

2016-1-6

2015 年房地产行业研究报告

联合资信评估有限公司 张 丽



 **联合资信评估有限公司**
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

2015 年房地产行业研究报告

时间：2015 年 1 月 6 日

报告概要

分析师：

张丽

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：

北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层
(100022)

www.lhratings.com

房地产行业是中国重要的支柱和民生产业，其发展态势关系整个国民经济的稳定发展和金融安全。2014 年，中国房地产市场处于调整期，住宅库存量高企，对市场预期转变进一步影响新开工节奏，房地产投资增速明显下滑。自 2014 年下半年开始，连续的放松限购、限贷及降息降准、降首付、330 新政、全面放开二胎等政策出台，市场出现缓慢回暖迹象；但由于前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求不足，市场难以呈现爆发式增长。2015 年房地产开工面积增速和房地产投资增速依然低位徘徊，全国房地产市场区域分化严重，库存高企依然是行业内面临的首要问题，国房景气指数低位震荡。

2015 年 12 月 21 日结束的中央经济工作会议强调要“化解房地产库存”，并明确提出五大措施来消化房地产库存。该政策对房地产行业未来发展提出了指导性方向，房地产行业调整将进入实质性阶段，新的房地产需求将会由传统的城市存量人口转向新市民、地方政府以及投资机构。

银行间发行债券的房地产企业以中央和国有企业为主，资产和收入规模处于行业前列，资产和收入规模持续增长，债务负担有所上升但基本可控，盈利能力同比变化不大，整体抗风险能力强。2015 年以来，房地产销售的区域化差异有所体现，布局一线城市为主的企业，其盈利能力得以持续，而且融资渠道的放宽，很大程度上起到了降低融资成本的效果。但以二、三线城市及商业地产、园区开发等为主的企业，已经显露下滑态势，后续商品房投资价值的减弱将抑制投资人群消化库存的动力，不利于开工新建回暖。

长期看，宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段，不动产统一登记配套制度将进一步健全，土地节约集约利用将继续加强，以保障房地产市场长期稳定发展；房地产供应步入调整阶段。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求面临结构性调整；人口老龄化背景下中国房地产可能将开始长周期调整，投资价值的进一步弱化不利于房地产库存的去化，国内房地产市场的发展情况取决于供需各因素的相互作用。

一、行业特点

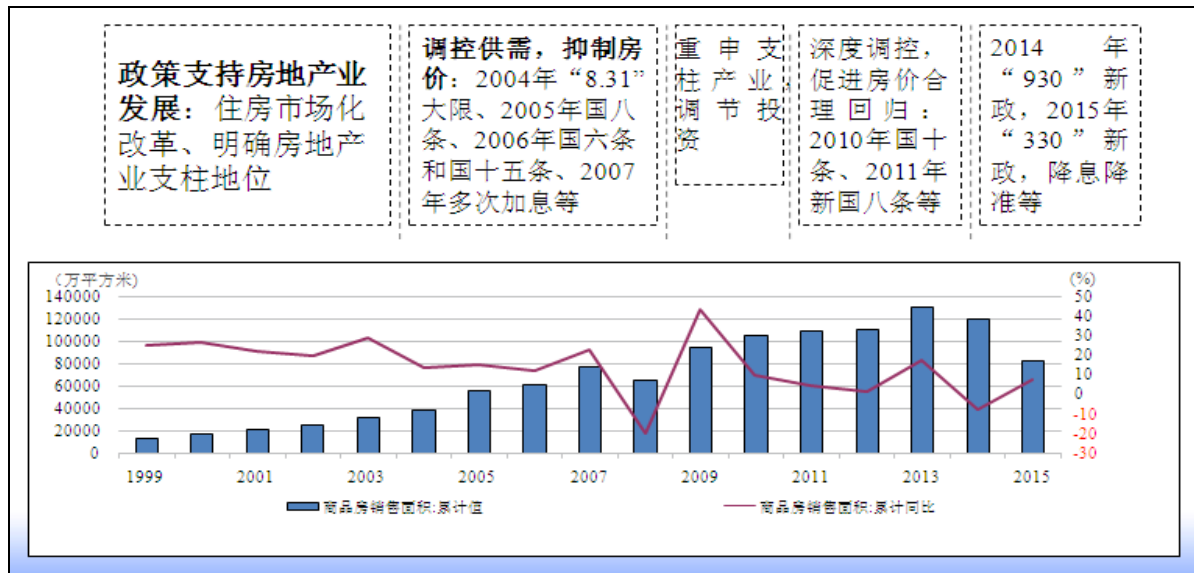
房地产行业是中国重要的支柱和民生产业，其发展态势关系整个国民经济的稳定发展和金融安全。中国房地产行业呈现周期性、资本密集型、政策敏感度高、地域性明显的特点。房地产行业具有周期性特征，短周期主要体现与宏观经济互为因果关系影响，长周期主要体现在人口变化、迁移规律及城市发展规律上；房地产行业具有资金密集型特征，具有土地支出资金总量大，建安成本支付复杂及大额特征，这对企业的资金规模、流动性、资金运营水平有较高要求；房地产行业具有政策敏感性特征，政府既可以通过金融等间接手段影响房地产市场，也可直接通过行政干预的方式调控市场，同时，中国各级政府控制了全国土地，作为市场唯一卖方，房地产企业对各类土地政策高度敏感；房地产行业还具有显著的地域性特征，房地产产品为特殊商品，价值主要取决于所处区位，区位涵盖不同城市、同一城市不同区域、土地对各类稀缺资源（教育、医疗、休闲等）的占有等不同要素。

地产行业与社会固定资产投资、居民消费水平、财税政策、货币政策等宏观经济因素关系密切。其中房地产行业是资金密集型行业，房地产需求端（购房者）和供给端（房地产企业）均对国家金融政策依赖较强；土地政策会影响房地产企业拿地规模和成本，税收政策对房地产企业成本控制带来直接影响。

中国房地产行业长期处于政府“调控”状态，调控政策主要分为金融政策、行政政策、土地政策、税收政策四大类。金融政策包括存贷款基准利率、公积金贷款政策、存款准备金率等；行政政策包括限购限贷政策、购房补贴政策、各类别保障房政策；土地政策包括土地供应政策、土地开发规划控制政策等；税收政策包括营业税、增值税等各类政策。

