

# STANDARD & POOR'S

2010年10月6日

## 中国政府加强市场调控令房地产行业前景难料

### 分析师:

符蓓, 香港; bei\_fu@standardandpoors.com

李国宜, 香港; christopher\_k\_lee@standardandpoors.com

陆枫, 香港; frank\_lu@standardandpoors.com

### 行业信用展望

2010年中国政府频频出台政策试图避免出现房地产泡沫, 这令众多房地产开发商如坐针毡。标准普尔评级服务的基准情景估计, 未来12个月内主要一线城市房价可能将从目前水平下降10%。这主要因为政府可能继续出台降温市场的措施所带来的不确定性以及入市销售的新项目增多。但如果经济增长大幅放缓(目前我们预计中国2010年国内生产总值增长10%)以及利率大幅上调, 我们预计房价甚至可能下跌20%。

尽管如此, 我们相信与2008年的市场低迷期相比, 开发商自身状况似乎更能有效地应对目前这种挑战。很多开发商拥有适当的流动性, 并且已经实现2010年的大部分确认收入目标, 从而降低了短期内房价大幅下降的压力。

### 短期信用展望: 稳定

我们授予评级的中资房地产开发商超过20家, 其中包括很多行业领先企业。中国房地产市场高度分散, 公司数量达到上万家。尽管我们预计行业持续面临波动性以及部分开发商继续展开激进的扩张战略, 但我们仍然维持对房地产业稳定的短期展望。

我们对此的解释如下:

- 2010年财务指标的可预见性较高, 但如果市场非常低迷, 则房地产业的合同销售可能大幅萎缩从而影响未来的财务指标。很多获评级开发商已经通过预售实现了今年的大部分确认收入目标, 而且从历史情况分析, 它们实现这些销售的情况基本令人满意。如果合同销售呈下降趋势以及开发商使用大量资金进行土地收购, 则其财务指标可能会在2011年出现恶化。
- 相对于它们的投机级评级, 开发商的资金流动性水平合理。与2年前相比, 大多数获评级开发商拥有足够的流动性和更为灵活的发展策略。截至2010年6月

末，大部分获评级开发商的现金处于合理水平。如果市场回调幅度更为严重，我们预计开发商有能力削减支出并在一定程度上保存流动性。在所有获评级开发商中，只有世茂房地产控股有限公司（世茂控股）拥有在 2011 年底前到期的债务（规模为 2.5 亿美元）。即便如此，世茂控股最近已通过发行债券对该笔债务进行再融资。

- 对下行周期有所准备。我们相信，中国政府有意通过逐步和谨慎出台调控措施推动房地产业的健康与可持续发展；但这一目标的实现将充满挑战。开发商已经在一定程度上改善自身的财务和风险管理制度，但很多开发商仍然激进地追求发展机会。投资需求也仍然是大城市房地产市场的主要推动力之一。
- 行业进一步整合。实力较强的房地产商收购实力较差的房地产商以扩充自身业务。2010 年 6 月，上海实业控股有限公司（上实控股）通过收购成为中新地产集团（控股）有限公司（中新地产）的最大股东。今年早些时候，中国海外发展有限公司（中国海外发展）收购蚬壳电器工业（集团）有限公司（蚬壳电器）。

我们的基准情景假设包括：

- 房屋平均售价到 2010 年底较目前水平下降 5%-10%。
- 开发商能够从银行体系获得信贷资金。
- 利率基本保持稳定。
- 政府稳步出台政策。

## 评级趋势

过去 7 个月内我们的评级变动主要为新授予评级（见表一）。在我们新授予评级的 8 家发债人之中，6 家发行债务，我们对此也进行评级。此外，我们对建业地产股份有限公司（建业地产）的拟发行债券也授予债务评级。恒盛地产控股有限公司（恒盛地产）并未发行债券。

我们对 3 家公司采取正面的评级变动。我们将中国海外发展的评级上调至“BBB”，评级展望稳定，因其信用状况改善。我们将中新地产的评级上调至“B”，以反映其控股股东变动所带来的好处。我们还将路劲基建有限公司（路劲基建）的评级展望由负面调整为稳定，因为其房地产开发业务实现扭亏为盈。

与之相反，我们将绿城中国控股有限公司（绿城中国）的评级下调至“B”，因为其积极进行土地收购以及流动性疲软。我们将上海证大房地产有限公司（证大房产）的评级下调至“B”，并将评级列入负面信用观察名单。该公司以相当于自身总资产额的价格收购一处地块，而且其融资计划的激进性和不确定性对评级施压。我们将碧桂园控股有限公司（碧桂园）的评级展望调整为负面，因为其财务表现下降以及利润率趋势不确定。我们因信息不足而撤销对中国地产集团有限公司（中国地产）的评级。

