

评级： 看好

核心观点

张功

首席分析师

SAC 执证编号：S0110522030003

zhanggong1@sczq.com.cn

李泉洋

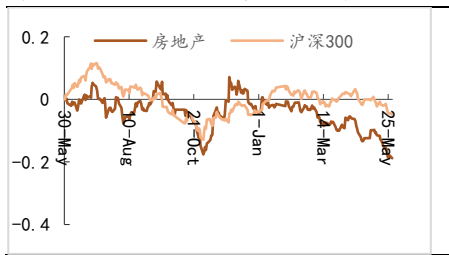
房地产行业分析师

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

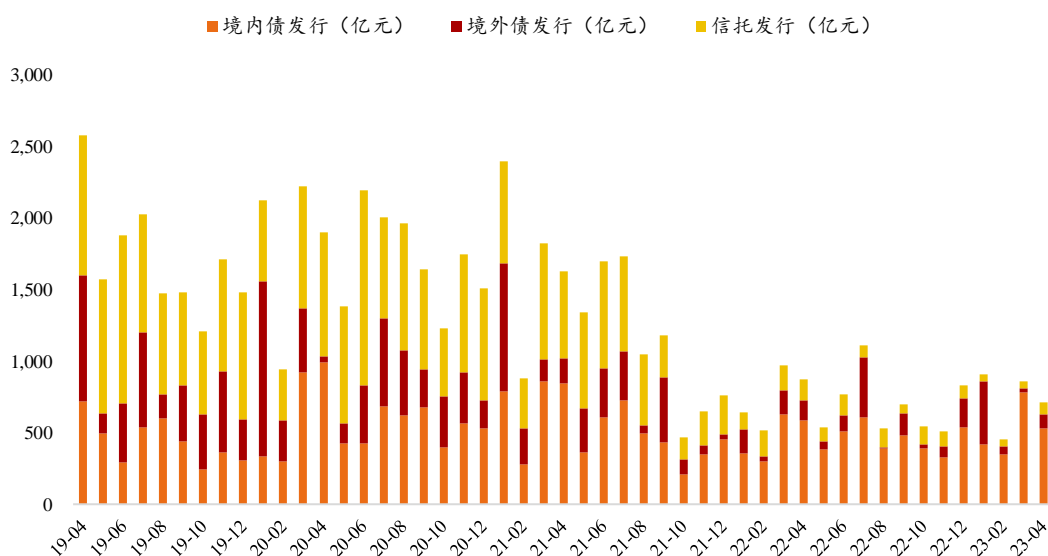
- 行业数据点评：优质土储带动销售复苏，居民加杠杆意愿较弱
- 房地产行业周报：监管规范经纪服务，去化率高位回落
- 房地产行业周报：假期成交整体稳定，多城放松公积金政策

- 境内债单月发行由正转负，下半年偿债压力有所下降。融资发行端来看，23 年 4 月单月房地产行业境内债融资额为 529.8 亿元，单月同比-9.6%；境外债融资额为 97 亿元，单月同比-30.1%；信托融资额为 87.7 亿元，单月同比-41.4%。境内债单月发行总额小幅回落，同比增速由正转负。偿还端来看，5 至 7 月境内外债总偿还金额分别为 478.7、530.6、769.4 亿元，偿债压力有所下降。净融资端，4 月单月房地产行业净融资额为-250.4 亿元，环比减少 317.5 亿元。23 年 1-4M 累计净融资额-552.7 亿元。
- 整体融资成本小幅下降，国央企占比持续提升。23 年 4 月单月境内债融资总额（房企统计口径）531.6 亿元，加权平均融资成本 3.56%，较上月变动-0.25%。分类来看，公司债、中票和短融融资额分别为 111.4 亿元、187 亿元和 90.9 亿元。公司债、中票和短融的融资成本分别为 3.99%（较近半年变动 0.04%）、3.8%（较近半年变动-0.09%）和 3.28%（较近半年变动 0.24%）。单月占比来看，23 年 4 月单月央企占比 42.4%，国企占比 51.4%，非央国企占比 6.2%，国央企占比持续保持高位。
- 强信用央企融资成本持续下降，中信用房企融资破冰。累计融资来看，23M1-4 高信用房企新增融资 652.3 亿元，融资最多的三家强信用房企为金融街、首开、华润，分别发行 143.7、133、75 亿元；中信用房企新增融资 12 亿元。国央企凭借信用优势，融资成本普遍较低。招商、保利、华润融资成本低于 3%，较 22 年进一步下降。偿还端来看，部分房企 2023 年剩余债务到期规模较大，恒大、碧桂园、融创到期规模分别为 306、191、133 亿元；滨江、恒大、金地 2023 年到期债务占比分别为 42%、33%、33%。单月来看，恒大、万科、华润在 23 年 M5 到期债务分别为 190、41、30 亿元。
- 投资建议：资产质量优化带动优质房企 PB 回升。当前国央企的销售超预期复苏，预期差将带动国央企估值小幅回升。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：二手房挂牌量持续提升，市场对宽松政策反应钝化，房价超预期下跌等。

