后疫情时代融资新规下，房企融资难度升级

——2020 年房地产行业运行三季报

--工商评级四部 房地产行业组 曹梦茹 朱一汀

联合观点：

- **政策端—房住不炒为基调，调控收紧趋势明显**

  三季度以来国内经济迅速复苏，十四五规划明确未来五年“房住不炒”不动摇。房地产市场短期供需失衡导致局部市场区域过热，在“三稳”目标带动下，部分地区相继出台调控政策，政策面逐步转向收紧。

- **融资端——社会整体融资偏宽松，行业融资收紧**

  后疫情时代，整体社会融资环境持续宽松，但随着“三道红线、四挡管理”融资新规试点，地产行业融资再度收紧。银行信贷资金流向房地产领域增速持续下滑；债券市场金融监管升级效果逐渐显现，净融资规模由零转负；美元债仍具有一定不确定性；非标融资持续受到高压监管，预计存量规模持续收缩。

- **供需端——短期成交量维持一定规模，中期逐步承压且区域分化加大**

  三季度以来，疫情期间积压需求持续释放，都市圈概念越发明显，带动周边城市区域市场火热，但整体政策环境收紧，市场随着各热点城市调控升级后放缓趋势明显；一线城市受此前疫情小幅回弹影响，需求于三季度得以释放。融资新规推动房企加速回款，供应量或持续加大，房企竞争加剧，购房者置业情绪更加理性，成交量短期内趋稳或下滑。未来伴随政策推广实施，中长期市场区域分化将逐步加大。

- **企业端——资金监测和融资管理新规出台，行业分化及竞争进一步升级**

  资金监测和融资管理新规的出台，对业内房企的债务融资规模提出新的要求。参与试点的 12 家龙头房企，整体债务规模较大，但在现金流方面控制能力较强。资产规模在千亿以上的房企，剔除预收款项的资产负债率达标比例较低，净负债率达标比例一般；资产规模在 500~1000 亿元的房企，“三道红线”达标比例均不高；资产规模小于 500 亿元的房企，“三道红线”达标比例均较高。增加货币资金时点数、减少有息债务规模或增加净资产规模均可实现净负债率和现金短期债务比的达标；而资产负债率高的问题只能通过加快销售回款，提高周转速度从而减少负债规模来解决。“去杠杆、降负债”还需房企回归自身的发展策略，提高盈利能力、控制好债务规模的增长、增强自身的造血能力。

一、房地产行业分析

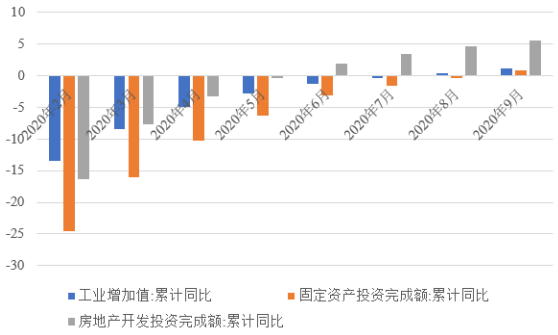
1. 政策端—房住不炒为基调，调控收紧趋势明显

三季度以来国内进入后疫情时代，经济迅速复苏，十四五规划明确未来五年“房住不炒”不动摇。房地产市场短期供需失衡导致局部市场区域过热，在“三稳”目标带动下，部分地区相继出台调控政策，政策面逐步转向收紧。

三季度以来，国内经济恢复迅速，以长三角、珠三角为首的部分城市房价涨幅过快，亦带动部分区域核心城市因短期供需失衡而导致房价快速上涨。住建部分别于 7 月 24 日和 8 月 26 日连续两次召开房地产工作会。会议强调，毫不动摇坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，保持调控政策连续性稳定性，确保房地产市场平稳健康发展。北京、上海、广州、深圳、南京、杭州等多地区参会，其中沈阳、成都两次参会。

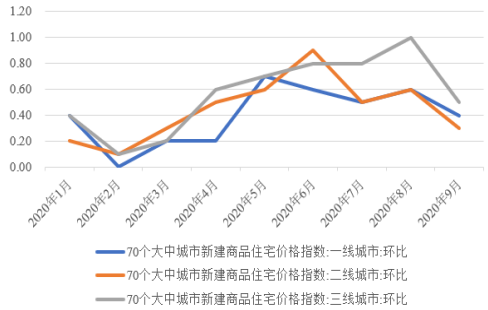
2020 年 10 月 29 日，中国共产党第十九届中央委员会第五次全体会议审议通过《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》（以下简称“《建议》”）。《建议》指出，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，租购并举、因城施策，促进房地产市场平稳健康发展。“房住不炒”首次写进规划，将成为未来 5~15 年的长期政策。

图 1 2 月以来宏观经济与房地产市场持续改善



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 2 70 个大中城市新建商品住宅价格指数情况



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

同时，针对部分地区楼市过热、房价上涨过快等情况，各地先后出台调控收紧政策。7 月 2 日，杭州进一步规范高层次人才优先购房，但自网签之日起 5 年内不得上市交易；补充“无房家庭”认定标准，户籍在本市非限购范围内的家庭，在原有规定基础上，新增在限购范围连续缴满 1 年社保或个税的要求。7 月 6 日，宁波限购区域扩容，镇海、北仑纳入限购范围；严格执行差异化个人住房信贷政策，加强对购房人在市五区家庭住房套数、住房贷款等情况的审核认定，严禁信贷资金违规进入房地产市场。7 月 15 日，深圳调控政策再升级，从调整商品住房限购年限、完善差别化住房信贷措施、发挥税收调控作用、细化普通住房标准等八个方面调节房地产市场。7 月 24 日，南京限购政策“打补丁”，严堵政策监管漏洞，任何一方在夫妻离异 2 年内购房，其拥有住房套数按离异前家庭总套数计算。7 月 25 日，东莞限购、限售政策双升级，首次将二手房纳入限购范围，严控购房人资格；调整商品住房限转让年限至 3 年。

