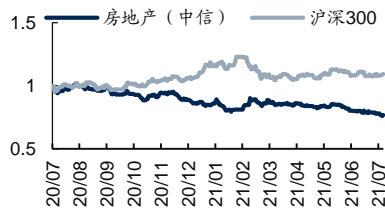


一年该行业与沪深300走势比较



相关研究报告:

《房地产行业周报：深圳率先全面应用标定地价，北京拟实施共有产权房新规》——2021-07-19
 《统计局6月房地产数据点评：销售投资增幅收窄但热度依旧，土地市场降温仍需等待》——2021-07-17
 《房地产行业周报：控二手房房价严禁炒作学区房，增一手房量加大居住用地供应》——2021-07-14
 《房地产行业周报：首轮集中供地全面结束，加快发展保障性租赁住房》——2021-07-07
 《房地产2021年7月投资策略：有信心，更要有耐心》——2021-07-01

证券分析师：任鹤

电话：010-88005315
 E-MAIL: renhe@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520040006

证券分析师：王粤雷

电话：0755-81981019
 E-MAIL: wangyuelei@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520030001

联系人：王静

电话：021-60893314
 E-MAIL: wangjing20@guosen.com.cn

行业专题

债务“无罪”

● 债务“无罪”，经营才是风险源头

由于房企债务的主要投向是以地产项目为代表的存货，债务偿还的主要途径是存货变现，因此房企的债务风险归根到底都是项目风险，与房企债务水平的高低并无直接关系。债务本身是中性的，只是项目风险或收益的放大器。

● 过度偏爱低杠杆房企，可能是对行业的误解

过度使用杠杆，忽视土地质量，进行盲目扩张固然摧毁公司价值，但过分保守，死守杠杆率和利润率指标，也会错失发展机会，损害股东利益。毕竟在充分竞争的土地市场，土地成本与公司债务水平高低并无直接关系，而在充分竞争的销售市场，公司杠杆低也无法成为溢价销售的理由。

● 信用分析的另一条思路：扩张行为—经营风险—债务风险

常规方法分析房企债务风险，会遇到公开信息不足与财务疑点难以“实锤”的困难。同时，对房企而言，扩张几乎等同于拿地，在投资策略和测算方法越发趋同的情况下，想扩张，想多拿地，就必须接受更低的利润率，为了获得更高的自有资金回报率，加杠杆就成了唯一的选择，这就是债务风险的积累。

● 当前信用风险范围有限，且已接近暴露期尾声

房企债务风险的根源是项目风险，是存货无法变现的风险。当前广义库存11.4亿平方米，同比-10.1%，库存去化周期0.58年，均处于历史低位。土地市场热度延续，开发商补库存需求强烈，项目无法变现的并不普遍。同时，当前信用风险是2017/2018年加速扩张的延期暴露。而行业自2019年已进入扩张放缓，2020年全年呈现收缩，非标使用边际下降，从时间上看，风险暴露已接近尾声。

● 投资建议：对行业信用可以更乐观一些

中短期来看，销售端的高景气可能继续驱动土地端的高热度，房企拿地利润率难见系统性改善，地产股可能仍难有明显超额收益。但在此之外，各类信用事件对板块也有一定压制，而我们认为这是过度悲观的。个股方面，看好货值充沛的房企，以及持有型资源较多的房企，二者的补库压力相对较小，同时亦能充分分享资产升值的收益。建议关注融创中国、保利地产、金地集团、龙湖集团、华润置地。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		PE	
					2021E	2022E	2021E	2022E
1918.HK	融创中国	买入	24.1	937	7.20	7.92	3.35	3.04
600048.SH	保利地产	买入	11.29	1351	2.66	2.91	4.24	3.88
600383.SH	金地集团	买入	9.65	436	2.47	2.74	3.91	3.52
960.HK	龙湖集团	买入	44.1	2225	3.67	4.46	12.02	9.89
1109.HK	华润置地	买入	31.45	1865	3.74	4.26	8.41	7.38

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明

投资摘要

关键结论与投资建议

债务本身是中性的，项目风险才是所有风险的源头。于房企而言，过度关注杠杆控制，一定程度上也是损害股东利益。与常规思路不同，我们沿“扩张行为—经营风险—债务风险”的思路，从侧面分析房企真实信用风险。我们认为，2021年的一系列信用事件，是2017/2018年行业加速扩张时期风险的延期释放，当前行业不存在系统性的信用风险，且风险暴露已接近尾声。建议投资者对行业信用状况更乐观一些。

中短期来看，销售端的高景气可能继续驱动土地端的高热度，房企拿地利润率难见系统性改善，地产股可能仍难有明显超额收益。但在此之外，各类信用事件对板块也有一定压制，而我们认为这是过度悲观的。个股方面，看好货值充沛的房企，以及持有型资源较多的房企，二者的补库压力相对较小，同时亦能充分分享资产增值的收益。建议关注融创中国、保利地产、金地集团、龙湖集团、华润置地。

核心假设或逻辑

核心假设 1，未来十年房地产年均需求面积不会出现迅速萎缩。短期内地产销售缓慢下降，不出现断崖式下行。

核心假设 2，随着景气下行，房价上涨动力大幅减弱，土地市场趋冷，政策会视实际情况进行切合实际的调整。

核心假设 3，“三道红线”政策试点范围拓宽，通过引导房企理性融资，减少行业无序竞争，土地潜在利润率出现修复。

与市场预期不同之处

第一、市场普遍采用直接法分析房企债务问题，并局限于房企本身。我们站在行业周期的视角，沿“扩张行为—经营风险—债务风险”的思路，从侧面分析房企真实信用风险。

第二、市场普遍偏爱低杠杆、低融资成本房企。我们从债务本质出发，认为债务本身是中性的，经营风险才是所有风险的源头。过度控制杠杆，错失发展机遇，也是对股东利益的损害。同时，融资成本并不是、未来也不会成为房企成功的关键因素。

股价变化的催化因素

第一，信用事件逐渐平息，市场信心恢复。

第二，土地市场竞争降低，流拍率上升，溢价率下降。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，我们将讨论的范围局限于房地产开发，若房企将较多的资金沉淀于长回收期业务，则其信用风险可能超过我们的预期。

第二，尽管我们尽量将主观判断的程度降到最低，但对行业周期的判断，特别是未来销售景气度的判断，可能仍然存在主观偏差。

第三，若宏观货币环境收紧，销售景气度可能很难维持。

内容目录

前言	5
客观看待债务：债务“无罪”，经营才是风险源头	5
资产结构显示债务用途，房企债务的另一面是存货	6
存货变现是偿还债务的根本来源	6
债务“无罪”，债务风险归根到底都是项目风险	7
两种开发思路的比较：利润率还是自有资金回报率？	8
两大误解：偏爱低杠杆房企，高估融资成本的作用	9
债务周期的背后是行业周期，债务风险的本质是经营风险	10
分析房企债务风险的另一种思路：扩张行为—经营风险—债务风险	11
回溯：景气度、扩张节奏、非标融资、土地市场的同步关系	12
理性客观地看待信用事件	18
当前：信用风险范围有限，且已接近尾声，可以更乐观	18
写在最后：新一轮风险或许正在积累	19
投资建议：对行业信用可以更乐观一些	20
国信证券投资评级	22
分析师承诺	22
风险提示	22
证券投资咨询业务的说明	22

