

# 银行地产：破局之道

## ——融资模式与风险演绎

行业评级：看好

2021年10月26日

作者 梁凤洁  
邮箱 liangfengjie@stocke.com.cn  
电话 021-80108037  
证书编号 S1230520100001

作者 邱冠华  
邮箱 qiuguanhua@stocke.com.cn  
电话 021-80105900  
证书编号 S1230520010003

联系人 陈建宇

联系人 徐安妮

## 1、地产融资模式与政策

- **地产融资模式梳理。**①**环节来看**：拿地阶段，2019年23号文后，房企主要通过债券、股票、私募股权等形式进行外部融资；施工阶段，通过开发贷、信托贷款、供应链融资、发行债券等形式融资；销售阶段，主要通过预售资金回款和尾款ABS融资。②**类型来看**：销售回款是主要资金来源。21年前三季度销售回款、自筹资金、贷款分别贡献房地产开发投资资金53%、31%、12%。③**成本来看**：2021年上半年头部房企负债成本在3.7-8.7%，规模大、国企背景的债务成本相对较低；贷款成本通常较信用债和非标融资低。
- **地产融资监管趋严。**2020年以来，监管政策趋严。主要政策：①**房企负债方面**，2020年8月推出房企“三线四档”要求，控制房企有息负债增长；②**涉房贷款方面**，2020年底推出房贷集中度管理，房地产贷款的增速受限。

## 2、短期：银行对地产风险

- **银行敞口如何？**①**截面维度**，银行测算的涉房敞口约占总资产22%，其中按揭约占11%、开发贷约占4%、表内非信贷融资约占2%、表外融资占比5%。子行业中，大中型银行涉房贷款占比较大。以贷款结构作为衡量指标，21H1末国有行、股份行、城商行、农商行涉房贷款占比分别为36%、27%、21%、18%，其中开发贷占比分别为5.4%、8.2%、7.7%、5.3%。②**时间维度**，2020年以来涉房资产占比稳中趋降，21H1末国有行、股份行、城商行、农商行房地产贷款占比较年初下降0.8pc、0.3pc、0.4pc、0.7pc。③**潜在损失**，个人按揭出险概率低、损失程度小；开发贷出险概率相对高、损失程度相对大。个人按揭占比越高的银行（如国有行、招行等），地产风险敞口带来的潜在损失影响越小。
- **地产违约概率？**尽管房企盈利压力上升，但还不至于面临资不抵债风险，当下流动性是导致违约的关键因素。①**盈利性下降**。地产项目测算盈利空间仅1-3%，且面临房价增速下行、建安成本上升、土地价格上升等压力。判断轻幅度的亏损暂时不会形成违约和爆雷的风险。②**流动性紧张**。由于房地产行业的典型的资金密集型行业，一旦出现流动性出现问题，那么可能导致房企陷入现金流断裂和破产危机当中。而在融资和房价监管收严下，房企销售回款和外部融资承压。流动性问题是当前最值得重视的症结。
- **违约损失程度？**对公贷款主要为开发贷、非标资产，出险概率、损失程度均较按揭大。根据敏感性测试结果看，中性情境下，假设房地产违约概率在3%，违约损失率在50%，银行对公房地产类资产损失占银行当期净利润的比例约在7-10%之间。
- **未来如何改善？**①**地方政府**：对开发资金予以协调、对项目资金从严监管、对合理刚需予以支持。②**金融机构**：扭转对房贷融资监管的一致性认知偏差。9月29日央行、银保监已开会沟通，后续商业银行对房地产贷款集中度政策的执行有望纠偏，对三线四档政策理解有望纠偏。

## 3、中长期：房企模式演化

- **房企经营如何演化？**①**盈利**：短期，高杠杆经营模式不可持续，资产周转率、净利率将成为盈利能力支撑项；长期，杠杆率平稳下降，房企盈利能力更可持续。②**规模**：扩张由杠杆驱动转化为内生利润驱动。③**财务**：财务管理精细度要求提高。
- **地产去金融化路径？**房地产金融化本质是房贷和房价偏离良性循环导致，参考德国，严监管打破恶性循环是可行路径。除此之外，房产税的推进，有望缓解地方政府的财政收入对地产交易（包括土地出让、地产交易税收）的依赖，房地产去金融化更可持续。

## 4、风险提示：宏观经济失速，不良大幅爆发。

# 目录

CONTENTS

## 01

### 地产融资模式与政策

地产融资模式 | 地产融资政策 | 银行参与环节

## 02

### 短期：银行对地产风险？

银行地产敞口 | 地产违约概率

违约损失情况 | 未来如何演进

## 03

### 中长期：房企模式演化

房企的盈利模式演化

去金融化的可能路径

# 01

## 地产融资 模式与政策

- 1、地产融资模式
- 2、地产融资政策
- 3、银行参与环节

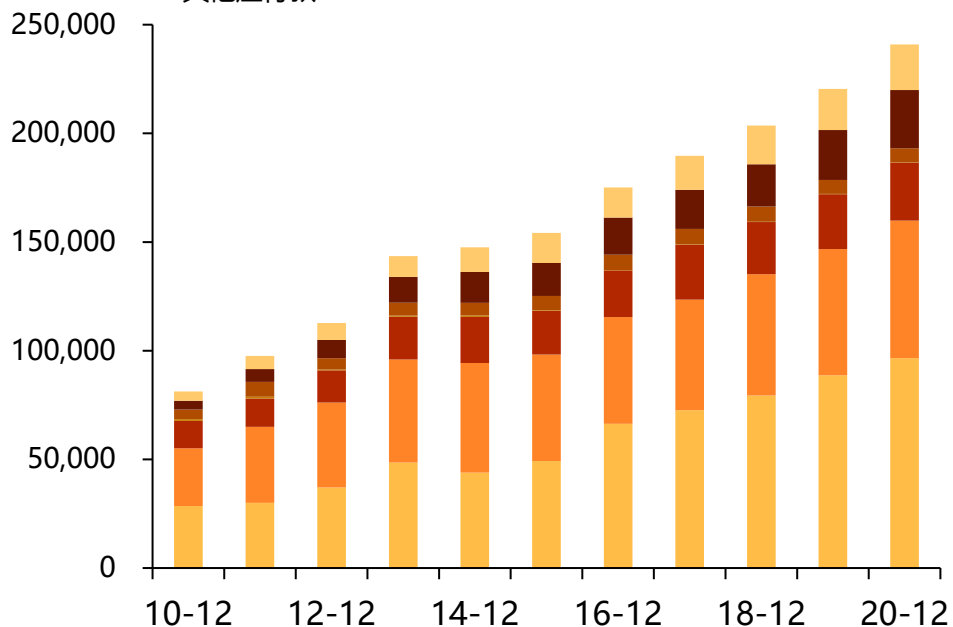
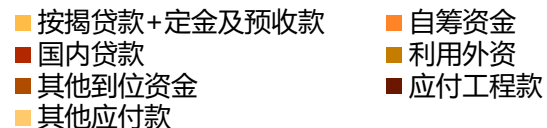
住宅地产开发是目前大部分房企的主要业务，本部分聚焦典型的商品房开发销售和融资模式。

- **前端拿地环节融资**：土地成本占房价的比例通常在30-50%。一般来说城市线级越高，土地成本占比越高。①2019年以前房地产公司通过房地产信托进行前端拿地融资，参考银行信贷要求，融资比例一般不高于70%。②2019年银保监会发布23号文，限制银行等机构提供前融资金，房企购地资金需为自有资金，除房企注册资本、留存收益外，可通过发行债券、股票，创设私募基金等方式筹集资金。
- **中端施工环节融资**：房地产项目可以通过银行开发贷、信托、资管产品等方式进行融资，银行进行房贷集中度管理后，开发贷向优质企业和项目倾斜，供应链融资包括商票、应付账款，为房企对供应商的无息债务，相当于供应商提供的变相融资。
- **后端销售环节融资**：商品房主要以预售方式进行销售，实现资金回笼偿还前期融入款项。由于商品房预售资金监管制度，资金回笼存在一定滞后，房地产企业可将购房尾款作为底层资产发行ABS降低回款压力，提高资金周转效率。



房企开发投资资金主要来自销售回款，即按揭贷款加定金及预收款。其他开发资金来源包括自筹资金、贷款（银行开发贷和非银贷款）。2020年销售回款、自筹资金、贷款分别贡献房地产开发投资资金50%、33%、13%。从时间序列来看，随着房价抬升和外部融资渠道收紧，销售回款占比提升，从2014年的36%增加到2020年的50%。此外应付款是房企对供应商的无息债务，可以拉长房企的账期，相当于房企的变相融资。

### 房地产开发投资资金来源

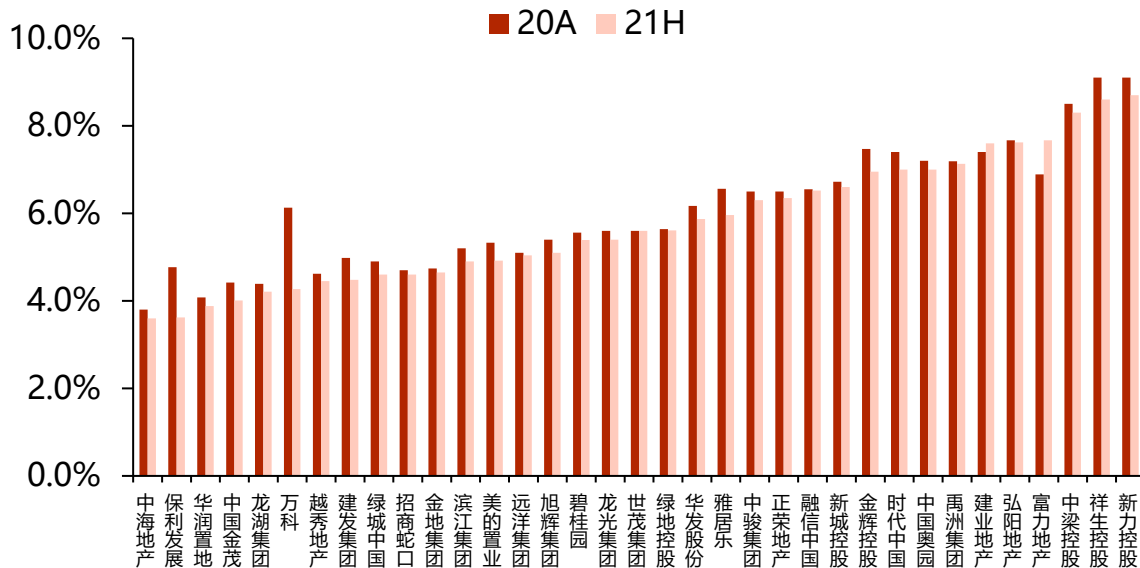


2016年 房企开发资金来源		2020年 房企开发资金来源		2021年1-9月 房企开发资金来源		说明
其他资金7.3	按揭贷款+定金及预收款6.6	其他资金10.3	按揭贷款+定金及预收款9.7	其他资金8.5	按揭贷款+定金及预收款8.1	商品房销售回款
	其他0.7		其他0.6		其他0.4	-
自筹资金4.9	自有资金2.0	自筹资金6.3	-	自筹资金4.7	-	包括留存收益、资本金等自有资金 包括债券、信托、私募基金等方式融入资金
	自筹-自有2.9		-		-	
国内贷款2.2	银行贷款1.8	国内贷款2.6	-	国内贷款1.9	-	包括银行开发贷、并购贷、委托贷款等 包括委托贷款、信托贷款等非标融资
	非银贷款0.3		-		-	
应付款3.1	应付工程款1.7	应付款4.8	应付工程款2.7	-	-	-
	其他1.4		其他2.1	-	-	-
利用外资0.014	-	利用外资0.019	-	利用外资0.006	-	包括境外股票债券发行等方式
合计 (不含应付款) 14.4		合计 (不含应付款) 19.3		合计 (不含应付款) 15.1		-
合计 (含应付款) 17.5		合计 (含应付款) 24.1				-