8 月 18 日，南京收紧土拍新政，制定包括调整竞价成交方式、严格开发资质要求、提高竞买资金要求、严格竞买资金审查、限制竞买地块数量等措施。8 月 30 日，无锡完善限

购政策，升级限贷比例，同步发挥税收调控作用，坚决遏制投机炒房。

9 月 4 日，杭州调控政策再升级，针对土地市场、住房贷款、税收政策、限购政策、无房家庭认定等方面进行进一步明确。9 月 6 日，沈阳限贷政策加码，提高首套及二套首付比例，且首付款须一次性支付；个人住房转让增值税免征年限也由 2 年调整到 5 年。9 月 11 日，南京进一步收紧土地竞买政策，同一竞买人及同一集团成员企业在同一批出让公告中不得竞得两块及以上宅地，也不得同时报名竞买同一幅宅地，以期引导土拍市场逐渐回归理性。9 月 11 日，常州市区（不含金坛区）限售、限贷政策双升级，新购住房限售 4 年，二套房首付升至 6 成。9 月 14 日，成都加码调控，严防消费贷、经营贷等违规挪用于购房；个人住房转让增值税征免年限也由 2 年调整到 5 年。

梳理政策走向可以看出，自 2016 年以来首次提出“房住不炒”后，中央多次重大会议均提及，并陆续出台了相应的配套政策。“稳房价、稳地价、稳预期”仍为调控主基调，“五限”“因城施策”等举措有效的维护房地产市场平稳健康发展。

表 1　2020 年以来房地产融资政策及主管部门关于房地产的重要讲话汇总

时间	政策或事件
1 月	央行宣布于 2020 年 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，以支持实体经济发展，降低社会融资实际成本
1 月	央行下发《关于发放专项再贷款支持防控新型冠状病毒感染的肺炎疫情有关事项的通知》，专门安排 3,000 亿元专项再贷款，支持金融机构向疫情防控重点企业提供优惠利率贷款
2 月	人民银行召开 2020 年金融市场工作电视电话会议要求，2020 年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行
3 月	央行决定于 2020 年 3 月 16 日实施普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准 0.5 至 1 个百分点；对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准 1 个百分点，支持发放普惠金融领域贷款
4 月	银保监会有关人士 4 月 22 日在国新办发布会上表示，银行须监控资金流向，要坚决纠正贷款违规流入房地产市场的行为。
5 月	央行发布《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》，稳健的货币政策要更灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化 LPR 改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
5 月	《政府工作报告》提出“深入推进新型城镇化，发挥中心城市和城市群的带动作用，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展”
6 月	央行等多部委印发关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见。意见指出，要高度重视对受疫情影响的中小微企业等实体经济的金融支持工作，强化社会责任担当。按照金融供给侧结构性改革要求，引导商业银行把经营重心和信贷资源从偏好房地产、地方政府融资平台，转移到中小微企业等实体经济领域，实现信贷资源增量优化、存量重组
6 月	李克强总理于 6 月 17 日在国常会中表态，将综合运用降准、再贷款等工具，保持市场流动性合理充裕，同时要防止资金跑偏和“空转”，防范金融风险
6 月	银保监会主席郭树清也提出，中国不会搞大水漫灌，更不会搞赤字货币化和负利率
7 月	中央房地产座谈会再次强调了坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段。坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策，从各地实际出发，采取差异化调控措施，及时科学精准调控，确保房地产市场平稳健康发展

8 月	住房城乡建设部、人民银行在北京召开重点房地产企业座谈会，强会议调“房住不炒”在任何时刻都成立，再次提出不以房地产刺激经济，对重点房地产企业形成资金监测和融资管理规则，“租购并举”的住房制度未来仍会推进
10 月	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标的建议》提出，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，租购并举、因城施策，促进房地产市场平稳健康发展

资料来源：联合资信整理

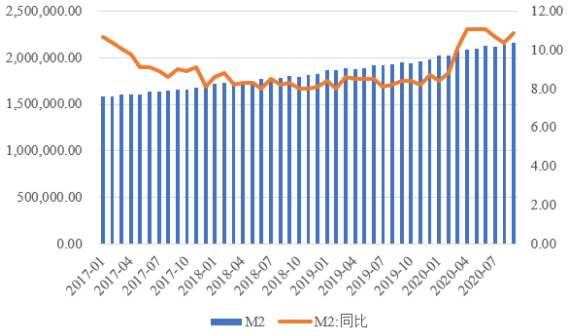
2. 融资端—社会整体融资偏宽松但行业融资收紧

后疫情时代，整体社会融资环境持续宽松，但随着“三道红线、四挡管理”融资新规试点，地产行业融资再度收紧。银行信贷资金流向房地产领域增速持续下滑；债券市场受金融监管升级效果逐渐显现影响，净融资规模由零转负；美元债市场仍存在不确定性；非标融资持续受到高压监管，预计存量规模持续收缩。

（1）社会融资

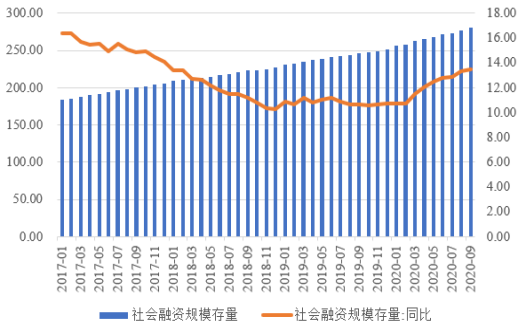
当前，随着国内疫情得到有效控制，其对我国经济的冲击逐渐弱化，但我国仍面临较为复杂的国际形势。我国经济运行正处于向高质量发展转变的关键期，货币政策坚持稳健取向不变，更加灵活适度、精准导向，完善跨周期设计和调节，维护正常货币政策空间，平衡好内外部均衡，处理好短期和长期的关系，实现稳增长和防风险的长期均衡。2020 年以来，央行三次降准，合计释放 1.75 万亿元的长期资金，支持货币信贷合理增长。2020 年 9 月，广义货币（M2）同比增长 10.90%，增速比上年同期高 2.5 个百分点；社会融资存量同比增速也快速攀升。

