

## 危中有机：房地产开发行业 2022 年信用展望

2021 年 11 月 11 日

### 要点

- 我们认为，2022 年行业调控政策全面转向的可能性非常低。但在房企连续出现信用风险之后，房地产调控政策将有小幅边际放松。
- 我们认为，在“三稳”的政策基调下全国房地产市场不会出现显著的萎缩。但经历了数十年的高速发展后，行业规模将见顶并少许回落。我们预计，2022 年商品房销售额将下降 7%左右，其中销售面积下降 5%左右，价格小幅下降 2%左右。我们对一二线城市及城市圈核心三线城市的房地产需求仍抱有较强的信心，但其他地区的房地产市场可能面临量价齐跌的风险。
- 我们预计，2022 年房地产开发行业投资完成额将保持 0%-5%的增速，增长主要由于建安投资支撑，而土地购置将会明显下滑。同时我们预计，房企利润空间将会进一步收缩，2022 年全行业 EBITDA 利润率中值可能同比下滑 2 个百分点至 16%左右。
- 我们认为，危机并存将是 2022 年房地产开发行业的主旋律，那些再融资相对通畅、存货质量高、经营稳健的企业可以凭借经营韧性应对行业压力，甚至获得更好的业务发展。

### 分析师

张任远

北京

+86-10-6516 6028

Renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

刘晓亮

北京

+86-10-6516 6040

Xiaoliang.liu@spgchinaratings.cn

## 近期回顾

2021 年，房地产行业受到的监管更加立体。随着“三道红线”、贷款集中度管理、土地支出占收入比例限制、预售资金监管等各项政策逐步深入执行，行业资金面持续收紧。在此情况下，降速降杠杆成为了行业的主旋律。房企对于土地开支愈发谨慎。2021 年 1-9 月，房地产开发完成额中其他费用累计同比仅增长 3.5%，增速逐月下滑；土地成交价款累计同比与 2020 年同期持平。同时，房企也面临利润率下滑的压力，我们跟踪的 90 余家样本企业的财务数据显示，EBITDA 利润率中位水平从 2017 年的 24%左右下滑至 2020 年的 19%左右，毛利率中位水平则从 2017 年的 30%，下滑到了 2021 年上半年的 23%左右。房地产行业进入转型的阵痛期，部分历史上增长激进的房企由于流动性问题陷入困境甚至违约。

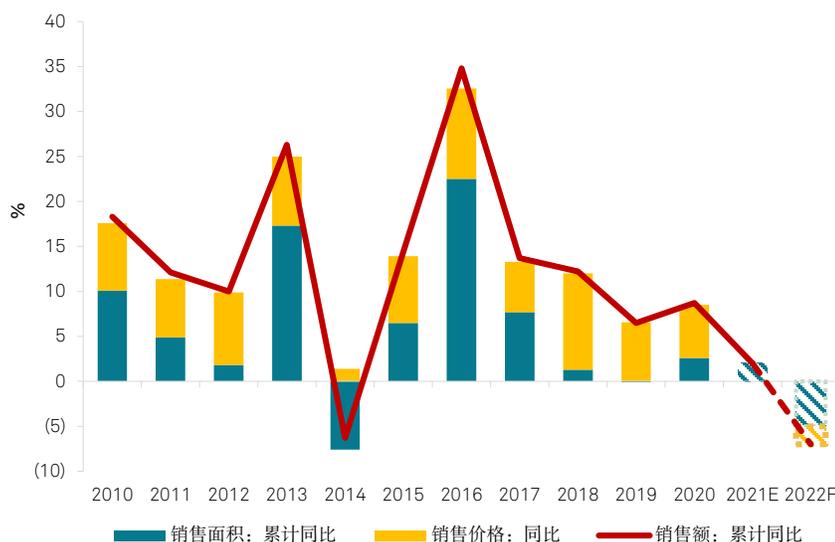
## 关键假设

我们认为，行业调控政策全面转向的可能性非常低。但是，在房企连续出现信用风险之后，房地产调控政策可能边际小幅放松，如包括对于开发贷和按揭贷款投放避免“一刀切”，预售资金监管逐步理性等。

