

## 房地产行业 2019 年度信用展望

工商企业评级部 何婕妤 覃斌

2018 年前三季度,我国房地产市场继续实行差异化调控,商品房住宅销售面积同比增幅有所收窄,新开工提速,库存企稳回升。伴随着房企融资收紧及土地供应量增加,土地市场流拍增多,溢价率下滑。同时,各地政府出台政策鼓励租赁及共有产权市场发展,以逐步构建并完善住房长效机制。

受益于前期销售情况良好,2018 年前三季度样本企业结转的营业收入及净利润增速加快,且毛利率小幅上升。但期末样本企业已销售未结算收入增速同比大幅下滑,后续业绩增长动力趋缓。样本企业财务杠杆有所上升,且债务期限结构趋向短期。同时,样本企业销售放缓,自由现金流缺口扩大,短期偿债风险加大。

2018 年前三季度房地产开发行业已发债企业的主体信用等级仍集中于 AA 区间。同期,共有 18 家房地产开发企业信用等级或(和)展望发生变动,其中,14 家企业信用等级上调(其中 4 家为双评级企业<sup>1</sup>),2 家企业信用等级下调,5 家企业调整展望。

展望 2019 年,房地产调控将继续推进因城因地制宜、精准施策的差异化措施,并在“房住不炒”的基本方针不动摇的基础上结合市场形势变化作出必要政策调整;但部分经营风格过于激进、中短期债务规模过大的开发企业,仍将面临很大的信用风险暴露可能性。中短期内,预计债务较集中到期以及销售资金回笼不畅将使得房地产开发企业整体上面临的信用风险显著升高。

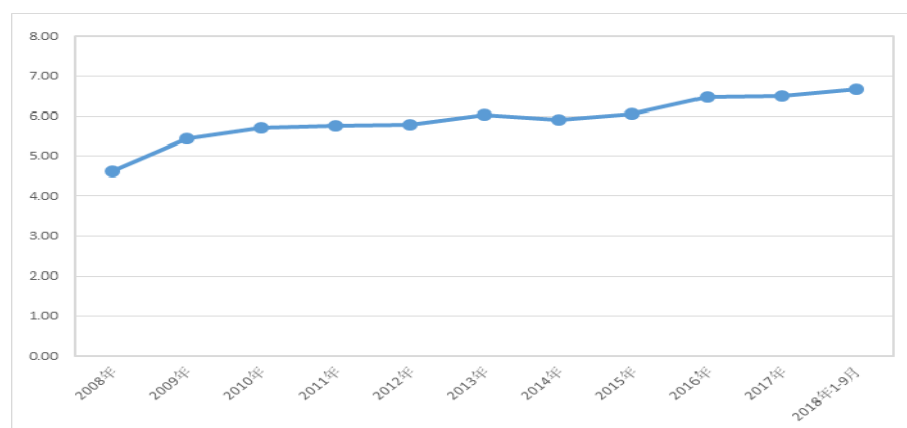
### 行业基本面

房地产业是我国经济的主要支柱产业之一,近十年占 GDP 的比重逐年上升,但受经济周期及政策调整的影响显著。2018 年前三季度,住宅销售量价仍保持增长,但增速回落。随着需求的不断释放、棚改货币化补偿比例下降,以及一系列长效机制的逐步确立,预计国内房地产市场将进一步放缓。

房地产业是我国经济的主要支柱,2008-2017 年房地产业占 GDP 的比重逐年上升,由 4.61% 增至 6.51%。2018 年前三季度我国房地产业增加值为 43,563 亿元,占第三产业增加值比重为 12.60%,占我国 2018 年前三季度 GDP 的比重进一步上升为 6.69%。若考虑不到与房地产开发投资直接相关的住宅建筑施工、住宅金融服务等行业的增加值贡献,则房地产业对 GDP 的影响更为广泛。

<sup>1</sup>双评级指两家评级机构对同一家企业进行评级。

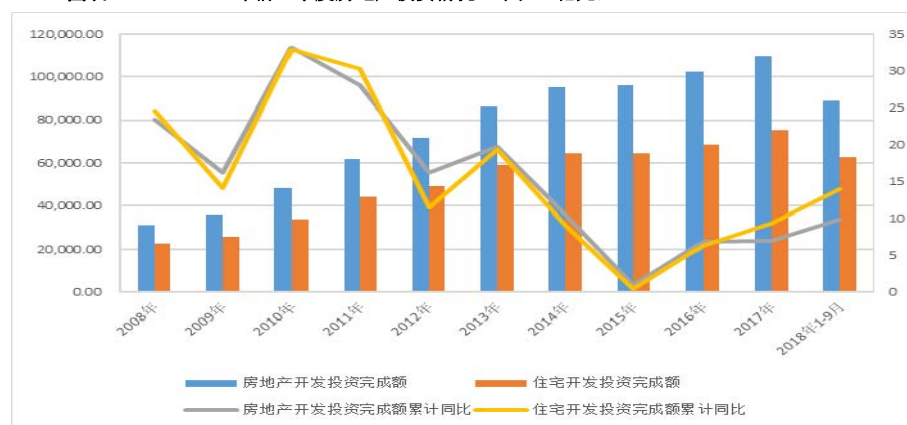
图表 1. 2008-2018 年前三季度我国房地产业占 GDP 比重（单位：%）



资料来源：国家统计局

2008-2017 年，我国房地产开发投资完成投资额从 3.12 万亿元升至 10.98 万亿元。其中住宅开发完成投资额从 2.24 万亿元升至 7.51 万亿元。住宅投资仍为房地产开发投资主力。2018 年前三季度我国房地产开发完成投资额为 8.87 万亿元，较上年同期增长 9.90%，虽然增速较 1-8 月有所回落，但比上年同期增速提升 1.8 个百分点，仍保持在较高水平。其中住宅开发完成投资额为 6.28 万亿元，较上年同期增长 14.00%。

图表 2. 2008-2018 年前三季度房地产投资情况（单位：亿元，%）



资料来源：Wind 资讯及国家统计局

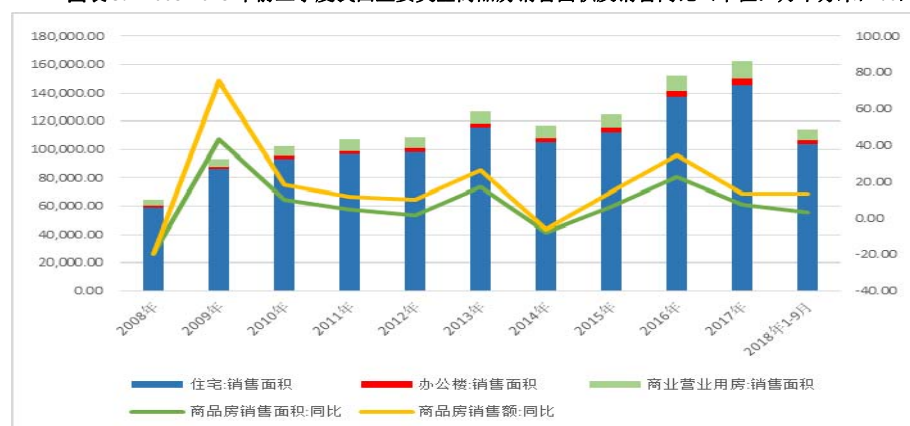
2008 年以来的十年间，国内房地产投资增速一直保持正增长，但期间受到经济周期及政策调整的影响，增速经历了一定的波动。大致可以分为三个部分：（1）2008-2009 年，受到次贷危机的冲击和四万亿投资的推出，我国房地产投资先降后升，走出 V 型走势；（2）2010-2015 年在上调首套房和二套房的首付比例等政策收紧下，房地产投资增速整体震荡下行至 2015 年度接近于零增长；（3）2016 年至今，在棚改货币化政策下，房地产开启去库存，房地产投资增速从低位上行。

2018 年前三季度我国商品房销售面积为 11.93 亿平方米，同比增长 2.9%，较上年同期涨幅收窄 7.4 个百分点；其中住宅销售面积为 10.35 亿平方米，同比增长 3.3%，较上年同期收窄 4.3 个百分点。分城市来看，一二线城市受供应量增加影响，住宅销售面积跌幅收窄，三线城市受棚改货币化补偿比例下降影响，涨幅有所回落。根据国家统计局数据显示，2018 年前三季度，40 个大中城市<sup>2</sup>一线城市商品房住宅销售面积同比下滑 8.14%，较上年同期跌幅收窄 20.72 个百分点；二线城市商品房住宅销售面积同比由

<sup>2</sup> 40 大中城市指北京、天津、石家庄、太原、呼和浩特、沈阳、大连、长春、哈尔滨、上海、南京、杭州、宁波、合肥、福州、厦门、南昌、济南、青岛、郑州、武汉、长沙、广州、深圳、南宁、海口、重庆、成都、贵阳、昆明、西安、兰州、西宁、银川、乌鲁木齐、无锡、苏州、温州、北海和三亚

-4.41%升至-0.04%；三线城市商品房住宅销售面积增速由上年的 9.32%回落至 5.63%。预计短期内，受益于供应量的增加，房地产销售面积将有所回升，但随着需求的不断释放，整体市场将保持放缓态势。价格方面，受到限价的影响，新建住宅销售价格涨幅收窄，带动二手住宅销售价格调整。根据国家统计局数据显示，2018 年前三季度，一线城市新建商品住宅平均销售价格上涨 13.2%，与上年同期持平，二手住宅平均销售价格同比上涨 0.6%，涨幅比上年同期回落 14.4 个百分点。二三线城市新建商品住宅平均销售价格同比分别上涨 6.4%和 7.0%，涨幅比上年同期分别回落 4.1 和 1.1 个百分点。二三线城市二手住宅平均销售价格同比分别上涨 5.1%和 5.2%，涨幅比上年同期分别回落 3.8 和 0.2 个百分点。总的来看，2018 年以来，住宅销售量价增速回落，但仍保持正增长。2018 年前三季度商品房销售额 10.41 万亿元，同比增长 13.30%，增速同比下滑 1.3 个百分点；其中住宅销售金额 8.84 万亿元，同比增长 15.60%，增速同比下降 4.2 个百分点。

图表 3. 2008-2018 年前三季度我国主要类型商品房销售面积及销售同比（单位：万平方米，%）



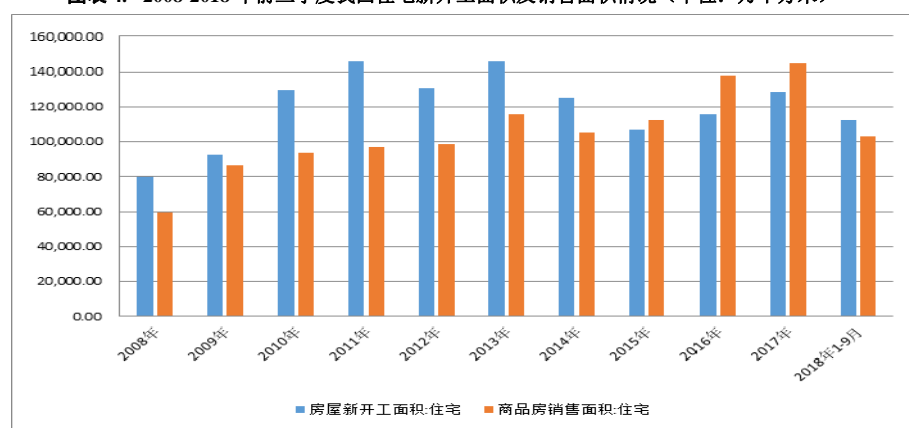
资料来源：Wind 资讯

**2018 年前三季度我国房地产市场融资政策收紧，新开工提速，但缺少销售的支撑，库存<sup>3</sup>回升。**

2008 年次贷危机后，在国家四万亿的推动下以及可供交易房屋品种的多元化，我国房地产开发投资加速，带动了新开工面积的逐年增加，但在“新国八条”、房地产税改革等政策收紧下，商品房销售增速不及新开工，库存持续上升。自 2014 年 7 月起，各地方政府相继取消或放松限购等调控政策，转而出台救市政策，包括调整公积金贷款、减免税收、调整首付比例、放松户籍政策、提供住房补贴等。而央行数次下调贷款基准利率，亦对楼市整体形成了有效支撑。同时，国家通过棚改货币化助推去库存。2015-2017 年，销售面积超过新开工面积，库存增速降至 1%-2%。

