

房地产融资新政对行业及企业的影响

总量稳定，重塑格局

核心观点：

- **地产融资监管新规信息整理。**根据央行官网的报道，8月20日，央行、住建部等召开房企座谈会，提出了“重点房企资金监测和融资管理规则”。根据21世纪经济报道的表述，具体政策要求设立“三道红线”，即扣除预收账款后的资产负债率不得高于70%，净负债率不得高于100%，现金对短期债务的覆盖倍数不得低于1倍，根据三个指标完成情况将公司分成四档，约束每档公司的新增有息负债的比例。计划对12家企业进行试点（恒大、融创、绿地、阳光城、中梁、华侨城、万科、碧桂园、新城、保利、中海、华润），并根据试点情况向全国推广。
- **融资新政在政策思路的变化。**对地产行业融资的限制，从18年就开始了，到2020年已经接近3年。近两年行业有息负债规模的增速都在5%左右，低于销售和投资增速。从调控方式上，过去三年更多强调“渠道限制”，而“三道红线”则强调“主体限制”。这个逻辑的调整与“因城施策”非常相似，将改变行业融资环境一管就“死”，一放就“飞”的局面。也可以改变当前收益端行政管理，成本端市场竞争的情况，稳定行业整体的收益率水平。
- **“三道红线”政策对行业总量的影响。**融资新政措施下，我们对包括Top50公司在内的上市及非上市的共434家房企的财务报表数据进行了整理，样本行业市占率为55%，按照新政要求对应当前的财务报表，新增有息负债的幅度将达到7.3%，其中红橙黄绿四档企业的份额占比分别为28%、18%、33%、21%。全行业中性预期下有息负债规模增量为5.7%，高于19、20年实际水平，且随着企业降档的完成，增量空间还会进一步加大。由此带动行业销售和投资，均具备稳定在5%-10%增长的能力，新政对于行业整体稳定不会造成较大的冲击。
- **“三道红线”政策对企业的影响。**首先这将是金融资源分配规则的调整，由“市场化分配”调整为“政策约束分配”，此消彼长，拥有更多金融资源的绿档企业将拥有更多话语权。因此加快周转，提高能力，粗放式的金融红利时代将成为过去，而精细化的管理红利时代将伴随这次“供给侧改革”为行业带来新的生机。
- **“三道红线”新政下的企业选择。**在当前行业背景下，我们维持前期判断，推荐三类房企，首先是未来融资空间相对较大的，如保利、华润、中海外、万科A(000002.SZ)/万科企业(02202.HK)等；第二，过去证明高周转管理能力的公司，中南、新城、金科、旭辉、阳光城等；第三，高杠杆但拥有可以快速去化的优质土储公司融创等。
- **风险提示。**“三道红线”融资新政尚未落地，资料的整理主要依据新闻报道和相关部门的会议内容，具体执行措施上无法确定。

行业评级

买入

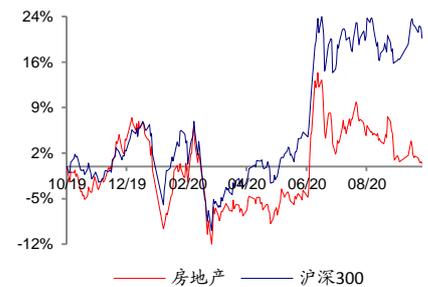
前次评级

买入

报告日期

2020-10-27

相对市场表现



分析师：

乐加栋



SAC 执证号：S0260513090001



021-38003642



lejiadong@gf.com.cn

分析师：

郭镇



SAC 执证号：S0260514080003



SFC CE No. BNN906



021-38003639



guoz@gf.com.cn

分析师：

邢莘



SAC 执证号：S0260520070009



021-38003638



xingshen@gf.com.cn

请注意，乐加栋、邢莘并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

- 房地产行业第43周周报：基本面具备韧性，土地市场地价回落 2020-10-25
- 房地产行业20年9月行业月报：成交、土地单月增速略有回落，投资维持较高水平 2020-10-23
- 房地产行业第42周周报：10月上半月成交土地均有降温，关注后续景气度走势 2020-10-18

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
万科 A	000002.SZ	人民币	27.88	2020/09/01	买入	40.42	3.79	4.26	7.36	6.55	4.70	4.32	19.0%	17.0%
保利地产	600048.SH	人民币	16.40	2020/08/25	买入	20.90	2.58	3.04	6.35	5.39	4.49	2.90	16.5%	16.3%
招商蛇口	001979.SZ	人民币	15.30	2020/10/20	买入	23.78	2.09	2.28	7.32	6.71	5.90	3.70	14.0%	13.2%
新城控股	601155.SH	人民币	33.99	2020/08/23	买入	46.08	7.10	8.51	4.79	4.00	6.90	6.90	29.2%	25.9%
华夏幸福	600340.SH	人民币	14.98	2020/04/27	买入	35.95	4.62	4.86	3.25	3.08	7.80	7.42	26.0%	21.5%
金地集团	600383.SH	人民币	14.30	2020/08/30	买入	16.83	2.61	2.99	5.48	4.79	8.68	8.44	18.0%	17.1%
荣盛发展	002146.SZ	人民币	7.86	2020/08/14	买入	13.93	2.32	2.75	3.38	2.86	3.02	1.65	19.8%	19.0%
金科股份	000656.SZ	人民币	8.87	2020/09/04	买入	12.50	1.39	1.72	6.39	5.15	12.38	11.58	23.3%	22.4%
中南建设	000961.SZ	人民币	9.23	2020/08/25	买入	11.49	1.91	2.51	4.84	3.67	3.68	2.08	26.2%	25.7%
阳光城	000671.SZ	人民币	7.14	2020/09/10	买入	10.80	1.34	1.75	5.32	4.08	8.51	8.09	17.4%	18.5%
蓝光发展	600466.SH	人民币	5.12	2020/09/01	买入	8.61	1.32	1.66	3.87	3.09	4.45	3.88	17.8%	18.2%
华发股份	600325.SH	人民币	6.72	2019/10/29	买入	10.50	1.90	2.41	3.54	2.79	11.91	6.34	21.3%	21.2%
新潮中宝	600208.SH	人民币	3.38	2020/04/27	买入	5.20	0.45	0.55	7.43	6.18	32.67	26.52	8.4%	9.5%
中国国贸	600007.SH	人民币	12.62	2020/08/31	买入	20.15	0.89	1.13	14.16	11.19	5.79	4.89	10.6%	11.8%
金融街	000402.SZ	人民币	6.83	2020/09/21	买入	10.31	1.21	1.46	5.63	4.67	14.42	12.46	9.6%	10.4%
碧桂园	02007.HK	港币	9.90	2019/09/18	买入	16.03	2.22	2.50	3.84	3.41	2.89	2.54	23.1%	20.6%
融创中国	01918.HK	港币	29.55	2019/12/06	买入	55.30	6.63	7.56	3.83	3.37	4.98	4.14	26.5%	23.2%
中国海外发展	00688.HK	港币	19.62	2019/10/15	买入	32.90	4.63	4.99	3.64	3.38	4.31	4.09	14.4%	13.5%
旭辉控股集团	00884.HK	港币	5.59	2019/08/18	买入	6.16	1.07	1.33	4.49	3.63	2.80	2.20	21.2%	20.8%
万科企业	02202.HK	港币	24.95	2020/09/01	买入	45.66	3.79	4.26	5.67	5.04	7.49	9.23	19.0%	17.0%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: (1) 以上公司为广发证券地产组近两年覆盖标的;

(2) A 股标的合理价值货币单位为人民币, 港股标的(碧桂园、融创中国、中国海外发展、旭辉控股集团、万科企业)合理价值单位为港币;

(3) A 股及港股标的 EPS 货币单位均为人民币;

(4) 表中估值指标按照最新收盘价计算。

目录索引

一、地产融资监管新规信息整理.....	5
二、融资新规从政策思路变化.....	7
(一) 管控方法升级: 从渠道管控向主体管控调整.....	7
(二) 从长效机制的角度思考融资政策调整的作用.....	10
三、融资新规对房地产行业总量的影响.....	11
(一) 定量分析, “三道红线”政策对行业有息负债增速的影响.....	12
(二) 融资新政对地产行业销售规模增速的影响.....	16
(三) 融资新政对房地产行业投资增速的定量测算.....	19
四、融资新规下企业的选择和如何选择优秀的企业.....	23
(一) 融资新规下对地产企业经营情况和选择的影响.....	24
(二) 融资新政环境下, 企业如何调整完成“降档”.....	29
(三) 企业如何在有息负债规模受控的情况下, 提高销售增速.....	33
五、投资建议.....	36
六、风险提示.....	36

图表索引

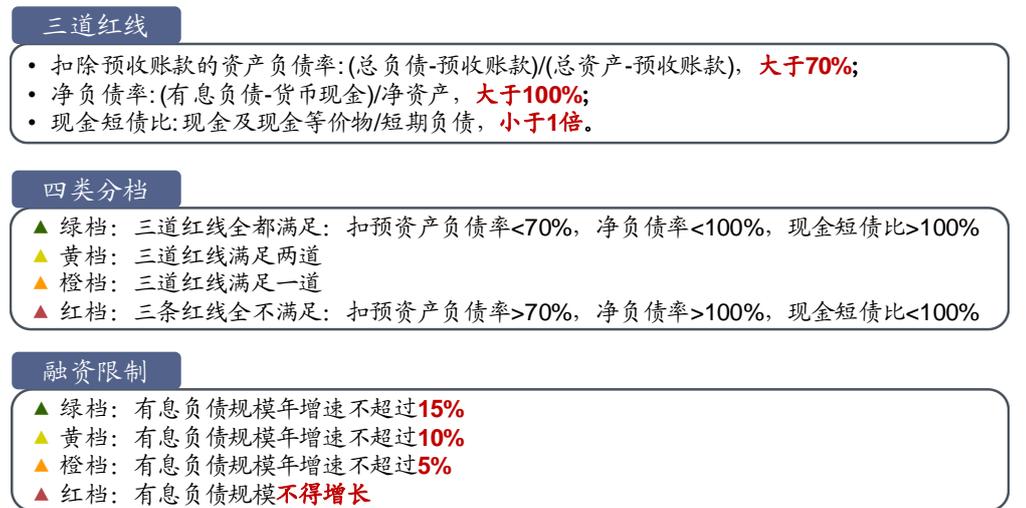
图 1: “三道红线”政策的主要内容	5
图 2: 18 年以来地产行业融资监管政策已经开始限制行业融资增长	7
图 3: 房地产行业有息负债余额增速及新增负债规模	8
图 4: 17 年以来分渠道监管政策变化以及对应余额增速表现	9
图 5: 新旧融资监管政策优缺点的比较, 因“企”施策, 优势更加明显	10
图 6: 地产行业调控逻辑变化及供需两端表现对应图谱	11
图 7: 地产行业有息负债规模季度变化 (规模单位: 万亿元)	12
图 8: 434 家房企 20 年中期报表数据分类汇总及测算有息负债增量空间	14
图 9: 地产行业有息负债规模增速以及“三道红线”政策后的增速趋势预判	16
图 10: 地产行业有息负债规模与销售规模相对关系图 (19 年末)	17
图 11: 地产行业销售负债比及相关构成因素变化趋势分析	18
图 12: 地产行业销售规模增速与负债规模增速未来变化预测	19
图 13: 长期来看投资增速与到位资金增速中枢位置基本一致	20
图 14: 融资型到位资金增速与有息负债增速之间的关系	21
图 15: 行业销售金额增速与销售型回款增速对比	23
图 16: 行业投资意愿 (投资额/到位资金) 变动	23
图 17: 分配规则变化对应“四档”典型房企负债规模增速对比差异	25
图 18: 新规环境下 Top30 地产公司集中度仍将持续提升	26
图 19: “三道红线”新政环境下, 当前分档对应房企预期规模增长对比	28
图 20: 测算模拟经营行为对报表及“三道红线”指标影响 (亿元)	29
图 21: 地产企业在“三道红线”政策下, 如何实现更高的销售增速	34
表 1: 融资新规相关报道和传闻信息整理	6
表 2: 房地产行业有息负债余额以及结构 (万亿元)	8
表 3: Top30 房地产开发企业 2020H1 根据三道红线规模计算新增融资额度	13
表 4: “三道红线”政策下, 当前行业有息负债规模上限增速规模测算	15
表 5: 地产行业总资产规模、总负债规模、有息负债及销售规模相对关系	17
表 6: 地产行业到位资金规模及类型结构划分、增速及占比变化趋势	20
表 7: 行业融资型到位资金与有息负债规模的相对关系	22
表 8: “三道红线”融资新规需求上报主要财务及经营数据对应头部公司分档表现	23
表 9: “三道红线”政策环境下 Top30 地产企业对应新增货值对销售弹性	27
表 10: 模拟经营行为对三道红线指标的影响	30
表 11: 当前 Top30 房企的分档及降档难度水平衡量	31
表 12: 试点公司主要财务经营数据指标对比 (2020H1)	33
表 13: 应对“三道红线”政策主流地产企业维持超额增长能力评估	35

一、地产融资监管新规信息整理

2020年关于房企融资的政策调整，引起了市场非常广泛的关注和讨论。根据央行官网的报道，20年8月20日，由央行牵头，包括住建部、银保监会、证监会、外汇局、交易商协会等部门的负责人，约谈12家房地产企业的负责人，提出了“重点房地产企业资金监测和融资管理规则”，落实了房企融资政策监管方式的调整。具体细则来看，根据21世纪经济报道的细则表述，主要以三项房企财务数据指标为主要依据，将房企进行分类调控新增融资额度的企业监管和融资管理规则（后续简称“融资新规”），也称为“三道红线”新规或“345”新规。

根据21世纪经济报道的表述，具体政策要求设立“三道红线”，分别为监控地产企业的剔除预收账款的资产负债率是否大于70%，净负债率是否大于100%，以及现金短债比是否小于1倍。根据“三道红线”对房企按照“红-橙-黄-绿”进行四档管理，三项指标均超出管理要求的红线要求，则企业对应为红档，超出2项为橙档，超出1项为黄档，若均低于红线要求则对应为绿档。之后根据企业的分档表现，再给与不同的负债增长限额，从红至绿四档对应的有息负债增速上限分别是“0%、5%、10%和15%”。

图1：“三道红线”政策的主要内容



* “预收账款”还应包含“合同负债”金额及“待转销项税”；

* “净负债率”计算中，香港上市公司货币现金包含现金及现金等价物、受限制现金，有息负债包括短期借款、其他应付款中付息债务、一年内到期非流动负债中付息债务、其他流动负债中付息债务、长期借款、应付债券、长期应付款中付息债务、其他负债科目中的付息债务

* “现金短债比”计算中，预售监管资金不看作现金及现金等价物，若无法披露则以货币现金1/3或预收账款20%孰高计算指标。

数据来源：21世纪经济报道，广发证券发展研究中心

在8月20日央行会议内容公布之后，最近两个月关于“融资新规”的各种报道以及监管机构的表态，提到了新规具体的落实办法和相关细则。包括十二家试点企业名单，降档时间要求，试点范围扩大时间安排，填报指标的具体要求，穿透式监管和表外指标具体填报要求等，也使央行会议提出的“重点房地产企业资金监测和融资管理规则”的轮廓更加清晰。虽然截至到目前为止，并未出台任何与融资新规相关

