

评级：看好

李泉洋

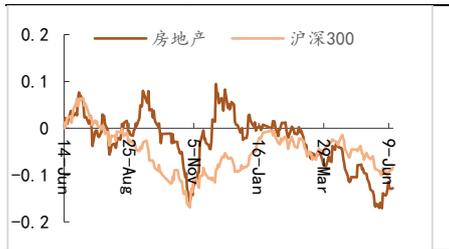
房地产行业分析师

SAC 执证编号：S0110523050001

lixiaoyang@sczq.com.cn

电话：010-81152673

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

相关研究

- 房企销售月报：百强销售持续回落，高信用房企优势明显
- 房企融资月报：信用债单月发行增速转负，国央企占比持续提升
- 房地产行业周报：新房二手房环比走弱，首套二套利率差持续扩大

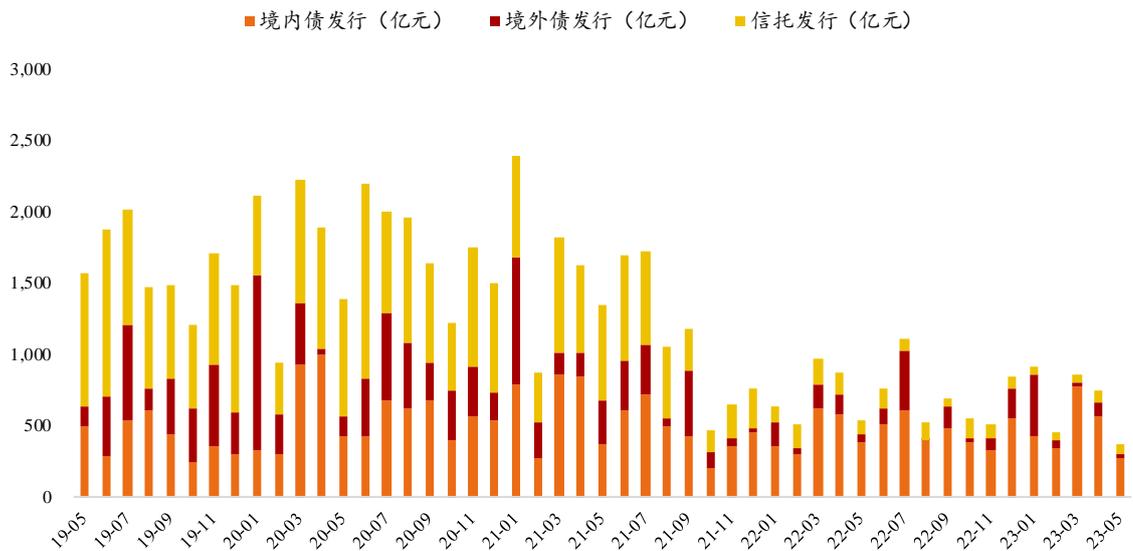
核心观点

- **单月融资规模创新低，偿债压力有所缓解。**融资发行端来看，23年5月单月境内债融资额（行业口径）为267亿元，单月同比-30.6%；境外债融资额为37.3亿元，单月同比-35.5%；信托融资额为63.3亿元，单月同比-33.9%。5月单月融资规模创19年以来的新低，房企整体融资环境依旧不容乐观。偿还端来看，6至8月境内外债总偿还金额分别为576.4、741.3、514.6亿元，偿债压力有所下降。净融资端，5月单月房地产行业净融资额为-133.2亿元，环比少减83.9亿元。23年1-5M累计净融资额-645.8亿元。尽管偿债压力有所缓解，融资端缩量导致行业整体融资现金流仍处于净流出状态。
- **融资成本创半年新低，地方国企占比持续攀升。**23年5月单月境内债融资总额（房企统计口径）237.2亿元，加权平均融资成本3.21%，较上月变动-0.35%。分类来看，公司债、中票和短融融资额分别为89.4亿元、92亿元和35.5亿元。公司债、中票和短融的融资成本分别为3.29%（较近半年变动-0.58%）、3.63%（较近半年变动-0.25%）和2.22%（较近半年变动-0.74%）。整体融资成本创半年新低，公司债和短融下降幅度较大。
