

专题 | 应付工程款大幅上升， 9 家房企挤占资金超有息债的 50%

◎ 研究员 / 朱一鸣 汪慧 贡显扬 李丹

此前我们通过对房企“隐形债务”研究发现，越来越多房企通过增加应付工程款达到缓解资金压力、实现债务隐形的目标。其中挤占上下游企业资金作为最常见的隐藏债务方式，尤其为规模房企所利用，由此也引发对挤占资金风险的关注。

房企挤占上下游企业资金现象一直以来较为普遍，这一方面是由房地产行业资金需求大、项目开发周期长等特征所决定，另一方面也得益于房地产行业在产业链的强势地位，具有较强的话语权。但挤占上下游企业资金一般为中短期，尽管为无息债务，但仍会影响总债务规模，并且到期支付在一定程度也会加剧房企流动性压力。同时，房企的偿付能力也将直接影响到供应商的流动性与正常经营，继而反作用到房企项目开发进度上，产生一系列连带风险。基于此，我们认为房企资金挤占情况、以及对相关供应商的影响需进一步探讨，这对于“三条红线”下房企的整体债务风险以及可能产生的产业链风险评估都有重要的参考意义。

01

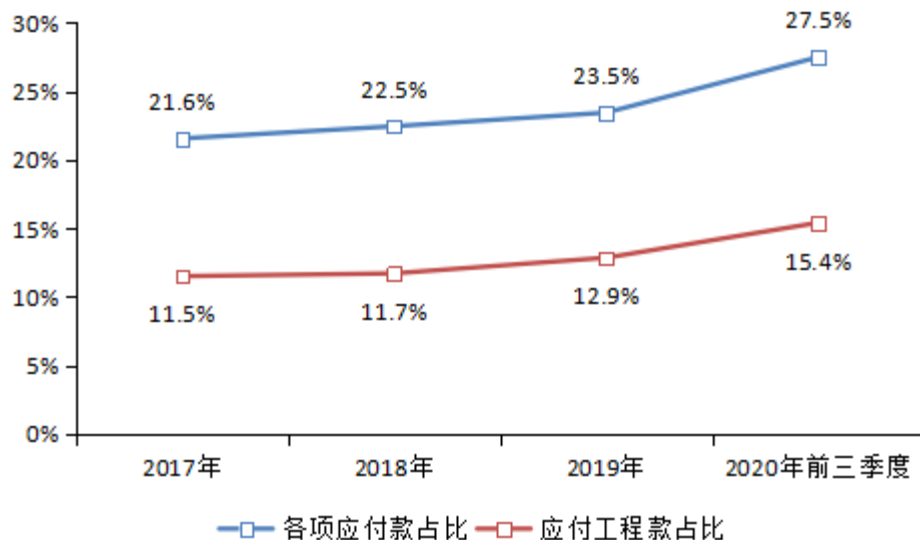
研究背景

1、应付工程款占房企资金来源 15.4%，挤占资金现象突出

近年来，受政策持续调控，房地产行业融资监管趋严、融资渠道收紧，倒逼房企加速经营调整，通过增加经营杠杆缓解资金压力。**挤占上下游企业资金作为房企撬动经营杠杆以及实现债务隐形最常见的方式，在房企经营中发挥了越来越重要的作用。房企挤占上下游企业资金通过企业各项应付款体现出来。**从国家统计局数据分析来看，房企应付账款规模庞大且增速持续提升，2019 年各项应付款规模达到 41884.3 亿元，较 2018 年同比增长 12.4%，今年前三季度各项应付款规模也达到 37505.3 亿元，预期今年全年将持续扩张。并且，自 2017 年以来，各项应付款在房地产开发投资实际到位资金中所占比重逐步攀升，今年前三季度累计占比达到 27.5%，高出 2019 年 4 个百分点，在房企资金来源中的重要性日益显著。其中，**工程款是房企最大的资金需求。**我们发现，今年前三季度应付工程款高于国内贷款与利用外资合计资金规模，在房企开发投资资金来源中的占比达到 15.4%，对房企资金来源贡献显著。由此反映出，**当前房企资金来源越依赖于应付款，以及对上下游企业资金挤占现象突出的现况。**通过挤占上下游企业资金进行融资，对于房企来说主要有两大好处：**一是，可以缓解现金流压力；二是，挤占上下游企业尽管属于企业负债，但由于均为无息债务，并不影响有息负债规模，因而可以实现“债务隐形”，**有利于控制有息负债规模增长，起到置换财务杠杆的作用。但挤占上下游供企业资金期限一般为中短期，尽管为无息债务，但仍会影响总债务规模，并且到期支付在一定程度也会加剧房企流动性压力。同时，房企的偿付能力也将直接影响到供应商的流动性与正常经营，继而反

作用到房企项目开发进度上，引发对挤占资金风险的关注。

图：房地产开发投资实际到位资金中应付款及工程款占比



数据来源：国家统计局、CRIC

2、《保障中小企业款项支付条例》实施，进一步加大房企资金压力（略）

02

房企挤占上下游供应商资金现状

1、房地产在产业链地位强势，涉及上下游供应商众多

房地产产业链庞大，直接相关和间接影响的行业众多，本文主要讨论与房地产开发相关性较高的上下游供应链产业。房企上下游供应商主要是指在房地产项目施工过程中提供各类材料与服务的企业。从上游来看，主要有原材料供应商与建筑施工服务商，房地产项目在进入施工阶段之后，在建筑业生产

活动中需要建筑施工团队以及各类建材、机械设备等，因此**涉及建筑、建材等行业大类**，各行业大类下包含不同板块的分支行业。如建材行业包括水泥、钢铁、玻璃、防水材料、石材等细分行业，建筑业主要包括基础设施建设、房屋建设、装饰装修和园林工程四大板。**从下游来看，主要包括提供增值材料与服务的相关供应商**。特别是在购房者消费升级的背景下，市场精装房占比不断提升，从而带动了相关需求，**涉及的主要行业有家电、家具、装修等**。

图：房地产上下游供应链

信息来源：CRIC 整理

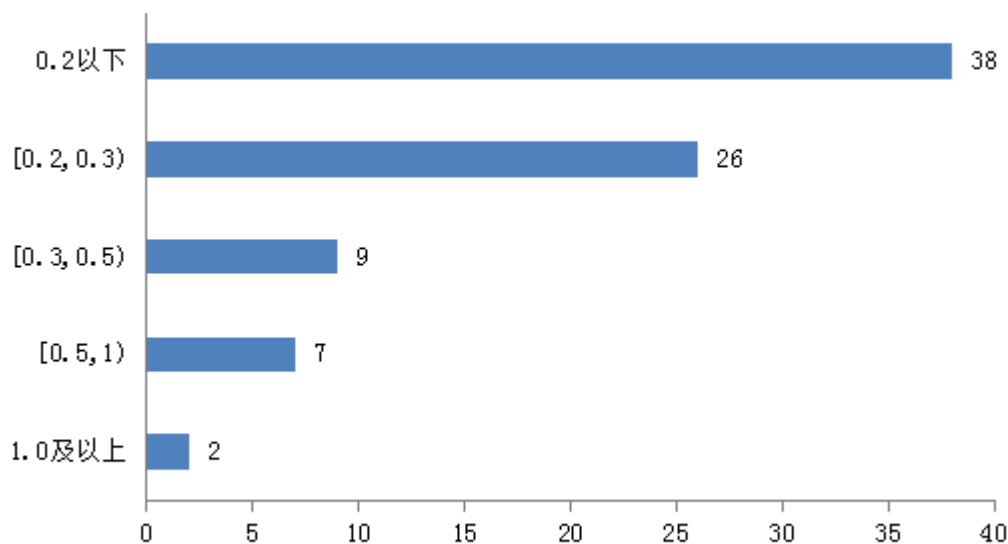
房地产行业挤占上下游企业资金现象一直以来较为普遍，**主要包括工程欠款、购买材料欠款等**，这一方面是由房地产行业以工程业务为主、资金需求大、项目开发周期长等特征所决定，另一方面也得益于房地产行业对于上下游产业发展的拉动作用显著，在产业链地位强势，具有较强的话语权，大部分上下游行业企业主要依靠房企作为客户，这也就决定了房企与上下游供应商之间的利益捆绑。.....**部分略**.....

2、规模房企上下游资金挤占率较高，对上下游影响力突出

为了具体分析房地产行业对上下游供应商资金挤占状况，本文通过对 83 家样本房企¹ 贸易相关应付款做进一步分析，并构建相关指标进行压力与风险评估。主要指标如下：**上下游资金挤占率**:即房企贸易应付款与有息债务比值，该指标反映了房企通过挤占上下游企业资金所产生债务压力，比值越高，说明挤占资金的债务压力越大，具体情况需结合财务状况进一步分析。**整体来看**，2020 年中期 83 家典型上市房企整体的资金上下游资金挤占率

为 0.27，超过二成房企该比例在 0.3 及以上，通过挤占上下游资金已成为保证自身流动性、支撑自身发展的重要途径之一。

图：2020 年中期 83 家典型上市房企上下游资金挤占率分布



数据来源：CRIC

其中，有 9 家房企上下游资金挤占率达 0.5 及以上，挤占上下游资金占自身有息负债规模的比重较高。这部分房企以规模房企为主，对于上下游供应链企业的影响力尤为突出。.....部分略.....

3、三类房企资金状况对供应商影响程度分析

当前，房企通过挤占上下游资金来支撑自身发展已成为常态，该部分资金作为无息杠杆，对房企而言在受益发展的同时也需注意风险的控制。一方面，房企凭借行业话语权以及在上下游的影响力，挤占部分产业链资金可以代替部分有息负债，减缓偿债付息压力，以及释放更多流动性空间；另一方面，当前在“三条红线”新规压力下，房企整体融资规模受限，资金压力上升，挤占供应商资金或只能缓解暂时的流动性压力，若在现金流较为紧张的情况下，无息和有息债务叠加带来的负债规模风险不容小觑。此外，在该种情况

下，房企自身面临的风险将间接影响到具有业务往来的上下游供应商，继而对产业链的稳定性及可持续发展性产生重要影响。根据房企的上下游资金挤占率，以及净负债率和现金短债比状况，以下三种类型房企对于供应链上下游企业而言或存在不同的风险与机遇，值得引起关注。

3.1、上下游资金挤占率较高，净负债率及现金短债比均未踩线，相对可靠

83 家典型房企中有 5 家企业上下游资金挤占率在 0.3 以上，处于较高水平，但现金短债比大于 1.0，同时净负债率在 70%以下，相对而言短期资金流动性、融资空间充裕，债务结构合理。**这类房企以具备一定综合实力的规模房企为主，例如 TOP10 房企中的碧桂园、万科、龙湖、华润均位列其中。这些房企凭借规模优势，以大量标准化订单与上下游企业建立长期合作机制，一方面实现了更优的成本管控与运营提效；另一方面加快开发节奏，提高项目周转效率。**其中，碧桂园以垂直一体化模式打通上下游产业链，实现项目开发环节全覆盖，包括项目定位、设计、建筑、装修、建材、营销和物业管理等。凭借强大的产业整合与管理能力，通过规模化采购降低成本，同时借助挤占部分上下游资金来支撑规模的扩张。2020 年上半年，碧桂园的贸易应付款及票据由 2019 年末的 3293.05 亿元提升至 3537.28 亿元，上下游资金挤占率由 0.89 提升至 1.03。**这类房企基于自身财务风险系数低，财务结构稳健，融资能力也相对较强，对于供应商而言是安全可靠的合作伙伴，建立长期战略合作关系可持续。**

3.2、上下游资金挤占率较高，净负债率及现金短债比均踩线，需注意控制风险

83 家典型房企中有 10 家企业上下游资金挤占率较高的同时，自身净负债率和现金短债比已均触及“红线”。这类房企无息与有息杠杆双高。.....**部分略.....**

3.3、上下游资金挤占率低，净负债率及现金短债比均未踩线，可加强供应链合作（略）

83 家典型房企中有 16 家企业上下游资金挤占率在 0.3 以下，同时净负债率和现金短债比均未触及“红线”。这类房企融资空间充裕，短期偿债压力较低，以中小规模房企居多。在房地产融资环境收紧的大背景下，这些房企凭借稳健的财务结构，一方面可充分利用融资空间；另一方面可进行垂直一体化布局，加强与上下游供应链企业的合作，撬动无息杠杆，或有机会实现规模的扩张与赶超。.....**部分略.....**

03

房企上下游供应商风险分析

在垫资经营模式下，供应商流动性压力在相当程度受到房企资金面状况影响，特别是当房企客户资金面收紧，可能会引发经营风险。基于此，我们进一步从上下游供应商角度进行资金挤占风险性分析。

1、上下游品牌供应商为房企首选，也是资金被挤占的主体从现况来看，上

下游大多行业集中度较低，房企在选择供应商时普遍以龙头品牌为主。特别是下游行业，近年来精装房比重的提升，房企加强了与家电、家居等相关行业品牌供应商合作，成为主要客户。表：上下游典型供应商的主要房企客户（略）

另外，我们还测算了上下游各细分行业品牌企业应收账款占流动资产的比重，作为衡量企业资金挤占情况的指标。指标数值越大，表明资金被挤占的程度越严重，风险性也越大。

表：上下游各行业品牌供应商应收账款状况（亿元）

行业大类	细分类别	企业	应收账款	应收账款/流动资产
建筑行业	建筑工程	中国建筑	1720.3	0.11
		上海建工	334.8	0.16
		宁波建工	37.0	0.24
	装配式施工	远大住工	23.5	0.55
		杭萧钢构	12.9	0.20
建材行业	防水材料	东方雨虹	73.9	0.43
		科顺股份	26.8	0.51
		凯伦股份	7.7	0.41
	玻璃	信义玻璃	25.1	0.23
		南玻 A	7.8	0.13
		福莱特	10.3	0.18
	管件管材	中国联塑	32.0	0.18
		永高股份	9.1	0.19
		金洲管道	6.0	0.22
		伟星新材	2.5	0.10
	幕墙	金螳螂	117.5	0.33
		江河集团	93.6	0.45
		远大中国	29.5	0.37
	五金配件	坚朗五金	20.5	0.46
	钢铁	宝钢股份	123.5	0.08
		首钢股份	10.7	0.03
	保温材料/涂料	亚士创能	10.5	0.43
		三棵树	18.5	0.47
		君旺股份	2.9	0.55
	石膏板	北新建材	19.7	0.29
		兔宝宝	6.0	0.23
	建筑电气	正泰电器	116.0	0.41
		上海电气	329.6	0.16
		良信电器	2.9	0.17
	石材	万里石	5.2	0.60
	水泥	海螺水泥	20.7	0.02
		冀东水泥	22.2	0.13
	型材	海螺型材	2.9	0.11
	电梯	上海机电	27.0	0.09
		广日股份	14.8	0.26
		康力电梯	8.4	0.21
家居行业	家电	美的集团	256.7	0.11
		海尔智家	170.0	0.16
		格力电器	105.5	0.05
	门窗	江山欧派	4.8	0.25
	地板	大亚圣象	11.4	0.20
	陶瓷	帝欧家居	33.5	0.64
		蒙娜丽莎	8.0	0.21
		东江卫浴	6.0	0.19

从行业角度来看，房地产上游行业资金挤占现象更加严重，主要原因可能在于上游行业多以工程业务为主，而下游家电、家具行业当前仍以零售市场为主，工程业务订单尽管呈上升趋势，但仍相对较低。

具体来看，上游防水材料、石材、涂料等行业的品牌供应商资金挤占现象突出，应收账款占流动资产的比值均超过 30%，其中万里石企业比值高达 60%。

下游门窗、地板、装修装饰行业的品牌供应商应收账款占流动资产的比值较高，但整体仍低于上游，装修装饰行业以广田股份、全筑股份为代表比值均在 20%左右，也有个别企业比较突出，如帝欧家居超过 60%。

2、高风险 供应商特征分析

2.1、特征一：对单一地产商客户依赖性高从企业角度来说，供应商的流动性风险性主要受三方面因素影响，一是**客户结构**；二是**客户的财务状况**；三是**自身的资金周转**。一般来说，**对单一地产商客户依赖性高的供应商敏感性也更高，客户的资金状况对其经营影响也更大**。近年来，市场精装房占比提升，推动了装修行业与房地产行业的合作，特别是大型房企均会引进稳定的装修业务供应商，由于业务量大且合作稳定，导致部分供应商客户结构单一，业务过于依赖单一地产商客户，如全筑股份、广田集团等。

.....部分略.....2.2、特征二：规模增长主要依靠垫资驱动实现近年来，房地产行业集中度不断提升，带动相关行业迅速发展，在产业链地位也愈加强势，尤其对一些集中度低、议价能力较差的行业企业资金挤占现象严重，以房地产上游建材行业为代表。大部分建材行业企业需求端均以房地产客户为主，依赖房企业务发展，且主要采用**按工程进度结款或全款垫资模式**推动业务合作，**这些企业规模的生长的同时也伴随着大规模的应收账款，承担了较高的回款和坏账风险**。由此，受下游房地产行业政策调控、融资环境的变

化影响，企业资金波动牵连也较大。**案例一：东方雨虹**经过 20 余年的深耕，东方雨虹发展成为防水材料细分领域的全国性龙头企业。2019 年在规模以上防水行业中，市场占有率达 18.31%，稳居行业之首。2011 年企业对客户结构进行调整，由以建筑类客户为主转向以房地产客户为主。从年报披露来看，**2016 年东方雨虹的前五大客户均为房企**。尽管当前东方雨虹已不再披露前五大客户的名称，但可以预计以房企客户为主的结构短期内难以发生变动。

表：东方雨虹 2011-2016 年前五大客户

2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
万科	万科	万科	万科	万科	万科
杭甬铁路客运专线有限责任公司	龙湖	保利	保利	保利	保利
京石铁路客运专线有限责任公司	大华集团	中国建筑	中国建筑	融创	荣盛
京广铁路客运专线有限责任公司	鄂尔多斯市东胜区 华一商贸有限公司	龙湖	广州天力建筑	中国建筑	融创
鄂尔多斯市东胜区华一商贸有限公司	保利	大华集团	大华集团	广州天力建筑	龙湖

信息来源：CRIC 整理

为了保证优质的客户资源，东方雨虹陆续与知名房企签订战略合作协议，多年来与万科、恒大、碧桂园、保利等百强房地产企业建立长期战略合作关系，截至目前其**战略合作伙伴房企已囊括 50 强房企中的六成以上，总合作房企数量超过 200 家**。加强与房企的关联与合作对东方雨虹来说喜忧共存。一方面，随着房地产行业集中度的提升，规模化集中式采购趋势的日益显著，为东方雨虹带来可观的订单量，利好于规模增长；另一方面，**面对一批手握话语权的头部房企客户，垫资经营使得东方雨虹的应账款大幅增长，也是导致资金链承压的重要原因**。东方雨虹“高应收账款”式的增长特征表现十分显著。部分略.....

04

总结

在“三条红线”与《保障中小企业款项支付条例》双重调控背景下，房企对上下游企业资金挤占情况，不仅关系自身整体债务压力及未来经营风险，而且在行业资金面收紧的背景下也会影响相关供应商的流动性。

本文通过对 83 家样本房企贸易相关应付款进行了具体分析，并构建相关指标进行压力与风险评估。结果显示，考虑到挤占上下游供应商资金，房企的债务压力进一步提升。尤其对于规模房企，通过挤占上下游供应商资金进行置换有息杠杆、加快周转、缓解现金流的现象较为普遍。由于这类房企涉及供应商众多，因此更加需要重视整体债务压力和保障流动性，避免引发产业链风险。此外，本文还结合净负债率、现金短债，综合权衡了三类房企挤占上下游资金的风险状况与对供应商流动性的影响程度。并结合房企与供应商的合作情况，对上下游品牌供应商的资金挤占状况进行测算，进一步总结归纳出两类高风险供应商特征：一是对单一地产商客户依赖性高；二是收入增长主要依靠垫资驱动，这两类供应商需要根据自身资金周转、客户结构、业务模式等方面做积极地调整，对冲房地产行业资金面收紧风险。总的来说，当前评估房企的资金压力需要综合考虑到对上下游的资金挤占状况。挤占上下游供企业资金尽管为无息债务，但其挤占强度与支付能力直接影响供应商的流动性，积极做好风险防范，对于产业链的健康发展具有重要的意义。