

# 2023 年中资房企信用风险年鉴

联合资信 工商评级三部 张超

2023 年，受宏观经济恢复不及预期、市场信心不足等因素影响，房地产行业景气度继续下行，尽管政府出台一系列维稳及宽松政策，但行业销售额在上年大幅下降基础上继续下降，房企融资也未见实质性好转。此背景下，“保交楼”支出刚性，房企出现流动性风险事件仍有发生。

未来看，无论是长周期还是短周期，目前房地产行业均处在下行阶段，景气度何时能走出低迷仍需观察。行业当前参与主体以国央企为主，但项目布局差、再融资能力较弱以及经营效率低的国有房企，也将面临一定的现金流压力，上述风险仍值得关注。

本文通过对 2023 年出险房企的出险共性进行分析，以期对未来的投资价值分析提供一定帮助。



联合资信评估股份有限公司  
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

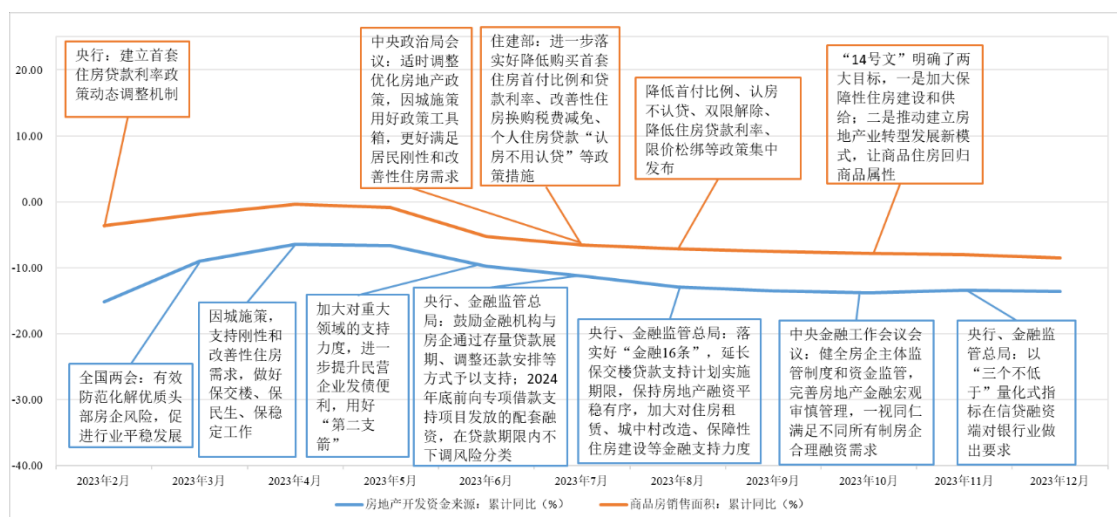


## 一、宏观环境及市场概况

2023年，房地产政策端全面宽松，尤其下半年以来调控松绑政策以及地产融资宽松政策集中发布，但实际效果有限。从销售端来看，继2022年全国商品房销售同比大幅下降后，2023年销售规模进一步下降，且未见转好迹象。房地产银行端贷款同比增速在2023年首次出现负增长，房企信用债、美元债及信托融资规模均大幅下降。

经历2022年房地产行业景气度快速下行及“违约潮”后，2023年行业仍延续下行态势，购房者对未来信心不足，全行业销售情况继续下降。基于此，无论是调控政策还是融资政策，均全面迎来了宽松周期，尤其是进入下半年以来，行业利好政策频频发布；但实际效果有限，房企融资难度仍较大，行业销售仍未回暖。

图1 2023年调控政策与行业相关数据走势



资料来源：联合资信搜集整理

### 关键词 1：行业利好政策频出

2023年年初，中央继续以“房住不炒”为主基调，因城施策，以促进房地产业良性循环和健康发展为目标，延续宽松的调控政策。此后两会政府报告提出，明确要有效防范化解头部房企风险，促进房地产平稳发展。7月的中央政治局会议定调，鉴于房地产市场供求关系已发生重大变化，要适时调整优化房地产政策，为后续房地产调控利好政策奠定基调。此后，相关部委密集发力，住建部出台“认房不认贷”政策，一二线城市迅速响应，调整首套房认定政策；央行推动降低存量首套住房商业性个人住房贷款利率，降低首套二套最低首付比例。10月，国务院常务会议审议通过“14号文”，提出要加大保障性住房建设和供应；中央金融工作会议再次强调促进金融与

