

2020年下半年以来，中央持续加强对房地产市场的调控，以“房住不炒”为准绳推出了一系列政策措施，包括针对房企的“三条红线”、针对商业银行房地产贷款的“两条红线”、针对土地供应的“两集中供地”等，引发房地产市场深刻变局。2021年上半年政策持续维持收紧的态势，是以大部分房企仍以降负债为主要工作目标，通过积极调整债务及融资结构，构建企业债务安全边界，以满足“三条红线”的要求。

从80家重点上市房企1的财务情况来看，上半年融资受限，加上三条红线的制约，不少企业加大了债务偿还力度，导致80家重点上市房企的现金持有量出现五年来的首次下降，总有息债增速持续下降，规模较期初基本持平。与此同时房企积极改善债务结构，短期有息负债在2020年末实现首次下降后，今年上半年继续下降，从而使得行业平均现金短债比优化0.15至1.60，短期安全边界加强。房企净负债率同比下降4.53个百分点至66.54%，有约六成的房企净负债率实现了下降。通过调整优化，2021上半年末有33家房企居绿档，较于2020年末增加3家，橙档11家，增加3家，红档则减少了一半至4家。

表：2018-2021上半年80家房企整体财务指标

财务指标	2018年	2019年	2020年	1H2021	同比/变动
现金（亿元）	25344	28721	32048	31977	-0.22%
总有息负债（亿元）	58123	67265	70363	70611	0.35%
净负债率（永续债作权益）	89.08%	84.28%	71.07%	66.54%	-4.53pts
现金短债比	1.33	1.27	1.45	1.60	0.15
长短期债务比	2.05	1.96	2.21	2.55	0.34
扣预收后资产负债率	75.29%	74.61%	73.12%	72.24%	-0.88pts
融资成本 ²	6.77%	7.02%	6.87%	6.88%	0.01pts

注：2021上半年港币统一以0.83进行换算，融资成本为80家典型上市房企数据算数平均

数据来源：企业业绩报告，CRIC整理

80家重点房企：宝龙地产、保利发展、保利置业集团、碧桂园、滨江集团、城建发展、大发地产、大唐集团控股、大悦城、当代置业、德信中国、迪马股份、富力地产、港龙中国地产、光明地产、国瑞置业、合景泰富集团、合生创展集团、弘阳地产、花样年控股、华发股份、华侨城、华润置地、佳源国际控股、佳兆业集团、建发国际集团、建业地产、金地集团、金辉控股、金科股份、金融街、金隅集团、景瑞控股、朗诗地产、力高集团、领地控股、龙光集团、龙湖集团、路劲、绿城中国、绿地控股、美的置业、仁恒置地、荣安地产、荣盛发展、融创中国、融信中国、瑞安房地产、三盛控股、三翼集团、上坤地产、时代中国控股、世茂集团、首创置业、首开股份、天誉置业、万科、祥生控股集团、新城控股、新力控股集团、信达地产、旭辉控股集团、雅居乐集团、阳光城、银城国际控股、禹洲集团、远洋集团、越秀地产、招商蛇口、正荣地产、正商实业、中国奥园、中国海外发展、中国恒大、中国金茂、中交地产、中骏集团控股、中梁控股、中南建设、众安集团

01

现金持有量五年来首次下降

50%房企持有现金减少

2021上半年末80家重点上市房企的现金持有量为31977亿元，较期初微降0.2%，这是近五年来首次出现下降。随着近几年“房住不炒”的政策调控基调稳步推进，行业进入

缓慢增长期，房企持有现金的增速呈现下降的趋势，由 2017、2018 年的 20% 以上的增速下降到 2019、2020 年的 10% 以上的增速。而自 2020 年下半年三条红线出台以来，房企持续加强降杠杆，融资性现金流出增加；叠加房贷集中度管理制度的“两条红线”出台，房企的销售回款周期加长，上半年部分房企的销售回款率有了一定程度的下降，从而导致了 2021 上半年末房企整体现金持有量减少。

图：80 家重点上市房企历年现金持有量及同比变化情况



数据来源：企业业绩报告，CRIC 整理

1、现金增长房企占比 50%，较 2020 年减少 31 个百分点（部分略）

从各个梯队的表现来看，TOP10 房企的现金持有量仍遥遥领先，持有现金 12662 亿元，较期初下降 1.48%，现金增加和减少的企业占比各半，整体现金的下降主要在于中国恒大和绿地控股的现金减少量相对较大所致。

