

## 地产杂谈系列之二十三

## 他山之石：楼市危机下日本房企破局之道

## 强于大市（维持）

## 行情走势图



## 相关研究报告

《行业深度报告\*地产\*地产杂谈系列之二十二:经营财务视角下,国企业之“殊途”》 2021-11-10  
 《行业动态跟踪报告\*地产\*地产杂谈系列之二十一:现金流压力犹存,盈利端持续承压》 2021-11-02  
 《行业动态跟踪报告\*地产\*地产杂谈系列之二十:开发承压对物管成长性及格局影响探讨》 2021-10-23  
 《行业深度报告\*地产\*地产杂谈系列之十九:“资金+库存”框架下,房企投资如何演绎》 2021-10-13  
 《行业深度报告\*地产\*地产杂谈系列之十八:困局之下,地产政策及行业走向思考》 2021-09-22

## 证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号  
 S1060514080002  
 BQV514  
 YANGKAN034@pingan.com.cn

## 研究助理

王懂扬 一般证券从业资格编号  
 S1060120070024  
 WANGDONGYANG339@pingan.com.cn



## 平安观点:

- **信贷收紧为日本 20 世纪 90 年代楼市泡沫破灭的导火索:** 1985 年广场协议后日元汇率大幅升值, 国际资本涌入推升资产价格, 日本政府连续降息对冲日元升值, 流动性宽松及金融自由化导致银行激进放贷, 助推房价上涨; 叠加地价上涨导致企业囤地等扭曲行为, 进一步放大泡沫, 1985-1991 年, 日本 6 大城市平均地价上涨 207.1%。随后货币环境紧缩恶化企业资金环境, 造成泡沫破灭及楼市调整。日本银行在 1989-1990 年连续 5 次加息, 同时控制不动产贷款增速, 1990、1991 年银行新增家庭住房贷款分别同比下降 18.7%和 15.7%。此外, 股市下跌、企业资金环境逐步恶化, 亦导致房企购地积极性下降, 叠加日本经济增长放缓及步入人口老龄化时代, 调整周期拉长, 1992 年泡沫破灭后日本 6 大城市地价连续下降 14 年, 直到 2006 年才有所回升。
- **精细化运营与多元化发展并举, 优秀房企逐步突围:** 日本房企短期通过变卖资产、降低负债等应对危机, 90 年代三大主流房企存货规模均收缩。中长期房企转变发展模式, 盈利由杠杆驱动向精细化运营转变。从日本三大房企 ROE 细分结构看, 1991 财年至今三家房企权益乘数呈下降趋势, 归母净利率呈上升趋势, 以高利润率对冲杠杆率下行, 带动整体 ROE 维持稳定, 销售总务及管理开支占总收入比重整体下滑, 由“向金融要红利”转为“向管理要红利”; 同时布局多元化业务, 如住有不动产租赁营收占比 (43.4%) 已超过销售 (28.7%), 成为第一大营收贡献来源, 单项业务利润率达 39%, 亦明显高于其他子板块。优质房企凭借综合优势, 在市场调整期加速提升市场占有率, 2020 年日本 TOP5、TOP10 和 TOP20 房企市占率分别较 2008 年提高 8.4 个、12.4 个和 14.7 个百分点, 住友不动产在全国销量萎缩时持续创下销售新高, 走出股价与利润的独立行情。
- **投资建议:** 当前国内房地产行业销售端与资金端依旧承压, 房企高杠杆驱动盈利的模式急需变革, 财务稳健、融资畅通的房企有望率先走出困局, 凭借管理、运营等多维实力扩大市占率。中长期, 存量时代下主流房企多元化业务大有可为, 租赁、物管等高利润率衍生业务仍可增厚房企利润。短期在“以稳为主”基调下, 政策博弈空间仍在; 中期行业筑底企稳, 格局重塑、模式变革下优秀房企市场份额提升与长足发展仍然值得期待。建议关注短期抗压能力强、中长期竞争优势突出的龙头房企, 保利发展、金地集团、招商蛇口、万科 A 等。多元化业务方面, 建议持续关注空间广阔、自主发展强化的物管及商管板块, 看好综合实力突出的物管龙头, 碧桂园服务、保利物业、新城悦服务等, 以及轻资产输出实力强劲的商业运营商, 星盛商业等。
- **风险提示:** 1、供给充足性降低风险; 2、房企大规模减值风险; 3、政策呵护不及预期风险。

# 正文目录

一、信贷收紧为日本 20 世纪 90 年代楼市泡沫破灭导火索 .....	4
二、房企注重精细化管理与多元发展，优质房企市占率提升 .....	6
2.1 日本房地产行业阵痛期，主流房企面临业绩亏损 .....	6
2.2 房企向精细化运营转型，由金融红利向管理红利转变 .....	7
2.3 存量时代布局多元化业务，优质房企仍可走出独立行情 .....	9
三、投资建议 .....	11
四、风险提示 .....	11