21H1头部房企有息负债成本主要在3.7%-8.7%，规模大、国企背景的房企有息债务成本相对较低。

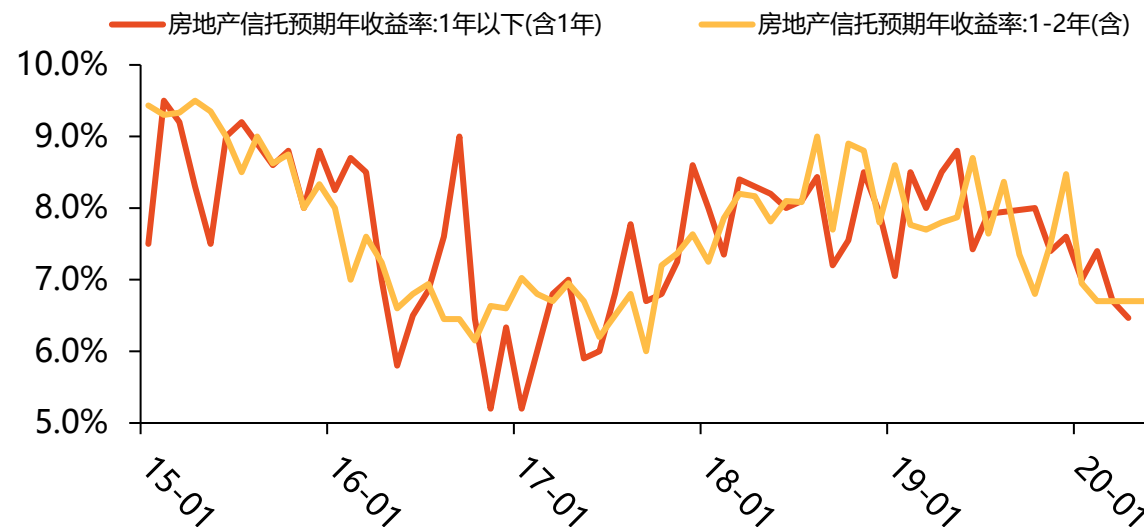
银行贷款融资成本通常较信用债和非标融资更低。以阳光城为例，21H1阳光城银行贷款融资成本区间为3.4-9.5%，小于债券（5.0-10.3%）和其他融资渠道（3.6-12.5%）。其他融资渠道包括委托贷款、信托等非标融资方式，参考房地产信托预期收益率来看，1年期预期收益率平均在8.0%，1-2年期预期收益率平均在8.4%。

### 房企有息债务融资成本



数据来源：wind，公司公告，浙商证券研究所。单位：%。

### 房地产信托预期收益率情况



房地产监管政策趋严，供地两集中、房企三道红线及监测指标、银行房贷融资两道红线形成了房地产长效调控机制。

关键环节	关键政策	出台时间	适用对象	核心内容
供地规则	供地两集中	2021.02	重点城市	北上广深加18个二线城市，集中供地不超过三次（含），集中组织出让活动。
拿地融资	银保监会23号文	2019.05	银行、信托及其他非银	限制银行、信托提供土地出让金融资。
	并购贷款432要求	2018.02	银行	并购贷需满足432标准，为上海银监局下发的监管政策，但在业内也具有一定导向作用。
有息负债	三道红线	2020.08	房企	形成重点房企资金检测和融资管理规则（首批参与12家），即三道红线限制，2021年1月起全行业全面推行（根据彭博报道，尚未有正式监管文件）。
银行贷款	开发贷432	2003.06	银行	房地产开发需满足432标准（其中二级资质标准在09年3月银监发[2009]25号才进行规定。）
	两道红线（房地产贷款集中度）	2020.12	银行	根据银行类型，对银行整体房地产贷款、个人按揭贷款比例分五档进行监管，超限的在过渡期进行调整。
无息负债	商票监测	2021.06	房企	央行将试点房企的商票数据纳入监控，每月上报。
现金流	经营性现金流	2020.08	房企	报道指出房企座谈会提出将拿地销售比不超过40%、近三年经营性现金流是否连续为负情况纳入检测指标。
	拿地销售比	2020.08	房企	
房屋持有阶段	房产税	2021.10	土地使用权人、房屋所有权人	试点地区征收房产税，授权试点期限为五年。（试点地区的房地产税征税对象为居住用和非居住用等各类房地产，不包括依法拥有的农村宅基地及其上住宅，试点时间和地区待国务院确定。）

资料来源：央行、国务院、银保监官网，彭博，财联社，浙商证券研究所。注：具体政策内容见下一页。



银行端受到的主要限制包括：①严控银行资金通过各种渠道变相为房地产前端拿地提供融资；②禁止违规向“四证不全”和开发资质不够的房企提供融资；③房地产贷款集中度限制，按银行类别对房地产贷款占比上限进行控制。

出台时间	关键政策	政策材料	要点
2021.02	供地两集中	全国2021年住宅用地供应分类调控工作视频培训会议	根据各地自然规划局下发通知及媒体报道，22城严格实行住宅用地“两集中”，即集中发布出让公告、集中组织出让活动，全年分3批次集中统一发布住宅用地的招拍挂公告并实施招拍挂出让活动。这22城包括北上广深4个一线城市，以及南京、苏州、杭州、厦门、福州、重庆、成都、武汉、郑州、青岛、济南、合肥、长沙、沈阳、宁波、长春、天津、无锡18个二线城市。
2019.05	银保监会23号文	《中国银保监会关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》	查处重点金融风险，遏制增量，推动合规建设。房地产领域重点治理以下事项：表内外资金直接或变相用于土地出让金融资；未严格审查房地产开发企业资质，违规向“四证”不全的房地产开发项目提供融资；个人综合消费贷款、经营性贷款、信用卡透支等资金挪用于购房；资金通过影子银行渠道违规流入房地产市场；并购贷款、经营性物业贷款等贷款管理不审慎，资金被挪用于房地产开发。
2018.02	并购贷款432要求	沪银监通〔2018〕4号文：《上海银监局关于规范开展并购贷款业务的通知》	原适用于开发贷的432条件也将适用于并购贷。 并购贷款投向房地产开发土地并购或房地产开发土地项目公司股权并购的，应按照穿透原则管理，拟并购土地项目应当完成在建工程开发投资总额的25%以上。
2020.08	三道红线及监测指标	住房城乡建设部、人民银行重点房地产企业座谈会	(1) 核心指标 ①三道红线：剔除预收款后的资产负债率>70%；净负债率>100%；现金短债比<1倍。 ②监测指标：拿地销售比≤40%、近三年经营性现金流是否连续为负情况。 (2) 试行对象及范围：12家房企，包括碧桂园、恒大、万科、融创、中梁、保利、新城、中海、华侨城、绿地、华润和阳光城。根据媒体报道，2021年1月1日起全行业将全面推行相关规则。 (3) 惩罚措施：根据“三道红线”触线情况不同，房地产企业“红、橙、黄、绿”四档分别对应3/2/1/0个指标超出阈值，红档对应有息负债规模以2019年6月底为上限不得增加，橙、黄、绿档对应有息负债规模年增速不得超过5%、10%、15%。
2003.06	开发贷432	银发〔2003〕121号《中国人民银行关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知》	4：土地使用权证书、建设用地规划许可证、建设工程规划许可证、施工许可证； 3：自有资金（指所有者权益）≥开发项目总投资的30%。 2：申请贷款的房地产开发企业或其控股股东资质应不低于国家建设行政主管部门核发的二级房地产开发资质。
2020.12	两道红线（房地产贷款集中度）	银发〔2020〕322号《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》	(1) 比例限制：中资大型银行、中型银行、小型银行、非县域农合机构、县域农合机构、村镇银行房地产贷款占比上限分别为40%、27.5%、22.5%、22.5%、17.5%、12.5%，个人住房贷款占比上限分别为32.5%、20%、17.5%、17.5%、12.5%、7.5%。 (2) 过渡期限：2020年12月末，银行业金融机构房地产贷款占比、个人住房贷款占比超出管理要求，超出2个百分点以内的，业务调整过渡期为2年；超出2个百分点及以上的，业务调整过渡期为4年。
2021.06	商票监测	财联社报道	央行等监管部门将“三道红线”试点房企的商票数据纳入其监控范围，要求房企将商票数据随“三道红线”监测数据每月上报。

环节	银行参与部分	主要内容及要求
前融	1、前融贷款、非标（×）	银保监发〔2019〕23号文限制银行、信托为房企提供土地出让金融资。
	2、代销地产私募基金产品	地产私募基金通过股权方式向项目提供前融资金，银行是地产私募基金重要的代销渠道之一。
施工建设环节	1、投放开发贷	①前提条件：满足“432”标准，即四证齐全，30%自有资金，二级开发资质。 ②授信对象：房企准入名单主要是挑选资质较好的房企例如中指院或克而瑞排名，底层项目关注区位地段，并据此设定贷款利率。 ③授信额度：银行开发贷的授信金额一般不超过项目总投的70%。 ④增信措施：要求办理项目在建工程抵押。 ⑤贷款期限：地产开发业务授信期限一般是3-5年，根据施工建设进度发放贷款，销售进度设定还款计划。
	2、自营投资地产发行债券、非标	根据地产投资性价比进行投资，关注信用利差和债券违约风险。
	3、理财非标投资	理财投资有限额和集中度要求，银行理财产品投资非标准化债权类资产的余额，不得超过理财产品净资产的35%或银行总资产的4%；投资单一机构及其关联企业的非标准化债权类资产余额，不得超过银行资本净额的10%。
	4、供应链融资	以地产企业为核心，为供应链上的中小企业提供融资，包括票据贴现、应收账款质押贷款等方式。
地产销售环节	1、发放个人按揭贷款	①申请条件：个人偿还能力证明材料、购房合同、首付款证明。 ②贷款担保：一般是房产作为抵押。 ③贷款期限：借款人根据实际需要申请贷款期限，最长可达30年。 ④贷款额度：最高贷款额度可达房产购置总价的70%，一般还有月还贷额不超过月收入50%的限制。
	2、资金监管	①预售资金监管：房地产行政主管部门会同银行对商品房预售资金实施第三方监管，房地产开发企业须将预售资金存入银行专用监管账户，确保预售资金用于项目工程建设，按建设进度进行核拨。 ②房地产贷款封闭管理：通过对商品房建设和销售过程的资金循环进行全程监控，可以有效防范和化解房地产贷款风险，该项监管是建立在银行和房企双方达成资金监管合作的基础上的风控手段。

资料来源：银行官网、各地房管局官网，浙商证券研究所。

# 02

## 短期：银行对 地产风险？

- 1、银行地产敞口
- 2、地产违约概率
- 3、违约损失程度
- 4、未来如何演进

**银行地产敞口主要敞口分为六类：**代销产品（以信托和他行理财为主）、表内外非标及债券投资、房地产开发贷、按揭贷款和房企上下游企业融资。经测算，21H1末，银行的地产相关敞口约占银行资产规模的22%。值得注意的是，测算的银行涉房资产结构与房地产开发资金结构相似（银行表内信贷占总敞口的69%vs销售回款+国内贷款62%），相当于银行提供了房地产全部的资金来源。但考虑部分融资不由银行提供，目前非信贷类资产占比的假设可能是偏高的。

主要项目	信用主体	承担风险的主体	对银行利润影响	数据口径或测算思路	21H1规模 (亿)	占银行业 总资产比 重
产品代销		居民	收入：中间收入（若未承诺保本保收益，则客户口碑受影响，不直接影响收入和利润）	表外：根据招行披露的广义表外房地产风险敞口结构测算（表外敞口/表内对公信贷=1.33x）。	164,109	5.0%
非标和债券投资	项目公司（房企）	理财投资：居民	收入：中间收入 成本：若是预期收益型产品，则要保本，银行承担减值损失	表内非信贷：根据招行披露的广义表内房地产风险敞口结构测算（69%对公贷款+31%或有信贷、债券投资、非标投资等）。	55,358	1.7%
开发贷		表内投资：银行	收入：利息收入 成本：减值损失	央行：房地产开发贷款	123,000	3.7%
供应链融资	供应商和核心房企（项目公司）	银行				
按揭贷款	居民			央行：个人住房贷款	366,000	11.1%

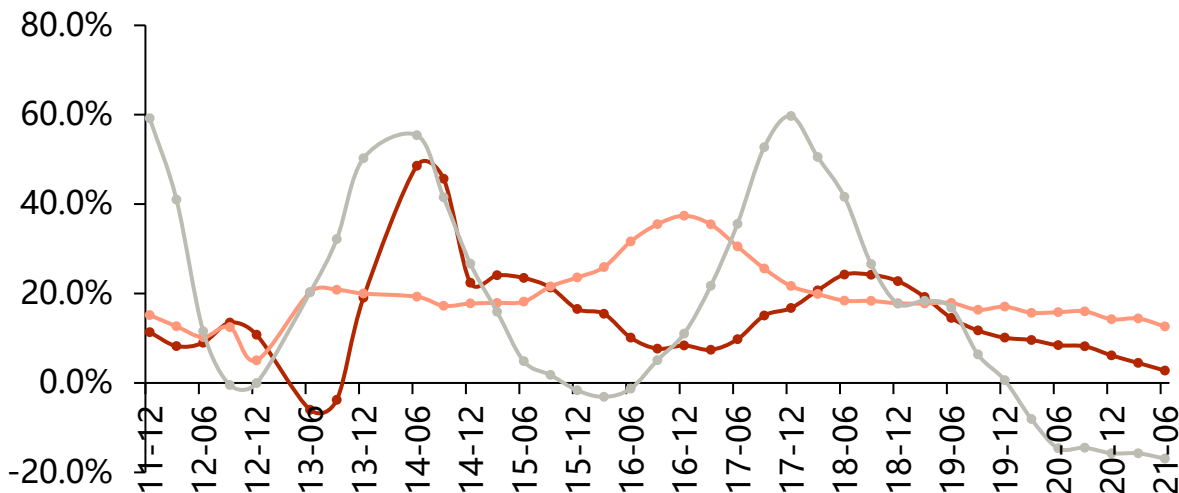
### 银行涉房相关资产的增速下行，占比企稳。

①**增速下行**。2016年末提出“房住不炒”以来，银行的地产相关敞口增速持续下行。以按揭、开发贷代表信贷相关增速，地产信托代表表内外非标增速，按揭贷款增速由2016年末的37%下降至2021年6月末的13%；开发贷增速由2018年中的24%下降至2021年6月末的3%；地产信托则因监管引导压降非标，增速由2017年末的60%大幅下行至2021年中的负增长17%。

②**占比下降**。2020年以来，银行涉房资产占比稳中趋降。截至21H1末，按揭+开发贷+地产信托占银行总资产比重15.5%，较20Q3的高点下降0.2pc。

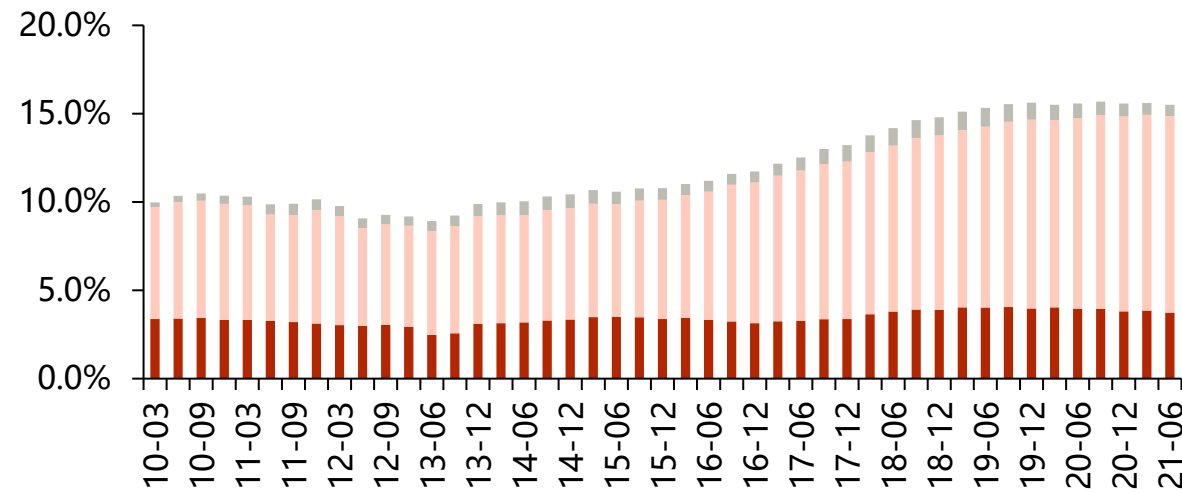
#### 地产相关敞口增速下行

— 开发贷 — 按揭 — 地产信托



#### 银行的地产相关敞口占比稳中趋降

■ 开发贷 ■ 按揭 ■ 地产信托



数据来源：wind，浙商证券研究所。地产信托口径为信托投向房地产的规模。

21H1上市行涉房贷款余额为41万亿元，较年初增长6%，占贷款比例为32%。其中大中型银行的涉房贷款占比较高，21H1涉房贷款占比最高的为国有行，依次为股份行、城商行、农商行，21H1末涉房贷款占比分别为36%，27%，21%，18%。

银行	档位	房地产贷款占比			对公房地产贷款占比			按揭贷款占比			21H1余额		
		21H1	△	超限pc	21H1	△	21H1	△	超限	按揭贷款	对公房地产贷款	房地产贷款	
工行	第一档 40%/32.5%	35.2%	-0.7%	-	5.0%	-0.2%	30.2%	-0.6%	-	60,334	9,961	70,295	
建行		38.9%	-1.0%	-	4.7%	0.0%	34.1%	-1.0%	1.6	61,666	8,524	70,189	
农行		35.4%	-0.7%	-	5.5%	0.2%	29.9%	-0.9%	-	49,324	9,047	58,372	
中行		37.8%	-1.3%	-	7.9%	-0.1%	29.9%	-1.2%	-	46,058	12,141	58,198	
交行		27.9%	-0.2%	-	6.0%	0.1%	21.9%	-0.3%	-	13,873	3,824	17,697	
邮储	第二档 27.5%/20%	35.1%	-0.2%	-	2.1%	0.5%	33.0%	-0.6%	0.5	20,408	1,304	21,712	
招行		32.2%	-0.9%	4.7	7.5%	-0.3%	24.7%	-0.6%	4.7	13,300	4,045	17,345	
兴业		34.6%	0.1%	7.1	8.7%	0.7%	25.9%	-0.6%	5.9	10,913	3,646	14,559	
浦发		26.2%	-0.2%	-	7.3%	-0.4%	18.9%	0.2%	-	8,965	3,454	12,418	
中信		26.6%	-0.4%	-	6.3%	-0.1%	20.3%	-0.2%	0.3	9,537	2,967	12,504	
民生		24.1%	-0.7%	-	10.3%	-1.1%	13.7%	0.4%	-	5,544	4,169	9,713	
光大		23.5%	-0.3%	-	7.0%	-0.5%	16.6%	0.2%	-	5,364	2,252	7,616	
平安		19.1%	0.0%	-	10.1%	-0.1%	9.0%	0.0%	-	2,589	2,915	5,504	
华夏		20.9%	0.7%	-	6.9%	-0.3%	13.9%	1.1%	-	3,021	1,499	4,520	
浙商		20.5%	0.4%	-	13.5%	-0.3%	7.0%	0.7%	-	892	1,722	2,614	
上海		26.7%	1.2%	-	14.6%	0.3%	12.2%	0.9%	-	1,442	1,728	3,170	
江苏		25.4%	-0.6%	-	7.6%	0.2%	17.8%	-0.8%	-	2,370	1,017	3,387	
南京		第三档 22.5%/17.5%	14.8%	0.5%	-	4.3%	0.8%	10.5%	-0.3%	-	806	327	1,133
宁波			8.8%	0.1%	-	4.6%	-0.8%	4.3%	0.9%	-	340	363	702
杭州			22.0%	-2.4%	-	7.7%	-1.8%	14.3%	-0.6%	-	773	415	1,188
长沙	20.6%		0.2%	-	4.0%	0.0%	16.6%	0.2%	-	576	138	714	
成都	29.4%		-5.2%	6.9	7.2%	-1.6%	22.2%	-3.6%	4.7	763	249	1,012	
青岛	28.3%		-1.5%	5.8	9.6%	-0.5%	18.7%	-0.9%	1.2	439	225	665	
苏州	18.5%		0.7%	-	3.5%	0.0%	14.9%	0.7%	-	308	72	380	
无锡	15.1%		2.7%	-	0.8%	-0.2%	14.3%	2.9%	-	162	9	171	
苏农	11.5%		-0.4%	-	1.9%	-0.5%	9.6%	0.2%	-	84	16	100	
常熟	9.2%		0.4%	-	0.8%	-0.2%	8.4%	0.7%	-	127	11	139	
张家	17.5%/12.5%	10.9%	0.0%	-	0.9%	-0.1%	10.1%	0.1%	-	94	8	102	

数据来源：wind，浙商证券研究所。单位为%/亿元。“第一档40%/25%”，前者比例为整体房地产贷款占比监管限制，后者为个人按揭贷款占比监管限制，其他比例类似，其中第三档、第四档比例要求可浮动，此处以基准要求考量。△为21H1比例-20A比例，超限为银行比例减去监管要求比例。