- **高信用房企信用优势明显，碧桂园融资年内破冰。**重点房企单月融资来看，23年M5我们统计的强信用房企新增融资116.4亿元，融资最多的三家强信用房企为保利、招商、万科，分别发行35.35、26、20亿元；中信用房企新增融资17亿元。累计融资来看，23M1-5高信用房企新增融资768.6亿元，融资最多的三家强信用房企为金融街、首开、保利，分别发行163.7、133、109.64亿元；中信用房企新增融资29亿元，仅美的置业于4月融资12亿元，碧桂园于5月融资17亿元。国央企凭借信用优势，融资成本普遍较低。23M1-5招商、保利、华润融资成本低于3%，较22年进一步下降。
- **投资建议：基本面持续走弱与核心城市限制性政策的宽松，引发市场对于新一轮宽松政策预期。**近期核心城市青岛、杭州、南京放松限制性调控政策，后续有望更多城市跟进，地产股迎来估值修复行情。历史低效资产包袱较小，于周期底部获取三高土储（高能级、高去化、高利润率）的房企，将形成较明显的换牌效应，带动资产质量优化。在区域分化的背景下，资产质量提升将带动优质房企PB逐步回升至2018年行业高周转模式前的水平。
- **持续推荐：**1) 高能级布局、拿地换牌比例较高、规模适中的头部房企：招商蛇口、华润置地；2) 行业底部拿地扩张的优质房企：滨江集团、华发股份。3) 融资和拿地后续恢复正常的困境反转类房企，有望迎来估值提升：金地集团。4) 永续现金流类房企：龙湖集团、华润置地。
- **风险提示：**宏观经济复苏不及预期，政策反应钝化，二手房挂牌量持续提升，房价超预期下跌等。

1 单月融资规模创新低，偿债压力有所缓解

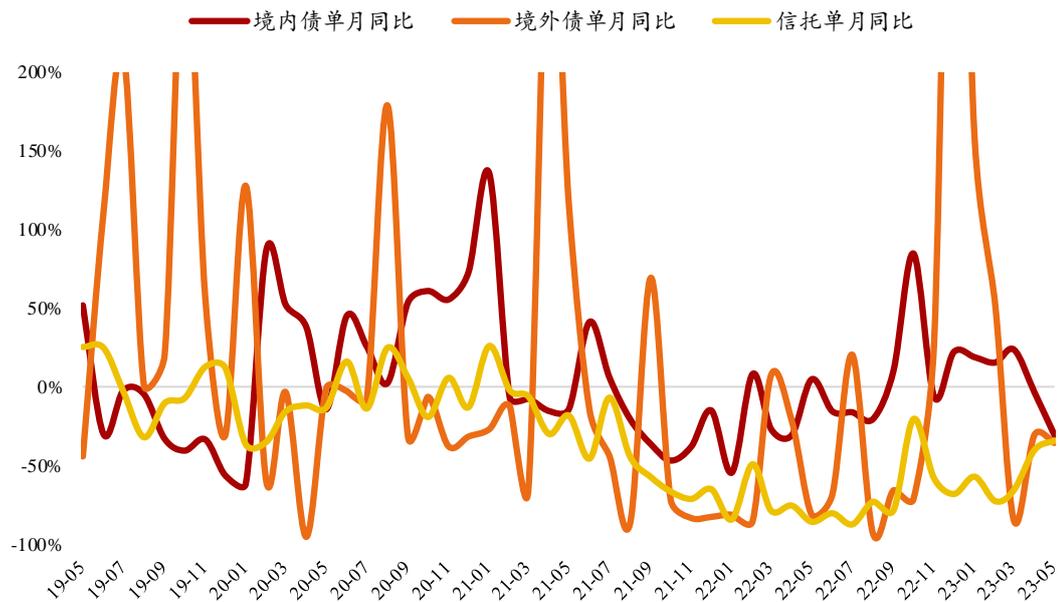
融资发行端来看，23年5月单月境内债融资额（行业口径）为267亿元，单月同比-30.6%；境外债融资额为37.3亿元，单月同比-35.5%；信托融资额为63.3亿元，单月同比-33.9%。5月单月融资规模创19年以来的新低，房企整体融资环境依旧不容乐观。

