资源与环境研究中心

房地产行业研究　买入 (维持评级)　　行业点评

赵旭翔

分析师 SAC 执业编号：S1130520030003

融资端加强监管，弯道超车的窗口关闭

事件

- 近日，市场传言称监管部门出台新规控制房地产企业有息债务的增长，设置“三道红线”。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“三道红线”触线情况不同，试点房地产企业分为“红、橙、黄、绿”四挡。以有息负债规模为融资管理操作目标，分档设定为有息负债规模增速阈值，每降低一档，上限增加 5%。

评论

- **暂时无法验证传言真伪，但是房地产企业融资端收紧是大概率事件。**近期市场有各种监管将对房企收紧融资政策的传言，“三道红线”传言非常具体，和 2019 年传言的版本略有区别，但方向一致。考虑到近期土地市场出现过热的情况，以及 7 月下旬召开的房地产工作会议精神，我们认为房地产企业融资端收紧是大概率事件。
- **若按照“三道红线”进行融资监管，弯道超车的窗口将关闭。**
  ① 如果按照传言的版本对房企进行融资监管，房企的销售规模的增速将趋于一致。过去几年增长较高过高的房企会因为资债指标超限，融资受限，未来几年会放慢增速。
  ② 土地市场较热的局面可以得到一定程度的缓解，较早开始控制增速的万科、龙湖以及一些国资房企在这样会获得较好的拿地机会。
  ③ 销售额的排名大幅变动的可能性变小。
  ④ 土地价格的波动将会降低，房企“拿错地”的可能性变小。
- **预计房企将增加表外项目比例，如果想实现更高的规模增长，需要进入货地比更高的三四线城市。**如果监管严控资债指标，对规模有更高诉求的房企将更多增加表外项目。同时，三四线城市更高的货地比，有助于拿地强度不超 40%目标的实现。
- **行业仍然处于存货质量缓慢改善的周期。**房企融资端的政策对房地产市场本身的供需关系影响较小，不改行业处于存货质量缓慢改善的周期。
- **信用利差短期扩大，长期房企融资需求下降，融资成本下降。**融资成本方面，由于部分企业可能受到融资限制，所以短期内，信用利差会程扩大的趋势。但是长期来说，当房企没有规模方面的赶超需求，融资需求亦会下降，从而带来长期融资成本的下降趋势。

投资建议

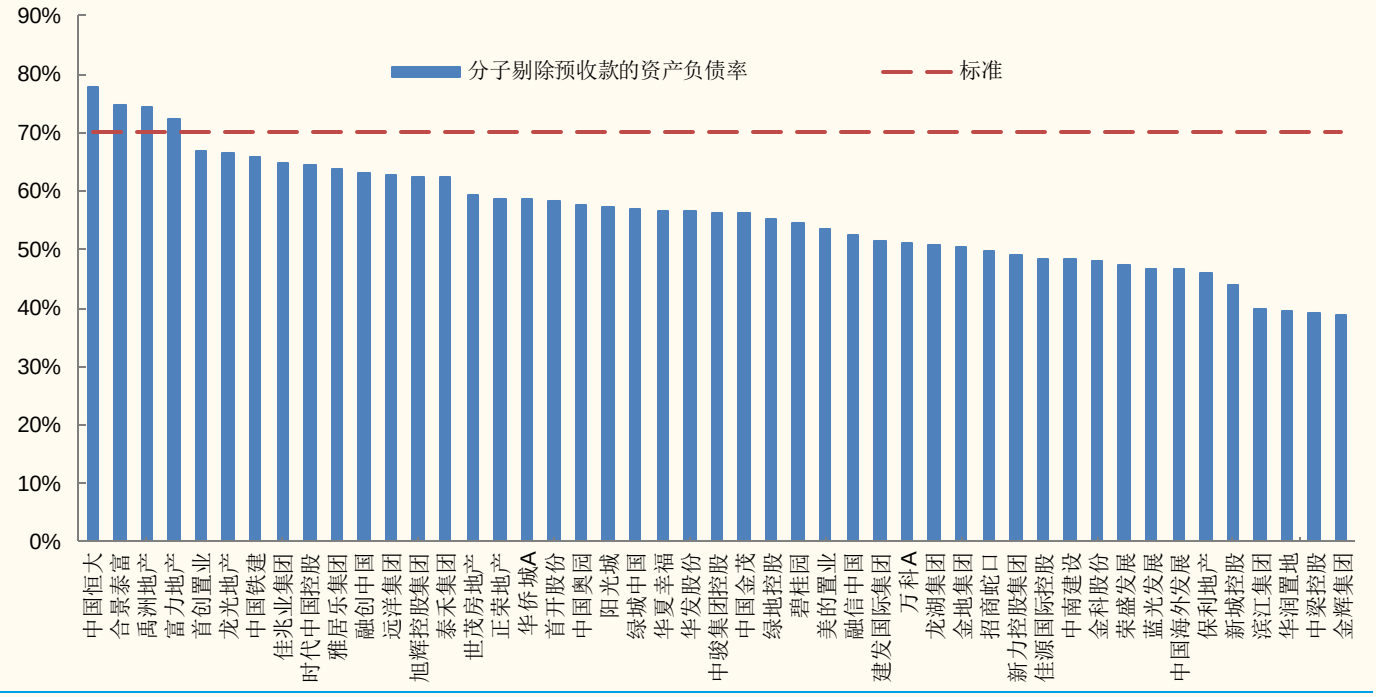
- 如果出现融资端的红线式监管，利好持续控制资债指标的部分头部房企。看好万科、保利、金地、招商蛇口、龙湖集团等公司。