房企主要合作银行

房企	泰禾	蓝光	华夏幸福	富力	恒大	华发	首开	建业	阳光城	奥园	碧桂园	融创	禹洲	绿城	正荣	旭辉	荣盛发展	花样年
银行	17Q1	20Q3	19Q3	19Q1	20H1	21Q1	20A	20H1	20H1	20Q1	20Q3	20Q3	20Q1	21Q1	21Q1	21Q1	20Q3	20H1
工行		5	8	2	5	6	5	2	9	10	4	3		1	2	14	8	5
建行	3	10			10	8	4		4	8	3	6		2	8	4	3	2
农行	7	4		3	2	14	2	4	10	11	2	7		4	12	5	2	
中行	6	15	4		12	5	6	1	7	3	1			3	1	8	7	
交行		14	5			7	3		11	9	5				3	6	14	
邮储		16	1		17	9	18				13					15		
招行		3		5		16	13		5	13	9	4			11	2		
兴业	4	13	3		8	3	11		3	14	6	2	2		10	9	5	6
浦发		12	7	4	7	13		5	8	6	10	9			9	12	11	
中信	1	2	2	1	6	1	1	3	2	4	8	5		5	5	1	6	
民生	5	1	6		1		9		1	2	12	1			4	3	1	1
光大		11			4	12	8			12	7		1		7	10	4	3
平安		6				2	17			1					6	13	9	4
华夏		17			11	4	7		15	5					15		12	7
浙商		7			3	11	16		6	7	11				13	11		
上海		9			9	10	15									7	10	
江苏	2	8			14	15	12		13									
南京					15										14		15	
宁波							10											
杭州							14											
长沙					13				14									
成都		18																
青岛						17											13	
苏州					16													

数据来源：wind，浙商证券研究所，富力、碧桂园、融创、绿城未披露各家银行授信额度，按公司公告表述先后顺序列示，其余按授信额度从大到小排序，数字越小说明授信额度越大，颜色越红。

根据下列房企（“三道红线”中至少有一条指标超过限制，且披露合作银行授信数据）授信数据来看，部分股份行授信额度较大。

单位：百万元	阳光城	蓝光发展	首开股份	华发股份	泰禾	华夏幸福	奥园集团	禹州	旭辉集团	荣盛	花样年
口径	贷款余额	授信额度	授信额度	授信额度	授信额度	授信额度	授信额度	授信额度	授信额度	授信额度	授信额度
时间	20H1	20Q3	20A	21Q1	17Q1	19Q3	20Q1	20Q1	21Q1	20Q3	20H1
工行	793	6,000	13,543	12,000	n.a.	16,000	2,603	n.a.	4,700	3,000	4,324
建行	40	4,000	15,000	8,000	9,000	n.a.	3,250	n.a.	13,000	6,000	7,896
农行	120	7,600	17,721	5,826	3,000	n.a.	2,074	n.a.	11,060	3,600	n.a.
中行	1,856	1,740	12,441	13,400	4,550	20,000	5,000	n.a.	8,000	3,620	n.a.
中信	7,776	10,000	30,000	24,000	15,000	31,500	5,000	n.a.	22,000	5,000	n.a.
交行	439	3,000	17,000	10,000	450	20,000	3,237	n.a.	10,000	230	n.a.
招行	3,003	9,000	2,400	2,800	n.a.	n.a.	50	n.a.	17,000	n.a.	n.a.
华夏	300	1,000	10,200	14,000	n.a.	n.a.	4,410	n.a.	n.a.	500	680
民生	1,780	20,000	8,000	n.a.	5,230	20,000	7,000	n.a.	15,000	17,550	10,000
兴业	3,993	3,000	5,000	15,000	5,700	30,000	30	300	8,000	5,000	2,800
光大	3,447	4,000	8,000	6,000	n.a.	n.a.	980	1,666	8,000	6,000	7,600
北京	n.a.	250	8,000	2,920	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,000	674	n.a.
平安	54	6,000	1,800	16,000	n.a.	n.a.	7,334	n.a.	5,000	3,000	5,000
江苏	n.a.	5,000	4,800	5,000	10,000	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
上海	1,980	5,000	2,000	6,100	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	8,000	2,050	n.a.
浙商	2,807	5,000	2,000	6,000	n.a.	n.a.	3,500	n.a.	7,500	n.a.	n.a.
宁波	n.a.	n.a.	6,600	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
邮储	n.a.	1,000	1,500	8,000	n.a.	50,000	n.a.	n.a.	1,500	n.a.	n.a.
浦发	919	3,000	n.a.	6,000	n.a.	20,000	3,940	n.a.	5,365	700	n.a.
杭州	n.a.	n.a.	2,300	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
苏州	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
南京	25	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5	n.a.

资料来源：债券募集说明书，浙商证券研究所。颜色越红，说明授信敞口越大。三道红线具体为剔除预收款后的资产负债率大于70%；净负债率大于100%；现金短债比小于1倍。



因房地产项目需要约2-4年进行开发，因此中期来看，房企的盈利情况与其存量土地和在建项目的盈利能力相关。我们对地产项目的盈利情况进行拆分，探究未来不同区域的项目的盈利情况走势。

- **营收端**：地产项目（仅考虑住宅项目）主要收入来自销售额和土地转让。销售额=单位售价（房价）×出售面积。土地转让可看做是土地交易的二级市场，判断其价格与地产项目的未来预期销售额有关。因此我们核心关注地产项目销售额。
- **成本端**：主要有五类成本，土地成本、建造成本、运营成本、利息支出、税费支出。

	主要项目	相关成本/收入	测算思路
收入	销售额	地产销售收入	销售面积*销售单价
	土地成本	土地出让金	销售面积*楼面价
支出	建造成本	建安工程费	约为销售额的25-30%
		开发前准备费用	约为建安工程费的3~10%
		基础设施建设费	约为建安工程费的6%~15%
		公共配套设施建设费	约为建安工程费的0%~2%
	运营成本	其他费用（临时地费、工程监理费等）	约为建安工程费的1%~3%
		销售费用	销售额的2~5%
	利息支出	有息负债利息支出	总投入*债务融资比例*工期*利率
	税费支出	契税、土地增值税、增值税、所得税等	

当前地产项目盈利空间小。经测算，目前地产项目的盈利空间约在1-3%左右。

单位：元/平方米	一线城市	二线城市	三线城市	核心假设
销售收入	43,257	14,770	10,024	2021年以来平均
费用总计	41,619	14,429	9,878	
楼面价	16,293	6,016	4,329	考虑建筑时间，取2020年以来平均
建造费用	16,870	5,539	3,609	
建安费	12,977	4,431	3,007	假设约为销售收入的30%
建造费用/建安费	130%	125%	120%	
营销和管理费	2,068	702	473	
营销费占销售收入	4%	4%	4%	
管理费占建造成本	2%	2%	2%	
利息支出	3,225	1,118	765	
平均期限	3	3	3	
平均利率	7%	7%	7%	
债务融资比例	40%	40%	40%	根据房企资金来源数据测算
税费	3,163	1,055	702	
税前利润	1,638	341	146	
税前利润率	4%	2%	1%	
企业所得税率	25%	25%	25%	
税后利润	1,229	256	109	
净利率	3%	2%	1%	

数据来源：wind，浙商证券研究所。销售收入为百城住宅平均价格；楼面价为100大中城市成交土地楼面均价。

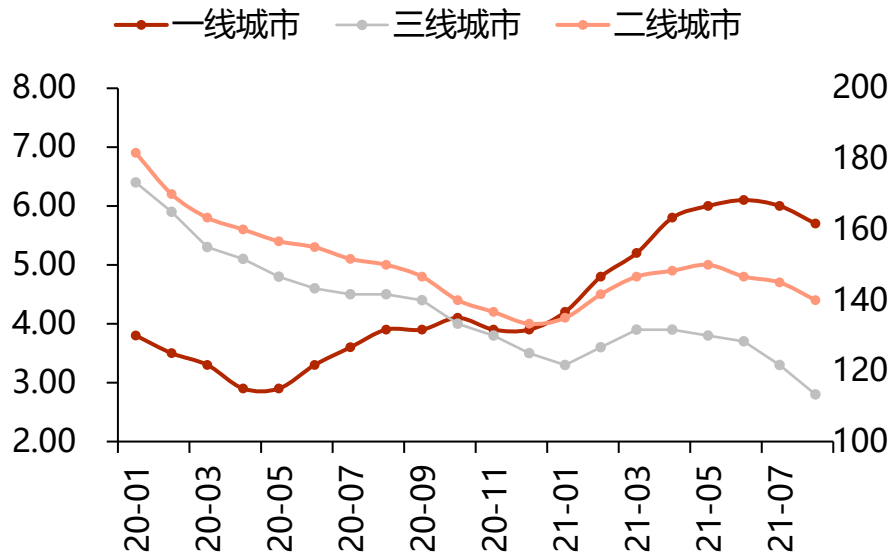
**地产项目面临的盈利压力将加剧。**考虑三点：房价承压、建安成本和土地成本的上行。值得注意的是，盈利压力加剧意味着房企盈利能力下行，并不意味着房企将会出险。短期内房企出险的核心原因是流动性压力。

①**房价方面**，21年5-6月以来，房价同比增速开始下行。其中，三线城市房价下行压力较大，房价同比增速率先迎向下拐点。房价承压背后体现了房市监管加强下，购房需求的走弱。如后续购房需求继续走弱，将影响地产项目的去化情况和盈利能力。

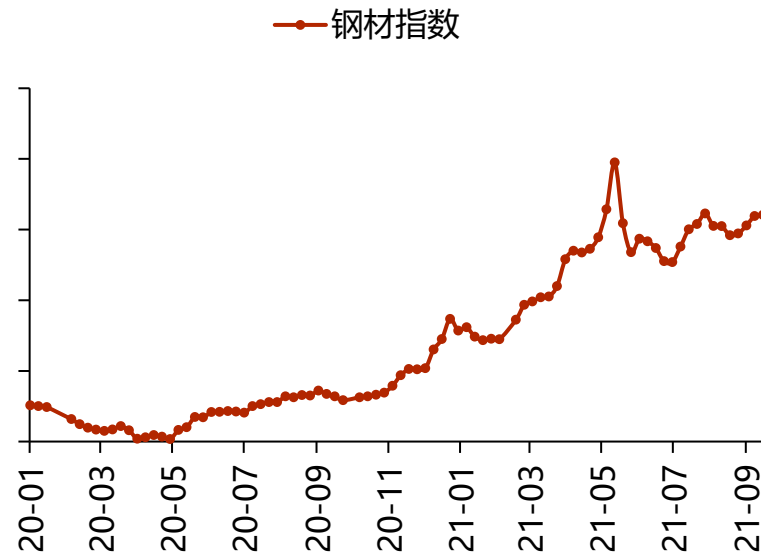
②**建安成本**，2021年以来，建材价格（如钢铁）快速上行，预计将带动后续地产项目的建安成本上行。简单测算，建安成本每上涨10%，则地产项目净利率下行约3pc。

