所属行业	房地产
发布时间	2020 年 6 月 9 日

行业研究

利用杠杠撬动规模的房企，债务优化了吗？

核心观点：

一、规模 VS 杠杆：EH50 房企成长性与债务分析

在市场上行期，不同成长阶段的房企，它们债务规模和负债结构可能存在差异。不同房企，不同的扩张速度，其规模扩张与债务结构的逻辑可能也大为不同。

二、千亿之后，债务水平和债务结构转折

并非所有的企业在实现千亿之前，都会加杠杆，但是在实现千亿之前利用外部资金撬动千亿规模的房企，实现千亿业绩后，多数房企对债务水平和债务期限结构进行了优化。

三、高成长性房企一定具有较高的债务压力吗？

在高成长性房企中，（1）使用有限杠杆+高周转+高利润模式扩张的房企，其债务质量一直保持优质水平；（2）充分利用杠杆进行扩张的房企，也有一部分房企在初具规模后，主动优化财务结构以降风险；（3）还有部分利用杠杆撬动规模的房企，在实现一定规模后，持续扩张规模，或者采用多元化策略，导致企业净负债率维持高位。

四、销售业绩稳健增长的房企，债务表现也未必优异

如果按照企业的性质分类，第一，央企和国企在降杠杆等政策导向下，净负债率多呈收缩趋势，但是央企债务水平低，债务结构更加优良，国企分化明显，部分房企债务压力过大。第二，不同的扩张速度的民营企业，具有不同的债务水平。（1）已实现千亿的房企，放缓了在房地产开发方面的扩张速度，或优化债务结构或进行多元化，其中主动优化债务结构的房企净负债率较低，进行多元化扩张的房企净负债率仍然维持高位；（2）尚未实现千亿的房企，在 2015-2019 年之间，整体上投资力度力度偏稳，杠杆使用力度有限，增长稳健。

相关研究：

月度数据点评：7 月销售保持韧性，投资增速或将继续下行	20190814
2019 年 7 月地产月报：融资约束强化土地市场偏弱，预计市场全年呈前高中低后平趋势	20190806
2019 年中期策略报告——七月流火，行情难将持续	20190702
2019 年年度策略报告——刚需刚改主导行情，2019 战略年再延续	20190822
2019 年报综述——回归核心，内圣外王	20190508

研究员

于小雨
rain_yxy（微信号）
yuxiaoyu@ehconsulting.com.cn

王玲
w18705580201（微信号）
wangling@ehconsulting.com.cn

徐鹏
17601350466（微信号）
xupeng@ehconsulting.com.cn

李慧慧
h648687853（微信号）
lihuihui@ehconsulting.com.cn

房企在运作与经营过程中，都或多或少地使用了外部有息资金。关于房企的有息负债，一方面处于不同成长阶段的房企，由于规模诉求的差异，它们对有息负债的依赖程度往往不同，进而使得不同企业之间有息负债规模存在差异；另一方面，不同规模之下，房企的融资能力、融资渠道等也往往不同，因而房企的成长性还可能与企业的有息负债密切关联，企业有息负债水平以及有息负债期限结构往往随企业的规模动态变化。

本文以 EH50 房企为研究样本，使用 2015 年至 2019 年各房企销售金额的复合增长率对 EH50 房企在 2015-2019 年的成长性排序，将成长速度排名靠前的 25 家房企划为高成长性房企，靠后的 25 家房企归类为低成长性房企（注：“低成长性房企”是在 EH50 样本中按照销售金额的复合增长率排名，复合增长率相对靠后的房企。但是如果将样本扩大至整个房地产行业，又或者从其他方面，如营业收入、总资产、净资产等等进行比较，“低成长性房企”可能被重新分类到“高成长性房企”中。），然后分别从企业的扩张过程对企业的债务水平和债务结构进行分析，解析房企的有息负债的动态变化特征、规律及原因。

目录

一、规模 VS 杠杆：EH50 房企成长性与债务分析 3
二、千亿之后，债务水平和债务结构转折 6
三、高成长性房企一定具有较高的债务压力吗？ 10
3.1 有限杠杆+高周转+高利润，债务质量持续优化 10
3.2 初具规模后，主动优化财务结构以降风险 12
3.3 持续扩张+多元化，净负债率维持高位 13
四、销售业绩稳健增长的房企，债务表现也未必优异 15
4.1 央企和国企:降杠杆等政策导向下主动优化债务结构 15
4.1.1 央企债务水平低，债务结构优良 16
4.1.2 国企分化明显，部分房企债务压力过大 18
4.2 民营房企：不同的扩张速度，不同的债务水平 19
4.2.1 千亿之上，优化债务结构或进行多元化 20
4.2.2 千亿之下，行稳健步伐 20

一、规模 VS 杠杆：EH50 房企成长性与债务分析

过去五年房地产行业走过了高速发展的黄金时代，也历经了增速放缓的白银时代。在过去五年内，全国商品房销售金额屡创新高，房地产行业千亿阵营不断强大。**从企业层面看，过去五年，在市场的上行周期，多数房企都是通过加杠杆的方式实现规模的扩张以及业绩的增长。**

首先，在市场上行期，多数房企都有规模扩张的野心，但是不同阶段的房企，它们债务规模和负债结构可能存在差异。企业规模较小，为了向外扩张和提升规模，往往会大力举债，用杠杆撬动企业的增长，导致债务高企。企业具有一定规模时，一方面，它们的规模诉求逐渐减弱，另一方面，规模将带动销售回款增加，企业内部现金流往往更加充裕和灵活，相比之下，规模房企对外部资金的需求程度减弱，在债务方面有较大的优化空间。

其次，房地产行业虽然在过去五年实现了高速增长，但是房企的增长速度不一。不同房企，不同的扩张速度，其杠杆使用逻辑可能也存在差异。例如，部分房企增速较快，在短期内实现了规模的快速扩张，在规模达到一定程度后，开始主动优化债务水平，降低经营风险；另外也有部分房企早已处于龙头地位，在销售金额基数过大的情况下，销售业绩增速呈放缓趋势，同时，它们可能进行多元化扩张以寻求新的利润增长点，如向地产相关业务拓展或者投资其他领域，从而短期内债务水平偏高。

为了研究 EH50 房企过去五年内随着规模的扩张，企业债务结构调整的规律和逻辑，本文将使用两种方法：第一，以千亿规模为基点，分析 EH50 房企千亿前后的债务水平特征和债务结构特征，通过千亿前后的债务水平和债务结构对比，以形成规模与债务之间的初步认识。

图表：EH50 房企实现千亿的年份

	2015 年以前	2016	2017	2018	2019	尚未实现千亿
企业	万科 A 绿地控股 中国恒大 保利集团 碧桂园 中国海外发展	华夏幸福 华润置地 金地集团 融创中国	绿城中国 招商蛇口 龙湖集团 新城控股 旭辉集团 世茂集团	富力地产 远洋集团 首开股份 正荣集团 雅居乐 阳光城 中南建设 中梁控股 金科股份 中国金茂 融信中国 荣盛发展	中国奥园 蓝光发展 滨江集团 美的置业 佳兆业集团	合景泰富集团 迪马股份 时代中国 当代置业 越秀地产 首创置业 金融街 大悦城 泰禾集团 弘阳地产 中骏控股集团 华发股份 德信中国 龙光集团 宝龙地产 禹洲集团 新力控股集团

数据来源：亿翰智库、企业年报

注：表格中蓝色为高成长性房企，紫色为低成长性房企；2015 年无新增千亿规模房企。

第二，本文还将以成长性作为划分标准，通过对不同成长速度的房企进行深入研究，以分析房企在规模扩张过程中的债务变动规律。具体的研究步骤如下：

（1）使用 2015 年至 2019 年间房企销售金额的复合增长率，来衡量房企过去五年规模扩张的速度，然后以复合增长率的高低将 50 家样本房企划分为两类，一类是复合增长率位于前列的高成长性房企，另一类是复合增长率靠后的低成长性房企。

（2）以 2019 年净负债率均值和长债短债比均值为坐标原点，建立一个净负债率-长债短债比坐标系，然后将 EH50 房企投影至坐标系中。房企在坐标系的位置，既反映了企业的债务水平和债务期限结构，也便于与其他房企进行比较。

