

所属行业

房地产

发布时间

2021年12月07日

## 行业研究

### 集中度转头向下，哪类企业仍保持经营韧性

#### 核心观点：

2020年三季度以来，企业的生存环境步步紧缩，房企资金压力倍增。地产作为规模十七万亿的行业，要转型势必要掀起一番风浪，不过在风浪之后，哪些房企可以获得更多利好已经不言而喻。

#### 一、TOP50/100 门槛值首度转负，集中度上升趋势逆转

2015年-2018年是地产行业集中度的快速提升阶段，也是地产信用债规模扩张的阶段，它奠定了房企高杠杆发展模式的基础，加速了头部企业的规模扩张速度，带动行业集中度的上行。但三道红线之后融资的收紧使得头部企业的资金优势减小，地产行业的集中度上行趋势进而放缓，行业开始强调向精细化运营转型，杠杆模式已是历史，还没有消化杠杆的房企，可能结局只有被消化。

#### 二、市场逻辑转变，但优质龙头逻辑依然存在

当下的头部房企更多是依赖于高杠杆的红利发展到行业龙头，但撇去外在因素，企业本身的运营能力或许并没有太大的提升，这才是行业门槛值下行、集中度逆转的真正原因。而真正的优质龙头房企，依旧将保持销售经营的韧性。

#### 三、如何甄别价值型企业？

首先，多项政策带来的连锁反应大大增加了企业的风险，叠加个别头部企业暴雷事件的影响，相对充裕的在手现金以及一贯的稳健经营是企业平稳健康可持续发展的基础；其次，规模是优势，企业布局的项目越多、越优质，未来销售规模的表现就越好，优质的项目不一定需要在高能级城市，但一定要在有需求的地方。

#### 四、总结

三道红线之下，地产行业将迎来新一轮格局，优秀的房企将凭借着自身的运营优势、产品优势、融资优势代替高杠杆房企成为地产的主角。

#### 相关研究：

单月销售业绩同比三连降，开发投资单月同比转负（2021年1-9月） 月读数据	20211018
住房市场成交惨淡，房企四季度面临销售压力   2021年9月地产月报	20211006
上限、下限、速度、利润全控的形势下，房企会走向哪？ 2021H1 年报综述	20210908

#### 研究员

于小雨

rain\_yxy (微信号)

yuxiaoyu@ehconsulting.com.cn

姜晓刚

18516525402 (微信号)

jiangxiaogang@ehconsulting.com.cn

何志芳

18301781335 (微信号)

hezhifang@ehconsulting.com.cn

## 目录

一、TOP50/100 门槛值首度转负，集中度上升趋势逆转.....	3
二、市场逻辑转变，但优质龙头逻辑依然存在.....	4
三、如何甄别价值型企业? .....	5
1. 稳健是基础.....	5
2. 规模是优势.....	6
四、总结 .....	7

根据亿翰智库《2021年1-11月中国典型房企销售业绩研究报告》，TOP200房企11月销售金额环比微升1.72%，在连续下降后稍有企稳；同比下降37.9%，延续了6月以来的低迷状态。具体来看，TOP200房企中66%的房企单月销售金额同比降低，其中近七成的同比降幅在30%以上。以TOP50房企为例，TOP50房企中单月销售金额同比上升的仅为5家，其余均有所下降，其中30家房企的单月销售金额同比下降幅度超过30%。

2020年三季度以来，企业的生存环境步步紧缩，从最开始三道红线下的轻松应对到2021上半年集中供地的白热化拿地再到个别头部企业暴雷，银行、评级等各类金融机构“宁可杀错不可放过”地对房企开启了普遍性的限制，同时地方政府进一步加强预售资金监管，使得房企资金压力倍增。地产作为规模十七万亿的行业，要转型势必要掀起一番风浪，不过在风浪之后，哪些房企可以获得更多利好已经不言而喻。

