

## 全年商品房销售额或将下滑 20%，房企信用拐点仍需等待

2022 年 5 月 31 日

### 要点

- 由于需求疲弱，我们预计 2022 年全年商品房销售额将下滑 15%-25%。房地产边际放松政策效果不明显以及过去几个月疫情的反复影响了房地产需求的回暖。
- 受到行业销售额下行的影响，我们认为房企将承受现金流规模萎缩和高杠杆的压力。再融资不畅的企业将仍然面临较大的流动性压力。
- 行业拐点到来的关键在于行业整体销售的恢复或民企再融资的回暖。不过我们认为，半年内民营房企的再融资压力很难整体化解。

分析师

张任远

北京

+86-10-6506 6028

renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

## 2022 年全国商品房销售额仍将面临很大压力

我们认为，由于需求疲弱，2022 年商品房销售额将面临较大的下行压力。较弱的需求主要受到两方面的影响，一方面是疫情的反复对经济发展和人员流动形成了较大的限制，受到部分核心城市封闭等影响，整体房地产市场的需求受到了一定的压制，而疫情中经济下行压力较大也导致购房者对未来信心较弱进而增加了储蓄；另一方面是前期出台的各类支持性政策的落地效果大幅不及预期。受到上述因素的影响，2022 年 1-4 月全国商品房销售额累计同比大幅下滑约 30%。

同时我们预计，未来不同能级城市之间的需求将出现更加明显的分化。得益于相对较好的经济、人口和人均财富水平，一二线城市和核心城市圈中的三线城市的房地产需求面临相对较小的下行压力，其他城市可能面临较大的压力。

基于当前的市场状况，作为国民经济中占有非常重要地位的行业，我们认为在“房住不炒”的总体原则下，政府将会继续出台相关促进房地产行业健康发展的政策，因此我们预计下半年商品房销售额相比于上半年将会有所起色，但复苏的时点可能会因政策落地的情况、疫情的发展和对未来价格预期的变化情况而形成较大的差异。因此，我们通过三种假设对 2022 年整体商品房销售额进行预测，不同情景的假设如下：

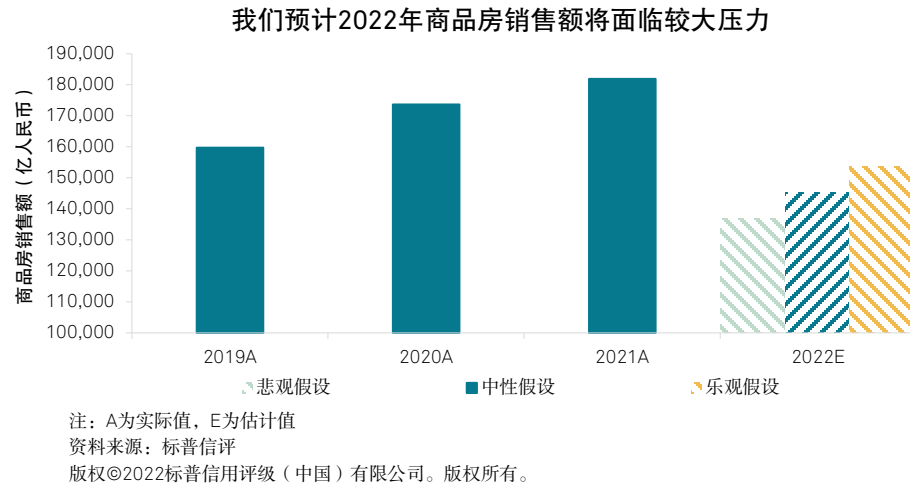
表1

### 不同情景的基本假设

情景	市场恢复的时点	恢复的程度	2022 年商品房销售额累计同比	可能性
中性假设	8 月	按照 2021 年同期销售情况恢复	下滑 20%	60%
乐观假设	7 月	按照 2021 年同期销售情况恢复	下滑 15%	20%
悲观假设	10 月	按照 2021 年同期销售情况恢复	下滑 25%	20%

