



房地产行业深度研究：预售 资金监管影响几何



本篇报告通过整理汇总 33 个重点城市的预售资金监管规定，在分析监管现状的同时，定量测算不同情境下上市房企资金链的改善空间。

自由分化的预售资金监管体系

资金监管旨在完成保交楼使命。大部分城市预售资金监管的对象为商品房；预售资金监管范围包括定金、首付款、分期付款、一次性付款、商业贷款、住房公积金贷款等全部购房款；预售资金分为一般监管资金和重点监管资金。

各地监管标准和提取规则差异较大。样本城市预售资金监管口径可分为三类：以工程预算为基数上浮、总预售款的一定比例、按单位面积建安成本定额计算。在资金支取节点与比例方面，各城市根据工程进度控制重点监管资金最低留存比例或最高使用比例。

针对房企信用等级实行差异化监管。33 个重点城市中有 11 个明确允许“保函替代”，即可用银行出具的保函免除一定监管额度；10 个城市设立了信用关联机制，可下调优质信用企业部分或全部支取节点的监管资金留存比例。

监管新规有望提高资金使用灵活性。全国性商品房预售资金监督管理办法已于近日出台，办法明确了预售资金监管的基本标准。我们认为新标准接近现有监管规则下限，有望缓解此前监管基数和比例过高、提取节奏不合理的问题。

预售资金是无息杠杆的重要支点

金融供给侧改革，预售资金依赖度大幅提升。截止 2021Q3，样本房企预收款占无息负债比达 57.3%；无息负债杠杆达到 2.72 倍。2015-2018 年行业上行周期内预收款迅速扩张带动无息杠杆率上行；2018 年后行业开启金融供给侧改革，无息杠杆率整体平稳，维持历史高位。30%的预售资金监管导致经营杠杆下滑约 17%，权益乘数下滑约 11%。

监管边际放松影响几何短债端，预收短债比提升明显，小型房企短债覆盖率接近 1。截止 2021Q3，69 家样本房企整体的预收短债比即 “（预收款-应付款）/短债” 为 1.15 倍。龙头房企销售好覆盖率较高，中小型房企实际的短债偿付压力较大。敏感性分析结果显示，预售资金监管放松对预收短债比提升明显，中小房企虽然改善幅度不及龙头房企，但是经调整的预收短债比逐渐接近甚至超过 100%，表明预收款的放松有望弥补当前非常紧张的现金流缺口，即现金短债比不足 100%的关键部分。

有息债务层面，龙头公司更具投资主动性。截止 2021Q3，在 30%预售资金监管比例下，69 家样本房企整体 “（预收款-应付款）/有息负债” 为 0.35 倍；房企整体的预收款对有息债务覆盖率并不高。敏感性分析结果显示，预售资金放松使房企有息偿债能力能获得较大提升，龙头房企将更具债务和投资主动性。

把握政策结构性宽松的 beta 与收并购的 alpha。我们认为，本轮预售监管政策的边际放松有助于自上而下缓解当前地方层面的流动性危机，弥

补中小房企短期偿债缺口，避免行业信用风险的蔓延；同时为头部房企释放更多资金空间，推动行业投资拿地预期的良性复苏。后续可以期待政策结构性宽松的 beta 与收并购的 alpha。持续推荐：1) 优质成长：金科股份、新城控股、旭辉控股等；2) 优质龙头：金地集团、保利发展、万科 A、龙湖集团、招商蛇口等；3) 优质物管：碧桂园服务、绿城服务、招商积余、保利物业、旭辉永升等

风险提示：行业信用风险蔓延；行业销售下行；调控政策超预期；部分测算基于一定前提假设，存在主观测算偏差风险

关键词：供给侧改革

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_37492

