

推荐 (维持)

“三道红线”分析和测算：韧性不改，格局稳定，关注龙头

2020年12月28日

重点公司

重点公司	2020E	2021E	评级
金地集团	2.45	2.87	买入
万科A	3.80	4.31	买入
保利地产	2.68	3.13	买入
招商积余	0.58	0.76	审慎增持
世联行	0.05	0.07	买入
中南建设	1.87	2.41	审慎增持
新城控股	6.74	7.88	买入

来源：兴业证券经济与金融研究院

相关报告

《新房二手房周报：本周新房成交同比下降，二手成交平稳》
2020-12-21

《新房二手房周报：本周新房成交同比上升，二手成交平稳》
2020-12-14

《新房二手房周报：本周新房成交同比上升，二手成交平稳》
2020-12-06

分析师：

靳璐瑜

阎常铭

徐鸥鹭

投资要点

1, 为何“三道红线”备受关注

- **地产行业增长较为依赖有息负债。**从过往情况来看，大多数房企销售高增速依赖有息负债增长，销售增速越高，有息负债增速对应也越高。那么收紧有息负债增速，对房企销售增速当然会有约束。
- **“三道红线”与过往收紧措施有所不同。**地产行业融资从2016年底开始，持续收紧，但以往是监管各个渠道的融资规模，负债规模增速下降但集中度提升，现在是监管到每个房企的有息负债规模增速。我们测算多数房企有息负债增速有下降压力，从这个角度来说“三道红线”是更加严格的。
- **房企达标情况不佳，绿档房企占比不高。**按照2020年半年报我们测算，12家试点房企中，红档房企有4家，绿档房企有3家。在我们统计的销售排名前100的70家上市房企中，绿档房企占比11%，黄档35%，橙档30%，红档24%，对多数房企来说，存在降杠杆压力。

2, 对行业总量影响：负债、拿地、销售、投资

总体来说，三道红线并不改变行业韧性。“三道红线”通过影响单个房企的融资增速，影响行业整体融资增速，从而影响拿地、投资、销售。

- **对行业负债规模影响：增速下降，但幅度有限。**“三道红线”通过限制单个房企有息负债规模，限制行业有息负债规模。我们测算，如果扩大到全行业，中性假设下行业有息负债增速仍能保持5%左右的增速，边际向下拉动并不大。因行业有息负债增速已经在下行通道之中，2019年10%，2020Q3为5.2%。
- **对拿地的影响：溢价率大概率下行，拿地金额增速可能下降。**融资和拿地直接相关，不仅影响溢价率，也影响拿地金额。
- **对销售的影响：销售金额韧性仍能保持。**有息负债增速通过影响拿地，进而影响未来销售。但是在拿地到销售中间，还受到拿地利润率、房价涨幅、去化率水平的影响。虽然拿地力度下降，但利润率提升和房价上涨，行业销售金额仍能保持5%左右增速。
- **对开发投资的影响：韧性仍能保持。**从历史情况来看，开发投资增速和资金来源增速紧密相关。我们测算，中性假设下，资金来源能够保持4%的增速，那么开发投资韧性仍能保持。

3, “三道红线”对行业格局的影响

- **规模格局更加稳定，弯道超车难度增加。**过往房企实现弯道超车，主要还是杠杆驱动。那么，在限制房企有息负债增速情况下，房企实现弯道超车难度增加。
- **降低规模诉求，从“量”到“质”。**过去几年，房企以规模增长为主要目标，通过加大拿地、增加合作和操盘追求销售规模高速增长。但也带来一些问题，比如权益比例下降、利润率下降等。三道红线下，倒逼房企更加重视发展质量。
- **未来有持续拿地能力的房企，销售和利润率将有较好表现。**我们此前判断，三道红线下，土地市场热度将降低，溢价率下降。那么，有持续拿地能力的房企，未来销售和利润率都将有较好表现。

4, 三道红线下，各个融资渠道也在持续收紧。包括开发贷、信托、和地产债等。

投资建议：地产供给侧改革将改善行业利润率，主要房企投资价值未来会显现。持续推荐金地集团、万科A、保利地产、招商积余、世联行、中南建设、新城控股等。

风险提示：大幅度收紧消费贷、按揭等居民杠杆，行业融资收紧大幅超预期

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



5000+篇高质量行业报告免费下载，无需注册，也无广告
并购家 www.ipoipo.cn

目 录

第一部分、“三道红线”备受关注	- 4 -
1、地产行业增长较为依赖有息负债	- 4 -
2、“三道红线”与以往融资收紧有所不同	- 5 -
3、房企达标情况不佳	- 7 -
第二部分、对行业总量影响：负债、拿地、销售、投资	- 8 -
1、对行业负债规模影响：增速下降，但幅度有限	- 9 -
2、对拿地的影响：溢价率大概率下行	- 10 -
2.1、拿地溢价率大概率下行	- 10 -
2.2、拿地金额也会受到影响	- 11 -
3、对销售的影响：销售金额韧性仍能保持	- 12 -
4、对开发投资的影响：韧性仍能保持	- 13 -
第三部分、对行业格局的影响	- 16 -
1、规模格局更加稳定，弯道超车难度进一步增加	- 16 -
2、降低规模诉求，从“量”到“质”	- 17 -
3、未来有持续拿地能力的房企，销售和利润率将有较好表现	- 17 -
第四部分、三道红线下，各个渠道配套监管	- 19 -
图表 1、房企增长较为依赖有息负债	- 4 -
图表 2、2016 年底以来地产融资持续收紧	- 5 -
图表 3、各渠道融资规模同比增速	- 6 -
图表 4、各梯队房企有息负债同比增速明显下降	- 6 -
图表 5、头部房企有息负债增速高于行业	- 6 -
图表 6、三道红线下，多数房企有息负债增速有下降压力	- 7 -
图表 7、TOP10 房企降负债压力相对较小	- 7 -
图表 8、12 家试点房企踩线情况	- 8 -
图表 9、部分样本房企踩线情况	- 8 -
图表 10、行业有息负债规模增速测算	- 9 -
图表 11、过往有息负债余额增速水平	- 10 -
图表 12、2017 年以来土地溢价率持续下降	- 10 -
图表 13、各线城市溢价率都大幅度下行	- 10 -
图表 14、溢价率水平和融资紧密相关，也受到流动性影响	- 11 -
图表 15、头部房企拿地销售比多在 40% 以内	- 11 -
图表 16、全行业拿地力度超过 40%	- 12 -
图表 17、当前拿地均价/销售均价	- 13 -
图表 18、销售增速测算	- 13 -
图表 19、开发投资与资金来源增速紧密相关	- 14 -
图表 20、资金来源由有息负债和销售回款两部分构成	- 14 -
图表 21、有息负债余额周转次数有所下降	- 15 -
图表 22、销售回款率有所提升	- 15 -
图表 23、资金来源增速测算	- 16 -
图表 24、过往销售高增长公司负债也快速增加	- 16 -
图表 25、2018、2019 年仅有部分房企排名提升	- 16 -
图表 26、TOP30 权益口径销售金额集中度提升并不明显	- 17 -
图表 27、主要房企毛利率有所下滑	- 17 -
图表 28、TOP50 上市房企踩线情况	- 18 -
图表 29、银行新增涉房贷款占比	- 19 -

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 2 -

图表 30、资金信托投向房地产余额持续减少（万亿）	- 19 -
图表 31、新增信托投向房地产规模减少（亿元）	- 19 -
图表 32、地产信托持续收紧	- 20 -
图表 33、借新还旧限制下，地产债规模基本保持稳定（亿元）	- 20 -

