

所属行业

房地产

发布时间

2021年9月8日

行业研究

2021H1 年报综述：上限、下限、速度、利润全限的形势下，房企会走向哪？

核心观点：

(1) 营业收入的下滑早有征兆，利润率的下行也并非当下的一时兴起，无非是前期发展的必然结果，对此也并不需要过多的忧虑，重要的更是未来。

(2) 融资环境的变化是企业发展面临的最大变数之一，无论是“三道红线”、还是房地产贷款集中度管理，目的绝非将房地产逼迫至绝境，其核心目标归属只是要控制好风险，这不仅关乎房地产本身，更关乎经济，关乎社会。

(3) 宅地供给“两集中”政策实施之后，房企的投资行为有了更明显的变化，其中有趋势性的走向，也有分化演进的格局，无所谓优劣，好坏，眼下的关键还是需要捭得住。

相关研究：

2021年5月地产月报 集中供地改变投资结构，警惕住宅集中供应下的去化难题【第35期】	20210606
重磅 2021年1-5月中国典型房企销售业绩TOP200研究报告【第83期】	20210531
重磅 2021年1-5月中国典型房企新增货值TOP100研究成果【第41期】	20210530
2021年4月地产月报 集中供地已至，中小房企短时获利，但长期生存难度依然偏高【第34期】	20210506

研究员

于小雨

rain_yxy (微信号)

yuxiaoyu@ehconsulting.com.cn

王玲

W18705580201 (微信号)

wangling@ehconsulting.com.cn

写在前面

坚持是一件困难的事情，坚持做一件认为对的、且有意义的事情有时需要更大的努力。亿翰智库推出年报综述系列始于2017年，当时初心只是简单的想要向行业展示典型房企在经营管理过程中的前瞻性的做法，帮助企业从他人的经验中有所收获，有所成长，即使只有些微的收获，我们的努力也算是有所回报，我们同样为之欣喜。

近五年的时间里，我们每半年就会推出一份深度报告，从未停止，此时此刻，回想当时的初心，那种满怀希望的感受依旧清晰可见，我们也庆幸，能够坚持，也会一直坚持下去。

站在2021年的时点，我们感慨万分。回忆过往，中国房地产行业所迸发出的发展动力让人心潮澎湃。展望未来，我们满怀希望。每一段历史都不可重复且绝无仅有，在中国房地产发展的历程中，2021年有着划时代意义，23年前，即1998年的23号文开启了中国房地产行业高歌猛进的23年，全国商品房销售金额总量已经过了17万亿的大关，正在走向18万亿、19万亿的关口，中国房地产行业繁荣景象让我们心生敬畏和欣喜。在这一高体量的起点上，中国房地产行业的发展也必然将迎来新的改变，变的方向在哪里，或许我们可从企业现下的作为中窥见一二。

摘要

时至2021年3季度，房企的业绩披露已经基本完成，企业经营成效也已立现，其中的变与不变都植入了企业的思考和想法。新的历史环境之下，政策对于房地产的调控使得行业感受到阵阵寒意，而也正由于不甚友好的环境挑战，房企也在越发的保持头脑清醒，更加有定力，有动力，有耐力去应对新的行业形势。

(1) 营业收入的下滑早有征兆，利润率的下行也并非当下的一时兴起，无非是前期发展的必然结果，对此也并不需要过多的忧虑，重要的更是未来。

(2) 融资环境的变化是企业发展面临的最大的变数之一，无论是“三道红线”、还是房地产贷款集中度管理，目的绝非将房地产逼迫至绝境，其核心目标归属只是要控制好风险，这不仅关乎房地产本身，更关乎经济，关乎社会。

(3) 宅地供给“两集中”政策实施之后，房企的投资行为有了更明显的变化，其中有趋势性的走向，也有分化演进的格局，无所谓优劣，好坏，眼下的关键还是需要捱得住。

目录

1、营业收入涨幅走低，利润率下滑是自然结果的释放.....	5
1.1 营业收入增速下滑只是销售业绩减速的滞后反映	5
1.2 营业收入增速下滑的趋势将持续，且不可逆转	6
1.3 利润率下滑成为常态，个位数利润率或会更常见	7
1.4 趋势不可改变，但或可适当阻碍减缓进程	8
2、降债减负是长期化的工作，向绿档还只是第一步.....	11
2.1 减债降负取得实质性进展，多房企实现降速降档	11
2.2 降债减负是长期化工作的，达到绿档则是个开端	13
3、步伐稳、步调沉，步子实才有可能走的快.....	15
3.1 稳健型企业仍有原则性坚守，反之，团队存续的考虑权重更高	16
3.2 深耕聚焦已老生常谈，其模式是否有适应有更新为关键	17
3.3 多元化投资说来轻巧，这一工具的应用是否能信手拈来	17
3.4 量化的硬性约束是不可逾越的门槛，40%的投销比是刚性上限	19
3.5 权益比略微反弹，但开放型合作仍将占据主流	20
4、多元化是否会成为房企逆境新生的路径?	21

核心观点

(1) 营业收入增长放缓是必然趋势,前置性指标合约销售业绩在经历高增长之后会逐步进入到稳定,而后下行状态中,营业收入与销售业绩的变动将保持同步性。利润率逐步下滑已成为行业共识,这一趋势短期内也很难存在有效的方式规避,房企的途径多在于开拓新的利润增长点,通过精益化的管理等方式减缓利润率下行的速度,25%以内的毛利润率水平或会长期持续。

(2) “三道红线”等杠杆控制政策出台后,房企降杠杆、减负债、优结构的动作持续推进,也均取得了理想成效,效果最明显的是净负债率、现金短债比两大指标,剔除预收款的资产负债率则难度相对较大,但在房企的规划中,在政策规定的时间节点前完成“三道红线”绿档也是比较确定的,而且长期化的维持绿档也将成为房企新的挑战。

(3) 激烈的市场竞争下,房企在投资拿地难度不断提高,特别是宅地供给“两集中”政策实行后,投资拿地的难度更是跃升新的台阶。房企投资拿地呈现出以下几大特点:

其一、投资拿地整体趋于谨慎,在不断有房企爆发出风险的情况下,房企风险防控的意识不断强化,但同样也有房企为了团队存续而拿地,如此不免造成风险的积累,后续仍需高度警惕;

其二、更加精细化、精准化的聚焦深耕成为房企的惯用方式,聚焦深耕的范围也集中在能级较高、基本面较优、需求支撑力更强的城市群或城市,以求提升市场竞争力,夯实品牌影响力;

其三、公开市场拿地难度上升,房企更多的去寻求多元化的拿地方式,城市更新、收并购、一级土地开发、产业勾地等都被房企广泛采用,但在短期内,诸如此类的投资拿地方式很难对公开市场拿地形成绝对替代,也需要警惕各种拿地方式带来的负面效应;

其四、40%的投销比指标被再度重申之后,房企显然已在投资资源投入上设定了上限值,40%便是一道硬性指标,将长期约束房企的投资决策;

其五、虽说权益比例有回升的迹象,但是长期看,房企保持开放态度,合作共赢仍将长期存在,70%左右的权益比例或是常态化的存在。

(4) 多元化是房企在新的行业形势下做出战略性应对举措,而当前阶段,各项新的业务尚不能取代地产开发业务的地位,大概率作为营业收入和利润的调整项,但同时也需要警惕过多的多业务投资或将为企业带来的风险积累。

