

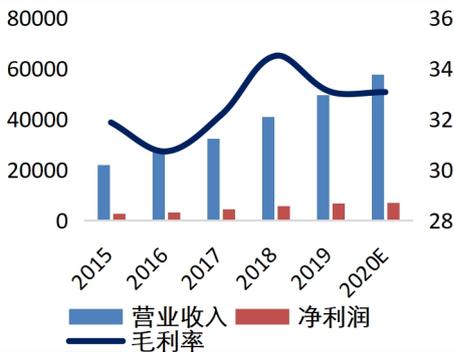
房地产行业信用风险回顾与 2021 年展望

行业信用质量：2021 年信用质量总体稳定



资料来源：Wind，东方金诚整理

房地产行业样本企业数据和指标（亿元、%）



数据来源：Wind，东方金诚整理（营业收入和净利润为样本企业的合计值；毛利率为中位数）

- 政策：五线两集控犀牛，熨平地产周期，确立地产融资长效机制，“一城一策+松紧结合+高频微调”或是促进地产行业稳步发展的重要方式；
- 需求：国内房地产长效机制趋势确定，预计 2021 年在置业人口触顶下滑、居民杠杆趋稳、城镇化和都市圈推进、抗全球通胀属性多重影响下，销售面积持平或微增，销售额增速为 6%左右；
- 供给：2020 年房地产开发投资保持较强韧性，预计 2021 年在信贷资金严格管控及房企降杠杆、建安及拿地支出增速放缓、广义库存依然较高下，投资增速略降至 6.6%左右；
- 预计 2021 年，房企信用风险整体将保持稳定，房企加大销售回款力度，以及拿地及新开工增速下滑有利于内在现金流平衡，盈利能力及债务负担稳中略降，整体信用质量稳定；
- 关注信用分化，警惕“紧融资、高偿债”下，城市布局不佳、土储质量及流动性差、“高杠杆但非高周转”等特性房企信用风险加速暴露。

文 | 工商企业部 谢瑞 谷建伟

一、行业基本面

五线两集控犀牛，熨平地产周期，确立地产融资长效机制，“一城一策+松紧结合+高频微调”或是促进地产行业稳步发展的重要方式

我国房地产行业政策敏感度高，受行业调控政策影响较大，现在的行业政策倾向于左手去泡沫，右手稳投资。2020 年 4 月，政治局会议重提“房住不炒”；5 月政府工作报告在“房住不炒”的基础上增加“因城施策”；7 月中共中央政治局会议重申：“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展”；2021 年 3 月，政府工作报告再次重申“稳地价、稳房价、稳预期”以及“房住不炒”。疫情初期到 2020 年 4 月份，多个城市密集出台稳楼市政策扶持房地产企业“渡难关”，但倾向于支持供给端，缓解了房企资金面压力；此后向户籍、土地等长期改革层面转变，有助于项目错峰入市，维护市场平稳；随着疫情压力的逐步释放，销售和投资显著回暖下，带动土地市场热度提升，调控政策转向边际收紧。

从 2008 年以来几次地产周期来看，地产政策由收紧转向宽松的信号为：商品房销售面积增速大幅走负、土地溢价率低于 5%，代表地产基本面变差，政策面开始转向宽松。销售及土地基本面在 2018 年以来已整体稳定，2020 年疫情得到有效控制、地产基本面刚恢复稳定，“五道红线”、“两级中”则随之而来，将熨平地产周期，确立地产融资长效机制，拴住这头“灰犀牛”。此外，“一城一策+松紧结合+高频微调”是促进地产行业健康稳步发展的重要方式。

图 1：2008 年以来房地产调控周期情况



图 2：“五道红线”、“两级中”政策



资料来源：Wind，东方金诚整理

国内房地产长效机制趋势确定，预计 2021 年在置业人口触顶、居民杠杆趋稳、城镇化和都市圈推进、抗全球通胀属性等影响下，销售面积持平或微增，销售额增速为 6%左右

2020 年来，疫情对房地产行业销售及回款均产生不利影响，但随着国内疫情好转复工深化，供需双向改善助力销售逐步修复，全年国内商品房销售面积为 17.61 亿平方米，同比增长 2.60%，略好于我们增速为 0 的预期；商品房销售额 17.36 万亿元，同比增长 8.70%。

2021 年 1~2 月，商品房销售面积同比增长 104.90%，主要源于：1. 去年疫情基数低，且受到多地政府“就地过年”号召以及多数售楼处春节期间“不打烊”影响；2. “五道红线”全面实施前，银行给地产加杠杆，地产开发资金来源、按揭超预期，同比增长 50%~60%左右，居民中长期贷款同比增长 70%左右；3. 国际疫情不确定下，中国房地产抗通胀保值的属性增强。

需求侧中长期稳中偏弱，为长效机制趋势确定的核心理由，预计 2021 年销售面积持平，或在抗全球通胀属性下微增，销售额增速 6%。房地产需求端来源于消费者和购买力，消费者主要来源于置业人口、人口迁移、住房结构及消费升级。置业人口方面，国内 15~64 岁人口于 2014 年起触顶缓降，将于 2028 年开始加速下滑；人口迁移方面，2019 年我国城镇化率已达 60.60%，根据政府工作报告，预计未来十年年均提升 1%，年均 1300 万农村人口转变城市人口，但难以带来增量购房需求；住房结构及消费升级方面，我国 2018 年住房套户比为 1.09，虽低于发达国家美国和日本的 1.15 和 1.16 套户比，但已基本告别短缺。购买力方面，我国 2020 年居民杠杆率 61.4%，接近国际 63.7%平均水平，为这几年增速最快的国家，货币政策方面也出台了个人房贷余额管控，空间有限；按揭投放趋稳到 5 万亿增量以内，房贷利率趋稳 11 连平，首套二套贷款利率有上升趋势，购买力也是上升空间有限。

