

规模之争仍将继续，房企信用进一步分化

——房地产行业信用风险分析专题报告

分析师：崔健 CFA

SAC NO: S1150511010016

2019年6月19日

证券分析师

崔健 CFA

022-28451618

cuijian2001@163.com

助理分析师

夏捷

SAC NO:S1150117060017

022-23861355

xiaj@bhqz.com

核心观点：

● 2018年至今房地产市场概览

2018年，依靠土地投资房地产行业投资水平不弱。房屋新开工面积增速提高，企业补库存的意愿较强，2019年开始土地投资下降，建安支出增加，房企开始加快周转。成交方面，新增商品房成交价格小幅上涨，一二线城市交易回暖。资金来源方面，2018年国内贷款持续下降，下半年开始各项资金来源趋稳，首套房贷款利率边际下降，2019年开始资金来源有所回升。监管在“房住不炒”的前提下注重保持市场稳定，因城施策的监管模式逐步成熟，同时针对重点城市群的规划逐步颁布，未来重点城市群将会是引领房地产行业变革的新动能。

● 2018年房企财务数据表现

我们选取申万二级行业分类为房地产开发的非城投企业共353家，按评主体信用评级分类选取房企2016至2018年年报财务数据的中位数进行分析。2018年以来行业利润水平整体大幅提升，高评级房企表现出经营、现金流和融资环境方面的绝对优势，AA+评级房企在偿债能力方面表现出色，而低评级中小房企受到外部环境的影响较大，融资渠道单一，抗冲击能力较差。随着行业的集中度将会进一步提升，我们预测不同评级房企的信用情况将会进一步分化。

● 2018年房企经营数据分析

我们分别选取龙头房企、大型房企和区域型房企进行分析。从布局上看，龙头房企已经完成全国化的布局，格局较为稳定；大型房企布局以重点城市均为主，竞争较为激烈；区域型房企主要围绕单个城市群进行发展。2018年龙头房企拿地规模明显收缩，而大型房企在二三线的拿地规模不降反增，大型房企的规模之争还在继续；区域房企拿地规模保持稳定。2018年各类房企销售规模均有改善，龙头房企依然保持绝对优势。

● 2018年房地产信用市场分析

2018年房地产债券市场评级分化明显，高评级房企一级发行量有明显改善，低评级房企仍不乐观；二级市场也呈分化趋势，AAA房企信用利差稳定维持在地位，AA+和AA信用利差居高不下。2018年房地产行业首现违约主体，分别为国购投资、中弘股份和华业资本，违约均由于转型不利和过度投资导致。在国内贷款紧张的环境下，美元债市场火爆，房企美元债发行达到历史高位；但美元债资金成本较高。

● 房企信用情况定量筛查

在我们的专题报告《行业集中度提升，中小房企承压——行业信用风险分析专题报告》定量筛查模型的基础上，我们引入中指院的房企经营数据，从经营和财务两个维度对房企信用情况进行定量筛查。经营数据包括销售增长、土地储备、项目分部、公司属性等方面。建议投资者在定量筛查结果的基础上，根据行业集中度提高以及城市群发展不断成熟的趋势，综合判断房地产开发企业的信用情况。

● 风险提示

房地产调控政策进一步收紧，信贷政策进一步收紧，融资环境持续恶化等。

目 录

1.	2018 年房地产市场概览	5
1.1	房地产投资稳定，土地投资位于高位	5
1.2	销售有所回升，一线城市回暖	6
1.3	资金环境改善，国内贷款偏紧	9
1.4	因城施策，城市群初步成型	10
2.	2018 年房企财务数据分析	11
2.1	利润：高评级盈利水平明显提升	12
2.2	现金流：AAA 房企依旧强势	12
2.3	杠杆水平：低评级杠杆被动降低	15
2.4	偿债指标：低评级偿债压力较大	16
3.	2018 年房企经营数据分析	17
3.1	大型房企全国布局，区域房企深耕市场	17
3.2	龙头房企拿地缩量，大型房企增加布局	18
3.3	销售回升，二线城市成为主力市场	20
4.	2018 年房地产信用债市场分析	21
4.1	债券融资结构分化，低评级承压	21
4.2	不同评级信用利差分化	22
4.3	房地产债首现违约	23
4.4	中资房企海外频发债	24
5.	房企信用情况定量筛查	25
5.1	指标及样本选择	25
5.2	筛查结果分析	26
5.3	量化筛查方法的局限性	27
5.4	投资建议	28
6.	风险提示	29

图 目 录

图 1: 固定资产投资完成额累计同比 (%)	5
图 2: 房地产投资分项累计同比 (%)	5
图 3: 百城土地成交面积当月值 (万平方米)	6
图 4: 百城土地成交楼面均价 (元/平方米)	6
图 5: 百城土地成交溢价率 (%)	6
图 6: 百城土地流拍率 (%)	6
图 7: 房屋总体开发情况累计同比 (%)	7
图 8: 一二三线城市批准上市套数、面积 (套、万平方米)	8
图 9: 一二三线城市可售套数、面积 (套、元/平方米)	8
图 10: 一二三线城市供销比 (倍) (用年度数据)	8
图 11: 一二三线城市出清周期 (周)	8
图 12: 70 城新建商品住宅价格指数: 当月同比 (%)	8
图 13: 70 城新建商品住宅价格指数: 当月环比 (%)	8
图 14: 商品房销售面积累计同比 (%)	9
图 15: 商品房销售金额累计同比 (%)	9
图 16: 房地产资金来源分项累计同比 (%)	10
图 17: 房地产开发贷款余额以及同比 (亿元、%)	10
图 18: 个人住房贷款余额以及同比 (亿元、%)	10
图 19: 首套房平均贷款利率 (%)	10
图 20: 不同评级房企 ROE (%)	12
图 21: 不同评级房企销售毛利率 (%)	12
图 22: 不同评级房企经营现金流净额 (亿元)	13
图 23: 不同评级房企投资现金流净额 (亿元)	13
图 24: 不同评级房企筹资现金流净额 (亿元)	13
图 25: 不同评级房企现金及等价物增加净额 (亿元)	13
图 26: AAA 级房企现金流入分项占比 (%)	14
图 27: AA+级房企现金流入分项占比 (%)	14
图 28: AA 级房企现金流入分项占比 (%)	14
图 29: AAA 级房企现金流出分项占比 (%)	15
图 30: AA+级房企现金流出分项占比 (%)	15
图 31: AA 级房企现金流出分项占比 (%)	15
图 32: 不同评级房企剔除预收账款的资产负债率 (%)	16
图 33: 不同评级房企净负债率 (%)	16
图 34: 不同评级房企销售-短期负债指标 (%)	16
图 35: 不同评级房企 EBITDA/利息费用 (倍)	16
图 36: 恒大地产 (龙头) 布局情况	18
图 37: 华润置地 (大型) 布局情况	18
图 38: 荣盛发展 (区域型) 布局情况	18
图 39: 不同类型房企近三年拿地情况 (万 m ²)	19
图 40: 不同类型房企近三年拿地权益金额 (亿元)	19
图 41: 不同类型房企近三年拿地溢价率 (%)	19
图 42: 龙头房企近三年不同类型城市拿地情况 (万 m ² 、%)	19

图 43: 大型房企近三年不同类型城市拿地情况 (万m ² 、%)	20
图 44: 区域型房企近三年不同类型城市拿地情况 (万m ² 、%)	20
图 45: 2016-2018 年商品房销售面积 (万m ²)	20
图 46: 2016-2018 年商品房销售均价 (元/m ²)	20
图 47: 不同类型房企近三年销售额 (亿元)	21
图 48: 龙头房企近三年不同类型城市销售情况 (亿元)	21
图 49: 大型房企近三年不同类型城市销售情况 (亿元)	21
图 50: 区域型房企近三年不同类型城市销售情况 (亿元)	21
图 51: 房地产企业债券融资情况 (亿元)	22
图 52: AAA 房地产企业债券融资情况 (亿元)	22
图 53: AA+ 房地产企业债券融资情况 (亿元)	22
图 54: AA 房地产企业债券融资情况 (亿元)	22
图 55: 房地产行业产业债利差走势 (bp)	23
图 56: 不同评级房地产行业产业债利差走势 (bp)	23
图 57: 近年来房企海外债券发行量不断增加 (只、亿元)	24

表 目 录

表 1: 信用筛查指标、说明、权重	26
表 2: 信用筛查得分前 10 位主体	27
表 3: 信用筛查得分后 10% 主体	27

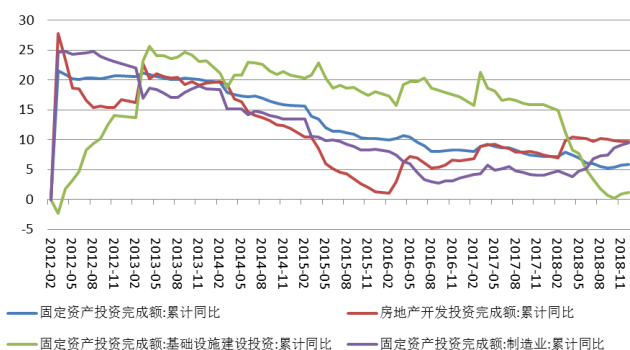
1. 2018 年房地产市场概览

1.1 房地产投资稳定，土地投资位于高位

2018 年固定资产投资完成额同比增速有所下降，从年初的 7.90% 下降至年末的 5.90%。其中，制造业投资同比增速不断提升，从年初的 4.30% 上升至年末的 9.50%；房地产投资同比增速较 2017 年有显著回升，全年保持在 9.50% 以上的增速；基建投资同比增速较 2017 年明显下降，从年初的 11.34% 下降至年末的 1.79%，基建投资是 2018 年固定资产投资增速下降的主要拖累。整体来看，2018 年房地产投资保持强劲，上半年投资累计同比处于近三年的高位，下半年房地产投资累计同比增长率出现小幅下降，但较 2017 年仍有明显增长。

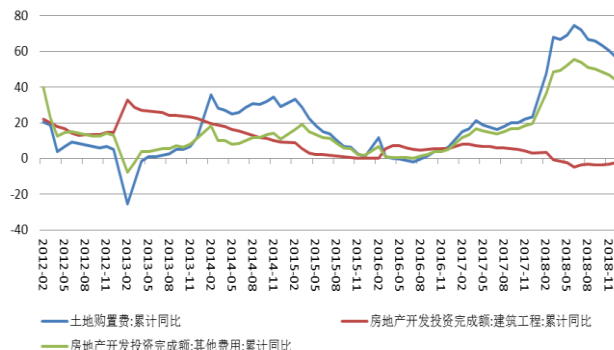
从房地产投资分项数据来看，2018 年房地产投资中的土地支出累计同比明显增加，从年初的 47.90% 上涨至年末的 74.40%；建筑工程分项累计同比较去年下降，呈负增长；其他费用分项累计同比较去年明显增加，全年保持较高水平。拿地支出是 2018 年房地产投资主要支撑，建筑工程投资为代表的建安类投资处于低位。

图 1: 固定资产投资完成额累计同比 (%)



数据来源: Wind, 渤海证券研究所

图 2: 房地产投资分项累计同比 (%)

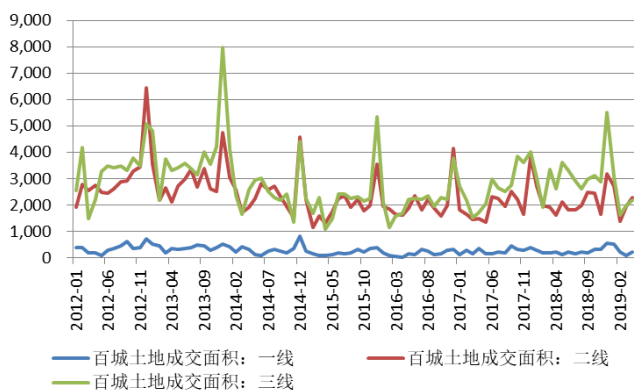


数据来源: Wind, 渤海证券研究所

从不同类型城市的土地交易情况来看，土地成交面积方面，2018 年一线城市土地成交面积 2951.68 万平方比，基本与 2017 年持平；二线城市土地成交面积 25810.45 万平方米，较 2017 年增 1300 万平方米；三线城市土地成交面积 37882.31 万平方米，较 2017 年增 5000 万平方米。年内土地市场先抑后扬，在下半年国内经济基本面下行的情况下土地交易情况持续改善。土地成交均价方面，一线城市土地成交楼面均价 7659.27 元/平方米，较 2017 年下降近 1700 元/平方米；二线城市成交楼面均价为 3133.48 元/平方米，较 2017 年小幅下降；三线城市成交均价 1687.04 元/平方米，与 2017 年基本持平。土地成交溢价率方

