

2019年中国房地产行业信用风险展望

主要观点

2018年以来，房地产开发投资超预期高位增长，土地购置费和新开工面积高增长成重要支撑因素，下半年，土地出让条件严苛叠加资金紧张，房企拿地消极，土地流拍增多，土地购置拉动投资作用减弱，但在施工面积回暖下，建安将支撑投资；房企加快推盘回笼现金但市场观望情绪明显，房地产销售额和销售面积增速达历史低位，库存去化周期探底回升；三四线城市在棚改货币化收紧和购买力透支下需求萎缩，一二线基本面向好但支撑力度有限，预计销售延续调整；资金端受货币政策宽松影响，房企资金面边际改善，压力依旧较大。

2018年，行业政策延续“房住不炒”总基调，年底部分城市调控出现小幅松动，但总体仍然未放松；在中美贸易摩擦、宏观经济和房地产市场下行压力下，政策更趋向因城施策，结构微调，预计2019年一二线城市调控政策可能进一步松动，尤其是二线城市可能会率先松动，但在维持调控、平稳发展的基调下松动的空间有限；三四线城市则将持续受到棚改货币化支持力度回落的政策压力。

竞争格局方面，业务继续向有竞争优势的大型房企集中，同时行业融资集中度逐步提升，资金偏向于财务稳健型、高评级优质房企。

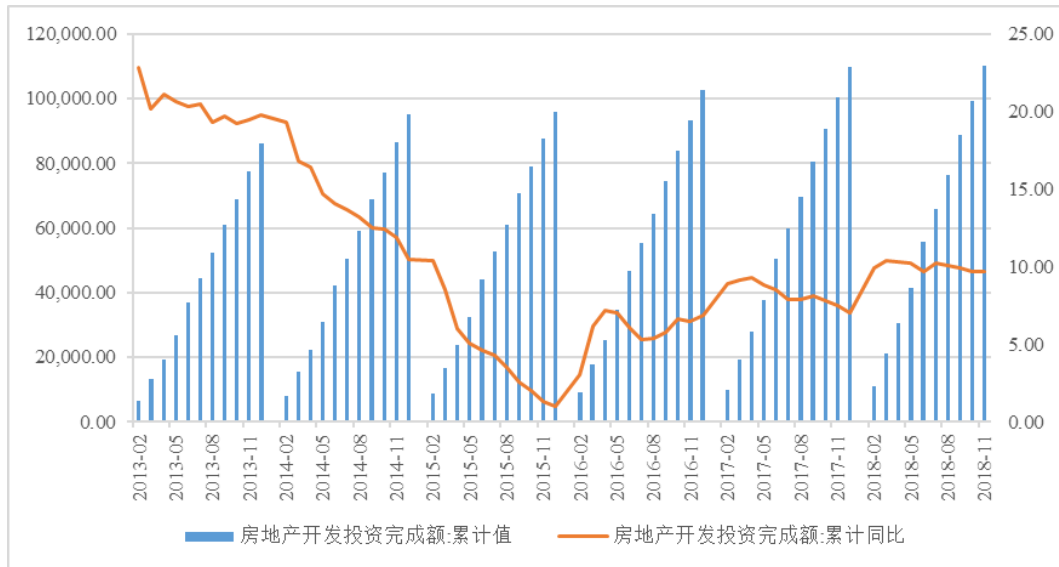
在融资紧缩、销售增速下滑背景下，房企稳定现金流尤为重要，销售速度放缓房企为加快资金回笼需对在建项目持续资金投入，同时在行业债券集中在2019年到期双重压力下，高杠杆、扩张激进、盈利能力差及短期债务高的房企面临资金链风险，其违约风险加大；大型优质房企在土储规模、融资渠道、资金成本等方面具有优势，其信用将保持稳定。

一、行业整体运行状况

开发投资方面：2018年1~10月房地产开发投资增速高位回落，韧性依旧；一线城市投资增速有所回升，二线城市投资增速波动下行，三线城市投资增速上升至高位后快速下降；房地产开发投资受土地购置费用增长维持高位，随着土地购置费增速下滑，预计2019年房地产开发投资增速面临下行压力

从近年房地产业发展趋势来看，国家对房地产行业实施了持续的调控，导致行业景气度出现明显波动，2015年，全国房地产开发投资95,978.85亿元，同比增长1.00%，增速较上年下滑9.50个百分点，为近五年来的最低点。2016年，在各项去库存政策的刺激之下，房地产市场明显回暖，全年房地产开发投资102,580.61亿元，同比增长6.90%，增速较上年上升5.9个百分点；2017年全国房地产开发投资109,799亿元，同比增长7.04%，增速较上年同期上升0.16个百分点，整体投资热情仍旧较高，主要系房地产企业拿地较多所致。2018年1~11月，全国房地产开发投资110,083.00亿元，同比增长9.70%，增速与前10月持平，但较前9月回落0.2个百分点，在土地购置费和新开工持续增长下继续维持在高位。受房企融资渠道缩紧、土地市场转冷及销售增速回落的共同影响，预计2019年投资增速仍存一定下行压力。

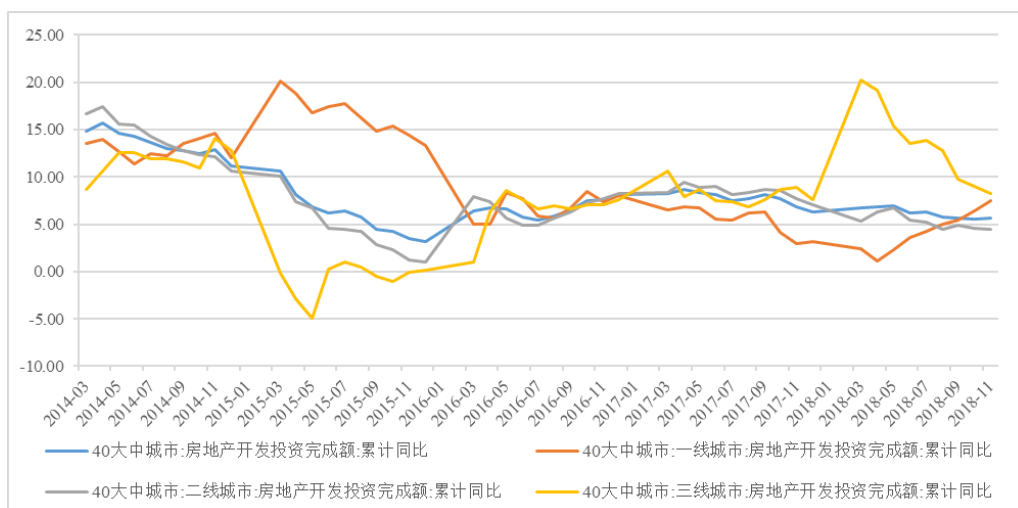
图1 房地产开发投资同比变化情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

分城市来看，根据 40 个大中城市¹的月度指标显示，2015 年，一线城市与三线城市投资增速分化严重。自 2016 年开始，一二三线城市投资增速开始趋同，但 2017 年 3 月调控政策再次升级以来，一线城市受限制政策从严等因素影响，投资增速波动下滑，二线城市投资增速缓慢上升，保持较高的景气度，三线城市房地产开发投资增速在 2017 年初达到高位后波动下行。自 2018 年起，一二三线城市投资增速趋势分化严重；2018 年 1~11 月，一线城市房地产累计开发投资增速为 7.52%，从 4 月份以来增速持续回升，主要系土地购置费和建安工程投资增速回升；二线城市投资增速为 4.50%，受土地市场降温，较前期略有下降；三线城市房地产开发投资增速在 2017 年末开始增长，于 2018 年 3 月达到近三年内最高峰后迅速回落，受 7 月棚改货币化收紧影响，2018 年 1~11 月，三线城市房地产累计开发投资增速为 8.30%，较上半年回落 5.21 个百分点。