正文

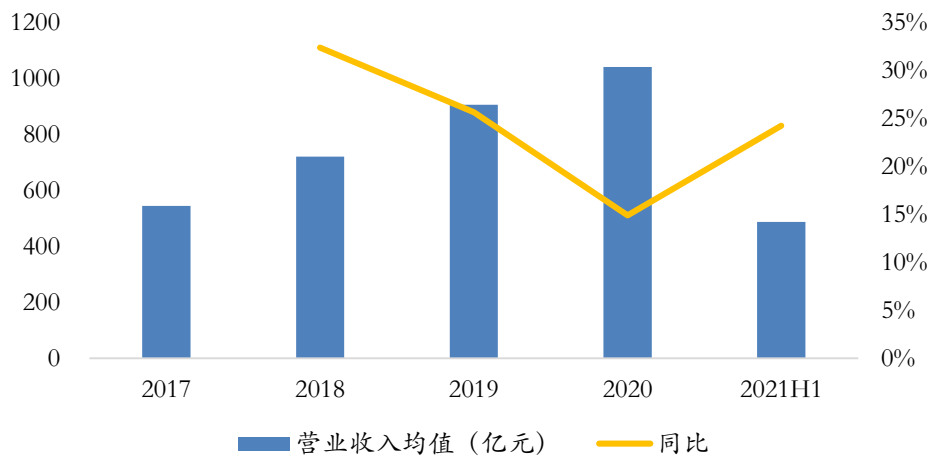
1、 营业收入涨幅走低，利润率下滑是自然结果的释放

1.1 营业收入增速下滑只是销售业绩减速的滞后反映

几年前，我们就已经在讨论房企业绩增长放缓的现象，销售业绩的增长已经进入到比较平缓的阶段，由销售业绩到营业收入，虽有时间差，但趋势是一致的，所以房企营业收入的变动趋势在我们的预期之内，至于增速和变动的具体数据，一看便也明了。

从数据上看，营业收入增长速度保持放缓的趋势，2021年上半年E50房企的营业收入同比涨幅为24%，虽较2020年全年涨幅有所提高，这与2020年同期疫情影响造成的低基数效应有关。

图表：E50 房企营业收入变动情况走势



资料来源：亿翰智库，企业年报

事实上，预测全年数据指标，放缓的趋势难有根本性改变：

(1) 销售业绩指标的前瞻性指标决定，前期销售业绩增长放缓，营业收入增长减速理所当然；

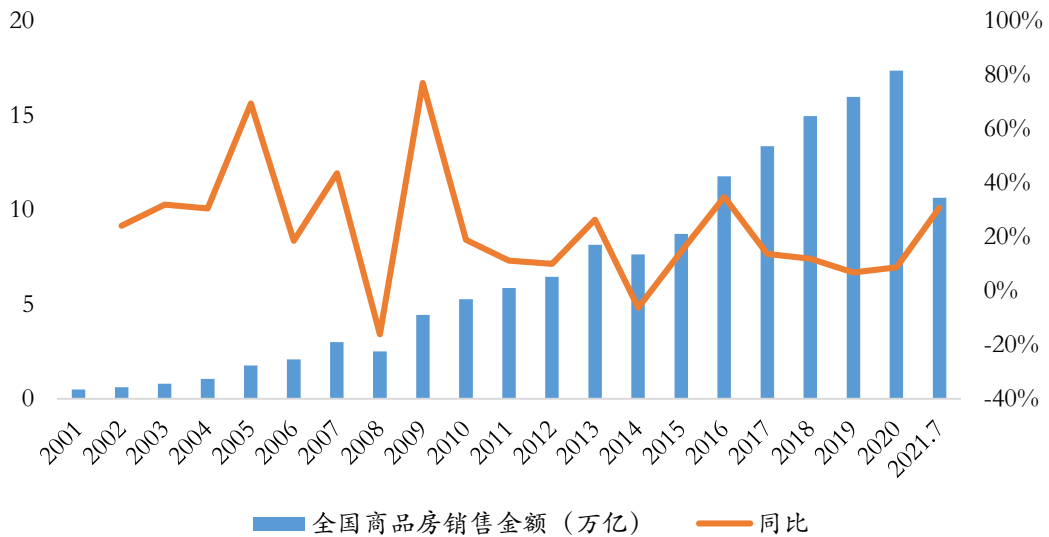
(2) 项目结转结构的安排，由于不同项目结转时间和节奏安排的差异存在，上半年满足结转条件的总量有限，所以也会相应拉低结转营业收入总量；

(3) 非房地产开发业务，如轻资产的物业管理、代建等业务处于规模扩展的阶段，规模的高增长一定程度上拉高了营业收入的增长速度。

1.2 营业收入增速下滑的趋势将持续，且不可逆转

从前置指标来看，销售业绩的表现情况大家有目共睹，从历年的年度数据来看，全国商品房销售金额下滑的趋势已表现的异常明显，2021 年以来，这一增速虽一度在高位，但是下滑的速度同样肉眼可见下滑，至 2021 年 7 月，全国商品房成交金额累计同比已经由 1-2 月的 133.4% 下滑到 30.7%，前期的高增速与 2020 年同期疫情造成的低基数有着不可分割的关系。当这一因素的影响逐步消退，基数效应不再发挥大的作用，销售业绩从 7 月份开始出现乏力现象，从房企单月的销售数据来看，单月销售业绩普遍负增长，8 月依然延续乏力现象。

图表：全国商品房销售金额同比涨幅走势

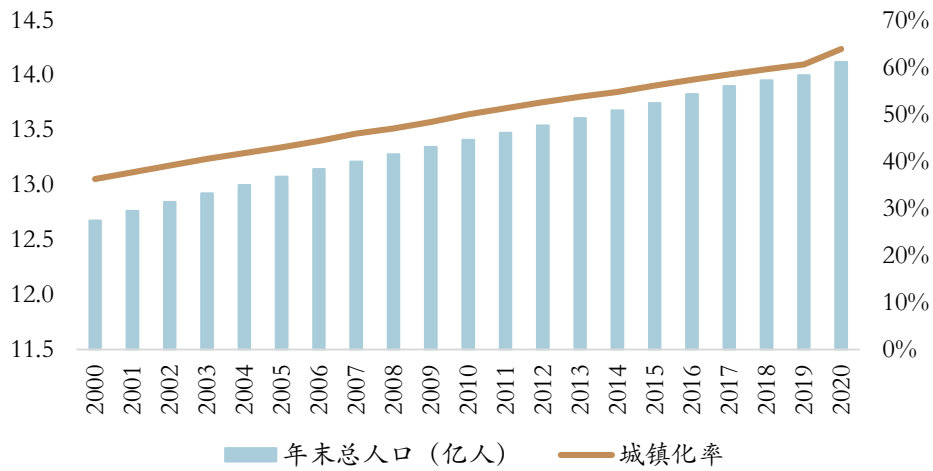


资料来源：亿翰智库，国家统计局

由于各种政策的严格约束，特别是三道红线等政策直接控制管控了企业所能利用的资源总量，这从源头上打破了起初依靠杠杆推动发展的逻辑，限制房企成长速度，销售业绩本身的增长也会相应下行。

从另一角度来说，中国房地产行业的发展伴随着中国城镇化的进程，也即享受人口城镇化的红利，跟随人口向城镇的转移，住房消费需求有序释放，因此带动了中国房地产行业多年来的高速增长。至 2020 年末，中国的常住人口城镇化率已经达到 64%，距离发达国家 70%、80% 的城镇化率虽仍有一段距离，但城镇化的进程已经减速，也就意味着为中国房地产市场释放增量住房消费的空间会有所收缩，全国商品房销售金额的总量会在一定阶段内开始下行。这毫无疑问表示，一定阶段内，房企结转到表的营业收入的增速也会有保持一致的放缓。