图 3：置业人口及商品房销售面积情况

单位：亿平方米、亿人

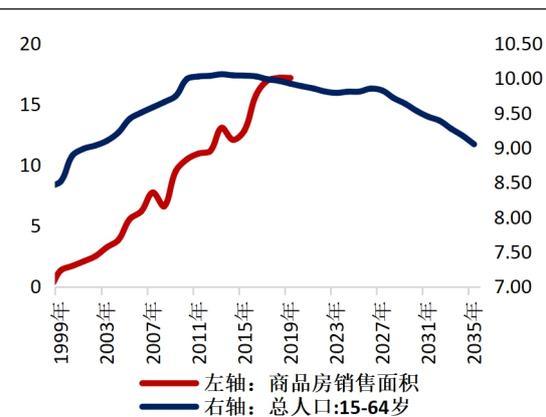


图 4：全国商品房销售面积及销售额增速

单位：%

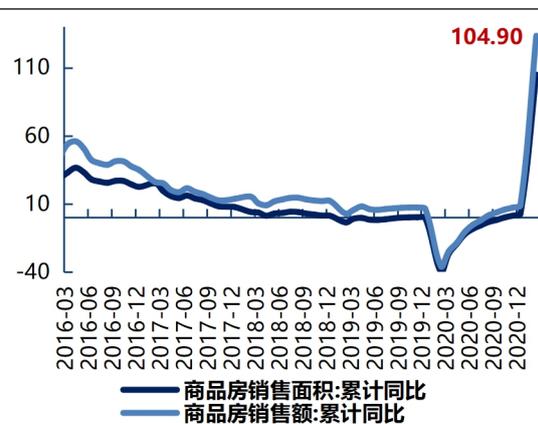


图 5:杠杆率：居民部门

单位：%

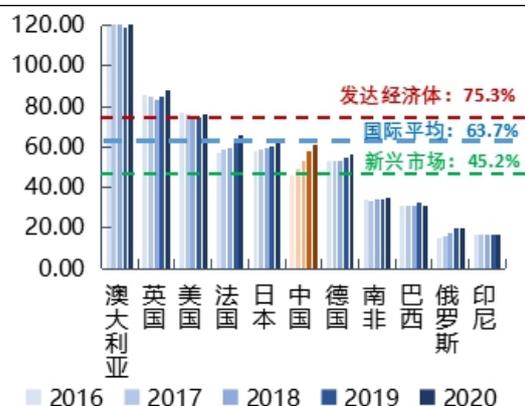
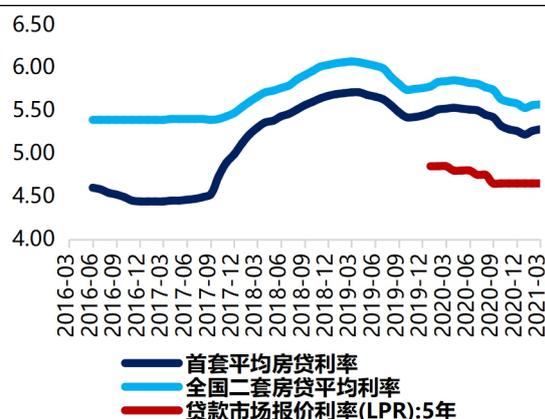


图 6:房贷利率与 LPR-5 年

单位：%



资料来源：Wind，东方金诚整理

2020 年房地产开发投资保持较强韧性，预计 2021 年在信贷资金严格管控及房企降杠杆、建安及拿地支出增速放缓、广义库存依然较高下，投资增速略降至 6.6% 左右

疫情对房地产行业短期内新开工及施工进度、政府土地供应等产生不利影响，制约行业投资增速，随着国内房地产项目有序复工，上半年宽信用下房企到位资金降幅收窄，土地市场供需端均能看到略有回暖态势，新开工及补库存积极，施工保持增长，对房地产开发投资规模实现了拉动，2020 年，国内房地产开发投资完成额 14.14 万亿元，同比增长 7.00%，与我们预测的 7.10% 增速趋同，累计增速同比下降 2.90 个百分点。2021 年 1~2 月，低基数、回款及银行端放贷下，房地产开发投资完成额同比增长 38.30%，但先行指标房屋新开工面积同比 2019 年下降 9.44%。

预计 2021 年，房地产开发投资完成额同比增速为 6.6% 左右，“五道红线”和“两集中”如同及时雨、水龙头的控速开关，确立了融资管理的长效机制，为供给侧中长期稳定提供有力支撑。作为链接国内大循环的关键齿轮，在房企销售回款回暖及补库存需求带动下，同时施工进度将有所加快，对投资规模稳定产生支撑；但另一方面，与需求端及政策端相互呼应的融资管理的长效机制，对房地产投资影响将较为显著，融资收紧将抑制房企拿地意愿、拿地能力及建安投资等，土地市场预计将出现降温，整体溢价率有望下行，将对投资增速的持续高增长形成拖累。此外，根据统计局历年新开工、施工及销售数据，截至 2021 年 2 月末，商品房开工未售面积 29 亿平方米，竣工未售面积 2.47 亿平方米，库存水平依然较高。

图 7：全国房地产开发投资增速

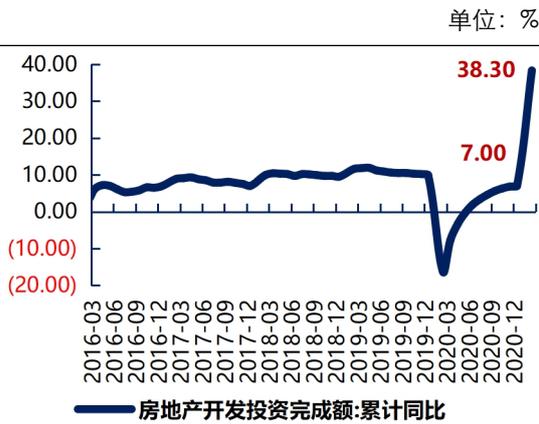


图 8：2020 年房地产开发投资完成额来源

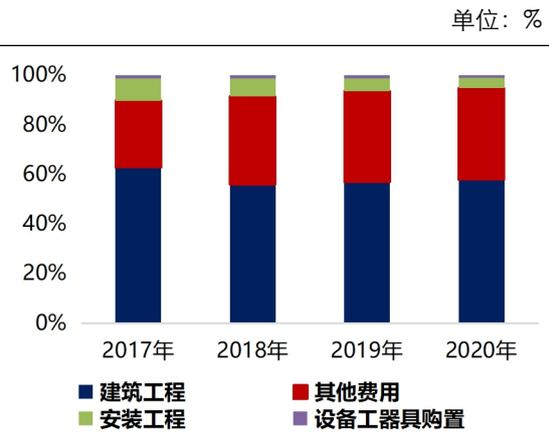


图 9：房地产开发资金来源及建筑工程增速

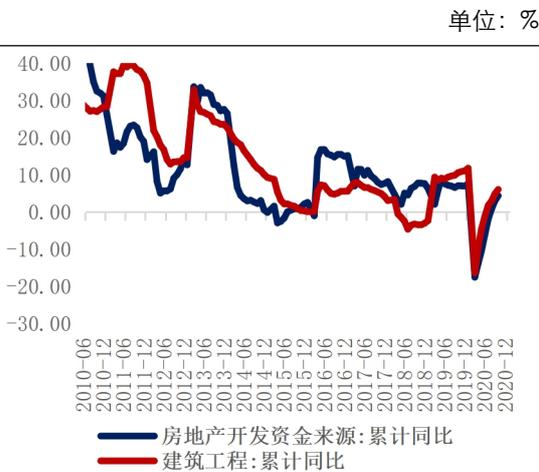


图 10：2020 年全国房地产开发投资增速预计

单位：%

	其他费用	悲观 (5%)	中性 (8%)	乐观 (12%)
建筑工程	4%	4.3%	5.5%	6.9%
5%	4.9%	6.0%	7.5%	
6%	5.5%	6.6%	8.1%	
7%	6.1%	7.2%	8.7%	
9%	7.2%	8.3%	9.8%	

资料来源：Wind，东方金诚整理

二、房地产企业信用表现

本文选取 156 家发债房企作为样本对房地产行业整体信用表现进行分析，其中包含上市公司 56 家、非上市公司 100 家。从企业性质看，样本房企包含中央国有企业 17 家、地方国有企业 48 家、民企及其他性质企业合计 91 家。信用等级方面，样本企业最新主体信用等级为 AAA、AA+和 AA 的房企分别为 41 家、37 家和 66 家。本文从企业规模、盈利能力和运营效率、债务负担和保障程度几个方面，对样本企业主要指标进行相对排序，以观察房地产行业信用风险的变化趋势。

