

## 2017 年中国房地产行业研究报告

### 报告概要:

房地产业是我国国民经济的重要构成。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，在各项去库存政策的刺激之下，房地产市场明显回暖。2017年，土地供应节奏加快同时溢价率不断下降，虽然土地购置面积大幅提升，但由于调控不放松、到位资金增速下滑的原因，新开工面积、竣工面积和购置土地面积增速出现明显背离。在新开工萎靡以及供给端政策限制供应的增加了的状态下，低库存将成为新常态，低库存将导致房价增速下行较为缓慢。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变，政策调节则始终在房地产市场调控方面起着举足轻重的作用。

政策方面，2016年下半年，全国房地产市场的火爆为调控思路的转变和升级设了铺垫。2017年，调控政策不断加码，与以往相比，此轮调控体现为三个特点：第一，热点城市的政策出台“高频次”；第二，调控城市覆盖范围广；第三，政策措施呈现多维度、高覆盖。此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化以维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终实现房地产长期稳定，达到“房住不炒”的效果，预计明年长效机制的蓝图和各项具体措施会陆续出台。

从房地产样本发债房企经营状况来看，行业集中度有所提升，盈利能力明显分化，房地产行业盈利能力整体有所下降，但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，行业整体利润空间收窄。资产结构及债务负担方面，大中型房企资产负债率、有息债务负担明显高于小型房企，样本房企整体融资力度加大；预收账款规模有所增长，可以预见未来12个月上市房地产企业收入实现较有保障；同时，新出台的房地产调控政策可能导致房地产企业短期内销售速度有所下降，同时对房地产企业的融资渠道的限制也将影响房地产企业的现金流状况，在债券到期期限集中在2018年和2019年的背景下，信用资质一般的企业偿债压力将有所上升。

## 一、行业整体运行状况

**开发投资方面：房地产开发投资增速2017年虽有所下降，但保持一定的韧性，主要系房地产企业拿地较多所致；自限购政策实施以来一线城市投资增速呈下滑态势、二线城市投资增速高位运行、三线城市达高位后波动下行；预计2018年房地产开发投资增速将保持稳中略跌状态**

从近年房地产行业发展趋势来看，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，2014年，虽然房地产行业调控政策逐步放松，但在前期过快发展和宏观经济增速放缓影响下，房地产开发投资增速仍呈下降趋势。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1~10月，全国房地产开发投资90,544.00亿元，同比增长7.80%，整体投资热情仍旧较高，主要系房地产企业拿地较多所致。

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

分城市来看，根据40个大中城市<sup>1</sup>的月度指标显示，2014年，一二三线城市投资增速差异不大，但趋势有所不同，表现为二线城市与三线城市投资增速的下滑而一线城市投资增速不断上行。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，2017年1~10月，一线城市房地产累计开发投资增速为4.10%；二线城市投资增速缓慢上升，保持较高的景气度，2017年1~10月，二线城市房地产累计开发投资增速为8.58%；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，2017年1~10月，三线城市房地产累计开发投资增速为8.68%。

图2 房地产开发投资分城市同比变化情况（单位：%）

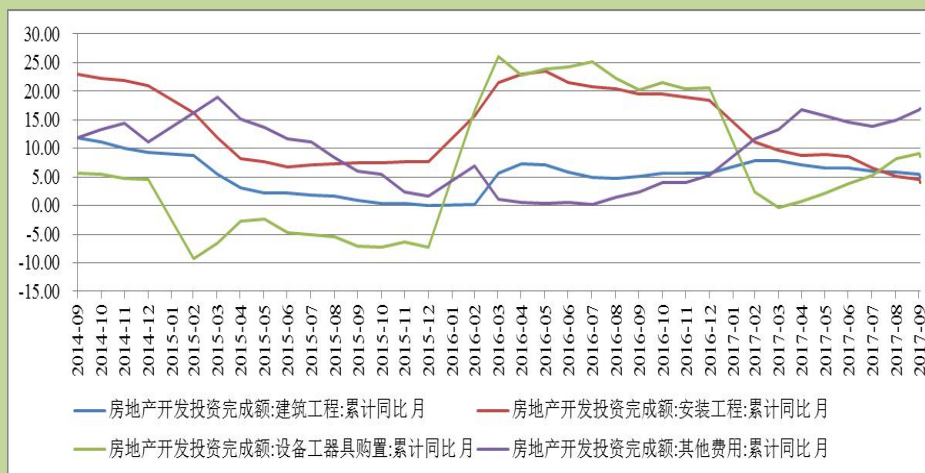
<sup>1</sup>40个城市按一二三线划分如下：一线城市：北京、上海、广州、深圳；二线城市：天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州、石家庄；三线城市：无锡、贵阳、昆明、南宁、北海、海口、三亚、呼和浩特、兰州、温州、西宁、银川、乌鲁木齐。



资料来源：联合评级根据 Wind 资讯整理

房地产开发投资由建筑工程投资（占比约 65%）、安装工程投资（占比约 9%）、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 24%）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，近年来建筑工程投资增速较为平稳，增速在 5%~7%之间；而其他费用增速不断上行，截至 2017 年 10 月底，以土地成交金额为主的其他费用累计同比增长 16.90%，可见今年以来房地产投资仍保持一定韧性与房地产企业拿地较多有关。

图 3 房地产开发投资构成增速情况（单位：%）



资料来源：联合评级根据 Wind 资讯整理

**到位资金方面：**2016 年以来，房地产开发资金增速不断下滑；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，当前占比分别略高于 30%和 50%。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，非标融资占房地产开发资金的 20~25%左右，若非标融资渠道被严格约束，房地产资金缺位问题将凸显；在销售增速下滑和非标融资被限制的情况下，可预期房企到位资金增速仍将下滑

