

中房研协 | 行业研究

专题组

☎: (010) 68323566-8068

✉: yjzx.zf@cric.com

报告说明:

本报告是中国房地产业协会领导下北京中房研协技术服务有限公司出品的《中国房地产市场研究》系列报告之热点专题。主要为整理探讨新近发生的房地产重要政策行业动态、数据及热点事件，并分享行业研究观点。如需更多信息和服务，欢迎来电来函咨询。

欢迎关注“中房研协测评研究中心”微信号，或扫描以下二维码，与我们进行互动。

**今日关注:****“三道红线”下，降负债是房企当前首要任务****专题背景:**

8月20日，住房和城乡建设部、人民银行在北京召开重点房地产企业座谈会，会议形成了重点房企资金监测和融资管理的三档规则：

- 1、房企剔除预收款后的资产负债率不得大于70%；
- 2、房企的净负债率不得大于100%；
- 3、房企的“现金短债比”小于1。

三道红线，四档管理，如果房企上述三项指标全部“踩线”则被列入红色档，不能再到金融或者债券市场融资，有息负债不得增加；指标中两项“踩线”列入橙色档，有息负债规模年增速不得超过5%；只有一项“踩线”列为黄色档，有息负债规模年增速可放宽至10%；全部指标满足监管要求的为绿色档，有息负债规模年增速可放宽至15%。另外，拿地销售比、经营性现金流情况两个方面也是考察的重要指标，拿地销售比不高于40%，连续三年经营性现金流为负，需要对拿地资金来源等做解释。

一、本次进行融资调控原因**1、落实中央“房子是用来住的，不是用来炒的”调控精神**

不可否认房地产市场在改善人民生活水平，拉动国民经济增长等领域发挥了不可替代的作用，但随着快速城镇化进程接近尾声，人均居住面积接近或达到发达国家水平，房地产总需求逐步稳定甚至回落。供应端的发展需要警惕相应的风险聚集，政策端则更加强化楼市与其他行业的均衡发展，并将引导相关资源流向，房地产行业对社会总资源的占用应维持在一个合理水平，而不是超配。此次管理层对重点房地产企业资金监测和融资管理规则，是对中央坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”调控精神的具体落实，从供给端着手调控，有助于实现“稳地价、稳房价、稳预期”的目标，完善房地产调控长效机制。

2、增强房地产融资的市场化、规则化和透明度，降低系统性风险

房企的传统资金来源之一是银行贷款，以往多数银行会有一份授信与贷款对应的白名单，在白名单以外的企业难以获得贷款。银行更青睐规模大，知名度高的企业。在这种激励制度下，很容易催生高负债、高杠杆，最求规模化的开发企业，而一旦出现外部政策、市场震荡，这类



企业则成为行业甚至行业外经济体系的风险源。此次“三道红线”的资管新规，从企业经营的角度给出指标限制，设定了标准明细，对房企融资进行精准管控，增强了房地产融资的市场化、规则化和透明度。

3、监管层对违规进入房地产资金的容忍度越来越低

2020 年上半年，为对冲疫情影响今年我国已实施三次降准，信贷环境明显宽松，在各种贷款利息优惠政策实施背景下，不排除有一部分经营性贷款资金违规进入楼市，这部分资金难以监测，加大了市场风险。8 月 16 日中国银保监会主席郭树清在《求是》中撰文提到，房地产泡沫是威胁金融安全的最大“灰犀牛”，房地产行业融资需要满足房地产行业平稳发展的正常需要，又要避免因资金过度集中出现更大风险。相比于以往的调控政策并未设定固定标准，更多的是根据宏观市场实时信息提出管控思路，这次监管是穿透式、全覆盖的给出指标限制，对融资激进的房企精准管控，防范企业风险。这种监管方式的转变，表明了监管层对违规进入房地产的资金的容忍度越来越低，“三道红线”意在通过管控房地产企业有息负债的增长速度来控制房地产行业的杠杆水平，倒逼企业理性投资，推动行业健康发展。