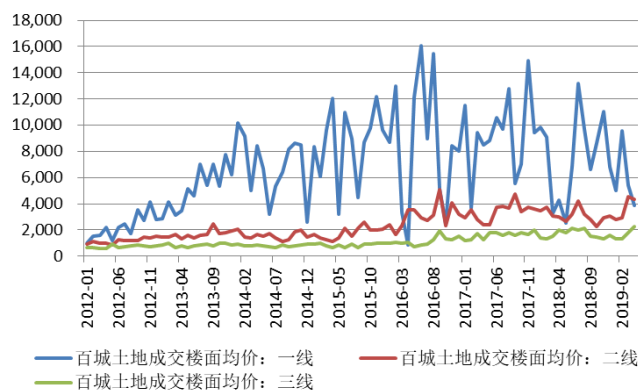
面，2018年一二三线城市土地成交溢价率在呈下降趋势，较2017年同比明显降低。土地流拍率方面，一线城市流拍率较高，二线城市流拍率同比升高，三线城市流拍率保持较低水平。总体来看，二三线城市土地市场升温，拿地成本低于2017年。

图 3:百城土地成交面积当月值(万平方米)



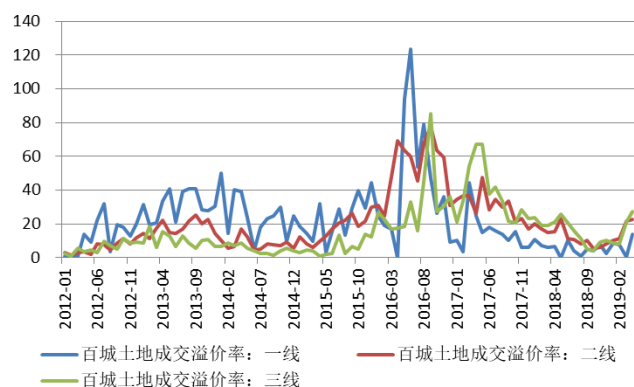
数据来源: Wind, 渤海证券研究所

图 4: 百城土地成交楼面均价(元/平方米)



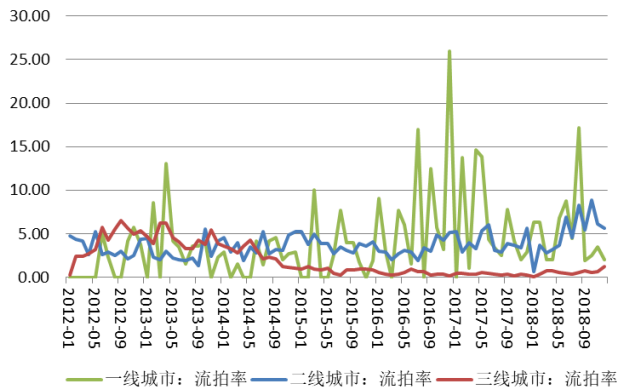
数据来源: Wind, 渤海证券研究所

图 5: 百城土地成交溢价率(%)



数据来源: Wind, 渤海证券研究所

图 6: 百城土地流拍率(%)



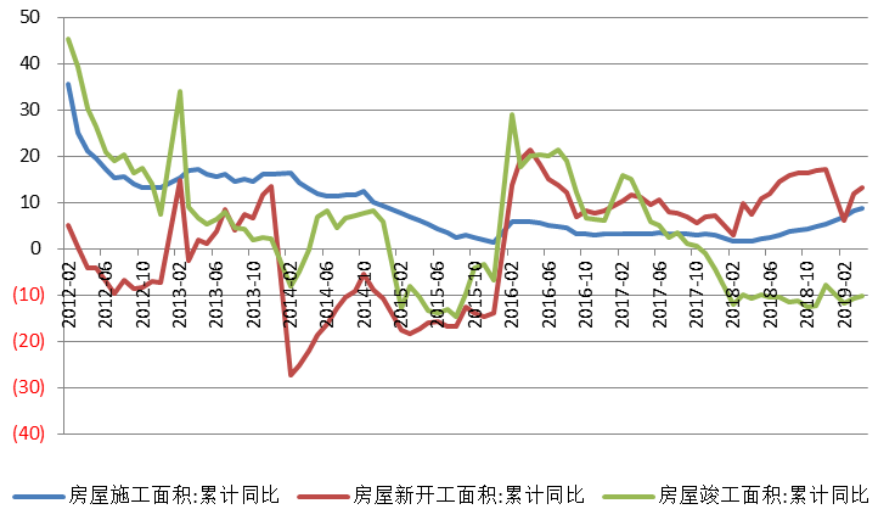
数据来源: 中指院, 渤海证券研究所

1.2 销售有所回升，一线城市回暖

2018年，房屋新开工面积在2月见底后快速反弹并一路上涨，到年底房屋新开工面积累计同比增长率达到了17.20%；房屋施工面积呈平稳上涨趋势，年底累计同比增长率达到了5.20%；房屋竣工面积累计同比负增长，于2018年10月达到最低值-12.50%，年底跌幅收窄，为-7.80%。2017年新开工面积累计同比持续走低，而当年销售面积不弱，库存去化良好，2018年房企加快推盘，补库存的意愿较强，加快开工面积可以使更多项目达到预售标准，进行销售和回款。竣工面积和新开工面积的缺口，表明2018年房企资金链整体偏紧，项目达到预售条件进行回款后，企业继续施工的意愿不强。从边际上看，2019年以来，新开工和竣工面积同

步走强，房企投资和建设进度均有所加快。

图 7：房屋总体开发情况累计同比（%）



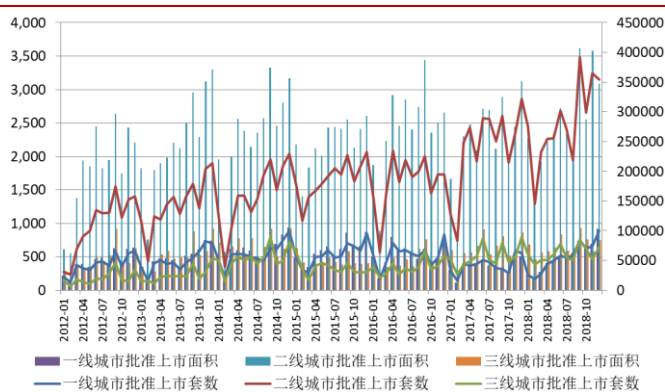
资料来源：Wind，渤海证券研究所

新增库存方面，2018 年二线城市批准上市面积和套数较 2017 年大幅上涨，一线城市批准上市面积和套数小幅增长，三线城市较 2017 年较为平稳。可售库存方面，二线城市可售库存的绝对量仍然巨大，其中一、二线城市可售面积和套数均较 2017 年有所上涨，而三线城市的可售库存下跌明显。

供销比方面，2018 年一二三线城市供销比均较 2017 年有小幅下降，并在年内呈下降趋势，其中一线城市供销比最低，二三线供销比基本持平。出清周期方面，一线城市出清周期最长，三线城市最低。

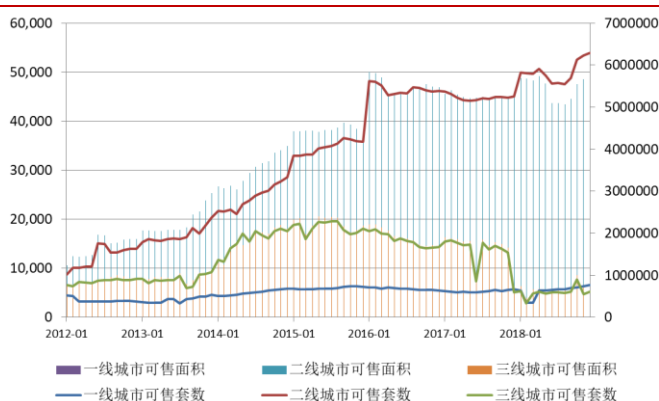
2018 年商品房库存整体平稳，其中一线城市库存稳定，而较强的限售政策使一线城市的出清周期相对较长，但供销比持续下降，开发商减缓了推盘的速度，市场需求被压制，未来有复苏空间。二线城市的库存供应增加，出清周期和供销比保持稳定，二线城市或将迎来进一步复苏。三线城市去库存效果明显，出清周期缩短、可售库存下降，但 2019 年棚改接近尾声且棚改计划收缩，我们预计三线城市以下城市的房地产市场可能降温。

图 8: 一二三线城市批准上市套数、面积 (套、万平方米)



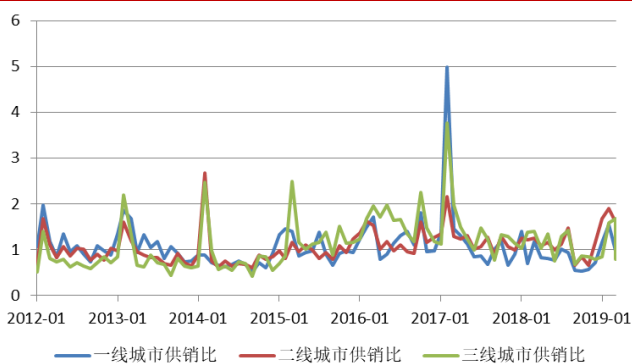
数据来源: 中指院, 渤海证券研究所

图 9: 一二三线城市可售套数、面积 (套、元/平方米)



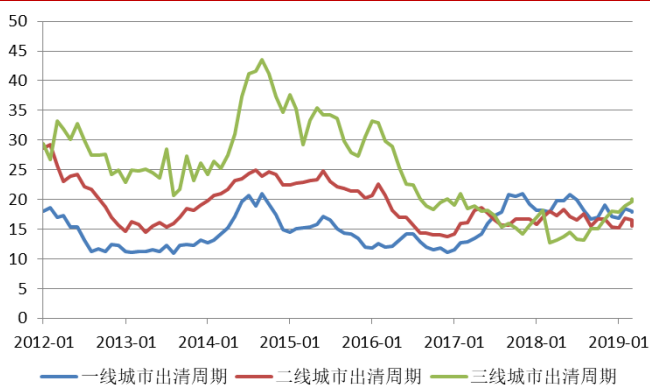
数据来源: 中指院, 渤海证券研究所

图 10: 一二三线城市供销比 (倍) (用年度数据)



数据来源: Wind, 渤海证券研究所

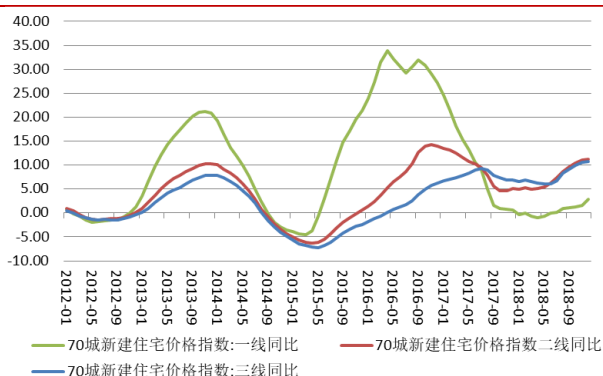
图 11: 一二三线城市出清周期 (周)



数据来源: Wind, 渤海证券研究所

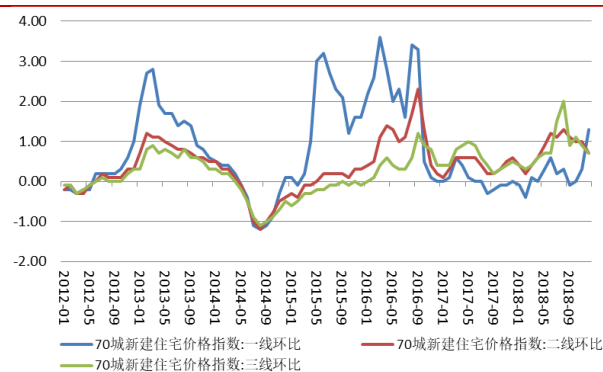
从新建商品房住宅销售价格指数当月同比来看，一二三线城市边际均有上涨。一线城市由于 2017 年的高基数，2018 年上半年价格指数同比位于负增长和低增长区间，进入到下半年基数效应减弱，但一线城市调控仍然严峻，价格指数上涨缓慢，年末同比上涨 2.80% 达到峰值。二三线城市的价格同比在下半年持续上涨。从环比来看，房地产销售市场从八月起到达销售旺季，价格指数环比有所改善。

图 12: 70 城新建商品住宅价格指数: 当月同比 (%)



数据来源: Wind, 渤海证券研究所

图 13: 70 城新建商品住宅价格指数: 当月环比 (%)

