

多少房企自救乏术？

民营房企现金流压力测试

2021 年 12 月 2 日

要点

- 为了评估房地产开发企业在当前政策环境下的自救能力，我们选取了 58 家国内发债的典型民营房企作为样本，评估其在停止土地购置的情况下，依靠存货销售获得的可控现金流入是否能够及时足额偿付各类债务。
- 我们认为行业整体具备自救能力，但容错空间较小。我们估算全行业销售产生的净现金流偿还全部债务的周期在 3 年左右，基本上与目前库存去化周期相仿。
- 但是，从房企个体层面来看，我们认为部分企业自救能力堪忧。我们发现，潜在主体信用质量在[B_{spc}]类的尾部样本房企中，有一半左右 1 年以内的短期偿债能力不足。极端情况下，约有 50% 的样本企业无法应对行业下行压力，清盘库存后仍无法归还全口径债务。

随着房地产行业调控政策的深入落实，“高杠杆、高周转”的发展模式或将成为过去式，行业未来债务的增长态势也将得到控制。但是，行业的债务已经处于较高水平，在当前及未来一段时间整体资金面紧张的预期下，房地产行业能否单纯凭借收缩投资、推动销售完成行业自救？又有多少企业有足够的能力和时间实现自救？本文旨在通过分析行业和企业销售回款对刚性偿付义务的覆盖程度，研究房企实现自救的能力。

基本假设

我们假设，房企为了应对当前的资金压力，将大幅收缩土地投资。在不进行新增土地采购的情况下，我们通过计算房企仅凭借推动库存去化所实现的可控现金流入对于刚性偿付义务的覆盖程度，来分析房企的自救能力。下表展示了可控现金流入和刚性偿付义务的构成。

表1

可控现金流入	刚性偿付义务
销售回款	带息债务本金
加：收回投资或者取得的投资收益现金	带息债务利息
减：建安成本	担保和票据
减：人工、税费等	

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

吴量涵

北京
+86-10-6516 6043
Lianghan.wu@spgchinaratings.cn

陈歆倩

北京
+86-10-6516 6031
Xiqian.chen@spgchinaratings.cn

我们没有将房企处置资产的现金流入考虑在可控现金流入中，一方面是因为我们考虑的房企自救指的是在正常经营前提下的主动降杠杆行为，而不是在流动性压力下进行资产出清的过程；另一方面，从已有的案例来看，房企处置资产的变现价值和变现进度存在较大的不确定性。

我们也没有考虑企业账面的现金及现金等价物，主要是由于在预售资金监管制度下，我们无法判断企业实际可灵活动用以偿还本息的现金规模。

为了便于展示和分析，如下表所示，我们将房企刚性偿付义务划分为四个层级，并展示了房企可控现金流入对四个层级刚性偿付义务的覆盖程度。

表2

层级	计算口径	代表含义	类别
第一层级	费用化的利息	反映正常情况下企业所面临的最基本的偿债能力。	短期债务偿债能力
第二层级	全口径利息+分红款	足额偿还各类利息是周转各类融资的前提条件。	
第三层级	短期融资+全口径利息+分红款	衡量在当前再融资压力较大的环境下短期债务的偿付能力。这是当前企业最直接面对的财务压力。	
第四层级	全口径债务+全口径利息+分红款	衡量企业全口径的偿债能力，反映企业再融资能力完全丧失的极端情况下的偿债能力。	整体债务偿债能力

同时，为了反映未来行业可能面临的销售额下滑、利润空间收窄、资金周转效率下降对销售回款的潜在影响，我们对可控现金流入设置了三种情景，分别为一个基础情景（2020 年销售现金流的 100%）和两个压力情景（2020 年销售现金流的 85% 和 70%），并在这三种情景下分别计算上述四个层级的房企自救能力。

整体自救能力尚可，但容错空间较小

我们认为，房地产行业的整体自救能力尚可，但容错空间较小。

我们估算全行业刚性负债合计约 24 万亿元，全行业每年通过销售可实现的可控现金流入约为 8 万亿元。两者比较，全行业的刚性负债偿还周期约为 3 年，与我们估算的全行业库存去化周期基本相匹配，即在全行业清盘存货的极端假设下，全行业销售产生的净现金流可以覆盖行业整体债务。

