

地产债利率下行, 行业 ROE 上行

——房地产行业专题

✉ : 张海涛 执业证书编号: S1230517080002 联系人: 陈立
☎ : 021-80105911
✉ : chenli@stocke.com.cn

行业评级

房地产 看好

报告导读

伴随着地产债到期潮, 开发商再融资需求增加, 今年三季度房企信用债发行 2000 亿, 且四季度发行速度有增不减。伴随着发行利率下行, 龙头房企保持融资优势, ROE 水平相对于债券融资总量更加敏感, 债券融资成本下行 1% 将使行业 ROE 水平提升 0.31 个百分点。

投资要点

□ 房企带息负债增速回落, 降杠杆转向稳杠杆

本轮债务周期从 2015 年开始, 自 2017 年带息债务达到高点, 同比增速达到 15.5%, 至今增速仍旧在持续下滑中。2018 年 3 季度, 带息债务增速回落至 5.4% 的较低水平。

从成本方面来看, 银行开发贷的融资成本与公司债融资成本接近, 而信托贷款的融资成本相对较高, 因此, 地产债发行量上升, 占比升高将降低企业长期债务成本, 进而降低房地产企业的综合融资成本。

□ 地产债发行回暖, 龙头房企债票面利率下行显著

目前地产债仍旧以再融资为主要目的, 虽然今年持续三个季度地产债发行量维持高位, 三季度发行总量超过 2000 亿, 但扣除掉总偿还量的净融资额并无显著增长。由于房企信用债到期高峰期来临, 再融资需求增加将会持续推升地产债发行量。

虽然行业整体票面利率下行不多, AAA 债融资成本下行明显, 平均票面利率由二季度 5.91% 下行至 4.91%; AA+ 其次, 平均票面利率由二季度 6.95% 下行至 6.18%; AA 债发行票面利率仍旧上行, 龙头企业发行债券融资优势较大。

□ 利率优于总量, 融资成本下行帮助企业 ROE 水平维持高位

我们通过拆解 ROE 因素衡量加杠杆对 ROE 水平的影响, 从结果来看, 目前行业整体 ROE 水平对利率敏感程度相对高于对债券融资总量的敏感程度。具体来看, 如果融资成本下行 1 个百分点, 由融资成本下降带来的正向作用可以消除 20% 债券总量下行的负面冲击; 如果债券总量维持不变, 债券融资成本下行 1% 将使 ROE 水平提升 0.31 个百分点; 如果债券融资总量上升 20%, 债券融资成本下行 1%, 行业 ROE 水平将提升 0.5 个百分点。

推荐关注招商蛇口, 招商蛇口是龙头房企中, 相对于保利万科融资成本相对较高, 目前存量债当期平均利率水平在 4.71%, 在 AAA 国企信用债发行票面利率下行过程中, 改善空间更大。同时建议关注新城控股, 其一是新城控股 ROE 水平相较于融资成本下行更加敏感, 加上其 AAA 主体评级存量债券融资成本在 6.18% 左右, 改善空间及 ROE 弹性皆备。

相关报告

- 1 《20181119 房地产行业周报 (1112-1118)》2018.11.19
- 2 《20181022 房地产行业周报 (1015-1021)》2018.10.22
- 3 《20181014 房地产行业周报 (1008-1014)》2018.10.15
- 4 《20181007 房地产周报 (10.1-10.7): 央行降准对楼市影响中性》2018.10.08
- 5 《20180923 房地产行业周报 (0917-0923)》2018.09.24

报告撰写人: 张海涛

数据支持人: 陈立

正文目录

1. 房企带息负债增速回落，降杠杆转向稳杠杆	3
1.1. 典型房企总带息债务增速回落至 5.4%，带息负债率降至 30.3%	3
1.2. 长期借款融资增速回落，债券融资增长稳定	4
2. 地产债发行回暖，龙头房企债票面利率下行显著	5
2.1. 地产债仍旧以再融资为主，偿债高峰期推升地产债发行量	5
2.2. 高评级地产债发行利率下行显著	6
3. 利率优于总量，融资成本下行帮助企业 ROE 水平维持高位	7

