

房企暴雷启示录

池天惠 刘洋

2021年9月

- **1.希望并相信恒大事件最终能够得到妥善处理，应保持耐心。**
- **2.本文数据均来源于公开信息，如有偏差，以上市公司口径为准。**
- **3.本文目的在于研究，期望从房企危机中得到有价值的信息和经验。**
- **4.严禁对本文曲解或断章取义，保留追究法律责任的权利。**

01 恒大事件原因及现状

02 恒大事件影响

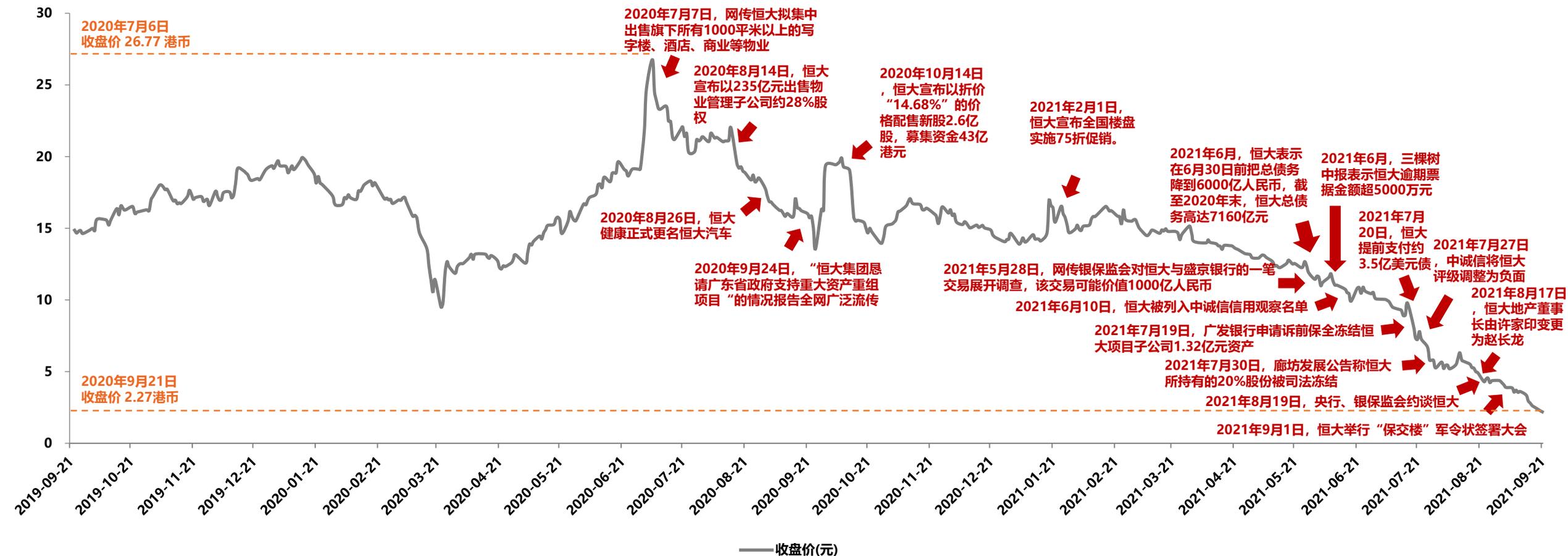
03 前车之鉴—泰禾集团

04 前车之鉴—华夏幸福

05 投资建议

➤ **2020年7月以来，中国恒大股价持续暴跌，市值缩水超9成。**恒大集团于1996年在广州成立，2000年成为广州房地产最具竞争力企业第一名，并于2006年开启了全国化布局，跻身中国房企20强。2009年，公司在香港成功上市，成为当时在港市值最高的内房企。截至2011年末，公司已在全国120多个主要城市开发项目200余个，土地储备、在建面积、销售面积等主要指标均列行业第一。2013年公司销售额首次突破千亿，同时主要指标依然保持年均30%的速度增长。公司于2015年开始拓展文化旅游及健康养生等多元产业，2016年首次跻身世界500强，2019年正式进军新能源汽车产业。根据克而瑞数据，2020年公司操盘金额达6964.7亿元，位列中国房地产企业第二名，同年公司连续5年蝉联世界500强，位列第152位。中国恒大近两年股价自2020年7月6日到达26.77港币后便一路下跌至2021年9月21日的2.27港币，目前市值仅为302.10亿元，缩水超9成。

图. 中国恒大 (3333.HK) 近两年股价走势



- **16、17年大举加杠杆扩张，2年拿地金额达4424亿元。**16年地产去库存背景下，房价持续提升，土地市场火热；17年棚改货币化安置，三四线城市房价出现大幅抬升，出现结构性牛市（一二线城市受限），公司在16、17年加杠杆扩张，新增拿地金额分别为2044/2380亿元，在2017年土储原值达到5338亿元，土储建面达3.12亿平，公司之后扩张步伐有所收敛，2021H1公司新增拿地金额仅为314亿元，2021H1末公司土储建面仍高达2.14亿平（未计大规模旧改项目），楼面价2134元/平，土储规模仍然过大。
- **17年后现金短债比持续低于0.5，持续保持天量有息负债规模。**在公司加杠杆扩张后，16-17年现金短债比由0.98的相对健康快速降至0.43，之后持续保持在低于0.5的低水平，15-17年公司有息负债则由2969亿元增长2.5倍至7326亿元，之后持续保持天量，2021H1有息负债规模仍保持在5718亿元，总负债规模更是达到19665亿元。
- **17年净负债率达到高点，之后有所下降但应付款大幅提升，金融机构负债转移至上下游企业。**2015-2017年公司净负债率由136%快速增至240%，虽然2017-2021H1公司净负债率由240%降至118%，但同期应付款及其他则从3995亿元增至9511亿元，CAGR高达28%，实际上是对原来金融机构负债转移至产业链合作企业（有息负债转为应付款），因而出现流动性危机的时候，商票兑付较金融负债更早爆发。

图.公司2017年现金短债比降至0.5后再无恢复

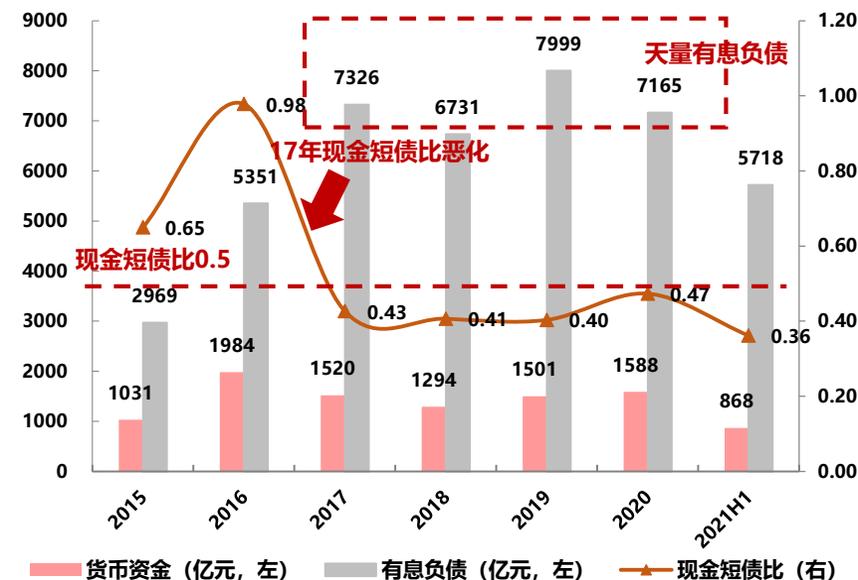


图.公司2017年净负债率大幅提升

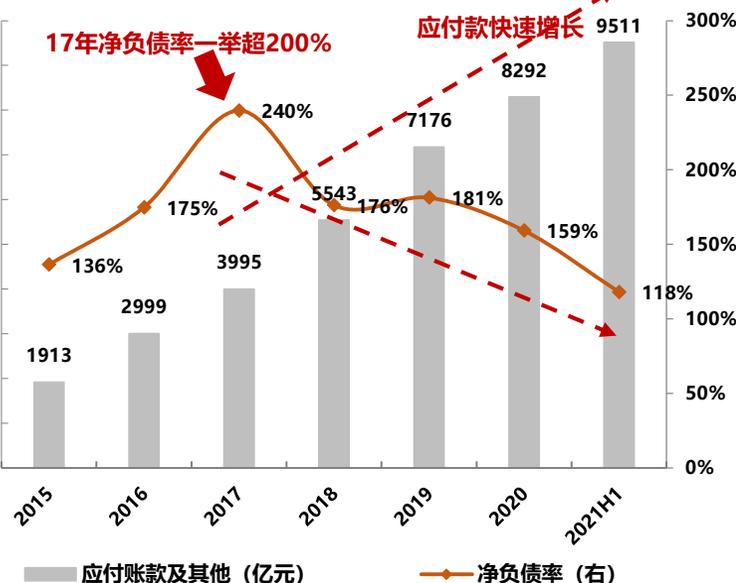
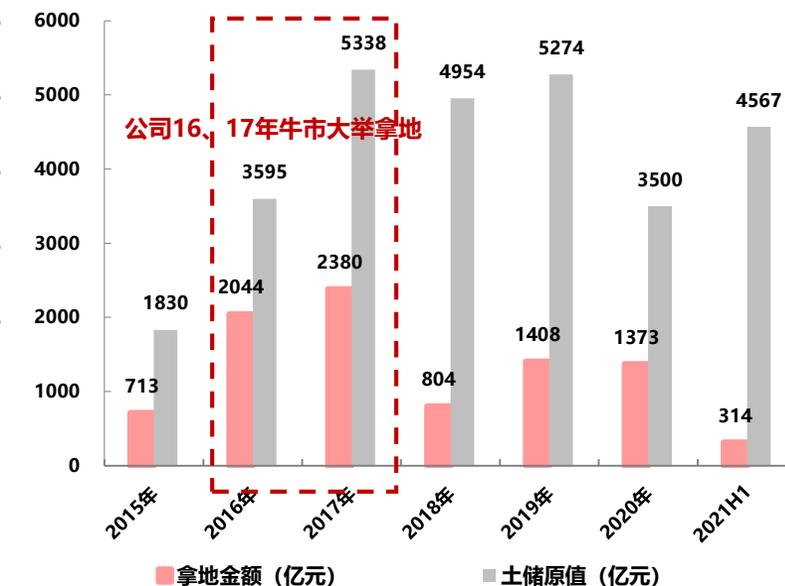


图.公司2017年新增拿地金额及土储达顶峰



- 公司自2018年后净利润快速下滑，毛利率和净利率同步快速下滑。由于棚改货币化安置等原因，2017年三四线城市房地产市场火爆，公司在牛市后的2018年净利润及归母净利润达到顶峰，分别为665亿元和374亿元，随后开始持续下滑，2020年净利润已降至314亿元，仅为2018年的一半，归母净利润更是仅有81亿元，缩水严重。公司销售毛利率和净利率也呈现相同态势，2018-2021H1公司净利率由高点的36%降至13%，净利率则由14%降至5%。
- 公司融资成本大幅高于同行，净利率大幅低于同行。2018-2020年公司融资成本进一步上升，由8.2%增至9.5%，而2020年9.5%的融资成本大幅高于同行，同样民企性质的新城、世茂、碧桂园、旭辉、龙湖等公司分别为6.7%/5.6%/5.6%/5.4%/4.1%。在毛利率下行叠加融资成本高企的作用下，2020年公司净利率已降至6%，大幅低于同行，同样民企性质的融创、旭辉、龙湖、世茂、新城碧桂园等公司分别为17%/17%/16%/14%/12%/12%。巨量有息负债叠加高昂融资成本，公司2017-2020年利息支出（根据有息负债*融资成本估算）为593/551/719/680亿元，每年大量侵蚀利润空间。

图.公司盈利能力自2018年后持续下滑

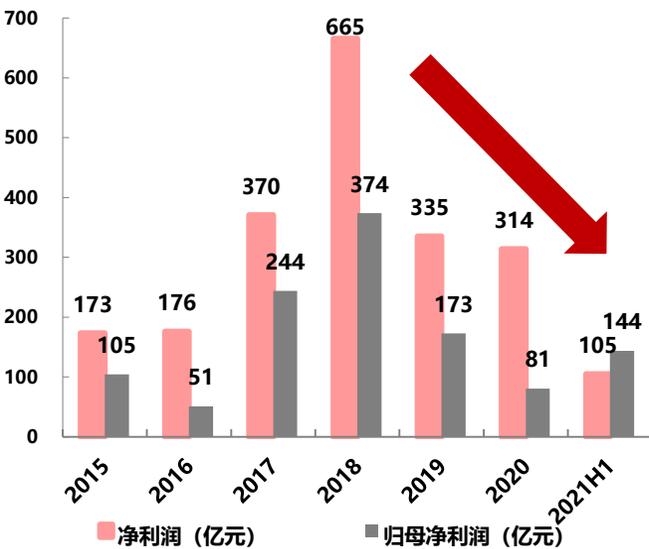


图.公司毛利率及净利率下滑

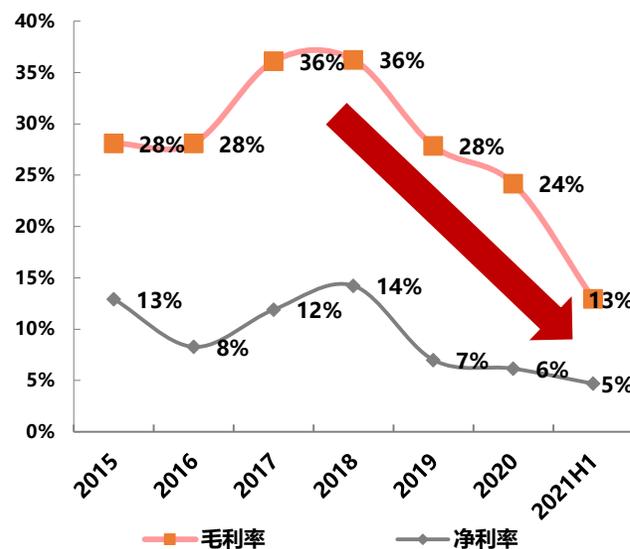


图.2020年公司净利率大幅低于同行

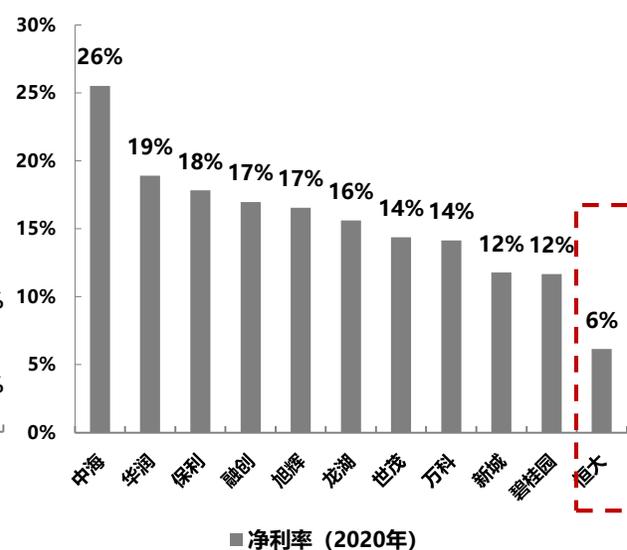
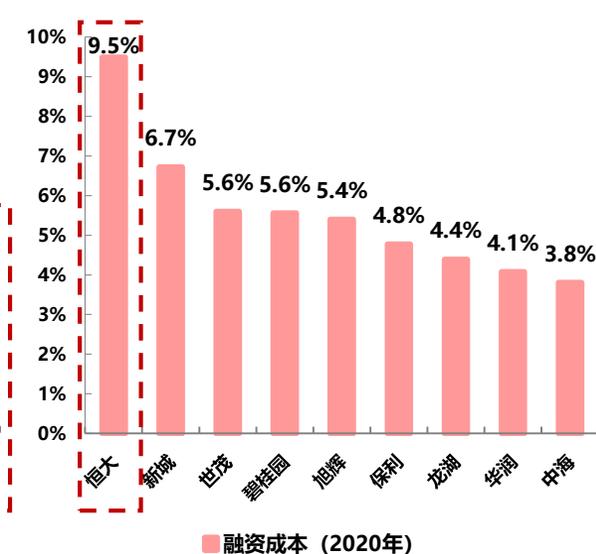


图.2020年公司融资成本大幅高于同行



- 盲目多元化形成“八轮驱动”，投入巨大但不盈利，其中恒大汽车亏损较大。恒大偏向于中央集权式管理，实控人野心较大，业务多元化已形成“八轮驱动”（包括地产、汽车、物业、文旅、健康、水、互联网和中介等），并形成中国恒大、恒大物业、恒腾网络及恒大汽车等上市平台，多元化上市平台在2016年至今归母净利润已累计亏损139亿元。
- 1) 恒大汽车：经营新能源车业务，亏损较为严重，2016-2021H1公司归母净利润累计亏损177亿元，2016年至今公司经营性现金流及投资性现金流净额持续为负，业务开展完全靠融资支持，公司同步研发14款车型，截止2020年末累计投入高达474亿（其中249亿用于购买技术及研发，225亿用于厂房建设），自研能力较差，距离量产及盈利仍有距离；
- 2) 恒大物业：2021H1在管面积达4.5亿平，合约面积8.1亿平，归母净利润达19亿元，是较为健康的多元化业务，但恒大系项目营收占比高达80%，存在一定的母公司依赖，恒大集团出现困难情况下，对其也有一定影响，存在丢盘和收缴率下降的风险；
- 3) 恒大旅游、恒腾网络及其他业务：①恒腾网络：作为恒大和腾讯合资成立的互联网流媒体公司，2021H1归母净利润亏损24.5亿元，主要是由于收购Virtual Cinema Entertainment的认股权证；②恒大旅游：成立于2015年，产品包括童世界、水族馆、海花岛、养生谷等，至今已布局15个项目，单项目投入较大，但至今仍未有1家童世界乐园真正迎来开业，目前主要是海花岛首期在2021年开始进入试运营阶段；③其他业务：包括恒大冰泉、房车宝、大健康产业等，目前业务仍处于尚未成熟阶段。

图.恒大多元化业务“八轮驱动”



图. 多元化上市平台归母净利润整体亏损 (汽车业务亏损大)

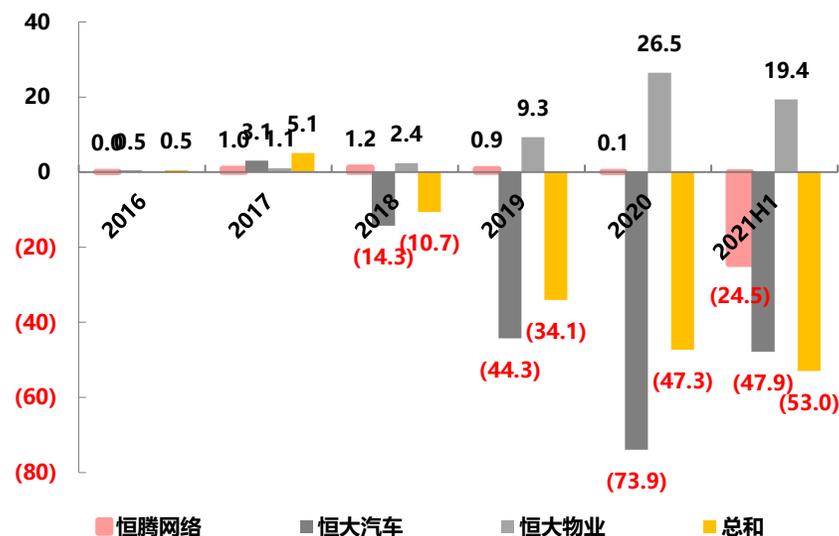
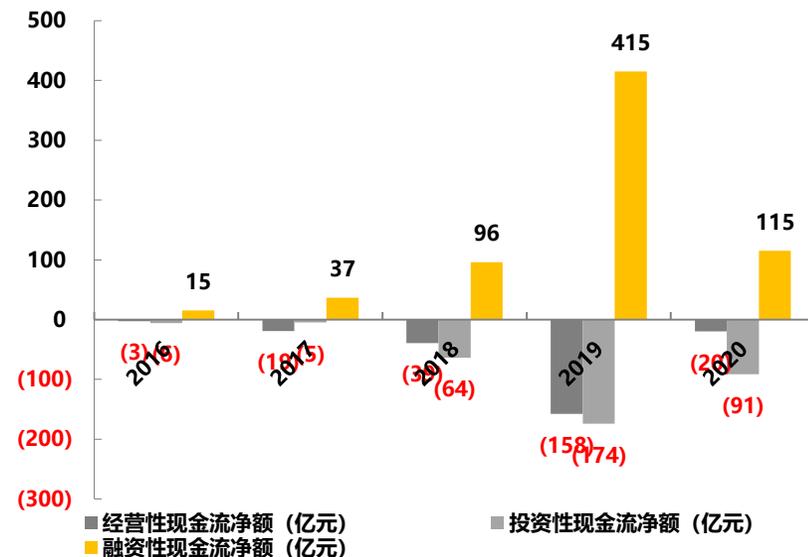


