

幸存房企的十字路口：步入稳态还是二次出清？

2026 年 9 月 22 日

- 过去一年，地产企业的去化效率仍在继续走弱，需求不足、存货质量走低，继续削弱企业偿债能力。
- 行业企业降债务而未能降杠杆，偿债压力仍在积蓄，保交楼压力较重、经营性现金流的弱化是主要原因。
- 标普信评认为，房地产行业企业风险已由融资环境变化带来的流动性冲击转向内部资产质量的弱化。
- 我们预计，在“828 地产新政”下，前期拿地激进的高杠杆企业偿债压力将加大。但对于存量项目去化风险低、债务包袱小的企业，新政下项目杠杆空间将收缩、企业项目选取将更趋审慎，企业整体杠杆将被动下行，有望回归稳态。

分析师

王璜

北京

Huang.wang@spgchinaratings.cn

张任远

北京

Renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

始于 2022 年的上一轮房企违约潮，主要表现为流动性危机。在那一时期房地产企业预售资金监管宽松、项目资金调配灵活，流动性抗压能力低。随着融资政策的收缩，部分房企因流动性困难走向违约。2023 年起至今，地产资金监管逐步加强，流动性错配等结构性问题有所改善。但这是否意味着第一轮违约潮后，幸存的房企就此步入稳定周期？本文梳理并分析了最受关注的十几家房企的风险特征，以此判断新政策框架下行业将走向稳态均衡还是进入新一轮出清。

过去一年房地产企业的风险在上升还是下降？

项目去化效率继续走弱，持续对企业现金流、偿债能力形成压力。我们选取市场关注度较高的十一家房企作为样本，覆盖民企、央企、地方国企以及集团子公司，各样本均为所属类型内代表性主体，可在较大程度上反映行业趋势。我们以企业的合同负债与开发成本的关系测算企业的去化率，据测算结果，超半数样本房企 2025 年以来去化率出现下行。反映在过去一年，去化困难仍是行业共同面临的挑战。我们预计，未来几年，企业待售项目、拟建项目难度困难会进一步上升。过去几年样本企业大多通过缩减拿地规模降低经营风险。但这一举措，也使其存量项目和土储缺少新货值优化，沉淀下来的资产质量不断下滑。叠加经济增长承压，我们预计房地产企业现金流表现、现金流对偿债能力的支撑都可能被进一步削弱。

降债务而未能降杠杆，房地产企业偿债压力仍在积蓄。过去三年，大多数样本房企减少了土地购置规模，同时随着项目去化、结转，企业账面有息债务总额均有所下降。但我认为，企业偿债压力并没有因债务的下降而减轻。过去几年地产企业合同销售萎缩、保交楼支出高企，使经营性现金流（以下简称“CFO”）的持续收窄。大部分样本企业调整后 CFO/总债务均低于 10%，杠杆处于高位。而存货杠杆率的走高，也表明债务与存货之间匹配关系变得更为失衡。我们认为，大部分企业在过去几年债务的下降未能降杠杆，偿债压力增加是样本房地产企业表现出的共同特征。

在行业转型期，四类风险需要关注：1）存货去化率走低，难以匹配杠杆水平。一般而言对于单一地产项目，若只进行开发贷融资，总债务/存货这一比值应在 25-40%。项目杠杆越高，说明开发贷之外的债务越多，就需要更强的去化能力保障债务偿付。2）**保交楼刚性支出放大现金流缺口。**不管地产项目去化水平如何，企业均需要承担全部建安成本，完成保交楼义务。因此除对企业资产负债表进行静态分析，还需考量未来保交楼带来的持续资金消耗或债务增长压力。3）**非标债务偿付风险较高。**房地产企业不同融资类型的再融资环境和债务安全性迥异。房企货币资金、待售存货受限程度高，盈余资金只有在保障完开发贷后，才有可能被调配至债券、非标等其他债务偿付。因此，非标融资情况偏弱、安全边际较低。需关注企业非标或游离于项目外的债务规模如何，是否能匹配可靠的现金流来

源。4）**流动性压力依旧是主要风险之一**。“828 地产新政”后，项目资金监管比例进一步提高，回款沉淀在项目端，交付前无法动用，因此无论是债券还是非标，现金流对这些债务的偿付保障都会弱化。此外，企业历史上的现金流盈余可能未储备为灵活的偿债来源。部分房企历史上未受限的合约销售回款会流向合营联营企业，形成往来借款、消耗可用于偿债的现金流。