2014~2015 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，房地产开发资金来源增速不断下降，2017 年 1~10 月，房企到位资金同比增长 7.40%，增速比 2017 年 1~9 月增速下降 0.6 个百分点。其中国内贷款同比增长 20.20%，比前值提高 0.7 个百分点，国内贷款回升主要是棚改等保障性住房贷

款支撑以及债券融资受限所致；自筹资金同比增长 0.80%，比前值提高 1.1 个百分点；其他资金同比增长 8.20%，比前值下降 2.2 个百分点。

图 4 房地产资金来源构成增速情况（单位：%）



资料来源：联合评级根据 Wind 资讯整理

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。预计在销售增速下滑以及银行按揭贷款额度不足的情况下，房企到位资金增速仍将继续下滑。

表 1 房地产投资资金来源情况（单位：亿元、%）

资金来源	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1~10 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
自筹资金	50,419.80	41.33	49,037.56	39.17	49,132.85	34.07	41,086.32	32.62
国内贷款	21,242.61	17.41	20,214.38	16.15	21,512.40	14.92	20,798.04	16.51
其中：银行贷款	18,053.75	14.80	17,415.46	13.91	18,158.24	12.59	17,146.51	13.61
非银金融机构贷款	3,188.86	2.61	2,798.92	2.24	3,354.16	2.33	3,651.54	2.90
其它资金	49,689.81	40.73	55,654.60	44.45	73,428.37	50.92	63,931.57	50.76
其中：定金及预收款	30,237.51	24.79	32,520.34	25.97	41,952.14	29.09	38,632.30	30.67
个人按揭贷款	13,665.45	11.20	16,661.65	13.31	24,402.94	16.92	19,585.80	15.55
其它	5,786.85	4.74	6,472.61	5.17	7,073.29	4.90	5,713.46	4.54
外资	639.26	0.52	296.53	0.24	140.44	0.10	124.99	0.10
合计	121,991.48	100.00	125,203.06	100.00	144,214.05	100.00	125,940.92	100.00

数据来源：Wind 资讯

此外，2017年11月17日，“一行三会一局”联合发布《中国人民银行、银监会、证监会、保监会、外汇局关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，反映出监管对于规范资管市场，打压非标资产的意愿。非标融资占房地产开发资金的20~25%左右，主要分散在房地产投资资金来源中的自筹资金和各项应付款中。2017年1~10月，预计非标对于房地产开发的支持

规模累计为2.5~3万亿左右，一旦非标融资渠道被严格约束，房地产资金缺位问题将凸显。

2017年，新开工面积与竣工面积和购置土地面积增速出现明显背离；在地产调控不放松、到位资金增速下滑的情况下，房企整体的施工进度有所减缓，表现为新开工面积和竣工面积增速下滑，此轮地产周期将有所延长。

进入2016年，受益于去库存等刺激政策，4月房屋新开工面积大幅增长至21.40%。但2016年4月以来，国内房屋新开工面积增速一直呈现下滑趋势。2016年，房屋新开工面积166,928.13万平方米，同比增长8.10%。2017年1~11月，房屋新开工面积161,679万平方米，同比增长6.90%，呈缓慢下行态势。

2016年房屋竣工面积大幅增长，上半年，房屋竣工面积39,545.96万平方米，同比增长20.00%，2016年10月开始，全国新一轮限购政策出台，竣工面积增速开始回落，10月、11月竣工增速分别下降至6.60%和6.40%。进入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，房屋竣工面积呈下降趋势，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。

2017年以来，虽然房企拿地规模大幅增长，但由于地产调控并未放松，到位资金下滑可期，再加上新盘限价政策使得地产商推盘意愿下降，进而导致开发商新开工意愿不强，拖延工期，既放缓开工节奏，也放缓项目竣工速度，表现为新开工面积和施工面积的增速下滑，如下图所示。

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

## 二、行业供需情况

近几年，土地供应呈递减趋势；2017年土地供应节奏显著加快，一线与三线城市土地市场活跃，而二线城市土地供应面积同比稍有上升，预计一线与二线城市土地市场仍将活跃，而三线城市土地热度将有所下滑；2017年上半年成交土地溢价率波动较大，下半年明显回落

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6.97亿平方米、6.17亿平方米和5.99亿平方米。2017年1~11月，100大中城市供应土地占地面积58,779.57万平方米，同比增长13.07%，2017年土地供应节奏显著加快。

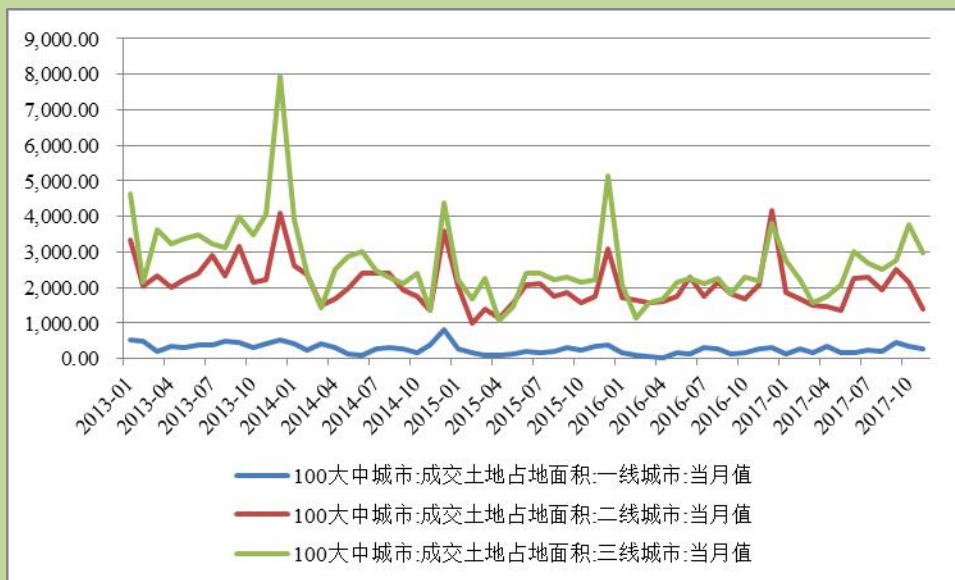
表2 100大中城市土地供应及成交情况（单位：万平方米、%）

	2014年	2015年	2016年	2017年1~11月
供应土地占地面积	69,671.66	61,658.87	59,876.39	58,779.57
成交土地占地面积	60,817.73	51,451.13	51,710.85	51,218.99
成交土地占比	87.29	83.44	86.36	87.14