（3）综合过去五年企业的销售业绩、土地储备、盈利表现以及战略调整等，解析企业债务的调整规律。

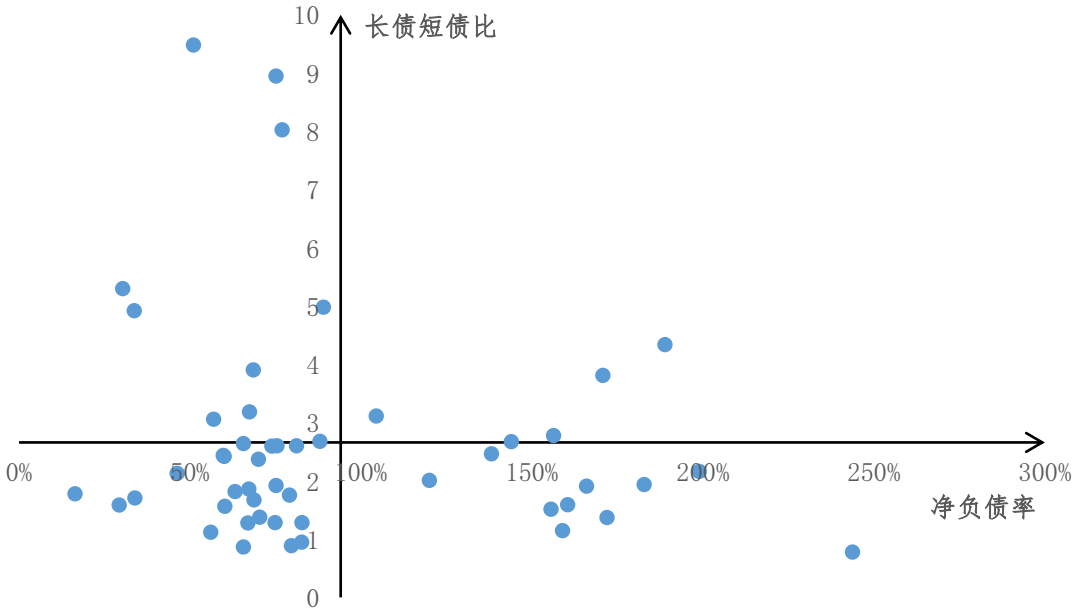
图表：高成长性房企与低成长性房企

高成长性房企		低成长性房企	
企业名称	2015-2019 年复合增长率	企业名称	2015-2019 年复合增长率
新力控股集团	82.63%	碧桂园	34.71%
金科股份	59.13%	正荣地产	34.14%
佳兆业集团	56.79%	宝龙地产	33.36%
中梁控股	55.45%	合景泰富集团	32.94%
美的置业	54.63%	时代中国控股	32.06%
中南建设	53.64%	世茂集团	31.14%
新城控股	53.35%	金地集团	27.85%
蓝光发展	52.78%	远洋集团	26.26%
融创中国	52.15%	当代置业	26.23%
中国奥园	50.72%	首开股份	25.34%
大悦城	50.69%	招商蛇口	24.96%
华发股份	47.31%	保利发展	24.55%
阳光城	46.76%	中国恒大	24.45%
弘阳地产	46.51%	越秀地产	23.74%
旭辉控股集团	46.03%	华润置地	23.28%
滨江集团	45.31%	雅居乐集团	21.68%
荣盛发展	42.84%	富力地产	20.51%
中国金茂	42.05%	首创置业	19.97%
德信中国	41.49%	绿城中国	19.88%
泰禾集团	40.72%	万科 A	19.26%
禹洲集团	39.90%	中国海外发展	18.53%
融信中国	36.77%	金融街	16.29%
龙光集团	36.17%	华夏幸福	14.94%
中骏集团控股	35.65%	迪马股份	11.36%
龙湖集团	34.77%	绿地控股	11.02%

资料来源：亿翰智库、企业年报

注：本文使用 2015 年至 2019 年企业销售金额的复合增长率将 EH50 房企划分为高成长性房企和低成长性房企，其中碧桂园和佳兆业计算复合增长率时，使用权益销售金额数据，部分企业 2015 年和 2019 年未公布销售金额信息，本文将使用亿翰智库预估的销售金额数据。

图表：2019 年 EH50 房企净负债率与长债短债比分布



资料来源：亿翰智库、企业年报

注：净负债率=（有息负债总额-货币资金）/所有者权益，长债短债比=长期有息负债/短期有息负债，下同。

图表：净负债率-长债短债比坐标系中各象限具有的特征

象限	特征
第一象限	净负债率高于均值，长债短债比高于均值。
第二象限	净负债率低于均值，长债短债比高于均值。
第三象限	净负债率低于均值，长债短债比低于均值。
第四象限	净负债率高于均值，长债短债比低于均值。

二、千亿之后，债务水平和债务结构转折

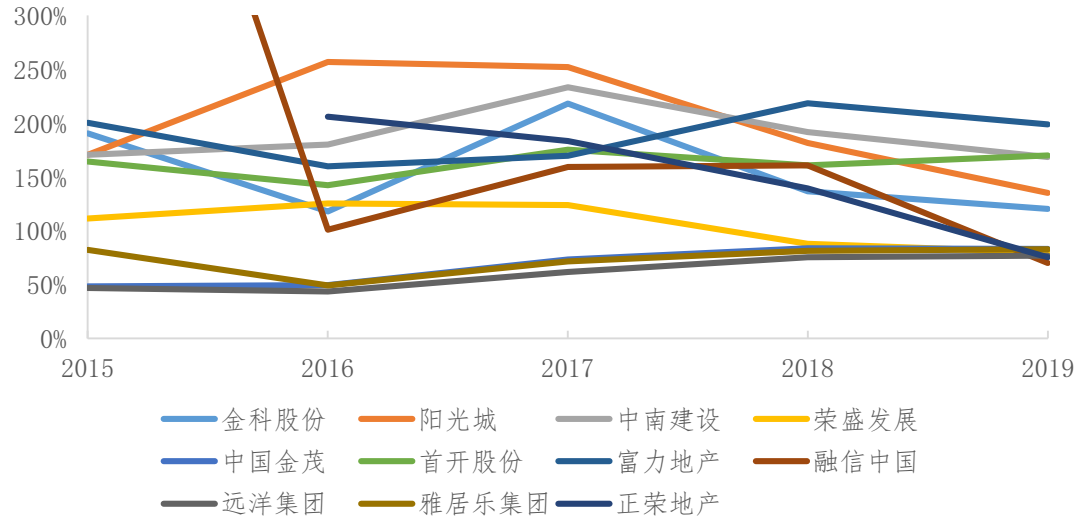
房企实施扩张策略的时间点未必相同，但是如果以实现千亿规模为节点，那么房企的成长过程可以简化为千亿前和千亿后两个阶段，不同阶段的房企，它们债务规模和负债结构可能存在差异。

逻辑上，**千亿之前**企业规模较小，房企为了冲击千亿，需先借助外部资金在土地市场加大投资力度，储备土地，这个过程往往会导致企业的债务处在较高水平。**实现千亿后，**一方面，企业已具有一定规模，企业的规模增长诉求减弱；另一方面千亿规模的房企，销售回款将随着规模的增长而增加，故企业内部产生的现金流将更加充裕和灵活，因此实现千亿后的房企有更大的空间优化企业的债务水平或结构。

截至 2019 年底，EH50 房企中已有 33 家房企实现了千亿销售业绩，从企业实现千亿的时间看，2015 年以前仅 6 家房企销售金额达千亿以上，2016-2019 年新增的千亿房企数量分别为 4 家、6 家、12 家和 5 家。

如果以 2016-2019 年实现千亿的房企为样本，容易发现，**第一，并非所有的企业在实现千亿之前，都会加杠杆。**本文的样本数据显示，2016-2019 年实现千亿的房企中仅 13 家房企在销售金额突破千亿前（包括实现千亿的当年）净负债率呈上升的趋势，剩余的 20 家房企虽然也实现了千亿业绩，但是实现千亿前，企业的净负债率并无明显上升迹象，部分房企净负债率甚至有下降趋势。以 2018 年实现千亿的房企为例，多数房企在 2018 年以前，净负债率已处在较高水平，仅中国金茂、远洋集团和雅居乐集团在实现千亿前后，净负债率一直维持在 100%以下水平。

