

債務危機銷售弱 內房股復甦需時

券商：國企融資能力較佳 首選土儲充裕發展商



板塊透視
內房產業鏈①

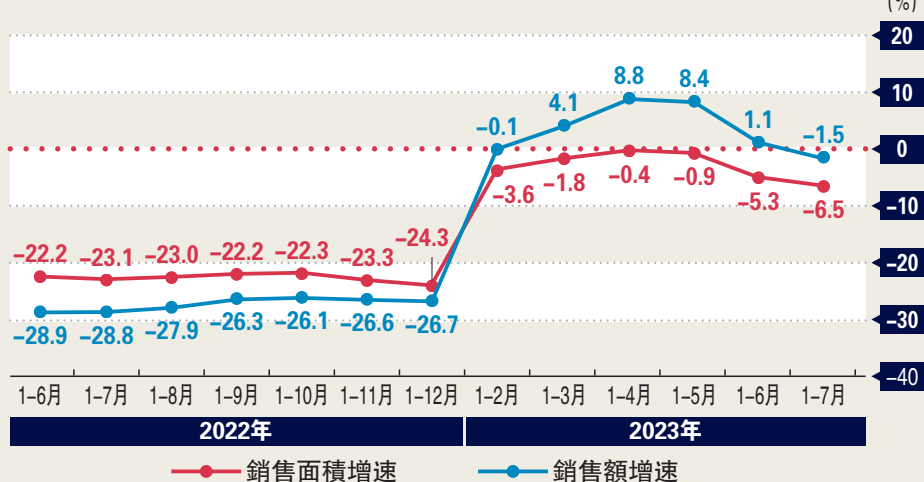
內房債務危機持續發酵，內房市場儘管在年初受惠經濟重啟與房地產政策放寬有所好轉，但次季以來市場景氣度再度轉弱。內地雖於7月宣布在政策端作出優化，不過其後市場傳出碧桂園（02007）債務風險，震散投資者信心，碧桂園系連帶其他內房股持續下跌。分析認為，碧桂園事件令市場擔憂民企內房前景，國企內房則融資能力較強，市場信心相對充足，相信前景較理想。

大公報記者 蔣去情



市場信心偏弱。投資者對於內房債務危機的憂慮仍未消退，

內地商品房銷售面積及銷售額增速



無序舉債擴張 換來資不抵債

今年自第二季度以來，房企銷售出現下行趨勢，市場憧憬有利好政策出台。中央政治局會議於7月提及，適時調整優化房地產政策、因城施策用好政策工具箱，促進房地產市場平穩健康發展。消息一度帶旺房地產板塊，行業迎來升浪。

解決流動性 刺激交投成關鍵

不過，投資者對於內房債務危機的憂慮仍未消退。博威環球資產管理金融首席分析師聶振邦指出，中國恒大（03333）早前公布負債規模超過2萬億元人民幣，隨後碧桂園（02007）連續兩筆債息未能支付，進一步引發市場擔憂，暫時來看投資者信心偏弱。

上半年碧桂園合同銷售額僅約1287.6億元，按年下跌30%，銷售回款不理想，打擊流動性。易居研究院研究總監嚴躍進直言，銷售下行是碧桂園虧損的最重要原因。這意味着，若要解決內房財困，應着力促進銷售回款。

Vantage客席分析師李慧芬認為，作為民企「優等生」的碧桂園面臨爆煲，引發市場對內房內房恐慌，由於市場信心不斷削弱，融資將愈發困難，後續仍有賴政策端支持。

談及內房國企前景，李慧芬指出，國企融資能力較強，投資者信心相對充足，整體情況會好過民企許多。

隨着內房債務風險再臨，大行對前景趨於保守。花旗發表報告指出，多隻內房在第三季面臨流動性風險，目前市場依舊存在債務重組、宏觀經濟走勢較弱、加息周期等不確定因素，在進一步政策出台前，建議投資者關注資產負債表溫和擴張、土地儲備充裕及市場份額增長的房企。

潤地越秀中海外看高一線

個股方面，花旗看好華潤置地（01109）、綠城管理控股（09979）、越秀地產（00123）、貝殼（02423）。

中金公司（03908）認為，經過20餘年的高速發展後，內房市場已度過供不應求、增長過熱的階段，在新房需求基本見頂或開始下行、存量住房供應充足的城市中，有必要在「因城施策」框架下進行政策優化，以進一步合理釋放購房需求，預計隨着各地在政策端發力，行業基本面將得到好轉，並有望迎來復甦。