报告正文

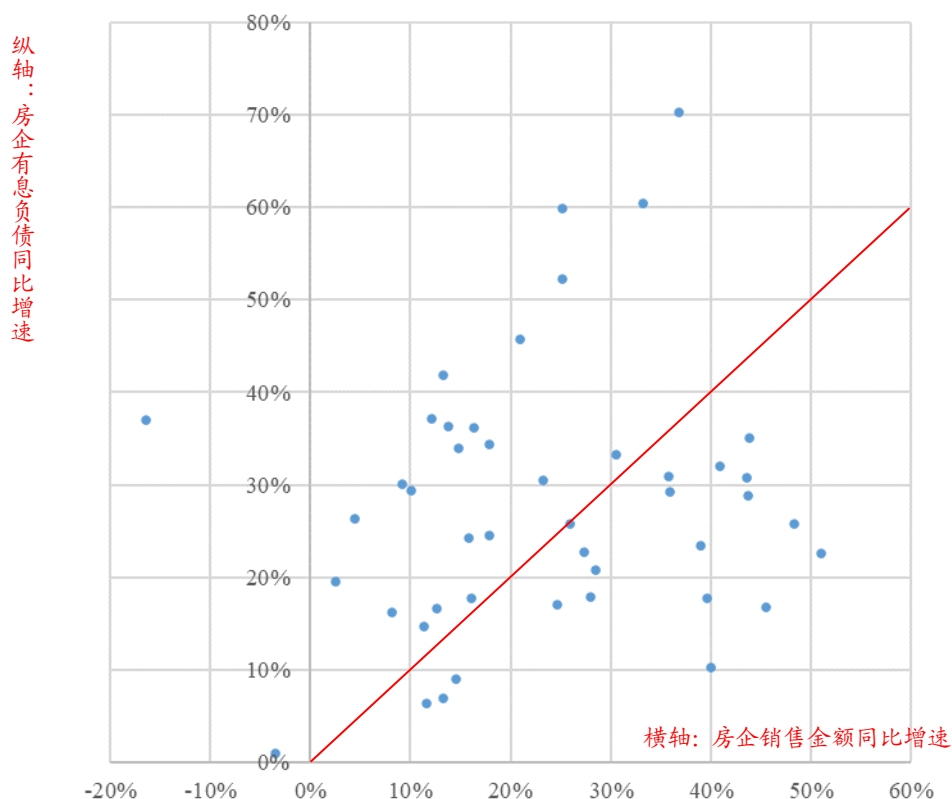
第一部分、“三道红线”备受关注

21 世纪经济报道“三道红线”以来，引起高度关注。我们认为主要有三点原因：1，地产行业增长较为依赖有息负债；2，“三道红线”与以往融资收紧不同，以往限制各渠道融资规模而融资集中度提升，现在直接限制单个房企融资增速；3，过往追求规模增长下，房企“三道红线”达标情况并不理想，多数房企有降负债压力。

1、地产行业增长较为依赖有息负债

地产行业增长较为依赖有息负债。从过往情况来看，大多数房企销售高增速依赖有息负债增长，销售增速越高，有息负债增速对应也越高。当然也有一些例外，可能是由于在手土地储备充足、销售权益比例下降、表外负债等等。但整体来看，房企销售增长较为依赖有息负债，那么收紧有息负债增速，对房企销售增速也会有约束。

图表 1、房企增长较为依赖有息负债



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

2、“三道红线”与以往融资收紧有所不同

地产行业融资从 2016 年底开始，持续收紧。“三道红线”与过往收紧措施有所不同，备受关注。以往是监管各个渠道的融资规模，负债规模增速下降但集中度提升，现在是监管到每个房企的有息负债规模增速，从这个角度来说，“三道红线”是更加严格的。

1，2016 年底以来，地产融资持续收紧。具体来看，2016 年底以来，地产债、非标、信托、银行贷款等融资渠道持续收紧，带来地产行业负债规模增速持续下滑。2017 年-2020Q3，有息负债增速分别为 24%、23%、10%、5%，增速明显下降。

从具体渠道来看，2017 年地产债确立借新还旧，余额增速明显下降；2018 年资管新规，收紧通道融资；2019 年限制地产信托余额增长，房地产信托余额增速明显下降，2019 年为 1%，2020 年前三季度为-15%。

图表 2、2016 年底以来地产融资持续收紧

时间	渠道	监管机构	文件	主要内容
2016 年 10 月 31 日	公司债	上交所、深交所	《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》	根据 5 个指标，将房企划分为正常类、关注类和风险类。指标包括：1，最近一年末总资产小于 200 亿；2，最近一年度营业收入小于 30 亿；3，最近一年度扣除非经常性损益后净利润为负；4，最近一年末扣除预收款后资产负债率超过 65%；5，房地产业务非一二线城市占比超过 50%。
2018 年 4 月 27 日	非标	央行、银保监会、证监会、外汇管理局	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》	重点针对资产管理业务的多层嵌套、杠杆不清、套利严重、投机频繁等问题，设定统一的标准规制，同时对金融创新坚持趋利避害、一分为二，留出发展空间。
2019 年 5 月 28 日	信托	银保监会	《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》（即“23 号文”）	强调不得向“四证”不全、开发商或其控股股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资。
2019 年 7 月	信托	银保监会	第一财经	窗口指导，各家信托监管要求不尽相同。比如：房地产信托规模不能超过 2019 年 6 月 30 日的规模，等。
2020 年 8 月	全部	央行、银保监会、证监会、住建部	21 世纪经济报道	对于房企债务的管理，将以“三道红线”为标准。具体为红线 1：剔除预收款后的资产负债率大于 70%；红线 2：净负债率大于 100%；红线 3：现金短债比小于 1 倍。根据触线情况不同，分为“红、橙、黄、绿”四档，对应有息负债规模年增速分别为 0%、5%、10%、15%。

数据来源：公开信息、媒体报道、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 3、各渠道融资规模同比增速

年份	开发贷余额	境内债余额	海外债余额	信托余额	合计
2010 年	-	-	-	-	-
2011 年	11%	15%	-	59%	17%
2012 年	11%	21%	63%	0%	9%
2013 年	19%	20%	78%	50%	24%
2014 年	22%	73%	193%	27%	25%
2015 年	17%	222%	27%	-2%	20%
2016 年	8%	107%	48%	11%	18%
2017 年	17%	11%	155%	60%	24%
2018 年	23%	11%	109%	18%	23%
2019 年	10%	1%	63%	1%	10%
2020Q3	8%	4%	25%	-15%	5%

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：信托余额数据，为资金信托投向地产余额

图表 4、各梯队房企有息负债同比增速明显下降

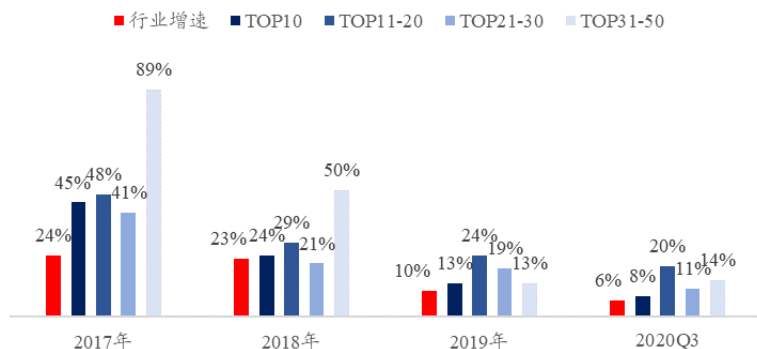
销售排名	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020H	趋势
TOP5	18%	34%	73%	63%	22%	16%	9%	
TOP6-10	17%	19%	33%	27%	26%	10%	7%	
TOP11-20	36%	29%	27%	48%	29%	24%	20%	
TOP21-30	52%	15%	34%	41%	21%	19%	11%	
TOP31-50	33%	23%	79%	89%	50%	13%	14%	
其他	54%	84%	30%	28%	32%	33%	32%	
全部	40%	41%	46%	51%	33%	21%	19%	

