

2019年上半年房地产行业信用分析及展望

——房地产行业组

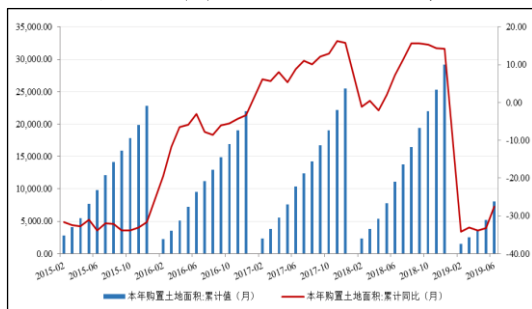
一、上半年房地产行业运行概况

2019年以来，房地产市场仍处于调控周期，政策维持严控。2019年上半年，房地产开发投资额增幅放缓，增速仍处高位，新开工增速继续放缓；商品房销售面积增速跌入负值区间，销售额增幅持续收窄。

1. 土地购置情况

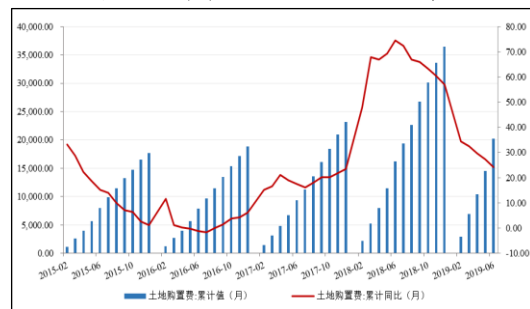
受三线城市土地成交面积增速持续回落影响，2019年上半年，房地产开发企业土地购置面积为8035.29万平方米，累计同比下降27.50%。在地价同比增幅仍较快的带动下，土地购置费20164.05亿元，累计同比增长24.20%，仍处高位增长态势。土地市场局部表现较为活跃，主要体现为对主力城市土地的追逐以及房企间的项目并购数量逐渐增加。规模房企出于维持市场地位考虑，后期会乐观中偏谨慎的态度拿地；出于现金流安全角度考虑，偿债压力较大的房企以及竞争力较差的中小房企会放缓土地投资节奏。

图1 近年来购置土地面积变动情况



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

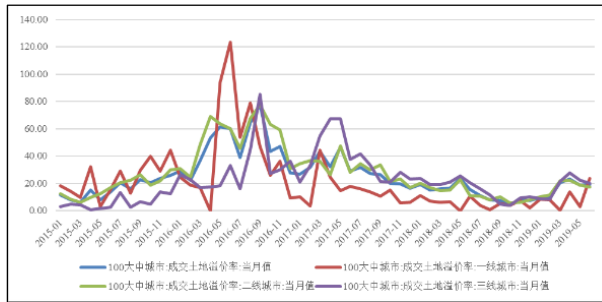
图2 近年来购置土地金额变动情况



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

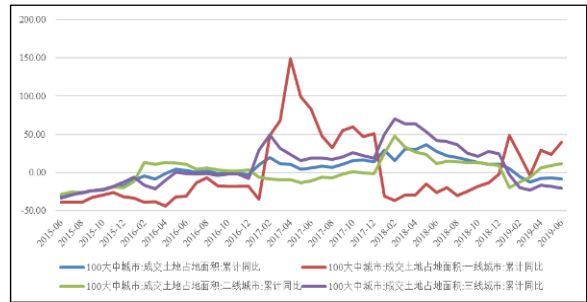
分城市来看，在“房住不炒”的总体调控原则以及“因城施策”调控机制下，2019年以来，一、二线城市土地购置面积大幅增长，三线城市土地购置面积持续下滑。上半年，受棚改货币化力度减弱倒逼房企回流一/二线城市、一季度以来宏观资金面有所宽松以及一/二线城市近年来所积累的购房需求逐渐释放影响，一、二线城市土地成交面积累计同比增幅大幅提高（一线同比增39.93%、二线同比增11.66%），成交土地溢价率高企（一线23.43%、二线17.16%）；三线城市上半年成交土地占地面积累计同比下降20.49%，成交土地溢价率为20.17%。一、二线城市较高的土地溢价率引起了中央的重视，直接导致了4月19日政治局会议重新提及房地产，并重申了房住不炒的政策基调，管理层从信托借款、开发贷和债券发行这三个房地产企业的重要资金来源逐一收紧，730政治局会议重申要坚持“房住不炒”且首次提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。在房企融资端从紧的政策环境下，预计下半年土地溢价率会大幅回落，房地产企业底价成交概率增大，部分城市土地流拍现象会重现。

