

2015-12-28

房地产企业信用分析要点

联合资信评估有限公司 张丽



 **联合资信评估有限公司**
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

房地产企业信用分析要点

联合资信评估有限公司 张丽

房地产行业企业信用分析时需要考察的重点要素，包括行业状况、企业基础素质、企业管理、经营和财务等方面，通过综合分析，进而判定企业偿债能力。

一、行业状况

房地产行业是中国重要的支柱和民生产业，发展态势关系到国民经济稳定和金融安全。房地产行业具有周期性特征，短周期主要体现与宏观经济互为因果影响，长周期主要体现在人口变化、迁移规律及城市发展规律上；房地产行业具有资金密集型特征，具有土地支出资金总量大，建安成本支付复杂及大额特征，这对企业的资金规模、流动性、资金运营水平有较高要求；房地产行业具有政策敏感性特征，政府既可以通过金融等间接手段影响房地产市场，也可直接通过行政干预的方式调控市场，同时，我国各级政府控制了全国土地，作为市场唯一卖方，房地产企业对各类土地政策高度敏感；房地产行业还具有显著的地域性特征，房地产产品为特殊商品，价值主要取决于所处区位，区位涵盖不同城市、同一城市不同区域、土地对各类稀缺资源（教育、医疗、休闲等）的占有等不同要素。

行业分析时关注宏观经济及区域环境、行业政策、行业运行和行业竞争等对房地产企业经营环境的影响。

1、宏观经济

房地产行业与社会固定资产投资、居民消费水平、财税政策、货币政策等宏观经济因素关系密切。房地产行业是资金密集型行业，房地产需求端（购房者）和供给端（房地产企业）均对国家金融政策依赖较强；土地政策会影响房地产企业拿地规模和成本，税收政策对房地产企业成本控制带来直接影响。所在区域的经济环境、固定资产投资需求、土地政策等会对房地产企业产生较大的影响。

2、行业政策

中国房地产行业长期处于政府“调控”状态，调控政策主要分为金融政策、行政政策、土地政策、税收政策四大类。金融政策包括存贷款基准利率、公积金贷款政策、存款准备金率等；行政政策包括限购限贷政策、购房补贴政策、各类别保障房政策；土地政策包括土地供应政策、土地开发规划控制政策等；税收政策包括营业税、增值税等各类政策。

房地产行业开发周期与产业链条均较长。开发周期长主要体现于房地产开发包括前期拿地、房地产项目建设、房地产销售、物业管理等多个环节；产业链条长主要体现在纵向上与钢铁、水泥、建材等上游行业及下游家装、家电行业均有极高的关联度。此外，房地产行业的横向关联度也较高，开发周期与产业链条中涉及政府、开发商、消费者、金融机构等多个群体，各类政策变化对房地产企业均会产生影响。

3、行业运行情况

经过多年发展，中国人均住房面积上升，目前已达到 33 m²左右，接近发达国家水平。相对于前十年高速发展的房地产市场，目前支撑房地产市场需求高速增长的因素正在逐步减弱，但房地产投资依然呈增长态势，导致目前房地产库存处于历史高位，去化压力增大。另外当前住房市场结构失衡，一线城市供需矛盾依然突出，且房价畸高；部分二线城市及三、四线城市住房市场呈现不同程度供应过剩，库存较高，房价下行压力较大。2014 年房地产综合景气指数下降至 93.93，房地产投资规模依然较大，但投资增速放缓；房地产新开工面积和土地购置面积均有所下滑，全国商品房销售面积和销售金额同比双降；行业整体盈利空间收窄。