风险提示

- **房地产调控超预期收紧；销售恢复程度低于预期。**

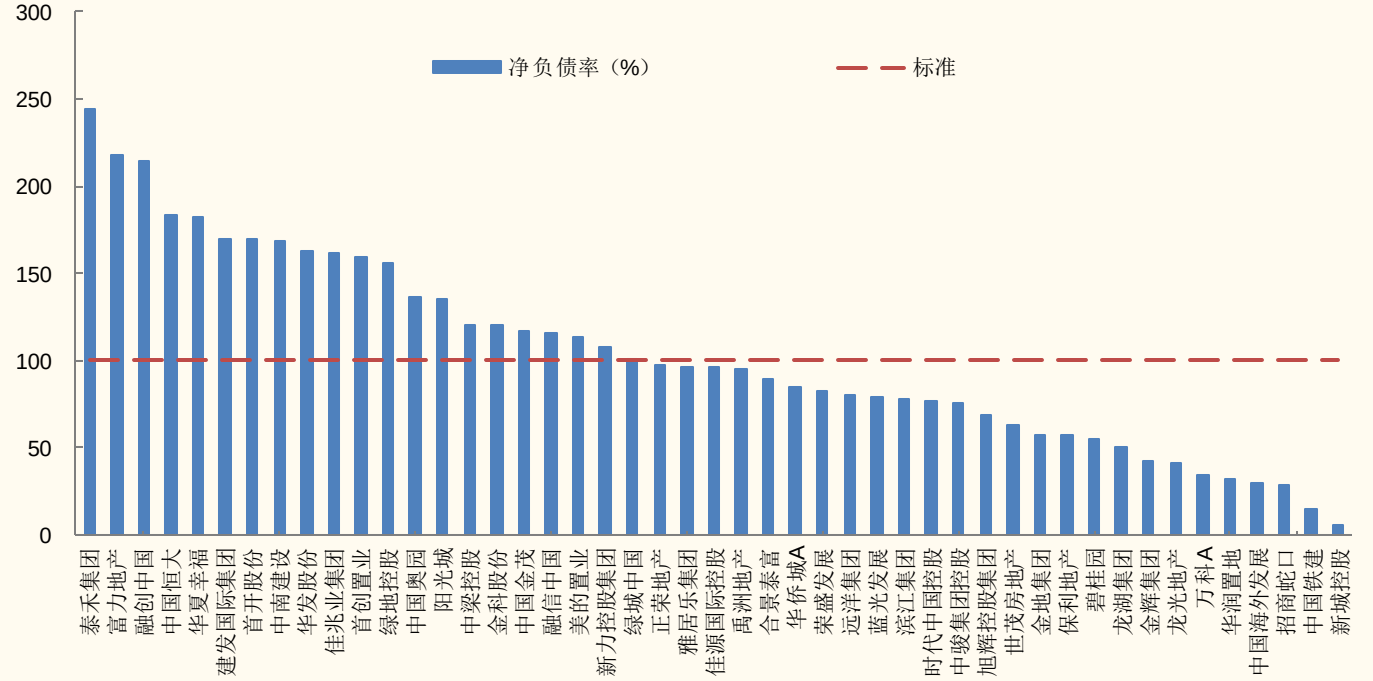
附录 1：

图表 1：2019 年销售额 Top50 公司分子剔除预收款的资产负债率



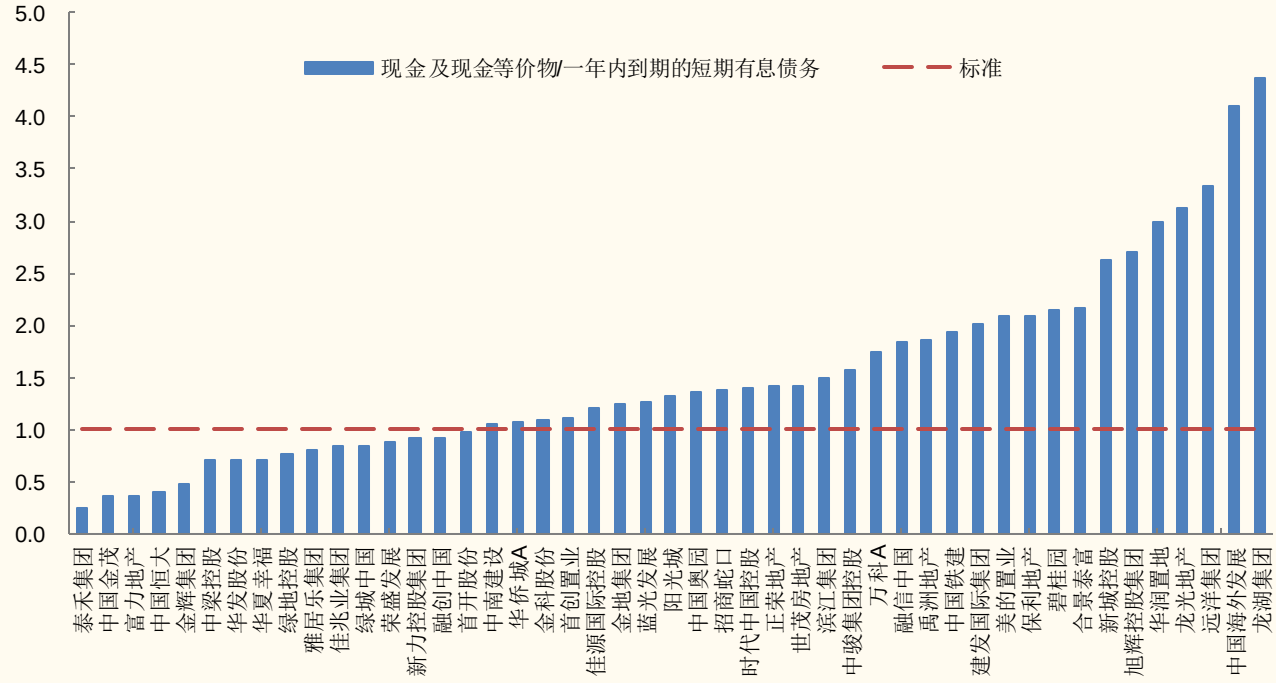
