

联合 研究报告

2017.12.20

2017 年度房地产研究报告



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

2017 年度房地产研究报告

时间：2017 年 9 月 20 日

报告概要

分析师：

韩家麒 孙鑫 刘艳婷

邮箱：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

2016 年以来，房地产市场持续升温，投资同比增幅开始回升，土地供应减少同时溢价率持续攀升。一线城市受土地供应限制，销售面积增速低于二三线城市，但土地溢价率和房屋价格增速最大。同时，东莞、珠海、南京、合肥、厦门等城市 2016 年销售价格大幅攀升，最终可能导致二三线城市结构出现局部分化与调整。随着持续政策刺激，全国去库存效果已显现，但整体库存仍处于高位。2016 年下半年，房价不断攀升，投资性购房需求旺盛，同时开发商不断加大对一二线城市土地的投资力度，资本大量涌入房地产市场，“十一”期间，21 个城市均出台了不同程度的房地产调控政策，从调控效果来看，调控城市短期价格已出现环比回落，调控效果初步显现，但随着各地政策时效性逐渐降低，房价上涨的压力并未持续减弱。2017 年上半年，调控政策进一步升级，因城施策的调控思路导致不同城市房价变动出现分化，整体来看，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格呈规模增长、增速放缓的态势。房地产市场整体处于温和降温阶段。

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，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；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。联合资信对房地产行业的评级展望为稳定。

一、行业政策

1. 政策环境

房地产行业景气度受政策影响大，2016年初，政府加大房地产去库存力度。2016年2月，出台两项利好政策，包括降低非限购城市首付比例，最低可至20%；同时调整契税税率，降低购房成本等。2016年6月，国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》，明确指出要支持住房租赁消费，允许将商业用房等按规定改建为租赁住房。这项政策不仅可以增强土地政策的适用性和灵活性，还可实现对商业存量用房的再利用，助力商业地产去库存。在2016年上半年房地产市场持续出台多重利好政策的刺激下，房地产需求大幅增长，同时2016年政府土地供应减少，导致“地王”频现，房地产市场急剧升温，一线城市和部分热点二线城市投资投机性购房大幅增长。在此背景下，2016年9~10月初，各地政府密集出台多项房地产调控政策。截至2016年10月中旬，已有21个城市加入限购限贷行列，包括北上广深等一线城市，也包括南京、合肥等热点城市以及无锡、佛山等三线城市。随后年末中央经济工作会议上，政府明确提出“房子是用来住的，不是用来炒的”，进一步对未来房地产市场发展方向提出明确定位。同时，此轮限购政策在土地供应方面也提出要求，对于出现库存短缺的一线城市及部分供应收缩的热点二线城市，加大土地供应，以缓解自2016年开始该类城市的土地持续收缩，解决短期供应减少带来的房价急剧增长。但从全国范围来看，房地产整体在建和待售面积仍处于高位附近，房地产“去库存”过程并未结束，而是尚处于起步阶段，本轮政策调控本质上是对全面去库存政策的局部修正。此外，2016年9月，政府出台严控房地产企业发债的审批政策，收缩融资渠道，控制投资节奏和开发商借款比率。10月12日央行召集多家银行召开商业银行住房信贷的会议，要求各商业银行理性对待楼市的同时，加强信贷结构调整，在强化住房信贷管理的同时控制好相关贷款风险；随后上海市银监局也对管辖内银行发出房贷的风险警示，可视为信贷政策的定向收紧。10月21日，银监会召开三季度经济金融形势分析会，提出要严控房地产金融业

务风险，包括严禁违规发放或挪用信贷资金进入房地产领域；严禁银行理财资金违规进入房地产领域等。这些政策都旨在防范房地产高杠杆蔓延为整体市场金融风险，可视作本轮调控中定向的供给侧配套政策。2017年1、2月70城价格指数同比增速仍维持2015年房价上涨以来较高水平，房价指数已连续23个月上涨，房价快速上涨使得居民购房负担不断加重，居民在购房过程中处于持续加杠杆阶段。在国家对房地产调控定调为抑制资产泡沫、防止大起大落的背景下，随着“两会”召开，高层对房地产调控思路及指导意见的进一步传达及深化，各地政府为抑制房价过快上涨相继出台限购限贷政策，进入3月以来，全国各地房地产政策高频出台，共有2个一线城市、7个二线城市、8个三四线城市出台限购限贷政策。一线城市（北京、广州从严调控），此次调控后北京成为最严限购限贷城市；二线城市（杭州、南京、郑州、南昌调控加码，青岛、长沙、石家庄加入调控行列），此次调控城市为房价仍上涨较快地区，在“遏制热点城市房价上涨过快”和因城施策的背景下，部分房价上涨过快但前期调控力度较小的城市将进一步调控加码、限购城市范围或将扩大；三四线城市（涑水、滁州、张家口崇礼区、涿州、嘉善、赣州、三亚、保定首次限购），“环北京”、“环上海”等调控圈逐步形成以抑制热点城市投资等非理性需求外溢，未来热点一二线周边的城市进一步调控预期增强。

2017年7月24日，中共中央政治局召开会议签到要稳定房地产市场，坚持政策连续性和稳定性，加快建立长效机制。在此政策背景下短期内商品房销售面积和金额增速很大可能仍将呈现放缓趋势。长效机制的建立方面，2017年7月，住建部会同发改委、公安部、财政部、国土资源部、工商总局、央行、税务总局等八部委联合印发了《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，要求在人口净流入的大中城市，加快发展住房租赁市场。目前，住房城乡建设部已会同有关部门选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉等12个城市作为首批开展住房租赁试点的单位。作为发展住房租赁市场试点单位的广州，也印发了《广州市加快发展住房租赁市场工作方案》，积极构建购租并举的住房制度，方案中提出了“租购同权”的概念，赋予符合条件的承租人子女享有就近入学等公共服务权益。这对于学区房的非理性上涨起到有效遏制效

果。北京也拟推出共有产权住房，在产权比例、购房资格及退出机制等多个方面，均有详细规定，并明确共有产权住房可落户入学。另外，增加土地供应、推动房地产税立法、推进棚改和保障房建设等工作也在逐步展开。

总体看，为促进房地产行业的平稳健康发展，2015年至2016年上半年，中央及地方相继出台了多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转，房地产市场也开始逐步回暖。2016年下半年以来，随着房地产市场持续升温，限购政策不断出台且各线城市限购限贷有向最严调控城市趋同趋势。

表1 截至2017年9月房地产行业主要政策概览

出台政策时间	政策内容
2016年2月	1. 不实施“限购”措施的城市，居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，原则上最低首付款比例为25%，各地可向下浮动5个百分点 2. 从2016年2月22日起，对个人购买家庭首套房和改善型住房的，按不同税率减征契税（不适用于北、上、广、深四城市）
2016年6月	国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》
2016年9月	2016年9月30日至2016年10月中旬，21个城市先后出台相关房地产限购限贷政策
2016年12月	中央经济工作会议强调，要促进房地产市场平稳健康发展，坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位
2017年3月	北京、广州、石家庄等城市先后出台进一步限购限贷政策
2017年7月	1. 中共中央政治局召开会议，针对房地产市场，会议强调“稳定房地产市场，坚持政策连续性和稳定性，加快建立长效机制” 2. 中国首部住房租赁法规公开征求意见：租售同权开始进行地区试点

资料来源：公开资料，联合资信收集整理

2. 限购政策影响分析

2016年房地产价格快速上涨，推动了人们的投资需求，按揭贷款占房地产投资资金比例不断提升。限购政策的出台，一方面，抑制了投资性需求及房价增速，为刚性购房需求提供条件，另一方面，也对安抚居民情绪，维护社会稳定，促进实业发展起到重要作用。2016年12月中央经济工作会议进一步强调，要促进房地产市场平稳健康发展，坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，既要抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落，对未来房地产市场发展方向提出了明确的要求。

新一轮限购政策出台后，房地产价格方面，根据国家统计局最新公布的统计数据，2016年9~11月，本轮限购政策中的一线城市和热点二线城市住宅价格

环比增长幅度出现不同程度的回落。北京、杭州、福州、合肥、郑州和无锡 9 月价格环比增长分别为 3.88%、5.10%、4.88%、4.41%、6.92%和 6.83%，增长幅度较大，但 9 月至 11 月期间，环比增长幅度下降明显，11 月住宅价格环比增长较 9 月分别下降 3.04 个百分点、3.93 个百分点、4.24 个百分点、3.22 个百分点、6.27 个百分点和 5.79 个百分点。武汉、成都、厦门和苏州住宅环比价格增长幅度下降程度偏弱，11 月住宅价格环比增幅较 9 月分别下降 0.91 个百分点、1.14 个百分点、1.82 个百分点和 1.44 个百分点，其余城市环比增幅下降幅度在 2~3 个百分点。11 月，深圳住宅价格开始出现下降，环比下降 0.20%。一线城市中，北京、深圳受本轮房地产调控政策影响明显，上海由于调整力度相对减弱，调控影响力相对较弱；无锡、合肥和郑州本轮房地产增长受土地供应收缩和投机性购房影响较大，本身刚性需求不足以支撑房价持续上涨，本轮调控后价格收缩趋势明显；其它城市房地产价格也或多或少受到一定影响。整体来说，本轮房地产市场的调控政策对房价的涨幅抑制作用已初步显现。

表 2 2016 年一线城市和热点二线城市住宅价格环比增幅

城市	住宅价格环比增幅		
	9 月	10 月	11 月
北京	3.88	1.26	0.84
上海	3.54	1.09	0.88
广州	3.72	2.82	1.63
深圳	0.96	0.27	-0.2
天津	3.88	1.55	1.54
南京	3.09	0.44	0.43
杭州	5.1	2.99	1.17
武汉	2.11	2.48	1.2
成都	2.38	1.56	1.24
厦门	2.35	1.2	0.53
福州	4.88	1.96	0.64
合肥	4.41	1.37	1.19
郑州	6.92	1.55	0.65
无锡	6.83	1.94	1.04
苏州	1.44	2.66	0