图表：历年中国人口城镇化率走势



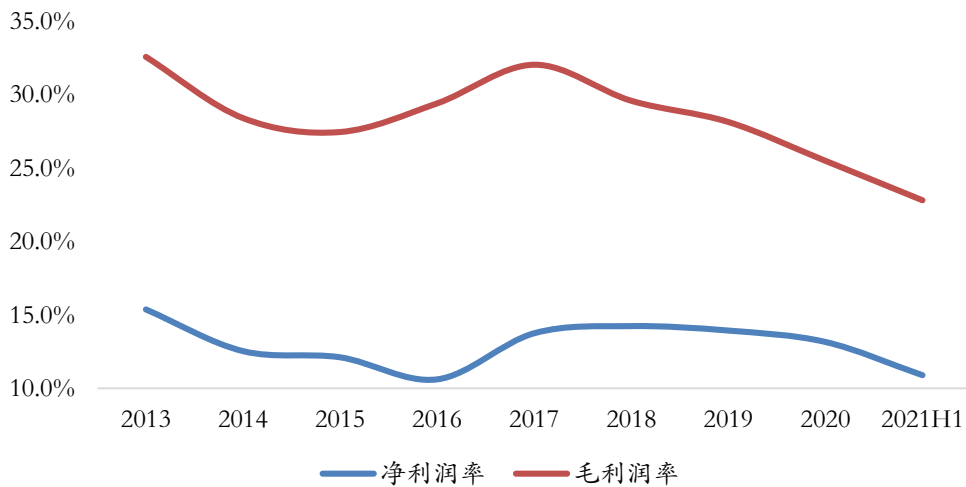
资料来源：亿翰智库，国家统计局

备注：人口城镇化率=城镇常住人口/常住人口总数*100%。

1.3 利润率下滑成为常态，个位数利润率或会更常见

从房企利润率数据走势来看，无论是毛利润率还是净利润率都呈现出明显的下滑趋势。2021年上半年，E50 房企的毛利润率均值为 22.8%，较 2020 年下滑 2.7 个百分点，净利润率均值为 10.9%，较 2020 年下滑 2.3 个百分点。

图表：E50 房企毛利润率与净利润率走势



资料来源：亿翰智库，企业半年报、企业业绩公告

房企利润率的下滑有其历史因素可供追溯，且这些因素造成的影响具有不可逆性：

(1) 从**项目结转周期**角度来说，由于滞后型的结转机制，结转至 2021 年上半年报表的项目来自于 2018 年、2019 年期间获得的土地，当时市场行情仍保持向好的态势，人们对于土地的争抢意愿较高，土地价格维持高位，房企在获取土地时，既对政策放宽有预期，又对房价上涨加了预期，但在地价房价的联动调控下，政策放松和房价上涨的预期基础都不存在，房价上涨空间受限，利润空间被无限压缩，进而拉低了整体的利润率水平；

(2) 从**结转货值的结构**上看，为了能够快速实现项目的去化，企业可能会采用一些价格优惠的方式进行库存去化，降价促销或降价实现库存去化等等，其中可能也包括其他诸如车库、社区商业等业态，这种业态库存的去化可能需要更大力度的让利，才能达到理想成效，这种情况也会对利润的释放产生反向力。

与此同时，也不排除另一种可能的存在，为了规模扩张的目标，一些房企会存在为了投资而投资的情况，所拿地块无论是现金流，还是利润率都无法有较好的实现，所以当下的重心就是努力实现减负，价格让渡幅度更高，所以利润率表现可能也并不如人意，这也必然影响利润率的整体表现。

(3) 从**利润组成情况**来看，利润率表现相对较优的企业，其主营业务除了地产开发外，可能还有持有型物业的经营管理，轻资产的业务，如物业管理、代建等等，相较于地产开发，这些业务的利润率可能会相对较高，因此可以对企业的利润率表现提供较有力的支撑。另外，可能还来源于其他收入和收益，其中比较常见的科目便是投资物业公允价值变动损益，收购物业的评估增值，资产的处置等等，这些因素都会成为企业利润率表现仍有优势的主要原因。

对于利润率下滑的趋势，行业已经形成了比较一致的预期，但是房企的普遍反映是毛利润率在 25% 以内可能是个常态化的存在。未来利润率仍需要经历一个持续探底的过程，至于 2021 年会不会成为利润率的底，可能还不太好说，还需进一步去观察企业的投资拿地情况，成本费用的管控情况等等。对于日常以稳健经营见长的企业，其利润率或可以在一定阶段内保持稳定，而不出现大波动；反之，对于一些伴随高杠杆而生的企业，其未来利润率可能仍会有进一步下探的可能。由于地价、房价的联动调控，行政性政策的持续升级，融资政策的不断加码，即使利润率触达底部，也不太可能会出现比较大幅度的反弹，小幅的走高或是较大的期待项。

1.4 趋势不可改变，但或可适当阻碍减缓进程

从房企利润率下滑的主导因素来看，这种趋势性变动或具有长期性。从土地成本上看，地价高的客观实际无法有根本性的改变，优质土地资源的总量是有限的，而企业对于有限资

源的获取意愿是无限的，在供需不相匹配的现状下，土地的价格大概率会被推升到较高的水平上，而且很难有下行的可能。

从首次集中供地各个城市的实行情况来看，热点城市的土地市场异常火热，土地价格、溢价率都在高位徘徊，虽然后续有政策明确要控制地价和溢价率涨幅，各地也在有序调整土地公开竞拍规则，但可以想见，对于地价的控制或是一定范围之内，地价大概率在一定范围内稳定增长，但不太可能会出现下滑的情况，而且商品的供需关系也决定了热点城市的土地价格不太可能会出现下滑。而房价一定会在政策的严格调控之下，“住有所居”的核心诉求也不允许房价出现明显上涨，所以在可预见的范围内，房企的利润率空间有相对有限的，整体利润率向着制造业利润率过渡的趋势是比较确定的，未来房企实现个位数的利润率或是比较常态化的事件，房企对此也已经有了明确的认知和准备。

但是对于利润率的下滑，房企还是有一定的思考和想法在其中，以尽可能减缓利润率下滑的进程，并实现利润率的稳定：

(1) 地产开发之外，开拓出第二增长曲线。从当前国家对各个行业的调控逻辑来看，任何曾经高利润，占有较多资源，甚至于形成垄断的行业都会遇到政策的调控和整治，如教育行业、互联网行业，其目的都是为了更好的实现公平的分配，对于地产行业的调控目的也在于此，并不是为了让房地产行业彻底无生存基础，而是让房地产行业的发展更加合理，将本来用之于地产行业发展的资源和红利转移到其他领域。

在大的政策导向下，房地产行业向制造业回归的趋势已经比较明确，房企也已经有了比较明确清晰的认知。所以在地产开发之外，房企也会积极主动的去寻找地产开发业务之外的可能性，发展多条赛道，像物业管理、代建等相对轻资产的业务，商业运营管理、产业园区等周期相对较长的业务，通过较长期期限的运营管理，为企业后期的发展带来持续稳定的现金流和稳定的利润贡献。也有企业会转向城市更新类较长期资源的开发运营，虽然周期较长，但对比公开市场的土地资源获取，其在成本端具有明显优势，利润率表现也更可观。

(2) 做好投资拿地安排，有效控制成本支出。土地价格居高不下有其客观因素制约，在有限的要素总量下，资本的追逐必然会拔高其价格，同时，房价处于政策的严格控制下，大幅上涨的预期基础已经不存在，所以控制好土地成本支出是为利润留足空间的最直接有效的方式。企业通过设立严格的投资拿地标准，创新拿地方式，避开热点区域或城市等举措进行拿地成本的控制，为利润的稳定留有一定的空间。

可以看到，首次集中供地中，一些房企或限于门槛，或惧于高地价，或受制于“三道红线”约束，在土地市场上分毫未获，短期内看或不利于企业发展，但至少能够保持住现有的优势，现有的资源也不至于不能够维持一定阶段的消耗。而有部分企业会为了所谓的现金流，

