

中国内地银行资产质量和金融稳定研讨会

内地房地产企业负债的风险分析



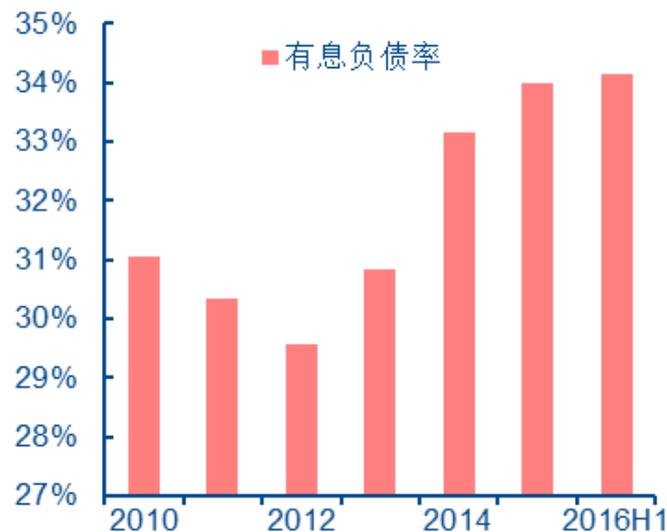
中信证券研究部 房地产行业组

陈聪 2016年9月

一、行业杠杆情况一览

板块的杠杆率还是比较稳定的。板块的有息负债率（(短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券)/总资产）在2016年中期达到34.1%，而2015年年底时为34.0%。板块的净负债率则为91.8%，相比2015年年底的94.1%略有下降。

板块有息负债率



此处的板块，是指A股的地产公司

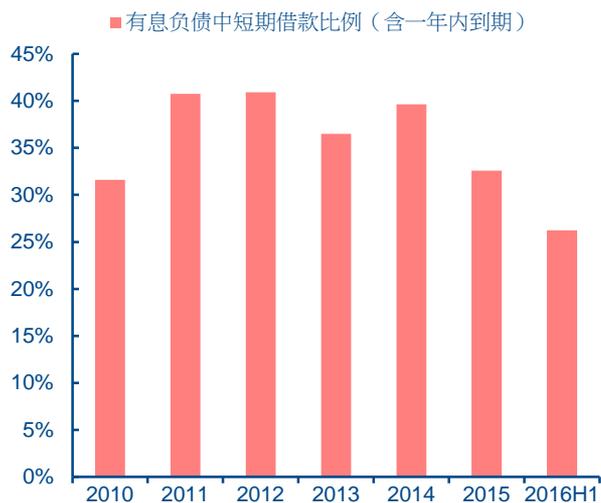
板块净负债率



一、行业杠杆情况一览

板块的杠杆结构发生了明显优化。短期借款占有息负债的比例下降到26%，应付债券(公司债)占有息负债的比例上升到25%。蓝筹地产企业长期负债的比例不断加高，保利地产短期负债的比例所余无几，3年期以上的借款则占到有息负债的三分之一左右。

短期借款占有息负债的比例



应付债券占有息借款的比例



一、行业杠杆情况一览

企业资金成本不断下降

2015年年底企业的资金成本

中国国贸	5.2%	金地集团	5.3%
新湖中宝	8.6%	市北高新	5.0%
冠城大通	7.2%	绿地控股	6.0%
香江控股	8.4%	嘉宝集团	5.4%
北京城建	6.5%	陆家嘴	5.3%
华夏幸福	7.9%	北辰实业	6.8%

