信用答疑：

碧桂园的困境是否会拖累中国楼市？

2023 年 8 月 16 日

在 2023 年一季度出现企稳迹象之后，中国房地产市场再次面临压力事件。中国最大最成功的民营开发商之一碧桂园控股有限公司（碧桂园；未评级）未能偿付两支境外债券的票息，并暂停 11 支境内债券的交易。我们认为，这可能导致无序违约，并可能影响正缓慢复苏的中国房地产市场。

报告中，我们回答了关于该公司财务和运营情况的问题。我们还探讨潜在违约对行业销售、融资环境、项目完工及相关事宜意味着什么。最后，我们还讨论了其他行业，如供应商或建筑商，是否越来越容易受到房地产的影响？

主分析师

陈令华，CFA，FRM
香港
+ 852 2533 3539
edward.chan
@spglobal.com

曾锡恩
香港
+ 852 2533 3575
ricky.tsang
@spglobal.com

汪由之
香港
+ 852 2533 3548
chloe.wang
@spglobal.com

凌兆良
香港
+ 852 2533 3549
wilson.ling
@spglobal.com

其他联系人

卢文正，CFA
香港
+ 852 2533 3517
lawrence.lu
@spglobal.com

敖曼
香港
+ 852 2533 3557
annie.ao
@spglobal.com

袁杰
香港
+ 852 2533 3542
claire.yuan
@spglobal.com

研究助理

赵轩妤
香港

信用答疑

碧桂园是否面临境外债务违约风险？

是的，其境外债券面临违约风险。鉴于：

- 碧桂园仍未偿付两支合计 10 亿美元存续债券的 2250 万美元票息。
- 尽管如此，于 2023 年 8 月 6 日到期的美元票息享有连续 30 天的宽限期。
- 如果碧桂园未能在宽限期内偿付票息，则将构成违约，且可能触发交叉违约（例如，基于 2024 年 1 月到期美元债券的发行备忘录，如果 2000 万美元的存续本金发生违约，则触发交叉违约）。
- 在未能偿付两支境外债券的票息之后，碧桂园暂停了 19 支存续境内债券中 11 支的交易。我们认为，这使得碧桂园偿付美元票息的可能性下降。

碧桂园的境内债务亦面临违约风险。鉴于媒体报道该公司正寻求对将于 2023 年 9 月 2 日到期的境内债券进行不超过三年的展期，其存续本金为 39 亿元人民币（约 5.38 亿美元）。如果该境内债券违约，也可能触发该公司境外债券的交叉违约。

碧桂园可能对其他即将到期债券（偿付票息或本金）进行展期或重组。虽然我们不再对碧桂园评级，我们通常将此类展期或重组视为出险交易，这等同于违约；即使房企成功进行展期或债务重组，我们仍将其视为违约。

碧桂园为何面临这种情况——未能偿付境外债券票息并暂停境内债券交易?

简而言之：销售下滑、低线城市敞口大、最优资产耗尽。

继今年早期出现企稳迹象后，中国房地产销售再次疲软，6 月和 7 月的数据尤其疲软（见表 1）。此外，2023 年碧桂园的销售低于行业水平。

表 1

中国房地产销售再次疲软…

…碧桂园的表现低于行业平均水平

	同比变动 (%)	
2023 年	百强房企	碧桂园
1 月	-32.5	-39.5
2 月	14.9	-24.1
3 月	29.2	-16.9
4 月	31.6	0.2
5 月	6.7	-36.6
6 月	-28.1	-53.7
7 月	-33.1	-59.8

资料来源：克而瑞地产研究，标普全球评级。

为什么碧桂园的表现低于行业平均水平?

