



# 林采宜：中国房地产企业的 债务地图



文/意见领袖专栏作家 林采宜



中国各大房地产企业的偿债能力综合指数

20 大房企	总排名	总得分	总负债 (10%)	有息负债 (32%)	隐性债务 (10%)	短期偿债能力 (28%)	长期偿债能力 (20%)
中国海外发展	1	83.46	10.00	21.44	9.78	23.35	18.90
建发股份	2	75.24	5.98	24.51	6.97	22.69	15.08
龙湖集团	3	72.87	5.41	26.86	7.28	19.79	13.52
华润置地	4	65.98	7.74	21.89	8.34	12.23	15.79
保利发展	5	59.11	4.82	21.26	8.02	13.43	11.59
万科 A	6	57.76	4.61	24.70	10.00	5.92	12.53
华侨城 A	7	57.45	4.95	19.03	8.20	13.94	11.33
滨江集团	8	56.39	5.10	16.50	9.39	14.05	11.35
招商蛇口	9	55.87	7.58	19.35	6.85	8.03	14.06
绿城中国	10	53.88	4.45	18.59	7.12	12.56	11.15
旭辉控股	11	51.47	4.65	19.42	7.49	9.48	10.43
金地集团	12	50.24	5.04	15.33	8.40	11.36	10.10
华发股份	13	48.52	5.50	10.64	4.56	16.02	11.80
碧桂园	14	45.17	3.22	18.89	5.26	7.87	9.94
新城控股	15	43.16	4.56	10.29	6.76	9.18	12.36
中国金茂	16	42.55	3.19	20.69	7.32	3.29	8.06
首开股份	17	41.40	3.19	15.89	8.06	10.30	3.95
远洋集团	18	41.03	5.21	15.68	7.64	5.64	6.85
中国铁建	19	35.80	4.16	13.45	4.37	4.60	9.22
绿地控股	20	26.01	0.00	11.54	8.75	0.00	5.72

通过相关数据分析，可以发现：

1. 从总负债水平看，绿地控股的资产负债率最高，超过 80%（剔除预收款），其次是金茂、首开股份和碧桂园，都在 74%以上。
2. 从债务成本来看，新城控股、华发股份和绿地控股的综合融资成本较高，平均 5.5-7%。
3. 就债务风险而言，短期来看，目前绿地控股、中国金茂和中国铁建的货币资金/短期债务的比值低于 0.2，其中绿地控股和中国铁建 1 年内到期的有息负债比例分别达 42%和 35%。长期来看，首开股份的净负债率

