

# 因势利导，顺势而为：债务视角下的选股方法论



东方证券  
ORIENT SECURITIES

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

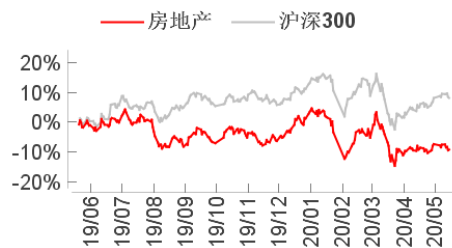
行业

房地产行业

报告发布日期

2020 年 05 月 19 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

房诚琦

021-63325888\*6202

fangchengqi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518070003

联系人

吴尘染

wuchenran@orientsec.com.cn

● 中国房地产行业自“98 房改”后起伏二十余载，有企业乘杠杆之风登行业顶峰，也有企业遭杠杆反噬万劫不复。房地产“黄金时代”，“三高模式（高收益、高周转、高杠杆）”是许多规模房企赖以发展的根基。进入增速换挡的“白银时代”后，过高的债务规模反而会侵蚀企业利润，损害公司的资产负债表，影响公司的可持续发展。正所谓“成也杠杆，败也杠杆”，在当下时点，从债务的角度出发来研究房企的经营情况就显得尤为重要。在本篇报告中，我们试图通过回答以下几个问题来剖析行业融资债务现状和未来可能的演绎路径。

## ● 当前重点房企的杠杆率和负债规模是否可控？

由于 2018-2019 年行业规模逐渐见顶的趋势明显，多数重点上市房企已经提前开始控制自身的杠杆率和负债规模，当前重点房企的债务情况并不会影响到企业的正常经营。

## ● 未来几年重点房企是否面临一定的债务（特别是外币）偿付压力？

2020-2021 年将是偿债高峰期，之后规模逐渐下降，整体偿付压力可控，相对于本币债务而言，由于 2020-2022 年美元债偿付规模逐渐上升，加之宏观环境的不确定性可能影响美元债的发行，使得部分房企美元债的偿付压力较大。

## ● 房企对于规模的诉求和补库存的需求是否会推动债务规模的进一步扩张？

从目前房企的土地储备来说，相对于销售规模，整体上土地储备较为充裕，虽然部分企业之前扩张较快，对于土储的诉求较高，但是整体而言补库存的需求不大，并不会推动债务规模大幅度扩张。

## ● 从债务的视角来看，未来哪些企业更能适应当下环境并获得更快的成长速度？

我们分别从债务稳健性和持续成长性两个维度来刻画债务对于房企的影响程度。可以看到，以保利、华润为代表的央企以及龙湖、新城为代表的优秀民营企业，整体安全性较高。而绿地、融创、中南的土储储备质量较高，拥有较好的成长性。除以上企业之外，万科、金地、世茂等房企在持续成长性和债务稳健性上维持了较好的平衡。

## 投资建议与投资标的

● 从负债的角度出发，我们认为当前龙头房企整体债务可控、土储充足大幅扩张债务意愿有限。同时在当前流动性宽松环境中，龙头房企也将有更多机会调整负债结构、降低融资成本，为应对未来更为复杂的市场环境夯实基础。基于上述分析，我们看好当前债务稳健性与持续成长性均好发展的龙头房企，推荐保利地产(600048, 买入)、万科 A(000002, 买入)、新城控股(601155, 买入)、融创中国(01918, 买入)、世茂房地产(00813, 买入)，建议关注龙湖集团(00960, 未评级)、华润置地(01109, 未评级)。

## 风险提示

- 销售大幅低于预期。
- 政策调控严厉程度高于预期
- 利率发生明显上升

相关报告

行业估值持续探底，回购窗口有望开启： 2020-04-23

政策破冰推动估值反弹，板块迎来绝佳配置 2020-02-26

契机：

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 目 录

1. 为何在此时研究房企的负债情况？ .....	4
2. 未来几年重点房企债务情况总体可控 .....	5
2.1 行业利润率出现见顶回落趋势 .....	5
2.2 重点房企开始主动降杠杆 .....	5
2.3 重点房企融资成本下行 .....	6
2.4 未来 3 年债务偿还压力逐年降低 .....	8
2.5 融资窗口期稍纵即逝 .....	8
3. 大幅再扩张意愿有限，现金流情况向好 .....	11
3.1 重点房企现金储备率有所回落 .....	11
3.2 龙头房企土储宽裕，中小房企面临补库存压力 .....	12
3.3 销售稳定可结算资源丰富，经营性现金流总体向好 .....	14
4. 投资建议：重点关注持续成长性和债务稳健性均好的龙头房企 .....	15
风险提示 .....	17

## 图表目录

图 1：重点房企各项利润率均值走势.....	5
图 2：重点房企各项利润率中位数走势.....	5
图 3：重点房企各项负债率均值走势.....	6
图 4：重点房企各项负债率中位数走势.....	6
图 5：部分重点房企 2019 年净负债率下降明显.....	6
图 6：重点房企人民币总融资规模（亿元）及平均加权利率.....	7
图 7：重点房企美元总融资规模（亿元）及平均加权利率.....	7
图 8：重点房企总融资规模（亿元）及平均加权利率.....	7
图 9：重点房企历年债权融资平均期限.....	7
图 10：重点房企近年来债权融资利率走势.....	8
图 11：2020 年半年度人民币和美元债务到期情况.....	8
图 12：2020-2022 年人民币和美元债到期情况.....	8
图 13：2020 年 1-4 月房企美元融资规模及同期对比.....	10
图 14：2020 年 1-4 月房企人民币融资规模及同期对比.....	10
图 15：2020 年 1-4 月重点房企美元融资规模及与全年到期美元债务比例.....	11
图 16：2020 年 1-4 月重点房企美元融资规模及与全年到期美元债务缺口.....	11
图 17：重点房企现金短债比均值和中位数走势.....	12
图 18：重点房企现金短债比走势.....	12
图 19：2019 年重点房企的土地储备走势.....	13
图 20：重点房企的土地储备总货值走势.....	13
图 21：重点房企货值与销售额比值对比.....	13
图 22：2019、2020 年重点房企目标增速对比.....	14
图 23：2020 年 1-4 月土地购置面积/销售面积比值与同比.....	14
图 24：重点房企近几年的经营性现金流对比.....	14
图 25：重点房企近几年的投资强度对比.....	14
图 26：重点房企 2019 年经营性现金流情况.....	15
图 27：重点房企预售账款与营业收入比值.....	15
表 1：3 月以来主要央行的货币政策.....	9
表 2：房企债务稳健性和持续成长性双维度排序.....	16

## 1. 为何在此时研究房企的负债情况？

2020 年是中国实现全民小康社会的关键性一年，伴随着中美贸易第一阶段协议的签订，以及过去数年供给侧改革成果的逐渐显现，似乎都预示着 2020 年将会是经济欣欣向荣的一年。然而 2020 年初一场突如其来的新冠病毒疫情打破了所有市场参与者对于 2020 年的美好幻想，病毒在全球范围内的扩散使得全球经济发展被笼罩在一个不确定的阴影里，很多行业的供需关系、竞争格局等基本面也随着发生了悄然的变化。

对于地产行业而言，过去在所谓房地产发展的“黄金时代”，规模房企采用“三高”的发展模式，即“高收益、高周转、高杠杆”的方式快速扩张规模。较高的收益为加高杠杆创造了条件，而高杠杆的财务压力必须要求较快的周转速度，较快的周转速度又反过来支撑了高收益，形成了一个闭环。这种“三高模式”是许多规模房企赖以发展的根基，根据克而瑞公布的中国房地产企业销售排行榜，2017-2019 年销售规模千亿以上房企数量分别达到 17 家、30 家和 36 家，千亿已经成为地产行业高手玩家的一个基本门槛。