一、行业杠杆情况一览

当前龙头公司新增公司债的成本可能达到3%左右，而综合融资成本正在向5%靠拢，资金成本的确很低，企业静态风险很小。

境外美元债被大量置换

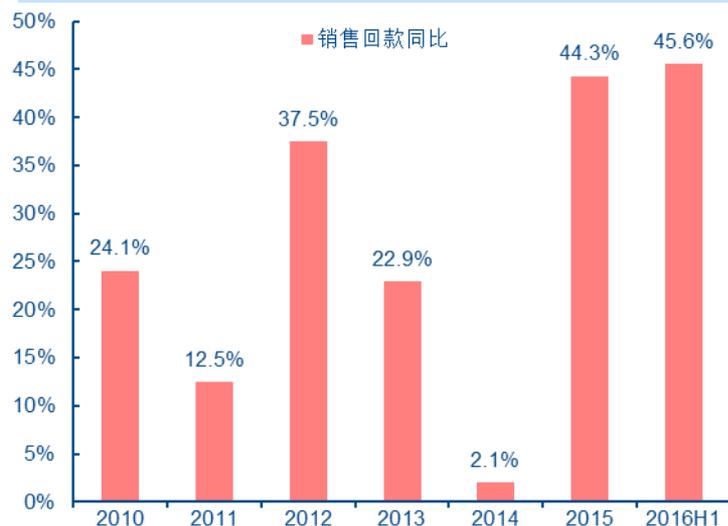
证券简称	债项评级	估价收益率	证券简称	债项评级	估价收益率
09京城建	AA	2.8077	15浙国资	AAA	3.0376
15中海01	AAA	2.8172	16远洋01	AAA	3.0792
15保利01	AAA	2.8200	16宁安01	AAA	3.0906
16保利01	AAA	2.8734	16中粮01	AA+	3.0915
16保利03	AAA	2.8762	14国贸02	AA+	3.112
16侨城01	AAA	2.8782	14苏新债	AA+	3.1211
08中粮债	AAA	2.9316	16金地01	AAA	3.1288
16外高01	AAA	2.9697	14京银债	AAA	3.1476
16外高02	AAA	2.9716	15保利02	AAA	3.1629
16张江01	AAA	2.9896	16保利02	AAA	3.1678
15联发01	AAA	3.0059	16侨城02	AAA	3.1748
16中航城	AAA	3.0264	14上实02	AA	3.1768
16中星01	AA+	3.0284	09华发债	AA+	3.1801
16穗建01	AAA	3.0308	16住总01	AA	3.1911
16穗建02	AAA	3.0308	15振业债	AA	3.2046

二、杠杆率背后——资产的安全性仍有保障

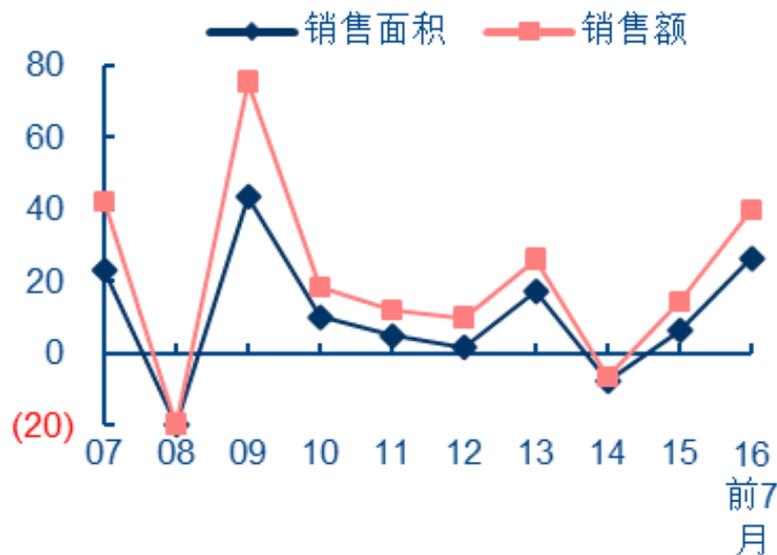
资产负债结构背后，更重要的是企业现金回流情况一直很好。

2015年全年A股地产板块销售回款同比增长44.3%，2016年中期则同比增长45.6%。2016年前7月，全国商品房销售面积和销售额分别同比增长26.4%和39.8%。

