

# 穿越下行周期房企案例分析

## ——违约房企债务重组进展情况报告

本轮房地产下行周期以来，房企因经营压力大幅攀升，出现了较大范围的公开债违约情况。伴随信用风险的逐渐升级，多数房企通过债务展期的方式来规避公开市场违约。然而，就目前来看对于多数违约及展期房企来说，单纯依靠展期已无法解决房企的债务问题，个别房企开始探索“削债”之路，从而使企业卸掉庞大的债务包袱，再次实现轻装上阵。本文从违约及展期房企的角度出发，一方面总结了这部分房企所面临的共性问题，另一方面从违约房企债务重组进展、未来如何化债、如何转型等角度出发，为违约房企如何走出困境、重新步入正轨提出一些思路。

### 一、房企整体违约及展期情况概述

截至 2024 年 11 月底，本轮下行周期以来共计 63 家房企出现境内外债券违约及展期，各年度违约/展期房企数量分别为 9 家（2021 年 7-12 月）、37 家（2022 年）、12 家（2023 年）和 5 家（2024 年 1-11 月）。<sup>1</sup>分市场来看，共计 13 家房企发生境内债违约，37 家房企发生境内债展期；53 家房企发生境外债违约，5 家房企发生境外债展期。<sup>2</sup>

整体来看，本轮房企信用风险暴露过程呈现以下几个特征：一是境内债市场的实质性违约数量显著少于境外债市场。房企出于维护境内公开市场信用的目的，更加倾向于通过展期方式规避直接的境内债违约；二是 2022-2023 年是房企信用风险集中暴露的年份，77%的房企违约及展期发生在这一阶段，2024 年风险出清已进入尾声，年内 5 家新增境内外债务违约及展期房企均出现在上半年，下半年整体信用风险相对平稳；三是本轮下行周期对房地产行业影响程度之深、影响范围之广堪称前所未有。一方面信用风险大面积扩散甚至蔓延至国有企业，另一方面多数违约房企当前仍深陷泥潭、未能实现成功自救。

图表 1：境内外地产债新增违约及展期主体数量统计<sup>3</sup>

<sup>1</sup> 此处按照境内外合并口径统计，只统计房企首次违约或展期，对应图表 1 最后一列。

<sup>2</sup> 此处将境内外市场违约和展期情况进行了分开计算。

<sup>3</sup> 本图表展示了房企境内外债券违约情况，其中“境内外合并口径新增信用风险主体数量”统计规则为：1.同一主体多次发生境内外债券展期、违约，计为新增 1 家；2.对同一母公司的违约、展期主体合并统计，例如福建阳光和阳光城计

日期	境内债				境外债				境内外合并口径新增信用风险主体数量
	违约		展期		违约		展期		
	数量	明细	数量	明细	数量	明细	数量	明细	
2021-07	1	蓝光	1	泛海	1	四川蓝光	-	-	1
2021-08	1	泛海	-	-	1	阳光100中国	-	-	1
2021-10	-	-	1	新力	4	中国地产\当代置业\花样年\新力	-	-	4
2021-11	-	-	2	花样年\阳光城	2	恒大\福建阳光	-	-	2
2021-12	-	-	1	鸿坤伟业	-	-	-	-	1
2022-01	-	-	1	恒大	4	奥园\大发\禹洲\祥生	-	-	4
2022-02	2	福建阳光\ 广西万通	-	-	1	国瑞健康	-	-	1
2022-03	-	-	2	正荣\龙光	2	景瑞\正荣	-	-	3
2022-04	-	-	2	富力\融创	1	鸿坤伟业	-	-	2
2022-05	-	-	2	金科\世茂	3	融创\佳源\中梁	-	-	4
2022-06	1	鸿坤伟业	1	融侨	5	大唐\领地\中南建设\天誉\鑫苑	-	-	6
2022-07	-	-	6	奥园\融信\宝龙\冠城大通\佳源\禹洲	7	融信\俊发\三盛\世茂\宝龙\上坤\方圆	1	富力	7
2022-08	-	-	4	中天金融\节能置业\佳兆业\泰勒	2	弘阳\龙光	-	-	3
2022-09	-	-	1	广州时代控股	1	力高	-	-	2
2022-10	1	金科	1	俊发	1	旭辉	-	-	1
2022-11	-	-	1	鑫苑	2	海伦堡\粤港湾	-	-	2