的政策，但从央行10月15日的表态来看，“重点企业资金检测和融资管理规则”的试点，可以基本得到证实。

表1：融资新规相关报道和传闻信息整理

日期	信息来源	主要内容
8月13日	21世纪经济财经报道	监管部门将出台新规控制房地产企业有息债务的增长，设置“三道红线”将试点房企分为“红、橙、黄、绿”四档：1.剔除预收款后的资产负债率大于70%；2.净负债率大于100%；3.现金短债比小于1倍。试点房企有息负债规模以2019年6月底为上限，分档设定增速阈值，每降低一档，上限增加5%
8月20日	央行、住建部	住建部、央行召开重点房地产企业座谈会 ，研究进一步落实房地产长效机制。会议指出，为进一步落实房地产长效机制，实施好房地产金融审慎管理制度，增强房地产企业融资的市场化、规则化和透明度，央行、住建部会同相关部门在前期广泛征求意见的基础上， 形成了重点房地产企业资金监测和融资管理规则 。合理安排经营活动和融资行为，增强自身抗风险能力，也有利于推动房地产行业长期稳健运行，促进房地产市场持续平稳健康发展。
8月28日	经参报道	12家参加会议的试点企业需要 9月底前上交降档方案 ，包括 1年内如何降档，3年内如何全面完成复合“三条红线”的调整。2021年1月1日起全行业将全面推行相关规则
9月14日	央行	针对房企的资金检测和融资管理规定， 前后差不多酝酿了将近2年的时间 ，下一步央行将会同住建部以及其他相关部门，跟踪评估执行情况， 不断完善规则，稳步扩大适用范围
9月15日	财联社报道	监管部门下发《试点房地产企业主要经营、财务指标统计监测表》，监管部门要求试点房企 每月15日前提交8项财务指标 ，分别为 剔除预收账款资产负债率、未剔除预收账款的资产负债率、净负债率、现金短债比、权益口径购地金额、权益口径销售金额、近3年经营活动产生的现金流净额是否连续为负、有息负债 。
9月26日	财联社报道	监管部门要求 试点房企在2023年6月30日前完成降负债目标 。
10月15日	财联社报道	试点房企每月上报信息不仅涵盖融资“三条红线”指标，还要求房企填报参股未并表住宅地产项目，明股实债项目融资等数据。 表明此次监管为穿透式，表内表外全覆盖 。
10月15日	央行	目前重点企业资金检测和融资管理规则起步平稳，社会反响积极正面。下一步，考虑扩大适用范围 。

数据来源：央行，《21世纪经济报道》、财联社等公开新闻，广发证券发展研究中心

结合央行的公开表述以及相关公开资料，我们对“融资新规”目前已有的信息做一个梳理：

1. 基于地产开发企业的财务报表，对包括扣预资产负债率、净负债率、现金短债比等三个指标进行跟踪，制订“三道红线”，根据每个企业的指标表现进行档位划分，以此规定每年的有息负债额度增长上限。
2. 试点房企为12家，其中包括：红档（恒大、融创、绿地）、橙档（阳光城、中梁、华侨城）、黄档（万科、碧桂园、新城）、绿档（保利、中海、华润）。
3. 试点公司或需按月填报监管要求上报的数据，包括“三道红线”涉及到的财务指标，以及有息负债规模总额（附表需要填报明细）、非并表项目融资情况等穿透信息。
4. 试点公司或需在1年内完成降档（原红档降低至橙色，橙档降低至黄色），在2023年6月30日前，约11个季度的时间，完成“三道红线”要求的全部指标水平（原红档也要完成降低至绿档的要求）。
5. 或从2021年1月1日开始，对其他非试点房企开始推行“三道红线”新规，根据企业财务指标对新增有息负债规模进行约束和限制。

需要注意的是，由于目前大部分信息均来自媒体公开报道，其中涉及到的具体细节，包括试点企业降档时间安排，试点信息上报要求，非试点公司的推进拓展节奏等问题，均存在较大的不确定性。因此我们后续分析判断及测算也仅建立在现有信息的基础之上，广发证券就该问题的分析，更多为研究思路的整理，具体细节及相关指标待政策明细出台后，还需要对当前的信息内容进行校准。

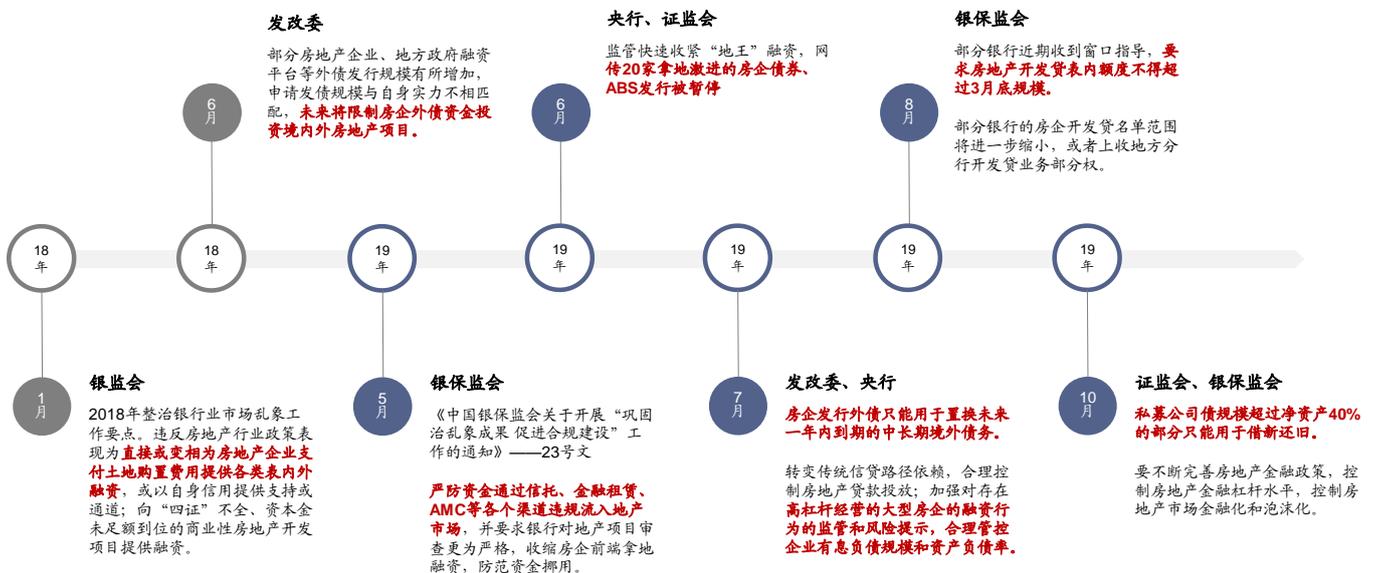
二、融资新规从政策思路上变化

报告将从政策思路的变化，行业投资能力，行业成交总量这三方面，来对融资新规对房地产行业的影响进行分析。从结论来看，我们认为融资新规是18年以来房地产行业去杠杆政策延续，方法上从渠道管控调整为主体管控，政策思路并没有发生大的调整 and 变化。从长期来看，新的调控措施是17年以来地产“长效机制”一个很重要的补充和组成，在需求端稳定格局建立后，有助于行业供给端秩序的优化。

（一）管控方法升级：从渠道管控向主体管控调整

融资新规出台之后，市场上很多声音认为是对地产行业融资能力的一个新的巨大的限制，但回顾17年以来的行业政策可以发现，其实从17年下半年开始到19年5月的23号文，对于地产行业的去杠杆政策已经持续超过3年的时间，新的融资监管政策对行业带来的冲击并没有外界想象的这么巨大。

图2：18年以来地产行业融资监管政策已经开始限制行业融资增长

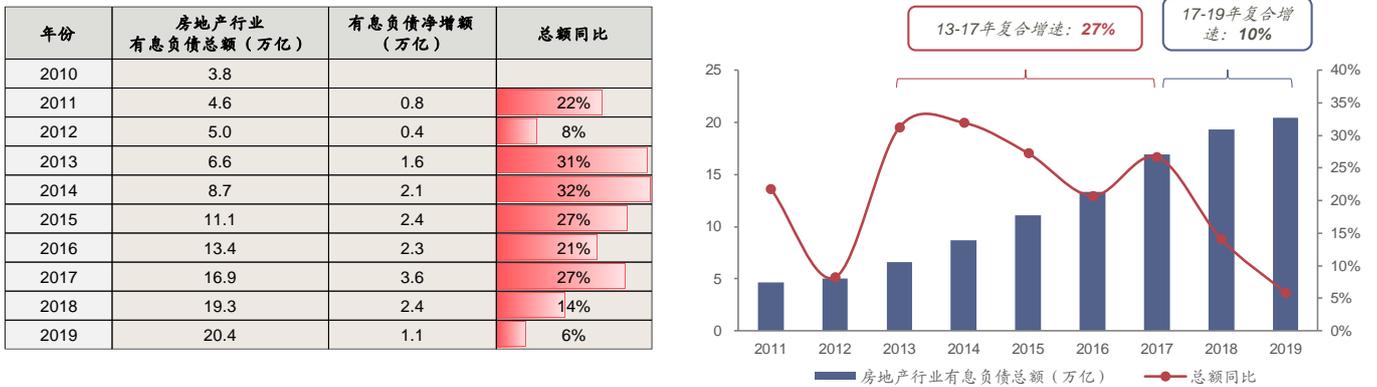


数据来源：证监会、发改委、央行等官网，广发证券发展研究中心

在我们2019年的年度策略报告和2020年发布的万科深度报告中，测算过行业有息负债规模，在此用到这个数据来2018年以来的行业融资环境的变化。根据我们的测算，截至到2019年底行业有息负债总规模约为20.4万亿人民币，其中18年、19年有息负债规模增速分别为14%和6%，两年有息负债的复合增速仅为10%，较13-17

年27%的年化有息负债增速，出现了非常明显的回落。且净增加额，也已经连续两年下滑，19年全行业有息负债净增加额仅1.1万亿，是12年以来的最低水平。从数据上非常直观的感受，行业融资环境的收紧已经持续超过2年。

图3: 房地产行业有息负债余额增速及新增负债规模



数据来源：统计局，央行，Wind，信托业协会，房企融资公告，广发证券发展研究中心

18年以来监管比较明显的控制地产负债的决心，因此地产行业的融资监管并不是从“三道红线”开始的，抑制金融资源流向房地产行业的政策导向已经持续了接近两年。

“三道红线”的融资新政，所带来的变化更多是调控方式的调整，18年以来对地产行业有息负债的管控调整方式，主要集中在渠道管控方面，即各个融资渠道自身的政策收紧，如：对地产非标融资的限制，地产行业信托余额已经从峰值位置的2.92万亿下降至20年2季度的2.50万亿，降幅接近15%；直接债权融资从18年开始借新换旧的的限制，也使整体银行间和交易所直接债权融资存量规模维持在2.2万亿左右的规模，超过2年未有上升。

表2: 房地产行业有息负债余额以及结构 (万亿元)

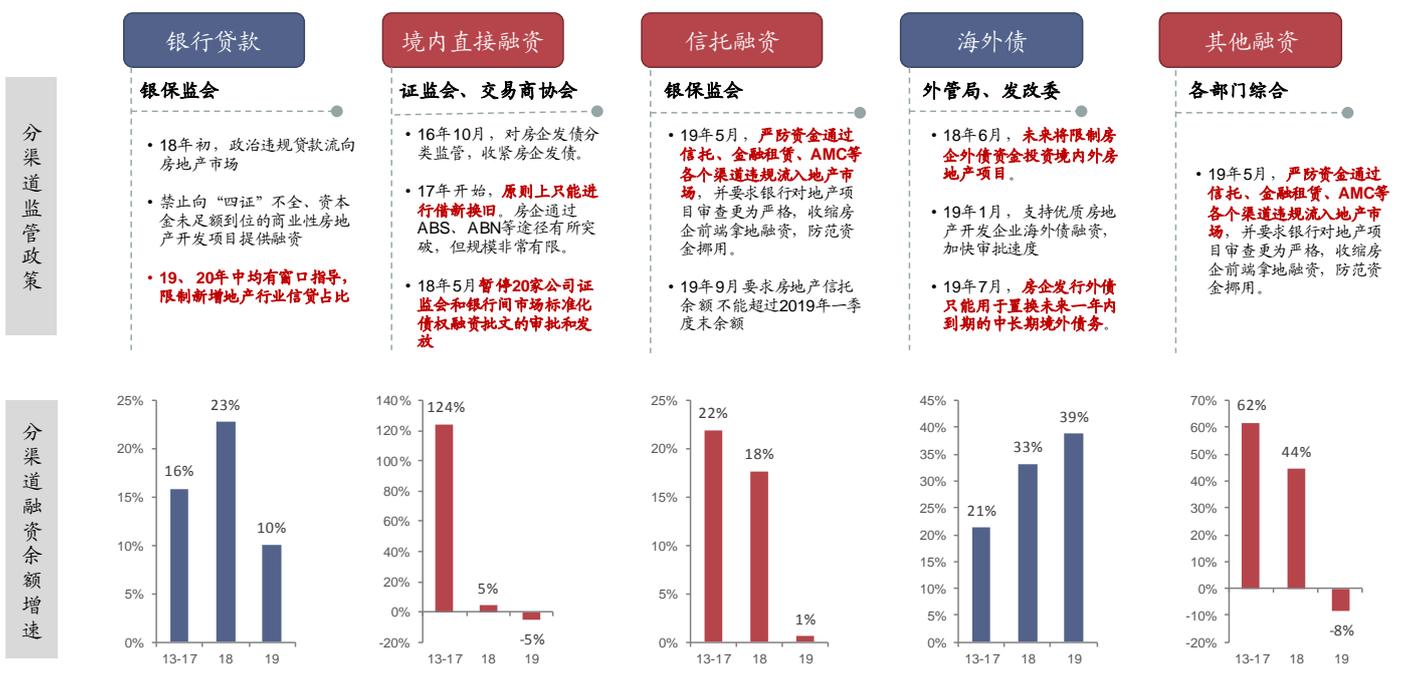
存量汇总	行业有息负债总额	开发贷款余额	信托余额	信用债余额	海外债余额	其他非标余额	其他债权
		央行	信托业协会	Wind	Wind	推算	推算
2010	3.8	3.1	0.4	0.0	0.1	0.1	0.0
2011	4.6	3.5	0.7	0.0	0.2	0.2	0.0
2012	5.0	3.9	0.7	0.0	0.3	0.1	0.0
2013	6.6	4.6	1.0	0.1	0.4	0.4	0.1
2014	8.7	5.6	1.3	0.3	0.5	0.9	0.1
2015	11.1	6.6	1.3	0.9	0.5	1.7	0.1
2016	13.4	7.1	1.4	2.0	0.5	1.8	0.4
2017	16.9	8.3	2.3	2.2	0.8	2.1	1.3
2018	19.3	10.2	2.7	2.3	1.1	1.8	1.2
2019	20.4	11.2	2.7	2.2	1.5	1.5	1.3
13-17年复合增速	27%	16%	22%	124%	21%	49%	109%

18年增速	14%	23%	18%	5%	33%	-12%	-2%
19年增速	6%	10%	1%	-5%	39%	-18%	9%

数据来源：统计局，央行，Wind，信托业协会，房企融资公告，广发证券发展研究中心

“三道红线”对应的融资新规，将对地产行业的融资管控方式，**从渠道管控调整为主体管控**。从分别要求银保监会、证监会、外管局、交易商协会等管理机构管理地产行业整体融资余额，向管控地产公司主体的方式调整。与“因城施策”的政策思路基本一致，从政策强约束，向规则软约束去进行过渡，将调控的指标落实到地产公司主体，给与相应的新增有息负债的额度限制。各渠道可以根据每个公司每年已经使用的额度来进行融资行为的管控，还原监管机构流程审核的功能。

图4：17年以来分渠道监管政策变化以及对应余额增速表现



数据来源：银保监会、证监会、发改委等官网，广发证券发展研究中心

渠道调控虽然对单一融资渠道约束非常有效，基本可以做到立竿见影的效果，但“一刀切”的管控方式，经常会出现一收就“停”，一放就“飞”的局面，收紧时候监管操作相对简单，而当市场需要相对宽松的时候，力度和尺度就难把握。如19年一季度的海外债，一旦有新的额度，在其他渠道严控的情况下，海外债净新增规模连续两个季度超过1000亿的情况；从19、20年的融资环境来看，上半年相对管控宽松的阶段，都出现了行业短期融资大幅提升后，带动土地市场价格波动。

