特别评论

2020 年 9 月

中诚信国际
房地产行业

目录

要点	1
主要关注因素	2
结论	4

联络人

作者

企业评级三部

白　茹　010-66428877
rbai@ccxi.com.cn

王超凡　010-66428877
chfwang@ccxi.com.cn

杨　萱　010-66428877
xyang@ccxi.com.cn

战宇迪　010-66428877
ydzhan@ccxi.com.cn

其他联络人

王雅方　010-66428877
yfwang@ccxi.com.cn

龚天璇　010-66428877
txgong@ccxi.com.cn

房地产融资监管环境变化考验企业资金平衡能力

要点

- 近期房地产行业相关监管动作旨在通过财务及经营指标约束房地产企业融资行为，建立房地产企业融资监管的长效机制，防范行业资金风险。
- 此次监管部门关注的杠杆比例、流动性指标以及衡量房地产企业现金流平衡能力的指标亦是中诚信国际在对房地产企业评级过程中重点考察的指标，其中，监管部门对财务杠杆的限定旨在降低企业对金融杠杆的依赖程度，防范高杠杆积聚的偿债风险；现金短债比的设置旨在提升企业短期流动性水平；现金流平衡能力指标的设定旨在防止企业盲目激进扩张，回归对自身现金流的关注。
- 通过本轮融资监管的约束，房企对于金融杠杆的利用将明显下降，以内部现金流为动力推动行业发展，将使行业增速进一步承压。同时，财务纪律性强、自身运营效率高的房企竞争优势将不断凸显，房企利用金融杠杆弯道超车的可能性降低，行业竞争格局将趋于稳定。
- 经营效率较低，库存压力大，销售回款与债务规模不匹配，对销售规模增长仍有较大诉求的房地产企业在目前的监管环境下面临更高的信用风险，同时融资渠道收缩会对房地产企业资金平衡能力形成较大考验，短期内部分房企再融资或将承压。

主要关注因素

近期房地产行业相关监管动作旨在通过财务及经营指标约束房地产企业融资行为，建立房地产企业融资监管的长效机制，防范行业资金风险

2020 年 8 月 20 日，住房城乡建设部和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。会议强调了要增强房地产企业融资的市场化、规则化和透明度，形成了重点房地产企业资金监测和融资管理规则。**中诚信国际认为**，虽然目前相关政策细则及实施时间尚未最终确定，但房地产企业座谈会释放出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的信号，该资金监测及融资管理规则旨在通过财务及经营指标约束房地产企业融资行为，引导企业强化自身经营造血能力，逐步减少对债务性融资的依赖，建立房地产企业融资监管的长效机制，防范房地产行业资金风险，促进房地产市场持续平稳健康发展。

此次监管部门关注的财务及经营指标主要包括杠杆比例（剔除预收款后的资产负债率、净负债率）、流动性指标（现金短债比）以及衡量房地产企业现金流平衡能力的指标（拿地销售比、经营活动净现金流），**上述指标也是中诚信国际在对房地产企业评级过程中重点考察的指标。我们认为，**监管部门对财务杠杆的限定旨在降低企业对金融杠杆的依赖程度，防范高杠杆积聚的偿债风险；现金短债比的设置旨在提升企业短期流动性水平；现金流平衡能力指标的设定旨在防止企业盲目激进扩张，回归对自身现金流的关注。

从中诚信国际目前承做的代表性房地产企业相关指标[1]的表现情况来看，约有三成的房地产企业三项基本指标均符合基准值的要求，约三成的房地产企业有一项基本指标不符合基准值的要求，约两成企业有两项基本指标不符合基准值的要求，剩余约两成的企业三项基本指标均不符合基准值要求。从观察指标来看，近六成的房地产企业 2019 年拿地销售比超过 40%，而近三年经营活动净现金流连续为负的企业占比仅为 13%。监管部门计划将三项基本指标及两项观察指标作为约束房地产企业融资的条件，以控制企业有息债务规模及增速为抓手，最终实现相关指标恢复至安全水平。

