳定提升	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“稳定”状态有所提升，但尚未达到“正面”状态的水平
稳定弱化	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“稳定”状态有所弱化，但仍高于“负面”状态的水平
负面改善	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“负面”状态有所改善，但尚未达到“稳定”状态的水平

中诚信国际信用评级有限责任公司和/或其被许可人版权所有。本文件包含的所有信息受法律保护，未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得复制、拷贝、重构、转让、传播、转售或进一步扩散，或为上述目的存储本文件包含的信息。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得，因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，中诚信国际对于其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，中诚信国际不对任何人或任何实体就 a) 中诚信国际或其董事、经理、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害，或 b) 即使中诚信国际事先被通知该等损失的可能性，任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信国际对上述信用级别、意见或信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的担保。信息中的评级及其他意见只能作为信息使用者投资决策时考虑的一个因素。相应地，投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持人作出自己的研究和评估。

作者	部门	职称
侯一甲	企业评级部	资深分析师
熊攀	企业评级部	分析师
曹文龙	企业评级部	分析师



中诚信国际信用评级有限责任公司
 地址：北京东城区朝阳门内大街南竹杆胡同
 2号银河 SOHO5 号楼
 邮编：100010
 电话：(86010) 66428877
 传真：(86010) 66426100
 网址：<http://www.ccx.com.cn>

CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT RATING CO.,LTD
 ADD: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane,
 Chaoyangmennei Avenue,Dongcheng District,
 Beijing,PRC.100010
 TEL: (86010) 66428877
 FAX: (86010) 66426100
 SITE: <http://www.ccx.com.cn>