

## 观点指数

上半年社会融资存量规模相较去年同期增长显著，但同比增幅呈下降趋势，银行贷款与发行债券依旧是社会增量的主要推动力。

同时，海外市场与信托领域都呈现出不同程度的缩紧。此外，房企的供给缺乏价格弹性，下半年宽松的货币政策是否成功促进资金链运转仍需市场检验。虽然目前房地产业融资环境趋紧，但财务健康的大型开发商其债券市场。在今年剩下的时间内仍将保持通畅。

不过，与2020年相比，2021年开发商平均融资成本有所上升。房企的资产规模在资本市场表现与财务表现方面成为主要变量因素，且内部分化明显。

## 社会融资存量增长显著，银行贷款成主要增长力

根据中国人民银行统计，截止2021年6月末社会融资规模存量为301.56万亿元，同比增长11.00%，剔除疫情低基数影响，2019-2021GAGR为12.76%；增速比2020年同期下降1.50%，自二月以来，存量同比增速呈缓慢下降状态。

数据来源：中国人民银行，观点指数整理

2021年1-6月社会融资规模增量相较2020年同期，呈缩紧状态其中贡献增量最大的是银行贷款，其次是债权类融资和股权性质融资。

回归房地产行业本身，去杠杆影响力日益增大，各类金融机构投向房地产行业的资金被严格审查，到位时间增加；房企的银行开发贷、信托产品、资产管理计划、债券发行以及股权融资等多种融资渠道均受到不同程度影响。融资成本的上升，反映在资金传导链上即是房企到位资金增幅呈现回落趋势。

数据来源：中国人民银行，观点指数整理

## 内生回款成主要来源

根据国家统计局最新数据，境内2021年1-6月本年到位资金累积为102898亿元，同比增长23.5%，剔除疫情低基数影响，2019-2021年1-6月到位资金两年复合增速为10.90%（2018-2020年1-6月CAGR3.72%），真实到位资金增速增长7.18个百分点。

数据来源：国家统计局，观点指数整理

单月来看，3、4、5、6月同比增速分别为15.70%、23.29%，11.56%与6.00%。月度到位资金的增速呈现出下降趋势，但3-6月环比增长符合周期性定律。

数据来源：国家统计局，观点指数整理

从上半年到位资金(不含其他资金)结构上来看，占比最大的为定金及预收款，其次是自筹资金、个人按揭贷款、国内贷款和利用外资，从变动趋势上来看，定金及预收款占比显著提升，自筹资金占比下降。

数据来源：国家统计局，观点指数整理

2021年上半年对比2018年同期，定金及预收款占比增长了5.70个百分点。截至2021年6月，占比达39.77%，并超过自筹资金份额，成为最主要的资金来源；自筹资金近年维持小幅上升趋势，占比自2018年至今降幅接近3%，今年以来该比例为30.26%左右；国内贷款占比近年相对稳定，基本保持在13%-17%之间。内生回款类资金比例的提升侧面反应了“三道红线”效应显现，房企以往高杠杆的经营模式正在逐步改变，加速回笼资金成主流趋势。

银行贷款增速放缓，下半年总体资金池扩张

银行及相关金融机构依旧是房地产企业最主要的融资渠道。规模较小且财务实力较弱的开发商可能会面临更大的不确定性，因为银行和投资者在发放贷款或进行投资时更具选择性，且更青睐规模较大且实力雄厚的开发商。

2021年上半年，流向房地产领域的银行信贷资金额增速呈现明显的下滑趋势。观点指数获悉，截止2021年第二季度末，国内主要金融机构(含外资)的房地产贷款余额为507800亿元，总体增长为9.50%，增速较往年一季度末有所下滑。

数据来源：Wind，观点指数整理

7月8日，中国人民银行副行长范一飞在国务院政策例会上表示，持续释放贷款市场报价利率(LPR)改革潜力，推动实际贷款利率进一步降低，进而推动实体经济发展。同期，中国人民银行决定下调金融机构存款准备金率0.5%。国内货币市场逐渐扩大，银行及金融机构的对外投资总金额亦将扩大。

房地产行业的供给价格弹性系数偏低，下半年房企总体融资环境将得到改善，不过流入房地产领域的资金是否会增加仍需市场检验。

信用债融资成本攀升，资金规模锐减

观点指数统计，上半年房地产行业共发行387只信用债，发行总额达3695.33亿人民币，同比增长9.39%。票面利率区间为2.54%-9.00%，平均利率为4.62%，中位数为4.25%。相较于去年同期平均利率4.31%，中位数3.98%，今年1-6月境内债券融资成本稍有升高，且高利率的债券比例增长显著。

