



去杠杆成效显著，但融资成本全面上升

——2018 年房企偿债能力解析

作者：房玲、易天宇、羊代红、洪宇桁

研究中心
2019 年 5 月



目 录

总起：融资收紧下企业净负债率下降但融资成本上升	4
一、现金：2018 年底房企持有现金整体同比增长 18.4%	5
1、近 86%房企持有现金有所增加	5
➢ 百强是企业现金增长与下降的分水岭	错误!未定义书签。
➢ 碧桂园在 2018 年的现金净增加遥遥领先	错误!未定义书签。
➢ 恒大持有现金大幅减少被碧桂园反超	错误!未定义书签。
2、增加负债仍然是多数房企现金增加主因	6
➢ 大规模融资促进碧桂园、旭辉等企业高速扩张	错误!未定义书签。
➢ 融创中国、佳兆业等少数企业现金增加主要因为销售回款	错误!未定义书签。
3、恒大、滨江等 9 家企业现金持有减少	7
二、负债：降杠杆下企业平均净负债率回落至 85.15%	7
1、规模：19 家企业有息负债超过千亿	7
➢ 恒大有息负债虽有减少但规模依然位居第一	错误!未定义书签。
➢ 重点企业有息负债增速有所下降	错误!未定义书签。
2、净负债率：过半数企业净负债率下降	7
➢ 大型房企特别是央企净负债率维持较低水平	8
➢ 历史高杠杆房企净负债率下降较为明显	8
3、永续债：计入后重点企业净负债率增加至 96.73%	8
三、偿债能力：负债结构整体趋于稳健	8
1、现金短债比：较往年比值持平达 1.29	错误!未定义书签。
2、长短期债务比：10 强房企债务结构优化最为显著	错误!未定义书签。
四、融资成本：结束连续两年下降趋势反弹至 6.61%	8

1、国企、央企融资成本整体维持较低水平.....	9
2、积极扩张企业融资成本增幅较大.....	9
总结：2019 年融资环境松紧适度，创新融资成为主旋律.....	9

2018 年政府继续强调“坚持房住不炒”，为全年的调控措施定下了基调。在企业融资方便，政府上半年出台了多项政策，加强对信托贷款、银行贷款以及委托贷款的融资限制，并且对房企境外发债的融资用途加强了监管。在央行年内多次降准之后，加上“1031”政治局会议没有提及房地产和去杠杆，年末房企融资出现了回暖。在融资环境总体趋紧的背景下，2018 年各大房企的财务情况到底发生了怎样的变化呢？为此，我们对 176 家上市房企的财务数据进行深入分析。

总起：融资收紧下企业净负债率下降但融资成本上升

面对 2018 年房地产市场和政策的波动，规模房企凭借自身优势，通过大量销售回款为增加持有现金、优化财务状况提供了保障。另一方面，随着行业集中度不断提高，企业为了进一步促进规模增长和提升市场占有率，依然需要大量的资金支持，这就使得整体负债规模持续加大。2018 年 176 家上市房企现金持有量同比增长了 18.4% 至 28715 亿元，增幅与上年基本持平；有息负债同比增长了 16.6% 至 68456 亿元，但增幅则相比于 2016 年的 27% 和 2017 年的 30% 下降明显。究其原因一方面是因为融资环境收紧，房企拿地较去年相对谨慎，另一方面也与企业加大去杠杆力度、稳现金相关。

从偿债能力来看，由于融资环境趋紧，大多数企业都纷纷将降低负债、回笼资金作为主要工作目标，比如阳光城、佳兆业、融信等企业都在中期业绩发布会上提出了要降低其净负债率。此外，2018 年以来有多家房企成功上市，比如弘阳地产、大发地产、德信中国等，也大大改善了财务结构。因此，2018 年房企整体财务杠杆相比年初有所降低，现金短债比和长短期债务比也都维持较为稳定的水平。2018 年底 176 家房企加权平均净负债率为 85.15%，较年初降低了 3.95 个百分点，54% 的企业的净负债率有所下降。

从融资成本来看，2018 年 64 家重点房企融资成本结束了连续两年的下降，回升至 6.65%。这主要是由于 2018 年境内外的融资环境都持续收紧，融资成本均有提高，而原有低成本的公司债陆续到期，因而整体的融资成本也只能水涨船高。

表：2016-2018 年 176 家房企整体财务指标

企业	2016	2017	2018	较期初变化
现金（亿元）	20446	24255	28715	18.4%
总有息负债（亿元）	45014	58715	68456	16.6%
净负债率（永续债作权益）	74.20%	89.11%	85.15%	-3.95 pts
现金短债比	1.70	1.29	1.29	0%
长短期债务比	2.74	2.13	2.08	-2.3%
融资成本*	6.66%	6.11%	6.61%	0.5 pts