房地产行业开发周期与产业链条均较长。开发周期长主要体现于房地产开发包括前期拿地、房地产项目建设、房地产销售、物业管理等多个环节；产业链条长主要体现在纵向上与钢铁、水泥、建材等上游行业及下游家装、家电行业均有极高的关联度。此外，房地产行业的横向关联度也较高，开发周期与产业链条中涉及政府、开发商、消费者、金融机构等多个群体，各类政策变化对房地产企业均会产生影响。

图1 近年来政府对房地产行业的影响



资料来源：联合资信整理

从中国房地产发展历程来看，房地产发展的各个阶段受政府政策影响较大，主要分以下阶段，（1）1999年至2003年，国家提出“住房市场化改革”、“明确房地产支柱地位”等政策支持房地产业发展，中国商品房销售面积持续增长，特别是2003年房地产销售面积同比增长29.10%，达到1999年以来的最大增长幅度。（2）2004年至2007年“调控供需、抑制房价”是房地产调控的主旋律，政府陆续提出了2004年“831”大限、2005年的“国八条”、2006年的“国六条”和“国十五条”、2007年多次加息等政策，房地产销售面积依然延续增长态势。

（3）2008年金融危机直接影响房地产行业销售面积增速同比下降19.70%，为近十年来首次增速下降的年份，为此，政府提出“重申支柱产业调节投资”的政策，且国家加大了固定资产投资力度，2009年房地产市场迅速回暖，销售面积和增速均大幅提升，2010年和2011年房地产市场销售情况保持良好，房地产价格增长较快。（4）“房地产深度调控，促进房价合理回归”是2010年至2013年期间调控重点，政府陆续于2010年提出“国十一条”、2011年提出“新国八条”等政策，但受宏观环境影响，房地产销售波动上升，2013年房地产销售面积增速达到17.30%。（5）2014年宏观经济增速放缓，房地产销售面积和增速下滑明显，2014

年下半年开始，“930”新政、“330”新政、降息降准等政策陆续提出，以及近期中央提出放开二胎政策、习主席首次提及去库存等，带动 2015 年以来房地产市场呈现出回暖迹象。

二、行业政策

2014 年在全国房地产行业整体降温的大背景下，宏观调控理念正在逐步发生变化。

首先，新常态下中央调控更注重市场化，以金融手段鼓励自住性住房消费。2014 年中央出台房地产相关政策均以注重长期发展的制度建设为主，未再出台新的短期行政手段。年末中央工作会议再度未直接提及房地产，房地产调控去行政化趋势明显。同时监管层允许已上市房地产企业在银行间市场发行中期票据，表明监管层对于房地产融资的态度从原来的单向打压转为双向调节，中型房企的资金压力得到缓解。此外，支持自住性刚需，差别化信贷政策自 2010 年以来首度放松。

“‘930’新政”对个人住房贷款需求的支持力度大幅提升，对首套房“认贷不认房”界定标准较此前“认贷又认房”大幅放宽。

其次，限购退出后金融财政政策主导，地方政策因地因时多轮灵活调整。多个城市出现多次调整，限购政策由局部调整向全面放开。

此外，金融信贷、公积金政策跟进调整，财税补贴鼓励自住刚需。地方政策调整更加灵活，重点加大信贷支持力度，在经济偏弱、旺季不旺的背景下，以信贷为主的利好政策陆续出台。继三季度取消限购、“930”新政放松信贷后，通过公积金支持自住需求成为各地进一步调整的主要手段。10 月 9 日中央出台《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，随后多个省市陆续跟进。据不完全统计，2014 年以来对公积金调整放宽的省市已近 40 个。同时在央行降息后，各地相应央行要求，公积金贷款利率普遍下调 0.25 个百分点。

2015年以来“330”新政、降息降准、“全面二胎”等政策密集提出，提振了市场信心

2015年以来，在延续2014年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足的背景下，宏观政策层面进一步导向稳增长、调结构，房地产方面则积极聚焦于促销费，鼓励自住和改善性需求。央行实行灵活适度的货币政策，连续降准降息，降低二套房首付，构建宽松的金融信贷环境，减轻购房压力，提升消费能力。

降息降准政策：2015年2月5日，中国人民银行普降金融机构存款准备金率并有针对性地实施定向降准措施。2015年3月1日起，央行年内首次降息0.25个百分点。2015年4月20日起，央行再次下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率1个百分点，降准之后，购房者申请房贷的限制更为宽松。2015年5月11日起，央行再次下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至5.1%；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整，商业房贷利率调整到了5.65%，住房公积金贷款利率调整到3.75%。2015年6月28日“降息降准”、2015年8月26日“降息降准”、2015年9月6日“降准”、2015年10月24日“降准”，多次降息降准政策陆续提出，目前执行10月24日中央人民银行决定，自2015年10月24日起，金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至4.35%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至1.5%；其他各档次贷款及存款基准利率、人民银行对金融机构贷款利率相应调整；个人住房公积金贷款利率保持不变。2015年以来多次降息降准，降低购房成本，提振了市场信心。

首套房认定标准和首付款比例：2014年9月30日，央行发布首套房认定标准：对拥有1套住房并已结清房贷的家庭，银行业按首套房执行。2015年3月30日，央行、住建部、银监会联合下发《中国人民银行住房城乡建设部中国银行业监督管理委员会关于个人住房贷款政策有关问题的通知》，发布了二套首付降为40%，首套房公积金贷款首付降为20%，二套房公积金贷款首付降为30%，财政部、国税总局将个人出售住房免征营业税由5年调整为2年以上。2015年9月30日央行、银监会发布《关于进一步完善差别化住房信贷政策有关问题的通知》，规定：一、在不实施“限购”措施的城市，对居民家庭首次购买普通住房的商业性个

人住房贷款，最低首付款比例调整为不低于 25%。二、人民银行、银监会各派出机构应按照“分类指导，因地施策”的原则，加强与地方政府的沟通，根据辖内不同城市情况，在国家统一信贷政策的基础上，指导各省级市场利率定价自律机制结合当地实际情况自主确定辖内商业性个人住房贷款的最低首付款比例。首套房认定标准放宽，首付款比例降低，购房标准和成本降低，利于刺激房地产市场需求。

2015 年 10 月 29 日，十八届五中全会通过“全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策”，该政策进一步提升了对居住功能需求和住房的升级需求。整体来看，在经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足的背景下，政府支持房地产行业的政策密集提出，短期内将提振市场信心，利于房地产业发展。