<sup>3</sup> 包括待售商品房面积和住宅、办公楼、商业营业用房的施工面积。

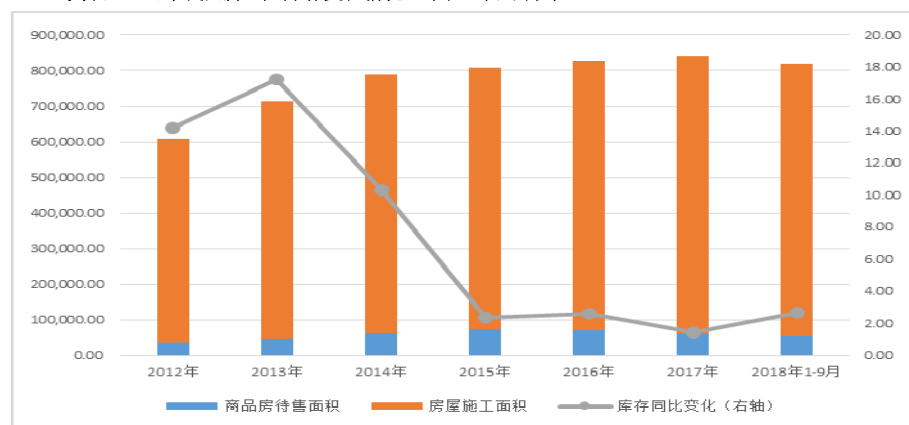
图表 4. 2008-2018 年前三季度我国住宅新开工面积及销售面积情况（单位：万平方米）



资料来源：Wind 资讯

2018 年我国房地产受到非标融资规模下降的影响，开发商加快开工以期实现销售回款，然而棚改货币化的退潮导致住宅销售增速放缓。在此情况下，新开工面积时隔三年再次超过销售面积，库存企稳回升。截至 2018 年 9 月末，我国房地产市场库存为 82.04 亿平方米，较上年同期增长 2.65%；其中待售面积为 5.32 亿平方米，较上年末减少 13.00%，新开工提速带动房屋施工面积由上年同期的 73.81 亿平方米增至 76.72 亿平方米，同比增长 3.95%。

图表 5. 近年我国房地产库存变化情况（单位：万平方米，%）



资料来源：Wind 资讯

2018 年以来，我国房地产政策实行因城因地制宜、精准施策等差异化调控，短期内各地深化限购、限售等政策的同时，推出人才落户及补贴政策，以争夺高技术人才。长期来看，各地政府继续积极发展房屋租赁及共有产权市场，推进房地产长效机制。

2018 年以来，我国房地产调控政策在稳中推进，在“房住不炒”的大政方针指引下，继续实行因城因地制宜、精准施策等差别化调控。一方面增加住房和用地有效供给，支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。对此，国家鼓励保险资金进入长租市场、优先支持提取公积金用于支付房租、允许租赁房屋的常住人口在城市公共户口落户等。另一方面，抑制购房投机行为，严禁利用消费贷、信用卡透支、违规提取公积金等方式购房。目前房产税已被提请全国人大审议，随着房产税的逐步落地，购房需求将回归刚需。

2018 年货币政策逐步趋松，流动性由“合理稳定”转变为“合理充裕”的背景下，房地产融资政策仍维持收紧。严防银行等金融机构违规给房地产企业提供融资成为监管的重

点。受此影响，房地产企业融资成本高企，中小企业逐步退出土地竞拍市场，购地加杠杆行为得到有效控制。

图表 6. 2018 年以来国家对房地产行业调控政策梳理

时间	政策文件	发布机构	主要内容
1 月	《中国银监会关于进一步深化整治银行业市场乱象的通知》	银监会	严禁直接或变相为房地产企业支付土地购置费用提供各类表内外融资，或以自身信用提供支持或通道；严禁向“四证”不全、资本金未足额到位的商业性房地产开发项目提供融资；严禁发放首付不合规的个人住房贷款；严禁以充当筹资渠道或放款通道等方式，直接或间接为各类机构发放首付贷等行为提供便利；严禁综合消费贷款、个人经营性贷款、信用卡透支等资金用于购房等。
3 月	两会政府工作报告	国务院	健全地方税体系，稳妥推进房地产税法立法；启动新的三年棚改攻坚计划，2018 年开工 580 万套。加大公租房保障力度；坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位；继续实行差别化调控，建立健全长效机制；支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。
4 月	《试点发行地方政府棚户区改造专项债券管理办法》	财政部	棚改专项债券资金由财政部门纳入政府性基金预算管理，并由本级棚改主管部门专项用于棚户区改造，严禁用于棚户区改造以外的项目；棚改专项债券期限应当与棚户区改造项目征迁和土地收储、出让期限相适应，原则上不超过 15 年，可根据项目实际适当延长，避免期限错配风险。
	《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》	住建部、证监会	鼓励专业化、机构化住房租赁企业开展资产证券化。
5 月	《关于印发第一批国家新型城镇化综合试点经验的通知》	发改委	允许租赁房屋的常住人口在城市公共户口落户；保障农业转移人口住房需求；完善农民宅基地和农房政策；探索农民合法权益自愿有偿退出宅基地。
	《关于开展治理违规提取住房公积金工作的通知》	住建部	优先支持提取住房公积金支付房租，提取额度要根据当地租金水平合理确定并及时调整。重点支持提取住房公积金在缴存地或户籍地购买首套普通住房和第二套改善型住房，防止提取住房公积金用于炒房投机。
	《住房城乡建设部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》	住建部	2018 年底前，一线、二线城市要编制完成 2018 年至 2022 年住房发展规划；各地要落实人地挂钩政策，有针对性地增加住房和用地有效供给。热点城市要提高住房用地比例，住房用地占城市建设用地的比例建议按不低于 25% 安排；力争用 3—5 年时间，公租房、租赁住房、共有产权住房用地在新增住房用地供应中的比例达到 50% 以上；严格管控消费贷款、经营贷款等资金挪用于购房加杠杆行为。严格落实企业购地只能用自有资金的规定，严控购地加杠杆行为。
6 月	《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》	银保监会	所投长租项目应位于人口净流入的大中型试点城市；采用债权投资计划方式的，融资主体自有现金流占其全部应还债务本息的比例为 100% (含) 以上，采用股权投资计划及保险私募基金方式的，项目公司股权不得为第三方提供质押。
	国家发展改革委有关负责人就《关于完善市场约束机制 严格防范外债风险和地方债务风险的通知》答记者问	发改委	引导规范房地产企业境外发债资金投向，房地产企业境外发债主要用于偿还到期债务，避免产生债务违约，限制房地产企业外债资金投资境内外房地产项目、补充运营资金等，并要求企业提交资金用途承诺。
7 月	中共中央政治局会议	中共中央	坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。
9 月	十三届全国人大常委会立法规划	全国人大	包括房地产税法在内的 69 件列为第一类项目，任期内拟提请审议
10 月	国务院常务会议	国务院	因地制宜调整完善棚改货币化安置政策，商品住房库存不足、房价上涨压力大的市县要尽快取消货币化安置优惠政策。

资料来源：新世纪评级整理

2018 年前三季度，各地房地产调控差异化明显，政策执行更精准。一方面，对于库存较低的城市，为防止房价上涨，采取货币化安置政策取消、商品房限售政策推出、公积金贷款政策收紧等方式，引导房地产市场健康发展。另一方面，对于房地产库存仍在高位运行的城市，通过引进人才落户补贴政策、继续推进棚改货币化安置、“四限”政策有所放松等，以满足居民的购房及改善住房的需求。以兰州为例，作为唯一提出限购政策的城市，兰州取消了相对偏远的三个城区限购，同时对核心城区取消了社保证明的要求，但规定购房三年内不能销售，进一步强调了限售政策的执行。将放松限购与强化限售组合，充分体现了差异化的调控政策，以实现去库存与打击炒房双驱动。

图表 7. 2018 年以来各地对房地产行业调控政策梳理

政策	城市
限价	芜湖、长春、海南、阜南、聊城、昆明、宁德
限购	海南、大连、太原、昆明、普洱、宁德、深圳、成都、九江、上海
限售	兰州、长春、海南、阜南、大连、昆明、徐州、宜昌、丹东、宁波、三明、长沙、西安、景洪、深圳、普洱、宁夏、上海、重庆、沈阳、哈尔滨、长春、青岛
限贷	海南、太原、银川、威海、贵阳、丹东、恩施、保山、雅安、包头、长沙、清远、湘潭、宁夏、普洱、内蒙古、西宁、深圳、北京、台州、济宁
摇号购房	长沙、杭州、西安、成都、杭州
取消购房补贴	濮阳、句容
人才补贴	佛山、南京、大兴、石家庄、西安、四川、衡阳、郑州、扬州、温州、舟山、昆山、广州、海南、青岛、西安、阜新、鞍山、永州、湘西、沈阳、合肥、江苏、厦门、金华、东莞、巢湖、柳州
人才落户	南京、广州、青岛、中山、西安、成都、北京、上海、山东、石家庄、牡丹江、沈阳、天津、潍坊、长治、上虞、鄂州、新余、宜春、福州、海南、浙江、达州、太原、九江、厦门、杭州
放松限购	兰州

资料来源：新世纪评级整理

从人才补贴和人才落户城市分布来看，主要以二线城市为主。在我国人口红利日趋减少的当下，人才成为城市发展的重要源泉。一线城市的落户政策日趋严格，而三四线城市产业建设尚不健全，无法有效吸引人才。一线城市的人才溢出，成为各二线城市争夺的焦点。

