

融资调控下的房企信用演化路线图

2019 年 9 月 18 日

要点

- 7 月末前后面向金融业的监管政策，将迫使房地产行业整体放慢扩张步伐。
- 未来 6 到 12 个月，五类房地产开发企业的信用质量很可能呈现出不同的演化方向。

中国房地产开发行业面临的政策压力正在稳步增加。监管层持续加强房地产市场资金管控，推进金融系统的信贷结构调整。标普信评预计，这将使未来几个月房地产开发企业以银行贷款为主的外部资金来源增速明显下降，带动全年包括销售回款在内的总体资金来源增长大幅放缓。

资金来源限制了开发商的扩张条件，而盈利前景也不足以提供高速扩张的理由。我们预计，未来 6 到 12 个月部分开发企业将放慢开发投资和举借债务的节奏，甚至腾出部分资金用于偿还到期债务，从而降低表内债务水平。杠杆高、盈利能力弱的企业放慢开发投资和借债的表现得尤其明显。

但是，杠杆低、盈利能力强的企业反倒有条件趁势扩张，在可控的杠杆范围内扩大业务规模和地域覆盖，增强其市场地位和竞争力。

本文对拥有存续境内债券的 104 家可比房企进行聚类分析，识别出五类房企的不同信用演化路径。

分析师

刘晓亮

北京

010-65166040

xiaoliang.liu

@spgchinaratings.cn

钟晓玲

北京

010-65166051

may.zhong

@spgchinaratings.cn

政策收紧资金来源

我们认为，在近一两个月以及未来几个月可预期的调控政策的影响下，金融系统流入房地产行业资金的增速有可能停止回升步伐。2019 年前 8 个月，国家统计局口径房企资金来源中的国内贷款部分同比增长 9.8%，去年全年呈现为下降 4.9%。

政治局会议定调前后，与房地产融资相关的政策信号和具体措施密集出炉，不仅姿态严厉，落实力度也很强。中国人民银行在 7 月末指出房地产行业占用信贷资源依然较多，要求银行控制房地产贷款投放，转而加强对经济社会发展重点领域和薄弱环节的信贷支持。紧接着，中国银行保险监督管理委员会在 32 个城市展开银行房地产业务专项检查，严厉查处各种将资金通过挪用、转道等方式流入房地产行业的违法违规行为。

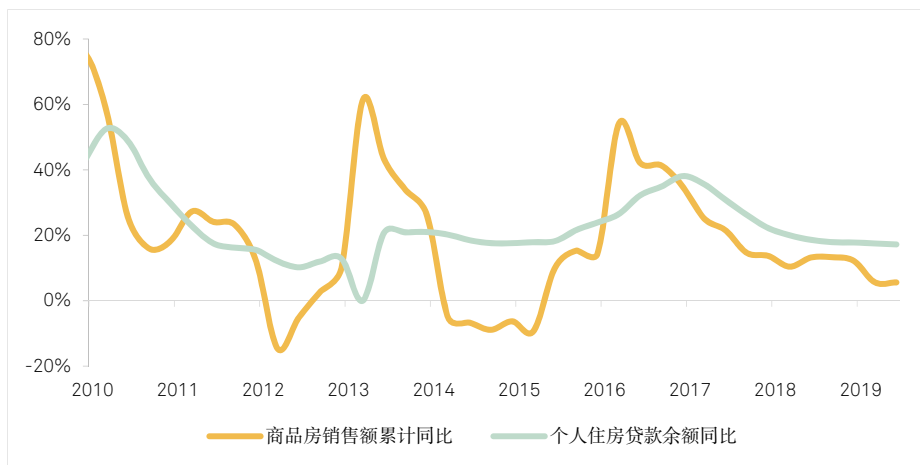
除银行信贷以外，外部资金来源中的信托资金等渠道也受到严格控制。银保监会通过约谈警示的方式要求多家信托公司控制房地产业务发展增速，并将加强房地产信托合规管理和风险控制列为下半年监管重点。

我们认为，在业务端的调控压力之下，销售回款也很难支撑开发企业加快扩张。受调控政策影响，2019 年前 8 个月全国商品房销售面积同比下降 0.6%，增速较去年同期下降 4.6 个百分点；商品房销售额在房价上涨提振下，增长 6.7%，但增速较去年同期仍回落 7.8 个百分点。我们认为全年销售额增速应该在 5%到 10%之间，较 2018 年 12.2%的增速明显回落。

我们预计，贷款市场报价利率（LPR）改革不会起到刺激房企销售的作用。8 月份，央行将房地产按揭贷款利率与 LPR 挂钩。我们认为，按揭贷款利率主要受信贷额度调控和各地房地产调控政策的指导，未来仍将保持基本稳定，甚至可能略有上升。

图 1

按揭贷款影响房企销售回款



数据来源：国家统计局。

版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

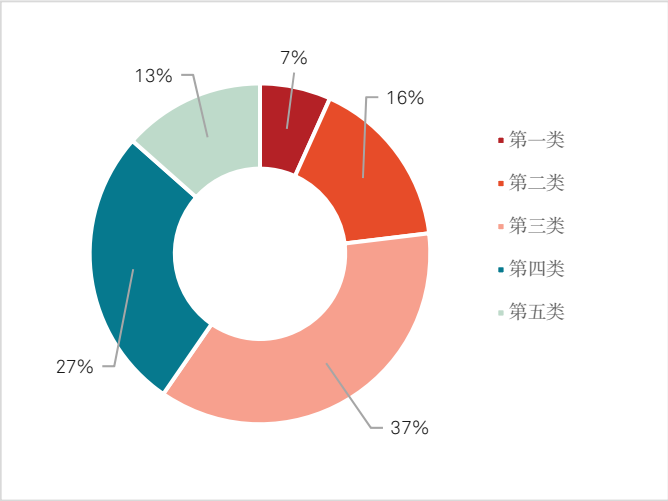
因此标普信评认为，未来几个月房地产开发企业的总体资金来源增速将大幅放缓。在这样一个总体背景下，房企因自身条件的不同，将呈现出各不相同的信用演化方向。

五类企业的不同演化路径

标普信评利用存货充足性、现金充足性、剔除预收账款后的资产负债率及过近三年投入资本回报率这四个指标，对境内有存续债券且已公布 2019 年半年报数据的 104 家房地产开发企业进行了聚类分析。我们将这些房地产开发企业分为五类，并认为它们在行业融资环境收紧的环境下将呈现出不同的信用演化方向。我们没有考虑企业在行业下行时的一些自救行为。

图 2

五类企业在样本房企中的数量占比

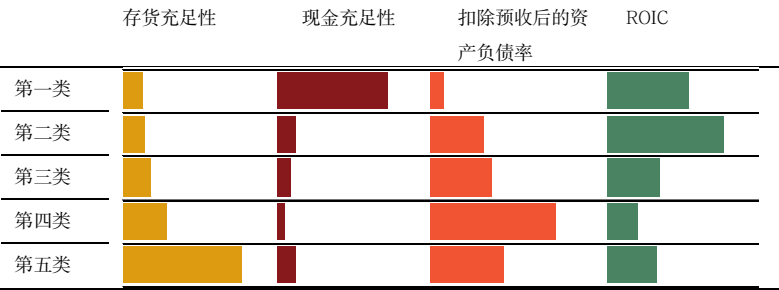


数据来源：标普信评。

版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图 3

五类企业的财务特征



注：存货充足性=期末可售存货/年度（或年化）现金销售回款，体现可售存货对销售的支撑能力。现金充足性=期末现金/一年内的借款及债券，体现现金类资产对企业短期支付义务的覆盖程度。剔除预收账款后的资产负债率=扣除预收的总债务/扣除预收的总资产。投入资本回报率（ROIC）为过去三年的加权平均值，体现经营效率和盈利能力。数据来源：标普信评。

版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

第一类：能够在调控环境下提高竞争地位，同时维持可控的财务风险，从而提升信用水平。它们具备充足的资金，盈利能力很强同时负债水平相对较低。我们相信此类企业有能力在其他企业放缓扩张甚至需要外部资金支持的时候，借助充足的现金储备和较大的举债空间收购土地和项目，扩大业务规模。另一方面，其 ROIC 足以覆盖融资成本，适度举债能够有效推升其 EBITDA 规模，使得业务扩大的同时，以全部债务/EBITDA 度量的财务杠杆依然维持在相对较低的水平。

第二类：有能力维持或加强竞争地位，但能否控制财务风险将成为影响信用变化方向的关键。此类企业存货周转率较高，现金充足性一般，需要依靠融资获得发展所需的资金。但其资本回报率很高，能够承受债务扩张的成本，因此在当前的行业调控环境下仍能获得融资支持其发展。这类企业中有一些是全国性大型房地产开发企业，其经营稳健、融资渠道畅通、融资成本低，在合理控制负债水平的情况下，我们相信它们有能力维持或加强竞争力。但相比第一类企业，第二类企业资产负债率相对较高，所以负债水平的变化以及由此带来的融资成本上升值得注意。

