

FAQ：如何观察房企信用质量拐点？

2022 年 4 月 7 日

2021 年 10 月，我们发布了题为《FAQ：房地产企业密集违约影响几何？》的评论文章，回应了市场关注的很多热点问题。为了落实促进房地产行业健康发展的宏观调控目标，进入 2022 年以来，多个政府部门和地方政府在保持政策基调连贯的基础上，出台了不少执行层面的边际改善措施。但房企风险事件依然层出不穷，投资者也持续提出了各种疑问，例如“如何判断当前行业风险？”、“民营房企未来信用如何演化，是否还会有违约发生？”、“当前政策放松的效果如何？”、“如何看待房企表外负债？”等等。为此，我们再度就市场普遍关注的问题进行如下分析和解答。

分析师

张任远

北京

+86-10-6506 6028

renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

1、在房企持续出现违约的情况下，标普信评对于房地产开发行业风险的打分是否会进行调整？

目前标普信评对于房地产开发行业风险的评分为“4 分/较高”。我们主要从行业的周期性和竞争格局这两个维度来评估行业风险。我们认为，房地产开发行业较高的行业风险一方面体现了该行业竞争格局较为激烈，市场分散度很高，另一方面体现了房地产开发行业具有较高的周期性。这种周期性不仅体现为调控政策和资金面的周期性，还体现为不同区域房屋供求关系的周期性。在过去很长时间内，得益于城镇化和棚改政策的持续推进，房地产市场供求关系周期性表现得并不明显。但我们预计，未来随着房地产需求逐步回归自住和改善性需求，不同能级城市的房地产市场将出现明显分化，供求关系周期性将逐步凸显。

我们对于行业风险的评估基于对行业长期趋势的判断，而当前房地产行业出现的波动和部分风险事件，恰恰充分反映了我们对于行业风险“较高”的判断。

2、如何看待未来房地产行业信用质量？

从政策面来讲，我们观察到，进入 2022 年，在坚持“房住不炒”+“三稳”总基调稳定的基础上，监管部门持续推出了多项边际改善政策，如全国统一的预售资金监管政策、地方政府限购政策的调整等，以应对当前房地产市场下滑压力。我们认为，这些政策体现了促进行业长期健康发展的政策导向，但我们也观察到政策执行效果不及预期。在此基础上，我们预计在需求方面，得益于相对较好的经济、人口和人均财富水平，一二线城市和核心城市圈中的三线城市的房地产需求相对平稳，其他城市可能面临较大压力。由于不同能级城市的需求显著分化，预计销售面积将出现下滑并导致房地产行业整体销售额面临一定下行压力。投资方面，受到土地开支需求下滑的影响，整体投资增速将放缓，而盈利能力也将延续过去 5 年的趋势进一步下滑。

目前，我们谨慎维持 2021 年 11 月发布的《危中有机：房地产开发行业 2022 年信用展望》中的基调。但我们也关注到，近期边际改善政策的落地执行效果并不及我们的预期。我们将持续观察相关政策的落实情况以及对市场和企业的影响，并及时调整我们对行业的信用展望。

3、未来民营房企信用状况如何演化？能够度过寒冬的民营房企有何特征？

我们认为，民营房企未来仍然会出现部分信用风险事件，主要是因为它们面临三重压力。第一，民营房企在本部再融资和预售资金周转这两大资金来源方面普遍面临较大的协调压力。一方面，此前的民营房企风险事件导致金融机构对于发放地产融资持谨慎态度；另一方面，为了应对“保交付”的压力，地方政府对于预售资金的监管趋于严格。我们观察到，持续困难的预售资金调动不断消耗房企本部的现金，使得企业偿债压力陡增。因此整体来看，民营房企的资金来源仍然普遍偏紧。第二，今年行业面临债券到期高峰，其中 3 月和 7 月相对来说是阶段性高点。第三，房地产市场整体销售下滑，未来现金流承压。鉴于相对偏紧的资金来源，叠加债券到期的高峰，我们认为民营房企仍然会出现部分信用风险事件。

我们认为，可以基本应对当前市场环境的民营房企具备以下两个特征：

- 本部再融资能力逐步恢复；
- 对于预售资金的调动能力较强。

4、国有房企的信用水平是否稳固？未来是否会有风险暴露？

我们对国有房企的定义是指那些股权结构清晰、国有股权占比较高的房地产企业。我们认为，得益于较为通畅的再融资能力、集团多样化融资渠道的支持以及对预售资金相对较强的协调能力，国有房企信用质量未来仍然会保持稳定。这些企业也可以利用当前较低的土地溢价并留意并购机会，为未来发展奠定更好的基础。因此，我们认为短期内国有房企信用风险暴露的可能性相对不高。

5、当前政策边际放松的效果如何？房企信用质量出现改善的标志有哪些？

我们认为，当前出台的很多边际放松的政策，反映了监管机构支持行业长期健康发展的积极态度，但实际执行效果目前暂不及预期。例如，我们观察到对于个人按揭端的贷款投放恢复较快，但开发贷相对滞后。虽然 2021 年最后两个月开发贷单月投放量实现了环比正增长，扭转了持续萎缩的态势，但全年各月投放量均同比下降，此外 2022 年前两个月投放量也低于 2021 年同期。又如，虽然政策鼓励优质房企通过并购等方式解决部分出险企业的资产盘活问题，并配套出台了“承债式收购贷款不计入三道红线”等鼓励政策，但从公开信息来看并购事件并不频繁，陷入困境的房企出售资产的速度也不及预期。

我们认为，未来房企信用质量的改善由政策推动的可能性更大。下列一种或多种情况的出现可能预示房企整体信用质量开始出现改善迹象：

- 民营房企公开市场周转或再融资逐步恢复；
- 民营房企本部货币资金量明显回升，体现出民营房企对预售资金的调动能力有所恢复；
- 受到预售资金监管执行效果边际改善的影响，出险房企开始逐步调动资金周转利息，甚至部分本金。
- 并购趋于频繁。

6、如何看待房企表外负债情况，有哪些指标可以用来更好地观察表外负债情况？

表外负债也是我们评价房企财务风险时关注的重点之一。标普信评对于财务风险的评估是基于调整后的财务指标而非单纯的报表数。一般情况下，我们会将企业需要承担刚性还款和相关成本的付款义务调整为债务，如永续债、票据、明股实债、租赁负债、对外担保等。同时对于委托评级，我们还会从联合营企业入手，将联合营企业相应的现金流和债务调整至合并报表，以计算穿透视角的杠杆率。

除了上述财务调整外，我们还会通过一些指标来评估是否存在对企业财务风险的显著低估。典型指标如：长期股权投资增速、少数股东权益增速、少数股东权益与少数股东损益收益率之间的匹配关系、资产端与债务端增速的匹配关系等。如果通过分析我们认为企业财务风险有可能被严重低估，我们可能会据此调整对企业财务风险的评估结果。

本报告不构成评级行动。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2022 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。