图. 恒大汽车经营性和投资性现金流持续为负, 靠融资输血



- 持续高比例分红削弱公司现金流状况，48%股利支付率远高于同行，实控人许家印较为受益。近10年来恒大集团累计分红超过1000亿元，自2013年-2020年恒大累计分红724亿元，股利支付率高达48%，相当于接近一半的利润通过现金分红形式分配给股东，这一比例也远高于同行。而2013年至今许家印家族持股比例均不低于63%，截止2020年末许家印家族持股比例接近77%，因此在高比例分红下较为受益。
- 2021年7月公司公告派发特别股息，随后取消。2021年7月15日，恒大突发公告商讨派发特别股息，市场质疑此举“掏空上市公司”，随后7月27日公司公告决定取消特别分红方案。

图.公司2013-2020年现金分红情况

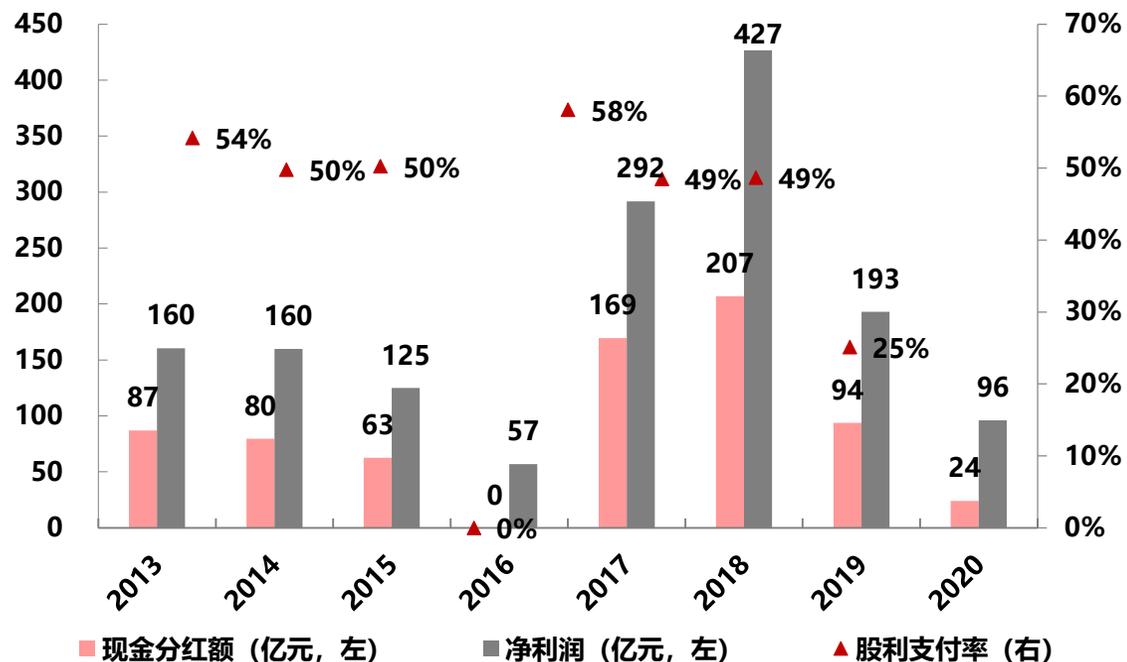
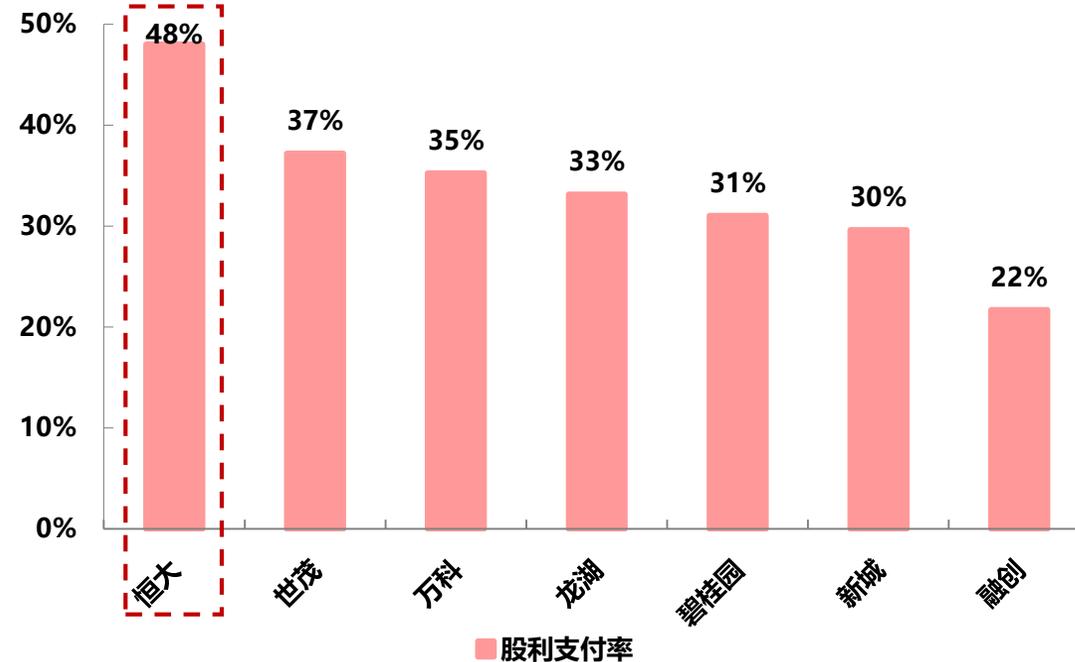


图.恒大13年至今股利支付率为48%高于同行



- **流动性危机是近期恒大事件的核心原因。**公司流动性困难主要是由于3个原因，1) **销售回血困难（经营性现金流）**：首先受公司持续的负面影响，购房者信心降低，公司6-8月销售额有所下滑，且政府限制大幅降价也导致了公司销售策略的失效；其次银行按揭放款周期拉长，出现销售好但回款不好的现象；最后公司持续挤压上下游合作商，应付款日益增加，对公司信任严重不足，出现大量停工现象；2) **融资困难（融资性现金流）**：由于贷款集中度管理制度，银行的地产融资额度下降，借旧还新出现更大的困难；此外，6、7月多家评级机构对恒大评级下调，信托融资也持续收紧。3) **股权变现困难（投资性现金流）**：一方面在地产项目变卖上，由于房企三道红线制度，限制有息负债规模增长，潜在买家在收购项目公司股权时，指标可能恶化，造成转让不畅；另一方面多元化业务资产变卖上，已出让恒腾网络11%股权/盛京银行1.9%股权/深圳市高新投7.1%股权/恒大冰泉49%股权，合计约48亿元，物业和汽车业务谈判进度较慢。

图.流动性困难主要由于3大原因



- 土储名义货值较高，但存在变现困难及折价的风险。** 2021H1公司拥有2.14亿平土储，土储原值为4567亿元，楼面价为2134元/平，以当年销售额均价*规划建面估算，**名义货值高达1.78万亿元，但存在2大困难**：1) 2018-2021H1公司销售均价持续下滑，由10515元/平降至8295元/平，下降幅度达21%，降价的原因在于住宅销售速度较慢，因此通过促销跑量，不考虑危机的影响，**土储对应货值也存在折价风险**；2) 2021H1公司土储中，根据土储原值，一二线城市项目土储原值3176亿元，占比70%，而**三线及以下城市项目土储原值1392亿元，占比30%**。若根据克而瑞数据（统计2016年至今的公司土储项目），**一线/二线/其他城市项目规划建面占比分别为2.8%/40.7%/56.5%**，土储原值占比分别为7.9%/52.0%/40.1%，因此**公司低能级城市占比较高，项目变现难度相对较大**。（城市能级划分标准参考第一财经评选）
- 项目出售事项进度缓慢，或由于三道红线限制及土储含金量影响。** 目前公司就土储项目出售已与万科、碧桂园、金茂等多家房企进行谈判，但进度比较缓慢，一方面由于三道红线政策限制，虽然收购项目对负债率等指标影响可能为中性，但**由于有负债规模的上限限制，也较难推进**（收购项目常带有负债）；另一方面可能由于土储含金量影响。
- 旧改土储质量较好，多布局于大湾区，但开发流程较长且货值难以计算。** 2021H1公司拥有旧改项目146个，其中大湾区131个（深圳62个），旧改土储较净地项目开发流程更长，且目前货值难以计算，预计潜在买家谈判周期将会较为漫长，但资产整体较为优质。

图.公司土储名义货值高达1.78万亿元，但销售均价持续下滑

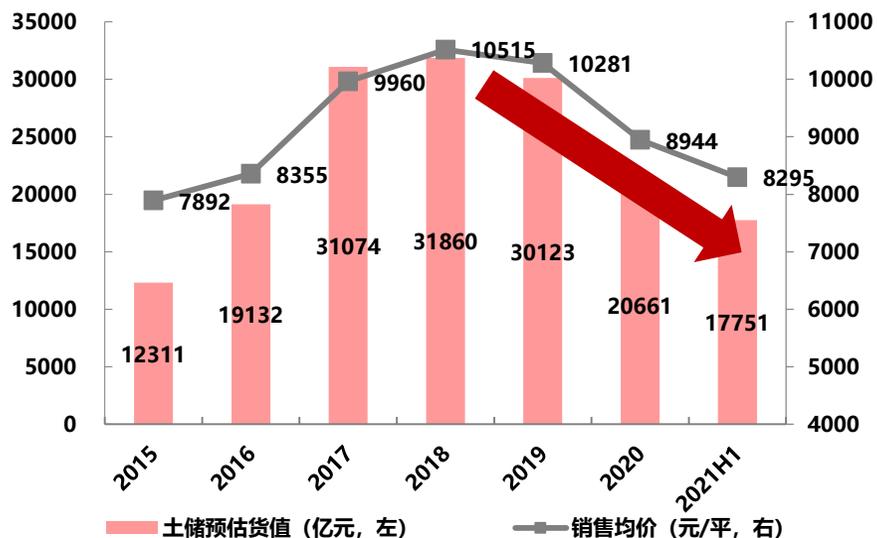


图.公司土储项目原值结构（公告口径）

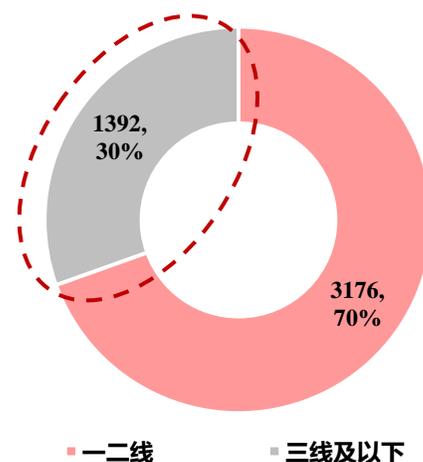
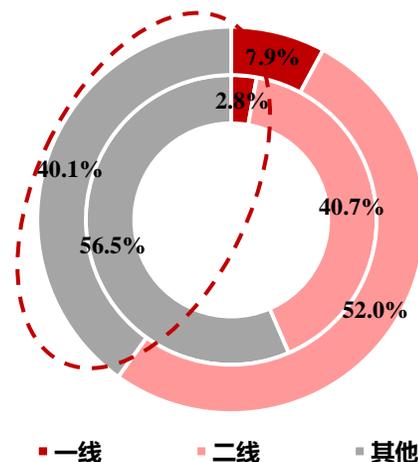


图.公司土储项目原值及建面结构（克而瑞口径）



备注：外环为土储原值结构，内环为土储建面结构

- 恒大崩溃于表外的理财产品上，隐形债务难以估算但影响深远。隐形负债游离于三道红线管控之外，目前主要包括：1) 表内非有息负债科目，包括应付款、永续债及明股实债等，如恒大的供应商欠款，反映在报表上为应付贸易账款，2021H1已达6669亿元，其中1年内到期的高达5824亿元，但这些负债并不影响三道红线指标；2) 表外负债（联合营公司或关联公司），母公司多数不会披露非并表联合营公司的有息债务，仅可通过对外担保额度推算其规模，但由于存在母公司采用抵押等方式增信，实际推算也存在困难；3) 其他负债，包括理财产品和预收款违规挪用等，如恒大财富“超收宝”产品员工强制集资，承诺固定收益，实际上难以监管。如果说三道红线的负债风险主要在于金融体系，那么隐性债务则将风险扩散到中小企业及民众，目前恒大隐性债务难以估算。
- 公司应付款及票据/流动负债比例常超过40%，远超同行，过度使用供应链融资手段。虽然公司近年来推动三道红线指标改善，但实际上存在对表内非有息债务科目，如应付账款及票据等的控制，自2018年后，公司应付款及票据/流动负债比值从37%进一步提升至42%，这意味着公司可能延长了对施工方/供应商的账期或大规模使用商业票据等供应链融资工具，这一比值远超同行，龙头房企中最高世茂也仅有26%，因此公司之前的商票兑付危机并非偶然。

图.房企部分潜在负债的类别

房企潜在负债	表内非有息 债务科目	应付款及其他应付款
		其他权益工具（如永续债）
		明股实债
	表外负债 （联合营公司 或关联公司）	有息债务
		明股实债
	其他负债	理财产品
预收款（违规挪用）		

图.公司应付款及票据/流动负债比例近年保持在40%以上

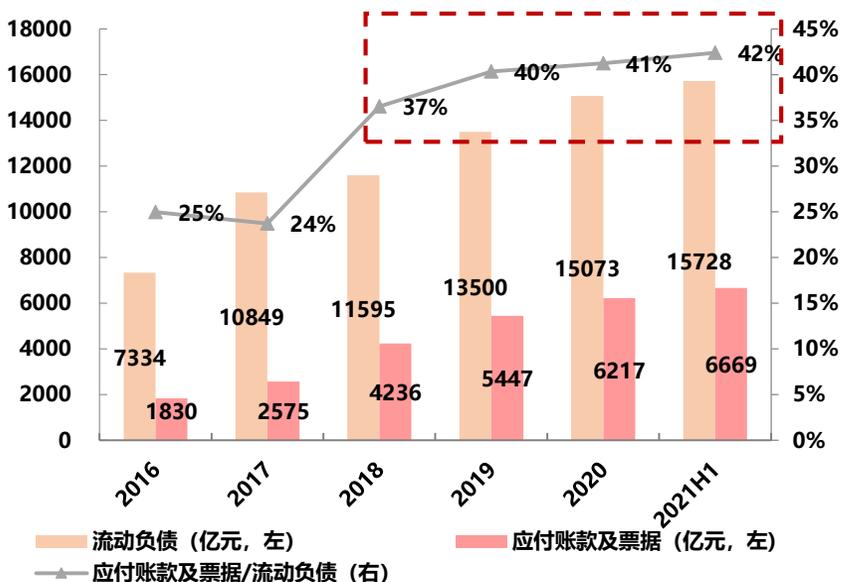
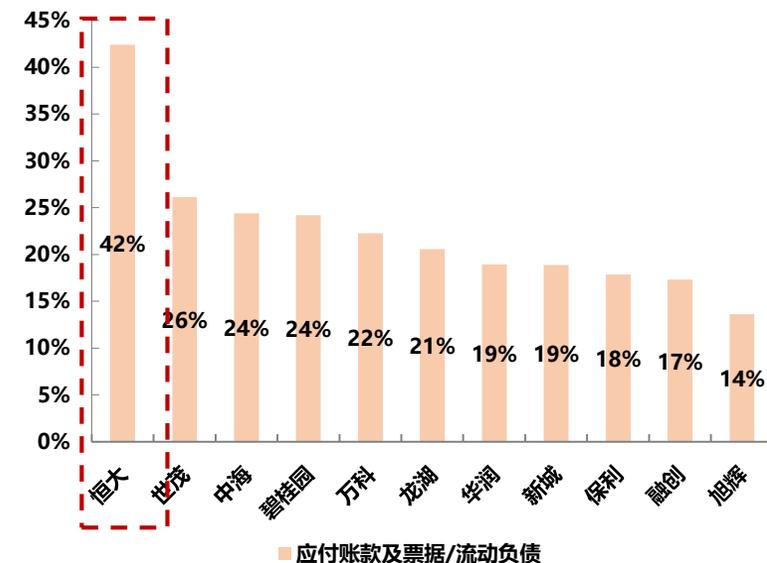


图.公司应付款及票据/流动负债比例近年保持在40%以上



- **公司短期偿债压力巨大，1年内到期债务合计超8600亿元。**恒大1年内到期债务中，有息负债为2400亿元，主要对象为金融机构；应付贸易账款为5824亿元，主要供应商等，公司上下游合作企业超过8000家；恒大财富产品兑付400亿元，主要为理财投资者，涉及可能超7万人，其中以恒大员工为主力。
- **保障销售回款很重要，但难度较大，且潜在资金流入与短期债务相比仍存在一定缺口。**在相对乐观情况下，公司潜在资金流入包括销售回款、多元业务等多项：**1) 销售回款**，2020年公司销售回款金额达6532亿元，回款率达90%（2019年为78%），为表现较好的年份，以78%回款率估算，若在外界帮助下，购房者信心回归，**销售回款乐观下达5000亿元，但难度很大；2) 多元业务股权出让**：以恒大汽车、恒大物业、恒腾网络当前市值80%计算，合计出让价值达615亿元，但实际上由于恒大汽车和恒腾网络盈利能力较弱，市场吸引力不足，而恒大物业价值也遭到一定程度的压制；**3) 应收贸易账款及货币资金**：目前公司应收贸易账款达489亿元，货币资金868亿元，合计1357亿元；**4) 旧改土储出让**：旧改项目潜在价值较大，但信息不足，难以估值。**在不考虑旧改土储及隐形短期债务情况下，在乐观状况下，恒大潜在资金流入达6972亿元，而短期负债总额超8600亿元，短期债务压力较大，但由于信息不足，难以估计实际难度。**
- **可能的解决方案及实际保障顺序**：预计公司将尝试引入国资股东，推动出售已建成项目（含办公楼等）、土地资产用于冲抵债务、旧改土储及多元业务股权出让（恒大物业希望相对大点），同时要求金融机构展期，最终推动项目复工，尽快恢复市场信心。**因此预计将优先保障保障已售项目竣工（购房者利益），其次保障合作商欠款（工程商及供应商利益），最后是金融机构。**

图.1年内到期债务结构

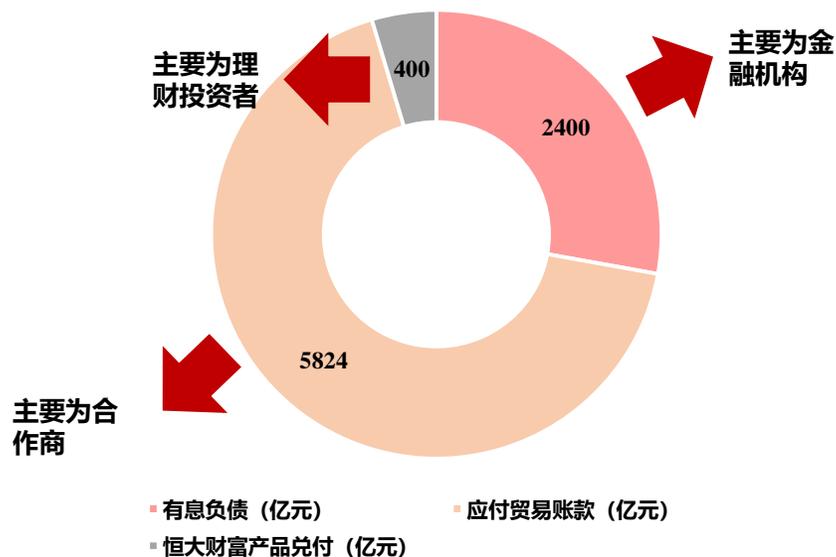


图.潜在资金流入（乐观状况）

项目	金额 (亿元)
销售回款	5000
多元业务股权出让 (恒大汽车、恒大物业、恒腾网络) 以当前市值80%估算	615 (其中物业293亿元)
应收贸易账款	489
货币资金	868
旧改土储出让	不详
合计	6972 (不含旧改出让)