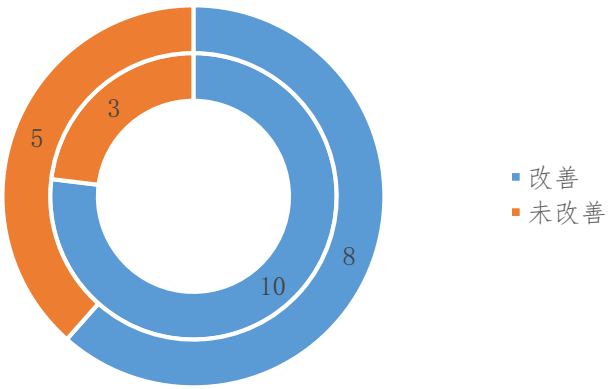
图表：2018 年实现千亿的房企 2015-2019 年净负债率数据



资料来源：亿翰智库、企业年报

第二，在千亿之前利用外部资金撬动千亿规模的房企，实现千亿业绩后，多数房企对债务水平和债务期限结构进行了优化，少数房企净负债率和长债短债比仍然维持在较高水平。债务水平方面，10 家房企在实现千亿后，净负债率有下降趋势，而华夏幸福、融创中国和首开股份等 3 家房企的净负债率在实现千亿后继续增长。**债务结构方面，**8 家房企长债短债比提升，5 家房企长债短债比下降。

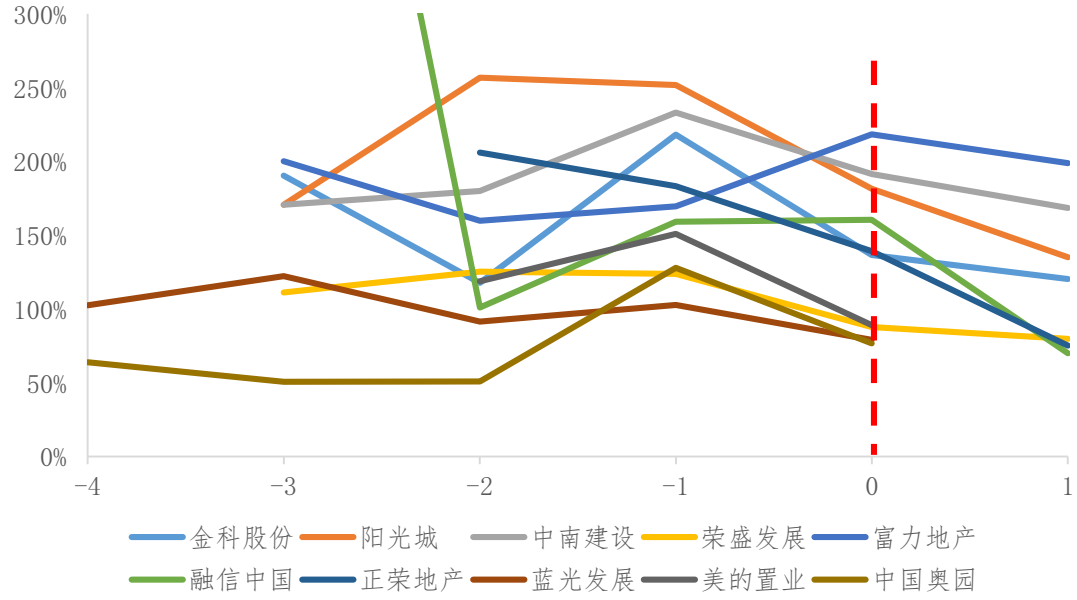
图表：利用杠杆扩张规模的房企实现千亿后的债务水平和债务结构变化



资料来源：亿翰智库、企业年报

注：内环为债务水平，外环为债务期限结构；单位：家。

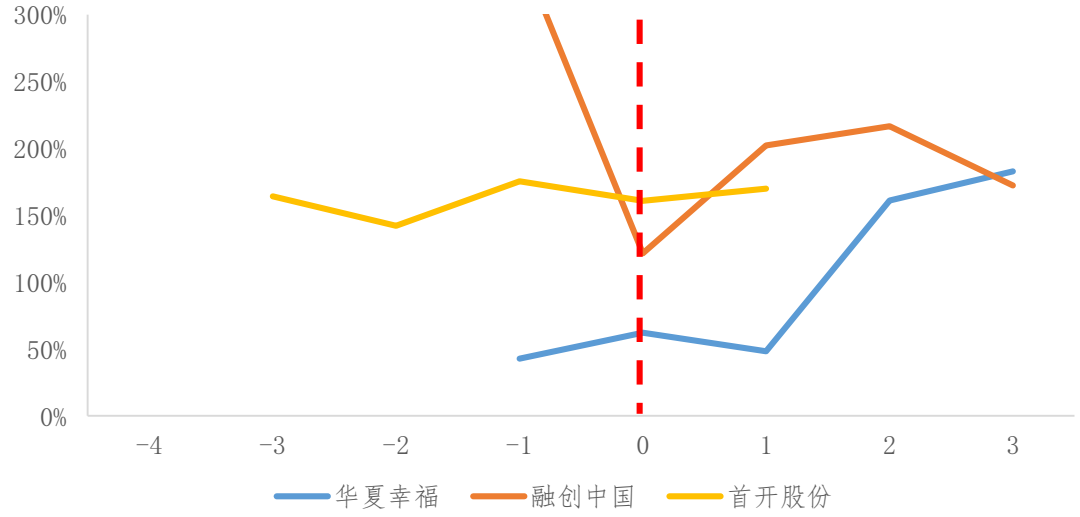
图表：实现千亿规模后房企净负债率有所改善



数据来源：亿翰智库、企业年报

注：由于上述房企实现千亿的年份不同，为了将不同年份实现千亿的房企放在同一个坐标系下比较其实现千亿前后的净负债率特征，本文调整了横坐标，其中 0 表示实现千亿规模的当年，-1 表示实现千亿规模的前一年，1 表示实现千亿规模的下一年，其他数字的含义以此类推。

图表：实现千亿规模后净负债率尚未改善的房企的净负债率



数据来源：亿翰智库、企业年报

注：由于上述房企实现千亿的年份不同，为了将不同年份实现千亿的房企放在同一个坐标系下比较其实现千亿前后的净负债率特征，本文调整了横坐标，其中 0 表示实现千亿规模的当年，-1 表示实现千亿规模的前一年，1 表示实现千亿规模的下一年，其他数字的含义以此类推。

从 2015-2019 年实现千亿销售业绩房企的债务数据中，我们发现虽然多数房企在 2015-2019 年实现了业绩高速增长，但是并非都是通过杠杆而撬动；部分房企虽然利用杠杆刺激了规模的增长，但是在不同企业不同的战略指引下，企业的债务水平也呈不同的特征。因此，我们认为 2015-2019 年之间，房企规模扩张与企业的债务之间可能存在下列几种情况：