数据来源：Wind 资讯

分一二三线城市来看，2016年1~4月，由于土地储备供应减少，一线和三线城市成交土地占地面积大幅减少，二线城市土地成交量保持相对平稳，主要是二线城市平均土地供应量高于三线城市所致。2016年5~8月，一、二、三线城市成交土地占地面积大幅上升，但9月以来房地产政策方向改变，一、二、三线城市成交土地占地面积再次出现下跌。2016年11~12月，受房地产销售火爆影响，房企补库存意愿强烈，国内一、二、三线城市土地成交量均大幅提升。2017年1~11月，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51.32%；二线城市土地成交市场一般，同比增长1.38%，主要系去年高基数原因；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30.60%，但由于近一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。

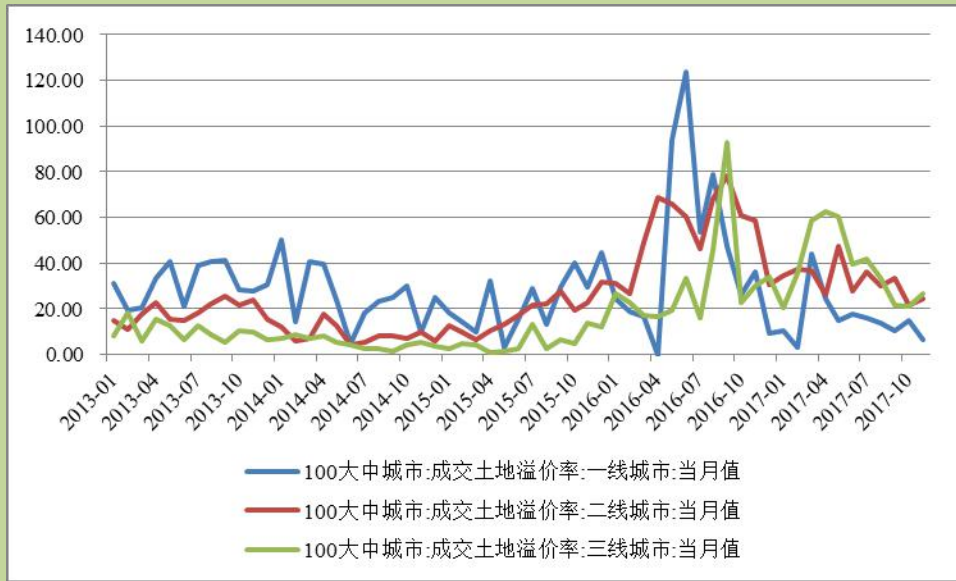
图6 一、二、三线城市成交土地占地面积（单位：万平方米）



数据来源：Wind 资讯

成交土地溢价率方面，2015年开始，一、二、三线城市溢价率均开始上涨，其中一、二线城市溢价率迅猛增长，三线城市成交土地溢价率增加相对较为缓慢。2016年开始，一方面，一线城市和部分二线城市房地产市场出现急剧上涨，推动房地产开发商采取较为激进的土地获取策略；另一方面，受到土地供应收缩限制，一、二、三线城市成交土地溢价率均实现急剧上升，尤其是一线城市，2016年6月成交土地溢价率达123.43%，达到峰值，7月以后，房地产政策方向改变，多地加大土地供应，同时出台新一轮“限购限贷”政策，一、二、三线城市成交土地溢价率迅速下跌，此后持续波动，一线和三线城市成交土地溢价率回落较大。进入2017年，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自持制度的建立等原因，土地溢价率明显回落，地价将逐渐趋于合理；但由于此次房企在调控周期内补库存的意愿较为强烈，土地溢价率回落速度趋缓。

图7 一、二、三线城市成交土地溢价率（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

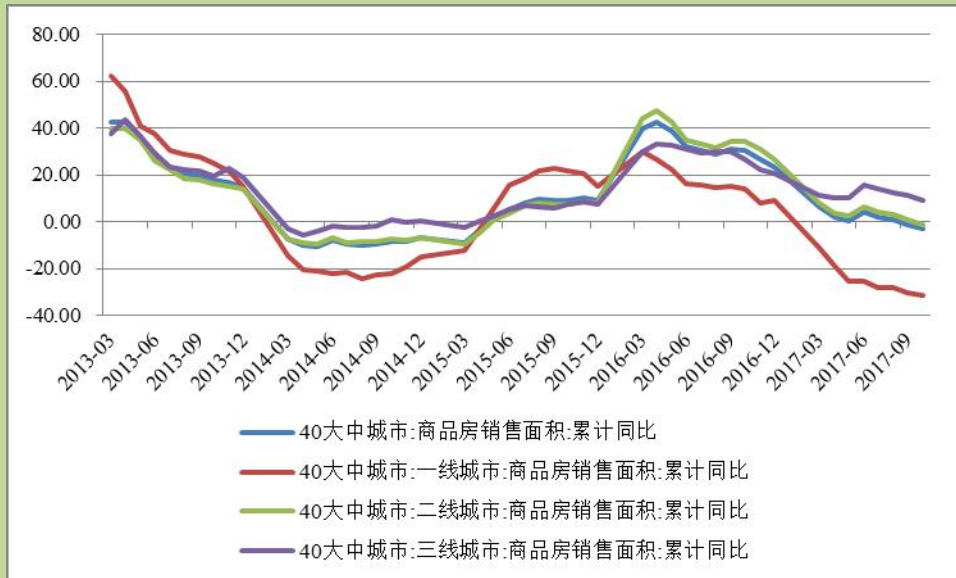
商品房销售面积自 2015 年三季度触底回升；2016 年开始房地产销售面积开始向二、三线城市转移；受高基数影响，2017 年房地产销售面积和销售面积增速下滑严重，达历史低位；其中一线与核心二线城市供给不足，导致销售面积增速不断下滑，三线城市销售情况表现仍最佳，但预计三四线城市销售增速将快速下滑；预期未来 6~12 个月新建住宅价格指数增速仍将保持逐步下行状态

