

2017年房地产行业信用回顾与展望

联合资信评估有限公司 刘珺轩

2017年11月9日



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大 邮箱：lianhe@lhratings.com

街2号 PICC 大厦 17 层

网址：www.lhratings.com

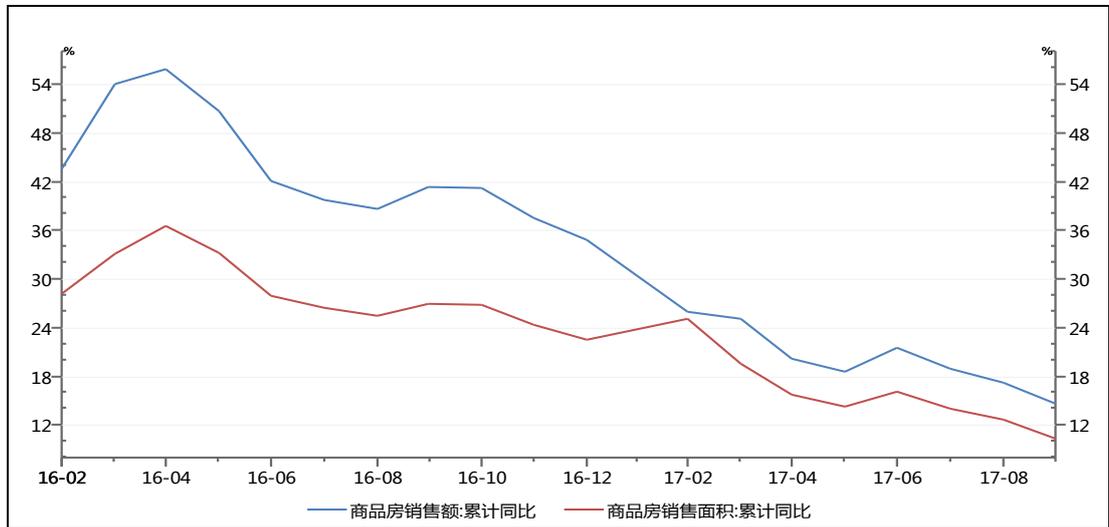
2017 年房地产行业信用回顾与展望

一、 2017 年前三季度行业运行情况

自 2017 年 3 月 17 日，北京发布“认房又认贷、将二套房首付比提升至 60%”的楼市新政以来，房地产市场迎来了 16 年 9 月后第二轮调控高峰，限购、限贷、限价、限售等政策手段不断升级，范围也从一二线城市扩展到了几乎全部的强三四线城市和一二线城市的卫星城市。新的限购、限贷包括收紧购房资格、拓宽二套房认定条件、上调首付比例等政策，限价主要手段包括重申并进一步加强对预售证备案价格、调价周期和幅度的限制，限售则要求新购住房须取得产权证后满足一定年限方可上市交易等。除了对需求端的控制，本轮调控也在供给端政策频出，住建部和国土资源部在 2017 年 4 月发布了用地供应新规，要求对住房供求矛盾突出、房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地供应规模。2017 年 7 月，中共中央政治局会议中提出加快建立长效机制，也明确提出了要增加各类保障类住房供应。总的来看，此次政策调控有别于以往，周期更长，手段更灵活，目标更精准，房地产市场投机需求受到了较大程度的抑制，其对商品房销售、开发和投资的影响正在逐步显现。

从销售来看，2017 年前三季度中国商品房销售面积 11.60 亿平方米，同比增长 10.3%；销售额 9.19 万亿元，同比增长 14.6%。进入 2017 年以来，受房地产市场限购、限售、限价等调控政策影响，中国商品房销售面积和销售额的累计同比增速除了在 6 月份的时候有小幅回调以外，是呈逐月回落的趋势，销售面积同比增速由年初的 26.0% 下降到了第三季度的 14.6%。分各线城市来，2017 年前三季度一线城市新房销售量较 2016 年同期大幅下滑约 38.6%，且仍呈下探趋势。二线城市的新房销售量也从 2017 年春节后开始快速加速下滑，二季度以来累计同比降幅在 34% 至 36% 之间波动。而今年对房地产销售形成支撑的是三四线及以下城市，联合资信认为这主要是受益于一二线城市的需求外溢效应和棚改货币化安置等去库存政策的刺激；但值得注意的是，随着调控政策的不断升级和“去库存”政策效应的逐渐减弱，三四线及以下城市对地产销售的支持作用正在加速减弱，部分三四线代表城市新房累计成交面积已出现 20% 以上的降幅。

图1 2016年以来中国商品房销售累计同比情况（单位：%）

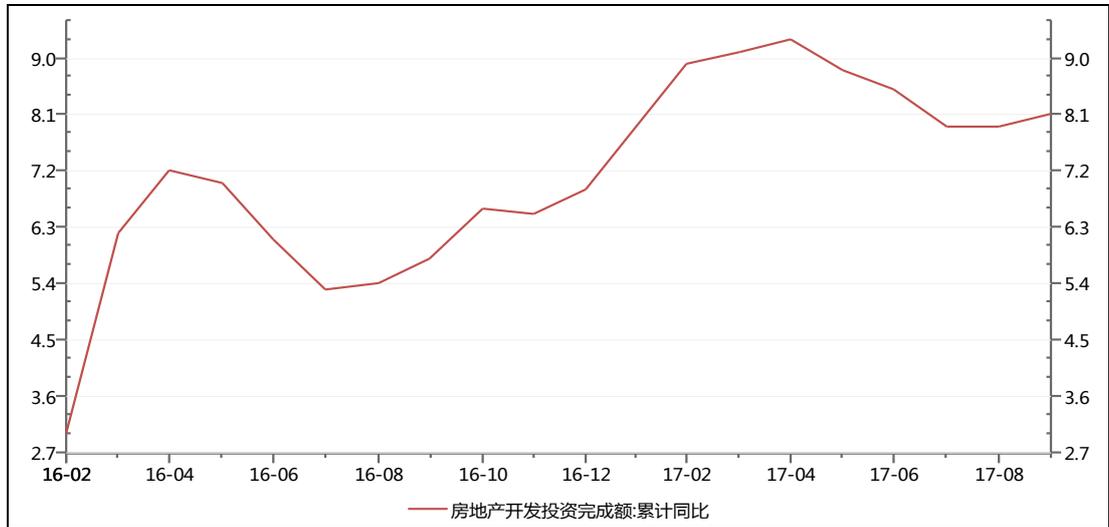


资料来源：Wind 资讯

价格方面，2017年以来，一线城市，新建住宅价格基本保持稳定，8月后环比开始由正转负，8月单月出现0.30%的年内最大跌幅。二线城市新建住宅价格环比也由二季度的0.53%下降到了第三季度的0.16%。虽然，自调控政策实施以来，监管部门对预售证备案价实行严格管理，新房房价上行趋势被抑制，但我们通过观察二手房价格指数也基本可以确认相同的趋势。三四线城市商品房价格涨幅大于一二线城市，但也出现了环比回落态势，三线代表城市新建住宅价格9月环比增幅仅为0.20%，逐步趋稳。

从土地成交情况来看，2017年主力房企销售情况良好，资金较为充裕，补库存意愿较强，同时各线城市土地供应同比均有所增加，土地市场量价齐升。2017年1~9月，房地产开发企业土地购置面积1.67亿平方米，同比增长12.2%；土地成交价款8149亿元，同比增长46.3%；300个城市成交楼面均价为2384元/平方米，同比上涨28%。一线城市响应土地供应新规，土地供应显著增加，但其中自住房土地供应增加，对销售条件和价格以及自持比例等限制也较多，溢价率相对其他城市较低，为18%。二线城市土地供应与去年基本持平，土拍政策也渐趋多元，土地价格仍呈上涨，平均溢价率为33%，涨幅则有所收窄。三四线城市上半年的良好销售情况和热点城市的需求外溢，带动了土地市场升温，土地供应和成交面积均有较大幅度的增长，根据中指院的统计，成交楼面均价较2016年同期增长19%，平均溢价率高达45%。

图2 2016年以来中国房地产开发投资情况（单位：%）



资料来源：公开资料，联合资信整理

而房地产开工情况则与土地市场的火热有所差异，与地产销售相关性加强。2017年前三季度，房屋新开工面积 13.10 亿平方米，增长 6.8%，其中住宅同比增长 7.8%，商营房和办公楼则同比分别下降 9.5%和 8%；新开工面积累计同比增速呈回落的趋势，由年初的 10.4%下降到了 9 月的 6.8%，但新开工同比增速的下降幅度没有销售明显。2017 年 1~9 月，全国房地产开发投资 8.0 万亿元，同比名义增长 8.1%，而 7 月和 8 月均为 7.9%，地产投资同比增速呈企稳态势，联合资信认为这主要来源于前面提到的主力房企补库存意愿较强和土地成交的支撑。

从地产开发资金到位情况来看，2017 年 1~9 月，房地产开发企业开发资金 11.3 万亿元，同比增长 8.0%，来源中国内贷款、定金及预收金和各项应付款占比有所上升，分别占房地产开发资金来源的 16.80%、30.60%和 23.30%，个人按揭贷款和企业自筹资金占比有所下降，分别占 15.68%和 32.23%。2017 年上半年，证券投资基金业协会、证监会、保监会对房地产企业融资政策收紧；债市上，2017 年在交易所和银行间成功发行债券的也基本都是龙头房企，地产债券利差持续走扩；各线城市限购、限贷也将限制个人按揭贷款的增加，下半年来地产开发到位资金涨幅开始收窄。随着前期融资资金的大量使用、债务逐步进入偿还期，销售回款节奏的放缓，加之当前去杠杆政策基调不变，后续房企的资金链整体趋向紧张。

总体来看，2017 年以来，房地产市场呈温和降温态势，在房地产“因城施策、分类调控”的大背景下，地区房地产景气度有所分化。

二、 房地产发债企业信用状况及信用等级迁移情况

发债企业信用状况

根据联合资信整理的样本，截至 2017 年 9 月底，具备有效主体长期信用等级的房地产企业共 210 家，其中以房地产开发销售为主营业务 195 家，房地产开发自持运营企业 15 家。

从主体长期信用等级分布看，房地产企业信用等级主要集中在 AA~AAA 的等级区间中，其中 AAA 企业 40 家，AA+ 企业 48 家，AA 企业 111 家，AA- 及以下信用等级企业合计 12 家，共有 53 家房地产企业拥有多家评级结果，其中有 7 家企业获得了不同的评级结果。房地产是资本密集型行业，资产和销售规模是企业主体信用等级重要的参考指标。大型房企在资金运作实力和资金成本、区域布局、产品设计、经营效率等方面具有较为显著的优势。近年来前 100 和前 10 房企销售金额集中度持续走高，2017 年前三季度，分别为 53.2% 和 24.4%；top100 房企的总体销售规模较去年同期增长 36.7%，远高于商品房销售整体增速，前 10 名房企销售额均已突破千亿，行业集中度加速提高，中小型房企去化能力与大型房企差距越来越大。可见，房企规模优势在目前土地价格高居不下、资金面偏紧、行业平均利润率渐趋饱和的背景下愈发凸显，房企间的收购兼并和寻求转型也成为常态。

从已披露三季报发债房地产开发销售企业财务数据来看，受 2017 年以来房地产企业积极补库存以及前期项目的后续投资开发影响，各信用等级的房企存货呈增长态势，且信用等级越高增长速度越快，我们统计的样本中，AAA 信用等级企业存货规模平均值较 2016 年底增长 18.19%，比 AA+ 和 AA 企业分别高出 9.60 个和 14.22 个百分点。这也再次印证了房地产行业集中度明显的提高，大型房地产企业资金实力较强，通过拿地和在市场上并购项目，获得了较多的项目及土地储备。而从库存压力来看，2017 年 9 月底 AAA 级别以下发债房企存货预收款项比均较 2016 年底有所下降，库存压力继续下降，而 AAA 房企平均存货预收比较 2016 年底上升 0.27 至 2.58，主要有以下两个原因：第一是 AAA 房企积极补库存，第二是 AAA 房企在一二线城市布局较多，受限售限

价政策影响，部分资金实力较强的大型房企的推盘计划有所延迟。但整体来看，AAA 房企的库存压力仍明显低于 AA⁺和 AA 企业，AA⁺和 AA 发债企业平均存货预收比分别为 4.09 和 8.34。

从现金流情况来看，大中房企经营净现金流较 2016 年有所趋紧，AAA 房企和 AA⁺房企经营现金净额平均值均由正转为负，AAA 房企经营活动净现金流均值达到了-49 亿元。投资活动方面，2017 年前三季度大中房企收购兼并等对外投资活动仍较为频繁，AA⁺和 AAA 房企的投资活动现金净流出分别为 66 亿元和 68 亿元，AA 房企投资活动现金流入流出接近平衡。筹资活动方面，样本 AAA 房企筹资活动流入量和现金净额同比均有显著下降，而 AA 房企筹资活动流入量和现金净额同比均有显著增长，显示 AA 房企对外部融资的依赖性有所加强。

从短期债务情况来看，样本发债房企短期债务规模仍呈较快速增长，截至 2017 年 9 月底短期债务较 2016 年底增长 28.12%。AA、AA⁺和 AAA 企业的短期债务均值较年初分别增长了 15.85%、42.35%和 16.89%，AA⁺房企短债增速很快，值得关注。各级别房企现金类资产对短期债务的保障情况均有所下降，下降较明显的是 AA⁻和 AA⁺企业，截至 9 月底分别为 0.89 倍和 0.94 倍，AA 和 AAA 房企保障情况仍尚可，分别为 1.37 倍和 2.04 倍。

从整体债务负担情况来看，截至 2017 年 9 月底，样本发债房企全部债务规模较 2016 年底增长 19.01%。各信用等级房企全部债务资本化比率较年初变化不大，AA⁺级别企业的债务负担仍显著高于其他信用等级企业。

整体来看，发债房企短期流动性有所趋紧，但整体财务杠杆比较稳定。部分 AA⁺企业财务政策比较激进，杠杆使用充分，其流动性管理值得关注。

表1 各级别房地产开发销售企业财务数据平均值（单位：亿元，%）

级别	存货		存货/预收		经营活动现金净额	
	2016 年底	2017 年 9 月底	2016 年底	2017 年 9 月底	2016 年 1~9 月	2017 年 1~9 月
AA-	106.94	112.23	6.77	3.57	2.84	4.11
AA	157.27	163.51	8.34	7.68	4.33	3.63
AA+	704.13	764.63	4.09	3.90	2.07	-2.03
AAA	1208.55	1428.39	2.31	2.58	95.71	-49.09

级别	现金类资产/短期债务		全部债务		全部债务资本化比率	
	2016 年底	2017 年 9 月底	2016 年底	2017 年 9 月底	2016 年 1-9 月	2017 年 1-9 月
AA-	1.76	0.89	74.40	74.98	49.88	47.90
AA	1.45	1.37	100.37	113.55	53.89	54.92
AA+	1.30	0.94	508.87	601.65	62.65	63.26
AAA	2.16	2.04	693.05	854.53	56.24	58.84

资料来源：联合资信整理

注：样本为已披露 2017 年前三季度财务数据的发债房地产企业。

发债企业信用等级迁徙情况

2017 年以来，房地产企业信用等级调整仍以调升为主，其中 2 家主体信用等级上调至 AA、8 家主体信用等级上调至 AA⁺、9 家主体信用等级上调至 AAA、5 家上调信用展望，调升理由主要系销售金额增长、资产和权益规模扩大以及新获得股东大力支持等，仅 1 家房企华鑫置业被下调展望至负面，原因主要系重要子公司不再纳入合并范围。

表2 2017年以来房地产企业信用等级迁徙情况

发行人	级别调整时间	调整前级别	调整前展望	调整后级别	调整后展望	评级机构
新城控股集团股份有限公司	2017-3-30	AA+	稳定	AAA	稳定	中诚信证券评估有限公司
中华企业股份有限公司	2017-4-20	AA	负面	AA	稳定	中诚信国际信用评级有限责任公司
金科地产集团股份有限公司	2017-4-28	AA	稳定	AA+	稳定	大公国际资信评估有限公司
深圳市龙光控股有限公司	2017-5-3	AA	稳定	AA+	稳定	大公国际资信评估有限公司
中国国际贸易中心股份有限公司	2017-5-3	AA+	稳定	AAA	稳定	联合信用评级有限公司
华夏幸福基业股份有限公司	2017-5-16	AA+	稳定	AAA	稳定	大公国际资信评估有限公司
上海世茂股份有限公司	2017-5-19	AA+	稳定	AAA	稳定	联合信用评级有限公司
上海实业发展股份有限公司	2017-5-25	AA	稳定	AA+	稳定	中诚信证券评估有限公司
金茂投资管理(上海)有限公司	2017-5-26	AA+	正面	AAA	稳定	中诚信证券评估有限公司
上海实业发展股份有限公司	2017-5-26	AA	稳定	AA+	稳定	中诚信国际信用评级有限责任公司

中华企业股份有限公司	2017-5-27	AA-	稳定	AA	稳定	中诚信证券评估有限公司
阳光城集团股份有限公司	2017-6-6	AA	稳定	AA+	稳定	大公国际资信评估有限公司
奥园集团有限公司	2017-6-12	AA	稳定	AA+	稳定	联合信用评级有限公司
上海嘉宝实业(集团)股份有限公司	2017-6-21	AA	稳定	AA	正面	联合信用评级有限公司
上海大名城企业股份有限公司	2017-6-22	AA	稳定	AA	正面	联合信用评级有限公司
中天金融集团股份有限公司	2017-6-22	AA	稳定	AA+	稳定	大公国际资信评估有限公司
北京首都开发控股(集团)有限公司	2017-6-23	AA+	稳定	AAA	稳定	大公国际资信评估有限公司
华夏幸福基业控股股份公司	2017-6-23	AA+	稳定	AAA	稳定	大公国际资信评估有限公司
三湘印象股份有限公司	2017-6-23	AA-	稳定	AA	稳定	中诚信证券评估有限公司
深圳市龙光控股有限公司	2017-6-23	AA+	稳定	AA+	正面	联合信用评级有限公司
中国铁建房地产集团有限公司	2017-6-23	AA+	稳定	AAA	稳定	中诚信证券评估有限公司
北京万通地产股份有限公司	2017-6-26	AA	负面	AA	稳定	联合资信评估有限公司
福建阳光集团有限公司	2017-6-26	AA	稳定	AA+	稳定	大公国际资信评估有限公司
北京首都开发控股(集团)有限公司	2017-6-27	AA+	稳定	AAA	稳定	中诚信证券评估有限公司
旭辉集团股份有限公司	2017-6-29	AA	稳定	AA+	稳定	上海新世纪资信评估投资服务有限公司
杭州滨江房产集团股份有限公司	2017-7-13	AA	稳定	AA+	稳定	大公国际资信评估有限公司
华鑫置业(集团)有限公司	2017-7-25	AA	稳定	AA	负面	上海新世纪资信评估投资服务有限公司
深圳市龙光控股有限公司	2017-9-7	AA+	正面	AAA	稳定	联合信用评级有限公司
新城控股集团股份有限公司	2017-9-13	AA+	稳定	AAA	稳定	中诚信国际信用评级有限责任公司

资料来源：联合资信整理

总体看，在流动性收缩、土地稀缺及政策调控的大背景下，房地产发债企业的信用资质分化程度有所加剧，高信用等级的房企在资金实力及项目储备方面的优势愈加凸显。

三、 行业政策走向与关注

行业政策走向

首先，习主席在指导未来五年发展工作的十九大报告中再次重申了“坚持房子是用来住的、不是用来炒”的定位。可见本轮房地产行业调控的基调不变。而从近期调控政策已经下沉到部分非热点三四线城市，也可见政府抑制房价过快上涨和房地产投机需求的决心，房地产调控政策连续性和稳定性有望保持。短期来看，房地产市场观望情绪或将加重，商品房销售降温仍将持续。

其次，习主席十九大报告中提出的“加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”揭示了房地产长效机制加快建立的方向。未来供应调控力度有望加大，除了增大土地供应量以外，还将增加保障房、共有产权房、农村集体土地建房等多种形式保障住房渠道的供应。另外，通过租购并举的住房制度引导部分住房需求由购房转向租房也是未来改善住房供需不平衡的重要方向，具体体现为广州租赁同权制度、在 12 个人口净流入的城市开展住房租赁的试点工作等加快发展住房租赁市场举措。但是租赁市场需要一段时间的培育，对人们居住习惯、房地产行业尤其是房地产开发商产生实质性影响，还有待观察。

综合短长期政策来看，本轮楼市调控仍是以保持房地产市场平稳和健康发展的目的，既要“防风险”也要“稳增长”。目前的经济下行压力仍在，地产投资对经济发展的重要支撑作用毋庸置疑，我国的城镇化、城市更新进程依然为房地产需求提供了较大空间，房企 2017 年以来土地购置规模较大且仍有一定的补库存意愿，未来投资增速即使降温，幅度也不会太大。

从资金层面来看，目前中国货币政策仍以稳健中性为主，但是房地产去杠杆短期内不会变，尤其是 9 月末以来地产行业的资金监管进一步趋紧，监管延伸至消费贷流向的排查，银行在按揭贷执行层面上持续趋严，银行按揭贷额度趋紧，同时伴随着按揭贷利率持续上调，这使得房地产销售现金回流难度加大、时间延长。

在这样的政策和资金环境下，联合资信对未来房地产发债企业信用品质变化主要以下几点关注：

房地产企业未来一段时间资金链承压

首先，限购限售限贷以及购房利率的持续上升抑制了购房意愿，销售难度加大；其次，商品房限价和高地价使得部分不愿牺牲利润率的房企推迟了销售计划；再次，限贷和按揭审批速度的放慢影响了房企现金流回笼速度；另外，房地产去杠杆仍将持续，房企资金环境仍偏紧，加之部分债务逐渐进入偿还期。在这种环境下，房地产企业在谋求不断发展的同时维持经营所需流动性平衡是衡量目前地产企业信用能力的重要指标。应重点关注融资渠道有限、授信额度所剩不多、尤其是债务负担较重却仍然有大额投资支出的房企。

储备项目获取难度加大

首先体现在区域和产品结构布局上，随着全国“去库存”政策接近尾声，部分前期房价涨幅较大尤其是中心城市周边的三四线城市开始进入调控范围，未来应关注此类城市价格波动的风险，特别是一些缺乏人口流入和产业基础的城市。整体来看，布局有人口净流入吸引力的一、二线或其它热点城市，定位刚需与首改的房地产企业未来有望保持良好销售表现，但此类地块竞争十分激烈，土地成本也较高。其次，土拍政策日趋多元化，“限房价、竞地价”、“限地价、竞房价”、超过溢价率一定比例后现房销售或竞自持面积等土拍条件成为常态化，许多房地产企业为了迎合土拍条件和地方政府对经济民生发展的需要，在获取项目的策划中加入了养老、旅游、传媒、创投地产等概念，对房地产企业的项目前期策划、后期运营、综合成本控制和资金运作能力都提出了更高的要求。龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

合作项目增多，相关风险加大

房企间合作项目的逐渐增多，这类项目在法律、财务管控、运营风险的控制上难度更大，部分房企合作项目的风险也在逐渐暴露中。这要求房企在合作对象和合作方式的选择上要十分审慎，否则很容易出现风险和收入不对应的情况。作为中介机构和投资者，除了对房企报表内项目的研究，也应对房企合并范围外项目的未来投资计划和潜在负债保持关注。

四、 信用展望

总体看，房地产行业后期或将保持温和降温状态，投资和销售增速仍有下滑，但下滑幅度会有缩窄，行业集中度有望继续提高。大型房企与中小房企信用品质分化将加剧，企业的短期流动性以及未来战略选择的变化值得重点关注。综合考虑，联合资信认为房地产行业信用风险一般，信用展望为稳定。