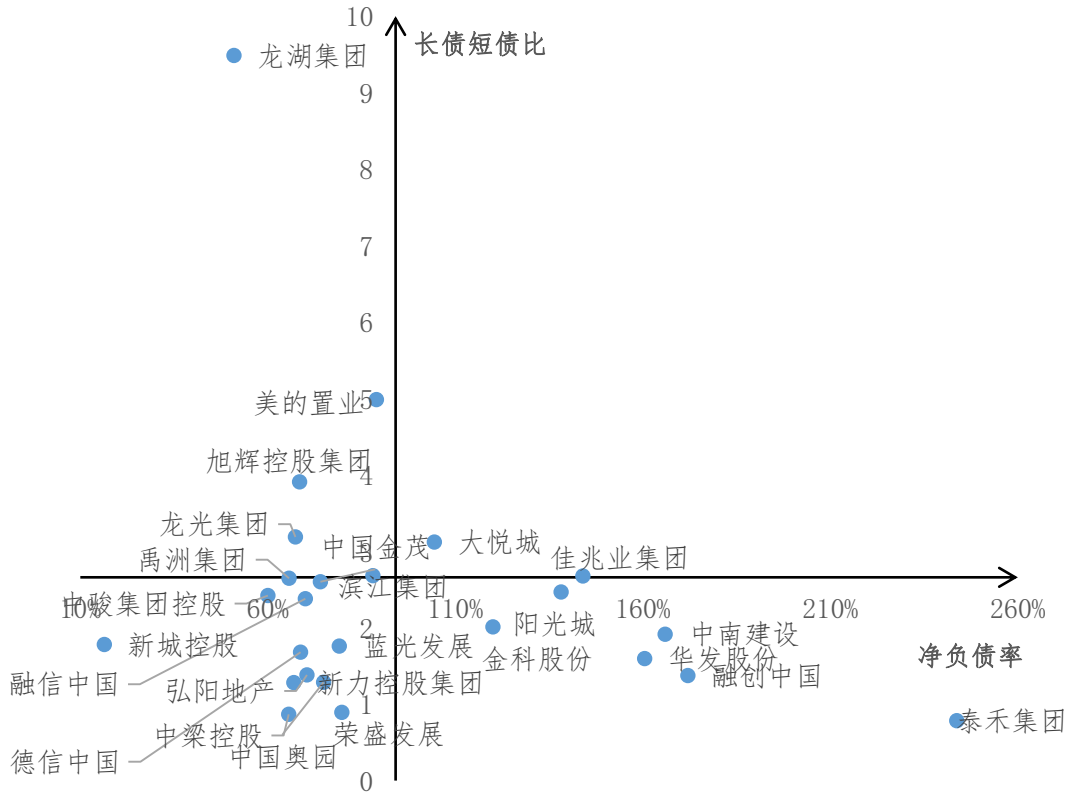
第一、利用“高周转+高利润”的模式实现规模的扩张，因此，金融杠杆则一直维系在稳定水平。第二、利用杠杆撬动规模增长，但是不同特性、战略和扩张模式的房企，它们债务的演变过程存在差异。具体而言，包括但不限于（1）初期加杠杆实现规模扩张，规模达到一定程度后，在房地产市场进入横盘期时代，实施多元化扩张策略，寻找新的利润增长点，因此，净负债率目前维持在较高水平；（2）初期加杠杆实现规模扩张，但是千亿并非终点，房企实现千亿后继续加大在土地市场的投资力度，净负债率持续增长；（3）规模扩张过于激进，短期内主动改善资产负债结构，但是净负债率难以降至低位，因而净负债率仍然较高；（4）加杠杆以实现规模增长，在规模超越千亿后，主动调整财务结构，净负债率呈下降趋势；（5）适当使用杠杆，规模增速较慢，净负债率同样维持在较低水平。下文将按照以上思路分别对 EH50 房企中的高成长性房企和低成长性房企进行债务分析。

三、高成长性房企一定具有较高的债务压力吗？

房企在开发过程中往往使用了较多的外部资金，那么高成长性房企，一定是杠杆撬动的吗？如果房企充分利用杠杆刺激业绩增长，那截至 2019 年，企业的债务风险怎样了？下文将以这些问题为出发点，对高成长性房企的业绩增长和债务质量进行分析。

从房企在 2019 年净负债率-长债短债比坐标系的分布看，高成长性房企多位于坐标系中的第二、三、四象限，仅大悦城位于第一象限。具体来看，房企高速发展后，第一、有少数房企不仅债务水平相对较低，而且债务期限结构良好；第二，较多的房企净负债率已控制在较低水平，但是债务期限结构存在一定的优化空间；第三、部分房企净负债率较高，并且长期债务的占比偏低，短期内可能具有较大的偿债压力。

图表：2019 年高成长性房企净负债率与长债短债比



数据来源：亿翰智库、企业年报

3.1 有限杠杆+高周转+高利润，债务质量持续优化

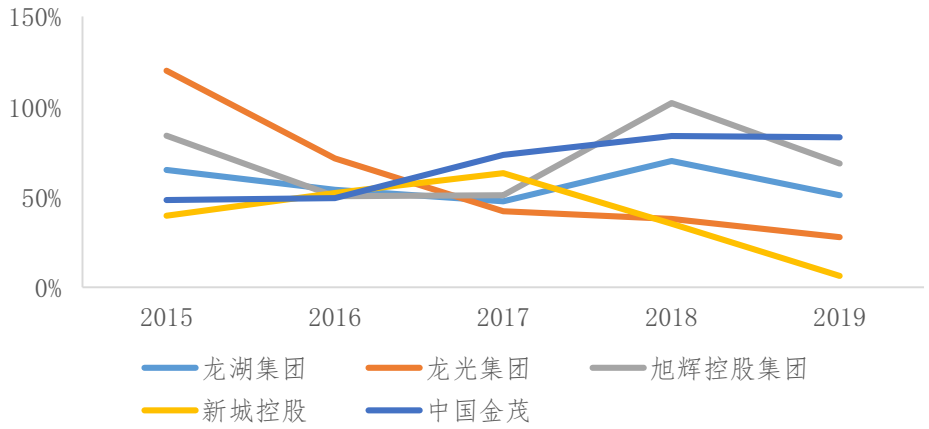
除了高杠杆能撬动企业的规模增长外，高周转和高利润也有助于促进销售业绩提升。从 2015-2019 年企业的销售业绩和净负债率变化过程看，龙湖集团、龙光集团以及旭辉控股集团等不仅实现了高增长，而且在规模扩张过程中，净负债率一直稳定在行业低位。换而言之，

它们的扩张的模式可能是:有限杠杆+高周转+高利润，因此，在市场上升阶段此类房企虽然对外部资金的使用力度有限，但是同样实现了高速增长。

首先，从 2019 年净负债率-长债短债比坐标系中可以发现，龙湖集团、龙光集团和旭辉控股集团等基本分布在第二象限或者第二象限周围，债务质量较优。以上述三家房企为例，第一，净负债率较低，三者净负债率都低于 2019 年 EH50 房企净负债率均值。第二，长债短债比较高，三者长债短债比都高于 EH50 房企均值，其中龙湖集团长债短债比为 9.48，位列行业第一。

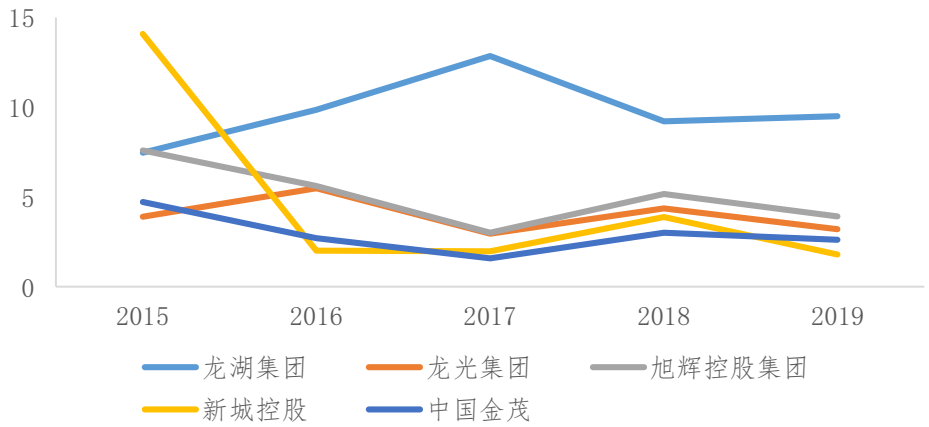
动态来看，三者的净负债率虽然有降有升，但是总体呈下降趋势，而且净负债率水平现已调整至行业低位。此外，有息负债的期限结构也较为亮眼，三者长债短债比基本保持在 3 倍以上水平。长期有息负债占比更高，一方面企业短期债务到期压力较小，另一方面企业在外部资金使用上，也将更为灵活。综合债务水平和债务期限结构两方面的因素看，三者在业绩增长的过程中，注重债务质量的优化。

图表：2015-2019 年部分典型房企的净负债率



数据来源：亿翰智库、企业年报

图表：2015-2019 年部分典型房企的长债短债比



数据来源：亿翰智库、企业年报

较低的债务水平和优质的债务结构也将减轻企业的债务风险和短期偿债压力，但是杠杆长期保持在较低水平，也存在一定的弊端，如错失快速扩张的机会。2015-2019 年龙光集团在销售业绩方面成长性虽然较高，但是如果与 2015 年销售业绩 182.3 亿元的金科股份相比（龙光集团 2015 年销售金额 205 亿元），却在成长性方面还存在一定的差距。

