

融资新政下的房地产债务专题研究

联合行业观点：

- ✓ **从债券到期看，房企 2018~2020 年债券到期规模较大，存在集中偿付压力：**样本房企短期债务逐年增加，预计 2018~2019 年仍有增长趋势，房企债务到期偿还压力较大；同时，2018 年以来，地产债回售率大幅提高，行业面临较大集中偿付压力。
- ✓ **核心资产对债务的覆盖倍数处于低位：**从长期来看，房地产行业整体债务杠杆不断攀升，再融资空间收缩，核心资产对债务的覆盖倍数处于历史低位；短期来看，房地产行业短期偿付义务覆盖倍数指标自 2017 年 6 月以来有所下滑。
- ✓ **从融资环境看，融资持续偏紧，销售回款成救命草：**在防范金融风险的政策背景下，行业融资渠道受政策限制，房企到位资金增速持续下滑，但 2018 年 7 月以来宏观政策有所微调，房地产行业融资有望边际改善，但长期来看很难再度迎来放松；房企资金来源增速结构分化，对销售的依赖程度进一步提升。
- ✓ **销售区域分化，总量预计超去年：**随着棚改计划套数的下降，三四线城市购买需求及购买力的透支，未来全国住宅销售增速较大概率进一步回落，但短期韧性仍较强；预计短期偿付义务整体的安全性将有所下滑，但销售的区域分化特征较强。
- ✓ **未来预测：**随着债务回售及到期高峰期的到来，在目前的融资环境和销售图景下，预计房地产行业 2018 年期末现金余额对短期支付义务的覆盖倍数将呈现明显下滑态势，安全边际不断下降，覆盖倍数相对较低，信用风险较大；若销售未达预期，则该覆盖程度将进一步恶化。

联合企业观点：

- ✓ **经营布局房企类型分析：**布局一二线城市房企财务韧性和政策敏感性更强，但债务杠杆扩张迅速，或将成为去杠杆的重点方向，短期安全性尚可；布局二三线城市房企经营更为平稳，有助于抵抗行业周期以及城市轮动风险，但信用敞口较大；布局三四线城市房企普遍采用高周转策略，资金链更为紧张，需防范销售下滑造成的不利影响。
- ✓ **销售排名房企类型分析：**销售 Top10 的房企在偿债能力上相对排名靠后的房企均具有明显优势，随着近年房地产集中度提高，百强房企的偿债能力有明显改善，而排名外的小规模房企偿债能力持续降低；Top10~30 的房企冲击龙头愿望强烈，债务规模迅速扩大，对其偿债能力带来负面影响。

研究背景：

自 2016 年四季度以来，房地产企业开发贷、公司债以及非标融资等融资渠道先后收紧；随着 2018 年 4 月 27 日资管新规的落地，表外理财借道非银通道流向地产行业的通道受到彻底约束。此外，在国家去杠杆的宏观背景下，资金成本也在持续攀升。受房地产企业融资渠道收缩、信用债即将迎来偿债高峰以及限价限购等宏观调控手段的多重因素影响，地产企业的短期偿付安全性就成为市场关注的焦点，这亦是本文研究的初衷。

一、房地产企业债务指标分析体系

本篇研究的指标体系如下表所示，并以行业内的发债企业为样本进行了整体测算，具体情况如下表所示。

表 1 测算指标体系

指 标	公 式
核心可变现资产全部债务比	$(\text{现金类资产} + \text{预估的存货货值} - \text{预收账款} + \text{投资性房地产} * 0.6) / \text{全部债务}$
现金类资产对短期偿付义务的覆盖倍数	$\text{现金类资产} / (\text{短期债务} + \text{分配股利、利润或偿付利息支付的现金})$
现金类资产	$\text{现金类资产} = \text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$
预估的存货货值	$\text{存货} / (1 - \text{过去三年的平均毛利率})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债} + \text{应付票据} + \text{应付短期债券} + \text{一年内到期的非流动负债}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$

资料来源：联合评级

1. 整体再融资空间

在衡量房企再融资空间时，联合评级采用核心可变现资产全部债务比来体现。其中，现金类资产为公司流动性很强的资产；可变现存货为预估的存货货值同时剔除以预收账款形式变现的部分；投资性房地产往往具有较高的变现价值，但在实际变现过程中一般会低于评估值，此处我们采用 0.6 的折算系数进行估算（银行对房产的抵押贷款一般放贷比例为 60%，采用该数据模拟折算系数）。房地产行业作为资金密集型的行业之一，债务杠杆一般相对其他行业处于较高水平，房地产再融资空间指标一方面体现了公司目前的杠杆水平以及再融资的空间，另一方面体现了公司全部债务的安全性。

从发债的样本企业数据来看，核心可变现资产全部债务比呈逐年下滑态势，表示房地产行业的债务杠杆水平不断提升，再融资空间不断收紧，在此背景下，我国地产的去杠杆政策预计仍然会持续一段时间。截至 2018 年 6 月底，样本房企核心可变现资产全部债务比为 2.09 倍，处于 2012 年以来的相对低点，虽然仍有一定的安全保障，但去杠杆仍然是行业的必然趋势，具体情况如下表所示。

表 2 样本房企核心可变现资产全部债务比（单位：倍、个）

项目	2012/12/31	2013/12/31	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/6/30
中位数	2.98	2.49	2.27	2.20	2.11	1.91	2.09
样本数	137	154	156	157	158	158	158

资料来源：联合评级搜集整理

注：因为样本指标差异很大，平均值有所偏离，故采用中位数进行分析。

2. 短期偿付义务的安全性

在衡量房企短期支付风险时，联合评级采用现金类资产对短期偿付义务的覆盖倍数指标来体现。其中，短期债务为近期须偿还的刚性债务，同时考虑到房企利息支出（包括费用化利息和资本化利息）需定期偿还的特点以及股东回报的要求，该指标分母同时包含现金流量表中分配股利、利润或偿付利息支付的现金来代替房企每年的短期支付义务。

房企的资金来源主要为销售回款、银行借款以及房企自筹资金，以 2017 年为例，自筹资金和销售回款占比分别为 30%和 50%左右，且销售回款占比有上升趋势，随着政策对房地产企业融资的限制，房企自身造血能力对房地产企业愈加重要。从近几年现金类资产的变动趋势看，2013~2015 年，现金类资产波动增长；2016 年，受益于本轮去库存政策的影响，房企销售情况大幅改善，同时随着信用债发行的大量增加，现金类资产快速上升；2017 年，行业销售仍然旺盛，但由于到期债务的到期偿还等原因，现金类资产虽然仍有所上涨但增速减缓。

房企短期债务（包含利息支出等）主要为短期借款、应付短期债券和一年内到期的非流动负债，其他科目占比很小。由于项目整体开发周期较长，房企一般选择相匹配的长期借款来满足公司经营需求，因此短期借款在房企整体债务规模中占比一般不大。房企的短期债务主要为房企长期借款或应付债券即将于一年内到期或回售时转入，该部分规模受国家货币政策以及房地产融资政策影响很大；但也有少部分房企受限于自身规模、融资能力或者经营特点，短期借款占比高。受 2015 年房地产公司债放开的影响，2017 年以来房地产短期偿付义务规模不断提升。