2016 年开始，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，受高基数影响，商品房销售增速持续下滑，2017 年 1~10 月，全国房地产销售面积 130,254.00 万平方米，同比增长 8.20%，较去年同期增速下降 18.60 个百分点，增速创历史新低，预计未来几个月，销售累计增速将继续回落。

分城市来看，根据 40 个大中城市的月度指标显示，2016 年，二三线城市销售面积急剧上升，截至 2016 年底销售面积累计同比分别增长 26.63% 和 20.46%；一线城市自 2016 年 3 月份开始销售面积同比增速快速下降，又于 12 月微幅拉升后持续下降，截至 2016 年底销售面积累计同比增长 8.96%。2017 年，一线城市历经前期快速增长，可售商品房明显减少，房地产销售市场逐步转向二手房市场，一手房市场成交量出现向二线城市转移的趋势，同时限购政策抑制部分购房需求，导致一线城市累计销售面积同比回落明显，截至 10 月底销售面积累计同比下降 31.10%；二线城市销售面积增速下降明显，但 1~9 月销售面积累计同比仍为正，截至 10 月底销售面积累计同比下降 0.93%；三线城市销售情况表现最佳，虽然增速呈下滑趋势，但截至 10 月底销售面积仍累计同比增加 9.10%，其主要原因是棚改货币化安置政策影响。

在短期内热点城市调控不会放松的情况下，预计 2018 年销售累计增速将持续回落。分城市来看，一二线城市销售增速将继续保持下行状态；三四线城市在棚改货币化政策力度逐渐减轻的大背景下，同时随着本轮三四线城市购买力的消耗与透支，预计三四线城市销售增速将快速下滑。

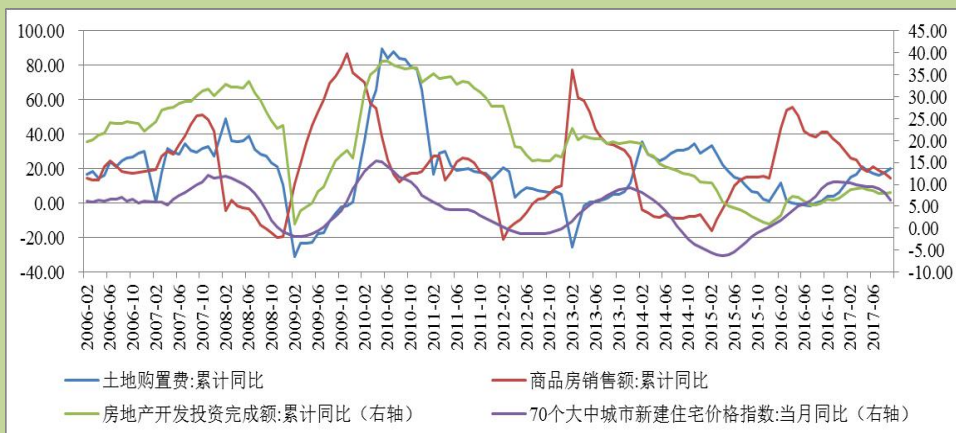
图8 商品房销售面积分城市同比变化情况（单位：万平方米、%）



资料来源：Wind 资讯

销售金额增速领先新建住宅价格指数增速 5~8 个月左右，在此轮房地产周期中，商品房销售额增速在 2016 年 5 月到达顶点，新建住宅价格指数增速在 2016 年 10 月也到达顶点；在预计销售金额增速下滑的情况下，可以预期未来 6 个月新建住宅价格指数增速仍将保持逐步下行状态，具体如下图所示。

图 9 土地购置费、开发投资增速、销售额和新建住宅价格指数之间的关系图



资料来源：联合评级根据 Wind 资讯整理

**库存情况：**截至 2017 年 11 月底，前期去库存政策作用下，全国房地产库存周期不断减少，去库存取得较为显著效果；在住宅新开工与销售面积连续三年倒挂、新开工萎靡的状态下，低库存将成为新常态；政策导向将城市库存与土地供应结合，根据各城市库存去化周期长短，分类调整供地政策

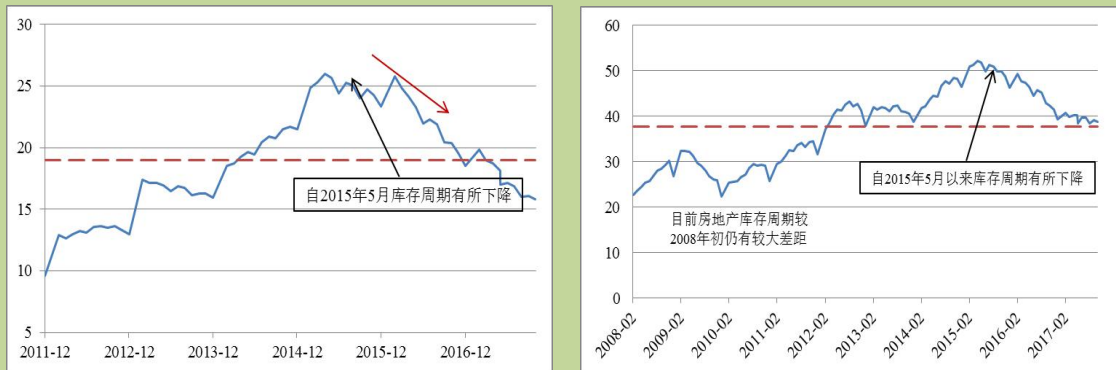
从前期的去库存政策效果来看，自 2015 年 4 月，伴随房地产“3.30”新政后各地放宽居民限购政策以及房贷首付比率从而带动购房需求等去库存政策，同时政府加大供给端控制，现房去化周期整体呈下降趋势，截至 2017 年 11 月底，现房去化周期为 15.83 个月，比峰值时下降了 10.17 个月，现房去库存效果显著。考虑期房后，房地产大口径库存去化周期呈相同变化趋势；截至 2017 年 11 月底，大口径的商品房去化周期为 38.86 个月，比峰值时下降了 13.44 个月，去库存取得较



