

# 供需平稳降速，行业偿债高峰，房企分化加剧

## ——2021年房地产行业信用风险展望

工商评级四部 李晶 冯磊 罗星驰 曹梦茹 朱一汀

联合观点：

● **政策端——“房住不炒”列入国家规划，融资政策明显收紧，未来几年将是房企调整期**  
中央层面展现了“房住不炒”长期调控的定力，地方层面上半年调控政策有所松动、疫情得到控制后调控再次升级。上半年货币环境整体较宽松，但三季度以来房地产融资政策出现明显收紧信号，房企面临“三道红线”指标考验，银行业金融机构面临房地产贷款集中度考核，未来几年将是房企的调整期。

● **供给端——信贷资金严格管控，库存去化周期高企，房地产开发投资增速或下行**  
房企资金环境相对紧张，在严格的融资管控下，未来竞争格局由“规模为王”进入“资金为王”阶段，房地产的发展将更多地依赖经营杠杆。2020年下半年，在开工和销售回转的情况下，房地产库存去化周期仍无明显改善且处于近五年来的高位，房地产开发投资完成额增速回升但尚未恢复至疫情前水平，供给端显现乏力态势。

● **需求端——居民购买力增长受限，市场需求分化显著，销售面积预计平稳下行**  
需求的硬上限为人口和购买力，近年来我国住户部门杠杆率和居民债务收入比不断走高，2020年疫情对居民购买力造成冲击，未来房地产市场预计稳中有降，预计2021年销售面积将延续平稳下行态势。需求端的区域分化更加显著，一线城市商品房需求维稳但会打开政策性住房空间、二线城市需求端边际变相放松走量、三四线城市棚改退坡及城市群崛起和城市轮动效应相互博弈，有望带动2021年销售额进一步增长。

● **企业端——2021年房地产偿债高峰，问题房企信用风险加速暴露，关注房企分化**  
2020年，信用水平下滑的房企数量有所增加，“三道红线”对房企规模增速的严格管控将促使竞争格局趋于稳定，债务负担合理的房企优势更加显著。2021年房企境内债和海外债均面临偿债高峰，部分偿债规模较大的房企各类杠杆提升空间均较为有限，再融资压力较大；中小型房企在行业需求端下行和融资收紧的环境下，由于经营韧性相对不足，整体信用风险有所提升。

## 一、房地产行业及企业基本面分析

### 1. 政策端

中央层面展现了“房住不炒”长期调控的定力，地方层面上半年调控政策有所松动、疫情得到控制后调控再次升级。上半年货币环境整体较宽松，但三季度以来房地产融资政策出现明显收紧信号，房企面临“三道红线”指标考验，银行业金融机构面临房地产贷款集中度考核，未来几年将是房企的调整期。

#### (1) 中央层次总基调：始终坚持“房住不炒”并将其列入“十四五”规划

自2019年房地产行业调控政策从“供给端”即房地产企业的融资端进行调控，监管层收紧房地产多个重要融资渠道后，2020年一季度，房地产行业“供给端”调控政策并未放松，中央对房地产市场的政策仍有定力，不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持将“房住不炒”作为常态化调控，保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，以促进市场平稳运行。

2020年二季度以来，随着疫情防控工作的推进、一系列支持性政策的实施以及复工复产的深入推进，经济活动修复明显，国内经济逐步企稳，工业增加值、固定资产投资、社会消费品零售总额等指标持续回升。房地产行业状况明显改善，投资和销售持续反弹，房价和土地市场开始升温。随着经济逐渐企稳、楼市持续复苏甚至局部过热，4月17日中央政治局会议重提“房住不炒”，同时央行、银保监会等纷纷表态，严防信贷资金违规流入房地产市场，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。

2020年三季度以来，国内经济恢复迅速，以长三角、珠三角为首的部分城市房价涨幅过快，亦带动部分区域核心城市因短期供需失衡而导致房价快速上涨。住建部分别于7月24日和8月26日连续两次召开房地产工作会。会议强调，毫不动摇坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，保持调控政策连续性稳定性，确保房地产市场平稳健康发展。北京、上海、广州、深圳、南京、杭州等多地区参会，其中沈阳、成都两次参会。2020年10月29日，中国共产党第十九届中央委员会第五次全体会议审议通过《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二〇三五年远景目标的建议》（以下简称“《建议》”）。《建议》指出，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。“房住不炒”首次写进规划，将成为未来5~15年的长期政策。

表1 2020年以来中央层次房地产行业总基调汇总

时间	政策文件名	主要内容
2020年1月	央行	央行宣布于2020年1月6日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，以支持实体经济发展，降低社会融资实际成本
2020年1月	《关于发放专项再贷款支持防控新型冠状病毒感染的肺炎疫情有关事项的通知》	央行下发《关于发放专项再贷款支持防控新型冠状病毒感染的肺炎疫情有关事项的通知》，专门安排3,000亿元专项再贷款，支持金融机构向疫情防控重点企业提供优惠利率贷款

2020年2月	召开2020年金融市场工作电视电话会议	人民银行召开2020年金融市场工作电视电话会议要求，2020年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效机制，促进市场平稳运行
2020年3月	央行	央行决定于2020年3月16日实施普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准0.5至1个百分点；对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准1个百分点，支持发放普惠金融领域贷款
2020年5月	《2020年第一季度中国货币政策执行报告》	央行发布《2020年第一季度中国货币政策执行报告》，稳健的货币政策要更灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化LPR改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020年5月	《政府工作报告》	《政府工作报告》提出“深入推进新型城镇化，发挥中心城市和城市群带动作用，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展”
2020年6月	央行	央行等多部委印发关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见。意见指出，要高度重视对受疫情影响的中小微企业等实体经济的金融支持工作，强化社会责任担当。按照金融供给侧结构性改革要求，引导商业银行把经营重心和信贷资源从偏好房地产、地方政府融资平台，转移到中小微企业等实体经济领域，实现信贷资源增量优化、存量重组
2020年6月	国常会	李克强总理于6月17日在国常会中表态，将综合运用降准、再贷款等工具，保持市场流动性合理充裕，同时要防止资金跑偏和“空转”，防范金融风险
2020年6月	银保监会	银保监会主席郭树清也提出，中国不会搞大水漫灌，更不会搞赤字货币化和负利率
2020年7月	中央房地产座谈会	中央房地产座谈会再次强调了坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段。坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策，从各地实际出发，采取差异化调控措施，及时科学精准调控，确保房地产市场平稳健康发展
2020年8月	重点房地产企业座谈会	住房城乡建设部、人民银行在北京召开重点房地产企业座谈会，会议强调“房住不炒”在任何时刻都成立，再次提出不以房地产刺激经济，对重点房地产企业形成资金监测和融资管理规则，“租购并举”的住房制度未来仍会推进
2020年10月	《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2035年远景目标的建议》	《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2035年远景目标的建议》提出，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

资料来源：联合资信整理

（2）具体调控手段：房地产融资管控持续升级，严防资金过度流入房地产  
不同以往从房地产“需求端”进行调控，自2019年起，房地产调控政策主要从“供给

端”进行调控。2020年以来，中央政府继续坚持“房住不炒”的定位，但受年初受新冠肺炎疫情影响，中央及地方层面均出台房地产信贷扶持政策以缓解疫情对房地产行业带来的不利影响，2020年上半年整体货币环境宽松。随着疫情得到有效控制以及经济快速复苏，疫情期间的“优惠”措施停止，2020年三季度以来，中央及多地房地产调控政策升级，主要体现在以下几方面：一是实施好房地产金融审慎管理制度，稳住存量严控增量，防止资金违规流入房地产市场；二是对重点房地产企业形成资金监测和融资管理要求，“三道红线”政策开始试点；三是加大30多个重点城市房地产贷款专项检查；四是监控贷款用途，小额贷款公司贷款不得用于房地产市场违规融资；五是继续严控房地产信托规模；六是对银行业金融机构房地产贷款占比和个人住房贷款占比作出规定，控制房地产相关贷款相对于总贷款的增速，防止部分银行贷款结构失衡及部分房地产企业杠杆过高。