## 图表目录

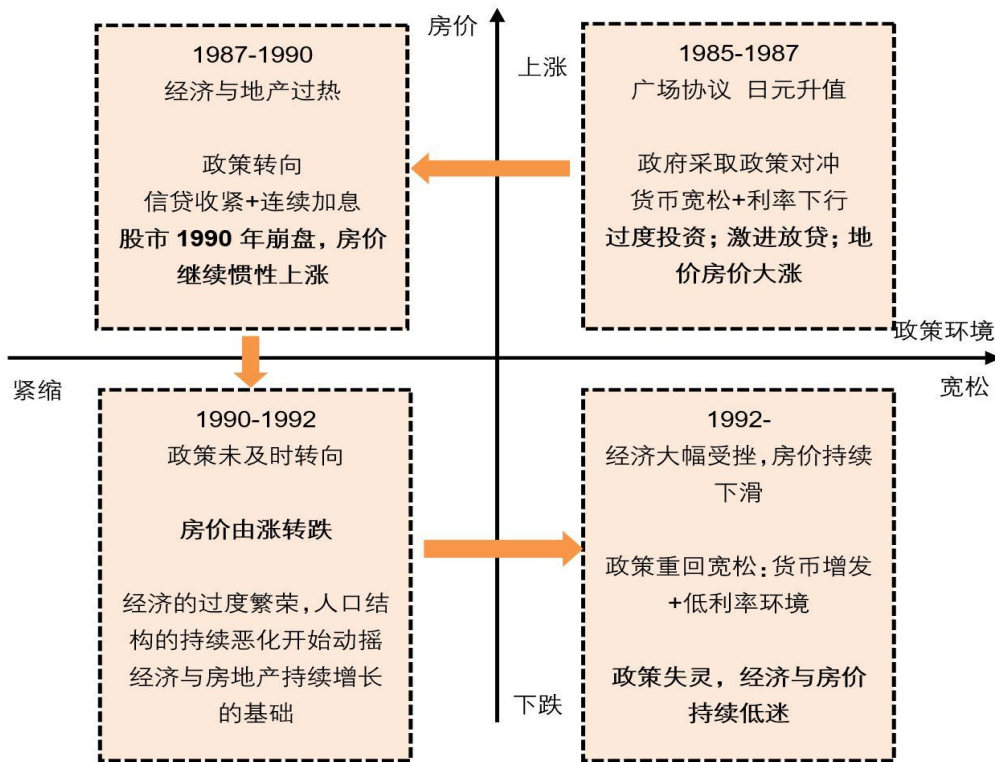
图表 1 日本 90 年代以来房价下跌回顾 .....	4
图表 2 1985-1990 年日本地价指数攀升 .....	5
图表 3 1985 年广场协议后日元大幅升值 .....	5
图表 4 1989-1990 年土地交易量大增，企业纷纷囤地 .....	5
图表 5 楼市危机后，日本三大房企归母净利润盘整向上 .....	6
图表 6 楼市危机后，主流房企总营收修复，呈增长趋势 .....	6
图表 7 日本 20 世纪 90 年代房地产泡沫破灭后不动产业经常利润率为负 .....	6
图表 8 日本 20 世纪 90 年代房地产泡沫破灭后，主流房企存货规模收缩 .....	7
图表 9 日本主流房企现金及现金等价物 .....	7
图表 10 日本主流房企销售总务及管理开支占总收入比重 .....	8
图表 11 日本主流房企 ROE 基本维持稳定 .....	8
图表 12 日本主流房企归母净利率呈上升趋势 .....	8
图表 13 日本主流房企权益乘数呈下行趋势 .....	9
图表 14 日本主流房企资产周转率呈下行趋势 .....	9
图表 15 住友不动产收入结构 .....	9
图表 16 住友不动产各细分业务营业利润率 .....	9
图表 17 日本房企销售套数市占率走势 .....	10
图表 18 日本房企住友不动产在全国公寓签约量萎缩时仍能维持增长 .....	10
图表 19 日本主流房企股价走势 .....	11
图表 20 日本主流房企归母净利润走势 .....	11

## 一、 信贷收紧为日本 20 世纪 90 年代楼市泡沫破灭导火索

回顾日本 20 世纪 90 年代楼市危机，信贷宽松是催生楼市泡沫的主要原因。1985 年广场协议后日元汇率大幅升值，导致国际资本涌入推升资产价格；而后为对冲日元升值负面影响，日本政府连续降息，流动性宽松的货币环境及金融自由化导致的银行激进放贷行为，助推房地产价格上涨。叠加地价上涨导致企业囤地等扭曲行为，进一步放大了泡沫，1985-1991 年，日本 6 大城市平均地价上涨 207.1%，年复合增长达 20.6%。