表1

2023-2026 年上半年房地产企业去化、杠杆情况（单位：亿元）						
企业简称	指标名称	2023	2024	2025	2026H1	近一年半变化趋势 ¹
滨江集团	去化率	78.9%	96.6%	86.1%	80.1%	去化压力：↗
	存货杠杆率	23.2%	23.4%	29.7%	30.5%	债务压力：↗
保利发展	去化率	48.5%	50.4%	45.3%	49.5%	去化压力：→
	存货杠杆率	42.3%	45.4%	52.2%	53.9%	债务压力：↗
绿城中国	去化率	61.6%	69.1%	58.7%	67.4%	去化压力：→
	存货杠杆率	65.7%	65.6%	72.5%	75.0%	债务压力：↗
龙湖集团	去化率	50.2%	52.4%	62.6%	55.1%	去化压力：→ 债务压力：→
	存货杠杆率	81.6%	86.2%	93.9%	105.5%	
	存货杠杆率（去除经营性物业贷）	63.0%	48.7%	36.9%	41.4%	
新城控股	去化率	78.1%	64.7%	54.1%	51.2%	去化压力：↗ 债务压力：↗
	存货杠杆率	48.3%	66.2%	90.7%	102.2%	
	存货杠杆率（去除经营性物业贷）	32.7%	31.6%	44.2%	51.2%	
华发实业	去化率	39.5%	46.2%	32.2%	28.2%	去化压力：↗
	存货杠杆率	47.1%	51.0%	66.1%	71.4%	债务压力：↗
首开股份	去化率	28.8%	33.2%	22.1%	15.1%	去化压力：↗
	存货杠杆率	100.9%	111.6%	128.8%	138.0%	债务压力：↗
华侨城集团	去化率	29.7%	20.7%	18.5%	16.1%	去化压力：↗
	存货杠杆率	128.0%	142.1%	146.6%	159.4%	债务压力：↗
招商蛇口	去化率	53.3%	56.4%	47.7%	59.2%	去化压力：→
	存货杠杆率	57.8%	65.2%	68.9%	69.1%	债务压力：→
铁建地产	去化率	38.5%	39.2%	22.8%	30.0%	去化压力：↗
	存货杠杆率	60.2%	67.9%	79.5%	76.3%	债务压力：↗
首创	去化率	26.5%	17.5%	10.1%	18.8%	去化压力：↗
	存货杠杆率	109.1%	118.5%	109.4%	77.3%	债务压力：→

注：1.表格中的去化率为估算值，主要为对在建项目去化水平的估计，去化率=合同负债/（开发成本*（1+毛利率）），对于待投资规模特别大的企业会根据待投资规模调升分母；2.存货杠杆率=总债务/存货。3.企业简称所对应全称请查看附录 1。

资料来源：公开资料，标普信评

我们认为，行业主要风险已由融资环境变化带来的流动性冲击转向内部资产质量的弱化。房企风险开始向内部资产质量端累积，集中体现为新房销售走弱、房价下行、项目去化水平回落。万科的违约，是本轮信用风险特征的典型体现。

我们认为，“828 地产新政”在宏观层面将隔离新老项目风险，并管控行业风险敞口总量，但微观层面，新政对不同企业的影响将有很大差异。本次新政核心政策在于现房销售政策的推行、预售门槛的显著提升，以及资金监管力度的持续加强。我们预计若政策得到严格执行，金融系统对房地产行业风险敞口增量有望得到控制。而在企业的微观层面，新政影响下，未来地产项目周转率将下降、资

¹ 2025-2026H1 平均去化率较 2023-2024 年下降 5%以上标为去化压力上升。

金监管将会变得非常严格。这会让企业存量债务难以依靠新项目实现现金流周转腾挪，资金调度灵活性将降低。进而增加一些高杠杆企业的偿债压力。但对于历史包袱轻的企业，新政一方面将倒逼企业谨慎拿地，另一方面受制于新项目加杠杆空间限制，企业杠杆也将得到被动控制。

民企及混合所有制房企

针对上文提及的四大风险，我们对民营企业及混合所有制企业进行了风险筛查，下表为样本企业对应风险的概览与数据梳理：

样本民企/混合所有制企业风险概览（单位：亿元）				
	新城控股	绿城中国	滨江集团	龙湖集团
去化率（2025-2026H1 平均）	52.6%	63.1%	83.1%	58.9%
存货杠杆率（2025-2026H1 平均）	96.4%	73.8%	30.1%	95.6%
去化率与存货水平的匹配程度	杠杆水平高，合同销售对债务支撑偏弱。经营性物业盈利可修复偿债能力	杠杆水平高，60%左右的去化率下，合同销售对债务支撑能力一般	匹配度良好，杠杆率远低于去化率，合同销售额能对债务实现很好支撑	杠杆水平高，合同销售对债务支撑偏弱。经营性物业盈利可修复偿债能力
保交楼压力	较大 住宅/综合体权益待投资规模或超 600 亿元	较大 待投资约 400 亿元	中等 权益待投资 100-150 亿元	中等 住宅/综合体权益待投资约 100-150 亿元
母公司货币资金是否能覆盖全部债券？	否	覆盖程度良好，母公司货币资金/债券规模超 70%	是	否
标债外的其他债规模	少，标债占绝大多数	较多，2025 年对联合营企业担保余额 99.6 亿元，还有近 100 亿其他债务	少，标债占绝大多数	少，标债占绝大多数
CFO 对偿债的支持能力如何？	弱，调整后 CFO 持续为负	良好，2024-2025 年平均调整后 CFO 超 100 亿。若将拿地支出加回，年均 CFO 超 600 亿。	良好，尽管 2025 年调整后 CFO 转负。但若将拿地支出加回，年均 CFO 超 300 亿。	良好，2025 年平均调整后 CFO 达 160 亿，FOCF、DCF 均超 100 亿。
货币资金是否能覆盖全部有息债务？	否	否	接近覆盖	否
是否有房地产开发外的现金流和资产支持	物业出租收入 130 亿元，毛利润 91 亿元	很少	很少	租金收入 112 亿元，毛利润约 85 亿元
投资性房地产账面价值（2025 年）	1211 亿元	-	-	2241 亿元
经营性物业贷增量空间如何	一般 LTV 约 30%-40% 抵押率超 90%	-	-	较大 经营性物业贷/投资性房地产价值约 40%-50%
安全去化率（2025 年）	62.0%	91.4%	10.9%	29.9%