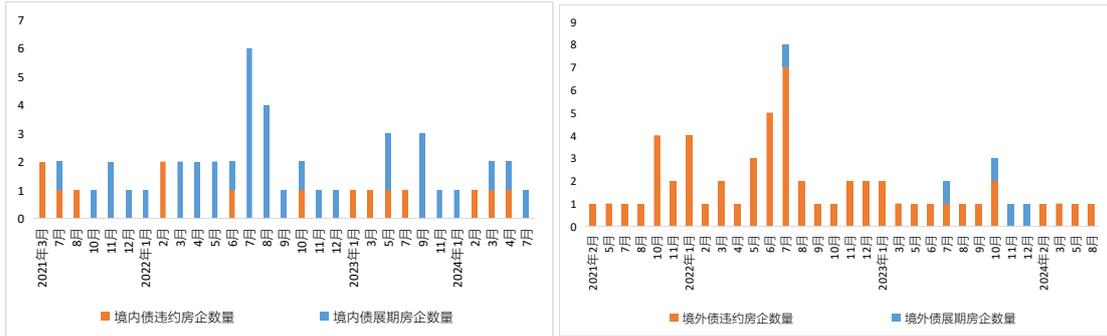
为同一主体；本图表中“境内债”“境外债”列所示统计结果是对境内外债券违约及展期情况的分别统计，统计规则为：

1.在统计境内债违约主体数量时，对于已发生境外债违约或展期的主体仍认定为新增境内债违约（或展期）主体。对境外债的统计同理；2.同一主体先展期后违约属于信用风险的进一步暴露，分别计入新增展期和新增违约；同一主体先违约后展期只记为新增违约。另，本图表中标红处为最后一列的明细项。

2022-12	-	-	1	荣盛	2	德信中国\金科	-	-	2
2023-01	1	荣盛	-	-	2	汇景控股\时代中国	-	-	1
2023-03	1	恒大	-	-	1	银城国际	-	-	1
2023-05	1	世茂	2	旭辉\景瑞	1	合景泰富	-	-	1
2023-06	-	-	-	-	1	建业地产	-	-	1
2023-07	1	佳源	-	-	1	绿地	1	宝龙	1
2023-08	-	-	-	-	1	远洋	-	-	1
2023-09	-	-	3	益田\远洋\碧桂园	1	正商集团	-	-	3
2023-10	-	-	-	-	2	中骏\碧桂园	1	绿地	1
2023-11	-	-	1	中南建设	-	-	1	万达	1
2023-12	-	-	-	-	-	-	1	华南城	1
2024-01	-	-	1	绿地	-	-	-	-	-
2024-02	1	宝龙实业	-	-	1	华南城	-	-	-
2024-03	1	新力	1	天建	1	金辉	-	-	2
2024-04	1	重庆迪马	1	方圆	-	-	-	-	2
2024-05	-	-	-	-	1	雅居乐	-	-	1
2024-07	-	-	1	中骏	-	-	-	-	-
2024-08	-	-	-	-	1	富力			
合计	13	-	37	-	53	-	5	-	63

数据来源：Wind，DM，东方金诚整理

图表 2-3：境内外债券违约及展期房企数量（左图为境内债，右图为境外债；单位：家）



数据来源：Wind，DM，东方金诚整理

## 二、房企债务化解最新情况

随着楼市回暖进程拖延、市场悲观情绪不断加深，房企展期方案较早期出现了较大变化：一是展期期限逐渐拉长，由最初展期6个月不断延长至3-5年；二是前期展期方案不断被推翻，二展、三展房企数量显著增多；三是个券展期已无法满足房企实际需求，部分房企转为对债务进行整体打包展期。然而，即使展期方案不断升级，也未能从根本上解决房企的债务问题。因此，2023年以来，房企开始探索债务重组之路，目前市场上最主流的方式为通过债务重组实现削债目标，其他还包括破产重组、逆向混改等。那么，目前已尝试破产重组的房企进展如何？各类化债方式能否实现预期效果？

### 1. 化债思路升级，削债或成为房企的主流选择

债务重组，是指在不改变交易对手方的情况下，经债权人和债务人协定或法院裁定，就清偿债务的时间、金额或方式等重新达成协议的交易。这意味着与展期不同，债务重组不仅涉及到债务清偿时间的延长，还可能涉及债务实际金额等协议条款的调整，关系到债权人的实际利益，因此与展期相比，债务重组在一定程度上更难获得债权人的支持。目前，市场上正在推进债务重组工作的房企不在少数，我们选取了华夏幸福、中国奥园和融创中国三家房企进行详细说明。

#### ① 华夏幸福

由于违约时间较早，华夏幸福早在2021年10月就提出了债务重组方案，主要内容包括“带”“展”“兑”“抵”“接”等部分。大概思路是华夏幸福通过出售项目公司转出约500亿金融债务，有实物抵押、应收账款质押的金融债务以及银行的开发贷等根据情况进行清偿或展期约352亿元，通过出售资产偿还约570亿元，设立信托以受益权份额抵偿约220亿元，剩余约550亿元债务展期至重组日后8年。根据华夏幸福公告显示，截至2024年10