图3 一、二、三线城市成交土地占地面积增速情况



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图4 100大中城市成交土地溢价率情况



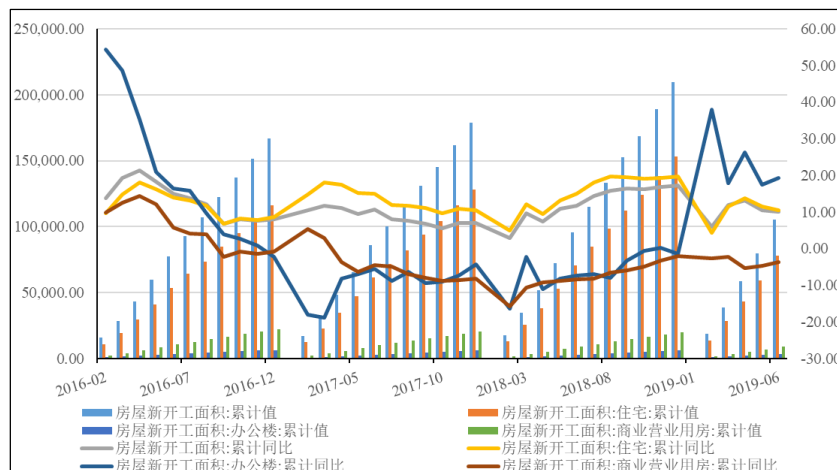
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

总体看，2019年上半年，全国土地购置面积同比大幅下滑，三线城市城市购置面积大幅下滑为主因，但是地价的上涨仍带动了土地购置费保持高位增长态势；房企重回一、二线城市拿地，一、二线城市土地成交面积增速大幅增长，土地溢价率高企，上述情况引起中央的高度重视，管理层对房企融资端进行严管控。在房企融资端严管控的政策背景下，房企会从紧拿地，预计下半年土地溢价率会大概率回落，房企底价成交机会加大。

2. 开发投资情况

2019年上半年，全国房屋新开工面积 105508.60 万平方米，累计同比增长 10.10%，增速同比减少 1.70 个百分点，仍在高位运行。分板块看，2018 年下半年，全国住宅新开工面积累计同比增速连续 5 个月保持 19% 以上，而同期销售降温明显，房企库存压力加大，受此影响，2019 年上半年，全国住宅新开工面积 77997.85 万平方米，累计同比增加 10.50%，增速同比下降 4.50 个百分点；受限商政策松动影响，全国办公楼及商业营业用房新开工提速明显，2019 年上半年，全国办公楼新开工面积 3265.23 万平方米，累计同比增长 19.30%，增速同比增加 26.70 个百分点，全国商业营业用房新开工面积 8876.19 万平方米，累计同比下降 3.70%，降幅同比缩窄 4.70 个百分点。

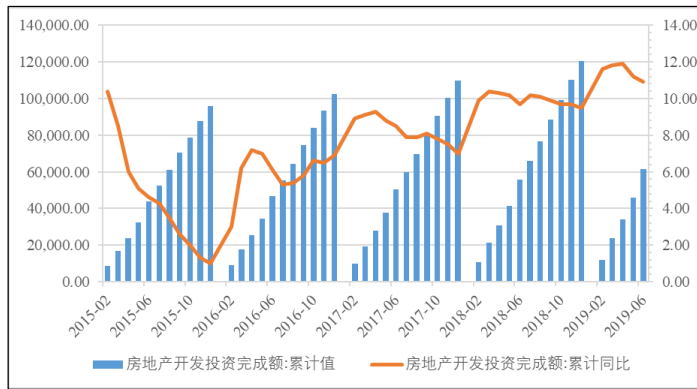
图5 全国房屋新开工情况（单位：万平方米、%）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