图表目录

图 1: 万科 A 净负债率 (单位: %)	5
图 2: 公司 A 和公司 B 净负债率 (单位: %)	5
图 3: 典型房企剔除预收款的资产负债率, 2020	6
图 4: 典型房企净负债率, 2020	6
图 5: 存货在总资产中的比例 (单位: %)	6
图 6: 应收及固定资产在总资产中的比例 (单位: %)	6
图 7: 内房海外债券到期情况 (单位: 亿美元)	8
图 8: 房地产到位资金分项增速 (单位: %)	8
图 9: 历史平均房价增速	8
图 10: 板块历年净利率	8
图 11: 成本利润率与自有资金回报率计算示意	9
图 12: 典型房企剔除预收款的资产负债率, 2020	9
图 13: 典型房企净负债率, 2020	9
图 14: 预售制度极大提升项目 IRR, 可以承受较高的融资成本	10
图 15: 融资成本与营收增速并无负相关性	10
图 16: 其他应收应付的主要来源示意	11
图 17: 少数股东权益与少数股东损益并非线性关系	11
图 18: 土地自由竞争、同质化与实质顺畅的融资造成行业的“内卷”循环	12
图 19: 新开工去化率	13
图 20: 样本房企扩张节奏	13
图 21: 万科 A 与碧桂园历年扩张节奏	13
图 22: 中国恒大与融创中国历年扩张节奏	14
图 23: 保利地产与中国海外发展历年扩张节奏	14
图 24: 样本房企其他应收款在总资产中的比例	14
图 25: 土地购置费同比增速	15
图 26: 销售、土地、房企行为、融资之间的高度同步性	17
图 27: 库存处历史低位且仍在下降 (单位: 万平方米)	18
图 28: 库存去化周期仅 0.58 年	18
图 29: 土地出让金同比增速 (单位: %)	19
图 30: 300 城宅地成交金额增速	19
图 31: 样本房企 2020 年已进入收缩状态	19
图 32: 样本房企非标融资使用自 2019 年开始减少	19
表 1: 卖房子与卖项目的不同财务影响	7

前言

年初以来，市场对地产行业债务风险的担忧愈演愈烈。“三道红线”、贷款集中度管理等融资收紧政策的铺垫，叠加个别大中型房企出现实质违约以及部分市场传闻的催化，市场对于行业的整体信用情况产生了担忧。当前地产板块如此低的估值水平，除了对地产行业商业模式、成长性、盈利能力等方面的担忧或否定外，也很大程度上包含了短期对行业信用的担心。

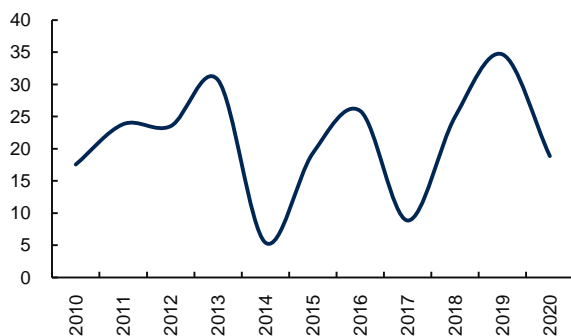
在《地产融资专题报告（一）：当我们谈论融资时，我们在谈论什么》中，我们从“三道红线”的规避技巧出发，探讨了融资对于地产行业的意义，认为“三道红线”减轻行业“内卷”、带来地产股价值回归的中介变量是土地市场，只有土地市场回归理性，地产股才有望实现估值修复。上半年地产股的表现与我们年初的判断完全相符，土地市场整体火热、地产股持续萎靡。

本篇报告中，我们希望站在更本质的视角，从行业商业模式和房企运营模式的角度，讨论房企债务的相关问题。

客观看待债务：债务“无罪”，经营才是风险源头

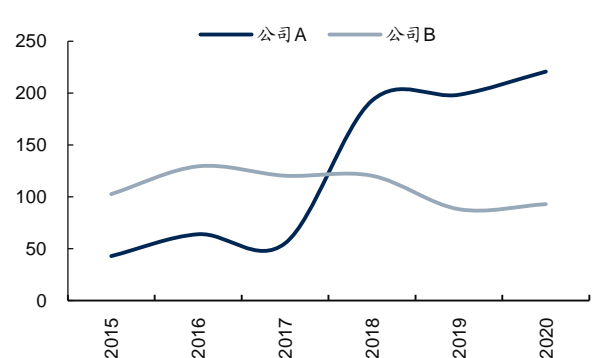
从当前情况看，市场对房企债务的整体看法是比较负面的，原因有个别高杠杆房企暴雷的刺激，也有行业龙头低杠杆经营的示范。持续的高杠杆经营，固然会削弱房企面对市场波动的“安全储备”，但过度“惧怕”债务，也会让企业错失行业机遇，损害股东的长远利益。归根到底，债务是中性的，经营风险才是风险源头。

图 1：万科 A 净负债率（单位：%）



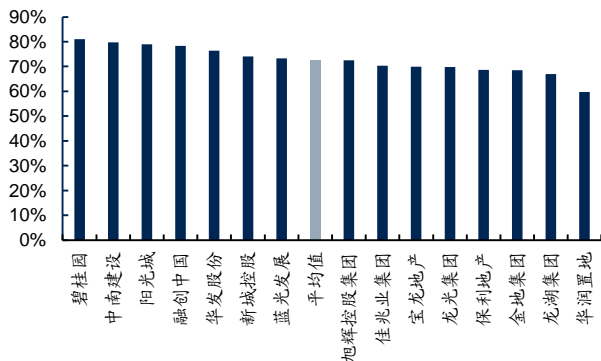
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 2：公司 A 和公司 B 净负债率（单位：%）



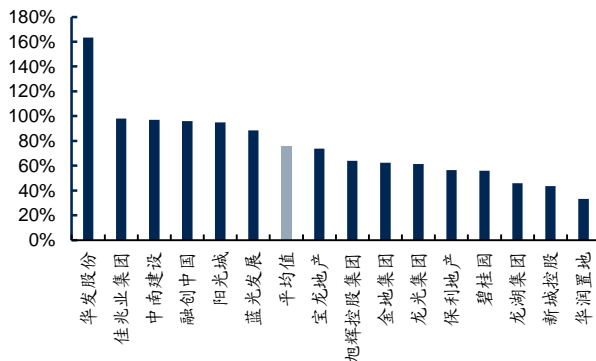
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 3: 典型房企剔除预收款的资产负债率, 2020



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 4: 典型房企净负债率, 2020



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

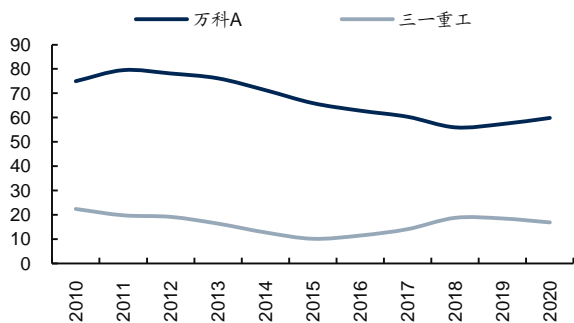
资产结构显示债务用途, 房企债务的另一面是存货

一般制造业企业的债务中会有很大一部分投资于应收账款(应收票据)和固定资产, 而房企的债务主要投资于存货, 包括土地和附着于土地之上的项目。长期股权投资与其他应收款主要由合作开发产生, 本质上也是土地与项目。(这部分我们在《房企微观专题之其他应收应付》中做过专门的论述, 本文中不再单独讨论。后文中长投与其他应收款视为广义存货。)

以龙头房企万科与制造业龙头三一重工为例, 2020 年末万科广义存货共计 13935 亿元(其中, 存货 10021 亿元, 其他应收款 2495 亿元, 长期股权投资 1419 亿元), 在总资产(剔除货币资金, 下同)中的占比为 83.2%, 明显高于三一重工的 16.9%, 万科应收项目与固定资产的占比为 0.9%, 明显低于三一重工的 28.7%。

