



地产融资专题报告(二): 债务 “无罪”



债务“无罪”，经营才是风险源头

由于房企债务的主要投向是以地产项目为代表的存货，债务偿还的主要途径是存货变现，因此房企的债务风险归根到底都是项目风险，与房企债务水平的高低并无直接关系。债务本身是中性的，只是项目风险或收益的放大器。

过度偏爱低杠杆房企，可能是对行业的误解

过度使用杠杆，忽视土地质量，进行盲目扩张固然摧毁公司价值，但过分保守，死守杠杆率和利润率指标，也会错失发展机会，损害股东利益。

毕竟在充分竞争的土地市场，土地成本与公司债务水平高低并无直接关系，而在充分竞争的销售市场，公司杠杆低也无法成为溢价销售的理由。

信用分析的另一条思路：扩张行为—经营风险—债务风险常规方法分析房企债务风险，会遇到公开信息不足与财务疑点难以“实锤”的困难。同时，对房企而言，扩张几乎等同于拿地，在投资策略和测算方法越发趋同的情况下，想扩张，想多拿地，就必须接受更低的利润率，为了获得更高的自有资金回报率，加杠杆就成了唯一的选择，这就是债务风险的积累。

当前信用风险范围有限，且已接近暴露期尾声房企债务风险的根源是项目风险，是存货无法变现的风险。当前广义库存 11.4 亿平方米，同比 -10.1%，库存去化周期 0.58 年，均处于历史低位。土地市场热度延续，开发商补库存需求强烈，项目无法变现的并不普遍。同时，当前信用风险

是 2017/2018 年加速扩张的延期暴露。而行业自 2019 年已进入扩张放缓，2020 年全年呈现收缩，非标使用边际下降，从时间上看，风险暴露已接近尾声。

投资建议：对行业信用可以更乐观一些

中短期来看，销售端的高景气可能继续驱动土地端的高热度，房企拿地利润率难见系统性改善，地产股可能仍难有明显超额收益。但在此之外，各类信用事件对板块也有一定压制，而我们认为这是过度悲观的。个股方面，看好货值充沛的房企，以及持有型资源较多的房企，二者的补库压力相对较小，同时亦能充分分享资产升值的收益。建议关注融创中国、保利地产、金地集团、龙湖集团、华润置地。

投资摘要

关键结论与投资建议

债务本身是中性的，项目风险才是所有风险的源头。于房企而言，过度关注杠杆控制，一定程度上也是损害股东利益。与常规思路不同，我们沿“扩张行为—经营风险—债务风险”的思路，从侧面分析房企真实信用风险。我们认为，2021 年的一系列信用事件，是 2017/2018 年行业加速扩张时期风险的延期释放，当前行业不存在系统性的信用风险，且风险暴露已接近尾声。建议投资者对行业信用状况更乐观一些。

中短期来看，销售端的高景气可能继续驱动土地端的高热度，房企拿

地利润率难见系统性改善，地产股可能仍难有明显超额收益。但在此之外，各类信用事件对板块也有一定压制，而我们认为这是过度悲观的。个股方面，看好货值充沛的房企，以及持有型资源较多的房企，二者的补库压力相对较小，同时亦能充分分享资产升值的收益。建议关注融创中国、保利地产、金地集团、龙湖集团、华润置地。

核心假设或逻辑

核心假设 1，未来十年房地产年均需求面积不会出现迅速萎缩。短期内地产销售缓慢下降，不出现断崖式下行。

核心假设 2，随着景气下行，房价上涨动力大幅减弱，土地市场趋冷，政策会视实际情况进行切合实际的调整。

核心假设 3，“三道红线”政策试点范围拓宽，通过引导房企理性融资，减少行业无序竞争，土地潜在利润率出现修复。

与市场预期不同之处

第一、市场普遍采用直接法分析房企债务问题，并局限于房企本身。

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_32764