01 恒大事件原因及现状

02 恒大事件影响

03 前车之鉴—泰禾集团

04 前车之鉴—华夏幸福

05 投资建议

- **对地产行业：短期影响行业发展速度，长期加速出清，财务优质的房企将受益。** 2021年1-8月，百强房企累计实现销售金额8.94万亿元，同比增长22.1%，实现销售面积6.01亿平方米，同比增长12.8%。8月单月实现销售金额0.97万亿元，同比下降13.6%，实现销售面积0.59亿平方米，同比下降26.0%。销售下滑一方面由于多地按揭额度收紧且利率上调，对需求产生影响，另一方面也与疫情后购房需求释放较快和房企推盘节奏等因素有关。预计恒大事件将对行业发展速度短期造成影响，长期将加速行业出清。
- **对民营开发商：可能在销售端和融资端均有一定负面影响。** 由于恒大事件，一方面在融资端，银行对民营房企担忧可能提升，信用存在连带受损的可能性，部分民营房企融资可能更加困难，需谨防误伤；另一方面销售端，民营房企更加依赖销售回款带动现金流，但购房者对民营房企信心存在损耗，销售可能恶化。
- **对央企国企开发商：融资和拿地将有望受益，但销售预计短期也将更加激烈。** 由于金融机构对民营房企融资更为谨慎，资金紧张造成民营房企更加谨慎拿地，实际上在二次土拍中已有明显体现，房企拿地Top10合计拿地797亿元，占土地总成交金额的46%，Top10中仅有2家民企，央企拿地金额占比高达88%，竞争明显下降，但下半年预计将面临更为苛刻的销售竞争环境。

图.2021年1-8月百强房企单月销售额

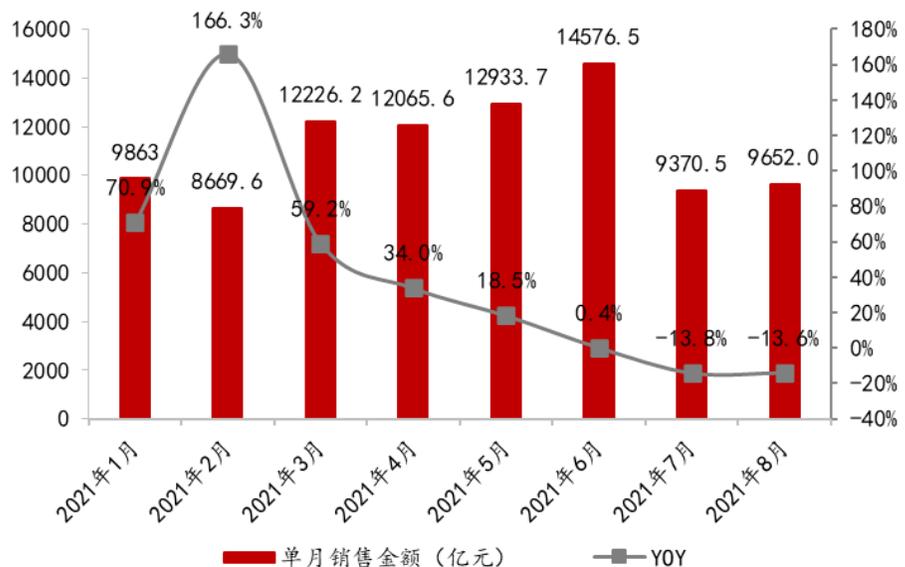


图.恒大事件对行业影响

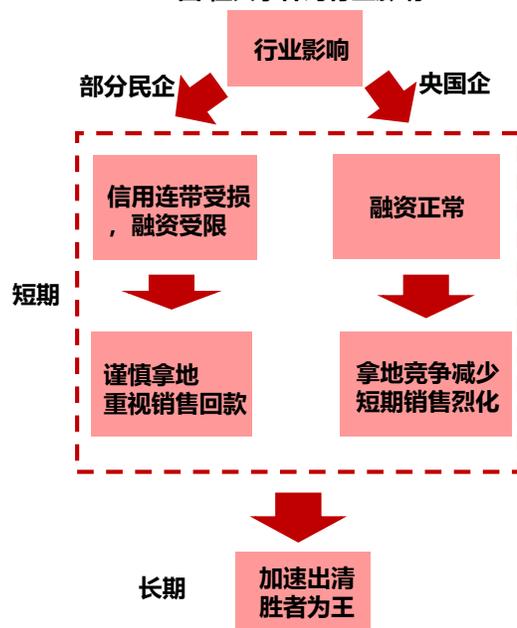


图.2021年二次土拍拿地排名Top10房企

序号	开发商	总成交价 (亿元)	拿地幅数	房企性质
1	中海	206	9	央企国企
2	保利	104	8	央企国企
3	建发	101	2	央企国企
4	中铁	94	18	央企国企
5	金茂	68	7	央企国企
6	绿城	49	5	央企国企
7	龙湖	47	7	民企
8	大华	47	4	民企
9	华发	47	3	央企国企
10	厦门住宅集团	35	1	央企国企

- 盘点重点房企，有息负债规模上，恒大大幅高于同行。根据2021H1数据，不计算应付款，仅统计有息负债（长期借款+短期借款）规模，恒大有息规模达5717亿元，大幅高于同行。
- 1) 现金短债比是衡量短期偿债能力的指标，2021H1华夏幸福（已爆雷）为0.13，富力0.23，恒大0.36，短期偿债压力较大，其余重点公司最低的中国奥园也有0.88，同行短期偿债能力明显高于恒大，而短期偿债能力较强的公司如正荣/绿城/碧桂园/新城/万科/旭辉该指标则分别为1.72/1.87/1.93/2.18/2.24/2.67；
- 2) 有息负债现金覆盖比是衡量中长期偿债能力的指标，2021H1富力/华夏幸福/恒大分别为0.09/0.09/0.15，此外佳兆业/融创/禹州/绿地/中南等公司该指标均在0.3-0.4之间，存在一定压力，但中长期偿债能力明显高于恒大，市场应谨防信用连带损伤带来的潜在危机蔓延，而中长期偿债能力较强的公司如碧桂园/阳光城/新城/金地/万科该指标则分别为0.52/0.54/0.69/0.74/0.88。
- 部分民企目前存在潜在的流动性紧张，存在着现金短债比较高但有息负债现金覆盖比较低的情况，也预示着短债偿债能力相对无忧但中长期存在偿债压力，一旦融资端进一步收紧，部分民企存在着较大的流动性压力，为了维持市场稳定，应给予企业一定支持，谨防“反身性效应”（如市场担忧某个房企存在债务问题，进而收紧借贷，最终导致房企流动性危机而真正爆发债务问题）。

图.2021H1部分房企有息负债状况

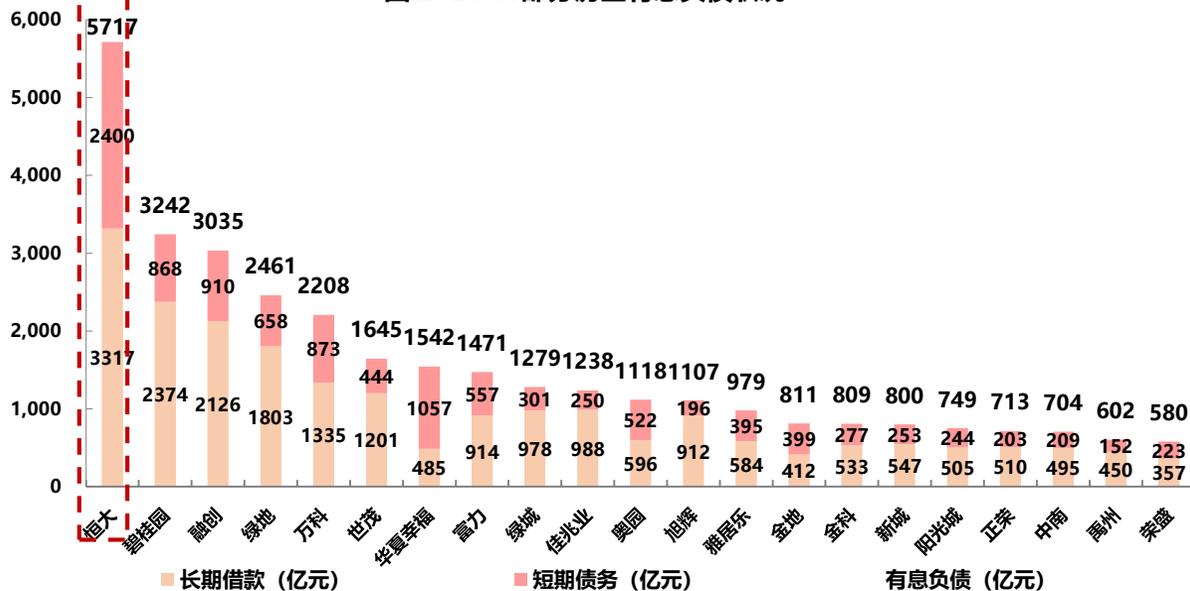
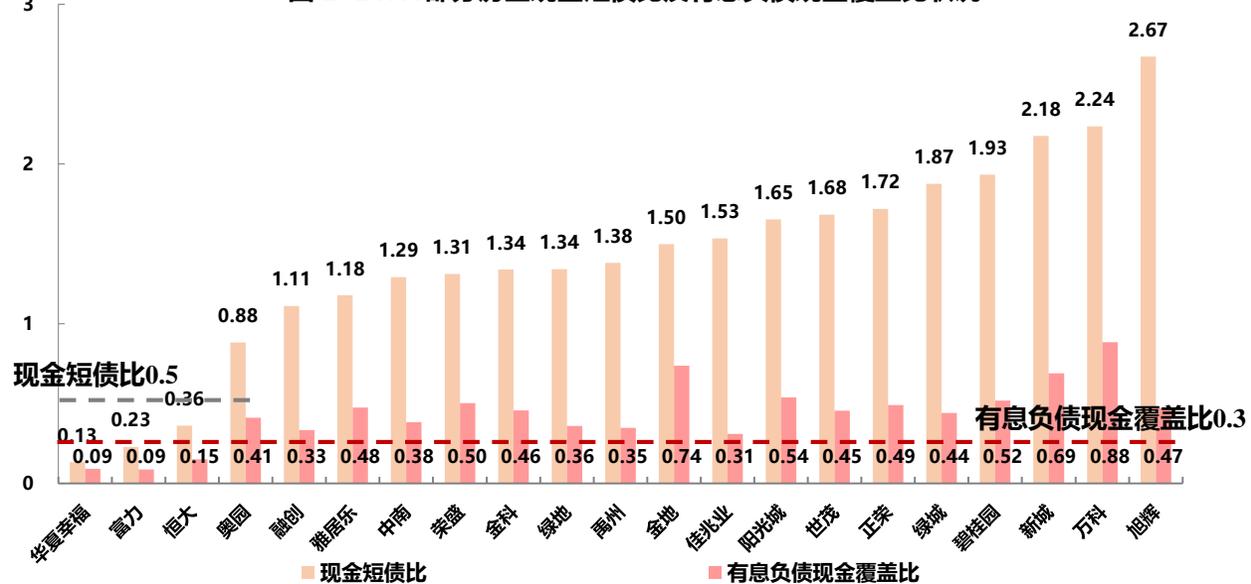


图.2021H1部分房企现金短债比及有息负债现金覆盖比状况



- **2021H1各省财政收支矛盾有所缓解，但缺口仍然较大。**2021H1各地财政收支平衡有所恢复，但整体仍然存在一定矛盾，上半年仅上海财政平衡率超100%，仍有60%省份财政平衡率低于50%。从地区来看，东部地区财政平衡率平均为81%，状况较好；中部地区财政平衡率平均为47%，财政平衡较弱；东北地区及西部地区财政平衡率仅为40%和35%，财政自给能力较弱。全国共计30个省市存在收不抵支问题，其中河南、云南和湖南收支缺口在2300亿以上，部分省份如西藏、黑龙江、甘肃、新疆、青海等地财政平衡率均不超过30%。
- **二次土拍呈现“滑铁卢”现象，流拍率大幅提升，可能将加剧地方财政压力。**截止9月18日，22个重点城市中已有福州、苏州、青岛和天津等9个城市完成土地出让，由于房企融资难度加大、资金链偏紧等原因，拿地积极性明显下降，二轮土拍整体上呈现出滑铁卢现象，土拍热度快速下降，与首轮土拍相比，虽然溢价率明显下降，但流拍率大幅抬升，临时中止出让成为“标配”，预计恒大事件若产生信用连带损害的影响，各家房企收缩拿地（尤其民企），土拍将持续低温，地方财政压力可能加剧。

图.重点城市二轮土拍流拍率大幅提升

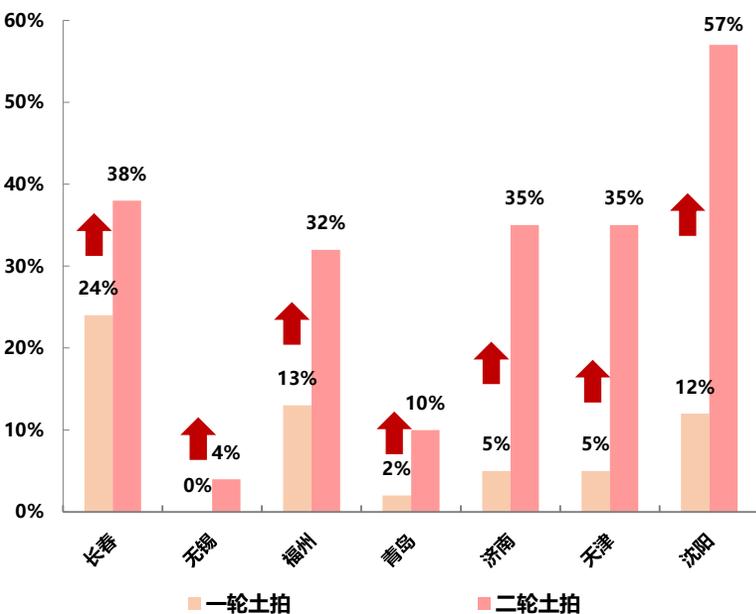


图.重点城市二轮土拍溢价率明显下降

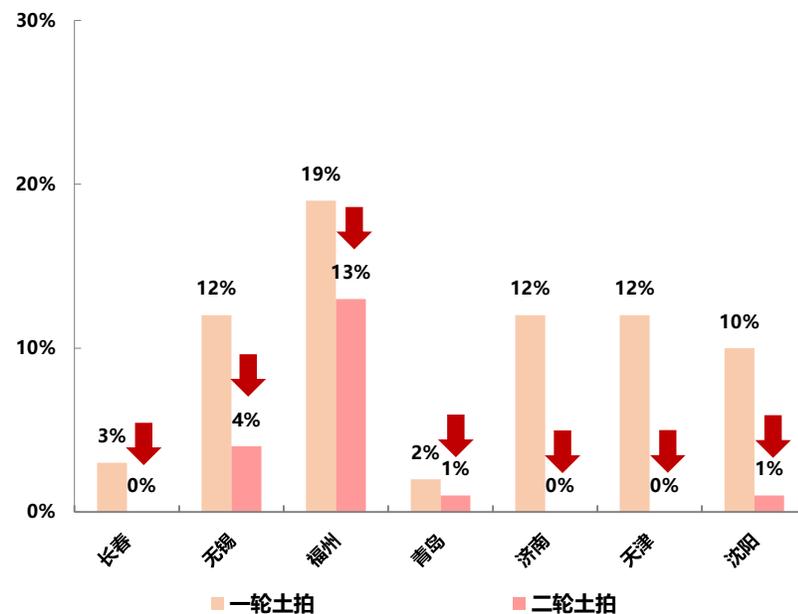
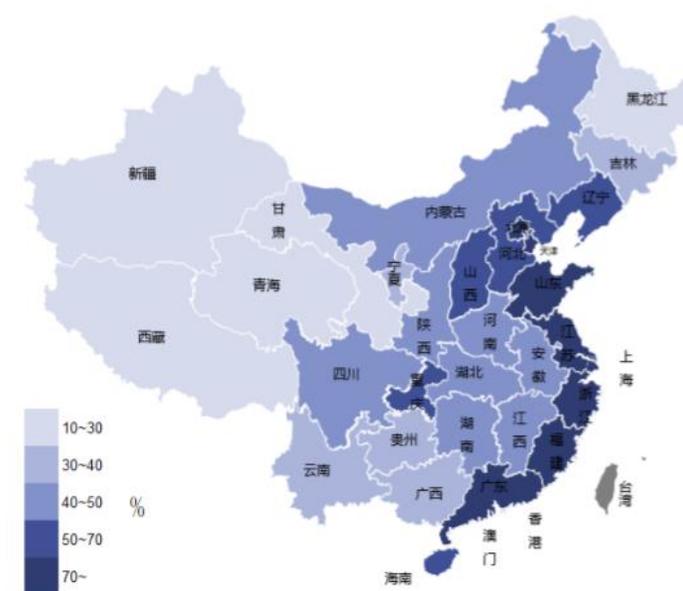


图.2021H1各省财政收支平衡率分布

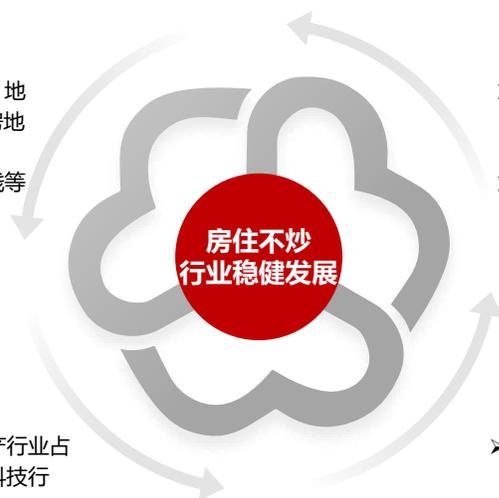


- 在研究恒大事件对宏观经济影响前，应先研究目前的宏观背景：
- 长期看，房住不炒有其必要性，具有现实意义，不可动摇。国家制定房住不炒方向，有其必要性和现实意义。1) **预防房地产金融风险**：房地产业与金融机构捆绑紧密，地产金融化泡沫化倾向强，投资或投机房地产，一旦市场下行，容易引发危机，政府目前推行银行贷款两集中、房企三道红线等策略；2) **中美对抗下的产业升级需要**：中美处于激烈对抗中，过去房地产行业占据大量资源，政府需要将资源配置至高科技行业，经济转型紧迫，政府通过设立北交所、科创板，成立半导体大基金、制定双碳战略等方式支持产业升级；3) **少子化&老龄化**：中国面临快速老龄化和少子化，房价高是生育率下降的重要原因，适龄劳动力难以满足需求，政府通过三胎政策鼓励生育以对冲；4) **共同富裕**：国内贫富差距较大，而共同富裕是社会需要，城镇居民71%资产为房产，贫富差距主要来自房产贡献，政府制定浙江共同富裕示范区等，摸索可行方案。在这几个大背景下，房住不炒具有其重要的现实意义，不可动摇，中央决心有其必要性。
- 中长期看，房地产仍为经济支柱，政府需要行业保持平稳发展。房地产目前仍为中国经济支柱，上下游涉及面十分广泛，房地产对国内GDP直接贡献高达17%，加上对地方财政的贡献，预计贡献度将达到25%以上，土地出让金占地方财政的至少1/3，因此国家需要其稳健发展。