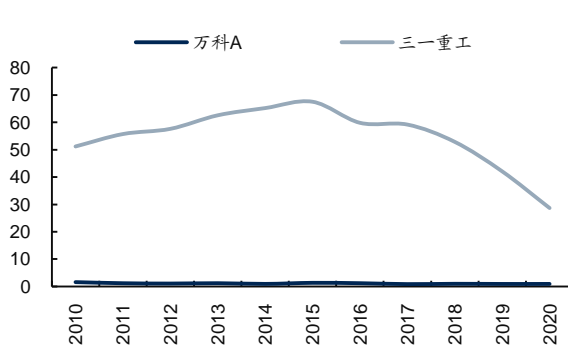
从房企资产结构不难看出, 房企债务的最主要用途是获得存货。在很少进行其他领域投资的情况下(这一点至少目前还是成立的), 可以说房企债务的另一面就是房企的存货, 房企负债的高低很大程度决定了房企存货的多少。

图 5: 存货在总资产中的比例(单位: %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 6: 应收及固定资产在总资产中的比例(单位: %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

存货变现是偿还债务的根本来源

由于房企债务的最主要用途是获得存货, 那么存货的变现就是房企偿还债务的最根本来源。存货变现的常规途径自然是正常的销售回款(卖房子), 适合一般

的达到销售条件且能够实现一定去化的项目，**非常规途径则主要是将一个或若干个项目整体打包出售(卖项目)**，适合尚未达到销售条件(比如土地)的项目，或者虽然达到预售条件但去化回款较慢的项目。

站在债权人角度，两种变现方式并无本质区别。卖项目不是问题，项目整体出售其实是牺牲未来的部分收益来换取更快的现金流入，同时牺牲的收益本身并不属于债权人。**根本的问题是项目卖不出去**(比如项目质量过差，缺乏潜在收购方)，或者没有项目可卖(例如进行了过多的多元化投资)。

当然，站在股东角度，卖项目会造成多方面的不利影响。一是项目整体出售往往会有折价，是一种永久性的资产减值损失，这一损失只能由股东承担；二是影响利润表表现，卖项目往往是通过出售项目公司股权的形式进行，无法计入营业收入；三是引发市场对公司的广泛担忧，公司未来经营受到影响。

表 1: 卖房子与卖项目的不同财务影响

	卖房子	卖项目
资产负债表	预售时: 货币资金↑, 负债↑ 交房时: 负债↓, 权益↑(↓)	存货↓, 货币资金↑, 权益↑(↓)
利润表	预售时: 无影响 交房时: 收入↑, 成本↑, 净利润↑	投资收益↑, 净利润↑
现金流量表	经营活动产生的现金流↑	其他与经营活动有关的现金流入↑

资料来源:国信证券经济研究所整理

注: 仅为显示大意, 未涉及税费等项目。

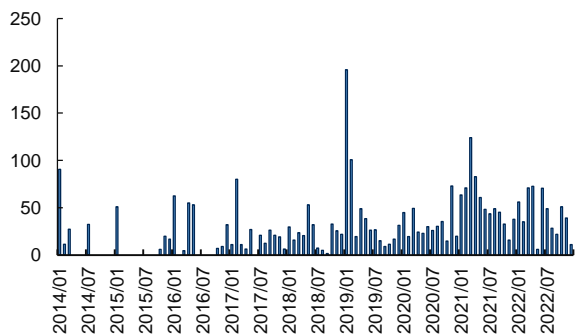
债务“无罪”，债务风险归根到底都是项目风险

由于房企债务的主要投向是以地产项目为代表的存货，债务偿还的主要途径是存货变现，因此**房企的债务风险归根到底都是项目风险，与房企债务水平的高低并无直接关系**。债务本身是中性的，只是项目风险或收益的放大器。即使无杠杆，拿了地卖不出去也依然是问题。

项目风险的来源是项目表现“不及预期”。房企对项目的预期包括销售价格和去化速度两个方面，价格不及预期会导致项目利润降低，甚至出现项目亏损，去化不及预期则会导致回款不佳，直接影响公司资金周转。2017年开始，由于土地市场持续火热，同时价格限制逐渐增多，价格预期逐渐趋于理性，去化预期则持续提升。

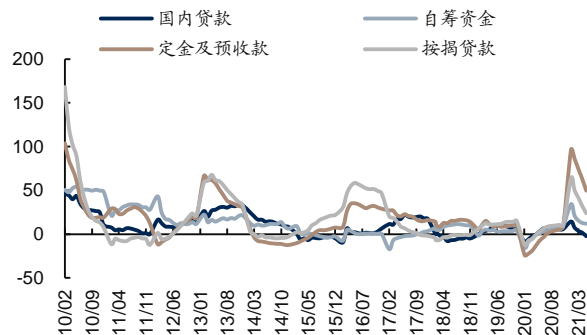
融资收紧减少风险项目的“转圜机会”，导致项目风险最终兑现为债务风险。由于房地产市场存在比较明显的周期性，在融资相对顺畅的情况下，房企对部分风险项目可以采取“拖字诀”，通过借新还旧来等待市场回暖。(从历史上看，“烂项目”扛成“香饽饽”的情况也并不少见。)而融资的收紧很大程度上减少了等待的机会，无法借新还旧就只能依靠项目回款，最终导致项目风险兑现为债务风险。

图 7: 内房海外债券到期情况 (单位: 亿美元)



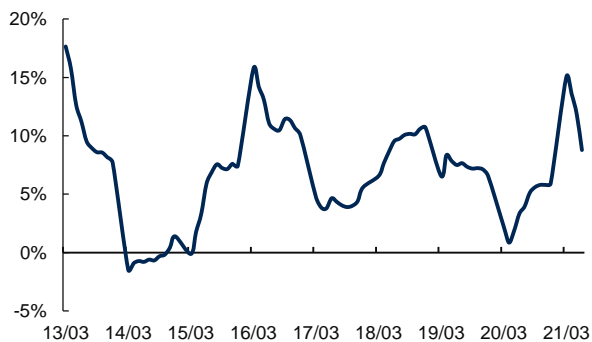
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 8: 房地产到位资金分项增速 (单位: %)



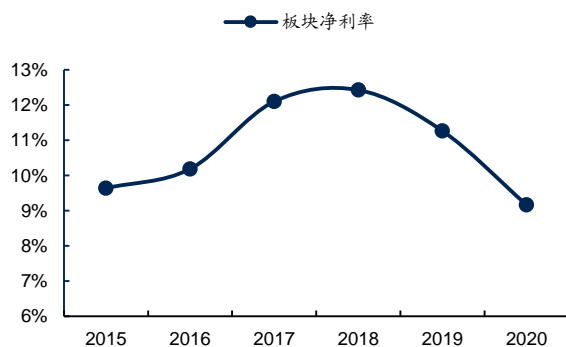
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 9: 历史平均房价增速



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 10: 板块历年净利率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

两种开发思路的比较: 利润率还是自有资金回报率?

