内地房地产周度观察

房企经营活动对偿债指标影响的量化分析

专题研究：

我们量化分析了房企主要经营活动对偿债能力指标的影响。房企能够通过何种方式优化偿债能力指标？未来房企经营策略可能发生何种变化？

主要偿债能力指标受拿地资金来源、拿地强度、去化率及货地比等因素影响。我们对房企的经营活动中净负债率、扣预资产负债率和现金短债比三项指标的变化做了量化推演。**1）拿地：**偿债能力下降，下降程度受拿地资金来源和拿地强度影响。**资金来源方面，**引入少数股东合作开发使净负债率增幅最小；合作开发使扣预资产负债率有所改善，完全通过现金拿地不影响扣预资产负债率；通过长期债务配资拿地使现金短债比降幅较小。**拿地强度方面，**主要偿债指标的变动幅度与拿地强度正相关。**2）销售：**净负债率及现金短债比优化，优化幅度与**去化率**正相关。**3）结算：**净负债率上升、现金短债比下降、扣预资产负债率下降，结算项目**货地比**越高，结算时净负债率增幅越小、扣预资产负债率降幅越大。

高周转模式、引入战投、运用无息杠杆、投资性物业重估能够使偿债能力指标有所改善。当前房企的高周转主要针对开发前期的拿地、开工及销售回款等方面，意在提高资金使用效率以保障规模扩张速度；而在项目流程的中后期，规模及利润率适当的项目的**快速结转**或将在一定程度上减轻房企的杠杆压力，房企或需灵活调整**项目前中后期各流程的时间安排**。在公司股权层面**引入战投等其他合作方**能够增厚所有者权益、获得现金，进而使主要偿债能力指标得以优化，如中国金茂等在引入平安的同时配售股份扩大股东资本规模、建发国际凭借较强的开发能力与武汉地产合作开发并操盘多个项目等。**善用无息杠杆**能够助力房企撬动规模增长，如万科 2019 年净负债率仅为 34%、2020 年中期仅为 27%，对无息杠杆的巧妙运用即为其在规模增长的同时维持财务稳健的一大关键。**投资性物业价值的提升**将增厚公司利润，提升所有者权益，改善净负债率；同时将增加总资产，改善扣预资产负债率。

开发能力、投资能力及商业运营能力将成为融资管控下的制胜关键。在财务压力下，合作开发、引入战投等合作模式或将更为频繁，而具备优秀**开发能力**及品牌力的房企更能灵活引入合作方及战投，在扩大规模的同时维持财务稳健。除对公司利润的影响之外，优秀的**投资能力**更能使房企在拿地后快速回款、使前述偿债能力更快地从拿地后的下降中恢复。投资性物业价值的提升和租金收入将改善房企偿债指标，房企**商业运营能力**的重要性或进一步上升。

投资建议：

本周，上市房企陆续公布前三季度销售情况，在各房企的积极营销和居民购房需求的持续释放之下，行业基本面继续向好。政策方面，徐州提出一区一策、备案价一年内不得调整，绍兴规定加推盘备案价不得超过首次备案价。今年以来，上述城市的商品房市场热度较高，调控政策的收紧或将持续引导地方商品房市场健康发展。维持行业“强于大市”评级。

注：由于国庆期间多地房管局数据缺失，本周成交数据暂停更新。

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 3700 7094
zhugelianxin@cwghl.com
SFC CE Ref: BPK 789

1. 房企经营活动对偿债指标影响的量化分析

近期市场对房企融资监管高度关注，我们量化分析了房企主要经营活动对偿债能力指标的影响。房企能够通过何种方式优化偿债能力指标？未来房企经营策略可能发生何种变化？

基础假设：

1）我们选取净负债率、扣除预收款后的资产负债率和现金短债比三项指标进行观察，指标计算方法分别为：

净负债率=（长期有息负债+短期有息负债-现金）/所有者权益，为相对长期的杠杆指标

扣除预收款后的资产负债率=（总负债-合约负债）/（总资产-合约负债），对应中期杠杆水平

现金短债比=现金/短期有息负债，反映短期流动性

2）XYZ地产为一家地产开发公司，总资产为120亿元，拥有部分已满足预售条件的开发项目，存货包含发展中及待开发物业。XYZ地产旗下物业XYZ一号已开始预售，当前收到现金回款 20 亿元，净负债率为 100%、扣预资产负债率为70%、现金短债比为 1.0。

表 1：XYZ 地产初始状态报表

资产（亿元）		负债（亿元）	
存货	80	短期有息负债	40
现金	40	长期有息负债	30
总资产	**120**	合约负债	20
		总负债	**90**
偿债能力指标		**所有者权益（亿元）**	
净负债率	100.0%	归母净资产	30
扣预资产负债率	70.0%	少数股东权益	0
现金短债比	1.0	**总权益**	**30**

数据来源：中达证券研究

3）为方便讨论，假设 XYZ 地产在结算前无需支付建安等成本及费用，在结算时统一由现金中扣除。

4）案例推演仅包含简化报表项目，实际情况会相对复杂。

1.1 房企经营活动如何影响偿债能力指标？

1.1.1 拿地：资金来源及拿地强度影响指标变动方向及幅度

拿地资金来源的区别导致偿债能力指标变化方向及幅度的区别。XYZ 地产计划将 20 亿元用于土地投资。可选资金来源包括：1）使用 20 亿元自有现金；2）使用 10 亿元自有现金，并通过引入合作方等方式获取 10 亿元少数股东资金；3）使用部分现金并发行长期债券融资；4）使用部分现金并发行短期债券融资。

完全使用现金进行土地投资使现金短债比降幅较大。在完全使用自有现金的情况下，XYZ 地产的现金减少 20 亿元、存货增加 20 亿元。由于总资产、总负债及合约负债情况不变，因而扣预资产负债率维持不变；由于负债及所有者权益情况不变，因而现金减少导致净负债率上升、现金短债比下降，完全使用自有现金拿地使现金降幅较大，因而现金短债比降幅较大。

表 2：完全使用现金拿地时，现金短债比降幅较大

1）100%自有现金拿地

资产（亿元）			负债（亿元）	
存货	↑	100	短期有息负债	40
现金	↓	20	长期有息负债	30
总资产		**120**	合约负债	20
			总负债	**90**
偿债能力指标			**所有者权益（亿元）**	
净负债率	↑	166.7%	归母净资产	30
扣预资产负债率	→	70.0%	少数股东权益	0
现金短债比	↓	0.5	**总权益**	**30**