表2 2020年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策文件名	主要内容
2020年2月	《关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情的通知》	人民银行、财政部、银保监会、证监会、国家外汇管理局发布《关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情的通知》，加大货币信贷支持力度，保持流动性合理充裕。此外，成都、无锡、抚州、江门、益阳等多地出台加大房地产企业信贷支持措施
2020年7月	房地产工作座谈会	要实施好房地产金融审慎管理制度，稳住存量、严控增量，防止资金违规流入房地产市场
2020年8月	住房和城乡建设部、人民银行	住房和城乡建设部、人民银行召开重点房地产企业座谈会，增强房地产企业融资的市场化、规则化和透明度，对重点房地产企业进行资金监测和融资管理
2020年9月	银保监会	银保监会召开新闻通气会，表示将继续开展30多个重点城市房地产贷款专项检查，压缩对杠杆率过高、财务负担过重房企的过度授信，加大对“首付贷”、消费贷资金流入房市的查处力度等
2020年9月	银保监会	保监会印发《关于加强小额贷款公司监督管理的通知》，提出要监控贷款用途，小额贷款公司贷款不得用于房地产市场违规融资等
2020年10月	银保监会	要求继续严控房地产信托规模，按照“实质重于形式”原则强化房地产信托穿透监管，严禁通过各类形式变相突破监管要求，严禁为资金违规流入房地产市场提供通道，切实加强房地产信托风险防控工作
2020年12月	央行、银保监会	12月31日，央行和银保监会联合发布《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》，对银行业金融机构房地产贷款占比和个人住房贷款占比作出规定

资料来源：联合资信整理

## 2. 供给端

房企资金环境相对紧张，在严格的融资管控下，未来竞争格局由“规模为王”进入“资金为王”阶段，房地产的发展将更多地依赖经营杠杆。2020年下半年，在开工和销售回转的情况下，房地产库存去化周期仍无明显改善且处于近五年来的高位，房地产开发投资完成

额增速回升但尚未恢复至疫情前水平，供给端显现乏力态势。

(1) 资金供给：信贷资金受严格管控，房企将更多地依赖股权类融资和经营杠杆

2020年一季度的疫情影响，房企融资规模同比大幅下降；二季度随着疫情逐步得到控制，到位资金增速明显回升；三季度以来，随着“三道红线”融资新规试点的提出，行业融资收紧趋势明显。在“房住不炒”政策基调下，主要金融机构仍将压降房地产贷款增速，控制贷款的行业集中度，严防信贷资源过度流向房地产板块。新增信托贷款会持续净流出，融资政策收紧是影响未来房地产经营行为以及行业发展的重要因素，预计2021年房企资金环境仍然会相对紧张。

房企融资渠道主要有3大类、15小类，具体情况如下：

①股权类—发行股票、项目股权融资（明股实债或股+债）、房地产基金、引入战略投资者。截至2020年11月底，房企股权类融资余额约7435.21亿元，受监管政策影响2020年以来仅有6家房企完成增发。

②债权类—传统项目融资（并购贷、开发贷、土地前融）、短期过桥（信用贷款）、承债式资产包、限制性资产打包出售（被监管资金、应收款）、产业地产未来收益权质押、境外融资（美元债、境外银团融资）、公开市场标准化融资（信用债、可转债）；资产证券化（ABS、ABN、CMBS）。截至2020年9月底，房企金融机构贷款余额约48.83万亿元，从2014年开始受棚户区改造计划大幅提升的影响，其中保障性住房开发贷款余额约4.73万亿元。根据用益信托网数据显示，2020年1-7月，投资领域为房地产的集合信托发行规模5430.38亿元，同比下降24.80%；投资领域为房地产的集合信托成立规模4515.70亿元，同比下降18.01%，房地产类信托产品规模下行的趋势显著。2020年1-10月，Wind房地产开发类企业信用债总发行量5289.44亿元，同比增长19.35%，年初以来房地产开发类企业债券融资整体呈现放量态势，但募集资金用途仍受到严格限定，发债企业以国企为主。美元债方面，2020年1-11月，内地房地产企业美元债发行总额607.27亿美元，同比下降12.38%。由于全球疫情不确定因素仍存，境外债市仍面临波动风险，且发行成本有所上升。

图1 2020年1-11月内地房地产企业美元债发行情况（单位：亿美元、%）

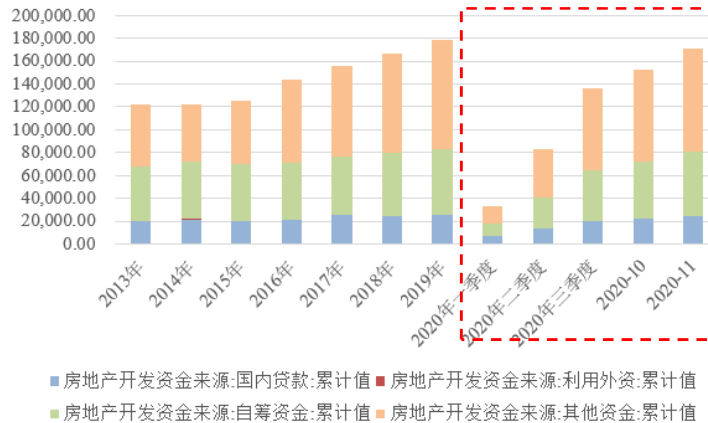


资料来源：Wind，联合资信整理

③供应链上下游类（合作拿地、建筑公司工程款融资、票据保理供应链融资），受限于数据来源，我们无法获取具体融资余额数据。

从房地产开发投资的资金来源来看，2014—2019年，以销售为主的其他资金持续增长，但2020年以来各季度情况出现较明显的分化，一季度因疫情影响房企销售规模，以定金、预收款为代表的其他资金渠道占比下滑，房企通过提升国内贷款、自筹资金融资规模及占比来弥补资金缺口，具体情况如下图所示；而国内贷款和自筹资金中很大一部分都与房企的融资息息相关，因此下文我们将重点分析地产融资（即开发贷和信托借款）。

图2 2013年—2020年11月房地产开发资金来源情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，联合资信整理

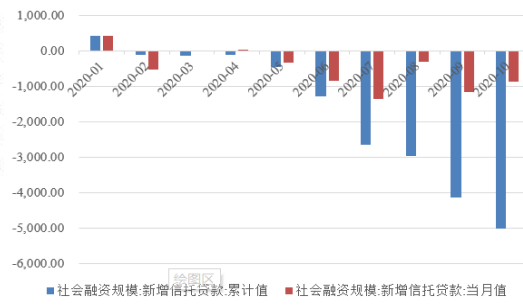
房地产开发贷款余额仍然在增长，但从增速上来看，2020年一季度，因新冠肺炎疫情的爆发，房企销售金额同比下滑，主要通过增加开发贷规模补足资金缺口，地产开发贷款余额增速小幅回弹；二季度以来，随着国内疫情得以控制，房地产开发贷款增速出现下滑。12月31日银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度发布，对银行体系房地产相关贷款占比进行管控，未来房地产开发贷款增速受限。信托借款方面，2020年2月以来，当月新增信托借款金额由正转负，2月新增信托借款累计值由正转负，下降趋势显著。

图3 2010年以来地产开发贷款情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图4 新增信托借款情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

在房地产行业严格的融资管控下，部分房企将面临融资渠道受限、筹资活动现金流净流出的压力。过去几年，行业排名对于房企融资有重大影响，争取融资资源是房企积极扩张规模的原因之一；随着融资政策的变化，行业排名未来将不再是获取融资的首要标准。除了财务杠杆过高的企业，存在以下状况的房企预计也将面临融资环境恶化：①有资金方面的负面舆情；②财务报表过于复杂，数据“水分”存疑。

随着财务杠杆的使用严格受限，房地产的发展将更多地依赖经营杠杆，通过加速销售回款、盘活应收购房尾款、延长供应商账期等方式提升经营杠杆，利用多种渠道补充自身资金。

股权类融资尤其是项目股权融资的使用也将增加，尤其对于面临流动性压力的房企。能够保持可动用资金持续充裕的房企，在接下来的行业竞争中优势更加显著，房地产行业由“规模为王”进入“资金为王”阶段。

(2) 市场供给：整体库存去化周期高企，土地溢价率可能继续下探

从商品房待售面积（已竣工待售）数据来看，自2016年2月（7.39亿平方米）达到历史顶峰后持续下滑，截至2020年11月底为4.93亿平方米；行业整体现房库存进入下行通道趋势明显，目前现有库存相对稳定，但仍有一定下降空间。从库存去化周期数据来看，2020年以来大口径与现房口径的库存去化周期均处于上行通道，尤其值得注意的是，下半年在开工和销售增速显著回升的情况下，库存去化周期并无明显改善，市场整体供给过剩，不同城市能级之间分化显著。

图5 广义口径和现房口径房地产库存去化周期数据（单位：月、%）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

