

扩张的房企，负债是否实现了有效转化？

报告要点：

- 房企负债的转化程度虽然不完全等同于信用状态，但是却一定程度上代表了企业在有限空间里的资源使用效率，而这个效率也关系到企业的可持续经营。

1) 近20年，房地产企业的负债规模经历了高达约45倍的增长，负债扩张一直是中国房地产企业赖以生存的法则之一，负债转化的质量是企业可持续性的关键。

2) 我们从三个角度来衡量房企负债的转化效率：房企的核心资产-存货、与短期偿债直接相关的因素-货币资金、衡量房企回款能力的指标-应收账款。

3) 我们将应付账款及票据从总负债中剔除，原因是该部分一般主要为应付地价及应付工程款，这部分数值一定程度上代表了企业拿地及开工的状态，我们在研究中不将其视作需要转化的部分。将新的总负债规模排名前100位的房企作为研究主体。

- 我们将100家房企分为8个维度，当房企处于前3个维度时，我们认为还是比较安全的，当企业滑入后5个维度，我们认为企业从持续性经营角度来看是受到冲击的，会进一步影响信用状态。

- 1) 土储充足，回款及时，流动性良好：万科、保利发展等
- 2) 土储充足，回款一般，短期偿债压力较小：碧桂园、绿地控股等
- 3) 土储充足，但去化存在一定困难：合生创展、大悦城等
- 4) 土储充足，投资规模大，回款慢，周转不灵：恒大、绿地香港等
- 5) 土储不足，回款尚可，短期偿债压力稍小：合景泰富、长实集团等
- 6) 土储不足，回款压力大，未来发展受限：佳兆业、美的置业等
- 7) 土储不足，偿债压力大，整体规模小，抗风险能力差：泰禾、蓝光等
- 8) 全面紧张：华夏幸福、远洋集团等

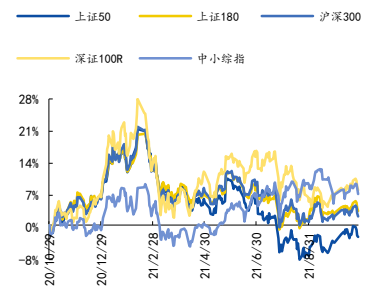
风险提示：

数据统计偏差，经济及政策调控超预期。

主要数据：

上证综指：	3518.42
深圳成指：	14244.82
沪深300：	4864.14
中小盘指：	4737.83
创业板指：	3278.36

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

《谨慎的财政支出：财政的负向循环在若隐若现》

2021.10.28

《被青春撞了一下腰：关于地产大周期拐点下的城投》2021.10.24

报告作者

分析师 杨为敦
执业证书编号 S0020521060001
邮箱 yangweixiao@gyzq.com.cn
电话 021-51097188
联系人 王宇辰
邮箱 wangyuchen@gyzq.com.cn
电话 021-51097188

内容目录

1. 2000-2020 年房地产企业负债增长情况	4
2. 房企分布的八个维度.....	7
2.1 高存贷+低应收账款+高货币资金：土储充足，回款及时，流动性良好	7
2.2 高存贷+高应收账款+高货币资金：土储充足，回款一般，短期偿债压力较小	8
2.3 高存贷+低应收账款+低货币资金：土储充足，但去化存在一定困难	9
2.4 高存贷+高应收账款+低货币资金：土储充足，投资规模大，回款慢，周转不灵	9
2.5 低存贷+低应收账款+高货币资金：土储不足，回款尚可，短期偿债压力稍小	10
2.6 低存贷+高应收账款+高货币资金：土储不足，回款压力大，有一定偿债能力，未来发展受限	11
2.7 低存贷+低应收账款+低货币资金：土储不足，有偿债压力，整体规模小，抗风险能力差	11
2.8 低存贷+高应收账款+低货币资金：全面紧张.....	12
3. 负债转化程度和房企信用的关系	12
4. 风险提示.....	13