月 31 日，上述 2,192 亿元金融债务中通过签约等方式实现债务重组的金额累计约为人民币 1,900 亿元。

整体来看，华夏幸福债务重组方案签署相对顺利，但在当前的市场环境下，资产处置难度较大，叠加公司经营环境严峻，债务重组的执行和落地仍存在诸多不确定性。2024 年 10 月华夏幸福发布《关于债务重组计划之置换带方案的通知公告》，称公司拟通过出售资产置换债务的方式，由收购方有条件承接相应的由公司统借统还的金融债务，置换后的债务展期、降息，具体置换方式由相关方具体协商。根据媒体披露，华夏幸福在出售资产时遇到一定阻力，这也是置换带方案出炉的一个重要原因。在置换带方案中，华夏幸福拟引入廊坊市属国企承接部分金融债权人的债务，实施置换带的债务规模预计 200 亿元左右。可见，后续在推进债务重组过程中仍面临诸多变数，重组方案将根据实际情况持续优化。

图表 4：华夏幸福 2021 年债务重组方案主要内容

方案	基本思路	具体内容	化债总额	利率调整
“带”	通过出售资产带走金融债务	1. 出售项目公司自身金融债务，随项目公司股权出售一并带走并转出华夏幸福，由项目公司依据债务重组协议约定还本付息。 2. 出售项目公司通过债务置换方式，有条件承接华夏幸福统借统还的金融债务，具体置换方式由相关方具体协商。	约 500 亿元	重组后年利率调整为 3.85%
“展”	优先类金融债务展期或清偿	1. 应收账款质押和实物资产抵押的债务，维持担保措施不变。若实物资产抵押相关担保物被处置或出售的，所担保债权可在担保物处置或出售价款范围内优先清偿；应收账款质押的，按年度分期按比例偿还。 2. 与房地产开发建设等业务相关的开发贷，由相关金融机构维持开发贷余额不变，利率下调，存量项目逐步销售偿还，新增项目逐步投放。	约 352 亿元	重组后年利率调整为 2.5%
“兑”	出售资产回笼资金兑付债务	按照一定的现金清偿比例，以公司出售资产现金回款对债权人部分债权予以现金偿付。	约 570 亿元	-
“抵”	设立信托以受益份额清偿	以公司持有型物业等资产设立信托计划，并以设立后的信托受益份额偿付相关金融债务。信托计划期限初定为 8 年。	约 220 亿元	-
“接”	债务展期	剩余金融债务由华夏幸福承接，本金展期至债务重组协议签署日后 8 年期满，原到期日晚于上述展期到期日的，到期日不做调整。	约 550 亿元	重组后年利率调整为 2.5%

## ② 融创中国

融创中国的债务处置经历了从单券展期——打包展期——债务重组的变化。2022 年底

融创中国对存续境内债进行打包展期，前期已展期过的债券兑付期统一延期至 2025 年 12 月 9 日，前期未展期的债券统一延期至 2026 年 12 月 9 日，期间均以季度频率按约定比例兑付本金。根据融创中国 2022 年年报披露，截至报告期末已完成 160.13 亿元境内债展期。随后，在 2023 年末融创中国完成了境外债重组工作，通过债转股和发行新票据的方式完成了对 90 亿美元债务的重组，实现削债约 45 亿美元。至此，融创中国成为首家完成境内外重组的房企。然而，2024 年中期报告中，融创中国称鉴于市场恢复情况持续不及预期，本集团已将原本应于 2024 年 6 月及 9 月兑付的境内公开市场债券本息展期至年底支付，同时推动综合、长期解决方案。

图表 5：融创中国境外债重组方案主要内容

方案	具体内容
发行可转债	拟发行 10 亿美元可转换债券，所有计划债权人有权在重组生效日起 12 个月内，以每股 20 港元转换为融创中国普通股。此后，可转换债券不再附带任何转股权，并将于到期日被赎回。如选择不转股，则留债 9 年期，公司需支付 1-2% 的票息。
发行强制可转债	发行五年期强制可转换债券，预计规模 17.5 亿美元，债权人可选择在期初、周年、约定触发机制达成等不同条件下登记转股，到期日尚未行使转股权的强制可转换债券，将全部转换为融创中国普通股。
债转股	可将现有债权转换为现有融创服务投资持有的融创服务股权，交换价格为 60 个交易日加权平均股价的 2.5 倍，不得低于每股 17 港元，规模上限约 4.49 亿股，约占融创服务已发行总股数的 14.7%。
发行新票据	剩余债务以新发行美元计价公开票据置换。债权人将获得最多八档新票据，分别于重组后 2-9 年到期，对于第一、二档债务（初始期限为 2 年和 3 年），公司有权将到期日延长 1 年，票息为 5%-6.5% 之间。