图.长期房住不炒有其必要性

1. 房地产金融风险

- 问题：房地产业与金融机构捆绑紧密，地产金融化泡沫化倾向强，投资或投机房地产，一旦市场下行，容易引发危机。
- 措施：银行贷款两集中、房企三道红线等



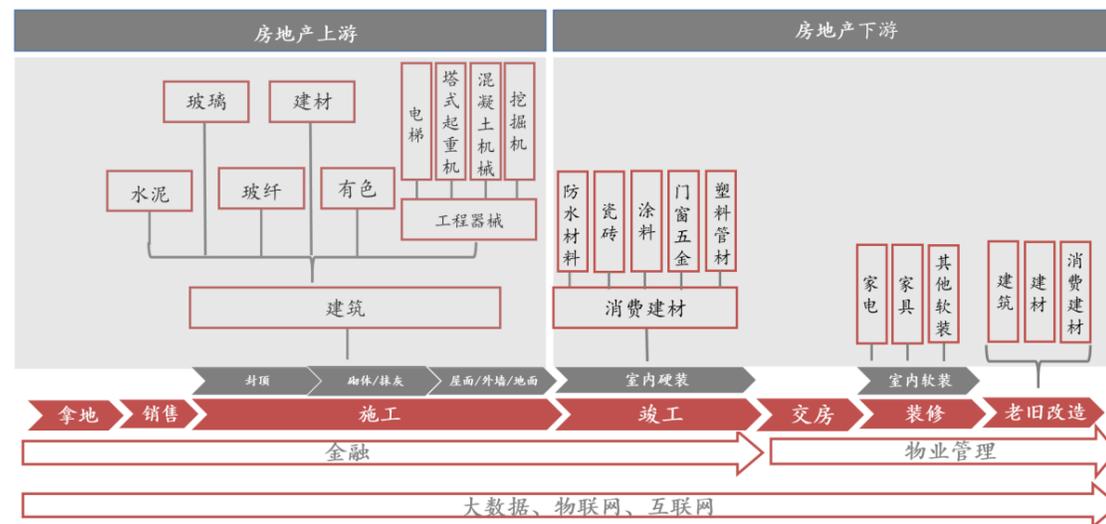
3. 少子化&老龄化

- 问题：中国面临快速老龄化和少子化，房价高是生育率下降的重要原因，适龄劳动力难以满足需求。
- 措施：三胎政策等

4. 共同富裕

- 问题：国内贫富差距较大，而共同富裕是社会需要，城镇居民71%资产为房产，贫富差距主要来自房产贡献。
- 措施：浙江共同富裕示范区等

图.房地产仍为经济支柱



- **投资疲软，消费不振，国内经济下行压力较大。**8月统计局数据呈现经济下行压力，三驾马车中投资有所乏力，消费快速下行，出口保持韧性：**1) 投资：**1-8月固定资产投资累计同比增长8.9%，2年同比增长4.0%，由于房地产投资增速边际放缓，且预期会进一步下降；1-8月基建投资同比增长2.9%，制造业投资同比增长15.7%，整体投资端略显乏力；**2) 消费：**在疫情反复影响下，居民消费信心不足，近期福建疫情再起，预计对节日效应有所冲击，1-8月社零总额同比仅增长2.5%，两年平均增长1.5%，较前值大幅下降6pp；**3) 进出口：**1-8月累积进出口金额达3.8万亿元，累积同比增长34.2%，继续保持韧性。**综合来看，在疫情再次冲击及地产投资加速放缓的状况下，国内经济下行压力较大。**
- **未来推演：**
- **国家存在稳定地产行业的需求，强调微调涉房融资政策，后续有望行业出现边际小幅放松。**中央多次强调楼市调控目标是“稳房价，稳地价，稳预期”，近日央行召开座谈会，强调做好跨周期设计，可以把部分明年的额度调整到今年下半年，以此对冲近期信贷增速下滑趋势，**可能意味着对地产的融资调控会有所微调，但不意味着会大幅放松**，房住不炒、住有所居方向不会变化。
- **政府处理经验丰富，具备风控能力，不认为会发生中国版的“雷曼时刻”。**中国政府具备很好的风险控制能力，会优先采取市场化的手段处置，但在具有系统性风险时可能会采取政府主导的方式去化解危机，政府在华夏幸福、海航、泰禾集团等多个事件风险化解过程中，起到了至关重要的作用，因此不认为会发生中国版“雷曼时刻”，不会引起系统性风险。

图.固定资产投资累积同比增速有所下滑

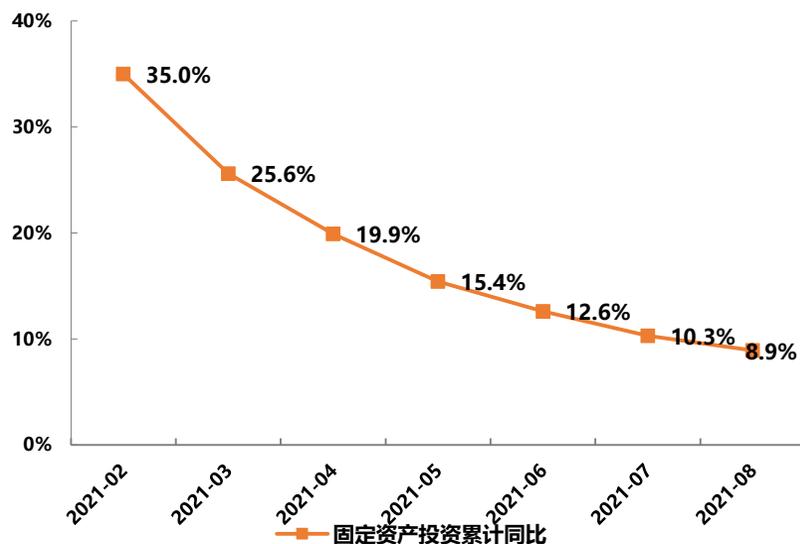
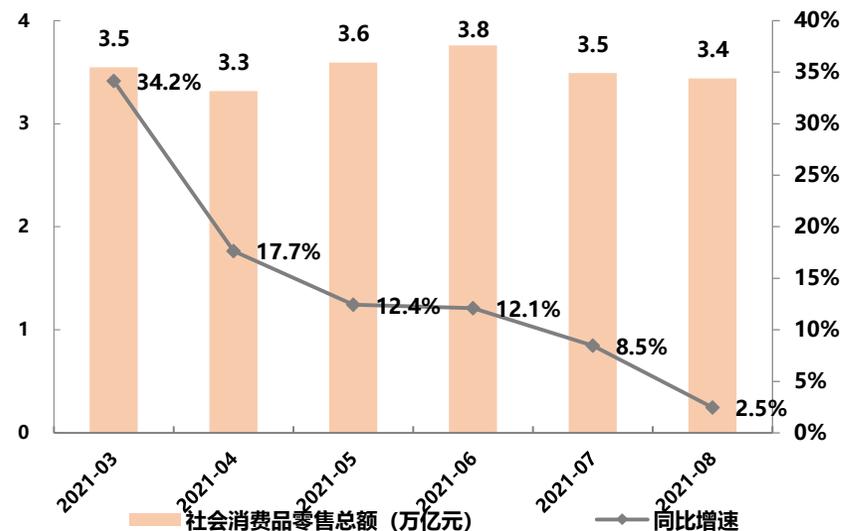


图.社零总额同比增速大幅下降至2.5%



01 恒大事件原因及现状

02 恒大事件影响

03 前车之鉴—泰禾集团

04 前车之鉴—华夏幸福

05 投资建议

- **泰禾集团暴雷始末：**泰禾集团是一家从事住宅开发和商业地产开发的上市公司，创建于1996年，经历了深耕福建、进军北京、成功上市、进军商业等多个发展里程碑，2015年后在激进拿地下急速发展，并开启业务多元化发展。2019年，公司销售目标1500亿，实际完成不到1000亿，经营问题初见端倪。2020年7月，公司首次出现债券兑付违约，债务问题开始引起大量关注。2020年7月30日公司与万科签署《股份转让框架协议》，泰禾投资拟以总对价约24.3亿元将公司19.9%股份转让给万科全资子公司海南万益，交易完成后万科将成为泰禾集团第二大股东。泰禾在银行失信的情况下，其他融资渠道也不顺利，为缓解资金压力，旗下多个文旅项目相继出售。

图.泰禾集团暴雷始末

- 2002年首次进入北京
- 2003年打造“院子系”开篇作品
- 2005年打造泰禾红树林等经典豪宅

- 2013年在北京等纷纷落子；首家泰禾广场开业
- 2014年销售额首次进入克而瑞榜单top50

- 2019年，销售大幅低于目标1500亿
- 2020年，公司债务危机爆发，房子交付延期，公司出售资产，万科入股

1996-2001年

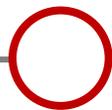
进军北京，打造别墅标杆

2010-2012年

商业开花结果，全国化拓展

2015-2018年

危机出现，万科入股



根植本土，深耕福建

2002-2009年

成功上市，加速发展

2013-2014年

拿地激进，多元布局

2019-至今

- 2010年借壳福建三农成功上市
- 2011年布局打造福州东二环等地泰禾广场项目，强势进军商业

- 2015年摘得全国地王，楼面价近8万元/平
- 2016年推出“11城18院”，打响产品品牌
- 2017年公司销售额首次突破千亿
- 2018年公司持续布局健康、教育、院线等多个领域。

- 土地投资额大且高溢价地块占比较大，尤其15-17年。2012-2017年公司招拍挂市场中土地投资额合计1439亿元，投资强度始终高于50%，持续高强度地获取土地，15-17年为投资拿地金额高峰期，土地投资额共计1061亿元，其中539.7亿元投资的土地溢价率高于50%，平均溢价率高达198%。
- 高价地块利润率较低，常出现亏损状况。公司13幅已开盘高价地项目的平均楼面价为1.96万元/平，销售成交均价为3.88万元/平，楼面价/销售均价约51%，泰禾产品定位高端，加之较高的建安成本，项目盈利空间较小，除北京、深圳项目楼面价/销售均价分别为38%及37%外，上海及二线城市整体项目楼面价/销售均价分别为59%及57%，过高的土地价格占比挤压了项目的盈利空间。

图.公司12-17年始终保持高投资强度拿地

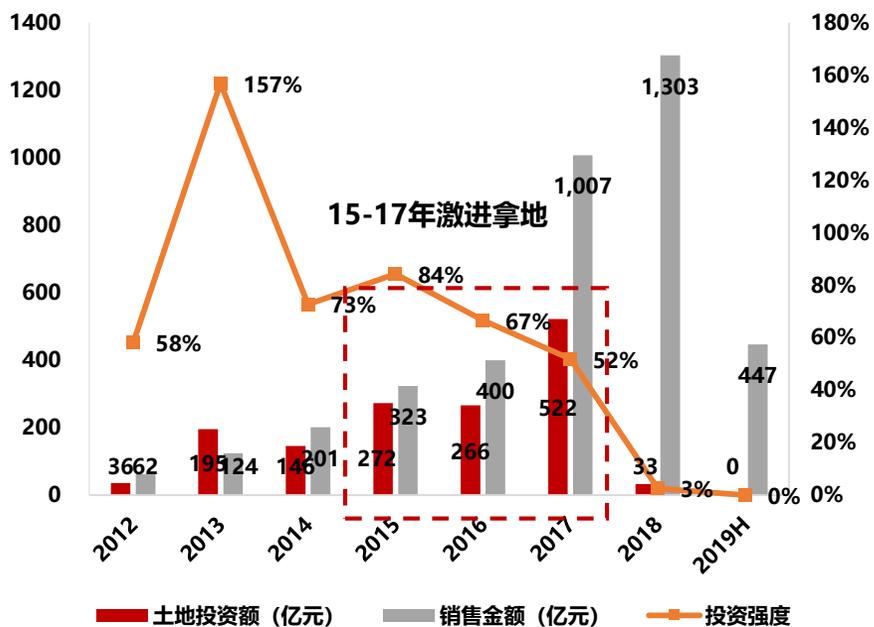


图.公司15-17年获取大量高价地块

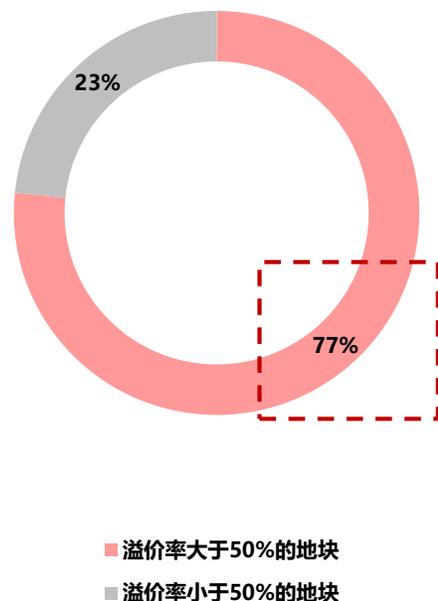
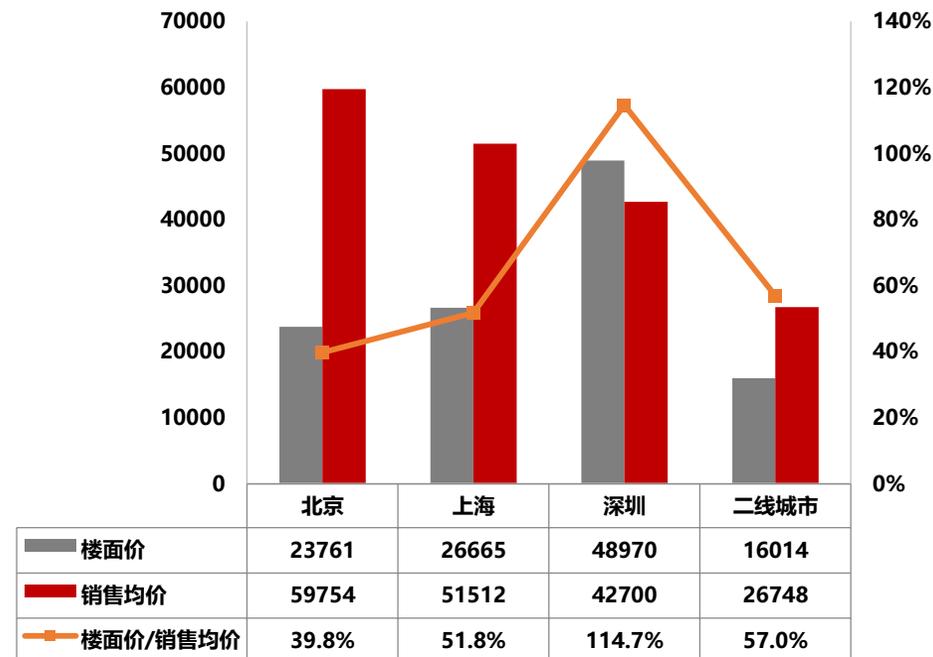
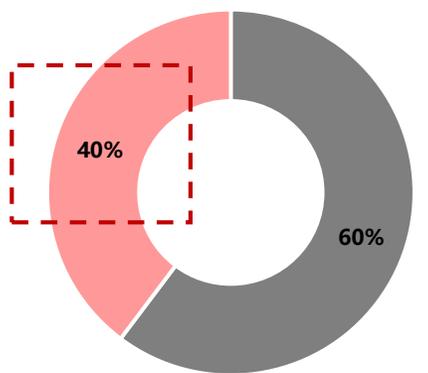


图.高价地项目盈利空间较小



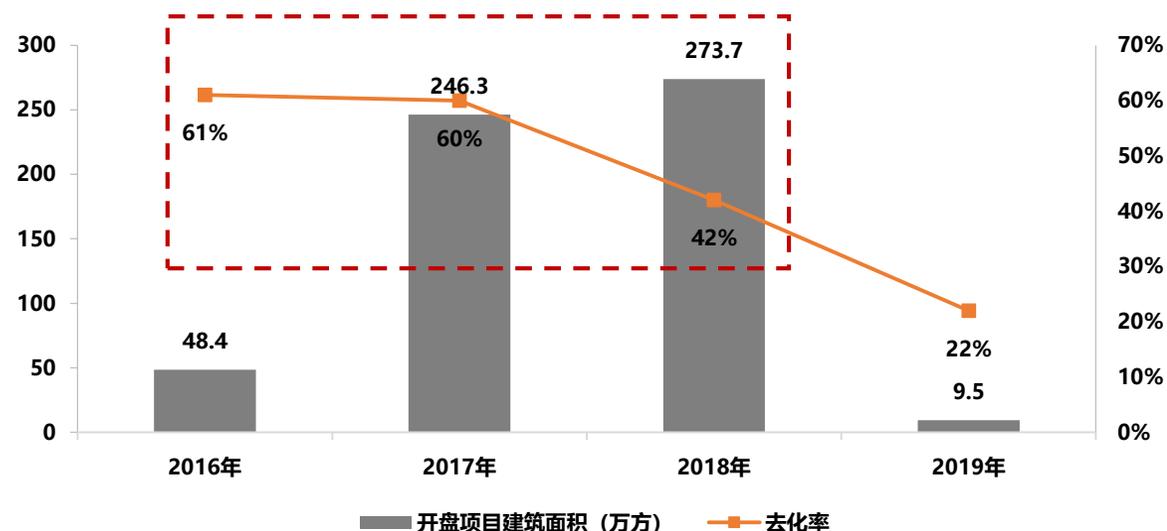
- **由于预售价格等问题，公司存在大量未开盘项目：**根据克而瑞数据，15年-20年公司获取的63个项目（剔除信息不公开项目），规划计容建面合计1102万方，其中在售及售罄的项目规划计容建面合计664万方，占比仅为60%，**有40%的项目尚未开盘或者开工**，其主要问题在于：一方面由于产品定位较高，期望获得较高的预售价格入市，但产品预售价格难以通过政府审核，导致项目开盘延后；另一方面由于公司资金问题近年来屡屡发生，项目开工所需资金未能及时到位，因此造成部分项目开工延后。
- **公司产品定位过于高端，销售去化速度过慢：**泰禾产品以院子系为标杆产品，产品线整体定位过于高端，造成开盘项目销售去化较慢，以目前在售的25个项目为例，不同年份开盘的项目均去化率不佳，16、17年开盘的大量项目整体去化率在60%左右，相较同行去化速度较慢，整体来看，目前在售项目平均开盘时间为2.37年，平均去化率仅为49%，相当于平均年去化率为21%，项目约5年才能够去化完毕，缓慢的销售速度不及预期，且加重资金的恶化。

图.公司未能及时开盘的项目占比较大



■ 在售及售罄项目 ■ 未售及未开工项目

图.公司各年份开盘的项目去化率均不及预期



- 公司自身运营效率及项目受限等影响下，项目周转速度慢。2015-2017年公司共获取22幅溢价率高于50%的地块，项目周转速度较慢，主要原因在于：1) 公司产品体系非标准化，需要花费更长时间才能开工，22幅高价地项目平均拿地-开工时间为7.4个月，而行业平均为3个月左右；2) 公司项目布局于一二线城市，限价调控较为严格，公司期望开盘价格过高拿不到预售证，因此出现迟迟未开盘的现象，22幅高价地项目平均开工-开盘时间为11.7个月，而行业平均为5个月左右。项目周转速度慢，进一步增加公司的资金成本以及管理费用，在2019年公司三费率显著抬升，销售费用率、管理费用率和财务费用率分别提升至2.0%、0.8%和1.1%。

