

浅析房企流动性危机及重组系列

2022年8月

第一篇：
浅析房企流动性危机

概览：
地产行业的拐点
第3页

房企的架构和业务模
式的5大共性
第5页

房企的
现金流模式
第7页

房企流动性危机的3大
关键成因
第9页

德勤企业重组财务
顾问服务
第13页



Deloitte.

因我不同
成就不凡
始于1845

目录



本系列文章将分析中国房地产的现况、业务的复杂性、流动性危机的成因和影响及可行的危机管理和重组方案等议题。本篇浅谈行业拐点和业务模式共性，并从市场需求、资金监管及再融资等方面分析引发房企流动性危机的成因及房企重组的必要性。



03

概览：地产行业的拐点

07

房企的现金流模式

12

结语

05

房企的架构和业务模式的
5大共性

09

房企流动性危机的3大关键
成因

13

德勤企业重组财务顾问服务

概览： 地产行业的拐点

中国房地产的发展历经了多次拐点，从闭着眼睛赚钱的“黄金时代”，到土地红利逐渐减少的“白银时代”，目前已步入严峻的“黑铁时代”¹。

每个时代的拐点都伴随着行业阵痛，房企也在外部环境变化的过程中加速整合和洗牌。1998年至2013年，中国房地产处于行业的“黄金时代”，配合国家一系列的经济刺激政策，房企快速扩张，共享行业红利。2014年迎来“白银时代”，行业竞争日渐白热化，虽在2015年至2017年又经历暴涨时期，但到了2018年，行业已形成高度集中化的模式。中国房地产业协会数据显示当时的前3和前30家房企的市场占有率分别高达13%及45%²。盈利下行，加上楼市价格陆续见顶和“房住不炒”的理念，宣告着快速扩张的时代结束，房企开始发展多元化业务。2020年开始的一系列市场降温政策，使房企的负债和资金链问题愈滚愈大，最终引发2021年下半年来，多个头部房企出现的流动性危机和风险事件。彭博数据显示，2021年至2022年6月间，全国分别有49只及74只

境内及境外房企债券违约³，中国房地产正式踏入“黑铁时代”。

本轮房企风险暴露受到了来自外部行业因素和房企自身发展模式的双重影响。过往房企扩张的主流模式为“高杠杆、高周转、囤地开发、规模为王”，形成了中国房地产“高库存、高杠杆、高资金风险”的基本形态。历经过往三四十年的高速扩张，就房产建设体量而言，根据国家统计局数据和公开信息整理，2021年中国年度房产新开工建设面积达20亿平方米⁴，而在2000年该指标是1亿平方米、1990年是1,000万平方米，目前处于较高库存水平；就杠杆率而言，中国房企的平均资产负债率高达70%~90%（甚至更高）⁵。

在“黑铁时代”，房企业务模式面临转型，降杠杆、稳健发展、区域深耕、现金流为王、精细化管理、关注项目质量及盈利性、轻资产化、减少多元化扩张等是未来发展趋势。为了活下去，危机管理和重组可以协助房企把握关键时机、争取时间和空间，以可持续发展的方式，在“黑铁时代”中重新出发。





房企的架构和业务模式 5大共性

根据我们对地产行业的观察，房企的架构和业务模式普遍存在5大共性：

1. 集团架构复杂

大中型房企集团的架构通常包括底层项目公司及顶层控股公司。由于经营主体为项目制公司，底层项目公司往往数量众多且分散于各地；且设立形式多样，包括全资、联合营、小股操盘等。中国独立法人的房地产开发公司有9万多个⁵，数量庞杂。

顶层集团控股公司到项目公司，往往涉及多层级的股权链条。对于已搭建红筹架构的房企集团而言，顶层控股包括境外控股平台公司（作为境外上市公司及/或境外发债公司）及境内控股平台公司。

2. 债务结构复杂

成熟房企往往建立多样化的境内外债权融资渠道，并通过复杂的融资安排实现高杠杆。

01. 就融资类型而言，涉及境外融资方式包括公募债券、私募债券、双边贷款、内保外贷、银团贷款等；境内融资方式包括公募债券、私募债券、中期票据、资产抵押债券(“ABS”)、商业抵押担保证券(“CMBS”)、开发贷、并购贷、信托贷款、明股实债等。

02. 就融资层级而言，呈现层层加杠杆的形态，即底层项目公司常见以资产抵押进行融资，控股公司以股权质押及/或主体信用融资。

03. 融资的复杂性还体现在集团内公司之间、并表公司与联合营公司往往存在互保等情况。而金融机构、类金融机构等财务投资者作为并表公司或联合营公司的合作方股东提供的融资，往往存在复杂的收益约定，资金性质是股是债不清晰，存在隐性债务风险。