我们预计，2022 年全国商品房销售额仍将面临较大压力，全国商品房销售额将出现 15%-25% 的下滑。在中性假设下，我们假定各地刺激需求的边际放松政策将在 8 月份开始对商品房销售产生正面推动作用，全国商品房销售额自 8 月份起将逐步小幅回暖，最终全国商品房销售额将出现约 20% 的下滑。而在乐观和悲观情景下，全国商品房销售额将出现 15% 和 25% 的下滑。

图1

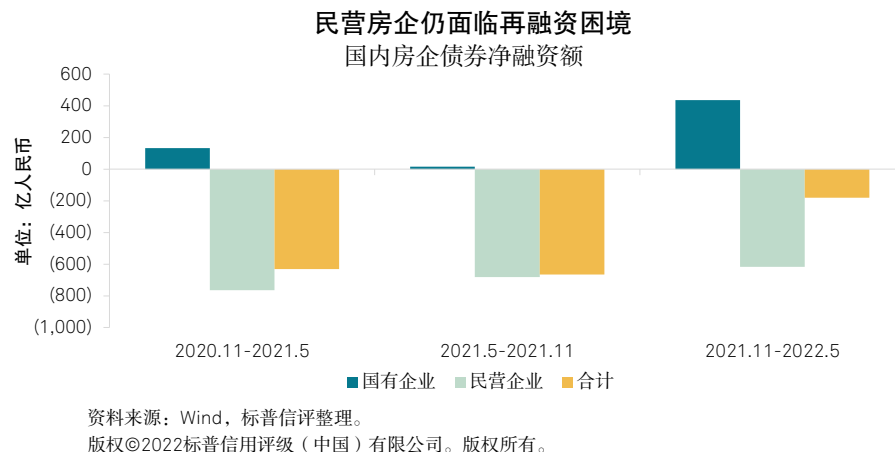


## 民营房企融资亟待恢复

受到需求疲软的影响，我们预计房地产开发企业的经营性现金流将会出现显著下滑，整体财务杠杆率将上升。在面对整体需求疲软时，融资端的回暖将是企业抵御行业下行的最好武器。如果再融资渠道通畅，则企业可以应对行业下行压力，企业杠杆可能升高，但仍可保持足够的经营韧性。我们认为，国有房企仍将承受销售下行、现金流萎缩的压力，但在再融资方面具备较大的优势，而民营房企则将面临现金流萎缩和再融资不畅的双重考验。

我们预计，民营房企再融资环境的恢复仍需要较长的时间，一方面是由于企业自身销售下行带来的基本面恶化，另一方面是因为金融机构由于前期民营房企信用风险事件产生的避险情绪不会快速的恢复。以债券融资为例，从 2020 年 11 月开始，行业整体债券融资呈现明显的净流出，总净融资额减少超过 1400 亿元。但结构方面却呈现了巨大的差异，近半年来整体净融资额缺口收窄的主要原因是国有企业融资增量较多，而民营房企始终步履维艰。从 2020 年 11 月开始至今，民营房企债券净融资额减少超过 2000 亿元。

图2



我们认为，政府会逐步出台政策改善民营房企的此种困境，监管选定 3 家示范房企开始批准多种产品组合的融资产品即是一个信号，反映了政府对于解决民营房企再融资问题的态度，但政策最终落地效果有待观察。

## 谁更具韧性？

综上，我们认为在需求疲软的影响下，房企将面临较大的销售下行压力，尤其是重点布局非核心城市的房企，其销售下行的幅度可能显著超过行业平均水平。受此影响，我们认为房企的杆杆率和财务风险均将普遍呈现上升趋势，民营房企将面临再融资不畅和经营性现金流萎缩的双重考验，再融资不畅的民营房企可能仍然会出现违约情况。

