

惠誉博华 2024 年信用展望：房地产开发

2023 年，房地产行业销售持续底部盘整，跌幅有所收窄，同时持续聚焦核心城市、核心地段与改善型产品的结构性调整特征显示需求端购买力仍然存在，但购房意愿受到压制。新房价格受供需关系及二手房替代效应影响，走势继续承压。房地产销售乏力与流动性紧张局面将继续压制行业投资，土地市场延续低迷，“缩量提质”特征明显，新开工延续弱势，“保交楼”稳步推进引致强竣工。融资端利好政策密集出台，但未明显改善行业再融资困局，到位资金规模持续下降。财务方面，样本房企盈利持续下滑，不同所有制房企分化态势延续，民营房企再融资持续受限；受益于债务结构持续优化，行业短期偿付压力有所缓解。

展望 2024 年，惠誉博华认为，伴随房地产支持力度加码，宏观经济发展继续复苏，居民信心改善，行业销售跌幅有望收窄至 3%-5%。新房价格短期内将继续承压，各能级城市房价走势持续分化。投资方面，“保交楼”与“三大工程”稳步推进，有望形成正向拉动力量，而土地市场回温仍待销售拐点。融资方面，2024 年行业仍面临较大债务偿付压力，预计化解房地产风险，切实改善行业融资环境仍是政策主线。

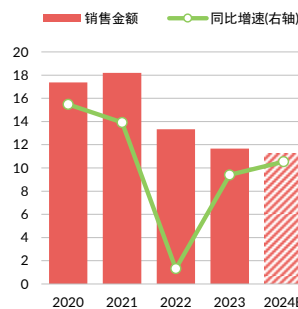
综上，惠誉博华对房地产开发行业的展望为“低景气稳定”。

惠誉博华

2023 年房地产行业销售持续底部盘整，需求端购买力仍受压制，结构性调整特征延续。预计 2024 年行业销售跌幅进一步收窄

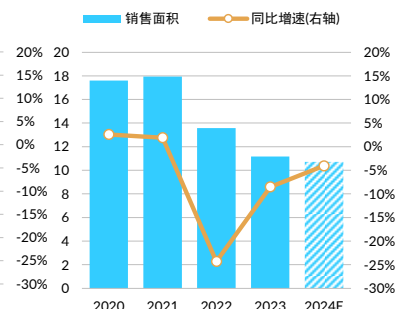
2023 年，房地产行业景气度仍处低位，销售持续探底，历经约 2.5 年的深度调整，销售跌幅较上年有所收窄。行业全年销售金额为 11.7 万亿元，回落至约 2016 年水平，同比下跌 6.5%，跌幅较上年收窄 20.2 个百分点；销售面积为 11.2 亿平方米，回落至约 2012 年水平，同比跌幅 8.5%，跌幅较上年收窄 15.8 个百分点。综合而言，2023 年房地产市场仍然表现为持续聚焦核心城市、核心地段与优质改善型产品的结构性调整特征，下沉城市销售跌幅更深，从而带动行业销售均价继续提升。

行业销售金额(万亿元)



来源：iFinD，惠誉博华

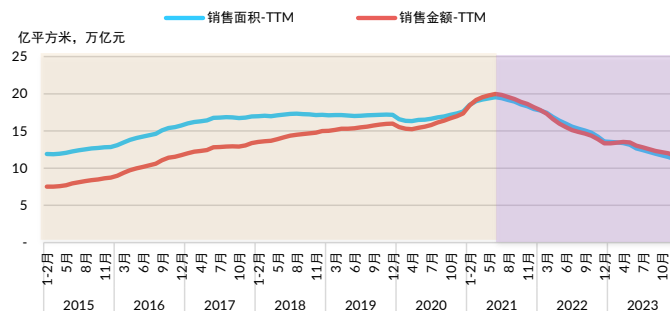
行业销售面积(亿平方米)



来源：iFinD，惠誉博华

根据 12 个月滚动销售测算来看，房地产行业销售面积与销售金额均于 2021 年 6 月达到历史峰值，分别为 19.5 亿平方米、20.0 万亿元，截至 2023 年末，二者分别较峰值跌去 42.8%、41.6%。销售规模深度下跌与改善型产品成交占比提升并存，显示需求端购买力依然存在，但短期内仍受压制，一方面居民对房价下行和按期交付仍存担忧，另一方面经济复苏波折削弱了居民对未来收入增长和稳定性的预期，降低其长期加杠杆的意愿。2023 年末，个人住房贷款余额 38.2 万亿元，同比下降 1.6%，连续 3 个季度下降，侧面印证了居民购房意愿较低，对存量房贷主动提前还款，缩减负债规模。

房地产行业12个月滚动销售情况



来源：iFinD，惠誉博华

相关研究

惠誉博华 2023 年房地产开发行业信用展望(2023.02)

分析师



王兴萍 CPA
+86 (10) 5665 3871
xingping.wang@fitchbohua.com



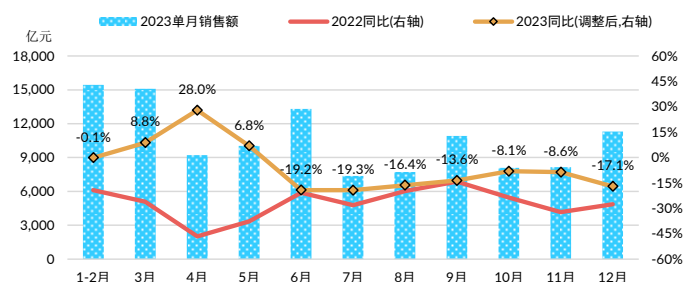
周纹羽 CPA(中国); CPA, CGA(Canada)
+86 (10) 5663 3872
wenyu.zhou@fitchbohua.com

媒体联系人

李林 Jack Li
+ 86 (10) 5957 0964
jack.li@thefitchgroup.com

逐月来看，2023年1-3月，受益于疫情防控政策转向后积累的购房需求释放，楼市“小阳春”如约而至，3月销售金额与销售面积均达年内单月最高，分别为15,097亿元、14,813万平方米，亦为行业单月销售历史较高水平。小阳春过后，二季度地方支持政策尽管仍然较为密集，但缺少中央层面与核心城市政策引领，导致提振效果不佳，后续增长支撑动能不足，4-5月单月销售热度开始回落，但在上年低基数效应作用下，单月销售同比仍为正增。6月开始，行业单月销售同比增速下滑至负增区间，单月销售金额跌幅达19.2%。

房地产行业单月销售金额及同比增速



来源: iFinD, 惠誉博华

为了推进房地产市场复苏，多地政府如济南、湖州、郑州等出台相关政策，包括鼓励国有企业收购存量房用于租赁储备住房或保障安置房、推出房票安置措施等。7月，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”，此后中央层面支持政策更加密集出台；8月25日，住建部、中国人民银行、金融监管总局三部门联合发布《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》和《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》，引导房贷首付比例和利率