图 3 M2 及同比增速情况



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 4 社会融资规模存量及同比变动情况

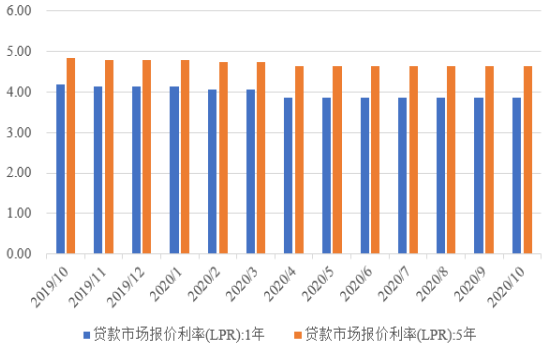


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

2020 年以来，人民银行、银保监会会同有关部门引导和督促金融机构加大力度，有效支持实体经济发展。一是稳健的货币政策更加灵活适度。综合运用降准、中期借贷便利、公开市场操作、再贷款、再贴现等货币政策工具，保持流动性合理充裕，促进市场整体利率稳中有降。二是持续释放贷款市场报价利率（LPR）改革红利。引导中期借贷便利和公开市场操作中标利率下行 0.3 个百分点，带动 LPR 同步下降。

图 5 LPR 报价走势情况

图 6 10 年期国债到期收益率走势情况



资料来源：联合资信根据 Wind 整理



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

（2）行业融资

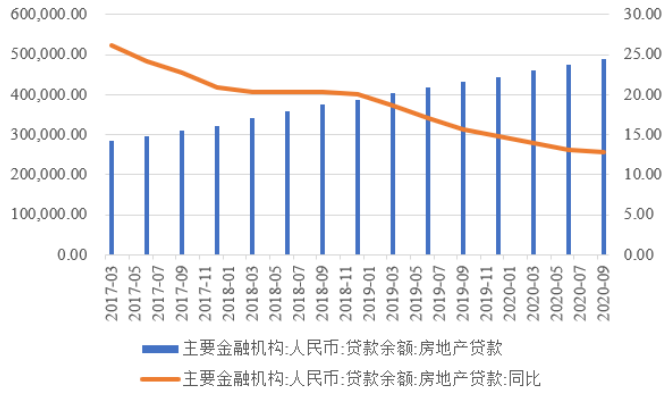
2020 年三季度，随着“三道红线、四挡管理”融资新规试点，行业融资再度收紧。2020 年 1—9 月，房地产开发企业合计资金来源共计 136,376.47 亿元，同比增长 4.40%。从各资金来源同比来看，1—9 月累计数据中，国内贷款同比增长 4.00%，利用外资同比下降 9.50%，自筹资金同比增长 5.90%，其他资金同比增长 3.72%（其中定金及预收款同比增长 2.90%，个人按揭贷款同比增长 9.50%）。

8 月 20 日，住房城乡建设部、人民银行在北京召开重点房地产企业座谈会。参加重点房地产企业座谈会的房企包括 12 家。“三道红线”已在此前参与央行、住建部座谈会的 12 家房企试点实施，对这 12 家房企将进行融资债务总规模的控制。企业需于 9 月底上交降档方案，包括一年内如何降档、三年内如何全面完成符合“三道红线”的调整等。房企融资“三道红线”试点推出，意味着房企融资渠道面临全方位监管。

银行信贷

从房地产企业主要融资渠道上来看，银行信贷资金流向房地产领域增速有所下滑。2020 年三季度，国内主要金融机构新增房地产贷款合计 44,200 亿元，同比下降 15.16%。截至 2020 年 9 月末，国内主要金融机构房地产贷款余额 488,300.00 亿元，同比增长 12.80 %，增速较二季度末及一季度末均有所下滑；同时，考虑到此前央行曾表示“要继续严格控制房地产在新增信贷资源上的占比，实施信贷资源的增量优化和存量调整”，预计在“房住不炒”政策基调下，主要金融机构仍将压降房地产贷款增速，控制贷款的行业集中度，严防信贷资源过度流向房地产板块。

图 7　近年来主要金融机构房地产贷款余额及同比增速情况（单位：亿元、%）

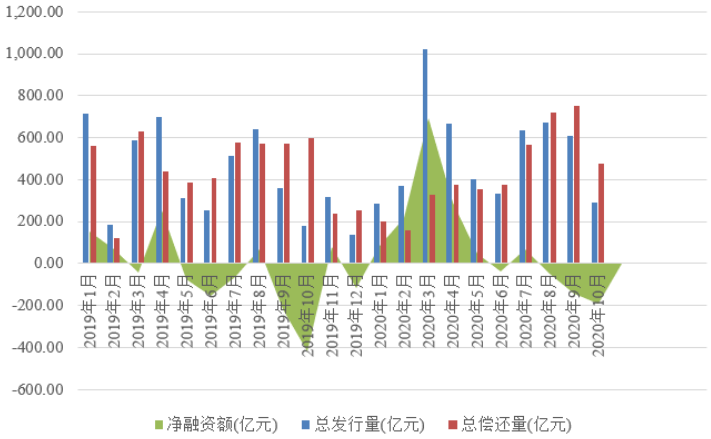


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

国内债券

2020 年下半年，随着监管持续升级，地产融资收紧信号明显。作为地产融资收紧过渡期，7－9 月，房企境内发债规模大幅提升，分别同比增长 24.56%、5.57%、和 70.13%。10 月以来，融资收紧效应初显，房企发债总量回落态势明显。2020 年 1－10 月，Wind 房地产开发类企业信用债总发行量 5,289.44 亿元，同比增长 19.35%，年初以来房地产开发类企业债券融资整体呈现放量态势，发债企业以国企为主。从净融资额的角度看，上半年受疫情影响，房企发债融资的实际监管力度边际放松，房企债券净融资额显著放量，进入 8 月以来，伴随“三道红线”政策试点，倒逼房企加速降负债、促销售，金融监管升级效果逐渐显现，房地产开发类企业信用债净融资规模逐步由零转负，具体情况如下图所示。