③**土地成本**，2019年以来，土地价格波动上行。随着低价土地储备消耗，高价土地进入开发周期，压缩房地产项目的盈利空间。

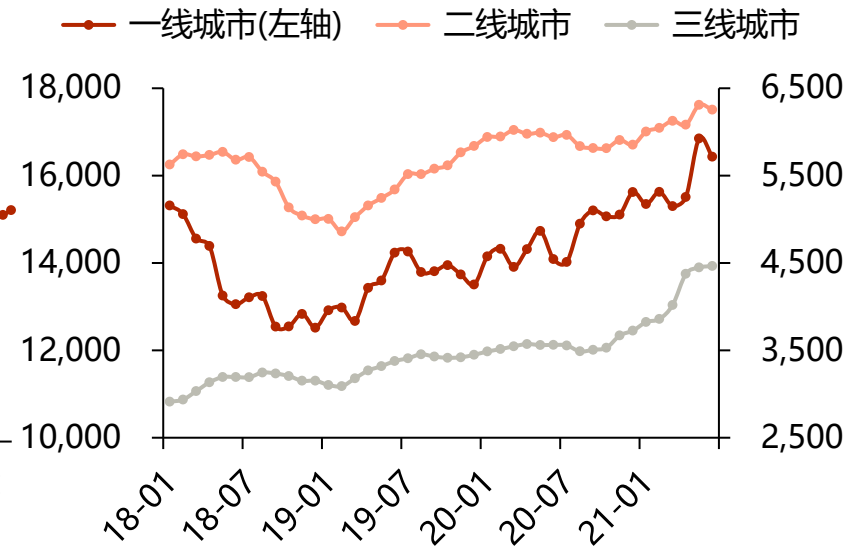
三线城市房价同比增速显著放缓（%）



2021年以来，钢材成本快速上行



楼面价波动上行



数据来源：wind，浙商证券研究所。左图数据为百城房价指数同比变动。楼面价为百城楼面价的12月平均数。

**房企流动性压力症结：**①房企高杠杆盈利模式天然存在流动性风险，房企只有不断拿地、融资、开发、预售才能保证企业自身经营发展，一旦某一环节出现问题，现金流就会受到影响。②房企融资政策收紧，前融严格核查房企拿地资金是否为自有资金，房企拿地时自有资金投入加大，资金不足的企业拿地困难，没有项目就难以进行融资补充资金，现金流越发紧张；银行开发贷和按揭贷额度受限，资金回笼受限。③房价受到政府调控，限制热门板块楼盘新房售价，房地产利润承压，对于冷门板块限制大幅降价，商品房去化困难。

**房企流动性压力情况：**从监管重点关注的三道红线情况来看，踩中红线越多的房企，反映房企本身存在的流动性风险越大，其有息负债规模增速也将受到更严格的限制。目前华夏幸福、蓝光、泰禾、恒大、花样年已经正式违约，重点关注踩红线的房企经营情况以及已违约房企的债务化解方案。

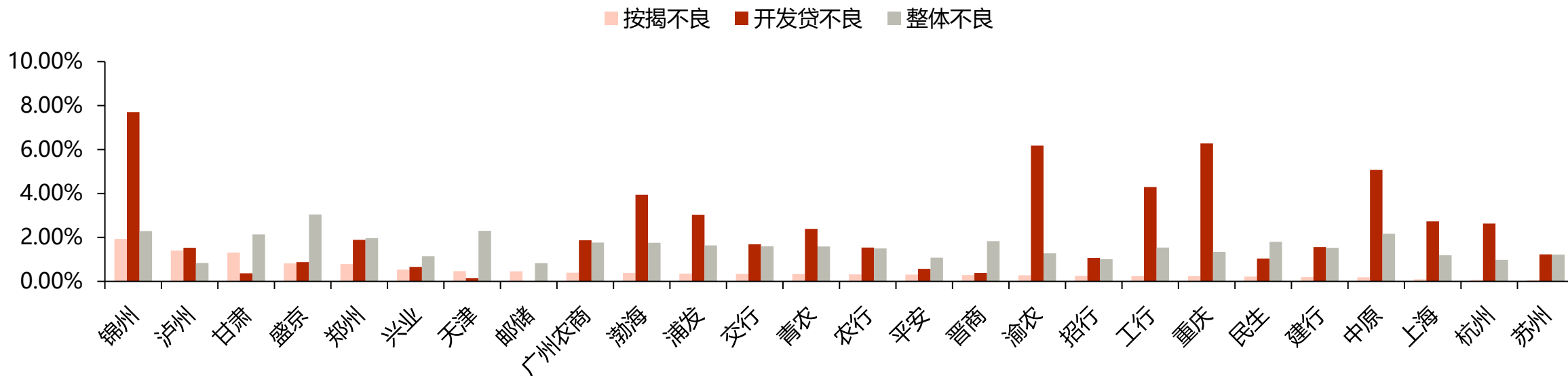
序号	房企	剔除预收款后的资产负债率	净负债率	现金短债比	序号	房企	剔除预收款后的资产负债率	净负债率	现金短债比
1	中海	53.4	33.8	2.6	24	荣盛发展	70.8	66.5	1.2
2	招商蛇口	60.3	34.7	1.4	25	合景泰富	71.8	54.1	1.8
3	华润置地	60.9	37.4	2.3	26	旭辉	72.1	60.4	2.7
4	保利	66.2	58.7	1.9	27	正荣	72.4	57.2	2.2
5	世贸	68.0	50.9	1.9	28	花样年	72.7	74.8	1.6
6	龙湖	68.3	46.0	3.9	29	绿城	73.5	75.2	2.0
7	金辉	68.3	75.9	1.5	30	新力	73.5	50.5	1.4
8	金茂	68.9	51.5	1.3	31	禹洲	74.0	80.0	1.9
9	雅居乐	68.4	45.3	1.2	32	新城	75.5	60.5	1.4
10	远洋	69.0	67.0	1.6	33	融创	76.0	86.6	1.1
11	龙光	69.0	60.8	1.9	34	时代中国	76.6	68.7	2.0
12	滨江	69.1	91.2	1.6	35	碧桂园	77.0	49.7	2.1
13	越秀	69.4	49.8	1.8	36	中南置地	77.4	95.3	1.0
14	弘阳	69.4	53.9	1.7	37	奥园	78.5	80.7	1.3
15	金地	69.4	69.6	1.2	38	阳光城	78.8	93.8	1.5
16	中骏	69.5	77.9	1.2	39	中梁	79.3	56.1	1.5
17	金科	69.6	77.1	1.4	40	祥生	79.4	96.6	1.2
18	融信	69.7	75.0	1.1	41	建业	87.2	92.6	1.9
19	万科	69.7	20.2	1.7	42	首开	75.0	162.1	1.2
20	建发	69.8	85.1	3.1	43	华发	75.3	119.0	1.8
21	佳兆业	69.9	93.7	1.6	44	恒大	81.0	99.8	0.7
22	宝龙	70.0	77.8	1.1	45	绿地	82.8	116.6	1.3
23	华侨城	70.0	73.3	2.2	46	富力	74.9	123.5	0.6
					47	华夏幸福	78.3	289.4	0.1
					48	蓝光	84.0	227.8	0.3
					49	泰禾	89	438.9	0.04

数据来源：公司公告，克而瑞研究，浙商证券研究所。

地产违约损失程度主要与借贷主体相关。我们按照个人、对公两类借贷主体，梳理地产相关资产的违约概率和损失情况。

- 个人：主要为按揭贷款，出险概率较低、损失程度较小。**
  - ①出险概率低。**因按揭贷款借贷主体分散，且借款主体偿还意愿高，按揭贷款风险表现优异。21H1末，上市银行平均按揭不良率仅0.47%，远远低于开发贷的2.33%和整体贷款的1.59%。值得注意的是，如出现房产项目烂尾，导致买卖合同被解除，则按揭贷款将由房企负责偿还【注】，相应损失概率将提升；
  - ②损失程度小。**按揭贷款以所购房产进行抵押，且抵押率不超过70%，如出险，银行损失有限。如房产项目烂尾，则由房企偿还，损失率上升。

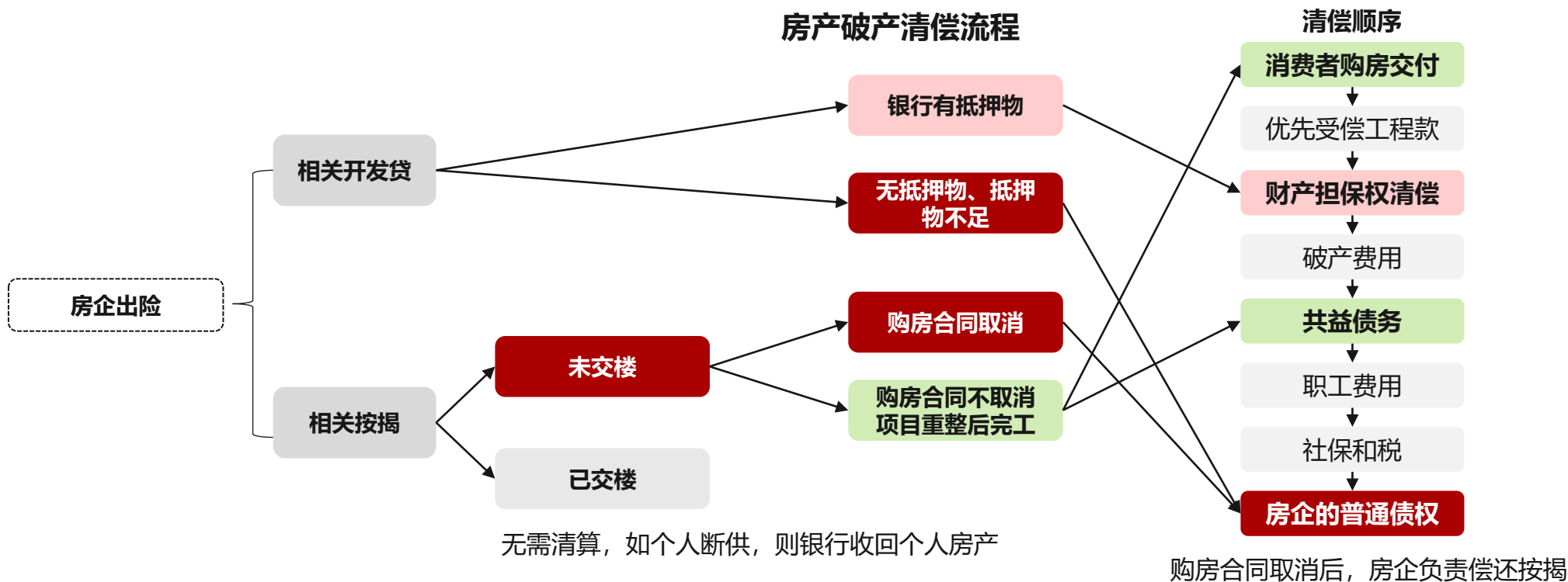
### 按揭贷款不良显著优于开发贷和整体贷款



数据来源：wind，《关于审理商品房买卖合同纠纷案件适用法律若干问题的解释》，浙商证券研究所。【注】案例见下一页。

地产违约损失程度主要与借贷主体相关。我们按照个人、对公两类借贷主体，梳理地产相关资产的违约概率和损失情况。

- **房企：主要为开发贷、非标资产，出险概率较按揭高、损失程度较按揭大。**具体项目的出险和损失情况，根据不同项目的资质、风控情况（如是否实行封闭式资金管理），有所不同。
    - ①**出险概率高。**因借款主体集中、行业景气度持续下行，涉房对公资产的出险概率整体较按揭贷款高。以开发贷为例，21H1末上市银行开发贷平均不良率达2.33%，显著高于按揭和整体贷款。
    - ②**损失程度大。**虽银行的涉房对公资产一般以土地使用权、在建工程作为抵押，但考虑到出险房企的资产折价概率高，清算价值不确定性大；如转为普通债权后，银行偿付顺序靠后，且出险后监管优先保障购房者和供应商利益，银行的损失率仍较高。
- 损失程度较大的案例：上上置业2018年破产。重整方案中，因抵押物评估价值下降，财产担保债权的清偿率仅55%。



假设房地产违约概率在3%，违约损失率在50%，银行对公房地产类资产损失占银行净利润的比例在7-10%之间。  
 (银行对公房地产类资产损失占银行净利润=违约率×违约损失率×敞口×(1-25%) / 净利润)