图表目录

图 1: A 股典型房企带息债务总量及同比增速	3
图 2: A 股典型房企带息债务/总资产	3
图 3: A 股典型上市公司长期借款总量及同比增速	4
图 4: 房地产开发投资国内银行贷款资金来源及增速 (亿元)	4
图 5: 房地产信托余额及同比增速 (亿元)	4
图 6: 典型上市房企应付债券存量及增速 (亿元)	5
图 7: 长期借款及应付债券增速对比	5
图 8: 房地产行业信用债发行与到期偿还规模	5
图 9: 房地产行业债券发行总量	5
图 10: Top50 房企集中度	6
图 11: 地产债平均利率	6
图 12: 不同评级地产债平均利率	6
图 13: 不同评级地产债发行量	7
图 14: 各属性房企地产债平均发行利率	7
图 15: 典型上市房企整体 ROE 水平	7
图 16: 典型上市房企权益乘数	7
图 17: 典型上市房企利润总额 / 息税前利润	8
图 18: 典型上市房企 ROE 非杠杆因素拆解	8
表 1: 典型房企 ROE 水平对债券融资总量及融资成本敏感性分析	8
表 2: 招商蛇口 ROE 水平对债券融资总量及融资成本敏感性分析	9
表 3: 新城控股 ROE 水平对债券融资总量及融资成本敏感性分析	9

1. 房企带息负债增速回落，降杠杆转向稳杠杆

1.1. 典型房企总带息债务增速回落至 5.4%，带息负债率降至 30.3%

我们首先从上市公司层面来看，从上市开发商带息债务层面分析房地产开发企业的债务周期。自 2011 年以来，从典型房地产 A 股上市公司带息债务增速情况可以看出，开发商经历了两个债务周期。本轮债务周期从 2015 年开始，自 2017 年带息债务达到高点，同比增速达到 15.5%，至今增速仍旧在持续下滑中。至 2018 年 3 季度，统计范围内的上市房企带息增速回落至 5.4% 的较低水平。典型房企的带息债务总量在 1.41 万亿左右。

图 1：A 股典型房企带息债务总量及同比增速



资料来源：Wind、浙商证券研究所

从带息债务与总资产比例来衡量开发商带息负债率已经从 2017 年 9 月 32.2% 的历史高点回落至 30.3%，基本上是 2013 年以来的平均带息负债率的平均水平。

图 2：A 股典型房企带息债务/总资产



资料来源：Wind、浙商证券研究所

1.2. 长期借款融资增速回落，债券融资增长稳定

债务结构方面，房地产企业带息负债主要以长期负债为主，其长期负债主要包括两个部分，其一为主要为由开发贷构成的长期借款，另外一部分则是由房企公司债构成的应付债券。目前，在我们统计的典型上市房企中，根据三季报披露情况，带息债务合计 1.41 万亿左右，其中，长期借款 0.71 万亿，占总带息债务比例 52%；应付债券总量 0.28 万亿，占总带息债务比例 20%左右。

图 3：A 股典型上市公司长期借款总量及同比增速



资料来源：Wind、浙商证券研究所

2015 年及之前的时间里，房地产企业带息债务快速上升主要是由于长期借款的快速增加，这里面一方面包含了由银行层面以开发贷投放的资金，另外一方面也包括了通过信托通道投放的资金。自 2017 年以来，银行层面对于开发贷投放相对谨慎，大部分银行设立白名单制支持龙头开发商开发贷资金需求，房地产开发投资资金来源中，国内银行开发贷同比增速从 2017 年 6 月 18.6% 的高位回落至 2018 年 9 月的 -8.1%。

开发商信托融资 2017 年对于非标融资环境的收紧以及信托成本的进一步上升，开发商信托融资规模增速今年有所放缓，房地产信托余额增速由年初 60% 左右的增速回落至 40%。根据 Wind 统计的 1 至 2 年的房地产信托的预期收益率今年一路上升至 8.46%，考虑到房地产信托发行的成本，开发商从信托方获取的平均资金成本超过 10%。