房企对项目的评价指标非常多, 但最关键的是两个, 一是项目利润率, 二是自有资金回报率。前者是传统指标, 也更容易理解; 后者则是伴随快周转模式的推广, 逐渐成为另一个关键指标。房企一般都会兼顾两个指标, 但侧重程度不同, 这就决定了不同房企的经营风格和财务表现:

- ◆ **侧重项目利润率的公司**更看重土地质量和控制利息成本, 真实杠杆较低, 不追求极致快周转和低地货比, 稳健但缺乏爆发性, 布局方面多以一二线为主, 净利润率高、IRR 较低、合同负债占比较低;
- ◆ **侧重自有资金回报率的公司**更追求极致快周转和低地货比, 真实杠杆较高, 对土地质量和融资成本的要求不高, 具有爆发性但经营风险也比较大, 布局多以三四线城市和一二线城市郊区为主, 净利润率较低、IRR 较高、合同负债占比较高。

图 11: 成本利润率与自有资金回报率计算示意

$$\text{成本利润率} = \frac{\text{净销售额} - \text{土地成本} - \text{开发成本} - \text{期间费用} - \text{税费}}{\text{土地成本} + \text{开发成本}}$$

$$\text{自有资金回报率} = \frac{\text{净销售额} - \text{土地成本} - \text{开发成本} - \text{期间费用} - \text{税费}}{\text{自有资金占用}}$$

资料来源:国信证券经济研究所整理

注: 实践中, 自有资金回报率还要考虑自有资金占用的时间, 即自有资金年化回报率。上图仅为示意, 故不再展开。

两大误解: 偏爱低杠杆房企, 高估融资成本的作用

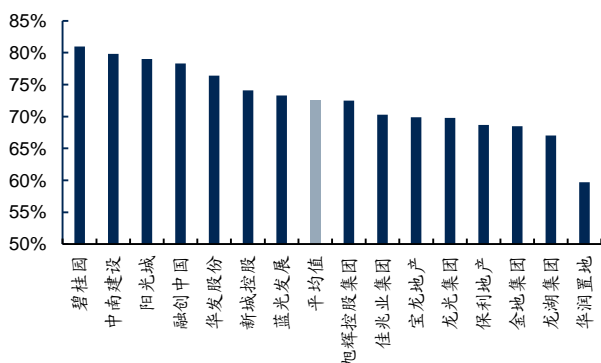
延续对两种经营思路的讨论, 我们认为资本市场对房地产行业存在两方面的理解偏差:

一是普遍偏爱低杠杆房企

虽然资本市场普遍更加喜欢第一类房企, 但我们认为两种经营思路其实没有高下之分。过度使用杠杆, 忽视土地质量, 进行盲目扩张固然摧毁公司价值, 但过分保守, 死守杠杆率和利润率指标, 也会错失发展机会, 损害股东利益。毕竟在充分竞争的土地市场, 土地成本与公司债务水平高低并无直接关系, 而在充分竞争的销售市场, 公司杠杆低也无法成为溢价销售的理由。归根到底, 债务是中性的, 债务高低都只是战略选择, 无关价值, 为股东创造价值才是决定房企价值的关键。

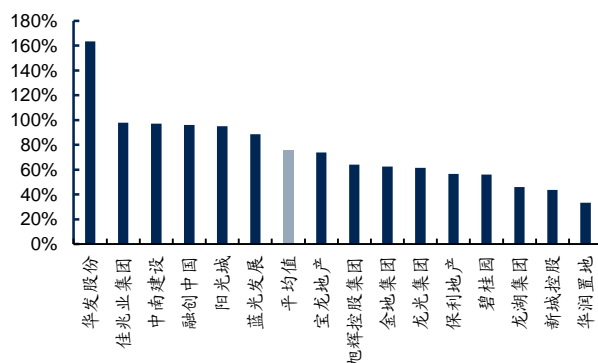
站在 ROIC/ROE 的视角, 我们可以更清楚地看到两种经营思路的差异: 侧重项目利润率的房企看重单个项目, 提高 ROE 的思路是销售控制、融资成本控制、销售费用控制等, 提高项目利润率; 侧重自有资金回报率的房企看重资金流转, 提高 ROE 的思路是杠杆拿地快速回款, 降低自有资金占用, 提高自有资金回报率。

图 12: 典型房企剔除预收款的资产负债率, 2020



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 13: 典型房企净负债率, 2020



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

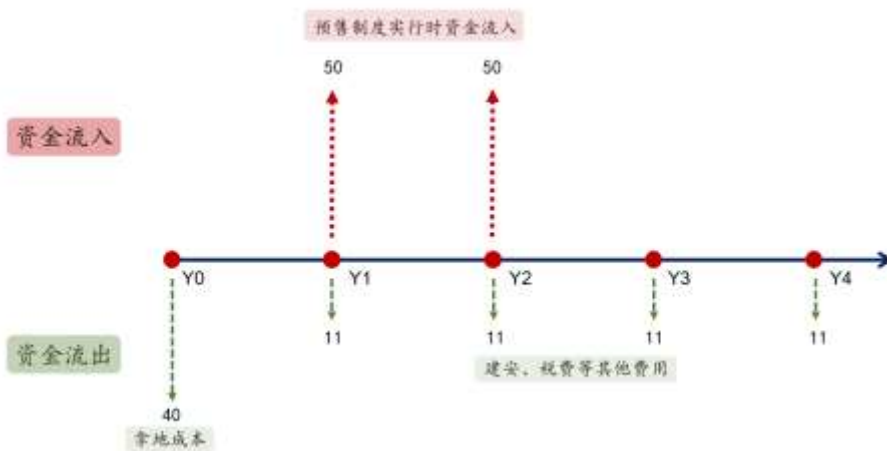
二是过高估计了融资成本的作用

回溯过去十年样本房企的融资成本均值与营收 CAGR, 从数据上看, 二者之间

并无明显相关，我们认为未来较长时期内，二者之间也很难体现出相关性。原因有二，一方面以往行业利润率较高，对融资成本的承受力强，更重要的是，**预售制度带来的高 IRR 特性，使其行业天然可以承受高成本融资（直观解释就是债务成本虽高，但用的时间短。）**。在简化的情况下大值估算，以一个净利润率只有 10%、项目周期四年的项目为例，其 IRR 仍可达到 30%左右，理论上可以承受非常高的资金成本。

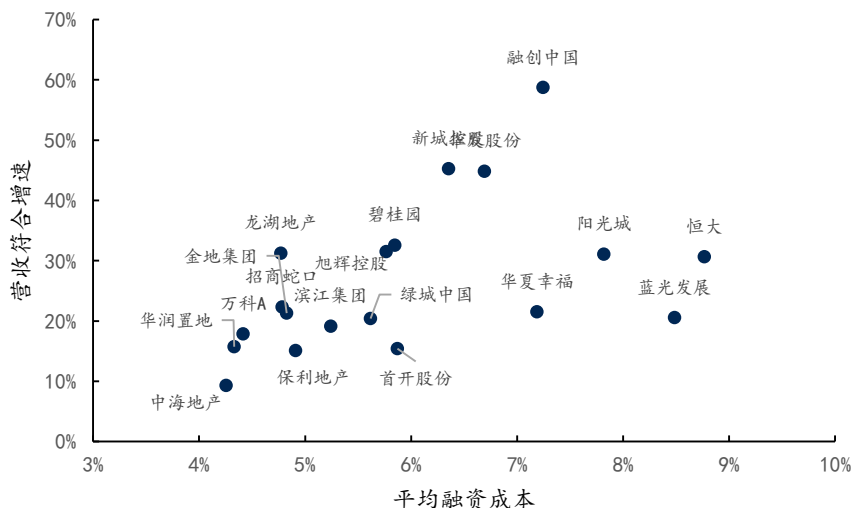
未来，只要预售制度仍然存在，行业的 IRR 就仍可维持在较高水平，行业仍可承受高成本融资，（这可能也是地产融资监管“道高一尺，魔高一丈”的根本原因。）在此情况下，融资成本的差距，预计仍然很难成为房企拉开差距的核心驱动因素。

