

超 2 万亿债务重压下，房企是否抓住了减负机遇？

CRIC 研究中心研究员：房玲 尹鹏

在经历了 2014 年的销售“寒冬”之后，行业在 2015 年迎来了一二线城市的爆发，带动了企业销售的回升，同时宽松的货币环境为房企新一轮的扩张带来了充足的资金，房企的债务结构也因此得到优化。在经历了这一轮债务置换之后，不少房企的债务压力得以缓解，但是居安当思危，况且整体的经济增速在放缓，房企仍需警惕财务风险。目前，房地产企业 2015 年年报陆续发布完毕，不少房企实现增收增利，那么备受关注的偿债能力和压力如何？

为了解企业的偿债能力，我们选择现金、短期有息负债、长期有息负债、总有息负债、现金短债比、长短期负债比、净负债率、平均融资成本等指标进行分析。

样本范围：

2015 年中国房地产企业销售 TOP100 排行榜企业中 35 家上市企业

第一梯队 1000 亿元以上：万科、恒大、绿地、万达、中海、保利地产、碧桂园；

第二梯队 500-1000 亿元：华润、融创、绿城、世茂、金地、招商、龙湖、富力；

第三梯队 250-500 亿元：雅居乐、远洋、新城、首创、保利置业、旭辉、中国金茂、阳光城、首开、金科；

第四梯队 250 亿元以下：越秀、龙光、时代、合景泰富、中骏、禹州、建业、金融街、中国奥园、宝龙。

涉及指标计算公式：

现金短债比=现金（含受限现金）/短期有息负债；长短期负债比=长期有息负债/短期有息负债；

净负债率=（短期有息负债+长期有息负债-持有现金）/应占股东权益（不含永续债）；

平均融资成本=借款利息（资本化利息之前）/AVERAGE(2015 年长期有息负债+短期有息负债, 2014 年长期有息负债+短期有息负债)。

一、房企债务、现金水平双增长，多数企业抵御风险能力增强

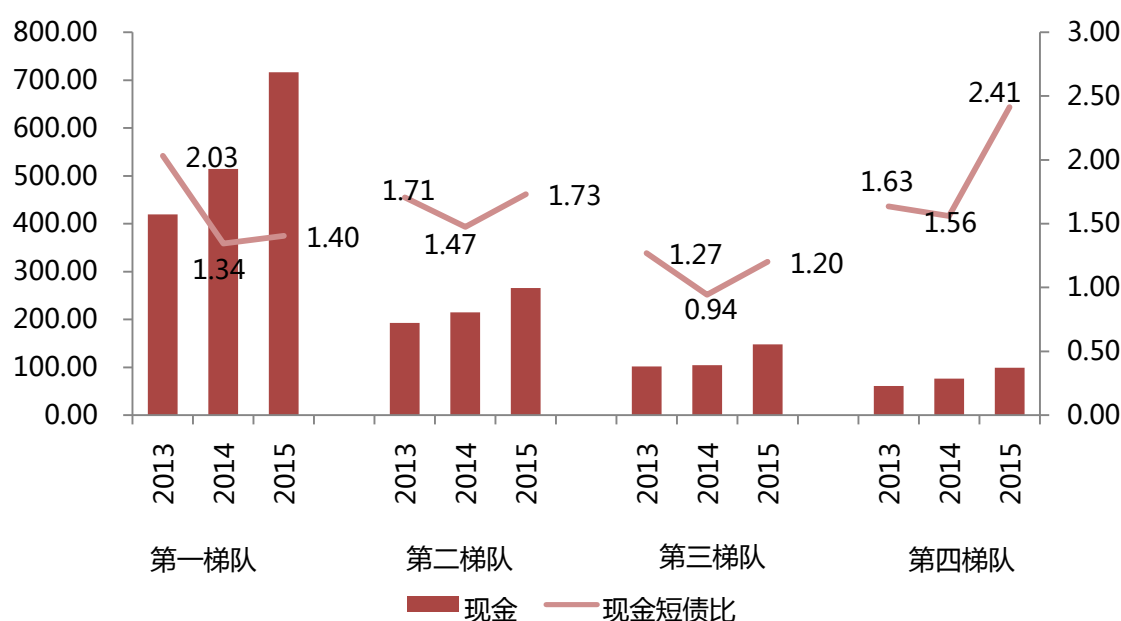
1、政策环境+策略转变，房企现金持有量大幅增长（部分略）

2015 年 35 家典型上市房企的现金持有量在 9609.21 亿元，同比增长 34.81%；短期有息负债 6443.63 亿元，同比增长 18.29%；现金短债比 1.49，同比增长 13.96%。从数据可以看出，2015 年在房企持有现金量大幅增长的情况下，短期有息负债增速相对较低，房企的现金短债结构大幅优化。事实上，这样的变化有几方面原因：

1) 2015 年上市房企采取债券+股权的方式，大量融资；2) 在经营策略上强调回款率，如保利地产 2015 年的回款率达企业历史最高值 99%；3) 14 年的市场行情为房企打了预防针，要持有一定的现金应对市场波动；4) 热门城市竞争激烈、地价上涨，行业并购机会增多，企业对“现金”需求增多。

当前房企现金的增多有赖于整体宽松货币环境带来的便利，目前来看，货币政策并没有收紧趋势，而且房企的跨界金融以及金融创新的趋势越来越强，因此，企业的现金短债比在未来的一段时间依然会保持较好水平。不过考虑到国际的汇率风险等，建议企业进行适当的降低现金比例，增大投资力度。

图：典型房企 2013-2015 年平均持有现金量(含受限制现金)及现金短债比(单位：亿元)

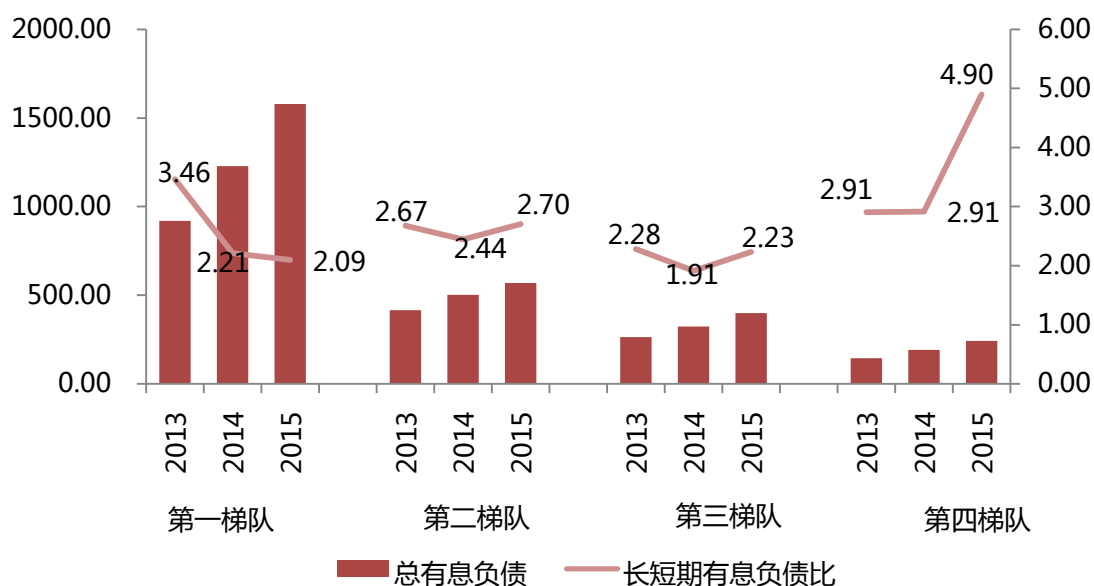


数据来源：企业年报，克而瑞研究中心

2、机遇期充分实现债务置换，债务长期化趋势明显（部分略）

2015 年 35 家典型房企的有息负债总规模达 22001.06 亿元，同比增长 23.89%，长短期债务比为 2.41。从结构上来看，35 家典型房企在扩大债务规模促进发展的同时，保持了较好的长短债比，保障企业长期且稳定的发展，主要原因是 2015 年企业发债较多且以长期债为主。

图：典型房企 2013-2015 年平均总有息负债及长短期债务比（亿元）

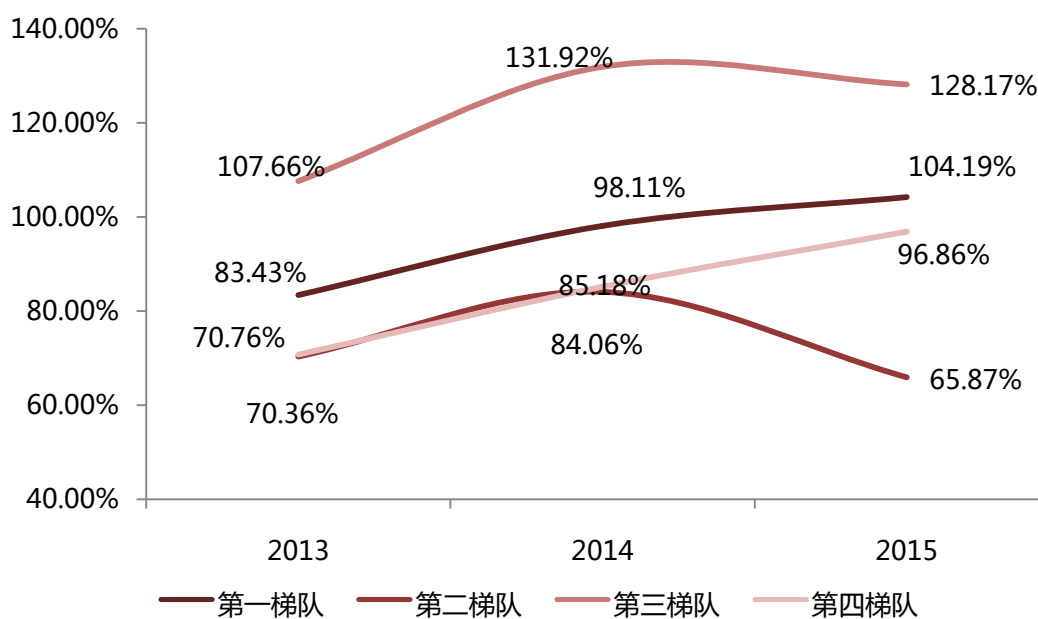


数据来源：企业年报，克而瑞研究中心

3、净负债率水平总体下降，扩张期企业杠杆仍维持高位（部分略）

2015年35家典型企业的净负债率为96.56%，较2014年下降1.75个百分点，尽管典型房企在15年大量发债，典型房企并没有出现杠杆快速升高的现象，相反负债率水平得以有效控制，甚至可以说“稳中有降”。

图：典型房企2013-2015年平均净负债率水平（含永久债券）



数据来源：企业年报，克而瑞研究中心

二、重点企业偿债能力大 PK

下面我们将从现金、负债、短期偿债能力、长期偿债能力及融资成本控制五个方面对房企进行详细分析。

1、谁是最有钱的房企？

从 35 家重点企业 2015 年持有现金绝对量来看，企业规模越大，相应的现金也越多。第一梯队处于绝对领先的地位，其中恒大以 1640 亿元成为“最有钱的企业”，现金持有量同比大涨 176%，主要和企业 15 年借贷增多有直接关系。中海地产仅次于恒大持有现金达 819 亿元，主要是企业 15 年投资拿地减少，加上现金回款增加了大量的现金。总体来看央企依然保持较大优势，如华润、招商蛇口等企业，即便处于第二梯队但现金量甚至超过部分千亿房企。中骏、宝龙、新城等企业则是 35 家企业中现金持有量较少的企业，新城则是加大投资力度，因此在手现金偏少，中骏、宝龙则是因为企业规模相对不大，现金持有量有限。

而从 35 家典型企业 2015 年持有现金同比变动幅度来看，除少数企业现金有所减少外，绝大多数企业的现金同比出现明显增长。阳光城成为 35 家典型企业中现金同比增长幅度最大的企业，达 248%，主要原因是企业 2015 年增发引入战略合作伙伴中民投，此外通过非公开发行债券等途径募得大量资金。当然也有如万达、万科、保利地产、龙湖等个别企业，2015 年现金同比有所下降，但这些企业本身信用层级高、资金充裕、债务结构也比较合理，因而现金出现暂时性下滑，并不需要过分担忧。

表：35 家重点企业 2015 年持有现金（含受限制现金）及同比

	企业	现金	同比
第一梯队	恒大地产	1640.22	176%
	中海地产	819.57	100%
	万达集团	731.48	-21%
	万科地产	531.80	-15%
	碧桂园	478.78	76%
	绿地集团	438.09	20%
	保利地产	374.85	-7%
第二梯队	华润置地	458.75	44%
	招商蛇口	406.44	56%
	融创中国	270.58	8%
	世茂房地产	264.10	10%
	富力地产	212.84	7%
	绿城中国	182.39	101%

	龙湖地产	181.60	-5%
	金地集团	150.01	-12%
第三梯队	远洋地产	237.26	45%
	首开股份	195.88	68%
	首创置业	177.48	28%
	旭辉集团	149.05	109%
	保利置业	146.79	3%
	阳光城	137.95	248%
	雅居乐	131.37	15%
	中国金茂	131.34	18%
	金科集团	93.89	25%
	新城控股	77.63	4%
第四梯队	越秀地产	151.68	17%
	合景泰富	125.66	16%
	禹洲地产	119.49	29%
	龙光地产	111.91	49%
	中国奥园	90.36	53%
	时代地产	87.49	61%
	建业地产	87.34	35%
	金融街	85.43	6%
	宝龙地产	67.26	36%
	中骏置业	62.47	32%
总计		9609.21	35%

数据来源：企业年报，克而瑞研究中心

备注：港币统一以汇率 0.8 进行换算

2、谁是负债最多的房企？（略）

3、谁的短期偿债能力最强？（略）

4、谁的长期偿债能力最强？

第一梯队企业中，除绿地、恒大、保利地产外，其余的负债率在 64% 以下。绿地、恒大的净负债率常年高企，2015 年分别为 384%、261%，考虑到两家千亿房企仍处于高速发展阶段，且不断布局多元化业务，企业净负债率水平升高在意料之中，以两家企业的惯用发展模式及背景看，系统性风险暂不会出现。尽管保利地产的负债率仍然高于 100%，但是较 2014 年下降 25 个百分点，企业愈发稳健。

第二梯队中，富力、绿城依然延续了高负债水平，但是绿城较去年微降，考虑到中交入住绿城，绿城的负债率在未来有望进一步降低。第三梯队中净负债率在 100% 以上的有 6

家企业，总体的发展偏向激进型，从拿地情况也可以看出，首创、阳光城 2015 年的投资力度加大。

第四梯队企业的净负债率水平反而是相对较低的，而且如时代、禹州、龙光等企业重点布局为核心一二线城市，2015 年受益于一二线城市火热，企业经营压力小，债务的改善空间大。

表：35 家重点企业 2015 年净负债率及同比

	企业	净负债率	同比	考虑永久债券净负债率
第一梯队	绿地集团	384%	51%	388%
	恒大地产	261%	72%	409%
	保利地产	116%	-25%	116%
	碧桂园	64%	4%	94%
	万达集团	63%	5%	63%
	万科地产	26%	19%	26%
	中海地产	7%	-26%	7%
第二梯队	富力地产	167%	34%	187%
	绿城中国	111%	-2%	124%
	世茂房地产	88%	6%	88%
	融创中国	78%	20%	78%
	金地集团	71%	-5%	71%
	龙湖地产	62%	2%	62%
	华润置地	26%	-22%	26%
	招商蛇口	16%	-92%	16%
第三梯队	金科集团	227%	-9%	227%
	首创置业	215%	10%	215%
	阳光城	195%	-59%	195%
	首开股份	181%	-33%	208%
	新城控股	137%	52%	137%
	保利置业	137%	16%	141%
	中国金茂	81%	-18%	93%
	雅居乐	78%	-13%	91%
	旭辉集团	71%	5%	71%
	远洋地产	68%	-4%	75%
第四梯队	金融街	185%	59%	185%
	中骏置业	118%	4%	136%
	时代地产	102%	-3%	102%
	中国奥园	88%	16%	88%
	禹洲地产	85%	10%	85%
	宝龙地产	78%	5%	84%

	越秀地产	78%	12%	78%
	合景泰富	69%	2%	69%
	龙光地产	65%	-27%	65%
	建业地产	27%	-20%	27%

数据来源：企业年报，克而瑞研究中心

5、谁的融资成本控制力最好？（略）

三、企业综合偿债能力整体提升，“两星”企业仍有改造空间（部分略）

在企业进行单个指标的 PK 后，我们就企业在短期偿债能力、长期偿债能力及融资能力进行了综合评判。

中海、招商、旭辉、龙湖、华润、越秀、时代等七家企业在的综合偿债能力在 35 家企业中名列前茅，我们给予“五星”评价，其中**中海地产各项指标均处于最佳水平，现金短债比及长短期债务比仅次于时代地产，净负债率及融资成本位列第一**。时代地产尽管净负债率偏高，但是债务结构大幅优化，因此在 2015 年房企偿债能力中“脱颖而出”。总体来看，“五星”企业的在短期偿债能力、长期偿债能力及融资能力几个方面均有突出表现，并无明显短板，未来发展持续看好。

表：35 家重点企业偿债能力综合评价（指标项略）

企业	综合评价	企业	综合评价
中海地产	★★★★★	建业地产	★★★
招商蛇口	★★★★★	金地集团	★★★
旭辉集团	★★★★★	新城控股	★★★
龙湖地产	★★★★★	首创置业	★★★
华润置地	★★★★★	融创中国	★★★
越秀地产	★★★★★	宝龙地产	★★★
时代地产	★★★★★	世茂房地产	★★★
中国金茂	★★★★	绿地集团	★★★
远洋地产	★★★★	绿城中国	★★★
禹洲地产	★★★★	中骏置业	★★★
合景泰富	★★★★	保利置业	★★
龙光地产	★★★★	首开股份	★★
金融街	★★★★	雅居乐	★★
碧桂园	★★★★	富力地产	★★
万达集团	★★★★	阳光城	★★
中国奥园	★★★★	金科集团	★★
万科地产	★★★★	恒大地产	★★

保利地产	★★★	/	/
------	-----	---	---

数据来源：企业年报，克而瑞研究中心

在今天的行业背景下，企业仍然有机会降低债务风险。一是充分利用当前“便宜”的债券市场；二是主动涉足金融领域，形成有效互动。**实际今天市场中有大量资金，但是却难找到优质的投资标的，从险资入股房企、信达高价抢地等都可以看到，地产项目或房企依然有很好的保值甚至是增值效用，房企应当抓住机会谋求新的发展。**

目 录

【前言】

一、偿债能力分析指标选择

二、房企债务、现金水平双增长，多数企业抵御风险能力增强

1、政策环境+策略转变，房企现金持有量大幅增长

2、机遇期充分实现债务置换，债务长期化趋势明显

3、净负债率水平总体下降，扩张期企业杠杆仍维持高位

三、重点企业偿债能力大 PK

1、谁是最有钱的房企？

2、谁是负债最多的房企？

3、谁的短期偿债能力最强？

4、谁的长期偿债能力最强？

5、谁的融资成本控制力最好？

四、企业综合偿债能力整体提升，“两星”企业仍有改造空间