表外债务风险（2025 年）	少数股东权益占比 21%，对联合营企业担保 17.7 亿元。	需关注。公司少数股东权益占比较高（67%），对联合营企业担保规模较大（99.6 亿）。	少数股东权益占比 40%，对外担 2.5 亿元。合作开发规模较大，需关注联合营项目衍生风险。	需关注。少数股东权益占比较高 50%，对联合营企业担保规模小。
----------------	--------------------------------	---	--	---------------------------------

注：1. 待投资规模根据企业披露的项目总投、项目已投与项目权益比例估算。2.安全去化率=（总债务-经营性物业贷-货币资金）÷待售货值
资料来源：公开资料，标普信评

● 企业深度分析--新城控股

我们预计，公司房地产开发业务现金流层面的亏损或将加大，加重对公司现金流的拖累。 2025 年公司物业出租利润可观（总收入 130 亿元、毛利润超 90 亿元），但仍难以对冲房地产开发下行带来的现金流压力。2025 年及 2026 年上半年公司 CFO 仅为 14.3 亿元和 8.2 亿元，无法覆盖其利息支出。表明现金流对债务偿付的保障力度较弱。我们认为公司 CFO 还有继续下行可能。首先，公司仍有相当规模的在建项目待推进。根据项目进度及权益占比估计，未来几年公司合并口径待投资规模超 600 亿（其中住宅占比约 30%，综合体占比 70%）。在较大的保交楼负担下，公司合同销售却在持续萎缩，2025 年合同销售额同比下降 52.0%，降幅高于行业均值。新城控股土储主要集中在低线城市，我们预计随着去化难度进一步上升，公司未来 CFO 亏损可能加大，形成一定现金流负担。

我们认为，公司未来 1-2 年流动性颇具挑战，高度依赖再融资及公开市场融资的扩容。截至 2026 年中，公司一年内到期债务约 104.1 亿元；而其货币资金仅 75.8 亿元，且调整后 CFO 为负，难以对其形成充足支持。从债务结构看，公司未来一年到期债务以开发贷、保交楼借款为主。我们认为，在项目去化承压、保交楼支出高企的背景下，公司地产开发项目资金平衡已被打破，银行借款高度依赖滚动和展期。我们认为，公司未来偿债能力的维系，取决于银行债务展期、授信增量，以及资产盘活政策能否扩大公开市场融资。

公司目前超 90%投资性房地产已受限，资产实际盘活空间有限。截至 2025 年末，公司投资性房地产受限金额 1,094.5 亿元，受限比例为 90.4%。年末公司经营性物业贷款余额约为 330 亿元，已质押物业的贷款价值比（LTV）约 30%-40%，低于行业平均。我们认为，偏低的 LTV 并不代表企业具备大量新增融资空间。开发贷、保交楼贷款、经营性物业贷均纳入银行综合授信管理，地产开发板块的偿债压力会传导并压缩整体在银行的授信额度。因此，其银行端融资空间会同时受主体信用、物业区位条件约束。过去几年公司总债务规模的下降、筹资活动现金流的不断外流也是其在银行授信扩容受限的印证。

境内外债券融资能力良好，是企业在流动性承压环境下维持债务兑付的核心支撑。新城系企业自 2025 年以来合计发行 8 笔债券，融资总额超 100 亿元；股权端，新城发展于 2026 年完成港股配售，配售 1.98 亿股，募资总额约 4.7 亿港元。新城当前公开市场融资能力在民营房企中相对突出，得益于其拥有体量较大、资质相对优质的自持物业资产作抵押物。前文已提及，公司银行端授信扩张空间有限，后续融资更多依赖公开市场渠道。新政鼓励房企借助 CMBS、不动产 ABS 盘活存量自持物业，但实际落地成效仍有待观察。

新城控股的关注事项：1）关注资产盘活效率能不能提升，经营性物业贷是否能扩容；2）房地产开发板块对整体现金流的拖累程度是否有进一步扩大；3）银行借款及非标债务偿付压力较大，关注舆情。

