



上海金融与发展实验室
SHANGHAI INSTITUTION FOR FINANCE & DEVELOPMENT

金融与发展要报

「2021年第1期」

上海金融与发展实验室编

2020年1月12日

- ▶ 编者按：房地产关联上下游行业、银行等金融机构、土地财政等多个方面，是爆发系统性金融风险的源头之一，也是威胁我国金融安全的最大“灰犀牛”。上海金融与发展实验室房地产金融中心撰写了《上市房企信用状况评估报告》，建立了包括上市房企规模、资本结构、运营效率、短期偿债能力、盈利能力、企业所有制性质、项目地域发布多元化程度、政策风险八大类综合评价体系，用以度量我国上市房企信用状况。评估结果显示排名头部和尾部房企的得分差异较大，表明上市房企的信用状况存在显著分化的现象。在目前房企存量有息债务高企、偿债高峰集中来临、房企融资政策持续收紧、销售规模增幅放缓、疫情冲击导致经营性现金流入下降、行业内分化加剧的背景下，市场机构需要高度关注综合得分排名尾部房企的信用状况，其债务偿还能力相对较弱，存在潜在的债务违约风险。

上市房企信用状况评估报告

蔡真¹

一、上市房企信用状况评估的意义

房地产关联上下游行业、银行等金融机构、土地财政等多个方面，是爆发系统性金融风险的源头之一，也是威胁我国金融安全的最大“灰犀牛”。持续从严的行政性调控政策使房地产价格泡沫得到一定控制，较高的最低首付比例要求使个人抵押贷款风险较小，现阶段我国房地产市场的金融风险主要集中在房企的债务违约风险上。

我国部分上市房企长期存在“大而不倒”幻觉，他们认为只要利用高杠杆激进扩张将规模做到足够大，即使企业出现较大债务风险，地方政府和监管机构出于维护金融安全和社会稳定的考虑也会给予支持和帮助的。“大而不倒”幻觉会产生一种反向激励机制，其实质是房企幻想可以在享受高财务杠杆扩张带来高利润的同时，将企业经营风险转嫁到金融市场和政府部门。目前市场上一些以销售为导向的评价排行榜进一步助推了“大而不倒”现象。为逆转房企“大而不倒”倾向，并防范房企违约风险扩散，须加强上市房企信用状况的监测、评估和预警。

二、上市房企信用状况评估方法

我们的评估方法包括如下步骤：

第一，采用上市房企 2008 年-2019 年信用债发行数据，应用面板回归方法找出影响上市房企的信用溢价的因素，这是为了从历史角度客观反映信用状况。

第二，参考市场主要评级机构的指标体系，并根据机构定向调问获得的指标重要

¹ 房地产金融中心主任

性排序，确定最终的评价指标，这是为了保证评价的全面性。

第三，采用层次分析法确定指标权重，对原始数据进行标准化和归一化处理，应用这种科学方法计算房企信用状况综合得分。

第四，对房企所有制性质进行额外赋值，研究表明国有房企具有更高的信用水平。

第五，对房企项目分布多元化程度额外赋值，研究表明项目越分散的房企抗击区域风险的能力越强。

第六，对超出监管“三道红线”要求的房企额外赋值（减分项），因为在短期内，“踩线”的房企将直接面临有息负债规模的“硬约束”以及在融资过程中面临融资歧视的“潜规则”，这直接导致信用水平恶化。

上市房企信用状况评估的逻辑框架如图 1 所示：

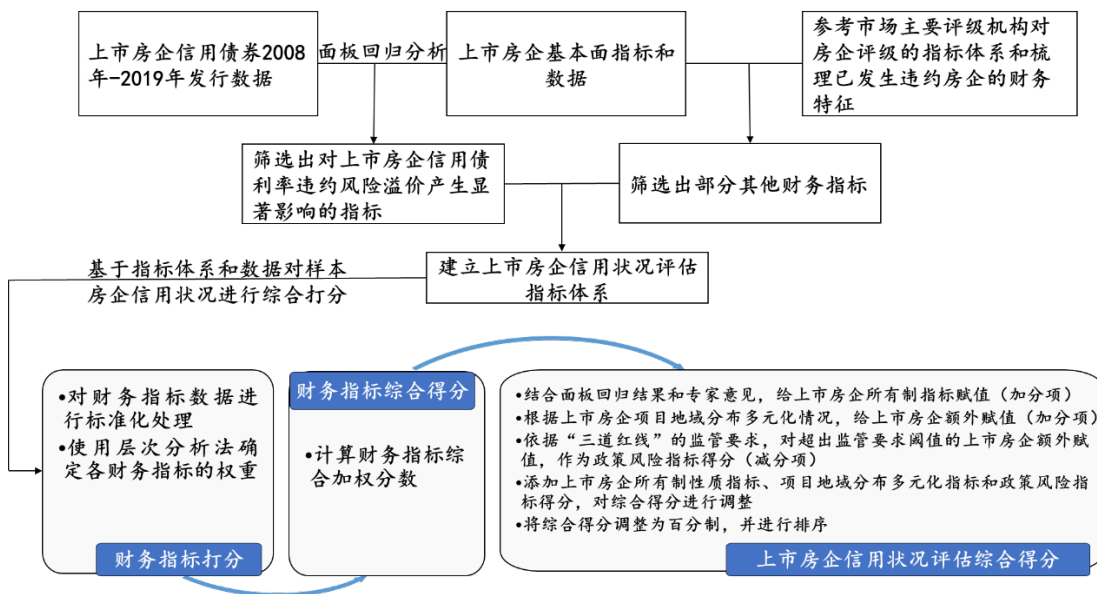


图 1 上市房企信用状况评估的逻辑框架图

三、上市房企信用状况评估结果

基于样本上市房企 2020 年半年报、公告数据计算，最终我们得到 122 家样本上市房企信用状况结果（见附录）。样本上市房企综合得分取值区间为[9.7， 90.6]，得分均值为 41.6，得分中位数为 40.0。排名头部和尾部房企的得分差异较大，表明上市房

企业的信用风险存在显著分化的现象。

在目前房企存量有息债务高企、偿债高峰集中来临、房企融资政策持续收紧、销售规模增幅放缓、疫情冲击导致经营性现金流入下降、行业内分化加剧的背景下，我们需要高度关注尾部房企，其债务偿还能力承压，存在潜在债务违约风险。综合得分排名后二十家的房企分别是中南建设、中梁控股、珠江实业、格力地产、银城国际控股、阳光 100 中国、华远地产、港龙中国地产、国瑞置业、鲁商发展、南国置业、京投发展、新华联、三盛控股、天房发展、恒盛地产、天山发展控股、南海控股、泰禾集团、云南城投。

四、典型房企信用状况分析

（一）中国恒大

优势方面：从规模性指标来看，中国恒大是国内最大的上市房企。其总资产达到了 2.30 万亿元，在样本房企中排名第 1，净资产排名第 1，营收排名第 1，总市值排名第 2。从运营效率来看，中国恒大存货周转天数低于样本房企的 25%分位数，属于周转率较快的房企。

劣势方面：但从资产结构来看，**中国恒大的债务杠杆率较高，均超过行业警戒线。**从短期偿债能力来看，中国恒大的短期偿债能力相对较弱。速动比率为 0.36、现金短债比为 0.36，均低于指标的最低要求。截至 2020 年二季度末，其持有的现金及现金等价物为 1407.5 亿元，同期短期借贷及长期借贷当期到期部分高达 3956.9 亿元，资金缺口规模极大，**存在较高的流动性风险。**从盈利能力来看，**中国恒大的盈利水平仅处于样本房企的平均水平。**销售毛利率为 25.0%，低于样本房企的中位数；销售净利率仅为 5.49%，位于样本房企的 25%分位数；总资产收益率为 2.0%略高于样本房企的中位数；净资产收益率为 3.7%，略高于样本房企的中位数。**作为全国型民营外资**

