

# 房企商票纳入监管，利于融资规范风险透明

## 房地产

### 事件概述

据财联社报道，央行已将“三道红线”试点房企商票数据纳入其监控范围，要求相关房企将商票数据随“三道红线”监测数据每月上报。

#### ▶ 商票：灵活的短期融资工具

商业汇票，是指出票人签发的，委托付款人在指定日期无条件支付确定的金额给收款人或者持票人的票据。按承兑人的不同，商业汇票分为银行承兑汇票和商业承兑汇票。目前商票主流的融资模式有如下几种：①在商票二级市场直接交易，向资金充裕的企业或投资者背书转让商票权利。②向银行贴现。③向银行、贷款公司等质押票据。④由担保公司、保理商、部分平台公司向债权方以较低的价格买断其所持有的商票权利，并由买断方盘活购入的商票。⑤民间资金买断。⑥商票收票方将票据质押给互联网金融平台，并向该类平台申请借款。

#### ▶ 当前房企商票现状

2020年末A股申万房地产板块应付票据占有息负债的比例由2019年末的2.30%提升到3.19%。从A股重点公司数据来看，中南建设、蓝光发展和绿地控股2020年末应付票据占有息负债的规模为13.48%、11.66%和8.44%，应付票据占比处于前列。从房企商票年化利率数据来看，大多数重点房企的商票年化利率为10%-20%。现金流较为紧张的房企如中国恒大、蓝光发展其部分商票年化利率高达36%，远高于其融资成本。而杠杆率较低，债务风险较低的房企如华润置地，其商票年化利率低至4.5%。整体来说，商票年化利率分化程度较公开市场债务更大。

#### ▶ 商票监管有利于风险透明化

2020年三道红线政策出台之后，房企传统融资渠道受限，房企开始加大商票使用规模，希望借此降低净负债率，提高现金短债比。于房企而言，商票融资蕴含两方面的风险：(1)如果房企商票频频违约，那么商票后续的发行会面临较大的冲击和压力，整个地产行业的信用乃至其他融资渠道也会受冲击；(2)目前，下游建材、轻工等行业供应商的交易订单中，房企等企业订单占比较大。如果房企商票违约过多，对下游供应商的资金周转也有很大影响。未来监管政策有可能打补丁。此次监管政策出台较为及时，也表明监管对于地产行业风险一直高度重视，着力遏制风险于萌芽阶段。我们预计后续政策方向主要有：(1)不排除将商票纳入有息负债的计算范畴；(2)可能要求房企定期披露商票规模等数据；(3)房企商票的后续发行、交易、承兑等将更加正规化。此次政策升级体现了监管防患于未然的一贯思路，商票监管有利于融资规范化、风险透明化。

#### 投资建议：

房企在产业链当中一直居于强势地位，过去房企普遍通过应付账款、应付票据等方式来增加经营杠杆。在三道红线政策背景下，

### 评级及分析师信息

行业评级：推荐

### 行业走势图



分析师：由于沛

邮箱：youzhp@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100005

联系电话：

研究助理：侯希得

邮箱：houxd@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

研究助理：肖峰

邮箱：xiaofeng@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

商票作为一种未被央行纳入监管且不计入有息负债范畴的融资渠道，开始被房企大量使用。此次央行将商票数据纳入监控范围，体现了监管防患于未然的一贯思路，在风险累积之前予以控制，政策的目的是依旧是防控风险而非制造风险。我们认为这一政策对于地产行业利大于弊，将促使房企更多通过抓营销、促回款、降负债等方式改善现金流，同时积极审视内部的融资渠道，对于有潜在风险的融资工具积极自查、叫停，使得融资更加规范化，风险更加透明化。目前，房地产板块估值处低位，业绩确定性强，股息高。我们重点推荐业绩确定性强的龙头房企万科 A、保利地产、金科股份、中南建设、阳光城、新城控股、滨江集团、旭辉控股集团、碧桂园、宝龙地产以及物管板块碧桂园服务、恒大物业、招商积余、新城悦服务、永升生活服务、新大正和南都物业。相关受益标的包括融创中国、龙湖集团、中国奥园、中国金茂、保利物业、绿城服务等。