图 4：房地产开发投资国内银行贷款资金来源及增速（亿元）



资料来源：Wind、国家统计局、浙商证券研究所

图 5：房地产信托余额及同比增速（亿元）



资料来源：信托业协会、浙商证券研究所

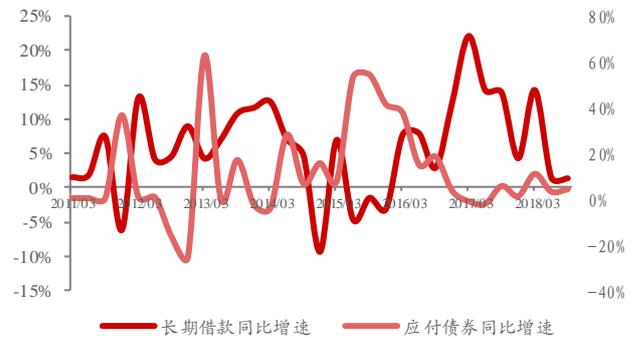
而在 2015 年二季度至 2016 年的时间里，房地产企业信用债发行量快速增加，弥补了同时期内开发贷及信托贷款增速较低的资金空缺。从成本方面来看，一般来说银行开发贷的融资成本与公司债融资成本接近，而信托贷款的融资成本相对较高，因此，去除掉宽松货币政策的影响之外，房地产企业公司债发行融资量上升同样会导致长期债务成本的降低，进而降低房地产企业的综合融资成本。

图 6：典型上市房企应付债券存量及增速（亿元）



资料来源：Wind、国家统计局、浙商证券研究所

图 7：长期借款及应付债券增速对比



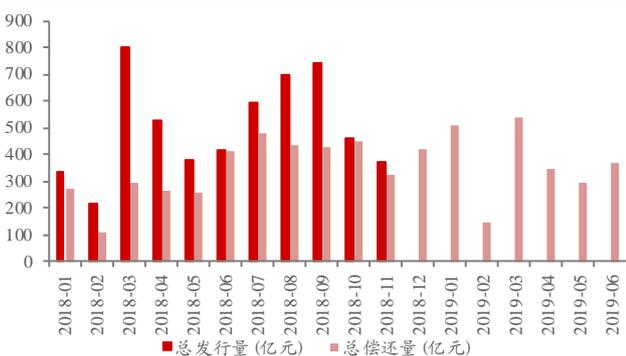
资料来源：信托业协会、浙商证券研究所

2. 地产债发行回暖，龙头房企债票面利率下行显著

2.1. 地产债仍旧以再融资为主，偿债高峰期推升地产债发行量

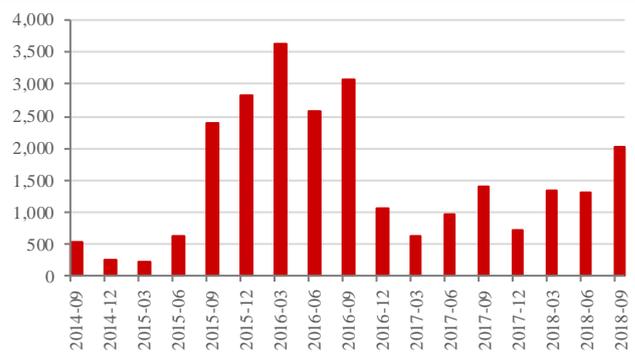
目前地产债仍旧以再融资为主要目的，虽然今年持续三个季度地产债发行量维持高位，三季度发行总量超过 2000 亿，但扣除掉总偿还量的净融资额并无显著增长。考虑到今年房企信用债发行到期情况，由于房企信用债到期高峰期来临，再融资需求增加将会持续推升地产债发行量。

图 8：房地产行业信用债发行与到期偿还规模



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图 9：房地产行业债券发行总量



资料来源：Wind、浙商证券研究所

受益于低成本债券融资优势，房地产行业 TOP50 房企在 2017 年至 2018 年集中度跳升；而由于目前债券发行以再融资为主，并且发行成本呈现下行趋势，龙头房企将继续维持这一资金优势，加之目前无论是银行开发贷，或者是信托贷款，都采取白名单模式，小企业生存空间日益收缩。