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：选取范围为，克而瑞 2019 年全口径销售金额 TOP100 中的 A 股和 H 股上市房企；各梯队计算采用算术平均法。

2、过往收紧下，融资集中度提升。过往在收紧渠道融资规模的同时，资金向头部房企集中。银行、信托等金融机构融资白名单限制，也加速了融资集中度的提升。具体来看，2019 年行业有息负债平均增速为 10%，而 TOP10 为 13%，TOP11-20 为 24%，TOP21-30 为 19%，TOP31-50 为 13%，其他为 33%，样本房企平均为 21%。

图表 5、头部房企有息负债增速高于行业



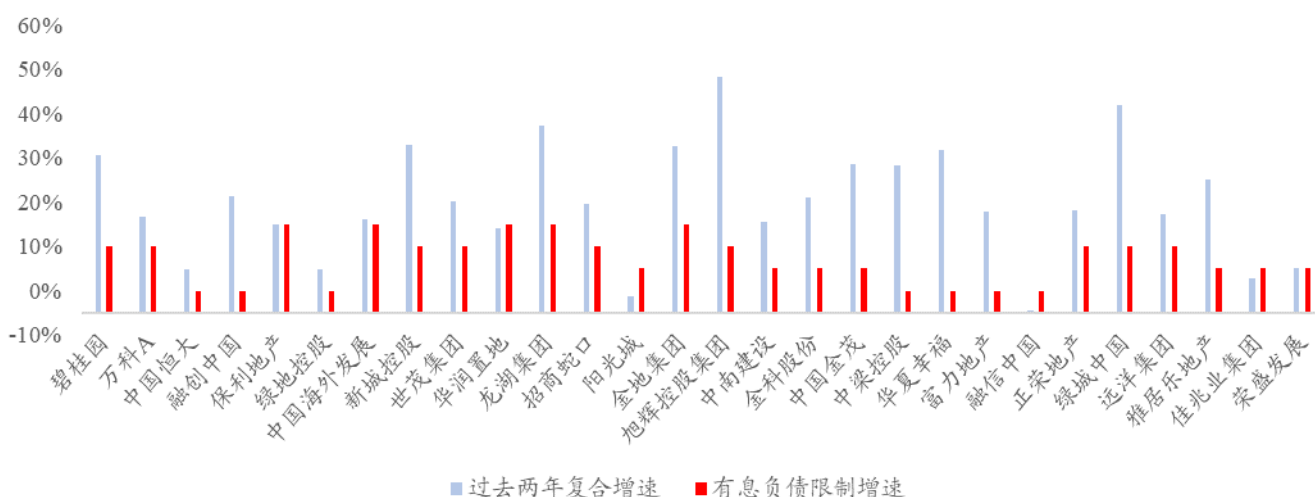
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：选取范围为，克而瑞 2019 年全口径销售金额 TOP100 中的 A 股和 H 股上市房企；各梯队计算采用算术平均法。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

3, “三道红线”监管到具体房企有息负债增速, 头部房企也有降负债压力。我们梳理了 TOP30 房企过去两年有息负债复合增速, 以及三道红线之下能够达到的有息负债增速, 发现对于大多数房企有息负债增速有下降压力。从各梯队来看, TOP10 房企压力相对较小, TOP11-30 房企和 50 强之外房企, 降负债压力相对较大。

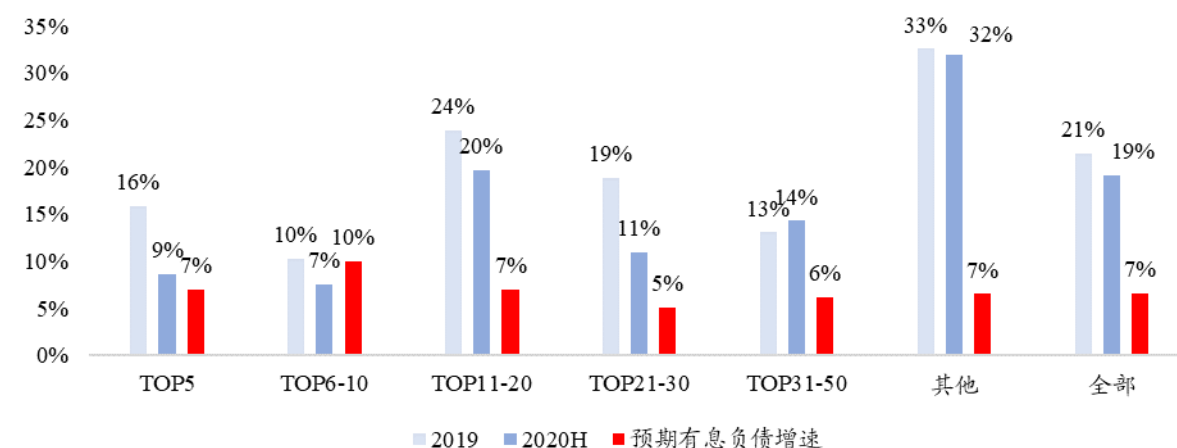
图表 6、三道红线下, 多数房企有息负债增速有下降压力



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 选取范围为, 克而瑞 2019 年全口径销售金额 TOP100 中的 A 股和 H 股上市房企; 各梯队计算采用算术平均法。

图表 7、TOP10 房企降负债压力相对较小



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 选取范围为, 克而瑞 2019 年全口径销售金额 TOP100 中的 A 股和 H 股上市房企; 各梯队计算采用算术平均法。

3、房企达标情况不佳

房企达标情况不佳, 多数房企有降杠杆压力。按照 2020 年半年报我们测算, 12 家试点房企中, 红档房企有 4 家, 绿档房企有 3 家。在我们统计的销售排名前 100

的 70 家上市房企中，绿档房企占比 11%，黄档 35%，橙档 30%，红档 24%，对多数房企来说，存在降杠杆压力。

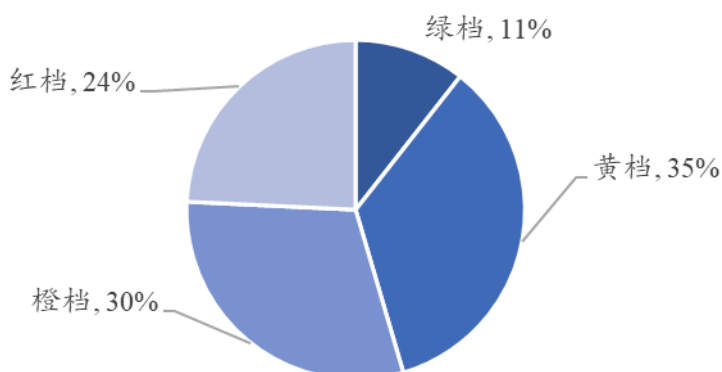
图表 8、12 家试点房企踩线情况

公司名称	1, 剔除预收账款资产负债率	2, 净负债率	3, 现金短债比	踩线情况
保利地产	67%	72%	2.0	0
中国海外发展	54%	28%	5.2	0
华润置地	60%	47%	1.4	0
碧桂园	82%	65%	1.8	1
万科A	76%	28%	2.0	1
新城控股	77%	22%	2.2	1
华侨城A	72%	111%	1.1	2
阳光城	78%	110%	1.4	2
中国恒大	85%	220%	0.4	3
融创中国	82%	176%	0.6	3
绿地控股	83%	180%	0.7	3
中梁控股	81%	131%	0.9	3

