

中国房地产观察：利润率下滑长路漫漫

2021年3月31日

政策和市场因素继续抑制债务和毛利率增长

受评开发商年债务增速



年毛利率



我们预测房地产行业2022年毛利率将达到23.6%，较2018年中的高峰时期下降至少8个百分点



100个城市的住房用地成本约占每平方米销售价格**35%**。2010年为**19%**。



2020年新收购土地成本**可能跳升7%**，而销售价格涨幅仅**3%**。



逾70%的受评开发商的评级能够承受利润率较我们当前的预期进一步**下滑2个百分点**的情形。



70%的受评开发商通过公开土拍收购的土地占其总土储的**逾50%**。

资料来源：标普全球评级。
版权©2021 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

中国地产开发商的盈利能力下滑已不再是秘密。约三年前在这一趋势初见端倪之时，标普全球评级便给予高度重视。我们预计，未来两年房地产行业整体的毛利率将较2018年中的高峰时期下降至少8个百分点；2020-2022年期间毛利率一共下降5个百分点。

考虑到地产开发商面临政府调控政策和市场因素等的重重难关，我们认为毛利率仍有比我们的低预期更坏的风险。我们预计2021年中国住房销售将大致持平，而销售价格将出现5%或以内的降幅。但总销售面积的增长应能大致抵消价格的下降。

我们认为房地产行业有能力应对毛利率的进一步下行。在限制房企的财务杠杆和流动性的“三条红线”融资新规以及限制银行房地产贷款规模的“两条红线”政策之下（详见文末“相关研究”），未来几年开发商或将进行更为严格的债务管控。

根据我们的敏感度分析，逾70%的开发商的评级能够承受利润率较我们当前的预期进一步下滑2个百分点的情形；而利润率较我们当前的预期下滑5个百分点的极端情形（我们认为发生的可能性很低）将使逾50%的开发商的评级面临下调压力。

虽然行业整体利润形势不佳，但我们受评开发商之间的盈利能力却展现出较大差异。利润率正在成为一个越来越重要的区分指标。能够避免利润持续下滑的开发商无疑具备更大的优势。盈利能力的区别主要源自土地储备策略，例如除了价格较高的公开土地拍卖以外，企业是否还有其他拿地渠道。

政府近期出台的土地出让措政策或许能缓解整体的竞争态势，但对高质地块的竞争或将继续加剧。加之境内外融资环境收紧，基本面较弱的开发商或将陷入进退维谷的境地。

主分析师

邹宇轩, CFA
香港
+ 852 2532 8046
matthew.chow
@spglobal.com

陈令华, CFA, FRM
香港
+ 852 2533 3539
edward.chan
@spglobal.com

其他联系人

叶翱行
香港
+ 852 2533 3593
christopher.yip
@spglobal.com

研究助理

严芷筠
香港
锺嘉裕
香港

利润率下滑仍未见底

高线和低线城市的房地产利润率均在下滑，但原因有所不同。合约销售的平均售价一般无法追平近年来一直在上升的土地成本。开发商在预售项目的土地成本一般比以前更高，这有可能进一步压低利润率。

为了给房地产市场降温，政府已在许多大城市实行限价政策。这些城市的市场需求旺盛，二手房交易价格甚至高于期房价格。但即便土地成本持续上升，地产开发商仍须遵守政府规定的价格定位，因此我们注意到目前上海、杭州、南京等城市的一部分房地产项目几乎没有利润空间，或者利润率只有个百分点。

