

中国房地产 研报

882 亿再融资落地，新世界发展能否走出困境？



文/易天宇

2025 年 5 月 30 日，新世界发展发布了一则公告引发市场关注，宣布 4 笔美元永续债将延迟派息，与此同时市场消息还传出新世界发展正为其 875 亿港元的银行借款进行再融资努力，被外界质疑流动性紧张。然而 6 月 30 日，新世界发展就发布了利好消息，宣布已达成新银行融资及经统一银行融资协议，协议合共涵盖约 882 亿港元现有境外无抵押金融债务，看似一举化解了眼前的债务危机。与此同时，30 日新世界发展宣布重大人事变动，郑裕彤家族继承人之一的郑志刚辞去非执行董事及非执行主席职务，彻底退出新世界发展，这也是继 2024 年 9 月郑志刚辞任首席执行官后，最终与集团完全切割。

尽管港资房企普遍以低杠杆著称，经历过亚洲金融危机的洗礼，但在本轮行业周期背景下，作为香港四大家族之一郑家的地产企业——新世界发展似乎并不能独善其身，此次获批巨额银团贷款，新世界发展又是否能摆脱困境？

4 笔美元永续债延迟派息引质疑，并不可视作一般债务违约

事件的起因源于 4 笔美元永续债的延迟派息，根据新世界发展年报，截止 2024 年底新世界发展共有 5 笔美元永续债共计 354 亿港元，而此次涉及延迟派息的是其中四笔（下表标粗部分）。

表：2024 年新世界发展持有美元永续债情况

首次发行时间	永续债名称	最近分派支付日期	票面利率
2022 年 6 月	5 亿美元 C 系列永续证券	2025 年 6 月 16 日	6.15%
2021 年 6 月	12 亿美元 B 系列永续证券	2025 年 6 月 10 日	4.13%
2020 年 12 月	7 亿美元 A 系列永续证券	2025 年 6 月 9 日	4.80%
2020 年 6 月	10 亿美元 D 系列永续证券	2025 年 6 月 22 日	5.25%
2019 年 3 月	13 亿美元永续证券	未公布	6.25%

数据来源：企业年报、CRIC

对于永续债属于金融负债还是权益工具，根据现有会计准则，要根据合同具体条款来判断，包括到期日、清偿顺序及利率跳升等间接义务相关条款等。从本质上，是看发行方是否能够无条件避免交付现金或金融资产的义务，如果能够避免，则属于权益工具。

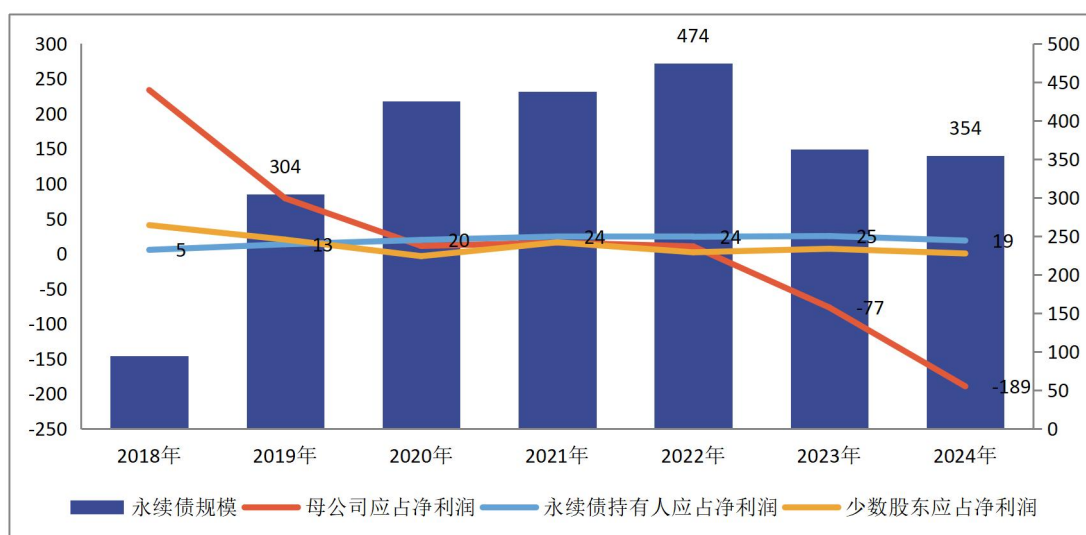
而新世界发展在年报中对其永续债做出如下解释“此等证券并无到期日，且分派可由发行人酌情递延，而可递延分派次数并无限制。”由此来看，该描述是符合会计准则中对权益工具的定义。此外，年报中未有披露永续债拥有潜在利率跳升机制，但披露了股利制动机制，“倘本公司选择向其普通股东宣派股息，新世界发行人则须按认购协议界定之分派率向永续资本证券持有人作出分派。”