受上述因素影响，2013~2015 年 6 月，现金类资产对短期偿付义务的覆盖倍数指标不断下降，主要系地产景气度较低所致；2015 年 6 月~2017 年 6 月，伴随去库存以及棚改货币化等政策影响，该指标大幅改善。2017 年 6 月以来，随着长期债务转入短期债务，该指标有所下降但仍处于较高水平。截至 2018 年 6 月底，样本房企该指标为 1.26 倍，但考虑到相关回售债券在会计处理中并未计入一年内到期的非流动负债，因此该指标可能有所失真。

表 3 样本房企短期偿付义务覆盖倍数变动情况（单位：倍、个）

项目	2012/12/31	2013/12/31	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/6/30
中位数	0.89	0.86	0.69	0.72	1.28	1.04	1.26
样本数	137	154	156	157	158	158	158

资料来源：联合评级

注：因为样本指标差异很大，平均值有所偏离，故采用中位数进行分析

全债券市场口径下（若债券有回售条款，按照回售日为债券到期日计算），2018 年 7~12

月、2019年、2020年、2021年、2022年及以后债券到期的金额分别为4,082.05亿元、6,871.12亿元、4,135.48亿元、3,695.32亿元和4,262.10亿元，房企在2018~2020年债券到期的规模较大，有一定集中偿付的压力，该指标未来预计将有所下滑。此外，单从公司对一年内到期信用债覆盖角度来看，一年内到期的信用债占样本房企短期债务的比例为13.08%，整体占比不高；（货币资金-一年内到期的非信用债）/一年内到期的信用债覆盖倍数指标的中位数为1.30倍，处于较高水平，表明房地产行业短期内信用债违约概率较低。

二、短期偿付安全性因素分析

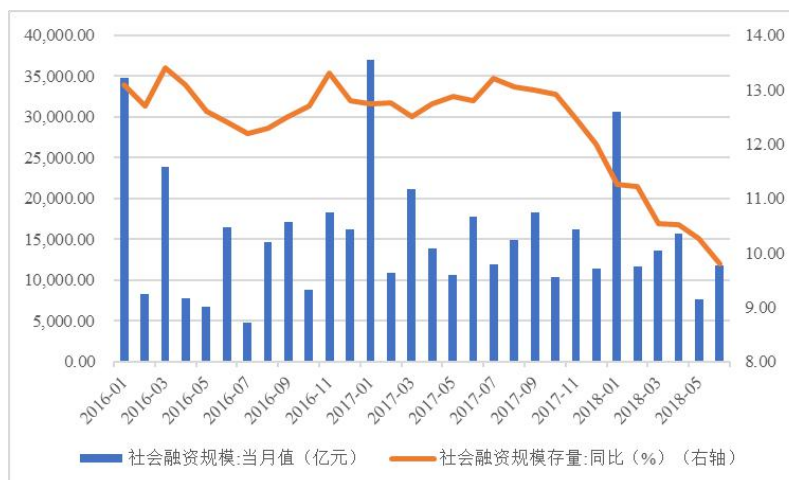
短期偿付的安全性取决于短期现金对短期偿付义务的覆盖程度，而短期债务相对刚性，因此重点分析现金的变化情况。其中，筹资流入、销售回款、债务偿还和资本支出是影响公司现金变化的四大要素。

1. 筹资流入

社会环境：强监管、去杠杆政策背景下，社会融资环境持续收紧，表外融资规模及占比快速萎缩；上述融资环境的收紧将成为未来社会债务偿还的隐忧

2018年1~6月，社会融资规模增量累计为9.10万亿元，同比减少2.03万亿元；社会融资存量同比增速从2017年7月高点的13.20%持续下降，截至2018年6月底，社会融资规模存量为183.27万亿元，同比增长9.80%，增速分别较上月末和上年同期下降0.47个百分点和3.00个百分点。

图1 社会融资规模以及存量增速情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

从新增社会融资的结构上看，2018年1~6月，新增人民币贷款8.76万亿元，同比增长0.55万亿元，占上半年新增社会融资的比例达96.30%，占比较去年同期大幅提高22.79个百分点，人民币贷款系上半年新增社会融资的主要来源；新增外币贷款-125亿元，同比减少598亿元；企业债券融资1.02万亿元，同比增长1.38万亿元；非金融企业境内股票融资

0.25 万亿元，同比减少 0.22 万亿元；新增表外融资（委托贷款、信托贷款及未贴现银行承兑汇票合计）-1.26 万亿元，同比减少 3.74 万亿元，占上半年新增社会融资的比例为-12.99%，占比较去年同期大幅下降 34.69 个百分点。2017 年底开始银监会对银信类业务强监管背景下，表外融资受到限制，表外融资的快速萎缩成为上半年社会融资增速下滑的重要原因。而上述渠道融资规模的缩减将成为未来债务偿还的隐忧。

图 2 表外融资规模和占比情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

房地产行业融资渠道受政策限制，房企到位资金增速持续下滑，但 2018 年 7 月以来宏观政策有所微调，房地产行业融资有望边际改善，但长期来看很难再度迎来放松；房企资金来源增速结构分化，开发贷增速回升，股权融资和信用债延续低迷，信托增长趋缓，在保证房企不发生系统性风险的同时将杠杆控制在合理水平

自 2016 年底以来，地产行业调控升级，多部门出台政策规范行业融资行为，行业融资渠道全面收紧，银行对房企放贷审核趋严，公司债、信托、委托贷款和私募资管等均在不同程度受到限制。2018 年 7 月以来，我国宏观政策有所微调，国务院常务会议发言提出，“要求保持宏观政策稳定”，“根据形势变化相机预调微调、定向调控，应对好外部环境不确定性，保持经济运行在合理区间”、“稳健的货币政策要松紧适度保持适度的社会融资规模和流动性合理充裕，疏通货币信贷政策传导机制，落实好已出台的各项措施”等。经济下行压力下，行业政策有望边际改善，去杠杆趋于缓和，由“去杠杆”转向“稳杠杆”，流动性由“保持流动性的合理稳定”转向“保持流动性的合理宽松”，有望改善总体融资环境；信用风险下降和大环境资金面的改善都将改善房企的融资困境。但另一方面，国务院常务会议也指出，坚持不搞“大水漫灌”式强刺激，长期来看行业调控很难再度迎来放松，“大水漫灌”式强刺激、任由房企加杠杆也与此前十九大报告中提出的“要坚决打好防范化解重大风险攻坚战”、“守住不发生系统性金融风险的底线”背道而驰。

表 4 2017 年以来房地产主要调控政策

时间	文件	主要内容
2018 年 7 月	国务院常务会议	要求保持宏观政策稳定，坚持不搞“大水漫灌”式强刺激，根据形势变化相机预调微调、定向调控，应对好外部环境不确定性，保持经济运行在合理区间。财政金融政策要协同发力，更有效服务实体经济，更有力服务宏观大局
2018 年 7 月	关于规范金融机构资产管理业务的指导意见	明确公募资产管理产品除主要投资标准化债权类资产和上市交易的股票外，还可以适当投资非标准化债权类资产；明确过渡期的宏观审慎政策安排
2018 年 6 月	银行业金融机构联合授信管理办法（试行）	建立联合授信机制，防范多头融资、过度融资
2018 年 6 月	关于保险资金参与场租市场有关事项的通知	鼓励险资参与租赁市场建设
2018 年 4 月	关于规范金融机构资产管理业务的指导意见	非标要求期限匹配、打破刚性兑付，过渡期延长至 2020 年底，此后不得续发或存续违反本意见的资管产品
2018 年 1 月	私募投资基金备案须知	私募基金不得投资于委托贷款、信托贷款等方式直接或间接从事借贷活动。
2018 年 1 月	商业银行委托贷款管理办法	限制委托贷款的资金来源，不允许将银行的资金和募集的资金经通道来发放委托贷款；规范委托贷款的投向，防止委托贷款投向此前限制的地产、地方债务等
2017 年 12 月	关于规范银信类业务的通知	商业银行和信托公司开展银信类业务，不得将信托资金违规投向房地产
2017 年 5 月	2017 年信托公司现场检查要点	严查违规开车站房地产信托业务，包括：是否通过股债结合、合伙制企业投资、应收账款收益权等模式变相向房地产开发企业融资规避监管要求
2017 年 4 月	中国银监会关于银行业风险防控工作的指导意见	房地产风险全面管控
2017 年 2 月	证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第 4 号	禁止私募产品向房地产开发企业提供融资用于支付土地出让价款、提供无明确用途的流动资金贷款，以及直接或间接为各类机构发房首付贷等违法违规行为提供便利

资料来源：联合评级搜集整理

从历史上来看，行业资金面与宏观环境与政策高度相关。2009 年、2012 年和 2016 年，房地产开发到位资金增速在宽松的环境下改善明显；另一方面，行业资金面的每一次见顶回落，也伴随着政策和宏观资金面的收紧。2010 年 4 月，国务院出台新国十条抑制房价过快上涨，到位资金增速随之开始快速下滑；2013 年 2 月国务院出台“新国五条”，3 月发布《关于继续做好房地产市场调控工作的通知》，同时银监会出台 8 号文对银行理财产品非标投资进行约束，到位资金也于同期见顶回落。2016 年 4 季度以来，行业调控再度升级，随着调控政策的趋严以及大环境资金面的收紧，房地产行业总体资金面随之持续紧缩，投资到位资金增速延续下滑态势。2018 年 1~6 月，房地产开发企业到位资金 79,287 亿元，同比增长 4.60%，增速比 1~5 月回落 0.50 个百分点，低于去年同期 6.60 个百分点。2018 年 7 月，资管新规细则的边际放松和国务院常务会议提出“保持适度的社会融资规模和流动性合理充裕”，下一阶段社会融资增速或将趋稳。

图 3 房地产企业到位资金及增速情况（单位：亿元、%）



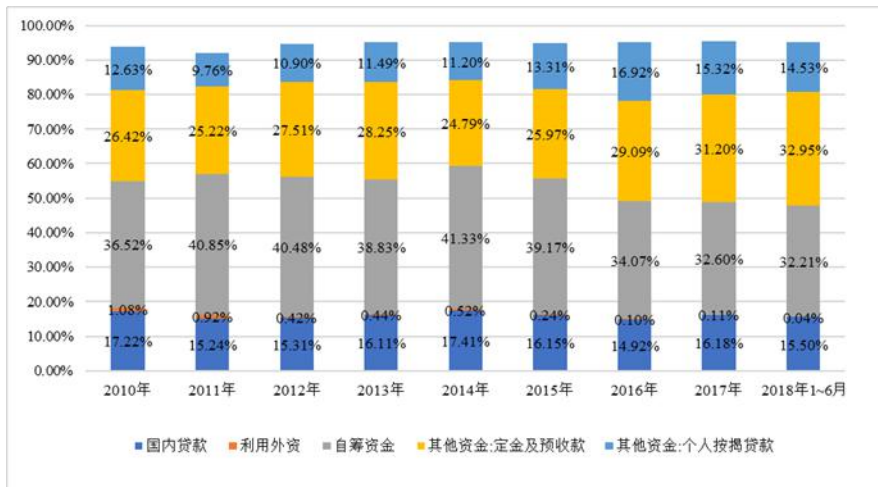
资料来源：Wind 资讯

从融资渠道上来看，①2014~2016年，随着股市行情的好转，房企增发规模有所上升；但2017年证监会修订了《上市公司非公开发行股票实施细则》，当年境内房企股权融资总额仅309.44亿元，同比减少79.23%，再融资环境再度收紧，2018年至今延续低迷态势。②银行信贷方面，受2016年底监管开始限制非标通道影响，开发贷增速自2017年回升，部分非标等资金来源受到限制，银行房地产融资逐渐“回表”，促进了开发贷余额增速大幅回升；2017年，房地产开发贷余额净增加1.19万亿元，增速达16.74%；2018年1~6月，房地产开发贷余额净增加1.34万亿元，增速较去年同期提高了7.00个百分点；截至2018年6月底，房地产开发贷款余额96,400亿元，同比增长24.23%。虽然近年来地产调控政策趋严，但在“非标转标”背景下，开发贷余额增速大幅回升，银行对符合资质的开发商支持力度不减。③债券融资方面，2016年4季度，伴随着债市调整以及房地产债券分类监管，2017年房地产企业信用债发行规模锐减，全年发行总额2,626.56亿元，同比大幅减少68.29%；2018年1~6月，房地产企业信用债发行总额2,044.29亿元，同比增长90.46%，但募集资金用途往往受限于偿还债务，禁止用于投资项目或补充营运资金等用途，房地产企业信用债发行审批尺度仍然较为严格，信用政策较为紧张。④从信托融资情况来看，2017年，房地产行业信托融资规模增长较快，截至2017年底，资金信托投向房地产的余额为2.28万亿元，较年初增长0.85万亿元，增速达59.69%；但2017年底以来，伴随银监会规范银信业务以及资管新规的出台，地产行业信托融资规模增长有所放缓，截至2018年6月底，信托资金投向房地产的余额2.51万亿元，较年初增长9.83%，增速同比下降14.01个百分点；2018年1~6月，新增投向房地产信托项目金额4,280.73亿元，新增信托项目金额较去年同期减少14.95%。

从资金来源结构上看，2018年1~6月，国内贷款12,292.00亿元，同比减少7.90%，伴随货币收紧和金融机构对房企审核趋严，信贷资金下滑显著；自筹资金25,541.00亿元，同比增长9.70%，增速较去年同期增长12.00个百分点，房企自筹资金累计同比持续上涨，随着传统融资渠道收紧，自筹资金增速大幅提升；定金及预收款26,123.00亿元，同比增长12.50%，增速较去年同期减少10.20个百分点，但仍高于同期到位资金增速，在传统融资渠道收紧背景下，房企加大推盘力度，销售回款成为房企到位资金增速的主要支撑，若未来销

售增速下滑导致销售回款增速随之下滑，房地产企业开发资金来源增速将进一步承压；个人按揭贷款 11,524.00 亿元，同比减少 4.00%，自 2016 年底以来，银行信贷政策持续收紧，按揭贷款审批周期延长，个人按揭贷款持续走弱。整体看，销售回款仍是房企资金来源的主要构成，2018 年 1~6 月，定金和预收款及个人按揭贷款合计占比 47.48%，占比较 2017 年全年提高 0.96 个百分点。整体看，房地产企业偿债来源主要为销售、融资，目前债务高企，融资渠道收紧，偿债来源主要取决于销售状况；目前地产企业销售状况良好，短期偿债压力尚可，但未来销售存在不确定性，其短期偿债压力或将上升。同时，2018~2019 年信用债到期规模大，此部分债务难以随着项目销售得到清偿，构成了地产企业主要的短期偿债压力。

图 4 房地产开发资金来源占比情况



资料来源：Wind 资讯

2. 销售回款

在外部融资渠道受限的情况下，销售回款是房企重要的现金流来源。我国房地产城市轮动特征明显，本文将分一线、二线和三四线城市进行分析，其中二线城市数据用 40 大中城市数据中的二线城市模拟代替，三四线数据用全国数据扣减 40 大中城市中的一二线数据进行模拟代替。

(1) 销售面积

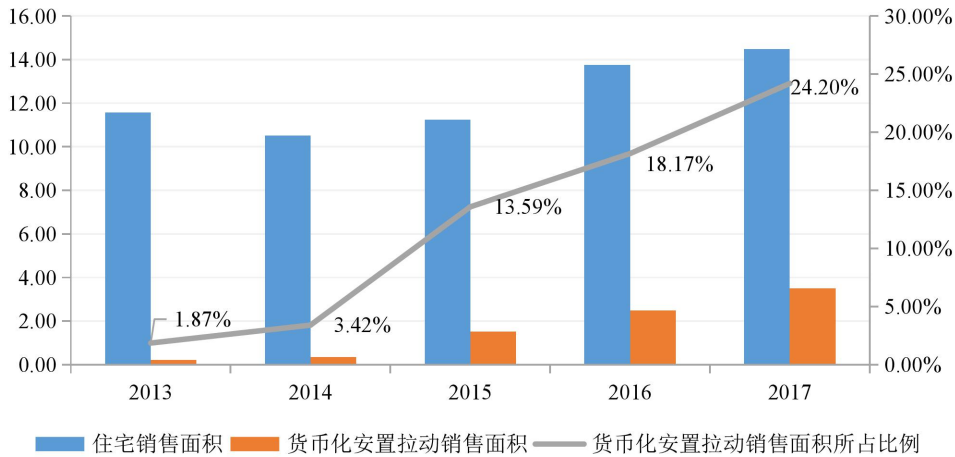
一二线城市销售面积在政策调控下将维持稳定，三四线城市销售面积增速将略有下滑，短期内全国住宅销售面积增速将呈现稳中有降态势

2015~2017 年，全国住宅销售面积呈波动上涨态势，增速分别为 6.84%、22.33%和 5.31%，主要系棚户改造货币化安置的快速推行，拉动了全国尤其是三四线城市房产的销售所致。

假设棚改货币化安置资金全部用于购买新房，购置新房的平均面积按照 85 平方米/套计算，则可以估算出每年棚改货币化安置拉动的销售面积。2015~2017 年，货币化安置销售占总销售面积比例分别为 13.59%、18.17%和 24.20%，呈逐年递增态势；若剔除棚改货币化的影响，2015~2017 年住宅销售增速或分别为-4.41%、15.85%和-2.46%，房地产销售对棚改货币化安置的依赖性很强。

随着棚改计划套数的下降，三四线城市购买需求及购买力的透支，未来全国住宅销售增速较大概率进一步回落；但考虑到政府对返乡置业需求支持以及因地制宜推进棚改货币化改造的政策，预计短期内韧性仍然较强，住宅销售增速将呈现稳中有降态势。

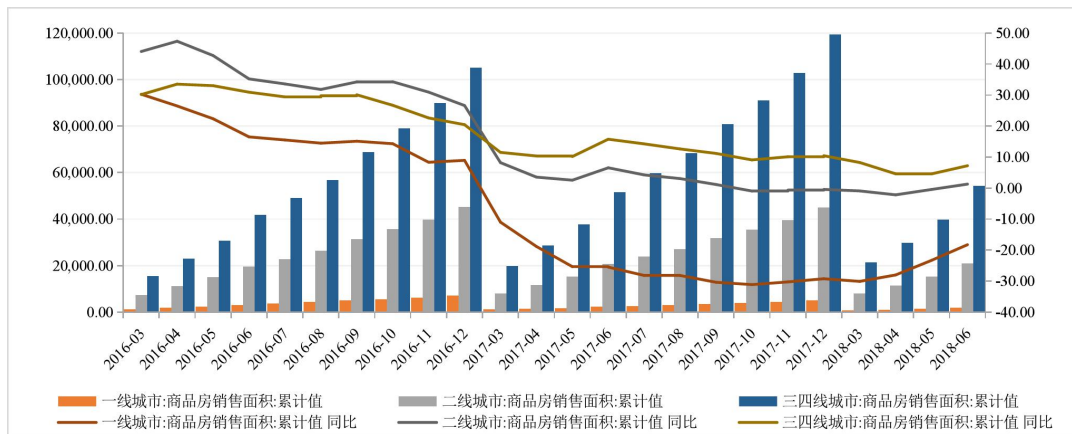
图5 货币化安置拉动销售面积及其所占住宅销售面积比例（单位：亿平方米、%）



资料来源：Wind 资讯，联合评级搜集整理

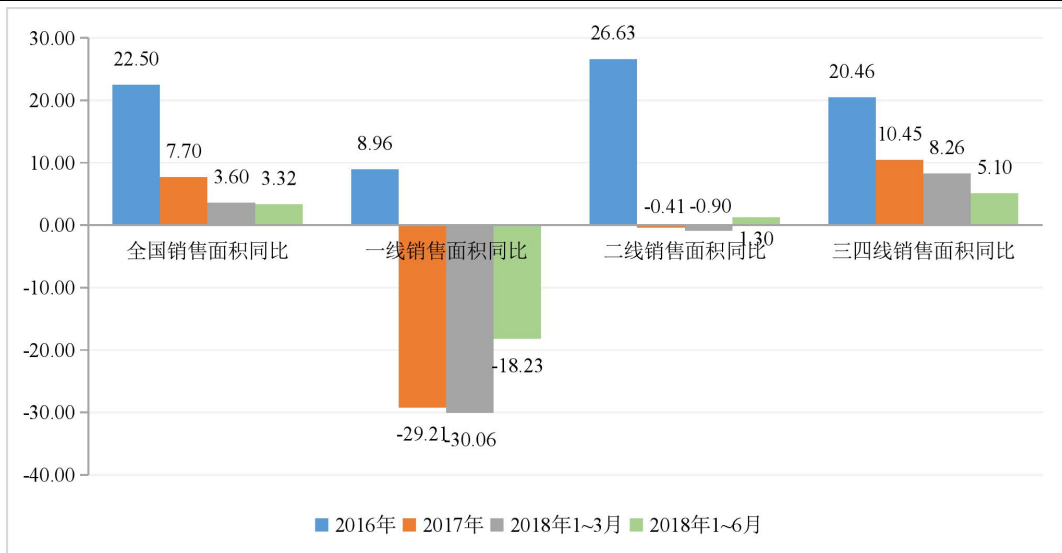
分城市来看，一线、二线和三四线城市商品房销售面积增速在 2017 年末均趋于稳定。其中，一线城市回落幅度最大，主要受国家严厉的调控政策致使供给不足影响，销售面积于 2017 年初同比出现下降；二线城市随着落户政策的放开，预计后期销售面积将会有不同程度的回升；三四线城市受棚改货币化安置影响，商品房销售增速相对一、二线城市维持高位，但随着棚改规模的缩减、棚改货币化政策因地制宜调控和三四线城市购买需求和购买力透支的博弈，预计未来销售增速将出现小幅回落。