1 境内债单月发行由正转负，下半年偿债压力有所下降

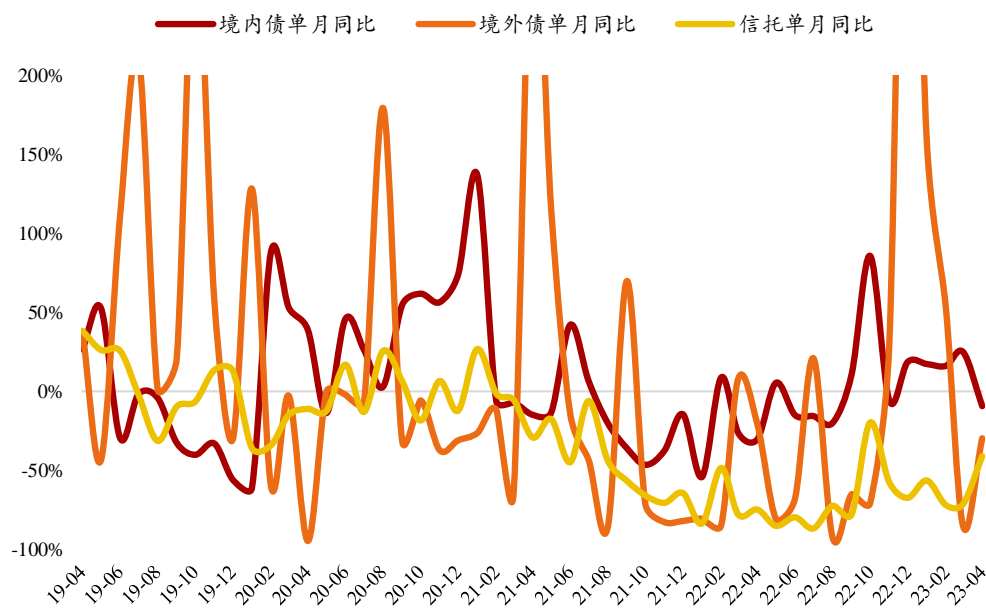
融资发行端来看，23年4月单月境内债融资额（行业口径）为529.8亿元，单月同比-9.6%；境外债融资额为97亿元，单月同比-30.1%；信托融资额为87.7亿元，单月同比-41.4%。境内债单月发行总额小幅回落，同比增速由正转负。

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

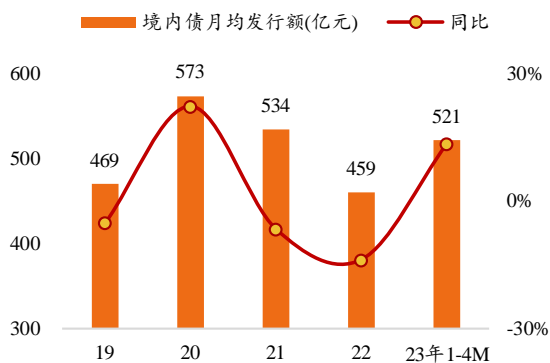
图2 行业境内债、境外债及信托发行额单月同比



资料来源：wind，首创证券

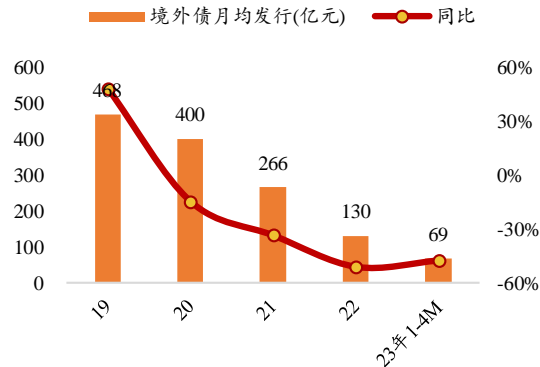
月均（累计）融资数据来看，23 年 1-4M 房地产行业境内债月均发行额 520.9 亿元，同比 13.4%；境外债月均发行额 68.6 亿元（剔除华夏幸福债务重组 340 亿元发行额），同比-47.4%；信托发行额 58.4 亿元，同比-51.8%，境外债及信托发行规模连续三年大幅缩降。