过去几年，我们可以看到一方面需求逐渐见顶，增长乏力，行业规模进一步扩张的空间不大，另一方面，土地成本居高不下，定价权受政策影响极大，极大地侵蚀了行业的利润空间。从我们重点跟踪的 40 家房企 2019 年的年报来看，平均毛利率、净利率和 ROE 分别为 30.7%、13.7% 和 19.7%，较 2018 年分别降低 2.4、0.5 和 0.2 个百分点，行业利润率下行已经是一个不争的事实。龙头房企中负债率较高的如恒大在年报中提到“将全面实施「高增长、控规模、降负债」发展战略：实现销售高速增长；控制土地储备规模，实现土地储备负增长，计划大幅减低负债总额和净负债率。”再比如融创，“打造以利润为核心的管理体系，调整优化组织架构和考核机制，多举措实现降费提效，并推动杠杆率保持长期下降趋势，提升本集团信用形象和推动融资成本的快速下降。”由此可见，即使没有新冠病毒的影响，过去房企赖以维系的高周转模式能否继续存续也需要打一个问号。

2020 年销售下滑已经成为定局。在新冠疫情爆发的伊始，经过审慎地评估，我们下调了今年三大指标的增速预测至：销售面积增长-6.4%、房地产开发投资增长 4.7%、新开工面积增长 0.5%。根据统计局发布的房地产行业数据，1-4 月份，商品房销售面积 33973 万平方米，同比下降 19.3%，1-4 月房屋新开工面积 47768 万平方米，下降 18.4%，1-4 月全国房地产开发投资 33103 亿元，同比下降 3.3%。市场整体情况不容乐观，预期的投资收益较难实现，在这样的情况下，过高的债务规模反而会侵蚀企业利润，损害公司的资产负债表，限制规模的进一步扩张。在当下时点，从债务的角度出发来研究房企的经营情况就显得尤为重要。

在本篇报告中，我们试图通过回答以下几个问题来剖析行业融资债务现状和未来可能的演绎路径。

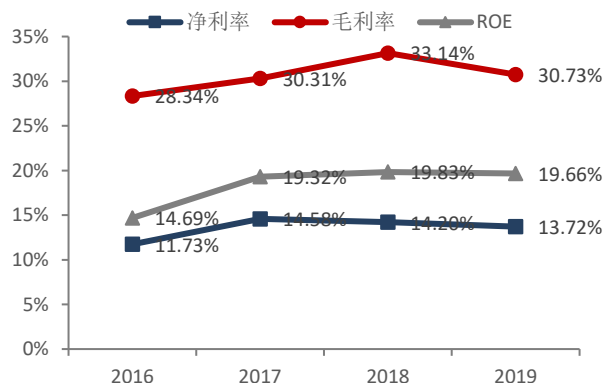
1. 当前重点房企的杠杆率和负债规模是否可控？
2. 未来几年重点房企是否面临一定的债务（特别是外币）偿付压力？
3. 房企对于规模的诉求和补库存的需求是否会推动债务规模的进一步扩张？
4. 从债务的视角来看，未来哪些企业更能适应当下环境并获得更快的成长速度？

## 2. 未来几年重点房企债务情况总体可控

### 2.1 行业利润率出现见顶回落趋势

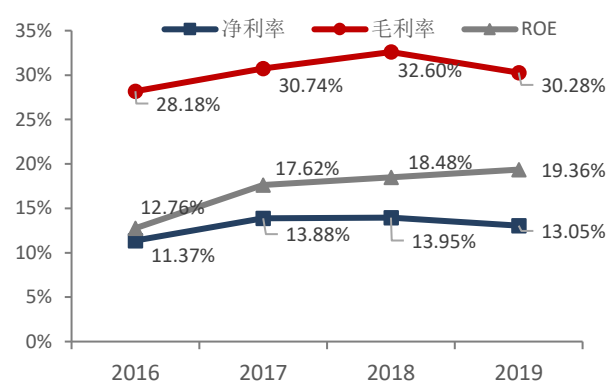
**行业利润率出现见顶回落趋势。**2019 年全年房地产销售面积、投资额、新开工面积分别为 171558 万平方米、132194 亿元、227154 万平方米，同比增速分别为-0.1%、9.9%、8.5%。销售面积自 2014 年以来首次出现负增长，在需求端逐渐疲软的同时，另一方面，土地成本居高不下，而产品定价权却又受到限价政策影响极大，极大地侵蚀了行业的利润空间。从我们重点跟踪的 40 家房企的年报来看，近年来房企的各项利润率走势先升后降，2019 年 40 家房企平均毛利率、净利率和 ROE 分别为 30.7%、13.7%和 19.7%，较 2018 年分别降低 2.4、0.5 和 0.2 个百分点，而毛利率、净利率的中位数为 30.3%和 13.1%，较 2018 年分别降低 2.3、0.9 个百分点。在可预见的未来，供需两端的矛盾依然会长期存在，行业利润率下行已经是一个不争的事实。

图 1：重点房企各项利润率均值走势



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 2：重点房企各项利润率中位数走势

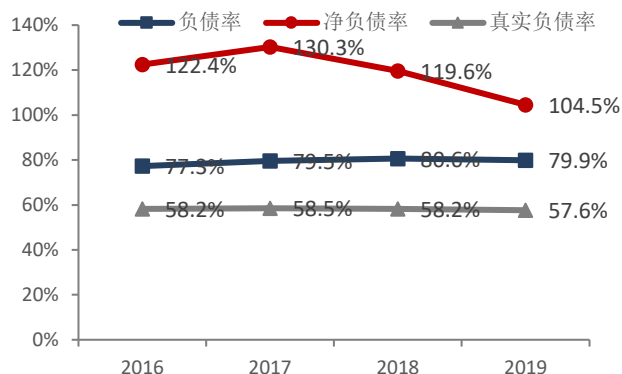


数据来源：公司公告、东方证券研究所

### 2.2 重点房企开始主动降杠杆

从我们跟踪的 40 家重点上市房企披露的各项资产负债率指标来看，基本同样呈现了先升后降的走势。如果从均值来看，负债率的高点出现在 2017 年，平均净负债率和真实负债率分别达到 130.3%和 58.5%，此后开始逐渐回落，而如果从行业中位数来看，则负债率自 2016 年至 2018 年依然是一个逐年攀升的情况，高点出现在 2018 年，净负债率和真实负债率中位数分别达到 99.7%和 60.0%，2019 年同比 2018 年净负债率和真实负债率分别下降 15.9 和 2.5 个百分点，在 40 个重点公司中 24 家净负债率同比下降，亦有 24 家真实负债率同比下降，由此可见，进入到 2019 年，稳杠杆甚至逐渐降杠杆已经成为行业的共识。