图2 房地产开发投资分城市同比变化情况（单位：%）

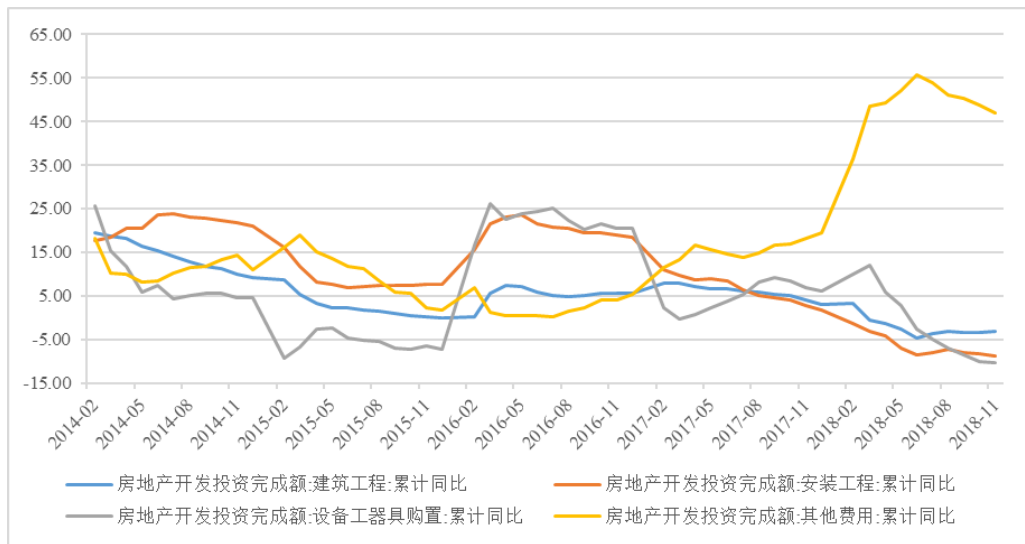


资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

¹40个城市按一二三线划分如下：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；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。

房地产开发投资由建筑工程投资（占比 55%~65%）、安装工程投资（占比约 8%）、设备工器具购置投资（占比约 2%）和以土地购置费用为主的其他费用（占比约 25%~35%）构成，以建筑工程投资和其他费用为主。从各项构成对房地产投资的边际贡献率来看，2015~2017 年建筑工程投资增速较为平稳，增速在 5%~7%之间；2018 年一季度之后，建筑工程投资增速转负，在开工和施工均有所回暖情况下，建筑工程投资转负主要受资金限制施工周期延长所致，预计在开工和施工改善情况下，建筑工程投资有望得到修复；而其他费用自 2017 年下半年之后增速不断上行，至 2018 年 6 月达到峰值 55.60%；而后土地市场遇冷，增速开始下滑。截至 2018 年 11 月底，以土地购置费为主的其他费用累计同比增长 46.90%，土地投资大幅增长。总体看，2018 年前 11 月的房地产开发投资在三四线城市土地购置费拉动下，保持较强韧性，但随着土地市场转冷，预计后续投资增速将有所回落。

图 3 房地产开发投资构成增速情况（单位：%）

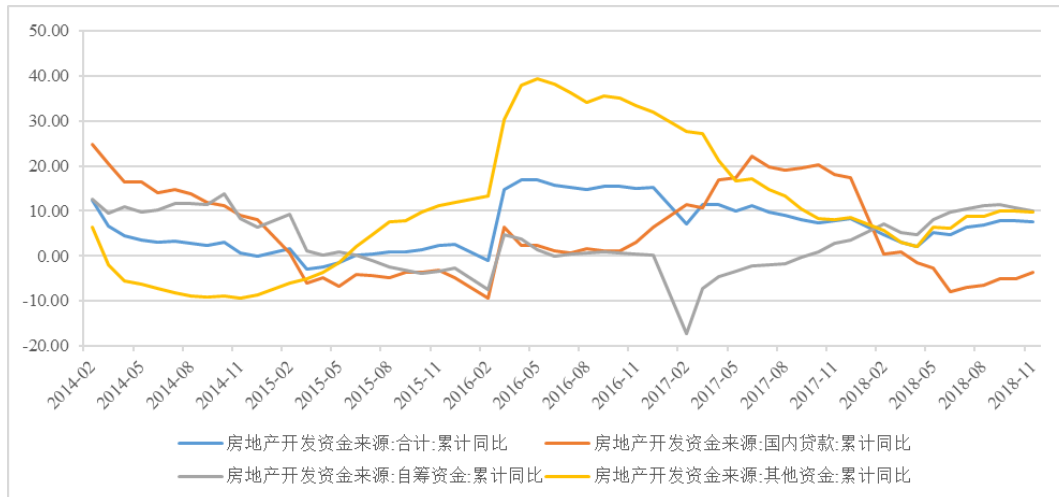


资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

到位资金方面：2017 年，房地产开发资金增速整体下滑，其中自筹资金的占比逐步下降，而其他资金占比则反向上升，房地产的销售为房地产开发投资带来了将近 50%的资金来源；2018 年二季度后，受货币政策宽松影响，房企资金面有所改善，自筹资金和其他资金保持较高增速，但在融资从紧延续且销售增速下滑情况下，房企资金压力依然较大

2015 年，房地产开发资金来源增速缓慢下滑，进入 2016 年，受各项去库存政策影响，房地产开发资金来源增速大幅升至 15%~16%；2017 年，房地产企业融资渠道再度收紧，房地产开发资金来源增速整体呈下降趋势。2018 年资金增速自二季度探底回升，受 7 月份货币政策宽松影响，资金面改善明显，但整体仍低于 2017 年资金增速水平。2018 年 1~11 月，房企到位资金同比增长 7.60%，其中国内贷款同比下降 3.70%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限影响，但下降幅度较前 10 月有所收窄；自筹资金同比增长 10.00%，主要系房企发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长 9.68%，达处于 2018 年较高位，主要系房企加快回款所致。

图4 房地产资金来源构成增速情况(单位: %)



资料来源: Wind 资讯, 联合评级整理

注: 利用外资规模较小, 且增速占比波动较大, 此图未列示

从近几年资金来源占比变化趋势看, 其他资金占比不断增长, 逐渐成为房地产开发投资的主要资金来源, 占比约为50%; 其他资金中, 个人按揭贷款、定金和预收款合计占比超90%, 而这三项均和销售直接相关, 由此可见房地产的销售为房地产开发投资带来了将近一半的资金来源。随着政策对房地产企业融资的限制, 房企自身造血能力对房地产企业愈加重要。截至目前, 央行已进行三次降准, 释放一定流动性, 10月31日召开的政治局会议要求坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策, 货币政策结构性宽松, 行业政策迎来边际改善, 但融资从紧延续且销售增速下滑, 房企资金压力依然较大。

表1 房地产投资资金来源情况(单位: 亿元、%)

资金来源	2015年		2016年		2017年		2018年1~10月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
自筹资金	49,037.56	39.17	49,132.85	34.07	50,872.22	32.60	45,512.36	33.55
国内贷款	20,214.38	16.15	21,512.40	14.92	25,241.76	16.18	19,726.67	14.54
其中: 银行贷款	17,415.46	13.91	18,158.24	12.59	20,485.29	13.13	15,900.34	11.72
非银金融机构贷款	2,798.92	2.24	3,354.16	2.33	4,756.47	3.05	3,826.33	2.82
其他资金	55,654.60	44.45	73,428.37	50.92	79,770.46	51.12	70,316.75	51.84
其中: 定金及预收款	32,520.34	25.97	41,952.14	29.09	48,693.57	31.20	44,942.20	33.13
个人按揭贷款	16,661.65	13.31	24,402.94	16.92	23,906.31	15.32	19,407.94	14.31
其它	6,472.61	5.17	7,073.29	4.90	7,170.58	4.59	5,966.61	4.40
外资	296.53	0.24	140.44	0.10	168.19	0.11	80.47	0.06
合计	125,203.06	100.00	144,214.05	100.00	156,052.62	100.00	135,636.25	100.00