数据来源：中达证券研究；注：红色表示净负债率>100% / 扣预资产负债率>70% / 现金短债比<1；箭头表示相对拿地前状态的变化方向

引入少数股东合作拿地使净负债率增幅较小、现金短债比降幅较小、扣预资产负债率有所优化。假设 XYZ 地产在进行此次土地投资时采用合作方式拿地，权益比例分别为 75%/50%，项目由 XYZ 地产并表，则 XYZ 地产的存货增加 20 亿元、现金分别减少 15 亿元/10 亿元、少数股东权益分别增加 5 亿元/10 亿元。XYZ 地产的净负债率由于现金下降和少数股东权益上升而有小幅上升，幅度小于完全使用现金拿地；扣预资产负债率由于总资产和总负债变动幅度的差异而有所下降；现金短债比由于现金的减少而有所下降，降幅小于完全使用现金拿地。

表 3：引入少数股东资金拿地使净负债率增幅较小、现金短债比降幅较小

2）引入合作方拿地

权益比例75%，现金：少数股东权益=3：1

资产（亿元）			负债（亿元）	
存货	↑	100	短期有息负债	40
现金	↓	25	长期有息负债	30
总资产	↑	**125**	合约负债	20
			总负债	**90**
偿债能力指标			所有者权益（亿元）	
净负债率	↑	128.6%	归母净资产	30
扣预资产负债率	↓	66.7%	少数股东权益	↑ 5
现金短债比	↓	0.6	**总权益**	↑ **35**

权益比例50%，现金：少数股东权益=1：1

资产（亿元）			负债（亿元）	
存货	↑	100	短期有息负债	40
现金	↓	30	长期有息负债	30
总资产	↑	**130**	合约负债	20
			总负债	**90**
偿债能力指标			所有者权益（亿元）	
净负债率	→	100.0%	归母净资产	30
扣预资产负债率	↓	63.6%	少数股东权益	↑ 10
现金短债比	↓	0.8	**总权益**	↑ **40**

数据来源：中达证券研究；注：红色表示净负债率>100% / 扣预资产负债率>70% / 现金短债比<1；箭头表示相对拿地前状态的变化方向

发行长期债券融资以进行土地投资使现金短债比降幅较小、扣预资产负债率上升。XYZ 地产仍计划获得项目 100%权益，并计划发行长期债券进行融资，将融资所得全部金额用于此次的土地投资。在此情况下，总资产和总负债的增幅相同、合约负债不变，使得扣预资产负债率上升；有息负债总额增加导致净负债率上升；使用部分既有现金时，由于短期有息负债不变，因而现金的减少使现金短债比有所下降。

表 4：通过长期债务融资拿地使现金短债比降幅较小、扣预资产负债率上升

3）发行长期债券拿地

现金：长期有息负债=1：1

资产（亿元）			负债（亿元）	
存货	↑	100	短期有息负债	40
现金	↓	30	长期有息负债	↑ 40
总资产	↑	**130**	合约负债	20
			总负债	↑ **100**
偿债能力指标			所有者权益（亿元）	
净负债率	↑	166.7%	归母净资产	30
扣预资产负债率	↑	72.7%	少数股东权益	0
现金短债比	↓	0.8	**总权益**	**30**

100%使用长期有息负债

资产（亿元）			负债（亿元）	
存货	↑	100	短期有息负债	40
现金		40	长期有息负债	↑ 50
总资产	↑	**140**	合约负债	20
			总负债	↑ **110**
偿债能力指标			所有者权益（亿元）	
净负债率	↑	166.7%	归母净资产	30
扣预资产负债率	↑	75.0%	少数股东权益	0
现金短债比	→	1.0	**总权益**	**30**

数据来源：中达证券研究；注：红色表示净负债率>100% / 扣预资产负债率>70% / 现金短债比<1；箭头表示相对拿地前状态的变化方向

短期债权融资拿地使现金短债比降幅较大、扣预资产负债率上升。XYZ 地产亦考虑通过发行短期债券进行融资并将融资所得资金完全用于此次土地投资。在此情景下，净负债率与扣预资产负债率的变动与发行长期债券时相同；短期有

息负债的上升使现金短债比下降幅度较发行长期债券更大，但较完全使用自有现金更小。

表 5：通过短期债务融资拿地使现金短债比降幅较大、扣预资产负债率上升

4）发行短期债券拿地

现金：短期有息负债=1：1

资产（亿元）		负债（亿元）	
存货	100	短期有息负债	50
现金	30	长期有息负债	30
总资产	**130**	合约负债	20
		总负债	**100**
偿债能力指标		所有者权益（亿元）	
净负债率	166.7%	归母净资产	30
扣预资产负债率	72.7%	少数股东权益	0
现金短债比	0.6	**总权益**	**30**

100%使用短期有息负债

资产（亿元）		负债（亿元）	
存货	100	短期有息负债	60
现金	40	长期有息负债	30
总资产	**140**	合约负债	20
		总负债	**110**
偿债能力指标		所有者权益（亿元）	
净负债率	166.7%	归母净资产	30
扣预资产负债率	75.0%	少数股东权益	0
现金短债比	0.7	**总权益**	**30**

数据来源：中达证券研究；注：红色表示净负债率>100% / 扣预资产负债率>70% / 现金短债比<1；箭头表示相对拿地前状态的变化方向

小结：拿地行为使偿债能力有所下降，变动幅度与拿地资金来源相关。在上述资金来源场景下，XYZ 地产拿地后的**净负债率**较拿地前均有所上升，引入少数股东时增幅最小；**扣预资产负债率**变化方向有所不同，引入少数股东能够使扣预资产负债率有所下降，而通过债务融资获取资金拿地将增大扣预资产负债率；除完全使用长期债务所得资金进行拿地外，其他资金来源均使**现金短债比**有所下降，其中完全使用自有资金拿地使现金短债比降幅最大。

表 6：不同资金来源下，拿地行为使各项偿债能力指标变动方向和幅度有所不同

财务指标	拿地前	拿地资金来源						
		100%现金	75%现金+25%少数股东权益	50%现金+50%少数股东权益	50%现金+50%长期有息负债	100%长期有息负债	50%现金+50%短期有息负债	100%短期有息负债
净负债率	100.0%	166.7%	128.6%	100.0%	166.7%	166.7%	166.7%	166.7%
扣预资产负债率	70.0%	70.0%	66.7%	63.6%	72.7%	75.0%	72.7%	75.0%
现金短债比	1.0	0.5	0.6	0.8	0.8	1.0	0.6	0.7

数据来源：中达证券研究；注：红色表示净负债率>100% / 扣预资产负债率>70% / 现金短债比<1；箭头表示相对拿地前状态的变化方向

偿债能力指标变动幅度与拿地强度成正向关系。出于对土地市场和后续楼市的判断，XYZ 地产考虑调整其用于拿地的总金额，并分别对以 10 亿、20 亿和 40 亿元拿地时的偿债能力指标变化进行了推算。在前述资金来源下，**各偿债能力**