关注历年中国房地产行业综合景气指数、房地产市场内部结构、房地产开发投资规模及增速、房地产销售面积和销售额、销售价格波动等指标。

4、行业竞争

房地产开发企业竞争要素包括土地储备、财务实力、品牌知名度、产品价格与质量、售后服务品质以及其他资源等方面。经营规模较大的房地产企业在行业内的竞争地位明显，资金实力雄厚利于土地储备和项目开展、品牌知名度高利于消费者认购，整体抗风险能力较强。近年来房地产行业央企重组、民企并购事件频发，对房地产企业综合实力的影响较大。另外面对房地产行业竞争激烈局面，很多企业在稳定住宅地产的基础上，积极开拓产业地产、旅游地产、养老地产等多元化产品，寻求较高的市场收益。

主要关注大型房地产企业规模、区域内行业集中度、并购重组、房地产项目特色等因素，以及基于上述因素对企业经营的影响。

二、企业基础素质

1、企业产权结构

主要关注企业股权结构和股东实力，若企业为央企，关注是否为国资委批准的 21 家主业可以从事房地产的企业；国有企业在项目获取、融资、补贴等方面拥有较多优势。

2、企业规模及竞争力

主要关注房地产企业经营资质、竞争实力、特色业务等经营层面因素，以及资产、收入、利润等财务概况。企业竞争实力方面，可分析企业业务区域、在全国房地产企业销售排行榜上情况、区域竞争实力等方面。

3、外部支持

政府支持方面，主要考虑在土地获取、项目获取时政府对企业的支持。

股东支持主要包括资金、项目获取等方面的支持。房地产企业资金需求量大，股东通过注资、资金拆借、融资担保等方式对房地产企业融资影响较大。凭借

股东实力企业获取房地产项目亦是股东支持的体现。

三、企业管理

1、法人治理结构

股权结构与企业独立性，股东权利与保护，董事会的独立性和运作情况，企业实际的领导体制，重大决策的制定机制，董事和高层管理人员的遴选与聘任制度，企业对高层管理人员的激励机制，监事会的运作规则与运作情况等。

2、管理水平

组织机构设置是否完备，架构设置是否符合企业经营发展方向；管理职责是否明确，规章制度是否健全，内部制约是否得力，人事管理是否有效，激励措施是否得当等，可从项目管理、资金管理、对下属子公司的管理、投资管理、人力资源管理、财务管理、审计控制、信息化管理等方面进行分析。

四、生产经营

主要从历年业务运营状况、土地储备量、房地产销售、原材料采购和发展战略等方面分析。

1、历年业务运营状况

关注房地产企业历年新开工面积、施工面积、竣工面积、可售面积、签约面积、签约销售金额、年度结转金额等指标。其中新开工、施工和竣工面积反映企业房地产的开发节奏和未来房地产产品供给量，签约销售金额能真实反映企业房地产业务销售规模 and 市场需求情况，是历年业务规模变动分析的主要指标。

2、土地储备量

土地储备量是反映企业未来发展规模和增长空间的重要指标。由于土地资源的稀缺性，土地储备规模越多的企业发展潜力越大，但是土地储备占用企业资金量大，大量资金用于购买土地，将影响企业的资金周转效率，所以企业在不同的市场环境下保持合理的土地储备量很重要。

土地储备需根据城市级别进行分类，不同城市、同一城市的不同区域土地价值差异较大，对判断企业未来价值和经营风险有重要作用。房地产行业本质上依托于城市未来的发展前景，房地产企业业务布局范围不仅反映管理层的战略眼光，更反映出企业抗击市场风险的能力。具体来说，房屋的价值最终取决于城市价值，一线城市的城市价值及抗风险能力远高于三四线城市，业务主要布局于一线城市及重要城市核心区域的房企安全性更高，这些企业面临的主要是短期波动风险，而部分三四线城市由于供应过剩，中长期价值风险变数相对较大。近年来各大房企集中回归一线城市拿地，造成“地王”频现。“地王”土地储备对企业未来业绩影响较大，该现象将延长企业开发周期，甚至对企业利润存在一定负面影响。