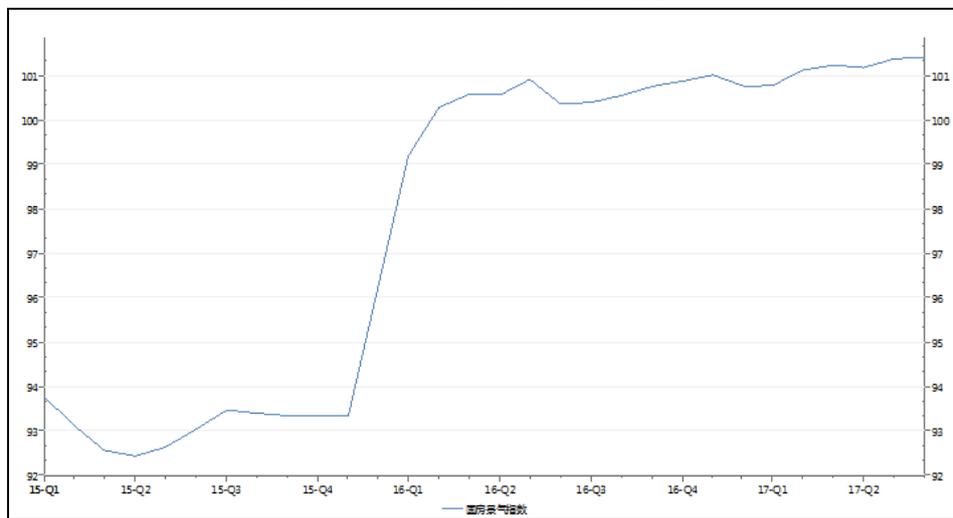
资料来源：Wind 资讯

二、行业投资情况

2016 年上半年，在房地产和货币宽松政策有效刺激购房需求的背景下，房地产市场持续升温，自 2016 年 10 月起，各地政府密集出台楼市调控政策，中

央经济工作会议和两会多次强调“因城施策”、“住房回归居住属性”，房地产市场景气度进入调整期，各地房地产市场呈分化状态。

图1 2015年以来国房景气指数



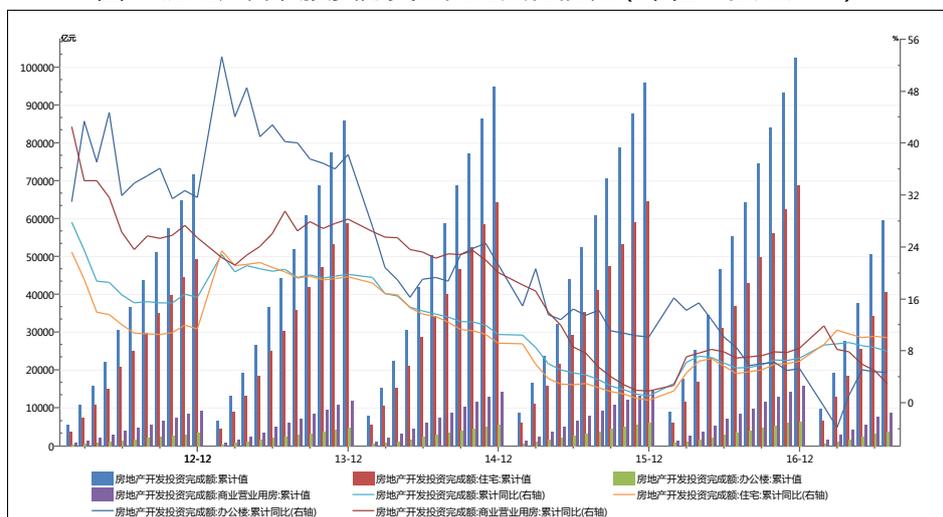
资料来源: Wind 资讯

2016年以来，房地产去库存政策出现成效，市场景气度有所回升，2016年全年全国房地产开发投资102580.61亿元，同比增长6.90%，增速较上年同期上升5.90个百分点。2017年1~6月，房地产开发投资额50610.22亿元，同比增长8.50%。作为房地产市场景气度的前导指标，2016年以来房地产开发投资增速的再度上扬预示房地产开发商对未来房地产市场保持乐观态度及未来可售房源的增长。

分类型来看，2016年，全国房地产开发投资中，住宅投资占66.98%，办公楼占6.37%，商业营业用房占15.44%，其它占比11.22%，住宅投资在房地产投资中占主导地位，且近年来各类房地产投资占比基本保持稳定。2013年开始，各类房产投资增速在房地产投资整体放缓的趋势下，均呈下行趋势，2016年以来筑底回升。住宅类投资增速变动较其他类型房地产投资变动相对较为稳定，趋势与房地产开发投资总体趋势较为一致，住宅投资增速在2013年达19.80%，之后一路平稳下行；2015年住宅投资64595.24亿元，同比增长0.40%，增速较上年下滑8.80个百分点；2016年，房地产去库存成效明显，住宅投资68703.87亿元，同比增长6.40%，增速较上年上升6.00个百分点，回暖趋势明显。2017

年 1~6 月，住宅投资 34318.26 亿元，同比增长 10.20%，增速较去年同期增长 4.60 个百分点。

图 2 房地产开发投资分类型同比变化情况（单位：亿元、%）



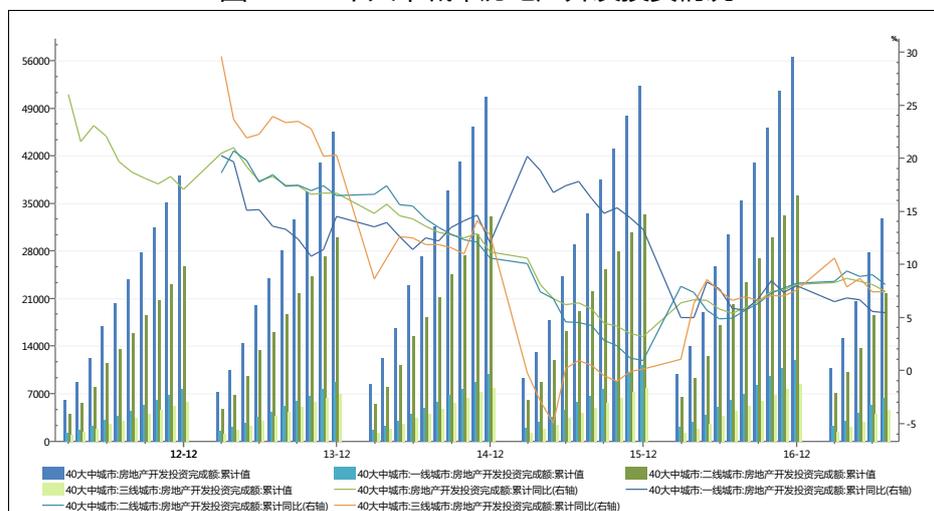
资料来源：Wind 资讯

分城市来看，根据 40 个大中城市¹的月度指标显示，2014 年~2016 年，整体来看，房地产投资呈下降趋势，自 2014 年以来，房地产开发投资增速放缓，但依然保持两位数的增长态势，三季度开始，一线城市投资增速陆续超过二、三线城市，成为各类城市中最高；2015 年全年一线城市投资 11114.61 亿元，同比增长 13.33%，高于全国平均水平 10.13 个百分点；2016 年开始，受土地储备减少等因素制约，一线城市投资额增速大幅下降，投资增速开始与二、三线城市趋同，全年投资额同比增长 8.03%，增速低于全国水平。二线城市房地产开发投资占比 60% 以上，其增速变动趋势与整体投资趋势较为一致，增速水平基本介于一线和三线城市之间，2014 表现为增速平稳下行；2015 年增速快速下降，2015 年全年二线城市完成投资 33393.00 亿元，增速为 0.97%，较 2015 年下降 9.64 个百分点；2016 年一季度，二线城市投资增速有所回升，但二、三季度投资增速再度放缓，此主要受到二线城市二季度土地供应增幅放缓影响。三线城市

¹40 大中城市指以下城市：一线城市:北京、上海、广州、深圳。二线城市:天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州、石家庄，共 23 个。三线城市:无锡、贵阳、昆明、南宁、北海、海口、三亚、呼和浩特、兰州、温州、西宁、银川、乌鲁木齐，共 13 个。

