

疫情冲击下的房地产开发企业

2020年4月13日

要点

- 我们认为疫情对部分开发企业的资金流产生了较大冲击，增加了这些企业的流动性风险。
- 我们认为，部分房企存货不足，疫情结束之后需要迅速恢复土地采购，因此未来几个月很有可能产生较大的融资需求。
- 疫情使房企境外债券融资成本明显上升，同时境内债券融资环境仍然偏紧，部分对融资成本承受能力较弱的房企或将面临严峻的考验。

我们认为，新冠肺炎疫情对房地产开发企业的影响，短期内可能主要体现为对资金链的明显冲击，中期内则是对企业推盘节奏和行业融资环境的较大扰动。对部分房地产开发企业而言，当前主要风险因素是短期流动性压力、存货不足以及境外融资成本的提升。

主分析师

刘晓亮

北京

+86 10 6516 6040

xiaoliang.liu

@spgchinaratings.cn

其他分析师

钟晓铃

北京

+86 10 6516 6051

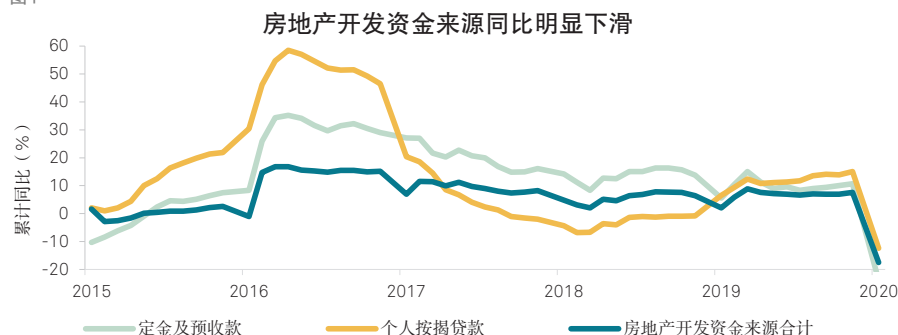
may.zhong

@spgchinaratings.cn

销售回款大幅下滑，部分房企短期流动性风险上升

我们认为疫情令房地产开发企业的资金链受到前所未有的压力。新冠疫情年初爆发以来，国内房地产开发企业的销售活动基本停滞，作为房企重要资金来源的销售回款（包括定金及预收款和按揭贷款）均大幅减少。2020年1至2月，全国房地产开发行业资金来源同比下降17.5%，其中定金及预收款同比下滑23.9%，个人按揭贷款同比下滑12.4%。根据中指研究院统计，2020年3月份50个代表城市商品住宅成交面积同比下降超过35%。

图1



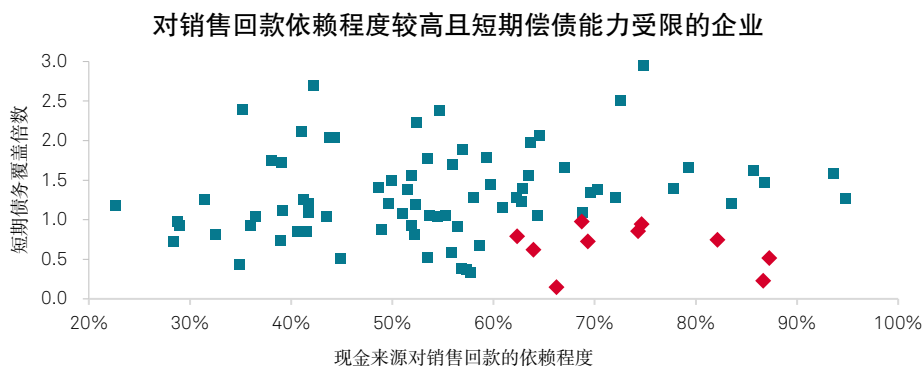
资料来源：国家统计局。

版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们发现，在拥有境内存续债券的开发商里面，相当大一部分企业过去三年整体现金流入中60%以上为销售回款。这些企业的资金流在当前形势下受到的扰动很大，十分考验企业现金流管理水平。

其中，部分企业的现金类资产可能不足以覆盖短期债务。我们以2019年6月末数据为起点，对99家发债房企现金流进行了压力测试。按照2020年一季度销售回款同比下滑20%计算，部分房企现金类资产对其短期债务的覆盖倍数低于1倍。我们认为这些企业短期流动性风险可能较高。

图2



注：红点代表短期债务覆盖倍数低于1.0倍且销售回款对现金来源占比高于60%的企业。短期债务覆盖倍数=2019年6月末未加压后的现金类资产对短期债务的覆盖倍数。

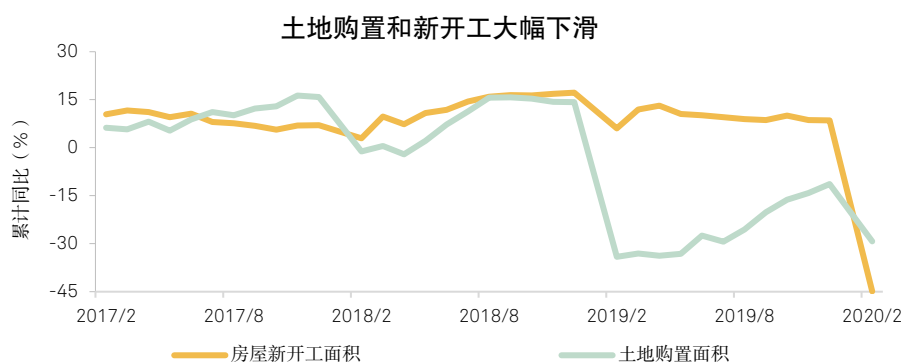
资料来源：标普信评。

版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

疫情减缓新开工及拿地步调，或将影响全年推盘计划

疫情对开发企业的拿地及开工也产生了明显影响。2020年1至2月，房屋新开工面积同比下滑44.9%，土地购置面积同比下降29.3%。我们估计3月份房企的开工和拿地节奏有所加快，但整个一季度新开工和土地购置仍呈现为同比下降。我们认为，尽管历年一季度并非开工和土地购置的旺季，但疫情导致开工和土地成交的大幅下滑仍将影响房地产开发企业2020年全年的推盘和营销节奏，进而影响全年销售任务的完成。

图3



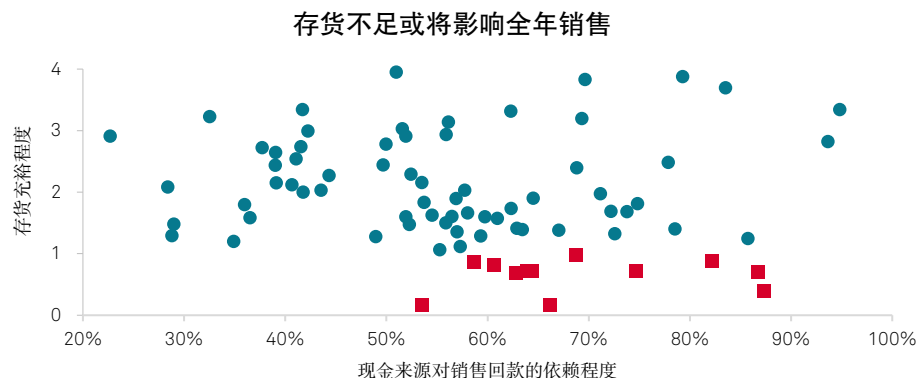
资料来源：国家统计局。

版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，存货不足的企业将面临更大的融资风险。这些企业在一季度无法及时拿地和恢复开工的情况下，全年销售明显下滑的风险较高。通过分析企业2019年6月末以调整后存货对销售回款的覆盖程度，我们认为，部分企业在对销售回款依赖程度高于50%的同时，存货难以满足未来一年的销售需求。我们认为此类房企或将需要在疫情结束之后迅速恢复土地采购，未来几个月有可能产生较大的融资需求。

我们观察到，部分房企同时存在资金来源对销售回款依赖度高、流动性风险较高和存货不足的问题。疫情冲击下，这些企业的信用质量有可能已经恶化。我们认为需要密切关注这些企业如何平衡现金流、财务杠杆和销售推盘之间的关系。

图4



注：红点代表存货充裕程度不足1.0倍且销售回款对现金来源比例超过50%的企业。存货充裕程度=2019年6月末经调整后存货对销售回款的覆盖倍数。

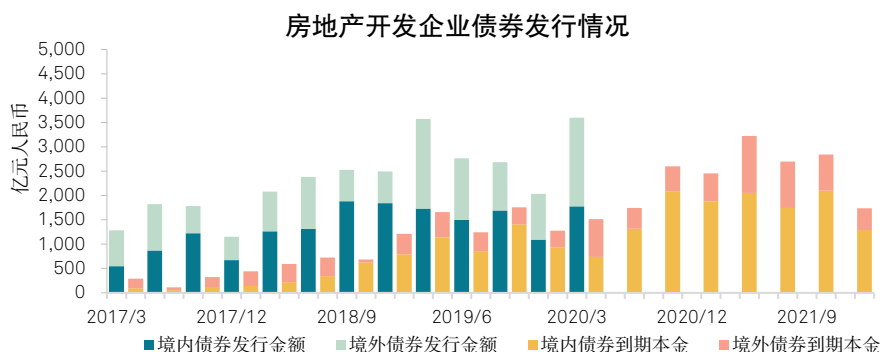
资料来源：标普信评。

版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

融资环境快速变化考验融资能力及融资成本控制力

我们认为疫情对开发企业融资环境的影响将持续较长时间，有可能增加房企的融资风险和融资成本。境内债券发行方面，过去四个季度发行债券金额对未来四个季度债券到期本金的滚动覆盖倍数自2019年以来持续下降，至今已低于1倍，表明在国内较为严格的房地产融资调控环境下，房地产开发企业境内发债渠道依旧偏紧。

图5

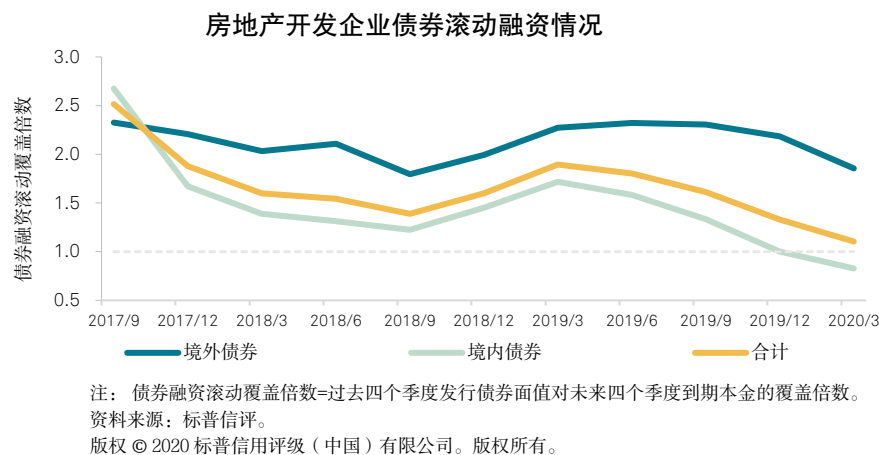


资料来源：Wind。人民币对美元汇率按照7比1估算。

版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

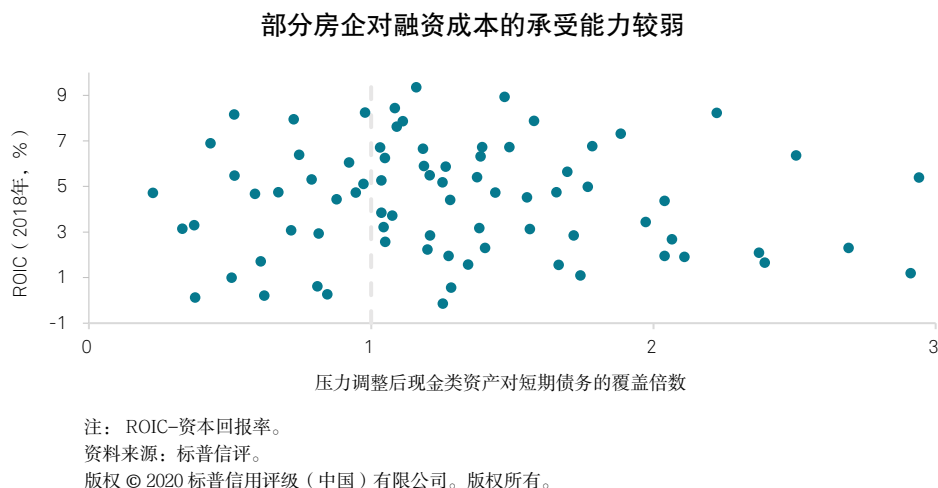
境外债券发行环境变化较为剧烈。尽管2019年以来房企境外债发行情况良好，发行对到期的滚动融资覆盖倍数保持在2倍附近，但随着疫情在境外扩散引发流动性收缩和风险偏好变化，房企境外债券到期收益率快速上升。我们预计这一情况仍将持续一段时间，或将明显提升房企境外融资成本并限制其融资规模。

图6



我们认为，拓展融资渠道并将融资成本控制在能够承受的水平是企业保持信用稳定性的关键因素之一。特别是部分短期偿债压力较大的房企融资需求迫切，若融资成本超出自身承受能力，将可能为未来的可持续发展埋下隐患。

图7



本报告不构成评级行动。

©版权所有2020 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。