图6 一、二、三四线城市商品房累计销售面积及增速（单位：万平方米、%）



资料来源：Wind 资讯，联合评级搜集整理

图7 商品房销售面积增速同比变化情况（单位：亿元）



资料来源：联合评级搜集整理

（2）销售单价

一、二线城市高涨的需求对潜在的价格上涨预期有支撑作用，但由于限价政策的延续，预计未来仍将保持稳定或略有回升；但不同区域走势或将分化

2018年以来，随着一、二线城市限价政策延续，且短期内不会放开，预期一、二线城市房地产销售价格将维持稳定或略有回升。首先，随着热点二线城市人才引进政策的竞争，人口流入刺激了购房需求，且预售证的限制加剧了供需不平衡，推升了房价上涨的预期，在有一定经济发展基础支持的省会或中心城市、地理位置优势显著的二线城市尤为明显。其次，限价政策进一步刺激了购房需求，一方面由于新开盘项目价格较为稳定，部分项目开盘均价相较于周边二手房具有比价优势，另一方面推盘产品以刚需改善型产品为主，凭借价格优势以及合理的市场定位，一、二线城市项目去化率维持在极高的水平。因此，高涨的需求支撑了一、二线城市潜在的价格上涨预期，但由于限价政策的延续，预计未来仍将保持稳定或略有回升。

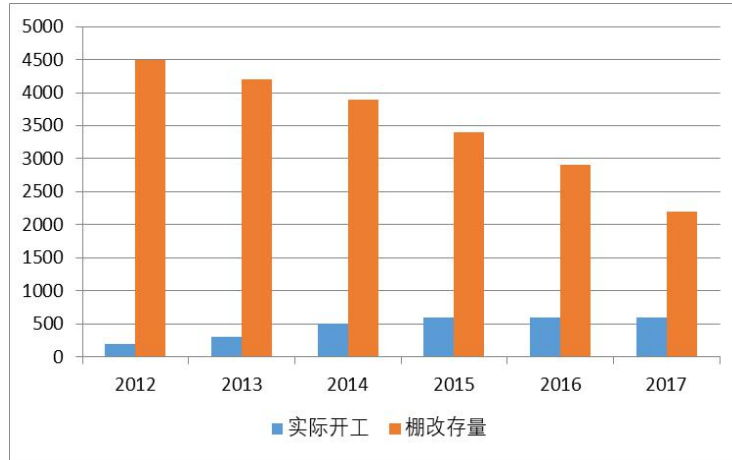
尽管一、二线城市整体需求热度高涨，但在不同区域的开盘项目均价走势预计将存在一定分化，尤其是核心城市不同地段项目的销售价格走势将出现分化。郊区部分新开盘项目尽管具有相对价格优势，但所处区位相关配套不够成熟导致开盘去化率明显低于核心城区项目，例如北京密云、上海奉贤、上海金山、广州南沙、广州增城等地区部分新开盘项目去化率不足50%，这些区域未来的销售价格走势可能承压。

三、四线城市棚改在政策层面的支持力度有所弱化，三、四线城市房地产购买需求承受一定压力，销售价格增速预计将放缓

从棚改货币化政策方面来看，自2015年开始，棚改货币化的发展推动了三、四线城市房价的崛起。2018年以来，从总量上看，2018年棚改目标580万套，较2017年略有下降，且随着棚改审批权力的上收，以及住建部推动各地政府因地制宜制定棚改货币化和实物安置相结合的政策，多省份改变货币化安置表述，部分省份取消或降低了棚改货币化安置比例，

意味着棚改在政策层面的支持力度有所弱化，三、四线城市房地产购买需求承受一定压力，销售价格增速预计将放缓。

图8 近年来棚改项目实际开工和存量情况（单位：套）



资料来源：中信建投研究所

结合PSL投放情况，2018年1~6月新增PSL投放4,976亿元，累计同比增加63.58%，抵押补充贷款余额为31,852亿元，相比于2017年末增长18.51%，PSL贷款上半年增量投放对三、四线房地产销售价格短期内提供了一定支撑，但从长期来看，随着7月棚改会议后货币化支持力度的减弱，三、四线城市中缺乏长期居住需求、人口流入较慢的城市，销售价格仍面临较大的下行压力。

从信贷方面来看，2018年以来去杠杆影响持续深化，截至2018年6月底，房地产企业资金来源中个人按揭贷款累计增速下滑至-4.00%，同时前6月居民中长期新增贷款累计规模同比下降11.35%，占新增贷款比重已降至27.69%，居民去杠杆进程仍继续保持。截至2018年6月底，全国首套房平均贷款利率为5.64%，已连续上涨18个月，二套房贷利率达到6.01%，也实现14个月连续上涨，全国35个城市533家银行中首套房执行基准利率上浮的占比已高达91.93%，工、农、中、建四大国有银行首套房贷平均利率已达基准利率上浮15.2%水平，银行对房贷政策难言宽松。信贷政策的收紧进一步抑制了三、四线城市的购房需求，未来三、四线城市销售价格面临较大的下行压力。

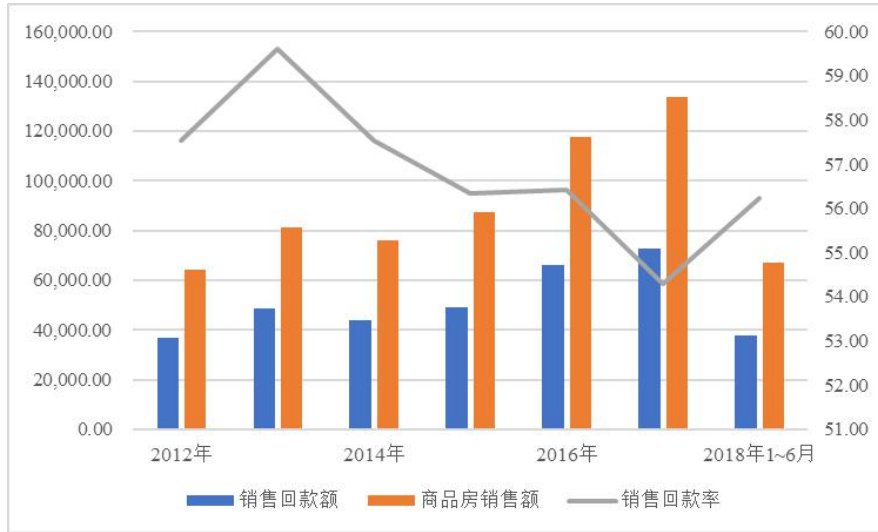
（3）回款率

受行业政策以及货币政策的影响，行业整体销售回款率有所下滑，处于历史相对低位状态；在外部融资受阻的情况下，销售回款率的下降会增加房地产开发企业的资金压力。

房地产行业销售回款率整体呈下降态势，主要系限价、限签、按揭贷款审批周期拉长，导致企业销售回款中占比更大的按揭贷款回款对销售的滞后周期拉长，以及部分企业追求规模快速扩张的同时对回款条件有所放松，使销售回款率水平整体呈下降的态势。2017年，房地产行业销售回款率下降至54.30%，主要系当年商品房销售总额较快增长，而当年销售回款延后至下一年所致；2018年1~6月，房地产行业销售回款率小幅回升至56.24%，一方