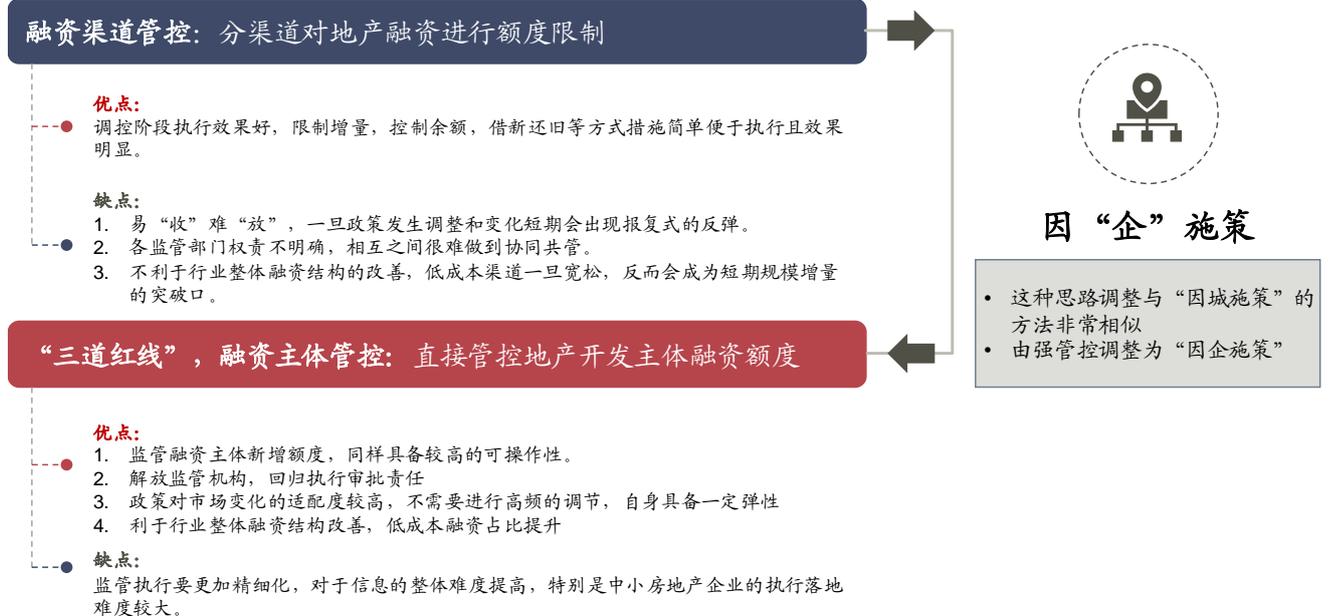
从融资监管的目的上来看，更多的是希望管“好”，而不是管“死”，做到“收放自如”，既能满足地产行业对信贷资源的合理需要，也可以限制过多的占用金融资源对实体经济造成负担和影响。同时，需要规则适用性相对较强，不需要随时考虑市场变化，通过“窗口指导”来进行监管调节，而主体管控的思路较渠道管控具备更明显的优势。

首先，从监管的角度来说，根据主体财务表现约定新增额度，依然可以起到融资余额管控的目的；

第二，对于增量的部分有了非常明确的限制，每个公司每种方式能增加多少并不需要渠道监管主体去控制，有多少额度，使用了多少额度一目了然。

第三，相比渠道监管，主体监管更有利于企业和整个行业从融资结构和成本的角度去做优化，总额管控后分渠道的限制力度可以有条件的放松，帮助行业和企业提高低成本融资占比。

图5：新旧融资监管政策优缺点的比较，因“企”施策，优势更加明显



数据来源：央行，《21世纪经济报道》、财联社等公开新闻，广发证券发展研究中心

概括一下“三道红线”新政从政策思路角度的调整 and 变化：

1. 限制地产行业新增融资从18年上半年跟随整体去杠杆政策开始，已经开始落实，18、19年的有息负债增速已经得到了有效的控制。因此“三道红线”对行业整体融资得影响并不是从无到有。
2. 新政的带来的调整主要体现在调控方式上，从18年以来的分渠道管理，调整为分主体管理，由一刀切的“紧”或“松”调整为“因企施策”的管控方式，方法上借鉴了“因城施策”的经验。
3. 利弊比较而言，对行业 and 企业的长期健康发展将更有利，有助于行业优化融资结构，同时稳定调控方式，减少政策波动对行业投资端造成的影响。

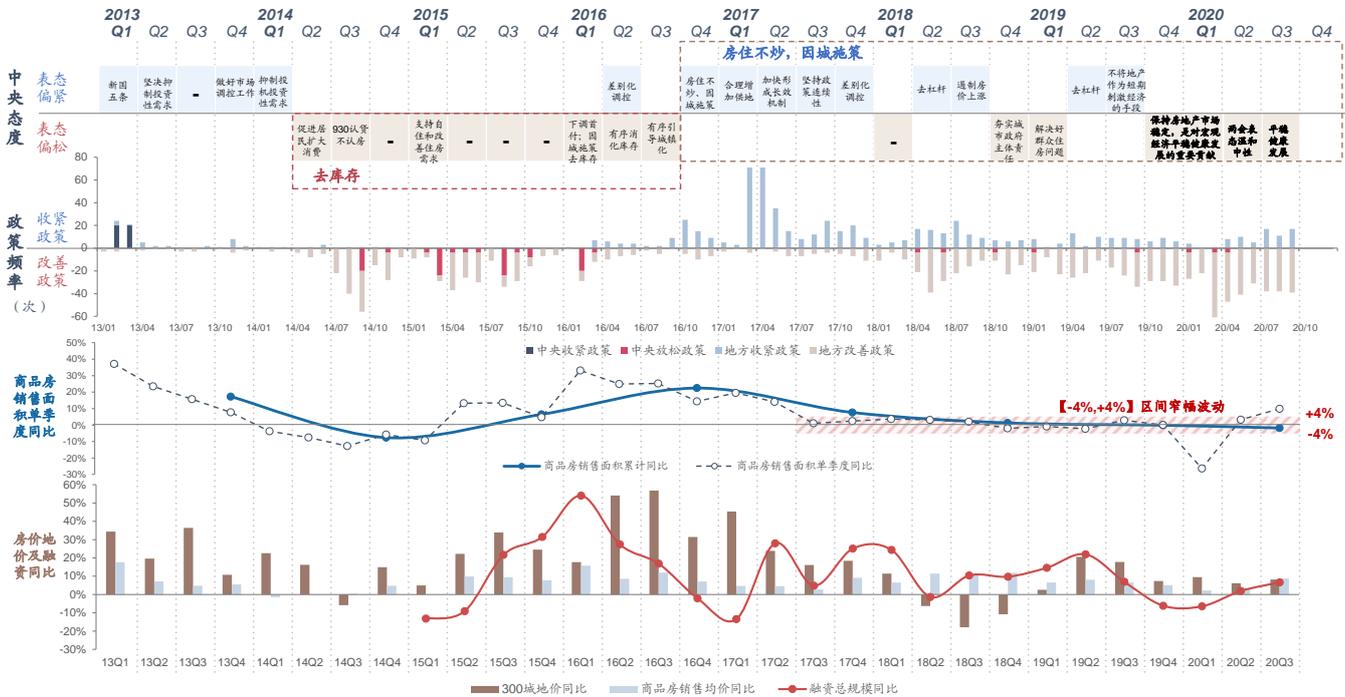
（二）从长效机制的角度思考融资政策调整的作用

17年以来，行业政策调控最大的变化就在于思路的调整，“长效机制”不是指某一项或者几项政策，更多的是一个更加“先进”的政策调节机制。由原本的“上保民生，下保经济，全国调节”变为“上有价格控制，下有库存管控，城市主体调节”的办法。手段还是那些手段，机制的变化使各个城市可以根据自身的供需特点，制订政策基调，维持局部市场的稳定。

需求端政策变化后，供给端政策的配合是不到位的。意识到16、17年的市场过

热后，供给端（金融资源供给政策）的调节更多还是采用一刀切的管控方法，我们前文也说过，这种方式具备一定弊端，在19年、20年等需要整体金融环境偏宽松，又需要维持行业稳定的阶段，调控效果可能不及预期。

图6：地产行业调控逻辑变化及供需两端表现对应图谱



数据来源：统计局，中央及地方政策，央行，中指院，广发证券发展研究中心

“三道红线”政策就是融资端“长效机制”政策中的一环，为了能够更好的实现行业的稳定，降低地产市场和系统的风险。对于行业长期秩序的形成，具备重大的意义。也可以让企业供给端和需求端政策思路不匹配带来的收益端行政管理，成本端市场竞争的情况得到缓解，提升行业整体的收益率水平。

三、融资新规对房地产行业总量的影响

“三道红线”融资新规从提出到现在，市场对于新规影响的讨论就一直偏负面，由于限制了企业的融资能力，对整个行业的投资能力及行业规模的稳定都会造成一定隐患。

通过定量的分析当前行业供给和需求端的主要指标规模及近年增速表现，以及在新规下的行业整体新增融资能力，我们的观点是：

1. 非极端条件下“三道红线”新规对于行业供需端的整体影响并不大；
2. 新规所允许的行业内杠杆能力足够支撑地产行业维持5-10%的规模增速，
3. 短期对行业投资可能会造成一定扰动，主要体现在新规实际落地之前企业拿地和开工上会偏向保守。

4.长期有利于地产行业落后产能的加速离场，是一次房地产行业的供给侧改革。

(一) 定量分析，“三道红线”政策对行业有息负债增速的影响

前文对于行业有息负债规模做了相应的测算，截止到19年末行业有息负债总额约20.4万亿元，采用同样的方法和数据来源计算也可以得到截至到2020年Q3的行业有息负债规模体量，约为21.5万亿元，相比19年末同比增长5.1%，回顾行业整体表现，从19年3季度开始，行业有息负债规模增速已经连续两年维持在5%左右的低位水平，19年全年的增量都发生在2季度之前，而20年的增量则基本都在1季度。在“三道红线”融资新规的框架之下，行业有息负债规模增长的上下限水平是我们主要需要定量测算的数据。

图7：地产行业有息负债规模季度变化（规模单位：万亿元）

时间	企业总负债	同比	房地产开发贷款余额		信用债余额	海外债余额	其他非标余额	其他债权	房地产开发贷款余额		信用债余额	海外债余额	其他非标余额	其他债权
			央行	信托业协会	Wind	Wind			增速	增速	增速	增速		
11Q1	4.3	31%	3.33	0.49	0.09	0.23	0.1	0.0	17%	107%	9%		107%	31%
11Q2	4.6	30%	3.42	0.61	0.10	0.25	0.2	0.0	15%	92%	11%		92%	30%
11Q3	4.6	22%	3.39	0.68	0.09	0.25	0.2	0.0	8%	80%	1%		80%	22%
11Q4	4.7	21%	3.49	0.69	0.10	0.25	0.2	0.0	11%	59%	12%		59%	21%
12Q1	4.8	12%	3.60	0.69	0.11	0.26	0.1	0.0	8%	41%	15%	15%	-17%	12%
12Q2	4.9	8%	3.72	0.68	0.12	0.26	0.1	0.0	9%	12%	20%	5%	-34%	8%
12Q3	5.1	9%	3.85	0.68	0.12	0.26	0.1	0.1	13%	0%	30%	6%	-42%	9%
12Q4	5.1	8%	3.86	0.69	0.13	0.30	0.1	0.1	11%	0%	28%	19%	-41%	8%
13Q1	5.9	22%	4.24	0.77	0.14	0.35	0.3	0.1	18%	12%	35%	34%	210%	22%
13Q2	5.2	6%	3.50	0.81	0.16	0.37	0.3	0.1	-6%	20%	35%	43%	232%	6%
13Q3	5.6	10%	3.70	0.89	0.16	0.38	0.4	0.1	-4%	32%	34%	45%	265%	10%
13Q4	6.7	31%	4.60	1.03	0.17	0.41	0.4	0.1	19%	50%	32%	39%	315%	31%
14Q1	7.5	28%	4.90	1.15	0.21	0.41	0.8	0.1	16%	50%	46%	17%	152%	28%
14Q2	8.1	56%	5.20	1.26	0.28	0.45	0.9	0.1	49%	55%	77%	22%	162%	56%
14Q3	8.4	52%	5.39	1.27	0.34	0.48	0.9	0.1	46%	42%	111%	25%	139%	52%
14Q4	8.8	31%	5.63	1.31	0.38	0.50	0.9	0.1	22%	27%	119%	23%	114%	31%
15Q1	10.2	35%	6.08	1.34	0.42	0.49	1.7	0.1	24%	16%	100%	21%	121%	35%
15Q2	10.6	30%	6.42	1.32	0.49	0.51	1.7	0.1	23%	5%	75%	13%	99%	30%
15Q3	10.9	29%	6.54	1.29	0.74	0.51	1.7	0.1	21%	2%	115%	6%	94%	29%
15Q4	11.2	27%	6.56	1.29	1.02	0.52	1.7	0.1	17%	-2%	170%	3%	87%	27%
16Q1	12.3	21%	7.02	1.29	1.41	0.52	1.7	0.4	15%	-3%	234%	4%	-4%	311%
16Q2	12.7	20%	7.07	1.31	1.67	0.50	1.7	0.4	10%	-1%	240%	-3%	-2%	306%
16Q3	13.1	21%	7.04	1.35	1.98	0.52	1.7	0.4	8%	5%	168%	3%	4%	309%
16Q4	13.5	21%	7.11	1.43	2.08	0.55	1.8	0.5	8%	11%	103%	7%	10%	309%
17Q1	14.4	17%	7.54	1.58	2.12	0.64	1.4	1.1	7%	22%	51%		-15%	159%
17Q2	15.2	20%	7.76	1.77	2.20	0.76	1.6	1.1	10%	36%	32%	53%	-5%	167%
17Q3	16.3	25%	8.10	2.07	2.29	0.81	1.9	1.2	15%	53%	15%	55%	6%	178%
17Q4	17.1	27%	8.30	2.28	2.29	0.85	2.1	1.3	17%	60%	10%	53%	11%	181%
18Q1	17.5	22%	9.10	2.37	2.35	0.95	1.6	1.1	21%	51%	11%	49%	12%	4%
18Q2	18.4	21%	9.64	2.51	2.38	1.02	1.7	1.2	24%	42%	8%	35%	6%	4%
18Q3	19.1	17%	10.06	2.62	2.37	1.08	1.8	1.2	24%	27%	4%	32%	-6%	0%
18Q4	19.4	14%	10.19	2.69	2.39	1.12	1.8	1.2	23%	18%	4%	32%	-12%	-2%
19Q1	20.1	15%	10.85	2.81	2.36	1.24	1.5	1.3	19%	18%	1%	32%	-4%	19%
19Q2	20.6	12%	11.04	2.93	2.33	1.36	1.6	1.4	15%	17%	-2%	33%	-5%	16%
19Q3	20.6	8%	11.24	2.78	2.30	1.44	1.5	1.4	12%	6%	-3%	34%	-13%	12%
19Q4	20.6	6%	11.22	2.70	2.27	1.54	1.5	1.4	10%	1%	-5%	38%	-18%	9%
20Q1	21.5	7%	11.89	2.58	2.38	1.65	1.4	1.6	10%	-8%	1%	33%	-8%	22%
20Q2	21.6	5%	11.97	2.50	2.44	1.66	1.4	1.6	8%	-15%	5%	22%	-15%	19%
20Q3	21.5	4%	12.05	2.37	2.41	1.74	1.3	1.6	7%	-15%	5%	21%	-15%	18%

数据来源：央行，信托业协会，房企融资公告，统计局，广发证券发展研究中心

融资新规中，对于企业新增有息负债规模的上限要求是15%，即三条红线全部达标的绿档企业可以新增相对于身有息负债余额15%的新增债务；而下限要求是针对红档企业，有息负债规模0%增长。因此未来行业有息负债规模增速的最宽泛的上

限要求是15%，下限要求则可以低于0%，甚至出现规模收缩的情况，当然15%的理论上限水平要求全行业均满足“三道红线”的要求，现在看并不实际，需要进行更详细的测算。

在这里我们对行业中所有的规模上市房企和具备国内债券融资财务记录的非上市的**434家**地产公司的财务数据进行分析。根据“三道红线”政策要求对企业进行分档处理，及企业有息负债余额进行新增额度规模的测算，从而计算出样本企业在“三道红线”政策规则下的有息负债增速，再根据样本企业市占率水平及与行业整体的历史增速关系，从而推算出全行业有息负债增速上限水平。

