

浅析“三道红线”新规对高负债房企的影响

联合资信 工商企业二部 杨 栋 韩家麒

摘 要

“三道红线”融资新规将降低行业杠杆，不同房企分化加剧，融资渠道偏向稳健型房企。高负债房企可通过促销售，快周转，出售股权，引入战略投资者、合作开发等方式降杠杆减负债。预期高负债房企的资金链断裂风险及债务接续压力将进一步加大。

一、“三道红线”新规内容及影响

1. “三道红线”新规内容

2020年8月20日，住房和城乡建设部、人民银行联合召开重点房地产企业座谈会，包括碧桂园、中国恒大、万科、融创、中梁控股、保利发展、新城控股、中海集团、华侨城、绿地控股、华润置地和阳光城12家房企参与，提出在落实房地产长效机制基础上，形成重点房地产企业资金监测和融资管理规则，具体标准涵盖“三道红线”：（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倍。根据触线情况，房地产企业被分为“红、橙、黄、绿”四档；三条红线全部触碰，为红色档，有息负债不得增加；触碰两条红线，为橙色档，有息负债规模年增速不得超过5%；触碰一条红线，为黄色档，有息负债规模年增长不超过10%；全部达标，为绿色档，有息负债规模年增速不得超过15%。

表1 “三道红线”新规

档次	有息负债增速限制	标准 1	标准 2	标准 3
红色档	有息负债不得增加	剔除预收款后的资产负债率>70%	净负债率>100%	现金短债比<1
橙色档	有息负债规模年增速≤5%	剔除预收款后的资产负债率>70%	净负债率>100%	
		剔除预收款后的资产负债率>70%		现金短债比<1
			净负债率>100%	现金短债比<1
黄色档	有息负债规模年增速≤10%	剔除预收款后的资产负债率>70%		
			净负债率>100%	
				现金短债比<1
绿色档	有息负债规模年增速≤15%	剔除预收款后的资产负债率≤70%	净负债率≤100%	现金短债比≥1

资料来源：联合资信整理

目前具体的实施细则尚未正式出台，新规实施情况主要有以下几方面：（1）从2020年10月份开始，试点企业每月15日前需填报参股未并表住宅地产项目、明股实债融资、供应链资产证券化产品、合作方股东投入净额、其他房地产相关表外有息负债等五项表外相关负债情况。对于房地产各种融资渠道、表内表外全面覆盖；（2）2个观察指标：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；（3）永续债券统计口径：2020年8月以前发行的永续债券可作为权益计算杠杆率等指标，2020年8月后发行的计入所有者权益的永续债券在计算总资产、净资产等科目时应予以剔除。

2. “三道红线”新规对房地产行业的影响

“三道红线”新规将参股未并表住宅地产项目、明股实债融资、供应链ABS、合作方股东投入净额等表外有息负债纳入监控，将更大范围地监管影子银行、明股实债、违规资金流入房地产等，有利于净化行业金融环境，对于房地产行业发展产生深远影响。

行业未来格局固化，不同房企间分化加剧。“三道红线”从供给端对开发类房企的融资做出限制，不同规模、经营及财务策略的房企信用风险持续分化。已经具备规模，高周转、项目布局好、债务负担轻的龙头房企依靠自身规模优势，地位将更加稳固；高杠杆房企在融资受到限制之下，将会收缩业务扩张模式，减缓发展速度；中小房企通过加杠杆实现弯道超车的情况将更加难以实现，销售趋缓、去化不佳的中小房企信用风险加大。