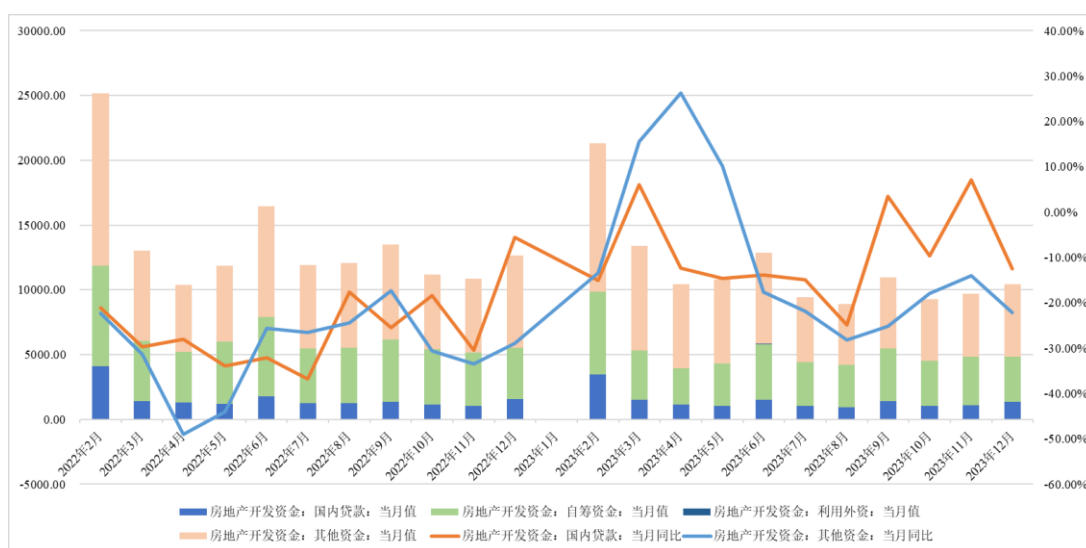
房地产良性循环，因城施策用好政策工具箱，并提出一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求。11月，央行、金融监督管理总局就证监会联合召开金融机构座谈会，会议提出“三个不低于”，落实中央金融工作会议中满足不同所有制房地产企业合理融资需求，将政策触角细化到非国有房企，补齐民营房企在融资扶持红利下的普惠短板。

## 关键词 2：实际融资情况仍不容乐观

2022年以来，中央各部委密集发声稳定房地产行业融资环境，重点支持房企合理融资需求、鼓励优质房企兼并收购出险房企项目以及防范化解房企流动性风险。从2022年底金融“16条”和“地产行业四支箭”融资政策陆续出台，到2023年7—8月金融“16条”延期和允许房企再融资不受破发、破净和亏损限制等融资端政策再发力，再至2023年11月地产信贷的“三个不低于”，持续的融资政策支持有助于行业信用端困难纾解和流动性整体优化。但受制于经济复苏放缓、需求端政策提振效果有限和市场信心不足等因素，行业销售仍未企稳止跌，地产企业到位资金压力依旧较大。此外，由于政策导向，行业实际到位的融资支持以项目层面为主，房企主体的融资情况仍不容乐观。

2023年，房地产开发企业到位资金合计12.75万亿元，同比下降13.60%。其中，国内贷款累计同比降幅自二季度以来走阔，反映融资端修复空间有限且持续性不足；2023年以来商品房销售短暂复苏后再次降温，致使房地产开发资金来源中占比最高的其他资金（定金、预收款以及个人按揭贷款）累计同比增速于2023年6月由正转负，降幅持续扩大，反映销售端压力不减，房企资金仍承压。

图 2 2023 年以来房地产开发资金来源情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

### 关键词 3：销售情况未见好转

2023 年，国内商品房销售面积在 2022 年同比下降 24.30%的基础上，继续下降 17.74%至 11.17 万平方米，销售降幅有所缩窄但仍未见企稳迹象。分阶段看，一季度由于前期被抑制的需求释放影响，销售面积同比降幅缩窄至-0.40%；但受宏观经济下行、购房者信心不足、房企风险事件继续发酵的影响，二季度商品房销售面积降幅继续拉大；尽管下半年以来利好政策发布较多，但在销售端并未见明显的效果，下半年单月销售面积降幅在 20%左右波动。

图 3 商品房销售数据及增速（单位：亿元、万平方米）



资料来源：Wind，联合资信整理

## 二、房企信用风险事件分析

当前，房地产下行周期下，之前快速扩张的模式已不再适用，2023 年房企违约仍有发生，但风险已由民营企业波及至标杆龙头企业。我们对 2023 年出险房企进行梳理发现，当年房企出险原因主要集中在经营误判型和高杠杆高周转型。未来，大量房地产企业面临发展方式的转型问题。

房地产行业上行周期中，房价持续上涨预期使得大多数发展模式都看似合理，尤其是行业盛行的高周转模式和合作开发模式，成为大多数房企冲规模的重要方式，金融机构在此过程中也充当“锦上添花”作用。但任何一种发展模式都有利有弊，通过上述方式冲规模的房企是在牺牲现金流安全性的前提下实现的资金快速周转，房企的资金链很脆弱，这种模式的运行严重依赖于房地产行业持续的高景气度。但房地产行业本质上仍属于周期性很强的行业，我国房地产自市场化以来经历了数十年的快速发



展，房价已至高位，国内经济增速放缓、出生人口下降以及房价持续下跌使得人们对未来信心不足，行业销售情况自高点持续快速下降，行业已进入下行调整周期，且由于悲观情绪蔓延，房企融资端也出现阻隔，其脆弱的资金链也“一触即断”，“裸泳”的房企率先暴雷，但随着调整幅度的加深，即使是行业内标杆企业也开始面临现金流安全问题。