2019 年上半年，全国房地产开发投资累计完成 61609.30 亿元，累计同比增长 10.90%，二季度较一季度增速有所放缓。

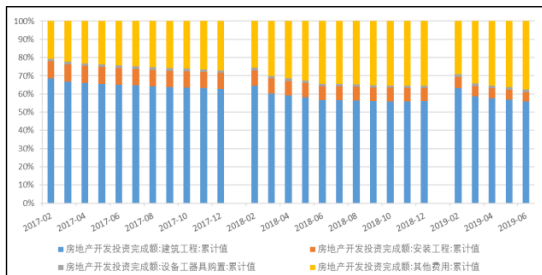
图6 房地产开发投资完成额情况(单位:亿元、%)



资料来源:联合资信根据 Wind 整理

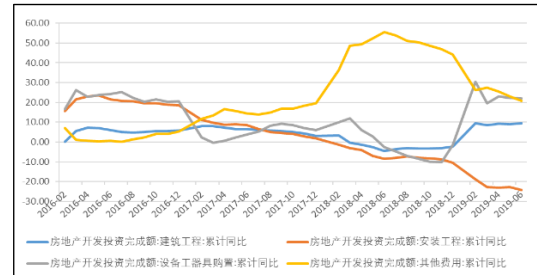
从各项构成对房地产投资的边际贡献率来看,2018年下半年以来,土地市场逐步降温,以土地成交金额为主的其他费用累计同比增速自2018年6月的55.60%高位下降至2019年6月的20.90%;但受房地产开发投资增速放缓及土地出让金分期支付的影响,2019年6月,其他费用占比仍处于37.63%的较高水平。预计随着房企加大开工节奏加快销售回款,减少土地投资力度,其他费用占比将进一步下降。

图7 房地产开发投资完成额构成情况(单位:%)



资料来源:联合资信根据 Wind 整理

图8 房地产开发投资构成增速情况(单位:%)



资料来源:联合资信根据 Wind 整理

总体看,受限商政策松动影响,全国商业类新开工提速明显,全国房屋新开工增速随之增长;在前期开工节奏加快而土地购置面积增速下降的背景下,预期未来新开工增速有所放缓。开发投资方面,2019年上半年,土地购置费增速回落对房地产开发投资增速贡献下滑明显,但受益于前期土地购置费用分期支付以及房企加大开工,房地产开发投资增速仍保持较强韧性;预计未来随着房企拿地趋于谨慎,房地产开发投资增速会持续回落,其他费用占比会继续下降。

3. 房产销售情况

受调控政策持续、棚改货币化收紧影响,2019年上半年,全国商品房销售面积75785.59万平方米,累计同比下降1.80%,同比增幅从2018年三季度开始回落,从2019年1月开始由正转负;受房屋销售价格持续增长带动,全国房地产销售金额70698.06亿元,累计同比增长5.60%,增速较上年同期回落7.60个百分点。受房企融资端调控政策趋严影响,预计下半年房地产企业会继续加大营销力度、加速去化以回笼资金从而保障现金流安全,若购房者预期不会发生反转,下半年商品房销售面积及增速会保持稳定。

图9 商品房销售面积同比变化情况(单位: %)



资料来源: 联合资信根据 Wind 整理

图10 商品房销售额同比变化情况(单位: %)



资料来源: 联合资信根据 Wind 整理

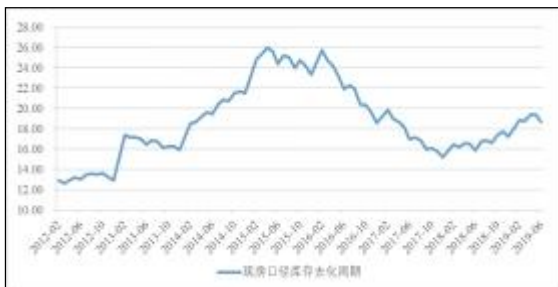
在“房住不炒”的主基调下，信贷政策及热点城市调控难有大幅放松，预计后期销售增速将延续下行调整态势，不同城市市场分化加剧，“因城施策、分类调控”更加突出。具体看，一线城市及部分热点城市市场需求仍较为强劲，后期销售规模将随着土地供应增加而逐步企稳回升；部分购买力透支、缺乏经济及人口支撑的三四线城市销售增速仍存在一定不确定性。