表3: Top30房地产开发企业2020H1根据三道红线规模计算新增融资额度

销售排名	公司名称	有息负债余额 (亿元)	资产负债率 (扣预) (%)	净负债率 (%)	现金短债比	2020H1 评分	新增有息负债 规模(亿元)	新增比例
1	碧桂园	3420	82%	58%	1.94	2	342	10%
2	万科A	2730	76%	27%	2.01	2	273	10%
3	中国恒大	8355	85%	199%	0.52	0	0	0%
4	融创中国	3203	82%	149%	0.86	0	0	0%
5	保利地产	3021	67%	72%	1.96	3	453	15%
6	绿地控股	3310	83%	181%	0.71	0	0	0%
7	中国海外发展	2086	54%	32%	3.33	3	313	15%
8	新城控股	869	77%	35%	1.73	2	87	10%
9	世茂集团	1412	71%	54%	1.77	2	141	10%
10	华润置地	1645	60%	46%	1.47	3	247	15%
Top1-10		30052					1856	6.2%
11	龙湖集团	1686	67%	51%	4.55	3	253	15%
12	招商蛇口	1531	59%	40%	0.89	2	153	10%
13	阳光城	1122	78%	115%	1.28	1	56	5%
14	金地集团	1055	70%	70%	1.11	3	158	15%
15	旭辉控股集团	1053	74%	63%	2.35	2	105	10%
16	中南建设	781	83%	147%	1.19	1	39	5%
17	金科股份	1106	74%	125%	1.00	1	55	5%
18	中国金茂	986	76%	77%	0.83	1	49	5%
19	中梁控股	528	81%	70%	1.52	2	53	10%
20	华夏幸福	2036	77%	193%	0.47	0	0	0%
21	富力地产	1877	78%	177%	0.48	0	0	0%
22	融信中国	689	74%	91%	1.70	2	69	10%
23	正荣地产	636	77%	71%	2.09	2	64	10%
24	绿城中国	1119	74%	66%	1.81	2	112	10%
25	远洋集团	874	71%	65%	1.98	2	87	10%
26	雅居乐集团	989	73%	73%	1.15	2	99	10%

27	中国奥园	1030	81%	80%	1.46	2	103	10%
29	佳兆业集团	1217	75%	130%	1.28	1	61	5%
30	荣盛发展	708	75%	94%	0.87	1	35	5%
Top11-30		21023					1552	7.4%

数据来源：公司年报及中报，地产债券财务报表，Wind，广发证券发展研究中心

从样本企业的数据表现来看，Top10房地产开发企业的有息负债规模截至到2020年中期为3.01万亿元，占行业总体有息负债规模的比例为14%。10家头部房企中，恒大、融创、绿地三家企业的分档为红色，无法新增有息负债，4家公司为黄色档，三家央企保利、华润、中海为绿色档。Top10房企合计可以新增有息负债的规模为1856亿元，增幅比例为6.2%。

Top 11-30的房地产开发企业，合计有息负债规模体量为2.1万亿元，行业市占率为9.8%。其中绿档企业数量占比为11%、黄档占比为47%、橙色档占比为32%而红档占比也是11%，负债规模按照四档分类则进行新增额度的计算，最终可以增加有息负债体量为1552亿元，增幅比例为7.4%。

图8：434家房企20年中期报表数据分类汇总及测算有息负债增量空间

企业分类		top10	top11-30	其他上市房企	非上市房企	样本合计
样本企业数量(个)		10	19	39	366	434
20H有息负债规模(亿元)		30,052	21,023	20,940	46,559	118,574
市占率		14.0%	9.8%	9.7%	21.7%	55.2%
企业数量(个)	红档	3	2	10	36	51
	橙档	0	6	5	70	81
	黄档	4	9	16	140	169
	绿档	3	2	8	120	133
企业数量占比	红档	30%	11%	26%	10%	12%
	橙档	0%	32%	13%	19%	19%
	黄档	40%	47%	41%	38%	39%
	绿档	30%	11%	21%	33%	31%
负债规模(亿元)	红档	14,868	3,913	7,637	6,881	33,299
	橙档	0	5,920	3,349	12,580	21,849
	黄档	8,432	8,449	8,760	13,416	39,057
	绿档	6,752	2,740	1,195	13,682	24,369
负债规模占比	红档	49.5%	18.6%	36.5%	14.8%	28.1%
	橙档	0.0%	28.2%	16.0%	27.0%	18.4%
	黄档	28.1%	40.2%	41.8%	28.8%	32.9%
	绿档	22.5%	13.0%	5.7%	29.4%	20.6%
有息负债规模增量(亿元)		1,856	1,552	1,223	4,023	8,653
有息负债增速		6.2%	7.4%	5.8%	8.6%	7.3%

数据来源：公司年报及中报，Wind，地产债券财务报表，广发证券发展研究中心

按照同样的思路和方法，整理排名在30之后的其他地产公司的负债表现。其中上市房企占有的有息负债规模为2.1万亿元，红橙黄绿四档企业占比分别为26%、13%、41%和21%，由于红档企业占比较高，新增负债额度为1223亿元，新增负债比例为5.8%，是所有分类企业中增幅水平最小的。

其他366家非上市但是可以整理财务的数据的地产企业负债规模为4.7万亿，行业市占率为21.7%，红橙黄绿四档企业占比分别为10%、19%、38%和33%，计算得到新增有息负债的上限规模为4023亿元，增幅为8.6%。

汇总上述企业数据，可以明确通过分档计算的房企拥有有息负债规模为11.9万亿元，占行业整体比例为55.2%，其中红、橙、黄、绿四档对应的企业占比分别为12%、19%、39%和31%，7成的公司理论新增有息负债额度为10%以上，红、橙、黄、绿四档对应的有息负债规模占比分别为28.1%、18.4%、32.9和20.6%，**样本企业新增有息负债规模的上限为7.3%**。这一水平实际上已经高于19、20年行业整体的有息负债增幅。

对于全行业有息负债规模的增幅要求，在已知了部分企业的情况后，需要对剩余市场份额的企业拥有的有息负债的增幅进行测算。在测算前，根据之前的分类数据，发现企业资产负债表的质量与负债增幅能力结果与传统认知存在一定的差异。头部地产公司在财务指标的表现和“三道红线”分档规则下并没有超过行业平均水平的表现，Top10房企分类的有息负债增幅仅为所有四类企业中倒数第二位，而质量表现最好的反而是非上市但具备债券发行记录的地产公司。

表4：“三道红线”政策下，当前行业有息负债规模上限增速规模测算

指标划分		红档	橙档	黄档	绿档	合计	
分档负债占比	434家样本房企	28.1%	18.4%	32.9%	20.6%	100%	
	其他房企	悲观	100.0%	0.0%	0.0%		100%
		中性	50%	25%	25%		
		乐观	30%	20%	30%		
分类有息负债规模(亿元)	434家样本企业	33,299	21,849	39,057	24,369	118,574	
	其他房企	悲观	96,325	0	0	0	96,325
		中性	48,162	24,081	24,081	0	
		乐观	28,897	19,265	28,897	19,265	
	合计	悲观	129,624	21,849	39,057	24,369	214,898
		中性	81,462	45,930	63,138	24,369	
乐观		62,197	41,113	67,955	43,634		
新增有息负债额度(亿元)	合计	悲观	0	1,092	3,906	3,655	8,653
		中性	0	2,296	6,314	3,655	12,266
		乐观	0	2,056	6,795	6,545	15,396
新增有息负债比例	合计	悲观	0.00%	0.51%	1.82%	1.70%	4.03%
		中性	0.00%	1.07%	2.94%	1.70%	5.71%
		乐观	0.00%	0.96%	3.16%	3.05%	7.16%

数据来源：公司年报及中报，Wind，地产债券财务报表，广发证券发展研究中心

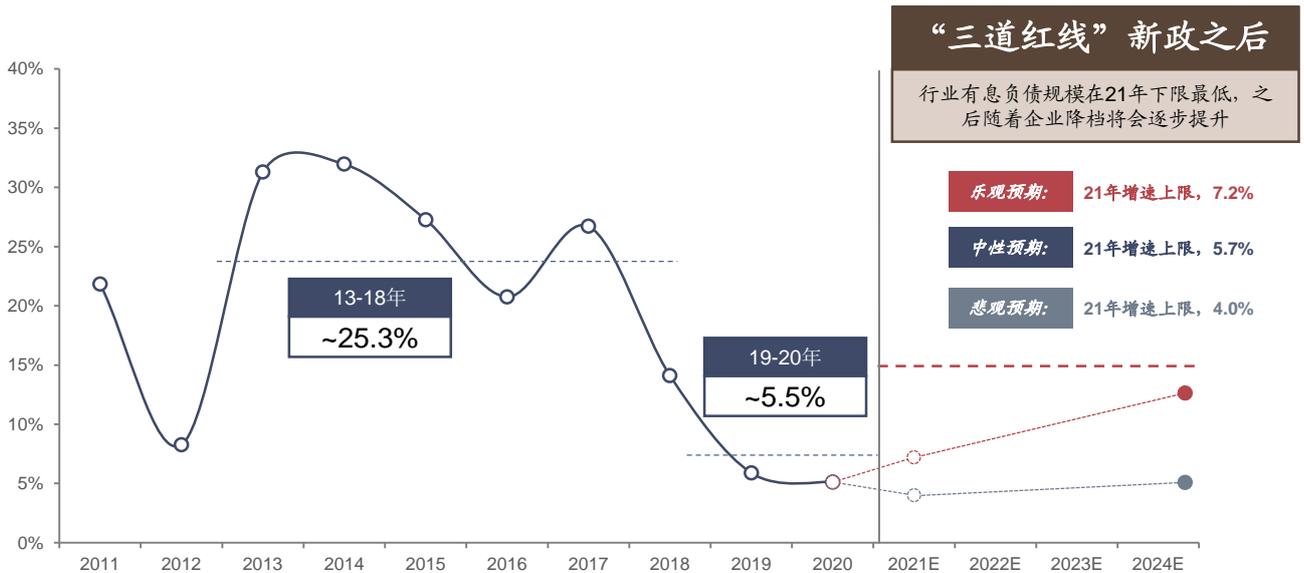
因此在测算的过程中，对于剩余中小地产公司，我们给与三个情景假设：

1. 悲观假设：剩余企业均为“红档”企业，红档负债占比100%，新增负债额度为0%。**悲观假设下，对应行业整体的新增有息负债额度为4%。**
2. 中性假设：剩余企业对应负债中，红档占比50%，橙档、黄档占比各25%，

绿档占比0%。结构表现弱于数据的四类房企任何一种，对应新增负债额度为3.75%。**中性假设下，行业整体新增有息负债额度为5.7%。**

- 乐观假设：剩余企业对应负债结构与已统计的公司结构相似，红档负债占比30%、橙档占比20%、黄档占比30%、绿档占比20%，汇总对应新增有息负债额度为7%。**乐观假设下，对应全行业的有息负债额度增幅上限为7.2%。**

图9：地产行业有息负债规模增速以及“三道红线”政策后的增速趋势预判



数据来源：公司年报及中报，Wind，地产债券财务报表，广发证券发展研究中心

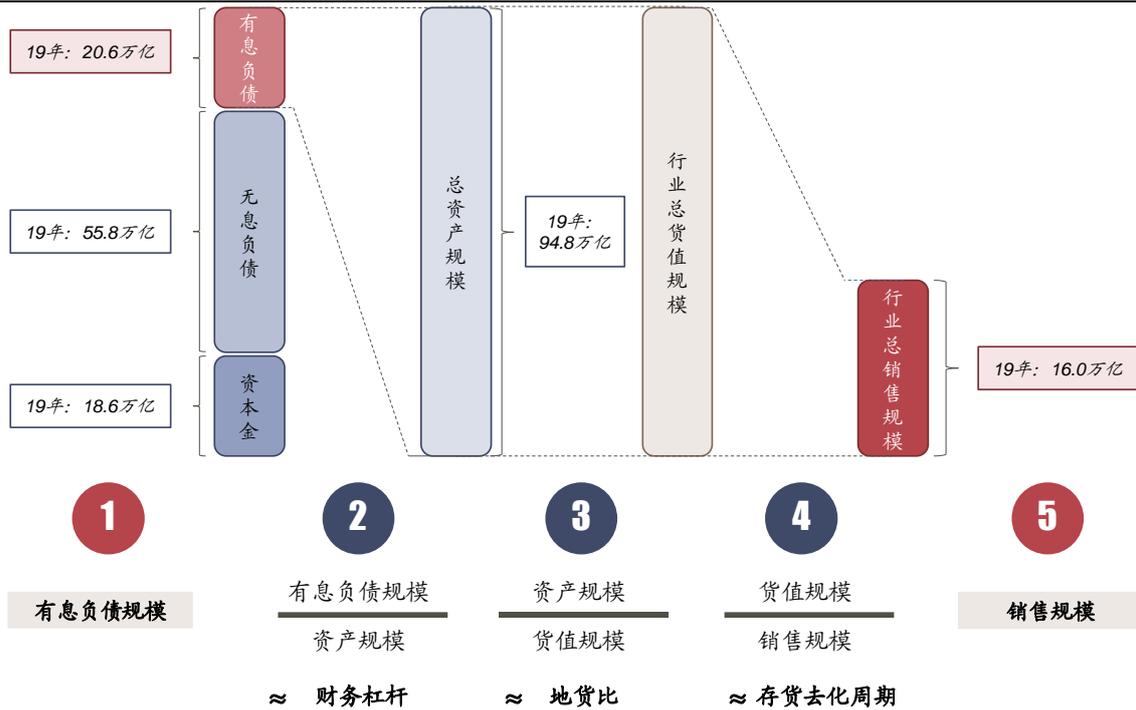
结合行业有息负债规模的增速，在“三道红线”新政策规则下，以目前地产公司的资产负债结构来判断，行业有息负债规模增速的区间在4%到7%之间，**中性预期下的行业有息负债规模增速为5.7%**，已经高于19年、20年实际有息负债增长幅度。随着企业按照要求逐步完成降档，**21年之后的有息负债规模理论增速上限要高于当前的水平**，三个假设条件对应的负债规模增速都将有所提升。“三道红线”新政对于行业有息负债规模的约束，并没有强于19年以来行业的表现。

(二) 融资新政对地产行业销售规模增速的影响

新政主要是限制行业融资增速，并不直接作用于行业销售端，因此需要先确定行业销售规模与融资规模的对应关系以及相应的相应逻辑。

房地产行业与其他很多行业不同，制造商品产生销售金额并不需要产能投放，大部分资金支出都是直接用于支付“材料成本”（土地、建安成本），因此开发类地产公司的资产结构中，90%以上都是流动资产。地产企业的融资需求，目的也是未来购买更多可售资源。

图10: 房地产行业有息负债规模与销售规模相对关系图 (19年末)



数据来源: 统计局, Wind, 信托业协会, 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

表5: 房地产行业总资产规模、总负债规模、有息负债及销售规模相对关系

年份	总资产规模 (万亿)	总负债规模 (万亿)	资产负债率	有息负债规模 (万亿)	有息负债/总 资产规模	销售规模 (万亿)	销售规模/总 资产规模	销售规模/有 息负债规模
2010	22.45	16.73	75%	3.8	16.9%	5.27	23%	139%
2011	28.44	21.45	75%	4.6	16.3%	5.86	21%	127%
2012	35.19	26.46	75%	5.0	14.3%	6.45	18%	129%
2013	42.52	32.32	76%	6.6	15.5%	8.14	19%	124%
2014	49.87	38.41	77%	8.7	17.4%	7.63	15%	88%
2015	55.20	42.87	78%	11.1	20.0%	8.73	16%	79%
2016	62.57	48.98	78%	13.4	21.3%	11.76	19%	88%
2017	72.22	57.13	79%	16.9	23.4%	13.37	19%	79%
2018	85.27	67.43	79%	19.3	22.6%	15.00	18%	78%
2019	94.79	76.20	80%	20.4	21.6%	15.97	17%	78%

数据来源: 统计局, Wind, 信托业协会, 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

如果从行业有息负债规模开始着手分析对行业销售规模的影响, 其中还涉及到其他几个比例指标:

1. 有息负债只是组成行业总资产规模中的一个组成部分, 截至2019年行业有息负债余额20万亿, 而根据统计局全行业19年资产总额为94.8万亿, 占比为21.6%;
2. 地产行业中企业的资产主要为了获取可售货值资源, 对资产规模和货值规模之间的比例, 基本上反映行业的(土地+建安)成本与销售均价的比例, 体

现行业的利润率水平，更简化可以认为反映的主要是行业的地货比；

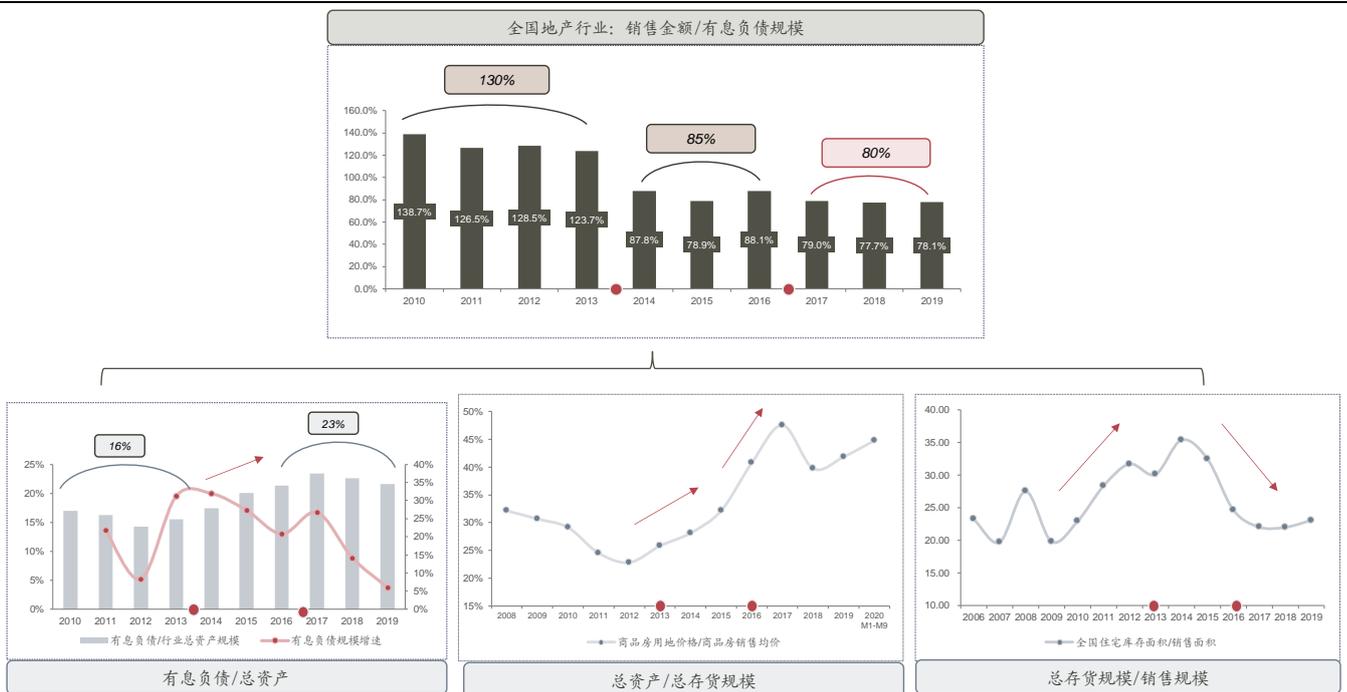
3. 行业销售规模来自总货值的贡献和保障，而销售金额与货值规模的比例，则反映的是行业整体的周转率表现，也可以说是行业整体的去存去化速度。

行业有息负债规模与行业销售规模之间的比例关系，在传导过程中与有息负债占总资产规模比重（财务杠杆水平）、总资产规模占总货值规模比例（地货比或行业利润率）及总货值规模与销售规模的比例（去存去化周期）等指标均有关联。

直接比较行业销售金额的规模与有息负债规模，可以看到在2014年之前平均水平约为130%左右，在14年至16年约为85%左右，17年以来行业整体销售负债比水平基本稳定在80%左右的水平。

而销售负债比（销售金额/有息负债）变化的背后，从拆分数据来看主要是三个原因，其一、14年后行业有息负债规模占总资产规模比例提高；其二、14、15年行业整体库存提升，导致资产周转率下降；其三，虽然库存水平在16年之后有所回落并至今维持在较低水平，但16年、17年之后土地价格的上涨，导致销售结果相对总资产规模的周转率并未出现明显改善（面积口径库存去化周期下降，但获得土地的成本提升）。

图11：地产行业销售负债比及相关构成因素变化趋势分析

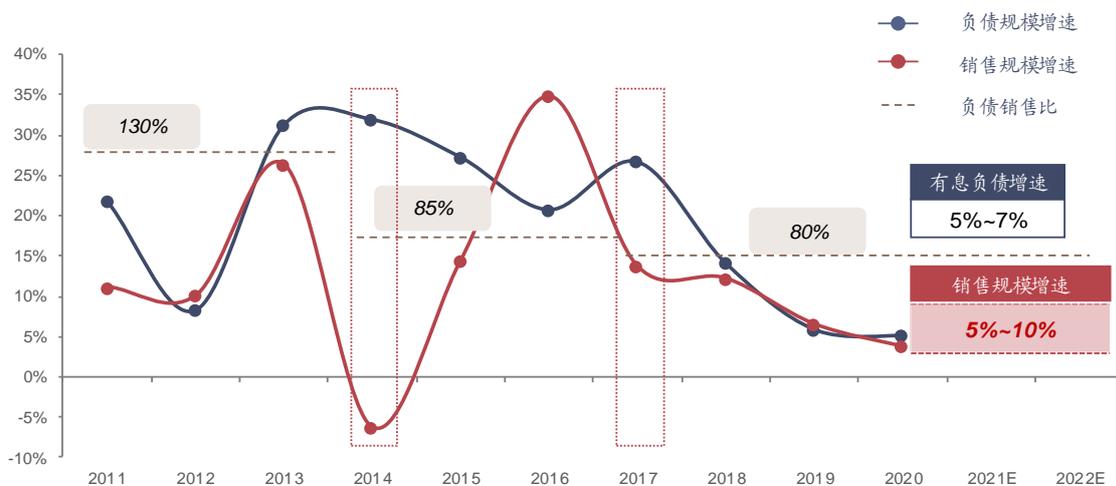


数据来源：统计局，Wind，信托业协会，公司财务报表，广发证券发展研究中心

当行业整体销售负债比相对稳定的状态下，行业有息负债规模增速水平与销售金额的增速中枢水平的确将处于相同的区间。若由于前述行业指标发生变化，导致销售负债比水平趋势性上升，则销售规模增速将会高于行业负债规模增长，反之销售规模增速会低于负债增速水平。

从历史的销售规模增速和有息负债规模增速的对比中，可以比较清楚看到，销售规模增速、销售负债比和有息负债增速这三者之间的变化和对应变化关系。10-13年行业，销售规模和有息负债的复合增速分别为15.6%、20.1%，而阶段内销售负债比的中枢位置在130%，但变化趋势是每年均有所下降。在销售负债比显著变化的2014年，也是行业销售规模和有息负债的增速差异最大的一年，分别为-6.3%和32.0%。从14-16年，整体销售负债比稳定，行业销售规模与负债规模增速也都稳定在24%左右。

图12: 地产行业销售规模增速与负债规模增速未来变化预测



数据来源: 统计局, Wind, 信托业协会, 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

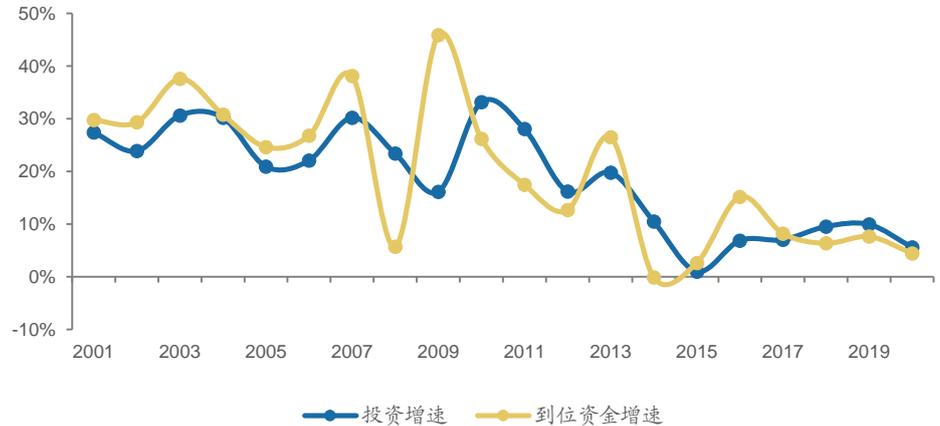
预计在“三道红线”新政策后，量化测算的行业有息负债的增速中枢水平将在5%-7%，若行业销售负债比水平维持稳定，则行业销售规模增速也将维持在5%-7%的增速位置，且随着企业降档的改善，带来更高有息负债规模的增长能力，现有政策是可以支撑地产行业每年5%-10%的金额口径的规模增长的。若地货比、行业投资结构、行业库存去化周期，这三个决定销售负债比的指标有所改善，则行业的销售金额中枢增速还将进一步提升。

(三) 融资新政对房地产行业投资增速的定量测算

有息负债是地产行业重要的资金来源，“融资新政”对有息负债的增速限制，会对行业整体资金体量的增速造成影响。长期来看，地产行业投资增速与行业整体到位资金规模增速中枢水平长期来看基本相当，因此新政对投资的长期影响的量化判断，可以通过对到位资金影响的计算来得到。短期影响，则更多要基于企业短期的应对策略相关。

长期影响的判断，从上文的定量测算中我们已经大致判断出，“三道红线”融资新规下有息负债规模的增速水平将在5%-7%，且随着企业降档完成，增速中枢还会有所提升。由此为依据我们来定量测算一下，对行业资金及投资部分的影响。

图13: 长期来看投资增速与到位资金增速中枢位置基本一致



数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

从趋势来看, 行业到位资金和投资金额的增速水平在17年之后均维持10%以下的低位增速水平, 增速中枢较16年之前的行业表现出现了比较明显的下降。其中到位资金17年-19年的平均增速为7.4%, 地产投资平均增速水平为8.8%, 20年1-3季度, 到位资金和投资增速分别为4.4%和5.6%。

表6: 地产行业到位资金规模及类型结构划分、增速及占比变化趋势

时间	行业投资 (万亿)	增速	到位资金									
			总量	增速	到国内贷款	自筹资金	融资向资金	增速	占比	销售向资金	增速	占比
			(万亿)	(%)	(万亿)	(万亿)	(万亿)	(%)	(%)	(万亿)	(%)	(%)
2002	0.77	23.9%	0.95	29.3%	0.21	0.27	0.49	30.2%	51.0%	0.47	28.4%	49.0%
2003	1.01	30.6%	1.31	37.6%	0.31	0.38	0.69	41.4%	52.4%	0.62	33.7%	47.6%
2004	1.32	30.2%	1.72	30.8%	0.32	0.52	0.84	21.5%	48.7%	0.88	41.0%	51.3%
2005	1.59	20.9%	2.14	24.6%	0.39	0.70	1.09	30.5%	51.0%	1.05	19.0%	49.0%
2006	1.94	22.1%	2.71	26.8%	0.54	0.86	1.40	27.8%	51.4%	1.32	25.8%	48.6%
2007	2.53	30.2%	3.75	38.1%	0.70	1.18	1.88	34.6%	50.1%	1.87	41.8%	49.9%
2008	3.12	23.4%	3.96	5.7%	0.76	1.53	2.29	22.0%	57.8%	1.67	-10.6%	42.2%
2009	3.62	16.1%	5.78	45.9%	1.14	1.79	2.93	27.9%	50.7%	2.85	70.6%	49.3%
2010	4.83	33.2%	7.29	26.2%	1.26	2.66	3.92	33.7%	53.7%	3.37	18.5%	46.3%
2011	6.18	28.1%	8.57	17.5%	1.31	3.50	4.81	22.6%	56.1%	3.76	11.5%	43.9%
2012	7.18	16.2%	9.65	12.7%	1.48	3.91	5.39	12.1%	55.8%	4.27	13.4%	44.2%
2013	8.60	19.8%	12.21	26.5%	1.97	4.74	6.71	24.6%	54.9%	5.50	28.9%	45.1%

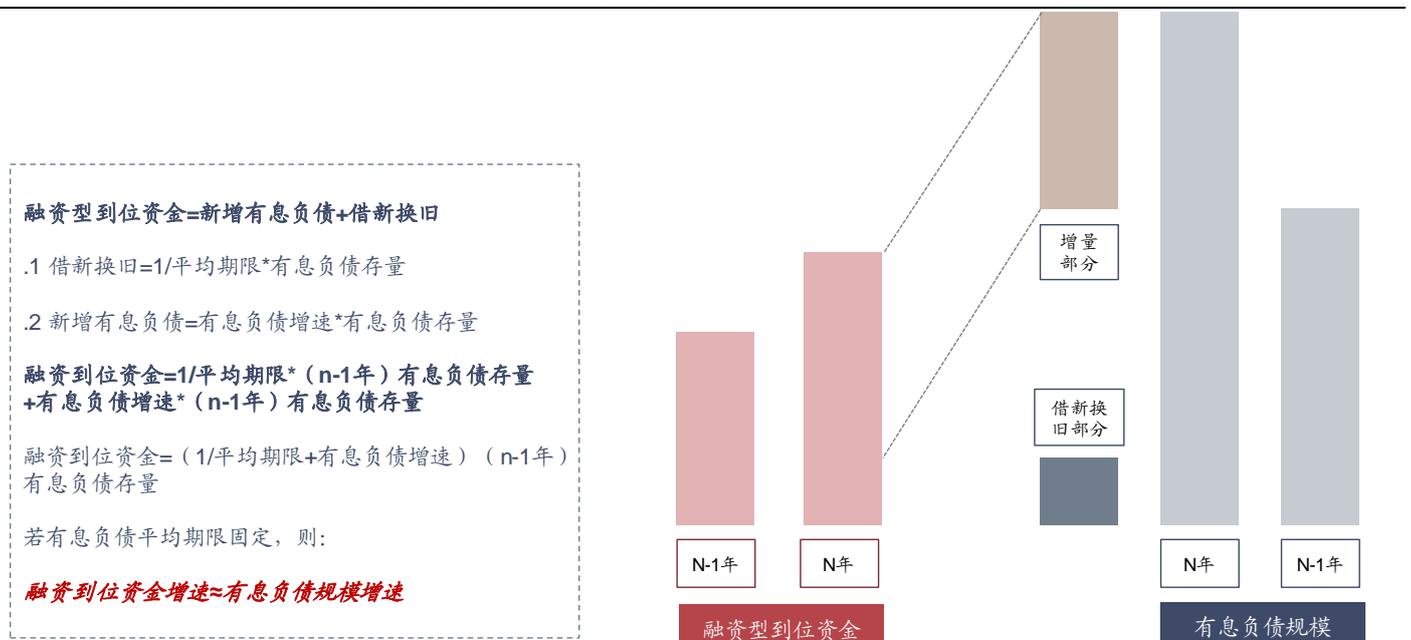
2014	9.50	10.5%	12.20	-0.1%	2.12	5.04	7.17	6.8%	58.7%	5.03	-8.5%	41.3%
2015	9.60	1.0%	12.52	2.6%	2.02	4.90	6.93	-3.4%	55.3%	5.60	11.2%	44.7%
2016	10.26	6.9%	14.42	15.2%	2.15	4.91	7.06	2.0%	49.0%	7.36	31.5%	51.0%
2017	10.98	7.0%	15.61	8.2%	2.52	5.09	7.61	7.7%	48.8%	7.99	8.7%	51.2%
2018	12.03	9.5%	16.60	6.4%	2.40	5.58	7.98	4.9%	48.1%	8.61	7.7%	51.9%
2019	13.22	9.9%	17.86	7.6%	2.52	5.82	8.34	4.4%	46.7%	9.52	10.6%	53.3%
2020*	13.96	5.6%	18.65	4.4%	2.62	6.16	8.78	5.3%	47.1%	9.87	3.7%	52.9%