### （一）出险房企分析

2022 年房地产行业经历“违约潮”，我们对当年违约企业进行分析梳理，得出主要的出险原因包括：高杠杆高周转型、财务风险型、经营误判型和多元化型（具体见：[《2022 年中资房企信用风险年鉴》](#)）。进入 2023 年，在销售继续低迷、再融资难度高以及保交楼要求下，房企违约仍有发生，其中碧桂园控股有限公司（以下简称“碧桂园”）为典型的高杠杆高周转型企业；剩下企业均属于经营误判型，其中朗诗集团股份有限公司（以下简称“朗诗股份”）主要采用小股操盘方式进行投资但收回投资难度大，其在自身现金流紧张情况下大量在国外获取项目，最终导致现金流断裂；远洋集团控股有限公司（以下简称“远洋集团”）项目城市分布较差，其在行业高点时收购的红星地产资产包需持续投入资金，叠加关联方负面消息影响，远洋集团美元债最终违约；中骏集团控股有限公司（以下简称“中骏控股”）经营模式为采用勾地方式在三四线城市获取综合体项目，低能级城市项目销售情况差叠加自持类在建项目资金投入规模大但回报期长，资金链持续恶化，其海外债因无法借新还旧发生违约；正商实业有限公司（以下简称“正商实业”）为典型河南本土房企，项目去化难度大，在行业下行阶段销售及融资难度均很高，最终发生违约；广州市方圆房地产发展有限公司（以下简称“方圆地产”）主要开展旧改业务，对资金管理及安全性要求极高，在行业销售遇阻情况下最终资金链断裂。具体分析如下。

#### 1、朗诗股份

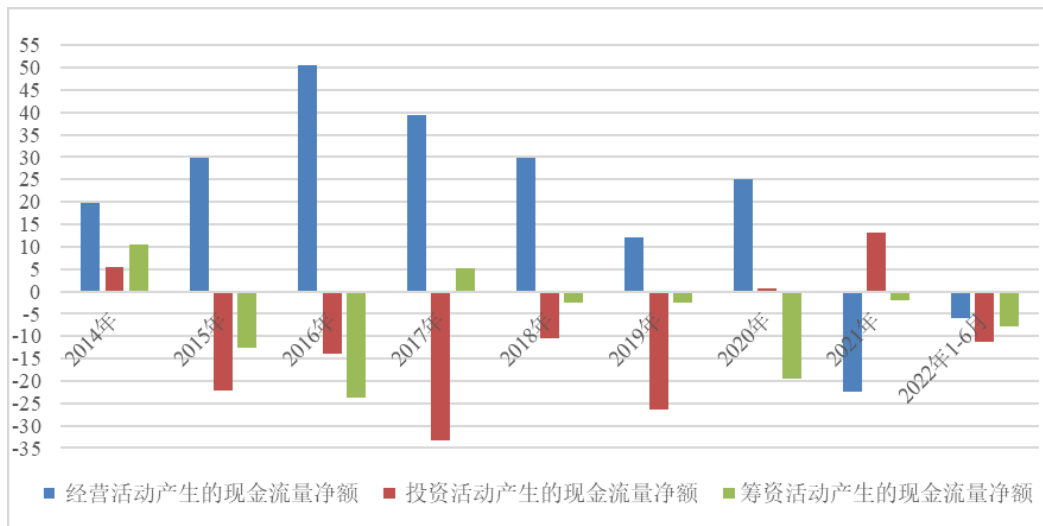
##### （1）企业概况

朗诗股份成立于 2001 年，实控人为田明，主营房地产开发业务，业务主要由旗下香港上市子公司朗诗绿色地产有限公司运营。朗诗股份初期在长三角获取项目，后续项目拓展到成都等西南区域及美国，目前朗诗股份土储布局以美国及长三角为主。

我们回顾朗诗股份发展历程发现：朗诗股份整体经营规模偏小，2013 年通过收购港股上市公司实现香港上市，同年进入美国地产市场，自 2015 年起朗诗股份保持较大规模的合作项目，投资活动现金流持续净流出，但投资的合作项目效益欠佳，投资活动持续消耗现金流。2021 年下半年以来，因地产市场景气度下行，朗诗股份经营

活动现金转为净流出状态，到期债务及项目支出持续消耗其流动性，最终爆发美元债违约。

图4 朗诗股份发展历程及现金流情况回顾（单位：亿元）



资料来源：Wind，联合资信搜集整理

朗诗股份自 2019 年以来境内拿地规模呈下降趋势，境内处于持续销售存量项目阶段，2019 年及 2020 年经营活动现金流持续净流入，因境内房地产行业下行导致销售不畅及新增美国土储规模较大（2021 年美国新增土地储备面积 94.90 万平方米），朗诗股份 2021 年经营活动现金流大幅净流出。受房地产融资收紧且朗诗股份作为民营企业面临更加严峻的融资环境，其自 2019 年起筹资活动现金流持续净流出。因美元债及公开市场债券将于一年内到期，朗诗股份 2021 年底短期债务较上年底增长 237.65%，现金短期债务比持续低于 1 倍，其偿债压力很大。

## （2）违约原因

朗诗股份 2013 年进入美国地产市场后，在美国的项目规模快速扩张，区域布局转变为以美国为主、境内市场为辅，2020 年后美国地产项目销售金额占 60% 以上，截至 2021 年底，朗诗股份位于美国土储占 75.39%，但境外项目管理压力较大且面临海外经营风险。此外，2022 年正值国内地产景气度低迷阶段，房企销售及融资均承压，但朗诗股份仍在美国大规模拿地，进一步消耗了流动性。朗诗股份绿色产品品牌力较强，其借助于绿色地产品牌优势获取大量代建项目，该类项目多采取小股操盘，虽单个项目投入资金不大，但代建项目数量大导致积压的资金量较大，体现为其他应收款及长期股权投资规模很大，难以及时调拨资金偿还债务。此外，朗诗股份依赖美

元债融资且美元债融资成本高（9.50%~13.50%），在地产行业下行周期中，海外发债进行再融资置换难度大，且其短期债务规模占比超全部债务的一半，现金类资产无法覆盖短期债务，集中兑付压力很大。

## 2、远洋集团

### （1）企业概况

远洋集团（证券代码：03377.HK）业务以房地产开发和物业出租为主，其第一大股东为中国人寿保险股份有限公司（以下简称“中国人寿”）。远洋集团以京津冀地区为大本营，后通过自拓和收购方式向长三角和中部地区拓展。

从远洋集团发展历程看，2007 年上市后步入快速扩张阶段，其物业规模快速增长。2010 年，中国人寿成为远洋集团第一大股东，远洋集团企业属性变更为混合所有制企业。2015 年，远洋集团开启多元化探索，远洋资本有限公司（以下简称“远洋资本”）大力拓展不动产及结构化业务的投资，该类投资规模大但回收期长；为增加非京津冀地区项目的占比，远洋集团于 2021 年收购上海红星美凯龙房地产集团有限公司（以下简称“红星地产”）70% 股权，但上述资产包中项目仍需持续投入现金流，且叠加房地产景气度下行，远洋集团现金流承压。远洋集团 2021 年以来进行多项资产处置以缓解现金流压力，但实际效果有限，远洋集团于 2023 年未能在宽限期内兑付债券利息，构成违约。

图 5 远洋集团发展历程及现金流情况回顾（单位：亿元）



资料来源：Wind，联合资信搜集整理

从近年来经营数据看，远洋集团在行业下行阶段及自身现金流紧张情况下，拿地

支出大幅下降，其中 2021 年及 2022 年同比下降 42% 和 90%，且新增项目区域分布向去化较快的一二线城市倾斜。远洋集团整体销售均价持续下降，尤其是 2022 年以来降幅明显，有降价销售促回款的可能。从财务数据看，远洋集团为偿还债务及支付工程款，现金流持续消耗，其货币资金自 2020 年底的 391 亿快速下降至 2022 年底的 46 亿；且远洋集团通过出售自持项目实现回款，2022 年底投资性房地产较 2020 年底大幅下降 36%。此外，由于远洋集团面临融资环境恶化，其筹资活动现金流中的借款所得款自 2021 年以来大幅下降，2022 年降幅高达 42%。

### （2）违约原因

远洋集团自京津冀起家，多年来一直寻求从京津冀走出去。随着自身拓展和对红星地产的收购，其京津冀地区项目占比由 2016 年的 50% 下降至 2022 年的 26%，远洋集团项目城市布局多达 60 多个，但除个别城市房地产景气度较高外，天津、大连、武汉、晋中、太原以及廊坊等地项目占比很高，上述项目在房地产景气度下行阶段销售更差，回款速度不及预期。远洋集团在行业高点收购红星地产资产包，收购后持续向资产包投入资金，但随后而来的行业下行使得上述项目销售不及预期，无法回笼相应的资金。此外，远洋集团在融资中多倚重债券类融资（截至 2022 年底银行借款仅占 37%，境内债券占 24%，美元债占 23%，信托及其他借款占 15%），在行业景气度下行以及远洋资本债券展期的共同影响下，再融资难度很大。尽管远洋集团通过出售项目改善了短期现金流情况，但最终因销售及融资端受阻发生违约事件。

远洋资本债券展期也是引发远洋集团违约的重要因素。远洋资本业务主要为不动产、结构化产品及股权等投资，上述业务回款质量差，且回收期较长；其投资项目中多为房地产项目，随着越来越多的房企暴雷，远洋资本的项目资金回收也大面积出现问题，最终于 2022 年 9 月发生境内债券展期事件。截至 2022 年底，远洋集团对第三方（主要为远洋资本）的应收款余额大致在 100 亿元左右，且当年计提减值损失 27 亿元。远洋资本债券展期对远洋集团的再融资以及拆借款回收产生很大的不利影响。