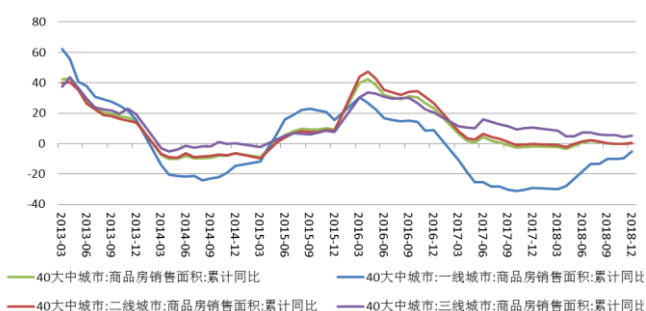


数据来源: Wind, 渤海证券研究所

商品房销售量在 2018 年仍呈现上升势头。四十城住宅销售面积累计同比在 2018

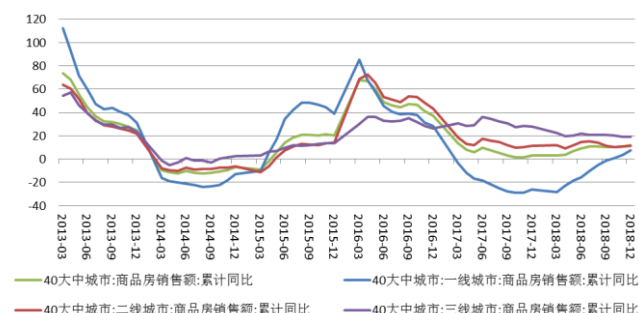
年6月结束连续9个月的负增长，一线城市跌幅明显收窄，二线城市呈波动趋势，三线城市涨幅下降。销售额累计同比从2017年11月开始连续上涨，其中一线城市跌幅不断收窄，在2018年10月结束负增长，累计同比增长率于年底到达峰值7.62%；二线城市累计同比增长率在7月份到达2018年的峰值15.20%，三线城市累计同比增长率在年初到达峰值22.57%，后稳定在20%左右。2018年销售情况与上年相比明显回暖，与开发商加快推盘回笼资金有关，同时结合供销比和出清周期等数据，我们预计一二线城市的房地产销售将持续回暖。

图 14: 商品房销售面积累计同比 (%)



数据来源: Wind, 渤海证券研究所

图 15: 商品房销售金额累计同比 (%)



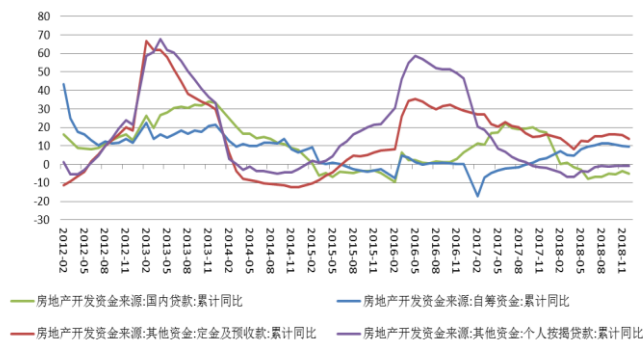
数据来源: Wind, 渤海证券研究所

1.3 资金环境改善，国内贷款偏紧

整体来看，2018年房地产开发各项资金来源累计同比小幅上涨，年末增幅为6.40%。房地产市场监管政策保持高压，加之流动性环境紧张，债券市场信用事件频发，房地产开发资金来源于国内贷款规模累计同比快速下降，2018年末降幅为4.90%；自筹资金年末累计同比增加9.70%，增幅较去年有所提高。其他资金中，定金及预收款年末累计同比增加13.80%，增幅较去年有所降低；个人按揭贷款累计同比一直呈负增长，但趋势回升。开发商加速周转和推盘，在商品房销售的支撑下，行业的资金来源得到了保障。

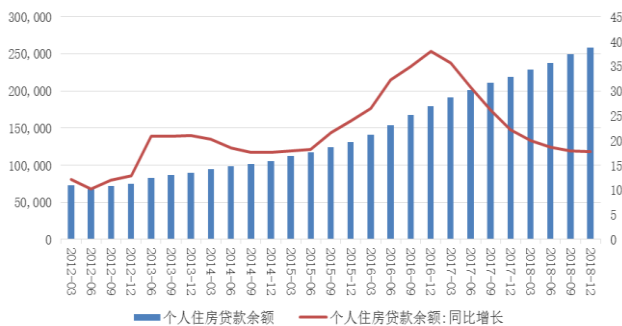
房地产开发贷款余额呈不断增长趋势，增速从年初不断提高，在第三季度末达到峰值，年末同比增长率为22.60%。个人住房贷款余额全年同比增长率为17.80%，增速虽然仍不断下降，但下降的幅度较2017年已有较大改善。首套房平均贷款利率同比增长率在2018年3月达到峰值，后呈下降趋势；环比增长率全年呈下降趋势，年末为-0.53%。从资金来源看，出国内贷款外，2018年房地产资金来源较为平稳，而开发贷余额、个人住房贷款余额的边际走强显示房地产市场回暖，预计2019年全年房地产资金来源方面将保持稳定。

图 16: 房地产资金来源分项累计同比 (%)



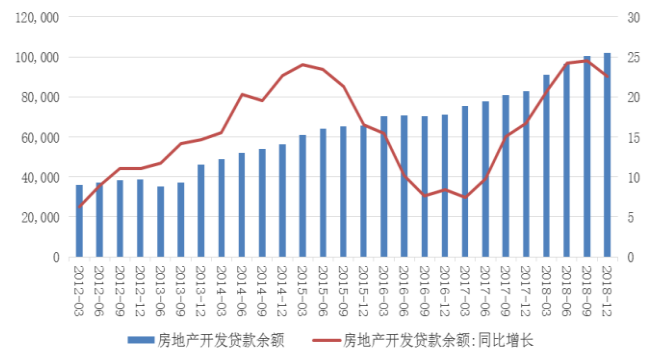
数据来源: Wind, 渤海证券研究所

图 18: 个人住房贷款余额以及同比 (亿元、%)



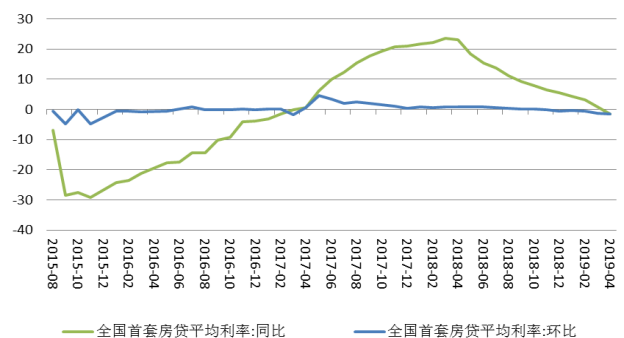
数据来源: Wind, 渤海证券研究所

图 17: 房地产开发贷款余额以及同比 (亿元、%)



数据来源: Wind, 渤海证券研究所

图 19: 首套房平均贷款利率 (%)



数据来源: Wind, 渤海证券研究所

1.4 因城施策，城市群初步成型

我们的专题报告《行业集中度提升，中小房企承压——行业信用风险分析专题报告》曾对 2018 年房地产市场监管的特点进行了分析，包括坚持“房住不炒”的总基调、棚改接近尾声、建立长效机制、因城施策等。

房地产市场监管政策以稳为主，兼顾灵活。2018 年两会政府工作报告中再次强调“房住不炒”，上半年住建部对房价上涨的地区政府主要负责人进行了约谈，直到 2018 年中的政治局会议上，仍然以“坚决遏制房价上涨”的强监管政策为主。然而 2018 年下半年国内经济快速下探，房地产监管政策边际上有所放松，2018 年年底的住建部工作会议指出以稳地价稳房价稳预期为目标，促进房地产市场平稳健康发展；针对人口流入量大、住房价格高的特大城市和大城市要积极盘活存量土地，加快推进租赁住房建设，切实增加有效供应。2019 年两会政府工作报告，在坚持“房住不炒”的原则上，进一步强调要“保持政策的连续性和稳定性，防止房价大起大落”。总体来看，监管政策以稳为主，调控手段和频率更加灵活。

因城施策的监管方式更加成熟。2018 年开始，因城施策的监管方式逐渐形成，各

地在全国的监管框架内，出台更符合当地市场的政策。一线城市以培育租赁市场和增加刚需供应为主。广州市在 2018 至 2020 年逐步增加住宅用地供给，加大租赁用地供给比例；并完善在商品住房用地配建保障性住房。北京市提出要控制土地开发成本，提高利用效率，探索建立控制土地成本的开发模式，严格控制大拆大建、高成本补偿。深圳市政府提出要深化住房制度改革加快建立多主体供给多渠道保障租购并举的住房供应与保障体系，一方面要优化调整增量住房结构，盘活规范存量住房市场，另一方面要增加建设用地，实施以公共交通为导向的住房开发模式。其他地区的监管政策也更加注重培育良性的土地与房地产市场，湖北省在《关于深化国土资源改革服务高质量发展的若干意见》中指出，应“增存挂钩”机制，盘活存量土地，建立建设用地增量与存量挂钩机制，加快消化批而未供土地，改进城乡建设用地增减挂钩管理。四川省在 2018 年颁布的《进步一做好当前房地产市场调控工作》中指出应改进完善住宅用地供应方式，建立房价地价联动机制；鼓励各地灵活采取“限房价、竞地价”“限地价、竞房价”的方式，防止出现区域性总价、土地或楼面单价新高的情况。2018 年开始，因城施策的监管方式逐步完善，我们预计未来几年由供需失衡造成的房价剧烈波动将会减少。

城市群和都市圈的发展模式形成。目前我国形成了京津冀、长三角、粤港澳、川渝以及长江中游城市群为首的五大城市群发展模式，传统的一二三线模式或将打破。2018 年 3 月，国家发改委发布《关于实施 2018 年推进新型城镇化建设重点工作的通知》，建立城市群协同发展机制及配套政策，促进城市群内大中小城市和小城镇网络化发展。稳步开展都市圈建设，在城市群内选择若干具备条件的中心城市及周边中小城市，提高中心城市产业质量和公共服务水平，增强对人口的吸引力和承载力。2019 年 2 月，发改委发布《关于培育发展现代化都市圈的指导意见》，对都市圈的发展模式进一步制定发展细则，允许都市圈内城乡建设用地增减挂钩节余指标跨地区调剂。同时针对各大城市群和都市圈的政策陆续出台，例如 2015 年 3 月审议通过的《京津冀协同发展规划纲要》和《长江中游城市群发展规划》、2016 年 3 月通过的《成渝城市群发展规划》、2019 年 2 月颁布《粤港澳大湾区发展规划纲要》、2019 年 5 月政治局会议审议通过的《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》等。

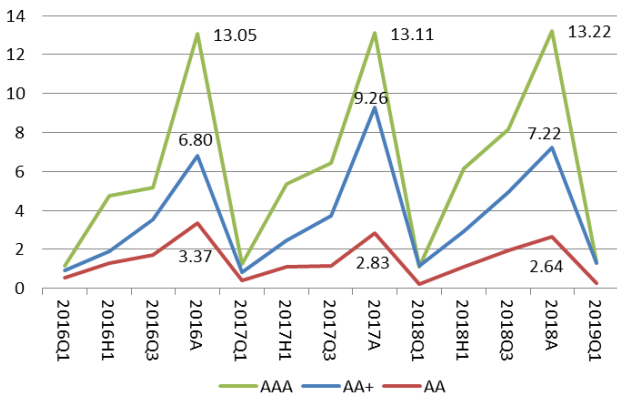
2. 2018 年房企财务数据分析

我们选取申万二级行业分类为房地产开发的非城投企业共 353 家，按主体信用评级分类选取房企 2016 至 2018 年财务数据的中位数进行分析，其中选取主体为 AAA 评级房企 49 家，AA+ 评级房企 82 家，AA 评级房企 222 家。

2.1 利润：高评级盈利水平明显提升

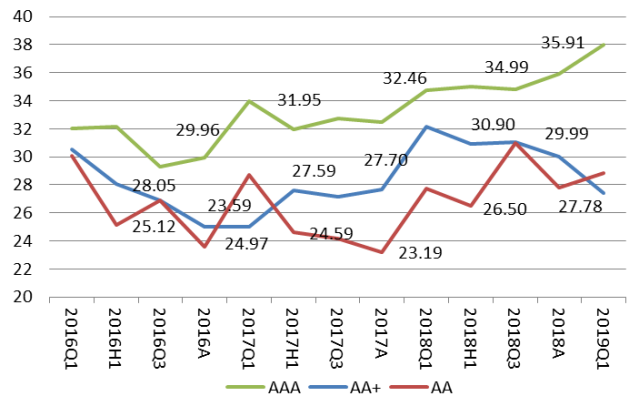
2018 年，房地产开发行业的盈利水平有所提升。ROE（净资产收益率）方面，AAA 评级房企最高，AA+和 AA 评级房企同比略有下降，AAA 评级房企的 ROE 达到近 3 年的最高位。销售毛利率方面，AAA 评级房企最高，且同比大幅增长至 35.91%，并且在 2019 年一季度仍持续增长，AA+和 AA 房企在 2018 年中利润率达到高峰年末回落，但同比仍有增长。2018 年开始，房企陆续进入到了高利润项目的结算周期，房企的盈利指标有较大的改善。房企在 2015 年、2016 年的行业小高潮阶段累计了未结算的利润，经过 2-3 年的结算周期，2018 年和 2019 年是集中进行收入结算的时期，2019 年第一季度房企销售毛利率达 38.02%，达到近 3 年的峰值，预计 2019 年房企的利润仍将位于历史高位。

