

# 研报

杠杆上的博弈：周转型、利润型等四类房企的钱都从哪来？

克而瑞研究中心

2021-5

# 杠杆上的博弈：周转型、利润型等四类房企的钱都从哪来？

研究员 房玲、陈家凤

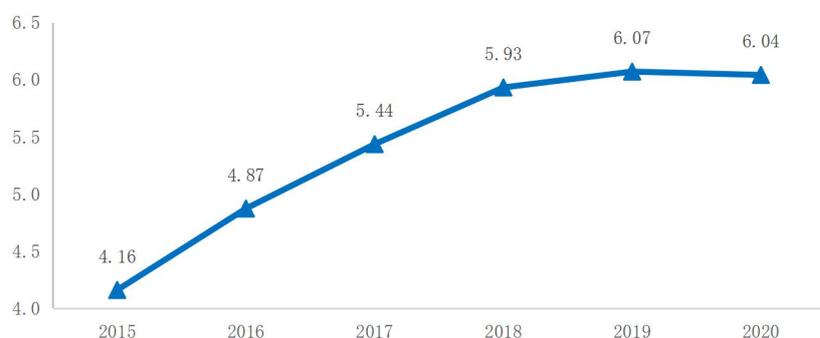
2021年5月20日，基金业协会要求暂停对基金子公司房地产供应链非标产品的备案，监管再次打击以资管计划为通道的非标业务，与前期“三道红线”、“两道红线”和“压降融资类信托规模”等融资调控一脉相承，反映房地产融资环境处于高度紧张的状态。在融资政策收紧，资金成本上升而拿地利润率滑坡的当下，房企通过财务杠杆撬动规模发展的途径受到制约，倒逼财务杠杆逐渐向合作与经营杠杆转移。

本文以周转和盈利作为两个衡量维度，将房企划分为周转型、利润型、均好型和压力型等四类，对四类房企各自的权益乘数进行拆解，分析各类型房企更依赖哪类杠杆？并展望不同类型房企未来价值的提升途径可能有哪些？

## 权益乘数首次下滑，房企转向合作与经营杠杆

2020年房地产行业权益乘数首次下滑。2015-2019年98家样本房企加权平均的权益乘数常年维持上升趋势，并于2019年达到峰值6.07倍。2020年监管出台“三道红线”新规，对房企全口径的债务规模（含合作方的股东投入、往来款和供应链融资等）进行全方面监管，同年98家样本房企加权平均的权益乘数同比略微下滑0.48%至6.04倍。

图：2015-2020年98家样本房企加权平均的权益乘数



数据来源：企业年报、CRIC整理

根据不同的资金来源，权益乘数可分拆为财务杠杆、合作杠杆和经营杠杆三者之和。其中，财务杠杆指房企对金融机构借贷的有息负债率，而合作杠杆则是房企利用合作方

的资金来撬动规模，实则也属于杠杆。值得注意的是，本文的经营杠杆是剔除预收款后的，指房企通过无偿占用供应链或关联方资金的方式来变相加杠杆。

**政策高压倒逼房企由财务杠杆向合作与经营杠杆转移。**2015-2018年样本房企加权平均的三大杠杆均呈上升趋势，直至2018年房地产融资环境开始收紧，多数房企提出降杠杆，2019年以来样本房企的财务杠杆开始下滑，同时房企将财务杠杆的下滑压力转移附加至合作与经营杠杆上。**2020年经营杠杆的利用程度首超财务杠杆**，98家样本房企加权平均的经营杠杆2.31倍，同比明显上升5.66%，财务杠杆同比显著下滑8.76%至2.18倍，而合作杠杆1.55倍，同比增加3.71%。

