作　者：申学峰
邮　箱：research@fecr.com.cn

2021 年中国住宅地产行业信用展望

住宅地产行业的信用展望为稳定。该展望体现了远东资信对中国住宅地产行业未来 12 个月基本信用状况的预期。

观点摘要

我们对住宅地产行业的展望为稳定，这一结论是基于对国内住宅需求保持平稳和该行业负债水平整体下降的预期而作出的。

在“房住不炒”的政策基调下，未来一年商品住宅需求将保持平稳。2020 年疫情期间住宅市场“先抑后扬”，在经济刺激政策带动下全年销售面积实现了正增长，且增速有所加快。为了抑制部分地区楼市出现的过热现象，中央的调控政策逐渐加码，投机炒房行为将进一步减少，购房将更多地来自合理自住需求，住宅销售面积会稳中略降。相应的购房限贷政策不会整体放松，房贷利率不会明显降低。在限购限贷抑制需求的同时，部分区域核心城市继续吸引人口流入，其需求仍会保持增长。按照中央通过的“十四五”规划建议，未来要“租购并举、因城施策，促进房地产市场平稳健康发展”，商品住宅的需求总体将保持平稳。

房地产监管新规对房企财务杠杆的限制更加严格，住宅地产行业债券发行人的平均负债水平将下降。按照住建部和央行提出的“三道红线”要求，高负债房地产企业的债务融资将受限或被暂停。从 2020 年第三季度住宅地产行业债券发行人的财务数据看，大部分企业的负债水平仍较高，行业的流动性指标平均水平还出现了下降。对大部分企业来说，仍需要进一步去杠杆才能让财务指标不触及“红线”。2021 年，监管新规将促使高杠杆经营的住宅地产企业降低负债比例，行业整体的杠杆和信用风险会下降。

然而，住宅地产行业也存在一些风险点，如房地产调控新政落地速度加快、中小房企面临的结构性风险、行业并购扩张导致竞争加剧等都将对行业信用风险产生影响，必须加以关注。

住宅地产行业总体稳定的展望与绝大多数发行人的评级展望也相一致。除个别已出现违约的房企外，稳定的住宅需求和更低的债务水平将保障大部分发行人在未来一年维持信用稳定。

Author: Shen Xuefeng
E-mail: research@fecr.com.cn

Residential Real Estate Industry Outlook

Our outlook for the residential real estate industry is stable. This outlook expresses Fareast Credit's expectations for the fundamental credit conditions in the residential real estate industry of China over the next 12 months.

Summary of Opinions

Our outlook for the residential real estate industry is stable, and the conclusion is based on our expectation of sustained demand for residential real estate and decline in the sector's debt level.

Under the policy that "housing is for living, not for speculation", demand for commercialized residential buildings will remain stable in the coming year. During the COVID-19 pandemic, the residential real estate experienced recession at first and returned to growth later. Driven by economic stimulus policies, the floor space of commercialized residential sold achieved growth, and the growth rate has accelerated. To prevent residential real estate market from overheating, the control policy became stricter gradually, thus speculative purchase of residential buildings will reduce and purchase for living purpose will take a larger portion, and floor space of residential buildings sold will decrease slightly. The corresponding housing purchase restrictions will not be relaxed overall, and housing loan interest rates will not significantly fall. While purchase and loan restrictions restrain the demand, core cities in some regions continue to attract population, and their demand will continue to grow. According to CPC proposals for formulating China's 14th five-year plan, both housing purchase and renting are encouraged, and city-specific policies are adopted, , promoting the stable and healthy development of real estate market, and the overall demand for commercialized residential buildings will remain stable.

The new regulations on real estate have imposed stricter restrictions on the financial leverage of real estate companies, and the average debt level of bond issuers in the residential real estate industry will decline. According to the requirement of "three red lines" proposed by Ministry of Housing and Urban-Rural Development (MOHURD) and People's Bank of China (PBC), debt financing of real estate companies with heavy debt burden will be restricted or suspended. Judging from the financial data of bond issuers in residential real estate industry, most companies' debt level are relatively high in the third quarter of 2020; furthermore, the liquidity of the industry declined on average. Most companies of residential real estate need to deleverage themselves to meet the requirement of "red lines". In 2021, new regulations will force high-leveraged residential real estate companies to reduce debt ratios, and the industry's overall leverage and credit risk will decline.

However, there are also some risks in residential real estate industry. For instance, the acceleration of the implementation of the new real estate control policies, the structural risks faced by small and medium-sized real estate enterprises, and the

increasing competition caused by mergers and acquisitions will all have impact on the industry's credit risk and must be paid attention to.

The stable outlook for the overall residential real estate industry is also consistent with the stable outlook for most of the issuers. Except for a few companies that have defaulted, stable commercialized residential buildings' demand and lower debt levels ensure that most issuers will keep credit status stable in the coming year.

一、行业近期运行概况

本文对住宅地产的定义是指**商品住宅的开发、销售等活动。**其中，商品住宅又细分为普通住宅、别墅[1]、公寓等。

2020 年 1~12 月，住宅地产行业承住了疫情的冲击，经济刺激政策对住宅市场形成了有力支撑，全年销售规模保持了增长。2020 年 2~3 月，楼市在疫情爆发后出现了断崖式下滑。自 4 月起，国内疫情逐步得到控制，同时在中央出台货币宽松政策的背景下，楼市迅速回暖，土地拍卖溢价率亦明显上升，部分城市甚至出现过热现象。随后中央再次强调“房住不炒”的政策基调，从 7 月起地方调控、融资管控全面升级，商品住宅销售增速回落，房企拍地热度降温。8 月份“三道红线”出台后，房企为了降低负债率，积极推盘加速回款，住宅竣工面积迅速上涨。总体来看，全年住宅地产行业运行“先抑后扬”，预计未来 12 个月在政策调控下会保持平稳。

（一）住宅销售：疫情下销售仍实现正增长，住宅库存进一步去化，不同城市分化明显

2020 年在疫情的冲击下，总体住宅销售超预期实现了增长。其中一季度销售出现了断崖式下滑，但在疫情得到逐步控制后房企销售迅速恢复了增长。1~12 月，全国**商品住宅累计销售额** 15.46 万亿元，同比增长 10.80%。其中，现房累计销售额 1.49 万亿元，同比增长 5.00%；期房累计销售额 13.97 万亿元，同比增长 11.50%。1~12 月，全国**商品住宅累计销售面积** 15.49 亿平方米，同比增长 3.20%。其中，现房累计销售面积 1.57 亿平方米，同比减少 13.60%；期房累计销售面积 13.91 亿平方米，同比增长 5.50%（图 1）。

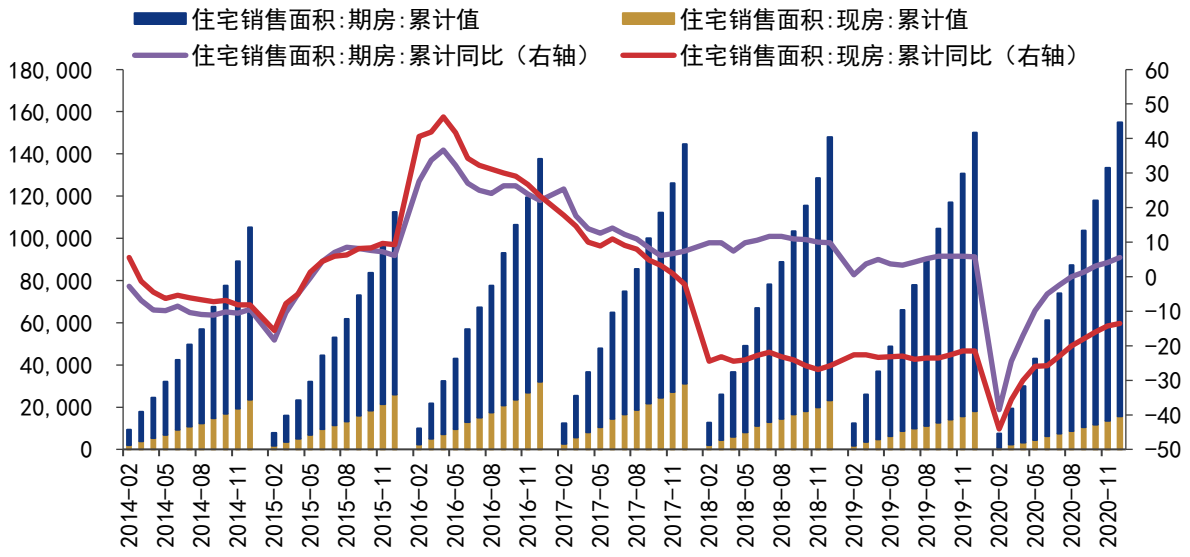

图 1：全国商品住宅累计销售面积（2014.02-2020.12，单位：万平方米，%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

[1] 目前我国各级城市均无新建或在建别墅项目，已拿地未开发的只作为高档住宅进行市场操作。

近年来，商品住宅销售额和销售面积整体变化趋势一致，但销售额比销售面积的增幅更大，原因是房价在不断上升。从构成来看，期房在总销售中的占比在逐年上升，2020 年销售的商品住宅中期房占比约为 90%。

根据 Wind 30 城[2]数据，2020 年样本城市**商品住宅成交面积**受新冠疫情影响出现了剧烈波动，其中 2 月份数据断崖式下滑至 243 万平方米，远低于 2018、2019 年同期 700 多万平米的水平，反映出疫情封锁对住宅市场销售活动的巨大冲击。但在国内疫情好转和低利率政策的带动下，4 月份开始住宅销售迅速恢复，并在 10 月实现了累计同比的正增长。但一线城市的恢复情况远好于二三线城市（图 2）。其中，一线城市的累计商品住宅成交面积从 9 月起已实现同比正增长，并且增幅不断上升。而二三线城市的累计同比始终为负，全年的成交面积小于 2019 年。

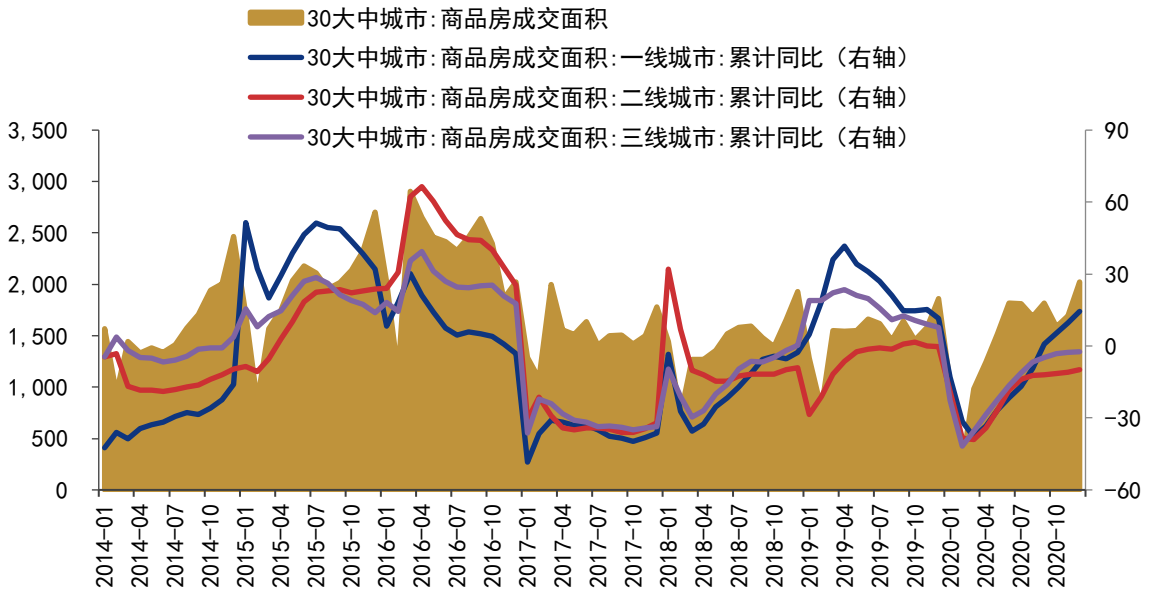

图 2：Wind30 城商品房当月销售面积（2014.01-2020.12，单位：万平方米，%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

截至 2020 年 12 月底，全国**商品住宅待售面积** 2.24 亿平方米，同比减少 0.40%，待售面积自 2016 年后不断去化，目前已逐渐趋于稳定。以最近一年月均销售面积 1.29 亿平方米计算，当下库存去化周期已经只有 1.73 个月，较去年同期缩短 0.06 个月（图 3），住宅库存周转速度在经历疫情冲击后反而有所加快。全国商品住宅待售面积自 2016 年起逐渐下降，只在去年 2、3 月份因疫情阻碍销售出现了一定上升，总体的去库存取得了显著成效。但目前待售面积与去化周期已趋于稳定，预计未来库存将维持在当前水平左右。

[2] 包括：一线城市（4 个），为北京、上海、广州、深圳；二线城市（14 个），为天津、成都、杭州、南京、青岛、苏州、厦门、大连、武汉、南昌、福州、长春、长沙、哈尔滨；三线城市（14 个），为无锡、东莞、佛山、惠州、包头、扬州、安庆、岳阳、韶关、南宁、江阴、昆明、石家庄、兰州（其中杭州、南昌、武汉、哈尔滨、昆明、扬州、安庆、南宁、兰州、江阴、佛山 11 个城市为商品房数据，其它城市为商品住宅数据）。

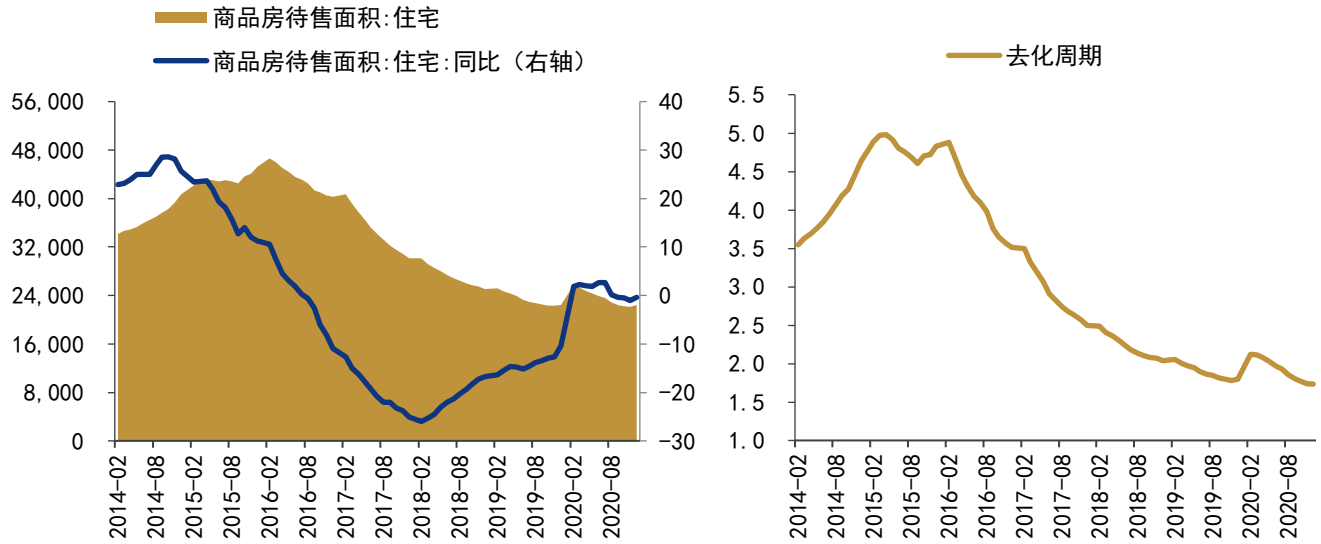

图 3：全国商品住宅待售面积和去化周期（2014.02-2020.12，左图单位：万平方米，%，右图单位：月）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