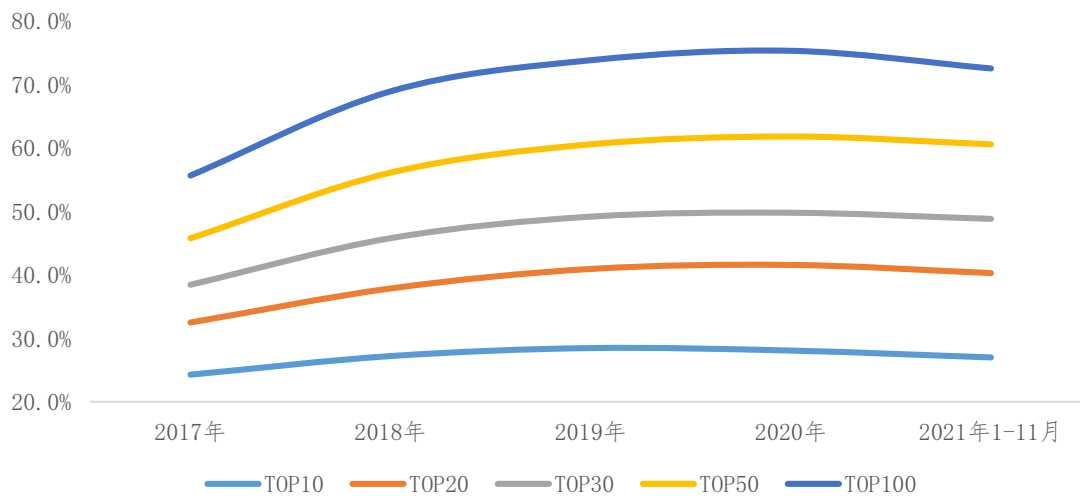
### 一、TOP50/100 门槛值首度转负，集中度上升趋势逆转

2021年是地产转型的关键年份，从门槛值来看，1-11月累计销售金额TOP10门槛值同比增速降至8.7%，TOP20降至4.6%，TOP30降至5.4%，而TOP50及TOP100的门槛值首度转负，同比分别下降1.1%及2.7%。集中度的上升趋势也首次发生逆转，具体而言TOP10的市占率2019年便已达到最高点，为28.5%，此后下降至2020年的28.1%，于2021年1-11月，该数据为27.0%；但TOP20、TOP30、TOP50及TOP100的市占率都是在2020年达到最高点，分别为41.5%、49.7%、61.8%及75.3%，2021年1-11月下降至40.3%、48.8%、60.6%及72.5%。

**集中度的逻辑是信用债的逻辑**，2015年-2018年是地产行业集中度的快速提升阶段，也是地产信用债规模扩张的阶段，它奠定了房企高杠杆发展模式的基础，而多数信用债是依赖于企业的信用发行，部分信用债在发行最初甚至连抵押物都不需要，投资者仅凭借对企业的信赖做出选择，这种情况下导致头部民营企业及有国央企背书的房企的融资渠道更为通畅，具体体现在低资金成本上，从而使得这类企业在拿地方面具有巨大的资金优势，加速了头部企业的规模扩张速度，带动行业集中度的上行。

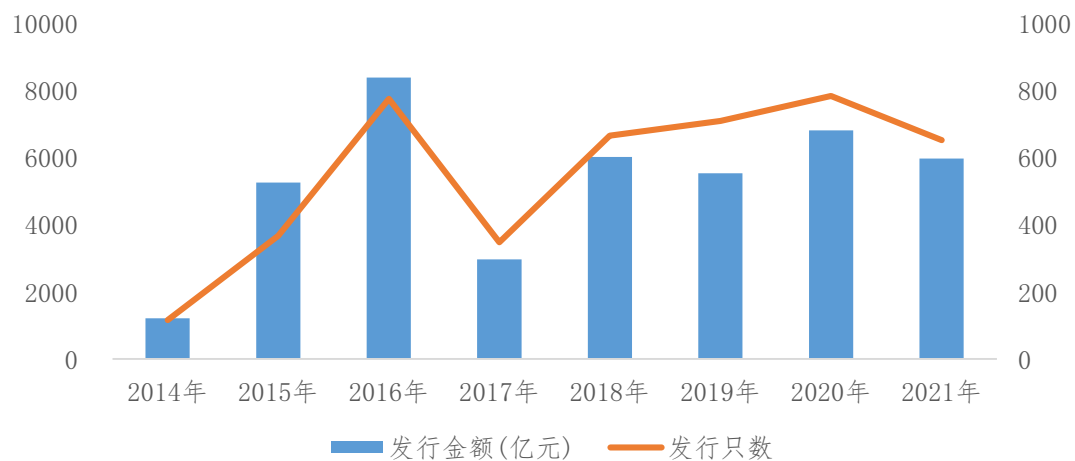
**但这个逻辑在三道红线之后不存在了**，融资的收紧使得头部企业的资金优势减小，地产行业的集中度上行趋势进而放缓，行业开始强调向精细化运营转型，杠杆模式已是历史，还没有消化杠杆的房企，可能结局只有被消化。