从样本房企分组情况来看，我们将样本企业分为 5 类，随行业供需平稳、信用风险稳定，整体变化不大。但需关注房企信用风险分化加剧，警惕“紧融资、高偿债”下，经营韧性不足的房企。2020 年，部分 IV 类房企下滑至 V 类，剔除违约企业后，V 类房企数量仍有增长，I、II、III 类房企整体稳定，信用分布趋近于正态分布。其中 V 组房企为 22 家，同比增加 8 家，主要是部分房企信用风险暴露，包括盈利能力显著下滑、债务负担明显提升，债务偿付压力加大等因素所致。此外，样本房企信用等级迁移整体随行业发展较为平稳，2020 年，房企主体信用等级上调 13 家，下调 4 家。

图 11: 房地产样本企业分组分布图

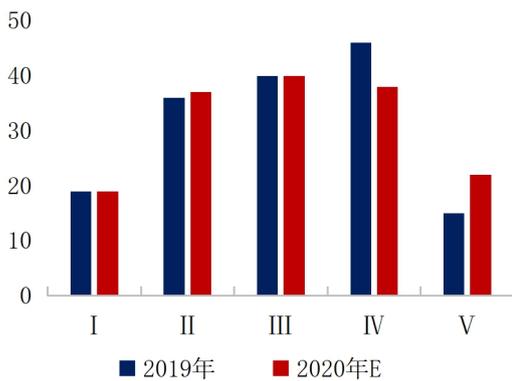
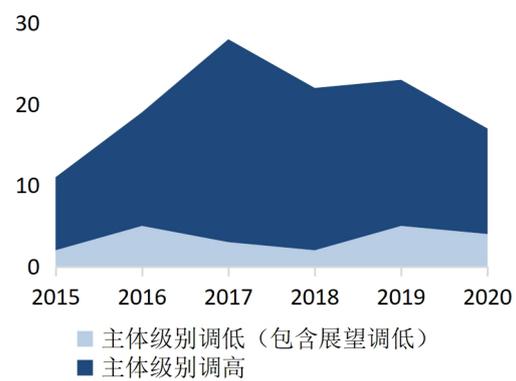


图 12: 房企主体信用等级迁移（家）



资料来源：公开资料，东方金诚整理；此外，样本分组变化不构成评级行动

房企整体信用风险稳定，企业规模对整体信用质量的稳定形成支撑，预计 2021 年在销售回款力度加大、竣工结转节奏加快、业绩正当释放下，房企整体信用质量将保持稳定

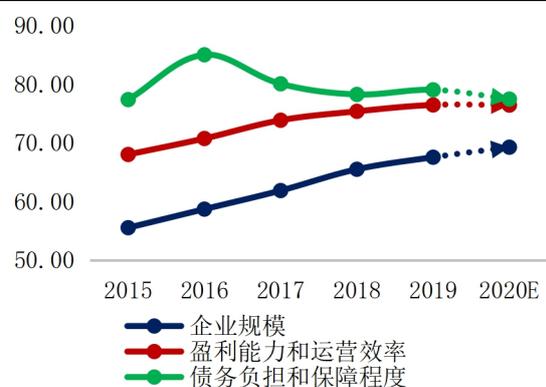
近年来，样本房企整体信用质量稳中有升，主要是房企规模总体增长，对信用质量形成支撑。在房企土地储备保持增长、项目投资规模加大，业绩不断释放下，企业规模指标稳定提升；结转项目增多带来的业绩释放对利润水平形成保障，但房价趋稳下，拿地成本及建安费用的增加导致房企盈利能力自 2017 年起有所下降；此外，房企债务负担和保障程度受自身债务状况、外部融资环境影响较大，近年来有所波动。

预计 2021 年房企信用质量将保持稳定。首先，房企前期获取的土地储备较充裕，2021 年虽然房企在“三道红线”等融资和贷款收紧政策陆续出台下，土地获取支出将更为谨慎，但同时也将平衡现金流下加大项目新开工及在建项目的投资力度，存货及投资性房地产的增长将带动资产规模的进一步提升，推盘销售节奏的加快和外部市场需求的回暖也将一定程度上促使合同销售金额及回款增加；其次，楼面地价的上涨将一定程度降低房企盈利能力，但利润规模随着收入结转仍将维持稳定，盈利能力和运营效率预计稳中略降；最后，房企短期偿债规模依然较大，债务负担总体较重，但在融资环境边际收紧下，房企将追求销售回款以提升现金储备，同时减少拿地力度，有助于控制房企有息债务规模及债务负担，因此预计债务负担和保障程度总体稳定。

图 13: 样本房企整体信用质量变化



图 14: 样本房企各一级指标信用质量变化



资料来源：公开资料，东方金诚整理

1. 企业规模

疫情导致土地获取及开发进度趋缓，房企资产规模增幅放缓，预计 2021 年在房企加大推盘及竣工力度下，销售规模及收入将有所释放，房企规模仍将保持增长，但增幅放缓

2021 年房地产企业资产总额仍保持增长，但增速有所放缓，主要是在融资环境边际收紧同时土地集中供应政策出台的背景下，房企将加大降杠杆力度，土地获取更为谨慎，因此将对以存货为主的资产规模增速形成制约；但另一方面，房企将加大新开工和施工力度以促进销售回款，将对资产规模形成一定支撑。

合同销售金额方面，2020 年 4 月以来，随着复工复产率的提升及市场需求回暖，房企销售规模持续回升，其中 5 月行业销售增速已单月回正，全年累计增速同比提升。2021 年，房企将加大项目推盘销售力度以促进回款、增加现金储备，前期库存项目有望加快去化，对合同销售金额的增长提供保障，因此预计销售规模仍将保持小幅增长。此外，房企集中度进一步提升，尤其在外部融资环境收紧的背景下，大型房企凭借其充裕的土地储备和货币资金，销售规模增幅扩大，马太效应愈发显现，2020 年房企 TOP30、TOP50 和 TOP100 房企销售金额集中度同比均小幅提升，资源集中度提升下头部房企优势明显。此外，随着房地产项目陆续进入竣工结转期，预收账款及竣工回升对样本房企营业收入的增长可以提供较强支撑。

图 15: 样本房企资产总额中位数变化 (亿元)

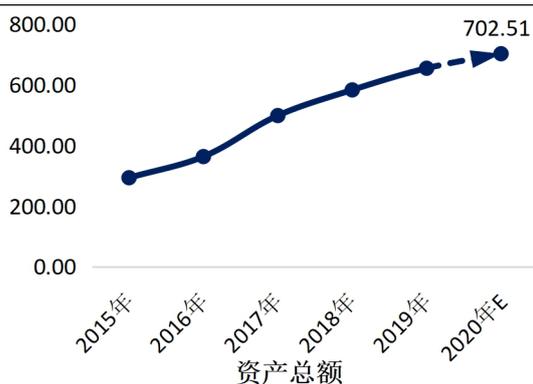


图 16: 样本房企存货中位数变化 (亿元)



图 17: 样本房企合同销售金额中位数变化 (亿元)