图 14: 预售制度极大提升项目 IRR，可以承受较高的融资成本



资料来源:国信证券经济研究所整理

图 15: 融资成本与营收增速并无负相关性



资料来源:公司公告, wind, 国信证券经济研究所整理

债务周期的背后是行业周期，债务风险的本质是经营

风险

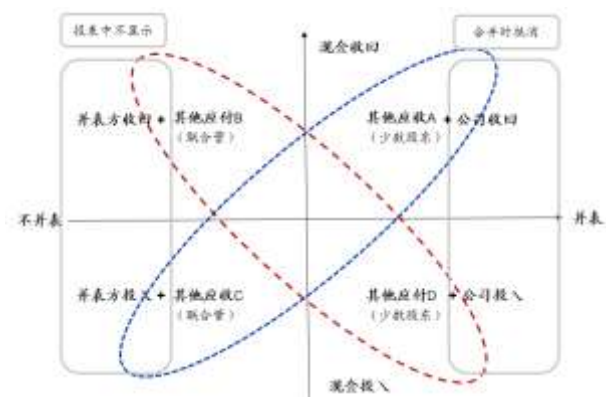
分析房企债务风险的另一种思路：扩张行为—经营风险—债务风险

常规思路及其难点

由于房企的经营特点，市场对房企债务的关注往往不局限于报表体现，而是希望能够还原房企的隐性负债，得到房企的“真实债务”和“真实杠杆”，进而评价其“真实风险”。我们曾在《房地产微观专题之其他应收应付》、《房地产微观专题之现金流》、《地产融资专题（一）》中，对相关重点科目进行过深入阐释。但在实践中，这种思路会遇到诸多难点，概括起来主要有两方面：

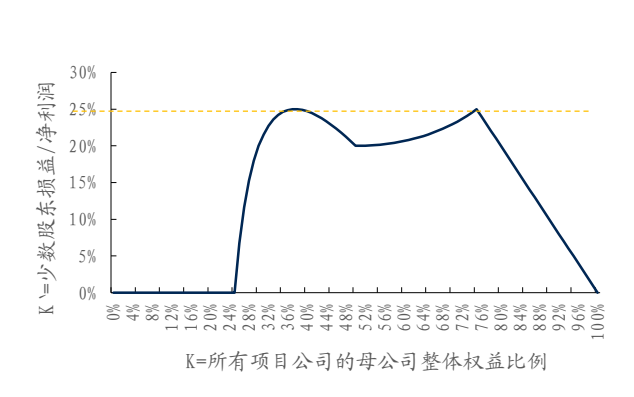
- ◆ **公开信息本身不完备。**最典型的，非并表项目的资产负债情况、现金流情况并不需要进行披露，只能通过长期股权投资、其他应收/应付等项目进行侧面推算，准确度无法保证。
- ◆ **财务疑点难以“实锤”。**常用的少数股东损益/少数股东权益、少数股东权益/归母权益等，本身在财务逻辑上就难以立足，而在数据上，所谓的“财务疑点”与真实信用风险几乎没有相关性，与“扔骰子”区别不大。

图 16: 其他应收应付的主要来源示意



资料来源:国信证券经济研究所整理

图 17: 少数股东权益与少数股东损益并非线性关系



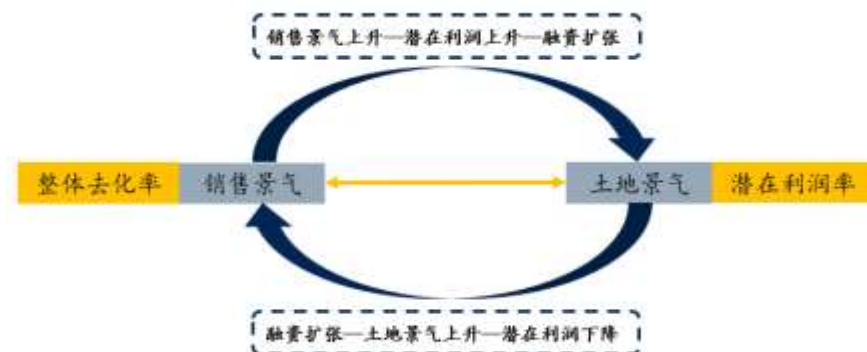
资料来源:国信证券经济研究所整理

另一种思路：扩张行为—经营风险—债务风险

总结第一部分的讨论，债务是中性的，房企债务的另一面是项目存货，项目风险是债务风险的根本来源，因此分析房企债务风险，应该从其项目风险入手。同时，由于公开信息本身并不完备，需要从行业和公司的扩张行为来侧面估计项目风险，进而评价债务风险的边际变化。

为什么扩张行为能够估计项目风险呢？原因在于土地市场的充分竞争。对房企而言，扩张几乎等同于拿地，在投资策略和测算方法越发趋同的情况下，在招拍挂市场（甚至并购市场）“捡漏”的机会越来越少。想扩张，想多拿地，就必须接受更低的利润率，为了获得更高的自有资金回报率，加杠杆就成了唯一的选择。

图 18: 土地自由竞争、同质化与实质顺畅的融资造成行业的“内卷”循环



资料来源:国信证券经济研究所整理

回溯: 景气度、扩张节奏、非标融资、土地市场的同步关系

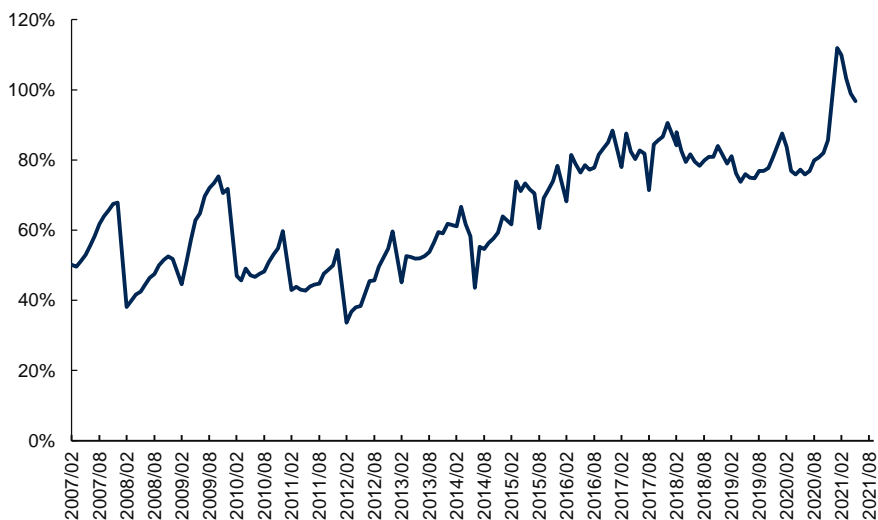
指标体系

销售景气度使用新开工去化率作为观察指标, 新开工去化率=当年累计期房销售面积/当年累计新开工面积*0.8。选用这个指标的原因是, 相对于销售额/销售面积, 新盘去化情况更加能够反映短期的供求关系, 在限价越发普及的情况下, 这一指标也比房价更具备说服力。

从该指标观察, 近 14 年来, 行业景气度出现过两轮较大幅度的上行:

- 第一轮为 2008 年初至 2009 年 10 月, 新开去化率由 38% 迅速上升至 75%, 但高点持续时间很短, 2009 年 12 月二手房营业税免征时限由 2 年恢复至 5 年, 配合货币政策的收紧, 景气度迅速回落;
- 第二轮为 2014 年至 2018 年上半年, 这一轮景气度上升幅度、高度、持续时间都远超上一轮。新开去化率由 2014 年 6 月的 44%, 上升至 2017 年 12 月的 91%, 2018 年有所下滑, 但也维持在 80% 以上的高位。这轮景气周期对行业的影响极其深远, 快周转、花式融资、隐形杠杆等, 逐渐成为行业主流。