然而在远离主要经济圈的小城市，由于整体需求不振、经济增长疲软，以及开发商为收回投资而加速预售以抗衡流动性的日益紧张，开发商的盈利能力也在弱化。

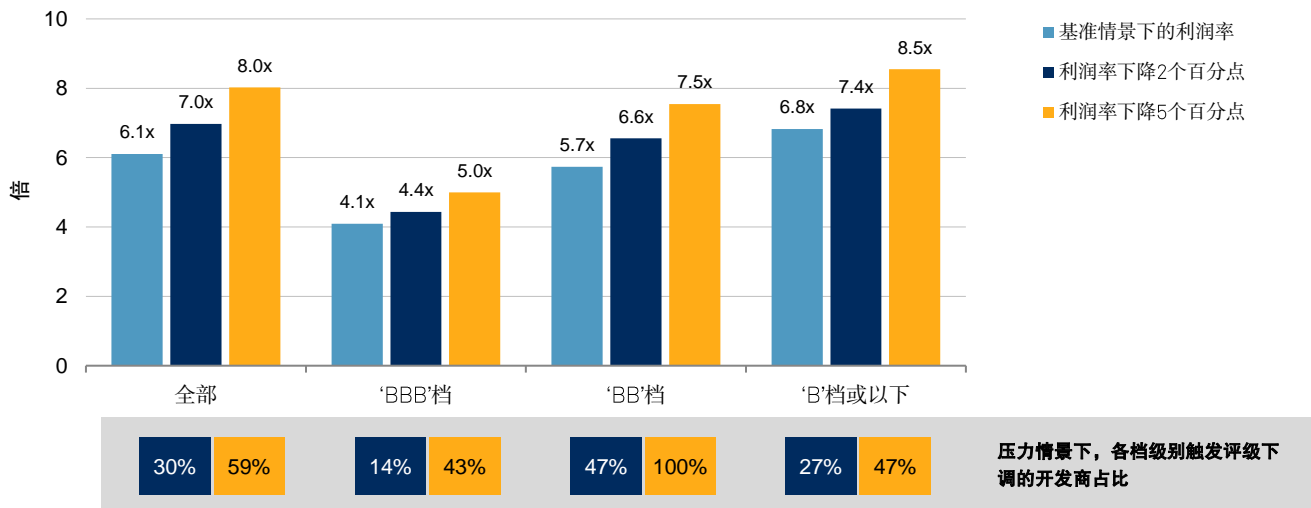
只要利润率没有大幅下滑，评级就尚有空间

鉴于政府已采取措施限制房地产行业融资，我们预计 2021-2022 年中国房地产行业的债务规模将只会增长 7%-8%。我们认为多数开发商至少已触及一条“红线”，所以通过合规途径举债的空间已不大。

图1

当前评级能够承受利润率的小幅下滑

各种压力情景下的债务对 EBITDA 比率平均水平



资料来源：标普全球评级。

版权©2021 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

如果利润率存在较我们的基准预测进一步下降的可能，那我们认为利润率下滑 2 个百分点的可能性更高。在我们的受评开发商中，评级为“B+”或以下的开发商由于现金流生成能力和财务管理能力较

弱，将更易受到利润率下滑的冲击。但从百分比的角度，“BB-”至“BB+”的开发商面临的评级下调压力最大，因为这些企业的财务空间较小，在此评级范围内面临的财务杠杆要求亦较高。