而略带盲目性的进行资源获取，最终的结果可能会既无现金流，也无利润，问题的爆发时间只是后延而已，这对企业而言意义或并不大。

(3) 提升效率，科技赋能，向管理向效益。行业高歌猛进的阶段，企业快速发展的权重更高，为了发展，管理可能会存在一定缺位，当行业发展越发成熟，组织架构也逐渐成型稳固，此时就需要提高对于管理的重视程度，管理更加精细化，在管理中纳入更多科技元素，提高管理的效率，减少任何环节的不必要的资源浪费，通过更细颗粒度的管理能够为企业利润的释放带来一定基础空间。

当前，房企普遍都在进行所谓的精细化管理，精益型治理，通过落到更细微处的管控，把任何可能的出血点都堵住，出口被堵，浪费和无效的支出被控制之后，多处的积累便能够为利润的释放带来更多释放的空间。在注重管理赋能的同时，房企也在加大力度提升对于信息科技化手段的利用，实现管控的高效化智能化。而且在改善组织管理能力的同时，企业也在有意识的处理好管理与经营之间的平衡，不因管理约束经营，也不因经营而造成低效管理。由于曾经的高速发展，房企的管理存在疏忽的地方，组织管控能力和效率的提高最佳的入手点和落脚点，一定阶段内也有较大的调整空间，在组织管控调整到最优状态之前，以管理提效能都有很大空间可供利用。

(4) 产品品质提升，强化竞争力，确保利润的释放。如果仔细翻看房企的半年报，半年业绩公告，业绩演示文稿等资料，可以发现当前房企有个共性的动作存在，那就是提升产品力，夯实企业竞争力，在同业竞争中能够获得更高的话语权，即使不能获得更高的溢价，也相较于周边竞品也能够实现更快的去化速度，更快的回款，对于企业的长期发展同样大有裨益。从资源获取上看，我们也都了解到，一些城市在土地出让时会设置一定的门槛，如竞品品质、定品质，也就意味着真正能够在产品品质上有优势的企业，或多或少也能够在资源获取上获得既定倾斜。从消费者需求变化来看，放眼当前行业内各房企的产品情况，除了少量房企的产品品质优势相对突出之外，其他多数产品可能具有较大的同质性，这对于消费者需求的满足能力仍有一定欠缺，所以真正能够高品质，并能够有所差异的产品更能够帮助消费者做出消费决策。

从亿翰智库的角度出发，房地产行业利润率的下滑是历史必然的趋势。从事物的发展规律来看，当行业发展足够成熟，高利润率的状态大概率不能长久维持。而且房地产行业政策的导向也非常明确，房地产行业不仅仅要实现经济效益，更需要实现社会效益，既然如此，高利润率，甚至于略带垄断的属性都不能让社会稳定的目标顺利达成。虽然利润率会朝着制造业的平均利润率回归，在这个过程中，房企仍有很多空间可以努力，努力减缓利润率下滑的速度，延长利润率下滑的进程，让房地产行业的生意仍然有得做，并能做的长久。

2、 降债减负是长期化的工作，向绿档还只是第一步

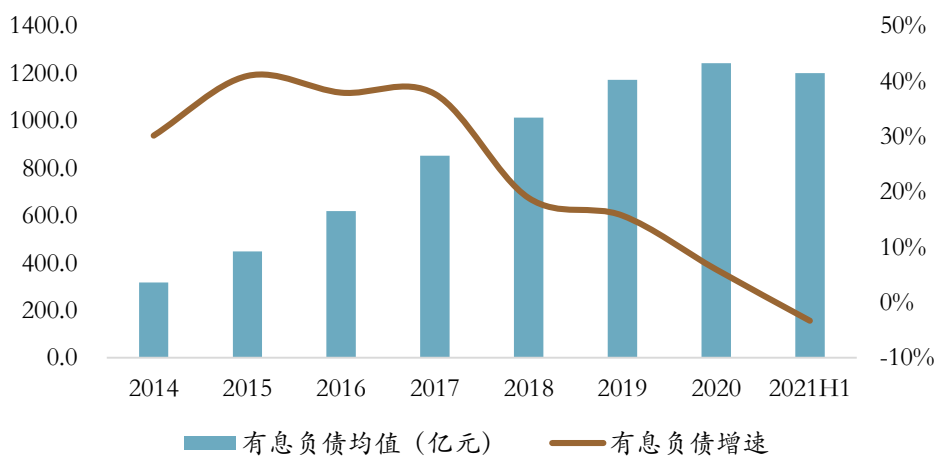
2.1 减债降负取得实质性进展，多房企实现降速降档

房地产行业的调控的本质归属在哪里？答案落在控制风险上，不能让集聚了较多资源的房地产行业爆发出大范围的风险，否则牵一发动全身，上下游相关的产业链条都将可能被严重波及。银保监会主席郭树清多次提出“房地产是现阶段我国金融风险方面最大的“灰犀牛”，所以对于房地产行业的金融资源总量必将处于严格收缩的状态，所以从融资端、信贷端的政策来看，任何可能被用来加杠杆的融资渠道都处在严格管控之下，资管新规，“三道红线”、房地产贷款集中度管理、信托严控、消费贷、经营贷严查等政策都在全方位封锁住房企的杠杆空间。

自2020年8月针对房企端去杠杆的“三道红线”出台后，“三道红线”已然成为企业经营发展过程中重要参考准则，无论是否属于“三道红线”试点企业范畴，都需要以“三道红线”作为基本原则，全行业都在以“三道红线”指标规范行为。三道红线指标表现不佳的企业不仅在融资增量上受到约束，更会成为其土地资源获取上硬性门槛，部分城市在土地出让时就明确表示，三道红线指标处于红档的企业将不具备参与土拍的资格。

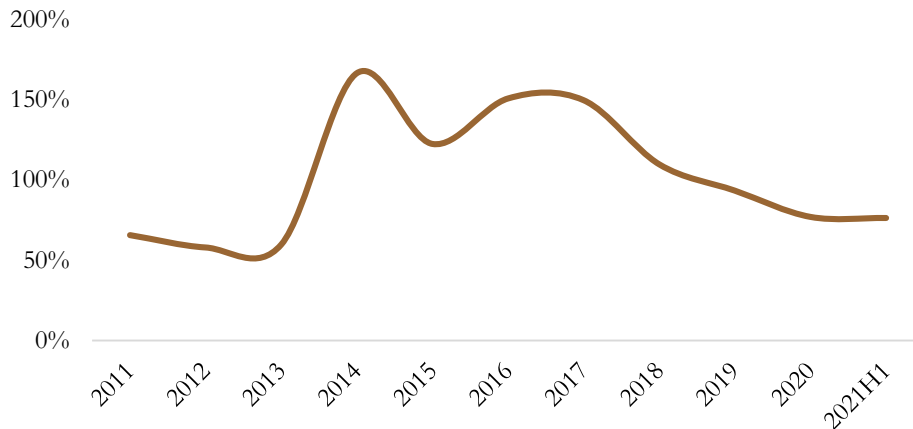
鉴于此，行业内绝大多数企业都在努力推进“三道红线”达标工作，从2021年中期企业公布的有息负债及“三道红线”指标情况来看，各企业的去杠杆、降负债工作均取得了实质性进展。E50房企有息负债增长的下滑趋势持续，截止2021年6月30日，E50房企的有息负债均值较2020年末数据的涨幅已由正转负。净负债率均值已由高峰期的接近170%下滑到2021H1的不足80%，降负债、优杠杆、控节奏的成效显著。

