



地产行业深度报告：经营 财务视角下 国企民企之 “殊途”



经营角度：民企过往重视规模诉求，国企未来更具发展潜力。在房企高杠杆快速扩张阶段，民企由于经营效率高、运营体制灵活、颇具吸引力的激励制度等因素，更加锐意进取，国企表现则相对保守。民企销售规模 2018-2020 年占据销售面积榜单 TOP10 中 6 席，历史销售增速亦明显领先国企。但在土储及去化视角下，国企后续销售更具业绩支撑和安全边际，整体去化周期 4.3 年，高于民企（3.2 年），且侧重分布高能级区域，土储建面中一二线城市、三大城市圈整体占比高于民企。同时在行业整体资金承压背景下，国企基于融资等资金优势，逆势“补库存”实力凸显，2021Q1-3 国企拿地销售比远高于民企，京津冀、长三角、粤港澳城市群拿地金额 TOP10 房企中，国企分列 6 席、6 席、8 席，但 2021H1 国企整体拿地溢价率仅为 16.6%，低于民企（17.3%），新增土储质优价稳。考虑当下拿地多寡直接决定未来销售业绩排名，预计房企格局或将重塑。

财务角度：融资“冰火两重天”，民企降杠杆更为迫切。受地价高企和新房限价政策等影响，房企近年结算端毛利率整体下行，央企降幅相对较小，2017 年以来仅下滑 6.8pct，小于地方国企（7.7pct）、民企（7.2pct），盈利能力相对稳定；同时“三条红线”达标率最高，2021H1 末绿档达标率为 70%，远高于地方国企（42.9%）、民企（33.3%），三项指标均为最优。

融资端各房企表现分化，国企凭借良好的信用资质，近年融资利率稳中有降，短期融资依赖度最低，但民企负债则大为缩水，2020 年有息负债

增速较 2018 年下降 24.8pct。受行业融资收紧及部分房企信用事件等冲击，2021 前三季度房企融资整体呈现净流出，房企发债难以延续过去“借新还旧”模式，境内发债主要集中在有良好信用背书的优质大型房企，民企则更多诉诸海外发债渠道。2021Q1-3 样本 50 强房企共发行 58 支境内债，其中民企仅 15 支，而 79 支境外债中民企发行主体共有 71 支。加上民企新发债券期限更短，但利率却普遍高于国企，民企融资形势难言乐观。

展望：国企及优质民企优势扩大，综合运营能力愈发重要。短期来看，在当前行业融资端趋紧、基本面快速下行的背景下，部分房企陷入流动性危机，多数民企更加注重财务安全，收缩投资。由于民企拿地端“躺平”，未来规模增速不可避免面临放缓，央国企则凭借稳健的财务状况逆市获取优质地块，有望拉大在规模、盈利端的优势。中长期来看，经历本次阵痛期的洗礼，预计“幸存”房企将更加注重财务安全、运营管控，未来在融资、管控、产品等方面具备综合优势的房企将进一步脱颖而出。

投资建议：整体看，房企正告别过去“以规模为导向”高杠杆时代，转而进入更加注重财务安全的稳健经营阶段，其中民企因融资受限等，降杠杆、收缩拿地力度更为明显；央国企则凭借良好的信用资质及背书，进一步扩大融资优势，在土拍市场遇冷下逆势成为拿地主力，新增质优价廉土储为后续销售业绩及规模扩张奠定坚实基础。预计经历本次阵痛期的洗礼，在融资、管控、产品等方面具备综合优势的国企及优质民企将进一步脱颖而出。投资建议方面，考虑短期民企信用担忧仍在，多数民企仍将以

财务安全为工作重心；同时多地第三批土拍政策亦在逐步微调吸引房企拿地，预计具备资金优势的央国企仍将保持拿地主力地位，中长期建议关注现金流稳健的行业龙头保利发展、金地集团、万科 A、招商蛇口等。

风险提示：1) 房地产税出台进一步加大楼市下行压力；2) 个别房企流动性问题发酵、连锁反应超出预期风险；3) 若后续房地产行业波动加大，而政策改善及时性较低，可能导致调整幅度及时间超出预期风险。

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_29173