[1]中诚信国际在房地产行业受评主体中选取了具有代表性的 83 家主流房企为样本，以 2019 年末企业披露的公开数据为依据，统计了样本企业 2019 年三个基本指标和两个观察指标。三个基本指标包括剔除预收款后的资产负债率=（总负债-预收账款）/（总资产-预收账款），阈值为 70%；净负债率 =（有息债务-货币资金）/所有者权益，阈值为 100%；现金短债比=非受限现金/短期债务，阈值为 1；两个观察指标包括拿地销售比=新增土地储备投资金额/销售金额（同口径），阈值为 40%；近三年经营活动净现金流的数值，阈值为三年连续为负。

图 1：代表性房企指标符合基准值情况统计

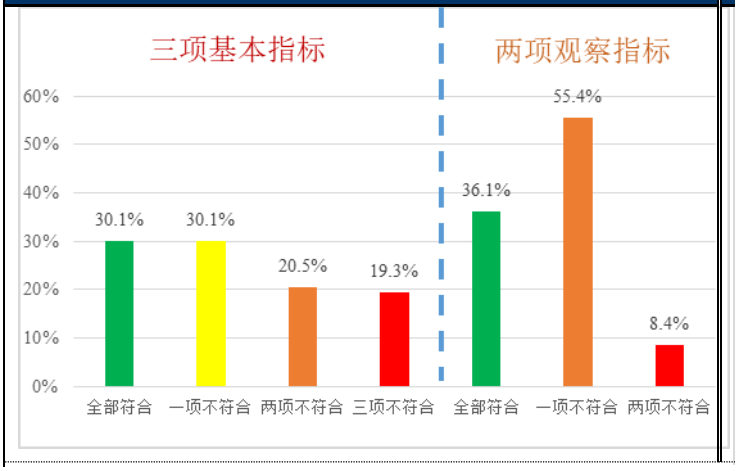
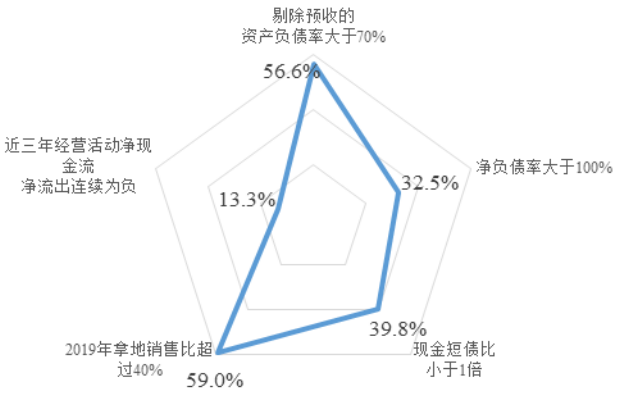


图 2：代表性房企各指标不符合基准值比率



数据来源：2019 年各企业审计报告及经营数据，中诚信国际整理

以控制有息债务规模及增速为抓手的融资监管思路将使得行业增速进一步承压，并大幅降低房地产企业销售业绩持续高速增长的可能性

在坚持住房居住属性政策大基调的背景下，近年来房地产销售增速呈现下行趋势；全国商品房销售金额和面积的增速已从 2017 年的 13.7%和 7.7%分别下降至 2019 年的 6.5%和-0.1%。2020 年上半年在新冠疫情的影响下，全国商品房销售金额和面积逐月增速持续为负，但降幅明显收窄。

随着房地产行业调控政策和融资环境持续收紧，市场竞争加剧，近年来行业竞争格局呈现较大波动，2017 年以来头部房企集中度呈逐年上升态势，TOP30 房企权益销售金额集中度已从 2017 年的 31.0%上升至 2019 年的 35.7%；TOP100 的房企集中度已从 2017 年的 46.1%上升至 2019 年的 53.0%。2020 年以来，在新冠疫情影响下，头部房企凭借更强的销售能力，集中度进一步上升；2020 年上半年 TOP30 房企销售规模增速回升，集中度上升 0.8 个百分点。近年来部分企业利用金融杠杆和行业波动的机会，加快发展步伐，使得房企梯队迁移较大，2019 年 TOP30 企业中，较 2016 年相比共 16 家企业排名变化超过 5 名。