3. 集团资金池统一调拨的资金管理模式

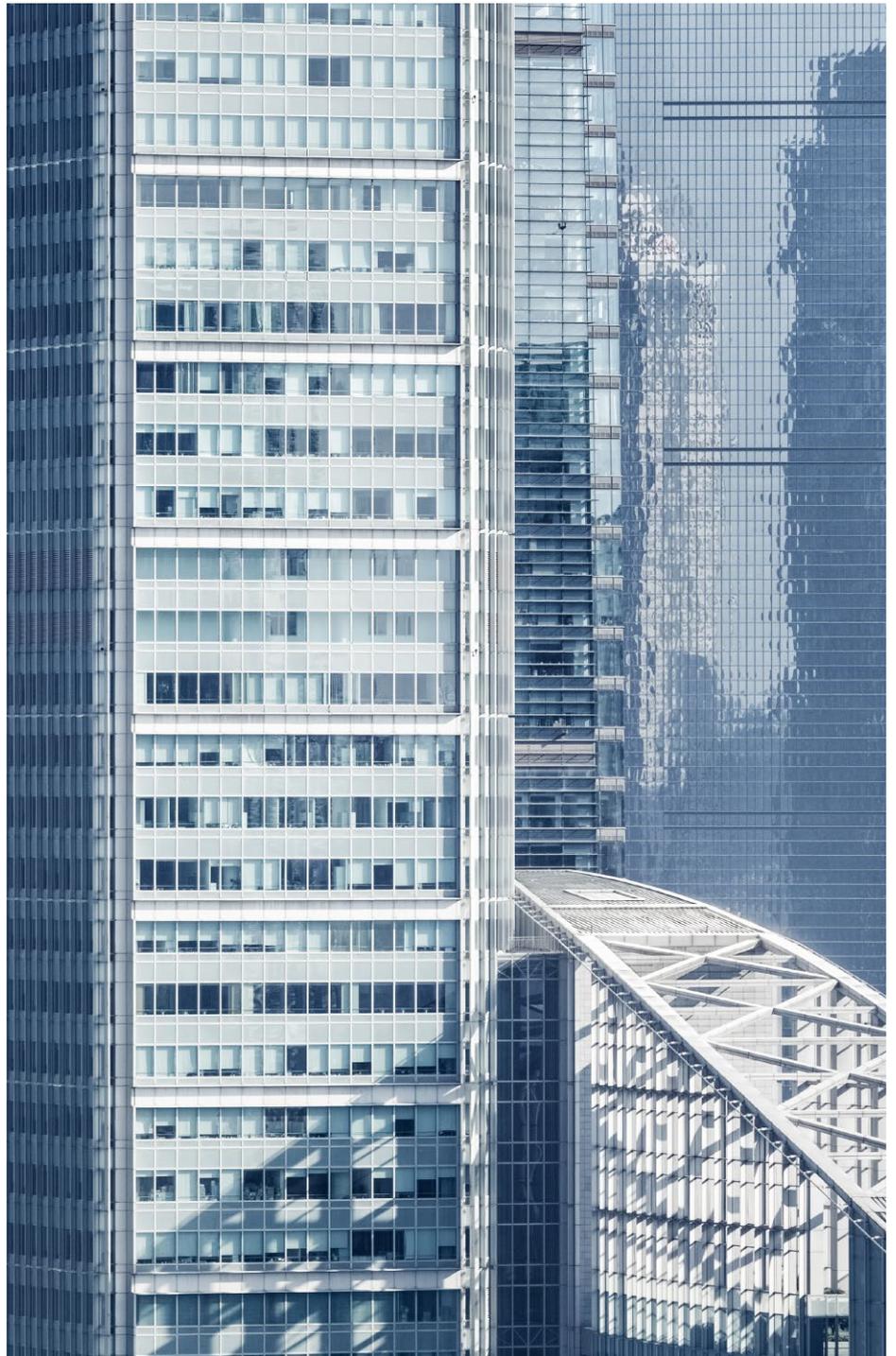
大中型的房企集团常常通过资金池统一调配并表公司及联合营公司的经营及偿债资金，导致集团公司间存在大量关联往来挂账。在项目公司层级资金受限严重的客观背景下，控股公司以及流动性紧张的个别项目公司，面临资金流断裂及债务违约风险；并表公司与联合营公司之间的资金通道亦面临断裂风险。

4. 预售制度下的房企普遍存在保交楼任务

房地产行业的销售采取预售制度，即房企可根据各地政策要求，在总体投入达到一定比例或施工进度达到一定水平时，进行预售。预售制度为房企以高周转为核心的商业模式奠定了资金基础，因此房企账面普遍存在高额的预售房款余额。保障交楼涉及民生及社会稳定，是房企的核心经营需求，也是各级地方政府关心重视的指标任务。存在交楼任务的房企需要启动资金完成续建，包括支付工程款、税费、其他必须经营费用以及解押预售房屋需偿还的金融借款等。

5. 关联交易复杂

房企集团的关联交易，常见涉及并表公司与联合营公司之间的关联资金往来、互相担保；多元化布局下，不同业务板块之间的资金往来等。对联合营公司以及多元化业务板块的资金往来及债务关联，可能导致集团地产板块存在部分资金流的低效占用及潜在的债务风险问题。