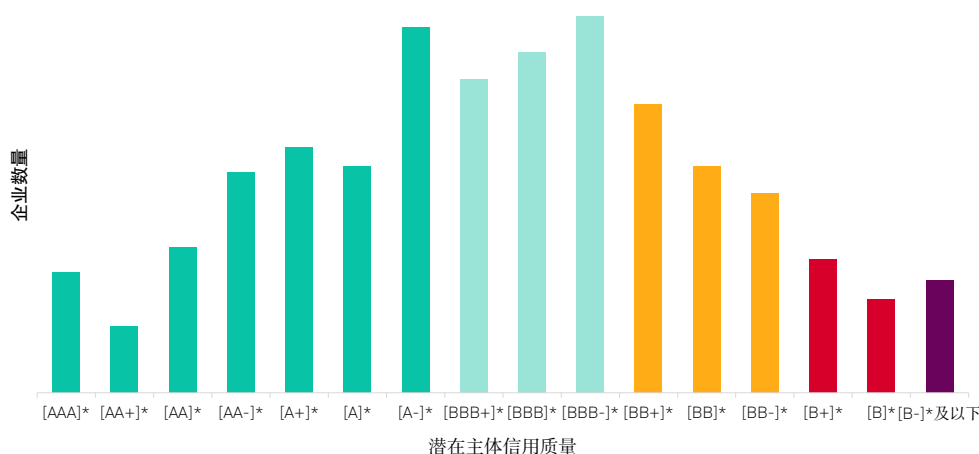
我们认为，当出现以下情况时行业可能会迎来一些转机，主要体现在：

- 销售出现行业性明显回暖；
- 金融机构对于房地产行业的审慎态度得到缓解，民企的再融资呈现明显的回暖；
- 预售资金监管政策得到优化，出险企业开始逐步归还利息甚至本金。

尽管行业面临极大挑战，违约频发，我们仍然认为还有很多民营房企更具信用韧性。他们或是具有审慎的财务管理，或是得益于较好的城市布局资产质量较高。即使在行业下行阶段，我们认为他们的信用质量依然坚挺。我们利用公开资料对典型民营房企进行了案头分析，并按照信用质量的稳定性分成了以下五类。同时，为了便于理解，我们也将约 1700 家样本企业的案头分析测试结果按照五类颜色进行了区分列示。

图3

约1700家样本企业潜在主体信用质量分布（包含约700家城投企业）



注：本报告中所呈现的潜在主体信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。标普信评未与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评审委员会加以审核与处理本报告所呈现的潜在信用质量分布。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为对任何企业最终评级结果的表示。BBB 为中位水平。颜色含义如下：

- 深绿色（aaa至a序列）：发行人偿债能力强，不需要持续关注；
- 浅绿色（bbb序列）：发行人两年内偿债风险较小，市场和行业发生重大变化时才需关注；
- 黄色（bb序列）：发行人信用质量稳定性较差，级别波动性较大，需持续关注；
- 红色（b+、b）：发行人偿债能力非常弱，信用质量有硬伤，有发生违约的可能性；
- 紫色（b-及以下）：濒临违约，或者从公开渠道发现非标债务，或债券已发生实质违约。

资料来源：标普信评

版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

表2

典型民营房企信用质量案头分析情况

深绿色 (aaa 至 a 序列): 发行人偿债能力强, 不需要持续关注	浅绿色 (bbb 序列): 发行人两年内偿债风险较小, 市场和行业发生重大变化时才需关注	黄色 (bb 序列): 发行人信用质量稳定性较差, 级别波动性较大, 需持续关注	红色 (b+, b): 发行人偿债能力非常弱, 信用质量有硬伤, 有发生违约的可能性	紫色 (b-及以下): 濒临违约, 或者从公开渠道发现非标债务或债券已发生实质违约
万科 龙湖集团	金地集团 杭州滨江 旭辉集团 碧桂园地产 复地集团 新城控股 远洋控股 上海豫园 仁恒置业 美的置业	新希望地产 中骏集团 大华集团 广西荣和 香江控股 瑞安地产 金辉置业	新湖中宝 合生创展 海伦堡 珠江投资 建业地产 德信中国 朗诗 绿景中国 融侨集团 重庆迪马 宝龙实业 时代控股	世茂 恒大集团 雅居乐 佳兆业 佳源创盛 佳源国际 华南城控股 四川蓝光 广州富力 景瑞控股 正荣地产 泰禾集团 花样年 荣盛地产 融信中国 融创中国 重庆协信 中南建设 金世旗 金科地产 合景泰富 阳光 100 龙光集团 奥园集团 华夏幸福 当代节能置业 新力地产

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/reportId=1\\_42512](https://www.yunbaogao.cn/report/index/reportId=1_42512)