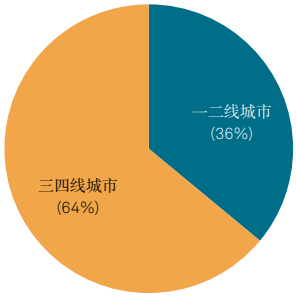
缘于其低线城市敞口大。2022 年底碧桂园约 61%的土储位于三四线城市（见图 1a）。中国低线城市通常经济比较欠发达，住房需求较不稳定（详见 2023 年 5 月 22 日发布的《中国房地产观察：三四线城市拖累复苏》）。

我们认为碧桂园努力出售最优质土储，以应对中国房地产低迷时期。去年，碧桂园的销售略优于市场水平：销售额为 3575 亿元人民币，同比下滑 35.9%，优于百强房企的整体下滑 41.6%。表现更佳的代价可能是更优资产的耗尽。

我们认为，该公司补充高线城市土储的规模太小，且为时已晚。去年碧桂园的土地支出约为 60.9 亿元人民币，收购了位于高线城市的 9 个项目，按权益比例计算的建筑面积约为 98 万平方米。2023 年 1-6 月，碧桂园支付 69.3 亿元人民币收购了 6 个项目，按权益比例计算的建筑面积约为 64 万平方米。而 2022 年碧桂园售出 4450 万平方米。

图 1a

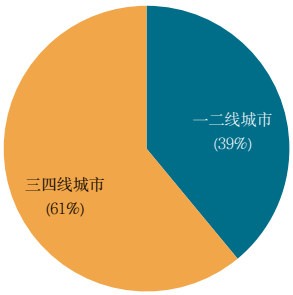
碧桂园的大部分销售来自低线城市…
按中国内地城市级别划分的合约销售额（2022年）



资料来源：碧桂园2022年年报，标普全球评级。
版权 © 2023 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

图 1b

…其大部分土储亦如此
按中国内地城市级别划分的土储占比（2022年）



资料来源：碧桂园2022年年报，标普全球评级。
版权 © 2023 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

如果碧桂园出险，其销售额可能进一步下跌。此类例子屡见不鲜。例如，按 2020 年合约销售额计算，中国恒大集团（未评级）是中国最大的开发商之一，随后 2021 年出险。2023 年前 7 个月，恒大集团合约销售排名跌至第 23 名。

表 2

碧桂园是中国头部开发商

按合约销售额的前 15 大开发商

	2020 年	2023 年前 7 个月
1	碧桂园	保利发展
2	恒大集团	万科
3	万科	中国海外发展
4	融创中国	华润置地
5	保利发展	招商蛇口
6	中国海外发展	碧桂园
7	绿地集团	龙湖集团
8	世茂集团	绿城中国
9	华润置地	建发房产
10	招商蛇口	滨江集团
11	龙湖集团	金地集团
12	新城控股	中国金茂
13	金地集团	越秀地产

14	旭辉集团	华发集团
15	中国金茂	绿地集团

注：房企简称，而非法定名称。资料来源：克而瑞地产研究。

有哪些其它因素可能会消耗碧桂园的流动性?

两个突出的问题：

（1）调取现金受到更多限制。

当银行和地方政府发现开发商的经营恶化，我们认为，他们可能会要求开发商将更多现金存入监管账户。这既是为了保障银行贷款的偿还，同时也有助于保交楼——鉴于监管要求监管账户资金必须用于支付预售项目的建设支出。碧桂园的销售下降，公司提取现金可能会受到更多限制。

这种现象此前已出现过。近几年当国内开发商出险时，预售资金监管账户内的现金额实际上增加了，这是房企的现金被锁住的一个表现。例如，截至2020年末，世茂集团控股有限公司（未评级）的610亿元人民币非受限现金中，有 186 亿元存于预售资金监管账户。到 2021 年末，彼时该公司处于出险边缘，其监管账户资金增至255亿元人民币，非受限现金为478亿元。

（2）碧桂园仍须完成并交付预售项目。

如果碧桂园的单月合约销售额持续处于 2023 年 7 月的 120 亿元人民币水平，我们预估公司将出现现金流净流出。这考虑到了该公司待完成的项目开发义务：

- 2023年上半年，碧桂园完成并交付了278,000套房，面积总计3438万平方米。该公司2023年的目标是完成并交付700,000套，与去年持平。但是，如果按上半年已交付套数进行年化计算，全年将为556,000套。
- 我们预估碧桂园的建设支出将约为1300亿元人民币。相比之下，我们估算2022年的建设支出为1600-1800亿元。这反映碧桂园可能无法完成年度竣工目标；以及成本削减措施取得一定成效。

碧桂园的情况与恒大集团出险的主要区别是什么?