图 19: 新开工去化率

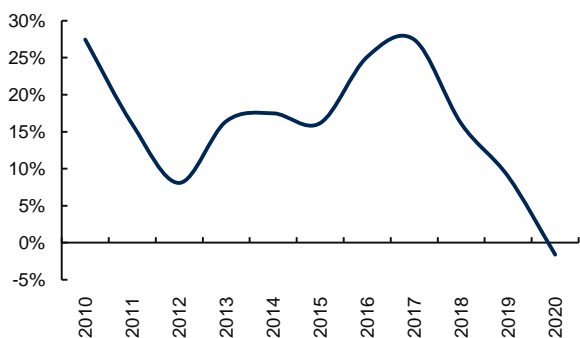


资料来源:国家统计局, 国信证券经济研究所整理

扩张节奏使用自由现金流/经营资产作为观察指标, 自由现金流=NOPLAT-净经营资产增加。房企的经营现金流。原因在于: 1.不同房企现金流量表描述的范畴往往有差异, 可比性差(详见我们的相关报告); 2.与其他行业不同, 房企的长期股权投资更接近于经营行为, 而非投资行为。

以 20 家大中型房企作为样本, 可以看到从 2010 年至 2019 年的十年间, 行业整体处于扩张期(自由现金流持续为负), 但扩张节奏时快时慢。其中, 2010 年至 2012 年扩张放缓, 2013 年短暂加速, 但 2014 年和 2015 年再次放缓, 2016 年至 2017 年再次加速扩张, 2018 年至今逐渐减速, 至 2020 年, 行业整体首次发生收缩。

图 20: 样本房企扩张节奏



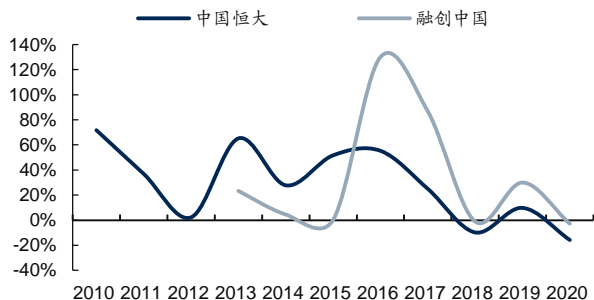
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 21: 万科 A 与碧桂园历年扩张节奏



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 22: 中国恒大与融创中国历年扩张节奏



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 23: 保利地产与中国海外发展历年扩张节奏

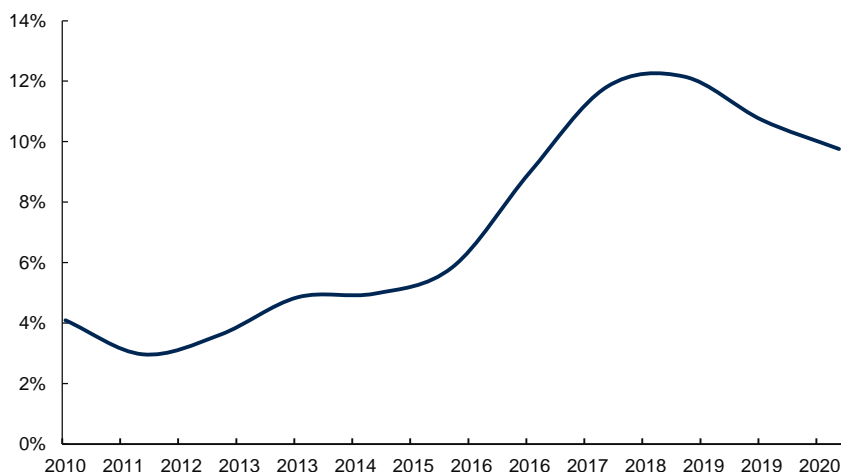


资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

非标融资使用其他应收/应付在总资产/总负债中的比例作为观察指标。在“三道红线”之前，房企非标融资的主要方式之一就是“少数股权+股东借款”，财务体现即为少数股东权益和其他应收应付。虽然实际上无法区分“真合作开发”与“明股实债”（二者财务体现相同），但二者均体现了房企的扩张行为。

2010 年至今，样本房企其他应收款在总资产中的占比经历了先升后降的过程。2015 年之前，该指标整体稳定维持在 5% 以下，考虑到其他应收款中还包含了土地保证金、预交税费等，可以认为表外项目是比较少见的。2015 年至 2018 年，此比例迅速上升至 12.2%，合作开发越来越多，其中相当一部分可能是负债表外化的体现。2019 年至今，该指标开始降低，反映出行业对非标融资的依赖正在降低（主动因素与被动因素共同导致）。

图 24: 样本房企其他应收款在总资产中的比例

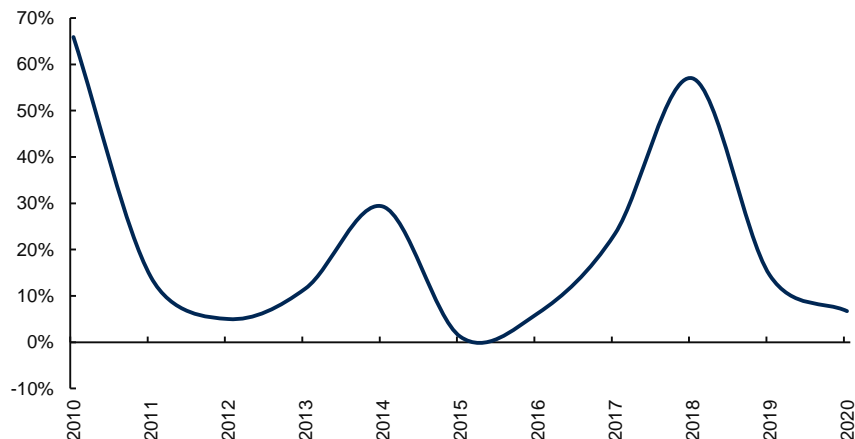


资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

土地市场使用土地购置费同比增速作为观察指标。土地购置费表示所有房企在获取土地方面投入的资金，数据口径最符合我们的分析目的。需要说明的是，由于土地购置费的分期计入，因此相对于房企的实际拍地行为会有一定滞后。可以看到 2010 年至今，土地购置费增速经历过“两大一小”三个高峰：第一个高峰是 2010 年，同比增速达到 65.9%，对应的是 2008 年和 2009 年行业高

景气下的拿地高峰；第二个高峰是 2014 年，同比增速为 29.3%，对应的是 2013 年景气反弹下的拿地反弹，由于景气持续时间很短，本次增速高峰比较小；第三次是 2018 年，同比增速达到 57%，对应的恰好是 2017 年行业历史高点下的拿地热潮。

图 25: 土地购置费同比增速



资料来源:国家统计局, 国信证券经济研究所整理

同步性背后的行业逻辑：实质顺畅的融资，较低的进入门槛

从销售景气度、房企扩张节奏、房企非标使用量、土地购置四个指标的时间变化，可以看出，**四者之间具备非常强的同步性**：

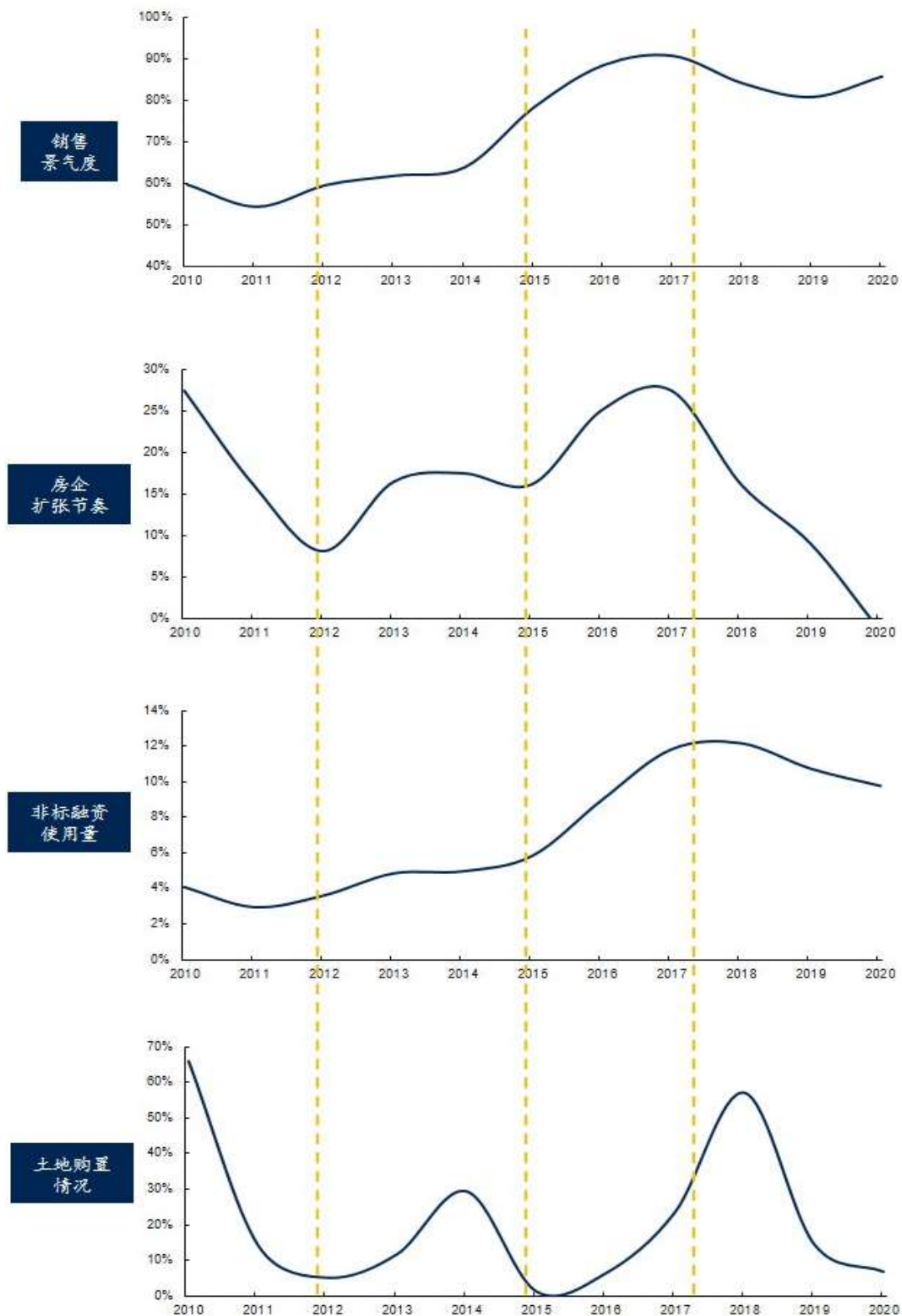
- ◆ **2010 年至 2012 年：高位回落。**经历了 08/09 年的地产高景气之后，销售景气度步入低位，此时房企扩张节奏迅速放慢，土地购置费增速也迅速走低，（当时非标融资基本还非常少见）；
- ◆ **2013 年至 2015 年：“白银时代”。**景气度低位修复，同期房企扩张节奏小幅改善，非标使用缓慢增加，土地购置费增速整体处于低位；
- ◆ **2016 年至 2017 年：“钻石时代”。**“去库存”、“棚改货币化”等政策使得整体景气度迅速走高，并于 2017 年达到历史高位，此时房企也开始了近十年来最猛烈的一轮扩张。作为扩张资金的重要来源之一，非标融资使用量也迅速提升。扩张意味着拿地，因此土地购置费增速也于 2018 年达到 57% 的历史高位。从信用风险角度，这是近十年行业整体风险积累最快的时候；
- ◆ **2018 年至 2020 年：主动收缩。**2018 年二三季度销售景气度高位小幅回落，虽然仍处高位，但多数房企已经变得谨慎，“有质量增长”取代“快周转”，成为行业新的“政治正确”。多数大中型房企开始主动收缩，非标使用量边际降低，土地市场热度整体回落。

销售、土地、房企行为之间，之所以呈现如此高的同步性，背后的行业逻辑有二：

- ◆ **实质顺畅的融资。**尽管自 2015 年开始，地产融资政策持续收紧，但标债易躲，非标难防。“三道红线”和“贷款集中度”政策，尽管起到了一些作用，但房企仍具备诸多规避手段。同时，预售制之下的高 IRR，使得房地产天然具备对高成本融资的承受能力。这一点我们在年初的《融资专题报告（一）》中，做过深入分析，在此不再展开。

- ◆ **较低的进入退出门槛。**地产行业并无严格意义上的“产能”的概念，或者说，**融资途径就是产能。**销售景气度上升时，只要融资跟得上，房企增加产品供给的能力是非常强的，基本不会受到设备、技术、渠道等方面的制约。

图 26: 销售、土地、房企行为、融资之间的高度同步性



资料来源:国家统计局, wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

理性客观地看待信用事件

当前：信用风险范围有限，且已接近尾声，可以更乐观

2021年行业信用风险事件频发，并从以往的小型房企向大中型，甚至龙头房企蔓延，市场对行业整体信用情况的担忧愈演愈烈。我们认为，从行业周期的角度，当前的诸多信用事件，是**2017/2018年行业加速扩张时积累风险的延期暴露**。不会成为全行业的普遍现象，且已经接近尾声。

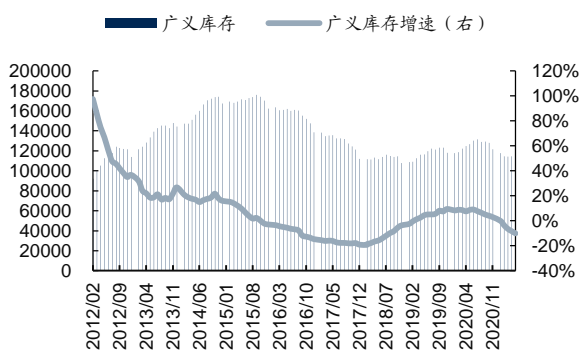
行业不存在系统性信用风险

前已述及，在没有其他非房地产业务沉淀过多资金的前提下，房企债务风险的根源是项目风险，是存货无法变现的风险。存货无法变现的情况，无非房子卖不出去和项目卖不出去两类。从当前市场看，我们认为**两种情况均不会普遍发生，行业也不存在系统性信用风险**。

房子卖不出去会成为普遍情况吗？短期内不会。虽然6月销售边际回落，但从库存和去化率看，当前全国整体仍然是供不应求的，个别区域的去化困难并非行业普遍。从库存看，6月末已开工未售面积为11.4亿平方米，同比-10.1%，且绝对库存水平处于历史低位，库存去化周期0.58年，处于历史最低水平。从新开去化率看，截至6月末的新开工去化率为97%，甚至高于2017年。

