



宏观研究

【粤开宏观】从房企年报看房地产风险：经营业绩与债务特征

2024年05月26日

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：方堃

执业编号：S0300521050001
电话：010-83755575
邮箱：fangkun@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】新一轮房地产去库存：背景、政策、难点与展望》2024-05-20

《【粤开宏观】超长期特别国债：中国现状、国际比较与意义》2024-05-19

《【粤开宏观】如何理解4月宏观数据的分化与“预期差”》2024-05-17

《【粤开宏观】城投公司转型的可能方向与风险—城投转型系列之三》2024-05-14

《【粤开宏观】城投老总的困惑：城投观察与调研实录》2024-05-09

摘要

自4月30日中央政治局会议提出“消化存量房产和优化增量住房”以来，部分城市商品房限购限贷措施放松、政府收储存量房产，5月17日房地产政策组合拳接连落地，房地产支持政策迎来重大变化，详见《新一轮房地产去库存：政策逻辑、难点与展望》。当前房地产销售面积和价格仍在下行，对房地产企业产生了较大的冲击，影响了房企的利润、现金流，衍生出债务违约等问题，从而导致房企的拿地意愿和能力下降、保交楼的能力下降。当前房地产行业风险如何？房企的经营状况如何？本文基于171家房地产开发上市公司（统称为“样本房企”，A股101家+港股70家，不含已停牌或尚未披露年报的房企）2023年年报数据，梳理房地产企业当前经营困难和债务形势，以期为进一步优化调整政策提供数据支持。

一、上市房企经营：销售和利润继续探底，企业分化加剧

1、销售：2023年营收小幅增长，而合同销售额大降，未来业绩不容乐观。营业收入与合同销售额的主要区别在于收入确认时点不同，前者通常是商品房满足竣工交付条件后确认的销售收入金额，而后者是签订商品房预售合同的金额。从当期营收看，样本房企2023年营业收入同比增长2.0%，与保交房背景下加快收入结转等因素有关。合同负债（预收账款）是未来待结转的营收收入，2023年样本房企合同负债余额下降超20%，对当年结转营业收入的覆盖倍数降至0.80，首次低于1倍。从合同销售看，全行业百强房企2023年合同销售金额同比下降17.3%，2024年一季度进一步下降49%，销售额跌幅扩大，未来房企业绩或难以保障。

2、盈利：毛利率和净利率均降至历史低位，上市房企亏损面达46%。从毛利看，2023年样本房企毛利率下滑2.1个百分点至16.8%，处于近年来的最低水平。这主要是由于收入端房企价格折扣和渠道促销，成本端2021年的高地价项目结转建造成本较高。从净利润看，2023年，样本房企合计实现净亏损406.5亿元，除以营业收入计算的净利率为-0.8%，首次出现由盈转亏。上市房企亏损面大幅上升，2023年亏损面达46.2%，资产减值损失累积是主要原因。一是地价下行，房企土地储备价值缩水，存货跌价准备计提增加；二是由于房价下跌，房企持有的投资性物业价值下降，计提资产减值损失。

3、库存：房企存货周转率有所好转，源于存货减少，而非销售驱动的实质性好转，整体库存周转一次需2.85年。2023年，样本房企存货余额同比下降11.7%；存货周转率为0.35次/年。存货周转率指标上升，一是由于房企严格控制新开工项目增量，同时推动已售项目的竣工交付；二是房企存货减值损失计提增加，存货规模缩水而高成本项目结转加快。

4、现金流：房企经营和投资活动收缩，货币资金减少。一是经营活动现金流净额有所改善，但属于“收缩性改善”，由于销售回款现金流入减少，而拿地、



施工支付的现金流出降幅更大。二是投资活动更加谨慎，多数房企减少持有投资性房地产。2023年，房企转向“以销定支，以销定投”，样本房企的投资现金流净额-1622亿元，仅相当于2021年的1/4左右。三是房企筹资现金流大幅净流出，融资难尚未扭转。2023年，样本房企筹资现金流净额连续三年为负，净流出多达6248亿元，高于经营活动现金净流入规模。四是房企账面现金余额大幅减少。2023年末，样本房企现金及现金等价物余额1.74万亿元，同比减少12.2%；全年仅有56家房企现金流净额为正，约三分之二的房企账面现金减少。

5、企业分化：民营房企收入份额降至六成，民企业绩下滑幅度远大于央国企。2021年以来，不同所有制房地产企业经营和盈利差距扩大。一是民营房企营收份额大幅下降。样本房企中，民营房企2023年营业收入占比60.6%，份额较上年下降5.6个百分点。二是民企净利率和净资产收益率远低于央国企。民营房企利润受冲击程度更大，2023年上市民企净利润-1219亿元，净亏损进一步扩大，销售净利率下降至-3.8%，净资产收益率-5.5%；而上市央国企同期实现净利润812亿元，销售净利率3.9%，净资产收益率2.2%。

二、上市房企债务：杠杆稳中趋降、尾部企业偿债风险加剧

1、债务总量：上市房企债务总量压降，有息债务约占总负债的四成左右。一是总体上，2023年末，样本房企负债余额合计18.9万亿元，同比下降8.2%；样本房企剔除合同负债后整体计算的资产负债率为65.3%，较上年下降1.1个百分点。二是结构上，样本房企的合同负债、应付账款和应付票据降幅较大，有息负债近5年来首次出现下降。2023年，样本房企有息负债约占总负债的42.0%，短期借款、应付债券、长期借款分别下降0.8%、1.3%、3.7%。

2、债务风险：总体杠杆率稳步下行，但结构性债务风险仍存。一是高风险房企的杠杆率指标进一步攀升。2023年，样本房企债务指标中位数普遍下降，但资产负债率的3/4分位数仍上升1.8个百分点至76.6%，约四成（68家）房企资产负债率超过70%监管红线，高债务房企风险仍在恶化。二是房企账面现金减少，对短期债务的保障能力下降。2023年，房企债务短期偿付压力有增无减，样本房企现金短债比降至0.64，不足以覆盖一年内到期的有息负债。

3、债务融资：房企筹资现金流为负，公开市场债券融资难度较大。一是筹资活动现金流大幅净流出，导致房企现金流量净额连续三年为负。二是房企信用风险仍在暴露，房企公开市场债券净融资为负。2023年，房企境内信用债净融资额为-2083亿元，海外债净融资额连续三年为负。

三、政策建议

一是一线城市优化商品房政策，释放增量需求，扭转房价下行预期。二是抓紧落实保交房政策，分类化解商品房项目风险。三是财政加大力度支持商品房收储，统筹消化存量和优化增量。四是优化土地供应和开发方式，满足居民对好地段、高品质商品房的需求。五是鼓励房地产企业自救，鼓励行业并购重组。六是房企要加快业务转型，布局“好房子”新赛道。

风险提示：经济增长和收入预期弱化，居民信心不足；个别房企陷入流动性危机，引起债务风险蔓延；地产调控政策优化落地不及预期，引起市场持续低迷的风险；样本房企中未包括中国恒大、碧桂园，样本难以代表总体情况。