## 3、碧桂园

### （1）企业概况

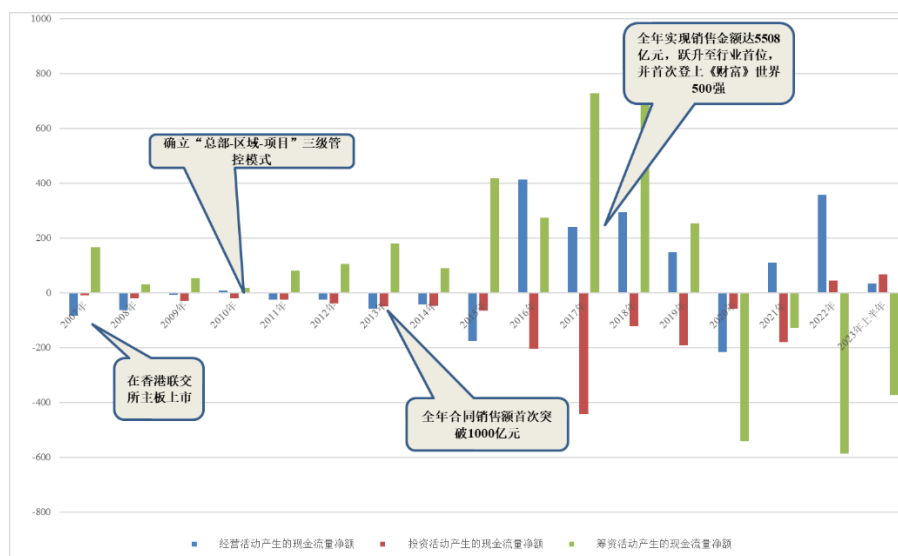
碧桂园（股票代码 2007.HK）于 2006 年 11 月在开曼群岛注册成立。截至 2022 年底，碧桂园股本及溢价余额 505.36 亿元，必胜有限公司持有其 52.60% 的股权，杨惠妍女士为碧桂园实际控制人。

作为主要布局三四线城市的房地产开发企业，碧桂园受益于三四线城镇化进程，销售规模迅速扩大至行业领先地位。2021 年以来，伴随行业调整，碧桂园高周转模式



所依赖的市场环境发生变化，受影响程度高于行业整体水平；尽管其通过增加一线城市项目获取进行变革，但尾大不掉，实际转型效果有限，其现金流压力逐步增大。根据碧桂园发布的《内幕消息》公告称，截至 2023 年 10 月 10 日，碧桂园共 9 笔本金共计约人民币 147 亿元的境内公司债券的展期方案已获得相关债券持有人的必要同意；碧桂园尚未支付某债务项下本金金额为 4.7 亿港币的到期款项，碧桂园也预期无法如期或在相关宽限期内履行其所有境外债务款项的偿付义务，包括但不限于其发行的美元债券项下的偿付义务。

图 6 碧桂园近年来现金流情况回顾（单位：亿元）



资料来源：Wind，联合资信搜集整理

自 2020 年以来，碧桂园现金流净额整体转为负，其中 2020—2022 年筹资活动产生的现金流净额分别为-541 亿元、-129 亿元和-587 亿元。伴随融资环境收缩，自 2021 年起碧桂园拿地规模显著下滑。受行业转冷与新增拿地减少影响，2020—2022 年，碧桂园签约销售金额逐年下降，其中 2022 年同比下降超过 30%。财务指标方面，2020 年以来碧桂园主动压降债务规模，债务规模逐年下降，截至 2022 年底碧桂园全部债务资本化比率下降至 50% 以下。但进入 2022 年，伴随房地产市场持续低迷，碧桂园收入规模也有所下降，受计提减值及毛利率下降等因素影响当期业绩出现亏损。

## (2) 违约原因

碧桂园业务模式以三四线高周转为主，其主要特征表现为利用非标及理财产品等灵活资金通过加快资金周转及开发速度，实现在三四线城市的扩张。过往受益于三四线城镇化进程碧桂园销售规模迅速扩大至行业领先地位，但随着房地产行业景气度下行及发展逻辑发生变化，这种模式已无法适应当下需求低迷的市场环境。本轮房地产

市场调整过程中，三四线城市较一二线城市需求端更为低迷，销售降幅更大，且碧桂园倾向于开发郊区大盘，采用低地价、大规模的城郊拿地策略，郊区大盘分期开发使得项目上沉淀太多资金无法周转。高周转模式往往融资结构上对非标及理财产品融资需求量大，稳定性低于银行信贷资金，且碧桂园财务相对不够透明，市场对其代偿风险与表外负债风险始终较为关注，在行业下行阶段，上述融资收紧力度更大。

虽然自 2018 年建设事故频发、市场对于高周转模式提出质疑以来，碧桂园已逐步开始压降债务（也得益于较早开启了去杠杆的步伐，碧桂园得以在此次调整中的违约时间相对较晚），但负债压降速度依然不足。碧桂园筹资活动现金流自 2020 年以来持续大规模净流出，2022 年以来再融资环境艰难，债券融资基本处于暂停状态，到期兑付压力大。另一方面，当下“保交楼”重要性已上升至房地产企业的生存底线的背景下，碧桂园三四线巨量在建项目面临较同行更大的刚性开发建设资金支出压力。