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。

2017年4月，住建部与国土部发布了《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作通知》，将城市库存与土地供应结合，根据各城市库存去化周期长短，分类调整供地政策，从中央层面对土地供应进行规定，为房地产供给侧结构性改革提供支持，预计库存将保持平稳或小幅下降。

图 10 现房口径<sup>2</sup>和大口径<sup>3</sup>房地产库存去化周期数据（单位：月）



资料来源：联合评级根据 Wind 资讯整理

资料来源：联合评级根据 Wind 资讯整理

### 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。**

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。

2016 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 18.81% 和 25.33%，分别较上年提高 1.94 和 2.52 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 12.19% 和 15.94%，分别较上年提高 0.88 和 1.32 个百分点。2017 年 1~9 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 24.40% 和 32.50%；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%。

表 3 2014-2017 年 9 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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
前 10 大企业销售额占比	17.19	16.87	18.81	24.40
前 20 大企业销售额占比	23.15	22.82	25.33	32.50
前 10 大企业销售面积占比	10.51	11.31	12.19	15.80
前 20 大企业销售面积占比	13.74	14.62	15.94	20.30

资料来源：CRIC

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，

<sup>2</sup> 现房口径：现房待售面积与 6 个月移动加权平均销售面积

<sup>3</sup> 大口径：将历史累计新开工面积扣除未拿到预售许可证的面积（假设为最近 6 个月的新开工面积）和已销售面积，剩余面积就是大口径库存面积。

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；从2016年全年房企销售额来看，千亿房企阵营12家，2,000亿房企增至6家，3,000亿房企3家，2016年恒大以3,733.7亿元的销售额超越万科成为行业第一。据中国指数研究院统计的2017年上半年房企销售额情况，碧桂园、万科和恒大迈入两千亿门槛，绿地、保利、中海、融创进入千亿阵营，再次呈现强者恒强局面。

表4 2017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	中国海外发展有限公司
2	万科企业股份有限公司	7	大连万达商业地产股份有限公司
3	碧桂园控股有限公司	8	融创中国控股有限公司
4	绿地控股集团有限公司	9	华夏幸福基业股份有限公司
5	保利房地产（集团）股份有限公司	10	龙湖地产有限公司 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

#### 四、行业政策

2016年下半年，全国房地产市场的重新火爆为调控思路的转变和升级设了铺垫，北京、上海、深圳等城市迎来最严调控政策。2017年，调控政策不断加码，与以往调控政策相比体现为三个特点：第一，热点城市的政策出台“高频次”；第二，调控城市覆盖范围广；第三，政策措施呈现多维度、高覆盖。预售证监管、土地供应调控以及限售等政策，在供给端限制供应的增加，另一方面政府又通过需求端调控（主要是因城施策和货币周期淡化等）防止需求过快衰减。此轮政策调控的思路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

为了应对房价快速上涨防止房地产市场泡沫化，2016年“十一假期”，全国一线及重点二线合计21个城市（包括：北京、广州、深圳、上海一线城市以及南京、苏州、武汉、天津、东莞等二线城市）陆续推出房地产调控政策，从限购、限贷和限价三个方面进行调控。一线城市中广州提高了首套房最低首付比率至30%，同时提高已有一套住房且相应购房款未结清购买二套房首付比率不低于70%，北京与上海对新房销售价格实施限制。重点二线城市均对购房进行了限制，同时部分城市上调了购房首付比率。11月中旬，武汉、杭州、深圳、南京等地的楼市已推起第二轮调控的波澜，这一轮的调控，整体上都是在国庆调控政策的基础上，从公积金、社保和个税缴存年限、贷款比例等方面，进行了加码。11月28日，上海、天津限购政策再升级，而上海楼市政策加码“认房又认贷”，力度更是比北京、深圳更严厉。然而，国庆期间密集调控之后，房地产市场并未回归平稳健康发展轨道，房价上涨压力并未减弱。

2017年，调控政策不断加码，更多三四线城市加入调控行列。“限售”成为2017年房地产调控一大亮点，自3月份厦门率先落地个人限售令，限售城市现已扩容至46城。

与此同时，金融去杠杆持续推进，严格限贷同时，热点城市严查“消费贷”资金流向，严防资金违规流入房地产市场。在购房市场压制需求、遏制投资、降低购买力之后，三四季度开始全力推进租赁市场建设发展，12城首批开展住房租赁试点，各地方土地供应层面也纷纷予以积极支持。

2017年4月6日，住房和城乡建设部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，通知指出，各地要根据商品住房库存消化周期，适时调整住宅用地供应规模、结构和时序，对消化周期在36个月以上的，应停止供地；36~18个月的，要减少供地；12~6个月的，要增加供地；6个月以下的，不仅要显著增加供地，还要加快供地节奏。

2017年7月下旬，中共中央政治局召开了会议，提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”。长效机制要遵循供给侧结构性改革思路，以扩大供应、疏解需求为核心实现房地产市场供需平衡。培育和发展住房租赁市场是建立长效机制的一个重要方向，我国首部住房租赁法规已公开征求意见，立法步伐正在加快。住建部等9部委近日支持在人口净流入大中城市培育和发展住房租赁市场，并选取12个城市先行试点。