数据来源：Wind，观点指数整理

年初至今个别企业违约等负面消息传出之后，市场信心保持疲弱，信用市场收紧之下，预计境内外融资市场仍将持续波动。

上半年发行的债券中，约43.5%的债券发行总额落在10-30亿区间；约48%的债券发行总额落在1-10亿区间。中国恒大于2021年4月发行单项总额最大债券，发行总额为82亿元，票面利率为7.0%，融资成本高于平均水平。

数据来源：Wind，观点指数整理

观点指数统计，上半年样本房企境内发行债券总额前三名是万科、建发国际集团、金地集团。样本企业中，平均票面利率和单笔债券发行利率最高的为中南建设，于3月发行的总额为10亿的公司债，票面利率是7.30%。

后疫情时代，房企发债融资的实际监管力度全面升级，债券净融资额显著下降。“三道红线”倒逼房企加速降负债、促进销售，增大自有资金比例，同时金融监管升级效果逐渐显现，房地产开发类企业信用债净融资规模逐步由正转负。

2021年上半年，房企信用债净融资总额为-146.96亿元，相较2020年同期减少了1633.96亿元。房地产债权融资缩减的主要原因在于上半年到期偿还量的激增，行业面临偿债高峰期。

从债券类别来看，1-6月境内债券融资规模依旧以公司债为主，但受债券市场周期性影响，3-5月期间公司债发行规模缩减；中期债券在2-4月期间呈增长状态，5月和6月规模缩减至年初发行水平；资产支持证券在4月、5月处于低水平状态，6月发行额恢复至年初水平。

数据来源：Wind，观点指数整理

据观点指数观察，上半年绝大多数债券融资用于偿还到期债务所涉及的本金及利息，极少数企业如保利发展、金茂集团、华润置地等的融资用途中包含投资性房地产与补充流动资金计划。

## 海外债规模缩减，融资成本仍居高位

中资房企1-6月共发行114只海外债券，发行规模294.81亿美元，发行数量增加11只，但规模同比减少13.93%；2021年上半年中资美元债净融资额为-62.85亿美元，同期减少224.23亿美元。

海外债平均票面利率为7.00%，中位数为5.99%。海外债券市场的平均融资成本历来高于国内市场，除了用回报率吸引海外投资者以外，成功发行境外债券的房企，可以助推境内债的发行。甚至可以在国际资本市场做项目贷款、股权融资、国际流贷等国际金融产品。

数据来源：Wind，观点指数整理

其中，世茂集团于今年1月发行最大面额债券，价值8.72亿美元，票面利率为3.45%；海外债融资成本较大的样本企业包括阳光100中国12.65%、中南建设11.69%，绿地香港9.625%，中梁控股8.5%。

2021年1月房企发行海外债129.3亿美元，随后规模迅速锐减，在3月与4月，因个别企业信用违约，海外投资者信心缺失，债券融资规模达到最低点。根据目前情况推测，下半年海外市场会小幅回弹，但发行端仍处于波动下降的状态。

数据来源：Wind，观点指数整理

穆迪报告指出，截至6月25日，受评开发商2021年7月-2021年9月到期及可回售金额达到84.46亿美元；未来一年内仍有426.36亿美元的境外债券到期或可回售。这意味着中资房企在未来仍然要面对较高的再融资压力，尤其是资信水平欠佳的中部房企。

## 房地产信托规模缩小，融资成本持续走低

根据公开市场数据，上半年共有2990只信托产品投向了房地产相关领域，总资金规模达到3623.55亿元，平均年收益率约7.26%。相较于2020年同期，产品数量减少757只，资金规模同比减少25.42%，年平均收益率同比减少8.33%。

数据来源：用益信托网，观点指数整理

总体而言，投向房地产领域的信托产品规模锐减，原因是包括个别企业的失信事件以及平均收益率的减小。监管层对房地产信托的政策持续收紧，本质是防止房地产的违约风险向金融机构蔓延，落脚点是地产项目的前融和拿地问题，亟需缓解企业



