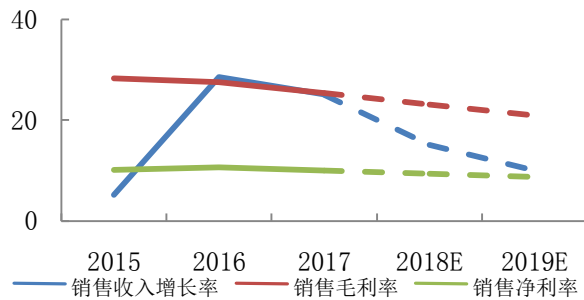




房地产行业 2019 年信用风险展望

涛声依旧 不见如初

销售收入增速、毛利率及净利率情况 (单位: %)



行业政策: “分类指导、因城施策”的提出预示着房地产市场整体将以平稳运营为主;但房价仍具有一定的下探空间。

区域分化: 在三四线城市销量难有起色的背景下,一二线城市将成为全年市场的亮点。

拿地模式: 土地价格的高企将使得主流房企在产业地产、养老地产等方向投入更大精力。

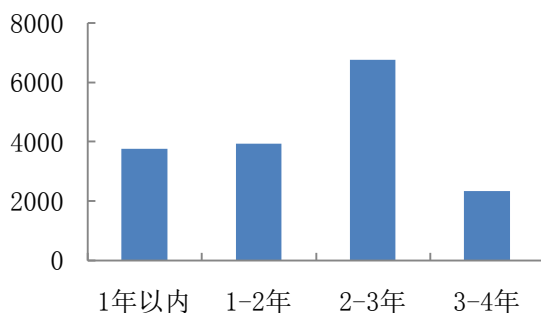
企业经营: 房企资产规模增速将有所放缓,运营压力增大;现金流将承压。

融资渠道: 房企融资难度仍然较大,且资金成本较 18 年末的水平难有显著下降。

债务负担: 房地产企业存续债主要于 2019~2020 年到期,偿债压力较为集中。

信用质量: 2019 年,大型房地产企业整体信用水平将保持稳定,且同中小型企业信用方面的差异将进一步加大。

截至 2018 年 12 月 10 日存续债期限结构 (单位: 亿元)



作者

大公房地产行业小组

负责人: 霍 霄

客服电话: 4008-84-4008

Email : rating@dagongcredit.com

概要

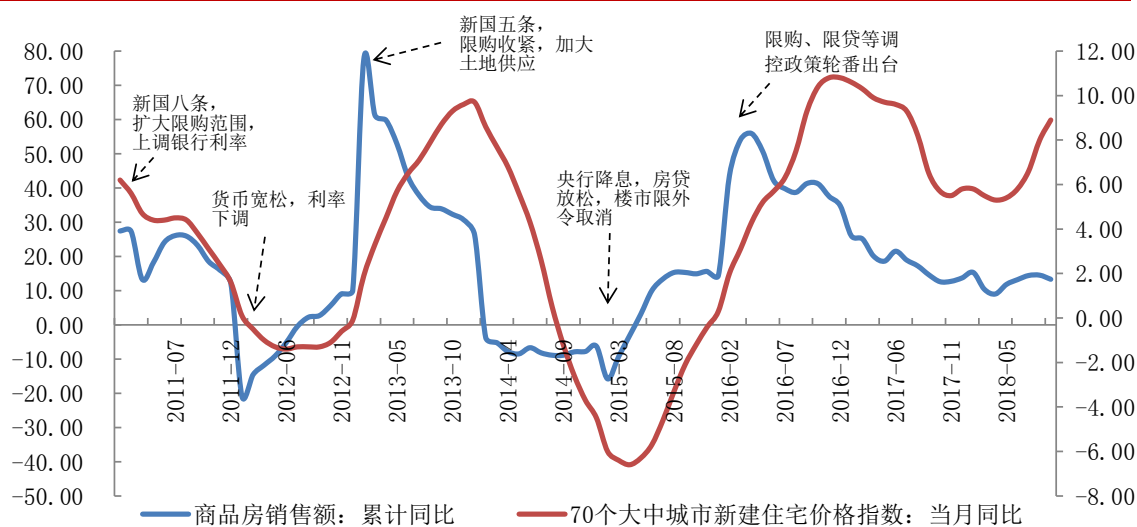
2018 年，行业延续了监管趋紧基调，调控政策持续扩容，同时注重边调边治理，在调控的同时重点打击楼市乱象，既抓典型又严监管；且长效机制的陆续出台使得房产分类阶梯式消费的构建初见眉目，这也为解决高房价和区域间的库存不合理打下了坚实的基础。随着 2018 年 7 月中央政治局会议明确提出“坚决遏制房价上涨”的口号，市场预期由“慢涨”变成“下跌”。投机属性剥离，使得住宅的居住属性被进一步强化，住宅市场也由商品化住宅为主的市场向商品房、租赁住宅和保障性住宅三位一体的三元化方向升级。