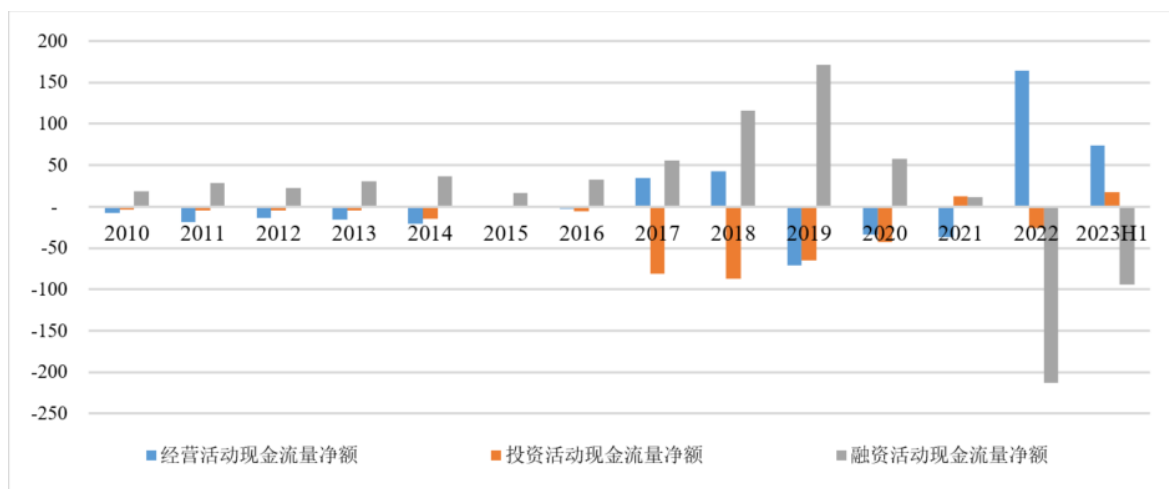
#### 4、中骏控股

##### （1）企业概况

中骏控股为中型规模闽系房企，业务以房地产开发和物业出租运营为主。中骏控股为港股上市平台，其境内经营主体为厦门中骏集团有限公司（以下简称“厦门中骏”），2023 年厦门中骏在中债增的支持下成功发行两期担保债券。

中骏控股的发展经历了由慢转快的过程，2010—2016 年中骏控股在实控人黄朝阳的带领下平稳发展，风格稳健但未能抓住 2015 年起棚改货币化安置政策带来的发展机遇；2017 年为中骏控股发展的分水岭，总部迁至上海，实控人长子进入管理层，中骏控股发展理念转向追求规模，大量举债以支撑扩张速度。此外，2017 年，中骏控股拿地策略由以往聚焦一二线城市，转为逐步下沉至三四线城市，并加大了商业勾地力度，随后于 2019 年确立一体两翼战略，发力商业地产。2022 年以来，随着融资环境的恶化，中骏控股筹资活动持续大额净流出，现金流压力持续增长。2023 年 10 月，因未能支付境外银团贷款分期款项，中骏控股全部美元债触发违约。

图 7 中骏控股发展历程及现金流情况回顾（单位：亿元）



资料来源：Wind，联合资信搜集整理

从近年来经营数据看，面对政策调控，中骏控股及时收缩，2021年权益口径拿地金额同比下降30%，2022年以来未再拿地；受民营企业背景及较弱的城市布局影响，中骏控股2022年及2023年签约销售金额连续两年同比腰斩，现金流承压。从财务数据看，中骏控股投资性房地产持续增长，2022年底较2020年底增长近100亿元，中骏控股在对自持物业仍在持续投入；中骏控股融资环境恶化，2022年筹资活动现金流中债务增加大幅下降61%；此外叠加保交楼刚性支出，中骏控股现金处于净消耗状态，现金及现金类资产2022年底大幅下降48%。

## (2) 违约原因

2019年以来中骏控股逐步加大“一体两翼”勾地模式获取土地的力度，2021年新增项目超七成来自勾地，随着一二线城市市场饱和，中骏控股勾地模式大幅下沉至三四线城市，商业勾地模式导致中骏控股土储结构向三四线城市转移，布局趋弱，土储去化难度提升，抗风险能力下降。中骏控股的商业地产走自建自持的重资产路线，原计划在2025年前布局100个购物中心，但在2019年，万达及新城控股等竞争对手已完成布局，中骏控股的市场空间不大，且中骏控股的资金实力弱于上述竞争对手，重资产路线难以走通，导致中骏控股未能在市场转向前积累足够的商业地产，租金现金流薄弱无法形成有效的流动性安全垫且在建项目产生资金沉淀和支出压力。中骏控股依靠融资和快周转实现规模扩张，作为布局较弱的民营企业，中骏控股的销售情况在市场转向后大幅恶化，快周转模式失效；民营房企的融资环境本就不容乐观，而中骏控股在快速扩张期，因境内地产企业融资渠道收紧，过于依赖美元债和境外贷款等境外融资，在当前市场环境下，境外再融资的不确定性和难度相较于境内融资更高。

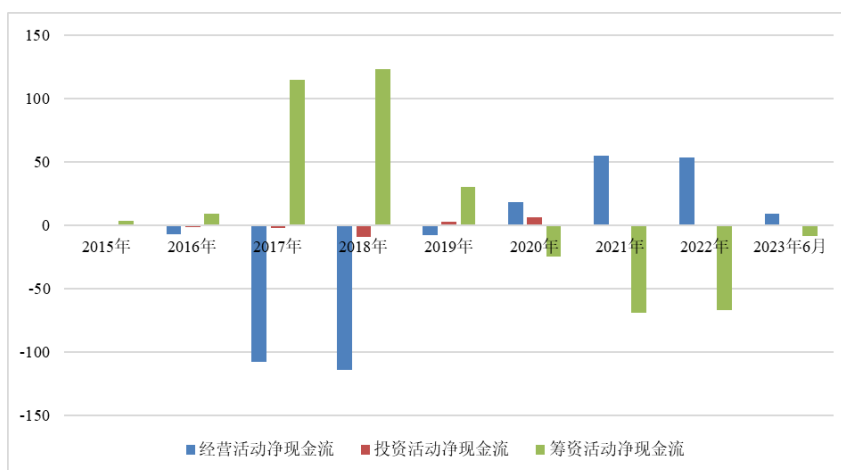
## 5、正商实业

### (1) 企业概况

正商实业（证券代码：00185.HK）业务以房地产开发为主，其控股股东为正商集团，实际控制人为张敬国。正商集团业务多元，涉及地产相关业务、工程业务、医院管理、精细化工、教育及投资及信托基金管理等业务；近年来正商集团逐步将地产发展重心转移至正商实业。