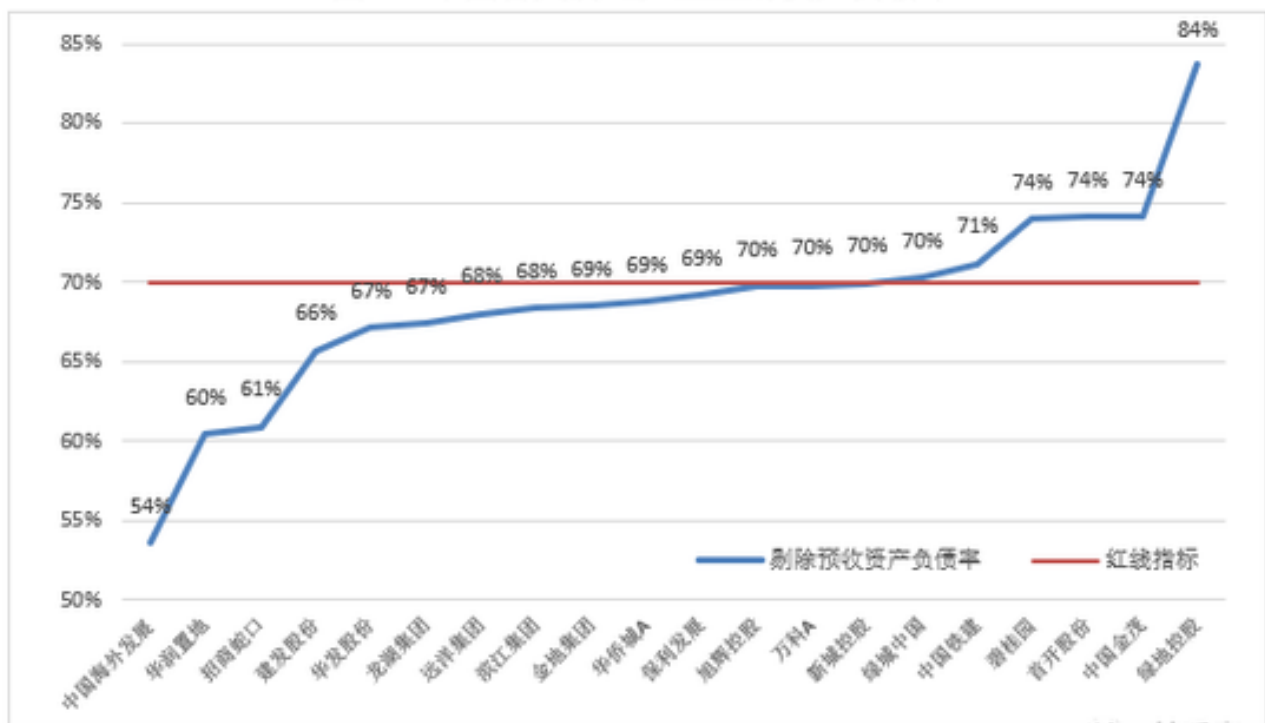
超出 100%；中国铁建的核心可动用资产对总负债的保障率低至 30.9%。

## 一、中国各大房企的表内债务结构

### 1. 总负债

2021 年,中国综合实力排名前 20 的房企[1]中,近半数资产负债率(剔除应收账款)超过 70%,其中最高的是绿地,高达 83.7%,此外,中国金茂、首开股份和碧桂园,都在 74%以上。