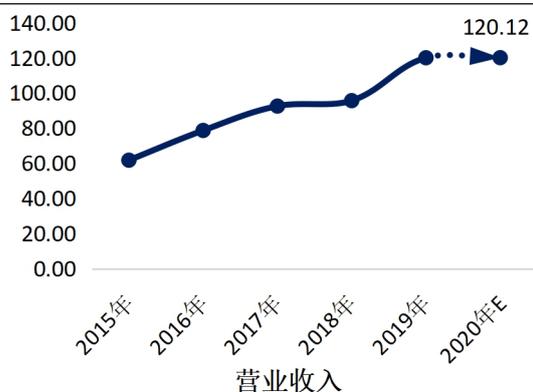
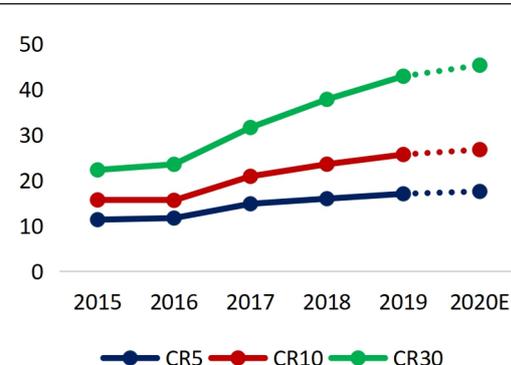


图 18: 样本房企合同销售金额在全行业集中度 (%)



资料来源: Wind, 东方金诚整理

总体看来，预计 2021 年，房企规模性指标将继续保持增长但增速放缓，可以一定程度上对信用质量形成支撑。房企将进一步加大推盘力度和竣工进度，促进合同销售金额和营业

收入维持高位。此外，近年头部房企拿地面积市占率持续高于销售市占率，土储资源集中，支撑未来销售集中度，叠加品牌、融资等优势，马太效应愈发显现。

2. 盈利能力和运营效率

预计 2021 年随着施工及竣工节奏加快，房企收入及利润规模将有所回升，但成本上升及所有者权益的增加导致房企盈利能力和运营效率稳中略降

2021 年预计房企净利润与营业收入走势趋同，随着项目竣工及结转节奏的加快，房企业绩释放将带动净利润规模增长，但增幅趋缓，主要是结转项目拿地成本总体有所上涨。

净资产收益率方面，预计 2021 年仍将维持下行趋势，但依然维持在 8.00% 以上，高于多数其他产业。具体来讲，一方面受拿地成本及建安支出增加影响，房企盈利水平下降，净利润增幅放缓；另一方面，阳光城、蓝光发展、融信集团等多家房企所有者权益在净利润增长、合作开发项目明显增多、永续债及股权融资增发下增速更为显著，尤其在项目合作开发占比大幅提升的情况下，少数股东权益大幅提升，造成净资产收益率趋弱。

图 19：样本房企净利润中位数变化（亿元）



图 20：样本房企净资产收益率中位数变化（%）



图 21：按收入排序房企净利润中位数变化（亿元）

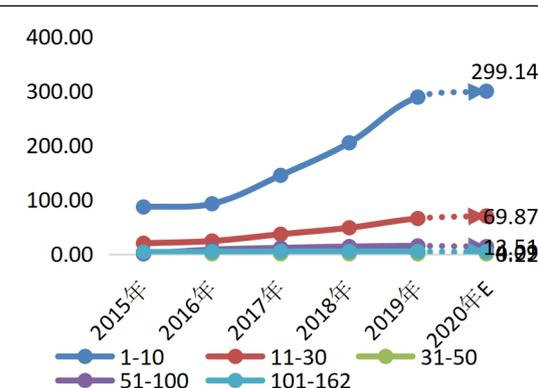
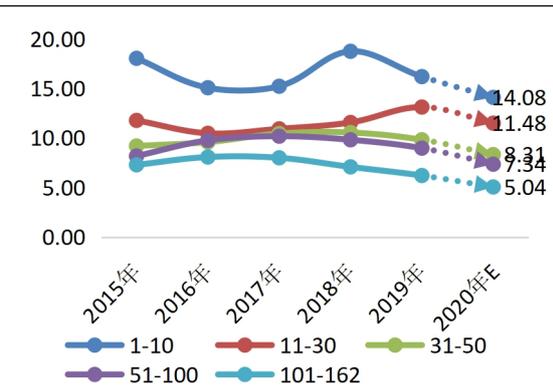


图 22：按收入排序房企净资产收益率中位数变化（%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

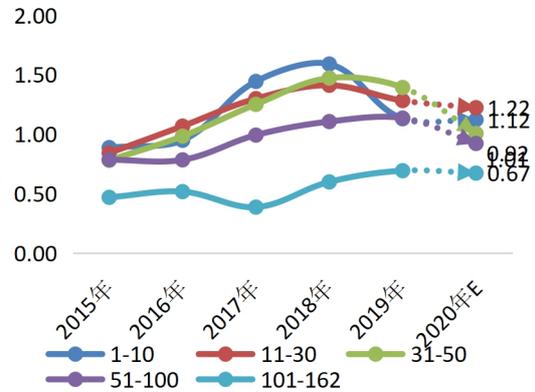
房企预收账款规模自 2015 年以来逐年增长，预计在销售回款增长下，2021 年房企预收账款仍将保持增长，但受销售回款增幅放缓且结转节奏加快影响，预收账款对营业收入的覆盖程度略有减弱，但仍保持在较好水平。同时，房企间分化程度进一步加剧，2019 年，美的置业、新城控股、金辉集团和滨江房地产等企业期末预收账款对其当期营业收入的覆盖倍数均在 2 倍以上，对其未来一段时期的营业收入提供较强保障；相比之下，小型房企收入

增速最低，且预收对未来收入结转保障最低，如华鑫置业、北京住总、国华置业、广州珠江实业等房企，预收账款对营业收入保障倍数相对较低，对未来项目结转收入及利润的释放带来一定压力。

图 23: 样本房企期末预收账款与当期营业收入比值 (倍)



图 24: 按收入排序房企期末预收账款/当期营业收入 (倍)



资料来源: Wind, 东方金诚整理

图 25: 重点企业盈利能力指标变动情况 (亿元、%)

企业名称	企业性质	净利润			净资产收益率	
		2019年	2020年1~6月	2019年同比	2019年	2019年同比
万科	公众企业	551.32	186.29	11.89	20.38	-0.54
碧桂园地产	民营企业	535.45	-	61.58	33.55	1.96
保利发展	中央国有企业	375.54	133.22	43.61	16.36	2.34
重庆龙湖	中外合资企业	270.56	97.60	26.49	14.79	0.63
融创房地产	民营企业	305.89	116.84	121.17	24.64	5.05
新城控股	民营企业	133.30	38.49	9.18	21.52	-2.44
金地集团	公众企业	154.65	47.23	27.76	18.78	0.57
中海发展	中央国有企业	203.57	72.59	80.75	16.00	5.47
世茂建设	外商独资企业	133.87	-	34.77	19.54	1.79

资料来源: Wind, 东方金诚整理

从周转效率看，预计 2021 年房企存货周转率将略有下降，一方面，房企前期存在大规模的已售未结转项目及其他土地储备，存货较为充足；另一方面，疫情对房企竣工及结转进度产生阻碍，导致短期结转项目减少，库存去化受限，虽然下半年房企将加大项目推盘及结转进度，但同时也将加大项目建设力度及土地获取，以保持存货维持较大规模，因此存货周转率将小幅下降。此外，头部房企土储资源丰富、存货周转效率最高；中小房企土储资源较少，在融资收紧下补库存较少且周转效率较低，未来业绩面临一定压力。