目 录

一、上市房企经营特征：底部运行、企业分化加剧.....	4
（一）销售：2023 年营收小幅增长，而合同销售额大降，未来业绩难以保障.....	4
（二）利润：利润率下滑至近五年低点，房企亏损面创新高.....	6
（三）库存：存货减值损失增加，库存周转率加快.....	7
（四）现金流：经营和投资活动收缩，筹资现金流大幅净流出.....	8
（五）企业分化：民营房企收缩，央国企表现相对领先.....	9
二、上市房企债务形势：杠杆趋稳、尾部风险仍存.....	10
（一）债务总量：整体杠杆率趋稳，但高杠杆房企风险上升.....	11
（二）债务结构：经营性债务大幅减少，有息负债规模首次负增长.....	12
（三）融资情况：房企现金短债比下降，债券市场净融资规模大降.....	14
三、未来支持房地产行业稳定发展的政策建议.....	15

图表目录

图表 1： 上市房企营业收入同比增速与全国商品房销售额同比的变化.....	4
图表 2： 上市房企合同负债及营收保障倍数的变化趋势.....	5
图表 3： TOP30 房企 2024 年一季度合同销售业绩及增速情况.....	5
图表 4： 上市房企利润率持续探底.....	6
图表 5： 上市房企亏损面创出历史新高.....	7
图表 6： 上市房企存货周转率的变化.....	8
图表 7： A 股上市房企经营活动产生的现金流入和流出变化.....	8
图表 8： 上市房企的筹资活动现金流量大幅净流出.....	9
图表 9： 不同所有制类型的上市房企销售净利率的变化.....	10
图表 10： 房地产投资低迷拖累民间投资增长.....	10
图表 11： 上市房企的资产负债率下降.....	11
图表 12： 上市房企资产负债率（剔除合同负债）的分位数变化.....	12
图表 13： 上市房企净负债率的分位数变化.....	12
图表 14： 上市房企 2023 年不同类型负债结构.....	13
图表 15： 上市房企 2023 年不同类型负债余额同比增速.....	13
图表 16： 上市房企的有息债务余额 2023 年由升转降.....	14
图表 17： 上市房企的现金短债比连续三年下降.....	14
图表 18： 房企境内信用债和海外债发行及偿还情况.....	15



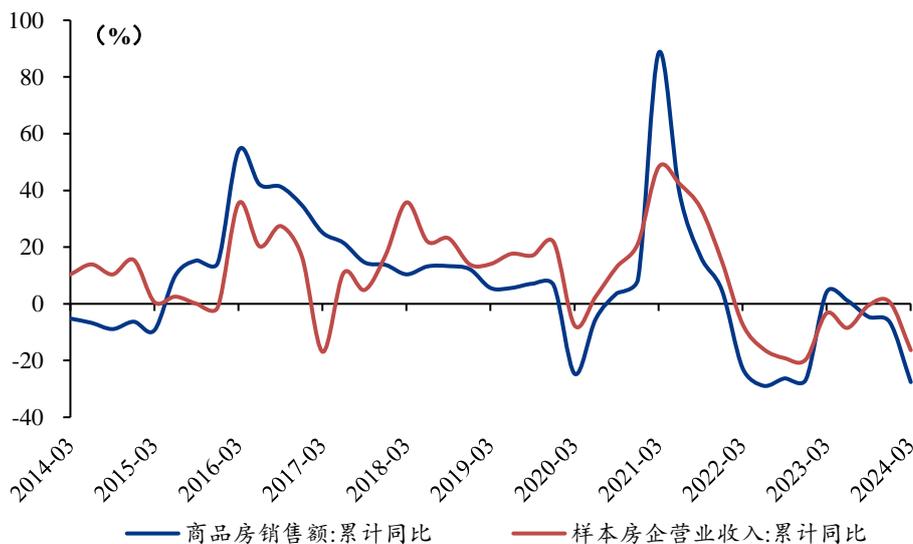
一、上市房企经营特征：底部运行、企业分化加剧

本报告中，选取主营业务为房地产开发的上市公司进行分析，剔除 A 股与港股两地重复上市的情况，目前已披露 2023 年报上市房企数量共 171 家（A 股 101 家+港股 70 家），以下统称为“样本房企”。2023 年，样本房企的合同销售和利润处于下行期，民营房企经营业绩受冲击程度更大。

（一）销售：2023 年营收小幅增长，而合同销售额大降，未来业绩难以保障

2023 年房企营业收入在保交房推动下小幅增长。考虑到预售制和竣工交付周期，房地产企业前期合同销售与账面业绩确认之间存在时滞。营业收入是基于权责发生制，在商品房满足竣工交付条件后确认的销售收入金额；而合同销售额则是基于收付实现制，统计签订商品房预售合同的金额。2021 年以来，随着现房销售占比提升至接近 30%，房企营业收入与合同销售金额走势更加接近。**从营收业绩看**，2023 年样本房企营业收入 5.24 万亿元，同比增长 2.0%。2023 年保交房工作推进下，上一年受影响的项目集中交付，使得全年结转确认的营业收入同比正增长。**从合同销售看**，2023 年房企合同销售金额大幅下降。2023 年，国家统计局披露的商品房销售额同口径下降 6.5%，百强房企合同销售金额同比下降 17.3%，销售形势不容乐观。

图表1：上市房企营业收入同比增速与全国商品房销售额同比的变化

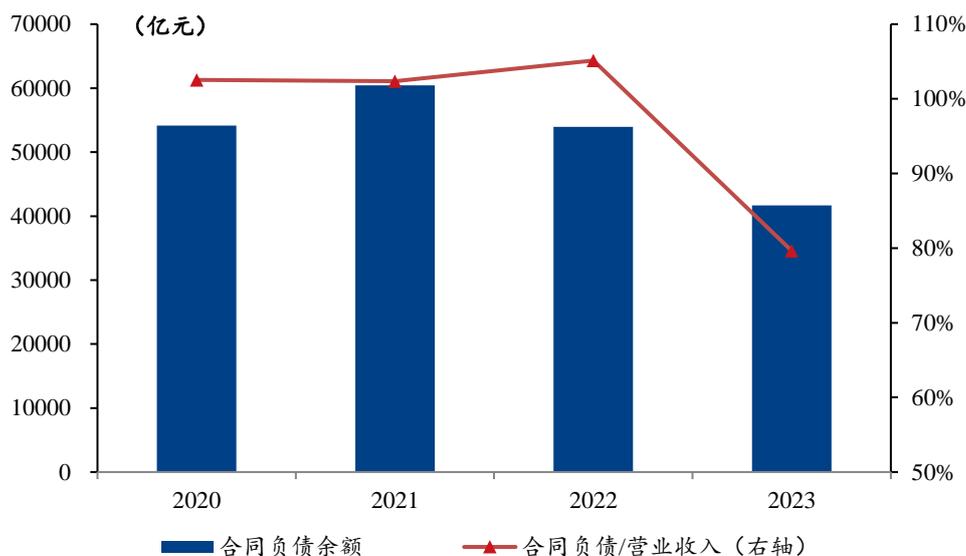


资料来源：wind、粤开证券研究院

合同负债可供结转的资源减少，未来业绩仍面临较大压力。房企通常的会计处理是，在商品房销售合同订立生效后，房企将收到的对价记入合同负债，之后根据施工进度或竣工交付后，将合同负债结转确认为营业收入。合同负债是潜在的未来收入，若产品交付风险相对较小，手上合同越多，未来收入潜力越大。2023 年末，样本房企合同负债合计 4.17 万亿元，同比下降 22.7%。合同负债规模下降的同时，对房企营收的保障倍数也持续降低。2023 年末，样本房企合同负债对当年结转收入的覆盖倍数为 0.80，较 2022 年下降 0.25，覆盖倍数已不足 1 倍，显示未来房企的业绩储备相对较薄。