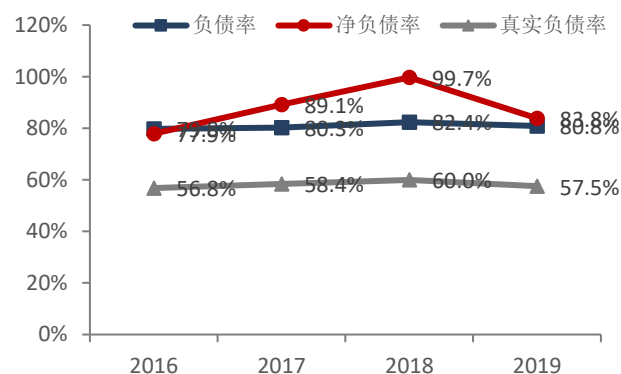
图 3：重点房企各项负债率均值走势



备注：真实负债率=(总负债-预收账款或合同负债)/总资产

数据来源：公司公告、东方证券研究所

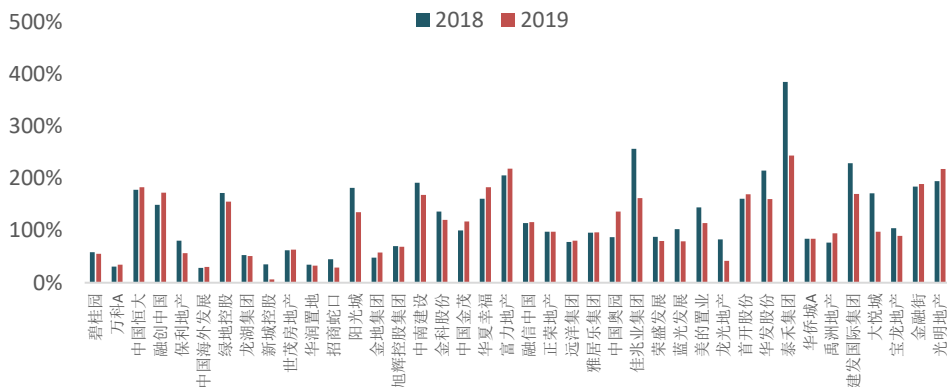
图 4：重点房企各项负债率中位数走势



数据来源：公司公告、东方证券研究所

部分房企 2019 年净负债率明显下降，但部分房企仍处较高水平。2019 年阳光城、中南建设、佳兆业集团、大悦城等房企的净负债率均有较大幅度的下降，而一些负债率较低的房企如万科、中海、华润、招商蛇口等也依然保持其一向稳健的经营。与此同时，我们也看到部分重点房企的净负债率依然很高，超过了 200%，未来偿债压力依然比较突出。

图 5：部分重点房企 2019 年净负债率下降明显



备注：净负债率=(有息负债-货币资金)/净资产，其中港股公司计算货币资金包括了受限制货币资金

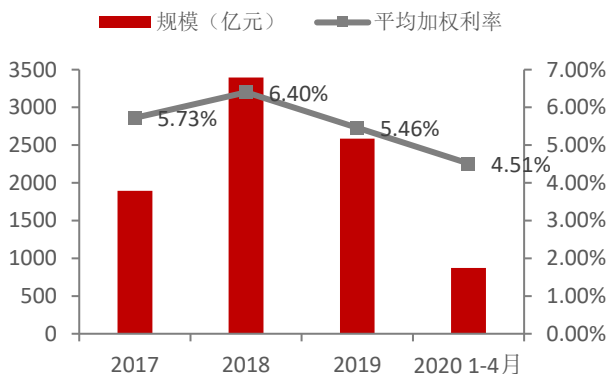
数据来源：公司公告、东方证券研究所

## 2.3 重点房企融资成本下行

重点房企过去 3 年融资总规模不断上升，加权平均利率先升后降。2019 年重点房企本外币债权融资综合为 6141.9 亿元，同比增长 7.7%，平均融资成本 6.39%，同比下降 0.15 个百分点。从融资结构来看，受国内收紧房地产融资渠道的影响，2019 年人民币本币融资规模 2585.2 亿元，同比下降 23.8%，平均利率 5.45%，同比降低 0.95 个百分点。相反的，美元融资规模有所上升，折算本币 3470.2 亿元，同比大增 64.7%，平均利率 7.48%，与上一年基本持平。从融资期限来看，2017-

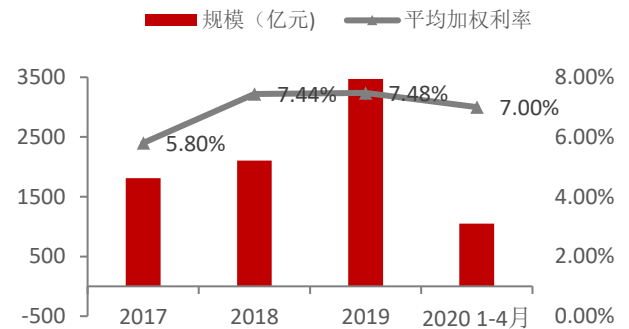
2019 年债权融资的平均期限维持在 3.9 年上下，2020 年截至目前的平均期限为 3.6 年，利率也大幅下降，主要原因是由于新冠疫情的影响，部分房企发行了不到一年的超短期融资券，拉低了平均期限。