2023年重点房地产支持政策

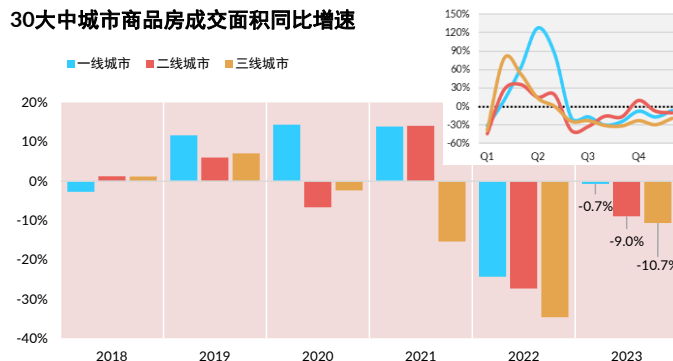
日期	部门/会议/省市	主要内容
2023-07-24	中央政治局会议	适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。
2023-07-27	住房和城乡建设部	进一步落实好降低首套房首付比例、“认房不认贷”等政策措施
2023-08	中国人民银行	先后下调MLF、LPR利率
2023-08-25	住房和城乡建设部、中国人民银行、国家金融监督管理总局	发布《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”政策措施，此项政策作为政策工具，纳入“一城一策”工具箱，供城市自主选用。
2023-08-31	中国人民银行、国家金融监督管理总局	发布《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》和《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》，引导购房首付比例和房贷利率及首套房存量房贷利率下行。
2023-08-30/09-01	深圳、广州、上海、北京	4个一线城市先后宣布执行“认房不认贷”
2023-09	国务院	发布《关于规划建设保障性住房的指导意见》，明确两大目标：一是加大保障性住房建设和供给，让工薪收入群体逐步实现居者有其屋。二是推动建立房地产业转型发展新模式，让商品住房回归商品属性，满足改善性住房需求。
2023-12-14	北京、上海	降低首、二套房首付比例，下调新发放个人按揭贷款利率水平下限，放宽普宅认定标准等

来源: 公开资料, 惠誉博华

及首套房存量房贷利率下行。几近同时，4个一线城市先后宣布执行“认房不认贷”；此后，各一线城市需求端政策持续加码，先后宣布降低首二套房首付比例、下调新发放个人按揭贷款利率水平下限、放宽普宅认定标准等政策。尽管一线城市政策放松具有重要的信号意义，但本次房地产调整周期历时较长，同时叠加了经济复苏节奏不及预期等因素，政策效果十分有限，下半年以来行业销售调整趋势未止，尽管12月如期出现翘尾，但单月销售金额同比下滑幅度仍达17.1%，预计短期内销售企稳并不乐观。

不同能级城市销售分化进一步加深，相较于2022年各能级城市不同程度的深度下跌，2023年一线城市表现更为稳健，显示需求端仍具支撑，而二三线城市跌幅明显高于一线城市。根据30大中城市商品房成交面积数据，一线、二线、三线城市分别于2015年、2016年、2016年达到成交历史峰值，2023年30城中各能级城市成交面积分别为3,299.6万平方米、7,601.9万平方米、2,848.9万平方米，分别较峰值跌去34.6%、49.3%、65.0%，调整幅度已经很深。2023年，商品房成交面积同比分别下滑0.7%、9.0%、10.7%，其中一线城市购房需求相对坚挺，对利好政策的敏感度更高，上半年反弹较二三线城市更为明显，四季度在“认房不认贷”、局部放松限购等諸多利好政策加持下，一线城市市场运行较为平稳；二线城市在部分核心城市如成都、西安、郑州等引领下，四季度成交有所回升；三线城市市场表现乏善可陈。

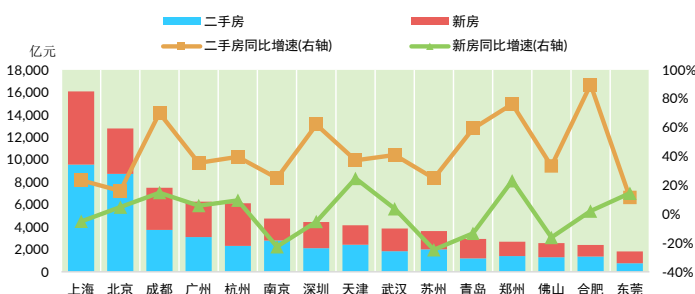
30大中城市商品房成交面积同比增速



注: 右上图为2023年各能级城市成交面积月度同比增速
来源: Wind, 惠誉博华

尽管新房销售量持续萎缩，但房地产市场整体需求仍然有所回升。住建部数据显示，2023年1-11月，全国二手房成交量和新建商品房销售面积较2022年同期增长6.9%，其中二手房成交量同比增速超40%，绝对值达历史新高。二手房成交量占新房和二手房交易总量的比重达37.1%，较上年同期提高约10个百分点，全国有7个省和直辖市二手房成交量占比超50%。二手房对部分新房需求形成替代效应，除了政策放松后二手房交易成本明显降低，另一个重要原因是二手房通常配套成熟、生活便利，吸引了更多刚需群体。

2023年部分城市新房与二手房成交金额



注：二手住宅成交金额是经二手住宅成交面积与二手住宅市场均价计算所得
来源：诸葛找房，惠誉博华

进入 2024 年，为了适应供需关系发生重大变化的新形势，政策端对房地产市场的支持力度进一步加强。1 月 26 日，住建部明确“各城市在房地产调控方面应拥有充分的自主权，可以根据当地实际情况调整政策”；27 日，广州宣布放开 120 平方米以上住房限购，成为第一个优化大面段住房限购的一线城市。惠誉博华认为，未来政策端对地产需求的支持有望继续加码，除此之外，中央政府仍需进一步着力稳定经济发展，提振居民对收入增长与稳定性的信心。

2024年重点政策

日期	部门/省市	主要内容
2024-01-24	中国人民银行	宣布2月5日全面降准50BP
2024-01-26	住房和城乡建设部	1. 充分赋予城市房地产调控自主权，各城市可以因地制宜调整房地产政策。2. 各地要以项目为对象，抓紧研究提出可以给予融资支持的房地产项目名单。
2024-01-27	广州	120平方米以上(不含120平方米)住房，不纳入限购范围；名下自有住房，只要备案出租或挂牌出售，则不计入限购套数

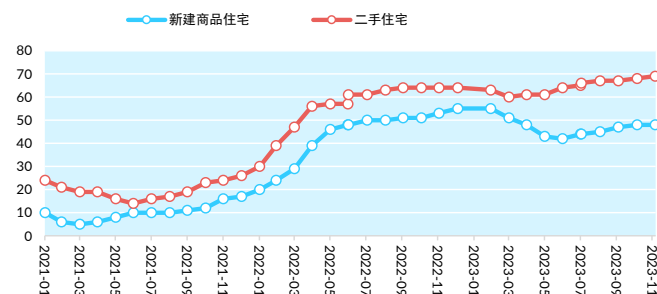
来源：公开资料，惠誉博华

惠誉博华认为，目前房地产行业销售维持底部盘整，但需求端购买力仍在，持续聚焦核心城市、核心地段和改善型产品的结构性趋势将延续。在房地产与宏观经济政策联袂加码支持下，预计 2024 年行业销售跌幅将进一步收窄至 3%-5%，销售金额下滑幅度继续小于销售面积。惠誉博华预计，本次房地产市场企稳将由高能级城市为起点，逐步引领市场复苏。一线城市与经济活力强、人口流入明显的二线城市需求端较为强劲，销售更为稳健，三四线城市销售大概率继续下行。