图1 行业境内债、境外债及信托发行额



资料来源：wind，首创证券

图2 行业境内债、境外债及信托发行额单月同比



资料来源：wind，首创证券

月均（累计）融资数据来看，23年1-5M房地产行业境内债月均发行额478.6亿元，同比3.8%；境外债月均发行额62.5亿元（剔除华夏幸福债务重组340亿元发行额），同比-52.1%；信托发行额62亿元，同比-48.8%，境外债及信托发行规模连续三年大幅缩降。

图3：行业境内债月均发行额及同比

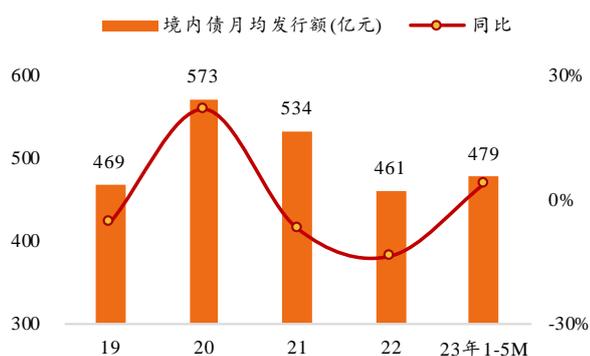
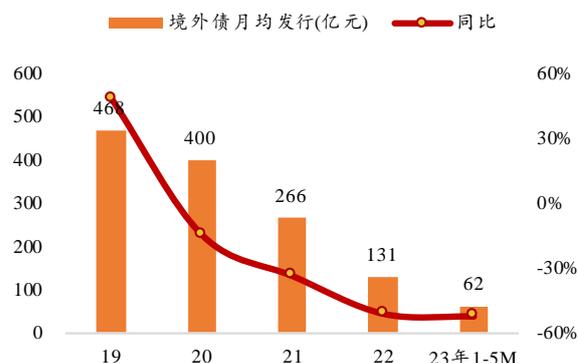