中金認為，未來3至6個月應留意有望率先復甦的房企，包括華潤置地、中國海外發展（00688）、越秀地產、建發國際集團（01908）及中國海外宏洋集團（00081）。

恒大危機

在很長一段時間裏，房地產都被看作發家致富的「時代風口」，當政府推出一系列政策為市場降溫，行業快速擴張的時代走向終結，房企相繼爆煲，負債偏高的中國恒大（03333）首當其衝。

作為內地房地產開發頭部企業，恒大掙錢能力有多強，花錢就有多豪爽。事實



▲恒大從2021年起陷入資不抵債的困境。

恒大近10年收入與盈利

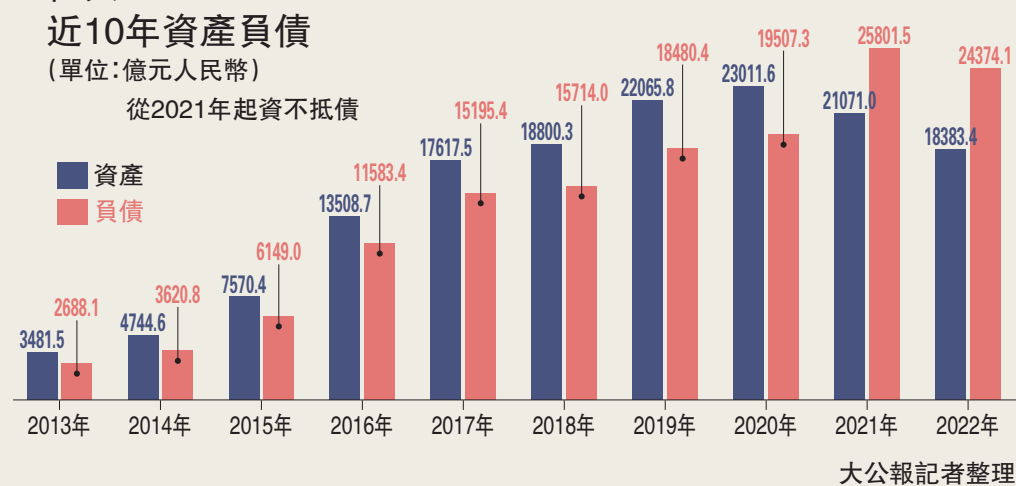
時間	收入	盈利（虧損）
2022年	2300.7	(1258.1)
2021年	2500.1	(6862.2)
2020年	5072.5	314.0
2019年	4775.6	335.4
2018年	4662.0	722.1
2017年	3110.2	370.5
2016年	2114.4	176.2
2015年	1331.3	173.0
2014年	1114.0	180.0
2013年	936.7	137.1

上，房地產開發要穩健運營，資金鏈的管理不容忽視，然而恒大不僅大額投資新能源汽車，更一手開創中超金元足球時代，據統計單是足球上的投入便達到200億元（人民幣，下同）。

跨界發展 沾手足球又造車

回到2019年3月，彼時恒大剛啟動造車計劃，有記者問到許家印債務問題，後者直言，「如果恒大債務有問題，那這個世界成什麼樣了？」這句話聽起來似曾相識，因為在2016年的業績會上，許家印也曾強調，「恒大賬上有3000億現金，如果這都叫吃緊，那世界變成啥樣了？」當年信心爆棚的許家印繼續舉債，2017年新增3612.1億元債務，遠超年初的3000億元賬上現金。而在2019年業績會上正面回應債務問題後，恒大當年債務規模再度擴大。

恒大近10年資產負債



大公報記者整理

內房資金鏈是如何運作的？

資金流動

與香港開發商不同，內房企業以高槓桿、高周轉為經營模式，房企對融資需求很大，對資金到位的要求很高。作為資金密集型行業，內房企業通常採用自有資金、財務槓桿和預售回款來支持開發中的項目。

要解構資金鏈運作方式，就要先看整個項目的開發流程。內房開發通常涉及五證的獲取，在收到《國有土地使用證》、《建設用地規劃許可證》、《建設工程規劃許可證》、《建築工程施工許可證》後

才能正式開工。值得注意的是，內地政府於2010年發布新國十條，限制內房企業上市融資，房企要推進工程建設就需要動用自有資金，或進行債務融資。

當項目開發進度達到一定比例，項目公司便可申請《商品房預售許可證》，其獲取速度是盤活整條資金鏈的重要一環。房企預售將確認的合同銷售記作合同負債，同時將收到的房款存入監管賬戶，並保留一定監管額度以支付建設成本，監管額度以外的部分可用作其他用途，項目竣

工後監管賬戶餘額可自由使用。

由上可見，房企要加快資金周轉，就需要提高債務槓桿，同時想方設法縮短工期，據統計，2020年北京施工最快的項目僅花費223天，相當於從施工取證到竣工備案僅花費7個月。以快速擴張的碧桂園（02007）為例，有內媒在2018年上半年報到，其一週內連發三份文件，要求加快三四五線城市項目周轉。同年出現數次工地坍塌事故，涉及上海、杭州和六安市多個項目。由此可見，快速竣工帶來的可能不僅是經濟問題，更是社會安全問題。



▲在進一步刺激政策出台前，建議投資者關注資產負債表溫和擴張、土地儲備充裕及市場份額增長的房企。

樓市持續冰封 中期料蝕550億

碧桂園風波

內房剛出狼窩又進虎穴。碧桂園（02007）未能如期支付兩筆到期合計2250萬美元的債務票息，令本就因房企債務問題而神經敏感的市場成為驚弓之鳥，內房債務危機2.0的說法傳得沸沸揚揚。

10年前的碧桂園與恒大（03333）同樣以快速擴張著稱，2020年以前的業績可謂一年一個台階，實現資產規模從兩千億到兩萬億的飛躍。內房債務危機爆發後，碧桂園因其穩健的運營和降槓桿舉措，被市場視作行業的「模範生」，2022年業績除盈利縮水九成外並無特別之處，碧桂園早前發盈警，預告2023年中期蝕450億至550億（人民幣，下同）。

債務違約風險升溫

與恒大公布的2021年底不受限制的現金僅有54.4億元不同，碧桂園在行業危機初

期可動用資金超過1800億元，而2022年底仍有1475億元，面對行業寒冬可謂備足糧草。直至今年的業績發布會，碧桂園總裁莫斌依舊相信，房地產仍是支柱產業，看好未來需求改善及市場前景。

不過3月後內房市場景氣再度下行，銷售端繼續受壓，碧桂園合同銷售跌跌不休，有分析直言，這場危機比大多數人想像中更為持久。碧桂園近日傳出債務重整計劃，管理層也發函就債務問題致歉，並強調將全力保交樓，保障經營有序開展。儘管目前碧桂園尚未公開違約，但能否在30日寬限期內完成自救依舊是未知數。

前碧桂園首席財務官吳建斌在所著《我在碧桂園的1000天》一書中回憶道，前任碧桂園主席楊國強曾在一次會議中表示，希望今後內部管理及經營事項由4個人定期決定，這4個人包括現任碧桂園主席楊惠妍，以及媒體常說的碧桂園「三斌」。那

時正是碧桂園飛速發展的時代，如今楊國強退居幕後，三斌已去其二，公司深陷債務違約風險，內房市場亦遠不及從前，時過境遷，物是人非。

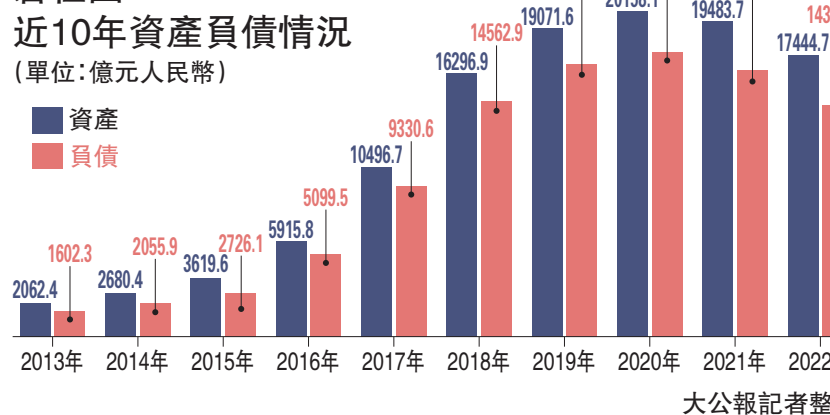
碧桂園近10年收入與盈利

時間	收入	盈利（虧損）
2022年	4303.7	26.1
2021年	5230.6	269.3
2020年	4628.6	350.2
2019年	4859.1	395.5
2018年	3790.8	346.2
2017年	2269.0	260.6
2016年	1530.9	115.2
2015年	1401.6	92.8
2014年	845.5	102.3
2013年	626.8	85.1



▲碧桂園除了面臨債務壓力外，其更大的挑戰是保交樓。

碧桂園近10年資產負債情況



大公報記者整理