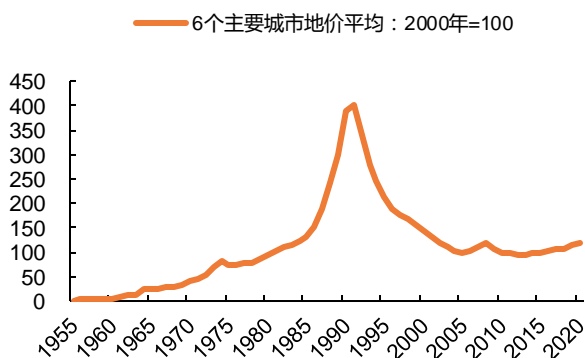
货币环境转向紧缩导致企业资金环境恶化，进而造成泡沫破灭及楼市调整。日本银行在 1989-1990 年连续 5 次加息，将基准利率从 2.5% 提高到 6%；同时控制贷款，1990 年 3 月大藏省推出不动产贷款总量控制政策，即银行不动产贷款增速不能超过其贷款总量增速，1992 年 M2 增速由 1991 年的 2% 跌至 -0.4%，1990、1991 年银行新增家庭住房贷款分别同比下降 18.7% 和 15.7%。此外，股市自 1990 年开始下跌，企业资金环境逐步恶化，房企为避免破产被迫抛售土地等资产，购地积极性下降，叠加 1991 年日本迎来经济增长与人口结构拐点（迎来经济超低增长时代与人口老龄化时代），亦拉长了调整周期。1992 年泡沫破灭后，日本 6 大城市地价持续下降 14 年，直到 2006 年才有所回升。

图表1 日本 90 年代以来房价下跌回顾



资料来源：平安证券研究所

图表2 1985-1990年日本地价指数攀升



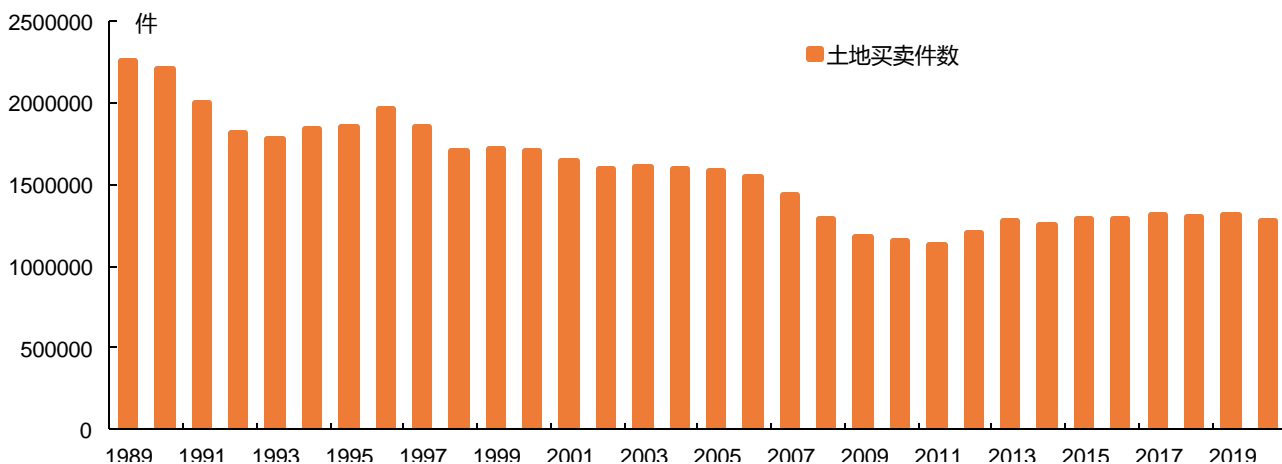
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表3 1985年广场协议后日元大幅升值