图 1：中国各大房地产企业的资产负债率



数据来源：公司财报，CCEF 研究

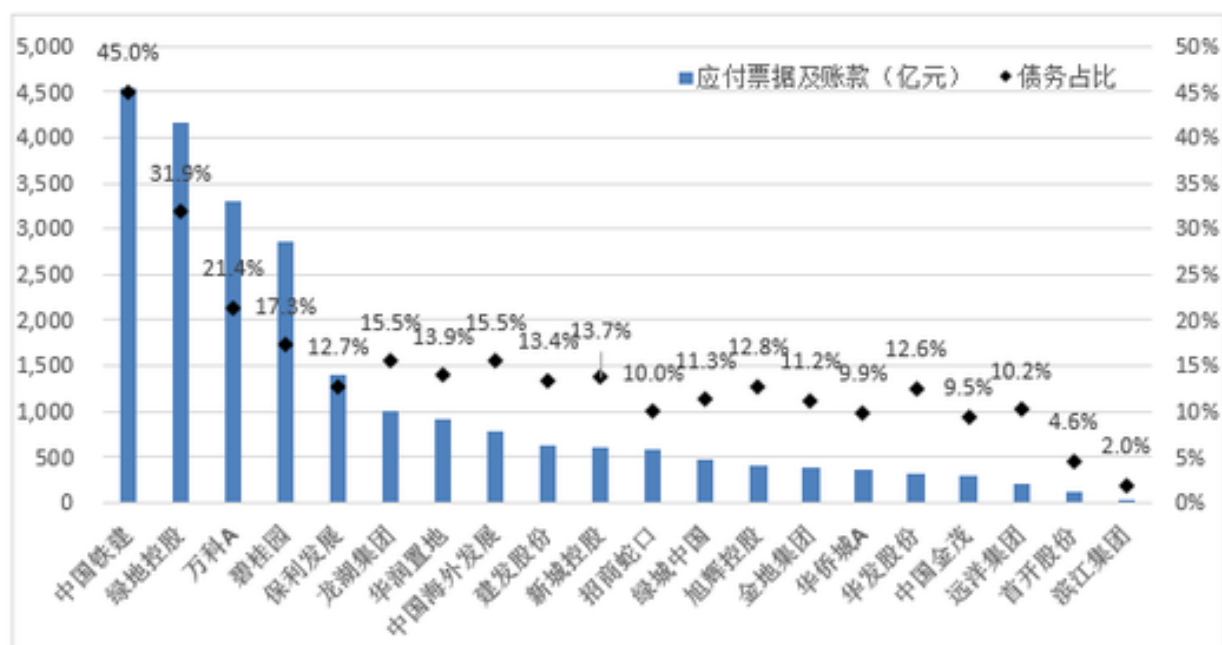
林采宜

### 2. 无息负债

在有息债务强监管的政策背景下，房地产企业使用商票的比例大幅提高,通过增加应付票据及账款的规模,将部分债务做无息化处理。截止 2021

年底，中国铁建、绿地和万科的应付票据及账款规模分别高达 4528 亿、4158 亿和 3305 亿，占其总债务比重分别为 45.0%、31.9%和 21.4%。与此同时，应付票据及账款占总债务的比例相对较低的首开股份（113 亿）和滨江集团（34 亿），分别只占 4.6%和 2%。

图 2：中国各大房地产企业的应付票据及账款规模及其占比



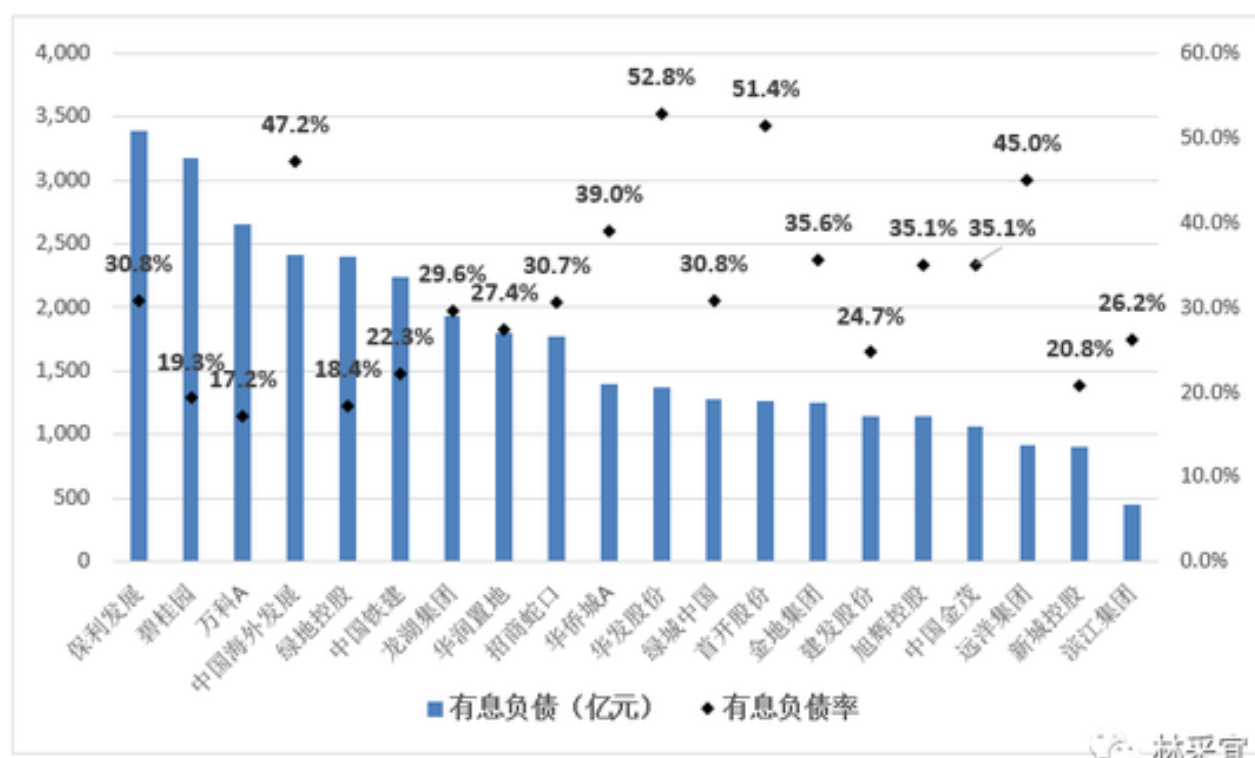
数据来源：公司财报，Wind，CCEF 研究

林采宜

### 3. 有息负债

2021 年的年报数据显示，华发股份、首开股份的有息负债占总债务比例最高，分别为 52.8%和 51.4%；保利发展和碧桂园的有息负债规模最大，分别为 3382 亿和 3179 亿。跟无息负债相比，有息负债的规模和期限结构更容易导致现金流危机乃至债务违约风险。