数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

到位资金中结构简单可以分为融资型资金和销售型资金，融资型资金主要包括国内贷款和自筹资金，其中来源大致可以分为本金和融资。而销售型资金主要是和市场销售回款，包括首付款和按揭贷款。按照这个分类看结构的变化，融资型资金的占比在下降，由最高时候的60%左右下降至19、20年的47%左右，17年以来的增速中枢为5.6%，到位资金整体增速表现。

“三道红线”对于有息负债规模增量的限制，同样也会影响到融资型到位资金的增速水平。但由于到位资金是流量指标（现金流入概念），反映的是每年地产行业收到来自金融机构融资性资金的总量。而融资余额是存量指标，反映的是净额的变化。因此年度到位资金的规模，应该等于有息负债余额中年内到期并存续的部分，及新增的有息负债。

图14：融资型到位资金增速与有息负债增速之间的关系



数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

若每年存续到期并且借新换旧的规模相同，则融资型到位资金的增量将与有息

负债规模增量，如果借新换旧的规模每年都在增加，则到位资金的增量会高于有息负债余额增量水平，反之借新还旧的规模如果有下降，融资型到位资金的增量会低于有息负债余额增量。简化融资结构到位比例结构情况下，到位增速和新增有息负债规模增速基本相当。

在已知新政环境下有息负债规模每年的增速在5%-7%，按照融资平均期限稳定的情况下，融资向到位资金的增速水平，也可以维持与新增有息负债相当的水平，也可以维持5-7%的增幅范畴。

表7：行业融资型到位资金与有息负债规模的相对关系

年份	有息负债	融资到位资金	有息负债增速	到位资金增速	有息负债增量	到期存续到位资金	到位资金/n-1年有息负债规模
	(万亿)	(万亿)			(万亿)	(万亿)	
2012	5.0	5.39	8%	12.1%	0.38	5.00	108.0%
2013	6.6	6.71	31%	24.6%	1.57	5.14	102.5%
2014	8.7	7.17	32%	6.8%	2.10	5.06	76.9%
2015	11.1	6.93	27%	-3.4%	2.37	4.56	52.4%
2016	13.4	7.06	21%	2.0%	2.30	4.77	43.1%
2017	16.9	7.61	27%	7.7%	3.57	4.04	30.3%
2018	19.3	7.98	14%	4.9%	2.39	5.60	33.1%
2019	20.4	8.34	6%	4.4%	1.14	7.20	37.3%
2020	21.5	8.78	5%	5.3%	1.05	7.73	37.8%
2021E	22.6	9.20	5%	4.8%	1.07	8.13	37.8%
2022 E	23.7	9.66	5%	5.0%	1.13	8.54	37.8%
2023 E	24.9	10.15	5%	5.0%	1.18	8.96	37.8%
2024 E	26.1	10.65	5%	5.0%	1.24	9.41	37.8%
2025 E	27.4	11.19	5%	5.0%	1.31	9.88	37.8%

数据来源：统计局，央行，Wind，公司融资公告，广发证券发展研究中心

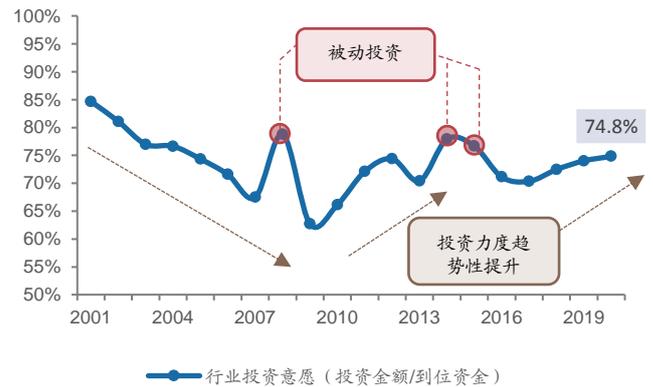
销售相关到位资金的增速表现，从长期来看与地产行业销售金额的增速水平的增速关系和中枢水平基本相同，按照对于销售规模增速的判断，新政环境下，行业有能力维持5-10%的规模增幅，因此整体销售型到位资金的表现也将维持在这一范围。结合融资型回款在新政环境下的增速，整体到位资金在“三道红线”政策约束下的增速水平，在其他条件不发生显著波动情况下，与有息负债规模的增速增幅将基本维持相当规模，不会出现明显的增速下滑。

图 15: 行业销售金额增速与销售型回款增速对比



数据来源: 央行, 统计局, Wind, 广发证券发展研究中心

图 16: 行业投资意愿 (投资额/到位资金) 变动



数据来源: 央行, 统计局, Wind, 广发证券发展研究中心

短期来看, 由于“三道红线”政策目前尚处于试点阶段, 具体的执行措施和细节仍然无法判断, 但对于有息负债规模和资产负债率等指标的约束, 会令地产行业中企业在短期, 对投资向的资金支出采取相对保守的策略。对于20年Q4和21年Q1-Q2的新增拿地及行业新开工造成一定影响。

总结来看, 通过定量的分析, 在新政环境下行业整体有息负债规模依然具备5-7%的空间和能力, 且随着企业降档未来有息负债的增幅, 将高于当前测算水平, 19年以来行业有息负债规模平均增速为5.5%, 新政后行业整体负债增长能力较当前市场并未出现显著的下滑。而在外部条件不发生大的波动和变化, 销售和投资规模依然有能力维持5-10%的增速中枢, 同样较近年的实际表现并未发生显著的恶化。

四、 融资新规下企业的选择和如何选择优秀的企业

对于资本市场及地产开发企业主体而言, 面对“三道红线”新规带来的变化和冲击, 诉求是相同的, 都是希望在新规则环境下获得更高的销售规模增长速度, 获取相对行业整体的超额收益表现。而与行业规律相同, 对于企业而言, 负债规模的增速同样是销售规模增长的重要条件。

这里主要解决三个问题: 1. 新规对头部公司造成的影响; 2. 企业将如何实现“降档”; 3. 新规则环境下, 如何选择更好的企业。

表 8: “三道红线”融资新规需求上报主要财务及经营数据对应头部公司分档表现

公司名称	资产负债率 (扣除预收账款)	净负债率 (%)	现金对短期有息负债覆盖倍数	20H1 评分	19 年 评分	19H1 评分	20H 末有息负债余额	拿地金额/销售金额	是否连续三年净现金流为负 (是: 1/否: 0)
	<70%	<100%	>1						
华润置地	60%	46%	1.47	3	3	3	1645	51%	0
中国海外发展	54%	32%	3.33	3	3	3	2086	51%	0
保利地产	67%	72%	1.96	3	3	3	3021	42%	0
龙湖集团	67%	51%	4.55	3	3	3	1686	41%	0
金地集团	70%	70%	1.11	3	3	3	1055	41%	0
远洋集团	71%	65%	1.98	2	3	2	874		1
招商蛇口	59%	40%	0.89	2	3	2	1531	54%	0

滨江集团	72%	96%	1.83	2	3	3	384	66%	0
新城控股	77%	35%	1.73	2	2	2	869	27%	0
碧桂园	82%	58%	1.94	2	2	2	3420	20%	0
雅居乐集团	73%	73%	1.15	2	2	2	989	21%	0
龙光集团	75%	46%	2.18	2	2	2	657	40%	0
融信中国	74%	91%	1.70	2	2	2	689	38%	0
世茂集团	71%	54%	1.77	2	2	3	1412	29%	0
旭辉控股集团	74%	63%	2.35	2	2	2	1053	32%	0
绿城中国	74%	66%	1.81	2	2	2	1119	62%	1
正荣地产	77%	71%	2.09	2	2	2	636	30%	1
万科 A	76%	27%	2.01	2	2	2	2730	30%	0
中国奥园	81%	80%	1.46	2	2	2	1030	26%	0
中梁控股	81%	70%	1.52	2	2	2	528	53%	0
合景泰富集团	79%	59%	1.63	2	2	2	813	15%	1
中国金茂	76%	77%	0.83	1	3	2	986	36%	0
大悦城	74%	105%	1.91	1	2	1	797		0
阳光城	78%	115%	1.28	1	1	1	1122	41%	0
荣盛发展	75%	94%	0.87	1	1	0	708	24%	0
佳兆业集团	75%	130%	1.28	1	1	1	1217	25%	0
中南建设	83%	147%	1.19	1	1	1	781	29%	0
金科股份	74%	125%	1.00	1	1	1	1106	37%	0
蓝光发展	71%	106%	0.79	0	2	1	714	40%	0
泰禾集团	82%	287%	0.06	0	0	0	960		0
绿地控股	83%	181%	0.71	0	0	0	3310	25%	0
融创中国	82%	149%	0.86	0	0	1	3203	22%	0
首开股份	75%	179%	0.90	0	0	0	1370	53%	0
华夏幸福	77%	193%	0.47	0	0	1	2036		1
华发股份	77%	181%	0.67	0	0	0	1226	20%	0
中国恒大	85%	199%	0.52	0	0	0	8355	14%	0
富力地产	78%	177%	0.48	0	0	0	1877	10%	1

数据来源：公司财务数据，公司经营数据，广发证券发展研究中心

（一）融资新规下对地产企业经营情况和选择的影响

根据21世纪经济报道的表述，未来地产行业中的企业在经营过程中的新增有息负债规模将直接与“三道红线”的表现挂钩，红线约束的指标既可以表征资产运营风险，也代表管控能力。因此对于参与主体而言，这首先是一个分配规则的调整。

原则上来看，在“三道红线”政策以前，我国针对地产行业金融资源的核心原则都是“市场化分配”，需求越大成本越高，同时辅以阶段性的“渠道管控”，以达到调节资源去向的目的。

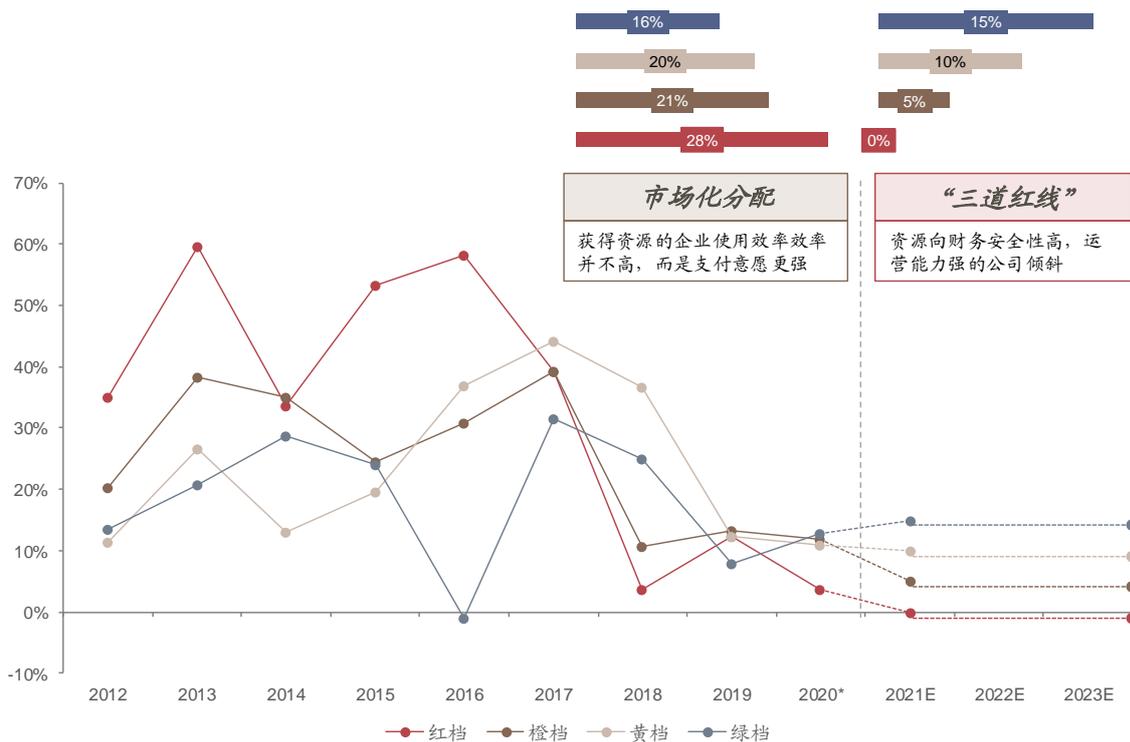
这种“有条件的市场化分配原则”大致可以分为以下三个阶段：

1. 2010~2014年：禁止直接债权融资，非标渠道无限供应
2. 2014~2016年：各种途径基本达到全面放开

3. 2017~2020年：低成本直接债权融资基本无增量，高成本资金总量受限同时需求减弱。

“三道红线”后，原有的“市场化分配”要素分配原则依然部分有效，但是同时也提出了一种新的要素分配方式。对于符合“三道红线”要求的公司，**自然会分配更多资源，同时无需支付额外的成本。**并且可以在额度允许的范围内，**摆脱渠道管控的限制**，通过额度置换来实现优化融资结构和降低融资成本的目的。

图17：分配规则变化对应“四档”典型房企负债规模增速对比差异



数据来源：央行，统计局，Wind，公司财务公告，广发证券发展研究中心

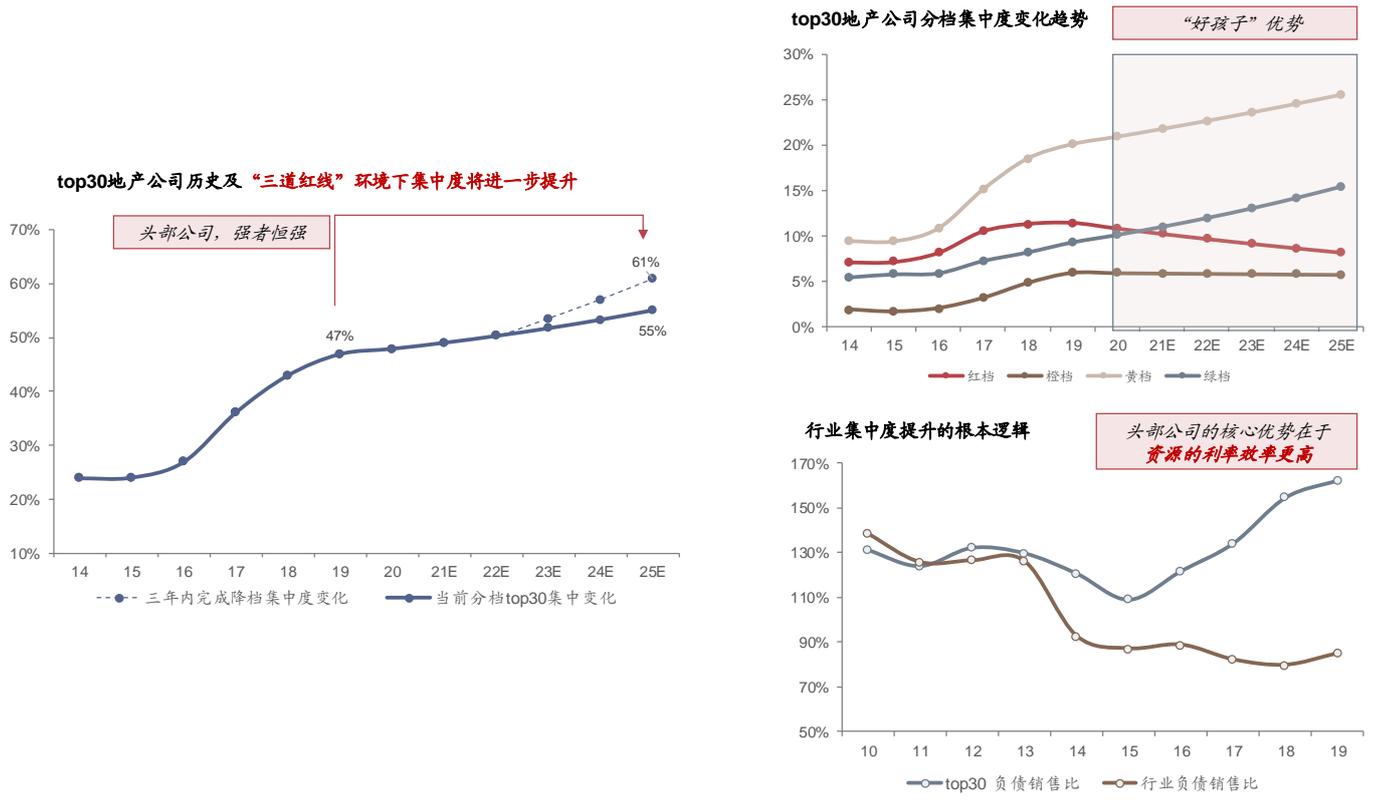
从有息负债规模增长的历史数据来看，53家上市样本企业，按照四档进行分类，从11年到20年。红档公司负债规模复合增速最高达到28%，在“市场化分配”金融资源的时代获得了最多的资源，橙档、黄档和绿档公司在过去接近10年的时间里，有息负债复合增速分别为21%、20%和16%。

