

房企高周转模式面临天花板

2019 年 7 月 02 日

要点

- 房地产企业想要提高推盘速度并不容易，而目前的可销售库存水平和土地购置节奏，也难以支持房企在今后继续快速推盘。
- 我们认为，近几年来房地产开发行业的高周转模式面临瓶颈。
- 如果继续维持高周转模式，那么之前消耗的土地储备将需要补充。但考虑到已售未竣工的项目需要进一步投入、大量债务即将到期，继续维持高周转模式或将导致开发商的资金链进一步吃紧。

2019 年上半年中国房地产开发企业的整体销售面积增速仍然处于低位，但楼市也出现了局部回暖的苗头。我们认为，开发企业出于融资、盈利和竞争方面的原因，恐怕难以抑制进一步加强期房销售、加快资金回笼的冲动（图 1）。

但标普信评认为，开发企业在当前及未来一段时间强化这种“高周转”模式的空间已经不大。

在需求侧，开发商面临楼市调控的压力，部分城市的需求可能也已经提前释放。在供给侧，可供销售的库存经过近几年的销售去化，可能已经难以为继。土地购置的大幅减少，也不利于将来可售库存的补充。

如果继续维持高周转模式，则将对开发企业的资金实力提出更高要求，规模过小或杠杆过高的企业将面临资金压力，使其信用质量受到影响。

销售面临阻力

我们认为，宏观调控压力短期内不会消失，会对开发企业的销售增速造成压力，不利于资金快速回笼。今年以来，一城一策的调控模式在住建部多次窗口指导之下不断加强。银保监会也频频发表关于资金进一步进入房地产等行业的警示性表态。同时各地也对本区域内房地产市场保持紧密跟踪，一旦出现过热苗头即出台针对性措施。在这样的行业形势下，开发企业进一步加快推盘的努力将会面临较大阻力（图 2）。

三四线城市需求放缓的趋势尤其值得注意。2019 年的棚改计划规模为 285 万套，而 2018 年实际棚改开工 626 万套。棚改规模的下降将在很大程度上减少三四线城市的新房需求。之前几年，这些城市期房销售增速较高，购买力很可能已经提前释放。