### **风险提示**

销售不及预期，房地产调控政策收紧，房企融资政策收紧。

## 正文目录

1. 商票：灵活的短期融资工具.....	4
2. 当前房企商票现状.....	6
3. 商票监管有利于风险透明化.....	8
4. 投资建议.....	9
5. 风险提示.....	9

## 图表目录

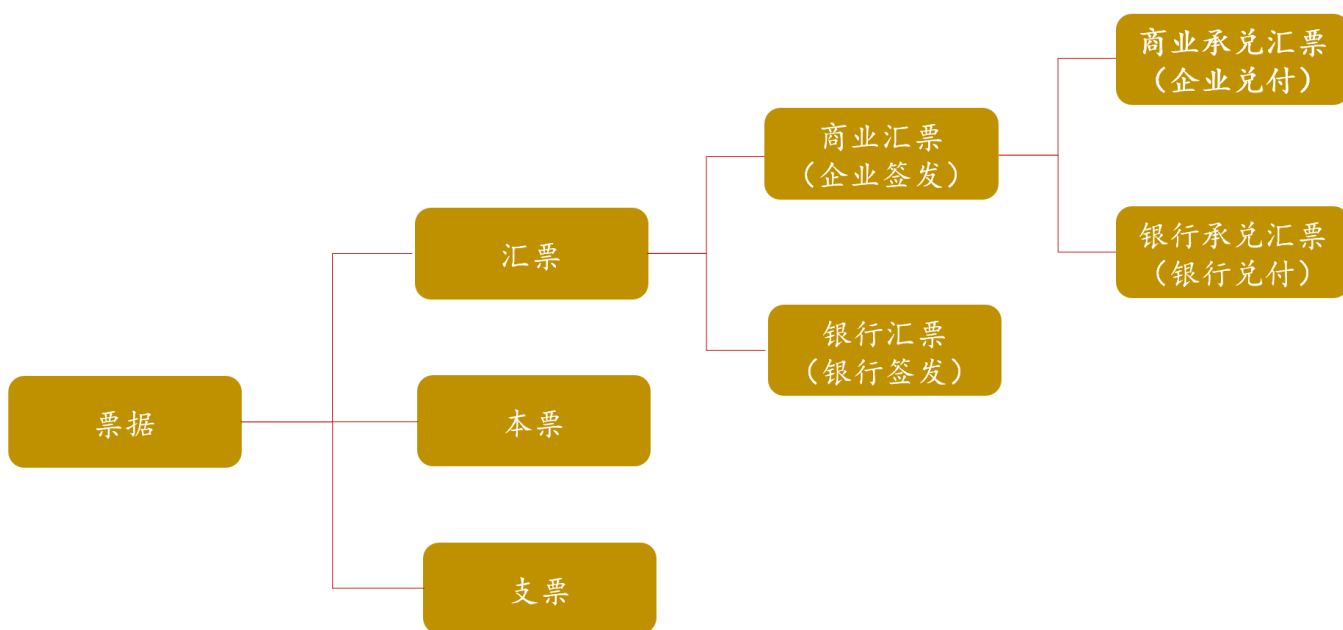
图 1 票据体系介绍.....	4
图 2 商票开票、背书转让、兑付流程.....	5
图 3 商票银行贴现流程.....	5
图 4 保理 ABS 融资模式流程.....	6
图 5 申万房地产板块应付票据金额及占有息负债比例.....	7
图 6 重点公司 2020 年末应付票据金额及占有息负债比例.....	7
图 7 重点房企部分商票年化利率（截至 2021 年 7 月 1 日）.....	8

## 1. 商票：灵活的短期融资工具

商业汇票，是指出票人签发的，委托付款人在指定日期无条件支付确定的金额给收款人或者持票人的票据。按承兑人的不同，商业汇票分为银行承兑票据（简称“银票”）和商业承兑汇票（简称“商票”）。前者是由出票人开户银行承兑的票据，拒付风险较低；后者则是由企业承兑的汇票，信用风险较高。

纸质商票单张票据付款期限为 6 个月，且单张不得超过 1000 万元；电子商票最长付款期限为 1 年，单张不得超过 10 亿元。出于便利性、防伪等方面的考虑，目前电子商票已基本取代了纸质商票。因此，本文主要介绍和探讨的标的是商业电子承兑汇票。