市投资波动较大，2014 年之前一直保持两位数的增长，2015 年出现大幅下滑。2015 年一季度三线城市投资同比下滑 0.22%，首次出现同比负增长，2015 年下半年呈现回稳趋势，全年三线城市投资 7808.12 亿元，同比增长 0.15%，增速较上年下滑 12.64 个百分点；2016 年二季度开始，三线城市投资增速开始大幅上涨并稳定在 6%至 9%之间，全年投资同比增长 7.60%，对整体房地产市场投资增速平稳回升起到了一定刺激作用。需要注意的是，受市场需求及全国去库存政策效用显现影响，2015 年开始，一线和三线城市投资同比增速出现明显背离，投资更倾向于一线经济发达城市。但 2016 年开始，一、二、三线城市投资增速开始趋同，一线城市投资增速放缓，二线城市自年初开始投资增幅增长，三线城市投资受去库存及市场预期影响增长有所滞后。进入 2017 年以来，40 个大中城市房地产投资增速有所回升，保持在 8%左右。一线城市受土地供应限制及限购政策从严等因素限制，1~6 月增速放缓，维持在 6%左右；二、三线城市受政策影响较小，较 2016 年增速有所上涨，维持在 8%~9%。

图 3 40 个大中城市房地产开发投资情况



资料来源：Wind 资讯

总体看，2014~2015 年，房地产投资增速持续下滑，2016 年开始回升；一线城市投资增速保持高位运行，2016 年以来各线城市投资增速开始出现趋同格局。但自限购政策实施以来一线城市投资增速呈下滑态势、二线城市溢出效应明显、三线城市高位运行但有所震荡。

从房地产开发资金来源来看，2016 年房地产开发企业（单位）实际拨入用

于房地产开发的货币资金中国内贷款、定金及预收金和个人按揭贷款快速增长，分别占房地产开发资金来源的 14.92%、29.09%和 16.92%，其中国内贷款占比有所下降，定金预收金和个人按揭贷款占比有所上升。近年来，房地产贷款规模持续上升，保障房信贷支持力度加大：2015 年，全国主要金融机构房地产贷款余额（含外资，主要由个人住房贷款、房地产开发贷款和保障性住房开发贷款构成）为 21.0 万亿元，同比增长 21.0%，增速提升；全年新增房地产贷款 3.60 万亿元，较上年增加 0.84 万亿元，占各项贷款新增额的 30.6%，较上年有所扩大。2016 年，全国主要金融机构（含外资）房地产贷款余额为 26.68 万亿元，同比增长 27.00%，增速进一步上涨；全年新增房地产贷款 5.67 万亿元，较上年增加 2.07 万亿元，新增规模进一步扩大。保障房信贷方面，截至 2015 年底，全国保障性住房开发贷款余额为 1.8 万亿元，同比增长 59.5%（增速提升 2.3 个百分点）。截至 2016 年底，全国保障性住房开发贷款余额为 2.52 万亿元，同比增长 38.30%，增速有所回落。进入 2017 年，房地产开发贷款增速下降，证券投资基金业协会、证监会、保监会、交易所对房地产企业融资政策收紧，一二线城市限购、限贷也将限制个人按揭贷款的增加，房地产企业资金链或遭压制。2017 年 1~6 月，房地产开发企业开发资金来源中国内贷款、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 17.62%、30.65%和 26.70%，个人按揭贷款和企业自筹资金占比有所下降，分别占 15.84%和 30.72%，个人按揭贷款占比与 2016 年同期相比下降 0.66 个百分点。

表 3 2014 年~2017 年 6 月房地产开发资金来源（单位：亿元、%）

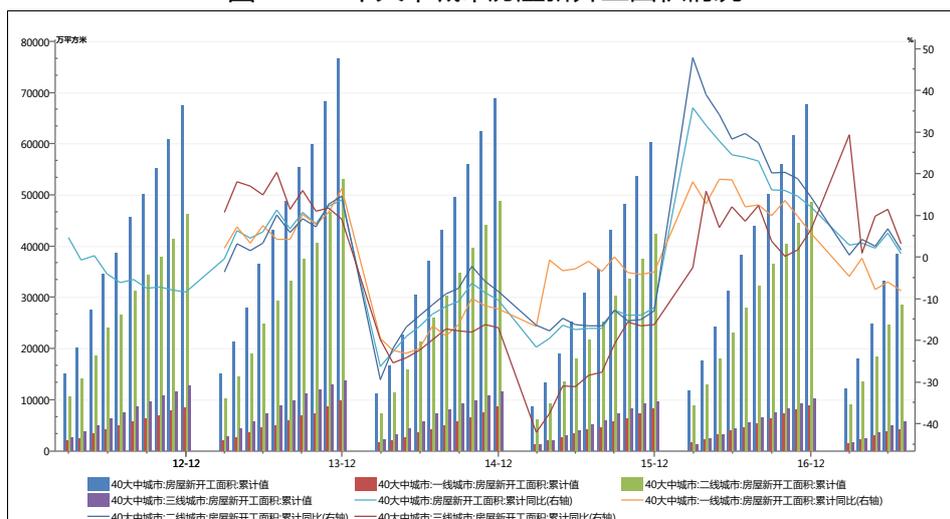
资金来源	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1~6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
自筹资金	50419.80	41.33	49037.56	39.17	49132.85	34.07	23273.26	30.72
国内贷款	21242.61	17.41	20214.38	16.15	21512.40	14.92	13352.05	17.62
其中：银行贷款	18053.75	84.99	17415.46	86.15	18158.24	12.59	11134.77	14.70
非银金融机构贷款	3188.86	15.01	2798.92	13.85	3354.16	2.33	2217.28	2.93
其它资金	49689.81	40.73	55654.60	44.45	73428.37	50.92	39034.93	51.52
其中：定金及预收款	30237.51	60.85	32520.34	58.43	41952.14	29.09	23225.56	30.65
个人按揭贷款	13665.45	27.50	16661.65	29.94	24402.94	16.92	12000.34	15.84
其它	5786.85	11.65	6472.61	11.63	7073.29	4.90	3809.03	5.03
外资	639.26	0.52	296.53	0.23	140.44	0.10	104.32	0.14
合计	121991.48	100	125203.06	100	144214.05	100.00	75764.55	100.00

资料来源：Wind 资讯

总体看，资金来源总额和来源结构保持稳定，个人按揭贷款规模有所增加，但占比下降，2017 年以来，受限购限贷政策的影响，个人按揭贷款规模受到限制，占比有所下降，房地产企业资金链或遭压制。