图表2：上市房企合同负债及营收保障倍数的变化趋势



资料来源：wind、粤开证券研究院

2024年业绩将进一步探底，头部房企销售压力加大。大部分房企年报分析认为当前商品房销售市场存在不确定性，不再追求销售规模，而是关注现金流安全、创造有利的销售。2024年一季报显示，样本房企营业收入同比下降16.3%，与去年相比增速由正转负。根据国家统计局，一季度全国商品住宅销售面积和销售额同比分别为-23.4%和-30.7%。据中指研究院统计，一季度全行业百强房企合同销售总额同比下降49%，TOP30房企合同销售总额同比降幅也高达46%。

图表3：TOP30房企2024年一季度合同销售业绩及增速情况

排序	房企	2024年一季度销售面积 (万平方米)	2024年一季度销售面积同比	排序	房企	2024年一季度销售额 (亿元)	2024年一季度销售额同比
1	万科	384.7	-37.0%	1	保利发展	629	-44.7%
2	保利发展	367.8	-42.4%	2	中海地产	602	-27.9%
3	中海地产	321.1	-14.7%	3	万科	579.7	-41.6%
4	绿城中国	237.2	-8.9%	4	绿城中国	532.1	-13.3%
5	华润置地	223.3	-36.0%	5	华润置地	507.3	-35.8%
6	招商蛇口	185	-43.9%	6	招商蛇口	401.8	-44.3%
7	碧桂园	178.6	-83.8%	7	建发房产	315.1	-31.3%
8	龙湖集团	178	-38.5%	8	滨江集团	263.2	-35.3%
9	新城控股	157.9	-34.7%	9	龙湖集团	237.1	-52.9%
10	建发房产	145.2	-37.4%	10	越秀地产	221	-49.5%
11	绿地控股	130	-43.5%	11	华发股份	203.7	-58.5%
12	融创中国	106	-53.3%	12	碧桂园	178.6	-79.7%
13	建业集团	101	-40.4%	13	中国金茂	176	-60.2%
14	金地集团	98.4	-47.6%	14	金地集团	167.3	-62.1%
15	中国金茂	95.4	-61.8%	15	绿地控股	140	-53.8%
16	美的置业	91.3	-51.9%	16	中国铁建	130.1	-38.2%
17	中国铁建	90.3	-43.3%	17	新城控股	119	-44.7%
18	旭辉集团	84.8	-39.0%	18	保利置业	108	-50.0%



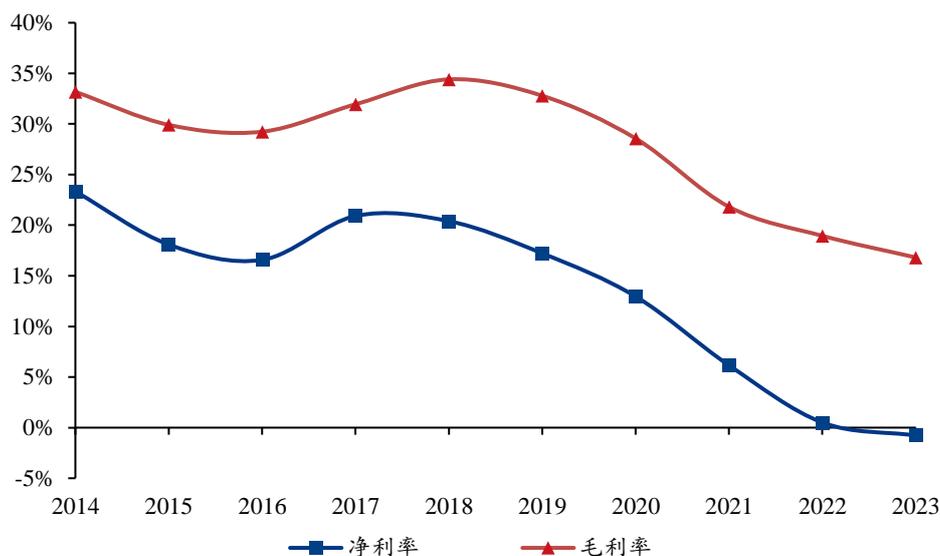
排序	房企	2024年一季 度销售面积 (万平方米)	2024年一季 度销售面积 同比	排序	房企	2024年一 季度销售额 (亿元)	2024年一 季度销售 额同比
19	滨江集团	70.2	-32.3%	19	美的置业	103.7	-56.1%
20	华发股份	68.5	-58.3%	20	中粮大悦城	102.1	-21.6%
21	越秀地产	65	-53.9%	21	旭辉集团	101.6	-51.9%
22	世贸集团	62.6	-35.9%	22	融创中国	99.1	-66.2%
23	金科集团	52	-59.4%	23	中建壹品	91.2	-47.6%
24	中建壹品	50.5	1.2%	24	联发集团	90	-21.7%
25	中梁控股	46.7	-59.6%	25	卓越集团	85.4	-57.5%
26	中国中铁	46.3	-52.7%	26	中建东孚	85	-17.2%
27	宝龙地产	40.9	-28.6%	27	国贸地产	83	-39.1%
28	中建东孚	40.9	-29.4%	28	世茂集团	82.5	-44.4%
29	中南置地	40.1	-59.8%	29	中交房地产	75.9	-55.4%
30	中交房地产	38.4	-46.9%	30	首开股份	75.6	-55.5%

资料来源：中指研究院、粤开证券研究院

（二）利润：利润率下滑至近五年低点，房企亏损面创新高

受到降价与高成本结转约束，房企利润率持续下探。尽管房企结转营业收入仍小幅增长，但房企结转营业成本同比增长更快，使得项目毛利承压。2023年，样本房企整体法计算的毛利率为16.8%，较上年分别下滑2.1个百分点；毛利率中位数下降2.2个百分点至19.2%；毛利率平均值下降2.6个百分点至27.6%，均处于近年来的最低水平。2023年样本房企利润率持续探底，主要由于：一是收入端，地产需求弱化，大部分房企采取价格折扣、渠道促销，销售和管理费用也同时增加，导致盈利空间挤压；二是成本端，房企竣工交付的以2019-2021年的高地价项目居多，建造成本抬升。