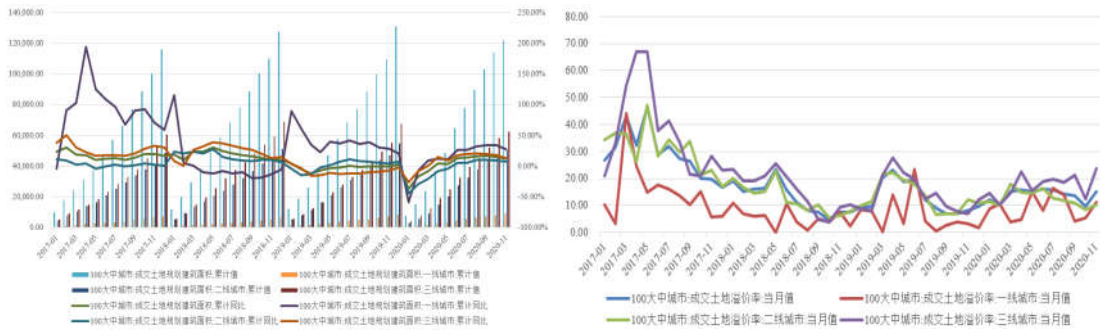
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

从土地供应节奏来看，2020年1—11月，100大中城市供应土地面积累计14.80亿平方米，同比增长5.45%；累计成交12.21亿元，同比增长11.47%，实现了正增长。分城市能级来看，一线城市累计供应1.00亿平方米，同比增长28.45%（增速较2019年下降4.50个百分点），累计成交0.90亿平方米，同比增长27.67%（较2019年增长0.90个百分点）；二线城市累计供应6.24亿平方米，同比增长9.23%（较2019年增长2.94个百分点），累计成交5.06亿平方米，同比增长7.39%（较2019年增长2.73个百分点）；三线城市累计供应7.57亿平方米，同比增长0.22%（较2019年增长1.52个百分点），累计成交6.24亿平方米，同比增长13.15%（较2019年增长19.95个百分点）。

2020年1—3月，受新冠肺炎疫情影响，100大中城市成交土地面积持续低位运行；4月开始随着行业融资有所松动以及因疫情积压的需求释放的情况影响下，房企拿地意愿有所增强；随着行业融资再度收紧，10月以来土地市场有所降温。

2020年11月，受优质地块大量入市影响，成交溢价率出现小幅回升，一二线及强三线稀缺优质宅地竞争激烈，但十四五规划明确未来五年“房住不炒”不动摇，部分地区积极响应，相继出台调控政策，预计未来土地溢价率将持续下探。房地产低价成交概率持续增加，土地流拍情况会持续增加。考虑到各地方政府为了完成供地计划，预计在供需关系更为紧张的一二线城市及部分强三线城市，土地供给或将进一步加快。三四线城市受地方财政压力影响，土地供应也有望增加。

图6 100大中城市土地成交土地面积增速(单位:%) 图7 100大中城市成交土地溢价率情况(单位:%)



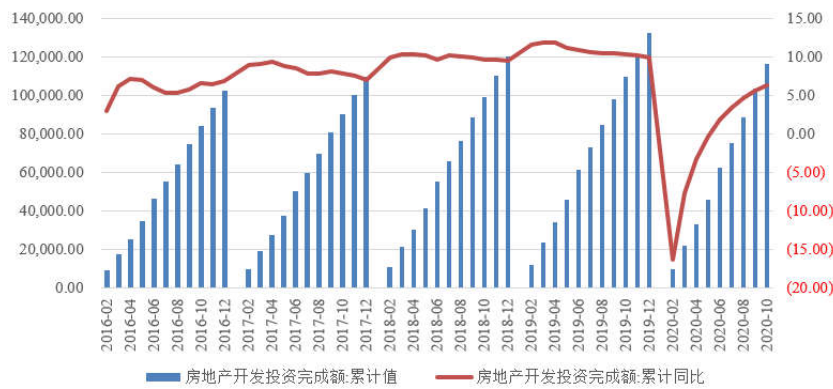
资料来源: 联合资信根据 Wind 整理

资料来源: 联合资信根据 Wind 整理

(3) 房地产开发投资: 增速尚未恢复至疫情前水平, 预计 2021 年增速延续下滑态势

2020 年 1—11 月, 全国房地产开发投资累计完成 12.95 万亿元, 同比增长 6.80%, 但增速尚未恢复至疫情前水平, 处于近四年以来的低点。2020 年 1—10 月, 全国土地购置费合计 3.87 万亿元, 同比增长 8.60%; 剔除土地购置费的施工投资等支出合计 7.78 亿元, 同比增长 5.25%。从贡献度的绝对值来看, 一季度因疫情影响土地购置费和施工投资均同比下降; 二季度以来, 施工投资因部分区域疫情反复仍呈现负增长态势, 房企土地购置费用则恢复了较为稳定的增长。随着融资收紧, 房企拿地资金增速放缓、降低财务杠杆的需求强烈, 预计 2021 年房企整体土地购置费用增速将有所下降。

图8 房地产开发投资完成额情况(单位:亿元、%)



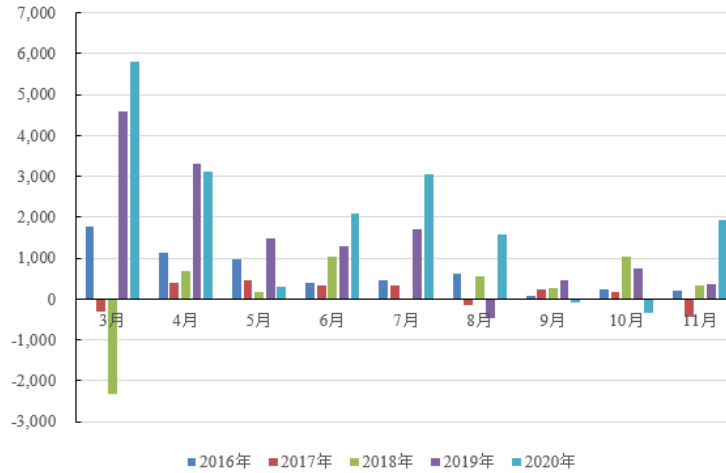
资料来源: 联合资信根据 Wind 整理

从施工投资端来看, 施工投资的影响因素主要包括新开工、竣工和净复工。其中, 新开工因素与购地以及开工意愿密切相关, 我们用土地溢价率(本质上是价格信号, 反映了开发商对未来的预期)来衡量新开工意愿, 用拿地作为新开工的软性约束上限; 从上文分析我们可以看到, 土地溢价率在下行通道, 开发商对后市趋于谨慎, 预计 2021 年新开工虽然仍然呈现正增长, 但增速会逐渐放缓。2020 年 1—11 月, 全国住宅类房屋竣工面积为 5.92 亿平方米, 同比减少 7.32%, 主要系上半年疫情对施工进度影响明显所致; 考虑到疫情影响房地产项目竣工交付周期后延, 2021 年预期竣工面积将同比转正。净复工主要是停工因素, 2016 年以后停工比例增加主要与政府限价同时地价上行有关, 2020 年以来复工相对强劲主要与因疫情影响 2020 年上半年限价有所放松以及 7 月“三道红线”政策促进房企加快周转速度所致。由于后续房地产企业资金面预计仍将处于相对收紧的状态, 同时随着“三道红线”融



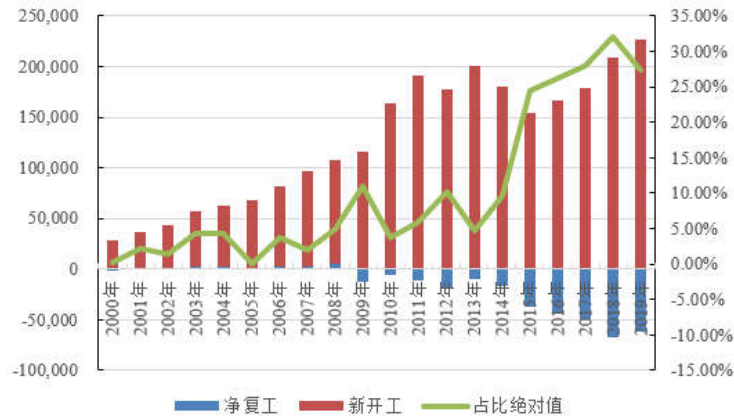
资新规试点，房企将积极加快销售回款、提高周转速度，2021年开发商复工意愿将相对强烈。

图9 近年来我国房地产行业净复工情况（单位：万平方米）



注：当期施工面积=上期施工面积-上期竣工面积+当期新开工面积+当期净复工面积  
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图10 近年来净复工面积和新开工面积关系图（单位：亿平方米、%）



注：当期施工面积=上期施工面积-上期竣工面积+当期新开工面积+当期净复工面积  
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

虽然预计新开工仍将保持增长，但增速将有所放缓；同时，行业净复工可能仍然较强，可对冲新开工增速回落，但最终预计房地产行业2021年施工缓慢降速。预计未来一年，房地产施工投资同比增速将继续回落。

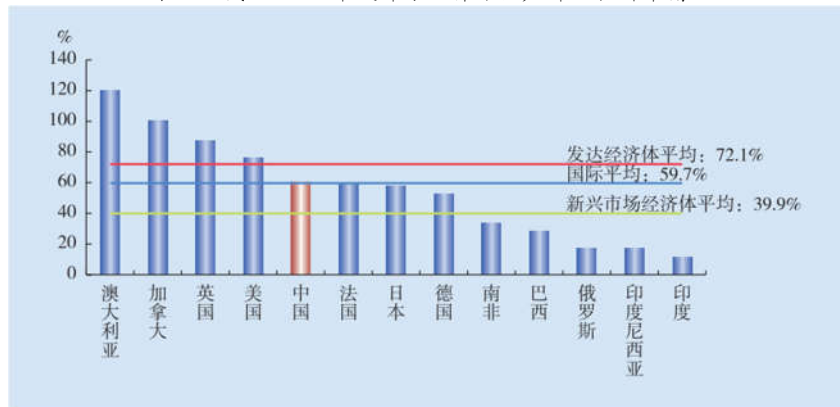
### 3. 需求端

需求的硬上限为人口和购买力，近年来我国住户部门杠杆率和居民债务收入比不断走高，2020年疫情对居民购买力造成冲击，预计2021年销售面积将延续平稳下行态势。需求端的区域分化更加显著，一线城市商品房需求维稳但会打开政策性住房空间、二线城市需求边际变相放松走量、三四线城市棚改退坡及城市群崛起和城市轮动效应相互博弈，有望带动2021年销售金额保持增长。

(1) 购买力：住户部门杠杆率高于新兴市场经济体平均，居民债务收入比持续上升

截至 2018 年底<sup>1</sup>，我国住户部门杠杆率为 60.40%，同比增长 3.4 个百分点，增幅处于较高区间；我国住户部门杠杆率处于国际平均水平，但在新兴市场经济体中处于较高水平，具体情况如下图所示。我国住户部门杠杆率不断走高，但未来政府会继续严控居民杠杆、防范系统性金融风险。

图 11 截至 2018 年底部分经济体住户部门杠杆率情况



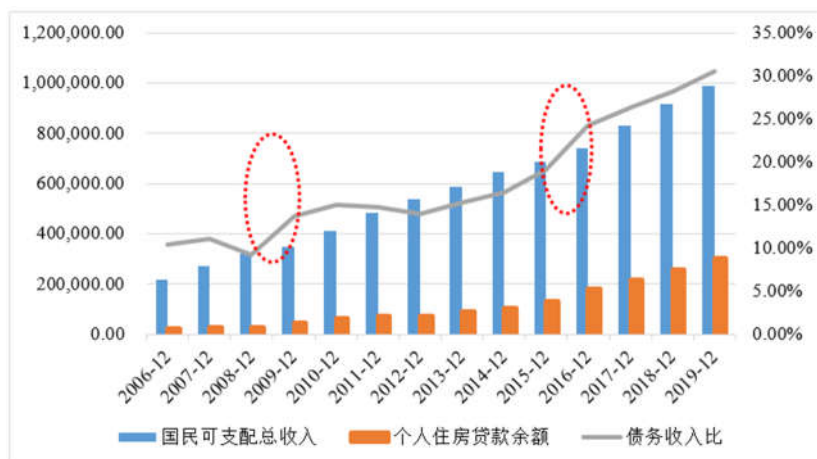
注：中国住户部门杠杆率数据由人民银行工作人员计算所得，其他国家杠杆率数据来自国际清算银行  
资料来源：中国人民银行《中国金融稳定报告（2019）》

房屋的销售首先来自于居民的购买力，我们通常使用居民部门债务占 GDP 比重（即居民部门杠杆率）来衡量居民部门杠杆，但该指标忽略了国家间国民收入分配差异（不同国家居民要素收入占 GDP 的比重差异较大，如美国居民可支配收入占 GDP 的比重为 76%，中国只有 44%左右），往往得出的结论是我国居民杠杆水平较发达国家仍有很大的提升空间，该指标可能会美化我国的实际情况。因此，使用居民贷款余额/可支配收入来衡量居民杠杆率更加合理。

2006—2019 年，我国居民债务收入比呈波动增长态势。其中 2009 年，金融危机过后我国楼市逐步复苏，中央政府出台多种政策利用房地产刺激经济恢复，2009 年我国个人住房贷款增幅高达 59.73%，居民债务收入比同比增长 4.40 个百分点；第二个增幅高峰出现在 2016 年，2016 年上半年房地产相关政策相对宽松，房地产定调因城施策积极去库存，个人住房贷款增幅为 37.40%，居民债务收入比同比增长 5.12 个百分点。2017 年以来，随着中央政府坚持“房住不炒”“因城施策”的政策定位，我国居民债务收入比增长趋势放缓。2019 年，我国居民债务收入比（个人住房贷款余额/国民可支配收入）为 30.53%。2020 年以来，居民收入水平受疫情影响，预计债务收入比将有较为显著的上升。

图 12 2006—2019 年我国债务收入比（个人住房贷款余额/国民可支配收入）情况（单位：亿元、%）

<sup>1</sup> 资料来源为中国人民银行发布的《中国金融稳定报告（2019）》，暂无截至 2019 年底的最新数据。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

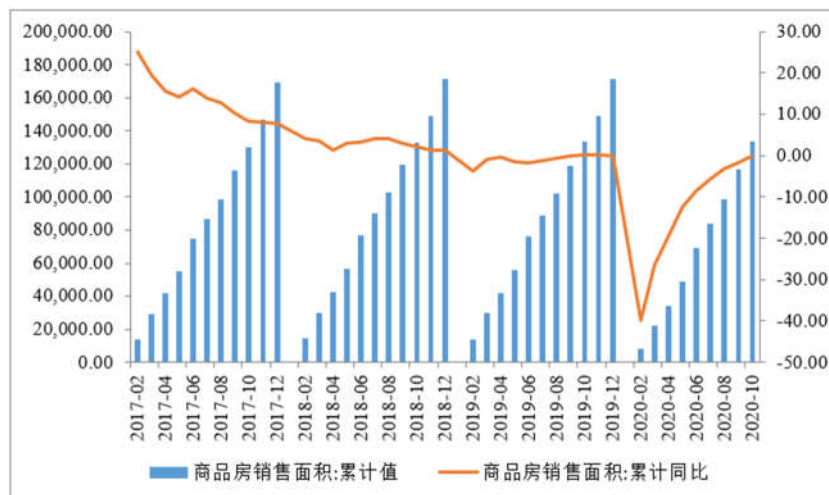
房地产行业受政策影响较大，随着中央政府严格执行房地产调控政策，预期未来中央政府会继续严控居民债务杠杆。

(2) 市场需求：区域分化显著，销售面积预计将平稳下行

从目前销售数据来看，房地产市场仍具有较强韧性，住宅类产品的去化明显优于其他类型；从购房预期来看，房地产开发商的一致行为以及二手房市场的走弱，未来房地产商品房销售大概率走低；从城市能级来看，一线城市未来更加倚重政策性住房及城市更新，商品房市场有望保持稳定，二线城市预计将逐步从需求端打开限购或通过人才引入的方式变相打开商品房市场，三四线城市受棚改退坡、城市群崛起以及城市独立周期效应的影响，预计未来会稳中有落。

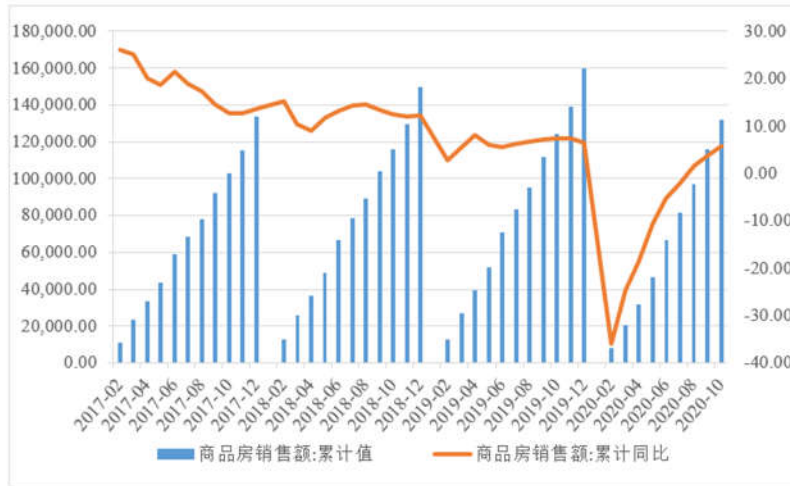
从2020年销售表现来看，2020年三季度以来市场热度余温犹存，地产企业积极推盘，销售规模持续增长。2020年1-10月，全国商品房销售面积为133293.80万平方米，较去年同期基本持平。2020年1-10月，全国商品房销售额为131665.09亿元，同比增长5.80%；其中8-10月单月销售金额同比增速分别为27.10%、16.05%和23.92%。

图 13 商品房销售面积同比变化情况 (单位: 亿元、%)



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 14 商品房销售额同比变化情况 (单位: 亿元、%)



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

从城市能级来看，2020年1-11月，一线城市商品房成交面积<sup>2</sup>为3333.25万平方米，同比增长9.40%；二线城市商品房成交面积为6987.73万平方米，同比下降10.81%；三线城市商品房销售面积为5078.26万平方米，同比下降3.33%。二三季度，受益于各地政府组织有力，复工迅速，需求得以释放，以浙江为首的长三角都市圈区域市场火热，“量价齐升”，部分地区出现“万人摇号”等现象，房地产市场景气度高。8月以来，随着各地政策持续加码，购房者置业情绪更加理性，市场逐步趋于平稳；一线城市因疫情小幅回弹，管控周期相对较长，三季度需求得以释放，9月商品房销售面积累计同比首次转正。10月以来，除一线城市商品房销售面积同比微涨，二线及三四线城市商品房成交量均有不同程度的下跌，房地产市场进一步降温。

#### A、一线城市：

已基本进入存量和城市更新时代，同时随着保障性住房/租赁住房/共有产权房的逐步入市，未来商品房成交面积占比较小，预计价格略有回升，销售面积基本保持稳定/略有上涨。

#### B、二线城市：

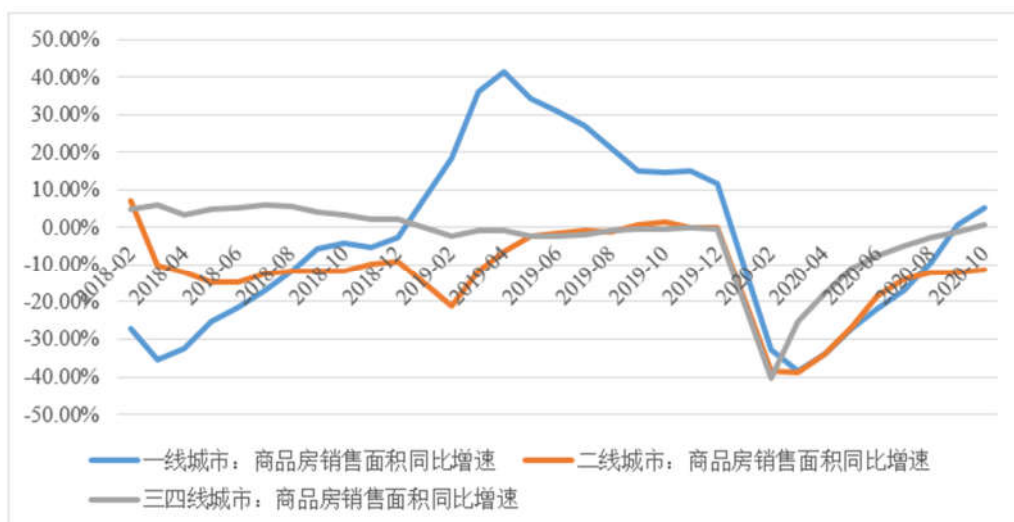
受益于大都市圈、新型城镇化以及人才吸引放宽落户限制等合理需求引导，未来商品房成交面积将有所提升，价格预计略有上涨。

#### C、三四线城市：

从销售面积来看，部分三四线经历上一轮去库存周期，供需结构有所改善，同时棚改货币化力度的减弱使得三四线购买力有所下滑；但一城一策的城市周期独立性以及城市群红利的释放提振了城市群中强三四线的需求，预计整体销售面积保持稳中有降。从销售单价来看，销售价格将逐步回落。

图 15 2020 年 1-10 月分城市能级商品房销售面积同比增速情况（单位：%）

<sup>2</sup> 为全国 30 大中城市中一线城市商品房成交面积数据。

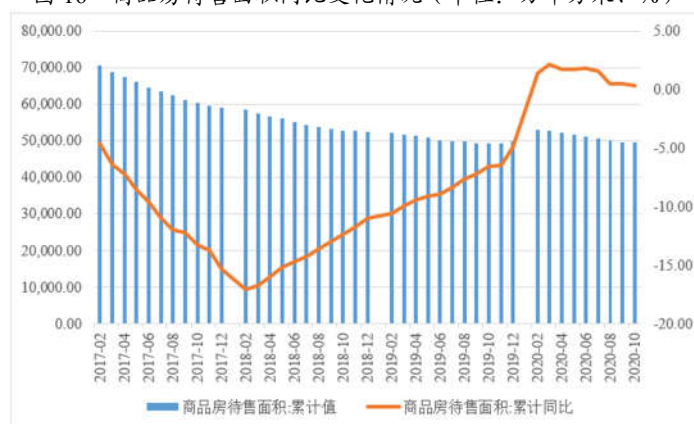


注：一线和二线城市数据用 Wind 30 大中城市数据中的一线、二线城市商品房成交面积模拟代替，三四线城市数据用全国商品房销售面积数据扣减 30 大中城市中的一二线城市数据进行模拟代替。

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

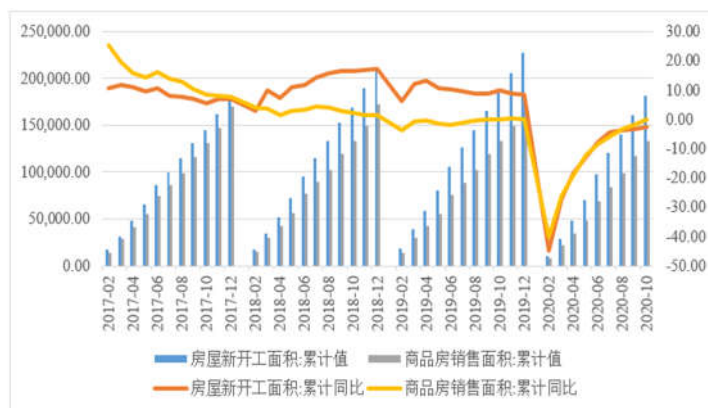
从库存指标来看，截至 2020 年 10 月底，商品房竣工待售面积 49492.00 万平方米，同比增长 0.30%；整体看，已竣工库存年初以来有所反弹，三季度后环比持续下行。新开工方面，2020 年 1—10 月，全国商品房新开工面积 180718.42 万平方米，同比下降 2.60%；其中，8—10 月单月新开工面积同比分别增长 2.41%、下降 1.95%和增长 3.52%，疫情期间挤压的新开工需求持续释放，9 月有所放缓，受前期拿地规模增加以及开发资金到位等因素共同影响，10 月单月新开工面积同比有所增长。考虑到地产库存相对高位，叠加“三道红线”新规试点，推动房企加速回款，供应量或将持续加大。伴随整体政策环境收紧，热点城市调控升级，购房者入市节奏有所放缓，预计需求端销售面积将有所下降，销售金额在价格提振下则保持一定增长。

图 16 商品房待售面积同比变化情况（单位：万平方米、%）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 17 商品房销售额同比变化情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

#### 4. 房企信用表现和基本面

2020年，信用水平下滑的房企数量有所增加。“三道红线”对房企规模增速的严格管控将使竞争格局趋于稳定，债务负担合理的大型房企优势更加显著，中小房企“弯道超车”的机会减少，问题房企信用风险加速暴露。2021年房企境内债和海外债均面临偿债高峰，部分偿债规模较大的房企各类杠杆提升空间均较为有限，再融资压力较大；中小型房企在行业需求端下行和融资收紧的环境下，由于经营韧性相对不足，整体信用风险有所提升。

(1) 2020年房地产发债企业信用表现：信用水平下滑的房企数量增加

##### ①房地产行业信用级别的调整情况

截至2020年11月底，2020年房地产行业发行主体涉及上调级别/展望的企业共18家。其中，按照级别划分，调整至AAA的房企共12家，调整至AA+的房企共5家，调整展望至“正面”的房企1家，具体情况如下表所示；下调级别/展望的房企共7家，分别为上海新黄浦实业集团股份有限公司（以下简称“上海新黄浦”）、天津市房地产信托集团有限公司（以下简称“天津房信”）、泰禾集团股份有限公司（以下简称“泰禾集团”）、亿达发展有限公司（以下简称“亿达发展”）、重庆爱普地产（集团）有限公司、新华联控股有限公司（以下简称“新华联控股”）和福建福晟集团有限公司（以下简称“福建福晟”）。

表3 2020年1-11月房地产企业主体评级上调级别/展望调整情况

评级机构	企业名称	评级调整日期	最新主体评级	评级展望	上次评级日期	上次评级	上次展望
中诚信	招商局积余产业运营服务股份有限公司	2020-10-20	AA+	稳定	2020-06-12	AA	稳定
	阳光城集团股份有限公司	2020-06-23	AA+	正面	2019-06-13	AA+	稳定
	深圳市赛格集团有限公司	2020-03-11	AA+	稳定	2015-07-30	AA	稳定
新世纪	浙江中国小商品城集团股份有限公司	2020-06-29	AAA	稳定	2019-10-09	AA+	稳定
	苏州新建元控股集团有限公司	2020-06-18	AAA	稳定	2019-04-28	AA+	稳定
	上海新长宁（集团）有限公司	2020-05-07	AAA	稳定	2019-06-20	AA+	稳定
	上海外滩投资开发（集团）有限公司	2020-05-29	AAA	稳定	2019-07-26	AA+	稳定
	北京北辰实业股份有限公司	2020-06-19	AAA	稳定	2019-12-31	AA+	稳定
鹏元	祥源控股集团有限责任公司	2020-06-09	AA+	稳定	2019-06-27	AA	稳定
联合资信	金科地产集团股份有限公司	2020-05-19	AAA	稳定	2019-06-10	AA+	稳定
	杭州滨江房产集团股份有限公司	2020-06-12	AAA	稳定	2020-02-28	AA+	稳定
	北京北辰实业股份有限公司	2020-06-23	AAA	稳定	2019-06-19	AA+	稳定

联合评级	美的置业集团有限公司	2020-05-27	AAA	稳定	2019-06-20	AA+	稳定
	金科地产集团股份有限公司	2020-05-15	AAA	稳定	2019-05-21	AA+	稳定
	杭州滨江房产集团股份有限公司	2020-06-12	AAA	稳定	2019-06-11	AA+	稳定
	北京兆泰集团股份有限公司	2020-05-28	AA+	稳定	2019-06-21	AA	稳定
	北京北辰实业股份有限公司	2020-06-16	AAA	稳定	2019-05-15	AA+	稳定
东方金诚	中国电建地产集团有限公司	2020-06-24	AAA	稳定	2019-07-31	AA+	稳定
	俊发集团有限公司	2020-06-17	AA+	稳定	2019-06-26	AA	稳定
大公	阳光城集团股份有限公司	2020-01-03	AAA	稳定	2019-05-14	AA+	稳定
	祥源控股集团有限责任公司	2020-08-28	AA+	稳定	2019-06-25	AA	稳定
	四川蓝光发展股份有限公司	2020-03-11	AAA	稳定	2019-04-25	AA+	稳定
	荣盛房地产发展股份有限公司	2020-04-26	AAA	稳定	2019-05-31	AA+	稳定
	金科地产集团股份有限公司	2020-05-18	AAA	稳定	2019-05-23	AA+	稳定
	建业住宅集团（中国）有限公司	2020-06-29	AA+	稳定	2019-06-25	AA	稳定

资料来源：联合资信根据Wind整理

## ②风险企业梳理

2020年以来，信用水平下滑的房企数量有所增加，级别下调至C的违约房企达4家。除行业下行压力大外，高杠杆、融资困难、经营能力弱等都是上述企业普遍存在的问题。

**上海新黄浦：**2017年以来公司第二大股东变动频繁，且其持股比例与第一大股东接近，公司董事、高管多次变动，公司内部分歧、治理结构变化及内部控制问题对公司经营带来的影响较大，关联方疑似占用上市公司资金，大额预付款项面临无法回收的风险。2020年，上海新黄浦级别由AA逐步下滑至A-，展望调整为“负面”。

**天津房信：**作为天津市房地产集团有限公司（以下简称“天房集团”）的全资子公司，所发行债券由天房集团提供担保。近年来天房集团深陷债务危机，2020年天津房信信用债违约，级别下调至C。

**泰禾集团：**公司过去几年扩张较激进，房地产项目中去化难度较大的高端住宅和商业项目占比较高，在行业下行和融资环境趋紧的背景下，销售业绩下滑，近年来流动性持续紧张，信用债集中偿付压力大，2020年多笔信用债违约，级别下调至C。

**亿达发展：**实际控制人中国民生投资股份有限公司（以下简称“中民投”）财务状况变化和控股股东亿达中国控股有限公司美元优先票据违约事件，均触发公司部分贷款加速清偿条款，而若干银行和金融机构表示在中民投财务状况解决之前暂停给予公司新增授信，影响公司经营及融资。2020年，亿达发展级别由AA逐步下滑至A，展望保持“负面”。

**新华联控股：**公司是以文旅地产、氟硅化工、有色金属、石油贸易为主营业务的多元化企业集团，对外投资规模较大但近年来投资效益不佳，文旅项目对公司资金占用较大。公司销售业绩下滑，流动性紧张，再融资受限，自身及子公司均面临债券集中偿付压力，2020年信用债违约，级别下调至C。

**福建福晟：**公司主要从事房地产开发、建筑施工和批发贸易业务，近年来拿地策略较为激进，财务杠杆高，旧改项目开发周期较长，融资渠道中非标融资占比大，随着融资环境收紧，公司面临营运资金缺口和债务集中偿付压力，2020年公司信用债违约，级别下调至C。

### （2）偿债压力：2021年房地产信用债偿债高峰，信用风险将加速暴露

“三道红线”的出台进一步加剧了房企在融资端的分化，房企融资监管更加规则化、透明化。通过联合资信对房地产行业内存续发债企业“三道红线”表现情况的测算（具体见《后

疫情时代融资新规下，房企融资难度升级——2020年房地产行业运行三季报》），资产规模千亿以上大型房企虽整体债务负担较重，但回款能力较强、现金类资产较充裕，短期偿债能力较强；资产规模500~1000亿元的中型房企内部分化较大，不仅整体债务负担较重，短期偿债压力也较大；资产规模500亿元以下的房企整体债务负担较低，“三道红线”达标率最好，但该类房企由于规模较小，融资能力相对较弱，且现金短期债务比大多处于压线水平，在行业下行环境中同样面临流动性风险。

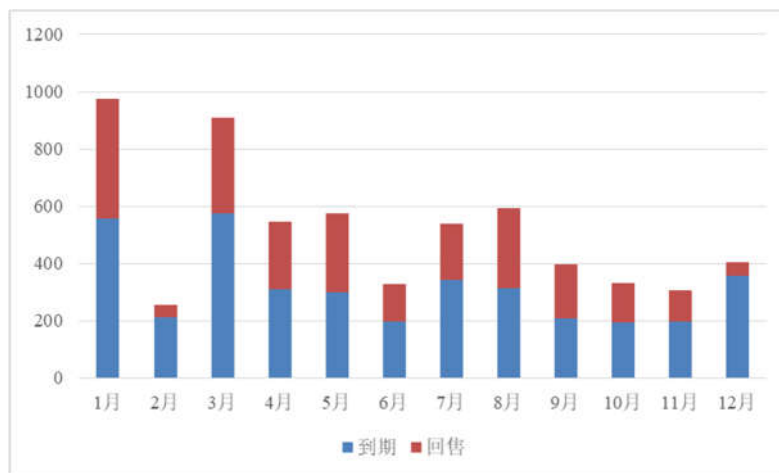
表4 房地产行业内存续发债企业“三道红线”表现情况

房企资产规模	剔除预收账款的资产负债率	净负债率	现金短期债务比
1000亿元以上	达标率较低	达标率一般	达标率较高，指标大多较高
500~1000亿元	达标率一般	达标率一般	达标率一般，指标波动较大
500亿元以下	达标率较高	达标率较高	达标率较高，指标大多压线

资料来源：联合资信测算整理

从信用债集中偿付压力来看，2021年房企境内到期及回售债券合计6162.91亿元，其中回售金额2403.69亿元，1月份及3月份集中偿付压力较大。境内债到期及回售规模较大的房企主要有富力地产、华夏幸福、金地集团、重庆龙湖、融创房地产、保利发展、中海企发、恒大地产等，上述房企2021年到期及回售境内债规模均在150亿元以上。

图18 2021年房企境内债券到期及回售情况（单位：亿元）

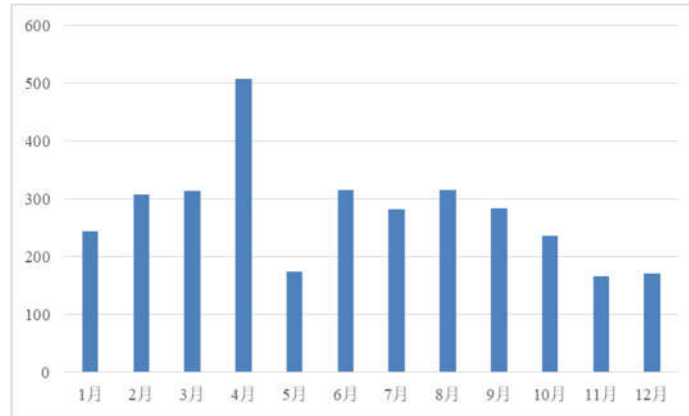


资料来源：Wind，联合资信整理

海外债方面，2021年内房企海外债券到期规模折合人民币约3320亿元，其中4月份集中偿付压力较大。海外债到期规模较大的房企主要有佳兆业、富力地产、恒大集团、华夏幸福、正荣地产、绿地控股、新城控股等，上述房企2021年到期海外债折合人民币规模均在百亿以上。

图19 2021年内房企海外债券到期情况（单位：人民币亿元）





资料来源: Wind, 联合资信整理

综合来看, 2021年信用债偿付压力较大的民营房企如下表所示, 其中部分房企“三道红线”均未达标, 面临一定的再融资压力。

表5 2021年信用债到期及回售规模较大的民营房企

房企简称	境内债到期及回售规模 (亿元)	海外债到期规模 (折合人民币亿元)	剔除预收账款的资产负债率 (%)	净负债率 (%)	现金短期债务比 (倍)
华夏幸福	277.30	109.22	76.48	190.43	0.37
富力地产	222.32	111.19	78.56	179.73	0.46
融创集团	166.15	58.40	79.80	99.64	0.80
恒大地产	150.00	109.43	80.68	121.28	0.36
阳光集团	100.17	73.91	78.76	114.36	1.27
宝龙集团	97.09	49.05	66.47	55.75	1.39
新城控股	85.65	100.07	77.69	42.54	1.84
蓝光发展	78.91	35.97	70.58	97.64	0.72
融信集团	76.35	94.51	65.26	44.28	1.44
旭辉集团	75.75	34.87	69.97	24.33	4.49

注: 部分房企境内债及海外债非同一家发行主体, 此处将同一集团下发行主体的债券合并计算; “三道红线”指标根据境内发债主体最新披露数据计算

资料来源: Wind, 联合资信整理

除关注债券到期规模较大的民营房企以外, 中小型房企在行业下行趋势中的信用风险也值得关注。随着房企生存的二八定律越发明显 (即 20%的房企掌握着 80%的资源), 中小型房企的融资渠道相对有限、融资成本较高。此外, 中小型房企的优质项目储备和持有型物业规模较小, 一旦面临流动性压力, 通过处置资产补充现金流的腾挪空间较小, 经营韧性相对不足。剔除央企、地方国企以及由主体级别更高的集团公司提供担保的民营房企, 2021年面临境内债到期/回售的中小型房企中, 到期及回售规模较大的如下表所示。

表6 部分中小型房企2021年债券到期/回售情况

房企简称	境内债到期及回售规模 (亿元)	海外债到期规模 (折合人民币亿元)	剔除预收账款的资产负债率 (%)	净负债率 (%)	现金短期债务比 (倍)
石榴置业	43.84	--	69.77	121.73	1.54
重庆华宇	35.20	--	59.47	72.71	1.19
番禺海怡	31.24	--	59.63	50.27	2.96

协信远创	30.73	--	77.03	187.80	0.16
福星科技	28.25	--	66.13	71.49	0.56
鸿坤伟业	24.89	--	69.92	95.14	0.44
景瑞地产	15.00	--	65.91	-14.57	4.54
中庚置业	14.00	--	69.88	146.83	0.27
宏光正商	13.00	--	44.93	13.76	0.60
鑫苑置业	11.89	39.24	73.75	108.16	1.08
美好置业	10.00	--	62.53	85.61	0.50
汕头花园	10.00	--	78.72	162.38	0.38
宋都基业	10.00	--	77.72	44.48	3.17
当代节能	9.98	19.62	78.19	3.24	3.07

注：部分房企境内债及海外债非同一发行主体，此处将同一集团下发行主体的债券合并计算；“三道红线”指标根据境内发债主体最新披露数据计算

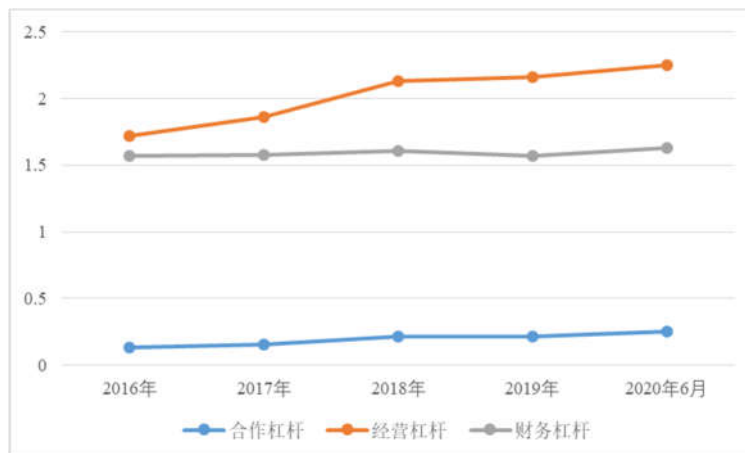
资料来源：Wind，联合资信整理

在“三道红线”限制以及偿债压力下，债务负担较重的房企将面临杠杆调整期，减少拿地将成为降杠杆的必然途径，股权合作和资产处置也将显著增加。土地储备优质、拿地方式多元、核心可变现资产充裕的房企经营韧性较强，平稳度过调整期的概率较高，但由于调整期内拿地的减少，面临掉队风险；对于不具备上述特质的经营韧性较差的房企，调整期内信用风险暴露的概率较大。此外，债务负担较重的房企粉饰财务报表的可能性加大，对于房企财务报表可信度的判断需加强。

### （3）杠杆水平：合作杠杆仍有提升空间，但该提升是否能达成受限于项目质量

在融资趋紧的背景下，具有加杠杆空间的房企更加符合政府调控导向，该类房企相对于其他房企会有相对宽松的再融资空间；同时，该类房企在行业加速整合的大背景下，有一定余力享受兼并重组红利。我们将房企所使用的杠杆分类为合作杠杆（通过少数股东权益/归属于母公司所有者权益衡量）、经营杠杆（通过无息负债/归属于母公司所有者权益衡量）和财务杠杆（通过有息负债/归属于母公司所有者权益衡量）。近年来，发债房企的财务杠杆中位数保持平稳，经营杠杆快速提升，合作杠杆持续上升但仍有较大上行空间。

图 20 发债房企各类杠杆中位数变化情况



资料来源：Wind，联合资信整理

“三道红线”主要对财务杠杆形成严格限制，调整经营杠杆所需的时间相对较长，因此，

在偿债压力下，合作杠杆的重要性更加凸显。上文我们关注的2021年面临一定债券集中兑付压力的房企中，剔除“三道红线”均达标的财务杠杆较低的房企，我们进一步考察剩余房企的杠杆提升空间，如下表所示。与全行业发债房企中位数相比，中小型房企的合作杠杆大多仍有一定的提升空间，但该提升是否能够达成将受限于中小型房企项目储备的质量。偿债压力较集中的大型房企中，富力地产合作杠杆低于样本企业1/4位数、提升空间较大，且其经营杠杆仍有一定提升空间。