指标的变动方向与前述推演中一致，变动幅度则与拿地强度（拿地金额/当期收到的销售 20 亿元回款金额）成正向关系。

表 7：偿债能力指标变动幅度与拿地强度成正向关系

拿地金额/当期销售回款金额	偿债能力指标	拿地前	拿地资金来源						
			100%现金	75%现金+25%少数股东权益	50%现金+50%少数股东权益	50%现金+50%长期有息负债	100%长期有息负债	50%现金+50%短期有息负债	100%短期有息负债
50%	净负债率	100.0%	↑133.3%	↑115.4%	→100.0%	↑133.3%	↑133.3%	↑133.3%	↑133.3%
	扣预资产负债率	70.0%	→70.0%	↓68.3%	↓66.7%	↑71.4%	↑72.7%	↑71.4%	↑72.7%
	现金短债比	1.0	↓0.8	↓0.8	↓0.9	↓0.9	→1.0	↓0.8	↓0.8
100%	净负债率	100.0%	↑166.7%	↑128.6%	→100.0%	↑166.7%	↑166.7%	↑166.7%	↑166.7%
	扣预资产负债率	70.0%	→70.0%	↓66.7%	↓63.6%	↑72.7%	↑75.0%	↑72.7%	↑75.0%
	现金短债比	1.0	↓0.5	↓0.6	↓0.8	↓0.8	→1.0	↓0.6	↓0.7
200%	净负债率	100.0%	↑233.3%	↑150.0%	→100.0%	↑233.3%	↑233.3%	↑233.3%	↑233.3%
	扣预资产负债率	70.0%	→70.0%	↓63.6%	↓58.3%	↑75.0%	↑78.6%	↑75.0%	↑78.6%
	现金短债比	1.0	↓0.0	↓0.3	↓0.5	↓0.5	→1.0	↓0.3	↓0.5

数据来源：中达证券研究；注：红色表示净负债率>100% / 扣预资产负债率>70% / 现金短债比<1；箭头表示相对拿地前状态的变化方向

1.1.2 销售：偿债能力指标优化幅度与去化率成正相关

销售回款使净负债率及现金短债比有所优化，优化幅度与去化率正向相关。XYZ 地产最终决定通过 100%自有现金进行 20 亿元的土地投资，获得项目 XYZ 公馆，权益比例 100%，预计总货值 40 亿元。10 个月后，XYZ 公馆项目将开始预售。在不同的去化率下，假设 XYZ 公馆项目预售带来的销售回款分别为 10 亿元、20 亿元和 40 亿元，则 XYZ 地产的扣预资产负债率因总资产和总负债增幅均为合约负债增幅而维持不变，净负债率及现金短债比均有所优化，变化幅度与去化率正向相关。

表 8：销售使净负债率及现金短债比有所优化，优化幅度与去化率正向相关

100%自有现金进行20亿元土地投资后

资产（亿元）		负债（亿元）	
存货	100	短期有息负债	40
现金	20	长期有息负债	30
总资产	**120**	合约负债	20
		总负债	**90**
偿债能力指标		**所有者权益（亿元）**	
净负债率	166.7%	归母净资产	30
扣预资产负债率	70.0%	少数股东权益	0
现金短债比	0.5	**总权益**	**30**

1）低去化率，回款10亿元

资产（亿元）		负债（亿元）	
存货	100	短期有息负债	40
现金	↑ 30	长期有息负债	30
总资产	↑ **130**	合约负债	↑ 30
		总负债	↑ **100**
偿债能力指标		**所有者权益（亿元）**	
净负债率	↓133.3%	归母净资产	30
扣预资产负债率	→70.0%	少数股东权益	0
现金短债比	↑ 0.8	**总权益**	**30**

2）中等去化率，回款20亿元

资产（亿元）		负债（亿元）	
存货	100	短期有息负债	40
现金	↑ 40	长期有息负债	30
总资产	↑ **140**	合约负债	↑ 40
		总负债	↑ **110**
偿债能力指标		**所有者权益（亿元）**	
净负债率	↓100.0%	归母净资产	30
扣预资产负债率	→70.0%	少数股东权益	0
现金短债比	↑ 1.0	**总权益**	**30**

3）高去化率，回款40亿元

资产（亿元）		负债（亿元）	
存货	100	短期有息负债	40
现金	↑ 60	长期有息负债	30
总资产	↑ **160**	合约负债	↑ 60
		总负债	↑ **130**
偿债能力指标		**所有者权益（亿元）**	
净负债率	↓33.3%	归母净资产	30
扣预资产负债率	→70.0%	少数股东权益	0
现金短债比	↑ 1.5	**总权益**	**30**

数据来源：中达证券研究；注：红色表示净负债率>100% / 扣预资产负债率>70% / 现金短债比<1；箭头表示相对拿地后状态的变化方向

1.1.3 结算：结算规模及货地比导致偿债指标变动方向及幅度差异

XYZ 公馆预售后 18 个月，由于项目工程进度安排，XYZ 一号尚未交付，而 XYZ 公馆最初的销售将进入结算期。假设 XYZ 公馆的土地成本占销售均价的 50%、建安等其他成本及费用合计占销售均价的 40%，则 10 亿元、20 亿元、40 亿元的销售分别对应土地成本 5 亿元、10 亿元和 20 亿元（由存货中扣除），和建安等其他成本和费用 4 亿元、8 亿元和 16 亿元（根据我们的基础假设，XYZ 地产在结算前无需支付建安等成本及费用，在结算时统一由现金中扣除），项目录得的净利润分别增厚归母权益 1 亿元、2 亿元和 4 亿元。

项目结算使净负债率提升、现金短债比下降、扣预资产负债率下降。由于结算前后有息负债未发生变化、现金有所下降，因而净负债率提升、现金短债比下降，变化幅度随回款及结算规模增加而有所上升。由于结算后合约负债下降、资产总额随结算而有所上升，因而扣预资产负债率均有所下降。**相对于收到回款后**，结算使净负债率提升、现金短债比下降、扣预资产负债率下降。**相对于初始状态**，主要偿债能力指标的变化方向和幅度则因结算金额规模差异而有所

不同，去化率更高、销售规模更大进而使结算规模更大时，偿债能力指标能够得到优化。

表 9：主要偿债能力指标随销售及结算规模而产生方向和幅度上的变化

1）回款10亿元

资产（亿元）		负债（亿元）	
存货	100	短期有息负债	40
现金	30	长期有息负债	30
总资产	**130**	合约负债	30
		总负债	**100**
偿债能力指标		**所有者权益（亿元）**	
净负债率	133.3%	归母净资产	30
扣预资产负债率	70.0%	少数股东权益	0
现金短债比	0.8	**总权益**	**30**