短期内新房价格受供需关系及二手房替代效应影响，走势将继续承压

2023 年，房价走势愈加疲软，新房与二手房价格走势亦存在明显差异。从 70 大中城市住宅价格指数来看，截至 2023 年末，新建商品住宅与二手住宅平均价格同比增速已延续 21、23 个月下滑趋势，且二手住宅价格跌幅更深，主要由于新房价格受土地与开发成本、备案价格管控及改善型产品成交占比提升等因素约束，下跌空间有限；而二手房存议价空间，由于出售周期拉长，挂牌量不断增多，“以价换量”现象明显，导致二手房房价下行压力较大。截至 2023 年 12 月，新建住宅与二手住宅价格同比分别下跌 0.9%、4.1%，跌幅均较 1-11 月有所扩大。

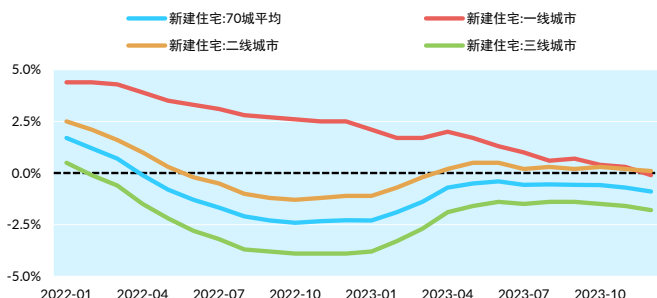
70个大中城市新建与二手住宅价格当月同比下跌城市数



来源：iFinD，惠誉博华

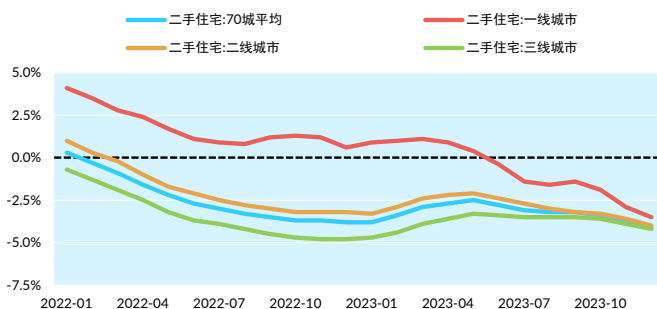
不同能级城市房价表现持续分化，新房方面，2023 年一线、二线城市房价表现相对稳健，大多数月份同比增速仍处正区间，三线城市房价一路下行。从具体城市来看，新房价格支撑力度较强的城市主要为都市圈核心城市，如北京、上海、成都、西安等，其拥有区域内庞大的具有较强购买力的中产群体，支撑了更为稳健的改善性需求，尤其北京、上海在年末新政出台以后，对新房价格进一步形成支撑。截至 2023 年 12 月，一线、二线、三线城市新建住宅价格同比分别变动-0.1%、+0.1%、-1.8%。二手房方面，2023 年 6 月开始一线城市房价同比增速开始转负，此后跌幅不断扩大，各能级城市二手房价同比增速全部转向下跌区间，同时新房价格调整进一步加大了二手房房价下行压力。截至 2023 年 12 月，一线、二线、三线城市二手住宅价格同比分别下跌 3.5%、4.0%、4.2%。

70个大中城市新建商品住宅价格指数当月同比



来源：iFinD，惠誉博华

70个大中城市二手住宅价格指数当月同比



来源：iFinD，惠誉博华

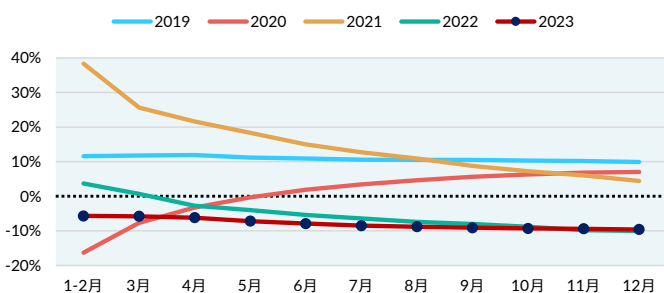
库存去化方面，受销售下滑持续拖累，尽管新房供应规模不断收缩，但行业去化周期仍处高位。根据克而瑞数据，截至 2023 年 11 月末，百城商品住宅狭义库存为 5.2 亿平方米，同比下降约 13%，平均去化周期为 25.4 个月。其中，一线、二线、三四线城市去化周期分别为 18.8 个月、19.9 个月和 36.6 个月，低能级城市去化风险凸显，房价持续调整压力加大。

惠誉博华认为，短期内新房价格受供需关系及二手房替代效应影响，走势有望继续承压，各能级城市房价走势持续分化。中长期来看，经济实力强、人口流入明显的高能级城市房价仍受需求端支撑，而非核心城市房价长期回落趋势不减。

土地购置与新开工持续走弱，“保交楼”稳步推进引致强竣工，预计 2024 年行业投资降幅有望减缓

2023 年，中国房地产销售量价持续走弱，房企资金短缺局面未明显缓解，导致行业开发投资继续受到压制，规模已降至 2018 年水平。2023 年，房地产行业开发投资完成额 11.1 万亿元，同比下滑 9.6%，其中单月累计增速已连续 21 个月维持在负值区间。房企投资意愿薄弱，引致土地购置与新开工指标双双走弱。

房地产开发投资完成额累计同比增速



来源：iFinD，惠誉博华

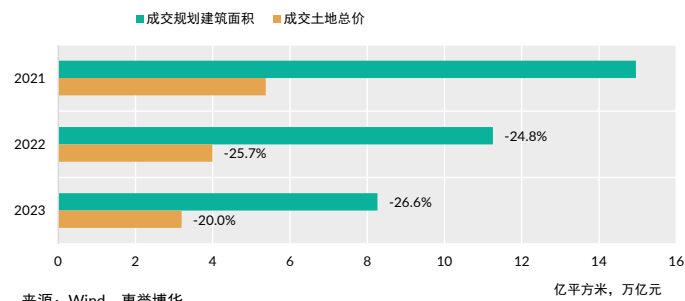
土地市场供需两端持续缩量，各能级城市成交规模全线下跌；“提质缩量”特征明显，房企土地投资保持谨慎但边际修复

2023 年，土地市场低迷态势未改，供需两端持续缩量，整体呈现“提质缩量”局面。全国土地供应与成交规模持续大幅下滑，已至近 10 年最低水平，土地供应质量普遍有所提升，核心城市与市内核心区域的优质地块更加受房企青睐。2023 年，全国住宅类用地供应与成交规划建筑面积分别为 12.7 亿平方米、8.3 亿平方米，同比分别下降 19.0%、26.6%；土地成交总价 3.2 万亿元，同比下降 20.0%，成交楼面均价同比有所提升。土拍热度方面，全年成交溢价率低位波动，处于历年较低水平。

单月表现来看，2023 年单月成交规模变动亦遵循了季节性特征，前三季度成交规模维持年内较低水平，四季度成交规模开始攀升，主要原因系临近年尾，未完成供地计划的城市土拍节奏加速。12

