

这一次真的不一样了：不同的周期，不同的逻辑

2018—2021 年中资房企信用风险年鉴

序言

艾仁智 冯磊 高鹏

近日来，随着地产调控政策的不断加码和流动性的不断收紧，房地产企业经营环境和融资环境呈快速下滑状态，地产企业信用风险事件随之涌现，从最初的中小地产企业风险暴露到 2021 年 9 月恒大事件的爆发，境内外金融市场几乎一时哀鸿四起。为何在短时间内有如此之多的房地产企业出现信用风险事件？为何行业内企业信用水平分化如此明显？是地产行业周期到了拐点，还是外部政策的收紧引发的短期流动性紧张所致？诸如此类的问题，引起了行业内人士和众多投资者的深度思考。

联合资信在境内评级机构中所评地产企业家数占全市场地产发行人占比的大约 40.7%，其中服务于民营地产发行人占比最高，为 59.6%。联合资信在为地产债券发行人服务的同时，也与行业一道，见证了这个行业在发展过程中的跌宕起伏，用经济学术语表达为：地产周期。自 2007 年以来，地产行业大致经过了四轮周期，在 2015 年以前，前三次周期基本每 2~3 年左右、不超过 3 年，以短周期形式为主。从 2015 年 4 月开始以来至今，此轮周期持续时间超过 6 年。此次周期最大的特点是周期时间跨度明显拉长，从 2016 年 12 月进入下行阶段以来，周期一直持续至今尚未见底。我们的研究结果也表明，地产行业经过 20 余年的高速发展，近几年本身也步入了行业的下行发展阶段，这从地产企业近年来的净利润率表现就可以看出来。据我们对受评企业统计，从 2015—2020 年地产行业净利润率平均值分别为 11.99%、12.45%、13.84%、11.19%、12.22%和 6.24%；中位数则为 10.96%、10.56%、12.40%、12.79%、12.07%和 9.75%。根据库兹涅茨周期一般为期 15~25 年，考虑中国住房货币化改革之前的需求压抑，上升期应有适当延长，目前理论上本轮房地产大周期也应已到达顶点。此外，本轮周期尤其突出的是，周期对相关政策的敏感度更高。自 2016 年年底，中央经济工作会议首次提出“房子是用来住的，不是用来炒的”以来，围绕地产收紧的相关政策不断出台，其政策核心基本是紧紧围绕在土地一级开发、房地产二级开发和房产销售三个生产链环节的去杠杆展开的，其目的是降低地产企业多年来形成的“高杠杆、高负债”的地产金融特征。因此，从近年来的市场表现来看，在行业的不同发展时间轴上，发生信用风险的房地产企业呈现出不同特征。具体来看，在调控整体收紧并从需求端向融资端拓展的过程中，风险首先集中出现于产品业态不佳去化困难或盲目多元化、转型的中小型房企；随着对于非银机构融资端的压降和行业的销售尤其是三四线城市市场销售增长乏力，融资渠道及城市布局不佳的房地产企业陆续出现问题，且规模上开始出现大中型房企，体现了大中型房企的腾挪空间在缩小；房地产企业“三道红线”和银行“两条红线”分档管理政策出台后，加之行业的较快下行，

以高杠杆高周转为主要业务模式的房地产企业纷纷难以为继；而随着恒大事件的发酵，各利益方的风险偏好急剧降低，财务表现不透明及融资不规范的房地产企业被重新审视，融资渠道被进一步压缩，尤其是地产美元债融资渠道的收缩，大大加剧了地产企业的流动性紧张程度；叠加预售监管账户资金监管收紧，一时出现了多米诺骨牌效应的恐慌情绪。其实，据我们观察，这表象的背后，是地产行业明斯基时刻降临了，是今后地产商运营逻辑要发生变化的时期到了。从原来的高杠杆、高周转、以再融资现金流为主，到更加强化经营性现金流和产品的精细化；从房屋的预售制更多地转向较低杠杆的现房销售为主；从长期形成的快速回笼的经营策略，到以持有优质物业获取较为稳定的现金流作重要补充和构成的财务制度性安排的转变。总之，房地产企业的业务逻辑将发生重构，类金融属性将向制造业属性转化，高自有资金投入和现房或现房销售将成为行业主流。地产企业这一经营逻辑的实质转变，是在政策不断挤压下的一种被迫选择，但从长期来看，这也是迟早要做出的一种必然选择。对于行业内的企业而言，也不失为是一个破茧而出、凤凰涅槃的绝好机会。

展望 2022 年，地产企业站在国际政经局势大抉择的时代背景下，在国内经济结构面临转型的重要历史时期，有多少地产企业有穿越周期的能力？有多少地产企业的经营弹性能抵抗来自市场的震动？又有多少地产企业能以坚强的韧性，扛得住市场低迷的预期？杜牧在《阿房宫赋》叹息，“秦人不暇自哀，而后人哀之；后人哀之而不鉴之，亦使后人而复哀后人也。”风险事件已经发生，事后诸葛亮也于事无补，从已经发生的风险事件中能够得出一些规律，以规避重蹈覆辙，则是对企业家智慧和运气的挑战。正是基于以上的思考，联合资信工商地产团队推出了系列《2018—2021 年中资房企信用风险年鉴》的研究报告，此为序。希望我们的潜心研究，能够为行业内人员、研究人员、投资者等提供一些小小的观察视角和看法，以此仅供参考。

2022 年 1 月 24 日