数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

注：2020 半年度数据，指标 2：有息负债采用“短期借款+一年内到期非流动负债+长期借款+应付债券”；指标 3，未扣除受限资金

图表 9、部分样本房企踩线情况



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

注：2020 半年度数据，指标 2：有息负债采用“短期借款+一年内到期非流动负债+长期借款+应付债券”；指标 3，未扣除受限资金

第二部分、对行业总量影响：负债、拿地、销售、投资

“三道红线”通过影响单个房企的融资情况，影响行业整体融资情况，从而影响拿地、投资、销售等等。

1、对行业负债规模影响：增速下降，但幅度有限

“三道红线”通过限制单个房企有息负债规模增速，限制行业有息负债规模增速。我们测算，如果“三道红线”扩大到全行业，行业有息负债增速仍能保持 5% 左右的增速，边际向下拉动并不大。因为行业有息负债增速已经在下行通道之中，2019 年 10%，2020Q3 为 5.2%。

我们测算行业有息负债增速，分为两部分：（1）样本房企：踩线情况可得的 TOP100 房企中 A 股和港股上市房企；（2）非样本房企：踩线情况未知的其他房企。

对于样本房企，根据 2020 年半年报踩线情况，测算每家房企有息负债增速上限，得到这部分房企的有息负债增速。我们测算，样本房企市占率大概 40% 左右，根据踩线情况，有息负债增速为 6.1%（加权平均）。而对于非样本房企，踩线情况未知，进行动态测算，中性假设下有息负债增速为 4.5%。那么，中性假设下，全行业有息负债增速为 5.1%。

图表 10、行业有息负债规模增速测算

单位：万亿元		2019 年 有息负债规模	2020 年 有息负债规模	2020 年 有息负债增速
样本房企	-	6.9	7.3	6.1%
非样本房 企	假设 1	10.4	10.4	0.0%
	假设 2		10.6	2.0%
	假设 3		10.9	4.5%
	假设 4		11.2	7.5%
	假设 5		11.5	10.3%
合计	假设 1	17.2	17.7	2.4%
	假设 2		17.9	3.6%
	假设 3		18.1	5.1%
	假设 4		18.4	6.9%
	假设 5		18.7	8.6%

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：动态假设如下

假设 1，红档 100%、橙档 0%、黄档 0%、绿档 0%；

假设 2，红档 70%、橙档 20%、黄档 10%、绿档 0%；

假设 3，红档 50%、橙档 20%、黄档 20%、绿档 10%；

假设 4，红档 20%、橙档 30%、黄档 30%、绿档 20%；

假设 5，红档 15%、橙档 15%、黄档 20%、绿档 50%；

5.1%的有息负债增速有下降，但是边际向下拉动并不明显。行业有息负债增速已经处在下降通道之中，2019 年 10%，此前 20% 以上，2020Q3 已经下降到 5.2% 的水平。那么在三道红线下，行业有息负债增速如果保持在 5.1% 的水平，那么实际上，三道红线本身边际向下拉动并不大。

图表 11、过往有息负债余额增速水平

年份	2016	2017	2018	2019	2020Q3
增速	18%	24%	23%	10%	5%

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2、对拿地的影响：溢价率大概率下行

融资和拿地直接相关，既影响溢价率，又影响拿地金额。“三道红线”对房企拿地有一定影响，一方面，融资收紧，可用于拿地的资金减少；另一方面，对于房企来说，降杠杆的最有效方式就是减少拿地。房企拿地热度降低，也带来土地溢价率大概率下行。

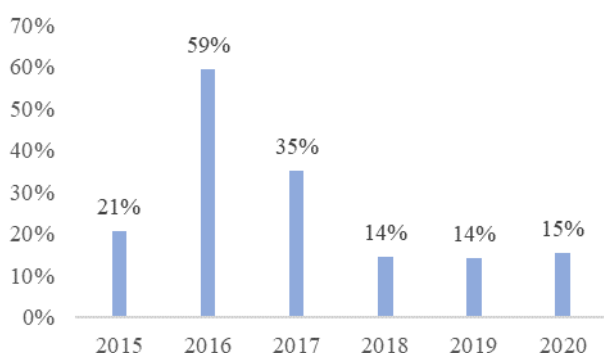
2.1、拿地溢价率大概率下行

溢价率和融资紧密相关，在 2017 年地产债收紧，尤其是 2018 年资管新规以来，土地市场溢价率明显下降。2017 年以来溢价率分别为 35%、14%、14%、15%，较 2016 年 59% 的溢价率大幅下降，尤其是 2018 年资管新规以来，土地溢价率保持在 15% 左右的较低水平。各线城市来看，土地溢价率都有明显下行，其中一线城市溢价率较 2016 年下降 54 个百分点，二线城市下降 49 个百分点，三线城市下降 25 个百分点。

此外，土地溢价率也受到流动性阶段性宽松的影响。在整体融资收紧情况下，2019 年上半年和 2020 年上半年土地市场溢价率也达到 25% 甚至更高。

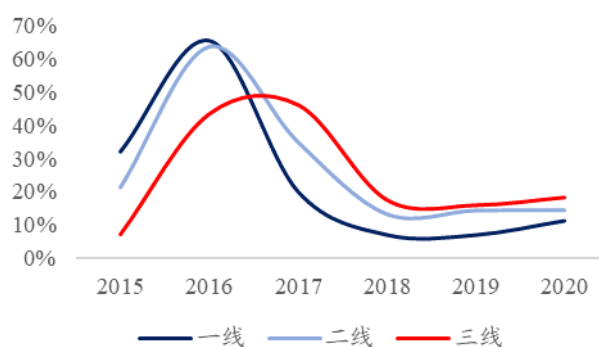
未来我们判断，流动性阶段性宽松仍然可能带来溢价率上行，但是土地溢价率中枢大概率下降。

图表 12、2017 年以来土地溢价率持续下降



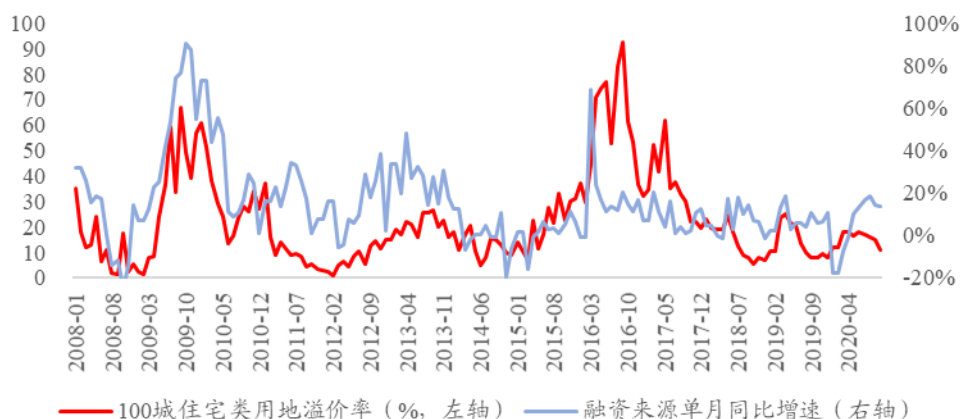
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理
注：100 城住宅类用地溢价率