3.2 初具规模后，主动优化财务结构以降风险

从 2019 年高成长性房企债务相关数据在坐标系中的分布容易发现，截至 2019 年末，有较多的千亿规模房企净负债率和长债短债比都低于均值，因而分布于第三象限。事实上，**企业的债务水平和债务期限结构是动态变化的，2019 年位于第三象限的企业过去可能债务水平高企。**

首先，2019 年房地产信贷融资全面收紧，在融资难、融资贵的信贷环境下，房企有息负债总量同比下滑，多数房企净负债率下调。但是除了 2019 年融资环境导致房企净负债率下调外，我们认为还有一个重要的原因，**即房企实现具有一定规模后，自主调整资产负债表，如降负债、优化债务结构。**

成长初期，房企规模较小，资金也不够充裕，因此，在规模扩张过程中，企业往往需要借助于外部资金，方能在土地市场上获取大量的土地储备。但是当房企具有一定规模之后，往往会主动调整资产负债结构，降低企业风险。

例如融信中国 2015-2018 年净负债率均高于 100%，其中 2017 年融信中国在土地市场上积极获取土地储备，2017 年净负债率进一步上升。2018 年企业实现千亿之后，一是土地市场投资积极性减弱，二是千亿以后，销售业绩增长，销售回款增加，所以企业在债务改善方面具有更大的自由度，2019 年净负债率已降至 100%以内。荣盛发展、中国奥园和蓝光发展也有类似特征。

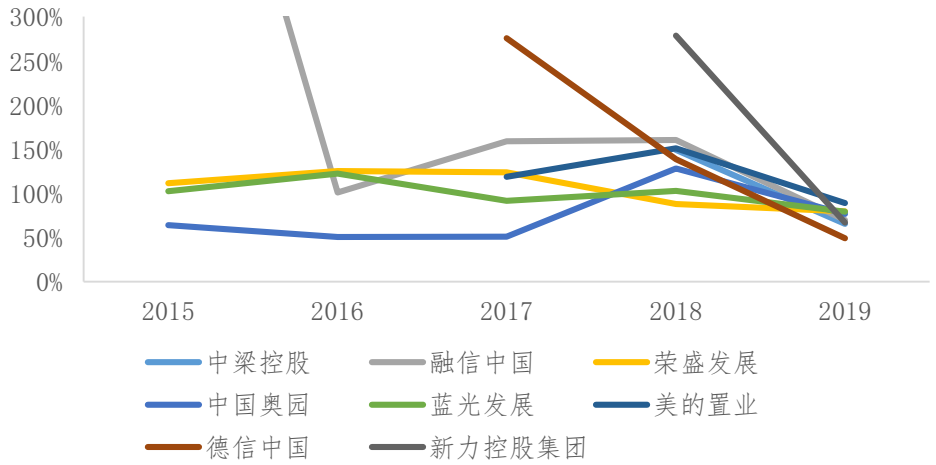
图表：2015-2019 年调整债务结构，净负债率下降的房企

	企业
已经实现千亿	中梁控股、融信中国、荣盛发展、中国奥园、蓝光发展、美的置业
尚未实现千亿	德信中国、新力控股集团

数据来源：亿翰智库、企业年报

中梁控股、美的置业、德信中国和新力控股集团净负债率也呈下调的趋势，其中中梁控股和美的置业已实现千亿，而德信中国和新力控股集团的签约销售金额处在千亿边缘。我们认为此类企业净负债率下降，一方面在于规模扩大，回款增加，企业可用于改善财务结构的资金增加；另一方面，企业为了顺利上市，可能需要主动降杠杆，降低企业经营风险。

图表：2015-2019 年部分典型房企的净负债率



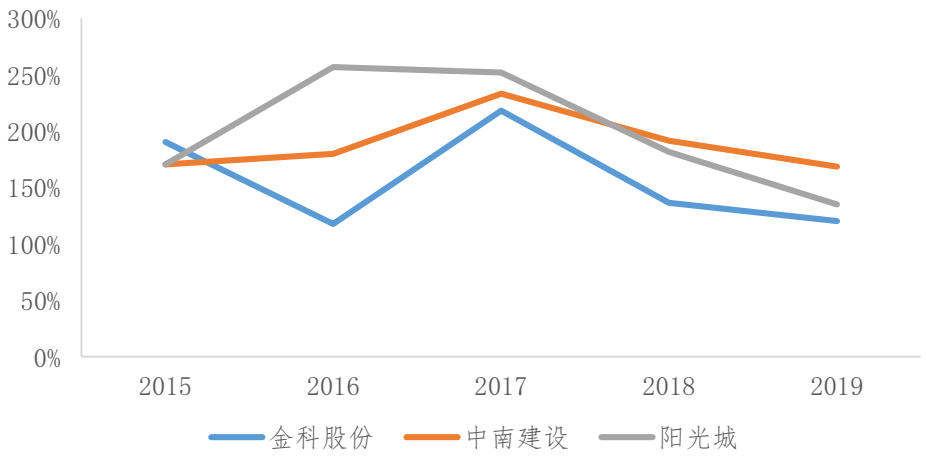
数据来源：亿翰智库、企业年报

3.3 持续扩张+多元化，净负债率维持高位

从 2019 年房地产行业的净负债率的情况看，由于融资政策偏紧，房企拿地放缓，企业净负债率整体呈下降趋势，**然而也有部分房企目前净负债率仍然处于较高水平。**在第四象限内，净负债率较高的房企包括金科股份、阳光城、中南建设、融创中国、华发股份、佳兆业集团以及泰禾集团。

第一、部分房企在扩张过程中，大力度使用杠杆，顺周期时获得大量的土地储备。但是在扩张过程中可能存在下列问题：一是土储质量参差不齐，导致部分项目面临去化难题；二是部分土储价格过高，缺乏合适的入市时机；三是注重“规模”而忽视 “效益”，盈利能力偏低。实际上，在上述一个或多个问题的作用下，房企负债方面的改善空间较小。存在以上一个或多个问题的房企包括金科股份、阳光城和中南建设。

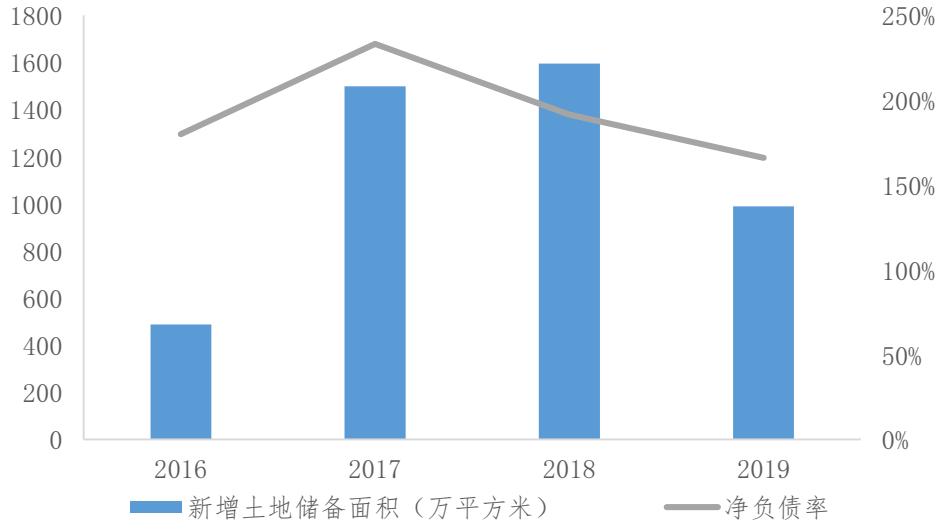
图表：2015-2019 年部分典型房企的净负债率



数据来源：亿翰智库、企业年报

以中南建设为例，中南建设 2017-2018 年大力增加土地储备，2017 年和 2018 年分别新增土地储备 1499 万平方米和 1595 万平方米。在充足的土储支持下，中南建设 2018 年实现了千亿规模。但是中南建设在 2017 年拿地力度过大，也导致 2017 年净负债率急剧上升。在早期的扩张阶段，中南建设注重高周转与规模的增长，因而销售金额虽然在 2018 年超过千亿，但是企业 2018 年的盈利表现与同行相比略逊一筹，因而对企业债务改善作用有限。2018 年起中南建设的净负债率虽然逐年下降，但是 2019 年末中南建设的净负债率仍然高达 168.39%。