二、本次融资新规首次从开发企业的角度设定指标，丰富了房地产行业监管框架

监管机构对房地产行业在公开市场的融资管控此前已有落地（见表 1），2019 年的监管政策主要针对房地产信托和银行贷款融资，而本次融资新规则首次从房地产开发企业的角度设定指标，通过约束融资渠道和负债增速限制企业端融资，进一步丰富了房地产行业监管框架，有利于房地产企业更加稳健经营。目前监管细则文件还未正式落地，但据报道，三大指标已于 9 月 1 日起，在 12 家房企（融创、恒大、绿地、阳光城、中梁、华侨城、碧桂园、万科、新城、保利、中海、华润）试点实施，央行副行长潘功胜表示，下一步，央行将会同住建部以及其他相关管理部门，跟踪评估执行情况，不断完善规则，稳步扩大适用范围。

表 1：2019 年以来房地产行业融资相关政策列表

时间	政策概要
2019 年 2 月 25-26 日	2019 年央行金融市场工作会议提出，加强房地产金融审慎管理，落实房地产市场平稳健康发展长效机制。
2019 年 3 月 4 日	银保监会《关于 2019 年进一步提升小微企业金融服务质效的通知》要求，各银行业金融机构要加强对小微企业贷款资金流向的监测，防止小微企业贷款资金被挪用至政府平台、房地产等调控领域形成新风险隐患。
2019 年 4 月 17 日	银保监会官网发文指出，要加强金融监管，继续遏制房地产泡沫化，控制居民杠杆率过快增长。
2019 年 5 月 17 日	银保监会发布银保监发〔2019〕23 号文《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》，整治违规向房企提供融资的现象。
2019 年 7 月 12 日	发改委发布《通知》要求房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务。
2019 年 7 月 19 日	银保监会下发《通知》称，地方 AMC 不得以任何形式帮助金融企业虚假出表掩盖不良资产，不得以收购不良资产名义为企业或项目提供融资。



2019年7月20日	针对房地产信托业务，监管部门统一放行标准，监管仅同意符合条件的房地产信托业务报备。
2019年7月31日	央行在北京召开座谈会，强调要保持房地产金融政策连续性稳定性，加强对存在高杠杆经营的大型房企融资行为监管和风险提示。
2019年8月9日	银保监会下发《中国银保监会信托部关于进一步做好下半年信托监管工作的通知》，特别提及加强房地产信托合规管理和风险控制。
2020年6月22日	银保监会发布《关于开展银行业保险业市场乱象整治“回头看”工作的通知》，严控违规资金进入房地产领域。
2020年7月24日	住建部座谈会强调实施房地产金融审慎管理制度，稳住存量、严控增量，防止资金违规流入房地产市场。
2020年8月6日	2020年第二季度货币政策执行报告中提到牢牢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，坚持稳地价、稳房价、稳预期，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性，实施好房地产金融审慎管理制度。

资料来源：中房研协整理

三、根据新规对 50 家样本企业进行梳理，降负债为当前首要任务

新规则若开始执行，2020年中报和年报或将成为重要参考依据，通过Wind数据及上市房企2020年中报，按照三条标准①对2020中国房地产上市公司50强②企业进行梳理（见表2），其中“红色档”房企有6家，“橙色档”房企9家，“黄色档”房企16家，“绿色档”房企有19家。对于剔除预收款项后的资产负债率的计算方式，本文采用的公式为：剔除预收款后的资产负债率=（总负债-预收账款-合同负债）/[总资产-60%*（预收账款+合同负债）]*100%，负债里减了预收账款及合同负债相当于预收款结转了收入，因此资产也结转对应的存货成本，此处统一60%是对应的存货成本率。