图表 13、各线城市溢价率都大幅度下行



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 14、溢价率水平和融资紧密相关，也受到流动性影响



数据来源: wind、兴业证券经济与金融研究院整理

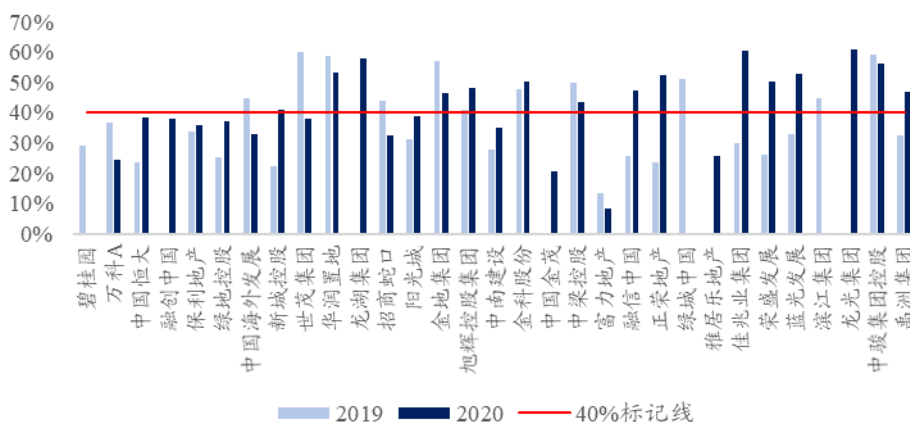
2.2、拿地金额也会受到影响

有息负债增速下降，房企可用于拿地的资金减少。并且，在监管要求房企降到绿色档的情况下，对于房企来说，最有效的方法就是减少拿地。因此，拿地金额会受到一定程度影响。此外，21世纪经济报道“三道红线”中，也提及“近一年拿地销售比超过40%的房地产企业，需要提供近半年购地资金来源情况说明和后续购地缴款资金安排，进一步削减其信用债发行规模等等。”

公司层面来看，TOP10 房企拿地销售比大多数低于40%，成长性房企过往拿地力度较高，有一定减少拿地压力。

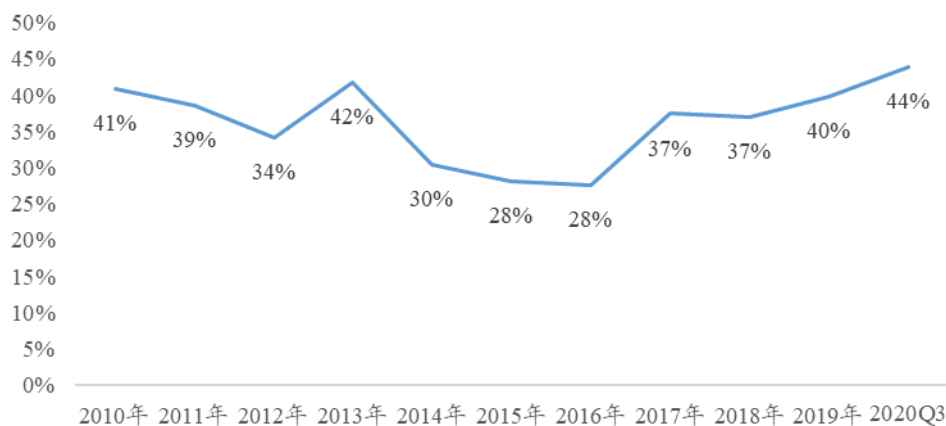
全行业来看，最近三年全行业拿地力度有所提升，近几年在40%以上水平，行业层面拿地也有一定收缩压力。

图表 15、头部房企拿地销售比多在40%以内



数据来源: wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 16、全行业拿地力度超过 40%



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

3、对销售的影响：销售金额韧性仍能保持

融资收紧下，会带来房企拿地金额减少，这主要影响未来销售，对短期影响不大。因为房企都有土地储备保障。此外，融资收紧下，房企将更重视销售回款，改善现金流和债务情况，因此短期会加速开工，加速去化。因此，短期来看，融资收紧对销售的负面影响不大。

对于未来销售，我们测算，销售金额韧性仍能保持。有息负债增速通过影响拿地，进而影响未来销售。但是在拿地到销售中间，还受到拿地利润率、房价涨幅、去化率水平的影响。

我们假设：当前拿地贡献的销售金额=拿地面积*未来销售均价*销售去化率

即：(拿地金额/拿地均价)*[当前销售均价*(1+房价涨幅)]*销售去化率

那么能够带来的销售增速为：

$(\text{拿地金额}/\text{销售金额}) * (\text{当前销售均价}/\text{拿地均价}) * (1 + \text{房价涨幅}) * \text{去化率} - 1$

核心指标为：1，拿地力度；2，拿地利润率；3，房价涨幅；4，去化率。

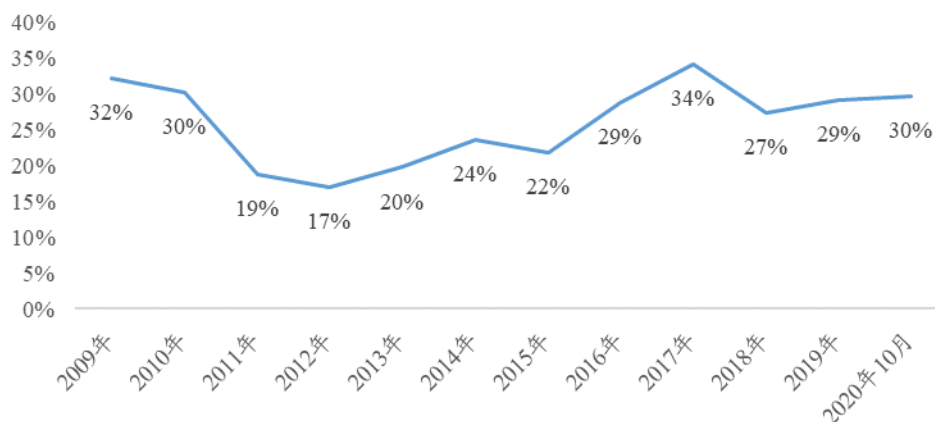
- 拿地金额/销售金额（拿地力度）：最近 3 年保持在 40%出头水平，未来融资收紧下会有所下降。我们假设降到 35%水平。
- 拿地均价/当年销售均价（拿地利润率相关）：近三年，拿地均价/当年销售均价比重大概在 30%，未来我们判断土地市场竞争下降，溢价率降低，拿地利润率或提升。
- 房价涨幅：拿地到销售的房价涨幅。对于供给端杠杆压制将进一步增加需求端杠杆，因银行给地产加杠杆整体大趋势难改。此趋势下，未来面积降低，单价提升。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 12 -

➤ 销售去化率：假设平均新开盘当年去化率大概在 85% 左右。

图表 17、当前拿地均价/销售均价



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

我们测算，销售金额韧性仍能保持。我们假设拿地力度（拿地金额/销售金额）为 35%，新开盘当年去化率 85%。对不同拿地利润率和房价涨幅下，能够达到的销售增速做弹性测算，中性假设下，行业销售金额仍能保持 5% 左右增速。

