内地房地产周度观察

地产调控：逻辑、效果与展望

房企项目开发的过程涉及多类杠杆和参与方，房企能够通过销售回款、债券融资等渠道偿付相应负债。在预售制的开发模式下，来自银行、信托、债券持有人的借款等将构成房企的有息负债杠杆，房企对上下游供应商的占款、商品房预售款等将构成房企的无息负债杠杆，合作方、股权投资者的投资等将构成房企的少数股东杠杆。在项目开发的过程中，房企能够充分运用各类杠杆以更高效地利用资金、实现自身资产负债表的扩张。在行业景气度较高、房企信用较佳的环境下，房企能够通过销售回款等经营活动现金流入、发行债券等融资活动现金流入应对各时点需偿付的各类负债。然而，2020年以来行业融资监管趋严，对房企融资活动及经营活动现金流均带来了影响，来自负债端的挤兑使房企资产端的变现难度进一步提升。

2020年来，行业融资规模有所下降，房企融资活动受阻。自2020年8月下旬“三线四档”融资监管以来，房企资产负债表的扩张明显放缓，行业融资规模大幅下降：2020年8月至2021年10月的15个月中，境内地产债13个月呈净偿还状态；2020年3月至今，内房海外债券累计发行规模持续负增长；2020年1月以来房地产信托成立规模明显下降，2021年前10月累计成立规模同比下降32.8%。另一方面，2020年末银行业涉房贷款集中度政策的出台一定程度上导致了后续的按揭偏紧等现象，开发贷余额/个人住房贷款余额增速分别由2020年四季度的6.1%/14.5%降至2021年三季度的0%/11.3%。融资监管趋严使房企难以轻易通过融资应对部分参与方的偿付需求。

严格的融资监管下，房企资产端的变现压力亦有所提升。严格的融资监管和预售资金监管等使部分房企流动性压力增大、难以兑付上下游款项等各项负债，项目交付可能受阻，影响房企信用及购房者信心，叠加按揭偏紧等因素，短期释放的购房需求有所下行。另一方面，尽管目前房企销售铺排仍然较为充足，但购房需求下行将影响房企的销售回款和后续的土地投资，房企资产负债表的扩张或将进一步放缓甚至出现收缩、房企信用可能进一步受损。当前环境下，房企信用与购房需求或将出现循环下行、部分房企资产端的变现压力或将持续提升。实际上，上述循环已经反映至部分房企的销售中，三季度后部分房企的合约销售大幅回落。

近期政策更侧重于房企资产端的变现，行业信用好转或需进一步政策调整。9月以来，中央层面的政策调整着眼于居民和房企的合理信贷需求，部分城市的温和调整多作用于销售回款，对房企负债端挤兑的作用相对有限：1）房企资产端变现压力仍然较大：一方面，按揭贷款投放提速更作用于短期内有购房需求的群体，但在房企信用尚未恢复、房地产税试点推进等因素的影响下，相当部分的潜在购房者或将延后购房需求的释放，房企项目的去化难度仍然较高；另一方面，由于行业整体资金压力较大，有能力承接房企资产出售的企业较少。2）针对房企资产端的政策并未直接减少上下游供应商、债权人等房企负债端参与方的挤兑现象。能够减少挤兑、恢复房企信用的政策或将更为有效，在目前的信用环境和房地产税的预期下，板块资产价格或仍有所承压。

风险提示：调控政策及疫情防控政策存不确定性；公司销售结算或出现波动。

强于大市
(维持)