图 26: 样本房企存货中位数变化 (亿元)

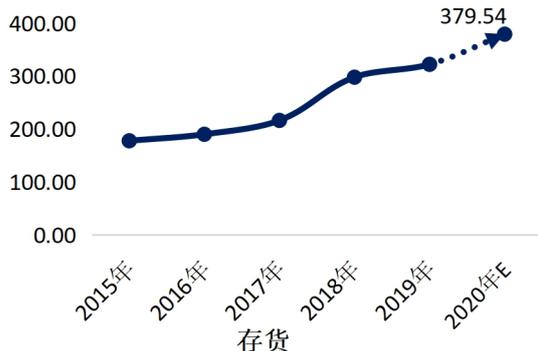


图 27: 样本房企存货周转率中位数变化 (次)

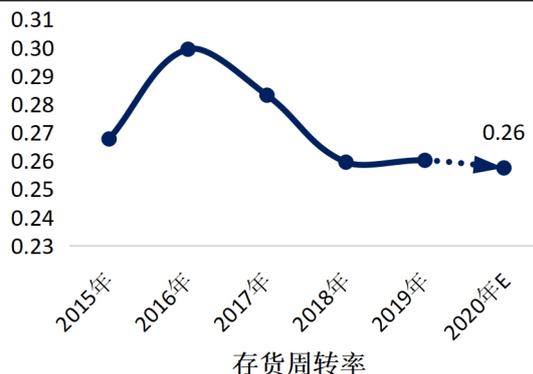


图 28: 按收入排序房企存货中位数变化 (亿元)

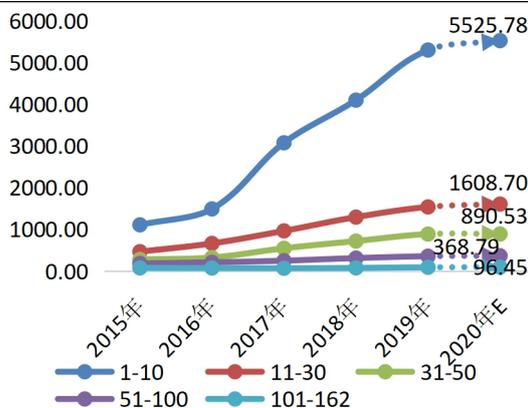
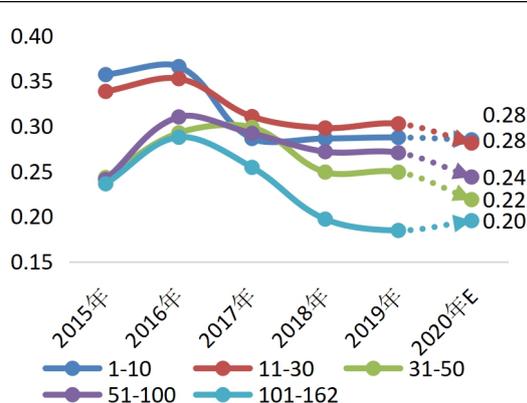


图 29: 按收入排序房企存货周转率中位数变化 (次)



资料来源: Wind, 东方金诚整理

整体来看, 预计 2021 年房企盈利能力和运营效率将稳中略降。竣工进度加快所带来的业绩释放有助于净利润规模的提升, 但成本增长对利润形成一定侵蚀; 净资产收益率指标在净利润增幅放缓及所有者权益增长显著下, 预计将小幅下降, 对盈利能力产生不利影响。此外, 盈利能力和运营效率在房企间的分化加剧, 头部房企基于其在土地获取、融资、销售等资源管控方面的优势, 盈利水平及费用控制能力仍将保持在较高水平, 竣工节奏较有保障, 周转效率较高; 部分没有产业及人口支撑三四线城市拿地的中小房企面临较大压力。

3. 债务负担保障程度

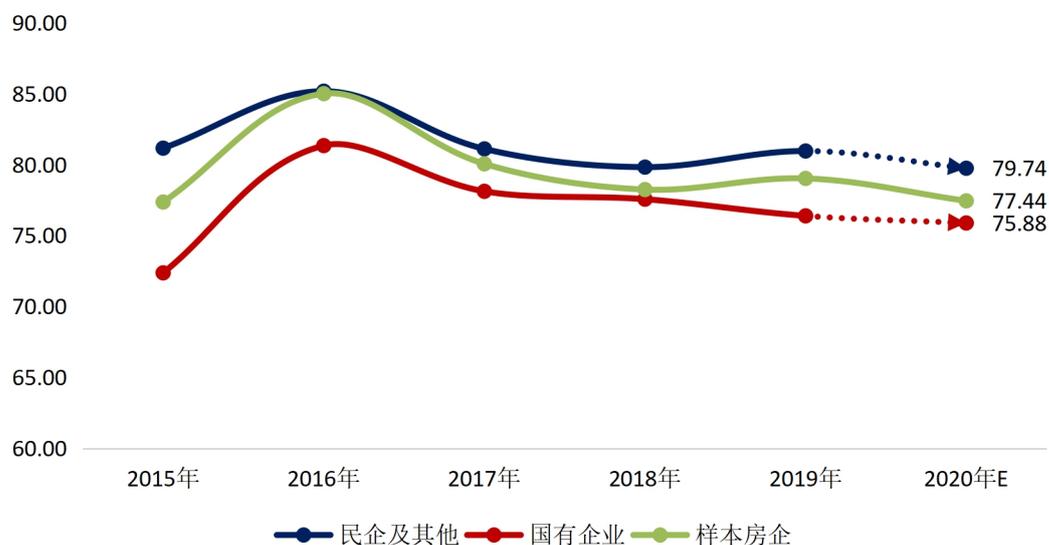
“五道红线” “两集中” 下, 行业融资环境趋紧, 房企将借新还旧及加大销售回款力度以降低财务杠杆, 债务负担总体稳定

2020 年上半年, 为应对疫情产生的负面影响, 央行在一定程度上释放流动性, 同时多地出台相关金融政策帮助房企“渡难关”, 房企融资规模增加, 债务负担进一步加重; 2020 年 9 月以来, 随着“五道红线”及“两集中”陆续扩大试点范围及落实, 房企融资渠道总体收紧, 债务规模增速有所放缓, 预计 2021 年增速为 7.5%。

2021 年, “五道红线”下行业融资环境仍将趋紧, 同时房企集中到期债务规模依然较大, 房企仍面临一定债务负担。房企间债务负担分化将进一步加剧, 其国有企业债务负担及偿债能力稳中走强, 而民企偿债能力小幅减弱, 反映出在目前债务压力较大、融资需求旺盛的背景下, 土地储备资源优质、融资能力强的大型房企和国有企业在融资方面优势显著,

对于债务的保障能力更强。

图 30: 样本房企债务负担保障程度质量变化



资料来源: Wind, 东方金诚整理

从偿债指标看,2021 年房企货币资金对其短期有息债务的覆盖程度总体有所上升,2020 年疫情影响下,房企销售回款受到一定制约,2021 年随着疫情影响逐步减弱,同时考虑到融资收紧对房企外部融资增速的限制,房企将加大销售回款力度、增加存量货币资金保障,增强对短期有息债务的保障程度。其中国有企业货币资金对短期有息债务覆盖倍数有所增强,但民营企业出现下降,反映出国有企业在疫情过后,凭借其较强的股东背景及融资能力,货币资金获取相对充裕,对短期有息债务的覆盖能力较强;部分融资受限且短债高企的中小房企面临较大偿债压力。