数据来源：Wind，东方金诚整理

2024 年 11 月 14 日融创中国发布境内债最新重组方案，内容大体分为四个部分，分别为折价回购、债转股、以资抵债和留债展期。对于每种方案，融创中国规定了收购价格、收购上限以及兑付期限等。与此前打包展期方案不同，债务重组方案中涉及对债务的大量削减，给出的四种选择各有利弊，债券持有人无疑将面临两难选择。简单来说，现金回购和债转股能满足债权人尽快实现落袋为安的需求，但两种选择下债券持有人都将承受较高的折价损失；与前两种方案相比，以资抵债方案的折价损失相对较小，但信托资产的实际运营情况存在诸多不确定性；留债展期的优势在于本金没有折损，但一方面利率大幅下调，另一方面展期期限较长，最终能否兑付仍是问题。

图表 6：融创中国境内债重组方案主要内容

方案	方案思路	收购价格	收购上限	兑付期限
现金要约收购方案	以现金形式折价回购	预计按照每张债券面值 18% 的价格发起现金要约回购	接纳债券本金上限约人民币 44 亿元	-
股票或股票经济收益权兑付方案	债转股并承诺变现	每人民币 100 元债券对应融创中国股票的数量约为 13.5 股	接纳债券本金预计约人民币 30 亿元	12 个月内完成变现
以资抵债方案	以特定资产收益权成立信托，信托份额折价置换债券	每人民币 100 元债券面值置换人民币 35 元信托份额	接纳债券本金上限约人民币 41 亿元	信托预计存续 4 年
全额长展期方案	债券展期	以现金方式支付约 1% 本金，剩余本金将展期至 2034 年 6 月 9 日，利息统一降低至 1% 左右。	剩余部分	2029 年 12 月 9 日起每半年兑付

数据来源：公开资料，东方金诚整理

### ③ 中国奥园

与融创中国境外债顺利实现重组的境遇不同，中国奥园在重组方案推进过程中遇到较大阻力，这也是当前房企推进债务重组工作的普遍困境。

中国奥园于 2022 年 1 月宣布境外债违约，对所有境外债停付本息，并启动境外债债务重组程序。时隔一年半，中国奥园于 2023 年 7 月公布境外债重组方案，主要内容包括发行 23 亿美元新债务工具、14 亿股普通股、1.43 亿美元无息强制可转换债券及 16 亿美元永续债置换原债券。中国奥园按照是否签署 ICA 协议将债权人分为 ICA 债权人和非 ICA 债权人，简单来说两者的区别在于 ICA 债权人的债务获得了除了上市公司以外，上市公司子公司 ADD HERO 及其子公司的担保，而非 ICA 债权人则只有上市公司的担保。针对这一差别，中国奥园的重组方案中有 18 亿美元债务工具仅针对 ICA 债权人，直接导致不同债权人之间的权益产生较大差异，这也是其重组方案推进难度较大的原因之一。

根据相关法律要求，中国奥园的重组方案需要至少 75% 的债权人按债权额计算的同意，并且在投票的债权人中必须有超过 50% 的人数同意，同时获得法院批准。2024 年 1 月 12 日，中国奥园发布公告称，其债务重组计划已获得开曼群岛法院、英属维尔京群岛法院和香港法院的认可。9 月 10 日，中国奥园发布公告宣布境外债务重组计划的持有期延长 6 个月至 2025 年 3 月 20 日，中国奥园还表示后续会酌情进一步延长该日期。中国奥园并未披露延期原因，但显然重组方案推进存在一定难度，包括如何协调不同债权人之间的利益诉求等多方面问题需要进一步考虑。

图表 7：中国奥园境外债重组方案主要内容

计划	参与人	方案	具体内容
Add Hero 计划	ICA 债权人	发债	拟发行三支共计 18 亿美元新债务工具：A:6.5 亿美元，年息 7.5%，分期偿还：1.5 亿美元的未偿本金加上应记未付利息应在参考日期三年后赎回；2 亿美元的未偿本金加上应记未付利息应在参考日期五年后赎回；剩余未偿本金加上应记未付利息自参考日六年内付清；B:5 亿美元，年息 8%，七年定期债券；C:6.5 亿美元，年息 8.8%，八年定期债券。
奥园计划	ICA 债权人和非 ICA 债权人	发债	拟发行一支规模为 5 亿美元的新债务工具，到期日为 2031 年 9 月，票据实物支付利率将为每年 5.5%。
		发行新股	公司拟新发行 10 亿股普通股，连同目前代表郭梓文先生（及其家人）利益持有的 4 亿股普通股，将根据重组方案转让给若干合格债权人，对价为每股 1.06 港元。
		发行转债	拟新发行 1.43 亿美元无息强制可转换债券，将于 2028 年 9 月强制转换为公司普通股股份。
		发永续债	拟新发行 16 亿美元永续债，其现金分配率自 2031 年 9 月起每年 1%起。

数据来源：Wind，东方金诚整理

华夏幸福是较早提出债务重组的房企，融创中国和中国奥园是在市场环境持续恶化情况下提出债务重组的房企。从三者债务重组方案的对比来看，华夏幸福更多依靠以资抵债和展期来进行债务处置，而后两者债务重组方案中涉及大量削债内容，显示出随着经营环境的逐渐恶化，房企的化债思路也出现较大调整。目前多家房企正在酝酿或与债权人协商债务重组方案的过程中，削债成为债务重组方案的重头戏。但削债涉及房企与债权人之间利益的博弈，这也是债务重组工作推进困难的一个核心原因。

## 2. 引入战投，实现“逆向混改”

部分房企早在本轮房地产下行周期初期就居安思危进行了提前布局，引入国企战投以加强自身抗风险能力，被称为“逆向混改”，指民营企业通过股权转让、增资扩股和发行优先股等引入国有战略投资者的现象。目前，华南城和建业地产是两家成功实现逆向混改的房企。然而，逆向混改能够帮助公司实现信用风险化解吗？

### ① 华南城

2021 年 12 月 31 日，华南城控股发布公告称引入特区建发集团作为战略投资者，通过股权转让的方式，特区建发集团成为华南城的主要股东兼单一最大股东，占公司已发行股本的 29.28%。发行认购股份的所得款项总额估计约为 19.10 亿港元。于扣除相关开支后，发

行认购股份的所得款项净额估计约为 18.94 亿港元，即每股认购股份的净价格为 0.5653 港元，略低于华南城当时的股价，属于折价收购。

作为华南城的战略投资者兼最大股东，特区建发给与了华南城很大的资金支持。2022 年 12 月 6 日华南城发布公告称，深圳市深基壹号产业园区投资运营有限公司以 50 亿元认购西安华南城有限公司的股份，获取其约 69.35% 股权，深圳市深基壹号产业园区投资运营有限公司是特区建发的非全资子公司，西安华南城有限公司为华南城的间接全资附属子公司。然而，特区建发的加入似乎并没有改变华南城信用风险暴露的命运，2023 年末华南城对境外债进行展期，2024 年 2 月进一步出现境外债违约，而特区建发也因卷入华南城美元债违约事件，被花旗银行起诉索赔逾 14 亿美元，最终华南城亦不得不面临全面债务重组。

## ② 建业地产

建业地产总部位于河南郑州，有河南省“地产一哥”的称号。2022 年 6 月 1 日公司控股股东恩辉投资有限公司（简称“恩辉投资”）与河南同晟置业有限公司（简称“同晟置业”）订立框架协议，恩辉投资拟作价 6.88 亿港元，向同晟置业出售建业地产 8.6 亿股股份，占上市公司总股本的 29.01%。本次收购代价为最高每股股份 0.80 港元，较股份于 2022 年 6 月 1 日的收市价有溢价约 23.1%。对于建业地产来说，引国资入股不仅在一定程度上缓解公司资金紧张的局面，还能为其背书，向资本市场传递积极信号。然而，2023 年 6 月建业地产同样因流动性危机发生境外债违约。

我们看到，在本轮房地产下行周期内实现“逆向混改”的两家代表性房企股权收购时间分别为 2021 年底和 2022 年中，仍处于本轮房地产下行周期前期阶段，彼时市场对于房地产市场仍存有较为乐观的预期，这也是两家房企能够顺利引入战投的一个重要原因。两家房企的股权受让份额均较大，华南城甚至让出控股股东席位，两家房企也获得了新股东的大力支持。然而，无论是战投直接提供的资金支持，还是国企背景的加持，都未能改变两家房企在本轮房地产下行周期中走向违约的命运。

## 3. 另辟蹊径，申请破产重组

除债务重组外，还有少数房企选择了破产重整。破产重整是指专门针对可能或已经具备破产原因但又有维持价值和再生希望的企业，经由各方利害关系人的申请，在法院的主持和利害关系人的参与下，进行业务上的重组和债务调整，以帮助债务人摆脱财务困境、恢复营业能力的法律制度。目前，金科是探索破产重整之路的代表企业之一。

2022年金科先后发生境内外债券违约，同时面临供应商的法律诉讼，在此背景下，2023年7月金科选择釜底抽薪向法院提出重整申请，以期通过司法重整，吸引有实力的战略投资人。2024年4月22日，法院正式裁定受理金科及全资子公司重庆金科房地产开发有限公司（以下简称“重庆金科”）的重整申请。2024年11月9日、11月22日，公司管理人及重庆金科管理人在法院的监督下，分别协助公司组织召开两次重整投资人评审委员会会议，最终确认上海品器管理咨询有限公司及北京天娇绿苑房地产开发有限公司联合体（以下简称“品器联合体”）为金科及重庆金科中选重整投资人。12月13日，金科发布公告称，公司、重庆金科、重整管理人与重整产业投资人上海品器联合体已签署相关协议。根据协议，产业投资人及财务投资人在本次投资中合计支付投资款26.28亿元，受让标的股份合计30亿股。