房企的现金流模式

在分析流动性危机的成因和影响前，我们需要简单介绍房企的业务模式及其复杂性。作为资金密集型企业，房企通常利用自有资金、财务杠杆与预售资金来支持项目的开发建设，因此房企的项目开发流程和现金流密不可分。典型的房地产项目开发流程可以划分为以下四部曲：



1. 土地收购

中国房企主流的拿地模式为招拍挂、收并购或通过旧改实现一二级联动开发。

现金流模式：

01. 在取得土地使用权前，项目公司需与政府相关部门结清所有土地价款，或根据买卖合同支付约定的土地/项目收购款。
02. 如通过政府招拍挂方式取得土地使用权，项目公司需使用自有资金。土地使用权通常可在土地价款结清后2-6个月取得。

2. 项目施工期

在获得土地使用权证和其他许可证（包括规划许可证和施工许可证）后，项目公司可以开始施工；项目公司常常会引入一个或者多个总包方进行主体建设。

现金流模式：

01. 在开始施工后，项目公司根据开发进度和开发节点计算及支付建设成本。这些建设成本将被确认为存货或在建工程。
01. 在这个阶段，项目公司可以通过债务融资（如项目贷款、信托贷款）为建设提供资金。

3. 预售

当项目公司总体投入达到一定比例或施工进度达到一定水平（不同城市的具体要求有所差异），即可申请预售许可并开始预售。目前，不同城市地区的预售规则存在一定差异。例如，在一些地区，开发商只需完成25%的建设进度就可以获得预售许可证，而在某些地区开发商需要完成主体建筑才能获得预售许可证。一线城市的要求一般会更高。由于购房者通常会申请按揭贷款，项目公司将为这种按揭抵押贷款提供过渡性的担保，直到房屋所有权转予购房者。若在此期间开发商未能顺利完成交楼，而购房者选择停止偿付贷款，开发商需履行担保责任。据报道，今年年初，浙江省嘉兴市中级人民法院发布了一起购房者与银行关于烂尾楼剩余贷款纠纷的案件，最终法院判决，因开发商进入破产清算而无法向购房者交付房屋，致使商品房买卖合同解除，剩余贷款的还款责任由开发商承担，引发舆论讨论。部分观点指出，购房者是否有权停贷还需参考所涉各方的具体合约条款，非一概而论。

现金流模式：

01. 当项目公司获取了预售许可证后，可以开始预售房产，收取预售房款。合同销售将作为预售阶段的合同负债入账。
02. 预售房款根据相关法律法规须存入监管账户，并保证一定监管额度内的资金必须留存于监管账户，以保障建设成本的支付，并使房屋顺利交付，这种监管房款可以在建设过程中逐步释放；而在监管额度范围外的盈余则可由项目公司用于其他用途。
03. 在一般情况下，项目公司的运营资金需求将在预售开始前达到顶峰。

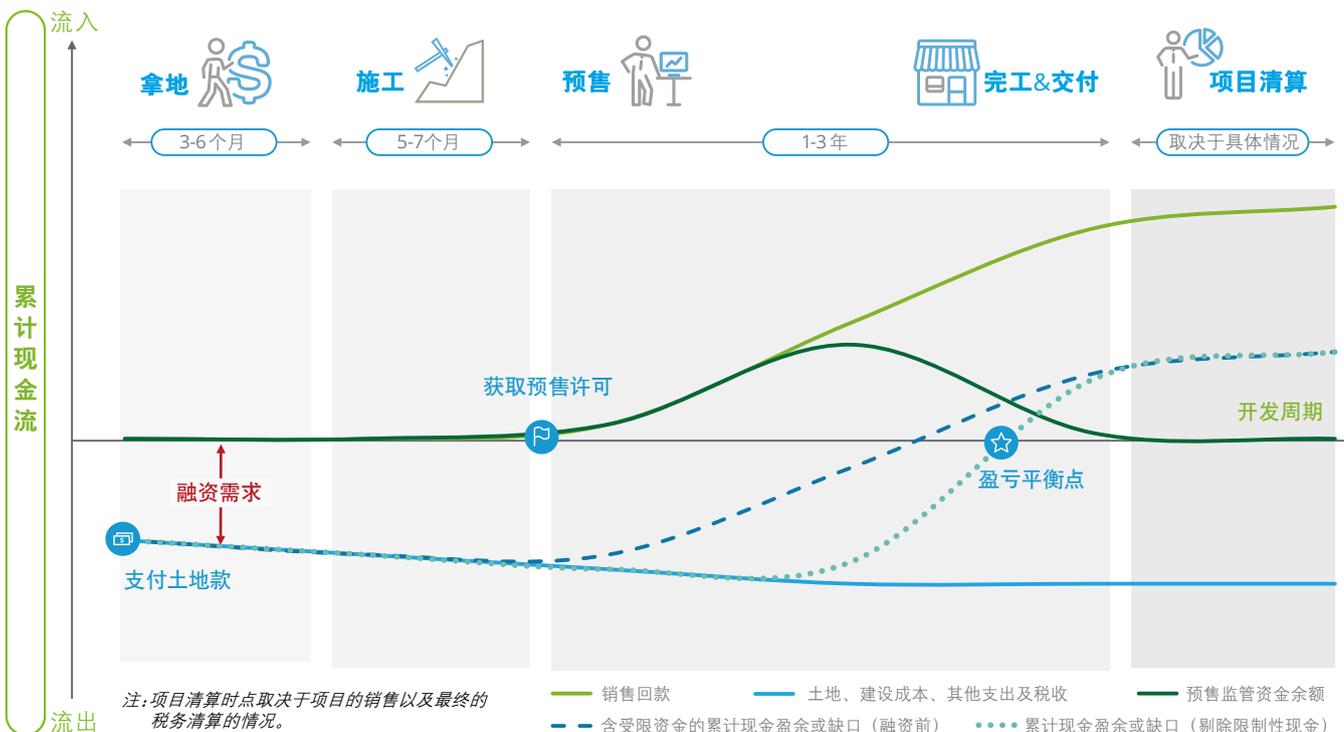
4. 竣工及交付

施工完成后，项目房屋将进行竣工验收并在相关部门办理竣工备案。随后开发商将安排交接房屋钥匙，并将房屋所有权转予购房者。

现金流模式：

01. 项目竣工后，监管账户将被关闭，余额将释放给开发商自由使用。
02. 项目竣工和交付对开发商来说是一个重要的节点，开发商将把合同负债转为收入，并把存货转为成本。直至房屋所有权转予购房者，银行将解除开发商对购房者抵押贷款的担保。

图一示意房企的现金流周期。房企通常会在项目开发早期，即取得预售证前，就进行融资，加上预售开始后收取的预售资金，房企实际的现金流回正周期往往早于图示节点。如考虑当下环境，受到预售资金监管政策，以及合作方、金融机构对项目资金监管加强的影响，项目资金需保留在项目银行账户中无法自由使用，项目现金流回正周期将被拉长。在项目开发中，资金需求是一环接一环，从购买土地开始到建设竣工，如自由资金、融资、销售中的任何一项出现问题，都可能引发房企的现金流断裂，这也是房企流动性危机的关键成因。



图一：房企现金流周期示意图

房企流动性危机的 3大关键成因

在地产行业出现拐点的行业/市场背景下，销售、自由资金、融资是房企存活需面临的3大关键问题，也是房企流动性危机的关键成因。

1. 项目销售、回款下滑及行业负反馈循环的影响

2021年下半年以来，房地产销售市场持续低迷。行业正在经历一个房企、市场、消费者端联动的负反馈循环，主要影响因素如下：

01. 房企自由现金流紧张，进行销售打折/加速销售回款，同时减少拿地、放缓建设支出。
02. 市场上出现较便宜的商品房，但消费者的购房需求/热情受到抑制，对楼市产生观望心态。
03. 市场对未来房价形成走低预期；此外政策通过要求消费者提高首付比例等手段调控房市，导致消费者购房有更高门槛(如更高的付现要求)。同时，部分楼盘因资金断裂导致的停工/烂尾等现象进一步打击消费者的购房信心，并使其转向现房/二手房市场。
04. 房企销售进一步下滑，相应导致销售回款减少。加之项目公司的资金往往受预售资金监管、合作方股东、金融机构(如开发贷银行)等一方或多方限制，2021年下半年以来的地产违约事件愈发加重了房企资金受限程度。

05. 房企集团的自由现金流进一步枯竭，更多的项目面临停工风险。

06. 陷入资金流短缺的房企继续新一轮的销售打折等方式刺激销售及回款，并进一步减缓建设支出、收缩甚至暂停拿地等，形成恶性循环。

如缺少外部因素打破这个循环，房企的销售情况或将持续恶化，面临流动性紧张，甚至现金流断裂、经营失控、债务危机深化等风险。



2. 项目公司资金监管加强

随着2021年下半年以来头部房企逐步暴露风险，房企保交楼问题引发社会和监管关注。政策上对于预售监管账户资金的管控实际收紧，其复杂性及潜在影响在于：

- 01. 目前全国尚无统一政策标准，“一城一策”差异大；且预售监管账户往往以楼栋或开发批次为单位设立账户，并可能涉及一家以上金融机构，使得协调各项目公司的各账户实际监管资金释放存在较大难度。
- 02. 部分地区监管严格。2021年下半年以来由于部分房企出险，导致部分地区要求房企预售资金监管账户余额需达到工程款开支的