图 1 票据体系介绍



资料来源：云票据，华西证券研究所

商票的基础是真实、合法的商业交易，纯融资性债券在我国是不被批准允许的。在商业交易中，买卖双方形成债权债务关系：买方作为债务人，签发和兑付商票；卖方作为债权人，持有商票，等待到期日兑付。商票签发、兑付的基础是承兑人（一般是出票人）的企业信用。

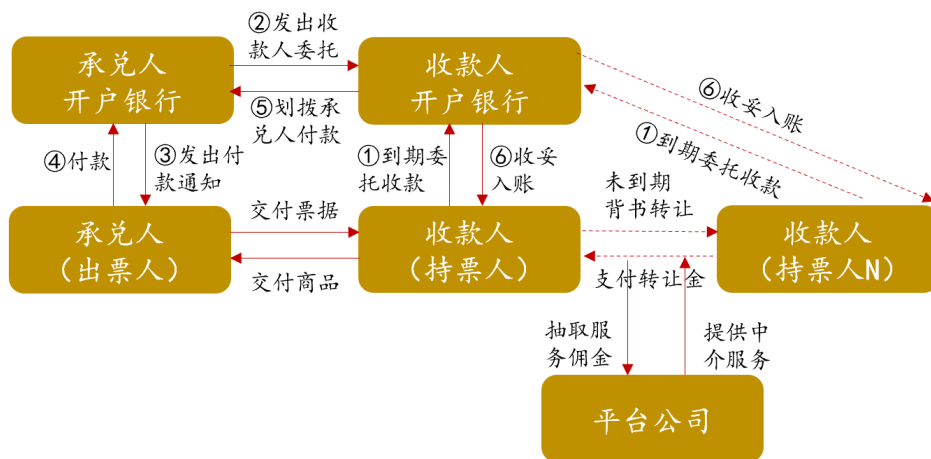
对交易中的买方来说，商票是其重要的延期支付手段，有利于解决短期资金周转问题。相对于银行贷款、发债、信托及各类资管等传统融资渠道，商票的优势体现在几个方面：成立条件简单，只要有支付需求办妥公司内部支付流程即可；没有发行备案、抵押、会计律师中介介入要求；且融入资金使用灵活，没有针对性限制。

对于卖方来说，如果其不接受商票，那么该笔交易的收入将成为“应收账款”，变现能力不如商票。后者作为有价证券，既可以持有至到期日，获得对方兑付的款项，也可以根据自身资金融通需要，于到期日前在二级市场转让融资。目前商票主流的融资模式有如下几种：

①在商票二级市场直接交易，向资金充裕的企业或投资者背书转让商票权利。这是企业间资金融通的模式，持票人以转让商票权利或者将一定的商票权利授予他人行使为目的，按照法定的事项和方式在商业汇票背面或者粘单上记载有关事项并签章的票据行为。在该模式中，平台公司发挥着不可或缺的作用，其作为中介方，为商

票交易双方提供撮合交易、信息资讯等服务。最为典型的平台公司是 2016 年由中国人民银行牵头成立的上海票据交易所；此外，同城票据网等民间互联网平台也是促成交易的重要中介平台。

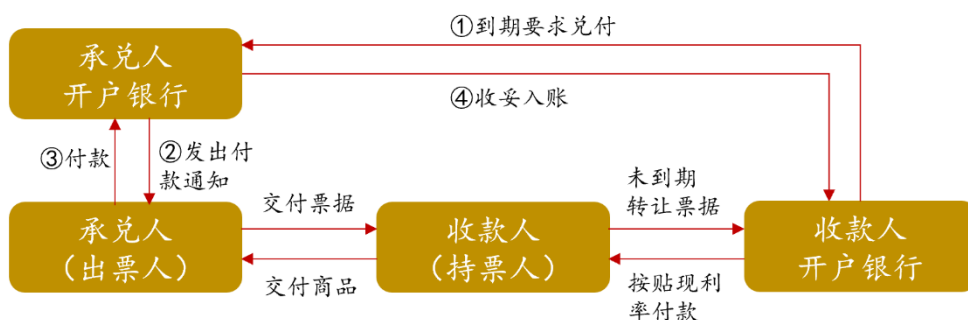
图 2 商票开票、背书转让、兑付流程



资料来源：华西证券研究所整理

②向银行贴现。收款人对持有的承兑汇票在未到期前如果需要资金，可以向其开户银行申请贴现，将商票转让给银行。银行需按贴现利率购入，支付对价为票面金额与贴现利息之差，其中贴现利息=票面金额×贴现天数×日贴现率（日贴现率=月贴现率÷30）。由于在到期日前，票据的信用风险依然存在，该模式本质上只是转移债权给银行，因此其往往被视为短期贷款，需占用企业授信额度，加之部分商票承兑人信用风险高，银行并不会受理全部贴现业务。