图表:E50房企有息负债总量变动情况走势



资料来源：亿翰智库，企业半年报，业绩公告

图表：E50 房企 2011-2021H1 净负债率均值走势



资料来源：亿翰智库，企业半年报，业绩公告

经营稳健的房企，如龙湖集团、华润置地、宝龙地产等均处于绿档，而且由于持续稳健的发展风格，在红线允许的上限范围内仍有一定调整空间。

龙湖集团—“三道红线”连续5年绿档

截至 2021 年 6 月 30 日，龙湖集团净负债率进一步下降至 46%，现金短债比达到 5.48 倍（剔除预售监管资金及受限资金后现金短债比为 3.91 倍），剔除预收款后的资产负债率为 68.3%，连续五年“三道红线”维持绿档，如此稳健安全的财务结构企业的长远发展带来明显的先发优势。

其他仍未达到绿档的企业，其净负债率、现金短债比指标也较 2020 年同期和 2020 年末有较为明显的改善，但剔除预收款的资产负债率虽有改善，但是整体改善幅度有限，未来也仍将是改善难度最大的指标。

图表：2021H1 典型“三道红线”绿档房企

企业名称	三道红线指标		
	净负债率 (<100%)	剔除预收款的资产负债率 (<70%)	现金短债比 (>1 倍)
中国海外发展	33.8%	60.2%	2.6
华润置地	37.4%	60.9%	2.3
中国金茂	43.1%	67.9%	1.3
龙湖集团	46.0%	68.3%	3.9

企业名称	三道红线指标		
	净负债率 ($<100\%$)	剔除预收款的资产负债率 ($<70\%$)	现金短债比 (>1 倍)
弘阳地产	53.9%	69.4%	1.7
华侨城	74.3%	69.2%	3.2
宝龙地产	77.8%	70.0%	1.1
佳兆业集团	93.7%	69.9%	1.53

资料来源: 亿翰智库, 企业半年报, 业绩公告, 业绩演示文稿

2.2 降债减负是长期化工作的, 达到绿档则是个开端

未来来看, 推动去杠杆、降负债工作将是一件长期化工作, 在“三道红线”政策规定的截止时间完成降债目标需要企业持续稳步推进。对此, 房企也有了较为明确的规划举措:

(1) **控制拿地力度和拿地成本支出**, 可以看到, 一些企业由于“三道红线”指标的硬性约束, 2021年在拿地上表现较为谨慎, 只在部分城市中获取少量土地;

(2) 或暂停拿地, 或转向热度较低, 竞争强度有限的城市获取土地资源

由于资源的有限性, 热点城市自身的资源禀赋, 集中供地政策的推行, 热点城市土地市场竞争热度居高不下, 利润不断被摊薄, 出于安全性和成本管控的考虑, 企业或选择暂停拿地, 或避开高风险地区, 转向市场热度较低, 竞争强度相对较弱的城市去获取土地资源。

(3) 开拓多元化的拿地模式, 加大合作开发力度, 有效降低支出, 控制风险

除了公开市场招拍挂拿地外, 房企也在有意识的开拓多元化的拿地模式, 通过勾地、收并购、国企合作、TOD、一二级联动、城市更新等多种方式进行土地资源的补充, 进而控制成本支出。而且, 由于拿地难度的不断加大, 房企也更多的寻求与合作伙伴的强强联合, 通过合作开发实现资源共享、风险共担。

(4) 合理安排竣工交付, 加快项目结转, 增厚权益

(5) **加强资本市场融资力度, 优化融资渠道, 通过长债置换短债, 低成本融资置换高成本融资, 优化债务结构**

(6) 提效益、优管理、控成本, 减少不必要的成本支出, 保持成本费用支出的合理性

(7) 加大回款力度, 逐步改善现金流

融资环境逐步趋紧的当下，外部资金的获取难度不断攀升，只有企业自身的现金流才是保障性更强的资金来源，各房企普遍将抢抓回款作为日常重点工作之一，并将回款作为日常考核的重要指标，回款质量的优劣将直接与员工的绩效挂钩。

(8) 从企业层面引入战略投资者，提高企业权益总量

从企业降杠杆的角度出发，快速增厚权益的方式能够在降杠杆上取得立竿见影的效果，增厚权益的最直接方式也莫过于从企业层面直接引入战略投资人，很多企业都已经身体力行，杠杆率也实现了快速的下滑。但是在使用这一方式需要注意风险的防控，因为通常引入战略投资人时，企业需要对应做出业绩承诺，如果业绩承诺无法达成，企业也需要付出较大的代价。

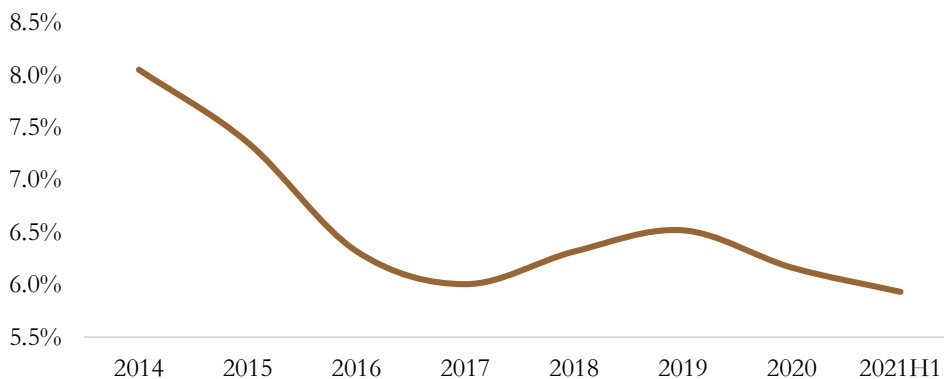
(9) 非核心业务转让，最快速时间去化历史库存，加快现金回流

对于一些企业来说，其债务高企的部分原因在于曾经的投资决策，或其他多元化业务的过多投入，或投资的盲目推进。因此企业在缓解现金流压力方面，也会通过转让非核心业务或加快历史库存去化的方式去做好现金流的安排。行业内比较普遍的业务转让有物业管理的转让，医药、健康等业务。历史库存上，范围不仅仅包括住宅项目，物流地产项目、车库、车位、底商，商业配套等都成为企业历史库存去化的主要标的。

(10) 提升信用评级，降低融资成本

根据观察，融资环境进入紧缩阶段后，房企在评级提升方面的努力更多，关注度更高。希望能够通过经营的改善，与评级机构有比较好沟通，获得比较理想的信用评级，如此在融资上能够获得更多的加持，进而降低融资难度和融资成本，减少财务费用消耗。

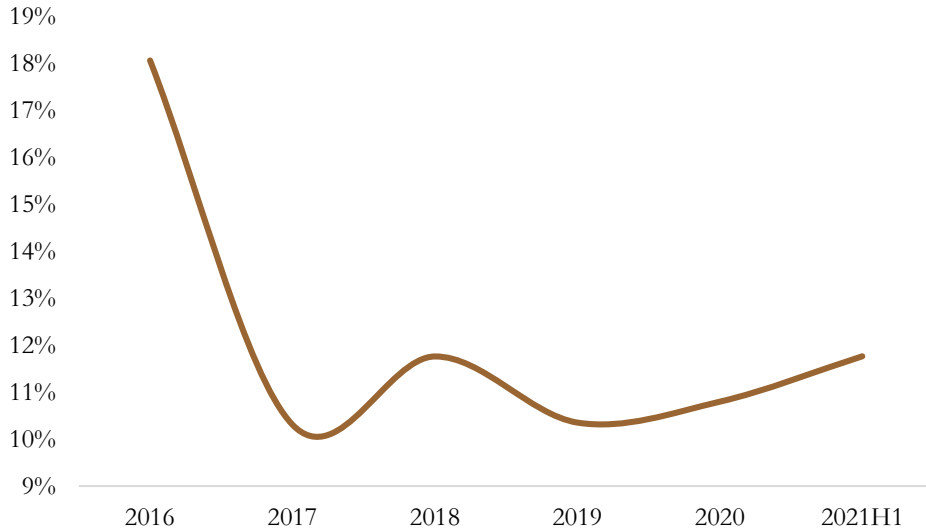
图表：E50 房企加权平均融资成本均值变动走势



资料来源：亿翰智库，企业半年报，业绩公告，业绩演示文稿

而且从以利息支出口径计算的财务费用率来看,这一指标较高者则可能达到20%,甚至于更高,这对于利润率的侵蚀程度不容小觑,若能够在现有的利息开支上有50%节省,那也将为企业整体的利润率留有较大的空间。

