

票据传闻风波过后，地产债是否拐点已至

报告要点：

● 受居民断供舆情冲击及地产销售数据再度转弱影响，市场对于房企信用风险的担忧进一步加剧，部分混合所有制房企债券开始出现抛售。此外，8月以来，受商票逾期的负面传闻影响，龙湖集团遭遇股债双杀，当前地产债投资者情绪处于极度恐慌状态。不过，随着龙湖集团召开投资者会议和票交所发布澄清公告，前述事件影响有所减弱。那么当下来看，在监管开始主动表态呵护房企信用下，地产债是否拐点已至呢？

● 外部支持力量的变化，是当前地产信用风险研判的关键要素

1) 当前，地产行业仍旧处于信用负反馈阶段，而单靠企业自身行为是难以对负反馈下的债务挤兑进行阻断。

2) 因此，比起基于传统打分表模型对房企信用进行评估的分析模式来讲，当前对地产政策、外部资金支持等外部力量变化的观察已经成为了研判地产信用风险是否会进一步加剧的关键要素。

● 需求政策放松效果有限，房企救助在加码

1) 目前，除一线及部分热点二线城市尚未出现明显的调控松动外，各地对于楼市限购限贷的放松政策均已出台。但从实际效果来看，一方面地产销售结构出现内部分化，虽现房销售有所企稳，但期房销售仍旧处于-30%的下滑区间。单靠需求政策放松难以实现“销售企稳-现金流改善-融资恢复”这一信用修复路径。因此就政策而言，当前所关注的重点需落脚于救助措施上来。

2) 而从近期公开报道来看，房企救助措施在加速推出阶段，虽然所涉及的资金规模体量仍旧较小，且整体思路上以救项目、保交付、保竣工为主。但从边际上看，一方面对于出险项目的救助力度在加大，且相较于年初主要通过鼓励 AMC 进场收并购出险房企项目而言，设立专项纾困基金或政策性银行提供专项借款的方式更为直接明确，能够加快对于停工项目的复工速度，缓解购房者交付担忧；另一方面，通过指定国有企业担保示范发债房企新发债券，从而提供流动性支持的措施，则透露出救企业的政策苗头，避免房企信用负反馈的进一步加深。

● 救助信号拐点已至，但地产债仍在政策博弈阶段

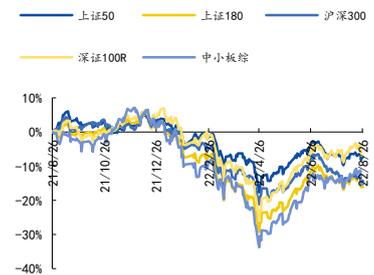
1) 基于上述而言，我们认为当前地产救助信号拐点已至，但是至于未来是否会进一步加大救助措施力度或推行新的救助措施，我们认为 9 月将是重要观察期，一方面 9 月份为全年重要的销售大月之一，该月销售表现对房企剩下月份可供支出的资金规模存在较大影响；另一方面从经验上看 10-12 月竣工面积占全年比重较高，在保交付、保竣工为主要任务下，若 9 月地产销售未见明显改善，则需政策端进一步发力为后续加快竣工速度提供资金支持。

2) 从地产债投资策略来讲，我们认为当前阶段其实是处于一个政策博弈期间，并对机构的风险容忍能力要求较高。因此，对于一般账户而言，我们认为一旦后续政策效果不如预期，那么信用负反馈的问题可能会进一步加深，所以仍旧建议以配置国有房企为主；但对于高收益投资机构而言，当前部分房企债券的估值收益率已经较高且年内到期规模较小，已经具备较好的博弈机会，且结合二级流动性来看，我们认为碧桂园、旭辉控股、金地集团、远洋集团等主体值得关注。

主要数据：

上证综指：	3246.25
深圳成指：	12104.03
沪深 300：	4116.24
中小盘指：	4279.63
创业板指：	3009.56

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

《民企地产债能否安然落地，从危机产生开始说起》2022.4.17

报告作者

分析师 杨为敬
执业证书编号 S0020521060001
邮箱 yangweixue@gyzq.com.cn
电话 021-51097188

风险提示：地产政策效果或新增救助政策存在不确定性

内容目录

1.外部支持力量的变化，是当前地产信用风险研判的关键要素	4
2.需求政策放松效果有限，房企救助在加码.....	4
3.救助信号拐点已至，但地产债仍在政策博弈阶段.....	6

图表目录

图 1：地产销售结构存在分化，现房有所企稳，但期房增速仍旧处于-30%区间	5
图 2：近年来，历月地产竣工面积（单位：万平方米）	7
表 1：近期地产救助政策.....	6

在经历了7月地产断供的舆情冲击后，商品房销售数据随着交付疑虑的升温再度转弱。受此影响，投资者对房地产企业信用风险的担忧亦进一步加剧，抛售行为开始从民营房企向混合所有制蔓延，金地、远洋等房企的债券估值收益均有大幅上升。此外，8月以来，受商票逾期的负面传闻冲击，作为民营房企中的佼佼者，龙湖集团亦遭遇了股债双杀的行市。同月10日下午，龙湖集团召开紧急投资者会议对上述传言进行辟谣，安抚投资者情绪；当日，票交所亦发布《关于龙湖集团控股有限公司不存在商票逾期的公告》，亦旨在呵护当前脆弱的房企信用。

那么在监管方主动对开发商信用进行呵护下，地产债是否拐点已至呢？

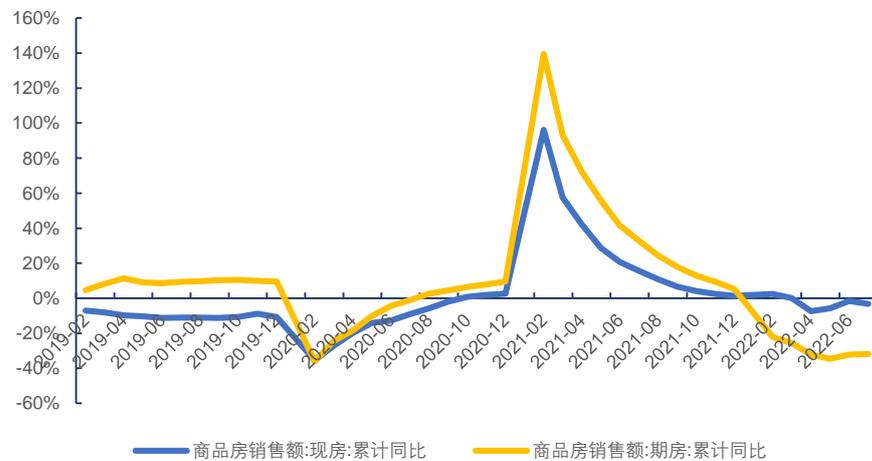
1. 外部支持力量的变化，是当前地产信用风险研判的关键要素

正如我们在4月报告《民企地产债能否安然落地，从危机产生开始说起》中所提及的，“监管政策变化后房企对预售资金高周转的依赖与银行压降地产行业贷款占比之间矛盾的暴露”是导致本轮房企出现大面积信用危机的导火索。而随着信用风险的蔓延，地产行业已经陷入了一个由融资能力恶化——交付能力下滑——预售资金监管收紧+期房销售下滑——负面舆情增加——融资能力进一步恶化的一个负反馈过程。这意味着，单靠企业自身行为是难以对负反馈下的债务挤兑进行阻断。因此，比起基于传统打分表模型对房企信用进行评估的分析模式来讲，当前对地产政策、外部资金支持等外部力量变化的观察已经成为了研判地产信用风险是否会进一步加剧的关键要素。

2. 需求政策放松效果有限，房企救助在加码

就地产需求政策来看，目前除一线及部分热点二线城市尚未出现明显的调控松动外，各地对于楼市限购限贷的放松政策均已出台。但就实际销售表现而言，上半年地产销售结构存在明显分化，现房销售虽已开始企稳迹象，但期房销售增速仍旧处于-30%的下滑区间，拖累整体销售表现。而这一方面作证了上述我们对于本轮房企信用负反馈的逻辑判断，另一方面也揭示了单靠需求政策放松是难以实现“销售企稳-现金流改善-融资恢复”这一信用修复路径的。因此就政策力量而言，当前所关注的重点需落脚于救助政策力度上来。

图 1：地产销售结构存在分化，现房有所企稳，但期房增速仍旧处于-30%区间



资料来源：Wind, 国元证券研究所

就近期公开报道来看，房企纾困政策已经进入到加速推出阶段。7月29日，根据经济观察报消息，有关部门拟成立千亿级房地产基金，专门用于解决出险房企的一些问题楼盘的债务问题，首期募集规模为800亿元，由建设银行和央行募集；8月5日，根据大河报消息，郑州市人民政府办公厅印发《郑州市房地产纾困基金设立运作方案》，按照“政府引导、多层次参与、市场化运作”原则，由中心城市基金下设立纾困专项基金，规模暂定100亿元，采用母子基金方式运作，以市场化、法制化方式参与盘活市域内未来销售收入能够覆盖项目投资的存量房地产项目，纾解房企短期出现的资金流动性困难，并通过将盘活资金专项用于危困房企问题楼盘项目，解决部分社会关注的停工停按揭月供问题；8月16日，根据澎湃新闻，近日监管机构计划通过指定国有企业担保和承销示范性房企的人民币债券新发，为这些房企提供流动性支持，涉及示范房企包括“旭辉控股集团、碧桂园、龙湖集团、远洋集团、新城控股等；8月19日，根据新华社报道，住房和城乡建设部、财政部、人民银行等有关部门近日出台措施，完善政策工具箱，通过政策性银行专项借款方式支持已售逾期难交付住宅项目建设交付。

表 1：近期地产救助政策

时间	主要内容
5月27日	上交所为碧桂园、龙湖、美地置业、旭辉以及新城控股5家示范房企召开投资者会议，旨在通过启动信用保护工具，改善民营房企的融资困境。
7月29日	根据经济观察报消息，拟成立千亿级纾困基金，首期募集资金800亿，由建行和央行募集。涉及房企包括世茂集团、融创中国、绿地控股、中南建设、阳光城、奥园地产、融信中国、荣盛发展、中梁控股、佳兆业、广州富力和恒大集团。
8月5日	郑州市印发《郑州市房地产纾困基金设立运作方案》，“政府引导、多层次参与、市场化运作”原则，由中心城市基金下设立纾困专项基金，规模暂定100亿元，采用母子基金方式运作，相关开发区、区县（市）根据纾困项目，吸引不同类型社会资本共同出资设立子基金，并按照项目及子基金设立情况，资金分期到位。
8月16日	监管机构计划通过制定国有企业担保和承销示范性房企的人民币债券新发，为这些房企提供流动性支持；监管部门近期指示中债信用增进投资公司对房企发行的中期票据开展“全额无条件不可撤销连带责任担保”，涉旭辉控股集团、碧桂园、龙湖集团、远洋集团、新城控股等示范民营房企。
8月19日	住房和城乡建设部、财政部、人民银行等有关部门近日出台措施，完善政策工具箱，通过政策性银行专项借款方式支持已售逾期难交付住宅项目建设交付

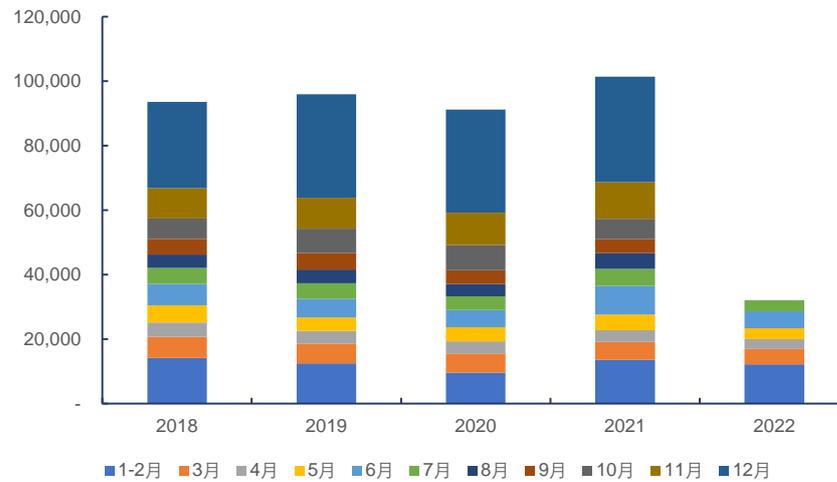
资料来源：经济观察报、大河报、澎湃新闻、新华社，国元证券研究所

诚然，当前报道的地产救助政策所涉及的资金规模体量较小，且整体思路仍以救项目、保交付、保竣工为主。但从边际上看，一方面对于出险项目的救助力度在加大，且相较于年初主要通过鼓励 AMC 进场收并购出险房企项目而言，设立专项纾困基金或政策性银行提供专项借款的方式更为直接明确，能够加快对于停工项目的复工速度，缓解购房者交付担忧；另一方面，通过指定国有企业担保示范发债房企新发债券，从而提供流动性支持的措施，则透露出救企业的政策苗头，避免房企信用负反馈的进一步加深。

3.救助信号拐点已至，但地产债仍在政策博弈阶段

基于上述而言，我们认为当前地产救助信号拐点已至，但是至于未来是否会进一步加大救助政策力度或推行新的救助措施，我们认为9月将是重要观察期，一方面9月份为全年重要的销售大月之一，该月销售表现对房企剩下月份可供支出的资金规模存在较大影响；另一方面从经验上看10-12月竣工面积占全年比重较高，在保交付、保竣工为主要任务下，若9月地产销售未见明显改善，则需政策端进一步发力为后续加快竣工速度提供资金支持。

图 2：近年来，历月地产竣工面积（单位：万平方米）



资料来源：Wind, 国元证券研究所

从地产债投资策略来讲，我们认为当前阶段其实是处于一个政策博弈期间，并对机构的风险容忍能力要求较高。因此，对于一般账户而言，我们认为一旦后续政策效果不如预期，那么信用负反馈问题可能会进一步加深，所以仍旧建议以配置国有房企为主；但对于高收益投资机构而言，当前部分房企债券的估值收益率已经较高且年内到期规模较小，已经具备较好的博弈机会，且结合二级流动性来看，我们认为碧桂园、旭辉控股、金地集团、远洋集团等主体值得关注。

风险提示：地产政策效果及新增政策存在不确定性

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188