图表目录

图 1：近 20 年行业整体负债增长近 45 倍	4
图 2：两年以来房地产开发贷款季度余额同比仍有所增长.....	4
图 3：剔除应付账款和应收票据后，总负债规模前 100 位的房企（1-32）	5
图 4：剔除应付账款和应收票据后，总负债规模前 100 位的房企（33-64）	6
图 5：剔除应付账款和应收票据后，总负债规模前 100 位的房企（65-100）	7
图 6：保利发展的经营数据（2021.6.30）（亿元）	8
图 7：中海的经营数据（2021.6.30）（亿元）	8
图 8：碧桂园的经营数据（2021.6.30）（亿元）	8
图 9：华润置地的经营数据（2021.6.30）（亿元）	8
图 10：金地集团的经营数据（2021.6.30）（亿元）	9
图 11：新城控股的经营数据（2021.6.30）（亿元）	9
图 12：恒大的经营数据（2021.6.30）（亿元）	10
图 13：融信的经营数据（2021.6.30）（亿元）	10
图 14：合景泰富的经营数据（2021.6.30）（亿元）	10
图 15：绿城的经营数据（2021.6.30）（亿元）	10

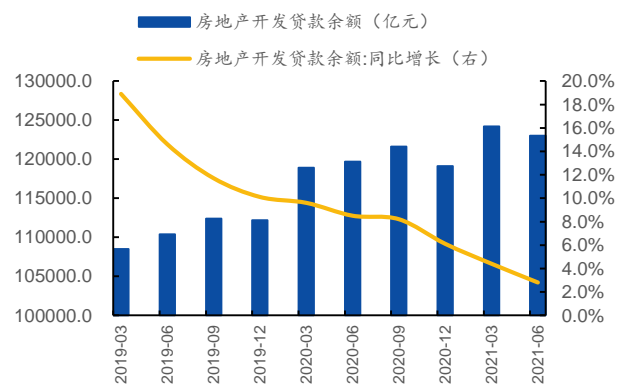
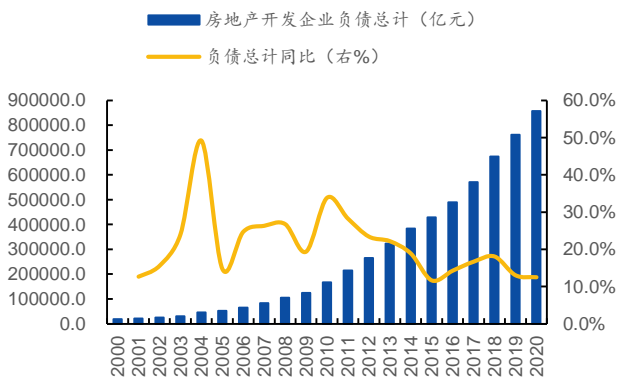
图 16: 佳兆业的经营数据 (2021.6.30) (亿元)	11
图 17: 雅居乐的经营数据 (2021.6.30) (亿元)	11
图 18: 禹洲集团的经营数据 (2021.6.30) (亿元)	12
图 19: 中天金融的经营数据 (2021.6.30) (亿元)	12
图 20: 华夏幸福的经营数据 (2021.6.30) (亿元)	12
图 21: 远洋集团的经营数据 (2021.6.30) (亿元)	12

1. 2000-2020 年房地产企业负债增长情况

20 年来，国内房地产企业负债规模稳定增长，从 2000 年的 1.9 万亿增长到 2020 年的 85.7 万亿，增长的幅度近 45 倍。虽然地产行业的监管政策近几年持续加码，但是我们仍能看到房开企业对于杠杆的倚重，以近期季度开发贷款的余额为例，从 2019 年开始同比增长的趋势没有改变，只是增速连续下滑，作为资金密集型的行业，负债扩张一直是中国房地产企业赖以生存的法则之一，负债转化的质量是企业可持续性的关键。