110% - 130%(甚至更高比例)，房企出现资金周转效率下降的情况。

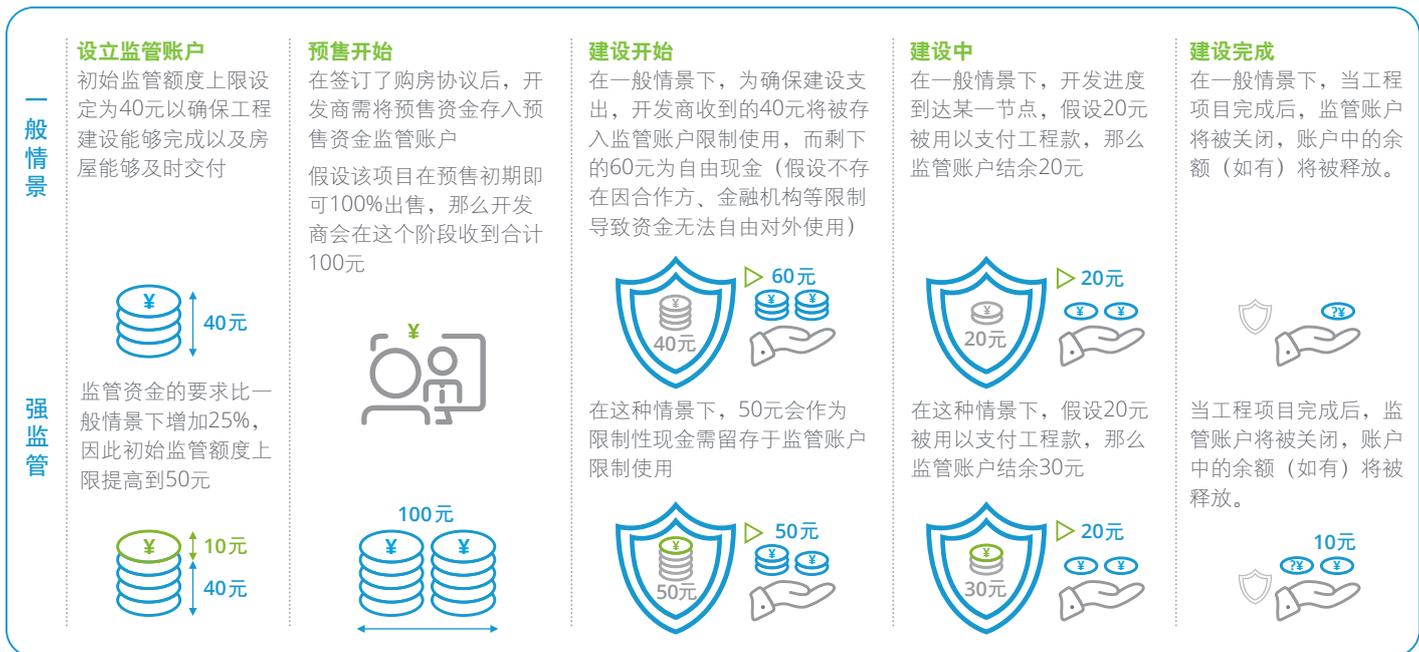
- 03. 部分地区最低预售监管余额的要求更严峻，对于过往预售资金抽调严重的项目以及销售市场持续低迷的项目，预见可能出现现金流回正周期拉长的情况，项目经营风险提高。

简单举例，如图二所示，为了确保项目完成建设及房屋及时交付，对于一个开发总货值为100元且开发总成本为40元的项目来说，预售资金监管账户的初始限制为40元；在强监管的情景下，预售资金监管账户余额假设需要比一般情景下增加25%至50元，并且假设只有在项目完成后该部

分资金才能被释放,导致更多现金在整个建设期间受限。

- 04. 受联合营方严格监控及限制集团对项目层面的资金控制，导致集团资金池枯竭。过往集团可通过资金池统一调拨项目公司现金流的资金管理模式被打破。集团对于项目公司资金调拨率大幅下降，从而导致集团资金池枯竭，进而出现集团控股公司层面面临流动性紧缺、债务违约风险加大的困境。