总体看，受调控政策持续、棚改货币化收紧的影响，商品房销售金额有所回落；在房企融资政策趋严的背景下，房企会增大营销力度加速去化以保证现金流安全，若购房者预计不发生翻转，商品房销售面积及金额增速会保持稳定；产业支撑薄弱和购买力透支的三、四线城市销售仍存在较大不确定性

4. 库存情况

2019年上半年，现房去化周期在2019年4月达到高点后开始下降，2019年6月，现房去化周期为18.69个月；考虑期房后，房地产大口径库存去化周期在5月达到高点后略有回调；截至2019年6月底，大口径的商品房去化周期为41.21个月。2019年上半年库存位于上行通道，主要系房企上半年抢开工以及销售面积同比下降所致。在上半年土地购置面积增速下降以及预期下半年房地企业谨慎拿地的前提下，预计未来新开工增速会有所放缓，同时随着房地产融资政策趋紧、趋严，预计下半年房地产企业在放缓拿地的情况下会加速去化；在未来新开工下降和销售保持稳定的情形下，库存周期会呈小幅下行趋势。

图11 现房口径和大口径房地产库存去化周期数据(单位: 月)



资料来源: 联合资信根据 Wind 整理

总体看，2019年上半年去化周期依然位于上行通道，五六月份有回调迹象；下半年房企会加速去化、放缓拿地、降低新开工力度，预计库存周期会小幅下行。

5. 融资渠道和资金到位情况

2019年上半年，我国积极的财政政策加力提效，稳健的货币政策松紧适度，央行优化流动性结构，降低融资成本，进一步支持实体经济发展。年初，习近平主席在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班仪式上提出，要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案；2月25日，国新办新闻发布会上，银保监会副主席表示要紧盯房地产金融风险，对房地产开发贷款、个人按揭贷款继续实施审慎的贷款标准。4月17日，银保监会官网发文指出，继续遏制房地产泡沫化，控制居民杠杆率过快增长；4月19日，政治局会议重申了房住不炒的政策基调。5月17日，银保监会印发《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》（银保监发〔2019〕23号），在银行和非银（信托）领域规范地产融资，明确了整治违规向房企“输血”乱象。6月15日，银保监会郭树清主席表示“我国一些城市的住户部门杠杆率急速攀升，相当大比例的居民家庭负债率达到难以持续的水平。房地产业过度融资，不仅挤占其他产业信贷资源，也容易助长房地产的投资投机行为”。7月6日，《地产观点网》报道，针对部分房地产信托业务增速过快，增量过大的信托公司，银保监会开展了约谈警示。7月12日，国家发改委发布通知明确房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务。7月29日，人民银行在北京召开座谈会表示要加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管。7月30日，中央政治局会议提出，不将房地产作为短期刺激经济的手段。7月31日，人民银行在银行业金融机构信贷结构调整优化座谈会上表示“房地产行业占用信贷资源依然较多，对小微企业、先进制造业、科技创新企业、现代服务业、乡村振兴、精准扶贫等领域支持力度仍有待加强”。8月7日，《证券日报》报道，银保监会日前向各银保监局信托监管处室（辽宁、广西、海南、宁夏除外）下发《中国银保监会信托部关于进一步做好下半年信托监管工作的通知》，要求按月监测房地产信托业务变化情况，及时采取监管约谈、现场检查，暂停部分或全部业务、撤销高管任职资格等多种措施，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头。

在货币政策松紧适度的环境下，房地产行业各方面融资渠道监管趋严，会迫使房地产企业谨慎拿地、加速去化；融资资源进一步向债务负担适中的头部企业集中，加速房地产企业分化。

2019年上半年，房地产开发到位资金3.89万亿元，累计同比增长7.20%，增速较上年同期上升2.60个百分点。其中国内贷款资金累计同比增长8.40%，增幅为2018年以来最大值；自筹资金累计同比增速自2018年9月峰值下降至4.70%；其他资金累计同比增长8.29%。

图12 房地产资金来源构成增速情况（单位：%）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

二、房地产行业上半年信用风险回顾

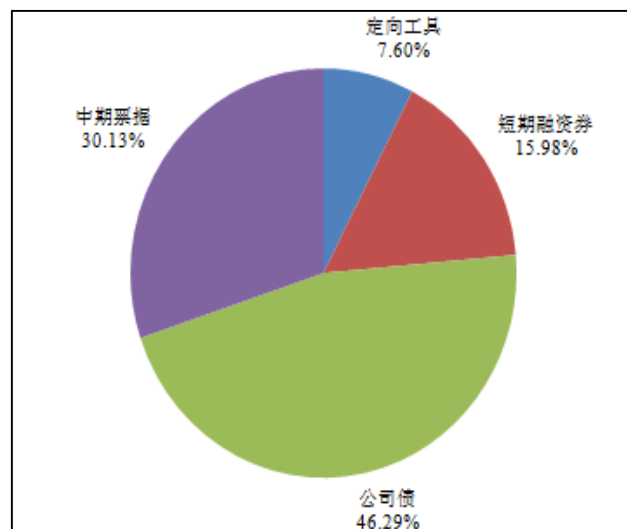
2019 年上半年，房地产行业调控政策基调未变，在年初以来融资规模扩张、资金面相对宽松的情况下，地产债发行规模有所增长，但随着发债及信托窗口指导等对地产融资的持续收紧，地产债发行承压；地产债券发行继续向高级别集中，发行利差同比上行，环比微降。头部房企和国有属性房企继续保持融资成本优势，非国有属性的头部房企发行利差有所分化，AAA 地产债与非地产产业债的利差呈走扩态势。

1. 上半年房地产企业债券发行情况

2019 年上半年，银行间和交易所市场共发行房地产债券 204 只，较 2018 年同期的 174 只增加 30 只；银行间和交易所房地产债券发行规模共计 2486.87 亿元，较 2018 年同期的 2046.97 亿元增加 439.90 亿元，增幅达 21.49%。从发行品种看，2019 年上半年，交易所市场共发行房地产企业公司债 111 只，较 2018 年同期的 79 只增加 32 只，增幅达 40.51%，发行规模合计 1554.38 亿元，较 2018 年同期的 947.47 亿元增加 606.91 亿元，增幅达 64.06%，公司债的发行数量和发行规模均大幅增长；2019 年上半年，银行间市场共发行房地产企业中期票据 26 只，较 2018 年同期的 40 只减少 14 只，发行规模合计 268.60 亿元，较 2018 年同期的 616.80 亿元减少 348.20 亿元，大幅下滑 129.64%，中期票据的发行数量及发行规模均有所下滑；2019 年上半年，银行间市场共发行房地产企业短期融资券（含超短期融资券）58 只，较 2018 年同期的 38 只增加 20 只，规模合计 545.80 亿元，较 2018 年同期的 327.20 亿元增加 218.60 亿元，增幅达 66.81%，短期融资券（含超短期融资券）的发行数量和发行规模同比均大幅增长；其他主要为定向工具 8 只共 74.50 亿元及可交换债 1 只共 43.59 亿元。从发行方式看，2019 年上半年公募和私募方式发行数量分别为 140 只和 64 只，发行规模分别占比 68.57%和 31.43%，私募发行规模占比较 2018 年上半年增加 3.81 个百分点。

从企业性质看，2019 年上半年，中央国有和地方国有企业地产债发行数量共计 100 只（占 49.02%），发行金额合计 1189.40 亿元（占 47.83%）；非国有企业（含公众企业、外资企业、中外合资以及民营企业等）地产债发行数量 104 只（占 50.98%），发行金额合计 1297.47 亿元（占 52.17%）。总体看，国资背景的地产企业债券发行数量和金额与非国有企业较为接近。

