

编者按：本文来自「华尔街见闻」，作者：靳毅，马鑫杰，36氪经授权转载

投资要点

房地产开发流程

房地产开发流程主要包括土地获取、开发建设、房产销售三个阶段。土地获取方式主要包括“招拍挂”受让、协议出让、兼并重组三种方式，土地获取流程则主要为土地信息收集价值研判、支付保证金、投标摘牌、签订土地出让合同、办理《建设用地规划许可证》、办理《国有土地使用证》；房地产开发建设过程可分为四个阶段：项目策划设计阶段、项目前期准备阶段、项目施工执行阶段和项目竣工验收阶段；房产销售分为预售与现房销售两种，销售（预售）流程主要包括营销活动策划、取得《商品房预售许可证》后开盘、签订《商品房认购协议书》、签订《商品房预售合同》、商品房交付、办理房屋权属登记及房产证。

房地产行业分析

房地产行业分析主要包括经济周期、行业政策、行业趋势、行业供需四个角度。房地产行业是典型的强周期行业，与经济周期密切相关，同时还受城镇化等因素影响；行业政策主要受融资政策、土地政策、货币政策、财政政策、户籍政策、地方政策等因素影响；行业供需长期来看受人口结构影响，从中短期来看，融资、货币、财政、购房等政策和市场变化带来的行业资金量的变动是影响房地产需求的中短期周期性因素。

房地产企业信用分析

房地产企业业务分析主要包括以下几个方面：（1）公司属性：国企/民企；（2）公司治理：上市/非上市；（3）公司规模：总资产、主营业务收入、销售金额；（4）土地储备：土地储备量、土地储备量倍数；（5）区域布局：项目分布城市数量、一二线城市销售额/总销售额。

房地产财务分析则主要包括：（1）盈利能力：营业收入、EBITDA、利润总额、毛利率、ROA、ROE；（2）营运能力：项目储备规划建筑面积/年均合约销售面积、存货/合约销售金额（或预收账款）、新增土地储备支出/合约销售金额、预收账款/营业总收入；（3）资本结构：剔除预收账款的资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率；

（4）偿债能力：①短期偿债能力：流动资产/(流动负债-预收账款)、速动资产/(流动负债-预收账款)、销售商品及提供劳务收到的现金/(流动负债-预收账款)、货币资

金/短期债务，②长期偿债能力：总债务/EBITDA、EBITDA利息保障倍数、（现金类资产 + 存货 + 投资性房地产 - 预收账款）/全部债务；（5）其他指标：授信未使用率、受限资产占比。

案例分析

我们选取三家上市公司进行分析：（1）A公司区域布局完善、土地储备充足、规模优势明显、盈利能力较强，充裕的货币资金和较强的融资能力为公司的流动性及还本付息能力提供了较好地保障，偿债能力极强。（2）C公司在行业地位、品牌影响力、项目运作及储备质量等方面具备较强竞争优势，但公司债务负担较重，受限资产较大，流动性较弱，融资压力及偿债压力较大。（3）B公司业务区域集中度和部分土地储备楼面单价较高，未来库存去化和盈利可能承压，后续房地产开发仍需大规模资金投入，资金压力较大，盈利能力较弱，且短期偿债压力较大。

一级市场

发行规模方面，本期信用债发行总规模2358.80亿元，偿还总规模996.83亿元，净融资额1361.97亿元。发行利率方面，从交易商协会的非金融企业债务融资工具估值来看，不同期限各等级发行利率大都下降。发行等级方面，主体评级AAA级占比29.38%，AA+级占比15.55%，AA级占比5.14%。

二级市场

交易总量方面，本期信用债合计3950.10亿元。银行间二级市场综合行业信用债较为热门，交易所则是房地产行业受到关注较多。收益走势来看，3年期和5年期不同信用等级中票收益率均有所上升。期限利差方面，AAA级3年期与1年及5年期与1年期利差均有所上升。信用利差方面，中短久期信用利差走扩，长久期信用利差走窄。