若按照“三道红线”融资新规的执行标准进行负债增速限制，则绿档公司获取有息负债的能力影响并不大，较过去进下滑了1%，黄档、橙档的变化分别为10%和16%，红档公司的降幅最为显著，下滑幅度达到了28%。可以说行业整体的金融资源匹配规模发生了扭转。

在新政环境下，头部优秀企业的影响力也将会进一步扩大，市占率水平在现在的基础之上还将继续提升。以Top30地产公司为样本进行分析，19年Top30地产公司销售金额为7.5万亿，市场占有率为47%。

按照20年中期的财务数据进行分档，计算Top30企业有息负债及销售规模的变化（认为龙头公司的资金利用效率不变，行业将采用同样的处理方法），行业的负债增速以前文中性预期进行测算。若所有公司维持当前的分档水平不变化，到2025年Top30房企的市场占有率将提升至55%；若在未来3年内，Top30公司整体平均完成1次降档，则到2025年，市占率水平将提升至61%。分档数据来看，分档表现越好的公司，整体集中度水平提升的幅度也就越大。

图18: 新规环境下Top30地产公司集中度仍将持续提升



数据来源：统计局，公司经营公告，广发证券发展研究中心

在19年底的年度策略报告中，我们提出了关于地产行业长期提升的核心原因，并不在于头部公司可以获得更多的金融资源，而是由于龙头房企对于金融资源的利用效率更高，产生更多的价值，由此形成正向循环，获得规模的超额收益。而“三道红线”政策，正是对金融资源的获取添加了限制条件，通过行政干预的方式提前使资源向使用效率更高的企业进行集中，实现了“地产行业的供给侧改革”，这将会进一步扩大龙头企业的上升弹性。

新规对于当前资产负债表最直接的是有息负债规模的增量，虽然增幅按照分档标准进行排序，但绝对增量对增量货值和销售的带动将更加直接。按照20年中期的分档情况及有息负债规模计算，负债规模增加规模最大的公司是保利地产，之后是碧桂园、中国海外发展和万科A，高分档评级及负债基数，使头部企业能在过程中获得大的绝对负债规模。

若结合货值获取能力，按照相同的地货比（1比3）计算，有息负债可以撬动的新增货值规模，以增量货值对销售贡献弹性来比较政策所带来的影响，则变化增量最大的公司分别是龙湖集团、华润置地和保利地产。

表9：“三道红线”政策环境下Top30地产企业对应新增货值对销售弹性

公司	20H 分档评级	有息负债规模	规定增幅	有息负债增量	19 销售金额	新增货值（按照 1 比 3 计算地货比）	增量货值/销售金额
		亿元			亿元		
龙湖集团	3	1686	15%	252.8	2425	759	31%
华润置地	3	1645	15%	246.7	2425	740	31%
保利地产	3	3021	15%	453.1	4618	1359	29%
中国海外发展	3	2086	15%	312.9	3327	939	28%
中国奥园	2	1030	10%	103.0	1181	309	26%
雅居乐集团	2	989	10%	98.9	1180	297	25%
金地集团	3	1055	15%	158.2	2106	475	23%
招商蛇口	2	1531	10%	153.1	2205	459	21%
佳兆业集团	1	1217	5%	60.8	881	182	21%
远洋集团	2	874	10%	87.4	1300	262	20%
绿城中国	2	1119	10%	111.9	2018	336	17%
世茂集团	2	1412	10%	141.2	2601	424	16%
旭辉控股集团	2	1053	10%	105.3	2006	316	16%
碧桂园	2	3420	10%	342.0	7889	1026	13%
万科 A	2	2730	10%	273.0	6308	819	13%
新城控股	2	869	10%	86.9	2708	261	10%
荣盛发展	1	708	5%	35.4	1154	106	9%
中国金茂	1	986	5%	49.3	1608	148	9%
金科股份	1	1106	5%	55.3	1860	166	9%
阳光城	1	1122	5%	56.1	2110	168	8%
中南建设	1	781	5%	39.1	1961	117	6%
绿地控股	0	3310	0%	0.0	3880	0	0%
中国恒大	0	8355	0%	0.0	6011	0	0%
融创中国	0	3203	0%	0.0	5562	0	0%
富力地产	0	1877	0%	0.0	1382	0	0%
华夏幸福	0	2036	0%	0.0	1452	0	0%

数据来源：公司财务及经营公告，公司年报及中报，广发证券发展研究中心

静态条件下分析对新政对负债和货值规模的影响，对于销售增长弹性的指引比较有限。增量金融资源对规模的贡献，一方面来自资源的增量，而另一方面也决定了企业对于资源的使用效率。在上文中我们多次用到了销售负债比（销售金额/负债规模）这一指标，但某一年末的销售负债比更多的是静态指标。从趋势上来考虑，销售负债比的变化（房企经营效率的变化），更能表征方向上的规模增速。

这里用14-19年5年间Top30地产公司的销售规模的复合增速与有息负债规模增

速的增速差，表征企业利用金融资源的效率能力。例如，金地集团从14年到19年销售金额复合增速水平为34%，而负债规模的复合增速为18%，则增速差16%代表的是过去5年金地利用增量金融资源撬动销售规模增长超额表现。假设未来这种能力仍将存在，则金地对应15%的新增有息负债，将会给公司带来31%的预期销售规模增速，在这里我们认为这个增速越高，则企业在“三道红线”新政环境下的规模增长预期水平越高。

图19：“三道红线”新政环境下，当前分档对应房企预期规模增长对比

公司	20H分档评级	有息负债规模	规定增幅	近5年销售复合增速	近5年有息负债复合增速	近5年差额增长能力	预期销售规模增速
		亿元					
中南建设	1	781	5%	56.7%	21.5%	35%	40%
中国金茂	1	986	5%	54.0%	27.1%	27%	32%
金科股份	1	1106	5%	51.9%	25.0%	27%	32%
金地集团	3	1055	15%	33.9%	17.7%	16%	31%
华润置地	3	1645	15%	28.5%	13.9%	15%	30%
龙湖集团	3	1686	15%	37.7%	25.1%	13%	28%
保利地产	3	3021	15%	27.6%	16.4%	11%	26%
世茂集团	2	1412	10%	29.9%	15.3%	15%	25%
远洋集团	2	874	10%	26.5%	13.0%	14%	24%
新城控股	2	869	10%	61.7%	50.6%	11%	21%
阳光城	1	1122	5%	55.7%	40.9%	15%	20%
中国海外发展	3	2086	15%	24.2%	19.9%	4%	19%
招商蛇口	2	1531	10%	34.0%	25.9%	8%	18%
旭辉控股集团	2	1053	10%	56.7%	49.6%	7%	17%
荣盛发展	1	708	5%	32.4%	20.6%	12%	17%
佳兆业集团	1	1217	5%	23.3%	12.3%	11%	16%
中国奥园	2	1030	10%	57.3%	52.8%	5%	15%
雅居乐集团	2	989	10%	21.7%	18.0%	4%	14%
碧桂园	2	3420	10%	43.7%	43.3%	0%	10%
绿城中国	2	1119	10%	20.5%	21.7%	-1%	9%
万科A	2	2730	10%	24.0%	30.2%	-6%	4%
绿地控股	0	3310	0%	10.0%	10.4%	0%	0%
中国恒大	0	8355	0%	35.5%	38.7%	-3%	-3%
融创中国	0	3203	0%	53.3%	56.4%	-3%	-3%
富力地产	0	1877	0%	20.5%	23.8%	-3%	-3%
华夏幸福	0	2036	0%	22.8%	42.8%	-20%	-20%

数据来源：公司年报及中报，广发证券发展研究中心

从结果来看，负债规模增速反映的是“政策带来的变量”，而超额增长能力则反映的是“企业内生的变量”，汇总数据显示**中南建设、中国金茂、金科股份、金地集团、华润置地**的预期规模增速水平在30%以上。

这种方法企业内生增长能力通过过去5年的数据获取，更多代表过去的经营决策带来的变化。普遍来看，加快周转的企业这一指标表现都会比较理想，而如融创（持续补充土地储备）、万科（加大新业务投资）等增量负债并未完全用在贡献当期规模增速上的公司，表现相对较差。

对于很多企业而言，经营思路的调整，也将带动公司效率的提升和改善，过去

的经验不足以完全预测未来的走向，在“三道红线”新政环境下，未来的经营选择更加重要。

（二）融资新政环境下，企业如何调整完成“降档”

按照当前的新政规定，财务报表反映出的“三道红线”指标直接关系到负债和销售规模的增速水平。因此对于地产公司而言，优化自身增速的最优先的选择就是通过经营行为改善报表的“三道红线”指标。

三道红线对应的三个财务数据指标，资产负债率（扣除预收账款）、净负债率和现金短债比，反映的企业三个维度的情况。**资产负债率（扣除预收账款）**体现的是地产公司整体资产负债结构，是企业长期经营和积累的结果；**净负债率**，体现的是企业有息负债杠杆的水平；**现金短债比**，体现的是公司短期债务偿付风险和压力。三个指标的设计，基本上做到了长短结合，同时可以反映地产公司的资产结构特点。

我们通过模拟企业的经营行为，来观测资产负债表的变化以及对应三道红线指标的调整方向，得出企业可以选择何种方式调整“三道红线”指标的完成情况。

图20：测算模拟经营行为对报表及“三道红线”指标影响（亿元）

资产		负债和权益		资产		负债和权益	
货币现金	1000	短期借款	600	货币现金	1000	短期借款	400
存货	8000	长期借款	2000	存货	8000	长期借款	2200
		预收账款	3000			预收账款	3000
		其他应付款	1000			其他应付款	1000
		归母权益	1400			归母权益	1400
		少数股东权益	1000			少数股东权益	1000
		所有者权益	2400			所有者权益	2400
总资产	9000	总负债	6600	总资产	9000	总负债	6600
		合计	9000			合计	9000
有息负债	2600			有息负债	2600		
现金短债比	166.7%			现金短债比	250.0% ↑		
净负债率	66.7%			净负债率	66.7%		
资产负债率	60.0%			资产负债率	60.0%		
【初始表】				经营情景	调整借款结构，短期借款改为长期借款		

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

从结果来看，部分经营选择，可以系统性的改善三个指标的整体表现，这些将作为企业长期的经营策略选择。而部分措施，则会改善某一项或两项指标表现，但会导致其他指标的恶化，这种策略可以由企业根据自身的报表调整需求，来进行短期操作。

长期经营策略：

1. **提高周转效率：**加快已有项目销售回款可以改善现金短债比和净负债率，加快已售项目结算速度可以改善净负债率和资产负债率，整体而言，提高已有项目的周转效率，提高运营效率，可以系统性的改善“三道红线”指标。
2. **拿地过程中，更多吸收权益：**对拿地行为的影响做了多种情景假设，单纯使用自有资金高权益比例拿地，会损害现金短债比和净负债率，如果使用借款拿地还会损害资产负债率。但如果在拿地的过程中，通过释放少数股东权益和增加少数股东出资额比例等方式，使权益增速大幅提升，且抑制负债的增长，则会实现控制资源同时改善“三道红线”的目的，拿地的宗旨简单可以描述为 **“小股、并表、都少借钱”**。
3. **提高表内资产价值，并实现重估增值：**地产企业的非存货资产，通过计量重估，可以增加地产企业的权益规模。包括持有型物业资产的计量方法变更，物业、商管等附属子公司的上市，或者通过部分股权转让的方式来对已持有项目权益价值进行重估，做大权益规模，借此降低负债。
4. **并表口径调整：**在同等规模资产控制的条件下（都是为了控制1万亿货值储备），权益规模（都是2000亿权益）一定的情况下，对于负债部分所控制的资产尽量寻求通过并表口径的调整来降低表内负债规模（50对50，表内负债规模就是3000亿，100%并表表内负债规模就是8000亿），由此可以实现对资源控制，同时优化自身报表表现的目的。**这与第二点小股并表操作并不矛盾，抉择原理是，可以获得权益的项目尽量并表，承担债务的资产尽量出表。**

表10：模拟经营行为对三道红线指标的影响

部分经营策略	现金短债比	净负债率	资产负债率
总有息负债不变，短债占比下调	上升	不变	不变
现金偿付部分短期借款	上升/下降	不变	下降
现金偿付部分长期借款	下降	不变	下降
加快销售回款（地货比 1:2）	上升	下降	不变
加快销售回款（地货比 1:4）	大幅上升	大幅下降	不变
拿地（权益比例 100%）	下降	上升	不变
加大拿地（权益比例 60%，借债）	下降	上升	上升
加大拿地（权益比例 20%，借债）	下降	下降	上升
加大拿地（权益比例 20%，不借债）	下降	下降	下降
非并表拿地	下降	上升	不变
融短债	上升/下降	不变	上升
融长债	上升	不变	上升
结算	不变	下降	下降

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

短期调整策略:

1. **优化有息负债结构, 提高长债占比:** 净负债率、资产负债率不会发生变化, 但短债覆盖倍数可以改善。
2. **账面现金偿还负债, 或增加有息负债:** 偿还/增加负债的操作, 可以对冲调节资产负债率和现金短债比两个指标, 通过增加/减少长期债券的方式, 可以相应的改善现金短债比/资产负债率。增加/减少短债债券的操作, 对于资产负债率调节依然有效, 但对现金短债比则不会产生从不达标到达标的作用。

综合财务指标和经营策略的调整, 对于三档指标的调节难度来看:

1. **现金短债比: 调节空间最大, 也相对最灵活, 相对降档的难度最小**
2. **净负债率:** 调整难度较大, 短期报表的优化和调节对于净负债率的影响都不大, 降档需要通过经营策略层面的调整。但权益规模提升的策略, 对净负债率的影响较大, 1-2年的维度可以实现降档。
3. **资产负债率(扣除预收账款口径):** 调整难度最大, 虽然部分短期财务调整对指标改善有效, 由于基数较大, 几乎不可能完成达标的目的。长期经营策略, 资产负债率改善所需要的净资产规模增长, 较净负债率降档的需求量要更大, 因此需要经营改善的时间和力度更高。

按照20年中期Top30房地产开发企业的报表数据, 做一个简单的测算, 在维持当前总资产规模不变的情况下(控制新增投资), 单从加快结算的角度, **若要降低5%的扣除预收账款资产负债率的水平, 平均净资产规模增速要求达到21%, 即需要至少21%的ROE水平才可以实现, 19年全年同口径公司的平均ROE水平为15%, 若按照30%比例分红, 则需要2年时间才能完成, 资产负债率的下降难度非常大。而若按照同样的净资产增长, 净负债率的改善幅度可以达到41%, 20个点的净负债率的偏差, 如果有控制的意向, 1年的业绩期基本上就可以完成。**

在企业融资层面, 按照20年中期的财务数据进行分档划分计算, 对当前地产企业的降档难度进行评估。从三道红线分别的调整难度来考虑, 按照现金短债比改善、净负债率改善和资产负债率改善的难度进行排名, 同时计算三个指标当前与达标顺平的标准偏差。