图表: E50 典型房企财务费用率走势



资料来源: 亿翰智库, 企业半年报, 业绩公告, 业绩演示文稿

备注: 财务费用率=利息支出/营业收入*100%。

长远来看,房地产行业去杠杆进程将持续推进,“三道红线”指标的达成和维持是一个长期化的工作,在合规、合理、健康、安全的范围内做好经营管理才是政策对于房地产行业、房地产企业的本质诉求归属。原先高杠杆,快扩张的模式已经进入到收尾阶段,即使没有政策的硬性约束,这种发展风格的转变也是历史的必然趋势,加足杠杆谋求快速扩张的阶段,一方面聚集了大量的资源,另一方面在积累沉淀的过程中,一些风险因子也会伴随而生,企业的存续和发展必将是以长期化为首要目标,所以安全的发展一定最终的必然选择。

当前,既已有外部政策的客观约束存在,适者生存的法则将长期持续有效,只有在政策允许的合理水平之下,企业才能够有的空间去做更加长期的安排,“三道红线”指标达成绿档要求,只是从当前开始开启未来新发展阶段的起点,或者说刚刚是个开始。

3、 步伐稳、步调沉, 步子实才有可能走的快

2021 年一季度开始,22 城市开始试点宅地供给“两集中”政策,即住宅用地集中公告、集中出让,一年内出让次数原则上不多于三次,也就意味着在这些实施新政策的城市中,你

所能把握的拿地的机会只有三次,如果错过了机会,一年内可能再没有机会再在这座城市拿到地。政策出台的初衷在于通过集中的出让,能够增加土地供给,最终“稳地价、稳房价、稳预期”,各项政策的目的指向都更多的考虑到社会效应,社会的影响,民生的意识更强。

在不同的市场环境下,企业在投资端的经营决策也有一定的调整,其中有不变的坚守,也有变动性的改革,归根到底都是希望能够在日益严峻的行业的形势下,能够很好的把握住机会至少实现平稳的存在。

3.1 稳健型企业仍有原则性坚守,反之,团队存续的考虑权重更高

从房企拿地情况看,首次的集中供地中,市场整体的热度仍在高位上徘徊,集中供地的政策距离要实现的目标仍有一定差距存在,这与政策本身的不完善或有一定关系,但土地资源本身的属性可能才是价格维高不下的本质原因。资本可以再生,但是作为土地资源,其本身的有限性和不可再生性,就决定了在资本的追逐之下,价格必将是走向更高的水平,也就注定了参与资源争夺的各参与方,有多有斩获者,就必然有毫无所获者,得失之间必有新的平衡产生。

可以看到,房企在拿地时,一些财务表现相对较优的企业,土地投资的情况相对乐观,反之,财务压力较大的企业,在土地市场上的表现难言乐观,“三道红线”指标全红的企业可能在集中供地的城市毫无所获,在非集中供地的城市也未有多少获取。

总体来看,在拿到地的企业当中,其拿地也有着自身的坚守在其中,实现也会有比较严格的标准限制,现金流是其中的最优先考虑项,在实现现金流的基础上再去谋求一个相对可以接受的利润率。特别是一些发展比较稳健企业,在投资拿地上的原则坚守具有较深的动力,但在土地价格仍在高位的情况下,即使有着严格的测算和投资约束,但项目整体利润率情况较之以前仍有下行的趋势,只是在投资上原则性坚守更强的企业,其利润率下滑的幅度或较之行业有一定的优势存在。

而一些经营风格略显粗犷的企业,其拿地则可能有更多的其他因素干扰,为了拿地而拿地,为维持住团队,只能顾及到眼下,至于后面的惨淡的财务表现可能要在2-3年后才能慢慢呈现,这有略带自欺欺人的属性存在,这也好理解,小边界内的利益与大范围内利益之间本身可能就存在博弈和不一致性,团队的存在或才有可能为后续的发展和整体利益的存在提供基础,至于这种基础是不是能够带来理想结果可能也尚未可知。

3.2 深耕聚焦已老生常谈，其模式是否有适应有更新为关键

如果关注于房企的投资决策和投资思考，你会发现深耕、聚焦是各大房企热衷谈到的词汇，深耕聚焦的范围也无外乎是已经进入的城市，基本面较优的核心城市群。在高歌猛进的阶段，多数企业投资的范围可能也是这些核心的城市群，毫无疑问，购房者消费需求的实现需要有一定的基础实现，需要有人口、有经济实力，核心城市群无疑是各种需求释放的最佳地域，房企也必然会集中于这些区域，只是范围的选择上、聚焦的程度上可能会有所不同。其实在过了2016年、2017年、2018年之后，房企聚焦的心态越发的成熟，希望借由对核心城市群的聚焦能够有比较先发的优势，在城市群内部的聚焦上，可能精准度更强，不再是原先在一个较大的范围内广泛的撒网，去寻求概率，寻求覆盖面，现在则在更小的范围内持续的落子，放眼望去，目之所及，皆为企业项目所在，不求广覆盖，更求小范围的深度，由广度到深度的转变，也是企业战略转向的核心体现。地理范围上的广撒网更多是一种数量指标的达成，这种布局的想法实则对于企业在城市话语权的提升和基础实力、品牌影响力的夯实，其作用是有限的，相反，更小范围的渗透可能更容易掌握这一范围内的话语权和市场地位，企业可以最大程度上决定消费者的消费决策。

这种聚焦深耕的范围也不再局限在城市群的框架下，而是在一个城市内，在城市范围内的一个片区，甚至更小的地理边界内，这样才是更可控，更易把握的。狭隘一点的说，如果一个较小的范围内，都是你的项目，而且产品质量过硬，并在配套安排上形成了良性的生态圈，能够有效的满足消费者衣食住行医教养等各种需求，那么何不在将购房的消费需求释放呢？从企业自身的角度出发，更小的范围内，企业也更容易建立生态圈子，将一切可能迎合消费者需求的业态进行整合，更容易付诸实践，即使模式并不成功，代价也是相对可控的。

回归到房企的投资拿地数据上，房企的土地储备资源基本聚焦在核心的城市群内，少则60%在核心的长三角、大湾区、京津冀、成渝、中西部等城市群，多则90%甚至于更高的比例。新增土地投资更无需赘言，都是向核心的城市群倾注资源和资本，特别是已经在核心城市群内已经有所沉淀的企业，继续夯实市场竞争力的力度只会有增无减，像融创中国、龙湖集团这些以深耕化布局风格见长的企业，其新增的土地储备仍然是集中在已经有较深基础的城市中，新增的资源补充对于企业整体得发展只会是锦上添花，而且除了土地价格的成本之外，其他附加成本的支出会保持着边际递减的状态。

3.3 多元化投资说来轻巧，这一工具的应用是否能信手拈来

拿地难度大这一点无需多言，所有人都有共识存在，优质的资源总量是有限的，所有企业都想要获取，竞争的产生就必然会推高资源的价格。公开市场拍地的难度不仅仅在于资源的有限，还有拿地门槛的抬升，即使有获得既定土地的资源储备，也未必能够将资源的效率发挥到最高。所以在拿地的方式上，企业也有意去做更多的探索和尝试，希望能够多举措共

同行动增加获取资源的可能，像收并购、产业勾地、城市更新、一级开发、TOD、国企合作等等，这些都是为了获得资源而广泛采用的方式。

就城市更新来说，多数房企都已经有所涉足，但实质上能够拿到资源，并能实现资源价值变现的难度也非常大。而我们真正能够看到的，或者在行业内具有代表性城市更新成功项目的也就是行业内较早就开始从事城市更新业务的企业，即使是在城市更新领域有过很深经验积累的企业，也毫无掩饰城市更新项目实际操作层面的难度。现在为人们所称道的成功的项目也多是前期已经成功的项目，近年来真正做得好的项目可能也比较匮乏。

从拿到城市更新项目来说，只要想方设法去获取，无论是独立，还是寻求抱团，借助有经验者的力量，总有可能去拿到项目，但是最终这种项目资源的存在能够给企业带来多大正向赋能难以衡量，即使最终能够将项目推出，但这种长周期的经营方式也并非所有企业都能适应，时间成本的付出也非所有企业都能承受。

收并购更是为多家企业所采用，相较于一些公开市场拿地，城市更新项目，如果收并购的项目产权清晰，并无债务压力，而且是项目中途资金链压力较大时退出，那么收并购项目的一方或可以既能有效益，又能有速度。但是当前行业环境下，企业资金链的困境问题越来越凸显，真正能够既产权清晰，又没有隐形负债的标的只会少之又少，收并购时更需要慎之又慎，否则可能收购之后困境更大。很多项目收购之后或能够快速实现货值推出，但在一定时期后，反映在财务报表端，其表现也难以如人意。同时，一些项目可能会存在一些难以解决或者需要花费较多精力和资源去解决的问题，项目获取之后，一来不能很快实现供货，二来也会对现有资源形成消耗，这对企业来说绝非正向消息。

产业勾地也是部分企业在拿地时会采用的方式，而当前的产业勾地所凭借的产业多数多为持有型的商业、办公、酒店等业态，还有部分企业当前经营的文旅、康养等，产业勾地的方式相对而言，确实有可能获取相对有价格优势的资源，一些城市在治理上也越来越重视于产业在城市长期发展过程中的长效性，通过产业的有效经营，为城市注入源源不断地活力。整体上看，在城市发展的前期或者比较早期的阶段，城市对于产业的需求更高，企业也更容易通过自身所谓的产业去获得资源，但是随着城市的发展和治理完善，很多产业已经处于饱和甚至供过于求的状态，阶段性的重点倒不再是产业的引入，而是产业结构的优化升级，过剩的部分需要清理整备，真正高质量的产业才有留存的空间，整体上产业勾地的空间在缩小，产业勾地的难度也在提高，只有真正有体系化产业储备的企业才有可能在有限的空间中去把握仅存的机会，倘若企业自身的产业也是依托于资本的引进，那么产业勾地的模式也很难有发挥作用的基础。

TOD 是一些企业在获取特定项目资源时使用的工具，如龙湖集团、万科地产、越秀地产等，这种方式有其适用的场景，对于特定城市、区位要求较高。在地铁网络密布或者有地铁

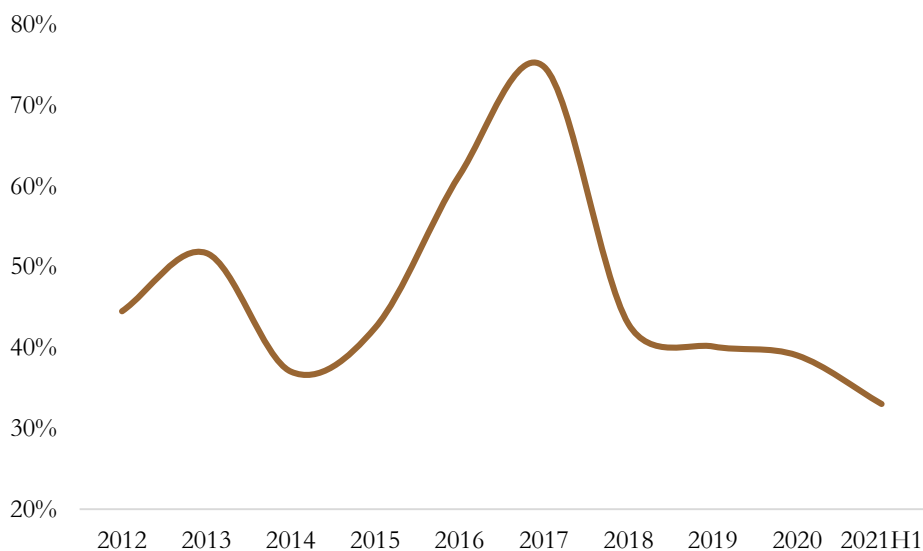
方案规划的城市,这种模式或能够为企业带来比较好的项目。但是 TOD 项目本身也有其难度存在,项目的规划建设既考验企业的综合开发运营能力,又考验企业对于多方利益的协调平衡能力,倘若有一环无法畅通,项目本身带给企业的利好也是极其有限的。

从我们的角度来看问题,无论采用什么样的方式(当然前提一定是在合法合理的底线下去获得资源都无可厚非,只要能够顺利的拿到好的资源,对于企业发展是有利的,多种方式都采用,获取资源的确定性也会更大。归根到底,如果企业有能力去拿到资源,大可凭借自身的优势去获得自己想要的资源,无论是收并购、城市更新、产业勾地、TOD、一级开发这些拿地的工具都可尽情取用,控制住风险即可。

3.4 量化的硬性约束是不可逾越的门槛,40%的投销比是刚性上限

从房企整体拿地的资金投入来看,高扩张力度的阶段已经过去,2016年至2018年,行业的上行阶段内,房企拿地扩张的意愿极其强烈,对于市场上行的预期有更高的确定性,所以更愿意放手一搏,但其后对于市场的预期出现转变并不断稳定后,对于拿地决策也出现较为明显的转变,谨慎考虑更多,整体的投销比也出现了较为明显的下滑,2021年上半年,E50房企投销比均值已在40%以下。

图表: E50 房企投销比均值走势情况(按金额)



资料来源:亿翰智库,企业半年报,企业半年业绩公告,企业业绩演示文稿

备注:1、投销比(按金额)=土地投资支出/合约销售金额*100%。

2020年8月“三道红线”出现,除了以净负债率、剔除预收款的资产负债率、现金短债比三大指标给企业分档外,还有两项观察指标,“对于近一年拿地销售比超过40%或过去三年经营活动产生的现金流量净额连续为负的房地产企业,需提供最近半年购地资金来源情况说明和后续购地缴款资金安排”。只是当时行业关注点都在于三线四档上,对于两观察指标的关注度并不高,部分实力尚佳的企业在投资拿地上仍然保持着较为积极的状态。