图 3： 中国各大房地产企业的有息负债规模及占比

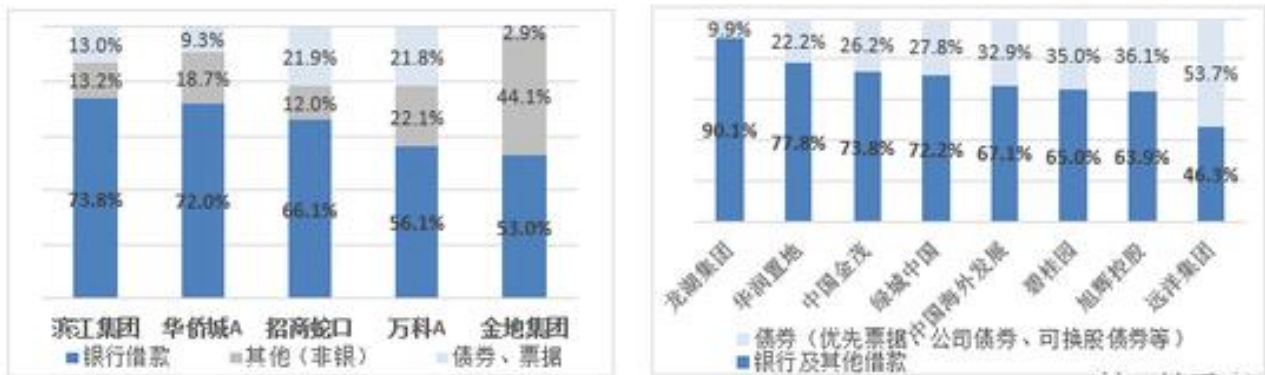


数据来源：公司财报，Wind，CCEF 研究<sup>2</sup>

除了负债规模以外，房企的债务风险还跟利率和还款期限有关。

数据显示，目前房企的融资主要来源于银行、债券和信托等其他非标渠道，以银行借款为主。其中，债券融资占比最高的是远洋集团，债券占 53.7%。其次是旭辉集团和碧桂园，分别占 36.1%和 35%。

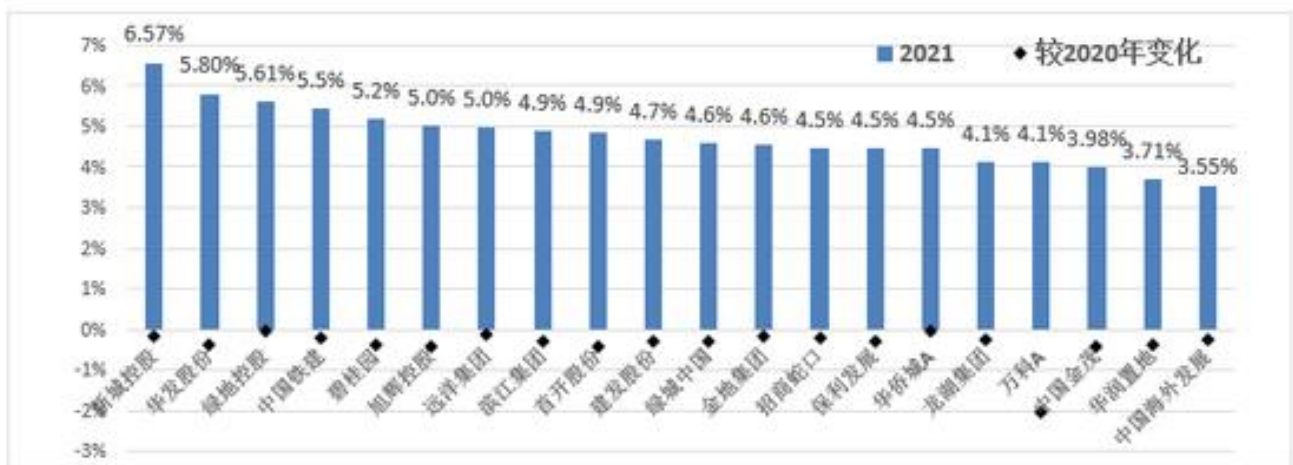
图 4：中国各大房地产企业的有息负债结构



数据来源：公司财报，CCEF 研究（部分房企融资结构未披露）

数据显示，2021 年房企的综合融资成本同比有所下降，目前新城、华发、绿地的综合融资成本最高，分别为 6.57%、5.80%、5.61%；中海、华润、金茂的综合融资成本最低，分别为 3.55%、3.71%、3.98%。