目前中央将老旧城区改造列为城区建设的重点，棚改力度逐渐减弱，非商品类的住宅供应量会减少。因此部分对新建住宅有刚性需求的消费者会更多地转向商品住宅市场，未来一段时间商品住宅总需求会受支撑。预计 2021 年全年商品住宅销售面积会小幅下跌 2%~3%，总体仍保持平稳。但分区域来看，不同城市对人口的吸引力差别较大，一线城市和经济增长快的二三线城市相对会有更多的购房需求，而经济实力差的中小城市则会面临人口净流出导致的需求下降。预计未来不同城市之间的销售情况将持续分化。

（二）住宅价格：疫情后货币宽松下百城均价涨幅有所上升，一线城市房价表现强势

百城[3]住宅平均价格上涨速度自 2017 年初起放缓，2019 年后百城房价同比涨幅稳定在 5%以内，房价过快上涨的趋势总体得到遏制。根据中国房地产指数系统调查数据，2020 年 12 月，百城住宅均价为 15795 元/平方米，同比涨幅为 3.46%，环比涨幅为 0.25%。受新冠疫情影响，2020 年 2 月百城住宅均价曾出现短暂的环比下跌，但在随后的货币边际宽松刺激下迅速恢复了正增长，住宅地产的价格表现坚挺。

[3] 包括一线城市（4 个）：北京、上海、广州、深圳，二线城市（22 个）：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，三线城市（76 个）：南通、常州、芜湖、邯郸、徐州、江阴、德州、烟台、扬州、东营、常熟、昆山、聊城、衡水、湛江、绍兴、鞍山、宜昌、嘉兴、绵阳、东莞、潍坊、石家庄、唐山、宿迁、银川、金华、营口、佛山、温州、无锡、南宁、马鞍山、泰州、桂林、呼和浩特、潮州、北海、湘潭、威海、淮安、盐城、镇江、鄂尔多斯、保定、日照、汕头、惠州、包头、新乡、赣州、泉州、台州、珠海、海口、连云港、宝鸡、柳州、洛阳、西宁、菏泽、兰州 、昆明、江门、廊坊、乌鲁木齐、株洲、淄博、三亚、张家港、贵阳、秦皇岛、中山、吉林。

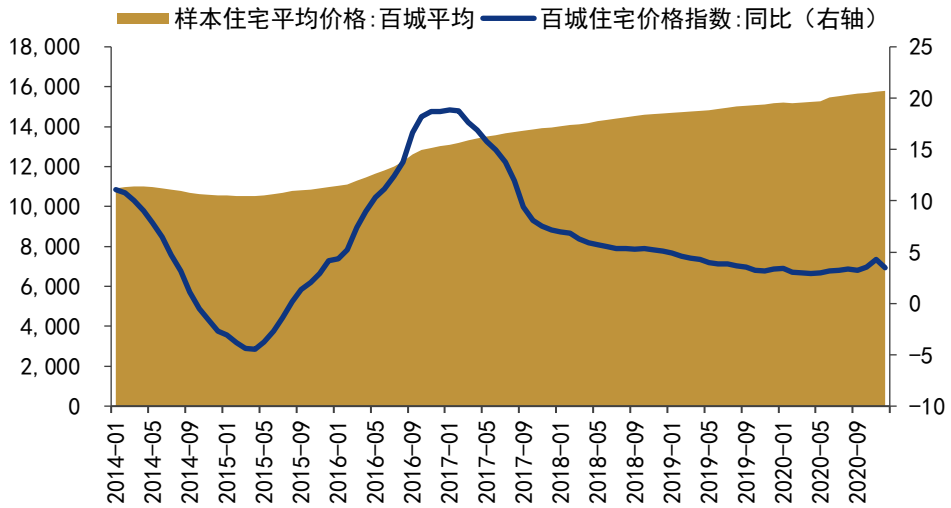

图 4：百城住宅价格指数（2014.01-2020.12，单位：元/平方米，%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

分城市来看，自 2018 年起，一线城市房价增速显著放缓并始终低于二三线城市，二三线城市房价增速也逐渐回落（图 5）。在 2020 年疫情爆发后，一线城市住宅因其需求更强受到了市场追捧，价格涨幅出现反弹上升；在疫情得到有效控制后的 6~12 月份，三线城市住宅价格增速也大幅反弹至 5%左右，但其中人口支撑较弱的城市在过快上涨后仍可能会面临下跌。预计未来一年，一、二线城市的房价增速会保持稳定，而弱三线城市房价增速可能会有所下滑。

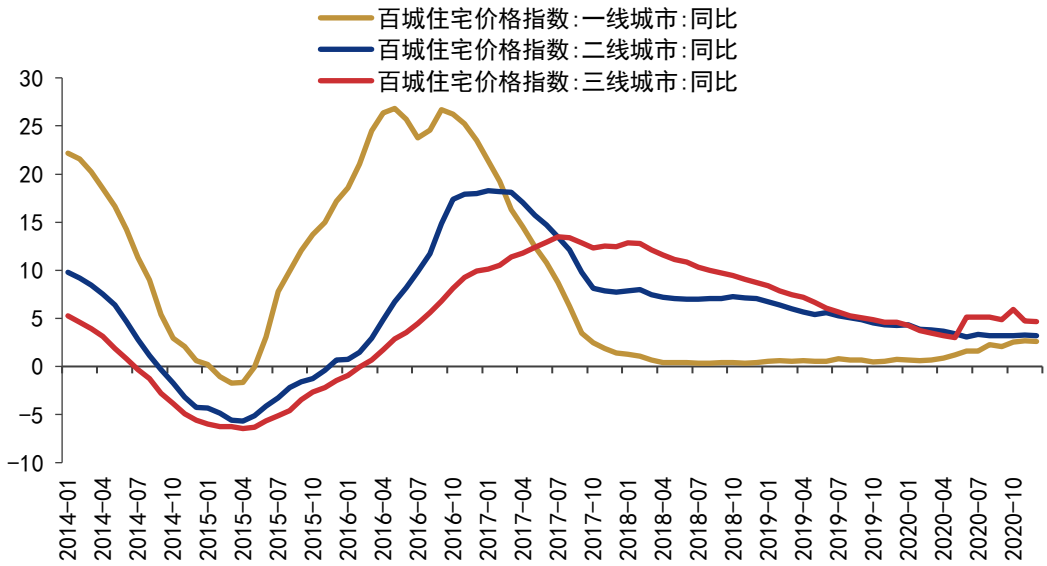

图 5：一二三线城市住宅价格指数同比（2014.01-2020.12，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

目前疫情对经济的影响已经减弱，阶段性较为宽松的货币政策逐渐退出，预计未来央行会保持货币政策稳健运行，流动性对房价的助推作用会下降。同时上海、深圳等部分热点城市针对“抢房潮”现象出台了新一轮楼市调控政策，通过提高交易成本、增加供给等手段稳房价、稳预期。预计 2021 年商品住宅平均价格会上涨 4%~5%，涨幅较上年会保持平稳。

（三）住宅开发：中户型住宅开发投资快速增长，房屋新开工面积出现下降

2020 年 1~12 月，**住宅开发投资累计完成额** 10.44 万亿元，超预期实现同比增长 7.60%。其中，90 平方米以下住房累计完成额 2.04 万亿元，同比增长 4.50%；90~144 平方米住房累计完成额 6.74 万亿元，同比上升 11.96%；144 平方米以上住房累计完成额 1.66 万亿元，同比下降 4.10%（图 6）。2020 全年住宅开发投资增速受疫情影响较前一年有所放缓，其中 2、3 月份出现了断崖式的下滑，但进入二季度后，随着疫情得到控制，住宅投资活动迅速恢复增长。

2020 年房地产总体开发投资完成额累计增长 7.00%，低于住宅部门开发投资增速，原因是商业地产对总体形成一定拖累。**从构成来看**，144 平方米以上住房累计增速为负，反映出市场对大户型住房的需求弱于其他户型；90 平方米以下住房累计增速自 2016 年底起持续为负，但今年却在住宅开发整体放缓的背景下实现了正增长；面积在 90~144 平方米的住宅开发投资完成额增速最快，自“二胎政策”放开后，市场对此类改善性住房需求十分旺盛，自 2017~2019 年期间累计同比增速居高不下，一直保持在 20%以上。目前 90~144 平米住宅投资完成额占住宅行业总额的近三分之二，预计未来占比会进一步上升。

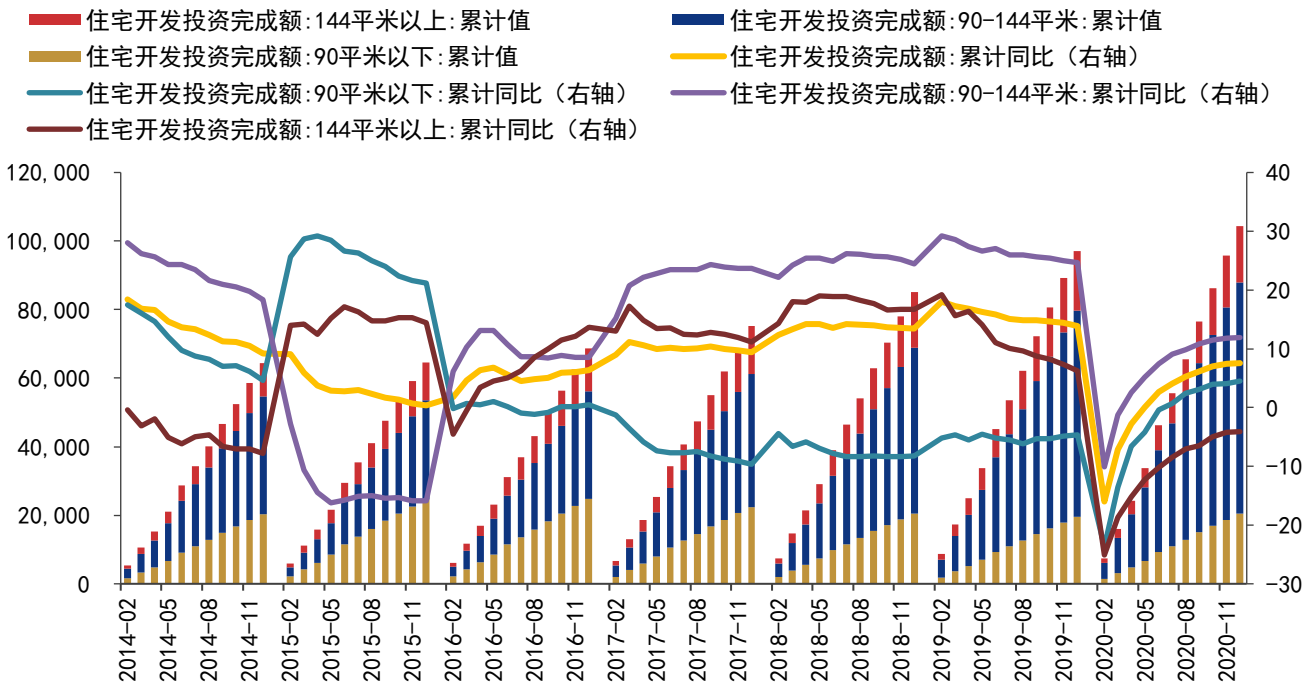

图 6：住宅开发投资完成额（2014.02-2020.11，单位：亿元，%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2020 年 1~12 月，全国**住宅施工面积**累计 65.56 亿平方米，同比增长 4.40%。其中**住宅新开工面积**累计 16.43 亿平方米，同比减少 1.90%；**住宅竣工面积**累计 6.59 亿平方米，同比减少 3.10%（图 7）。尽管疫情影响了住宅建设的进度，2020 年新开工面积和竣工面积出现了大幅下滑，但存量项目复工情况良好，总的住宅施工面积仍保持了正增长。在住宅销售量增长的刺激下，住宅新开工面积迅速恢复，同比降幅也不断收窄。

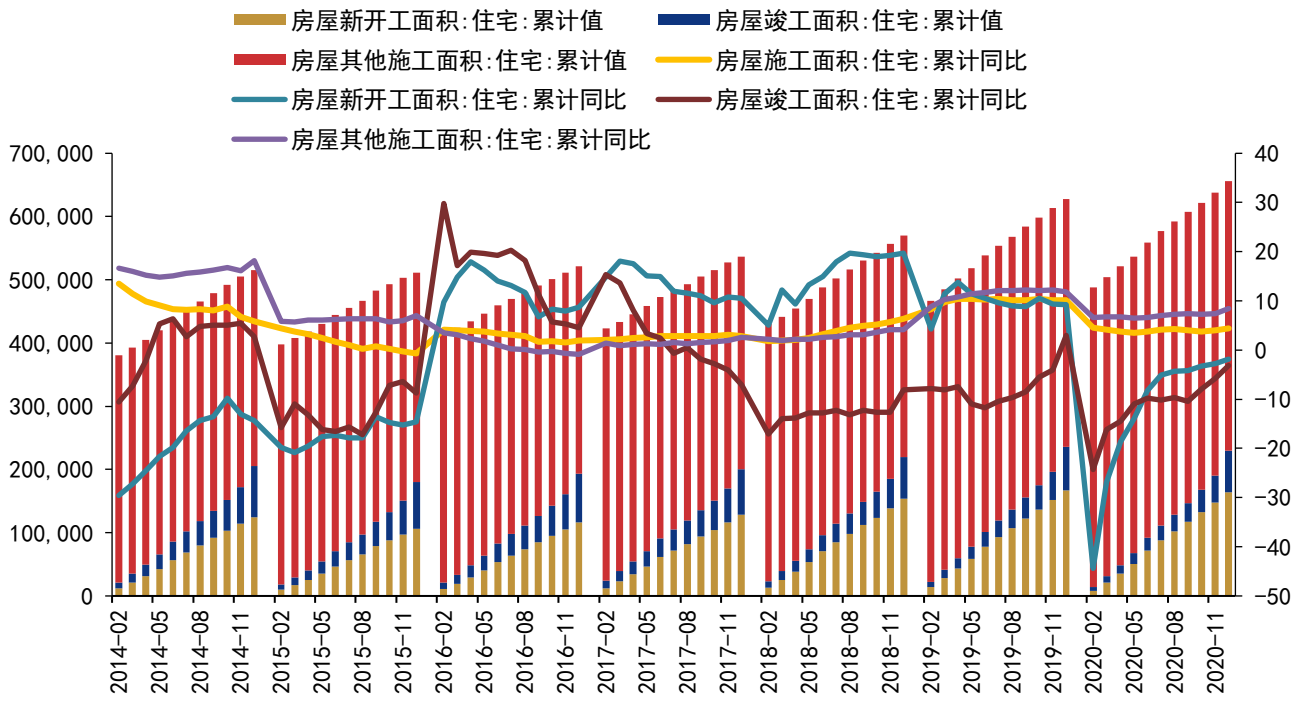

图 7：新开工面积、竣工面积和其他施工面积（2014.02-2020.12，单位：万平方米，%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