此外，随着房企风险加大，项目公司合作方及金融机构(如开发贷银行)亦加强对资金监管、共管的力度，这也将导致房企自由资金大幅减少。



图二：预售资金监管的运作原理示意图

3. 项目公司及地产控股平台公司的市场再融资环境严峻

在房企面临债务偿付压力的同时，市场的再融资环境也愈发严峻，主要表现为：

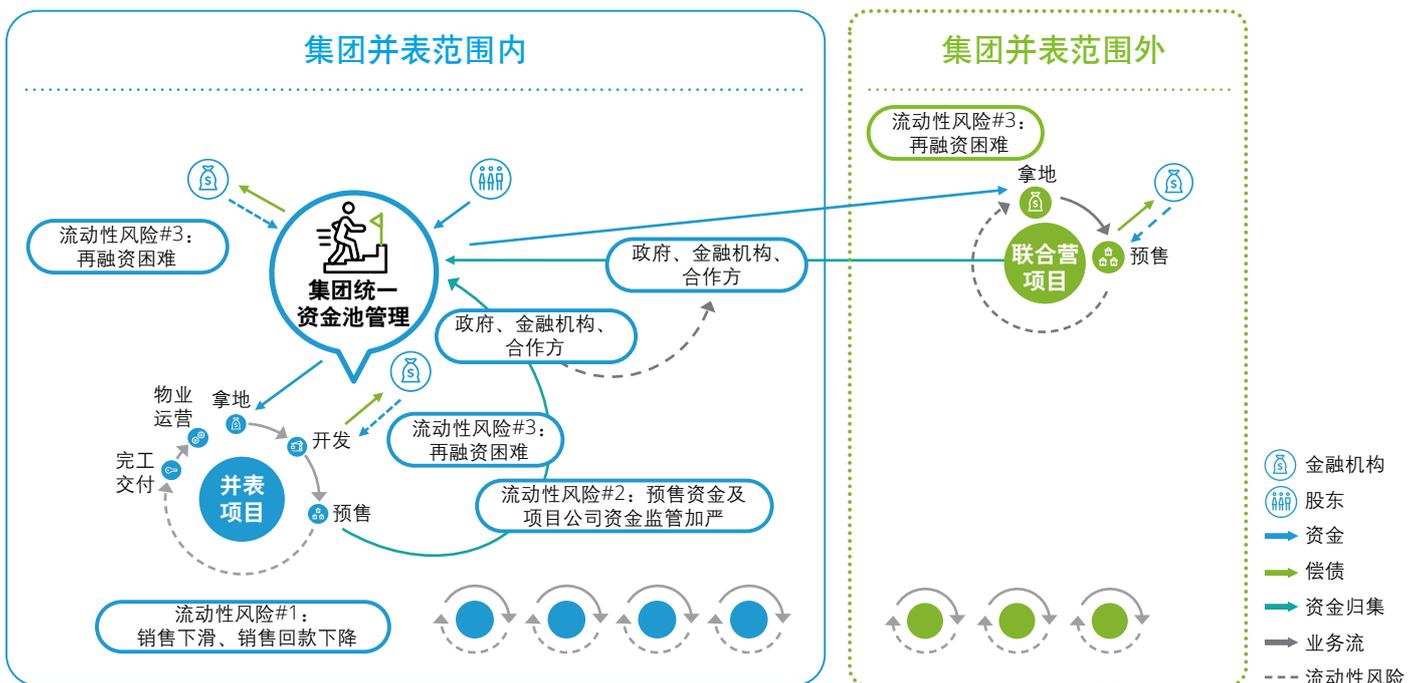
01. 自由资金紧张，且资金多数沉淀在底层项目公司，受政府、合作方、金融机构等多方限制，集团资金池枯竭，控股公司面临债务违约压力。

02. 随着债务违约风险爆发，隐性负债和表外负债被迫阳光化，房企实际杠杆率暴露。加之行业降杠杆的趋势，以及暴雷之下经营风险显著增大，房企难以获取增量融资。

03. 一旦债务(包括关联债务)出现违约，包括涉敏的理财、融资产品暴雷；涉众的公开市场债券违约等，将给主体的品牌、融资信用等造成巨大负面影响。

04. 集团架构复杂，底层项目资产和债务复杂、项目质量参差等，难以评估房企项目公司层级尤其是控股平台公司层级的实际偿债能力，进一步导致再融资谈判难度增大。

如图三所示，前述3个关键危机成因同时存在于集团的并表项目和联合营项目。



图三：流动性危机成因示意图

表内显示出来的问题可能仅是冰山一角，由于联合营项目信息不透明，使得难以评估联合营项目的后续经营成本及债务等对集团的潜在影响。

结语

本轮房企出险，不仅是个别房企的风险暴露，本质上是行业供应和需求矛盾、行业原有业务模式风险的深层次反映。自2021年年底以来，中央及地方均逐步释放积极的宏观调控政策，涉及融资端、土地供应端、购房者的购房和房贷政策、预售资金监管、行业并购等多个方面，而政策传导需要时间。政策的实际落地可能成为解开行业负反馈循环的推力。

对于房企，销售、自由资金、融资所面临的风险，既是流动性危机的成因，也是化解流动性和债务问题的核心。除了寻求政策和政府支持，房企软着陆“黑铁时代”需要危机管理和重组，使得销售、自由资金、融资以可持续的方式发展。

德勤企业重组 财务顾问服务

德勤为经营不善或出现财困的公司及其利益相关者提供综合全面的服务。我们拥有丰富的重组及危机管理经验，理解企业内外诉求，可预判未来发生的事件，协助企业做好预先防范，防止危机蔓延扩大。