从目前来看，金科破产重整取得了阶段性进展，成功引入战投，提振了市场信心，也为公司注入了一定流动性。然而对于其整体债务规模而言，26亿元的投资款仍显杯水车薪。从华南城和建业地产逆向混改的经历来看，引入战投也并不意味着可以力挽狂澜，金科后续如何发展，仍待进一步观察。

### 三、房企债务压力持续升级原因分析

房企化债思路由展期切换至削债，其背后深层次原因仍是楼市回暖进程延迟对房企销售端形成巨大压力。从资金来源来看，作为房企资金的两大主要来源，销售回款同比频频下降，出险房企外部融资基本处于停滞状态。从资金用途来看，到期债务层层叠加，经营现金流持续吃紧。因此，在资金净流入持续为负的情况下，以时间换空间显然已无法解决房企的债务问题。

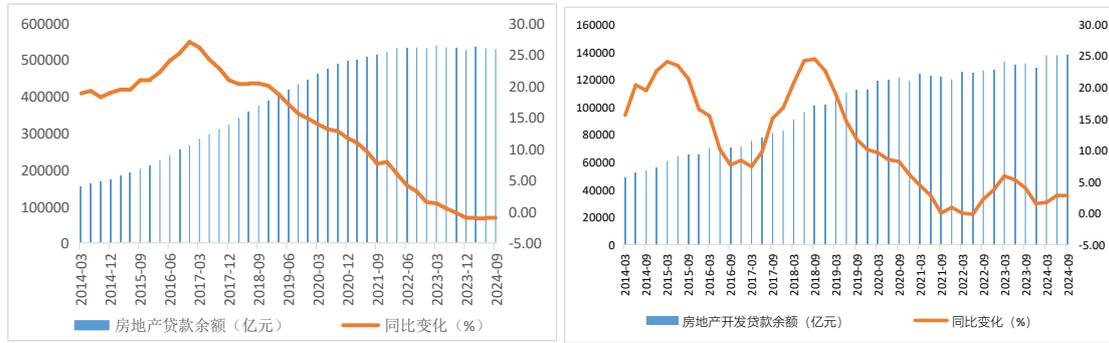
#### 1. 融资渠道大幅收窄，外部融资困难重重

房企外部融资主要包括银行贷款、发行债券、股权融资等方式，对于出险房企来说，银行贷款和债券大多处于持续展期状态，新增贷款主要为“开发贷”，专项用于项目建设，对于偿债能力并没有直接帮助。同时，随着房企经营压力的上升，越来越多房企退市或面临退市风险。

**银行贷款方面**，当前相对能得到保障的是房地产开发贷款，除2022年6月出现同比负增0.2%外，其余季度均处同比正增区间，尤其是加大“白名单”项目贷款投放力度一来房地产开发贷余额增速由显著回升，截至2024年9月房地产开发贷余额同比增长2.7%。然而，除开发贷外，房企能从银行借出的资金十分有限，出险房企则几乎不具备新增银行贷款的能

力。从总量来看，金融机构发放的房地产贷款余额增速自 2021 年以来始终处于快速下降阶段，2023 年下半年进一步转为同比负增，截至 2024 年 9 月贷款余额增速同比负增 1%。