图 3：行业境内债月均发行额及同比



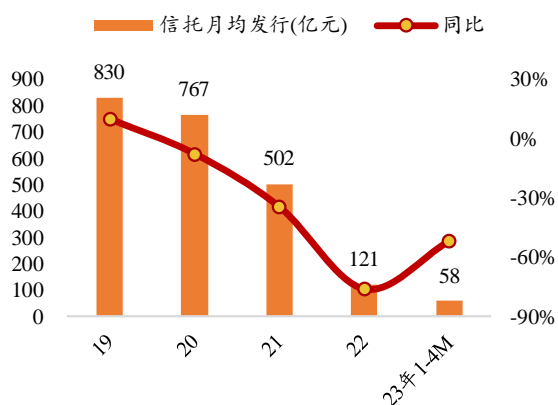
资料来源：wind，首创证券

图 4：行业境外债月均发行额及同比



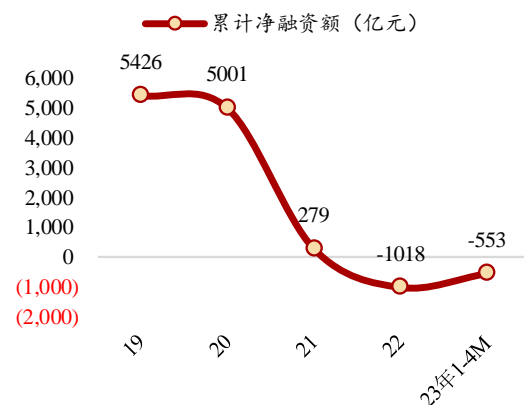
资料来源：wind，首创证券

图 3：行业信托月均发行额及同比



资料来源：wind，首创证券

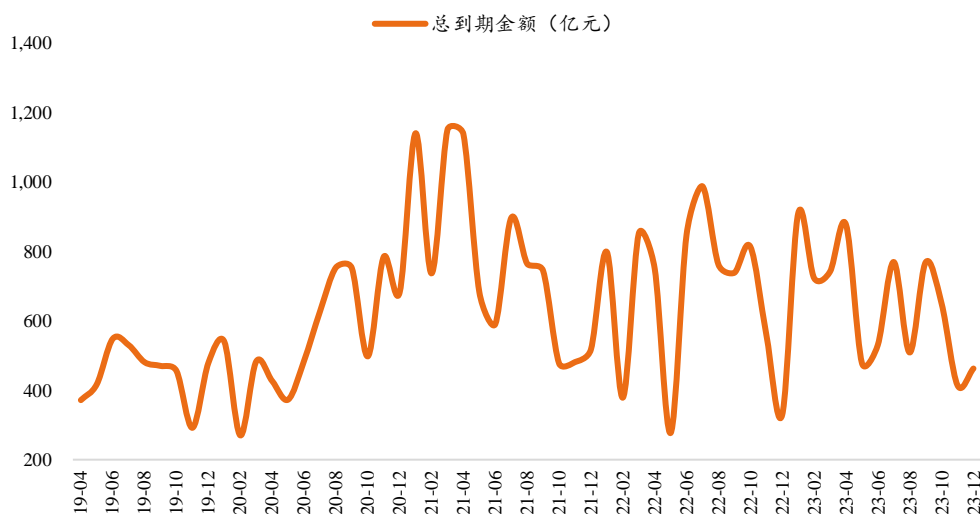
图 4：行业累计融资额



资料来源：wind，首创证券

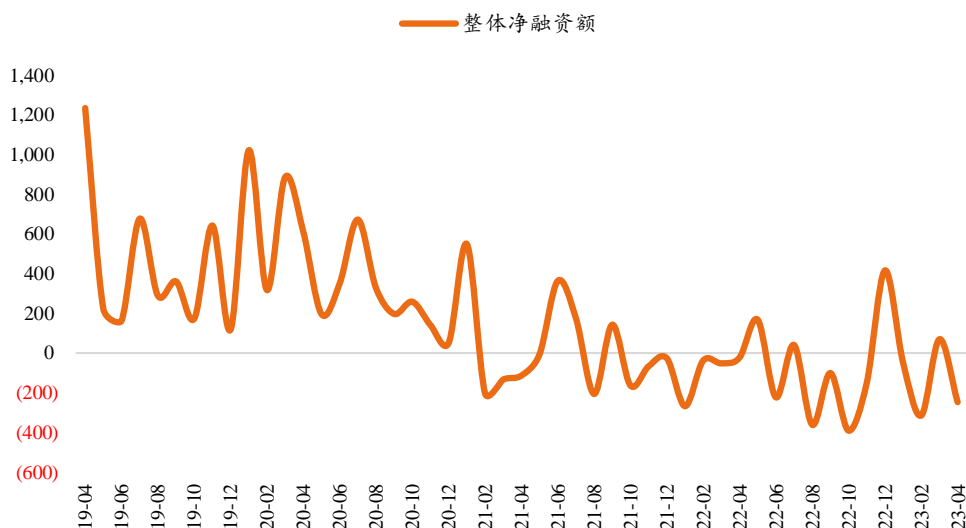
偿还端来看，5 至 7 月境内外债总偿还金额分别为 478.7、530.6、769.4 亿元，偿债压力有所下降。净融资端，4 月单月房地产行业净融资额为-250.4 亿元，环比减少 317.5 亿元。23 年 1-4M 累计净融资额-552.7 亿元。

