



出险房企后续风险处置措施分析

联合资信 工商评级三部 朱一汀 张琳

摘要：从 2015 年以来零星违约到房地产行业迎来集中展期潮，境内外已超百家房企主体发生风险事件。目前来看，房企债务处理思路基本保持一致，即在境内债达成展期的同时商谈境外债的重组方案。但房地产市场修复尚需时间，若经营性现金流无法得到改善，债务“一展再展”或触发实质违约将成为常态。由于行业特性以及目前主要采取展期兑付安排，房企违约回收率普遍较低；境外债务违约受法律及监管等因素影响处置难度较大。根据测算，出险房企回收率在 20%~40% 的可能性较高，其中仅进行住宅开发的出险房企回收率将偏低，处于资不抵债情形下的出险房企难以对债务进行回收。



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



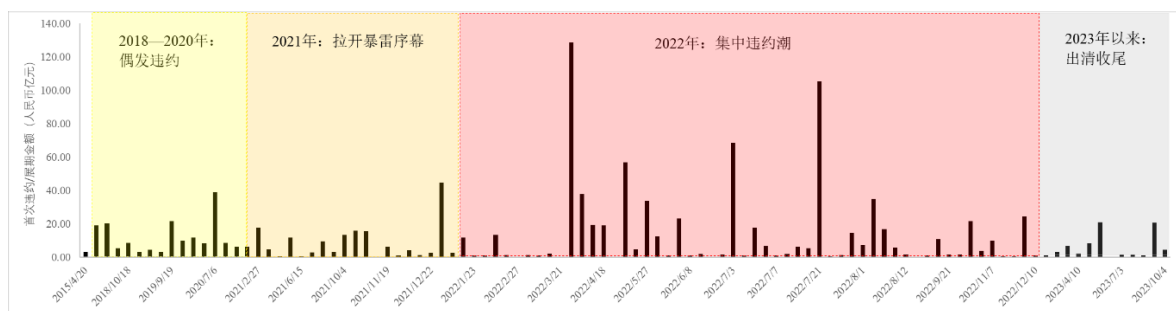
一、房企出险概况

从 2015 年以来零星违约到房地产行业迎来集中展期潮，境内外已超百家房地产主体发生风险事件。房企出险花样较多，越来越多房企选择展期的方式“以时间换空间”，从而避免实质违约。

中国房地产行业经历了二十多年发展，产业链延伸广泛，为中国经济提供重要支撑，被誉为“国民经济支柱性行业”。房地产行业资金运作密集，同时商品房采用预售制、长期的融资便利以及地方财政对土地出让较为依赖导致中国房地产行业具有明显的金融属性，多数房地产企业在发展过程中偏好加杠杆以实现规模的快速扩张，形成了经营和财务杠杆双高的情况。

2015 年，《公司债券发行与交易管理办法》和《关于推进企业发行外债备案登记制管理改革的通知》的发布进一步拓宽了房地产企业融资渠道，境内公司债及境外美元债发行量均大幅上升。为抑制房地产市场过热，2016 年底“房住不炒”等调控政策出台，并随着融资渠道尤其是非银融资的收紧，行业边缘化的中小民营房企首当其冲；2019 年，调控政策的延续叠加行业竞争加剧，中小民营房企违约事件零星发生；2020 年下半年以来，随着“三条红线”和“银行贷款双集中管理”政策出台，违约房企向大中型房企过渡，“千亿房企”出险；2021 年，头部房企暴雷引发房地产行业震荡，叠加境外美元债市场迅速转冷，风险开始大面积蔓延至境内信用债市场，房地产行业正式进入下行期；2022 年以来，在宏观经济下行及房地产市场销售低迷的影响下，不具备天生融资优势的民营房企流动性承压，房地产行业迎来集中展期潮。进入 2023 年，持续的低位销售及信用渠道的收缩，风险事件仍在上演但总趋势已进入收尾阶段。