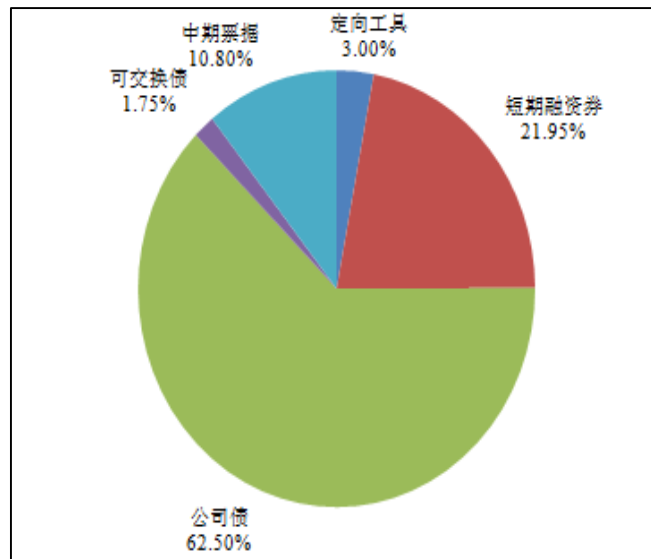
图 13 2018 年上半年地产债分品种发行规模占比



注：图中短期融资券为短期融资券和超短期融资券

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 14 2019 年上半年地产债分品种发行规模占比



注：图中短期融资券为短期融资券和超短期融资券
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

总体看，2019 年上半年，房企交易所融资规模同比大幅增长，受长期债券配置需求减少及地产企业长期资金成本上扬的影响，银行间地产债券的发行短期化趋势显著；发债主体信用等级继续向高信用等级集中。

2. 房地产企业主体级别分布情况

2019 年上半年，银行间和交易所市场房地产债券的发行人主体信用等级集中在 AA+和 AAA。其中，AAA 级别企业发行数量及规模均最大，发行数量共 89 只，发行规模达 1498.86 亿元（占 60.27%），发行规模占比较 2018 年同期增长 1.35 个百分点；AA+级别企业共发行 76 只，发行规模达 708.76 亿元（占 28.50%），发行规模占比较 2018 年同期增长 0.72 个百分点；AA 及以下级别企业共发行 39 只，发行规模达 279.25 亿元（占 11.23%），发行规模占比较 2018 年同期下滑 2.07 个百分点。2019 年上半年高级别地产企业债券发行数量及规模同比增长较为显著，其中 AAA 级别发行数量及规模同比分别增长 25.35%和 24.28%；AA+级别发行数量及规模同比分别增长 18.75%和 24.65%；AA 级别发行数量和规模小幅增长，分别同比增长 2.70%和 16.76%。总体看，以 AAA 和 AA+级别为主的地产企业发债数量及规模增幅较大，发债主体信用等级继续向头部集中。

2019 年上半年，AAA 级别主体发债规模占比的大幅提升原因主要有强监管下对发债主体资质要求更高、市场风险偏好下降及级别迁徙三个方面。2018 年以来，信用风险事件频发，市场对低主体级别的债券配置需求减弱，也导致低主体级别的地产企业发债相对困难，在整体地产企业发债规模增长的情况下，低级别主体发债规模的增长幅度相对有限。

级别迁徙方面，2016 年以来房地产市场整体爆发式增长，主力房企销售业绩良好、库存补充积极，资产、收入和利润规模基本均呈大幅增长态势。这使得 2017 年以来，房地产企业信用等级调整以调升为主。2018 年，9 家主体信用等级上调至 AA+，7 家主体信用等级上调至 AAA；2019 年上半年，9 家主体信用等级上调至 AAA，4 家主体信用等级上调至 AA+，1 家 AA 级别主体展望由稳定调整为正面。