表一

## 2010年2月以来的评级变动情况\*

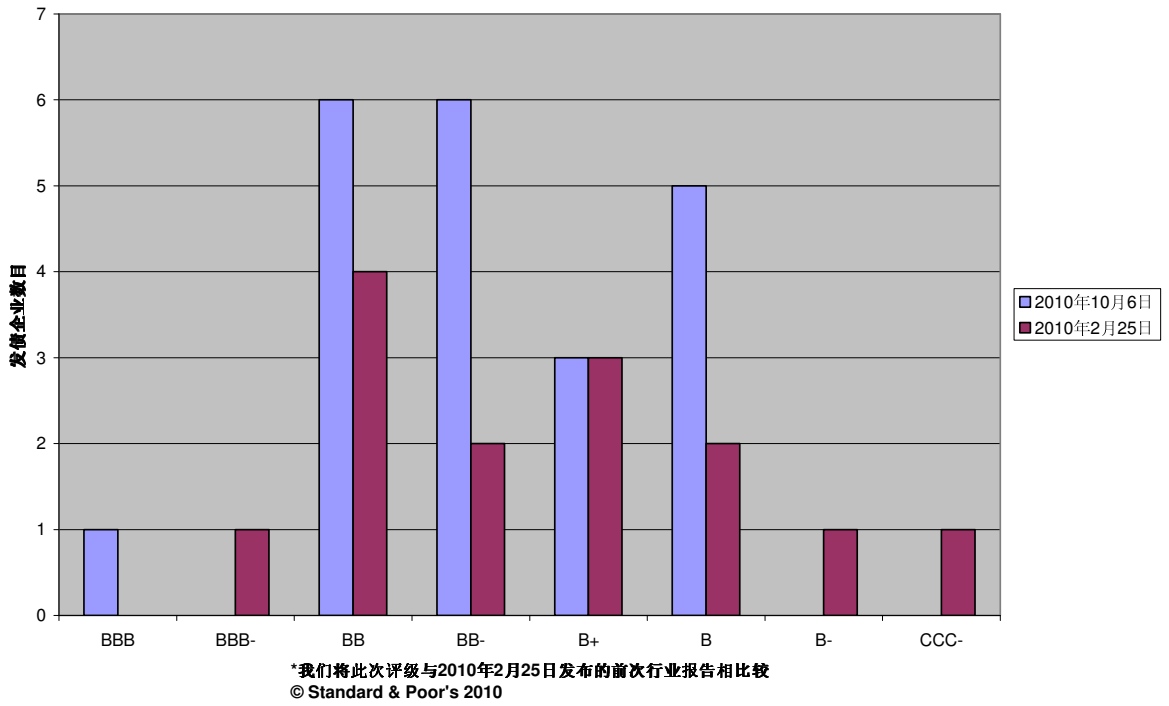
公司	截至2010年10月6日的评级	截至2010年2月25日的评级
中国海外发展有限公司	BBB/稳定/--	BBB-/正面/--
世茂房地产控股有限公司	BB/稳定/--	BB/稳定/--
雅居乐地产控股有限公司	BB/稳定/--	BB/稳定/--
仁恒置地集团有限公司	BB/稳定/--	未评级
恒大地产集团有限公司	BB/稳定/--	BB/稳定/--
人和商业控股有限公司	BB/稳定/--	未评级
碧桂园控股有限公司	BB/负面/--	BB/稳定/--
路劲基建有限公司	BB-/稳定/--	BB-/负面/--
合景泰富地产控股有限公司	BB-/稳定/--	未评级
建业地产股份有限公司	BB-/稳定/--	未评级
佳兆业集团控股有限公司	BB-/稳定/--	未评级
花样年控股集团有限公司	BB-/稳定/--	未评级
合生创展集团有限公司	BB-/负面/--	BB-/负面/--
丽丰控股有限公司	B+/稳定/--	B+/稳定/--
恒盛地产控股有限公司	B+/稳定/--	未评级
宝龙地产控股有限公司	B+/稳定/--	未评级
中新地产集团(控股)有限公司	B/稳定/--	CCC-/负面/--
绿城中国控股有限公司	B/负面/--	B+/负面/--
上置集团有限公司	B/负面/--	B/负面/--
沿海绿色家园有限公司	B/负面/--	B/负面/--
上海证大房地产有限公司	B/负面信用观察/--	B+/负面信用观察/--
中国地产集团有限公司	未评级	B-/负面/--

\*我们将现有评级与我们发布上一份行业报告时(2010年2月25日)的评级相比较。注:所有获评级公司按信用状况排序,从最好至最差。

目前我们的房地产企业信用评级中的57%为“BB”至“BB-”,38%为“B+”至“B”(见图一至二)。中国海外仍然是唯一获得投资级评级的中资开发商。我们评级中70%的展望为稳定,30%的展望为负面或者列入负面信用观察名单。拥有负面展望的开发商多数处于评级区间低端,而碧桂园控股有限公司(碧桂园)和合生创展集团有限公司(合生创展)是例外。平均来看,拥有负面展望的评级下调的可能性为三分之一,而列入负面信用观察名单的评级下调的可能性为二分之一。我们的评级中没有获得正面展望的。