表 2：50 家样本企业“三道红线”达标情况

证券代码	证券简称	剔除预收款项后的 资产负债率(%)	净负债率(%)	现金短债比
3333.HK	中国恒大	82.99	219.53	0.36
1918.HK	融创中国	72.81	175.61	0.61
2777.HK	富力地产	74.78	176.66	0.22
3883.HK	中国奥园	70.72	156.55	0.78
2772.HK	中梁控股	75.77	130.74	0.85
000402.SZ	金融街	71.43	202.31	0.54
600340.SH	华夏幸福	68.27	191.85	0.42
600606.SH	绿地控股	68.79	180.31	0.65
000656.SZ	金科股份	59.51	124.62	0.86
000961.SZ	中南建设	66.19	147.17	0.78
002146.SZ	荣盛发展	63.49	101.03	0.76
600466.SH	蓝光发展	59.52	105.63	0.72



600376.SH	首开股份	67.62	174.41	0.99
2868.HK	首创置业	71.46	156.97	1.23
1862.HK	景瑞控股	75.29	108.16	1.04
001979.SZ	招商蛇口	53.38	40.06	0.97
000671.SZ	阳光城	68.94	110.99	1.28
0817.HK	中国金茂	57.18	88.60	0.51
3380.HK	龙光集团	70.66	48.94	2.09
3383.HK	雅居乐集团	68.78	84.55	0.95
3990.HK	美的置业	63.83	104.35	1.73
1638.HK	佳兆业集团	69.26	143.93	1.02
1628.HK	禹洲集团	77.02	93.78	1.57
1233.HK	时代中国控股	73.96	84.47	1.23
600153.SH	建发股份	62.90	88.71	0.86
1966.HK	中骏集团控股	68.90	87.72	0.92
1813.HK	合景泰富集团	79.16	72.03	1.45
1238.HK	宝龙地产	69.67	89.77	0.99
000031.SZ	大悦城	67.34	104.53	1.91
000069.SZ	华侨城 A	65.09	111.24	1.06
600565.SH	迪马股份	55.33	46.94	0.76
000002.SZ	万科 A	62.58	27.90	1.95
2007.HK	碧桂园	67.18	65.22	1.78
0688.HK	中国海外发展	50.79	27.60	5.30
600048.SH	保利地产	56.94	72.07	1.84
1109.HK	华润置地	50.51	45.93	1.47
0960.HK	龙湖集团	58.51	51.45	4.55
601155.SH	新城控股	58.24	21.86	2.00
0813.HK	世茂集团	65.33	59.88	1.57
0884.HK	旭辉控股集团	67.46	63.32	2.35
600383.SH	金地集团	59.91	66.63	1.18
6158.HK	正荣地产	68.57	90.18	1.76
3301.HK	融信中国	63.62	91.25	1.70
3900.HK	绿城中国	66.11	74.58	1.63
1098.HK	路劲	61.59	67.00	1.03
3377.HK	远洋集团	67.58	67.77	1.90
2103.HK	新力控股集团	63.21	94.04	1.05
0832.HK	建业地产	67.09	83.50	1.30
0123.HK	越秀地产	65.68	85.50	2.06
0604.HK	深圳控股	51.08	36.70	1.85

数据来源：Wind,中房研协整理



“红色档”企业中包括恒大，融创等头部房企，恒大 2020 年初提出全面实施“高增长、控规模、降负债”的发展战略，从 2020 年中报业绩来看已有成效，上半年合约销售额同比增长 23.8%，有息负债降低 400 亿元，控制拿地规模截至 6 月底，土储下降到 2.4 亿平方米。2020 年上半年，融创有息负债总额稳步下降，净负债率大幅下降 23 个百分点，业绩发布会上融创总裁汪孟德表示，争取净负债率到年底有一个明显的下降，今年年底达到 120%，明年年底达到 100% 以下，剔除预收账款的净负债率争取未来在三年内达到这个目标。于头部房企而言，自身规模较大，调整负债结构的空间较大，能更从容的应对监管标准。