恒大集团的问题更多与潜在“隐性债务”相关。恒大集团的前审计师普华永道，指出该公司可能存在表外理财产品和其它表外负债。

而碧桂园的问题则与经营大环境恶化相关联，尤其是三四线城市销售疲软。

但是，在碧桂园案例中，购房者和投资者信心受到的冲击或还要更大。我们认为，这是因为碧桂园被视为质量优于恒大集团的房企。碧桂园是少数几家受益于政府“第二支箭”支持的民营地产商之一。2022 年下半年以来，碧桂园得以发行 52 亿元人民币此类债券。另一个表明碧桂园被视为优质房企的迹象是：该公司获得了外部融资；就在上个月，其获得了香港的银行（由中银香港牵头）提供的境外银团贷款（折合 60 亿元人民币）。但是，如果碧桂园最终出险，我们认为其现有的银行关系将面临考验。

碧桂园是否存在资不抵债的风险?

是的，我们认为有可能碧桂园的存货会进一步减值。为什么？因为碧桂园可能需要加大降价力度以清理三四线城市的库存。即便如此，此类库存的需求却可能已消退。

我们计算资不抵债的风险，若：

- 碧桂园存货减值计提约三分之一，或 3090 亿元人民币。
- 碧桂园 2022 年计提存货减值 230 亿元人民币。2023 年 8 月 10 日该公司公告预计将出现业绩亏损，预期 2023 年上半年减值进一步增加。

若碧桂园未能履行偿债义务，标普全球评级对其 2023 和 2024 年的销售预期将受到何种影响?

将受到负面影响。碧桂园延期还债或已经使市场信心弱化，若发生违约只会让事态进一步恶化。我们愈发相信，我们预测的“L 型复苏”路径（去年销售暴跌后今年将持平）恐将演变为“阶梯式下行”路径。

以下是有关我们现有预期和潜在调整的部分信息：

- 我们预计今年全国房地产销售额将较 2022 年下降 3%-5%。就绝对数字而言，预计 2023 年房地产销售额将在 12 万-13 万亿元人民币。尽管今年前五个月房地产销售温和增长，但目前看来达到这一预期存在挑战。
- 六月、七月的销售数据迅速恶化，在我们看来，这意味着越来越多的购房者或对于潜在推出的楼市放松政策持观望态度。
- 到九月份，我们就将知晓碧桂园的境外债券是否违约。在未来几周内，有关其境内债务的情况也可能变得更加清晰明了（也可能迎来坏消息）。
- 若未来一到两个月内没有重大政策出台，那么 2023 年的房地产销售或将再次转降，并可能令 2024 年的销售预期承压。我们认为，这是由于购房者信心可能进一步恶化。

总体而言，我们认为 2023 年房地产业销售额朝我们 11 万亿元人民币悲观情景假设发展的可能性正在上升。我们的悲观情景假设为，2024 年的房地产业销售额或将进一步降至 10 万亿元。

考虑到碧桂园在销售管理方面出现的困难，开发商是否会远离这些低线城市的房地产市场?