图表：2017年-2021年1-11月房地产行业集中度走势情况



数据来源：亿翰智库

图表：2014年-2021年房地产行业信用债发行规模情况



注：数据截至2021年12月6日

数据来源：亿翰智库

## 二、市场逻辑转变，但优质龙头逻辑依然存在

门槛值下行、集中度逆转，这些都是市场逻辑发生转变的外在表现，并不意味着优质龙头房企逻辑被推翻，从更深层的原因来看，当下的头部房企或多或少都吃了高杠杆的红利，而2020年8月份开始的三道红线政策对房企杠杆进行了限制，也就是让房企的规模增长承压。例如原来依靠高杠杆模式年增长率35%，脱水后年增长率对半砍，换句话说，当下的头部房企更多是依赖于高杠杆的红利发展到行业龙头，但撇去外在因素，企业本身的运营能力或许并没有太大的提升，这才是行业门槛值下行、集中度逆转的真正原因。对于这些房企来

说，重压之下能否从高杠杆逻辑成功转型还未可知，而真正的优质龙头房企，依旧将保持销售经营的韧性，原因主要有以下两个方面：

销售方面，资金规模的长期优势带来的是土地储备的遥遥领先，仅从量上来说头部房企的货值都可以保障企业的业绩实现；而从质来说则考量每个房企的项目选址能力，优质房企的项目布局较为合理，可以分散区域政策风险，如碧桂园、万科、保利等都较早实现了全国化布局；此外优质房企会抓住时机提升自身的业务整合能力、产业链议价能力、品牌力、人才储备等方面，与其他中小型房企形成壁垒，为企业的销售保驾护航。

融资方面，尽管三道红线限制了融资规模增速，但对于优质的房企还是给予了一定程度的融资规模再增长，绿档房企与红档房企有 15% 增速的差距，且政策的边际放宽都是从优质龙头房企开启，如银行间市场的融资出现松动，发债成功的以主体评级较高的房企为主。

### 三、如何甄别价值型企业？

对于价值型企业来说，必不可少的两点：有**规模**的**稳健**经营。

#### 1. 稳健是基础

对于 2021 年的房企来说，企业的抗风险性或者说经营稳健性及其重要。由于个别头部企业暴雷的负面影响持续发酵，导致地方政府对房企预售资金的监管力度进一步加强，多地政府为了保交房提高预售资金监管比例，加剧了房企的现金流压力，对企业的偿债能力造成不利影响。据此，我们在判断企业偿债能力时引入监管比例因子来考量企业的实际短期偿债能力。由于外部融资途径基本封锁，企业的资金主要来源便是销售回款，因此我们使用企业非受限资金\*监管比例来预测预售监管资金。

从典型企业 2021 年中期的数据来看，在预售监管比例收紧至 30%、40% 时，碧桂园、万科地产、保利发展、龙湖集团和旭辉控股集团依然具备较强的流动性，其中龙湖集团在预售监管比例占 40% 的背景下对短期债务的覆盖比例高达 3.27 倍。

总的来说，仅有三道红线一个政策的限制对大部分房企而言是可以应对的，但三道红线、贷款集中度管理、供地两集中、预售资金监管等多项政策带来的连锁反应大大增加了企业的风险。另外，叠加个别头部企业暴雷事件的影响，相对充裕的在手现金以及一贯的稳健经营是企业平稳健康可持续发展的基础。

图表：不同预售资金监管比例下企业的短期偿债能力测试

企业	非受限制资金 (亿元)	一年内到期有息债务 (亿元)	披露的预售监管资金 (亿元)	监管比例	监管升级后实际短期偿债能力	
					30%	40%
碧桂园	1679.21	868.21	593.61	35.4%	-	1.16
万科地产	1869.86	843.14	462.00	24.7%	1.55	1.33
保利发展	1550.97	596.66	392.00	25.3%	1.82	1.56
龙湖集团	989.81	181.41	281.10	28.4%	3.82	3.27
金地集团	528.51	385.38	60.32	11.4%	0.96	0.82
旭辉控股集团	523.04	195.66	未披露	-	1.87	1.60

注：短期偿债能力=非受限资金\*(1-预售监管资金比例)/一年内到期有息债务；

资金及债务数据取自 2021 年中期报告；

数据来源：亿翰智库、企业公告

## 2. 规模是优势

房企的规模通常指代销售规模，决定销售规模的最主要的因素就是企业的项目布局，简而言之，企业布局的项目越多、越优质，未来销售规模的表现就越好，而优质的项目不一定需要在高能级城市，但一定要在有需求的地方。

举个例子，碧桂园主张一到五线的全面覆盖，其中三四线优势明显，但与大众熟知的三四线市场下行不同的是，碧桂园的销售规模依旧保持韧性，2021 年 1-11 月完成销售金额 7290 亿元，较万科拉开了 1648 亿元的差距。从公司主要投资的三四线城市来看，重点在于企业的选城策略，主要可以分为两类：**第一，珠三角、长三角城市圈周边城市**，如惠州、徐州、淮安、嘉兴、绍兴、金华等城市，位于核心城市圈，经济发展水平较高，基础设施建设完善，人口、经济实力较高，可以有效支撑房地产市场的增长；**第二类，点状发展、对周边城市人口有吸引力的城市**，如洛阳、许昌、沧州、临沂等，这类城市人口规模充足，库存去化规模较为合理（24 个月内），且对周边城市人口具有虹吸效应，2020 年洛阳商品住宅成交建筑面积 283 万平米，同比上升 8.8%，均价为 9860 元/平米，同比上升 7.6%，洛阳库存商品住宅面积为 293 万平米，去化周期 12.4 个月。

截至 2020 年底，碧桂园共进入了中国 289 个地级市，总进驻城市的平均市场占有率为 5%，其中三四线城市平均市场占有率为 8%，碧桂园在三四线市场的高市场占有率可以对竞争对手形成规模及成本上的压制，加上疫情及调控政策促使大多数房企转向一二线核心城市，反而降低了碧桂园的竞争成本。此外，2021 年碧桂园还把握时机在一线及核心二线落子，1-10 月于一线城市拿地 146.7 亿元，占总拿地金额的 11.1%，核心二线城市拿地 131.7 亿元，占比 9.9%，拓展企业布局，强化企业的抗风险能力。

我们认为中国城镇化进程还将持续，2021 年全国政府工作报告中指出，“十四五”期间将深入推进以人为核心的新型城镇化战略，将常住人口城镇化率提高至 65%，这一数字在 2020 年为 63.89%，这意味着部分三四线城市依旧具有充足的增量市场，可支撑着企业销售

规模持续平稳的增长。

图表：2019年-2021年1-10月碧桂园新增权益投资金额（亿元）分能级情况

能级	2019年		2020年		2021年1-10月	
	拿地金额	占比	拿地金额	占比	拿地金额	占比
一线	46.1	2.8%	7.1	0.3%	146.7	11.1%
核心二线	271.2	16.6%	227.8	10.9%	131.7	9.9%
普通二线	464.2	28.3%	554.4	26.5%	152.4	11.5%
三四线	856.0	52.3%	1303.7	62.3%	895.6	67.5%
总计	1637.4	100%	2093.0	100%	1326.3	100%

资料来源：亿翰智库、企业公告

#### 四、总结

在房地产业的发展历程中，政策可以带来利好也可以带来利空，而身处2021年底，房企最重要的莫过于信用二字，我们看到很多中小型房企挣扎在舆论的边缘，我们看到惠誉穆迪大面积下调房企评级，但我们也看到即使在这种情况下，依旧有部分房企依旧得到了大众以及评级机构的认可，如穆迪惠誉均给予了碧桂园“投资级”信用评级。

地产并不是洪水猛兽，诚然有部分房企并未意识到政策的风向，到2021年仍未消化杠杆实现转型，**但优秀的企业不应该被连坐**，三道红线之下，地产行业将迎来新一轮格局，而这类房企将凭借着自身的运营优势、产品优势、融资优势代替高杠杆房企成为地产的主角。

## 【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