图4：行业境外债月均发行额及同比



资料来源：wind，首创证券

资料来源：wind，首创证券

图5：行业信托月均发行额及同比

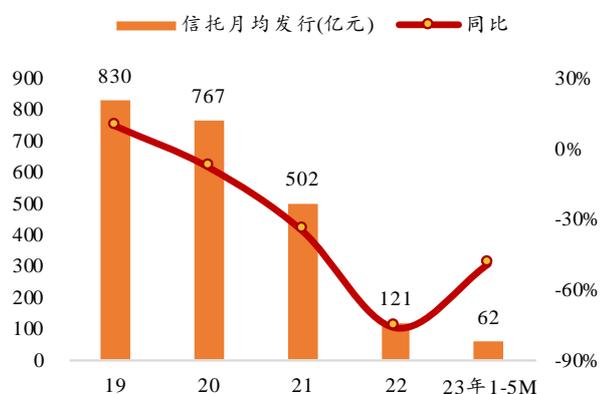


图6：行业累计融资额

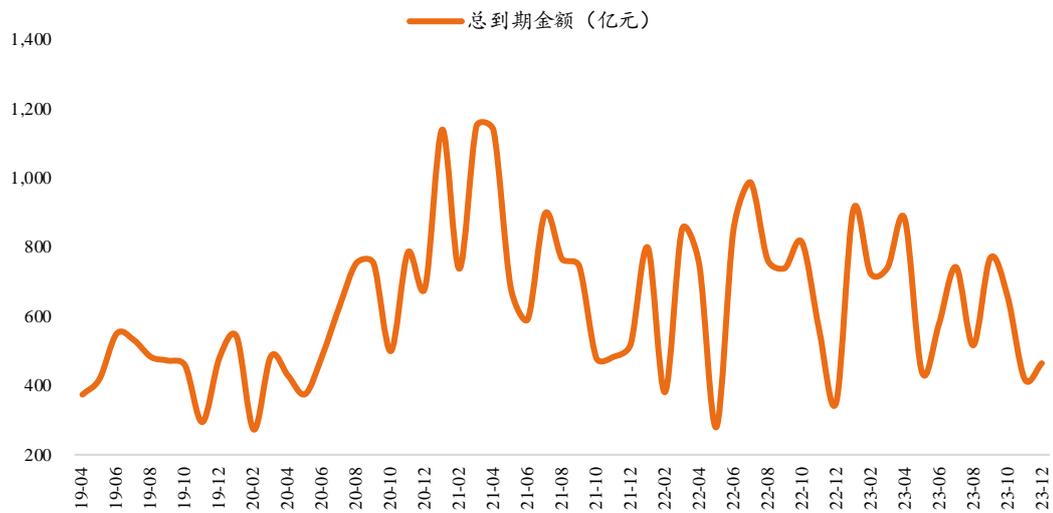


资料来源：wind，首创证券

资料来源：wind，首创证券

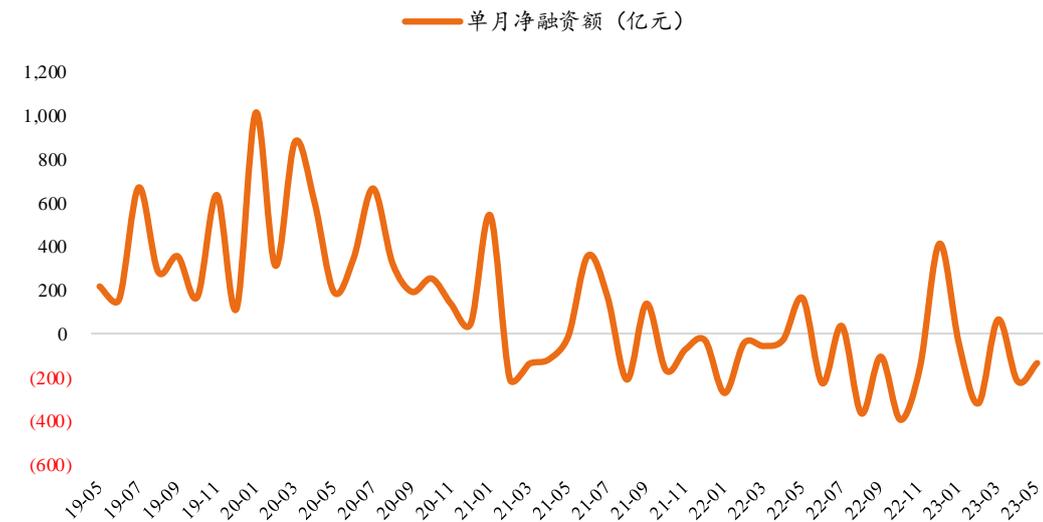
偿还端来看，6至8月境内外债总偿还金额分别为576.4、741.3、514.6亿元，偿债压力有所下降。净融资端，5月单月房地产行业净融资额为-133.2亿元，环比少减83.9亿元。23年1-5M累计净融资额-645.8亿元。尽管偿债压力有所缓解，融资端的缩量导致行业整体融资现金流仍处于净流出状态。

图 7 行业债务总到期金额



资料来源: wind, 首创证券

图 8 行业单月债务净融资额

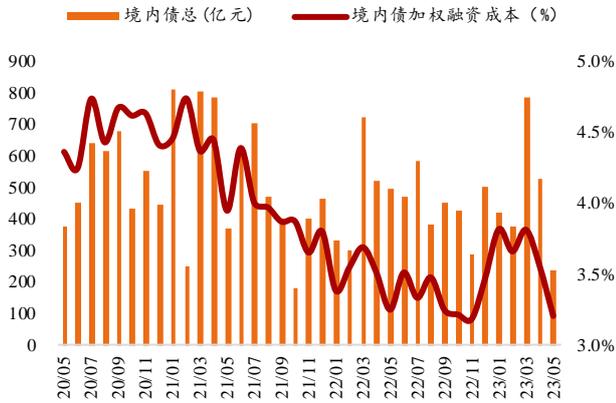


资料来源: wind, 首创证券

2 融资成本创半年新低，地方国企占比持续攀升

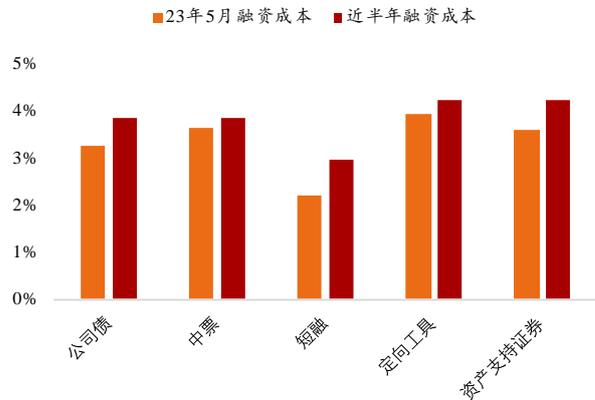
23 年 5 月单月境内债融资总额（房企统计口径）237.2 亿元，加权平均融资成本 3.21%，较上月变动-0.35%。分类来看，公司债、中票和短融融资额分别为 89.4 亿元、92 亿元和 35.5 亿元。公司债、中票和短融的融资成本分别为 3.29%（较近半年变动-0.58%）、3.63%（较近半年变动-0.25%）和 2.22%（较近半年变动-0.74%）。整体融资成本创半年新低，公司债和短融下降幅度较大。