表 1 2014 年以来，影响房地产行业的重要政策梳理

分类	政策	内容要点	作用描述
信贷政策	首套房认定标准、首付款比例	2014 年 9 月 30 日，央行发布首套房认定标准：对拥有 1 套住房并已结清房贷的家庭，银行业按首套房执行； 2015 年 3 月 30 日，央行、住建部、银监会联合下发《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》，发布了二套首付降为 40%，首套房公积金贷款首付降为 20%，二套房公积金贷款首付降为 30%，财政部、国税总局将个人出售住房免征营业税由 5 年调整为 2 年以上。 2015 年 9 月 30 日，央行、银监会发布《关于进一步完善差别化住房信贷政策有关问题的通知》，规定：一、在不实施“限购”措施的城市，对居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，最低首付款比例调整为不低于 25%。二、人民银行、银监会各派出机构应按照“分类指导，因地施策”的原则，加强与地方政府的沟通，根据辖内不同城市情况，在国家统一信贷政策的基础上，指导各省级市场利率定价自律机制结合当地实际情况自主确定辖内商业性个人住房贷款的最低首付款比例。	首套房认定标准放宽，首付款比例降低，购房标准和成本降低，利于刺激房地产市场需求
限购退出	限购政策	2014 年 6 月至今，实施限购的 46 个城市已经有 41 个放开。	行政干预时代走向终结
公积金政策	公积金政策	2014 年以来，广西、河北、贵州、江苏、湖南、安徽等多个省份相继扩大了住房公积金的缴存覆盖面； 2015 年 09 月 15 日，住房城乡建设部下发《关于住房公积金异地个人住房贷款有关操作问题的通知》，通过明确职责分工、办理流程和相关要求，对推进住房公积金异地贷款业务，支持缴存职工异地购房需求，保障缴存职工权益。	刺激作用有限
货币政策	央行降息 降准	2014 年 11 月 22 日，央行不对称降息； 自 2015 年 2 月 5 日起，中国人民银行普降金融机构存款准备金率并有针对性地实施定向降准措施； 自 2015 年 3 月 1 日起，金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.35%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.5%，同时结合推进利率市场化改革，将金融机构存款利率浮动区间的上限由	降低购房成本、提振市场信心

		存款基准利率的 1.2 倍调整为 1.3 倍； 自 2015 年 5 月 11 日起，金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.1%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.25%；其他个档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整； 自 2015 年 6 月 28 日起，金融机构一年贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 4.85%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2%；其他个档次贷款及基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整； 自 2015 年 8 月 26 日起，金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 4.6%；其他个档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整； 2015 年 10 月 24 日，金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 4.35%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 1.5%。	
地方政策	地方政策	减免购房税费、购房入户、直接补贴等，如上海的普通住宅标准修改。	实质性利好较小，对改变消费者预期有一定的积极意义
保障房建设	国开行棚改贷款	国开行获央行 1 万亿 PSL，年利率 6%，专项投向棚改。	改善中低收入人群住房，增加中低价位住房供给
制度建设	不动产登记制度	《不动产登记暂行条例》已由国务院签发，将于 2015 年 3 月 1 日起施行。	宅基地确权，为农村产权制度改革、新型城镇化建设等奠定制度基础
	房产税	传中央已确定停止房产税扩围，转为推进房地产税立法工作。	从扩围转为立法，对房地产市场的影响有待关注
人口政策	二胎政策	2015 年 10 月 29 日国家发布“全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策”。	改善型住房需求增加，提振市场信心

资料来源：联合资信整理

三、行业运行情况

1. 房地产需求有所放缓

房地产市场需求包括刚性需求、柔性需求和弹性需求，刚性需求是房地产市场需求主力，柔性需求是为了改善和提升居住品质，弹性需求以房地产投资为主。根据国家统计局公布数据，中国 16 至 59 岁劳动年龄段人口自 2012 年起开始出现下降，人口红利逐步消退。近二十年中国受到计划生育政策影响，青年人口比例呈现持续下滑，壮年和老年人口比例攀升，老年抚养比提升，中国人口老龄化趋势逐步显现。随着老龄化进程不断加速，在一定程度上会造成房地产的需求放缓，但对国

内尚不成熟的养老地产领域可能带来一定机遇。在人口出生高峰年龄段人口的婚育高峰渐趋尾声，25-34岁的人口占比将逐步下降，刚需下降，但仍将是房地产市场的主流；同时，35-49岁的人口占比将不断上升，考虑到2015年10月29日国家发布“全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策”，家庭对住房的居住功能需求和住房的升级需求有望上升。整体看，经过多年发展，中国人均住房面积上升，目前已达到33 m²左右，相对于前十年高速发展的房地产市场，目前支撑房地产市场高速增长的因素正在逐步减弱，房地产行业需求放缓。