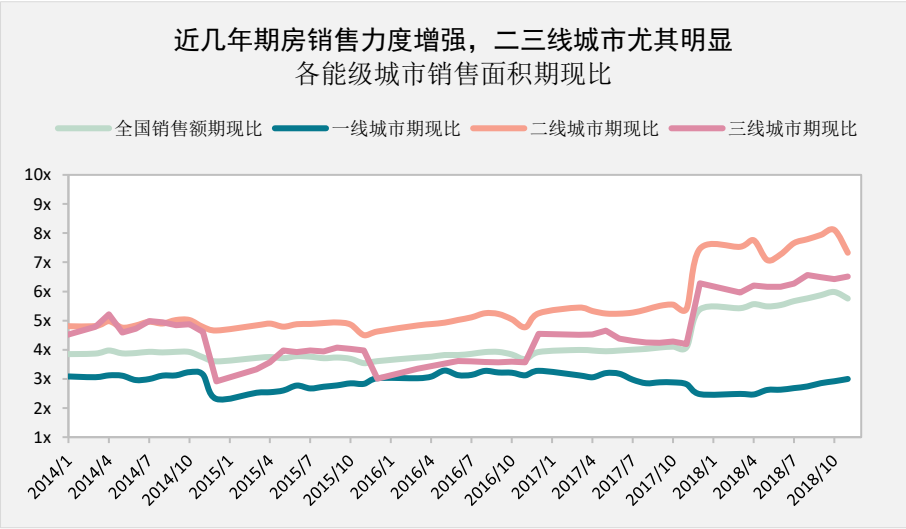
主分析师

刘晓亮
北京
010-65166040
xiaoliang.liu
@spgchinaratings.cn

其他联系人

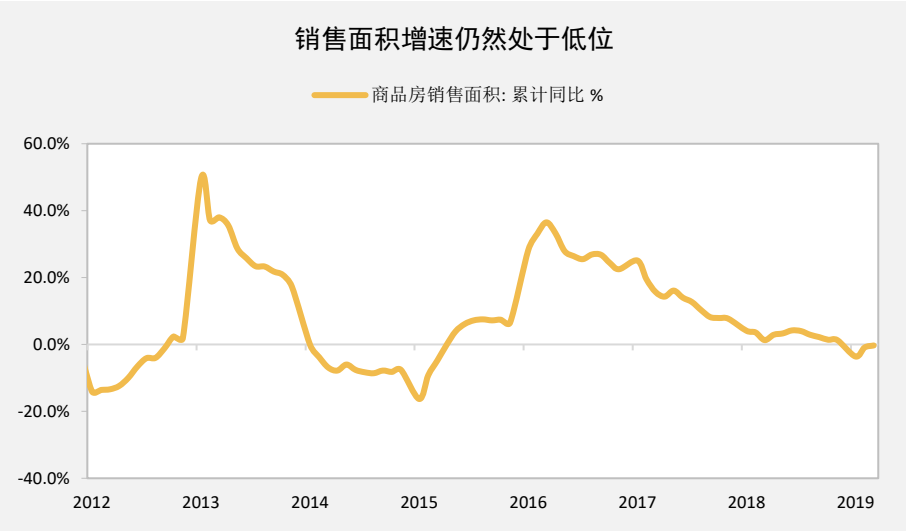
钟晓玲
北京
010-65166051
may.zhong
@spgchinaratings.cn

图 1



数据来源：国家统计局。
版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图 2



数据来源：国家统计局。
版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

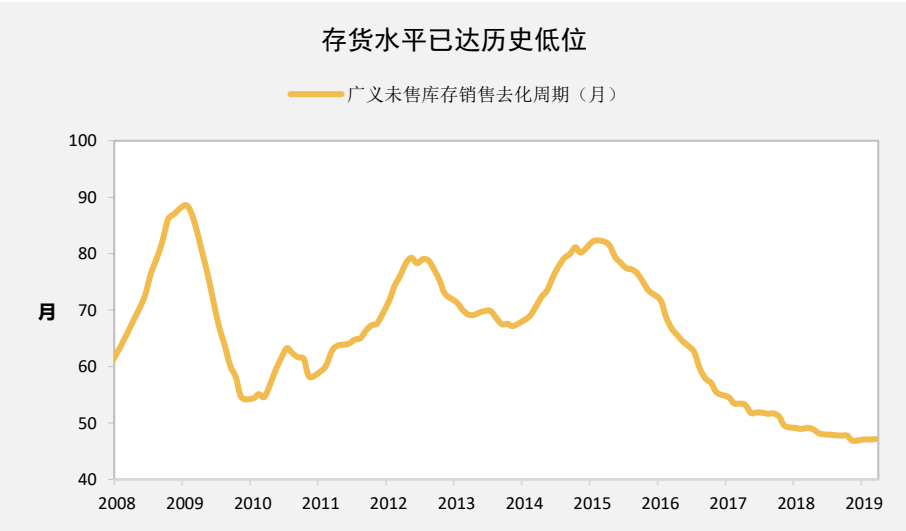
库存难以维持

另一方面，由于 2017 年以来开发企业持续推动加快销售，接下来可供销售的资源已经下降到历史性的低位（图 3），难以支持高周转模式的继续运行。

以广义库存周转率衡量的库存水平从 2015 年起不断下降，目前已处于有数据以来的最低水平。月度销售面积占开工面积比例这一指标也体现出同样的库存趋势。近几年月度开工面积的销售率持续上升，目前接近 0.8，也就是平均每新开工 1 平方米就有将近 0.8 平方米的销售。如果这个指标维持上升趋势，达到 1 以上，则显示全行业已开工未销售的库存将不断减少。

