

# 地产融资新规的潜在影响分析

## 宏观经济之地产研究专题之二

### 核心结论

**房地产行业融资管理新规浮出水面。**2020年8月住建部提出房地产行业融资管理新规，将房企以“三条红线”来进行划分为“红、橙、黄、绿”四档。

“三条红线”分别是：1) 剔除预收款后的资产负债率大于70%。2) 净负债率大于100%。3) 现金短债比小于1。处于不同颜色档内房企有息负债规模增速阈值不同。归为红档的房企有息负债规模增速不能增加，归为橙档的有息负债规模增速不能超过5%，归为黄档的有息负债规模增速不能超过10%，归为绿档的有息负债规模不能超过15%。

**融资新规管控行业融资市场45%的资金，管控上市房企融资市场70%的资金。**

房企主要资金来源分为4大类，包括按揭贷款、定金和预付款、国内开发贷款和自筹资金。其中按揭贷款、定金和预付款作为房企的经营性现金流，开发贷款和自筹资金是房企的筹资和投资现金流。房企经营性现金流占总资金比例自2015年40%逐年提高至2019年的50%。融资新规重点是控制房企筹资现金流中的有息负债规模。2019年房地产行业非经营性现金流入8.3万亿元，其中可监测的银行贷款、信用债和信托规模分别是2.5万亿、4795亿和8271亿元，合计占全行业融资市场45%的资金。A+H股上市房企非经营性现金流入3.6万亿，其中借款和发债资金规模为2.5万亿，占其融资市场规模比例为70%。

**静态测算融资新规限制上市房企有息负债最高增速约为6.73%，并未实际带来收缩影响。**以2019年A+H股上市房企资产负债表（合并后）数据来看，360家上市房企中，归入红、橙、黄和绿档房企的个数分别有51、43、123和143。各档房企现金流量表中筹资现金流入占所有房企筹资现金流入比例分别为40%、11%、22%和27%。静态来看（房企不增加表外融资和股权融资），按照各档房企有息负债增速阈值来计算，上市房企最高有息负债加权增速为6.7%。2019年房地产行业非经营性到位资金增速为4.5%，截止2020年8月，到位资金增速为2.4%。因此，在房企行为不变的情况下，融资新规重点是监控房企表内融资增速变化，但上限尚不足以影响融资环境出现收缩。

**融资新规将导致房企投资行为出现分化，但未能直接影响投资增速变化。**新规下，房企的行为可分为三类：1) 停止负债，加快销售实现预收款和货币资金比例提升。2) 快周转策略，即回款增速快于负债增速。3) 增加所有者权益。主要有引进战略投资、合作开发土地、“明股实债”等表外融资方式。短期来看，约半数房企现金短债比不达标，将“以价换量”提高现金短债比。从全行业中期角度来看，融资新规并未直接收紧融资现金流，叠加需求侧维持“房住不炒”但“因城施策”方针，房地产投资增速变化未受直接影响。

风险提示：流动性收紧，融资新规改变

### 分析师



雒雅梅 S0800518080002



luoyamei@research.xbmail.com.cn

### 联系人



张育浩



18548912118



zhangyuhao@research.xbmail.com.cn



潘越



panyue@research.xbmail.com.cn

### 相关研究

## 索引

## 内容目录

一、融资新规对房企筹资现金流的影响幅度 .....	3
1.1. 融资新规重点监控房企筹资现金流中有息负债规模变化 .....	3
1.2. 可监控房企有息负债规模占全行业融资市场比例约为 45% .....	4
1.3. 对上市房企而言，可监控规模占其融资市场比例为 70%.....	4
1.4. 静态估算，新规管控上市房企有息负债最高增速为+6.7% .....	5
二、新规下房企潜在行为分析.....	6
2.1. 房企短期解决现金短债比不达标问题，行业中长期投资变化未受影响 .....	6

## 图表目录

图 1：房地产开发资金来源情况和增速变化.....	3
图 2：房企主要市场筹资资金 .....	4
图 3：所有上市房企筹资和投资活动现金流入量 .....	4
图 4：A 股上市分档统计企业个数（样本 136 个） .....	5
图 5：A 股分档房企筹资现金流入占比 .....	5
图 6：港股上市分档统计企业个数（样本 224 个） .....	5
图 7：港股分档房企筹资现金流入占比 .....	5
图 8：A 股上市企业中踩线个数（样本 136 个） .....	6
图 9：港股上市企业中踩线个数（样本 224 个） .....	6
表 1： 房地产融资管理新规.....	3
表 2： 克尔瑞排名前 50 房企归档情况 .....	6

## “三四五”融资新规的潜在影响分析

2020年8月，央行发文提出重点房地产企业资金监测和融资管理，其中提到房地产融资管理新规是将房企以“三条红线”来进行划分为“红、橙、黄、绿”四档。“三条红线”分别是：1) 剔除预收款后的资产负债率大于70%。2) 净负债率大于100%。3) 现金短债比小于1。处于不同颜色档内房企有息负债规模增速阈值不同。

融资新规出台后，资本市场担心房企筹资现金流会出现明显收缩，进而影响其开发投资的能力，对经济总量形成拖累。因此，本文重点解决两个问题。1) 融资新规对房企筹资现金流的影响幅度。2) 房企在新规下所潜在做出的行为分析，从而判断房地产投资趋势。

表 1： 房地产融资管理新规

归属档位	标准	有息负债规模增速阈值
红色	踩“三条红线”中的三条	0%
橙色	踩“三条红线”中的两条	5%
黄色	踩“三条红线”中的一条	10%
绿色	未踩线	15%

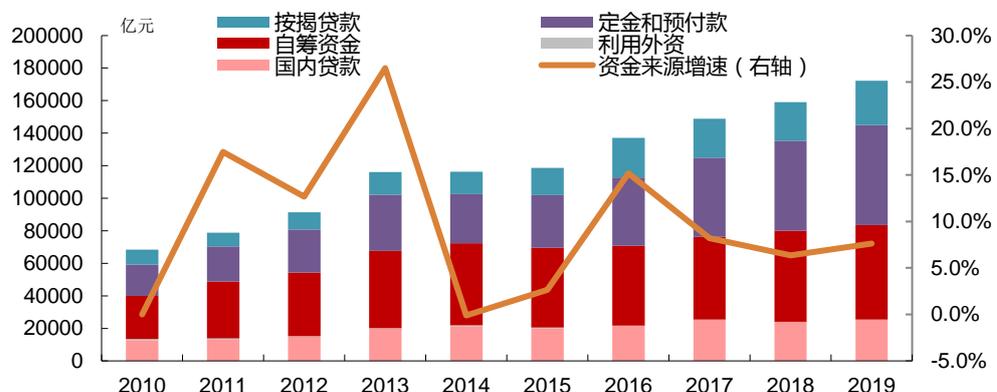
资料来源：西部证券研发中心

## 一、融资新规对房企筹资现金流的影响幅度

### 1.1. 融资新规重点监控房企筹资现金流中有息负债规模变化

房企主要资金来源分为4大类，包括按揭贷款、定金和预付款、国内开发贷款和自筹资金。其中按揭贷款、定金和预付款作为房企的经营性现金流，开发贷款和自筹资金是房企的筹资和投资现金流。房企经营性现金流占总资金比例自2015年40%逐年提高至2019年的50%，这反应房地产行业已经由过去注重杠杆扩张逐渐转换为注重销售经营。此次融资新规重点是控制房企的筹资现金流，尤其是有息负债规模。

图 1： 房地产开发资金来源情况和增速变化

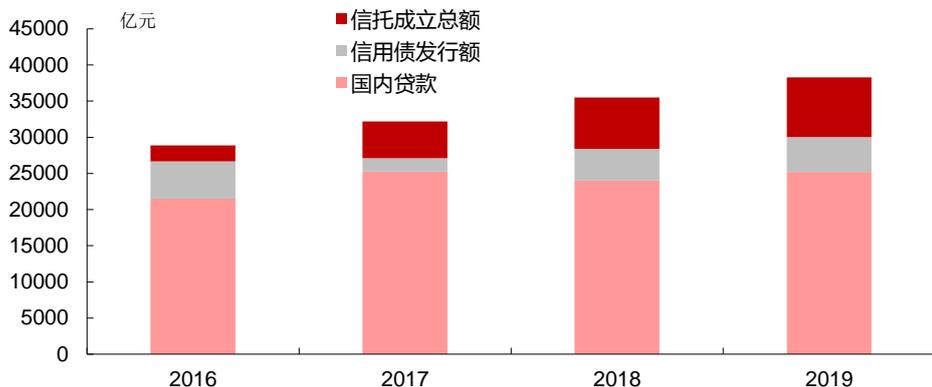


资料来源：WIND，西部证券研发中心

## 1.2. 可监控房企有息负债规模占全行业融资市场比例约为45%

2019年，房地产行业经营性资金流入8.8万亿，筹资和投资资金流入8.3万亿，其中国内贷款2.5万亿，自筹资金5.8万亿，分别占非经营性现金流比例为30%和70%。单从银行贷款监测口径来看，融资新规管控范围占房企融资资金的30%，如果再加上信用债和信托融资规模，2019年地产信用债发行总额是4795亿元，房地产信托融资总额是8271亿元，以公开口径可监控的房地产融资市场规模来看被管控范围占全行业比例约为45%。

图2：房企主要市场筹资资金

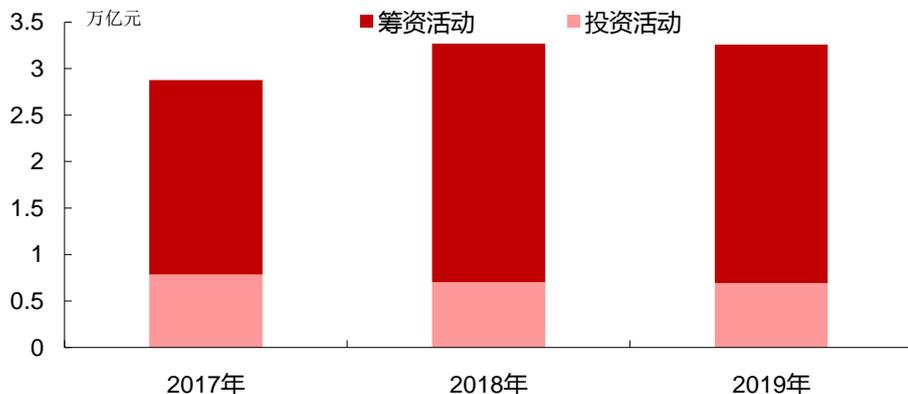


资料来源：WIND，西部证券研发中心

## 1.3. 对上市房企而言，可监控规模占其融资市场比例为70%

从港股和A股所有房地产上市企业（409家）现金流量表来看，2019年非经营性现金流入量为3.6万亿，其中筹资活动为2.56万亿，投资活动为0.7万亿，占比分别为78%和22%，筹资活动中90%以借款或发债方式实现。由此可知，上市房企2019年表内吸纳市场约43.7%资金，其中大约70%以负债方式融入，这一部分规模变化受到管控。

图3：所有上市房企筹资和投资活动现金流入量



资料来源：WIND，西部证券研发中心

#### 1.4. 静态估算，新规管控上市房企有息负债最高增速为+6.7%

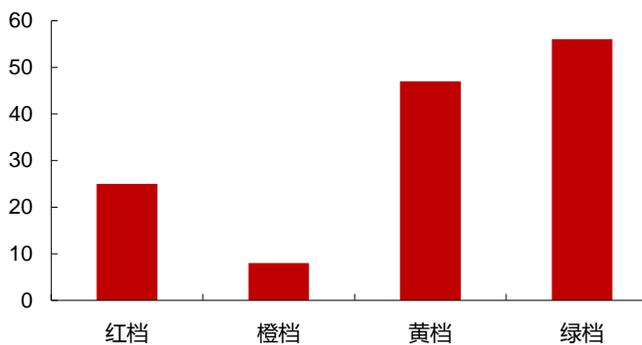
以2019年上市房企资产负债表（合并后）数据来看，A股上市房企中，归入红、橙、黄和绿档房企的个数分别为25、8、47和56个。各档房企现金流量表中筹资现金流入占所有房企筹资现金流入比例分别为42%、10%、22%和26%。

以2019年上市房企资产负债表（合并后）数据来看，港股上市房企中，归入红、橙、黄和绿档房企的个数分别为26、35、76和87个。各档房企现金流量表中筹资现金流入占所有房企筹资现金流入比例分别为38%、12%、23%和27%。

静态来看（房企不增加表外融资和股权融资），按照各档房企有息负债增速阈值来计算，A股房企最高有息负债加权增速为6.4%，港股房企最高有息负债加权增速为6.9%。

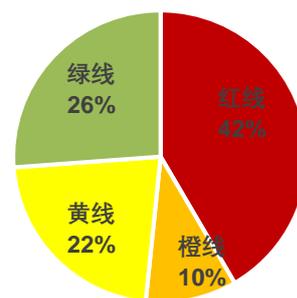
2019年房地产非经营性到位资金增速为4.5%，截止2020年8月，资金到位增速为2.4%。因此，在房企行为不变的情况下，融资新规重点是监控房企表内融资增速范围，但上限尚不足以影响融资环境出现收缩，影响幅度有限。

图4：A股上市分档统计企业个数（样本136个）



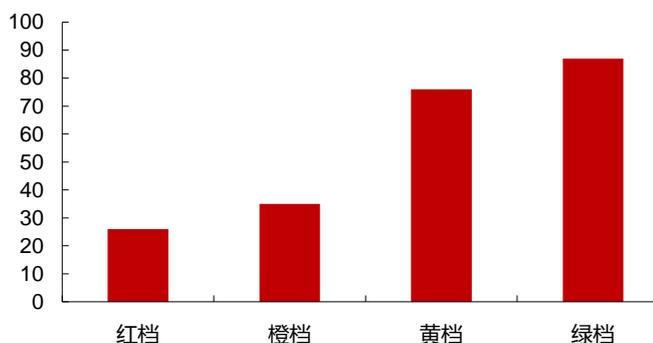
资料来源：WIND，西部证券研发中心

图5：A股分档房企筹资现金流入占比



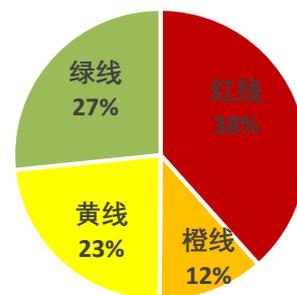
资料来源：WIND，西部证券研发中心

图6：港股上市分档统计企业个数（样本224个）



资料来源：WIND，西部证券研发中心

图7：港股分档房企筹资现金流入占比



资料来源：WIND，西部证券研发中心

## 二、新规下房企潜在行为分析

### 2.1. 房企短期解决现金短债比不达标问题，行业中长期投资变化未受影响

“三条红线”的实际测算方式分别是：

- 1、剔除预收款的资产负债率 = ( 负债 - 预收款 ) / 资产
- 2、净负债率 = ( 有息负债 - 货币资金 ) / 所有者权益
- 3、现金短债比 = 货币资金 / 短期债务

由以上可知，为不触碰红线，房企的行为可分为三类：1) 停止负债，加快销售实现预收款和货币资金比例提升。2) 快周转策略，即回款增速快于负债增速。3) 增加所有者权益。主要有引进战略投资、合作开发土地、“明股实债”等表外融资方式。各家房企将根据自身情况，动态调节策略来更好的扩大未来可负债规模增速。

由于融资新规短期仅在 12 家房企试点，大多数房企仍有一定的时间窗口去调整经营策略以防触碰融资红线。在 136 个 A 股上市房企中，67 家踩线现金短债比小于一，39 家踩线资产负债率大于 70%，32 家踩线净负债率大于 100%。而在 224 个港股上市房企中，116 家踩线现金短债比小于一，62 家踩线资产负债率大于 70%，48 家踩线净负债率大于 100%。由此可知，为获得更大的负债增长规模，大多数房企当务之急是解决现金短债比小于 1 的问题，其次是净负债率大于 100%，最后是资产负债率（剔除预收款）大于 70% 的问题。

短期来看，将有大多数企业“以价换量”，以此增加货币现金的方式来提高现金短债比。中期来看，由于一二线城市土地单价较高，预售条件严格，布局一二线城市的房企将更多采取合作开发或增加表外融资方式进行投资。而布局三四线城市的房企将以“快周转”为主要经营模式。而从全行业角度来看，融资新规并未对企业融资现金流造成明显收紧影响，叠加需求侧维持“房住不炒”但“因城施策”方针，房地产整体投资“韧性”将继续维持。融资新规更多的是调节房企的行为模式，重点打击以加大财务杠杆扩张的方式，引导房企更多采取提升经营能力和权益投资来进行发展，预防房地产行业潜在偿债风险。

图 8：A 股上市企业中踩线个数（样本 136 个）

图 9：港股上市企业中踩线个数（样本 224 个）

80

140

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_2363](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_2363)