图 1 截至 2023 年 10 月 4 日房企首次出险时间线

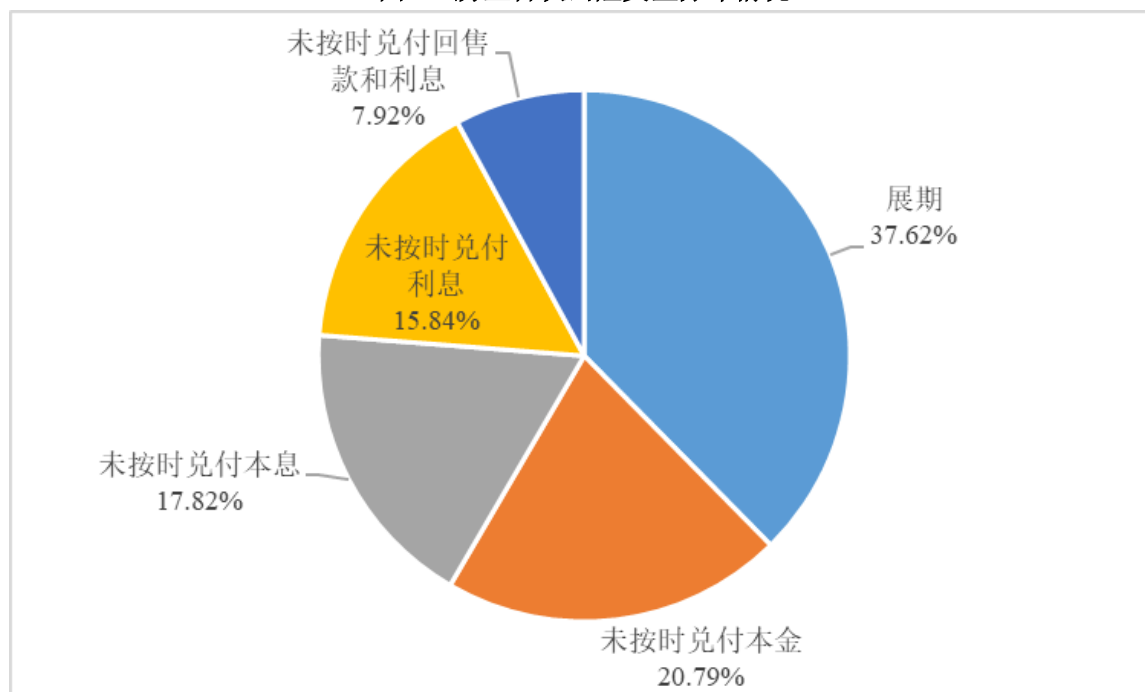


注：统计口径为违约或展期的境内外债券，其中境外债违约金额已换算为人民币

资料来源：Wind

截至 2023 年 10 月 4 日，境内外超百家主体发生风险事件，出险花样较多，且随着数量的增加，越来越多房企选择展期的方式“以时间换空间”，从而避免实质违约。

图2 房企首次出险类型分布情况

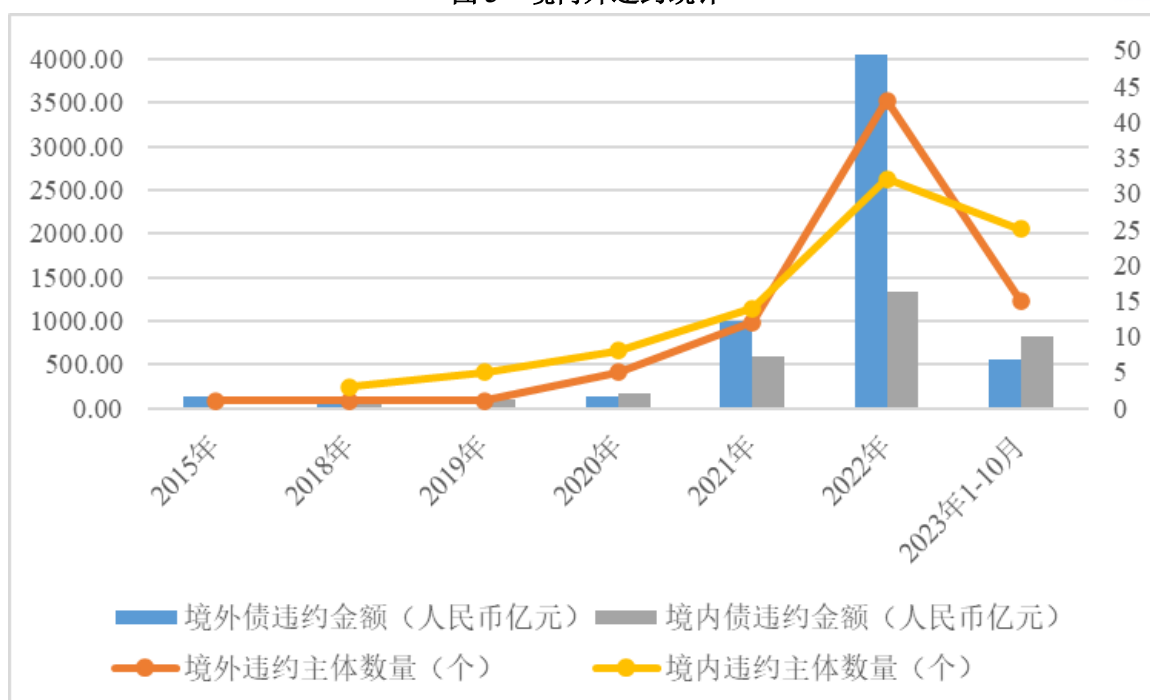


注：美元债交换要约计入“未按时兑付本金”

资料来源：Wind

从境内外违约情况来看，2021 年以前房企境外融资环境相对宽松，部分资质较差的民营房企借助高息境外融资进行债务滚动，境外债违约金额及违约主体数量均明显低于境内同期。但随着中资美元债监管的趋严以及“三道红线”和“银行贷款集中度”等政策的实施，房企债务增速及融资渠道受到限制，流动性管理压力加大。2021 年下半年以来恒大暴雷，美元债市场信心触底、再融资渠道迅速收缩，叠加购房人置业需求及信心下降，房地产市场正式进入下行通道，在行业震荡下多数民营房企都无法独善其身，2021 年房企境内外违约逻辑首次出现分化，当年境外债违约金额大幅增加。2022 年以来，美联储多轮加息导致美元债兑付成本大幅上升，在“保交付”政策要求下，出险房企多选择“弃外保内”，2022 年境外违约金额及数量达到峰值。2023 年以来，前期风险的集中出清已基本结束，且伴随 2022 年底以来宽松政策的释放，行业出险趋势得到控制，但境内外违约金额及违约数量仍高于房地产下行周期前的 2020 年。