图 1：近 20 年行业整体负债增长近 45 倍

图 2：两年以来房地产开发贷款季度余额同比仍有所增长



资料来源：Wind，国元证券研究所

资料来源：Wind，国元证券研究所

在房企的负债中，应付账款一般主要为应付地价及应付工程款，这部分数值一定程度上代表了企业拿地及开工的状态，我们在研究中不将其视作负债转化部分，并从总负债中剔除。衡量房企的负债转化程度，我们可以从房企的核心资产-存货，与短期偿债压力直接相关的因素-货币资金，以及衡量房企回款能力的指标-应收账款三个变量来解释。

我们将处理后的总负债规模前 100 位的发债房企的存货、货币资金和应收账款及票据进行整理，形成红-白-蓝色阶图，数值的表现按照颜色的顺序由差逐渐变好。

图 3：剔除应付账款和应收票据后，总负债规模前 100 位的房企（1-32）

公司简称	存货（亿元）	货币资金（亿元）	应收账款（亿元）	总负债（亿元）
万科	10513	1952	38	12840
碧桂园	10649	1679	3914	11168
中国恒大	12793	868	1759	10154
保利发展	8045	1554	29	9358
绿地控股	6886	883	1121	8970
融创中国	6327	1011	707	7488
龙湖集团	4270	990	416	5461
华润置地	3847	949	722	5313
招商蛇口	4245	842	41	5230
中海	4512	1174	129	4376
新城控股	2868	552	5	4091
世茂集团	3220	748	236	3554
绿城中国	2700	565	119	3457
华侨城A	2632	532	12	3431
华夏幸福	1822	140	573	3350
富力地产	2228	128	453	3318
金地集团	2018	598	6	3141
中国金茂	1144	387	22	3086
金科股份	2473	370	28	2822
中南建设	1988	270	83	2796
阳光城	1953	404	30	2659
旭辉控股	1762	523	395	2639
首开股份	1786	391	6	2442
华发股份	2192	592	2	2439
佳兆业	839	419	452	2377
中梁控股	1533	355	0	2338
越秀地产	1644	290	1	2255
建发国际	1807	337	56	2137
中国奥园	1563	606	286	2107
荣盛发展	1899	292	45	2027
泰禾集团	1597	22	8	1968
合生创展	1205	398	33	1870

资料来源：Wind，国元证券研究所

图 4：剔除应付账款和应收票据后，总负债规模前 100 位的房企（33-64）

公司简称	存货（亿元）	货币资金（亿元）	应收账款（亿元）	总负债（亿元）
正荣地产	1308	444	1	1764
美的置业	1659	234	495	1748
蓝光发展	1675	100	23	1744
合景泰富	806	426	24	1685
雅居乐	985	465	558	1671
龙光集团	1262	404	596	1630
融信中国	1246	273	347	1619
滨江集团	1259	181	5	1539
保利置业	1179	333	125	1487
时代中国	992	222	39	1483
大悦城	1036	265	4	1459
长实集团	1340	439	106	1442
金辉控股	1199	255	0	1423
祥生控股	1014	273	1	1410
远洋集团	920	328	610	1399
中海宏洋	1211	167	205	1338
中天金融	389	35	19	1286
禹洲集团	527	281	0	1233
中骏集团	770	153	4	1210
金融街	877	184	5	1200
宝龙地产	786	225	41	1171
中交地产	954	183	0	1129
恒基地产	1033	151	203	1096
城建发展	884	84	1	976
绿地香港	1062	89	315	947
建业地产	940	109	68	910
弘阳地产	484	176	0	888
九龙仓	489	200	27	876
新潮中宝	513	126	1	872
德信中国	573	166	76	858
世茂股份	627	174	44	793
新力控股	554	193	0	792

资料来源：Wind，国元证券研究所

图 5：剔除应付账款和应收票据后，总负债规模前 100 位的房企（65-100）

公司简称	存货（亿元）	货币资金（亿元）	应收账款（亿元）	总负债（亿元）
深圳控股	532	190	108	775
路劲	504	223	25	735
信达地产	564	195	9	708
光明地产	571	108	16	673
嘉里建设	318	150	25	660
迪马股份	570	60	9	624
力高集团	503	113	42	623
花样年	386	272	51	618
当代置业	530	136	119	599
荣安地产	548	81	2	598
招商局置地	618	125	0	573
北辰实业	535	135	1	561
广宇发展	667	59	0	561
北京北辰	515	112	46	550
正商实业	484	17	28	540
雅戈尔	169	127	3	537
瑞安房地产	175	144	27	526
领地控股	457	78	1	516
华远地产	465	69	0	490
鲁商发展	487	48	2	486
佳源国际	509	105	87	485
金地商置	147	71	1	477
南山控股	213	119	13	470
三盛控股	398	81	59	457
绿景中国	395	50	1	456
云南城投	231	8	2	449
恒盛地产	221	6	51	445
海航基础	136	29	19	433
城投控股	469	53	12	424
国瑞置业	240	17	21	422
五矿地产	418	132	0	419
宋都股份	314	85	1	403
上实集团	337	90	8	402
阳光100	312	13	65	398
苏州高新	270	41	5	395
景瑞控股	300	142	87	388

资料来源：Wind，国元证券研究所

2. 房企分布的八个维度

我们将所有房企分为 8 个维度，以说明负债是否形成有效转化，即负债扩张条件下，存货、应收账款和货币资金的扩张情况，8 个维度从前向后转化程度依次递减：

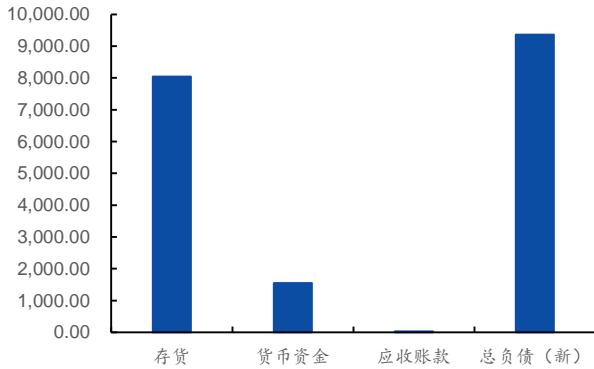
2.1 高存货+低应收账款+高货币资金：土储充足，回款及时，流动性良好

处在这个维度的企业，负债转化程度最高。拥有比较充足的土地储备、在建物业以及待售物业，并且在销售回款上基本不存在障碍，另外在流动性上拥有较大空间。这可能与企业多年来合理布局，既有深耕区域，又有重点城市的进入，同时专注主业，品牌意识较强，树立了较好口碑等有关，不管从当下还是未来的角度看，都有比较稳健的预期。