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 2：2019 年销售额 Top50 公司净负债率



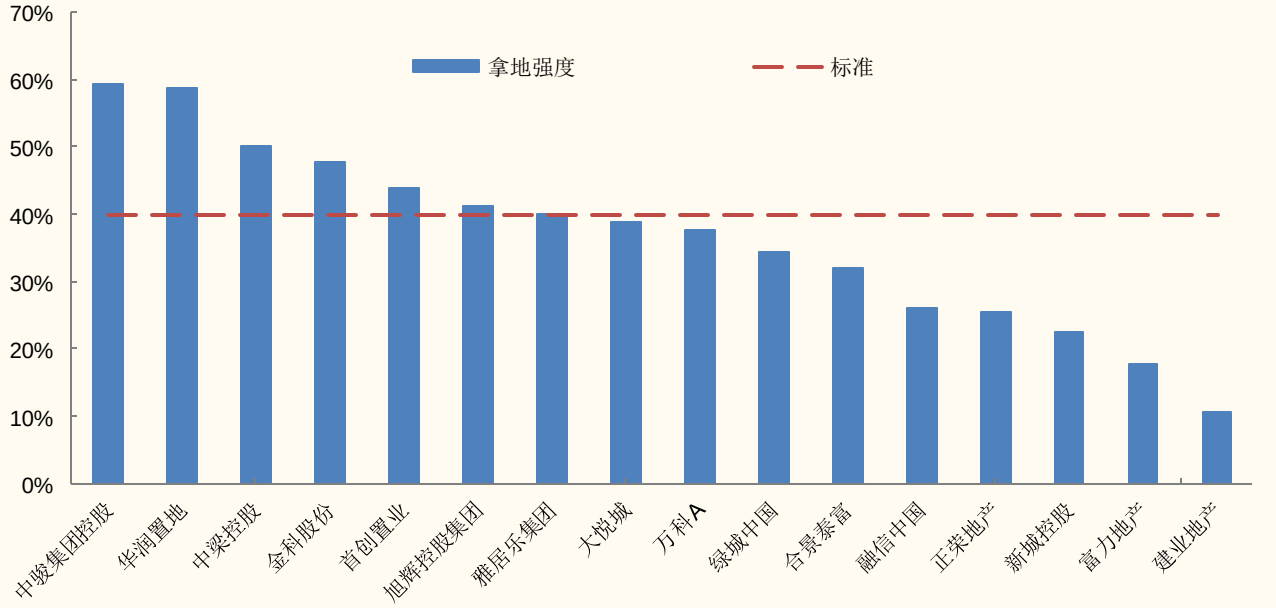
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 3：2019 年销售额 Top50 公司现金及现金等价物/一年内到期的短期有息债务