以广义库存周转率衡量的库存水平从 2015 年起不断下降，目前已处于有数据以来的最低水平。

图 3



数据来源：国家统计局，标普信评。
版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

土地采购降速

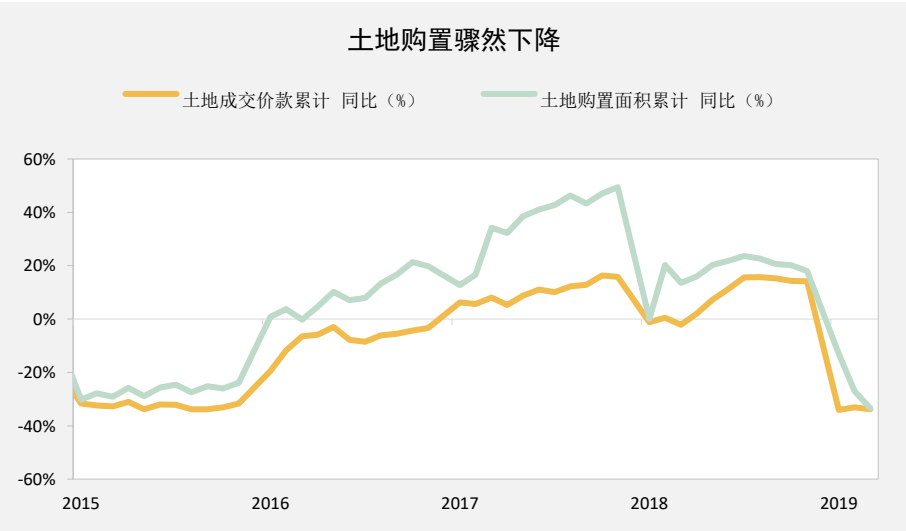
在更上游环节，开发企业放慢了土地购置节奏，可能导致未来一段时间可转化为可销售库存的土地储备不足。这也会让高周转模式的继续运行失去后劲。

开发企业新购置的土地已经大幅减少。2019 年 1-4 月，土地成交价款同比下降 33.5%，土地购置面积下降 33.8%（图 4）。这一方面是由于 2016 和 2017 年土地成交价款高速增长、2018 年基本持平导致基数较高，另一方面也体现出在调控压力下，房地产开发行业对未来的谨慎预期。

同时，开发企业土地储备的消耗速度已经超过购进的速度。2017 年下半年以来，新开工逐步加速，土地购置逐步降温，两者增速之间原本存在的强相关关系已被打破。

2017 年下半年以来，新开工逐步加速，土地购置逐步降温，两者增速之间原本存在的强相关关系已被打破。

图 4

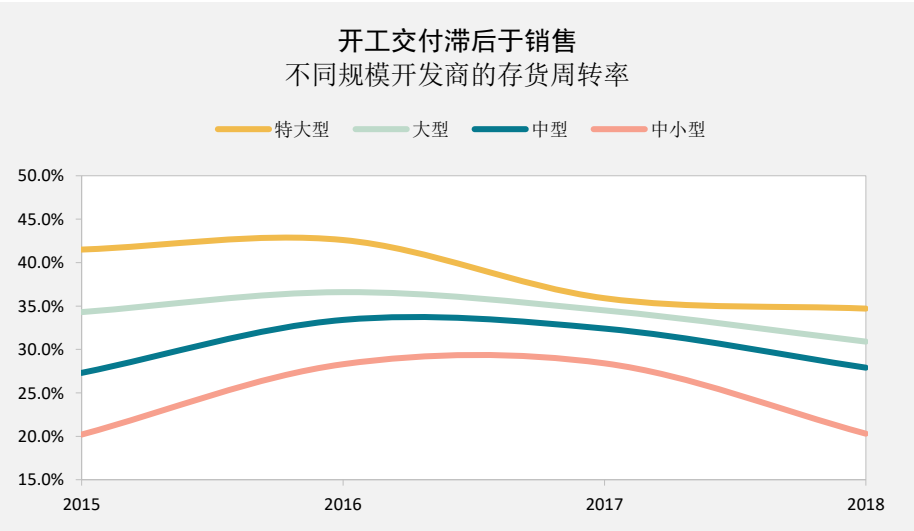


数据来源：国家统计局，标普信评。
版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

高周转之后需要休整

我们认为，如果进一步提高周转速度，那么将会对房地产开发企业的项目管理能力带来巨大挑战。我们跟踪的样本企业中各个规模的公司自 2016 年起，均出现存货周转率的下滑，反映房屋的开工和交付滞后于销售（图 5）。