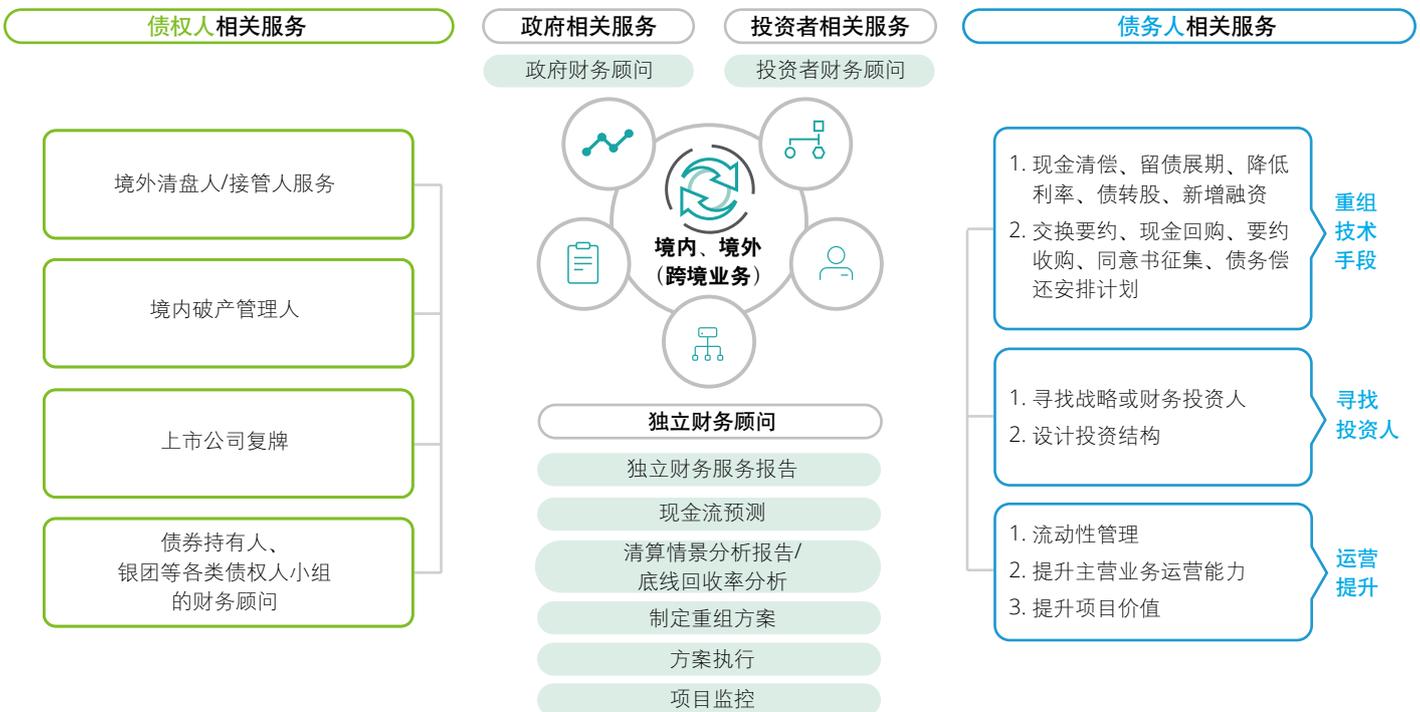
首先，我们熟悉境内外金融债权人的想法，拥有良好的境内外银行关系，可协助企业获得其支持；

其次，我们与政府保持良好的关系和信任，曾多次参与中央和地方政府的相关工作，并获得认可；

最后，我们拥有丰富的全球网络和投资人网络；以及擅长舆情监督，协助企业快速反应。我们已在境内外协助多家企业进行重组，可以协调企业实现境内外重组一体化联动、增加重组透明度、维持运营稳定、改善现金/财务状况，在危机下释放企业价值。

我们的服务包括进行独立财务分析，用客观数据说话，向债权人提供建议，为债务人与债权人之间的谈判提供支持，协助处置非核心资产或投资，以及协助制定商业计划和寻求新的资本，以促使企业平稳过渡、管理现金、改善造血功能最终释放价值。我们能够运用综合的方法对经营不善的集团或因快速发展而财务紧张的企业进行评阅，旨在降低其财务及经营成本，同时提高其效率并增强其融资能力。

以下是我们可提供给各方的服务内容：



作者

德勤财务咨询企业重组服务



葛俊

德勤中国
财务咨询服务合伙人
企业重组服务



苏颖

德勤中国
财务咨询服务副总监
企业重组服务



陈炫炜

德勤中国
财务咨询服务经理
企业重组服务



李高涵

德勤中国
财务咨询服务助理经理
企业重组服务

叶美薇 亦为本文作者之一

尾注

1. 万科集团，2022年年会总结发言，新闻稿，2022年2月
2. 中国房地产业协会数据，《2018房地产市场总结展望 | 销售篇》，市场报告，2019年1月7日
3. 彭博，中资房企境内及境外违约债券数量，2021年1月1日至2022年6月30日
4. 国家统计局，《2021年全国房地产开发投资增长4.4%》，新闻稿，2022年1月17日
5. 《黄奇帆独家解读房地产：五招可实现房地产“软着陆”》，新闻稿，2022年3月22日