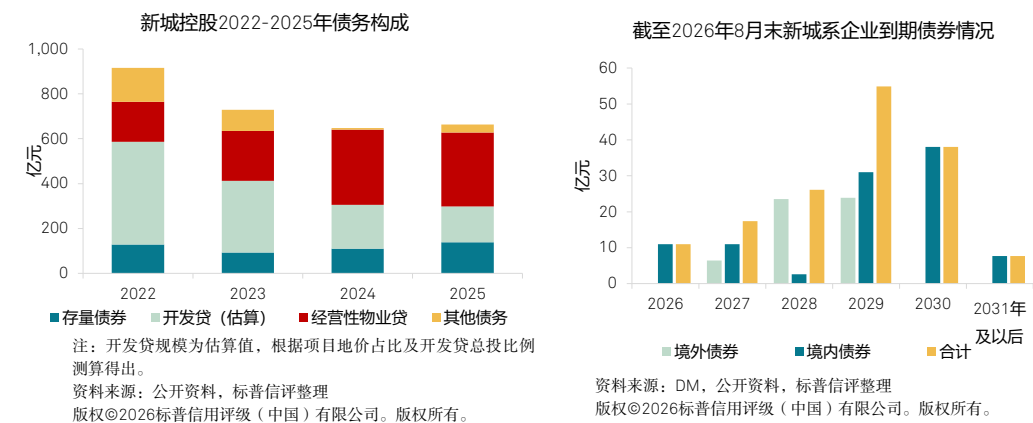
若出现以下情况可能表明公司信用风险在大幅上升：1）债券融资能力下降；2）经营性物业贷基本无新增落地，公开市场资产盘活能力受限；3）CFO 深度转负，进一步拖累公司的偿债现金流，若出现 CFO 大幅恶化，主要可能来自去化率继续下降以及超预期的保交楼支出压力；4）物业出租价格及出租率大幅下降。

表2

新城系企业 2025 年至 2026 年 9 月 18 日公开市场融资情况（单位：亿元）			
日期	融资主体	融资情况	票面利率
2025 年 8 月	新城控股	10 亿元；中债增全额担保，以购物中心作为抵押物	2.68%
2025 年 9 月	新城控股	9 亿元；中债增全额担保，以购物中心作为抵押物	3.29%
2025 年 12 月	新城控股	17.5 亿元；中债增全额担保，以购物中心作为抵押物	4.00%
2025 年 6 月	新城发展	3.5 亿美元优先无担保票据（融资主体为新城发展控股有限公司）	11.88%
2025 年 9 月；	新城环球	1.6 亿美元优先担保票据（融资主体为新城环球有限公司）	11.88%
2026 年 3 月	新城环球	3.55 亿美元优先担保票据（融资主体为新城环球有限公司）	11.80%
2026 年 7 月	新城控股	26 新城控股 MTN001，7.5 亿元，中债增担保	2.80%
2026 年 9 月 （待发行）	新城控股	4 亿元；3 亿元贵港吾悦抵押+1 亿元无增信	/
2026 年 2 月	新城发展	新城发展配售 1.98 亿股所得款项总额约 4.7 亿港元	/

资料来源：公开资料，标普信评

图1



● 企业深度分析--绿城中国

绿城中国产品力较强、去化能力良好，但这与公司高杠杆运作模式共存，形成矛盾的紧平衡。公司过去几年新开盘项目去化率在 60%以上，在当前房地产市场中处于较好水平。这反映出公司产品力对企业经营有较强助力，为它的高周转运作模式打下基础。但是公司杠杆水平较高，总债务与存货比值达 70%以上，反映公司其构建资产对债务的耗用程度偏高。一般来说项目杠杆越高，说明开发贷之外的债务越多，就需要更强的去化能力保障债务偿付。公司是少有的，在公司在过去几年仍维持较高强度拿地节奏的房企，虽然这反映了公司对其项目去化的信心，但也对经营现金流、货币储备消耗较明显。

我们认为，绿城中国偿债能力高度依赖债务滚续及存量项目的去化情况，容错空间相对有限。公司过去以其较为强势的 CFO 作为核心偿债支撑，我们预计，在当前房地产市场未能显著好转的背景下，其存量存货去化会持续承压，未来现金流稳定性会有下降。此外，“828 地产新政”后，房地产行业整体的项目周转率将下降、资金监管将更加严格，存量债务难以依靠新项目现金流兑付，偿债压力上升。从资产负债关系来看，2025 年末，公司货币资金、可售货值分别约 600 亿元和 1000 亿元。而公司债务总额达 1550 亿元，且未来有较大规模的待投资规模。这也就意味着公司未来资产负债的平

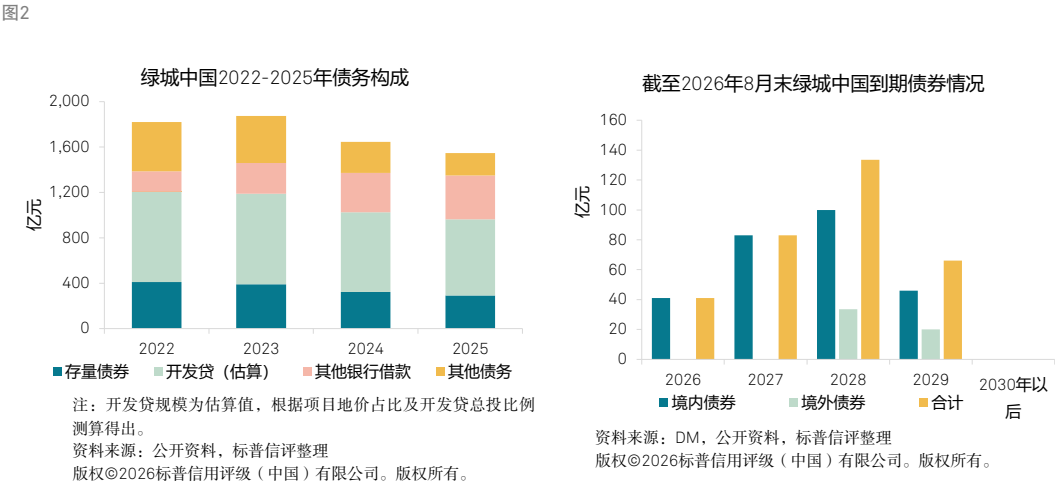
衡需要以存货的高效去化作为前提。与同业相比，公司没有经营性物业等资产供其进行融资腾挪，未来偿付能力对项目开展的容错空间较为有限。

公司标债占比持续提升，在一定程度缓释流动性压力。绿城持续获得中交集团财务支持，如共享授信额度及银行合作资源。2026 年，绿城与中交集团旗下中交财务签订金融服务框架协议，约定贷款及信贷业务年度交易上限 50 亿元，体现股东融资支持。这在一定程度上丰富了公司的授信渠道，受益于此，过去三年，公司压降债券及非标债务规模，使得银行贷款占比提升至 70%以上。考虑到股东支持带来了一定程度的银行端信用背书，叠加“828 新政”优化开发贷期限规则，我们预计，银行贷款占比的提升在一定程度上缓解了公司流动性压力。

公开市场融资状况保持稳健，母公司货币资金较为充足，为债务偿付提供缓冲。公司 2026 年 1-8 月共发行 65 亿元境内债券。平均发行利率为 2.98%，较 2025 年约 3.5%的平均利率显著下降，展现境内投资人对其良好的认可度。尽管公司发债规模在民营同业中处于领先水平，但存量债券仍处于净偿还状态，近三年债券余额累计下降约 100 亿元。考虑到公司母公司层面货币资金较为充裕（境内运营平台绿城房地产集团 2026 年中报母公司口径货币资金约 223 亿元），我们预计，该部分资金调度相对灵活，将可为公司债券偿付提供较为充足的流动性支持。

绿城中国的关注事项：1）关注境内外债券续发能力；2）关注项目去化水平，重点跟踪大盘项目销售情况；3）新政强化项目资金监管，或使得公司流动性压力上升。需关注地产新政落地进展以及公司相应的应对举措。4）公司少数权益占比高，对外担保规模较大，关注表外债务风险。

若出现以下情况可能表明公司信用风险在显著上升：1）新发债券受限，债券大规模净偿还；2）去化压力加大，CFO 明显下滑；3）拿地与开发策略未能转向审慎；4）中交集团对其支持减弱；5）新政严格执行，偿债资金调配遇很大阻力。



● 企业深度分析--滨江集团

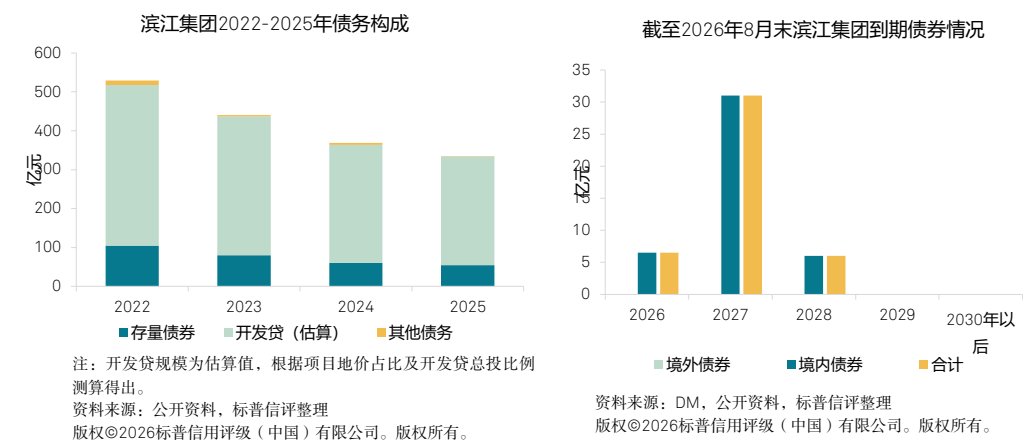
滨江集团杠杆水平低，货币资金可基本覆盖总有息债务。截至 2026 年 8 月末，公司待偿还债券余额约 40 亿元；2026 年中报母公司货币资金 54 亿元，可全额覆盖存量债券，到期偿债压力可控。放眼全部有息债务，2025 年合并口径货币资金 306 亿元，对 335 亿元总有息债务形成基本覆盖。公司良好的偿债能力与其偏谨慎的杠杆管理相关，截至 2026 年 6 月末，公司总债务/存货比值仅 30%，处于样本房企最低水平，反映公司整体杠杆水平相对克制。公司融资结构中开发贷占比高，这为其债务偿付提供良好基础。“828 地产新政”对土地资金来源、预售资金监管有更高要求，我们预计企业将在新政策环境下更谨慎拿地、开发项目，与此同时，企业加杠杆的空间被压缩，杠杆率或得到被动控制。

公司项目去化能力较强，拿地质量管控均较为审慎，土储高度集中于杭州。公司项目去化表现良好，且少有土地囤积（截至 2025 年末剩余可开发建筑面积仅 31 万平方米）2026 年上半年，公司合同负债占到了开发成本的 80%以上，远高于同业平均。公司项目去化的良好表现反映其过去几年拿地质量管控严格、拿地节奏匹配自身销售能力。我们预计公司未来仍将保持良好的去化能力，公司土储总建筑面积 82.5%以上集中于杭州（2025 年），当地新房市场基本面相对稳健，短期内项目去化率大幅恶化的概率有限。

滨江集团的关注事项：1）我们观察到 2025 年公司拿地节奏并未同步随着去化规模的降低而收缩，造成阶段性 CFO 转负，需关注公司拿地策略是否能与历史上的审慎表现一致。2）关注大项目去化情况，是否出现超预期的去化压力。

若出现以下情况可能表明公司信用风险在显著上升：1）母公司货币资金快速下降，母公司货币资金不再能覆盖未来一到两年的到期债券。2）大幅加杠杆同时去化率下降，表现为存货去化率小于或逐步接近存货杠杆率。可能由于公司拿地政策发生转向，不如历史审慎。3）CFO 大幅转负，可能由于拿地持续保持高位，或者去化显著下降。

图3



● 企业深度分析--龙湖集团

公司大幅增加经营性物业贷规模，重构了债务结构，显著缓解了债务到期压力。2023-2025 年公司经营性物业贷由 474 亿扩张至 1,009 亿，用以置换 CMBS、债券及集团信用借款等多种债务。考虑到经营性物业贷期限长，这很大程度上缓解了企业到期债务偿付压力。2025 年底，龙湖集团投资物业（投资性房地产）账面价值达 2,241 亿元，其经营性物业贷/投资物业账面价值为 45%，低于 50%-60%的行业平均抵押率。龙湖天街多落位一二线核心商圈，资产估值与租金具较强稳定性。同时，公司现金流及财务表现相对稳健。上述两个特征都使其更有能力获取金融机构的支持。我们预计，其自持物业的营性物业贷仍有一定的增量空间，仍将是偿付债券、置换债务的重要资源。新政鼓励房企运用 CMBS、不动产 ABS 盘活存量自持物业。同等资产条件下 CMBS 优先级抵押率通常略高于银行经营性物业贷，理论可释放部分物业融资空间。我们预计，未来几年公司可新增商业物业贷款或达到 150-200 亿元。

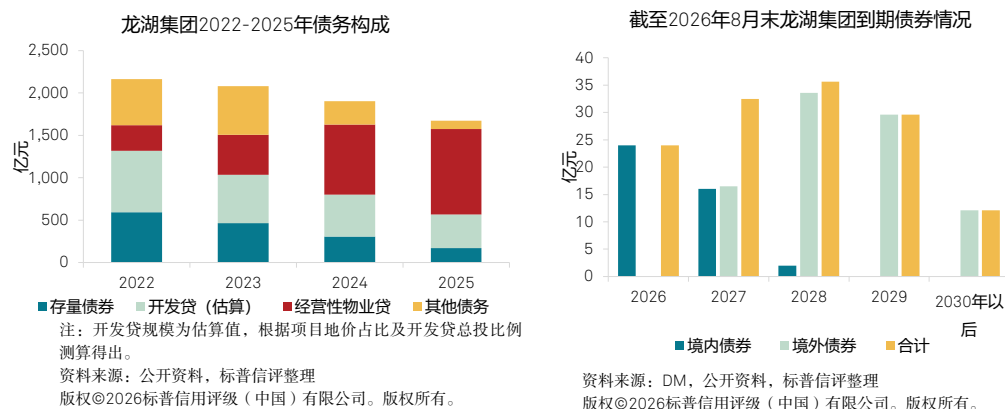
物业租金收入稳步增长，可对冲地产开发板块现金流收缩，为债务偿付形成支撑。展望 2026-2028 年，我们预计龙湖房地产开发板块现金流或将显著收缩。2026 年上半年公司存货去化率已回落至 55%-65%，随着销售条件较好的项目逐步去化完毕，存量待售资产及土储的去化压力将进一步上升，开发业务现金贡献会有所下滑。但公司自持物业板块能够形成重要现金流缓冲：2025 年龙湖物业租金收入 112 亿元，毛利率超 75%。当年，公司扣减利息后的经营现金流 CFO 为 160 亿元，扣除 50 亿元资本开支后，自由现金流 FOCF/DCF 仍维持百亿规模。我们预计，稳定性较强的物业板块现金

流，将为公司债务兑付提供持续的现金流支撑。未来三年龙湖集团境内外债券到期规模约 100 亿元。同时，公司非标等其他债务规模不高，整体偿债压力仍属可控范围。

龙湖集团的关注事项：1）关注经营性物业贷款相关政策，以及公司经营性物业贷的增长情况；2）少数股东权益占比较高，达 50%，需关注联合营项目衍生风险。

若出现以下情况可能表明公司信用风险在显著上升：1）经营性物业贷规模出现下降，新增贷款受限。2）房地产开发板块陷入深度现金流亏损，至 CFO 大幅萎缩。上述情况可能来自于去化率的超预期下降或是保交楼支出压力高于预期。3）物业出租价格及出租率大幅下降。

图4



国有企业：标债底线尚存，转型能否成功、支持难度多高决定长期债务安全性

我们认为，国企债券的再融资环境将保持宽松，短期内标债的风险很低。但国有房企能否在现房销售的制度下转型成功，是决定企业长期偿债能力的根本。

当前，央国企公开市场债券的安全边际依然较强。“828 地产新政”中监管部门明确支持房企债券滚动接续，这给本就相对市场认可度较高的国有房企债券滚动更增加了显著的信心。我们预计，短期内受到资金面宽松和政策面支持等多种利好因素下，国有房企的债券滚动将持续维持顺畅状态。

我们认为，当前国有房企普遍存在规模不等的偿债缺口，项目端偿债压力很大。与民企相比，国有企业去化不足、资产质量恶化的情况更加显著。受此影响，国有房企项目端的偿债压力明显高于债券偿还压力。具体而言表现在：一是存货去化率偏低，部分主体存货去化率不足 20%；这意味着即便是偿付优先级最高的开发贷，也难以依靠项目销售回款足额保障。二是杠杆水平偏高，经营性现金流对债务的支撑不足，且存货对应的杠杆负担显著超出合同销售规模所能承载的水平。三是货币资金对债务保障能力偏弱，多数企业合并报表的货币资金难以覆盖开发贷，未能满足房企偿债最基础的资金保障要求。对于大部分国有企业，即使存货能完全绝大部分去化，可能仍留有偿债缺口，需要股东、政府予以额外支持。

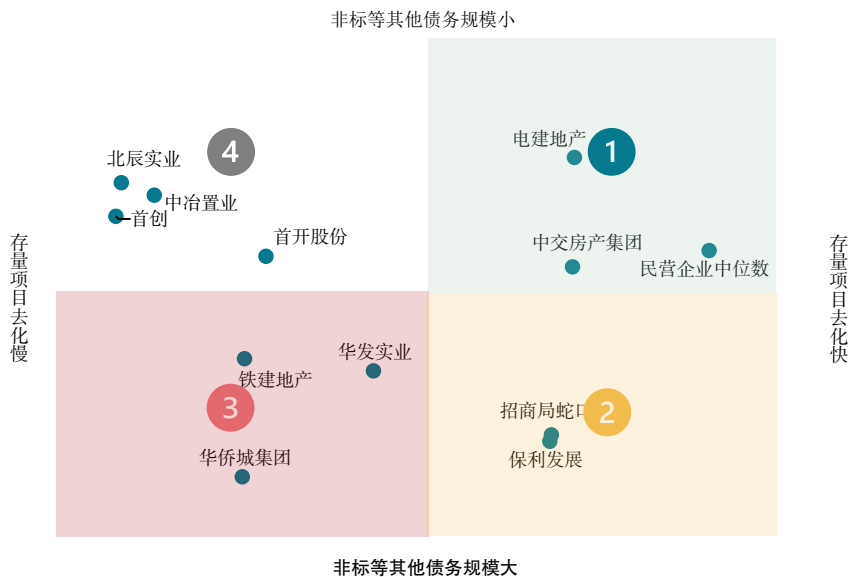
央国企非标债务问题难以杜绝，对非标债务的偿付意愿至关重要。得益于国资背景和股东支持，大部分国有开发商能够凭借稳定的再融资渡过行业低谷期，但其经营基本面早已发生深刻分化。部分区域性国企和央企子公司深陷存量去化困境，债务负担沉重。行业再融资环境虽然改善，但需求收缩还在延续，导致这些经营短板反而更显突出，化解难度不减，因此外部支持仍然非常关键。后续关注基本面偏弱国企的重组及外部支持动向。

当前国有房企债务风险仍具备政策缓冲空间，**化解手段仍有一定储备，主要包括五类路径：**第一，通过集团总对总融资置换存量债务。利用总对总资金兑付压力高的非标和存量债券，拉长期限、调整负债结构。2025 年，华侨城集团、招商蛇口均依托集团总对总授信机制，运用集团层面银行信贷置换高压非标及存量债券，优化负债结构、缓释兑付风险。二是助力开发贷拉长期限、开展续借，给

现有货值回款充足时间，保障开发贷偿付。三是地方政府资产收储纾困。由地方国资平台收购企业未开发土储，改善企业资产负债表。这类纾困方案受地方财力限制明显，本地国有房企更容易拿到相关支持。如华发实业在过去几年依托土地收储及调规变性盘活存量资产，获得较大规模的政府收储资金支持。四是保障公开债券正常续发，防止兑付压力集中爆发，带动信用风险向外扩散。最后，在宏观政策上严控杠杆、严控风险，倒逼企业审慎开发、主动控杠杆。

我们认为，存量资产的去化难度和历史债务（特别是非标）包袱的轻重将决定房企的转型及支持难度。国有房企能否在现房销售的制度下转型成功、股东及政府对其支持难度大不大，是决定企业长期偿债能力的根本。我们认为在这四个区域内的国有企业转型、救助压力不一。1 区的企业表现为存量项目的去化率相对尚可，且非标等其他融资规模不大。这类企业历史上存量项目的拖累不重，未来的转型则高度取决于其公司战略和产品力设计。2 区的企业同样处于存量项目拖累不重的相对良好局面，但与 1 区企业差异在于 2 区企业非标等其他债务的规模较大。因此这类企业对持续保持项目高去化率有刚性的要求，若出现项目去化率下滑，那么企业项目段如非标等压力将快速凸显。3 区企业转型面临较大的难度，政府或股东对其偿债能力的保障也面临更大的压力。这个区域中，部分去化率非常低的房企可能很难系统性的转型，需要关注其长期债务的偿债空间和来源。4 区企业虽然去化速度慢非常依赖股东及政府支持，但由于其非标债务规模较小，股东及政府对其救助难度相对有限。

图5



注：1. 企业简称所对应全称请查看附录 1；2. 非标等其他债务规模优先采用企业披露数据；对未直接披露非标债务的主体，以债务总额扣减已披露银行借款、债券、对外担保及股东借款余额，轧差估算非标及其他债务规模。

资料来源：公开资料、Ifind、标普信评

附录1： 企业简称全称对照表

简称	全称
滨江集团	滨江集团股份有限公司
保利发展	保利发展控股集团股份有限公司
绿城中国	绿城中国控股有限公司
龙湖集团	龙湖集团控股有限公司
新城控股	新城控股集团股份有限公司
新城发展	新城发展控股有限公司
新城环球	新城环球有限公司
华发实业	华发实业股份有限公司
招商局蛇口	招商局蛇口工业区控股股份有限公司
首开股份	北京首都开发股份有限公司
华侨城集团	华侨城集团有限公司
铁建地产	中国铁建房地产集团有限公司
中交房产集团	中交房地产集团有限公司
电建地产	中国电建地产集团有限公司
中冶置业	中冶置业集团有限公司
首创	北京首创城市发展集团有限公司
北辰实业	北京北辰实业股份有限公司

附录2： 主要财务指标计算公式

主要财务指标计算公式
EBITDA（调整前）=营业收入-营业成本-管理费用-销售费用-研发费用+折旧及摊销（报告值）-税金及附加-其他经营支出（收入）
EBITDA=EBITDA（调整前）+经营租赁租金调整-资本化的研发费用+营业成本中的资本化利息+收到的联合营企业股利+其他调整
折旧及摊销=折旧及摊销（报告值）+经营租赁折旧摊销调整+其他调整
EBIT=EBITDA（调整前）+经营租赁租金调整-资本化的研发费用+营业成本中的资本化利息-折旧及摊销+非经营收入（成本）+其他调整
利息支出=利息支出（报告值）+资本化利息+经营租赁利息调整+其他权益工具股利或利息+其他调整
已付现金利息=现金利息支出+已付其他权益工具股利或利息+其他调整
营运现金流（FFO）=EBITDA-利息支出+利息及股利收入-当期所得税+其他调整
经营性现金流（CFO）=经营活动产生的现金流净额+经营租赁折旧摊销调整-资本化的研发费用-其他权益工具股利或利息-现金利息支出+现金股利收入+其他调整
资本开支=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-资本化的研发费用+其他调整
自由经营性现金流（FOCF）=经营性现金流-资本开支

股利=现金股利+子公司支付给少数股东的股利、利润-支付的其他权益工具股利或利息
可支配现金流（DCF）=自由经营性现金流-股利
短期债务=短期借款+交易性金融负债+（应付票据-票据保证金）+一年内到期的非流动负债（有息部分）+应付利息+其他短期有息债务
长期债务=长期借款+应付债券+应付融资租赁款+租赁负债+预计负债中的对外担保及诉讼+其他长期有息债务
经调整总债务=短期债务+长期债务+经营租赁债务调整-盈余现金+资产弃置费用调整+其他权益工具+对外担保和诉讼+其他调整
资本=所有者权益合计-其他权益工具+经调整总债务+递延所得税负债+其他调整
EBITDA 利息覆盖倍数=EBITDA/利息支出
营运现金流利息覆盖倍数=(营运现金流+利息支出) /已付现金利息
资本回报率=EBIT/两年平均资本
EBITDA 利润率=EBITDA/营业收入

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2026 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。部分内容可能借助人工智能(AI)工具创建。使用人工智能创建或处理的已发布内容由标普职员撰写、审核、编辑及批准。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括但不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该类机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的联属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。