数据来源: Wind 资讯, 联合评级整理

注: 2018年1~11月房地产投资资金来源部分数据未出。

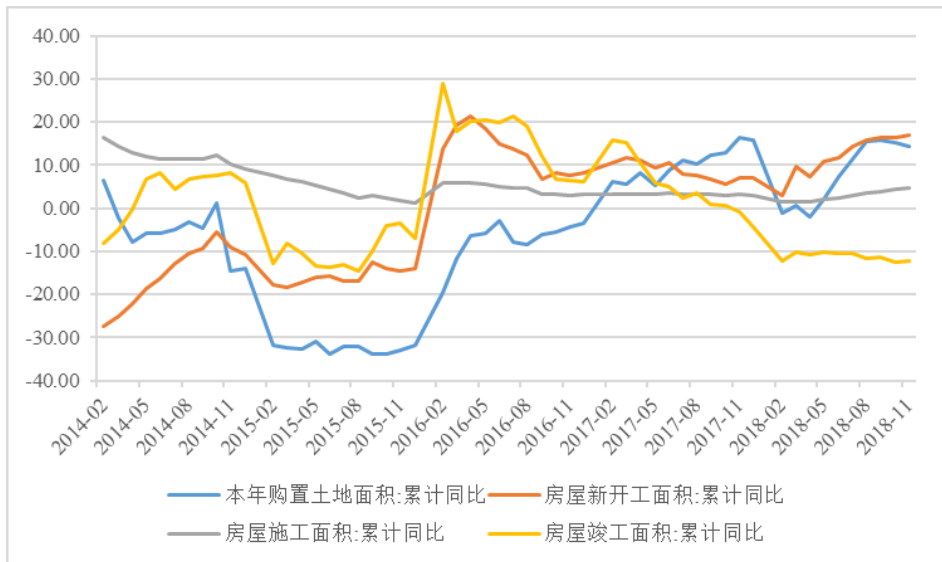
在去化状况良好以及预计调控政策持续背景下, 2018年1~11月房企主被动补库存动力较强, 新开工和施工意愿回升, 房屋竣工面积增速继续探底, 预计在新开工面积和施工面积均回暖情况下, 竣工面积有望触底回升。

2017年, 房屋新开工面积178,653.77万平方米, 同比增长7.00%, 呈缓慢下行态势; 2018年3月后, 新开工面积增速迅速回暖, 2018年1~11月, 房屋新开工面积188,894.53万平方米, 同比增长

16.80%，处于2016年下半年以来的高位，主要系去库存政策下，房企去化良好，主动补库存，以及行业调控预计仍将继续，房企被动开工提速，并在多重融资渠道受阻情况下加快推盘以回笼资金所致。施工方面，2017年房屋施工面积增速较为平稳，维持在3%左右，受限价等调控政策影响，房企在2018年上半年放缓施工节奏，但随着国家确认调控主基调未变，加上房企融资渠道受限通过推盘获取资金需求强烈，下半年施工面积增速有所回升，2018年1~11月施工面积增速达4.70%，为2016年8月以来的高点。

2017年，随着地产景气度的回升，4月竣工面积增速上升至10.60%；2017年4月以来，房屋竣工面积呈迅速下降趋势，到年底时竣工面积同比下降4.40%，且房屋竣工面积增速比新开工面积增速下降速度更甚，反映整体房企施工进度的减缓。进入2018年，房屋竣工面积增速继续探底，前11月房屋竣工面积同比下降12.30%，预计在新开工面积和施工面积均回暖情况下，竣工面积有望触底回升。

图5 本年土地购置面积、新开工面积、施工面积和竣工面积同比变化情况（单位：%）



数据来源：Wind 资讯，联合评级整理

二、行业供需情况

2017年土地供应节奏显著加快，一、三线城市土地市场活跃，二线城市土地供应面积小幅下降。2018年1~11月，一线城市供地节奏放缓，成交下滑；二线城市土地市场前期活跃后处于降温状态；三线城市土地市场呈先扬后抑态势，预计后期土地成交面积增速会有所回落；二三线城市土地溢价率均明显回落，一线城市有所波动但依旧低位徘徊。

近几年，土地供应呈递减趋势，2014~2016年100大中城市供应土地占地面积分别为7.50亿平方米、6.57亿平方米和6.09亿平方米。2017年，100大中城市供应土地占地面积6.75亿平方米，同比增长10.89%，2017年土地供应节奏显著加快，主要系一线城市及部分承接外溢需求的三四线城市土地供应升温所致。2018年1~11月，100大中城市供应土地占地面积6.96亿平方米，同比增长16.40%，整体供应量继续上扬；成交土地占地面积5.65亿平方米，同比增长8.80%。

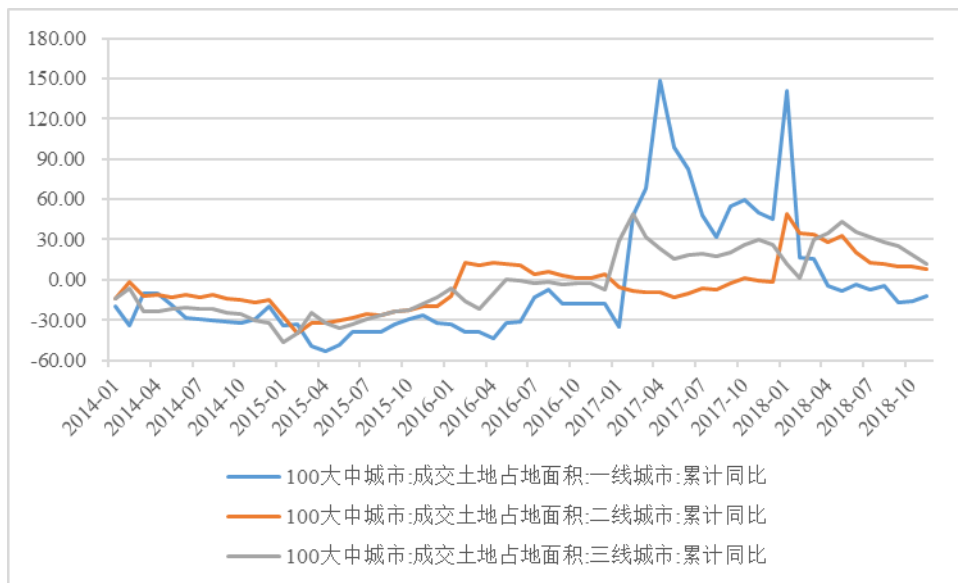
表 2 100 大中城市土地供应及成交情况 (单位: 万平方米、%)

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~11 月
供应土地占地面积	75,038.32	65,659.11	60,860.43	67,485.36	69,570.43
成交土地占地面积	65,803.53	54,580.07	52,923.01	60,177.66	56,528.27
成交土地占比	87.69	83.13	86.96	89.17	81.25

数据来源: Wind 资讯, 联合评级整理

分一二三线城市来看, 2017年, 一线城市土地供应的放量以及库存维持低位共同推动一线城市土地成交活跃, 土地成交量同比增长45.04%; 二线城市土地成交市场小幅下降, 同比下降1.87%, 主要系上年高基数原因; 三线城市房地产销售的积极向好带动土地市场的火热, 房地产企业拿地热情较高, 三线城市土地成交量同比增长26.20%。2018年1~11月, 一线城市供地节奏放缓, 前11月成交土地占地面积累计同比下降12.34%; 二线城市土地成交市场总体走高, 增速快速下降但整体仍高于上年水平; 三线城市累计拿地增速呈先扬后抑态势, 在2018年前5月达到累计拿地增速峰值43.24%, 此后受调控持续深化、房企资金压力大等影响, 累计拿地增速持续下滑。2018年1~11月, 三线城市成交土地占地面积为3.18亿平方米, 累计同比增长11.43%。但由于近年来我国三四线城市成交活跃, 透支部分购买力, 预计三线城市土地热度将有所下滑。