图 9：行业境内债发行额及加权融资成本



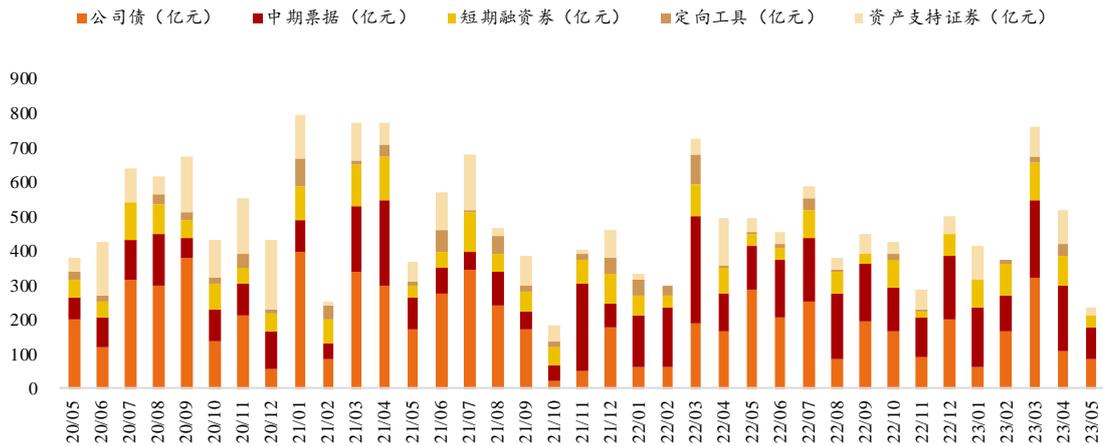
资料来源：wind，首创证券

图 10：各类融资成本当月与半年比较



资料来源：wind，首创证券

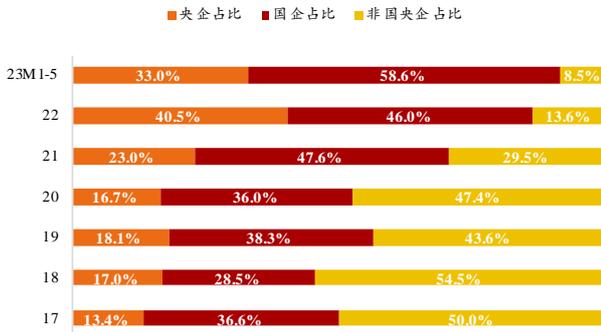
图 11 行业各类融资总额



资料来源：wind，首创证券

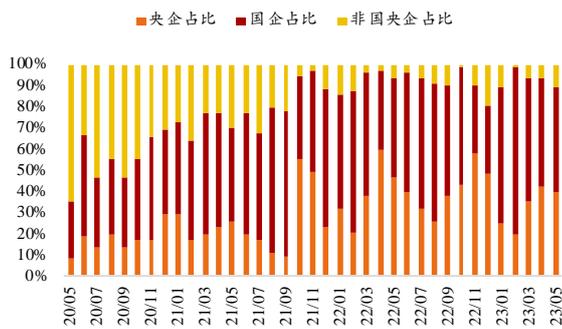
按房企性质划分，23M1-5 央企和地方国企信用债融资占比分别为 33%，58.6%，较 22 全年分别变动-7.5pct，12.6pct。债务久期来看，23M1-5 中 3 年内短久期融资比例 51.1%，较 22 全年变动 3.6pct。单月占比来看，23 年 5 月央企占比 39.8%，国企占比 49.7%，非央国企占比 10.5%，国央企占比持续保持高位。