图表4：上市房企利润率持续探底



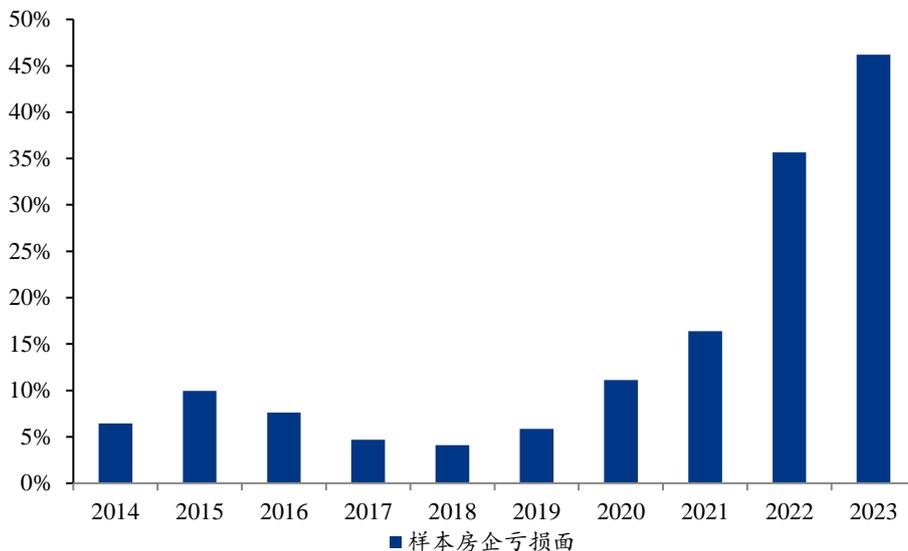
资料来源：wind、粤开证券研究院（注：净利率和毛利率均按整体法计算）

资产减值损失持续累积，房企亏损面升至新高。2023年，样本房企由盈转亏，合计



实现净亏损 406.5 亿元，由此计算销售净利率为-0.8%，较上年下滑 1.3 个百分点。其中仅 A 股上市房企资产减值损失合计就达 846 亿，对利润冲击程度较大。2023 年，样本房企中，有 79 家出现净亏损，亏损面达 46.2%，创出新高。上市房企亏损面大幅上升：一是土地市场快速下行，房企在手土地储备和已竣工项目价值缩水，存货跌价准备计提增加；二是由于房价下跌，房企持有的投资性物业价值下降，根据公允价值变化计提资产减值损失；三是房企现金流紧张，快速处置部分资产，产生了一部分非经常性亏损。

图表5：上市房企亏损面创出历史新高



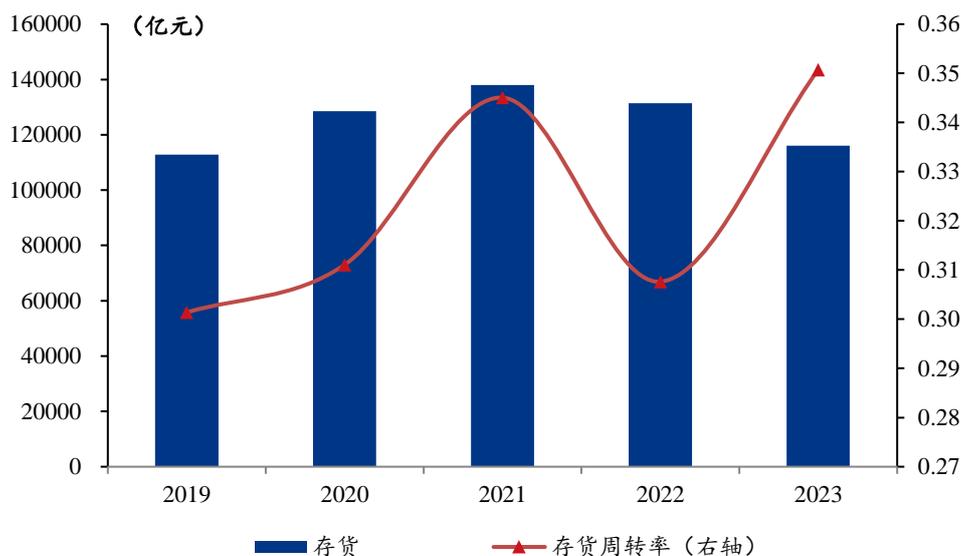
资料来源：wind、粤开证券研究院

（三）库存：存货减值损失增加，库存周转率加快

2023 年房企库存周转率加快，主要是由于“保交房”和存货价值变化，并非销售带动的实质性好转。随着保交楼政策和房企融资协调机制推进，交付风险有所缓解。2023 年，样本房企存货余额 11.6 万亿元，同比下降 11.7%；存货周转率 0.35 次/年，当下样本房企全部库存需要 2.85 年才能完成一次周转。与 2022 年相比，2023 年房企存货周转率有所好转。一方面是由于在“保交楼”任务要求下，房企积极推动已售项目的竣工交付，并控制新开发项目增长；另一方面是房企存货减值损失计提增加，存货规模缩水而高成本项目结转加快，使得存货周转率上升。但从近期销售看，新建商品房销售量价齐跌，未来库存去化周期或将拉长。



图表6：上市房企存货周转率的变化

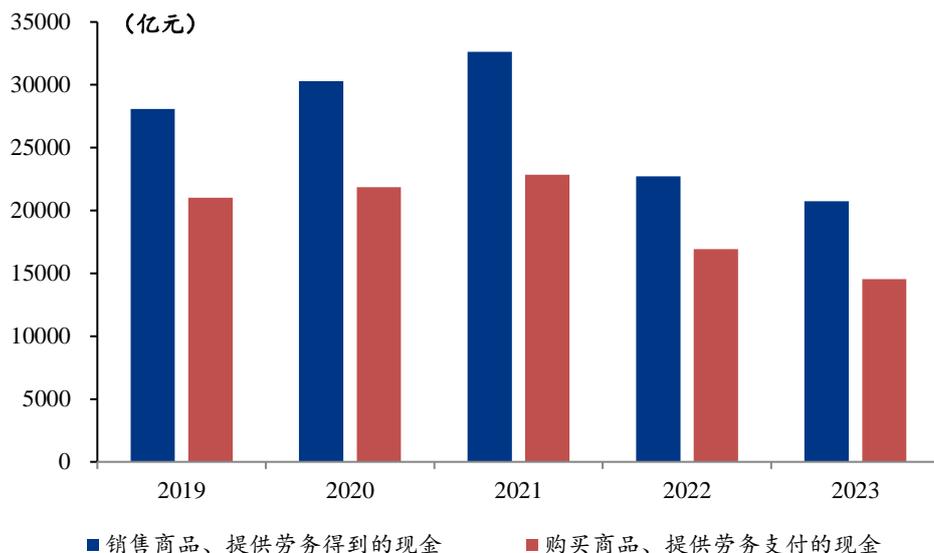


资料来源：wind、粤开证券研究院

(四) 现金流：经营和投资活动收缩，筹资现金流大幅净流出

从经营现金流看，房企经营活动收缩，现金流入和流出规模均减少。2023年，房企加快转向“以销定支，以销定投”，销售回款现金流入减少，而拿地、施工支付的现金流出收缩的程度更大。鉴于港股现金流量表数据披露不完整，汇总101家A股上市房企的现金流量表数据，从流入看，上市房企由于销售低迷、库存去化周期拉长，销售商品、提供劳务得到的现金同比下降8.8%；从流出看，拿地和新开工施工现金流出减少，购买商品、提供劳务支付的现金同比下降14.0%。尽管经营活动产生的现金流入减少，但现金流出的降幅更大，导致经营现金流净额同比增长6.5%。

图表7：A股上市房企经营活动产生的现金流入和流出变化



资料来源：wind、粤开证券研究院

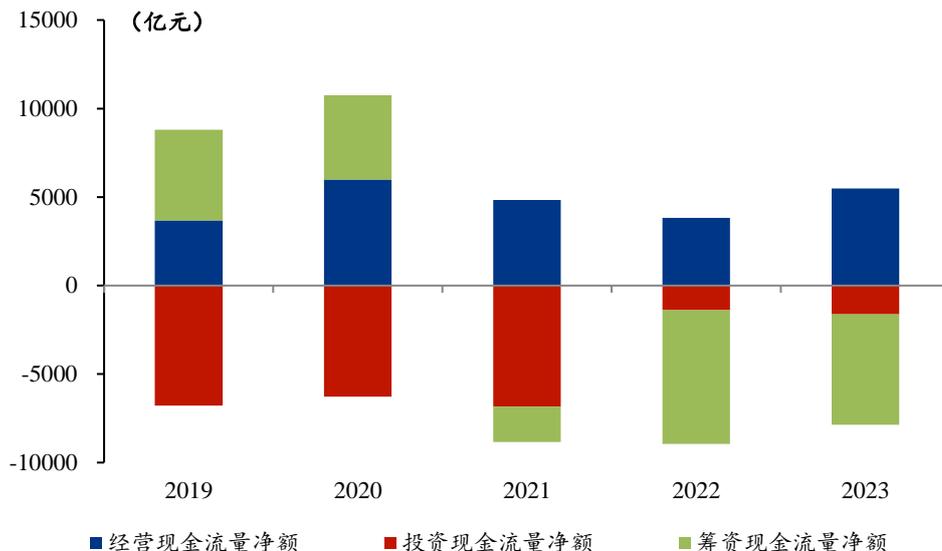
从筹资现金流看，筹资活动现金流连续三年净流出。行业景气时期，房企经营活动和筹资活动产生正的现金流入，支持投资活动的现金流出。而行业收缩时期，房企减少



投资并减少负债，使得投资活动现金流量流出规模缩小，而筹资活动现金净流出规模扩大。2023年，样本房企筹资现金流量净流出多达6248亿元，远远高于经营活动产生的现金流量净流入规模5477亿元。

从投资现金流看，受到房价下跌和融资难度影响，多数房企减少持有投资性房地产。2023年，样本房企的投资现金流净额-1622亿元，虽较2022年有所扩张，但仅相当于2021年行业的高点的1/4左右。房企开发和投资趋于谨慎，从安全性出发严控开发项目总量和增量，同时更加重视投资项目质量，聚焦于一二线高能级城市的核心区域拿地。

图表8：上市房企的筹资活动现金流量大幅净流出



资料来源：wind、粤开证券研究院

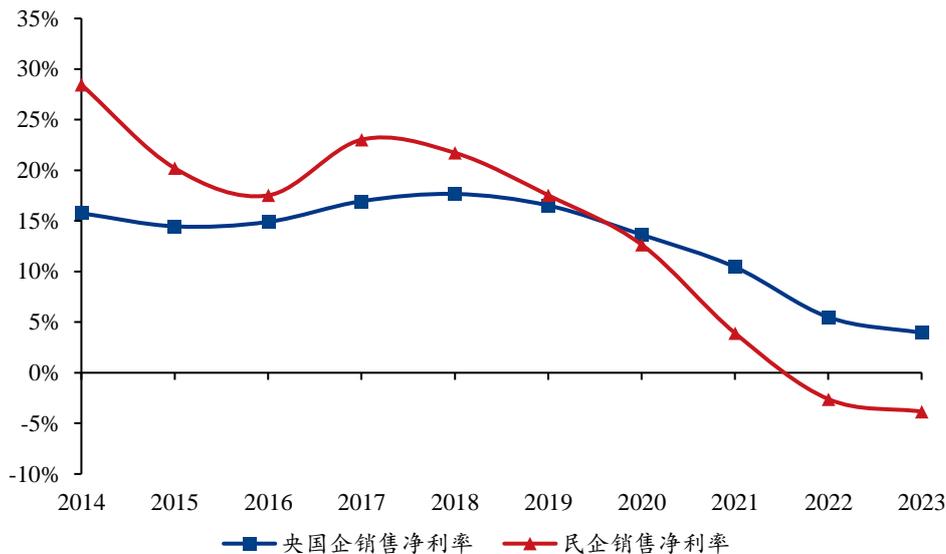
从账面现金看，房企现金流量净额连续三年为负，账面现金余额大幅萎缩。受到筹资活动的拖累，2023年，样本房企现金流净额合计-2392亿元，账面现金2021-2023年连续三年净减少。2023年末，样本房企资产负债表中，现金及现金等价物余额1.74万亿元，同比减少12.2%，较2020年的行业高点累计下降了四成。2023年，样本房企中，仅有华润置地、滨江集团等56家房企现金流净额为正，约三分之二的房企账面现金净减少。

（五）企业分化：民营房企收缩，央国企表现相对领先

从利润率看，民企净利率和净资产收益率远低于央国企。2021年以来，不同所有制房地产企业经营和盈利差距扩大，样本房企中，民营房企2023年营业收入份额60.6%，较上年份额下降5.6个百分点；民营房企2023年总资产占比62.4%，较上年下降2.6个百分点。而民企利润受冲击程度更大，2023年上市民企实现净利润-1219亿元，净亏损进一步扩大，销售净利率下降至-3.8%，净资产收益率-5.5%。央国企业绩降幅相对较小。2023年上市央国企实现净利润812亿元，同比下降25.0%，销售净利率下降至3.9%，净资产收益率2.2%。



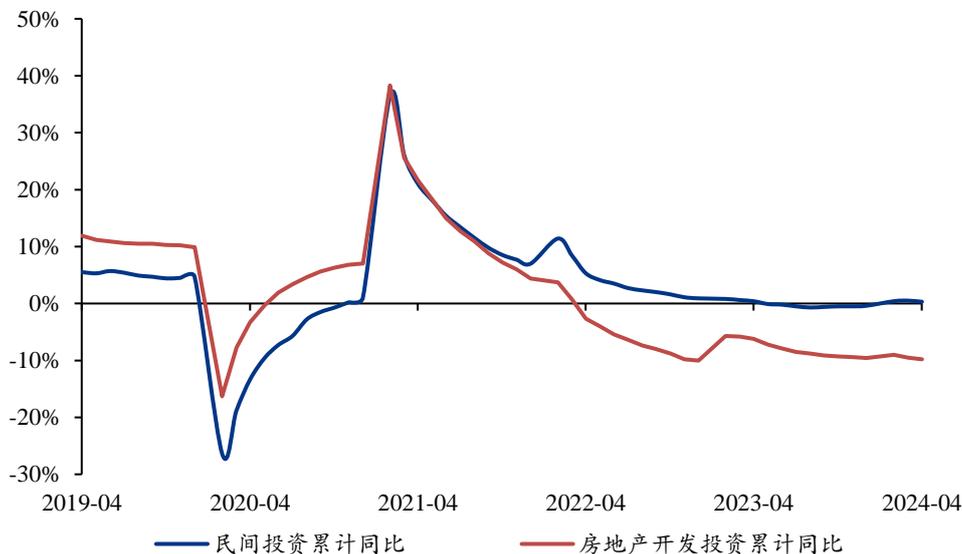
图表9：不同所有制类型的上市房企销售净利率的变化



资料来源：wind、粤开证券研究院

民营房地产企业业务收缩，民间投资受冲击严重。微观上民营房企经营困难，新开工和拿地减少，宏观上体现为民间投资增速低迷。2023年，全国民间固定资产投资下降0.4%，落后于投资整体增速3.2个百分点。以房地产经济大省广东为例，2023年，房地产开发投资中，民间投资占全省房地产开发投资的比重64.9%，较2022年大幅下降近9个百分点。