图：2015-2020年98家样本房企三大杠杆加权平均的情况

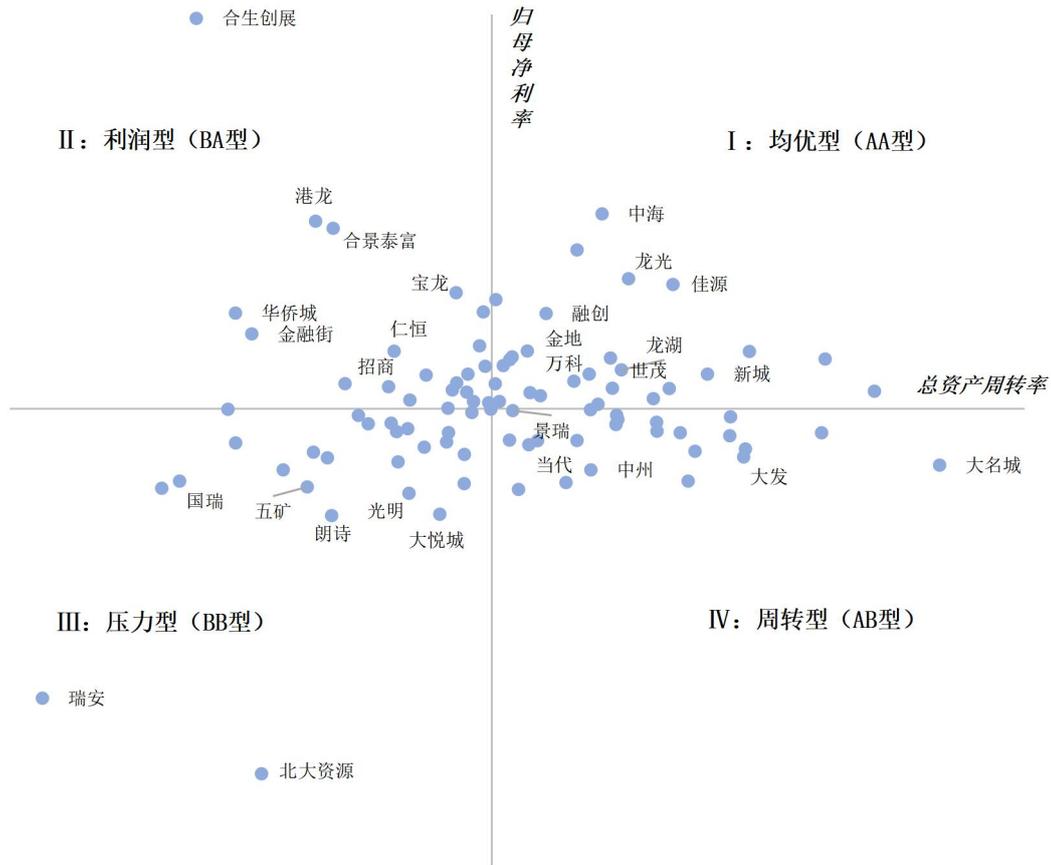


数据来源：企业年报、CRIC整理

## 周转型房企全面加码三大杠杆，利润型杠杆利用效率不足

以周转和盈利作为两个衡量维度划分房企类型。用总资产周转率来衡量房企的周转能力，并以此为X轴，同时盈利能力以归母净利率来衡量，并将其作为Y轴，原点设定为各自的中位值，将样本房企分为四类：均好型、利润型、压力型和周转型，划分后的各类型房企数量相对均衡，周转型和利润型各23家，均优型和压力型各26家。

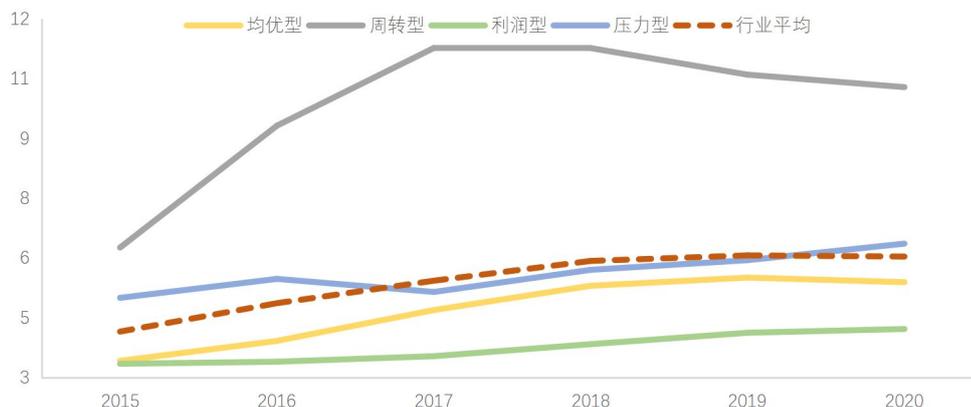
图：98家样本房企划分类别的散点图



数据来源：CRIC 整理

从四类房企整体权益乘数加权的結果来看，周转型 > 压力型 > 均优型 > 利润型。2015 年以来周转型房企权益乘数大多高达 9.3-11.5 倍，远超同期其余房企；同样压力型房企的权益乘数基本与同期行业均值齐平，处于 5.0-6.4 倍，位列第二。其余均优型和利润型房企的权益乘数相对偏低，反映各自对杠杆的利用程度较低，相应地其整体承担的风险也相对较低。