2017年8月3日，北京市城乡和住房建设委对《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发〈北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）〉的通知》面向社会各界公开征求意见，希望通过引入政府与购房人按份共有产权，有效调节产权比例，对引导新的住房消费理念有重要影响。

2017年9月21日，住房城乡建设部印发《关于支持北京市、上海市开展共有产权住房试点的意见》，支持北京市和上海市深化发展共有产权住房试点工作，鼓励两市以制度创新为核心，结合本地实际，在共有产权住房建设模式、产权划分、使用管理及产权转让等方面进行大胆探索，力争形成可复制、可推广的试点经验。

2017年10月18日，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告，明确提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，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”，十九大报告对于房地产行业调控的基调并未发生变化。

## 五、发债房企经营情况

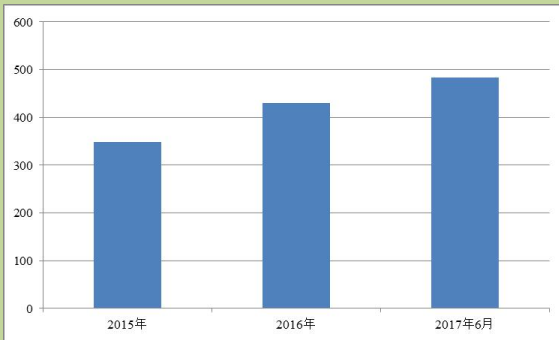
联合评级对覆盖的房地产行业口径发债企业年报进行梳理分析，截至2017年10月底，联合评级覆盖企业共计148家。

**2016年以来，样本发债房企整体资产结构较为稳定，债务负担尚可；房地产企业库存周转能力有所提升，去库存压力下降；销售商品、提供劳务收到的现金增幅较大，但行业整体利润空间减小，盈利能力有所下降，EBITDA对债务覆盖倍数覆盖程度一般；全债券市场口径下，房企在2018年和2019年将有一定集中偿付的压力**

从资产负债情况来看，根据所能获得的样本房企最新一期财务数据，样本房企平均资产规模由2015年底的646.68亿元增至2017年6月底的956.19亿元。截至2016年底，资产规模达到5,000亿以上的房企4家，占2.70%；1,000~5,000亿元的房企31家，占20.95%；500~1,000亿的房企27家，占18.24%；100~500亿的房企共77家，占52.03%；100亿元以下的房企9家，占6.08%，其中资产规模最大的为中国恒大地产，截至2016年底总资产达12,401.38亿元。存货管理方面，截至2016年底，房企平均存货余额为429.66亿元，较年初增长23.37%。2016年，房企平均存货周转率为0.63次，较2015年0.58次略有增长，显示出房地产企业库存周转能力有所提升，去库存压力下降。从预收账款来看，截至2016年底，截至2017年6月底，房企预收账款平均余额199.30亿元，较年初增长24.14%，显示2017年上半年房地产市场销售情况持续改善。此外，就预收账款/存货来看，由年初的0.33倍升至2017年6月底的0.38倍，表明房企去化力度有所提高。负债

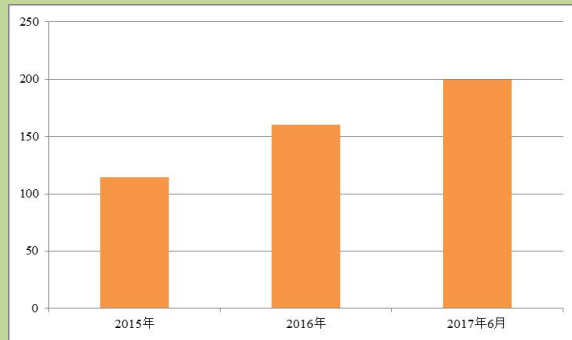
方面，2017年6月底房企资产负债率平均水平为72.49%，较年初小幅增长0.33%；房企有息债务资本化率平均水平由2016年底的55.54%升至2017年6月底的56.66%，反映出2017年上半年房地产行业债务负担有所增加。

图 11 房企平均存货变化情况（单位：亿元）



资料来源：Wind 资讯，联合评级根据公开资料整理

图 12 房企预收账款变化情况（单位：亿元）



资料来源：Wind 资讯，联合评级根据公开资料整理

从盈利情况来看，房企2016年平均营业收入185.14亿元，同比增长24.48%；平均净利润为21.76亿元，同比增加2.43个百分点。盈利能力方面，房企平均销售毛利率由2015年的34.20%降至2016年的31.13%，而平均净资产收益率则由11.98%降至10.50%，行业整体利润空间减小，盈利能力有所下降。

从现金流情况来看，截至2017年6月底，房企平均货币资金由年初的122.31亿元升至127.87亿元，销售商品、提供劳务收到的现金由上年同期的95.99亿元升至119.30亿元，平均经营性净现金流由上年同期的3.36亿元下降至-14.49亿元，表明房企2017年上半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。

从偿债能力来看，房企平均流动比率呈持续上升态势，2015年底、2016年底和2017年6月底，房企平均流动比率分别为1.96倍、2.03倍和2.20倍。近三年，房企资产负债率基本保持在72.00%左右，负债水平较为稳定。2015~2016年，房企平均EBITDA债务覆盖倍数分别为0.14倍和0.15倍，覆盖程度一般。

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），2018~2022年，房地产行业债券到期的金额分别为5,565.74亿元、5,757.77亿元、2,783.36亿元、1,304.20亿元和451.50亿元，房企在2018年和2019年债券到期的规模较大，有一定集中偿付的压力。

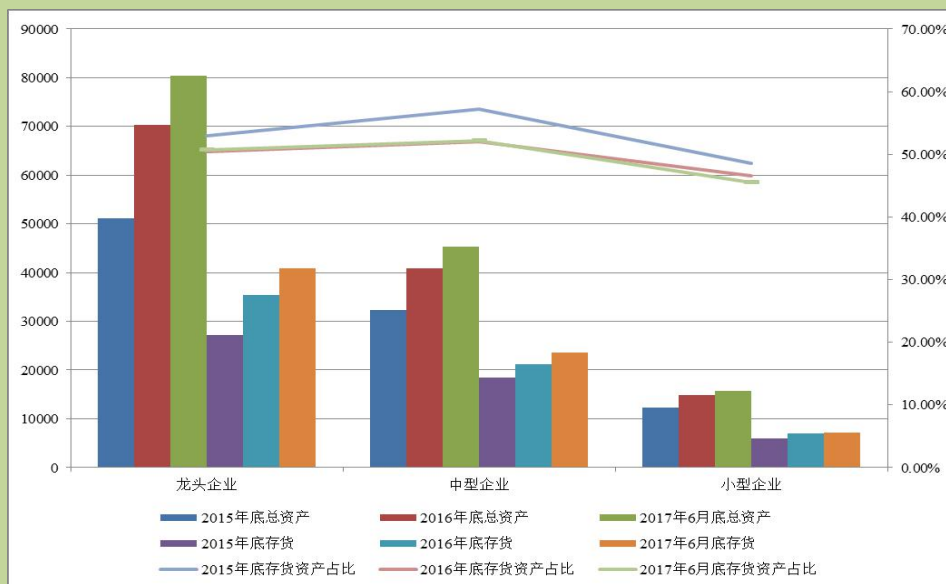
**房地产行业龙头房企平均资产规模和存货规模明显高于中小型房企，且龙头房企资产和存货规模持续明显增长，行业集中度有所提升；2016年行业存货规模整体有所上升，而2017年6月底则出现分化，龙头房企和中型房企的存货占比略有上升**

2015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。从龙头房企存货规模在样本房企中的占比来看，2015~2016年分别为52.60%和56.74%，行业集中度有所提升。龙头房企资产和存货平均规模均呈明显增长趋势，而中小型房企则小幅增长。从龙头房企与中小型房企对比看，2016年底龙头房企平均资产规模超过3,000亿元，而中型房企平均资产规模为691.50亿元，小型房企平均资产规模则仅为225.67亿元。

2016年底，房企存货在资产中的平均占比均较2015年变化不大。其中，龙头房企存货在资产中的占比为50.37%，中型房企存货在资产中的占比为52.08%，小型房企存货在资产中的占比

为 46.51%。2017 年 6 月底，存货占比略有分化，龙头房企和中型房企的存货占比略有上升，而小型房企存货占比略有下降。龙头房企区域分布主要在经济发达的一二线城市，市场环境良好，拿地和开发规模仍在增加；而中小型房企面临三线城市市场疲软、区域地产状况不佳等挑战，后续拿地和开发保持审慎。

图 13 房企资产情况对比（单位：亿元、%）

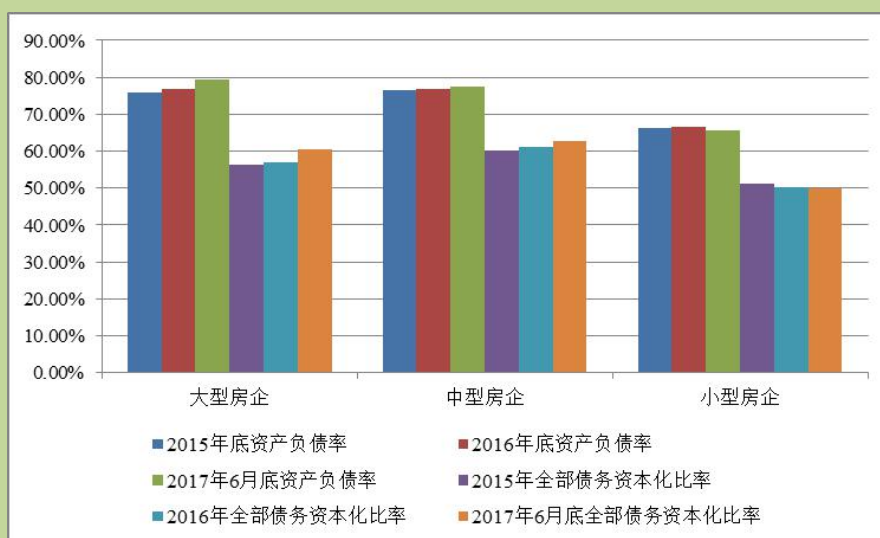


资料来源：Wind 资讯，联合评级根据公开资料整理

大中型房企加大融资力度，负债水平进一步提高；大中型房企资产负债率、有息债务负担明显高于小型房地产开发企业，且 2017 年 6 月以来有进一步提高趋势；而短期偿债能力指标显示，大型房企短期偿债能力普遍弱于中小型房企

从龙头企业与中小型企业对比看，大中型企业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，资产负债率和有息债务资本化率明显高于小型企业。

