



光銀國際研究
中國房地產

行业报告 — 中国房地产的三道红线比较

陈惠杰

高级分析师

Dominic.chan@cebi.com.hk

(852) 2916-9631

2020年9月30日

主要数据

2020E 平均市盈率 (x)	5.0
2020E 平均市净率 (x)	0.91
2020E 平均股息收益率 (%)	7.6

资料来源：彭博、光银国际

板块表现 (%)

1个月	-6.0
3个月	0.8
今年以来	-15.2

资料来源：彭博

内地房地产的三道红线统计

- 三道红线设立预示未来内房企业难以再用高杠杆策略
- 香港上市公司的三道红线统计
- 内地收紧楼市调控，涉房类贷款监管再趋严
- 关注十一黄金周档期下内房销售情况

三道红线设立预示内房企业难以再用高杠杆策略：内地房地产企业的财务状况成为内地监管机构关注问题，有报导指国务院副总理刘鹤主持的国务院和国务院金融稳定发展委员会已就恒大进行了讨论。与此同时，据《21世纪经济报道》，近日，市场传言称监管部门出台新规控制房地产企业有息债务的增长，设置「三道红线」。人民银行副行长、国家外汇管理局长潘功胜日前亦提及有关于「三道红线」。内地监管部门近月替内房企业定下「三道红线」新规，包括 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。三道红线设立预示未来内房企业难以再用高杠杆策略

香港上市公司的三道红线统计：根据内地所设的「三道红线」的准则，我们利用了今年上半年数据，统计了香港上市的内房公司的财务状况，是属于哪一个档次。当中，大部份内房企业属于黄色档次、其次为橙色档次。当中，中国恒大(3333 HK)、融创中国(1918 HK)属于红色档次，反映他们财务状况最为紧张。至于中国海外(688 HK)、华润置地(1109 HK)及龙湖集团(960 HK)则属于绿色档次，反映公司财务状况最为健康。

内地收紧楼市调控，涉房类贷款监管再趋严：据 21 世纪经济报道称，有大行收到通知，监管机构近期要求大型商业银行压降、控制个人住房按揭贷款等房地产贷款规模。与此同时，多家大行新增涉房贷款占比降至 30%以下。由于近期房地产数据向好，楼价再度向上，消息反映内地出台新政以防止楼市过度炽热。

关注十一黄金周档期下内房销售情况：十一黄金周为内房重要销售档期，我们认为大部份内房企业希望藉此加快推售楼盘，以回笼更多资金，但近期内地房地产调控政策仍然严谨，我们认为内房企业或需给予更多的优惠才能刺激销售，但对内房企业为两刃剑。因为此举虽然可以增加资金回笼，但却会影响企业毛利率。

内地监管部门设立「三道红线」

内地房地产企业的财务状况成为内地监管机构关注问题，有报导指国务院副总理刘鹤主持的国务院和国务院金融稳定发展委员会已就恒大进行了讨论。

另外，据《21 世纪经济报道》，监管部门出台新规控制房地产企业有息债务的增长，并设置「三道红线」。所谓的「三道红线」，即包括 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。

当中，有消息指 12 房企被要求于 9 月底交减债方案。根据「三道红线」触线情况不同，试点房地产企业分为「红、橙、黄、绿」四档。以有息负债规模为融资管理操作目标，分文件设定为有息负债规模增速阈值，每降低一档，上限增加 5%。换言之，未「越线」的绿色档房企，有息负债年增速上限为 15%，一个指标越线的黄色和两个指标越线的橙色，年增速上限为 10%和 5%，房企达到三个指标均越线的红色时，不能新增有息债务。

虽然目前新规仍未推出，而政策落实前将有合理的过渡期安排，但投资者仍然关注三道红线设立，预视未来内房企业难以再用高杠杆方法刺激增长。

香港上市内房企业的「三道红线」统计

根据内地所设的「三道红线」的准则，我们利用了今年上半年数据，统计了香港上市的内房公司的财务状况，是属于哪一个档次。

当中，大部份内房企业属于黄色档次、其次为橙色档次。当中，中国恒大(3333 HK)、融创中国(1918 HK)属于红色档次，反映他们财务状况最为紧张。至于中国海外(688 HK)、华润置地(1109 HK)及 龙湖集团(960 HK)则属于绿色档次，反映公司财务状况最为健康。