图表10：房地产投资低迷拖累民间投资增长



资料来源：wind、粤开证券研究院

二、上市房企债务形势：杠杆趋稳、尾部风险仍存

根据中国统计年鉴，2022年，全国房地产开发企业负债合计89.15万亿元，171家样本房企2022年负债占全国的23.1%。2023年样本房企债务总量压降，主要是市场下行



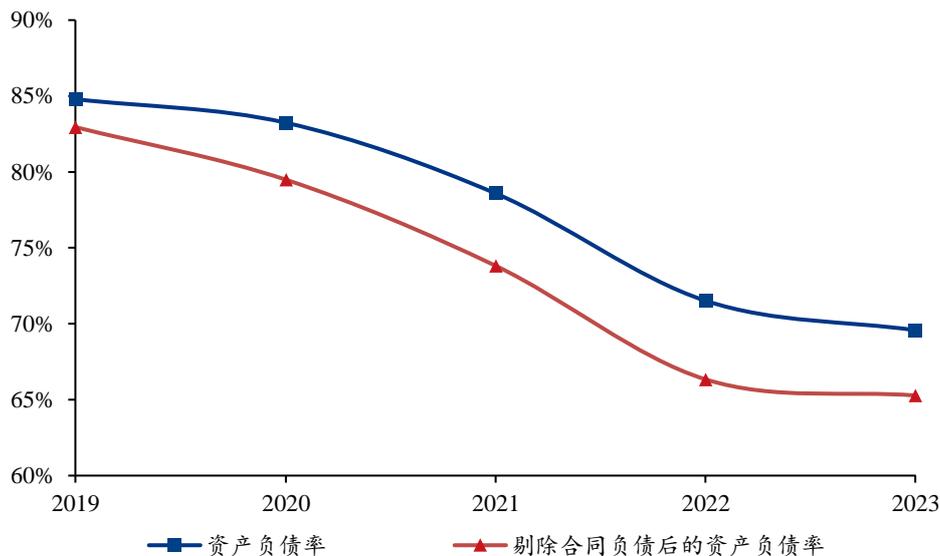
期主动去杠杆所致。但债务结构性风险仍不容忽视，房企筹资仍未显著改善，账面现金规模和现金短债比指标下降，高杠杆房企偿债风险加剧等。

（一）债务总量：整体杠杆率趋稳，但高杠杆房企风险上升

从整体看，房企去杠杆持续推进，债务总量持续压降。2023 年样本房企债务余额合计 18.9 万亿元，同比减少 8.2%。2023 年，样本房企资产负债率为 69.6%，较上年下降 1.9 个百分点。合同负债无需支付利息，除了购房者退房以外基本不需要偿还，在计算资产负债率时应当予以剔除。剔除合同负债之后的资产负债率为 65.3%，较上年下降 1 个百分点。

从分位数看，高杠杆房企的债务风险仍在上升。以剔除合同负债后的资产负债率衡量，样本房企中位数稳中有降，中位数下降 0.7 个百分点至 66.3%，且低于监管设定的 70% 红线；但高杠杆房企的资产负债率仍在上升，3/4 分位数由 2022 年的 74.8% 升至 2023 年的 76.6%。2023 年，样本房企中，有 68 家（占比 40%）资产负债率超过 70% 监管红线，超线房企数量较上年增加 6 家。以净负债率（有息负债与账面现金之差/所有者权益）衡量，中位数 58.0%，下降超 10 个百分点；但 3/4 分位数由 2022 年 125.7% 升至 2023 年的 141.1%。