表11: 当前Top30房企的分档及降档难度水平衡量

	20H 资产负债率 (扣除预收账款)(%)	较标准变动(pct)	20H 净负债率 (%)	较标准变动(pct)	20H 现金对短期有息负债覆盖倍数	较标准变动(x)	20H1 评分	预计降档能力
金地集团	69.9%		70%		1.11		3	3
华润置地	59.7%		46%		1.47		3	3
龙湖集团	67.1%		51%		4.55		3	3
中国海外发展	53.8%		32%		3.33		3	3

保利地产	67.4%		72%		1.96		3	3
远洋集团	70.6%	-1%	65%		1.98		2	3
世茂集团	70.8%	-1%	54%		1.77		2	3
滨江集团	72.3%	-2%	96%		1.83		2	3
雅居乐集团	72.8%	-3%	73%		1.15		2	3
招商蛇口	58.6%		40%		0.89	-10.6%	2	3
融信中国	73.8%	-4%	91%		1.70		2	3
绿城中国	74.2%	-4%	66%		1.81		2	2
旭辉控股集团	74.2%	-4%	63%		2.35		2	2
大悦城	73.6%	-4%	105%	-5%	1.91		1	3
龙光集团	75.0%	-5%	46%		2.18		2	2
万科 A	75.5%	-6%	27%		2.01		2	3
正荣地产	77.2%	-7%	71%		2.09		2	2
新城控股	77.5%	-7%	35%		1.73		2	3
蓝光发展	71.3%	-1%	106%	-6%	0.79	-20.5%	0	3
合景泰富集团	79.2%	-9%	59%		1.63		2	2
荣盛发展	75.0%	-5%	94%		0.87	-13.3%	1	1
中梁控股	80.8%	-11%	70%		1.52		2	2
中国奥园	80.9%	-11%	80%		1.46		2	2
碧桂园	81.6%	-12%	58%		1.94		2	3
中国金茂	76.4%	-6%	77%		0.83	-16.6%	1	1
阳光城	78.2%	-8%	115%	-15%	1.28		1	2
金科股份	74.1%	-4%	125%	-25%	1.00		1	1
佳兆业集团	74.6%	-5%	130%	-30%	1.28		1	1
中南建设	82.9%	-13%	147%	-47%	1.19		1	1
融创中国	82.2%	-12%	149%	-49%	0.86	-14.1%	0	1
首开股份	75.3%	-5%	179%	-79%	0.90	-9.8%	0	0
华发股份	76.8%	-7%	181%	-81%	0.67	-33%	0	0
绿地控股	82.7%	-13%	181%	-81%	0.71	-29%	0	1
富力地产	78.2%	-8%	177%	-77%	0.48	-52%	0	0
华夏幸福	77.5%	-7%	193%	-93%	0.47	-53%	0	0
中国恒大	85.3%	-15%	199%	-99%	0.52	-48%	0	1
泰禾集团	81.6%	-12%	287%	-187%	0.06	-94%	0	0

数据来源：公司财务数据，公司中报，广发证券发展研究中心

关于降档对头部企业可能会带来的机会和变化，需要分两类进行讨论。

首先从降档难度的角度来进行讨论，即公司目前的三道红线指标表现与标准要求水平的偏离程度，评估完成降档的难度，及短期内可以完成降档的公司。从1年的角度考虑，我们设定资产负债率偏差2%，净负债率的偏差为20%，现金短债比的偏差同样为20%。

从结果来看，完成降档难度较低黄档公司为远洋、世茂、招商蛇口。其中，招商

蛇口19年是绿档，20年中期现金短债比导致公司升为黄档（季报也还是黄档），考虑到这一指标调整难度相对较低，大概率可以完成。而远洋、世茂超档的指标为扣预资产负债率，但偏差值都不到1%，加上世茂集团下半年物业管理公司的上市计划，将会有效帮助公司增加净资产规模，帮助公司完成降档。

橙档公司中大悦城、中国金茂、荣盛发展和阳光城，都有一项指标具备在短期达标可能，年内完成由橙向黄的降档。而红档公司中，融创中国、首开股份则具备短期指标改善的可能。其他公司的指标偏差水平，需要较长时间才有可能完成降档。

对于试点公司，也就是12家已经明确接受“三道红线”政策限制的地产公司。按照目前传闻的要求，除了按月上报数据之外，更重要的是对公司的降档节奏提出了要求，即“一年内完成降档，三年内实现“三条红线”全部达标”。若最终按照这个标准执行，对试点公司特别是处于红档（融创、恒大、绿地）和橙档（阳光城、中梁、华侨城）而言将是一个较为严格的要求，将迫使公司短期大幅提高周转效率。从筛选公司的角度，我们偏向于认为，具备较高货值储备并主要分布在一二线的公司，将具备更强的实现短期提高周转的目的，因此从红档和黄档公司中，融创中国、阳光城、中梁控股相比而言具备较好的弹性。

表12: 试点公司主要财务经营数据指标对比 (2020H1)

公司名称	公司分档	有息负债规模	预收账款	地产结算	预收账款 负债倍数	销售规模	货值规模	货值覆盖 倍数	货值分布	
		(亿元)	(亿元)	规模 (亿元)		(亿元)	(亿元)		一二线	三四线
融创中国	0	3203	2408	1595	1.51	5562	27974	5.0	81%	19.0%
中国恒大	0	8355	1297	4646	0.28	6011	31151	5.2	40%	60.0%
绿地控股	0	3310	3811	1943	1.96	3880	19761	5.1	55%	45.0%
阳光城	1	1122	801	588	1.36	2110	5878	2.8	76.4%	23.6%
中梁控股	1	528	1159	564	2.06	1525	6930	4.5	36%	64.0%
华侨城	1	1177	700	500	1.40	863	4660	5.4	91%	9.0%
新城控股	2	869	1982	803	2.47	2708	8753	3.2	51.8%	48.2%
碧桂园	2	3420	6470	4750	1.36	7889	21658	2.7	36.0%	64.0%
万科A	2	2730	5778	3527	1.64	6308	20533	3.3	78.7%	21.3%
中国海外发展	3	2086	979	1592	0.62	3206	21064	6.6	85.0%	15.0%
华润置地	3	1645	2267	1272	1.78	2425	8811	3.6	90.0%	10.0%
保利地产	3	3021	3287	2237	1.47	4618	21717	4.7	67.7%	32.3%

数据来源：公司年报及中报，广发证券发展研究中心

（三）企业如何在有息负债规模受控的情况下，提高销售增速

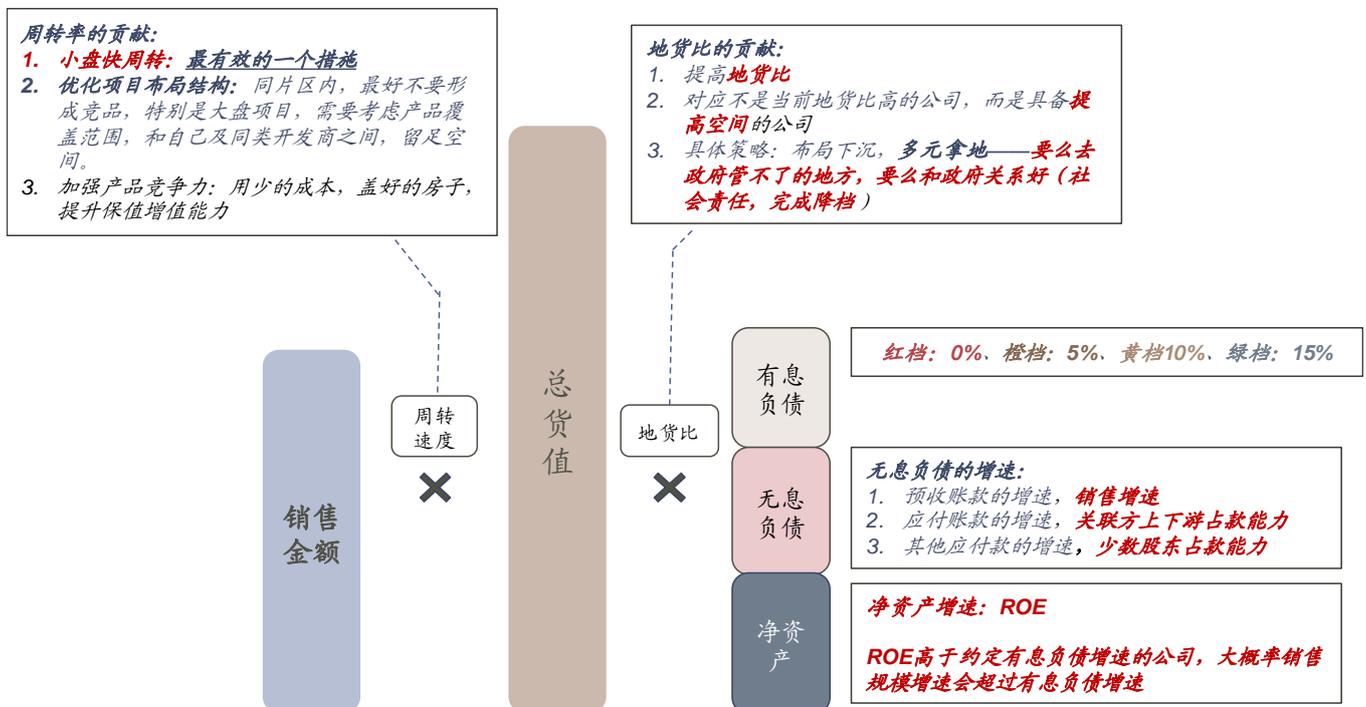
最后，讨论一下如何在有息负债规模受限的情况下，依然能够使销售规模维持在一个较高的增速水平。从前文的表述中，提出了一个关于衡量负债使用效率的指标，销售负债比（销售金额/有息负债规模）表达的是单位有息负债所能够带来和撬

动的销售规模。在未来行业中各公司负债规模增长受限的情况下，这一指标若可以持续改善，则公司则有望实现销售规模增速持续高于负债规模增速的表现。

提高销售负债比的方法，与行业类似，针对企业而言，简单来讲也有三个渠道：

1. 提高销售周转效率：在同等货值的情况下，提高销售的速度
2. 提高地货比：同等资源的情况下，获取更多的货值
3. 提高无息负债和权益的增速：若无息负债和权益规模的增速高于有息负债的增速，则整体资产规模的增速会高于约束水平。无息负债的增速主要来自上下游占款与和联营企业占款的增长，而权益的增速则主要体现为ROE。

图21：地产企业在“三道红线”政策下，如何实现更高的销售增速



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

从企业经营层面看，经营措施和选股逻辑也主要依托以上三个指标的改善，从经营策略上主要应对有以下方面：

1. **非有息负债增速:** 加快已有项目的销售节奏, 提升关联方占款能力(精装修), 合理利用少数股东占款规模(股权、债权要注意比例)。
2. **提高地货比:** 三四五线城市, 选择适当下沉, 对于一二线城市要加大多元化的拿地比例, 加强与政府的合作关系。城市资源越紧张, 政府规划和调整的力度也会越大。
3. **提高周转速度:** 小盘快周转要在大部分项目上推广, 新增项目就要考虑周转的问题, 依然有很多企业, 拿地只算净利率, IRR这一指标的影响未来会更

大。合理布局，加强产品竞争力。

对于如何从现有的公司中选择出优秀的企业，结合前面报告的内容我们有几点建议：

1. 选择高ROE的公司
2. 选择产业链及合作方占款能力强的公司：负债结构中，应收账款和其他应收款在过去5年实现大幅度的上升（碧桂园、万科），或具备较强的上下游企业溢价能力的公司（融创中国）
3. 选择证明过有能力增强周转能力的公司：过去5年中，销售负债比显著改善的公司（中南建设、新城控股、金科股份、世茂集团）
4. 具备较大改善空间的企业：在资产周转率方面，原有开发模式节奏较慢，但资产质量较好，加快周转适当下沉的难度较小（华润置地、中国海外发展）；土地储备量较大，降档压力下加快销售的企业（融创中国、中国恒大）

表13：应对“三道红线”政策主流地产企业维持超额增长能力评估

公司名称	分档	分类有息负债增速	14-19年资产规模增速	14-19年平均ROE	14-19年无息负债复合增速	14-19年有息负债复合增速	土地储备规模(万方)	销售面积(万方)	去化周期
保利地产	3	15%	23%	17%	27%	16%	19775	3123	6.3
中国海外发展	3	15%	17%	16%	12%	20%	9006	1794	5.0
龙湖集团	3	15%	31%	18%	37%	25%	7354	1424	5.2
华润置地	3	15%	21%	16%	25%	14%	7109	1325	5.4
金地集团	3	15%	22%	15%	30%	18%	5866	1079	5.4
碧桂园	2	10%	48%	22%	56%	43%	19897	8910	2.2
万科A	2	10%	28%	20%	30%	30%	15720	4112	3.8
新城控股	2	10%	55%	25%	62%	51%	12201	2432	5.0
世茂集团	2	10%	16%	14%	20%	15%	8393	1466	5.7
雅居乐集团	2	10%	17%	12%	23%	18%	5303	891	6.0
旭辉控股集团	2	10%	49%	20%	53%	50%	5270	1204	4.4
招商蛇口	2	10%	30%	17%	26%	26%	5149	1169	4.4
中国奥园	2	10%	51%	16%	57%	53%	4874	1179	4.1
绿城中国	2	10%	22%	7%	25%	22%	4801	1027	4.7
龙光集团	2	10%	36%	27%	49%	26%	3920	692	5.7
远洋集团	2	10%	13%	8%	17%	13%	3742	635	5.9
融信中国	2	10%	47%	25%	53%	30%	2800	655	4.3
正荣地产	2	10%	31%	12%	47%	14%	2740	844	3.2
合景泰富集团	2	10%	25%	17%	28%	28%	2475	492	5.0
滨江集团	2	10%	28%	10%	28%	36%	1262	346	3.6
金科股份	1	5%	31%	12%	36%	25%	6339	1969	3.2

中国金茂	1	5%	31%	13%	46%	27%	5630	748	7.5
阳光城	1	5%	46%	13%	50%	41%	4994	1713	2.9
中南建设	1	5%	28%	9%	34%	21%	4411	1541	2.9
荣盛发展	1	5%	27%	20%	33%	21%	4036	1098	3.7
佳兆业集团	1	5%	18%	4%	19%	12%	2680	464	5.8
融创中国	0	0%	54%	22%	56%	56%	24776	3829	6.5
中国恒大	0	0%	36%	20%	38%	39%	24000	5846	4.1
富力地产	0	0%	20%	17%	24%	24%	5683	1255	4.5
华夏幸福	0	0%	32%	29%	25%	43%	4396	1183	3.7
首开股份	0	0%	25%	9%	25%	24%	2131	412	5.2
华发股份	0	0%	28%	11%	43%	21%	2065	396	5.2
泰禾集团	0	0%	29%	12%	41%	20%	952	350	2.7

数据来源：公司中报及年报，广发证券发展研究中心

在当前行业背景下，地产公司的发展节奏，将更多与经营能力挂钩，过去具备成功经验的企业能否改善，过去更重视储备优质资源的企业能否实现通过加速周转来完成降档，对于所有头部公司而言都有机会。

五、投资建议

在当前行业背景下，我们维持前期判断，推荐三类房企，首先是未来融资空间相对较大的，如保利地产、华润置地、中国海外发展、万科 A (000002.SZ)/万科企业 (02202.HK) 等；第二，过去证明高周转管理能力的公司，中南建设、新城控股、金科股份、旭辉控股集团、阳光城等；第三，高杠杆但拥有可以快速去化的优质土储公司，如融创中国等。

六、风险提示

“三道红线”融资新政尚未落地，资料的整理主要依据媒体报道和相关部门的会议内容，具体执行措施上无法确定，对全行业的影响还需要做进一步的观察。头部地产企业的应对，更多在维持自身经营惯性的基础上做调整，与我们判断的方向可能会存在一定的偏差。

广发房地产行业研究小组

- 乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，十年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 郭镇：联席首席分析师，清华大学工学硕士，七年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 邢莘：高级研究员，上海财经大学应用统计硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 欧阳喆：研究助理，复旦大学管理学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 谢淼：研究助理，上海交通大学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 郑日诚：财政部财政科学研究所硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究

人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。