从正商实业发展历程看，2015 年在香港借壳上市后进入快速发展阶段，2017-2018 年，正商实业大肆举债，主要通过招拍挂及收购方式获取项目；2019 年，正商实业通过股权配售获得新融资，部分资金用于偿还债务。2021 年以来，正商实业减缓扩张节奏，经营净现金流偿还到期债务。2022 年以来，随着融资难度加大及销售不畅，正商实业资金链更加紧张；2023 年 11 月，正商实业美元票据利息到期未能兑付，出现实质性违约。

图 8 正商实业发展历程及现金流情况回顾（单位：亿元）



资料来源：Wind，联合资信搜集整理

从近年来经营财务数据看，正商实业 2020 年以来拿地规模很小，在保持一定销售额的情况下，经营活动现金流持续为正且增幅较大；但由于行业融资环境恶化且正商实业在行业中资质水平一般，其筹资活动中债务增加规模持续下降，其中 2022 年降幅过半，整体有息债务规模也持续下降。正商实业持续消耗自身现金流以弥补资金缺口，其现金及现金类等价物自 2020 年底的 32 亿元快速消耗至 2022 年底的 5 亿元。

### (2) 违约原因

正商实业作为河南本土区域企业，其项目主要分布在河南地区（郑州占比 37%、新乡占比 12%、巩义占比 10%、登封占比 9%、洛阳占比 9%），上述区域的市场景气



度较差，在行业下行阶段的市场销售影响更大。低迷的去化情况使得正商实业积压了很多土地储备，截至 2022 年底高达 987 万平方米，压占其大规模资金，正商实业资金周转遇到问题。正商实业作为正商集团下最重要的地产业务开发平台，融资方式以关联方借款为主（其中关联方借款占比提升至 47%，银行借款融资占比为 32%，美元债占比 16%），2020 年以来，随着融资政策的收紧以及新增项目的减少，正商实业非关联方借款规模持续下降，但杠杆水平仍持续处于高位，截至 2022 年底，正商实业全部债务资本化比率高达 74.40%，非受限现金短期债务比仅 0.04 倍，其资金链持续处于高压状态。正商实业在销售遇阻以及融资受限情况下最终发生违约。

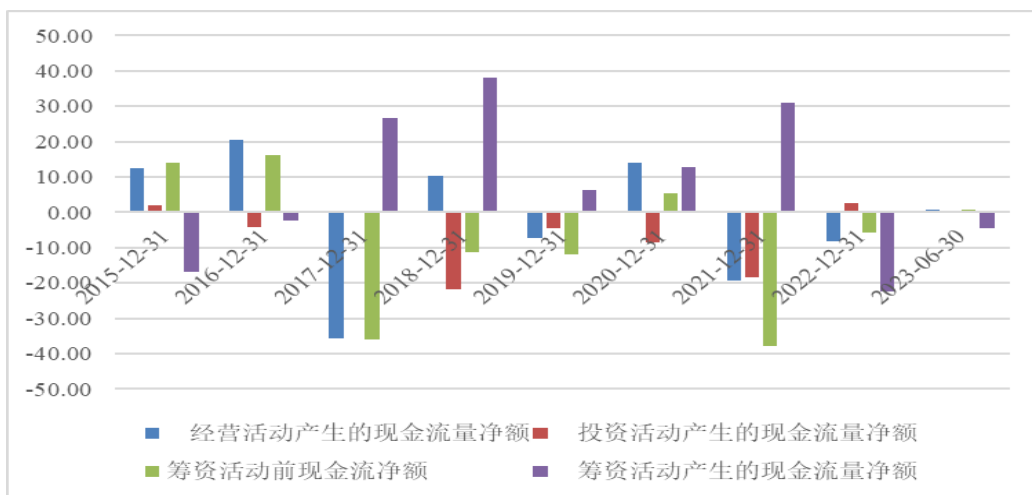
## 6、方圆地产

### （1）企业概况

方圆地产成立于 1995 年，控股股东为方圆国际投资集团有限公司，实际控制人为方明。方圆地产作为区域中小型房企，以广州城市更新项目起家，通过城市更新转化和股权合作等方式获取项目。

方圆地产深耕广州、惠州、江门和湛江等地区，并在成都和文昌也有项目布局。方圆地产土储规模相对充裕，土储中部分项目单体规模较大且区位条件差，去化压力大同时对资金形成占用。回顾方圆地产发展历程，方圆地产城市更新项目需持续投入资金，2021 年以来经营活动现金流大规模净流出，合作项目多导致投资活动现金流净额持续大规模净流出，对筹资活动依赖性大。但快速恶化的外部环境对其融资和销售造成了较大打击，方圆地产美元债最终实质违约。具体情况如下图所示。