而 TOP11-30 梯队以及 TOP51+ 梯队的房企现金持有量较期初实现增长，其中 TOP11-30 的房企增长相对较高，增速为 2.88%，主要由于该梯队房企中龙湖、世茂、雅居乐等现金增幅超过 10%，从而拉高企业增长水平。

值得注意的是，上半年只有 50% 的房企现金持有量较期初增长，而 2020 年有 81%，占比较 2020 年减少了 31 个百分点。现金增长的企业中，仅有 6% 的企业增幅超过 50%，而 2020 年末有占比 25% 的企业现金增幅超过 50%。在降杠杆的大环境下，加上销售回款受到影响，企业现金增速下降在所难免。

表：1H2021 各梯队房企现金变化

1H2021 企业排名	2019 年	2020 年	1H2021	变动
TOP10	12,979	12851	12662	-1.48%
TOP11-30	6,964	8477	8720	2.88%
TOP31-50	5,132	6014	5852	-2.70%
TOP51+	3,644	4,706	4,743	0.79%
合计	28,721	32048	31977	-0.22%

数据来源：企业业绩报告，CRIC 整理

2、增幅 TOP10 房企规模相对较小，增量超 100 亿房企同比减少近一半（略）

3、现金降幅超 10%的企业增加 12 家，降幅最高 44%（略）

02

房企“量入为出”总有息债持平

积极调整优化债务结构

1、各梯队总有息负债增长分化，TOP10 不增反降

2021 上半年末 80 家重点房企的总有息债规模为 71185 亿元，有息债规模保持 7 万亿以上，较期初增长 0.4%，增速较于 2020 年的 5.4%继续下滑。房企的有息债增速在 2017 年到达高点后，近几年来，随着行业调控持续，并表债务增速持续下滑，特别是三条红线以来，受限于降档要求和政策对各档企业有息债增幅的限制，房企对自身的债务增量控制得相对较严，大部分房企维持“量入为出”的状态。

图：房企历年总有息负债及增速情况（单位：亿元）



数据来源：企业业绩报告，CRIC 整理

从各梯队的表现来看，2021 上半年末 TOP10 房企的总有息债规模出现负增长，较期初下降 2.9%至 27804 亿元，主要是中国恒大、绿地控股以及碧桂园 3 家企业的有息债较期初下降，其余企业仍有所增长，其中金地、保利、中海、招商的有息债增幅则达到了 5% 以上。

TOP11-30 的房企有息债增幅最大，较期初上涨了 4.65%至 17555 亿元，该梯队有近半企业的有息债增幅超过 5%，其中龙湖集团、世茂集团、建发国际的基于历史较为稳健的财务状况，今年上半年逆势扩张，适当加大杠杆力度，有息债增量超过 100 亿元。

图：各梯队总有息负债情况（单位：万亿元）

梯队	2019年	2020年	1H2021	1H2021 增速
TOP10	28,742	28636	27804	-2.90%
TOP11-30	15,482	16775	17555	4.65%
TOP31-50	12,705	13892	13950	0.42%
TOP51+	10,337	11576	11877	2.59%
合计	67,265	70879	71185	0.43%

数据来源：企业业绩报告，CRIC 整理

2、2.69%房企总有息负债有所增加，较期初减少7个基点（略）

03

房企重点优化债务结构

短期有息债持续下降

1、短期有息债较期初下降9.3%，带动现金短债比持续优化

从有息债的期限结构来看，2021上半年末80家房企的短期有息债20014亿元，较期初下降9.3%，继2020年末首次出现同比下降后，保持下降的趋势，并且降幅较2020年的2.8%扩大了6.5个基点；同时，2021上半年末长期有息债51170亿元，较期初增长4.8%，增幅较2020年末增长了1.5个基点。房企在控制总有息债的同时，积极调整长短债结构，通过减少短债，适当增加长债的方式进行债务置换，从而构建更好的安全边界，以达到现金短债比不得小于1的硬性指标。

得益于此，2021年上半年末房企现金短债比的加权平均值相较期初增长了0.14至1.60，达到近四年来最高值，房企流动性和安全边际有所提升。长短债比加权平均值较期初上升0.34至2.56，中位数较期初增加0.34至2.49，也是近四年来的最高值，债务结构优化成效持续显现，短期偿债风险有所降低。