不过，我们认为，即便总量上行业自救能力尚可，但在销售规模下滑、利润空间收窄、资金周转效率下降等不利影响下，房企未必可以及时足额的完成库存去化满足偿付义务。此外，2022 年上半年行业面临国内债券到期高峰，整体流动性压力较大，也将影响行业整体自救的形势。

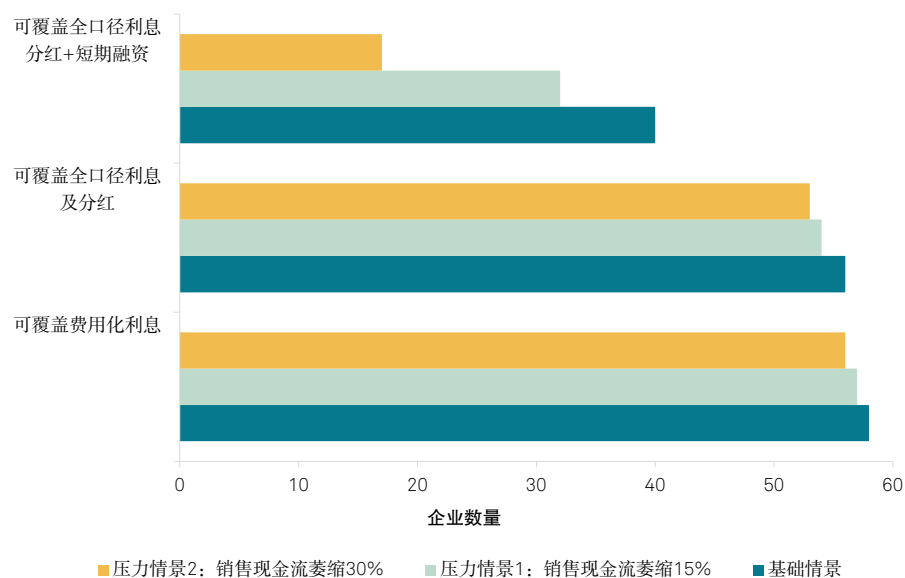
短期来看，一半左右的[B_{spc}]类房企自救乏术

我们认为，如下图所示，58 家民营样本房企可控现金流入对于利息的覆盖良好，这反映了在不出现本金周转困难的情况下，大部分企业正常的经营周转可以得到最底线的保持。即使在销售现金流萎缩 15% 至 30% 的压力情景下，大部分样本企业对于全口径利息和分红支出的覆盖也较好。以此看来，多数样本企业具备与金融机构商谈再融资并争取时间进行自救的基础。但若进一步考虑短期债务的归还，在基础情景下约 1/3 的样本企业的可控现金流入无法完全覆盖短期偿付义务；在压力情景下，可以偿付足额利息和短期债务的企业数量明显减少，分别仅有 50% 和 30% 的房企可以应对短期偿债压力，有一半样本企业恐难以应对短期偿债压力。

图1

58家样本企业自救能力-短期债务偿付能力

可控现金流入可以满足不同层级偿付义务的企业数量



注：销售现金流是以销售商品提供劳务收到现金为基础，综合考虑投资性现金回款后，扣减建安成本、人工工资和税费估算得出。短期融资包括短期借款和一年内到期的非流动负债。数据周期为2020年。

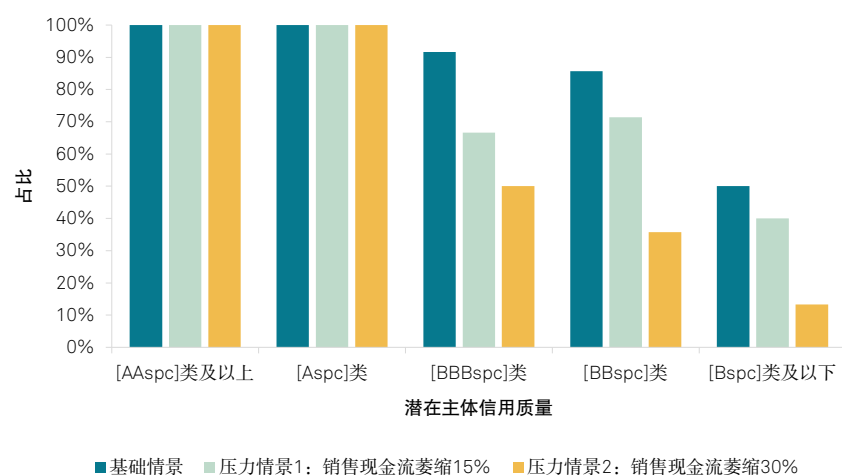
资料来源：Wind，公司年报，标普信评整理。

版权©2021标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们发现，潜在主体信用质量在[B_{spc}]类的房企的自救能力普遍偏弱，这反映了这些房企较弱的信用水平。在基础情景下，约50%的[B_{spc}]类房企无法通过销售回款偿还短期融资本息；若销售进一步下降15%和30%，这一比例则相应上升到60%和90%。[BB_{spc}]类房企对销售规模下降最为敏感，这反映了其信用水平受外部环境影响明显。在基础情景下，[BB_{spc}]类房企中约90%能够完成自救；若销售规模下降30%，这一比例则大幅下滑到40%以下。相比之下，[BBB_{spc}]类房企体现出一定的韧性，即便在销售下滑30%的情况下，仍有约50%的房企能够通过去化库存完成短期融资本息的偿付，进而达到主动降杠杆的目的。潜在主体信用质量在[A_{spc}]类及以上的房企，在销售下滑30%的情景下仍能完全偿付短期融资，维持企业健康平稳运行，体现出较强的抗风险能力和较高的信用稳定性，具体如下图所示。

图2

不同潜在主体信用质量中可以覆盖短期融资的企业数量占比



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。

一半左右房企无法应对行业长期下行压力

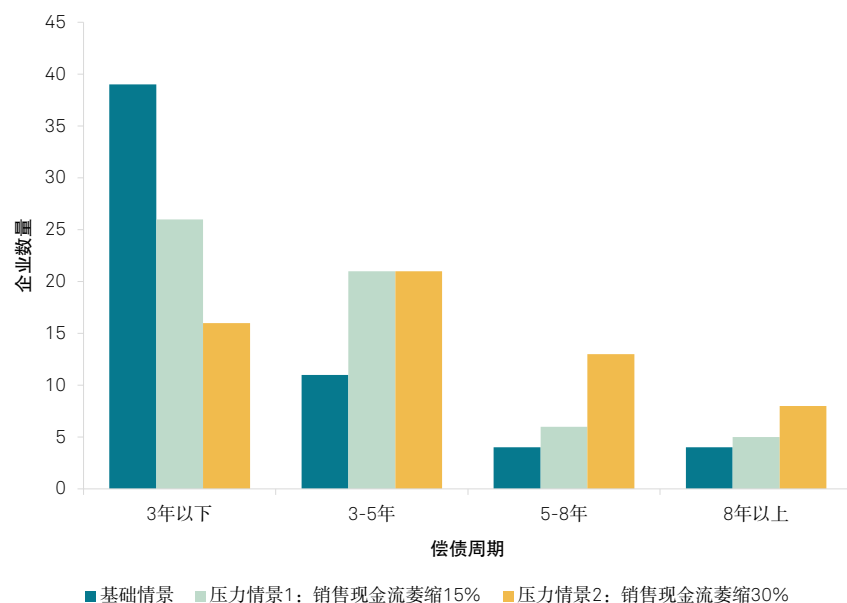
我们发现，在未来三年再融资无法正常开展的极端情况下，约有一半左右的样本企业可能无力自救。表现为在销售下滑 15% 时，约有 50% 的样本企业的全口径偿债周期将大于 3 年，从而可能长于我们估算的行业平均库存去化周期。究其原因，主要根源在于很多房企历史上采取“高杠杆、高周转”的模式，沉淀的债务规模较大，且对应资产早已完成销售，销售回款被用于持续投入而非偿还债务。这些企业若无法正常再融资，将可能面临信用风险。

我们估测发现，虽然行业面临压力，但仍有一些企业经营韧性较强，表现为对全口径债务的还款周期较短。在基础情景下，约 2/3 的样本企业的可控现金流入对于全口径债务的偿还周期在三年以内。即使在销售现金流萎缩 30% 的极端假设下，仍有近三成的样本企业保持了较为良好的全口径债务偿付能力。我们认为，在危机并存的行业环境下，这些企业得益于过往的审慎经营，不仅可以应对当前的经营环境压力，还可以获得更好的发展和更广阔的市场空间。

图3

58家样本企业自救能力-整体债务偿付能力

可控现金流入偿还全口径债务的周期



注：偿债周期=全口径债务/销售现金流。销售现金流是以销售商品提供劳务收到现金为基础，综合考虑投资性现金回款后，扣减建安成本、人工工资和税费估算得出。全口径债务以带息负债为基础，综合考虑如永续债、担保等偿付义务。数据周期为2020年。

资料来源：Wind，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。

本研究的局限性

受限于样本数据的可得性和行业整体数据的透明度问题，本研究存在如下的局限性：

- 没有考虑样本企业的表外债务以及联合营企业销售完成后内部的现金调度划转；
- 出于数据可得性及可比性考量，本研究以 2020 年年报财务数据为研究基础。
- 为了数据处理的一致性，本次样本企业选择的房企为国内发债主体，但存在部分样本企业的典型经营实体并非发债实体的情况，因此部分样本企业的数据可能无法完整地反映其经营和偿付能力。

本报告不构成评级行动。

附录

样本企业名单

序号	企业名称
1	奥园集团有限公司
2	北京鸿坤伟业房地产开发有限公司
3	北京路劲隽御房地产开发有限公司
4	碧桂园地产集团有限公司
5	大华(集团)有限公司
6	当代节能置业股份有限公司
7	复地(集团)股份有限公司
8	广东珠江投资股份有限公司
9	广西荣和有限责任公司
10	广州番禺雅居乐房地产开发有限公司
11	广州富力地产股份有限公司
12	广州合景控股集团有限公司
13	广州市时代控股集团有限公司
14	杭州滨江房产集团股份有限公司
15	恒大地产集团有限公司
16	湖北福星科技股份有限公司
17	华夏幸福基业股份有限公司
18	佳源创盛控股集团有限公司
19	建业住宅集团(中国)有限公司
20	江苏中南建设集团股份有限公司
21	金地(集团)股份有限公司
22	金辉集团股份有限公司
23	金科地产集团股份有限公司
24	金世旗国际控股股份有限公司
25	景瑞地产(集团)有限公司
26	美的置业集团有限公司
27	宁波奥克斯置业有限公司
28	融创房地产集团有限公司
29	融侨集团股份有限公司
30	荣盛房地产发展股份有限公司
31	融信(福建)投资集团有限公司

32	汕头花园集团有限公司
33	上海宝龙实业发展(集团)有限公司
34	上海大名城企业股份有限公司
35	上海世茂股份有限公司
36	上海世茂建设有限公司
37	上海豫园旅游商城(集团)股份有限公司
38	上海紫竹高新区(集团)有限公司
39	深圳香江控股股份有限公司
40	石榴置业集团有限公司
41	四川蓝光发展股份有限公司
42	四川新希望房地产开发有限公司
43	宋都基业投资股份有限公司
44	泰禾集团股份有限公司
45	万科企业股份有限公司
46	厦门中骏集团有限公司
47	新城控股集团股份有限公司
48	新湖中宝股份有限公司
49	新力地产集团有限公司
50	鑫苑(中国)置业有限公司
51	旭辉集团股份有限公司
52	阳光城集团股份有限公司
53	远洋控股集团(中国)有限公司
54	正荣地产控股股份有限公司
55	重庆龙湖企业拓展有限公司
56	重庆市迪马实业股份有限公司
57	重庆协信远创实业有限公司
58	中天金融集团股份有限公司

注：1.上述企业按拼音排序。

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。