等级变动

本期主体评级正向级别调整共一家，涉及建筑材料行业。本期主体评级负向级别调整共4家，涉及公用事业、商业贸易和农林牧渔行业。

事件概览

本期负面事件涉及江苏宏图高科技股份有限公司债项评级调低、三胞集团有限公司债项评级调低、雏鹰农牧集团股份有限公司债项评级调低、江苏宏图高科技股份有限公司债项列入评级观察(可能调低)、上海华信国际集团有限公司未及时拨付兑付

图 3: 房地产企业商品房预售一般流程



在取得预售许可证后，可以确定开盘日期对外发售，与有认购意向的客户签订《房屋认购协议书》，该协议书作为认购人签订《商品房预售合同》的保证，并向开发商支付一定数额的定金，之后按认购协议书约定正式签订《商品房预售合同》，合同签订后要在规定时间内向当地房管部门办理备案，备案登记后合同生效。合同签订后，购买者要根据合同约定的付款时间交付房价款及契税。此外，现房销售的不签订预售合同，应签订《商品房买卖合同》。

1.2、房地产行业分析

1.2.1 经济周期

房地产行业是典型的强周期行业，这种周期性与经济因素相关。当宏观经济上行时，房地产企业增加投资，居民购房能力和意愿较高，房地产供给和需求都会上升；反之，经济下行时，房地产供需都会大幅下滑。房地产周期还受到政策的显著影响，我国多次房地产短期调整与政策相关。房价快速上涨及到达峰值的过程中，一般都伴随着房地产调控政策的收紧；在房价处于低位、经济下行压力凸显的情况下，政府则倾向于放松调控政策以刺激房地产行业的增长。

我国房地产周期有其特殊性。我国仍处于城镇化阶段，城镇化进程加快意味着城市规模的扩大、城镇人口的增加，给房地产市场带来大量需求。我国资金流出受资本管制，使货币扩张带来的投机需求更强，助推房价上涨。我国土地供应受政府管控，而土地供给直接决定了房屋供给，影响房价。我国房地产是经济托底的重要环节，影响行业周期。

1.2.2 行业政策

中国房地产行业长期处于政府“调控”状态，房地产政策监管多且变动大。近几年出台的政策及影响如下：

表 3: 公司信用分析框架

	一级指标	二级指标
业务分析	公司属性	国企或民企
	公司治理	上市或非上市
	公司规模	总资产
		主营业务收入
		销售金额
	土地储备	土地储备量
土地储备量倍数		
区域布局	项目分布城市数量	
	一二线城市占比	
财务分析	盈利能力	利润总额
		EBITDA
		营业利润率
		毛利率
		总资产报酬率
		净资产收益率
	营运能力	项目储备规划建筑面积/年均合约销售面积
		存货/合约销售金额(或预收账款)
		新增土地储备支出/合约销售金额
		预收账款/营业总收入
	资本结构	剔除预收账款的资产负债率
		全部债务资本化比率
		长期债务资本化比率
	偿债能力——短期偿债	$\frac{\text{流动资产}}{\text{流动负债} - \text{预收账款}}$
		$\frac{\text{速动资产}}{\text{流动负债} - \text{预收账款}}$
		$\frac{\text{销售商品及提供劳务收到的现金}}{\text{流动负债} - \text{预收账款}}$
		货币资金/短期债务
	偿债能力——长期偿债	总债务/EBITDA
EBITDA 利息保障倍数		
$\frac{\text{现金类资产} + \text{存货} + \text{投资性房地产} - \text{预收账款}}{\text{全部债务}}$		
其他	授信未使用率	
	受限资产占比	

资料来源: 国海证券研究所

1.4、案例分析

我们选取三家上市房企进行相关案例分析。

1.4.1、公司概况

表 5: 公司信用分析 单位: 亿元、个

	一级指标	二级指标	A 公司	B 公司	C 公司	
业务分析	公司性质	国企或民企	国企	国企	民企	
	公司治理	上市或非上市	上市	上市	上市	
	公司规模	总资产		6964.52	356.79	2064.21
		主营业务收入		1461.55	63.49	241.86
		销售金额		3092.27	65.15	823.73
	土地储备	土地储备量		9090	53.24	509.85
		土地储备量倍数		4.05	1.77	1.30
	区域布局	项目分布城市数量		92	2	28
		一二线城市占比		82%	100%	58.87%
	财务分析	盈利能力	利润总额	256.99	4.53	29.93
EBITDA			299.81	7.3	39.06	
营业利润率			17.45%	7.13%	21.25%	
毛利率			31.05%	20.42%	27.63%	
总资产报酬率			4.19%	1.90%	1.94%	
净资产收益率		12.44%	6.24%	9.29%		
营运能力		项目储备规划建筑面积/平均合约销售面积	12.29	1.11	3.16	
		存货/合约销售金额(或预收账款)	1.95	3.34	6.25	
		新增土地储备支出/合约销售金额	0.89	1.73	0.55	
		预收账款/营业总收入	1.54	1.35	0.93	
资本结构		剔除预收账款的资产负债率	44.93%	80.99%	76.92%	
		全部债务资本化比率	57.00%	79.34%	84.43%	
		长期债务资本化比率	52.52%	68.34%	78.70%	
偿债能力—短期偿债		流动资产/(流动负债-预收账款)	4.69	3.11	2.74	
		流动资产/(流动负债-预收账款)	1.50	0.47	0.52	
		销售商品及提供劳务收到的现金/(流动负债-预收账款)	1.56	0.84	0.50	
		货币资金/短期债务	2.20	0.45	0.36	
偿债能力—长期偿债		总债务/EBITDA	6.87	27.13	34.87	
		EBITDA 利息保障倍数	2.17	0.51	0.46	
		(现金类资产+存货+投资性房地产-预收账款)/全部债务	1.45	1.27	1.08	
其他		授信未使用率	55.56%	9.11%	64.29%	
		受限资产占比	31.13%	234.41%	281.00%	

资料来源: Wind, 各公司财务报表, 评级报告, 募集说明书, 国海证券研究所

(1) 业务层面

1) A、B、C公司均为上市企业, 内部治理相对规范化, 融资渠道相对非上市企业更多元化; 而A公司和B公司为国有企业, 相较于民营C公司则更易获得外部支持, 同时国企与地方政府关系紧密更容易拿地拿项目。2) 公司规模方面, A公司总资产

规模为C公司3倍、B公司20倍，主要业务收入及销售金额均处于领先地位，较大的规模使得企业在拿地价格、产品定价、承包商甄选等方面具有更强的上下游议价能力，也容易拿到更高的贷款授信和债券评级，从而具有更强的融资能力。3) 土地储备方面，A、B及C公司的土地储备倍数分别为4.05、1.77、1.30倍，A公司后续项目开发的储备较为充足。4) 区域布局方面：A公司业务已经拓展到全国大部分重点城市，多元化的城市布局一方面为企业提供了外延式的扩张机会，以便于公司进一步提高市场份额；另一方面这也有助于降低单一区域内房地产市场景气下滑的风险，而天房发展项目依旧集中于天津、苏州区域，项目过于集中，抗风险能力较低。

(2) 财务层面

盈利能力方面，从利润总额、EBITDA大体与企业规模呈正比，而毛利率、总资产报酬率、净资产收益率方面A公司依旧最高，而C公司盈利能力最弱。

营运能力方面，以项目储备规划建筑面积/年均合约销售面积可以发现A公司储备最足，公司B较弱，从存货/合约销售金额（或预收账款）来看A公司去化最快，B公司依旧最弱。以新增土地储备支出/合约销售金额可以发现B公司目前拿地较于A公司及C公司则相对激进些。从预收账款/营业总收入来看，A、B公司均较高，未来营业持续性相对较好。

资本结构方面，从剔除预收账款的资产负债率及全部债务资本化比率来看，A公司资产负债率最低，B公司及公司较高，负债水平较大。C公司长期债务资本化比率最高，长期偿债压力最大。

短期偿债能力方面，A公司流动比率、速动比率均相对较高，以销售商品及提供劳务收到的现金及货币资金对剔除掉预收账款后的流动负债保障层面来看依旧为A公司最高，C公司则最弱。

长期偿债能力来看，A公司EBITDA利息保障倍数最高，而B公司、C公司覆盖倍数不足一倍；核心资产对刚性债务的保障程度整体来看依旧为A公司最高，C公司最低。

其他指标来看，授信未使用方面，B公司不足10%，可用授信最低，而受限资产与净资产比值方面，A公司比例最低。综合来说A公司潜在动用资金及可抵押资产均较高，抗风险能力相对较强。

综合各大指标来看，A公司在三者之中信用风险最低，而C公司整体资质相对较弱，B公司资质最弱。

1.4.3、小结

A公司区域布局完善、土地储备充足、规模优势明显、盈利能力较强，充裕的货币资金和较强的融资能力为公司的流动性及还本付息能力提供了较好地保障，偿债能力极强。

B公司在行业地位、品牌影响力、项目运作及储备质量等方面具备较强竞争优势，但公司债务负担较重，受限资产较大，流动性较弱，融资压力及偿债压力较大。

C公司业务区域集中度和部分土地储备楼面单价较高，未来库存去化和盈利可能承压，后续房地产开发仍需大规模资金投入，资金压力较大，盈利能力较弱，且短期偿债压力较大。

一级市场

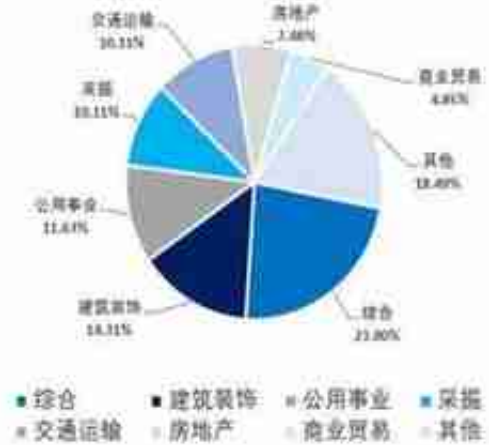
2.1 发行数量

发行规模方面，本期信用债（含企业债、公司债、中票短融、PPN）发行总规模2358.80亿元，偿还总规模996.83亿元，净融资额1361.97亿元。

图 5: 发行类型



图 6: 发行行业



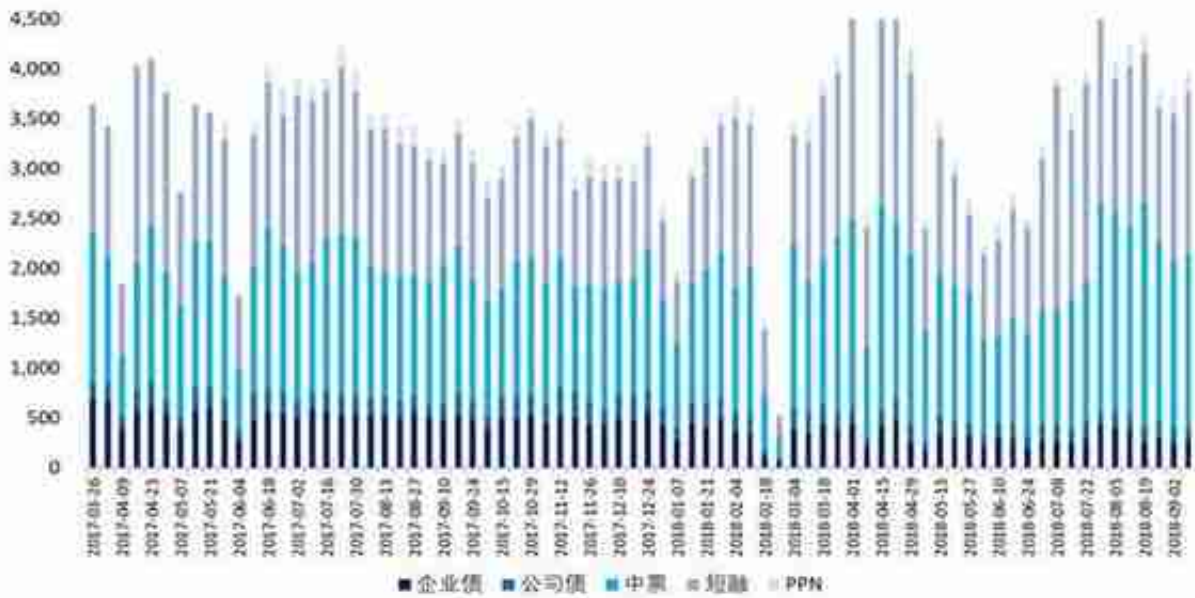
资料来源: Wind, 国海证券研究所

资料来源: Wind, 国海证券研究所

2.2 发行利率

发行利率方面，从交易商协会的非金融企业债务融资工具估值来看，1年期、3年期、5年期、7年期发行利率大都下降。

图 7: 成交统计 单位: 亿元



资料来源: Wind, 国海证券研究所

3.3 期限利差

采用AAA级各期限中短期票据的差异作为利差标的。2018年7月以来利差期限中枢整体呈现上升趋势，2018年9月7日，3年期与1年期、5年期与1年期利差分别为54.01BP、80.09BP，分别上升7.34BP、4.75BP。

表 10: 信用利差 单位: %, BP

	1年				3年				5年			
	本期	变动	平均值	历史区间	本期	变动	平均值	历史区间	本期	变动	平均值	历史区间
AA	54.41	-4.87	56.61	17.88-98.83	50.94	4.79	43.84	11.66-92.42	48.52	-2.56	45.86	12.62-97.2
A	76.41	-4.87	85.56	44.2-135.11	77.94	2.79	77.59	34.43-153.42	86.52	-3.56	86.39	33.62-156.2
AA1	120.4	-4.87	114.7	65.01-178.5	133.9	4.79	113.6	42.67-190.42	150.5	-3.56	128.2	50.62-207.2

资料来源: Wind, 国海证券研究所

等级变动

4.1 正向变动

本期主体评级正向级别调整共1家，涉及建筑材料行业。

表 12: 负向变动

企业名称	评级机构	本次评级/展望	上次评级/展望	所属行业	企业性质	债券名称(存续)
中国南方电网有限责任公司	穆迪公司	A1/稳定	Aa3	公用事业	中央国有企业	18 南电 SCP009, 14 南网债, 18 南电 SCP008, 16 南电 MTN001, 18 南电 SCP010, 18 南电 SCP007, 04 南网(2), 18 南电 SCP011, 14 南电 MTN002, 14 南电 MTN001, 16 南网 01, 18 南电 MTN001, 13 南电 MTN002, 04 南网债(1), 10 南网债 02, 14 南网债, 15 南电 MTN002, 18 南电 SCP005, 18 南电 SCP006, 16 南电 MTN002.
三胞集团有限公司	中诚信国际信用评级有限责任公司	A1	AA-	商业贸易	民营企业	16 三胞 04, 16 三胞 05, 18 三胞 SCP002, 16 三胞 01, 17 三胞 03, 18 三胞 SCP001, 16 三胞 02, 12 三胞债, 17 三胞 02, 12 三胞债, 16 三胞 02, 17 三胞 01, 16 三胞 03
三胞集团有限公司	鹏元资信评估有限公司	A/负面	AA-	商业贸易	民营企业	16 三胞 04, 16 三胞 05, 18 三胞 SCP002, 18 三胞 SCP001, 17 三胞 03, 16 三胞 01, 16 三胞 02, 12 三胞债, 17 三胞 02, 12 三胞债, 16 三胞 02, 17 三胞 01, 16 三胞 03
江苏宏图高科科技股份有限公司	中诚信国际信用评级有限责任公司	AA-	AA	商业贸易	民营企业	18 宏图高科 SCP002, 15 宏图 MTN001, 16 宏图高科 MTN001, 18 宏图高科 SCP001, 17 宏图高科 MTN001
雏鹰农牧集团股份有限公司	联合资信评估有限公司	BBB/负面	A	农林牧渔	民营企业	16 雏鹰 01, 18 雏鹰农牧 SCP002, 14 雏鹰债, 18 雏鹰农牧 SCP001, 16 雏鹰 02, 16 雏鹰 01, 18 雏鹰农牧 SCP002, 14 雏鹰债, 18 雏鹰农牧 SCP001, 16 雏鹰 02

资料来源: Wind, 国海证券研究所