

## 中资房地产债券策略

BI 中国, 亚太 显示板



Daniel Fan  
团队: 房地产  
BI信用分析师



Hui Yen Tay  
团队: 信贷  
BI Senior Associate Analyst

彭博行业研究 (Bloomberg Intelligence) 就各公司、行业和市场提供全球投研分析以及交互式数据。免责声明：本报告最初以英文发布，该翻译版本为彭博本地化团队和翻译服务公司的产品。如中、英文版本有任何出入或歧义，概以英文原版为准。请点击[此处](#)查阅英文原版报告：What Are The Choices Among Property Bonds in a Rebound Scenario?

反弹情形下房地产债券有哪些选择？

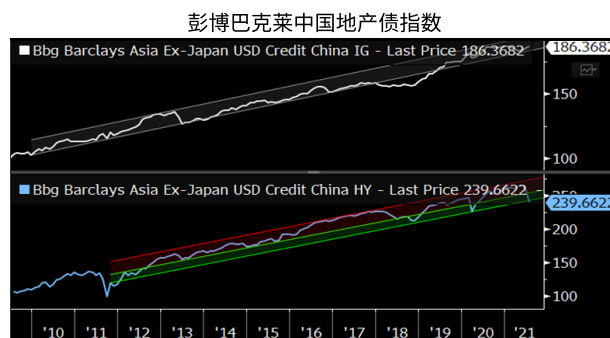
贡献分析师 Dan Wang (信贷)

(彭博行业研究) -- 中资房地产债券自5月底以来大幅回调，在该板块的反弹形势下，投资者可能在各个收益率水平上都有一些选择。在当前的市场条件下，从风险回报的角度，我们将不考虑收益率低于10%的债券，但投资级债券除外。一年内到期的高溢价债券更受青睐，包括恒大2022年3月到期、票息8.25%的债券，中梁今年9月到期、票息11.5%的债券，以及花样年、广州富力和绿地等高贝塔系数的短期债券。(08/11/21)

### 1. 投资级房地产债券指数有支持，高收益考验趋势线

由于信用展望和国债走势的变动，投资级房地产债券价格近期出现调整，此后或将保持在长期支撑趋势之上。世茂和碧桂园表现欠佳，但没有突出的基本面问题。对收益率有要求的保险机构等长期投资者或会因收益率溢价而入场。

尽管花样年、建业、广州富力、佳兆业和恒大等个券出现大幅回调，彭博巴克莱高收益中国地产债指数仍保持上升趋势，但中国高收益债券的估值正在试探十年通道的底部。收益率错配问题尽管不太严重，但短期内仍无法消除。在出现更大范围的调整之前，个券的回调恐将持续，包括BB级债券在内。(08/11/21)



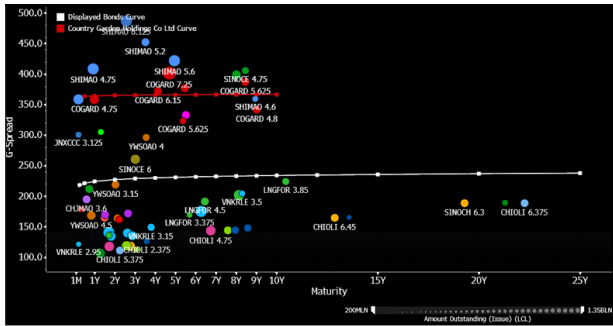
Source: Bloomberg Intelligence

### 2. 投资级债券中，世茂的收益率最高，碧桂园次之

在投资级债券中，世茂的中资美元债收益率与国企相比溢价最高，其次是碧桂园。上述两只投资级债券俱乐部新晋成员的收益率较由国企部分持股、业务疲弱的远洋集团也存在溢价。在近期回调后，投资级债券的表现已进一步向两极分化。万科、中海外、龙湖甚至越秀等部分债券的利差相对偏窄，在200个基点左右。