资料来源：WIND，平安证券研究所

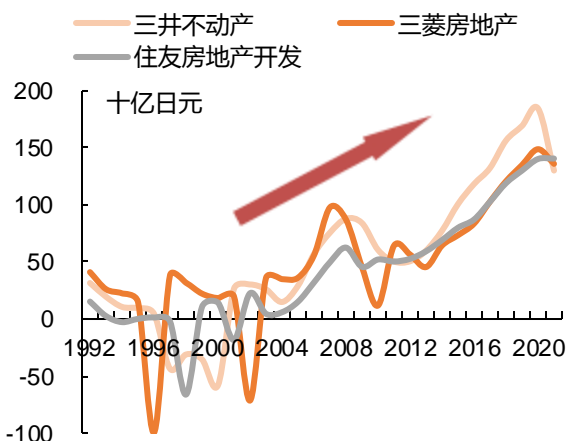
图表4 1989-1990年土地交易量大增，企业纷纷囤地



资料来源：Wind，平安证券研究所

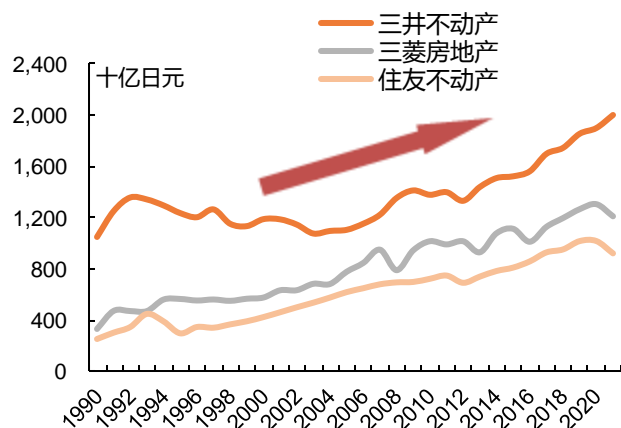
当前国内调控政策“三条红线”、“房贷集中度管理”、“供地两集中”分别对房企融资、涉房贷款、土地供应等进行限制，楼市地均陷入基本面下行困扰，房企投资热情及融资受到抑制，房企过往“高杠杆、高周转”模式已不再适用。因此本篇报告就日本主流房企在楼市危机后的破局路径及行业演变等进行分析，或对当前国内房企走出困局及中长期业务开展具有一定启示意义。

图表5 楼市危机后,日本三大房企归母净利润盘整向上



资料来源: 彭博, 平安证券研究所

图表6 楼市危机后,主流房企总营收修复,呈增长趋势



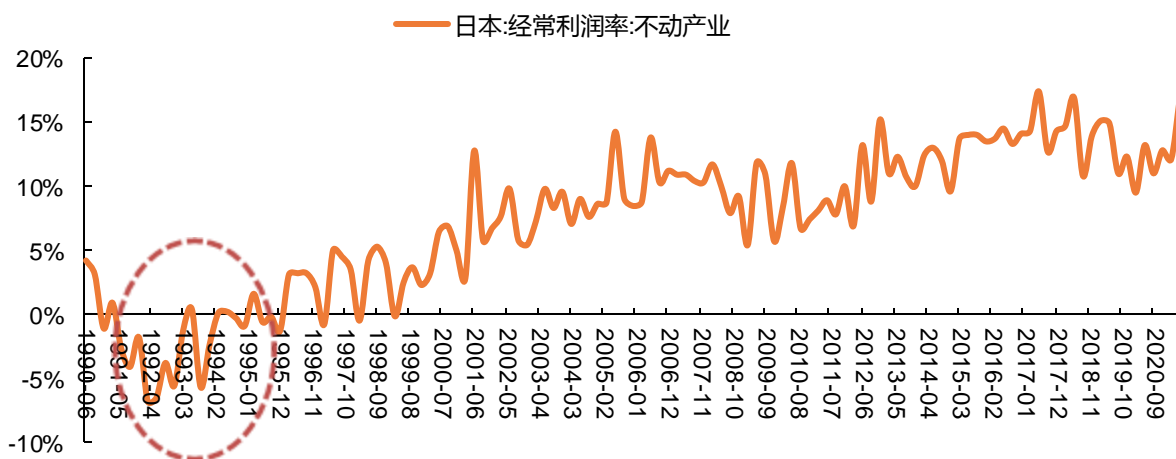
资料来源: 彭博, 平安证券研究所

## 二、房企注重精细管理与多元发展, 优质房企市占率提升

### 2.1 日本房地产行业阵痛期, 主流房企面临业绩亏损

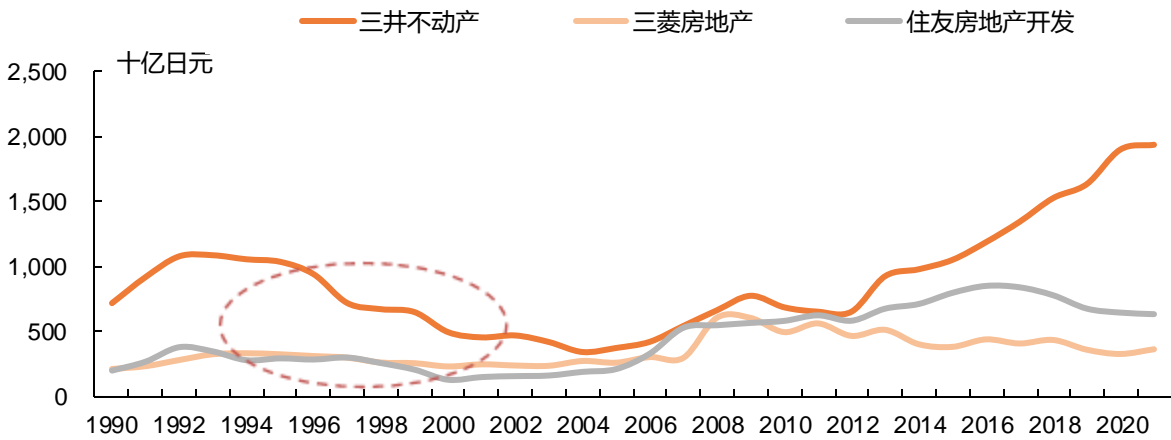
在经济下滑、土地价格下跌背景下,日本房企在行业阵痛期面临资产缩水和负债加剧的考验,1990-1995年日本不动产行业的经营利润基本处于亏损状态。为解决资产负债表恶化问题,房企开始出售闲置的土地资产,90年代三大主流房企存货规模均有所收缩,大量房企面临破产清盘。日本三大开发商三井不动产、三菱地所及住友不动产一度亏损,如三井不动产1997年亏损440亿日元。