的高杠杆问题，因此对融资类的房地产信托业务进行了强有力的管制措施，房地产信托产品的新增规模大幅下滑。

月度走势来看，3月信托产品发行规模最大，资金规模达到767.15亿元；2月受市场周期性以及节假日影响，发行规模最低；4-6月发行总额呈逐步上升趋势，但是相较2020年同期均有小幅度减少。

资金运用方式来看，股权性投资和权益性投资的规模一直是前两位。相对于债权型和贷款融资，两者首先产生的利润分配在所得税之后进行，减少所得税应纳税额，起到杠杆效应；其次，权益性与股权型筹资一般没有固定期限，所以投资者不能从企业撤资，只能将权益转让，减少了流动性不足风险。预计下半年股权投资与权益投资的比例、规模都会上升。

数据来源：用益信托网，观点指数整理

融资成本方面，2021年信托产品的年平均收益率较同期明显缩小，融资成本得到改善。导致平均收益率下行的主要因素包括两个方面：

一、宏观货币政策收紧。2021年上半年国内货币政策保持稳健，流动性整体并不紧张，同期央行政策对实体经济的刺激和近期的“降准”，都向市场传递流动性放宽的信号。集合信托产品的平均收益预期很难出现大幅上升的情况。

二、业务转型的影响。传统非标业务受限，高收益产品逐渐淘汰，融资类产品的收益目前降至7.5%以下。标品信托、股权投资类和非标转标的产品数量增加。其中，非标转标往往通过资产证券化、认购私募债等方式进行，审核与资金筹集程序明显增加，成本已然增加，房企便不愿意再发行高收益率的信托产品。业务转型对信托产品的收益走势产生较为明显的影响。

物企资本市场表现显著，开发商资产规模与营收负债比强相关

观点指数对企业的资本市场表现进行研究，侧重于对企业财务结构，杠杆水平，投资回报率，融资能力以及融资成本的考量。

总体来看，房地产开发商的盈利规模与融资能力都是远超其他业态企业的；但是，由于资本结构与主营业务范围的不同，物业企业的投资回报能力十分突出。

物企资本市场表现显著，开发商资产规模与营收负债比强相关房地产信托规模缩小，融资成本持续走低在房地产开发业态中，EBIT的值与资产规模基本符合正相关关系，资产规模在2000-10000亿的样本企业在盈利方面分化明显。其中，中国海外

发展的EBIT较为突出；龙头企业资产规模庞大，盈利能力依然受限，未呈指数型增长。

数据来源：Wind，观点指数整理

在物业业态中，EBIT的值与资产规模仍符合正相关关系，但离散程度更高，线性特征并不显著。

ROIC（资本投入回报率）衡量的是股东和债权人投入的资金获取了多少回报。观点指数将这一指标作为EBIT以及财务表现中ROE的补偿性指标。

从会计角度而言，ROIC是ROE的衍生物，ROE通过净利润除以股东权益，但是净利润是一个比较容易被操纵的数据：比如通过非经常性损益，以及关联性交易可以导致账面价值的虚高；其次，房企利润增加是通过不断举债，提高财务杠杆带来的，也许这家公司本身的业务表现一般。

ROIC很好的规避了这两个因素，强调了企业的价值创造能力。开发商与物业等其他业态企业在ROIC指标上差距显著，开发商ROIC平均值为1.44，标准差为1.12；物业ROIC平均值为8.13，标准差为10.50。

数据来源：Wind，观点指数整理

已获利息保障倍数主要衡量房企偿付借款利息的能力，检测企业支付利息的偿债能力。对于房地产企业而言，偿债能力除了关系到流动性以外，更重要的是它决定了企业的再融资能力。

在该指标上，物业与开发商呈现出巨大差异，抛开规模差异，开发商企业因为融资需求会大量举债，而物业企业不需要大量资本积累，这就造成了利息费用的差异。开发商已获利息保障系数均值为27.19，标准差为47.93；物业该项均值为598.60，标准差为1161.12。

在开发商业态中，EBIT的值与资产规模基本符合正相关关系，资产规模在2000-10000亿的样本企业在盈利方面分化明显。其中，中国海外发展的EBIT在腰部中型企业中较为突出；龙头企业资产规模庞大，盈利能力依然受限，未呈指数型增长。物业业态中，EBIT的值与资产规模仍符合正相关关系，但离散程度更高，线性特征并不显著。