图 6：重点房企人民币总融资规模（亿元）及平均加权利率



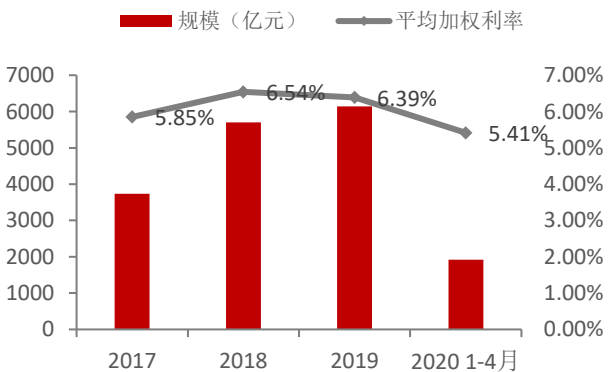
数据来源：Wind、CRIC、东方证券研究所

图 7：重点房企美元总融资规模（亿元）及平均加权利率



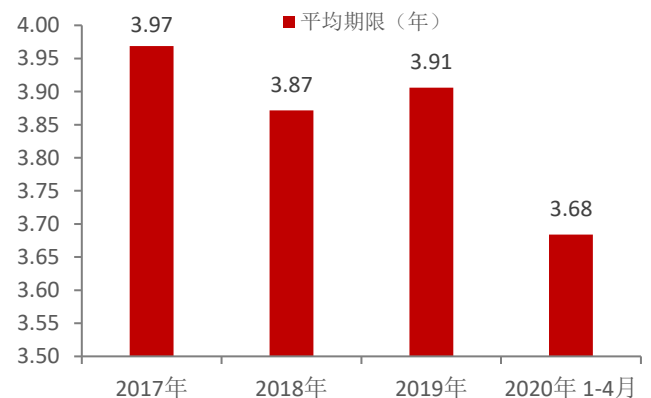
数据来源：Wind、CRIC、东方证券研究所

图 8：重点房企总融资规模（亿元）及平均加权利率



数据来源：Wind、CRIC、东方证券研究所

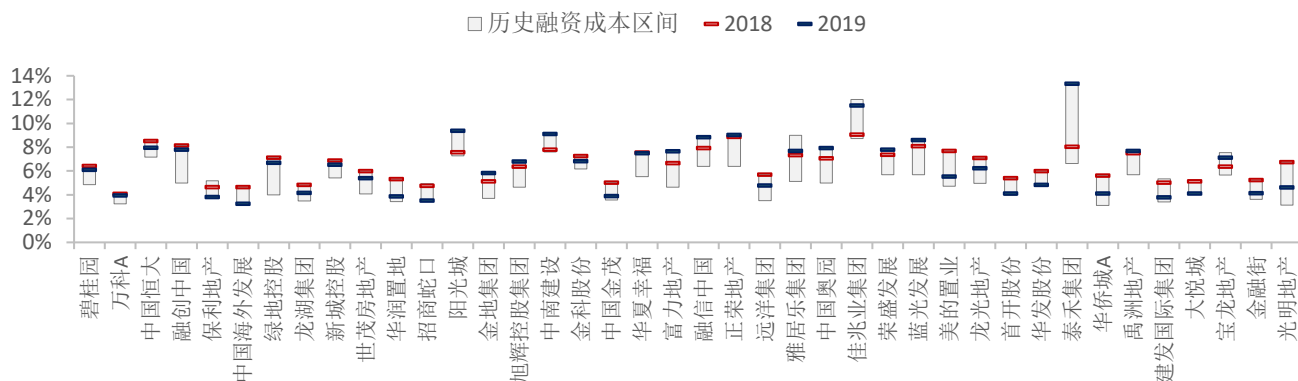
图 9：重点房企历年债权融资平均期限



数据来源：Wind、CRIC、东方证券研究所

主流房企近几年融资成本维持稳定，部分房企融资成本持续走高。我们看到 2019 年保利、中海、华润、招商等央企国企的融资利率几乎来到了近几年的低点，世茂、龙湖等优质民营企业亦有不同程度的下降，但部分房企的融资成本依然在走高，接近甚至超过 10%，未来面临较大的债务压力，可能需要拓展其他的融资渠道。



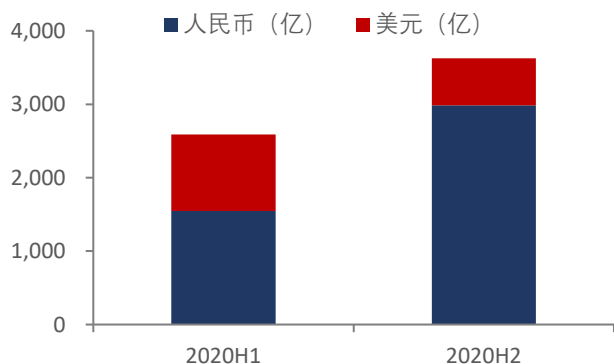
**图 10：重点房企近年来债权融资利率走势**


数据来源：Wind、CRIC、东方证券研究所

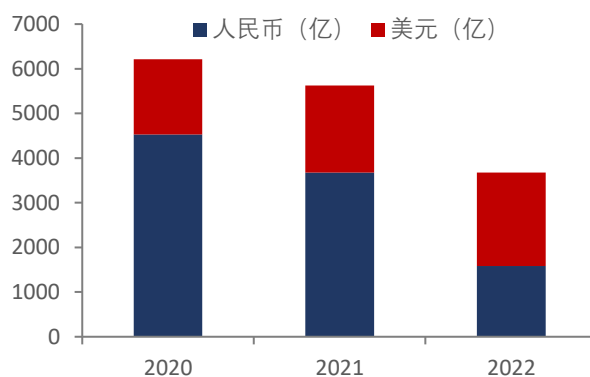
## 2.4 未来 3 年债务偿还压力逐年降低

**2020 年上半年到期的债务主要为美元债，下半年则主要为人民币债务。**从重点房企目前已经发行的债权融资规模来看，2020 年上半年重点房企的债务到期规模是 2586.9 亿元，其中人民币和美元分别是 1546.6 亿元和 1040.3 亿元，而下半年到期规模是 3625.3 亿，其中人民币和美元分别是 2983.4 亿元和 642.0 亿元。

**而未来几年的偿付压力主要来自于美元债务而非本币债务。**2020 年-2022 年人民币和美元的债务总和分别是 6238.5 亿、5658.7 亿和 3701.9 亿元，依次递减，考虑到新增债权融资一般都以长期债券为主，2020 和 2021 年可能是近年来偿债的高峰期。从债务的结构来看，人民币本币债务的规模逐渐降低，而美元的到期规模（折算成人民币）分别是 1682.2 亿元、1953.0 亿元和 2090.8 亿元，规模逐渐攀升。

**图 11：2020 年半年度人民币和美元债务到期情况**


数据来源：Wind、CRIC、东方证券研究所

**图 12：2020-2022 年人民币和美元债到期情况**


数据来源：Wind、CRIC、东方证券研究所

## 2.5 融资窗口期稍纵即逝



**2020 年市场流动性相对宽松，利率持续下行。**2020 年春季爆发新冠疫情之后，全球央行纷纷采取放水的模式，流动性相对宽松，就美元债来说，平均加权利率 7.11%，同比下降 0.15 个百分点，而本币融资成本为 4.57%，同比下降 0.49 个百分点，可以看到不管是美元债还是本币的债务，今年的发债利率较去年同期都有明显下降。

**表 1：3 月以来主要央行的货币政策**

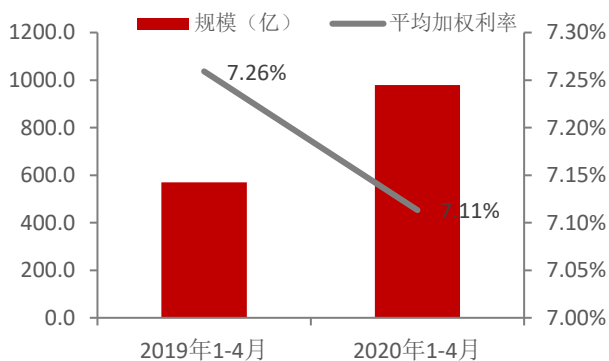
国家	时间	货币政策
美国	3 月 3 日	FOMC 宣布将联邦基金利率的目标范围降低 0.5 个百分点至 1%至 1.25%。
	3 月 12 日	美联储大规模扩大反向回购操作，为金融体系增加 1.5 万亿美元流动性。
	3 月 15 日	美联储宣布将联邦基金利率目标区间降低至 0%至 0.25%之间，并启动 7000 亿美元量化宽松计划。委员会将在未来几个月内增持至少 5000 亿美元国库券和 2000 亿美元机构抵押贷款支持证券。
	3 月 16 日	美联储将贴现窗口利率降低至 0.25%；将反向回购业务扩大 5000 亿美元。
	3 月 23 日	FOMC 重启无限量 QE，将不限量按需买入美债和 MBS，每日和定期回购报价利率将重设为 0%，并将购债范围扩大到机构抵押支持证券。
	4 月 9 日	美联储宣布将为企业和家庭提供高达 2.3 万亿美元的贷款。
	4 月 28 日	美联储宣布将合格市政债券的到期时间延长至 36 个月；将把市政贷款工具扩展到更小的县市；将考虑扩大市政流动性工具，把可发行收益债券的有限政府实体纳入其中；在市政流动性贷款工具下，以 350 亿美元的国库证券提供至多 5000 亿美元的贷款；市政流动性工具的调整将允许更多的实体能够借贷。
	4 月 30 日	美联储宣布扩大面向普通企业（相对于华尔街大型银行机构而言）贷款计划的范围和资格；维持联邦基金利率目标区间在 0-0.25%不变，符合预期；将超额准备金利率维持在 0.1%不变，预期上调 5 个基点。
	5 月 2 日	美联储将在 5 月 4 日-5 月 8 日购买国债 80 亿美元/天，此前为 100 亿美元/天。
	5 月 9 日	美联储将下周每日购债规模由 80 亿美元进一步下调至 70 亿美元，已较峰值下调九成。此外，MBS 购买量降至每日 50 亿美元。
英国	3 月 10 日	英国央行宣布降低利率 50 个基点至 0.25%；维持央行储备对非金融投资级公司债券 100 亿英镑的购买规模，以及对英国政府债券 4350 亿英镑的购买规模；金融政策委员会（FPC）决定立即将英国逆周期资本缓冲率由 1%削减至 0%，并持续至少 12 个月。
	3 月 19 日	英国央行将利率下调 0.15%至 0.1%。
	4 月 9 日	英国央行宣布，如果债券市场不足以满足 COVID-19 危机期间的财政要求，它将直接向政府提供贷款。
日本	3 月 16 日	日本央行决定进一步采取措施向市场投放流动性。一是将现在每年 6 万亿日元股市信托采购额提升至 12 万亿日元，并将购买不动产投资信托规模从 900 亿日元提升至 1800 亿日元；二是增加收购大企业发行的长期债券 2 万亿日元；三是以零利率向民间金融机构注资，通过这些机构缓解中小企业资金周转困难局面。
	3 月 30 日	增加日本国债发行量 16 万亿日元，为刺激措施提供资金。
	4 月 27 日	日本央行维持利率在 -0.1%不变，将 10 年期国债收益率目标维持在 0%附近不变，均符合市场预期。央行行长黑田东彦：不会将进一步调低负利率排除在将来的政策选项之外；会视情况采取正确的行动；当前不会让 10 年期国债收益率走高；即使在新冠肺炎疫情结束后，仍将保持 10 年期国债收益率目标在 0%附近。
加拿大	4 月 15 日	加拿大央行发布最新利率决议，维持利率在 0.25%不变，同时宣布省级和企业债券购买计划，金额达到 500 亿加元，并宣布如有必要将做好准备调整购债项目的规模和持续时间。暂时增加国债购买份额，最高可达 40%，立即生效。
	4 月 23 日	加拿大央行在二级市场购买 1.6 亿加元的加拿大抵押债券。
挪威	5 月 7 日	挪威央行降息 25 个基点至 0%。
捷克	5 月 7 日	捷克央行降息 75 个基点至 0.25%，预期为 0.5%。
欧洲央行	3 月 12 日	欧洲央行宣布 2020 年年底前额外增加 1200 亿欧元资产购买计划；使用流动性工具以及灵活银行业监管等措施，为欧元区注入额外流动性；放宽第三轮定向长期再融资（TLTRO）的实施条件。

	3月18日	欧洲央行宣布 7500 亿欧元紧急资产购买计划 (PEPP)。该计划包括购买私人部门和公共部门资产，将持续至 2020 年底，涵盖现有资产购买计划下所有合格的资产类别，旨在应对疫情扩散给货币政策传导机制及欧元区带来的严重风险。
	4月30日	欧洲央行宣布维持存款便利利率、主要再融资利率和边际贷款利率在 -0.5%、0% 和 0.25% 水平不变，同时决定将 2020 年 6 月至 2021 年 6 月期间的 YLTRO III (定向长期再融资操作) 利率下调至比主要再融资操作的平均利率低 50 个基点；而对于符合条件的交易对手，当前利率将比存款便利利率低 50 个基点。同时，欧洲央行行长拉加德宣布紧急抗疫购债计划 (PEPP) 可能持续至 2020 年底之后。
IMF	4月16日	IMF 表示五个富裕国家日本、英国、法国、加拿大、澳洲承诺提供 117 亿美元资金用于贫困国家的贷款及赠款。德国承诺向另一紧急赠款安排提供资金，向最贫困国家直接提供资金，将灾难控制与救济信托基金的资源扩大至 6 亿美元。
中国	5月9日	财政部 5 月 15 日将招标续发 500 亿元 30 年期记账式附息国债。
	5月10日	央行发布 2020 年第一季度中国货币政策执行报告：加强金融债券管理制度建设，建立分层分类的储架式发行管理体系。支持民营企业股权融资和发行债券融资，增强金融服务实体经济能力。

资料来源：Wind、东方证券研究所

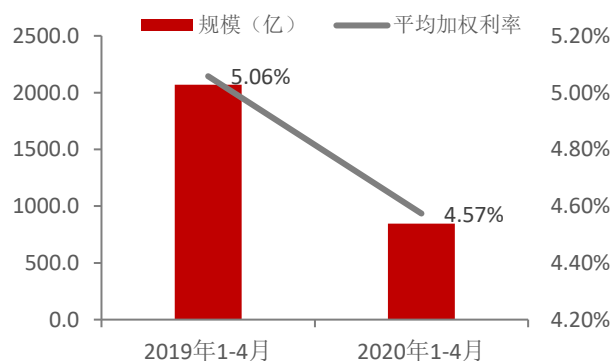
从规模上来看，2020 年 1-4 月美元债的发债力度要远大于本土。2020 年 1-4 月重点房企本土融资规模 846.6 亿元，同比下降了 59.1%，而美元融资规模 979.1 亿元（已折算成人民币），同比增长 71.9%，而且在期限和利率上的条件均要好于 2019 年。

图 13：2020 年 1-4 月房企美元融资规模及同期对比



数据来源：Wind、CRIC、东方证券研究所

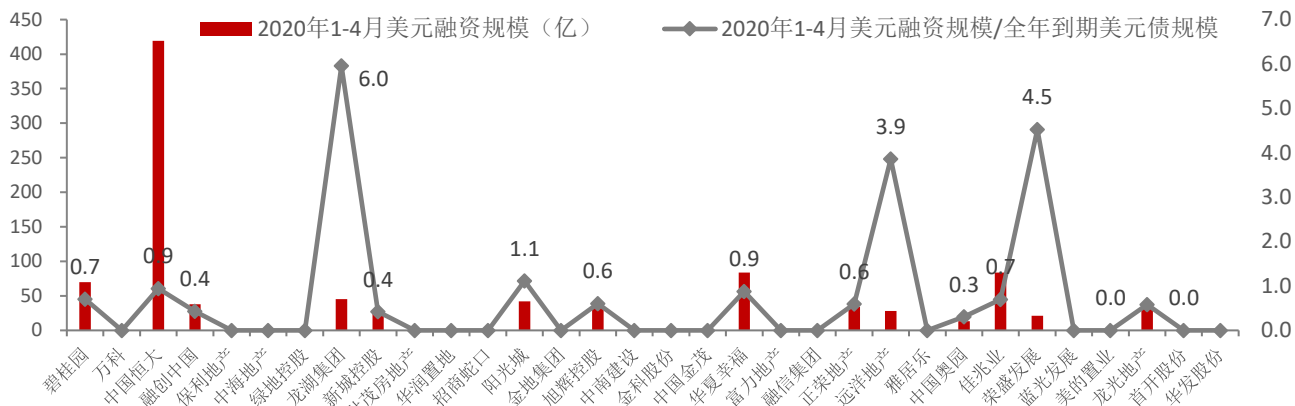
图 14：2020 年 1-4 月房企人民币融资规模及同期对比



数据来源：Wind、CRIC、东方证券研究所

2020 年有较多的美元债务到期，部分房企抓住了 2020 年上半年美元债发债的窗口期，提前布局。比如碧桂园、恒大、阳光城、华夏幸福、佳兆业、禹州新增美元债券与全年美元偿债比例接近 1，基本完成了全年应付美元债的置换工作，此外融创、新城控股、旭辉、正荣、龙光发行量可以基本覆盖半年度的到期美元债，大大降低了当年的外资偿债风险，也有部分房企顺势发行较多的美元债，如龙湖、远洋、荣盛发行的新债规模远大于本年度的偿债规模。由于当前国际形式不确定性较大，海外发债的难度在增加，部分没抓住窗口期的房企则面临着较大的美元债兑付压力。