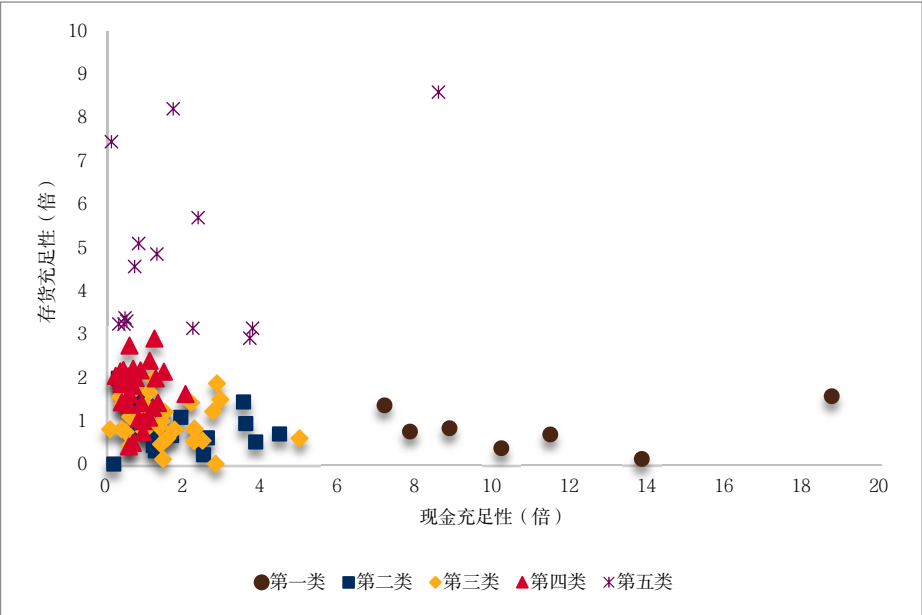
第三类：是否放缓扩张速度决定信用质量维持还是恶化。这类企业包含较多区域和中型地产龙头，这些企业近年来以快速周转的方式取得较快的销售增长，负债率较高，但盈利能力一般。在当前调控环境下，它们或将逐步感受到融资成本和融资难度的上升。如果此类企业顺应行业形势，放缓扩张步伐、提升经营质量，并且腾出部分资金用于偿还到期债务，逐步降低负债水平，则有可能维持其信用水平。但如果延续快速扩张的策略，则其融资成本很可能明显上升，并侵蚀其盈利能力和现金流，导致财务杠杆升高。

第四类：信用质量可能下降。此类房企历史上高度依赖负债扩张，整体经营质量一般，资产回报率一般。由于债务高企，融资收紧有可能影响其再融资能力。加之这些企业在手的存货规模一般，现金充裕程度低，可供偿还债务的资源有限，未来可能在偿债方面面临一定挑战。我们认为，项目层面的股权合作或者变现，可能成为这类企业应对融资压力的方式之一，但由此带来的业务规模的下降将降低其市场竞争力。此外，由于融资成本超过资本回报率，继续扩大融资也无异于饮鸩止渴。不过，我们也注意到此类企业中有一部分地方国有房地产开发企业，这些企业与当地银行的关系良好，融资渠道较为通畅，因此短期内违约风险不大。

第五类：充足存货有利于维持业务规模。对这类企业而言，由于存货规模很大，即使融资收紧导致其被迫放慢举债扩张步伐，未来它们也可以通过加快存货去化维持其业务规模和竞争力。但由于债务规模也已经在较高的水平，我们认为这类企业很难通过扩大融资支持业务扩张的方式来提升信用水平。降低负债水平、改善财务状况，才是提升信用水平的有效途径。同时也需要看到，这些企业的存货之所以充足，可能是因为历史上存货质量一般导致去化困难，或者销售能力偏弱。因此，改善经营效率也可以成为提升信用水平的一个途径。

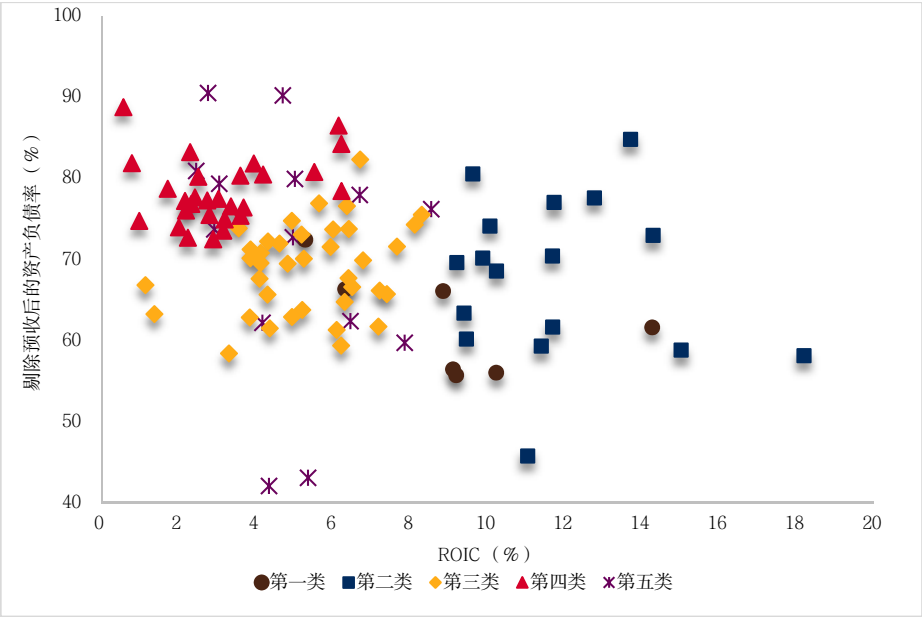
图 4

五类企业的指标分布（一）



数据来源：标普信评。
版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图 5
五类企业的指标分布（二）



数据来源：标普信评。
版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

本报告不构成评级行动。

©版权所有 2019 标普信用评级（中国）有限公司 保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括但不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该类机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。