上市房企，剔除预收账款（合同负债）后资产负债率、净负债率和现金短债比三个指标均超出监管要求阈值，其债务融资规模增速受政策硬约束，获取外源性债务融资难度上升。

高的债务杠杆率、较弱的短期偿债能力、平庸的盈利水平及融资政策合规风险等问题是导致中国恒大的信用风险相对较高原因。

（二）富力地产

优势方面：从规模性指标来看，富力地产总资产位于样本房企的 90%分位之上，属于规模较大上市房企。从运营效率指标来看，其存货周转天数处于样本房企的平均水平。从销售毛利率、销售净利率、总资产报酬率、净资产收益率等盈利性指标来看，略高于样本房企的中位数水平。

劣势方面：从资本结构来看，富力地产的债务杠杆率较高，均超过行业警戒线。从短期偿债能力指标来看，速动比率和现金短债比较低，分别为 0.40 和 0.22，富力地产对短期债务的即时偿债能力较弱，存在显著的货币资金缺口。作为全国型民营上市房企，剔除预收账款（合同负债）后资产负债率、净负债率和现金短债比三个指标均超出监管要求阈值，继续融资空间受限。如果其不能在短期内增加销售回款规模或出售项目资产回笼货币资金，则会存在较高的短期债务违约风险。

（三）恒盛地产

从规模性指标来看，恒盛地产的总资产为 548 亿元，属于中小型上市房企。但从资产结构来看，恒盛地产的债务杠杆率较高，各项指标均超过行业警戒线。其资产负债率为 89.8%，剔除预收账款（合同负债）后资产负债率为 87.8%，调整后净负债率低至 427.6%。从运营效率来看，恒盛地产存货周转天数位于样本房企的 90%分位数，属于周转率非常慢的房企。从短期偿债能力来看，恒盛地产短期偿债能力极弱。其流动比率为 0.64，速动比率为 0.19、现金短债比为 0.01，均远低于指标的最低要求。截

至 2020 年二季度末，其持有的现金及现金等价物仅为 3.5 亿元，同期短期借贷及长期借贷当期到期部分高达 231.8 亿元，存在极高的流动性风险，能够按期偿还到期债务的概率较低。从盈利能力来看，恒盛地产的盈利水平仅处于全部样本房企的尾部。其销售毛利率仅为 8.89%，净资产收益率为 1.12%。未来如果不能短期内通过出售项目资产或进行债务重组，恒盛地产出现债务违约的概率极高。

附录

表 1 样本上市房企信用风险度量结果及排名

排名	证券简称	证券代码	百分制得分	排名	证券简称	证券代码	百分制得分
1	中国海外发展	0688.HK	90.6	62	福星股份	000926.SZ	39.8
2	保利地产	600048.SH	69.5	63	首开股份	600376.SH	39.6
3	龙湖集团	0960.HK	67.5	64	建业地产	0832.HK	39.3
4	华润置地	1109.HK	66.1	65	明发集团	0846.HK	39.1
5	五矿地产	0230.HK	63.6	66	华发股份	600325.SH	39.0
6	万科 A	000002.SZ	60.2	67	美的置业	3990.HK	39.0
7	上实城市开发	0563.HK	59.8	68	景瑞控股	1862.HK	39.0
8	信达地产	600657.SH	59.2	69	美好置业	000667.SZ	38.5
9	上海临港	600848.SH	58.9	70	金融街	000402.SZ	38.5
10	龙光集团	3380.HK	58.7	71	瑞安房地产	0272.HK	38.2
11	深圳控股	0604.HK	58.6	72	荣盛发展	002146.SZ	37.8
12	中华企业	600675.SH	58.4	73	香江控股	600162.SH	37.8
13	碧桂园	2007.HK	57.1	74	中骏集团控股	1966.HK	37.8
14	光大嘉宝	600622.SH	56.7	75	阳光城	000671.SZ	37.8
15	上实发展	600748.SH	56.5	76	迪马股份	600565.SH	37.7
16	黑牡丹	600510.SH	56.1	77	冠城大通	600067.SH	37.2
17	招商蛇口	001979.SZ	55.9	78	城建发展	600266.SH	37.2
18	招商局置地	0978.HK	54.9	79	广宇发展	000537.SZ	36.7
19	南京高科	600064.SH	54.3	80	宋都股份	600077.SH	36.2
20	旭辉控股集团	0884.HK	54.3	81	绿景中国地产	0095.HK	36.2
21	天安	0028.HK	54.2	82	绿地控股	600606.SH	35.9
22	世茂集团	0813.HK	53.9	83	融创中国	1918.HK	35.8
23	金地集团	600383.SH	53.6	84	苏州高新	600736.SH	35.8
24	远洋集团	3377.HK	53.2	85	天地源	600665.SH	35.5
25	越秀地产	0123.HK	52.9	86	当代置业	1107.HK	35.5
26	朗诗地产	0106.HK	52.2	87	天誉置业	0059.HK	34.7
27	北辰实业	601588.SH	52.2	88	弘阳地产	1996.HK	34.6
28	中国海外宏洋集团	0081.HK	52.0	89	荣安地产	000517.SZ	34.6