图.公司自身运营效率导致周转慢

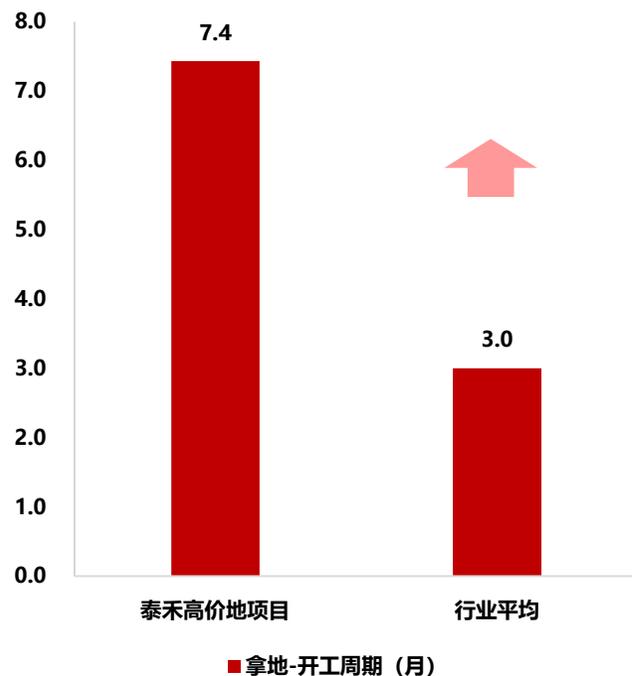


图.项目受限价影响导致周转慢

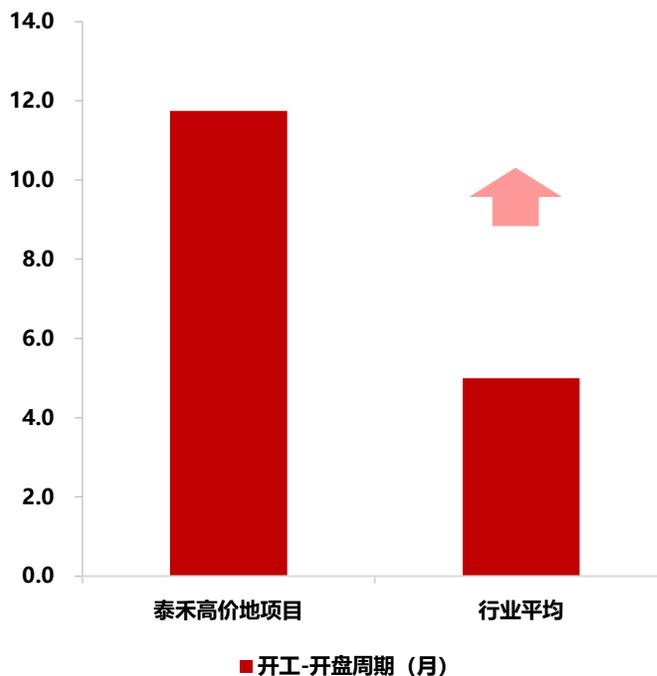
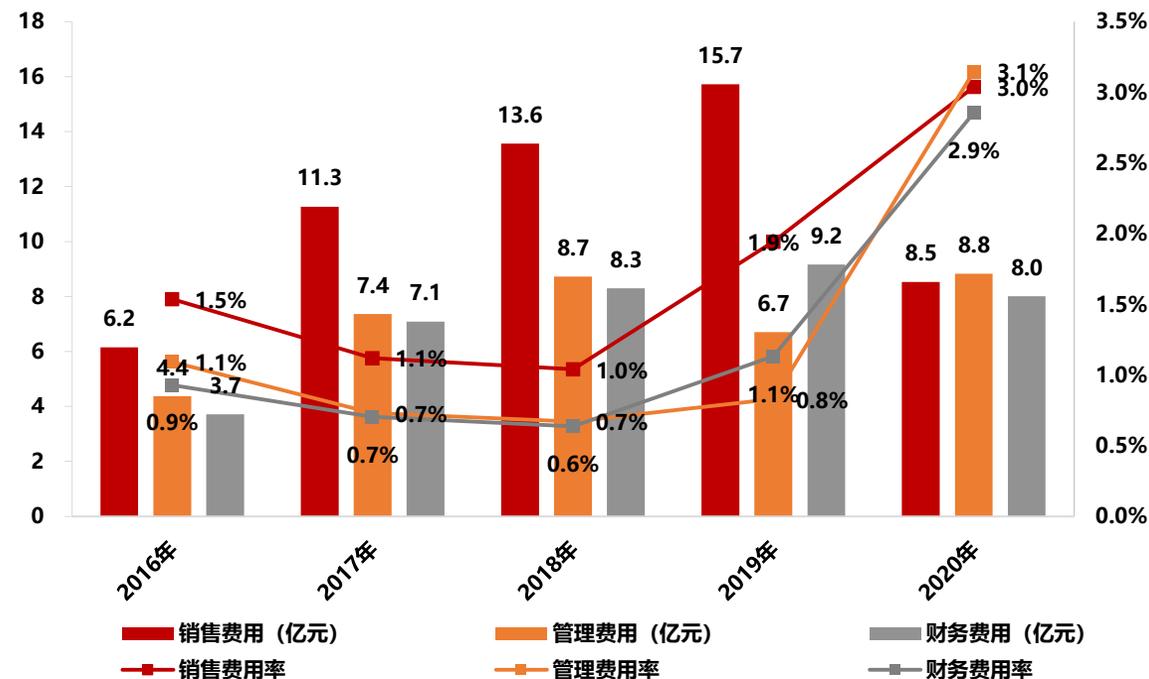


图.2019年三费率抬升明显



- **公司激进拿地，大幅加杠杆。**15-17年公司激进获取土地，投资规模近千亿，公司大幅加杠杆，公司负债状况持续恶化，净负债率常年保持在200%以上，2017年净负债率高达475%，有息负债规模也从15年的446亿元激增至17年的1355亿元，之后居高不下。
- **自身造血能力不足，举债却入不敷出，在19-21年偿债高峰期中暴雷。**公司自身造血能力不足，15-17年连续3年经营性现金流均为负值，只能依靠举债维系资金。公司债券结构则逐渐由境内债为主转为境外债为主，显示出公司境内发债的审核困难，也显示了监管部门对公司状态的担忧。2015-2019年公司每年均大量发行新债券，2019-2021年为偿债高峰期，偿债规模分别为80亿元、110亿元和98亿元，发新债困难叠加偿债高峰，导致公司资金难以周转。

图.公司无法依靠自身造血

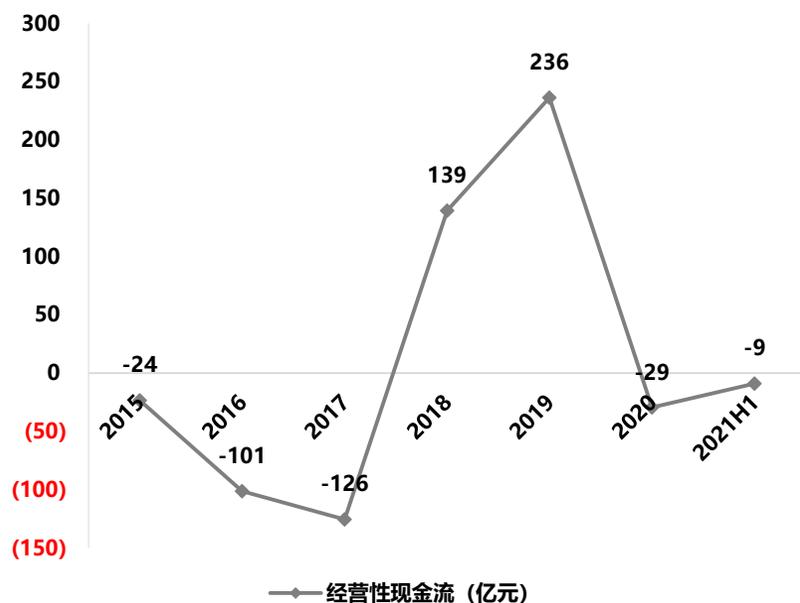


图.公司逐步转为境外发债为主

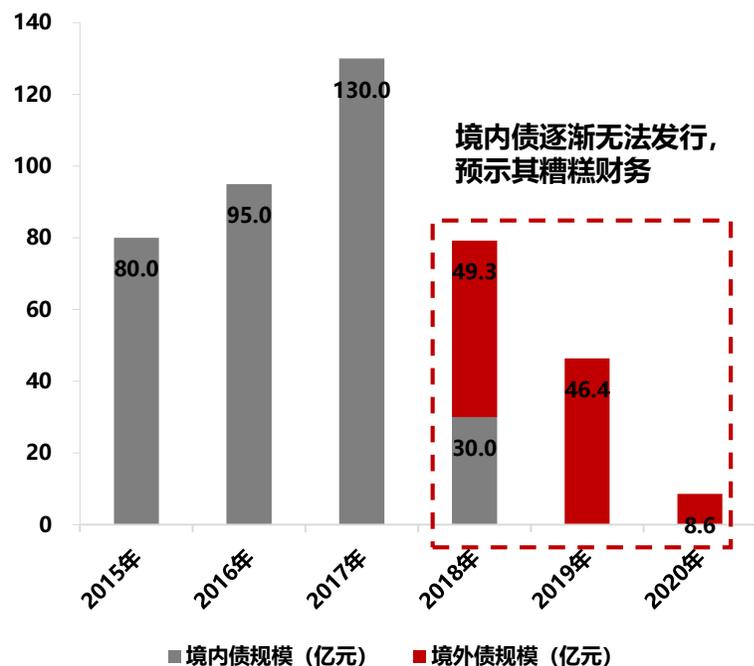
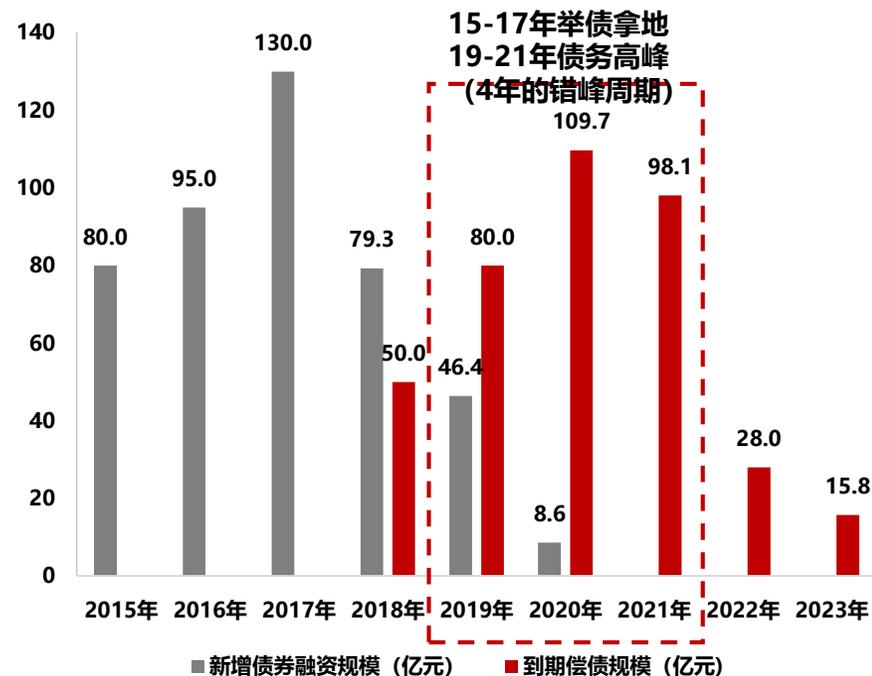


图.公司2019-2021年面临偿债高峰期



- “泰禾+” 战略使得集团分散精力和资金到其他业务：2017年9月公司推行“泰禾+”，打造“高品质产品+配套+附加值服务”的全生命周期服务配套，战略本身无逻辑错误，但由于地产主业带来的资金链情况仍很糟糕，集团却将大量资金投资于业务多元化，对公司产生雪上加霜的作用。在多元化领域上，泰禾积极拓展，但如酒店、医疗、养老、文旅等业务均需要长期投入，并非短期见效的业务，对集团的业绩拖累较大。

图.公司泰禾+战略



- **负债压力之下，拿地土储呈现收缩。**2016-2017年公司拿地策略较为激进，年新增土储建面由2015年的73.4万方增长到2017年的688.6万方，增长近9倍。但2018以后公司新增土储建面和总土储建面均迅速降低。
- **拿地放缓后的销售滑坡。**在2015-2017年公司销售额实现3倍以上的快速增长后，2018年公司销售额增速明显放缓，2018年公司全年销售额约1303亿元，同比增长29%。但2019年公司销售额出现较大滑坡，2019年全年销售额约809亿元，同比下降38%，2020年公司销售额仅281亿元，同比下降65%。

图.公司销售额持续下行

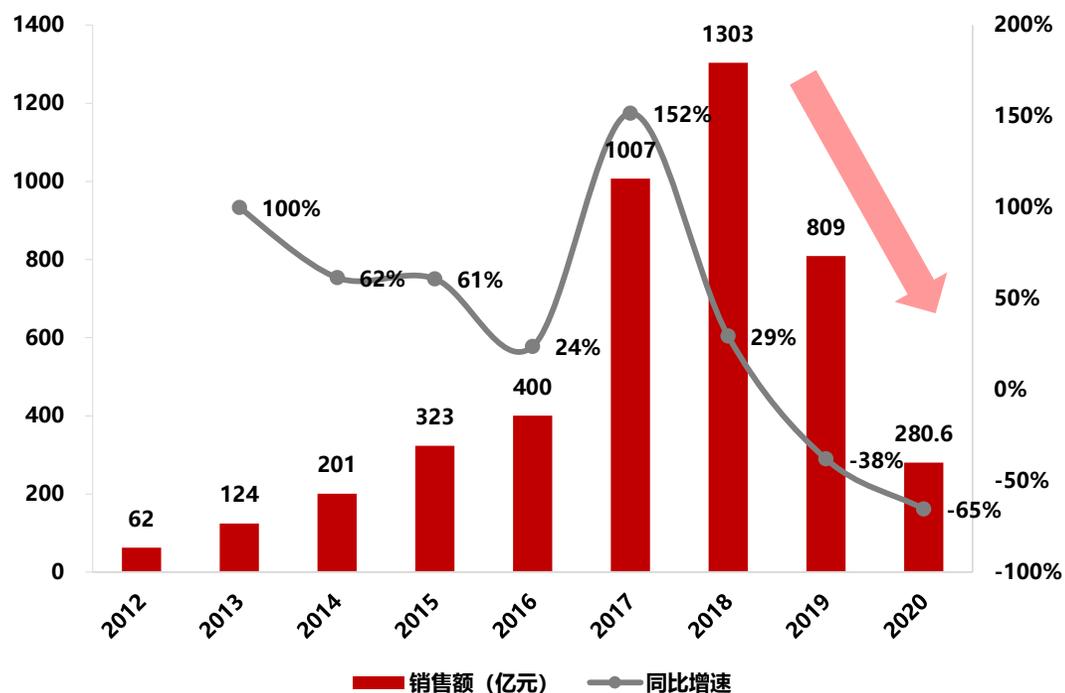
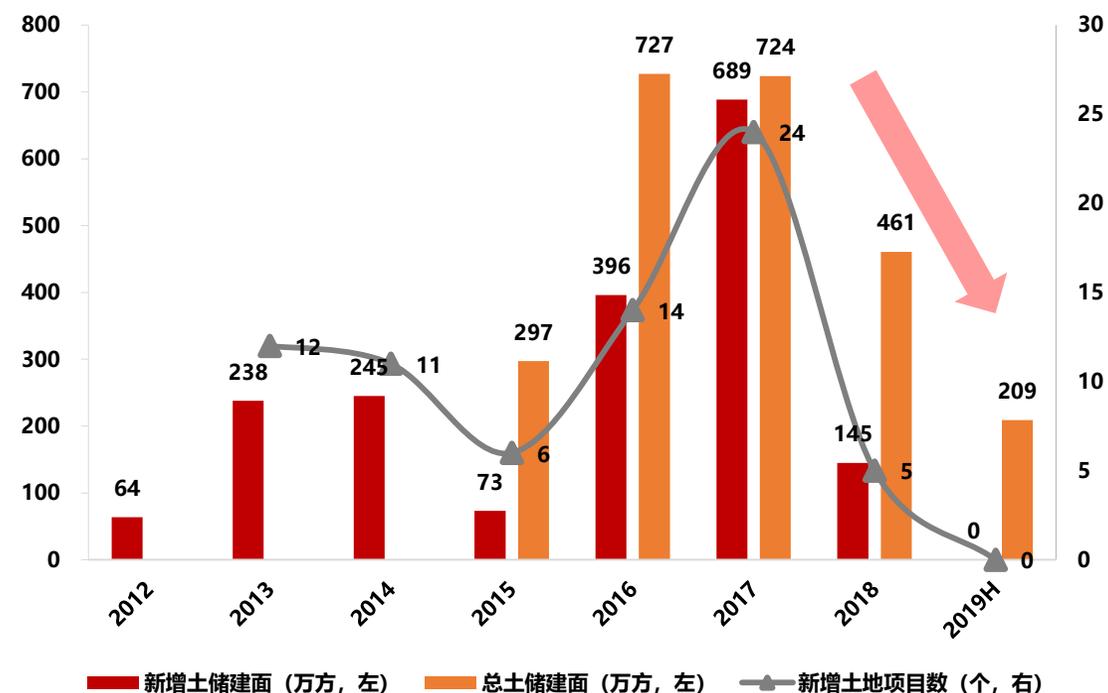


图.公司2018年后拿地趋紧



- **净负债率保持在高位，始终高于240%。**公司经营策略上始终较为激进，净负债率持续高企，2016至今公司净负债率始终保持在200%以上，且有些年份更超过400%。
- **债务结构恶化，逐渐以短债为主，现金短债比长期不高于0.5。**公司2015-2019年有息负债结构中，逐渐由长期债务为主转为短期债务为主，长期借款占比由56%降至30%，短期借款及一年内到期非流动负债占比之和由25%逐渐提升至57%，短期偿债压力逐渐增大。公司2015-2019短期负债规模高企，2019年达540亿元，现金短债比持续恶化，截至2019年底仅为25%。

图.净负债率保持高位

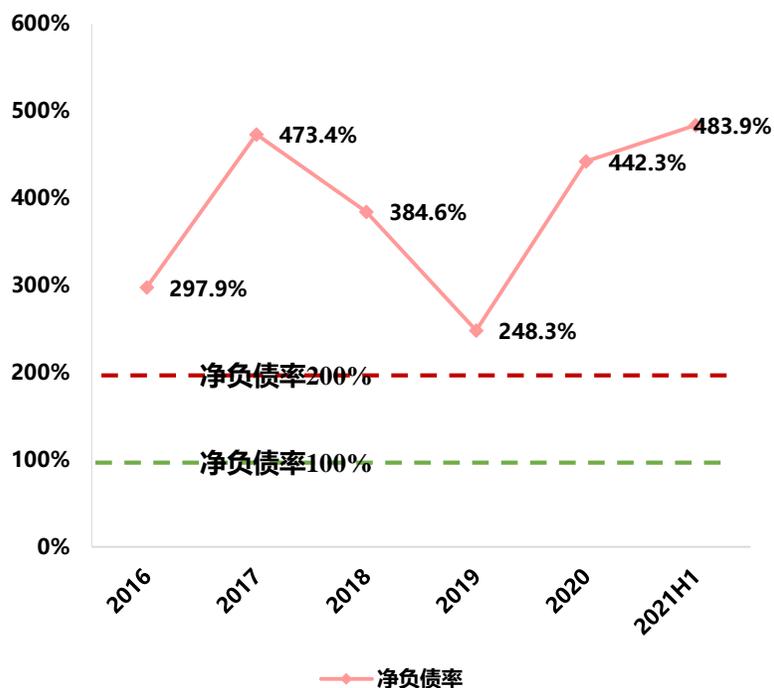


图.有息负债逐渐以短期债务为主

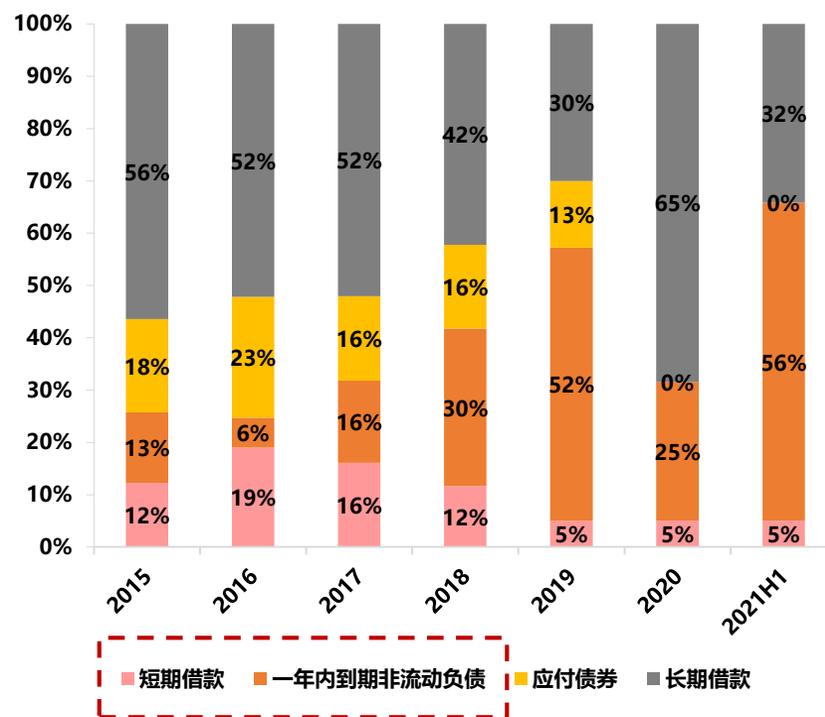
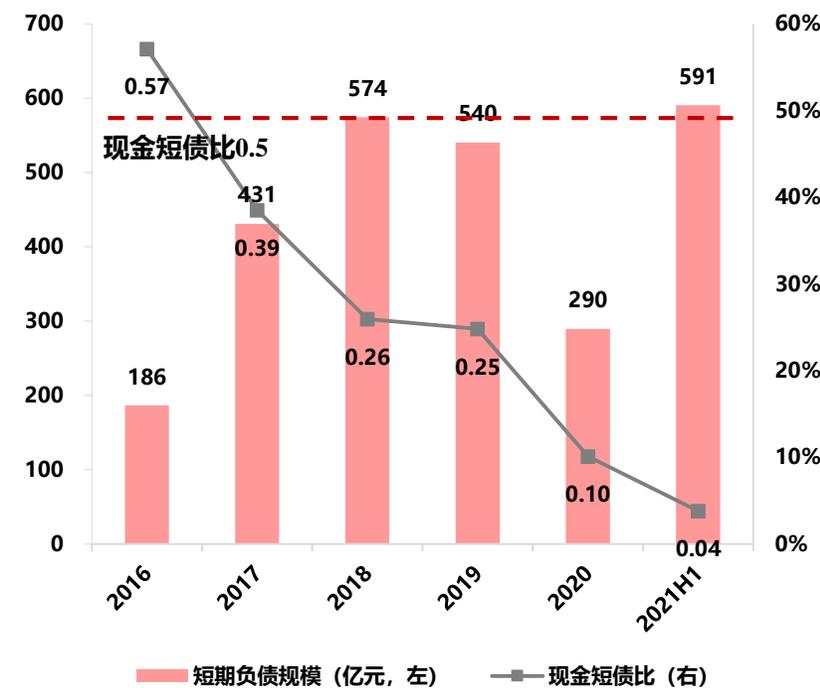


图.现金短债比持续下降



- **融资结构转为非银为主，核心原因是银行端难以融资。**2016-2019年公司有息负债结构由银行贷款为主转为非银贷款为主，银行贷款占比从41%降至17%，非银行贷款占比则从36%升至61%，带动融资成本由7.62%提高至9.94%。
- **各类融资成本抬升：**造成融资成本上升的原因，除负债结构的变化外，还由于各类融资方式成本的整体上升，2016年-2019年银行贷款融资成本由6.79%提高至8.48%，非银行贷款由8.40%提高至10.65%，债券由7.62%提高至9.07%。

图.融资结构由银行贷款为主转为非银贷款为主

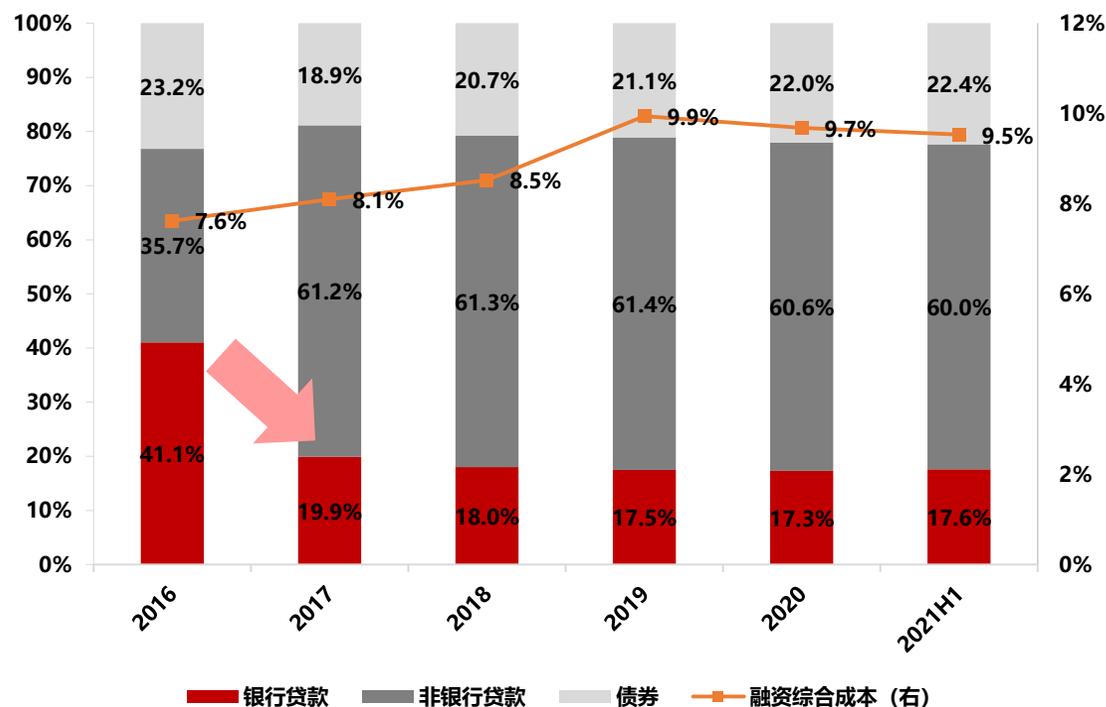
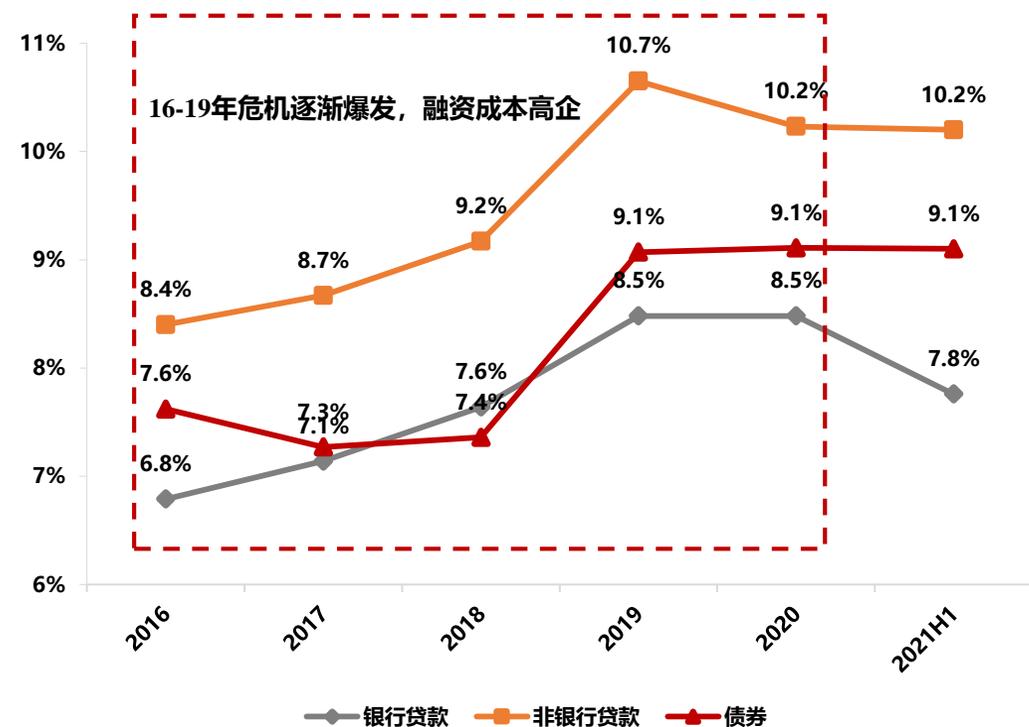


图.各类融资方式成本均在提升



01 恒大事件原因及现状

02 恒大事件影响

03 前车之鉴—泰禾集团

04 前车之鉴—华夏幸福

05 投资建议

- **华夏幸福暴雷始末：**华夏幸福创立于1998年，从2002年固安工业园区起步，开启产业新城业务模式。2007年-2010年，河北大厂、香河、怀来产业新城成立，公司产业新城异地复制模式启动。深耕环京地区的华夏幸福随着北京产业转移、房产需求外溢，取得长足发展。2016年公司以1200亿的销售额跻身全国房企第6名。华夏幸福产业新城模式得到国家主管部门高度认可，并实现了全国15个都市圈的全面布局。2017年环京限购，房价腰斩，导致华夏幸福不得不引入中国平安以缓解战略压力。2018年中国平安138亿入股成为华夏幸福第二大股东。2020年，三道红线政策推出，华夏幸福三道红线均踩，融资受限，借新还旧难度加大。2021年2月，华夏幸福首次发布公告称52亿债务逾期。截至2021年9月，公司累计债务违约近900亿元。

图.华夏幸福暴雷始末

- 2002年，成立三浦威特（SPV），固安工业园区成立，开启产业新城事业
- 2005年，与政府签订PPP合作协议，开创政企合作新局面

- 2011年，登陆A股资本市场
- 2015年，固安模式得到国务院通报表扬，固安工业园区新型城镇化项目入选

- 2021年1月，中金、穆迪下调华夏幸福评级，认为公司业绩及现金流低于预期，随后公司债券价格大跌
- 2021年2月，公司发布公告称52亿债务逾期
- 截至2021年9月，公司累计债务违约近900亿



- 1998年，华夏房地产正式成立，“华夏花园”开盘销售，房地产业起步

- 2007年-2010年，河北大厂、香河、怀来产业新城成立，从环京开始复制固安模式

- 2016年，营收破千亿，布局京津冀、长三角、粤港澳、郑州、武汉等核心都市圈
- 2018年，与中国平安签署战略合作协议，中国平安成为华夏幸福第二大股东
- 2019年，在武汉、北京、南京、哈尔滨、广州等地接连获取优质项目

华夏幸福暴雷原因1——产城模式回报周期长，沉淀资金大

- **产城模式回报周期长。**产业地产的回报周期远长于住宅开发，公司与地方政府进行合作，提供土地整理、基础设施建设、公共设施建设与运营、规划咨询、招商引资等服务，按照与地方政府约定的投入成本的一定比例确认收入，通常开发后的3-5年才可形成正向现金流，且政府园区结算款形成应收账款长期挂账。
- **产城模式沉淀资金大，应收账款回收缓慢。**公司应收账款主要为应收政府园区结算款，公司应收款保持高速增长，2020年合计达到841亿，应收账款周转率持续下降，反映出园区结算款回款较慢等问题。

图.产业新城收入模式

新城结算

A: 土地整理服务, 115%
配合政府有关部门为主体进行的集体土地征转，形成建设用地的相关工作

C: 公共设施建设, 115%
公园、绿地、广场、规划展馆、教育、医疗、文体等公益设施建设及运营

B: 基础设施建设, 115%
包括道路、供水、供电、供暖、排水设施等基础设施投资建设

D: 规划咨询服务, 110%
包括开发区域的概念规划、空间规划、产业规划及控制性详规编制等

产服结算

产业发展服务费=新增落地投资×45%

新增落地投资额=新增固定资产投资额+新增无形资产投资额+新增其他非流动资产投资

图.公司营收结构

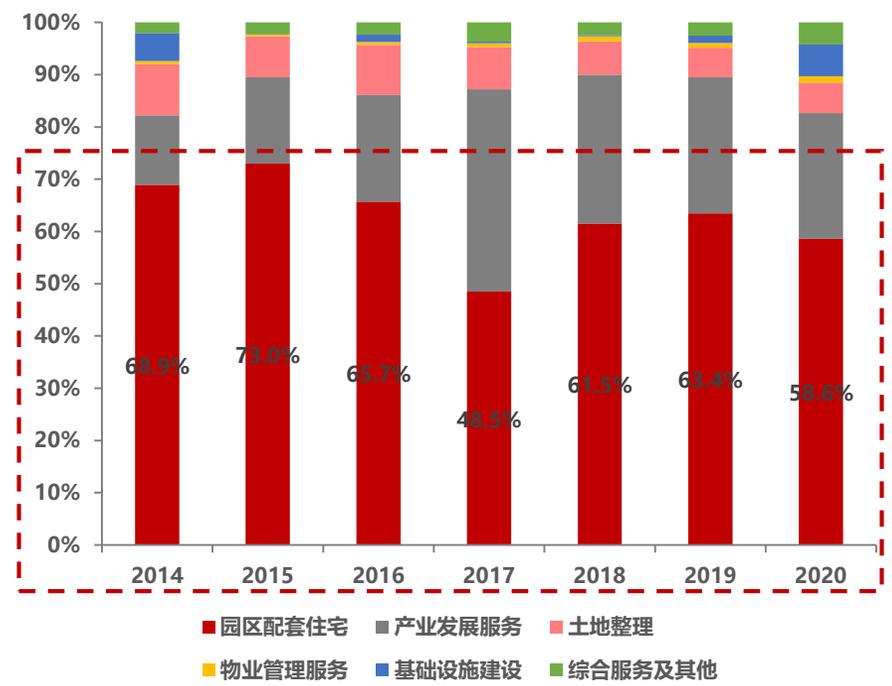
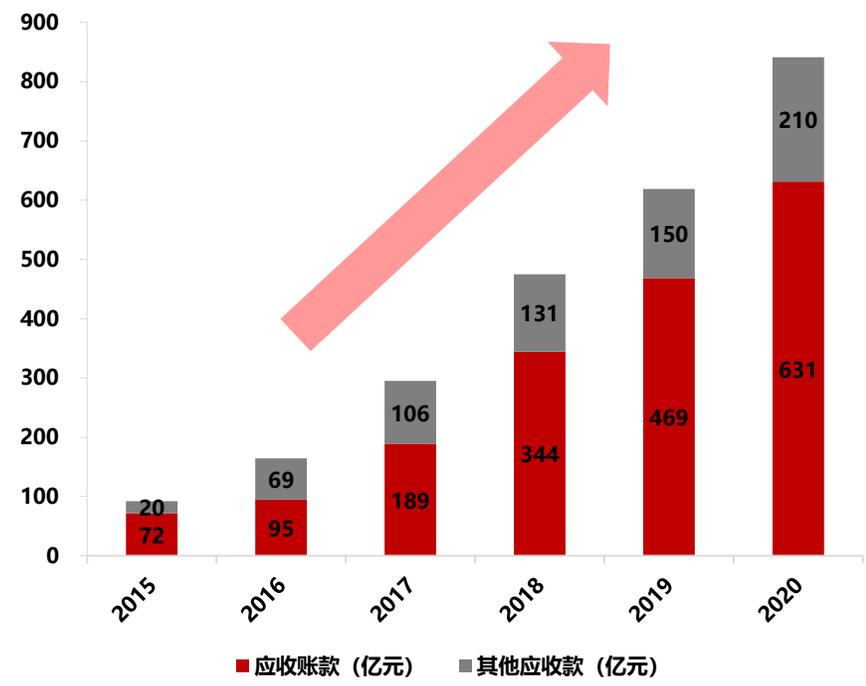


图.公司应收账款



- **环线城市发展难以聚集人口，人口流出最终带来地产需求减少。** 华夏幸福的产城逻辑在于布局核心城市的环线城市，利用产业溢出效应，通过自身区域规划、建设、招商运营，实现区域价值最大化，但目前城市化仍然处于中期，城市圈的核心城市，仍然处于产业聚集的阶段，自身产业外溢程度不高，因此华夏幸福的产城模式容易出现“灯下黑”现象。即布局环线城市，但产业和人口难以引流，以北京为例，实际上北京对产业和人口集聚效应较强，环京城市产城难以聚集产业和人口，房地产需求减弱。
- **布局过于集中环京区域，调控之后销售出现风险。** 2017年之前公司营业收入中环京地区占比一直保持在80%以上，2017年京津冀地区调控政策密集出台，环京地区房地产市场急速转冷，其中公司重仓的河北廊坊市2017年住宅销售额同比下降33.5%，导致公司2017年住宅销售金额仅289.3亿元，同比下降18.2%。

图.公司营收区域分布占比

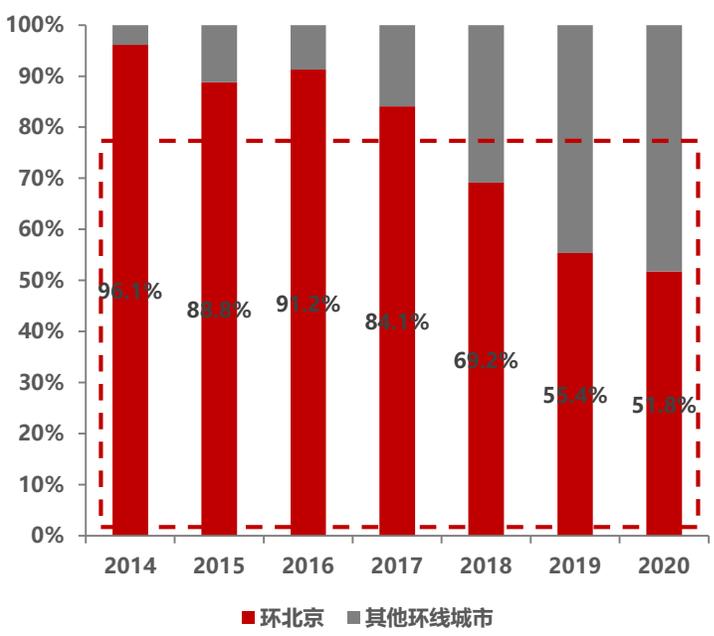


图.主要环京城市人口情况

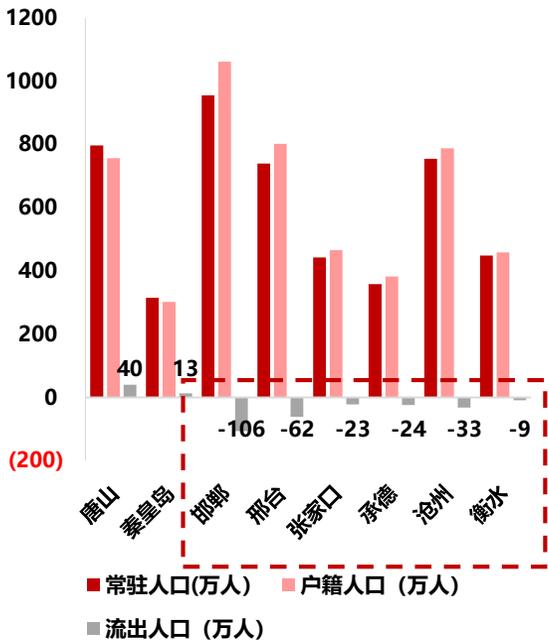
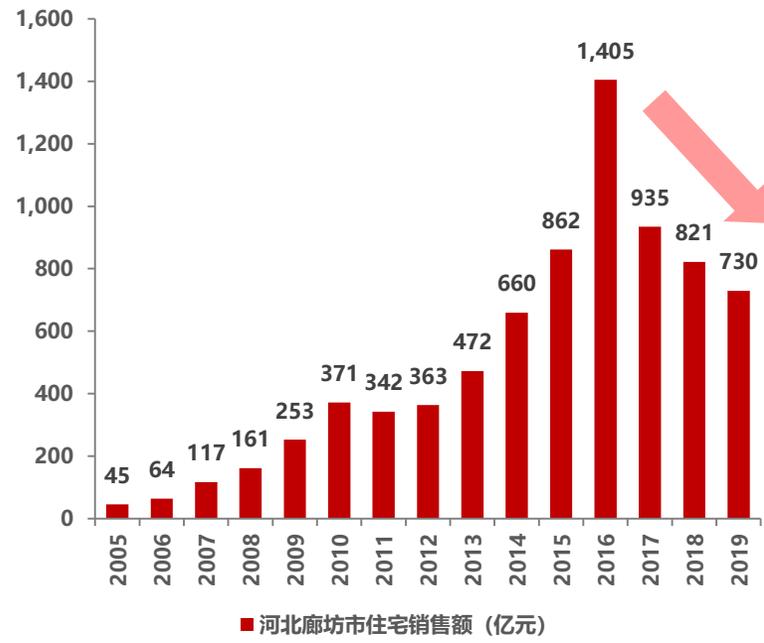


图.2017年环京限购政策密集推出

城市	限购限贷政策推出时间
保定涿州	2017年3月1日
保定涿水	2017年3月2日
北京	2017年3月17日
通州	2017年3月17日
天津	2017年3月31日
保定徐水区	2017年4月4日
保定白沟新城	2017年4月4日
霸州	2017年4月4日
文安	2017年4月4日
保定高碑店	2017年4月5日
保定清苑区	2017年4月5日
承德	2017年5月16日
张家口	2017年5月26日
廊坊	2017年6月2日
燕郊	2017年6月9日

图.公司重仓的廊坊市住宅年销量



- 住宅销售难补资金缺口，经营性现金流持续为负。产城开发前期需要垫付大量资金，公司主要依靠销售配套住宅回收现金，现金流压力一直很大，2017-2020年经营性净现金流常年为负，缺乏造血能力，2019年更是扩大至-318亿元。公司每年均通过融资来保证现金流正常，2017-2020年公司筹资活动流入现金始终保持高位，其中50%以上用于偿还往期债务，实际上形成借新债补旧债的恶性循环。
- 短债长投存在资金错配，短期负债占比持续提升。公司资金投入回报周期长，但从债务结构来看，公司短期有息负债占比自2018年开始逐年上升，由18%升至2020年的42%，投资回报周期与债务期限的错配加剧了公司的偿债压力。

图.公司形成借新债补旧债的恶性循环

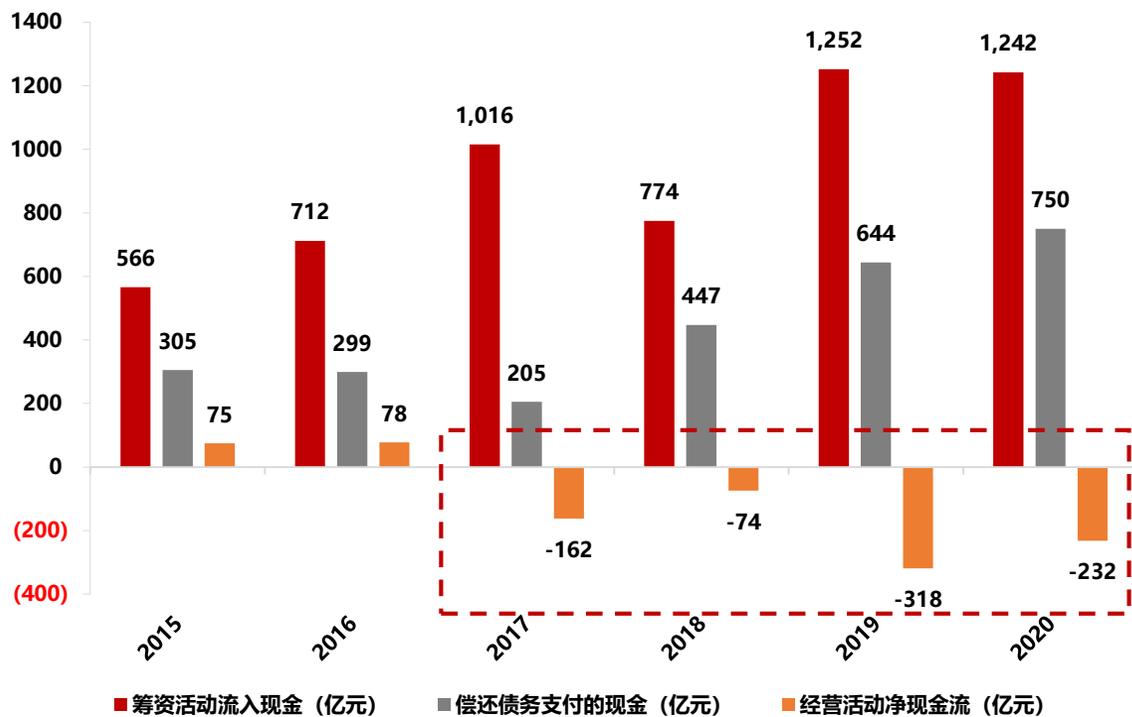
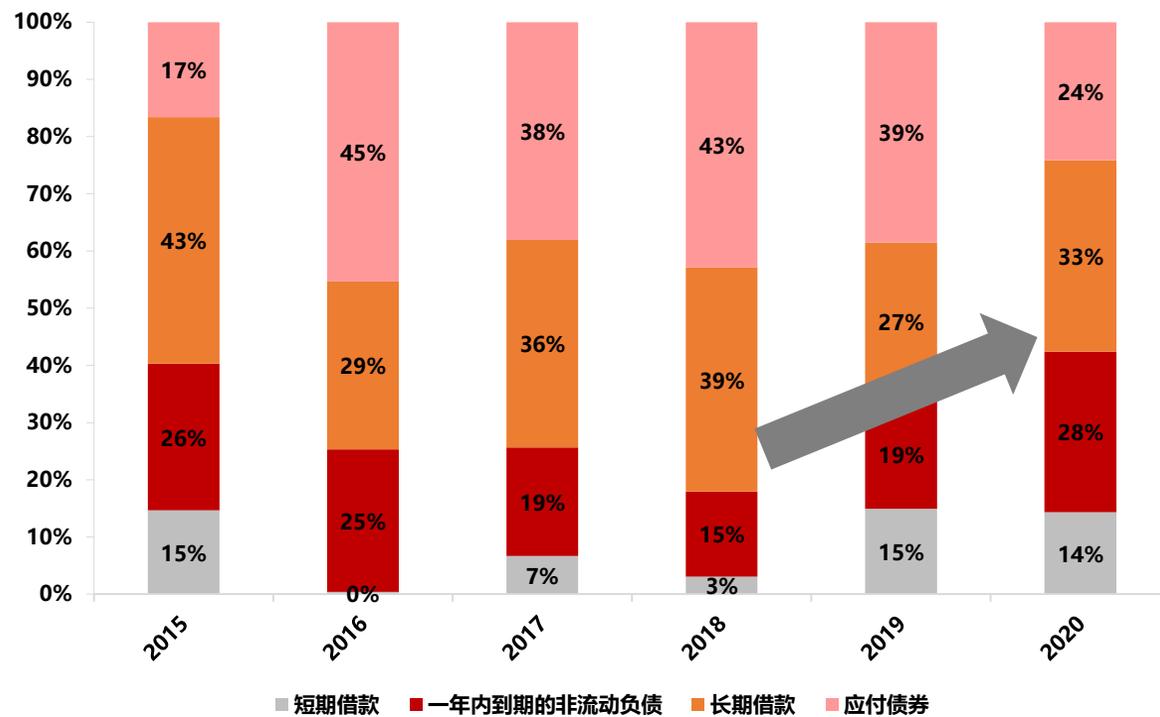


图.公司短期有息负债占比上升



- **销售在18年后出现连续下滑。**2013-2016年公司年销售额保持稳步增长，2017年环京楼上调控政策导致公司销售额增速大幅下降，2017年同比增速约26.5%，相比2016年下降了约39.8pct。2019年公司年销售额首次出现下滑，同比下降12.0%，公司2020年销售额仅941亿元，同比下降34.3%。
- **总土储增速持续放缓。**公司在2017年前拿地强度基本呈现逐年提高态势，但在2017年销售明显放缓后，公司总土储建面一直维持在1000万方左右。

图.公司销售出现下滑

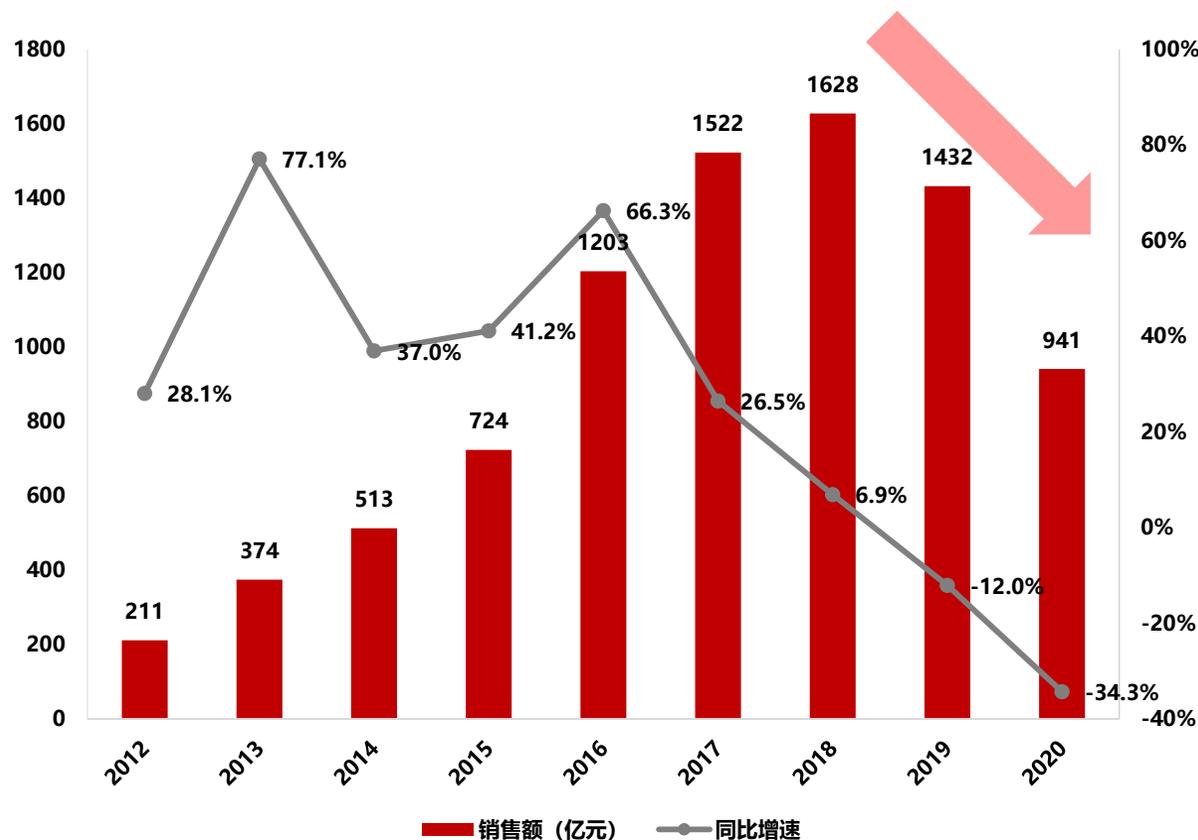
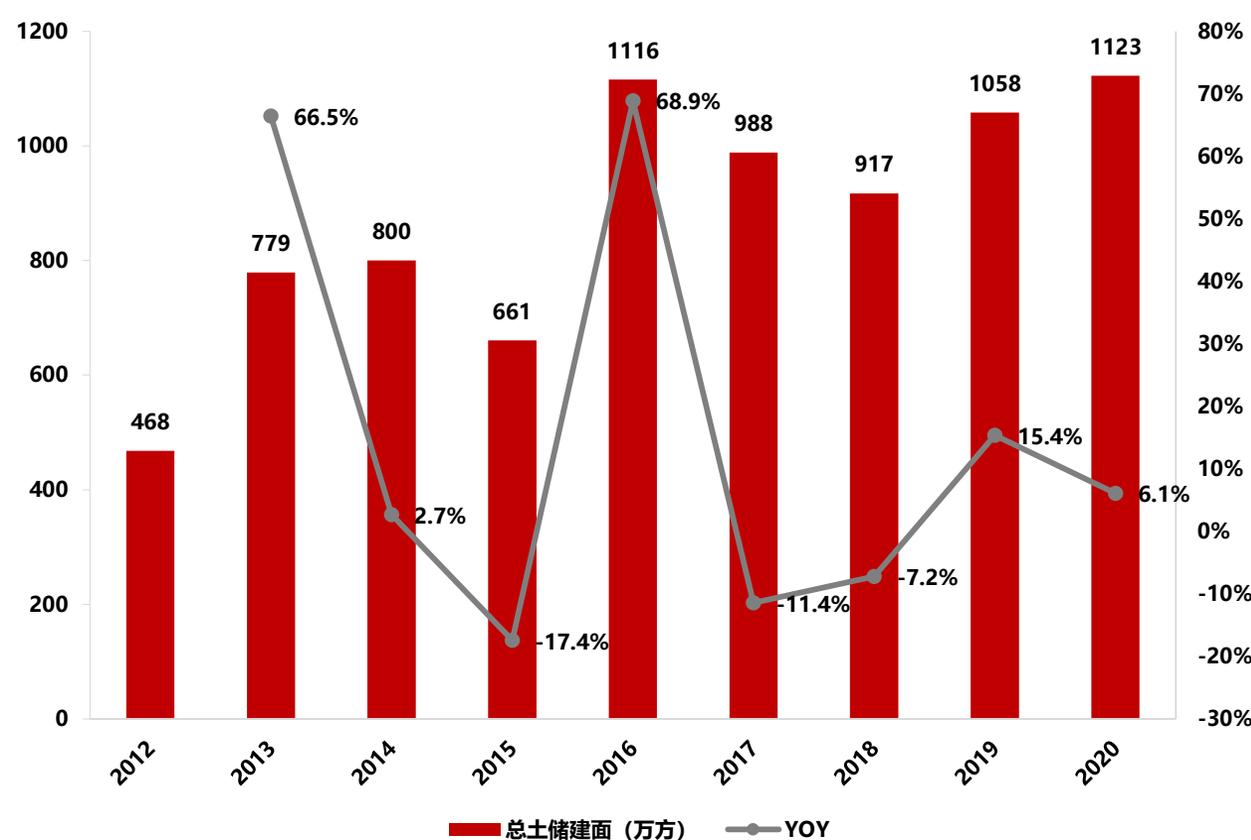


图.公司总土储增速放缓



- **净负债率保持高位，18年后均不低于160%。**2017年之前公司净负债率维持在70%一下，2018年公司净负债率大幅提升至161%，同比增长113pct，此后保持高位。
- **现金短债比持续下降，19年后持续低于0.8。**由于现金流压力较大，2019年公司短期债务陡增至604亿元，同比增长148.6%，2020年进一步增加到817亿元。公司现金短债比自2018年开始持续下降，从2017年的2.59降至2020年的0.33。

图.公司净负债率保持高位

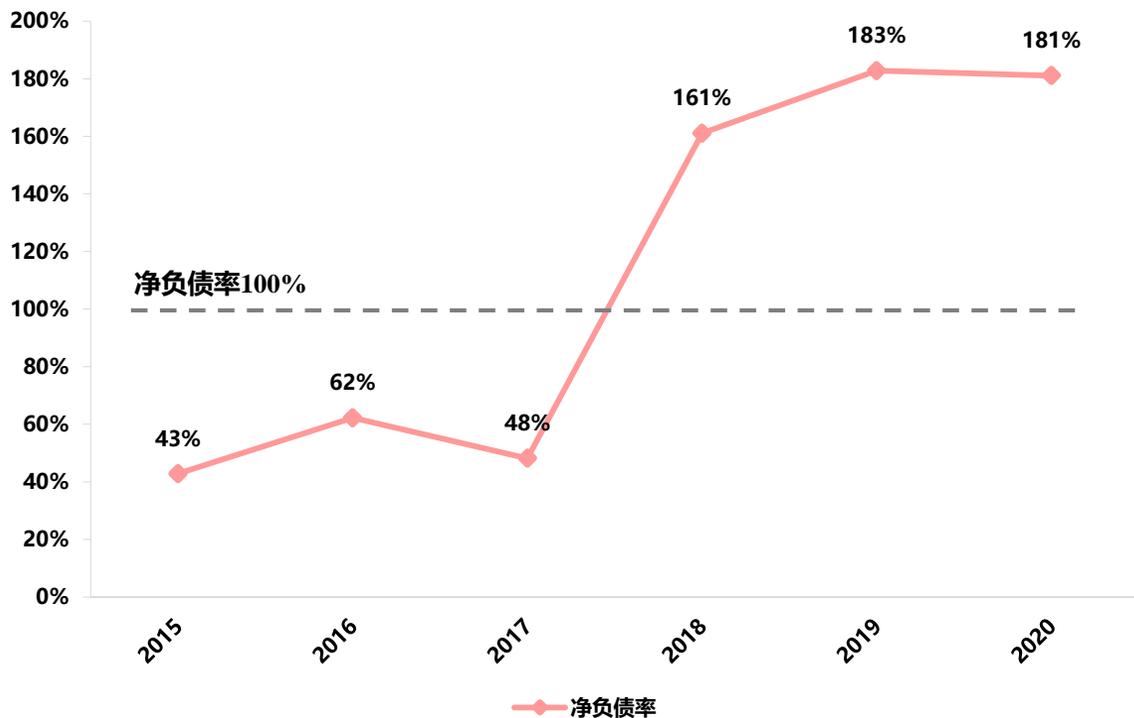
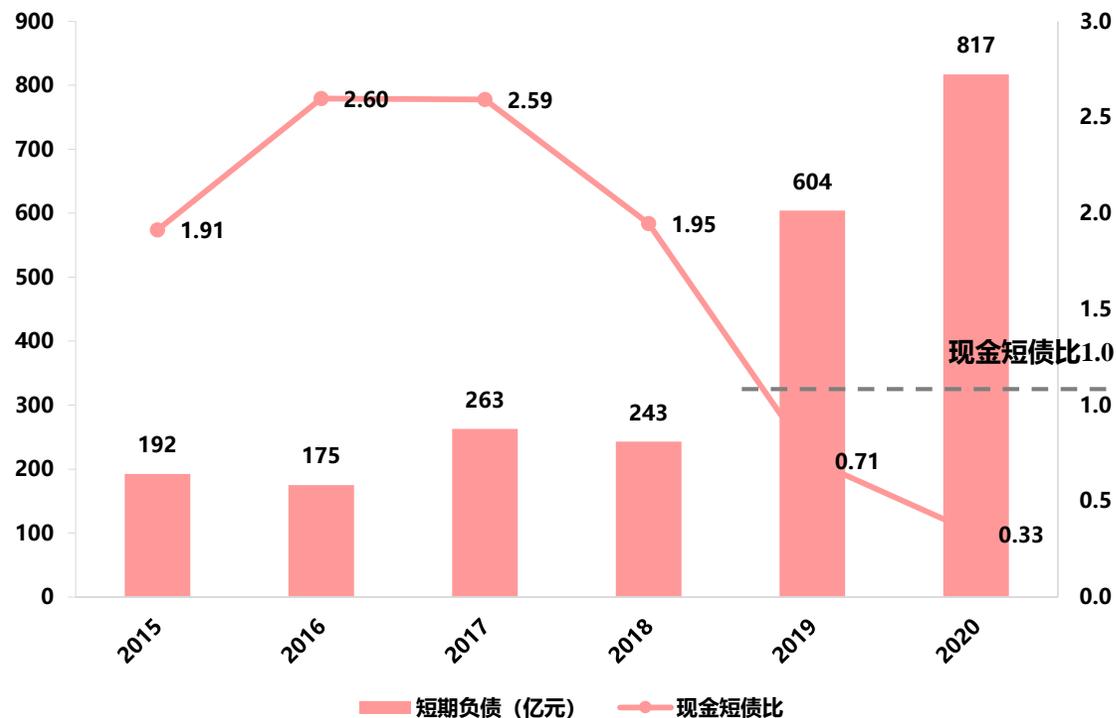


图.公司现金短债比持续下降



- **应收款项大幅增加：**公司应收账款主要为应收政府园区结算款，其他应收款主要为园区建设垫付款、土地保证金、信托业保障基金保证金等。公司应收款保持高速增长，2020年合计达到841亿，反映出园区结算款回款较慢等问题。
- **公司预收款增长停滞：**公司预收款自2018年出现增长停滞，之后开始呈现下滑，这一方面反映销售回款变慢，另一方面也反映未来可结算资源不足，收入增长可能出现停滞。