图3 境内外违约统计



资料来源：联合资信根据公开资料整理

二、房企应对流动性危机的措施

面对融资渠道收紧、预售监管资金从严及销售下滑等多重不利因素的冲击，房企偿债来源被阻断，被动通过出售资产、引入战投或股权融资等方式应对，但只能缓解一时之困，后续风险的化解仍需依靠对债务进行实际处置。

房企偿债来源主要为经营性现金流（项目销售回款）和融资性现金流（新增借款及债券的借新还旧），但面对融资渠道收紧、预售监管资金从严及销售下滑等多重不利因素的冲击，房企偿债来源被阻断，流动性风险加速暴露，被动通过出售资产、引入战投或股权融资等方式进行应对。

表1 房企应对措施统计

应对措施	涉及房企数量（个）
出售资产	57
引入战投	20
股权处置	16
股权融资	10

注：统计房企含家族性质企业，统计时间截至2023年10月4日

资料来源：联合资信根据公开资料整理

（一）出售资产

在房地产行业整体陷入流动性风险之前，个别房企因自身战略及债务问题，通过剥离房地产开发业务或酒店、文旅等低效资产，重回经营正轨。随着房地产行业下行，作为最直接的“回血”方式，出售资产成为绝大多数出险房企“自救”的首选。但并非所有出险房企都有资产可处置，一方面在开发过程中，房企已将存货、在建工程、土地使用权等核心资产进行抵质押，资产受限程度较高；另一方面，部分房企业务模式较为单一，仅进行住宅开发，持有的其他可售资产较少。

2021 年以来，部分房企通过出售了估值相对较高的物业公司补充了流动性；富力、世茂和融创等进行多元化业务的房企及时完成物流园、住宅及商业等资产的变现，延缓了公开债务违约时间。2022 年房地产行业风险集中爆发，房企急于出售导致待售资产较多，市场观望情绪较为浓厚，交易难度加大，资产流拍情况较为普遍；为加速资金回笼，核心资产成交及折价出售的情况屡见不鲜。

表 2 典型房企出售资产情况

卖方	出售时间	交易内容	短期债务
蓝光	2021 年 2 月	标的资产：物业公司 64%的股权 交易价格：48.47 亿元 买方：碧桂园服务	截至 2020 年底 为 279.76 亿元
富力	2021 年 9 月	标的资产：物业公司 交易价格：100 亿元 买方：碧桂园服务	截至 2021 年 6 月底为 536.91 亿元
	2021 年 12 月	标的资产：广州国际机场富力综合物流园股权 交易价格：53 亿元 买方：黑石集团	
	2022 年 3 月	标的资产：伦敦 Vauxhall Square 项目 交易价格：9570.26 万英镑（约人民币 7.98 亿元） 买方：远东发展	截至 2021 年底 为 637.68 亿元
	2022 年 4 月	标的资产：伦敦 One Thames City 50%股权 交易价格：26.6 亿港元（约人民币 22.43 亿元） 买方：中渝置地	
佳兆业	2021 年 11 月	标的资产：香港屯门住宅官地 交易价格：37.7 亿港元（约人民币 31.11 亿元） 买方：蔡志明（旭日国际集团主席）	截至 2021 年 6 月底为 300.66 亿元
融创	2021 年 11 月	标的资产：杭州项目 交易价格：16.73 亿元 买方：滨江	截至 2021 年 6 月底为 767.18 亿元
	2021 年 12 月	标的资产：上海虹桥商务区写字楼、杭州核心地段	

		酒店及写字楼 交易价格：26.8 亿元 买方：未披露	
世茂系	2021 年 12 月	标的资产：香港维港汇物业 交易价格：20.86 亿港元（约人民币 17.06 亿元） 买方：爪哇控股、信和置业及会德丰	截至 2021 年 6 月底为 444.43 亿元
	2022 年 1 月	标的资产：上海外滩的茂悦酒店 交易价格：45 亿元 买方：上海地产	截至 2021 年底为 1078.37 亿元
	2022 年 1 月	标的资产：上海黄浦路一宗商业用地 交易价格：10.6 亿元 买方：上海久事	
中梁	2022 年 2 月	标的资产：物业公司 93.76%的股权 交易价格：不高于 31.29 亿元 买方：碧桂园服务	截至 2021 年底为 123.41 亿元
合景泰富	2022 年 4 月	标的资产：上海写字楼 交易价格：13 亿元 买方：未披露	截至 2021 年底为 248.70 亿元
	2022 年 11 月	标的资产：合营公司 50%股权 交易价格：3.71 亿元 买方：香港置地	截至 2022 年 6 月底为 264.34 亿元
	2023 年 5 月	标的资产：两家子公司 100%股权 交易价格：7.5 亿元 买方：嘉兴平安安住壹号股权投资合伙企业（有限合伙）、平安创赢资本管理有限公司	截至 2022 年底为 249.03 亿元
旭辉	2022 年 6 月	标的资产：香港物业 交易价格：13.38 亿港元（约人民币 11.44 亿元） 买方：华王	截至 2021 年底为 216.92 亿元
碧桂园	2023 年 7 月	标的资产：墨尔本西南部的温德米尔庄园项目尚未开发的 150 公顷地块 交易价格：定价 2.5 亿澳元（约 12.12 亿元人民币） 买方：未披露	截至 2023 年 6 月底为 1087.03 亿元
	2023 年 8 月	标的资产：广州亚运城 26.67%股权 交易价格：12.92 亿元 买方：中海	