图 20：不同评级房企 ROE (%)



数据来源：Wind，渤海证券研究所

图 21：不同评级房企销售毛利率 (%)



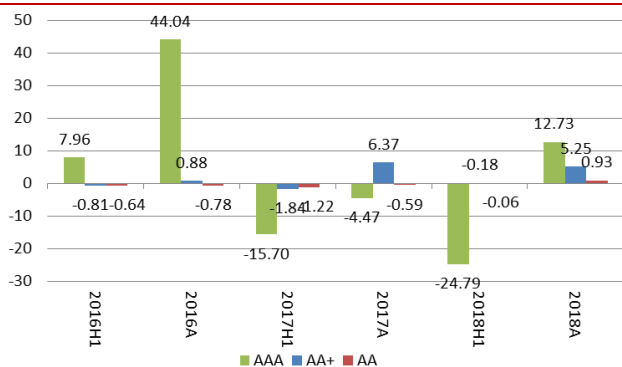
数据来源：Wind，渤海证券研究所

2.2 现金流：AAA 房企依旧强势

我们统计了各评级房企经营、投资、筹资及现金等价物的净流量。经营净流方面，AAA 评级房企平均有 12.73 亿元的净流入，为各评级中最高，扭转了 2018 年中报净流量为负的情况；AA+和 AA 评级房企平均分别有 5.25 亿元和 0.93 亿元的净流入。投资净现金流方面，AAA 房企的平均净流出规模为 65.53 亿元，较 2018 年中报有所扩大，但同比净流出规模略有缩小，AA+和 AA 评级房企平均净流出规模分别为 9.67 亿元和 1.93 亿元，同比略有缩小。2018 年由于融资环境紧张，碧桂园、泰禾、融创等大型房企均有债券中止发行的情况，而中小房地产面临更加严峻的融资环境，房企在投资拿地时更加谨慎。从融资净现金流来看，AAA 房企 2018 年平均融资规模同比略有增长，而 AA+略有缩量，AA 评级平均融资净现金流量为负。现金及等价物净增长方面可以表示企业的资金缺口，近 3 年的数据来看，AAA 房企表现强势，较去年同比有大幅改善，而 AA 房企出现资

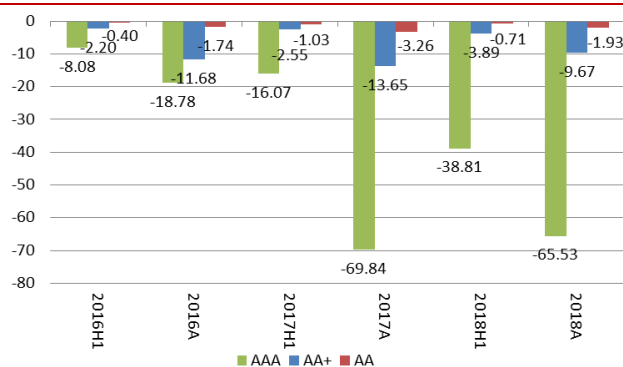
金缺口。2018 年国内融资环境偏紧，资金更青睐于高评级房企，AAA 房企拿地、开工的步调并没有放缓，反而进一步扩大；而中低评级房企在融资受限的情况下只能适当放缓投资步伐，以求平稳度过融资艰难的时期。

图 22: 不同评级房企经营现金流净额 (亿元)



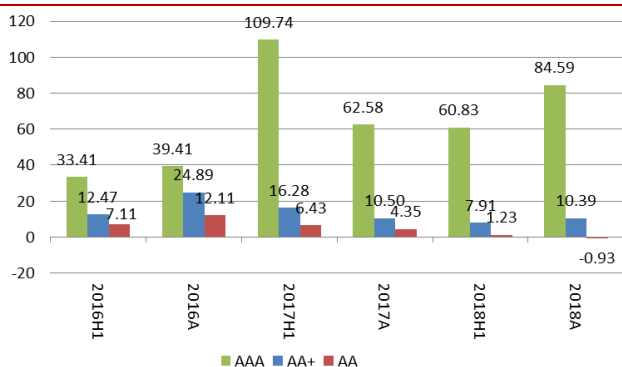
数据来源: Wind, 渤海证券研究所

图 23: 不同评级房企投资现金流净额 (亿元)



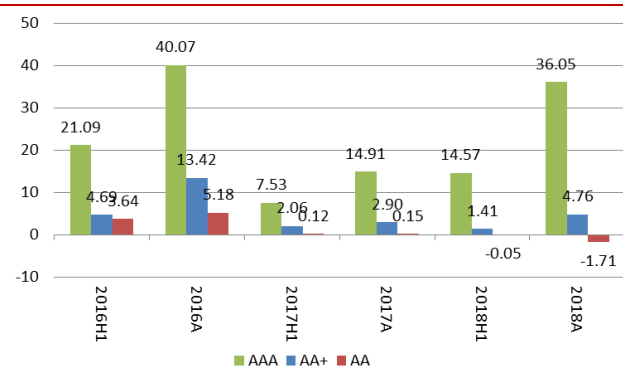
数据来源: Wind, 渤海证券研究所

图 24: 不同评级房企筹资现金流净额 (亿元)



数据来源: Wind, 渤海证券研究所

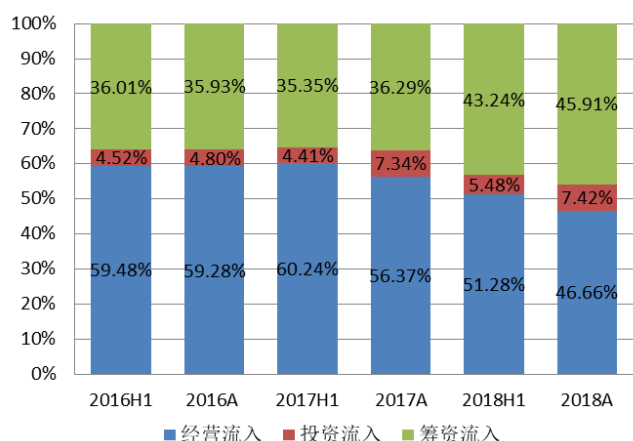
图 25: 不同评级房企现金及等价物增加净额 (亿元)



数据来源: Wind, 渤海证券研究所

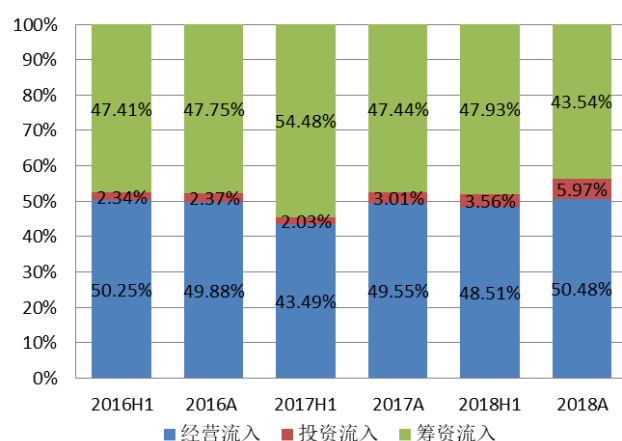
从现金流入分项占比来看，AAA 房企从 2018 年开始经营现金流入占比不断下降而筹资现金流入不断增加，投资现金流入占比基本与 2017 年持平；AA+和 AA 评级经营现金流入和投资现金流入占比略有提高，融资现金流入占比下降明显。2018 年房地产销售预冷，房企销售回款情况均较 2017 年下降，但扰动现金流入占比的主要还是 2018 年融资风险偏好的改变，中低评级的融资现金流入占比因此受到较大影响。

图 26: AAA 级房企现金流入分项占比 (%)



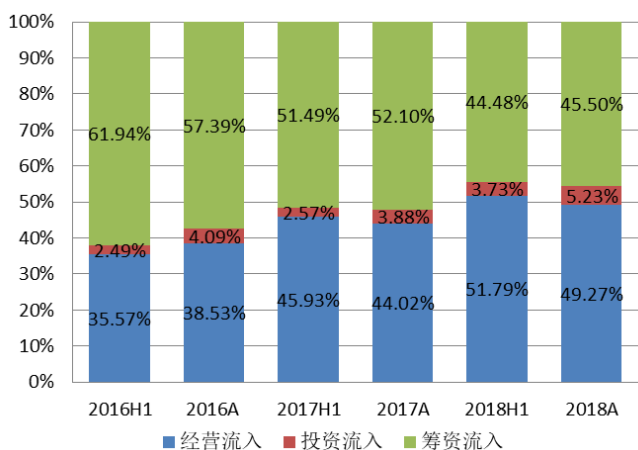
数据来源: Wind, 渤海证券研究所

图 27: AA+级房企现金流入分项占比 (%)



数据来源: Wind, 渤海证券研究所

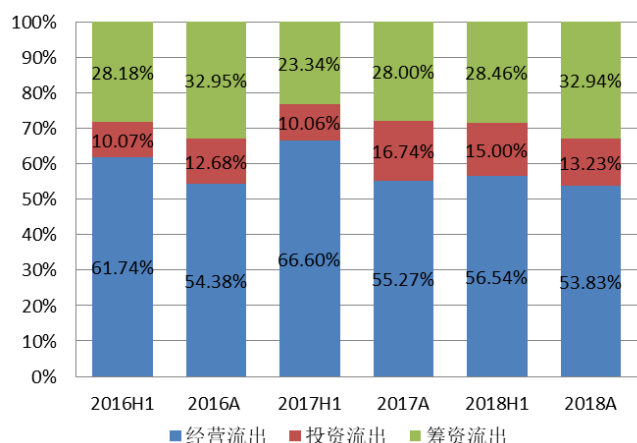
图 28: AA 级房企现金流入分项占比 (%)



数据来源: Wind, 渤海证券研究所

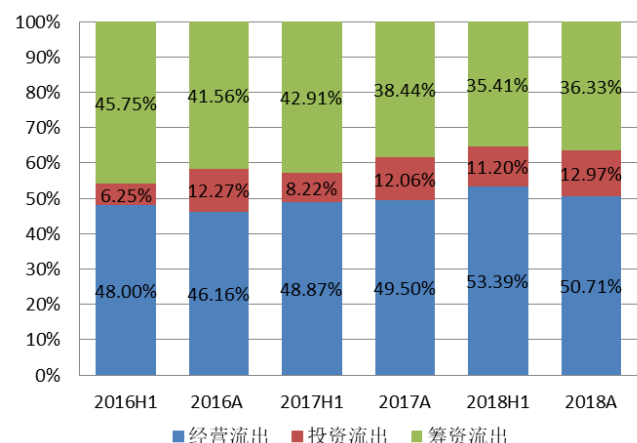
从现金流流出的分项占比来看, AAA 房企融资现金流出占比同比增加, 投资和经营现金流出占比缩窄; AA+房企融资现金流出占比减小, 投资和经营现金流出小幅增加; AA 房企融资现金流出占比增加, 投资和经营现金流出占比略有减少。高评级房企近两年融资现金流入不断增加, 导致偿付银行贷款、债券等融资流入占比相应增加; AA+房企多为中大型房企, 规模之争较为激烈, 投资拿地、开工, 以及加速周转使投资和经营现金流出占比增加; AA 房企融资现金并未改善, 但受到强监管和行业信用紧缩的影响, 投资较为谨慎, 经营和投资现金流出占比减少。

图 29: AAA 级房企现金流出分项占比 (%)



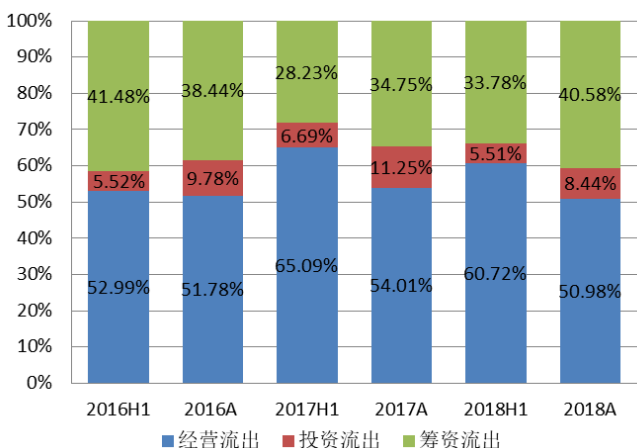
数据来源: Wind, 渤海证券研究所

图 30: AA+级房企现金流出分项占比 (%)



数据来源: Wind, 渤海证券研究所

图 31: AA 级房企现金流出分项占比 (%)