土地储备分析应该关注土地储备规模变动、土地成本、区位分布和投资规划等内容。

3、房地产销售

重点分析企业的销售渠道和组织形式、定价策略与原则、销售价格趋势、区域分布等，另外房地产企业销售回款金额和速度也是评价房地产企业健康运行的指标。判断企业房地产企业销售价格变化对企业盈利能力的影响。房地产企业区域分化较严重，一二线城市房地产销售额持续领跑，三四线城市和中西部地区库存高企，销售压力较大。

4、原材料采购

房地产企业主要采购原材料为钢材和水泥，关注企业集中采购制度、原材料价格变化对成本控制的影响。

5、发展战略

发展战略方面，则主要关注企业五年发展规划；未来重组或者收购行为，收购资金及筹措资金的手段；对企业经营预测进行分析，分析实现的可能性。

企业未来资本支出对债务负担的影响应该重点关注，房地产企业投资主要集中在于房地产项目投资和土地储备支出，资金需求量很大，重点分析投资规模、资金来源，投资压力。

五、财务状况

主要从财务概况、资产质量、资本结构、盈利能力、现金流和偿债能力等方面分析。

1、财务信息质量

重点分析近三年会计师事务所对企业财务报表出具的审计结论、报表是否拥有可比性、企业所采用会计政策是否与企业的客观实际情况相符合，判断企业有关财务数据的真实性和有效性。

2、资产质量

资产总额一般可以较为准确的反映房地产企业的规模，是行业内排序的重要指标。一般情况下，货币资金、存货、其他应收款、投资性房地产、长期股权投资科目在资产中占比较大，资产构成整体是以流动资产为主的。

存货是房地产企业中最重要资产，由开发成本和开发产品构成，开发成本是房地产开发企业在房屋竣工前发生的建造成本的归集科目，竣工后，将全部成本支出由开发成本转入开发产品。开发成本包括土地使用权出让金、建安工程费等；开发产品主要指已完成开发建设全过程并已验收合格，可以按合同规定交付使用或对外销售的各种开发产品，包括已开发完成的土地、房屋、配套设施、出租开发产品和周转房等。开发成本与企业地产项目开发节奏有关，在行业景气度较高的情况

下，企业可以缩短工程周期尽快实现预售回款；开发产品直接与企业销售进展挂钩。在整个行业高库存的形势下，应该结合企业房地产项目销售情况，来判定企业库存压力。

投资性房地产是指为赚取租金或资本增值，或两者兼有而持有的房地产。主要包括已出租的土地使用权、持有并准备增值后转让的土地使用权和已出租的建筑物。投资性房地产一般按照公允价值进行计量，不计提折旧或者进行摊销，公允价值变动对企业利润有一定影响。

重点关注企业资产规模变动、资产构成及稳定性，特别重点分析存货、其他应收款、投资性房地产和长期股权投资科目。

3、资本结构

资本密集是房地产行业重要特征，资本结构是反映房地产企业资本实力的重要指标。近年来，高杠杆运营带动房地产企业发展迅速，资产和业务规模实现了较快发展，负债水平高是房地产开发企业的主要特征。房地产企业资金来源主要包括开发贷款、信托融资、发行债券、委托贷款、民间借贷等，筹资金来源多元化。另外房地产开发周期较长，一般债务是以长期债务为主。重点关注企业资产负债程度的高低、有息债务规模大小、债务负担的程度、债务结构与资产结构的匹配程度、债务偿还时间的集中程度等。

中国施行商品房预售制度，因此在住宅开发企业的负债中拥有大部分预收账款，由于预收房屋款在一般情况下并不需要偿还，住宅开发商只需按时向购房者交房即可。负债中包含规模较大的预收账款，故全部债务资本化比率可以较准确的反映地产企业负债水平。

主要考察指标包括资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率。

4、盈利能力

根据房地产企业销售收入确认的一般原则，要求商品房已经竣工验收，并与购房者办理了房屋交接手续时方可确认房产销售收入。如果在报告期内楼盘未竣

工，即使房屋已完成销售仍然不能确认收入，已收进的售楼款只能暂放“预收账款”科目核算，不能计入“营业收入”。因此，在分析房地产企业历年收入规模波动时，应该结合企业签约销售金额和结算金额情况。

房地产行业盈利能力受行业景气度、区位分布和产品类型等多重因素影响，区位优势明显、高端地产项目可获得相对较高的利润；行业景气度直接影响房地产项目销售价格，进而对盈利能力产生影响。

主要考察指标包括：营业收入、利润总额、营业利润率、净资产收益率、总资产收益率等。

5、现金流量

现金流分析是评级分析的重点，因为现金流量是偿还债务的基础，将企业在一段时期内可支配的现金，与企业应偿还的全部债务相比较，可以显示出企业在持续经营中获取的现金对全部债务的保护程度。

房地产企业实行预售制，经营活动产生的现金流入量规模较大，现金收入比较高。房地产企业开发周期长，而土地购置支出规模大，历年土地购置规模分布不均匀会导致企业经营活动现金流量净额波动较大。一般情况下，房地产企业投资活动产生的现金流量规模不大，大部分地产企业会用闲置资金进行金融工具投资。筹资活动现金流入量反映企业筹资来源和规模的变化，通常以取得借款收到的现金为主，另外在筹资分析时应该考虑公司筹资规模和地产项目投入的匹配度。

主要考察的指标包括经营活动产生的现金流入量、经营活动产生的现金流量净额、筹资活动现金流入量、现金收入比等指标。

6、偿债能力

主要分析以下几方面：

(1) 短期偿债能力。主要分析指标包括流动比率、速动比率、现金类资产对短期债务的保护倍数、以及经营现金流流动负债比。

房地产企业项目开发周期长，有息债务中短期债务规模相对较小，资产构成中以存货为主的流动资产占比较高，形成流动比率高，速动比率相对较小的特点。

现金类资产变现能力强，该资产规模的大小对短期债务的偿还支撑作用明显。如前文所述房地产企业经营活动现金流量净额波动大，经营活动现金流量净额对短期债务的保护能力会有所波动。

(2) 长期偿债能力。主要分析指标包括 EBITDA、全部债务/EBITDA、EBITDA 利息倍数。

EBITDA 是未计利息、税项、折旧及摊销前的利润，是利润衡量的重要指标。对于高杠杆运营的房地产企业来说，有息债务规模较大，需要每年支付的利息较多。由于地产企业一般将大部分利息进行资本化处理，在分析利息支出规模的时候应该包含已经资本化的部分。应该关注 EBITDA 规模的变动、全部债务与 EBITDA 的比率、EBITDA 对利息支出的覆盖倍数，EBITDA 对利息的覆盖倍数越高，对长期债务的保护能力越强。

(3) 其他信用支持。主要包括企业自有的直接或间接筹资渠道，直接融资渠道分析时考虑银行授信额度和未使用授信额度，直接融资渠道主要是上市公司增发配股等支持。其他信用支持还包括资产出让、引入战略投资者以及股东、各级政府给予的支持，在分析其他信用支持时，需要对支持合法性、可操作性及对债务保障程度做出判断。

(4) 或有负债。对外担保是或有负债的一种，担保金额大、被担保企业经营状况差，房地产企业代偿压力会加大，若一旦出现代偿，对企业的经营将产生一定影响。应该关注担保金额、担保比率、被担保企业经营状况。

(5) 诉讼。房地产企业开发周期与产业链条中涉及政府、开发商、消费者、金融机构等多个群体，涉及诉讼案件的几率较高，特别是近年来房地产企业与购房者之间的纠纷较多，应该关注企业涉及的诉讼案件对企业的影响。

7、过往履约状况

过往履约情况是企业信用的直接表现，通过查询中国人民银行《企业信用报告》，了解企业已结清和未结清债务中不良和关注类债务缘由，分析对企业的影响。