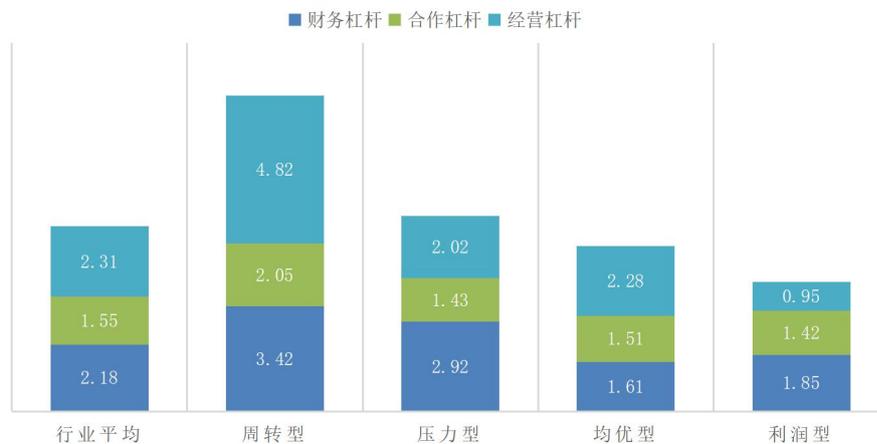
图：2015-2020 年四类房企权益乘数的趋势



数据来源：企业年报、CRIC 整理

通过分拆四类房企的权益乘数，分析不同类型房企对三大杠杆的依赖程度。以 2020 年的截面数据为例，从四类房企各维度杠杆的加权结果来看，**财务杠杆**的运用上，**周转型>压力型>利润型>均优型**。财务杠杆具备门槛较低、对规模撬动效应较明显的优势，但在融资环境收紧、资金成本上升的当下，其负面效应愈发明显。2020 年利润型和均优型房企的财务杠杆 1.85 和 1.6，远低于周转型和压力型房企的 3.42 和 2.92。整体而言，**高盈利能力房企对财务杠杆的运用程度偏低**，虽然该类房企对金融机构借贷资金的使用效率略有不足，但能相应减少利息支出对利润的侵蚀。

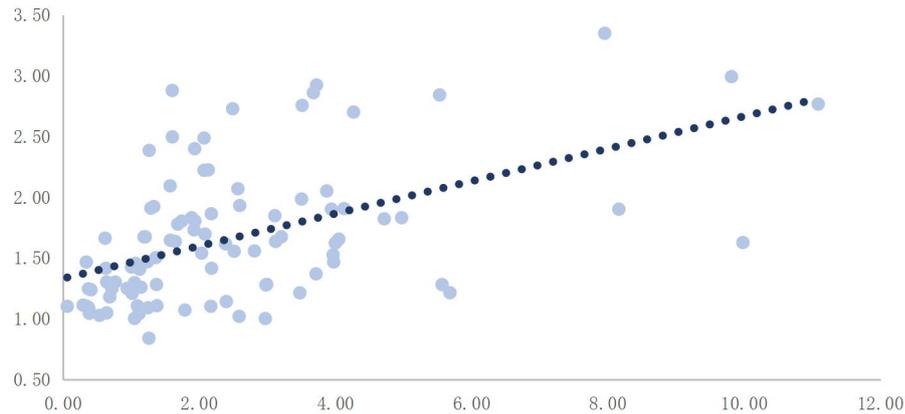
图：2020 年四类房企财务、合作与经营杠杆的加权平均情况



数据来源：企业年报、CRIC 整理

从**合作杠杆**的角度来看，**周转型>均优型>压力型>=利润型**。相较于财务杠杆，合作杠杆较为中性，对规模增长提供助力的同时，也可能侵蚀房企未来归属于母公司的盈利空间。另外，合作杠杆门槛较高，对房企品牌输出和运营管理都提出颇高要求。品牌输出方面，规模房企的合作开发比例明显高于中小房企，且往往都是独立操盘方；运营管理上，合作开发难免存在多方互为博弈的可能，可能存在诸多沟通不畅、项目前期遗留历史问题较多或实际管理介入困难等隐形成本，从而影响项目开发周期，因此通常要求合作方具备高效的周转能力，对项目运营流程管控更为标准化和精细化。2020 年周转型和均优型房企的合作杠杆 2.05 和 1.51，高于压力型和利润型房企的 1.43 和 1.42，一定程度上反映**高周转能力房企对合作杠杆的运用程度较高**，而利润型房企考量到利润诉求时，往往不太倾向利用合作开发的打法。