拿地渠道多样化将缓解部分压力

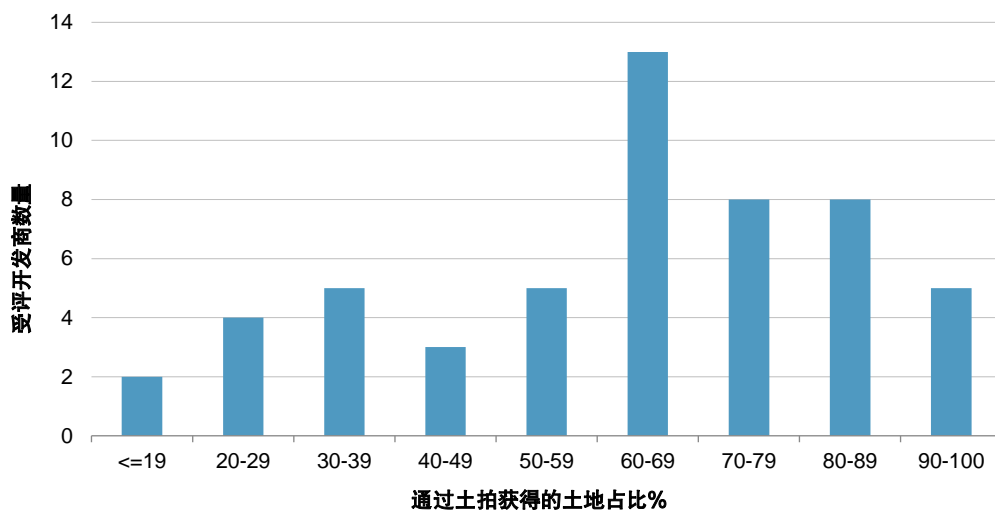
开发商盈利能力承压并非鲜事。一些开发商早已通过除公开土地拍卖之外的各种渠道获得土地来巩固盈利能力，如收购项目、与政府或其他企业合作、承接城市更新项目等。

2016-2020年，中国100大城市的公开土拍成交土地的平均成本除以房地产平均售价增至约35%，而2010-2014年期间仅为15%-20%。不过受评开发商现有土储的成本除以预期售价的比率则略低，平均为30%，原因可能是这些企业通过土拍获得的土地平均占总土储的约60%，意味着大部分开发商还有其他拿地渠道。

图2

多数受评开发商拿地渠道多样，但许多仍依赖土地拍卖

企业计划通过公开土拍获得的土地的占比



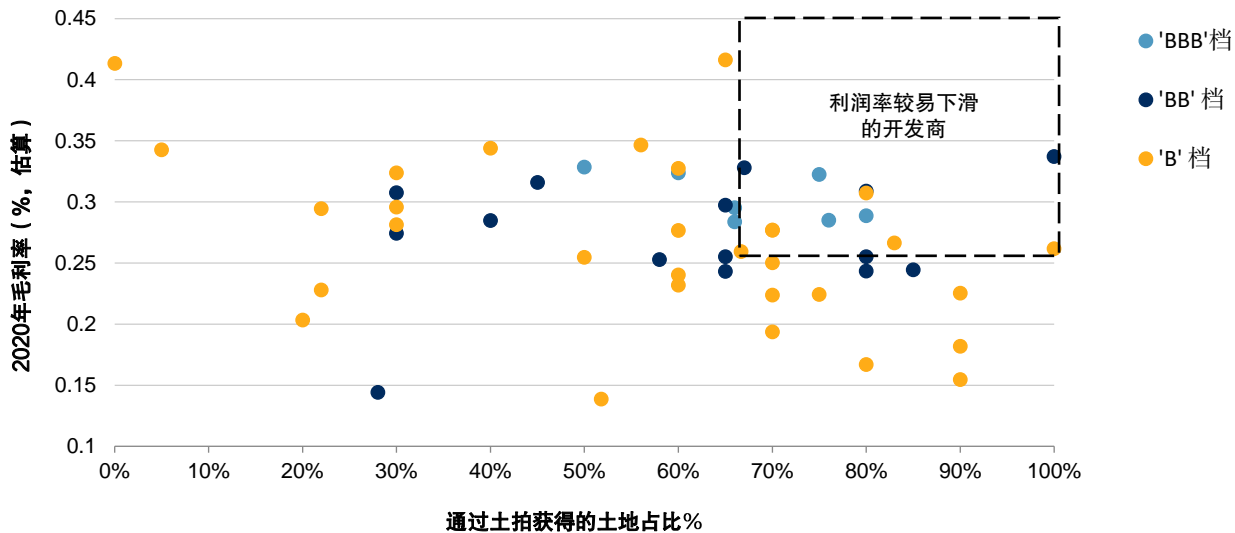
资料来源：标普全球评级，公司数据。

版权©2021 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

我们预计未来两至三年内，那些过去毛利率最高、但主要依赖土拍拿地的开发商将面临更严峻的利润率下滑。我们的受评开发商中有21%为此类企业（见图3）。这些企业通过土拍获得的土地占其总土储的2/3甚至更多。据我们估算，这些企业2020年的毛利率却高于我们全部受评开发商的平均毛利率（26%）。我们认为那些通过土拍获得的土地占比不到1/3的开发商的利润率将较为稳定。此类开发商数量也占我们全部受评开发商的21%。

