

房企降杠杆含金量几何？

2021 年 6 月 29 日

要点

- 100 家样本房企平均而言，除净负债率改善较多外，扣除预收后的资产负债率改善不明显，现金短期债务比有所恶化。
- 我们认为，行业整体降杠杆的含金量不高，更多的房企倾向于运用财务运作手段，如增加少数股东权益和将项目移出合并范围来改善“三道红线”核心杠杆指标，经营效率提升的企业在样本中占比不高。
- 我们认为，通过经营效率提升改善财务杠杆的企业长期发展前景较好；过度财务运作的企业表外负债和明股实债的规模或已明显提升，潜在风险较高。
- 我们注意到，行业平均现金短期债务比有所下降，今后一段时间，流动性风险或将成为引发房企信用事件的重要触发因素。

分析师

刘晓亮

北京

+86-10-6516 6040

Xiaoliang.liu@spgchinaratings.cn

钟晓玲

北京

+86-10-6516 6051

May.zhong@spgchinaratings.cn

标普信评选取了 100 家在中国境内上市或者发债的房地产开发企业作为样本进行分析。我们发现，尽管房地产开发企业受“三道红线”监管要求的影响纷纷降低表内财务杠杆，以减少自身触及红线的数量，但是行业整体杠杆改善情况有限，且多数房企更倾向于使用增加少数股东权益或者将房地产开发项目移至表外等方式改善并表范围内的财务杠杆。

我们认为，通过经营效率提升降低财务杠杆的开发企业具有更好的发展潜力，并可能在行业整体偏紧的外部环境下逐步提升自身信用水平；财务运作较为显著的开发企业长期来看仍将面对隐性负债带来的信用压力。

此外，在行业融资环境整体偏紧的环境下，需要关注流动性指标恶化和流动性压力较大的房企，这些企业往往经营效率偏低，财务杠杆很高，发生信用风险事件的可能性较大。

为了衡量企业经营效率的提升情况，标普信评采用现金流意义下的存货周转率（经毛利率调整后的销售商品、提供劳务收到的现金/当年存货均值）为指标，计算 2019 年和 2020 年的该指标值并进行比较，若 2020 年存货周转率高于 2019 年，则认为该企业在 2020 年经营效率有所提升，反之为下降。

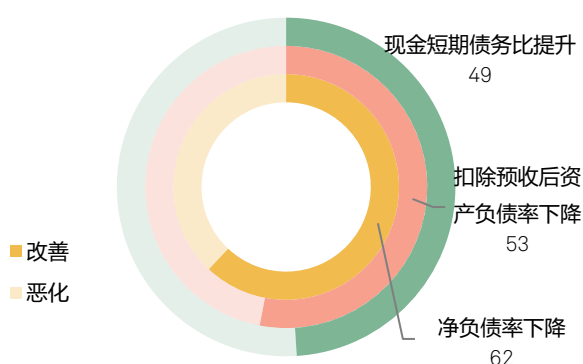
为了衡量企业少数股东权益增加以及表外项目增加情况，标普信评综合考虑企业当年少数股东权益、长期股权投资和其他应收款的增速，该增速若超过当年总资产增速，我们则认为少数股东权益和表外项目的扩张超出了企业整体的发展水平，该企业的财务运作比较显著，反之为不显著。

“三道红线”核心指标改善有限¹

从“三道红线”的核心指标变化上看，行业整体降杠杆情况并不乐观。100 家样本企业中 62 家企业的净负债率有所下降，扣除预收后资产负债率下降的有 53 家，现金短期债务比提升的只有 49 家。我们认为，这主要是由于净负债率指标的分子和分母均可以通过增加销售回款、出售项目股权、调整少数股东权益占比等多种方式进行调节，而扣除预收后的资产负债率与企业销售能力和市场情况相关性较高，现金短期债务比关乎企业的资本结构且受多种因素影响，较难直接进行调节。

图1

三道红线核心指标改善情况



注：样本为100家境内外上市和发债的房地产开发企业，以下同。

资料来源：标普信评，Wind

版权©2021标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

行业整体指标均值的变化也印证了上述分析。2020 年末样本企业净负债率均值由 2019 年末的 103.6% 下降到 95.8%，下降较为明显；但扣除预收后的资产负债率仅较 2019 年下降 0.8 个百分点至 69.5%；现金短期债务比均值甚至出现恶化，由 2019 年的 2.51 倍下降到 1.83 倍，显示全行业流动性压力有所提升，这或与 2020 年下半年房地产开发企业融资环境收紧有关。

房企整体倾向于进行财务运作，经营效率提升不明显

标普信评观察到，100 家样本房企整体经营效率提升有限。2020 年，样本企业存货周转率中值为 0.32，仅较 2019 年的 0.30 略有提升。但同期样本企业的少数股东权益、长期股权投资和其他应收款中值分别同比增加 54.6%、20.4% 和 21.6%。作为对照，样本企业总资产中值 2020 年同比仅增长 10.2%，这显示样本企业整体上大幅扩大了自身少数股东权益规模，提升了表外项目占比，财务运作迹象较为显著。从企业数量上看，100 家样本企业中 65% 的企业存在较为明显的财务运作迹象，仅有 47% 的企业的经营效率有所提升。同时我们发现，存在较为明显的财务运作迹象的企业涵盖国有和民营房企，以及各类大、中、小型开发企业，这表明采用财务方式降低表内杠杆已经成为行业通行的做法。

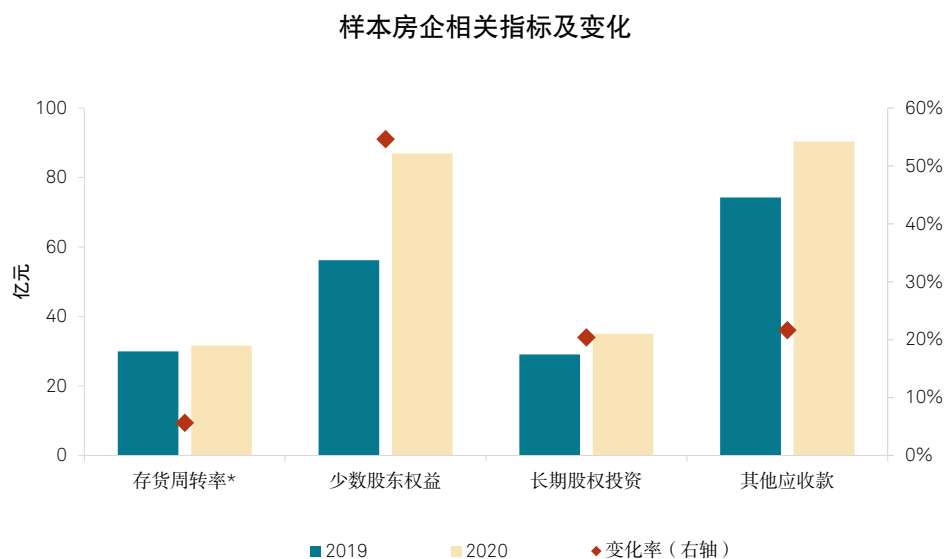
¹本文中“三道红线”杠杆指标的计算公式：

净负债率 = (带息债务 - 货币资金) / 所有者权益 * 100%

现金短期债务比 = 货币资金 / (短期借款 + 应付票据 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债)

扣除预收后的资产负债率 = (总负债 - 合同负债和预收账款) / (总资产 - 合同负债和预收账款) * 100%

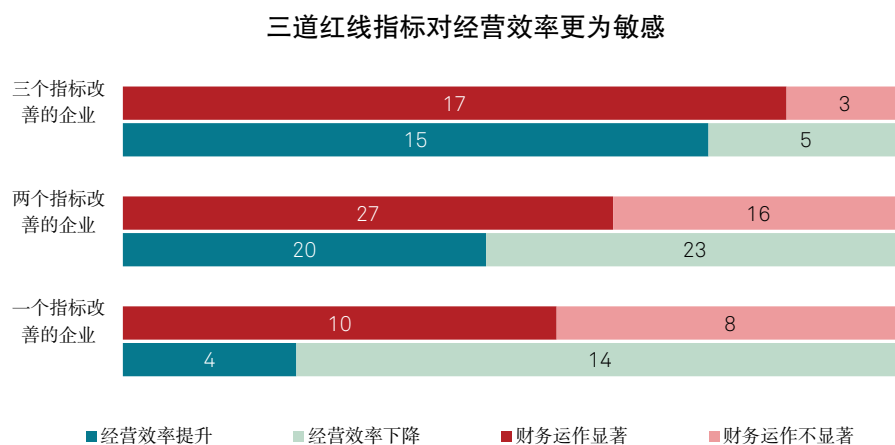
图2



提升经营效率是有效降低财务风险的长远之计

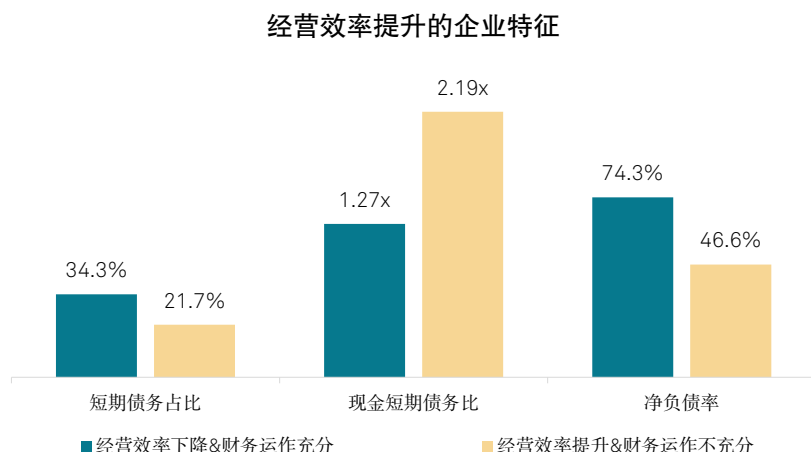
标普信评认为，尽管提升经营效率需要付出更多努力，但长远而言是降低房企财务杠杆的最有效方法。从 2020 年样本企业的情况来看，财务杠杆的下降是财务运作和经营效率提升的综合结果，其中经营效率的提升对降低财务杠杆的作用更为显著。在 100 家样本企业中，至少一个指标出现改善的企业共 81 家，随着“三道红线”核心指标下降数量的增加，经营效率提升的企业占比显著增加，具体如下图所示。在一个指标改善的 18 家企业中仅有 4 家经营效率有所提升，仅占该类企业的 22%；而三个指标均改善的 20 家企业中，有 75% 的企业均为经营效率改善的主体。

图3



我们认为，通过经营效率提升降低财务杠杆的开发企业具有更好的发展潜力，并可能在行业整体偏紧的外部环境下逐步提升自身信用水平；财务运作较为显著的开发企业长期来看仍将面对隐性负债带来的信用压力。在我们的样本中，经营效率提升明显的企业经营的安全性较强，融资空间充足，债务结构合理。我们认为，在外部融资环境偏紧的情况下，这些企业经营更加稳健，未来发展空间更大。以绿城房地产集团有限公司为例，公司主要通过推动销售、提升销售回款规模来提升经营效率。2020 年公司经营现金流入 1018 亿元，较 2019 年明显提升 31.9%，尽管同期公司存货也明显增加，公司现金流意义下的存货周转率仍略有提升。此外，公司对其他应收款、长期股权投资规模的控制较好，并未明显超出公司整体资产增长规模。

图4



注：数据均为样本企业2020年末数据中值，纵坐标不可比

资料来源：标普信评，Wind

版权©2021标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

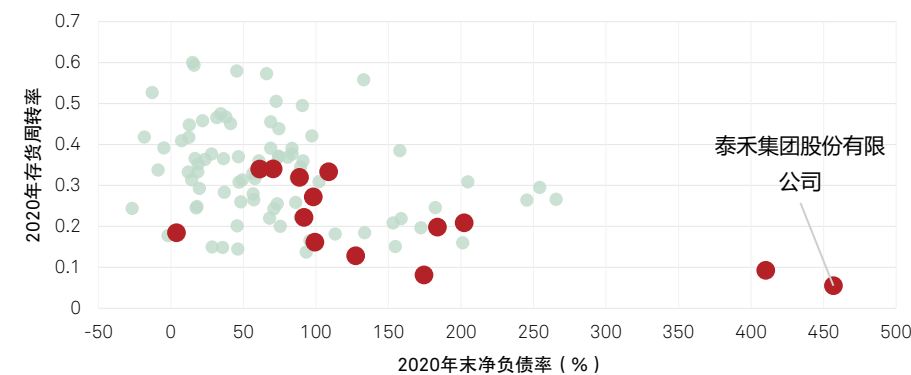
流动性压力或将成为重要的风险触发因素

标普信评认为，样本企业现金短期债务比均值下降表明行业整体流动性压力提升。若房企融资环境持续偏紧，流动性风险或将成为引发房企信用事件的重要触发因素。

我们认为，流动性压力较大的房企同时也面临经营和再融资压力。100 家样本房企中，16%的企业 2020 年末现金短期债务比较 2019 年下降且小于 1 倍，表明这些企业的流动性压力逐步加大并且流动性风险较高。这些企业同时表现出存货周转率较低和净负债率较高的特征，如下图所示。我们相信流动性压力是企业经营效率偏低和再融资难度较大的结果，这些企业在当前的行业融资环境下个体信用质量较为脆弱。

图5

流动性压力较大的房企面临经营和融资的双重压力



注：红色数据点代表样本中2020年现金短债比下降且小于1倍的企业，蓝色数据点代表样本中其他企业。
部分极端值数据未出现在图中。
资料来源：标普信评，Wind
版权©2021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。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2021 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。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 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。