图表 1： 香港上市内房企业的三道红线统计

企业名称	第一条红线		第二条红线		第三条红线		Scores	档
	剔除预收款的资产负债率	结果	净负债率	结果	现金/短期负债比率	结果		
碧桂园	81.6%	不合格	58.1%	合格	178.4%	合格	2	黄
万科	75.5%	不合格	27.0%	合格	191.2%	合格	2	黄
中国恒大	85.3%	不合格	219.0%	不合格	35.6%	不合格	0	红
融创中国	82.2%	不合格	149.0%	不合格	60.6%	不合格	0	红
中国海外发展	53.1%	合格	33.0%	合格	333.1%	合格	3	绿
华润置地	59.7%	合格	46.4%	合格	147.2%	合格	3	绿
龙湖集团	67.1%	合格	58.5%	合格	454.6%	合格	3	绿
世茂集团	70.8%	不合格	57.8%	合格	157.5%	合格	2	黄
新城发展	78.2%	不合格	64.9%	合格	132.7%	合格	2	黄
时代中国控股	77.6%	不合格	89.1%	合格	122.9%	合格	2	黄
龙光集团	75.0%	不合格	71.7%	合格	208.6%	合格	2	黄
旭辉控股集团	74.2%	不合格	62.4%	合格	234.7%	合格	2	黄
中国奥园	80.9%	不合格	79.8%	合格	111.6%	合格	2	黄
越秀地产	70.7%	不合格	71.2%	合格	205.6%	合格	2	黄
正荣地产	77.2%	不合格	71.4%	合格	176.2%	合格	2	黄
雅居乐集团	72.8%	不合格	80.9%	合格	95.2%	不合格	1	橙
首创置业	74.9%	不合格	136.3%	不合格	127.4%	合格	1	橙
中骏集团控股	76.4%	不合格	68.3%	合格	100.1%	合格	2	黄
绿城中国	74.3%	不合格	66.1%	合格	162.6%	合格	2	黄
中梁控股	80.8%	不合格	69.9%	合格	85.1%	不合格	1	橙
佳兆业集团	74.6%	不合格	138.9%	不合格	101.5%	合格	1	橙
禹洲集团	79.8%	不合格	63.7%	合格	157.1%	合格	2	黄
建业地产	86.3%	不合格	76.9%	合格	131.6%	合格	2	黄
富力地产	78.2%	不合格	198.0%	不合格	230.0%	合格	1	橙
德信中国	75.2%	不合格	76.3%	合格	95.8%	不合格	1	橙
合景泰富集团	77.0%	不合格	76.7%	合格	145.4%	合格	2	黄
宝龙地产	73.2%	不合格	79.9%	合格	98.7%	不合格	1	橙
融信中国	73.8%	不合格	91.3%	合格	170.0%	合格	2	黄
远洋集团	70.6%	不合格	65.0%	合格	190.1%	合格	2	黄
弘阳地产	74.2%	不合格	68.7%	合格	154.4%	合格	2	黄
中国金茂	69.0%	合格	85.2%	合格	60.3%	不合格	2	黄
绿地香港	76.4%	不合格	38.0%	合格	109.0%	合格	2	黄
德信中国	75.2%	不合格	76.3%	合格	203.5%	合格	2	黄
花样年控股	74.6%	不合格	78.3%	合格	151.1%	合格	2	黄
融信中国	73.8%	不合格	91.3%	合格	170.0%	合格	2	黄

资料来源：公司资料、 光银国际

重要披露及免责声明

本报告由光银国际资本有限公司(“光银国际资本”)撰写生产和分发,并由香港证监会监管。本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息,光银国际资本及其附属公司(统称为“光银国际”)力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。

本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要,并不构成个人投资建议,客户据此投资,责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。光银国际及其各自的公司董事、员工及代理,都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。

本报告的内容不代表光银国际的建议,也不构成与上述有关证券的任何买卖/交易协议。本报告不拟作为买入或卖出要约,也不打算招揽购买或出售上述证券。证券价格可能上下波动。可能变得毫无价值。购买和出售证券可能会产生损失,而不是利润。

研究报告所载的资料及意见,如有任何更改,本司将不作另行通知。此外,光银国际的销售人员,交易员或其他持牌人员可能提供口头或书面市场评论或交易想法,这些意见可能与本报告中提出的建议和意见不一致,并得出不同的结论。光银国际可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本报告仅向特定客户传送,未经光银国际书面授权许可,任何人不得引用、转载以及向第三方传播,否则可能将承担法律责任。在一些司法管辖区内,针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取管道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令光银国际受制于任何注册或领牌规定,则本研究报告不适用于该等司法管辖区内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。

本报告仅提供给香港客户,不会提供给美国客户。编制本报告的分析师未在美国注册或获得美国金融业监管局的分析师资格。

特殊披露

分析师，陈惠杰(香港证监会中央编号:APP609)作为香港证监会持牌人及本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析师之个人意见。分析师亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析师并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析师及分析师之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

评级定义

买入	未来十二个月预期回报高于 10%
持有	未来十二个月预期回报在-10%和 10%之间
卖出	未来十二个月预期回报低于-10%

股票评级的解释：(i) 买入：股票投资回报在未来 12 个月的潜在涨幅超过 10%；(ii) 持有：股票投资回报在未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+10%之间及(iii) 卖出：股票投资回报在未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%

行业评级的解释 (i) 超配：行业投资回报在未来 12 个月的潜在涨幅超过 10%；(ii) 中性：行业投资回报在未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+10%之间；(iii) 低配：行业投资回报在未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%及(iv) 未评级：光银国际并未给予行业投资评级

光银国际可能在过去 12 个月内与报告中公司有投资银行业务或其他业务关系（如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或自营买卖证券），同时亦有可能持有财务权益及/或证券/或衍生工具。投资者务请注意光银国际或会存在利益冲突，可能影响本报告的客观性。

版权所有光银国际。未经光银国际书面许可，禁止任何形式的发布，转载，发行，引用。