代表企业：

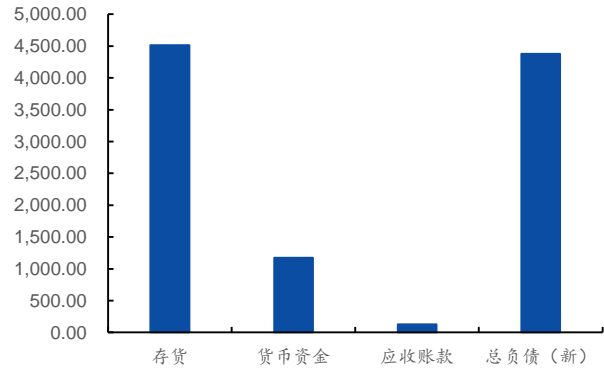
万科、保利发展、中海、招商蛇口、华侨城、世茂集团、金科股份、华发股份

图 6：保利发展的经营数据（2021.6.30）（亿元）



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 7：中海的经营数据（2021.6.30）（亿元）



资料来源：Wind，国元证券研究所

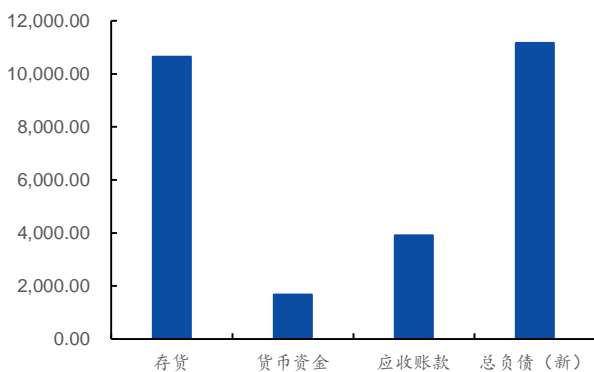
2.2 高存货+高应收账款+高货币资金：土储充足，回款一般，短期偿债压力较小

处在这个维度的企业，负债转化程度很高。拥有比较充足的土地储备、在建物业以及待售物业，并且流动性良好，只是销售回款可能存在不及时的情况。该类企业可能大力推行高周转策略，同时经营颇具权重的多元化业务。

代表企业：

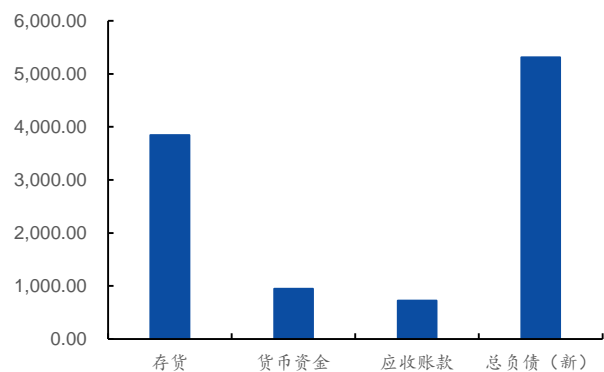
碧桂园、绿地控股、融创中国、华润置地、旭辉控股、中国奥园、龙湖集团、越秀地产、建发国际、保利置业、龙光集团

图 8：碧桂园的经营数据（2021.6.30）（亿元）



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 9：华润置地的经营数据（2021.6.30）（亿元）



资料来源：Wind，国元证券研究所

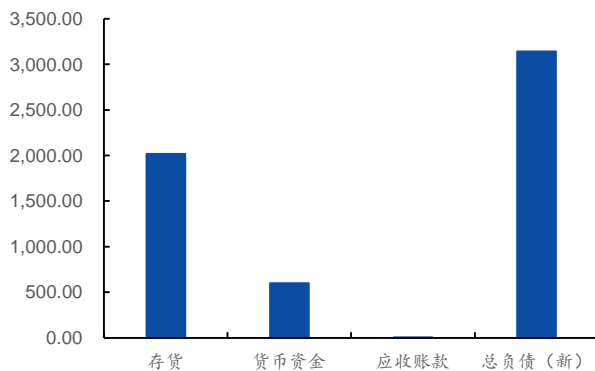
2.3 高存货+低应收账款+低货币资金：土储充足，但去化存在一定困难

处在这个维度的企业，负债转化程度较高。拥有比较充足的土地储备、在建物业以及待售物业，回款比较及时，但是货币资金处在较低水平，该类企业产品可能多为高端住宅、或者周期较长的旅游地产，从而造成去化困难，加之前期投资过于激进，未能有效周转。

代表企业：

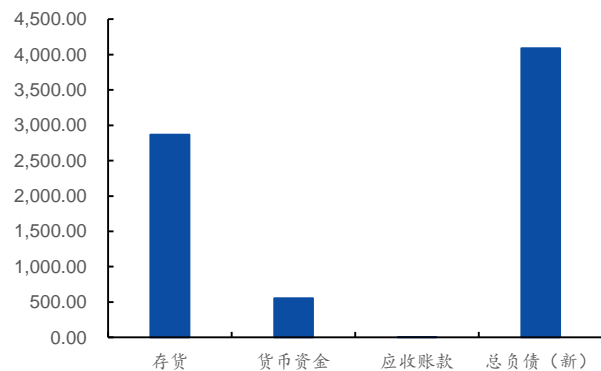
合生创展、大悦城、金辉控股、金融街、中交地产、建业地产、鲁商发展、五矿地产、金地集团、中南建设、新城控股、滨江集团、广宇发展

图 10：金地集团的经营数据（2021.6.30）（亿元）



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 11：新城控股的经营数据（2021.6.30）（亿元）