图表 18、销售增速测算

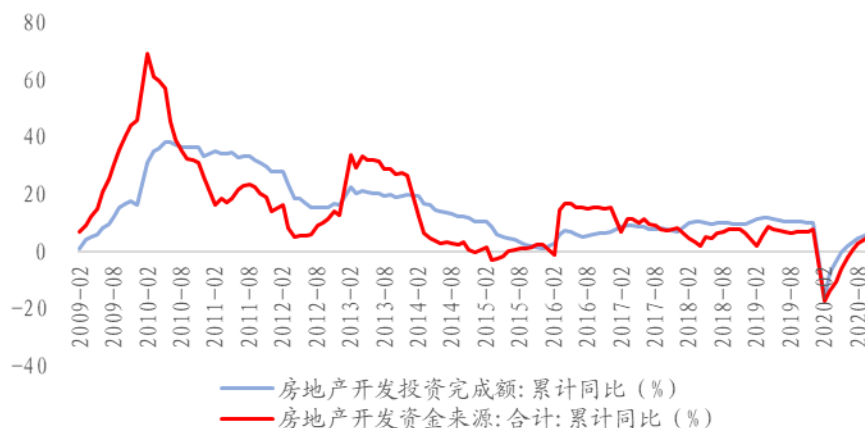
拿地均价/当前销售均价 房价涨幅	26%	27%	28%	29%	30%	31%	32%
-2%	12%	8%	4%	1%	-3%	-6%	-9%
-1%	13%	9%	5%	2%	-2%	-5%	-8%
0%	14%	10%	6%	3%	-1%	-4%	-7%
1%	16%	11%	7%	4%	0%	-3%	-6%
2%	17%	12%	8%	5%	1%	-2%	-5%
3%	18%	13%	9%	6%	2%	-1%	-4%
4%	19%	15%	11%	7%	3%	0%	-3%

数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

4、对开发投资的影响：韧性仍能保持

从历史情况来看，开发投资增速和资金来源增速也是紧密相关。那么，去分析三道红线对开发投资的影响，主要就是构建有息负债增速和资金来源之间的关系。

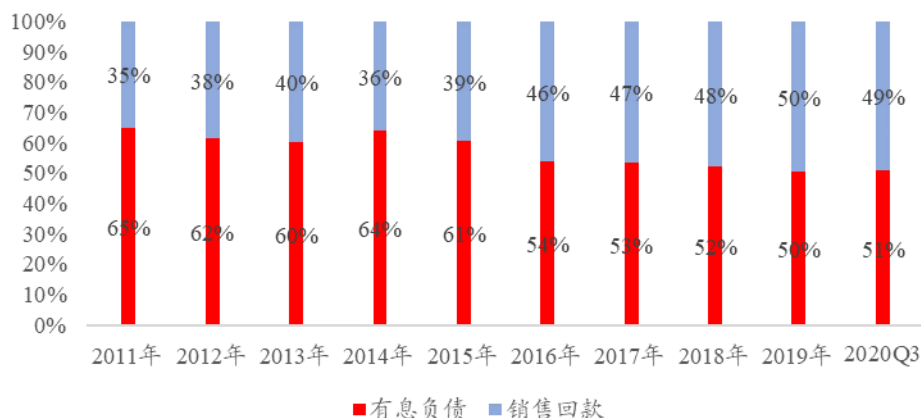
图表 19、开发投资与资金来源增速紧密相关



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

资金来源分为有息负债和销售回款两部分，最近三年，这两部分基本各占 50%。其中，有息负债主要受到有息负债余额增速和余额周转次数的影响；销售回款主要受到销售金额和销售回款率影响。

图表 20、资金来源由有息负债和销售回款两部分构成



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

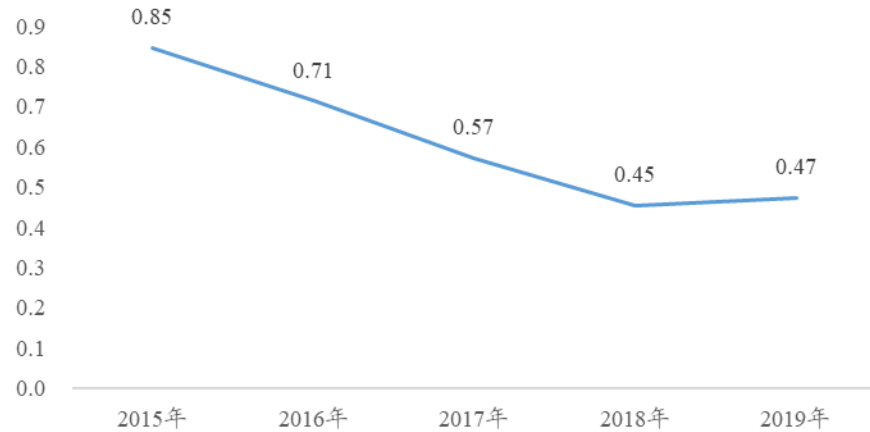
(1) 有息负债部分:

有息负债发放额=上年末有息负债余额*周转次数+当年净新增额

有息负债发放额=上年末有息负债余额*周转次数+上年末有息负债余额*有息负债余额增速

核心指标为周转次数和有息负债余额增速。对于周转率，由于融资收紧，周转率有所下降，但目前稳中有升，2019 年为 0.47；有息负债余额增速我们此前测算中性假设下为 5.1%。

图表 21、有息负债余额周转次数有所下降

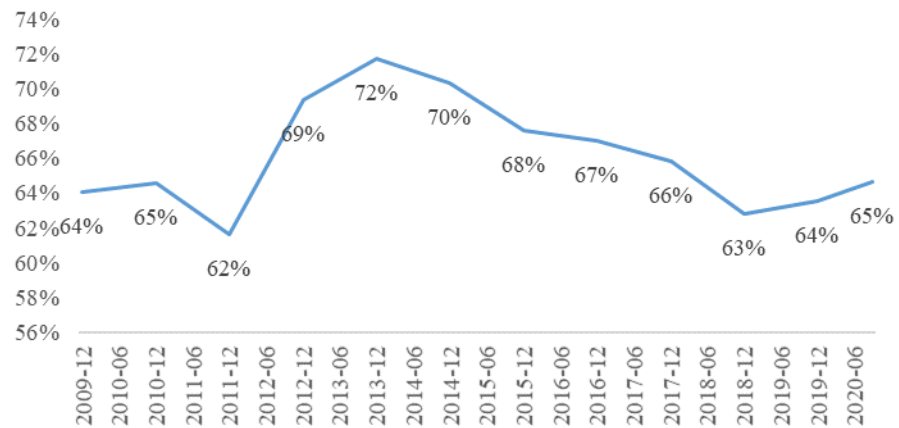


数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

(2) 销售回款部分:

主要和销售金额和回款率有关。销售金额我们此前测算仍能保持 5% 左右韧性；销售回款率我们计算，最近几年持续提升，2019 年为 64%，今年前三季度为 65%。

图表 22、销售回款率有所提升



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

最终我们测算，中性假设下，资金来源能够保持 4% 的增速。而近几年，我们发现开发投资增速高于资金来源增速，可能是由于其他应付款的边际贡献提升。那么，在 4% 的资金来源增速下，我们认为开发投资韧性仍能保持。