预计未来一年，房企普遍有降负债的压力，拿地会相对谨慎，同时会加快存量的项目的开发进度。因此房屋新开工面积可能不会有明显的增长，而竣工面积预计会有显著增加。具体到企业个体层面，部分负债率高的房企可能会暂停土地购置，新开工项目数量会大幅减少；而低负债经营的房企或将受益于部分竞争对手的退出，在土地市场获得更多的项目，新开工面积与未来的市场份额会有显著上升。

（四）住宅类土地：土地市场热度有所上升，溢价率反弹上涨，一线与三线城市受热捧

2020 年，100 大中城市[4]**住宅类供应土地规划建筑面积**累计 7.78 亿平方米，同比增长 1.84%，增幅较 2019 年减少 3.84 个百分点；**住宅类成交土地规划建筑面积**累计 6.58 亿平方米，同比增长 3.95%，较上年度减少 5.11 个百分点。土地市场单月供应和成交波动较大，但整体来看增速持续放缓（图 8）。

[4] 包括：一线城市（4 个），为北京、上海、广州、深圳；二线城市（26 个），为天津、重庆、杭州、南京、武汉、长沙、济南、青岛、宁波、苏州、厦门、福州、南昌、郑州、合肥、沈阳、大连、长春、哈尔滨、成都、西安、太原、石家庄、珠海、兰州、呼和浩

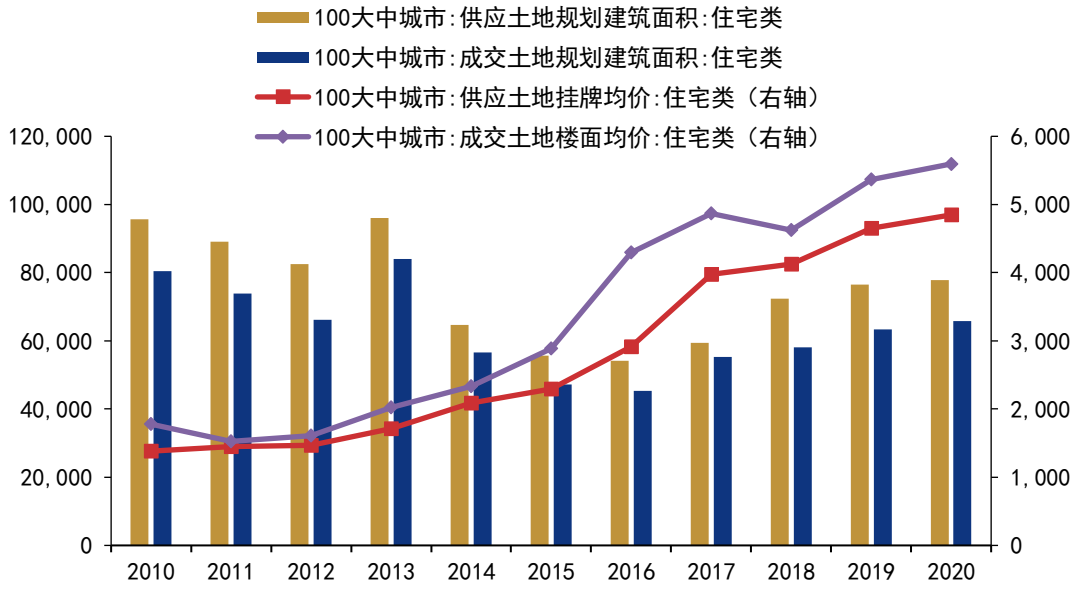

图 8：100 大中城市土地供应和成交情况（2010-2020，单位：万平方米，元/平方米）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2020 年，100 大中城市**住宅类供应土地挂牌均价**和**成交土地楼面均价**分别为 4847.32 元/平方米和 5594.91 元/平方米（图 8），较上年分别上涨 4.25%和 4.21%。尽管受到疫情影响，土地价格依然实现了正增长，但涨幅较 2019 年显著回落。2020 年度**住宅类成交土地溢价率**平均水平为 14.11%，较上年度小幅上升 1.56 个百分点。房地产企业对未来住宅价格的预期趋于稳定，月度成交土地溢价率自 2018 年以来维持在 5%~20%左右（图 9）。

特：三线城市（70 个），为贵阳、昆明、南宁、海口、银川、乌鲁木齐、无锡、常州、唐山、温州、嘉兴、烟台、佛山、东莞、绍兴、西宁、三亚、湖州、舟山、台州、金华、镇江、扬州、泰州、南通、连云港、保定、廊坊、秦皇岛、包头、北海、赣州、桂林、惠州、湛江、吉林、洛阳、泉州、徐州、宜昌、蚌埠、常德、大理、丹东、济宁、锦州、九江、泸州、牡丹江、南充、平顶山、韶关、襄阳、岳阳、遵义、淮安、盐城、宿迁、衢州、丽水、肇庆、江门、中山、汕头、张家口、淄博、潍坊、马鞍山、绵阳、湘潭。

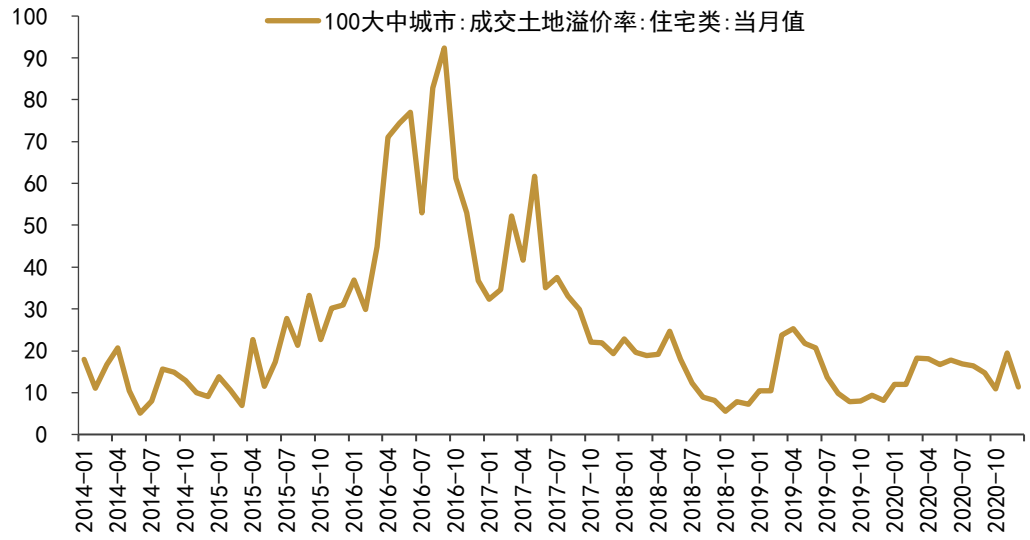

图 9：100 大中城市成交土地溢价率（2014.1-2020.12，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

分城市来看，2020 年一线城市成交土地数量保持了增长，二三线城市出现了下降。其中一线城市累计成交土地 303 宗，较上年增长 2.02%，涨幅大幅减少 14.91 个百分点；二线城市累计成交土地 2238 宗，较上年下降 2.36%，而 2019 年成交数量上涨了 16.58%；三线城市累计成交土地 2608 宗，较上年下降 2.98%（图 10）。从溢价率的角度看，虽一二三线城市都处于低位，但相对而言，三线城市平均水平略高于二线城市，一线城市最低（图 11）。

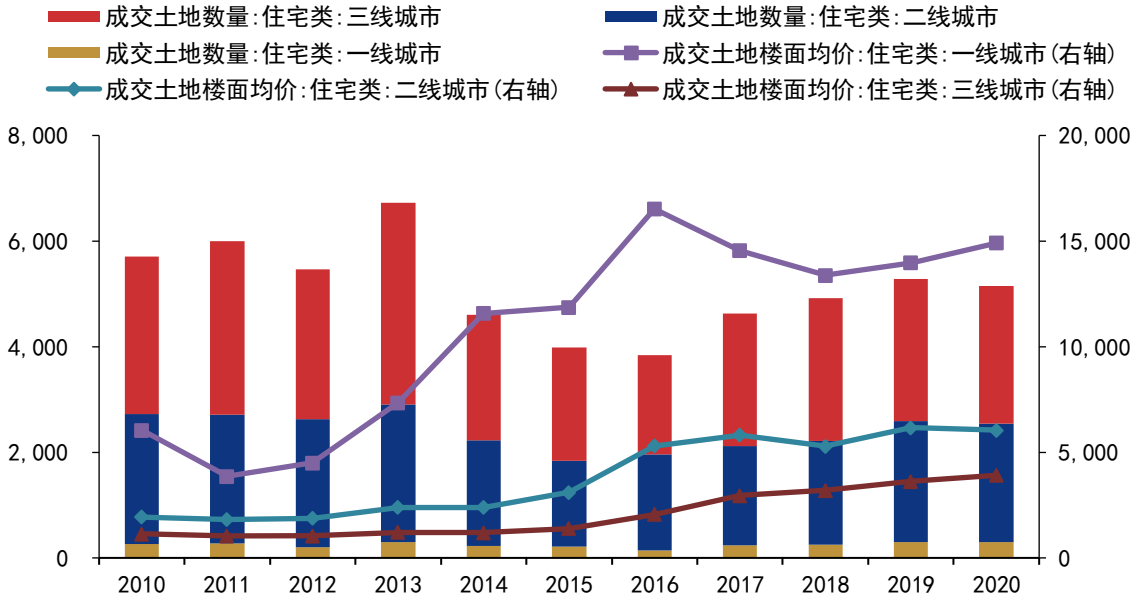

图 10：一二三线城市成交土地数量和楼面均价（2010-2020，单位：宗，元/平方米）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

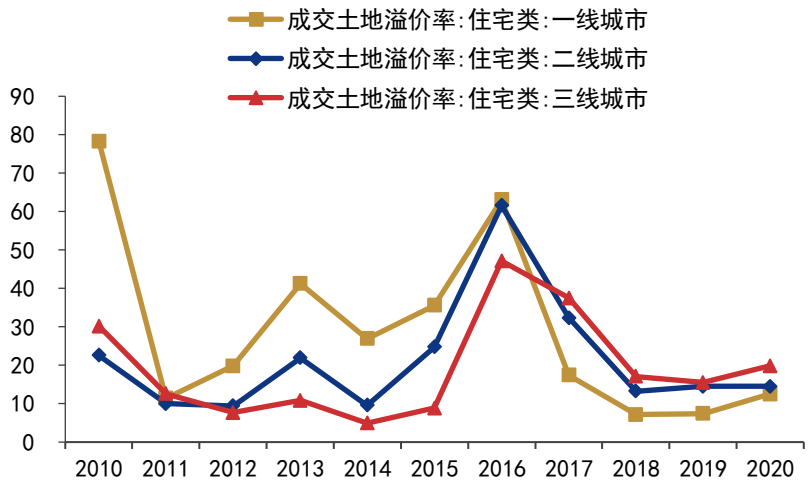

图 11：一二三线城市成交土地溢价率（2010-2020，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2020 年尽管有疫情影响，全国住宅土地市场成交热度在宏观边际宽松政策刺激下依旧有所上升，成交土地规划建筑面积、成交土地楼面价格均有明显上涨，土地成交溢价率较上年度也出现了上升。但不同城市间土地市场分化加剧，在融资环境收紧、金融监管趋严的背景下房企的投资开始向热点城市集中，一线城市、部分经济增长潜力大的三线城市土地竞拍热度显著提升，导致一线、三线城市成交土地溢价率上涨，二线城市土地成交相对保持稳定。

预计未来一年，全国土地市场总体热度较 2020 年会有所下降，但对于部分热点城市来说，人口的持续净流入将会继续带动房地产市场需求增长，热点城市的土地成交价格涨幅会持续高于全国平均水平。

（五）居民房贷：货币宽松下房贷利率略降，个人购房贷款增速持续下行

2020 年 1~12 月，全国首套房平均房贷利率为 5.33%，较上年略有下降，但仍高于 2015~2017 年的 4.50%左右的低位。2020 年第三季度，个人购房贷款增速为 15.70%，较上一季度持平，比上年同期减少 1.1 个百分点。从图 12 可以明显看出，房贷利率自 2017 年走高后对个人购房贷款增速产生明显抑制作用，自 2017 年第二季度开始个人购房贷款增速持续趋缓。近期央行及部分城市又对银行房贷业务出台了新的限制性规定，个人购房贷款规模增速预计将继续维持低位。

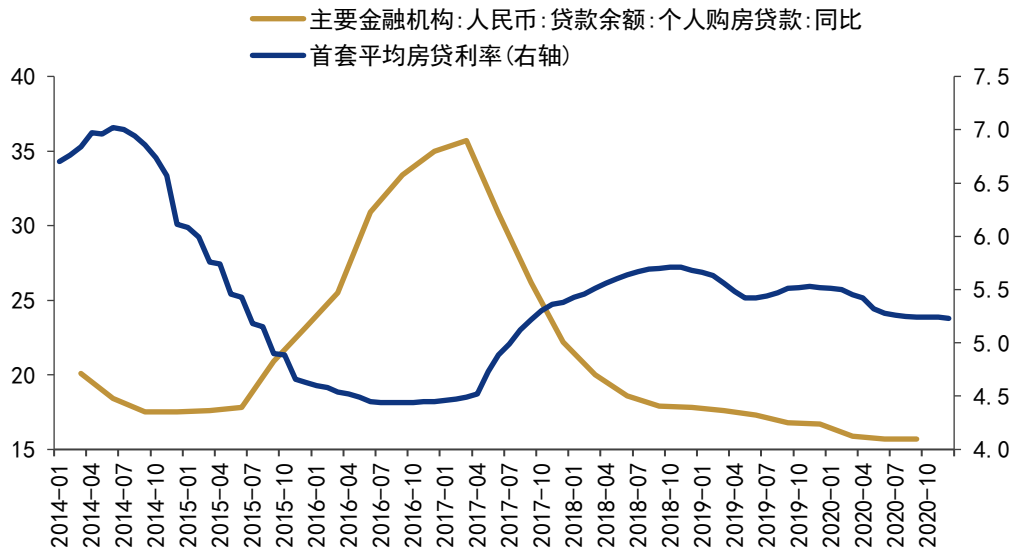

图 12：个人购房贷款同比与首套平均房贷利率（2014-2020，单位： %）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

近年来，居民部门杠杆率急速飙升，一些城市中相当大比例的居民家庭负债率已经达到难以持续的水平。高负债抑制了居民家庭的消费，计量分析结果表明，控制人均可支配收入、社会融资规模等因素后，居民杠杆率水平每上升 1 个百分点，社会零售品消费总额增速会下降 0.3 个百分点左右（图 13）。2020 年疫情期间，居民部门杠杆率大幅度上升，社会消费品零售总额出现了大幅度下滑，但住宅销售额却逆势增长，居民家庭提高了负债并将大量资金投向了房地产市场。