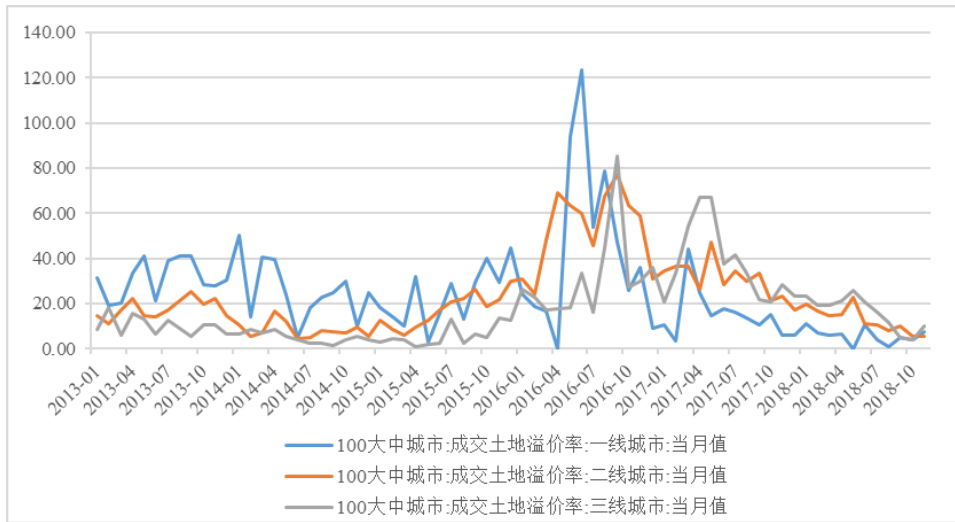
图 6 一、二、三线城市成交土地占地面积增速情况 (单位: %)



数据来源: Wind 资讯, 联合评级整理

成交土地溢价率方面, 受房地产市场上涨及限购限贷等政策影响, 2016年成交土地溢价率波动较大; 2017年后, 由于热点城市土地供应的增加, 房企并购和合作拿地方式的增加以及土拍市场竞争自持制度的建立等原因, 土地溢价率明显回落, 地价逐渐趋于合理; 在政策持续下, 土地出让条件严苛、企业资金压力上升, 房企拿地更趋谨慎, 2018年1~11月, 二三线城市土地溢价率均明显回落, 一线城市有所波动但依旧低位徘徊。

图7 一、二、三线城市成交土地溢价率（单位：%）

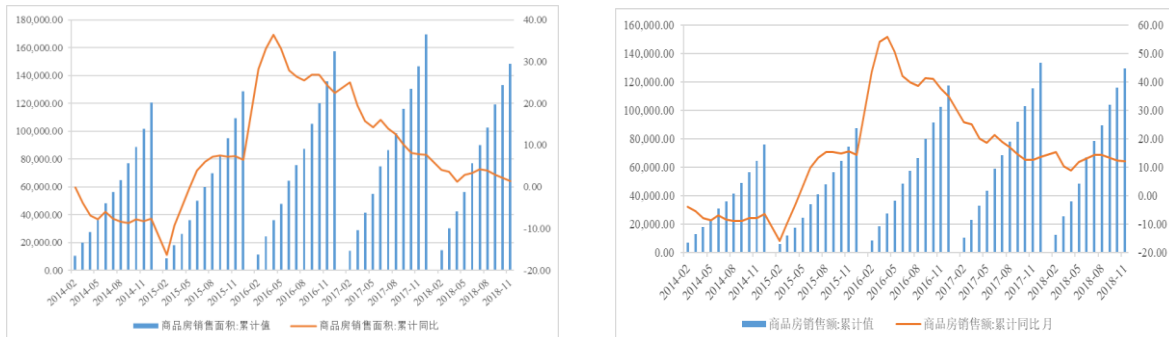


资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

受严格的房地产调控及融资渠道收紧的影响，房地产企业加快推盘进度以实现销售现金流的快速回笼，但购房者观望情绪明显，2018年1~11月，房地产销售额和销售面积增速小幅回落，达2015年下半年以来历史低位，预计受政策持续深化影响及购房者预期转变，市场逐步进入调整；一线与核心二线城市受政策影响致使供给不足，导致销售面积增速维持低位；三线城市销售情况表现仍最佳，增速略有下滑，未来去化承压。

2016开始，随着全国房地产市场持续升温，房地产销售面积大幅增长，全年商品房销售面积157,349.00万平方米，同比增长22.5%，增速较上年同期增加16个百分点。2017年，受高基数及调控政策密集发布影响，商品房销售增速持续下滑，2017年，全国商品房销售面积169,407.82万平方米，同比增长7.70%，较去年增速下降14.80个百分点。受调控政策持续、棚改货币化收紧以及购房者预期转变影响，2018年1~11月，全国商品房销售面积148,604.00万平方米，同比增长1.40%，增速进一步回落，全国房地产销售金额129,508.00亿元，同比增长12.10%，增速较1~10月回落0.40个百分点；2018年前11个月商品房销售面积增速均在1%~5%以内徘徊，降至2015年6月以来的低位，商品房销售额增速与2015年下半年基本持平，也处于近三年来的相对低位。

图8 近年商品房销售面积和销售额变化情况（单位：万平方米、亿元、%）

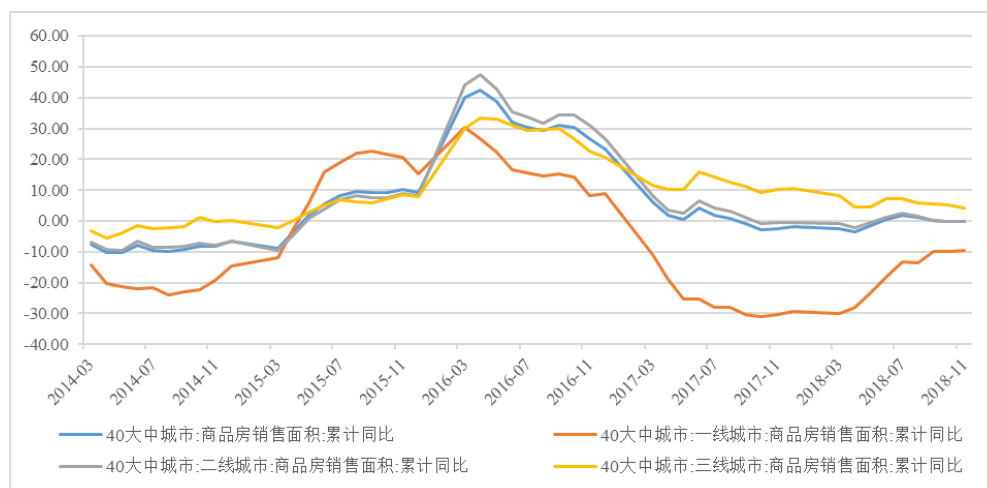


资料来源：Wind资讯，联合评级整理

分城市来看，一、二、三线城市商品房销售经2017年明显回落后，增速在2017年末开始均趋于稳定，其中一线城市因可售商品房减少、限购抑制部分需求等因素增速下降最大，同比下降29.21%，二线城市增速从四季度开始转负，三线城市在需求外溢及棚改货币化政策支撑下，增速

虽有下滑但仍保持 10.45% 增速。2018 年，受调控政策持续影响，一线城市商品房销售成交维持低位，但一季度之后，销售增速企稳回升；重点二线城市调控因城施策，销售增速低位徘徊；三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳，维持 5% 左右增速，主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策，以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求。作为基础性货币投放新渠道，PSL 为三、四线城市商品房销售提振提供一定程度的支撑，但随着棚改项目审批权限的上收，以及住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策，同时随着本轮三四线城市购买力的消耗与透支，预计未来三、四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

图 9 商品房销售面积分城市同比变化情况（单位：%）



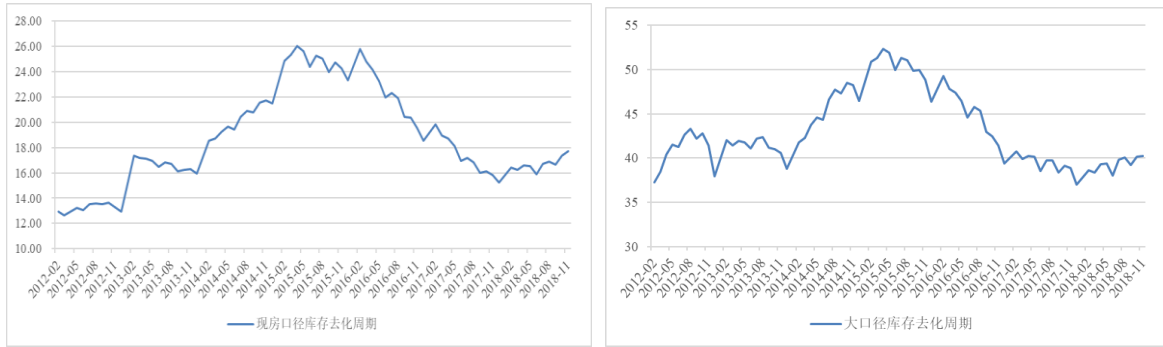
资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