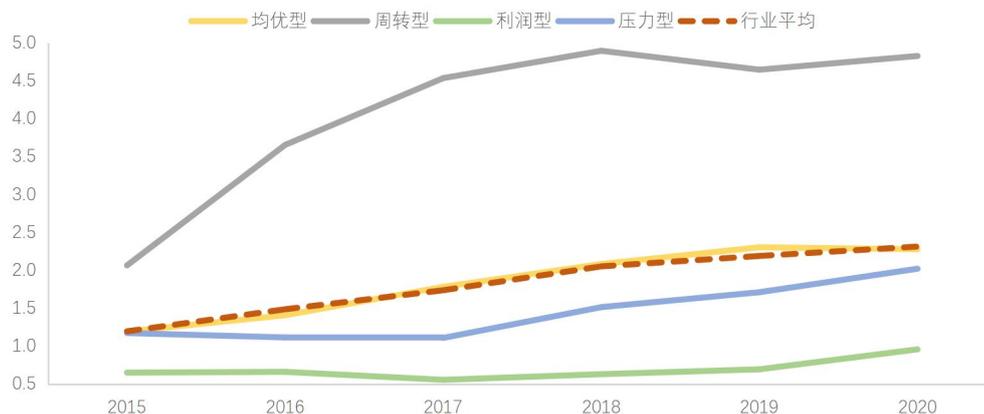
图：2020 年样本房企周转能力（横轴）与合作杠杆（纵轴）的拟合曲线



数据来源：企业年报、CRIC 整理

经营杠杆方面，周转型>均优型>压力型>利润型。四类房企对经营杠杆的运用程度与合作杠杆的趋势类似，主要缘于经营杠杆是衡量房企对合作方及关联方或上游经营类往来债务的无偿占用情况。一方面，高合作杠杆的房企，与合作方（含金融机构，如明股实债）往来款项更多，导致经营杠杆也会更高；另一方面，当前合作比例较高的房企通常销售排名更靠前，这类规模房企对上游供应商的议价能力较强，更有可能挤占供应链的资金，带来更高的经营杠杆。2020年周转型和均优型房企的合作杠杆4.82和2.28，高于压力型和利润型房企的2.02和0.95，利润型房企经营杠杆的运用略显不足。

图：2015-2020年四类房企加权平均经营杠杆的趋势



数据来源：企业年报、CRIC 整理

整体来看，首先，周转型房企权益乘数最高，加杠杆程度最猛，财务、合作与经营杠杆全部顶格加满，未来整体杠杆的提升空间有限，中短期可能面临诸多降杠杆的压力；

其次，压力型房企权益乘數位列第二，整体杠杆水平相对偏高，且杠杆主要体现在有息的财务杠杆上，而门槛较高、效果更正面的合作与经营杠杆的利用相对不足，三道红线后财务杠杆驱动规模的模式难以维持，未来还是要提升自身管理能力和运营效率，

适当提升合作开发比例，实现财务杠杆逐步向其余杠杆转移；

最后，均优型和利润型房企整体杠杆水平偏低，其中均优型房企杠杆内部结构最优质，更依赖合作与经营杠杆，在获得杠杆效应的同时，承担了较低的财务风险；而利润型房企对杠杆的利用程度明显不足且相对更依赖财务杠杆，相应会拖累未来规模发展。

表：四类房企对三大杠杆的依赖程度

类型		权益乘数	财务杠杆	合作杠杆	经营杠杆
AB	周转型	++++	++++	++++	++++
BB	压力型	+++	+++	++	++
AA	均优型	++	+	+++	+++
BA	利润型	+	++	+	+

数据来源：CRIC 整理

### 免责声明

数据、观点等引用请注明“由易居·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。