微信公众号

蔡鸿飞
分析师
+852 3958 4629
caihongfei@cwghl.com
SFC CE Ref: BPK 909

诸葛莲昕
分析师
+852 3958 4660
zhugelianxin@cwghl.com
SFC CE Ref: BPK 789

洪宁蔚
联系人
+852 3958 4600
Sabrinahong@cwghl.com

目录

1. 商业模式：预售制下的多类杠杆 3

2. 政策展望：阻断循环下行的信用传导 7

图表目录

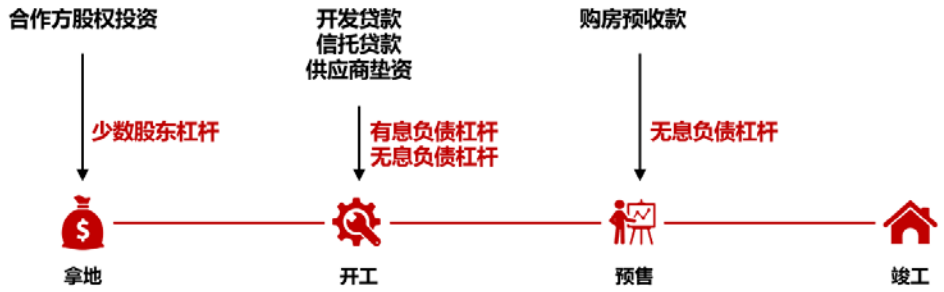
图 1：房企项目的开发过程涉及多类杠杆和参与方 3
图 2：2013-2016 年该房企有息负债杠杆快速提升 4
图 3：2013-2016 年该房企无息负债杠杆快速提升 4
图 4：该房企积极引入永续债等提升少数股东杠杆 4
图 5：2016-2017 年，该房企土储建面增速快速提升 4
图 6：房企能够通过融资与经营活动共同应对各参与方的偿付需求 5
图 7：境内地产债 2020 年 8 月起多呈净偿还状态 6
图 8：内房海外债券发行规模增速 2020 年后明显下降 6
图 9：2020 年后房地产信托成立规模增速明显下滑 6
图 10：开发贷余额增速 2021 年起大幅下降 6
图 11：个人住房贷款余额增速 2021 年后明显放缓 6
图 12：2021 年来房企到位资金同比快速回落 6

表 1：近期中央层面对行业的支持政策着眼于居民和房企的合理信贷需求 8
表 2：近期地方层面的政策多侧重于行业秩序规范、保障性住房建设等 9

1. 商业模式：预售制下的多类杠杆

房企项目开发的过程涉及多类杠杆和参与方。在预售制的开发模式下，来自银行、信托、债券持有人的借款等将构成房企的有息负债杠杆，房企对上下游供应商的占款、商品房预售款等将构成房企的无息负债杠杆，合作方、股权投资者的投资等将构成房企的少数股东杠杆。在项目开发的过程中，房企能够充分运用各类杠杆以更高效地利用资金、实现自身资产负债表的扩张。