库存情况：前期去库存政策作用下，全国房地产库存不断减少，去库存取得较为显著效果；但自 2018 年以来，库存去化周期有重新回升迹象。

从前期的去库存政策效果来看，自 2015 年 4 月，伴随房地产“3.30”新政后各地放宽居民限购政策以及房贷首付比率从而带动购房需求等去库存政策，同时政府加大供给端控制，现房去化周期整体呈下降趋势，截至 2017 年底，现房去化周期为 15.25 个月，比峰值时下降了 10.76 个月，现房去库存效果显著。考虑期房后，房地产大口径库存去化周期呈相同变化趋势；截至 2017 年底，大口径的商品房去化周期为 36.99 个月，比峰值时下降了 15.31 个月，去库存取得较为显著成果。与上个房地产周期相比，目前去化周期已达相对低点。

从商品房待售面积看，现房库存从 2016 年 2 月高点后整体呈下降趋势，截至 2018 年 11 月底，商品房待售面积 5.26 亿平方米，较高点减少 2.13 亿平方米，现房去化周期为 17.74 个月，大口径的商品房去化周期为 40.19 个月，均较 2017 年底有所上升；虽然总体库存在减少，但现房口径和大口径房地产库存去化周期自 2018 年起均有回升迹象尤其三季度开始较为显著，说明市场供给大于去化速度，市场存观望情绪；房企营销压力加大，将倒逼房企主动降价，以价换量，加快项目去化速度完成年度销售目标。

图 10 现房口径²和大口径³房地产库存去化周期数据（单位：月）



资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

三、行业竞争态势

房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势，同时行业融资集中度逐步提升，资金偏向于财务稳健型、高评级优质房企

从 2003 年至今，房地产市场已经走过了黄金 10 年，随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势。

2017 年，房地产行业集中度进一步提升，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 24.10% 和 32.50%，分别较上年提高 5.29 和 7.17 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 15.80% 和 20.30%，分别较上年提高 3.61 和 4.36 个百分点。2018 年 1~10 月，房地产市场集中度继续提高，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 25.37% 和 34.35%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 22.15% 和 29.41%。

表 3 2015~2018 年 10 月前 10 名与前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~10 月
前 10 大企业销售额占比	16.87	18.81	24.10	25.37
前 20 大企业销售额占比	22.82	25.33	32.50	34.35
前 10 大企业销售面积占比	11.31	12.19	15.80	22.15
前 20 大企业销售面积占比	14.62	15.94	20.30	29.41

资料来源：CRIC，联合评级根据 Wind 行业数据测算

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头企业在竞争中占据明显优势。原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，较为广泛的项目区域分布可以平衡和对冲一二三线城市政策调控周期与房地产行业周期的波动；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，融资成本低；由于地价的上涨，一、二线优质地块角逐只能在大型房企之间进行。目前看，中国房地产行业竞争的态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显；按照权益金额计量，从 2017 年全年房企销售额来看，进入千亿行列的房企阵营为 10 家，2,000 亿房企增至 3 家，3,000 亿房企增至 2 家，2017 年恒大以 4,880.20 亿元的销售总额超越碧桂园成为行业第一。据 CRIC 统计的 2018 年 1~11 月房企销售总额情况，碧桂园、万科地产和中国恒大均步入 5,000 亿，融创中国、保利发展、绿地控股和中海地产迈入两千亿门槛；新城控股、华

² 现房口径：商品房待售面积与 6 个月移动加权平均销售面积。

³ 大口径：将历史累计新开工面积扣除已销售面积，剩余面积就是大口径库存面积。

润置地、龙湖集团、世茂房地产等 18 家房企进入千亿阵营，再次呈现强者恒强局面。

表 4 2018 年中国房地产开发企业测评前 10 强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	恒大集团	6	绿地控股集团有限公司
2	碧桂园控股有限公司	7	中国海外发展有限公司
3	万科企业股份有限公司	8	龙湖地产有限公司
4	保利房地产（集团）股份有限公司	9	华夏幸福基业股份有限公司
5	融创中国控股有限公司	10	广州富力地产股份有限公司

资料来源：中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布，联合评级整理

随着行业融资渠道收紧、资金面收缩，市场资金风险偏好下降，资金更偏向于财务稳健型、高评级优质房企，在业务集中度上升的同时，融资集中度逐步提升。2018 年 12 月 12 日，发改委发布《关于支持优质企业直接融资，进一步增强企业债券服务实体经济能力的通知》，企业债发债主体扩展至优质房企，拓宽优质房企融资渠道，融资集中度有望进一步提升。

四、行业政策

2018 年，政策上坚持对房地产调控总基调，坚决遏制房价上涨，但更倾向于因城施策，年底部分城市调控政策出现小幅松动，山东省菏泽市住房和城乡建设局提出加快安置房建设进度、取消新购住房限制转让措施、降低市区商品房预售资金监管额度等措施。随后广州市也出台了放松商服类物业的销售限制的政策。7 月 31 日政治局会议中“遏制房价上涨”的表态之后，房价上涨预期逐渐打破，舆论传播快速影响购房者心理预期，改善型需求和投资型需求在下半年观望情绪渐浓。此次部分城市房地产行业政策松动，对新房市场中的改善型和投资型需求或有一定信心提振，但考虑到限售政策更偏向于供给端政策，因而预计对需求提振有限

2018 年，房地产调控政策继续坚持“住房不炒”、逐步建立稳定房地产市场长效机制的调控思路，地方因城施策，在市场需求端和供给端仍进行深化调控。2018 年 3 月，两会政府工作报告进一步强调“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，继续实行差别化调控；2018 年 7 月，中共中央政治局会议提出，下决心解决好房地产市场问题，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。两次重要会议确定了全年房地产调控的政策基调仍然“从紧”的调控总基调，但在年底部分城市出现“松绑”政策，很大程度上为下一年的房产调控带来促进作用。

2018 年，地方延续 2016、2017 年因城施策的调控风格，在需求端继续深化调控的同时，更加注重强化市场监管，坚决遏制投机炒房，保障合理住房需求。2018 年 5 月，《住房和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》，坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，坚持调控政策的连续性稳定性，认真落实稳房价、控租金，降杠杆、防风险，调结构；加快制定实施住房发展规划，促进大中小城市和小城镇协调发展；抓紧调整住房和用地供应结构；切实加强资金管控、严控购地加杠杆行为；大力整顿规范房地产市场秩序。

在供给端则发力住房供给结构调整，大力发展住房租赁市场、共有产权住房等保障性安居住房，增加有效供给比重。2018 年 3 月，启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围。此外，对地铁周边及特色小镇的房产供应也实施了较为严格的政策。2018 年 4 月，国家发改委、自然资源部、住建部、铁路总公司共同发布

《关于推进高铁站周边区域合理开发建设的指导意见》指出，大城市初期应重点开发新建高铁车站周边2公里以内区域，坚决防控单纯房地产化倾向。依托高铁车站推进周边区域开发建设，有利于城市空间有效拓展和内部结构整合优化，促进交通、产业、城镇融合发展。但现阶段部分高铁车站存在周边区域开发规模过大，功能定位偏高，发展模式较单一，综合配套不完善等问题。2018年9月，国家发展改革委称，在现有省级特色小镇和特色小城镇创建名单中，逐年淘汰住宅用地占比过高、有房地产化倾向的不实小镇，政府综合债务率超过100%市县通过国有融资平台公司变相举债建设的风险小镇，以及特色不鲜明、产镇不融合、破坏生态环境的问题小镇。