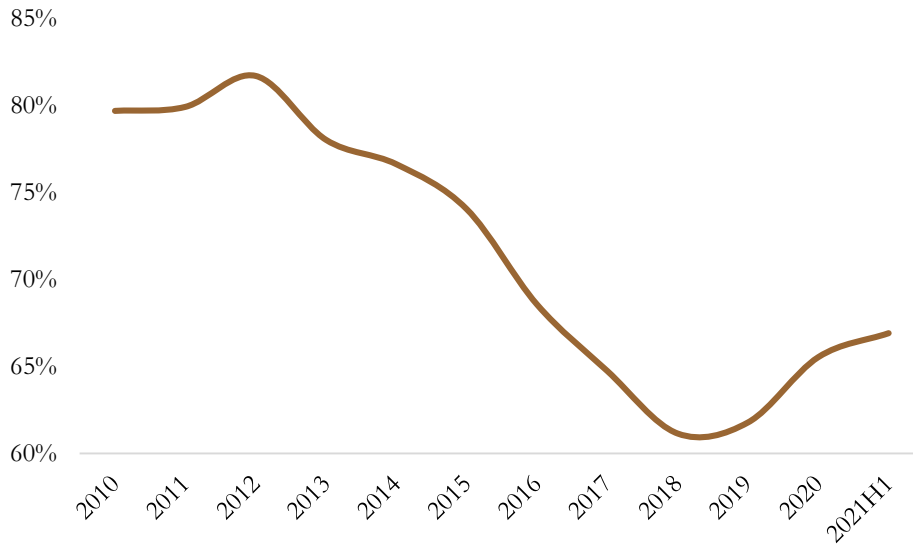
2021年7月,两观察被再次重申“被纳入“三道红线”试点的几十家重点房企,已被监管部门要求买地金额不得超过年度销售额40%,这一比例限制不仅包括房企在公开市场拿地,还包括通过收并购方式获地的支出”,这一政策的被重申在行业内引起了广泛关注,房企被嵌入了硬性的约束之中,拿地资金的投入上限被卡住,即使有可用的杠杆存在,可用于投资的资金上限就是销售金额的40%,所有的企业都将以此标准约束于自己的行为。房企也在业务发布会或者公开场合表示,拿地的资金投入会控制在销售金额的40%以内,这种趋势性的变化更具有长期性。

3.5 权益比略微反弹,但开放型合作仍将占据主流

让渡权益比例,借助其他企业的力量实现规模的快速增长是多数企业惯常采用的方式,无论是头部的企业,还是一些规模有限的企业,都深谙接力的重要性,无论是欲借助他人的资金实力,还是品牌影响力,抑或是本土化优势,选择合作方必然基于对方的基础实力存在,需要依靠于对方的这种能力夯实自身的实力,环境越发恶劣的情况下,企业寻求借力的意愿愈强。

从E50典型房企的土地储备权益占比走势来看,权益比例这一数值保持着反弹回升的态势,但至2021年6月30日,典型房企的权益比均值仍在70%以下,这或会成为一种常态化的现状存在,不太可能再回归到80%、甚至于90%的高权益比时代。房地产行业环境发生了较为明显的变化,企业与地产之外,地产之内的各方之间需要构建起更加紧密的合作发展关系,而不再仅仅局限在开发、销售端口,在此之外,为消费者提供更加全面优质的产品和服务才有可能更好的迎合市场的大趋势。

图表：E50 典型房企土地储备权益比例走势情况（按金额）



资料来源：亿翰智库，企业半年度报告，企业半年度业绩公告，业绩演示文稿

备注：土地储备权益比例=权益土地储备总建筑面积/土地储备总建筑面积*100%。

4、多元化是否会成为房企逆境新生的路径？

我们去观察这些年房企的发展可以知道，企业发展多元化的业务无外乎两种可能，最初便开始地产开发与多元化业务的齐头并进，将企业的资源最早就做出明确的安排，地产开发业务、商业地产业务等等已经分配到多少资源都会事先做好规划，像龙湖集团的地产开发与商业地产，华润置地的地产开发与持有型物业运营，新城控股的商业地产发展虽相对滞后，但是双轮驱动的发展模式也已经探索出比较清晰的路径；另一种则是随着行业和企业的发展，出于被动或主动的因素考虑而去做地产开发业务之外的尝试，部分企业或带有一定的尝试性心理，小小试水，若不成功也并不影响全局，倘若成功或会对企业的整体发展有所助益，核心的考虑还是在于对主业的赋能。

当前行业环境发生变化，房企对于多元化业务的发展也有了更加深刻的理解，就当前阶段来看，短期内，即使地产开发之外的业务发展已有一定规模，也不会有替代地产开发的可能，最大程度上作为利润调整的一个组成部分。

企业在多元化业务上的发展通常会贯之以生态圈的概念，核心围绕地产开发的客户群体，解决居民的医食住用行等全方位的需求。

物业管理完善了消费者购房之后的一揽子服务，而不再只是一锤子买卖，住房交付之后，

就处于完全脱手的状态，物业管理最大程度上承担着保安、保洁的功能，无论是在行业，还是在消费者、房企心中，地位并不高，更多处于从属的位置，人们对其也并没有过多的关注和期待。但自疫情突发之后，由于居家隔离的需求，人们对于物业管理的依赖性有所增强，物业管理也仿佛得到了更多的重视，大家也在忙着扩张规模，忙着登录资本市场，一方面寄希望于通过上市获得资金支持，另一方面，也希望能够在地产开发之外培育出能够在利润率下滑的当下实现缓冲的利润增长点出来。物业管理的发展虽说是疫情得催化作用，但是也具有历史的必然性，当房地产行业发展到更加成熟的阶段，人们的需求也已经不再停留在原位，而是向着更高级更深度的方向发展，作为物业管理本身来说，如果企业所能提供服务的覆盖面仍然只是停留在基础的物业服务上面，其长久的发展潜力也并不会太大。

持有型物业运营是房企多元化发展中重要的一环，一些会将其置于集团战略高度，希望借此业务分支开拓出更加长期化、长效化的发展路径。若论当初，企业为何会选择回报周期长、运营要求高的持有物业运营，如购物中心、写字楼、酒店等，可能也会存在略带被动性的因素存在，也带有服务于地产开发的性质，眼下来看，无论是被动入局，还是主动介入，再给予这类型业务地产开发的附属性定位，势必会对企业发展形成较大消耗，只有真正有意愿、有能力将这些业务培育好、经营好才能在未来的长期发展中为企业带来更稳健持续的现金流，才有可能成为企业新时期中的利润贡献源之一。

除了物业管理、持有型物业运营管理，房企所选择的赛道纷繁多样，文旅、康养、农业、汽车、消费、代建等等，且不论当前房企的经营成效如何，新业务的培育总需要人力、物力、资金、资源等，一定阶段内对于地产开发业务的依赖性势必存在，倘若地产主业发展不能顺畅，其他业务的发展也或会遇到一定阻碍。

对于房企发展多样化的业务形态，我们认为这是新的行业形势下，企业主动求变的举措，但是新业态的选择也需要更多谨慎的选择，否则也并不会让企业有更多的向上力，反而可能会成为企业风险爆发的始点，而且寄希望于短期内新业务能够取代地产开发成为新的利润贡献来源，难度也可想而知，而且也不太可能实现。

【免责声明】

本报告是基于亿翰智库认为可靠的已公开信息进行撰写,公开信息包括但不限于公司公告、房管部门网站、互联网检索等多种途径,但亿翰智库不保证所载信息的完全准确和全部完整。由于时间和口径的原因,本报告所指的内容可能会与企业实际情况有所出入,对此亿翰智库可随时更改且不予特别通知。

本报告旨在公正客观地反应企业经营情况。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构或个人的任何建议。任何机构或个人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考。

本报告产权为亿翰智库所有。亿翰智库以外的机构或个人转发或引用本报告的任何部分,请严格注明相关出处及来源且不得修改报告任何部分,如未经亿翰智库授权,传播时私自修改其报告数据及内容,所引起的一切后果或法律责任由传播者承担,亿翰智库对此等行为不承担任何责任,亿翰智库将保留随时追究其法律责任的权利。

【关于我们】

亿翰智库是一家以房地产行业的数据分析、行业研判、企业研究为核心的研究机构,隶属亿翰股份,其专注于行业趋势、企业模型以及资本价值等多维度研究及应用;定期向业内、资本市场等发布各类研究成果达数千次,亿翰智库力求打造中国房地产企业与资本的高效对接平台。



亿翰智库二维码