板块销售回款同比增长



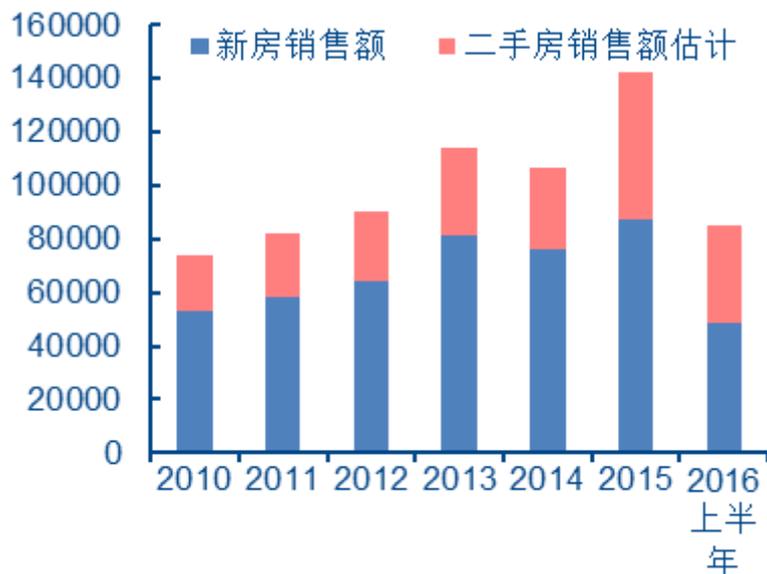
销售的增长节奏



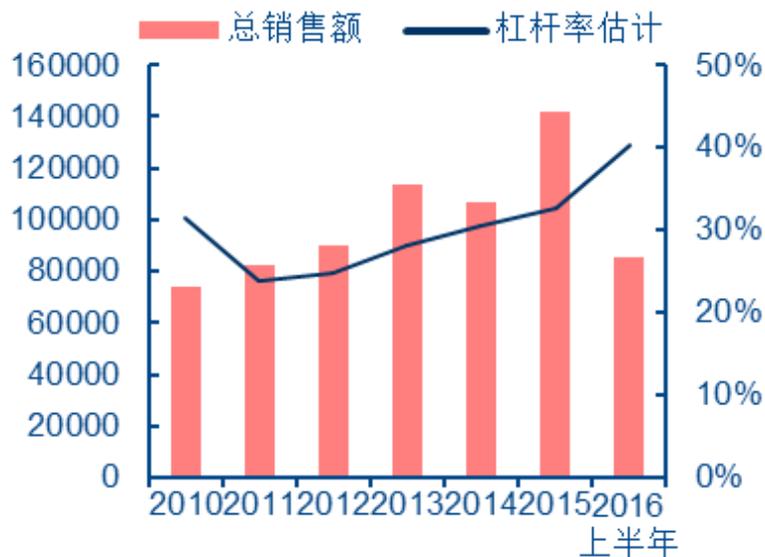
二、杠杆率背后——资产的安全性仍有保障

驱动这一轮热销的，是居民杠杆率的不断提升。尽管行政政策屡有反复，但低利率并没有反复。销售杠杆率已(涉房信贷投放/房屋总销售额)突破40%。只要利率环境基本稳定，热销局面并无变数。