结算销售10亿元

资产（亿元）		负债（亿元）	
存货	↓ 95	短期有息负债	40
现金	↓ 26	长期有息负债	30
总资产	↓ **121**	合约负债	↓ 20
		总负债	**90**
偿债能力指标		**所有者权益（亿元）**	
净负债率	↑ 141.9%	归母净资产	↑ 31
扣预资产负债率	↓ 69.3%	少数股东权益	0
现金短债比	↓ 0.7	**总权益**	↑ **31**

2）回款20亿元

资产（亿元）		负债（亿元）	
存货	100	短期有息负债	40
现金	40	长期有息负债	30
总资产	**140**	合约负债	40
		总负债	**110**
偿债能力指标		**所有者权益（亿元）**	
净负债率	100.0%	归母净资产	30
扣预资产负债率	70.0%	少数股东权益	0
现金短债比	1.0	**总权益**	**30**

结算销售20亿元

资产（亿元）		负债（亿元）	
存货	↓ 90	短期有息负债	40
现金	↓ 32	长期有息负债	30
总资产	↓ **122**	合约负债	↓ 20
		总负债	**90**
偿债能力指标		**所有者权益（亿元）**	
净负债率	↑ 118.8%	归母净资产	↑ 32
扣预资产负债率	↓ 68.6%	少数股东权益	0
现金短债比	↓ 0.8	**总权益**	↑ **32**

3）回款40亿元

资产（亿元）		负债（亿元）	
存货	100	短期有息负债	40
现金	60	长期有息负债	30
总资产	**160**	合约负债	60
		总负债	**130**
偿债能力指标		**所有者权益（亿元）**	
净负债率	33.3%	归母净资产	30
扣预资产负债率	70.0%	少数股东权益	0
现金短债比	1.5	**总权益**	**30**

结算销售40亿元

资产（亿元）		负债（亿元）	
存货	↓ 80	短期有息负债	40
现金	↓ 44	长期有息负债	30
总资产	↓ **124**	合约负债	↓ 20
		总负债	**90**
偿债能力指标		**所有者权益（亿元）**	
净负债率	↑ 76.5%	归母净资产	↑ 34
扣预资产负债率	↓ 67.3%	少数股东权益	0
现金短债比	↓ 1.1	**总权益**	↑ **34**

数据来源：中达证券研究；注：红色表示净负债率>100% / 扣预资产负债率>70% / 现金短债比<1；箭头表示相对结算前状态的变化方向；假设 XYZ 地产在结算前无需支付建安等成本及费用，在结算时统一由现金中扣除

结算项目货地比越高，结算时净负债率增幅越小、扣预资产负债率降幅越大。

假设其他条件不变、项目的货地比分别为高、中等和低水平，土地成本分别占销售金额的 30%、50%和 60%，则在结算 20 亿元销售时，存货分别下降 6 亿元、10 亿元和 14 亿元，项目利润分别使归母净资产增厚 6 亿元、2 亿元和维持不变。

当结算项目货地比更高时，结算时所有者权益提升更多，因而净负债率上升幅度更小；总资产下降幅度更小，因而扣预资产负债率的优化幅度更大。

表 10：结算项目货地比越高，结算时净负债率增幅越小、扣预资产负债率降幅越大

回款20亿元

资产（亿元）		负债（亿元）	
存货	100	短期有息负债	40
现金	40	长期有息负债	30
总资产	**140**	合约负债	40
		总负债	**110**
偿债能力指标		**所有者权益（亿元）**	
净负债率	100.0%	归母净资产	30
扣预资产负债率	70.0%	少数股东权益	0
现金短债比	1.0	**总权益**	**30**

1）高货地比，结算销售20亿元

资产（亿元）		负债（亿元）	
存货	↓ 94	短期有息负债	40
现金	↓ 32	长期有息负债	30
总资产	↓ **126**	合约负债	↓ 20
		总负债	**90**
偿债能力指标		**所有者权益（亿元）**	
净负债率	↑ 105.6%	归母净资产	↑ 36
扣预资产负债率	↓ 66.0%	少数股东权益	0
现金短债比	↓ 0.8	**总权益**	↑ **36**

2）中等货地比，结算销售20亿元

资产（亿元）		负债（亿元）	
存货	↓ 90	短期有息负债	40
现金	↓ 32	长期有息负债	30
总资产	↓ **122**	合约负债	↓ 20
		总负债	**90**
偿债能力指标		**所有者权益（亿元）**	
净负债率	↑ 118.8%	归母净资产	↑ 32
扣预资产负债率	↓ 68.6%	少数股东权益	0
现金短债比	↓ 0.8	**总权益**	↑ **32**

3）低货地比，结算销售20亿元

资产（亿元）		负债（亿元）	
存货	↓ 88	短期有息负债	40
现金	↓ 32	长期有息负债	30
总资产	↓ **120**	合约负债	↓ 20
		总负债	**90**
偿债能力指标		**所有者权益（亿元）**	
净负债率	↑ 126.7%	归母净资产	30
扣预资产负债率	→ 70.0%	少数股东权益	0
现金短债比	↓ 0.8	**总权益**	**30**

数据来源：中达证券研究；注：红色表示净负债率>100% / 扣预资产负债率>70% / 现金短债比<1；箭头表示相对结算前状态的变化方向；假设 XYZ 地产在结算前无需支付建安等成本及费用，在结算时统一由现金中扣除

1.2 房企如何优化主要偿债能力指标？

在前述推演的基础上，房企仍涉及其他对偿债能力指标产生影响的经营操作。

1.2.1 高周转：提升运营效率，加快项目结转

加快项目结转对提升偿债能力有积极作用。当前房企的高周转主要针对开发前期的拿地、开工及销售回款等方面，意在提高资金使用效率以保障规模扩张速度。然而，如开发前期的节奏大幅快于结转节奏或项目利润过低，则所有者权益厚度不足将使房企杠杆水平快速提升。**规模及利润率适当的项目的快速结转或将在一定程度上减轻房企的杠杆压力。**房企或需灵活调整项目前中后期各流程的时间安排，以在扩张规模的同时保持财务的稳健性。

1.2.2 引入战投等其他合作方：增厚权益、增加资金，优化偿债能力

引入战投等其他合作方能够使房企偿债能力指标有所优化。假设 XYZ 地产在 XYZ 公馆结算的报告期内引入了 10 亿元战投，则结算时三项偿债能力指标均将有所优化。**引入战投及合作开发模式等能够使房企以相对较低的财务压力实现规模的增长。**