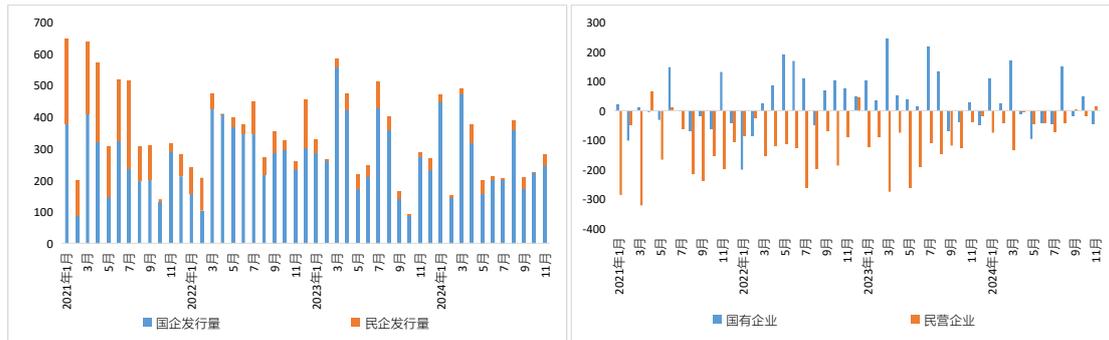
图表 8-9：房地产贷款余额（左图）和房地产开发贷余额（右图）



数据来源：Wind，东方金诚整理

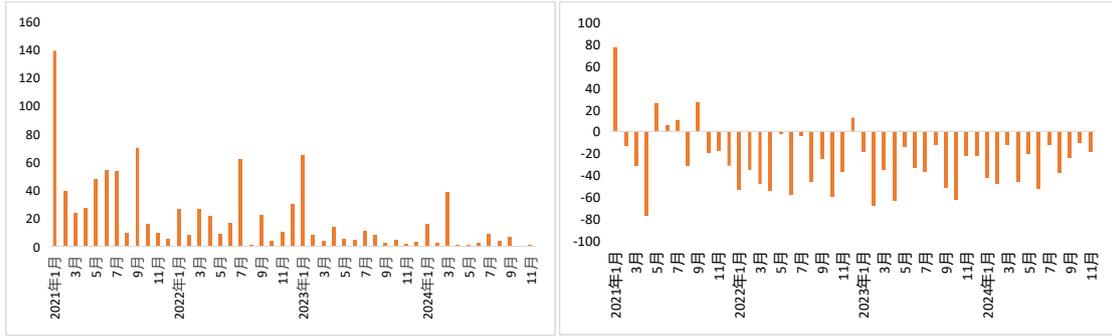
债券方面，房地产下行周期以来，民营房企发债规模大幅收缩。具体看，境内债方面，在下行周期前，民企和国企发行量大体维持 1:1 的比例，而目前民营房企发行量降至冰点，仅有少数几家大型民营房企仍具备公开市场发债能力；境外债融资方面，房企整体发行规模降至历史低点，2024 年 1-11 月整体发行规模仅为 80.4 亿美元，净融资缺口达 325.33 亿美元。

图表 10-11：地产债发行规模（左图；亿元）与净融资额（右图；亿元）



数据来源：Wind，东方金诚整理

图表 12-13：境外地产债发行规模（左图；亿美元）和净融资额（右图；亿美元）



数据来源：Wind，东方金诚整理

股权融资方面，随着经营压力的不断攀升，许多房企股权融资之路被迫关闭。2023 年以来，无论是港股还是 A 股均出现了许多退市房企，其中包括祥生控股、大发地产、中南建设、世贸控股、佳源国际等大中型房地产企业，意味着房企融资渠道的进一步收窄。并且，我们看到，金科、新华联等房地产企业亦因法院受理公司重整申请裁定而实施 ST，后续发展仍未可知。

图表 14：部分退市房企名单

类型	代码	名称	公司中文名称	摘牌日期	终止上市类型/原因
港股	2599. HK	祥生控股集团(退市)	祥生控股(集团)有限公司	2024-11-11	被取消上市地位
	2117. HK	大唐集团控股(退市)	大唐集团控股有限公司	2024-10-29	
	6111. HK	大发地产(退市)	大发地产集团有限公司	2024-10-29	
	2768. HK	佳源国际控股(退市)	佳源国际控股有限公司	2024-10-29	
	2183. HK	三盛控股(退市)	三盛控股(集团)有限公司	2023-12-27	
	2103. HK	新力控股集团(退市)	新力控股(集团)有限公司	2023-04-13	
	2868. HK	首创置业(退市)	首创置业有限公司	2021-09-30	私有化
A 股	600565. SH	ST 迪马(退市)	重庆市迪马实业股份有限公司	2024-08-07	股价低于面值
	000961. SZ	ST 中南(退市)	江苏中南建设集团股份有限公司	2024-07-11	
	600823. SH	*ST 世茂(退市)	上海世茂股份有限公司	2024-06-14	
	000046. SZ	*ST 泛海(退市)	泛海控股股份有限公司	2024-02-07	
	000671. SZ	ST 阳光城(退市)	阳光城集团股份有限公司	2023-08-16	

000732.SZ	ST 泰禾(退市)	泰禾集团股份有限公司	2023-08-04
000918.SZ	*ST 嘉凯(退市)	嘉凯城集团股份有限公司	2023-07-28
600077.SH	*ST 宋都(退市)	宋都基业投资股份有限公司	2023-07-25
600393.SH	ST 粤泰(退市)	广州粤泰集团股份有限公司	2023-07-18
000667.SZ	ST 美置(退市)	美好置业集团股份有限公司	2023-07-14
000540.SZ	*ST 中天(退市)	中天金融集团股份有限公司	2023-06-30
600466.SH	*ST 蓝光(退市)	四川蓝光发展股份有限公司	2023-06-06