行业融资收紧，各种融资渠道均偏向稳健企业。2020年上半年，受益于疫情后相对宽松的社会融资环境，房地产行业再融资出现短暂窗口期、融资规模显著增长、融资成本有所下滑，但随着下半年以来对信托通道的强监管，以及“三道红线”等融资新规的试运行，房地产行业融资再度收紧。在“房住不炒”政策要求下，主要金融机构仍将压降房地产贷款增速，控制贷款的行业集中度，严防信贷资金流向房地产板块。债券市场方面，2020年1—9月，债券市场地产债放量显著，银行间和交易所房地产债券累计发行规模5611.34亿元，同比增长53.80%，但受市场违约风险增加的影响，市场投资偏好较为谨慎，投资人对高风险债券配置需求减弱，导致国有企业和高级别债券发行规模占比明显升高。美元债融资方面，由于全球疫情仍存在不确定性，境外债市仍面临波动风险，发行成本有所上升。非标融资持续受到强监管，预计规模将持续收缩。融资新规导致金融机构在房企融资业务额度和贷款用途把控方面将更加谨慎，

投资人投资偏好较为谨慎，逐步向经营稳健低负债的企业倾斜。高负债房企，以及合作开发比较多、担保规模大、资产证券化较多的企业，将面临融资渠道收紧的困境。

二、“三道红线”指标的改善路径

所谓处于红档房企，即同时触碰三条红线的：1) 剔除预收款后的资产负债率 $>100\%$ ；2) 净负债率 $>70\%$ ；3) 现金短债比 <1 。红档房企属于高负债企业，需结合自身情况来改善三条红线的财务指标。从三个核心指标的角度，可以总结出“三道红线”指标针对性的改善路径。

投资方面，控制拿地规模和节奏。目的是消化土地库存，降低负债扩张速度。放缓投资拿地的节奏，控制投资成本，可以直接降低当期支付拿地款而产生的有息负债，同时也能降低后续开发周期产生的工程支出，从而降低负债，同时改善三项指标。

销售方面，加快销售和回款。加快销售速度，可以尽快实现现金回笼，从而改善净负债率和现金流状况；但同时又会增加负债端的预收账款，因此对于剔除预收款后的资产负债率改善有限。

加快竣工结转。提高项目周转速度，缩短从预售到竣工交付的时间，同时减少预收账款和存货，增加所有者权益，对于改善扣除预收账款后的资产负债率改善有效。对于净负债率来讲，由于加速竣工过程中建安支出增加，在手现金减少，有息负债减货币资金的净额减少，但同时加速竣工结转所有者权益增加，对于净负债率的影响有待观察。对于现金短债比来讲，则会产生负面效果。

项目合作方面，净负债率的降低有赖于有息负债的减少，或者合并权益的扩张。对于部分杠杆较高的房企，短期内债务化解的难度较大，通过引入股权投资适当降低并表合作项目股权比例增加少数股东权益，可以降低整体负债水平，改善三项指标。其中，高权益比例房企对利润的锁定能力更强，有较大的空间可通过合作改善资产负债表；而本身权益比例较低的房地产企业，进一步降低权益比例的空间较小，或预示着未来的规模增长难以实现，降杠杆需要较长的消化时间。

资产价值重估，投资性房地产价值重估。房地产企业对于持有的商场和写字楼，通常将其记为投资性房地产科目，该科目有两种记账方法，成本法和公允价值法。采用公允价值法时，不对投资性房地产计提折旧或进行摊销，而是以资产负债表日投资性房地产的公允价值为基础调整其账面价值。在公允价值评估的过程中，通常使用市场法和收益法进行测算，市场法主要通过可比参照物价值进行评估，而收益率主要通过现金流折现的方式评估。目前大部分房地产企业对投资性房地产采用了公允价值的记账方式。投资性物业的公允价值重估提升，将从报表层面有效降低房地产企业的剔

除预收款的资产负债率。

加大经营杠杆和产业链融资。经营杠杆来自于产业链上下游的应付账款，反映公司占用供应商资金的能力，规模房企可以通过增加应付款项挤占上下游资金，是公司提升无息杠杆的重要路径。产业链融资主要是指供应链金融，融资模式主要包括预付款融资、应收账款融资以及存货质押融资模式，以主体信用和偿付能力均较强的大型房企为主，目前也已成为房地产行业融资的重要渠道。

