

## “三道红线” 考验高杠杆房企的存货质量

2020 年 10 月 28 日

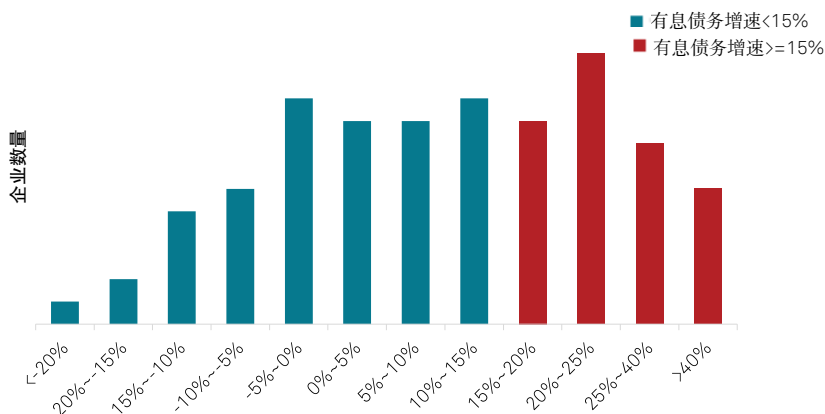
标普信评认为，如果控制房地产企业有息债务增长的监管规则扩大适用范围，长期来看有利于房地产行业整体信用风险的下降，但中短期内高杠杆房企在资本市场的融资空间将被压缩，存货变现将成其缓和流动性压力的关键。

中国人民银行 9 月份表示，针对重点房地产企业的资金监测和融资管理规则将稳步扩大适用范围。从媒体报道来看，新规实施后，所有房企的有息负债年增幅均不能超过 15%。剔除预收款后的资产负债率大于 70%、净负债率大于 100%且现金短债比小于 1 倍的企业，有息负债规模将不得增加。三项指标中仅一项、两项指标超出阈值的企业，有息负债年增速将分别控制在 5%和 10%以内。

最近半年房企债务融资增速较快。在我们跟踪的 87 家样本房企当中，超过 40%的企业截至 2020 年上半年末的有息债务同比增速均超过 15%（见下图）。如果融资新规大范围实施，企业无论现有杠杆水平是高是低，今后或将无法通过激进债务扩张发展业务。

图1

样本房企有息债务同比增速分布：2020年半年末明细



资料来源：Wind，标普信评。

版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

对于杠杆水平高、触碰了一条或者多条监管红线的房企而言，其债务增长空间将会更加逼仄，业务的扩张将更多依赖其存货的快速去化和销售回款的快速流入。在我们的样本中，同时触碰三条红线的房企占了 24.1%，完全没有碰线的企业仅占 12.6%（见下图）。