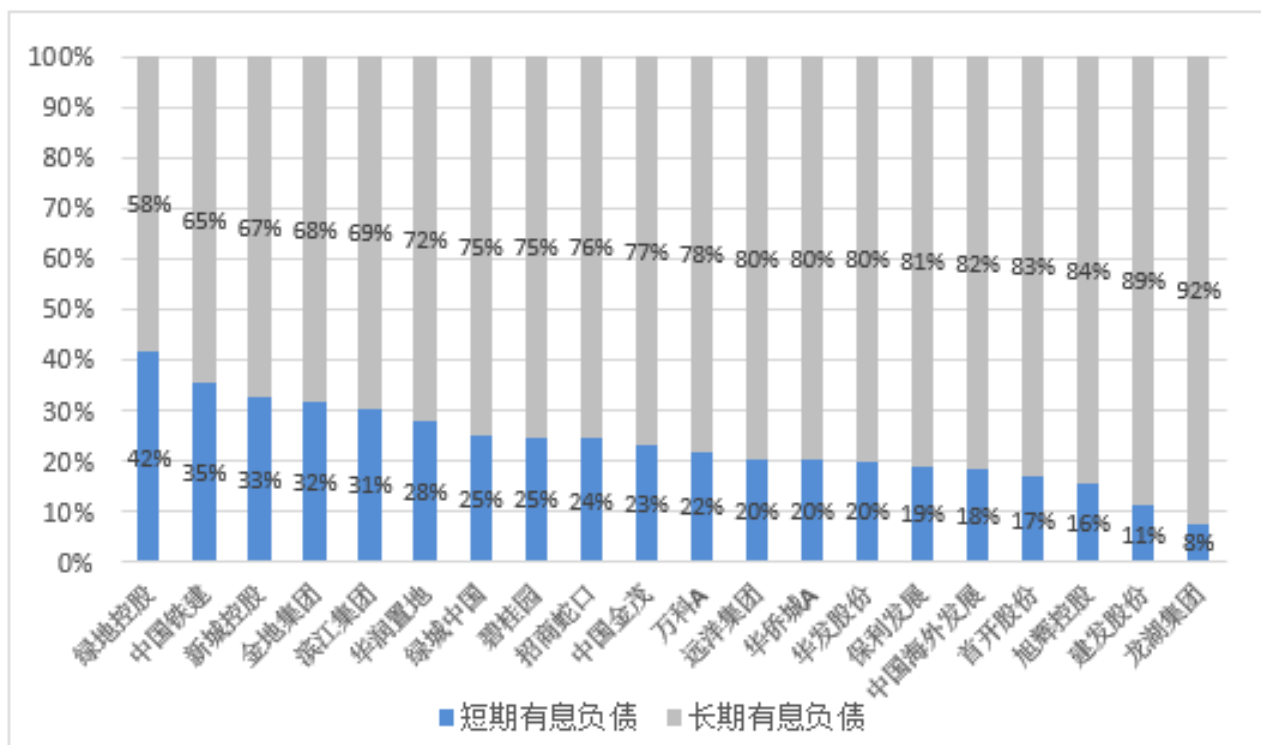
图 5：各大房企的加权平均融资成本



数据来源：公司财报，部分年报未披露加权平均利率，以实际利息开支除以期初、期末算数平均余额估算

大部分违约都来自于流动性危机，而短期偿债压力是导致流动性危机的罪魁祸首。数据显示，目前绿地、中国铁建的 1 年内到期的有息负债比例较高，分别高达 42%和 35%。短期偿债压力大。

图 6：中国各大房地产企业的有息负债的期限



数据来源：公司财报，CCEF 研究

林采宜

#### 4. 隐形负债

房企的表内隐性负债主要有两种：一种是上文所述的“无息处理”，变成应付票据和应付账款，另一种是通过永续债、少数股东的明股实债等方式形成股权出表，从而在报表数据上“降低债务杠杆” [3]。在新的房地

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\\_41411](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_41411)

