

国有地产掘金之旅

——信用债研究之房地产篇

引言：

2023 年 12 月召开的中共中央政治局会议提出“要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破”，近日，北京、上海先后出台了房地产宽松政策，包括降低首付比例和房贷利率，调整普通住房标准，有利于促进购房需求的释放，促进地产行业修复。为稳住经济增长的基本盘，2024 年地产行业面临的政策环境将更为宽松，或将有系列政策出台进一步促进地产行业经营和融资的修复，本身在经营、财务以及再融资表现都相对更加稳健的国有地产主体信用风险仍将相对可控。国企地产债作为本轮资产荒中的优质可投标的，现有国企地产债估值受哪些因素影响？影响程度怎么样？还有哪些债券收益尚有挖掘的空间？博收益的同时需要关注哪些风险？本文将对上述问题进行逐一解答，以期为投资者提供有价值的信息和参考，做出更理想的决策。

目录

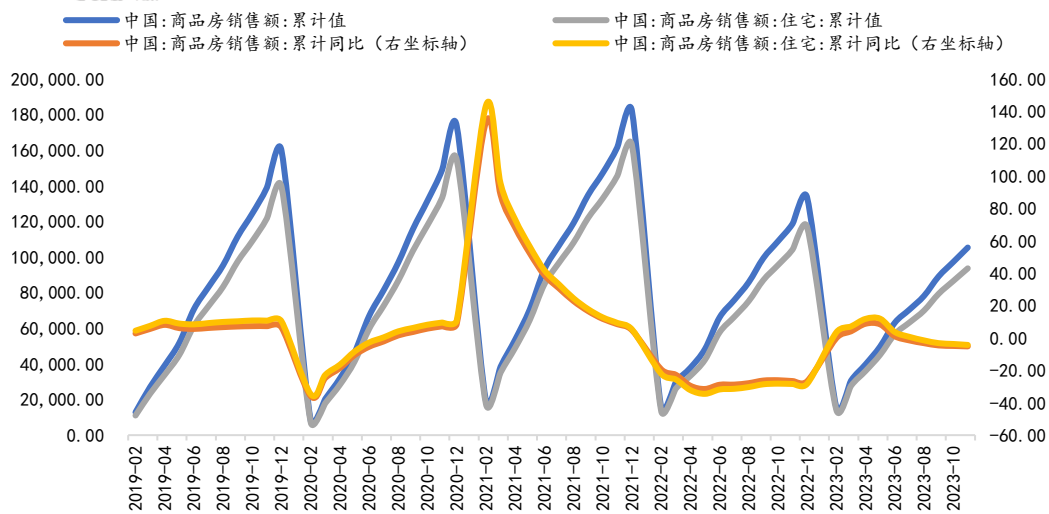
一、 地产行业销售与融资.....	3
(一) 销售.....	3
(二) 融资表现.....	4
二、 地产行业发行人债市表现.....	6
(一) 一级市场.....	6
(二) 二级市场.....	7
三、 国有地产债券估值影响因素分析.....	9
(一) 区域.....	10
(二) 实控人属性.....	10
(三) 盈利能力.....	11
(四) 规模.....	12
(五) 运营能力.....	13
(六) 偿债能力.....	14
四、 国有地产债券收益挖掘.....	16
五、 风险关注.....	18
六、 总结.....	19

一、 地产行业销售与融资

(一) 销售

从地产销售数据来看，2023年1-11月，全国商品房销售面积100,509万平方米，同比下降8.0%（1-10月为-7.8%），其中住宅销售面积同比下降7.3%。全国商品房销售额105,318亿元，下降5.2%（1-10月为-4.9%），其中住宅销售额下降4.3%，销售数据继续下滑，为近五年同期最低点。截至2023年11月末，商品房待售面积65,385万平方米，同比增长18.0%，其中住宅待售面积增长20.4%，去库存压力进一步上升。

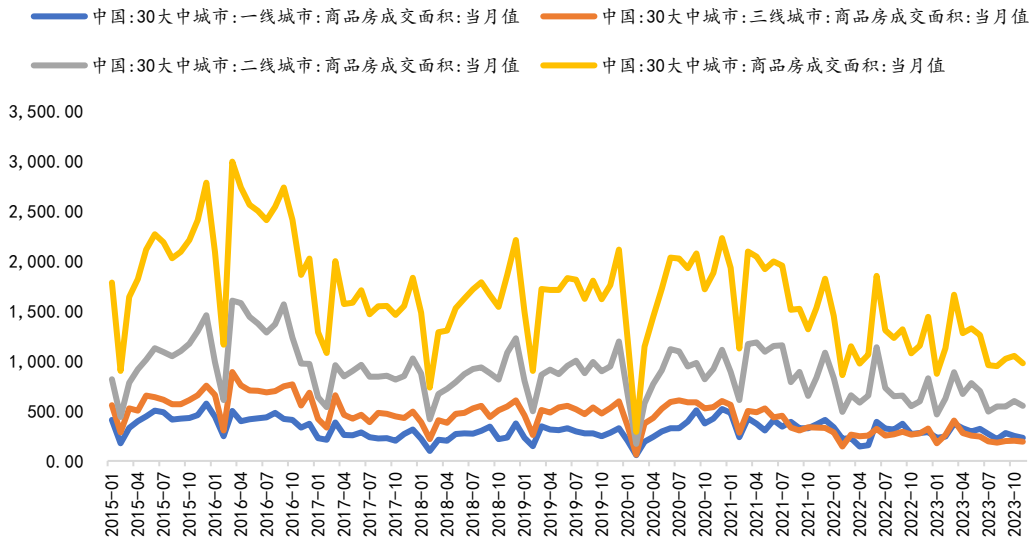
图 2019年以来我国商品房销售数据（单位：亿元、%）



数据来源：公开资料、胜遇研究团队整理

从我国30大中城市商品房成交来看，今年以来，商品房成交面积总体呈现下行趋势，2023年11月单月商品房成交面积976.81万平方米，环比下降6.98%，尽管有多项地产行业利好政策出台，但销售数据仍旧走弱，成交量仍主要由二线城市贡献（占比56.44%），一、三线城市占比分别为23.70%和19.86%；11月，一、二、三线城市商品房成交面积分别环比下行6.89%、8.21%和3.44%，与去年同期相比由正转负，商品房销售复苏仍不及预期。

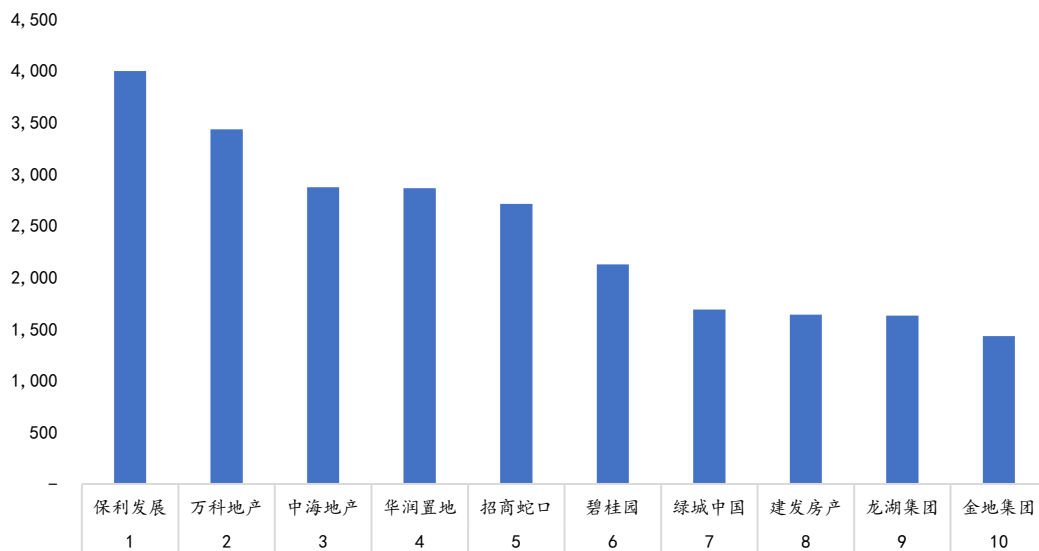
图 我国 30 大中城市商品房成交数据（单位：万平方米）



数据来源：公开资料、胜遇研究团队整理

根据克尔瑞数据，2023 年 1-11 月，销售排行来看，国有房企仍为市场主流，累计销售金额前十名的房企中，中央国有企业和地方国有地产企业分别占有 5 个和 1 个席位。