中梁，富力等采用高周转模式扩张规模跻身前列的房企，“降负债”可能成为当前的常态。在 2020 年中期业绩发布会中，中梁控股执行董事、首席财务官游思嘉表态称，公司正在对自身的债务结构进行调整。上市一年来中梁融资渠道得到了扩充，截至 6 月底，中梁现金余额较去年年底增长 32.2%。多元化融资也带来融资成本的下降，6 月底中梁加权平均融资成本为 8.9%，连续四年下降。中报显示，富力地产的净资产负债率从 2019 年末的 199% 下降至当期的 176.66%，但距离净负债率不超 100% 的要求还有一段距离。中期业绩发布会上，富力董事长李思廉明确表示，2020 年到 2021 年度，富力地产还会再进行减轻负债。富力地产未来 9 个月将处理 250 亿~350 亿元债务，超过一半会有重组安排，其他则以资金或销售抵消，另会出售投资物业及发展中项目的股权，以提升减债速度。

“橙色档”9 家企业中，有 7 家剔除预收款项后的资产负债率是达标的，有 2 家现金短债比值达标，而净负债率全部不达标，需要降低有息负债水平。若调整至净负债率达标，华夏幸福需要降低带息负债约 772.25 亿元，绿地需降低带息负债 1080.72 亿元，首开需降低带息负债 456.85 亿元。2018 年至今，华夏幸福净负债率明显提升，2020 年上半年华夏幸福连续发布了 5 次永续债融资公告，累计涉及融资额 166 亿元，永续债是一种可以不计入负债的融资工具，企业通过发行永续债可以使其表面上的净负债率减少，同时 2020 年是华夏幸福与中国平安对赌协议的兑现年，若未能完成净利润增长承诺，则面临对平安的赔款。降负债及业绩达标的双重压力，对华夏幸福而言是不小的负担。高负债也是困扰绿地的长期问题，绿地也正在主动降负债，2015 年至 2019 年净负债率逐年下降，但依然处于高位。中期业绩电话会上，绿地表示后续会根据部委要求调整经营方向。首开股份于 2018 年跨入千亿阵营后，负债压力成为公司最大的负担，净负债率居高不下。不过，与其他房企融资成本高相比，有国资背景的首开股份融资成本相对较低，2019 年整体平均融资成本为 5.49%，融资规模加大的同时也要降低负债，为此 2019 年内首开股份采取了包括转让子公司股权、发行永续债在内的多重动作。

“黄色档”16 家企业中，剔除预收款项后的资产负债率达标率为 75%，净负债率达标为 68.75%，14 家现金短债比均在标准值附近，短期偿债能力较强，目前首先需要调整的也是负债水平。黄色档企业中佳兆业净负债率最高，按当前数据需要降低带息负债约 273 亿元才能符合监管要求。中期业绩会上，佳兆业高级顾问谭礼宁表示“年底净负债率要达到 120%”。究其净负债率高的原因，与其城市更新业务分不开，旧改项目往往规模较大，周期较长，必然



造成负债率较高。而当前在高级城市土地资源稀缺的背景下，佳兆业城市更新业务的红利已经逐步体现在盈利能力中，2020年上半年佳兆业毛利率为33.8%，增长了0.4个百分点。旧改已成为佳兆业在一线城市获取项目的重要方式，高毛利项目有望为佳兆业地产开发业务的发展提供稳定有利的保障。此外佳兆业也在积极拓宽融资渠道，优化负债期限结构，降低债务成本。

“绿色档”的19家房企中，9家为国企或混合所有制企业，10家为民企。国资背景的房企一般不会激进扩张，负债水平维持在一定比例，且融资成本优势较明显，在此次融资管控中受到的影响较小。10家民企大多是头部房企中的“优等生”或是典型的地方性企业，负债水平合理，市场竞争力较强，此次调控受到的影响较小。

四、本次融资调控对行业企业的影响

对行业而言，短期来看，疫情之后房地产行业率先摆脱负面影响恢复到正常状态，后期在流动性宽松的背景不变的前提下，供给端企业为回收资金增加推盘量，需求端韧性持续，商品房销售面积增速有望进一步反弹。同时，企业需要加速回款并削减支出，可能会导致下半年新开工面积增速超预期，竣工面积增速修复进一步延后。

长期来看，房地产行业需求空间仍然存在，但行业快速发展阶段已经过去，地产行业的内生增长将替代之前依赖金融资源的增长模式，行业风险程度降低，行业利率将逐渐回归社会平均利润。万科董事会主席郁亮表示，在“三道红线”的融资监管下，企业做多层结构、明股实债等财务技巧都将失效，房地产行业也就到了管理红利阶段，所有的开发商再次来到了同一起跑线。