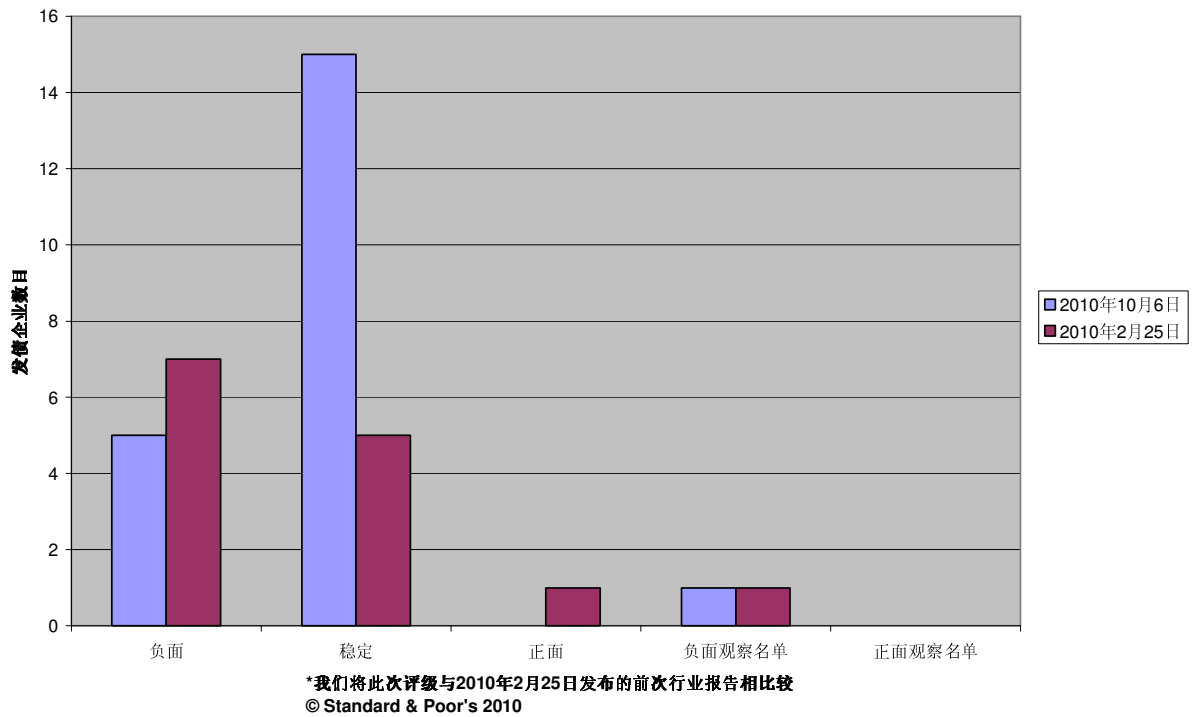
图一

中资房地产企业评级分布\*



图二

中资房地产企业评级展望分布\*



## 房价和销售下降的背后

### 政策差异化

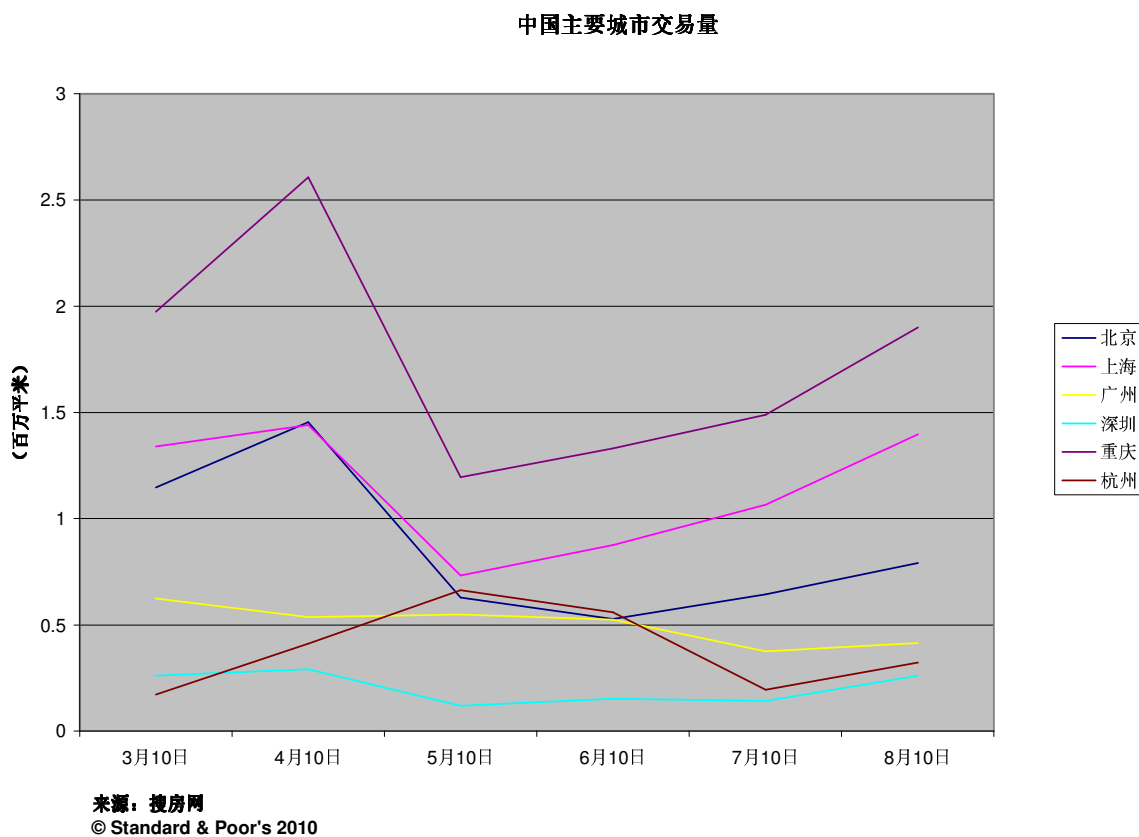
我们认为，中国中央政府今年的政策关注目标是防止房价大幅上涨与增加低收入人群的住宅供应，从而确保社会稳定。因此，它出台的政策旨在抑制投资性和投机性购房需求，鼓励具有实际需求的购房者。这就是针对首次购房者与再次购房者、本地购房者与非居民购房者的政策存在差异的原因。

### 政策具影响力

2010年4月，中国政府收紧房地产政策。这种影响几乎立竿见影。主要城市的交易量与平均售价在随后2个月下降（见图三至四与表2）。房地产业在近一年的复苏（其中包括住宅销售的大幅上升）后突然迎来了一个停滞期。

部分开发商也在政府政策发布后暂停项目的推出，从而进一步推动交易量的下降。但在8至9月份，很多开发商的销售开始出现环比大幅增长。中央政府对这一现象的反应是近期再度强调执行对囤地开发商的惩罚措施以及增加低收入人群住宅供应的承诺。中央政府同时禁止向购买第三套住宅的购房者发放贷款，并将首次购房者的最低首付比率全面提高至30%。

图三

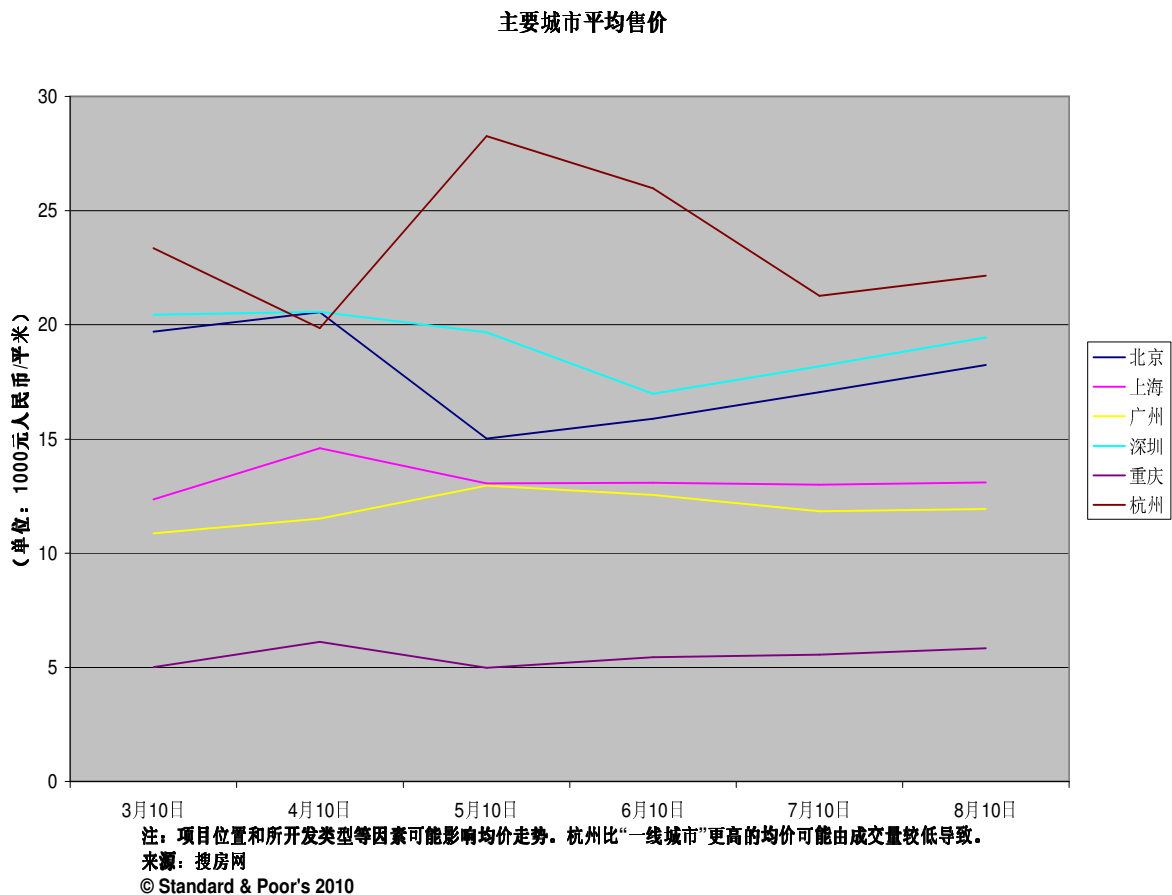


## 地段至关重要

我们将北京、上海、深圳和广州归为中国一线城市。但即使这几个城市的情况也大不相同。今年广州与深圳的交易量低于北京和上海。一线城市与部分二线城市之间的差别甚至更大。举例来说，作为主要二线城市之一的重庆市的交易量明显较高，因为中央与地方政府大力推动当地经济的发展。但重庆市房屋每平方米 5,000 元人民币（合 750 美元）的平均售价不到深圳和北京的三分之一。即使在房屋市场周期的底部，所有 4 个一线城市的房屋平均售价也远高于每平方米 10,000 元人民币。

近期政府出台的紧缩政策主要针对在一线城市推动房地产市场上升的投资性需求。这就能解释为何北京的平均售价如此大幅的下降（见表二和图四）。目前一线城市的房屋平均售价已经缓慢回升至距前一高点大约 10% 的水平。

图四



表二

2010年主要城市的房价下跌情况

城市	房价高点时间	房价低点时间	低点与高点的降幅	8月底价格较高点的降幅
北京	4月	5月	27%	11%
上海	4月	7月	11%	10%
广州	5月	7月	9%	8%
深圳	4月	6月	17%	5%
重庆	4月	5月	19%	4%
杭州	5月	7月	25%	22%

资料来源：搜房网

## 了解中国房地产市场的特性

中国房地产市场非常分散，竞争非常激烈，而且监管政策经常变化。最大的开发商，如万科企业股份有限公司（万科，未评级）和中国海外发展，所占据的市场份额也各自不超过 2%。地段与产品类型是行业细分的成因。一线城市的发展与特征和二三线城市存在很大的差异。尽管大多数开发商主要业务为住宅开发，但越来越多的开发商进入商业地产开发与销售领域以及开始建设和持有投资型地产和酒店。

在中国，在房屋项目竣工前就进行预销是一种普遍现象。不同地区市场对预售的要求存在非常大的差异，有的要求在建设开始时就可以销售，但有的则要求在结构竣工后才能开始销售。预售所得是大多数开发商的一个重要资金来源。在项目预售阶段，开发商可以收到几乎全部的售楼款项。在某些情况下，项目预售与竣工交付之间的时间可能为 2 至 3 年。在通常情况下，购房者支付销售价格的首付不低于 30%。有不少购房者甚至能够用现金一次性全款支付。

开发商面临的一个风险是在将房屋所有权转移至业主之前需要向银行提供按揭贷款担保。我们相信，除非购房者所购同一开发项目的住宅价格降幅超过 30%，完全抹杀其首付，否则他们不会放弃预售交易。这是一项中国地产业未经检验的情景假设。因此，中资银行按揭贷款的违约率非常低。

