

我国上市房地产公司信用能力评价

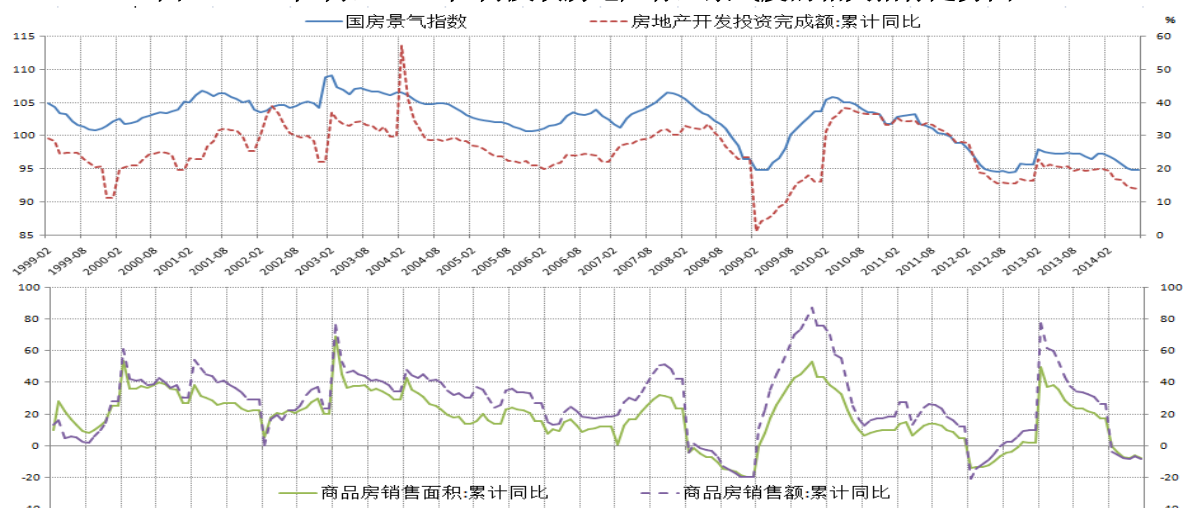
东方金诚国际信用评估有限公司 程春曙 汪欢 杜薇

摘要：近年来伴随宏观经济增速放缓，我国政府对房地产行业实施了更为严厉的调控政策，行业景气度呈下降趋势，房地产投资增速也下滑明显，尽管房价调整尚需较长过程。本报告运用企业信用分析的相关指标，通过对 2014 年在我国上海、深圳和香港等三个主要证券市场上市的房地产企业进行深入研究和分析，以研判行业整体发展趋势及其面临的主要挑战。

关键词：经济减速 房地产调控 信用指标 趋势

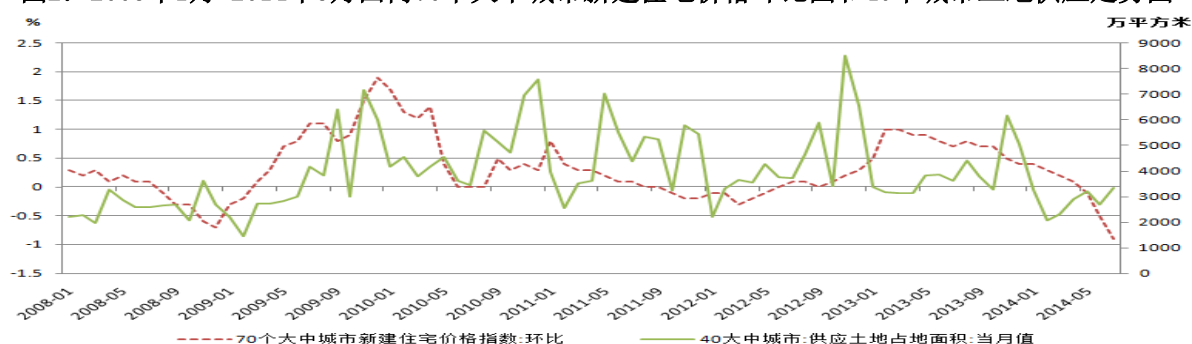
近年来，随着我国政府对房地产行业调控政策的推进，住房金融支持的减弱，缓慢的土地供应化进程，我国房地产行业的需求和供给出现不稳定状态，行业发展趋于复杂，行业景气度呈下降趋势（见图1和图2）。