图表 23、资金来源增速测算

单位: 亿元	有息负债部分			销售回款部分			合计	增速
	周转次数	资金来源	同比增速	销售金额	销售回款占比	销售回款		
假设 1	0.50	95005	5.6%	10%	65%	99700	194705	9%
假设 2	0.48	91557	1.8%	7%	65%	96980	188537	6%
假设 3	0.47	89833	-0.2%	5%	65%	95168	185000	4%
假设 4	0.45	86384	-4.0%	3%	65%	93355	179739	1%
假设 5	0.43	82936	-7.8%	0%	65%	90636	173572	-3%

数据来源: wind、兴业证券经济与金融研究院整理

第三部分、对行业格局的影响

1、规模格局更加稳定，弯道超车难度进一步增加

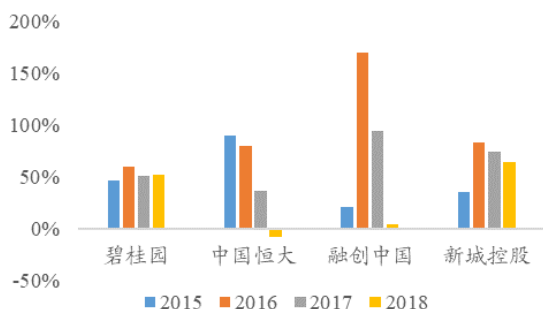
过往房企实现弯道超车，主要还是杠杆驱动。那么，在限制房企有息负债增速的情况下，房企实现弯道超车难度增加。

2015-2016 年，房企各个融资畅通，敢干、快干的地产公司充分受益，迅速实现了弯道超车。此阶段，行业融资环境宽松，房企融资能力和融资成本差别不大。受益于此后各线城市资产价格的轮番上涨，敢干、快干的地产公司充分受益，迅速实现了弯道超车，比如碧桂园、恒大、融创、新城等。这些房企弯道超车也是依赖有息负债增长，有息负债增速高达 50%，甚至 100%以上。

而 2017 年以来，融资持续收紧，弯道超车难度增加。但是由于此阶段融资集中度提升，仍然有部分房企可以通过加杠杆实现规模快速增长。

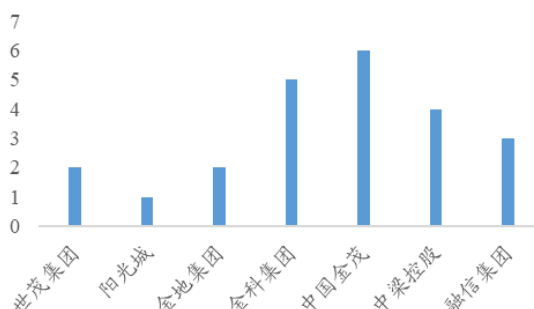
三道红线，直接限制房企有息负债增速，弯道超车“难上加难”。三道红线不仅限制房企有息负债增速，也约束了拿地销售比，此外还监管到房企表外负债情况，未来弯道超车难度进一步增加，行业规模格局趋于稳定。

图表 24、过往销售高增长公司负债也快速增加



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理
注: 为有息负债增速

图表 25、2018、2019 年仅有部分房企排名提升



数据来源: 克而瑞, 兴业证券经济与金融研究院整理
注: 销售排名提升位次

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

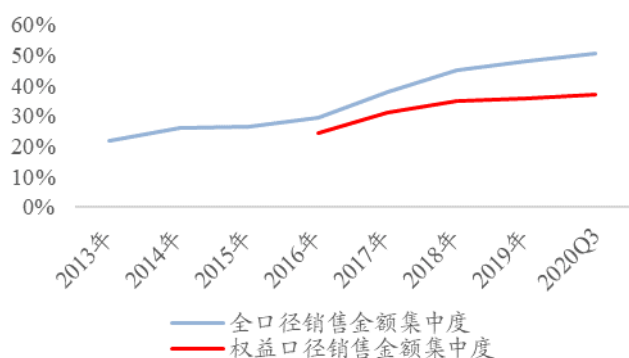
2、降低规模诉求，从“量”到“质”

三道红线下，进一步推动房企目标从“量”到“质”。过去几年，房企以规模增长为主要目标，通过加大拿地、增加合作和操盘追求销售规模高增长，提升销售排名，而三道红线将倒逼房企更加注重发展质量。

过往房企单纯追求规模增长也带来一系列问题。1，全口径销售金额提升，但权益比例下降，实际对业绩的贡献并不高。我们看到 2017 以来，TOP30 全口径销售金额集中度提升 21 个百分点，权益口径仅提升 13 个百分点。尤其是近三年，权益金额集中度基本不变。2，杠杆率高，房企三道红线达标情况并不理想。3，行业利润率下降，在追求规模增长的同时，一定程度忽略对拿地利润率的要求。

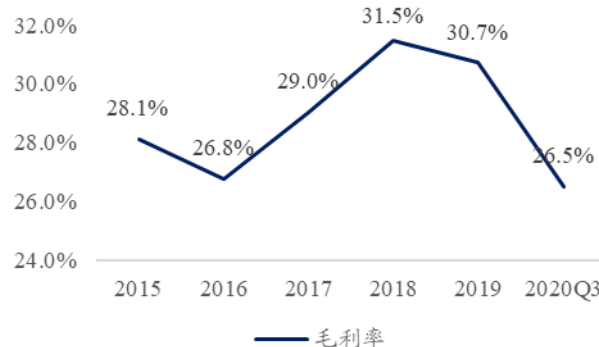
三道红线下，控制有息负债规模，限制拿地销售比，这也倒逼房企更加重视发展质量。比如，提升权益比例，更加严格管控拿地利润率，控制负债水平，提升周转速度等等。

图表 26、TOP30 权益口径销售金额集中度提升并不明显



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 27、主要房企毛利率有所下滑



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3、未来有持续拿地能力的房企，销售和利润率将有较好表现

我们此前判断，三道红线下，土地市场热度将降低，溢价率下降。有持续拿地能力的房企，未来销售和利润率都将有较好表现。

房企未来拿地能力主要受到有息负债规模增长的限制。未来有息负债增速较高的房企，具备持续拿地能力。

图表 28、TOP50 上市房企踩线情况

公司名称	1, 剔除预收账款资产负债率	2, 净负债率	3, 现金短债比	踩线情况	排名(按 2019 年)
保利地产	67%	72%	1.96	0	5
中国海外发展	54%	28%	5.25	0	7
华润置地	60%	47%	1.42	0	10
龙湖集团	67%	51%	4.55	0	11
金地集团	70%	67%	1.18	0	14
碧桂园	82%	65%	1.78	1	1
万科 A	76%	28%	1.95	1	2
新城控股	77%	22%	2.22	1	8
世茂集团	71%	60%	1.57	1	9
招商蛇口	59%	37%	0.97	1	12
旭辉控股集团	74%	63%	2.35	1	15
正荣地产	77%	90%	1.76	1	23
绿城中国	74%	75%	1.63	1	24
远洋集团	71%	68%	1.90	1	25
滨江集团	72%	84%	2.62	1	31
中国铁建	74%	40%	1.36	1	32
龙光集团	75%	49%	2.09	1	35
新力控股集团	76%	94%	1.05	1	36
金辉集团	39%	42%	0.47	1	40
合景泰富	79%	72%	1.45	1	41
禹洲集团	80%	94%	1.57	1	48
阳光城	78%	110%	1.39	2	13
中南建设	83%	147%	1.19	2	16
金科股份	74%	125%	1.01	2	17
中国金茂	76%	89%	0.51	2	18
雅居乐地产	73%	85%	0.95	2	26
佳兆业集团	75%	144%	1.02	2	29
荣盛发展	75%	86%	0.97	2	30
美的置业	79%	104%	1.73	2	34
首开股份	75%	174%	1.00	2	37
首创置业	75%	157%	1.23	2	43
中骏集团控股	76%	88%	0.92	2	44
华侨城 A	72%	111%	1.07	2	45
佳源国际控股	72%	87%	0.99	2	47
建发国际集团	79%	252%	4.60	2	49
中国恒大	85%	220%	0.36	3	3
融创中国	82%	176%	0.61	3	4
绿地控股	83%	180%	0.72	3	6
中梁控股	81%	131%	0.85	3	19
华夏幸福	77%	192%	0.47	3	20
富力地产	78%	206%	0.22	3	21
融信中国	74%	129%	0.85	3	22
中国奥园	86%	157%	0.78	3	27
蓝光发展	72%	106%	0.79	3	33
华发股份	77%	151%	0.98	3	39
泰禾集团	82%	278%	0.06	3	42

数据来源: wind、兴业证券经济与金融研究院整理

注: 2020 半年度数据, 指标 2: 有息负债采用“短期借款+一年内到期非流动负债+长期借款+应付债券”; 指标 3, 未扣除受限资金

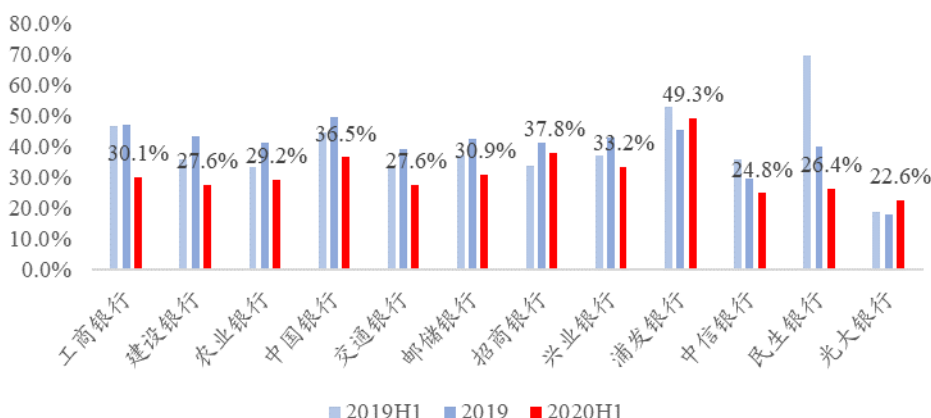
第四部分、三道红线下，各个渠道配套监管

三道红线下，各个融资渠道融资也在持续收紧，配合监管。包括开发贷、信托、和地产债。

（1）开发贷

要求银行新增涉房贷款不超过 30%。今年上半年大型银行多数控制在 30% 范围内，较 2019 年 40% 以上的占比大幅下降。

图表 29、银行新增涉房贷款占比

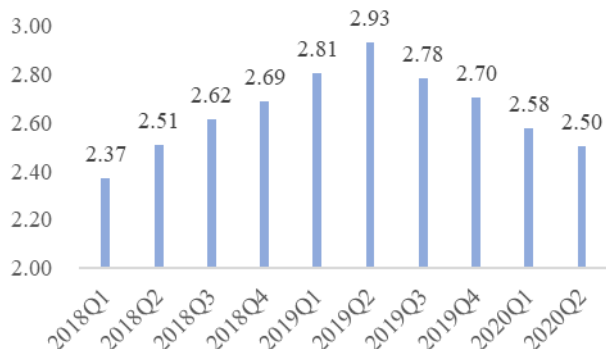


数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院金融组、兴业证券经济与金融研究院整理

（2）信托

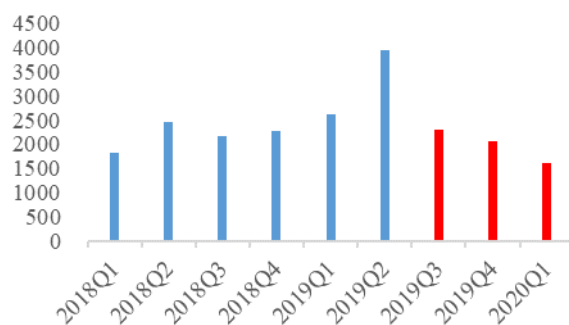
2019 年 7 月开始，要求信托存量规模不能超过 2019 年半年度规模。截至 2020 年上半年，资金信托投向房地产余额 2.5 万亿，较 2019 年 6 月末下降 0.43 万亿。除此之外，要求集合信托中非标占比不得超过 50%，以及融资类信托规模压降 20%。

图表 30、资金信托投向房地产余额持续减少（万亿）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 31、新增信托投向房地产规模减少（亿元）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 32、地产信托持续收紧

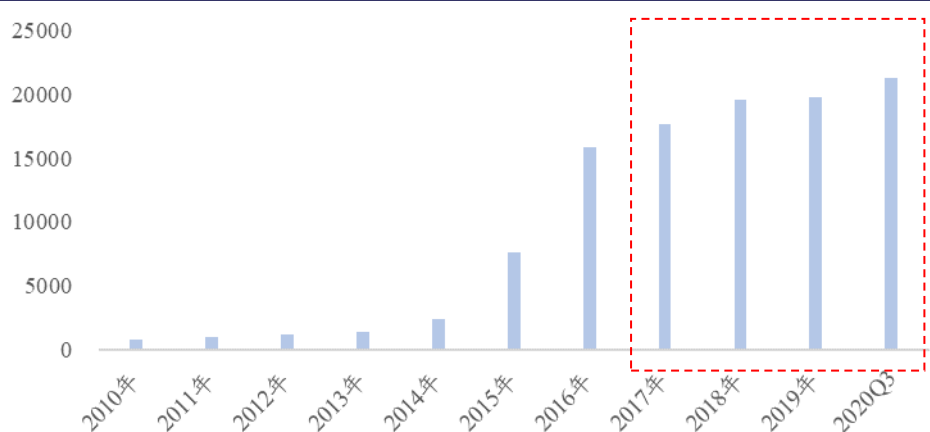
时间	文件	内容
2019 年 7 月	窗口指导	地产信托存量规模不能超过 2019 年半年度规模。
2020 年 5 月	《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》	全部集合资金信托投资于非标债权资产的合计金额在任何时点均不得超过全部集合资金信托合计实收信托的 50%。
		信托公司管理的全部集合资金信托计划投资于同一融资人及其关联方的非标准化债权类资产的合计金额不得超过信托公司净资产的百分之三十。
2020 年 6 月	窗口指导	融资类信托规模压降 20%。

数据来源：银保监会、第一财经、证券时报、兴业证券经济与金融研究院整理

（3）债券融资

目前在借新还旧的基础上进一步收紧。银行间融资工具，借新还旧金额 7-9 折；公司债借新还旧 85 折。而因为今年上半年债市较热，大部分房企该拿的批文都已拿到，因此对今年影响不大。

图表 33、借新还旧限制下，地产债规模基本保持稳定（亿元）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院金融组、兴业证券经济与金融研究院整理

投资建议：地产供给侧改革将改善行业利润率，主要房企投资价值未来会显现。持续推荐金地集团、万科 A、保利地产、招商积余、世联行、中南建设、新城控股等。

风险提示：大幅度收紧消费贷、按揭等居民杠杆，行业融资收紧大幅超预期

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究



让企业科技闪耀人性光芒

THANKS

www.yuanquan.com

上海原圈网络科技有限公司

总部地址：上海市闵行区申滨路88号·虹桥丽宝广场5号楼3层

联系电话：021-68388750