资产负债率方面,预计 2021 年房企剔除预收账款的资产负债率¹同比略有下降,主要考虑到房企债务负担相对较重,同时政策端对债券发行用途进行严格限制,融资更多用于借新还旧,融资环境的收紧将迫使房企减少拿地支出、加大销售回款,同时增强预收账款规模。国有房企债务安全性相对较高,融资渠道总体仍较为通畅,或将导致剔除预收账款的资产负债率水平小幅提升。具体企业看,近年重庆龙湖、万科和保利发展等大型房企剔除预收账款的资产负债率呈下降趋势,且凭借其在土地储备、土地获取以及融资等方面的优势,业务扩张依然不慢;爱普地产、香江控股等小型房企剔除预收账款的资产负债率有所下降,主要受行业调控政策、融资环境及偏好影响,流动性及业绩压力开始显现。

¹ 剔除预收账款的资产负债率=(负债总额-预收账款)/(资产总额-预收账款)*100%。(包括新准则:合同负债)。

图 31: 样本房企货币资金/短期有息债务中位数变化 (倍)

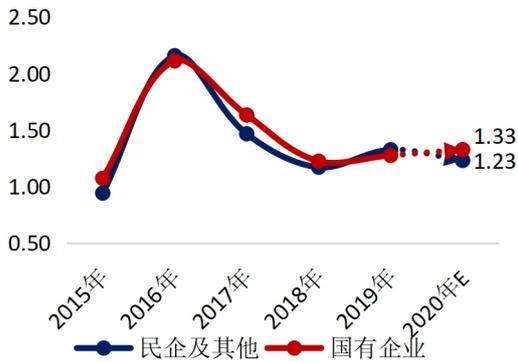


图 32: 样本房企剔除预收账款的资产负债率中位数变化 (%)

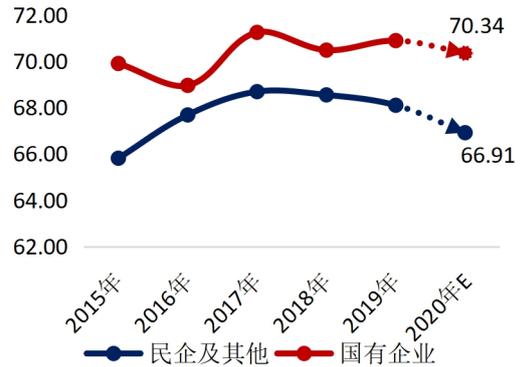


图 33: 按收入排序房企货币资金/短期有息债务中位数变化 (倍)

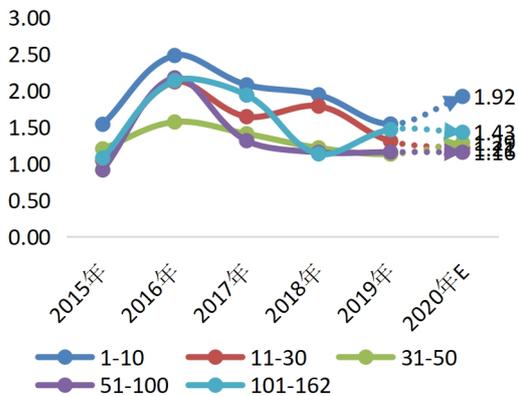
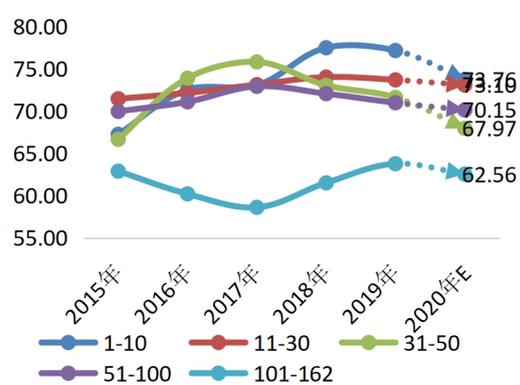


图 34: 按收入排序房企剔除预收账款的资产负债率中位数变化 (%)



资料来源: Wind, 东方金诚整理

房企净负债率²在 2020 年有所上升,主要考虑到上半年流动性释放导致融资规模增长显著,债务负担相应增加。预计 2021 年,房企基于控制债务的考虑,一方面将增强项目销售回款,增强业务内生动力,减少融资依赖度;另一方面将继续加大项目合作力度,分散经营风险,增大净资产规模,因此,净负债率预计将呈下降态势。此外,预计 2021 年随着房企在疫情过后加大项目投资力度,存货将保持一定增幅,同时有息债务规模增速放缓,因此土储债务比³总体稳定。

² 净负债率= (全部有息债务-货币资金) / 所有者权益*100%。

³ 土储债务比= (存货+投资性房地产-预收账款) / (全部有息债务-货币资金)。

图 35: 样本房企净负债率中位数变化 (%)

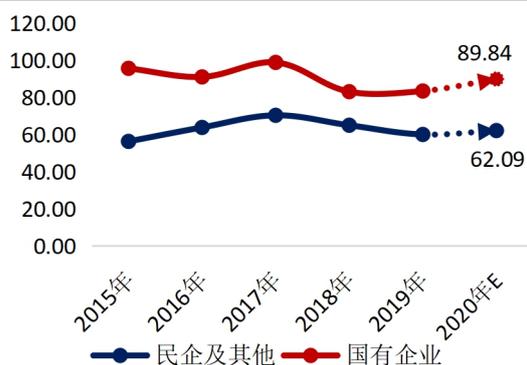


图 36: 样本房企土储债务比中位数变化 (倍)

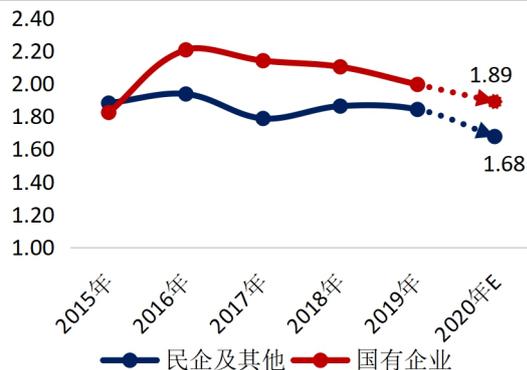


图 37: 按收入排序房企净负债率中位数变化 (%)

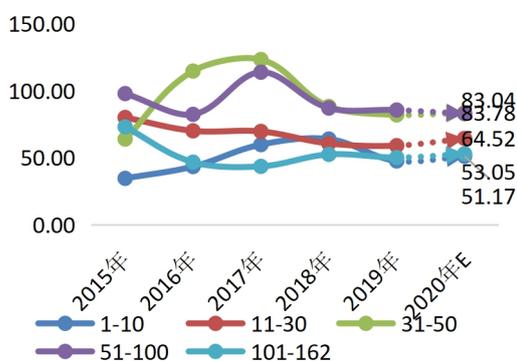
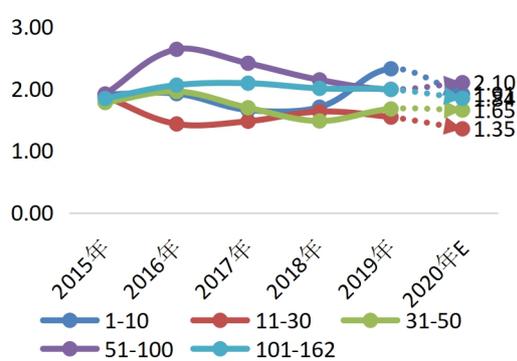


