



# 房地产行业问答系列(一)天风 问答系列：基本面下行刚开始 风险事件频发或促使政策边际 宽松



Q1: 房地产的下行是否刚开始是的, (假设政策不变) 预计持续到明年上半年销售量价降幅扩大、基本面下行刚开始: 受政策调控影响, 8 月全国商品房销售量价降幅扩大:

8 月单月, 商品房销售面积同比下降 15.5%, 较 7 月下降 7pct; 销售额同比下降 18.7%, 较 7 月下降 11.6pct; 且随着深圳、上海、杭州、广州等多城市出现二手房限价, 导致变相提高了二手房的首付比例, 按揭贷款投放不足, 行业基本面预计将持续下行至明年上半年。

Q2: 恒大资产和负债真实情况如何资产变现能力下降导致风险敞口持续增大 1) 资产主要是土储, 变现能力受行业及公司信誉影响, 资产变现能力正在下降: 截止 2021 年中报, 恒大总资产 23776 亿, 其中房地产储备账面价值 14238 亿 (土地原值 4580 亿, 总面积 2.14 亿, 按市值 1.77 万亿), 占比 60%; 现金及应收款 2627 亿 (其中不受限现金 868 亿), 占比 11%; 投资性物业 1554 亿, 占比 7%; 股权投资 1157 亿, 约占 5%, 虽然后两种属于非流动资产, 但逻辑上也是相对好变现的资产, 但由于公司风险事件带来的信誉影响 (交房担忧) 导致核心资产变现能力下降。2) 自 2014 年后高负债经营、有息负债有下降、应付账款大幅上升、短期现金不足: 截止 2021 年中报, 恒大总负债 19665 亿, 扣除合同负债 2158 亿, 还有 17507 亿, 其中有息负债 5717 亿 (其中短期 2400 亿, 长期 3317 亿), 占 33%, 另外应付款项包含票据 9511 亿 (主要是产业链公司), 占 54%, 还有就是应付税收 2157 亿, 占比 12%。可以看到, 近几年, 公司

有息负债在政策严格监管下有明显下降趋势，无论从绝对规模还是占比，但是应付款项（包含商业票据）却大幅上升，比重从 40% 上升至 54%。公司至 2014 年以后，一直踩三线经营，最新扣预资产负债率 81%、净负债率 118%、现金短债比 0.36 依旧仍未达标。3) 处理越不及时、风险敞口越大：我们在乐观、中性、悲观和极度悲观的四种假设中，对应的风险敞口为 -2456（无风险）、1809 亿、3951 亿、6790 亿。市场各方保持耐心和信心很重要，公司总资产足够，只是在现金流压力下被迫不断折价。

Q3：恒大及其他房企事件对产业链影响如何，会引发系统性风险吗产业链各细分行业影响不同，在房价没有大幅下跌情况下不至于引发系统性风险 1) 对建筑建材影响最大，家具家电其次，材料能源、广告代理等行业均有影响：9511 亿应付款项和票据主要发生在产业链公司，主要是建筑、建材、家居、家电、广告、代理等行业，敞口主要集中在消费建材及建筑公司，前者应收敞口 5 亿左右、后者 20 亿左右；装饰公司受影响强于建材公司，个别公司可能因此大幅亏损；家电家具行业整体影响小于建筑建材，厨电和门窗公司影响较大；广告和代理公司影响超出预期，大部分细分公司未公告；2) 不足以引发系统性风险的四个原因：A 风险较大的房企数量较少、踩三条红线的主流房企低于 10 家、大型房企普遍财务指标健康；B 金融机构房地产风险敞口较小；C 房价没有系统性下跌风险；D 政府托底工具较多且有力。

Q4：房地产政策是否会边际放松是的，行业政策有望边际放松宏观经



济压力、信用风险事件、房价暂无上涨压力、土地市场下行或将推动地产政策边际宽松，宽松是在“房住不炒”下的“因城施策”，随着杭州等多地出现土地拍卖流拍，地方政府压力将逐渐显现，结合宏观经济压力、信用风险事件以及房价暂无上涨动力等，地方政府在限价限贷、网签进度、按揭额度、购房资格和首付款审核等多方面都有边际放松的空间。

投资建议：在行业风险事件频出的阶段，央行例会罕见提及房地产“两维护”，随着杭州等多地出现土地拍卖流拍，地方政府压力将逐渐显现，结合宏观经济压力、信用风险事件以及房价暂无上涨动力等，地方政府在限价限贷、网签进度、按揭额度、购房资格和首付款审核等多方面都有边际放松的空间，这是符合“房住不炒”政策下的“因城施策”，我们维持8月看好地产板块的净利率触底、地产供给侧改革、持仓低、估值低的四个原因，持续推荐：1) 优质龙头：金地集团、保利发展、融创中国、万科 A、龙湖集团、招商蛇口；2) 优质成长：金科股份、阳光城、新城控股、中南建设、旭辉控股集团、龙光集团；3) 优质物管：碧桂园服务、新城悦服务、旭辉永升服务、绿城服务、招商积余、保利物业等；4) 低估价值：城投控股 南山控股等

**预览已结束，完整报告链接和二维码如下：**

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_27412](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27412)