面与银行授信存在季节性波动有关,另一方面与一二线提高首付比例以及三四线信贷相对宽松有关。

图9 2012~2018年6月房地产行业销售回款率变动情况(单位:亿元,%)



资料来源:Wind 资讯,联合评级整理

注:销售回款额=定金及预收款金额+个人按揭贷款金额,销售回款率=销售回款额/商品房销售额

3. 债务偿还

样本房企短期债务逐年增加,预计2018~2019年仍有增长趋势,房企债务到期偿还压力较大;同时,2018年以来,地产债回售率大幅提高,若考虑假设投资者在债券回售日全部回售,则行业整体在2019年将面临较大的偿债压力。

由于无法获取全行业债务数据,因此下文以样本企业为研究对象代表行业数据。2015~2017年,样本房企短期债务合计分别为12,369.98亿元、11,941.00亿元、19,447.04亿元,考虑到债券的集中回售及到期,预计2018年全年的短期债务规模仍将实现增长;同时,考虑到短期债务中,除信用债的其他债务大部分有抵押、质押或者保证等形式的担保方式,短期债务的信用敞口主要集中在信用债部分,因此下文选取Wind-房地产行业(包括交易所市场和银行间市场)信用债券为研究对象分析房企债券到期期限分布情况。

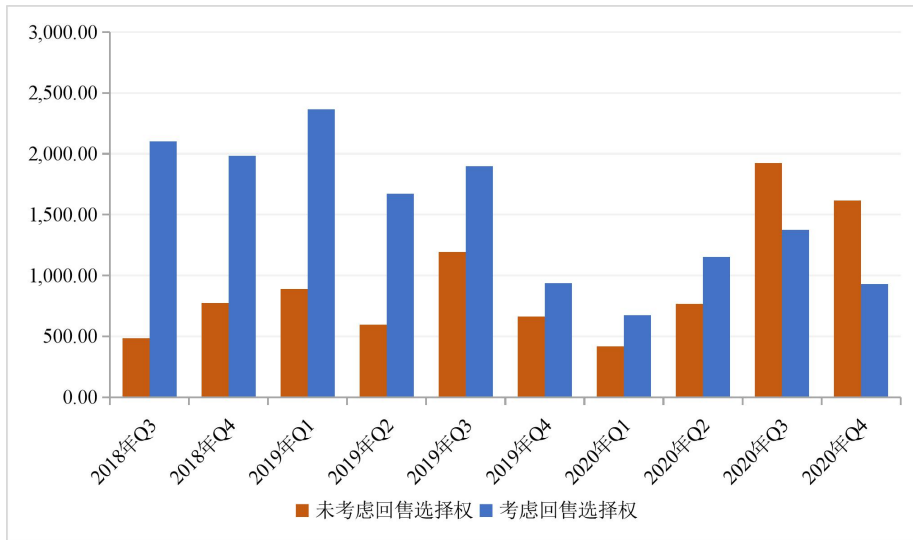
表5 房企债券到期期限分布(单位:亿元)

时间	未考虑回售选择权		考虑回售选择权	
	到期债券余额	占比	到期债券余额	占比
2018年7~12月	1,258.45	5.46%	4,082.05	17.38%
2019年	3,340.83	14.57%	6,871.12	29.86%
2020年	4,721.76	20.15%	4,135.48	18.00%
2021年	6,506.99	28.61%	3,695.32	16.41%
2022年及以后	7,218.04	31.21%	4,262.10	18.35%
合计	23,046.06	100.00%	23,046.06	100.00%

资料来源:Wind 资讯,联合评级搜集整理

短期来看，若考虑投资者回售选择权，2018年下半年和2019年各个季度的到期债券余额分布相对较均匀，每季度待偿债券余额为2,000亿左右，2020年及以后偿债压力较小。分市场来看，截至2018年6月底，交易所市场到期债券余额合计14,424.46亿元（占比62.64%），银行间市场到期债券余额合计8,601.40亿元（占比37.36%）；在考虑回售选择权情况下，交易所市场信用债的短期到期余额规模较大，短期偿债压力较大，而银行间市场的信用债主要集中在2020年及以后到期。

图10 房企债券到期期限分布（单位：亿元）



资料来源：Wind 资讯，联合评级搜集整理

从实际回售率来看，2018年上半年房企信用债回售金额达680.21亿元，占进入回售期地产债回售前余额合计1,253.2亿元的54.28%，该比例较2017年全年的29.58%提高了24.70个百分点；从个券平均回售率来看，2018年上半年房企信用债平均回售率为49.05%，较2017年全年的36.75%提高了12.30个百分点。整体看，2018年上半年，信用事件频发背景下投资者风险偏好下降，投资者为规避风险，地产债回售率大幅提高；同时随着信用环境收紧行业利差走扩，一定程度上也激励了投资者选择回售并再投资较高收益率的债券。随着回售率的提高，房企集中偿付压力有所加重。

4. 资本支出

资本支出主要为房地产企业项目开工投入、新增土地投资以及销售费用等，但考虑到房企新增土储规模较为可控且金额较大，因此主观性较强。考虑到历史以往资本支出和全国开发投资增速的相对稳定关系，本文假设房地产企业资本支出按照全国开发投资增速6%¹进行预测，预计2018年全年房地产企业资本支出仍将有所增长。

三、类型房企分析

¹ 联合评级预测2018年房地产投资开发增速为6%。

本文样本房企为发债主体，销售回款指销售商品、提供劳务收到的现金；债务融资包括取得借款收到的现金、发行债券收到的现金；资本支出包括购买商品、提供劳务支付的现金、支付的各项税费、投资支付的现金、取得子公司及其他营业单位支付的现金净额；偿还债务为偿还债务支付的现金。

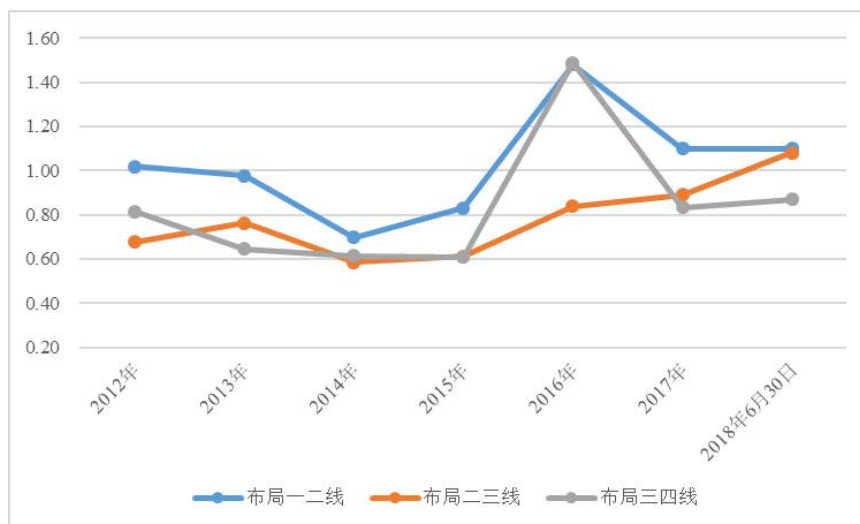
1. 布局类型

根据所能获得的样本房企财务数据，本次样本房企中房地产项目主要布局于一二线城市的房企 25 家，主要布局二三线城市的企业 33 家，主要布局于三四线城市的企业 17 家，由于样本房企中单独布局于一线城市的企业数量较少，此处不作分析。