是的。从碧桂园自身数据看，这些地区的市场前景较差。2023 年 7 月，碧桂园仅录得 120 亿元人民币销售额，较上年下降 60%。我们认为，低线城市和高线城市的销售业绩差距不断拉大将加剧房企逃离。

低线城市的利润率低、现金管控程度高、销售速度慢，将导致国内房企对于开发低线城市变得更加风险厌恶。考虑到流动性紧张情况，房企将推出打折促销活动以加快销售。这恐将进一步挤压房企利润率，导致更大减值。业绩不佳将迫使房企在使用预售款方面面临更加严格的限制，这也可能导致房企远离低线城市。

碧桂园并不在去年发生境外债券违约的房企之列。如今它可能要成为其中一员。这是否意味着所有其他无违约记录的开发商也可能经历相同的流动性危机？不是。但碧桂园的问题可能会使本已严峻的形势恶化，特别是其它民营企业。

考虑到 2023 年第二季度末以来的销售下滑局面，许多开发商都可能面临不同程度的流动性问题。这意味着在经营性现金流萎缩的情况下，融资现金流变得愈发重要。而国企在这一方面占有优势。

国企有能力在境内市场融资，这在一定程度上弥补了国内房企去年在境外债券市场融资受限产生的缺口。例如，今年前七个月，华润置地有限公司和保利发展控股集团股份有限公司分别在境内发行了总额超过 120 亿元人民币的债券。

个别混合所有制房企也找到了市场融资渠道，如万科企业股份有限公司在今年前七个月也发行了 100 亿元人民币境内债券。但是，包括新城控股集团股份有限公司和龙湖集团控股有限公司在内的民营开发商今年的发债额出现下滑。而碧桂园的问题或将使银行在向开发商（特别是非国企开发商）放贷时变得更加谨慎。

为有资质的（“优质”）国内房企打通融资渠道的“三支箭”政策如何？该政策在 2022 年 11 月推出时似乎意在维稳，现在是否仍在实施?

效果不尽如人意。比如，让碧桂园受益第二支箭使其能够发行有政府背书的增信函的债券。然而，该公司仍身陷困境之中，且总体上该政策支持下发行的债券规模低于设定的目标。

以下是我们对三支箭政策能够或者无法带来帮助方面的分析：

第一支箭的支持力度大。国内银行同意将约 100 家开发商的共计 4.8 万亿元人民币贷款展期。我们认为这些授信将存续至行业复苏企稳。贷款展期项目已延长至 2024 年底。对于 2024 年底前到期的项目贷款或信托，房企还可以申请一年期的展期。

第二支箭支持力度较小。即便开发商在银行贷款上获得喘息之机，它们仍要偿还公开市场债务，对此第二支箭的效用不大。开发商在第二支箭项目下现已发行 190 亿元人民币债券，远低于去年 11 月设定的 1400 亿元-1500 亿元额度。主要挑战来自发行结构。根据要求，房企必须以资产作为抵押，且最好是投资性房地产或优质住房资产。然而即便是优质房企也没有太多未作抵的优质资产。

第三支箭下股权融资推进缓慢。自去年以来，虽然多家房地产企业提交了股权融资申请，但目前只有招商局蛇口工业区控股股份有限公司通过该项目在国内市场成功发行人民币 89 亿元人民币股份。

碧桂园违约将对供应链产生怎样的影响?

这会给过去两年接连面临开发商违约的供应商带来更多麻烦。虽然截至 2022 年末碧桂园的贸易应付款从 2021 年末的 2850 亿元人民币大幅减少至 1920 亿元，但我们认为之后供应商回收贸易款将面临更高的不确定性。鉴于复苏前景不明，工程建筑企业以及其他原料设备供应商最有可能被迫核销更多碧桂园的债务。

我们认为影响对于受评中国工程建筑企业和设备供应商而言应可控。这些企业的体量大，客户群体较为多元，且得益于国企身份，融资能力稳固。根据我们估算，这些企业对民营房企的收入敞口总体上低于 10%。我们目前的预测考虑了相对较高的应收账款损失水平（相比地产行业下行之前的历史水平）。

小型建筑承包商和供应商对像如碧桂园一类的客户的依赖度很高，因此处在相对不利地位。由于房地产市场的活跃度和规模大幅下降且现金回收难度上升，许多企业被迫退出市场乃至面临清算。