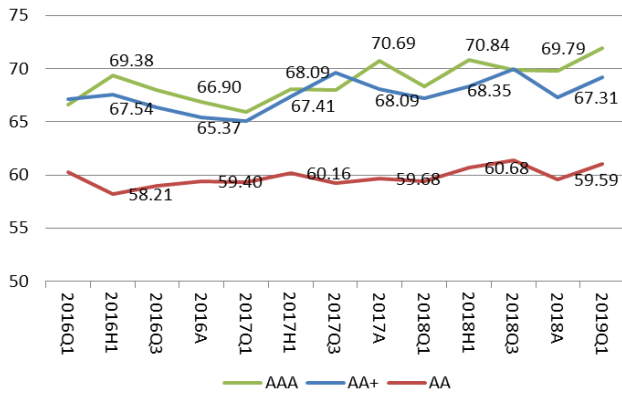


数据来源: Wind, 渤海证券研究所

2.3 杠杆水平: 低评级杠杆被动降低

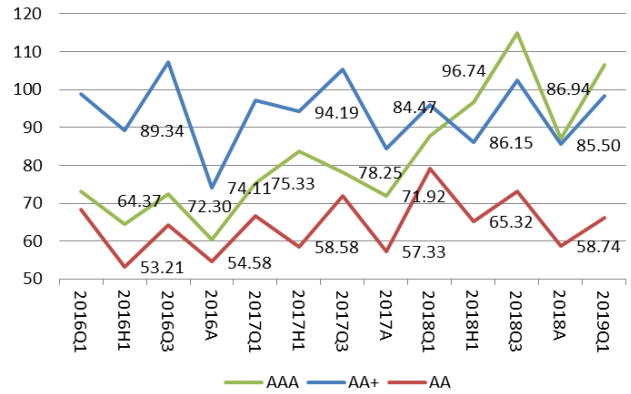
从剔除预收账款的资产负债率来看, AAA 和 AA+评级房企处于较高水平, 各评级 2018 年度该指标均较 2017 年略有下降。净负债率方面, 从 2018 年开始, AAA 房企净负债率超过 AA+评级, AA 评级处在较低水平。AAA 房企的净负债率较 2017 年有明显增加, AA+评级和 AA 评级指标与 2017 年基本持平。我们以更能反映企业实际负债情况的净负债率为例, AAA 房企不断提高, 主要由于高评级房企融资渠道畅通, 主动补库存的需求较强; AA+房企较为稳定, 在投资和负债管理上保持平衡; AA 房企的净负债率不断降低, 一方面 AA 房企收缩投资, 另一方面低评级房企融资能力不断下降, 导致有息负债规模被动降低。

图 32: 不同评级房企剔除预收账款的资产负债率 (%)



数据来源: Wind, 渤海证券研究所

图 33: 不同评级房企净负债率 (%)



数据来源: Wind, 渤海证券研究所

2.4 偿债指标: 低评级偿债压力较大

我们用“销售商品、提供劳务收到的现金/(流动负债-预收账款)”表示企业的当期销售情况对短期债务的覆盖能力,用“EBITDA/利息费用”表示企业的中长期偿债能力。其中“销售商品、提供劳务收到的现金”科目出自现金流量表中的“经营活动产生的现金流入”,表示企业通过现房销售或者期房预售取得的销售款项,即当期企业的经营性收入。“流动负债-预收账款”表示剔除了预收账款的短期负债。

从“销售商品、提供劳务收到的现金/(流动负债-预收账款)”指标来看,各评级房企指标均较2017年有所下降,主要是由于2018年监管政策较紧,销售端表现不佳。其中从2017年开始,AA+评级的短期偿债能力优于AAA和AA评级房企,主要是由于AA+评级的负债规模适中,而AAA评级房企融资能力较强,短期负债规模较大所致。从EBITDA利息保障倍数来看,AAA好于AA+和AA评级房企,高评级房企的中长期偿债能力较强。

图 34: 不同评级房企销售-短期负债指标 (%)

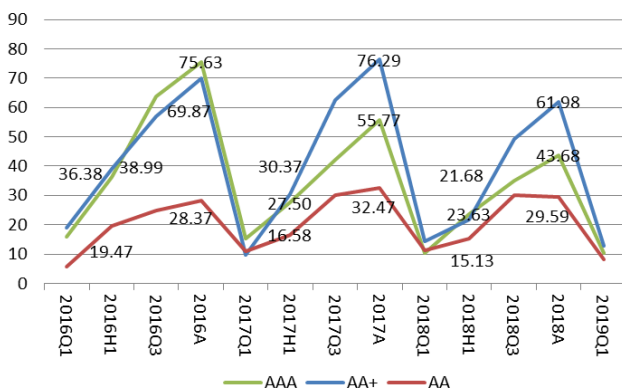
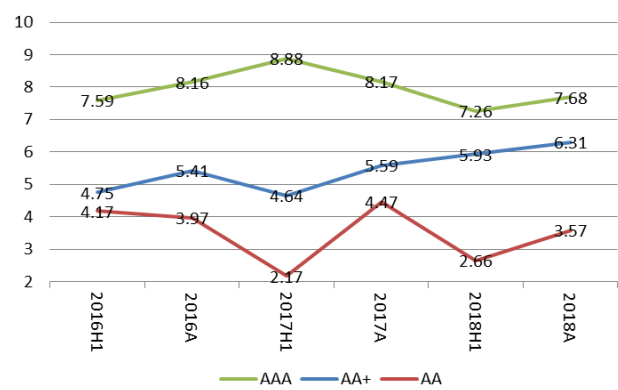


图 35: 不同评级房企 EBITDA/利息费用 (倍)



数据来源: Wind, 渤海证券研究所

数据来源: Wind, 渤海证券研究所

从 2018 年房企年报的数据来看, 中高评级房企表现出经营、现金流和融资环境方面绝对的优势, 而低评级房企普遍规模较小, 受到外部环境的影响较大, 融资渠道单一, 抗冲击能力也较差。随着 2019 年行业的集中度的进一步提升, 高评级的大型房企的盈利仍有继续改善空间, 偿债能力稳定, 中小房企的偿债能力值得关注。

3. 2018 年房企经营数据分析

随着房地产行业集中度的不断提升, 头部效应愈发明显, 龙头和大型房企逐步完成全国化的布局; 同时随着城市群的聚集效应越来越显著, 部分中小型房企深耕热点城市群市场, 成为“小而美”的企业。我们选取龙头企业、大型企业和区域型房企, 从销售、土地储备、项目分部等方面分析不同类型房企的经营变化。销售情况可以直接反应企业的经营状况, 也是对企业规模划分的重要依据。土地储备是房地未来收入来源, 良好丰富的土储可以保障房企的持续经营。项目分部代表房企的战略布局以及发展策略, 项目集中度过高或者过于分散均会导致企业未来经营的问题。

龙头房企选择万科企业、保利集团、碧桂园、恒大地产 4 家。大型房企选择了综合实力位于前 20 的全国布局房企, 包括中海地产, 绿地控股, 融创中国, 新城发展, 华润置地, 龙湖集团, 金地集团, 旭辉股份, 阳光城, 招商蛇口 10 家。区域型房企主要围绕京津冀、长三角、粤港澳、成渝城市群进行选择, 每个城市群选择两到三家业绩较高的房企, 包括金科地产, 蓝光发展, 迪马股份, 荣盛发展, 滨江集团, 融信集团, 龙光地产, 佳兆业, 奥园集团, 首开股份 10 家房企。

3.1 大型房企全国布局, 区域房企深耕市场

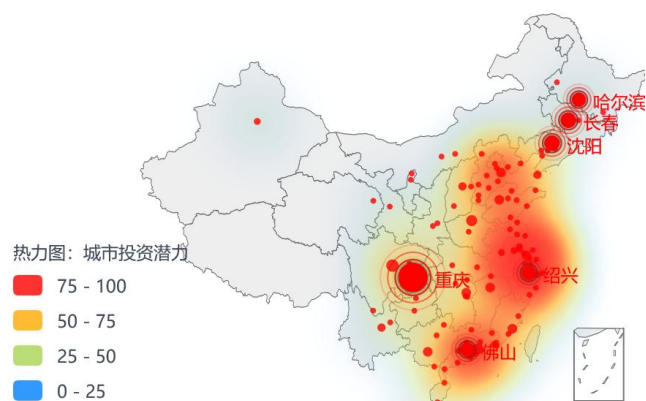
不同类型的房企除了规模不同外, 发展战略和项目布局也有所差别。以龙头房企选择恒大地产作为代表, 房地产项目均为全国性分布, 几乎所有省会城市甚至省内经济相对较好的城市均有项目分布。恒大地产的东南沿海地区的项目覆盖程度全, 各线城市的布局较为平均; 而川渝地区和东北地区的集中度较高。

大型房企选择整体实力中等的华润置地作为代表。项目分布总体位于东部和中部地区, 西部以及北部分布较少, 项目在三四线城市的下沉力度相比龙头企业有一定差距, 且在一线城市的布局相对更多。

区域型房企选择了深耕京津冀城市群的荣盛发展，荣盛发展大部分项目布局和销售集中在京津冀地区。对于长三角和粤港澳地区的布局较少，其他非热点地区的项目布局呈点状分布。

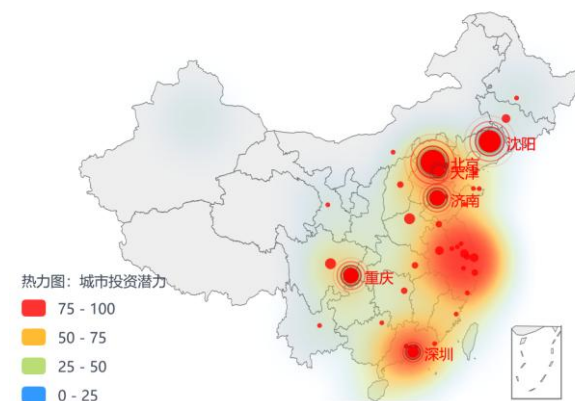
从三类代表房企的布局来看，龙头房企的格局较为稳固，主要区域和一二三线城市均有布局；大型房企竞争激烈，在深耕几个热点区域市场的同时大力发展全国市场；区域型房企类似于大型房企的发展初期阶段，目前也在开始全国布局的进程，但规模和布局均较弱。

图 36: 恒大地产（龙头）布局情况



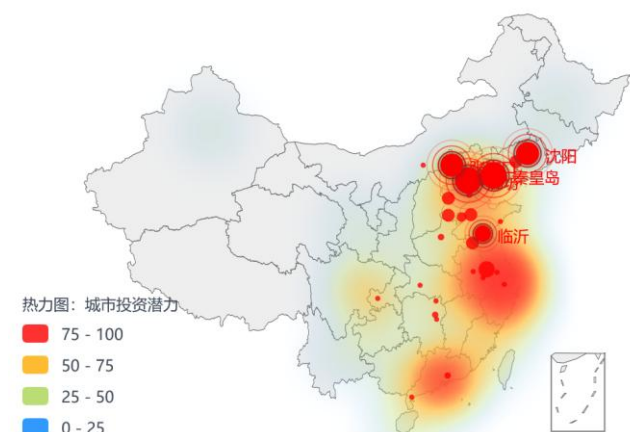
数据来源：中指院，渤海证券研究所

图 37: 华润置地（大型）布局情况



数据来源：中指院，渤海证券研究所

图 38: 荣盛发展（区域型）布局情况



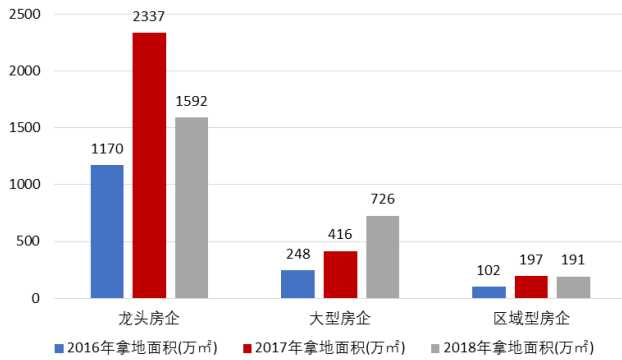
数据来源：中指院，渤海证券研究所

3.2 龙头房企拿地缩量，大型房企增加布局

从拿地规模上看，龙头房企远高于大型房企和区域型房企，龙头房企三年平均拿地 5099 万平方米，是大型房企的 3.6 倍，区域型房企的 10 倍。但 2018 年龙头房企显著收缩了拿地规模，由 2017 年的平均 2337 万 m² 下降至 1592 万 m²，而大型房企在 2018 年仍然继续扩张，拿地面积增速超过 75%，区域型房企在 2018

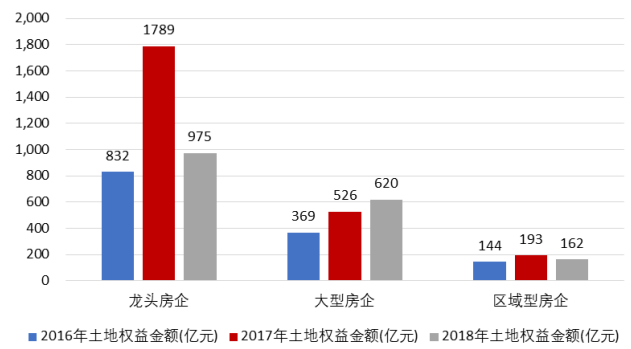
年基本维持与 2017 年相同的拿地规模。2018 年房地产市场监管政策从严，从融资、销售、购买等多方面抑制房价快速上涨，龙头房企的土储量较大，放缓了拿地节奏。大型房企竞争激烈，销售 10-15 名的房企更替较快，在房企“大而不倒”的惯性思维下，大型房企力求弯道超车，尽可能扩大自身规模。