图表7 日本20世纪90年代房地产泡沫破灭后不动产经常利润率为负



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 日本 20 世纪 90 年代房地产泡沫破灭后，主流房企存货规模收缩

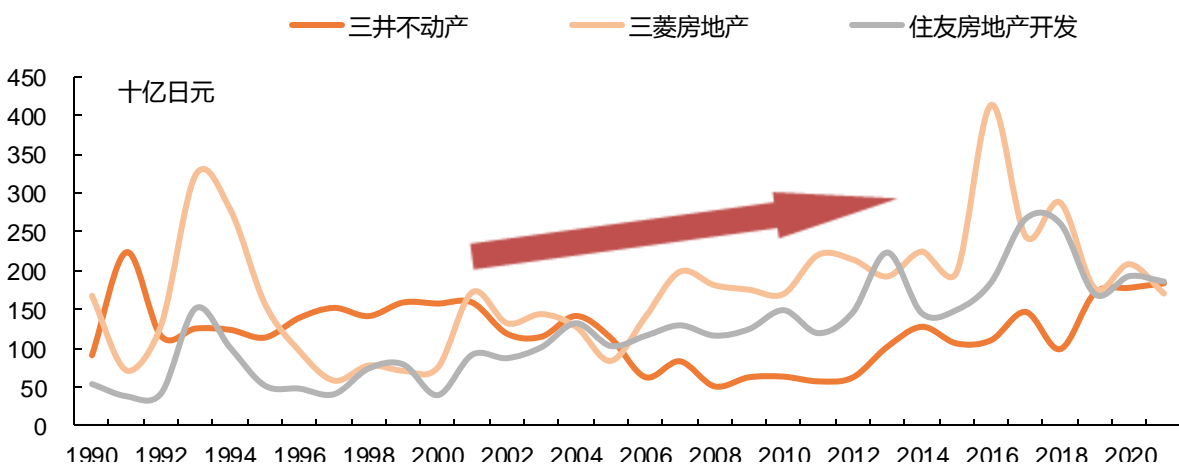


资料来源：彭博，平安证券研究所

## 2.2 房企向精细化运营转型，由金融红利向管理红利转变

房企通过变卖资产、降低负债等应对危机，现金为王。以三井不动产为例，经历 20 世纪 90 年代楼市危机后，三井不动产自 1996 年连续 4 年经营亏损，不得不把主要发展精力放在金融、销售分公司等下属企业的清算、结构调整和经营重建上。2000 年 5 月，三井不动产提出新发展计划，即通过减少有息负债、扩大轻资产、培养新业务等提高盈利能力，同年出售其持有 Oriental Land (与京城地铁合资成立，拥有东京迪士尼乐园的经营权) 股权，出售收益 304 亿日元，每股售价仅为 IPO 价格约 60%。现金流储备成为长线战略，除了短期抛售资产回笼现金，房企也制定了降负债的中长期量化目标以保障现金流稳步提高，三井不动产在 2000-2002 年中期管理计划中明确，将合并有息负债目标定位低于 1.45 万亿日元，债务股本比低于 3.2。

图表9 日本主流房企现金及现金等价物



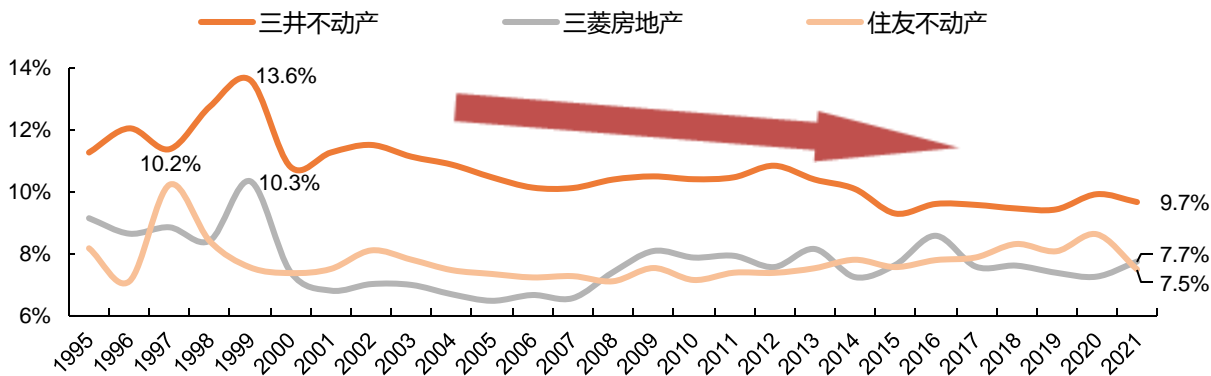
资料来源：彭博，平安证券研究所

盈利驱动由杠杆驱动向精细化运营转变。2021 财年三井不动产、三菱房地产、住友房地产 ROE 分别为 5.2%、7.6%、10.1%，相较 1991 财年 ROE ( 7.6%、10.2%、7.7% ) 基本保持稳定。但从细分结构来看，1991 财年至今三家房企权益乘数呈下降趋势，归母净利率呈上升趋势，以高利润率对冲杠杆率下行，带动整体 ROE 维持稳定，传统开发高杠杆、高周转模式适应