图 8　2019 年以来 Wind 房地产开发类企业信用债融资情况



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

美元债

美元债融资方面，内地房地产发债企业以民企为主，发债规模占据 9 成。2020 年上半年，受国外疫情影响，一季度美元债基本处于停滞状态，5 月以来有所回暖。7－10 月，内地房地产企业美元债发行总额分别为 72.13 亿元、69.80 亿元、39.21 亿元和 51.61 亿元，分别同比下降 2.67%、增长 193.28%、下降 8.97%和增长 10.39%。2020 年 1－10 月，内地房地产企业美元债发行总额 579.78 亿元，同比下降 12.66%。由于全球疫情不确定因素仍存，境外债市仍面临波动风险，发行成本有所上升。

非标融资

信托融资方面，房地产类信托持续受到高压监管。10 月，银保监会信托部向各地银保监局下发《关于开展新一轮房地产信托业务专项排查的通知》，要求继续严控房地产信托规模，按照“实质重于形式”原则强化房地产信托穿透监管，严禁通过各类形式变相突破监管要求，严禁为资金违规流入房地产市场提供通道，切实加强房地产信托风险防控工作。

根据用益信托网数据显示，2020 年 1－7 月，投资领域为房地产的集合信托发行规模 5,430.38 亿元，同比下降 24.80%；投资领域为房地产的集合信托成立规模 4,515.70 亿元，同比下降 18.01%。自 2020 年以来，房地产信托募集规模开始下滑，尤其是“三道红线”政策出台后，房地产类信托产品的募集下行的趋势更加明显。

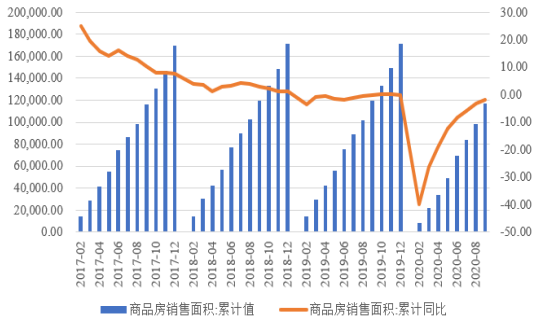
3.　供需端—短期成交量维持一定规模但中期逐步承压且区域分化加大

三季度以来，疫情期间积压需求持续释放，都市圈概念越发明显，带动周边城市区域市

场火热，但整体政策环境收紧，市场随着各热点城市调控升级后放缓趋势明显；一线城市受此前疫情小幅回弹影响，需求于三季度得以释放。融资新规推动房企加速回款，供应量或持续加大，房企竞争加剧，购房者置业情绪更加理性，成交量短期内趋稳或下滑。未来伴随政策推广实施，中长期市场区域分化将逐步加大。

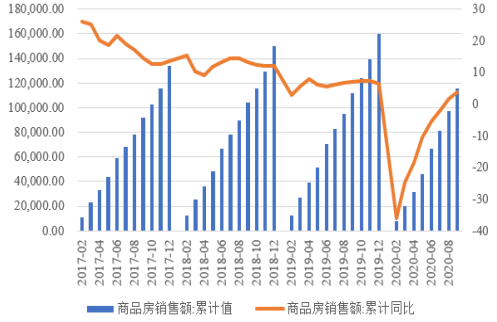
从销售情况来看，2020 年三季度以来市场热度余温犹存，地产企业积极推盘，销售规模持续增长。2020 年 1－9 月，全国商品房销售面积为 117,072.67 万平米，同比下降 1.80%，降幅较 1－6 月收缩 6.6 个百分点。2020 年 1－9 月，全国商品房销售额为 115,647.29 亿元，同比增长 3.7%；其中 7－9 月单月销售金额同比增速分别为 16.56%、27.10%和 16.05%。

图 9　商品房销售面积同比变化情况（单位：万平方米、%）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

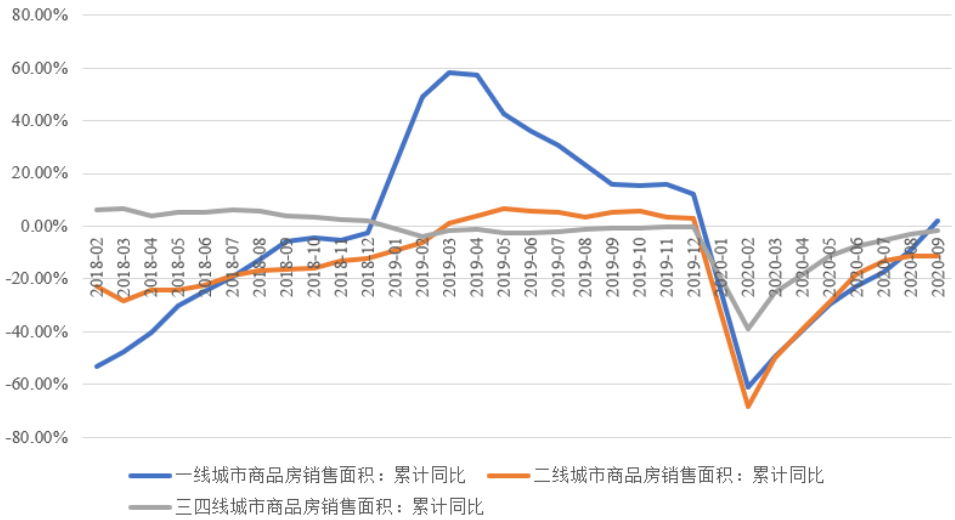
图 10　商品房销售额同比变化情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

从城市能级来看，2020 年 1－9 月，一线城市商品房成交面积累计 2,338.91 万平方米，同比增长 2.29%，2020 年以来首次增长率为正；重点二线城市商品房成交面积累计 5,061.79 万平方米，同比下降 11.40%；除重点一二线城市以外区域商品房销售面积同比下降 1.36%。二三季度，受益于各地政府组织有力，复工迅速，需求得以释放，以浙江为首的长三角都市圈区域市场火热，“量价齐升”，部分地区出现“万人摇号”等现象，房地产市场景气度高。8 月以来，随着各地政策持续加码，购房者置业情绪更加理性，市场逐步趋于平稳。一线城市因疫情小幅回弹，管控周期相对较长，三季度需求得以释放，9 月商品房销售面积累计同比首次转正。