表7 部分房企杠杆情况及提升空间

房企简称	合作杠杆	经营杠杆	财务杠杆	杠杆提升空间
华夏幸福	0.70	4.08	4.29	--
富力地产	0.03	2.01	2.47	合作杠杆提升空间较大 经营杠杆有一定提升空间
融创集团	0.31	4.92	2.47	--
恒大地产	0.35	3.21	2.94	--
阳光集团	4.03	14.26	10.35	--
新城控股	0.66	9.62	2.17	--
蓝光发展	1.22	5.58	3.79	--
石榴置业	0.15	3.13	1.89	合作杠杆有一定提升空间
协信远创	0.19	2.44	2.45	合作杠杆有一定提升空间
福星科技	0.10	2.16	1.26	合作杠杆有一定提升空间 经营杠杆有一定提升空间
鸿坤伟业	0.15	2.92	1.51	合作杠杆有一定提升空间
中庚置业	0.08	1.47	1.66	合作杠杆有一定提升空间 经营杠杆有一定提升空间
宏光正商	0.00	1.55	0.38	合作杠杆提升空间较大 经营杠杆有一定提升空间 财务杠杆提升空间较大
鑫苑置业	0.06	3.72	1.86	合作杠杆提升空间较大
美好置业	0.01	1.81	1.11	合作杠杆提升空间较大 经营杠杆有一定提升空间
汕头花园	0.34	3.85	2.43	--
宋都基业	0.21	5.89	1.61	合作杠杆有一定提升空间
当代节能	0.14	4.79	1.24	合作杠杆有一定提升空间

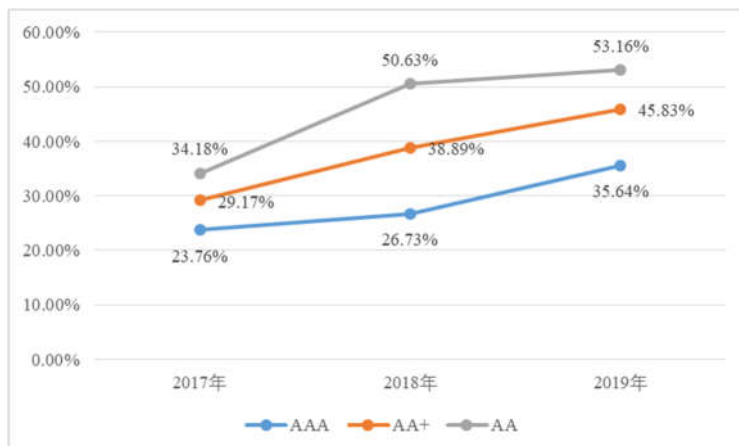
注：杠杆数据根据各房企2020年半年报计算；低于样本企业（发债房企）中位数但高于1/4位数，则该杠杆有一定提升空间；低于样本企业1/4位数，则该杠杆提升空间较大

资料来源：Wind，联合资信整理

#### （4）房企分化：AA级别房企受融资收紧影响显著，整体短期偿债压力较大

现金流方面，2017—2019年，有存续债的样本房企中，筹资活动现金流净流出的房企数量逐年增加，分别为72家、95家和111家。2018年以来随着房地产融资政策趋紧，不同主体信用级别的房企中筹资活动现金流净流出的数量均持续增加，且主体信用级别越低受到的影响越显著。

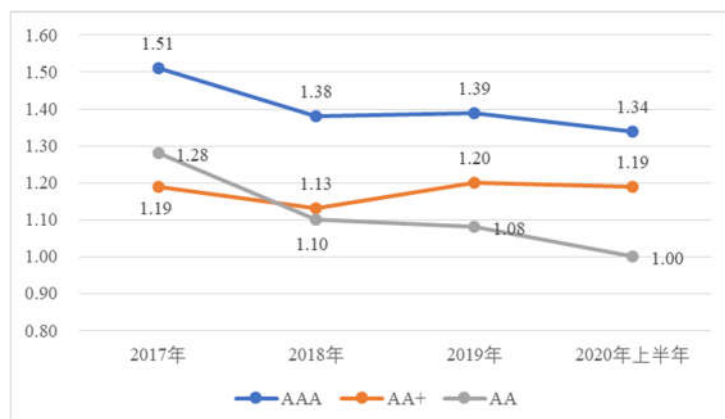
图21 不同主体信用级别的发债房企筹资活动现金流净流出企业占比情况



资料来源：Wind，联合资信整理

短期偿债能力方面，2019年以来，AA级别房企现金短期债务比中位数下降较为显著，截至2020年6月底已下降至1.00倍，该级别房企整体短期偿债压力较大。横向对比来看，2020年6月底各信用级别房企短期偿债能力均有所下降；纵向来看，短期偿债能力对比结果与信用等级相匹配。

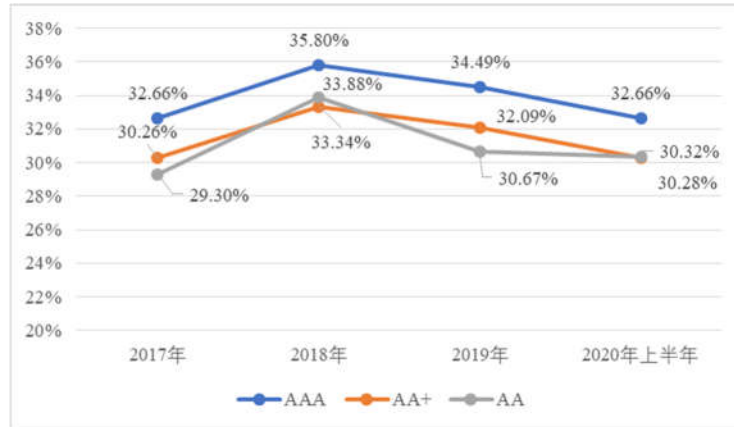
图 22 不同主体信用级别的发债房企现金短期债务比中位数情况



资料来源：Wind，联合资信整理

盈利能力方面，2019年以来，不同主体信用级别的房企毛利率中位数均呈下降态势，但与2017年相比，仍属于一般波动范围。AAA房企在结转项目毛利率上有一定优势，AA+和AA房企毛利率差异不显著。

图 23 不同主体信用级别的发债房企毛利率中位数情况



资料来源：Wind，联合资信整理

## 二、房地产行业信用风险展望——整体稳定、内部分化

### 1. 从供需两端来看，房地产行业面临下行压力

供给方面，2020年下半年国内疫情得到控制后，房地产库存去化周期仍无明显改善且处于近五年来高位，行业整体性供给过剩，房地产开发投资增速预计将持续下滑。需求方面，我国住户部门杠杆率已显著高于新兴市场经济体平均水平、甚至已高于日本、德国等部分发达国家水平，居民债务收入比持续走高，加之人口状况，需求端长期来看增长乏力，短期内仍有一定韧性，销售面积预计将平稳下行，在城镇化进程推进下，区域分化持续加大。

### 2. 从政策端来看，中央保持“房住不炒”定力，各项融资调控政策推动房企调整杠杆

中央始终坚持“房住不炒”总基调并将其列入“十四五”规划，2021年房地产行业政策预计将保持稳定。融资政策作为影响房地产行业短期走势的关键因素，通过“三道红线”的试点、银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的建立，已传达出明确的收紧信号。境内信用债和海外债的规模管控预计仍将持续，非标融资预计将进一步压缩，银行开发贷受集中度管控影响预计将持平或小幅下降，促使房企高周转加速回款以及进行股权融资，增加经营杠杆和合作杠杆的使用。“三道红线”和银行房地产贷款集中度管控均设置了过渡期，意在推动财务杠杆较高的房企尽量平稳落地，避免在行业下行周期发生系统性风险。

### 3. 从企业端来看，“规模为王”向“资金为王”转变，调整期内部分房企面临生存压力

在行业竞争从增量转向存量，房企竞争持续深化的背景下，资源向国企和财务杠杆较低的头部房企集中。与大型房企相比，中小房企在新增拿地和融资成本方面相对弱势，随着行业利润率持续下降，行业加速洗牌，中小房企整体信用风险有所上升，尤其周转效率较低、运营能力较差、资产变现难度较大的中小房企。

此外，2021年房地产行业仍将面临境内债和海外债的偿债高峰，房企再融资压力较大。2020年信用债违约事件短期对债市形成明显冲击，加之股市资金涌入对债市的影响，后续债券市场投资信心的修复和投资意愿仍存在一定不确定性，需关注加杠杆空间较小、经营韧性较弱的房企面临的偿债压力。整体来看，目前房企的可动用资金规模普遍较为不足，面对行业发展趋势的转变、融资政策的调整，部分房企面临掉队风险，甚至面临生存空间的严峻

考验。

## 研究报告声明

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券市场资信评级业务资格。

联合资信在自身所知情范围内，与本研究报告中可能所涉及的证券或证券发行方不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险，联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本研究报告版权为联合资信所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。