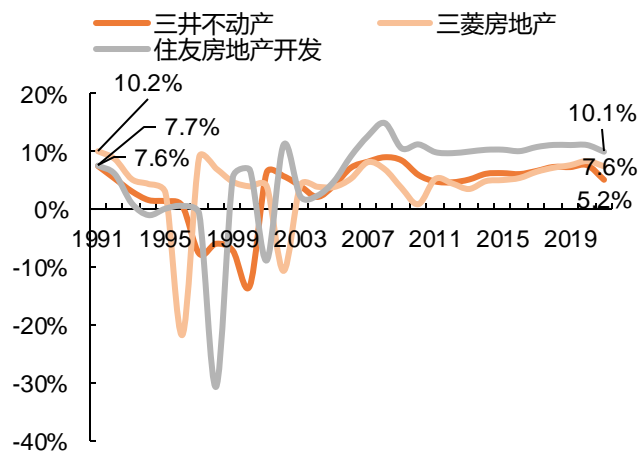
性降低，房企逐步从“向金融要红利”转变成“向精细化管理要红利”，三井不动产、三菱房地产、住友房地产销售总务及管理开支占总收入比重整体呈现下降趋势，2021财年分别为 9.7%、7.7%、7.5%，较 90 年代高点分别下降 3.9 个、2.6 个、2.7 个百分点。