表 11：引入战投使公司偿债能力指标有所优化

结算销售20亿元

资产（亿元）		负债（亿元）	
存货	90	短期有息负债	40
现金	32	长期有息负债	30
总资产	**122**	合约负债	20
		总负债	**90**
偿债能力指标		**所有者权益（亿元）**	
净负债率	118.8%	归母净资产	32
扣预资产负债率	68.6%	少数股东权益	0
现金短债比	0.8	**总权益**	**32**

结算销售20亿元、引入10亿元战投

资产（亿元）		负债（亿元）	
存货	90	短期有息负债	40
现金	↑ 42	长期有息负债	30
总资产	↑ **132**	合约负债	20
		总负债	90
偿债能力指标		**所有者权益（亿元）**	
净负债率	↓ 66.7%	归母净资产	32
扣预资产负债率	↓ 62.5%	少数股东权益	↑ 10
现金短债比	↑ 1.1	**总权益**	↑ **42**

数据来源：中达证券研究；注：红色表示净负债率>100% / 扣预资产负债率>70% / 现金短债比<1；箭头表示相对引入战投前状态的变化方向

部分房企通过引入投资者等方式增厚权益。港股房企相对 A 股房企而言能更为顺畅地增发新股，从而增厚所有者权益。举例而言，中国金茂在 2019 年引入平安作为股东时，配售 1.7 亿股股份，扩大了其股东资本规模并筹得 8.2 亿港元作为营运资金。与前述分析相同，增厚权益、增加现金能够使房企的主要偿债指标有所优化。

优秀的开发能力将助力房企开展合作开发。部分房企的项目合作并非简单的降低权益比例以换取规模，而是通过与知名房企合作扩大规模和影响力以及降低运营风险，实现优势互补与资源共享。例如，建发国际集团在厦门与武汉地产合作开发了武地&建发·央著后，又在武汉与武汉地产合作了武地&建发·玺院。凭借建发国际较强的开发能力和品牌效应，其合作项目多数为建发国际操盘。

1.2.3 无息杠杆：占用上下游资金，撬动规模增长

房企对上下游资金的无偿占用能够助力房企撬动规模增长。在前述讨论中，XYZ 地产在 XYZ 公馆结算前的时间内，能够将其无偿占用的上下游资金用于新项目的土地投资，上下游资金成为房企的无息杠杆。**善用无息杠杆能够助力房企提升规模。**以万科为例，万科 2019 年净负债率仅为 34%，2020 年中期仅为

27%，对无息杠杆的巧妙运用即为其在规模增长的同时维持财务稳健的一大关键。

1.2.4 投资物业：投资物业价值重估影响偿债能力指标

投资性物业的价值提升能够改善净负债率及扣预资产负债率。投资性物业价值的提升将增厚公司利润，使所有者权益得到提升，进而使净负债率有所下降；同时，投资性物业价值提升使总资产增加，能够使扣预资产负债率有所改善。

表 12：投资性物业价值提升能够改善净负债率及扣预资产负债率

结算销售20亿元、投资性物业价值不变

资产（亿元）		负债（亿元）	
存货	70	短期有息负债	40
现金	32	长期有息负债	30
投资性物业	20	合约负债	20
总资产	**122**	**总负债**	**90**
偿债能力指标		**所有者权益（亿元）**	
净负债率	118.8%	归母净资产	32
扣预资产负债率	68.6%	少数股东权益	0
现金短债比	0.8	**总权益**	**32**

结算销售20亿元、投资性物业价值提升1亿元

资产（亿元）		负债（亿元）	
存货	70	短期有息负债	40
现金	32	长期有息负债	30
投资性物业	↑ 21	合约负债	20
总资产	↑ **123**	**总负债**	90
偿债能力指标		**所有者权益（亿元）**	
净负债率	↓115.2%	归母净资产	↑ 33
扣预资产负债率	↓68.0%	少数股东权益	0
现金短债比	→ 0.8	**总权益**	↑ **33**

结算销售20亿元、投资性物业价值下降1亿元

资产（亿元）		负债（亿元）	
存货	70	短期有息负债	40
现金	32	长期有息负债	30
投资性物业	↓ 19	合约负债	20
总资产	↓ **121**	**总负债**	90
偿债能力指标		**所有者权益（亿元）**	
净负债率	↑122.6%	归母净资产	↓ 31
扣预资产负债率	↑69.3%	少数股东权益	0
现金短债比	→ 0.8	**总权益**	↓ **31**

数据来源：中达证券研究；注：红色表示净负债率>100% / 扣预资产负债率>70% / 现金短债比<1；箭头表示相对投资性物业价值不变状态的变化方向

价值不变的投资性物业对主要偿债能力指标并无影响。如投资性物业价值在前述拿地到结算时间区间内并未发生变化，则投资性物业的存在对开发过程中的主要偿债能力指标并无影响。

表 13：投资性物业总额不变时，其对主要偿债能力指标在运营过程中的变化无影响

无投资物业

1）初始状态

资产（亿元）		负债（亿元）	
存货	80	短期有息负债	40
现金	40	长期有息负债	30
总资产	**120**	合约负债	20
		总负债	**90**
偿债能力指标		**所有者权益（亿元）**	
净负债率	100.0%	归母净资产	30
扣预资产负债率	70.0%	少数股东权益	0
现金短债比	1.0	**总权益**	**30**

2）通过100%自有现金进行20亿元土地投资

资产（亿元）		负债（亿元）	
存货	↑ 100	短期有息负债	40
现金	↓ 20	长期有息负债	30
总资产	**120**	合约负债	20
		总负债	**90**
偿债能力指标		**所有者权益（亿元）**	
净负债率	↑ 166.7%	归母净资产	30
扣预资产负债率	→ 70.0%	少数股东权益	0
现金短债比	↓ 0.5	**总权益**	**30**

3）获取预售资金20亿元

资产（亿元）		负债（亿元）	
存货	100	短期有息负债	40
现金	↑ 40	长期有息负债	30
总资产	↑ **140**	合约负债	↑ 40
		总负债	↑ **110**
偿债能力指标		**所有者权益（亿元）**	
净负债率	↓ 100.0%	归母净资产	30
扣预资产负债率	→ 70.0%	少数股东权益	0
现金短债比	↑ 1.0	**总权益**	**30**

4）结算销售20亿元

资产（亿元）		负债（亿元）	
存货	↓ 90	短期有息负债	40
现金	↓ 32	长期有息负债	30
总资产	↓ **122**	合约负债	↓ 20
		总负债	↓ 90
偿债能力指标		**所有者权益（亿元）**	
净负债率	↑ 118.8%	归母净资产	↑ 32
扣预资产负债率	↓ 68.6%	少数股东权益	0
现金短债比	↓ 0.8	**总权益**	↑ **32**