板块销售回款同比增长



销售的增长节奏



二、杠杆率背后——资产的安全性仍有保障

改善性需求推动的需求释放伴随着政策的动态平衡，反而有利于热销行情更加持久

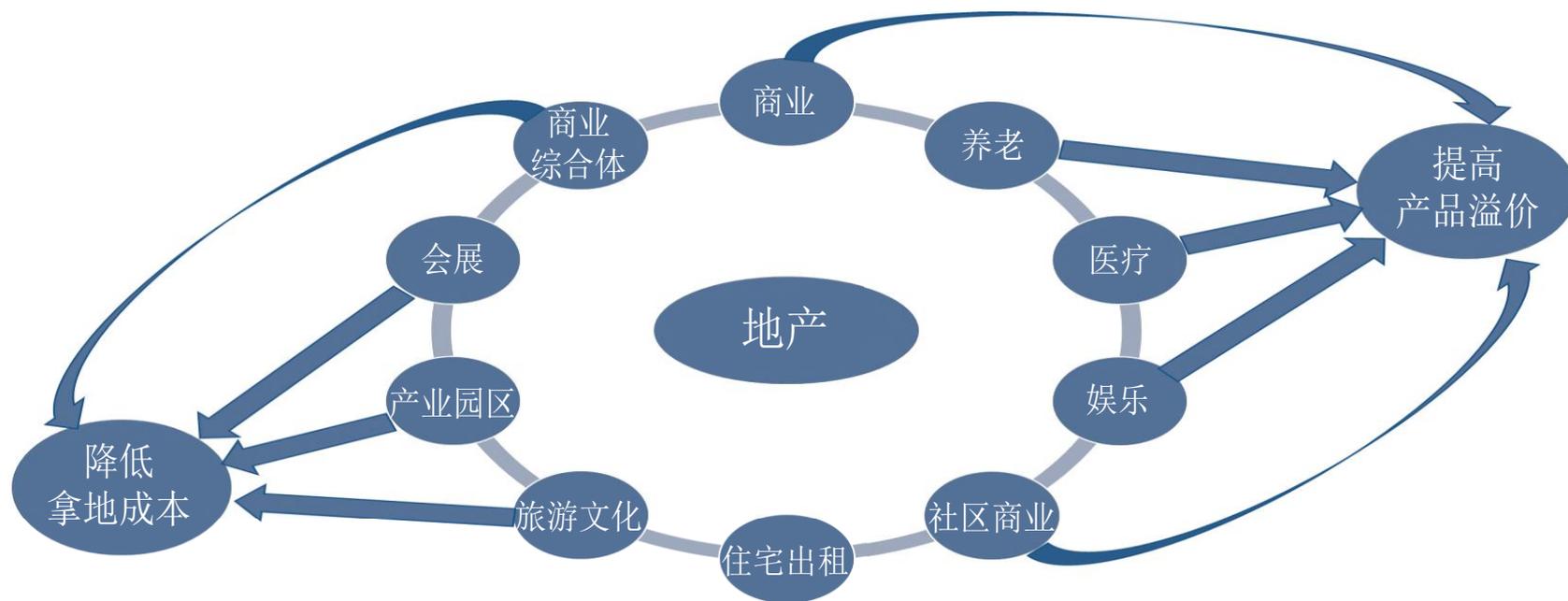
城市	政策详情
南京	(一)对拥有1套住房且相应购房贷款已结清的居民家庭，为改善居住条件再次申请商业性个人住房贷款购买普通住房的，除高淳、溧水执行最低首付款比例30%外，其他地区最低首付款比例调整为不低于35%。(二)对拥有1套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭，为改善居住条件再次申请商业性贷款购买普通住房的，除高淳、溧水执行最低首付款比例30%外，其他地区最低首付款比例调整为不低于50%。
苏州	(一)居民家庭首次购买普通住房(从未购置过住房)，申请商业性个人住房贷款最低首付款比例保持20%不变。(二)有下列情形之一的，申请商业性个人住房贷款购买普通住房的最低首付比例保持30%不变：1.有购房贷款记录、但申请贷款购房时实际没有住房的居民家庭；2.已有1套住房、但没有购房贷款记录的家庭；3.仅有1套住房、虽有住房贷款但贷款已结清的居民家庭。(三)居民家庭拥有1套住房且相应购房贷款未结清，再次申请商业性个人住房贷款购买普通住房的最低首付款比例，苏州市区(不含吴江区)由40%调整为50%。(四)居民家庭已有2套及以上住房且购房贷款未结清的，继续停止发放“三套”及以上住房贷款。