注：1. 上表仅列示债务违约或展期前的重要资产出售事项；2. 为方便统计，短期债务包括短期借款及一年内到期的非流动负债

资料来源：联合资信根据 Wind 及公开资料整理

短期来看，出售资产虽能缓解一时之急，但回笼资金规模相对于债务体量来说实属杯水车薪。以世茂集团为例，自 2021 年底以来其公开披露的资产出售交易共 7 笔，合计金额约 176.23 亿元，仅占短期借款的约十分之一。长期来看，房地产行业筑底销售的局面仍将持续，在处置优质资产的同时，房企业务规模下降将引发经营风险的提高，不利于后续的债务兑付安排。此外，房地产行业已进入存量竞争模式，物业服务 and 持有型资产等非房业务发展前景较大，相关资产的剥离并不利于房企的可持续发展。

（二）引入战投

在“自救”之余，部分遭遇流动性危机的房企也努力寻求外部援助，包括早期的蓝光、泰禾等房企均曾披露引入战投的计划，但仅建业、红星美凯龙、华南城控股有限公司（以下简称“华南城”）和新湖中宝成功引入国资战投。

具体来看，上述四家房企引入国资的持股比例并不高，均低于 30%。其中，深圳市特区建设发展集团有限公司（以下简称“特区建发”）收购华南城 29.28% 股权后成为其第一大股东，持股比例已超过华南城原实际控制人家族，获得经营控制权，在人员（涉及运营管理、投融资、财务等多个重要部门）、资金（设立 110 亿元股权投资基金，签订贷款协议）、融资（与上海银行深圳分行签署合作协议新增 40 亿元授信）和项目纾困（南昌、郑州和南宁项目开展全面协同合作，推进旧改项目）等方面提供了实质性支持。作为深耕河南市场三十多年的建业，在流动性紧张之际得到包括河南省铁路建设投资集团有限公司（以下简称“河南铁投”）入股（成为建业第二大股东）、与河南省文化旅游投资集团有限公司签署文旅项目合作协议等国资背景企业的支援，并与建设银行和工商银行签署战略合作协议（共计 250 亿元的授信额度）。然而，国有企业本身对外投资限制较为严格，叠加面对房地产超预期的下行风险，支持意愿不够强烈；引入国资带来的利好仅维持不足一年，建业便再次发生负面舆情。

作为参与纾困的老玩家，国内四大 AMC 自成立以来收购了不少不良资产，在房地产项目处置方面积累了较为丰富的经验。随着中央及地方层面支持政策的出台，2022 年以来 AMC 参与纾困的范围有所扩大，从传统的项目层面纾困延伸到参与出险房企重整及代建等工作中。

表 3 引入战投及 AMC 纾困情况

涉及房企	时间	外部支援	具体内容
福晟	2020 年 1 月	东方资产、世茂	建立战略合作伙伴关系，成立世茂·福晟平台
华南城	2022 年 1 月	特区建发	收购华南城 29.28% 股权

建业	2022 年 6 月	河南铁建投	收购建业 29.01%股权
融创	2022 年 12 月	中国华融、中信信托以及浦发银行等 6 家银团	为董家渡项目提供新增融资（预计超过 120 亿元）
		东方资产	为武汉桃花源项目带来 33.11 亿元融资
红星美凯龙	2023 年 1 月	建发股份	收购红星美凯龙 29.95%股权
新湖中宝	2023 年 2 月	新安财通	收购新湖中宝 10%股权
中南建设	2022 年 5 月	华融资产、南通市保障房建设投资有限公司	针对中南系主体在建工程复工复产、优质项目并购、社会与资本合作项目盘活等开展业务，有关支持项目总规模不超过 50 亿元，也可引入其他投资机构
	2023 年 2 月	中国信达	深圳城市更新项目
旭辉	2023 年 2 月	东方资产	签署战略合作协议
恒大	2023 年 2 月	东方资产、长城资管、深圳安居建业	深圳旧改项目
佳兆业	2023 年 3 月	东方资产、中国华融	昆明佳兆业项目
	2023 年 4 月	福田安城投资	深圳项目
德信	2023 年 6 月	浙商资产	德清时代云起项目
金科	2023 年 6 月	长城国富	作为重整投资人参与金科的预重整程序
泰禾	2023 年 7 月	兴业信托	泰禾香山湾项目
华夏幸福	2023 年 7 月	浙商资产	签署战略合作协议，就各自存量业务、“AMC+保交楼”业务开展战略合作
新华联文旅	2023 年 8 月	招商平安资管、外贸信托等 6 家	参与重整