2014 年以来国内房屋新开工面积一直呈现同比下滑趋势，2015 年全年房屋新开工面积 154453.68 万平方米，同比下滑 14.00%，降幅较上年增加 3.30 个百分点。进入 2016 年，房屋新开工面积开始同比增长，2016 年全年房屋新开工面积 166928.13 万平方米，同比增长 8.10%。2017 年上半年，房屋新开工面积大幅增长，2017 年 1~6 月，新开工面积为 85719.61 万平方米，同比增长 10.60%。分城市来看，根据 40 个大中城市的月度指标显示，2016 年开始，一、二、三线城市新开工面积迅速增长，同比增速均实现由负转正，其中二线城市上升趋势最为明显，三线城市相对缓慢，2016 年 1~10 月，一、二、三线城市新开工面积分别同比增长 13.66%、20.32%和 0.22%。2016 年 11 月，受房地产政策调整影响，一、二线城市新开工面积同比增速明显下降，分别为 9.82%和 18.82%。2017 年以来，一、二线城市新开工面积明显放缓，2017 年 1~6 月，一、二线城市新开工面积同比增速分别为-6.03%和 6.83%；同期，三线城市增速相对较快，为 11.49%。

图 4 40 个大中城市房屋新开工面积情况



资料来源：Wind 资讯

总体看，2016 年上半年，房屋新开工面积同比大幅增长，自 2016 年三季度

开始，限购政策对新开工面积影响显著，其中一、二线城市受到较大影响，新开工面积同比增速放缓，甚至出现负增长。

三、行业供需情况

1. 土地供应

2016年，在全国去库存政策的指导下，地方政府继续减少土地推出量，全国300个城市共推出各类用地18.2亿平方米，同比下降11.0%，降幅较2015年收窄7.8个百分点，整体仍处于较低水平。2016年全国300个城市各类土地成交量同比持续下滑，共成交15.0亿平方米，同比下降5.7%。虽然成交量下滑，土地价格却快速攀升，各类土地成交出让金2.9万亿元，同比增长30.3%。2016年全国300个城市各类用地成交楼面均价为1904元/平方米，同比上涨38.7%，平均溢价率为43.13%，较2015年提高26.91个百分点，热点一二线城市地王频出。2017年，土地市场热度不减，全国300个城市共推出4.60亿平方米，同比下降4%；其中住宅类用地（含住宅用地及包含住宅用地的综合性用地）1.62亿平方米，同比增长12%；各类土地成交面积3.82亿平方米，同比下降2%，降幅继续收窄；住宅类用地成交1.37亿平方米，同比增长16%。2017年1~6月，全国300个城市各类用地成交楼面均价2242元/平方米，同比增长39%，平均溢价率36%，同比下降4个百分点；住宅类用地成交楼面均价3795元/平方米，同比增长29%。其中一线城市响应中央精神，土地供应显著增加，其中自住房土地供应比例增加，对土地价格、商品房销售条件和价格以及自持比例等条件限制较多，所以价格有所下跌。二线城市土拍政策也渐趋多元，土地价格涨幅明显收窄。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，带动了三四线城市的土地市场升温，三线城市成交面积在推出面积同比有所减少的情况下同比增长1%，成交楼面价均较2016年同期增长79%。

地价高企伴随限购、限贷政策，为房地产企业后续开发的利润开发空间带来挑战。住房和城乡建设部和国土资源部在2017年4月发布了《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作通知》（以下简称“《通知》”），要求合理安排住宅用

地供应，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特别是普通商品住房用地供应规模，去库存任务重的城市要减少以至暂停住宅用地供应。《通知》还表示，各地要建立购地资金审查制度，确保房地产开发企业使用合规自有资金购地。经国土资源部门和有关金融部门审查资金来源不符合要求的，取消土地竞买资格，并在一定时间内禁止参加土地招拍挂。要结合本地实际和出让土地的具体情况，灵活确定竞价方式，包括“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，坚决防止出现区域性总价、土地或楼面单价新高等情况，严防高价地扰乱市场预期。未来一段时间内，在政策引导下，一线及重点二线城市 2017 年住宅土地供应量有望稳步增加，为前期审慎拿地企业提供一定空间；但同时多元化的土拍政策，也对房地产企业的项目前期策划、后期运营和资金运作能力提出了更高的要求。收并购、特色小镇等非市场化拿地手段以及联合体拿地方式逐渐成为房地产拿地竞争力的重要体现，也使得房地产企业面临更多的法律、财务和运营风险。

2. 房屋销售

2016 年，全国房地产销售增速呈现先升后降的态势。2016 年上半年，在利好政策的刺激下，全国房地产销售规模快速增长，2016 年 10 月以来，受“因城施策、分类调控”基调政策影响，销售增速有所回落。2016 年全年商品房销售面积为 15.73 亿平方米，同比增长 22.41%，共实现销售额 11.76 万亿元，同比增长 34.80%。2017 年 1~6 月，全国商品房销售面积为 7.47 亿平方米，同比增长 16.10%，其中住宅销售面积 6.48 亿平方米，同比增长 13.50%；商品房销售额 5.92 万亿元，同比增长 21.50%，其中住宅销售额 4.93 万亿元，同比增长 17.90%。

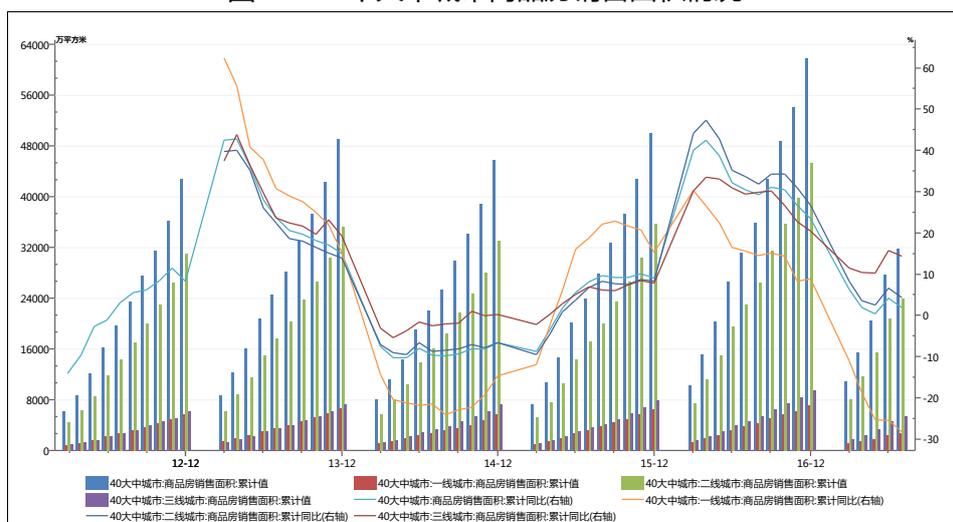
价格方面，根据中国房地产指数系统对 100 个城市的全样本调查数据显示，2016 年百城住宅价格累计上涨 18.71%，较 2015 年全年扩大 14.56 个百分点。2016 年第 4 季度，多城市调控政策密集出台，市场运行环境趋紧，10~12 月百城均价环比涨幅分别收窄 1.18 个、0.13 个和 0.21 个百分点。2017 年 1~6 月，国家统计局 70 个大中城市新建商品住宅价格指数当月同比增速逐月下降，2017 年 6 月为 9.60%。整体看，2017 年上半年，在“回归居住属性”、“限购、限贷、

限售、限价”政策的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格呈规模增长、增速放缓的态势。房地产市场整体处于温和降温阶段。

分城市来看，根据 40 个大中城市的月度指标显示，一、二、三线城市商品房销售面积走势基本相同，2016 年，二线城市销售面积急剧上升，全年销售面积累计同比增加 30.95%；三线城市销售变化情况与二线趋同，但 2016 年销售增速整体低于二线城市；一线城市历经前期快速增长，后续累计销售面积同比开始回落，限购政策政策颁布后，一线城市销售面积下降尤为明显，截至 2016 年底，销售面积累计同比增加 8.96%。从价格来看，2015 年，一线城市房价 2~5 月连续 4 个月出现同比下跌，自 6 月份开始房价同比恢复正增长，且增幅逐渐扩大，2016 年 11 月，一线城市房价同比增长达 25.20%。二、三线城市价格变化趋势与一线城市相同，但一线城市价格刚性最强，三线城市相对来说价格变化时跌幅最大，而涨幅最小。

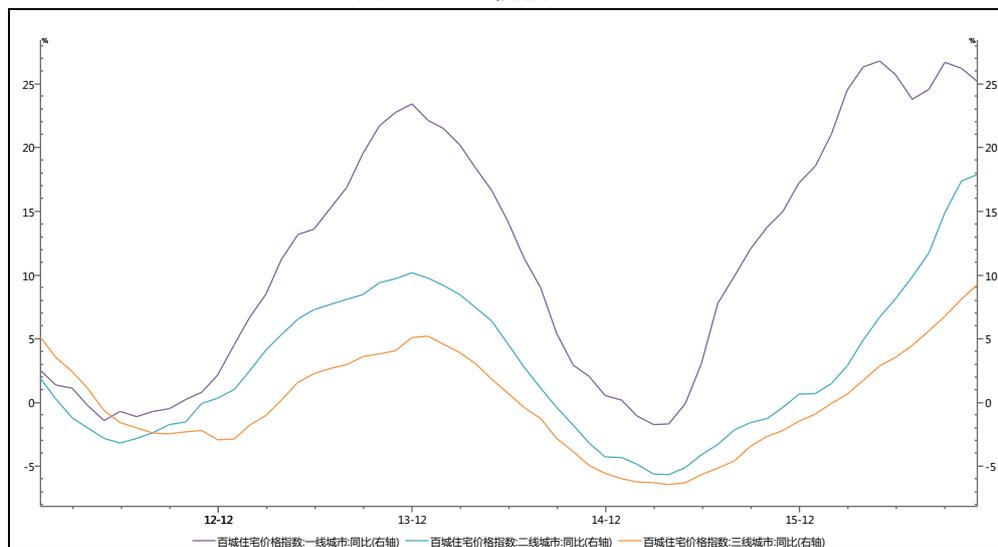
进入 2017 年，一线城市新房销量较 2016 年同期大幅下降，价格保持稳定；二线城市新房销量较 2016 年同期有所下降，价格保持小幅增长，二线代表城市新建住宅价格各月环比增幅保持在 0.50%-0.60% 左右；三、四线城市，受益于棚改货币安置和外溢效应，去库存效果显著，与一二线销售形成对冲，价格方面涨幅也大于一二线城市，三线代表城市新建住宅价格各月环比增幅保持在 0.80% 左右。

图 5 40 个大中城市商品房销售面积情况



资料来源: Wind 资讯

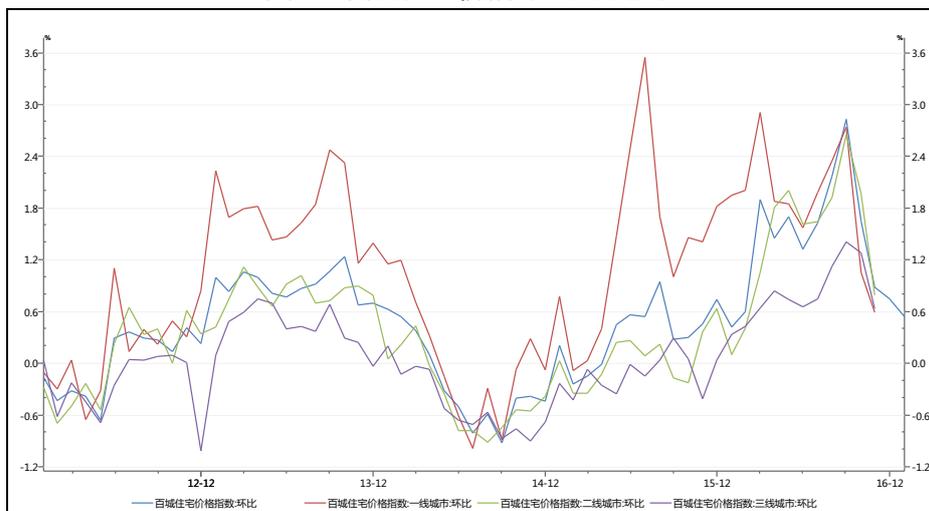
图6 住宅价格变动情况



资料来源: Wind 资讯

从环比情况来看,进入2015年,百城住宅均价1月份环比小幅上升,2~4月环比下降,5月份以来价格开始逐步提高。2016年10月开始,受“十一”期间颁布的新一轮限购政策影响,百城住宅价格增速开始急剧下降,2016年12月环比增速已由9月的2.83%降至0.75%。分城市看,一线城市房价抗波动能力较强,2015年以来一线城市房价基本保持持续增长态势,且增幅相对较大,2016年9月环比增长2.74%。同时,一线城市房价受限购政策影响最大,2016年11月环比增速已下降至0.59%。二线城市房价自2015年5月份开始有所好转,2015年11月份开始上升趋势明显,新的限购政策出台后,2016年11月环比增幅跌至0.79%;三线城市房价自2014年至2015年7月连续下跌,2016年才开始出现明显回暖趋势,2016年11月份环比增幅为0.63%。需要注意的是,部分二、三线城市过去几年房地产销售价格一直表现平稳,2016年开始销售价格大幅攀升,投资投机性购房大幅增长。东莞、珠海、南京、合肥、厦门等城市住宅价格大幅增长,并最终推动新一轮限购政策出台。该类热点二、三线城市房地产去化率也相对较高,未来就房地产市场而言,二、三线城市结构可能出现部分分化与调整。

图 7 百城住宅价格环比变动情况



资料来源: Wind 资讯

四、行业竞争态势

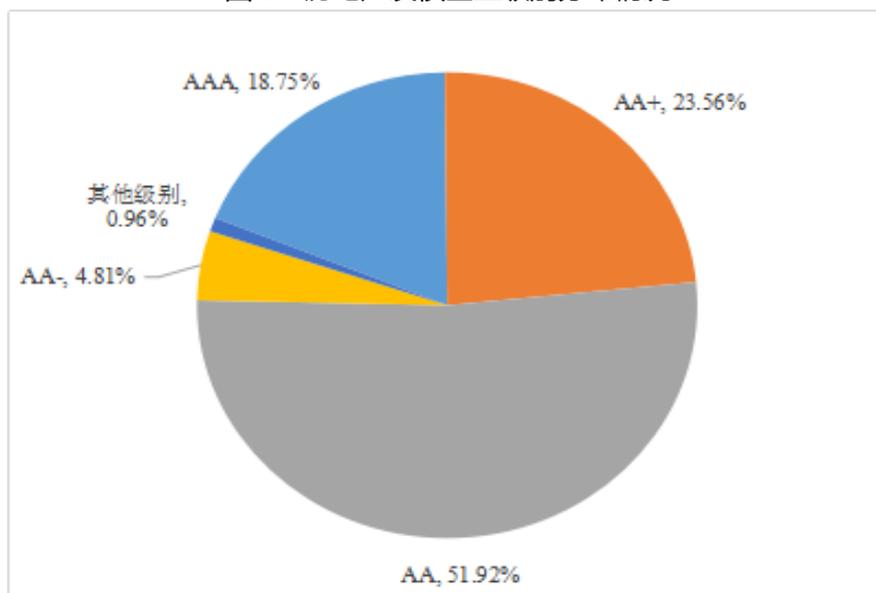
2016 年，销售额超过百亿元的房企达到 131 家，市场占有率快速提升。根据中国指数研究院的统计，2016 年百强房企的市场占有率为 40.8%，销售额增速为 52.5%，行业集中度加速提升，而其中 top30 的房地产企业规模销售增速显著高于百强房企的平均水平。2016 年房地产企业并购案例明显增多。大型房企在资金运作实力、区域布局、产品结构、经营效率方面具有较为显著的优势，在目前土地价格高居不下、资金面偏紧、行业平均利润率渐趋饱和的背景下，行业整合、行业集中度加速提升、房地产企业经营模式转型已成为趋势，与养老、产业园区、互联网、金融等行业融合程度逐步加深。

五、发债市场情况

截至 2017 年 8 月 8 日，中国银行间和交易所市场房地产行业具备有效主体长期信用评级的企业共计 208 家（包含以商业地产运营为主业的发债房企）。

从主体级别²分布来看，AAA 级别企业 39 家（占 18.75%）、AA+级别企业 49 家（占 23.56%）、AA 级别企业 108 家（占 51.92%）、AA-级别企业 10 家（占 4.81%）、A+级别企业 1 家（占 0.48%）及 A 级别企业 1 家（占 0.48%），房地产发债企业主体等级仍主要分布在 AA 和 AA+。从发债企业性质来看，中央及其下属企业 29 家（占 13.94%）、地方国有企业 65 家（占 31.25%）、民营企业 56 家（占 26.92%）、外商独资企业 26 家（占 12.50%）、中外合资企业 13 家（占 6.25%）及其他性质的企业共计 19 家（占 9.13%），房地产发债企业以地方国有企业及民营企业为主。总体看，AAA 及 AA+级别企业均以中央及地方国有企业为主，民营企业级别基本分布在 AA+和 AA。

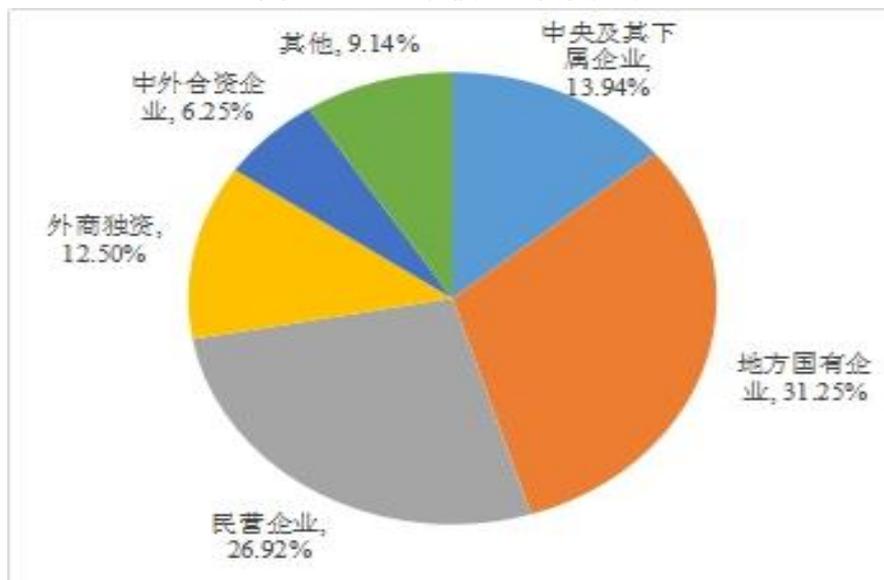
图 8 房地产发债企业级别分布情况



资料来源：Wind 资讯，联合资信整理
注：其他级别为 A+及 A 等级企业各一家。

²鉴于房地产行业拥有多评级机构评级结果的企业较多，以下分析中将拥有多评级结果的主体以其较低级别进行处理。

图9 房地产发债企业性质分布



资料来源: Wind 资讯, 联合资信整理
注: 其他主要为公众企业及外资企业等。

对比 2015 年房地产发债市场数据, 从房地产开发销售企业经营规模看, 受益于房地产景气度的回升, 各信用等级企业在资产总额、所有者权益及营业收入指标方面均呈增长态势。具体来看, 2016 年 AAA 级别企业资产总额均值同比增长 35% 左右、所有者权益均值同比增长 62% 左右、营业收入均值增长 30% 左右; AA+ 级别企业资产总额均值同比增长 30% 左右、所有者权益均值同比增长 27% 左右、营业收入均值同比增长 28% 左右; AA 级别企业资产总额均值同比增长 8% 左右、所有者权益均值同比增长 7% 左右、营业收入均值同比增长 5% 左右; AA- 级别企业相关指标均值同比均小幅增长。经过 2016 年新一轮大规模的拿地、开发和销售, AAA 和 AA+ 企业的资产和权益规模增长幅度较大, 房地产行业集中度有了明显的提高, 大中型房地产企业资金实力较强, 通过在市场上并购项目公司, 获得了较多的项目及土地储备, 未来行业集中度将有持续提升的趋势。

从盈利能力看, 高信用等级企业的盈利能力均高于低信用等级企业, 房地产开发销售企业的营业利润率均值均在 20% 左右, 受近年来土地价格大幅上涨影响, 房企盈利空间有所压缩。通过对比 2015~2016 年可比企业的营业利润率变化情况, 各信用等级企业的营业利润率均有所下滑, AAA 级别企业的营业利

润率下滑幅度低于其他信用等级企业。具体来看，AAA 级别企业 2016 年营业利润率均值为 25.11%，较 2015 年营业利润率均值小幅下滑 1.67 个百分点；AA+ 级别企业 2016 年营业利润率均值为 23.77%，低于 AAA 级别企业营业利润率均值 1.34 个百分点，较 2015 年营业利润率均值下滑 2.77 个百分点；AA 级别企业 2016 年营业利润率均值为 21.97%，低于 AA+ 级别企业营业利润率均值 1.80 个百分点，较 2015 年营业利润率均值下滑 3.72 个百分点；AA- 级别企业 2016 年营业利润率均值为 19.20%，低于 AA- 级别企业营业利润率均值 2.77 个百分点，较 2015 年营业利润率均值下滑 2.62 个百分点。

从现金流看，受益于 2016 年房地产市场行情，行业内企业现金流状况同比基本有所改善，但各企业实际变动情况差异较大。AAA 级别房地产企业经营净现金流表现较好，重点布局二、三线城市的发债房企现金流明显转正；部分房地产发债主体 2016 年扩张较快，大规模拿地，导致经营性净现金流仍紧张。

从债务负担情况来看，AA+ 级别企业的债务负担高于其他信用等级企业。通过对比 2015~2016 年全部债务资本化比率数据，AAA 级别企业债务负担略有下降，其中 AA 及 AA+ 级别企业债务负担有所增长。由于 2016 年房企去化普遍加速，受经营活动现金流入规模增长及融资规模整体扩张的影响，行业短期偿债能力有所改善，整体财务杠杆比较稳定。

2016 年以来，房地产企业信用等级调整以调升为主，调升理由主要系销售金额增长、资产和权益规模扩大等，下调原因主要系发生风险事件、收入利润规模下降、资产置出、债务偿付压力大等。其中 11 家企业主体评级由 AA+ 调整至 AAA，19 家企业由 AA 调整至 AA+，3 家企业由 AA- 调整至 AA，4 家企业展望由稳定调整至正面。行业级别的迁移整体以调升为主，级别调升的房企主要系业绩显著提升、区域布局合理、股东背景良好及融资能力较强的房企。

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，行业集中度有望持续提升。

六、未来发展

2016年以来，房地产市场再度升温，投资增幅开始回升，受土地供应限制，一线城市销售面积增速低于二三线城市，但土地溢价率和房屋价格增速最大；二线城市销售面积同比增长最高，同时销售价格环比超过一线城市，成为下一级段新的行业增长点。随着2016年下半年以来的各项房地产调控政策的出台，各地市场景气度有所回落，大中小型房企抗风险能力的差异导致经营状况的分化。在房地产市场严控的背景下，行业内建并购加速，大型房地产企业的竞争优势凸显，品牌效应日益突出，行业集中度不断提高。随着土地价格的不断提升以及限购限价政策的持续影响，盈利空间有所收窄，加速了企业的升级转型，出现养老+地产、互联网+地产+金融等创新业务模式；大健康和文化传媒概念受到房地产企业的关注，与原有的地产业务相结合，寻求新的利润增长点。未来几年，预计二线城市可能成为新的市场主力，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。

整体看，受益于2016年房地产行业爆发式增长，房地产企业整体信用品质向好，抗风险能力增强。同时由于当前房地产市场调控政策严格，房地产企业经营财务情况分化加剧，中小房企抗风险能力较弱，龙头房企凭借较强的资源获取能力、雄厚的资金实力、高效的项目运作能力竞争优势将更加明显，发债房企的信用品质分化将加剧。联合资信将对债务率高企、收入利润不稳或虚高房地产企业保持关注。综上，联合资信对房地产行业评级展望为稳定。