但该等条款并不影响永续债被作为权益工具的划分。也正因如此，新世界发展在财报中将永续债划分为权益。由此可见，新世界发展的永续债与一般金融负债仍有本质区别，其派息延迟并不可视作一般意义上的付息违约。

盈利困难叠加现金流紧张，882 亿港元再融资解决燃眉之急

但延迟派息仍从侧面反映出了新世界发展的盈利难题及现金流紧张问题。新世界发展的永续债规模于 2019 年首次超过了 300 亿港元，相应的永续债持有人应占净利润也水涨船高。但由于永续债采用相对固定的票面利率计息，相应持有人的应占净利始终维持在 20 亿港元左右。而新世界发展于 2023 年及 2024 年出现投资物业公允价值亏损以及大幅计提存货跌价准备，致使归母净利润两年累积亏损 266 亿港元，与永续债持有人的盈利形成鲜明对比。

图：历年新世界发展永续债规模及永续债持有人应占净利润（亿港元）



注：由于新世界发展财报会计年度采用 6 月 1 日至次年 5 月 31 日，此处已调整为自然年度。

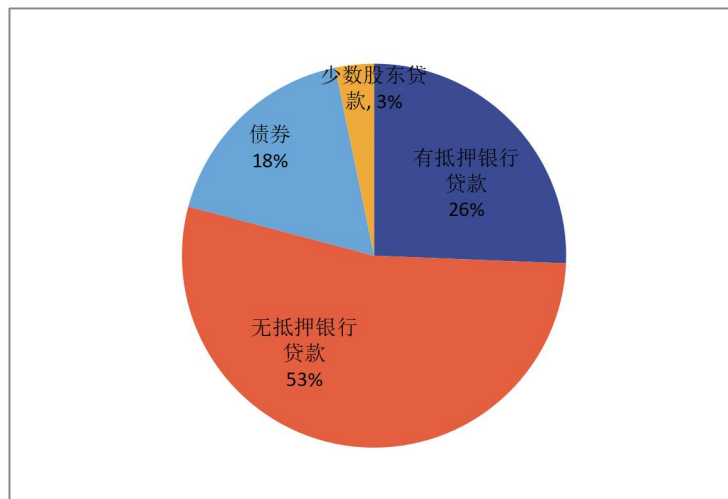
数据来源：企业年报、CRIC

然而造成新世界发展现金流紧张的并非上述的盈利问题，而是大额债务。截止 2024 年底，新世界发展持有现金 219 亿港元（包括受限制现金 4 亿港元），而一年内到期的有息负债高达 326 亿港元，现金短债比 0.67。此外，长期有息负债为 1188 亿港元。

从债务结构看，2024 年底，新世界发展的有息负债合计 1514 亿港元，其中主要为无抵押的银行贷款，规模约 810 亿港元，占比 53%。推测 2025 年 6 月 30 日获批的 882 亿港元再融资计划（包

括应计利息）正是对应了该笔无抵押银行贷款。公告还披露新融资包括多笔不同期限的银行贷款，其中**最早到期日为 2028 年 6 月 30 日**。随着再融资计划落地，能暂时解决新世界发展的燃眉之急。

图：2024 年新世界发展有息负债构成情况

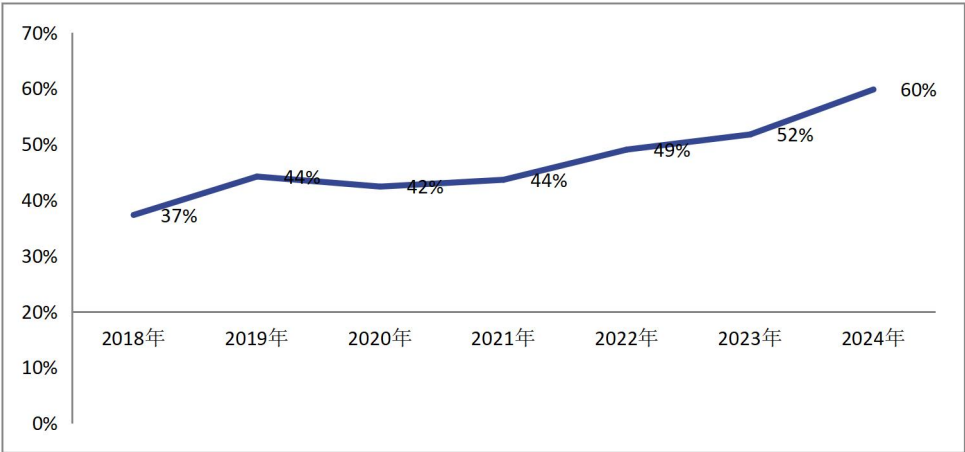


数据来源：企业年报、CRIC

回报周期长且流动性弱是主要问题，优质资产兜底预计影响有限

与内地房企不同，新世界发展的净负债率并不算高。截止 2024 年底，新世界发展的净负债率为 60%，而 2024 年内房企 50 家样本企业净负债为 98%。新世界发展的总资产为 4276 亿港元，其中**投资物业是核心资产**，以公允价值计量的账面价值为 2058 亿港元，占总资产的 48%；此外持作发展物业、发展中物业及待售物业合计 824 亿港元，占比 19%；长期股权投资 437 亿港元（主要为以合联营方式持有的开发物业或投资物业），占比 10%。这些投资物业前期往往需要较大的投入，但是**回款周期却相对较长**，在行业下行背景下，这些**资产的流动性变弱**，对新世界发展的现金流造成了压力。