数据来源: Wind, 东方金诚整理

图表 15: 部分实施 ST 的房企名单

代码	名称	公司名称	实施日期	实施 ST 原因
600603.SH	ST 广物	广汇物流股份有限公司	2024-09-03	因重大信息披露违法受到中国证监会行政处罚,或者因涉嫌违规披露、不披露重要信息罪被依法移送公安机关。
000609.SZ	*ST 中迪	北京中迪投资股份有限公司	2024-04-29	最近三个会计年度扣除非经常性损益后净利润均为负值;最近一个会计年度经审计的净利润为负值或者经更正的净利润为负值,且营业收入低于人民币 1 亿元。
000656.SZ	*ST 金科	金科地产集团股份有限公司	2024-04-24	收到法院受理公司重整申请裁定
000620.SZ	新华联	新华联文化旅游发展股份有限公司	2023-11-15	
000620.SZ	新华联	新华联文化旅游发展股份有限公司	2023-05-05	经审计的期末净资产为负值;最近三个会计年度扣除非经常性损益后净利润均为负值,最近一年审计报告带有“持续经营能力存在不确定性”的表述。

数据来源: Wind, 东方金诚整理

## 2. 经营压力未现好转, 公司陷入连续亏损

据中指研究院数据显示, 2022、2023 年和 2024 年 1-11 月 TOP100 房企销售总额分别为 75968.5 亿元、62791.0 亿元、34599.95 亿元, 同比降幅分别为 41.3%、17.3%和 34.7%。从 88 家上市房企的营业收入来看, 2022 年以来营业收入同比负增的企业数量有明显增加, 其中 2024 年季报显示营业收入同比负增的企业数量高达 62 家, 占比超过 70%; 净利润方面,

自 2021 年以来出现亏损的企业数量亦持续增多，2024 年三季报显示亏损企业家数达 45 家，占比超过 50%。

图表 16：上市房企营业收入和净利润表现

	营业收入同比负增				净利润为负值			
	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1-9 月	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1-9 月
上市房企家数 (总计 88 家)	28	55	48	62	11	21	34	45

数据来源：Wind，东方金诚整理

#### 四、未来房企债务化解方向

我们认为，房企债务化解，后续可能将围绕以下几个方向进行：

一是遵循行业发展规律，行业洗牌仍在继续。就目前来看，存在债务问题的房企大体可以分为三类，一是资不抵债且不具备经营能力的房企，未来一段时间可能会逐渐被债权人提出破产清算；二是资不抵债但仍具有存续价值的房企，例如金科就是这类房企的典型代表，本次其成功引入战投为市场提供了一个很好的方向，但引入战投只是实现重整的第一步，后续如何化债、如何推动企业回归正轨仍面临诸多挑战；三是尚未达到资不抵债条件的房企，这部分房企普遍存在虽未出现资不抵债，但普遍面临债务压力巨大、经营困难等问题，这部分企业的化债仍需要依靠自身努力。

二是继续与债权人利益博弈，争取实现削债目标。从目前已公布的债务重组方案来看，削债显然已成为核心内容。面对房企动辄高达百亿甚至千亿的债务规模和当前的市场环境，不进行大比例削债企业很难重新步入正轨，而一旦进入资不抵债、破产清算的程序，无论对于房企来说还是对于债权人来说，似乎也并不是一个好的结局。因此，客观来说，削债是房企已成为房企和债权人必须面对的问题。至于削债比例如何确定、谈判能否成功还要取决于房企自身经营情况、财务情况和化债态度等各方面因素，但最终房企的不良债务很难逃脱由房企、金融机构、其他债权人等多方共担的结局。

三是伴随行业迈进提质降速新时代，探索转型是房企普遍面临的问题。我国房地产行业正在向存量时代过渡，房企此前的高周转模式将难以为继，未来，房企想要生存下去，转型是一个普遍面临的问题。我们看到，华夏幸福在债务重组的同时，亦在探索企业转型，其在 2022 年提出轻资产战略，大力推动代建和物业管理等业务，“幸福优选平台”和“幸福精

选平台”正式其发展轻资产业务的重要载体，是华夏幸福的优质资产。后期，为进一步推动债务重组工作华夏幸福在重组方案中增加“幸福精选平台”和“幸福优选平台”股权置换方案，被市场视为拿出了足够的化债诚意，赢得了部分债权人的认可，实现了对公司经营和化债工作的双向促进。

四是债务问题亦是经营问题，楼市走向对房企化债影响显著。自9月26日政治局会议提出“止跌回稳”后，楼市出现企稳信号，12月先后召开的中央政治局会议和中央经济工作会议再次强调推动房地产市场止跌回稳的政策基调，这意味着2025年供需两端的房地产支持政策还有进一步加码空间，并且政策持续加码的情况下，2025年有望实现房地产市场止跌回稳，这将直接带动市场预期转好。在房企销售端、融资端出现一定缓和的情况下，房企化债工作推进难度将会有所降低。

综上，我们认为房企化债未来将经历一个漫长而复杂的过程，化债的成功不仅在于与债权人之间的利益博弈，更在于房企的经营实力、未来的发展潜力等因素的综合影响。因此，房企要双管齐下，在推进削债化债工作的同时，积极探索转型发展，让公司经营尽快回归正轨，才能真正实现债务化解、穿越下行周期。