图 39: 不同类型房企近三年拿地情况 (万 m²)



数据来源: 中指院, 渤海证券研究所

图 40: 不同类型房企近三年拿地权益金额 (亿元)



数据来源: 中指院, 渤海证券研究所

2018 年，龙头房企在一二三线城市的拿地布局均显著缩量，其中一线城市下降幅度最大，二三线城市下降幅度相同。大型房企一线城市拿地下降，占比由 2017 年的 45.55% 下降至 25.10%；而二三线城市的拿地布局增加，尤其是三线城市拿地占比由 2017 年的 24.19% 上涨至 2018 年的 69.45%。区域型房企在一二线城市的拿地均有收缩，三线城市拿地占比提升。一线城市房地产市场趋于饱和，同时 2018 年一线城市土地供应较少，导致各类房企在一线城市的拿地布局较少，大型房企加快二三线城市的拿地布局，二三线城市的发展空间较大。区域型房企在一二线城市的拿地布局均有收缩，而主攻三线城市，一方面样本房企主要布局在热点城市群，其三线乃至四线城市的需求有所支撑，同时区域型房企在一二线布局中显然无法与龙头和大型房企相竞争，只能转向三线市场。从拿地的平均溢价率来看，龙头房企和大型房企仍然具有成本优势。

图 41: 不同类型房企近三年拿地溢价率 (%)

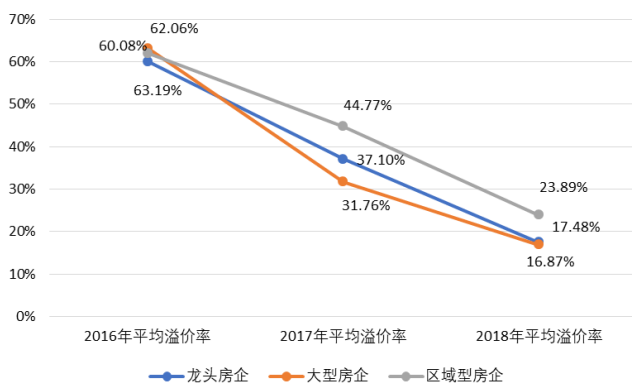
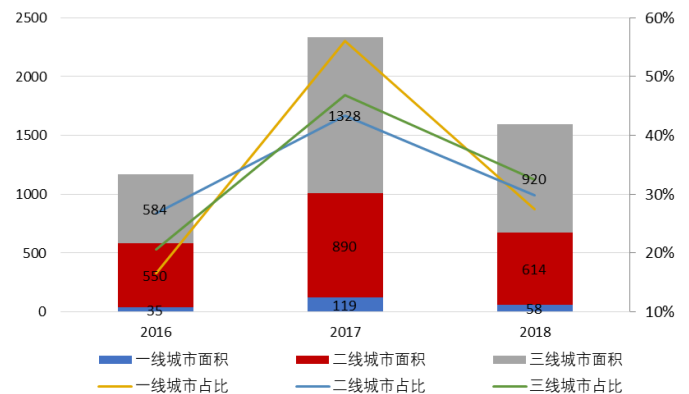


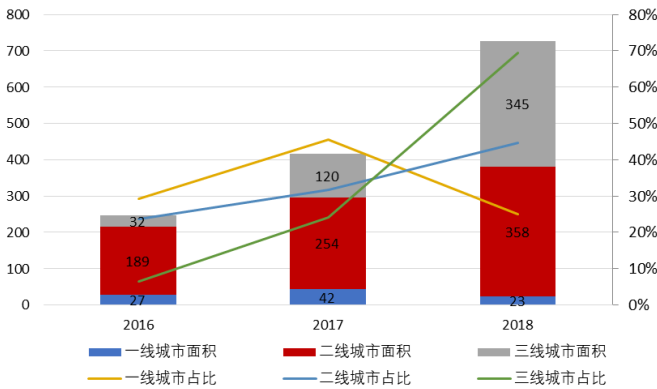
图 42: 龙头房企近三年不同类型城市拿地情况 (万 m²、%)



数据来源：中指院，渤海证券研究所

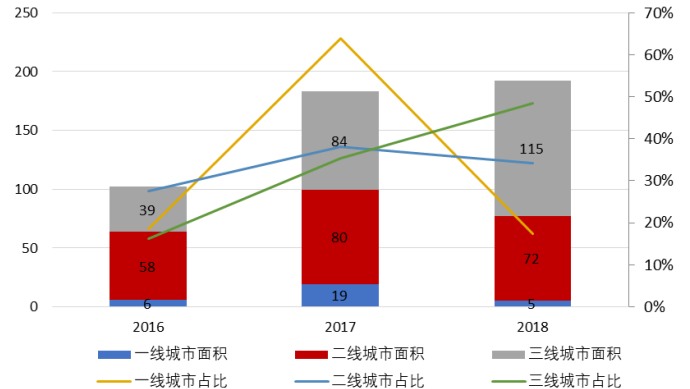
数据来源：中指院，渤海证券研究所

图 43：大型房企近三年不同类型城市拿地情况（万㎡、%）



数据来源：中指院，渤海证券研究所

图 44：区域型房企近三年不同类型城市拿地情况（万㎡、%）

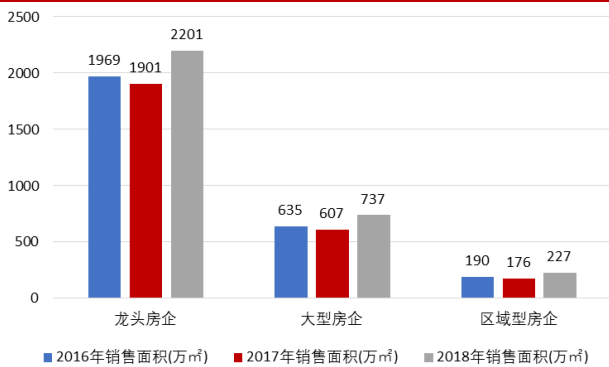


数据来源：中指院，渤海证券研究所

3.3 销售回升，二线城市成为主力市场

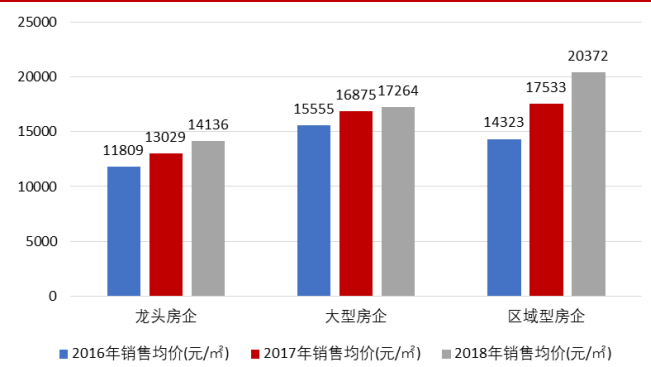
2018年房地产市场销售回暖，销售面积较2017年有明显提高。销售面积方面，龙头房企三年平均销售面积为6000万平方米，基本为大型房企的三倍，区域型房企的十倍，三类房企的2018年销售面积均有所提高。销售均价方面，三类房企2018年的销售均价也有所提高，其中区域型房企的销售均价提高较多。龙头房企和大型房企布局广泛且下沉三四线城市，区域型房企一二线城市项目占比较大所以区域型房企的销售均价最高，同时2018年一线城市销售回暖，使区域型房企的销售均价涨幅最大。

图 45：2016-2018年商品房销售面积（万㎡）



数据来源：中指院，渤海证券研究所

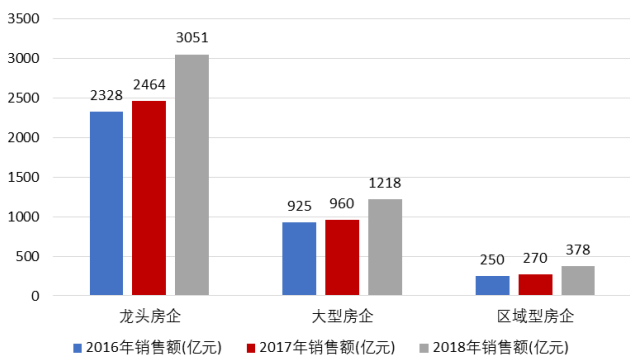
图 46：2016-2018年商品房销售均价（元/㎡）



数据来源：中指院，渤海证券研究所

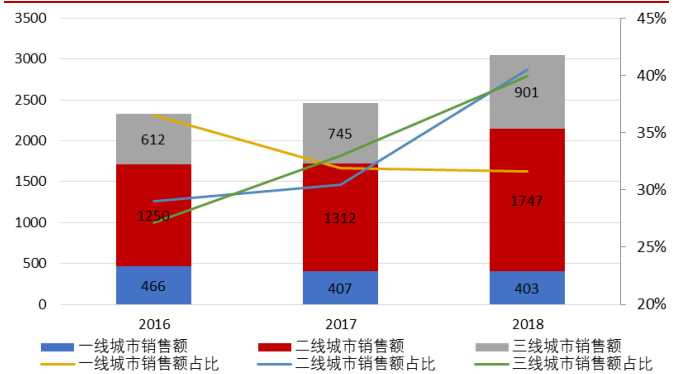
2018年房地产销量回升带动销售额同步上涨，龙头房企的头部效应最为明显。其中龙头房企在一线城市的销售额占比与2017年持平，二三线城市的销售额增长是总销售额增长的主要贡献来源。大型房企和区域型房企的一二三线城市销售额均较2017年有显著提高，大型房企二线和三线城市销售额占比不断提升；区域型房企主要依靠二线城市和一线城市的销售作为拉动。

图 47: 不同类型房企近三年销售额 (亿元)



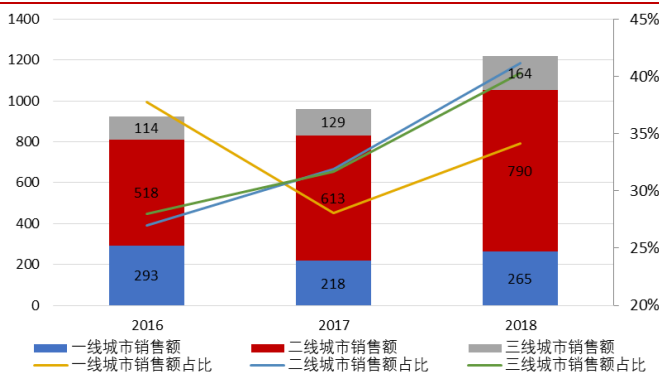
数据来源: 中指院, 渤海证券研究所

图 48: 龙头房企近三年不同类型城市销售情况 (亿元)



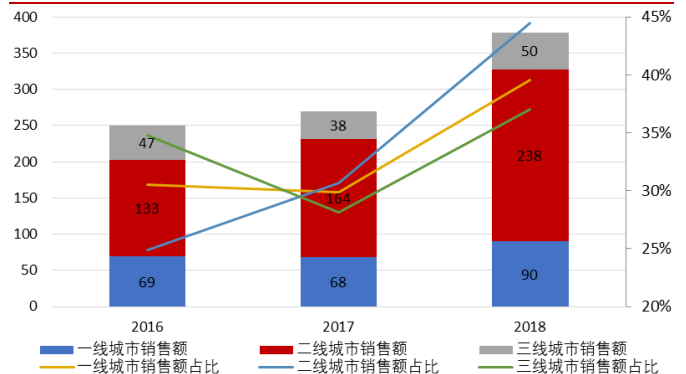
数据来源: 中指院, 渤海证券研究所

图 49: 大型房企近三年不同类型城市销售情况 (亿元)



数据来源: 中指院, 渤海证券研究所

图 50: 区域型房企近三年不同类型城市销售情况 (亿元)