图 5



注：存货周转率=营业成本/平均库存。开发商规模按近三年平均营业收入计算。特大型：1000 亿元以上；大型：200-1000 亿元；中型：100-200 亿元；中小型：100 亿元以下。数据来源：公司公告，标普信评。

版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

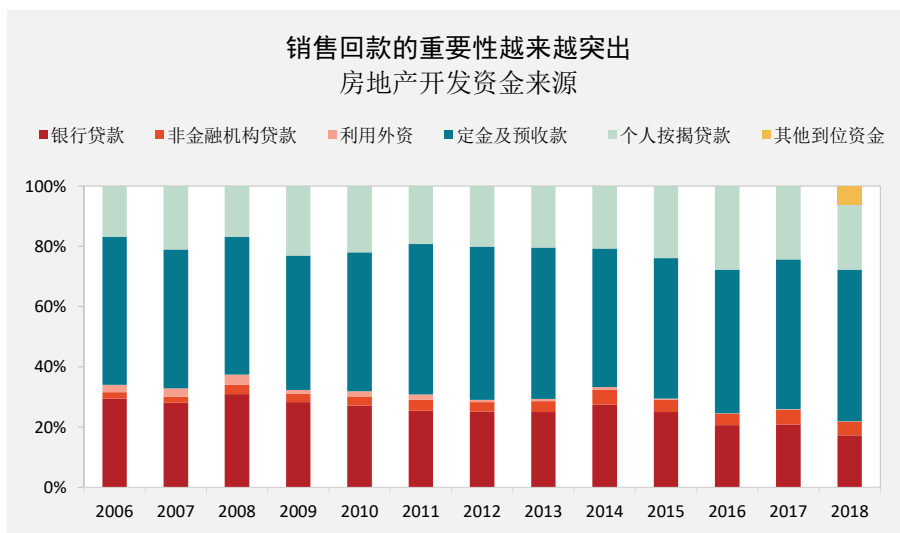
高周转的冲动依然强烈

但我们相信，至少部分房地产开发企业仍有维持高周转模式的动机。这是因为迫使开发商采用这一模式的行业背景并没有发生结构性的变化。

一是房地产行业的融资环境依旧偏紧，因此企业对销售回款的依赖依旧很高。2016 年以来中央政府对银行和非银机构向房地产企业提供贷款进行了严格监管。在此影响下，房地产开发资金来源中，主要由定金及预收款、个人按揭贷款构成的销售回款占比从 2015 年末的 44.5% 提升至 2019 年 4 月末的 53.0%（图 6）。而开发企业力推期房销售，确实也拓宽了资金来源。2018 年全年，我们跟踪的主要房地产开发企业平均经营性现金净流入 29.55 亿元，远高于 2017 年的 2.35 亿元。期房销售的大幅上升与此紧密相关。

迫使开发商采用这一模式的行业背景并没有发生结构性的变化。

图 6



数据来源：国家统计局，标普信评。

版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

二是回归以前低周转的模式依然不经济。2017 年以来，各个能级城市房价增速均逐步回落到 10% 以内，低于房地产行业一般的融资成本，“囤地+慢开发”的模式失去了获利的空间。而随着土地价格增速的回落，囤地待涨的企业将失去以更好的价格获得土地的机会。更何况，在房价涨幅回落的情况下，土地成本已经成为决定企业利润水平的重要因素。