短期偿付能力方面，布局一二线城市房企该指标更优且其政策敏感性更强；布局二三线城市房企经营更为平稳，有助于抵抗行业周期以及城市轮动，但信用债敞口较大；三四线城市房企普遍采用高周转策略，资金链更为紧张，需防范销售下滑造成的不利影响。

布局一二线城市类型房企其项目销售回款规模远大于布局于二三线和三四线城市类型房企的销售回款规模，短期偿付义务覆盖倍数指标更优；且其变动趋势与政策更为紧密，政策敏感性更强，房地产行业城市轮动特征明显。布局二三线城市类型的中位数相对平稳，表明均衡的业务布局有助于抵御行业周期性波动和地区轮动的风险。布局三四线城市类型 2017 年尽管销售火爆，但是考虑到该类房企高周转的经营特点，资金链较为紧张且债务有所扩张的因素，2017 年该指标仍然下滑明显。2018 年上半年，因一线城市调控不放松，二线城市因城施策政策刺激，销售情况较好，布局二三线城市类型的短期偿付能力明显增强。

图 11 样本房企短期偿付义务覆盖倍数中位数情况（单位：倍）



资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

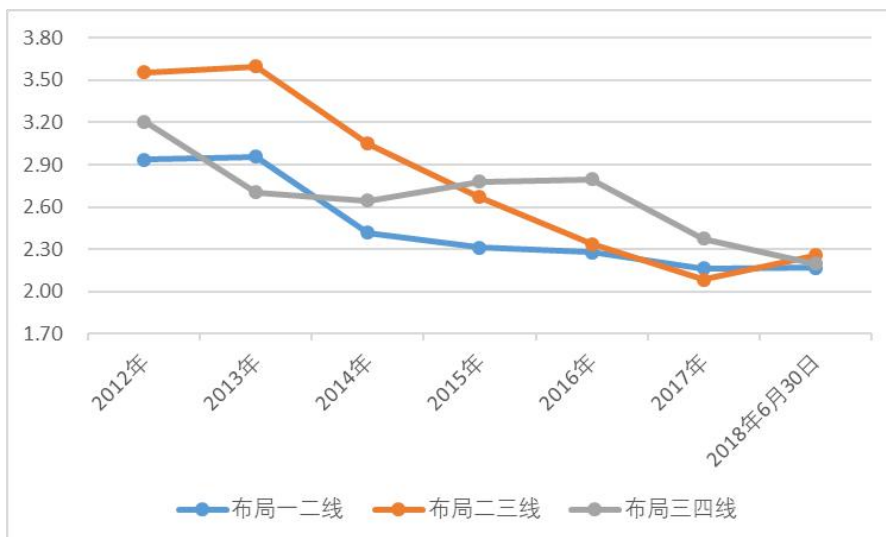
若考虑现金对信用债的覆盖程度，截至 2017 年底，布局一二线、二三线和三四线城市房企（货币资金-一年内到期的非信用债）/一年内到期的信用债覆盖倍数中位数分别为 0.76

倍、-1.88 倍和-0.21 倍，说明布局二三线城市房企在销售受影响的前提下，短期内货币资金对信用债的覆盖倍数较低，需借新偿旧来进行资金周转。

综合偿债能力方面，随着房企债务杠杆的逐渐加大，样本房企核心可变现资产全部债务比呈下降态势；2014 年以来，布局一二线城市房企的综合偿债能力弱于其他房企的综合偿债能力，债务杠杆扩张明显，再融资空间不断压缩。

2014 年以来，布局一二线城市房企的核心可变现资产全部债务比平均数均明显低于其他房企的核心可变现资产全部债务比平均数，主要系布局一二线城市房企多数为龙头企业，资源优势明显，融资渠道较多，能够抓住融资政策的窗口期，其债务规模和增速普遍较高。布局二三线城市房企的核心可变现资产全部债务比平均数波动较大，主要因二线城市和三线城市项目均价差异较大所致。2016 年，布局三四线城市房企核心可变现资产全部债务比与布局一二线城市房企和布局二三线城市房企核心可变现资产全部债务比的差距最大，主要系 2016 年三四线城市的棚改货币化政策大力刺激，销售及现金流回笼较好所致。

图 12 样本房企核心可变现资产全部债务比变化情况（单位：倍）



资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

2. 规模类型

联合评级在覆盖的 158 家房企样本中，根据 2017 年克而瑞销售百强榜单，筛选出 Top10、Top10~30、Top30~50 和 Top50~100 的房企进行分析，考察这些企业过去几年的长、短期债务偿债能力分化情况。有 9 家房企样本排名位于 Top10，16 家排名位于 Top10~30，12 家排名位于 Top30~50，23 家排名位于 Top50~100，合计共 60 家房企样本。

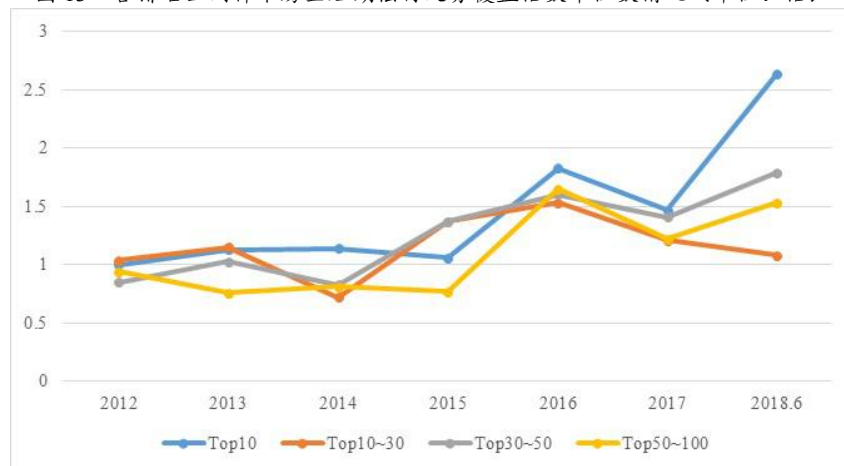
短期偿付能力方面，该指标与房企销售规模相关性较强，在行业景气度波动的情况下，龙头企业短期偿付能力更强；但受 2017 年去杠杆和信贷收缩的影响，样本房企短期偿付能力整体有所下滑，需重点关注 TOP10~30 房企的流动性。

图 13 中的样本房企的短期偿付能力近年呈波动上升态势，与表 3 的持续下行态势不一致，原因是表 3 中反映行业总体情况的样本比重更多集中在百名开外的小规模的房企，随着