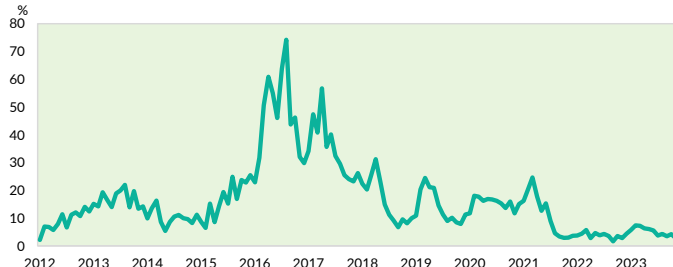
月如期出现“翘尾”现象，但成交量仍不及上年，热度依旧处于低位，成交溢价率为 2.8%，属年内较低水平。

全国住宅类用地成交概况



来源：Wind，惠誉博华

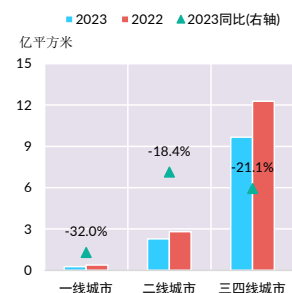
全国住宅类用地成交溢价率当月值



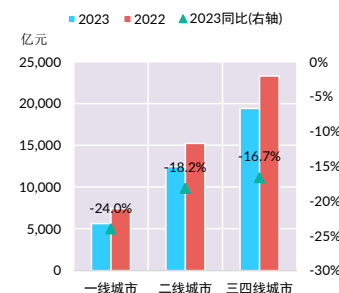
来源：Wind，惠誉博华

土地市场整体疲软，各能级城市成交规模呈全线下跌，市场表现差异不大。根据克而瑞数据，2023 年一线、二线、三线城市成交土地建面分别下跌 32.0%、18.4%、21.1%，土地成交金额分别下跌 24.0%、18.2%、16.7%。由于优质地块成交占比提升，各能级城市楼面均价呈全线上涨趋势，涨幅分别为 11.7%、0.2%、5.7%，其中一线、三线城市涨幅更为明显，二线城市表现相对稳定。

各能级城市土地成交建面与同比变动



各能级城市土地成交金额与同比变动



注：2023 年数据范围为 2023 年 1 月 1 日 - 2023 年 12 月 20 日，2022 年为当年同期

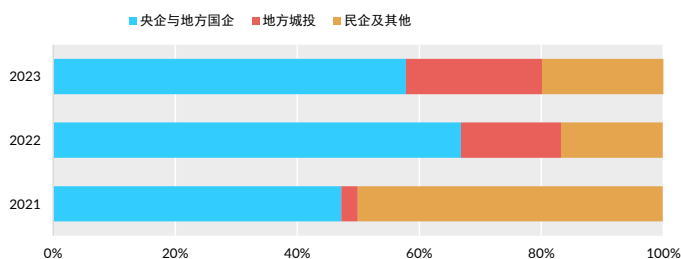
来源：克而瑞，惠誉博华

2023 年 9 月，自然资源部给各省市自然资源主管部门下发文件，建议取消土地拍卖中的地价限制。截至 2023 年末，重点 22 城中已有 19 个城市对地价上限政策进行优化，仅有北京、上海、深圳仍维持有限地价规则。地价上限政策取消后，22 城土地市场整体热度回升并不明显，而土拍市场分化进一步加剧，主要体现在

大多数地块仍以底价成交，而位于核心区域的优质地块回温明显，成交溢价率较高。

同时，土地市场亦呈现微弱复苏迹象。根据中指研究院数据，2023 年 TOP100 房企拿地总额为 13,195 亿元，同比微增 1.7%。从拿地企业性质来看，央国企仍为拿地主力，拿地金额 TOP10 房企中，有 8 家为央企或地方国企，主要得益于其拥有融资优势，销售状况显著好于行业平均水平，使得其在市场低迷时期可以逆势拓储以提升自身市场份额，土拍市场中的高溢价土地多为央国企获取；民营房企大多采取审慎的拿地策略，仅有龙湖集团、滨江集团等稳健的大中型民企仍然保持了一定的投资规模，其次为部分区域聚焦型中小民企，在其核心市场获取一定项目储备。

拿地金额TOP100房企性质占比

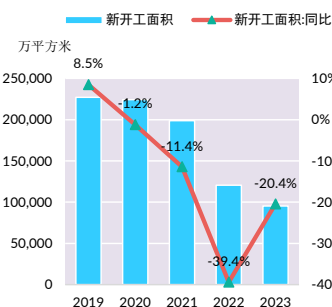


来源：中指研究院，惠誉博华

新开工延续弱势，“保交楼”稳步推进引致强竣工，预计未来“三大工程”将形成建安投资正向拉动力量

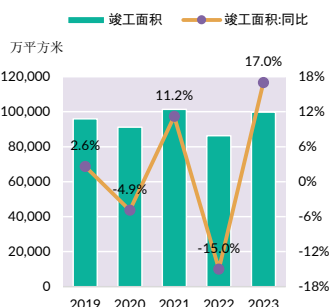
受房企新开工与投资意愿疲弱拖累，建安投资亦表现低迷，2023 年地产施工强度后置明显。2023 年，房地产行业新开工面积已延续近 4 年收缩趋势，尽管跌幅收窄，但绝对规模已较 2019 年跌逾五成，至 9.5 亿平方米，同比下降 20.4%，考虑到目前房企拿地规模仍处下滑通道，预计新开工疲弱态势将延续；竣工方面，由于 2020-2021 年新开工规模相对较高，加之“保交楼”政策持续发力，2023 年竣工面积有所回升，为 10.0 亿平方米，同比增长 17.0%。若考虑 2-3 年竣工周期，2022 年开始新开工规模明显下降，未来竣工面积料将难以维持高位，预计 2024 年竣工规模较 2023 年持平，此后或将走弱。

房屋新开工面积与同比变动



来源：iFinD，惠誉博华

房屋竣工面积与同比变动

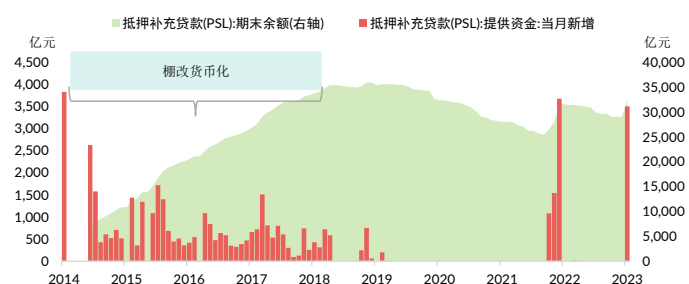


保交楼方面，2022 年下半年开始，中国人民银行共推出 3500 亿元政策性银行专项借款，用以支持已售逾期难交付住宅项目建设交付。据金融监管总局表示，截至 2023 年底，3500 亿元“保交楼”专项借款绝大部分都已经投放到项目。另据新华社报道，住建部表示保交楼专项借款项目总体复工率达到 99.9%，截至 2023 年末，350 万套保交楼项目已实现交付超 300 万套，交付率超过 86%。此外，2022 年中国人民银行面向 6 家商业银行推出 2000 亿元保交楼贷款支持计划，截至 2023 年三季度末，该项贷款支持计划使用额度仅为 56 亿元，实际效用不大。惠誉博华认为，商业银行市场化经营过程中对风险把控更为审慎，未来对“保交楼”的持续支持仍将依赖于政策性金融机构与工具。