城市	政策详情
南京	(一)经营性用地公开出让实行网上交易，竞价所产生的保障房建设资金不计入房价准许成本。(二)当网上竞价达到一定比例时，调整该地块所建商品住房预售条件。当网上竞价达到最高限价80%时，申领预售许可证应达到以下施工进度：七层及以下的，应当完成基础工程并施工至主体结构封顶；八层及以上的，应当完成基础工程并施工至主体结构三分之二以上。当网上竞价达到最高限价90%时，该地块所建商品住房必须现房销售。(三)当网上竞价达到最高限价时，仍有2家以上单位要求继续竞买的，停止网上竞价，改为现场摇号产生竞得者，并在最高限价基础上再加一个加价幅度作为成交价。
苏州	根据出让地块情况对部分地块设定土地出让市场指导价。土地出让成交价超过市场指导价的所有项目，土地竞得人全额缴纳出让金期限缩短为2个月，逾期支付的，取消竞得资格或解除土地出让合同并没收保证金。同时，提高项目预售条件：土地出让成交价超过市场指导价(不含市场指导价)的，工程结构封顶后方可申请预售许可；土地出让成交价超过市场指导价10%(不含10%)的，工程竣工验收后方可申请预售许可。土地竞价超过土地出让市场指导价25%(不含25%)的，中止网上竞价，转为“一次报价出让方式”进行竞价。在一次报价出让环节，按最接近所有报价平均价的原则确定竞得人。“一次报价出让方式”具体规则另行制订，与土地出让公告同步发布。