2018年12月，部分城市出台房地产调控松动的政策。12月18日，菏泽市住房和城乡建设局发文指出，取消《菏泽市人民政府办公室关于进一步加强房地产市场调控工作的通知》（菏政办发〔2017〕42号）中“对主城区和住房成交量高、房价稳控压力大的县区实行新购住房限制转让措施，即所购买的新建商品住房和二手住房取得产权证书至少满2年后方可上市交易，非本地居民购房限制转让时间不少于3年”的规定。这是全国首个明确宣布取消住宅限售措施的城市。2018年12月19日，广州市住建委发布文件显示，将放松商服类物业的销售限制。根据广州市住房和城乡建设委员会发布《广州市住房和城乡建设委员会关于完善商服类房地产项目销售管理的意见》文件中显示，广州针对2017年“330”新政前出让的土地，含商服类物业的，不再限定销售对象，个人卖家在获得商服类物业不动产证两年后，即可再次转让，但对于2017年3月30日之后土地出让成交的（以签订土地出让合同、成交确认书或经公告确认土地出让成交日为准）房地产项目，其商服类物业的销售对象仍限定为法人单位。

此轮政策调控的思路仍在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产长期稳定、“房住不炒”的效果。基于短期调控政策取得的时间窗口，各地政府正在加快改善供求结构，特别是扩大有效供给、提升各层次需求的保障水平，为中长期市场供求走向平衡积累基础。在2019年，面对复杂的调控环境仍然是企业的常态，特别是因为棚改调整、库存增加带来的影响，三四线城市的市场难度会进一步加大。虽然2018年年底部分城市出现“松绑”的政策，但并非完全的放开，在宏观经济和房地产市场下行压力下，一、二线城市调控政策可能迎来边际改善，尤其是二线城市可能会率先松动。

五、发债房企经营情况

联合评级对覆盖的房地产行业发债企业口径财务进行梳理分析，截至2018年11月底，联合评级覆盖发债房企共计190家，根据所能获得截至2018年6月底样本房企的财务数据，本次梳理分析房企175家。联合评级按照一定的比例，将2017年收入规模在270亿元以上企业的归为大型房企，90~270亿元的企业归为中型房企，90亿元以下的企业归为小型房企。

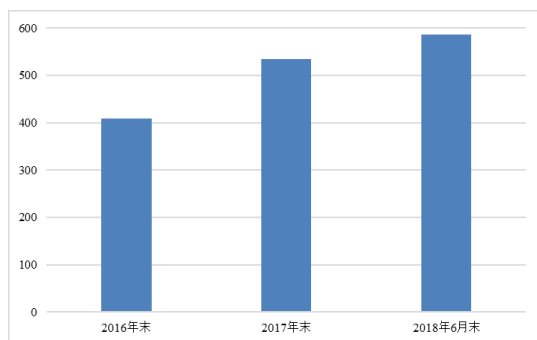
2017年以来，样本发债房企整体资产规模进一步扩大，资产结构较为稳定；房地产企业去化情况持续改善，去化压力持续减弱；销售商品、提供劳务收到的现金有所增加，行业整体利润空间扩大，盈利能力略有提升；房企债务负担有所加重，短期偿债能力减弱，长期偿债能力仍一般；2019~2020年是房企债券偿债高峰期，且2019年房企面临较大的债券集中偿付压力

从资产规模看，样本房企平均资产规模由2017年底的1,061.05亿元增至2018年6月底的1,170.18亿元。截至2018年6月底，资产规模达到5,000亿以上的房企7家，占4.00%，较2016年末提升0.57个百分点；1,000~5,000亿元的房企47家，占26.86%，较2016年末提升8.00个百分点；500~1,000亿的房企35家，占20.00%，较2016年末提升3.43个百分点；100~500亿的房企共74家，占42.29%，较2016年末下降9.14个百分点；100亿元以下的房企12家，占6.86%，

较 2016 年末下降 2.86 个百分点；表明房企集中度进一步提升。截至 2018 年 6 月底，资产规模最大的为恒大地产集团有限公司，总资产达 15,600.20 亿元。从资产结构看，2016 年以来，房企资产负债率基本维持在 72.00% 左右，资产结构较为稳定。

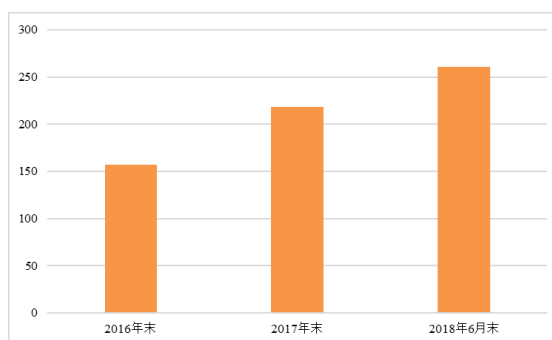
存货管理方面，截至 2017 年底，样本房企平均存货余额为 533.78 亿元，较年初增长 30.46%；截至 2018 年 6 月底，样本房企平均存货余额为 586.78 亿元，较年初增长 9.93%。从预收款项来看，截至 2017 年底，房企预收款项平均余额 218.21 亿元，较年初增长 39.24%；截至 2018 年 6 月底，房企预收款项平均余额 260.74 亿元，较年初增长 19.49%；显示房地产市场销售状况持续改善。此外，就预收款项/存货来看，2016 年末、2017 年末、2018 年 6 月，该指标分别为 0.38 倍、0.41 倍和 0.44 倍，表明房企去化情况持续改善，去化压力持续减弱。

图 11 房企平均存货变化情况（单位：亿元）



资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

图 12 房企平均预收款项变化情况（单位：亿元）



资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

从盈利情况来看，2017 年房企平均营业收入和净利润分别为 209.73 亿元和 29.04 亿元，分别同比增长 13.77% 和 36.38%；2018 年 1~6 月房企平均营业收入和净利润分别为 103.95 亿元和 15.39 亿元，分别同比增长 25.80% 和 44.56%。盈利能力方面，房企平均销售毛利率由 2016 年的 31.02% 升至 2017 年的 32.51%，由 2017 年上半年的 32.66% 升至 2018 年上半年的 35.86%；而平均净资产收益率则由 2016 年的 11.31% 升至 2017 年的 11.89%。整体看，2017 年和 2018 年上半年，房地产行业整体利润空间扩大，盈利能力略有提升。

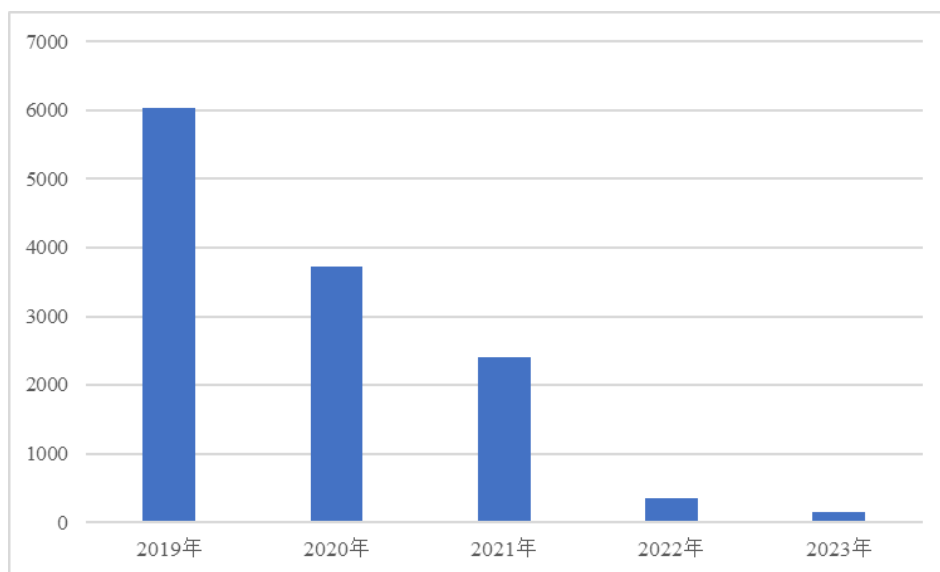
从现金流情况来看，截至 2018 年 6 月底，样本房企平均货币资金由年初的 136.18 亿元升至 140.64 亿元。2017 年，样本房企平均销售商品、提供劳务收到的现金由上年同期的 218.71 亿元升至 261.17 亿元，平均经营性净现金流由上年同期的 18.85 亿元下降至 -2.91 亿元，表明房企 2017 年销售情况保持良好，但由于拿地支出较多，平均经营性净现金流呈负数状态。2018 年上半年，样本房企平均销售商品、提供劳务收到的现金由上年同期的 116.59 亿元升至 145.13 亿元，平均经营性净现金流由上年同期的 -13.23 亿元升至 1.63 亿元，表明房企 2018 年上半年销售情况保持良好，但由于房企合作开发项目的增加及通过“收并购”方式拿地的增加，平均经营性现金流由净流出转为小规模净流入。

从偿债能力来看，2016 年末、2017 年末和 2018 年 6 月末，样本房企平均净负债率分别为 96.53%、101.91% 和 106.79%，反映出房地产行业债务负担持续增加。2016 年末、2017 年末和 2018 年 6 月末，样本房企平均流动比率分别为 1.96 倍、1.83 倍和 1.83 倍，现金短期债务比分别为 5.20 倍、4.42 倍和 3.90 倍，短期偿债能力减弱；EBITDA/全部债务由 2016 年末的 0.19 倍上升至 2017 年末的 0.20 倍，长期偿债能力仍一般。

从债务到期期限来看，全债券市场口径下（若债券有回售条款，按照回售日为债券到期日计算），2019~2023 年样本房企债券到期的金额分别为 6,032.24 亿元、3,715.87 亿元、2,413.93 亿元、

345.40 亿元和 149.40 亿元，2019~2021 年房企债券到期的规模较大，其中 2019 年房企将有较大的债券集中偿付压力。

图 13 全债券市场口径下样本房企债券到期期限分布情况（单位：亿元）



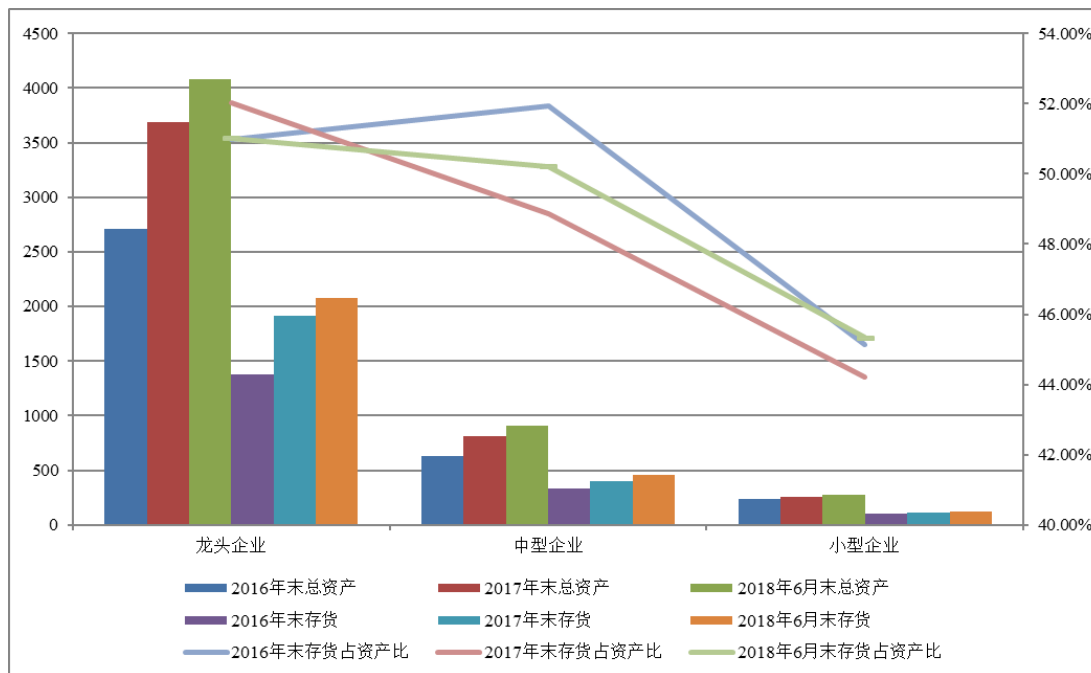
资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

房地产行业龙头房企平均资产规模和存货规模明显高于中小型房企，且龙头房企平均资产和存货规模均大幅增长，行业集中度有所提升；大中型房企拿地能力和开发规模明显优于小型房企

2016 年以来，伴随房地产市场的分化，龙头房企和中小型房企平均资产规模和存货规模差距拉大。从龙头房企资产总规模占样本房企资产总规模比重看，2016 年末、2017 年末和 2018 年 6 月末分别为 60.95%、63.56%和 63.69%，行业集中度有所提升。截至 2017 年底，龙头房企平均资产和存货规模均大幅增长，分别为 36.21%和 39.31%；中型房企资产和存货平均规模增幅小于龙头房企，但增幅也较大，分别为 28.54%和 20.94%；而小型房企资产和存货平均规模增幅明显弱于大中型房企，分别为 10.58%和 8.30%。从龙头房企与中小型房企对比看，截至 2018 年 6 月底，龙头房企平均资产规模超过 4,075 亿元，而中型房企平均资产规模为 907.27 亿元，小型房企平均资产规模则仅为 277.93 亿元。

截至 2018 年 6 月底，样本房企存货占比变化很小，龙头房企存货占行业总存货比重由年初的 65.74%微幅下降至 64.80%，中型房企存货占行业总存货比重由年初的 23.49%增加至 24.40%，而小型房企存货占行业总存货比重则由年初的 10.77%微幅上升至 10.80%。截至 2018 年 6 月底，样本房企中龙头房企存货在龙头房企资产中的占比为 51.02%，较年初减少 1.01 百分点；中型房企存货在中型房企资产中的占比为 50.22%，较年初增加 1.36 百分点；小型房企存货在小型房企资产中的占比为 45.35%，较年初增加 1.13 百分点，大中型房企平均存货在平均资产中的占比明显高于小型房企，表明大中型房企拿地能力和开发规模明显优于小型房企。

图 14 房企资产情况对比 (单位: 亿元、%)

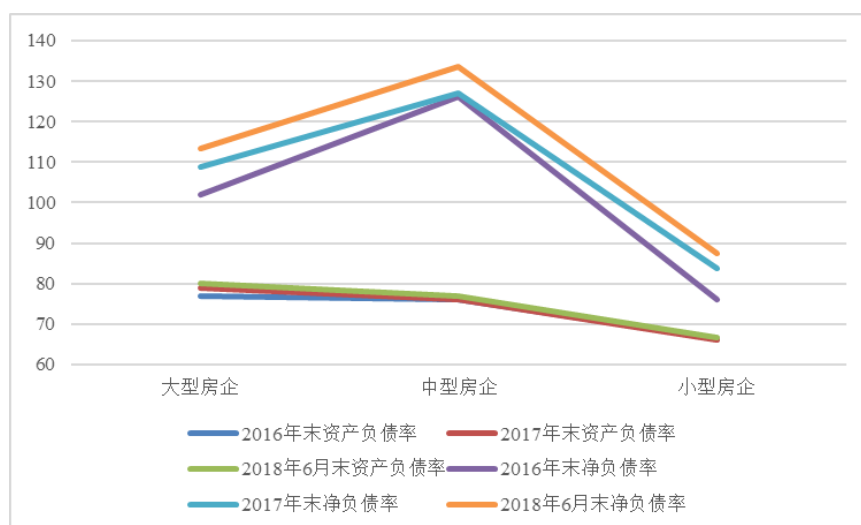


资料来源: Wind 资讯, 联合评级整理

大中小型房企均加大融资力度, 负债水平进一步提高; 大中型房企因资金需求量大而融资渠道广等因素, 其债务负担明显重于小型房地产开发企业, 且大中型房企短期偿债能力指标普遍弱于小型房企; 中型房企债务负担最重, 同时其短期偿债能力最弱

截至 2018 年 6 月底, 大中小型房企资产负债率和净负债率较年初均有所提升。从龙头企业与中小型企业对比看, 截至 2018 年 6 月底, 大型房企资产负债率和净负债率分别为 79.98%、113.31%, 中型房企资产负债率和净负债率分别为 76.86%、133.77%, 小型房企资产负债率和净负债率分别为 66.65%、87.55%, 大中型房企由于土地储备规模和开发规模大、运营资金需求量大以及可获得的融资渠道更广等多重原因, 资产负债率和净负债率明显高于小型企业; 而中型房企为扩大业务规模向“头部”房企聚集, 开发资金需求旺盛, 融资积极性高, 其债务负担明显重于大型房企。