图 2023 年 1-11 月我国房企销售金额前十名（单位：亿元）



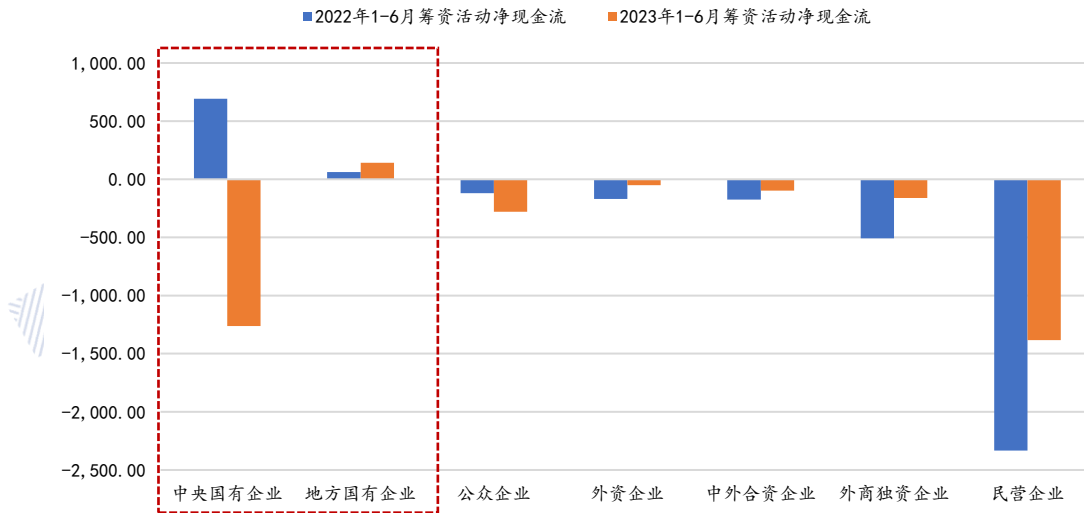
数据来源：公开资料、胜遇研究团队整理

（二）融资表现

从融资端来看，2023 年 1-6 月，受地产行业风险持续释放，市场避险情绪进一步上升等因素影响，房企整体融资情况继续恶化，筹资活动现金流缺口进一步增加，筹资活动净额

总数由上年的-2,552.33 亿元下降到-3,089.94 亿元，其中中央国有房企由上年同期的正数转为负数，而地方国有房企呈现净流入且规模有所增加。而民企地产企业融资情况与去年相比缺口有所收缩。

图 我国房地产企业上半年融资情况（单位：亿元）



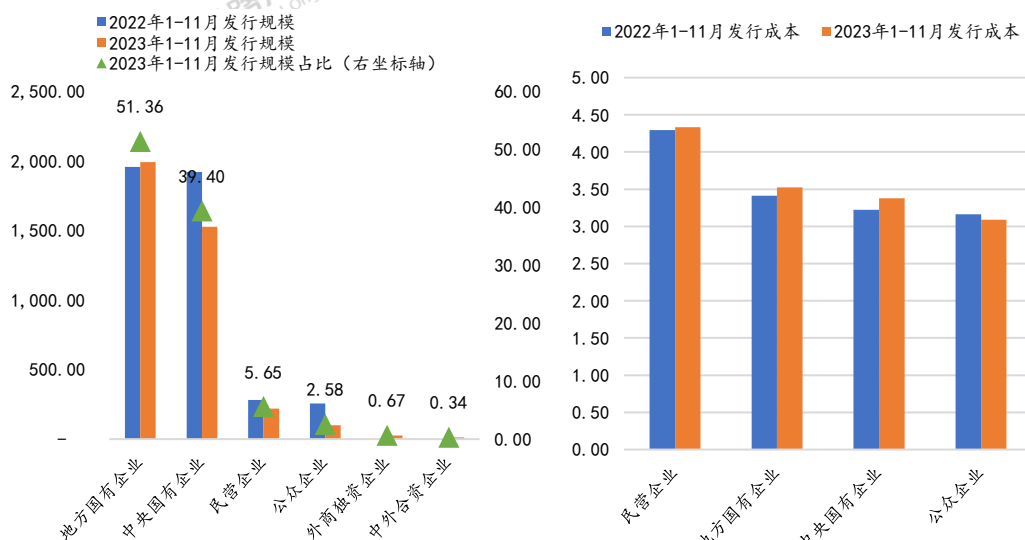
数据来源：公开资料、胜遇研究团队整理

二、 地产行业发行人债市表现

(一) 一级市场

从一级市场来看，今年 1-11 月，房企一级市场债券融资表现更为困难，债券总发行量由上年的 4,414.38 亿元降至 3,876.27 亿元，且发行量进一步向国企地产集中，占比高达 90.77%（前值为 87.81%），民企地产发债规模寥寥无几。更具体来看，中央国有地产债券发行规模降幅较大，而地方国有房企则出现逆势上行，占当期总发行量的比重增至 51.36%。2023 年 1-11 月，国有地产主体新发债券规模下降至 3,518.87 亿元，其中无增信措施的债券规模合计 3,071.22 亿元（前值 3,541.39 亿元），而设有增信措施的债券有金额合计 447.15 亿元（前值 334.93 亿元），占比 12.71%，与去年同期相比增信比重有所上升；民企地产债券合计发行规模 357.90 亿元，其中设有增信措施的债券规模 171.70 亿元，占比将近 50%，民企地产债券的成功发行更加依赖于担保等增信措施的支持。从发行票面利率来看，国有房企发行债券平均成本显著低于民营房企，其中中央国有房企发行成本同比有一定上升。

图 我国房地产债券融资情况（单位：亿元、%）

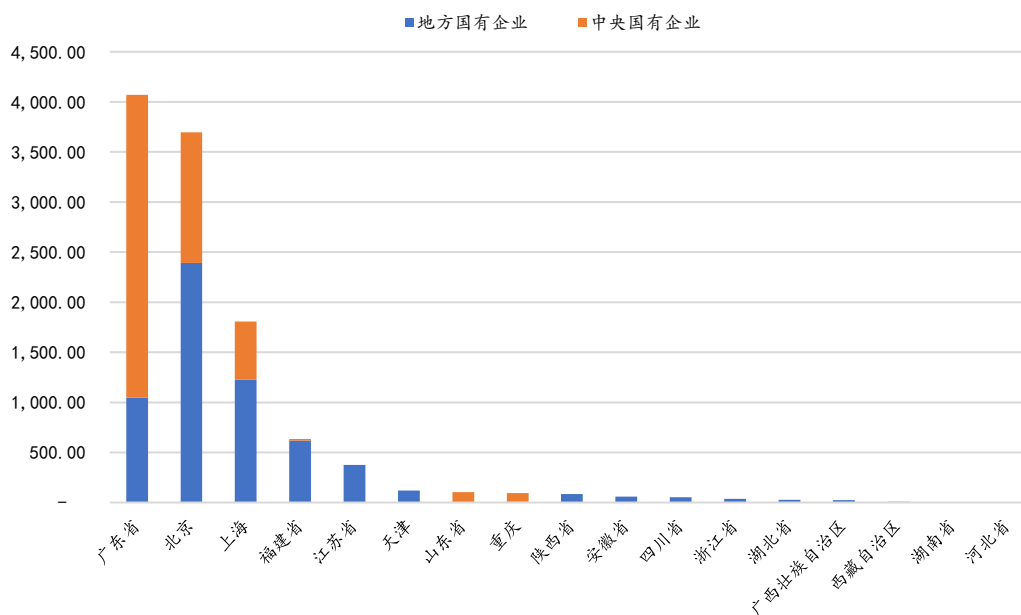


数据来源：公开资料、胜遇研究团队整理

截至 2023 年 12 月 15 日，国企地产共有存续债券规模 11,201.00 亿元（不含境外债，下同），占据了地产债的半壁江山，国企地产债中大多为地方国有地产企业（占比 54.27%），且存量债主要集中在经济财政实力位于头部的区域，广东、北京、上海市存量债券规模分别为 4,071.29 亿元、3,697.35 亿元和 1,808.09 亿元，上述区域合计占到总存量的 85.50%，其余省份存量债未超过千亿，除了福建、江苏、天津、山东以外剩余区域都未超过百亿，两

