



2022 年中资房企信用风险年鉴

联合资信 工商评级三部 蒋旭 杨哲 王逸菲 张琳 高星 于长花

进入 2022 年，受宏观经济下行、不利事件的反复冲击以及市场信心不足等因素影响，国内房地产市场景气度继续下行；销售及回款金额继续下降，叠加融资端受阻，发生流动性风险的房企数量显著增加，大量项目“烂尾”引发的“停工断贷潮”进一步降低了市场预期并引发预售监管资金政策收紧，房地产市场运行进入恶性循环。

在此背景下，为保持房地产市场平稳健康发展、防范行业出现系统性风险，2022 年以来中央多次释放维稳信号，发布多项金融政策，各地方“因城施策”发布具体调控政策放松市场，实行“一城一策”，行业融资和需求端政策利好集中释放。此外前期累积的需求释放及政策的放松带来了房地产行业的阶段性恢复，但持续时间较短，房企信心及流动性仍未恢复，房企现金流压力尤在，短期内房企特别是民营房企拿地及新开工意愿并无实质性回暖，政策仍需持续发力。

行业出清背景下，民营房企风险已基本暴露，但需关注部分缺乏核心竞争力、经营低效的弱资质国有房企的风险暴露。长期看，构建房地产行业良性循环将为行业主要发展方向，房企经营模式需相应变化，由“规模扩张”转向“高质量发展”，资源仍将向头部优质房企和央国企集中。

本文通过对 2022 年出险企业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

受经济下行、调控政策及不利事件因素的反复冲击等影响，2022 年全年，房地产行业景气度继续下行，出险房企数量持续增加，“停工断贷潮”进一步打压市场信心。为防范行业出现系统性风险，中央多次释放维稳及政策宽松信号。需求端通过支持刚性和改善型住房需求，松绑限购限贷，降低购房首付比例、降低房贷利率，整体的调控政策秉持房住不炒、因城施策，促进房地产行业良性循环和健康发展；供给端由之前全方位的收紧对地产行业融资到支持房企融资的“四支箭”齐发，保障优质房企融资，加强对出险房企纾困救助。

融资环境方面，2022 年全年，房地产行业融资端政策持续改善，但居民购房及贷款意愿疲弱，房企到位资金继续下降，叠加房企违约频发、投资者偏好下行，行业现阶段融资情况难言乐观；11 月，信贷、债券、股权、内保外贷“四箭齐发”助力房企融资，但政策传导及落地效果存在滞后性，房企实现现金流正常运转的关键仍在于自身造血能力恢复。2023 年 1 月，相关部门起草了《改善优质房企资产负债表计划行动方案》，同时将完善针对 30 家试点房企的“三线四档”部分参数设置。当前行业供需两侧政策支持导向明显，从银行信贷支持、债券融资帮扶到股权融资松绑层层突破，将有助于行业信用端困难纾解和流动性整体优化，但长期不确定性仍较大。从政策实际落地情况来看，央国企和个别优质民营房企受惠较大，大部分出险房企受益很少，融资分化明显。

2022 年行业销售进入衰退期，降幅高于前期且持续时间长。具体来看，2021 年三季度以来受需求透支及房企流动性问题冲击影响，销售增速急转直下，2022 年开始进入负增长区间，叠加购房者预期下降、观望情绪浓厚，房地产市场销售加速下行，地产行业进入供需调整期。销售的下滑显著影响了库存去化，目前库存回升至 2018 年年中水平，广义去化周期（累计开工与累计销售的差值除以近 12 个月移动平均销售面积）从 2021 年下半年以来持续回升，而克而瑞观测的 2022 年底 100 个城市新建商品住宅存销比 18.9 个月，去化周期超过一年，市场销售压力较大，2023 年去库存成行业重点。

综合看，2022 年，在多重超预期因素影响下，房地产行业销售大幅回落，同时叠加预售监管资金政策收紧及融资环境恶化，房企出现大面积信用风险事件，出险房企数量超过 2021 年及以前出险房企数量的总和。房企出现信用风险涉及原因复杂，出险房企也各有其特点，但最终表现均为流动性的枯竭。我们把房企¹最主要的出险特征划分为四大类，分别是高杠杆高周转型、财务风险型、经营误判型和多元化型。

¹ 由于公开获取数据资源有限，仅选取部分可公开获取资料的房企

二、房企信用风险类型小结

1. 高杠杆高周转型

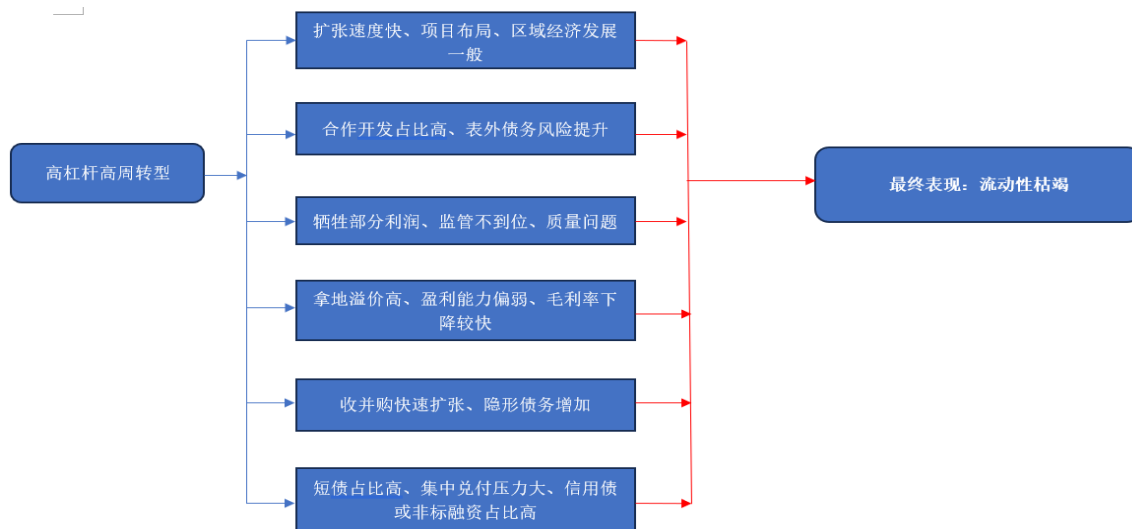
(1) 概况

“高杠杆、高周转、高负债”模式房企，多是以住宅业态为主的规模房企，普遍经营策略激进，在快速扩张过程中依赖筹资以迅速周转，同时依赖合作开发实现销售额快速增长。快周转模式对于资金使用效率要求高，资金周转高度依赖于销售回款和债务的滚续，而合作开发在市场下行期则大大影响企业资金回流，因此市场下行和融资受阻带来的负面影响要远甚于慢周转企业。

随着房地产行业的金融红利时代过去，2014 年以来形成的“三高”模式不再适用。“三高”房企通常追求规模，在建项目体量大，在预售资金监管趋严背景下，公司实际可动用现金大幅减少，大量的在建项目也导致管理粗放，建筑质量低下。高周转房企通常伴随着不规范的前期融资以及在建设过程中大量使用非标融资，导致房企杠杆长期处于高位，随着信托私募基金等融资收紧，高周转房企的流动性问题加剧。最后高周转房企过于追求速度，对于房企的管理能力和去化能力要求高，但大多数房企都难以满足。因此在销售和融资端均严重受阻的情况下，房地产行业形成房企基本面下行与信用危机的负反馈机制²。“三高房企”只要融资和销售中一个环节不达预期，现金流就会快速恶化。叠加行业下行周期，风险加速暴露，行业负面情绪持续蔓延且大面积扩大。具有该类特征的房企数量较多且该类房企流动性风险自 2021 年开始逐步暴露，2022 年随着房企经营环境和融资环境进一步恶化以及债务集中偿还而大规模爆发。

图 1 高周转高杠杆类特点

² 即销售下行，引起房企资金趋紧，进而投资收缩，金融机构收紧对房企贷款，房企内外现金流均受阻，大量房企暴雷及引发交楼风险，从而造成购房者悲观预期，购买意愿不足，带来销售进一步下行



资料来源：联合资信整理

（2）具体原因及特征分析

我们对于 2022 年出险的 17 家高周转高杠杆类房企进行梳理，发现以下特征：出险房企均为民营企业，以浙闽房企为主，家族特征明显，实控人意志对公司经营决策起决定性作用，公司治理薄弱；经营策略激进，多家房企于 2016 年和 2017 年先后提出过“三年千亿”计划并开启全国化扩张，在扩张过程中普遍不惜以低利润换取规模的快速增长，均存在扩张快速和合作开发占比高的情况。

房企在发展过程中，经历了融资环境相对宽松的时期，在这段时期内，房企的金融偏好度高，在资本和信用债市场更易获得融资及授信，同时其在自驱和行业环境的驱使下，开始追求规模，合作开发能迅速提高全口径销售规模、降低竞争。房企的规模得到提升，意味着可以获得更多现金流入以助力扩张，导致房企财务杠杆高。

① “三高”房企通常具有“扩张速度快”和“项目布局、区域经济发展一般”的特点。具体来看，“三高”房企在实控人或职业经理人授意下开始转变经营策略、追求规模，极度依赖于项目的快速周转，该类房企平均存货周转率普遍在 0.30 次以上，且通常伴随着布局下沉，相应面临去化风险，而分散布局导致成本控制和管理难度较大。

② “合作开发占比高”和“表外债务风险高”伴随着房地产行业的增长期。其中合作开发是房企快速扩大、销售超千亿的最主要手段之一，而房企盲目的追求规模，以及金融机构、社会资本对房企规模的推崇则是房企使用合作开发扩大规模的“幕后推手”；房企通过合作开发在一定程度上能减轻单一项目的资金压力，同时销售规模可迅速增长，但也相应带来房企对合作项目掌控力度较弱、无法及时调拨合作项目富

余资金、表外债务风险敞口增加等弊端。

③房企在追求快周转过程中，一般会牺牲一部分利润，并且过快的开发，也导致房企在建设过程中对合作方的监管不到位，“货不对板”，甚至是“豆腐渣”工程的出现。此外，房企的快速扩张，会增加土地储备存量与销售规模增速不匹配的风险，可能导致过大的在建项目和拟建项目资金投入，后续面临极大的“保交付”压力。

④“项目拿地溢价率高”是“三高”类型房企在扩张期普遍存在的特点，该类房企在市场竞争激烈区域高溢价拿地，从而导致项目盈利能力薄弱，项目结转毛利率快速下降。在毛利率受限的情况下，房企可能通过放弃产品质量、区域下沉等手段维持盈利或高周转，毛利率的快速下滑直接击垮企业的经营底线。房企在快速发展过程中，通过不断拿地、增加土地储备，一定程度上增加了土地溢价的可能，且牺牲了部分企业利润，17家房企中超半数房企2021年毛利率快速下降至15%以下、部分房企净利润率下降至5%以下，且出现亏损，17家房企中9家房企2020年经营性现金净流出，在行业调整期仍不计融资成本举债扩张，杠杆水平高且融资渠道欠佳，尽管2020年以来开始降杠杆，但从2021年财报数据来看，超半数房企全部债务资本化比率超过55%、非银融资占比超四成。

⑤采用收并购模式控制成本以实现扩张，是房企快速冲规模的又一方式，但收并购项目潜在风险及隐形债务也会加速公司风险暴露。同时债务结构中非银类占比较高，也导致房企的融资成本偏高。

⑥随着房地产行业进入下行期，房地产企业在融资端和销售端双重受挫的情况下，前期倚靠高周转高杠杆模式发展的弊端逐渐凸显，多数房企面临“短期债务占比高或集中兑付压力大”以及“信用债或非标融资占比高”的问题。随着政策的收紧，房企货币资金受限情况多呈增长趋势，且受销售下降影响，货币资金规模逐年减少。在扩张过程中，拿高溢价地，在销售过程中又遇到“限售、限价”等政策，导致房地产毛利率逐年下降。高周转房企通过举债模式扩张，导致现金流波动较大，经营活动主要依赖筹资活动现金来覆盖。此类房企现金流安全性普遍较弱。

2. 财务风险型

（1）概况

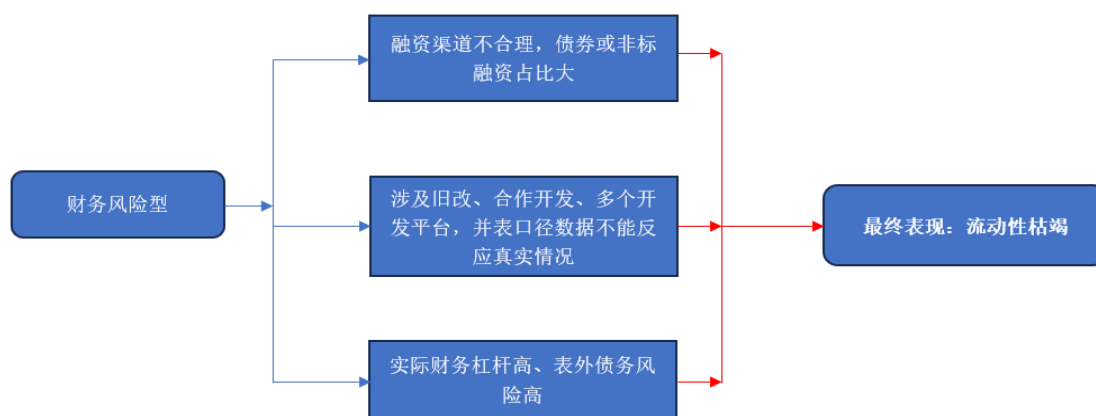
在粗放式的快速发展过程中，部分房企为满足扩张的需要，融资行为短期化特征明显，成本控制能力和稳定性较弱，导致自身财务风险偏高。这部分房企财务弹性弱，再融资不确定性大，在融资环境恶化时，更容易出现流动性问题。

部分房企还通过合作开发隐匿表外债务、通过操纵报表合并范围、引入金融机构进行明股实债融资等方式美化财务报表，容易引起投资者及金融机构的疑虑，一旦融资环境转向，则融资状况加剧恶化。此外，部分房企为了抢占融资政策收紧前的窗口期，在未安排好债务期限结构的情况下大规模融资，导致后续债务集中到期压力剧增。

（2）具体原因及特征分析

我们通过对 2022 年因财务风险为最主要出险原因的房企进行分析，发现该类型出险房企主要具备以下几个特征：一是融资渠道不合理，债券或非标融资占比大，短期债务到期规模大；二是涉及旧改、合作开发规模大，大量债务放在表外，实际债务压力高于并表层面，财务数据透明度差。总体看，该类房企尽管经营层面并未表现出明显劣于同业的特征，但较高的财务风险仍令其陷入流动性困境。通过对 8 家财务风险型房企 2021 年底³并表债务分析发现，具有上述特征的风险房企中，有 4 家短期债务占比超过 30%，最高的一家房企短期债务占比甚至高达 45.50%。融资渠道方面，6 家房企信用债融资占比均较高，其中，4 家信用债融资占比超 40%，最高的一家房企信用债融资占比高达 70.5%。表外债务方面，上述房企多数涉及合作开发规模或旧改规模大，表外债务风险较高。

图 2 财务风险类特点



资料来源：联合资信整理

①该类房企其融资结构通常存在“信用债或非标融资占比高”的特点。在未被施行严厉的监管政策之前，境内公司债、境外美元债以及非标融资渠道畅通，且资金用途相对于开发贷而言更加灵活。与稳健且成本较低的开发贷相比，高杠杆房企更加倾向于无需抵押物的信用债，以及手续相对便利、具有前融性质的非标融资，导致其融

³ 其中两家样本企业未披露 2021 年财务报告，以 2020 年财务数据代替

资结构中直融和非标占比过高，其再融资易受外部环境影响。在 2021 年恒大风险事件后，资本市场的一系列变化导致部分房企出现短期流动性问题，债券融资或非标融资占比较高、短期内到期债务规模大的房企面临债券融资难以续接问题，各大房企债务置换压力陡增，而融资渠道中依赖信用债融资尤其是美元债融资的主体，纷纷出现美元债无法兑付的事件。

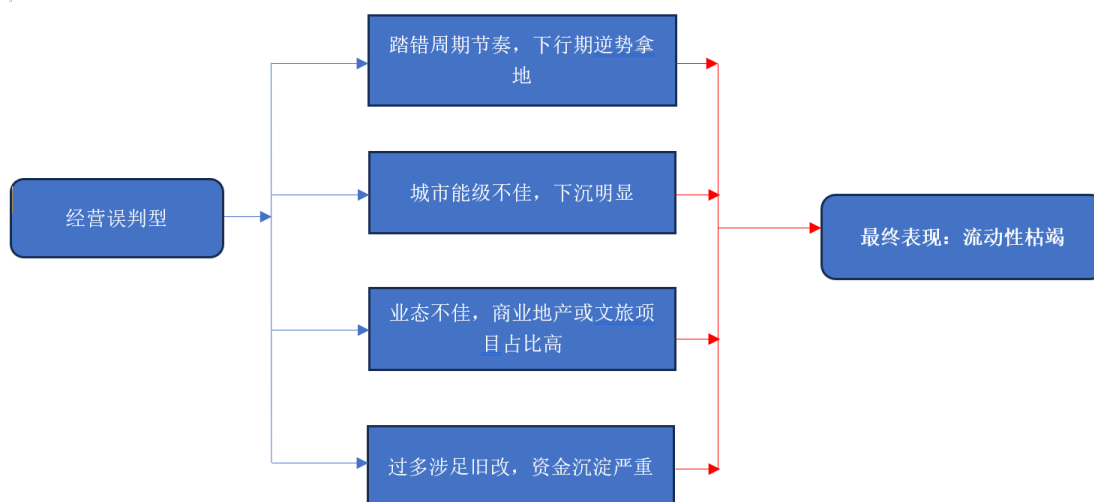
②因涉及“合作开发、旧改、多个开发平台”等，部分房企合并口径财务报表和披露的全口径经营数据不能完全反映企业真实情况，“实际债务杠杆高”以及“表外债务风险高”的特点较为突出。旧改项目前期因投入资金大，多数房企将前期的这类项目不并表；合作开发较多的房企，因其合作方较多，少数股东权益不透明，可能隐藏较多的债务，市场对其表外债务和实际销售回款存在质疑，影响其再融资，遭到投资者“用脚投票”。

3. 经营误判型

（1）概况

在 2022 年的出险房地产企业中，部分企业财务风险尚可，但经营方面存在战略性或者战术性失误，导致其最终出现信用风险。我们通过对 2022 年 15 家出现信用风险房企的个体发展历程及经营财务特征等因素进行统计分析时发现，出险的经营误判类房企的共性特征主要包含以下几个方面：一是商业地产、文旅地产项目规模占比高，或布局于城市能级不高的项目较多，去化存在较大压力，周转速度慢，资金回笼困难，导致资金长期承压，15 家出险房企均存在业态或布局问题；二是快速扩张，尤其近几年拿地规模大或推进全国化布局，在房地产下行周期时点发生了大规模资本支出，流动性大幅恶化，再融资易受资本市场政策及资金供求关系变动影响，抗风险能力弱。

图 3 经营误判类特点



资料来源：联合资信整理

（2）具体原因及特征分析

该类企业出险的原因可汇总为如下原因：

①**错判市场形式，逆势扩张。**该类房企存在错判市场形势，踏错地产行业发展节奏，在房地产下行周期中逆势扩张的情况，在多数房企进行阶段性战略收缩的时候，该类房企大幅加大拿地力度，资金持续流出，试图在逆势中扩大规模及布局。

②**城市能级不佳。**部分房企为实现千亿销售规模目标，不断扩大规模，拿地城市能级下沉明显，低能级城市对房地产销售的支撑能力不足，在行业景气度下行的背景下受负面影响更大。

③**业态选择不佳。**该类企业可能存在商业地产或文旅项目占比较高的情况，商业地产整体去化较慢，文旅项目多为与当地政府勾地所获取，虽地价成本较低，但地理位置不佳且项目体量较大，周边缺乏配套的生活设施和产业引进，以上两类业态产品均存在整体去化较慢，资金回笼时间较长的特点，从而导致房企资金回笼周期慢，资金大量沉淀，资金使用效率低下的情况。

④**过多涉足旧改，资金沉淀时间长。**该类房企可能存在过多涉入旧改的情况，且所持旧改项目规模较大，导致前期资金投入和建设周期较长，短时间内难以实现现金的有效回笼，旧改项目前期多倚赖非标杠杆和表外债务，导致后续再融资压力持续增加，此外旧改项目涉及人力、财力、物力以及政府等多方面的协调，对此类公司管理和协调能力要求高。

⑤**房地产主营业务能力不强，项目操盘经验少。**该类房企可能本身规模较小，存在地产项目个数少或个数少且单盘面积大的情况，因此缺乏平滑利润的能力，同时该

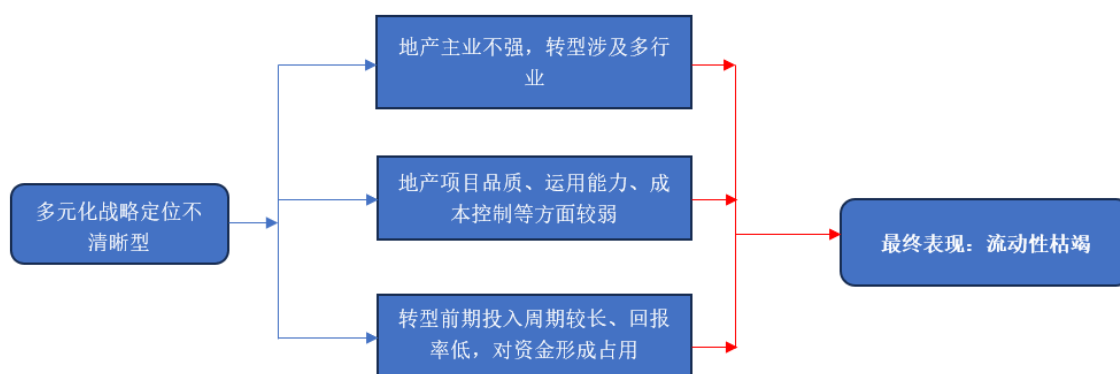
类房企地产项目缺乏市场竞争力，运营效率低下。

4. 多元化战略定位不清晰型

(1) 概况

由于传统的房地产开发业务竞争越发激烈，部分房企进行多元化转型，涉足房地产金融、股权投资和建筑等业务，甚至涉足完全与主业不相干的业务。由于房地产开发业务的独特性，房地产企业涉入其他行业时，往往存在收购的资产与自身资源禀赋匹配程度低、缺乏相关业务运营经验、多元化业务与地产主业争夺资源等问题，其多元化转型效果大多难及预期。此外，少部分房企的多元化之路，实际是“伪多元化”，本质目的是为了更方便拿地、融资或对与地产主业相关业务进行输血、隐匿债务等。

图4 多元化战略定位不清晰类特点



资料来源：联合资信整理

(2) 具体原因及特征分析

我们通过对 2022 年多元化战略不清晰的出险房企进行分析，发现该类型出险房企具备以下如下特征：

①**涉及多元化转型**。该类房企由于实际控制人等因素，对房地产主业的定位不够清晰，且涉及多行业多元化转型等情况。公司在多元化转型前，对转型行业研究不够深入，错误的高估了自身的经营和管理能力，同时缺乏具有相关行业经验和素养的职业经理人配合管理公司，导致公司多元化投资规模很大，且前期投入期较长、投资回报率低，对资金形成极大占用。

②**地产主业不强**。该类房企主营业务，尤其是住宅项目业务运营能力差，效率偏低，产品缺乏竞争优势，或存在地产项目偏少且单个项目较大而缺乏经营积累导致内

部造血能力不足等情况。其自身在地产项目品质、运营管理能力、成本控制能力、优质土储等方面不存在核心竞争优势，在房地产行业集中度提升的必然趋势下，也将面临淘汰风险。我们通过对 5 家多元化风险型房企进行分析发现，4 家房企的共性为整体经营策略或战略定位不够清晰，在自身房地产业务核心竞争力较弱的同时，扩展其他业务，导致资金过多沉淀，同时房地产销售现金回流不足以支撑日常经营所需和偿还债务，最终爆发流动性问题。

三、总结

从近几年来看，2018—2020 年陆续有房企发生信用风险，出现信用风险的房企也从最初的中小型非典型房企过渡到大中型典型房企，2021 年以来调控收紧后高杠杆、财务不透明房企相继风险暴露。2022 年房企现金流经历极端考验，主要体现为内生现金流不足，境内外债券融资双挑战、预售资金监管趋严、非标融资大幅收缩等多因素叠加，在此背景下，出险房企数量不断增加，房企通过处置资产、少（不）拿地等自救方式来稳定现金流，房企分化加大，央国企、未出险的房企迎来机遇期，已出险房企债务困境难解，面临市场出清。

目前，房地产行业正处在由“规模扩张”转向“高质量发展”的关键时期。这就意味着大、中、小房企，都要告别粗放式发展的模式，以安全为底线，走向内生型驱动的高质量发展模式。对于大企业来说，要实施业务聚焦，提升经营效率；对于小企业来说，要整合有效资源、提质增效，合理制定经营目标。当前中央对房地产行业提出了新的期望和要求，房地产行业的支柱地位得到重申。融资分化使得信贷资源向国企集中，资金更加偏好财务稳健型房企。而融资预期推动集中度上行，央国企及优质民企发展韧性得以加强，出险房企、中小房企因缺乏竞争力而逐渐出清。同时，行业整体进入下行期，更加考验房企的经营能力和效率，部分缺乏核心竞争力、经营低效的国有房企也将面临风险暴露的可能。

短期来看，由于收入和房价的预期下降，导致购房者的购房需求加速下降，从而导致行业持续下行。虽然中央已陆续出台维稳及宽松政策，但从实际效果来看仍有一定滞后性。因此要缓解房企的流动性压力，要从融资和销售两个方面发力，一方面政策端需要继续发力以促进房企销售去库存的同时放松预售监管政策让房企拿到销售回款，从而能够实现内生现金流的良性循环；一方面，监管需要在融资方面开绿灯，让政策真正落实到出险房企。长期来看，行业已经进入了下行阶段，未来房企仍需转型以寻求出路，从原来的“规模扩张”转型质量型房企、特色型房企、持有型房企或

代建型房企等等。

联系人

投资人服务 010-8567 9696-8624 chenjialin@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](#)

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。