预计 2019 年，受市场需求端、供应端、金融端等多维度监管持续收紧影响，整体市场将仍处于调控压力之下，但区域间不断分化，也将使得调控政策出现差异化。其中，一线城市受供应明显增加且房价预期松动影响，在价格保持平稳的基础上，成交量有望显著回升；二线城市则将继续演绎周期轮动，城市间将有所分化，但二线城市整体市场将呈现稳中有升的态势；而多数普通三四线城市在各线中需求的支撑基础最为薄弱，且棚改货币化的逐步退出，使得其在市场调整周期中面临的压力较为严峻。从行业整体运营情况看，由于持续紧缩的政策环境将导致销售增速开始下降，销售的萎缩和融资渠道受阻将致使投资开发增速进一步缩减。从企业层面看，在调控政策的背景下，房企资产规模增速将有所放缓；受销售增速放缓和融资环境紧缩的影响，且叠加即将到期的大额债务，未来房企的现金流将承受较大的压力。从债市方面看，受银行放款收紧影响，为缓解资金压力，房企将不断寻求资产证券化和专项债券等创新型的融资方式；而房地产企业大量债券的到期，2019 年房地产企业偿债压力较为集中。从行业信用水平看，房地产企业信用水平受“马太效应”的影响，将进一步分化，大型房企信用水平将保持稳定，中小型房企面临一定的波动风险。

2018年，“房住不炒”的大背景之下，全国房地产市场陷入“寒冬”；2019年，“分类指导、因城施策”的提出预示着房地产市场整体将以平稳运营为主；但整体房价仍具有一定的下探空间。

房地产行业是政策敏感度极高的行业，尤其当政策调整涉及信贷、金融利率、住房结构及土地时，都会对行业供需产生影响。下图为2011年以来我国房地产行业历次重大政策调整及对应的行业变化图，从图中可以看出，2011年以来，我国房地产行业所经历五次行业拐点，都是因为政策转向所导致的。

图1 2011年以来行业政策调整与商品房销售额累计同比情况（%）



数据来源: Wind, 大公整理

通常来说，政策的变化会导致商品房销售情况立刻随之发生转变，而房价的变化则存在一定的滞后期。从图中可以发现，历次调控政策出台后，当月的商品房销售额变化趋势会立刻发生变化，而房价的变化趋势则仍将持续三到六个月后才会发生转变。而调控的手段，则根据调控的目标不同而有所差异；通常，收紧市场时主要会通过基于户籍政策的限购、限贷等政策来缩减需求端，同时会在供给端对房地产拿地政策和销售政策进行紧缩，而当提升市场景气度时，则会优先通过金融手段，例如放宽信贷首付比例、加强授信指导、以及通过利率下降来刺激投资性需求等方式来促进市场回暖，同时也会辅以限购政策的放松。