图表：2016-2019 年中南建设新增土储和净负债率

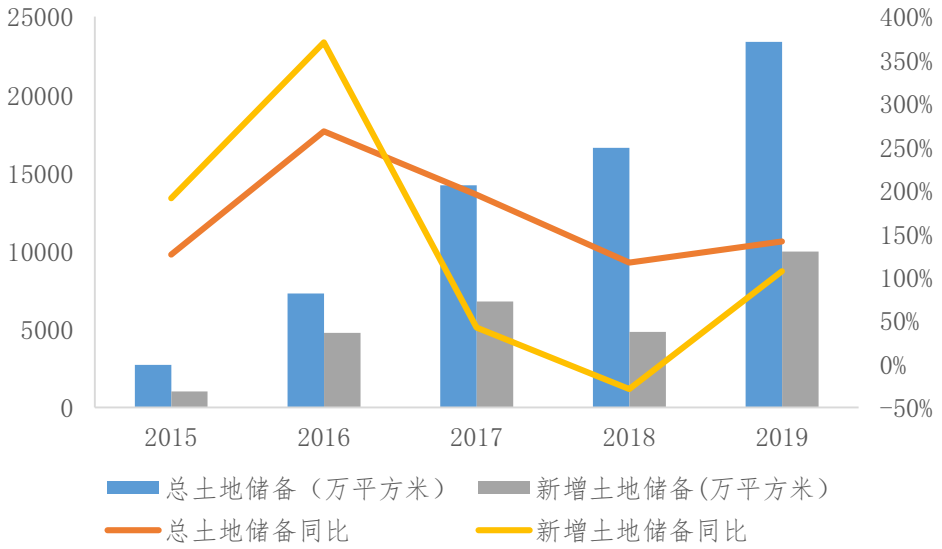


数据来源：亿翰智库、企业年报

第二、部分房企虽然已具有较大的规模，但是仍然寻求更高的业绩，或者是在地产行业增速放缓的情况下，积极拓展多元化业务，寻找新的利润增长点。在此类目标导向下，企业净负债率仍然较高，典型房企如融创中国和华发股份。

2019 年融创中国的销售金额高达 5562.1 亿元，但是与其他大型房企不同的是，融创在达到较高规模后，并未停下扩张的脚步，相反，融创在土地市场表现活跃，储备了较多的优质土储。2019 年，在信贷环境收紧，行业销售增速放缓的情况下，超 70%的房企总土地储备同比增速下降，但是融创在土地市场表现活跃，其新增土储 9970 万平方米，位于 2019 年上市房企中新增土地储备总量的第一名。**融创中国逆周期拿地，大规模积累土储，显然会导致企业债务增长。在规模扩张和债务管控方面难以完美平衡，企业净负债率目前仍位于较高水平。**

图表：2015-2019 年融创中国总土地储备和新增土地储备



数据来源：亿翰智库、企业年报

对于中南建设等过去使用较大杠杆扩张规模的房企，我们认为这类企业已经具有一定的规模，在未来的发展过程中，企业需要注重于财富的积累，修炼好内功，优化债务结构，降低企业的债务风险。对于融创中国等房企，短期来看，企业逆周期拿地导致拿地支出增加，企业债务水平增长，但是长期来看，企业若能把握好供货节奏，继续提升销售去化速度，那么未来或将迎来利润的大幅增长，债务水平也必然将有效改善。

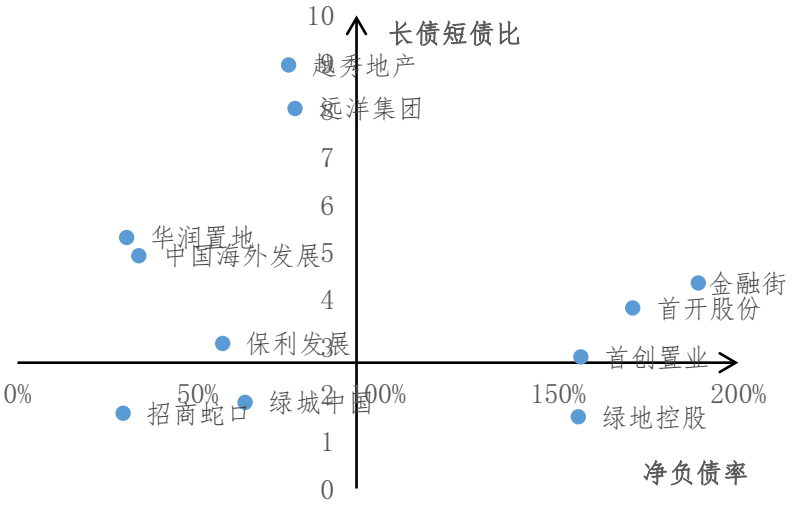
四、销售业绩稳健增长的房企，债务表现也未必优异

2015 至 2019 年销售业绩复合增长率靠后的房企，它们的债务表现也未必优异。按照企业销售金额的复合增长率对 EH50 房企进行划分时，我们发现成长性位居前列的房企多为民营企业，但是成长性排名靠后的企业，既包括国企和央企，也包括民营企业。下文将分述这两类房企近五年内，随着企业业绩的增长，企业的债务特征和债务期限结构的演变规律。

4.1 央企和国企:降杠杆等政策导向下主动优化债务结构

央企和国企的资本结构中虽然都包含国有资本，但是两类企业的发展节奏和对债务水平的控制力度存在较大的差异。（注：本文央企是指直接隶属国务院国资委或中央部委，直接由中央政府出资的房企，具体包括保利发展、华润置地和中国海外发展。国企主要是指除央企以外的，国有资本（地方国资委、财政）控股、参股的房企，包括越秀地产、远洋集团等。）

图表：2019 年央企和国企净负债率和长债短债比



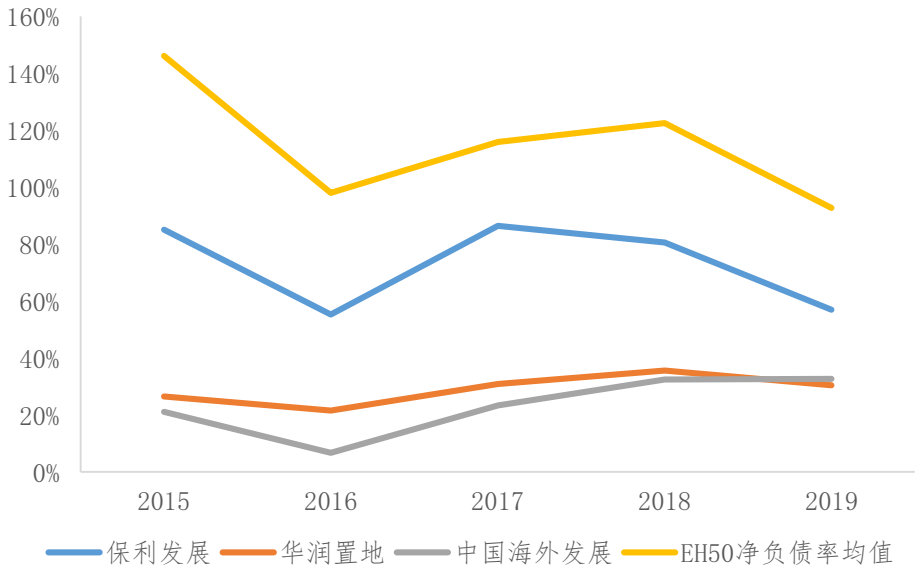
数据来源：亿翰智库、企业年报

4.1.1 央企债务水平低，债务结构优良

在 2015-2019 年，保利发展、华润置地和中国海外发展三家央企的债务一直维持在合理水平，而且在不断地优化债务结构。

债务水平方面，2019 年保利发展、华润置地和中国海外发展的净负债率分别为 56.91%、30.3%和 33.7%，都低于 EH50 房企净负债率均值。动态来看，2015-2019 年企业净负债率均值都低于 EH50 均值，并且自 2017 年起，净负债率与行业的变动趋势相一致，呈下降的趋势。