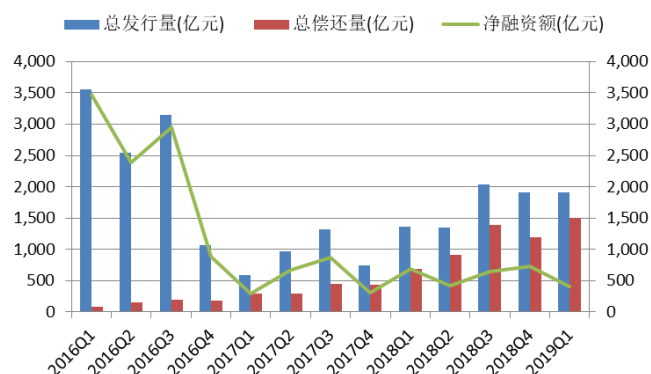
数据来源: 中指院, 渤海证券研究所

4. 2018 年房地产信用债市场分析

4.1 债券融资结构分化, 低评级承压

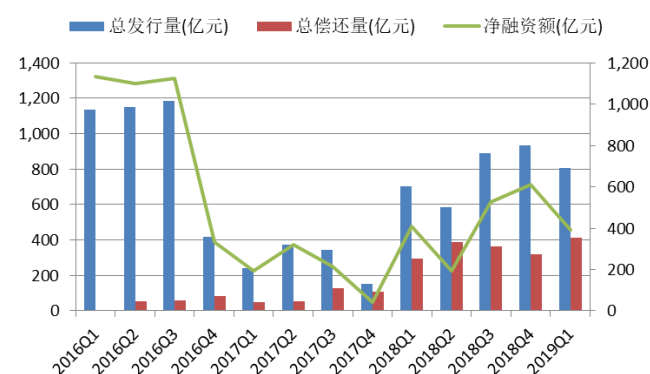
2018 年, 房地产行业通过发行债券融资 6658.69 亿元, 同比增长 83.43%, 净融资额 2085.07 亿元, 同比增长 14.50%; 2019 年一季度, 房企债券的总发行量和净融资同比和环比下降。2018 年, 房地产调控在“房住不炒”的总基调下, 更多倾向于结构化和精细化的微调, 债券融资市场整体稳定。分评级来看, 2018 年至今 AAA 房企净融资额同比有所改善, AA+和 AA 房企情况仍不乐观, AA 房企债券净融资额在 2018 年三季度跌为负值, 随后在 2019 年迎来改善, 但净融资情况仍不乐观。房企集中度不断提升, 市场的风险偏好也相对谨慎。我们预计低评级房企的债券融资仍将延续收紧的态势。

图 51: 房地产企业债券融资情况 (亿元)



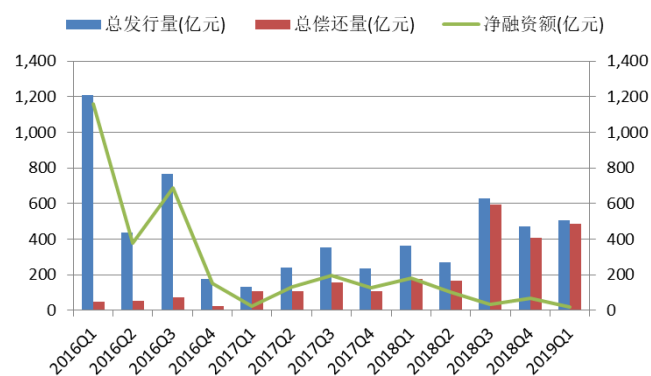
数据来源: Wind, 渤海证券研究所

图 52: AAA 房地产企业债券融资情况 (亿元)



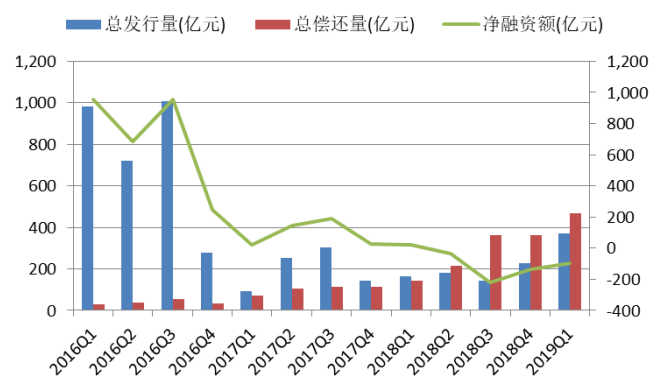
数据来源: Wind, 渤海证券研究所

图 53: AA+ 房地产企业债券融资情况 (亿元)



数据来源: Wind, 渤海证券研究所

图 54: AA 房地产企业债券融资情况 (亿元)



数据来源: Wind, 渤海证券研究所

4.2 不同评级信用利差分化

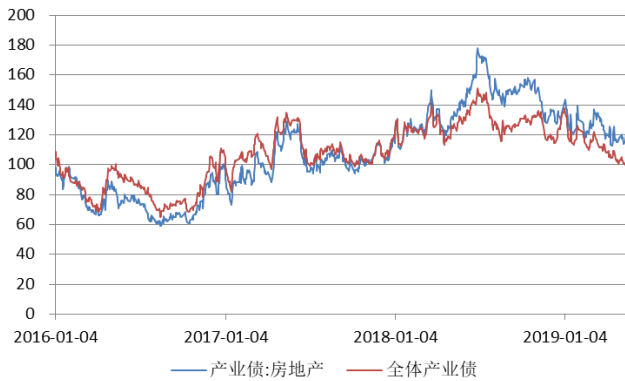
2018 年以来，房地产产业债信用利差位于近三年的较高水平，且高于产业债利差的整体水平。2018 年政府工作报告再次强调“房住不炒”，各地因城施策进行精准调控，房产税立法工作也已提上日程，棚改即将进入尾声且货币化安置逐步停止，房地产市场迎来较大的政策调整。2018 年以来的监管，虽没有“大开大合”，但结构性、高频调整的手段更加丰富，对房价管控更加严格。

2018 年是信用债市场的违约高发年，在“宽流动性，紧信用”的环境下，信用债市场频发违约。房地产行业虽违约主体数量不多，但负面新闻不断，包括恒大、碧桂园、泰禾等大型房企在内的多家企业均有不同程度的负面新闻爆出。对于资金密集型的房地产行业来说，紧信用的环境对房企融资造成的影响也会放大。

分评级来看，2018 年至今 AAA 房企的信用利差相对稳定，且边际收窄，而

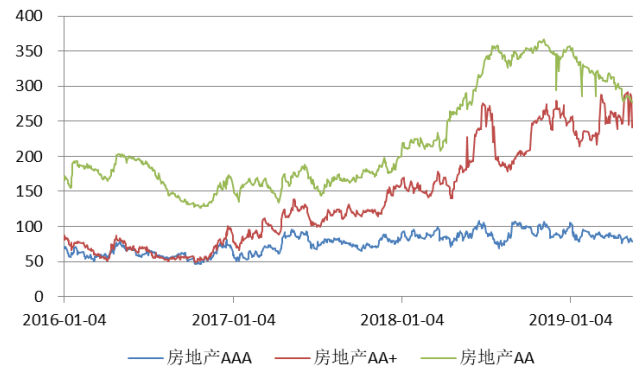
AA+、AA 评级房企信用利差在 2018 年年初跳升后一直保持在高位波动。面对行业景气度下滑和紧信用的环境，加之房企债的票面利率较其他行业更高，投资者更偏好投资 AAA 评级的房企，对中低评级的房地产债券的信心不强。

图 55: 房地产行业产业债利差走势 (bp)



数据来源: Wind, 渤海证券研究所

图 56: 不同评级房地产行业产业债利差走势 (bp)



数据来源: Wind, 渤海证券研究所

4.3 房地产债首现违约

2018 年初至 2019 年 5 月，房地产行业共有评级上调主体 32 家（城投 9 家），评级下调主体 8 家（城投 1 家）。

评级上调的 32 家主体中，央企、地方国企 19 家，民营和其他属性的企业共 13 家。非国有企业中，蓝光发展、金科地产、合生创展、旭辉地产等企业多属于规模较大的大型地产企业，资产规模均在 1500 亿元至 2500 亿元之间。从评级上调的原因来看，土地储备充足、项目分布合理、盈利水平稳定等是评级上调的主要因素。随着行业集中度进一步提升，大型企业的规模优势进一步显现。

评级下调的 8 家企业中，3 家为地方国有企业，5 家为民营企业。其中中国购投资、中弘控股、华业资本已经发生实质性违约。新黄浦金融业务板块经营不佳，实际控制权存在变更风险，公司的治理能力受到质疑。北票建投和禹州投总均具有一定的融资平台属性，其大量资金被当地政府部门占用，资产流动性不佳自身盈利能力较弱。评级下调的原因虽具有个体差异，但均属于地方性或中小型房企，受到上半年融资环境紧张的影响，企业的资金链受到考验。

2018 年以来发生违约的房地产发行人共有 4 家，其中发行公募债的有 3 家，分别是国购投资、中弘控股和华业资本。其中华业资本的违约事件由 2018 年公告子公司应收账款违约牵出，华业资本属于小型房地产企业，近年来转型医药领域，但由于经营不善导致转型失败，现股票也面临退市风险。中弘控股聚焦于文

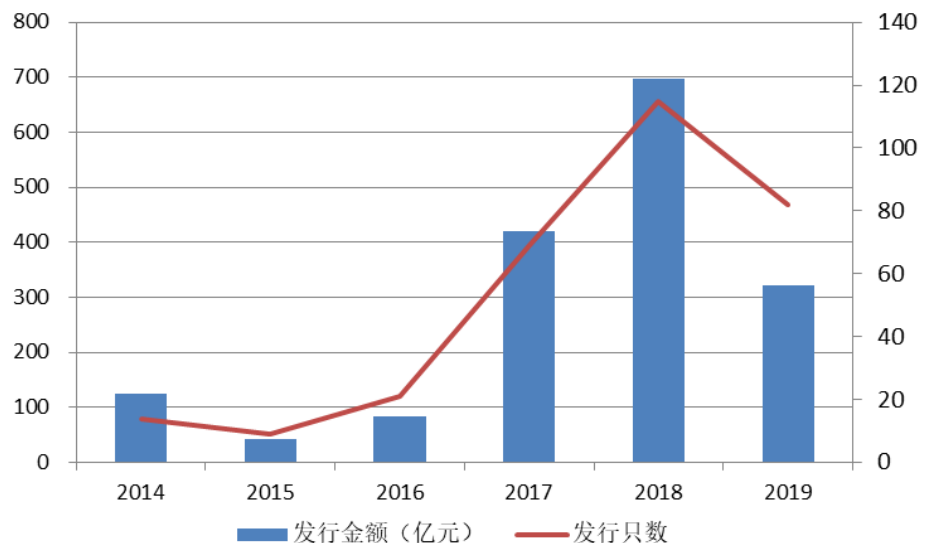
旅地产，近年来大举并购海内外的文旅公司，但文旅地产回报周期长，加之房地产宏观调控收紧，致使公司违约，目前公司股票已被退市。国购投资是安徽省内最大的房地产开发企业，项目布局主要在安徽省内，且集中于合肥市。2017年以来安徽省房地产市场调控升级，导致国购投资的项目回款周期拉长。从国购拿地的情况来看，2018年公司土地储备较少，未来拿地的资金需求量较大。同时国购也在向机器人、医疗、现代农业等方面转型，但转型并不顺利。此外，曾入围2018年房地产百强的银亿股份也发生实质性违约（行业分类不属房地产）。

总体来看，在2018年信用债市场违约频发的环境下，房地产行业的信用风险总体可控，违约和评级下调的主体均为小型开发企业，且主营业务较为分散，在转型过程中发生违约。但目前房企转型已成趋势，恒大、碧桂园等龙头房企均在非房业务的扩张和转型，所以对于转型中的房企，我们建议关注其转型节奏是否过于激进。

4.4 中资房企海外频发债

2017年开始，房地产市场进入强监管周期，房企融资端也受到较大限制，房地产开发行业属高杠杆资金密集型行业，所以房企开始转向境外发行海外债进行融资。从房企海外债发行的规模来看，2017年发行数量快速增长，到2018年达到高峰。2018年境内房企共发行海外债115只，发行金额共696.53亿元。2019年海外债发行规模仍保持上升势头，2019年1-5月，房企海外债共发行82只，发行金额322.25亿元。

图 57：近年来房企海外债券发行量不断增加（只、亿元）



资料来源：Wind，渤海证券研究所

与国内发行的债券相比，海外债券的发行成本相对较高。例如恒大地产 2018 年 4 月发行的海外债券票面利率高达 10.50%，而恒大地产在国内发行的债券票面利率最高为 8%。此外融创中国、佳兆业、花样年华等房企均发行过票面利率较高的海外债。我们认为发行海外债是对企业融资的一种补充，但海外债成本相对较高，对于海外债的发行主体，建议关注企业融资和销售回款情况。

5. 房企信用情况定量筛查

5.1 指标及样本选择

我们根据中指院数据库中的企业经营数据以及 Wind 数据库中的企业 2018 年财务数据，筛选出房地产开发企业共 60 家，包括 A 股上市公司及债券发行人。选取其 2018 年企业经营数据以及 2018 年报的财务数据进行分析。

经营数据方面，我们选取公司属性、近三年销售额复合增长率、一二线新增土储占比、新增土储溢价率、一二线在售和待售项目占比、项目布局城市数量 6 个指标。对于公司属性，中央国有企业和地方国有企业具有更强的股东背景，在融资方面具有较强的优势，在房地产融资环境收紧的趋势下，国企背景能给企业融资和经营带来直接影响。销售额符合增长率根据企业近三年的销售增长率赋权计算而来，表示企业销售增长情况。一二线新增土储占比、一二线在售和待售项目占比重点考察企业在一二线城市的库存和土储情况。从 2018 年开始，一二线城市的销售回暖，三四线城市随着棚改结束而面临库存压力；中长期来看，人口和产业会继续向一二线城市聚集，所以我们重点关注企业在一二线城市的布局情况。新增土储溢价率表示企业拿地成本情况，过高的拿地成本会挤占企业利润、拉升财务杠杆，如果后期销售回款不畅，容易导致资金链破裂。项目布局城市数量表示企业多元化布局的情况。