当然，我国房地产规模的持续增长，以及整体杠杆水平的提升，也使得传统调控政策的效应下降，调控难度有所上升；故而政府在之



前调控政策的基础上，逐步丰富调控工具的种类；例如 2015 年以来的房地产市场持续升温，其主要助力为政府通过棚改货币化注入的大量流动性。

2018 年政策变化的分水岭，是 7 月 24 日中共中央政治局召开会议，提出要稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制。同年 10 月 18 日，中国共产党第十九次全国代表大会在北京人民大会堂开幕。习近平代表第十八届中央委员会向大会作报告。针对房地产市场平稳健康发展，报告提出“房子是用来住的、不是用来炒”的基调，坚持加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。随着而来的，是多区域、多轮次的全国性房地产紧缩调控。

调控区域方面，2018 年以来，**房地产调控整体呈分散化和扩大化趋势**。地方房地产政策调控在旧有强化的基础上，调控覆盖区域也进一步扩围。呈现出在热点城市调控政策全面升级的同时，部分三四线城市调控政策频出的现象。2018 年以来，扣除常规性的监管政策，仍有共计超过 30 个地级以上城市和 13 个县级城市出台调控政策。整体来看，目前各线城市常用的调控手段仍围绕着限购、限贷和限售来进行；但此轮调控政策精准化的特点，使得不同城市政策的具体内容差异化明显，且调控力度上对一二线城市明显严厉于三四线城市。

具体来看，**过往调控政策较少波及的中西部地区部分城市在本轮调控中也面临着调控的扩围和升级**。如成都和贵阳对调控政策进行差异化调整，针对不同区域、不同家庭类型实施差别化限购政策，并对全市范围内实施限售政策。而长沙和太原则对调控政策全面加强，提高购房限制标准，延长限售年限，暂停企事业单位购房，并提高住房转让环节个税征收率。西安将限制区域商品房限售年限提升至两年，并暂停企事业单位和其他组织购买商品住房和二手住房。但在中西部区域整体调控加强的大背景下，也不乏仍旧面临较大库存压力，调控有所放松的城市，如兰州实施更为灵活的调控政策，取消边远城区限购条款，仅对热点区域增加限售调控措施。

在传统的房地产开发热点区域环长三角、珠三角周边城市均面临



调控继续加码的局面的同时，曾经作为去库存重点区域的东三省在库存水平明显下降的大背景下，整体调控力度有所升级，且调控范围有所扩大。不仅长春和沈阳均连续出台调控政策，强化购房限制措施，并将限售范围扩至全市。而且之前未进行调控的大连和哈尔滨也均被纳入调控范围，其中大连针对不同户籍人群、不同购房需求实施限购、限贷、限售措施。而哈尔滨则对主城区新建住房实施限购政策。

除了传统的限购、限售和限贷等政策，2018 年以来调控政策的另一大变化就是非常注重对于市场监管的强化，通过规范市场秩序，保障合理购房需求。同时，在加强商品房调控的同时，通过加快租赁住房、政策性住房建设，促进我国住房供应结构不断优化。在住建部发布的《住房城乡建设部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》中，强调热点城市租赁住房、共有产权住房用地占新增住房用地供应需在未来的三到五年内提升至 50% 以上。在中央各项鼓励政策出台的大背景下，全国各地已在持续推进租赁住房、政策性住房建设。

在做好存量土地经营的同时，政府也在不断在土地增量端进行拓展，通过推动集体土地入市，降低土地整体价格。2018 年 12 月末，北京大兴区瀛海镇推出三宗集体建设用地共约 20 万平方米，全部将用于共有产权房及配建设施，这在北京乃至全国都尚属首次。集体土地的入市，不仅有利于增加农民的财产性收入，且有利于扩大建设用地供应，而且有助于后续土地市场的交易活跃的，即有更多土地可以加入到土地供应市场。直接出让的规定，也使得征地的成本和环节减少，这是利好降低土地的基准价格的。

综上，作为主导行业周期变换的关键因素，政策在整个地产行业的波动中起着至关重要的作用。因此，从政策端来看，2018 年 7 月末，中央政治局工作会议专门对房地产进行了论述：“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”2018 年 10 月末，人民日报多次刊文表态“房地产



调控不会放松”。政策的稳定性和连贯性，意味着既不会放松房地产调控，让房地产调控半途而废、前功尽弃；也不宜盲目加大调控，突然增加相关企业、银行和购房者的额外压力。这种情况下，整体上看，**2019 年，房地产市场既不会大幅下行，也不会出现报复性反弹**，整体将以平稳运营为主，商品房销售额增速将维持在 5%左右；而对于房价，目前房价增速仍未平稳，仍具备一定的下探空间。预计 2019 年房价增速将保持在-2%~2%的水平。具体来看，对于 2019 年的房地产市场：

1、**政策方面**，相较 2018 年地产行业前高后低的大幅波动，2019 年房地产行业整体将呈底部运行的态势。调控政策的边际放松使得短期内地产行业找到了“底”，**2019 年基本上行业都将在这个底部徘徊。**

2、**区域变化方面**，2019 年，之前被政策过度抑制的一线城市和强二线城市将有望能为全年销售的亮点，只是因为整体要求稳定的情况下，棚改货币化的退出以及三四线前期购房潜力的大量透支，使得 2019 年三四线销售将呈现萎缩态势；**因此一二线的调控将有所放松，进而带动其销量增长，以保证全年整体销售的稳定。**

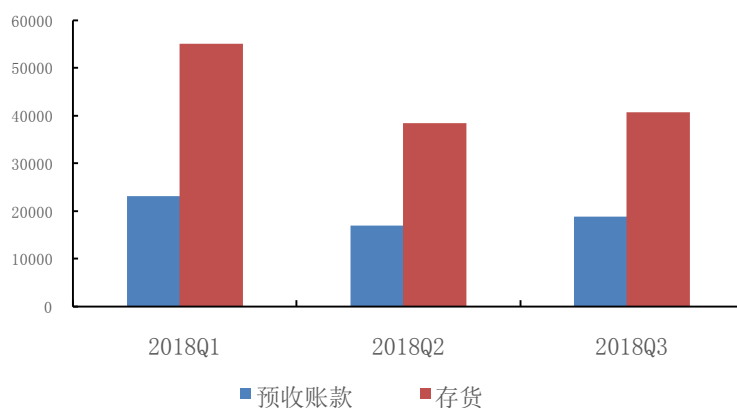
3、**资金方面**，虽然全年货币总量呈宽松态势，但地产行业的信贷仍将受到限制，融资难度仍然较大，且资金成本较 18 年末的较高水平难有显著下降。

4、**拿地模式方面**，招拍挂仍将是主流，但土地价格的高企使得这部分只能保证企业在规模方面的诉求。前期优质项目的大量被并购，也使得并购拿地越来越难；增量可能更多来自于小型房企在压力之下的被迫退出。产业地产、养老地产和教育地产将成为主流房企在低价拿地方面的主要形式。

房企资产规模整体增速将有所放缓、运营压力增大；收入规模虽然将继续坚挺，但盈利能力将有所下滑。

2018 年前三个季度上市房企存货和预收款项规模均稳步增长，主要是在外部筹资来源逐步收紧的情况下，房企通过促销加速库存去化来满足自身资金的需求，进而促进了房企预收款项规模的增长；但同时，行业景气度的下降迫使开发商不得不加快土储开发力度，以期早日完成资金回笼，这又使得房企整体存货规模有所增加；整体来看，2018 年前三季度，房企库存补充的速度低于去化速度。从资产运营效率来看，2018 年前三季度，存货周转次数与去年同期相比，均有所下滑，说明调控政策对项目运营带来一定了压力。预计 2019 年，在调控政策不会显著放松的大背景下，房企拿地、新开工和投资速度下降将导致资产规模增速整体放缓，运营压力有所增大。

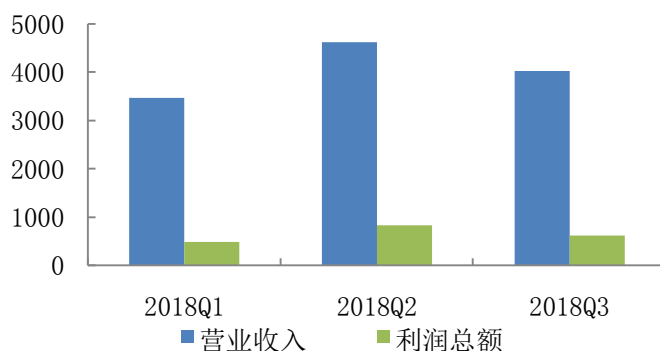
图 22018 年以来房地产存货和预收账款规模（单位：亿元）



数据来源：Wind，大公整理

盈利能力方面，受 2015 和 2016 年销售热潮的影响，项目交付将集中于 2018 年，2018 年结转收入和利润均将出现高位。但 2018 年前三季度，上市房企因土地成本不断攀升及低能级城市项目增加，毛利率逐步下降；销售净利率在第三季度得益于投资收益的支撑，有所提升。预计 2019 年，在 2018 年较高销售水平的支撑下，行业营业收入水平将继续坚挺，但净利率等指标或将有所下滑。

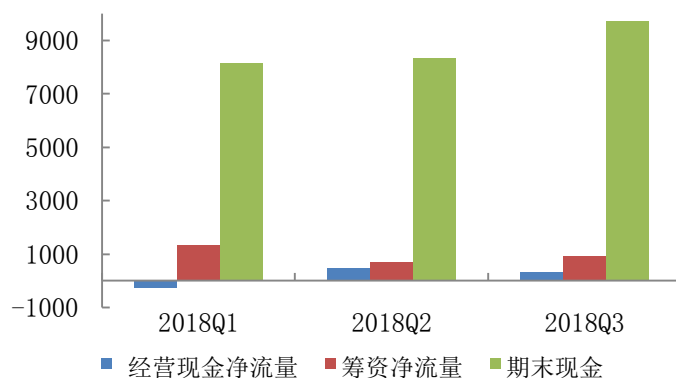
图 3 2018 年以来房地产收入和利润变化情况 (亿元)



数据来源: Wind, 大公整理

现金流方面, 房企经营性现金流净额在前三季度由负转正, 体现在行业下行周期中, 房企经营理念已逐步转向为现金为王。从筹资性现金流来看, 2018 年前三季度, 行业整体资金面较为紧张; 在房企融资监管趋严的环境下, 股权融资和公司债融资渠道收缩最为明显。从期末现金规模来看, 截至 2018 年 9 月末为 9,735 亿元, 但增速远不及债务, 对债务的覆盖程度持续下滑, 且不及基本保障程度。预计 2019 年, 受销售增速放缓和融资环境紧缩的影响, 未来房企的经营性现金流将继续承压; 融资成本高企和融资门槛提升对未来房企的盈利能力提出了更高的要求。

图 4 2018 年以来房地产现金流情况 (亿元)



数据来源: Wind, 大公整理

2019 年, 融资环境仍将保持收紧态势, 融资创新与多元持续推进, 资产证券化成为房企重要的融资方式。

2018 年在国内融资环境逐步收紧的情况下, 超半数企业融资总量较去年大幅下降, 融资成本整体回升, 而且随着发改委对境外融资的收紧, 资产证券化成为房企的主要融资手段; 具体来看, 随着融资

难度的加大，AAA 级房企公司债融资成本整体较以往提升 100BP，AA 级房企更是面临着公司债难以发行的局面，即使发行成本，利率也往往在 10%左右。从企业角度来看，规模房企优势凸显，融资能力相对较强，而中小房企生存压力逐步加大，尤其是融资能力相对较弱、负债压力较大的房企。

展望 2019 年，基于目前的政策环境来看，短期内融资环境仍将保持收紧态势，境外融资规模的比例将会进一步扩大，更多企业将会采用海外发债的形式为自身新一轮的发展做好准备。除了资产证券化，专项债券或票据等创新方式也都将成为未来房企融资的突破口，同时，信托等传统渠道也将随着愈发受到房企的重视。

值得注意的是，在房企拿地资金受限的政策影响下，合作设立并购基金或也将成为未来的破局关键。例如阳光城等就先后合作成立了并购基金支持企业的并购扩张。成立并购基金开发和并购项目作为一种整合多方优势资源的开发模式，不仅能为企业提供充足资金，同时降低企业的融资成本。未来在行业整合加剧，开发机会减少的情况下，房企的并购基金或成企业快速扩张的一把利剑。

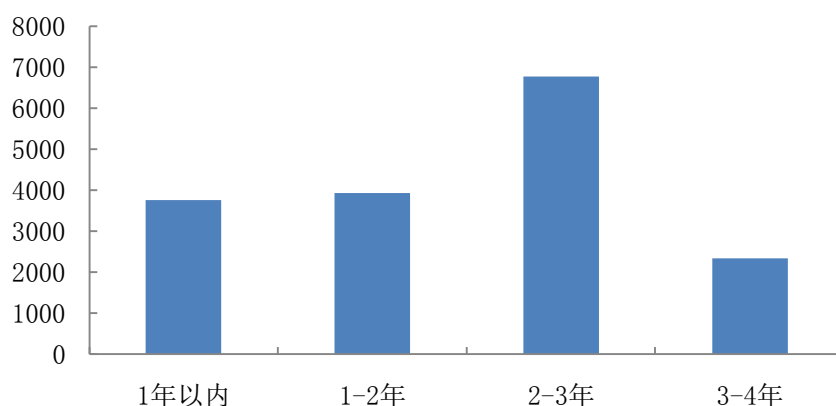
房地产企业存续债主要于2019~2020年到期，偿债压力较为集中。

2019 年~2022 年，房企到期需要偿还的信用债规模分别为 3,765 亿元、3,936 亿元、6,776 亿元、2,343 亿元，也就是说，2019~2021 年，是房企偿债的高峰期。具体来看，2019 年，共有 445 只信用债到期，到期偿还金额 3,765 亿元。

较为集中的债务期限，以及较大的偿债规模，使得 2019 年房地产企业整体偿债压力较大。若到时融资环境仍未改善，债务难以置换，需加强高杠杆企业债务偿还压力，彼时也可能是收并购的高发期。



图 5 截至 2018 年 12 月 10 日房地产行业存续债券未来到期分布



数据来源: Wind, 大公整理

2019年,大型房地产企业整体信用水平将保持稳定,且同中小型企业信用差异将进一步加大。

预计 2019 年,房地产企业整体信用水平将进一步分化。大型房地产企业拥有充足的土地和项目储备,融资渠道多样且畅通,信用水平将保持稳定,但中小型企业产品标准化程度一般,通过快周转实现资金回笼,融资能力较弱,融资成本升高,加之土地成本的上升,利润率将进一步被压缩,此外,中小型企业的项目集中度普遍较高,受区域市场调控政策影响较大,面临一定波动风险。上述因素已导致 2018 年房地产企业属性及规模同其债券发行规模相关性大幅提升;具体来看,2018 年发行债券的房地产企业中,AAA 级发债房企仅占发债房企总数的 25%,但发行债券规模却占到全年总发行规模的 50%;同时,在涉房债券向头部快速集中的同时,大型房企的资金成本也大幅优于中小型企业,AAA 级比 AA+级房企融资成本低了近 100BP。随着我国金融体系整体流动性的持续宽松,以及违约事件的陆续出现,预计 2019 年,大型房企同中小型企业之间的信用差异将进一步加大,进而对其融资规模和成本产生影响。