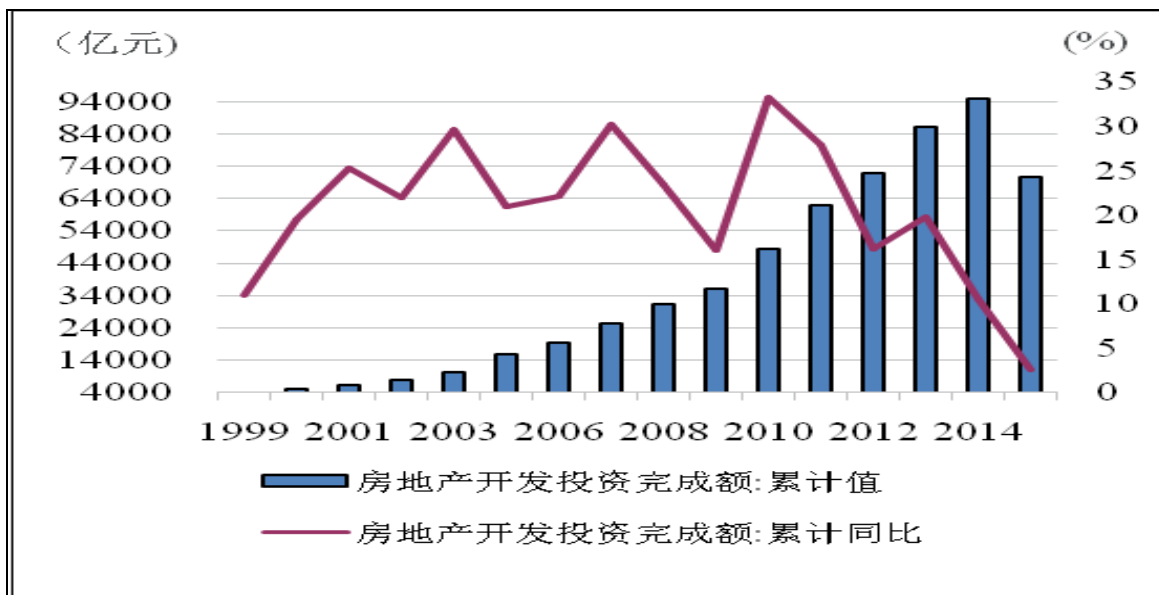
2. 房地产投资增速下降，但库存依然高企

2014年，全国房地产开发投资额增速创近五年新低。全年房地产开发投资9.5万亿元，同比增长10.5%，增速较2013年回落9.3个百分点。房地产投资额占全国固定资产投资的18.93%。其中，住宅投资6.4万亿元，增长9.2%，增幅较2013年回落10.2个百分点；办公楼投资0.6万亿元，增长21.3%，增速较2013年回落16.9个百分点；商业营业用房投资1.4万亿元，增长20.1%，增速较2013年回落8.2个百分点。2015年1-11月，全国房地产开发投资87702亿元，同比名义增长1.3%，增速比1-10月份回落0.7个百分点。1-11月，房地产开发企业房屋施工面积723990万平方米，同比增长1.8%，增速比1-10月份回落0.5个百分点。房屋新开工面积140569万平方米，下降14.7%，降幅扩大0.8个百分点。房屋竣工面积72413万平方米，下降3.5%，降幅收窄0.7个百分点。从区域投资来看，东部地区房地产开发投资48789亿元，同比增长1.1%，增速比1-10月份回落1.2个百分点；中部地区投资18988亿元，增长1.8%，增速回落0.2个百分点；西部地区投资19926亿元，增长1.1%，增速回落0.4个百分点。

从2008年至2014年住宅地产新开工面积和竣工面积分析，截至2014年底，住宅地产未来潜在供应量达到了26.5亿平方米，以平均销售面积10.64亿平方米为基数计算，潜在去化周期3.4年。2012年至2014年中国土地购置面积波动下降，已成交土地潜在供应量19.5亿平方米，以年均销售面积为10.64亿平方米为基数，计算出潜在去化周期1.8年。考虑以上两个因素，城市库存及潜在土地去化周期均

处于高位，未来房地产市场发展将难以继续维持高需求量的卖方市场，逐步转入买方市场。根据统计局公布数据，截至 2015 年 10 月底，全国商品房待售面积 68632 万平方米，比 9 月末增加 2122 万平方米，其中，住宅待售面积增加 1180 万平方米，再创历史新高。目前中国楼市高库存在二三线城市和中西部地区广泛存在，三四线城市尤其突出，但一线城市和东部地区仍然存在供不应求。2015 年 11 月 10 日，习近平主席在中央财经领导小组第十一次会议上对楼市提出了“要化解房地产库存，促进房地产业持续发展”，指出化解库存高企是目前房地产行业重要任务。2015 年 12 月 21 日中央经济工作会议强调要“化解房地产库存”，提出消化去库存的五大措施。

图 2 中国房地产投资额和投资增速

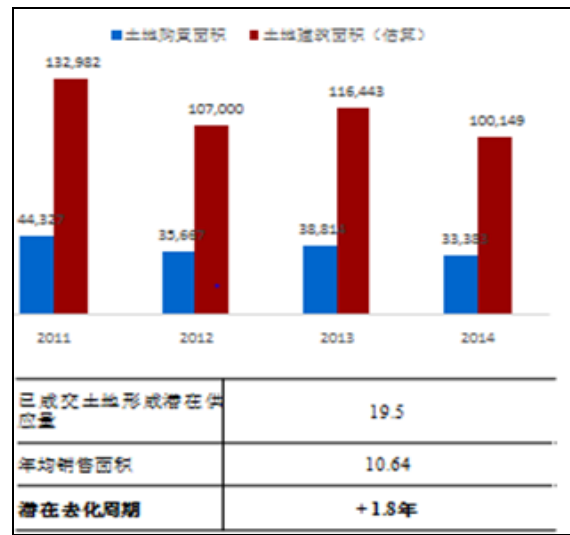


资料来源：wind 资讯

图3 从房地产投资和土地购置角度分析去化周期（单位：亿平方米）

	新开工	竣工
2008	8.4	5.4
2009	9.3	6.0
2010	12.9	6.3
2011	14.7	7.4
2012	13.1	7.9
2013	14.6	7.9
2014	12.5	8.1
合计	85.5	49
未来潜在供应量	（=新开工-竣工）36.5	
年均销售面积	10.64	
潜在去化周期	3.4年	

资料来源：联合资信整理

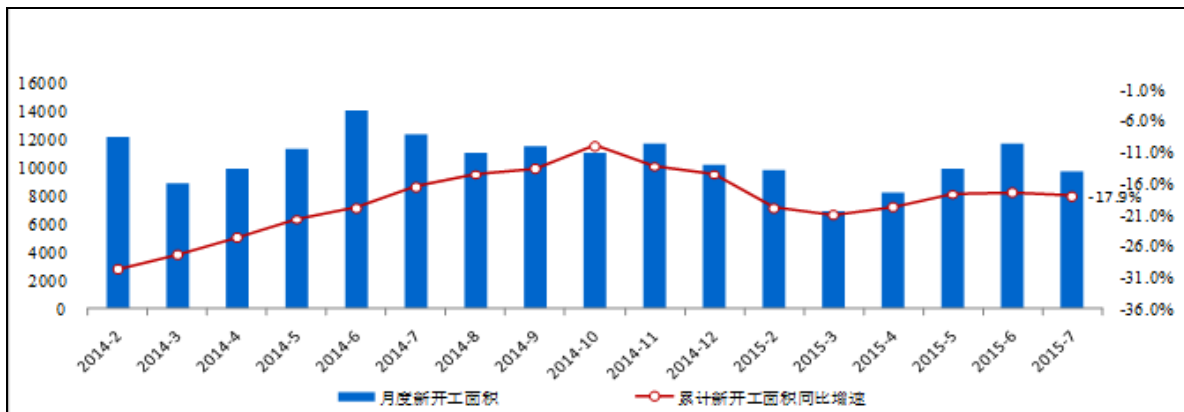


资料来源：联合资信整理

3、房地产开工面积下降，国房景气指数低位震荡

2014年，全国房屋新开工面积同比持续下降，全年全国房屋新开工面积为18.0亿平方米，同比下降10.7%，其中，住宅新开工面积12.5亿平方米，同比下降14.4%。全国房屋施工面积72.6亿平方米，同比增长9.2%。全国房屋竣工面积10.7亿平方米，同比增长5.9%。2015年1-11月份，房地产开发企业房屋施工面积72.40亿平方米，同比增长1.8%，增速比1-10月份回落0.5个百分点。其中，住宅施工面积503347万平方米，下降0.3%。房屋新开工面积140569万平方米，下降14.7%，降幅扩大0.8个百分点。其中，住宅新开工面积97077万平方米，下降15.3%。房屋竣工面积72413万平方米，下降3.5%，降幅收窄0.7个百分点。其中，住宅竣工面积53553万平方米，下降6.4%。随着新开工面积的下降，以及土地购置面积波动下降，预计未来入市供应量也将有所下降，未来供求关系或将趋于平衡，但仍需要较长时间。

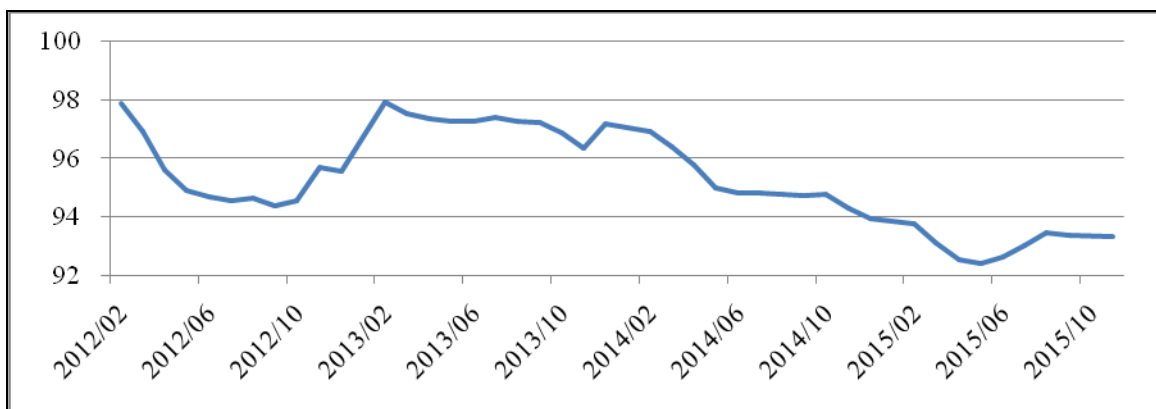
图4 房地产开工面积及增速



资料来源：wind 资讯

在房地产行业需求放缓，库存高企的情况下，中国国房景气指数持续下滑，2014年12月为93.93，2015年1月至5月延续下行趋势，2015年5月为近年来最低点92.43。随着政府多项政策的提振，2015年6月开始房地产景气指数略有提升。2015年11月份，房地产开发景气指数为93.35，比上月提高0.01点，国房景气指数低位震荡。

图5 房地产景气指数



资料来源：wind 资讯

4、行业竞争激烈，区域分化严重

根据克而瑞信息集团联合中国房地产测评中心发布《2014 年中国房地产企业销售 TOP100 排行榜》，2014 年房地产行业排行呈现以下几个特点：万科、绿地蝉联销售金额和面积榜桂冠，两家步入“两千亿”企业行列；行业集中度加速上升（top10 销售金额占 17.19%，同比上升 4 个百分点；TOP20 销售金额占 23.15%，同比上升 5 个点）；房企业绩增速放缓，2014 年，恒大、富力、融创等较大规模的企业，在弱市环境中业绩仍能保持业绩较快增长。2015 年 1-11 月销售金额榜单中，万科、绿地、恒大、保利、中海、万达以及碧桂园 7 家房企的销售业绩均在 1-11 月份超 1100 亿元。2015 年 1-11 月销售面积榜单中，恒大、万科、碧桂园、绿地、万达、中海以及保利 7 家企业 1-11 月的销售面积均超过 1000 万平米。