在融资杠杆管控的背景下，房企将竭力通过提升自身运营效率、加速项目去化等方式增强内生现金流；同时在手资金来源相对有限，投资的容错率更低，对房企审慎和精准投资提出更高要求，优化销售和投资的动力将有助于企业实现内部资金的良性循环。**中诚信国际认为，**通过本轮融资监管的约束，房企对于金融杠杆的利用将明显下降，以内部现金流为动力推动行业发展，将使行业增速进一步承压。同时，财务纪律性强、自身运营效率高的房企竞争优势将不断凸显，房企利用金融杠杆弯道超车的可能性降低，行业竞争格局将趋于稳定。

部分房地产企业相关财务及经营指标恢复至合理水平仍需一段时间，过程中以控制债务规模及增速为实现路径将对上述企业现金流平衡能力形成考验，短期内部分房企或将面临一定的再融资压力

此次监管部门关注的三项基本指标及两项观察指标具有较强的勾稽关系，其核心在于提升房地产企业经营效率，加快销售现金回笼，减少低效资产对资金的沉淀，以经营性现金回笼作为拿地资金的主要来源，从而降低对融资的依赖，最终实现财务及经营指标符合监管要求的目的。从房地产项目的运作周期来看，拿地到预售大约需要 6 个月到 1 年左右的时间，不同经营效率的房地产企业其项目运营周期还将在此区间外上下波动，房地产项目较长的现金流回正周期决定其相关指标的改善亦需要一定时间。并且，出于对规模及行业地位的诉求，过往投资纪律性差、杠杆高企、规模快速扩张的企业将花费更长时间化解存量债务，或将面临较大现金流平衡考验。同时，中诚信国际也关注到，部分房企相关指标恢复至相对安全水平的过程中或将通过永续债、明股实债等形式美化相关指标、或者通过对合作项目采取非并表等方式减少表内债务，亦或通过供应链 ABS 等方式加大非债务类融资。

为控制债务规模及增速，促使房地产企业相关指标恢复至安全水平，部分企业或将面临一定融资限制。**中诚信国际认为，**经营效率较低，库存压力大，销售回款与债务规模不匹配，对销售规模增长仍有较大诉求的房地产企业在目前的监管环境下面临更高的信用风险，同时融资渠道收缩会对房地产企业资金平衡能力形成较大考验，短期内部分房企再融资或将承压；此外，房企相关指标恢复至合理水平的方式值得关注。

结论

中诚信国际认为，本轮房企融资政策调整紧扣“房住不炒”主基调，以控制有息债务规模及增速为抓手，对房地产行业整体实施预期管控；长期来看，若相关政策落地实施将控制房企金融杠杆使用力度、防范行业资金风险、建立房地产企业融资监管的长效机制、助力房地产市场的平稳健康发展。随着相关政策的落地实施，将推动房企压降债务绝对值及增速、调整债务期限结构，房企将整体放缓拿地节奏及项目开发进度，行业整体增速承压，房地产行业竞争格局或将趋于稳定。短期来看，在融资面临全面管控的背景下，相关政策落地实施将加剧弱资质房企再融资压力；房企将竭力通过提升自身运营效率、加速项目去化等方式增强内生资金平衡能力，实现资金良性循环。同时，本轮融资新政的落地或将使得房企通过加大合作开发、供应链 ABS 等方式控制表内债务，但随之引发的表外隐性债务等问题值得关注。

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a)中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b)即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

作者	部门	职称
白　茹	企业评级三部	副总监
王超凡	企业评级三部	助理总监
杨　萱	企业评级三部	高级分析师
战宇迪	企业评级三部	助理分析师

中诚信国际信用评级有限责任公司
地址：北京市东城区南竹杆胡同 2 号
银河 SOHO 6 号楼
邮编：100010
电话：（86010）66428877
传真：（86010）66426100
网址：http://www.ccxi.com.cn

CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT RATING CO.,LTD
ADD:Building 6,Galaxy SOHO.
No.2 Nanzhuagan Lane, Chaoyangmennei Avenue,
Doncheng District, Beijing,PRC.100010
TEL:（86010）66428877
FAX:（86010）66426100
SITE: http://www.ccxi.com.cn