

所属行业

房地产

发布时间

2021年12月14日

房地产行业

融资放宽是起点， 但只开了前路，后面的可持续性呢？

核心观点：

修复本身信用基础较好央企、国企、稳健型民企在金融机构和投资者处的动作已在有序推进，也取得了阶段性成效，但企业良性发展的通道仍然未打开，开了前路，后路封闭，企业仍然无法走通，所以提高改善市场行情，给消费者注入信任感仍是当务之急，让本身资质较好的企业走通自己的路，让已经出险或者即将出险的企业一个自救或者说良性推出的通道，区别化对待各个主体，让行业真正能够走上良性的循环，而后引导企业去服务于长效目标的达成也顺理成章，水到渠成。

相关研究：

2020H1 年报综述：规则已定，房企的空间还有多大？

2020年12月地产月报：房住不炒定位长期不变，2021更看好以长三角为核心的城市

2020年12月月度数据：全年销售17.4万亿，疫情冲击下房地产实现8.7%的增长

年度盘点：2020住宅成交结构性特征明显，高能级城市具备先发优势

行业研究：长沙为何会成为全国学习的范本？

企业研究：华南房企对外扩张的终极选择：占领长三角？

企业研究：从万科A看头部房企的成长与担当

企业研究：“重”装上阵，重新出发，且看绿城如何探底回升

研究员

于小雨

rain_yxy (微信号)

yuxiaoyu@ehconsulting.com.cn

王玲

w18705580201 (微信号)

wangling@ehconsulting.com.cn

11月开始, 保利发展、中国海外发展、招商蛇口、越秀地产等企业纷纷开启发债模式, 融资端似乎释放出积极信号, 是否房企在融资上有新的希望, 流动性趋紧的趋势是否能够有所逆转? 单单的融资开口是否能够解决房企, 市场行情保持原状时, 央企、国企能够支撑得住整个市场?

目录

1、融资定向开口, 央企国企凭借信用积累优势成第一波受益者	2
2、央企、国企仍在托举, 仅有个别民企在做防御性拿地	3
3、央企、国企的托举之力能否持续?	5
4、长效机制什么时候开始安排才合理? 短期需要增强消费者的信任	6

1、融资定向开口, 央企国企凭借信用积累优势成第一波受益者

11月开始, 各大会议纷纷表态保障居民的合理住房需求和房企的合理贷款需求, 我们在融资端看到一丝希望和积极信号。在政策表态之后, 房企纷纷开启发债模式, 央企、国企为其中最活跃群体, 诸如保利发展、中国海外发展、招商蛇口、华润置地、绿城中国、越秀地产等央企、国企接连发布融资计划, 保利发展11月成功发行两笔中期票据, 总规模45亿元, 其中, 2021年第三期中期票据发行金额25亿、利率为3.25%, 期限为3年, 第四期发行金额为20亿, 期限为5年, 利率3.55%。11月22日, 发布公告宣布拟发行不超过98亿的公司债券, 期限不超过10年, 11月30日, 又一公告表示, 拟发行资产支持证券化产品, 发行规模不超过100亿元, 初步选定广州天悦养老公寓、长沙麓谷林语、长沙保利国际广场、重庆林语溪、沈阳溪湖林语、天津大都会、汕尾金町湾、成都198拉斐等项目作为首次资产标的, 首期发行规模约10亿元(具体根据发行情况确定)。仅仅一个月时间, 保利发展的规划融资总量达到243亿元, 在其过往发债历程中也属于极其积极的表现。

除保利发展外, 中国海外发展、华润置地等企业也均抛出融资方案。中国海外发展有限公司11月22日公布, 旗下全资附属公司中海企业发展集团有限公司将在中国发行总额不超过人民币50亿元的境内人民币债券, 本期债券发行总规模为不超过人民币29亿元。中海上述债券共设两个品种发行, 品种一发行期限为3年期, 品种二发行期限为5年期, 均附有品种间回拨选择权。12月7日, 华润置地有限公司发布公告称, 该公司作为借款人分别就10亿人民币、15亿港元及2亿美元的3笔贷款融资与银行订立贷款融资协议。

图表: 典型企业2021年4季度中期票据发行情况

代码	发行公告日期	起息日期	发行总额(亿元)	发行期限(年)	
q21113007.IB	21 思明国控 MTN001	2021-11-30	2021-12-06	3.2	3.0
102103125.IB	21 华发实业 MTN004	2021-11-23	2021-11-29	5.0	3.0
102103105.IB	21 电建地产 MTN004	2021-11-22	2021-11-26	15.0	5.0
102103092.IB	21 绿城房产 MTN002	2021-11-19	2021-12-02	20.0	3.0
102103087.IB	21 首开 MTN005	2021-11-19	2021-11-25	27.0	5.0
102103069.IB	21 京城投 MTN004	2021-11-18	2021-11-23	7.3	5.0
102103045.IB	21 建发地产 MTN005	2021-11-16	2021-11-22	4.4	5.0

102103011.IB	21 招商蛇口 MTN001A	2021-11-12	2021-11-18	15.0	3.0
102103000.IB	21 万宝投资 MTN002	2021-11-12	2021-11-17	5.0	5.0
102103005.IB	21 栖霞建设 MTN002	2021-11-12	2021-11-18	4.2	3.0
102103012.IB	21 招商蛇口 MTN001B	2021-11-12	2021-11-18	15.0	5.0
102103020.IB	21 光明房产 MTN003	2021-11-12	2021-11-22	5.8	3.0
102102331.IB	21 保利发展 MTN004	2021-11-11	2021-11-17	20.0	5.0
102102317.IB	21 京城投 MTN003	2021-11-11	2021-11-17	10.0	5.0
102102300.IB	21 张江高科 MTN003	2021-11-09	2021-11-15	8.0	3.0
102102274.IB	21 金地 MTN006	2021-11-04	2021-11-10	15.0	3.0
102102233.IB	21 苏州高新 MTN008	2021-10-29	2021-11-04	10.0	3.0
102102252.IB	21 保利发展 MTN003	2021-10-29	2021-11-04	30.0	3.0
102102234.IB	21 新静安 MTN002	2021-10-29	2021-11-04	10.0	3.0
102102206.IB	21 张江高科 MTN002	2021-10-28	2021-11-03	8.0	3.0
102102200.IB	21 中交房产 MTN001	2021-10-27	2021-11-03	20.0	3.0
102102182.IB	21 大悦城 MTN003	2021-10-25	2021-10-29	8.2	3.0
102102171.IB	21 浦软件园 MTN001	2021-10-22	2021-10-28	2.0	3.0
102102091.IB	21 绿城房产 MTN001	2021-10-15	2021-10-20	14.0	3.0
102102043.IB	21 金茂投资 MTN002	2021-10-09	2021-10-14	20.0	3.0

资料来源: 亿翰智库, wind

从发债或者说融资主体看, 央企国企为主力群体, 经营稳健的民营企业也有一定动作, 这很好理解, 在去杠杆、防风险的顶层调控初衷下, 融资的扶持或者支持也就具有定向性, 必然指向本身信用较好、优势突出的企业, 这也是市场在主动的定向的加快行业的优胜劣汰, 政策的作用是加快这一进程的推进。

虽然说融资政策的放开有方向性, 并非对全体企业构成利好, 但是对于行业而言, 着实称得上是利好释放, 也给行业和企业注入了信心和希望。这种定向的融资支持短期内恐很难扩大覆盖面, 就银行等金融机构而言, 在释放资金的过程中, 必将首选信用度较好的企业, 而企业的信用又具有积累性, 相较而言, 央企、国企、稳健型民企在过往发展中确实已经沉淀出较稳定的信用优势, 因对财务原则的坚守, 经营过程中杠杆使用偏克制, 因对政策保持敬畏, 所以更懂得恪守原则不逾矩, 所以行业整体陷入信用危机时, 这类型房企更容易强化其信用优势, 自然成为政策利好释放下的第一波受益者。

2、央企、国企仍在托举, 仅有个别民企在做防御性拿地

第二次集中供地结束时, 我们也分析过, 在实施集中供地的城市中, 央企、国企保持高参与度, 稳住了土地市场稳定的秩序, 部分城市上基本无民营企业参与。当前, 已陆续有城市开启或完成第三次土地的集中出让, 从现有城市的土地成交情况来看, 拿地主体亦特征显著:

第一、央企、国企(包括城投平台)仍是各城市拿地的主力, 承担着维持土地市场秩序的责任;

第二、央企、国企、稳健型地方企业之间的合作也相对普遍, 12月2日, 招商蛇口联合

南山地产在上海第三次集中供地中以 27.0537 亿元底价竞得获得嘉定南翔地块；12 月 8 日，12 月 8 日，保利发展、厦门国贸、联发集团联合体以 99.6 亿竞得厦门高林金林片区地块，溢价率 7.33%；

第三、地方型国企或民企走出本区域，开启扩张步伐。深业集团也于上海第三次集中供地通过产业方式入驻上海；安徽高速在上海第三次集中供地中获取两宗地块，陕西建工旗下陕西地产联合大名城首进上海，首钢集团、深投控等企业均在成都第三次集中供地中成功获取土地。

第四、地方型国企发力明显，持续夯实本区域外市场。深业集团在西南区域土地市场多有所斩获，成都第三次集中供地中，深业泰然以 17.03 亿元获得成华区地块，溢价率 0.95%。南山地产在上海第二次、第三次集中供地中均有土地获取，实现了上海市场的成功市场巩固；

第五、民营企业整体极度克制，个别企业仅在大本营做适度的防守型获地。

图表：成都第三次集中供地房企拿地情况（万 m²、亿元、元/m²）

宗地位置	竞得房企	建筑面积	总成交额	溢价率	竞人才公寓比例
天府新区华阳街道鹤林村三、五、七、八组，鹤林村集体	建发房产	11.43	16.12	14.63%	34%
天府新区华阳街道鹤林村五、七组	华润置地	6.72	9.48	14.63%	23%
锦江区柳江街道潘家沟村 4、5 组	锦江统建	4.57	7.35	3.87%	/
锦江区柳江街道潘家沟村 4、5 组	建发房产	8.21	12.73	0.00%	/
天府新区万安街道高饭店村四组、八组，开元村四组	成都天投	11.65	13.28	0.00%	/
天府新区万安街道高饭店村八组，开元村三、四组	成都永慧	12.71	14.49	0.00%	/
天府新区万安街道开元村三组	恒邦双林	3.87	4.61	4.39%	/
金牛区西华街道涧槽河社区 2、3 组，郫都区犀浦街道五粮村 1 组、五粮村集体	龙湖集团	10.72	12.32	0.00%	/
高新区桂溪街道铜牌村 4 组、铜牌村 5 组、大源村 1 组、临江村 6 组（原荣店村 1 社）、临江村 7 组（原荣店村 2 社）	四川远达	7.74	15.18	14.62%	64%
成华区保和街道斑竹社区 4、5 组	兴城人居	8.03	13.82	1.18%	/
成华区龙潭街道鹤林社区 1 组、向龙社区 12 组	北京天恒	2.90	3.08	0.00%	/
天府新区华阳街道香山村三、四组	建发房产	20.79	35.34	14.86%	1%

天府新区万安街道高饭店村四组	成都永慧	9.65	12.55	0.00%	0
青羊区康河街道董家坝社区 5 组	厦门国贸	8.15	10.27	0.00%	0
青羊区康河街道董家坝社区 7 组、马厂社区 2 组	香港置地	8.43	9.45	0.00%	0
金牛区西华街道侯家社区 4、5 组	葛洲坝	7.47	6.80	0.00%	0
天府新区万安街道大石社区七组、高饭店村七组	成都产投	8.77	7.98	0.00%	0
锦江区柳江街道潘家沟村 3、4 组，成龙路街道巷子树村 7 组	深投控	3.24	5.25	0.00%	0
锦江区柳江街道潘家沟村 3、4 组	中国金茂	5.64	9.19	0.62%	0
成华区龙潭街道鹤林社区 1 组、向龙社区 12 组	北京天恒	2.79	2.96	0.00%	0
成华区青龙街道东林社区四、五组、西林社区十一组	深业泰然	16.07	17.03	0.95%	0
成华区二仙桥片区 6 号地块(二仙桥公园北侧 4 号地块)	四川铁投	13.98	19.99	14.40%	7
成华区圣灯街道办事处崔家店社区 2、4 组，关家堰社区 6、8 组、集体	首钢集团	5.68	8.18	14.29%	1
龙泉驿区龙泉驿区十陵街道蜀王大道以东、友谊路以南	华润置地	4.51	4.91	6.86%	0
郫都区郫筒镇东大街 388 号	龙湖集团	11.31	5.66	0.00%	0

资料来源：亿翰智库，各城市自然资源与规划局

从当前的市场走向和行业格局来看，一定阶段内，央企、国企仍都将是土地市场的主要支撑力，而且政策的定向扶持也决定了短期内市场仍需要这些享受政策偏爱的企业予以支撑。多数的民营企业一定阶段内都很难再在土地市场上有大的作为，当务之急都是管理好到期债务，如果能力允许，能提前偿还便提前偿还，若偿债能力不足，则主动寻求资产出让，或尝试与各投资上沟通债务展期。

3、央企、国企的托举之力能否持续？

从房地产行业的 20 余年的发展历程来看，在行业下行时，央企、国企总能在逆势中掌握更多优势，进而能够取得较为积极的成长，这其中逻辑也无需过多阐释。我们在往期文章中也有提及，这轮行业的挑战不仅仅是市场之外因素的主导，市场本身的冷冻和乏力也是同步的，这对房企而言可能是前所未有的挑战。

(1) 外部挑战始终存在，信托融资、资管、私募、信用债、海外债等融资渠道基本处于严厉封锁状态，对于一些高杠杆的企业而言，外部融资已基本无指望；

(2) 市场本身信心已经缺失，销售转头向下。外部融资被封锁时，企业最大的资金来源也已表现出疲态，市场本身的信用缺失也已日渐严重，这对企业而言或是致命打击。从房企

销售数据来看，已有越来越多的房企单月销售业绩大幅下跌，累计销售金额同比也已转负，消费者退房，企业单月业绩转负越发常见，对于已经爆发的企业，自风险爆发之后，销售业绩上基本处于颗粒无收状态。

(3) 即使回款正常，资金也只能留在项目上保证项目顺利交付。在房地产贷款集中度政策实施之后，房企回款速度较前期有所延长，所以企业越来越多的将回款纳入考核，以求最快速实现资金回流。然而，为了更好实现“保交付”目标，维护好消费者合法权益，各城市现行的预售资金监管制度持续收紧，预售制越发接近现房销售，甚至政策的严厉程度给企业带来的压力比现房销售更大，即使回款正常，企业也没有能力和权限去做自由的安排，回款只能用于保障项目的顺利建设、竣工。

所以，对于房企来说，这轮的打击是双向的，不仅仅外部通道被堵，内部的路同样也走不通，所以即使外部融资给予定向放开，如果市场行情迟迟未能有起色，企业拿地或不拿地都不能保证企业本身和行业的良性循环。央企、国企对于市场的托举大概率也仅限于短期，长期也很难持续。

其一、央企国企、稳健型企业虽信用有优势，能够在政策定向宽松的当下享受偏爱，获得一定的资金支持，去支撑土地市场的热度，或者或拖底土地市场，甚至通过发行并购贷款、并购票据等方式去帮助市场消化出险企业的风险，但若市场行情保持冰冷，拿到的土地或并购来的土地或项目资源无论变现，那么企业最终需要承受的结果是杠杆拔高，存货积累，负担加重。

其二、行业发展到当前阶段，各个城市或多或少都沉淀成了深耕型企业，这些企业在这些城市拥有较高的市占率和话语权，倘若占据主导的企业为民营企业，而这些企业并无力拿地，只是在仅有的空间下保持适度的市场防守，极度克制得获取少量项目，对于这类城市来说，本地企业参与乏力，外来房企即使有心布局，可能也需要极大的努力和付出，这就可能造成一个结果，市场的秩序会陷入紊乱，供给断层大概率会出现，这对企业和市场都不构成好正向反馈。

从第二次、第三次集中供地城市的流拍率也可看出，央企、国企实则也无法完全支撑起市场的热度，走高的流拍率或可反映出两点：第一、企业拿不拿地已经逐步与地价脱钩，销售市场冷淡，即使拿到底价的土地也无甚大的意义；第二、央企、国企也在考虑拿地的性价比，与战略不符，避免做出威胁企业安全的战略决策；第三、三道红线适用于全行业，拿地必然带动负债的走高和杠杆的增加，这对企业发展来说不能形成正向循环。

4、长效机制什么时候开始安排才合理？短期需要增强消费者的信任

关于房地产行业长效机制的提法，大家应该都不陌生，对于行业已然出现的一些问题可能也需要制度的建立和完善予以解决，在构建完善的制度之下，让监管更多的发挥效用。

对于长效机制的建立，其实也需要平衡好短期与长期之间的关系，和核心利益的权衡。短期来看，当前行业的最大的挑战在市场的冷却，即使融资端有开口或者松绑，也不能有效支撑市场行情的持续性。这一问题若不能解决，市场的秩序很难走向稳定，企业暴雷仍会继续，行业格局的演变会加速推进。央企、国企及稳健型企业短期能够托住市场的热度，但也

难持续，市场的体量也难以维持住。

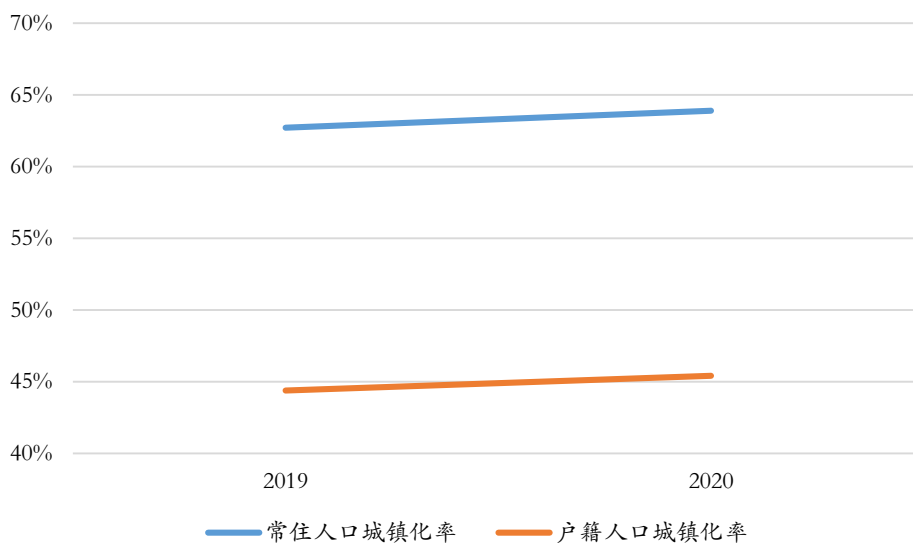
长期的理想状态有怎样的展望？市场体量维持在一定水平，形成了多主体供给、多渠道的供给体系，针对不同居民群体都能够实现居所归属；房地产行业不再成为掣肘共同富裕目标达成的障碍，也不是提高基尼系数的主因；房地产行业秩序稳定，整体风险已处在可控范围之内，管控上难度更低，抓大放下即可达成管理目标；房地产行业及相关产业链条之间形成了良性的正向反馈机制，相互之间信任链条稳固……

短期问题不解决，长期的计划也难以安排。但是也不太可能说等短期的问题完全解决之后，再去着手长期计划，短期与长期之间有一定的重合性和关联度，需要同步推进。

(1) 短期的，偏向于需求端调控的政策可以适时的退出或宽松，提高需求释放能力。对于一些城市而言，市场冷却的最根本原因在于限购、限贷等政策过于严格，机械化的限制了需求的释放，也一定程度上延迟了新型城镇化、城市化的进程，以上海为例，非户籍人口社保满五年仍需要结婚是否合理，是否也在一定程度上的挫伤了消费者的合理住房需求？

(2) 户籍政策适度的宽松，为需求释放注入活力。从当前各城市的常住人口口径和户籍人口口径的城镇化率数据来看，两者之间存在较大的差异，其根本因素就是户籍制度的限制，在户籍制度的限制下，户籍人口与非户籍人口之间所能享受到的资源存在明显差异，倘若在户籍制度上能有所突破，对于提高居民购房消费将有一定推动作用，也能够实现部分城市和地区城镇化率水平和城市整体的治理水平；

图表：2019-2020 年中国城镇化率走势



资料来源：亿翰智库，国家统计局

备注：常住/户籍人口城镇化率=城镇常住/户籍人口数/人口总数。

(3) 合理的刚需和改善型住房需求予以支持，首付比例、贷款利率适度调低。对于一些城市来说，潜在的购房需求或者说居民进城的意愿是存在的，但是可能限于首付比例、房贷利率等原因，居民当前的收入和收入预期无法支撑其住房需求的实现。因为在收入预期不稳的情况下，高利率就代表居民每月就需要多付出几百甚至更多的房贷支出，居民不安全较强，担心一旦收入不稳，可能无力支付房贷，因此在购房消费决策中更偏防御和保守。

(4) 适度放开央企、国企、稳健型民企的三道红线（杠杆）限制，引导企业对出险企

业适度救助，并为风险未发的企业开辟风险释放的出口。就信用本身来说，信用沉淀或者信用修复较易的就是央企、国企和稳健型民企，对这些类型的企业适度放开融资限制有助于企业在土地市场或并购市场上进行土地或资源的获取，有助于维持住市场的底线，但是在三道红线的严格约束下，即使融资有倾斜，但作用也相对有限，更难持续。

修复本身信用基础较好央企、国企、稳健型民企在金融机构和投资者处的动作已在有序推进，也取得了阶段性成效，但企业良性发展的通道仍然未打开，开了前路，后路封闭，企业仍然无法走通，所以提高改善市场行情，给消费者注入信任感仍是当务之急，让本身资质较好的企业走通自己的路，让已经出险或者即将出险的企业一个自救或者说良性推出的通道，区别化对待各个主体，让行业真正能够走上良性的循环，而后引导企业去服务于长效目标的达成也顺理成章，水到渠成。

【免责声明】

本报告是基于亿翰智库认为可靠的已公开信息进行撰写,公开信息包括但不限于公司公告、房管部门网站、互联网检索等多种途径,但亿翰智库不保证所载信息的完全准确和全部完整。由于时间和口径的原因,本报告所指的内容可能会与企业实际情况有所出入,对此亿翰智库可随时更改且不予特别通知。

本报告旨在公正客观地反应企业经营情况。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构或个人的任何建议。任何机构或个人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考。

本报告产权为亿翰智库所有。亿翰智库以外的机构或个人转发或引用本报告的任何部分,请严格注明相关出处及来源且不得修改报告任何部分,如未经亿翰智库授权,传播时私自修改其报告数据及内容,所引起的一切后果或法律责任由传播者承担,亿翰智库对此等行为不承担任何责任,亿翰智库将保留随时追究其法律责任的权利。

【关于我们】

亿翰智库是一家以房地产行业的数据分析、行业研判、企业研究为核心的研究机构,隶属亿翰股份,其专注于行业趋势、企业模型以及资本价值等多维度研究及应用;定期向业内、资本市场等发布各类研究成果达数千次,亿翰智库力求打造中国房地产企业与资本的高效对接平台。



亿翰智库二维码