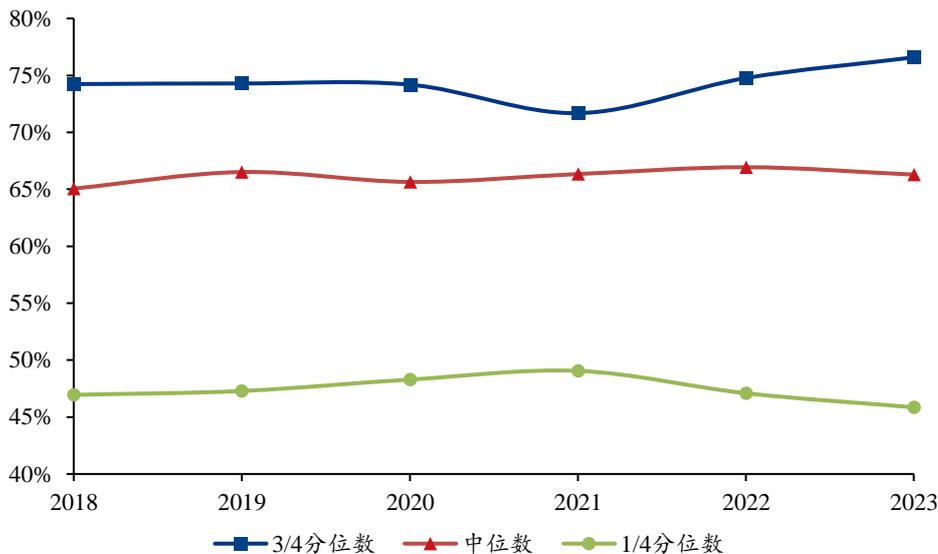
图表 11：上市房企的资产负债率下降



资料来源：wind、粤开证券研究院

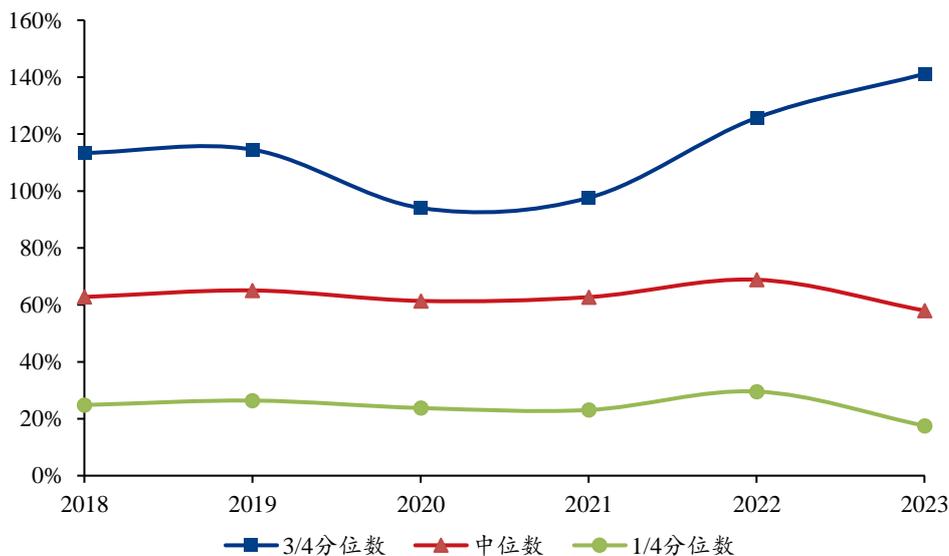


图表12：上市房企资产负债率（剔除合同负债）的分位数变化



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表13：上市房企净负债率的分位数变化



资料来源：wind、粤开证券研究院

（二）债务结构：经营性债务大幅减少，有息负债规模首次负增长

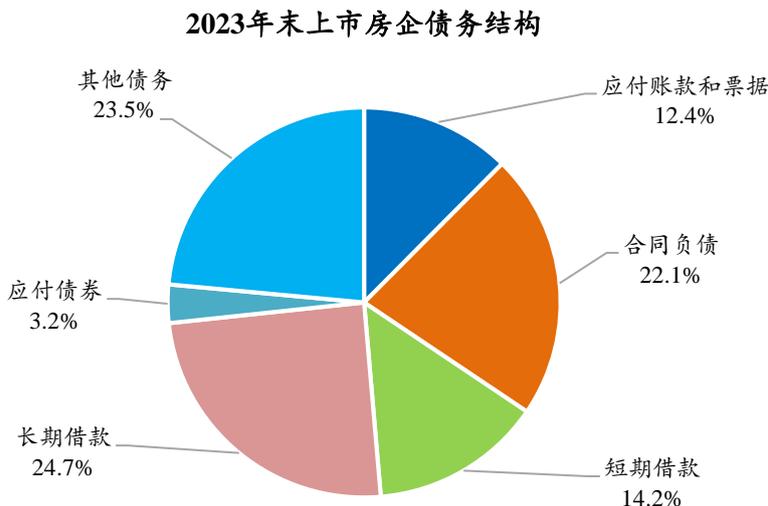
首先，经营性债务降幅明显。2023年，样本房企债务中，合同负债、应付账款和票据分别占22.1%、12.4%。其中，合同负债余额4.17万亿元，下降22.7%，而应付账款和票据，主要是房企购买原材料、支付工程款产生的经营性负债，房企若出现拖欠主要影响上下游供应商。2023年末，样本房企的应付账款和票据余额2.34万亿元，同比下降6.8%。

其次，有息债务近5年来首次下降。房企有息债务主要是通过银行获得贷款、从金



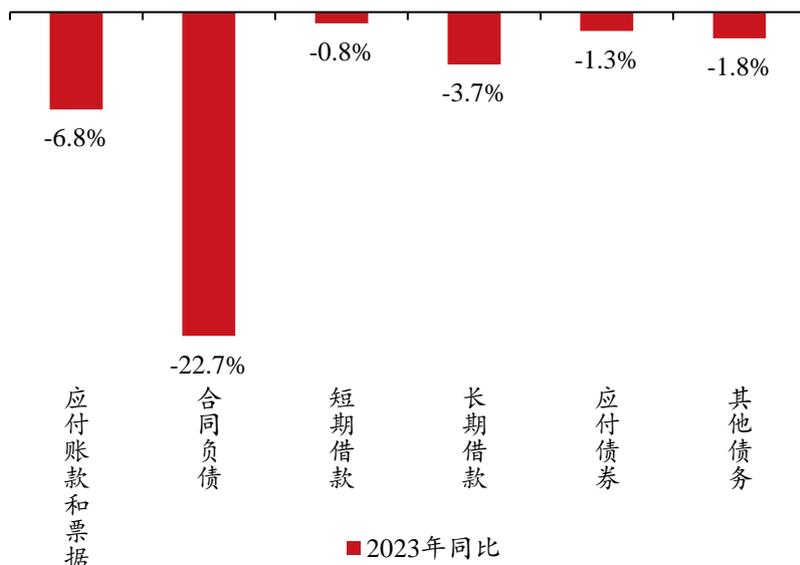
融市场发行债券、融资租赁负债等。由于 A 股、港股财务报表披露差异，本文的有息负债统计仅包括短期借款、应付债券以及长期借款，存在低估的可能。2023 年末，房企去杠杆收效明显，样本房企有息负债存量 7.94 万亿元，合计占总负债的 42.0%；同比-2.5%，为 2018 年以来同比首次下降。其中，短期借款同比下降 0.8%，应付债券同比下降 1.3%，长期借款同比下降 3.7%，降幅更大。此外，其他负债基本持平，占比 26.3%。其他负债主要是房企通过信托、资产证券化其他方式融资举借的债务。2023 年，其他债务余额为 4.44 万亿元，小幅下降 1.8%。