发债人评估  
表三

公司/企业信用评级/评论	分析师
<p><b>雅居乐地产控股有限公司</b>（雅居乐，BB/稳定/--）</p> <p>我们预计雅居乐 2010 年能够实现目标收入以及将信用指标保持在稳定水平。截至 2010 年 8 月，该公司已经实现 85% 的全年收入目标（250 亿元人民币）。雅居乐 2010 年上半年毛利润率为 46.7%，好于我们的预期，这主要受益于海南的高利润率别墅的销售。如果不考虑海南项目，则雅居乐毛利润率约为 40%。合同销售情况与预算一致。2010 年 1 月至 8 月，雅居乐实现合同销售额 141 亿元人民币，相当于其全年预算的 59%。2010 年上半年雅居乐总负债大幅上升 45 亿元人民币，至 165.7 亿元人民币，但我们预计负债在今年剩余时间不会出现进一步的大幅上升。我们预计雅居乐 2010 年底的负债对息税及折旧摊销前利润比率约为 3 倍，息税及折旧摊销前利润对利息覆盖比率约为 6 倍。2010 年前 6 个月公司缩减了土地收购规模。我们认为其流动性适当。</p>	陆枫
<p><b>建业地产股份有限公司</b>（建业地产，BB-/稳定/--）</p> <p>我们预计建业地产的信用比率将在未来 2 年有所削弱，因为公司提高杠杆水平来支持其快速扩张。公司力争在 2012 年实现竣工面积 200 万平方米，而 2009 年这一数字为不到 100 万平方米。但公司良好的执行能力以及在财务管理方面一贯（尽管时间并不长）保持审慎态度将在一定程度上抵消上述风险。我们预计 2010-2012 年期间，在追求高速发展战略的同时，公司负债对息税及折旧摊销前利润比率将保持在 3-5 倍，年均无限制现金至少为 10 亿元人民币。2010 年前 9 个月建业地产实现合同销售额 39 亿元人民币，占我们对其全年销售额预期的 71%。我们认为，建业地产的流动性适当，公司拥有大量的项目信贷额度支持其房地产项目建设。</p>	李国宜
<p><b>中国海外发展有限公司</b>（中国海外发展，BBB/稳定/--）</p> <p>我们预期中国海外发展可能将继续执行有节制和灵活的财务管理，从而应确保适当的流动性和稳定的利润增长。公司 2010 年上半年的业绩基本符合我们的预期。公司过去 12 个月内的息税及折旧摊销前利润对利息覆盖比率为 15 倍，处于健康水平。公司总负债为 400 亿港元，高于我们的预期。但是，我们认为，由于公司的现金流获取能力不断改善，因此其杠杆比率仍处于可接受的区间内，尽管它仍处于我们对该评级预期区间的高端。中国海外发展的合同销售表现令人满意。公司 2010 年 1-8 月实现 76% 的全年收入目标（500 亿港元）。尽管公司今年早些时候收购土地，但自 4 月中旬政府出台市场降温措施后明显放慢收购步伐。</p>	符蓓
<p><b>沿海绿色家园有限公司</b>（沿海家园，B/负面/--）</p> <p>我们认为，沿海家园 2011 财政年度（截至 3 月底）的财务状况可能仍然疲软。公司项目在地域分布上的过于分散削弱了其财务指标和其他资源，并导致执行能力较弱以及成本高企不下。我们预计公司 2011 财政年度的信用指标仍将疲软。但这些指标较 2010 财政年度的水平可能有所改善，因其已经基本锁定收入目标，而且毛利润率从 2010 财政年度的 19% 升至 25%。由于杠杆水平较高，因此公司的财务灵活性有限。我们预计沿海家园 2011 财政年度的合同销售将下降，因市场存在不确定性以及公司进行预售的项目少于去年。公司已经放缓在商业地产领域的投资，并更为关注现有市场与高端住宅项目开发。我们认为，公司流动性适当，但由于其 2012 年到期的负债规模较大，因此可能将在当年面临较高的再融资风险。</p>	陆枫
<p><b>碧桂园控股有限公司</b>（碧桂园，BB/负面/--）</p> <p>我们预计 2010 年碧桂园的财务指标将在 2009 年的水平上有所增强，但可能较“BB”评级仍处于疲软水平。公司中期业绩从 2009 年下半年以来有所改善。公司过去 12 个月内的息税及折旧摊销前利润对利息覆盖比率为 3.6 倍，负债对息税及折旧摊销前利润比率为 4 倍。尽管碧桂园息税及折旧摊销前利润率在 2010 年前 6 个月大幅上升至 28% 以上，远高于 2009 年下半年的 13%，但未来状况仍不明朗。碧桂园今年发行两笔债券，融资总计 9.5 亿美元，其中大部分将用于偿还一笔明年 2 月可能被提前赎回的可转债。到目前为止，公司已经赎回这笔可转债中的 70%。整体而言，我们预计公司总借款不会较 2009 年底的水平上升超过 15%（不包括 2010 年底的尚未赎回的可转债）。</p>	符蓓



<p><b>恒大地产集团有限公司</b>（恒大地产，BB/稳定/--）</p> <p>恒大地产的信用比率正向足以支持“BB”评级的方向改善，这与我们的预期一致。2010年上半年公司业绩非常强劲，实现收入 204 亿元人民币，调整后息税及折旧摊销前利润率为 17.8%。恒大地产 1-8 月份实现房地产销售额 300 亿元人民币，占其全年目标的 75%。但是，我们注意到公司激进的风险偏好将导致借款增速快于我们的预期。过去 8 个月内公司显示出执行能力。尽管市场状况相对疲软，但由于公司产品具有竞争力以及业务重点放在二三线城市，因此公司销售非常强劲。公司的盈利能力也应从规模经济的上升中受益。我们认为，由于恒大地产的合同销售强劲以及短期借款有限，因此其流动性适当。但其流动性对任何大规模的土地收购的影响都颇为敏感。</p>	李国宜
<p><b>花样年控股集团有限公司</b>（花样年集团，BB-/稳定/--）</p> <p>我们预计花样年集团将保持有节制的扩张和适当的流动性。截至 2010 年 6 月 30 日，公司拥有 36 亿元人民币自由现金，而短期负债和未支付土地出让金分别为 15 亿元和 5.5 亿元人民币。花样年集团 2010 年上半年业绩较此前 6 个月有所改善，实现收入 19 亿元人民币，息税及折旧摊销前利润对利息覆盖比率超过 5 倍，息税及折旧摊销前利润率为 40%左右。我们预计全年财务比率将在类似水平。但是，由于公司合同销售低于预期，因此 2011 年财务表现的可预见性较低。公司今年 1-8 月实现合同销售额 18 亿元人民币，我们对全年合同销售额的预期为 40 亿元-50 亿元人民币。我们预计，随着公司在 2010 年剩余时间推出更多项目进行销售，销售额将呈上升趋势。</p>	符蓓
<p><b>恒盛地产控股有限公司</b>（恒盛地产，B+/稳定/--）</p> <p>我们预计恒盛地产在扩张和土地收购方面将保持激进态度。我们相信，如果公司 2010 年合同销售仍然疲软，则其信用比率可能大幅削弱。恒盛地产 2010 年上半年收入和毛利润率较 2009 年同期改善。但是，公司今年前 7 个月的合同销售仅为 35 亿元人民币，处于较低的水平，不到年销售目标的四分之一。由于政府的紧缩政策措施对高端地产项目的影响程度大于其他类型项目，因此公司将尚海湾项目的预售由 2010 年上半年推迟至下半年。该项目的销售计划在公司 2010 年销售目标中占据相当大的部分。公司目前拥有现金余额 34 亿元人民币，足以满足短期现金需求（如短期负债和土地出让金支付）。我们认为，公司流动性适当，但容易受到今年下半年房地产销售水平的影响。</p>	陆枫
<p><b>绿城中国控股有限公司</b>（绿城中国，B/负面/--）</p> <p>即使绿城中国的利润出现改善，但由于公司推行激进的举债融资扩张方式，因此其信用比率较目前评级仍然疲软。2010 年上半年，尽管公司实现收入与利润率增长，但由于借款上升，因此其信用比率较目前评级仍然疲软而且杠杆水平恶化。由于绿城中国的交付期过长，因此其 2010 年 1 月以来的财务表现始终滞后于强劲的预售表现。2010 年下半年公司财务表现可能有所改善，但由于需要支付大笔的土地出让金以及合同销售对政府针对投资需求的政策敏感，因此其流动性可能疲软。我们预计公司未来 12 个月的现金资源将较其计划使用额低 10%-20%。尽管公司仍有大量的未提取项目信贷额度，但均为未承诺额度，需要进行逐笔审核。</p>	李国宜
<p><b>合生创展集团有限公司</b>（合生创展，BB-/负面/--）</p> <p>合生创展的财务表现仍然面临压力。公司 2010 年上半年业绩疲软，合同销售额约为 60 亿元人民币，较去年同期低 9%。近几年来，合生创展增加在高端项目的投入。尽管公司计划在 2010 年下半年推出更多新项目，但由于市场状况具有挑战性，高端市场尤其明显，因此其销售改善的前景并不确定。今年前 6 个月公司毛利润率降至 36%，但我们预计 2010 年全年该比率将回升至 40%左右的历史水平，因下半年确认销售收入的是利润率较高的项目。我们认为，合生创展流动性适当。公司近期斥资近 65 亿元人民币在广州和上海收购 3 个地块。我们预计该土地和相关建设支出将不会令合生创展的流动性状况面临很大压力，因为支付期限较长。</p>	符蓓

<p><b>佳兆业集团控股有限公司</b>（佳兆业集团，BB-/稳定/--）</p> <p>我们预计佳兆业集团全年表现将符合我们对其合同销售额 80 亿元人民币及经营利润率至少 20% 的预期。公司 2010 年上半年业绩弱于我们此前预期，这主要是由房地产竣工和交付的时间的原因。但是，毛利润率和负债的增长符合我们的预期。截至 2010 年 8 月底，公司实现合同销售额 63 亿元人民币，占我们对全年预期的 79%。尽管如此，如果公司推迟项目竣工和交付时间，则信用比率的改善速度将慢于我们的预期。虽然公司有意通过收购和城市再开发扩大土地储备，但与评级同为“BB-”的竞争对手相比，佳兆业集团的发展偏好相对更为适中。我们认为，公司流动性适当，手头现金足以偿还短期负债，而且未支付的土地出让金规模较小。</p>	李国宜
<p><b>合景泰富地产控股有限公司</b>（合景泰富地产，BB-/稳定/--）</p> <p>我们预计合景泰富地产 2010 年的财务表现将较上年明显改善，因为 2009 和今年迄今为止的合同销售令人满意。合景泰富地产中期业绩改善，息税及折旧摊销前利润对利息覆盖比率由上年同期的 1.1 倍升至 2.6 倍。我们预计其信用比率全年将进一步改善，息税及折旧摊销前利润对利息覆盖比率将升至 4 倍，负债对息税及折旧摊销前利润比率将由上年的 8 倍改善至 4 倍。今年前 8 个月公司合同销售额达到 82 亿元人民币，占其全年目标的 82%。我们认为，公司流动性适当。</p>	符蓓
<p><b>丽丰控股有限公司</b>（丽丰控股，B+/稳定/--）</p> <p>我们预计丽丰控股的租金收入将在未来一年改善，而住宅合同销售依旧波动性较大，因项目集中度非常高。公司完成了对上海香港广场的翻新工程，该广场坐落于上海市中心，为商业地产项目，包括办公大楼、购物中心以及服务式公寓，入住率尚属满意。因此，我们预计公司 2011 财政年度（截至 7 月底）租金收入对利息覆盖比率将保持在 1 倍以上。公司 2011 财政年度的房地产合同销售主要集中于单一项目（上海五月花生活广场），因此其对该项目的推出时间、定价和市场需求非常敏感。我们预计，由于新增建设贷款以及合同销售可能出现波动，因此其负债对息税及折旧摊销前利润比率可能从目前的低水平有所上升。我们认为，公司流动性适当，原因主要是手头现金充裕、未来一年到期的债务有限、没有未支付的土地出让金以及租金收入为经常性。我们相信丽丰控股将在未来 1-2 年内增加目前较小的土地储备。</p>	陆枫
<p><b>中新地产集团（控股）有限公司</b>（中新地产，B/稳定/--）</p> <p>我们在 2010 年 10 月 5 日将中新地产评级上调至“B”，以反映其业务风险状况自上海实业控股有限公司（上实控股）成为控股股东以来持续改善。我们认为，上实控股的信用状况要好于中新地产。我们预计中新地产的财务表现将从过去 2 年的低位逐步改善，并相信它将保持适当的流动性。</p>	符蓓
<p><b>宝龙地产控股有限公司</b>（宝龙地产，B+/稳定/--）</p> <p>宝龙地产将继续从产品价格具有竞争力、业务涵盖购物中心和住宅地产以及主要在二线城市发展中受益。但是，大量遗留的关联方交易仍然是评级的负面因素之一。宝龙地产 2010 年上半年业绩较上年同期下降，这应归咎于房地产项目竣工的时间；收入较上年同期下降 20%，至 10.4 亿元人民币，毛利润率则由上年同期的 53% 小幅降至 51%。公司信用比率相对于目前评级处于良好水平，但随着它增加借款支持激进的扩张计划，因此上述比率应削弱。2010 年前 8 个月，宝龙地产的合同销售额约为 21 亿元人民币，基本符合我们对全年的预期。我们预计 2010 年负债对息税及折旧摊销前利润比率将从 2009 年底的 1 倍上升至 3 倍左右。我们认为，公司流动性低于适当水平，原因是公司在建设和土地收购上进行大量支出。</p>	李国宜

<p><b>人和商业控股有限公司</b>（人和商业，BB/稳定/--）</p> <p>尽管人和商业 2010 年上半年业绩疲弱，但我们仍然预计公司将实现我们基准情景假设情况下 2010 年全年销售额超过 60 亿元人民币的目标。我们相信该公司具备的调整商铺经营权转让和租赁比例的灵活性能够实现这一目标。我们对人和商业的分析已经考虑到其财务大幅波动的因素。公司 2010 年上半年收入较 2009 年同期下降 30%，毛利润率由上年同期的 81% 降至 57.5%，因为经营权转让平均价格下降以及部分项目建设和收购费用大于我们预期导致的成本上升。我们预计公司 2010 年调整后总负债对息税折旧摊销前利润之比不会高于 3 倍。我们认为，人和商业的流动性适当。评级的主要限制因素之一是目目前对此类项目的监管政策在很多领域模糊不清，任何调整都可能引发对其商业模式可持续性的质疑。</p>	陆枫
<p><b>路劲基建有限公司</b>（路劲基建，BB-/稳定/--）</p> <p>路劲基建今年房地产业务的盈利能力大幅改善。但我们相信，由于中国房地产市场状况具有挑战性，因此其整体盈利能力能否在 2010 年下半年进一步改善还存在不确定性。正如我们的预期，路劲基建的毛利润率在 2010 年上半年升至 34% 左右，高于 2009 年全年 12% 的水平。2010 年前 6 个月的合同销售额同比下降 6%，至 25 亿元人民币，我们预计下半年销售将保持在类似水平。路劲基建的收费公路业务继续提供稳定的现金流，这也是评级的支持因素之一。公司依赖于 3 条高速公路的贡献，占其收费公路业务收入的 82%。我们认为，路劲基建的流动性适当，并将受其收费公路业务现金获取能力良好的支持。</p>	陆枫
<p><b>上海证大房地产有限公司</b>（证大房产，B/负面信用观察/--）</p> <p>我们相信，除非证大房产能够在未来 6 个月内确保获得收购一处地块所需的大量资金，否则其评级将面临进一步的压力。公司信用比率在 2010 年上半年实质性恶化，因为为收购土地而增加的债务远远超过房地产销售增长的步伐。证大地产 2010 年 2 月同意斥资 92.2 亿元人民币收购位于上海外滩的一处地块。截至 2010 年 6 月 30 日，公司总借款已经由 2009 年底的 25 亿港元升至 71 亿港元，因为其从关联公司借入 41 亿港元以支付该地块的土地出让金的一半。剩余土地出让金应在 9 月中旬交付，宽限期为 2 个月。目前尚不清楚证大地产能否确保在最后期限前获得足够的资金，但我们了解它能够通过利息缴纳将支付推迟 6 个月（从 9 月中旬）。</p>	李国宜
<p><b>世茂房地产控股有限公司</b>（世茂控股，BB/稳定/--）</p> <p>我们相信世茂控股的杠杆比率将保持在我们预期区间的高端水平。我们的预期区间是在考虑到公司收入和利润率改善以及近期发行债券中的一部分用于再融资后作出的。世茂控股 2010 年上半年的业绩符合我们的预期，收入较上年同期翻一番，至 100 亿元人民币，毛利润率由 29% 升至 33%。公司从增长的平均售价和规模经济中受益。2010 年前 8 个月公司实现合同销售额 161 亿元人民币，为公司年销售目标 300 亿元人民币的 54%，也将顺利突破我们对其全年销售至少 200 亿元人民币的预期。2010 年世茂控股负债总额大幅上升，因其积极收购土地。因此，公司进一步大幅提高负债的空间似乎有限。我们认为，公司流动性适当。公司拥有大量的现金，并且财务灵活性良好。</p>	陆枫
<p><b>上置集团有限公司</b>（上置集团，B/负面/--）</p> <p>上置集团的财务表现将继续波动，因为其规模较小、项目数量有限以及土地销售波动性很大。公司 2010 年上半年业绩出现实质性改善，与上年同期相比，收入增长 5 倍，至 19.8 亿元人民币，毛利润率从 29% 升至 38%。但是，由于借款增加，其信用比率仅略有改善，而且相对于目前评级仍处于疲软水平。截至前 6 个月的过去 12 个月息税及折旧摊销前利润对利息覆盖比率升至 2 倍，我们下调评级的这一比率触发水平为 1.5 倍。尽管入住率有所改善，但其位于上海的唯一酒店继续亏损。公司对上海之外项目的依赖程度也日益提高，但它在当地的执行能力仍然较差。随着上海 2 处地块近期开始发售，公司今年下半年表现应有所改善。我们认为，公司流动性适当。手头现金和预期合同销售将足以偿还短期借款。</p>	李国宜

<p><b>仁恒置地集团有限公司</b>（仁恒置地，BB/稳定/--）</p> <p>我们预计仁恒置地将继续保持稳步增长和推行审慎的财务管理。公司 2010 年上半年业绩符合我们的预期，收入和息税及折旧摊销前利润率分别小幅降至 7.952 亿新加坡元和 56%。按过往 12 个月计的信用比率符合我们的预期，尽管用于扩张和土地收购的借款增加，但仍远低于触发我们下调评级的水平。合同销售和平均售价符合预期，但政府不断出台的针对投资需求的措施可能影响销售。仁恒置地专注于高端房地产市场，这一市场的购房者通常拥有超过 1 套房地产。公司稳步推进投资地产的开发，其成都仁恒置地广场已经于 2010 年中期开业。我们认为，仁恒置地流动性适当，手头现金和预期预售足以支付短期负债、土地出让金以及建设费用。</p>	李国宜
--	-----

**表四**  
**发债活动**

公司	业务范围	获评级优先无担保债券	债务评级
雅居乐地产控股有限公司	雅居乐主要开发住宅地产，旗下也拥有酒店业务。公司旗下项目地域分布广泛，但主要位于广东省。雅居乐的项目主要分布于二三线城市。	(1) 2016 年到期的利率 10% 的 3 亿美元债券；(2) 2017 年到期的利率 8.875% 的 6.5 亿美元债券	BB
建业地产股份有限公司	建业地产主要在河南省从事中高端住宅和商业地产项目开发。公司业务目前覆盖 22 个城市，主要在省会郑州市。	拟发行 5-7 年期固定利率美元优先无担保债券	B+
中国海外发展有限公司	中国海外发展是一家住宅地产开发商；旗下项目地域分布广泛。	2012 年到期的利率 5.75% 的 3 亿美元债券	BBB
沿海绿色家园有限公司	沿海家园主要开发住宅地产项目。公司旗下项目数量有限，但分布于中国多个城市。	2012 年到期的利率 12% 的 1.5 亿美元债券	B-
碧桂园控股有限公司	碧桂园是一家总部位于广东省的住宅开发商。公司目前已经将业务扩展至多个其他省份，包括安徽省、湖南省和内蒙古。公司旗下业务还包括房地产建设、管理和酒店业务。	(1) 2013 年到期的利率 2.5% 的 6 亿美元可转债；(2) 2014 年到期的利率 11.75% 的 3.75 亿美元债券；(3) 2017 年到期的利率 11.25% 的 5.5 亿美元债券；(4) 2015 年到期的利率 10.5% 的 4 亿美元债券	BB-
恒大地产集团有限公司	恒大地产主要在二三线城市开发大型住宅项目，业务遍及全国。	2015 年到期的利率 13% 的 7.5 亿美元债券	BB-
花样年控股集团有限公司	花样年集团开发与销售住宅和商业地产项目。它是一家地区性开发商，业务主要集中在深圳市和成都市。	2015 年到期的利率 14% 的 1.2 亿美元债券	B+
恒盛地产控股有限公司	恒盛地产主要是一家住宅地产开发商。总部位于上海市，业务现已扩展至北京、天津、南通和部分其他二线城市。	无获评级债券	

绿城中国控股有限公司	绿城中国主要在中国东部富裕的杭州市和浙江省开发高端住宅项目。	2013年到期的利率9%的4亿美元债券	B-
合生创展集团有限公司	合生创展是一家在广州市、北京市、上海市以及周边地区开发住宅项目的地产商。公司收入来源还包括物业管理和酒店业务	2012年到期的利率8.125%的3.5亿美元债券	B+
佳兆业集团控股有限公司	总部位于深圳市的佳兆业集团是一家住宅和商业地产开发商，业务重点放在城市再开发。	2015年到期的利率13.5%的3.5亿美元债券	B+
合景泰富地产控股有限公司	合景泰富地产是一家总部位于广州市的住宅开发商。它业已进入苏州市和成都市。公司少量收入来自于房地产租赁、物业管理和酒店业务。	2017年到期的利率12.5%的2.5亿美元债券	B+
丽丰控股有限公司	丽丰控股在上海、广州和中山市开发住宅项目，并在上海和广州市持有一定的商业地产用于投资。	2014年到期的利率9.125%的2亿美元债券	B+
中新地产集团（控股）有限公司	中新地产主要开发住宅地产项目。土地储备覆盖中国11个城市。	2014年到期的利率9.75%的4亿美元债券	B-
宝龙地产控股有限公司	总部位于上海的宝龙地产在二三线城市开发混合用途的地产项目，持有购物中心进行长期投资。	2015年到期的利率13.75%的2亿美元债券	B+
人和商业控股有限公司	人和商业的业务模式较为独特，它主要代表政府开发地下人民防空工程，作为交换，它获得40年的商业经营权。公司项目储备遍及中国。	(1) 2015年到期的利率11.75%的3亿美元债券；(2) 2016年到期的利率13%的3亿美元债券	BB
路劲基建有限公司	路劲基建是一家收费公路运营商和住宅地产开发商。它的收费公路资产与房地产开发项目遍布中国。	(1) 2011年到期的利率6.25%的2亿美元债券；(2) 2012年到期的浮动利率1.5亿美元债券；(3) 2014年到期的利率7.625%的2亿美元债券；(4) 2015年到期的利率9.5%的3.5亿美元债券	BB-
上海证大房地产有限公司	总部位于上海的证大房产开发住宅和商业地产项目进行出售和投资。	2012年到期的利率10%的1.5亿美元债券	B

世茂房地产控股有限公司	世茂控股是一家住宅和商业地产开发商。公司的地产项目遍布多个城市，主要位于沿海的富裕省份。	(1) 2011年到期的浮动利率2.5亿美元债券；(2) 2016年到期的利率8%的3.5亿美元债券；(3) 2017年到期的利率9.65%的5亿美元债券	BB-
上置集团有限公司	总部位于上海的上置集团开发住宅和商业地产项目，并经营酒店业务。公司还规划新城镇与开发土地进行出售。	2013年到期的利率8.625%的2亿美元债券	B-
仁恒置地集团有限公司	总部位于上海的仁恒置地主要在上海和多个省会城市开发高端住宅地产项目。	2017年到期的利率9.5%的3亿美元债券	BB

(注:中英文本文义如有分歧, 概以英文本为准。)