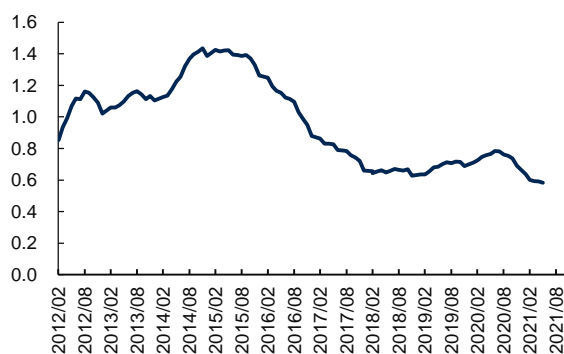
项目卖不出去会成为普遍情况吗？短期内同样不会。部分短期内难以达到预售条件或回款较慢的项目，通过整体打包出售给其他开发商来回笼资金，是完全合理的。不怕卖项目，怕的是项目卖不出去。从土地市场的表现来看，项目卖不出去的情况并不会普遍发生。上半年全国土地出让金达3.4万亿元，同比+22.4%，维持较高增速，300城宅地成交金额2.9万亿元，同比+15.4%。可以看到，土地市场热度很高，这说明开发商对于补库存的需求较为强烈。因此只要价格合适，我们认为**项目无法整体出售的情况并不普遍**。

图 27：库存处历史低位且仍在下降（单位：万平方米）



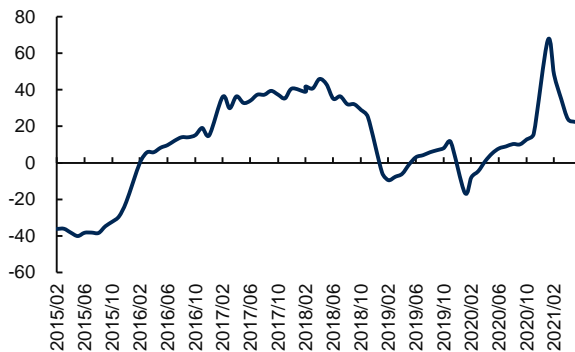
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 28：库存去化周期仅 0.58 年



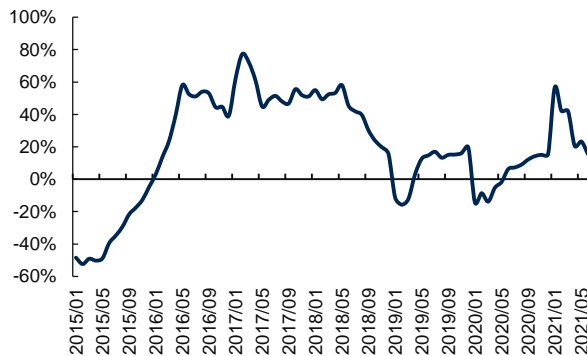
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 29: 土地出让金同比增速 (单位: %)



资料来源:国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 30: 300 城宅地成交金额增速



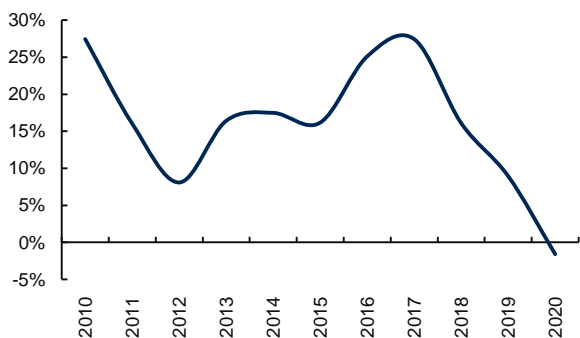
资料来源:克而瑞, 国信证券经济研究所整理

当前已处风险暴露期尾声

从上面的分析可以看出, 由于实质顺畅的融资渠道、较低的进入门槛、房企之间非常大的同质性、土地市场的“价高者得”, 销售景气度较高时, 行业“内卷”就必然趋于激烈。而利润率收窄之下, 加杠杆就成了唯一选择。所以, 行业景气度最高的时候, 房企扩张节奏最快的时候, 恰恰是行业整体风险累积最快的时候。

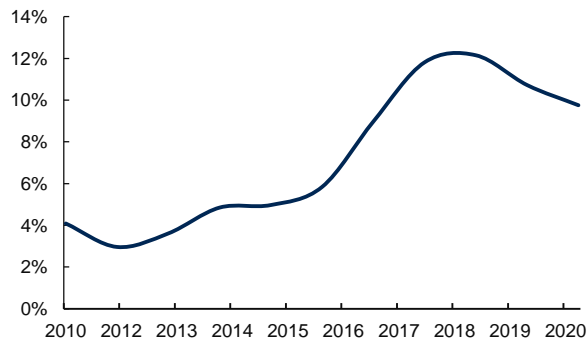
从新开去化率来看, 行业景气度在 2017 年达到高点后, 经历了长达两年半的下行, 这一时段土地市场整体趋冷。从房企的扩张节奏来看, 2018 年开始, 样本房企扩张节奏明显变慢, 至 2020 年甚至出现了近十年来的第一次收缩。同期, 非标融资使用比例也有所下降。可见, 至少从 2019 年开始, 行业整体风险其实是在下降的, 2021 年的信用事件是 2017/2018 两年行业风险的延期暴露, 从时间上看, 已接近尾声。

图 31: 样本房企 2020 年已进入收缩状态



资料来源:国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 32: 样本房企非标融资使用自 2019 年开始减少



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

写在最后: 新一轮风险或许正在积累

虽然我们对近期的行业信用风险保持乐观, 认为风险暴露已经接近尾声。但也需要提醒投资者, 年初至今, 行业新一轮风险可能正在积累。原因有二:

- ◆ 一是房企对未来去化率的预期比较高。房企愿意低毛利拿地, 很大程度是因为对未来去化抱有乐观预期。只要开盘去化高, 项目 IRR 就可以承担较高的融资成本, 以此提高自有资金回报。而一旦去化不及预期, 现金流断

裂风险就会加大；

- ◆ **二是财务技巧更加隐蔽。**低毛利之下，加杠杆是唯一选择，这一点并没有改变。改变的是加杠杆的方式，“三道红线”之下，房企财务技巧必须更加隐蔽，这会导致其财务数据更加不可靠。（我们在《融资专题报告（一）》中列举过“三道红线”下可用的财务技巧，在此不再展开。）

投资建议：对行业信用可以更乐观一些

债务本身是中性的，项目风险才是所有风险的源头。于房企而言，过度关注杠杆控制，一定程度上也是损害股东利益。与常规思路不同，我们沿“扩张行为—经营风险—债务风险”的思路，从侧面分析房企真实信用风险。我们认为，2021年的一系列信用事件，是2017/2018年行业加速扩张时期风险的延期释放，当前行业不存在系统性的信用风险，且风险暴露已接近尾声。**建议投资者对行业信用状况更乐观一些。**

中短期来看，销售端的高景气可能继续驱动土地端的高热度，房企拿地利润率难见系统性改善，地产股可能仍难有明显超额收益。但在此之外，**各类信用事件对板块也有一定压制，而我们认为这是过度悲观的。**个股方面，看好货值充沛的房企，以及持有型资源较多的房企，二者的补库压力相对较小，同时亦能充分分享资产增值的收益。建议关注融创中国、保利地产、金地集团、龙湖集团、华润置地。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2020
01918	融创中国	买入	24.10	7.82	7.20	7.92	3.08	3.35	3.04	0.75
600048	保利地产	买入	11.29	2.42	2.66	2.91	4.67	4.24	3.88	0.83
600383	金地集团	买入	9.65	2.30	2.47	2.74	4.20	3.91	3.52	0.79
00960	龙湖集团	买入	44.10	3.41	3.67	4.46	12.93	12.02	9.89	2.08
01109	华润置地	买入	31.45	4.18	3.74	4.26	7.52	8.41	7.38	0.93

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

备注：港股数据已调整为以人民币计价

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032