图1：1999年2月至2014年2月反映房地产行业景气度的相关指标走势图



数据来源：万得数据，东方金诚整理

图2：2008年1月-2014年5月国内70个大中城市新建住宅价格环比图和40个城市土地供应走势图



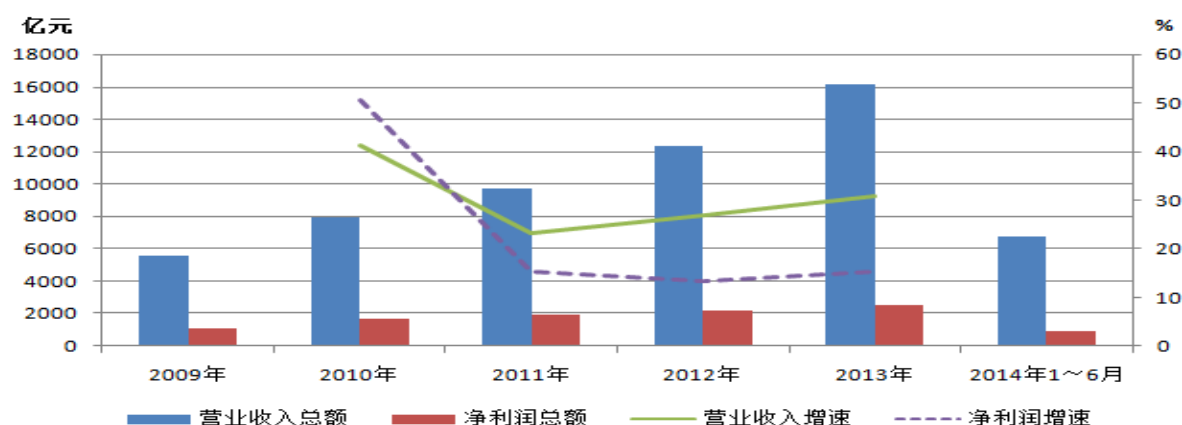
数据来源：万得数据，东方金诚整理

尽管行业景气度下降，但上市房地产企业的整体营运绩效仍有一定增长。通过对2014年在我国上海、深圳和香港等三个主要证券市场上市的206家房地产企业¹的分析，虽然2011年受调控政策影响，上市房地产企业的收入和净利润增速下降明显，但此后受益于中国经济的持续增长、新型城镇化建设进程的逐步加快以及城乡居民住宅消费需求的提升，我国上市房地产企业整体的收入和净利润依然²有一定增长，且项目运营能力和公司治理水平也得到了提高。

图3：2009年至2014年1至6月上市房企收入和净利润总额相关情况图

¹ 根据wind资讯，截至2014年8月末，沪深及香港股市房地产业上市公司共322家，在剔除同公司B股上市公司、同公司H股上市公司、港交所上市的在港开展业务的香港企业（存在误差）以及数据质量较差的样本，本文分析的房地产公司样本数为206家，均为在我国内地开展房地产业务的沪深港上市房企。

² 由于香港会计准则和国内会计准则存在差异，本报告财务指标的计算或存在瑕疵。

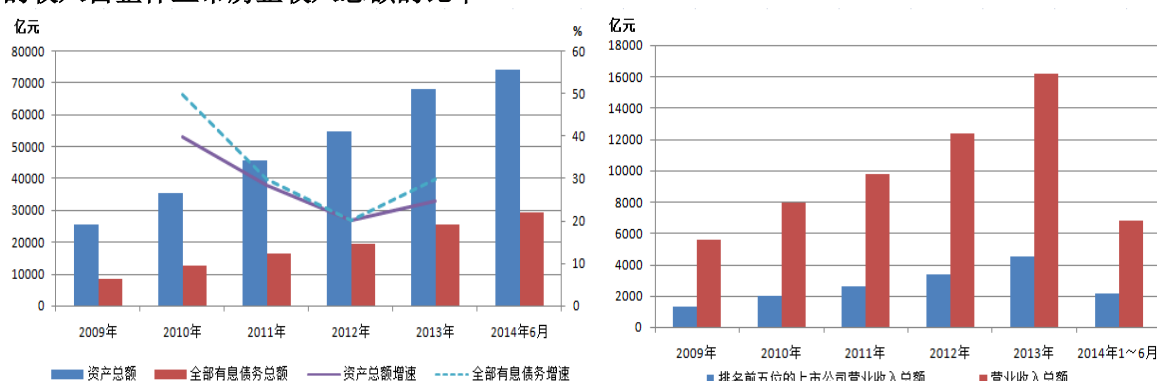


数据来源：万得数据，沪深港交易所官网，东方金诚整理

但是，依赖杠杆经营获得的高速成长所产生的流动性压力仍然是影响我国房地产企业未来可持续发展的主要问题（见图4）。并且，近年来规模较小的中小型房企既要面临竞争激烈化的市场，又需要应付项目开发带来的高经营风险，经营日渐艰难，房地产企业之间整合加速，市场集中度进一步提高（见图5）。

图4：近年来上市房企资产和全部有息债务总额情况图

图5：前五³2009年至2014年上半年的收入占整体上市房企收入总额的比率



数据来源：万得数据，沪深港交易所官网，东方金诚整理

总体来看，我国房地产企业中短期内整体收入和利润的增速仍会下滑。长期来看，房地产企业普遍的高杠杆经营，我国政府对房地产行业持续的调控政策，宏观经济放缓对房地产信贷和房地产投资的负面影响等，将削弱房地产企业的整体信用质量。在上述外部市场环境的影响下，只有那些拥有完善的公司治理，强势的市场地位和业务创新能力，拥有严格的成本管控和项目管理能力，并且有着多元化融资渠道的大中型房企，将会在市场下行过程中获得更多的并购和成长机会。

信用风险分析

经营与竞争

基于高外部风险的判断，房地产企业在行业中所处的位置成为信用能力研究的重要方面，具备竞争优势的企业可以更好地抵御行业周期变动风险与同业竞争压力。

以2013年的收入规模排序来看，排名前十的房地产企业拥有更大的资产规模，更多的现金储备（见表2-1），远远高于行业资产规模中位数和现金储备⁴中位数水平（见表1）。

表1：2009年至2014年6月的资产规模和现金储备中位数

年度	资产总额(万元)	现金储备(万元)
2009年	608,207.26	82,949.38
2010年	818,444.50	106,295.84
2011年	967,269.64	84,804.17

³ 以2013年的收入规模为依据，排名前五位的上市公司近年来营业收入总额占整体上市房企的收入总额的比率。

⁴ 指期末账面货币资金。

2012 年	1, 111, 667. 47	104, 478. 77
2013 年	1, 412, 046. 75	138, 408. 06
2014 年 6 月	1, 416, 582. 67	142, 404. 52