二、杠杆率背后——资产的安全性仍有保障

企业对转型的兴趣开始消退，只对金融资产有兴趣

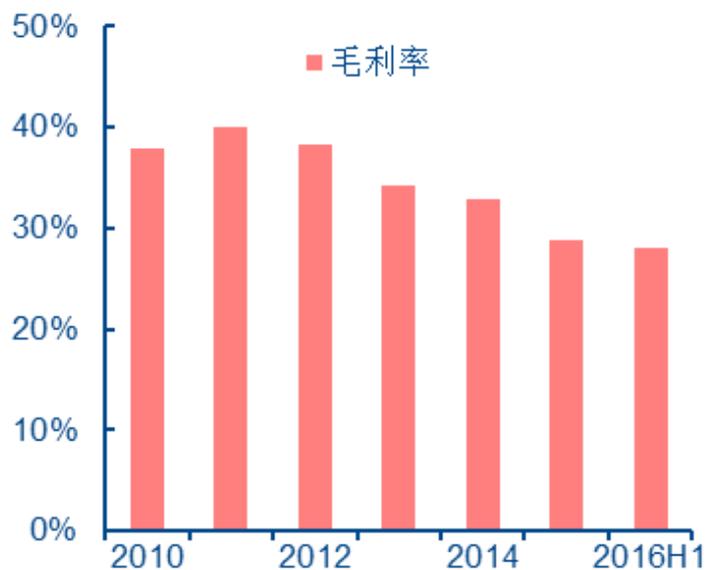
企业对大量拿地没有兴趣，只对少数一二线城市土地有兴趣



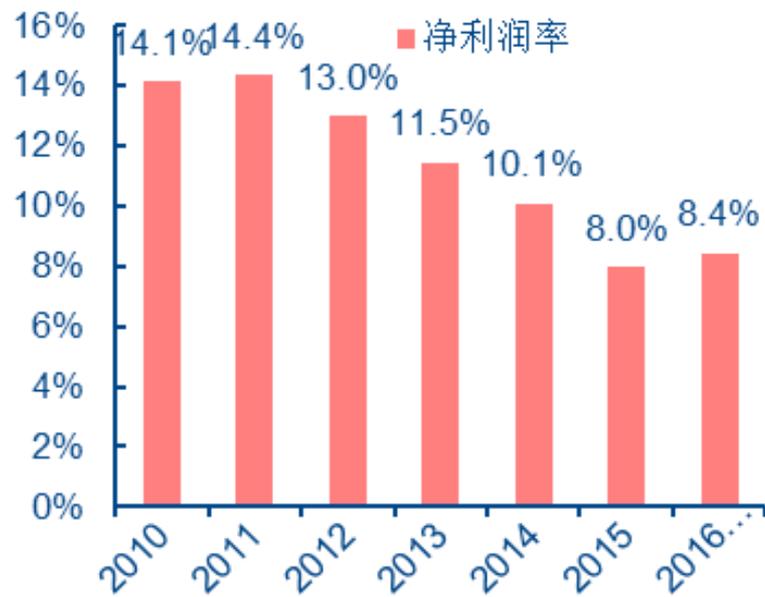
三、风险——地王带来的盈利风险

企业的报表结算盈利水平正处于见底回升的通道，而销售的实际盈利水平则应该在顶部

企业结算毛利率



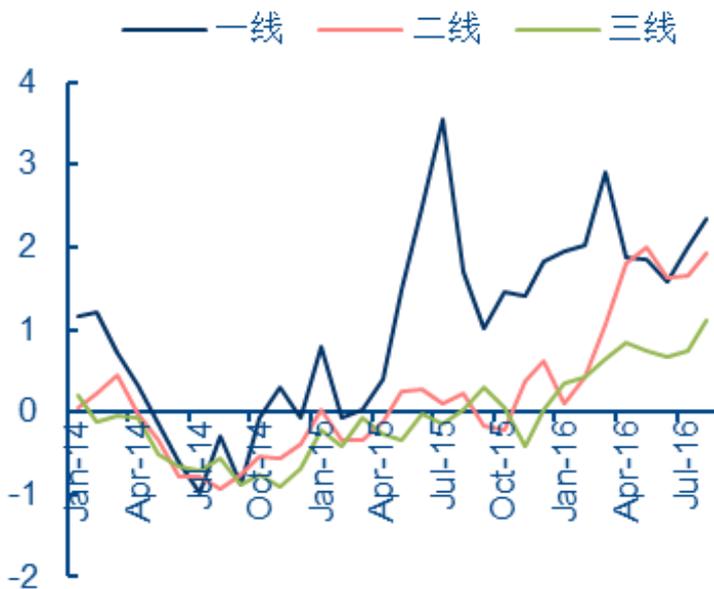
企业结算净利润率



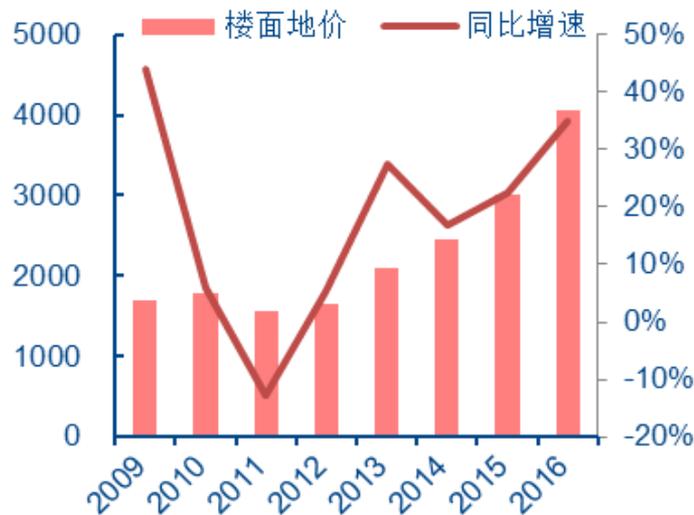
三、风险——地王带来的盈利风险

企业销售实际盈利水平在顶部，不是因为我们的预判房价要下跌，而是因为无论如何地价已经上涨比房价更快。即便房地产企业从静态资产而言是安全的，其动态的经营也是有风险的。

房价变化（百城房价同比增速）



地价变化（百城地价）



三、风险——地王带来的盈利风险

实际上各大企业拿地仍属极为谨慎，全国范围来看土地购置的面积和金额也有同比下降，或涨幅极为有限。但个别公司获取地王，给行业带来舆论压力，也放大了行业面临的成本失控问题。

城市	宗地名称	规划建筑面积(m ²)	成交总价(万元)	楼面地价(元/m ²)	溢价率	成交时间	受让单位	周边在售新房项目价格
上海	静安区中兴社区N070202单元332-01-A、333-01-A地块	109861	1101000	100218	139.35%	2016/8/17	上海胤博投资有限公司、南京典捷建筑材料有限公司	万科翡翠雅宾利：81657元/平米；新湖青蓝国际：76247元/平米；圣和静安公馆：93800元/平米
上海	浦东新区祝桥镇中心镇核心区G-10地块	266480	880000	33023	285.78%	2016/7/27	金地集团上海房地产发展有限公司、苏州金悦凯投资咨询有限公司	东方鸿璟：29162元/平米
上海	宝山区顾村镇N12-1101单元06-01地块	126379	679000	53727	114.87%	2016/8/17	厦门建呈房地产开发有限公司、北京城市开发集团有限责任公司、上海兴悦房地产开发有限公司	融创大宁北玉兰公馆：47295元/平米
上海	宝山区宝山新城顾村A单元10-03、10-05地块	157053	580500	36962	303.41%	2016/6/1	上海坤安投资有限公司	中国铁建青秀城二期：36338元/平米；金地天地云墅：40164元/平米
上海	浦东新区周浦镇西社区PDP0-1001单元A-03-11地块	124980	545000	43607	295.78%	2016/5/18	上海喧熹房地产开发有限公司	中骏柏景湾：44048元/平米
深圳	光明新区高新技术园区东片区，观光路与光明大道交汇处南侧	509000	1406000	27623	159.79%	2016/6/8	深圳市凯丰实业有限公司	光明1号：37543元/平米
深圳	坪山新区中山大道与比亚迪路交汇处西北角	365000	572000	15671	74.23%	2016/5/20	福建中维房地产开发有限公司	六和城：21584元/平米
天津	和平区大沽北路西侧	277600	1020000	36744	126.67%	2016/6/28	天津天房鼎信建设发展有限公司	汤臣津湾一品：32451元/平米；天津雅颂居：37871元/平米
杭州	滨江区奥体单元MU-01、MU-02、MU-03地块	570918	1231800	21576	95.95%	2016/5/27	浙江信达地产有限公司	绿地旭辉城：30252元/平米；碧桂园珑悦：28761元/平米
杭州	拱墅区庆隆单元GS0305-05地块，原庆隆单元FG02-R21-08、09地块	193623	641000	33106	93.02%	2016/6/3	广州越茂置业有限公司、杭州首开旭泰房地产开发有限公司	融信杭州公馆：47677元/平米；黄龙金茂悦：36658元/平米
杭州	江干区钱江新城单元(JG17)E-04地块	301330	635000	21073	112.54%	2016/8/18	东方君悦：30101元/平米；天阳凤起：37302元/平米	
南京	建邺区河西北部江东5号地块	545489	880000	16132	114.63%	2016/5/13	常州世茂房地产有限公司	华润新悦天地：10821元/平米
武汉	洪山区霞光路、杨春湖路、和谐路、黄鹤路围合区域	515000	735000	14272	185.44%	2016/8/9	武汉强华房地产开发有限公司	悦达新天地：9254元/平米；青山1958：6894元/平米
苏州	相城区元和街道广济北路东、安元路北	289858	552075	19046	116.44%	2016/5/24	上海建工房产有限公司	姑苏裕沁庭：24853元/平米；万科北宸之光：17213元/平米
深圳	龙华新区民治办事处	146000	829000	56780.82	0%	2016/6/2	广州方荣房地产有限公司和中国电建地产集团有限公司联合体	海宁公馆：52000元/平米；星河传奇：53055元/平米

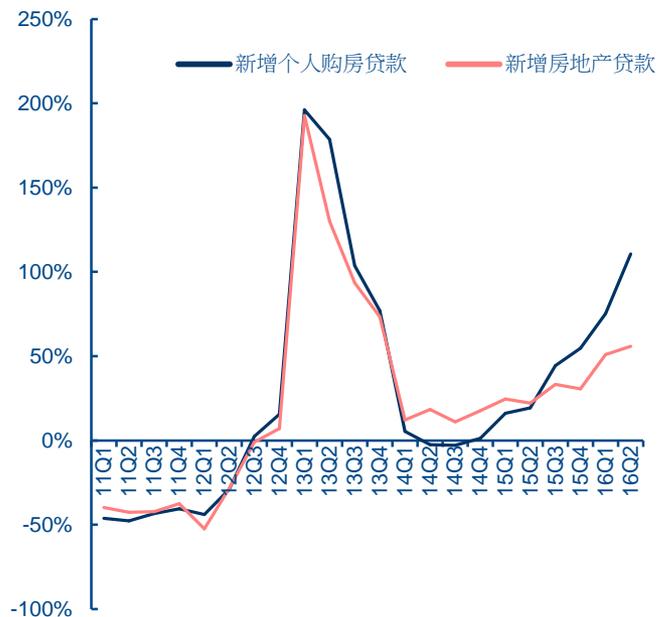
四、警惕地产企业盈利风险转为系统性风险

如果房价继续上涨，新增的企业贷款可能存在问题

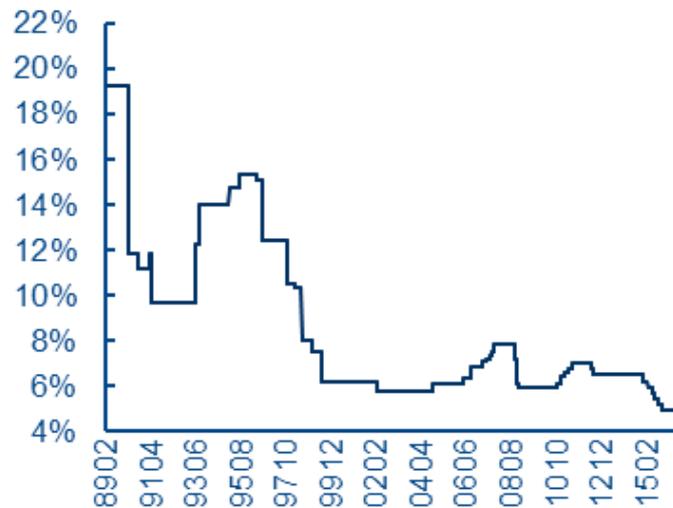
地产企业的销售回款和融资资金流入，都高度依赖于低利率的市场环境

短期威胁低利率环境的最大因素是汇率

按揭和对房地产企业贷款增速



5年期贷款基准利率



四、警惕地产企业盈利风险转为系统性风险

越早进行干预, 行业的长期风险越小

风险并不主要首先来自房价脱离居民承受力, 或者居民杠杆率过高, 风险主要来自土地价格持续超涨, 企业优质土地储备消耗, 抵押品价值虚高的风险。

政策关键: 保持行政干预工具的严肃性(离婚和限购)和数量工具的灵活性(过户指导价和个人所得税征收办法)

企业关键: 放慢周转速度, 控制拿地开支

金融企业关键: 放低回报预期

致謝

中信证券研究部 地产组

陈聪

电话：010-60838249

邮件：chencong@citics.com

执业证书编号：1010510120047

左腾飞

电话：021-20262127

邮件：zuotengfei@citics.com