图表14：上市房企 2023 年不同类型负债结构



资料来源：wind、粤开证券研究院

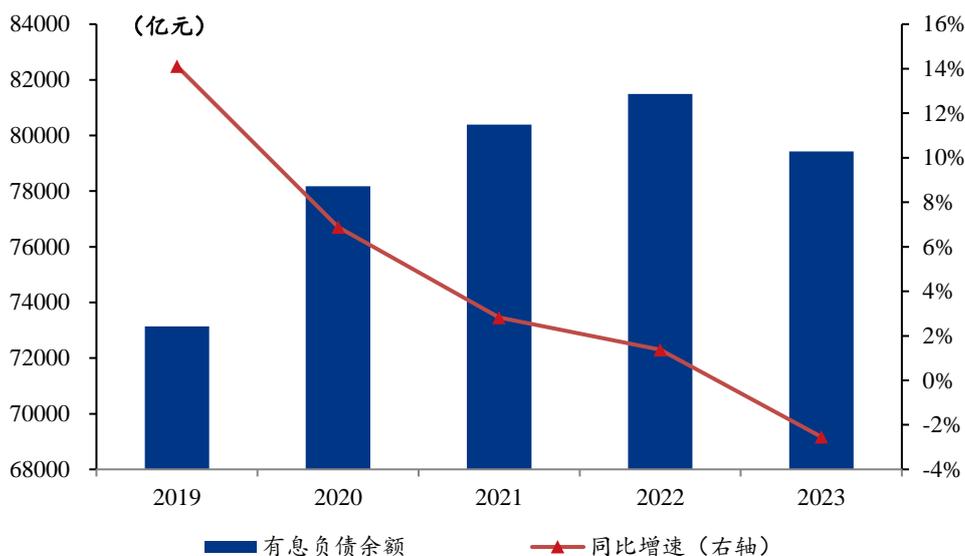
图表15：上市房企 2023 年不同类型负债余额同比增速



资料来源：wind、粤开证券研究院



图表16：上市房企的有息债务余额 2023 年由升转降

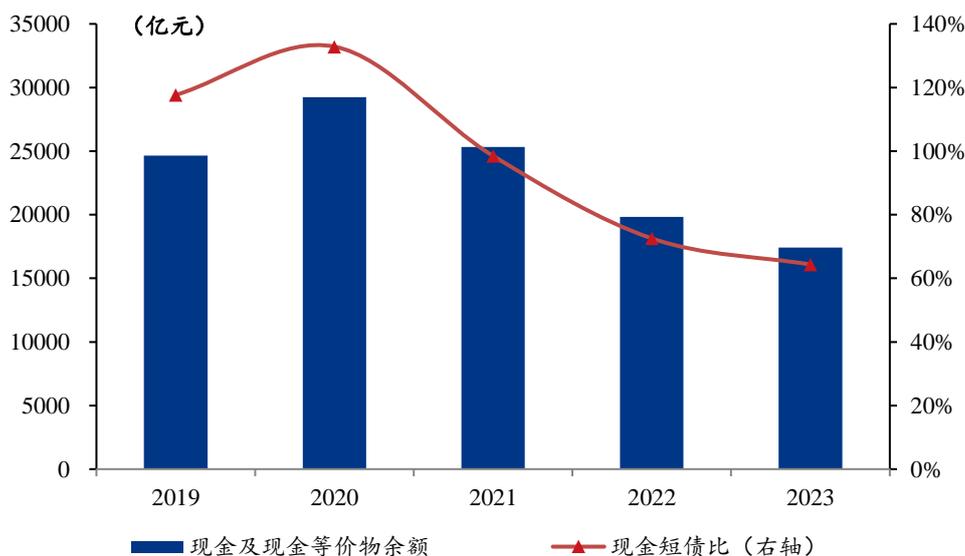


资料来源：wind、粤开证券研究院

（三）融资情况：房企现金短债比下降，债券市场净融资规模大降

房企账面现金萎缩，对短期债务的保障能力下降。2023 年末，样本房企现金及现金等价物余额同比减少 12.2%，较 2020 年的行业高点累计下降了四成。而房企债务短期偿付压力有增无减，2023 年，样本房企现金短债比降至 0.64，远远小于 1，显示不足以覆盖一年内到期的有息负债，短期债务偿付压力较大。

图表17：上市房企的现金短债比连续三年下降



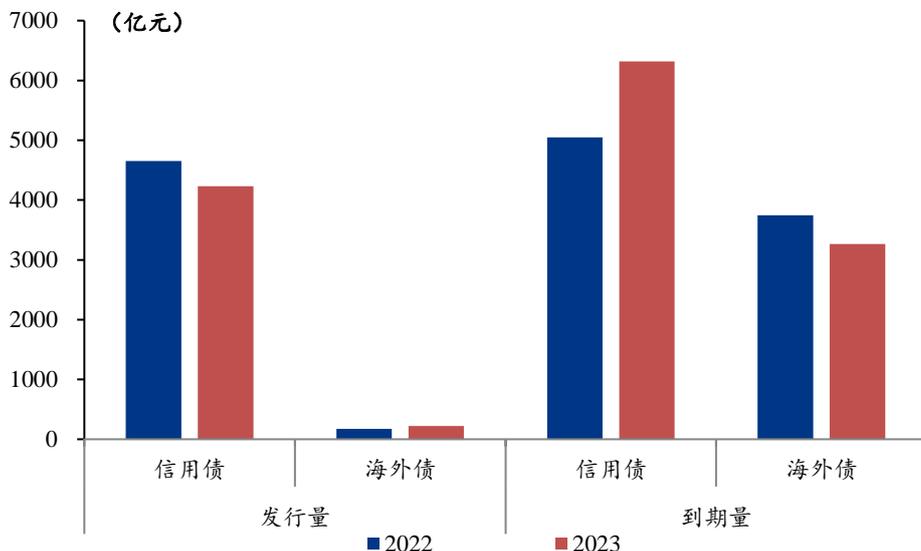
资料来源：wind、粤开证券研究院

房企公开市场债券净融资为负，房企债券违约事件仍时有发生。根据中指研究院统计，2023 年，房企境内信用债（不包括资产证券化产品）的发行量为 4233 亿元，同比下降 9.1%；而信用债偿还量同比增加 25.1%，信用债净融资额为-2083 亿元。房企海外



融资形势也不乐观，2023年，除了少数几家房企外，海外债新发行基本陷入停滞，房企海外债净融资额连续三年为负。房企信用风险仍在暴露，2023年碧桂园、建业地产等多家房企出现过实质性或技术性违约。

图表18：房企境内信用债和海外债发行及偿还情况



资料来源：中指研究院、粤开证券研究院

三、未来支持房地产行业稳定发展的政策建议

房地产市场低迷仍是经济运行中的最大不确定因素。 房地产对经济的影响已渗透到方方面面，导致了居民资产负债表的收缩、房企现金流的恶化、土地财政下行等。房地产销售、投资、价格仍在持续下行，要下大力气扭转房价下行预期，只有稳住房地产才能破解当前地方债务、居民预期等问题。下阶段仍需加码房地产政策，政府与企业共同发力。

一是一线城市优化商品房政策，释放增量需求，扭转房价下行预期。 限购方面，一线城市有必要进一步放松，例如放开郊区限购、全市范围内增加购房指标、缩短或取消首套非户籍居民的社保或个税缴纳年限限制等；限贷方面，在“因城施策”的基础上，及时调整首付比例、房贷利率的政策组合，避免挤牙膏式政策引发居民观望情绪。

二是抓紧落实保交房政策，分类化解房地产项目风险。 充分利用保交楼资金，优化考核问责机制，督促商业银行落实融资白名单制度，金融机构可探索银团贷款等新模式，支持重点房企集团融资。分类推进在建已售难交付商品房项目处置，保障人民群众利益和经济社会稳定。对于销售进度较高的楼盘，继续支持开发商项目融资和竣工交付，保障购房人权益；对于销售缓慢且逾期难交付的楼盘，尚未销售的部分政府可指定国有企业以合理价格向开发商收购作为未来保障房储备，已销售的部分则由政府牵头同购房者协商，合理确定项目续建规模，或者制定可行的置换方案。

三是加大力度支持商品房收储，统筹消化存量和优化增量。 中央财政加大对地方的支持力度，缓解地方收储资金压力。地方对参与“以旧换新”购买改善性商品房的给予价格优惠或购房补贴，减轻二手房对新房市场的冲击。

四是优化土地供应和开发方式。 出让优质地块、取消不合理的规划限制、将核心地



段的部分商业用地修改为住宅用地，满足居民对好地段、高品质商品房的需求。对过去几年房企高价取得而尚未开发的土地，允许用地规划、容积率等方面做出调整。

五是鼓励房地产企业自救，鼓励行业并购重组。采取激励机制推动房企降杠杆，对自筹资金化解债务风险的企业给予奖励。支持央国企通过股权收购、项目合作、代建等多种方式盘活民营房企资产，防范流动性风险蔓延。盘活民营房企存量用地，各地成立土地回储基金或由省属国企回购存量土地储备。

六是房企要加快业务转型，发展“好房子”新赛道。支持建设绿色、低碳、健康、智慧的高品质住宅，加大新型住宅技术研发投入，研究适用的装配化装修技术、环境检测技术、绿色建材等，开发基于大数据的科技住宅、智慧社区应用等。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任总裁助理，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。
方堃，FRM，2021年4月加入粤开证券，现任高级宏观分析师，证书编号：S0300521050001。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com