图：历年新世界发展净负债率情况



数据来源：企业年报、CRIC

根据新世界发展以往的现金流量情况，仅 2019 年、2022 年的现金流为净流入，其余年份均为净流出，自 2018 年至 2024 年累计 7 年合计净流出 394 亿港元。净流出的主要原因是融资活动中**偿还债务本金，以及支付股息、股利等**。而投资活动早期主要购置投资物业，现金流为净流出，而 2024 年新世界发展处置非核心资产，包括处置附属公司等，现金流净流入 120 亿港元，但 2024 年经营活动的现金流依然维持净流出。也就是说，**2024 年新世界发展的经营活动以及资产处置无法覆盖各类债务偿还以及利息、股利的支付**。

表：历年新世界发展现金流净额（亿港元）

类别	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
经营活动	-71	37	-9	87	183	62	-7
投资活动	42	-259	-22	25	-60	3	120
融资活动	-90	346	-94	-153	-58	-233	-241
当期现金流净额	-119	124	-125	-41	65	-168	-129

注：由于新世界发展财报会计年度采用 6 月 1 日至次年 5 月 31 日，此处已调整为自然年度。

数据来源：企业年报、CRIC

在此轮经济周期中，新世界发展的各业务板块**均收到不同程度的影响，但相对可控**。首先是物业投资板块，新世界发展每年在投资物业上均有较大的资金投入，同时 2024 年也有多座投资物业竣工落地，但可以发现 2024 年不管是**香港还是内地**的**物业投资营业收入**分别下滑 3%及 4%。此外物业发展板块，由于受存货结转影响，历年营收波动较大，如果从合约销售额来看，内地的合同销售额仍然呈现逐年下滑的趋势，2023 年下降 21%，2024 年下降 8%。

表：历年新世界发展各业务板块营收情况（亿港元）

地区	业务	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	同比
香港	物业发展	57.6	106.2	124.6	29.0	-77%
	物业投资	29.0	27.9	33.4	32.3	-3%
	建筑	232.1	291.7	52.9	79.6	50%
	酒店运营	2.8	2.7	4.0	3.9	-3%
	其他	12.2	17.3	9.4	13.0	37%
内地	物业发展	133.7	86.8	103.1	148.6	44%
	物业投资	20.1	19.0	19.4	18.6	-4%
	建筑	3.6	7.2	6.2	1.8	-71%
	酒店运营	5.0	2.8	5.3	6.2	17%
	其他	37.8	24.9	23.5	18.2	-23%

表：历年新世界发展香港与内地物业发展板块合同销售情况（亿元）

地区	2022 年	2023 年	2024 年
内地整体物业合同销售额	170	134	124
香港应占物业合同销售	79	11	66

注：由于新世界发展财报会计年度采用 6 月 1 日至次年 5 月 31 日，此处已调整为自然年度。

数据来源：企业年报、CRIC

整体来看，新世界发展延迟派发永续债利息，与一般刚性债务违约有本质不同，但永续债利息会累积至下一支付日期，**仍会侵蚀母公司应占利润，影响资本市场表现**。新世界发展的最大挑战，是前期斥巨资投入的投资物业，所形成的债务压力。较长的投资回报周期，以及投资物业的流动性变弱，造成了当前的资金压力。但新世界发展仍有多种应对举措，**一是非核心资产的出售**，目前新世界发展已明确表示有计划出售香港多栋写字楼项目；如 7 月 8 日有报道称，新世界发展拟 28.5 亿出售上海 K11 部分写字楼物业。**二是更多核心资产的抵押贷款**，来拉长整体债务期限，替换高息债务。不可否认的是，新世界发展依然是一家拥有较多优质资产的企业，截止 2024 年底新世界发展的股东权益仍高达 1727 亿港元，其中储备（主要为盈余保留）943 亿港元。有优质资产的兜底，新世界发展的资本操作空间还有很大。

免责声明

数据、观点等引用请注明“由克而瑞研究中心提供”。由于统计时间和口径的差异，可能出现与相关政府部门最终公布数据不一致的情形，则最终以政府部门权威数据为准。文章内容仅供参考，不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。