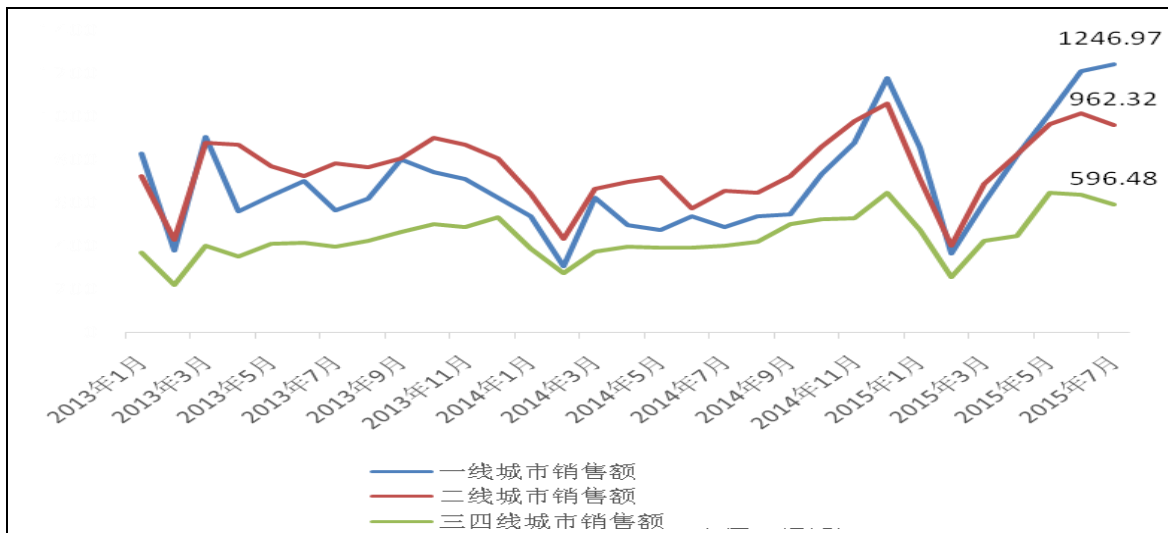
图 6 2014 年和 2015 年 1-11 月房地产销售额排名

2014年中国房地产企业销售金额TOP100			排名	企业名称	1-11月销售金额 (亿元)
排名	企业简称	金额(亿元)			
1	万科地产	2120.0	1	万科地产	2251.3
2	绿地集团	2080.2	2	绿地集团	1810.0
3	万达集团	1501.0	3	恒大地产	1745.4
4	恒大地产	1376.3	4	保利地产	1332.0
5	保利地产	1361.6	5	万达集团	1260.3
6	碧桂园	1250.1	6	中海地产	1249.4
7	中海地产	1152.0	7	碧桂园	1155.0
8	世茂房地产	707.8	8	华润置地	780.4
9	华润置地	699.8	9	世茂房地产	611.4
10	融创中国	658.0	10	融创中国	573.0
11	富力地产	550.0	11	华夏幸福	555.2
12	绿城中国	525.3	12	绿城中国	552.0
13	华夏幸福	520.0	13	金地集团	520.0
14	龙湖地产	510.0	14	龙湖地产	487.1
14	招商地产	510.0	15	招商地产	470.1
16	金地集团	486.7	16	富力地产	432.0
17	雅居乐	430.0	17	雅居乐	371.5
18	远洋地产	360.0	18	远洋地产	304.0
19	九龙仓	296.6	19	新城控股	281.9
20	金科集团	288.0	20	保利置业	280.0

资料来源：新浪房产、克而瑞信息集团联合中国房地产测评中心

中国房地产区域分化严重，从近年来各区域房地产销售情况来看，一、二线城市房地产市场活跃，销售金额持续领跑；三四线城市销售额规模远低于一二线城市，且销售额增长幅度远低于一、二线城市。

图7 房地产各区域销售额情况

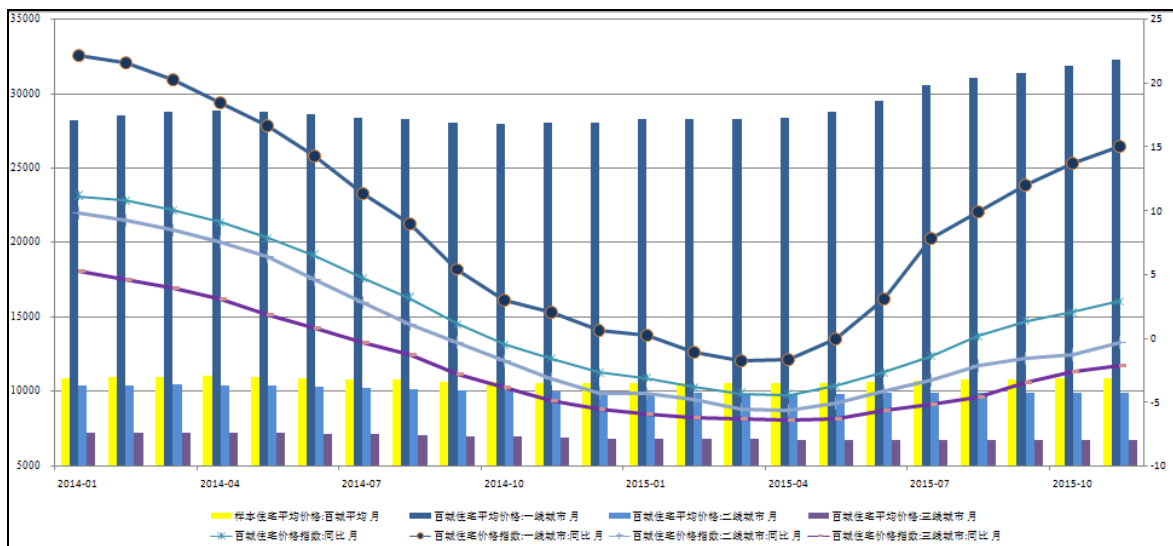


资料来源：wind 资讯

一线城市供需矛盾依然突出，且房价畸高；部分二线城市及三、四线城市住房市场呈现不同程度供应过剩，库存较高，房价下行压力较大。从 WIND 统计的全国百城住宅平均价格来看，2014 年至今全国百城住宅平均价格增速呈“U”型发展态势，2014 年年初开始快速下滑，2014 年 10 月出现负增长，至 2015 年 4 月百城住宅平均价格增速达到 2014 年最低值，为-4.46%，2015 年 5 月开始百城住宅平均价格增速开始回升，至 2015 年 11 月全国百城住宅价格同比增长 2.93%。2014 年全国百城住宅平均价格 10817.92 元/平方米，较 2013 年同比增长 4.96%，但增速下滑 2.24 个百分点；2015 年 1-11 月全国百城住宅平均价格 10671.09 元/平方米，同比下滑 1.55%。一线城市房地产市场活跃，销售价格持续处于高位，且从 2015 年 4 月开始价格增速反弹幅度很大，2015 年 11 月平均销售价格为 32302 元/平方米，同比增长 15.01%；2014 年 11 月至 2015 年 11 月二线城市销售均价维持在 9900 元/平方米左右，价格波动幅度不大；在此期间三线城市销售均价同比均有下降，且下降幅度较二线城市大，销售价格低位运行。

图 8 百城住宅平均价格、一线、二线、三线城市价格变动趋势和同比情况

(单位：元/平方米、%)



资料来源：wind 资讯

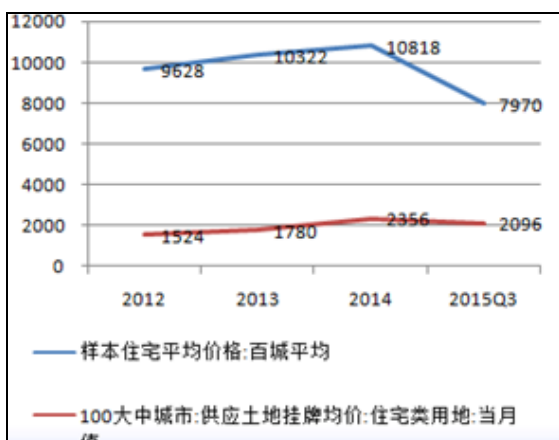
5、房地产企业盈利能力收窄、资产负债率高

2014 年，全国商品房销售面积为 12.1 亿平方米，同比下降 7.6%，销售额为 7.6 万亿元，同比下降 6.3%。2015 年 1-11 月，全国商品房销售面积 10.9 亿平方米，较去年同期增长 7.4%。11 月单月销售面积 14354 万平方米，较去年 11 月同比增长 8.6%。1-11 月商品房累计销售额达到 74522 亿元，较去年同期增长 15.6%，11 月销售额 9732 亿元，同比去年 11 月增长 20.2%。