图 3 商票银行贴现流程



资料来源：华西证券研究所整理

③向银行、贷款公司等质押票据。由于银行贴现商票业务存在限制，部分资金紧缺的持票人将商票作为质押物，在不转移债权的前提下，获取银行或贷款公司贷款。通常来说，在该模式下持票人能获得的融资额不及贴现所得的融资额。

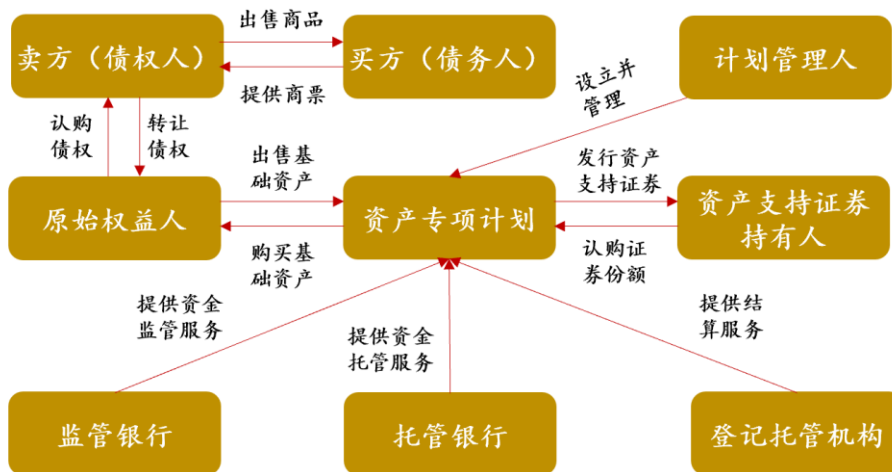
④由担保公司、保理商、部分平台公司向债权方以较低的价格买断其所持有的商票权利，并由买断方盘活购入的商票。这其中，供应链保理资产证券化（保理商买断）模式是目前主流房企上下游供应商常用的融资模式。保理业务是以债权人转让其应收账款为前提，集融资、应收账款催收、管理及坏账担保于一体的综合性金融服

务。地产供应链保理的一般操作模式是，保理商与收票企业（即上下游供应商）签订《应收账款保理合同》并完成应收账款转让通知等手续，形成应收账款债权转让的保理关系，在此基础上约定如基础交易合同中约定以商票作为支付结算方式的，则应将商票同时背书转让给保理公司。而盘活保理公司所持有的商票主要通过供应链保理ABS。如2018年发行的“中联前海开源-恒大住房租赁一号第N期资产支持专项计划”，其基础资产是恒大地产供应商应收账款、应收票据及其附属担保权益，原始权益人为一家注册在深圳前海的保理公司，债务人为恒大地产直接或间接控股的项目公司，共同债务人是恒大地产。

⑤**民间资金买断**。商票作为非标准品，同时部分商票具有较高的年化收益率，因此也吸引民间资本参与。民间资金以较低价格通过购买背书市场上零散的商业承兑汇票，到期兑付获得差价收益。由于民间资金收益率要求更高，其购买标的通常信用资质较差，因此也易出现法律纠纷。同时，其民间资金也可能通过有需求的公司再背书出去，中间赚取差价，而非持有到到期兑付。

⑥**互联网金融平台**。数字科技的创新发展也促进了票据市场化的探索，票据交易的互联网平台也逐渐出现。通常，商票收票方将票据质押给互联网金融平台，并向该类平台申请借款（收票方无法直接与此类平台办理票据贴现业务）。而等到商业票据到期后，由借款平台自行委托银行或票据服务系统提示商票承兑企业进行付款，而后借款平台与平台投资者对收益部分（即票据兑付金额-借款平台支付房企商票收票方金额部分）进行分成。