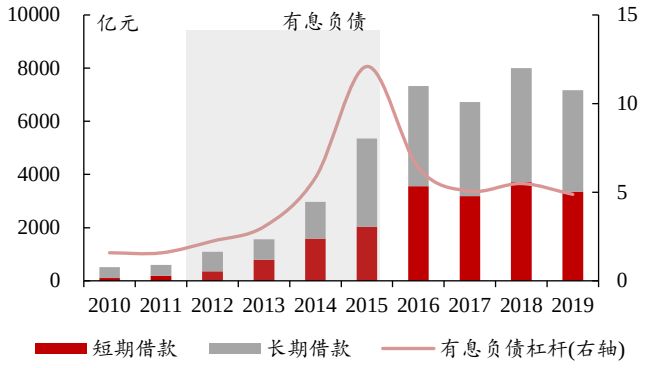
图 1：房企项目的开发过程涉及多类杠杆和参与方



数据来源：中达证券研究

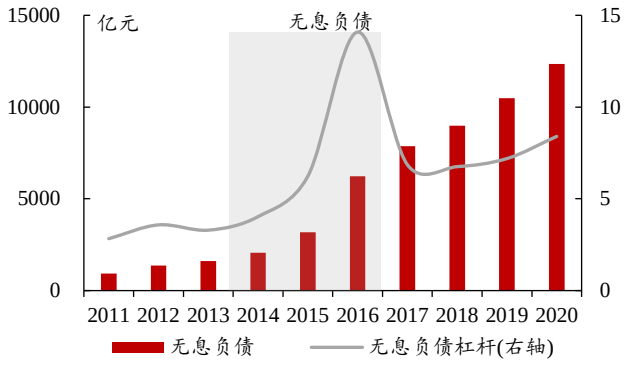
以某龙头房企为例，凭借对各类杠杆的充分运用，其在 2013-2016 年快速扩大规模。1）有息负债杠杆：2013-2016 年，该房企借款总额 CAGR 达到 70.0%，有息负债杠杆倍数也由 2013 年的 2.2 倍提升至 2016 年的 12.1 倍。**2）无息负债杠杆：**2013-2016 年，在业务规模扩大、对上下游占款增加等因素的共同作用下，该房企无息负债 CAGR 达 57.3%，无息负债杠杆倍数由 2013 年的 3.3 倍增长至 2016 年的 14.1 倍。 **3）少数股东杠杆：**该房企 2013 年起大规模发行永续债，2016 年末永久资本工具达 1129.4 亿元、占所有者权益的 58.7%，在此过程中，其少数股东杠杆倍数由 2012 年的 0.1 倍提升至 2016 年的 3.4。通过对各类杠杆的充分运用，该房企的土储和销售规模亦实现了大幅提升，土储建面同比增速由 2014 年的-2.6%提升至 2016 年的 46.8%和 2017 年的 36.2%，克而瑞销售排名由 2013 年的第 7 位快速上升至 2016 年的第 1 位。

图 2：2013-2016 年该房企有息负债杠杆快速提升



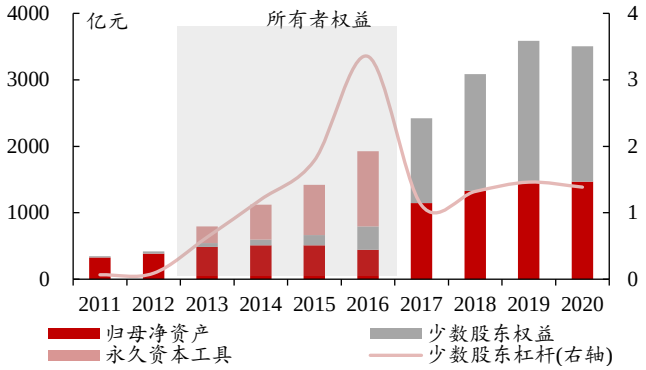
数据来源：公司公告，中达证券研究；注：有息负债杠杆=借款总额/归母净资产

图 3：2013-2016 年该房企无息负债杠杆快速提升



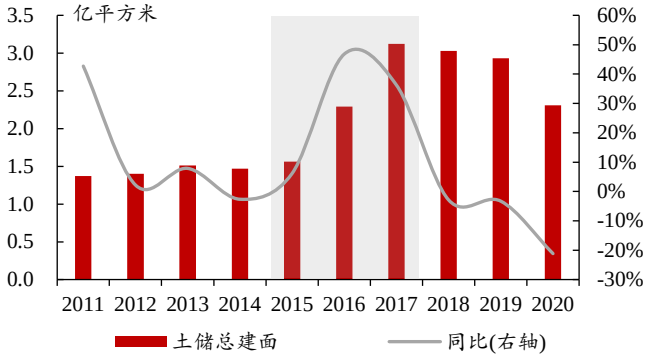
数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究；注：无息负债杠杆=（负债总额-借款总额）/归母净资产