数据来源：万得数据，沪深港交易所官网，东方金诚整理

表2-1：排名前十的领先企业2013年主要运营财务数据列表

股票代码	股票简称	资产总额(万元)	营业收入(万元)	现金储备(万元)
000002.SZ	万科 A	47, 920, 532. 35	13, 541, 879. 11	4, 436, 540. 98
3333. HK	恒大地产	34, 814, 819. 20	9, 417, 700. 40	4, 011, 845. 40
600048. SH	保利地产	31, 393, 985. 43	9, 235, 552. 42	3, 375, 296. 98
0688. HK	中国海外发展	23, 313, 486. 16	6, 502, 228. 48	3, 213, 774. 88
2007. HK	碧桂园	20, 623, 942. 80	6, 272, 751. 00	1, 890, 971. 90
1109. HK	华润置地	22, 152, 549. 63	5, 628, 015. 17	2, 164, 533. 49
0960. HK	龙湖地产	14, 417, 196. 70	4, 156, 125. 80	1, 439, 917. 50
0813. HK	世茂房地产	17, 576, 785. 80	4, 155, 767. 60	1, 702, 601. 80
2777. HK	富力地产	14, 034, 712. 20	3, 640, 635. 40	1, 772, 216. 20
3383. HK	雅居乐地产	11, 453, 520. 60	3, 547, 372. 30	678, 364. 30

数据来源：万得数据，沪深港交易所官网，东方金诚整理

以排名前十的房地产企业在2014年1-6月的主要运营数据来看（见表2-2），这些具备强势规模优势的企业，2014年上半年，多家企业营业收入相对上年同期仍然获得了较快增长，未获增长或下降的企业，收入总额仍排名行业前列；项目分布区域分散化程度高，分布于全国各主要城市；2014年上半年仍然在全国各地纷纷拿地，拿地成本虽上升，但在手地块总的拿地均价相对较低；获得资本市场的青睐，在国内外资本市场获得了成本相对较低的资金。

表2-2：2013年收入规模排名领先的房地产企业主要运营数据列表

股票简称	土地储备	平均拿地成本	分布区域分散化程度	融资渠道和能力	融资情况 ⁵	2014年1-6月收入结构（主营产品）
万科A	截至2014年6月末，共有土地储备3986.3万平方米	3665元/平方米	分布全国各主要城市	大股东为央企，融资渠道多样化，且融资成本较低。	1、2014年6月末，公司短期借款65.82亿元；一年内到期的非流动负债156.99亿元；长期借款492.11亿元；应付债券99.01亿元；。	1-6月，营业收入409.6亿元，较上年同期下降1.0%。其中，房地产399.44亿元，物业管理8.41亿元。分区域来看，广深占比35.85%，上海占比26.48%，北京占比19.23%，成都占比18.44%。
恒大地产	截至2014年6月末，共有土地储备1.5（建筑面积）亿平方米	累计平均成本为986元/平方米	分布于全国各地147个城市，二三线城市	民企，多样化渠道	1、2014年6月末，公司短期借款758.18亿元；公司长期借款759.62亿元；公司永久资本工具444.84亿元；共有企业债5990.HK、4PVB.SG、4CFB.SG3个债券，余额共计59.5亿美元。	1-6月，营业收入为633.4亿元，较上年同期上升51.0%。其中，房地产开发业务收入620.3亿元。
保利地产	2014年上半年，公司共新增项目19个，容积率面积602万平方米	新增土地储备均价3590元/平方米	分布区域较广，国内各主要城市	央企，多元化渠道，且融资成本较低。	1、2014年6月末，公司短期借款32.64亿元（其中信用10.07亿元）；一年内到期的长期借款230.74亿元；长期借款914.27亿元，以保证借款为主；应付债券60.55亿元；2、2014年4月份，公司在港发行5亿美元高级债券，票面利率为5.25，期限5年。	1-6月，公司营业收入339.99亿元，较上年同期增长11.31%。其中房地产销售收入323.26亿元。
中国海外发展	上半年公司在国内9个城市买入十幅地块，新增土地楼面面积290万平方米。6月末，土地储备为4,155万平方米（实际权益为3,912万平方米）	新增土地平均成本为9862元/平方米	分布国内各主要城市	央企，融资渠道多样化，且融资成本较低。	1、2014年6月末，公司短期借贷及长期借贷当期到期部分共计168.06亿元；公司长期借贷580.72亿元；2、公司于2014年5月及6月合计共发行20亿美元债券。	1-6月实现营业收入393.51亿元，较上年同期增长40.8%。其中，物业开发381.31亿元。

⁵ 本表数据为上市公司年报摘录。

碧桂园	截至 2014 年 6 月末，已取得国有土地使用权证、开发经营权或土地业权建筑面积约 7568 万平方米(其中广东省占比约 35.3%)，当中已取得施工许可证建筑面积约 3565 万平方米。	-	-	民企，具多样化融资渠道，融资成本相对不高。	1、2014 年 6 月末，公司短期银行及其他借款 82.02 亿元，优先票据 23.73 亿元；长期银行及其他借款 245.80 亿元，优先票据 223.55 亿元； 2、2014 年上半年发行了海外优先票据，分别为 2.5 亿美元（5 年期，票面息 7.5%）的私募票据以及 5.5 亿美元（5 年期，票面息 7.875%）的公开发行业票据。	1-6 月，公司实现营业收入 383.23 亿元，较上年同期增长 42.2%。其中，来自房地产开发收入 370.08 亿元。
华润置地	截至 2014 年 7 月 31 日，公司以总地价 196.59 亿元增持了 14 宗土地，计容面积 621.53 万平米，其中开发物业 549.87 万平米，投资物业 71.66 万平米。	3163 元/平方米	截至 2014 年 7 月底，公司已布局 51 个城市	央企，融资渠道多样化，融资成本较低。	1、2014 年 6 月末，公司短期借贷及长期借贷当期到期部分 186.61 亿元；长期借贷 427.92 亿元； 2、2014 年上半年，公司在境外发行 8 亿美元 5 年期和 7 亿美元十年期优先票据，票面利率分别为 4.375%和 6%。	1-6 月，公司实现营业收入 219.78 亿元，较上年同期增长 75.5%。其中，物业开发 190.94 亿元，物业投资及管理 17.87 亿元，建筑、装修服务及其他 7.99 亿元，酒店 2.99 亿元。
龙湖地产	2014 年上半年，公司新增土地储备 192 万平方米。截至 2014 年 6 月末，公司土地储备合计 3959 万平方米，权益面积 3558 万平方米。	总土地成本 2259 元/平方米；新增 7380 元/平方米。	分布各地，以环渤海、西部、长江三角洲为主。	民企，融资渠道多样化，成本相对不高。	1、2014 年 6 月末，公司短期银行及其他借款一年内到期额 96.55 亿元；衍生金融工具 0.70 亿元；长期银行及其他借款一年后到期额 299.06 亿元；优先票据 75.99 亿元； 2、2014 年 3 月，公司与 8 家银行签订银团协议，获得 24.5 亿港币及 1.25 亿美元的 5 年期贷款；2014 年 5 月，公司在境外发行 20 亿元 4 年期债券，票面利率 6.75%。	1-6 月，公司实现营业收入 159.45 亿元，较上年同期增长 4.69%。其中，物业发展收入 151.87 亿元，物业投资收入 3.78 亿元，物业管理及相关服务收入 3.80 亿元。
世茂房地产	公司 2014 年上半年增加住宅土地储备 416 万平方米。截至 2014 年 6 月末，公司拥有 112 个项目，分布于全国 42 个城市，共 3690 万平方米	新增土地均价 1497 元；总土均价 2246 元/平方米。	新增土地主要分布在二三线城市。	融资渠道多样化，成本相对不高。	1、2014 年 6 月末，公司短期借贷 126.80 亿元；衍生金融工具 0.11 亿元；长期借贷 420.18 亿元； 2、公司于 2014 年 1 月 22 日成功发行于 2021 年到期的 6 亿美元高级票据；2014 年 7 月 31 日，公司取得了 4 年期 7.36 亿美元等值银团贷款。	1-6 月，公司实现收入 236.75 亿元，较上年增长 42.0%。其中，物业销售 226.04 亿元，酒店经营收入 5.38 亿元，投资物业租金收入 2.60 亿元，其他收入 2.73 亿元。
富力	公司于期末时持有优	-	新增土地	渠道多样	1、2014 年 6 月末，公司短期借款 25.67 亿	1-6 月，公司实现营业额 98.2

地产	质的土地储备约 4,400 万平方米,城市分布 25 个城市。		位于上海、海南、天津及福州	化,成本相对不高。	元;一年内到期的非流动负债 153.84 亿元;长期借款 507.08 亿元;公司永久性资本工具 156.44 亿元; 2、公司 2014 年初顺利发行 10 亿美元的五年期 8.5%债券(2019 到期),这也是中国房地产开发商在离岸市场单一次发行金额最大的票据。	亿元,较上年同期减少 4%。其中,物业发展 83.69 亿元,物业投资 4.13 亿元,酒店营运 5.14 亿元,其他收入 5.26 亿元。
雅居乐地产	公司于 2014 年上半年新增土地储备 182 万平方米;截至 2014 年 8 月 26 日,公司拥土地储备逾 4200 万平方米。	新增土地均价 1440 元/平方米。截至 8 月 26 日,公司总土地地为 1192 元/平方米。	主要分布在华南、华东、西部、华中、海南、云南、东北、华北及马来西亚吉隆坡。	民企,融资渠道多样化,且融资成本相对不高。	1、2014 年 6 月末,公司短期借款余额 146.67 亿元;长期借款 300.63 亿元;永久资本证券 44.83 亿元; 2、2014 年上半年,公司发行于 2019 年到期的 5 亿美元的 8.375%优先票据及于 2017 年到期的 20 亿元人民币的 6.5%优先票据,及获授 3 年期共 26.65 亿港元的银团贷款。 3、公司于 2013 年 1 月 18 日,发行本金额为 7 亿美元的次级永久资本证券,于 2014 年 6 月末,该金额包括 1.61 亿元人民币的应计分派付款。	2014 年 1-6 月,公司实现销售收入 172.81 亿元,较上年同期增长 13.6%。其中,物业发展 166.55 亿元,物业管理 3.26 亿元,酒店营运 2.61 亿元,物业投资 0.39 亿元。

数据来源:沪深港交易所官网,东方金诚整理

总体来看，以上数据显示出近年来在激烈的市场竞争和持续的政府调控政策影响下，房地产行业优胜劣汰的现象更为明显，行业领先企业能以更低的价格拿地，抵御行业不景气的冲击，资产和项目规模及质量决定了领先企业的市场地位，以及获取现金的能力。当然领先房企在以上方面的优势，因为发展历史、业务模式和管理能力等原因，存在程度不等的差异，信用能力也有所差异。另一方面，也反映出处于行业中下位置的房地产企业在资产和项目规模及质量、拿地成本和获取现金的能力方面，与领先企业相比，差距极大。

财务政策

衡量财务政策是激进或保守不仅仅是资产负债率的高低，需着重对现金流的分析。房地产企业在扩张战略下，土地的购买和项目开发预期带来很大的资本性支出，显然，历史的负债率指标不能反映未来的杠杆水平，未来的杠杆水平由未来现金流的稳定性决定。

从2009年至2013年，我国上市房企资产负债率中位数从62.23%上升至69.85%，投资性现金支出⁶中位数从4626.60万元增长至12409.08万元，而此期间各年的经营性净现金流中位数波动极大，且有三年为负数；同期，我国上市房企全部债务/EBITDA倍数中位数逐年上升，2013年达到6.04倍。综合这些数据，表现出房地产企业因扩张而购买土地的支出主要依赖于负债，而不是自身经营所产生的现金流，财务政策总体表现激进。

表3：2009年至2014年上半年财务政策分析相关指标中位数列表

年度	资产负债率 (%)	全部债务 /EBITDA (倍)	经营性净现金流(万 元)	投资性现金支出(万 元)
2009年	62.23	3.93	13,429.70	4,626.60
2010年	64.83	4.16	-5,511.24	8,047.10
2011年	66.75	4.73	-25,996.00	9,887.87
2012年	67.30	5.47	1,088.83	8,845.69
2013年	68.09	6.04	-18,888.28	12,409.08
2014年6月	69.85	16.03	-89.99	438.35