2023 年 10 月，中央金融工作会议提出加快建设“三大工程”（保障性住房、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设）。近日据媒体报道，监管部门明确纳入城中村改造、保障房建设的城市扩围，由城区常住人口超过 300 万的城市分别扩围至省会城市或城区常住人口超过 200 万的城市，省会城市或城区常住人口超过 100 万的城市。按照七普人口数量推算，纳入城中村改造、保障房建设的城市数量将由 35 个分别扩大至 52 个、106 个。建设资金来源将包括中央预算内资金、专项债、抵押补充贷款（PSL）等多种渠道，并有望撬动 2-3 倍其他金融机构配套资金。

12 月，中国人民银行重启 PSL 投放，单月新增规模达 3500 亿元，为历史第 3 高水平，预计将主要投向“三大工程”领域。参考 2014-2018 年棚改货币化时期，若 PSL 净新增能够持续一段时期，预计将有望提振市场情绪，助力房地产投资早日企稳。

抵押补充贷款(PSL)余额与新增发行情况



来源：Wind，惠誉博华

惠誉博华认为，房地产行业销售乏力与流动性紧张局面将继续压制行业投资，预计 2024 年投资端难以回稳，但跌幅有望收窄。土地市场回温仍待销售拐点，“保交楼”与“三大工程”稳步推进将有望对建安投资形成正向拉动作用。

融资利好政策密集出台，但未明显改善行业再融资困局；预计化解债务到期风险、推动支持政策落地仍为 2024 年政策主线

继 2022 年“金融 16 条”、“三支箭”等房地产融资政策相继出台，2023 年对房企融资政策支持力度持续加大，下半年以来对民营房企融资支持政策亦不断强化。8 月，中国人民银行召开金融支

持民营企业发展工作推进会，其中新希望地产、龙湖集团、新城控股等民营房企参会；10月，中央金融工作会议提出要一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求等。但由于诸多支持政策缺乏实施细则，实际落地效果不及预期。11月17日，三部门联合召开金融机构座谈会，提出“三个不低于”要求，具体为：1）各家银行自身房地产贷款增速不低于银行行业平均房地产贷款增速；2）对非国有房企对公贷款增速不低于本行房地产增速；3）对非国有房企个人按揭增速不低于本行按揭增速。“三个不低于”为金融机构提出量化监管指标，预示对房企融资支持进一步细化，落地效果有望提升。2024年1月26日，住建部提出“各地要以项目为对象，抓紧研究提出可以给予融资支持的房地产项目名单”，意味着融资政策由“支持企业”转为“支持项目和企业”并重。

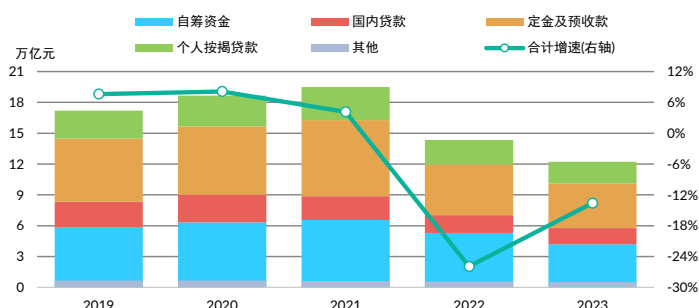
近期重点融资政策

日期	部门/会议	主要内容
2023-07	中国人民银行、国家金融监督管理总局	发布《关于延长金融支持房地产市场平稳健康发展有关政策期限的通知》，将“金融16条”中有适用期限的两项政策统一延长至2024年12月31日。
2023-08	中国证监会	房地产上市公司再融资不受破发、破净和亏损限制。
2023-10	中央金融工作会议	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
2023-11	中国人民银行、国家金融监督管理总局、中国证监会	召开金融机构座谈会，提出了“三个不低于”，即各家银行自身房地产贷款增速不低于银行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
2024-01	住房和城乡建设部、国家金融监督管理总局	发布《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》，明确在地级以上城市建立城市房地产融资协调机制；提出可以给予融资支持的房地产项目名单，做好融资支持。
2024-01	中国人民银行、国家金融监督管理总局	发布《关于做好经营性物业贷款管理的通知》，明确了在2024年底前，符合要求的房地产开发企业经营性物业贷款可用于偿还该企业及其集团控股公司(含并表子公司)存量房地产领域相关贷款和公开市场债券。

来源：公开资料，惠誉博华

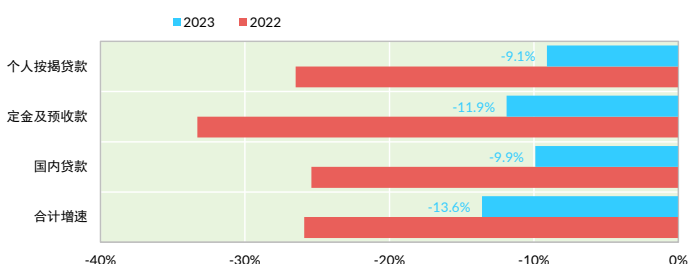
尽管房地产融资政策支持持续利好，但行业融资面依旧不容乐观，房企资金紧张局面未得以明显缓解，各项到位资金规模延续下滑趋势。2023年，房地产开发到位资金在经历上年大幅下滑后，降幅有所趋缓，同比下降13.6%至12.7万亿元，已经降至约2015年水平。其中，主要反映外部融资规模的国内贷款为15,595亿元，同比下降9.9%，降幅收窄15.5个百分点；主要反映销售回款规模的定金及预收款、个人按揭贷款项目分别为43,202亿元、21,489亿元，同比分别下跌11.9%、9.1%，分别收窄21.4、17.4个百分点。

房地产开发到位资金来源



来源：iFinD，惠誉博华

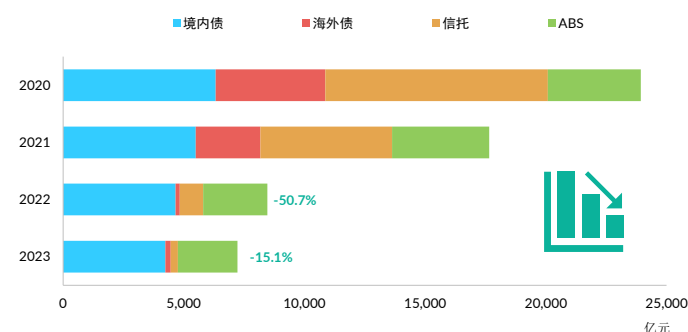
房地产开发到位资金同比增速



来源：iFinD，惠誉博华

房地产行业非银类融资规模降幅亦明显收窄，中指研究院数据显示，2023年，行业非银类融资规模为7,222.7亿元，同比下降15.1%。其中，房地产信托融资受违约事件影响，发行规模再度锐减71.0%；信用债与ABS产品为最主要融资渠道，占比分别提升至58.6%、34.2%。2023年，房地产信用债发行规模4,233亿元，同比下降9.1%；房地产ABS发行规模2,473亿元，同比下降6.8%。