近年房地产市场集中度提高，2015年以来百名开外的小规模房企经营状况并没有得到显著改善，这些房企的短期偿债能力逐年下降情况明显从而拉动了整个行业的短期偿债能力指标有所下滑。2012~2017年，Top10的企业短期偿债能力处于上游水平，Top50~100的企业处于下游水平。Top10~50的企业处于中间水平。其中2014年为国内房地产市场的低谷，中小房企出现危机，从短期偿债能力中可以看出Top10以外的房企短期偿债能力明显下降，而Top10的房企由于自身规模优势，对行业景气度的下行有更好的适应能力，短期偿债能力保持在平稳水平。这也证明了龙头企业在行业景气度波动的情况下，有更强的生存能力。2016年各排名区间的房企短期偿债能力均大幅上扬，与2016年房地产市场景气度大幅提升有关。进入2017年，房地产行业调控加码，各类限购限售政策出台，使得各排名区间的房企短期偿债能力均有所下滑，但仍然高于2012~2015年水平，短期内风险处于可控范围内。

2018年6月底，一方面受房地产融资渠道收紧影响，另一方面，房地产企业为降低风险，主动收缩杠杆，使得大部分房企短期偿债能力都大幅上升；但Top10~30房企短期偿债能力则延续了之前的下滑态势，一方面系该类房企所在区域以一二线为主，而一二线城市房地产销售在当前调控政策下受阻，另一方面系该类房企在房企公司债放开的时候发行的债券2018年当年到期较多。

图 13 各排名区间样本房企短期偿付义务覆盖倍数中位数情况（单位：倍）



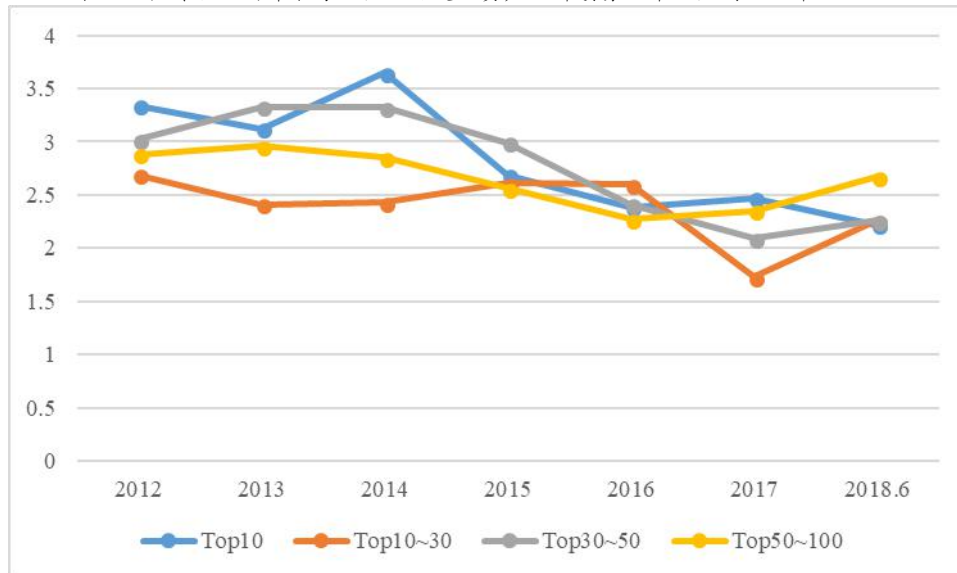
资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

综合偿债能力方面，样本房企整体债务杠杆上升，再融资空间收缩；2017年以来，TOP10~30的房企举债冲规模的动力较强，债务杠杆急剧攀升，各规模房企综合偿债能力再次分化。

按销售百强排名抽样的房企的长期偿债能力和整个行业的偿债能力变动态势基本一致，呈下行态势。Top10的房企长期偿债能力基本还是处于上游水平；Top10~30的房企在长期偿债能力上处于下游水平，且2017下降明显，主要系随着房地产行业向龙头集中，进入行业前十的销售门槛逐年提高，Top10~30的房企希望在行业龙头中觅得一席之地，因此举债冲规模的不在少数。此外，2015年开始，各区间段房企的长期偿债能力差距缩小，但2017年开始有再次分化的迹象。

截至 2018 年 6 月底，除 Top10 房企外，其他房企长期偿债能力均有所上升，同样与房地产行业融资渠道收紧和房企主动降杠杆有关。Top50~100 的房企，大多意识到在行业调控和融资渠道收紧中自身的劣势地位，降杠杆动力较强，长期偿债能力反而好于其他区间房企。

图 14 各排名区间样本房企核心可变现资产全部债务比中位数情况（单位：倍）



资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

四、现金流压力测试

联合评级选取发债房地产企业为研究对象，其中债务融资项目选用现金流量表中“发行债券收到的现金”和“取得借款收到的现金”科目之和表示；偿还债务项目选用“偿还债务支付的现金”+“分配股利、利润或偿付利息支付的现金”科目表示；资本支出选取“购买商品、接受劳务支付的现金”、“支付的各项税费”和“购买公司支付的现金”科目之和表示；销售回款选取“销售商品、提供劳务收到的现金”科目表示。

在预测 2018 年数据时，2018 年 1~6 月，全国房地产销售金额累计同比增速为 13%，我们预测 2018 年销售回款规模维持这一增速；假定债务融资中取得借款所收到的现金为房企支付土地款以及建安支出的 75%来源于银行借款，发行债券所收到的现金由于资金用途限制为置换前期债券，假设 2018 年发行债券为 2015 年与 2016 年发行金额的一半。偿还债务支付的现金考虑与短期债务之间的关系以及 2018 年债券回售规模增加等因素来进行预测，现金流入净额采用历史数据中“资金流入-现金流出”与“现金流入净额”之间的关系预测；资本支出按上文中增速 6%进行预估。

通过对现金流入净额和期末现金余额对（短期债务+分配股利或支付利息的现金）覆盖程度的分析，在假设销售目标实现增速分别为 0%、13%和 15%的情况下，期末现金余额对（短期债务+分配股利或支付利息的现金）的覆盖倍数分别为 0.72 倍、0.77 倍和 0.78 倍；表明在目前销售增速的情况下，行业短期安全性虽有所下滑但仍处于相对安全的状态，和

2015 年的行业平均水平有所持平但需关注行业内部的企业分化特征。若 2019 年销售增速出现负增长，则房企的短期安全性或将在 2019 年出现较大压力。

表 6 房企 2018 年短期偿付能力销售压力测试（单位：百亿元、倍）

		2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	增速 0%	增速 13%	增速 15%
现金流入	债务融资	186	238	315	339	355	355	355
	销售回款	226	264	365	438	438	495	503
	合计	412	502	680	777	792	849	858
现金流出	资本支出	117	172	226	223	383	383	383
	偿还债务	239	240	320	438	465	465	465
	合计	356	412	546	661	848	848	848
资金流入-现金流出		56	91	134	116	-56	1	10
现金流入净额		7	25	53	25	-12	0	2
期末现金余额		84	110	168	193	181	194	195
短期偿付义务		132	155	156	239	252	252	252
现金类资产对短期偿付义务的覆盖倍数		0.63	0.71	1.07	0.81	0.72	0.77	0.78

资料来源：联合评级

研究报告声明

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券市场资信评级业务资格。

联合评级在自身所知情范围内，与本研究报告中可能所涉及的证券或证券发行方不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合评级对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合评级于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险，联合评级对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本研究报告版权为联合评级所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合信用评级有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合评级将保留向其追究法律责任的权利。