图4 保理ABS融资模式流程

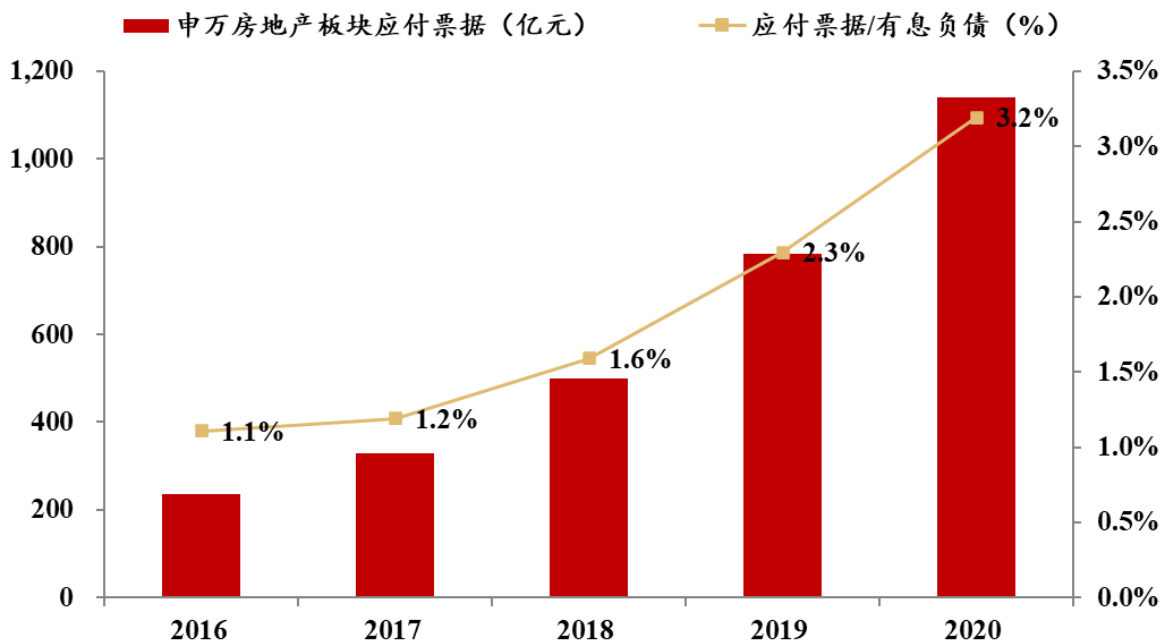


资料来源：华西证券研究所整理

## 2. 当前房企商票现状

2018年以来，随着融资政策的不断收紧，房企融资压力愈来愈大，应付票据规模也不断上升。2020年末A股申万房地产板块总应付票据规模1139亿元，同比增长45.6%。同时，应付票据占有息负债的比例也由2019年末的2.30%提升到2020年末的3.19%。

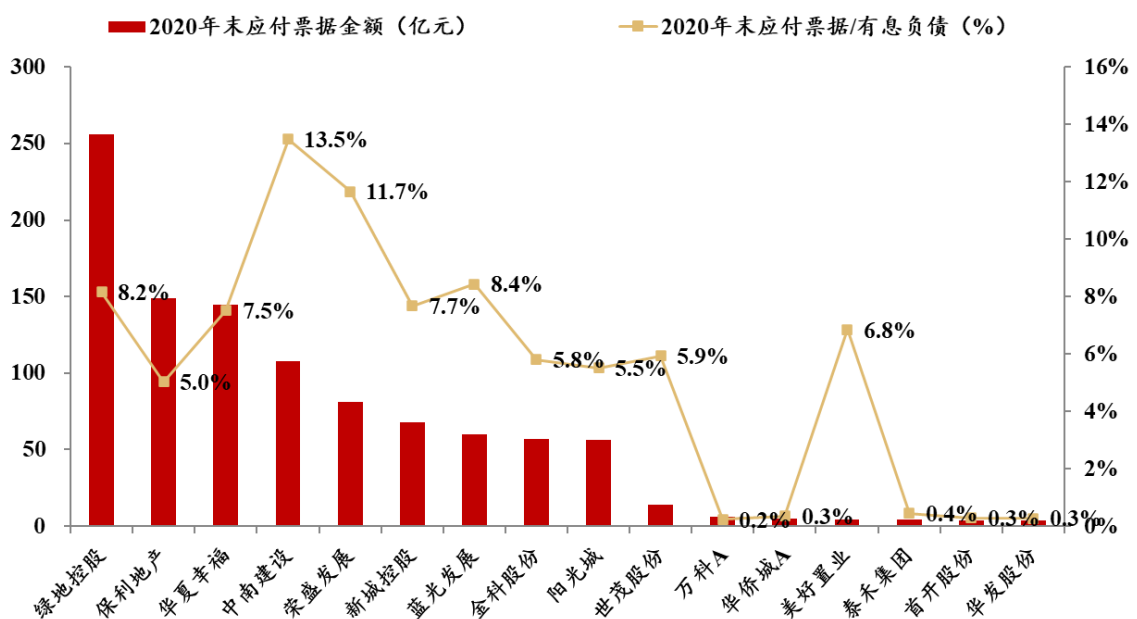
图 5 申万房地产板块应付票据金额及占有息负债比例



资料来源: Wind, 华西证券研究所

从 A 股重点公司数据来看, 绿地控股、保利地产和华夏幸福 2020 年末应付票据分别为 256 亿元、149 亿元、145 亿元, 绝对规模处于前列。中南建设、蓝光发展和绿地控股 2020 年末应付票据占有息负债的规模为 13.48%、11.66%和 8.44%, 应付票据占比处于前列。重点公司应付票据占比较全行业应付票据占比更高主要系部分公司未单独披露应付票据金额。

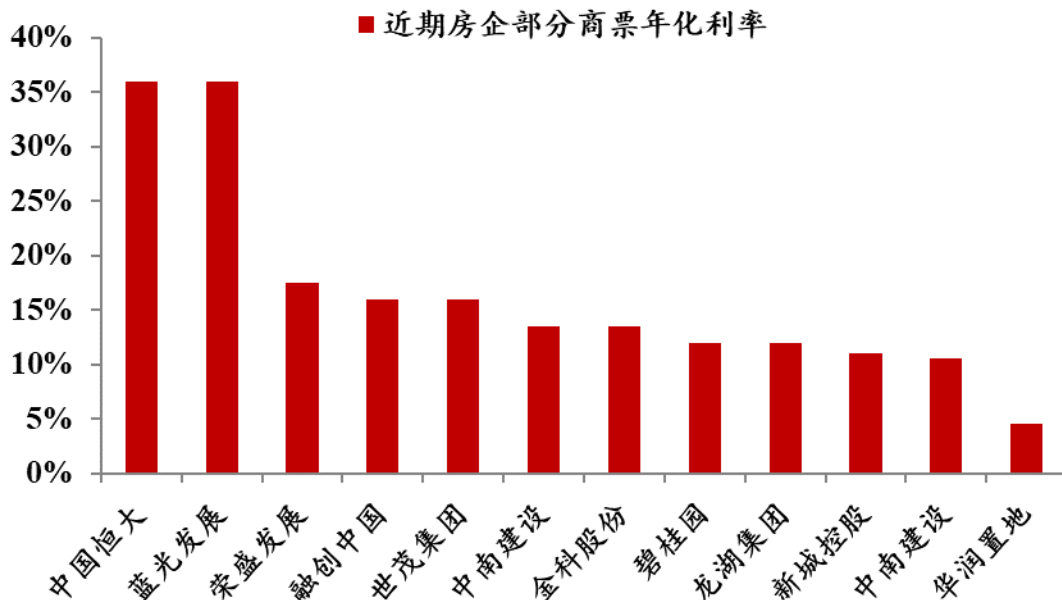
图 6 重点公司 2020 年末应付票据金额及占有息负债比例



资料来源: Wind, 华西证券研究所

从房企商票年化利率数据来看，部分现金流较为紧张的房企如中国恒大、蓝光发展其部分商票年化利率高达 36%，远高于其融资成本。大多数重点房企的商票年化利率为 10%-20%，如新城控股、金科股份、融创中国等。而杠杆率较低，债务风险较低的房企如华润置地，其商票年化利率低至 4.5%。整体来说，商票年化利率分化程度较公开市场债务更大。