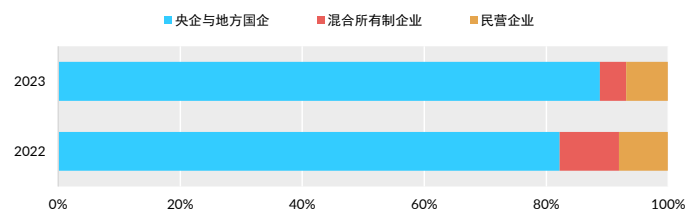
房地产行业非银类融资结构



来源：中指研究院，惠誉博华

债券融资方面，境内债与海外债发行主体均以央国企为主，其中海外债发行金额较大的主体，全部为央国企发行人；境内债央国企发行规模占比达88.8%，较上年提升6.6个百分点；混合所有制与民营房企债券融资渠道依旧较为受限，且发债主体主要为尚未出险的大中型企业，实属屈指可数。

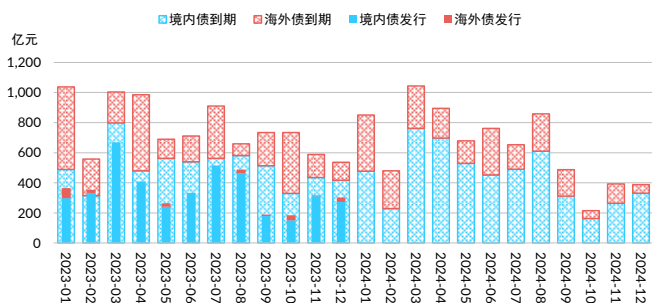
房企信用债发行规模占比



来源：中指研究院，惠誉博华

房地产债券净融资规模持续处于负区间，月度发行规模远低于到期规模，显示债券偿还压力持续较大。发行方面，2023年大多数月份境内债发行规模不足400亿元，而海外债发行极不稳定，多个月份均无新增发行。到期方面，2024年前三季度债券到期规模仍然较大，单月到期金额普遍高于2023年发行金额，若房企融资环境仍未得以实质性改善，房企到期偿债压力将持续加大。

房地产债券融资发行与到期规模



注：海外债余额按当月汇率折算为人民币
来源：中指研究院，惠誉博华

2023 年 11 月，融创中国发布公告，宣布境外债务各项重组条件已获满足，成为首家完成境内外债务重组所有流程的大型房企。境内债方面，2023 年年初，主要通过展期方式化解约 160 亿元兑付压力；境外债方面，由于境外债务重组复杂程度远高于境内债，重组方案也更加多元化，通过置换为新美元票据、融创中国的可转债与强制可转债、融创服务的普通股等方式，分别对价约 57 亿美元、10 亿美元、27.5 亿美元、7.75 亿美元，合计化解约 102 亿美元及削减约 45 亿美元债务兑付压力。此后，多家房企宣布境外债务重组迎来新进展。惠誉博华认为，部分大型房企的债务重组的成功落地，一方面有助于其自身专注于经营活动，缓解销售下滑颓势，另一方面亦对其他出险企业债务风险化解提供了重要的借鉴意义，有助于市场各参与方信心恢复。

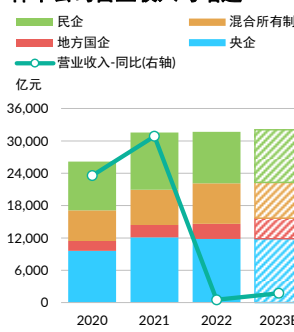
惠誉博华认为，房地产融资端支持政策密集出台，但落地效果不及预期，行业整体再融资困难、资金短缺状况仍未实质性缓解，2024 年行业仍面临较大债务偿付压力。预计 2024 年化解房地产风险，切实改善行业融资环境仍是政策主线，若销售逐渐边际企稳，也将有助于改善房企融资环境。

样本房企盈利持续下滑，预计利润跌幅甚于营收；不同所有制房企分化态势延续

惠誉博华选择了 20 家房地产开发样本公司，包括 11 家 A 股与发债公司、9 家 H 股上市公司，对其 2023 年合约销售额与 23Q3 重点财务表现进行分析。按所有制性质划分，包括 7 家央企（35%）、4 家地方国企（20%）、3 家混合所有制房企（15%）、6 家民营房企（30%）。

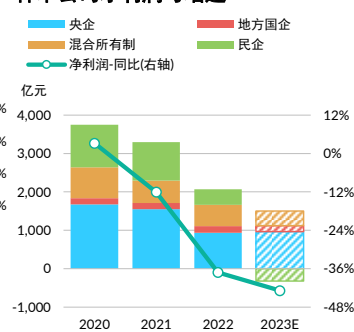
盈利方面，2022 年样本房企营业收入总额与上年几近持平，净利润跌幅持续扩大，二者分别合计录得 31,690 亿元、2,070 亿元。进入 2023 年，房地产市场依旧风雨飘摇，筑底出清过程尚未完成，企业盈利持续承压，利润空间继续收窄。据测算，2023 年样本公司营业收入与净利润总额同比分别约变动+1.2%、-42.8%，合计约为 32,000 亿元、1,180 亿元，其中净利润降幅显著，主要原因为碧桂园结算项目毛利率下降及计提物业减值损失产生大额亏损。若剔除碧桂园影响，其他 19 家样本房企营业收入与净利润总额同比约变动+0.5%、-10.3%，净利润降幅明显收窄。

样本公司营业收入与增速



来源：iFinD，惠誉博华

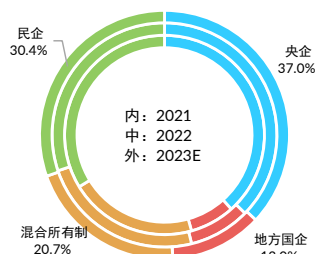
样本公司净利润与增速



来源：iFinD，惠誉博华

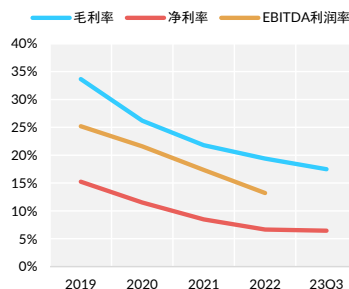
市场空间持续收缩背景下，央企与地方国企市场占有率不断提升，持续挤占混合所有制与民企份额。据测算，2023 年央企与地方国企样本盈利表现相对稳健，利润下滑明显低于混合所有制与民营样本。其中央企、地方国企、混合所有制、民企样本营业收入分别变动 0.2%、37.3%、-11.7%与+1.8%；净利润分别变动+3.4%、-12.3%、-30.5%与-179.2%。若剔除碧桂园影响，则民企样本营业收入与净利润将分别下滑 1.0%、13.1%。盈利指标方面，市场整体下行叠加前期高地价项目进入结算期等因素，样本房企盈利指标持续恶化，毛利率、净利率、EBITDA 利润率联袂下滑。