资料来源：联合资信根据公开资料整理

依靠国资信用背书，房企的融资环境得到了一定程度的改善，但引入国资并不意味着“一劳永逸”，华南城美元债仍展期，且在目前较为脆弱及敏感的市场情绪下，具备国资背景的房企仍不时面临着来自市场及投资者的质疑，需持续观察国资股东支持情况。对于 AMC 纾困效果目前尚不能过于乐观，基于“救项目不救主体”的原则，出险房企自身基本面差异较大，项目盘活进展有待观察。

（三）股权融资

受监管政策影响，房企参与股权融资的机会波动较大，且相关政策较为严格，难以通过股权融资方式补充流动资金。2022 年底以来金融支持政策接连出台，证监

会宣布恢复涉房上市公司并购重组和配套融资，并恢复上市房企和涉房上市公司再融资，以及于 2023 年 8 月 18 日表示要保持房企股债融资渠道总体稳定，支持正常经营房企合理融资需求，坚持“一企一策”稳妥化解大型房企债券违约风险。在此背景下，多家出险房企于 2022 年底陆续宣布定增计划。其中，合景泰富、德信中国及旭辉控股等港股房企完成配股；但 A 股出险房企再融资进展整体推动缓慢，定增获批房企仍以非出险央国企为主。

表 4 部分出险房企股权融资计划

涉及房企	公告日期	募集金额 (亿元)	资金用途	进展
世茂股份	2022 年 11 月 30 日	/	拟用于公司“保交楼、保民生”相关的房地产项目开发、偿还部分公开市场债务本息、以及符合上市公司再融资政策要求的补充流动资金等	/
华夏幸福	2022 年 12 月 2 日	/	拟用于与“保交楼、保民生”相关的房地产项目，以及符合上市公司再融资政策要求的补充流动资金、偿还债务等	/
金科	2022 年 12 月 5 日	/	拟用于“保交楼、保民生”相关的房地产项目开发、棚户区改造或旧城改造项目开发建设，偿还部分债务本息、以及符合上市公司再融资政策要求的补充流动资金等	/
冠城大通	2022 年 12 月 6 日	/	用于投资满足公司转型需求的业务扩张和产业链上下游并购项目、与“保交楼、保民生”相关的房地产项目，以及符合上市公司再融资政策要求的补充流动资金、偿还债务等	/
绿地控股	2022 年 12 月 7 日	/	用于“保交楼、保民生”相关的房地产项目开发建设，以及符合上市公司再融资政策要求的补充流动资金、偿还债务等用途	/
合景泰富	2022 年 12 月 10 日	4.67 亿港元	用于现有债务的再融资即一般企业用途	2022 年 12 月 23 日完成配售
德信中国	2022 年 12 月 13 日	2.31 亿港元	用于公司现有业务之未来发展、	2022 年 12 月

			偿还债务、集团运营资金及一般企业用途	21 日完成配售
旭辉控股	2022 年 12 月 20 日	9.46 亿港元	用作偿还现有债务（包括应计利息）及用作一般企业用途	2022 年 12 月 28 日完成配售
荣盛发展	2022 年 12 月 21 日	30.00	用于成都时代天府、长沙锦绣学府和唐山西定府邸项目建设，并补充流动资金	2023 年 2 月 1 日获证监会受理；3 月 7 日获深交所受理；截至 2023 年 9 月 2 日完成第二轮审核问询函的回复
中南建设	2023 年 1 月 6 日	28.00	用于临沂春风南岸项目和青岛即墨樾府项目建设，补充流动资金	2023 年 4 月 6 日获深交所受理；截至 2023 年 10 月 21 日完成第二轮审核问询函的回复

资料来源：联合资信根据公开资料整理

考虑到出险房企持续经营能力存疑，面对长于预期的房地产销售下行，投资人对于房企的投资偏好已然发生转变，预计短时间内股权融资政策的落地效果无法显现。

综上，出售资产及引入战投在短期内缓解了房企流动性危机，但后续风险的化解仍需依靠对债务进行实际处置。

三、房企债务处置分析

整体看，出险房企债务处理思路基本保持一致，即在境内债达成展期的同时商谈境外债的重组方案。但房地产市场修复尚需时间，房企债务处置之路仍很漫长，若经营性现金流持续无法得到改善，债务“一展再展”或触发实质违约将成为常态。

（一）境内债务处置方式——展期

境内债的处置方式主要依靠债券展期来实现。截至 2023 年 9 月底，约 149 只境内债券完成展期，展期金额前五大分别为恒大（535 亿元）、世茂建设及世茂股份（193 亿元）、华夏幸福（179 亿元）、碧桂园（147 亿元）及富力（135 亿元）。其中，

富力为首家完成境内外存续债券展期的房企。

在展期方案制定方面，通常围绕展期期限、利率、兑付安排等方面进行协商。具体来看，展期时间从 0.5 个月到 60 个月不等，利率较展期前基本保持一致，兑付安排分为期间支付和期末集中支付两种；此外，部分债券在展期过程中设置了增信措施或项目股权质押。但 2022 年以来行业销售下行趋势仍未逆转，在兑付安排方面从最初的分期大额兑付向分期小额兑付转变，部分债券发生二次展期或展期到期后未偿还触发违约的情况。对于展期债券，其偿还仍较依赖于行业转暖，若行业持续下行，考虑到大额本金集中在期末兑付，其风险仍不容忽视。