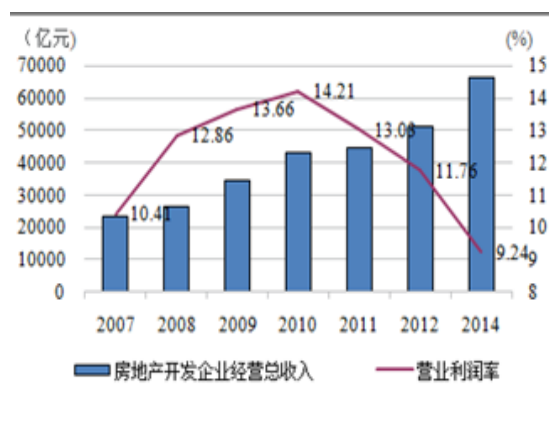
2014 年房地产开发企业经营总收入 6.64 万亿元，同比增长 30.25%；营业利润率 9.24%，较同期下降，2014 年，沪深上市房地产公司营业收入均值为 65.48 亿元，同比增长 16.62%；净利润均值为 7.76 亿元，同比增长 6.45%，净利润增速较以往有所回落。2014 年底，房地产开发企业资产负债率为 77.00%，同比上升 2.20 个百分点。

从住宅平均价格和土地供应价格角度来看，2012 年以来全国 100 大中城市供应土地挂牌均价呈上升趋势，而百城住宅平均价格从 2012 年至 2014 年初上升趋势明显，2014 年二季度开始迅速下降，整体行业的利润空间收窄。

图 9 房地产行业盈利情况



资料来源: wind 资讯



资料来源: wind 资讯

四、发债企业信用分析

2014 年初《公司债券发行与交易管理办法》颁布, 以及 2015 年以来公司债发行政策的调整, 极大地促进了交易所市场公司债发行的活跃, 房地产企业成为是公司债发行的主力。截止 2015 年 12 月 14 日, 房地产企业发行了 242 笔公司债, 去年同期则为 23 笔; 发行总额为 2974.06 亿元, 同比暴涨 18 倍。有关数据显示, 2015 年一季度房企公司债平均利率为 6.43%, 二季度则为 5.55%, 三季度由于发债房企暴增, 资质差别相对较大, 平均利率略有上升, 为 5.72%, 但利率水平走低趋势并没有改变。房地产发债企业资金用途多以补充流动资金和置换银行贷款为主, 低利率的公司债发行, 有利于拓宽融资渠道, 降低房企的资金成本。

房地产企业在银行间市场发行规模不及交易所火爆, 2015 年银行间市场发行的房地产行业债券以存续企业为主。本期发债企业信用分析以在银行间市场发行的住宅地产企业为样本, 选取截止 2015 年 12 月 8 日级别有效的房地产企业 26 家, 从主体长期信用级别分布看, AAA 房地产企业 11 家, AA+房地产企业 3 家, AA 房地产企业 11 家, AA-房地产企业 1 家 (由于 1 家企业可比性较差, 下述分析不考虑 AA-企业)。从企业性质来看, 中央国有企业和地方国有企业为住宅地产发债企业的主力军, 合计 15 家, 另外有 6 家民营企业, 其余为公众企业、中外合资

企业。整体来看，在银行间发债的住宅房地产企业以中央国有企业和地方国有企业为主，主体长期信用等级基本在 AA 以上，AAA 企业占比较高，AAA 房地产企业发债企业都在图 6 所示的全国房地产销售排名 20 强以内。

资产总额一般可以较为准确的反映房地产企业的规模，是行业序列重要的参考指标。AAA 房地产企业是银行间发债企业的主力，资产总额较大且增长较快，2014 年资产规模均值已经达到 2512 亿元；AA+和 AA 房地产企业资产规模均值依次降低。存货是房地产企业中最重要资产，在房地产企业资产中占比较大，2014 年级别越低占比越大。

表 2 房地产发债企业资产和存货分析

	资产总额（亿元）				存货在资产总额中占比（%）			
	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
AAA	1668.04	2113.06	2512.12	2513.24	51.83	53.53	50.95	53.33
AA ⁺	524.85	584.02	610.87	--	61.83	65.00	51.60	--
AA	252.80	317.46	401.93	466.14	61.26	62.46	62.49	58.57

资料来源：联合资信整理

注：由于 1 家 AA⁺企业未披露 2015 年三季报，故当期均值可比性较差，不做统计。

资本密集是房地产行业重要特征，资本结构是反映房地产企业资本实力的重要指标。近年来，高杠杆运营带动房地产企业发展迅速，资产和业务规模实现了较快发展，负债水平高是房地产开发企业的主要特征。从发债企业负债情况来看，房地产发债企业资产负债率均在 70%以上，全部债务资本化比率在 60%以上。2015 年 9 月底，房地产发债企业负债率普遍提升，AAA 企业资产负债率达到 75.01%，全部债务资本化比率为 57.57%，均较 2014 年底有所上升。房地产开发周期较长，一般债务是以长期债务为主，2014 年全部 26 家房地产发债企业全部债务达到 10794.06 亿元，长期债务占 68.30%。

表 3 房地产发债企业负债情况（单位：%）

资本结构	2014 年		2015 年 9 月	
	资产负债率	全部债务资本化比率	资产负债率	全部债务资本化比率
AAA	72.96	55.29	75.01	57.57
AA ⁺	74.74	61.58	76.42	65.74
AA	75.35	60.66	75.34	62.03

资料来源：联合资信整理

房地产企业盈利能力与主体信用级别序列成正比，2014 年 AAA 房地产发债企业实现的营业收入和利润总额平均值分别是 867.76 亿元和 121.26 亿元，整体营业利润率和净资产收益率高于其他 2 个级别企业。受行业景气度、区位分布、产品类型、业务多元化等多重因素影响，房地产企业盈利能力有所差异。从表 4-2 所示的 5 家 AAA 房地产企业盈利能力来看，2014 年 5 家企业营业收入总额、利润总额合计数均较 2013 年有所提升；2014 年 5 家企业营业利润率均值仅较 2013 年增加 0.15 个百分点至 21.02%。其中绿地控股业务多元化，涵盖房地产开发（含商业地产开发）、能源、建筑施工、商品销售、汽车销售及服务、金融、绿化、物业、酒店和租赁等，2014 年绿地控股建筑、商品销售等业务盈利能力下降，导致 2014 年利润总额同比下降 29.81%。其他 4 家企业收入和利润规模均保持增长态势。2015 年 1-9 月，5 家企业收入合计数、利润总额合计数分别占 2014 年全年的 50.44%、49.61%，但营业利润率均值高于 2014 年全年水平。2015 年以来，房地产销售的区域化差异有所体现，布局一线城市为主的企业，其盈利能力得以持续，而且融资渠道的放宽，很大程度上起到了降低融资成本的效果。但企业区域性差异显著，以二、三线城市及商业地产、园区开发等为主的企业，已经显露下滑态势。

