

行业展望

2023 年 3 月

中诚信国际 房地产行业 中国房地产行业展望，2023 年 3 月

目录

摘要	1
分析思路	2
行业基本面	2
样本企业表现	9
流动性评估及加压测试	13
结论	15
附表	16

联络人

作者

企业评级部

蒋 腾 0755-82969261
tjiang@ccxi.com.cn

白 茹 010-66428877
rbai@ccxi.com.cn

王钰莹 010-66428877
yywang@ccxi.com.cn

吴艳名 010-66428877
ymwu@ccxi.com.cn

彭俊贤 0755-82969261
jxpeng@ccxi.com.cn

其他联络人

王雅方 010-66428877
yfwang@ccxi.com.cn

龚天璇 010-66428877
txgong@ccxi.com.cn

2022 年房地产销售规模明显下滑、土地投资及新开工低迷、行业信用风险充分暴露，竞争格局发生显著变化。未来行业内企业信用水平进一步恶化、信用风险进一步蔓延的可能性较低，随着支持政策的持续发力和显效，行业基本面将持续修复。

中国房地产行业的展望为负面改善，中诚信国际认为，房地产行业未来 12~18 个月总体信用质量较上一年的“负面”状态有所改善，但尚未达到稳定的水平。

- 2022 年在多重外部不利因素冲击下，行业销售规模显著收缩、行业竞争格局发生改变；虽然人口红利消减、资产和收入预期走弱以及城镇化进程放缓等因素干扰行业修复进程，但在多重房地产政策支持下，目前行业销售已进入底部修复阶段。
- 在销售及回款下滑等不利因素影响下，2022 年行业开发规模与土地投资探底，目前国有背景开发商已成为土地市场主要参与者，叠加行业利润空间收窄，房地产行业投资活动有望回归理性。
- 2022 年以来融资环境持续向好，“三箭齐发”政策助力民营房企陆续恢复再融资，房地产提振政策对重塑市场信心起到积极作用，行业融资环境得到改善。
- 行业信用风险出清已进入尾声，行业内企业信用质量进一步恶化的可能性较小。样本企业销售业绩同比大幅下降，不同企业性质间分化较为明显，国央企普遍能保持较强的规模优势，但受行业利润空间收窄、销售下滑以及净偿还金额较大等因素影响，样本企业偿债能力有所弱化。
- 在三种压力测试场景下，不同企业性质的房地产企业流动性状况呈现显著分化态势。其中央企样本流动性状况普遍较好，地方国企样本流动性表现尚可，无论在何种压力场景下，大部分民企样本均面临较大的流动性问题。我们认为，行业信用风险已逐步出清，信用风险蔓延并引发新一轮流动性危机的可能性很小。



一、 分析思路

2016 年底以来在“房住不炒”政策基调下，房地产调控政策整体趋严，房地产行业发展速度放缓；随着房地产融资端政策的进一步收紧，2021 年下半年以来规模房企流动性危机接连发生，信用风险事件频发，房地产需求疲软，整体行业销售、土地投资、房地产开发及融资等环节均出现规模收缩的趋势，行业竞争格局亦发生改变。

本报告主要从房地产销售、土地投资、房地产开发、外部融资渠道以及政策变化几个方面分析行业整体基本面情况，在考虑样本房企的规模、盈利能力及经营效率、杠杆水平等指标表现的同时结合流动性压力测试结果总结当前房地产行业的基本信用状况并尝试判断行业未来 12~18 个月的信用趋势。

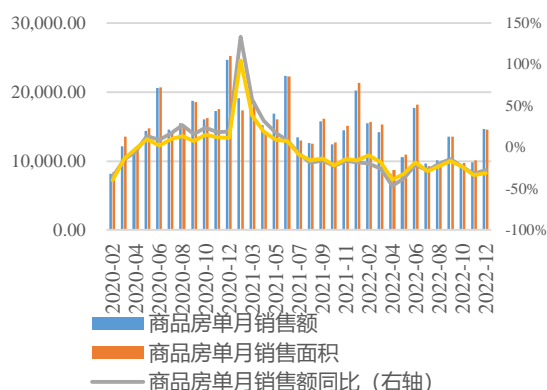
二、 行业基本面

2022 年在多重外部不利因素冲击下，行业销售规模显著收缩、行业竞争格局发生改变；虽然人口红利消减、资产和收入预期走弱以及城镇化进程放缓等因素干扰行业修复进程，但在多重房地产政策支持下，目前行业销售已进入底部修复阶段。

自 2021 年 7 月以来，受房地产企业信用风险发酵、需求疲软、疫情管控、停贷断贷事件等多重因素影响，单月商品房销售额同比增速已持续 17 个月呈下滑态势，2022 年全年全国实现 13.3 万亿元商品房销售额，同比大幅回落 26.7%。值得关注的是，2021 年四季度以来，主要监管部门出台了一系列政策支持房地产行业健康发展；随着各地调降首付比、优化房贷利率、取消限购限售等政策的落地，以及央行、银保监会多方位引导改善优质房企流动性，商品房销售金额降幅自 2022 年 8 月开始收窄。根据中指研究院发布的数据，2023 年 1~2 月，百强房企销售总额同比降幅已大幅收窄至 4.8%。

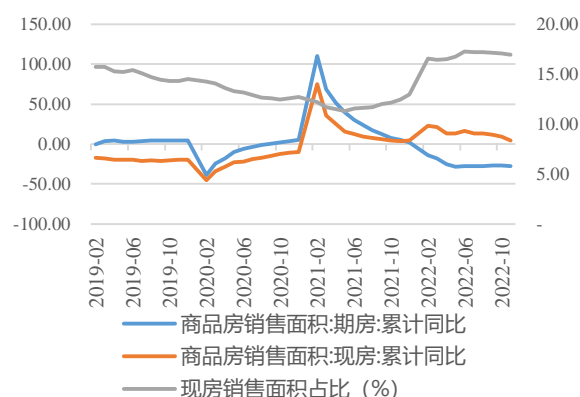
从需求变化来看，国家统计局数据显示，2008~2016 年，65 岁及以上人口占总体比例每年上升的幅度在 0.4%以内，至 2022 年该指标已上升至 14.9%。人口出生率持续走低和人口老龄化进程加快意味着未来刚性需求减弱。截至 2022 年末我国城镇化率上升至接近 65%，距离发达国家 70%~80%的城镇化率区间虽仍有一定空间，但边际提升速度将有所放缓，未来国内城镇化进程将明显放缓，纯刚需难以支撑房地产市场继续大规模扩容。从住房消费能力和意愿来看，虽然 2022 年底国内疫情防控政策发生较大转变，但新冠疫情或将阶段性影响居民劳动力，居民可支配收入恢复性增长仍需时间；此外，在房地产企业持续暴雷情况下，房屋交付及质量不确定，更加大了居民购房意愿恢复的难度。需求端的变化亦促使商品房销售结构发生转变。2022 年初，国内期、现房销售面积同比增速呈现明显剪刀差，年内剪刀差持续走阔。中诚信国际认为，在多重外部不利因素冲击下，2022 年房地产销售规模显著回落，目前行业销售处于修复阶段。

图 1：商品房单月销售表现（万平方米、亿元、%）



资料来源：同花顺、国家统计局，中诚信国际整理

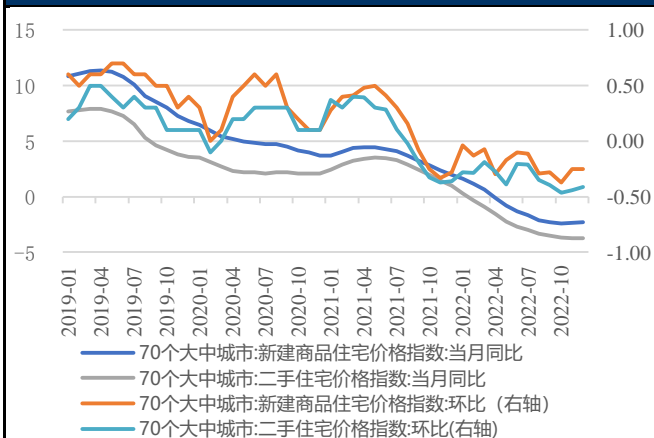
图 2：期房、现房销售面积累计同比（%）



资料来源：同花顺、国家统计局，中诚信国际整理

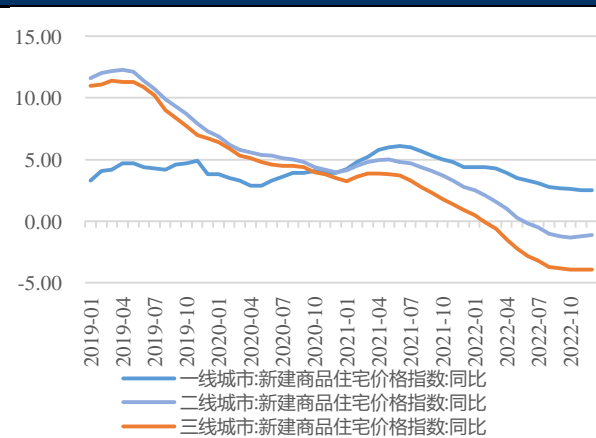
2016 年底以来在“房住不炒”政策基调下，房地产调控政策整体趋严，房地产销售价格呈增速放缓趋势。根据国家统计局数据显示，2017~2022 年 70 个大中城市新建商品住宅价格指数（以下简称“房价指数”）增速持续下行，从 2017 年 1 月的 10.69% 下降至 2021 年 12 月末的 1.98%；虽然房价指数增幅呈收敛态势，但房价上涨的预期仍能维持。然而，2022 年以来，除一线城市外，其余地区二手住宅和新建住宅房价指数先后进入下跌区间且跌幅持续扩大，资产保值增值预期被打破。分城市能级来看，一线城市得益于资源稀缺且需求相对充足，价格韧性较强，三年同比均保持增长态势，2022 年价格指数同比小幅上升，价格表现明显优于二三线城市。二三线城市房价指数虽然同比均在 2022 年进入下跌趋势，但三线城市价格由涨转跌早于二线城市，且跌幅更大，价格支撑力度最弱。从库存来看，2022 年受销售市场的疲软，商品房去化速度进一步放缓，商品房待售面积攀升至 5.6 亿平方米，同比增长 10.5%，为 2019 年以来高位。中诚信国际认为，房地产市场环境变化导致城市能级间分化加剧、库存水平上升的趋势或将延续；房地产调控政策基调、需求及市场修复将决定房价未来走势。

图 3：70 大中城市住宅价格指数环比及同比变化（%）



资料来源：同花顺、国家统计局，中诚信国际整理

图 4：不同能级城市新建商品住宅价格指数同比变（%）

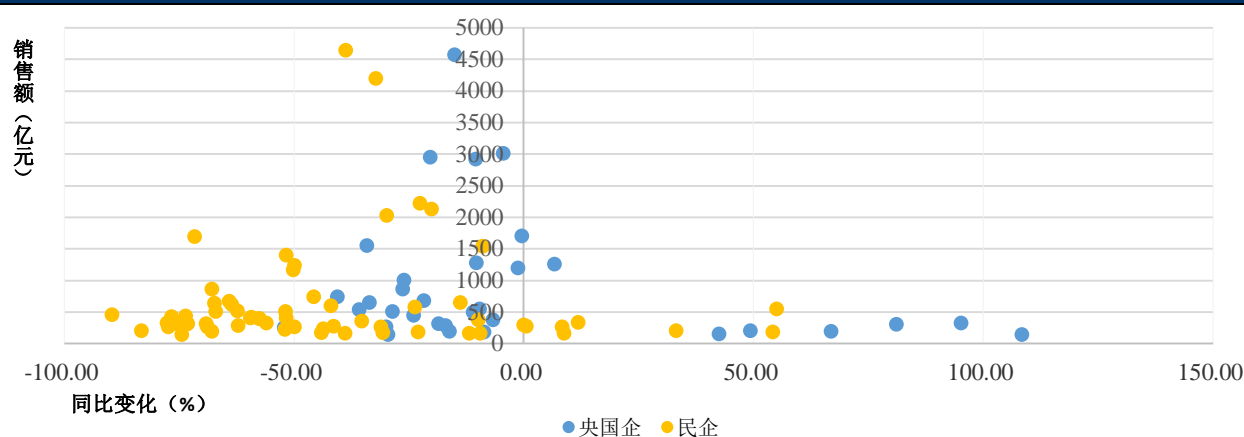


资料来源：同花顺、国家统计局，中诚信国际整理

此外，外部环境变化使得行业竞争格局亦发生改变。从百强房企销售集中度来看，在最近一

个房地产周期内¹，行业集中度呈倒“V”态势。2016~2020年，行业竞争加剧导致行业集中度快速上升，百强房企销售占房地产销售的比重从2016年的44%上升到2020年的63%；2021年下半年，在融资环境收紧叠加需求疲软等因素影响下，行业信用风险陆续暴露，头部民营房企陆续发生风险事件标志着行业内马太效应被打破，自此行业集中度开始下行，2022年百强房企销售集中度降至50%。此外，百强房企不同企业性质之间销售情况分化显著。根据克尔瑞数据，2022年百强房企中国央企全口径销售金额同比下降约15%，而民企全口径销售金额同比下降约52%。2022年6月以来，民营企业在现金流吃紧、供货不足等因素影响下，销售降幅持续走阔；而第三季度的停贷断贷事件进一步削弱非国有企业品牌认可度，导致在百强房企中，非国有房企降幅大于百强房企平均水平。相反，国有背景房企销售降幅好于百强房企平均水平，在外部环境不利冲击下更具竞争优势。中诚信国际认为，国有背景企业凭借其股东背景及便利的融资条件更具备竞争优势，以国有背景房企为主要参与者的竞争格局已逐步显现。

图 5：百强房企中国央企及民企全口径销售金额及同比情况（%）



资料来源：克尔瑞，中诚信国际整理

总体来看，受多重因素叠加影响，2022年房地产销售已降至近年来的谷底；虽然房地产行业修复受人口红利消减、资产和收入预期走弱以及城镇化进程放缓等因素干扰，但在房地产支持政策的支撑下，行业销售已进入修复阶段。

在销售及回款下滑等不利因素影响下，2022年行业开发规模与土地投资探底；目前国有背景开发商已成为土地市场主要参与者，外加行业利润空间收窄，房地产行业投资活动有望回归理性。

2022年以来，房地产销售市场持续低迷叠加信用风险事件频发，房企获现能力持续恶化，大部分房企不再采用过往债务推动型扩张模式，转而采取更为谨慎的开发及投资策略，整体土地投资及项目开发呈收缩态势；此外，房价指数回落导致未来项目盈利及去化存在不确定性，房企土地购置及土地投资意愿和能力均大幅下滑。

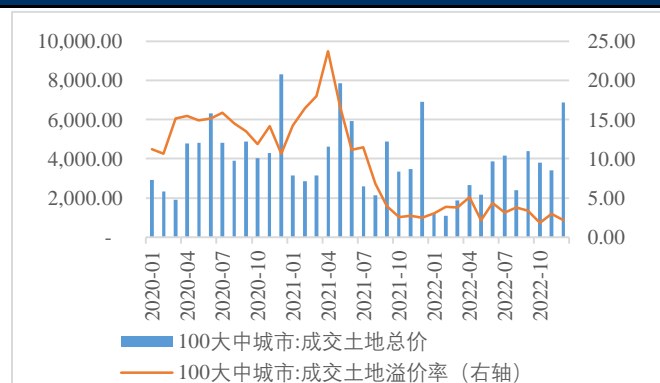
¹ 详见《中诚信国际特别评论 | 房地产行业周期回顾与市场展望-2023-01-10》

从各地集中供地²情况来看，2022 年集中供地更具灵活性和常态化特征；2022 年一改往年一年只有 3 次供地的特点，四季度无锡、苏州、南京、深圳、北京等多城完成第四、五批次集中供地，武汉完成第六次集中供地。从土地供应规模来看，根据中指研究院统计的数据，2022 年集中供地总量 1,688 宗土地，成交数量 1,506 宗，成交金额同比下降 21.39%至 17,762 亿元；由于 2022 年土地供应规模同比下降，当年流拍率仅为 10.27%。从百城土地成交情况来看，2022 年百城土地成交金额约 3.78 万亿元，为近 3 年最低值，较上年同比下降 26%，成交土地溢价率持续低位徘徊，全年平均溢价率由 10.84%降至 3.29%。

从拿地参与者来看，2022 年央企及地方国企仍为参与土地出让的主要参与者，对托底土地出让市场起到压舱石的作用；非国有企业在各批次集中供地中拿地占比均低于 20%。细分来看，在一批次、二批次集中供地中，央企拿地占比超过 40%。三批次至五批次集中供地中，地方国企拿地占比显著上升，均超过 50%。但部分参与拿地的地方国企并非房地产开发企业，开发经验和开发能力不足，拿地后开工意愿较弱。2022 年 9 月，财政部印发《关于加强“三公”经费管理严控一般性支出的通知》，随后第六批次集中供地中地方国企拿地占比明显下降。但总体来看，未来一段时间内土地市场主要参与者仍为央国企。

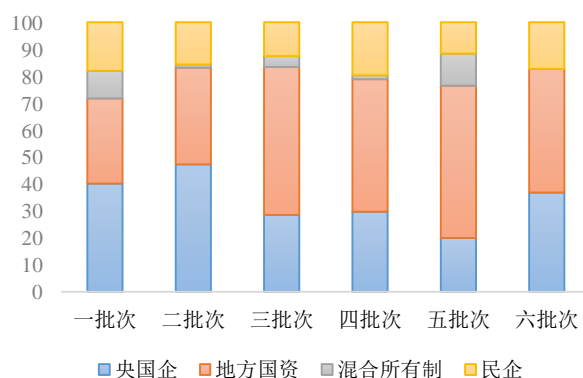
房地产开发建设方面，2022 年，受行业持续下行叠加疫情等不利因素影响，房地产行业投资活动减弱，2022 年全年房地产新开工面积及房地产开发投资金额分别同比下降约 39%和 10%，房地产开发投资额自 2020 年疫情爆发后首次出现同比下降并回落至近 5 年的低点。2023 年，随着行业信用风险出清进入尾声、房地产支持政策效果逐步显现，今年房地产投资活动有望触底回升。中诚信国际认为，虽然行业信用风险出清导致房地产行业规模回落，但行业洗牌亦使得国央企及经营稳健的房企脱颖而出，未来土地市场投资及房地产开发模式均有望实现理性回归。