分析师

刘晓亮，CFA

北京

+86-10-6516-6040

xiaoliang.liu@spgchinaratings.cn

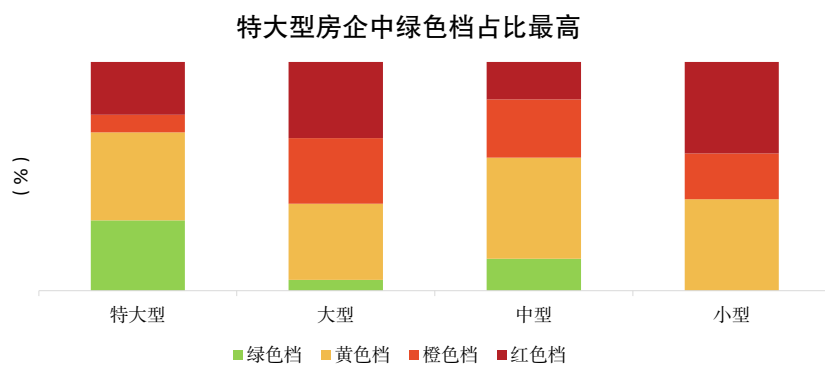
王瑾

北京

+86-10-6516-6034

jin.wang@spgchinaratings.cn

图2



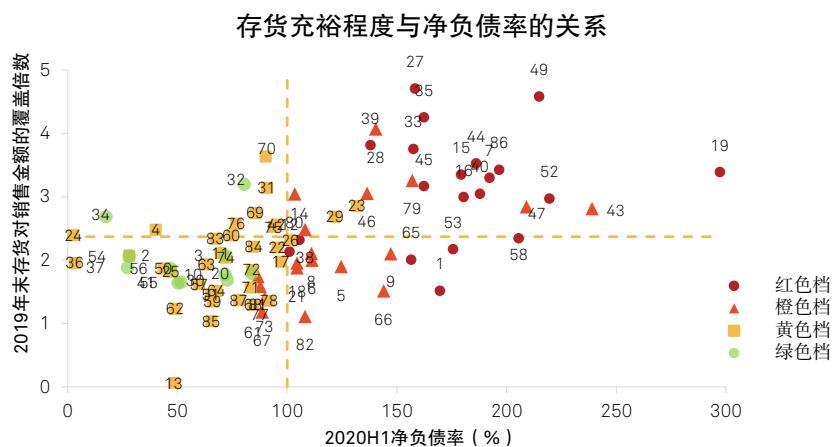
注：根据2020年6月末数据，我们将样本房企分为“红、橙、黄、绿”四档，分别代表触及“三道红线”中的三道，两道，一道和全部指标符合监管要求。另外，我们将样本房企按规模分为四类。“特大型”房企指2019年度并表销售金额大于1000亿元的房地产开发企业，“大型”房企该指标介于500亿元至1000亿元之间，“中型”房企该指标介于100亿元至500亿元之间，“小型”房企该指标低于100亿元。  
资料来源：Wind，标普信评。  
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

略显矛盾的是，我们认为存货水平过低或过高的企业都有可能因为销售回款不足，而承受流动性风险上升的压力。

对于存货不足的房企而言，在有息负债无法增长的情况下，销售回款现金流入可能不足以覆盖短期到期债务、建安支出、土地购置以及投资等必要现金流出，融资新规的实施会造成短期流动性风险上升。

部分企业持有的存货相对于自身销售规模显得过于庞大，则有可能是因为竞争优势较弱，经营效率较低，无法实现持续较快速的销售回款，也可能是因为存货覆盖区域相对集中，或者在三四线及以下城市占比较高，面临一定的区域政策限制或市场需求不足的问题。标普信评认为，如何将低质量存货转换为现金，是融资新规实施后企业面临的重点考验。

图3



注：水平虚线代表覆盖倍数的平均水平。存货对销售金额的覆盖倍数=2019年末存货/2019年并表销售金额。境内上市及发债房企2019年并表销售金额=2019年销售商品、提供劳务收到的现金。境外上市房企2019年并表销售金额=2019年预收款-2018年预收款+2019年营业收入（1+5%）。  
资料来源：公司公告，Wind，标普信评。  
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