1、房地产违约概率：21H1上市行对公房地产贷款不良率平均在2.33%。

2、违约损失率情况：根据实施高级法的6家银行资本充足率报告来看，2020A年最高加权违约损失率在40-50%之间。

3、银行业利润情况：银行业利润为银保监会披露的商业银行20A净利润。

房地产敞口情况说明：

- 1、最小对公房地产敞口为央行房地产开发贷款余额。
- 2、中间对公房地产敞口为央行房地产开发贷款余额+房地产信托余额。
- 3、最大对公房地产敞口以央行房地产开发贷款余额/房地产贷款占对公房地产敞口比例，参照21Q3招行房地产贷款占对公房地产敞口69%的比例。

数据来源：wind，公司公告，浙商证券研究所。

	损失率									
	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
对公违约概率	<b>①最小对公房地产敞口下，银行损失占利润情况</b>									
1%	0%	1%	1%	2%	2%	3%	3%	4%	4%	5%
2%	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
3%	1%	3%	4%	6%	7%	9%	10%	11%	13%	14%
4%	2%	4%	6%	8%	10%	11%	13%	15%	17%	19%
5%	2%	5%	7%	10%	12%	14%	17%	19%	21%	24%
6%	3%	6%	9%	11%	14%	17%	20%	23%	26%	29%
7%	3%	7%	10%	13%	17%	20%	23%	27%	30%	33%
8%	4%	8%	11%	15%	19%	23%	27%	30%	34%	38%
9%	4%	9%	13%	17%	21%	26%	30%	34%	39%	43%
10%	5%	10%	14%	19%	24%	29%	33%	38%	43%	48%
对公违约概率	<b>②中间房地产敞口下（对公房地产贷款+房地产信托贷款），银行损失占利润情况</b>									
1%	1%	1%	2%	2%	3%	3%	4%	4%	5%	6%
2%	1%	2%	3%	4%	6%	7%	8%	9%	10%	11%
3%	2%	3%	5%	7%	8%	10%	12%	13%	15%	17%
4%	2%	4%	7%	9%	11%	13%	16%	18%	20%	22%
5%	3%	6%	8%	11%	14%	17%	19%	22%	25%	28%
6%	3%	7%	10%	13%	17%	20%	23%	27%	30%	33%
7%	4%	8%	12%	16%	19%	23%	27%	31%	35%	39%
8%	4%	9%	13%	18%	22%	27%	31%	36%	40%	44%
9%	5%	10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%	45%	50%
10%	6%	11%	17%	22%	28%	33%	39%	44%	50%	56%
对公违约概率	<b>③最大对公房地产敞口下，银行损失占利润情况</b>									
1%	1%	1%	2%	3%	3%	4%	5%	6%	6%	7%
2%	1%	3%	4%	6%	7%	8%	10%	11%	12%	14%
3%	2%	4%	6%	8%	10%	12%	14%	17%	19%	21%
4%	3%	6%	8%	11%	14%	17%	19%	22%	25%	28%
5%	3%	7%	10%	14%	17%	21%	24%	28%	31%	34%
6%	4%	8%	12%	17%	21%	25%	29%	33%	37%	41%
7%	5%	10%	14%	19%	24%	29%	34%	39%	43%	48%
8%	6%	11%	17%	22%	28%	33%	39%	44%	50%	55%
9%	6%	12%	19%	25%	31%	37%	43%	50%	56%	62%
10%	7%	14%	21%	28%	34%	41%	48%	55%	62%	69%

未来地产风险和政策将如何演进？我们梳理了当前地产风险的主要症结，以及未来潜在的改善路径。

当前情况下，流动性问题是最值得重视的症结。①盈利性下降：杠杆率下降符合国家产业政策，毛利率下降短期很难扭转。而且轻幅度的亏损暂时不会形成违约和爆雷的风险。②流动性紧张：由于房地产行业的典型的资金密集型行业，一旦出现流动性出现问题，那么可能导致房企陷入现金流断裂和破产危机当中。因此流动性问题是当前最值得重视的症结。

### 毛利率下降

- 收入：房价趋于平稳。
- 成本：（1）土地成本：前期低价土地储备逐渐消耗，高价土地储备进入开发周期。（2）建安成本：资源品涨价背景下，成本有走高压力。

### 杠杆率下降

盈利性

流动性

杠杆率

毛利率

开发

销售

回款

### 1、整体房地产企业：

- 销售去化压力
- 销售回款压力
- 预售资金监管
- 开发资金压力

### 2、出险房地产企业：

- 项目贬值，信誉大打折扣
- 销售停止，居民退房退款
- 项目停摆，工程无法推进
- 融资违约，金融机构追索
- .....



当前情况下，流动性问题是最值得重视的症结。整体房地产企业现金流紧张的症结和可能解决路径如下：

维度	表面原因	核心症结	改善路径
开发资金	<p>房地产商再融资能力下降。总部对项目公司的支持能力不足。</p> <p>建筑承包商垫资意愿下降。</p> <p>银行开发贷投放意愿不足。</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 房地产企业风险上升。</li> </ul>	<p><b>增强信心：</b>地方政府予以协调。</p> <p><b>专款专用：</b>项目预售资金用于开发。</p>
	<p>购房能力下降。银行按揭投放不足，导致部分刚需无法得到满足。</p> <p>购房需求下降。</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 地产风险上升：银行风险偏好下降。</li> <li>• “三线四档”：部分银行将“红档”企业不得新增有息负债余额理解为不得新发放开发贷。房企还款后，合理的新开工项目得不到贷款支持。</li> <li>• “两道红线”：贷款集中度政策执行过严，即使达标的银行也在压降按揭贷款占比。开发贷占比下降更明显。</li> <li>• 各地监管：各地额度松紧不一，使得额度更加紧张。</li> <li>• 供需错配：核心城市供给不足，若刺激需求会导致房价飙涨。</li> <li>• 地产调控：房地产调控政策加码（比如限购限售政策、学区政策）、房地产市场降温。</li> </ul>	<p><b>纠偏认识：</b>扭转金融机构一致性认知偏误，保障开工项目的信贷支持。</p> <p><b>统一认识：</b>房地产贷款集中度政策下，银行放贷的尺度在哪儿。避免金融机构一致性信用收缩引发房企流动性风险和信用风险。</p> <p><b>盘活存量：</b>对热点城市试点房地产税，释放二手房供给。</p> <p><b>支持刚需：</b>地方政府从购房政策等方面支持居民合理刚性购房需求，基于房地产税试点背景下，鼓励金融机构对二手房按揭给予支持。</p>
销售回款	<p>网签备案流程受阻，按揭资金不能及时到账。</p> <p>资金滞留监管账户。</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 预售房价较高，地方延迟备案时间。</li> <li>• 预售资金制度有必要且合理。最低资金要求使得更多预售资金留存在账户中不能给付。</li> </ul>	
并购	<p>并购市场遇冷</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 收购方收购项目，并表处理容易触发红线。</li> </ul>	<p><b>金融支持：</b>对风险企业项目的收购方给予定向资金支持，不受三道红线约束。</p>

时间	会议/依据	要点
8月	发行数据	6-7月份无RMBS发行，8月RMBS重启发行。
9月29日	人行、银保监会联合召开房地产金融工作座谈会，住建部、证监会、全国24家主要银行与会。	<p><b>(1) “房住不炒”——政策不会转向。</b>            房地产政策利于长远，会议指出坚持房住不炒，预计政策仍然将延续此前整体基调；也没必要变，因为政策执行仍具有较大改善和柔性空间。根据会议通稿表述，坚持房住不炒，“不将房地产作为短期刺激经济的手段，持续落实好房地产长效机制”。未来政策仍然将延续此前整体基调。</p> <p><b>(2) “准确把握和执行”——执行或将纠偏，具有较大改善空间。</b>            会议提出，“准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度”，这意味着此前各地政府、监管、各银行对政策的理解可能不一致，从而导致执行层面出现一定偏差。</p> <p><b>(3) “维护住房消费者合法权益”——重点是保交楼。</b>            ① “维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益”，房地产项目涉及民生，预计出险房企的已开发项目将以保交房为主。            ② “配合相关部门和地方政府共同维护”，意味着保交房将实行双主体责任，责任将同步落到地方政府、相关部门、金融机构。</p>
10月15日	人行三季度金融统计数据新闻发布会。	<p><b>(1) 恒大事件影响可控。</b> 归因：            ①恒大集团总负债中，金融负债不到三分之一；②债权人分散，单个金融机构风险敞口不大。</p> <p><b>(2) 明确释放纠偏信号。</b> 具体来看：            ①按揭收紧的必要性下降。央行提出部分城市房价过热现象得到抑制后，房贷供需关系将回归正常。②开发贷的政策执行纠偏。央行提出个别房企爆雷引发机构过激反应，同时金融机构将“三线四档”规定误解为不得为红档企业发放开发贷，导致开发贷增速下行。预计929会议之后，银行对政策理解和执行将得到纠偏，开发贷投放有望边际恢复。            ③为保交房提供金融支持。央行提出，在处置恒大事件过程中，“金融部门将配合住房城乡建设部门和地方政府，做好项目复工的金融支持”。</p>
10月20日	2021金融街论坛年会	国务院副总理刘鹤表示， <b>目前房地产市场出现了个别问题，但风险总体可控，合理的资金需求正在得到满足，房地产市场健康发展的整体态势不会改变。</b>
10月21日	银保监会三季度银行业保险业数据信息暨监管重点工作发布会	<b>重申恒大事件是个案，不影响中资企业的信誉。</b> 中资企业的信誉关键在于中国宏观经济稳定向好，这实际上就奠定了中资企业信用的基础，也奠定了房地产企业长期稳定发展的基础。所以，个别企业的问题不会给整个行业或者说整个中资企业带来大的影响。

# 03

## 中长期：房企 模式演化

- 1、房企盈利模式演化
- 2、去金融化可能路径

杜邦分解后，房企的盈利能力主要与三大因素相关：资产周转率、净利率和杠杆率。“三线四档”出台后，长期来看，为维持稳定的盈利能力，房企的商业模式将要转变。主要有三大方面：

①**盈利驱动方面**，新规下，通过杠杆提升盈利能力的途径不可持续。①短期来看，房企将通过提升资产周转率、净利率来支撑盈利能力。房企经营管理能力的重要性提升，经营优异、土储合理的房企盈利表现有望领先行业。②长期来看，杠杆率平稳下降下，房企经营风险下降，盈利能力更加可持续。以德国为例，2010年以来，主要房企的平均ROE基本维持在9%附近。

②**规模扩张方面**，杠杆水平监管加严下，预计房企的规模扩张将从杠杆驱动，向内生利润驱动转变。

③**财务管理方面**，新规针对有息负债规模、短期偿债能力提出具体要求。未来房企进行融资活动和财务管理的过程中，需更加关注融资的结构（有息负债、无息负债、权益等）、现金流情况、债务久期等，财务管理的精细化要求提高。