图 15 2018 年及 2019 年半年度分等级地产债发行数量

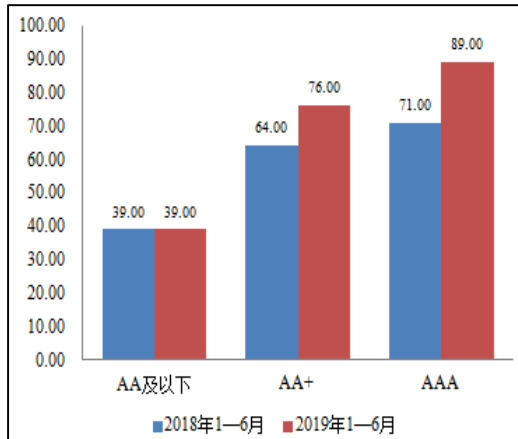
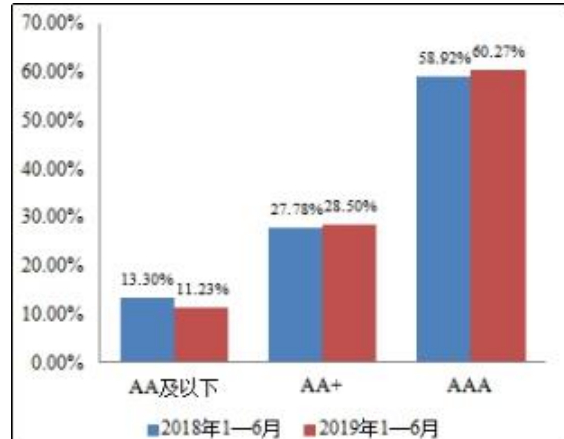


图 16 2018 年及 2019 年半年度分等级发行规模占比



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

注：图中各等级主体发债占比均为当期该等级主体发债规模的合计数/当期地产债发行总规模

3. 未来房地产企业债券到期情况

根据联合资信测算，2019 年上半年，银行间和交易所市场房地产信用债券到期、赎回和回售本金合计 1859.04 亿元，房地产企业在银行间和交易所市场融资整体呈净流入。若不考虑行权，2019 年 10—12 月，地产债尚余 280 亿元左右待偿还，待偿还金额占截至 2019 年底存续债券规模的 2.45%；2020 年地产债到期金额约为 1500 亿元，待偿还金额占截至 2020 年底存续债券规模的 15.14%；2021 年地产债到期金额约为 3900 亿元，2022 年地产债到期金额约为 2300 亿元；如考虑行权，2020 年地产债到期金额将高达 3460 亿元左右，未来两年地产债到期压力仍然很大。

房地产销售增速如政策无大幅放开，将面临继续降温，房企偿债对再融资仍有较大依赖。近年来房企债券融资规模受到监管政策影响波动很大，资本市场对财务稳健的高评级房企偏好迁移明显，头部房企利用债券等融资方式置换债务空间相对更大；高杠杆房企和中小房企如果没有做好现金和可快速回款的项目储备，发生信用风险事件可能性将增大。

三、房地产行业下半年展望

在房企融资端严控的政策背景下，房企会从紧拿地，预计下半年土地溢价率会大概率回落，房企底价成交机会加大，部分城市土地流拍现象会重现。在前期开工节奏加快而土地购置面积增速下降的背景下，预期未来新开工增速有所放缓。开发投资方面，预计未来随着房企拿地趋于谨慎，房地产开发投资增速会持续回落，其他费用占比将继续下降。房产销售方面，受房企融资端调控政策趋严影响，预计下半年房地产企业会继续加大营销力度、加速去化以回笼资金从而保障现金流安全，若购房者预期不会发生反转，下半年商品房销售面积及增速会保持稳定。

债市方面，在当前经济增速下滑、外部贸易摩擦升级的环境下，中央仍有望维持市场流动性合理充裕。同时金融供给侧改革仍将持续，货币政策会加强结构性引导，保持稳健中性。从 2019 年以来释放的政策信号来看，房地产严调控没有放松，融资端有趋严态势，限制金融资源向房地产倾斜的意图明显。预计下半年地产信用债发行将以借新还旧为主，发行利率仍将高位波动；而随着资本市场风险偏好降低，房企在融资量和融资成本方面的优势将进一步分化，向稳健的头部房企和国有企业集中。

研究报告声明

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券市场资信评级业务资格。

联合资信在自身所知情范围内，与本研究报告中可能所涉及的证券或证券发行方不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险，联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本研究报告版权为联合资信所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。