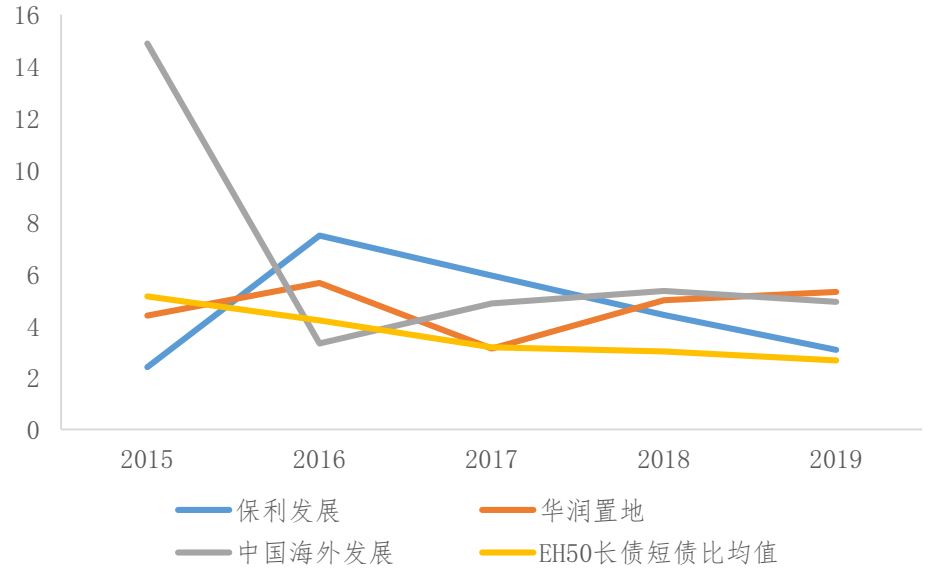
图表：2015-2019 年保利发展、华润置地和中国海外发展的净负债率



数据来源：亿翰智库、企业年报

债务结构方面，2019 年保利发展、华润置地和中国海外发展的长债短债比指标分别为 3.06、5.30 和 4.92，长债在债务结构中的占比都高于短债占比；此外三者的长债短债比都高于 2019 年 EH50 房企的均值 2.66。动态来看，2017 年后，华润置地和中国海外发展在不断地优化债务结构，如通过长债置换短债，发行中长期票据等方式缓解企业的短期偿债压力，提升企业外部资金使用的灵活性。从趋势上看，保利发展的长债短债比虽然呈下跌趋势，但是截至 2019 年末，仍然高于 EH50 均值。

图表：2015-2019 年保利发展、华润置地和中国海外发展的长债短债比



数据来源：亿翰智库、企业年报

我们认为央企之所以在债务方面具有这些优势，主要是因为：

第一，在央企的资本结构中，国有资本占比较高，而国有资本在资本回报和风险的权衡取舍下，往往强调在有限的风险水平下获得更大的投资回报，因此此类房企在经营过程中，为了控制风险水平，其发展节奏往往相对稳定，且对行业周期的敏感度较低。例如，在市场上行期，此类房企很少大规模扩张，在市场下行期，亦不会大幅放缓拿地速度。**央企稳定的经营节奏使得它们在债务方面，债务水平相对平稳，债务期限结构中长债占比更大。**

第二，它们不仅是央企，也是龙头房企。从业绩表现看，2019 年保利发展、华润置地和中国海外发展的销售金额分别为 4618 亿元、2425 亿元和 3772 亿港元，稳居行业前十。我们认为**房企在规模达到一定高度时，一方面企业对于规模的渴望程度会减弱，另一方面结合当下房地产行业已进入横盘阶段，因此企业会更重视有质量或者说高效益的增长，因此在杠杆使用方面，力度也会相对减弱。**

第三，作为央企，它们还需要控制债务水平、降低债务风险。国务院在 2016 年已发布《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》，文件提到为增强经济中长期发展韧性，企

业应积极降低杠杆率。此外，国务院国有资产监督管理委员还专门针对央企降杠杆提出了具体的举措，如按行业确定央企的资产负债率标准，控制财务杠杆，控制资产规模，控制业务风险以及控制财务风险等。

综合来看，央企不仅自带优异的基因，而且从过去五年三家央企的发展进程看，央企在债务方面也体现了优良的债务管理水平。因此，在疫情突发时，此类房企抗风险能力更强；在房地产行业由增量时代转存量时代时，此类房企仍然可以凭借雄厚的资金实力在市场上稳妥推进拿地进度，夯实在行业中的龙头地位。

4.1.2 国企分化明显，部分房企债务压力过大

国企虽然不是国资委直接注资，但是在其资本结构中，也有部分的国有资本。然而在房地产行业中，国企的债务表现差异巨大。从国企在净负债率-长债短债比坐标系中的分布看，国企覆盖了全部的四个象限。

从 2019 年国企在坐标系中的分布来看，越秀地产、远洋集团、绿城中国和招商蛇口等净负债率相对较低，而且越秀地产和远洋集团的债务构成中长债占比明显更大，因此，短期来看，此类房企的短期债务风险较小。从这些房企过去五年净负债率的水平看，它们的净负债率也一直稳控在合理的水平。债务方面，这类国企与保利发展、华润置地和中国海外建设等央企具有相似的趋势和结构特征，此处不再赘述。

然而，金融街、首开股份、首创置业和绿地控股等四家国企的净负债率远高于 EH50 均值，具有较大的债务压力。在这四家房企中绿地控股的长债短债比仅 1.52，低于绝大多数的 EH50 房企，因此，绿地控股 2020 年还可能面临更大的短期债务偿付压力。

第一、金融街净负债率过高，主要因为持有过多的土地储备。2019 年金融街的销售面积为 118 万平方米，但是截至 2019 年末，其总土地储备为 2372.6 万平方米，存续比为 20.1 年。然而，房地产行业的市场环境已悄然改变。2019 年全国商品房销售面积开始负增长，2020 年全球遭受新冠疫情冲击，在市场需求放缓，不确定性冲击出现，以及政策调控并未松动的环境下，企业持有大量的土地储备难以在短期内转化为销售业绩。所以就目前来看，金融街的债务水平可能难以大幅优化。

图表：2019 年金融街的销售面积、土地储备和存续比

企业名称	销售面积（万平方米）	总土地储备（万平方米）	存续比
金融街	118	2373	20.1

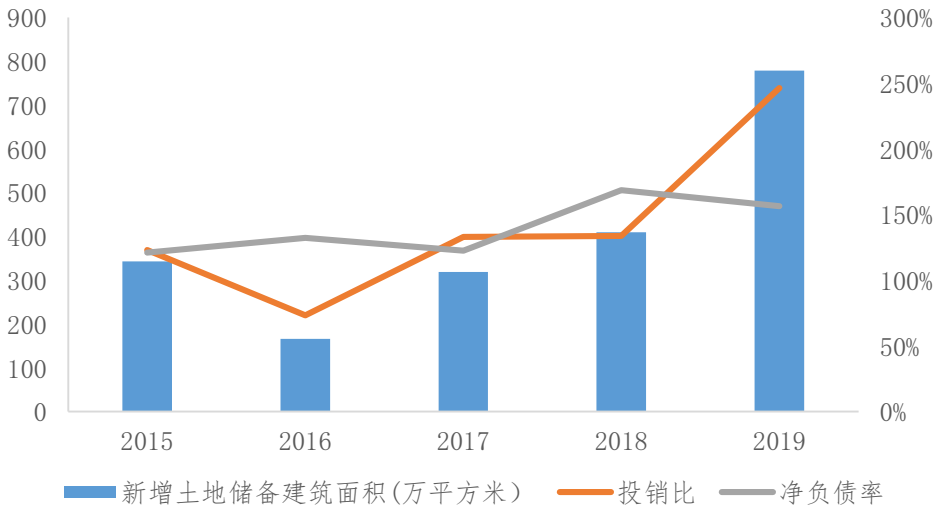
资料来源：亿翰智库、企业年报

注：存续比=总土地储备/销售面积。

第二、首创置业销售业绩居中，并且土储存量相对较小，但是负债偏高。其中一个原因便是首创置业向北京以外地区扩张的过程中，在土地市场火热的年份，如 2018 年和 2019 年，补充了较多的高价土地储备。例如，2018 年和 2019 年企业新增土地储备分别为 409.3

万平方米和 778.9 万平方米，新增土储同比增速分别为 28%和 90%，但是销售方面，2018-2019 年签约销售面积分别为 306.3 万平方米和 316.3 万平方米，在销售乏力的情况下，积极纳储，后续可能面临去化的难题，所以净负债率同样难以改善。