图 10: Top50 房企集中度



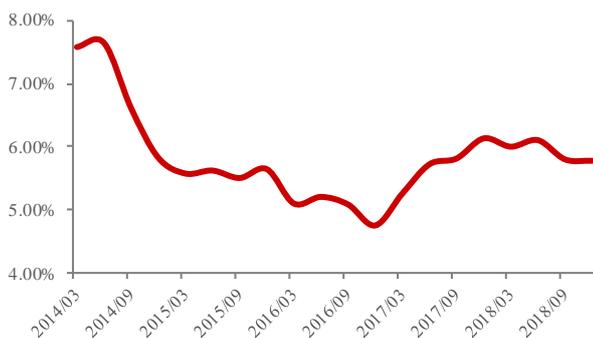
资料来源: Wind、浙商证券研究所

2.2. 高级级地产债发行利率下行显著

发行成本方面，全行业发行票面利率 11 月有所下降，但全年下行不多。行业平均发行票面利率在 6%左右，相对于 2015 到 2016 年债券发行利率稍高。

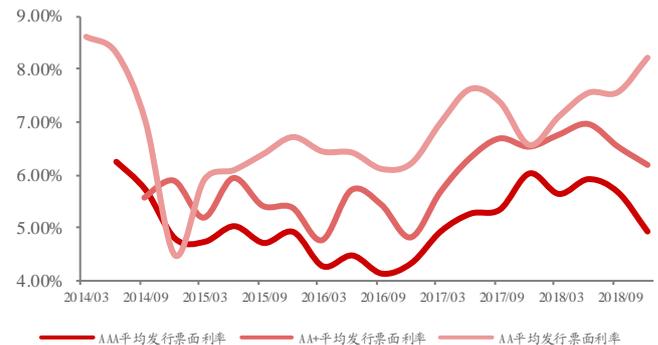
虽然行业整体票面利率下行不多，今年平均利率由二季度的 6.1%小幅下行至 5.78%，但不同评级债券票面利率呈现出结构性差异。AAA 债融资成本下行明显，平均票面利率由二季度 5.91%下行至 4.91%；AA+其次，平均票面利率由二季度 6.95%下行至 6.18%；AA 债发行票面利率仍旧上行，龙头企业发行债券融资优势较大；发行量上来看，AAA 债同样发行量占比较高，今年 AAA 债券整体发行量占全行业总量的 68%，而在 2015 年三季度至 2016 年三季度的时间里，AAA 债占比仅 40%，资金资源进一步向更头部的房企集中。

图 11: 地产债平均利率



资料来源: Wind、浙商证券研究所

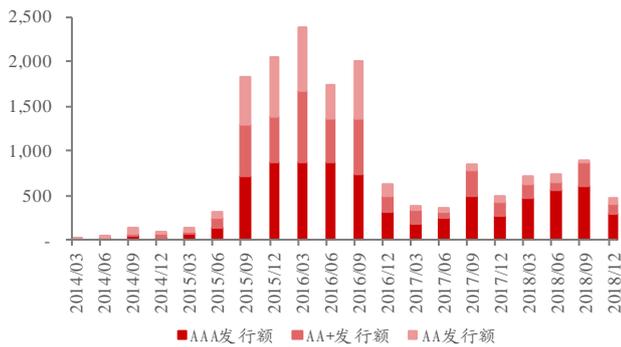
图 12: 不同评级地产债平均利率



资料来源: Wind、浙商证券研究所

从企业性质层面，目前国企地产债发行利率下行明显，无论是中央国企或是地方国企，地产债票面利率下行明显；考虑到目前对于民企债的支持力度逐渐加码，民企债发行利率存在下行空间。