加大股权融资。通过增发股票、引入股权投资、分拆上市等方式进行股权融资，增加少数股东权益、同时增加货币资金，可以同时改善三项指标。例如分拆旗下物业公司上市。由于物业公司资产规模偏小，这种分拆提升了公司长期股权投资，从而提升总资产，降低负债，改善资产负债结构。

表2 “三道红线”指标的改善路径

指标	剔除预收款后的资产负债率	净负债率	现金短债比
计算公式	$\frac{(\text{总负债}-\text{预收账款}-\text{合同负债})}{(\text{总资产}-\text{预收账款}-\text{合同负债})}$	$\frac{(\text{有息负债}-\text{货币资金})}{\text{所有者权益}}$	$\frac{\text{货币资金}}{\text{短期债务}}$
控制拿地规模	改善	改善	改善
加速销售推盘，加快销售回款	改善有限	改善	改善
加快竣工结转	改善	有待观察	负面
降低并表合作项目股权比例	改善	改善	改善
加大股权融资	改善	改善	改善
投资性房地产公允价值重估	改善	改善	--
加大经营杠杆和产业链融资	改善	改善	改善

资料来源：联合资信整理

三、高负债房企应对“三道红线”的主要措施

按照联合资信房地产企业划分标准，选取有存续债券的发债房地产开发企业样本，以 2019 年底剔除预收款项后的资产负债率、净负债率和现金短期债务比三项指标，筛选出 47 家踩中“三道红线”的房地产企业。

从选出的样本企业来看，47 家样本企业中，25 家为国有企业且多数为地方性国有企业（占 53.19%），其余为民营企业或外资企业；资产规模 3000 亿元以上的有 8 家、1000 亿元到 3000 亿元的有 15 家，1000 亿元以下的有 24 家。

对于高负债房企来讲，改善“三道红线”指标首要措施的是快销售、高周转，增加现金流。2020 年下半年以来，众多房企加大促销力度，积极推动销售增长，增厚现金流，为实现降负债打下良好基础。例如，恒大推出七折优惠；绿地集团开展金秋

好房促销活动，全民营销、发展老带新等。根据克尔瑞数据全口径销售榜，截至2020年11月末，TOP100房企中，已有近8城房企累计销售业绩超过去年同期，实现同比增长。其中，2020年1—11月，中国恒大、融创中国全口径销售额分别同比增长18.1%、3.9%，而绿地控股则同比下降8.3%。除此之外，通过梳理公开信息，可以发现高负债房企改善“三道红线”指标的主要措施。

转让子公司股权。通过出售股权盘活资产回笼资金，房企可以更快的降杠杆。2020年下半年以来，高负债房地产企业更为密集转让子公司项目股权，除了战略性调整方面的考虑之外，很大程度上是与满足“三道红线”的监管指标有关。通过出售项目公司股权，企业可以更快地回收现金，实现债务出表，从而提高公司现金短债比和流动性。从公开信息来看，2020年下半年以来，多家房地产企业公告拟转让子公司股权。2020年11月1日，中国恒大公告将持有广汇集团40.96%股权转让给申能集团，转让总金额为148.5亿元。融资环境的收紧直接导致房企股权转让信息暴增，根据北京产权交易所的公开信息，11月上半月，房地产行业产权转让项目达18个，相当于2020年前10个月的总和。

表3 转让子公司股权实例

公司简称	转让事宜
中国恒大	转让广汇集团30.96%股权给申能集团
富力地产	向黑石集团转让广州国际机场富力综合物流园70%权益
新湖中宝	拟将浙江启辉实业有限公司35%股权及浙江启隆实业有限公司50%股权转让给融创中国（1918.HK）
首开股份	拟为苏州子公司寻求增资，转让30%股权；转让北京大兴托幼用地项目49%股权
华发股份	拟转让持有华发景龙50%股权、公司全资子公司华薇投资持有的建泰建设40%股权。
中国铁建	向滨江集团转让其持有的京滨公司34%的股权
信达投资	转让海南子公司30%股权
电建地产	转让湖北、北京子公司股权
云南城投	转让多家子公司股权
珠江实业	拟转让天辰房地产公司49%股权

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_489