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 4：2019 年部分已披露数据公司拿地强度



来源：Wind 资讯，公司公告，国金证券研究所

图表 5：2019 年销售额 Top50 公司经营性现金流（亿元）

代码	企业简称	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	是否连续三年为负
2007.HK	碧桂园	240.84	293.81	146.66	否
000002.SZ	万科 A	823.23	336.18	456.87	否
3333.HK	中国恒大	-1509.73	547.49	-673.57	否
1918.HK	融创中国	750.99	520.55	272.54	否
600048.SH	保利地产	-292.96	118.93	391.55	否
600606.SH	绿地控股	588.63	421.72	192.61	否
0688.HK	中国海外发展	-351.39	-71.77	99.10	否
601155.SH	新城控股	-104.85	38.17	435.80	否
0813.HK	世茂房地产	114.79	22.10	294.80	否
1109.HK	华润置地	95.09	272.35	327.06	否
0960.HK	龙湖集团	713.47	778.74	342.76	否
001979.SZ	招商蛇口	-47.09	104.78	138.12	否
000671.SZ	阳光城	88.19	218.31	153.96	否
600383.SH	金地集团	-69.89	-18.28	78.99	否
0884.HK	旭辉控股集团	55.96	-28.38	-120.25	否
000961.SZ	中南建设	-29.38	194.32	81.96	否
000656.SZ	金科股份	-84.86	13.29	22.39	否
0817.HK	中国金茂	-246.93	20.12	200.99	否
2772.HK	中梁控股	-68.38	80.37	-203.29	否
600340.SH	华夏幸福	-162.28	-74.28	-318.19	是
2777.HK	富力地产	-72.87	-86.17	-241.45	是
3301.HK	融信中国	-103.72	178.15	59.70	否
6158.HK	正荣地产	-42.39	-26.64	-140.64	是
3900.HK	绿城中国	-150.83	-165.56	-81.76	是
3377.HK	远洋集团	-12.22	-0.45	-33.03	是
3383.HK	雅居乐集团	29.53	26.28	-145.51	否
3883.HK	中国奥园	-67.63	85.88	-18.25	否
1638.HK	佳兆业集团	-34.31	105.99	-20.63	否
002146.SZ	荣盛发展	22.74	175.12	21.20	否
002244.SZ	滨江集团	34.30	-139.40	26.21	否
601186.SH	中国铁建	254.04	54.48	400.06	否
600466.SH	蓝光发展	75.54	4.62	38.33	否
3990.HK	美的置业	-73.57	-166.15	5.96	否
3380.HK	龙光地产	115.16	45.68	58.72	否
2103.HK	新力控股集团	-65.48	17.25	-38.39	否
600376.SH	首开股份	-204.53	116.43	17.24	否
1028.HK	卓越集团	1.15	1.70	3.27	否
600325.SH	华发股份	112.99	159.99	280.35	否
0137.HK	金辉集团	2.57	0.15	-3.11	否
1813.HK	合景泰富	-94.69	-22.72	-42.76	是

000732.SZ	泰禾集团	-125.53	139.31	236.15	否
2868.HK	首创置业	44.54	-60.95	2.46	否
1966.HK	中骏集团控股	34.24	42.82	-70.88	否
000069.SZ	华侨城 A	-77.00	-99.84	-51.88	是
1233.HK	时代中国控股	-65.85	-5.23	7.89	否
2768.HK	佳源国际控股	6.35	29.67	80.01	否
1628.HK	禹洲地产	25.12	31.57	-58.59	否
1908.HK	建发国际集团	-67.29	-111.14	12.46	否
000876.SZ	新希望地产	27.12	33.37	44.37	否

来源：Wind 资讯，国金证券研究所

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海
电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京
电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳
电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH