



2011 中国房地产行业 信用分析报告

China Real Estate Industry Outlook 2011

行业信用回顾
行业信用展望

上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.



公司简介

上海新世纪资信评估投资服务有限公司是一家专业从事债券评级、企业资信评估、信用管理咨询等信用服务业务的全国性信用评级机构，主要股东有中国金融教育发展基金会、上海财经大学等。经过十多年的发展，新世纪公司已经成长为中国信用评级行业内资质齐全、规模较大、声誉良好的资信评级机构之一。

总 编：朱荣恩
主 编：丁豪樑
执行主编：钟星航
分 析 师：叶盛
赵霖

联系人：钟星航
电话：021-63229291
邮箱：zxh@shxsj.com

联系人：叶盛
电话：021-63501349
邮箱：ys@shxsj.com

重要声明：

本报告版权归新世纪公司所有，未经书面授权与许可，任何单位与个人不得复制、转载、散发和出售报告的信息。

新世纪公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

新世纪公司已力求系列报告的独立、客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见都不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，新世纪公司不对任何人因使用报告中的任何内容所导致的损失负法律责任。

公司资质

- 中国人民银行总行批准的从事全国企业债券信用评级业务资格；
- 中国人民银行总行认定的全国银行间债券市场评级业务资格；
- 中国国家发展和改革委员会认可的从事全国企业债券信用评级业务资格；
- 中国保险监督管理委员会认可的信用评级机构资格；
- 中国证券监督管理委员会核准的从事证券市场资信评级业务资格；
- 中国证券监督管理委员会颁发的证券投资咨询业务资格；
- 中国人民银行上海总部认可的从事上海市借款企业主体信用评级、集团企业评级、担保公司评级和中小企业评级业务资格。

摘要

正如新世纪评级在上份年度报告中所指出的，中国房地产行业在工业化和城镇化进程中获得了快速发展的推动力，但粗放式的快速发展模式以及供需的结构性失衡致使整个行业面临着内生的不稳定性。与此同时，高度依赖银行资本以及政策环境的复杂多变使得行业的外部信用环境也趋于多变，这些因素都制约了行业的整体信用水平。

进入 2010 年，我国房地产行业面临的政策环境再次出现调控方向上的实质性转变，2009 年相对宽松的环境不复存在，从紧的政策力度不断加大。在中央政府对房地产市场价格走势的调控决心达到高点的情况下，地方政府却受制于各地的具体情况，尤其面临的巨大财政压力，在执行有关政策时仍存在着明显的相机抉择倾向。

从行业整体运行角度来看，行业供需失衡的矛盾并未得到有效缓解，银行对整个行业的放贷渠道与规模都受到严格限制，整个行业的经营状况再次经历了从一个相对高点逐渐下滑的过程，行业风险逐步显现。多数房地产企业在需求下降、融资收紧、市场观望等负面因素的困扰中，已逐渐显示出经营稳健性下降和流动性减弱的趋势，其中融资渠道缺失更是加剧了部分房地产企业现金储备不足的潜在危机。

展望 2011 年，抑制通胀将成为中国宏观经济政策的重点，而全社会对高房价的极度敏感将使国内房地产行业面临的宏观政策环境在未来 1-2 年内难以见到改善的曙光。有关政策的执行力度以及能否合理有效地疏导供求关系将成为住房双轨制格局形成前能否实现调控效果的关键。

从企业的角度来看，面对住房双轨制格局下新的商品房市场和保障房市场，各房地产企业需要及时审视自身的竞争优势与企业特点，对企业定位进行合理调整；而在市场再次出现下滑之际，企业需要谨慎地维持自身的现金储备，积极探寻新的融资渠道；宏观调控政策区域执行的差异性要求企业在合理选择城市布局方面需要有更多前瞻性，并且在发展过程中寻找到速度与稳健的有效平衡点。

《2010 年中国房地产行业信用分析报告》主要观点

中国房地产行业自从市场化改革以来，已经在国内产业经济结构中占据了举足轻重的地位，并与各项经济因素纠缠在一起，对中国这个巨大经济体的运行产生深远的影响。在 2010 年的房地产行业分析报告中，新世纪评级力图从国内房地产行业的中长期运行轨迹出发，剖析该行业整体信用状况，并就主要信用要素对未来进行展望。

中国房地产行业虽然在工业化、城镇化与经济发展的支撑下获得了快速发展的长期推动力，但这种推动力并不能抵消房地产行业波动较大的本质属性，甚至超快的粗放式发展速度反而有可能进一步加剧潜在的波动幅度；从区域差异来看，目前中国房地产行业资金高度集中于少数核心城市的现象有减弱的趋势，而城乡一体化的进程将会对城镇房地产市场构成显著冲击；从政策环境来看，现有的房地产市场政策作为行政干预与市场运营相互平衡、冲撞的结果，是具有时代特征的摸索式改革的产物，在相当长的时期内仍将处于动态调整中，调整带来的变化也会进一步增强行业的不稳定性。

市场面的供需失衡是国内房地产价格长期上涨的主因，在全行业高度依赖银行资本而房地产金融创新空间有限的背景下，房地产市场对国内银行业资金渠道的依赖度短期内很难明显降低，因而银行信贷政策已成为调节供需关系的有效手段；极低的进入门槛使得各种逐利资本涌入房地产行业，加剧了市场结构的分散与零碎；行业内抵抗周期性波动风险经验的缺失与企业个体资源、力量的匮乏也使得多数房地产开发商所获得的外部支持相对较弱；开发技术目前并不成为行业核心竞争要素，粗放式发展与土地投机的盈利模式仍是主流，但以设计规划、工程管理、增值服务为主的盈利模式将成为行业的长期发展方向，并将决定企业在未来竞争中的市场地位。

展望 2010 年，刚刚经历了 2008-2009 年波动的国内房地产市场，并未有效地借行业调整的机遇消解内部面临的巨大波动压力，而宏观经济面的改善却已经为政府的调控创造出足够的操作空间；在土地、金融、税收、业务、外资、保障性住房等领域的政策的集中作用下，未来全国商品房市场的走势将可能表现为“价跌量缩”，幅度和时间长度与后续政策以及执行力度高度相关，并且这种调整即使幅度相对较深，对中国金融系统安全短期内也不构成实质性冲击；未来一至两年内，稳健性、流动性、竞争力、管理素质、多元化等方面的变化将是影响房地产开发商信用质量的关键要素。

总结而言，当前影响国内房地产行业的最关键因素仍然是制度性的不稳定，而开发商只有在波动的行业环境中保持稳健的战略，并致力于寻找到一种比目前投机土地更为稳定可靠的盈利模式，才能长期享受行业发展的成果。

目 录

第一部分 行业信用回顾	01
1、宏观货币环境的逐步收紧，各地调控政策的相机抉择	01
2、行业调控的供需双管齐下，政策多变预期下信号扭曲	03
3、企业稳健性与流动性下降，回收现金的能力整体趋弱	06
第二部分 行业信用展望	14
1、宏观与行业环境继续从紧，供需疏导取决于政策落实	14
2、保障房推动双轨制的形成，适度参与有助于分散风险	15
3、市场格局阶梯状分化明显，地理分布与融资将多元化	17
附录 截至 2010 年末房地产行业部分企业主要财务数据指标	22

图 表 目 录

图表 1: 2008 年至 2010 年世界主要国家和地区 GDP 季度同比变动	01
图表 2: 2010 年全国土地出让金排名前十位的城市	02
图表 3: 2001 年至 2010 年全国土地出让金在财政收入中的占比情况	03
图表 4: 2010 年中央政府针对房地产行业实施调控措施的主要内容	04
图表 5: 2011 年各省直辖市已公布保障房建设计划	04
图表 6: 2011 年我国公布的保障房建设计划	04
图表 7: 2001 年至 2010 年我国房地产行业投资、施工及竣工情况	05
图表 8: 2009 年至 2010 年我国商品房市场销售、新开工以及竣工情况	05
图表 9: 2009 年至 2010 年 30 家房地产企业有息债务杠杆变动情况	06
图表 10: 2009 年至 2010 年 30 家房地产企业有息债务杠杆分布变动情况	07
图表 11: 2010 年末 30 家房地产企业有息债务杠杆风险级别分组情况	07
图表 12: 2009 年至 2010 年 30 家房地产企业现金债务比变动情况	08
图表 13: 2009 年至 2010 年 30 家房地产企业现金债务比分布变动情况	09
图表 14: 2010 年末 30 家房地产企业现金债务比风险级别分组情况	09
图表 15: 2009 年至 2010 年 30 家房地产企业现金支出保障系数变动情况	10
图表 16: 2009 年至 2010 年 30 家房地产企业现金支出保障系数分布变动情况	10
图表 17: 2010 年末 30 家房地产企业现金支出保障系数风险级别分组情况	11
图表 18: 30 家房地产企业中货币资金降幅前 5 名、增幅前 5 名	12
图表 19: 2009 年至 2010 年 30 家房地产企业销购现金比变动情况	12
图表 20: 2009 年至 2010 年 30 家房地产企业销购现金比分布变动情况	13
图表 21: 2010 年末 30 家房地产企业销购现金比风险级别分组情况	13
图表 22: 2008 年至 2010 年我国一线城市平均地价变动情况	17
图表 23: 2008 年至 2010 年我国部分二线城市平均地价变动情况	18
图表 24: 2008 年至 2010 年我国部分三线城市平均房价变动情况	18
图表 25: 2008 年至 2010 年我国主要房地产开发企业地产业务涉及城市数量	19
图表 26: 主要房地产企业的城市分布特征	19
图表 27: 我国主要房地产企业地产业务城市地理分布状况	20
图表 28: 2008 年至 2010 年我国房地产企业融资情况变化	21

第一部分 行业信用回顾

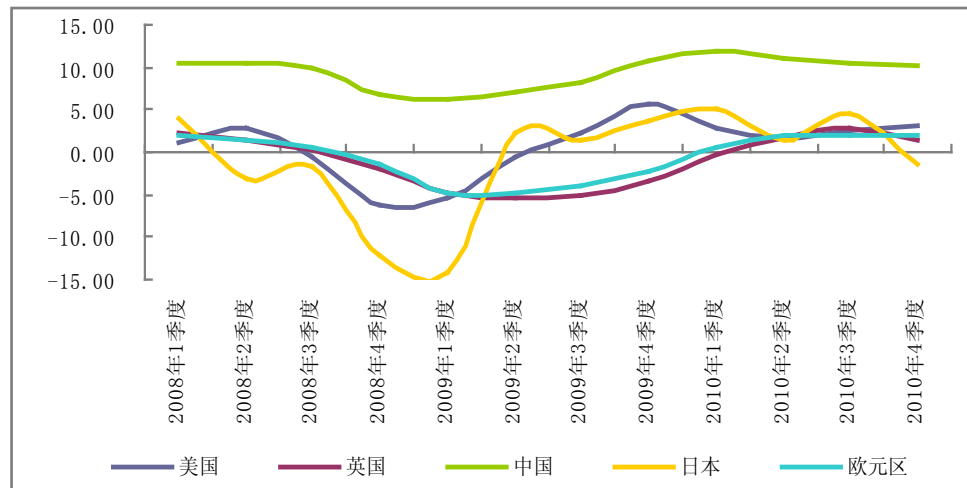
1、宏观货币环境的逐步收紧，各地调控政策的相机抉择

2010 年中国房地产行业承接了 2008-2009 年巨幅波动之后快速回升的趋势，而供需不平衡的扩大以及过剩的流动性则进一步推高了行业整体的价格水平。全社会对高房价的极度敏感使中央政府对房地产行业的调控进入一个收紧周期，连续出台的行业限制措施，尤其是限购政策，使行业在未来发展过程中面临的不确定性进一步增加，而外部货币环境的收紧则对于资金敏感型的房地产行业而言，构成了显著的外部压力。

国内的货币政策环境已由适度宽松转为稳健

在 2009 年世界经济开始表现出初步企稳的迹象时，中国经济已经率先走出危机的阴影，当年经济增长保八目标顺利实现，达到 8.70%。这其中货币适度宽松的政策导向功不可没，2009 年国内全年新增货币投放量 M2 和信贷投放量分别达到 13.11 万亿元和 9.63 万亿元，均创当时历史纪录，并且各地政府纷纷出台措施配合中央 4 万亿财政刺激计划。

图表 1：2008 年至 2010 年世界主要国家和地区 GDP 季度同比变动



资料来源：各国或地区统计局，新世纪评级整理

进入 2010 年后，世界经济逐步进入复苏阶段，美国、英国、欧元区以及日本等世界主要经济体基本摆脱了金融危机时期剧烈动荡的局势，逐步趋于好转。虽然欧洲的债务危机、美国居高不下的失业率和日本萎靡的市场表现仍然给各国经济的复苏带来诸多不确定性因素，但全球市场已逐渐走在危机后的恢复道路上。而中国则继续承接了此前的高速发展态势，全年经济发展速度达到了 10.30%。全年货币供应量余额 M2 达到了 72.58 万亿，比 2009 年末增长 19.72%，新增投放量约为 12 万亿；全年人民币贷款余额达到 47.92 万亿，新增贷款规模为 7.95 万亿，比 2009 年有所回落。受国内外综合因素影响，通胀率有所提高，全年平均消费价格涨幅从 2009 年的下跌 0.70% 转为上涨 3.30%。

通胀压力已经显现，中央政府开始逐步将货币政策由适度宽松转为稳健。央行在 2010 年内 2 次上调存贷款基准利率，累计达到 50 个基点；6 次上调存款准备金，累计达到 3 个百分点。截至 2011 年一季度末，中央银行继续上调大型金融机构银行准备金至 20.00%，中小型金融机构银行准备金至 18.00%。综合来看，目前阶段我国的货币政策已经开始进入加息通道。

房地产作为兼具投资属性和消费属性的商品，无论供给端还是需求端都对金融政策变化极度敏感，尤其是杠杆率和利率水平的变化对整个行业的影响尤为明显。而相关的金融政策又恰好是宏观经济调控中控制通货膨胀的重要手段，因此，国内货币环境的整体收紧无疑将对行业未来的发展趋势构成负面的压力。

土地背后的财政利益导致各地调控力度不一

2010年，全国土地价格有着较大幅度的上涨，各主要城市的土地价格出现较为显著的上升，各地相继出现了土地成交的历史最高价格；北京、上海最高土地单价分别达到了3.02万元/平方米和5.29万元/平方米。在这个过程中，央企凭借其相对雄厚的资金实力参与土地市场交易的现象也倍受社会关注，并让社会质疑中央政府对房地产市场调控的决心与力度。

央企参与土地市场竞价交易并非全部是非理性的行为。其中一方面反映了中国金融市场中存在的结构性失衡现象，即国有资本更容易获得金融系统的青睐，其融资渠道更为顺畅，因此在全社会信贷量激增的背景下，其可用资金也更为充裕；另一方面，部分参与高价土地成交的央企主要是希望通过有关行动引起市场关注，从而帮助其整个公司的房地产品牌的宣传。因此，央企参与土地市场竞价交易更多是企业自身的经营选择，而非中央政府意志的体现。

土地价格的上升虽然是市场化交易行为的结果，但在企业经营成本上升的背后，地方政府却是最大的受益者。中国的1994年分税制改革以来，地方政府财权与事权的严重不匹配，导致了各地财政缺口日益扩大，而土地出让市场的出现让地方政府获得了一个相对稳定的财政收入来源，并成为支持地方经济发展的重要推动力。

目前土地出让金收入已经成为我国多数地方政府的主要财政收入来源。据公开信息报道，2009年我国土地市场出让金收入超过2007年的高点，达到了惊人的1.42万亿元；2010年进一步创造出土地出让金收入的历史高点，达到了2.94万亿，同比增幅几乎达到106.19%；土地出让金收入占到地方已实现财力¹的28.70%，相当于地方财政收入²的72.30%。北京、上海、大连分别成为2010年土地出让金收入最高的前三大城市，出让金分别达到了1628.54亿元、1513.43亿元以及1157.75亿元。其中大连的土地出让金同比增长达到320.60%，出让金占到当地政府已实现财力的69.80%，两者均为全国之最。

图表 2：2010 年全国土地出让金排名前十位的城市（单位：亿元）

排名	城市	2010 年土地出让金	2009 年土地出让金	同比增长	2010 地方已实现财力	2010 年土地出让金占地方已实现财力
1	北京	1628.54	927.79	75.50%	3982.44	40.89%
2	上海	1513.43	1025.29	47.60%	4387.01	34.50%
3	大连	1157.75	275.29	320.60%	1658.55	69.80%
4	天津	901.23	739.13	21.90%	1970.04	45.75%
5	武汉	812.55	360.7	125.30%	1626.59	49.95%
6	杭州	738.1	1094.95	-32.60%	1654.84	44.60%
7	南京	572.02	224.25	155.10%	1090.82	52.44%
8	成都	510.61	356.45	43.30%	1037.51	49.21%
9	重庆	506.68	448.47	13.00%	1525.04	33.22%
10	无锡	411.5	220.7	86.50%	923.39	44.56%

资料来源：CREIS 中指数据和 中国房地产指数系统

注：地方财政收入来源于各地 2010 年统计公报；由于地方已实现财务指标为估算值，可能与财政局、统计局口径存在差异

¹ 地方已实现财力 = 地方财政总收入（含中央税收返还和补助收入）+ 土地出让金收入

² 地方财政收入来源为历年中央和地方预算执行情况报告，不含中央税收返还和补助收入

因此，土地出让收入对于地方政府的重要性决定了当地政府维持土地资源价格相对稳定的内在动力会长期存在，如何降低这种内生的冲动对土地价格的影响，在地方政府找到自身相对稳定的支柱财源并形成对土地出让金的替代之前，将始终是一个无法回避与解决的难题。这种替代性支柱财源的出现更多地取决于整个中国财税体制的变革，因此短期内中央政府对房地产行业的有关调控政策容易受到地方政府相机抉择因素的缓和而难以达到预期的理想效果。

图表 3：2001 年至 2010 年全国土地出让金在财政收入中的占比情况

年份	全国土地出让金 (亿)	地方财政收入 (亿)	地方财政总收入 (含中央税收返还和补助收入)	地方已实现财力 (亿)	土地出让金 / 地方财政收入	土地出让金占地方已实现财力
2010	29362	40610	72959	102322	72.30%	28.70%
2009	14240	32603	61202	75442	43.68%	18.88%
2008	9944	28650	51591	61534	34.71%	16.16%
2007	11948	23573	41677	53625	50.69%	22.28%
2006	7677	18304	31772	39448	41.94%	19.46%
2005	5884	15101	26566	32450	38.96%	18.13%
2004	5894	11893	22259	28153	49.56%	20.94%
2003	5421	9850	22259	27680	55.04%	19.58%
2002	2417	8515	15886	18303	28.39%	13.21%
2001	1262	7803	13808	15070	16.17%	8.37%

资料来源：新世纪评级整理

虽然土地出让金对地方经济发展有一定的推动作用，但也存在着平衡尺度的把握，其中全国的土地出让金占地方已实现财力的 20% 就是一个分水岭。根据历史经验，当全国的土地出让金占地方已实现财力的比例超过 20%，中央政府的阶段性调控力度就会显著加大，地方政府对土地出让规模也会有所控制，该指标值也将迅速降低至 20% 以下。而 2010 年末该指标再次越过 20% 的水平，并且达到了 28.70% 的历史高位，因此可以预见，在未来 1-2 年内国内土地市场将面临一定的调整压力。

2、行业调控的供需双管齐下，政策多变预期下信号扭曲

我国的房地产行业近年来受到日益严格的宏观调控，并且由以前的简单需求调控为主的模式转变为供需两端齐头并进的调控模式。虽然政策的系统性有所加强，但过于频繁和复杂的调控节奏使市场对未来政策走向的预期无法形成一致，在某种程度上也逐渐引起了市场供需信号的扭曲，调控中积压的需求需要政府在未来以合理的政策导向，及时分流到保障房市场。

抑制需求与增加供给并重已渐成为政策共识

在国内的历次宏观调控中，以打击投机为主要目标的需求管理始终是调控的主线。2010 年 4 月中央政府开展的以“国十条”为代表的宏观调控，首套房首付比例被明确在 30% 以上。同时在全国范围内实施停止第三套房贷、限制异地购房、地方政府楼市调控政策实施问责制等相关政策。

而到了 2010 年 9 月的第二轮调控，则基本明确了中央政府提高第一第二套购房成本、停购第三套、严厉打击异地抄房的基本路线。地方各级政府也被要求尽快研究并推出基于当地房地产市场特点的限购措施，加强对异地购房行为的审核和限制。2011 年初，房产税试点也在上海和重庆同时展开。

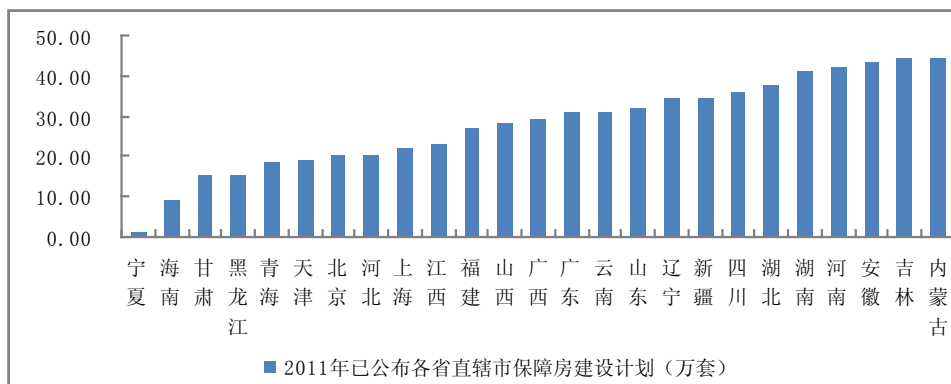
图表 4：2010 年中央政府针对房地产行业实施调控措施的主要内容

	2010 年 4 月房地产行业调控措施	2010 年 9 月房地产行业调控措施
针对首套房首付比例	购买首套住房建筑面积在 90 平方米以上，贷款首付款比例不得低于 30%。	无论首套住房建筑面积大小，首套贷款首付一律要求在 30% 及以上。
针对第三套及以上住房贷款	针对商品住房价格过高、上涨过快、供应紧张的地区，商业银行可根据风险状况，暂停发放购买第三套及以上住房贷款。	一律要求各商业银行停止受理第三套及以上住房贷款。
针对非本地居民购房需求	无明确限制	对不能提供一年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购房贷款。

资料来源：新世纪评级整理

在调控市场需求的同时，在供给端，住房双轨制改革中的重要组成部分保障房的建设也明显加快。2011 年我国保障房供应预计将达到 1000 万套，5 年内将达到 3600 万套。考虑到 2010 年我国全年商品房的供应量仅为 900 万套，因此如果 2011 年 1000 万套的保障房建设任务能按期完成，其供应规模将首次超过商品房。

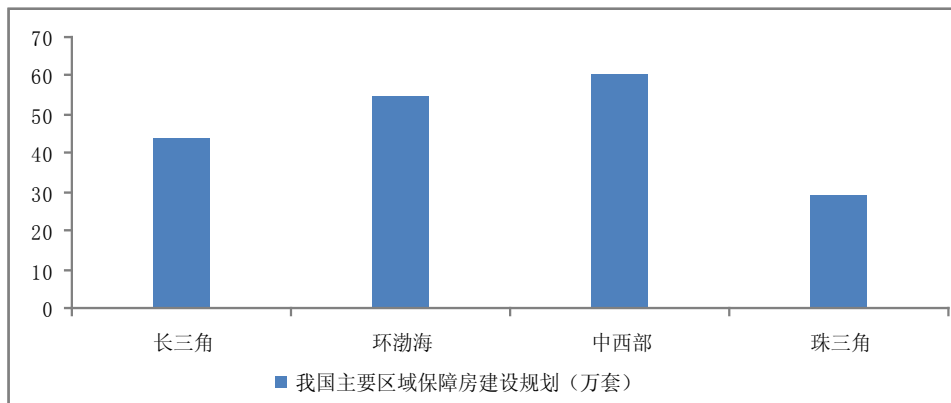
图表 5：2011 年各省直辖市已公布保障房建设计划（单位：万套）



资料来源：新世纪评级整理

如今商品房市场面临宏观调控，投资总额可能呈现出下降趋势，但保障房市场的崛起，将在一定程度上缓解住房投资总额下降的压力，从而保证我国房地产市场的整体相对平衡运行。

图表 6：2011 年我国公布的保障房建设计划（单位：万套）

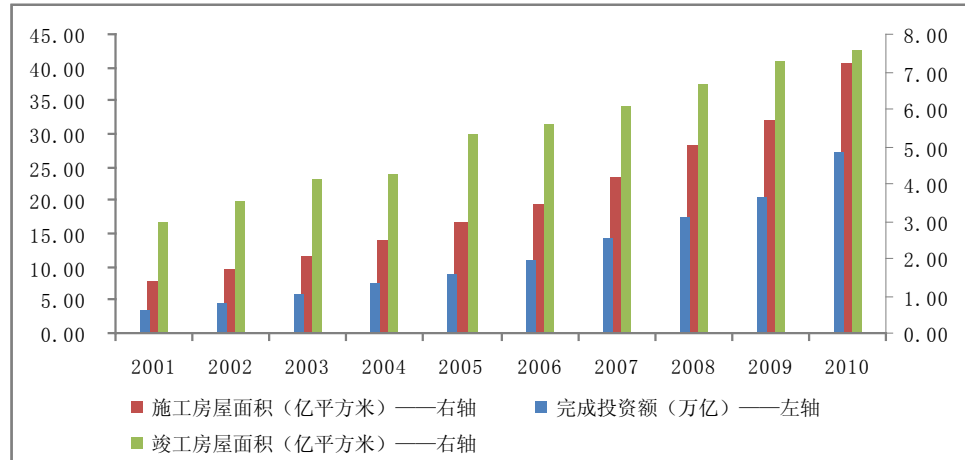


资料来源：新世纪评级整理，数据仅包括直辖市、省会城市及部分主要地级市

行业监管政策的多变导致市场供需信号扭曲

2010 年，在政府连续实施的调控政策下，房地产行业需求的增长速度有所放缓，2010 年全年商品房销售面积为 10.43 亿平方米，增速由 52.61% 回落至 10.13%。但在供给端新屋开工面积为 16.38 亿平方米，增长率由 18.25% 大幅提升至 41.94%。此外，需要注意的是，同期竣工面积 7.60 亿平方米，增长 4.52%，却比上一一年度的增长 24.23% 有明显的回落。

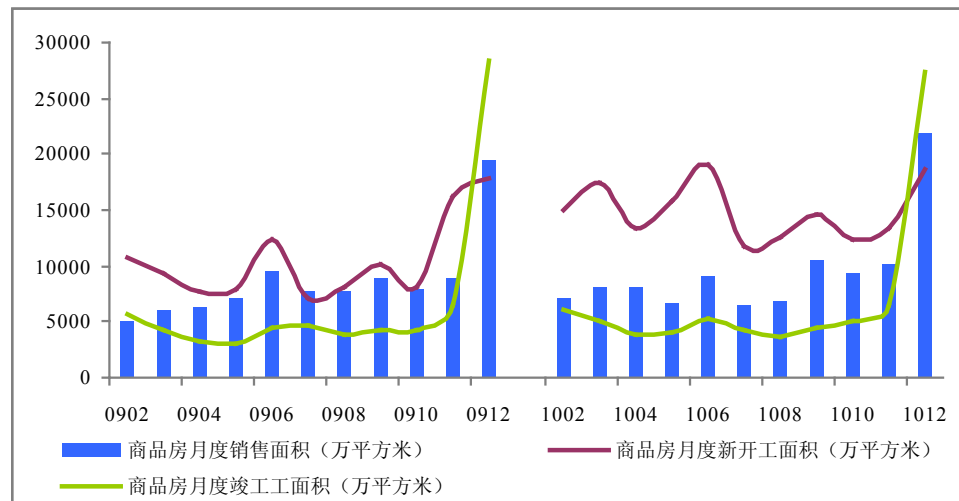
图表 7：2001 年至 2010 年我国房地产行业投资、施工及竣工情况



资料来源：WIND，新世纪评级整理

从需求端来看，随着政策效果的显现，在投机性需求被限制的同时，部分消费性需求也被抑制。房地产行业调控政策的效果在 2010 年并没有得到完全释放，由于市场普遍预计政府将实施更为严厉的限购政策，因此部分需求集中在政策生效之前进入市场，从而在调控政策不断推出的情况下，市场呈现出较为频繁的波动，并出现年底成交量急剧上升的情况。但随着 2011 年各项行业监管政策的逐步完善，政策效果得到充分体现，市场需求开始受到抑制。特别是地方政府颁布的限购措施，在一定程度上限制了投机性需求的增长。但是限购措施作为一种行政管理手段，在某种意义上也抑制一部分真实的消费需求，例如，部分在异地确有购房意愿的真实消费性需求。

图表 8：2009 年至 2010 年我国商品房市场销售、新开工以及竣工情况



资料来源：WIND，新世纪评级整理

从供给端来看，在需求增长放缓的同时，房地产企业并没减慢地产项目的建设速度，使得全行业的投资规模增速依然保持上升趋势。2010年全年，房地产行业完成投资额48267.07亿，同比增长33.18%，远高于2009年同期的16.15%的增长率，整个行业的未来供给有上升的趋势。

目前我国房地产市场上供求关系的此消彼长，已使行业供需格局出现短暂的扭曲现象。2010年全年房地产建设速度的提升，虽然不会使我国住宅市场总体上供小于求的格局产生根本性逆转，但是由于需求端受到调控政策抑制，供给端又加快了项目开工速度，因此在接下来的1-2年内，市场将形成局部的阶段性和区域性供求格局逆转的情况。

在二手房市场，这种影响同样存在。作为行业监管政策之一的房产税，在试点城市的实施重点主要针对新增房源的购置行为，从而抑制了市场上存量房的供应。部分多套房产的持有人在相关政策未完全明确之前并不愿意放弃已有的存量房，造成二手房市场交易的萎缩。

因此，目前短暂的市场成交量下降或商品房销售的回落并不代表行业整体供需关系的改变。相反，由于政策性的抑制，消费性需求并没有得到充分释放，大量被积压的消费性需求等在政策的引导下逐步被分流至保障房市场。在住房双轨制逐步形成后，预计保障房市场和商品房市场将呈现出不同的供求格局。

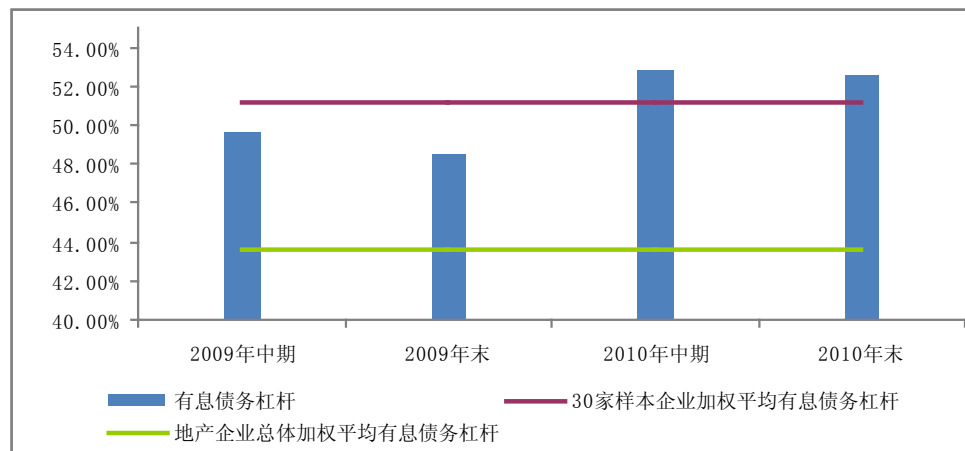
3、企业稳健性与流动性下降，回收现金的能力整体趋弱

2010年起，在宏观调控的背景下，行业内的主要房地产企业受到宏观调控的影响逐渐显现。而与此同时，部分需求向二三线城市的回归也使许多房地产企业将市场战线充分拉长，从而进一步提高了对企业整体项目管理能力和风险控制能力的要求。

企业债务杠杆略上升，生产经营的稳健性有所下降

通过对30家在国内证券市场上市的房地产企业有息债务杠杆³数据观察后，可以发现样本企业的有息债务杠杆主要分布在50%-60%之间。并且从2009年中期至2010年末的4个观察时点来看，国内主要房地产企业平均债务杠杆利用水平呈现出上升趋势，样本企业的平均有息债务杠杆指标由49.61%上升至52.51%，上升幅度约为2.90个百分点。

图表9：2009年至2010年30家房地产企业有息债务杠杆变动情况

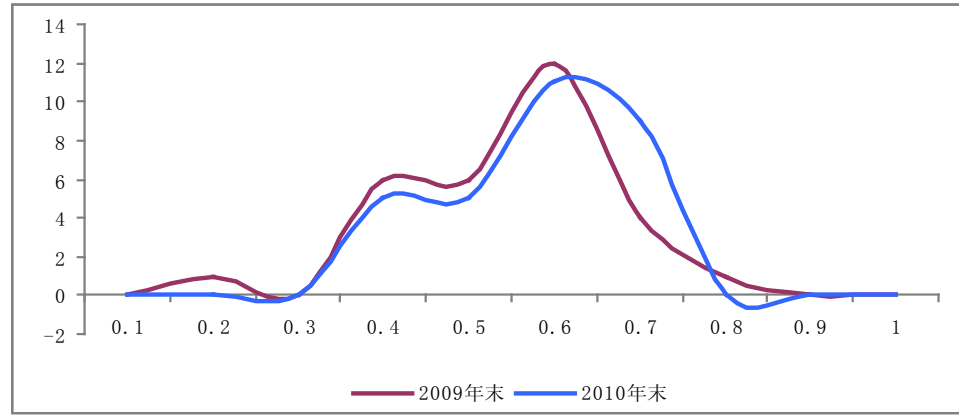


资料来源：WIND，新世纪评级整理

³ 有息债务杠杆 = 总债务 / 资本总额 = (银行借款 + 应付票据) / (银行借款 + 应付票据 + 所有者权益)

从样本数据的分布情况来看，高于平均水平区间的企业数量比重在逐步增加，这同样说明样本企业整体的有息债务杠杆过高的风险正逐步显现。有息债务杠杆处于 60% 至 80% 的企业数量在不断上升，由 2009 年中期的 5 家增加至 2010 年末的 9 家，占全体样本的比例上升至 30%。

图表 10：2009 年至 2010 年 30 家房地产企业有息债务杠杆分布变动情况



资料来源：WIND，新世纪评级整理

此外，虽然许多大型房地产企业的有息债务杠杆处于相对较低的水平，理论上有着较大的新增债务空间并有助于其在面临市场环境剧烈变化的情况下获得一定的缓冲，但在实际操作中，由于受到国内银行业放贷的行业限制，这些房地产企业获得贷款的难度也显著上升。因此，房地产企业的财务弹性并不完全取决于自身的稳健经营，而是需结合国内整个宏观政策调控力度后综合判断。

图表 11：2010 年末 30 家房地产企业有息债务杠杆风险级别分组情况

证券代码	公司名称	2010 年末 有息债务杠杆	证券代码	公司名称	2010 年末 有息债务杠杆
指标分布 <=30.00%			30.00%<= 指标分布 <50.00%		
			600657.SH	信达地产	31.51%
			600663.SH	陆家嘴	34.98%
			000616.SZ	亿城股份	37.05%
			600322.SH	天房发展	39.11%
			000024.SZ	招商地产	39.36%
			600823.SH	世茂股份	41.74%
			600266.SH	北京城建	43.50%
			600533.SH	栖霞建设	46.13%
			000002.SZ	万科 A	47.26%
			601588.SH	北辰实业	47.96%
	风险级别： 指标分布均值：	较低		风险级别： 指标分布均值：	中 40.86%
50.00%<= 指标分布 <60.00%			60.00%<= 指标分布		
600246.SH	万通地产	50.13%	000031.SZ	中粮地产	60.17%
600325.SH	华发股份	50.47%	600736.SH	苏州高新	61.30%
600064.SH	南京高科	50.60%	600052.SH	浙江广厦	62.71%
002244.SZ	滨江集团	51.67%	600748.SH	上实发展	64.12%
000718.SZ	苏宁环球	52.77%	600223.SH	鲁商置业	64.23%
600383.SH	金地集团	54.07%	600048.SH	保利地产	64.78%
002146.SZ	荣盛发展	54.43%	600376.SH	首开股份	65.38%
000046.SZ	泛海建设	55.24%	600675.SH	中华企业	66.31%
600208.SH	新湖中宝	55.45%	900950.SH	新城 B 股	69.92%
000402.SZ	金融街	55.59%			
600240.SH	华业地产	57.30%			
	风险级别： 指标分布均值：	较高 53.43%		风险级别： 指标分布均值：	高 64.32%

资料来源：新世纪评级整理

总体来看，未来随着国内市场融资渠道的收紧，行业中综合实力较强的房地产企业可能通过信托、海外融资等其他渠道来补充银行信贷额度流失的缺口，但中小房地产企业无疑将面临更大的融资难度。

企业流动性普遍减弱，资金对债务的覆盖能力下降

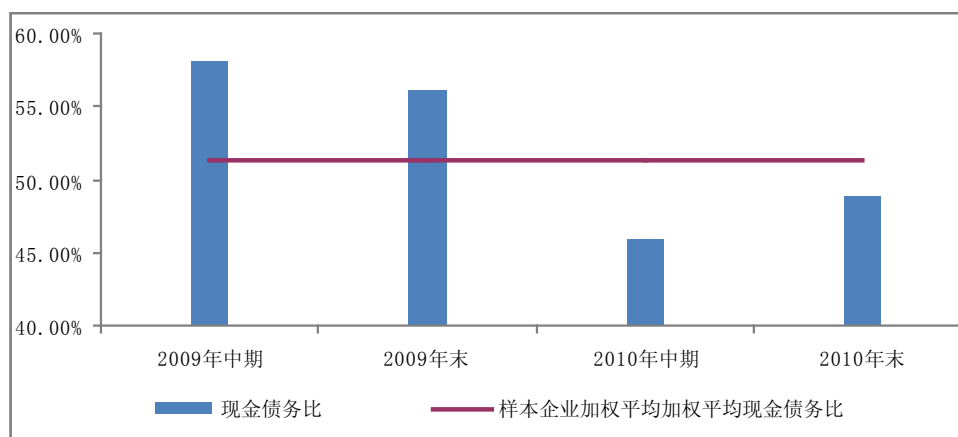
流动性是衡量一家企业在面临一定债务危机时其资产变现能力的重要指标。企业如果长期保有一定规模的现金储备，可能会在一定程度上降低该企业的资产收益能力和现金利用率，因此企业的现金保有量一般不易太大。但是由于房地产企业具有销售敏感性特征，当市场出现需求阶段性收缩时，企业通过销售变现资产的能力将急剧下降。而另一方面，房地产企业又经常面临巨额的刚性支出，现金消耗速度较快，现金的保有量对于企业而言至关重要。因此，当行业面临新一轮调控的时候，房地产企业能否保有充足的现金储备将成为其是否能安然走出市场低谷的一个重要条件。

对于房地产企业而言其账面持有的具有较高流动性的资产主要为现金和可交易性金融产品。虽然可交易性金融产品 in 紧急情况下也具有较好的流动性和可变现性，但是该类资产的实际变现价值存在一定的波动，对债务的覆盖能力难以准确衡量。因此，如果保守估计房地产企业的现金储备对其有息债务总额的覆盖程度，只能通过观察其账面的现金保有量。

现金债务比率的变化情况

通过对 30 家上市房地产企业数据的研究后，可以发现这些企业的现金对债务的保障能力正逐步减弱，其现金储备对有息债务规模的覆盖能力呈现下降趋势。根据历史经验，所有样本企业的现金债务比主要的分布区间是 35.00% 至 50.00% 之间，而 2010 年末样本企业指标分布的主区间下滑至 20.00% 至 35.00%。此外本次取样的 4 个时点的样本企业的现金债务比指标均值分别为 58.15%、56.15%、45.95% 和 48.84%，其中 2010 年末比 2009 年中期的现金债务比指标下降了将近 9.32 个百分点，下降趋势十分明显。

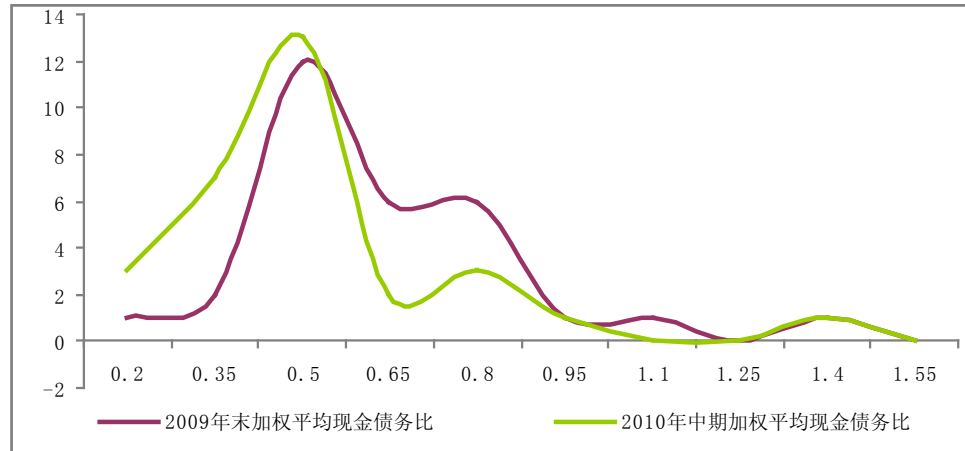
图表 12：2009 年至 2010 年 30 家房地产企业现金债务比变动情况



资料来源：WIND，新世纪评级整理

虽然从这 30 家房地产企业的数据显示 2009 年中期至 2010 年中期企业指标分布的主区间没有发生太大的变化，始终都维持在 0.35 至 0.50 之间，且该区间企业数量也没有太大的变动，但整体的分布态势由之前的右偏转变为左偏，显示样本企业的现金债务比率趋于恶化，超过一半的样本企业处于均值以下水平，如果该指标进一步下降至 40% 以下，企业将面临较大的流动性危机和偿债风险。

图表 13: 2009 年至 2010 年 30 家房地产企业现金债务比分布变动情况



资料来源: WIND, 新世纪评级整理

总体而言, 2010 年末的数据变化显示出房地产企业在本轮调控过程中现金储备状况已经呈现一定的下降并有可能触及危险区域。如果调控措施趋于严格, 那么这些企业的债务保障能力将进一步减弱并可能暴露出更大的潜在风险。

图表 14: 2010 年末 30 家房地产企业现金债务比风险级别分组情况

证券代码	公司名称	2010 年度现金 债务比	证券代码	公司名称	2010 年度现金 债务比
70.00% <= 指标分布 <= 100.00%			50.00% <= 指标分布 < 70.00%		
600246.SH	万通地产	94.76%	000402.SZ	金融街	65.14%
000616.SZ	亿城股份	93.20%	600325.SH	华发股份	64.99%
000002.SZ	万科 A	79.77%	600266.SH	北京城建	63.84%
600223.SH	鲁商置业	74.87%	002244.SZ	滨江集团	63.46%
000024.SZ	招商地产	72.64%	600823.SH	世茂股份	57.75%
			600657.SH	信达地产	56.99%
			600208.SH	新湖中宝	56.50%
			600376.SH	首开股份	56.20%
			600383.SH	金地集团	56.09%
	风险级别:	较低		风险级别:	中
	指标均值:	83.05%		指标均值:	60.11%
40.00% <= 指标分布 < 50.00%			0.00% <= 指标分布 < 40.00%		
900950.SH	新城 B 股	47.08%	600748.SH	上实发展	35.99%
600322.SH	天房发展	45.36%	002146.SZ	荣盛发展	33.70%
600533.SH	栖霞建设	42.86%	600048.SH	保利地产	32.66%
600240.SH	华业地产	42.02%	600052.SH	浙江广厦	31.25%
			600675.SH	中华企业	30.91%
			601588.SH	北辰实业	29.86%
			600736.SH	苏州高新	29.48%
			000031.SZ	中粮地产	27.28%
			000046.SZ	泛海建设	26.09%
			000718.SZ	苏宁环球	23.62%
			600663.SH	陆家嘴	18.80%
			600064.SH	南京高科	11.95%
	风险级别:	较高		风险级别:	高
	指标均值:	44.33%		指标均值:	27.63%

资料来源: 新世纪评级整理

现金支出保障系数的变化情况

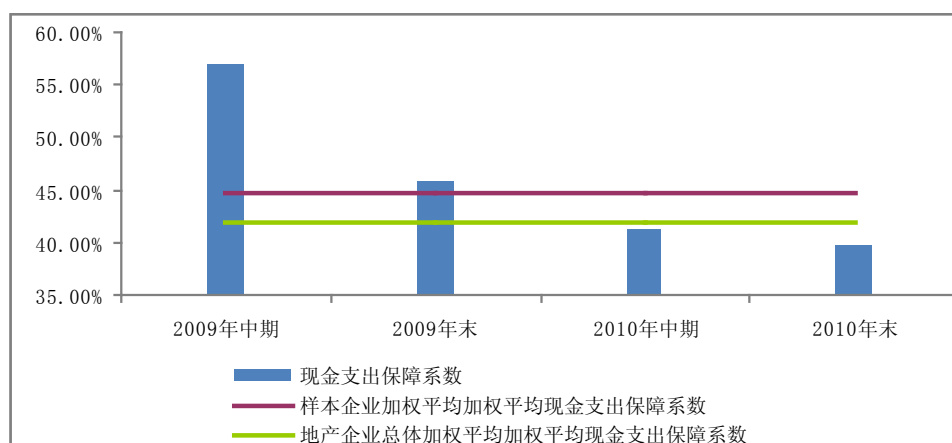
房地产企业在日常经营过程中面临较大规模的经营支出, 包括在建项目工程款以及部分项目的竣工结算支出。由于 2009 年房地产行业的整体性回暖使整个行业的新开工项目迅速增加,

而至 2010 年大部分项目正处于大量投入阶段，因此企业未来的支出负担将有所加重。

当前阶段，房地产企业的现金储备对日常经营性现金支出规模的覆盖能力在一定程度上反映了其现金的紧张程度。当市场销售状况逐步严峻、观望气氛逐渐浓厚之际，房地产企业通过销售回笼资金的能力可能会大幅减弱，因此自有现金对于当前支出水平的覆盖程度决定了企业对经营风险回避和缓冲的能力。

通过对 30 家房地产企业的数据研究后发现，样本企业现金对经营性现金流的支出覆盖能力呈现急剧下滑的趋势。样本企业在 2009 年中期至 2010 年末四个时期的现金储备对经营性现金支出的保障系数从 56.96% 下降至 39.77%，出现显著的下降。样本企业的现金支出保障能力急剧减弱，经营性风险逐渐显现。

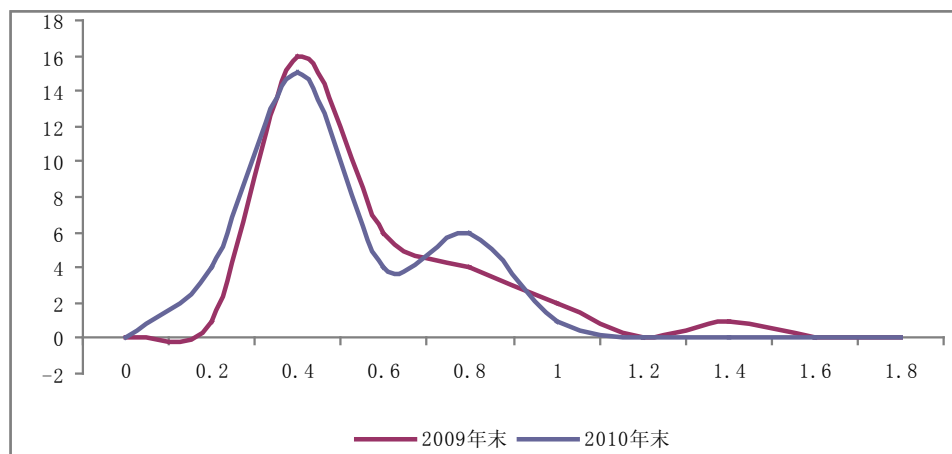
图表 15：2009 年至 2010 年 30 家房地产企业现金支出保障系数变动情况



资料来源：WIND，新世纪评级整理

同时，样本企业的指标主分布区间也发生了较大的偏移，2009 年末样本企业的现金对支出的保障系数主分布区间处在 30.00% 至 40.00% 之间，但是至 2010 年末，主分布区间已经逐渐偏向于 20.00% 至 30.00% 之间。主分布区间的变动显示了企业整体的支出保障能力的下滑，且 2010 年末的数据显示，如果不考虑未来新增的现金回收，这些企业的现金储备平均只能支撑不到 5 个月的经营开销，大部分企业现金储备能力仅能维持企业 3-4 个月的经营支出。

图表 16：2009 年至 2010 年 30 家房地产企业现金支出保障系数分布变动情况



资料来源：WIND，新世纪评级整理

因此，随着市场流动性的降低和需求调控政策效果逐步显现，企业现金回笼能力将可能出现明显下降，并且如果宏观调控的时间进一步拉长，则有关指标将呈现加快回落的趋势，企业的流动性风险会进一步增加。

图表 17：2010 年末 30 家房地产企业现金支出保障系数风险级别分组情况

证券代码	公司名称	2010 年度 现金支出保障 系数	证券代码	公司名称	2010 年度 现金支出保障 系数
80.00%≤ 指标分布 ≤100.00%			50.00%≤ 指标分布 <80.00%		
600325.SH	华发股份	85.00%	600533.SH	栖霞建设	76.32%
			601588.SH	北辰实业	74.46%
			000402.SZ	金融街	73.91%
			600246.SH	万通地产	71.53%
			000046.SZ	泛海建设	70.87%
			600376.SH	首开股份	60.99%
			600208.SH	新湖中宝	51.26%
风险级别： 指标分布均值： 30.00%≤ 指标分布 <50.00%			风险级别： 指标分布均值： 0.00%≤ 指标分布 <30.00%		
		较低 85.00%			中 68.48%
000616.SZ	亿城股份	48.12%	600675.SH	中华企业	28.80%
600052.SH	浙江广厦	46.04%	600266.SH	北京城建	26.32%
000024.SZ	招商地产	41.70%	002244.SZ	滨江集团	24.90%
600383.SH	金地集团	39.63%	600322.SH	天房发展	23.84%
600823.SH	世茂股份	34.74%	600663.SH	陆家嘴	23.72%
600748.SH	上实发展	34.38%	600048.SH	保利地产	20.73%
600736.SH	苏州高新	34.33%	900950.SH	新城 B 股	20.73%
000002.SZ	万科 A	34.22%	600064.SH	南京高科	20.06%
600240.SH	华业地产	33.18%	600223.SH	鲁商置业	19.33%
600657.SH	信达地产	30.03%	002146.SZ	荣盛发展	16.74%
			000031.SZ	中粮地产	16.10%
			000718.SZ	苏宁环球	11.27%
风险级别： 指标分布均值： 37.64%			风险级别： 指标分布均值： 21.04%		
		较高			高

资料来源：新世纪评级整理

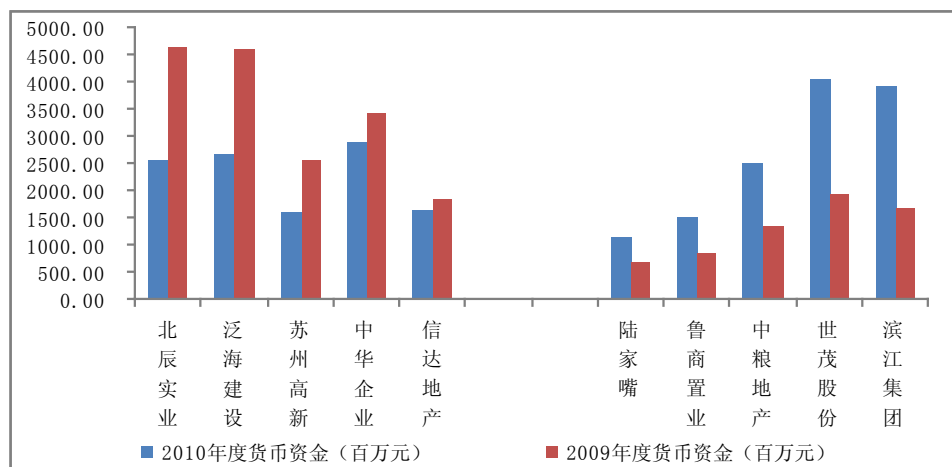
样本企业的流动性总结

通过对样本企业相关指标的观察，可以发现自 2009 年中期至 2010 年末，房地产企业的整体流动性在逐渐下降，且下降幅度较为明显。目前整个行业的融资渠道受到一定限制，资金来源较为紧张，这将使行业内企业的现金在未来的 1-2 年内显得捉襟见肘。

但是样本企业中，综合实力较强、现金储备规模较为合理的企业所面临的流动性风险可能会相对小一些。一方面这些企业可以通过信托以及海外融资来充实现金储备，另一方面合理的流动性结构也有助于其应对市场困境。而部分中小房地产企业，如果能保有与其日常经营支出和有息债务规模相匹配的现金储备，并在市场困难阶段有序地减少经营支出，避免大规模的非理性扩张，那么在一定范围内也将处于相对平稳的状态。

因此随着行业整体流动性水平的下降，如果宏观调控持续时间延长，部分房地产企业面临的流动性压力将可能会对企业的正常生产经营产生较大的负面影响。

图表 18: 30 家房地产企业中货币资金降幅前 5 名 (左侧)、增幅前 5 名 (右侧)



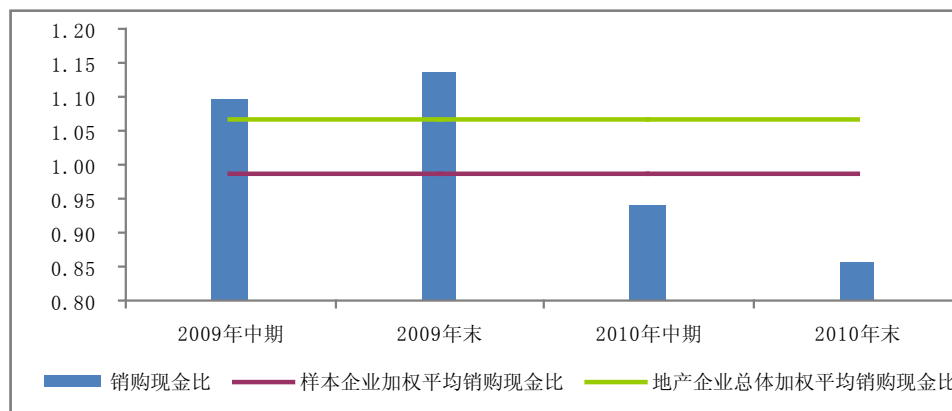
资料来源: WIND, 新世纪评级整理

行业销售呈下滑趋势, 企业现金回收能力明显减弱

资金回收能力的强弱反映了企业抗市场风险的能力的大小, 现金回收能力较好的企业, 其抵抗外界环境变化的能力也相对较强。由于房地产企业的资金支出规模较大, 因此可以选取经营性现金流入 / 经营性现金流出指标, 即销购现金比来衡量企业现阶段的现金回笼能力。

通过对 30 家房地产企业的观察, 可以发现四个时点对应的销购现金比均值分别为 1.10 倍、1.14 倍、0.94 倍以及 0.86 倍, 四个时点对应的企业指标主分布区间也发生显著偏移, 分别是 1.00-1.20 倍、1.20-1.40 倍、0.80-1.00 倍和 0.60-1.00 倍, 样本企业的现金回笼能力出现快速下降趋势, 而且 2010 年末的销购现金比已经显著地低于 1.00 倍的强弱分界点。这一数据的变化过程显示了房地产企业在经历 2009 年市场上升行情之际, 大量回笼了现金, 但 2010 年随着政府调控政策的实施, 企业现金回笼能力正逐步下滑, 行业指标呈现出整体性向下偏移的迹象。

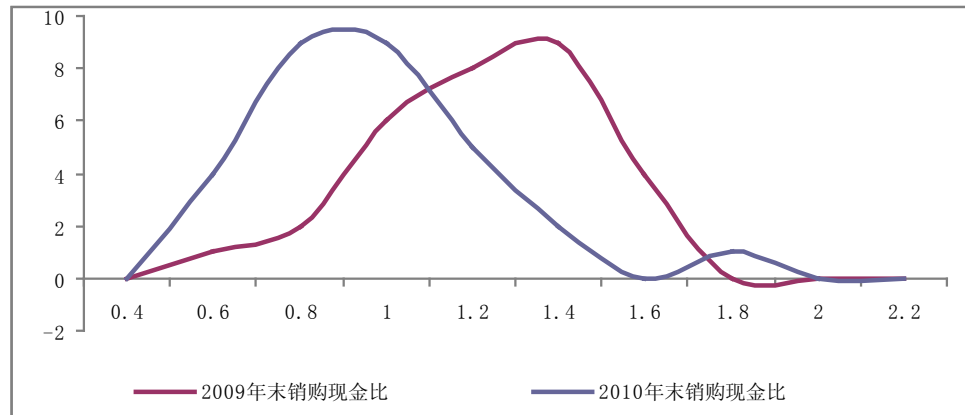
图表 19: 2009 年至 2010 年 30 家房地产企业销购现金比变动情况



资料来源: WIND, 新世纪评级整理

此外, 样本企业在 2009 年末以及 2010 年末销购现金比主分布区间出现了显著的左移。分布情况的变化显示了样本企业现金回笼能力出现明显的下滑趋势。而且, 在指标数据低于 0.60 的危险区域, 企业数量显著增加, 样本企业的整体经营风险逐步上升。

图表 20: 2009 年至 2010 年 30 家房地产企业销购现金比分布变动情况



资料来源: WIND, 新世纪评级整理

在现阶段, 房地产企业需要通过快速的现金回笼来应对市场变化。但是样本数据显示许多企业正偏离较为安全的销购现金比区间, 并下滑至低于 1.00 倍的强弱临界值水平下方。在市场逐渐趋于收紧的时期, 这些企业将进一步受到现金回笼能力下滑的压力。

图表 21: 2010 年末 30 家房地产企业销购现金比风险级别分组情况

证券代码	公司名称	2010 年度销购现金比	证券代码	公司名称	2010 年度销购现金比
1.00<= 指标分布			0.80<= 指标分布 <1.00		
600325.SH	华发股份	1.74	600383.SH	金地集团	0.90
600246.SH	万通地产	1.23	600240.SH	华业地产	0.87
600322.SH	天房发展	1.20	000402.SZ	金融街	0.86
600748.SH	上实发展	1.13	601588.SH	北辰实业	0.86
600533.SH	栖霞建设	1.13	900950.SH	新城 B 股	0.86
000002.SZ	万科 A	1.03	600657.SH	信达地产	0.85
600266.SH	北京城建	1.02	002146.SZ	荣盛发展	0.84
002244.SZ	滨江集团	1.02	000024.SZ	招商地产	0.81
			600736.SH	苏州高新	0.80
风险级别:		较低	风险级别:		中
指标分布均值:		118.74%	指标分布均值:		85.06%
0.60<= 指标分布 <0.80			指标分布 <0.60		
600823.SH	世茂股份	0.80	000718.SZ	苏宁环球	0.57
600208.SH	新潮中宝	0.79	600675.SH	中华企业	0.53
600223.SH	鲁商置业	0.76	000046.SZ	泛海建设	0.53
600048.SH	保利地产	0.73	600663.SH	陆家嘴	0.50
000616.SZ	亿城股份	0.72			
000031.SZ	中粮地产	0.70			
600376.SH	首开股份	0.68			
600052.SH	浙江广厦	0.68			
600064.SH	南京高科	0.60			
风险级别:		较高	风险级别:		高
指标分布均值:		71.72%	指标分布均值:		53.29%

资料来源: 新世纪评级整理

第二部分 行业信用展望

展望 2011 年,国内的房地产行业发展将继续面临政策方面的不确定性。行业的整体走势和土地、金融、税收、业务、外资、保障性住房等领域相关政策的实施情况息息相关。而在政策环境的变化过程中,稳健性、流动性、竞争力、管理素质、多元化等方面的变化将是影响房地产企业信用质量的关键要素。房地产企业只有在波动的行业环境中保持稳健的经营策略,并致力于寻找到一种比目前投机土地更为稳定可靠的盈利模式,才能长期享受行业发展的成果。

1、宏观与行业环境继续从紧,供需疏导取决于政策落实

抑制通胀将成为宏观经济政策的重点,因此房地产行业的政策环境将不可避免的逐步收紧。而在相关调控措施的实施过程中,各级政府能否坚定地贯彻执行相关政策,合理有效地疏导供需关系将成为住房双轨制形成前发挥调控效果的关键。

稳健货币政策将持续,行业严控的环境短期难改变

目前全球经济发展逐步趋向稳定,但是美国、欧洲、日本等主要经济体将面临各自不同的压力。正是这种经济发展环境的巨大差异导致了各国政府在实施本国经济政策的同时,难以做到相互协调,使各国经济政策实施的效果因受到他国的影响而被削弱,全球范围内的经济复苏处于一个缓慢的螺旋式上升状态。

随着国际原油价格以及大宗商品,特别是国际农产品价格的不断上涨,进一步加剧了我国所面临的通胀压力,因此如何处理好通胀因素对经济发展的影响将显得尤为重要,这甚至在某种程度上已经成为未来宏观经济运行中的头等大事。虽然中央政府已经着手实施了货币政策的调整,通过连续的加息和提高存款准备金率等手段减少货币供给收缩流动性,但相关政策的效果还未能及时充分地发挥出来。因此在可以预见的中短期内,国内货币政策重新放松的可能性并不大,稳健的调控基调甚至不排除有向从紧发展的可能。

在抑制通货膨胀的过程中,美国经济的恢复情况在某种程度上将成为国内通胀压力变动的重要外部因素之一。若美国经济的恢复程度好于预期,将可能引起全球资本,包括已经流入新兴市场中的美元回流美国国内市场,减弱中国等新兴市场的流动性,从而降低通胀预期,减轻这些国家所面临的通胀压力。

在通胀因素消退前,国内消费者对于住宅价格的上涨将尤为敏感。能否遏制房价的连续快速上涨势头将成为政治性问题,在某种程度上考验着中央政府调控宏观经济的能力与社会公信力。因此在未来 1-2 年时间内,国内房地产行业面临严厉调控的大环境不会有明显的改善,甚至有进一步趋紧的可能。

在未来可能进一步收紧的政策选择中,包括了对土地市场和期房销售方式的进一步规范、扩大限购范围,甚至直接限制楼盘销售价格等相关措施。但需要注意的是,中央政府的调控决心和实施效果在某种程度上仍有赖于地方政府对相关政策的具体执行。而对于地方政府而言,住宅价格的大幅下跌不利于当地经济环境的稳定,尤其会对土地市场构成负面冲击,从而影响地方财政的收入与经济发展的速度。因此,各地政府在执行有关调控政策时将出现一定的灵活性,使政策执行的实际效果与预期效果之间出现差异。

政策效果关键在落实,供需关系的合理疏导是重点

长期以来政策环境变动带来的系统性风险始终是困扰我国房地产行业发展的最大风险要素。

近年来，国内房地产行业政策的密集变化已经使得整个行业发展经历了巨幅波动。

政策环境变动对整个行业的发展主要产生两方面的影响。一方面是政策导向的不确定性，使市场的供需双方对市场发展的预期无法达成一致，并加剧市场价格的波动；另一方面是政策实施的有效性差异，导致市场实际运行情况与决策层预期之间产生明显差距，引起过度的政策干预。

2010 年以来房地产政策环境逐步从紧的预期在行业内形成共识，市场预期不一致的风险已逐步得到消化。但是政策实施有效性的差异所带来的风险仍然存在，并且正在对整个行业未来 1-2 年政策环境的变化产生重大影响。

目前，4 万亿投资的后续配套、保障性住房建设等大量资本性支出将对地方政府的财政收支平衡构成重大的压力。出于对稳定当地土地出让市场的考虑，地方政府在相关政策的执行上会显示出一定的灵活性，而正是这种灵活性将在很大程度上影响着政策的最终实施效果。

如果各地的调控效果普遍不如中央预期，更严厉的调控措施仍有可能持续出台，并收紧地方政府的操作灵活度。一旦在政策的过度重压下市场出现拐点，那么整个行业面临的将不仅仅是调整，各方参与者（包括企业与地方政府）都将面临一定的危机。

因此，房地产调控力度的把握将是对中央政府宏观经济管理能力的重大考验。适度的调控力度会减弱地方政府对严格执行政策引起土地市场价格波动的担心，从而降低地方政府在政策执行上的灵活程度，使政策的执行力度和效果得到保证，有助于房地产市场的健康长期平稳发展，同时对于地方政府从土地市场内持续稳定地获取资金也更为有益。

此外，未来房地产行业调控政策的重点还在于形成正确的供需关系疏导机制。这种疏导机制不仅仅是将需求划分为投资性需求与消费性需求，还需要将投资性需求和消费性需求分别有效地引导至商品房市场和保障房市场并予以消化。在这个过程中，各级政府需要能够分阶段地、有节奏地、合理有效地做好对需求的疏堵结合，否则，积压的需求将会对市场造成一定的压力，并且在大量释放的同时，影响到政策实施的效果。

考虑到短期内，保障性住房体系难以迅速跟上，因此在双轨制还没有完全建立之前，中央政府对需求的调控还将以总量限制为主，并确保将保障性住房的建设规模维持在较高的水平。同时，国内的财政税收体制的改进也需要推动，使地方政府获得更多本地的支柱性税源，以支撑保障性住房体系的建立。

2、保障房推动双轨制的形成，适度参与有助于分散风险

随着保障房建设计划的实施，住宅市场双轨制的特性将逐步清晰，并将对整个行业的供需结构变化产生一定的影响。双轨制的建立将使房地产行业形成商品房和保障房这两个存在一定差异但又相互关联的住宅市场。

商品房投资属性偏多，保障房消费属性将占据主导

目前我国的住宅市场面临的需求差异较大，既包括了追求高端消费需求的高收入者、以获取房地产行业投资回报为主的投资投机者，也包含了为满足基本住房需求的一般消费者。这些不同消费能力的人群对于地产市场价格波动的承受能力有较大差距。消费能力上的差距以及市场分配过程中出现的各种不均衡现象，导致了诸多社会矛盾的出现。

住房双轨制下的商品房市场将更明确地面向中高端消费人群，这些消费人群对于投资性需求的偏好将显著地高于消费性需求，其价格弹性也更大；而代表大部分刚性需求的一般消费者，其消费能力有限，将被分流至保障房市场，从而使商品房市场面对的消费人群差异相对缩小。

未来房地产市场结构中，商品房的价格将在供需双方的市场化交易过程中形成，使该市场能更有效地发挥对资产价格的发现作用。因此，当行业行政性调控制度逐步淡出后，这部分市场将具备较为显著的市场化特征。

对房地产企业而言，参与中高档商品房项目建设的企业，将会获得相对更高的市场利润；而那些主要致力于中低端商品房市场的房地产企业，在面对保障房市场的分流作用下，将面临更大的生存压力。同时由于中低端商品房客户群体的经济实力相对较弱，容易在经济波动时发生支付困难，因此中低端商品房开发商的信用质量相对更弱一些。

在保障房领域，由于吸收了价格承受能力最弱的部分社会需求，因此保障房市场天然具有较强的社会公益职能，并将更多地满足偏重于消费属性的市场需求，其市场化特性将被淡化。也正因为如此，在中国的保障房市场建设领域，将逐步形成以政府行政性行为为主导、部分具有一定资质的房地产企业共同参与项目建设的发展模式，并且由于保障房市场是以行政性调控政策为市场发展导向，其内在的社会公益性使得参与其中的房地产企业多数难以从项目开发的过程中直接获得较高的商业回报。

中国特色保障房建设，适度参与有助分散行业风险

落实保障房项目的建设资金是决定保障房市场能否顺利建立的重要因素，也是决定房地产市场调控最终能否成功的关键之一。2011年，我国计划完成1000万套保障房项目的建设需要，投资规模预计将达到1.30-1.40万亿，其中政府财政需负担其中的5000亿，另外还有将近8000亿规模的建设资金需要通过社会渠道筹集。

由于保障房建设的本身并非注重项目的盈利性，投入的资金并没有足够的预期收益来保证，保障房建设领域必然难以纯粹商业化运作的模式出现。在历史上本身就承担了地方市政项目开发任务的城建类或市政项目建设类的国有房地产企业将最有可能参与保障房项目的建设。

该类房地产企业在市场化之前本身就隶属于当地政府，并负责主要的市政工程和城市住宅类项目的建设，和地方政府之间多年的合作关系使之更容易参与相关项目的实施。这类地方城建类或者市政项目建设类房地产企业与地方政府的合作模式将成为保障房建设过程中合作关系最为稳固、项目实施效率相对较高的运作模式。

但需要注意的是，此类运作模式在一线城市或者经济较为发达的二线城市、省会城市中操作的可行性更高，因为这些城市中上述类型的国有房地产企业已具有一定规模，资本实力相对较强，且项目运作模式较为成熟。但是对于经济欠发达、城市经济规模不大的二三线城市而言，当地政府难以找到自身实力较强的本地房地产企业，因此吸引社会资金参与保障房建设仍然是无法回避的问题。其中具有全国性产业构架、规模较大、品牌突出的房地产企业，如万科、金地、保利和招商等前几大综合性房地产企业最可能成为地方政府合作的首选。

这些实力较强的房地产企业与地方政府合作开发保障房项目一定会努力寻找双方资源互补的可行性。例如，企业可以通过参与保障房项目建设获取一定的政策支持，而地方政府可以通过吸收社会资金参与保障房建设，缓解当地保障房建设的融资问题。

目前国内常见的优势互补模式是，地方政府对于积极参与当地保障房开发的房地产企业在区域内其他土地出让时给与一定的政策倾斜，从而变向补偿支持政府保障房项目建设的房地产企业，提高其资本回报率，降低企业的经营风险。对于房地产企业而言，也通过参与保障房项目，缩短了对新的二三线城市的开拓时间，分散了项目的地理集中度。

此外，即使不考虑外部的经济补偿因素，虽然保障房项目本身所带有的公益性限制了项目本身的盈利能力，增加了参与项目开发的房地产企业所面临的资金风险与盈利风险，但是在商

商品房市场受到调控的时期，保障房项目能够给参与开发的房地产企业带来较为稳定的现金流。因此在某种程度上，保障房项目也能够与商品房项目形成有效的风险分散组合，适度平滑宏观调控所带来的行业周期性波动，这也将对部分资金实力相对雄厚的房地产企业形成一定的吸引力。

不过，从长期发展的角度而言，房地产企业过多地参与保障房项目的建设，将降低企业的资产收益能力。在保障房项目上过多地消耗和占用现金资源将可能影响企业自身的发展。

相对而言，一线城市以及部分经济发展趋势较好的二线城市，人口仍处于导入阶段，需求较为充足，因此在这些城市中开展保障房建设项目的房地产企业，所面临的市场风险也相对较低。但处于人口导出阶段的区域，由于当地的住房需求正逐步减弱，在这些城市开展保障房项目建设的房地产企业将面临相对较高的市场风险。

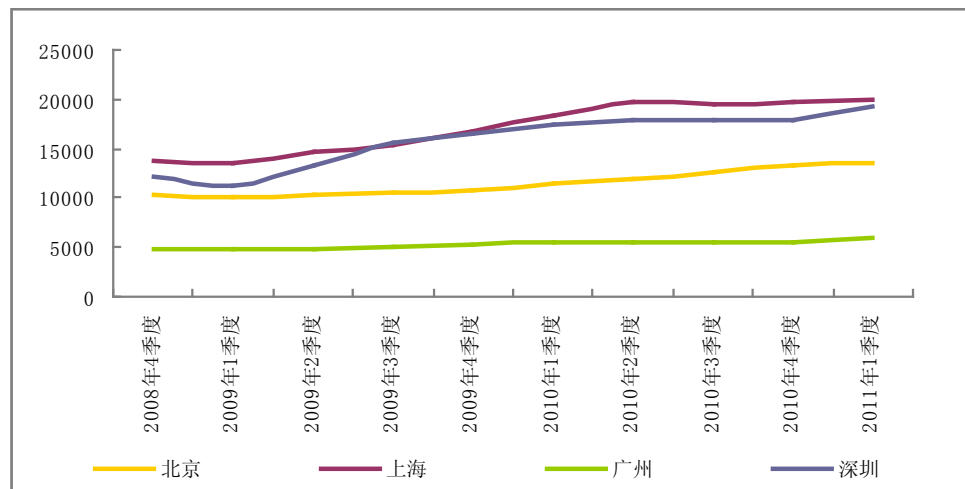
3、市场格局阶梯状分化明显，地理分布与融资将多元化

城市间成熟度差异大，地理分散度的重要性在提升

在经历了房地产业发展几次较大的波动之后，我国房地产市场已形成了一二三线城市不同的发展格局。各级城市由于在经济发展、产业布局以及当地房地产市场发展时机上的差异，使得各级城市间的房地产市场呈现出一定的区别。

北京、上海、广州以及深圳作为一线城市，其综合发展能力较为突出，产业结构相对稳定，当地房地产业发展时间较长，行业构架相对较为合理。目前国内综合实力排名靠前的房地产企业也几乎都是从上述一线城市发展起步的，并且一线城市也成为其业务板块中相对较为成熟的基础现金流板块。

图表 22：2008 年至 2010 年我国一线城市平均地价变动情况（单位：元 / 平方米）



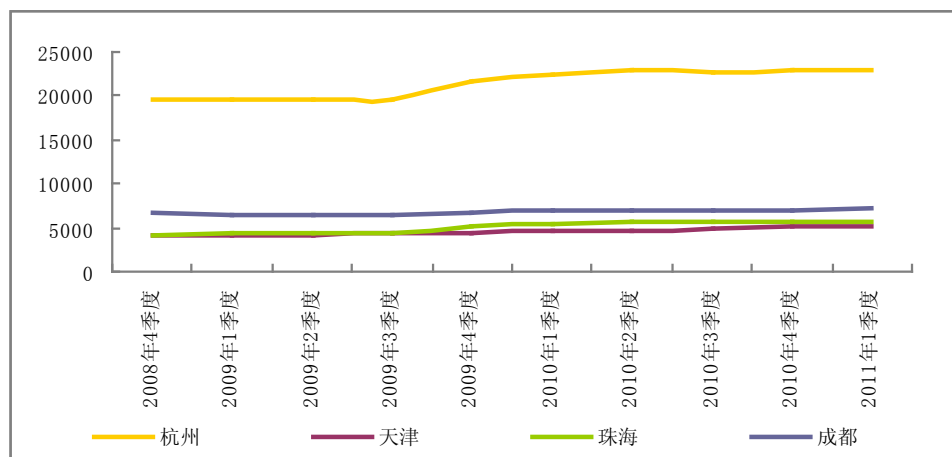
资料来源：国土资源部，新世纪评级整理

与一线城市发展情况有所不同，二线城市依赖于一线城市的经济辐射效应，正处于产业格局调整的发展阶段，城市建设进入相对成熟的发展周期，各项配套规划逐步完成，行业发展环境得到一定程度的改善。随着城市化率的提高，在一线城市人口趋于饱和的情况下，二线城市已经逐渐成为下一阶段城市化进程中主要的人口输入中心，城市的住宅需求上升速度较快，并逐渐成为房地产企业业务扩展重点。

但是二线城市由于其地理位置和城市经济产业格局上的不同，房地产市场的活跃程度和价格

水平差异较大。其中处于东部沿海经济相对较发达地区的二线城市，其住宅价格和土地价格上升幅度都显著超过中西部地区的二线城市，其市场竞争程度也正逐步接近一线城市。这也导致了房地产企业在不同的二线城市扩展业务面临完全不同的市场竞争格局。

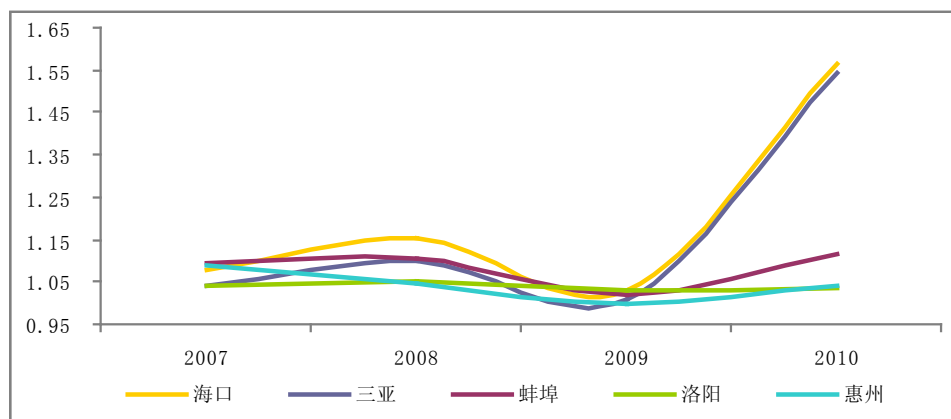
图表 23：2008 年至 2010 年我国部分二线城市平均地价变动情况（单位：元 / 平方米）



资料来源：国土资源部，新世纪评级整理

三线城市的房地产市场正处于起步阶段，市场还在布局与培育时期，但已表现出一定的盈利空间。不过综合来看，由于大部分三线城市经济发展状况相对较弱，吸引外部需求的能力不强，房地产的内生性需求有限，因此价格容易产生波动，具有一定的市场风险。

图表 24：2008 年至 2010 年我国部分三线城市平均房价变动情况（单位：千元 / 平方米）



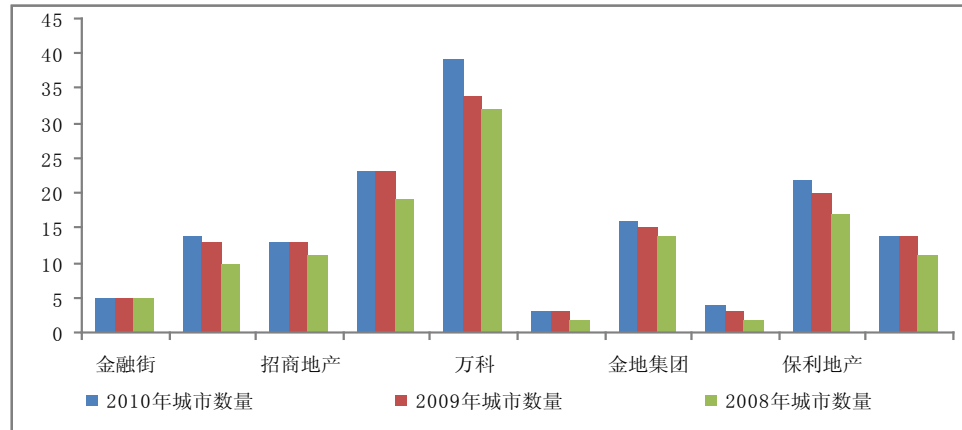
资料来源：WIND，新世纪评级整理

一二三线城市房地产市场的差异使得房地产企业在不同的经济区域建立房地产业务体系有助于企业平滑市场波动带来的负面影响，而且目前各地实施的房地产行业调控措施严格程度各不相同，使各区域房地产行业受到政策影响的程度存在一定差异，因此地域辐射程度小的房地产企业往往更容易受到房地产行业调控政策带来的影响，并产生一定经营波动。

根据对国内 A 股上市的 10 大房地产企业房地产业务城市分布变化情况的观察可以发现，2008 年至 2010 年这些企业的房地产业务所涉及的城市数量呈现出逐步攀升的趋势，业务地域分散性正逐步提高，其中主要表现为企业纷纷开始向二三线城市扩展。

因此，地理分散度正成为国内房地产企业在易变的政策环境中分散行业风险的有效途径之一。

图表 25: 2008 年至 2010 年我国主要房地产开发企业地产业务涉及城市数量



资料来源: 新世纪评级整理

全国均衡布局模式佳, 但短期内城市扩张将放缓

目前, 在 A 股上市的综合实力较强的前 10 大房地产企业的城市分布特征大致可以分为以下几种类型:

图表 26: 主要房地产企业的城市分布特征

类型	房地产开发企业	城市数量	特征描述	类型描述
单中心城市或单城市群	苏州高新	3	以苏州为主要发展城市, 并辐射至周边的扬州和吴江	以一个中心城市为主, 辐射至周边的二三线城市形成地理关联度较紧密的城市集群。
	滨江集团	4	以杭州为主要发展城市, 并辐射至周边的绍兴、上虞	
单城市群+分散的多个二三线城市	金融街	5	以北京天津城市群为主, 并辅以南昌、惠州等城市	以一个中心城市或城市群为主, 辅以多个地理分散度较高的二三线城市。
多城市群+分散的多个二三线城市	首开股份	14	形成以环渤海、珠三角为主要的城市群, 并辅以长三角、中部、川蜀等地区的个别城市	以两个以上的中心城市或城市群为主, 辅以多个地理位置离主要城市群较远的二三线城市。
	招商地产	13	形成以环渤海、长三角、珠三角为主的多个城市群	
	金地集团	16	形成以珠三角、长三角主要的城市群, 并辅以环渤海、东北等个别城市	
	荣盛发展	14	形成以江淮、黄河流域为主要的城市群	
	南湖中宝	23	形成以长三角、环渤海为主要的城市群, 并辅以中部地区多个二三线城市	
全国性均衡分布	万科	39	没有明显的城市群特性	城市分散度较高
	保利地产	22		
无明显中心城市或城市群效应	规模较小或进入行业时间较晚的中小型房地产企业		无明显中心城市或城市群效应	几乎没有分散性

资料来源: 新世纪评级整理

对于单中心城市分布的房地产企业，其城市分布比较集中，抗风险能力相对较弱。同样，单城市集群类型的房地产企业，虽然具备一定的分散性，但是由于单城市集群的分布结构中，周边的二三线城市经济格局或房地产行业发展与集群中心城市的关系相对较为密切，具有较高的区域相关性，因此这类房地产企业的抗风险能力不强。

对于单城市集群 + 分散的多个二三线城市的房地产企业，虽然有一定的地域分散性，但是其主要的业务收入过于倚重单一的城市集群，散布在外的数个二三线城市难以形成有效的风险分散格局规模，因此虽然略好于单中心集群的类型，但总体上抵御风险的能力仍然偏弱。

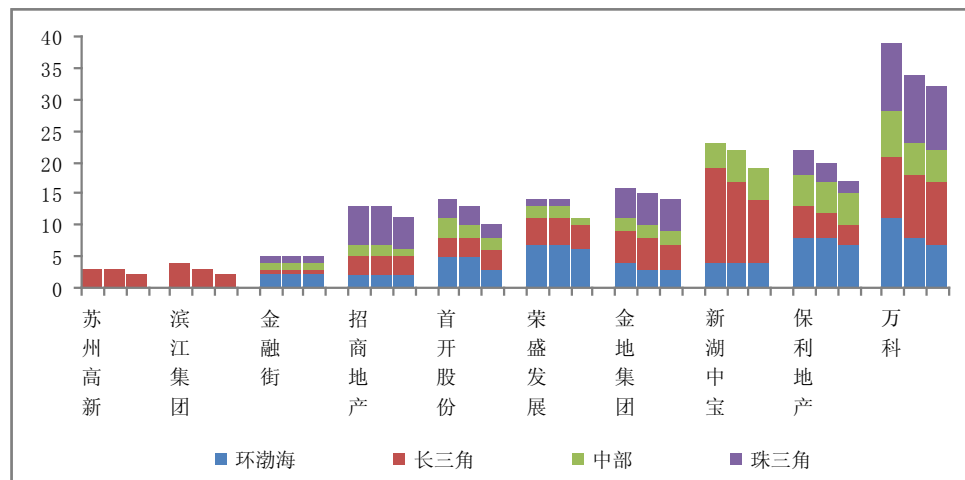
对于多城市集群，其城市的分散性基本体现了一定的抗风险能力，而且由于具有多个城市集群，其业务收入不会过多地倚重单一一个区域的城市，因此总体上抵御风险的能力较强。但是由于各集群所占业务比重的集中度较高，一旦发生地区性房地产行业的波动，对于企业的经营稳定性将产生较为显著的影响。

对于全国性均衡分布的房地产企业，其城市的分散性达到了较为理想的状态，风险分散性相对较高。虽然这样的企业也存在一定的资源优势不突出的困境，但是相对于其他城市布局类型的企业，其抗风险能力无疑是最强的。

国内最终能形成像万科这样全国性均衡布局的房地产企业毕竟是少数，更多的房地产企业受制于自身资金规模以及地域性限制的影响，难以形成风险分散性较好的全国性均衡布局。

因此，对于房地产企业而言，虽然结合企业自身的优势尽快完成相对理想的的城市布局将有助于提高自身风险抵御能力，但也需要注意发展节奏与外部形势的变化。尤其在目前阶段，房地产企业需尽量保持充足的现金储备，减少盲目的市场扩张，如果企业超出自身能力进行扩张，或者盲目地扩张将现金资源消耗在市场活跃度不高的二三线城市，将可能使其面临较大的经营风险。

图表 27：我国主要房地产企业地产业务城市地理分布状况



资料来源：新世纪评级整理

因此可以预见，在未来 1-2 年内国内房地产企业的城市扩张增速将有可能出现阶段性下降。但一旦行业的外部形势有所好转，有实力的房地产企业仍将会加快推进城市分散化战略的实施。

多元化筹资优势突出，市场的集中化趋势逐步显现

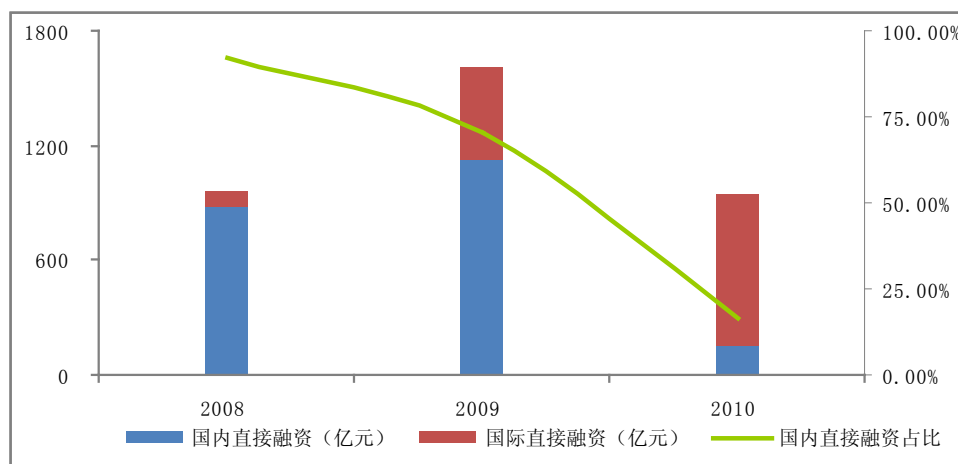
房地产企业在行业景气程度出现下滑之际保有充足的现金储备和良好的财务弹性空间是十分

必要的，因为充足的现金将在相当长的一段时间内成为其抵抗市场波动的缓冲。

目前国内房地产企业的融资渠道主要包括银行、信托以及资本市场直接融资。2010年，国内房地产企业的融资渠道普遍受到了严格限制。虽然整个房地产行业信贷总规模达到1.14万亿元，比2009年增长10.22%，但占房地产企业总资金来源比重却由2009年的18.05%大幅下降至2010年的15.68%。此外，房地产企业在资本市场上的直接融资规模也出现显著下滑，2010年资本市场直接融资总额为155.61亿元，比2009年下降近86.22%。

然而与国内融资渠道占比快速下降截然相反，房地产企业在海外直接融资的规模急剧扩大，2010年全年国内房地产行业的海外直接融资规模接近795.56亿元，大幅超过2009年的水平，也远超同期国内资本市场的直接融资水平。因此在目前阶段，多元化的筹资渠道将成为优质房地产企业渡过政策紧缩期的一个重要补充手段。

图表 28：2008 年至 2010 年我国房地产企业融资情况变化



资料来源：新世纪评级整理

此外，央企凭借着国内金融渠道的相对畅通，可以有效缓解宏观调控带来的压力，但大量中小房地产企业由于在短期内难以有效拓宽融资渠道，将不得不通过降价抛售存货来加快现金的回笼。

在本轮调控结束后，市场两极分化程度将加剧，优质房地产企业将在调控结束后依靠现金储备方面的资源优势加快自身的发展速度，并迅速拉开和中小房地产企业之间的差距。

总体而言，未来全国房地产市场将出现集中化趋势。整个趋势的初期将以房地产企业的市场合作形式出现，如对某一地块的共同竞拍、开发以及交叉区域优势资源的共享。而当市场监管逐步放开，部分拥有现金资源优势的房地产企业将开始着手并购难以为继的中小房地产企业，进而推动整个房地产行业进入并购阶段，市场集中度将开始明显提高。

附录：截至 2010 年末房地产行业部分企业主要财务数据指标

序号	企业名称	最新主体级别	资产总计(亿元)	利润总额(亿元)	营业总收入(亿元)	资产负债率(%)	流动比率	速动比率	存货周转率(次)	销售净利率(%)
1	万科A	AAA	2156.38	119.41	507.14	74.69	1.59	0.56	0.27	17.43
2	保利地产	AA+	1523.28	74.05	358.94	78.98	2.13	0.53	0.28	15.34
3	中粮地产	AA-	201.74	7.45	21.14	69.61	1.82	0.42	0.12	26.24
4	泛海建设	AA-	223.46	2.12	16.25	62.66	3.42	0.72	0.05	7.35
5	亿城股份	AA-	91.39	7.93	30.74	62.22	2.52	0.64	0.29	17.71
6	名流置业	AA-	96.23	2.68	19.55	47.48	3.95	1.79	0.30	10.24
7	新湖中宝	AA-	284.53	22.13	81.40	68.44	1.82	0.74	0.47	21.31
8	广汇股份	AA-	126.83	9.16	37.89	60.14	0.91	0.60	2.73	18.11
9	天房发展	AA-	126.83	3.89	19.86	65.47	1.91	0.23	0.14	14.38
10	金丰投资	AA-	44.66	3.08	13.60	55.70	2.00	0.84	0.50	16.92
11	浦东金桥	AA-	84.23	7.06	14.83	51.81	0.96	0.11	0.24	37.69
12	中华企业	AA-	218.32	10.29	30.30	77.29	2.27	0.41	0.12	27.17
13	北辰实业	AA-	257.40	4.36	55.64	63.68	2.03	0.34	0.25	5.47
14	金融街	AA	541.68	25.31	81.10	68.17	2.14	0.78	0.19	22.61
15	南京高科	AA	145.78	3.98	26.81	63.79	1.14	0.17	0.29	12.56
16	万通地产	AA	118.76	7.64	35.68	69.47	1.95	0.79	0.36	15.51
17	华发股份	AA	203.26	10.12	58.75	67.78	2.36	0.68	0.31	13.03
18	金地集团	AA	728.17	42.26	195.93	71.15	2.18	0.78	0.28	15.99
19	新黄浦	AA	67.93	2.57	5.27	52.53	3.22	1.24	0.11	44.26
20	万业企业	AA	66.18	3.36	14.50	53.06	4.61	1.23	0.23	17.35
21	苏州高新	AA	138.89	4.67	48.45	74.69	1.43	0.26	0.40	7.31
22	银基发展	A+	36.89	0.47	4.28	58.10	6.73	0.83	0.10	7.21
23	东华实业	A+	30.63	0.87	11.08	66.51	1.69	0.40	0.40	6.49
24	津滨发展	A	76.41	1.62	34.48	68.39	1.82	0.66	0.61	2.79

资料来源：WIND，新世纪评级整理

此页特意留白

此页特意留白

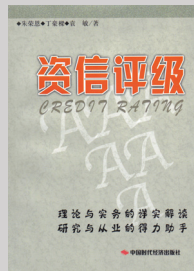
书籍系列



企业内部控制
规范与案例



企业信用管理



资信评级



英汉信用评级
词汇手册



信用评级基础知识

期刊系列



研究报告



专刊



季刊



年刊

报告系列



中国宏观经济
分析与展望



中国煤炭行业
信用分析报告



中国汽车行业
信用分析报告



中国电力行业
信用分析报告



中国银行业
信用分析报告



中国房地产行业
信用分析报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

地址：中国 上海 汉口路 398 号华盛大厦 14 楼
邮编：200001
电话：021-63501349 021-63500711
传真：021-63500872
E-mail: mail@shxsj.com
<http://www.shxsj.com>