图表10 日本主流房企销售总务及管理开支占总收入比重



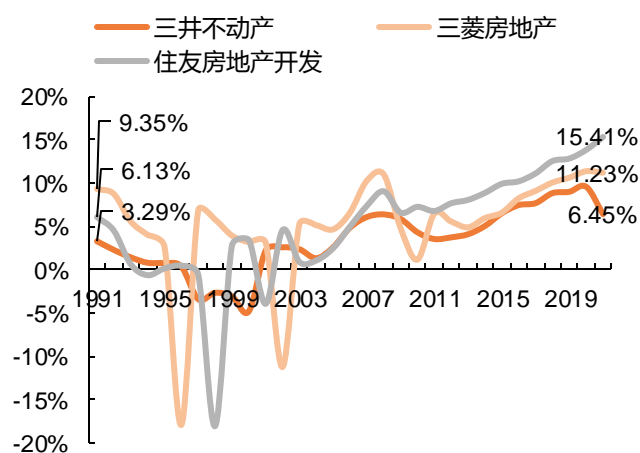
资料来源：彭博，平安证券研究所

图表11 日本主流房企 ROE 基本维持稳定



资料来源：彭博，平安证券研究所

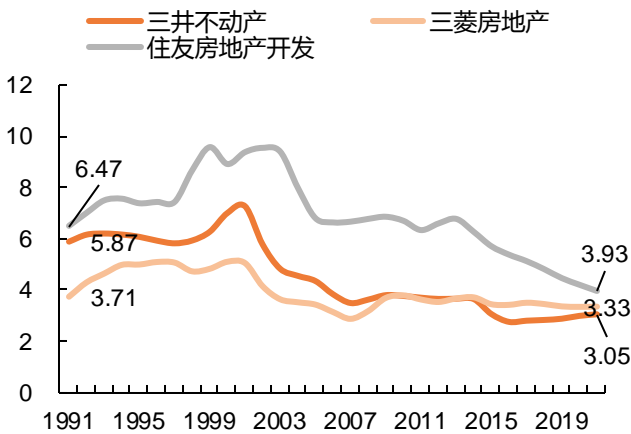
图表12 日本主流房企归母净利率呈上升趋势



资料来源：彭博，平安证券研究所

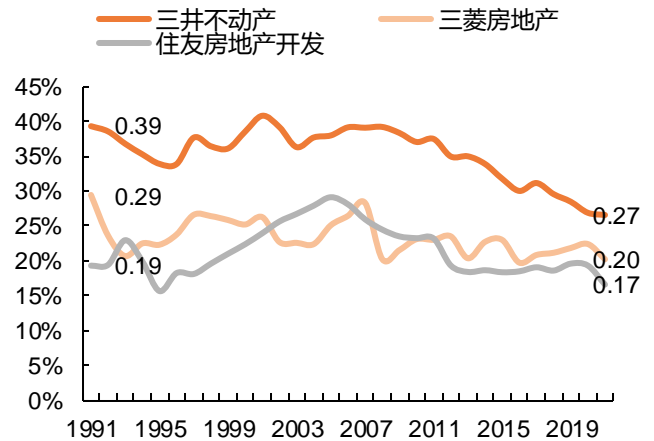


图表13 日本主流房企权益乘数呈下行趋势



资料来源：彭博，平安证券研究所

图表14 日本主流房企资产周转率呈下行趋势

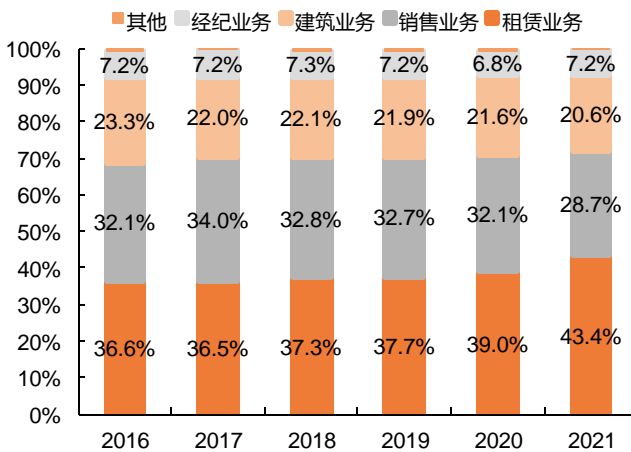


资料来源：彭博，平安证券研究所

### 2.3 存量时代布局多元化业务，优质房企仍可走出独立行情

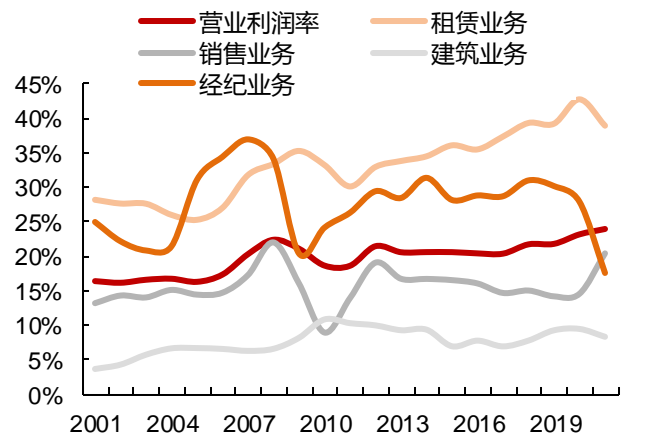
发展围绕地产的多元化业务为日本房企发展方向之一。从业务构成来看，住有不动产主要包括租赁业务、销售业务、建筑业务三大部分，2021 财年分别占营收的 43.4%、28.7%和 20.6%；从盈利能力来看，租赁业务盈利能力最强，营业利润率达 39%，高于销售业务（20%）和经纪业务（17%）。随着房地产行业步入存量时代，房企多元化业务发展值得期待。