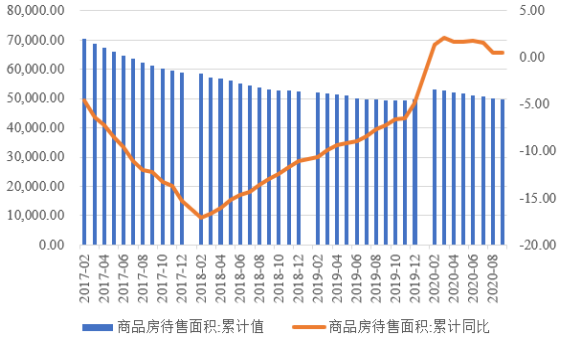
图 11　2020 年 1－9 月分城市能级商品房销售面积同比增速情况（单位：%）



注：一线和二线城市数据用 Wind 30 大中城市数据中的一线、二线城市商品房成交面积模拟代替，三四线数据用全国商品房销售面积数据扣减 30 大中城市中的一二线数据进行模拟代替。
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

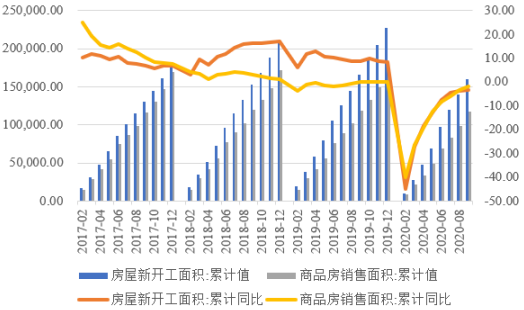
从库存指标来看，截至 2020 年 9 月底，商品房待售面积 49,581.00 万平方米，同比增加 0.50%；整体看，已竣工库存年初以来有所反弹，三季度后环比持续下行。新开工方面，2020 年 1—9 月，全国商品房新开工面积 160,090.00 万平方米，同比下降 3.40%；其中，7—9 月单月新开工面积同比分别增长 11.32%、增长 2.41%和下降 1.95%，疫情期间挤压的新开工需求持续释放，9 月有所放缓。考虑到地产库存相对高位，叠加“三道红线”新规试点，推动房企加速回款，供应量或将持续加大。伴随整体政策环境收紧，热点城市调控升级，购房者入市节奏有所放缓，预计需求端全年趋稳或略有下滑。

图 12　商品房待售面积同比变化情况（单位：万平方米、%）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 13　商品房销售额同比变化情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

二、资金监测和融资管理新规（即“三道红线”）对房地产企业的影响

1.　房地产企业的“三道红线”表现

2020 年三季度以来，房地产行业调控政策持续，“三道红线”要求的出台，对业内房企的债务融资规模提出新的要求。

2020 年 7 月以来，房地产行业融资监管进一步趋严。具体来看，8 月 20 日，住房城乡建设部、人民银行召开重点房地产企业座谈会，对重点房地产企业进行资金监测和融资管理（即“三道红线”）；9 月 6 日，银保监会副主席在 2020 中国国际金融年度论坛中表示，将严格遵循“房住不炒”的定位，规范房地产贷款业务，防止房地产市场过度金融化；9 月 14 日，银保监会在新闻通气会上指出，将继续对 30 多个重点城市房地产贷款进行专项检查，压缩对杠杆率过高、财务负担过重房企的过度授信，加大对“首付贷”，消费贷资金流入房市的查处力度，房地产金融化泡沫化倾向得到有效遏制；9 月 16 日，银保监会印发《关于加强小额贷款公司监督管理的通知》（以下简称“《通知》”），《通知》指出，要监控贷款用途，小额贷款公司贷款不得用于房地产市场违规融资等。随着房地产行业调控政策的持续，融资环境整体收紧，“去杠杆、降负债”已成为房企日常工作的重点。

其中 2020 年 8 月 20 日住房城乡建设部、人民银行新出台的“三道红线”，对业内房企的债务融资规模提出新的要求。“三道红线”要求的出台，一是为增强房企融资管理的市场化、规则化和透明化，推动房地产行业长期稳健运行；二是为矫正一些房企盲目扩张的经营行为，形成合理的融资。以 12 家试点房企为例，监管部门对于房企有息债务的增长设置了

“三道红线”，即剔除预收款项后的资产负债率大于 70%、净负债率大于 100%、现金短期债务比小于 1 倍；此外，对于房企权益购地金额、权益销售金额、近三年经营活动现金流净额等指标也进行定期监测。根据上述三道指标，将房企进行红、橙、黄、绿四色分档，具体分档要求如下表所示。

表 2　资金监测和融资管理新规

分档	第一道红线	第二道红线	第三道红线	有息负债规模增速阈值
红色档（三线均超）	剔除预收款项后的资产负债率>70%	净负债率>100%	现金短期债务比<1倍	且有息负债规模以2019 年 6 月底为上线，不得增加
橙色档（超两线）	剔除预收款项后的资产负债率>70%	净负债率>100%	--	有息负债规模年增速不得>5%
	剔除预收款项后的资产负债率>70%	--	现金短期债务比<1倍	
	--	净负债率>100%	现金短期债务比<1倍	
黄色档（超一线）	剔除预收款项后的资产负债率>70%	--	--	有息负债规模年增速不得>10%
	--	净负债率>100%	--	
	--	--	现金短期债务比<1倍	
绿色档（三线均未超）	--	--	--	有息负债规模年增速不得>15%

资料来源：联合资信根据公开资料整理

（1）12 家试点房企

参与试点的 12 家龙头房企，整体债务规模较大，但在现金流方面控制能力较强；其中有央企背景的房企整体债务负担较轻，自身财务稳健，抗风险能力强，受“三道红线”的影响不大；民营背景的房企债务负担普遍较重，受“三道红线”影响较大。