图 9 方圆地产发展历程及现金流情况回顾（单位：亿元）



资料来源：Wind，联合资信搜集整理

由于旧改的特性，方圆地产其他应收款账龄长且非经营性往来占比较大，对资金形成明显占用；方圆地产货币资金规模持续维持在较低水平，截至 2022 年底，方圆地产未受限货币资金规模仅 18.68 亿元，远不足以覆盖有息债务；且会计师事务所对 2022 年财务报表出具了带强调事项段、其他事项段或与持续经营相关的重大不确定性的无保留意见。2021 年以来，方圆地产销售规模持续下降，同时旧改项目持续的资金投入导致方圆地产现金流快速消耗；2021 年方圆地产经营活动产生的现金流净额仍保持大规模净流出。

## （2）违约原因

城市更新模式是方圆地产项目拓展主要模式，前期工作较为复杂，需要大量沟通协调工作，且资金投入规模大，多倚非标融资和表外债务。该种模式项目转化周期长，资金成本负担重，对企业资金管理要求极高。城市更新模式较慢的资金周转速度，决定了企业不宜使用过高的杠杆，现金流应留有足够的安全垫。

方圆地产作为区域中小型房企，对项目整体运营把控能力有限，后续的项目建设和资金管理都具有较大不确定性。方圆地产在成都和广州有较充裕的项目储备，但其仍在三四线城市（惠州、江门、湛江和文昌）新拓展项目，上述项目区位差且单体规模大，项目需持续投入资金但销售回款有限，方圆地产大规模在建项目沉淀了较大资金，其正常资金周转对筹资活动依赖严重。加之方圆地产在资本市场的认可度不高，尤其进入行业下行阶段，其所依赖的非标和表外融资受政策影响更大，再融资难度很大。

## （二）行业逻辑发生变化下房企面临转型

在行业持续低迷、政策更加规范以及房企大规模违约的背景下，行业发展逻辑已发生变化，各家房企也面临着发展模式的转型。

一方面，房屋的金融属性下降，产品属性更加突显。我们发现无论在行业上行还是下行阶段，区域性房企由于深耕当地市场多年对当地居民的偏好有更深入的了解，因此其产品更受当地人青睐，这在行业下行阶段特征更为突出；但与此同时，由于区域房企市场认可度相对较低，融资能力不佳，因此在未来行业发展过程中可能会出现被大型国央企和优秀区域房企兼并重组的情况。在国家大力推动保障房建设背景下，刚需楼盘的未来竞争将大幅提升，在利润空间缩减的预期下，更多的房企可能会选择在产品差异化及高端化方向发力。此外，当前行业销售低迷但供给仍在持续增加，现房销售趋势提速，预计现房销售在全国的普及速度将超预期。

另一方面，现金流安全将是更多房企的首要任务。房地产行业是债务驱动的资金密集型行业，本身风险属性就高，因此债务管理及资金管理理应更加谨慎，尤其是在

此次调整中经历违约潮后，安全性将是更多房企发展的重中之重。因此预计房企的债务杠杆中枢预计将下降，资金管理更加科学及规范，且企业本部层面应留有足够的资金安全垫；二是合作开发更加谨慎，合作规模将显著下降，“强强联合”预计是未来合作的主要体现方式。

### 三、总结及展望

回顾过去几年，2018—2020 年发生信用风险的房企以非典型房企为主，2021—2022 年，随着行业的周期性调整，房企现金流状况经历极端考验，出险房企数量大幅增加，2023 年，房企违约事件仍有发生，且风险已波及至行业标杆企业。随着出险房企和中小企业逐步出清，当前市场参与主体将以国央企为主。进入 2024 年，行业基本面情况仍未见好转迹象，行业继续处于下行周期，项目布局差、再融资能力较弱的国有房企，也将面临一定的现金流压力，其信用风险值得关注。

长周期看，房地产行业目前仍处在下行阶段，经济增速放缓及持续缩量的新生人口将始终是悬在房价头顶的达摩克利斯之剑，房价区域分化将是未来行业的主要特征之一。短周期看，尽管政府持续出台一系列维稳及宽松政策，但实际效果有限，居民对未来收入和房价的下降预期致使信心不足，行业销售何时筑底仍有待观察。微观层面看，经过此轮大的调整，行业提速迈向成熟阶段，未来行业发展也将向着“高质量高安全性”发展。对房企而言，“融资能力”是度过当下周期调整以及未来发展的重要保障，融资分化将使得行业头部企业集中度持续提升；“内生增长”是企业“高质量发展”的必要条件，各类房企应根据自身资质调整经营策略，在新的发展阶段找准定位，实现差异化发展。

## 联系人

投资人服务 010-8567 9696-8624 chenjjalin@lhratings.com

## 相关研究

[中资房企信用风险年鉴序：这次真的不一样了](#)

[中资房企信用风险年鉴一：房地产周期与房企违约概述](#)

[【2018年】中资房企信用风险年鉴](#)

[【2019年】中资房企信用风险年鉴](#)

[【2020年】中资房企信用风险年鉴](#)

[【2021年】中资房企信用风险年鉴](#)

[【2022年】中资房企信用风险年鉴](#)

## 免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。