此外，各地政府积极发展租赁和共有产权市场，增加租赁住房供给，主张租购同权，同时推出共有产权房，解决中等以下收入住房困难家庭和无自有住房各类人才的居住问题。

图表 8. 2018 年以来各地对房地产租赁及共有产权房市场政策梳理

省份/城市	政策	主要内容
福建	《福建 2018 年坚持房地产分类调控 发展租赁市场》	福州、厦门新建成的租赁住房占新增住房供应总量比例要分别不低于 25% 和 30%；在共有产权房方面，福建今年要实现常态化供应，明确福州今年新开工租赁住房 and 共有产权房 5000 套、新增供应 5000 套，厦门新开工 12000 套、新增供应 8000 套。
深圳	《深圳市人民政府关于深化住房制度改革加快建立多主体供给多渠道保障租购并举的住房供应与保障体系的意见（征求意见稿）》	公共租赁住房占住房供应总量的 20% 左右；到 2035 年，新增建设筹集各类住房共 170 万套，其中人才住房、安居型商品房和公共租赁住房总量不少于 100 万套。（2018—2020 年建设筹集各类住房 42 万套，其中人才住房、安居型商品房和公共租赁住房不少于 25 万套；2021—2025 年建设筹集各类住房 45 万套，其中人才住房、安居型商品房和公共租赁住房不少于 25 万套；2026—2035 年建设筹集各类住房 83 万套，其中人才住房、安居型商品房和公共租赁住房不少于 50 万套。）
大连	《关于调整租赁住房配建范围和比例的意见》	调整配建租赁住房政策，由市内四区扩大到主城区和部分新市区，市内四区配建比例均提高 5%，人才聚集、租赁需求旺盛的高新区配建比例最高为 30%，保障租赁房源供给。
新疆	《关于加快推进自治区住房租赁市场试点工作的通知》	决定选取乌鲁木齐市、克拉玛依市、哈密市、昌吉市、库尔勒市 5 个城市开展住房租赁市场试点工作；鼓励开发性银行等金融机构在风险可控、商业可持续的前提下，加大对租赁住房项目的信贷支持力度；积极盘活存量房屋用于租赁，鼓励住房租赁国有企业将闲置或低效利用的厂房、商业用房等，按照法定规划和规定程序改建为租赁住房。
上海	《关于进一步完善本市共有产权保障住房工作的实施意见》	持有《上海市居住证》且积分达到标准分值、在本市无住房、已婚、在本市连续缴纳社会保险或者个人所得税满 5 年、符合本市共有产权保障住房收入和财产准入标准，可申请共有产权保障住房；购房人产权份额应当不少于 50%；居住证持证人员取得不动产权证未满 5 年，不得转让共有产权保障住房或购买商品住房。
西安	《西安市深化住房供给侧结构性改革实施方案》	自 2018 年起，全市 20% 的居住用地，用于公共租赁住房建设，重点解决城市中低收入住房困难家庭、各类人才、院校毕业生、农民工住房问题和相应的子女入学、就医等配套问题；20% 的居住用地，用于限地价、限售价的“双限房”建设，以共有产权的形式，解决中等以下收入住房困难家庭和无自有住房各类人才的居住问题。2018—2021 年期间，全市计划建设和筹集公租房 20 万套、共有产权房 15 万套，住房货币化补贴全覆盖。
长沙	《关于印发加快发展住房租赁市场工作实施方案的通知》	到 2022 年，通过政府统筹、企业建设、市场盘活等方式，新增各类租赁住房不少于 500 万平方米，其中新建 200 万平方米以上租赁住房、盘活 300 万平方米以上存量住房；2018 年至 2022 年，全市每年应建设不少于 50 万平方米、1 万套以上各类租赁住房。
广东	《关于推进共有产权住房发展的指导意见（征求意见稿）》	承购人的产权份额为承购人实际出资价格占共有产权住房评估价格的比例，原则上不低于 50%；满足购买共有产权住房不少于 10 年等条件的，允许承购人一次性增购代持机构所持有的产权份额取得完全产权，住房性质转变为商品住房。

资料来源：新世纪评级整理

2018 年前三季度，三四线城市土地供应量大幅增加，楼面成交均价及溢价率下滑，土地流拍加速，土地市场呈现降温态势。

2018 年前三季度，我国继续加大了住宅用地供应量。根据 CREIS 中指数据显示，2018 年前三季度，全国 300 个城市共推出各类用地 16.74 亿平方米，同比增长 30.58%，其中住宅用地推出 7.98 亿平方米，同比增长 32.78%。分城市来看，在棚改货币化政策推动下，二三四线城市住宅推地均较上年实现 25% 以上的增长。其中二线城市住宅推地 3.00 亿平方米，同比增长 27.37%；三四线城市住宅推地 4.81 亿平方米，同比增长 38.47%。在地方政府融资收紧背景下，土地出让金成为地方政府主要的财政来源。而一线城市由于在 2017 年提前加大了住宅用地供应，2018 年前三季度住宅推地同比减少 6.01%，为 1,679.30 万平方米。

土地需求方面，房企受到限售限价、融资收紧等影响，拿地更为谨慎，土地成交均价及溢价率均出现下滑。根据 CREIS 中指数据显示，2018 年前三季度，全国 300 个城市各类用地成交楼面均价 2,206.78 元/平方米，同比下跌 8.31%，平均溢价率为 16.01%，较上年同期减少 17.52 个百分点；其中住宅用地成交楼面均价 3,856.74 元/平方米，同比下跌 6.85%，溢价率为 18.11%，较上年同期下降 21.35 个百分点。另外，2018 年以来土地流拍增多，土地市场呈现降温态势。据 CREIS 中指数据统计，2018 年前三季度，全国 300 城各类用地共流拍 1,150 宗，其中住宅用地流拍 477 宗，总规划建筑面积 5,977.22 万平方米，约是 2017 年全年住宅用地流拍总规划建筑面积的 1.87 倍。

图表 9. 2017 年及 2018 年前三季度我国 300 个城市土地供应情况

项 目	2018 年前三季度		2017 年前三季度	
	数值	同比变化	数值	同比变化
各类用地推出面积（亿平方米）	16.74	30.58	12.82	7.55
其中：住宅用地推出面积（亿平方米）	7.98	32.78	6.01	14.48
各类用地成交面积（亿平方米）	13.75	24.43	11.05	9.41
其中：住宅用地成交面积（亿平方米）	6.46	22.58	5.27	16.85
各类用地成交出让金（万亿元）	3.03	13.91	2.66	37.11
其中：住宅用地出让金（万亿元）	2.49	13.70	2.19	45.03
各类用地成交楼面均价（元/平方米）	2,206.78	-8.31	2406.75	26.34
住宅用地成交楼面均价（元/平方米）	3,856.74	-6.85	4140.18	24.96
各类用地成交溢价率（%）	16.01	-52.25	33.53	-30.22
住宅用地成交溢价率（%）	18.11	-54.11	39.46	-36.47

资料来源：CREIS 中指数据

## 行业样本数据分析

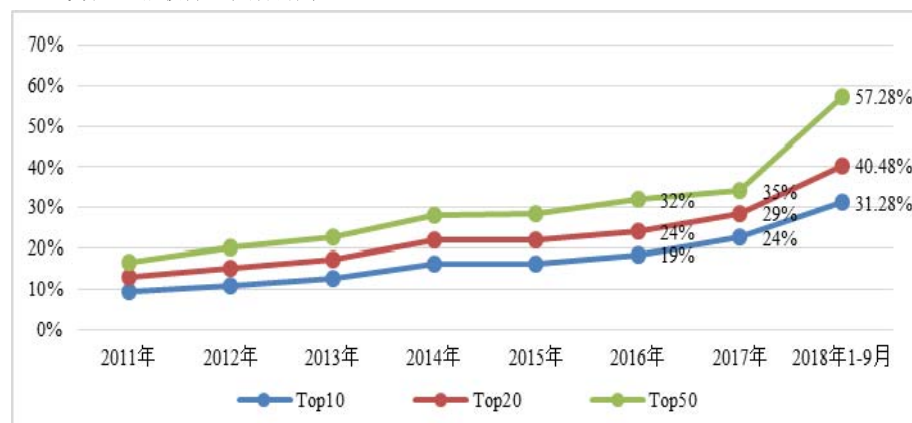
本文选取以房地产开发为主业的发债企业作为分析样本，剔除了未披露 2018 年三季报的企业；此外为避免因合并口径问题导致重复计算，本文仅选取集团内主要的房地产开发子公司，而将其母公司从样本中剔除。按照上述筛选标准，本文的样本共 84 家企业。样本企业中上市公司 66 家，占比 78.57%；按企业产权性质分，中央国有企业 14 家，占比 16.67%，地方国有企业 31 家，占比 36.90%。

### 1. 行业集中度持续提高

从销售规模来看，房地产开发行业集中度逐渐提升。本文采用规模房企商品房销售额占全国商品房销售总额的比值来衡量行业集中度，2011-2017 年及 2018 年 1-9 月，Top10/Top20/Top50 该比值逐年提高，由 9.59%/13.03%/16.76% 提升至 31.28%/40.48%/57.28%。大型房企凭借广泛的城市布局、充足的项目储备、外部融资、土地获取、销售策略等优势，在本轮调控中的防御能力较为突出，而中小房企或由于项

目布局过于集中，或由于融资能力受限，未来面临更大的市场竞争压力和整合风险，预计 2019 年行业集中度将进一步提升。

图表 10. 规模房企市场占有率

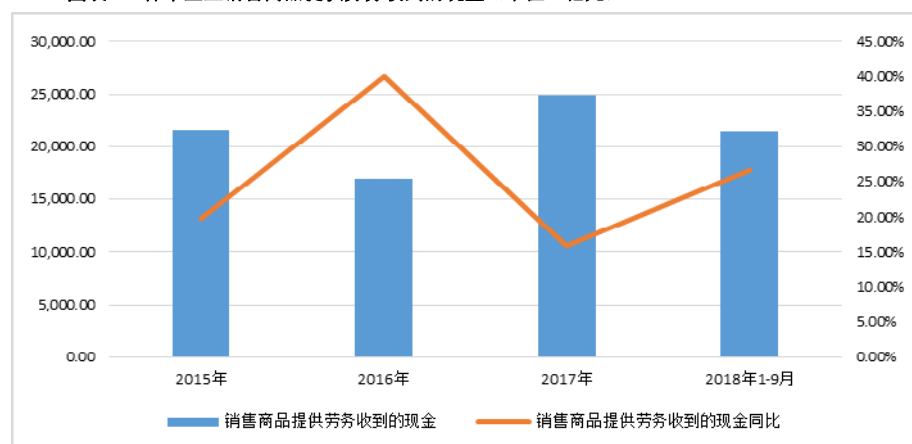


资料来源：CREIS 中指数据、新世纪评级整理

## 2. 样本企业销售情况分析

2018 年前三季度房地产开发企业实现销售商品、提供劳务收到的现金 21549.75 亿元，同比增长 26.74%，虽然较 2017 年提升 10.87 个百分点，但是与 2016 年 40% 左右的增速相比，房企受到调控政策收紧的影响，销售热度明显降温。

图表 11. 样本企业销售商品提供劳务收到的现金（单位：亿元）

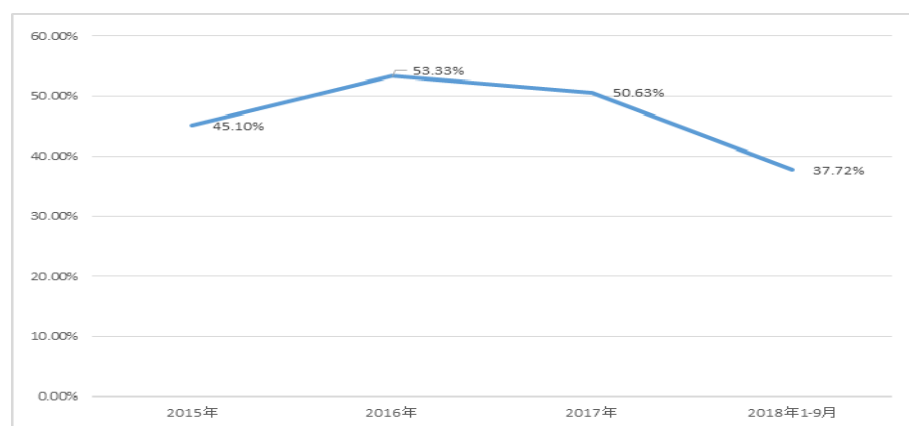


资料来源：Wind、新世纪评级整理

房地产开发企业最主要的资产是存货，存货的去化效率直接影响企业资金周转能力和未来偿债能力。本文在存货去化率的计算上，综合考虑预收预付的因素，将经营活动收到的现金代替销售收入。2017 年样本企业整体去化率为 50.63%，较 2016 年高位回落。经过三年的房地产去库存，截至目前有些城市库存已经处于低位。2018 年前三季度，样本企业整体去化率降至 37.72%，创出近三年的低点。



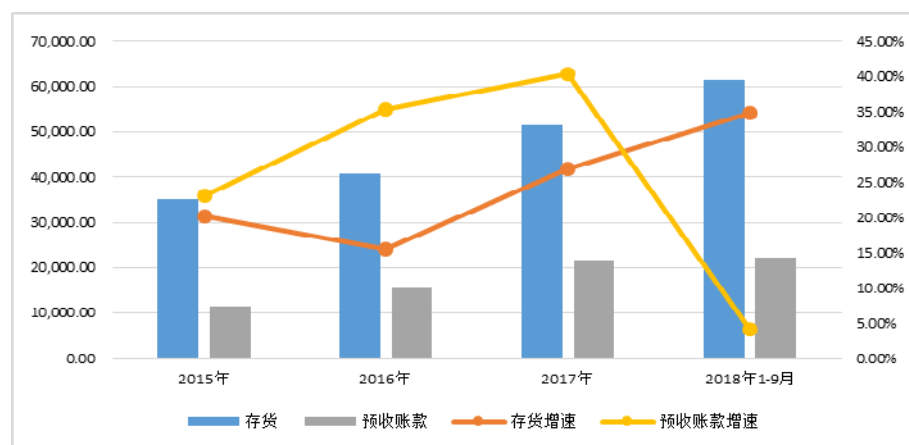
图表 12. 样本企业去化率



资料来源：Wind、新世纪评级整理

房地产开发行业的预收账款主要为预收购房款，本文从预收账款的角度考察行业未来业绩锁定情况。2018 年 9 月末，样本企业预收账款为 22,167.51 亿元，同比增长 4.12%，增速大幅回落，创出近三年的低点，预计短期内房地产开发企业业绩增长动力不足。

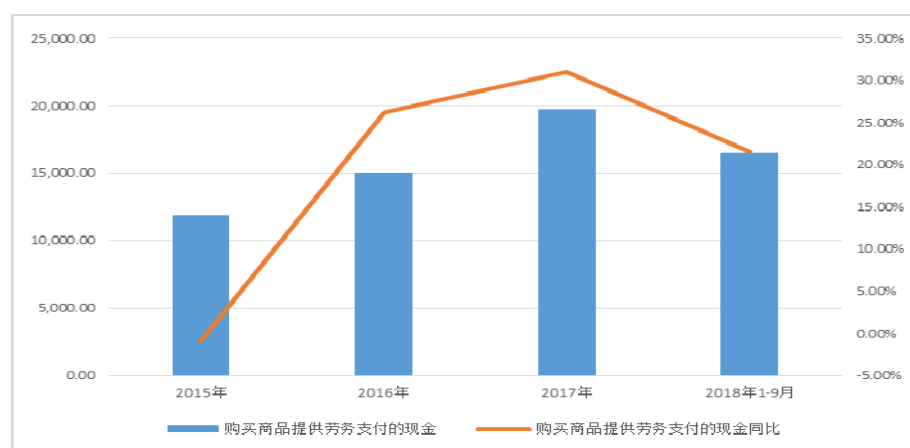
图表 13. 样本企业预收账款及存货分析（单位：亿元）



资料来源：Wind、新世纪评级整理

从项目储备来看，截至 2018 年 9 月末，样本企业存货为 61,371.75 亿元，同比增长 34.85%，增速继续攀升。2018 年 9 月末，房地产开发行业存货占总资产比重为 54.83%，较上年同期减少 0.36 个百分点。近三年房地产企业库存加速去化，预计今年四季度至明年，房地产企业将继续补库存。本文使用购买商品、接受劳务支付的现金来衡量房地产开发企业土地购置情况。2015-2017 年房企购买商品、接受劳务支付的现金分别为 11,920.79 亿元、15,051.77 亿元和 19,717.97 亿元。增速由 2015 年的-0.86%逐年上升至 2017 年的 31.00%。2018 年前三季度，受到融资收紧及土地竞拍限制增多的影响，房企拿地更趋理性。当期房企购买商品、接受劳务支付的现金 16,541.71 亿元，同比增长 21.50%，较 2017 年的增速回落 10 个百分点。

图表 14. 样本企业购买商品提供劳务支付的现金（单位：亿元）



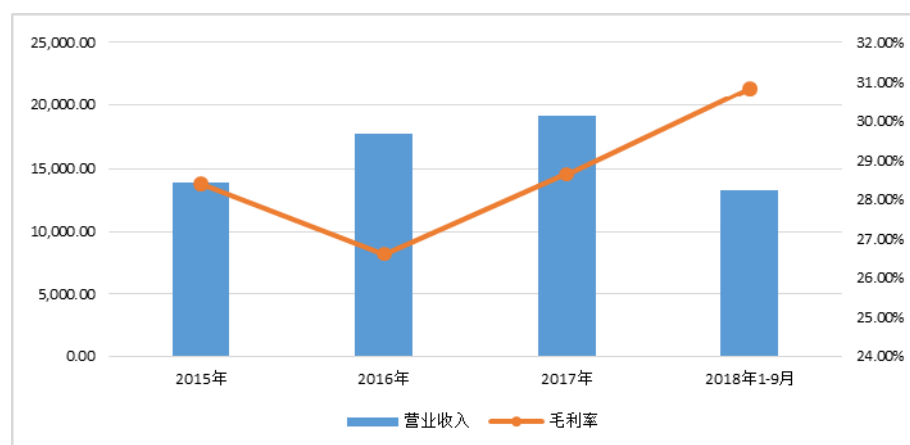
资料来源：Wind、新世纪评级整理

### 盈利分析

2015-2017 年，样本企业营业收入冲高回落，2017 年房地产开发行业营业收入为 19,175.22 亿元，同比增长 7.65%，增速创三年来的低点；2018 年前三季度行业营业收入为 13,203.51 亿元，同比增速为 30.96%，增速大幅回升。一方面是由于 2017 年三季度，预收账款金额较高，收入在 2018 年结算所致。另一方面是 2017 年前三季度营业收入基数较低。考虑到 2018 年前三季度预收账款增速大幅下滑，全年营业收入增长空间有限。

销售毛利率方面，2017 年和 2018 年前三季度样本企业销售毛利率分别为 28.66% 和 30.84%，基本保持稳定，2018 年房屋销售价格仍呈增长态势，使得房企毛利水平小幅上升，但在限价调控的压力下，房企毛利增长空间不大。

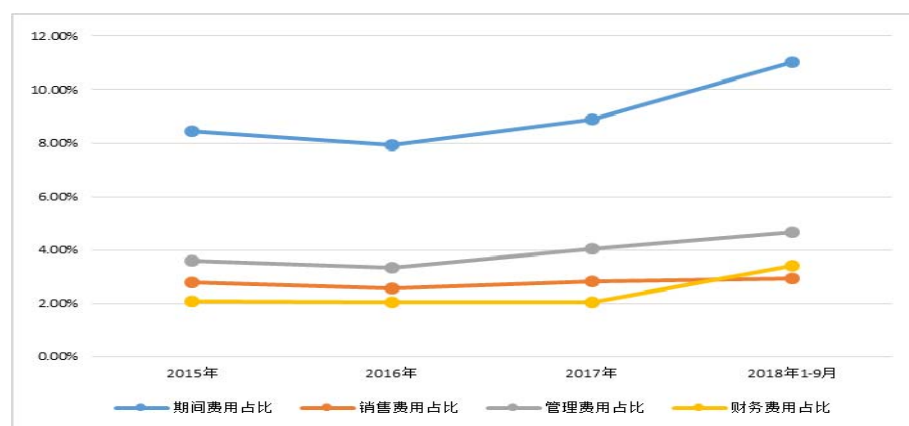
图表 15. 样本企业营业收入及毛利率（单位：亿元）



资料来源：Wind、新世纪评级整理

2018 年起，房企受到融资成本上升影响，财务费用增加带动期间费用率攀升。2018 年前三季度期间费用率 11.04%，其中财务费用占比由 2017 年末的 2.03% 增至 3.42%。可见融资成本成为房企成本管控的重要因素。

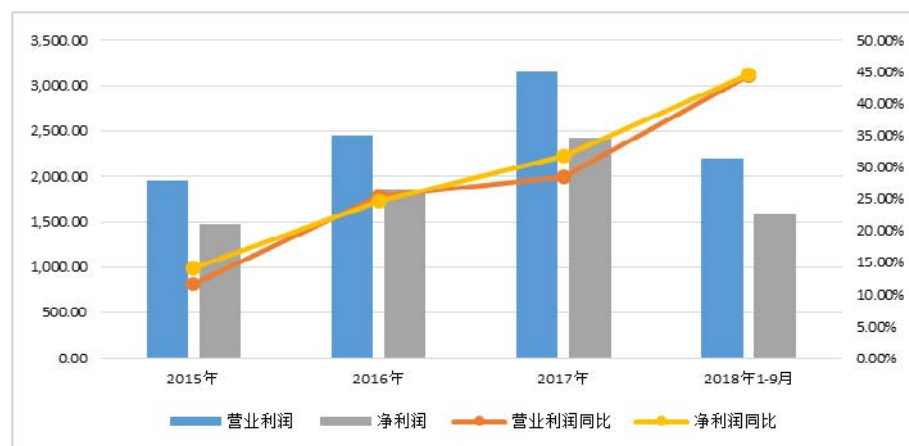
图表 16. 样本企业期间费用情况



资料来源: Wind、新世纪评级整理

2015-2017 年及 2018 年前三季度, 样本企业营业利润分别为 1,952.98 亿元、2,449.37 亿元、3,149.93 亿元和 2,201.27 亿元, 净利润分别为 1,478.70 亿元、1,844.40 亿元、2,431.65 亿元和 1,601.53 亿元。营业利润和净利润水平均呈上升趋势, 增速逐年提高, 2017 年营业利润和净利润分别同比增长 28.60%和 31.84%; 2018 年前三季度增速进一步提升, 分别为 44.48%和 44.65%。2015-2017 年, 样本企业净利润亏损企业分别为 7 家、2 家和 3 家, 占样本总体比例较小。2018 年前三季度样本企业净利润亏损企业增至 5 家, 预计随着调控政策的深化, 房企将逐步分化, 具有较强经营与财务管控能力的企业将占据更大的市场份额。

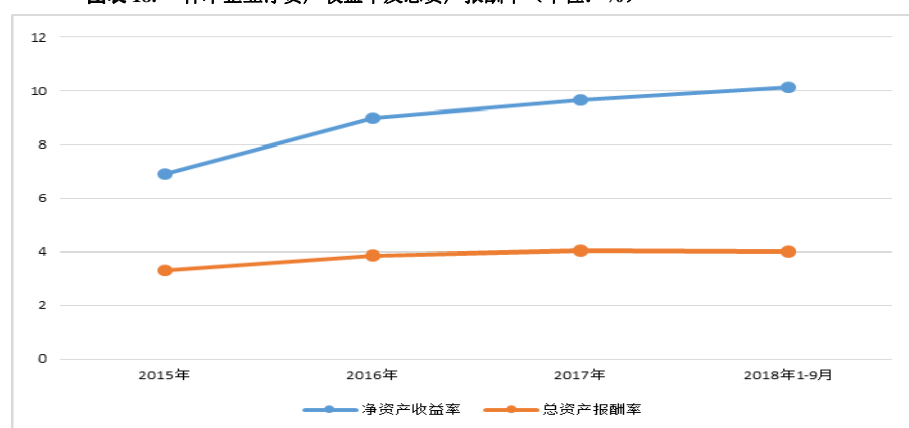
图表 17. 样本企业营业利润和净利润及其变化趋势 (单位: 亿元)



资料来源: Wind、新世纪评级整理

从收益率角度看, 2015-2017 年样本企业净资产收益率分别为 6.89%、8.99%和 9.68%, 总资产报酬率分别为 3.31%、3.85%和 4.04%, 呈现逐年增长的态势, 但是增速有所放缓; 2018 年前三季度净资产收益率和总资产报酬率分别为 10.14%和 4.02%。

图表 18. 样本企业净资产收益率及总资产报酬率（单位：%）

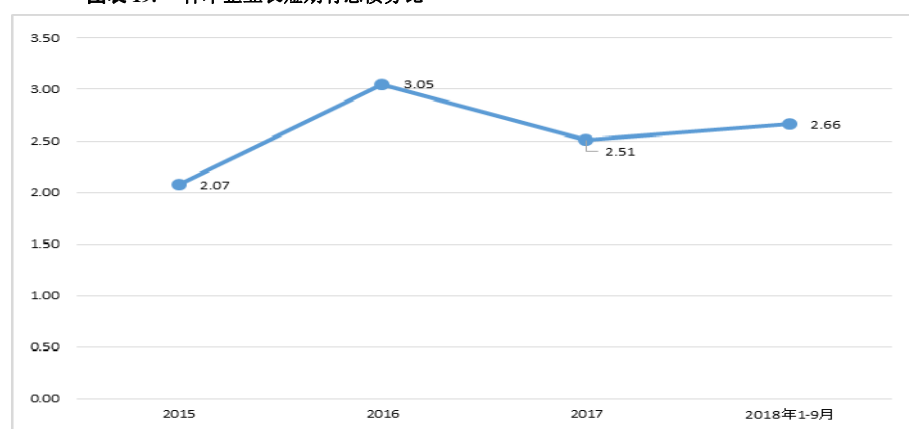


资料来源：Wind、新世纪评级整理

### 3. 债务分析

2015-2017 年末及 2018 年 9 月末，样本企业有息债务总额分别为 20,718.15 亿元、25,344.66 亿元、32,017.20 亿元和 45,235.41 亿元，增速由 2015 年的 30.62% 增至 2018 年 9 月末的 57.35%。从债务期限结构来看，2015 及 2016 年房地产开发企业大量使用中长期债务替换短期债务，使得长短期有息债务比大幅上升，流动性有所改善。但从 2017 年起，房企融资逐步收紧，融资成本高企的情况下，房企适当地增加了短期债务的比例，以期降低融资成本，进而长短期有息债务比有所降低，未来需关注房地产行业短期债务到期面临的偿债压力。

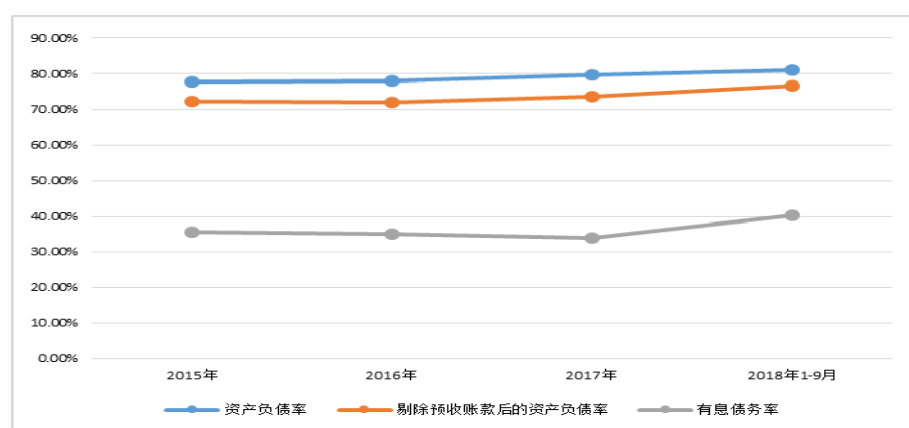
图表 19. 样本企业长短期有息债务比



资料来源：Wind、新世纪评级整理

房地产开发行业属于高杠杆行业。2017 年末，样本企业的资产负债率高达 79.76%。除有息债务外，预收账款亦是房企的主要负债科目。2015-2017 年末和 2018 年 9 月末，样本企业预收账款余额分别为 11,493.45 亿元、15,560.67 亿元、21,840.61 亿元和 22,167.51 亿元。由于房地产开发企业的预收账款主要为尚未结算的购房款，我们重新计算剔除预收账款后的资产负债率，同期末分别为 72.16%、71.93%、73.65% 和 76.53%。2015-2017 年末样本企业有息负债率分别为 35.66%、35.05% 和 34.01%。2018 年以来房企有息债务负担加重，2018 年 9 月末有息负债率增至 40.42%。

图表 20. 样本企业资产负债率



资料来源：Wind、新世纪评级整理

从债务的覆盖情况看，2017 年，受到融资成本上升的影响，EBITDA 对利息支出的覆盖程度亦有所下降，经营性现金流净额无法对利息支出进行覆盖。2018 年前三季度，公司有息债务规模增加，房地产企业经营性现金流缺口扩大，对有息债务和利息支出均无法保障。

图表 21. 样本企业债务覆盖情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-9 月
EBITDA/利息支出(倍)	6.76	7.12	5.43	-
经营性现金流净流入量/利息支出（倍）	-0.40	5.58	-0.09	-2.04
经营性现金流净流入量/有息债务（倍）	-0.01	0.09	-0.00 <sup>4</sup>	-0.03

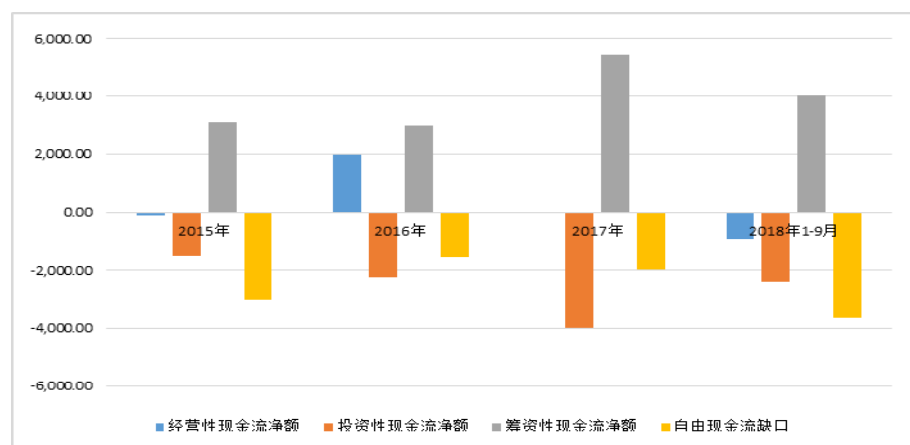
资料来源：Wind、新世纪评级整理

#### 4. 现金流分析

近年来，房企合作开发模式越来越普遍，企业之间采用股权注资方式成立项目公司运营项目。此外，越来越多的房企由单一“房地产开发”向“房地产开发+自持投资物业”转型。进而使得房地产开发企业投资性现金支出逐年增加。2015-2017 年样本企业投资性现金流净流出分别为 1,525.20 亿、2,227.08 亿、3,960.19 亿。2018 年前三季度房企开发项目更趋理性，投资性现金流缺口有所收窄，但同期全国新开工面积近三年来首次超过销售面积，经营性现金流净流出增至 929.49 亿，使得自由现金流缺口不断扩大。随着房企融资政策收紧，2018 年前三季度筹资性现金流净额较 2017 年出现回落，未来需关注房地产开发企业自身产生现金的能力。

<sup>4</sup> 2017 年经营性现金流净流入量/带息债务为-0.001。

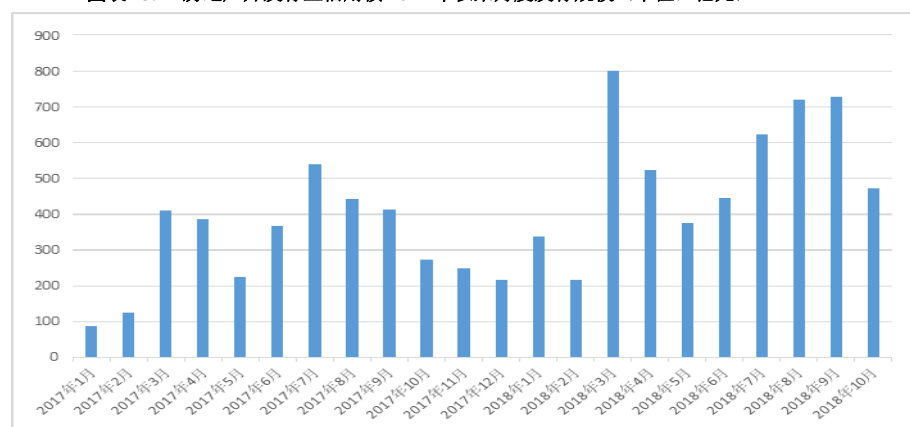
图 22. 样本企业现金流分析 (单位: 亿元)



资料来源: Wind、新世纪评级

自 2016 年 10 月份起, 房地产开发行业融资政策收紧, 2017 年房地产债券<sup>5</sup>发行总额 2,526.06 亿元, 同比下滑 69.16%。2018 年房地产非标融资受限, 债券融资规模有所回升。2018 年 1-10 月, 房地产债券发行总额 5,239.04 亿元, 同比增长 60.26%。

图 23. 房地产开发行业信用债 2017 年以来月度发行规模 (单位: 亿元)



资料来源: Wind、新世纪评级

## 样本企业信用等级分布及级别迁移分析<sup>6</sup>

### 主体信用等级分布与迁移

#### 1. 主体信用等级分布

2018 年前三季度, 共有 82 家房地产企业完成债券发行, 公开发行债券合计 208 支。包括超短期融资券 76 支、短期融资券 9 支、中期票据 64 支、公司债 59 支。

<sup>5</sup> 样本为申万房地产信用债, 同时剔除城投企业。

<sup>6</sup> 本部分采用的样本库范围为申万房地产行业公开发行的非城投类企业。发行主体信用等级仅考虑发行人付费模式的评级机构的评级结果。统计主体等级分布时, 单一主体发行多期债券时只按该主体最新信用等级计一次。两家或多家评级机构对同一主体的评级结果一致时, 按评定的主体级别统计一次。

图表 24. 房地产行业主体信用等级分布（截至 2018 年 9 月末）

发行主体信用等级	2018 年前三季度		截至 2018 年 9 月末	
	发行主体数量（家）	占比（%）	存续主体数量（家）	占比（%）
AAA	31	37.80	35	23.81
AA+	31	37.80	39	26.53
AA	20	24.40	68	46.26
AA-	0	0.00	2	1.36
A+	0	0.00	0	0.00
A	0	0.00	1	0.68
BBB-	0	0.00	1	0.68
CCC	0	0.00	1	0.68
合计	82	100.00	147	100.00

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

## 2. 主体信用等级迁移

新世纪评级对 2018 年前三季度静态池样本库中房地产行业债券主体信用等级迁移情况进行统计分析。本次 2018 年前三季度静态池样本库中满足统计口径<sup>7</sup>的有效样本 147 个。我们对 2018 年前三季度信用等级迁移情况进行统计，并建立迁移矩阵，详见图表 24。总体看，2018 年前三季度房地产开发行业已发债企业的发行人信用评级仍集中于 AA 区间。

图表 25. 房地产行业主体信用等级迁移情况

2017 年末 \ 2018 年 9 月末	AAA	AA+	AA	AA-	A	BBB-	CCC
AAA	30	-	-	-	-	-	-
AA+	5	30	-	-	-	-	-
AA	-	9	68	-	-	1	-
AA-	-	-	-	2	-	-	-
A+	-	-	-	-	-	-	1
A	-	-	-	-	1	-	-

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

级别调整方面，2018 年前三季度，共有 18 家房地产开发企业级别或展望发生变动，其中 14 家企业信用等级上调（其中 4 家为双评级企业），2 家企业信用等级下调，5 家企业展望调整（其中 2 家企业在级别调升的基础上展望由正面调至稳定，1 家在级别调降的基础上展望由稳定调至负面）。

其中，级别从 AA+ 调升至 AAA 的共 5 家：中诚信证评调升了复地(集团)股份有限公司、中粮置业投资有限公司及金科地产集团股份有限公司的主体级别；中诚信证评及联合信评调升了旭辉集团股份有限公司主体级别；联合信用调升了北京城建投资发展股份有限公司的主体级别。

主体级别从 AA 调升至 AA+ 的共 9 家：中诚信证评调升了花样年集团(中国)有限公司主体级别；中诚信证评及中诚信国际调升了信达地产股份有限公司、四川蓝光发展股份有限公司的主体级别；联合信评调升了深圳市新南山控股(集团)股份有限公司、光大嘉宝股份有限公司及上海大名城企业股份有限公司的主体级别；新世纪评级调升了光明房地产集团股份有限公司及广州市时代控股集团有限公司的主体级别；东方金诚调升了厦门禹洲鸿图地产开发有限公司的主体级别。

<sup>7</sup>在统计主体信用等级迁移矩阵时，我们在样本库中剔除 2017 年末或 2018 年 9 月末没有等级记录的样本。不同评级机构对同一主体的评级结果不作剔除。

主体级别调降方面，东方金诚将北京华业资本控股股份有限公司主体级别由 AA 级下调为 BBB 级；经多次调降，大公国际将中弘控股股份有限公司主体级别由 2017 年末的 A+ 级下调至 2018 年 9 月末的 CCC 级。

展望调整方面，联合信评将光大嘉宝股份有限公司及上海大名城企业股份有限公司展望由正面调至稳定；新世纪评级将华鑫置业(集团)有限公司展望由负面调至稳定，将上海新黄浦置业股份有限公司展望由稳定调至负面；东方金诚将北京华业资本控股股份有限公司展望由稳定调至负面。

### 样本企业主要债券品种利差分析<sup>8</sup>

新世纪评级对 2018 年前三季度房地产行业发行的短期融资券（不包括超短期融资券）、中期票据（不包括定向工具和中小企业集合票据）和公司债（不包括私募类债券）的利差分析选取同日、同期限的国债到期收益率为基准利率计算利差。行业筛选标准亦参考申银万国的行业分类，研究数据来源于 Wind 资讯金融终端，数据采集时点为 2018 年 11 月 29 日，数据时限是 2018 年前三季度（2018.1.1~2018.9.30）。利差分析结果表明，短期融资券、中期票据和公司债发行定价总体反映了信用等级差异。随着信用等级的降低、发行期限增加，交易利差均值也越大，而同等债项级别的企业因信用质量分化亦存在较大差别，各信用等级的利差因评级样本量限制而存在一定差异。

#### 1. 短期融资券<sup>9</sup>

2018 年前三季度房地产行业共发行 9 支短期融资券，AAA 级债券中，绿城房地产集团有限公司和北京首都开发股份有限公司所发短期融资券的利差表现相对较好。AA+ 级债券中，南京高科股份有限公司所发短期融资券的利差表现相对较好。AA 级债券为南京栖霞建设股份有限公司发行的 18 栖霞建设 CP001。

图表 26. 房地产行业短期融资券发行利差情况（单位：BP）

发行时 主体信用等级	发行时 债项信用等级	样本数	发行利差	
			区间	均值
AAA	A-1	5	195.48-210.46	204.24
AA+	A-1	3	198.46-412.78	285.91
AA	A-1	1	323.48	323.48

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

#### 2. 中期票据<sup>10</sup>

2018 年前三季度房地产行业共发行 64 支中期票据。AAA 级债券中，上海张江高科技园区开发股份有限公司和金融街控股股份有限公司所发中期票据的利差表现相对较好。AA+ 级债券中，厦门经济特区房地产开发集团有限公司和上海市北高新股份有限公司所发中期票据的利差表现相对较好。AA 级债券中，北京生物医药产业基地发展有限公司和广州高新区投资集团有限公司所发中期票据的利差表现相对较好。

<sup>8</sup>本部分所统计债券种类均为公开发行的债券。

<sup>9</sup>仅统计 1 年期短期融资券，不含超短期融资券。

<sup>10</sup>不含中小企业集合票据。



图表 27. 房地产行业中期票据发行利差情况（单位：BP）

期限	发行时主体信用等级	发行时债项信用等级	样本数	发行利差	
				区间	均值
2 年	AA+	AA+	1	185.76	185.76
3 年	AAA	AAA	17	125.76-400.96	197.27
	AA+	AA+	16	161.88-458.30	314.40
		AAA	1	168.95	168.95
	AA	AA	9	261.21-417.23	340.14
5 年	AAA	AAA	8	143.96-205.16	170.18
	AA+	AA+	8	119.11-509.32	205.34
	AA	AA	4	172.64-379.44	283.42

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

### 3. 公司债券

2018 年前三季度房地产行业共发行 59 支公司债券。AAA 级债券中，万科企业股份有限公司和中国保利集团有限公司债券的利差表现相对较好。AA+级债券中，上海市北高新(集团)有限公司及上海临港控股股份有限公司所发公司债券的利差表现相对较好。AA 级债券中，南京栖霞建设股份有限公司所发公司债券的利差表现相对较好。

图表 28. 房地产行业公司债券发行利差情况（单位：BP）

期限	发行时主体信用等级	发行时债项信用等级	样本数	发行利差	
				区间	均值
3 年	AAA	AAA	7	98.68-347.45	201.41
	AA+	AA+	2	411.96-422.55	417.26
	AA	AA	1	399.02	399.02
4 年	AAA	AAA	3	295.38-371.69	337.34
	AA+	AAA	1	158.45	158.45
		AA+	1	347.68	347.68
	AA	AA	2	426.73-450.11	438.42
5 年	AAA	AAA	22	90.45-338.26	171.07
	AA+	AAA	1	171.37	171.37
		AA+	4	134.34-368.05	238.44
		AAA	3	198.53-218.53	209.23
	AA	AA+	1	268.77	268.77
		AA	8	325.77-514.93	415.30
7 年	AAA	AAA	3	167.84-183.91	177.18

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

## 2019 年房地产开发行业信用展望

从中长期看，经济、人口和城镇化是房地产发展的三大支柱。近三十年来，我国经济的高速增长带动房地产市场持续繁荣。未来随着我国经济逐步进入有质量增长阶段，对房地产的支撑力度有所趋缓。人口方面，老龄化与低生育率导致我国人口红利已从高位回落，对此我国放开“二胎”政策，虽然给我国人口提供了一定的补充，但目前看效果未达预期。从以上分析可知，城镇化将是推动我国房地产开发行业的主要因素。2018 年 10 月发改委发布关于督察《推动 1 亿非户籍人口在城市落户方案》（以下简称“《方案》”）落实情况的通知，城镇化进程再度加速。《方案》是 2016 年 9 月推出的，旨在促进有能力在城镇稳定就业和生活的农业转移人口举家进城落户。《方案》要求户籍人口城镇化率年均提高 1 个百分点以上，目标到 2020 年，全国户籍人口城镇化率提高到 45%，各地区户籍人口城镇化率与常住人口城镇化率差距比 2013 年缩小 2 个百分点以上。截至 2017 年末，我国户籍人口城镇化率为 42.35%，比上年末提高 1.15 个百分点。

2018 年以来，多个城市的积分入户新措施相继出台。南京、天津等二三线城市陆续推出人才补贴和人才落户政策，以期吸引大学毕业生及优秀的高端人才前往就业和定居，带动当地的发展。总体而言，在我国经济进入有质量增长、人口红利趋缓的背景下，城镇化的空间将为未来的房地产市场发展提供基本面的支持。

2018 年我国房地产调控政策密集出台，累计已经超过 400 次，调控政策实行因地制宜、精准施策的差异化措施。一方面通过限购、限价、限售、限贷等手段，抑制房地产投资投机需求入市，另一方面，棚改货币化、共有产权房等推出，解决中等以下收入住房困难家庭和无自有住房各类人才的居住问题，改善了人们的住房质量。目前房地产去库存已经取得了实质性成效。对于库存不足的城市，棚改货币化安置政策在逐步退出。预计 2019 年房地产调控政策将继续因城施策，长期贯彻“房住不炒”的理念，同时推动共有产权房、长租公寓等长效机制的建立和实施，逐步引导购房需求向租房转化。

2018 年我国土地市场流拍增多，土地成交价及溢价率均出现下滑。主要是由于融资政策收紧下，土地作为部分地方政府主要的财政收入，土地供应量有所上升。而房企受到限售限价、融资成本高企等影响，拿地更为谨慎，购地加杠杆行为得到有效控制。预计 2019 年各地政府将继续加强土地供应管理，改善市场供求关系，维持土地价格在合理范围内波动。

2018 年在货币供应合理充裕的背景下，房地产行业融资渠道仍受限。严防银行等金融机构违规给房地产企业提供融资成为监管的重点。当年 4 月发改委和财政部联合下发的《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》规定房企境外发债资金投向主要用于偿还到期债务，限制投资境内外房地产项目。同期《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》正式发布，房企在信托、私募资管计划等非标融资方面受限。在融资渠道收紧的同时，房企偿债高峰期的到来也加剧了其资金压力。根据 Wind 数据统计，2019 年为房企公司债券集中兑付高峰期，考虑回售后需要兑付规模为 5522 亿元，结合流动性收紧和市场交易下滑的预期，房企资金链压力凸显。

经过一系列政策调控，房企分化将加剧。大型房企依靠品牌及融资优势，土地及项目储备有序推进，市场份额不断攀升；而自身实力较弱，通过高杠杆激进发展的房企，将面临资金周转压力，很容易面临股权并购或项目被收购的局面。房地产市场向头部企业集中的区域愈加明显。

图表 29. 影响行业信用质量核心要素的变化趋势及潜在影响

核心要素		变化趋势及潜在影响
政策	短期调控	2018 年以来，我国房地产政策实行差异化调控，各地深化限购、限售等政策的同时，推出人才落户及补贴政策，以争夺高技术人才。
	长效机制	继续推动长租公寓等租赁市场发展，扩大共有产权住房，完善住房租赁市场制度建设，积极构建购租并举住房体系，引导购房需求向租房转化。
土地供应		2018 年政府加大土地供应，住宅用地成交价及溢价率均大幅回落。预计未来各地政府将继续加强土地供应管理，改善市场供求关系。
金融信贷		严防银行等金融机构违规给房地产企业提供融资，控制加杠杆拿地行为，严查消费贷等资金进入房地产市场，抑制房地产投资投机。未来随着房产税落地，购房将回归刚需。
市场监管		2018 年各地在房地产销售价格报备、预售许可项目进度、资金监管等多方面加强执法检查，预计 2019 年各地将持续加强楼市监管力度。
人口及城镇化		二胎政策的放开，给我国人口提供了一定的补充，未来城镇化空间将为房地产市场发展提供基本面支持。

数据来源：CREIS 中指数据，新世纪评级整理

总的来看，未来 1~2 年，房地产供应结构将逐步演化为租售并举，房地产行业集中度继续提高，融资环境的变化给房地产开发企业带来一定的资金周转压力，经营过于激进、中短期债务规模过大的开发企业，或将面临较高的信用风险。

## 附录一

## 房地产开发行业样本企业信用等级分布及主要财务数据与指标

(2017/Q4-2018/Q3, 合并口径, 亿元, %)

发行人名称	最新主体评级	评级机构	期末总资产	期末所有者权益	期末资产负债率	期末现金类资产	期末刚性债务	期末流动比率	年度营业收入	年度净利润	年度经营性现金流量净额
万科企业股份有限公司	AAA	中诚信证评	14,322.22	2,158.92	76.10	1,327.66	7,967.90	1.16	3,018.19	441.90	-257.31
绿地控股集团有限公司	AA+	联合信评	9,527.09	1,092.09	80.06	726.67	2,681.89	1.30	3,428.30	169.25	277.75
保利南方集团有限公司	AAA	中诚信国际	8,595.19	1,713.94	83.53	956.83	2,747.26	1.77	1,580.09	223.91	-135.00
招商局蛇口工业区控股股份有限公司	AAA	中诚信国际	4,194.51	957.52	61.70	511.11	1,376.48	1.53	827.49	201.33	-58.34
华夏幸福基业股份有限公司	AAA	中诚信国际	3,973.87	618.81	80.38	379.07	1,152.77	1.50	738.87	105.28	-76.60
中海地产集团有限公司	AAA	联合信评	3,687.91	1,028.84	44.96	504.22	501.05	1.57	518.34	119.77	-30.60
广州富力地产股份有限公司	AAA	联合信评	3,514.32	651.10	85.87	337.11	2,079.68	1.68	769.59	233.38	-27.73
中交房地产集团有限公司	AAA	中诚信国际	3,349.63	555.47	72.66	508.93	1,768.54	1.64	789.20	34.90	-105.05
北京首都开发控股(集团)有限公司	AAA	中诚信国际	2,962.20	581.13	64.34	371.31	1,210.52	1.84	446.73	52.25	20.83
新城控股集团股份有限公司	AAA	中诚信国际	2,954.56	339.34	65.07	324.24	1,647.67	1.15	484.64	83.39	-47.42
深圳华侨城股份有限公司	AAA	联合信评	2,737.41	701.94	82.94	414.10	1,041.24	1.91	475.23	98.71	-206.89
阳光城集团股份有限公司	AA+	中诚信证评	2,641.34	381.58	64.36	314.58	1,107.26	1.57	435.82	31.84	113.18
金地(集团)股份有限公司	AAA	联合资信	2,619.23	616.25	81.47	389.72	793.69	1.67	498.81	139.17	-93.68
绿城房地产集团有限公司	AAA	中诚信国际	2,456.32	353.24	75.67	393.36	621.39	1.45	575.71	45.71	-139.93
泰禾集团股份有限公司	AA+	联合信评	2,420.91	368.47	79.50	174.41	1,435.09	1.66	279.29	30.68	1.62
江苏中南建设集团股份有限公司	AA+	东方金诚	2,186.67	220.64	76.56	216.35	561.19	1.31	415.28	16.06	87.96
荣盛房地产发展股份有限公司	AA+	大公国际	2,139.50	323.35	84.43	223.63	632.32	1.40	475.71	72.68	87.59
泛海控股股份有限公司	AA+	东方金诚	2,079.09	293.76	81.38	218.83	1,483.11	1.37	73.67	36.79	65.29
金科地产集团股份有限公司	AA+	联合资信	2,078.64	336.02	52.00	293.22	793.88	1.58	435.76	36.10	17.18
首创置业股份有限公司	AAA	中诚信证评	1,728.54	389.21	89.91	267.23	1,065.50	2.09	241.23	28.56	-57.05
珠海华发实业股份有限公司	AA+	中诚信国际	1,670.46	251.11	76.47	177.09	874.57	1.64	203.13	22.97	90.72
上海世茂建设有限公司	AA+	中诚信证评	1,665.36	532.22	83.83	237.21	138.66	1.33	462.58	93.52	22.17
中国铁建房地产集团有限公司	AAA	中诚信国际	1,484.29	216.19	76.18	102.99	640.82	1.74	336.97	20.25	-82.49
金融街控股股份有限公司	AAA	中诚信国际	1,450.00	345.33	59.37	122.20	806.99	2.87	182.98	36.65	-102.90
新湖中宝股份有限公司	AA+	联合资信	1,377.51	336.73	88.08	125.89	747.29	2.07	152.57	33.61	-54.37
四川蓝光发展股份有限公司	AA+	大公国际	1,334.37	246.48	80.87	163.93	463.76	1.68	279.43	20.21	-38.54
中国电建地产集团有限公司	AA+	中诚信国际	1,209.01	191.01	94.09	163.98	488.83	1.98	154.36	8.97	-33.16
上海世茂股份有限公司	AA	新世纪评级	1,006.36	442.53	85.62	153.48	193.38	1.71	214.75	38.35	-27.88

发行人名称	最新主体评级	评级机构	期末总资产	期末所有者权益	期末资产负债率	期末现金类资产	期末刚性债务	期末流动比率	年度营业收入	年度净利润	年度经营性现金流量净额
信达地产股份有限公司	AA+	中诚信评	997.07	191.91	88.54	156.43	353.14	1.61	136.89	16.36	48.43
上海宝龙实业发展(集团)有限公司	AA+	联合资信	978.30	363.36	64.85	69.31	277.22	1.39	144.38	40.65	-82.70
北京北辰实业股份有限公司	AA+	联合资信	904.28	148.91	78.84	148.14	622.97	1.73	161.28	20.35	30.73
中粮地产(集团)股份有限公司	AA+	中诚信国际	894.16	127.49	79.95	116.45	336.00	1.58	134.14	19.41	-31.38
苏州高新区经济发展集团总公司	AAA	大公国际	857.99	204.81	79.68	101.51	437.14	1.80	93.56	12.57	-65.63
杭州滨江房产集团股份有限公司	AA+	联合资信	842.81	172.80	84.89	76.29	250.19	1.75	195.12	27.10	-102.89
云南城投置业股份有限公司	AA	联合信评	832.77	90.24	79.23	42.79	425.09	1.39	149.92	10.92	-6.43
中天金融集团股份有限公司	AA+	东方金诚	793.75	227.18	62.86	179.02	504.55	1.03	119.79	52.28	-51.27
光明房地产集团股份有限公司	AA+	新世纪评级	725.52	123.77	76.89	98.45	326.14	1.79	193.38	25.35	-66.92
联发集团有限公司	AA+	联合资信	648.15	124.02	69.42	79.97	169.38	1.54	144.66	14.02	-4.10
新华联文化旅游发展股份有限公司	AA	东方金诚	546.18	90.59	56.03	60.20	244.85	1.31	99.05	9.72	19.77
上海大名城企业股份有限公司	AA+	联合信评	541.84	125.23	68.04	15.90	192.61	1.51	131.58	9.95	46.22
中华企业股份有限公司	AA	中诚信评	539.73	120.82	64.12	126.03	162.52	1.39	115.73	11.98	17.76
湖北福星科技股份有限公司	AA	中诚信国际	501.78	117.64	74.36	48.79	214.84	2.07	117.54	8.09	-9.42
龙光交通集团有限公司	AA	大公国际	496.92	154.81	64.42	10.38	315.09	2.09	40.14	6.67	12.67
重庆市迪马实业股份有限公司	AA	联合资信	484.54	80.05	51.79	62.74	102.79	1.31	77.84	4.76	36.33
鲁商置业股份有限公司	AA	东方金诚	468.78	27.72	77.48	30.42	80.07	1.19	87.50	1.41	9.91
深圳市中洲投资控股股份有限公司	AA	东方金诚	454.94	76.38	53.43	57.24	167.91	1.43	116.95	11.15	16.01
中弘控股股份有限公司	CCC	大公国际	449.41	67.11	81.53	8.60	274.60	1.39	14.35	-45.33	7.90
华远地产股份有限公司	AA	中诚信国际	435.89	81.17	69.26	30.28	175.60	1.54	73.72	8.73	-51.27
银亿股份有限公司	AA	中诚信评	408.06	167.20	84.78	12.27	122.51	1.22	142.61	20.57	17.13
中交地产股份有限公司	AA	联合信评	394.76	40.35	66.51	55.09	114.44	1.52	89.65	13.52	33.12
上海实业发展股份有限公司	AA+	中诚信评	387.22	118.42	84.69	70.35	139.23	1.92	82.02	10.53	2.98
京投发展股份有限公司	AA	联合信评	328.79	39.20	83.57	33.25	206.94	1.95	61.65	9.98	-7.19
天津市房地产发展(集团)股份有限公司	AA	东方金诚	323.66	53.16	43.49	13.87	137.31	1.54	57.62	2.41	46.76
苏州新建元控股集团有限公司	AA+	新世纪评级	323.50	99.43	84.93	22.67	112.29	1.43	53.63	10.52	3.98
深圳市新南山控股(集团)股份有限公司	AA+	联合信评	300.07	106.75	63.54	40.46	78.35	1.51	81.67	10.66	-2.63
厦门经济特区房地产开发集团有限公司	AA+	新世纪评级	292.99	60.86	88.51	28.14	158.92	2.27	57.64	5.01	-38.45
格力地产股份有限公司	AA	中证鹏元	277.20	75.79	75.56	14.93	153.40	4.52	27.52	5.96	-13.38
南国置业股份有限公司	AA	东方金诚	241.15	51.02	83.41	27.81	104.69	2.24	33.54	1.57	19.70
冠城大通股份有限公司	AA	联合信评	239.27	85.32	80.75	25.81	67.82	1.82	69.99	4.73	-9.38
荣安地产股份有限公司	AA	联合信评	225.55	45.84	85.55	19.67	33.22	1.37	26.99	4.60	13.65
美好置业集团股份有限公司	AA	联合资信	225.26	79.17	44.29	32.54	53.30	1.86	28.03	5.02	8.93
天地源股份有限公司	AA	东方金诚	219.46	33.59	59.03	32.66	103.43	1.94	53.13	4.34	17.92
光大嘉宝股份有限公司	AA+	联合信评	217.83	76.08	77.17	48.55	62.89	1.49	46.34	9.09	16.44