对企业来说，短期来看，前期规模扩张较快、有息负债多、拿地成本高的房企受影响相对更大，这部分企业需要加快周转，去库存降负债。2020年下半年是房企偿债高峰期，据Wind数据统计，申万房地产行业四季度债券到期偿还额达到1397.78亿元，占全年的40.84%。债券融资排期有明确的时间要求，需提前半年做好准备，目前“三大红线”对融资的影响还未体现，面临即将到期的债务压力，房企会抓住最后的融资窗口期。随着“金九银十”业绩冲刺期的到来，在销售目标和偿债高峰期的双重压力下，部分企业或将选择“以价换量”抢占客户资源。而从企业经营来看“以价换量”可能会对企业利润产生一定影响，出现“增收不增利”的现象。

长期来看，监管的本意并非完全中断高风险房企融资的可能性，而是增强房地产融资的市场化，规则化，透明度。监管层对头部房企建立以“负债率”为核心指标的监管体系，头部房企将先自身调整和修复资产负债表，然后通过横向兼提升市占率，谨慎投资的稳健派企业或将回到舞台中央，上升到与实力匹配的地位。高负债+低周转的“虚胖型”房企，或将更多让渡资产权益对冲债务风险，逐渐回归到自己真实的规模。

五、应对本轮融资调控的建议



1、对“踩线”企业来说，目前需要将销售作为主攻方向

对于踩到红线的企业来说，降低剔除预收款的资产负债率，需要提升存货周转速度，增强销售力度，扩大预收款项规模；若要改善净负债率指标，短期内化解有息债务难度高，房企可能更倾向于扩大权益来降低净负债率，这意味着房企合营联营项目可能增加；提升现金短债比则需要房企进一步强调资金回收的效率，要求房企压缩回款周期，保障经营性现金流的充足，而不再依赖“借新还旧”等行为。总之，在融资受限和业绩压力下，企业需要将销售作为主攻方向，回归开发和销售产品的功能，聚焦产品力和服务，万科董事会主席郁亮认为，进入管理红利时代后，房企要想活下去就是要有好产品、好服务。

2、未来企业需要根据自身优势和劣势来调整投资策略

分城市能级来看，“三道红线”限制后，重仓一二线城市的优势正在减弱，虽然一二线城市项目利润率更好，抗风险能力更强，但资金投入大且周转速度较慢，于高负债的大型房企而言，对一二线城市的投资能力会大大降低。三四线城市在高周转方面的优势显现出来，在内生需求强的三四线城市依然有市场空间，企业需要根据自身优势和劣势来调整投资策略。

3、引入战略投资者

今年以来引入战略投资者在行业内掀起热潮，通过转让股权、债权进行融资，满足资金需求，战略投资者主体一般包括险资、国资、互利型房企。其中地产+险资”的模式越来越普遍，险企具有大量低成本资金，可以为房企补充资金，但能否成功引入战投，与企业自身的经营状况息息相关，高杠杆、经营状况欠佳的企业引入优质战投的难度较大，这也很有可能进一步促进资源向优质企业倾斜，凸显房地产行业的“马太效应”。

注释

①：剔除预收款后的资产负债率=（总负债-预收账款-合同负债）/[总资产-60%*（预收账款+合同负债）]*100%，
净负债率=（带息债务-货币资金）/所有者权益*100%，货币资金指未受限制的现金及现金等价物，
现金短债比=货币资金/（短期借款+应付票据+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债）*100%。

②：样本选择根据中国房地产业协会、上海易居房地产研究院中国房地产测评中心发布中国房地产上市公司测评研究成果《2020 中国房地产上市公司测评研究报告》，选取房地产上市公司综合实力榜前 50 强，其中因为仁恒置地集团在新加坡上市，数据获取不完整，因此选择标的时向后顺延。

（本文来源：中房研协 测评研究中心 执笔：屈雁翎）