

## 疫情加速房企分化

2020年5月29日

### 要点

- 特大型房企在本次疫情中体现了较强的经营韧性，销售回款受疫情影响较小，财务杠杆稳定在相对较低水平，预计信用水平将保持稳定。
- 尽管大型房企一季度销售回款受到较明显的冲击，同时财务杠杆仍处于高位，但其扩张意愿显得仍然较强，未来财务风险可能有所提升，信用水平或将出现弱化。
- 中小型房企现金流受到较大冲击，流动性压力较大，同时受制于存货去化较慢和融资能力受限等问题，未来信用水平或将继续下降。

我们认为，新冠疫情对房地产开发企业的冲击在一季度业绩中已经体现得较为充分，经营规模大的企业显示了出更好的抗冲击能力。

几家头部开发商保持了健康的销售节奏，因此其经营资金缺口相比往年同期并未明显扩大。这些企业的杠杆水平和短期偿债能力也表现得相对稳健。

相比之下，疫情对其他规模开发企业的冲击更为明显。

本文将87家上市房地产开发企业分为四类：“特大型”房企指2019年度销售商品、提供劳务收到的现金规模大于1000亿元的房地产开发企业，“大型”房企该指标介于500亿元至1000亿元之间，“中型”房企该指标介于100亿元至500亿元之间，“小型”房企该指标低于100亿元。若未特殊说明，本文涉及各个均值指标均为剔除异常之后的算术平均值。

### 主分析师

刘晓亮，CFA

北京

+86 10 6516 6040

xiaoliang.liu

@spgchinaratings.cn

### 其他分析师

钟晓玲

北京

+86 10 6516 6051

may.zhong

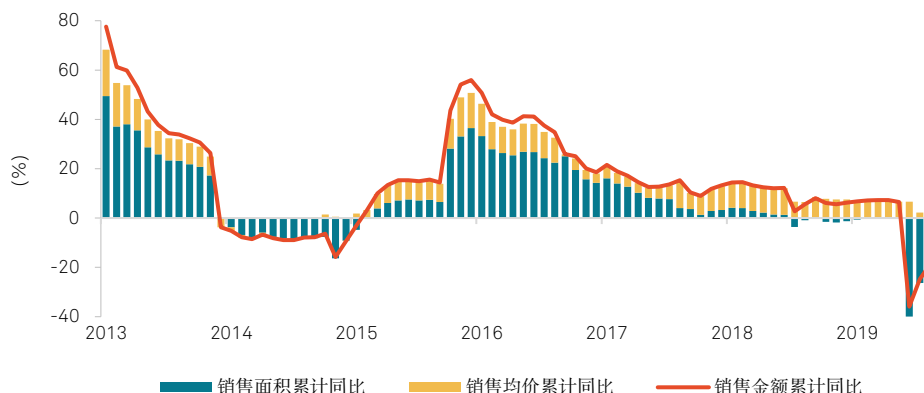
@spgchinaratings.cn

## 销售：特大型房企保持了较快周转速度

疫情对商品房销售产生了负面影响。今年前4个月商品房销售面积大幅下降19.3%，隐含平均销售价格的同比增幅也从去年全年的6.6%萎缩至0.9%的水平。

图1

2020年1-4月商品房销售下滑明显



资料来源：国家统计局，标普信评整理。

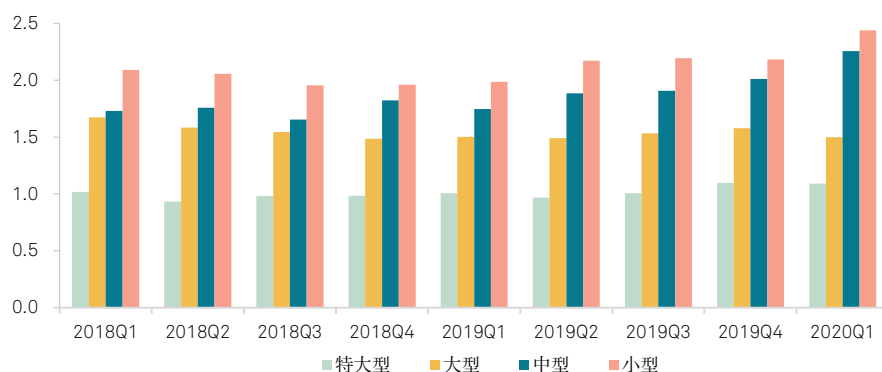
版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

但行业整体销售趋缓对不同规模的地产开发企业影响明显不同。特大型房企保持了普遍较快的周转速度，其一季度末未售存货相对于前12个月销售回款的比率仍处于1.1倍左右的较低水平。未来随着行业回暖，这些企业或将加快拿地步调以维持合理存货水平。

相比之下，中小型房企的存货对销售覆盖程度不断上升。2020年一季度末，中型房企和小型房企的这个指标分别从2019年末的2.1倍、2.2倍上升到2.3倍和2.4倍，显示这些企业销售能力较弱，在疫情冲击下存货进一步积压。我们认为后续库存去化是中小型开发商的当务之急。

图2

样本房企期末存货对销售的覆盖倍数

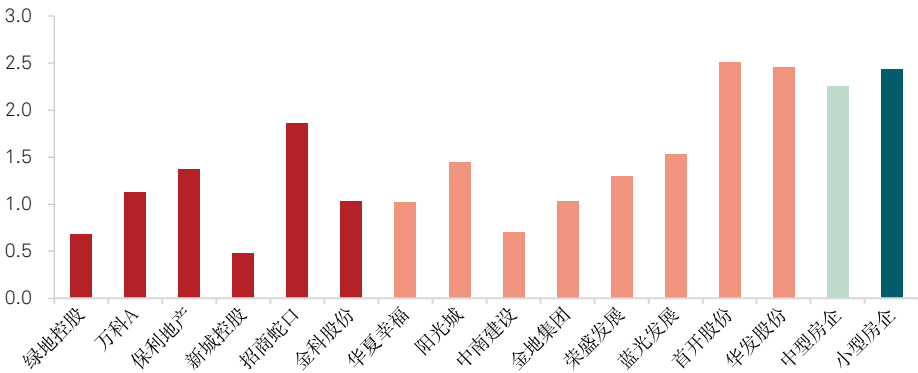


注：存货对销售的覆盖程度=期末经调整的未售存货余额/过去四个季度销售商品、提供劳务收到的现金。

资料来源：公司公告，标普信评整理。

版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图3  
样本房企存货对销售的覆盖倍数：2020年一季度末明细

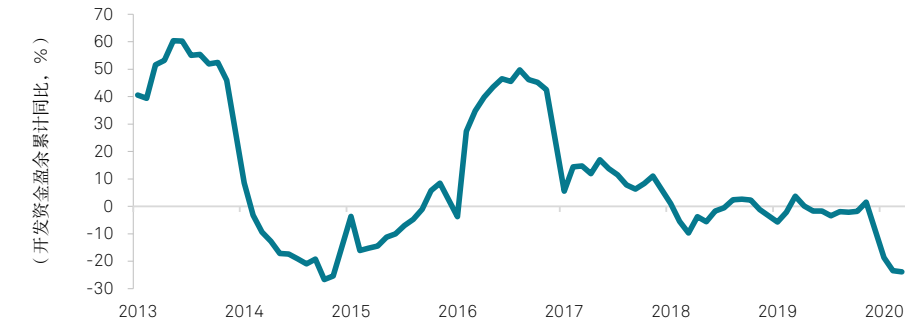


资料来源：公司公告，标普信评整理。  
版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

## 现金流：其他几类开发商资金缺口大幅扩大

销售回款大幅下滑造成整个行业的资金充裕程度下降。2020年1到4月，以行业资金来源减行业投资完成额来度量的行业资金充裕程度同比大幅下滑，显示行业整体资金紧张。

图4  
行业整体资金充裕程度明显下滑



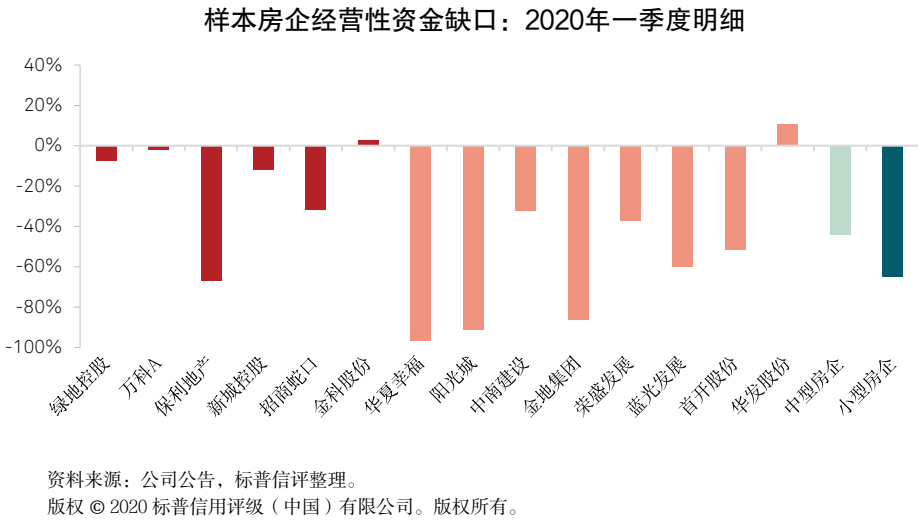
注：开发资金盈余 = 开发资金来源 - 开发投资。  
资料来源：国家统计局，标普信评整理。  
版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

不过，包括万科在内的特大型房企在一季度的经营资金缺口和往年同期相比没有明显差异，显示疫情对其销售回款的影响有限。相比之下，大型、中型和小型房企一季度经营资金缺口较往年一季度和去年四季度均大幅扩大，显示销售回款对土地、建安和项目投资的覆盖程度不足。我们预计这些开发企业后续将加大融资和销售推盘力度。

图5



图6



## 特大型房企杠杆余量相对较大

我们认为，近年来特大型开发企业持续降低财务杠杆取得明显效果，在疫情冲击面前形成了一定的缓冲。2020年一季度末，全行业以净负债率（总债务减现金除以总权益）衡量的财务杠杆均有所上升，但特大型企业平均净负债率仍控制在80%左右。大型和中型房企这一指标分别为132%和125%，仍属较高水平。小型房企净负债率整体较低，我们认为可能与其融资能力较弱有关。

图7

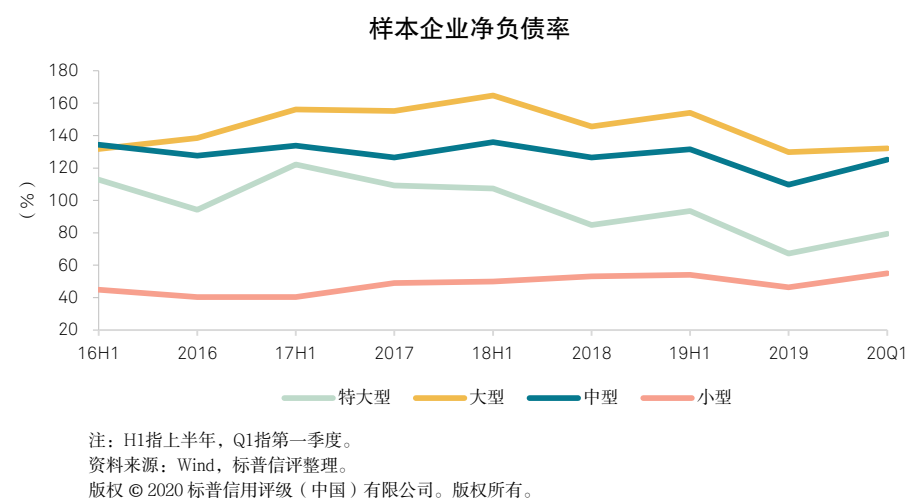
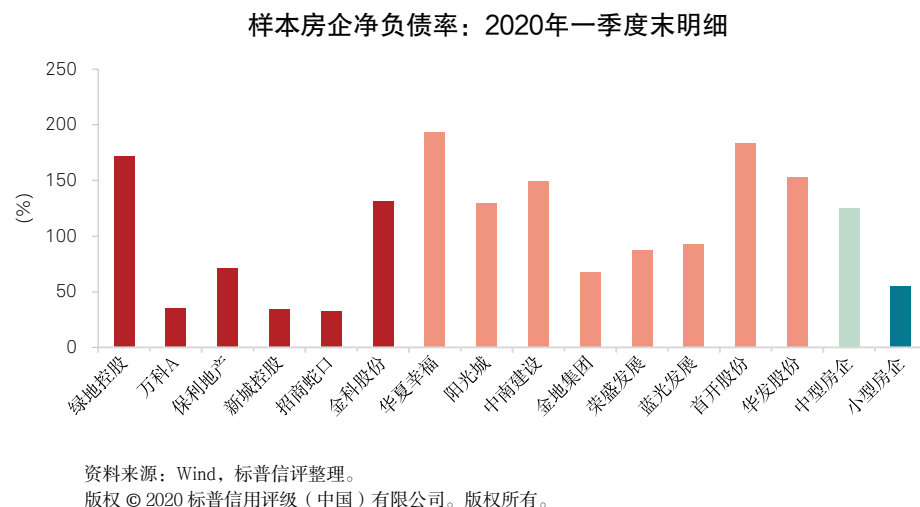
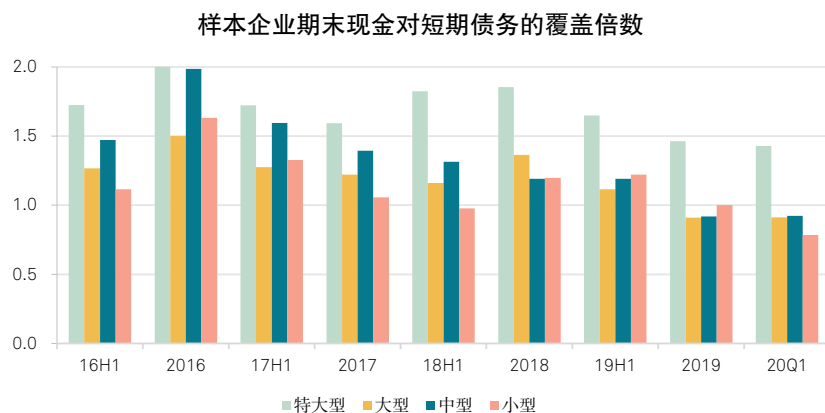


图8



另一方面，我们也看到，特大型房企的短期偿债压力远低于其他同业。自2018年以来，由于销售整体增速放缓，全行业期末现金对短期债务的覆盖程度普遍下滑。但在2020年一季度末，特大型房企的覆盖程度仍维持在1.4倍左右，而其他同业这一指标均已下降至1倍以下。特别是小型开发企业，这一指标在2020年一季度末平均为0.78倍，流动性压力较为明显。

图9

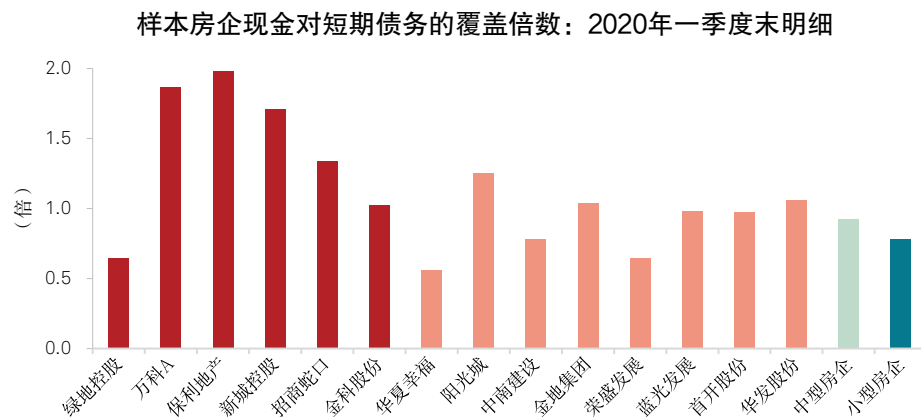


注：H1指上半年，Q1指第一季度。

资料来源：Wind，标普信评整理。

版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图10



资料来源：Wind，标普信评整理。

版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

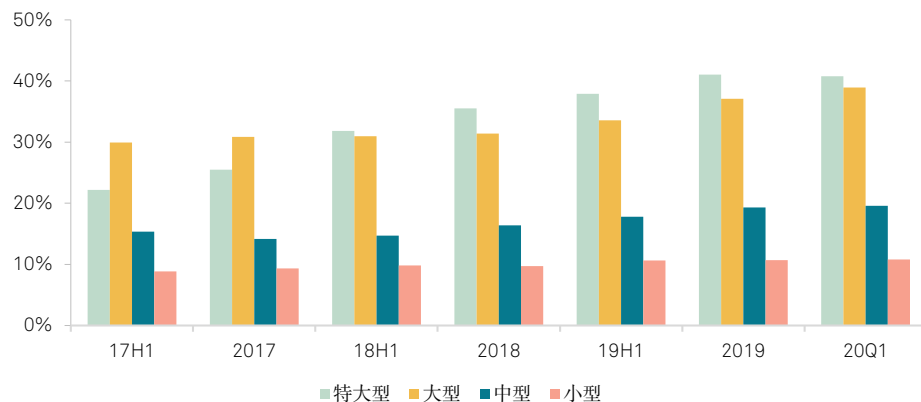
## 企业扩张策略正在转变

我们认为，房地产开发企业因疫情影响暂时放缓了通过并购和联合营项目进行外延式扩张的步伐。一季度末，样本企业少数股东权益占所有者权益的比例为18%，长期股权投资占总资产的比例为2.4%，均与2019年末基本持平。

尽管如此，我们看到样本中的大型开发企业仍然具有较强的外延式扩张动力，其一季度末上述两个指标均呈上升态势，显示这些企业整体上仍然倾向于通过多种收购方式拓展规模。我们认为这会降低其财务透明度。特大型开发企业则更多采用并表被收购方的方式进行拓展，其长期股权投资占总资产的比例自2018年以来保持稳中略降的态势，这或将一定程度上提升其财务的透明度。中小型房企在收并购中话语权较弱，更多通过联合营方式进行扩张，其长期股权投资占总资产的比例近年来上升较快。

图11

## 样本企业期末少数股东权益/所有者权益

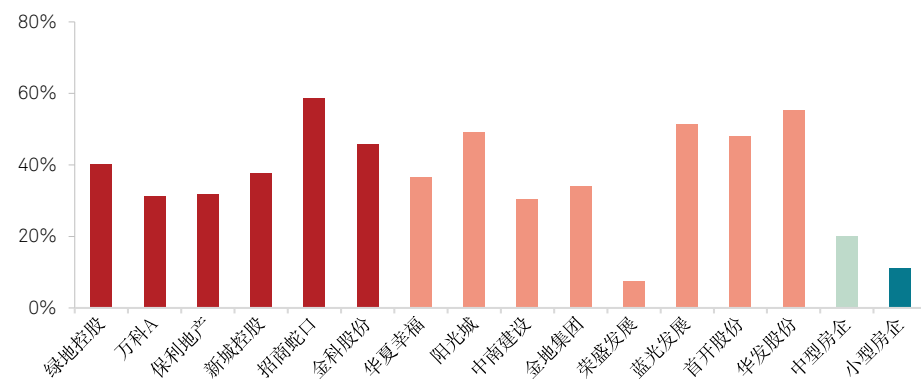


资料来源：公司公告，标普信评整理。

版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图12

## 样本企业少数股东权益/所有者权益：2020年一季度末明细

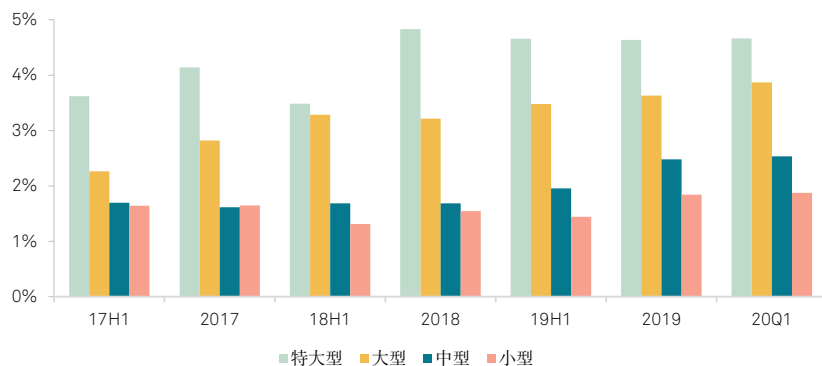


资料来源：Wind，标普信评整理。

版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图13

## 样本企业期末长期股权投资/总资产

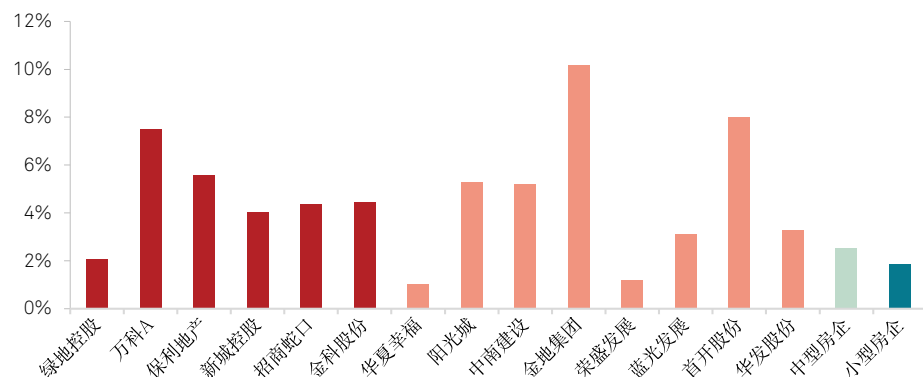


资料来源：公司公告，标普信评整理。

版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图14

样本企业长期股权投资/总资产：2020年一季度末明细



资料来源：Wind，标普信评整理。

版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

## 附：公司全称列表

绿地控股：绿地控股集团股份有限公司

万科A：万科企业股份有限公司

保利地产：保利发展控股集团股份有限公司

新城控股：新城控股集团股份有限公司

招商蛇口：招商局蛇口工业区控股股份有限公司

金科股份：金科地产集团股份有限公司

华夏幸福：华夏幸福基业股份有限公司

阳光城：阳光城集团股份有限公司

中南建设：江苏中南建设集团股份有限公司

金地集团：金地（集团）股份有限公司

荣盛发展：荣盛房地产发展股份有限公司

蓝光发展：四川蓝光发展股份有限公司

首开股份：北京首都开发股份有限公司

华发股份：珠海华发实业股份有限公司

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。