图 4：该房企积极引入永续债等提升少数股东杠杆



数据来源：Wind，中达证券研究；注：少数股东杠杆=所有者权益总额/归母净资产-1

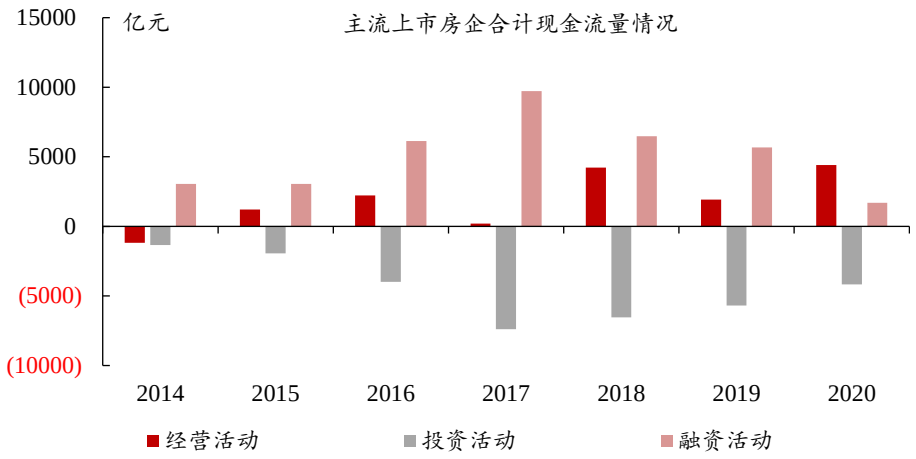
图 5：2016-2017 年，该房企土储建面增速快速提升



数据来源：Wind，中达证券研究

过去房企能够通过销售回款、债券融资等渠道偿付相应负债。在行业景气度较高的环境下，房企能够通过销售回款等经营活动现金流入、发行债券等融资活动现金流入应对各时点需偿付的有息或无息负债。过去数年间，城镇化和棚改货币化等提供了充足的购房需求，地价与房价的上涨加速了购房需求的释放，行业销售快速增长、房企项目去化和回款表现相对较好，房企通常能通过相应项目的销售回款满足各开发节点对各参与方的偿付需求。即使部分项目在房企偿债时点临近时去化难度仍然较大，房企亦能够凭借自身信用、通过丰富的融资渠道筹集资金以应对不同时点需偿付的负债。

图 6：房企能够通过融资与经营活动共同应对各参与方的偿付需求

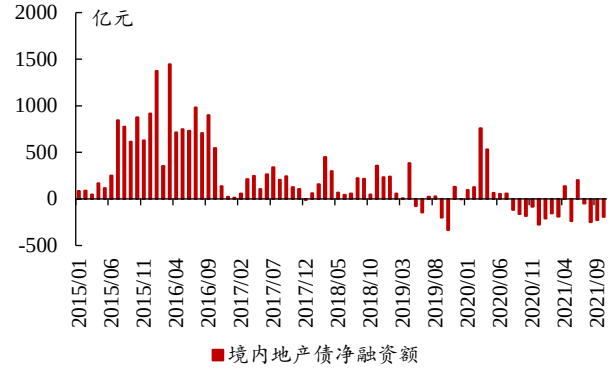


数据来源：Wind，中达证券研究；注：42 家历史财务数据完整的上市房企合计值，货币单位统一为人民币进行计算

然而，2020 年以来行业融资监管趋严，对房企融资活动及经营活动现金流均带来了影响，来自负债端的挤兑使房企资产端的变现难度进一步提升。

2020 年起融资监管趋严，行业融资规模下降，房企融资活动受阻。自 2020 年 8 月下旬“三线四档”融资监管以来，房企资产负债表的扩张明显放缓，行业融资规模大幅下降：2020 年 8 月至 2021 年 10 月的 15 个月中，境内地产债 13 个月呈净偿还状态；2020 年 3 月至今，内房海外债券累计发行规模持续负增长；2020 年 1 月以来房地产信托成立规模明显下降，2021 年前 10 月累计成立规模同比下降 32.8%。另一方面，2020 年末银行业涉房贷款集中度政策的出台一定程度上导致了后续的按揭偏紧等现象,开发贷余额/个人住房贷款余额增速分别由 2020 年四季度的 6.1%/14.5%降至 2021 年三季度的 0%/11.3%。2021 年来，房地产开发企业到位资金同比增速快速回落。融资监管趋严使房企难以轻易通过融资应对部分参与方的偿付需求。

图 7：境内地产债 2020 年 8 月起多呈净偿还状态

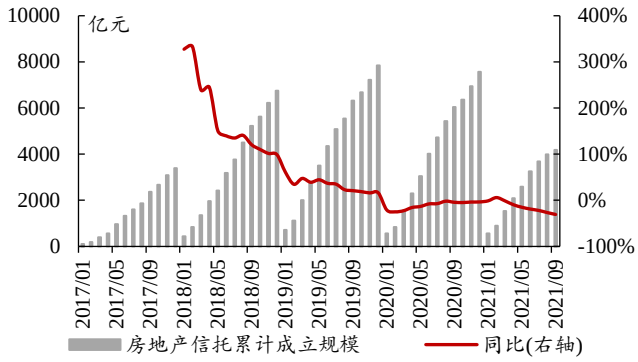


数据来源：Wind，中达证券研究

图 8：内房海外债券发行规模增速 2020 年后明显下降

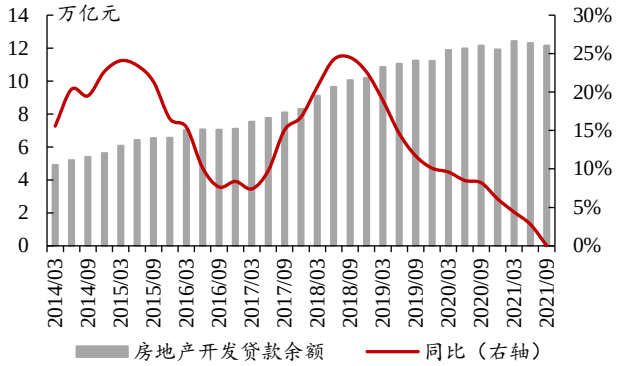
数据来源：Wind，中达证券研究

图 9：2020 年后房地产信托成立规模增速明显下滑



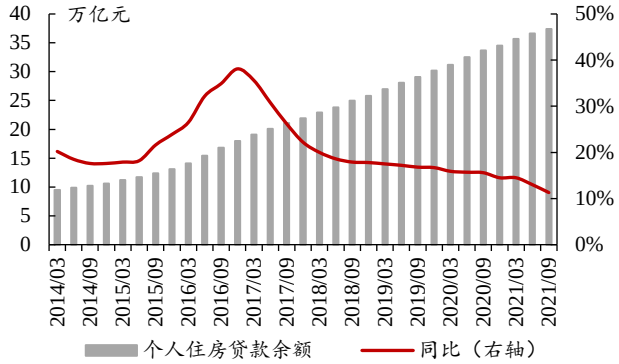
数据来源：用益信托网，中达证券研究

图 10：开发贷余额增速 2021 年起大幅下降



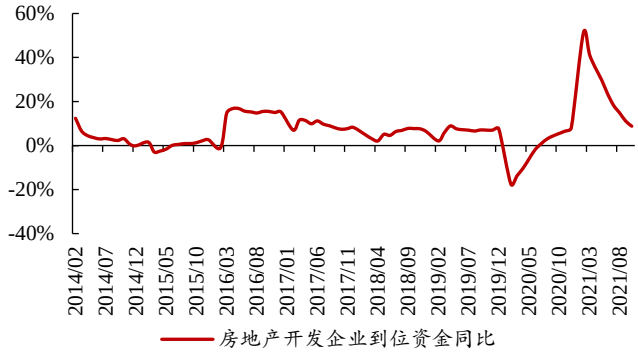
数据来源：中国人民银行，中达证券研究

图 11：个人住房贷款余额增速 2021 年后明显放缓



数据来源：中国人民银行，中达证券研究

图 12：2021 年来房企到位资金同比快速回落



数据来源：国家统计局，中达证券研究

严格的融资监管下，房企资产端的变现压力亦有所提升。严格的融资监管和预售资金监管等使部分房企流动性压力增大、难以兑付上下游款项等各项负债，项目交付可能受阻，影响房企信用及购房者信心，叠加按揭偏紧等因素，短期释放的购房需求有所下行。另一方面，尽管目前房企销售铺排仍然较为充足，但购房需求下行将影响房企的销售回款和后续的土地投资，房企资产负债表的扩张或将进一步放缓甚至出现收缩、房企信用可能进一步受损。当前环境下，房企信用与购房需求或将出现循环下行、部分房企资产端的变现压力或将持续提升。实际上，上述循环已经反映至部分房企的销售中，三季度后部分房企的合约销售大幅回落。