图表15 住友不动产收入结构



资料来源：彭博，平安证券研究所

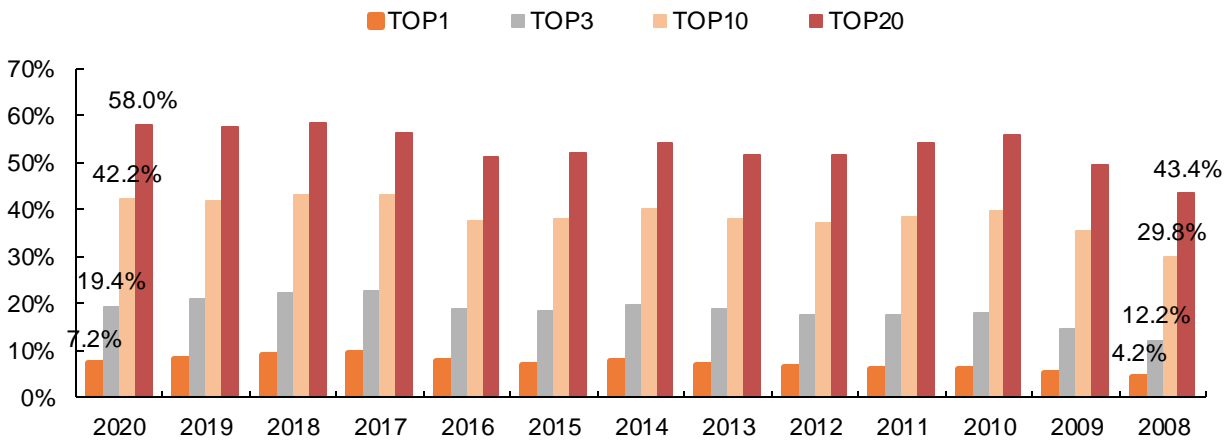
图表16 住友不动产各细分业务营业利润率



资料来源：彭博，平安证券研究所

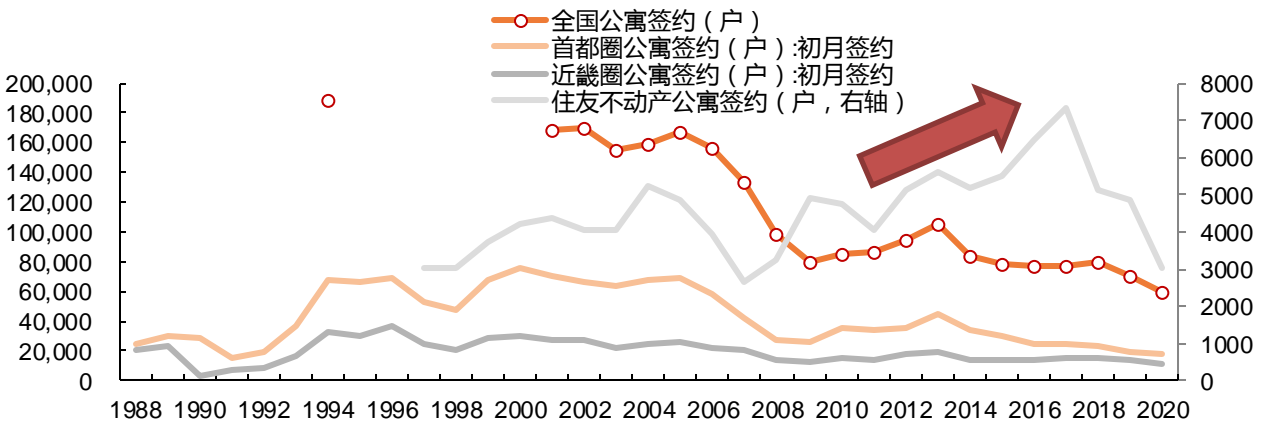
市场调整加速行业集中度提升，优质房企仍可走出独立行情。根据日本不动产经济研究所数据，2020 年全日本住宅销售套数约 6 万套，TOP1、TOP3、TOP5、TOP10 和 TOP20 市占率分别达 7.2%、19.4%、26.9%、42.2%和 58%，较 2008 年分别提高 3 个、7.2 个、8.4 个、12.4 个和 14.7 个百分点，凸显强者恒强趋势；如日本房企住友不动产在全国公寓签约量萎缩时仍可持续创下销售新高，优质房企仍有机会实现销售规模持续增长，引领股价与利润走出独立行情。

图表17 日本房企销售套数市占率走势



资料来源：日本不动产研究中心，平安证券研究所

图表18 日本房企住友不动产在全国公寓签约量萎缩时仍能维持增长



资料来源：公司公告，平安证券研究所

从日本主流房企股价及利润走势上看，房企凭借开发模式转型带来的精细化管理红利，实现了业绩修复，并通过发展多元化业务及提升市场占有率进一步扩大利润增幅，如三井不动产、三菱房地产、住友房地产 2003-2007 财年、2011-2014 财年归母净利润累计涨幅均值分别达 425.6%、30.3%，对应相近时间( 2002-2006 年、2010-2013 年 )股价涨幅均值分别为 403%、137.4%。尽管 ROE 与楼市危机前基本保持稳定，但利润增厚仍可驱动股价上行走势。

图表19 日本主流房企股价走势



资料来源：彭博，平安证券研究所

图表20 日本主流房企归母净利润走势



资料来源：彭博，平安证券研究所

### 三、投资建议

当前国内房地产行业仍在销售端与资金端承压，房企高杠杆驱动的盈利模式急需变革，行业格局或迎来重塑。财务稳健、融资渠道畅通的房企有望率先走出困局，凭借财务、管理、运营等多维综合实力扩大“强者恒强”优势，带动行业集中度提升。中长期看，存量时代下主流房企多元化业务发展仍然大有可为，租赁、物管等高利润率衍生业务仍可驱动优质房企走出独立行情。短期来看，尽管行业基本面承压，但在以稳为主总基调下，政策博弈空间仍在，板块估值与低位持仓具备较强的安全边际。中期行业筑底企稳，投资主线回归基本面，格局重塑、模式变革下优秀房企市场份额提升与长足发展仍然值得期待。建议关注短期抗压能力强、中长期竞争优势突出的龙头房企，保利发展、金地集团、招商蛇口、万科 A 等。多元化业务方面，建议持续关注空间广阔、自主发展强化的物管及商管板块，看好综合实力突出的物管龙头，碧桂园服务、保利物业、新城悦服务等，以及轻资产输出实力强劲的商业运营商，星盛商业等。

### 四、风险提示

- 供给充足性降低风险：**若地市持续遇冷，各房企新增土储规模不足，将对后续货量供应产生负面影响，进而影响行业销售、开工、投资、竣工等。
- 房企大规模减值风险：**若楼市去化压力超出预期，销售大幅以价换量，将带来部分前期高价地减值风险。
- 政策呵护不及预期风险：**若政策有效性不足，楼市调整幅度、时间超出预期，将对行业发展产生负面影响。

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在  $\pm 10\%$  之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融  
融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 26 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 16 层  
邮编：100033