

FAQ：房地产企业密集违约影响几何？

2021 年 10 月 14 日

近期多家房地产企业出现违约，房地产市场波动较大，投资者也出现了各种各样的疑问。“房地产企业密集违约的核心原因是什么？”、“房地产调控是否会转向？”、“是否会波及其他行业？”……面对这些疑问，我们就投资者最关心的一些问题进行了如下的分析和答疑。

1、近期房地产企业连续出现信用风险事件，核心的原因是什么？

我们认为，近期房地产企业信用风险事件的发生，主要由于企业过往的经营模式无法适应新的行业发展逻辑。我们认为房地产行业的监管逻辑已经发生变化，由需求侧监管向供给侧和需求侧调控并重转变。在此转变过程中，以融资端监管为主的房地产长效机制起到了关键的作用。

过去十几年来，中国房地产行业快速蓬勃发展，尽管期间经过几轮调控，但行业整体向上的格局并没有发生改变。在这样的行业环境下，高杠杆带来的财务风险总可以被更高的销售额缓释，而更高的销售额可以实现更大的企业规模，进而强化再融资能力，因此高周转高杠杆逐渐成为主流的经营模式。

但是，我们认为，这一模式在新的监管环境下遇到了明显的困难，这主要表现为销售规模和再融资能力之间的正反馈被打断，杠杆率过高踩红线的企业不论销售规模大小均面临再融资困难，高杠杆需要的持续再融资难以为继。同时由于下半年销售情况欠佳，导致销售回款低于企业的预期，因此部分高杠杆高周转的企业出现流动性危机。

2、密集的违约事件对行业有哪些影响？

我们认为，房地产企业密集违约对行业未来的影响可能主要体现在再融资、经营效率以及投资强度三方面。

第一，房地产企业的整体再融资压力可能加大。这一方面来自于供给端政策调整带来的再融资规模的下降，另一方面是由于密集违约导致金融机构对行业产生疑虑并采取避险策略。

第二，房地产企业的经营效率可能下降。这一方面是由于资金压力导致项目达到预售的时间拖后，另一方面是因为银行按揭放款时间拉长导致企业销售资金回笼放缓。

第三，行业整体的投资规模增速可能承压。投资规模可能主要由建安支出支撑。当前市场再融资空间有限，在“保交付”的基调下，房地产开发商可能优先推进建安保障交房。但由于再融资环境不佳，土地价格高企，利润空间收窄，同时面临政策监管拿地收入比例，土地购置开支增速可能明显下降甚至负增长。

3、后续行业调控政策和金融调控政策是否会转向？标普信评认为未来行业调控政策将会如何演化？

我们认为行业调控政策全面转向的可能性非常低。当前房地产调控取得了很好的成果，流入房地产行业的金融资源增速明显下降。更为重要的是，经过长达五年的持续调控，市场参与方的预期均已发生变化，这是十分来之不易的。

分析师

刘晓亮

北京

+86-10-6516 6040

xiaoliang.liu@spgchinaratings.cn

张任远

北京

+86-10-6516 6028

renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

王雷

北京

+86-10-6516 6038

lei.wang@spgchinaratings.cn

但是，我们认为在房地产企业连续出现信用风险之后，各地的房地产调控政策可能获得更大的灵活性。在坚持整体偏紧的融资监管的前提下，需求端可能有一些更加温和的政策出台。我们认为这也符合中央稳房价、稳地价、稳预期的整体调控思路。

特别需要指出的是，我们预期未来政策对预售资金的监管力度将会加大，对属地内房地产项目公司的管理也会加强。

4、大型房地产企业违约处置过程会是怎样的？对今后的房地产企业债券的违约处置有什么借鉴意义？

我们认为大型房地产企业违约后的处置过程可能复杂冗长。这主要和企业规模和项目数量有关。大型房地产企业资产体量大，分布广泛，很难由单一同业公司整体承接违约企业的所有资产和债务，需要多家企业参与甚至政府协调。

此外，我们认为大型房地产企业的违约处置会聚焦“保交付”，地方政府和当地金融机构将会深度参与。这种分而治之的处置思路有利于将风险控制在局部范围内，从而避免出现系统性的行业风险和金融风险。

最后，我们认为由于“保交付”优先，加之银行等金融机构持有的有担保债权可能获得相对优先的偿付，债券持有人在违约之后的回收率可能比较低。

5、未来房地产企业的信用质量将如何演化？

我们认为，在当前需求侧和供给侧融资的共同调控下，短期内房地产行业面临阵痛期。我们认为当前的调控政策，长期而言有利于房地产行业的健康发展，但短期内行业则出现“阵痛期”。在这个过程中，房地产企业的信用质量将加速分化，行业出清的过程中，整合步伐或将加速，行业集中度将有所提升。

我们认为，信用质量可能继续恶化的房地产企业或将具有如下特征：

- 高度依赖高杠杆高周转模式的企业，尤其是那些在短时间内快速事件销售规模大幅增长、目前布局全国的企业，可能很快暴露流动性风险；
- 存货不足或者土储主要分布在低线城市的企业。由于再融资空间整体收缩，这些企业后续补充优质库存的机会很少，长期发展堪忧；
- 母公司层面流动性不足的企业。在预售资金监管加强的环境下，母公司层面的财务风险或将显著提升。

当前行业环境对具有如下特征的房地产企业或将更为有利：

- 再融资渠道通畅的企业，主要以地方国有或者央企房地产公司为典型；
- 存货质量良好，历史上发展较为稳健，再融资空间较大的民营企业。

6、房地产企业违约对关联行业的影响如何？风险是否会外溢到上下游行业？

与房地产高度关联的典型行业包括建筑工程施工、建筑材料、家用电器等。

建筑工程施工：我们认为，房地产企业的违约事件对于建筑工程施工整体行业的影响有限。这一方面是由于整体建筑工程施工行业的体量庞大，从业企业众多，市场相对分散。从市场体量来说基建和房建工程构成建筑产业的主要来源，其中基建投资的规模远大于房建，而“保交付”的大环境一定程度上为房地产建安投资提供一定的支撑。另一方面，建筑行业两极分化严重，大型建筑企业对于单一客户的集中度较低，一般情况下受单一客户的影响相对有限。

但是，我们认为，部分建筑行业尾部企业的客户集中度较高，历史上回款效率较低，“两金”¹压占时间较长。我们认为，有两类建工企业可能面临较大的风险压力，第一类是“两金”回收期较慢的企业，这些企业无论其客户是否集中在风险房地产企业，经营效率均较差，营运资金由于“两金”回收过慢持续流出。另一类企业是和房地产混业经营深度绑定的建工企业，这些企业或者是由于市场竞争力较弱因此客户集中度较高，或者是作为集团内房地产企业的融资垫资渠道。

建筑材料：我们认为，房地产企业的违约事件对于建筑材料相关行业的影响有限。从供需端看，部分资金紧张的房地产项目开工放缓，可能会影响钢铁、铝合金、水泥、玻璃等建筑材料的需求，但由于“双碳”、“能耗双控”等政策的影响，这些行业的供给偏紧张。我们预计，这些行业的企业仍将保持较好的盈利水平，大部分产品价格仍会保持在比较高的水平，如钢铁、铝和水泥，只有玻璃的价格可能出现一定回落。从回款看，资金紧张的房地产企业对供应商回款将有所放缓，但钢铁和电解铝企业下游较为分散，对房地产行业的集中度较低；水泥和玻璃企业的下游当中房地产企业较多，可能受到一定影响，造成营运资金的上升，但由于对单一企业的集中度并不高，所以受到的影响比较有限。

家用电器：我们认为，随着下游房地产整体投资增速的放缓，未来家电行业的增速可能会面临一定的压力，尤其是置换需求小的家电，受到房地产规模增长放缓的影响将会更大。

7、土地市场的前景如何？标普信评认为未来土地价格和土地出让金总额会如何变化？

我们认为，参与土地一级市场拿地的企业集中度可能会快速提升。央企集团下属房地产企业、地方国企和融资空间较大的民营开发企业将成为重点城市土地一级市场的主力军。

但是，在当前销售不景气、融资偏紧的情况下，房地产企业整体上对土地的需求或将减弱，土地价格很难快速上涨，土地出让金总体规模可能承压。我们认为，由于土地出让与地方政府财政息息相关，一旦整体土地出让金出现明显的下滑，政策可能会对调控提供一些灵活度，给予房地产企业更大空间促进销售回款以保证正常的经营循环。

8、标普信评认为房地产行业的变化对城投企业信用水平有何影响？

我们认为，土地出让收入承压有可能会加剧城投企业信用水平的分化。土地出让收入是地方政府重要的收入来源之一，但是在当前地产销售不景气、融资偏紧的情况下，房地产企业整体上对土地的需求或将减弱，造成土地出让金总体规模承压。我们预计，在此背景下，地方政府对不同层级的城投企业的支持能力可能会出现更显著的差异，从而导致城投企业信用质量进一步分化。

我们预计，部分低层级城投企业的信用状况有可能下降，这些城投企业所在地区的一般公共预算平衡能力较弱，对土地财政依赖程度较高。另一方面，即使对土地财政依赖程度较高，但一般公共预算平衡能力较强、经济发达的地区的地方政府依然有足够的韧性应对土地收入的下滑。

本报告不构成评级行动。

¹ 建筑企业“两金”指工程量已结算但未收回的应收账款，和已完工未结算的工程量（合同资产）。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2021 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（包括且不限于收入损失、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。