资料来源：Wind，国元证券研究所

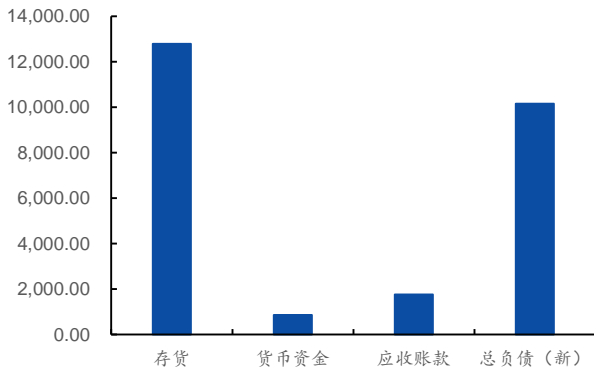
2.4 高存货+高应收账款+低货币资金：土储充足，投资规模大，回款慢，周转不灵

处在这个维度的企业，负债转化程度一般。拥有比较充足的土地储备、在建物业以及待售物业，但是回款不够及时，同时流动性偏紧，可能前期投资激进，拿地溢价率较高，在经历去库存的“白银时代”后，利润进一步承压。

代表企业：

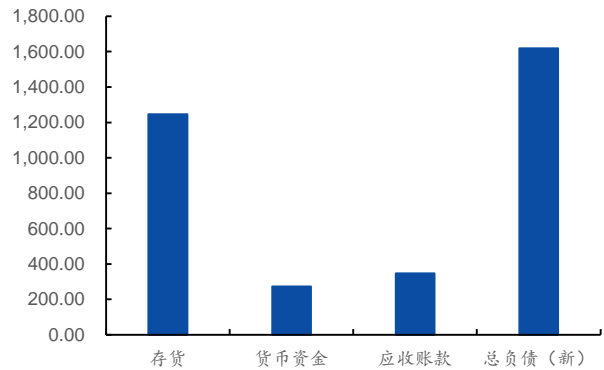
恒大、绿地香港、融信、中海宏洋、恒基地产、城建发展、招商置地、北京北辰、领地控股、华远地产、佳源国际、绿景中国、城投控股、苏州高新

图 12: 恒大的经营数据 (2021.6.30) (亿元)



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 13: 融信的经营数据 (2021.6.30) (亿元)



资料来源: Wind, 国元证券研究所

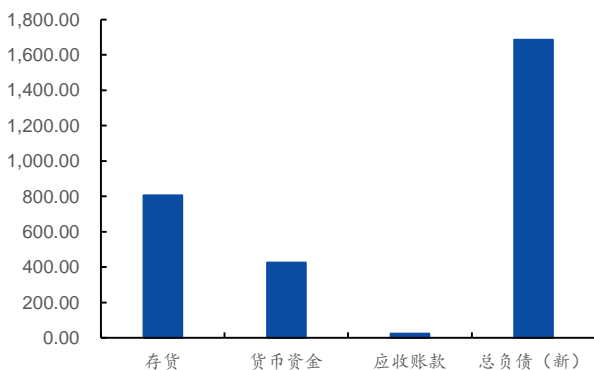
2.5 低存货+低应收账款+高货币资金: 土储不足, 回款尚可, 短期偿债压力稍小

处在这个维度的企业, 负债转化程度偏低。负债没有转化为足够的土地储备, 在建物业以及待售物业, 虽然销售端回款比较及时, 流动性也较为充裕, 但是未来发展空间存在不确定性。可能迫于政策监管的达标要求, 近期加快周转, 积极去化, 偿还负债或者进行多元化布局, 寻找新的突破口。企业可能从上一个维度向这里进行了转化。

代表企业:

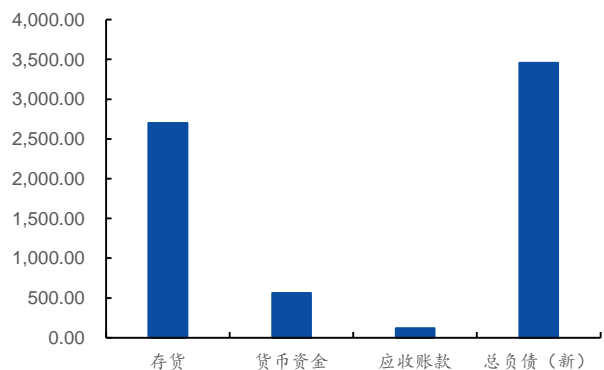
合景泰富、长实集团、中国金茂、中梁控股、绿城中国、九龙仓、世茂股份、路劲、北辰实业、荣盛发展、阳光城、首开股份

图 14: 合景泰富的经营数据 (2021.6.30) (亿元)



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 15: 绿城的经营数据 (2021.6.30) (亿元)



资料来源: Wind, 国元证券研究所

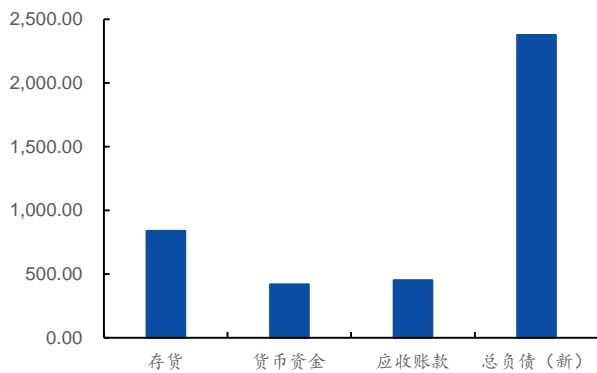
2.6 低存货+高应收账款+高货币资金：土储不足，回款压力大，有一定偿债能力，未来发展受限

处在这个维度的企业，负债转化程度较差。不仅没有足够的土地储备，在建物业以及待售物业，而且销售端承压，但好在目前流动性尚可，企业尚有喘息余地。

代表企业：

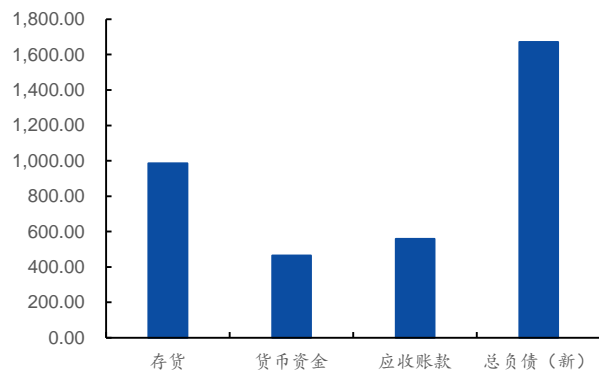
佳兆业、美的置业、雅居乐、宝龙、德信中国、深圳控股、信达地产、嘉里建设

图 16：佳兆业的经营数据（2021.6.30）（亿元）



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 17：雅居乐的经营数据（2021.6.30）（亿元）



资料来源：Wind，国元证券研究所

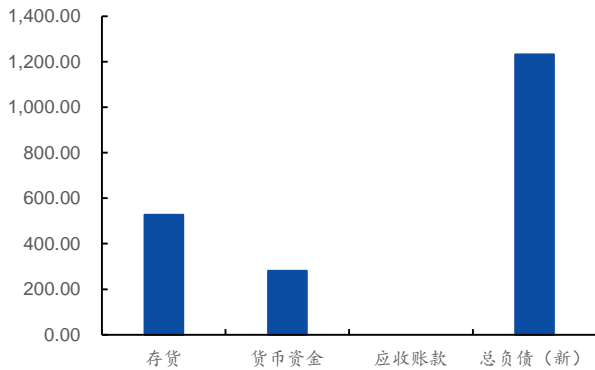
2.7 低存货+低应收账款+低货币资金：土储不足，有偿债压力，整体规模小，抗风险能力差