图 6：百城土地成交额及成交土地溢价率（亿元、%）



资料来源：wind、国家统计局，中诚信国际整理

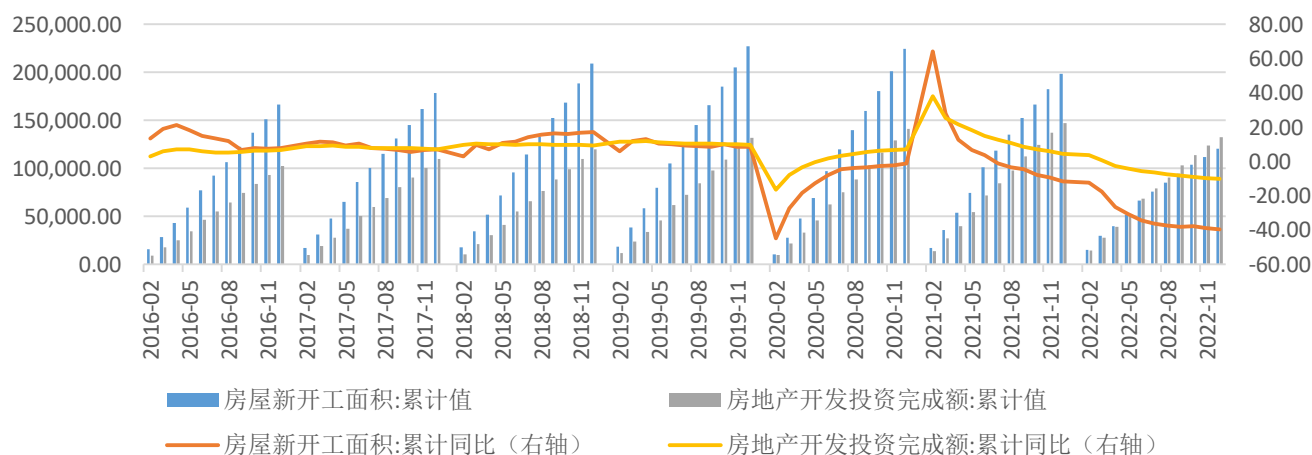
图 7：2022 年不同性质企业土地集中供应拿地占比（%）



资料来源：中指研究院，中诚信国际整理

² 2021 年 2 月以来，22 座重点城市实施住宅用地“集中供地”政策，要求相关城市每年住宅土地挂牌不得超过 3 次，住宅土地集中发布公告、集中组织出让。

图 8：近年房屋新开工面积及房地产开发投资情况（亿元、万平方米、%）



资料来源：同花顺、国家统计局，中诚信国际整理

2022 年以来融资环境持续向好，“三箭齐发”政策助力民营房企陆续恢复再融资，房地产提振政策对重塑市场信心起到积极作用，行业融资环境得到改善。

从融资端来看，2021 年四季度以来，在“房住不炒”政策基调下，主要监管部门出台了一系列政策引导金融机构满足房地产合理融资需求，近期已形成支持房企融资“三支箭”的格局，但行业复苏仍有待观察。银行信贷方面，2022 年 3 月国务院金融稳定发展委员会召开专题会议后，金融机构对房地产行业的信贷政策边际好转，8 月以来，国内贷款及个人按揭贷款累计金额降幅触底回升，降幅开始收窄。11 月 13 日，央行和银保监会联合发布了《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》（以下简称“16 条”）³，通知提出鼓励银行对房地产合理信贷投放，阶段性松绑包括贷款两集中在内的金融管理政策，放开信托渠道房地产投向限制等。随后银保监会、住建部、人民银行联合印发《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》，支持优质房地产企业合理使用预售监管资金，促进房地产业良性循环和健康发展。但是从绝对金额来看，2022 年全年国内开发贷及按揭贷款累计金额仅为 2020 年半年度水平。中诚信国际认为，有利的信贷政策环境下金融机构投放意愿有所增强，且随着销售逐步回暖，房地产投资活动将逐渐增加，并向市场释放更多的投放标的，今年开发贷及个人按揭贷款绝对金额有望回升。

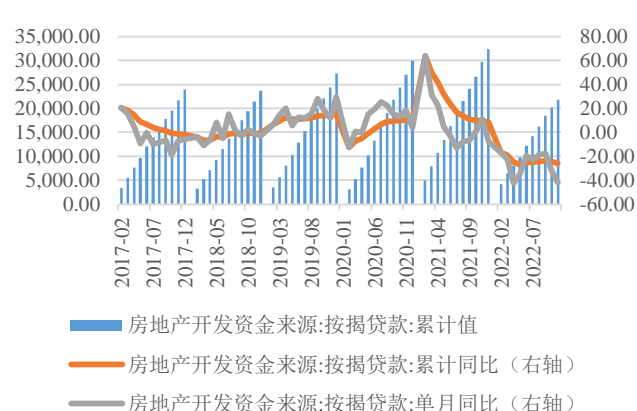
³ “16 条”涉及保持房地产融资平稳有序、积极做好“保交楼”金融服务、积极配合做好受困房地产企业风险处置、依法保障住房金融消费者合法权益、阶段性调整部分金融管理政策、加大住房租赁金融支持力度等 6 方面，共 16 条具体措施。

图 9：房地产开发资金来源：国内贷款情况（亿元、%）



资料来源：Wind，中诚信国际整理

图 10：房地产开发资金来源：按揭贷款情况（亿元、%）



资料来源：Wind、国家统计局，中诚信国际整理

债券市场方面，2022 年在融资收紧和销售回款下滑的双重打击下，房地产发债企业信用风险事件频发，非国有房地产企业已普遍出现流动性紧张状况，目前国有背景房企为发债市场的主要参与者。2022 年内有 69 家房地产发债企业境内外债券发生信用风险事件，发生信用风险事件数量为 2021 年的 2.71 倍。截至 2022 年末，流动性困难房地产企业涉及境内外信用债金额⁴占所有房企信用债比例为 43%，且绝大部分发生流动性危机房企为民营企业；民营房企涉及的信用债金额占所有民营房企信用债余额比例为 67%。在境内债券违约增多的同时，房企境外美元债违约事件也较频繁，公开信息显示，2022 年全年有 43 家房企约 369.79 亿美元（约 2,503.48 亿元人民币）境外债本息违约。值得关注的是，2022 年下半年以来部分出险房企成功推动整体债务重组，体现了债权人信心的回升，但当前出险房企境内外债务化解方案多处于前期探讨阶段，债务重组进度值得关注。房企境内外债券市场频发信用风险事件严重弱化投资者信心，2022 年全年，房企在境内债券⁵净融资规模为-526 亿元，其中民营房企净融资为-1,648.34 亿元；房企境外美元债到期规模大幅提升的同时，发行量大幅萎缩，净融资额呈现 339.91 亿美元净流出。与非国有企业公开市场再融资受阻相反，2022 年国有背景房企发债出现井喷（全年净流入 1,122 亿元），为 2017 年以来的峰值，绝大部分国资房企债券市场再融资渠道畅通。从债券到期情况来看，2023 年为未来 3 年房企债券到期（含回售）高峰（3,560 亿元），且上半年超过一半的债券面临到期（含回售）；全年到期（含回售）债券中有约一半为民营房企债券，在民营房企债券再融资尚未完全恢复的背景下，到期债券兑付仍然面临一定不确定性。

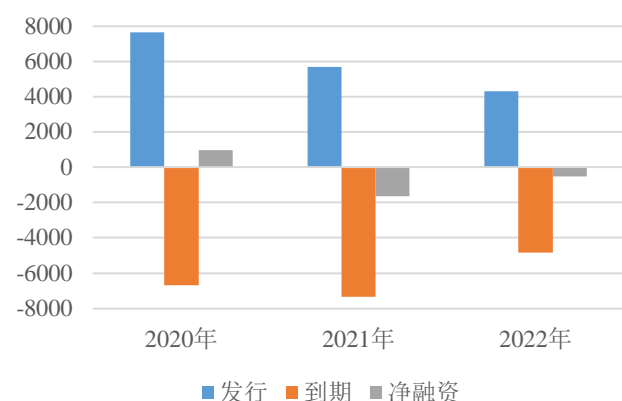
2022 年以来主要监管机构出台一系列支持政策支持房地产企业逐步恢复债券市场融资渠道。5 月，主要监管部门指导金融机构创设信用风险缓释凭证（CRMW）支持民营房企发债。8 月，在相关监管的指引下，中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增”）对民营房企

⁴ 流动性困难房地产企业涉及境内外信用债金额指目前已违约或已提出信用债展期或交换要约方案的房地产企业，发行的所有未到期信用债金额。

⁵ 包括房地产企业发行的中短期票据、PPN、企业债、公司债、资产支持证券、可转债、可交换债券；房地产企业为按中诚信国际行业分类标准一级行业分类为房地产的企业。

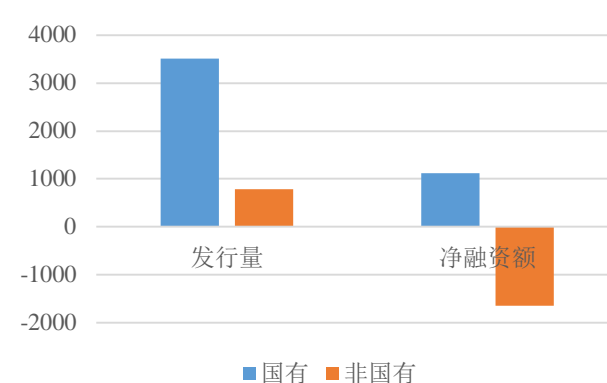
发行的中期票据提供“全额无条件不可撤销连带责任担保”。11月8日，在人民银行的支持和指导下，中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。目前来看，融资支持政策有助于提振市场信心，国企债券融资渠道恢复情况较好，其净融资金额已恢复至2018年的水平；然而民营房企债券投资信心修复仍需时间。

图 11：2020 年~2022 年房地产行业境内信用债融资情况（亿元）



资料来源：Wind，中诚信国际整理

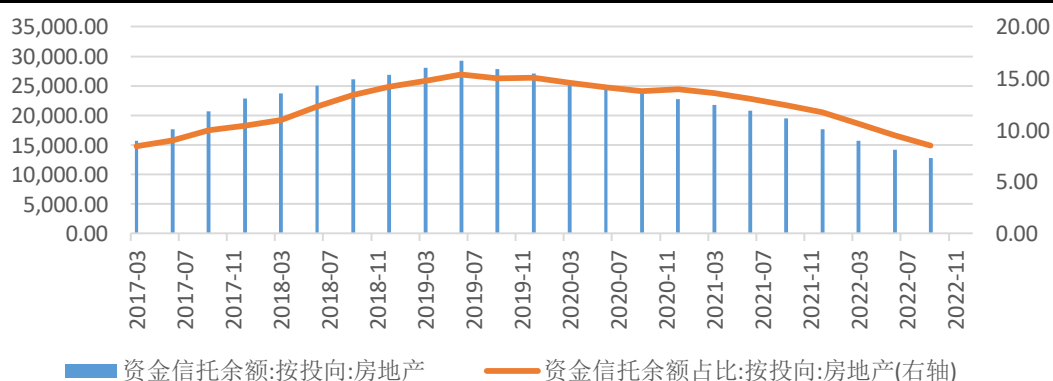
图 12：2022 年国有与非国有地产企业境内债券融资情况（亿元）



资料来源：Wind，中诚信国际整理

从信托融资来看，2022 年以来，房地产开发资金来源中国内贷款规模同比持续回落，至 8 月，跌幅已经达到 27.4%。与此同时，房地产信托及房企债券也呈持续净收缩状态。截至 2022 年 9 月末，房地产信托余额 12,807 亿元，较 2021 年末收缩 4,808 亿元。虽然“16 条”支持放开信托渠道房地产投向限制，但是考虑到房地产整体行业规模收缩叠加项目盈利空间收窄，土地投资及项目开发趋于谨慎，可匹配信托资金的房地产项目规模亦不断萎缩，预计投向房地产领域的资金信托余额仍将进一步下降。

图 13：投向房地产领域的资金信托余额（亿元、%）



资料来源：Wind、中国信托业协会，中诚信国际整理

第三支箭方面，11月28日，证监会决定恢复上市房企和涉房上市公司再融资⁶。值得关注的是，本次上市房企及涉房上市企业恢复股权融资渠道具有重要意义，且有助于改善上市房企资本结构；但考虑到股权融资审核流程相对复杂，融资后续落地情况仍有待关注。

中诚信国际认为，2021年四季度起行业政策逐步转向，并在接下来的1年多时间内在市场供需端和融资端多维度不断升级支持力度，充分体现了相关监管机构对维系房地产行业健康发展的决心。当前房地产行业政策环境进一步回暖，房企多重再融资渠道得到修复，充分体现了房地产支持政策对提振资本市场信心起到的积极作用，行业融资环境得到改善。

三、 样本企业表现

行业信用风险出清已进入尾声，行业内企业信用质量进一步恶化的可能性较小。样本企业销售业绩同比大幅下降，不同企业性质间分化较为明显，国央企普遍能保持较强的规模优势；但受行业利润空间收窄、销售下滑以及净偿还金额较大等因素影响，样本企业偿债能力有所弱化。

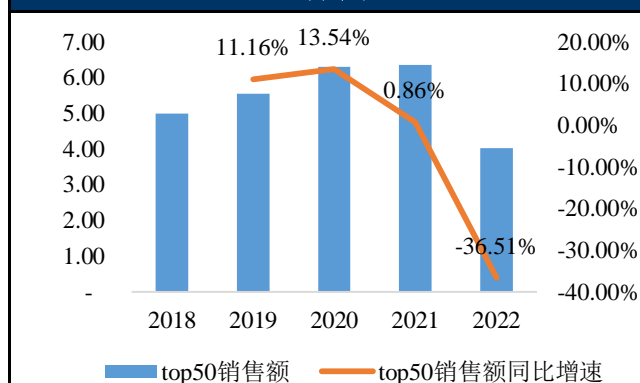
中诚信国际选取2022年销售规模排名行业Top50的房企作为样本⁷。总债务相关指标根据本报告后附公式统一计算，未做单独项目调整；历年权益口径销售金额采用克而瑞研究中心统计数据。2022年样本企业权益口径签约销售额合计占全国商品房销售额比例约为30%，受行业景气度波动和部分头部房企样本被剔除等因素影响，集中度较上年虽有下滑但仍具有一定代表性。

从签约销售金额维度看，2019年以来样本房企销售金额增长保持双位数增速，这一趋势在2021年发生转变，其中随着2021年下半年房地产市场快速降温，全年销售业绩仅实现同比微涨0.86%，2022年受疫情和外部经济形势等多重不利因素影响，全年销售额同比下降36.51%，较全行业销售额降幅多近10个百分点。而样本房企间，销售业绩表现亦有所分化，2022年样本房企中仅3家房企实现销售业绩正增长；9家房企销售业绩降幅在20%以内，且全部为国央企；16家房企销售额降幅在20%至40%区间，其中5家为民营房企；剩余22家房企销售业绩同比下滑均超过40%，且大部分为民营房企。总的来看，在市场下行的背景下，民营房企销售业绩表现整体弱于国央企。

⁶ 11月28日，证监会坚决贯彻落实党中央、国务院决策部署，积极发挥资本市场功能，支持实施改善优质房企资产负债表计划，加大权益补充力度，促进房地产市场盘活存量、防范风险、转型发展，更好服务稳定宏观经济大盘。证监会决定在股权融资方面调整优化5项措施；具体措施包括，1、恢复涉房上市公司并购重组及配套融资，2、恢复上市房企和涉房上市公司再融资，3、调整完善房地产企业境外市场上市政策，4进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用，5、积极发挥私募股权投资基金作用。

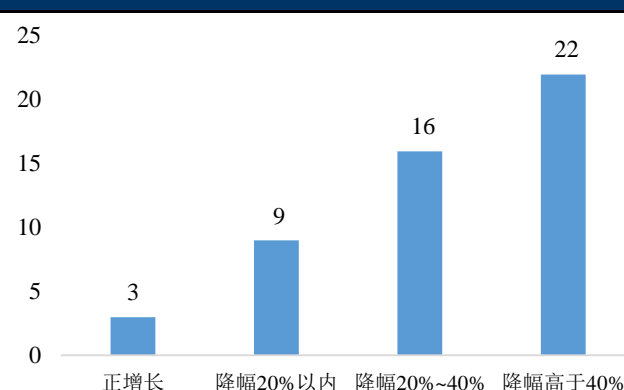
⁷ 一个集团下存在多个上市和发债主体的，仅保留合并范围较大的主体；融创中国、世茂集团、中国恒大等由于未披露2021年或2022年半年报财务数据从原始样本中剔除；万达集团、卓越集团、仁恒置地等由于无公开可获取的财务数据从原始样本中剔除；被剔除的样本由顺延名次样本代替。

图 14: 样本企业签约销售合计金额及同比变化 (万亿元、%)



资料来源: 克而瑞, Wind, 中诚信国际整理

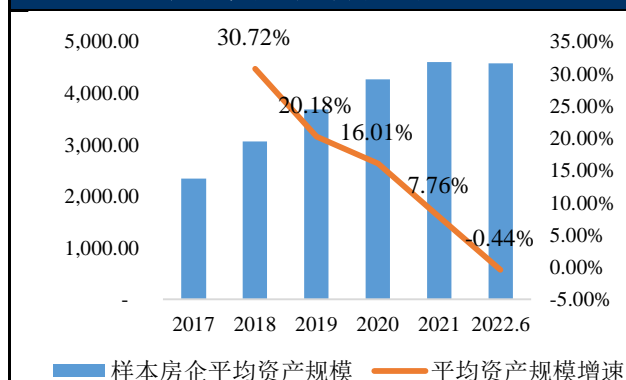
图 15: 样本企业 2022 年销售额同比变化情况 (家)



资料来源: Wind, 中诚信国际整理

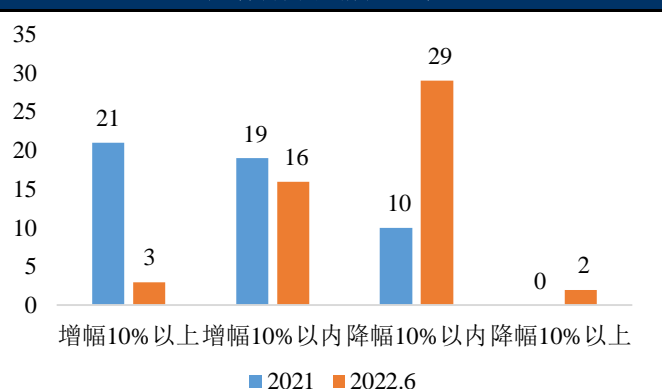
从总资产规模维度看, 样本房企平均总资产规模过去 5 年间保持增长态势, 但增速逐年放缓, 2021 年增速已降至个位数; 2022 年 6 月末首次出现负增长。分样本来看, 2021 年以来, 样本企业中 10 家出现资产缩水, 降幅均在 10% 以内; 截至 2022 年上半年末, 样本企业中 31 家房企资产规模较期初下降, 其中有 2 家降幅超过 10%。由于 2022 年以来房地产融资环境收紧、销售下滑, 房企使用自有资金偿还到期债务, 期末货币资金余额大幅下降; 同时, 受流动性紧张的影响, 房企减缓拿地力度和开发节奏, 存货规模明显下降; 此外, 部分债务偿付压力重的房企亦采取资产处置的方式换取流动性。总体来看, 当前房企融资环境尚未全面恢复, 房企流动性困境尚存, 预计年末及未来短期内样本房企资产规模仍将延续负增长趋势。

图 16: 样本企业 2017~2021 年及 2022 年 6 月末平均总资产规模及同比变化 (亿元、%)



资料来源: Wind, 中诚信国际整理

图 17: 样本企业 2021 年末及 2022 年 6 月末总资产同比/较期初变化情况 (家)

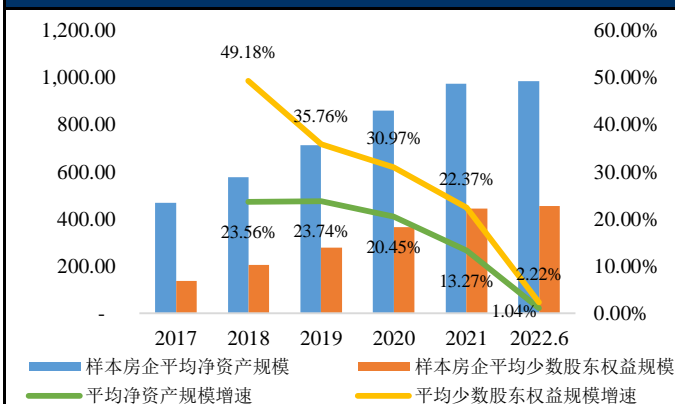


资料来源: Wind, 中诚信国际整理

从净资产角度看, 近五年一期, 样本房企平均净资产和平均少数股东权益均保持增长, 一定程度上净资产规模的推升源自少数股东权益的快速增长, 但二者增速的差值近年快速收窄。从具体样本来看, 截至 2022 年上半年末, 共计 24 家房企出现净资产收缩, 最高净资产缩幅高达 20.3%。其中, 部分样本房企净资产下降主要受盈利亏损影响, 部分样本房企因合作开发项目大幅减少或处置合作项目导致少数股东权益降低, 此外, 亦有部分房企在流动性风险暴露后, 前期与金融机构合作的“明股实债”股转债导致少数股东权益下降。整体而言, 随着合作项目陆续结转, 叠加项目盈利空间承压, 我们预计 2022 年末净资产规模或与年中持平或

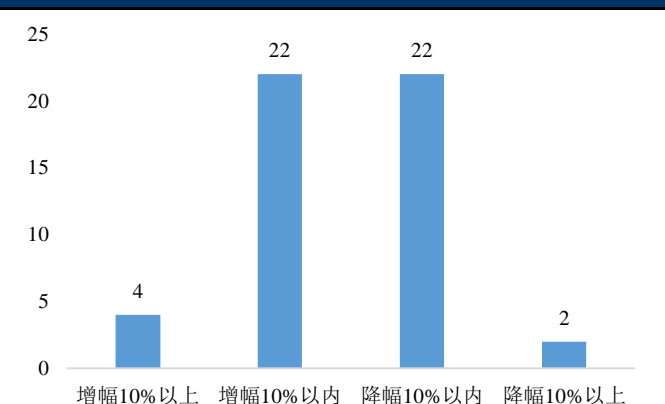
略有下行。

图 18：样本房企 2017~2021 年及 2022 年 6 月末平均净资产规模及同比变化（亿元、%）



资料来源：Wind，中诚信国际整理

图 19：样本房企 2022 年 6 月末净资产较期初变化情况（家）



资料来源：Wind，中诚信国际整理

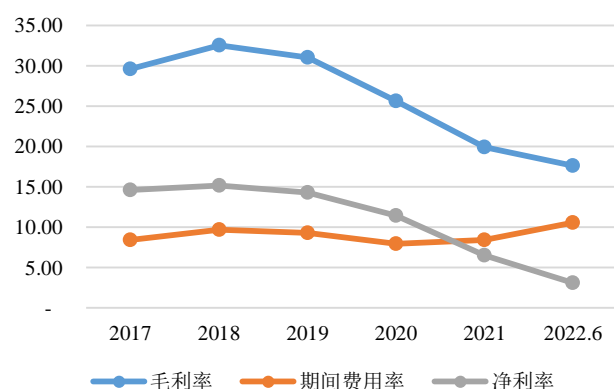
由于房地产开发企业收入确认的滞后性，当期结转的项目通常为过往实现签约销售的楼盘，随着近年各地限价政策的继续推行，房企仍面临项目初始获利空间收窄的压力。从样本房企的初始获利空间看，2017~2021 年及 2022 年上半年，样本房企毛利率均值分别为 29.63%、32.53%、31.02%、25.65%、19.94%和 17.58%，由于近两年房企结转项目多为 2018~2019 年间获取土地，彼时土地溢价率处于相对高位叠加全国热点城市商品房限价因素，我们预计 2022 年全年房地产项目毛利空间下探趋势或将延续，但随着 2020 年后拿地趋于理性及成本倒挂项目计提减值，未来短期内项目初始盈利空间进一步下探的压力或将有所减弱。

在近年项目毛利整体下行的背景下，通过提升项目周转效率以及加强费用管控有利于增强房企盈利能力。从周转效率来看，2017~2021 年样本房企存货周转率中位数水平分别为 0.38 倍、0.35 倍、0.34 倍、0.35 倍和 0.39 倍，与毛利率走势相反，样本房企存货周转率在 2019 年达到阶段性低点后，近两年呈加速回升趋势。存货周转率的提升既与样本房企加强经营效率提升有关，也在一定程度上源自其土地拓展节奏的放缓。我们认为在商品房销售市场持续回落及需求端偏好从刚需向改善型偏移的行业背景下，未来房企在看中项目周转速度的同时，或将加大对项目自身品质提升的关注。从期间费用来看，2017~2021 年及 2022 年上半年样本房企期间费用率均值分别为 8.45%、9.66%、9.29%、7.95%、8.42%及 10.57%，整体呈先升后降趋势，其中 2022 年上半年样本房企平均销售费用和管理费用金额分别同比下降 12.45%和 15.12%，销售费用及管理费用占营业收入比重较上年同期小幅下降；由于房地产项目开工面积下降，利息支出满足资本化条件的金额减少，利息费用化比重提高使得 2022 年上半年财务费用占营业收入比重分别较 2021 年上半年和 2021 年全年增长 1.61 个百分点和 2.25 个百分点，带动当期期间费用率提升。考虑到当前房企收入结转速度有所放缓及期间费用率中三费和营业收入的期限错配因素，未来短期内期间费用率仍有一定上行压力。

从样本房企净利率水平来看，受项目初始盈利空间收窄、市场景气度下行带动结算收入规模下降、企业计提的资产/信用减值规模增大等多重因素影响，2018 年以来样本房企净利率水平呈现持续回落趋势，2022 年上半年样本房企净利率已下滑至 3.12%。考虑到当前上述因素尚

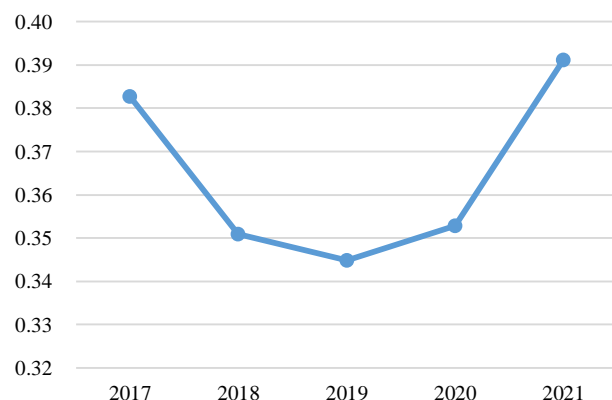
未明显改善，预计 2022 年全年及未来短期内财务盈利指标或将继续弱化。

图 20：样本房企 2017~2021 年及 2022 年上半年平均毛利率、期间费用率占比及净利率（%）



资料来源：Wind，中诚信国际整理

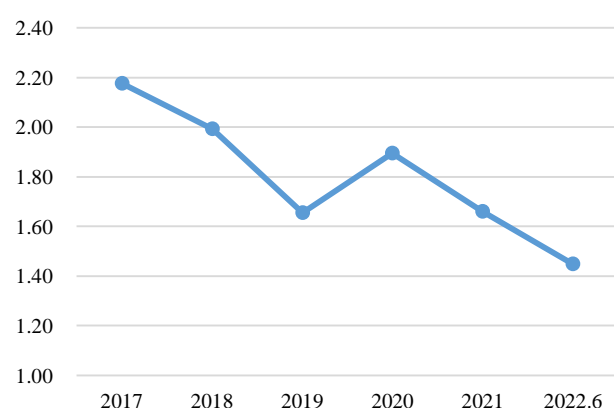
图 21：样本房企 2017~2021 年平均存货周转率（次）



资料来源：Wind，中诚信国际整理

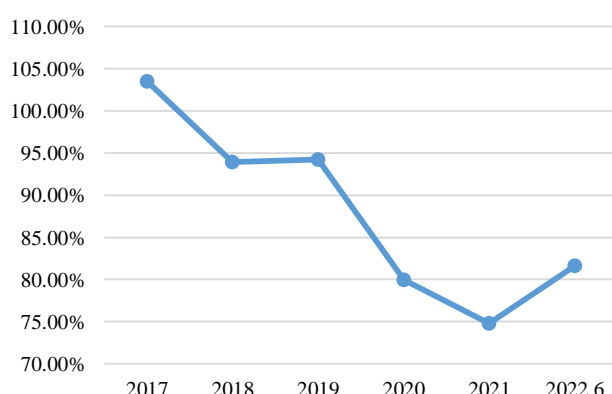
货币资金短债比、净负债率分别从短期流动性和杠杆水平方面，衡量房企短期及中长期的偿债压力。截至 2022 年 6 月末，样本房企平均净负债率、货币资金/短期债务分别为 82%、1.45 倍，分别较 2021 年末提升 6.87 个百分点和下降 0.21 倍，2022 年上半年样本房企杠杆水平及短期偿债指标的恶化主要源自销售回款疲软且再融资压力加重，房企货币资金余额较年初减少；此外，样本房企短期债务压力亦有所上升，2022 年上半年短期债务合计值较 2021 年末小幅增长。考虑到当前销售回款资金被优先用于项目层面“保交楼”，房企可自由动用的偿付信用债的货币资金规模降低，样本房企的实际流动性压力较之上述指标显示结果更为悲观。尽管下半年“三支箭”及“16 条”等行业支持政策的出台有助于房企融资渠道的恢复，但房企净融资整体仍呈净流出态势，且销售业绩回暖仍需时间，房企流动性困境尚存。

图 22：样本房企 2017~2021 年及 2022 年 6 月末平均货币资金短债比（X）



资料来源：Wind，中诚信国际整理

图 23：样本房企 2017~2021 年及 2022 年 6 月末净负债率（%）



资料来源：Wind，中诚信国际整理

四、流动性评估及加压测试

在三种压力测试场景下，不同企业性质的房地产企业流动性状况呈现显著分化态势。其中央企样

本流动性状况普遍较好，地方国企样本流动性表现尚可，无论在何种压力场景下，大部分民企样本均面临较大的流动性问题。我们认为，行业信用风险已逐步出清，信用风险蔓延并引发新一轮风险危机的可能性很小。

4.1 样本选取

本次流动性压力测试沿用上述企业样本，企业个数为 50 家，其中央企 10 家、国企 7 家、民企（含无实际控制人的企业）33 家。

4.2 房地产行业流动性评估模型

房地产流动性评估模型以流动性收支比（A/B）为核心分析框架，即考察期内流动性来源（A）与流动性需求（B）的比值；流动性来源及流动性需求指标的选取则考虑了房地产开发企业特点、当前行业环境及政策环境等外部因素。

房地产企业内部流动性来源主要考察房企资金调度及经营造血能力，衡量指标包括可用货币资金及销售回款；房地产企业外部流动性来源主要以可用银行授信衡量。流动性支出需求方面则主要包括短期刚性债务本息偿还及经营性支出，考虑到当前销售的持续低迷叠加融资的制约，大部分房地产开发商处于现金流吃紧状况，拿地意愿大幅减弱，经营类刚性支出主要为建安支出。

4.3 模型局限性

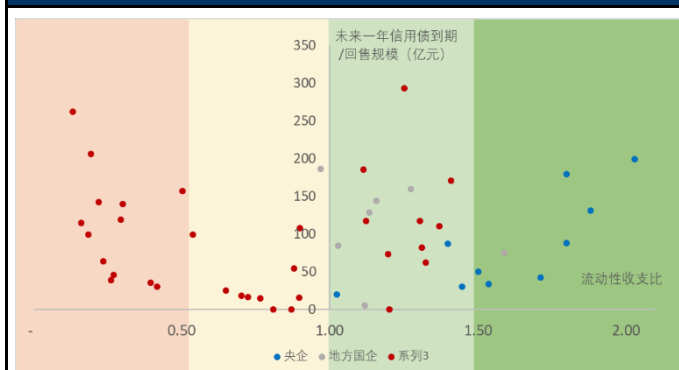
本模型的局限性包括：1）本模型以房地产行业政策环境不发生重大变化为假设条件，若未来房地产调控政策发生大幅变动可能导致模型结果出现偏差；2）本模型对样本企业的部分基础变量指标预测主要基于最近一期可获取的财务报表数据，并通过历史信息及企业各自发展特点判断其未来的趋势变化。对于部分未披露且无法获取的数据，我们结合专家法对基础变量进行估计，不排除可能存在与实际情况存在偏差的一些情况；此外，由于房企间经营数据信息披露口径及颗粒度差异较大，加之最近一期财务数据未经审计，使得流动性压力测试模型中可能出现估计值与实际值偏离的情况。

4.4 不同场景下的测试结果

在充分考虑目前市场环境对承压因子取值影响后，我们设置以下四种场景（其中三种压力场景均以基础场景下的各类指标为基准）：一、基础场景，假设未来 12 个月房地产行业销售情况维持过去 12 个月水平不变，企业融资环境维持现有状态。在该场景下，所有央企背景的样本企业短期内流动性来源均大于 1；仅极小部分地方国企样本短期内存在一定的流动性缺口；民企样本的流动性收支比例普遍较低，仅有约三成的民企样本收支比例大于 1。二、加压场景一，假设未来 12 个月商品房销售金额同比下滑 10%，企业融资环境维持现有状态。在该场景下，央企样本的测试结果整体表现与基础场景近似；地方国企样本的流动性压力虽有上升，但整体状况并未出现大幅恶化；非国有背景样本中除混合所有制企业和少数优质民企流动性收支比仍大于 1 外，剩余民企样本流动性状况出现不同程度弱化。三、加压场景二，假设未来 12 个月商品房销售金额同比下滑 20%，房企融资环境略有收缩。在该场景下，央企背景的样本企业流动性整体仍较好；部分地方国企背景的样本短期内出现一定的流动性缺口；除极少

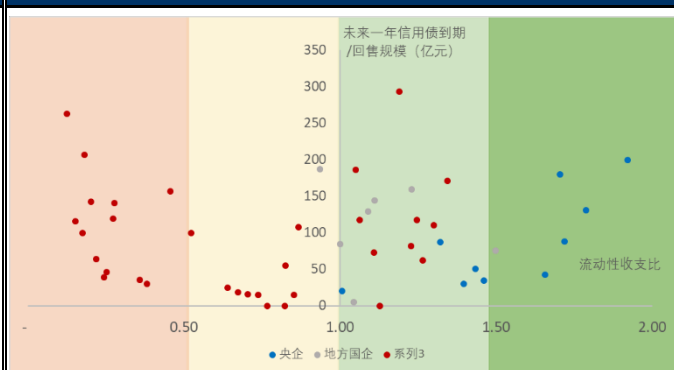
数样本外，绝大多数的民企样本面临流动性问题。四、加压场景三，假设未来 12 个月商品房销售金额同比下滑 30%，房企融资环境进一步收缩。在该场景下，仍有八成的央企样本流动性收支比例大于 1，不过收支比例大于 1.5 的样本占比显著下降；地方国企样本中大部分收支比例介于 0.7 至 1 之间，但收支比例低于 0.7 的地方国企样本占比进一步提升；所有民企样本的流动性收支比均小于 1。

图 24：基础场景下样本企业流动性收支比及未来一年信用债到期/回售情况



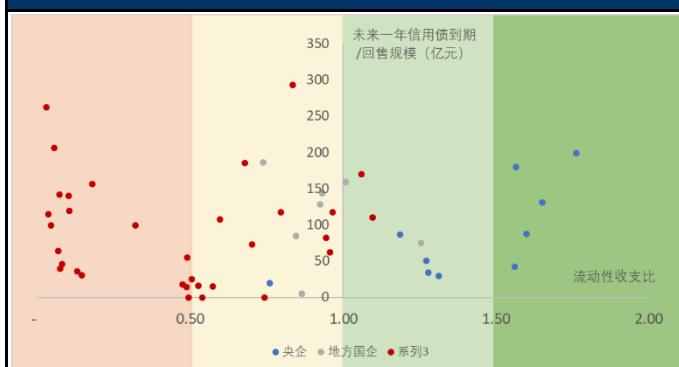
资料来源：公开财务数据，中诚信国际整理

图 25：压力场景一下样本企业流动性收支比及未来一年信用债到期/回售情况



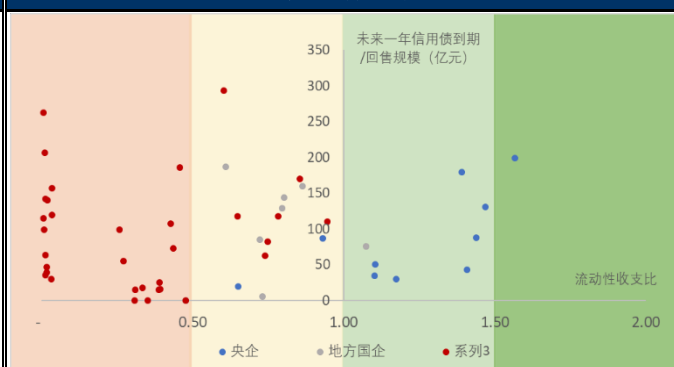
资料来源：公开财务数据，中诚信国际整理

图 26：压力场景二下样本企业流动性收支比及未来一年信用债到期/回售情况



资料来源：公开财务数据，中诚信国际整理

图 27：压力场景三下样本企业流动性收支比及未来一年信用债到期/回售情况



资料来源：公开财务数据，中诚信国际整理

4.5 流动性压力测试结论

通过上述房地产企业流动性评估及压力测试结果，我们可以看到，在三种压力场景下，不同企业性质的房地产企业流动性状况呈现显著分化态势。其中央企样本流动性状况普遍较好，即使在最极端的压力场景下，仍有 80% 的央企样本收支比例大于 1。鉴于央企背景的房地产企业通常具有较为规范的投资决策流程、拿地策略普遍较为稳健、项目区域分布情况更好，凭借良好的品牌影响力，其销售回款能力表现出更强的抗压性；同时，央企背景的房地产企业依靠有力的政府信用背书，在融资渠道方面亦拥有最大的安全边际，基本未受到房地产行业信用环境收缩的不利影响。

地方国企样本在压力场景下虽具有尚可的流动性表现，但存在一定分化。受制于地方国有房地产企业在“大本营”区域具有的更强品牌优势，其在区域布局方面的先发优势往往不如央

企背景的房地产企业，因此地方国有房地产企业销售回款能力与央企相比，差异性更大。另外，地方国企在融资渠道畅通程度以及金融机构的认可度等方面仍存在一定分化；部分股东层级较低、资产布局较弱的地方国有房地产企业再融资仍面临一定挑战，或将付出更高的资金成本、亦或被要求提供增信。从上述流动性压力测试的结果来看，我们也观察到地方国企样本在更大的压力场景下，流动性收支比例下滑幅度更加明显，不过即使在最大的压力场景下，大部分的国有样本企业收支比例仍大于 0.7，并且考虑到多数地方国企亦拥有相对较强的政府信用背书，其仍具备相对较高的安全边际。

无论在何种压力场景下，大部分民企样本均面临较大的流动性问题。受前期投资风格及融资渠道受限等因素的影响，目前民营房地产企业流动性问题已得到较为充分的暴露，随着流动性风险的发生，民营房地产企业的品牌形象进一步受到负面影响，并使得整体民营房地产的销售回款情况明显弱于行业平均水平。此外，在政策的支持下，目前除个别资本结构情况较好、资产布局优质且经营风格稳健的民营房地产企业尚具有一定再融资渠道外，大部分民营房地产企业的融资渠道已完全受阻。从以上流动性评估及压力测试的结果我们可以看出，即使在压力场景一下，也有约 70% 的民企样本收支比例低于 1，且大部分集中于 0.7 以下，而随着压力程度的上升，基本无民营样本收支比例可达到 1 以上，民营房地产企业整体面临很大的流动性压力。

五、 结论

2022 年房地产市场在经历了一轮风险出清后，市场规模快速回落至 2017 年水平。虽然人口红利消减、资产和收入预期走弱以及城镇化进程放缓等因素干扰行业修复进程，但 2021 年四季度行业政策转向以来，市场供需端和融资端多维度支持政策不断发力，目前行业销售已进入底部修复阶段。同时，2022 年行业开发规模与土地投资探底，目前已形成了以央企及国有背景开发商成为土地市场主要参与者的新格局，随着利润空间的收窄，未来行业投资活动有望实现理性回归。融资环境边际持续向好助力房企再融资恢复，目前金融机构投放意愿增强，房地产提振政策对重塑市场信心起到积极作用。我们认为，目前行业信用风险出清已进入尾声，行业信用基本面触底，信用风险蔓延并引发新一轮信用风险危机的可能性很小。

综上所述，中诚信国际给予中国房地产行业展望为负面改善，该展望反映了中诚信国际对该行业未来 12~18 个月基本信用状况的预测。

附表一：近期房地产行业主要政策

近期房地产行业主要政策		
时间	部门	主要内容
2021 年 12 月	人民银行、银保监会	央行、银保监会联合对金融机构发布《关于做好重点房地产企业风险处置项目并购金融服务的通知》，要求银行业金融机构要按照依法合规、风险可控、商业可持续的原则， 稳妥有序开展房地产项目并购贷款业务，重点支持优质房地产企业并购出现经营风险的房地产企业优质项目。
2022 年 1 月	人民银行 银保监会	银行业金融机构向持有保障性租赁住房项目认定书的保障性租赁住房项目发放的有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理。 银行业金融机构要加大对保障性租赁住房的支持力度，按照依法合规风险可控、商业可持续的原则，提供金融产品和金融服务。
2022 年 5 月	证监会	交易所债券市场推出民营企业债券融资专项支持计划 ，由中国证券金融股份有限公司运用自有资金负责实施，通过与债券承销机构合作创设信用保护工具等方式，增信支持有市场、有前景、有技术竞争力并符合国家产业政策和战略方向的民营企业债券融资。
2022 年 5 月	人民银行	授权全国银行间同业拆借中心公布 5 月 LPR，1 年期 LPR 为 3.7% 与 4 月份持平； 5 年期以上 LPR 为 4.45%，较 4 月份下调 15bp。
2022 年 7 月	银保监会、中共中央政治局	针对多地发生的“停贷事件”，银保监会有关部门负责人作出回应，将引导金融机构市场化参与风险处置，加强与住建部门、中国人民银行工作协同，支持地方政府积极推进“保交楼、保民生、保稳定”工作。 “保交楼”首次进入中央政治局会议内容。
2022 年 8 月	住房和城乡建设部、财政部、人民银行	严格限定用于已售、逾期、难交付的住宅项目建设交付，实行封闭运行、专款专用。 通过专项借款撬动、银行贷款跟进，支持已售逾期难交付住宅项目建设交付，维护购房人合法权益，维护社会稳定大局。
2022 年 8 月	人民银行	授权全国银行间同业拆借中心公布 8 月 LPR，1 年期 LPR 为 3.65%；5 年期以上 LPR 为 4.3%， 继 5 月以后再度大幅下调 15bp。
2022 年 9 月	人民银行、银保监会	人民银行、银保监会联合发布通知，对于符合条件的城市，地方政府可自主决定 2022 年底阶段性维持、下调或取消当地首套住房商业性个人住房贷款利率下限；次日，央行决定自 2022 年 10 月 1 日起，将 5 年以下（含）和 5 年以上首套个人住房公积金贷款利率均下调 15 个基点至 2.6% 和 3.1%。
2022 年 9 月	财政部、税务总局	自 2022 年 10 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日，对出售自有住房并在现住房出售后 1 年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。
2022 年 11 月	交易商协会	交易商协会等联合中债增进公司，召集 21 家民营房企召开座谈会， 中债增将继续坚定对民营房企的融资支持力度。
2022 年 11 月	交易商协会	在人民银行的支持和指导下，交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。 民营企业债券融资支持工具由人民银行再贷款提供资金支持，委托专业机构按照市场化、法治化原则，通过担保增信、创设信用风险缓释凭证、直接购买债券等方式，支持民营企业发债融资，预计可支持约 2500 亿元民营企业债券融资，后续可视情况进一步扩容。
2022 年 11 月	银保监会、住房和城乡建设部、人民银行	银保监会、住房和城乡建设部、人民银行联合印发《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》，允许商业银行按市场化、法治化原则，在充分评估房地产企业信用风险、财务状况、声誉风险等的基础上进行自主决策，与优质房地产企业开展保函置换预售监管资金业务。

2022 年 11 月	人民银行、银保监会	央行联合银保监会印发了关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知（以下简称“16 条”），该通知提出六个方面、细分 16 条具体金融支持政策，旨在全面落实房地产长效机制，支持刚性和改善性住房需求，保持房地产融资合理适度，维护住房消费者合法权益，促进房地产市场平稳健康发展。
2022 年 11 月	证监会	证监会发布房地产行业股权融资方面调整优化措施，包括恢复涉房上市公司并购重组及配套融资、恢复上市房企和涉房上市公司再融资、恢复以房地产为主业的 H 股上市公司再融资、推动保障性租赁住房 REITs 常态化发行、开展不动产私募投资基金试点五方面内容。（“第三支箭”）
2022 年 12 月	中央经济工作会议	要确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，同时要坚决依法打击违法犯罪行为。要因城施策，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题，探索长租房市场建设。

资料来源：公开信息，中诚信国际整理

附表二：样本企业财务数据

公司简称	规模				盈利能力及经营效率				短期偿债能力及杠杆水平	
	2022 年权益口径销售金额 (亿元)	2022 年 6 月末总资产 (亿元)	2022 年 6 月末所有者权益 (亿元)	2022 年 6 月末少数股东权益 (亿元)	2022 年上半年毛利率 (%)	2022 年上半年净利率 (%)	2022 年上半年三费收入占比 (%)	2021 年存货周转率	2022 年 6 月末货币资金短债比	2022 年 6 月末净负债率 (%)
碧桂园	3569.1	18914.79	3030.16	1055.54	10.60	1.17	7.82	0.40	2.03	48.08
中国保利	3449.2	17821.47	4005.71	2850.38	20.32	8.92	7.05	0.38	1.68	70.89
中海地产	2761.2	9036.35	3709.21	181.14	23.46	16.86	3.86	0.41	4.37	35.15
万科地产	2731.4	18792.02	3917.09	1574.74	20.46	8.75	8.20	0.34	2.11	42.67
华润置地	2112.0	10109.79	1115.67	638.70	21.23	14.86	5.76	0.38	2.81	14.17
招商蛇口	1785.0	8803.79	2704.46	1721.67	18.59	6.96	6.86	0.31	2.42	44.61
金地集团	1374.3	4653.56	1116.71	496.78	21.98	12.08	16.77	0.41	1.54	58.60
龙湖集团	1267.0	8890.28	2257.47	1019.91	21.25	11.45	4.64	0.43	4.07	55.29
绿地控股	1260.5	13597.75	1693.68	752.99	12.76	3.08	6.78	0.55	0.49	97.28
越秀地产	1251.6	3209.50	762.57	295.69	21.24	8.25	4.99	0.27	1.45	59.69
绿城中国	1224.4	5280.33	1071.61	715.45	17.35	7.47	5.74	0.32	2.32	71.51
建发房产	1503.8	7573.95	1536.99	973.59	2.89	1.12	4.63	2.39	0.91	69.07
中国金茂	1069.5	4318.43	1113.94	603.51	21.66	14.33	12.07	0.77	1.51	64.50
中国铁建	954.2	2196.06	357.95	59.26	15.24	5.42	4.52	0.19	1.01	233.74
滨江集团	874.0	2523.43	419.98	201.93	20.98	15.02	3.95	0.22	1.38	77.54
新城控股	798.4	5204.71	981.35	534.02	19.97	6.78	10.36	0.54	1.36	49.35
华发股份	751.1	3727.53	1015.27	812.53	21.42	9.09	8.56	0.18	1.77	77.35
旭辉集团	729.9	4100.15	1056.58	637.03	20.69	6.39	6.65	0.53	1.62	78.46
远洋集团	652.5	2640.01	717.47	194.62	18.41	0.46	10.30	0.53	1.08	104.69
路劲集团	533.9	1022.55	298.33	112.25	36.35	9.26	16.34	0.42	0.86	74.84
首开股份	504.1	3113.17	673.85	378.37	18.70	-18.30	12.12	0.30	1.77	143.41
中骏集团	490.1	1937.33	399.62	181.62	22.22	9.99	9.57	0.35	1.33	79.84
金科集团	482.8	3392.23	719.08	345.41	6.23	-4.04	10.01	0.40	0.47	78.51
美的置业	465.7	2861.67	504.37	257.90	17.90	8.24	5.56	0.37	2.27	44.93
中梁控股	438.3	2534.64	367.43	237.63	16.89	3.84	8.77	0.41	1.51	24.39
电建地产	429.6	1714.83	395.18	282.50	14.81	2.23	13.95	0.27	1.31	105.06
雅居乐	413.2	2998.11	916.80	350.88	23.38	10.58	10.92	0.53	1.15	48.26
中南置地	402.8	3423.19	409.04	190.83	9.72	-5.84	9.13	0.35	0.56	110.11
华侨城	391.6	4733.73	1218.61	416.88	24.70	4.58	15.51	0.30	2.32	73.17
龙光集团	380.2	2941.42	635.15	172.25	13.92	-5.62	16.79	0.55	0.45	109.36
大华集团	352.2	2023.85	462.40	96.21	22.92	8.90	7.10	0.14	2.07	62.99
中交房地产	349.2	7071.49	1326.46	1184.82	17.04	5.84	6.02	0.26	1.25	102.28
新希望地产	335.8	1630.59	412.88	200.61	15.03	4.20	5.11	0.37	2.16	36.46
金辉集团	320.1	1764.02	371.53	135.31	18.83	8.94	4.97	0.27	1.54	69.59
海伦堡	305.6	1684.77	367.23	137.18	17.52	2.58	21.82	0.25	1.07	53.33
融信集团	302.1	2186.42	416.91	279.31	1.43	-32.07	17.73	0.21	0.87	77.10
荣盛发展	293.1	2821.64	416.90	42.99	6.97	-14.90	39.87	0.20	0.47	88.17

阳光城	291.2	3402.77	361.87	216.40	10.89	-39.14	32.71	0.20	0.25	184.93
富力地产	283.7	3765.51	711.79	126.91	17.96	-38.07	33.55	0.30	0.19	167.19
中粮大悦城	282.4	2180.30	519.13	331.54	33.94	7.05	8.37	0.33	1.35	91.07
合景泰富	271.9	2257.96	586.77	154.51	17.34	5.59	19.75	0.24	0.98	93.17
金融街	260.4	1537.10	435.85	53.79	19.98	10.60	8.00	0.23	0.85	156.37
时代中国	240.4	1838.85	417.28	232.11	13.24	0.47	11.41	0.37	0.61	95.07
合生创展	223.3	3288.99	1133.75	158.93	23.27	47.68	10.79	0.15	0.89	67.66
祥生集团	216.7	1370.25	250.23	117.19	10.84	-8.30	7.21	0.32	0.69	82.65
首创城发	211.2	2077.34	401.42	188.74	13.56	0.44	7.71	0.24	1.42	154.43
国贸地产	210.1	739.64	218.89	95.43	12.19	5.34	4.35	0.37	3.25	16.17
禹洲集团	206.6	1703.84	406.42	149.49	10.83	2.84	6.17	0.32	0.17	113.67
复地集团	187.0	1914.71	553.07	232.97	20.06	3.62	13.32	0.77	0.45	101.35
荣安地产	181.6	819.93	143.12	50.73	19.43	0.82	6.63	0.27	2.40	35.01

注：1、权益口径销售金额采用克尔瑞公布的 2022 年全年数据。

附表三：财务指标的计算公式

指标	计算公式
短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/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
总债务	=长期债务+短期债务
净负债率	=（总债务-现金及现金等价物）/所有者权益
货币资金短债比	=现金及现金等价物/短期债务
存货周转率	=营业成本/存货平均净额
营业毛利率	=（营业总收入—营业成本）/营业总收入
净利润率	=净利润/营业总收入

附表四：中诚信国际行业展望结论定义

行业展望	定义
正面	未来 12~18 个月行业总体信用质量将有明显提升、行业信用分布存在正面调整的可能性
稳定	未来 12~18 个月行业总体信用质量不会发生重大变化
负面	未来 12~18 个月行业总体信用质量将恶化、行业信用分布存在负面调整的可能性
正面减缓	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“正面”状态有所减缓，但仍高于“稳定”状态的水平
稳定提升	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“稳定”状态有所提升，但尚未达到“正面”状态的水平
稳定弱化	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“稳定”状态有所弱化，但仍高于“负面”状态的水平
负面改善	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“负面”状态有所改善，但尚未达到“稳定”状态的水平

中诚信国际信用评级有限责任公司和/或其被许可人版权所有。本文件包含的所有信息受法律保护，未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得复制、拷贝、重构、转让、传播、转售或进一步扩散，或为上述目的存储本文件包含的信息。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得，因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，中诚信国际对于其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，中诚信国际不对任何人或任何实体就 a) 中诚信国际或其董事、经理、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害，或 b) 即使中诚信国际事先被通知该等损失的可能性，任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信国际对上述信用级别、意见或信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的担保。信息中的评级及其他意见只能作为信息使用者投资决策时考虑的一个因素。相应地，投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持人作出自己的研究和评估。



中诚信国际信用评级有限责任公司
地址：北京东城区朝阳门内大街南竹杆胡同
2号银河 SOHO5 号楼
邮编：100010
电话：（86010）66428877
传真：（86010）66426100
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT RATING CO.,LTD
ADD: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane,
Chaoyangmennei Avenue,Dongcheng District,
Beijing,PRC.100010
TEL:（86010）66428877
FAX:（86010）66426100
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>