表 5 典型房企展期情况

房企	最新进展
恒大	2022 年 1 月开始对境内债进行展期，相继完成 9 只境内债（合计 535 亿元）的展期，但展期时间为 6 个月或 1 年，2023 年面临兑付压力。截至本报告发布日，“20 恒大 04”和“20 恒大 01”展期到期后未能兑付，发生实质违约
龙光	境内债（合计 223.6 亿元）于 2022 年 12 月整体完成展期，分 ABC 方案。其中，AB 方案中已展期的公司债和 ABS 将展期至 2026 年 8 月，届时开始支付 5% 的本金，之后每季度偿付本金，分 9 次付清；2024 年 11 月、2025 年 2 月、5 月、8 月和 11 月的 5 笔每次支付 10% 的本金，2026 年 2 月、5 月和 8 月的 3 笔分别支付 15% 的本金。C 方案，对于尚未到期的存续债券和 ABS 将延长至 2027 年 5 月，自 2025 年 6 月起每季度偿付 10%-15% 的本金。此外，提供大湾区重点城市住宅项目作为增信，以及西南省会城市住宅项目作为股权质押
融创	2023 年 1 月完成 10 只境内债（合计 160 亿元）的整体展期。其中已展期的 4 只债券完成再展，自 2024 年 9 月 9 日起每三个月兑付一次本金，本金兑付比例为 5%、10%、20%、20%、20%、25%，最后一期本金兑付时间为 2025 年 12 月 9 日；此前未展期的 6 只债券，自 2024 年 12 月 9 日起每三个月兑付一次本金，本金兑付比例为 2.5%、2.5%、5%、5%、5%、20%、20%、20%、20%，最后一期本金兑付时间为 2026 年 12 月 9 日；每期债券设有 5 万元的小额债权优先兑付。此外，为保障偿付，融资也设置了包括重庆文旅城、绍兴黄酒小镇、广州文旅城、无锡文旅城、济南文旅城、成都文旅城、重庆江北嘴 A-ONE、温州翡翠海岸城的收益权作为增信措施
世茂	世茂股份：于 2022 年 5 月起对到期债券进行展期，其中 5 只公司债（合计 44.25 亿元）于 2023 年 3 月完成二展，2024 年 12 月 28 日起分 9 笔兑付，并提供三亚月川项目和绍兴世茂广场项目股权质押； 世茂建设：境内债券（包括公司债、ABS 和 ABN）均完成展期，于 2024 年 9 月起进行兑付
金科	于 2022 年 5 月对债券进行展期，部分债券经历了二次展期，截至 2023 年 7 月底宣布 11 只债券（合计 111.97 亿元）完成展期，展期后到期时间延长至 2024 年和 2026 年，部分债券追加项目公司股权质押担保
花样年	2021 年 11 月以来持续开展债券展期，部分债券在此期间重新调整本息兑付安排，

	截至 2023 年 9 月底，所有境内债（合计 64.47 亿元）展期完成，最晚偿付时间延长至 2028 年 6 月
奥园	截至 2023 年 9 月底，奥园完成存续境内公开债（116 亿元）的本息展期，展期至 2026 年完成兑付，偿付安排中包括小额兑付及分期兑付
旭辉	于 2023 年 9 月及 10 月分别完成对“20 旭辉 01”及“20 旭辉 03”的展期，展期两年，分期支付本金；尚未披露其余境内债处置方案
碧桂园	截至 2023 年 9 月底完成对旗下 9 只境内债（合计 147.02 亿元）的展期，展期三年，期间分期支付本金，部分债券增加资产担保及应收账款质押担保；尚未披露剩余 2 只境内债“22 碧地 02”及“23 碧地 03”的处置方案

资料来源：联合资信根据公开资料整理

（二）境外债务处置方式——交换要约及债务重组

境外债的处置主要采用交换要约和同意征求的方式变更债券条款，优化债务达到“展期”的效果。2021 年以来随着债务到期兑付压力上升以及境外信用环境的集体崩塌，房企境外债进行交换要约的次数快速增加。根据 DM 数据统计，2021 年共 15 家房企涉及 19 笔美元债完成交换要约，金额合计 49.57 亿美元，交换要约后获得 0.5~2.3 年不等的展期时间。2022 年以来，共计 16 家房企对 44 只相关债券发起了交换要约，以溢价交换形式为主；其中佳源国际打破单笔债券交换要约延期次数的最高记录，截至 2023 年 5 月初已申请第 11 次延期。2023 年以来，进行交换要约的房企数量明显回落，前八月共 5 家房企完成交换要约，要约金额合计 20.15 亿美元。

在构成实质性违约后，房企也会选择债务重组的方式化解风险，通过“债转股”“现金兑付”或“发行新债”等方式进行削债。但受限于境内外法律和偿还优先级等问题，能够完成的均为少数。2023 年以来房企债务重组进程有所加快，1 月华夏幸福和当代置业率先达成境外债务重组协议，6 月德信中国美元债重组获法院许可并生效，9 月融创以较高的同意比例获得了债权人的债务重组支持并于 10 月获得法院批准。