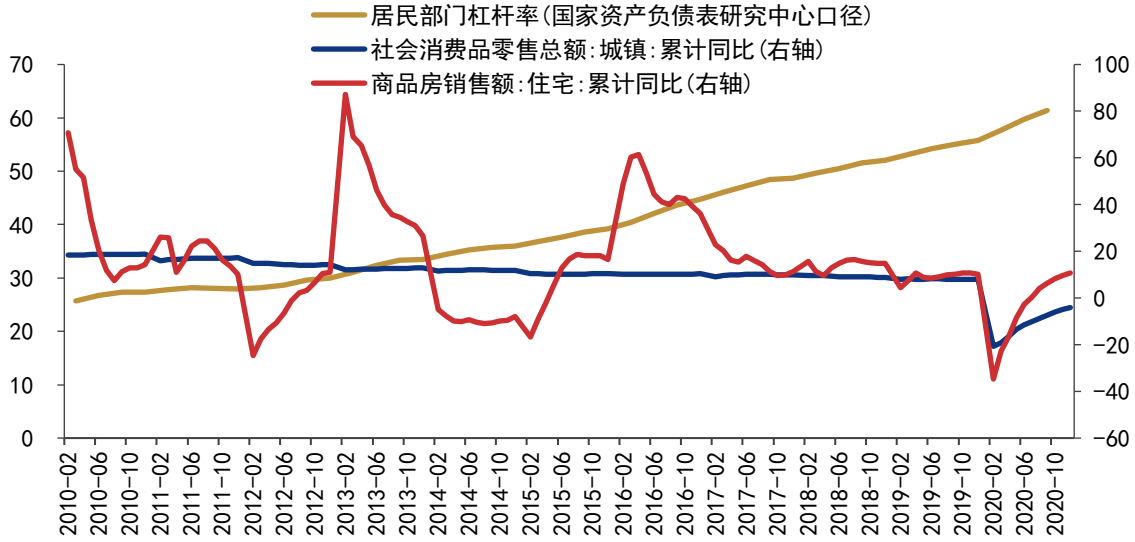

图 13：居民部门杠杆率与城镇社零累计同比（2010-2020，单位： %）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

居民部门的债务绝大部分是房贷，房贷的大量使用导致了居民部门杠杆率的持续上升，并挤占了居民消费的增长空间，这一问题已经引发了监管部门的高度警惕。2020 年底，央行及银保监会划定了银行的个人住房贷款余额占比上限，居民购房继续加杠杆的空间有限，预计未来居民端整体以稳杠杆为主。

二、行业政策

2020 年住宅行业政策经历了“宽松—收紧—全面收紧”三个阶段。在疫情影响最严重的一季度，各地为了稳增长出台了部分宽松政策。二季度中央再次强调要坚持“房住不炒”，开始对楼市进行降温。从 6 月份开始政策逐步加码，中央和地方对房地产行业陆续出台了严格的管控措施，行业政策全面收紧。

（一）“十四五”规划建议明确“房住不炒”的定位，提出促进住房消费健康发展

10 月 29 日，十九届五中全会闭幕，会议审议通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二 0 三五年远景目标的建议》（简称《建议》），并于 11 月 3 日正式对外发布。这份文件为“十四五”规划定下基调，也为未来五年房地产行业发展指明了方向。

《建议》强调**坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，租购并举、因城施策，促进房地产市场平稳健康发展**。这是首次将“房住不炒”写入“十四五”规划建议，目的是进一步稳固房地产调控成果，保持政策的延续性和稳定性。在新发展格局下，预计今后五年乃至更长时间，“房住不炒”的总基调都不会改变，这应当成为房地产市场参与各方（地方政府、金融机构、房企、中介机构、购房者）的共识。除此之外，《建议》提出“租购并举、因城施策”，说明“十四五”期间房地产领域将继续坚持租赁市场和购房市场并肩发展的思路；在“房住不炒”的大前提下，各地也有一定“因城施策”的空间来保障自住需求、吸引人才购房等。

《建议》还提出，**有效增加保障性住房供给，完善土地出让收入分配机制，探索支持利用集体建设用地按照规划建设租赁住房，完善长租房政策，扩大保障性租赁住房供给**。2016 年以来，政府的调控思路逐渐向保障性住房和租赁住房倾斜，多渠道增加租赁住房有效供应，开展集体土地建租赁住房试点，集中力量开展住房租赁市场专项整治，住房租赁市场快速发展。“完善长租房政策”是“十四五”规划建议中的新提法，这意味着专业化的长租机构或将迎来发展契机。今年以来，多家长租公寓经营企业负面事件层出不穷，倒闭、暴雷、强迫业主降低租金、违约等，长租房政策亟待完善。

在“畅通国内大循环”方面，《建议》指出，**推动金融、房地产同实体经济均衡发展，实现上下游、产供销有效衔接，促进农业、制造业、服务业、能源资源等产业门类关系协调**。作为国内经济的重要支柱产业，房地产确实能带动上下游多个产业发展，但持续上涨的高房价不仅挤占了金融资源和实体经济发展空间，还抬升了居民部门杠杆率，抑制了居民消费，逐渐积累的房地产泡沫时刻威胁着金融系统安全。因此，《建议》明确提出，推动金融、房地产同实体经济均衡发展。

在“全面促进消费”方面，《建议》提出，**促进住房消费健康发展**。国家统计局公布的今年前三季度居民人均消费支出构成情况显示，居住类消费支出占比达 25%。2009 年和 2014 年，国务院曾两次提出“稳定住房消费”。这次的表述与前两次不同，可能包含两层意思：一是“促进”与“稳定”相比更加积极主动，未来可能会有相应的促进住房消费政策措施出台；二是“健康发展”是指在“房住不炒”的背景下以促进消费为目的健康发展。“住房

消费”不仅仅指购房，还包括租房、装修改造、升级配套、提升服务等，能带动建材家居、家装、康养、物业服务等多个行业。

（二）疫情影响减弱后房地产金融监管趋严，央行对房企融资划出“三道红线”

新冠疫情爆发后，为了维持金融稳定，监管部门适时放宽了房地产信贷政策。1 月 26 日，银保监会下发通知，要求银行业保险业金融服务全力配合做好新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作。通知指出，对受疫情影响暂时失去收入来源的人群，要在信贷政策上予以适当倾斜，灵活调整住房按揭、信用卡等个人信贷还款安排，合理延后还款期限。

随着疫情逐步得到控制，4 月 17 日，中共中央政治局会议再次强调，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位不改变，房地产金融监管趋严。

4 月 22 日，国新办举办银行保险业一季度运行发展情况发布会，银保监会首席风险官兼新闻发言人肖远企表示，如果是通过房产抵押申请的贷款，包括经营和按揭贷款都必须要真实遵循申请时的资金用途。我们要求银行一定要监控资金流向，确保资金运用在申请贷款时的标的上，对于违规把贷款流入到房地产市场的行为要坚决予以纠正。4 月 23 日，央行上海总部召开上海房地产信贷工作座谈会，强调要坚持“房住不炒”定位，严禁以房产作为风险抵押，通过个人消费贷款和经营性贷款等形式变相突破信贷政策要求，违规向购房者提供资金，影响房地产市场的平稳健康发展。

8 月 20 日，住建部与央行召开重点房地产企业座谈会，会议指出，为进一步落实房地产长效机制，实施好房地产金融审慎管理制度，增强房地产企业融资的市场化、规则化和透明度，央行、住建部会同相关部门在前期广泛征求意见的基础上，**形成了重点房地产企业资金监测和融资管理规则**。根据媒体相关报道，央行对房企融资划出**“三道红线”**：（1）**剔除预收款后的资产负债率[5]大于 70%**；（2）**净负债率[6]大于 100%**；（3）**现金短债比[7]小于 1 倍**。根据触线情况，将房企分为“红、橙、黄、绿”四档，如果“三道红线”全部踩中（红），房企有息负债将不能再增加；踩中两道（橙），有息负债规模年增速不得超过 5%；踩中一道（黄），增速不得超过 10%；一道未中（绿），增速不得超过 15%。作为资金密集型行业，房企在规模高速扩张的同时也面临着高负债压力。建立市场化、规则化、透明化的融资规则，有利于房企合理安排经营活动和融资行为，增强自身抗风险能力，也有利于推动房地产行业长期稳健运行，防范化解房地产金融风险，从而促进房地产市场持续平稳健康发展。

从 2021 年 1 月 1 日起，房地产企业资金监测和融资管理规则将在全行业全面开始实施，按照政策规划 3 年内房地产企业相关财务指标要实现达标。目前部分房企已着手制定执行方案，力争在 2023 年前完成降负债目标。

针对房企融资出台如此严格的政策，主要原因是：一、房地产行业整体的杠杆率偏高。一旦宏观经济出现疫情冲击类似的系统性风险，部分高杠杆经营且资金周转能力弱的房企很容易出现资金断裂的风险，并引发房企与银行、信托、基金等相关金融机构和债券市场的交叉违约，进而造成实体经济波动和金融市场风险。二、从总量角度控制房企有息负债的增速。自 2010 年房地产行业暂停 IPO、2016 年暂停定增后，房企纷纷转向债权融资。2019 年以来

[5] 剔除预收款后的资产负债率=（总负债-预收）/（总资产-预收）。
[6] 净负债率=（有息负债-货币资金）/合并权益，合并权益指合并报表的总权益，包括永续债与少数股东权益。
[7] 现金短债比=货币资金/短期有息债务。

监管部门又对房企的银行贷款、海外债、信托贷款、国内信用债等债券融资渠道分别出台了限制性规定，但监管的效果是 2020 年上半年有息负债依旧反弹上涨。因此仅通过限制各融资渠道分项并不能有效降低整体有息负债的增速，迫切需要通过“三道红线”进行总体把控。

随着央行降下“三道红线”，住宅地产行业的金融红利将不复存在，房企通过高杠杆高负债进行经营扩张的时代过去了。

（三）央行建立房地产贷款集中度管理制度，划定银行房贷占比上限

继“三道红线”融资新规出台后，央行于去年底再度出台重磅规定，从资金供给端限制房地产行业融资。2020 年 12 月 31 日，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》（下称“《通知》”），自 2021 年 1 月 1 日起实施。

《通知》明确要求，根据资产规模、机构类型等因素，房地产贷款集中度管理制度将银行分为 5 大档，每档设置**房地产贷款余额占比上限**和**个人住房贷款余额占比上限**。其中六家国有大行和国家开发银行在第一档，两个上限分别为 40%和 32.5%；其他银行被划分为第二至五档，两个上限分别在 30%以下和 20%以下，限制明显严于第一档银行。

表 1：房地产贷款集中度管理要求

银行业金融机构分档类型	房地产贷款占比上限	个人住房贷款占比上限
第一档：中资大型银行		
工商银行、建设银行、农业银行、中国银行、国家开发银行、交通银行、邮储银行	40%	32.5%
第二档：中资中型银行		
招商银行、农业发展银行、浦发银行、中信银行、兴业银行、民生银行、光大银行、华夏银行、进出口银行、广发银行、平安银行、北京银行、上海银行、江苏银行、恒丰银行、浙商银行、渤海银行	27.5%	20%
第三档：中资小型银行和非县域农合机构[8]		
城市商业银行[9]、民营银行	22.5%	17.5%
大中城市和城区农合机构		
第四档：县域农合机构	17.5%	12.5%

[8] 农合机构包括：农村商业银行、农村合作银行、农村信用合作社。

[9] 不包括第二档中的城市商业银行。

银行业金融机构分档类型	房地产贷款占比上限	个人住房贷款占比上限
第五档：村镇银行	12.5%	7.5%

资料来源：中国人民银行，远东资信整理

《通知》同时规定了各银行的业务调整过渡期。2020 年 12 月末，银行业金融机构房地产贷款占比、个人住房贷款占比超出管理要求，超出 2 个百分点以内的，业务调整过渡期为自本通知实施之日起 2 年；超出 2 个百分点及以上的，业务调整过渡期为自本通知实施之日起 4 年。房地产贷款占比、个人住房贷款占比的业务调整过渡期分别设置。

出台房地产贷款集中度管理新规的背景是“实施好房地产金融审慎管理制度”，目的是为了与“三道红线”政策进行配套衔接。“三道红线”是从房企资金需求端进行管控，而此次房地产贷款集中管理制度则是从银行对房企的资金供给端进行约束。两套政策同时实施，将更有力地限制高负债房企的债务融资。

（四）土地要素市场化改革启动

国务院**下放永久基本农田转建设用地审批权限**，明确赋予省级人民政府更大用地自主权。2020 年 3 月 12 日，国务院发布的《关于授权和委托用地审批权的决定》提出，将国务院可以授权的永久基本农田以外的农用地转为建设用地审批事项授权各省、自治区、直辖市人民政府批准；试点将永久基本农田转为建设用地和国务院批准土地征收审批事项委托部分省、自治区、直辖市人民政府批准，首批试点省份为北京、天津、上海、江苏、浙江、安徽、广东、重庆，试点期限 1 年，具体实施方案由试点省份人民政府制订并报自然资源部备案。

此次下放用地审批权，将给建设用地稀缺的一线城市腾出来比较大的再发展空间，未来建设用地或将进一步增加，可以在一定程度上缓解房价过快上涨的压力。对于其他二线城市，政策出台有利于加快未来城中村改造项目、远郊项目和小镇项目的建设。此次在 8 省市试点是一项重大的改革措施，有利于房地产调控“因城施策”，对解决部分城市房地产市场严重供不应求的问题起到了积极作用，有利于房地产市场的持续健康稳定发展。

中央**首次颁布关于要素市场化配置的文件**，土地要素市场化改革。3 月 20 日，中共中央、国务院正式印发了《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》，将“推进土地要素市场化配置”放在了首位，引起了市场的广泛关注。意见要求“建立健全城乡统一的建设用地市场”、“深化产业用地市场化配置改革”、“鼓励盘活存量建设用地”和“完善土地管理体制”，并提出多项具体改革措施，包括制定农村集体经营性建设用地入市制度，建立全国性的建设用地、补充耕地指标跨区域交易机制，由省级政府负责城乡建设用地指标使用等。

新一轮土地改革将为住宅建设提供更多土地来源，房企可以获得更优质的项目资源。同时也有利于促进城镇化建设，带动住宅市场需求增长。

（五）多地陆续出台人才新政，对人才提供购房补贴、降低落户门槛

自2011年人口红利出现拐点后，全国各地逐渐开始将吸引人才作为区域发展的战略重点。近几年，人才争夺战从二线城市逐渐蔓延至一线和三四线城市。据不完全统计，2019年全国有超过170个城市发布了不同力度的人才政

策，比2018年上涨40%。2020年疫情期间“抢人大战热度不减”，有65个省或市出台了104条落户及人才相关政策，其中以人才为主导的政策约63条，政策方向主要聚焦于“放宽落户限制、购房条件”和“发放生活及购房补贴”等。

部分城市对人才落户的学历也降低了门槛，从最初要求本科学历可直接落户，到大专学历可直接落户，并发放生活及购房补贴。截止到2020年12月，包括南昌、济南、福州、秦皇岛、南宁、张家口、赣州等城市均全面放开城镇落户限制。其中“零门槛”落户的省会城市有：石家庄、南昌、济南、昆明、福州。预计将来还会有更多的省市放松放开落户限制，以此促进劳动力和人才社会性流动，从而加快城镇化进程。

表 2：2020 年出台人才引进政策的城市（部分）

城市	人才政策内容
广州	《广州市集体户口管理规定》提出高校中职等非广州户籍学生、符合入户条件无合法住宅等人员，可申请迁入广州集体户口。新生儿登记时，若父母一方是本市的集体户口，另一方是外市户口，或者双方均为集体户口的，新生儿按随父或随母原则可以在集体户口内申报出生登记。
	《广州市黄埔区 广州开发区 广州高新区聚集“黄埔人才”实施办法》规定，对高层次人才给予最高 500 万元购房补贴、最高 500 万元收入奖励、最高 15 万元万能津贴；等。
	《广州市差别化入户市外迁入管理办法》公开征求意见稿，根据办法，只需满足大专或技校学历，社保满一年，年龄 28 周岁及以下，就能在广州 7 个非中心城区的行政区落户。
上海	《2020 年非上海生源应届普通高校毕业生进沪就业申请本市户籍评分办法》将之前“以北京大学、清华大学为试点，探索建立对本科阶段为国内高水平大学的应届毕业生，符合基本申报条件即可落户”的政策，范围扩大至在沪“世界一流大学建设高校”。
	市十五届人大常委会第二十六次会议审议关于本市推进制造业高质量发展情况的报告:将对集成电路、人工智能、生物医药等重点领域人才探索给予住房、户籍支持。
杭州	杭州面向全球实施“战疫引才、杭向未来”八大举措：提高高层次人才购房补贴，给予 A 类顶尖人才“一人一议”最高 800 万元购房补贴；B、C、D 类人才分别给予 200 万元、150 万元、100 万元购房补贴等。
	关于印发杭向未来-大学生创业创新三年行动计划（2020—2022 年）的通知：对来杭工作的全球本科及以上学历应届毕业生（含毕业 5 年内的回国留学人员、外国人才）发放一次性生活补贴等。
南京	促进自贸区人才发展、优化升级“创业江北”人才计划十策实施办法：离岸孵化项目毕业落地新区的，直接纳入“创业江北”高层次创业人才引进计划，享受相应扶持；落地海外人才可享受新区人才服务政策等。
	《关于做好人才优先选房及支持刚性购房需求工作的通知》：根据其个人上一年度对江北新区（自贸区）的经济贡献给予奖励。对经认定的区块链相关专业毕业生，在江北新区（自贸区）区块链企业从事相关工作的人才，最高给予每人 4 万元的一次性生活补贴等。
苏州	市政府关于调整人才落户相关政策的通知：有来苏就业意愿并符合以下条件之一的人员，在人事档案转入后可申请办理落户：在国（境）外取得学士及以上学位并取得国家教育部学历学位认证的留学人员等。
	印发进一步推动非户籍人口在城市落户的实施意见提出，落实租赁房屋常住人口在社区公共户落户政策，经房屋所有权人同意可以在房屋所在地落户，也可以在房屋所在地的社区落户等。
厦门	关于进一步优化技能人才落户有关工作的通知:对 2015 年 6 月 30 日以后毕业且取得中级工以上执业资格证书(不受职业资格证书工种限制）的职业院校、技工学校应届毕业生，在厦合法稳定就业可落户我市等。
郑州	《关于实施“黄河人才计划”加快建设人才强市的意见》针对高层次人才，在项目引进、人才资助、生活保障等方面推出“全国最优”综合政策，最高给予 1 亿元综合资助。

资料来源：远东资信整理

地方政府人才引进政策仍在陆续出台。随着经济由高速增长向高质量增长转变，人才对经济转型的重要性日益凸显。同时，在各地限购政策下，人才落户带来的购房需求也不容忽视，这也是各地上演“抢人大战”、出台购房补贴政策的另一重要原因。

此外，很多城市面临严重的人口老龄化问题。以上海为例，2019 年上海 60 岁及以上老年人口 518.12 万人，占总人口的 35.2%，65 岁及以上老年人口 361.66 万人，占总人口的 24.6%，远超国际老龄化标准。从城市长远发展的角度来看，老龄化会削弱经济持续增长的动力，同时也会减少房地产市场的需求。因此吸引年轻人才流入对城市长久发展至关重要，并会深刻影响未来的住宅市场需求。

三、行业关注

（一）恒大通过促销卖房回款、债转股化解债务风险

2020 年 9 月 24 日，市场流传恒大集团正寻求政府帮助，以推进与深深房的借壳上市事宜，并阐述目前恒大面临 8355 亿元债务，其中需在明年初偿还资产重组资金 1437 亿元，面临巨大的偿债压力。随后恒大集团迅速发布《严正声明》，对市场传言进行了澄清回应。但此事件一度引发资本市场恐慌，9 月 25 日恒大股价出现了大幅下跌。

9 月 25 日晚，恒大公开最新的负债、销售、借款情况等核心经营指标，通过数据向外界澄清公司目前经营正常。9 月 29 日，恒大再次公告，公司已与持有恒大地产总额 1300 亿元战投中的 863 亿元战投资金方签订补充协议，战略投资者同意不进行回购，继续持有恒大地产股权且股权比例保持不变。同时在剩余 437 亿元战投资金中，恒大已与 155 亿战投资金方达成一致，正在就协议签署办理审批手续。

同时恒大凭借其强大的营销力、出色的产品力，快速推盘销售回款。10 月 9 日，恒大公布最新销售数据，9 月与国庆期间共完成销售额 1416.3 亿元，创历史同期新高。截至 10 月 8 日已累计实现销售 5922.5 亿元，完成年度目标的 91%，预计全年将实现销售回款 7200 亿元。通过存量项目的快速周转，恒大的债务危机至此解除。

从恒大的事件可以看到，对于存量项目质量好的房企，面临债务压力可以通过变现项目资产或加快销售回笼资金。

（二）世茂福晟合并，万科并购泰禾，“大鱼吃大鱼”时代开启

2020 年 1 月，世茂和福晟双方宣布合并组建“世茂福晟”平台，合作方还包括东方资产、信达资产两大金融机构。此前福晟已陷入债务危机，世茂将联手金融机构帮助福晟进行债务重组，并接手其地产项目。世茂董事会主席许世坛表示，双方合并属于战略合作，“不是谁收购谁”。但房企整体层面的合作需要组建新的管理架构，会经历漫长且复杂的整合期。自 2019 年起福晟的部分项目由于资金困局出现了停工，目前公司正在实施“一楼一策”复工复产方案，预计 2021 年已停滞的项目将会陆续重新启动。随着世茂设立专管团队以提高福晟纾困平台的运营效率，世茂与福晟的合作也进入新的篇章。

继福晟被世茂接手后，另一家大型房企泰禾也宣布将实施重组。泰禾在疫情冲击下面临严重的流动性危机，多次寻找合作方试图引入战略投资者纾困。2020 年 7 月 31 日，泰禾与万科签订协议，万科拟以 24.3 亿元入股泰禾，并持有 19.9%的股份。但是万科在协议中设置了先决条件，最终能否完成入股取决于相关先决条件能否满足。

由于债务重组进展缓慢，泰禾未能在协议约定时限内达到先决条件，但万科对重组事宜表现出足够的耐心。在 10 月份的万科上海区域媒体交流会上，对于泰禾债务问题的最终进展，董事会主席郁亮表示，“这么一个陷入困境的企业，它需要协调的关系需要方方面面很多很多，所以可能需要更多时间。”目前在万科入股泰禾的推进过程中，泰禾董事长黄其森是否愿意让渡公司控制权成为矛盾的焦点，最终双方协议能否落地依然存在不确定性。

2019 年，排名靠后的房企融资渠道明显收窄，部分中小房企资金链出现问题，选择靠出售项目等方式渡过难关，而有实力的大房企，在现金流充足的条件下低价收购，逆势扩张。例如保利发展、绿城中国、世茂房地产等房企在 2019 年内都有多次收并购行为。进入 2020 年，房企兼并收购开始出现“大鱼吃大鱼”，个别排名靠前的房企也委身于实力更强的同行。在融资环境收紧的背景下，预计未来房地产市场的并购潮仍将持续，行业集中度将进一步提高。

四、行业内发债企业信用分析

远东资信对2020年12月31日仍有债券存续的房地产行业发债主体进行了筛选，筛选出146家住宅地产样本企业（见本文后的样本企业附表）。

（一）样本企业存量债券概况

1. 发行主体信用等级

在146家样本企业中，在2020年底绝大部分主体委托评级（由发行人委托的评级机构出具）分布在AAA、AA+和AA级，分别有51家、33家和50家，占全部样本总数的34.93%、22.60%和34.25%。主体评级为AA-级的有2家，A-级有1家，BB级有1家，BB-级有2家，B+级有1家，B级有2家，C级有3家。与上年相比，住宅地产行业由于受到了疫情的影响，出现了较多的B、C等低信用级别主体。但总体来看，大部分住宅地产行业发债主体的信用仍处于较高等级。

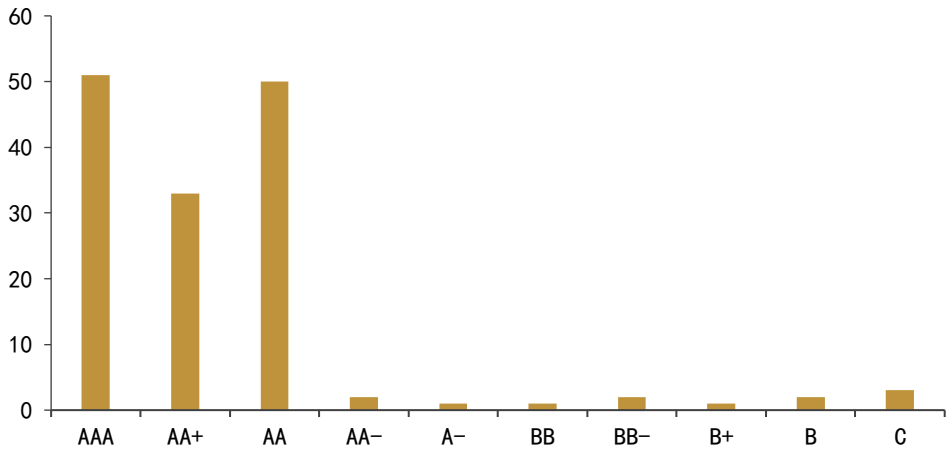

图 14：住宅地产行业发债主体评级分布（截至 2020.12.31，单位：家）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2020年底发行人评级为C的3家主体分别是正源房地产开发有限公司、泰禾集团股份有限公司和国购投资有限公司。

正源房地产开发有限公司（下称“正源地产”）发行的“16正源01”和“16正源02”尚未出现实质违约，但债权人提出的债券回售要求未能得到满足，目前债券持有人之一西南证券已向法院提起诉讼。正源地产初始评级为AA，在2019年9月4日被联合信用调降至AA-级，2019年9月27日再被调降至C级。

泰禾集团股份有限公司（下称“泰禾集团”）发行的“17泰禾MTN001”、“17泰禾MTN002”、“H8泰禾01”、“H8泰禾02”、“H7泰禾01”及“H7泰禾02”六只债券已经实质违约。泰禾集团初始评级为AA+，首次违约前，2020年5月12日被东方金诚调降为AA-级，7月3日再被降至BB级，违约发生后的7月6日被调降至C级。

国购投资有限公司（下称“国购投资”）共有九只发行的债券已于2019年期间先后实质违约，一只债券2019年触发交叉违约。国购投资初始评级为AA，2018年11月19日由于未及时划拨债券回购所需资金被联合信用连续多次降级，首次违约发生后最终被将为C级。

据统计，样本企业在2019年末共有44家AAA级、39家AA+级、55家AA级和6家AA-以下级别发债主体，有2家在2019年末无主体评级。**从级别迁移的角度来看**，2020年末样本企业中有134家主体信用级别保持了稳定或上调，占样本总数的93.06%。大部分主体级别稳定的同时出现了少量高信用主体被大幅降级的现象，有8家企业级别从AA以上级别降至了A-或以下级别（表1）。

表 3：2020 年住宅地产发债主体级别迁移矩阵（2019-2020，单位：家）

2020.12.31 / 2019.12.31	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+及以下	样本数
AAA	42							2	44
AA+	8	28	1					2	39
AA		2	49	1			1	2	55
AA-				1					1
A+									
A								1	1
A-									
BBB+及以下		2						2	4
样本数	50	32	50	2			1	9	144

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

具体来看，被大幅降级的8家企业分别是重庆爱普地产(集团)有限公司（A降至BB）、泰禾集团股份有限公司（AA+降至C）、首创置业股份有限公司（AAA降至BB-）、上海新黄浦实业集团股份有限公司（AA降至A-）、荣安地产股份有限公司（AA降至B）、江苏中南建设集团股份有限公司（AA+降至B-）、华夏幸福基业股份有限公司（AAA降至BB-），广州市方圆房地产发展有限公司（AA降至B）。

2. 发行主体公司属性

从发行人属性来看，国企数量占比最高（42.47%），其中中央国有企业（18家）占12.33%，地方国有企业（42家）占30.14%；民营企业（48家）占比仅次于国有企业，为32.88%；外商独资企业（17家）和中外合资企业（12家）共占19.86%；公众企业（5家）和集体企业（2家）数量较少（图15）。

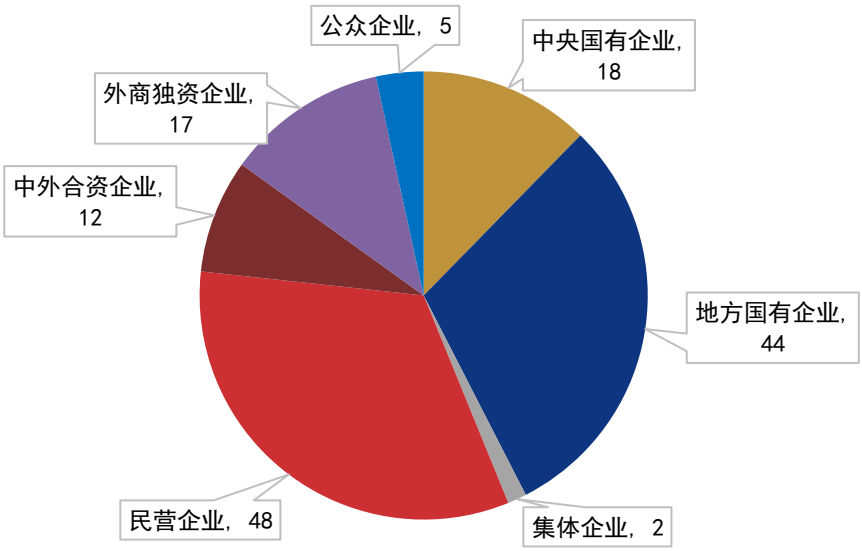

图 15：住宅地产行业存量债券发行人属性（截至 2020.12.31，单位：家）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从上市情况来看，样本企业中上市公司共57家，占比39.04%；非上市公司共89家，占比60.96%。住宅地产行业中，非上市公司比例高于上市公司。

3. 存量债券发行情况

截至2020年12月31日，住宅地产行业样本企业存量债券1260支，债券余额13244.57亿元，其中2020年新发行的债券415支，存续总额4085.57亿元。

从债券类型来看，一般公司债存量债券余额5834.80亿元，占比最高（44.05%）；私募债和一般中期票据存量债券余额分别为2692.03亿元和2433.25亿元，占比较高；占比较低的债券类型依次是资产支持证券（12.36%）、定向工具（2.61%）、短期融资券（1.48%）；一般企业债和可交换债占比最低，分别占0.55%和0.25%（图16）。由此可见，公司债、私募债和中期票据最受住宅地产发行人的青睐。

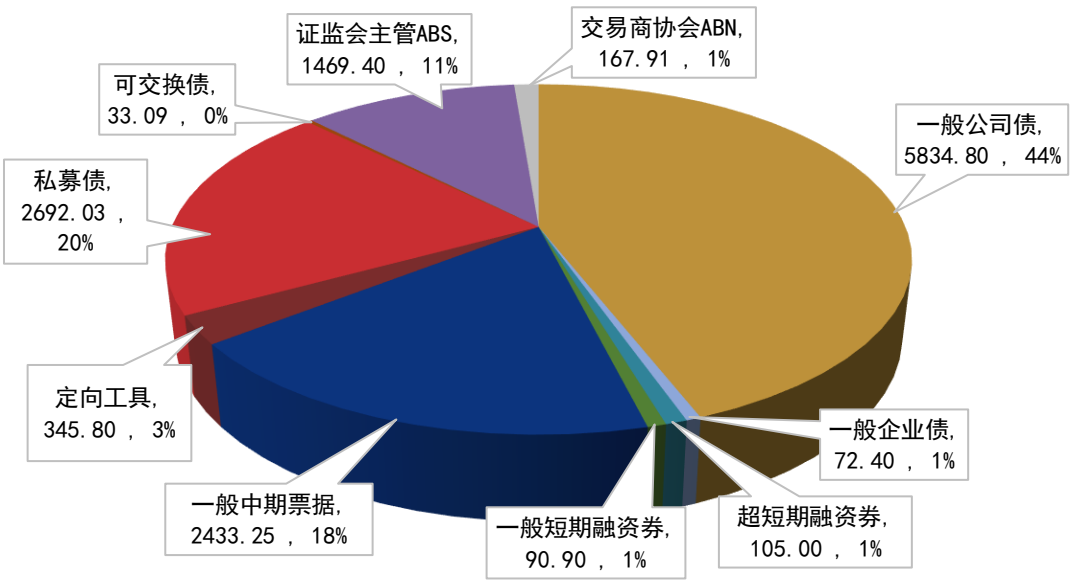

图 16：住宅地产行业存量债券类型（截至 2020.12.31，单位：亿元）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

4. 存量债券未来到期情况

不考虑未来新发行债券的情况下，在2021年1~12月期间，住宅地产行业将有3827.72亿元的债券到期，规模较上年大幅度增加。未来“三条红线”新规将督促房企逐步降低负债，新债发行的规模预计会缩减，大规模存量债券到期兑付需更多地依靠房企的自有资金，因而未来一年房企的流动性管理会面临较大压力。住宅地产行业发债企业未来12个月的偿债高峰集中在2021年一季度，在3月份还要偿还644.10亿元，集中兑付压力较大（图17）。

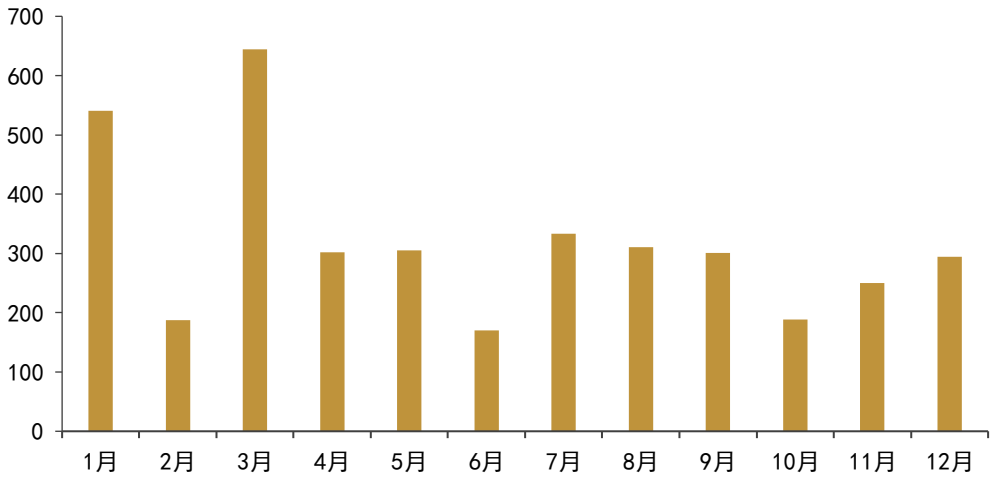

图 17：存量债券未来 12 个月到期分布（数据截至 2020 年 12 月 31 日，2021.1-2021.12，单位：亿元）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

按年度来看，住宅地产行业的存量债券大部分会在三年内到期。以截至2020年12月31日的数据为准，在不考虑未来新发行债券的到期情况下，2021-2023年到期金额为9156.38亿元，占存量债券的69.13%。房企的存量债券大部分期限较短，主要集中在未来三年进行兑付（图18）。

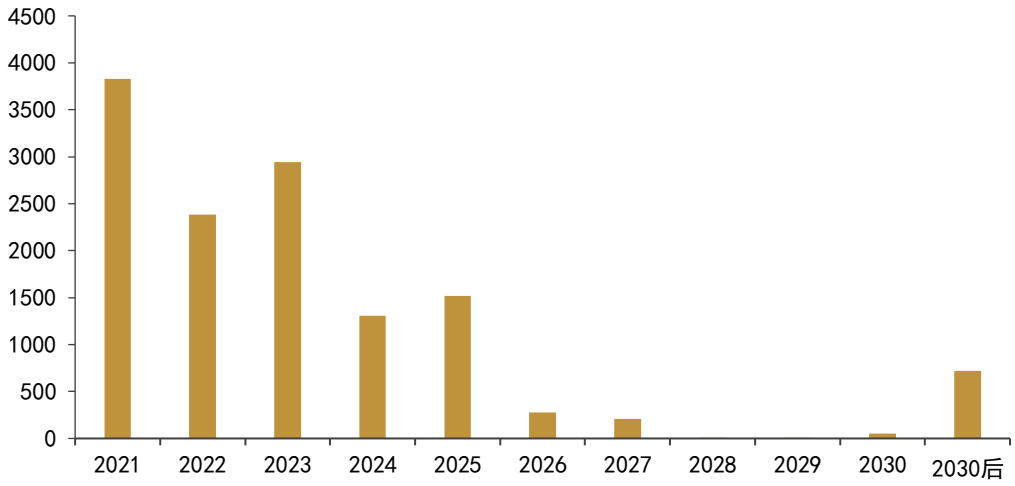

图 18：存量债券未来到期分布（数据截至 2020 年 12 月 31 日，单位：亿元）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（二）样本企业财务状况分析

在本小节对样本企业做财务状况分析时，考虑到近期数据的可得性，最终选取了71家样本企业进行分析，数据截至2020年第三季度末。

1. 规模：资产规模和营业收入增速下降，营收向头部房企集中

从资产规模来看，最大的万科企业股份有限公司（下称“万科”）资产规模高达1.81万亿元，远大于住宅地产行业内的其他企业。规模排其次的是绿地控股集团有限公司、保利发展控股集团股份有限公司和融创房地产集团有限公司，资产规模在1万亿元左右。相比较来说，其他发债企业的资产规模较小，均低于7000亿元，约50%的样本企业资产规模位于1000亿元以下，最小的发债企业重庆渝开发股份有限公司规模仅有76.81亿元。2020年第三季度末的财务数据显示，71家企业中有35家资产规模在1000亿元以下，有32家资产规模在1000-7000亿元，有4家资产规模在9000亿元以上。

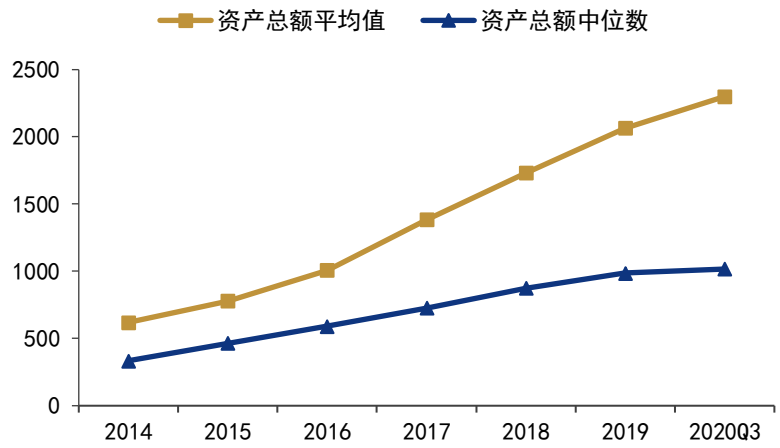

图 19：样本企业资产规模（2014-2020Q3，单位：亿元）

注：除非特别说明，均值指简单平均值，以下同。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

样本企业资产规模的中位数低于平均值，且差距逐年拉大，这是由于样本中出现了一些数值较大的个体拉高了平均值。这从另一个侧面反映出住宅地产行业自2017年起出现马太效应，随着头部房企的并购行为不断增多，行业集中度得到进一步提升。

从营业收入来看，2015-2017年样本企业平均值和中位数大致上保持同步增长，但2018年开始差距不断拉大，反映出全行业营收向头部房企集中的趋势（图20）。在2019Q4至2020Q3四个季度，71家样本中有41家主体的营业收入较2019年全年实现了正增长，同比增速超过40%的有8家，其中广东珠江投资有限公司增速高达145.56%；有30家主体的营业收入相比2019年出现了下降，其中降幅超过50%的有2家，分别是泰禾集团股份有限公司和江苏凤凰置业投资股份有限公司。

在2020年前三个季度，房地产市场整体营收增速放缓，部分规模较小、实力较弱的房企在市场竞争中处于弱势，受到的波及更大，从而导致营业收入大幅下降。前三个季度营收小于50亿的样本房企中，有三分之二个体的前三季营收出现同比下滑且平均降幅达44.60%，个别企业营收不足去年同期的20%。而在前三季度营收大于200亿的房企中，只有约五分之一出现收入同比下降，大部分都维持了稳健增长。

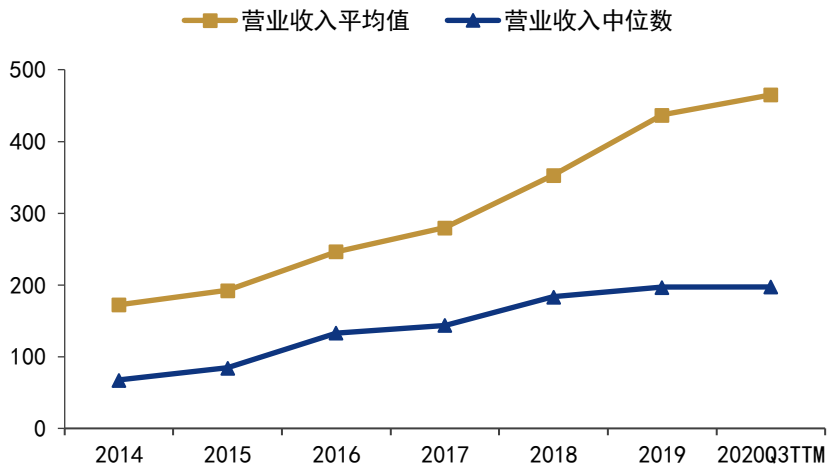

图 20：样本企业营业收入（2014-2020Q3TTM，单位：亿元）

注：2014~2019 为全年数据，2020Q3TTM 为 2019Q4~2020Q3 四个季度数据。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2020年一季度住宅地产销售因疫情冲击出现了大幅下滑，但从二季度起迅速恢复增长，样本企业总营收创下历史新高。2020年前三季度，样本企业营业收入的平均值为263.61亿元，中位数为95.11亿元，在受疫情严重冲击的情况下依旧实现了增长，同比增速分别为11.80%和11.59%。在行业整体收入大幅增长的情况下，仍有多家房企未能完成全年销售目标，其中碧桂园、融创、富力、首创完成率分别为92%、96%、77%、89%。

2. 债务结构：资产负债率维持稳定，短期债务/总债务开始下降

房地产行业企业的资产负债率计算方式与其他行业企业存在差异，原因有如下两点：一是房地产企业的预收账款与合同负债无需现金资产来偿还，因此在分子中，需要从负债总额中扣除两者金额；二是存货科目中，留存有未确认的收入，即预收账款或合同负债对应的房产已经收到房款但收入并未确认，形成了资产的重复计量，并且由于交付房产为合同义务，该部分重复计量的存货资产不能作为房地产行业企业偿债能力的保障，因此分母中需要扣除该重复计算的资产。又因为预收账款与预收账款对应的存货比，近似于营业收入与营业成本的比，在计算该部分重复计量的存货资产的账目成本时可以用该公式近似估计，故**调整后的房企资产负债率=（负债总额-预收账款-合同负债）/（资产总额-（预收账款+合同负债）*营业成本/营业收入）**，下文中资产负债率皆指调整过的资产负债率。

与平均值相比，中位数更能反映出资产负债率的变动趋势。从中位数的角度来看，2014~2017年住宅地产行业样本企业资产负债率逐年上升，至2018年开始有所下降，2020年受疫情影响略有上升（图21）。2020年第三季度末，样本企业的资产负债率平均值和中位数分别是65.68%和67.31%，比2019年末分别上升了0.26个百分点和0.66个百分点。从样本数据来看，住宅地产企业近三年负债率逐渐趋于稳定。

从区间分布来看，样本企业中2020年第三季度末资产负债率高于80%的有3家，在80~70%的有23家，在70~60%之间的有31家，在60-50%之间的有8家，低于50%的有6家。超过三分之一的企业不能够满足“三道红线”对资产负债率的要求，这部分企业未来三年将面临很大的减负债压力。资产负债率最高的是云南城投置业股份有限公司（下称“云南城投”）（93.60%）、广州珠江实业开发有限公司（下称“珠江实业”）（81.69%）和北京住总房地产开

发有限公司（下称“北京住总”）（80.68%）。其中，云南城投近两年业绩不佳，旗下的平阳银泰、奉化银泰、宁波银泰、淄博银泰等多个项目出现连续亏损，目前正在积极出售部分经营不佳的资产以减轻负债压力，在“三道红线”新规出台后，公司降负债的压力很大；珠江实业是广州市政府控股的上市公司，负债率过高主要是因为与另两家广州市属企业之间有大量尚未支付的往来款，此外公司持有的债权中11.54亿元已出现逾期，11.66亿元面临偿付风险，对公司自身信用状况会产生不利影响；北京住总是北京市政府全资拥有的企业，在从事商品房开发业务的同时承担部分北京市保障性住房建设的任务，因此能够获得地方政府的支持，目前信用状况良好（AA，稳定）。

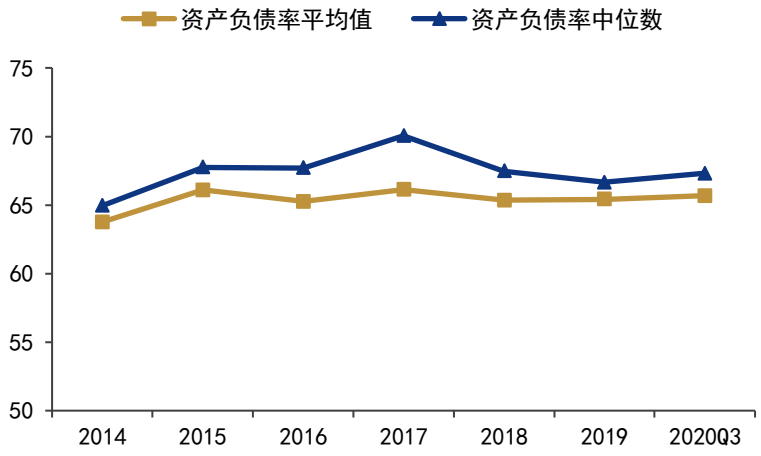

图 21：样本企业资产负债率（调整后）（2014-2020Q3，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2016年后，房企融资环境明显收紧，样本企业**短期债务占比[10]平均水平不断上升**（图22）。为了防范短期债务过高带来的资金断裂风险，2020年出台了“三道红线”等更严格的监管政策，许多房企纷纷开始去杠杆，积极推盘回款，降低短期债务水平。经统计，71家样本企业中有43家在2020年第三季度末的短期债务占比低于2019年末，其中降幅最大的是上海世贸建设有限公司、冠城大通股份有限公司和京投发展股份有限公司，短期债务占比分别较2019年末减少43、42和33个百分点。从中位数来看，目前房企短期债务占比已经出现下降，住宅地产行业企业整体抗风险能力有所增强。未来三年监管新规将逐步全面执行，住宅行业企业短期债务规模将会进一步下降。

[10] 短期债务占比=短期债务/（短期债务+长期债务），其中短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债，长期债务=长期借款+应付债券。

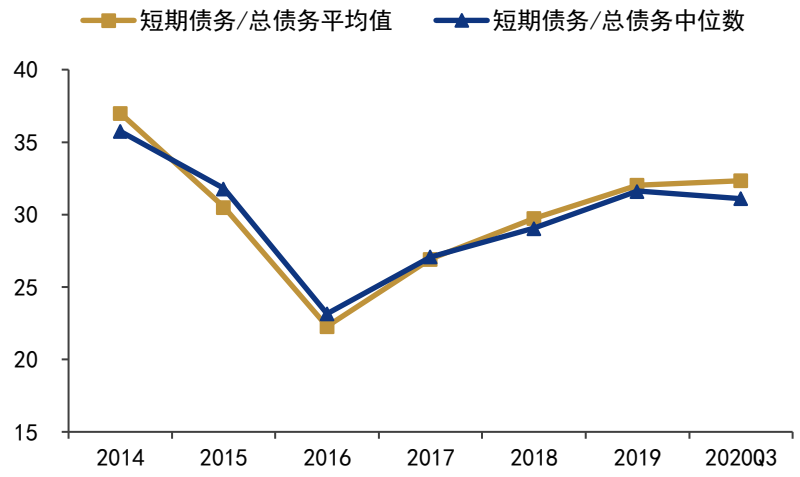

图 22：样本企业短期债务/总债务（2014-2020Q3，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2020年第三季度末短期债务占比超过70%的企业有3家，分别是江苏凤凰置业投资股份有限公司（下称“凤凰股份”）、天津市房地产发展(集团)股份有限公司（下称“天房发展”）和泰禾集团股份有限公司（下称“泰禾集团”）。其中凤凰股份规模很小，短期债务仅为6.26亿且无长期负债，因此短期债务占比为100%；天房发展在三季度末有近76亿元的长期借款将于一年内到期，且即将到期的借款是目前公司主要的债务，导致短期债务占比高达84.46%，近期公司将有较大的负债偿还压力；泰禾集团同样面临大额长期借款即将到期的问题，其主要债权人有华融资产、长城资产、信达资产、东方资产、兴业资产、浙商资产6家金融机构，短期负债规模高达707亿元，短期债务占比76.44%，目前公司正在与相关债权人制定债务重组方案。

根据“三道红线”新规，如果房企出现剔除预收款后的资产负债率大于70%、净负债率大于100%或现金短债比小于1倍的情况，未来新增债务融资将受到严格限制。从截至2020年9月30日的样本企业资产负债表来看，“三道红线”**全部踩中的有11家**（红色），**踩中两道的有17家**（橙色），**一道未中的有16家**（绿色）。个别房企不仅踩中三条，而且现金短债比不足20%，资金链条十分紧张。总体看，大部分房企不能完全避免触及红线，预计未来住宅地产行业会大规模的企业降负债行动。

表 4：样本住宅地产发债主体触及“三道红线”的情况（2020 年 9 月 30 日，单位：家）

	剔除预收款后的资产负债率≤70%		剔除预收款后的资产负债率＞70%	
	净负债率≤1	净负债率＞1	净负债率≤1	净负债率＞1
现金短债比＜1	8	0	17	11
现金短债比≥1	16	0	19	0

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

3. 流动性：流动比率持续下行

与资产负债率类似，**调整后的房企流动比率=（流动资产-（预收账款+合同负债）*营业成本/营业收入）/（流动负债-预收账款-合同负债）**。自2016年起样本企业整体流动比率逐渐降低，2020年三季度末样本企业流动比率的平均值和中位数与上年相比进一步下降，其中中位数的下降幅度更大，而平均值的下降幅度较上年有所放缓（图23）。

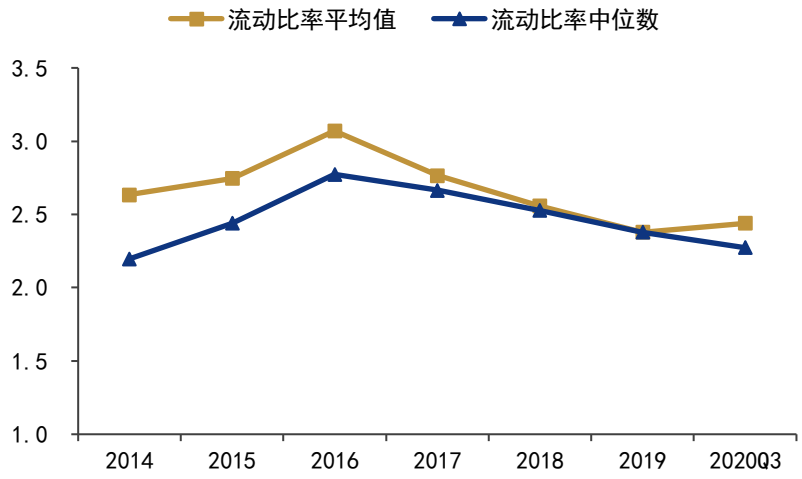

图 23：样本企业流动比率（调整后）（2014-2020Q3 年，单位：倍）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2020年第三季度末，样本企业流动比率的平均值和中位数分别为2.44和2.27倍，较去年同期分别减少0.06和0.10，由此可见2020年流动比率依然保持下行趋势，样本企业整体流动性压力加大，短期偿债能力恶化。尽管整体流动比率下行，但仍有流动性指标表现较好的企业。2020年第三季度末，大华(集团)有限公司流动比率高达5.92，重庆龙湖企业拓展有限公司流动比率为4.36，且流动性水平较上年度都有显著提高。

截至2020年第三季度末，流动比率表现较差的企业有云南城投和泰禾集团。其中，云南城投近年来旗下项目经营不善，连续两年出现大幅亏损，同时公司为向文旅方向转型进行了大额投资支出，导致货币资金大幅减少。公司将于2021年到期兑付的债券有三只，合计余额19.87亿元，而公司三季度末货币资金余额仅有13.25亿元，需要尽快出售资产回笼资金以应对到期偿付。或因云南城投的国企背景，目前其主体的外部评级仍维持在AA。

4. 盈利能力：疫情影响下净利润保持稳定、毛利率大幅下降

从净利润来看，2019Q4至2020Q3期间的平均值略有上升而中位数略有下降，整体盈利情况与2019年全年持平（图24）。在可获得财务数据的最近四个季度中，71家样本企业中只有8家净利润为负，有39家主体的净利润与2019年度相比上升。样本企业中，万科最近四个季度的净利润最高，为566.13亿元，较2019年全年增长2.69%；其次是保利发展控股集团股份有限公司，净利润为383.27亿元，较2019年全年增长2.06%。在房地产市场融资环境持续收紧叠加新冠疫情冲击的情况下，像万科、保利这样的大型房企始终坚持稳健经营，继续实现了盈利的增长，保持了良好的财务、资金状况，企业信用风险较低。

在2020年前三季度，除泰禾集团与云南城投亏损幅度较大外，还有两家企业净利润表现不佳，分别是北京天恒置业集团有限公司（下称“天恒置业”）和美好置业集团股份有限公司（下称“美好置业”）。其中，天恒置业承

担了部分北京市西城区保障房建设、棚户区改造和土地一级开发的任务，项目周期和项目回报期较长，但目前经营性现金流已逐步好转，且作为国有独资企业有很好的外部信用支持，偿债风险很小。美好置业在经营住宅地产主业的同时正在向装配式建筑服务商转型，但新业务尚未实现盈利，拖累了公司整体的业绩表现，目前公司仅有的一只债券已于2021年1月14日完成兑付，不存在债券信用风险。

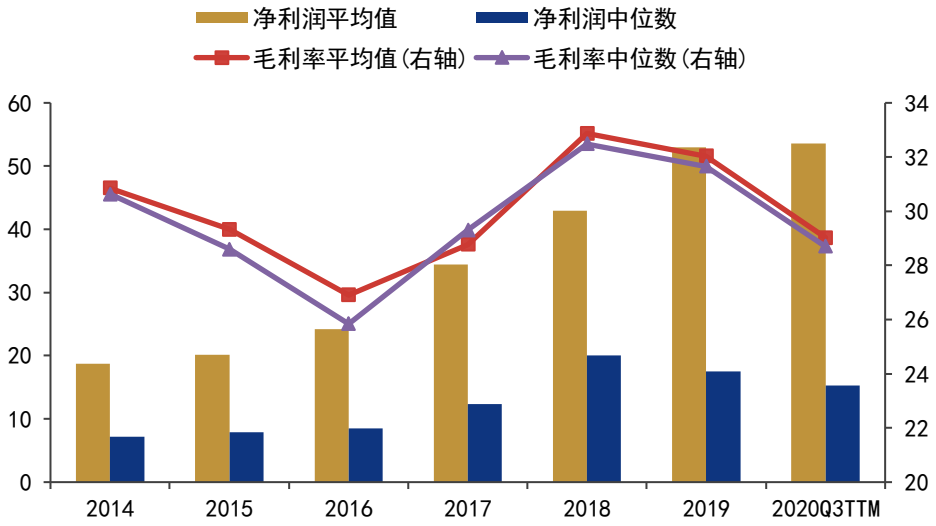

图 24：样本企业净利润和毛利率（2014-2020Q3TTM，单位：亿元，%）

注：2014~2019 为全年数据，2020Q3TTM 为 2019Q4~2020Q3 四个季度数据。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从毛利率来看，样本企业毛利率水平在2016~2018年间快速上涨，2018年的平均值和中位数分别达到32.87%和32.48%（图24）。从2019年起毛利率开始下降，截至2020年第三季度末，71家样本企业的近四个季度的毛利率均值分别为29.02%和28.70%，比上年度分别下降3.02个百分点和2.96个百分点。毛利率下降的原因一方面是房价上涨速度逐渐放缓而土地成交价格持续攀升，压缩了住宅企业的利润空间；另一方面是疫情期间房企为了加快住宅项目回款以补充流动资金，实施了一定程度的降价促销，导致毛利率出现了大幅下滑。与同行业相比，住宅地产行业平均近30%的毛利率水平相对较高，未来行业内企业进一步竞争的情况下毛利率预计会进一步下降。在高负债扩张时代结束后，未来房企需要更多地通过加快资产周转和控制成本来提升盈利能力。

2020年前三季度，毛利率最低的两家企业是联发集团有限公司和中国武夷实业有限公司。其中联发集团毛利率为10.78%，中国武夷毛利率12.42%，较上年度都有大幅下降。毛利率下降的同时两家公司的营收亦出现大幅度的下滑，但未来一年到期债务的规模很小，短期偿债压力不大。

5. 现金流：现金流对流动负债的覆盖程度改善、行业总筹资规模反弹上涨

与资产负债率和流动比率类似，我们对房地产企业的流动负债也作了相应调整，**调整后的（经营+投资）现金流动负债比=（经营性现金流净额+投资性现金流净额）/（流动负债-预收账款-合同负债）**。从经营和投资现金流对流动负债的覆盖程度来看，2017和2018年由于部分房企激进扩张，并购拿地和合作开发较多，住宅开发投资完成额增长较快，房企投资性支出规模较大，“经营+投资”现金流动负债比出现较低的负值。其中在2017年，“经营+

投资”现金流动负债比平均值和中位数分别为-0.1816和-0.1824。而在2020年受疫情影响房企的新开工项目数量大幅减少，投资支出规模下降，同时企业加快了存量项目回款，“经营+投资”现金流动负债比转正，最近四个季度的平均值和中位数分别为0.0052和0.0173。从现金流可以看出，住宅企业整体的财务杠杆在下降，整体对流动负债的保障能力有所增强。

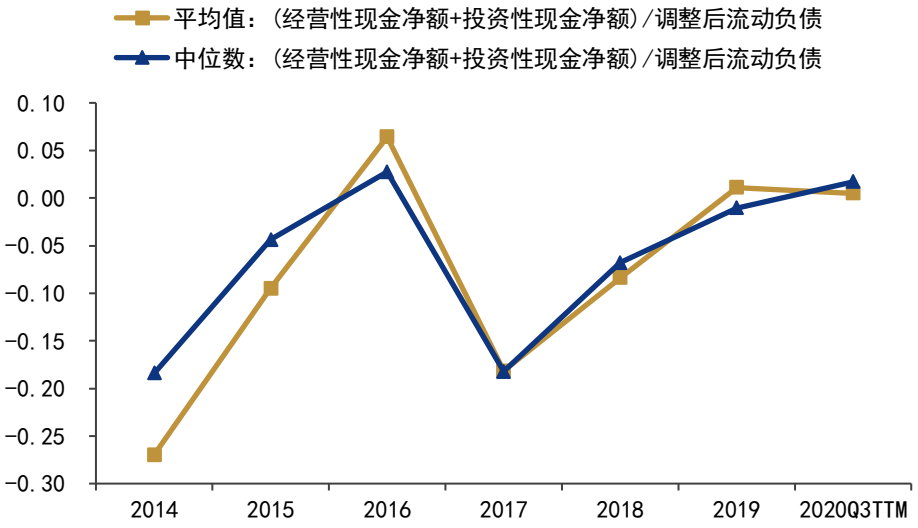

图 25：样本企业（经营+投资）现金流动负债比（调整后）（2014-2020Q3TTM，单位：%）

注：2014~2019 为全年数据，2020Q3TTM 为 2019Q4~2020Q3 四个季度数据。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2020年第三季度末，样本企业中“经营+投资”现金流动负债比最小的是重庆渝开发股份有限公司（下称“渝开发”）。渝开发由重庆市政府绝对控股，自2015年起经营性现金流持续为正，但2020年初在重庆北碚区拿地支付了大量现金，导致“经营+投资”现金流出现了约15亿的净流出。公司资产负债率不高，2021年仅有3.3亿元债券到期兑付，短期偿债压力不大。

从筹资现金流来看，2020年第三季度末，样本企业近四个季度的筹资活动现金净流入平均值和中位数分别为39.69亿元和6.17亿元，平均值较上年度大幅增加18.97亿元，而中位数下降了1.48亿元（图26）。平均值大幅上升的原因主要是2020年部分国资背景的房企进行了大手笔的融资，大幅拉高了行业的平均水平；而中位数反而出现下降的原因是更多的房企本身负债率已经处于高位，在监管趋紧的背景下明显降低了融资的规模，71个样本企业中有40家在近四个季度的筹资现金净流入额不足10亿元。

以筹资现金流入额最大中交房地产集团有限公司为例，2020年三季报显示，近一年筹资活动产生的现金流量净额高达751.09亿元，占据了样本企业总筹资净额的四分之一。中交地产作为央企中交房地产集团有限公司的全资子公司，拥有良好的信用支持和项目资源，主体信用级别为AAA，因而能够在整体环境偏紧的情况下开展大额融资。但在“三道红线”新规出台后，即便是信用良好、偿债风险低的大型国企也将面临负债指标上的硬性约束。预计未来一年住宅行业将很难再出现类似的巨额融资，房企整体将以降负债、去杠杆为主。

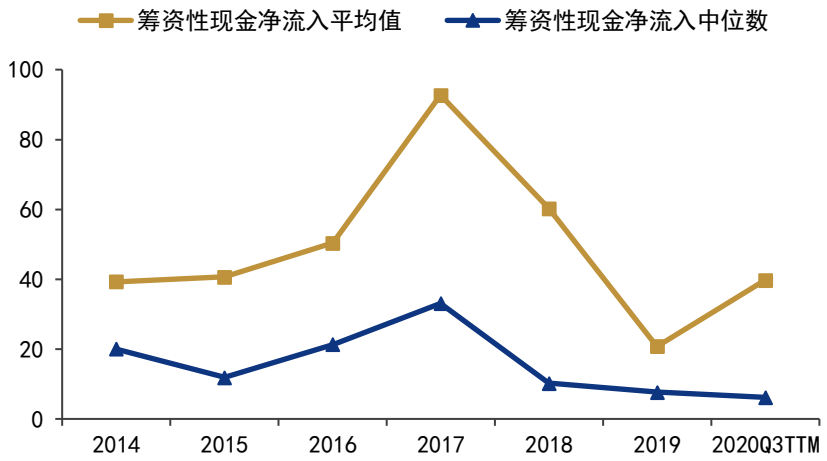

图 26：样本企业筹资活动现金净流入（2014-2020Q3TTM，单位：亿元）

注：2014~2019 为全年数据，2020Q3TTM 为 2019Q4~2020Q3 四个季度数据。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

6. 小结

整体来看，2020年住宅地产发债主体在疫情的影响下实现了规模的进一步增长，债务结构保持了稳定，短期债务占比开始出现下降，抗风险能力增强。在融资收紧的背景下，2018年后样本企业“经营+投资”现金流对流动负债的覆盖程度增加，财务杠杆有所下降。但疫情导致企业的流动性出现了进一步下降，毛利率大幅下滑，净利润增长显著放缓，同时大房企与中小房企出现进一步分化。预计2021年，监管新规将迫使住宅地产企业逐步降低负债规模，整体的债务风险将会下降，部分实力强的头部房企与负债率低的房企将会实现高于行业平均的增长。

五、行业信用展望

综合上文的陈述和分析，远东资信对未来12个月住宅地产行业和相关发债企业的表现做出如下判断。

从需求端来看，预计全国商品住宅销售面积将稳中有降，不同城市分化持续。2020年的货币宽松政策提前透支了部分需求，且目前房地产调控政策显著升级，预计2021年住宅市场销售面积与上年相比会略有下跌，但房价上涨趋势还将延续，销售额增速会略大于销售面积增速。在中央将“房住不炒”列为长期政策基调的情况下，投机炒房行为将进一步减少，购房将更多地来自合理自住需求，相应的购房限贷政策不会整体放松，房贷利率将维持偏高位。因此，**整体需求将维持平稳**。但不同城市对人口的吸引力有明显差异，在“人才落户”等政策促进下，住宅市场销售**将进一步出现区域分化**。

从供给端来看，预计全年住宅开发投资增速将有所下降，住宅竣工面积可能会有显著增长。在“三道红线”和房地产贷款集中度管理制度的压力下，住宅地产企业融资受到进一步约束，房企的投资力度会有所减弱。同时为了尽快回笼资金降低负债比例，房企会加快存量项目的开发进度，未来一年住宅竣工面积较上年会有明显增长。2016年以来房企去库存速度逐渐放缓，住宅去库周期已基本结束，预计**待售面积与去化周期将保持平稳或略上升**。

从土地市场来看，预计全国成交热度将有所降温，但区域分化、房企分化或将加剧。预计在降负债去杠杆的压力下，房企拿地会相对更加谨慎，平均土地成交溢价率会下降。但对于一线城市和经济增长潜力大的区域核心城市，其人口优势将继续吸引房企投入更多资源，土地成交将继续保持热度。不同房企的土地购置量也会有进一步分化，高负债房企会减少新增项目，而稳健经营的房企相对会竞拍更多土地。2020年中央提出要了进行土地要素市场化改革，计短期内还很难落地，预计2021年住宅土地供应量维持偏紧，土地拍卖价格可能会进一步上涨。

从我们对住宅地产发债企业的观察结果来看，企业经营规模进一步扩大，资产负债率和净利润保持了稳定，短期债务占比开始降低，但由于疫情冲击流动性和毛利率有所下降。尽管企业违约数量略有增加，但总体看住宅地产发行人偿债能力和抗风险能力在疫情过后并没有明显恶化。展望2021年，监管新规将促使高杠杆经营的住宅地产企业降低负债比例，住宅行业整体的信用风险会逐步下降。此外，大型房企并购不断，住宅地产行业集中度不断提升，头部房企优势得到强化，信用风险较低。而中小房企营收规模可能缩小，融资难度增加，流动性风险上升。

对于住宅地产行业，远东资信主要关于以下风险点：（1）住宅地产行业受宏观政策影响较大，如果未来房地产调控新政实施进度加快，高负债房企的经营会受到不利影响，进而影响偿债能力；（2）中小房企可能出现资金链紧张、融资受阻，从而产生流动性风险，影响偿债能力；（3）房企持续的并购潮导致竞争加剧、行业集中度提高，也将对行业信用风险产生影响。

因此，远东资信认为未来12个月住宅地产行业的信用展望为稳定。

附表：住宅地产行业发债主体样本

序号	发行人	主体信用等级	企业类型
1	安徽省高速地产集团有限公司	AA	地方国有企业
2	奥园集团有限公司	AAA	中外合资企业
3	保利发展控股集团股份有限公司	AAA	中央国有企业
4	保利置业集团有限公司(上海)	AAA	中央国有企业
5	北京北辰实业股份有限公司	AAA	地方国有企业
6	北京鸿坤伟业房地产开发有限公司	AA	民营企业
7	北京金泰房地产开发有限责任公司	AA-	地方国有企业
8	北京路劲隽御房地产开发有限公司	AA	中外合资企业
9	北京首都开发股份有限公司	AAA	地方国有企业
10	北京首钢房地产开发有限公司	AA	地方国有企业
11	北京天恒置业集团有限公司	AA+	地方国有企业
12	北京住总房地产开发有限责任公司	AA	地方国有企业
13	碧桂园地产集团有限公司	AAA	民营企业
14	碧桂园控股有限公司	AAA	民营企业
15	成都兴城人居地产投资集团股份有限公司	AA	地方国有企业
16	大华(集团)有限公司	AA+	民营企业
17	大悦城控股集团股份有限公司	AAA	中央国有企业
18	当代节能置业股份有限公司	AA	民营企业
19	福建阳光集团有限公司	AA+	民营企业
20	福星惠誉控股有限公司	AA	集体企业
21	复地(集团)股份有限公司	AAA	中外合资企业
22	格力地产股份有限公司	AA	地方国有企业
23	冠城大通股份有限公司	AA	民营企业
24	光大嘉宝股份有限公司	AA+	中央国有企业
25	光明房地产集团股份有限公司	AA+	地方国有企业
26	广东海伦堡地产集团有限公司	AA+	民营企业
27	广东珠江投资股份有限公司	AA+	民营企业
28	广西荣和有限责任公司	AA	中外合资企业
29	广西万通房地产有限公司	AA	外商独资企业

序号	发行人	主体信用等级	企业类型
30	广州番禺海怡房地产开发有限公司	AA	外商独资企业
31	广州番禺雅居乐房地产开发有限公司	AA	外商独资企业
32	广州富力地产股份有限公司	AAA	民营企业
33	广州合景控股集团有限公司	AA+	外商独资企业
34	广州市城市建设开发有限公司	AAA	中外合资企业
35	广州市方圆房地产发展有限公司	B2	民营企业
36	广州市时代控股集团有限公司	AAA	民营企业
37	广州市天建房地产开发有限公司	AA	外商独资企业
38	广州珠江实业集团有限公司	AAA	地方国有企业
39	广州珠江实业开发股份有限公司	AA	地方国有企业
40	国购投资有限公司	C	民营企业
41	国贸地产集团有限公司	AA	地方国有企业
42	杭州滨江房产集团股份有限公司	AAA	民营企业
44	合景泰富集团控股有限公司	AAA	民营企业
45	河南宏光正商置业有限公司	AA	外商独资企业
46	恒大地产集团有限公司	AAA	民营企业
46	湖北福星科技股份有限公司	AA	集体企业
47	湖北清能投资发展集团有限公司	AA	地方国有企业
48	华润置地有限公司	AAA	中央国有企业
49	华夏幸福基业股份有限公司	Ba3	民营企业
50	华夏幸福基业控股股份公司	AAA	民营企业
51	华远地产股份有限公司	AA	地方国有企业
52	建发房地产集团有限公司	AAA	地方国有企业
53	建业住宅集团(中国)有限公司	AA+	民营企业
54	江苏凤凰置业投资股份有限公司	AA	地方国有企业
55	江苏中南建设集团股份有限公司	B1	民营企业
56	金地(集团)股份有限公司	AAA	公众企业
57	金辉集团股份有限公司	AA+	中外合资企业
58	金科地产集团股份有限公司	AAA	民营企业
59	金融街控股股份有限公司	AAA	地方国有企业

序号	发行人	主体信用等级	企业类型
60	京投发展股份有限公司	AA	地方国有企业
61	景瑞地产(集团)有限公司	AA	外商独资企业
62	俊发集团有限公司	AA	民营企业
63	朗诗集团股份有限公司	AA	地方国有企业
64	联发集团有限公司	AA+	地方国有企业
65	龙湖集团控股有限公司	AAA	民营企业
66	绿城房地产集团有限公司	AAA	外商独资企业
67	绿地控股集团有限公司	AAA	地方国有企业
68	美的置业集团有限公司	AAA	民营企业
69	美好置业集团股份有限公司	AA	民营企业
70	南京建设发展集团有限公司	AA	地方国有企业
71	南京栖霞建设股份有限公司	AA	地方国有企业
72	宁波奥克斯置业有限公司	AA	民营企业
73	侨鑫集团有限公司	AA	外商独资企业
74	青岛海信房地产股份有限公司	AA+	地方国有企业
75	荣安地产股份有限公司	B2	民营企业
76	荣盛房地产发展股份有限公司	AAA	民营企业
77	融创房地产集团有限公司	AAA	民营企业
78	融科智地房地产股份有限公司	AA	民营企业
79	融侨集团股份有限公司	AA+	中外合资企业
80	融信(福建)投资集团有限公司	AAA	民营企业
81	厦门经济特区房地产开发集团有限公司	AA+	地方国有企业
82	厦门禹洲鸿图地产开发有限公司	AA+	中外合资企业
83	厦门中骏集团有限公司	AA+	外商独资企业
84	汕头花园集团有限公司	AA	外商独资企业
85	上海大名城企业股份有限公司	AA+	公众企业
86	上海金茂投资管理集团有限公司	AAA	中央国有企业
87	上海三盛宏业投资(集团)有限责任公司	AA	民营企业
88	上海实业发展股份有限公司	AA+	地方国有企业
89	上海世茂建设有限公司	AAA	中外合资企业

序号	发行人	主体信用等级	企业类型
90	上海市浦东新区房地产(集团)有限公司	AAA	地方国有企业
91	上海新黄浦实业集团股份有限公司	A-	地方国有企业
92	上海中星(集团)有限公司	AA+	地方国有企业
93	深圳深国投房地产开发有限公司	AA	外商独资企业
94	深圳市龙光控股有限公司	AAA	外商独资企业
95	深圳市振业(集团)股份有限公司	AA	地方国有企业
96	世茂集团控股有限公司	AAA	民营企业
97	首创置业股份有限公司	Ba3	地方国有企业
98	四川蓝光发展股份有限公司	AAA	民营企业
99	四川新希望房地产开发有限公司	AA+	民营企业
100	宋都基业投资股份有限公司	AA	民营企业
101	泰禾集团股份有限公司	C	民营企业
102	滕州市城市建设综合开发有限公司	AA	地方国有企业
103	天地源股份有限公司	AA	地方国有企业
104	天津房地产集团有限公司	AA+	地方国有企业
105	天津广宇发展股份有限公司	AA+	中央国有企业
106	天津市房地产发展(集团)股份有限公司	AA-	地方国有企业
107	天津天保基建股份有限公司	AA	地方国有企业
108	万科企业股份有限公司	AAA	公众企业
109	五矿地产控股有限公司	AA+	中央国有企业
110	西安紫薇地产开发有限公司	AA	地方国有企业
111	西藏城市发展投资股份有限公司	AA	地方国有企业
112	祥生地产集团有限公司	AA+	民营企业
113	新城控股集团股份有限公司	AAA	民营企业
114	新湖中宝股份有限公司	AA+	民营企业
115	新力地产集团有限公司	AA+	民营企业
116	鑫苑(中国)置业有限公司	AA	外商独资企业
117	信达地产股份有限公司	AA+	中央国有企业
118	旭辉集团股份有限公司	AAA	民营企业
119	雅居乐集团控股有限公司	AAA	民营企业

序号	发行人	主体信用等级	企业类型
120	阳光城集团股份有限公司	AAA	民营企业
121	远洋集团控股有限公司	AAA	公众企业
122	远洋控股集团(中国)有限公司	AAA	中外合资企业
123	云南城投置业股份有限公司	AA	地方国有企业
124	增城市碧桂园物业发展有限公司	AA+	外商独资企业
125	正荣地产控股股份有限公司	AAA	民营企业
126	正兴隆房地产(深圳)有限公司	AA	外商独资企业
127	正源房地产开发有限公司	C	外商独资企业
128	中庚置业集团有限公司	AA	民营企业
129	中国保利集团有限公司	AAA	中央国有企业
130	中国电建地产集团有限公司	AAA	中央国有企业
131	中国铁建房地产集团有限公司	AAA	中央国有企业
132	中国武夷实业股份有限公司	AA	地方国有企业
133	中海企业发展集团有限公司	AAA	中央国有企业
134	中华企业股份有限公司	AA+	地方国有企业
135	中交地产股份有限公司	AA+	中央国有企业
136	中交房地产集团有限公司	AAA	中央国有企业
137	中铁置业集团有限公司	AA+	中央国有企业
138	中信房地产集团有限公司	AA+	中央国有企业
139	中冶置业集团有限公司	AAA	中央国有企业
140	重庆爱普地产(集团)有限公司	BB	民营企业
141	重庆华宇集团有限公司	AA+	民营企业
142	重庆龙湖企业拓展有限公司	AAA	中外合资企业
143	重庆市迪马实业股份有限公司	AA	公众企业
144	重庆协信远创实业有限公司	AA	中外合资企业
145	重庆渝开发股份有限公司	AA	地方国有企业
146	珠海华发实业股份有限公司	AAA	地方国有企业

【作者简介】

申学峰，中央财经大学金融学硕士，研究部助理研究员。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于 1988 年 2 月 15 日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业 30 余年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。

远东资信评估有限公司 网址： www.sfecr.com

北京总部
地址：北京市东城区东直门南大街 11 号中汇广场 B 座 11 层
电话：010-57277666

上海总部
地址：上海市杨浦区大连路 990 号海上海新城 9 层
电话：021-61428000

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。