极分化明显。

图 国有地产存续债券分布情况（单位：亿元）

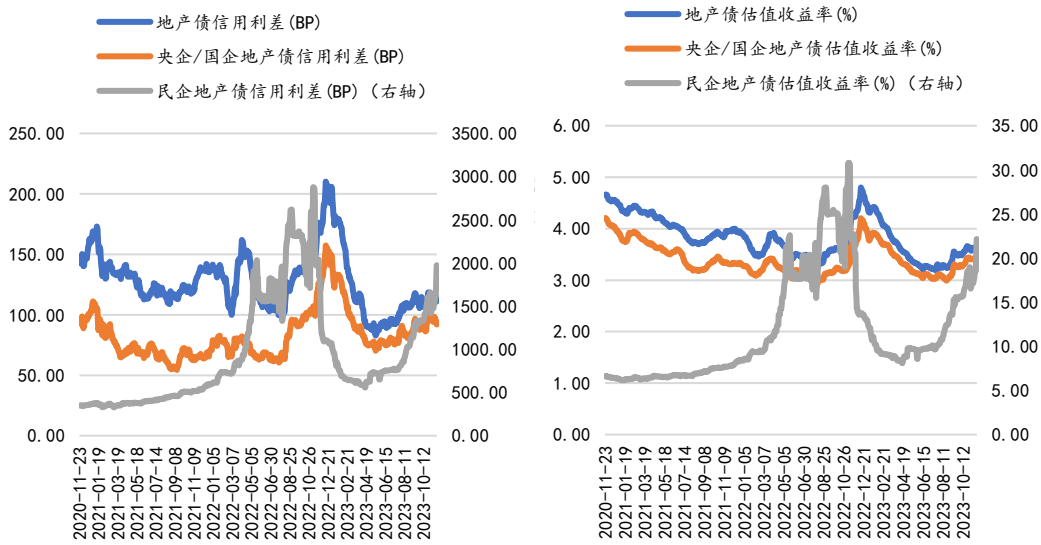


数据来源：公开资料、胜遇研究团队整理

（二）二级市场

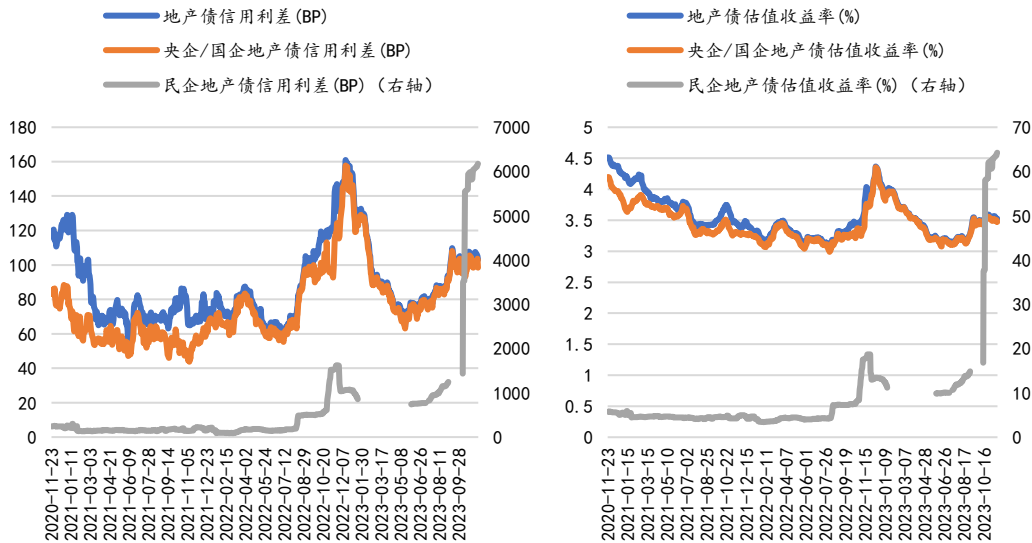
二级市场数据来看，国有地产债（即图央企/国企地产债）发行主体具有较强的实控人背书，财务稳健等优势，作为安全性较高的一类债券，利差和估值水平均处于相对较低且平稳的水平，今年二季度以来利差下降至 70-80BP 左右，三季度随着地产行业风险的进一步释放，利差小幅上行至 90-100BP 区间。估值方面则表现一致，国有地产债估值收益率受到牵连有小幅上行，但中位数仍在 3.5% 以下。

图 地产信用债利差和估值收益率情况 (单位: BP、%)



数据来源: 公开资料、胜遇研究团队整理

图 三年期、无担保地产信用债利差和估值收益率情况 (单位: BP、%)



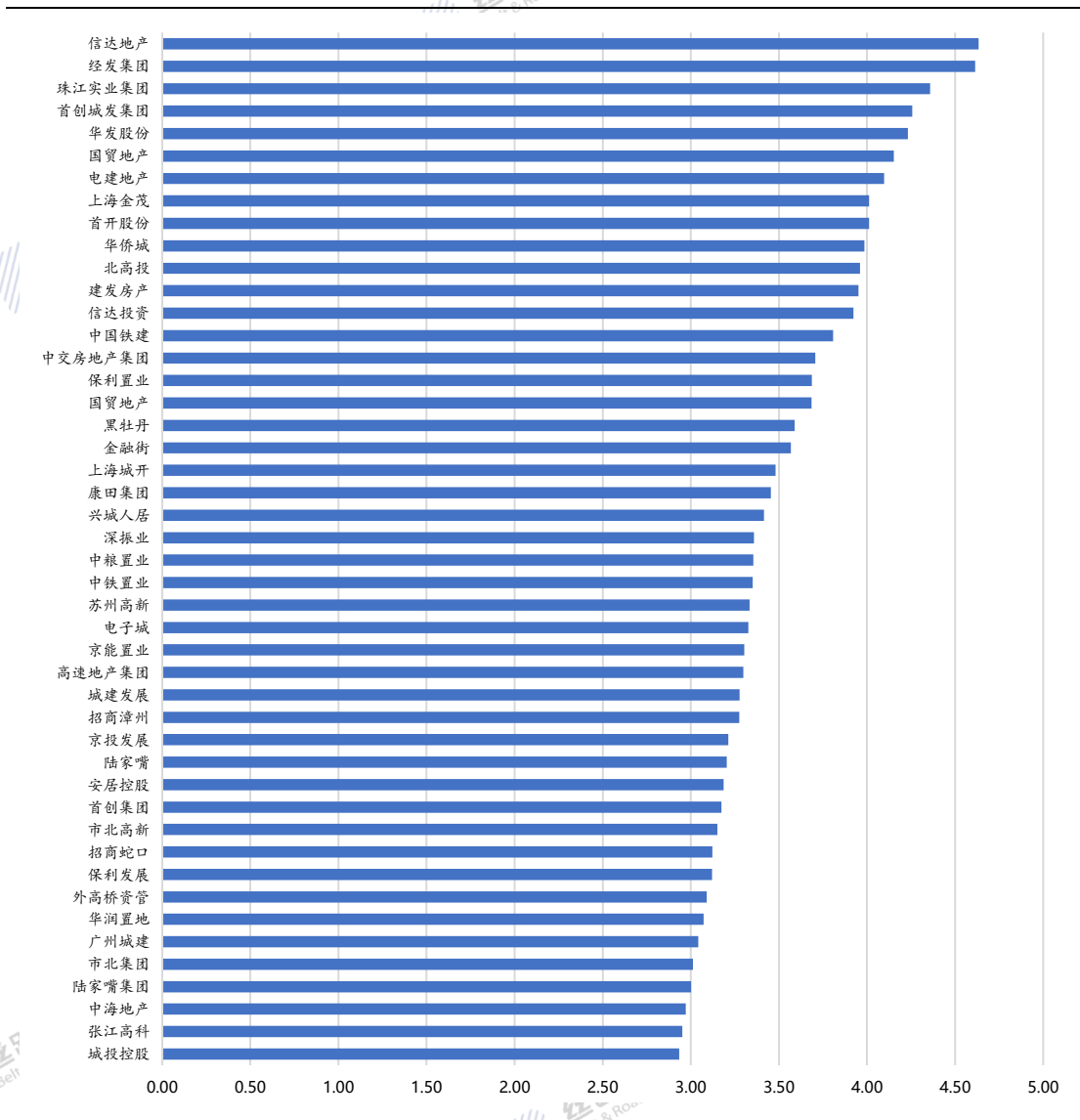
数据来源: 公开资料、胜遇研究团队整理

从数据来看, 国企地产主体债券融资能力尚可, 二级市场受地产行业风险释放以及民企地产债务风险加剧等因素影响, 利差和估值受到一定影响, 但程度较小, 国企地产债整体表现比较稳健。那么现有的国企地产债估值受哪些因素影响? 各项指标与估值的关联度如何? 还有哪些主体债券收益尚有挖掘的空间? 博收益的同时需要关注哪些风险? 接下来, 我们将进行逐一解答。

三、 国有地产债券估值影响因素分析

我们将剩余期限在 3 年期左右的国有地产债作为分析样本，涉及发行人 46 家，其中 3 家债券估值在 3%以下（占比 6.52%）；有 24 家在 3-3.5%之间（占比 52.2%），10 家在 3.5-4.0%之间（占比 21.7%），9 家债券估值在 4.0%以上（占比 19.6%）。

图 国企地产剩余期限 3 年期左右信用债行权收益率情况¹（单位：%）



数据来源：公开资料、胜遇研究团队整理

基于上述样本企业的债券估值表现，接下来我们将从区域、实控人、盈利能力、规模、资产质量和偿债能力六个方面，分别选取对应的指标，探究不同指标与债券估值水平的相关性。

¹ 仅列示尚有存续债剩余期限在 3 年期的国有地产企业。

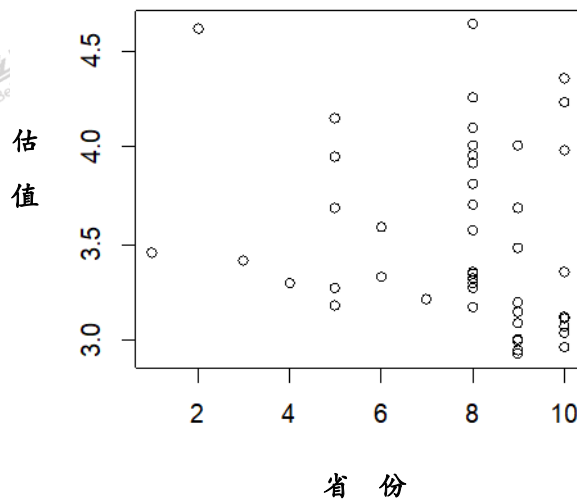
(一) 区域

为便于统计分析（下同），我们对样本涉及省份整体情况（经济财政实力债务压力）进行赋分，广东、上海、北京、浙江、江苏、福建、安徽、四川、陕西、重庆依次赋予 10 分（最高分）至 1 分（最低分）。

从整体来看，各省份的发行人估值水平多集中于 3%-4% 之间。仅广东、上海两地有发行人债券估值水平小于 3%，分别为广东的中海企业发展集团有限公司（以下简称“中海地产”），以及上海的上海城投控股股份有限公司（以下简称“城投控股”）和上海张江高科技园区开发股份有限公司（以下简称“张江高科”）。广东、上海、北京估值在 3.5% 以下的发行人数量分别占比 66.7%、80.0% 和 40.0%。

除广东、上海、北京三地发行人数量相对较多外，其余区域发行人多为 1 家或 2 家，样本难以替代总体，仅从样本数据来看，区域与估值水平间并未表现出明显的相关性。

图 国有地产存续债券估值与所属区域之间的关系（单位：%）



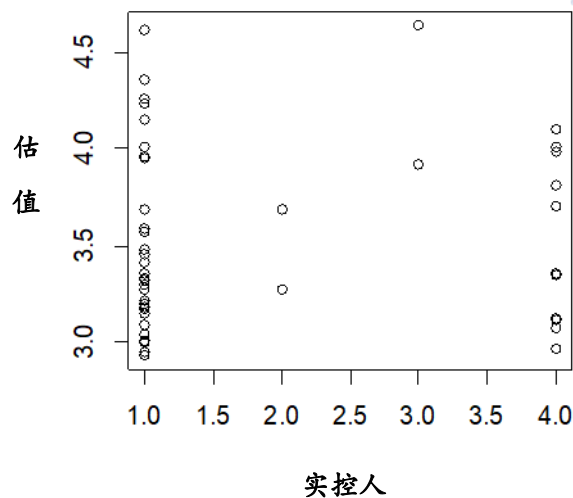
数据来源：公开资料、胜遇研究团队整理

(二) 实控人属性

我们对实际控制人进行赋分，分别赋予国务院国资委、中央国家机关、中央国有企业、地方国资委/地方政府 4 分至 1 分。选取的 46 个国企地产样本中，有 31 家发行人实控人为地方（占比 67.4%），11 家发行人实控人为国务院国资委（占比 23.9%），实控人为中央国家机关和央企的发行人各有 2 家。从地产国企分布最多的地方实控发行人来看，估值在 3.5% 以下的占比 64.5%，3.5%-4% 之间占比 16.1%，其余发行人估值均在 4.0% 以上；国务院国资委实控发行人中，估值 3.5% 以下的占比 54.5%，3.5%-4% 之间占比 27.3%，2 家发行人估值高

于4%。仅从数据中来看，国有地产债券估值水平与实控人之间并未表现出明显的相关性。

图 国有地产存续债券估值与实控人之间的关系（单位：%）

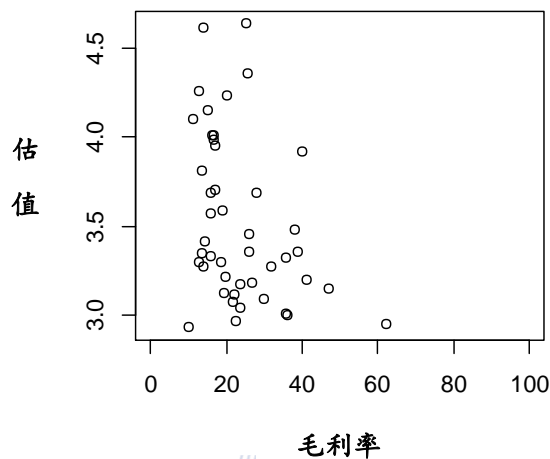


数据来源：公开资料、胜遇研究团队整理

（三）盈利能力

毛利率和净利润率可以反映一个企业的盈利能力，首先从毛利率来看，估值水平与毛利率呈现一定的负相关关系，随着毛利率水平提高，估值呈现出集中于更低水平的趋势。当地产国企发行人毛利率高于30%时，估值基本位于3.5%及以下（占比90.9%）。

图 国有地产存续债券估值与毛利率之间的关系（单位：%）



数据来源：公开资料、胜遇研究团队整理

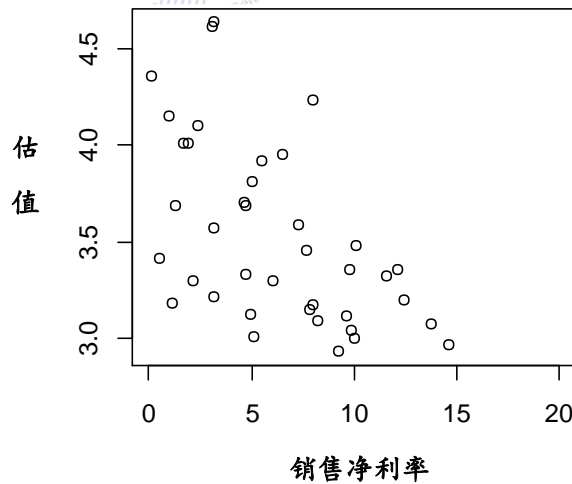
表 国有地产存续债券估值与毛利率之间的关系（单位：%）

毛利率	估值 3.5%以下发行人占比
[0, 20)	40.91
[20, 30)	66.67
[30, ∞)	90.91

数据来源：公开资料、胜遇研究团队整理

从销售净利率来看，在剔除显著高于样本平均水平的 2 个异常值²后，可看出发行人销售净利率与估值水平间呈现较显著的负相关关系，随着销售净利率水平的升高，估值呈现逐渐向 3.0% 聚集的趋势，在销售净利率达到 8% 以后，发行人估值均位于 3.5% 以下。盈利能力越强的发行人估值越低。

图 国有地产存续债券估值与销售净利率之间的关系（单位：%）



数据来源：公开资料、胜遇研究团队整理

表 国有地产存续债券估值与销售净利率之间的关系（单位：%）

销售净利率	估值 3.5% 以下发行人占比
$(-\infty, 5)$	40.91
$[5, 10)$	66.67
$[10, 15)$	100.00

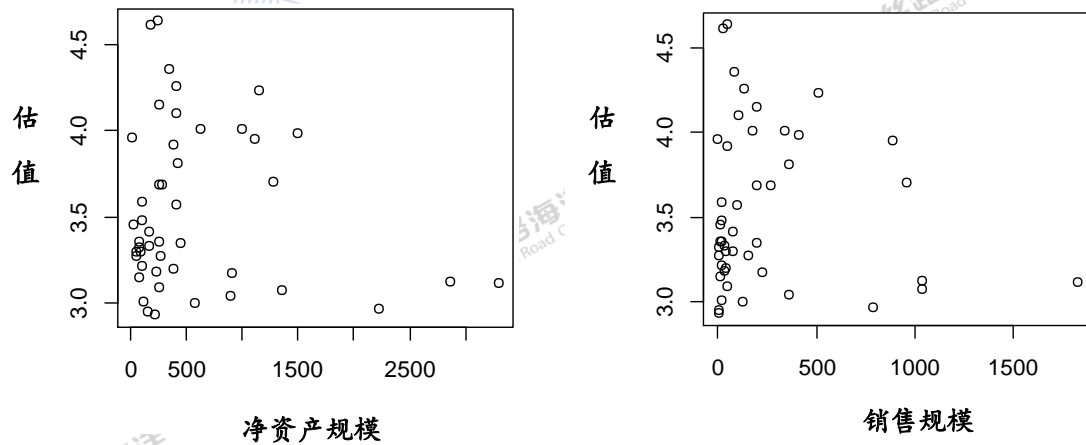
数据来源：公开资料、胜遇研究团队整理

（四）规模

我们使用净资产规模、销售规模以及土储规模来衡量发行人规模，可以看出随着发行人规模增大，债券估值呈现出集中于更低水平的基本趋势。但由于样本容量太小，规模越大的发行人对应的样本点越少，使得其区间内以样本衡量总体的误差可能大幅提升，因而从数据来看，发行人规模与估值的相关性较弱。随着土储规模增大，估值呈现出集中于更低水平的基本趋势。

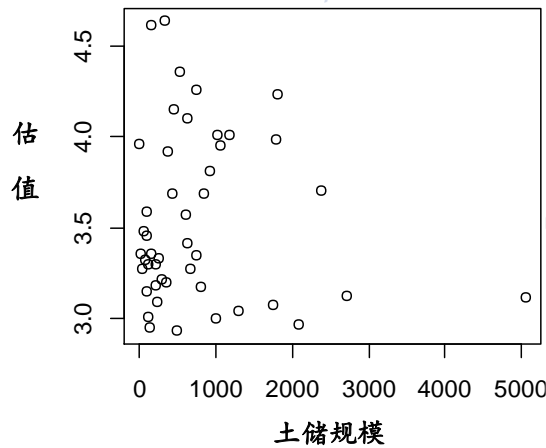
² 分别为张江高科销售净利率 41.31%，以及北高投销售净利率 261.32%。

图 国有地产存续债券估值与净资产规模及销售规模³的关系 (单位: %、亿元)



数据来源: 公开资料、胜遇研究团队整理

图 国有地产存续债券估值与土储规模⁴之间的关系 (单位: %、亿元)



数据来源: 公开资料、胜遇研究团队整理

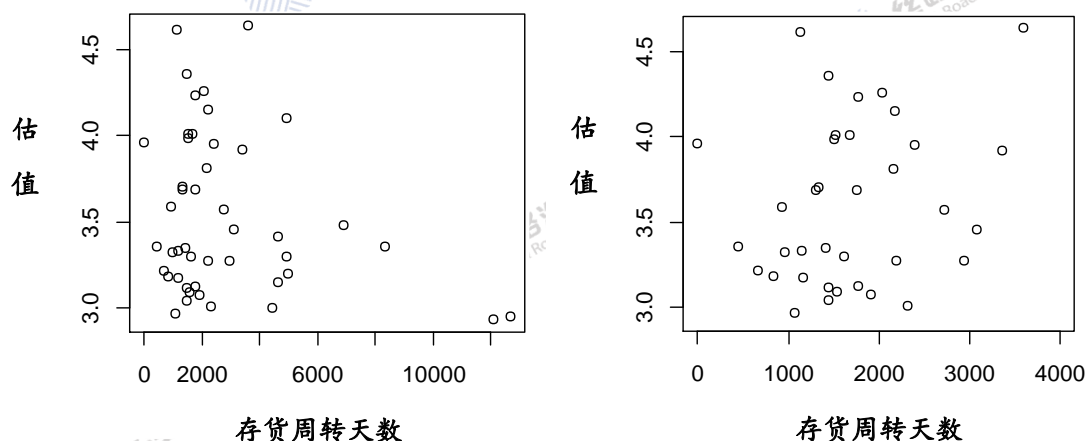
(五) 运营能力

我们选取了存货周转天数来衡量发行人运营能力。存货周转天数对发行人估值的影响不明确, 从总体上来看存货周转天数越多时, 发行人估值聚集于更低水平, 但若观察样本聚集的 0-4000 天区间, 存货周转天数与估值显现出较弱的正相关关系。

³ 为便于统计, 销售规模指标采用“销售商品收到的现金”财务数据进行替代。

⁴ 为便于统计, 土储规模指标采用“存货-(预收账款+合同负债)*(1-毛利率)”财务数据进行替代。

图 国有地产存续债券估值与存货周转天数的关系（单位：天）

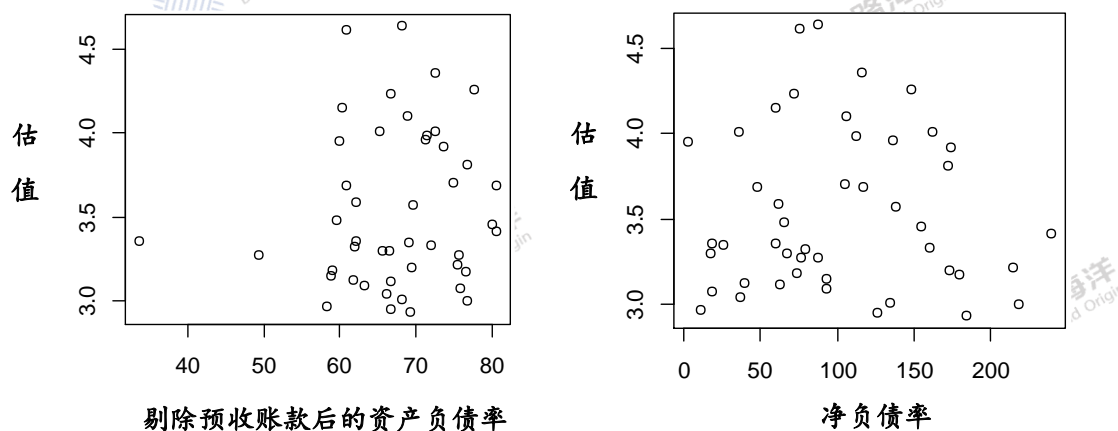


数据来源：公开资料、胜遇研究团队整理

（六）偿债能力

从结果来看，三道红线中剔除预收账款后的资产负债率、净负债率两个指标与发行人估值水平均未呈现出较明显的相关关系。

图 国有地产存续债券估值与剔除预收账款后的资产负债率和净负债率的关系（单位：%）

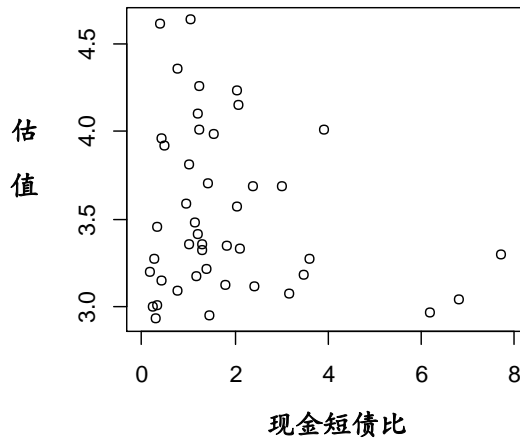


数据来源：公开资料、胜遇研究团队整理

在剔除现金短债比显著高于样本平均水平的两个样本点⁵后，可以看出随着现金短债比增大，估值呈现出集中于更低水平的基本趋势。现金短债比越大的发行人相应债券估值越低，且随现金短债比越大，估值上的差异越显著。现金短债比在 0-3 水平下，估值低于 3.5%的企业占比 54.0%，在大于 3 的水平上这一比例提高到 77.8%。

⁵ 分别为建发房地产集团有限公司现金短债比 11.52，及京能置业股份有限公司现金短债比 12.12。

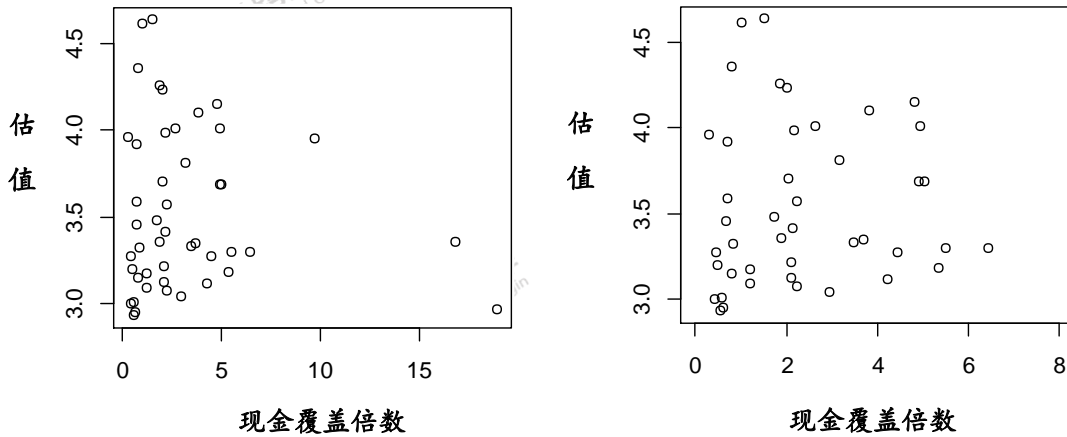
图 国有地产存续债券估值与现金短债比之间的关系（单位：倍）



数据来源：公开资料、胜遇研究团队整理

现金覆盖倍数与发行人估值也基本呈现出负相关关系，但相比于现金短债比，这种影响关系较弱，若观察现金覆盖倍数在 2-5 倍水平下的发行人，其估值水平区别并不显著。

图 国有地产存续债券估值与现金覆盖倍数的关系（单位：倍）



数据来源：公开资料、胜遇研究团队整理

基于上述的统计学分析结果，我们发现国有地产企业债券估值与其所属区域、实控人属性并未呈现出明显的相关性，但与其盈利能力、规模、现金短债比等指标呈现一定的相关性，即盈利能力越强、规模越大、现金对短期债务的保障程度越高，债券估值水平越低。

四、 国有地产债券收益挖掘

这部分,我们将前述统计分析得出的对国有地产债估值影响较大的关键指标与其存量债券估值进行对比,从中挖掘出性价比较高的债券。

图 国有地产存续债券估值(1年期)与主要指标分布情况⁶(单位:%、亿元、倍)

发债主体简称	存量债券余额	1年(含)以内平均估值(%)	毛利率	毛利率排名	销售净利率	销售净利率排名	净资产规模	净资产规模排名	土储情况	土储情况排名	现金短债比	现金短债比排名
天地源	35.13	7.93	24.79	30	6.64	26	50.61	63	182.01	44	1.63	30
津投城开	7.50	6.81	7.53	71	-8.10	66	6.12	72	110.55	54	0.10	71
天保基建	4.00	5.65	31.14	22	0.95	54	65.58	59	89.99	58	0.58	55
中国武夷	4.90	5.20	24.30	31	2.02	46	52.32	61	98.34	57	0.78	51
光大嘉宝	32.77	4.53	33.59	17	1.26	50	85.45	53	24.42	69	3.22	10
北京经开	14.00	4.52	32.94	18	-64.09	73	14.08	71	44.47	65	0.28	66
北科建集团	39.90	4.43	15.75	55	-1.89	61	137.07	44	273.15	38	1.92	23
高新地产	12.52	4.33	22.05	38	6.80	25	70.60	56	342.24	35	1.46	33
中交地产	77.40	4.23	13.43	64	2.66	43	188.52	35	757.34	19	0.76	53
经发集团	34.50	3.91	13.73	62	3.10	41	178.61	37	141.26	47	0.40	61
中冶置业	33.00	3.89	8.81	69	0.05	58	115.40	48	628.31	24	0.35	63
致诚鑫达	5.00	3.73	65.49	2	-19.60	69	-0.13	73	20.61	70	-	-
首创城发集团	295.79	3.60	12.51	65	-1.14	60	404.80	23	749.11	21	1.22	40
首开股份	594.29	3.57	16.62	52	1.92	48	627.82	15	1,021.90	14	1.23	39
信达地产	185.80	3.504	25.20	29	3.15	40	249.82	31	331.64	36	1.03	45
华远地产	81.01	3.497	7.40	72	-46.21	71	51.73	62	118.60	52	0.60	54
保利置业	166.09	3.41	27.75	24	4.70	35	255.88	29	840.52	17	2.40	15
中交房地产集团	140.20	3.38	16.81	51	4.66	36	1,278.73	7	2,388.11	4	1.41	36
华发股份	360.11	3.36	20.18	43	7.98	21	1,156.64	8	1,796.84	6	2.05	21
北农实业	73.89	3.31	20.55	42	-12.73	67	159.17	41	289.63	37	1.66	29
信达投资	211.39	3.31	40.08	8	5.47	30	391.01	24	356.07	32	0.47	60
电子城	48.00	3.27	35.69	13	11.61	14	80.36	55	78.13	62	1.30	37
上海金茂	385.26	3.25	16.23	54	1.68	49	1,000.35	10	1,168.56	11	3.90	6
深振业	23.25	3.20	38.63	9	12.11	13	83.49	54	144.47	46	1.30	38
创业发展中心	0.70	3.15	66.54	1	2.31	45	28.34	68	-0.00	73	0.21	68
建发房产	283.81	3.14	16.88	50	6.48	27	1,106.53	9	1,059.79	13	11.52	1
华远集团	10.00	3.11	8.46	70	-48.20	72	88.80	52	120.42	51	0.58	56
首开集团	59.33	3.11	15.65	56	-0.38	59	683.16	14	1,076.09	12	1.82	24
栖霞建设	36.90	3.10	17.80	49	2.91	42	45.53	65	135.44	48	1.49	32
光明地产	68.00	3.09	18.37	48	1.04	53	118.30	47	365.26	31	2.13	18
华侨城集团	392.00	3.07	16.60	53	-20.45	70	1,501.26	5	1,787.74	7	1.54	31
中环集团	27.70	3.03	26.12	26	7.74	23	49.86	64	50.46	63	0.50	58
渝开发	7.09	3.03	34.85	15	17.50	5	41.34	66	39.69	66	3.31	9
上海城开	54.60	3.03	38.22	10	10.11	15	99.61	51	50.33	64	1.14	44
电建地产	260.26	3.02	11.31	66	2.39	44	409.66	21	628.16	25	1.20	41
西藏城投	8.00	3.01	31.46	21	1.94	47	36.83	67	80.65	60	0.47	59
南京高科	27.50	2.99	18.59	47	55.33	1	182.00	36	103.47	56	0.38	62
黑牡丹	42.76	2.99	18.97	45	7.33	24	108.22	50	84.80	59	0.94	49
天津投开	7.50	2.98	9.18	68	3.67	37	18.30	70	1.44	72	0.12	70
金融街	472.20	2.98	15.64	57	3.16	39	415.56	20	603.85	27	2.03	22
中华企业	133.26	2.96	28.40	23	5.66	29	168.11	39	249.81	40	4.16	4
华侨城	62.60	2.94	22.84	36	-16.63	68	954.27	11	1,449.39	9	2.12	19
兴城人居	52.00	2.94	14.10	60	0.53	56	167.74	40	616.70	26	1.19	42
金融城	39.00	2.94	47.68	5	41.98	2	56.37	60	37.50	67	-	-
特房集团	67.53	2.91	23.78	33	-7.18	65	66.73	58	182.03	43	3.98	5
联发集团	115.71	2.91	6.22	73	0.63	55	307.27	27	345.33	33	2.18	17
首创集团	255.00	2.91	23.65	34	7.96	22	907.26	12	800.76	18	1.17	43
陆家嘴	194.90	2.90	41.22	7	12.42	12	381.02	25	344.71	34	0.18	69
大悦城控股	105.20	2.90	24.06	32	-5.62	64	473.47	18	684.48	22	2.47	12
上实发展	8.90	2.89	21.45	41	1.19	51	113.01	49	80.44	61	0.98	48
珠江实业集团	230.10	2.89	25.54	28	0.13	57	342.82	26	523.72	28	0.77	52
中国铁建	367.90	2.88	13.65	63	5.03	32	425.86	19	925.18	16	1.01	47
鲁能集团	105.11	2.87	31.48	20	-3.03	62	408.53	22	405.00	30	1.68	28
北京住总	105.26	2.87	14.83	59	3.44	38	69.41	57	157.55	45	0.87	50
广州城建	245.79	2.81	23.43	35	9.84	17	890.42	13	1,287.45	10	6.81	2
安居控股	92.00	2.80	26.56	25	1.13	52	225.92	32	215.50	42	3.48	8
新建元	69.05	2.78	31.62	19	13.53	11	152.60	43	134.76	49	1.77	26
金桥	136.20	2.78	56.67	4	23.48	4	192.76	34	252.57	39	1.76	27
外高桥	70.00	2.77	33.71	16	13.85	9	124.35	45	117.85	53	0.52	57
张江高科	116.70	2.75	62.09	3	41.31	3	155.19	42	131.14	50	1.45	34
陆家嘴集团	216.08	2.75	36.03	11	10.05	16	574.19	16	990.29	15	0.25	67
中粮置业	69.69	2.75	25.82	27	9.79	18	252.98	30	1.99	71	1.02	46
招商蛇口	635.67	2.74	19.25	44	4.97	33	2,868.02	3	2,719.94	3	1.79	25
城建发展	219.50	2.71	13.73	61	-3.60	63	274.07	28	671.01	23	3.59	7
保利集团	5.00	2.70	18.96	46	6.41	28	4,112.25	1	5,633.26	1	2.24	16
华润置地	761.98	2.70	21.76	40	13.80	10	1,354.88	6	1,737.60	8	3.15	11
保利发展	591.39	2.70	21.99	39	9.61	19	3,294.99	2	5,060.48	2	2.42	14
城投控股	89.80	2.69	9.86	67	9.25	20	216.44	33	484.37	29	0.31	65
苏州高新	108.50	2.63	15.62	58	4.75	34	170.87	38	245.31	41	2.12	20
中海地产	444.00	2.62	22.32	37	14.65	7	2,225.99	4	2,087.33	5	6.18	3
市北集团	28.00	2.58	35.59	14	5.13	31	120.88	46	107.01	55	0.33	64
工业科技	4.00	2.48	35.87	12	14.36	8	27.81	69	32.15	68	2.47	13
深业	174.00	2.47	42.24	6	17.00	6	504.22	17	749.13	20	1.43	35

数据来源:公开资料、胜遇研究团队整理

⁶ 以下分析中,发债主体均采用简称,全称详见附录表格。存量债券余额为不穿透口径数据,下同。2023年6月末,致诚鑫达及金融城无短期有息债务。

从存续短债（剩余期限在1年及以内）估值表现来看，光大嘉宝盈利指标和现金短债指标方面表现较好，中交地产在规模和短期偿债指标等方面表现较好，剩余期限在1年期及以内的债券平均估值在4.0%以上，具有较大的收益挖掘空间。首创城发集团、首开股份以及信达地产等国有地产企业在规模等关键指标表现较为出色，债券平均估值介于3.5%-4.0%之间，也具有一定的性价比。

图 国有地产存续债券估值（3年期）与主要指标分布情况（单位：%、亿元、倍）

发债主体简称	存量债券余额	3年左右平均估值:中债估值(%)	毛利率	毛利率排名	销售净利率	销售净利率排名	净资产规模	净资产规模排名	土储情况	土储情况排名	现金短债比	现金短债比排名
信达地产	167.60	4.63	25.20	17	3.15	31	249.82	28	331.64	28	1.03	31
经发集团	34.50	4.61	13.73	39	3.10	32	178.61	31	141.26	35	0.40	40
珠江实业集团	245.10	4.36	25.54	16	0.13	41	342.82	21	523.72	22	0.77	35
首创城发集团	295.79	4.26	12.51	43	-1.14	42	404.80	18	749.11	16	1.22	26
华发股份	350.11	4.23	20.18	23	7.98	15	1,156.64	7	1,796.84	5	2.05	15
国贸地产	31.00	4.15	15.11	36	0.97	39	263.47	24	436.20	24	2.06	14
电建地产	241.06	4.10	11.31	44	2.39	33	409.66	17	628.16	19	1.20	27
上海金茂	385.26	4.01	16.23	32	1.68	36	1,000.35	9	1,168.56	9	3.90	6
首开股份	595.39	4.01	16.62	30	1.92	35	627.82	12	1,021.90	11	1.23	25
华侨城	392.00	3.99	16.60	31	-20.45	45	1,501.26	4	1,787.74	6	1.54	19
北高投	18.50	3.96	-147.97	46	261.32	1	21.05	46	-0.03	46	0.41	39
建发房产	283.81	3.95	16.88	28	6.48	20	1,106.53	8	1,059.79	10	11.52	2
信达投资	211.39	3.92	40.08	4	5.47	22	391.01	19	356.07	26	0.47	37
中国铁建	367.90	3.81	13.65	40	5.03	24	425.86	15	925.18	13	1.01	33
中交房地产集团	140.20	3.71	16.81	29	4.66	28	1,278.73	6	2,388.11	3	1.41	21
保利置业	166.09	3.69	27.75	12	4.70	27	255.88	26	840.52	14	2.40	12
国贸地产集团	10.00	3.68	15.74	33	1.29	37	282.08	22	430.73	25	3.00	10
黑牡丹	42.76	3.59	18.97	26	7.33	19	108.22	37	84.80	40	0.94	34
金融街	497.80	3.57	15.64	34	3.16	30	415.56	16	603.85	21	2.03	16
上海城开	54.60	3.48	38.22	6	10.11	8	99.61	38	50.33	43	1.14	30
康田集团	5.00	3.46	25.81	15	7.65	18	27.97	45	88.37	39	0.33	42
兴城人居	52.00	3.42	14.10	37	0.53	40	167.74	33	616.70	20	1.19	28
深振业	23.25	3.36	38.63	5	12.11	6	83.49	41	144.47	34	1.30	24
中粮置业	69.69	3.35	25.82	14	9.79	11	252.98	27	1.99	45	1.02	32
中铁置业	27.87	3.35	13.62	41	-5.23	44	449.99	14	731.58	17	1.83	17
苏州高新	108.50	3.33	15.62	35	4.75	26	170.87	32	245.31	30	2.12	13
电子城	48.00	3.33	35.69	8	11.61	7	80.36	42	78.13	42	1.30	23
京能置业	23.00	3.30	12.57	42	2.11	34	55.38	43	108.48	37	12.12	1
高速地产集团	40.20	3.30	18.55	27	6.07	21	96.82	39	198.01	33	7.72	3
城建发展	219.50	3.28	13.73	38	-3.60	43	274.07	23	671.01	18	3.59	7
招商漳州	17.00	3.28	31.81	10	-27.94	46	47.53	44	37.80	44	0.26	44
京投发展	37.71	3.21	19.54	24	3.19	29	109.71	36	288.48	29	1.39	22
陆家嘴	194.90	3.20	41.22	3	12.42	5	381.02	20	344.71	27	0.18	46
安居控股	92.00	3.19	26.56	13	1.13	38	225.92	29	215.50	32	3.48	8
首创集团	255.00	3.17	23.65	18	7.96	16	907.26	10	800.76	15	1.17	29
市北高新	37.83	3.15	47.09	2	7.81	17	84.78	40	80.74	41	0.43	38
招商蛇口	635.67	3.12	19.25	25	4.97	25	2,868.02	2	2,719.94	2	1.79	18
保利发展	616.39	3.12	21.99	21	9.61	12	3,294.99	1	5,060.48	1	2.42	11
外高桥资管	20.00	3.09	30.01	11	8.21	14	258.63	25	223.38	31	0.76	36
华润置地	761.98	3.07	21.76	22	13.80	4	1,354.88	5	1,737.60	7	3.15	9
广州城建	245.79	3.04	23.43	19	9.84	10	890.42	11	1,287.45	8	6.81	4
市北高新	28.00	3.01	35.59	9	5.13	23	120.88	35	107.01	38	0.33	41
陆家嘴集团	216.08	3.00	36.03	7	10.05	9	574.19	13	990.29	12	0.25	45
中海地产	444.00	2.97	22.32	20	14.65	3	2,225.99	3	2,087.33	4	6.18	5
张江高科	116.70	2.95	62.09	1	41.31	2	155.19	34	131.14	36	1.45	20
城投控股	89.80	2.93	9.86	45	9.25	13	216.44	30	484.37	23	0.31	43

数据来源：公开资料、胜遇研究团队整理

从剩余期限在3年期左右的债券估值来看，我们发现存量债规模较大的华发股份、上海金茂等国有地产企业土储规模或是现金短债比等关键指标表现较好，信达地产和珠江实业等国有房企尽管规模指标表现不够突出，但盈利表现较好，上述企业3年期左右债券平均估值在4.0%以上，具有一定的收益挖掘空间。华侨城、建发地产、中交房地产集团以及保利置业等国有地产企业在关键指标表现较为出色，债券平均估值介于3.5%-4.0%之间，也具有一定的性价比。

五、 风险关注

近年来随着地产行业下行，地产主体风险持续释放，但是至今**国有地产企业风险管控能力较好，尚未发生债券展期或是违约事件**。远洋控股集团(中国)有限公司(以下简称“远洋控股”)的“18 远洋 01”于 2023 年 9 月 1 日发生展期，第一大股东为远洋地产国际发展有限公司(以下简称“远洋地产”，持股 50%)，远洋集团控股有限公司(以下简称“远洋集团”)持有远洋地产 100%股权，尽管国有法人股东间接持股，但**远洋控股无实际控制人，可理解为管理层控制的企业，我们未将其认定为国有企业**，因此远洋控股暴雷事件不在我们本次讨论的范围之内。

负面舆情方面，2023 年以来，部分重点国企地产发行人舆情事件较多，包括受到监管处罚、经营亏损以及出让资产以换取流动性等事件，**在下沉博取收益的同时应对相关风险保持一定关注**。首开集团近期因受中国房地产行业低迷影响，公司杠杆率上升和销售业绩不佳等理由被惠誉下调评级，旗下**首开股份**因信息披露违法违规受到监管机构处罚，三季度以来陆续挂牌转让多家子公司股权以换取流动性。**首创集团**出售转让持有的证券公司的股权，近期亦被惠誉下调评级。**陆家嘴集团**子公司爱建证券因“16 富贵 01”公司债发生实质性违约赔偿债券本金和利息损失的 5%，旗下**陆家嘴**进行资产重组，且今年以来新增抵质押规模较大，新增借款及抵押物分别达到上年末净资产的 35.83%和 76.95%。**北京住总**子公司抵押重大资产以取得借款，因其控股股东住总集团与北京城建集团实施合并重组，为解决同业竞争问题，10 月起北京住总经营权被委托与北京城建集团进行管理。**华远地产** 2022 年亏损接近上年末净资产的 50%，且 2023 年二三季度仍处于亏损状态，盈利状况持续不佳，本部及子公司对外担保余额合计超百亿，需关注担保风险。**中粮置业**子公司西单大悦城有限公司转让资产(中粮置地广场)给中英人寿。**特房集团**进行重大资产无偿划转及重大资产重组，资本实力受到较大影响。**华侨城**公司及相关人员于今年 7 月收到行政监管措施决定书，10 月旗下深圳欢乐谷过山车项目发生车辆碰撞，对其造成一定负面影响。**天地源**今年以来多次将重大资产抵质押用于申请贷款缓解地产项目资金紧张问题。**光大嘉宝**旗下子公司有多笔新增资产抵质押，10 月新增资产质押用于尚未归还的财务资助进行 3 个月的展期。上述负面事件对相关债券估值产生一定影响，债券估值相对较高。

⁷ 中国人寿保险股份有限公司和太保人寿保险股份有限公司分别持有其 29.59%和 29.58%股权，分别为其第一和第二大股东，剩余股份为公众投资者持有。

六、 总结

基于我们对国有地产债券估值主要影响因素统计分析结果,我们发现国有地产企业债券估值与其所属区域、实控人属性并未呈现出明显的相关性,但与其**盈利能力、规模、现金短债比**等指标呈现一定的相关性,即**盈利能力越强、规模越大、现金对短期债务的保障程度越高,债券估值水平越低**。

从收益挖掘角度来看,短债(剩余期限在1年及以内)方面,光大嘉宝和中交地产剩余期限在1年期及以内的债券平均估值在**4.0%以上**,具有较大的收益挖掘空间。**首创城发集团、首开股份以及信达地产**等国有地产企业在规模等关键指标表现较为出色,债券平均估值介于**3.5%-4.0%之间**,也具有一定的性价比。从剩余期限在3年期左右的债券估值来看,华发股份、上海金茂、信达地产和珠江实业等国有房企3年期左右债券平均估值在**4.0%以上**,具有一定的收益挖掘空间。**华侨城、建发地产、中交房地产集团以及保利置业**等国有地产企业在关键指标表现较为出色,债券平均估值介于**3.5%-4.0%之间**,也具有一定的性价比。

但同时,我们也关注到今年以来,部分重点国企地产发行人舆情事件较多,包括受到监管处罚、经营亏损以及出让资产以换取流动性等事件,在下沉博取收益的同时应对相关风险保持一定关注。

附录

发债主体全称	发债主体简称	发债主体全称	发债主体简称
华润置地控股有限公司	华润置地	上海城开(集团)有限公司	上海城开
保利发展控股集团股份有限公司	保利发展	成都兴城人居地产投资集团股份有限公司	兴城人居
招商局蛇口工业区控股股份有限公司	招商蛇口	北京电子城高科技集团股份有限公司	电子城
北京首都开发股份有限公司	首开股份	黑牡丹(集团)股份有限公司	黑牡丹
金融街控股股份有限公司	金融街	安徽省高速地产集团有限公司	高速地产集团
中海企业发展集团有限公司	中海地产	北京科技园建设(集团)股份有限公司	北科建集团
上海金茂投资管理集团有限公司	上海金茂	南京金融城建设发展股份有限公司	金融城
中国铁建房地产集团有限公司	中国铁建	上海市北高新股份有限公司	市北高新
华侨城集团有限公司	华侨城集团	京投发展股份有限公司	京投发展
珠海华发实业股份有限公司	华发股份	南京栖霞建设股份有限公司	栖霞建设
北京首创城市发展集团有限公司	首创城发集团	天地源股份有限公司	天地源
建发房地产集团有限公司	建发房产	光大嘉宝股份有限公司	光大嘉宝
中国电建地产集团有限公司	电建地产	中冶置业集团有限公司	中冶置业
广州珠江实业集团有限公司	珠江实业集团	厦门国贸房地产有限公司	国贸地产
北京首都创业集团有限公司	首创集团	上海市北高新(集团)有限公司	市北集团
广州市城市建设开发有限公司	广州城建	上海中环投资开发(集团)有限公司	中环集团
北京城建投资发展股份有限公司	城建发展	南京高科股份有限公司	南京高科
上海陆家嘴(集团)有限公司	陆家嘴集团	深圳市振业(集团)股份有限公司	深振业
上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司	陆家嘴	京能置业股份有限公司	京能置业
信达投资有限公司	信达投资	上海外高桥资产管理有限公司	外高桥资管
信达地产股份有限公司	信达地产	中铁置业集团有限公司	中铁置业
保利置业集团有限公司(上海)	保利置业	西安经发集团有限责任公司	经发集团
深业集团有限公司	深业	北京高端制造业基地投资开发有限公司	北高投
中交房地产集团有限公司	中交房地产集团	招商局漳州开发区有限公司	招商漳州
中华企业股份有限公司	中华企业	北京经开投资开发股份有限公司	北京经开
联发集团有限公司	联发集团	西安高新技术产业开发区房地产开发有限公司	高新地产
上海金桥(集团)有限公司	金桥	北京市华远集团有限公司	华远集团
鲁能集团有限公司	鲁能集团	安徽皖投置业有限责任公司	皖投置业
上海张江高科技园区开发股份有限公司	张江高科	厦门国贸地产集团有限公司	国贸地产集团
苏州新区高新技术产业股份有限公司	苏州高新	上海实业发展股份有限公司	上实发展
大悦城控股集团股份有限公司	大悦城控股	西藏城市发展投资股份有限公司	西藏城投
北京住总房地产开发有限责任公司	北京住总	天津京城投资开发有限公司	天津投开
厦门安居控股集团有限公司	安居控股	天津津投城市开发股份有限公司	津投城开
上海城投控股股份有限公司	城投控股	重庆渝开股份有限公司	渝开
华远地产股份有限公司	华远地产	合肥工投工业科技发展有限公司	工业科技
中交地产股份有限公司	中交地产	华鑫置业(集团)有限公司	华鑫置业
北京北辰实业股份有限公司	北辰实业	中国保利集团有限公司	保利集团
光明房地产集团股份有限公司	光明地产	诚通建设有限公司	诚通房地产
上海外高桥集团股份有限公司	外高桥	北京致诚鑫达物业管理有限公司	致诚鑫达
中粮置业投资有限公司	中粮置业	重庆康田置业(集团)有限公司	康田集团
苏州新建元控股集团有限公司	新建元	中国武夷实业股份有限公司	中国武夷
厦门经济特区房地产开发集团有限公司	特房集团	北京城建保定房地产开发有限公司	北京城建保定
深圳华侨城股份有限公司	华侨城	天津天保基建股份有限公司	天保基建
北京首都开发控股(集团)有限公司	首开集团	西安高新技术产业开发区创业园发展中心	创业发展中心

报告声明

1. 本报告仅供丝路海洋（北京）科技有限公司（本公司）客户使用。
2. 本报告所载的所有内容均不构成投资建议，任何投资者须对任何自主决定的行为负责。任何投资者因信赖本报告而进行的投资或其他行动并由此产生的任何损失，均由投资者自行承担，本公司不承担任何法律责任。
3. 本报告所载的所有信息均以本公司认为准确、可靠的来源获取，但本公司不保证本报告所述信息的准确性和完整性，本报告的使用者不应认为本报告所载的信息是准确和完整的而加以依赖，本公司不对因本报告所载信息的不合理、不准确或遗漏导致的任何损失或损害承担任何责任。
4. 本报告是本公司依据合理的内部程序独立做出的，所载的观点仅是报告当日的观点，且上述观点后续可能发生变化，在不同时期，本公司可能会发出与本报告观点不一致的研究报告，本公司不承担及时更新和通知的义务。
5. 本公司对本报告的所有信息表达与本公司业务利益存在直接或间接不做任何保证，相关风险请本报告的使用者独立做出评估，本公司不承担由此可能引起的任何法律责任。
6. 本报告的版权归本公司所有，未经本公司书面许可任何个人和机构不得以任何形式复制、翻版、篡改、引用、刊登或发表等。
7. 本公司发布的报告和信息适用法律法规规定的其它有关免责规定。
8. 以上声明内容的最终解释权归本公司所有。