

# 房地产

证券研究报告  
2024年04月09日

## 白名单：“先立”一视同仁举措，“后破”行业融资难题

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

强于大市

作者

王雯

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521120005

wangwena@tfzq.com

鲍荣富

分析师

SAC 执业证书编号: S1110520120003

baorongfu@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 聚源数据

相关报告

1 《房地产-行业研究周报:住房“以旧换新”如何解读?》 2024-04-07

2 《房地产-行业点评:弹性差异再现——24年3月百强房企销售点评》 2024-04-02

3 《房地产-行业研究周报:满足改善性需求力度加大,关注短期政策博弈机会》 2024-04-01

### 策略: 关注基本面企稳前供需政策的双向博弈机会

21年下半年以来,针对房企的供给侧再融资支持经历多轮演变,复盘板块走势可以发现,板块偏好更为明确的实质性融资支持,在AMC并购贷、金融委会议、保交楼、三支箭等几轮政策小周期中指数获得较好超额收益,地方国企及非国企央企估值弹性表现更好。近期,基本面仍具压力,因城施策框架下各地“四限”调整进入新一轮发力期,供给端白名单等融资支持力度持续加码,我们看好当下基本面一致预期形成前供需政策双向发力对板块行情的持续驱动。标的方面 1) 推荐优质开发龙头:招商蛇口、保利发展、中国海外发展、龙湖集团; 2) 推荐优质物管企业:招商积余、保利物业,建议关注中海物业; 3) 推荐代建龙头:绿城管理控股,建议关注城建发展、天健集团、中华企业。

### 融资协调机制: 从“一刀切”到“差异化”的转向

1) 运行机制: 第一,由地级以上政府建立; 第二,区分“项目”与“企业”风险; 第三,建立“项目白名单”,分类给予融资支持。我们认为,融资机制1) 核心目标为“保交付”,地方政府高度参与和监督是促进金融机构加大房企项目融资的前提; 2) 隔离“项目”与“企业”风险,突破了原有金融机构内部放款企业白名单的限制; 3) 既保“正常”、也保“困难”,覆盖面扩大,问题项目除了“保交楼”资金具备了新的外部注资渠道。

2) 申报流程: 主要可分为以下三个步骤: 步骤一: 房企自行申请,推送协调机制。步骤二: 地方分行初审,形成项目清单。步骤三: 总行筛选审批,新增贷款或调整存量还款安排。我们认为本次突破点在于疏通了“自下而上”的反馈路径,将权责下放至地方住建,意味着项目贷款审批的顺畅度和问题项目获得低成本资金注入的可能性得到提升

3) 落地进展: 融资协调机制自提出以来快速落地见效,截止2月28日,全国31个省份276个城市已建立城市融资协调机制,共提出房地产项目约6000个,商业银行快速进行项目筛选,审批通过贷款超2000亿元。

### 破局思路: 从再融资的修复向购房主体抉择正常化的积极传导

1) 从内外部融资视角看,自2020年行业步入下行通道以来,房地产开发贷余额净新增已有7个季度为负,“白名单”及融资协调机制的及时推出,宏观层面有利于开发投资边际企稳,微观层面即防止企业外部融资压力的进一步加剧。2) 从开发企业资金来源视角看,整体到位资金的比重持续下滑,截止2023年末已降至12.2%的历史低点,其他资金占比则被动式提升,融资性现金流收紧迫使房企对经营性融资依赖性增强,基本面上滑对房企销售回款的边际影响实际在被放大,白名单对企业资金来源的补充将一定程度对冲销售下行。3) 从项目资金流入看,白名单提供的增量开发贷或存量贷款延期,有利于打通项目正常的资金运转链条: ①可用于置换房企自有沉淀资金(政策要求下前融已较少),为房企释放流动性; ②存量受集团资金缺口影响出现停工、缓工的得到资金注入重新开工。4) 对比保交楼看,核心差异点在于决策权与责任主体,白名单仍遵循市场化原则,决策权仍在银行实际投放仅覆盖优质项目; 2) 保交楼来自政府专项资金主要针对问题项目,计入地方财政成本,放款时考虑地方债务风险、审批相对审慎。

### 偿债压力: 防范低销售叠加高债务产生的新一轮负反馈

整体来看,83家样本房企中,出险企业24年销售对到期债务的覆盖倍数或普遍低于8倍,较优质央企15倍以上差距明显。从边际上看,本身偿债压力已较大的房企24年偿债能力或继续减弱。我们认为,低销售叠加高债务对预期的负反馈影响,可能对建设资金的到位形成进一步挤压,房企信用风险仍存。白名单机制下,给予企业增量贷款及存量展期,或能有效防止债务风险扩大带来的项目交付问题。民企和出险房企作为主要扶持对象,其贷款展期及优质项目获得融资支持或将利好企业层面的资金腾挪,再融资能力也有望得到一定修复。

风险提示: 行业信用风险蔓延; 行业销售下行超预期; 因城施策力度不及预期

## 内容目录

|   |    |
|---|----|
| 1. 策略：关注基本面企稳前供需政策的双向博弈.....                    | 5  |
| 2. 融资协调机制：从“一刀切”到“差异化”的转向.....                  | 6  |
| 2.1. 政策定位：短周期的创新举措，长周期的有力抓手.....                | 6  |
| 2.1.1. 运行机制：住建+金管局+银行，三方协同“保交付”.....            | 6  |
| 2.1.2. 申报流程：形成“推送—反馈”闭环，决策权在商业银行总部.....         | 7  |
| 2.2. 落地进展：快速实施，应建尽建.....                        | 8  |
| 2.2.1. 城市层面：11城入围项目占比接近30%，与“保交楼”聚焦区域重合度高.....  | 8  |
| 2.2.2. 银行层面：对接项目数已超1.5万个，审批通过项目比例相对较少.....      | 10 |
| 2.2.3. 房企层面：审批落地仍需时间.....                       | 12 |
| 3. 破局思路：从再融资的修复向购房主体抉择正常化的积极传导.....             | 16 |
| 3.1. 四维视角下“白名单”的影响分析.....                       | 16 |
| 3.1.1. 内外部融资视角：宏观层面利于开发投资企稳，微观层面防止外部融资压力加剧..... | 16 |
| 3.1.2. 到位资金视角：银行风险偏好虽难逆转，但“有大于无”，对冲销售下行压力.....  | 17 |
| 3.1.3. 资金流入视角：打通资金流转链条，协助企业开复工，置换自有资金流动性.....   | 18 |
| 3.1.4. “保交楼”对比视角：核心差异点在于决策权与责任主体.....           | 19 |
| 3.2. 偿债压力：防范低销售叠加高债务产生的新一轮负反馈.....              | 19 |
| 4. 行情复盘：板块偏好更明确的实质性融资支持.....                    | 22 |
| 5. 风险提示.....                                    | 24 |

## 图表目录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 图 1：融资协调机制运转流程.....                  | 6  |
| 图 2：白名单申报审批流程.....                   | 7  |
| 图 3：首批入选白名单项目数-分城市（截止 2 月 29 日）..... | 8  |
| 图 4：首批入选白名单项目数-分省份（截止 2 月 29 日）..... | 8  |
| 图 5：湖北省首批白名单正常&资金困难项目数比例.....        | 13 |
| 图 6：湖北省首批白名单正常&资金困难项目融资需求比例.....     | 13 |
| 图 7：广州市首批融资协调机制房企入围项目数-分性质.....      | 13 |
| 图 8：广州市首批融资协调机制清单入围项目数-分房企.....      | 13 |
| 图 9：房地产内外部融资结构.....                  | 16 |
| 图 10：房地产开发贷余额.....                   | 17 |
| 图 11：房地产开发贷余额净新增.....                | 17 |
| 图 12：房地产开发企业到位资金来源结构.....            | 17 |
| 图 13：开发企业到位资金来源累计值-分类型.....          | 17 |
| 图 14：国内贷款占开发资金来源比降至历史低点.....         | 17 |
| 图 15：项目融资性资金流入流程图.....               | 18 |

|   |    |
|---|----|
| 图 16: 保交楼专项纾困资金流转路径 .....                         | 19 |
| 图 17: 2024 年重点房企信用债到期规模 .....                     | 19 |
| 图 18: 2024 年重点房企境外债到期规模 .....                     | 20 |
| 图 19: 2024 年重点房企销售对到期债务覆盖倍数 .....                 | 21 |
| 图 20: 2021 年以来主要地产融资端主要政策梳理 .....                 | 22 |
| 图 21: 2021 年以来地产板块对融资端政策的响应程度 .....               | 24 |
| <br>  |    |
| 表 1: A 股重点标的估值与盈利预测 .....                         | 5  |
| 表 2: H 股重点标的估值与盈利预测 .....                         | 5  |
| 表 3: 各地房地产项目“白名单”落地情况 (截止 2024 年 2 月 29 日) .....  | 9  |
| 表 4: 各银行房地产“白名单”项目对接情况 (截止 2024 年 2 月 29 日) ..... | 10 |
| 表 5: 各房企首批“白名单”项目获批情况 (截止 2024 年 2 月 29 日) .....  | 12 |
| 表 6: 广州市首批融资协调机制 47 个项目清单 .....                   | 14 |
| 表 7: 广州市首批融资协调机制 47 个项目清单 (续表) .....              | 15 |

## 报告核心观点

### 策略：关注基本面企稳前供需政策的双向博弈

21年下半年以来，针对房企的供给侧再融资支持经历多轮演变，复盘板块走势可以发现，板块偏好更为明确的实质性融资支持，在 AMC 并购贷、金融委会议、保交楼、三支箭等几轮政策小周期中板块指数获得较好超额收益，地方国企及非国央企估值弹性表现更好。近期，因城施策框架下各地“四限”调整进入新一轮发力期，供给端白名单等融资支持力度持续加码，我们看好当下基本面一致预期形成前供需政策双向发力对板块行情的持续驱动。

**投资建议：**1) 推荐优质龙头：招商蛇口、保利发展、中国海外发展、龙湖集团，建议关注越秀地产、华润置地；2) 推荐优质物企：招商积余、保利物业，建议关注中海物业、万物云；3) 建议关注保障房及城中村改造主题：绿城管理控股，城建发展、天健集团。

### 融资协调机制：从“一刀切”到“差异化”的转向

自 24 年 1 月 5 日协调机制通知发布以来，各地加快推动城市房地产融资协调机制落地见效，截至 2 月 28 日全国已有 31 个省有 276 个城市建立了协调机制，为项目开发建设交付提供精准融资支持。白名单与此前“保交楼”的“保项目”基调整体一致，突破点在于：出险房企的优质项目融资不再会因集团债务而“一刀切”，意味着公司层面资金腾挪压力有望得到缓解。银行对接项目超 1.5 万个，正常项目和非国央企项目入选白名单比例普遍较高，但通过审批比例较少，预计后续白名单贷款审批将持续落地。

### 破局思路：从再融资的修复向购房主体抉择正常化的积极传导

整体来看，83 家样本房企中，出险企业 24 年销售对到期债务的覆盖倍数或普遍低于 8 倍，较优质央企 15 倍以上差距明显。从边际上看，本身偿债压力已较大的房企 24 年偿债能力或继续减弱。

我们认为，低销售叠加高债务对预期的负反馈影响，可能对建设资金的到位形成进一步挤压，房企信用风险仍存。白名单机制下，给予企业增量贷款及存量展期，或能有效防止债务风险扩大带来的项目交付问题。同时“白名单”对于优质项目的融资支持的作用或不局限于供给侧，通过改善行业整体交付预期也为未来购房者主体抉择的再转化奠定一定前提。

### 行情复盘：板块偏好更明确的实质性融资支持

从融资政策变化路径看，伴随基本面周期性回落的加剧，近 3 年跨周期调节力度不断加大，旨在控制供给侧出清力度，在实操层面表现为融资支持延伸至更广范围（涉及出险）的优质项目。我们不认为 24 年地产融资政策会跳脱此框架，也即意味着 1) 现有常态化经营的优质主体有望得到积极扶持；2) 政策端或不具备为出险主体大规模债务托底的空间。

通过对其中对板块影响较大的融资政策进行行情复盘，可见板块对宏观层面对政策预期的转向/改善响应程度更高，微观层面主体信用风险缓释对板块直接拉动相对有限。我们认为，短期政策高频出台+市场预期修复下仍有博弈板块前期超跌反弹的机会。建议关注此前跌幅较大的优质非国央企信用修复带来的反弹机会。

## 1. 策略：关注基本面企稳前供需政策的双向博弈

21 年下半年以来，针对房企的供给侧再融资支持经历多轮演变，复盘板块走势可以发现，板块偏好更为明确的实质性融资支持，在 AMC 并购贷、金融委会议、保交楼、三支箭等几轮政策小周期中较指数获得良好超额收益，地方国企及非国央企估值弹性表现更好。近期，基本面仍具压力，因城施策框架下各地“四限”调整进入新一轮发力期，供给端白名单等融资支持力度持续加码，我们看好当下基本面一致预期形成前供需政策双向发力对板块行情的持续驱动。

标的方面 1) 推荐优质地产龙头：招商蛇口、保利发展、中国海外发展、龙湖集团，建议关注越秀地产、华润置地；2) 推荐优质物管企业：招商积余、保利物业，建议关注中海物业、万物云；3) 建议关注保障房及城中村改造主题：绿城管理控股，城建发展、天健集团、中华企业。

表 1：A 股重点标的估值与盈利预测

| 股票代码      | 公司简称 | 最新日股价<br>(元/港元) | 最新日市值<br>(亿元/港元) | 月初至今<br>涨跌幅 | 年初至今<br>涨跌幅 | EPS (元/港元) |       |       |       | PE (TTM) |       |       |       | 业绩增速   |         |         |
|-----------|------|-----------------|------------------|-------------|-------------|------------|-------|-------|-------|----------|-------|-------|-------|--------|---------|---------|
|           |      |                 |                  |             |             | 2020A      | 2021A | 2022A | 2023E | 2020A    | 2021A | 2022A | 2023E | 2021A  | 2022A   | 2023E   |
| <b>A股</b> |      |                 |                  |             |             |            |       |       |       |          |       |       |       |        |         |         |
| 000002.SZ | 万科A  | 8.00            | 954              | -11.1%      | -23.5%      | 3.5        | 1.9   | 1.9   | 1.0   | 8.2      | 6.0   | 9.2   | 7.8   | -45.7% | 0.4%    | -46.2%  |
| 600048.SH | 保利发展 | 8.57            | 1,026            | -6.1%       | -13.4%      | 2.4        | 2.3   | 1.5   | 1.7   | 6.7      | 6.4   | 6.7   | 5.1   | -5.4%  | -33.0%  | 9.4%    |
| 001979.SZ | 招商蛇口 | 9.01            | 816              | -4.7%       | -5.5%       | 1.4        | 1.1   | 0.5   | 0.7   | 8.0      | 6.4   | 14.0  | 17.0  | -15.3% | -58.9%  | 48.2%   |
| 601155.SH | 新城控股 | 9.01            | 203              | -5.1%       | -21.0%      | 6.8        | 5.6   | 0.6   | 0.3   | 5.8      | 4.0   | 4.6   | 27.6  | -17.4% | -88.9%  | -47.1%  |
| 600383.SH | 金地集团 | 3.56            | 161              | -5.6%       | -18.3%      | 2.3        | 2.1   | 1.4   | 0.2   | 6.3      | 6.7   | 4.9   | 7.0   | -9.5%  | -35.1%  | -85.5%  |
| 600325.SH | 华发股份 | 6.68            | 184              | -5.4%       | -7.4%       | 1.1        | 1.2   | 0.9   | 1.0   | 4.7      | 4.0   | 5.9   | 6.7   | 10.1%  | -19.3%  | 7.0%    |
| 002244.SZ | 滨江集团 | 6.43            | 200              | -3.3%       | -11.6%      | 0.7        | 1.0   | 1.2   | 1.4   | 8.6      | 5.2   | 7.3   | 4.6   | 30.1%  | 23.6%   | 15.6%   |
| 001914.SZ | 招商积余 | 9.93            | 105              | -1.6%       | -17.0%      | 0.4        | 0.5   | 0.6   | 0.7   | 48.0     | 43.8  | 27.0  | 17.7  | 17.9%  | 15.7%   | 24.0%   |
| 600266.SH | 城建发展 | 3.85            | 83               | -1.8%       | -20.5%      | 0.6        | 0.3   | -0.4  | 0.4   | 10.1     | 10.8  | -15.0 | 8.8   | -48.0% | -244.4% | -201.5% |

盈利预测结果为 Wind 一致预期，数据统计时间截止 2024 年 4 月 8 日

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 2：H 股重点标的估值与盈利预测

| 股票代码      | 公司简称   | 最新日股价<br>(元/港元) | 最新日市值<br>(亿元/港元) | 月初至今<br>涨跌幅 | 年初至今<br>涨跌幅 | EPS (元/港元) |       |       | PE (TTM) |       |       |       | 业绩增速  |        |        |        |
|-----------|--------|-----------------|------------------|-------------|-------------|------------|-------|-------|----------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
|           |        |                 |                  |             |             | 2020A      | 2021A | 2022A | 2023E    | 2020A | 2021A | 2022A | 2023E | 2021A  | 2022A  | 2023E  |
| <b>港股</b> |        |                 |                  |             |             |            |       |       |          |       |       |       |       |        |        |        |
| 0688.HK   | 中国海外发展 | 11.92           | 1,305            | 5.9%        | -13.4%      | 4.0        | 3.7   | 2.1   | 2.3      | 4.1   | 3.8   | 5.3   | 5.1   | -8.5%  | -42.1% | 10.1%  |
| 0960.HK   | 龙湖集团   | 10.26           | 694              | -7.2%       | -17.9%      | 3.0        | 3.5   | 3.6   | 1.9      | 13.7  | 8.8   | 5.5   | 3.0   | 19.3%  | 2.1%   | -47.3% |
| 1109.HK   | 华润置地   | 23.70           | 1,690            | -4.2%       | -15.4%      | 4.2        | 4.5   | 3.9   | 4.4      | 7.6   | 6.2   | 7.3   | 5.4   | 8.7%   | -13.3% | 11.7%  |
| 0123.HK   | 越秀地产   | 4.06            | 163              | -5.8%       | -36.2%      | 1.1        | 0.9   | 1.0   | 0.8      | 6.1   | 3.9   | 8.4   | 5.1   | -15.5% | 10.2%  | -19.4% |
| 1908.HK   | 建发国际集团 | 13.30           | 252              | -2.6%       | -20.1%      | 1.2        | 1.9   | 2.6   | 2.7      | 8.2   | 7.6   | 9.2   | 6.2   | 51.5%  | 40.3%  | 2.0%   |
| 3900.HK   | 绿城中国   | 5.73            | 145              | -8.2%       | -27.9%      | 1.5        | 1.8   | 1.1   | 1.2      | 21.9  | 9.3   | 7.8   | 5.4   | 17.7%  | -38.3% | 13.1%  |
| 9979.HK   | 绿城管理控股 | 6.61            | 133              | 2.6%        | 23.1%       | 0.2        | 0.3   | 0.4   | 0.5      | 19.7  | 15.1  | 15.7  | 11.6  | 28.7%  | 31.7%  | 30.8%  |
| 6049.HK   | 保利物业   | 27.40           | 152              | 3.0%        | -4.9%       | 1.2        | 1.5   | 2.0   | 2.5      | 53.6  | 36.9  | 22.2  | 11.0  | 25.6%  | 31.6%  | 24.0%  |

盈利预测结果为 Wind 一致预期，数据统计时间截止 2024 年 4 月 8 日

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 融资协调机制：从“一刀切”到“差异化”的转向

### 2.1. 政策定位：短周期的创新举措，长周期的有力抓手

2024年1月5日，住房和城乡建设部和金融监管总局联合印发了《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》，通知要求在地级及以上城市建立城市房地产融资协调机制，研判房地产市场形势和房地产融资需求，协调解决房地产融资中存在的困难和问题。

通知发布以来，各地加快推动城市房地产融资协调机制落地见效，截至2月28日全国已有31个省276个城市建立了协调机制，为项目开发建设交付提供精准融资支持。**从政策定位看，融资协调机制是贯彻落实“一视同仁”满足不同所有制房企合理融资需求的重要举措，是破解当前房企融资困境的有力抓手，对房地产市场的平稳健康发展发挥重要作用。**

#### 2.1.1. 运行机制：住建+金管局+银行，三方协同“保交付”

从运行机制看，本次融资协调机制主要涉及以下关键点：

##### 第一，由地级城市政府建立

《通知》明确协调机制以地级市为单位建立，体现“因城施策”原则。协调机制组长由城市政府分管住房和城乡建设的负责同志担任，住建部门、金监总局派出机构等为成员单位，高级别政府领导参与有助于强化跨部门协同配合，增进工作合力，确保相关举措落实落地。

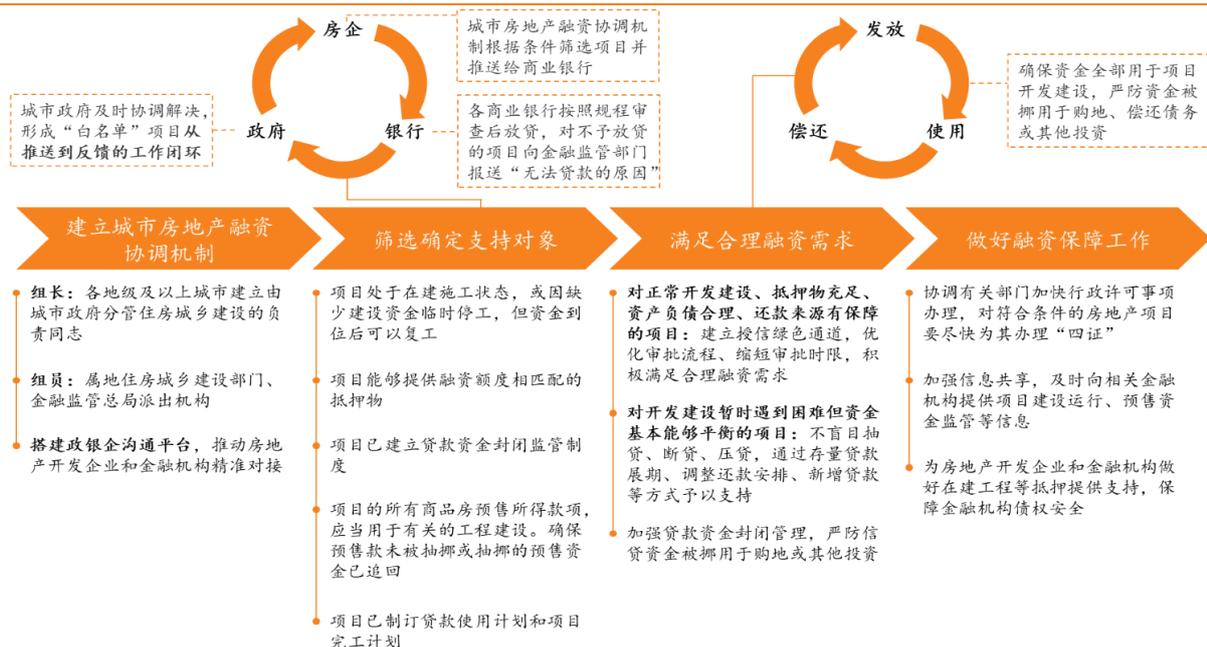
##### 第二，区分“项目”与“企业”风险

《通知》将支持主体由过往的“企业”维度细化到“项目”维度。房企普遍是集团公司与项目公司结合架构，然而集团公司出现债务风险，并不能等于项目无法交付。协调机制区分了项目风险和公司债务风险，避免对出险房企的所有项目“一刀切”。一方面保障了正常项目开发建设环节融资平稳，确保项目完成交付。另一方面，项目销售回款也能反哺企业，进而缓解企业流动性压力。

##### 第三，建立“项目白名单”，分类给予融资支持

对于“白名单”内的优质项目，要建立授信绿色通道，积极满足合理融资需求；对于开发建设暂遇困难但资金基本能平衡的项目，不随意抽断贷并给予贷款展期等支持，有助于防范项目交付风险，稳定和提振市场信心。

图 1：融资协调机制运转流程



资料来源：中国政府网，新浪财经，财联社，天风证券研究所

我们认为，融资机制 1) 核心目标为“保交付”，地方政府高度参与和监督是促进金融机构加大房企项目融资的前提；2) 施策延循传统“因城施策”框架，考虑地方问题项目数量差异及机构涉房风险敞口可能各地落地效果不一；3) 隔离“项目”与“企业”风险，突破了原有金融机构内部放款企业白名单的限制；4) 即保“正常”、也保“困难”项目，覆盖面扩大，问题项目除了“保交楼”资金具备了新的外部注资渠道。

### 2.1.2. 申报流程：形成“推送—反馈”闭环，决策权在商业银行总部

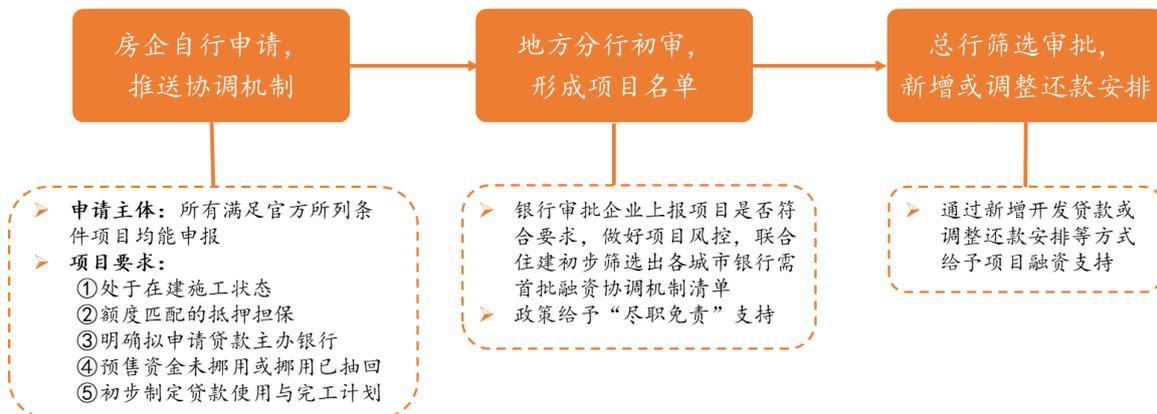
从白名单申报流程看，主要可分为以下三个步骤：

**步骤一：房企自行申请，推送协调机制。**房企自行填写申报需要融资支持的项目。地方住建部门初步筛选本市区的房地产项目与相应层级的银行分支机构对接，形成正式名单向金融机构推送。

**步骤二：地方分行初审，形成项目清单。**在此阶段银行需做好项目风控，审批企业上报项目信息是否符合要求，筛选出各城市首批融资协调机制项目清单<sup>1</sup>。按照“推送—反馈”的工作闭环，对于存在的问题，城市融资协调机制要第一时间统筹解决，待项目符合条件后再次向金融机构推送。

**步骤三：总行筛选审批，新增贷款或存量贷款展期。**总行对接各地分行报送项目后，进行筛选审批。通过新增贷款、存量贷款展期等方式给予项目融资支持。

图 2：白名单申报审批流程



引用链接：<https://zfhcxjs-wap.rednet.cn/content/646847/59/13635942.html>

资料来源：新浪财经，新京报等，天风证券研究所

**从申请主体看：**本次协调机制不会因为公司主体的问题，把项目排除在外，只要是满足官方所列条件的项目，都能申报、都有机会入围。

**从项目要求看：**据新浪财经报道，本次能够获得融资支持的项目实际需要满足五个条件：1) 项目处于在建施工状态，包含短期停工但资金到位后能马上复工，并能建成交付的项目；2) 具有与融资额度基本匹配的抵押物或者抵押担保；3) 已明确拟申请贷款的主办银行，并接受贷款资金封闭管理；4) 预售资金未被抽挪，或被抽挪的资金已及时收回；5) 初步制定了贷款资金使用计划和完工计划。

这里，需要明确的是：

#### 1) 银行审批的原则仍为市场化、法制化，不意味所有上报项目一定获批

对接的银行机构按照市场化、法治化原则，评估协调机制推送的支持对象落实好贷款“三查”，做好项目甄别评估，严格落实资金的封闭运行，严防信贷资金被挪用。

<sup>1</sup>引用链接：<https://zfhcxjs-wap.rednet.cn/content/646847/59/13635942.html>

## 2) 协调机制的作用是督促，不意味着政府对项目兜底或背书

①**各省融资协调机制**：对城市推送项目进行监督指导，督促金融机构加速合格项目的审批，督促城市及时将不合格项目移出“白名单”。建立联合调度、及时通报机制，定期通报各省和城市的融资需求落实情况。

②**城市协调机制**：建立由各单位主要负责人牵头的工作专班，压实责任，压茬推进，建立日统计、周报告、月例会工作机制；督导银行机构锚准“五个基本条件”，做好审核把关，合理满足项目融资需求；建立尽职免责制度，加强案例宣传，充分保障协调机制稳健运行。

我们认为，通过融资协调机制推送“白名单”至金融机构审批，与此前“保交楼”的“保项目”基调整体一致，本次的突破点在于：1) 疏通了“自下而上”的反馈路径，将权责下放至地方住建，意味着项目贷款审批的顺畅度，和问题项目获得低成本资金注入的可能性得到提升；2) 出险房企的优质项目融资不再会因集团债务而“一刀切”，意味着公司层面资金腾挪压力有望得到缓解。

## 2.2. 落地进展：快速实施，应建尽建

### 2.2.1. 城市层面：11城入围项目占比接近30%，与“保交楼”聚焦区域重合度高

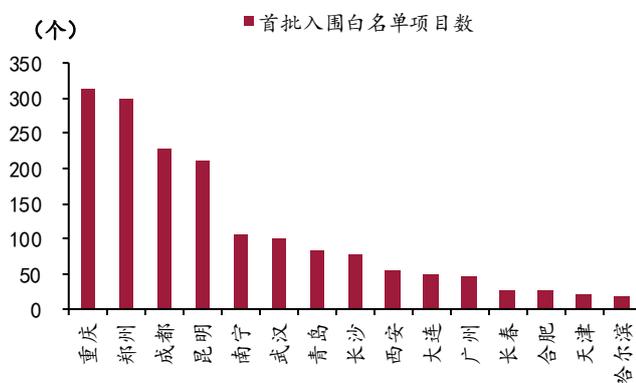
1月26日，住建部召开城市房地产融资协调机制部署会议提出，加快推动城市房地产融资协调机制落地见效，支持房地产项目开发建设，参会的有35个重点城市。

从落地进展看，融资协调机制自提出以来快速落地见效。2月29日，住建部城市房地产融资协调机制工作视频调度会议披露，自1月5日，房地产融资协调机制着手建立，至2月28日，全国31个省份276个城市已建立城市融资协调机制，共提出房地产项目约6000个，商业银行快速进行项目筛选，审批通过贷款超2000亿元。

1) 分城市看，11城入选项目占比达28%。截止2月29日，重庆、郑州、成都、昆明、南宁、武汉、青岛、长沙、西安、大连、广州等11城分别有314、299、227、212、107、101、84、78、54、50、47个项目入选首批融资协调机制项目清单，11城入选项目数总计超1600个，占276城比例达28%。对比来看，首批“白名单”上报项目较多的城市与“保交楼”聚焦区域重合度较高（如重庆、郑州、昆明），反映出城市层面交付压力仍存。

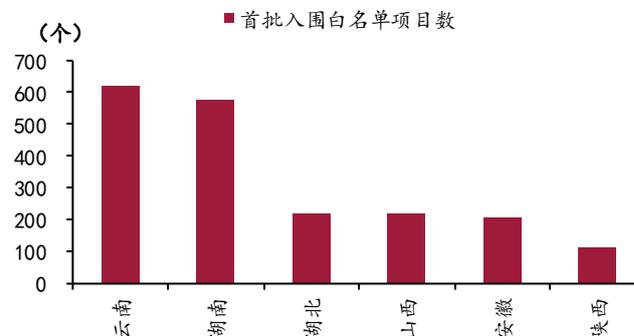
2) 分省份看，6省入选项目占比达33%。截止2月29日，云南、湖南、湖北、山西、安徽、陕西6省分别有619、576、221、219、208、114个项目入围，6省首批项目数超1900个，占31省的比例达33%。

图 3：首批入选白名单项目数-分城市（截止 2 月 29 日）



资料来源：财联社，中房网，凤凰新闻等，天风证券研究所

图 4：首批入选白名单项目数-分省份（截止 2 月 29 日）



资料来源：财联社，中房网，凤凰新闻等，天风证券研究所

表 3：各地房地产项目“白名单”落地情况（截止 2024 年 2 月 29 日）

| 时间       | 省份/城市 | 项目数 (个) | 融资需求 (亿元) | 内容   |
|----------|-------|---------|-----------|--|
| 2 月 26 日 | 广州    | 47      | -         | 截止 2 月 26 日，广州市首批推送项目已有 9 个获得融资，累计金额 8.68 亿元。2 月 8 日，广州市房地产融资协调工作小组办公室公布了首批 47 个“白名单”项目，位于中心区的有 8 个，其余 39 个均分布在外围区域，增城区获批的项目最多，有 17 个。   |
| 2 月 23 日 | 陕西    | 114     | -         | 陕西省 11 个市（区）均建立房地产融资协调机制，提出可以给予融资支持的房地产项目首批“白名单”并推送商业银行，共涉及 114 个项目。目前，已有多个“白名单”项目获得银行融资和授信。   |
| 2 月 21 日 | 山西    | 131     | 219       | 山西全省 11 个市和山西转型综改示范区第一批可给予融资支持的房地产项目白名单涉及 131 个项目、融资总需求 219.14 亿元。   |
| 2 月 20 日 | 大连    | 50      | -         | 大连市房地产融资协调机制落地实施以来，截至 2 月 20 日，已有 50 家项目公司与 103 家金融分支机构进行对接，13 个项目已有金融机构具备初步合作意向，融资金额（包括展期金额）24.4 亿元。  |
| 2 月 17 日 | 湖南    | 576     | -         | 全省 14 个市州均已建立房地产融资协调机制，纳入“白名单”项目共 576 个，当前已有 24 个项目获得银行新增融资 16.48 亿元。  |
| 2 月 13 日 | 合肥    | 26      | 18        | 合肥市通过国家信息平台上报的首批 26 个“白名单”项目，目前已审批授信约 17.8 亿元，贷款实际已下发至项目 1.6 亿元。   |
| 2 月 13 日 | 安徽    | 208     | 340       | 安徽全省已初步排查符合融资协调机制白名单项目约 208 个，涉及 202 家企业，融资需求 340.1 亿元。  |
| 2 月 7 日  | 郑州    | 299     | -         | 郑州市梳理形成第一批可以给予融资支持的 299 个房地产“白名单”项目，第一时间推送给 21 家驻郑金融机构，协调金融机构快速对接落地房地产项目贷款，并于 2 月 7 日实现首笔投放 6000 万元。   |
| 2 月 5 日  | 长沙    | 78      | 208       | 长沙市首批房地产融资支持项目“白名单”出炉，共有 78 个项目申报，申请融资金额 208.38 亿元，目前正在统计第二批申报名单。  |
| 2 月 4 日  | 长春    | 26      | -         | 长春市已经确定了第一批房地产项目融资“白名单”，有 26 个房地产项目入围，第二批申报工作正在推进中。  |
| 2 月 2 日  | 武汉    | 101     | 542       | 武汉市确定了第一批房地产项目融资“白名单”，涉及房地产项目 101 个，开发企业 94 家，融资需求 541.73 亿元、涉及 18 家融资机构。目前，武汉市第一批房地产项目融资“白名单”已向各金融机构推送，第二批也正在梳理中。   |
| 2 月 2 日  | 天津    | 22      | 50        | 天津首批可以给予融资支持的房地产项目“白名单”出炉，共有 22 个项目，涉及融资需求近 50 亿元，相关名单已经推送至全市各金融机构。其中，“白名单”中的北辰区某项目第一笔 2.4 亿元贷款，昨日已获兴业银行总行批准展期。  |
| 2 月 1 日  | 湖北    | 221     | 712       | 湖北省出台第一批 221 个房地产项目“白名单”，经过城市房地产融资协调机制审核，已经推送至各金融机构，涉及 16 个市州、融资需求 712 亿元。其中，正常开发建设、抵押物充足、资产负债合理、还款来源有保障的项目 158 个，涉及融资需求 466.6 亿元，占比 65.5%；开发建设暂时遇到困难但资金基本能够平衡的项目 63 个，涉及融资需求 245.4 亿元，占比 34.5%。 |
| 1 月 31 日 | 重庆    | 314     | 830       | 重庆市已梳理出第一批房地产项目“白名单” 314 个，融资需求约 830 亿元、涉及 22 家融资机构。1 月 30 日，项目“白名单”已向辖内大型银行、股份制银行、异地城商行、三家市属法人银行等 28 家主要银行推送。   |
| 1 月 31 日 | 成都    | 227     | -         | 成都市组织企业进行项目融资申报并完成第一批名单审核。第一批名单共有 208 家项目企业 227 个项目，企业首选拟对接第一批名单审核 28 家。2 月份将提出第二批清单的进度要求。   |

|       |     |     |      |  |
|-------|-----|-----|------|--|
| 1月31日 | 云南  | 619 | 1519 | 1月31日前，云南省组织指导16个州（市）通过房地产融资协调机制，筛选确定了第一批房地产“白名单”项目619个，融资需求1519亿元，并及时推送到各有关金融机构。        |
| 1月31日 | 昆明  | 212 | 916  | 昆明市第一批房地产项目“白名单”212个，融资需求约916亿元，向在昆各政策性银行、大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行等24家主要银行作了推送。             |
| 1月31日 | 西安  | 54  | 180  | 西安市1月31日向国家金融监督管理总局陕西监管局和金融机构推送第一批54个项目名单，融资需求约179.84亿元。                                 |
| 1月31日 | 哈尔滨 | 19  | 27   | 哈尔滨首批融资支持项目房企“白名单”共有19个项目，涉及融资需求超过27亿元。  |
| 1月31日 | 青岛  | 84  | 250  | 1月31日，青岛官宣，通过房地产融资协调机制，已梳理出第一批房地产项目“白名单”84个，融资需求约250.2亿元，涉及19家融资机构。目前，第一批项目白名单已经向金融机构推送。 |
| 1月30日 | 南宁  | 107 | -    | 广西南宁市已建立房地产融资协调机制，并向当地金融机构推送了第一批107个房地产项目“白名单”。“白名单”中的北投荷院项目已获得民生银行南宁分行3.3亿元开发贷款。        |

资料来源：财联社，凤凰新闻，中房网等，天风证券研究所

**协调机制“应建尽建”，预计后续批次清单快速跟进。**根据2月29日住建部工作会议的最新要求：3月15日前，地级及以上城市要建立融资协调机制，按照既要高质量完成“白名单”推送，又要高效率协调解决项目的难点问题。2月，部分城市后续批次融资清单进度已在梳理之中，并提出进度要求，我们预计后续批次上报或将在短期内快速跟进，继续推动行业融资现状改善。

### 2.2.2. 银行层面：对接项目数已超1.5万个，审批通过项目比例相对较少

根据我们统计，截止2月29日，已有包括5家国有银行、多家股份制银行披露了“白名单”的对接情况，对接项目数已超15000个，多家银行完成超百亿规模的资金审批。

1) 国有商业银行：中、农、工、建、交已对接项目数分别超2500、2700、2000、2000、1400个；其中，中国银行已批复及在批融资金额超300亿元，建设银行已批融资金额超200亿元。

2) 股份制银行：广发、渤海、平安、民生、恒丰银行已对接项目数分别超1700、1400、1300、850、350个。

协调机制负责筛选推送，但推送至银行的项目质量难免不一，审批端需在短时间内完成报送、且最终银行需为贷款顺利回收担责。在有限时间内，银行需平衡“市场化”的审批原则与“应满尽满”的监管要求，理论上首批报送应为各地有增量融资需求的最优项目。

同时，在此阶段，监管已给予银行审查“尽职免责”的行政支持，减少银行放贷的“后顾之忧”。我们认为，目前通过审批比例较少除了审慎性因素外，或也与银行分级管理授权的流程较复杂有关，后续白名单贷款审批有望持续落地。

表4：各银行房地产“白名单”项目对接情况（截止2024年2月29日）

| 时间 | 银行 | 审批/对接项目数<br>(个) | 审批/对接融资金额<br>(亿元) | 内容 |
|----|----|-----------------|-------------------|----|
|----|----|-----------------|-------------------|----|

|       |      |       |      |  |
|-------|------|-------|------|--|
| 2月28日 | 中国银行 | >2500 | -    | 全国已有171个城市通过该协调机制向中国银行推送了相关项目。已经批复及正在审批的项目超过100个，涉及金额超过300亿元。同时，还有近2500个项目正在进行评估。  |
| 2月20日 | 平安银行 | >1300 | -    | 平安银行已将房地产融资协调机制落地纳入2024年全行重点工作，着力推进，确保取得实效。近日为武汉某大型房地产开发项目提供定制化授信12亿元，已出账4.69亿元  |
| 2月19日 | 恒丰银行 | 350   | 1772 | 自1月底收到首批名单以来，恒丰银行积极对接协调机制推送项目350个，融资需求1772亿元，涉及山东、云南、江苏、四川等地。截至目前，已批复授信金额40亿元，投放贷款14.88亿元。   |
| 2月19日 | 渤海银行 | 1405  | 4863 | 渤海银行各级分行均已成立专项工作小组，积极与区域协调机制对接，已收到白名单项目1405个，涉及融资需求4862.74亿元。对于名单内的项目，该行按照市场化、法制化原则，主动对接、积极参与，目前已有多个项目进入审批阶段。  |
| 2月18日 | 浙商银行 | 24    | 25   | 浙商银行在2月18日表示，已第一时间成立了城市房地产融资协调机制工作专班，35家境内外分行也已分别设立工作专班，主动对接、充分评估推送的房地产项目名单。截至目前，已对接24个项目名单，提供融资25亿元、意向授信31亿元。   |
| 2月18日 | 广发银行 | 1781  | 17   | 自2024年1月底以来，广发银行积极对接协调机制推送主办行项目，覆盖重庆、昆明、成都、南宁、武汉、郑州等17家分行（30个城市），项目数量合计1781个。推送项目清单内已投放项目5个，涉及融资金额16.75亿元。同时，推送项目清单内已对接项目5个，涉及开发贷融资需求金额26.6亿元，已完成批复金额12亿元。 |
| 2月17日 | 浦发银行 | -     | -    | 浦发银行积极对接当地房地产融资协调机制并取得房地产项目白名单，建立授信绿色通道，加快推进房地产项目风险评估和信用审批，精准支持房地产项目合理融资需求。  |
| 2月16日 | 华夏银行 | 15    | 113  | 华夏银行所有分行均与当地房地产融资协调机制进行了具体对接，26家分行已取得当地协调机制项目“白名单”，正在开展项目调查和评审工作。截至2月9日，已批复项目15个，授信金额合计112.84亿元。   |
| 2月16日 | 民生银行 | 867   | -    | 民生银行已收到融资协调机制推送项目867个。银行快速响应，组织专业力量开展尽调及项目评判，除了南宁“北投荷园”项目贷款，该行还向南宁御玺君临湾发放开发贷款，支持了房企合理融资需求。   |
| 2月15日 | 邮储银行 | -     | 57   | 邮储银行积极对接协调机制推送主办行项目，共覆盖河南、四川、广西等10个省份，融资金额57亿元，并已在河南、广西、贵州、大连等省区市落地项目，一视同仁满足不同所有制房地产企业融资需求。  |
| 2月13日 | 交通银行 | 1442  | -    | 自1月30日各地推送项目清单以来，截至2月13日，交行已获取、对接清单项目1442个，并已对其中部分项目实现贷款投放。  |
| 2月12日 | 中国银行 | 75    | 400  | 对于纳入各城市协调机制房地产项目名单的项目，已推进超过110个项目的审批工作，合计金额约550亿元，其中，已审批完成项目共75个，合计金额近400亿元。   |
| 2月11日 | 农业银行 | 2700  | -    | 农业银行已累计对接协调机制项目2700余个，自金融监管总局专题会议以来，新审批项目超过10个，审批贷款近50亿元。贷款项目主体中，民营企业等非国有企业占比超过80%，项目类型以满足刚需和改善性住房需求为主。  |
| 2月9日  | 工商银行 | >2000 | -    | 工商银行已对接2000余个项目，并率先实现对多个城市多个项目的贷款投放，既包括国有房企，也包括民营房企，一视同仁满足不同所有制房企合理融资需求。   |
| 2月7日  | 建设银行 | >2000 | >200 | 建设银行已对接项目2000多个，已审批项目近百个，已审批待投放金额200多亿元。近日，建设银行北京、福建、安徽、河南等分行已实现对5个项目的投放，投放金额近30亿元。  |
| 2月7日  | 光大银行 | 20    | 108  | 光大银行制定了落实城市房地产融资协调机制工作方案，从组织领导、配套政策、协同机制、履职尽责、营销对接等八个方面提出18项具体举措。截至2月7日，光大银行已有29家分行对接当地协调机制小组并取得房地产项目“白名单”，批复项目20个，授信金额107.5亿元。                            |

|      |      |   |   |  |
|------|------|---|---|--|
| 2月1日 | 兴业银行 | - | - | 2月1日，兴业银行实现首笔协调机制推送项目落地。兴业银行印发《兴业银行落实城市房地产融资协调机制行动方案》（以下简称“行动方案”），制定六个方面、十六条举措，以更大力度、更实措施，推动城市房地产协调机制工作加快落地见效。 |
|------|------|---|---|--|

资料来源：财联社，每经网，新浪财经等，天风证券研究所

### 2.2.3. 房企层面：审批落地仍需时间

从纳入白名单项目的企业看，除国企、城投外，涉及民企及出险房企。

截止2月29日，根房企披露，碧桂园、融创、绿地、建业、金科、远洋、旭辉、世茂分别有100+、90+、49、40、20+、20、18、16个项目入围各地首批白名单，其他不同类型房企同样有多项目入选。伴随各城市协调机制的加速推进，我们预计各房企后续入选项目仍将保持较快增速（以碧桂园为例，2月以来入选项目由30个已快速提升至200+个）。

表5：各房企首批“白名单”项目获批情况（截止2024年2月29日）

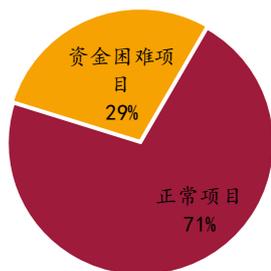
| 时间    | 公司   | 首批入围项目数（个） | 融资额（亿元） | 内容  |
|-------|------|------------|---------|---|
| 2月27日 | 碧桂园  | >100       | -       | 2月27日，公司已获批进入“白名单”的项目超100个，较春节前的30余个有大幅增加。  |
| 2月23日 | 花样年  | 多          | -       | 公司所有项目均已申报“白名单”。目前，花样年武汉花好园、郑州好时光、重庆千寻的花果山等项目已入围白名单，为项目开发建设与交付提供保障，推动资产盘活及可持续经营。  |
| 2月23日 | 绿地集团 | 49         | 186     | 2月23日，公司确认获批进入“白名单”的项目已有49个，拟融资金额合计约185.6亿元。入围项目均为重要区域的核心优质项目，分布在山东、四川、安徽、云南、黑龙江、陕西、辽宁等全国各地。  |
| 2月7日  | 佳兆业  | 多          | -       | 2月7日，公司确认已有多个项目入围首批“白名单”。其中，成都、重庆等城市项目均在属地政府的白名单内。据悉，深圳、广州、惠州、长沙、汕头等城市的一批项目已经申报，春节后有望陆续进入白名单。   |
| 2月6日  | 建业地产 | 40         | -       | 2月6日，公司确认已有40个项目入围“白名单”，项目分布在郑州、信阳、焦作、洛阳等城市。因各城市项目申报、审批工作进度不同，各城市项目的“白名单”申报工作还在持续进行，相关审批通过后，公司入围“白名单”项目数量将进一步增加。  |
| 2月5日  | 融创中国 | >90        | -       | 2月5日，公司确认已有超过90个项目入围第一批“白名单”，包括北京、天津、成都、重庆、郑州、沈阳、青岛、武汉、昆明、西安、太原、西双版纳等20个城市都已落地。   |
| 2月4日  | 碧桂园  | >30        | -       | 2月4日，公司确认已获批进入“白名单”的项目超过30个，其中涉及河南、湖北、四川、山东、重庆等地的多个项目。广东、湖南、东北等地申报的项目正处在政府审批阶段。   |
| 2月4日  | 金科股份 | >20        | -       | 2月4日，公司确认已获批进入“白名单”项目超过20个。后续公司在全国各地项目有望陆续进入当地“白名单”。  |
| 2月4日  | 远洋集团 | 20         | -       | 2月4日，公司确认进入“白名单”项目已有约20个，分布在西安、成都、武汉、厦门等首批公布“白名单”的城市。伴随各城市“白名单”项目的出炉，远洋旗下项目有望继续增加。  |
| 2月4日  | 旭辉集团 | 18         | -       | 2月4日，公司确认已有18个项目获批进入“白名单”，这些项目分布在重庆、昆明、北京、天津、太原、武汉、洛阳、温州、南宁等城市。其他城市多个符合要求项目也有望陆续进入名单中。  |
| 2月3日  | 世茂集团 | 16         | -       | 2月3日，公司确认其在试点城市申报了40个房地产项目，入围“白名单”的有16个。16个项目主要位于广东、湖北、重庆、江苏、天津、辽宁和山东等省市，包括广州院子、世茂锦绣长江、世茂城市之门、世茂江城铭著、世茂云著滨江、世茂起云湾、世茂四季莲花山、世茂璀璨倾城、世茂锦域和世茂悦海等。其中，武汉锦绣长江项目已落实融资方案并实现回款，其他项目正与金融机构沟通融资方案。 |
| 2月2日  | 雅居乐  | 多          | -       | 2月2日，公司确认已有涉及重庆、广州、昆明等城市的多个项目被当地住建部门明确纳入“白名单”。其他城市的多个符合要求的项目也有望陆续进入白名单。   |
| 2月1日  | 中国奥园 | 多          | -       | 2月1日，公司确认旗下广西南宁誉江南、重庆悦府、翡翠天辰、合川原著等项目入围房地产项目“白名单”。此外，公司在广东、郑州、沈阳、天津等多个项目也有望陆续进入“白名单”。  |

资料来源：财联社，新浪网，同花顺财经，天风证券研究所

### 特征一：正常开发项目 > 资金困难项目

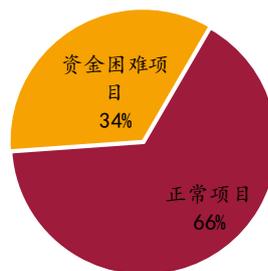
从正常与资金困难项目的比例看，以湖北省为例，首批 221 个项目、712 亿元融资需求的“白名单”中，正常开发建设、抵押物充足、资产负债合理、还款来源有保障的项目 158 个，涉及融资需求 466.6 亿元，占比 65.5%；开发建设暂时遇到困难但资金基本能够平衡的项目 63 个，涉及融资需求 245.4 亿元，占比 34.5%。我们认为，各地资金困难项目数量本身并不少，但银行在审慎性原则下对优质项目的倾向性导致正常项目入选概率更大。

图 5：湖北省首批白名单正常&资金困难项目数比例



资料来源：新浪新闻，天风证券研究所

图 6：湖北省首批白名单正常&资金困难项目融资需求比例



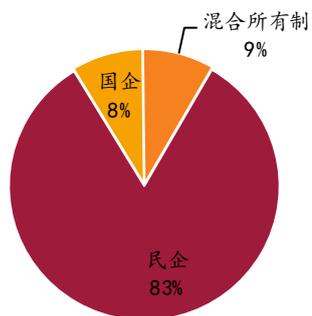
资料来源：新浪新闻，天风证券研究所

### 特征二：民营企业项目 > 国央企项目

从民企和国央企项目的比例看，有“保交付”需求的出险房企、民企和城投公司的项目更容易进入名单。截止 1 月底，170 个城市推送的第一批房地产项目名单，共涉及 3218 个项目，其中，84% 的项目属于民营房企和混合所有制房企开发的项目，整体贯彻落实此前中央经济工作会议的“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求”要求。

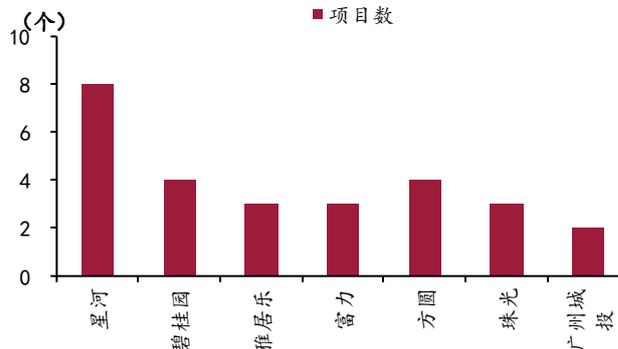
以广州市为例，首批 47 个白名单项目中，民企参与的项目达 39 个，占比 83%，混合所有制项目 4 个，占比 8.5%；国央企项目 4 个，占比 8.5%。其中典型民企如星河、方圆、碧桂园、雅居乐、富力、珠光、远洋分别入围 8、4、4、3、3、3、2 个项目，城投公司如广州城投有 2 个项目。此外，如万科、金地等企业同样有项目入选。

图 7：广州市首批融资协调机制房企入围项目数-分性质



资料来源：广东省住建局，天风证券研究所

图 8：广州市首批融资协调机制清单入围项目数-分房企-



资料来源：广东省住建局，天风证券研究所

表 6：广州市首批融资协调机制 47 个项目清单

| 序号 | 区   | 项目名称                       | 开发企业名称                    | 企业性质 | 实控企业       | 项目类型  |
|----|-----|----------------------------|---------------------------|------|------------|-------|
| 1  | 海珠区 | 沥滘城中村改造项目一期(复建区)           | 广州市沥滘御诚实业有限公司             | 民企   | 珠光         | 旧改    |
| 2  | 海珠区 | 沥滘城中村改造项目一期(融资区)           | 广州市沥滘御诚实业有限公司             | 民企   | 珠光         | 旧改    |
| 3  | 海珠区 | 桂圃花园                       | 广州新市头投资有限公司               | 民企   | 方圆+美林      |       |
| 4  | 荔湾区 | 万汇天地(包含玉兰苑、紫薇苑、荷花苑等项目)     | 广州市溪樞房地产有限公司(玉兰苑、紫薇苑)、广州市 | 混合   | 万科+中信      |       |
| 5  | 天河区 | 广州国际金融交易广场                 | 广东省产权交易集团投资开发有限公司         | 民企   | 碧桂园+广东省国资委 |       |
| 6  | 天河区 | 珠光金融城壹号(东辰广场)              | 广州发展汽车城有限公司               | 民企   | 珠光         | 公寓    |
| 7  | 白云区 | 和瀚花园(陈田村城中村改造融资区项目A地块)     | 广州陈田改造房地产有限公司             | 民企   | 富力         | 旧改    |
| 8  | 黄埔区 | 富力新城(盈禧花园、慕禧花园、融资五期)       | 广州市中荔美投资有限公司              | 民企   | 富力         | 旧改    |
| 9  | 花都区 | 环泮樾花园                      | 广州市花都区晟兴房地产开发有限公司         | 国企   | 中诚信托       | 前恒大项目 |
| 10 | 花都区 | 荔红花园                       | 广东强科地产有限公司                | 国企   | 湖南建设       | 前新力项目 |
| 11 | 花都区 | 花雅苑                        | 广州花都区雅成房地产开发有限公司          | 民企   | 雅居乐        |       |
| 12 | 花都区 | 致岭假日花园                     | 广州市致岭房地产开发有限公司            | 民企   | 致岭         |       |
| 13 | 花都区 | 田美村东南经济社旧村全面改造项目           | 广州富美房地产开发有限公司             | 民企   | 富力         | 旧改    |
| 14 | 番禺区 | 上馨华府                       | 广州市润地房地产开发有限公司            | 民企   | 润地         |       |
| 15 | 番禺区 | 罗边村旧村改造项目融资区               | 广州创益房地产开发有限公司             | 民企   | 星河         | 旧改    |
| 16 | 番禺区 | 广州市番禺区南浦村旧村改造复建安置项目        | 广州市番禺区南浦骏业投资有限公司          | 民企   | 碧桂园        | 旧改    |
| 17 | 番禺区 | 广州国际科技创新城一期工程A地块           | 广州碧科智城开发建设投资有限公司          | 民企   | 方圆         |       |
| 18 | 南沙区 | 南沙十里方圆项目                   | 广州方圆辉宏房地产有限公司             | 民企   | 方圆         |       |
| 19 | 南沙区 | 东瓜宇村旧村改造项目                 | 广州琪亮房地产有限公司               | 民企   | 方圆         | 旧改    |
| 20 | 南沙区 | 南沙区大井村更新改造项目               | 广州方圆乐成房地产有限公司             | 民企   | 星河         | 旧改    |
| 21 | 南沙区 | 2023NJY-3地块项目(东涌项目)        | 广州星中房地产开发有限公司             | 民企   | 星河         |       |
| 22 | 南沙区 | 南沙街大涌村新村街地块更新改造项目          | 广州星利恒房地产开发有限公司            | 民企   | 星河         | 旧改    |
| 23 | 南沙区 | 2019NJY-2地块项目(东悦湾三期)       | 广州星月湾实业发展有限公司             | 民企   | 星河         |       |
| 24 | 南沙区 | 东湾村更新改造项目                  | 广州星月湾实业发展有限公司             | 民企   | 星河         | 旧改    |
| 25 | 南沙区 | 星河珠江街灵新大道西南侧居住地块项目(地块二)(畔) | 广州弘发房地产开发有限公司             | 民企   | 星河         |       |
| 26 | 南沙区 | 2021NJY-16地块项目(江堤春晓园)      | 广州星中房地产开发有限公司             | 民企   | 星河         | 旧改    |
| 27 | 从化区 | 流溪湾                        | 广州紫泉房地产开发有限公司             | 民企   | 紫泉         | 收并购项目 |
| 28 | 从化区 | 溪境花园                       | 广州雅宏房地产开发有限公司             | 民企   | 雅居乐+海伦堡    |       |
| 29 | 从化区 | 雅居乐悦溪雅苑                    | 广州雅新房地产开发有限公司             | 民企   | 雅居乐        |       |
| 30 | 从化区 | 坤智商务园                      | 广州市坤智房地产开发有限公司            | 混合   | 坤银+东莞信托    |       |

资料来源：广东省住建局，天风证券研究所

表 7：广州市首批融资协调机制 47 个项目清单（续表）

| 序号 | 区     | 项目名称                     | 开发企业名称            | 企业性质 | 实控企业     | 项目类型  |
|----|-------|--------------------------|-------------------|------|----------|-------|
| 31 | 增城区   | 奥园康威广场                   | 广州康威集团有限公司        | 民企   | 奥园       |       |
| 32 | 增城区   | 得天和苑                     | 广东得天投资有限公司        | 民企   | 得天       | 公寓    |
| 33 | 增城区   | 泰禾国风雅院                   | 增城荔丰房地产有限公司       | 混合   | 五矿+泰禾+世茂 | 公寓    |
| 34 | 增城区   | 碧桂园云樾阁                   | 广州市碧湖房地产开发有限公司    | 民企   | 碧桂园      |       |
| 35 | 增城区   | 孚创花苑                     | 广州孚创房地产开发有限公司     | 混合   | 中建东孚+融创  |       |
| 36 | 增城区   | 时光雅苑                     | 广州璟润房地产开发有限公司     | 民企   | 珠实+弘阳    |       |
| 37 | 增城区   | 瑞瀚花苑                     | 广州华禾辉房地产开发有限公司    | 民企   | 大华       |       |
| 38 | 增城区   | 合汇颐园                     | 广州市绿湖置业有限公司       | 民企   | 合汇       |       |
| 39 | 增城区   | 隽品园                      | 广州隽新房地产开发有限公司     | 民企   | 宏骏       | 前路劲项目 |
| 40 | 增城区   | 合景云上商务园                  | 广州市展高置业发展有限公司     | 民企   | 合景       | 公寓    |
| 41 | 增城区   | 云现阁                      | 广州市诚碧房地产开发有限公司    | 民企   | 碧桂园      |       |
| 42 | 增城区   | 敏捷绿湖首府                   | 广州育丰房地产开发有限公司     | 民企   | 敏捷       |       |
| 43 | 增城区   | 金地荔湖城                    | 广州市东凌房地产开发有限公司    | 民企   | 金地       |       |
| 44 | 增城区   | 远洋名苑                     | 广州市远泰房地产开发有限公司    | 民企   | 远洋       |       |
| 45 | 增城区   | 远洋繁花苑                    | 广州市远昊房地产开发有限公司    | 民企   | 远洋       |       |
| 46 | 空港经济区 | 广州空港经济区镜湖大道东侧CA0109106地块 | 广州空港城锦房地产开发有限公司   | 国企   | 广州城投     |       |
| 47 | 空港经济区 | 广州空港中央商务区一期空港融创中心        | 广州融创空港城投房地产开发有限公司 | 混合   | 融创+广州城投  |       |

资料来源：广东省住建局，天风证券研究所

### 3. 破局思路：从再融资的修复向购房主体抉择正常化的积极传导

我们认为，“白名单”对于优质项目的融资支持的作用或不局限于供给侧，沿袭“保交楼”的思路，通过改善行业整体交付预期也为未来购房者主体抉择的再转化奠定了一定前提。而过往经验或说明政策及金融机构不具备为行业债务问题系统性托底的空间，故对于出险企业，24 年主要的关注增量为“白名单”及收并购对资产的盘活，形成与“债务展期重组”、“保交楼防烂尾”、“折价去库存促回款”等并行的化债路径。

#### 3.1. 四维视角下“白名单”的影响分析

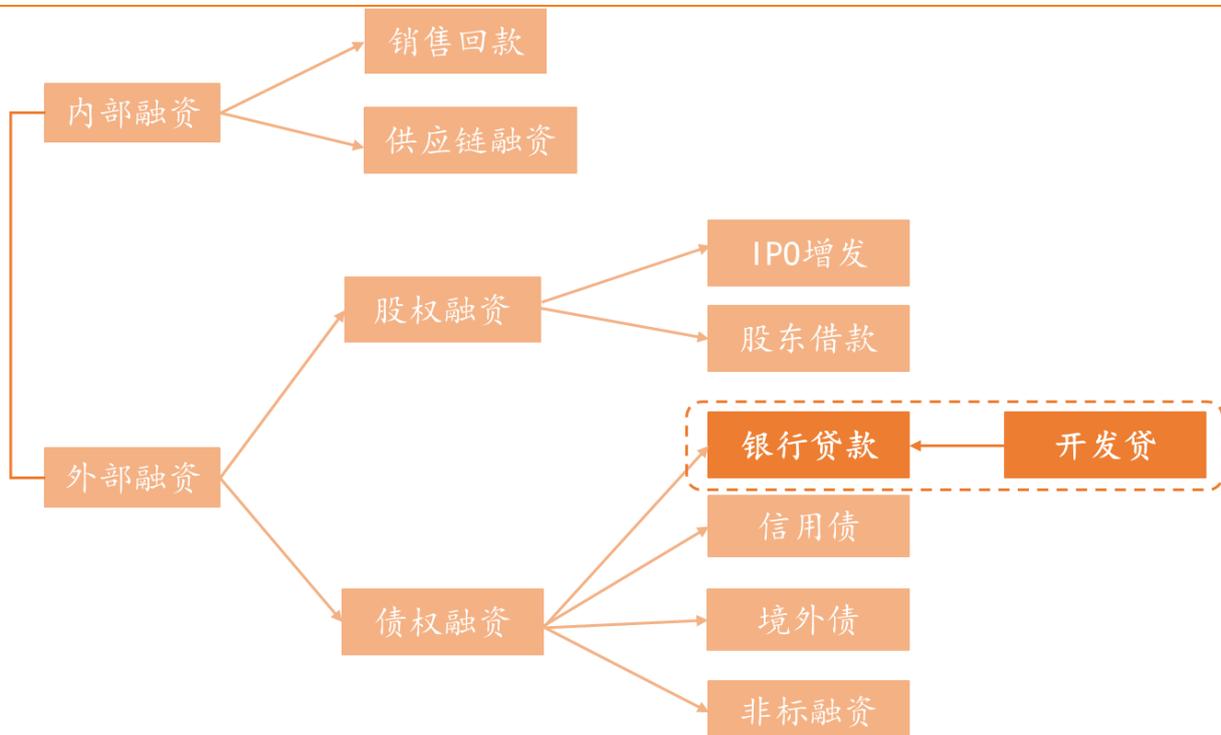
**资金来源：**白名单资金来源主要为商业银行发放的开发贷款。开发贷是指对房企发放的用于住房、商业用房和其他房地产开发建设的中长期贷款，通常期不超过 3 年。

以广发银行为例，自 24 年 1 月底以来，广发银行积极对接协调机制推送主办行项目，覆盖 17 家分行，项目数量合计 1781 个。推送项目清单内已对接项目 5 个，涉及开发贷融资需求金额 26.6 亿元，已完成批复金额 12 亿元。

##### 3.1.1. 内外部融资视角：宏观层面利于开发投资企稳，微观层面防止外部融资压力加剧

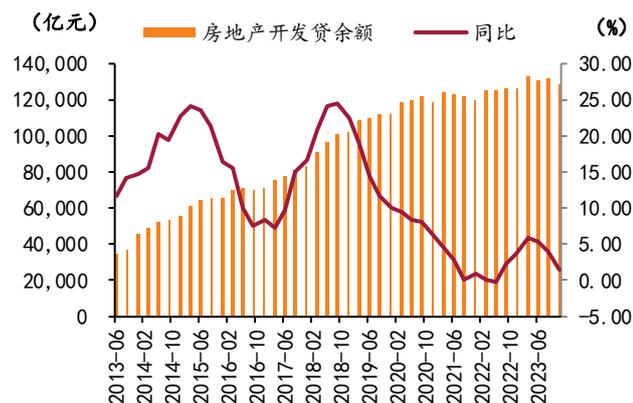
从内外部融资视角看，白名单提供的银行贷款支持属房地产外部融资中债权类融资。截止 2023 年末，全国房地产开发贷款余额 12.88 万亿元，同比+1.5%，增速较上年末低 2.2 个百分点。自 2020 年行业步入下行通道以来，房地产开发贷余额净新增已有 7 个季度为负，23 年四季度单季度净新增-2900 亿为历史新低，我们认为，一方面或受市场景气度下行，参与主体开发投资意愿减弱；另一方面，或与信用风险下金融机构对企业信贷投放仍趋紧等因素有关。“白名单”及融资协调机制的及时推出，宏观层面有利于开发投资边际企稳，微观层面即防止企业外部融资压力的进一步加剧。

图 9：房地产内外部融资结构



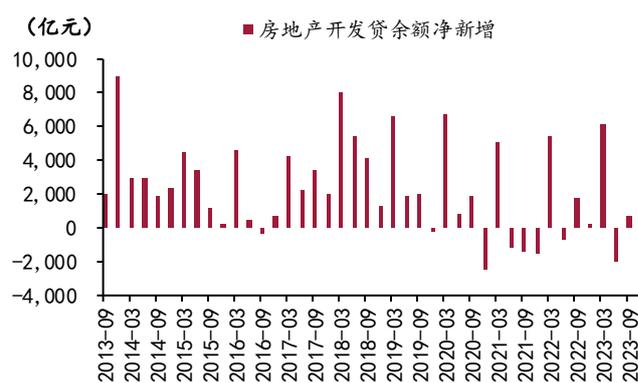
资料来源：天风证券研究所

图 10：房地产开发贷余额



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：房地产开发贷余额净新增



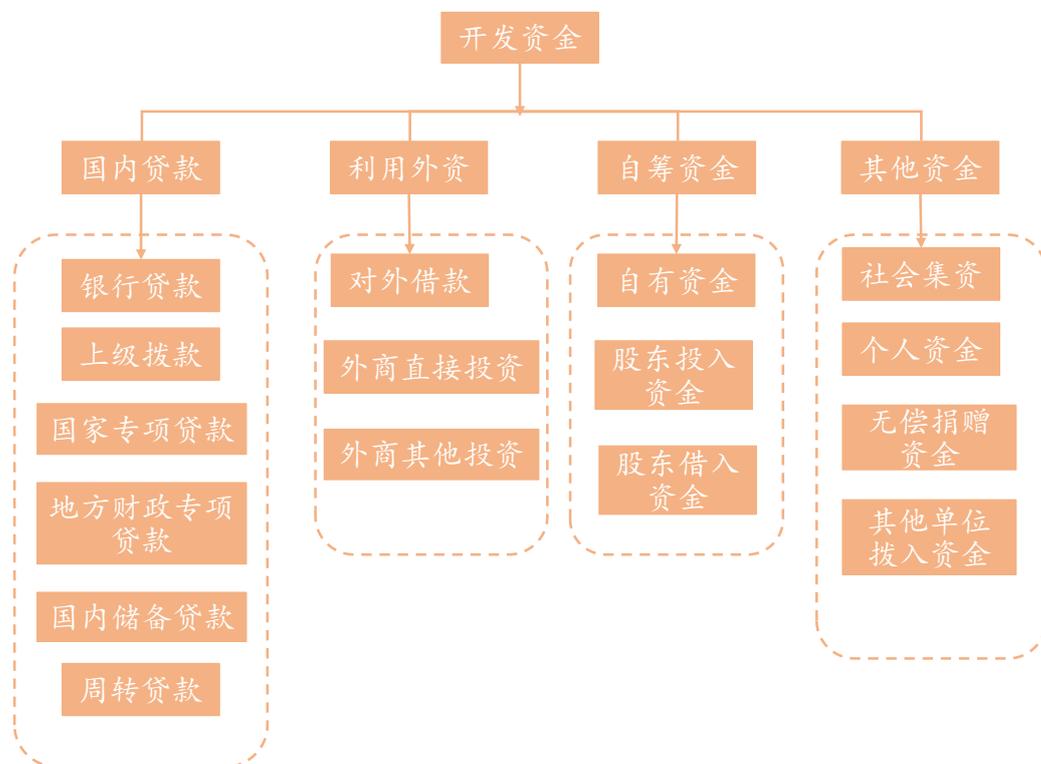
资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.1.2. 到位资金视角：银行风险偏好虽难逆转，但“有大于无”，对冲销售下行压力

从开发企业资金来源视角看，白名单提供的银行贷款属统计局口径下的国内贷款。2023 年，房地产开发企业到位资金 127459 亿元，比上年下降 14.5%。其中国内贷款 15595 亿元，下降 10.3%，较 2020 年的 26676 亿元的高点已下滑 41.5%。

近年来，国内贷款占整体到位资金的比重持续下滑，截止 2023 年末已降至 12.2%的历史低点，其他资金占比则被动式提升，反映金融机构风险偏好收缩背景下，融资性现金流收紧迫使房企对经营性融资依赖性增强，基本面下滑对房企销售回款的边际影响实际在被放大。故在基本面企稳向好之前，白名单对企业资金来源的补充将一定程度对冲销售下行。

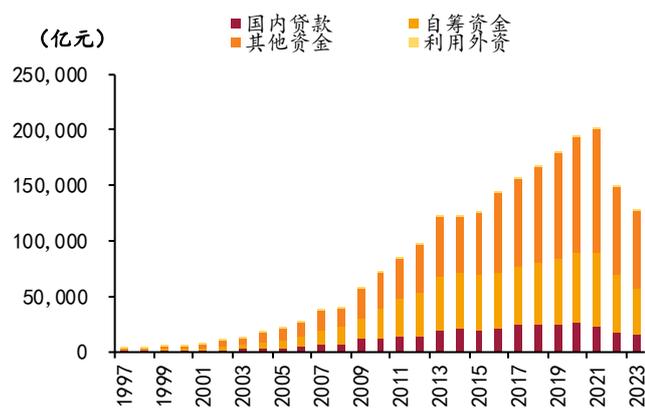
图 12：房地产开发企业到位资金来源结构



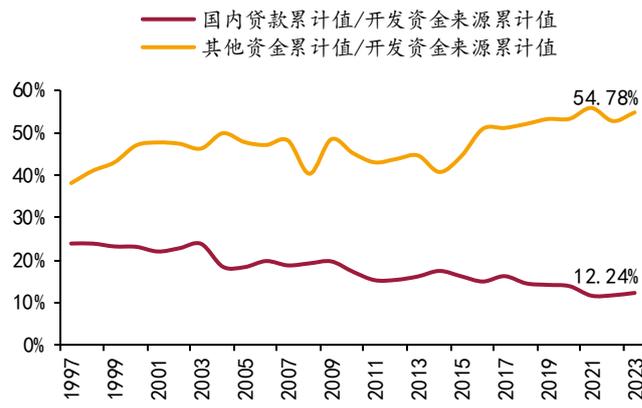
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 13：开发企业到位资金来源累计值-分类型

图 14：国内贷款占开发资金来源比降至历史低点



资料来源：Wind，天风证券研究所

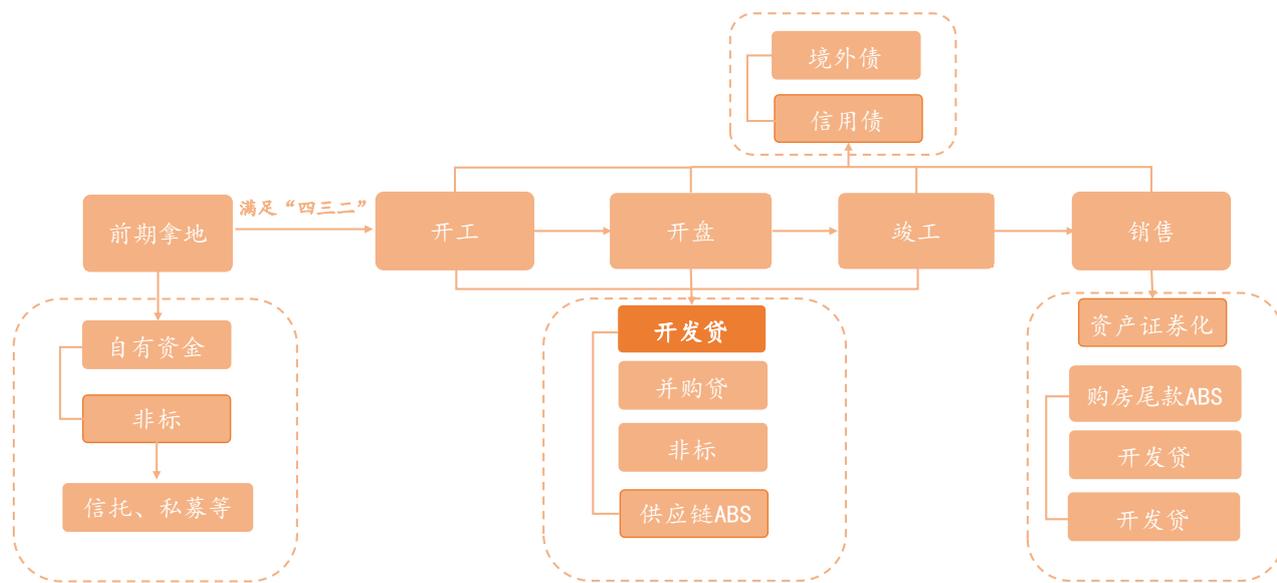


资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.1.3. 资金流入视角：打通资金流转链条，协助企业开复工，置换自有资金流动性

因白名单聚焦项目层面的融资支持，我们从项目开发各环节的资金流入角度入手分析影响。项目累计现金流的趋势为先负后正，房企通常通过自有资金和前融方式进行投资拿地，银行贷款的介入项目的时间通常为地产开发建设阶段，后续销售回款及其他外部融资偿还前期贷款。若开发贷及其他外部融资（如债券）无法提供有效支撑，将导致房企现金流回正慢，影响利润水平，仅依靠自有资金投入带来的资金缺口则可能放大企业债务风险。

图 15：项目融资性资金流入流程图



资料来源：安永官方微信公众号，广州日报，天风证券研究所

从项目资金运转流程看，白名单提供的增量开发贷或存量贷款延期，有利于打通项目正常的资金运转链条：①可用于置换房企自有沉淀资金（政策要求下前融已较少），为房企释放流动性；②存量受集团资金缺口影响出现停工、缓工的得到资金注入重新开工。

1) 对于问题房企，白名单除有助于改善购房者对该企业的交付预期外，符合白名单筛选标准的优质项目越多，集团层面资金调度空间越大。但问题房企满足“抵押物”及“预售资金未被挪用”两项要求或有难度，且逆周期银行信贷投风险偏好或仍存在，故后续仍需重点关注出险房企实际获批的项目数量。

2) 而对于常态化经营房企，同样释放资金腾挪空间，且外部融资介入的早晚影响现金流的回正周期及平均融资成本，白名单支持下，低成本长周期资金的尽早介入利好项目 IRR，

最终影响集团层面的盈利能力。

### 3.1.4. “保交楼”对比视角：核心差异点在于决策权与责任主体

#### 1) 政府介入：改变项目资金困局的必要条件

**白名单：**24年1月协调机制提出后，各地级及以上城市建立由政府分管住建的负责人担任组长，属地住建及金管局等成员单位成立“房地产融资协调机制”。梳理项目的开发建设情况及项目开发企业资质、信用、财务等情况，提出可给予融资支持的项目名单，向本行政区域内金融机构推送，协调银行对上报项目进行审批后为项目提供新增贷款。

**保交楼：**22年保交楼政策提出后，各地政府成立“防范化解重点房企风险领导小组”。政府介入后对各项目的情况进行摸底，包括现状工程进度、未来交楼节点、预售资金账户余额、剩余可售货值、资金缺口、历史债务情况等。梳理后形成方案，进行资金封闭管理。

#### 2) 资金投放：白名单信贷资金投放难度或低于“保交楼”专项资金

**白名单：**资金主要来自于对银行系统对增量项目的开发贷审批和存量贷款的延期。**保交楼：**资金来源主要包括政策专项资金、项目间资金平衡、纾困基金等方式。两者相同点为：均需开设资金专户、专款专用，不得挪用于购地、其他投资或偿还债务，保证资金用于项目建设。**区别点在于：**1) 白名单更多聚焦银行原有审批的宽松，如融资主体和要求的宽松，支持力度的扩大，但仍遵循市场化原则，决策权仍在银行，仍受到银行不良风险控制的限制，实际投放仅覆盖优质项目；2) 保交楼增量资金来自政府专项资金，主要针对问题项目。计入地方财政成本，放款时考虑地方债务风险、审批相对审慎。

图 16：保交楼专项纾困资金流转路径



资料来源：新浪财经，中国房地产报，天风证券研究所

### 3.2. 偿债压力：防范低销售叠加高债务产生的新一轮负反馈

通常房地产公司的到期债务偿还主要通过以下渠道：1) 房屋销售回款；2) 再融资；3) 在手现金，由于销售回款周期长，伴随工程进度普遍达 2-3 年，销售回款无法覆盖当期债务时依靠房企外部融资能力。

1) 从信用债到期规模看，常态化经营的非国央企中，龙湖、金地、绿城、华发、万科、美的、滨江、雅居乐 24 年到期规模领先，分别达 174、172、121、116、93、83、80、63 亿元；已出险房企中，恒大、远洋、旭辉、合景富泰、阳光城 24 年到期规模分别达 410、141、59、53、53 亿元。

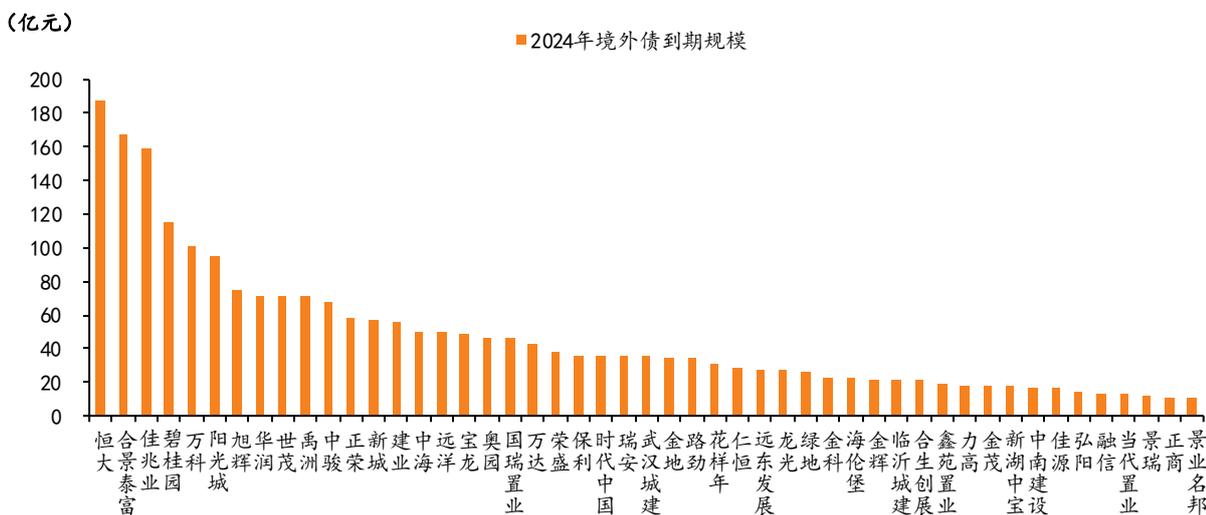
2) 从境外债到期规模看，常态化经营的非国央企中，万科、新城、金地 24 年到期规模分别为 102、57、34 亿元；已出险房企中，恒大、合景富泰、佳兆业、碧桂园、阳光城、旭辉 24 年到期规模分别达 188、167、159、115、95、75 亿元。

图 17：2024 年重点房企信用债到期规模



资料来源：中指研究院，天风证券研究所

图 18：2024 年重点房企境外债到期规模



资料来源：中指研究院，天风证券研究所

**白名单重点扶持企业偿债压力普遍于 24 年加大。**我们假设在乐观情形下，24 年房企整体销售水平与 23 年持平(假设 24 年同比前低后高趋势)，用房企 23 年权益销售金额对 23、24 年到期境内外债券合计到期规模的覆盖倍数，衡量重点房企年内偿债压力的变化：

**整体来看**，83 家样本房企中，出险企业 24 年销售对到期债务的覆盖倍数或普遍低于 8 倍，如首批入围白名单的佳兆业/建业/远洋/奥园/旭辉/世茂/中南/金科/龙光测算覆盖倍数分别为 1.25/1.66/1.73/1.98/2.70/3.26/5.40/6.92/7.39，较优质央企如保利、招蛇、中海等 15 倍以上差距明显。

**从边际上看**，68 家样本房企中有 37 家房企偿债压力增大，30 家偿债压力减小，1 家持平。本身偿债压力已较大的房企(见下图前 20 名) 24 年偿债能力或继续减弱。在已披露首批白名单数量的融资对象中，绿地控股(覆盖倍数-32.23)，佳兆业(-1.93)，旭辉集团(-1.85)，远洋集团(-0.87)等均面临更大的偿债压力。

我们认为，低销售叠加高债务对预期的负反馈影响，可能对建设资金的到位形成进一步挤压，房企信用风险仍存。白名单机制下，给予企业增量贷款及存量展期，或能有效防止债务风险扩大带来的项目交付问题。民企和出险房企作为主要扶持对象，其贷款展期及优质项目获得融资支持或将利好企业层面的资金腾挪，再融资能力也有望得到一定修复。

图 19：2024 年重点房企销售对到期债务覆盖倍数

| 序号 | 企业简称  | 23年权益<br>销售额<br>/23到期<br>债券余额 | 23年权益<br>销售额<br>/24到期<br>债券余额 | 变化 | 序号 | 企业简称   | 23年权益<br>销售额<br>/23到期<br>债券余额 | 23年权益<br>销售额<br>/24到期<br>债券余额 | 变化 |
|----|-------|-------------------------------|-------------------------------|----|----|--------|-------------------------------|-------------------------------|----|
| 1  | 华远地产  | -                             | 0.58                          | -  | 43 | 天地源    | -                             | 5.69                          | -  |
| 2  | 合景泰富  | 1.32                          | 0.76                          | ↓  | 44 | 深振业    | -                             | 6.02                          | -  |
| 3  | 首创城发  | 1.12                          | 0.88                          | ↓  | 45 | 中冶置业   | -                             | 6.09                          | -  |
| 4  | 中华企业  | -                             | 0.90                          | -  | 46 | 龙湖集团   | 7.39                          | 6.60                          | ↓  |
| 5  | 光明地产  | 1.80                          | 0.92                          | ↓  | 47 | 金科集团   | 1.29                          | 6.92                          | ↑  |
| 6  | 中国恒大  | 1.37                          | 0.94                          | ↓  | 48 | 武汉城建   | 29.14                         | 7.09                          | ↓  |
| 7  | 信达地产  | 1.01                          | 0.96                          | ↓  | 49 | 新城控股   | 8.22                          | 7.20                          | ↓  |
| 8  | 陆家嘴   | 3.19                          | 1.03                          | ↓  | 50 | 龙光集团   | 1.31                          | 7.39                          | ↑  |
| 9  | 北辰实业  | 7.63                          | 1.06                          | ↓  | 51 | 联发集团   | 4.08                          | 7.39                          | ↑  |
| 10 | 花样年   | 0.39                          | 1.10                          | ↑  | 52 | 华发股份   | 3.18                          | 7.52                          | ↑  |
| 11 | 禹洲集团  | 3.16                          | 1.19                          | ↓  | 53 | 融信集团   | 0.46                          | 7.77                          | ↑  |
| 12 | 佳兆业   | 3.18                          | 1.25                          | ↓  | 54 | 大悦城控股  | 11.69                         | 8.43                          | ↓  |
| 13 | 正荣集团  | 1.34                          | 1.30                          | ↓  | 55 | 滨江集团   | 11.61                         | 9.31                          | ↓  |
| 14 | 阳光城   | 3.17                          | 1.33                          | ↓  | 56 | 绿城中国   | 10.06                         | 9.73                          | ↓  |
| 15 | 首开股份  | 1.91                          | 1.60                          | ↓  | 57 | 珠江投资   | 2.03                          | 9.95                          | ↑  |
| 16 | 建业集团  | -                             | 1.66                          | -  | 58 | 华润置地   | 24.76                         | 10.10                         | ↓  |
| 17 | 远洋集团  | 2.60                          | 1.73                          | ↓  | 59 | 荣和集团   | 7.74                          | 10.12                         | ↑  |
| 18 | 瑞安房地产 | 0.85                          | 1.89                          | ↑  | 60 | 华侨城    | 10.20                         | 10.18                         | ↓  |
| 19 | 奥园集团  | 1.09                          | 1.98                          | ↑  | 61 | 合生创展   | 4.56                          | 10.35                         | ↑  |
| 20 | 上海城投  | -                             | 2.01                          | -  | 62 | 朗诗绿色地产 | 4.32                          | 10.60                         | ↑  |
| 21 | 金融街   | 1.42                          | 2.11                          | ↑  | 63 | 中国铁建   | 10.57                         | 10.66                         | ↑  |
| 22 | 宝龙地产  | 2.13                          | 2.13                          | ↓  | 64 | 富力地产   | 1.35                          | 10.83                         | ↑  |
| 23 | 时代中国  | 0.81                          | 2.17                          | ↑  | 65 | 兴城人居   | 11.01                         | 11.01                         | →  |
| 24 | 中骏集团  | 42.11                         | 2.23                          | ↓  | 66 | 路劲集团   | -                             | 11.24                         | -  |
| 25 | 荣盛发展  | 2.99                          | 2.59                          | ↓  | 67 | 中交房地产  | 13.96                         | 11.49                         | ↓  |
| 26 | 力高集团  | -                             | 2.64                          | -  | 68 | 荣安地产   | -                             | 12.24                         | -  |
| 27 | 旭辉集团  | 4.55                          | 2.70                          | ↓  | 69 | 万科地产   | 25.13                         | 12.55                         | ↓  |
| 28 | 世茂集团  | 1.68                          | 3.26                          | ↑  | 70 | 碧桂园    | 6.36                          | 13.72                         | ↑  |
| 29 | 万达集团  | 11.17                         | 3.48                          | ↓  | 71 | 中国金茂   | 12.61                         | 14.39                         | ↑  |
| 30 | 卓越集团  | -                             | 3.68                          | -  | 72 | 华宇集团   | 5.40                          | 15.13                         | ↑  |
| 31 | 海伦堡   | 24.64                         | 3.80                          | ↓  | 73 | 招商蛇口   | 14.21                         | 15.62                         | ↑  |
| 32 | 仁恒置地  | 4.19                          | 4.10                          | ↓  | 74 | 新希望地产  | 8.24                          | 15.95                         | ↑  |
| 33 | 电建地产  | 5.65                          | 4.20                          | ↓  | 75 | 保利发展   | 24.98                         | 17.20                         | ↓  |
| 34 | 正商集团  | 0.51                          | 4.50                          | ↑  | 76 | 中海地产   | 31.76                         | 18.64                         | ↓  |
| 35 | 城建集团  | 8.65                          | 4.52                          | ↓  | 77 | 绿地控股   | 54.34                         | 22.11                         | ↓  |
| 36 | 雅居乐   | 4.17                          | 4.60                          | ↑  | 78 | 上海地产   | -                             | 22.15                         | -  |
| 37 | 金地集团  | 3.57                          | 4.62                          | ↑  | 79 | 绿景集团   | -                             | 28.82                         | -  |
| 38 | 弘阳地产  | 0.18                          | 4.64                          | ↑  | 80 | 建发房产   | 6.05                          | 35.20                         | ↑  |
| 39 | 方圆地产  | 1.38                          | 4.69                          | ↑  | 81 | 大华集团   | -                             | 49.67                         | -  |
| 40 | 美的置业  | 6.76                          | 5.06                          | ↓  | 82 | 保利置业   | 9.81                          | 63.67                         | ↑  |
| 41 | 金辉集团  | 9.22                          | 5.30                          | ↓  | 83 | 融创中国   | 3.79                          | -                             | -  |
| 42 | 中南置地  | 2.76                          | 5.40                          | ↑  |    |        |                               |                               | →  |

注：1、权益销售额对到期债券覆盖倍数越高，视为偿债压力相对越小；2、测算假设乐观情形下房企 24 年销售与 23 年持平，实际存在销售继续下滑、覆盖倍数低于测算的可能，此处覆盖倍数仅用于房企间横向对比。

资料来源：中指研究院，天风证券研究所

## 4. 行情复盘：板块偏好更明确的实质性融资支持

2021年下半年以来，金融监管机构针对民营房企的供给侧再融资支持先后经历了以下阶段：1、针对出险房企收购问题，做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融服务；2、合理满足房地产市场融资需求/保障房地产合理融资需求；3、针对“保交楼”问题，推动专项借款加快落地；4、中债增信支持民营房企主体债券发行；5、鼓励国有大行加大涉房贷投放；6、支持优质房地产企业的融资；7、“三支箭”支持房企融资；8、一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资；9、建立融资协调机制，满足白名单项目合理融资需求。

从融资政策变化路径看，伴随基本面周期性回落的加剧，近3年跨周期调节力度不断加大，旨在控制供给侧出清力度，在实操层面表现为融资支持延伸至更广范围（涉及出险）的优质项目。我们不认为24年地产融资政策会跳脱此框架，也即意味着1）现有常态化经营的优质主体有望得到积极扶持；2）政策端或不具备为出险主体大规模债务托底的空间。对应住建部“对严重资不抵债失去经营能力的房企，该破产破产、该重组重组”的表态对应。

图 20：2021 年以来主要地产融资端主要政策梳理



资料来源：财联社，人民网，新浪财经等，天风证券研究所

通过对其中对板块影响较大的融资性政策进行行情复盘，可将不同政策产生的影响分为两种风格，一是宏观层面对政策预期的转向/改善，二是微观层面主体信用风险的缓释。

从政策期内板块取得的绝对收益表现来看，板块对前者的响应程度明显更高。而24年以来新增房企白名单、经营性物业贷等政策属于后者，其对板块的行情直接拉动或相对有限。但此类政策效应的累积叠加仍值得我们关注，或意味板块更高的安全边际。

### 1) 支持收并购（21/12/3-22/2/11，行情持续68天）：信用风险缓释，绝对收益一般

21下半年起，房企债务风险显露。12月，交易商协会优先支持并购发债；央行出台《关于做好重点房地产企业风险处置项目并购金融服务通知》，鼓励银行发放并购贷款收购大型房企优质项目；22年1月，并购贷款不计入“三道红线”相关指标。

期间，申万房地产指数+6.23%，Wind香港地产指数+7.39%。典型A股央企/地方国企/非国企央企区间涨跌幅达10.6%/24.1%/23.8%，较指数取得4.4%/17.9%/17.5%的超额收益。典型H股央企/地方国企/非国企央企区间涨跌幅达27.1%/8.7%/13.6%，较指数取得19.7%/1.3%/6.2%的超额收益。

### 2) 316金融委会议（22/3/16-23/4/8，行情持续22天）：政策预期转向，绝对收益高

22年3月，金稳会提出对房企要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，并暂缓扩大房地产税试点改革。期间，申万房地产指数+27.39%，Wind 香港地产指数+18.71%。典型 A 股央企/地方国企/非国央企区间涨跌幅达 22.4%/39.0%/32.8%，较指数取得 -5.0%/11.7%/5.5% 的超额收益。典型 H 股央企/地方国企/非国央企区间涨跌幅达 19.0%/32.3%/44.8%，较指数取得 0.3%/13.6%/26.1% 的超额收益。

### 3) 民企增信 (22/5/16, 无明显行情): 信用风险缓释, 绝对收益低

22年5月，龙湖集团、碧桂园、美的置业、旭辉控股集团、新城控股陆续采用“公司债+信用保护工具”模式，首批5家“民营房企发债试点”发债总金额39亿元。期间，板块无明显行情，5家试点房企区间最大涨幅达10%。

### 4) 保交楼 (22/8/3-22/9/15, 行情持续 43 天): 政策预期改善, 绝对收益高

22年7月，中央政治局会议首提“保交楼”，强调稳民生、稳定房地产市场；8月，中债增信担保提振市场信心，月末政策性银行推出“保交楼”专项借款达2000亿元，提供资金支持。

期间，申万房地产指数+14.38%，Wind 香港地产指数+5.21%。典型 A 股央企/地方国企/非国央企区间涨跌幅达 24.4%/29.6%/23.4%，较指数取得 10.0%/15.2%/9.0% 的超额收益。典型 H 股央企/地方国企/非国央企区间涨跌幅达 12.1%/16.3%/17.8%，较指数取得 6.9%/11.1%/12.6% 的超额收益。

### 5) 三支箭 (22/11/1-22/12/9, 行情持续 39 天): 政策预期转向, 绝对收益高

22年12月，第一支箭（信贷）、第二支箭（债券）中债增、第三支箭（股权）政策密集落地，支持房企合理融资，积极推动化解房地产企业风险。

期间，申万房地产指数+26.98%，wind 香港地产指数+43.22%。典型 A 股央企/地方国企/非国央企区间涨跌幅达 17.3%/24.0%/44.7%，较指数取得 -9.7%/-3.0%/17.7% 的超额收益。典型 H 股央企/地方国企/非国央企区间涨跌幅达 42.4%/46.6%/128.6%，较指数取得 -0.9%/3.4%/85.4% 的超额收益。

### 6) “金融 16 条”延期 (23/7/10, 无明显行情): 信用风险缓释, 绝对收益低

23年6月，央行、金管局宣布“金融十六条”适用期限延长至24年12月31日，引导金融机构继续对房地产企业存量融资展期，加大保交楼金融支持。

### 7) “一视同仁”满足融资需求 (23/10/31-23/11/23, 行情持续 24 天): 信用风险缓释, 绝对收益一般

23年10月，中央金融工作会议指出一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，融资支持范围扩大。11月，监管部门提出银行信贷“三个不低于”及“房企白名单”。

期间，申万房地产指数+4.31%，wind 香港地产指数+8.61%。典型 A 股央企/地方国企/非国央企区间涨跌幅达 1.1%/1.9%/7.9%，较指数取得 -3.2%/-2.4%/3.6% 的超额收益。典型 H 股央企/地方国企/非国央企区间涨跌幅达 5.9%/-0.1%/26.6%，较指数取得 -2.3%/-8.2%/18.5% 的超额收益。

### 8) 经营性物业贷&融资协调机制(24/1/24-24/1/29, 24/2/20-24/2/27, 行情分别持续 5 天、7 天): 信用风险缓释, 绝对收益一般

24年1月，住建部发布《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》，对规范经营、发展前景良好的房地产开发企业放宽其经营性物业贷用途，可用于偿还公开市场债券，期间，申万房地产指数+6.66%，wind 香港地产指数+2.81%。同月，融资协调机制新政出台，白名单快速落地，期内，申万房地产指数+4.22%，wind 香港地产指数+4.19%。板块迎来两段波

段行情。

我们认为，短期政策高频出台+市场预期修复下仍有博弈板块前期超跌反弹的机会。结合此前1月中旬以来，针对持有型资产的经营性物业贷用途优化和“租赁17条”均指向具备优质资产的房企，建议关注此前跌幅较大的优质非国央企信用修复带来的反弹机会（从对收益表现的历史回测看，地方国企和非国企均具备良好的弹性，非优质房企需要考虑金融机构对其风险偏好可能较低的因素）。

图 21：2021 年以来地产板块对融资端政策的响应程度



资料来源：Wind，中华人民共和国财政部，财联社，中国银行保险报等，天风证券研究所

## 5. 风险提示

- 1) 行业信用风险蔓延，影响整个地产行业的再融资、销售和竣工预期；
- 2) 行业销售下行超预期，带动行业开发投资、新开工、拿地、施工等指标快速下行；
- 3) 因城施策力度不及预期。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或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一参考依据。

## 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

## 天风证券研究

| 北京                    | 海口   | 上海   | 深圳   |
|-----------------------|--|--|--|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房   | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层   | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼  |
| 邮编：100088             | 邮编：570102                                  | 邮编：200086  | 邮编：518000  |
| 邮箱：research@tfzq.com  | 电话：(0898)-65365390<br>邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8621)-65055515<br>传真：(8621)-61069806<br>邮箱：research@tfzq.com | 电话：(86755)-23915663<br>传真：(86755)-82571995<br>邮箱：research@tfzq.com |