处在这个维度的企业，负债转化程度很差。没有足够储备和流动性，且看不到未来改善的潜力，有很大偿债压力，个别企业已经违约。

代表企业：

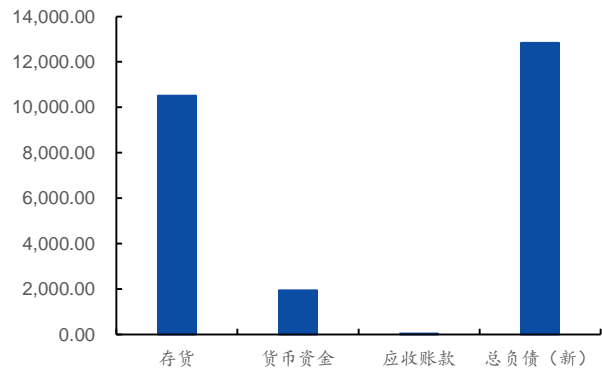
泰禾、蓝光发展、时代中国、禹洲集团、中骏集团、弘阳地产、新湖中宝、光明地产、花样年、力高集团、迪马股份、荣安地产、正商实业、雅戈尔、金地商置、南山控股、云南城投、宋都股份、上实集团、祥生控股、新力控股、正荣地产、中天金融

图 18: 禹洲集团的经营数据 (2021.6.30) (亿元)



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 19: 中天金融的经营数据 (2021.6.30) (亿元)



资料来源: Wind, 国元证券研究所

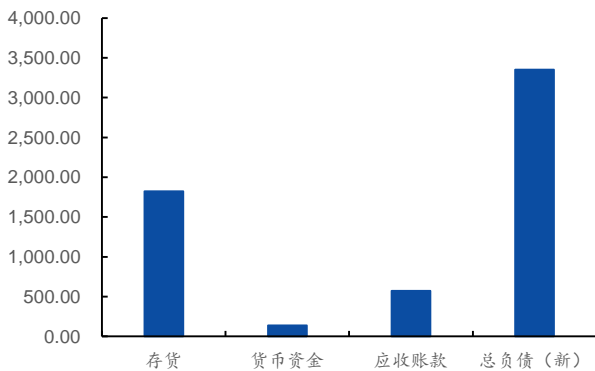
2.8 低存货+高应收账款+低货币资金: 全面紧张

处在这个维度的企业, 负债转化程度最差。可能已经违约或者有违约风险。

代表企业:

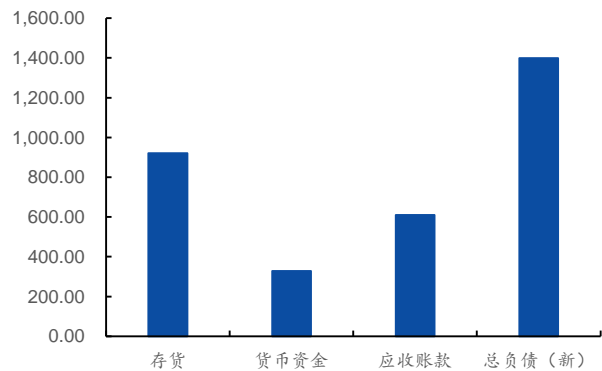
华夏幸福、远洋集团、富力地产、当代置业、瑞安房地产、三盛控股、恒盛地产、海航基础、国瑞置业、阳光 100、景瑞控股

图 20: 华夏幸福的经营数据 (2021.6.30) (亿元)



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 21: 远洋集团的经营数据 (2021.6.30) (亿元)



资料来源: Wind, 国元证券研究所

3. 负债转化程度和房企信用的关系

综合来看, 处在前三个维度的企业目前是相对安全的, 而后五个维度是有一定危险的。

在房地产行业进入存量博弈的阶段后, 对企业负债转化能力的要求也相应提高, 不再

像之前 10 年可以冒险拉杆杠上规模而轻视这样做带来的后果。

当下，我们认为，负债的转化程度高低虽然不完全等同于房企的信用状态好坏，但是却一定程度上代表了企业在有限空间里的资源使用效率高低，而这也关系到企业是否可以持续的经营下去。

4. 风险提示

数据统计偏差，经济及政策调控超预期。

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限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。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188