我们认为，在“稳预期、稳地价、稳房价”的整体政策环境下，全国房地产市场不会出现显著萎缩。房地产行业仍会是我国经济体系中重要的行业。但是，经历了数十年的高速发展之后，行业规模将见顶并少许回落。我们预计，2022年商品房销售额将下滑7%左右。得益于人口增长支撑和经济发展水平相对较好，我们对一二线城市及城市圈核心三线城市的房地产需求仍抱有信心，这些城市商品房销售面积可能会保持低速增长，而价格较难出现明显下滑。但我们对更低线城市的房地产需求情况并不乐观，2022年有可能出现量价齐跌的情况。综合考虑，我们认为2022年全国商品房销售面积或下跌5%左右，销售均价或将小幅下跌2%左右。若2021年剩余2-3月保持近期单月销售面积和销售额，则2021年全年销售面积和销售额将基本与2020年相仿。

图1

商品房销售额、销售面积及价格情况



注：E代表估计值，F代表预测值。

资料来源：国家统计局，公开资料，标普信评整理。

版权©2021标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们预计，2022年房地产开发行业的投资完成额增长主要由建安投资支撑，而土地购置将会明显下滑，全行业投资将保持0%-5%左右的个位数增长。我们认为，2022年房地产建安投资仍将保持10%以内的相对平稳的增长。我们认为房企在资金紧张的局面下或将优先保障建安支出，这既是遵守“保交付”的宏观监管基调，也旨在通过推动房屋建设尽快满足预售资金使用标准进而盘活项目预售资金。虽然2021年下半年开始新开工面积持续低迷甚至转负，但我们认为，造成这种低迷的主要原因之一是开发贷投放失速。我们预计，2022年政策方面将会延续目前边际放松的基调，开发贷投放的增速将会回暖，从而支撑明年新开工面积的回暖。

图2

### 开发贷款投放紧缩，新开工面积下滑



资料来源：国家统计局，Wind，标普信评整理

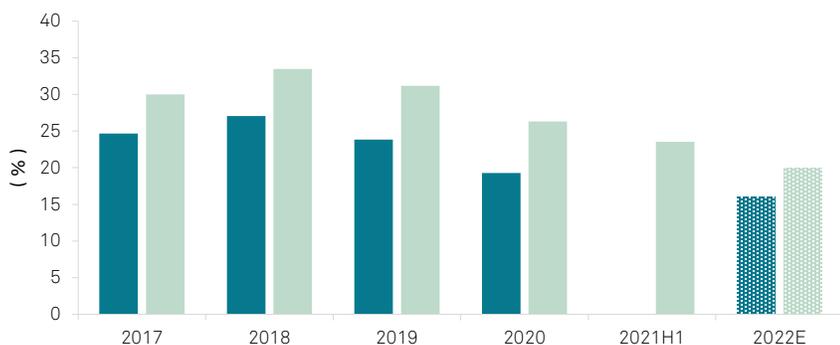
版权©2021标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们预计房企的土地购置需求或将长期转弱，2022年全行业土地投资金额将会下滑10%左右。在行业整体资金面仍将偏紧的大环境下，我们认为房企在满足建安支出、利息支付和本金周转后，才会酌情考虑收购土地。同时房企对于不同区域的土地偏好或将改变，在资源有限的情况下，为对冲资金紧张和周转率的下滑，房企未来将更加偏好去化相对理想、有人口和经济支撑的高能级城市。低能级城市的土地一级市场将会面临较大压力。

我们认为，受到土地成本相对较高，行业资金周转速度变慢等因素的影响，2022年行业利润率将进一步下滑。我们预计2022年行业EBITDA利润率可能下滑至16%左右，毛利率下滑至20%左右。