表：80家房企历年短债及增速情况



数据来源：企业业绩报告，CRIC 整理

从各梯队的现金短债比来看，所有梯队的房企均实现了上涨。其中 TOP11-30 梯队的房企现金短债比最高，该梯队中的龙湖、建发国际、美的置业的现金短债比均超过了 3.00，在手现金相对较多。此外 TOP10 梯队的房企优化力度最大，较 2020 年末增长了 0.23 至 1.57，招商、保利、绿地的改善力度较大。

表：各梯队现金短债比情况

梯队	2020年	1H2021	变动
TOP10	1.34	1.57	0.23
TOP11-30	1.89	1.95	0.05
TOP31-50	1.38	1.50	0.12
TOP51+	1.29	1.32	0.03
中位数	1.54	1.55	0.02
整体平均	1.45	1.60	0.15

数据来源：企业业绩报告，CRIC 整理

2、仍有 8 家企业现金短债比低于 1，调整债务结构势在必行（略）

04

净负债率持续下降
踩线房企不到两成

1、平均净负债率下降至 66.54%，TOP10 房企水平最低（部分略）

2021 上半年末 80 家房企的加权净负债率（永续债作为权益）约为 66.54%，较期初下降了 4.53 个百分点。上半年企业通过出售项目，加大现金回款率等多种方式促进现金增

长；与此同时，更多的企业通过降低有息债增速或者减少有息债的方式进行降负债，总有息债同比涨幅仅为 0.4%；最后，合作越来越成为企业之间的共识，通过加大合作，或者实现上市、分拆旗下业务板块上市的方式，提高权益增长速度，80 家房企的总权益同比增长 8.0%。在此消彼长的情况下，房企的整体净负债率得到持续改善。

值得注意的是，永续债理论上虽然也能为企业增添权益，改善杠杆，但由于永续债“明股实债”的特性，三条红线提出后监管层面严控房企永续债发行。2021 上半年末仅有招商蛇口、建发国际、华侨城等 8 家企业永续债存量有所增长，而迫于永续债对归母净利润侵蚀等多种因素，首创置业、绿城控股、金隅集团等企业选择赎回部分永续债。基于此，2021 上半年末 80 家重点房企的永续债存量 1915 亿元，较期初微增 66 亿元。永续债作为债务计算的加权净负债率为 72.14%，较期初减少 4.93 个百分点。

图：80 家重点房企历年净负债率情况



数据来源：企业业绩报告，CRIC 整理

2、三条红线下房企积极降杠杆，踩线房企占比不到两成（略）

3、55%房企净负债率下降，房企偿债指标呈现分化（略）

05

七成房企融资成本下降

整体平均融资成本和 2020 年持平

（略）

06

房企积极降档满足红线要求

表外负债情况需注意

自从 2020 年 8 月底政府颁布三条红线监管指标以来，三条红线就成为房企改善财务状况的一个重要衡量标准，上半年大多数房企都将改善三条红线指标作为财务工作的一个重点。从 80 家重点房企 2021 年中期的财务情况来看，其现金短债比的算数平均值为 1.7，

中位数为 1.55；净负债率的算数平均值为 80.42%，中位数为 72.54%，现金短债比和净负债率两项指标基本都能达标。仅有剔除预收款后的资产负债率无论是算术平均还是中位数都均超 70%，虽然相较于期初有所改善，但多数企业仍然在此指标上踩线，未来将是房企改善的重点。

表：2021 年中期和 2020 年底 80 家房企三条红线指标情况

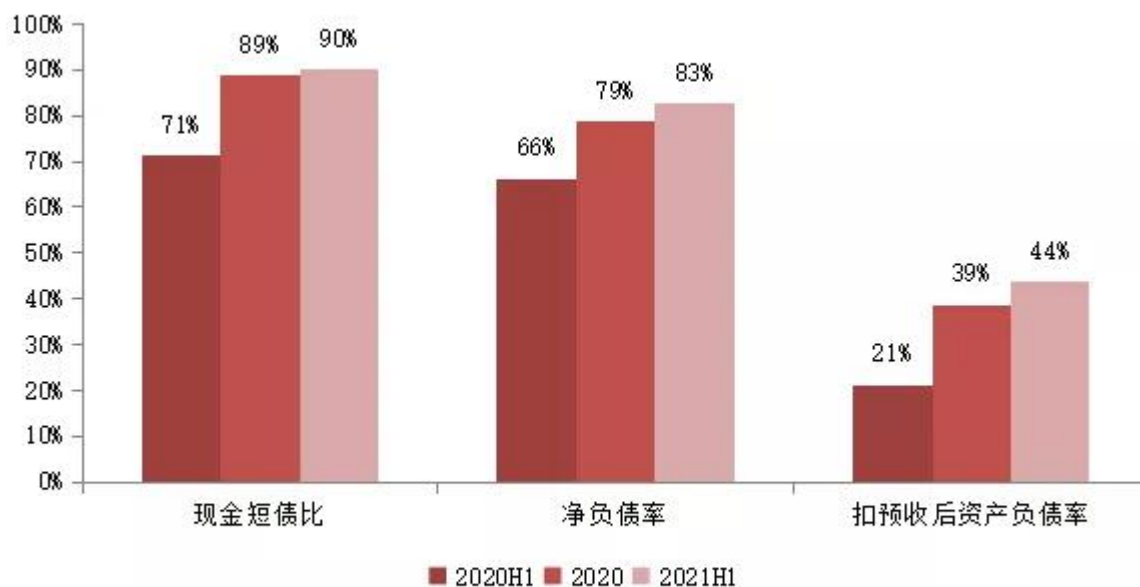
指标	1H2021			2020		
	现金短债比	净负债率	扣预收后资产负债率	现金短债比	净负债率	扣预收后资产负债率
80 家平均值	1.70	80.42%	72.24%	1.74	81.60%	73.12%
80 家中位数	1.55	72.54%	72.27%	1.54	71.87%	73.51%
红线指标	1	100.00%	70.00%	1	100.00%	70.00%

注：扣预收后资产负债率公式为： $(\text{总负债}-\text{预收款}) / (\text{总资产}-\text{预收款})$

数据来源：企业业绩报告，CRIC 整理

从 80 家房企在三个指标上的通过率来看，和期初的变化不大。现金短债比的通过率仍然最高，达到了 90%，相比于期初提高了 1 个百分点；此外净负债率也同样较高，通过率达到 83%，相比于期初提高了 4 个百分点。相较之下，剔除预收款后的资产负债率的通过率仅有 44%，虽然相比于期初提高了 5 个百分点，但是仍然较低，多数房企仍然需要在这个指标上面继续改进。

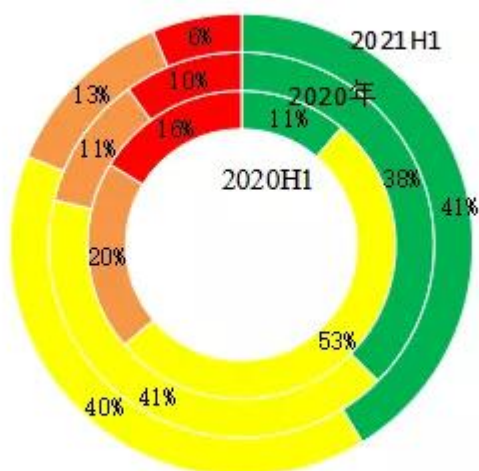
图：2021 年中期和 2020 年底 80 家房企三条红线指标通过率情况



数据来源：企业业绩报告，CRIC 整理

从不同的颜色档次来看，2021 年中期处于绿档的企业占比为 41%，占比首次达到最高，相比于年初提高了 4 个百分点，同时红档房企的占比也从 10%下降到了 6%。2021 年中期相较于期初成功降档的企业共有 9 家，但也有 2 家企业财务状况有所恶化导致升档。整体看来在三条红线的压力下多数房企都积极改善财务状况，预计未来将会继续保持。

图：2020年中期-2021年中期80家房企三条红线分档情况



数据来源：企业业绩报告，CRIC 整理

1. 4家企业成功进入绿档，仍需持续稳定财务状况（略）
2. 黄档企业占比为40%，多数房企资产负债率有待改善（略）
3. 橙档企业共有10家，需重点降低净负债率（略）
4. 红档企业还有5家，防止债务风险的同时多管齐下逐步改善（略）

07

通过表外负债优化指标需警惕
企业仍需加强运营

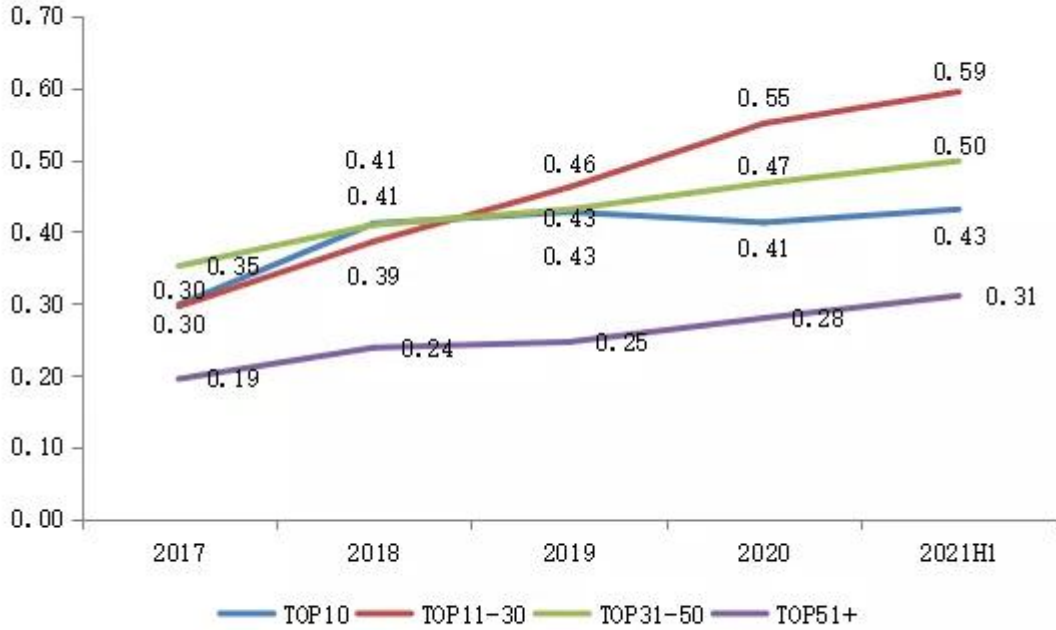
（部分略）

整体来看，三条红线监管政策出台近一年，房企大多都在主动按照要求改善其财务状况，80家重点房企的三条红线指标情况逐渐优化，绿档企业占比逐渐提高。但是值得注意的是，虽然多数房企是在切实去杠杆改善财务状况，但部分房企在降档的压力下，通过表外负债转移的方式优化财务指标的现象也仍然存在。

从历年房企合联营投资额/归母权益这一指标来看，从2017年起房企的表外化力度就逐年提高，到了2021年中期该项指标达到了0.46。这其中固然有房企为了规模扩张而加大合作力度的影响，但其中也有部分企业的目的是为了优化财务指标。

从各梯队的表现来看，合联营投资额/归母权益这项指标最高的是TOP11-30的房企，达到了0.59，其次则是TOP31-50的企业为0.5，这主要是因为这两个梯队的企业扩张规模的诉求较大，且有不少企业本就是依靠大力的合作促使规模快速提升，当然也不排除这些企业中有部分是为了优化财务指标而为之。

图：2017-2021 中期 80 家典型房企各梯队合联营投资额/归母权益



数据来源：企业业绩报告，CRIC 整理

通过表外负债的方法改善财务指标虽然确实可以让企业迅速降档，但是这种方法并未真实降低其偿债压力，同时也在一定程度上会稀释企业的归母净利润，再加上未来三条红线的穿透式监管也会涉及到表外指标，这种优化财务指标的方法注定不是长久之计。整体来看，随着房地产贷款集中度管理的落实以及土地出让两集中政策的实行，再加上三条红线的降杠杆要求，大多数房企都降低了投资力度，同时对于融资的安排也越发谨慎。多数企业在 2021 年中期业绩会上都表示将会继续紧抓销售回款，不断提升运营效率，进而加强自身造血能力；同时也会继续优化融资结构，尽量降低融资成本，部分还没有进入绿档的企业也宣布了进入绿档的时间表。而由于目前房企的融资成本处在近年来的低位，因此部分财务状况良好、融资能力较强的房企也可以凭借自身优势拓展项目。