图 15：2020 年 1-4 月重点房企美元融资规模及与全年到期美元债务比例



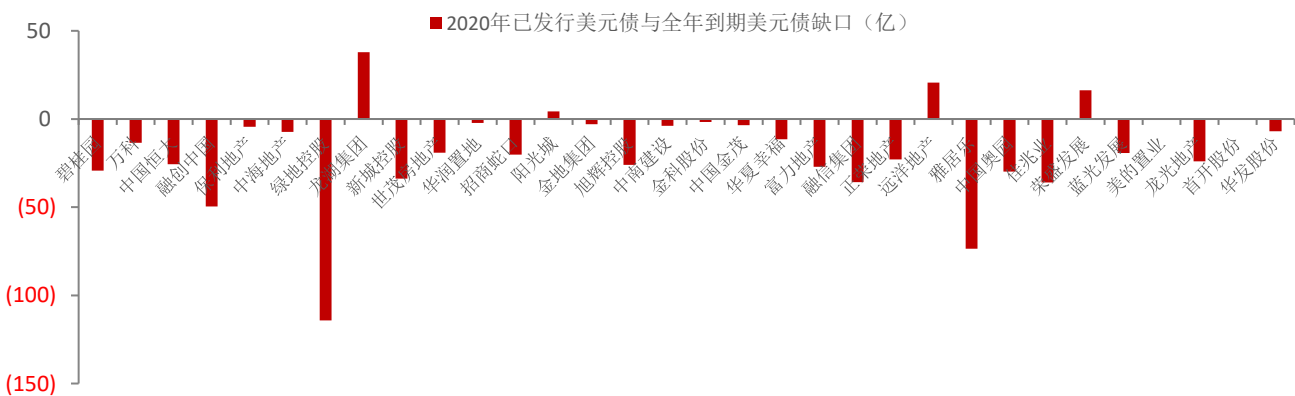
备注：龙湖于 2020 年 1 月发行两笔美元优先票据，期限分别是 7 年和 12 年，规模 2.5 亿美元和 4 亿美元，利率是 3.38% 和 3.85%

远洋于 2020 年 1 月发行一笔美元有担保票据，期限是 10 年，规模 4 亿美元，利率是 4.75%

荣盛境外间接全资子公司 RongXinDaDevelopment (BVI) Limited 于 2020 年 2 月完成境外发行 3 亿美元的高级无抵押定息债券，债券期限为 364 天，票面利率为 8.75%

数据来源：Wind、CRIC、东方证券研究所

图 16：2020 年 1-4 月重点房企美元融资规模及与全年到期美元债务缺口



数据来源：Wind、CRIC、东方证券研究所

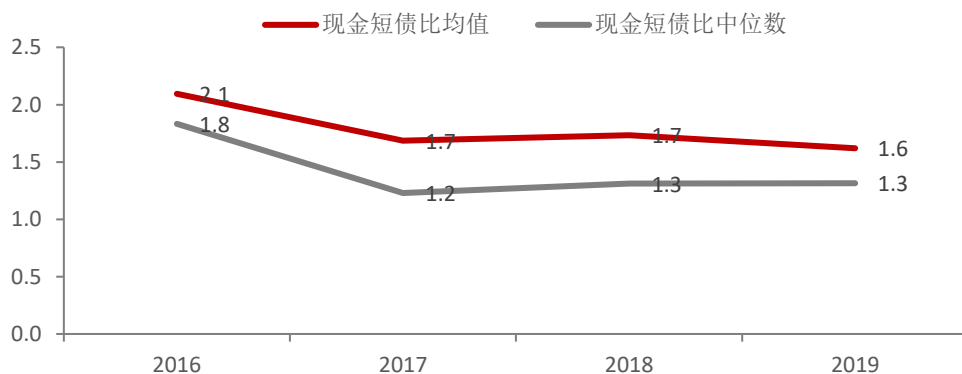
### 3. 大幅再扩张意愿有限，现金流情况向好

上面我们从房企已经发行的债务出发分析了当前房企的债务情况，那么如何分析影响房企未来举债规模或意愿呢？我们认为房企举债一是为了满足日常经营的需求，二是满足规模扩张的投资需求，具体而言可以从以下几个方面来分析 1）现金储备；2）土地储备情况（投资端需求）；3）销售回款（经营性现金流）。

#### 3.1 重点房企现金储备率有所回落

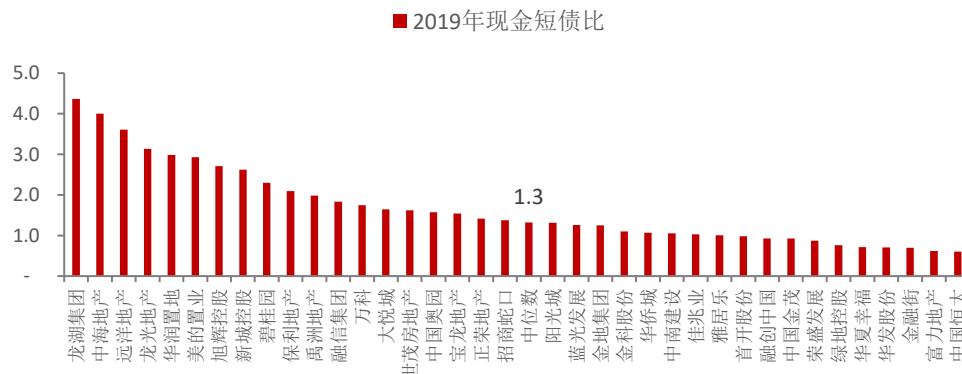
从房企目前的货币资金来看，现金短债比呈现逐年走低趋势，表明房企对于现金流的把控更加严格，降低了现金的储备。重点房企的现金短债比均值从2016年的2.1逐渐降低至2019年的1.6，中位数从1.8下降至1.3，但整体。从重点公司的表现来看，以龙湖、中海、远洋、华润、龙光、旭辉等港股上市的房企一般来说保持着更为充沛的现金储备，现金储备较低的房企包现金短债比不足0.5，其中最低的仅为0.2，周转压力较大。

图 17：重点房企现金短债比均值和中位数走势



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 18：重点房企现金短债比走势

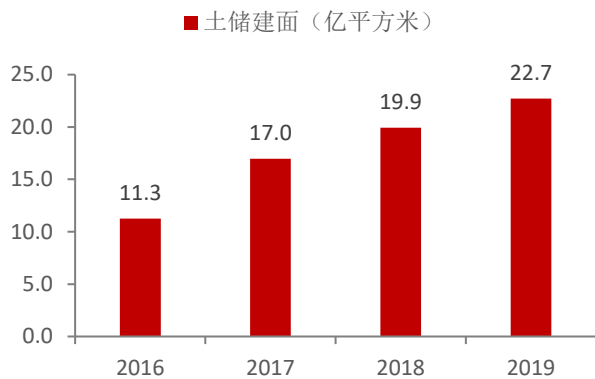


数据来源：Wind、东方证券研究所

### 3.2 龙头房企土储宽裕，中小房企面临补库存压力

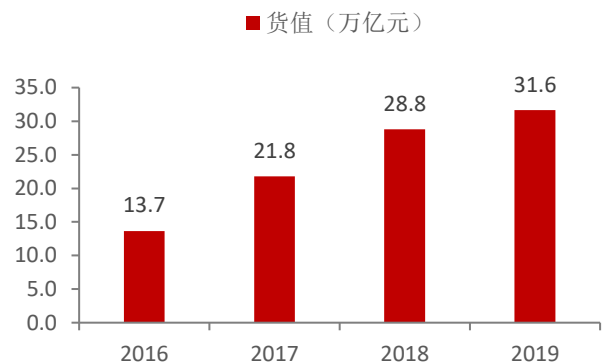
龙头房企土储相对充裕，中小房企则面临补库存压力。从房企的土地储备来看，重点房企的土地储备一路走高，但是2019年增速明显放缓，2019年土储总规模约21.1亿平方米，同比增长6.0%，总货值约29.6万亿元，同比增长2.8%。从40家重点房企的当前的货值与销售额比例来看，均值为4.9，中位数为4.2，即使考虑到权益比例，当前房企的土地储备也足以满足未来3年左右的销售需求，表明大多数TOP房企当前的土地储备相对充裕，但也有部分房企由于过去几年规模扩张迅速，土地储备相对较低。