图3

### 样本房企盈利能力呈明显下滑趋势



注：深蓝色代表EBITDA利润率，绿色为毛利率。数据为标普信评99家样本房企EBITDA利润率和毛利率中位数。2021上半年样本房企EBITDA利润率中位数不可得。

资料来源：公开资料，Wind。

版权©2021标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

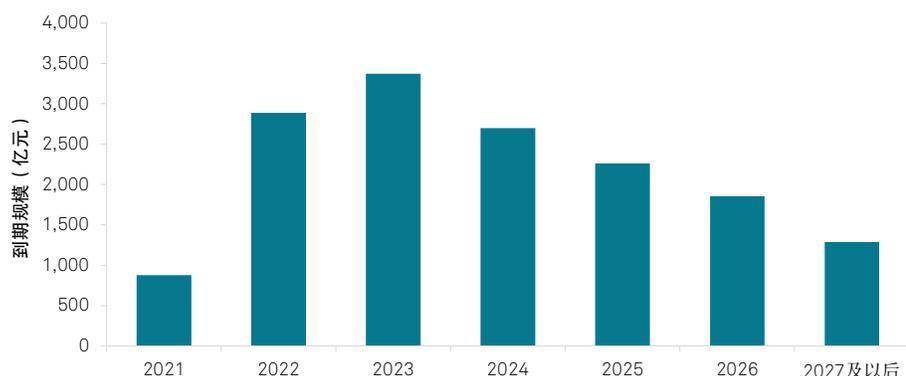
## 信用展望：危机并存

基于上述关键假设，我们认为 2022 年房地产开发行业信用质量的整体基调是危机并存。“危”在于行业销售额和利润率的下滑或将进一步侵蚀房企的现金流，而持续的资金面偏紧则增加房企再融资风险。在此情况下，我们认为 2022 年仍会出现房企违约事件，而这又会进一步打击债权人的信心，使得房企再融资环境更趋于紧张。

同时，我们发现，2021 年底至 2022 年仍是房企债务到期的高峰，行业面临很大的再融资压力。

图4

133家样本房企存量债券按年份到期分布



注：数据包含标普信评133家样本房企，按债券到期日统计。存量债券数据截止至2021年10月13日。如果是含权债券，则按照行权日作为到期日。

资料来源：公开资料，Wind。

版权©2021标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

除了再融资风险外，我们认为行业的透明度将会持续弱化，可能会加剧市场波动。为了快速实现降低负债率指标，我们认为房企的表外负债和明股实债规模有进一步提高的可能。

即便如此，我们仍然认为 2022 年房地产开发行业存在很多机遇。尽管面临行业规模收缩、利润率下滑等情况，我们认为仍有很多企业有足够的韧性可以抵御风险，甚至可以利用当前的环境获得更好的发展。这些企业的特征如下：

- 再融资渠道通畅，主要以地方国有或者央企房地产公司为典型；
- 存货质量良好，历史上发展较为稳健，再融资空间较大的民营企业。

但是，有一些企业也会在阵痛期中掉队。我们认为，信用质量可能继续恶化的房企或将具有如下特征：

- 高度依赖高杠杆高周转模式，尤其是那些在短时间内快速事件销售规模大幅增长、目前布局全国的企业，可能很快暴露流动性风险；
- 存货不足或者土储主要分布在低线城市。由于再融资空间整体收缩，这些企业后续补充优质库存的机会很少，长期发展堪忧；
- 母公司层面流动性不足。在预售资金监管加强的环境下，母公司层面的财务风险或将显著提升。

我们预计，长期而言受到房地产调控机制的影响，行业的紧张状态可能持续。但当出现如下情况时，行业可能开始回暖：

- 房企违约后的处理过程逐步完善，例如在期房交付、债权人主张权力、资产处置等方面实现良好妥善的处理，使得市场对于违约的预期影响可控；
- 整体行业杠杆率下降到相对安全区间；
- 金融机构对于行业的谨慎态度有所缓和，开发贷和按揭贷款的投放正常化。

本报告不构成评级行动。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2021 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，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、特殊或后续的损失、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。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。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](http://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。