

房企融资渠道面临全方位监管

2020 年 8 月 26 日

要点

- 融资新规下，房地产企业的融资渠道或将受到全方位监管，融资环境有可能在上半年较宽松的基础上转向偏紧。
- 新的融资规则有可能会促使房企转向表外融资，增加隐性债务风险。
- 特大型房企净负债率较低，融资空间较大，但部分大型和中型房企或将面临融资受限和流动性压力。

我们认为，8 月 20 日房企座谈会体现的政策信号，从长期来说能增强行业的抗风险能力，有利于房地产市场的平稳健康发展；但短期来说，有可能增加一些企业的流动性压力和再融资风险，进一步加速房地产开发企业信用质量的分化。

8 月 20 日，住房和城乡建设部、人民银行在北京召开重点房地产企业座谈会，研究进一步落实房地产长效机制。会议强调了市场化、规则化、透明化的融资规则。标普信评认为，这或将是房地产调控政策收紧的重要信号。

本文样本为 87 家 A 股上市房地产开发企业。我们将这些企业分为四类：“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。

房地产融资渠道面临全面监管

标普信评认为，未来几个月房地产开发企业的整体外部融资环境或将从上半年较为宽松的基础上转向偏紧。座谈会与会人员包括银保监会、证监会、外汇局、交易商协会等部门负责人，以及部分房地产开发企业负责人。与会人员的构成或许意味着房地产融资政策将全方面覆盖银行及非银机构借款、股权融资和境内外债券融资等各个方面，房地产开发企业在不同融资渠道之间腾挪的余地将被压缩。

特大型房企仍有较大融资空间

8 月 20 日座谈会透露，监管部门已形成重点房地产企业资金监测和融资管理规则。融资新规或将针对开发企业财务杠杆水平和流动性进行监控，并规定相应的有息负债增长速度。我们认为这将加速房地产开发企业信用质量的分化。从标普信评跟踪的样本地产企业情况来看，2017 年以来行业整体处于去杠杆过程中，但各企业杠杆下降程度差异较大。特大型企业财务杠杆持续下降，净负债率由 2017 年上半年的 122% 下降到 2020 年一季度末的 79%，处于较为安全的水平。我们认为特大型房

分析师

刘晓亮，CFA

北京

+8610-6516-6040

xiaoliang.liu@spgchinaratings.cn

王瑾

北京

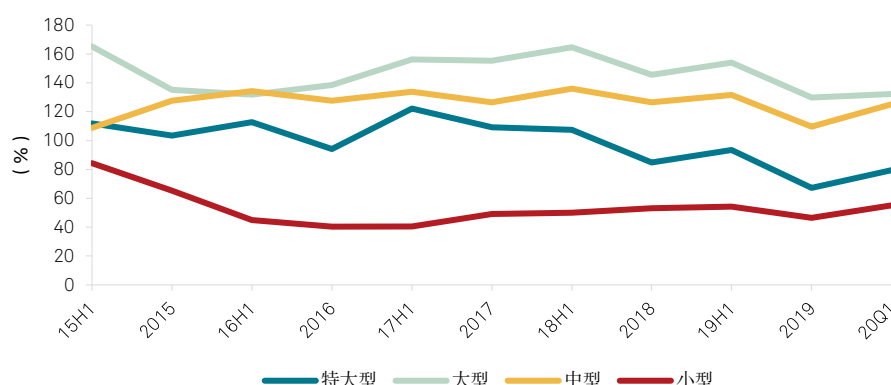
+86-10-6516-6034

jin.wang@spgchinaratings.cn

企整体上仍有较大的融资空间以支持其未来的稳健发展，从而进一步强化其相对于其他规模企业的竞争优势。

图1

样本房地产开发企业净负债率



注：数据为标普信评调整后口径。

资料来源：标普信评。

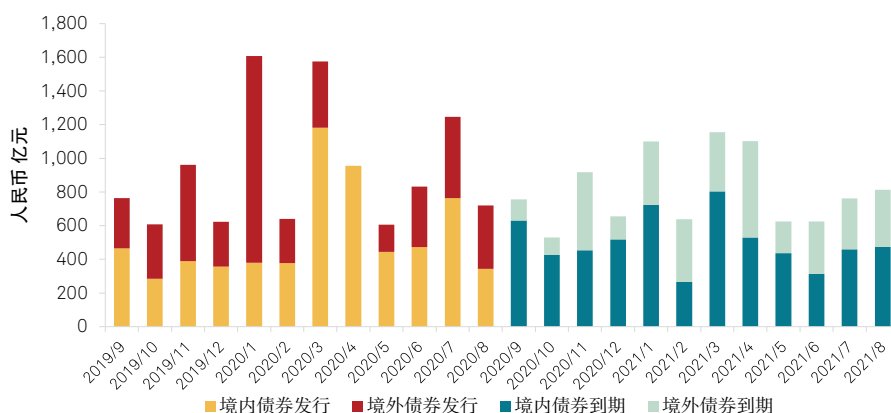
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

部分房企或将面临更大的再融资风险和流动性压力

标普信评认为，部分大型和中型开发企业的融资或将进一步受限，从而对其流动性产生压力。我们注意到，近年来大型和中型房企财务杠杆下降幅度有限，到2020年一季度末仍分别保持在132%和125%的相对高位。在融资新规下，这些企业的融资规模增长可能会放慢。我们同时注意到，明年第一季度房地产债务到期比较集中。融资新规下，如果房企的杠杆水平接近或超过监管的红线，其再融资风险或将增加。

图2

房企境内外债券情况



注：境外债券面额采用2020年8月23日汇率换算。

资料来源：Wind，标普信评。

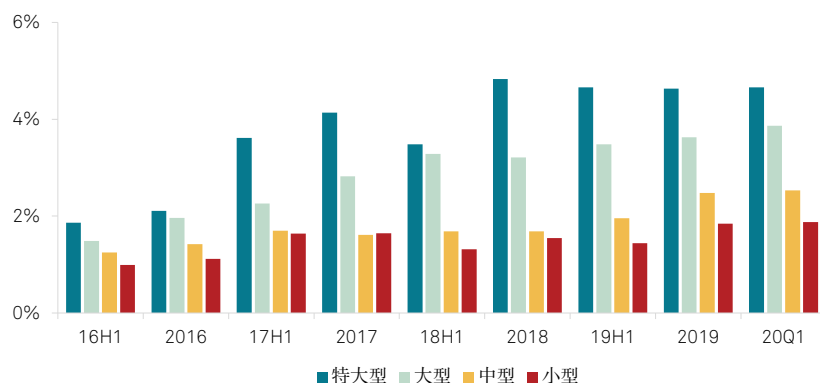
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

表外负债或将上升，降低财务透明度

标普信评认为，本次融资新规将有效控制行业表内财务杠杆，但房企仍有可能通过表外负债方式获得外部资金。过去两年，房地产开发企业普遍通过并购和投资扩展业务规模，样本房企长期股权投资在总资产中的占比已从 2016 年末的 1.1% 上升到 2020 年一季度末的 2.4%。我们观察到 2019 年以来，大型和中型房企长期股权投资在总资产中占比快速上升，显示其表外项目不断增加。我们认为，融资新规或将进一步提升房企对表外融资的依赖，增加隐性债务风险。同时，房企采用联合营模式的大部分重要信息并未公开披露，因此有可能加大市场评估开发企业真实信用指标的难度。

图3

长期股权投资占总资产的比例



资料来源：Wind，标普信评。

版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

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 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。