图 12：年度央企、国企、非央国企融资占比



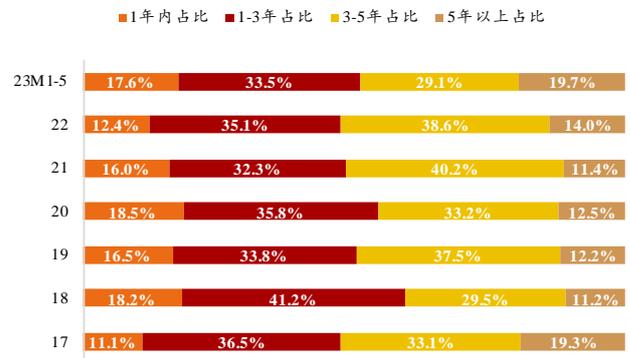
资料来源：wind，首创证券

图 14：单月央企、国企、非央国企融资占比



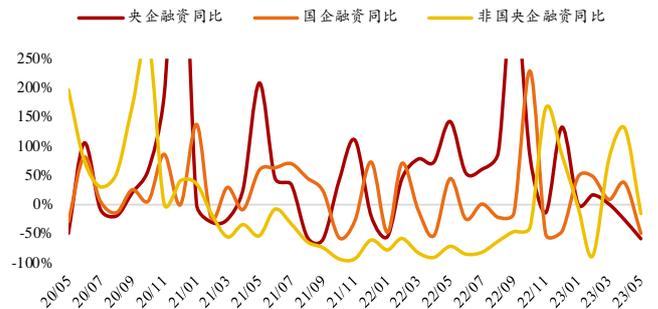
资料来源：wind，首创证券

图 13：境内债融资期限占比



资料来源：wind，首创证券

图 15：央企、国企、非央国企融资单月同比

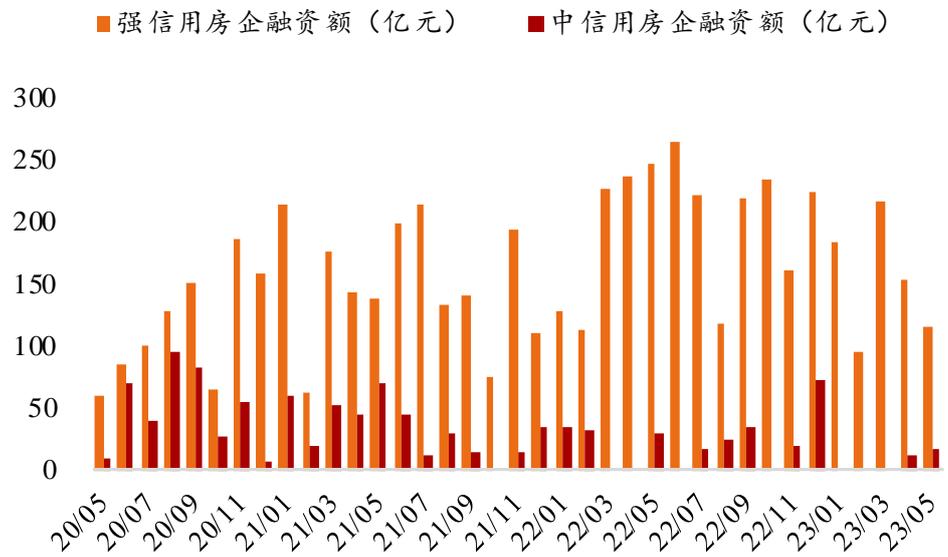


资料来源：wind，首创证券

3 高信用房企信用优势明显，碧桂园融资年内破冰

重点房企单月融资来看，23年M5我们统计的强信用房企新增融资116.4亿元，融资最多的三家强信用房企为保利、招商、万科，分别发行35.35、26、20亿元；中信用房企新增融资17亿元。累计融资来看，23M1-5高信用房企新增融资768.6亿元，融资最多的三家强信用房企为金融街、首开、保利，分别发行163.7、133、109.64亿元；中信用房企新增融资29亿元，仅美的置业于4月融资12亿元，碧桂园于5月融资17亿元。国央企凭借信用优势，融资成本普遍较低。23M1-5招商、保利、华润融资成本低于3%，较22年进一步下降。

图 16 强、中信用房企融资额



资料来源: wind, 首创证券

图 17 重点房企发行及融资成本对比

| 信用分类 | 房企 | 信用债融资 (亿元) | | | 融资成本 (%) | | |
|------|------|------------|--------|------|----------|-------|--------|
| | | 23年M5 | 23M1-5 | 22全年 | 23M1-5 | 22全年 | 成本差值 |
| 强信用 | 招商 | 26 | 75 | 327 | 2.21% | 2.81% | -0.61% |
| | 保利 | 35 | 110 | 263 | 2.76% | 2.88% | -0.12% |
| | 中海 | 0 | 0 | 235 | - | 2.91% | - |
| | 华润 | 0 | 75 | 425 | 2.59% | 3.08% | -0.50% |
| | 越秀 | 0 | 34 | 98 | 3.38% | 3.10% | 0.28% |
| | 绿城 | 15 | 40 | 131 | 3.92% | 3.69% | 0.23% |
| | 万科 | 20 | 40 | 296 | 3.11% | 3.11% | 0.00% |
| | 滨江 | 0 | 15 | 53 | 4.85% | 4.27% | 0.58% |
| | 华发 | 0 | 50 | 119 | 4.30% | 4.85% | -0.55% |
| | 建发 | 0 | 33 | 130 | 4.24% | 3.80% | 0.44% |
| | 首开 | 0 | 133 | 244 | 4.40% | 3.69% | 0.72% |
| | 金融街 | 20 | 164 | 80 | 3.47% | 3.51% | -0.04% |
| 中信用 | 碧桂园 | 17 | 17 | 40 | 3.88% | 4.01% | -0.13% |
| | 金地 | 0 | 0 | 25 | - | 3.72% | - |
| | 龙湖 | 0 | 0 | 85 | - | 3.54% | - |
| | 新城 | 0 | 0 | 40 | - | 4.60% | - |
| | 美的置业 | 0 | 12 | 78 | 3.68% | 4.07% | -0.39% |

资料来源: wind, 首创证券

偿还端来看, 部分房企 2023 年剩余债务到期规模较大, 碧桂园、融创、招商到期规模分别为 191、133、123 亿元; 滨江、融创、中南 2023 年到期债务占比分别为 42%、31%、29%。单月来看, 恒大、招商、金地在 23