29	SOHO 中国	0410.HK	51.9	90	新湖中宝	600208.SH	34.4
30	保利置业集团	0119.HK	51.7	91	中洲控股	000042.SZ	33.6
31	中国金茂	0817.HK	51.5	92	中天金融	000540.SZ	33.6
32	首创置业	2868.HK	51.2	93	金科股份	000656.SZ	33.0
33	大名城	600094.SH	50.9	94	中国奥园	3883.HK	33.0
34	大悦城	000031.SZ	50.3	95	中国武夷	000797.SZ	32.9
35	禹洲集团	1628.HK	49.6	96	栖霞建设	600533.SH	32.6
36	天健集团	000090.SZ	48.7	97	大发地产	6111.HK	32.3
37	华侨城(亚洲)	3366.HK	48.6	98	融信中国	3301.HK	32.1
38	绿城中国	3900.HK	48.3	99	光明地产	600708.SH	31.6
39	花样年控股	1777.HK	48.0	100	富力地产	2777.HK	31.6
40	合生创展集团	0754.HK	47.9	101	蓝光发展	600466.SH	30.5
41	合景泰富集团	1813.HK	47.8	102	亿达中国	3639.HK	30.0
42	雅居乐集团	3383.HK	47.4	103	中南建设	000961.SZ	29.6
43	路劲	1098.HK	47.2	104	中梁控股	2772.HK	29.5
44	时代中国控股	1233.HK	46.9	105	珠江实业	600684.SH	29.4
45	德信中国	2019.HK	46.8	106	格力地产	600185.SH	29.2
46	佳兆业集团	1638.HK	46.2	107	银城国际控股	1902.HK	27.9
47	南山控股	002314.SZ	46.1	108	阳光 100 中国	2608.HK	27.4
48	正荣地产	6158.HK	45.8	109	华远地产	600743.SH	26.9
49	新城控股	601155.SH	45.1	110	港龙中国地产	6968.HK	25.9
50	宝龙地产	1238.HK	44.2	111	国瑞置业	2329.HK	25.1
51	滨江集团	002244.SZ	44.2	112	鲁商发展	600223.SH	23.6
52	海航基础	600515.SH	43.5	113	南国置业	002305.SZ	22.0
53	中国恒大	3333.HK	42.6	114	京投发展	600683.SH	20.5
54	佳源国际控股	2768.HK	42.6	115	新华联	000620.SZ	19.2
55	新力控股集团	2103.HK	42.1	116	三盛控股	2183.HK	19.1
56	建发国际集团	1908.HK	42.0	117	天房发展	600322.SH	18.7
57	力高集团	1622.HK	41.8	118	恒盛地产	0845.HK	16.9
58	中交地产	000736.SZ	41.2	119	天山发展控股	2118.HK	16.7
59	众安集团	0672.HK	41.0	120	南海控股	0680.HK	11.2
60	华夏幸福	600340.SH	41.0	121	泰禾集团	000732.SZ	10.8
61	陆家嘴	600663.SH	40.2	122	云南城投	600239.SH	9.7

注：上市房企信用状况评估综合得分基于上市房企 2020 年半年报、公告数据计算，最终得分是相对得分。得分越高则排名越靠前，其信用状况相对越好；得分越低则排名越靠后，其信用状况相对越差。