ROE

=

资产周转率

×

净利率

×

杠杆率

营收/总资产

净利润/营收

总资产/权益

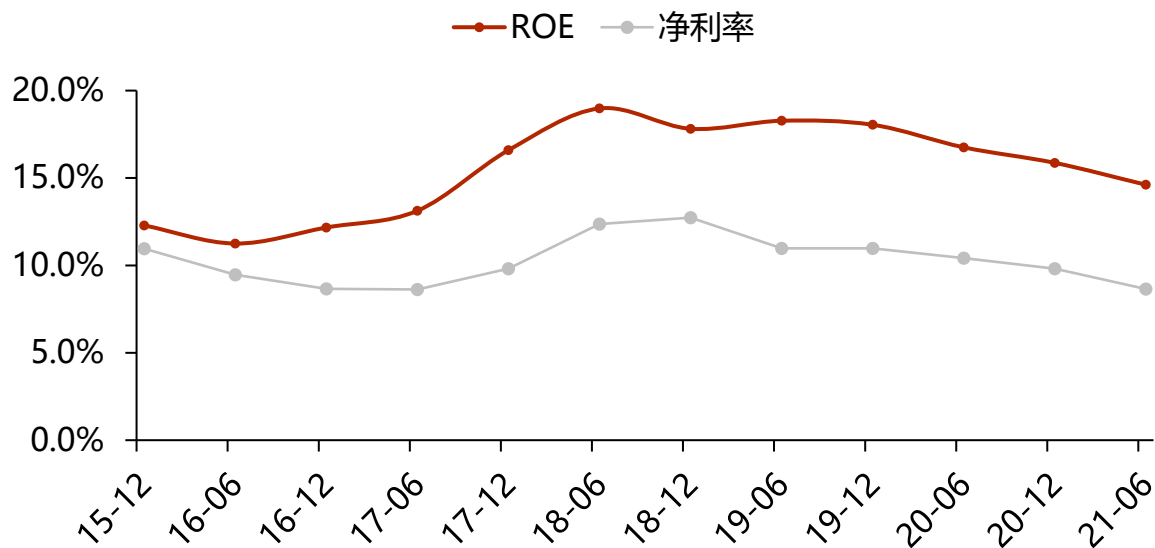
### 三条红线限制杠杆率的提升

- 1) 剔除预收款后的资产负债率 $\leq 70\%$
- 2)  $(\text{有息负债}-\text{货币资金})/\text{净资产} \leq 100\%$
- 3)  $\text{货币资金}/\text{短期有息负债} \geq 1.0$

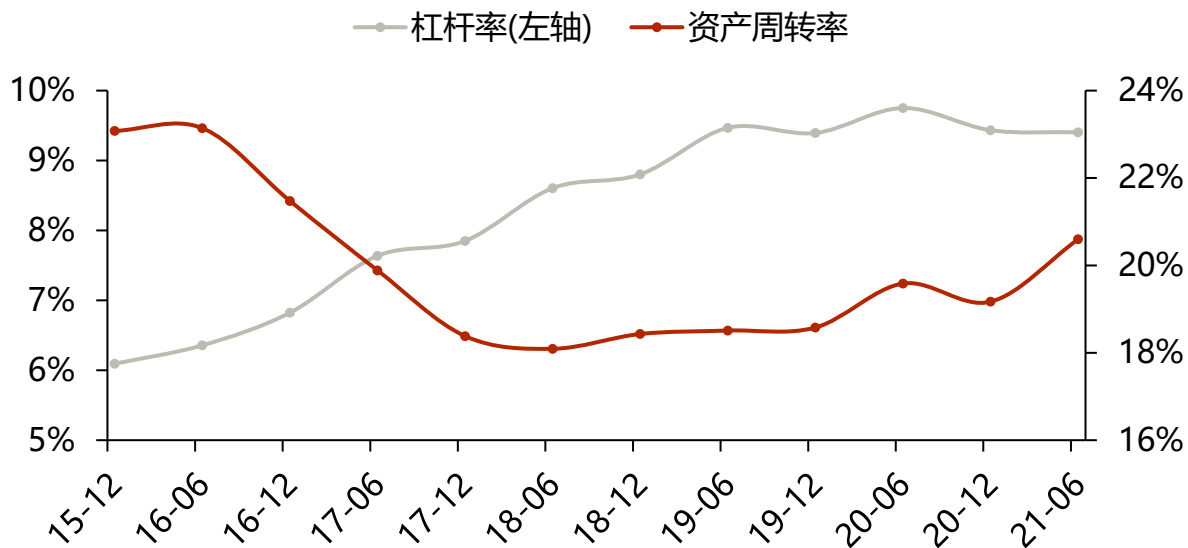
数据来源：浙商证券研究。

**上市房企经营数据体现趋势变化。**自2018年以来，主要上市房企的盈利能力持续下行，主要归因净利率下行拖累。边际来看，新规出台之后，上市房企ROE驱动因素发生变化，2020H1开始，房企平均资产周转率提升，杠杆率下行。

净利率拖累盈利能力下行



主要房企杜邦分解情况

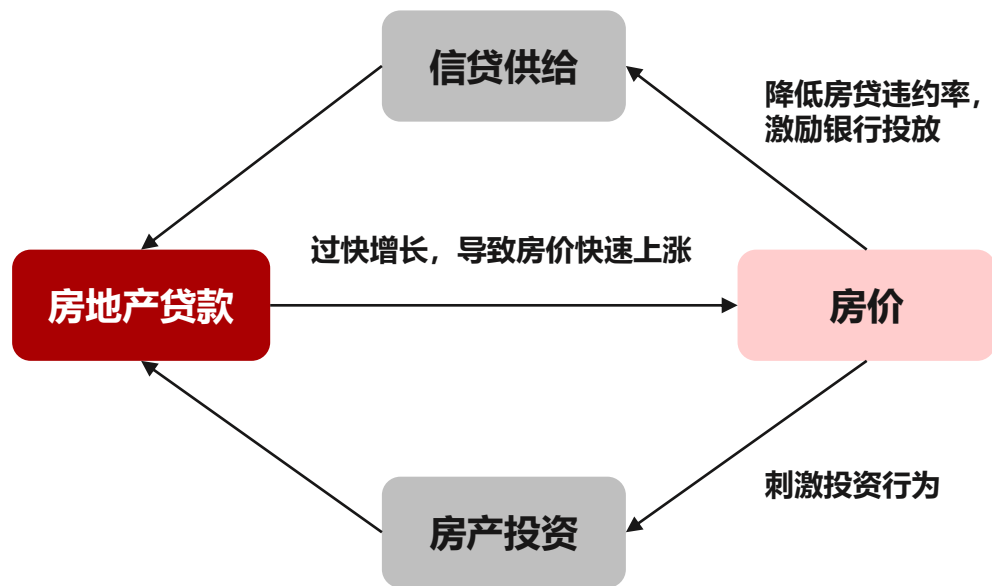


数据来源：wind，浙商证券研究。主要房企包括恒大、碧桂园、万科、绿地、保利、融创、华润、中国海发、龙湖、招商蛇口、世贸、新城、华夏幸福、富力地产、绿城等27家A股和港股上市房企。数据口径为TTM。

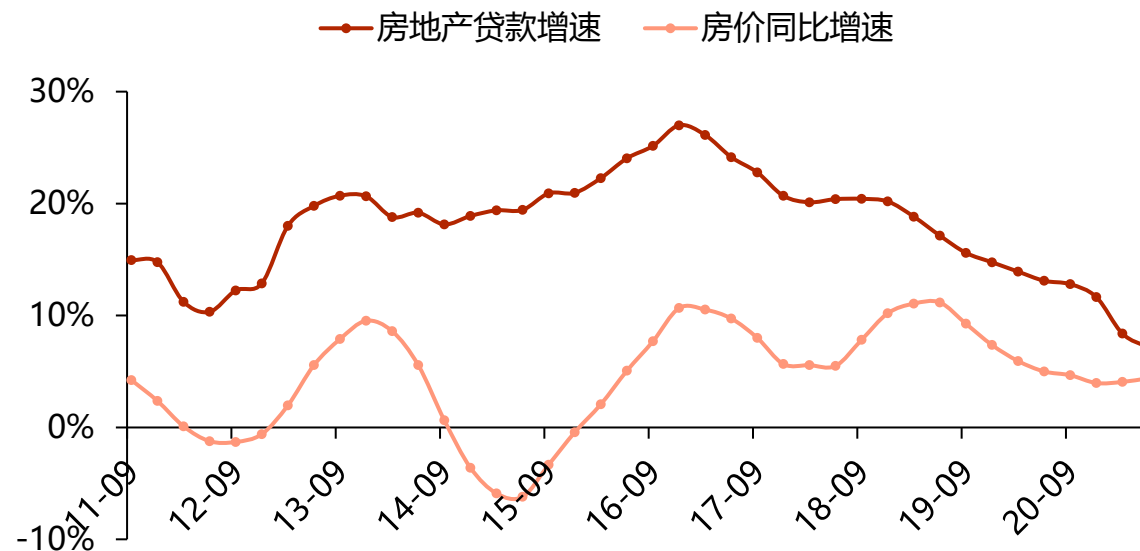
房地产金融化本质是房贷和房价偏离良性循环导致。通过严监管打破恶性循环是去金融化的可行路径。

1、**房地产金融化如何形成？** 房地产贷款和房价偏离良性循环。据中国金融四十人论坛研究，房地产贷款与房价存在显著正相关关系。如房地产贷款增长过快，将导致房价快速上涨；房价上涨又从供需两方面助长房贷增长，使得房贷和房价脱离良性循环。①**供给端**，房价上涨降低住房贷款违约率，激励银行投放；②**需求端**，房价持续上涨刺激房市投资行为，助长房产配置行为。

房地产贷款和房价偏离良性循环，引发房地产金融化



房地产贷款增速和房价正相关



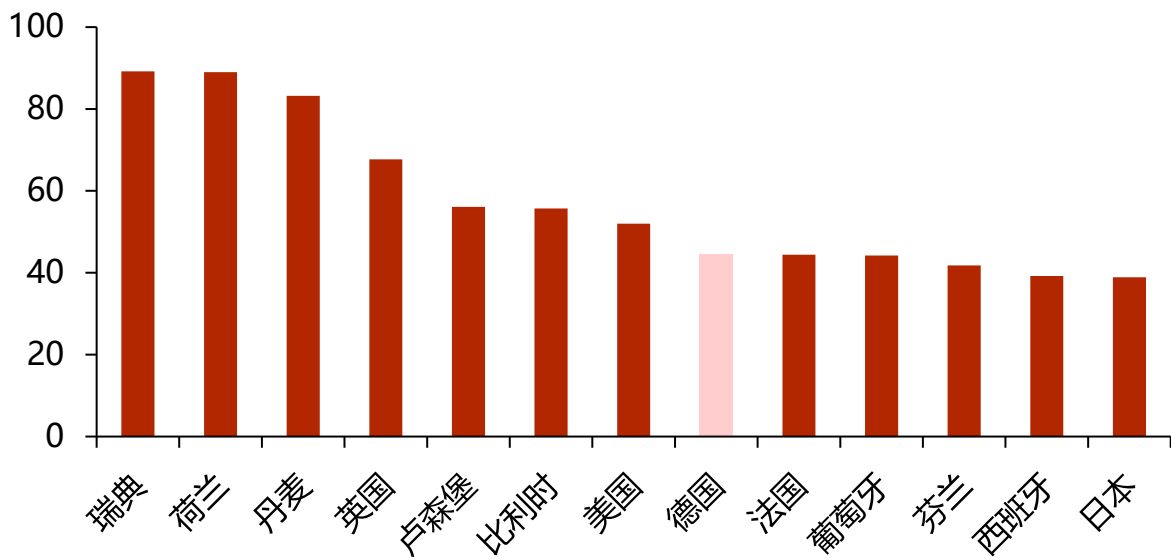
数据来源：wind，中国金融四十人论坛《金融的谜题：德国金融体系比较研究》，浙商证券研究。房地产贷款增速为主要金融机构房地产贷款同比增速，房价同比增速为70个大中城市新建商品住宅价格指数。

房地产金融化本质是房贷和房价偏离良性循环导致。通过严监管打破恶性循环是去金融化的可行路径。

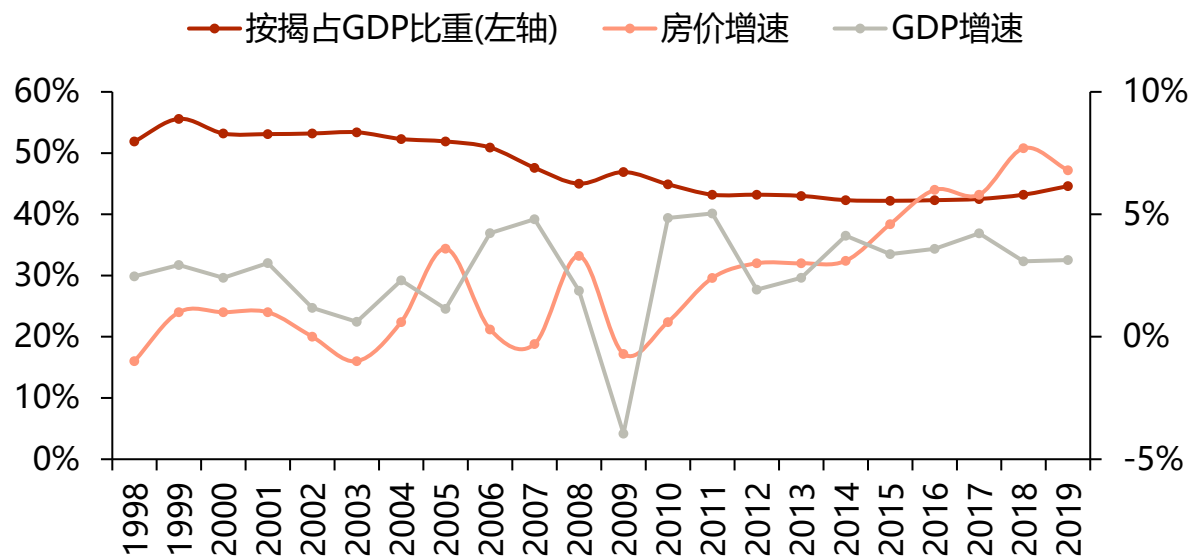
2、地产如何实现去金融化？通过严监管打破恶性循环。参考德国经验，可通过严监管，控制涉房投资的收益水平（包括税收制度等）和房贷可获得性，从而限制购房需求和房贷增长，进而遏制恶性循环趋势，控制房价，防止房地产过度金融化。

- **德国房地产金融化现象较轻。**①截面来看，2019年德国住房按揭贷款占GDP比重在主要发达国家中排名靠后。②时间维度，1997年至2019年，德国房价年化增速4%，较GDP增速低1pc；按揭占GDP的比重基本保持平稳。近年来德国房价涨幅持续提升，主要归因于移民政策带来的外来人口增加，推动购房需求上升。

德国住房按揭贷款占GDP比重较小 (%)



德国房价与GDP增速基本一致



数据来源：wind，欧洲按揭基金会《EMF HYPOSTAT》，中国金融四十人论坛《金融的谜题：德国金融体系比较研究》，浙商证券研究。

房地产金融化本质是房贷和房价偏离良性循环导致。通过严监管打破恶性循环是去金融化的可行路径。

2、地产如何实现去金融化？通过严监管打破恶性循环。参考德国经验，可通过严监管，控制涉房投资的收益水平（包括税收制度等）和房贷可获得性，从而限制购房需求和房贷增长，进而遏制恶性循环趋势，控制房价，防止房地产过度金融化。

- 严监管打破恶性循环。德国制定了较为完善的住房监管体系，对涉房收益、购房需求、房产定价、房贷投放等予以控制。

分类	方向	针对主体	具体规定	效果
涉房收益水平	税收制度	个人	<b>鼓励房屋自用。</b> ①自住房屋：缴纳土地税，土地评估价值的0.26%-1%。②出售房屋：3.5%-6.5%的房产交易税，14-42%的资本利得个人所得税（如持有超10年免税），资本利得税25%（只针对5年内出售3套及以上房产）。	限制投机行为
涉房收益水平	租赁市场	个人	<b>德国重视租赁市场，通过法律健全租赁市场发展，削弱居民购房意愿。</b> ①租房补贴：据德国《住房补助金法》规定，政府为承租人提供一系列租金补贴政策，以保障居民租房能力。②控制租金：据德国《住房租赁法》规定，租金涨幅不得超过合理租金的20%，否则房东构成违法行为，承租人可起诉；超过50%，则承担高额罚金甚至有期徒刑。	削弱购房意愿
涉房收益水平	房产定价	房企	德国房地产评估体系独立于政府之外，评估员只为自身评估结果负责（如结果和市场情况差异较大会被起诉）。 <b>公共评估委员会负责每年制定各个地区的指导价，指导价具备法律效力，有效控制房价增长。</b> 据德国《经济犯罪法》规定，若开发商制定的房价超过合理房价的20%，购房者可起诉。若超过50%，将被定性为“获取暴利”，需承担高额罚款甚至最高三年的有期徒刑。	控制房价增长
房贷的可及性	MLV评估	银行	德国银行业的房贷抵押物价值评估基于MLV（抵押贷款价值）。MLV评估结果不随市场价波动，且一般小于房产的市场价。MLV评估可以帮助控制房贷规模与房价的相关性。	控制房贷增长

数据来源：wind, Rose & Partner, 麦恩侨《我国房地产市场调控的经济法制度完善刍议——以德国住房法律调控为借鉴》，李世宏《德国房地产市场及房地产金融的特征分析》，许兵、孟学礼、孔炜《德国房地产市场保持平稳的经验》，中国金融四十人论坛《金融的谜题：德国金融体系比较研究》，浙商证券研究。

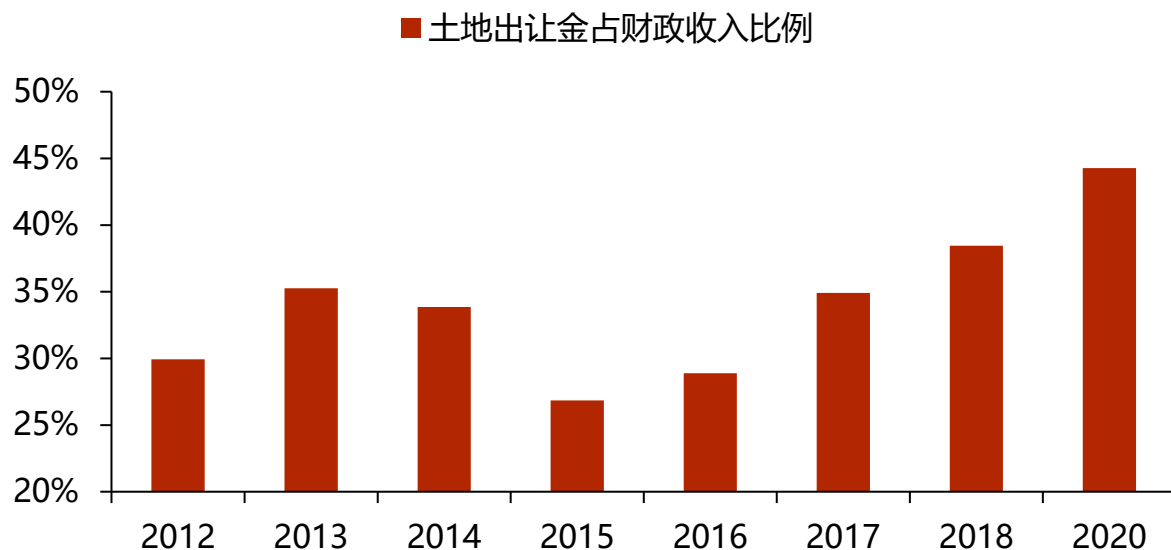


房地产金融化本质是房贷和房价偏离良性循环导致。通过严监管打破恶性循环是去金融化的可行路径。

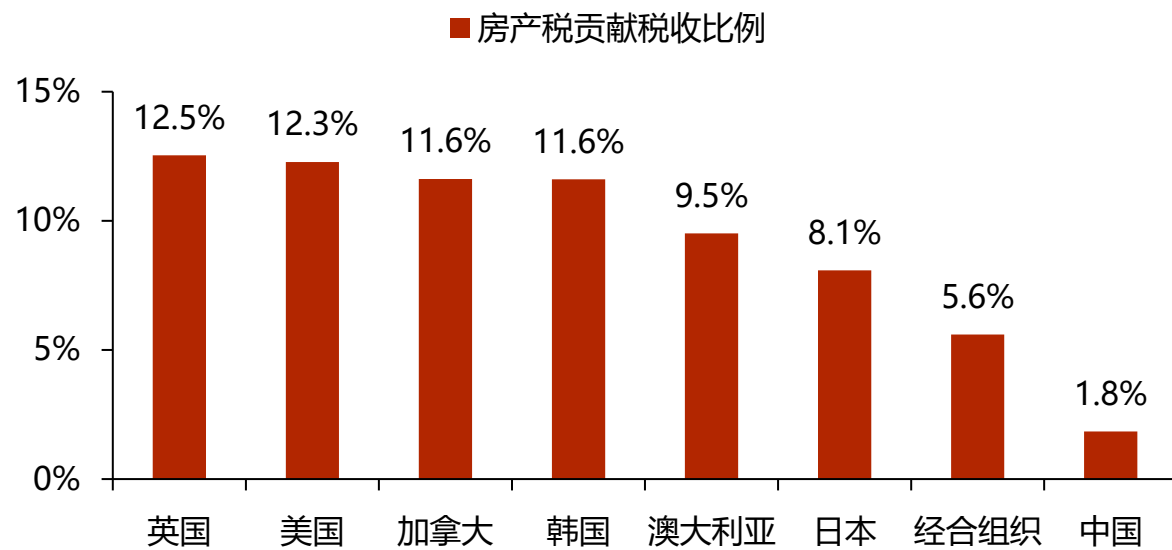
## 2、地产如何实现去金融化？房产税的推进，可缓解地方政府财政对地产交易的依赖，去金融化更可持续。

- **地方政府财政收入较为依赖地产交易。**①出让土地收入方面，地方政府财政收入重要来源来自土地出让金。2020年全年，土地出让金占地方政府财政收入和政府性基金收入的44%。②房产相关税收方面，目前我国税收体系主要针对地产相关的交易环节。在交易层面设定了契税、土地增值税、印花税等税种，房产税方面，目前居住用房免税，仅对非居住用房收税。
- **房产税落地有望缓解财政的地产依赖。**10月23日，全国人大常委会授权国务院，在部分地区试点对居住用房征税。房产税的推进和落地，有望改善当前地方政府财政收入对地产交易的依赖，使得房地产去金融化更加可持续。截至2018年末，我国房产税占收税比例仅1.8%，而同期经合组织成员房产税平均占税收的5.6%，英国、韩国等房产税体系健全国家，占比约12%。

2020年土地出让金占地方财政收入比例达44%



中国房产税贡献税收比例显著低于发达国家



数据来源：wind, OECD, 浙商证券研究。土地出让金占财政收入比例=土地出让金/（地方政府财政收入+地方政府性基金收入）。

# 风险提示

- 1、宏观经济失速，不良大幅爆发
- 2、地产风险扩大，房企风险传染

## 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“本公司”）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

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>