三是开发企业对规模的追求依然强烈。近年来，在房地产行业集中度快速提升的过程中，大型房地产企业显示出竞争优势。相比之下，中小型开发企业在销售能力、利润水平和费用控制能力等方面明显落后于行业平均水平，在行业整合过程中处于不利地位。这一形势将促使行业内企业继续加快销售，做大规模。

继续高周转恐伤害信用质量

标普信评认为，如果开发企业继续维持高周转模式，那么在推动销售持续增长的同时，必须及时补充土地储备以维持合理的可销售库存水平。这要保持土地支出的合理增速，从而消耗大量资金。

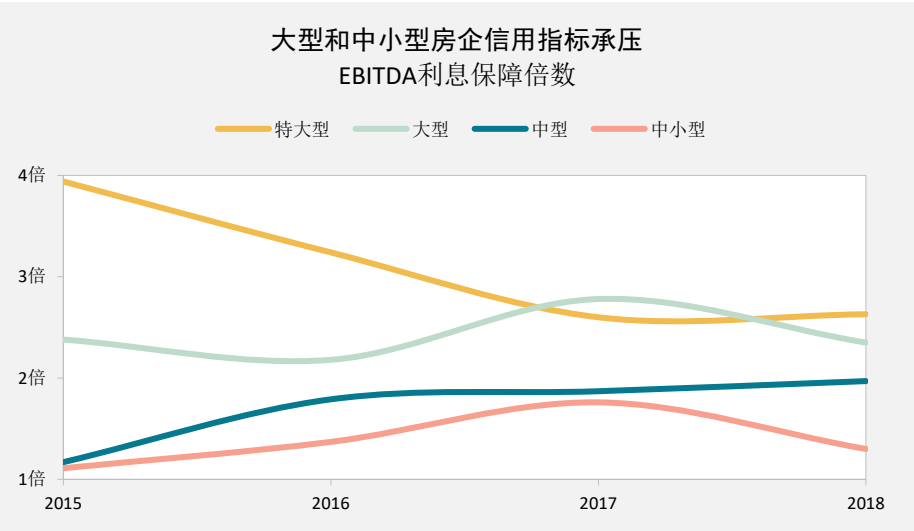
但是，已售未竣工项目需要进一步投资。由于近几年销售到竣工之间的施工强度下降，已售未结项目的去化周期已创历史新高。这需要持续的建安支出以满足交房要求。我们预计，2019 年包含土地购置费用和建安支出的房地产开发投资增速在 10% 左右。

大量债务也将于近期到期。2015 年以来，债券市场成为房地产开发企业的重要融资渠道，开发企业不断新发债务以支持扩张和债务滚动，存续债券规模持续上升。2020 年，行业将迎来偿债高峰。我们估算，2020 年全年含可回售金额的债券到期金额将达到 3500-4000 亿元。

以上形势下，土地储备不足的中小型房地产开发企业的资金紧张问题值得关注。这类企业当前的流动性风险较高，其短期偿债能力以及 EBITDA 对利息的覆盖倍数已经处于相对较高风险的水平（图 7）。此类企业若大幅补充土地储备，会进一步加重其流动性压力。

土地储备不足的中小型
房地产开发企业的资金
紧张问题值得关注。

图 7



开发商规模按近三年平均营业收入计算。特大型：1000 亿元以上；大型：200~1000 亿元；中型：100~200 亿元；中小型：100 亿元以下。数据来源：公司公告，标普信评。

版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

年均销售收入在 200 亿到 1000 亿元的大型开发企业，其信用风险也有可能明显提升。在过去两年中，这些企业通过高周转模式快速提升规模，财务杠杆也随之大幅提升。截至 2018 年末，此类企业的净负债率仅次于年均销售规模 1000 亿元以上的特大型开发企业。与此同时，其存货中已售未结部分占比也相对较高，后续面临较大规模的建安投资。我们还注意到，这些企业为维持和提升其行业地位，2019 年的新增土储增速整体较高，随之而来的较大规模现金流出或将继续弱化其本已较低的长期偿债能力。

©版权所有 2019 标普信用评级（中国）有限公司 保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。