图 3 行业债务总到期金额



资料来源：wind，首创证券

图 4 行业债务净融资额

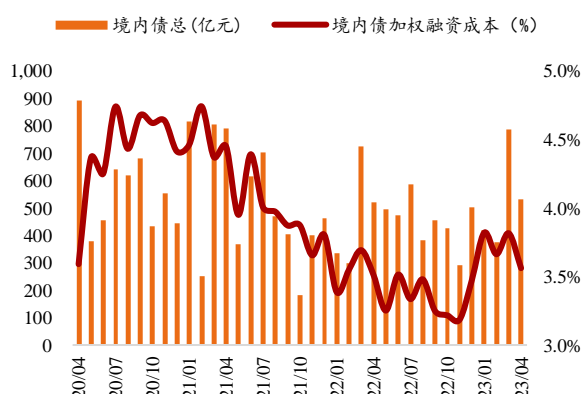


资料来源：wind，首创证券

2 整体融资成本小幅下降，国央企融资占比持续提升

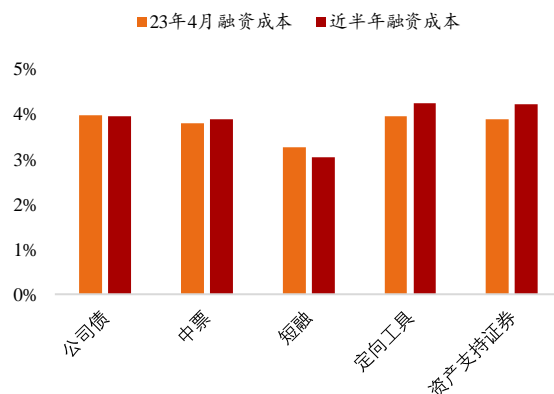
23 年 4 月单月境内债融资总额（房企统计口径）531.6 亿元，加权平均融资成本 3.56%，较上月变动-0.25%。分类来看，公司债、中票和短融融资额分别为 111.4 亿元、187 亿元和 90.9 亿元。公司债、中票和短融的融资成本分别为 3.99%（较近半年变动 0.04%）、3.8%（较近半年变动-0.09%）和 3.28%（较近半年变动 0.24%）。

图 3：行业境内债发行额及加权融资成本



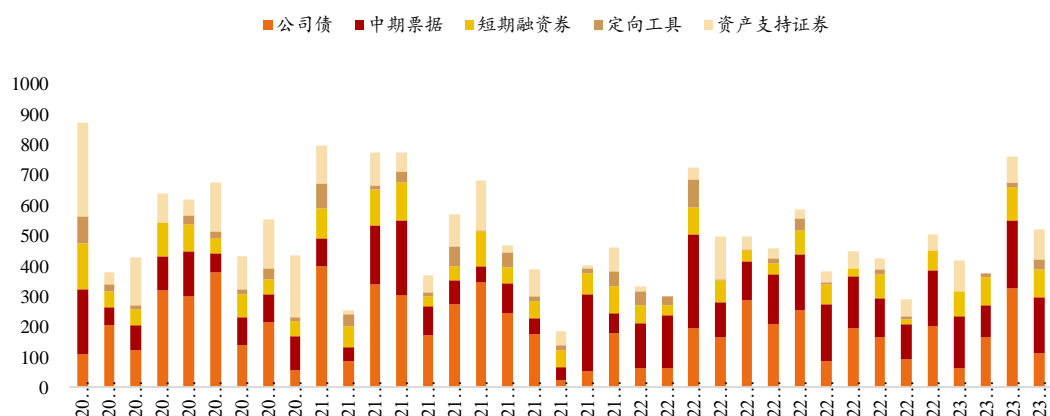
资料来源：wind，首创证券

图 4：各类融资成本当月与半年比较



资料来源：wind，首创证券

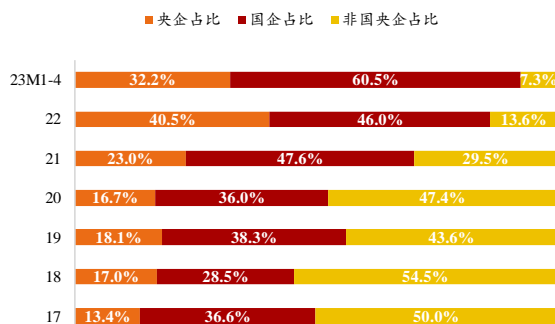
图 5 行业各类融资总额



资料来源：wind，首创证券

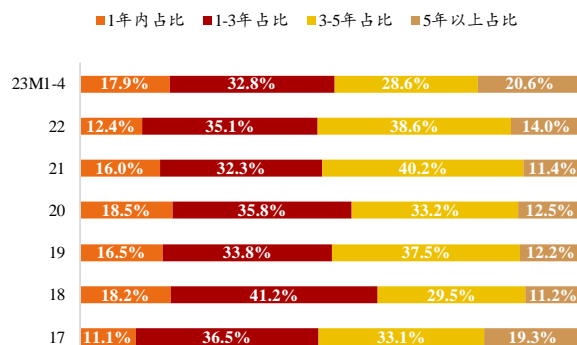
按房企性质划分，23M1-4 央企和地方国企信用债融资占比分别为 32.2%，60.5%，较 22 全年分别变动-8.3pct，14.5pct。债务久期来看，23M1-4 中 3 年内短久期融资比例 50.8%，较 22 全年变动 3.3pct。单月占比来看，23 年 4 月单月央企占比 42.4%，国企占比 51.4%，非央国企占比 6.2%，国央企占比持续保持高位。

图 3：年度央企、国企、非央国企融资占比



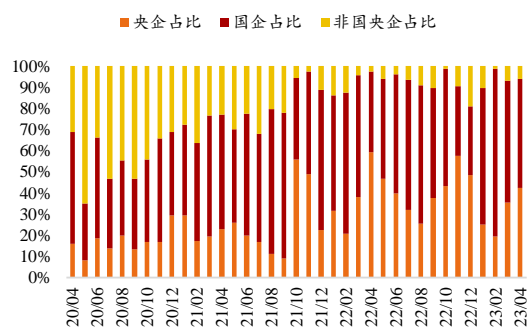
资料来源：wind，首创证券

图 4：境内债融资期限占比



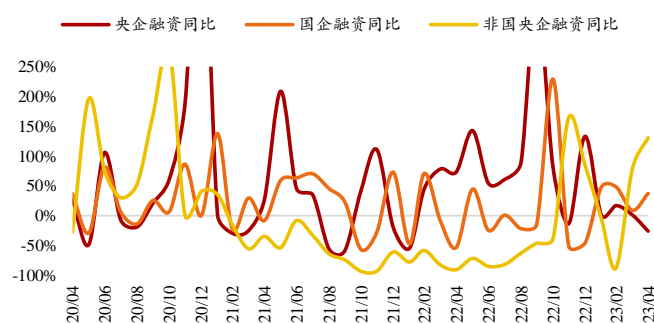
资料来源：wind，首创证券

图 3：单月央企、国企、非央国企融资占比



资料来源：wind，首创证券

图 4：央企、国企、非央国企融资单月同比

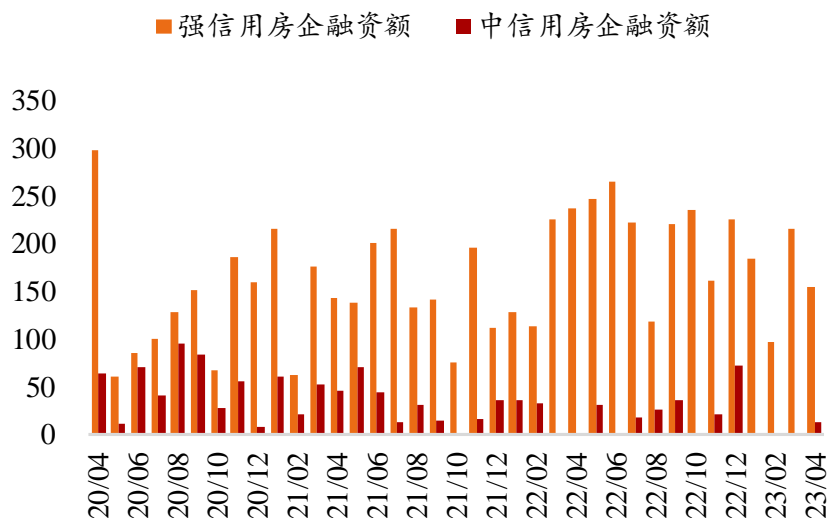


资料来源：wind，首创证券

3 强信用央企融资成本持续下降，中信用房企融资破冰

重点房企单月融资来看，23 年 M4 我们统计的强信用房企新增融资 154.9 亿元，融资最多的三家强信用房企为金融街、首开、招商，分别发行 30.7、27、22.9 亿元；中信用房企新增融资 12 亿元，仅美的置业融资 12 亿元。累计融资来看，23M1-4 高信用房企新增融资 652.3 亿元，融资最多的三家强信用房企为金融街、首开、华润，分别发行 143.7、133、75 亿元；中信用房企新增融资 12 亿元。国央企凭借信用优势，融资成本普遍较低。招商、保利、华润融资成本低于 3%，较 22 年进一步下降。

图 6 强、中信用房企融资额



资料来源: wind, 首创证券

图 7 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M4	23M1-4	22全年	23M1-4	22全年	成本差值
强信用	招商	23	49	327	2.21%	2.81%	-0.60%
	保利	9	74	263	2.59%	2.88%	-0.29%
	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	25	131	3.78%	3.69%	0.09%
	万科	20	20	296	3.11%	3.11%	0.00%
	滨江	6	15	53	4.85%	4.27%	0.58%
	华发	4	50	119	4.30%	4.85%	-0.55%
	建发	20	33	130	4.24%	3.80%	0.44%
	首开	27	133	244	4.40%	3.69%	0.72%
中信用	金融街	31	144	80	3.48%	3.51%	-0.02%
	碧桂园	0	0	40	-	4.01%	-
	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	12	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, 恒大、碧桂园、融创到期规模分别为 306、191、133 亿元; 滨江、恒大、金地 2023 年到期债务占比分别为 42%、33%、33%。单月来看, 恒大、万科、华润在 23 年 M5 到期债务分别为 190、41、30 亿元。

图 8 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M5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	13	123	72	193	152	22.8%
	保利	611	0	611	15	85	80	173	273	13.9%
	中海	444	172	616	0	39	143	153	281	6.3%
	华润	662	195	857	30	80	148	143	486	9.3%
	越秀	233	35	267	0	37	55	16	159	13.9%
	绿城	334	194	528	0	70	59	227	172	13.2%
	万科	571	260	831	41	76	221	288	246	9.2%
	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%
	首开	652	0	652	0	31	103	182	336	4.8%
中信用	金融街	621	0	621	5	60	46	136	379	9.7%
	碧桂园	353	480	833	0	191	131	304	206	23.0%
	金地	322	31	353	20	116	180	57	0	32.8%
	龙湖	399	197	597	0	112	64	65	355	18.8%
	新城	168	118	287	0	47	79	89	72	16.3%
	美的置业	162	0	162	11	28	57	76	0	17.3%
低信用	恒大	350	568	918	190	306	208	379	24	33.4%
	融创	156	275	431	0	133	158	140	0	30.9%
	阳光城	129	79	208	0	23	84	58	44	10.9%
	世茂	155	245	400	6	26	86	107	180	6.5%
	中南	89	29	117	0	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：资产质量优化带动优质房企 PB 回升。

当前国央企的销售超预期复苏，预期差将带动国央企估值小幅回升。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。

5 风险提示

二手房挂牌量持续提升，市场对宽松政策反应钝化，房价超预期下跌等。

分析师简介

张功，毕业于南京航空航天大学，曾就职于华东空管局、春秋航空、平安证券，5 年以上实业工作经历。2022 年 3 月加入首创证券，负责交通运输、房地产等版块研究。

李泉洋，房地产行业研究助理，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/或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/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

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

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

	评级	说明
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
	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