鉴于过去几年出现的问题，地产供应链上的企业已更加严格地限制接收商业票据等信用工具。一些情况下，这些企业甚至要求建设开工或产品交付前打款。由于预售放缓、建筑负债和债务到期，开发商的现金不断流失，而提前打款进一步增加了开发商保交付的难度。

相关研究

– 中国房地产观察：三四线城市拖累复苏，2023 年 5 月 22 日

本报告不构成评级行动。

中文版本系根据英文版本翻译，若与原英文版本有任何分歧，概以英文版本为准。阅读英文版请点击：

https://www.capitaliq.com/CIQDotNet/CreditResearch/SPResearch.aspx?articleId=&ArtObjectId=12824383&ArtRevId=1&sid=&sind=A&

版权© 2023，Standard & Poor's Financial Services LLC（以下统称"标普"）。版权所有。

未经标普事先书面许可，严禁使用任何形式方式修改、反向推导、复制或散布上述内容（包括评级、信用相关分析和数据、估值、模型、软件或其它应用或产品）或其任何部分（以下统称"内容"），或将其存储于数据库或检索系统。内容不得用于任何非法目的或未经授权而使用。标普及任何第三方供应商及其董事、高管、股东、雇员或代理（以下统称"标普各方"）并未保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普各方不对任何错误或遗漏（无论成因），使用内容得到的结果，或用户输入任何数据的安全性或维护负责。内容系"按原样"提供。标普各方不作出任何和所有明示或默示的保证，包括但不限于对特定目的或用途的适销性或适用性的任何保证、对不存在故障、软件错误或缺陷的保证、对内容的功能性不受影响的保证，或对内容将可在任何软件或硬件设置运营的保证。在任何情况下，标普各方不对任何一方使用内容而遭受的任何直接、间接、偶然性、惩戒性、补偿性、惩罚性、特定或事后损害、费用、开销、律师费或损失（包括但不限于收入损失或利润损失和机会成本）负责，即使被告知此类损害的可能性。

内容中的信用相关分析（包括评级）以及内容中的观点仅是当日所发表观点的陈述，并非事实的陈述，或对购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的推荐意见。标普不承担在以任何形式或方式出版内容后进行更新的义务。内容的使用者、其管理层、雇员、顾问和/或客户在作出投资决策和其它商业决策时不应依赖内容或将内容替代其能力、判断和经验。标普的观点和分析不针对任何证券的适用性。标普不承担"受托人"或投资顾问的职能。尽管标普从其认为可靠的来源获得信息，但不会对取得的信息进行审查和承担任何尽职调查或独立验证的义务。

出于特定监管目的，监管机构允许评级机构在一个司法辖区认可另一司法辖区发布的评级，标普保留随时且完全自主授予、撤销或暂停此类认可的权利。标普各方不承担因授予撤销或暂停上述认可而产生的任何责任，也不对任何声称因此而发生的损失负有义务。

标普将旗下各业务部门的活动分隔开，从而保证各部门活动的独立性和客观性。因此，标普的某个部门可能会掌握其他部门未获得的信息。标普已制定了政策和流程，以确保在每个分析过程中获取的非公开信息的保密性。

标普可就其评级和特定信用相关分析收取报酬（通常从发债人、承销商或债务人处收取）。标普保留公布其观点和分析的权利。标普在其下列网站上发布其公开评级和分析：www.standardandpoors.com（免费网站），及 www.ratingsdirect.com 和 www.globalcreditportal.com（收费网站），及 www.spcapitaliq.com（收费网站），及并可能通过其他渠道进行发布，包括通过标普出版物和第三方分销商。如希望了解更多关于标普信用评级收费的信息，请查阅 www.standardandpoors.com/usratingsfees。

STANDARD & POOR'S、S&P 和 RATINGSDIRECT 是 Standard & Poor's Financial Services LLC 的注册商标。