进行试点的 12 家房企，均为业内龙头房企。根据公开资料及联合资信计算显示，位于红色档的房企包括中国恒大、融创、绿地控股和中梁控股；位于黄色档的房企包括碧桂园、万科、新城控股和阳光城；位于绿色档的房企包括保利发展、中海集团、华侨城和华润置地。整体看，龙头房企虽然债务规模较大，但在现金流方面控制能力较强，其中有央企背景的房企整体债务负担较轻，自身财务稳健，抗风险能力强，受“三道红线”的影响不大。

表 3　12 家试点房企“三道红线”表现情况

企业简称	2019 年			2019 年克而瑞权益销售排名
	剔除预收款项后的资产负债率（%）	净负债率（%）	现金短期债务比（倍）	
碧桂园	82.36	46.33	2.38	2
中国恒大	78.03	100.16	0.38	1
万科	76.51	34.84	1.90	3
融创	81.67	114.39	0.90	4
中梁控股	80.79	100.76	0.74	22
保利发展	67.42	56.91	1.88	6
新城控股	76.53	6.36	1.62	8

中海集团	65.76	2.33	5.77	7
华侨城	65.29	73.13	1.00	36
绿地控股	82.38	151.49	0.73	5
华润置地	69.36	32.50	3.05	11
阳光城	64.49	107.55	1.16	14

注：1. 剔除预收款项后的资产负债率=（负债总额-预收款项-合同负债）*100%/（资产总额-预收款项-合同负债）；2. 净负债率=（有息债务-货币资金）*100%/所有者权益；3. 现金短期债务比=现金类资产/短期债务，其中现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据，短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据；港股上市公司货币资金=现金及现金等价物+受限制现金

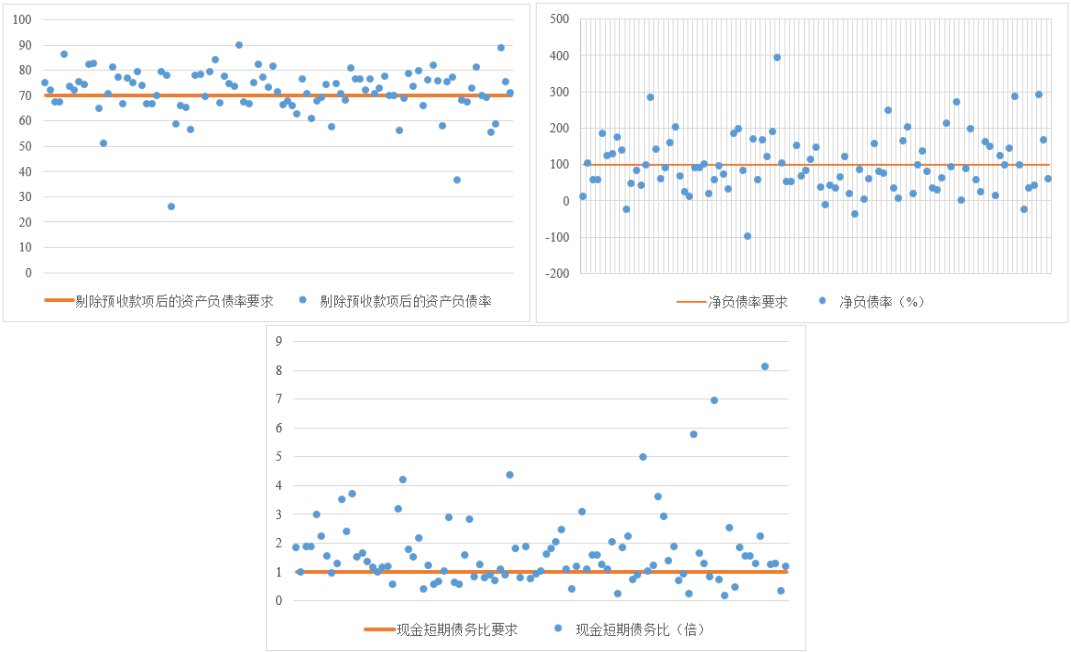
资料来源：Wind，联合资信根据公开资料整理

（2）房地产行业内存续发债企业

资产规模在千亿以上的房企，剔除预收款项的资产负债率达标比例较低，净负债率达标比例一般，但整体回款能力较强，现金类资产较充裕，对短期债务的覆盖程度较高；资产规模在 500~1000 亿元的房企，“三道红线”达标比例均不高；资产规模小于 500 亿元的房企，剔除个别违约企业，“三道红线”达标比例均较高，现金短期债务比基本处于“压线”水平。

联合资信选取行业内 228 家有存续债券的发债企业作为样本（以下简称“样本”），对其剔除预收款项后的资产负债率、净负债率和现金短期债务比进行横向比较。其中，资产规模在千亿以上的房企，作为头部房企，整体债务规模较大，剔除预收款项后的资产负债率水平较高，超出红线的房企数量比例在 50%以上。但整体回款能力较强，现金类资产较充裕，对短期债务的覆盖程度较高。