图 19：2019 年重点房企的土地储备走势



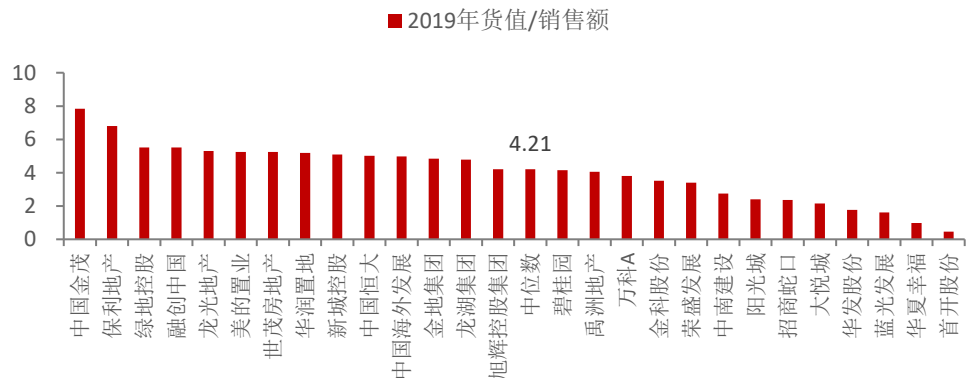
数据来源：Wind、东方证券研究所

图 20：重点房企的土地储备总货值走势



数据来源：Wind、东方证券研究所

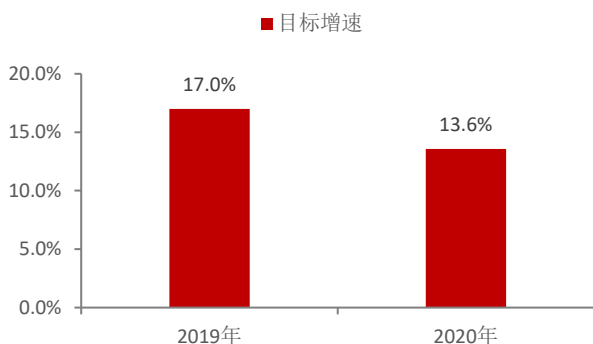
图 21：重点房企货值与销售额比值对比



数据来源：Wind、东方证券研究所

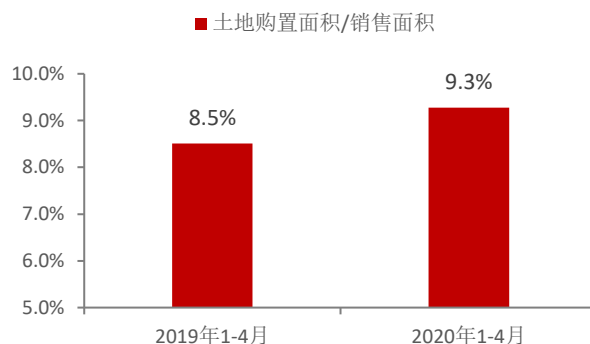
**重点房企 2020 年销售目标增速低于 2019 年，未来对土储诉求下降。**2020 年重点房企的销售目标增速由 2019 年的 17% 下降至 13.6%，考虑到疫情的影响，全年的实际销售增速可能会更低于目标值。从 2020 年 1-4 月的土地市场表现来看，土地购置面积/销售面积的比值由去年的 8.5% 小幅上升至 9.3%，考虑到销售基数的下降，实际的土地出让面积是低于去年同期的。结合龙头房企土地储备较为充裕这一事实，说明当前土地市场更多还是集中在对于热点城市优质土地的争夺，未来主流房企对于扩大土储规模的诉求预计会持续下降，维持 2-3 年的土储存量将是较为合理的选择。

图 22：2019、2020 年重点房企目标增速对比



数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

图 23：2020 年 1-4 月土地购置面积/销售面积比值与同比

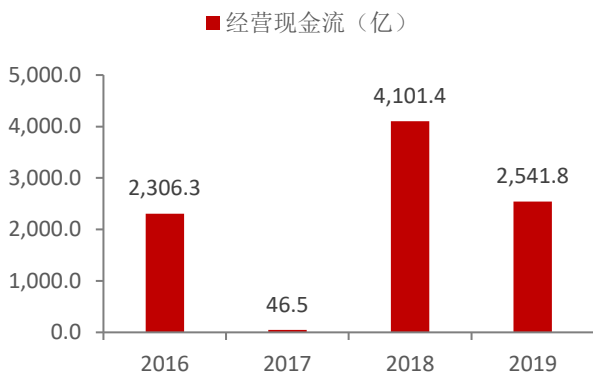


数据来源：国家统计局、东方证券研究所

### 3.3 销售稳定可结算资源丰富，经营性现金流总体向好

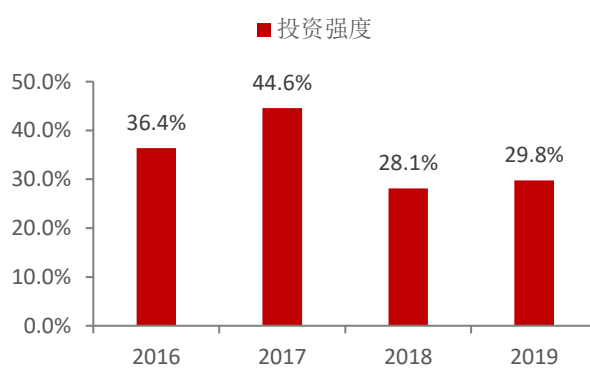
重点房企的经营性现金流较好，但部分房企拥有较强的融资需求。从现金流角度来说，2016-2019 年重点房企的净经营性现金流分别是 2306.3 亿元、46.5 亿元、4101.4 亿元和 2541.8 亿元，对应投资强度为 36.4%、44.6%、28.1%和 29.8%，投资强度越高则经营性现金流越低。我们看到，在维持一个相对较低投资强度的情况下，房企维持一个正的经营性现金流压力不大。

图 24：重点房企近几年的经营性现金流对比



数据来源：Wind、东方证券研究所

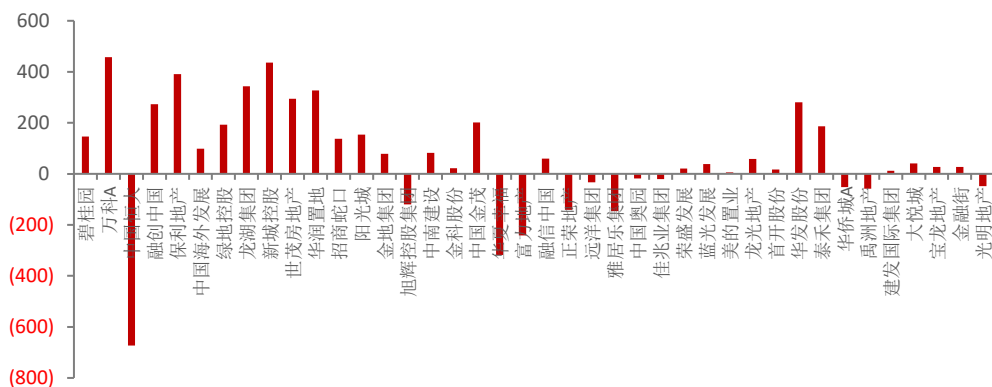
图 25：重点房企近几年的投资强度对比



数据来源：Wind、东方证券研究所

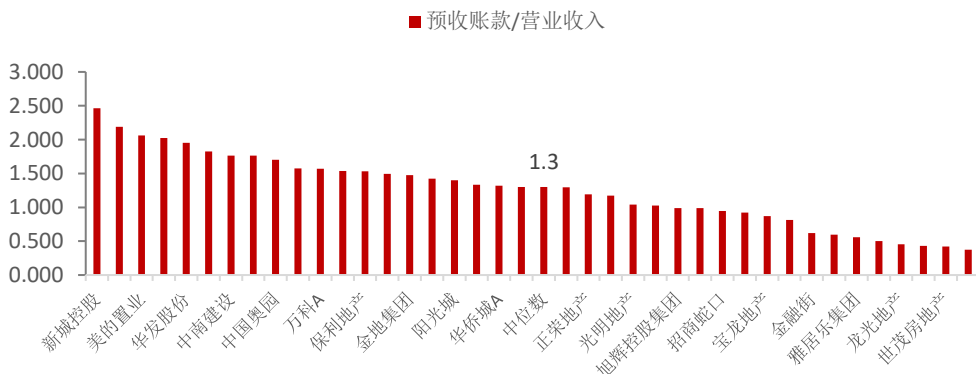
当前可结算资源丰富，短期业绩压力有限。从 40 家重点房企预售账款与营业收入比值来看，均值和中位数均为 1.3，表明龙头房企今年业绩兑现的压力并不大，前文已经分析 TOP 房企的土储相对充沛，2020 年的投资需求并不旺盛，尽管今年市场面临较大的销售难度，但是今年重点房企的经营性现金流大概率继续为正，有利于缓解对于新增债务的需求。值得注意的是，部分房企预收账款较低，且经营性现金流为负，不仅未来业绩结算可能有一定压力，且具有较强的融资需求。

图 26：重点房企 2019 年经营性现金流情况



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 27：重点房企预售账款与营业收入比值



数据来源：Wind、东方证券研究所

## 4. 投资建议：重点关注持续成长性和债务稳健性均好的龙头房企

基于上述分析，我们对第一部分提出的 4 大问题进行回答。

### 1. 当前重点房企的杠杆率和负债规模是否可控？

由于 2018-2019 年行业规模逐渐见顶的趋势明显，多数重点上市房企已经提前布局，着手控制自身的杠杆率和负债规模，当前重点房企的债务情况并不会影响到企业的正常经营。

### 2. 未来几年重点房企是否面临一定的债务（特别是外币）偿付压力？

2020-2021 年是一个偿债的高峰期，之后规模逐渐下降，整体偿付压力可控，相对于本币债务而言，由于 2020-2022 年美元债偿付规模逐渐上升，加之宏观环境的不确定性可能影响美元债的发行，使得部分房企美元债的偿付压力较大。

### 3. 房企对于规模的诉求和补库存的需求是否会推动债务规模的进一步扩张？



从目前房企的土地储备来说，相对于销售规模，整体上土地储备较为充裕，虽然部分企业之前扩张较快，对于土储的诉求较高，但是整体而言补库存的需求不大，并不会推动债务规模大幅度扩张。

#### 4. 从债务的视角来看，未来哪些企业更能适应当下环境并获得更快的成长速度？

债务对于房企来说是把双刃剑，如果举债获取的资源是优质的，那么债务并不会影响到房企的正常运作。因而我们分别从债务稳健性和持续成长性两个维度来刻画债务对于房企的影响程度，其中我们采用净负债率、加权融资成本和现金短债比三个指标来评价债务稳健性，主要是刻画了企业债务的规模以及短期的偿债压力；我们采用货值销售比例、存货周转率、预收账款（合同负债）/营业收入比值来评价持续成长性，主要刻画了房企土储的规模和变现能力。

表 2：房企债务稳健性和持续成长性双维度排序

债务稳健性			持续成长性			综合能力		
排名	公司名称	得分	排名	公司名称	得分	排名	公司名称	综合得分
1	中海地产	95	1	中国金茂	83	1	保利地产	74
2	华润置地	88	2	保利地产	70	2	华润置地	73
3	龙湖集团	82	2	绿地控股	70	3	中海地产	71
3	招商蛇口	82	4	新城控股	67	3	龙光地产	71
5	保利地产	78	5	融创中国	65	5	新城控股	70
5	龙光地产	78	5	中南建设	65	6	中国金茂	67
7	万科	75	7	龙光地产	64	6	龙湖集团	67
8	新城控股	74	8	碧桂园	62	8	碧桂园	65
9	碧桂园	68	8	美的置业	62	9	万科	64
10	世茂房地产	62	10	华润置地	59	10	美的置业	62
10	美的置业	62	11	金地集团	58	11	世茂房地产	58

资料来源：Wind、公司公告、CRIC、东方证券研究所

表左侧部分中的房企在债务方面较为稳健，包括了中海、保利、华润为代表的央企以及龙湖、新城、世茂为代表的优秀民营企业，整体安全性较高。表中间部分的是具有持续成长性的优秀房企，以融创、中南、金茂为代表的公司土储储备质量较高成长性强。最后，我们综合考虑债务稳健性和持续成长性将公司进行打分，保利地产、华润置地、中海地产等房企在债务稳健性和持续成长性上获得均好发展。此外，龙光地产、美的置业等规模相对较小的房企也有较好的表现。

从负债的角度出发，我们认为当前龙头房企整体债务可控、土储充足大幅扩张债务意愿有限。同时当前流动性宽松环境中，龙头房企也将有更多机会调整负债结构、降低融资成本，为应对未来更为复杂的市场环境夯实基础。基于上述分析，我们看好当前债务稳健性与持续成长性均好发展的龙头房企，推荐保利地产(600048, 买入)、万科 A(000002, 买入)、新城控股(601155, 买入)、融创中国(01918, 买入)、世茂房地产(00813, 买入)，建议关注龙湖集团(00960, 未评级)、华润置地(01109, 未评级)。

## 风险提示

**销售大幅低于预期。**由于新冠肺炎疫情影响，2020 年销售增长可能不达预期，从而影响开发商的周转能力和盈利能力。

**政策调控严厉程度高于预期。**目前部分城市房价上涨仍处于可控情况下，房住不炒、因城施策是主要政策导向，若未来房价进一步攀升，不排除中央及地方进一步出台政策打压，对房企的持续经营能力产生不同程度的影响。

**利率发生明显上升。**目前的低利率环境是推升房地产市场的主要因素，未来因为全球利率环境变化及中国金融风险局部爆发等因素导致国内利率出现明显上升，将对房地产市场量价产生负面影响。

## 信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有万科 A(000002)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

截止本报告发布之日，东证资管仍持有保利地产(600048)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户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邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