图 13：不同评级地产债发行量



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图 14：各属性房企地产债平均发行利率



资料来源：Wind、浙商证券研究所

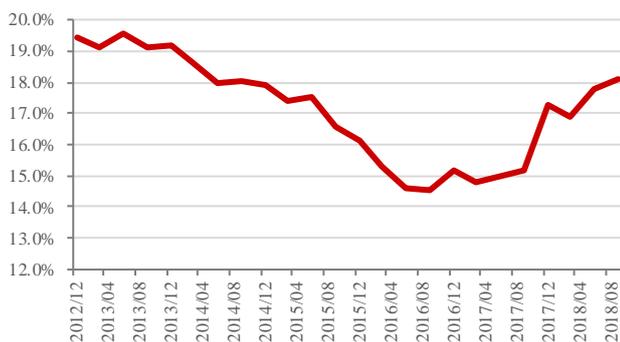
3. 利率优于总量，融资成本下行帮助企业 ROE 水平维持高位

我们通过拆解 ROE 因素衡量加杠杆对 ROE 水平的影响， $ROE = \text{归属母公司股东的净利润占比} * \text{销售净利率} * \text{资产周转率} * \text{权益乘数}$ ，其中，销售净利率可拆解为 $(\text{净利润} / \text{利润总额}) * (\text{利润总额} / \text{息税前利润}) * (\text{息税前利润} / \text{营业总收入})$ ，通过 $(\text{利润总额} / \text{息税前利润})$ 衡量利息支出对于 ROE 水平的影响。

这里我们通过年化的季度财务数据衡量房地产企业的 ROE 水平，从行业整体 ROE 水平上来看，行业从 2014 年 ROE 水平 17.9% 左右下滑至 2016 年第三季度的低点 14.5% 左右，这一段 ROE 水平下滑主要由于房企权益乘数及利息水平维持稳定的情况下，非杠杆因素，即房企的经营质量不断下滑导致。具体情况上来看，在这段时期内，典型上市房企权益乘数从 6.29 小幅下滑至 6.07，利息负担指数维持在 0.91 左右，ROE 水平与杠杆率相关性较低。

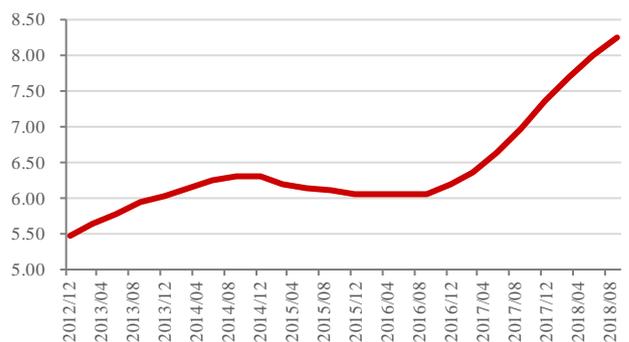
而这段时间内，从 ROE 影响因素拆解中，非杠杆因素，即开发商经营质量持续下滑，导致行业整体 ROE 水平向下。但从 2017 年以来，行业经营水平整体进入稳定状态，龙头企业集中度持续提升，行业整体 ROE 水平与开发商经营能力脱钩，更多表现为与开发商债务周期的相关性。

图 15：典型上市房企整体 ROE 水平



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图 16：典型上市房企权益乘数

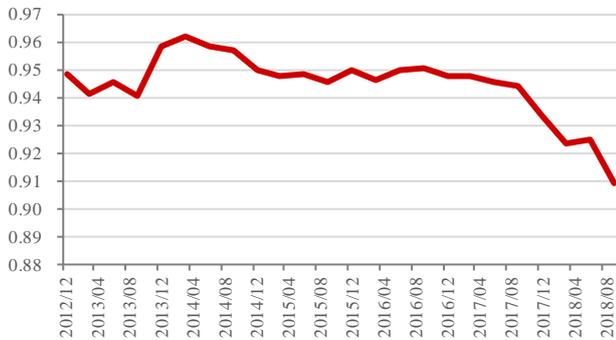


资料来源：Wind、浙商证券研究所

具体来看，在 2017 年至今 ROE 水平上升的过程中，典型企业整体权益乘数从 6 上升至 8.26，一方面主要由于经营性因素导致，近两年行业整体销售增速较快，预收账款的快速上升导致的经营负债增加，加之合作项目增加，少数股东权益占比提升导致归属母公司所有者权益比例降低，推升权益乘数；另外一方面，虽然企业整体带息债务增速有所放缓，但整体保持正增长。双方面原因导致行业权益乘数快速上升。

另外一方面，由于开发商带息债务总量的持续上升，利息负担持续增加，以行业整体利润总额 / 息税前利润来衡量的利息负担指数，从2017年接近0.95的高位回落至0.91。但整体上，权益乘数对ROE带来的正向作用高于利息负担带来的负向作用，行业ROE水平呈现持续回暖的状态。

图 17：典型上市房企利润总额 / 息税前利润



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图 18：典型上市房企 ROE 非杠杆因素拆解



资料来源：Wind、浙商证券研究所

我们按照 2018 年 3 季度行业的财务状况，对行业 ROE 水平相对于权益乘数及利息负担水平做敏感性分析。分别衡量应付债券上升及融资成本下降对于行业 ROE 水平的影响。由于长期借款主要由银行及信托公司提供的开发贷组成为主，利息支出以资本化形式体现，而房地产企业短期债务占带息债务比例较低，这里我们假设目前费用化利息全部由应付债券产生，进而衡量债券发行量与发行利率对 ROE 水平的边际影响。

从结果来看，目前行业整体 ROE 水平对利率敏感程度相对高于对债券融资总量的敏感程度。具体来看，如果融资成本下行 1 个百分点，由融资成本下降带来的正向作用可以抵御 20% 债券总量下行的负面冲击；如果债券总量维持不变，债券融资成本下行 1% 将使 ROE 水平提升 0.31 个百分点；如果债券融资总量上升 20%，债券总成本下行 1%，行业 ROE 水平将提升 0.5 个百分点。

表 1：典型房企 ROE 水平对债券融资总量及融资成本敏感性分析

融资成本变化	应付债券总量增加											
	20%	16%	12%	8%	4%	0%	-4%	-8%	-12%	-16%	-20%	
1.0%	18.05%	18.01%	17.96%	17.92%	17.87%	17.83%	17.78%	17.74%	17.70%	17.65%	17.61%	
0.8%	18.10%	18.06%	18.01%	17.97%	17.92%	17.88%	17.84%	17.79%	17.75%	17.70%	17.66%	
0.6%	18.15%	18.11%	18.06%	18.02%	17.98%	17.93%	17.89%	17.84%	17.80%	17.75%	17.71%	
0.4%	18.21%	18.16%	18.12%	18.07%	18.03%	17.98%	17.94%	17.89%	17.85%	17.80%	17.76%	
0.2%	18.26%	18.21%	18.17%	18.12%	18.08%	18.03%	17.99%	17.94%	17.90%	17.85%	17.81%	
0.0%	18.31%	18.26%	18.22%	18.17%	18.13%	18.08%	18.04%	17.99%	17.95%	17.90%	17.86%	
-0.2%	18.36%	18.32%	18.27%	18.23%	18.18%	18.14%	18.09%	18.05%	18.00%	17.96%	17.91%	
-0.4%	18.42%	18.37%	18.32%	18.28%	18.23%	18.19%	18.14%	18.10%	18.05%	18.01%	17.96%	
-0.6%	18.47%	18.42%	18.38%	18.33%	18.29%	18.24%	18.20%	18.15%	18.11%	18.06%	18.01%	
-0.8%	18.52%	18.48%	18.43%	18.39%	18.34%	18.29%	18.25%	18.20%	18.16%	18.11%	18.07%	
-1.0%	18.58%	18.53%	18.48%	18.44%	18.39%	18.35%	18.30%	18.26%	18.21%	18.17%	18.12%	

资料来源：Wind、浙商证券研究所

因此，即使目前按照信用债存量发行的原则，即使杠杆率不进一步上升，由于信用债发行利率下行将有利率龙头房企维持现有 ROE 水平。推荐关注招商蛇口，招商蛇口是龙头房企中，相对于保利万科融资成本相对较高，目前存量债当期平均利率水平在 4.71%，在 AAA 国企信用债发行票面利率下行过程中，改善空间更大。同时建议关注新城控股