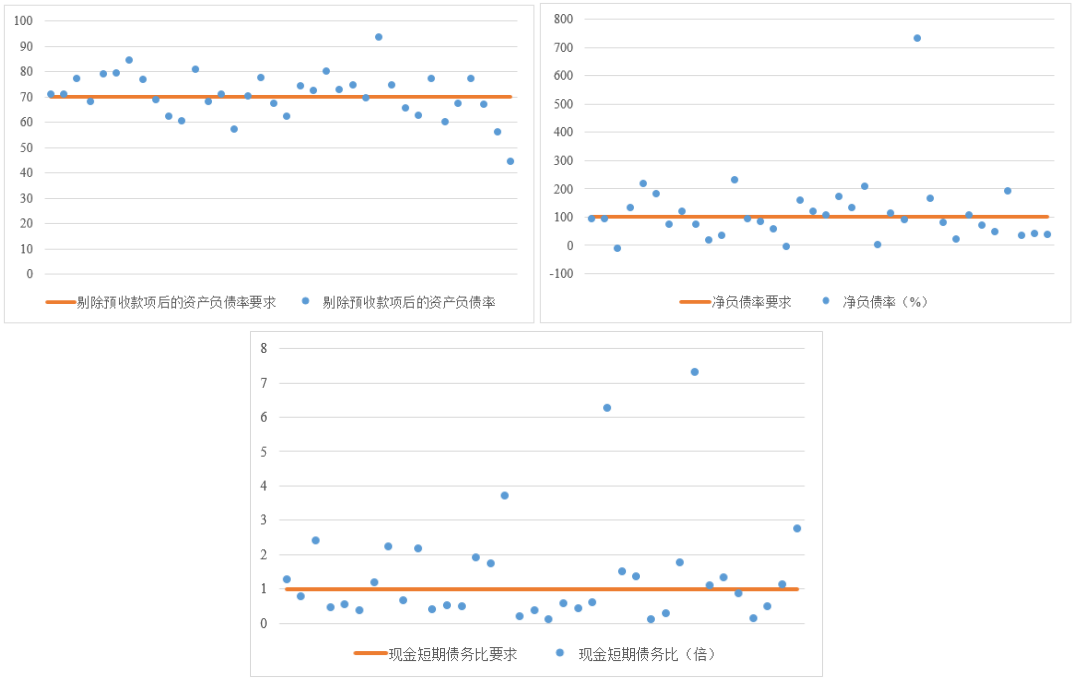
图 14　2019 年底资产规模在 1000 亿元以上的房企“三道红线”表现情况



资料来源：Wind，联合资信根据公开资料整理

资产规模在 500~1000 亿元的房企，整体负债率较高，净负债率大多徘徊在红线要求附近，对现金的控制能力较为一般。

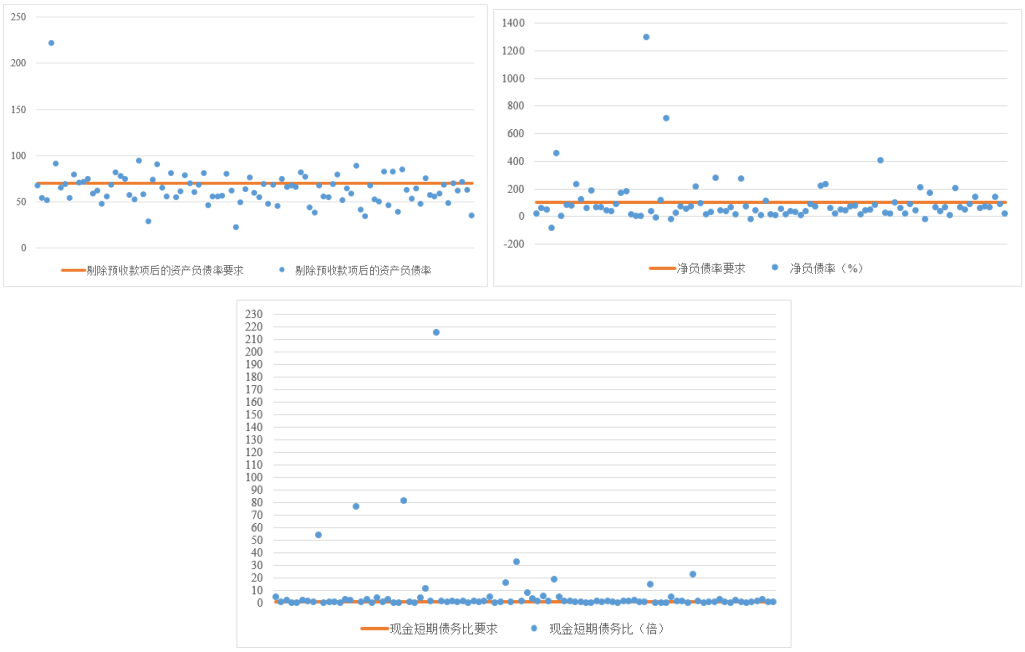
图 15　2019 年底资产规模在 500~1000 亿元之间的房企“三道红线”表现情况



资料来源：Wind，联合资信根据公开资料整理

2019 年资产规模在 500 亿以下的房企，多为中小房企。剔除预收款项后的资产负债率大部分处于 70%以下；净负债率表现较好；现金短期债务比基本处于“压线”水平，短期偿债压力不大，个别房企受短期债务规模较小等因素影响，该指标数值较大。

图 16　2019 年底资产规模在 500 亿元以下的房企“三道红线”表现情况



注：其中违约房企国购投资有限公司、上海三盛宏业投资（集团）有限责任公司、正源房地产开发有限公司尚未披露 2019 年财务报表，统计时使用其 2018 年财务数据

资料来源：Wind，联合资信根据公开资料整理

2.　“三道红线”如何达标

增加货币资金时点数、减少有息债务规模或增加净资产规模均可实现净负债率和现金

短期债务比的达标；而剔除预收款项后的资产负债率高的问题，只能通过加快销售回款，提高周转速度从而减少负债规模来解决。

从“三道红线”设置的三个财务指标来看，房企净负债率和现金短期债务比的达标难度并不高，增加货币资金时点数、减少有息债务规模或增加净资产规模均可实现。对于房企来说，加速销售回款的资金回笼、减少在时点数附近的拿地支出、增加在时点数附近的融资规模等，都可以有效增加货币资金。而对于减少有息债务规模，需企业自身加强负债管理能力，合理控制债务增长速度；但同时，也需关注有息债务规模大幅减少的企业，是否存在将债务转移至表外的情况。增加净资产规模可通过增加实收资本、股权融资等方式来实现。剔除预收款项后的资产负债率可以更真实反映房企负债水平，这一指标也是最难达到“三道红线”要求的标准，对于房企来说，解决资产负债率高的问题只能通过加快销售回款，提高周转速度从而减少负债规模来解决。

3. 踩线房企应对“三道红线”的措施

目前房企在应对“三道红线”政策措施及自身债务压力方面，主要表现为加大销售力度抓回款以增加货币资金充裕度，盘活资产以改善资产流动性、灵活调整融资模式等。在“房住不炒”和融资环境收紧的背景下，“去杠杆、降负债”还需房企回归自身的发展策略，提高盈利能力、控制好债务规模的增长、增强自身的造血能力。