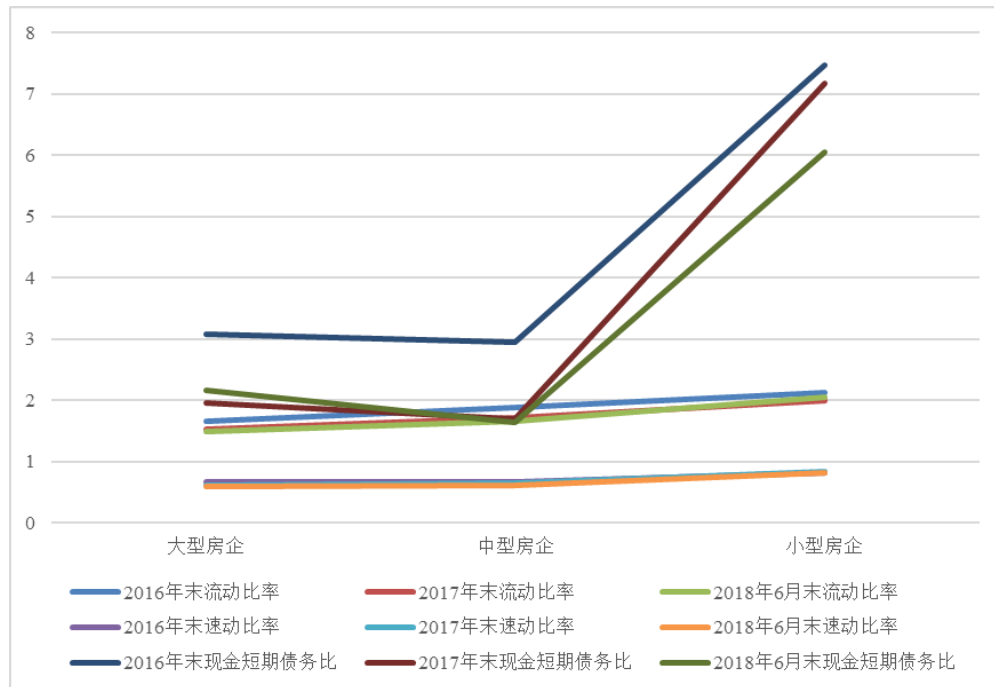
图 15 样本发债房企资本结构情况对比 (单位: %)



资料来源: Wind 资讯, 联合评级整理

短期偿债能力指标方面，大中型房企的流动比率、速动比率和现金短期债务比整体明显低于小型企业，而大中型房企的该特征在一定程度上反映出大中型企业享有产业链地位优势，可利用客户预付房款和供应商账期等经营性负债，导致短期债务和流动负债规模较大，从而表现为流动比率、速动比率和现金短期债务比相对较低，但这并不表示大中型房企短期偿债能力较低，而是大中型房企在品牌建设和销售能力方面较强实力的体现，也与国内房地产市场集中度日益提升的行业发展趋势相适应。

图 16 样本发债房企短期偿债能力对比（单位：倍）



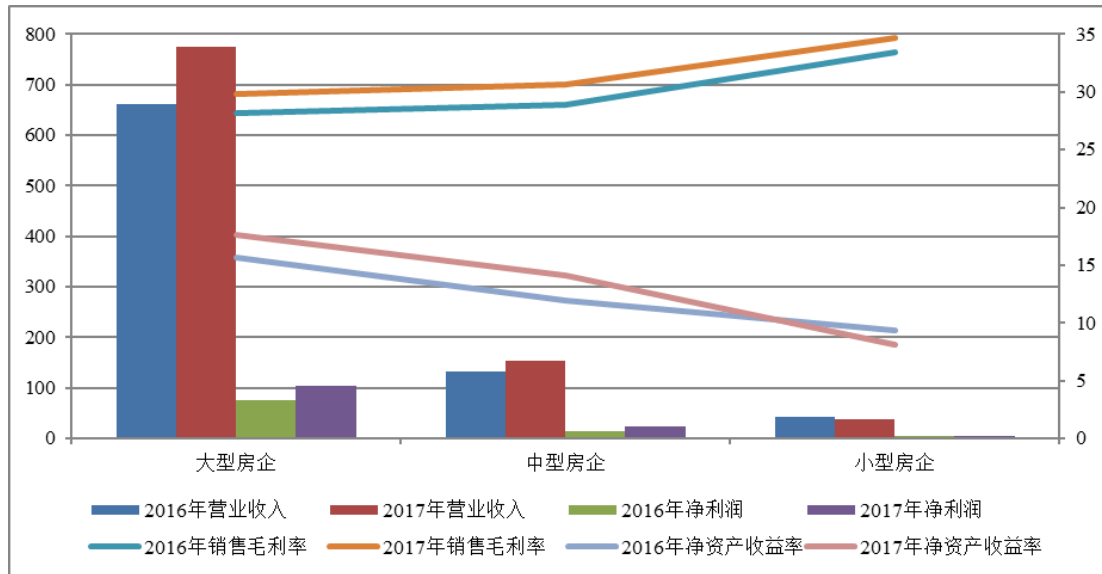
资料来源：Wind资讯，联合评级整理

盈利能力明显分化，大中型房企盈利能力提升，小型房企盈利能力下降；龙头企业盈利能力维持较高水平，而小型企业盈利能力较差

在企业盈利规模绝对值方面，龙头企业的营业收入和净利润平均规模均远大于中小型企业，反映出企业规模与盈利能力的相关性较大。2017年，大中型房地产企业营业收入均有较快增长，而小型房企营业收入却有所下降；大中型房企行业净利润均大幅增长，小型房企净利润规模增幅很小，且大中型房企净利润增幅显著大于营业收入增幅，反映出大中型房企盈利能力的增强。

盈利指标方面，企业规模与企业的销售毛利率呈一定的反向相关关系，小型房企销售毛利率均值高于龙头房企和中型房企；但从净资产收益率平均值来看，企业规模与其净资产收益率呈一定的正相关关系，大中型房企平均净资产收益率均有所提升，而小型房企平均净资产收益率有所下降，反映出小型房企在费用等方面控制能力较弱，但龙头企业仍可实现较高水平的盈利。

图 17 样本房企盈利情况对比 (单位: 亿元、%)



资料来源: Wind 资讯, 联合评级整理

六、房地产行业信用风险展望

政策端, 中美贸易摩擦、宏观经济和房地产市场下行压力下, 政策有望从过紧向稳定过渡, 包括“稳地价、稳房价、稳预期”, 但“房住不炒”总基调保持不变, 更可能以因城施策, 地方政策微调为主; 预计 2019 年一二线城市调控政策可能进一步松动, 但在维持调控、平稳发展的基调下松动的空间有限; 三四线城市则将持续受到棚改货币化支持力度回落的政策压力。

供给端, 2018 年房地产投资在土地购置费带动下韧性依旧, 但下半年以来土地市场遇冷, 土地流拍现象增多, 预计 2019 年土地购置费将有所回落, 拖累投资; 但房企在主被动补库存情况下新开工仍将比较积极, 带动施工回暖, 对投资提供一定支撑。

需求端, 2018 年 10 月后, 全国楼市降温明显, 市场观望情绪浓厚, 预计 2019 年销售仍将延续下滑态势, 但不同城市之间分化: 一二线城市较严格的限购政策催生了大量刚需, 而一二线城市在经过近两年调整后销售面积增速或已触底回升, 但政策可能放松力度有限; 三四线城市在棚改货币化效应减弱以及本轮涨幅透支购买力情况, 销售将继续下滑。

从企业层面看, 高杠杆、扩张激进、盈利能力差及短期债务高的房企面临资金链风险, 其违约风险加大; 大型优质房企在土储规模、融资渠道、资金成本等方面具有优势, 其信用将保持稳定。

综上, 预计房地产行业 2019 年整体展望稳定, 但在融资渠道偏紧, 叠加 2019 年面临大规模债券到期或回售, 不同类型房企风险分化。

研究报告声明

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）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。

联合评级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，联合评级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评级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，联合评级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评级所有，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“联合信用评级有限公司”，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，联合评级将保留向其追究法律责任的权利。