

“大而不倒”成为历史？

--33 家千亿规模房企信用质量不一

2021 年 10 月 19 日

标普信评认为，目前房地产开发行业的监管思路已从侧重需求侧管理转变为供给侧和需求侧兼顾，这或将推动房企经营思路 and 经营模式的转变。我们认为，随着房地产调控长效机制的落实，未来那些采用审慎扩张的经营策略并能较好平衡机会和风险的房企，将比依赖高杠杆、快周转实现规模优势的房企获得更为有利的竞争地位。

本文中，我们选取 33 家销售金额超过 1,000 亿元的规模房企作为样本进行分析，发现这些房企的信用质量呈现明显差异。

新的监管环境下，房企更加注重经营质量

我们认为，对于房企经营和融资行为的供给端监管将改变行业的经营模式。2016 年之前，中国的房地产市场经历了快速发展的时期，房地产开发行业资金宽裕且来源广泛，产品供不应求。政府调控的目标是房价涨幅，调控手段集中于提高购房门槛、调整贷款首付比例、限制二手房交易等需求端的控制措施。在这样的行业和监管环境下，强大的销售能力成为驱动房企扩大规模、抵御行业风险的重要手段。通过踩准市场节奏、大量囤积土地、扩大销售规模，房企的再融资能力进一步提升，规模和再融资能力实现正反馈。因此，在当时以需求端监管为主导的情况下，维持较大的业务规模是业务状况的重要体现。

但是，始于 2016 年的本轮行业调控逐步建立了供给侧立体监管体系，未来房地产行业的经营模式将转变为“发展”与“风险控制”相平衡，稳健的投资策略与规模优势同样重要。自近年来有关部门开始监管房地产行业的信托、美元债融资，至 2020 年推出“三道红线”¹，再到后续房地产贷款集中度管理、加强销售资金监管等诸多政策的出台，房地产行业已经逐步形成了供给侧立体监管体系。新的监管模式下，业务规模对再融资便利的正反馈被打断，再融资能力更多的与企业存量杠杆率而非企业规模相关；相反，前期投入过于激进且杠杆率过高的房企，还会因为触发监管红线而陷入再融资困局。2020 年开始，蓝光、恒大等规模房企出现风险事件，进一步说明了房地产企业并非“大而不倒”。

分析师

王瑾

北京

+86-10-6516 6034

Jin.wang@spgchinaratings.cn

黄臻，CFA，FRM

北京

+86-10-6516 6032

Zhen.huang@spgchinaratings.cn

张任远

北京

+86-10-6516 6028

Ren yuan.zhang@spgchinaratings.cn

刘晓亮，CFA

北京

+86-10-6516 6040

Xiaoliang.liu@spgchinaratings.cn

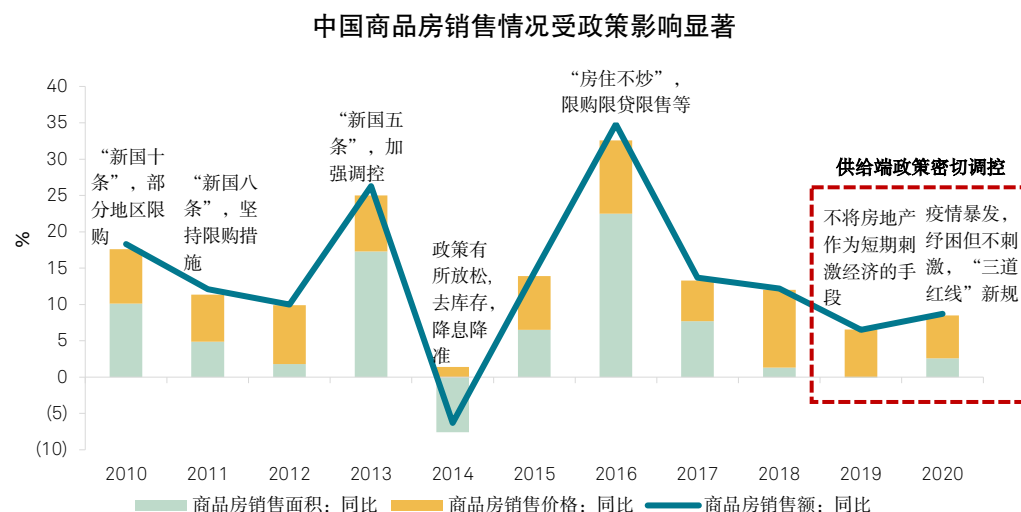
¹ 本文中“三道红线”指标采用如下计算公式：

净负债率 = (带息债务 - 货币资金) / 所有者权益

现金短期债务比 = 货币资金 / 短期债务

扣除预收后的资产负债率 = (总负债 - 合同负债和预收账款) / (总资产 - 合同负债和预收账款)

图1



资料来源：国家统计局，公开资料，标普信评整理。
 版权©2021标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

谁“大而不强”？

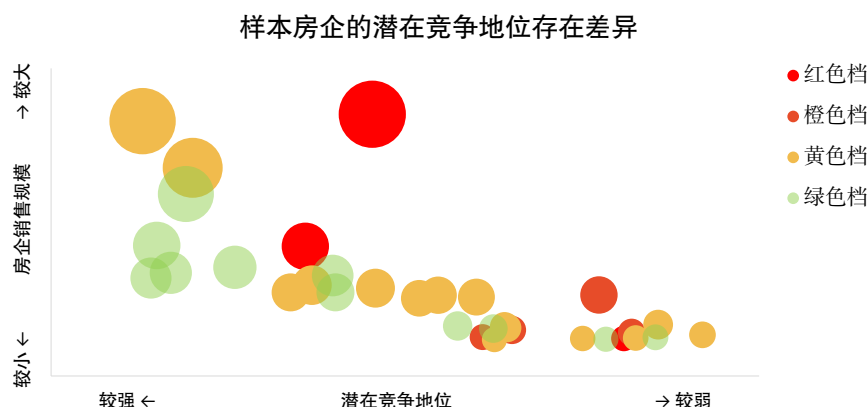
我们认为，样本中的 33 家规模房企虽然销售规模行业领先，但并非都是“大而强”，他们的竞争地位存在显著的差异。

我们在衡量房企竞争地位的时候，除了规模和市场占有率，还考虑如下因素：

- 能够根据行业变化提出有效可行的经营策略，并能够通过战略执行转化为经营成果；
- 过往经营审慎，可以平衡发展和风险管理，有序扩张规模；
- 具有成熟的销售流程和方案，能够有效推广并实现销售，销售回款能力强；
- 土储质量高，土储多在去化较好的相对高能级城市，有能力不断补充高质量的土地储备；
- 得益于过往审慎经营，公司拥有较高的再融资空间，可以持续助推业务发展。
- 费用水平具有竞争力，成本控制能力强。

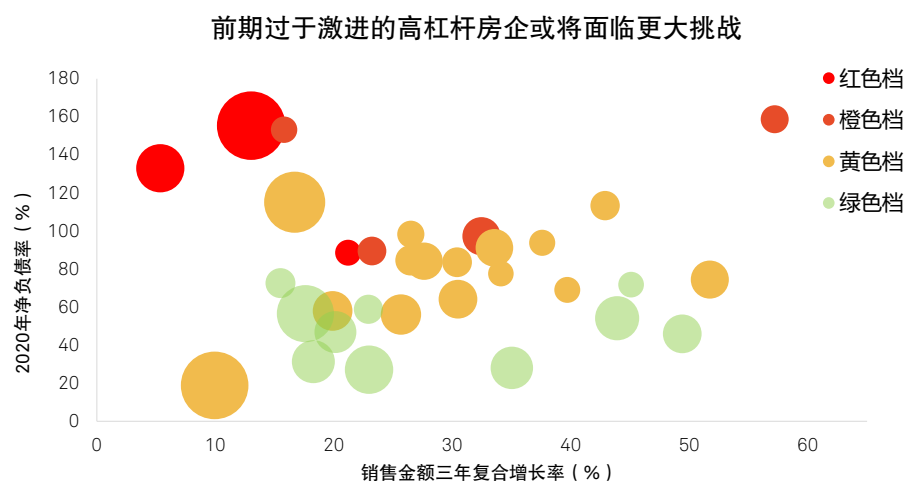
如下图所示，虽然处于左边的部分房企不及处于中部的某些房企规模大，但是我们认为，从信用的角度，他们的竞争地位反而更强。这主要是考虑这些房企能够采取更审慎的经营策略，维持合理的规模并拥有优质的土储，依靠其很强的销售管理能力持续推动销售增长，进而拥有更强的竞争地位。

图2



标普信评认为，在监管逐渐加大供给侧调控力度的情况下，过往激进拿地进行规模扩张导致高杠杆的房企或将面临更大的挑战。这主要是由于在当前偏紧的融资环境下，高杠杆房企很难继续借助再融资维持资金滚动，可能催化信用风险事件的发酵。同时，降负债去杠杆成为这些房企的首要任务，资金困局使得业务后续发展受限，进而影响企业信用质量。一般情况下，我们认为企业的销售规模增长应与债务增速存在一定程度上的匹配关系，因此对于企业规模快速增长，但表内名义债务率相对稳定的企业，我们可能会更关注其表外融资的情况。

图3



我们认为，在行业整体趋紧的外部环境下，财务杠杆合理并且竞争地位较强的开发企业具有更好的发展潜力。这些企业经营更加稳健，融资空间较为充足，可以通过已经建立的竞争地位和资金优势，推动销售，提升销售回款，优化土地储备并增强竞争优势，并可能逐步提升自身信用质量。此外，我们认为，国企背景的开发企业在融资渠道、融资成本、国企集团支持等方面具有优势，在当前偏紧的融资环境下，这些优势能够帮助开发企业获得更充足的资金用以实现业务发展。

图4

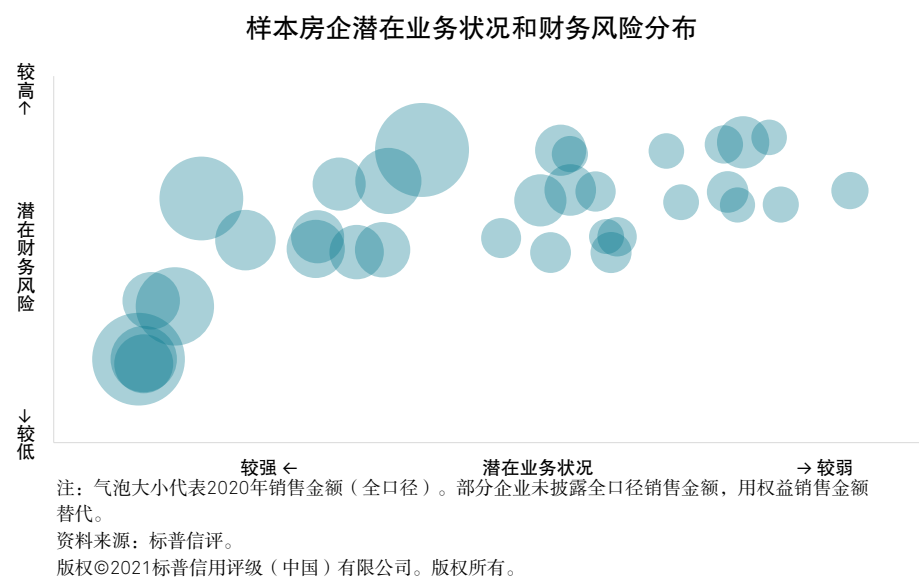
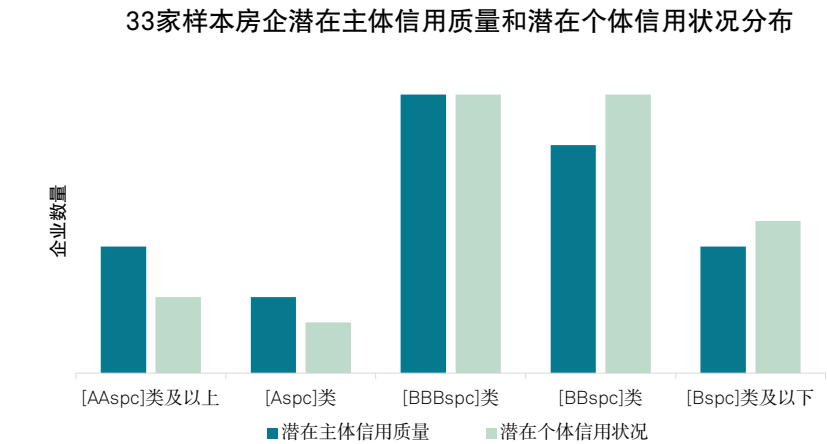


图5



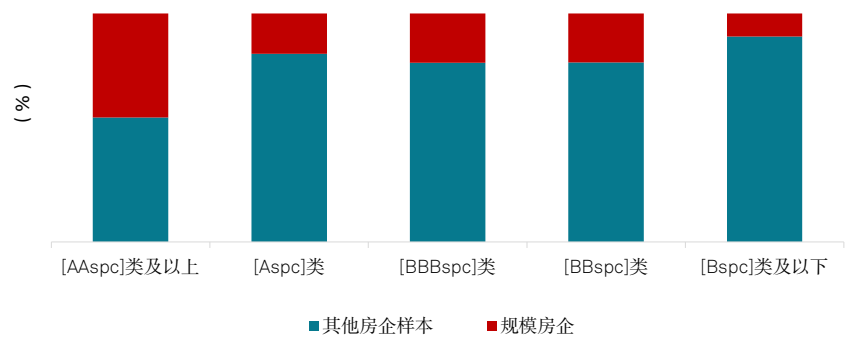
注：本报告中所呈现的潜在主体信用质量是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为对任何企业最终评级结果的表示。

资料来源：标普信评

版权©2021标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图6

33家样本房企在标普信评171家样本企业潜在主体信用质量分布中的相对位置



注：本报告中所呈现的潜在主体信用质量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。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。

资料来源：标普信评。

版权©2021标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

标普信评认为，随着监管政策的着力点逐渐转向供给端，房企再融资受到政策的严格管理，企业经营模式亟待转变。我们认为，那些继续在一定的财务约束下扩张，既平衡风险又注重发展，审慎拿地、审时度势的房企会有更好的业务状况；而那些仍在拼规模、加杠杆扩张，或在前期已经经历了高速扩张，杠杆高企、再融资能力受限的房企，其信用质量或将无法维系，其流动性和再融资压力或将显著增加，“大而不倒”也会随着企业规模与再融资能力的割裂成为历史。

本报告不构成评级行动。

附录

公司中文全称、中文简称对照表

中文全称	中文简称
万科企业股份有限公司	万科
招商局蛇口工业区控股股份有限公司	招商蛇口
江苏中南建设集团股份有限公司	中南建设
荣盛房地产发展股份有限公司	荣盛发展
金科地产集团股份有限公司	金科股份
金地(集团)股份有限公司	金地集团
阳光城集团股份有限公司	阳光城
珠海华发实业股份有限公司	华发股份
四川蓝光发展股份有限公司	蓝光发展
杭州滨江房产集团股份有限公司	滨江集团
保利发展控股集团股份有限公司	保利地产
北京首都开发股份有限公司	首开股份
绿地控股集团集团有限公司	绿地控股
新力控股(集团)有限公司	新力控股
正荣地产集团有限公司	正荣地产
中国海外发展有限公司	中国海外发展
世茂集团控股有限公司	世茂房地产
中国金茂控股集团有限公司	中国金茂
旭辉控股(集团)有限公司	旭辉控股集团
龙湖集团控股有限公司	龙湖集团
新城发展控股有限公司	新城发展
华润置地有限公司	华润置地
时代中国控股有限公司	时代中国控股
禹洲集团控股有限公司	禹洲集团
佳兆业集团控股有限公司	佳兆业集团
合景泰富集团控股有限公司	合景泰富集团
融创中国控股有限公司	融创中国
中骏集团控股有限公司	中骏集团控股
中国恒大集团	中国恒大
远洋集团控股有限公司	远洋集团
雅居乐集团控股有限公司	雅居乐集团
中国奥园集团股份有限公司	中国奥园
绿城中国控股有限公司	绿城中国

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。