图表：首创置业 2015-2019 年新增土储、投销比和净负债率

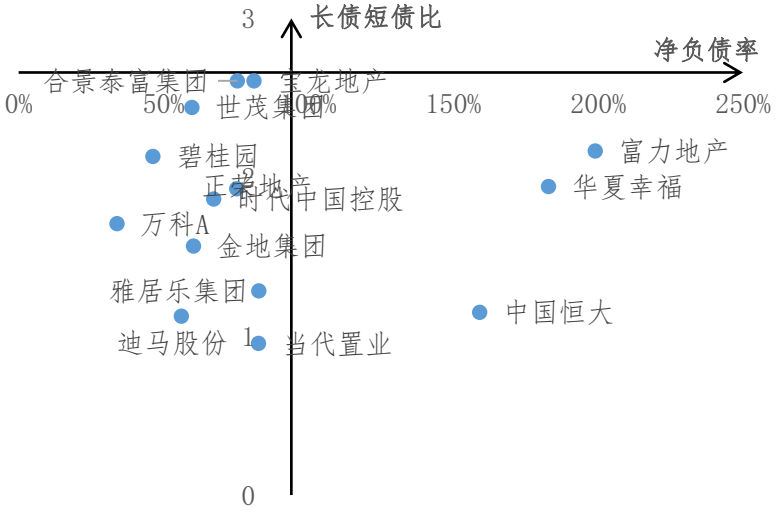


数据来源：亿翰智库、企业年报

4.2 民营房企：不同的扩张速度，不同的债务水平

EH50 房企中销售业绩增长速度相对较慢的民营房企，一部分已是龙头房企，因此有足够的实力优化内部的财务结构，或者是积极进入其他业务板块，拓宽企业未来的利润增长点，导致债务高企。另一部分房企则是在其他房企积极扩张之时，或者是过于稳健，或者是发力时点较晚，目前债务水平维持在安全线以内。

图表：2019 年部分民营房企的净负债率和长债短债比



数据来源：亿翰智库、企业年报

4.2.1 千亿之上，优化债务结构或进行多元化

销售业绩已经突破千亿的房企，往往已具有一定的规模。如前文所述，更高的销售业绩将有效增加企业的销售回款，从而使得企业的现金流更为充裕。但是此后，企业可以将销售回款用于优化财务结构，也可以继续增加土储，扩张规模，亦或是进行多元化，扩张业务版图。然而，**对于成长速度靠后的房企，显然更大的概率是在优化债务结构或者进行多元化。**

2019 年，万科 A、金地集团、世茂集团等老牌大型房企虽然销售业绩增速不及龙湖集团，但是规模增长的逻辑与龙湖集团相近，规模增长与债务管控并行；雅居乐等近两年实现千亿的房企的债务特征与新城控股、旭辉控股集团等房企一致，即实现千亿后，自主优化企业的债务结构。

并非所有的企业在达到一定规模后，就将致力于改善企业自身的财务结构，相反，部分大型企业充分利用杠杆，通过杠杆撬动其他业务板块的多元化发展。例如中国恒大、富力地产。

富力地产首先**在多元化业务方面也投入较多资金，**例如，2018 年富力地产耗资 199 亿购入万达 77 家酒店后，酒店体量迅速扩大，但是酒店业务近两年并未产生可观的回报，因而，企业的资产负债表改善有限。**另一方面，富力地产过去储备了较多的土地，但是目前销售增速放缓，销售业绩不足以完全覆盖过去的债务支出，因此当前债务水平较高，偿债压力较大。**

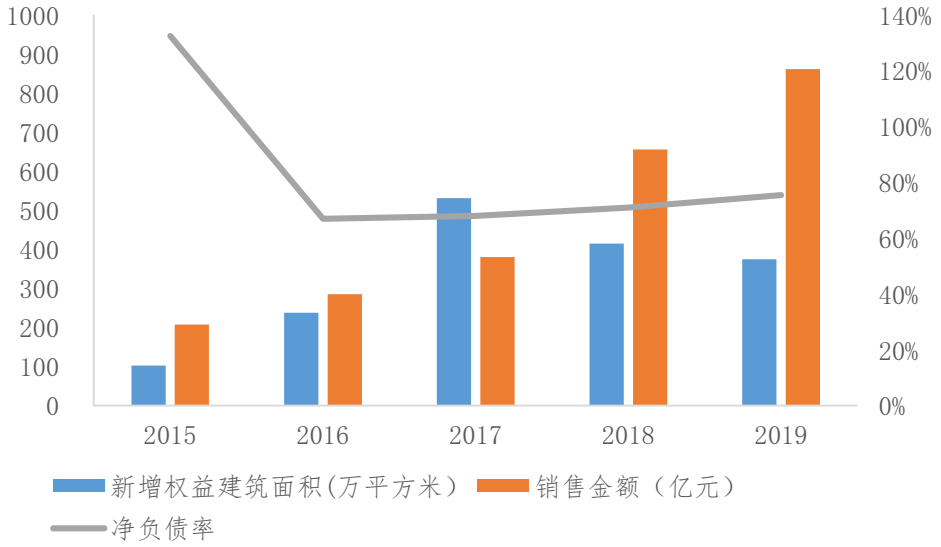
4.2.2 千亿之下，行稳健步伐

国家统计局的数据显示，2015 年起全国商品房销售金额快速增长，2016 年在去库存等政策下，全国商品房销售金额同比增长 34.77%，达到了 11.76 万亿元。2019 年在房地产调控政策严格，融资政策逐渐收紧的形势下，全国商品房销售金额依然保持正向增长。**但是在**

EH50 房企中，合景泰富集团、时代中国控股、迪马股份、当代置业等中小型房企在过去五年的成长速度相对较慢，且目前销售金额仍不及千亿。

企业扩张力度较低，债务水平也相对较低。具体来看，合景泰富虽然较早进行了全国化布局，但是在 2015-2019 年之间，从企业的新增土储看，企业的投资力度较弱，因此销售业绩增长缓慢。与此同时，在债务方面，2016-2019 年之间企业的净负债率均低于 100%。

图表：合景泰富集团 2015-2019 年新增土储、销售金额和净负债率



数据来源：亿翰智库、企业年报

房企一直重视规模的增长。对于房企而言，规模具有多方面的优势，例如规模较大的房企融资成本低，融资渠道广。从 2015-2019 年亿翰智库重点关注的 50 家房企的增长过程看，部分房企使用有限的杠杆，然后采用高周转、高利润的模式实现了业绩的扩张，但是大部分房企在 2015-2019 年的上行周期内，充分利用杠杆，促使规模大幅度增长。

从国家统计局的数据看，全国商品房销售金额呈放缓态势，销售面积已基本进入横盘阶段。2020 年新冠疫情发生后，经济增长的不确定性加大，2020 年房地产行业能否实现正增长仍未可知。但是在不确定的环境下，我们看到地产调控政策延续“房住不炒”的总基调，融资环境仍然偏紧。因此，从过去五年典型房企的发展过程看，杠杆有助于撬动企业的规模，为企业盈利增长做好铺垫，但是就当前的形势看，房企降杠杆是趋势，继续加杠杆无疑加倍扩大企业的经营风险。

【免责声明】

本报告是基于亿翰智库认为可靠的已公开信息进行撰写，公开信息包括但不限于公司公告、房管部门网站、互联网检索等多种途径，但亿翰智库不保证所载信息的完全准确和全部完整。由于时间和口径的原因，本报告所指的内容可能会与企业实际情况有所出入，对此亿翰智库可随时更改且不予特别通知。

本报告旨在公正客观地反应企业经营情况。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构或个人的任何建议。任何机构或个人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考。

本报告产权为亿翰智库所有。亿翰智库以外的机构或个人转发或引用本报告的任何部分，请严格注明相关出处及来源且不得修改报告任何部分，如未经亿翰智库授权，传播时私自修改其报告数据及内容，所引起的一切后果或法律责任由传播者承担，亿翰智库对此等行为不承担任何责任，亿翰智库将保留随时追究其法律责任的权利。

【关于我们】

亿翰智库是一家以房地产行业的数据分析、行业研判、企业研究为核心的研究机构，隶属亿翰股份，其专注于行业趋势、企业模型以及资本价值等多维度研究及应用；定期向业内、资本市场等发布各类研究成果达数千次，亿翰智库力求打造中国房地产企业与资本的高效对接平台。

亿翰智库二维码