图3

近 1/5 的受评开发商较易出现利润率下滑



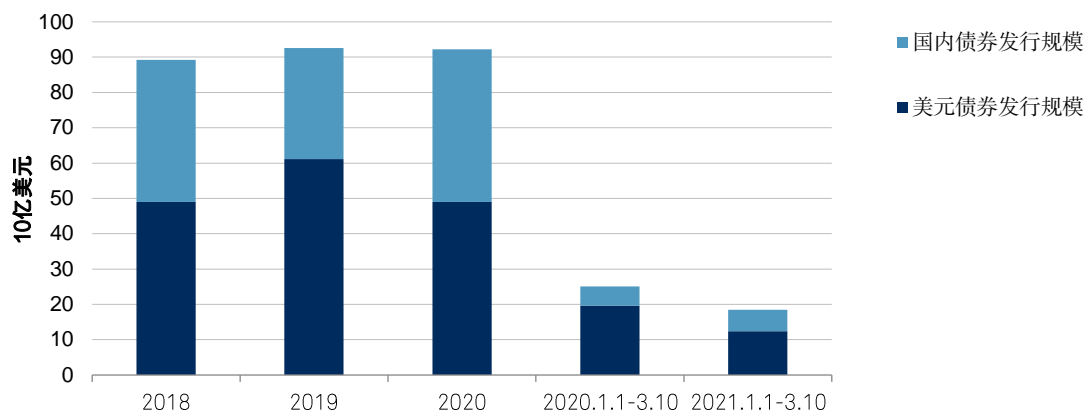
资料来源：标普全球评级、公司数据。
 版权©2021 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

融资环境对信用状况较弱的开发商不利

2021年1月1日至3月10日，受评开发商的境外发债规模从2020年同期的196亿美元降至124亿美元（见图4）。与2018-2020年相比，评级在“BBB-”至“BBB+”以及“BB-”至“BB+”区间的受评发行人所发债券的平均票息显著下滑。相形之下，评级为“B+”或以下发行人的债券票息与2018年的水平仍大致相当（见图5）。这表明，信用状况较弱的开发商的风险溢价并不似较强开发商出现同样幅度的下降。

图4

开发商的发债规模将随投资者风险偏好下降而趋缓



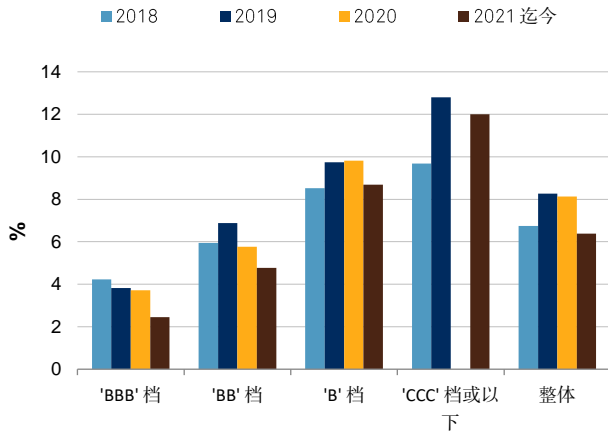
注：数据截止2021年3月10日。资料来源：彭博，WIND。
版权 © 2021 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

2021年1月1日至3月10日，国内发债规模小幅攀升至60亿美元，2020年同期为55亿美元。但我们认为这一发行势头可能不会持久。大型工业园区开发商华夏幸福（未授评）和较小型开发商重庆协信远创（未授评）发生违约，已导致国内市场大幅动荡，并可能在一段时间内令投资者的风险偏好受抑。