图 7 重点房企部分商票年化利率（截至 2021 年 7 月 1 日）



资料来源：同城票据网，华西证券研究所

备注：商票为非标准化标的，图中房企商票年化利率为部分商票数据，商票年化利率受其具体项目资质等因素影响

### 3. 商票监管有利于风险透明化

房企在产业链当中一直居于强势地位，过去房企普遍通过应付账款、应付票据等方式来增加经营杠杆，融资规模相对稳定，因而较少受到监管。但 2020 年三道红线政策出台之后，房企传统融资渠道受限。在此背景下，商票作为一种未被央行纳入监管且不计入有息负债范畴的融资渠道，房企开始加大商票使用规模，希望借此降低净负债率，提高现金短债比。

**关于商票违约的潜在风险**，于房企而言，商票固然是一种不错的短期融资工具：其流程简单且不计入有息负债，仅以应付账款、应付票据的形式体现在总负债当中。然而，商票融资也蕴含两方面的风险：（1）如果房企商票频频违约，那么商票后续的发行会面临较大的冲击和压力，整个地产行业的信用乃至其他融资渠道也会受冲击；（2）目前，下游建材、轻工等行业供应商所有的交易订单中，房企等企业订单占比普遍较大。如果房企商票违约过多，对下游供应商的资金周转也有很大影响。

**未来监管政策有可能打补丁**。此次监管政策出台较为及时，也表明监管对于地产行业风险一直高度重视，**着力遏制风险于萌芽阶段**。我们预计后续政策方向主要有：（1）不排除将商票纳入有息负债的计算范畴；（2）可能要求房企定期披露商票规模等数据；（3）房企商票的后续发行、交易、承兑等将更加正规化。



**商票监管有利于融资规范化、风险透明化。**此次政策升级体现了监管防患于未然的一贯思路，在风险累积之前予以控制，政策的目的是依旧是防控风险而非制造风险。我们认为这一政策对于地产行业利大于弊，将促使房企更多通过抓营销、促回款、降负债等方式改善现金流，同时积极审视内部的融资渠道，对于有潜在风险的融资工具积极自查、叫停，使得融资更加规范化，风险更加透明化。

## 4. 投资建议

房企在产业链当中一直居于强势地位，过去房企普遍通过应付账款、应付票据等方式来增加经营杠杆。在三道红线政策背景下，商票作为一种未被央行纳入监管且不计入有息负债范畴的融资渠道，开始被房企大量使用。此次央行将商票数据纳入监控范围，体现了监管防患于未然的一贯思路，在风险累积之前予以控制，政策的目的是依旧是防控风险而非制造风险。我们认为这一政策对于地产行业利大于弊，将促使房企更多通过抓营销、促回款、降负债等方式改善现金流，同时积极审视内部的融资渠道，对于有潜在风险的融资工具积极自查、叫停，使得融资更加规范化，风险更加透明化。目前，房地产板块估值处低位，业绩确定性强，股息高。我们重点推荐业绩确定性强的龙头房企万科 A、保利地产、金科股份、中南建设、阳光城、新城控股、滨江集团、旭辉控股集团、碧桂园、宝龙地产以及物管板块碧桂园服务、恒大物业、招商积余、新城悦服务、永升生活服务、新大正和南都物业。相关受益标的包括融创中国、龙湖集团、中国奥园、中国金茂、保利物业、绿城服务等。

## 5. 风险提示

销售不及预期，房地产调控政策收紧，房企融资政策进一步收紧。

### 分析师与研究助理简介

由子沛：华西证券房地产行业首席分析师，同济大学及美国西北大学联合培养土木工程专业博士，获得三项国家发明专利，擅长房地产行业政策研究与数据分析，曾就职于民生证券研究院任房地产行业首席分析师；中国财富网“社区金融高峰论坛”特邀嘉宾，证券时报第二届中国证券分析师“金翼奖”房地产行业第三名，第八届Wind“金牌分析师”房地产行业第一名。

侯希得：悉尼大学硕士学位，曾就职于民生证券，2019年加入华西证券任房地产行业分析师。

肖峰：同济大学土木工程专业学士，上海财经大学金融硕士，2020年加入华西证券任房地产行业助理分析师。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。