图 38: 按收入排序房企土储债务比中位数变化 (%)



资料来源: Wind, 东方金诚整理

预计 2021 年, 房企融资环境仍将维持 2020 年下半年以来的趋紧态势, 房企规模扩张将更多依赖于自身的造血能力, 更加注重运营质量而非“规模为王”, 房地产项目的销售回款将成为主攻方向, 业务扩张对外部融资的依赖程度将有所减弱。部分债务负担较重的房企将着重控制借贷规模, 降低有息债务及财务杠杆, 减少债务压力; 同时用期限相对较长的债务来替换短期有息债务, 降低短期债务压力, 优化债务结构, 房企资产负债结构或将得到改善。总体看来, 房企销售回款力度的加大可以对项目建设及短期债务形成一定覆盖, 减少拿地力度也将对债务增幅形成限制, 房企债务负担及保障程度将保持稳定。

图 39：重点民营房企债务负担保障程度相关指标变动情况（%、倍）

企业名称	剔除预收款项的资产负债率			货币资金/短期有息债务		
	2019年末	2020年6月末	2019年末同比	2019年末	2020年6月末	2019年末同比
泛海控股	80.84	79.45	-3.73	0.41	0.40	-0.02
中天金融	80.73	81.65	4.12	0.29	0.19	-0.11
广州富力	76.85	76.44	1.64	0.57	0.45	-0.08
恒大地产	76.41	-	1.52	0.38	-	-0.02
重庆协信	74.93	74.41	0.84	0.13	0.16	-0.10
中南建设	74.73	74.73	2.69	0.72	0.78	-0.03
融创房地产	74.69	-	-2.26	0.90	-	-0.45
阳光城	70.98	71.81	-2.71	1.20	1.28	-0.42
合景控股	70.44	65.33	0.26	3.18	2.59	-1.02
碧桂园地产	68.49	-	-2.79	3.37	-	-0.52

数据来源：Wind，东方金诚整理

三、房地产企业债市表现

2021 年房企面临大考，信用债、海外债、信托三高，融资环境面临收紧趋势，房企仍将保持较大债券发行规模，同时债券发行仍将以高信用等级为主

房企债务基本来源于：银行贷款，信用债、海外债和非标，房地产开发贷余额方面，截至 2020 年末达 11.91 万亿，增速 6.1%，低于金融机构各项贷款余额 12.8% 的增速，防止资金过度流向房地产的效果显现，中央工作会议 2021 年房地产融资长效表述从“建立”改“落实”“实施”，结合贷款集中管理，预计 2021 年房地产开发贷余额增速为 8.0% 左右。

信用债方面，2020 年，房企新发行债券金额合计 6014.41 亿元，同比增长 25.27%，发债金额的同比上涨主要源于上半年疫情背景下，房企融资环境改善，房企资金面相对宽松，窗口期信用债发行规模回暖，债券用途主要为偿还有息债务。预计 2021 年，现借新还旧压力加大，房贷新政、海外回流、非标转标下，信用债增速 5.0% 左右。同时房企分化加剧，主体信用等级为 AAA、AA+ 和 AA 的债券发行金额占比分别为 73.80%、20.78% 和 5.43%，其中 AAA 债券发行金额占比较 2019 年提升 20.88 个百分点，债券发行高等级趋势显著。在信用债发行回升的情况下，房企信用债净融资额较 2019 年有所提升，由净流出转为净流入，为 2021 年即将兑付的较大规模信用债提前做出了应对。

海外债方面，全球疫情、汇率波动，海外融资回流，2020 年房企新发行债券金额合计 4535.97 亿元，同比下降 18.51%，2021 年预计海外债在增加的借新还旧压力下，仍有 4900 亿左右融资规模。信托方面，非标转标效果显著，根据中国信托业协会统计，截至 2020 年末，房地产信托余额 2.28 万亿，连续 6 个季度下降；根据用益信托网统计，2020 年信托发行金额降速约 10%，21 年我们预计发行金额继续降速 5% 左右。

图 40: 房地产开发贷余额情况 (亿元、%)

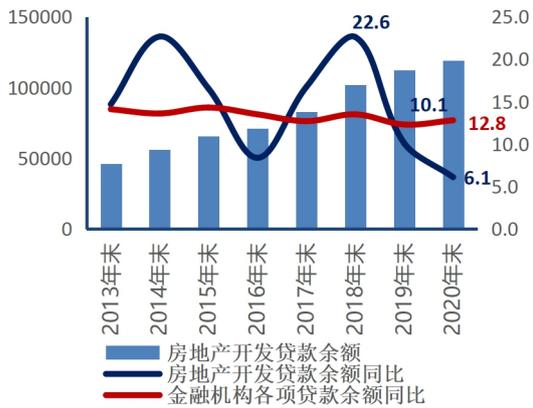


图 41: 房企信用债新发债券、债券偿付情况 (亿元)

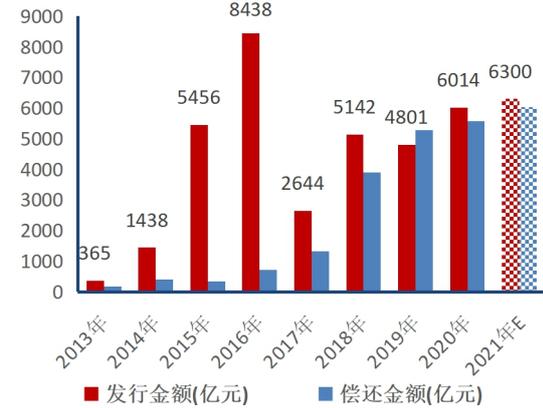


图 42: 房企海外债新发债券、债券偿付情况 (亿元)



图 43: 房企信托新发债券、债券偿付情况 (亿元)



资料来源: Wind, 用益信托网, 东方金诚整理

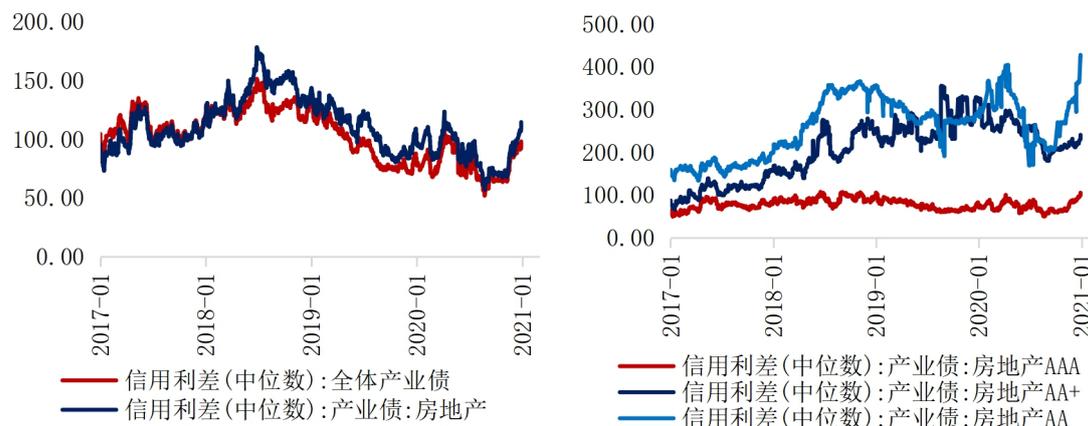
2020 年房地产行业利差亦呈现“V 字形”态势，总体变化不大，预计在融资环境收紧背景下，不同等级房企利差去化趋势增大，高信用等级利差优势依然显著

