



中誠信 25th

1992-2017

中资房地产企业 信用质量分析与展望



行业概况



财务表现



市场表现



评级意见



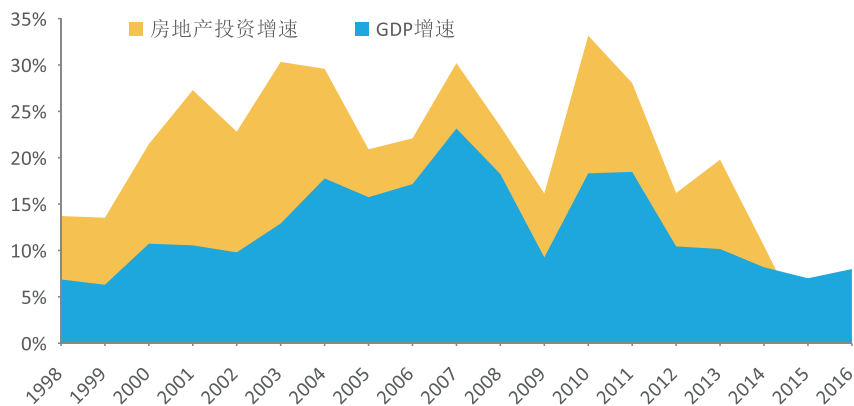
挑战及展望



第一部分 中国房地产行业概况

房地产行业处于产业链的中心，对上游的钢铁、建材、机械及下游的家居、家装、家电等行业的供给和需求具有明显的影响。由于房地产行业涉及的产业链较长、牵涉的政府及金融部门较多，因此房地产行业的运行情况对宏观经济的影响程度显著。自1998年启动城镇房地产市场改革以来，在多项需求因素叠加释放的作用下，我国房地产市场保持了近二十年的快速增长，房地产成为拉动经济增长的重要行业之一。

图1: 1998~2016年房地产投资增速与GDP增速

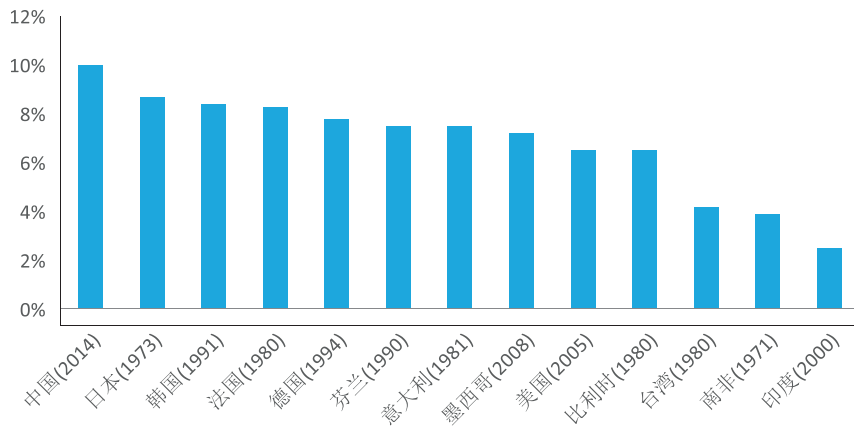


数据来源: 国家统计局, 中诚信整理

我国房地产行业对宏观经济具有明显拉动作用

由于房地产业具有很强的产业关联性，其对中国经济发展的重要性远远超过了房地产投资本身。自2003年起，房地产被定位为国民经济发展的支柱产业，逐渐成为拉动我国经济增长的主要动力。从房地产行业与宏观经济的关系来看，房地产投资是固定资产投资的重要组成部分，近二十年来我国房地产投资占固定资产投资的比重逐渐上升并保持在20%左右，房地产投资的增速变动与固定资产投资高度相关。另外，资本形成对中国经济增长仍具有重要影响，2009年我国资本形成总额对经济增长的贡献一度高达87.1%，尽管近年来最终消费对经济增长的拉动逐渐攀升，但资本形成对国内生产总值增长贡献仍占一半左右。因此，房地产投资增速与中国经济增

图2: 全球主要经济体住宅建设投资GDP占比的最大值



数据来源: 国家统计局、IMF, 中诚信整理

长具有较高的相关性，房地产投资对于经济增长的拉动作用亦十分明显。

根据人民大学研究数据显示，2003年至2013年的十年间，占比超过两成的房地

产投资，对经济增长的平均贡献度达到了12.5%，平均每年拉动经济增长1.3个百分点。房地产业的关联产业对经济增长的带动效应比房地产业本身对经济增长的贡献

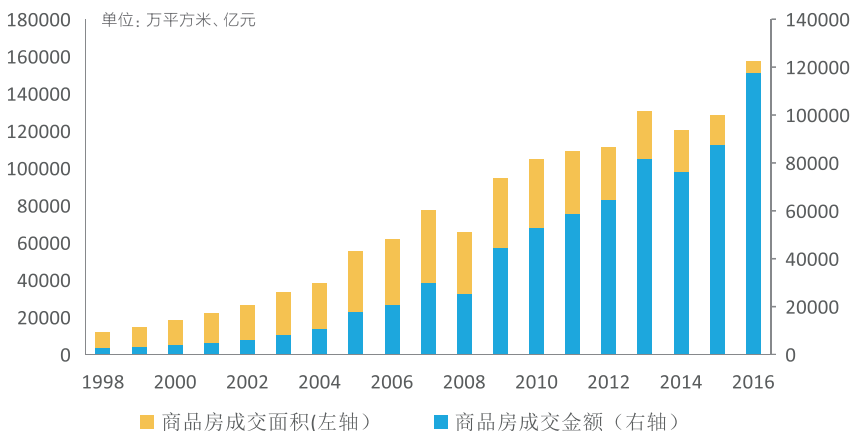
还要大，前者是后者的1.4倍左右。这就意味着房地产相关产业对经济增长的贡献度达到了17.5%，平均每年能够拉动GDP增长1.7个百分点。另外，从全球其他经济体房地产行业在国民经济中的地位和作用来看，由于世界各国的资源禀赋、社会体制和发展模式有所不同，经济增长路径也存在差异，不同国家在不同时期对于房地产行业的定位不尽相同且不断变化，尽管房地产行业在各国国民经济中均承担重要角色，但房地产对其经济增长的拉动作用均弱于中国。

中国房地产市场保持了较长时间的高速增长，目前市场规模为美国的近七倍

自1998年启动城镇房地产市场化改革以来，在城镇化加速推进、人口红利的持续释放，以及相对宽松的资金环境下，我国房地产市场得到了快速发展。从成交量的角度来看，1998年我国商品房成交面积为1.22亿平方米，2016年全国商品房成交面积增长至15.73亿平方米，近二十年间年均复合增长率为15.26%，期间仅有2008年及2014年经历了成交面积的下滑。与成交面积相比，房地产市场成交金额的增长更加明显，2016年我国商品房成交金额为11.76万亿元，较1998年的0.25万亿元的年均复合增长率达23.86%，近二十年间增长近50倍。自1998年以来，我国商品房累积成交133.45亿平方米，按2016年末全国城镇人口7.93亿人计算，人均成交面积约为17平方米；我国商品房累积成交金额为71.5万亿元，人均成交金额为9万元。

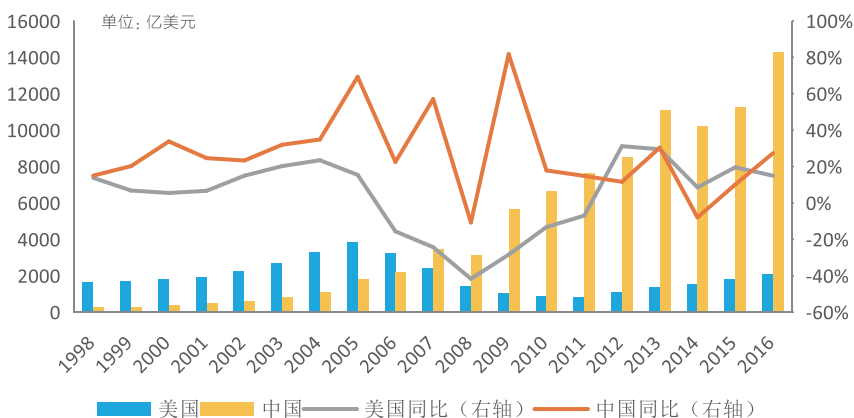
相较于全球其他主要经济体，中国房地产市场的发展表现出起步晚、速度快、市场规模大的特征。作为全球最大经济体，美国房地产市场已由增量市场向存量市场转变，近二十年来美国新增住宅市场呈现剧烈波动，其中2005年美国新增住宅市场实现销售金额3810亿美元，为近50年以来的最高值；2008年美国房地产市场销售金额同比降幅达41.69%，后经历了连续数年下跌，至2011年成交金额萎缩至819亿美元，为近50年的最低值。2016年美国房地产市

图3: 1998~2016年全国商品房成交面积及金额



数据来源: Wind, 中诚信整理

图4: 1998~2016年中国及美国新增住宅成交金额及增速



数据来源: 中国国家统计局, 美国人口普查局, 中诚信整理

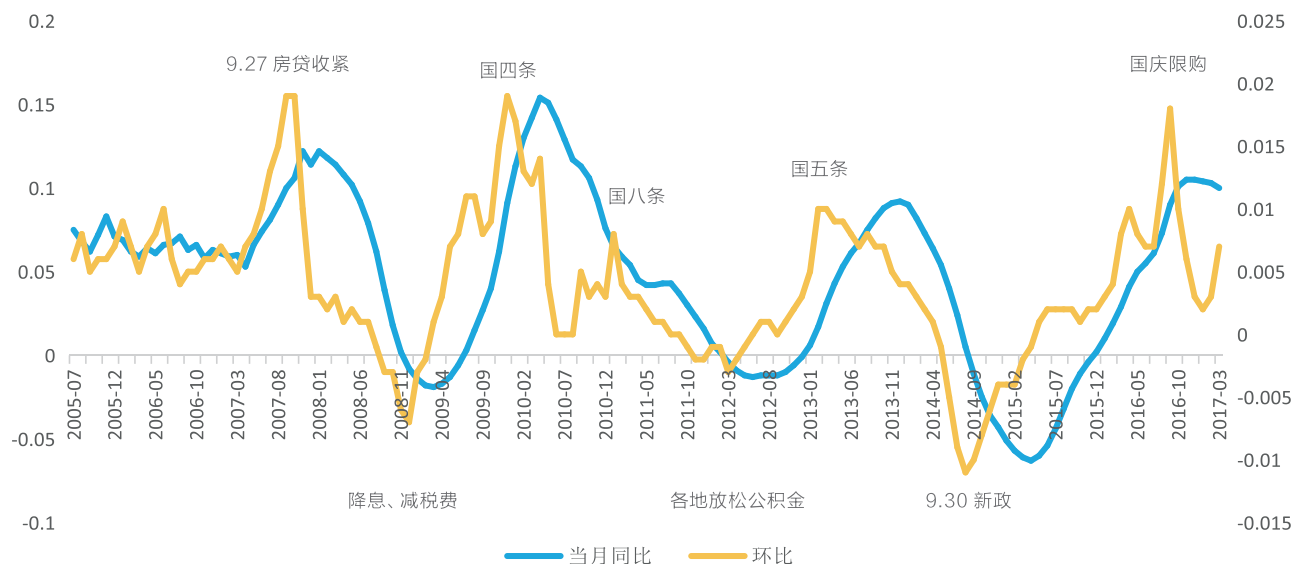
场共成交新建房屋56.3万套，平均成交单价为37.08万美元/套，新增住宅市场整体成交金额约为2087亿美元。中国新增住宅市场规模自2007年超过美国市场，由1998年的不足美国的15%增长至2016年为美国的6.88倍。

调控政策下中国房地产市场呈一定周期性波动，城市间表现分化，增速放缓趋势明显

尽管我国房地产市场整体呈现高速发展的态势，但仍表现出一定周期性波动特征，周期性波动的原因除2008年全球金融危机及2009年四万亿刺激政策外，主

要来自于房地产市场调控政策的影响。我国房地产市场发展大体可分成两个阶段，划分节点大约位于2007年前后。2007年之前，我国房地产市场处于稳步发展阶段，而2007年之后政策调控开始频繁，至今房地产市场经历了两个半较为明显的周期性波动。房地产行业调控的渠道主要包括货币、信贷、税收及购房资格等，调控政策已成为短期内调节房地产市场成交量和价格的主要方式。

图5: 2005~2016年调控政策与全国70个大中城市新建住宅价格指数



数据来源: Wind, 中诚信整理

另外, 中国房地产市场也表现出明显的区域分化现象, 一、二线城市因较强经济发展实力和人口吸附能力带来的住房需求, 以及相对合理的土地供应, 使得其房地产市场整体保持了较快发展。近年来一、二线城市住宅成交面积及成交金额占比逐年上升, 其中成交金额的提升更为明显, 2016年一、二线城市¹成交金额占比为由2011年的48%提高到53%。从住宅成交价格上涨幅度来看, 2007~2016年间, 全国住宅成交均价年均复合增长率为9%, 其中一线城市和二线城市年均复合增长率分别为15%和11%。同时, 从库存水平来看, 截至2016年末, 一线城市存货去化周期均在5~10个月之间, 且其待开发土地规模及空置率均处于较低水平; 二线城市存货去化周期下降也较为明显, 2016年末二线城市存货去化周期亦处于合理水平, 但部分二线城市存在较大规模的待开发土地, 未来随着项目新开工的推进, 其库存去化压力将有所上升并对房价带来压力; 而其他城市尽管存货去化有较大的改善, 但普遍存在待开发土地规模大及空置率高的情况。



中国房地产行业经历了近20年的快速发展, 整体市场逐渐由供应极度短缺向供需基本平衡转变, 并表现出区域分化的特点。2016年, 中国房地产市场住宅成交面积和金额均达到了历史最高值, 这主要是因为2011~2014年为我国住宅新开工面积的高峰, 充足的供应加上宽松的货币环境及去库存力度的加大, 使得2016年全国住宅销售面积及金额均明显上升。2015年以来, 全国住宅新开工面积已明显回落, 随着房地产市场进入供需平衡阶段, 未来全国新开工面积也难以达到2013年的高峰, 我国住宅销售面积增速将逐步放缓。另外, 根据2007年以来调控政策下中国房地产市场周期性波动的规律, 预计未来短时间内我国住宅销售面积及金额均将出现增速的回调。

¹一线城市(4个)为北京、上海、广州、深圳;

二线城市(28个)为天津、重庆、杭州、南京、武汉、成都、大连、厦门、西安、长沙、宁波、无锡、福州、沈阳、青岛、济南、南昌、合肥、郑州、太原、石家庄、长春、哈尔滨、南宁、昆明、贵阳、苏州、呼和浩特。



第二部分 中资房地产企业财务表现

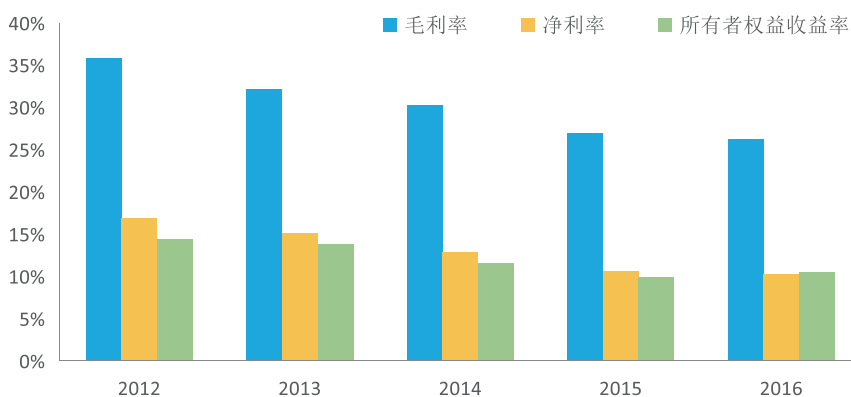
中国房地产行业的快速发展催生出数以千计的房地产企业，截至2016年末，中国共有112家A股房地产上市公司及135家港股上市公司。近年来，我们对其中销售金额排名前100位的房地产上市企业进行了持续的跟踪，从财务表现上来看，中资房地产企业呈现出盈利空间收窄、集中度趋势日趋明显、偿债指标表现分化、龙头房企流动性增强等特征。

盈利空间收窄，房地产企业由粗放式经营转向精细化运作

在行业充分竞争及土地价格上升等因素的影响下，中资房地产企业的利润空间被不断侵蚀，行业整体利润率下滑趋势明显。2016年上市房企实现营业收入27,151.00亿元，较2012年年均复合增长26.73%；毛利率为26.28%，较2012年下降9.53个百分点；净利率为10.27%，较2012年的16.87%下降6.60个百分点；所有者权益收益率为10.52%，相比2012年的14.36%下降3.84个百分点。

由土地市场竞争加剧导致的行业盈利空间的收窄，对中资房地产企业项目运作能力提出了更高的要求，房地产企业盈利能力的决定性因素已由几年前的土地价格占主导地位转变为考察项目的操盘能力及成本的控制能力。在行业利润率整体较高的环境

图6：2012~2016年上市中资房地产企业盈利指标变动情况



数据来源：Wind，中诚信整理

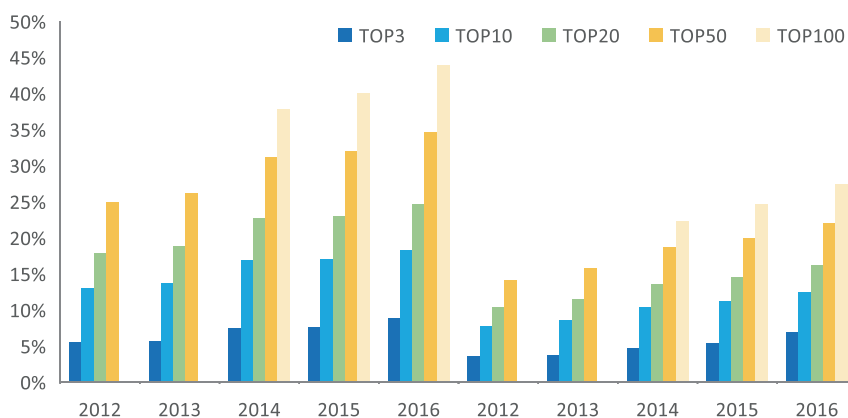
下，中小型房地产企业在区域性土地获取方面的优势将使其具备有利的竞争地位。但随着行业整体利润率的下滑以及土地市场规范程度的提升，中小型房地产企业在产品设计、项目销售、融资成本等方面的劣势将使其面临较大的竞争压力，并成为大型房地产企业加强区域扩张过程中的并购对象。

规模集中度进一步提高，但仍有一定的上升空间

近年来，房地产行业利润率的下降压缩了中小企业的生存空间，行业集中度不断提高，行业竞争的重心逐步倾向于企业的资金实力、项目运作能力及品牌影响力。2016年签约销售金额排名前10的中资房地产企业销售额占全国市场的比重从2012年的12.98%上升至18.35%；行

业排名前100的房企销售额市场份额已升至43.92%，占比接近一半。销售门槛方面，2016年TOP100房企上榜金额门槛从2014年的70亿元提高至157亿元，大幅增长124.29%；TOP20销售门槛提升最快，由2014年的289亿元大幅增至647亿，大幅提升了123.88%；而TOP10房企销售金额门槛达到1,100.2亿元，较2014年增加442亿元，增长率为67.17%。未来随着行业利润率的进一步回落，中小企业被并购的压力将继续上升，房地产行业集中度提升速度将明显加快。

图7: 2012~2016年中资房地产企业销售额及销售面积集中度情况

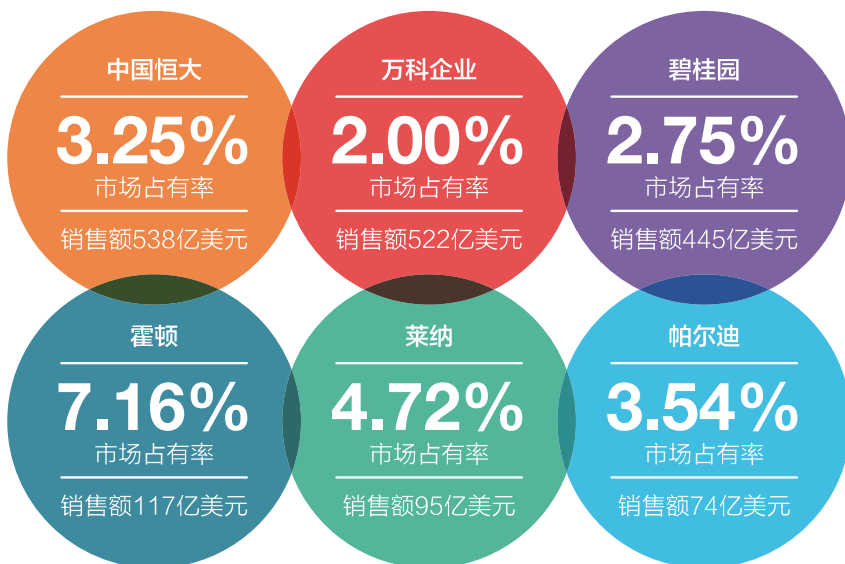


数据来源: 公司年报, 中诚信整理

从美国的经验来看, 目前美国龙头房地产企业霍顿 (DR. Horton)、莱纳 (Lennar) 及帕尔迪 (PulteGroup) 均通过并购方式提升了各自的市场占有率。其中, 霍顿在过去近二十年的时间里进行了20余次并购, 使其连续15年获得美国成交套数排名第一的市场地位; 莱纳亦将收购作为其进入新区域的主要方式, 历史上收购两家美国上市房地产公司使其区域范围得到了较大的扩充并同时加强了其

在佛罗里达区域的市场地位; 帕尔迪曾在2009年收购当时美国第四大房地产企业桑达克斯 (Centex) 并获得了排名第一的市场地位。整体而言, 2016年, 霍顿、莱纳、帕尔迪按销售套数的市场占有率分别为7.16%、4.71%及3.54%, 三者合计占比达到15.41%, 超过中国前三大房地产开发商市场占有率合计近8个百分点, 中资房地产企业规模集中度仍有较大的提升空间。

表1: 2016年美国及中国前三大房地产企业销售及市场占有率



注: 市场占有率统计口径为销售套数及销售面积。

数据来源: 公司年报、中国国家统计局、美国人口普查局, 中诚信整理

债务规模大幅增长, 偿债指标表现分化, 龙头房企具有更强的流动性

近年来, 在销售规模大幅增长及融资环境日趋宽松的影响下, 中资上市房地产企业债务规模大幅增长。截至2016年, 上市房企债务规模总量为39,391.20亿元, 较2012年末年均复合增长38.41%; 其中, 短期债务为10,493.17亿元, 占比26.64%, 较2012年末的35.01%下降8.39个百分点。从融资成本来看, 在宽松的融资环境下, 近年上市房企公开市场融资成本逐年降低。以交易所公司债及银行间中期票据这两个主要的公开市场融资工具为例, 2016年上市房企公司债、中票发行平均利率分别为5.17%和4.26%。其中, 大型房企凭借较高的信用评级和较强的综合实力, 在发行期限及发行利率上均取得了明显的优势。2016年第一梯队²上市房企发行公司债券和中期票据合计1,287亿元, 平均期限在5年以上, 发行时平均利率仅为4.38%, 分别低于第二梯队和第三梯队上市房企0.98个百分点和1.67个百分点; 第二梯队上市房企2016年发行公司债券和中期票据合计1,167亿元, 平均期限约4.48年, 发行时平均利率为5.36%; 第三梯队上市房企发债规模相对较小, 2016年共计发行公司债券和中期票据1,073亿元, 平均期限为4.06年, 发行时平均利率为6.05%。

伴随房企规模快速扩张, 近年房企财务杠杆水平持续小幅提升, 截至2016年末上市房企资产负债率为74.13%, 净负债率为92.07%, 分别较2012年末上升2.63个百分点和19.63个百分点, 其中第一梯队房企财务杠杆水平最低, 2016年末净负债率为78.22%; 第二梯队房企净负债率为

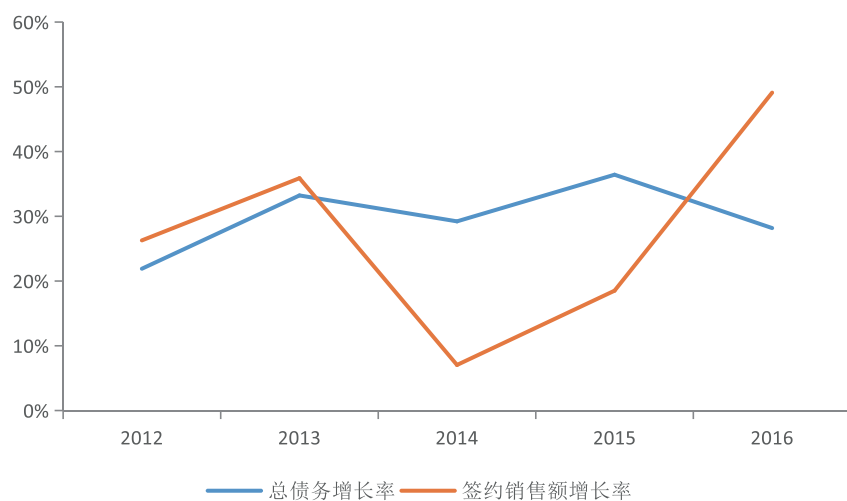
² 结合2016年签约销售额及2016年末总资产规模, 中诚信将100家上市房企分成三个梯队, 其中第一梯队房企16家, 为销售额650亿元以上、总资产规模1,500亿元以上的企业; 第二梯队房企为销售额300亿元以上、总资产规模500亿元以上的企业, 共20家; 余下的64家房企分为第三梯队。

116.59%，处于行业较高水平。偿债能力方面，近年来上市房企获现能力逐年增强，但增幅有所收窄，同时受房企债务规模持续攀升影响，上市房企EBITDA利息保障倍数有所弱化，2012~2016年分别为2.78倍、2.41倍、1.94倍、1.85倍和1.81倍，然而上市房企经营所得仍能对债务利息支出形成较好保障；从各梯队上市房企数据来看，得益于较强的盈利能力及稳健的经营策略，第一梯队房企偿债指标始终位于行业较高水平，整体具备较强的抗风险能力，而第三梯队房企经营所得对利息支出覆盖程度相对较弱，且在近年行业利润收窄背景下其EBITDA利息保障倍数已降至1倍以下。

2016年良好的销售形势使得房地产企业签约销售金额增速超过债务增速，而房

地产企业结算确认收入滞后于销售，2016年签约销售金额将在未来1-2年内确认收入，2017年房地产企业营业收入将延续增长趋势。另外，目前上市房企资金相对充裕，年末手持货币资金逐年上升，2016年末上市房企货币资金余额约15,514.95亿元，近五年年均复合增长率32.25%；同期上市房企短期偿债能力显著增强，2016年末货币资金/短期债务为1.48倍，较2012年末增加0.59倍。债务方面，2016年宽松的融资环境为房企融资提供了有利条件，房地产企业纷纷提前为资本性支出融资，同时通过置换债务降低整体的融资成本，预计2017年房地产企业债务增长将会放缓，EBITDA利息覆盖倍数有望得到改善，房企信用质量将得到提升。

图8: 2012~2016年中资上市房地产企业签约销售金额增速及债务增速对比



数据来源: Wind, 上市公司年报, 中诚信整理



同时，龙头房企凭借其规模及品牌优势将在竞争中取得更强的市场地位，随着其销售集中度的进一步提升，销售排名靠前的中资房地产企业将实现更快的销售增速，并获得更多的内在流动性补充来源。另外，龙头房企在公开市场融资等外在流动性补充来源方面亦将获得更多的便利，可以以更低的融资成本获得期限更长的资金，公开市场融资资源也将向龙头房企倾斜，未来中资房地产企业信用质量将进一步分化。

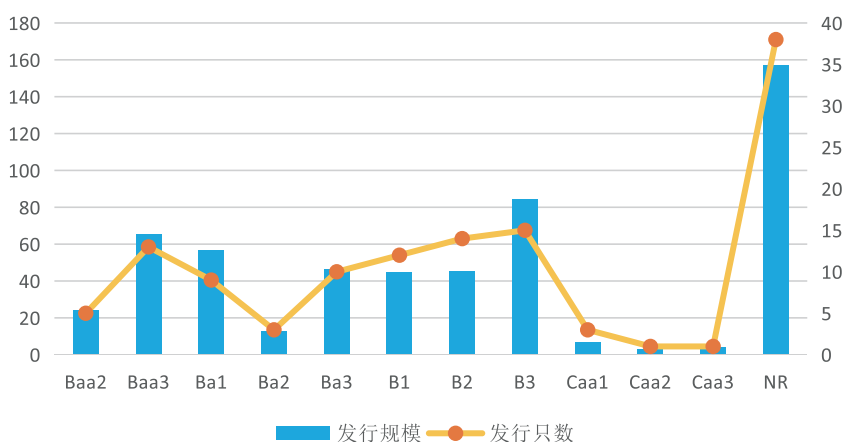


第三部分

中资房地产企业的境外债券市场表现

目前境外市场上存续的中资地产债券以美元债券为主,信用等级普遍集中在投资级以下,发行时投资者大多根据信用等级要求较高的风险溢价。但在二级市场高收益债券整体走势震荡的大环境下,新上市的中资地产债券的收益率却纷纷走低至同等级高收益债券均值以下,一定程度上反映出投资者对中资房地产企业实际信用质量和投资价值的认可,与其评级形成反差。

图 9: 中资美元地产债穆迪评级分布

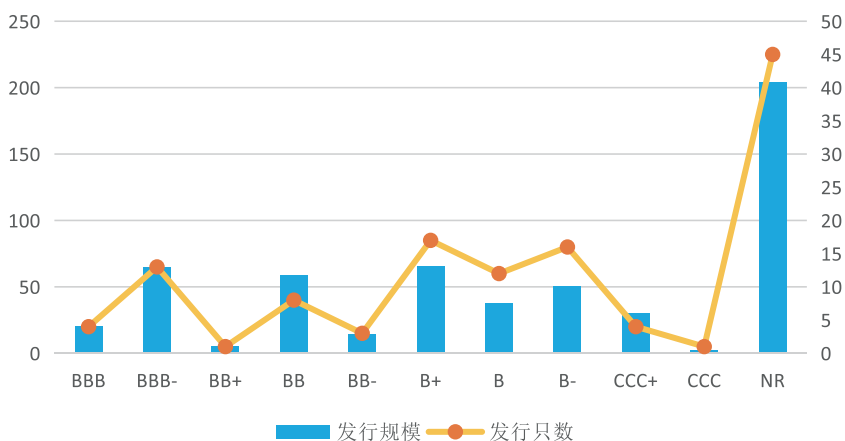


中资房地产债海外评级普遍较低,发行成本显著偏高

(1) 中资地产债评级集中在B附近,历史上仅出现过1例违约

目前市场上124只存续美元地产债共计551.45亿美元,从评级分布来看,穆迪公司无评级债券38只,共计157.1亿美元,占存量只数比约为31%。穆迪公司出具的评级的债券86只,分布介于Caa3与Baa2之间。其中,投机级别68只,占有评级债券比约79%;投资级别的债券18只,仅占有评级债券的约21%。标普公司的评级分布介于CCC和BBB之间,整体来看也是无评级债券发行规模更大,涉及45只共计204.1亿美元,已评级债券中以投机级别为主,数量为62只,占有评级的存续期美元地产债金额的78.48%。

图 10: 中资美元地产债标普评级分布



从2017年新发债的情况看，截至5月中旬，中资美元地产债共发行27只，涉及债券金额119.6亿美元。从评级表现来看，穆迪无评级债券最多，为12只共计46.1亿美元，占2017年以来发行金额的38.5%，其他集中在投机级别的B2和B3，其中B3评级的债券最多，共计28亿美元，占有评级债券金额的47.6%。标普也是无评级债券最多，为13只共计68.75亿美元，占2017年以来发行金额的57.5%，其次为B-评级的债券，共计26.5亿美元，占有评级债券金额的52.1%。

从中资美元地产债信用等级的变化趋势来看，2017年以来，穆迪和标普两家公司出具的评级中，均只有一只投资级别债券，投机级别占比均在90%以上。可见，2017年以来发行的中资美元地产债投机级别的比例较存续期债券明显上升。

尽管债券的信用等级普遍较低，但从中资房企的风险表现来看，自1993年第一次有中资企业海外债券以来，仅出现过1例违约事件。2015年佳兆业集团控股有限公司发生技术性违约，未能在宽限期内支付当年应付美元债券利息，成为迄今为止唯一一家发生美元债券违约的中资房企。整体来看，中资房企的违约率较低。

图 11: 2017 年新发中资美元地产债穆迪评级分布

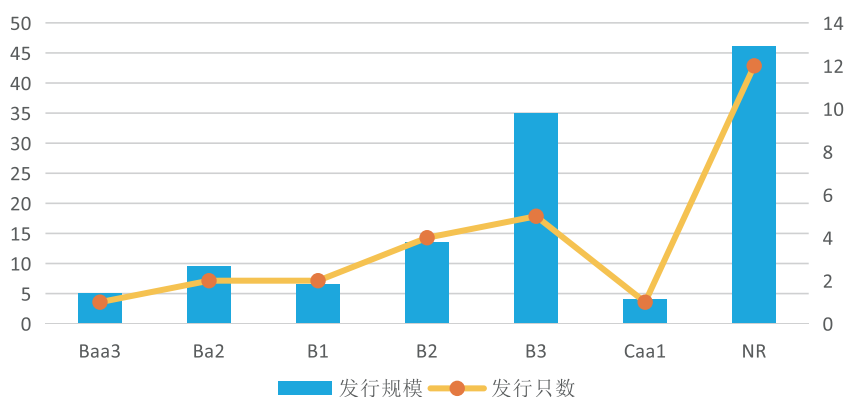


图 12: 2017 年新发中资美元地产债标普评级分布

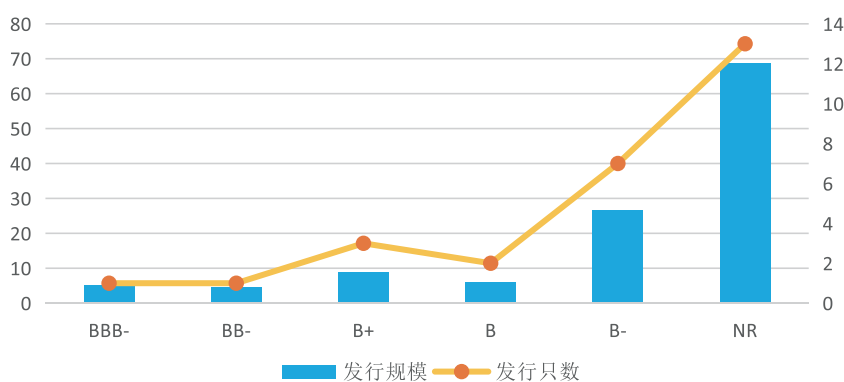


表 1: 中资美元地产债穆迪与标普公司评级分布: 按发行只数

级别	存续期美元地产债: 只数		2017年以来的美元地产债: 只数		投机级别占比(存续)	投机级别占比(2017年以来)
	投资级	投机级	投资级	投机级		
穆迪	18	68	1	14	79.07%	93.33%
标普	17	62	1	13	78.48%	92.86%

(2) 中资美元地产债平均票息率7.4%，成本高于其他国家和行业

将存续期美元地产债和2017年以来发行的美元地产债的发行成本进行比较，从票息率的均值来看，2017年以来的发行成本均值为6.2%，低于存续期债券7.4%的均值。

息票	时间段	2017年新发债	
		存续期债券	2017年新发债
最大值		13.75%	9.5%
最小值		2.6%	3.6%
平均值		7.4%	6.2%

与其他高收益债券相比，对存量债券的数据分析显示³，有赎回条款的中资美元地产债券的票息率平均高出同类亚洲其他行业高收益债券165bp，高于同类其他行业中资企业高收益债券180bp。其中穆迪评级Ba2至B3的债券票息率溢价1个百分点以内，Caa1以下级别债券票息率溢价大多超过200bp。不可赎回的中资美元地产债的票息率平均高出同类亚洲其他行业高收益债券100-300bp。综合来看，中资房企各评级及无评级债券票息率均高于其他亚洲国家和行业的高收益债券。

图 13: 平均票息率分布

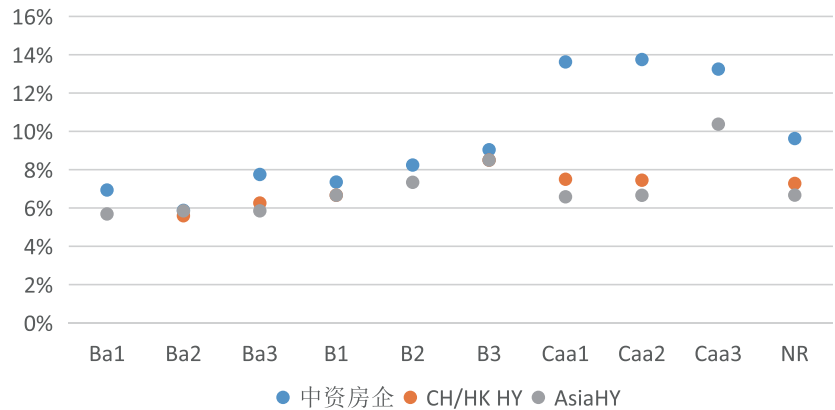
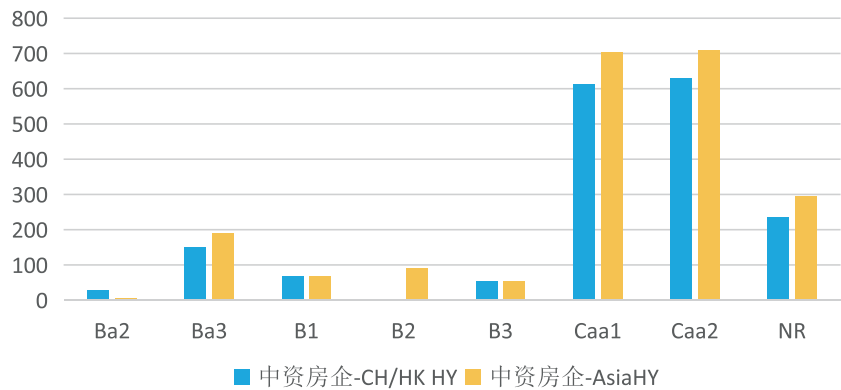


图 14: 可比平均票息率溢价

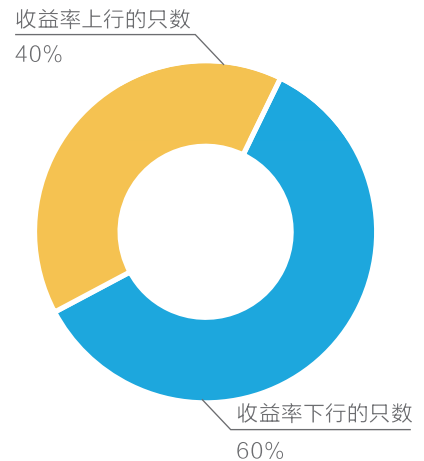


中资房地产债二级市场表现亮眼，普遍受到投资人青睐

(1) 中资房地产债二级市场上市后六成月内收益率下行

与发行时的高票息率形成鲜明对比的是，中资美元地产债在二级市场普遍受到投资者青睐。通过观察2017年以来发行的27只美元地产债上市一个月内的表现，发现大部分个券收益率呈下行趋势。除了亿达中国和时代地产2只债券交易时间不足一个月之外，其余25只美元地产债中上市后一个月内收益率下行的有15只，占比达到60%。

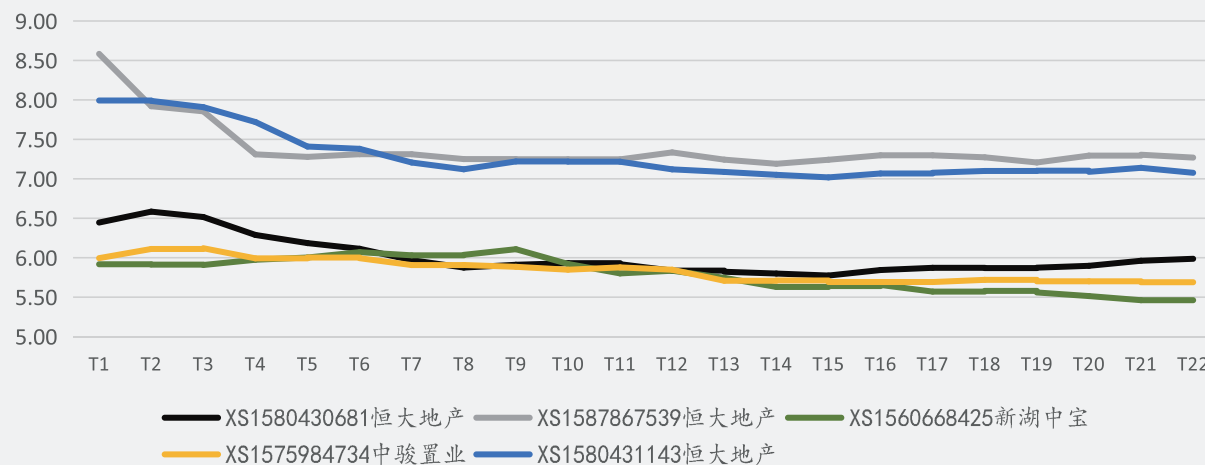
2017年新发中资地产债上市月内表现



³ 根据Morgan Stanley 5月11日亚洲高收益债券及中资房企债券日报数据测算

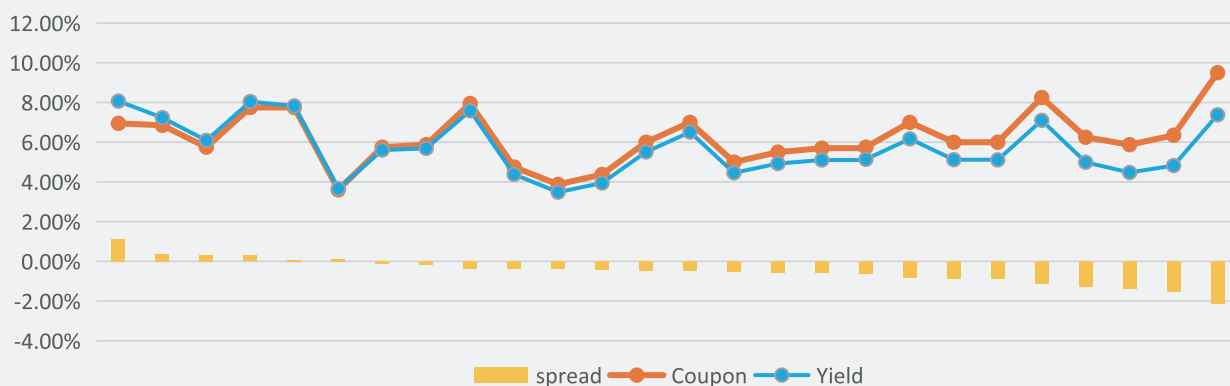
其中收益率下行幅度超过5%的债券分别为XS1587867539恒大地产、XS1580431143恒大地产、XS1560668425新湖中宝、XS1580430681恒大地产和XS1575984734中骏置业，收益率分别下降131.4bp、91.6bp、45.6bp、46bp和32.5bp，收益率下行的幅度分别为15.31%、11.46%、7.71%、7.13%和5.43%。

图 15: 部分中资美元地产债二级市场收益率变化趋势



截至五月中旬，2017年新发的26只固定利率债券中只有6只债券收益率高于票息，其余20只二级市场收益率均较发行时下行，下行幅度最大的超过200bp。

图 16: 2017 年新发债二级市场收益率普遍收窄



(2) 中资房企债券二级市场收益率平均低于其他行业高收益债100bp以上

与其他行业的高收益债相比，相近久期的中资房企债券买卖价中间利率平均低于亚洲其他行业高收益债券183bp，低于中资其他行业高收益债券140bp，尤其是无评级债券和穆迪评级Ba2、Caa1级别的债券交易利差大大低于相近久期其他同级债券，部分投机级债券的市场报价已经接近投资级债券。

图 17: 平均买卖中间价收益率分布

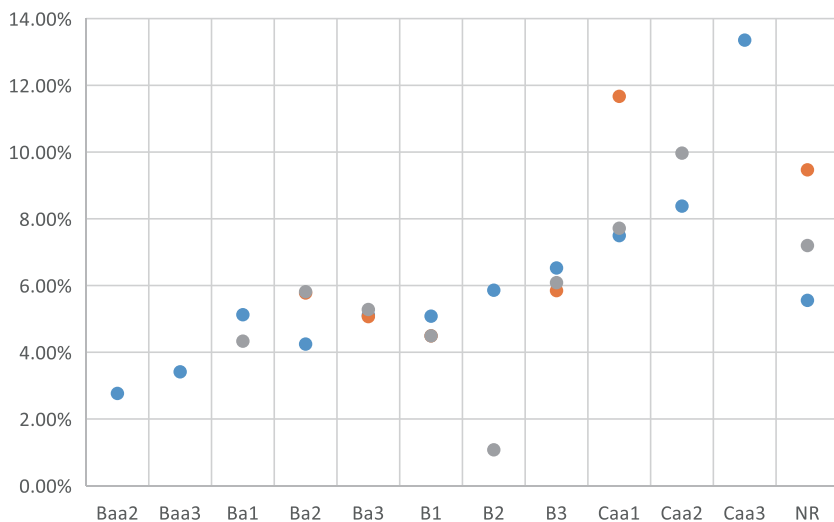
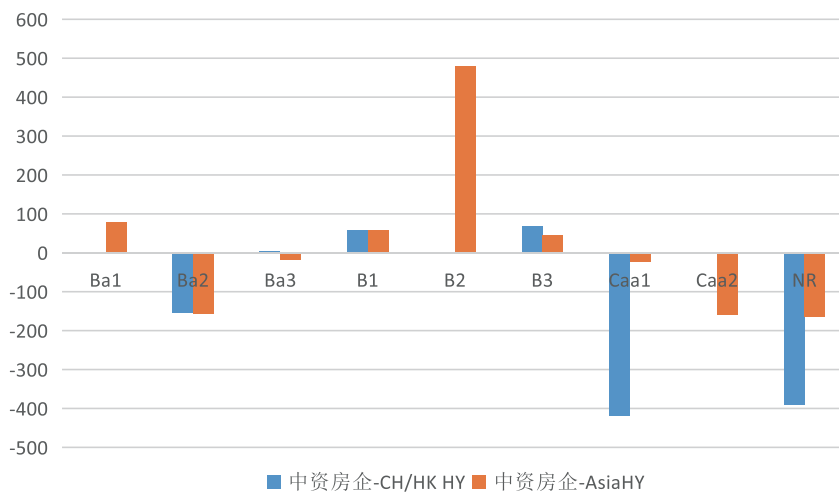


图 18: 平均收益率溢价



通过以上分析可以看出，中资房企的违约情况及二级市场的表现与其级别和发行成本形成显著反差，我们认为其信用质量在发行时存在一定程度的低估。2016年以来，内地资本投资香港债券市场的规模不断增加，带动中资地产债券在一二级市场均有较好表现。相比于其他投资者，内地投资者对中国房地产市场和企业更为了解，内地资金对中资地产企业债券表现出积极的配置态度，反映了内地投资者对于房地产企业和行业整体的乐观预期。在市场对中资房企信用质量进行修正的过程中，进入香港市场的内地资金因为拥有一定程度的信息优势，更容易在这种分化走势中把握投资机会。未来，随着越来越多的投资者对于中国房地产市场和房地产企业的认识进一步加深，优质中资房企债券估值仍有进一步上升空间，与原有评级的分歧可能继续扩大。



第四部分

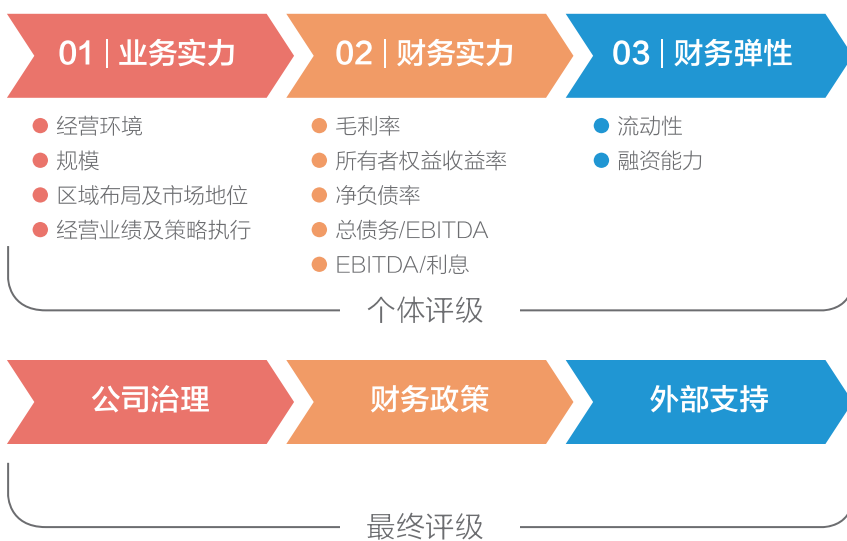
中诚信对中资房地产企业的评级意见

中诚信房地产开发行业评级方法

中诚信房地产开发行业评级方法适用于以住宅及商业地产建设及销售为主要业务的房地产开发企业，其中住宅包括单户、多户及大型住宅公寓等，商业包括写字楼、商铺及物流仓库等。中诚信采用全球评级体系下的评级标尺，考量影响房地产开发企业信用质量的关键因素，对该类企业进行信用评级。

中诚信认为，全球房地产行业具有以下明显特征。房地产行业对拉动国民经济增长发挥着重要的作用，同时关系到众多上下游产业的运行情况。房地产行业具有周期性特征，其行业运行将影响到宏观经济、金融体系和社会环境的稳健发展。由于自身的固定性，房地产产品属于非贸易品，在不同国家甚至同一国家的不同地区之间难以形成流通，市场竞争是由当地的供求状态决定的。由于兼具居住属性和投资属性，房地产既有居民租赁和购买的刚性需求，也存在投资取向和资金流动的调节，与银行信贷和资本市场密切相关。

针对房地产行业的这些特征，中诚信对房地产开发企业的评级因素主要包括业务实力、财务实力和财务弹性三大方面。除了三大因素的各项指标以外，中诚信还将考虑该企业的财务政策、公司治理和外部支持，对整体信用水平进行评估。



首先是经营环境因素，房地产行业长期发展状况、市场走势和经营风险主要由各国宏观经济环境及市场供需格局决定。宏观经济方面，一国的经济发展水平、产业结构、货币政策、房地产行业在国民经济中的地位及所获支持程度等将对其房地产业的发展起到决定性的作用。供需格局方面，该国的人口分布及结构、城镇化率、人均可支配收入、居民对住房所有权的偏好以及土地供应机制等将对其房地产市场的健康状况产生关键性的影响。此外，各个国家的土地制度、预售制度、住房建设制度将导致不同国家之间房地产企业经营风险的差异。

业务实力方面，在房地产企业所处经营环境的基础上，中诚信考虑规模优势、区域布局和市场地位以及经营策略和执行情况

对经营业绩表现的影响情况。一般来说，龙头企业拥有多元化的区域布局和较强大的市场地位，在经济的下行周期抗风险能力更强，还能收购整合其他规模较小的企业。另外，经营策略主要包括土地储备政策、产品设计、销售执行和运营管理，经营策略的一致性以及执行情况是衡量房地产企业经营模式的关键因素，将对其收入、利润和现金流的稳定性和可持续性产生影响。

财务实力方面，中诚信通过考量一系列财务指标以衡量房地产开发企业的资本结构和财务状况，盈利能力指标显示公司的经营效率和成本控制能力，杠杆指标反映公司的财务灵活度和长期存续能力，偿债指标表明公司对债务本息的偿还能力。

财务弹性方面，由于房地产属于资本密集型行业，流动性和融资能力对房地产开

发企业的信用质量影响很大。房地产企业除了内部现金流产生渠道,对外部现金流补充渠道也较为依赖,因此流动性的充足程度和融资渠道的多元化反映出公司的财务弹性。

整体来说,经营实力雄厚、财务状况稳健、财务弹性灵活的房地产开发企业竞争实力和抗风险能力较强,具备较好的基础信用水平。另外,从外部支持来看,股东实力越强,母公司对子公司的支持力度越大,有助于增强受评企业的综合信用水平。

中资房地产企业信用质量及评级结果

2017年5月,中诚信根据《全球房地产开发行业评级方法》,首次发布九家中资房地产企业的全球序列信用评级,级别分布在AAg到BBBg-区间。万科企业和中国海外发展在这些房地产企业中获得最高级别,主要考虑到其强大的市场竞争优势和稳健的财务管理政策。

表 2: 中诚信对九家中资房地产开发企业的评级及展望(2017年5月)

代码	公司	类型	评级	展望
0337.HK	绿地香港	委托评级	Ag+	稳定
0688.HK	中国海外发展	主动评级	AAg	稳定
0884.HK	旭辉控股集团	委托评级	Ag+	稳定
1777.HK	花样年控股	委托评级	Ag	稳定
1862.HK	景瑞控股	主动评级	BBBg-	稳定
2202.HK	万科企业	主动评级	AAg	稳定
2868.HK	首创置业	委托评级	AAg-	稳定
3333.HK	中国恒大	主动评级	AAg-	稳定
3377.HK	远洋集团	委托评级	AAg-	稳定

数据来源:中诚信整理

由于2016年全国商品房销售出现量价齐升,大部分房地产企业在合约销售方面获得快速增长。考虑到房地产企业收入结算的滞后性,2016年取得的合约销售将主要在2017/2018年的结算业绩中体现,对未来自来收入增长提供一定保障。

表 3: 2016 年受评房地产开发企业的合约销售情况

代码	公司	销售金额 (亿元)	同比 (%)	销售面积 (万平方米)	同比 (%)
0337.HK	绿地香港	182	4.8	146	-6.8
0688.HK	中国海外发展	2,106	16.6	1,304	3.5
0884.HK	旭辉控股集团	530	75.4	292	41.8
1777.HK	花样年控股	122	8.3	133	2.8
1862.HK	景瑞控股	168	93.0	135	66.9
2202.HK	万科企业	3,648	39.5	2,765	33.8
2868.HK	首创置业	455	40.0	226	-18.8
3333.HK	中国恒大	3,734	85.4	4,469	75.2
3377.HK	远洋集团	504	24.3	290	-9.2

注:中国海外发展的合约销售金额单位为港币,其他公司均为人民币。

数据来源:公司年报,中诚信整理

中国房地产行业具有高利润、高杠杆的特征，近年来行业整体的利润率呈现下行趋势，财务杠杆小幅提升，但是不同企业之间出现明显分化。随着未来合约销售逐步确认收入、项目利润率趋于平稳，预计大部分房地产企业短期内信用质量将保持稳定。

另外，由于2015/2016年境内融资环境较为宽松，为房地产企业提供便利的境内融资渠道，大部分港股上市的房地产公司转向发行境内债券，一方面降低融资成本，另一方面减少美元计价负债。2016年末以来，境内融资环境有所收紧，境外债券市场保持畅通，上市房地产公司在融资渠道方面仍然具备较强优势。

表 4: 2016 年受评房地产开发企业的财务指标概况

代码	公司	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	ROE (%)	净负债率 (%)	总债务/EBITDA (X)	EBITDA/利息 (X)
0337.HK	绿地香港	169	16.7	12.2	140.1	8.7	2.1
0688.HK	中国海外发展	1,641	27.8	17.3	7.3	3.0	6.6
0884.HK	旭辉控股集团	222	25.4	19.4	50.4	6.8	2.0
1777.HK	花样年控股	109	32.3	8.4	83.8	6.2	2.0
1862.HK	景瑞控股	151	4.7	3.5	75.6	15.4	0.7
2202.HK	万科企业	2,289	25.5	19.0	25.9	2.7	8.7
2868.HK	首创置业	203	13.7	10.8	207.5	13.1	1.4
3333.HK	中国恒大	2,114	28.1	10.5	431.8	14.6	1.4
3377.HK	远洋集团	346	22.1	9.1	43.5	4.7	3.3

注：中国海外发展的营业收入金额单位为港币，其他公司均为人民币。

数据来源：公司年报，中诚信整理



整体来说，2016年大部分中资房地产企业的经营业绩实现快速增长，行业整合趋势明显；得益于境内境外融资渠道，大部分中资房地产企业的财务结构有所改善、融资成本逐步下降；同时我们关注到土地市场竞争激烈，部分企业的债务杠杆有所上升。



第五部分

中国房地产行业发展面临的挑战及展望

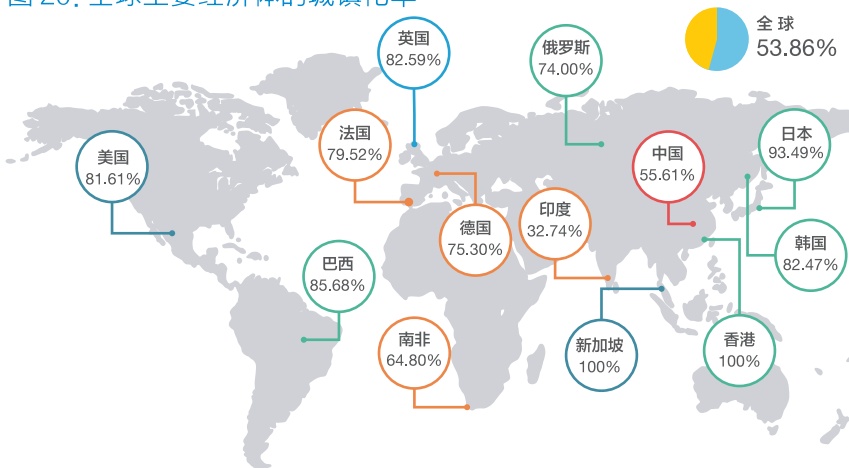
展望未来，我们认为未来房地产行业仍有诸多支撑，一方面，中国城镇化水平仍有提升空间；另一方面，人口政策或带来积极的人口结构变化，且目前的居民债务水平适中，一定程度上能够支撑稳定的住房需求。未来房地产市场的需求增速或放缓，但潜力仍存。虽然行业发展目前面临诸如去杠杆、金融监管趋严背景下的融资成本上升及再融资压力加大、债务集中到期偿付等挑战，但近年来中资房地产企业现金流状况明显改善且货币资金充裕，对短期债务形成充分保障，同时，龙头企业再融资能力受外部环境变化的影响程度较小。整体上，我们认为房地产行业将延续目前的量价调整，未来3-5年总体呈现平稳发展，中资房地产企业分化调整态势进一步加剧。

未来3-5年中国房地产行业将平稳发展，分化调整趋势进一步加剧

(1) 城镇化水平仍有上升空间，将促进住房需求持续释放

截至2016年底，我国城镇化人口比重为57.4%，与发达国家相比，城镇化水平仍有上升空间。分区域来看，东部、中部和东北部区域的城镇化率均呈上升趋势，西部地区在2000年前后有所下滑，而后开始缓慢上升。分城市能级来看，一二线城市城镇化率水平相差较大，一线城市城镇化水平

图 20: 全球主要经济体的城镇化率



数据来源：世界银行，中诚信整理

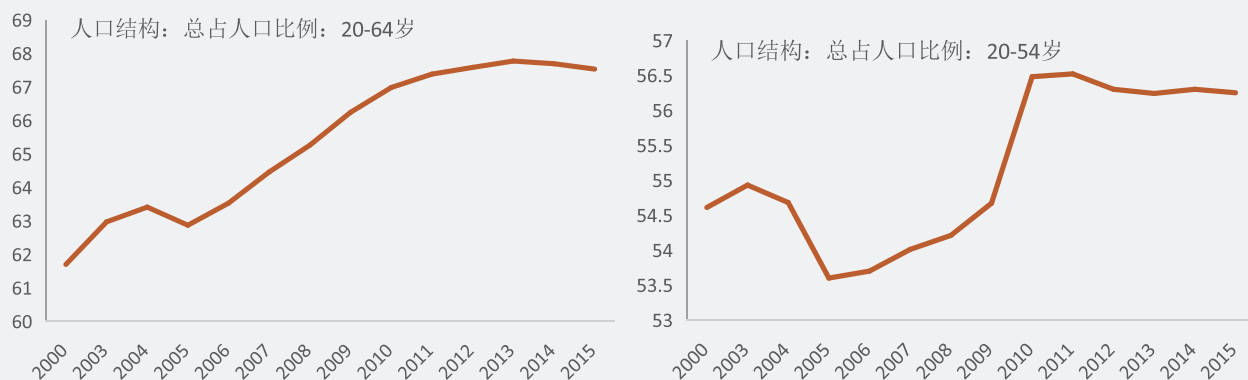
较为稳定，维持在90%左右；二线城市城镇化率有所上升，从2000年到2016年上升了23个百分点；三线城市城镇化率上升速度最快，从2000年的25%上升到2016年的58%。整体来看，一线城市城镇化率已接近饱和，未来二、三线城市城镇化仍存较大提升空间，将带来住房需求的持续释放。从对未来需求的预测来看，随着城镇化率的持续提升，未来一段时间，中国城镇住房总需求仍处于上升态势，城镇新增住房需求居于高位，截至2030年，总住房需求将增加至356.4亿平方米。

(2) 人口政策变化中长期内或将为住房需求增长提供一定支撑

人口总量和人口结构是决定房地产行业基本面的核心因素。伴随着人口增长率的下滑，目前我国人口结构发生了一定变化。

经历了1970年左右的第一波“婴儿潮”高峰和1987年左右的“回声潮”高峰，适龄劳动人口占比在2013年到达高峰，目前稳定在66.5%~67.7%之间的水平。而具有购房需求的20-54岁年龄占比则基本稳定在56%左右。从人口结构的变化来看，由于人口因素带来的快速的需求增长阶段已经过去，目前基本处于相对稳定时期。同时城镇化和人口集聚带来的城市人口增长，也依然能够形成稳定的住房需求增长。近两年每年新增城镇人口1000-2000万人，带来大量新增住房需求。尤其是，中国分别于2011年和2015年实施“单独二孩政策”和“全面二孩政策”，积极开展应对人口老龄化行动2011年以后生育率有明显的改善，由2011年的低点29.75%上升至第二年的35.9%。未来，人口政策及结构性变化或能够为住房需求提供一定支撑。

图 21: 人口结构变化



(3) 近两年居民部门杠杆率虽然快速攀升, 但仍有提升空间

近几年中国居民负债增长迅速, 占GDP比重快速攀升, 但仍处于适中水平。从债务结构来看, 居民负债全部表现为贷款, 以房贷为主的中长期贷款占比超过50%。自2008年金融危机后, 居民负债占GDP比重迅速增长, 从2008年的18%上升至2016年全年的44.8%。尤其是2016年, 居民负债快速攀升。2016年底居民贷款存量规模较2015年大幅上涨了24%, 其中以房贷为主的中长期贷款占比超过三分之二。从国际比较来看, 虽然高于巴西、俄罗斯和印度等等发展水平的新兴市场国家, 但是与美国、日本等国家相比, 当前的居民部门负债率仅仅相当于美国20世纪60年代和70年代中后期的水平, 远低于85%的国际警戒线, 未来居民部门负债水平仍有上升空间。与此同时, 随着经济总量增长、经济结构改善, 居民及家庭收入逐步提高, 2016年居民人均可支配收入名义增长仍高达8.4%, 收入水平的持续提高形成大量的改善性住房需求, 未来住房的刚性需求和改善性需求依然会保持平稳增, 这些都将对行业发展形成一定支撑。

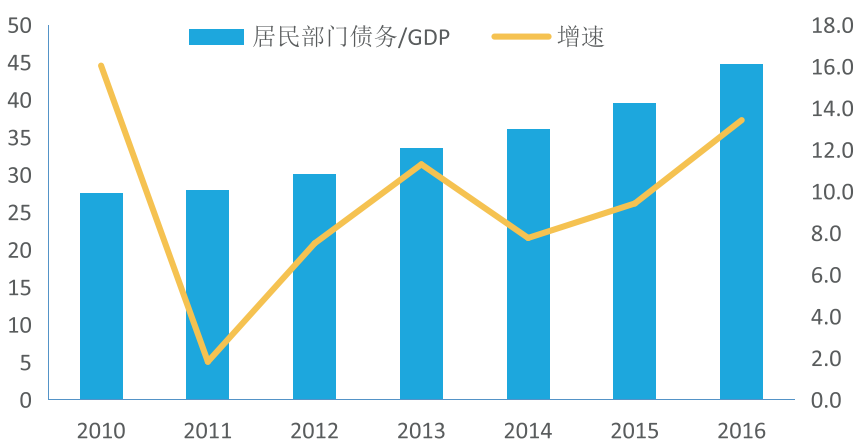
(4) 房地产企业分化整合趋势将进一步加剧, 行业集中度快速提升

在经济发展和城镇化过程中, 由于我国城市间在教育、医疗卫生等公共资源分布上的不平衡, 优质资源集中在核心城市和

省会城市, 人口不断从三四线城市向一二线城市集聚, 从边缘城市向核心城市聚集, 带来大量新增住房需求, 带动了一二线城市、核心城市的房地产行业发展, 表现为行业发展的区域分化态势明显。未来3-5年, 人口流动的基本规律并不会发生本质变化, 这种区域分化发展的态势将会更加明显。与此同时, 随着企业兼并收购和多元化布局明显, 行业的集中度将快速提升。受行业竞争激烈、土地成本上升等因素影响, 房企利润空间持续收窄, 行业兼并收购和多元化布局趋势明显, 且各梯队房企在盈利能力、

运营效率、融资能力及偿债能力方面表现分化加剧。优质资源更倾向于具有规模优势和综合实力的大型房企, 而大型企业通过兼并收购的方式进一步扩大市场份额, 获得优质土地资源, 提升资金的周转效率, 以及降低项目的运营成本。这也压缩了小型房企的生存空间, 资金、经营压力上升, 被迫出让企业项目, 或变卖股权引进战略投资者以维系企业正常运营。总体上, 受行业分化加剧、土地市场价格上涨、融资成本差异等因素影响, 资金能力雄厚的龙头房企将成为并购整合的主力军, 行业集中度将继续提升。

图 22: 居民部门杠杆率



数据来源: 中诚信整理

⁴ 房地产贷款余额包括: 地产开发投资、房产开发投资、居民按揭款和保障性开发贷款, 截止2016年底, 其值分别为1.45亿元、5.66亿元、19.1亿元和2.52亿元

中国房地产行业未来发展面临风险与挑战

(1) 抑制资产泡沫、金融去杠杆为房地产行业带来挑战

2015年以来,我国一二线城市价格飙升带动三四线城市销售价格快速上涨;2016年下半年尤其是10月以来,随着对防风险、抑制资产泡沫的考虑,宏观调控重心从稳增长向防风险转移;房地产企业各类融资政策收紧,10月份交易所对房企发债分类监管,不符合条件及风险类房企融资难度加大。受到监管政策影响,2016年10月-12月,房企公司债月度发行规模和数量迅速回落。在控风险、抑制资产泡沫的背景下,货币政策转向,金融监管加强,不论是央行抬高资金成本,还是MPA考核从严、银监会出台7大文件,核心目标是抑制银行体系的货币超发,意味着在去杠杆的过程中,资金面维持偏紧将是常态。同时,随着金融去杠杆、监管推进,市场整体风险偏好将逐渐降低,使得信用创造进一步收缩。随着发债受限和严查理财、资管资金违规入市,短期内房地产企业的再融资或将面临一定考验。

表 2: 房地产企业融资条件持续收紧

时间	机构	文件	政策内容
2016年10月	上交所	《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》	房地产企业发债分类监管采取“基础范围+综合指标评价”的分类监管标准。
2016年11月	保监会	《关于开展不动产投资及基础资产为不动产的金融产品投资自查有关事项的通知》	要求不动产及衍生金融产品投资自查。
2017年3月	银监会	《关于开展银行业“违法、违规、违章”行为专项治理工作的通知》[2017]45号	检查信贷资金是否直接参与房地产炒作,是否存在房地产开发贷款和按揭贷款中虚假、违规操作。
2017年3月	银监会	《关于开展银行业“监管套利、空转套利、关联套利”专项治理的通知》[2017]46号	检查信贷资金是否借道建筑业或其他行业投向房地产;是否通过同业业务和理财业务或拆分为小额贷款等方式,向房地产提供融资。
2017年4月	银监会	《关于开展银行业“不当创新、不当交易、不当激励、不当收费”专项治理》[2017]53号	信托公司与非金融机构之间的不当交易方面,检查其是否作为融资渠道或放款通道,为中介机构发放个人购房首付款提供便利。
2017年4月	银监会	《关于提升银行业服务实体经济质效的指导意见》[2017]4号	银行业金融机构要因地因城施策,促进房地产市场长期健康发展。严禁资金违规流入房地产市场,严厉打击“首付贷”等行为,切实抑制热点城市房地产泡沫。
2017年4月	银监会	《关于银行业风险防控工作的指导意见》[2017]6号	明确住房居住属性,坚持分类调控、因城施策。严厉打击“首付贷”等行为,切实抑制热点城市房地产泡沫。强化房地产风险管控,建立全口径房地产风险监测机制。加强房地产押品管理
2017年4月	银监会	《关于切实弥补监管短板提升监管效能的通知》[2017]7号	提高非现场监管能力。密切关注房地产市场变化和风险传导,有效防控投资等相关业务风险。

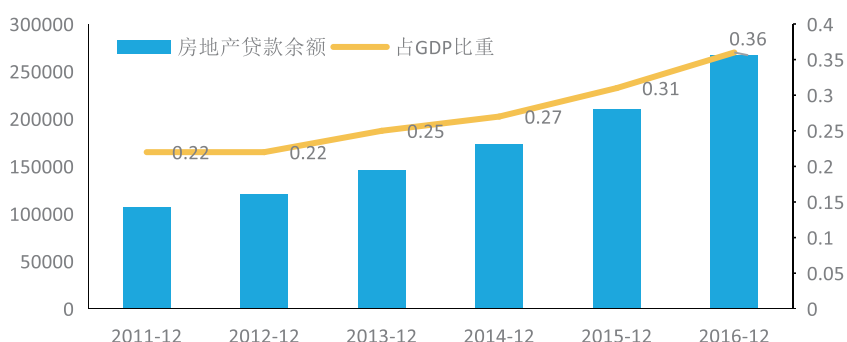
(2) 房地产行业有息债务规模较大,且集中于未来2-5年到期

截至2016年底,房地产贷款余额⁴达到26.7万亿元,占GDP比重超过36%,过去6年占比提升了14个百分点。而房地产企业开发贷款余额约7.1万亿,存量房地产债券规模约2.6万亿,信托资金投向房地产企业的规模为1.43万亿。与此同时,可能还会存在委托贷款、明股实债的权益类信托、民间借贷等类型的少量有息债务,大致测算2016年底房地产行业有息债务总规模在11.2万亿以上。从央行公布的贷款投向来看,地产类贷款占总贷款四分之一;银行理财投向实体经济的资金中,地产占比约13%;地产债占信用债市场的13%。从未来偿债压力来看,贷款期限以3年为主,过去两年产生大量贷款将于2018-2019年到期;且约75%的存续债券也将在2019-2021年到期,存量债

务到期压力集中在2019-2021年。债券的这种到期偿付压力状况与信用债整体情况比较一致,房地产企业面临由于偿付压力带来的流动性问题也并非行业特属。与此同时,从目前的情况来看,房地产企业纷纷提

前为资本性支出融资,同时通过置换债务降低整体的融资成本,而近年来上市房企获现能力也逐年增强、货币资金充裕,尤其是龙头企业通过贷款、债券等方式再融资能力强,集中偿付压力可控。

图 23: 房地产贷款余额及其 GDP 占比



数据来源: 中诚信整理

图 24: 房地产行业债券到期分布 (亿元)

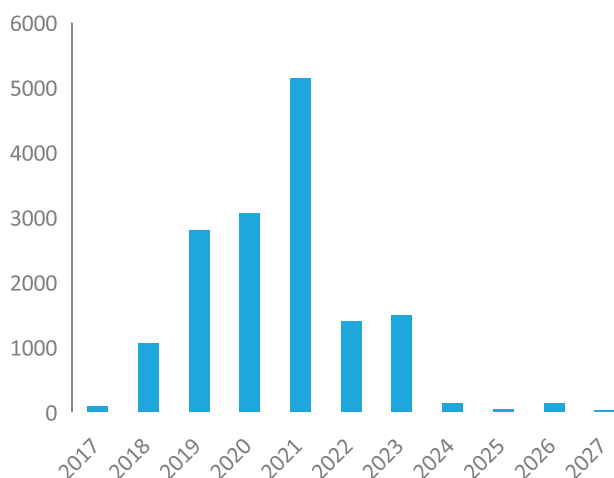
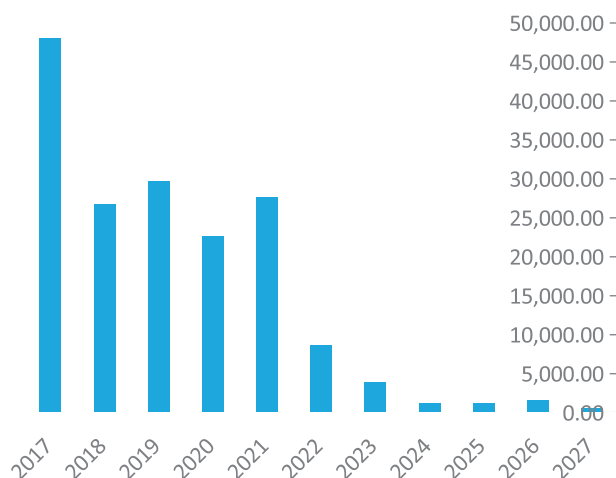


图 25: 信用债到期分布 (亿元)



(3) 中国房地产市场调控长效机制并未形成，政策的不确定性仍会为市场带来一定波动

从房地产调控与行业的影响来看，在政府的政策调控下，中国房地产市场波动性较为明显，是典型的政策市。2015年下半年以来商品房成交量及成交均价大幅上升，市场对于房地产泡沫担忧再起，而调控也再度回归过去，且房地产调控政策在去杠杆背景下趋严。由此可见，对于中国经济增长具有重要作用的房地产行业，政府调控面临稳增长与泡沫催生的困境，房地产调控的长效机制一直没有形成。从目前的情况来看，去杠杆背景下房地产调控政策趋严。新一轮的调控政策进一步升级，不仅仅是一、二线城市，一些房价涨势较快的三四线城市也加大了调控力度；限购范围更加细化，强调“因地制宜”的思路；在周期性力量以及政策作用下，房地产行业发展将再次进入短期调整阶段。而以稳定房地产发展为核心的长效调控机制并未形成，不排除政策出现反复。因此，调控政策的不确定性仍然会对行业发展可能带来一定波动。



展望未来，虽然中国房地产行业仍面临诸多挑战，债务规模较大、且集中于未来2-5年内到期；另一方面融资环境趋紧将带来融资成本上升及再融资压力加大；与此同时房地产调控长效机制并未形成，政策调控的不确定性也可能带来一定波动。但是，中国城镇化水平仍有提升空间，人口政策或带来积极的人口结构变化，且目前的居民债务水平适中，一定程度上能够支撑稳定的住房需求；未来房地产市场的需求增速或放缓，但潜力仍存。我们认为房地产行业未来3-5年将由以前的快速发展进入相对平稳发展时期，而随着行业竞争加剧、土地成本上升等因素影响，房企利润空间持续收窄，行业兼并收购和多元化布局趋势明显，具有规模优势及市场地位的中资房地产企业将有望在集中化趋势日益明显的市场竞争中取得更强的信用优势。



中誠信 25th

1992-2017

中诚信国际信用评级有限责任公司
China Chengxin International Credit Rating Co., Ltd.

公司地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹竿胡同 2 号银河 SOHO6 号楼
公司电话：86(10) 6642 8877 传真：86(10) 6642 6100 6622 6102
www.ccx.com.cn

中国诚信(亚太)信用评级有限公司
China Chengxin(Asia Pacific)Credit Rating Co., Ltd.

公司地址：香港中环康乐广场 1 号怡和大厦 8 楼 805-808 室
公司电话：(852) 2860 7111 传真：(852) 2868 0656
www.ccxap.com