年 M6 到期债务分别为 116、31、30 亿元。中信用房企 23 年下半年仍面临较大债务偿还压力。

图 18 重点房企债务余额及到期结构

| 信用分类 | 房企 | 总债券余额 (人民币, 亿元) | | | 到期结构 (人民币, 亿元) | | | | | |
|------|------|-----------------|-----|-----|----------------|-----------|------|------|---------|-----------|
| | | 信用债 | 海外债 | 合计 | 23年M6到期 | 23年剩余债务到期 | 2024 | 2025 | 2026及以后 | 23年剩余偿还占比 |
| 强信用 | 招商 | 540 | 0 | 540 | 31 | 123 | 72 | 193 | 152 | 22.8% |
| | 保利 | 611 | 0 | 611 | 0 | 70 | 80 | 173 | 288 | 11.5% |
| | 中海 | 444 | 172 | 616 | 0 | 39 | 143 | 153 | 281 | 6.3% |
| | 华润 | 632 | 195 | 827 | 0 | 50 | 148 | 143 | 486 | 6.0% |
| | 越秀 | 233 | 35 | 267 | 0 | 37 | 55 | 16 | 159 | 13.9% |
| | 绿城 | 334 | 194 | 528 | 20 | 70 | 59 | 227 | 172 | 13.2% |
| | 万科 | 571 | 218 | 790 | 0 | 35 | 221 | 288 | 246 | 4.4% |
| | 滨江 | 95 | 0 | 95 | 0 | 40 | 52 | 0 | 4 | 41.5% |
| | 华发 | 330 | 0 | 330 | 0 | 40 | 33 | 54 | 203 | 12.1% |
| | 建发 | 304 | 29 | 334 | 0 | 0 | 13 | 107 | 213 | 0.0% |
| 中信用 | 首开 | 652 | 0 | 652 | 0 | 31 | 103 | 182 | 336 | 4.8% |
| | 金融街 | 636 | 0 | 636 | 0 | 55 | 46 | 136 | 399 | 8.6% |
| | 碧桂园 | 353 | 480 | 833 | 8 | 191 | 131 | 304 | 206 | 23.0% |
| | 金地 | 302 | 31 | 333 | 30 | 96 | 180 | 57 | 0 | 28.8% |
| | 龙湖 | 399 | 197 | 597 | 0 | 112 | 64 | 65 | 355 | 18.8% |
| | 新城 | 168 | 125 | 294 | 17 | 47 | 86 | 89 | 72 | 15.9% |
| 低信用 | 美的置业 | 151 | 0 | 151 | 0 | 17 | 57 | 76 | 0 | 11.3% |
| | 恒大 | 160 | 568 | 728 | 116 | 116 | 208 | 379 | 24 | 16.0% |
| | 融创 | 156 | 275 | 431 | 0 | 133 | 158 | 140 | 0 | 30.9% |
| | 阳光城 | 129 | 79 | 208 | 2 | 23 | 84 | 58 | 44 | 10.9% |
| | 世茂 | 149 | 245 | 393 | 0 | 19 | 86 | 107 | 180 | 4.9% |
| | 中南 | 89 | 29 | 117 | 24 | 34 | 54 | 29 | 0 | 29.0% |
| | 旭辉 | 69 | 230 | 300 | 0 | 12 | 64 | 146 | 77 | 4.0% |
| 金科 | 118 | 0 | 118 | 0 | 0 | 49 | 53 | 17 | 0.0% | |

资料来源: wind, 首创证券

4 投资建议

基本面持续走弱与核心城市限制性政策的宽松, 引发市场对于新一轮宽松政策预期。近期核心城市青岛、杭州、南京放松限制性调控政策, 后续有望更多城市跟进, 地产股迎来估值修复行情。历史低效资产包袱较小, 于周底部获取三高土储(高能级、高去化、高利润率)的房企, 将形成较明显的换牌效应, 带动资产质量优化。在区域分化的背景下, 资产质量提升将带动优质房企 PB 逐步回升至 2018 年行业高周转模式前的水平。

持续推荐: 1) 高能级布局、拿地换牌比例较高、规模适中的头部房企: 招商蛇口、华润置地; 2) 行业底部拿地扩张的优质房企: 滨江集团、华发股份。3) 融资和拿地后续恢复正常的困境反转类房企, 有望迎来估值提升: 金地集团。4) 永续现金流类房企: 龙湖集团、华润置地。

5 风险提示

宏观经济复苏不及预期, 政策反应钝化, 二手房挂牌量持续提升, 房价超预期下跌等。

分析师简介

李泉洋，房地产行业分析师，香港中文大学硕士，2021年5月加入首创证券。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需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的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

| | 评级 | 说明 |
|---|--------|------------------------|
| 1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准 | 股票投资评级 | 买入 相对沪深300指数涨幅15%以上 |
| | | 增持 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间 |
| | | 中性 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间 |
| | | 减持 相对沪深300指数跌幅5%以上 |
| | 行业投资评级 | 看好 行业超越整体市场表现 |
| 2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准 | | 中性 行业与整体市场表现基本持平 |
| | | 看淡 行业弱于整体市场表现 |