与境外所发债券的情况不同，所有评级区间的国内发行债券的平均票息小幅上升（见图6）。这也是由于融资条件从新冠疫情期间货币政策放松下的较宽松环境回归正常。2020年，一年期至五年期中国国债的收益率平均为2.2%-2.7%，而2021年1月1日至3月10日平均为2.6%-3%。

图5

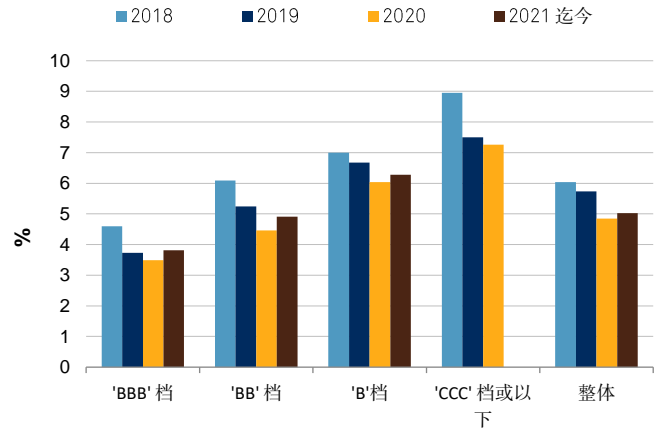
评级较高开发商的美元债平均票息有所下降
受评开发商美元债的平均票息



注：数据截止2021年3月10日。资料来源：彭博。
版权 © 2021 Standard & Poor's Financial Services LLC. 版权所有。

图6

国内债券的平均票息较 2020 年全线上扬
受评开发商国内债券的平均票息



注：数据截止2021年3月10日。资料来源：WIND。
版权 © 2021 Standard & Poor's Financial Services LLC. 版权所有。

新的土地出让政策能否挽救开发商的利润率？

新的土地出让政策及 2021 年土地供应的潜在增加可能有助于降低市场整体竞争。今年 2 月末，天津、郑州、青岛、济南四市宣布调整土地公开拍卖政策，今年全年将仅组织三轮土地出让，不会贯穿全年。

据媒体报道，另有 18 座城市（包括四座一线城市）可能出台类似政策（见下表）。这 22 座城市对中国土地市场非常重要，因为其 2020 年的土地成交量和成交额在全国 100 大城市中分别占到 39% 和 59%。媒体还报道，拟出台的政策可能要求国内主要城市 2021 年的土地供应量不得低于 2016-2020 年期间的平均土地成交规模。

表1

国内主要城市即将推出土地出让新政策

一线城市	北京、上海、广州、深圳
二线城市	南京、苏州、杭州、厦门、福州、重庆、成都、武汉、郑州、青岛、济南、合肥、长沙、沈阳、宁波、长春、天津、无锡

资料来源：标普全球评级，政府公告。

鉴于土地供应更趋于集中，我们认为即使是大型的开发商也更难获得所有最优质的土地。由于一些地方政府要求开发商在参与土地竞拍前缴纳保证金，因此开发商也面临着更高的营运资金要求。未来，开发商（甚至是头部开发商）可能会更多采用联合营模式以确保能够参与到优质项目当中。

尽管新的政策安排可能降低整体市场竞争，但恐怕难以降低市场对优质项目的需求。例如，2020 年深圳推出土地集中供应的初步举措（即仅在 3-6 月和 10-12 月两个时间段内进行土地出让）。但是，

深圳的土地市场热度一直不减，这可能为该市在未来带来更多的楼市降温政策。南京的楼市政策要求开发商在每次土地拍卖中只能购买一个地块，以给小型开发商留有购买机会。待相关政策配套细则出台后，这些市场或将受到重大影响。