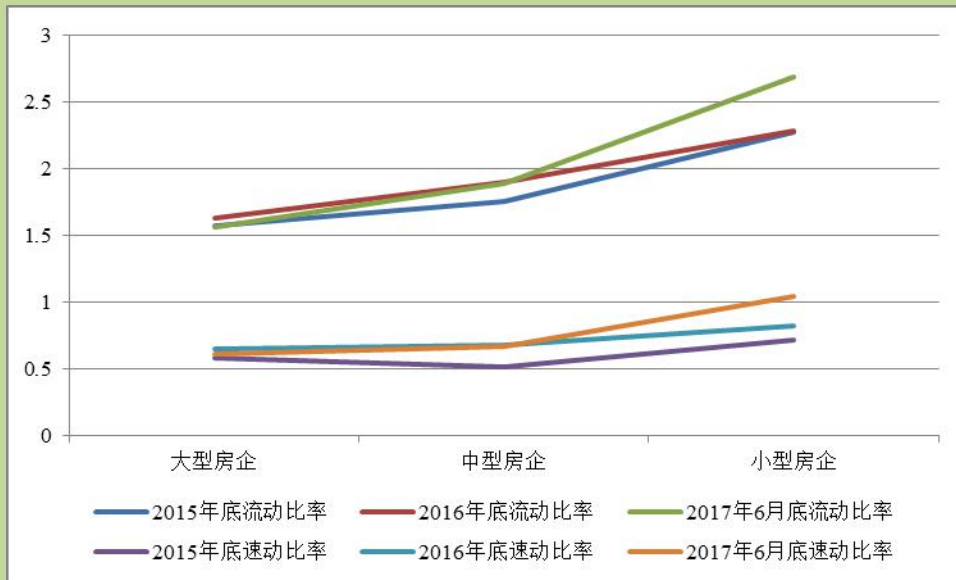
图 14 样本发债房企资本结构情况对比（单位：%）



资料来源：Wind 资讯，联合评级根据公开资料整理

短期偿债能力指标与行业地位呈明显的反向相关关系，龙头企业的流动比率和速动比率整体低于中小型企业。该特征在一定程度上反映出龙头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，导致流动负债规模较大，从而表现为速动比率和流动比率相对较低，但这并不表示龙头企业短期偿债能力较低，而是大型房地产企业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 15 样本发债房企偿债能力对比（单位：倍）



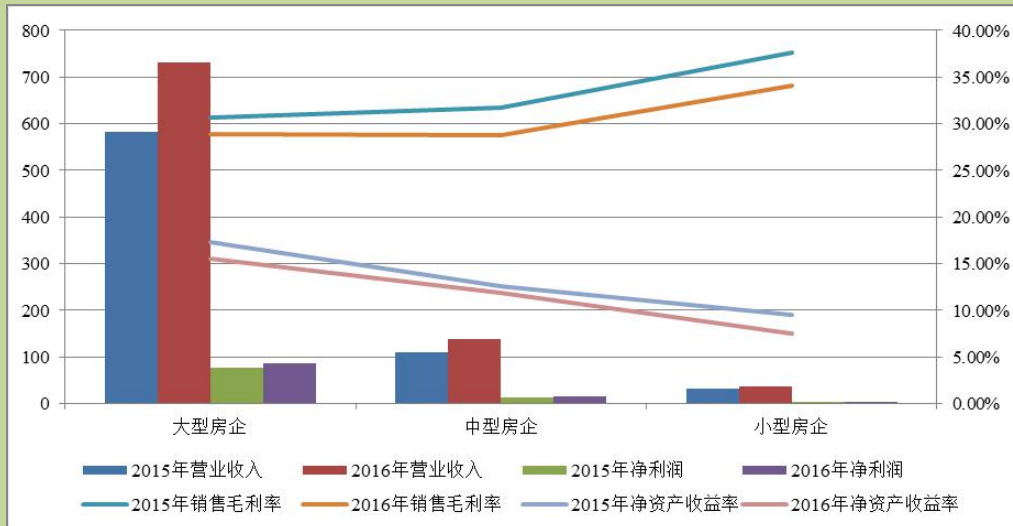
资料来源：Wind资讯，联合评级根据公开资料整理

**盈利能力明显分化，房地产行业盈利能力整体有所下降，但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；行业整体利润空间收窄**

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。2016年，房地产企业营业收入均有所增长；大中型房企行业净利润均呈上升趋势，但大型房企净利润增幅不及营业收入增幅，反映出大型房企盈利空间的收窄。

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，小型企业销售毛利率均值高于龙头企业和中型企业，但从净资产收益率平均值来看，大中小型房企平均净资产收益率均有所下滑，反映出房地产行业盈利能力整体有所下降；但龙头企业仍可实现较高水平的盈利，反映出小型企业在费用等方面控制能力较弱。

图 16 样本房企盈利情况对比（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯，联合评级根据公开资料整理

## 六、房地产行业信用风险展望

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，在各项去库存政策的刺激之下，房地产市场明显回暖。2017年，土地供应节奏加快同时溢价率不断下降，虽然土地购置面积大幅提升，但由于调控不放松、到位资金增速下滑的原因，新开工面积、竣工面积和购置土地面积增速出现明显背离。在新开工萎靡以及供给端政策限制供应的增加了的状态下，低库存将成为新常态，低库存将导致房价增速下行较为缓慢。

政策方面，2016年下半年，全国房地产市场的重新火爆为调控思路的转变和升级设了铺垫。与以往相比，此轮调控体现为三个特点：第一，热点城市的政策出台“高频次”；第二，调控城市覆盖范围广；第三，政策措施呈现多维度、高覆盖。此轮政策调控的思路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，最终实现房地产长期稳定，达到“房住不炒”的效果，预计明年长效机制的蓝图和各项具体措施会陆续出台。

区域方面，考虑到中央强调坚持政策的连续性和稳定性，热点城市限购等政策将不会放松，房企现金回笼压力将进一步加大，毛利率将受政策影响较大；布局一线及核心二线城市企业需要关注拿地成本、利润空间和经营效率；布局核心城市周边的中小城市的房企需要关注政策导向、房价波动和临近的一二线核心城市的房价波动；布局其他中小城市的房企可能面临需求不足、人口结构有待优化和房价波动的风险。

竞争格局方面，大型房地产企业风险相对较小，其风险主要来自于负债率较高，业务转型等；中型房企风险主要来自于经营杠杆较大，拿地价格较高等；小型企业主要面临资金链断裂，无法拿地等风险。

房地产企业方面，新出台的房地产调控政策导致房地产企业短期内销售速度有所下降，同时对房地产企业的融资渠道的限制也将影响房地产企业的现金流状况，在债券到期期限集中在2018年和2019年的背景下，信用资质一般的企业偿债压力将有所上升。

## 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。