股,其一是新城控股 ROE 水平相较于融资成本下行更加敏感,加上其 AAA 主体评级存量债券融资成本在 6.18%左右,改善空间及 ROE 弹性兼备。

附件:部分开发商 ROE 敏感性分析

表 2: 招商蛇口 ROE 水平对债券融资总量及融资成本敏感性分析

蛇口	应付债券总量增加											
	20%	16%	12%	8%	4%	0%	-4%	-8%	-12%	-16%	-20%	
1.0%	24.41%	24.37%	24.34%	24.30%	24.26%	24.22%	24.19%	24.15%	24.11%	24.08%	24.04%	
0.8%	24.43%	24.40%	24.36%	24.32%	24.29%	24.25%	24.21%	24.17%	24.14%	24.10%	24.06%	
0.6%	24.46%	24.42%	24.38%	24.35%	24.31%	24.27%	24.24%	24.20%	24.16%	24.12%	24.09%	
0.4%	24.48%	24.45%	24.41%	24.37%	24.33%	24.30%	24.26%	24.22%	24.18%	24.15%	24.11%	
0.2%	24.51%	24.47%	24.43%	24.40%	24.36%	24.32%	24.28%	24.25%	24.21%	24.17%	24.13%	
0.0%	24.53%	24.49%	24.46%	24.42%	24.38%	24.34%	24.31%	24.27%	24.23%	24.19%	24.16%	
-0.2%	24.56%	24.52%	24.48%	24.44%	24.41%	24.37%	24.33%	24.29%	24.26%	24.22%	24.18%	
-0.4%	24.58%	24.54%	24.50%	24.47%	24.43%	24.39%	24.36%	24.32%	24.28%	24.24%	24.21%	
-0.6%	24.60%	24.57%	24.53%	24.49%	24.45%	24.42%	24.38%	24.34%	24.30%	24.27%	24.23%	
-0.8%	24.63%	24.59%	24.55%	24.52%	24.48%	24.44%	24.40%	24.37%	24.33%	24.29%	24.25%	
-1.0%	24.65%	24.62%	24.58%	24.54%	24.50%	24.47%	24.43%	24.39%	24.35%	24.31%	24.28%	

资料来源: Wind、浙商证券研究所

表 3: 新城控股 ROE 水平对债券融资总量及融资成本敏感性分析

新城控股	应付债券总量增加											
	20%	16%	12%	8%	4%	0%	-4%	-8%	-12%	-16%	-20%	
1.0%	18.05%	18.01%	17.96%	17.92%	17.87%	17.83%	17.78%	17.74%	17.70%	17.65%	17.61%	
0.8%	18.10%	18.06%	18.01%	17.97%	17.92%	17.88%	17.84%	17.79%	17.75%	17.70%	17.66%	
0.6%	18.15%	18.11%	18.06%	18.02%	17.98%	17.93%	17.89%	17.84%	17.80%	17.75%	17.71%	
0.4%	18.21%	18.16%	18.12%	18.07%	18.03%	17.98%	17.94%	17.89%	17.85%	17.80%	17.76%	
0.2%	18.26%	18.21%	18.17%	18.12%	18.08%	18.03%	17.99%	17.94%	17.90%	17.85%	17.81%	
0.0%	18.31%	18.26%	18.22%	18.17%	18.13%	18.08%	18.04%	17.99%	17.95%	17.90%	17.86%	
-0.2%	18.36%	18.32%	18.27%	18.23%	18.18%	18.14%	18.09%	18.05%	18.00%	17.96%	17.91%	
-0.4%	18.42%	18.37%	18.32%	18.28%	18.23%	18.19%	18.14%	18.10%	18.05%	18.01%	17.96%	
-0.6%	18.47%	18.42%	18.38%	18.33%	18.29%	18.24%	18.20%	18.15%	18.11%	18.06%	18.01%	
-0.8%	18.52%	18.48%	18.43%	18.39%	18.34%	18.29%	18.25%	18.20%	18.16%	18.11%	18.07%	
-1.0%	18.58%	18.53%	18.48%	18.44%	18.39%	18.35%	18.30%	18.26%	18.21%	18.17%	18.12%	

资料来源: Wind、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200128

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>