财务指标方面，根据我们的专题报告《行业集中度提升，中小房企承压——行业信用风险分析专题报告》中的打分模型选择指标。指标权重方面，我们分别给予经营指标和财务指标 30% 和 70% 的权重，二级指标方面，参考 AHP 层次分析法确定每个二级指标的权重，通过打分得到每个主体的信用得分。根据选取指标数据的有效性和权重的确定方法，我们建议该模型打分结果的有效期为一年。

表 1: 信用筛查指标、说明、权重

一级指标	二级指标	公式或说明	权重 (%)
公司属性	公司属性	企业公司属性分为国企和非国企	0.0521
销售指标	近三年销售额增长率	2016-2018 年销售额符合增长率	0.0521
新增土储	一二线新增土储占比	一二线城市新增土储占全部土储比重	0.0369
	新增土储溢价率	新增土储溢价率	0.0681
库存质量	一二线项目面积占比	一二线城市待售和在售项目面积占全部库存面积比重	0.0681
多元化	布局城市数量	布局城市数量	0.0227
规模指标	资产总计	企业资产规模	0.1035
	营业收入	企业盈利规模	0.0689
盈利指标	ROE	综合收益水平	0.0599
	销售毛利率	销售盈利水平	0.0489
债务结构	带息债务占比	带息债务/负债合计*100%	0.0256
	短期债务占比	(流动负债-预收账款)/负债合计*100%	0.0209
杠杆水平	剔除预收款项后的资产负债率	(负债合计-预收款项)/(资产总额-预收账款)*100%	0.0310
	净负债率	(带息债务-货币资金)/所有者权益*100%	0.0466
偿债指标	销售现金负债比	销售商品、提供劳务收到的现金/(流动负债-预收账款)	0.0522
	现金到期债务比	经营活动产生的现金流量净额/(短期借款+一年内到期的非流动负债+应付票据)*100%	0.0565
周转能力	存货周转率	营业成本/[(期初存货净额+期末存货净额)/2]	0.0310
	预收账款周转率	本期营业收入/上期预收账款	0.0310
现金流	经营活动现金流入增长率	(本期经营活动现金流入-上期经营活动现金流入)/上期经营活动现金流入*100%	0.0559
	筹资活动现金流入增长率	(本期筹资活动现金流入-上期筹资活动现金流入)/上期筹资活动现金流入*100%	0.0683

数据来源: Wind, 渤海证券研究所

5.2 筛查结果分析

经过上述定量模型打分后, 根据信用风险水平从低到高排序后, 得到全部样本主体的风险筛查情况。表 2 可见, 信用筛查得分前 10 位的主体基本为高评级、大规模的龙头和大型企业, 可见在行业集中度提升的背景下, 大规模房企的信用稳定性较好。

表 2: 信用筛查得分前 10 位主体

证券简称	公司名称	最新主体评级
金地集团	金地(集团)股份有限公司	AAA
招商蛇口	招商局蛇口工业区控股股份有限公司	AAA
保利地产	保利房地产(集团)股份有限公司	AAA
金科股份	金科地产集团股份有限公司	AAA
18 花样年	花样年集团(中国)有限公司	AA+
16 宝龙 02	上海宝龙实业发展(集团)有限公司	AA+
18 中海地产 MTN001	中海地产集团有限公司	AAA
蓝光发展	四川蓝光发展股份有限公司	AA+
绿地控股	绿地控股集团股份有限公司	AA+
16 融创 07	融创房地产集团有限公司	AAA

数据来源: Wind, 渤海证券研究所

注: 排序并非实际排名, 具体得分排名请联系机构销售

信用筛查得分后 10 位的主体基本为中低评级、中小规模或地方性房地产企业。其中天津市房地产发展(集团)股份有限公司近年来连续亏损, 并爆出信托债务存在逾期风险、在建工程出现质量问题、主要负责人被免职等重要负面信息, 信用情况严重恶化。总体看, 我们的定量筛查方法可以更好地对房地产开发企业进行信用评价, 尤其对中高评级相对集中的 AAA、AA+ 企业进行细分, 帮助投资人识别企业信用资质。

表 3: 信用筛查得分后 10% 主体

证券简称	公司名称	最新主体评级
天地源	天地源股份有限公司	AA
天房发展	天津市房地产发展(集团)股份有限公司	AA-
福星股份	湖北福星科技股份有限公司	AA
浙江广厦	浙江广厦股份有限公司	-
中国武夷	中国武夷实业股份有限公司	AA
鲁商置业	鲁商置业股份有限公司	AA
格力地产	格力地产股份有限公司	AA
新湖中宝	新湖中宝股份有限公司	AA
中迪投资	北京中迪投资股份有限公司	-
中洲控股	深圳市中洲投资控股股份有限公司	AA

数据来源: Wind, 渤海证券研究所

注: 排序并非实际排名, 具体得分排名请联系机构销售

5.3 量化筛查方法的局限性

当前房地产行业的集中度不断提升, 行业的发展由快速扩张向高质量、精细化转变, 对于房地产开发企业的信用筛查难以用统一的量化模型进行评判。例如随着我国城镇化率不断提高, 以京津冀、长三角、川渝、粤港澳等为代表的城

市群不断发展，传统的对于一二三线市场的划分需要调整，三四线城市的房地产市场虽有降温趋势，但热点城市群的三四线城市仍具有较强竞争力。再如众多龙头房企和大型房企开始进行其他业务的多元化布局，但对外投资的规模以及期限也会对企业信用产生影响。同时针对企业扩张的激进程度，可以用当年拿地费用/销售费用的情况来衡量，但企业的发展战略不同，也难以以指标的数值大小进行判断。

我们建议在量化筛查的基础上，还应对企业的具体经营情况进行分析，并对企业表外融资情况进行尽调等，综合判断房地产开发企业的信用情况。

5.4 投资建议

2018年以来的监管政策更加稳健，从坚决遏制房价上涨到防止价格过大波动，因城施策的调控模式逐步成熟，城市群和都市圈的发展规划出台，从监管的思路可以看出房地产行业已经逐步从高速发展向高质量发展的阶段，我国的房地产市场日趋成熟。

2018年以来房地产投资在土地投资的支撑下位于高位，而建安投资较为滞后；其中一二线城市土地市场较为平稳，三线城市增幅明显；土地溢价率大幅下行而流拍率较高，房地拿地较为谨慎，且总体拿地成本低于2017年；边际上看，土地投资已经逐步向建安过度，2019年房企拿地或将收缩。销售方面，一二线城市在量价上显著回暖，而三线城市受棚改货币化安置退出的影响成交缩量。2019年房地产市场监管边际有所放松，因城施策的实施更有利于满足一二线城市的刚需，一二线的商品房成交仍会改善。

从房企布局以及2018年年报来看，龙头房企在拿地、融资等方面具有绝对优势，目前正在寻求多元化发展；大型房企竞争较为激烈，以重点城市群带动全国布局，销量上的竞争会较为激烈；区域型房企的布局较集中，如果能在长三角、粤港澳等发展潜力较大的地区深耕成为“小而美”的房企，也可以保持住自身优势。而年报数据更加能反应房地产行业集中的提升，AAA房企在现金流、盈利、偿债能力等各方面均大幅领先中低评级房企。我们认为2019年开始，房地产市场已经进入新的发展阶段，未来1-2年房地产市场监管政策将较为平稳，一二线城市的销售仍有改善空间；我们建议短期可以根据我们的量化筛查模型，选择龙头、大型房企以及高的分的区域型房企债券进行配置，长期来看建议优先选择龙头房企。而房地产行业转型将会伴随着房企信用风险的释放，我们建议谨慎关注非核心区域的中小型房企、非房业务转型较为激进的中

型房企、以及过度追求规模扩张，杠杆率较高的中大型房企。

6. 风险提示

房地产调控政策进一步收紧，信贷政策进一步收紧，融资环境继续恶化等。

附：量化筛查样本房企名称

证券简称	公司名称	证券简称	公司名称
迪马股份	重庆市迪马实业股份有限公司	15 恒大 03	恒大地产集团有限公司
金地集团	金地(集团)股份有限公司	栖霞建设	南京栖霞建设股份有限公司
招商蛇口	招商局蛇口工业区控股股份有限公司	美好置业	美好置业集团股份有限公司
保利地产	保利房地产(集团)股份有限公司	宋都股份	宋都基业投资股份有限公司
金科股份	金科地产集团股份有限公司	19 绿城 01	绿城房地产集团有限公司
18 花样年	花样年集团(中国)有限公司	17 时代 01	广州市时代控股集团有限公司
16 宝龙 02	上海宝龙实业发展(集团)有限公司	首开股份	北京首都开发股份有限公司
18 中海地产 MTN001	中海地产集团有限公司	光明地产	光明房地产集团股份有限公司
蓝光发展	四川蓝光发展股份有限公司	18 北辰实业 MTN001	北京北辰实业股份有限公司
绿地控股	绿地控股集团股份有限公司	财信发展	财信国兴地产发展股份有限公司
16 融创 07	融创房地产集团有限公司	荣安地产	荣安地产股份有限公司
滨江集团	杭州滨江房产集团股份有限公司	大名城	上海大名城企业股份有限公司
16 融信 01	融信(福建)投资集团有限公司	新华联	新华联文化旅游发展股份有限公司
阳光城	阳光城集团股份有限公司	上实发展	上海实业发展股份有限公司
中南建设	江苏中南建设集团股份有限公司	16 景瑞 01	景瑞地产(集团)有限公司
18 奥园 04	奥园集团有限公司	泰禾集团	泰禾集团股份有限公司
19 金茂 SCP002	中国金茂(集团)有限公司	18 华夏幸福 SCP002	华夏幸福基业股份有限公司
16 金辉 06	金辉集团股份有限公司	华远地产	华远地产股份有限公司
19 金隅 MTN001	北京金隅集团股份有限公司	广宇集团	广宇集团股份有限公司
19 新城 02	新城控股集团股份有限公司	北京城建	北京城建投资发展股份有限公司
万科 A	万科企业股份有限公司	天保基建	天津天保基建股份有限公司
苏州高新	苏州新区高新技术产业股份有限公司	天地源	天地源股份有限公司
18 联发集 SCP002	联发集团有限公司	天房发展	天津市房地产发展(集团)股份有限公司
荣盛发展	荣盛房地产发展股份有限公司	福星股份	湖北福星科技股份有限公司
金融街	金融街控股股份有限公司	浙江广厦	浙江广厦股份有限公司

19 美的 01	美的置业集团有限公司	中国武夷	中国武夷实业股份有限公司
合肥城建	合肥城建发展股份有限公司	鲁商置业	鲁商置业股份有限公司
华发股份	珠海华发实业股份有限公司	格力地产	格力地产股份有限公司
京投发展	京投发展股份有限公司	新湖中宝	新湖中宝股份有限公司
城投控股	上海城投控股股份有限公司	中迪投资	北京中迪投资股份有限公司

数据来源: Wind, 渤海证券研究所

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所

所长&金融行业研究

张继袖
+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

崔健
+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

王洪磊 (部门经理)
+86 22 2845 1975
张源
+86 22 2383 9067
王磊
+86 22 2845 1802

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
陈兰芳
+86 22 2383 9069

食品饮料行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670

电力设备与新能源行业研究

张冬明
+86 22 2845 1857
刘秀峰
+86 10 6810 4658
滕飞
+86 10 6810 4686

医药行业研究小组

徐勇
+86 10 6810 4602
甘英健
+86 22 2383 9063
陈晨
+86 22 2383 9062

通信行业研究小组

徐勇
+86 10 6810 4602

公用事业行业研究

刘蕾
+86 10 6810 4662

餐饮旅游行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670
杨旭
+86 22 2845 1879

非银金融行业研究

洪程程
+86 10 6810 4609

中小盘行业研究

徐中华
+86 10 6810 4898

机械行业研究

张冬明
+86 22 2845 1857

传媒行业研究

姚磊
+86 22 2383 9065

固定收益研究

崔健
+86 22 2845 1618
夏捷
+86 22 2386 1355
朱林宁
+86 22 2387 3123

金融工程研究

宋昶
+86 22 2845 1131
张世良
+86 22 2383 9061

金融工程研究

祝涛
+86 22 2845 1653
郝惊
+86 22 2386 1600

流动性、战略研究&部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

策略研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
严佩佩
+86 22 2383 9070

宏观研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
孟凡迪
+86 22 2383 9071

博士后工作站

张佳佳 资产配置
+86 22 2383 9072
张一帆 公用事业、信用评级
+86 22 2383 9073

综合管理&部门经理

齐艳莉
+86 22 2845 1625

机构销售•投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995
刘璐

合规管理&部门经理

任宪功
+86 10 6810 4615

风控专员

张敬华
+86 10 6810 4651

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn