

房地产行业

负面

房地产行业 2018 年度信用展望

工商企业评级部 周宛霖 赵瑞光

2017 年前三季度，我国房地产市场调控深化，各地调控政策密集出台且不断升级，我国主要热点城市的住宅销售面积同比涨幅显著收窄，重点城市成交规模有所回落。目前我国房地产市场调控政策在延续因城施策、稳定市场的基础上，正不断加强分类调控的力度。同时，政府先后出台多个政策鼓励租赁市场发展、逐步构建并完善住房长效机制。同期，样本企业项目销售速度趋缓，营业收入及净利润增速大幅下滑，毛利率亦小幅下滑。样本企业仍有较大规模已销售未结算收入，短期内业绩可获得一定保障，但未来行业盈利能力提升承压。样本企业财务杠杆基本保持稳定，但债务期限结构趋向短期。同时，样本企业资金回笼趋紧，自由现金流缺口扩大。

2017 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虽仍集中于 AA 区间，但行业信用中枢有所上浮。同期，有 17 家房地产开发企业信用等级出现上调（其中 4 家为双评级企业¹），7 家企业调整展望。

展望 2018 年，地方政府对房地产销售节奏与价格的干预以及非传统融资渠道严监管背景下，预计房地产行业面临的资金链风险或将显著加大。部分中小型开发商以及前期高价储备土地量较大的大型开发商，其信用风险暴露可能性明显上升。

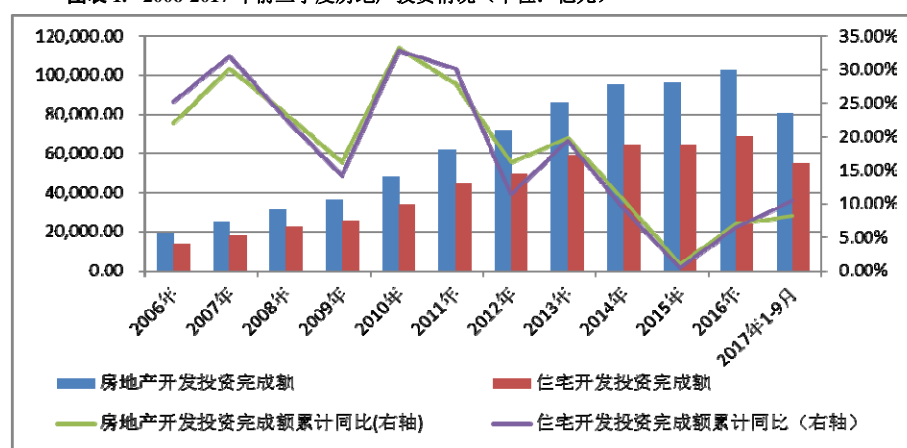
行业基本面

房地产是我国经济的支柱产业之一，且未来仍有较大的发展空间。受宏观经济周期及政策调控等因素影响，我国房地产市场景气度存在一定波动。2017 年前三季度，主要热点城市的住宅销售面积因调控政策收紧而出现涨幅显著收窄的现象，重点城市成交规模持续回落。

房地产是我国经济支柱产业之一。在工业化、城镇化、居民收入增长、消费需求升级以及信贷政策支持的强劲推动下，2000 年以来行业整体发展速度快。2004-2016 年，我国房地产行业年完成投资额从 1.32 万亿元升至 10.26 万亿元；住宅年完成投资额从 0.88 万亿元升至 6.87 万亿元。2017 年前三季度我国房地产行业完成投资额为 8.06 万亿元，较上年同期增长 8.11%；住宅年完成投资额为 5.51 万亿元，较上年同期增长 10.37%，增速总体处于适中水平。根据国家统计局数据显示，2016 年度我国人口城镇化率为 57.35%，较上年提升了 1.25 个百分点，未来仍有较大的发展空间。

¹双评级指两家评级机构对同一家企业进行评级。

图表 1. 2006-2017 年前三季度房地产投资情况（单位：亿元）

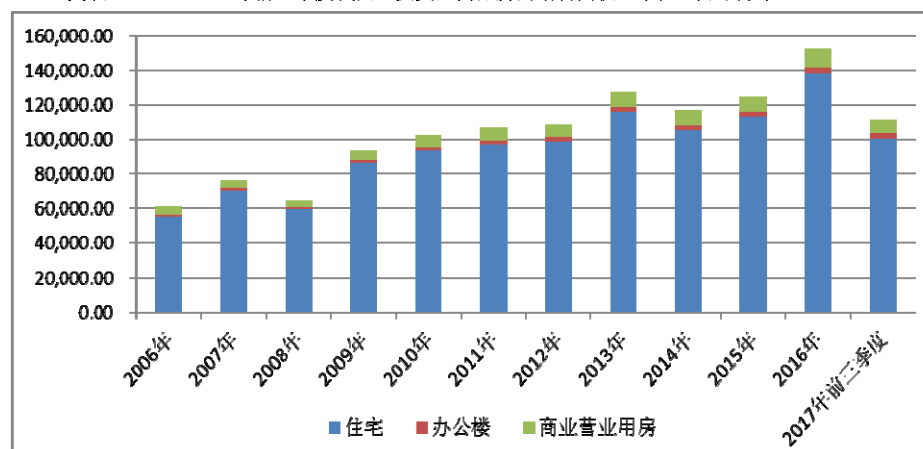


资料来源：Wind 资讯及国家统计局

近十余年内我国房地产市场发展迅速，但期间也经历了较大的起伏。出于平抑市场波动、保障市场理性发展的初衷，我国政府曾多次制定并实施相关政策以规范引导房地产市场。2005-2013 年，我国调控政策主要目标为抑制投机行为、增加保障性住房供给、控制房价快速上涨。2013 年，国务院出台“新国五条”严厉调控房价，由此造成的政策末班车效应导致市场一度强烈反弹。需求集中释放后，2014 年全国房地产成交量下滑明显。为提振楼市，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。

2016 年，我国商品房新房销售面积为 15.73 亿平方米，同比增长 22.46%；其中住宅销售面积为 9.31 亿平方米，同比增长 22.36%。2017 年前三季度我国商品房新房销售面积为 11.60 亿平方米，同比增长 10.29%，较上年同期涨幅收窄 16.6 个百分点；其中住宅销售面积为 10.01 亿平方米，同比增长 7.61%，较上年同期收窄 19.5 个百分点。值得关注的是，2016 年 9 月开始，我国多个热点城市陆续加大限贷、限购、限价力度以抑制楼市过热，政策调控效果已明显显现。根据 CREIS 中指数据的资料显示，2017 年前三季度我国 50 个代表城市商品住宅市场月均成交面积约 2,960 万平方米，同比下降 22%，降幅较上半年扩大了 2.5 个百分点。其中一线城市下降幅度达 44%，成交规模降到 2011 年以来同期新低。

图表 2. 2006-2017 年前三季度我国主要类型商品房的销售面积（单位：万平方米）

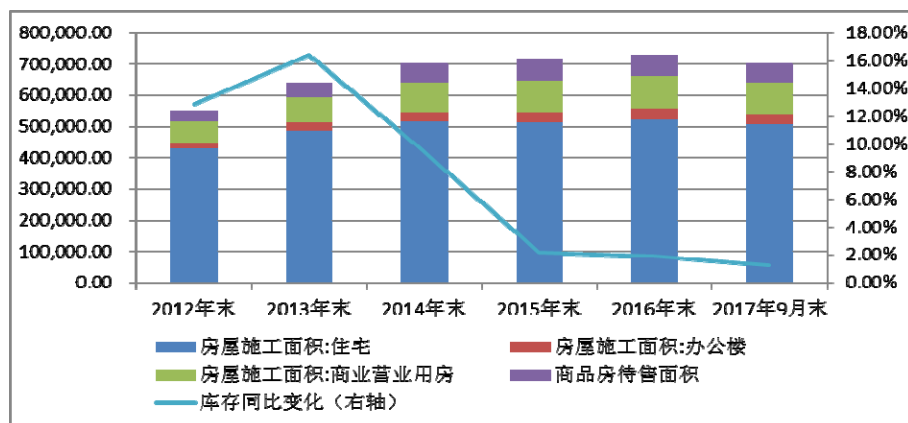


资料来源：Wind 资讯

2017 年前三季度，我国房地产市场调控深化，多城市楼市政策密集出台且不断升级，库存²总体趋稳。同时政府加快发展租赁市场、推进租售并举住房制度不断完善。

虽然我国房地产开发投资完成额同比增速已于 2010 年进入下行通道，但由于 2010~2013 年行业投资增速尚高、需求增速总体放缓等因素，国内房地产市场库存持续上行。2015 年开始，在行业投资增速放缓、商品房销售面积增速加快的作用下，库存量扩张速度明显放缓。截至 2017 年 9 月末，我国房地产市场库存为 70.20 亿平方米，较上年末减少 3.89%；其中待售面积为 6.95 亿平方米，较上年末减少 12.08%，库存总体趋稳。

图表 3. 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

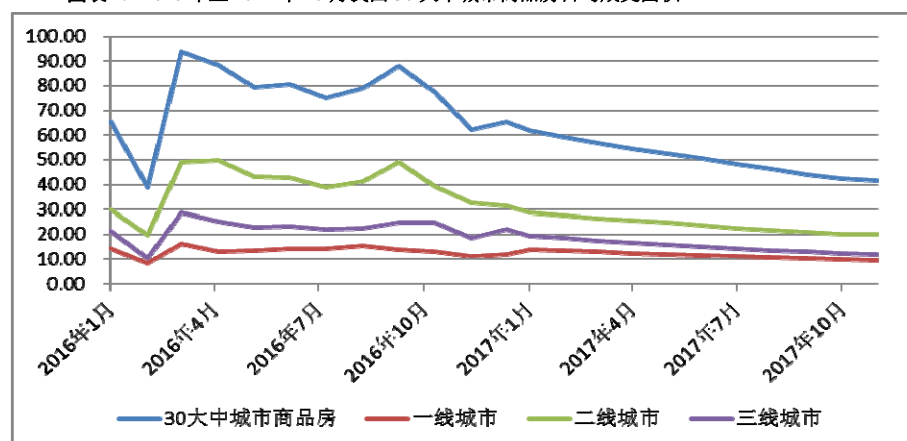
为化解房地产市场库存压力，中央政府自 2014 年下半年陆续出台多项政策。资金成本方面，央行多次降息降准，其中一年期贷款基准利率自年初的 5.60% 降至 4.35%，金融机构人民币存款准备金率合计下调 2.5 个百分点，符合标准的金融机构额外下调 0.5 个百分点。公积金贷款方面，国管公积金中心将贷款额度上调至 120 万元，首套房首付降至 20%，并调整了二套房政策和缴存政策。限购政策方面，46 个限购城市一度仅剩北京、上海、广州、深圳四城坚持限购，且六部委联合发文取消境外机构和个人的购房限制。税收方面，财政部、国家税务总局将免征营业税的个人房源持有期限由 5 年下调至 2 年。2015 年政策延续上年的宽松态势，在降准、降息、调低二套房首付比例及放松限购等政策刺激下，我国房地产市场整体回暖。

2016 年以来，随着房地产市场区域差异化程度加剧，调控政策逐步由整体宽松转向为以热点城市政策收紧、非热点城市保持宽松为特征的因城施策。2016 年第一季度，政府先后宣布非限购城市商贷首付比例由 25% 降至 20%、二套房契税从 3% 降至 1%、非普通住房免征营业税适用“五改二”等政策，推动了我国房地产市场景气度进一步回暖，我国一、二线城市房价出现大幅跳升。2016 年 3 月末，上海、深圳先后提高购房门槛，一线城市成交量有所回落、房价涨幅收窄。在一线城市溢出效应的带动下，二线城市房价显著上涨，南京、苏州、合肥、厦门等城市商品住宅价格指数环比增幅逐渐超过一线城市。2016 年 8 月起，二线城市房价调控政策趋紧，南京提高二套房首付比例，苏州、厦门、武汉先后重启限购政策。“十一假期”前后，北京、天津、苏州、郑州、成都、济南、无锡、合肥、武汉、南京、广州、深圳、佛山、厦门、东莞、珠海、福州、上海、杭州、南昌、惠州及南宁 22 个城市集中出台房地产市场调控政策，从限贷、限购、土地供应、市场监管等方面进行调节（以北京“930 新政”为标志）。

² 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。

2017 年前三季度，各地政府调控政策持续收紧，多城市楼市政策密集出台且不断升级。此前调控力度较弱的二线城市相应加码，如西安、石家庄、兰州、长沙等城市均在原有基础上进一步升级调控力度；多城市在限购、限贷之后采取“限售”模式且范围不断扩大。截至 2017 年 9 月末，全国已有超过 40 个城市实行“限售”措施。此外，自“930 调控”以来，三四线城市承接市场外溢需求，再加上城市棚改力度大，需求集中释放，房价上涨明显，此次调控也向中心城市周边的热点三四线城市蔓延，且主要集中于东部沿海城市群。安徽铜陵、亳州、江苏扬州、泰州、山东烟台、泰安等地陆续出台限购、限贷、加强监管等调控措施且范围逐步扩大。根据 CREIS 中指数据显示，截至 2017 年 9 月末，74 个地级以上城市和 32 个县市出台调控，其中海南、河北从省级层面全面调控。随着相关政策的持续推进，国内主要热点城市商品房成交面积显著减少，调控效果显现（如图表 4）。

图表 4. 2016 年至 2017 年 10 月我国 30 大中城市商品房日均成交面积³



资料来源：Wind 资讯

2017 年 4 月，住房城乡建设部及国土资源部下发的《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》（建房[2017]80 号）明确，建立健全购租并举的住房制度，培育和发展住房租赁市场；在租赁住房供需矛盾突出的超大和特大城市，开展集体建设用地上建设租赁住房试点。2017 年 7 月，住建部、国家发改委等九部门联合印发《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，在广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉、成都、沈阳、合肥、郑州、佛山、肇庆等 12 个城市开展住房租赁市场试点。同年 8 月，国土资源部、住建部发布《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》，确定第一批在北京、上海、沈阳、南京、杭州、厦门、广州、武汉等 13 个城市开展利用集体建设用地建设租赁住房试点。在此背景下，各试点城市纷纷出台租赁扶持政策，推出共有产权制度、“租购同权”、“租购同分”、加大租赁市场供应、加大金融财税政策支持等措施。截至 2017 年 9 月末，一线及部分二线城市总计成交自持和租赁用地逾 100 宗，提供租赁面积逾 400 万平方米。总体而言，我国房地产市场在深化调控的同时，不断发展住房租赁市场、推进长效机制，有利于未来房地产市场的平稳运行。但同时也需关注到，导致目前房价高企与风险过度积聚的根源在于市场资金供给过剩，以及财政分配体制，持续的政策干预失利（并没有控制住房价）之后进一步强化政策干预，能否带来房地产市场真正的平稳运行，尚待观察。并不属于“市场”范畴的住宅保障是否需要“市场”承担责任，并导致市场被持续的直接的政策干预，也值得深思。

2017 年前三季度，在加大住宅用地供应量的同时，政府进一步强调地区土地的供需平衡。

³ 30 大中城市为：北京、上海、广州、深圳、天津、杭州、南京、武汉、南昌、成都、青岛、苏州、福州、厦门、长沙、哈尔滨、长春、无锡、东莞、昆明、石家庄、惠州、包头、扬州、安庆、岳阳、韶关、南宁、兰州、江阴。其中杭州、南昌、武汉、哈尔滨、昆明、扬州、安庆、南宁、兰州、江阴 10 城市为商品房数据，其它城市为商品住宅数据。

2017 年前三季度,我国加大了住宅用地供应量,尤以一线城市力度最大。根据 CREIS 中指数据显示,一线城市共推地 1,787 万平方米,同比增长 97.10%;住宅用地共成交 1,678 万平方米,同比增长 98.90%。同时,我国部分一、二线城市通过价格熔断、自持比例竞争、配套建设竞争、缩短土地出让金支付时间等方式限制地价或提高拍地门槛。在加大土地供应力度、拍地限价等因素的共同作用下,目前平均溢价率已从 2016 年近 80% 的峰值水平下滑至 35% 左右。

图表 5. 2016 年及 2017 年上半年度我国 300 个城市土地供应情况

项 目	2016 年度		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)	18.20	-10.90%	13.20	6.20%
各类用地成交面积 (亿平方米)	15.40	-3.20%	11.10	6.00%
住宅用地推出面积 (亿平方米)	8.00	-13.10%	6.10	13.40%
住宅用地成交面积 (亿平方米)	6.80	-5.00%	5.30	14.90%
各类用地成交出让金 (万亿元)	2.90	32.40%	2.65	35.10%
住宅用地出让金 (万亿元)	2.26	42.30%	2.17	42.80%

资料来源: CREIS 中指数据

在加大土地总供给的同时,政府进一步强调地区土地的供需平衡。建房[2017]80 号文要求强化住宅用地供应“五类”调控目标管理。对住房供求矛盾突出、房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地特别是普通商品住房用地供应规模,去库存任务重的城市要减少以至暂停住宅用地供应。但鉴于土地出让收入是三、四线城市的地方财政重要来源之一,该政策的执行情况及其对整体楼市的影响存在较大不确定性。

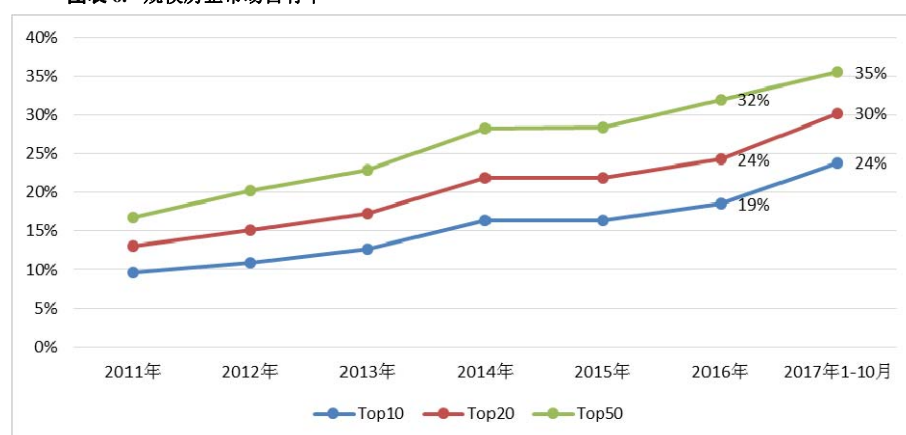
行业样本数据分析

本文选取以房地产开发为主业的 A 股上市公司及发债企业作为分析样本,剔除了未披露 2017 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 105 家企业。样本企业中上市公司 39 家,占比 37%;按企业产权性质分,中央国有企业 10 家,占比 9.52%,地方国有企业 43 家,占比 40.95%。

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,2011-2016 年及 2017 年 1-10 月,Top10/Top20/Top50 该比值逐年提高,由 9.59%/13.03%/16.76% 提升至 23.84%/30.24%/35.49%。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 2018 年行业集中度将进一步提升。

图表 6. 规模房企市场占有率



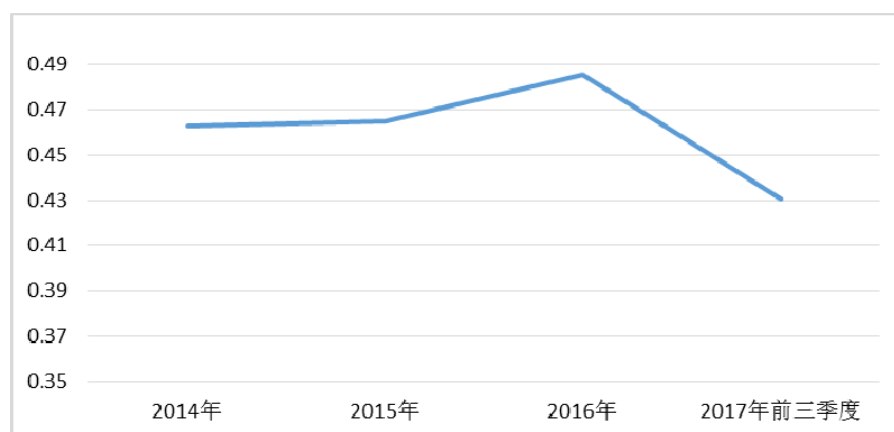
资料来源：CREIS 中指数据、新世纪评级整理

2. 样本企业销售情况分析

2017 年前三季度房地产开发企业平均实现销售商品、提供劳务收到的现金 165.90 亿元，同比增长 12.80%，虽然保持增长，但是较 2015 和 2016 年增速明显下滑。自 2016 年 9 月末调控趋紧以来，房企销售热度降低，预计 2017 年全年销售增速将延续前三季度趋势。

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。本文采用存货周转率来反映去化速度，存货周转率越高，去化速度越快。如图 7 所示，2016 年房地产开发行业整体存货周转率为 36%，意味着账面存货约需 2.8 年销售完成，去化速度略高于 2015 年。而 2017 年前三季度存货周转率下滑至 32%，说明受调控政策的影响，房地产开发企业去化风险凸显。需注意的是，房地产开发行业销售和结算之间存在一定时滞，使用销售金额计算存货周转率更为准确，但限于数据可获得性，在此仅采用营业收入⁴代替。

图表 7. 样本企业存货周转率

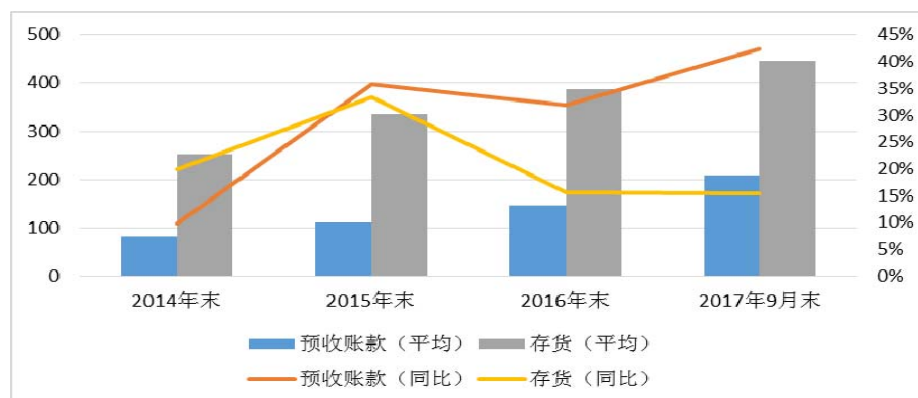


资料来源：Wind、新世纪评级整理

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。2017 年 9 月末，样本企业平均预收账款为 209 亿元，较上年末增加 42%，增速较 2016 年上升 10 个百分点，处于近年来较高水平。这部分预收账款对应的业绩将在第四季度及未来两年结算，短期内房地产开发企业的业绩将得到保障。

⁴ 为保持数据可比性，计算 2017 年前三季度存货周转率时采用向前推 12 个月的年化营业收入。

图 8. 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

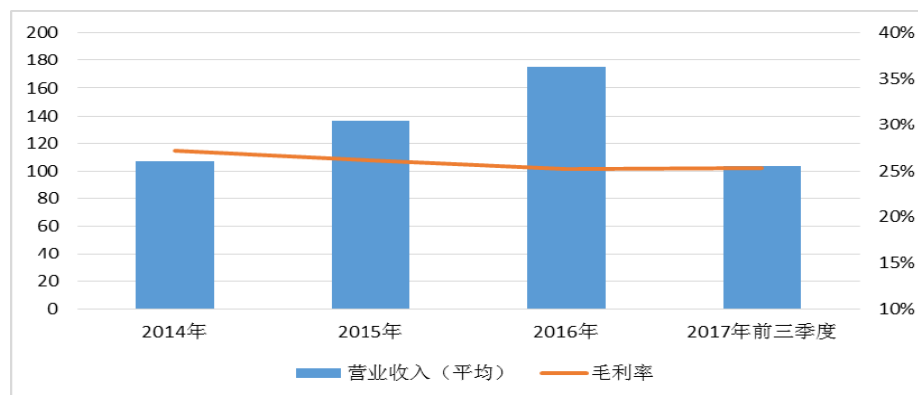
从项目储备来看，截至 2017 年 9 月末，样本企业平均存货为 446 亿元，较上年末增加 15%，增速处于低位。2017 年 9 月末，房地产开发行业存货占总资产比重下降至 56.6%，较去年进一步减少 1 个百分点，自 2013 年以来持续下降。经历 2015 和 2016 年两年市场回暖之后，房地产库存加速去化，房地产开发企业面临补库存压力。本文使用购买商品、接受劳务支付的现金来衡量房地产开发企业土地购置情况，2017 年前三季度，房企购买商品、接受劳务支付的现金同比增长 25%。2016 年房地产市场回暖，大部分房企库存持续去化，使得今年前三季度房企补库存力度有所加大。

3. 盈利分析

2014-2016 年，样本企业平均营业收入逐年增长，2016 年房地产开发行业平均营业收入为 175.22 亿元，同比增长 28.52%，增速基本与 2015 年持平；2017 年前三季度行业平均营业收入为 103.72 亿元，同比增速为 4.10%，较 2016 年前三季度同比增速减少 28 个百分点，主要原因在于 17 年前三季度受政策调控影响，结算规模较小以及 2016 年前三季度营业收入基数较高。考虑到房地产开发行业收入结算集中在第四季度，预计 2017 年全年营业收入依然有一定的提升空间。

销售毛利率方面，2016 年和 2017 年前三季度行业销售毛利率分别为 25.17% 和 25.32%，基本保持稳定，但从整体趋势来看，近年来土地价格快速上涨，人力成本亦有所上升，行业毛利率水平自 2014 年 27.21% 下滑至 2017 年前三季度的 25.32%，持续小幅下滑。在限价调控压力下，为保持毛利水平，未来行业面临成本管控压力。

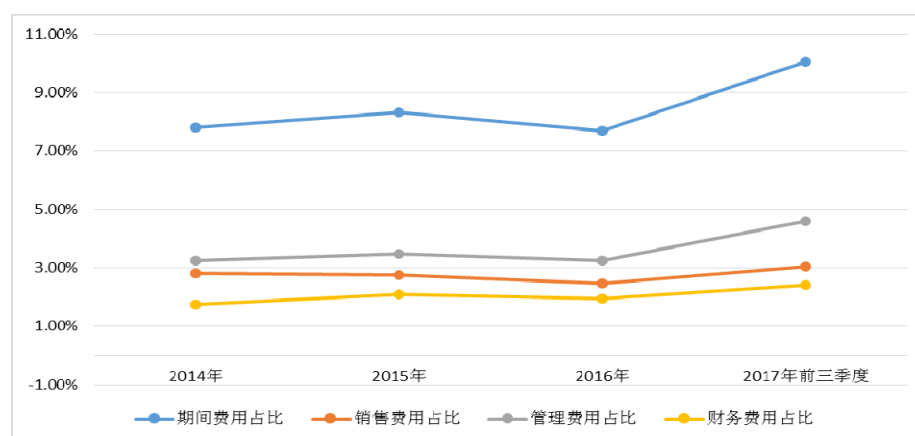
图 9. 样本企业营业收入及毛利率（单位：亿元、%）



资料来源：Wind、新世纪评级整理

2016 年房地产开发企业费用管控效率处于较好水平，期间费用率较 2015 年略有下滑；然而 2017 年前三季度，期间费用率较 2016 年上升 2.35 个百分点至 10.05%，其中管理费用率上升幅度明显。

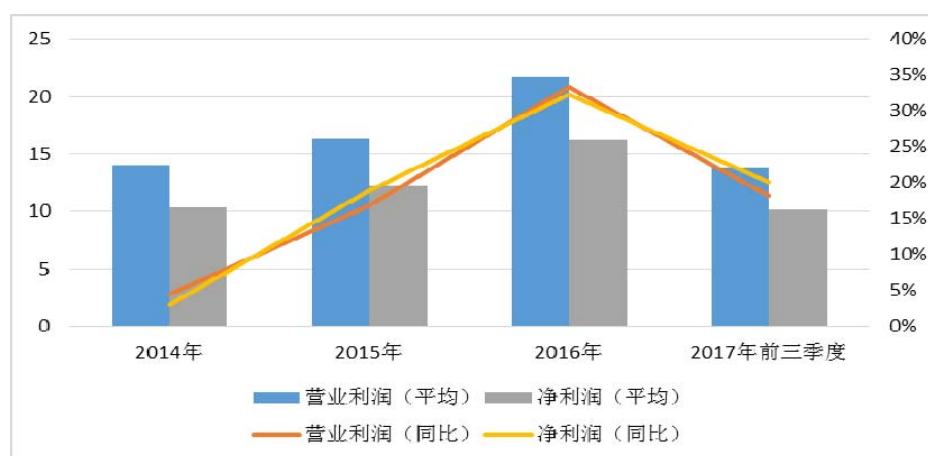
图表 10. 样本企业期间费用情况（单位：%）



资料来源：Wind、新世纪评级整理

2014-2016 年及 2017 年前三季度，样本企业平均营业利润分别为 13.99 亿元、16.35 亿元、21.80 亿元和 13.74 亿元，净利润分别为 10.34 亿元、12.29 亿元、16.26 亿元和 10.20 亿元。营业利润和净利润水平均呈上升趋势，增速逐年提高，2016 年营业利润和净利润分别同比增长 33.33% 和 32.29%；2017 年前三季度虽仍保持同比增长，但营业利润和净利润增速大幅下滑，分别为 18.22% 和 20.04%。2014-2016 年，样本企业净利润亏损企业分别为 4 家、11 家和 3 家，占样本总体比例较小。

图表 11. 样本企业营业利润和净利润及其变化趋势（单位：亿元、%）

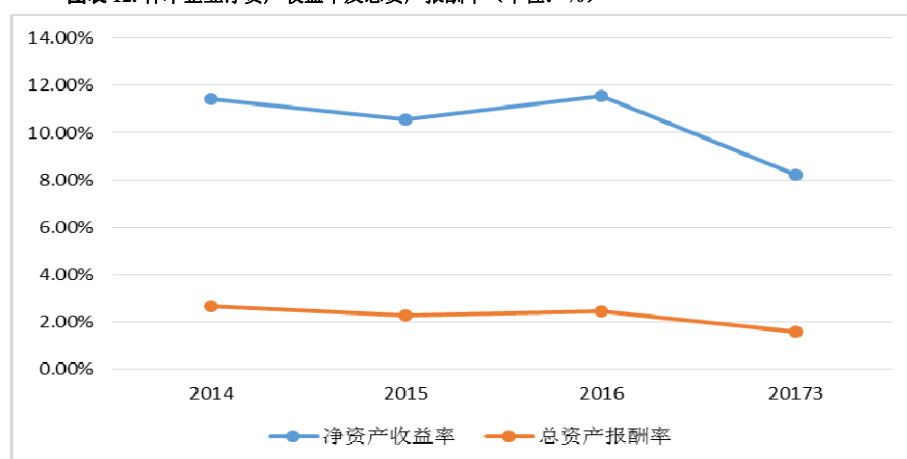


资料来源：Wind、新世纪评级整理

从收益率角度看，2014-2016 年净资产收益率分别为 11.43%、10.54% 和 11.56%，总资产报酬率分别为 2.66%、2.29% 和 2.43%，基本保持平稳；2017 年前三季度净资产收益率下滑幅度较大，降至 8.20%，总资产报酬率亦有所下滑，降至 1.57%⁵。

⁵ 2017 年前三季度净资产收益率及总资产报酬率均采用年化数据。

图表 12. 样本企业净资产收益率及总资产报酬率（单位：%）

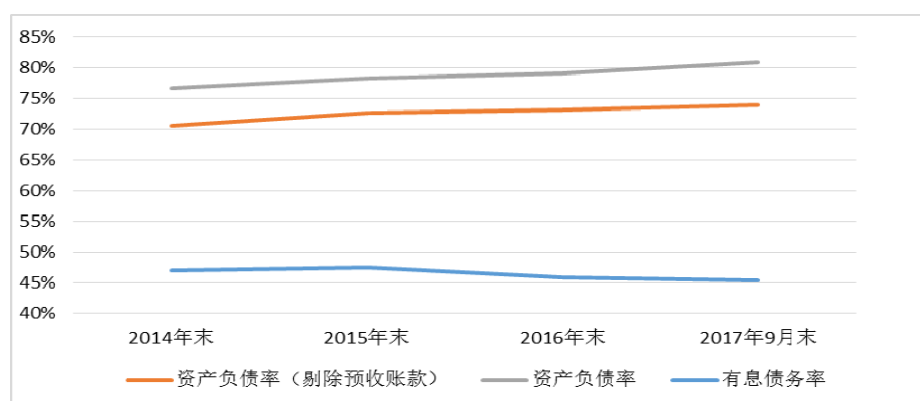


资料来源：Wind、新世纪评级整理

4. 债务分析

2014-2016 年末及 2017 年 9 月末，样本企业平均债务总额分别为 298.67 亿元、420.37 亿元、529.69 亿元和 638.30 亿元，增长率分别为 20.18%、40.75%、26.01% 和 20.50%，从债务的期限结构看，样本企业流动负债占比较高，2017 年 9 月末流动负债占总负债比例为 66.86%。从负债科目来看，2014-2016 年末预收账款占负债总额比重在 26-27% 之间波动，2017 年 9 月末预收账款占比提升至 32.69%；同期末，带息债务占负债总额比重基本维持在 46% 左右。

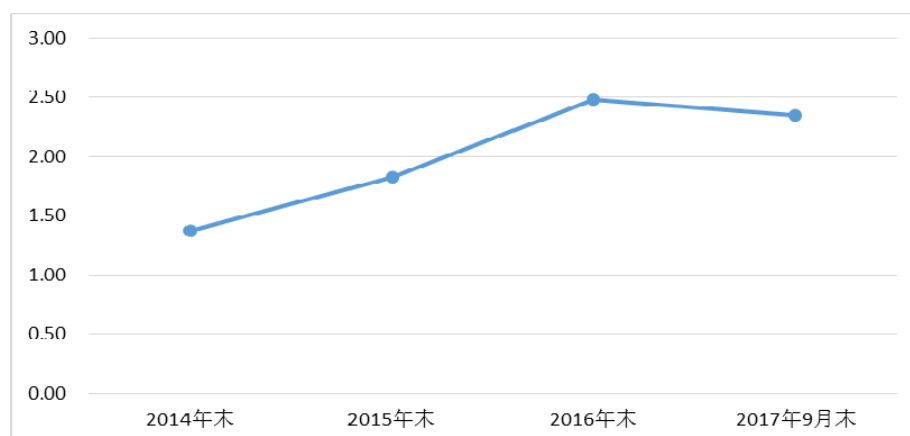
图表 13. 样本企业资产负债率（单位：%）



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，2016 年末，样本企业的平均资产负债率高达 79%。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，在 2014-2016 年末及 2017 年 9 月末分别为 70.56%、72.62%、73.15% 和 74.00%，近年来，样本企业的负债率略有提高。同期末，有息负债率约为 46%，变化不大。

图表 14. 样本企业长短期有息债务比



资料来源: Wind、新世纪评级整理

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, 2017 年三季度末, 该比值有所降低, 需关注未来房地产行业融资收紧后偿债压力风险。

从债务的覆盖情况看, 2016 年, 得益于当年样本企业营业利润大幅增长, EBITDA 对利息支出的覆盖程度亦有所回升, EBITDA 对带息债务的覆盖程度基本保持稳定。

图表 15. 样本企业债务覆盖情况

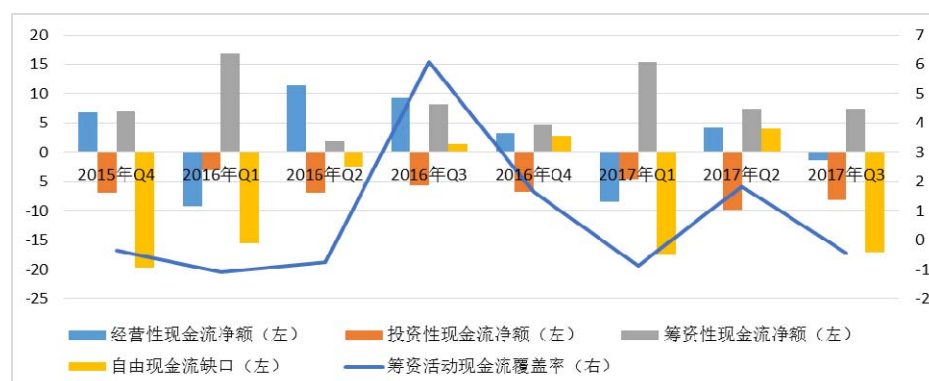
项目	2014 年	2015 年	2016 年
EBITDA/利息支出(倍)	4.25	3.91	4.48
EBITDA/带息债务(倍)	0.11	0.10	0.11

资料来源: Wind、新世纪评级整理

5. 现金流分析

2016 年房地产市场回暖, 销售回笼资金显著高于新开工现金支出, 使得经营性现金流较 2015 年大幅增加, 其中 2016 年第二至第四季度, 经营性现金流净额均为正, 但从 2016 年第四季度开始, 受调控政策影响, 行业销售回笼情况不理想, 样本企业经营性现金流净额大幅减少。2017 年前三季度, 经营性现金流由正转负。

图表 16. 样本企业现金流季度分析 (单位: 亿元、倍)



资料来源: Wind、新世纪评级

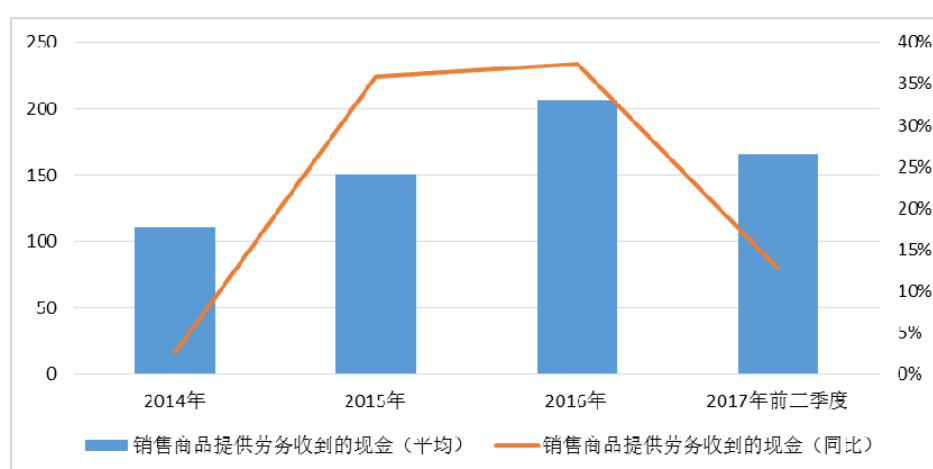
近年来, 由于拿地成本高企, 项目投资支出增大, 合作开发模式越来越普遍, 房企之间采用股权注资方式成立项目公司运营项目, 这部分现金支出是计入投资性现金流

出，而非经营性现金流出。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。以上两个原因使得房地产开发企业投资性现金支出逐年增加。

2016 年，由于公司债发行规模和数量均创历史新高，房地产开发企业外部融资渠道通畅，同时自由现金流缺口收窄，使得当年筹资性现金流覆盖率较 2015 年显著提高至 2.26 倍。2017 年前三季度自由现金流缺口加大，筹资现金流覆盖率下滑至 1.1 倍左右，主要是由于从 2016 年 9 月份开始，房地产行业各项融资政策收紧，外部融资难度明显加大，未来需关注房地产开发企业自身产生现金的能力。

本文以销售商品、提供劳务收到的现金来考察房企内部产生现金能力，2016 年房地产开发企业销售商品、接受劳务收到的现金平均为 206.95 亿元，同比增长 37.36%，与 2015 年基本持平；2017 年前三季度房企销售商品、接受劳务收到的现金平均为 165.90 亿元，同比增长 12.80，增速大幅下滑。

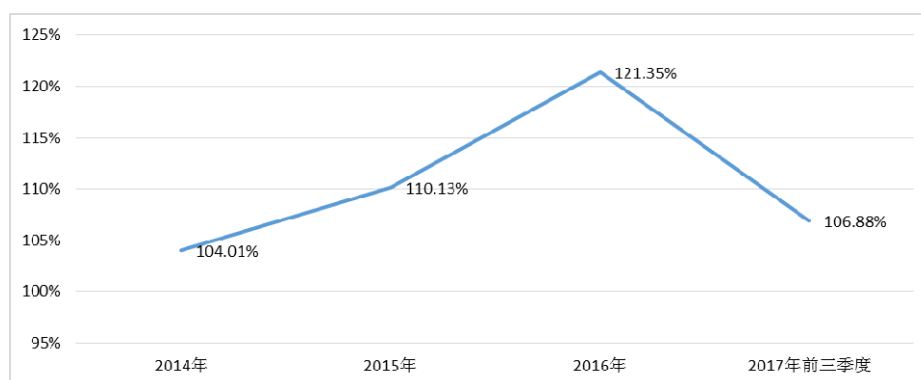
图表 17. 样本企业销售商品提供劳务收到的现金（单位：亿元）



资料来源：Wind、新世纪评级整理

2016 年房地产开发行业营业收入现金率继续保持增长趋势，平均达 121.35%，而 2017 年前三季度行业平均营业收入现金率下滑近 15 个百分点至 106.88%，行业资金回笼趋紧。

图表 18. 样本企业营业收入现金率（单位：%）



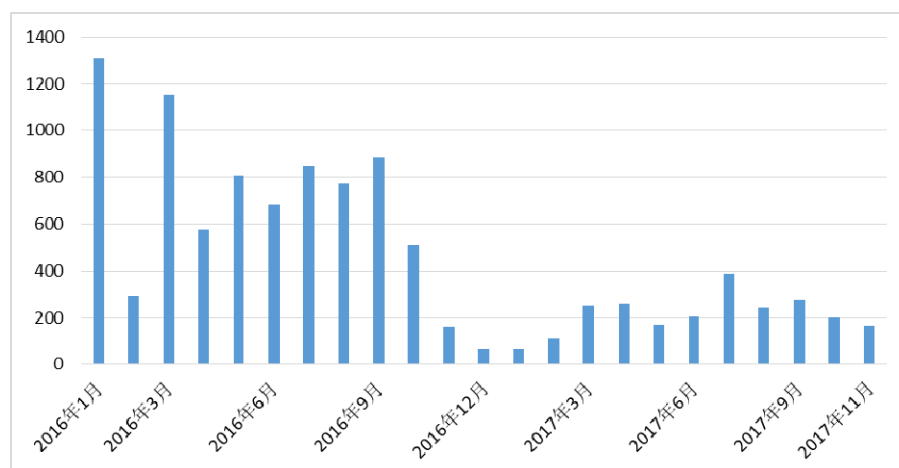
资料来源：Wind、新世纪评级

自 2016 年 10 月份起，房地产开发行业融资政策由宽松转向收紧，沪深交易所相继发布房地产行业发行公司债券的分类监管文件。新的监管文件不仅设立了基本的发债准入指标，并且对准入的发行人实行分类监管，将发行人分为正常类、关注类、风险类和

违约类，增加了对关注类发行人的披露和审查力度，并要求承销商审慎承接风险类发行人。此外，新标准还提高了房地产行业发行人的募集资金监管要求。

从图表 19 中可以看出，房地产企业在 2016 年前三季度债券发行规模都较大，但从 2016 年第四季度开始，发行量骤减。

图表 19. 房地产开发行业信用债 2016 年以来月度发行规模（单位：亿元）⁶



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⁷

主体信用等级分布与迁移

1. 主体信用等级分布

2017 年前三季度，共有 22 家房地产企业完成债券发行，公开发行债券合计 76 支。包括超短期融资券 16 支、短期融资券 1 支、中期票据 44 支、公司债 9 支、企业债 6 支。

图表 20. 房地产行业主体信用等级分布（截至 2017 年 9 月末）

发行主体信用等级	2017 年前三季度		截至 2017 年 9 月末	
	发行主体数量 (家)	占比 (%)	存续主体数量 (家)	占比 (%)
AAA	6	27.27	30	19.61
AA ⁺	8	36.36	33	21.57
AA	8	36.36	83	54.25
AA ⁻	0	0.00	5	3.27
A ⁺	0	0.00	1	0.65
A	0	0.00	1	0.65
合计	22	100.00	153	100.00

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

⁶ 图表 19 中所指信用债包括短融、超短融、中票、定向工具、企业债、公司债。

⁷ 本部分采用的样本库范围为申万房地产行业中公开发行债券的非城投类企业。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。

2. 主体信用等级迁移

新世纪评级对 2017 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 2017 年前三季度静态池样本库中满足统计口径 8 的有效样本 191 个。我们对 2017 年前三季度信用等级迁移情况进行统计，并建立迁移矩阵。详见下表：

图表 21. 房地产行业主体信用等级迁移情况

2017 年 9 月末 2016 年末	AAA	AA ⁺	AA	AA ⁻	A ⁺	A
AAA	35	-	-	-	-	-
AA ⁺	9	41	-	-	-	-
AA	-	7	91	-	-	-
AA ⁻	-	-	1	6	-	-
A	-	-	-	-	-	1

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

2017 年前三季度在级别调整方面，中诚信证评将金茂投资管理(上海)有限公司、中铁建房地产集团有限公司主体级别由 AA+级上调为 AAA 级；中诚信证评及中诚信国际将新城控股集团股份有限公司主体级别由 AA+级上调为 AAA 级；大公国际将信达投资有限公司、华夏幸福基业股份有限公司主体级别由 AA+级上调为 AAA 级；新世纪评级将上海金桥（集团）有限公司主体级别由 AA+级上调为 AAA 级；联合信评将深圳市龙光控股有限公司、上海世茂股份有限公司主体级别由 AA+级上调为 AAA 级。

中诚信国际及中诚信证评将上海实业发展股份有限公司主体级别由 AA 级上调为 AA+级；大公国际将深圳市龙光控股有限公司、杭州滨江房产集团股份有限公司、阳光城集团股份有限公司、金科地产集团股份有限公司主体级别由 AA 级上调为 AA+级；联合信评将奥园集团有限公司主体级别由 AA 级上调为 AA+级。中诚信证评将中华企业股份有限公司主体级别由 AA-级上调为 AA 级。

在展望调整方面，联合信评分别将上海大名城企业股份有限公司、上海嘉宝实业（集团）股份有限公司由稳定调至正面。联合信评将海航投资集团股份有限公司展望由稳定调至负面。新世纪评级将华鑫置业(集团)有限公司展望由稳定调至负面。中诚信证评将金茂投资管理（上海）有限公司展望由正面调至稳定；中诚信国际将中华企业股份有限公司展望由负面调至稳定；联合资信将北京万通地产股份有限公司展望由负面调至稳定。

样本企业主要债券品种利差分析⁹

新世纪评级对 2017 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 2017 年 12 月 13 日，数据时限是 2017 年前三季度(2017.1.1~2017.9.30)。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，各信用等级利差的因评级样本量限制而存在一定差异。

1. 短期融资券¹⁰

⁸在统计主体信用等级迁移矩阵时，我们在样本库中剔除 2016 年末或 2017 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。

⁹本部分所统计债券种类均为公开发行的债券。

2017 年前三季度房地产行业仅发行一支短期融资券，为中国金茂（集团）有限公司发行的 17 金茂 CP001。发行时主体级别为 AA+级，债券项级别为 A-1。

图表 22. 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
AA+	A-1	1	125.37	125.37

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

2. 中期票据¹¹

2017 年前三季度房地产行业共发行 44 支中期票据。AAA 级债券中，华润置地有限公司和上海世博发展（集团）有限公司所发中期票据的利差表现相对较好。AA+级债券中，北京北辰实业股份有限公司和上海世茂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，光明房地产集团股份有限公司所发中期票据的利差表现相对较好。

图表 23. 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
3 年	AAA	AAA	10	105.68-205.19	176.06
	AA+	AA+	12	166.52-400.79	306.41
		AAA	1	199.97	199.97
	AA	AA	1	289.57	289.57
		AAA	1	395.80	395.80
5 年	AAA	AAA	8	114.89-245.96	166.69
	AA+	AA+	10	151.65-352.83	236.09
	AA	AAA	1	153.93	153.93

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

3. 企业债券

2017 年前三季度房地产行业共发行 6 支企业债券，均为重庆龙湖企业拓展有限公司所发的企业债券。发行时主体级别为 AAA 级，债券项级别均为 AAA。

图表 24. 房地产行业企业债券发行利差情况（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
5 年	AAA	AAA	2	135.74	135.74
7 年	AAA	AAA	4	147.18-155.26	151.22

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

4. 公司债券

2017 年前三季度房地产行业共发行 11 支公司债券。AAA 级债券中，万科企业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，上海浦东土地控股(集团)有限公司及中国电建地产集团有限公司所发公司债券的利差表现相对较好。AA 级债券中，国贸地产集团有限公司所发公司债券的利差表现相对较好。

¹⁰仅统计 1 年期短期融资券，不含超短期融资券。

¹¹不含中小企业集合票据。

图表 25. 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	2	146.79-155.69	151.24
5 年	AAA	AAA	3	97.70-134.18	110.04
	AA ⁺	AAA	1	105.97	105.97
		AA ⁺	2	197.92-234.37	216.15
	AA	AAA	1	215.76	215.76
AA ⁺		1	273.81	273.81	
7 年	AAA	AAA	1	146.00	146.00

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

2018 年行业信用展望

从中长期看，城镇化仍将是推动我国房地产开发行业的主要因素。2016 年 9 月，国务院办公厅印发了《推动 1 亿非户籍人口在城市落户方案》，明确表示“十三五”期间，城乡区域间户籍迁移壁垒加速破除，配套政策体系进一步健全，户籍人口城镇化率年均提高 1 个百分点以上，年均转户 1300 万人以上。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。总体而言，我国仍处于快速城镇化阶段，未来城镇化空间仍较大，由此带来的城市建设、新增人口等将为房地产市场发展提供基本面支持。

根据北京、上海、广州、深圳于 2016 年公布的本地“十三五”规划纲要，至 2020 年末四地常住人口将分别控制在 2300 万、2500 万、1550 万及 1480 万。截至 2016 年末，上述四个一线城市的常住人口分别为 2173 万人、2420 万人、1404 万人和 1191 万人。同时，2017 年 4-7 月，大连、重庆、天津、厦门、成都、武汉、长沙、无锡等多个二三线城市陆续推出人才吸引政策，通过放松落户和购房条件，吸引大学毕业生前往就业和定居。一线城市控制人口流入及二、三线城市的人才新政或将为后者带来一定的发展空间。

出于平抑热点城市市场、推动非热点城市库存去化的目标，预计 2018 年我国将延续当前的因城施策调控方针，但在具体的政策选择和执行力度方面可能会视市场发展情况做出调整。一二线热点城市调控政策仍将从紧，三四线城市也将有针对性地加码，抑制投资投机性需求入市，在热点城市布局较多的房企或将面临项目去化放缓的压力。同时，地方政府将加快发展住房租赁市场，推进共有产权住房及租赁住房制度建设，引导购房需求向租房转化。

2017 年我国房地产行业的金融监管及信贷政策进一步收紧。银监会表明严厉打击“首付贷”、严查个人消费贷款资金违规进入房地产市场；多家商业银行对购房利率进行调整，北京、上海、深圳、南京等城市陆续上调首套房贷款利率 5%-10%。预计 2018 年房地产金融端仍将保持收紧态势，更多热点城市收紧信贷，积极防范房地产市场泡沫风险。同时，各地政府将加强土地供应管理，部分热点城市持续加强土地拍卖管控力度，土地溢价率的下降将对楼市价格产生一定的指导作用。

2017 年，房地产开发企业面临的主要问题在于融资难度显著加大。自 2016 年下半

年开始，房企融资渠道陆续受限，银行开发贷、公司债、信托、私募等均已收紧。2016 年 10 月，上交所及深交所下发《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，对房地产企业公司债券发行审核试行分类监管；2017 年 2 月，中国基金业协会发布《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第 4 号-私募资产管理计划投资房地产开发企业、项目》，禁止私募资管产品通过明股实债、委托贷款等方式投资热点城市普通住宅项目；2017 年 12 月，中国银监会发布《关于规范银信类业务的通知》，要求不得将信托资金违规投向房地产等限制或禁止领域，信托作为房地产融资的重要渠道面临收缩。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 数据显示，2018 及 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分别为 5001 亿元和 6350 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。

预计 2018 年在调控深化，金融去杠杆及监管趋紧的态势下，房地产行业融资渠道依然偏紧。房地产企业需要面对限售限贷、调控加码以及债务集中到期、资金成本上升等多重压力。大型房企可依据品牌优势和综合实力获得境内外资金支持，并不断创新融资工具；而依赖大量融资激进拿地、自身回款能力较弱的中小型房企将遭遇一定冲击，一旦销售状况不理想，企业周转能力受阻，将面临流动性风险，很容易面临股权并购或项目被收购的局面。房企之间整合并购将继续加速，市场集中度进一步提高。

除融资压力以外，以热点城市为主要业务区域的企业将面临拍地资金门槛提高以及信贷收紧的压力；以非热点城市为主要业务区域的企业将面临库存去化方面的压力。专注于个别热点城市的中型企业由于资金来源相对有限，在耗尽原有土地储备之后，或须调整整体经营策略及业务布局。专注于个别三、四线城市的小型房企将面临市场有效需求有限、去库存政策效应减弱及自身被收购的风险。

图表 26. 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 2017 年调控政策供需双限，各地限售出台，限购限贷加码，抑制短期投资投机需求、保障刚需，预计未来楼市调控将持续深化。
	长效机制 加快租赁市场发展，扩大共有产权住房试点范围，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	2017 年政府积极推地，住宅用地溢价率回落。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	银行按揭收紧，严查消费贷资金违规入市，多家商业银行调整房贷利率。未来金融市场利率与信贷政策将继续向房地产市场传导。
市场监管	2017 年多城市加强预售、资金监管，禁止无故拒售、分期销售，加强对房企违法违规行为的联合执法检查。预计 2018 年各地政府将持续加强楼市监管力度。
人口及城镇化	我国仍处于快速城镇化阶段，未来城镇化空间仍较大，由此带来的城市建设、新增人口等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

总体看，未来 1~2 年，融资环境的变化将使开发企业各类融资活动面临进一步挑战，核心热点城市政策调控背景下住宅去化效率将明显放缓。2015 年以来在热点城市布局较多且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

(2016/Q4-2017/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 EBITDA	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	10,183.82	1,677.25	83.53	943.53	1,627.74	1.21	2,405.23	318.77	412.28	132.86
保利南方集团有限公司	AAA	中诚信国际	6,302.52	1,262.00	79.98	635.55	1,965.43	1.77	1,440.67	163.62	254.66	-388.63
华夏幸福基业股份有限公司	AAA	大公国际	3,364.84	617.92	81.64	483.58	992.91	1.51	592.25	79.50	102.57	-144.90
招商局蛇口工业区控股股份有限公司	AAA	中诚信国际	3,012.62	782.95	74.01	445.52	869.83	1.61	533.26	96.59	181.94	-231.89
广州富力地产股份有限公司	AAA	联合资信	2,655.06	462.15	82.59	364.57	1,333.76	1.94	546.71	75.18	171.75	-56.79
金地(集团)股份有限公司	AAA	联合资信	1,966.02	521.92	73.45	333.41	548.59	1.68	505.46	87.26	112.01	68.69
新城控股集团股份有限公司	AAA	中诚信国际	1,488.19	171.39	88.48	182.25	416.23	1.11	329.82	43.08	46.74	15.68
平安不动产有限公司	AAA	联合信评	567.69	221.47	60.99	91.62	276.88	2.89	17.32	8.76	20.19	-38.08
绿地控股集团有限公司	AA+	联合信评	7,710.93	938.83	87.82	640.69	2,824.27	1.39	2,771.23	119.77	177.64	277.29
阳光城集团股份有限公司	AA+	中诚信国际	1,963.86	269.01	86.30	275.71	1,041.26	1.67	276.6	16.08	20.94	70.58
泛海控股股份有限公司	AA+	东方金诚	1,865.89	258.56	86.14	242.16	1,444.87	1.83	75.22	25.46	65.60	-214.85
泰禾集团股份有限公司	AA+	联合信评	1,835.87	266.58	85.48	156.68	1,240.35	2.31	252.72	18.97	26.97	7.59
荣盛房地产发展股份有限公司	AA+	大公国际	1,758.17	262.11	85.09	139.83	575.31	1.48	335.97	50.72	59.06	-36.64
金科地产集团股份有限公司	AA+	中诚信证评	1,421.86	215.48	84.85	155.03	658.99	2.03	290.19	15.61	27.50	-103.08
珠海华发实业股份有限公司	AA+	中诚信国际	1,334.61	227.97	82.92	216.30	723.73	2.13	183.32	18.85	20.87	100.37
新湖中宝股份有限公司	AA+	联合信评	1,268.81	318.62	74.89	185.45	624.50	2.00	142.41	69.65	72.50	24.84

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EBITDA	年度经营性现金流量净额
中国电建地产集团有限公司	AA+	中诚信证评	1,002.47	166.16	83.42	153.88	501.28	2.27	195.41	10.24	14.23	28.89
上海世茂股份有限公司	AA+	联合信评	898.41	335.95	62.61	150.51	215.43	1.57	163.05	34.99	39.45	49.49
北京北辰实业股份有限公司	AA+	联合资信	768.62	129.54	83.15	121.48	324.83	2.06	126.71	9.99	12.45	-31.17
淮安新城投资开发有限公司	AA+	联合资信	765.01	271.72	64.48	99.44	401.31	5.09	55.44	7.79	8.49	-36.83
中天金融集团股份有限公司	AA+	大公国际	762.29	165.10	78.34	60.21	430.53	2.54	162.32	25.44	44.73	-37.42
中粮地产(集团)股份有限公司	AA+	鹏元资信	690.57	117.31	83.01	103.77	270.94	1.59	161.43	19.04	28.67	-1.90
杭州滨江房产集团股份有限公司	AA+	联合信评	564.14	153.76	72.74	87.62	71.18	1.47	119.90	19.36	31.10	84.29
上海实业发展股份有限公司	AA+	中诚信国际	360.53	104.31	71.07	69.22	142.75	2.06	65.27	7.08	11.63	11.43
四川蓝光发展股份有限公司	AA	中诚信国	932.38	156.45	83.22	115.6	319.83	1.73	237.29	12.18	18.55	64.67
云南城投置业股份有限公司	AA	联合资信	818.69	80.19	90.20	69.72	465.85	1.28	130.58	4.59	13.58	7.32
上海大名城企业股份有限公司	AA	联合信评	589.34	118.51	79.89	29.38	277.46	1.86	59.73	9.81	20.73	-45.59
光明房地产集团股份有限公司	AA	新世纪评级	512.24	98.24	80.82	83.94	229.30	1.80	240.04	14.97	20.75	55.62
龙光交通集团有限公司	AA	大公国际	500.27	147.50	70.52	18.36	329.44	1.99	41.17	4.57	18.78	8.90
新华联文化旅游发展股份有限公司	AA	东方金诚	485.93	76.48	84.26	78.45	249.30	1.45	84.17	5.7	11.06	20.20
湖北福星科技股份有限公司	AA	中诚信证评	465.55	115.69	75.15	77.41	221.60	2.58	90.96	11.45	15.83	-13.28
深圳市中洲投资控股股份有限公司	AA	东方金诚	419.53	62.93	85.00	53.71	190.05	1.67	67.83	3.98	10.89	-74.37
中弘控股股份有限公司	AA	大公国际	395.41	109.88	72.21	48.52	206.54	1.84	51.29	0.02	3.57	-6.35
天津市房地产发展(集团)股份有限公司	AA	大公国际	375.79	54.77	85.43	40.46	206.05	1.78	46.57	1.77	2.89	-5.00
重庆市迪马实业股份有限公司	AA	联合资信	363.56	77.21	78.76	55.58	156.40	1.75	150.85	11.42	12.13	39.58

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EBITDA	年度经营性现金流量净额
银亿房地产股份有限公司	AA	中诚信证评	300.09	98.01	67.34	33.12	122.56	2.01	76.97	8.19	18.26	-9.08
京投发展股份有限公司	AA	联合信评	295.59	34.88	88.20	14.09	159.32	2.19	66.02	7.42	11.47	22.17
华远地产股份有限公司	AA	中诚信国	293.97	74.04	74.81	40.21	112.64	2.34	86.18	9.97	10.80	22.49
中华企业股份有限公司	AA	中诚信证评	285.93	49.89	82.55	79.29	84.46	1.63	91.71	7.65	27.42	48.53
中交地产股份有限公司	AA	联合信评	276.69	24.76	91.05	33.74	106.48	1.67	7.44	-2.29	1.17	-42.95
格力地产股份有限公司	AA	联合信评	272.32	76.26	71.99	32.47	146.88	2.66	32.93	6.52	8.66	-18.15
冠城大通股份有限公司	AA	联合信评	206.83	82.41	60.15	22.98	46.71	1.80	64.65	7.74	8.91	-6.52
天地源股份有限公司	AA	东方金诚	202.46	29.92	85.22	29.24	102.26	1.86	49.14	5.65	3.13	8.96
安徽省高速地产集团有限公司	AA	联合资信	182.21	46.50	74.48	29.07	60.37	1.94	45.34	3.17	4.32	-4.58
天安数码城(集团)有限公司	AA	联合资信	163.69	53.89	67.08	21.18	61.44	1.86	25.65	4.3	6.03	6.00
宁波富达股份有限公司	AA	新世纪评级	156.54	35.69	77.20	20.48	58.88	1.68	43.07	-1.09	9.64	20.00
深圳市振业(集团)股份有限公司	AA	鹏元资信	132.23	52.40	60.37	38.77	40.65	1.66	45.32	10.38	11.16	12.7
广州珠江实业开发股份有限公司	AA	中诚信证评	130.75	38.00	70.94	24.65	68.27	4.09	41.75	5.45	5.36	11.53
荣安地产股份有限公司	AA	联合信评	116.70	41.71	64.25	9.98	27.98	2.07	48.78	6.08	3.29	-10.21
重庆渝开发股份有限公司	AA	新世纪评级	65.35	34.08	47.85	13.01	16.67	3.15	9.32	1.39	3.01	7.81
京能置业股份有限公司	AA	联合资信	56.29	21.13	62.47	14.29	17.85	2.64	7.51	1.26	1.34	9.13
南国置业股份有限公司	AA-	大公国际	243.12	49.15	79.79	28.01	129.97	2.41	27.03	0.18	1.77	-4.24
广宇集团股份有限公司	AA-	大公国际	83.62	32.64	60.97	10.52	11.06	2.04	34.13	1.83	6.01	15.37

注：主要财务数据为2017年9月末数据

附录二

房地产行业重点样本企业信用质量

(略)

附录三

2017 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	2017 年 9 月 末主体等级 及展望	2016 年末 主体等级 及展望	调级理由
金茂投资管理(上海)有限公司	中诚信证评	AAA/稳定	AA+/正面	获得中国金茂的股权注入, 资产规模和资本实力大幅增强。
上海金桥(集团)有限公司	新世纪评级	AAA/稳定	AA+/稳定	金桥区域竞争力增强; 成本入账的投资性房地产增值空间较大; 持有的东方证券股权解禁。
信达投资有限公司	大公国际	AAA/稳定	AA+/稳定	投资业务收益进一步上升; 金融地产模式带来的差异化竞争优势; 房地产销售大幅增长, 土地储备充足。
中国铁建房地产集团有限公司	中诚信证评	AAA/稳定	AA+稳定	股东持续有力支持; 经营业绩保持较快增长; 项目储备丰富, 融资渠道畅通。
新城控股集团股份有限公司	中诚信国际	AAA/稳定	AA+稳定	公司以长三角为核心, 品牌知名度高, 销售业绩快速增长; 投资性物业租金收入及管理费保持增长趋势; 作为 A 股上市公司, 具备畅通的股权及债权融资渠道。
新城控股集团股份有限公司	中诚信证评	AAA/稳定	AA+稳定	销售业绩大幅增长, 行业排名地位稳固; 待结算资源丰富, 对业绩形成有力保障; 项目储备充裕, 区域分布更趋均衡; 良好的财务管控能力, 偿债能力持续增强。
上海世茂股份有限公司	联合信评	AAA/稳定	AA+稳定	开发运营经验丰富, 品牌影响力大; 土地储备规模大, 成本较低, 2016 年末, 公司完成对前海项目、杭州项目、南昌项目的收购, 核心城市商业地产储备增加; 营业收入及盈利水平较高, 整体债务负担较轻。
华夏幸福基业股份有限公司	大公国际	AAA/稳定	AA+稳定	公司产业新城建设业务仍具有很强的区域专营性, 园区规模优势明显; 实现运营模式的跨区域复制; 产业园区招商能力很强, 收入和利润规模持续增长, 签约销售额大幅提升。
奥园集团有限公司	联合信评	AA+/稳定	AA/稳定	广州地区经济发展快; 土地储备充裕、在售规模较大; 2016 年销售面积及金额大幅增长; 营业收入及利润增长, 财务状况良好。
金科地产集团股份有限公司	大公国际	AA+/稳定	AA/稳定	土地储备较为充足, 2016 年资本实力和利润水平有所提升。
上海实业发展股份有限公司	中诚信国际	AA+/稳定	AA/稳定	2016 年加速去化, 销售业绩大幅增长; 完成非公开发行股票, 增厚所有者权益; 在上海的的优质商业物业能带来稳定租金收入且有较大增值潜力。
上海实业发展股份有限公司	中诚信证评	AA+/稳定	AA/稳定	
深圳市龙光控股有限公司	大公国际	AA+/稳定	AA/稳定	深圳地区需求旺盛; 土地储备充裕; 预收款政策执行较好; 2016 年房地产业务营业收入及利润大幅增长; 经营性现金对债务和利息的保障能力大幅提高。
深圳市龙光控股有限公司	联合信评	AAA/稳定	AA+/稳定	签约销售金额及预收款项明显增加; 在建项目及土地储备充足, 且集中于粤港澳大湾区热点城市, 土地质量较好; 业务盈利能力强, 结转项目毛利率大幅提升, 货币资金充足, 现金流表现良好, 财务状况稳健。
阳光城集团股份有限公司	大公国际	AA+/稳定	AA/稳定	公司通过“高周转”模式实现销售金额及销售面积持续快速增长; 通过“3+1+X”的区域布局使得区域内竞争力较强; 土地储备较为充足及融资成本持续下降。
杭州滨江房产集团股份有限公司	大公国际	AA+/稳定	AA/稳定	受益于核心城市的布局, 公司销售金额及销售面积持续增长; 在杭州区域内竞争力较强; 非公开发行新股的完成有利于资本结构的优化; 有息债务规模控制能力较强, 盈利能力仍较好。
海航投资集团股份有限公司	联合信评	AA/负面	AA/稳定	房地产业务规模下降较快、2016 年公司净利润出现亏损、债务集中偿付压力、所有者权益稳定性较弱。
上海大名城企业股份有限公司	联合信评	AA/正面	AA/稳定	公司地产销售面积上升, 营业收入及盈利水平增长明显; 新增金控业务板块, 增加了公司盈利来源。

发行人	评级机构	2017 年 9 月 末主体等级 及展望	2016 年末 主体等级 及展望	调级理由
上海嘉宝实业(集团)股份有限公司	联合信评	AA/正面	AA/稳定	公司销售面积和金额明显增长;新纳入的房地产基金业务产业链完整;非公开发行股票,债务负担明显下降;实际控制人变更为中国光大,股东实力雄厚。
北京万通地产股份有限公司	联合资信	AA/稳定	AA/负面	公司营业利润由负转正,且预收款项大幅增长;非公开发行股票完成、债务负担下降明显;天津万通中心和上海万通中心将于 2017 年投入运营,预计会带来稳定的现金流和盈利补充。
中华企业股份有限公司	中诚信国际	AA/稳定	AA/负面	公司加快库存去化,现金流状况良好,债务规模显著下降。公司股票被撤销“退市风险警告”;地产集团资产注入计划有序推进;拟引入华润商业等战略投资者。
中华企业股份有限公司	中诚信证评	AA/稳定	AA-/稳定	公司项目结转面积和金额大幅上升,盈利情况显著好转,偿债指标明显优化。
华鑫置业(集团)有限公司	新世纪评级	AA/负面	AA/稳定	下属子公司重大资产重组后,公司业务、资产规模和权益有明显萎缩;公司划出资产后续划拨计划尚未明确,具有一定不确定性。

数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理