样本房企营业收入



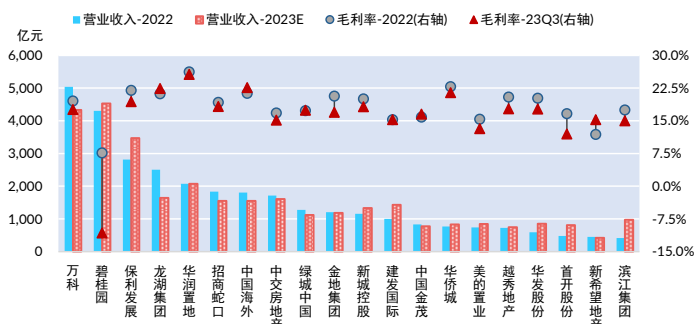
注：港股样本公司2023年为上半年数据
来源：iFinD，惠誉博华

样本企业盈利指标中位数



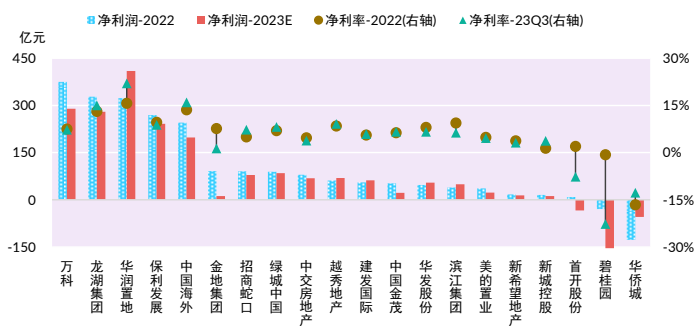
据测算，2023 年，头部房企万科、龙湖集团、招商蛇口、中国海外等或将呈现营收、利润双双下滑，保利发展或将呈增收不增利，而华润置地有望受益于经营性不动产运营与轻资产管理业务，利润规模同比实现正增。此外，建发国际、滨江集团、华发股份有望实现营收、利润规模双增，但毛利率水平预计与行业走势一致，将继续下滑。建发国际业务聚焦于厦门、福州等核心城市，专注改善型产品，近年来母公司建发房产多次以无锡、上海等优质土储项目注资支持，业绩实现逆势快速增长。滨江集团主要受益于其核心业务区域杭州的深耕优势，销售与投资保持稳健，得以逆势扩张。华发股份同样受益于核心区域优势，2023 年盈利有望正增。同时，测算结果显示，部分房企业绩可能出现明显下滑，如中国金茂、首开股份、金地集团、华侨城等，由于销售规模缩减以及结转毛利率下滑等因素，利润降幅可能甚于营收。

样本房企营业收入与毛利率



注：港股上市公司2023年毛利率为上半年数据
来源：iFinD，惠誉博华

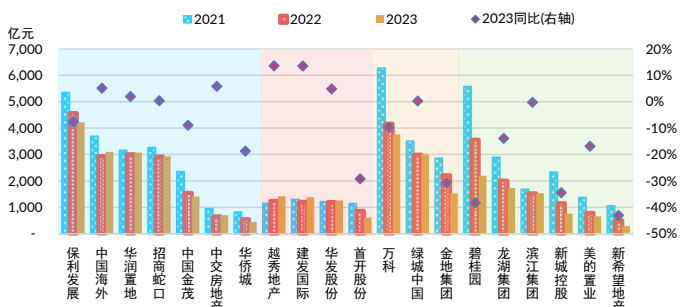
样本房企净利润与净利率



注：1. 港股上市公司2023年净利率为上半年数据；2. 碧桂园2023净利润预测值远低于坐标轴下限
来源：iFinD，惠誉博华

2023 年，样本房企合约销售规模合计 36,047 亿元，同比下滑 9.3%。其中央企、地方国企、混合所有制、民企样本同比分别变动-2.1%、+3.0%、-11.5%与-29.4%，与盈利表现相似，混合所有制与民企样本销售明显弱于央企与地方国企。2023 年，混合所有制房企中，个别房企发生信用风险事件，亦有部分房企持续遭受负面舆情冲击，对其销售形成一定拖累。民营房企分化持续加剧，如龙湖集团、滨江集团等房企保持了稳健的经营态势，而碧桂园由于其较为下沉的地域布局，致使销售大跌，经营亏损。大多数民营房企仍然受行业信用事件影响，销售下滑十分明显。

样本房企合约销售额与同比变动

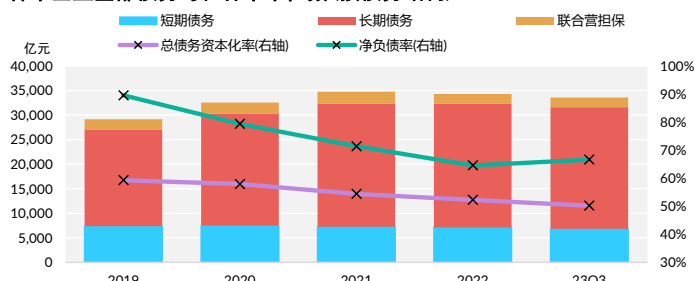


注：蓝色为央企，红色为地方国企，黄色为混合所有制房企，绿色为民企
来源：公司公告，中指研究院，惠誉博华

行业经久积弱推动央国企主动降杠杆，民营房企再融资持续受限；伴随债务结构持续优化，行业短期偿付压力有所减缓

债务方面，2023 年三季度末，样本房企全部债务规模为 33,586 亿元，较 2022 年末略降 2.2%，样本房企均为行业内大中型优质企业，融资渠道大多仍较为通畅，近年来持续严格管控有息债务规模；期限方面，长期债务占比由 2022 年末的 73.5%提升至 73.8%，主要原因是房企积极优化债务结构，主动降低短期债务比重。近年来财务杠杆持续压降，但 2023 年三季度末杠杆指标较 2022 年末变动不大，其中总债务资本化率中位数较上年末微升，净负债率中位数微降。

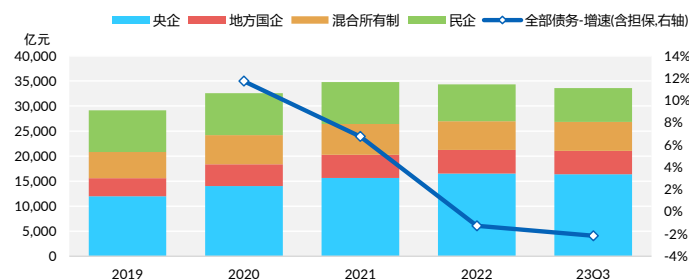
样本企业全部债务与杠杆率中位数(按债务结构)



注：1. 港股样本公司2023年为上半年数据；2. 2023年联合担保采用2022年末数据
来源：iFinD，惠誉博华

不同所有权性质样本中，2023 年三季度末，央企与地方国企样本全部债务规模结束增长趋势，首次出现下滑，较 2022 年末分别下降 0.7%、2.0%，显示央国企在市场经久积弱时期，主动管控债务规模。混合所有制样本全部债务微增 0.7%，主要系万科总债务增长所致，其他样本债务规模有所下降。民营样本全部债务下降 7.9%，降幅最大，主要原因是大部分民营房企融资渠道仍然受限，导致债务规模被动压降。