数据来源：企业业绩报告，CRIC 整理

注：2018 年港币统一以 0.85 进行换算，融资成本为 64 家重点房企数据算数平均

一、现金：2018 年底房企持有现金整体同比增长 18.4%

1、近 86%房企持有现金有所增加（部分略）

2018 年底 176 家上市房企的现金持有量为 28715 亿元，较期初增长 18.4%。其中 64 家重点房企的现金持有量为 25080 亿元，较期初增长 22.7%；64 家房企的现金总量占比 87.3%，较期初增加了 3 个百分点。随着行业集中度不断上升，规模房企的资金融通也更具优势。截至 2018 年底，持有现金超千亿的企业有 5 家，较期初增加 2 家，其中恒大和碧桂园的现金持有量更是超 2000 亿元，遥遥领先其他企业。

表：2018 年 176 家房企持有现金 TOP20

企业	2018 年现金（亿元）	2017 年现金（亿元）	较期初增长
碧桂园	2425	1484	63.44%
中国恒大	2042	2877	-29.03%
万科地产	1884	1741	8.21%
融创中国	1202	967	24.28%
保利发展	1134	678	67.30%
中海地产	855	832	2.68%
绿地集团	810	754	7.49%
华润置地	710	538	31.98%
招商蛇口	674	460	46.33%
合景泰富	567	405	40.06%
世茂房地产	496	330	50.20%
绿城中国	482	360	34.03%
新城控股	477	246	93.35%
华夏幸福	473	681	-30.58%
龙湖集团	453	268	69.14%
雅居乐	451	301	49.61%
旭辉集团	446	298	49.79%
金地集团	440	274	60.58%
远洋地产	426	248	71.89%
中国奥园	396	265	49.29%

数据来源：企业年报，CRIC 整理

从企业表现来看，超过六成企业的持有现金出现不同程度的上涨。64 家重点企业中现金增长的企业占比更高，达 85.9%，其中增幅超过 50%的企业就达到了 21 家。从各梯队来看，百强企业平均现金持有量有所增长，而百强之外的企业平均现金持有量则有所下降。现金增幅最为显著的是 30-50 强企业，这些企业在 2018 年普遍加大了财务优化力度。

表： 2018 各梯队房企现金变化

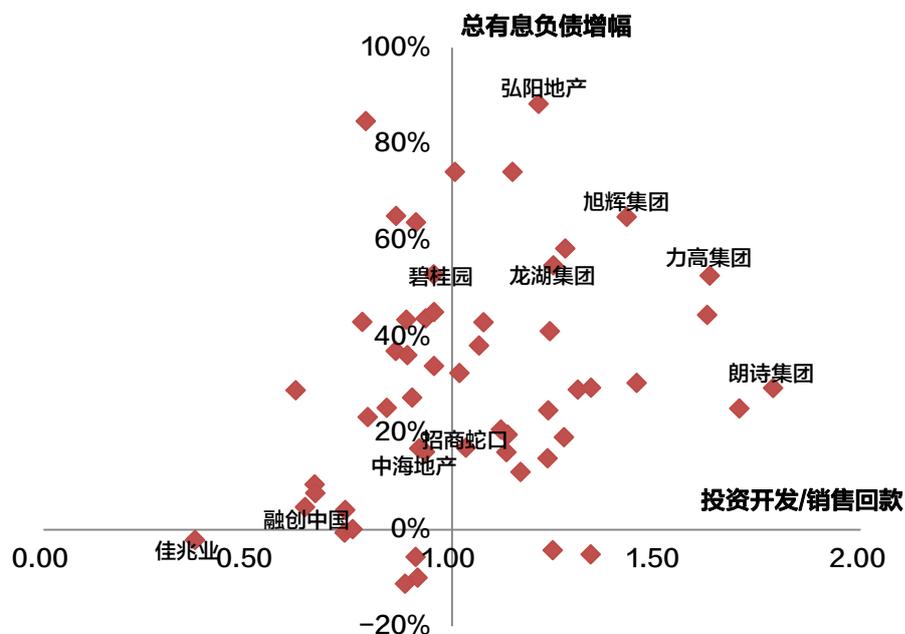
2018 企业排名	2017	2018	较期初变动
TOP10	10385.6	11991.8	15.47%
TOP11-30	5112.5	6611.3	29.32%
TOP31-50	2340.8	3155.8	34.82%
TOP51-100	2517.1	3167.2	25.83%
TOP101-200	2172.4	2022.9	-6.88%
TOP200+	1726.8	1766.0	2.27%
合计	24255.3	28715.1	18.39%

数据来源：企业年报，CRIC 整理

2、增加负债仍然是多数房企现金增加主因（部分略）

影响房企现金变动的因素，主要有企业的销售回款、投资开发力度以及融资偿债规模。从 64 家重点房企的现金变化因素分析来看，现金增加中大部分企业表现为，销售大幅增长的同时，企业为了保持规模持续加速扩张，也进一步加大投资开发力度，现金的增长伴随着负债大大增加，如碧桂园、龙湖集团、旭辉集团等。另一部分现金增加的企业表现为，企业融资相对较少，投资开发相对谨慎，但销售回款增加较多，从而增加了现金持有量，如融创中国、佳兆业等。此外，如中海地产、招商蛇口等企业的表现则相对均衡。

图： 64 家房企中现金增加企业的总有息负债增幅、投资开发/销售回款情况



数据来源：企业年报，CRIC 整理

注：原点表示投资开发/销售回款=1，总有息负债增加为 0。

3、9家企业现金持有有所减少（略）

二、负债：降杠杆下企业平均净负债率回落至 85.15%

1、规模：19家企业有息负债超过千亿（部分略）

2018年末176家房企总有息负债规模为68456亿元，同比增长16.6%。其中64家重点房企总有息负债58109亿元，同比增长18.7%，重点房企债务增加幅度大于其他房企。2018年期末64家重点房企总有息负债占比为84.9%，同比增加1.5个百分点。

有息负债的增长，主要在于2018年企业整体业绩规模进一步增长。2018年各大房企规模发展依旧迅猛，千亿房企达到30家，同比增加13家千亿房企。其中，TOP30的房企合约销售约67729亿元，同比增长32.2%。而房地产作为资金密集型行业，规模的扩张也伴随着负债的增长，2018年末TOP30房企的上市房企总有息负债规模为41626亿元，同比增长17.0%。

但是面对更复杂的经济形势，2018年房企有意控制负债水平，降低杠杆，从而使得176家房企总有息负债仅同比增长16.6%，而2016及2017年的同比增幅在29%左右，增幅明显降低。整体从各梯队表现来看，排名在31-50之间的企业有息负债增长最为显著，同比增长27.32%，不过增幅较于2017年下降4.24个百分点。

表：2018年各梯队房企总有息负债变化

2018年企业排名	2017	2018	变动
TOP10	22,047.3	25,241.7	14.49%
TOP 11-30	13,524.6	16,383.9	21.14%
TOP 31-50	5,923.5	7,541.6	27.32%
TOP 51-100	6,865.3	8,402.2	22.39%
TOP 101-200	5,669.7	6,120.4	7.95%
200+	4,684.6	4,765.8	1.73%
合计	58,715.0	68,455.5	16.59%

数据来源：企业年报，CRIC整理

2、净负债率：过半数企业净负债率下降

2018年176家房企的加权净负债率（永续债作为权益）约为85.15%，同比下降3.95个百分点，54.5%的企业净负债率实现下降。其中64家重点房企的加权净负债率为89.06%，同比下降6.56个百分点，净负债率下降的企业占比为56.3%，主要由于2018年下半年以来房企融资收紧，房企利用加大销售回款等手段，从而维持现金持有量的增速持续上涨；另一方面房企为应对未来市场风险，调整及优化财务结构，总有息负债同比增速下降，且幅度较大。

从各梯队的企业表现来看，2018年合约销售金额TOP10的房企净负债率（加权平均）的下降幅度最为明显，减幅达11.67个百分点。值得注意的是，2018年TOP50的企业净负债率（加

权平均) 都在下降, 在 2018 年半年业绩会的时候, 多数房企在业绩会上表示 2018 年要促进销售现金回款, 优化债务结构, 降低杠杆。

表: 各梯队房企平均净负债率变化

2018 年企业排名	2017 年	2018 年	变动百分点
TOP10	86.27%	74.61%	-11.67pts
TOP11-30	102.60%	101.27%	-1.33pts
TOP31-50	124.50%	122.71%	-1.79pts
TOP51-100	92.48%	94.33%	1.85pts
TOP101-200	68.31%	74.00%	5.69pts
200+	69.47%	65.23%	-4.24pts
总加权平均	89.11%	85.15%	-3.95pts

数据来源: 企业年报, CRIC 整理

➤ **大型房企特别是央企净负债率维持较低水平 (略)**

➤ **历史高杠杆房企净负债率下降较为明显 (略)**

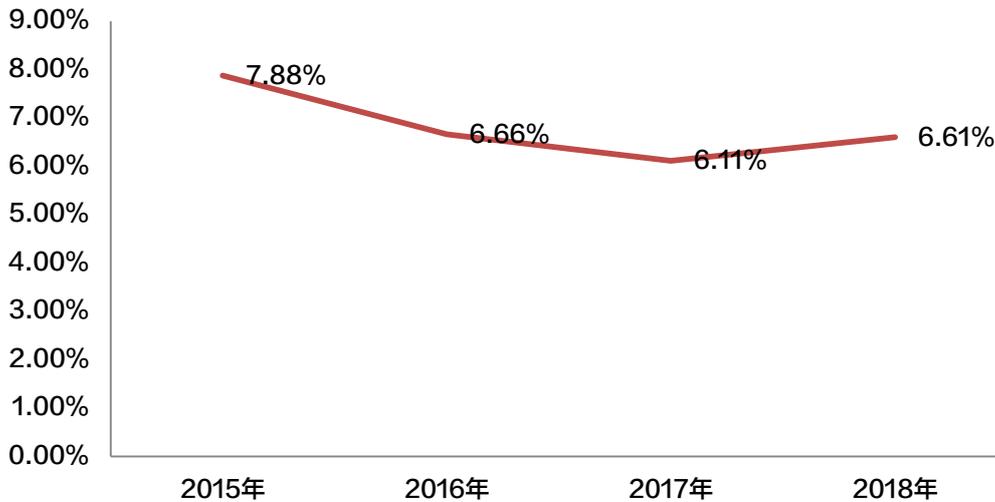
3、永续债: 计入后重点企业净负债率增加至 96.73% (略)

三、偿债能力: 负债结构整体趋于稳健 (略)

四、融资成本: 结束连续两年下降趋势反弹至 6.61%

从 2018 年 64 家重点房企的平均融资成本来看, 约有 84% 的企业的融资成本相比 2017 年有所提高, 整体平均融资成本由 2017 年末的 6.11% 增至 6.61%, 结束了连续两年的下降趋势。这主要是由于境内融资环境持续收紧, 近期新进行的境内外融资成本均有提高, 而原有低成本的公司债陆续到期, 因而整体的融资成本也只能水涨船高。

图：2015-2018 年 64 家重点房企平均融资成本



数据来源：企业业绩报告，CRIC 整理

1、国企、央企融资成本整体维持较低水平（略）

2、积极扩张企业融资成本增幅较大（略）

总结：2019 年融资环境松紧适度，创新融资成为主旋律

综合来看，在房地产调控政策及融资环境收紧的背景下，一方面不少房企都喊出了降杠杆，降负债的口号，2018 年房企整体加权平均净负债率下降了 3.95 个百分点至 85.15%。另一方面，房企整体财务结构仍较为稳健，总体短期偿债压力不大，现金短债比为 1.29，与去年持平；但由于房企内部分化严重，部分企业仍需警惕偿债风险。最后，由于境内融资环境持续收紧及原有低成本的公司债陆续到期，房企整体融资成本结束连年下降态势，抬升至 6.61%，在此背景下国企央企优势或将凸显，凭借低成本融资逆周期发展。

但是，2018 年 10 月 31 日中央政治局召开会议，与“731”会议不同的是，此次会议中并没有提及房地产和去杠杆，加上年内央行多次降准，2018 年末房企融资出现回暖。2019 年 4 月 19 日中共中央政治局在经济工作会议上提出，当前稳健的货币政策要松紧适度。在这个背景下，4 月 25 日国新办吹风会上央行副行长也表示，现阶段货币政策取向是稳健，操作方法是相机抉择、预调微调，可见在短期之内房企的融资环境仍会维持松紧有度的现状。

此外各类创新融资方式，如租赁融资及各类资产证券化也都受到了政策的支持，成为房企融资的新突破口。目前 2018 年已有多家房企在资产证券化融资方面获得了不俗成绩，以购房尾款、物业费、供应链、商业租金、长租公寓等为底层资产的资产证券化多次获批，租赁类 REITs 以及租赁专项债券也受到鼓励。2019 年 1 月 1 日，上交所在新年致辞中表示未来将进一步发挥债券市场直接融资功能，深化债券产品创新，推动公募 REITs 试点，加快发展住房租赁 REITs，预计将在不远的未来我国首支真正的 REITs 产品或将更快出现。除此之外，国家还明确鼓励发展绿色 ABS，

鼓励“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带、新型城镇化建设、战略性新兴产业以及雄安新区建设等重点领域的资产证券化产品,预计也有将会有更多的房企参与其中。相信在政策引导下,2019年相关租赁融资及各类资产证券化产品仍将继续快速扩容,为房企提供资金支持的同时,进一步改善自身财务情况。