图.公司应收款大幅增加

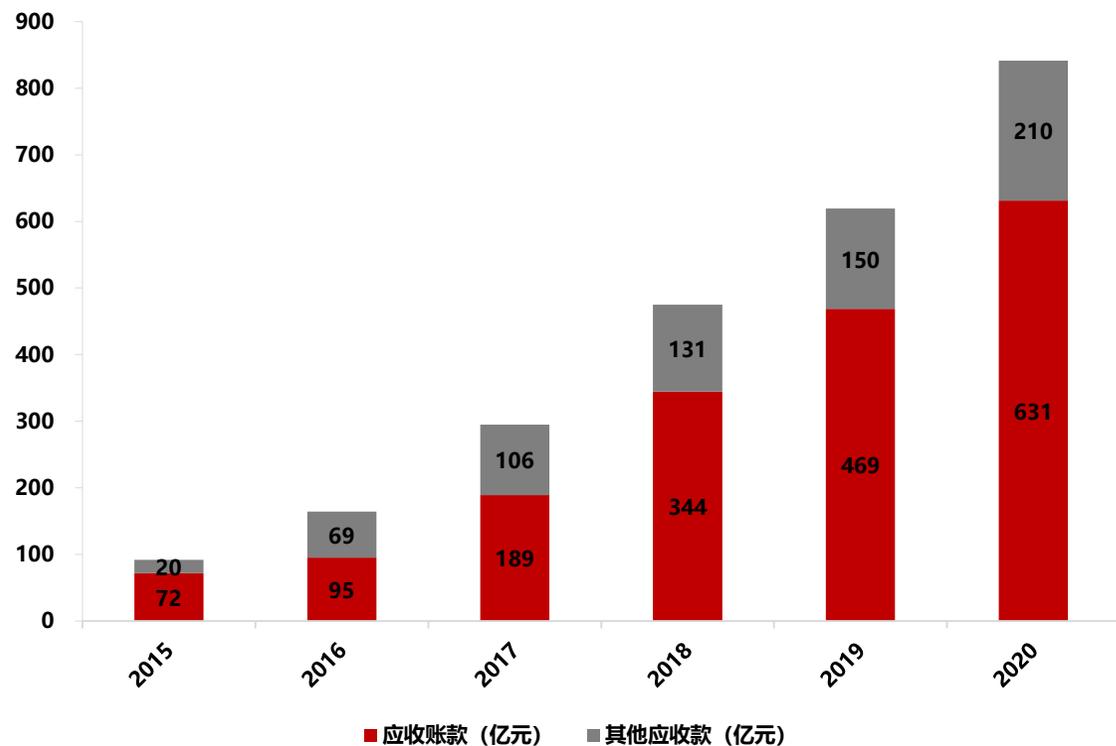
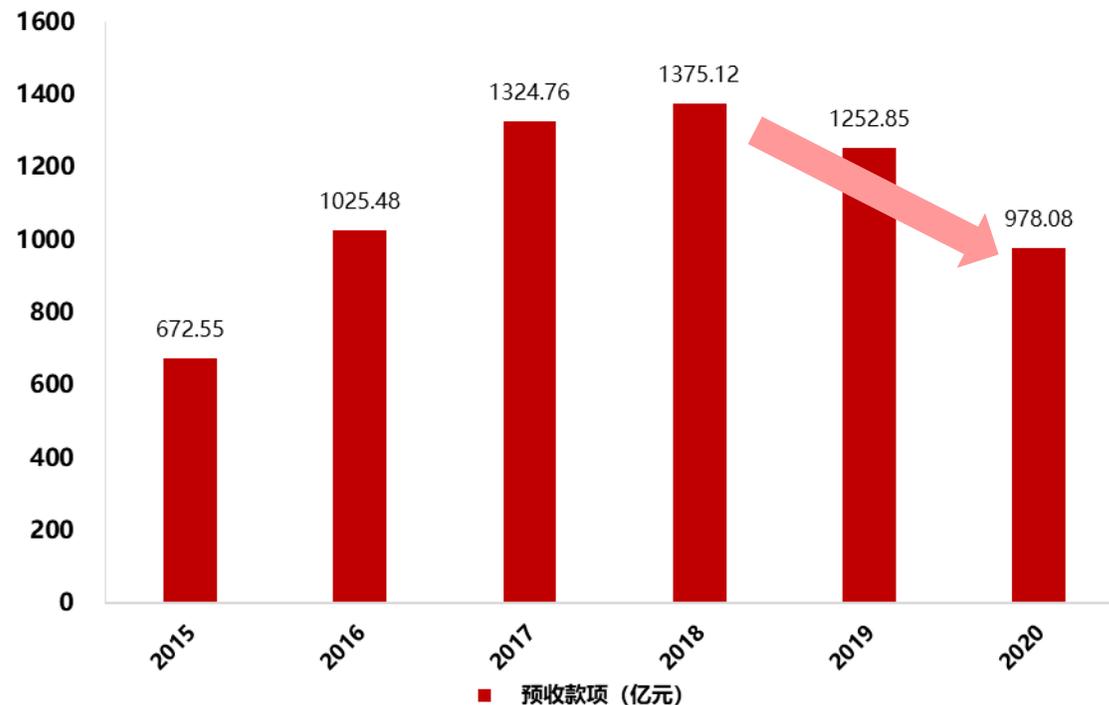


图.公司预收款增长停滞



01 恒大事件原因及现状

02 恒大事件影响

03 前车之鉴—泰禾集团

04 前车之鉴—华夏幸福

05 投资建议

- **经营端原因：**总结近两年房企暴雷情况，经营端项目销售受阻，去化速度快速降低无疑是最重要的原因，在高周转的地产行业中，销售回款直接影响着公司的现金流状况，除了泰禾集团和华夏幸福，泛海控股和天房集团在暴雷前均面临项目周转速度过慢导致经营性现金流枯竭的情况。其次，在政策主导的市场环境中，公司项目单一地区集中度过高也具有较大风险，特别在现在因城施策的政策调控背景下，一旦该公司重仓区域的政策收紧，很容易对公司正常经营产生重大影响，华夏幸福就是一个典型的例子。
- **融资端原因：**融资端因素中债务负担过重及短期偿债压力大基本和房企前期采取激进的经营扩张策略有关，而债务期限结构不合理这一因素则在泰禾集团的例子中体现得较为明显。除了在“三道红线”调控下，不健康的财务状况将直接影响房企的融资能力，债务违约事件往往是投资者和融资市场最为关注的信息，这类消息也将直接导致公司外部融资环境继续恶化，最终导致现金流断裂。

图.房企暴雷原因总结

暴雷原因		天房集团	新华联	泰禾集团	泛海控股	华夏幸福	蓝光发展
时间		2018年8月	2020年3月	2020年7月	2021年2月	2021年2月	2021年8月
经营端原因	销售额快速降低	•	•	•	•	•	
	非住宅业态营收占比过高				•	•	
	多元化业务投入过高		•		•		
	地区集中度过高	•			•	•	
	前期战略扩张过于激进			•	•	•	•
	政策限制面大			•	•		
融资端原因	债务总量过高	•		•	•	•	•
	短期偿债压力大		•	•	•	•	•
	债务结构不合理		•	•	•		•
	融资渠道缩窄	•	•	•	•		•
	融资成本大幅上升	•	•	•	•		•

- **暴雷信号：**根据泰禾集团和华夏幸福的情况可以总结出以下暴雷信号，除了“三道红线”全踩以外，销售额明显下降以及负债结构和融资成本的恶化也可以说明公司面临的现金流压力。例如，泰禾集团和华夏幸福在暴雷前年销售额均出现了明显下降，且两家公司的短期负债占比和非银贷款占比均逐年上升，融资成本也维持高位。当然，销售端和融资端的收紧也会导致公司无法维持此前激进的拿地策略，新增土储和总土储均会出现明显下降。

图.房企暴雷信号总结

暴雷信号	泰禾集团	华夏幸福	恒大集团	
销售额明显下降	2019年销售额同比下降38%， 2020年销售额同比下降65%	2019年销售额同比下降12%， 2020年销售额同比下降34%	2021年6-8月销售额分别同比下降6%/13%/26%	
应付账款大幅提升	2016年应付债券为213亿，同比增长近5倍	2020年应付账款为575亿，同比增长26.2%	2021H1应付账款高达6669亿， 占流动负债比例高达42%	
毛利率明显下降	2019年毛利率为16.9%，同比下降13.5pct	2020年毛利率为37.2%，同比下降6.5pct	2021H1毛利率为13.0%，同比下降12.0pct	
新增土储明显下降	2018年新增土储建面同比下降78.9%	-	2021H1新增土储仅771万方， 仅为2020年全年新增土储的11%	
总土储增速放缓	2018年总土储建面同比下降36.3%	2017年总土储建面同比下降11%， 2018年总土储建面同比下降7%	土储建面从2017年的3.12亿方 下降至2021H1的2.14亿方	
短期负债占比过高	2017年短期负债占比约70%	短期负债占比由2018年的18%升至2020年的42%	-	
非银贷款占比过高	2017年非银贷款占比约61.2%， 同比上升25.5pct	-	-	
融资成本过高	2017-2019年综合融资成本从7.6%增至9.9%	2020年华夏幸福融资成本约8.0%	2020年恒大融资成本高达9.5%	
三道 红线	剔除预收款后的资产负债率过高	2020年剔除预收款后的资产负债率为88%	2020年剔除预收款后的资产负债率为77%	2020年剔除预收款后的资产负债率为83%
	净负债率过高	2016至今净负债率始终保持在200%以上， 且有些年份更超过400%	2018年净负债率大幅提升至161%， 同比增长113pct，此后保持高位	2020年净负债率为160%
	现金短债比下降	2020年现金短债比仅为0.10	2020年现金短债比仅为0.28	2020年现金短债比仅为0.47

- 1.个别房企出现债务危机，多数是过去长期高杠杆、高负债模式下的风险集中体现，也为行业敲响了警钟，一旦出现危机，对购房者、上下游合作商、企业员工和银行等均造成一定负面影响，应当引起重视。
- 2.房企应重视“三线四档”规则，有关部门出台相关政策具有重要意义，“房住不炒”是让行业能够长期发展的方向，具有长期的现实意义。房企应加快从杠杆驱动型中转为效益驱动型，高质量高效益，创造真实价值，行业逻辑已发生根本改变。
- 3.房地产行业产业链较长、规模体量巨大，对经济发展贡献度高、对地方财政支撑作用大、对就业具有保障作用，其健康平稳发展对社会整体具有重要作用。
- 4.在城市更新、租赁住房、物业管理、社区养老、老旧小区改造、产业园区等众多领域仍有巨大发展空间，房企应结合自身特点，顺应时代潮流去转型、去发展。

➤ 考虑到恒大事件对地产行业的影响：

1. 短期影响行业发展速度，长期加速出清，财务优质的房企将受益。
2. 部分民企目前仍存在着中长期偿债压力，为了维持行业稳定，应给予企业一定流动性支持，应谨防“反身性效应”。

➤ 对地方政府的影响：

二次土拍呈现“滑铁卢”现象，流拍率大幅提升，可能将加剧地方财政压力。

➤ 对宏观经济的影响：

1. 中长期看，房地产仍为经济支柱，政府需要行业保持平稳发展。另一方面，由于少子化、产业升级、共同富裕和控制金融风险的原因，依旧会坚持“房住不炒”。
2. 投资疲软，消费不振，叠加疫情冲击和地产投资加速放缓的情况，国内经济下行压力较大。

➤ 考虑到国家存在稳定地产行业的需求，强调微调涉房融资政策，后续行业政策有望出现边际放松。行业流动性若得到修复，我们认为部分前期误杀房企弹性较大。同时，物管行业基本面依然良好，随着地产的修复，物业公司也将从中受益。根据以上逻辑，我们认为当前板块应当关注以下几条投资主线：

开发企业：（港股）融创中国、碧桂园、旭辉控股、华润置地、宝龙地产、龙湖集团、建发国际、佳兆业集团等；（A股）新城控股、万科A、华侨城、保利发展等；

物管企业：融创服务、世茂服务、金科服务、碧桂园服务、永升生活服务、宝龙商业、华润万象生活等；

图.重点房企估值表

股票代码	股票名称	当前价格	投资评级	EPS (元)			PE		
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
000002.SZ	万科A	20.08	买入	3.57	3.68	3.95	8.03	5.46	5.09
0884.HK	旭辉控股	3.82	买入	0.99	1.10	1.25	5.66	3.48	3.06
1638.HK	佳兆业集团	1.57	买入	0.89	0.93	1.13	3.63	1.68	1.39
601155.SH	新城控股	35.00	买入	6.76	8.16	9.35	5.15	4.29	3.74
1109.HK	华润置地	24.16	持有	-	4.45	4.96	6.44	5.42	4.87
1238.HK	宝龙地产	4.26	买入	1.47	1.55	1.86	3.06	2.76	2.29
000069.SZ	华侨城A	7.10	买入	1.55	1.83	2.08	4.58	3.88	3.41
600048.SH	保利发展	13.71	买入	2.42	2.60	2.86	6.54	5.26	4.80
0960.HK	龙湖集团	26.12	买入	3.34	4.16	4.87	11.57	6.28	5.37
2007.HK	碧桂园	5.91	买入	1.57	1.82	2.05	5.68	3.25	2.88
0813.HK	世茂集团	11.72	持有	3.61	4.06	4.59	5.82	2.89	2.55
1918.HK	融创中国	11.67	买入	7.74	7.48	8.31	3.15	1.56	1.40

图.重点物企估值表

股票代码	股票名称	当前价格	投资评级	EPS (元)			PE		
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
6098.HK	碧桂园服务	39.78	买入	0.96	1.29	1.96	48.19	30.67	20.25
1995.HK	旭辉永升服务	10.98	买入	0.24	0.37	0.55	61.30	29.29	19.81
1516.HK	融创服务	12.07	买入	0.25	0.41	0.65	74.60	29.16	18.45
9909.HK	宝龙商业	15.78	买入	0.49	0.70	0.98	44.06	22.68	16.14
1209.HK	华润万象生活	30.93	买入	0.48	0.67	0.92	84.46	46.03	33.61
9666.HK	金科服务	31.97	买入	1.24	1.68	2.61	55.52	19.08	12.26
0873.HK	世茂服务	11.79	买入	0.34	0.54	0.89	34.34	21.69	13.18

备注：港股上市公司以人民币为单位，截至2021年9月22日收盘价

图. 恒大关联A股上市公司信息表

股票代码	股票名称	行业	60日涨跌幅	120日涨跌幅	年报中与恒大相关的信息
603737.SH	三棵树	材料	-43.12%	-24.45%	2019年年报显示, 恒大为应收账款欠款方排名第一, 应收账款1.4亿元
603378.SH	亚士创能	材料	-37.23%	-41.88%	2020年年报显示, 恒大为公司第一大客户, 营收占比5.2%
002285.SZ	世联行	地产服务	-34.02%	-1.32%	2020年年报显示, 恒大为公司第一大客户, 营收占比10.6%
603551.SH	奥普家居	电气设备	-8.50%	-7.02%	2019年年报显示, 恒大为应收账款欠款方排名第二, 应收账款3244万元
603833.SH	欧派家居	家居	-11.92%	-15.23%	2019年年报显示, 恒大为应收账款欠款方排名第一, 应收账款2649万元
603208.SH	江山欧派	家居	-33.65%	-41.17%	2020年年报显示, 公司应收恒大商票余额为7.7亿元
603326.SH	我乐家居	家居	-7.90%	-13.88%	2020年年报显示, 恒大为应收账款欠款方排名第一, 应收账款3488万元
002572.SZ	索菲亚	家居	-30.00%	-45.91%	2020年年报显示, 恒大为应收账款欠款方排名第一, 应收账款1.9亿元
002853.SZ	皮阿诺	家居	-28.07%	-39.09%	2020年年报显示, 恒大为应收账款欠款方排名第一, 应收账款3.2亿元
002718.SZ	友邦吊顶	建材	-7.50%	-15.75%	2019年年报显示, 恒大为应收账款欠款方排名第一, 应收账款5808万元
300117.SZ	嘉寓股份	建筑	+2.10%	+24.03%	2019年年报显示, 恒大为应收账款欠款方排名第一, 应收账款11.9亿元
002482.SZ	广田集团	建筑	-13.55%	-0.37%	2020年年报显示, 恒大为公司第一大客户, 营收占比44.92%
002789.SZ	建艺集团	建筑	+3.68%	-20.03%	2020年年报显示, 恒大为公司第一大客户, 营收占比45.91%
002761.SZ	浙江建投	建筑工程	-4.83%	+0.23%	2020年年报显示, 恒大为应收账款欠款方排名第一, 应收账款12.9亿元
002949.SZ	华阳国际	建筑设计	-9.67%	-21.86%	2021年8月, 财联社表示公司与恒大有设计业务往来
300313.SZ	天山生物	食品	+65.60%	-24.14%	2020年年报显示, 恒大为公司第一大客户, 营收占比29.3%

备注: 以截至2021年9月21日涨跌幅计算

- **万达集团作为商业地产龙头，2009年率先开启文旅产业转型。**万达集团于1988年在大连市成立，从事房地产开发业务，1993年进军广州，成为全国首家跨区域发展的房企，1998年业务区域扩展至成都、长春等多个城市。2000年万达集团第一个万达广场开业，正式进军商业地产。2005年，万达先后成立商业规划院、商业管理公司、酒店建设公司，形成商业地产的完整产业链。2006年，上海五角场万达广场、宁波鄞州万达广场、北京CBD万达广场开业，奠定万达商业地产龙头地位。2009年，为寻找新发展空间和利润增长点，万达集团将文化旅游产业作为企业新的重点发展方向。2012年，万达成立文化产业集团，同时收购全球第二大影院公司——美国AMC，进军影视娱乐产业。2017年，全国已开业万达广场数量为234个，已布局万达文旅城项目13个。
- **遭遇经营危机，万达果断抛售文旅及海外资产，壮士断腕求生。**然而就在2017年，万达遭遇经营危机，由于万达的文旅项目总投资额巨大，且项目培育期较长，叠加公司融资端受限。万达果断壮士断腕，将包含近6000万平方米建设用地，相当于万达80%的土地储备的13个文旅城项目作价438亿元打包卖给了融创中国，同时将77家城市酒店作价199亿打包卖给了富力地产。在之后的两年时间，曾经被王健林寄予厚望的海外地产、文旅项目，电商金融被通通甩掉，两年时间甩卖掉1700亿，稳住了局势。

时间	事件
2017年7月19日	万达以总价637.5亿元的价格分别将万达商业中13个文旅项目以及77家城市酒店卖给了融创中国和富力地产，其中文旅项目作价438.44亿元、酒店股权作价199.06亿元。
2018年1月16日	万达出售海外首个资产项目伦敦ONE项目60%的股份，转让方同样是富力地产。
2018年1月29日	万达继续甩卖海外资产，以3.15亿澳元卖掉了位于澳大利亚悉尼和黄金海岸的两个项目，同时协议买方需代澳洲公司偿还债务款项约8.15亿澳元。
2018年1月29日	腾讯联合苏宁、京东、融创以340亿元收购万达商业的14%股权。其中腾讯占比4.12%、苏宁和融创各占比3.91%、京东占比2.06%。
2018年2月5日	阿里巴巴和文投控股以78亿元收购了万达旗下万达电影12.77%股份，交易完成后，阿里巴巴和文投控股将成为万达电影第二、第三大股东。 同月，万达出售马德里竞技俱乐部17%的股份，以色列富翁Idan Ofer执掌下量子太平洋为收购方。
2018年10月29日	万达以总价62.81亿元将原融创收购的13个文旅项目的设计、建设和管理公司卖掉了，出资方同样是融创。
2018年11月	万达以4.12亿美元将位于美国加州洛杉矶的One Beverly Hills地块卖给了伦敦房地产公司。 彼时万达的海外项目只剩下美国芝加哥的Vista Tower项目，境外地产员工不足10人，但有消息称万达一直在准备卖掉它。
2018年12月	万达出清9亿百年人寿股权，绿城以27.18亿元购得。
2020年8月24日	据证监会披露，珠海万达商业管理集团股份有限公司已在8月20日递交《境外首次公开发行股份审批》材料，实现轻资产转型后的万达商管有望赴港上市