发行人名称	最新主体评级	评级机构	期末总资产	期末所有者权益	期末资产负债率	期末现金类资产	期末刚性债务	期末流动比率	年度营业收入	年度净利润	年度经营性现金流量净额
安徽省高速地产集团有限公司	AA	联合资信	210.84	50.40	84.20	38.55	68.05	1.52	42.59	4.03	-1.34
深圳香江控股股份有限公司	AA	联合信评	201.85	52.18	85.44	25.25	62.79	1.44	43.91	5.88	-20.24
广州珠江实业开发股份有限公司	AA	中诚信评	179.10	43.57	63.78	17.44	95.68	3.44	46.54	3.77	-1.90
天安数码城(集团)有限公司	AA	联合资信	175.29	58.71	72.10	16.05	59.00	1.81	25.79	4.42	-2.20
北京华业资本控股股份有限公司	BBB-	东方金诚	170.26	65.20	85.07	1.52	73.20	0.72	52.28	-0.48	-0.62
中国武夷实业股份有限公司	AA	中诚信评	155.85	56.45	77.61	21.51	52.88	2.25	41.25	3.58	-12.79
北京万通地产股份有限公司	AA	联合资信	142.63	78.51	89.78	26.95	31.82	1.75	47.92	6.72	2.75
宁波富达股份有限公司	AA	新世纪评级	141.83	28.44	83.42	8.84	107.26	1.48	51.87	-6.45	15.05
三湘印象股份有限公司	AA	中诚信评	134.29	61.56	85.74	3.60	50.98	3.09	28.45	2.72	14.62
顺发恒业股份公司	AA	东方金诚	133.81	62.32	71.38	91.40	27.38	2.64	28.24	9.86	13.93
深圳市振业(集团)股份有限公司	AA	中诚信国际	124.63	60.08	83.48	25.49	28.29	2.00	22.34	10.12	6.83
上海新黄浦置业股份有限公司	AA	新世纪评级	119.31	42.81	47.04	18.89	31.88	1.94	12.07	1.33	-6.40
广宇集团股份有限公司	AA-	大公国际	108.69	38.74	84.97	14.80	19.02	2.02	34.84	6.92	-4.71
天津天保基建股份有限公司	AA	联合信评	97.36	55.02	89.16	11.08	15.45	2.54	34.85	6.26	-19.82
江苏凤凰置业投资股份有限公司	AA	新世纪评级	90.53	43.45	68.85	15.88	27.39	3.04	15.54	-0.96	-0.73
京能置业股份有限公司	AA	联合资信	65.97	26.80	83.21	12.89	16.00	2.95	8.00	0.37	5.26
阳光新业地产股份有限公司	AA-	联合信评	65.83	36.67	54.16	3.00	20.21	1.03	3.13	-1.31	-2.04
重庆渝开发股份有限公司	AA	新世纪评级	65.12	34.49	76.13	14.77	14.54	3.09	6.94	0.67	4.07
卧龙地产集团股份有限公司	AA-	联合信评	63.02	22.98	74.15	14.64	3.92	1.52	25.02	5.08	0.58

注：主要财务数据为2018年9月末数据

## 附录二

## 2018 年前三季度房地产行业发债主体级别调整情况

发行人	评级机构	2018年9月末主体等级及展望	2017年末主体等级及展望	调级理由
复地(集团)股份有限公司	中诚信证评	AAA/稳定	AA+/稳定	受益于股东增资及利润留存,财务杠杆比率有所下降,且营业收入及利润水平亦有所提升。同时,考虑到公司控股股东拥有丰富的产业资源,在产业资源嫁接方面具有较强的协同发展优势、公司房地产业务合理的区域布局及充足的储备,以及未来豫园股份重组事项的完成,为其未来经营业绩的保持和债务的偿还提供有力保障。
中粮置业投资有限公司及	中诚信证评	AAA/稳定	AA+/稳定	2017年,中粮置业持续得到股东较大力度的支持,同时凭借所持大悦城购物中心显著的区位优势,其出租率处于较高水平,租金收入稳步上升。此外,公司所运作的销售型房地产项目亦具有较强的区位优势及很高的产品品质,其销售及结算收入为发行人现金流及盈利规模提供了有益的补充。近年来,公司财务结构保持稳健,经营获现能力对债务本息的保障力度持续增强。
金科地产集团股份有限公司	中诚信证评	AAA/稳定	AA+/稳定	私募债评级,未对外披露。
北京城建投资发展股份有限公司	联合信用	AAA/稳定	AA+/稳定	公司作为城建集团的下属上市公司,在项目储备与获取、区域布局、开发规模、产业布局和融资渠道与成本等方面仍具备竞争优势。2017年,公司继续深耕北京地区并积极拓展其他地区,土地储备主要位于一、二线城市且棚改和一级开发项目能够为公司提供较多的土地补充,新开工及在建面积保持在较大规模,房地产开发收入及盈利规模稳定增长;同时,公司拥有优质金融类、股权资产与自持物业,能够为公司提供稳定的现金流。
旭辉集团股份有限公司	中诚信证评	AAA/稳定	AA+/稳定	2017年,在房地产行业政策整体延续分类调控、因城施策的背景下,旭辉集团股份有限公司继续坚持标准化的运营模式,通过较快的项目周转速度,实现快速去化,销售业绩大幅增长,长三角区域及行业领先地位得到巩固。此外,公司自有资本实力增强,流动性持续充足,加之其项目储备区域布局优势明显,能够为其未来业务发展提供有力保障。
旭辉集团股份有限公司	联合信评	AAA/稳定	AA+/稳定	公司作为港股上市公司旭辉控股(集团)有限公司主要的房地产业务运营实体,公司业务主要分布于长三角、环渤海等区域的一、二线城市,公司土地储备充足、土地质量较高,开发管理体系高效,房地产业务盈利能力强、财务状况较为稳健。
四川蓝光发展股份有限公司	中诚信国际和中诚信证评	AA+/稳定	AA/稳定	2017年公司继续深耕成都区域,同时在滇渝、华中、华东等区域的销售带动下,签约销售面积和签约销售金额均实现大幅增长,在成都市场继续保持较高的市场地位和较强的竞争力,当期公司积极拓展多元化的土地获取方式,非招拍挂获取的储备资源占比超过85%,当期末公司土地储备区域分布良好,货值较为充裕,为未来销售业务业绩增长提供有力保障。此外,当期公司物业管理业务、医药业务收入规模持续增长,为公司营业收入的重要补充;同时公司继续保持着畅通的融资渠道,未使用授信额度充足。
信达地产股份有限公司	中诚信证评和中诚信国际	AA+/稳定	AA/稳定	近年来,信达地产销售业绩持续增长,尤其2017年前三季度,期间内信达地产实现签约销售金额153.27亿元,同比大幅增长,加之其他较为充足的预售房款,在短期内为其经营业绩的增长提供了较好的保障。同时,信达地产母公司中国信达资产管理股份有限公司在项目资源获取和资本市场融资等方面给予其大力支持,信达地产与中国信达业务协同效应逐步显现,体现了强大的竞争优势。此外,信达地产拟发行股份购买淮矿地产有限责任公司100%股权,截至目前,上述资产重组事项已取得重大进展,淮矿地产主要业务集中在安徽省、浙江省,若上述资产重组事项完成,将有利于信达地产深耕长三角,进一步改善资本结构,提高开发能力和持续发展能力,从而提升其品牌影响力及市场竞争力。
花样年集团(中国)有限公司	中诚信证评	AA+/稳定	AA/稳定	私募债评级,未对外披露。
深圳市新南山控股(集团)股份有限公司	联合评级	AA+/稳定	AA/稳定	2017年公司房地产业务结转收入规模大幅增长,房地产业务占比进一步提升,拿地规模增长,土地储备和在建项目对未来销售起到了支持作用,公司整体盈利能力有所提升。作为国内最大的集成房屋生产企业和船舶舱室耐火材料生产商,公司在行业内依旧保持有利的竞争地位。目前公司正通过换股方式吸收合并深圳赤湾石油基地股份有限公司,该事项已获得中国证券监督管理委员会证监许可【2018】339号文核准,相关事项持续推进中,重大资产重组完成后,公司将增加物流业务,业务规模和范围有所扩大,资本实力和竞争力有望增强。
光大嘉宝股份有限公司	联合评级	AA+/稳定	AA/正面	公司是光大集团旗下上市公司,在不动产资产管理行业地位、运营与管理经验、业务团队风控体系等方面具有较强的竞争优势;公司在建项目资本支出压力不大,且销售前景良好;新纳入的不动产资管业务产业链完整,运营经验丰富。2017年4月,公司实际控制人变更为光大集团,股东实力雄厚,未来公司有望从股东方获得较大的支持。随着公司不动产资管规模的持续扩大和不动产资管业务投入力度的进一步加大,公司的盈利结构将得到进一步的优化,经营状况有望保持良好。
上海大名城企业股份有限公司	联合评级	AA+/稳定	AA/正面	作为“产业+资本”协同发展的房地产开发上市公司,在项目储备、开发规模、产业布局等方面仍具备一定的竞争优势。2017年,公司签约销售金额增长,房地产及金控板块的营业收入及利润规模均有扩大,债务负担有所下降,现金流状况改善。未来随着公司项目的陆续开发和金控业务的持续发展,公司收入和利润规模有望稳定增长,综合竞争力有望进一步提升。
光明房地产集团股份有限公司	新世纪评级	AA+/稳定	AA/稳定	光明地产与集团在主营业务方面具有较好的互补性,且能获得光明集团在资金、融资和土地资源方面的持续支持,且支持力度加大;近年来光明地产资金回笼情况较好,偿债压力有所缓解;光明地产为国企背景,且与上海市各级政府建立了良好的关系,在旧城改造项目获取上具备一定优势。
广州市时代控股集团有限公司	新世纪评级	AA+/稳定	AA/稳定	考虑到公司销售业绩大幅提升、新增土地储备充裕且区位优势、营业收入及利润水平显著增长、财务杠杆保持稳定。

发行人	评级机构	2018年9月末主体等级及展望	2017年末主体等级及展望	调级理由
厦门禹洲鸿图地产开发有限公司	东方金诚	AA+/稳定	AA/稳定	公司房地产开发业务立足厦门、泉州等福建省内城市，逐步向上海、合肥、杭州等城市拓展，在厦门及周边地区房地产市场维持较强的竞争实力；2017年，公司房地产业务合同销售金额、合同销售面积和收入同比均显著增长，盈利能力仍然较好；公司在建和拟建项目未来可售面积较为充足，土地成本相对较低，为未来业务发展提供支持；跟踪期内，受益于销售结转进度的提升，公司营业收入和利润总额均显著增长，盈利能力有所上升。
华鑫置业(集团)有限公司	新世纪评级	AA/稳定	AA/负面	公司控股股东仪电集团完成后续划拨计划后，公司在业务、资产规模及权益方面将有所增长，整体实力将得到提升。其中，地产板块后续货币计划已获仪电集团总裁办公会同意。公司作为仪电集团旗下唯一的房地产运营平台地位不变。
上海新黄浦置业股份有限公司	新世纪评级	AA/负面	AA/稳定	新黄浦主业为房地产开发，对房地产行业政策环境的变化具有一定的敏感性，容易受到外部政策环境变化的影响；新黄浦通过参股中泰信托涉足金融服务，2017年中泰信托受到监管警示，公司长期股权投资价值受到影响；跟踪期内，新黄浦有息债务规模进一步增大，且未来后续资金投入较大，面临集中偿付压力增加；实际控制权变更风险。近5年来，新黄浦股权结构稳定性较弱，已发生数次股东争夺控制权的事件。跟踪期内，中泰投资集团有限公司继续增持公司股票。中长期内存在新黄浦实际控制人发生变更的可能性；2018年7月，新黄浦董事会决议通过罢免董事长，会议表决结果为5票同意，1票反对，3票弃权。公司控股股东新华闻的内部分歧或对公司经营稳定性造成影响。
北京华业资本控股股份有限公司	东方金诚	BBB/负面	AA/稳定	受应收账款回收风险，资产受限比例及股权质押比率较高、债务规模较大等因素影响，偿债资金来源受外部环境影响较大。
中弘控股股份有限公司	大公国际	CCC/负面	A-/负面	中弘股份面临严峻的偿债环境，受政策调控及公司资金紧张影响，产品市场竞争力大幅下降，财富创造能力很弱，公司在资本市场公信力下降，较难获得债务收入，偿债来源大幅缩减，偿债能力很弱。

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理