数据来源：Wind，观点指数整理

在营收负债比方面，开发商企业资产规模与营收负债比呈较强线性相关关系，相关系数为0.68。在样本企业中，资产规模上升，营收负债比也呈现出上升趋势；1000-5000亿规模的企业债中该指标分化程度最高。物业企业离散程度较高，相关系数仅为1.49%，无明显相关关系。

样本企业ROE明显分化，净负债率达标率78.3%

在研究企业的财务表现时，主要是从盈利能力、成长能力、议价能力以及偿债能力等方面进行考量，指标包括毛利率、净利率、净负债率以及现金短债比等。同时亦结合营销方式及策略、运营效率与企业治理、产品创新性及技术水平样本企业ROE明显分化，净负债率达标率78.3%以及品牌特色与影响力等企业影响力指标进行综合研究。

据最新数据显示，样本企业最新一期的总资产均在1000亿元以上，超过60%样本企业的总资产在2000-5000亿元之间，在房地产行业具有较强的代表性和竞争力。

样本企业总资产同比增长率平均值为18.56%，中位数是12.92%；申万行业总资产同比增长率为17.20%，中位数是8.96%。头部企业明显在资本积累方面更有优势，而且内部分化低于行业水平。

数据来源：公司年报、Wind，观点指数整理

净资产收益率是衡量企业资本积累与盈利能力的重要指标，在样本企业中存在较为明显的分化差异。观点指数发现2021年上半年资产超过万亿的龙头房企，在ROE指标上并没有十分突出，集中分布于5%-10%以内，并处于整体的中部偏下位置。千亿元规模的房企是数量最多的，同时在这一指标上分化最为严重，主要分布在1%-15%区间。总体而言，样本房企ROE水平存在随资产规模上升而下降的趋势，并且腰部房企差异最大。

毛利率是房地产开发商衡量利润空间的重要指标，作为资产密集型行业，毛利的空间直接决定利润的空间。

近年来，伴随“房住不炒”、集中供地政策的实施，已确认销售价格受到管控拿地成本攀升，房企的毛利率逐年下降，从2017年28.03%、2018年27.06%下降到2020年23.26%，毛利率愈发成为核心竞争力的体现。

数据来源：公司年报、Wind，观点指数整理

与ROE指标相似，腰部企业毛利率差异最大，分布在18%-43%区间；但不同的是

万亿以上企业的毛利率处于中低水平，并且毛利率存在随资产规模上升而下降的趋势。

可见，规模红利的时代逐渐成为历史，并且2017、2018年获取的高价地结转至今造成了普遍性的毛利空间下跌，腰部企业因为资金规模受限所以在拿地成本、资本化利息成本方面差距明显，造成毛利率内部分化严重。

净利率指标与毛利率因为存在关联，所以两者表现极为相似。净利率存在随资产规模上升而下降的趋势，万亿以上大规模企业的净利率分布在5%-20%内；千亿企业分布区间为4-25%，中位数约为10.5%。

净负债率与现金短债比是“三道红线”中衡量流动性与偿债能力的重要指标，直接决定有息负债的增长规模，同时也是目前房企优化财务结构，降杠杆的成果体现。

数据来源：公司年报、Wind，观点指数整理

总体来看，观点指数测算2021年上半年样本企业中净负债率的达标率为78.3%，现金短债比的达标率为87%。上半年房地产行业加速回笼资金和增强流动性，提升货币资金的占有量，但房地产的资本密集性和金融属性仍然很难在短时间内改善，高杠杆依旧是普遍现象，这也同样是国家不断出台政策抑制其盲目扩张和管控金融风险的原因。

从净负债率角度来看，绝大多数企业处于在70%-100%区间，并不是绝对的安全区，切不可盲目扩张，亟需改善负债在资产中的占比。净负债率在70%以下的企业ROE平均数为6.74%，而净负债率在100%以上的企业ROE平均数却达到5.62%。忽略小样本偏差影响，负债规模的缩减确实会牺牲部分盈利能力。

数据来源：公司年报、Wind，观点指数整理

现金短债比指标在某程度上是偿债能力的佐证，因为对资本集中型的房企而言，并不是货币资金的比例越高就越有竞争力，因为超出偿还短期债务的部分是要承担机会成本的。货币资金的充裕意味着信用风险较低，更容易得到投资者青睐。融资行为，例如债券发行、基金或ABS，可以承担较低的融资成本。该项达标的样本企业中，分布在区间1.0-2.0的比例为65%，依然存在流动性不足的风险。

本文源自观点地产网