有投资物业

1）初始状态

资产（亿元）		负债（亿元）	
存货	60	短期有息负债	40
现金	40	长期有息负债	30
投资性物业	20	合约负债	20
总资产	**120**	**总负债**	**90**
偿债能力指标		**所有者权益（亿元）**	
净负债率	100.0%	归母净资产	30
扣预资产负债率	70.0%	少数股东权益	0
现金短债比	1.0	**总权益**	**30**

2）通过100%自有现金进行20亿元土地投资

资产（亿元）		负债（亿元）	
存货	↑ 80	短期有息负债	40
现金	↓ 20	长期有息负债	30
投资性物业	20	合约负债	20
总资产	**120**	**总负债**	**90**
偿债能力指标		**所有者权益（亿元）**	
净负债率	↑ 166.7%	归母净资产	30
扣预资产负债率	→ 70.0%	少数股东权益	0
现金短债比	↓ 0.5	**总权益**	**30**

3）获取预售资金20亿元

资产（亿元）		负债（亿元）	
存货	80	短期有息负债	40
现金	↑ 40	长期有息负债	30
投资性物业	20	合约负债	↑ 40
总资产	↑ **140**	**总负债**	↑ **110**
偿债能力指标		**所有者权益（亿元）**	
净负债率	↓ 100.0%	归母净资产	30
扣预资产负债率	→ 70.0%	少数股东权益	0
现金短债比	↑ 1.0	**总权益**	**30**

4）结算销售20亿元

资产（亿元）		负债（亿元）	
存货	↓ 70	短期有息负债	40
现金	↓ 32	长期有息负债	30
投资性物业	20	合约负债	↓ 20
总资产	↓ **122**	**总负债**	↓ 90
偿债能力指标		**所有者权益（亿元）**	
净负债率	↑ 118.8%	归母净资产	↑ 32
扣预资产负债率	↓ 68.6%	少数股东权益	0
现金短债比	↓ 0.8	**总权益**	↑ **32**

数据来源：中达证券研究；注：红色表示净负债率>100% / 扣预资产负债率>70% / 现金短债比<1；箭头表示相对前一开发阶段的变化方向；假设 XYZ 地产在结算前无需支付建安等成本及费用，在结算时统一由现金中扣除

既有投资性物业或能改善公司偿债能力指标，新增投资性物业则将在短期内为公司财务状况带来一定压力。如前所述，房企已拥有的投资性物业能够通过价值变动对偿债能力指标造成影响，投资性物业带来的稳定现金流亦能够对房企财务状况带来一定改善。然而，与开发销售模式不同，**新增的投资性物业资金回收周期相对用于销售的物业更长，因此新增投资性物业将在短期内使房企偿债能力有所下降。**

1.3 房企经营策略将如何变化？

项目合作开发、引入中长期战投等合作模式或将更为频繁。在对 XYZ 地产拿地资金来源的推演中，项目层面的合作开发模式对偿债能力指标的负面影响相对而言最小。近年来，地价的提升和房企的异地扩张等因素使房企间的合作开发模式更为普遍，部分房企亦积极引入其他合作方。旭辉集团 9 月引入新加坡政府投资公司（GIC）成立总规模人民币 70 亿元的投资平台，以合作开发长三角主要城市的住宅项目，旭辉与 GIC 分别出资 51%及 49%。此类合作或将在未来继续出现，**而具备优秀开发能力及品牌力的房企更能灵活引入合作方及战略投资者，在扩大规模的同时维持财务稳健。**

土地投资能力或更趋关键。投资能力包含地货比及去化回款情况，除对公司利润的影响之外，优秀的投资能力更能使房企在拿地后快速回款、使前述偿债能力更快地从拿地后的下降中恢复。

高周转或将持续，并拓展至施工及交付阶段。如前所述，规模及利润率适当的项目的快速结转或将在一定程度上减轻房企的杠杆压力，房企或需灵活调整项目前中后期各流程的时间安排。

商业运营能力重要性或将更为凸显。如前所述，投资性物业价值的提升和租金收入均将对房企财务状况有所改善。房企能够通过对既有商业地产的积极运营提升租金收入和物业价值，因而房企商业运营能力的重要性或进一步上升。

表 14：房企经营活动对主要偿债指标影响全览

经营操作			净负债率	扣预资产负债率	现金短债比	备注
拿地	资金来源	自有资金	上升	不变	下降	引入少数股东时净负债率增幅最小； 完全使用长期债务融资拿地时现金短债比降幅最小
		引入少数股东	上升	下降	下降	
		长期债务配资	上升	上升	下降	
		短期债务配资	上升	上升	下降	
	拿地强度	低	拿地强度越高，变动幅度越大			
		中				
		高				
销售	去化率	低	下降	不变	上升	去化率越高，净负债率、现金短债比优化幅度越高
		中	下降	不变	上升	
		高	下降	不变	上升	
结算	货地比	低	上升	下降	下降	货地比越高，净负债率增幅越小、扣预资产负债率降幅越大；货地比不影响现金短债比
		中	上升	下降	下降	
		高	上升	下降	下降	
高周转			下降	下降	上升	包含销售和结算的效率提升
引入战投等合作方			下降	下降	上升	
无息杠杆			下降	下降	上升	
投资性物业	租金收入		下降	下降	上升	
	价值重估	提升	下降	下降	上升	
		下降	上升	上升	下降	

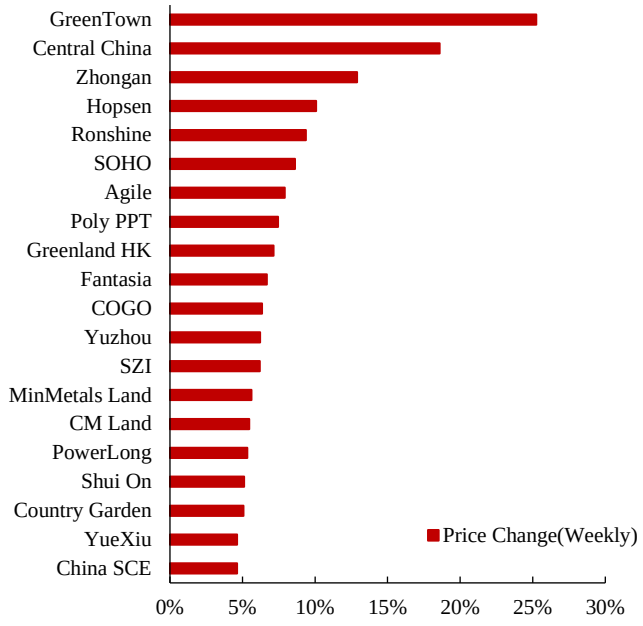
数据来源：中达证券研究；注：红色表示偿债能力有所下降，蓝色表示偿债能力有所改善

2.行业表现

2.1 地产开发行业表现

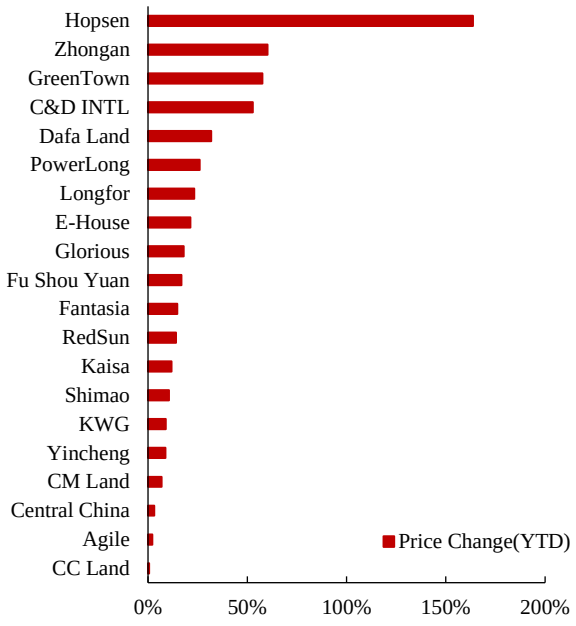
本周，绿城中国、建业地产、众安集团涨幅居前。合生创展集团、众安集团、绿城中国年初至今涨幅居前。

图 1：绿城中国、建业地产、众安集团本周涨幅居前



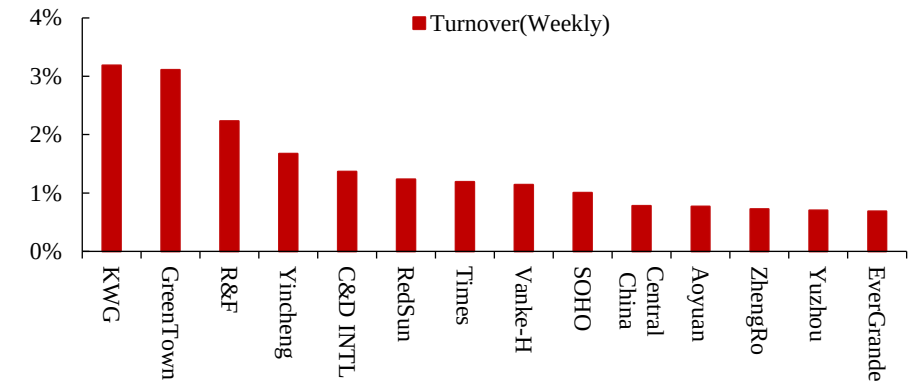
数据来源：Wind，中达证券研究

图 2：合生创展集团、众安集团、绿城中国年初至今涨幅居前



数据来源：Wind，中达证券研究

图 3：合景泰富集团、绿城中国、富力地产本周换手率居前

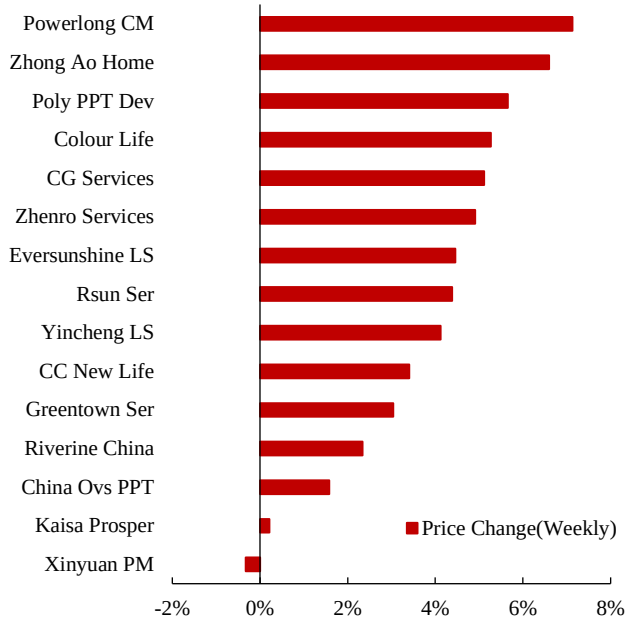


数据来源：Wind，中达证券研究

2.2 物业管理行业表现

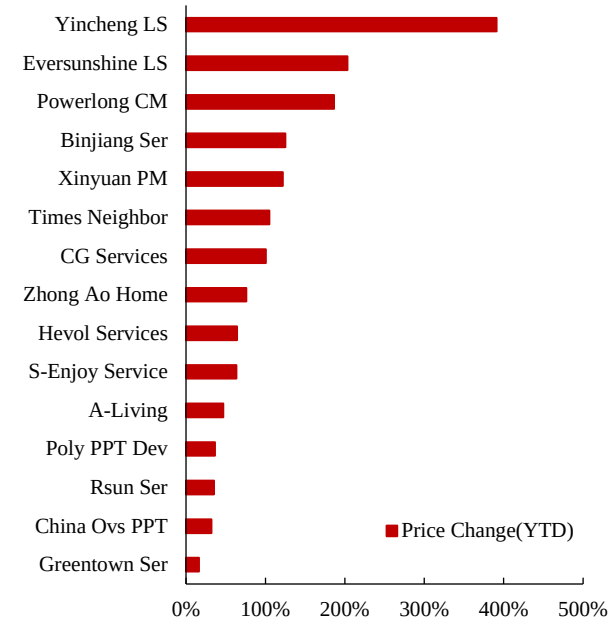
本周，宝龙商业、中奥到家、保利物业涨幅居前。银城生活服务、永升生活服务、宝龙商业年初至今涨幅居前。

图 4：宝龙商业、中奥到家、保利物业本周涨幅居前



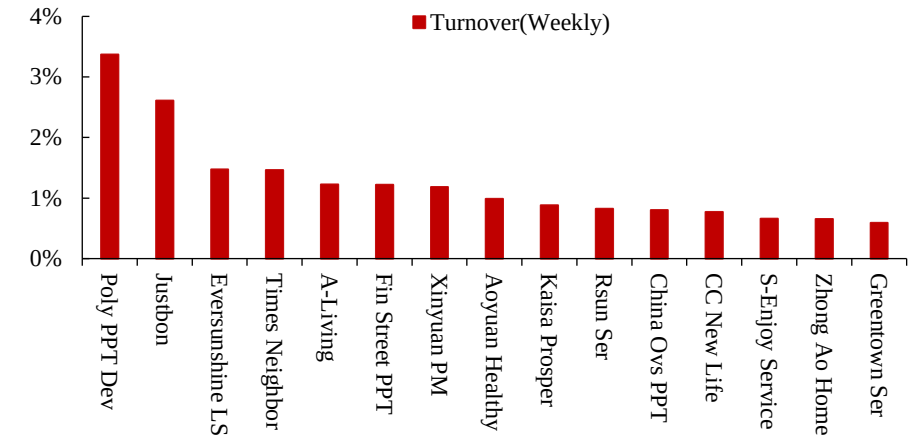
数据来源：Wind，中达证券研究

图 5：银城生活服务、永升生活服务、宝龙商业年初至今涨幅居前



数据来源：Wind，中达证券研究

图 6：保利物业、蓝光嘉宝服务、永升生活服务本周换手率居前



数据来源：Wind，中达证券研究

3.重要政策及动态

3.1 本周重要行业政策与新闻

表 15：本周要闻：广州拟放宽双一流高校毕业生落户条件

日期	地区/部门	简述
2020-10-06	广州	拟将"双一流"建设高校本科及以上学历的青年人才入户条件放宽为参保即可入户，进一步优化高校毕业生的就业环境。
2020-10-07	都江堰	启动新建商品房交房交证改革试点工作。
2020-10-08	公安部	1 亿人落户任务提前完成，1 亿多农业转移人口自愿有序实现了市民化。
2020-10-09	黑龙江	要求各地结合本地人才住房保障规定，探索将毕业未满 5 年且在本地就业的大学生纳入公租房保障范围，适当放宽准入门槛，分类确定保障标准，采取租赁补贴为主、实物配租为辅的方式予以保障。

数据来源：Wind，政府网站，中达证券研究

3.2 本周公布重点公司销售情况

表 16：本周公布重点公司销售情况

公司	代码	1-9月累计销售金额		1-9月累计销售面积		9月销售金额		9月销售面积	
		（亿元）	同比	（万平）	同比	（亿元）	同比	（万平）	同比
中国恒大	3333.HK	5923	-	-	-	1416	-	1642	-
融创中国	1918.HK	3807	3.0%	2725	7.6%	689	9.6%	491	14.0%
中国海外发展	0688.HK	2572	4.3%	1371	-0.4%	349	20.5%	158	0.0%
世茂集团	0813.HK	2012	15.7%	1148	18.3%	322	0.4%	185	2.0%
金地集团	600383.SH	1701	19.9%	824	15.9%	258	3.2%	124	-8.3%
中国金茂	0817.HK	1618	30.7%	854	52.0%	160	2.4%	85	17.2%
中梁控股	2772.HK	1147	14.1%	917	-5.1%	182	24.7%	145	8.0%
绿城中国	3900.HK	1139	43.3%	453	44.7%	201	68.9%	73	65.9%
融信中国	3301.HK	1001	6.5%	455	2.1%	156	15.6%	76	19.6%
正荣地产	6158.HK	962	6.8%	614	5.4%	143	32.0%	82	16.4%
富力地产	2777.HK	866	-6.4%	739	-13.4%	140	23.9%	115	11.0%
美的置业	3990.HK	838	18.4%	741	6.6%	-	-	-	-
中国奥园	3883.HK	834	6.1%	-	-	121	13.7%	-	-
禹洲集团	1628.HK	771	57.7%	471	44.5%	117	41.8%	73	28.0%
远洋集团	3377.HK	760	-14.5%	385	-12.0%	160	18.6%	69	-2.0%
荣盛发展	002146.SZ	737	8.7%	671	5.9%	75	12.5%	75	9.5%
中骏集团控股	1966.HK	690	26.3%	471	7.2%	120	84.6%	66	29.5%
时代中国控股	1233.HK	597	17.9%	421	24.8%	104	37.5%	68	40.9%
弘阳地产	1996.HK	568	29.8%	397	20.1%	88	89.5%	58	66.1%
建发国际集团	1908.HK	566	80.9%	301	75.6%	-	-	-	-
宝龙地产	1238.HK	543	20.4%	354	27.2%	81	56.1%	53	52.7%
金地商置	0535.HK	527	20.6%	228	7.0%	95	24.2%	43	-7.9%
德信中国	2019.HK	442	37.0%	201	7.6%	61	89.8%	30	39.4%
保利置业集团	0119.HK	341	18.4%	191	18.8%	-	-	-	-
花样年控股	1777.HK	327	46.4%	237	18.6%	53	109.6%	36	23.1%
当代置业	1107.HK	269	7.2%	262	9.7%	46	46.4%	46	55.2%
力高集团	1622.HK	225	34.1%	283	80.2%	-	-	-	-
大发地产	6111.HK	201	59.0%	136	30.2%	-	-	-	-
景瑞控股	1862.HK	156	1.8%	70	-3.8%	25	31.1%	11	16.9%
银城国际控股	1902.HK	120	-10.8%	68	-13.9%	34	-17.7%	21	5.9%
阳光100中国	2608.HK	56	-8.5%	48	-0.4%	14	63.2%	13	90.2%
碧桂园	2007.HK	-	-	-	-	646	25.3%	759	31.7%

数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究；注：碧桂园、富力地产为权益口径；中国恒大累计销售数据对应时间区间为本年截至 2020 年 10 月 8 日，9 月销售数据对应时间区间为 2020 年 9 月 1 日至 2020 年 10 月 8 日

3.3 本周重点公司新闻及公告

表 17：本周公司动态：雅居乐集团发行 2025 年到期 3 亿美元 6.05%优先票据

日期	对象	简述
2020-10-05	蓝光嘉宝服务	公司以 2.1 亿元收购上海益镇物业管理有限公司、上海华欣物业管理有限公司各 90%股权。
2020-10-06	佳兆业集团	全资附属公司以 1.5 亿美元认购 Nam Tai Property Inc1605.1 万股股份，认购完成后公司拥有其约 43.9%权益。
2020-10-08	雅居乐集团	发行 2025 年到期 3 亿美元 6.05%优先票据。
2020-10-08	融创中国	回购 2021 年 1 月到期 3000 万美元 8.375%优先票据。
2020-10-08	中国海外发展	2020 年 9 月，公司于北京、无锡、济南、东莞和厦门取得房地产项目 7 个。
2020-10-09	金地集团	2020 年 9 月，公司于东莞、天津、扬州、银川、成都、盐城取得房地产项目 6 个。
2020-10-09	荣盛发展	2020 年 9 月，公司于石家庄取得房地产项目 1 个。
2020-10-09	蓝光发展	2020 年 9 月，公司于南充、西安、东阳取得房地产项目 3 个。

数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究

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。