数据来源：沪深港交易所官网，东方金诚整理

另一方面，2013年，排名前十的行业领先企业中有7家的资产负债率虽然高于行业中位数，但反映长期偿债能力强弱的全部债务/EBITDA倍数指标有9家都低于行业中位数。综上，领先企业的长期偿债能力强于行业平均水平。

但是，毋庸置疑的是，排名前十的行业领先企业（见下表）有7家企业经营性净现金流波动很大，结合偏高的资产负债率，反映这些企业的财务政策相对激进。而另外三家包括万科A在内的企业，近年来拥有稳定且较丰富的经营性净现金流⁷，且各项反映流动性的财务指标总体表现较好，则这类企业在现金流相对稳定前提下的适当的高负债不一定意味着更为激进的财务政策。

⁶ 主要为购买土地支出。

⁷ 指2011年至2014年上半年的经营性净现金流。

表4：排名前十的领先企业2013年财务政策分析相关指标列表

股票代码	股票简称	数据年份	营业收入(万元)	资产负债率(%)	全部债务/EBITDA (倍)	经营性净现金流(万元)	投资性现金支出(万元)
000002.SZ	万科A	2013/12/31	13,541,879.11	78.00	3.61	192,386.89	1,023,220.28
3333.HK	恒大地产	2013/12/31	9,417,700.40	77.21	6.89	-3,887,124.00	1,245,432.00
600048.SH	保利地产	2013/12/31	9,235,552.42	77.97	5.69	-975,410.68	243,367.33
0688.HK	中国海外发展	2013/12/31	6,502,228.48	62.55	2.69	-793,029.00	37,900.22
2007.HK	碧桂园	2013/12/31	6,272,751.00	77.69	5.39	-580,938.30	534,670.90
1109.HK	华润置地	2013/12/31	5,628,015.17	66.78	3.87	1,430,949.21	99,176.94
0960.HK	龙湖地产	2013/12/31	4,156,125.80	72.41	3.61	1,317,149.70	1,543,191.80
0813.HK	世茂房地产	2013/12/31	4,155,767.60	70.50	5.09	-1,081,108.00	478,375.80
2777.HK	富力地产	2013/12/31	3,640,635.40	76.14	4.31	-1,186,244.70	88,890.00
3383.HK	雅居乐地产	2013/12/31	3,547,372.30	68.07	4.97	-991,827.60	151,378.20

数据来源：沪深港交易所官网，东方金诚整理

总体来看，除了极少企业以外，我国房地产企业财务政策整体表现激进，承受着由于高负债扩张和不稳定的经营性现金流所带来的流动性压力，这也是当前房地产企业面临的主要挑战。

经营性现金流预期

未来经营性现金净流量的稳定性和可预测性是研判房地产企业信用能力的核心。一定的项目规模、良好的项目质量、地域分散化等各方面因素有助于企业在不同时期获得均衡的现金流入。

2009年至2013年，我国上市房企经营性净现金流中位数波动很大，有三年为负数，反映经营性净现金流对投资性支出（主要为购买土地支出）的保障较弱；2009年至2013年，经营性现金净流入中位数虽保持稳定且小幅增长，但该期间经营性净现金流波动很大，反映房地产企业购买土地支出、建筑施工成本、广告与销售费用支出等的经营性现金净流出总体较大地超过了经营性现金净流入，且表现不稳定。

2009年至2013年，我国上市房地产企业的有息债务总额逐年上升，其中短期有息债务总额中位数增速较快，2014年6月末，长期有息债务余额中位数从2009年的9.23亿元升至32.23亿元，而短期有息债务余额中位数从2009年的4.33亿元升至21.95亿元，而房地产项目的平均开发周期为二至三年，短期债务增速过快且额度较大，反映房地产企业开发项目未来的现金流入与其债务期限结构可能不对称。

2009年至2013年，我国上市房企的利息支出中位数逐年增长，且增幅较快；同期，反映经营性净现金流对利息支出的保障程度的中位数指标表现较差（见下表），波动很大。

表5：2009年至2014年1-6月我国上市房企经营性现金流预期相关指标中位数

年度	经营性现金净流入(万元)	短期有息债务(万元)	长期有息债务(万元)	利息支出(万元)	经营性净现金流(万元)	投资性现金支出(万元)	经营性净现金流/利息支出(倍)
2009年	165,618.47	43,314.81	92,317.33	13,013.74	13,429.70	4,626.60	1.33
2010年	179,770.42	74,499.72	144,734.73	19,506.64	-5,511.24	8,047.10	-0.77
2011年	204,096.89	139,724.65	158,636.08	24,125.38	-25,996.00	9,887.87	-1.10
2012年	253,276.56	130,789.83	241,833.89	30,805.10	1,088.83	8,845.69	0.14
2013年	262,718.67	201,523.10	301,514.99	42,326.53	-18,888.28	12,409.08	-0.90
2014年6月	120,898.44	219,544.54	322,254.00	45,749.83	-89.99	438.35	-0.03

数据来源：沪深港交易所官网，东方金诚整理

另一方面，以2013年的收入排名来看，排名行业前列的企业中，只有包括万科A、华润置地、龙湖地产等少数企业的经营性净现金流保持稳定且为正数，经营性净现金对利息支出的倍数也较稳定。

表6：排名前十的领先企业2013年经营性现金流预期相关指标列表

股票代码	股票简称	短期有息债务(万元)	长期有息债务(万元)	利息支出(万元)	经营性净现金流(万元)	投资性现金支出(万元)	经营性净现金流/利息支出(倍)
000002.SZ	万科A	4,741,989.31	4,408,152.04	732,011.31	192,386.89	1,023,220.28	0.26
3333.HK	恒大地产	10,163,319.20	8,060,805.50	1,457,929.98	-3,887,124.00	1,245,432.00	-2.67
600048.SH	保利地产	2,099,472.47	7,809,084.93	792,684.59	-975,410.68	243,367.33	-1.23
0688.HK	中国海外发展	1,272,238.13	5,860,892.25	570,650.43	-793,029.00	37,900.22	-1.39
2007.HK	碧桂园	3,048,050.00	4,532,397.80	606,435.82	-580,938.30	534,670.90	-0.96
1109.HK	华润置地	3,209,198.15	4,435,127.99	611,546.09	1,430,949.21	99,176.94	2.34
0960.HK	龙湖地产	1,614,662.20	3,180,991.50	383,652.30	1,317,149.70	1,543,191.80	3.43
0813.HK	世茂房地产	2,860,977.90	4,153,892.30	561,189.62	-1,081,108.00	478,375.80	-1.93
2777.HK	富力地产	1,809,610.	4,753,847	525,076.6	-1,186,244	88,890.00	-2.2

		30	.30	1	.70		6
3383. HK	雅居乐地产	2, 583, 792.80	2, 915, 212.80	439, 920.45	-991, 827.60	151, 378.20	-2.25

数据来源：沪深港交易所官网，东方金诚整理

总体来看，我国房地产企业未来经营性现金净流量的稳定性和可预测性水平整体欠佳。

流动性管理

流动性是企业在任一时点的现金充足度的体现，与现金流状况、融资能力、财务弹性各因素紧密相关。

2009年至2014年6月末，反映企业即期偿债能力的指标货币资金/短期有息债务中位数逐年下降，从2009年末的117.14%下降至2014年6月末的62.07%；2009年至2014年1-6月，上市房企经营性净现金流中位数极不稳定，且有四个时期为负数，而同时期，各期末上市房地产企业资产负债率中位数也逐年上升。从流动性研判的角度，综合分析导致以上数据变动的原因，反映上市房地产企业在自身经营活动产生的净现金流量不充足时，主要依赖银行的信贷支持、资本市场的融资能力和综合财务弹性，来满足日常的各种运营所需现金。

表7：2009年至2014年1-6月我国上市房企的流动性管理相关指标中位数

年度	营业收入 (万元)	货币资金 (万元)	短期有息债务 (万元)	货币资金/ 短期有息债务 (%)	经营性净现金流 (万元)
2009年	107,486.82	82,949.38	43,314.81	117.14	13,429.70
2010年	153,876.30	106,295.84	74,499.72	118.05	-5,511.24
2011年	195,974.74	84,804.17	139,724.65	65.89	-25,996.00
2012年	225,166.19	104,478.77	130,789.83	82.33	1,088.83
2013年	277,491.92	138,408.06	201,523.10	73.73	-18,888.28
2014年6月	91,296.98	142,404.52	219,544.54	62.07	-89.99

数据来源：沪深港交易所官网，东方金诚整理

另一方面，从行业领先企业2013年的流动性管理相关指标来看（见下表），多数领先企业的账面货币资金远远高于该指标行业中位数，反映企业即期偿债能力的货币资金/短期有息债务指标均高于该指标行业中位数，反映长期偿债能力的全部债务/EBITDA指标也低于行业中位数，显然，领先企业的现金储备和长短期偿债能力在整个上市房地产企业中遥遥领先。

虽然多数领先企业经营性净现金流波动也很大，但强的资产和项目规模、收入规模等因素，支持了这些企业拥有多样化的融资渠道和综合财务弹性，实际上，领先企业的有息债务规模远远高于上市房企有息债务中位数。综上，拥有强势市场地位的领先企业，在流动性管理方面，拥有更强的融资能力和综合财务弹性。

表8：排名前十的领先企业2013年流动性管理相关指标列表

股票代码	股票简称	资产总额 (万元)	营业收入 (万元)	货币资金 (万元)	短期有息债务 (万元)	货币资金/ 短期有息债务 (%)
000002. SZ	万科A	47,920,532.35	13,541,879.11	4,436,540.98	4,741,989.31	93.56
3333. HK	恒大地产	34,814,819.20	9,417,700.40	4,011,845.40	10,163,319.20	39.47
600048. SH	保利地产	31,393,985.43	9,235,552.42	3,375,296.98	2,099,472.47	160.77
0688. HK	中国海外发展	23,313,486.16	6,502,228.48	3,213,774.88	1,272,238.13	252.61

2007. HK	碧桂园	20,623,942.8 0	6,272,751.00	1,890,971.9 0	3,048,050.00	62.04
1109. HK	华润置地	22,152,549.6 3	5,628,015.17	2,164,533.4 9	3,209,198.15	67.45
0960. HK	龙湖地产	14,417,196.7 0	4,156,125.80	1,439,917.5 0	1,614,662.20	89.18
0813. HK	世茂房地产	17,576,785.8 0	4,155,767.60	1,702,601.8 0	2,860,977.90	59.51
2777. HK	富力地产	14,034,712.2 0	3,640,635.40	1,772,216.2 0	1,809,610.30	97.93
3383. HK	雅居乐地产	11,453,520.6 0	3,547,372.30	678,364.30	2,583,792.80	26.25

数据来源：沪深港交易所官网，东方金诚整理

总体来看，我国房地产企业整体的流动性管理能力较弱。但是，拥有强势市场地位的行业领先企业拥有更强的融资能力和综合财务弹性。

盈利性

盈利性是房地产企业最终竞争力的体现，盈利能力分析还需要建立在房地产企业的业务开发模式、业态类型和区域分布特性上。

2009年至2014年1-6月，我国上市房地产企业的营业收入中位数逐年上升，净资产收益率中位数波动不大，且近二年一直保持在9%左右；同时，从管理效益来看，我国上市房企管理费用占总费用比率中位数逐年有所下降，反映我国上市房企在公司治理和管理能力方面有了提高。综合以上各项指标，反映我国房地产企业整体盈利能力较强。

但是，2009年至2014年1-6月，我国上市房企存货规模中位数偏大，且增速较快，较大规模的存货占用了企业较多的资金，且由于不能及时转化为收入，对企业的盈利能力也构成负面影响；同期，EBITDA收益率也是逐年有所下降，反映我国上市房企整体上各年利息支出和摊销等逐年加大，实际体现的是存货不能变现，占用过多的资金，是导致房地产企业当前流动性紧张的主要因素之一，房地产企业只能增加有息债务，以缓解资金压力。

表9：2009年至2014年1-6月我国上市房企盈利能力相关指标中位数

年度	营业收入 (万元)	存货 (万元)	利息保障 倍数(倍)	EBITDA 收益 率(%)	净资产收 益率(%)	管理费用占总 费用比率(%)
2009年	107,486.82	208,836.47	2.66	60.80	9.35	86.44
2010年	153,876.30	314,526.71	2.76	59.67	11.73	84.30
2011年	195,974.74	512,313.79	2.36	58.83	10.45	84.09
2012年	225,166.19	586,665.20	2.12	56.66	9.69	82.27
2013年	277,491.92	663,398.11	1.92	55.40	9.39	80.45
2014年6月	91,296.98	690,085.92	0.51	54.70	2.64	77.70

数据来源：沪深港交易所官网，东方金诚整理

另一方面，从领先企业的情况来看，反映这些企业盈利能力的各项指标均领先于行业中位数，不过这些领先企业的盈利能力也存在差异，主要受各家企业在业务开发模式、业态类型和区域分布上的差异等方面的因素影响。此外，总体上领先企业去库存压力在行业中也最大，2013年末，领先企业的存货规模均很大，占资产总额的比例也均较大(见下表)，排名第一的万科该比例为69.10%，排名第二的恒大地产该比例为53.09%，排名第三的保利地产该比例为76.42%，如何尽快去库存以增强盈利能力和流动性，是领先企业当前面临的主要挑战。

表10：排名前十的领先企业2013年盈利性分析相关指标列表

股票代码	股票简称	资产总额 (万元)	营业收入 (万元)	存货(万 元)	存货 占资 产总 额的	利 息 保 障	EBIT DA 收 益率 (%)	净资产 收益率 (%)
------	------	--------------	--------------	------------	----------------------	------------------	---------------------------	-------------------

					比例	倍数 (倍)		
000002.SZ	万科 A	47,920,532.35	13,541,879.11	33,113,322.33	69.10%	3.46	72.22	17.35
3333.HK	恒大地产	34,814,819.20	9,417,700.40	18,483,251.50	53.09%	1.81	47.67	15.90
600048.SH	保利地产	31,393,985.43	9,235,552.42	23,990,729.60	76.42%	2.20	68.11	17.16
0688.HK	中国海外发展	23,313,486.16	6,502,228.48	12,656,808.46	54.29%	4.64	68.40	20.75
2007.HK	碧桂园	20,623,942.80	6,272,751.00	8,696,648.40	42.17%	2.32	60.54	18.50
1109.HK	华润置地	22,152,549.63	5,628,015.17	11,829,471.76	53.40%	3.23	58.47	15.70
0960.HK	龙湖地产	14,417,196.70	4,156,125.80	7,709,212.40	53.47%	3.47	60.44	20.21
0813.HK	世茂房地产	17,576,785.80	4,155,767.60	7,416,477.20	42.19%	2.46	53.59	14.25
2777.HK	富力地产	14,034,712.20	3,640,635.40	6,740,189.50	48.03%	2.90	50.14	22.80
3383.HK	雅居乐地产	11,453,520.60	3,547,372.30	4,656,452.40	40.66%	2.51	43.63	13.20

数据来源：沪深港交易所官网，东方金诚整理

总体来看，我国房地产企业整体盈利能力较强，但存在较大的去库存压力，如何尽快去库存以增强盈利能力和流动性，是房地产企业当前面临的主要挑战。

或有事项

由于房地产企业具有资金密集性特征，因此对外担保、可能的诉讼、表外负债、关联资金占用均是影响企业信用能力的不利因素。

2009年至2014年1-6月，我国上市房企其他应收款中位数虽然逐年有所上升，但其他应收款/净资产中位数却维持在较低水平，其他应收款账户核算的是企业主营业务以外的资金往来，多数是关联企业间的资金往来，上述指标反映规模不大的房企在此方面的风险较小。

表11：2009年至2014年1-6月我国上市房企或有事项分析指标中位数

年度	资产总额(万元)	营业收入(万元)	其他应收款(万元)	其他应收款/净资产(%)
2009年	608,207.26	107,486.82	10,143.05	6.22
2010年	818,444.50	153,876.30	16,365.65	7.21
2011年	967,269.64	195,974.74	23,170.09	8.16
2012年	1,111,667.47	225,166.19	32,083.54	9.81
2013年	1,412,046.75	277,491.92	32,534.35	9.74
2014年6月	1,416,582.67	91,296.98	35,259.69	9.86

数据来源：沪深港交易所官网，东方金诚整理

而另一方面，大多数行业领先企业其他应收款/净资产却超过了30%，其中有二家企业还超过了50%，反映规模大的房地产企业关联资金往来频繁，由此产生流动性风险的可能性在加大。

表12：排名前十的领先企业2013年或有事项分析列表

股票代码	股票简称	资产总额 (万元)	营业收入 (万元)	其他应收款 (万元)	其他应收款 /净资产(%)
------	------	--------------	--------------	---------------	------------------

000002.SZ	万科A	47,920,532.35	13,541,879.11	3,481,531.72	33.02
3333.HK	恒大地产	34,814,819.20	9,417,700.40	4,594,050.70	57.90
600048.SH	保利地产	31,393,985.43	9,235,552.42	773,688.74	11.19
0688.HK	中国海外发展	23,313,486.16	6,502,228.48	2,631,207.38	30.14
2007.HK	碧桂园	20,623,942.80	6,272,751.00	2,629,317.60	57.15
1109.HK	华润置地	22,152,549.63	5,628,015.17	2,261,210.53	30.73
0960.HK	龙湖地产	14,417,196.70	4,156,125.80	661,489.00	16.63
0813.HK	世茂房地产	17,576,785.80	4,155,767.60	2,049,244.70	39.52
2777.HK	富力地产	14,034,712.20	3,640,635.40	1,018,045.90	30.41
3383.HK	雅居乐地产	11,453,520.60	3,547,372.30	1,738,724.80	47.55

数据来源：沪深港交易所官网，东方金诚整理

未来发展与挑战

我国房地产业周期性特征明显，房地产企业的增长前景受国家宏观经济波动及政府房地产调控政策影响很大，未来对我国房地产企业信用能力影响较大的因素主要如下：

行业政策波动

我国房地产行业具有明显的政策导向性，2006年以来我国针对房地产行业出台了诸多政策，经历了从调控、松动、救市、收紧、维护强化的过程。其中，继2010年中央出台“国十条”、“国十一条”等系列政策后，2011年，年初发布“新国八条”、6次上调存款准备金率、3次加息、在上海和重庆试点房产税等交叉调控手法给当年房地产市场以巨大压力，使得2011年成为我国房地产市场近年来调控力度最为巨大的一年，当年行业整体盈利能力下降明显（见图3）。

2012年至今，我国政府对房地产行业的调控政策仍维持从紧取向，采用以房产税、限购、保自住抑投资的差别化信贷、保障房为主线的调控政策。但是，其间也出现了多个利好政策，包括2012年2月24日起的央行下调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点，2014年上半年地方政府因地制宜灵活调整政策、中央加速棚户区改造，以及进一步推动新型城镇化建设等，一定程度缓解了市场下行压力，2012年开始的各年行业整体盈利能力相对2011年，有了一定的上升（见图3）。

总体来看，我国未来房地产调控政策整体仍将维持从紧，但更多将趋向于市场化的调整，地方政策对区域房地产市场影响较大。

行业整合加快

由于我国房地产市场在经历了十多年的高速发展后，市场开发空间和需求下降，且行业调控政策持续从紧、土地供应减少、竞争激烈、资金成本上升等各种问题，产业整合趋势将更加激烈，整合更多可能通过并购来实现。

我国房地产市场主要由大中型企业主导，2014年上半年，前五大上市房企的收入占比为31.95%（见图5），则预计具备行业竞争优势的领先企业拥有更多的并购机会。

高杠杆经营

从2011年最严厉的行业调控政策至今，尤其是近二年市场需求持续下降的背景下，高杠杆经营使房地产企业普遍面临着流动性紧张的压力。行业排名居后的劣势房企，面对高经营杠杆、枯竭的土地储备、高昂的资金成本、下滑的市场需求等，或致其无法获得外部融资支持而关门。

拥有行业领先地位的优势房企，虽然拥有多样化的融资渠道，但其中的多家房企仍因过度举债，体现为资产负债率过高，全部债务EBITDA表现不佳，经营性现金流预期不稳定等，导致新增举债融资空间压缩，违约风险上升，只有通过股本融资降低负债率。据不完全统计，在港上市的多家优势房企2014年上半年合计新发行369亿元永久资本债券，平均利息成本9%-18%。

虽然股本融资可缓解负债上升过快所造成的信贷风险，还可以增加房企的流动资金，降低对新增债务的依赖度，但企业必须同时获得收入和经营性现金流的持续增长，否则又会陷入新一轮流动性危机。

去库存化

据表10，排名行业前十的领先企业中，绝大多数2013年末的存货余额占资产余额的比例超过了50%，存货难以消化，持续占用过多资金，这是导致房企近几年经营性现金流极不稳定的主要原因。

而从我国上市房企已发布的2014年中期业绩可以看出，上半年业绩完成年度销售目标40%以上的大型房企只有15家，反映房地产企业普遍面临销售下降，去库存化是我国房地产企业当前面临的重大挑战。

战略调整

由于房地产行业面临的高外部风险，近年来许多大中型房地产企业逐步进行战略调整，以住宅地产为主业的企业，逐步向多元化业态发展，且多家企业积极进军海外房地产市场；以二三线城市为主要经营区域的企业，近年来主要布局一线城市；以住宅和商业地产为主的企业，正在或计划投资房地产以外的农林牧渔、文化、互联网、金融或其它行业，等等。

多数房地产企业在自身经营性现金流不稳定的情况下，投资资金会更多地依赖于举债融资，短期内将增加其财务风险，以及多元化业务相关的管理风险和人才风险。不过，从长期来看，中国经济增长虽放缓，但仍会拥有持续稳定的发展，宏观环境仍将给予房地产行业一定发展空间，预计拥有强势市场地位的房地产企业将从中获益，这些企业的战略调整效果也将逐步显现。

综上所述，随着我国宏观经济减速，房地产行业景气度呈下降趋势。预计2014年下半年，在地方政府因地制宜政策下，多数城市新房销售价格的下滑趋势将趋缓，但2014年我国房企整体的收入和利润增速进一步下滑趋势难以避免，且高杠杆经营下的流动性风险依然存在。

从长期来看，虽然反映房地产行业景气度的多项数据处于下行中，但在当前中国宏观经济减速，以经济结构调整、消费升级为主基调的新一轮发展中，也蕴藏着许多发展机遇，包括但不限于养老地产、棚户区改造、新型城镇化、住房消费升级等，预计拥有行业领先地位的优势企业将从中获益，并获得更多的并购机会。