样本中共 46 家房企“三道红线”全部踩线，联合资信选取其中部分代表房企，分析其应对“三道红线”的措施。

（1）融创房地产集团有限公司（最新主体信用等级 AAA，以下简称“融创”）

作为 12 家试点房企之一的融创，“三道红线”指标均踩线。融创近年来负债规模持续增长，本身债务负担较重，且截至 2020 年 6 月底短期债务占比较高，未来两年偿付压力较大。同时近年来融创收并购项目规模较大，其中收购的文旅、会展等非住宅业态，未来需较长一段时间来进行消化吸收。在应对“三道红线”的政策方面，首先在拿地方面，融创 2020 年上半年拿地节奏开始放缓；其次 2020 年 11 月，融创成功分拆旗下融创服务控股有限公司（股票代码 1516.HK）赴港上市，以增加权益规模和现金流。

表 4　融创房地产集团有限公司“三道红线”表现情况

企业简称	2019 年			2019 年克而瑞权益销售排名
	剔除预收款项后的资产负债率（%）	净负债率（%）	现金短期债务比（倍）	
融创	81.67	114.39	0.90	4

资料来源：Wind，联合资信根据公开资料整理

（2）金科地产集团股份有限公司（最新主体信用等级 AAA，以下简称“金科股份”）

同样“三道红线”指标均踩线的金科股份，也是采用分拆金科智慧服务集团股份有限公司（股票代码 9666.HK）赴港上市的方式来增加权益规模和现金流。但金科股份自身项目所处城市能级下沉明显，在建项目尚需投资规模较大，未来三四线城市项目去化情况及融资情况仍存在一定压力。

表 5　金科地产集团股份有限公司“三道红线”表现情况

企业简称	2019 年	2019 年克而瑞

	剔除预收款项后的资产负债率（%）	净负债率（%）	现金短期债务比（倍）	权益销售排名
金科股份	74.80	120.23	0.89	13

资料来源：Wind，联合资信根据公开资料整理

（3）绿地控股集团有限公司（最新主体信用等级 AA+，以下简称“绿地集团”）

绿地集团作为业内龙头房企之一，2017－2019 年及 2020 年 1－3 月，全部债务不断增长，债务负担较重且短期债务占比较高。项目销售方面，2019 年以来绿地集团受销售增长放缓、商办项目占比较大等因素影响，未来项目回款水平仍较为一般。随着绿地集团建筑业务规模的不断扩大，应收账款对资金形成占用，在融资收紧的大环境下，未来流动性及融资都将受到限制。此外，根据公开资料显示，绿地集团拟出让多地的物业项目，资产包合计 231 亿元。除通过股权融资的方式应对“三道红线”外，出售资产也成为房企盘活资产、降低负债的重要方式。绿地集团在应对“三道红线”的要求方面，还需协同发展房地产开发业务与建筑业务，加大项目销售力度，提高回款水平。

表 6　绿地控股集团有限公司“三道红线”表现情况

企业简称	2019 年			2019 年克而瑞权益销售排名
	剔除预收款项后的资产负债率（%）	净负债率（%）	现金短期债务比（倍）	
绿地集团	82.38	151.49	0.80	5

资料来源：Wind，联合资信根据公开资料整理

（4）新湖中宝股份有限公司（最新主体信用等级 AA+，以下简称“新湖中宝”）

在“三道红线”的标准下，新湖中宝净负债率和现金短期债务比表现较弱，主要系新湖中宝近三年来货币资金持续下降，面临销售资金回流与到期债务存在一定程度上不匹配。在应对“三道红线”的措施方面，2019 年以来，新湖中宝与多家龙头房企签订项目股权转让协议，通过出售资产方式改善资产流动性，并与绿城中国控股有限公司形成合作关系，合作项目也有利于降低负债规模。

表 7　新湖中宝股份有限公司“三道红线”表现情况

企业简称	2019 年			2019 年克而瑞权益销售排名
	剔除预收款项后的资产负债率（%）	净负债率（%）	现金短期债务比（倍）	
新湖中宝	71.98	164.24	0.72	135

资料来源：Wind，联合资信根据公开资料整理

（5）云南城投置业股份有限公司（最新主体信用等级 AA，以下简称“云南城投”）

在房地产行业整体降负债的趋势下，云南城投债务规模近年来快速增长，短期债务规模占比较大，且现金类资产持续下降；同时，云南城投在售项目整体去化速度较慢，现金流回笼明显趋缓，面临较大的偿债压力。云南城投自 2019 年以来通过重大资产重组、公开挂牌转让等方式出售下属公司股权，若成功完成出售，对于云南城投经营、盈利及债务规模将会有一定改善。

表 8　云南城投置业有限公司“三道红线”表现情况

企业简称	2019 年			2019 年克而瑞权益销售排名
	剔除预收款项后的资产负债率（%）	净负债率（%）	现金短期债务比（倍）	
云南城投	93.48	732.48	0.10	--

资料来源：Wind，联合资信根据公开资料整理

（6）广西万通房地产有限公司（最新主体信用等级 AA，以下简称“广西万通”）

2017－2019 年，广西万通现金短期债务比分别为 0.49 倍、0.27 倍和 0.36 倍，均低于 1 倍的现金短期债务比要求；债务负担较重，短期偿债压力较大。2019 年以来，面临较大资金压力的同时，广西万通也在积极降负债，通过控制拿地规模降低新开工力度、通过出售项目的方式回笼部分现金。

表 9　广西万通房地产有限公司“三道红线”表现情况

企业简称	2019 年			2019 年克而瑞权益销售排名
	剔除预收款项后的资产负债率（%）	净负债率（%）	现金短期债务比（倍）	
广西万通	79.13	182.58	0.36	160[1]

资料来源：Wind，联合资信根据公开资料整理

[1] 为阳光 100 中国控股有限公司（以下简称“阳光 100”）的权益销售排名，阳光 100 为广西万通间接控股股东并为港股上市公司，广西万通为其在中国境内主要运营主体。