2. 政策展望：阻断循环下行的信用传导

9 月以来中央层面的政策调整着眼于居民和房企的合理信贷需求。9 月以来，中央层面多次对房地产行业的风险暴露做出积极表态、中央和地方也出台了各类支持政策，主要作用于房企资产端的变现，如满足合理开发贷需求和当前具备购房意向群体的按揭贷款需求等。

表 1：近期中央层面对行业的支持政策着眼于居民和房企的合理信贷需求

日期	部门	简述
2021-09-22	经济日报	对调控范围内购房人群作出区分，对于刚需群体的真实买房需求，渠道应进一步拓宽；并探索在持有环节做文章，**尽最大能力防止“误伤”刚需群体**。
2021-09-27	央行	维护房地产市场的健康发展，**维护住房消费者的合法权益**。
2021-09-29	央行、银保监会	金融机构要按照法治化、市场化原则，**配合相关部门和地方政府**共同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**。
2021-10-15	央行	• 少数城市房价上涨过快，个人住房贷款投放受到一些约束，房价上涨速度得到抑制。**房价回稳后，这些城市房贷供需关系也将回归正常**。 • 部分金融机构对于 30 家试点房企“三线四档”融资管理规则也存在一些误解，人民银行、银保监会已于 9 月底召开房地产金融工作座谈会，指导主要银行准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，**保持房地产信贷平稳有序投放**，维护房地产市场平稳健康发展。
2021-10-20	央行	央行金融市场司司长邹澜在发布会上回应恒大债务问题时表示，恒大集团总负债中，金融负债不到三分之一。债权人也比较分散，单个金融机构风险敞口不大。总体上看，其风险对金融行业的外溢性可控。
2021-10-21	银保监会	• **保障好刚需群体信贷需求**。在贷款首付比例和利率方面对首套房购房者予以支持。 • 因城施策，**指导派出机构配合地方政府做好房地产调控**，促进各地房地产市场平稳健康发展。
2021-10-26	发改委	• 将继续在外债备案登记、资金出境等方面满足企业合理合规的外债置换和偿付需求。 • **要求企业不断优化外债结构**，严格按照批准用途使用外债募集资金，自觉遵守财务纪律和市场规则，**积极主动做好境外债券本息兑付准备**，共同维护企业自身信誉和市场整体秩序。

数据来源：政府网站，中达证券研究

近期地方层面的政策更侧重于行业秩序整治，部分城市的温和调整多作用于销售回款。从地方层面来看，9 月以来各地政策主要聚焦于房地产市场秩序整治（如东莞等地严厉打击房地产中介违法违规行为、海口规范房地产销售宣传等）、人才住房政策（如杭州调整大学毕业生落户政策、宁波启动人才购房补贴申请工作等）、保障性住房建设等方面，对房企资金面的支持相对有限。10 月后，哈尔滨加快预售资金返还、义乌降低预售条件等政策调整则对房企的回款提供了一定支持。

表 2：近期地方层面的政策多侧重于行业秩序规范、保障性住房建设等

时间	类型	城市
2021-09	市场秩序整治	三亚、芜湖、苏州、江西、张家口等
	人才政策及保障性住房建设	厦门、杭州、长春、海口、沈阳等
	二套房公积金贷款利率上调	天津等
	加强购地资金、预售资金监管	深圳、重庆等
2021-10	市场秩序整治	海南、广东、湖北、山东、山西等
	人才政策及保障性住房建设	广州、佛山、宁波、福州、甘肃等
	二手房参考价	东莞、西安（第二批）等
	加强预售资金监管	青岛等
	加快预售资金返还	**哈尔滨等**
	降低预售条件	**义乌等**
2021-11	市场秩序整治	成都、惠州、柳州、浙江、辽宁、深圳等
	人才政策及保障性住房建设	广东、南宁、郑州等
	加强预售资金监管	北京、石家庄、漳州等

数据来源：政府网站，中达证券研究

行业信用好转或需进一步政策调整。近期的政策调整更侧重于促进房企资产的变现，但对房企负债端挤兑的作用实际相对有限：1）房企资产端变现压力仍然较大：一方面，按揭贷款投放提速更作用于短期内有购房需求的群体，但在房企信用尚未恢复、房地产税试点推进等因素的影响下，相当部分的潜在购房者或将延后购房需求的释放，房企项目的去化难度仍然较高；另一方面，由于行业整体资金压力较大，有能力承接房企资产出售的企业较少。2）针对房企资产端的政策并未直接减少上下游供应商、债权人等房企负债端参与方的挤兑现象。能够减少挤兑、恢复房企信用的政策或将更为有效，在目前的信用环境和房地产税的预期下，板块资产价格或仍有所承压。

风险提示：

1.行业调控及融资政策或存在一定不确定性，影响上市公司销售业绩；

2.宏观经济波动可能对行业内企业经营造成一定影响；

3.疫情控制具有不确定性。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：
（1）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了该分析师个人对标的公司及其股票的看法；
（2）该分析师所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点或我司投资银行部相联系；
（3）该分析师未直接或间接地受我司投资银行部授意或向我司投资银行部报告；
（4）标的公司不处于证监会操守准则16.5(g)定义的安静期内；
（5）该分析师未于本研究报告涉及的上市公司任高级职员；
（6）该分析师及/或其助理与本研究报告涉及的上市公司无利益关系。

评级说明

报告中涉及的评级以报告发布后12个月内市场表现为比较标准，A股市场以沪深300指数为基准，港股市场以恒生指数为基准。
1）股票评级：
买入——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
增持——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%～20%之间；
持有——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间；
卖出——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。
2）行业评级：
强于大市——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间；
弱于大市——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明

中达证券投资有限公司与本报告所涵盖的公司或有业务往来。因此，投资者应该意识到公司可能存在利益冲突，这可能会影响报告的客观性。投资者在做出投资决策时，应仅将本报告视为参考因素之一。

本研究报告所提供的任何资料仅供参考，并不考虑任何特定接受者的投资目标、财务状况或风险承受能力，也不构成任何招标或买卖任何证券或任何其他金融工具的要约。本报告并未经香港证监会审核。投资有风险，在签订任何投资合同之前，个人应在必要时做出判断或寻求专业意见。

本报告所载资料来自中达证券投资有限公司认为可靠的来源，但在本报告所载材料的准确性、完整性或可靠性方面，中达证券投资有限公司不提供任何明示或暗示的表述或保证。所有与价格相关的信息均为指导性信息，本报告中提到的投资价值和来自这些信息的收入可能会波动。本报告所载资料随时可能有所改变，中达证券投资有限公司不承诺就该等更改发出通知。

过往业绩不能代表未来表现，未来回报不可保证，并可能发生本金的损失。中达证券投资有限公司及其附属公司、高级职员、董事和雇员可能不时买卖本报告中提到的证券、认股权证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具。

在任何情况下，本报告中的信息或意见均不构成对任何人的投资建议。中达证券投资有限公司或中达证券投资有限公司的任何其他成员在任何情况下均不对依赖本报告内容发生的任何第三方的作为或不作为造成的任何直接、间接、后果或附带损失承担责任。

本报告不会发送或打算发送给任何处于此种发送、公布、提供或使用将违反任何法律、条例、规则或其他登记或执照要求的任何地方、国家或其他管辖范围内的个人或实体使用。

本报告在香港只向专业投资者（定义见《证券及期货条例》（香港法律第 571 章）及在香港颁布的任何法规）以及不违反香港证券法的情况下分发。

未经中达证券投资有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、发送或出版本报告。中达证券保留所有权利。