表 4-1 2014 年房地产发债企业盈利能力（单位：亿元、%）

	营业收入	利润总额	营业利润率	净资产收益率
AAA	867.76	121.26	22.30	13.43
AA ⁺	143.04	25.31	27.35	10.24
AA	83.45	11.17	24.56	9.32

资料来源：联合资信整理

注：AA⁺发债企业数量较少，上表中计算出的营业利润率不具备普遍代表性。

表 4-2 部分 AAA 房地产发债企业盈利能力情况（单位：亿元、%）

	2013 年			2014 年			2015 年 1-9 月		
	营业收入	利润总额	营业利润率	营业收入	利润总额	营业利润率	营业收入	利润总额	营业利润率
保利集团	923.56	161.02	21.85	1090.56	190.32	21.81	634.00	112.34	24.54
大连万达	923.15	342.97	32.70	1145.86	345.14	33.75	468.69	148.10	34.45
金地集团	348.36	63.12	18.74	456.36	71.13	20.06	156.80	19.71	20.15
绿地控股	2520.25	120.35	8.12	2619.55	92.71	8.52	1362.73	67.11	10.00
万科股份	1354.19	242.91	22.95	1463.88	252.52	20.95	795.96	124.94	20.36

资料来源：联合资信整理

从房地产企业偿债能力来看，房地产企业有息债务中短期债务规模相对较小，资产构成中以存货为主的流动资产占比较高，形成流动比率高，速动比率相对较小的特点，2014 年流动比率均值为 168.78%，速动比率均值为 47.64%。房地产企业实行预售制，经营活动产生的现金流入量规模较大，但房地产企业开发周期长，而土地购置支出规模大，历年土地购置规模分布不均匀会导致企业经营活动现金流量净额波动较大，经营活动现金流量净额对短期债务的保护能力会有所波动。从发债房地产企业长期偿债指标来看，2014 年全部债务/EBITDA 平均值为 8.34 倍，EBITDA 利息倍数平均数为 3.04 倍，AAA 企业整体偿债能力优于其他级别企业。

从以上样本分析，发债企业资产规模保持增长，存货占比较大，债务负担有所增长但总体可控。2014 年整体收入和利润总额保持增长，盈利能力较稳定；2015 年前三季度收入和利润不及 2014 年全年的 2/3，但盈利能力较 2014 年有所增长。考虑到在银行间发行债券的房地产企业以中央和国有企业为主，整体规模处于行业内前列，抗风险能力较强。

五、行业展望

2014 年以来，中国房地产市场处于调整期，房地产需求有所放缓，但住宅库存量高企，对市场预期转变进一步影响新开工节奏，房地产投资增速明显下滑。自

2014年下半年开始，连续的放松限购、限贷及降息降准、降首付政策及 330 新政等，使市场出现缓慢回暖迹象，但由于前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求不足，因此市场难以呈现爆发式增长。2015 年房地产开工面积增速和房地产投资增速依然低位徘徊，全国房地产市场区域分化严重，库存高企依然是行业内面临的首要问题，国房景气指数低位震荡。

2015 年 10 月 29 日，十八届五中全会通过“全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策”，该政策进一步提升了对居住功能需求和住房的升级需求。2015 年 12 月 21 日结束的中央经济工作会议强调要“化解房地产库存”，具体措施包括：一是按照加快提高户籍人口城镇化率和深化住房制度改革的要求，通过加快农民工市民化，扩大有效需求，打通供需通道，消化库存，稳定房地产市场。要落实户籍制度改革方案，允许农业转移人口等非户籍人口在就业地落户，使他们形成在就业地买房或长期租房的预期和需求。二是要明确深化住房制度改革方向，以满足新市民住房需求为主要出发点，以建立购租并举的住房制度为主要方向，把公租房扩大到非户籍人口。三是要发展住房租赁市场，鼓励自然人和各类机构投资者购买库存商品房，成为租赁市场的房源提供者，鼓励发展以住房租赁为主营业务的专业化企业。四是要鼓励房地产开发企业顺应市场规律调整营销策略，适当降低商品住房价格，促进房地产业兼并重组，提高产业集中度。五是要取消过时的限制性措施。本次政府明确提出消化房地产库存的措施，房地产行业调整将进入实质性阶段，新的房地产需求将会由传统的城市存量人口转向新市民、地方政府以及投资机构。

2015 年销售回暖呈现结构化特征，主要得益于房地产救市措施频出和实体缺资产。从结构上看，一线城市销售回暖最为明显，其库存压力也相对较小，但三线以下城市的库存过剩问题严重。国家从确保经济增长的角度，有意愿、也有必要继续对房地产行业保持较大的支持力度。房地产投资在固定资产投资中的比例高，可以消化钢铁、水泥等上游产能，还会为家电等配套消费品带来购买力。因此，房地产投资可以带动上下游需求的上升，进而拉动经济。但一线城市房产热销和房价大涨实质是存量资金推动的结果，而基础设施投资相关的重资产运营钢铁、水泥等行业企业产能严重过剩，主动加杠杆能力不足，淘汰过剩产能及行业整合的过程也将伴随信用风险压力释放的进程。

银行间发行债券的房地产企业以中央和国有企业为主，资产和收入规模处于行业前列，作为行业内龙头企业，资产和收入规模持续增长，债务负担有所上升但基本可控，盈利能力同比变化不大，整体抗风险能力强。2015年以来，房地产销售的区域化差异有所体现，布局一线城市为主的企业，其盈利能力得以持续，而且融资渠道的放宽，很大程度上起到了降低融资成本的效果。但企业区域性差异显著，以二、三线城市及商业地产、园区开发等为主的企业，已经显露下滑态势，后续商品房投资价值的减弱将抑制投资人群消化库存的动力，不利于开工新建回暖。

长期看，宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段，不动产统一登记配套制度将进一步健全，土地节约集约利用将继续加强；房地产供应步入调整阶段，化解房地产库存成为关键问题。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整；人口老龄化背景下中国房地产可能将开始长周期调整，投资价值的进一步弱化不利于房地产库存的去化，国内房地产市场的发展情况取决于供需各因素的相互作用。