内部现金流生成能力较弱——包括资产周转率低、销售去化率低以及现金回笼缓慢——的开发商在新规新政出台背景下可能显得缺乏竞争力。集中土地出让还可能导致项目集中推盘。由于购房者有更多选择，他们可能会更加注重楼盘的选址、质量和价格，这只能加剧开发商之间的强弱分化。

相关研究

- 房地产贷款集中度管理制度进一步压平销售增长预期，2021年1月7日
- 中国房地产观察：杠杆天花板考验开发商内功，2020年11月12日

本报告不构成评级行动。

中文版本系根据英文版本翻译，若与原文版本有任何分歧，概以英文版本为准。

阅读英文原文请点击：

<https://www.capitaliq.com/CIQDotNet/CreditResearch/SPResearch.aspx?articleId=&ArtObjectId=11896104&ArtRevId=3&sid=&sind=A&>

版权© 2021，Standard & Poor's Financial Services LLC（以下统称“标普”）。版权所有。

未经标普事先书面许可，严禁使用任何形式方式修改、反向推导、复制或散布上述内容（包括评级、信用相关分析和数据、估值、模型、软件或其它应用或产品）或其任何部分（以下统称“内容”），或将其存储于数据库或检索系统。内容不得用于任何非法目的或未经授权而使用。标普及任何第三方供应商及其董事、高管、股东、雇员或代理（以下统称“标普各方”）并未保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普各方不对任何错误或遗漏（无论成因），使用内容得到的结果，或用户输入任何数据的安全性或维护负责。内容系“按原样”提供。标普各方不作出任何和所有明示或默示的保证，包括但不限于对特定目的或用途的适销性或适用性的任何保证、对不存在故障、软件错误或缺陷的保证、对内容的功能性不受影响的保证，或对内容可在任何软件或硬件设置运营的保证。在任何情况下，标普各方不对任何一方使用内容而遭受的任何直接、间接、偶然性、惩戒性、补偿性、惩罚性、特定或事后损害、费用、开销、律师费或损失（包括但不限于收入损失或利润损失和机会成本）负责，即使被告知此类损害的可能性。

内容中的信用相关分析（包括评级）以及内容中的观点仅是当日所发表观点的陈述，并非事实的陈述，或对购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的推荐意见。标普不承担在以任何形式或方式出版内容后进行更新的义务。内容的使用者、其管理层、雇员、顾问和/或客户在作出投资决策和其它商业决策时不应依赖内容或将内容替代其能力、判断和经验。标普的观点和分析不针对任何证券的适用性。标普不承担“受托人”或投资顾问的职能。尽管标普从其认为可靠的来源获得信息，但不会对取得的信息进行审查和承担任何尽职调查或独立验证的义务。

出于特定监管目的，监管机构允许评级机构在一个司法辖区认可另一司法辖区发布的评级，标普保留随时且完全自主授予、撤销或暂停此类认可的权利。标普各方不承担因授予撤销或暂停上述认可而产生的任何责任，也不对任何声称因此而发生的损失负有义务。

标普将旗下各业务部门的活动分隔开，从而保证各部门活动的独立性和客观性。因此，标普的某个部门可能会掌握其他部门未获得的信息。标普已制定了政策和流程，以确保在每个分析过程中获取的非公开信息的保密性。

标普可就其评级和特定信用相关分析收取报酬（通常从发债人、承销商或债务人处收取）。标普保留公布其观点和分析的权利。标普在其下列网站上发布其公开评级和分析：www.standardandpoors.com（免费网站），及www.ratingsdirect.com和www.globalcreditportal.com（收费网站），及www.spcapitaliq.com（收费网站），及并可能通过其他渠道进行发布，包括通过标普出版物和第三方分销商。如希望了解更多关于标普信用评级收费的信息，请查阅www.standardandpoors.com/usratingsfees。

ANDARD & POOR'S、S&P 和 RATINGSDIRECT 是 Standard & Poor's Financial Services LLC 的注册商标。