2020 年产业债利差波动较大，房地产行业利差亦呈现“V 字形”的态势，其中 1~3 月房地产利差呈现快速扩张趋势，主要由于疫情影响下，房企销售金额和利润水平均呈下降趋势，考虑到房企债务集中偿付压力大，市场对房企担忧加剧，信用利差走扩；3 月以来，随着全国多地出台相关政策帮助房企“渡难关”，房企流动性改善，融资环境有所好转，融资规模加大，信用利差有所收窄；10 月以来，地产利差大幅走阔，五道红线相继出台、龙头房企流动性舆情、国企信用事件引发，地产行业数据回暖与房企利差走阔出现冰火两重天的局面。

不同主体信用等级的房企利差走势有所区别，其中 AAA 房企利差优势依然显著，且波动较小，AA+等级房企利差总体呈收窄趋势，AA 等级房企利差波动较大，一季度迅速走阔，之后显著回落，在 6 月份之后利差大幅走阔，截至 2020 年末，AA 级房地产企业信用利差（中位数）超过 400BP，处于年内高位。总体来看，高信用等级房企利差波动较小且总体收窄，优势较为显著，反映出投资者风险偏好的下降。

图 44: 房地产行业与其他行业信用利差中位数对比 (BP)

图 45: 房地产行业不同等级信用利差中位数对比 (BP)



资料来源: Wind, 东方金诚整理

违约房企共同特征为豪宅、商业地产项目去化回款慢，无序并购风险高的民营企业，预计 2021 年，同类型房企在债务到期压力集中下仍存在违约风险

从违约房企的特征来看，截至 2020 年末，房企信用债违约 9 家，合计金额 261.53 亿，违约 8 民营房企，1 家地方国有房企。2020 年房地产行业新增信用债违约企业为泰禾集团、天房集团、三盛宏业、福建福晟。

从目前已发生违约房企的特征来看，一方面，业务规模较小且项目区域布局集中度高。例如国购投资土地储备主要位于合肥，销售依赖于少数几个项目，业绩稳定性差；中弘控股销售业绩依赖于个别项目，受北京和海南政策调控影响，现金流受到较大冲击等。

另一方面，高端住宅或商业地产项目占比较大，造成去化速度较慢，回款周期较长。例如泰禾集团住宅项目多为高端住宅，定位人群相对有限，部分项目为位于深圳、福州等城市的商业地产项目，去化周期长，回款无法与债务期限相匹配；中弘控股受商办项目调控政策的影响造成销售停滞，对现金流产生影响；国购投资的商办房项目去化速度较慢；而颐和地产商业地产占比较大，以豪宅和旅游地产为核心，回款周期较长。

最后，多元化扩张业务、无序并购风险较高。例如国购投资向化肥、医疗等领域拓展造成流动性紧张；银亿股份进入零部件产业造成大规模商誉减值，同时受到汽车行业调整期导致板块收入下降；华业资本向医疗、金融等领域转型，因应收账款逾期造成大额损失。

图 46: 违约房企情况 (单位: 亿元)

公司全称	首次违约时点	当前违约金额合计	违约关键词 (经营层面)
华业资本	2018/10/15	5.70	区域小房企，无土储、无序并购、实控人风险 (合同诈骗)
中弘控股	2018/10/19	24.90	区域小房企，商业项目集中度高和回款长、实控人风险
银亿股份	2018/12/24	18.00	区域小房企，土储低、无序并购，汽车行业下行
华业资本	2018/10/15	19.16	区域小房企，无土储、无序并购、实控人风险 (合同诈骗)
中弘控股	2018/10/22	24.90	区域小房企，两条红线，商业项目集中度高和回款长、实控人风险
银亿股份	2018/12/24	18.00	区域小房企，土储低、无序并购，汽车行业下行
国购投资	2019/02/01	42.90	区域小房企，两条红线，项目集中合肥，无序并购

颐和地产	2019/09/11	-	土储质量不佳、专注豪宅和旅游地产，去化慢
泰禾集团	2020/07/06	89.16	高杠杆经营，三条红线，高端住宅及商业去化较慢，疫情推波助澜
天房集团	2020/09/08	35.77	区域中型房企，多元化、拿地王，三条红线，地价高盈利弱，土储集中
三盛宏业	2020/09/22	6.64	三条红线、盲目多元化，市场调控、副业无现金流，家族化管理能力弱
福建福晟	2020/11/19	25.00	区域中型房企，三四线为主，拿地飞虎队靠非标，旧改项目回款慢

资料来源：Wind，东方金诚整理

四、结论

预计 2021 年，房企加强销售回款、拿地及新开工增速下滑有利于内在现金流平衡，盈利能力及债务负担稳中略降，整体信用质量稳定，但需关注土储质量差、“高杠杆但非高周转”等房企信用风险加速暴露

信用表现方面，预计 2021 年房企推盘销售节奏的提升和市场需求的回暖将促进合同销售金额回升，房企规模指标的增长对信用质量提供较强保障；随着大量项目进入结转高峰期，利润随收入保持增长，但在土地成本上升及前期疫情影响下导致的建安成本的增加，房企利润水平有所下降，盈利能力和运营效率稳中略降；此外，房企融资环境难有显著放松，在“五道红线”“两集中”等政策影响下，房企将加大借新偿旧力度，同时促进项目销售回款以降低债务杠杆，土地获取将更加谨慎，预计债务负担及保障程度将保持稳定。总体看，2021 年房企信用风险将保持稳定。

行业方面，政策端：五线两集控犀牛，熨平地产周期，确立地产融资长效机制，“一城一策+松紧结合+高频微调”或是促进地产行业稳步发展的重要方式；需求端：国内房地产长效机制趋势确定，预计 2021 年在置业人口触顶下滑、居民杠杆趋稳、棚改收官、抗全球通胀属性多重影响下，销售面积持平或微增，销售额增速为 6%左右；供给端：作为链接国内大循环的关键齿轮，地产开工及补库存积极，疫情缓解后开发投资累计增速回升，但预计 2021 年在融资受限导致建安及拿地支出放缓下，投资增速为 6.6%左右。

考虑到房企当前的信用风险表现，2021 年将主要重点关注城市布局不佳、土地储备质量差、财务杠杆过高或“高杠杆但非高周转”的房企。一方面，部分产业及人口支撑较弱的三四线城市，前期市场购买力透支叠加棚改货币化力度减弱，同时在疫情影响下，购房需求相对不足，销售增速及房价下行压力较大；另一方面，部分房企财务杠杆过高，但土地储备质量不佳，主要体现在拿地成本高、较难去化的商业和高端住宅占比大、项目周边配套不足、抵质押比重过高等，对项目回款产生较大影响，信用风险将有所上升。

声明

本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权力，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。