表 6 典型房企债务重组情况

房企	时间	最新进展
华夏幸福	2023 年 1 月	境外债务重组生效
当代置业	2023 年 1 月	债务重组生效，发行新美元票据
旭辉控股	2023 年 3 月	初步拟定重组条款（包括自愿选择转股、减少利息现金支付、展期不超 7 年及增加增信）
花样年	2023 年 5 月	已有 76.44%的债权人同意并加入重组协议
德信中国	2023 年 6 月	离岸债重组计划获 87.86%债权人通过，6 月 9 日开曼群岛法院裁决重组生效

奥园	2023 年 8 月	75.89%的债权人已正式签署或同意重组支持协议
远洋	2023 年 9 月	拟进行境外债务重组
融创	2023 年 9 月	99.75%的债权人及 98.3%债务总额通过率，达成境外债重组计划
恒大	2023 年 10 月	正在修改境外债务拟议重组的条款（原定于 2023 年 7 月下旬向相关管辖区法院申请境外重组协议的推进，但因恒大及其实控人被立案调查而被取消）
碧桂园	2023 年 10 月	已聘请财务顾问及法律顾问，拟制定重组方案

资料来源：联合资信根据公开资料整理

对于不具备偿还能力的房企来说，走向破产和解或破产重整将是唯一结局，较早出险的银亿股份已于 2022 年 11 月完成破产重整，国购投资也已进入重整执行阶段。

随着越来越多房企加入债务处置工作，如何协商出双方都能接受的方案成为一大难题。归根结底，出险房企完成债券展期及债务重组只是以“时间换空间”，治标不治本，偿债压力尤在，最终债务的偿还需要通过销售的恢复来实现。但 2022 年底以来各类宽松政策并未带动销售复苏，若经营性现金流无法得到改善，债务“一展再展”或触发实质违约将成为常态。

四、房企违约回收率

由于行业特性以及目前主要采取展期兑付安排，房企违约回收率普遍较低。同时，境外债务违约受法律及监管等因素影响处置难度较大。根据测算，出险房企回收率在 20%~40%的可能性较高，其中仅进行住宅开发的出险房企回收率将偏低，处于资不抵债情形下的出险房企难以对债务进行回收。

（一）违约回收概况

境内债方面，截至 2023 年 10 月 31 日，境内违约债券共 280 只，仅 50 只债券完成部分本息的兑付。境外债方面，由于房企发行美元债的融资主体多为离岸母公司，无实际业务和境外资产，且与境内经营的子公司之间间隔多层公司架构，受限与国内外法律、监管等因素影响，境外债违约后兑付工作难度较大，目前尚无完成兑付的案例。

房企违约债务兑付困难与其行业特性密不可分。首先，在开发过程中房企已将核心资产进行抵质押，并在流动性危机爆发初期将优质资产进行变现，回笼了部分资金；其次，在预售资金监管从严的影响下，出险房企可动用资金快速减少，无法以现金方式进行偿付。此外，在债务违约后上下游和债权人的集中挤兑拉长了债务兑付周期，同时以信用债为主的融资模式也决定了对债权人的保障程度有限。

（二）房企违约回收率测算

1. 可变现有效资产及普通债权的估算

由于我国债券市场发展时间较短，违约数据库及回收率研究方法尚未建立，通过借鉴国际评级相关研究经验，下文采用“资产负债法”对部分出险房企的普通债权回收率进行测算，以期发展为适合于我国房地产债券市场回收率评级方法做准备。

作为偿还债务的前提条件，房企仍需维持“经营状态”，其中能够进行变现的有效资产包括存货和投资性房地产，同时应收账款、在建工程、土地使用权等资产也可在短期内进行处置；在剔除受限部分后，对上述资产进行一定比例的折算¹，可粗略计算出房企的短期可变现有效资产净值。

考虑到破产法对于清偿顺序的规定，破产费用、有财产担保债权、职工债权及税款债权为优先偿还部分，剩余资产将用于向普通债权人进行分配。普通类债权包括扣除资产抵质押后的长短期借款、应付票据和应付债券等。通过观察房企可变现资产净值对普通类债权的覆盖程度，得出违约回收率区间。

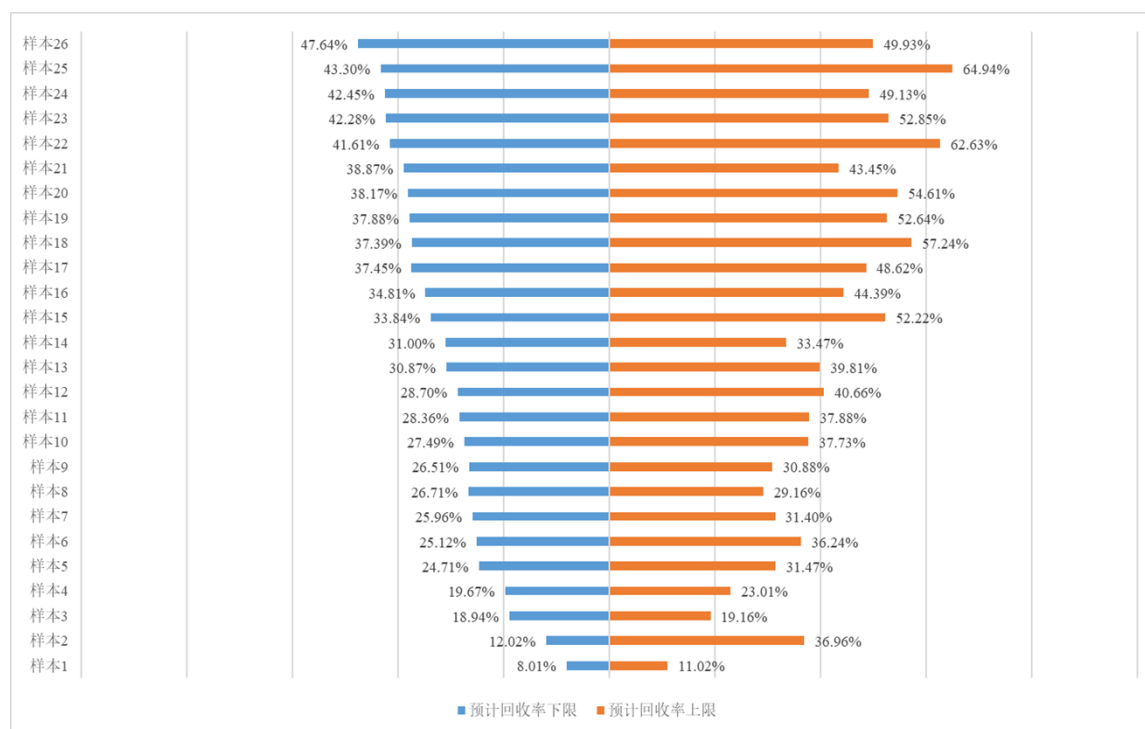
2. 测算结果

由于目前仅银亿股份一家完成破产重整，按此前联合资信研究方法计算的违约回收率区间为[34.81%，44.39%]，与其《重整计划》披露的普通债权清偿率 39.75% 进行对比，表明测算结果具有一定可靠性。

但考虑到房地产市场下行，资产变现难度上升且多为折价处置，在资产折算比例方面应进行下调；此外，出险房企的主要资产即存货优先用于“保交付”，扣除合同负债和预收账款后的实际可变现规模较小。从测算结果来看，由于出险房企自身基本面及债务体量差异较大，预计回收率水平为[20%，40%]的可能性较高。其中，有 2 家样本房企回收结果偏低（回收率上限低于 20%），主要系其业务模式较为单一仅进行住宅开发，待扣除优先偿还部分后可用于偿还普通类债权的资产金额较小所致；部分样本房企回收结果偏高，系其储备的未开发存货较多或持有的投资性房地产规模较大，待处置后能补充一定流动性所致；除以上情形外，部分房企在出险前已发生亏损、偿债能力较差，在资不抵债的情形下将难以对债务进行回收。

¹ 折现率数据详见联合资信发表的《借他山之石，探违约回收之路——我国违约债券回收率测算》

图 4 样本房企预计回收率情况



注：1. 统计样本不包括私募债主体；2. 由于出险房企展期或违约时间各不相同，计算时选择首次出险前的最新财务数据进行计算

资料来源：联合资信根据公开资料整理

3. 局限性

首先，回收测算过程中包含了较多假设条件，测算使用的数据时点也仅限于首次出险前，折现率等参数的设定受时间及各类主客观因素影响存在变化的可能，实际回收效果与测算数据或存在一定差异，违约回收测算应为动态追踪的过程。

其次，出险房企资产质量良莠不齐，在实操过程中资产可变现情况存在较大差异。回收率的计算数据较为依赖财务报表及公开评级报告，若出险房企无法披露财务报告或终止信用评级，相关数据将无法获取；财务报表的审计质量及数据准确性亦对测算产生一定影响；对于部分合作开发规模较大的房企，其表外债务的风险敞口未能体现，上述因素均会影响测算结果。

此外，考虑到房地产行业供需格局已发生改变，销售规模无法回归巅峰时期，在未来尚不明朗的市场环境下，房企违约回收效果或将进一步大打折扣。

五、启示与总结

房地产行业在经历了多年高速发展后，于 2022 年迎来较为集中且残酷的高杠杆房企淘汰赛，目前面临新一轮转型及发展周期。随着 2022 年底以来“三支箭”“金

融 16 条”等各类宽松政策的落地，以及“认房不认贷”、取消限购限售、降低首付比例以及降低存量房贷利率等需求端政策的优化，长远来看房地产市场将得以修复。

利好政策的释放也在一定程度上提升出险房企债务处置速度。但无论是采用展期还是重组的方式，本质上仅延缓了债务兑付时间，并未化解实质风险，出险房企偿债压力尤在，债务逾期和不良记录时有发生。同时，因停工等负面事件导致品牌受损，出险房企 2022 年及 2023 年 1—10 月平均权益销售金额降幅分别为 64%和 44%²，销售端难有起色，通过经营端获得现金流入的难度较大。此外，随着存量项目的持续消化，若长期无法恢复正常经营，出险房企最终将走向经营的终点。

回收率测算方面，由于大部分出险房企仍处于债务展期状态，违约回收效果尚需时间观察，测算中使用的假设条件及参数仍有调整空间。

² 根据克而瑞披露的《2022 年中国房地产企业销售榜 TOP100》及《2023 年 1—10 月中国房地产企业销售榜 TOP100》统计

联系人

投资人服务 010-85679696-8624 chenjialin@lhratings.com

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，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

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。