德勤中国联系人

全国

黎嘉恩

全球应急计划及破产服务领导人
德勤中国副主席
电话: +852 2852 1647
电子邮件: derlai@deloitte.com.hk

杨磊明

亚太区重组领导合伙人
财务咨询服务合伙人
德勤中国副主席
电话: +852 2852 1685
电子邮件: edmyeung@deloitte.com.hk

龚建忠

价值创造与危机咨询服务全国领导人
电话: +86 10 8520 7115
电子邮件: wkong@deloitte.com.cn

何国樑

价值创造与危机咨询服务全国副领导人
企业重组服务全国领导人
电话: +852 2852 1643
电子邮件: gleho@deloitte.com.hk

赫东

企业重组服务全国副领导人
电话: +86 21 2312 7222
电子邮件: jamehe@deloitte.com.cn

香港

陈文海

财务咨询服务合伙人
企业重组服务
电话: +852 2852 6676
电子邮件: ivachan@deloitte.com.hk

叶华明

财务咨询服务合伙人
企业重组服务
电话: +852 2238 7132
电子邮件: benyip@deloitte.com.hk

甘仲恒

财务咨询服务合伙人
企业重组服务
电话: +852 2238 7097
电子邮件: fkam@deloitte.com.hk

侯佳伶

财务咨询服务合伙人
企业重组服务
电话: +852 2238 7297
电子邮件: chau@deloitte.com.hk

葛俊

财务咨询服务合伙人
企业重组服务
电话: +852 2238 7211
电子邮件: uge@deloitte.com.hk

北京

张萌

财务咨询服务合伙人
企业重组服务
电话: +86 10 8512 5099
电子邮件: simzhang@deloitte.com.cn

上海

田谷

财务咨询服务合伙人
企业重组服务
电话: +86 21 6141 2818
电子邮件: gtian@deloitte.com.cn

广州

王晓娟

财务咨询服务合伙人
企业重组服务
电话: +86 20 2831 1380
电子邮件: siowwong@deloitte.com.cn

邹文晋

财务咨询服务合伙人
企业重组服务
电话: +86 20 2831 1634
电子邮件: lzou@deloitte.com.cn

陈智聪

财务咨询服务合伙人
企业重组服务
电话: +852 2238 7284
电子邮件: adrchan@deloitte.com.cn

深圳/厦门

孙向禹

财务咨询服务合伙人
企业重组服务
电话: +86 755 3353 8380
电子邮件: xysun@deloitte.com.cn

郭喜初

财务咨询服务合伙人
企业重组服务
电话: +86 59 2317 4698
电子邮件: gerguo@deloitte.com.cn

成都

吕茂刚

财务咨询服务合伙人
企业重组服务
电话: +86 28 6789 8086
电子邮件: maoglv@deloitte.com.cn

因我不同
成就不凡

始于 1845

关于德勤中国

德勤中国是一家立足本土、连接全球的综合性专业服务机构，由德勤中国的合伙人共同拥有，始终服务于中国改革开放和经济建设的前沿。我们的办公室遍布中国30个城市，现有超过2万名专业人士，向客户提供审计及鉴证、管理咨询、财务咨询、风险咨询、税务与商务咨询等全球领先的一站式专业服务。

我们诚信为本，坚守质量，勇于创新，以卓越的专业能力、丰富的行业洞察和智慧的技术解决方案，助力各行各业的客户与合作伙伴把握机遇，应对挑战，实现世界一流的高质量发展目标。

德勤品牌始于1845年，其中文名称“德勤”于1978年起用，寓意“敬德修业，业精于勤”。德勤专业网络的成员机构遍布150多个国家或地区，以“因我不同，成就不凡”为宗旨，为资本市场增强公众信任，为客户转型升级赋能，为更繁荣的经济、更公平的社会和可持续的世界而开拓前行。

关于德勤

Deloitte（“德勤”）泛指一家或多家德勤有限公司，以及其全球成员所网络和它们的关联机构（统称为“德勤组织”）。德勤有限公司（又称“德勤全球”）及其每一家成员所和它们的关联机构均为具有独立法律地位的法律实体，相互之间不因第三方而承担任何责任或约束对方。德勤有限公司及其每一家成员所和它们的关联机构仅对自身行为承担责任，而对相互的行为不承担任何法律责任。德勤有限公司并不向客户提供服务。

德勤亚太有限公司（即一家担保有限公司）是德勤有限公司的成员所。德勤亚太有限公司的每一家成员及其关联机构均为具有独立法律地位的法律实体，在亚太地区超过100座城市提供专业服务。

请参阅 <http://www.deloitte.com/cn/about> 了解更多信息。

免责声明

本通讯中所含内容乃一般性信息，任何德勤有限公司、其全球成员所网络或它们的关联机构（统称为“德勤组织”）并不因此构成提供任何专业建议或服务。在作出任何可能影响您的财务或业务的决策或采取任何相关行动前，您应咨询合格的专业顾问。

我们并未对本通讯所含信息的准确性或完整性作出任何（明示或暗示）陈述、保证或承诺。任何德勤有限公司、其成员所、关联机构、员工或代理方均不对任何方因使用本通讯而直接或间接导致的任何损失或损害承担责任。德勤有限公司及其每一家成员所和它们的关联机构均为具有独立法律地位的法律实体。

© 2022。欲了解更多信息，请联系德勤中国。
Designed by CoRe Creative Services. RITM1119769



这是环保纸印刷品