样本企业全部债务与增速(按所有制)

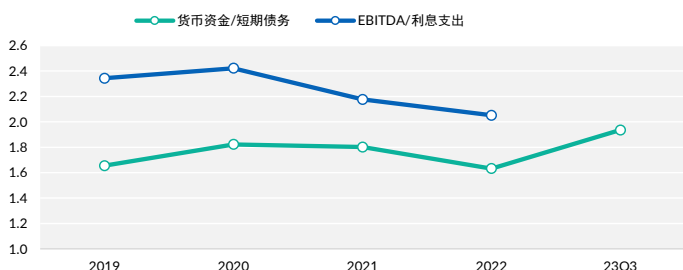


注：1. 港股样本公司2023年为上半年数据；2. 2023年联合担保采用2022年末数据
来源：iFinD，惠誉博华

2023 年，销售下滑叠加再融资受限，样本房企货币资金规模持续下降，较 2022 年末下降 5.6%，但受益于债务结构优化，货币资金/短期债务指标中位数提升 0.31 个百分点至 1.94 倍，显示短期偿付压力有所缓解。样本企业中，有 9 家房企该指标大于 2 倍，6 家为 1.5-2.0 倍，3 家为 1.0-1.5 倍，2 家该指标小于 1 倍，分别为碧桂园、金地集团。碧桂园于 2023 年下半年发生债务展期，目

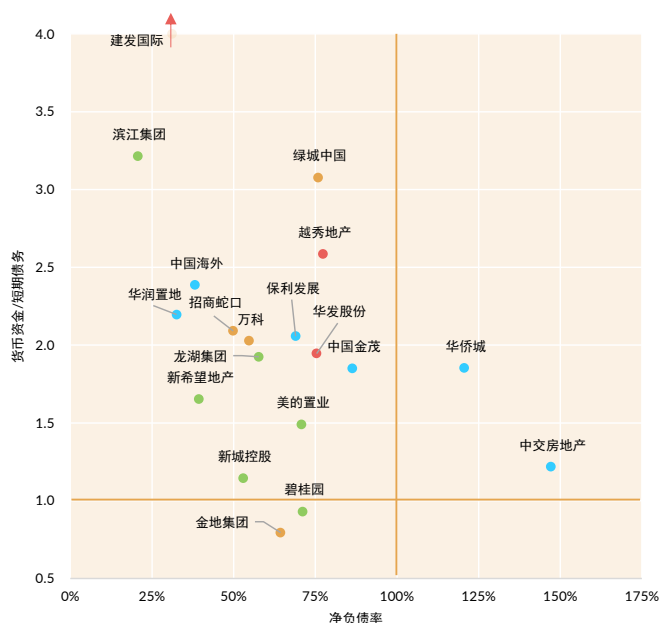
前境内外债券均已进入债务重组程序。金地集团 2024 年到期债务规模较大，具有一定的集中偿付压力。

样本企业流动性指标中位数



注：港股样本公司2023年为上半年数据。
来源：iFinD，惠誉博华

2023Q3样本房企净负债率与货币资金/短期债务



注：1. 港股样本公司2023年为上半年数据；2. 建发国际货币资金/短期债务指标远高于坐标轴上限；3. 蓝色为央企，红色为地方国企，黄色为混合所有制房企，绿色为民企
来源：iFinD，惠誉博华

综上所述，惠誉博华预计，伴随房地产支持力度加码，宏观经济发展继续复苏，居民信心改善，行业销售跌幅有望进一步收窄至3%-5%，销售金额下滑幅度继续小于销售面积。本次房地产市场企稳将由高能级城市为起点，逐步引领市场复苏。一线城市与经济活力强、人口流入明显的二线城市需求端较为强劲，销售更为稳健，三四线城市销售大概率继续下行。新房价格短期内可能继续承压，各能级城市房价走势持续分化。投资方面，土地购置与新开工将延续弱势，“保交楼”与“三大工程”稳步推进有望形成正向拉动力量。融资方面，考虑到 2024 年行业仍面临较大债务偿付压力，预计化解房地产风险，切实改善行业融资环境仍是政策主线。

惠誉博华对房地产开发行业展望为“低景气稳定”。

附录 1：惠誉博华 2024 年信用展望：房地产开发样本公司名单

序号	公司简称	公司全称	性质	2022 合约销售额(亿元)	2023 合约销售额(亿元)
1	保利发展	保利发展控股集团股份有限公司	央企	4,573	4,222
2	招商蛇口	招商局蛇口工业区控股股份有限公司	央企	2,926	2,936
3	万科	万科企业股份有限公司	混合所有制	4,170	3,761
4	滨江集团	杭州滨江房产集团股份有限公司	民企	1,539	1,535
5	首开股份	北京首都开发股份有限公司	地方国企	870	615
6	金地集团	金地(集团)股份有限公司	混合所有制	2,218	1,536
7	新城控股	新城控股集团股份有限公司	民企	1,160	760
8	中交房地产	中交房地产集团有限公司	央企	660	698
9	华侨城	深圳华侨城股份有限公司	央企	553	449
10	华发股份	珠海华发实业股份有限公司	地方国企	1,202	1,260
11	新希望地产	新希望五新实业集团有限公司	民企	509	290
12	华润置地	华润置地有限公司	央企	3,013	3,070
13	中国海外	中国海外发展有限公司	央企	2,948	3,098
14	建发国际	建发国际投资集团有限公司	地方国企	1,215	1,380
15	中国金茂	中国金茂控股集团有限公司	央企	1,550	1,412
16	绿城中国	绿城中国控股有限公司	混合所有制	3,003	3,011
17	碧桂园	碧桂园控股有限公司	民企	3,569	2,200
18	龙湖集团	龙湖集团控股有限公司	民企	2,016	1,735
19	越秀地产	越秀地产股份有限公司	地方国企	1,250	1,420
20	美的置业	美的置业控股有限公司	民企	792	659

来源：公司公告，中指研究院，惠誉博华

免责声明

本报告基于惠誉博华信用评级有限公司（以下简称“惠誉博华”）认为可信的公开信息资料编制，但惠誉博华不对该等信息或资料的准确性及完整性作任何保证。本报告所载的意见、评估或预测仅反映惠誉博华于本报告发布日的判断和观点，在不同时期，惠誉博华可能发布与本报告观点或预测不一致的报告。

本报告中的信息、意见、评估或预测仅供参考，本报告不构成对任何个人或机构推荐购买、持有或出售任何资产的投资建议；本报告不对市场价格的合理性、任何投资、贷款或证券的适当性(包括但不限于任何会计和/或监管方面的合规性或适当性)或任何投资、贷款或证券相关款项的免税性质或可征税性作出评论。个人或机构不应将本报告作为投资决策的因素。对依据或使用本报告所造成的一切后果及损失，惠誉博华及相关分析师均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为惠誉博华所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用等任何形式侵犯惠誉博华版权。如征得惠誉博华同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“惠誉博华信用评级有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。惠誉博华保留追究相关责任的权利。

惠誉博华对本免责声明条款具有修改和最终解释权。