本报告不构成评级行动。

## 附件

公司编号、中文全称、中文简称对照表

中文编号	中文全称	中文简称
1	绿地控股集团有限公司	绿地控股
2	万科企业股份有限公司	万科
3	保利发展控股集团股份有限公司	保利地产
4	招商局蛇口工业区控股股份有限公司	招商蛇口
5	金科地产集团股份有限公司	金科股份
6	深圳华侨城股份有限公司	华侨城
7	华夏幸福基业股份有限公司	华夏幸福
8	阳光城集团股份有限公司	阳光城
9	江苏中南建设集团股份有限公司	中南建设
10	金地(集团)股份有限公司	金地集团
11	美的置业集团有限公司	美的置业
12	荣盛房地产发展股份有限公司	荣盛发展
13	大连万达商业管理集团股份有限公司	万达集团
14	四川蓝光发展股份有限公司	蓝光发展
15	北京首都开发股份有限公司	首开股份
16	珠海华发实业股份有限公司	华发股份
17	杭州滨江房产集团股份有限公司	滨江集团
18	大悦城控股集团股份有限公司	大悦城
19	中国铁建房地产集团有限公司	中铁地产
20	四川新希望房地产开发有限公司	新希望地产
21	俊发集团有限公司	俊发集团
22	联发集团有限公司	联发集团
23	融侨集团股份有限公司	融侨集团
24	新力地产集团有限公司	新力集团
25	重庆市迪马实业股份有限公司	迪马股份
26	广州珠江实业集团有限公司	珠江实业
27	中国电建地产集团有限公司	电建地产
28	北京城建投资发展股份有限公司	城建发展
29	石榴置业集团股份有限公司	石榴置业
30	重庆华宇集团有限公司	重庆华宇
31	北京北辰实业股份有限公司	北辰实业
32	信达地产股份有限公司	信达地产

33	新湖中宝股份有限公司	新湖中宝
34	上海世茂股份有限公司	世茂股份
35	广东珠江投资股份有限公司	珠江投资
36	当代节能置业股份有限公司	当代置业
37	上海大名城企业股份有限公司	大名城
38	鑫苑(中国)置业有限公司	鑫苑置业
39	天津广宇发展股份有限公司	广宇发展
40	重庆协信远创实业有限公司	协信远创
41	广州番禺海怡房地产开发有限公司	番禺海怡
42	北京鸿坤伟业房地产开发有限公司	鸿坤伟业
43	中交地产股份有限公司	中交地产
44	中天金融集团股份有限公司	中天金融
45	汕头花园集团有限公司	汕头花园
46	上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司	陆家嘴
47	天地源股份有限公司	天地源
48	云南城投置业股份有限公司	云南城投
49	格力地产股份有限公司	格力地产
50	中粮置业投资有限公司	中粮置业
51	碧桂园控股有限公司	碧桂园
52	中国恒大集团	中国恒大
53	融创中国控股有限公司	融创中国
54	中国海外发展有限公司	中国海外发展
55	龙湖集团控股有限公司	龙湖集团
56	华润置地有限公司	华润置地
57	世茂集团控股有限公司	世茂房地产
58	广州富力地产股份有限公司	富力地产
59	新城发展控股有限公司	新城发展
60	绿城中国控股有限公司	绿城中国
61	雅居乐集团控股有限公司	雅居乐集团
62	龙光集团有限公司	龙光集团
63	旭辉控股(集团)有限公司	旭辉控股集团
64	远洋集团控股有限公司	远洋集团
65	中国奥园集团股份有限公司	中国奥园
66	佳兆业集团控股有限公司	佳兆业集团
67	中国金茂控股集团有限公司	中国金茂
68	时代中国控股有限公司	时代中国控股

69	越秀地产股份有限公司	越秀地产
70	正荣地产集团有限公司	正荣地产
71	建业地产股份有限公司	建业地产
72	中国海外宏洋集团有限公司	中国海外宏洋集团
73	宝龙地产控股有限公司	宝龙地产
74	合景泰富集团控股有限公司	合景泰富集团
75	禹洲集团控股有限公司	禹洲集团
76	路劲基建有限公司	路劲
77	中骏集团控股有限公司	中骏集团控股
78	花样年控股集团有限公司	花样年控股
79	首创置业股份有限公司	首创置业
80	合生创展集团有限公司	合生创展集团
81	佳源国际控股有限公司	佳源国际控股
82	景瑞控股有限公司	景瑞控股
83	瑞安房地产有限公司	瑞安房地产
84	德信中国控股有限公司	德信中国
85	朗诗绿色地产有限公司	朗诗地产
86	阳光 100 中国控股有限公司	阳光 100 中国
87	众安集团有限公司	众安集团

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2020 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，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。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、特殊或后续的损失、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、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）的附属企业。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](http://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。