碧桂园和世茂都没有国企背景。前者覆盖全国，而后者侧重于一、二线城市。由于信用状况有所改善，远洋债券的利差略窄于前者。而由另一家没有国企背景的开发商龙湖发行的债券的利差已成功向国企靠拢，因其在所有主要方面都有着更均衡的发展。(08/11/21)

投资级地产商的相对价值



Source: Bloomberg Intelligence

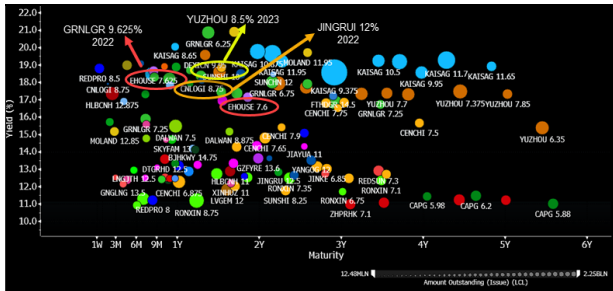
3. 收益率在10-20%的中资房地产债券的选择更多

贡献分析师 Dan Wang (信贷)

收益率在10-20%区间的中资房地产债券的选择可能更多。绿地控股一年半内到期的债券溢价合理，尽管目前其发展主要聚焦于基建业务，但收益率仍处于15-19%之间。而单独来看，绿地香港2022年到期、票息9.625%的债券，财务状况较母公司更为强劲。景瑞2022年到期、票息12%的债券和易居2023年到期、票息7.6%的债券收益率相当，但后者尽管运营规模较小，却不太容易受到房地产板块风险的影响。禹洲2023年到期、票息8.5%的债券收益率达到高十位数，同时信用曲线轻微倒挂。佳兆业的曲线也出现轻微倒挂，收益率同样接近20%。建业地产的收益率曲线非常陡峭，因为考虑到郑州洪涝灾害的影响，它在未来3-6个月间的恢复速度可能放缓。

(08/11/21)

收益率在10-20%之间的债券选择更多



Source: Bloomberg Intelligence

4. 一些高贝塔系数的中资房地产债券收益率介于20-30%

贡献分析师 Andrew Chan (信贷)

收益率介于20%-30%之间的中资房地产债券可能包括华南城、花样年、广州富力和佳兆业等常见的高贝塔系数债券。最后的选择更多地取决于投资者对债券的风险偏好。华南城的投资物业组合或可消除部分顾虑。花样年和佳兆业的发展主要聚焦于深圳，虽然前者在长三角地区也有布局。佳兆业2022年到期、票息8.5%的债券提供风险回报，并有充足的现金覆盖率和可控的杠杆作为支撑。广州富力相对较低的现金覆盖率可以通过其丰富的资产（包括大型海外项目）得到缓解。阳光城2022年到期、票息11.75%的债券相对于基本面定价合理。但该开发商的财务透明度较低，或成为拖累因素。金轮天地的流动性可能是同业中最差的。(08/11/21)

收益率介于20-30%之间的高贝塔系数债券

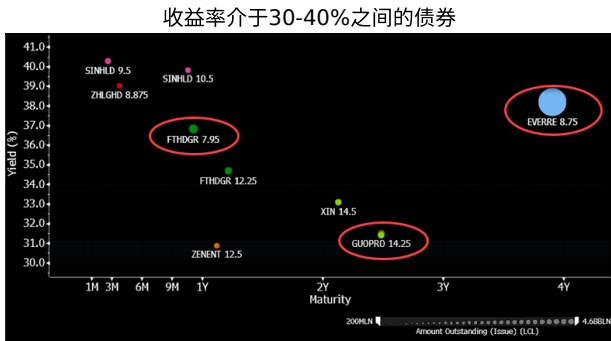


Source: Bloomberg Intelligence

5. 收益率在30-40%区间的中资房地产债券蕴含风险

贡献分析师 Dan Wang (信贷)

大多数收益率在30-40%的中资房地产债券似乎都存在特定的发行人相关风险。花样年可能是一个例外，其在收益率和风险方面相对更平衡。花样年票息7.95%的债券提供25%左右的收益率溢价，用于补偿这只将在一年内到期的较短期债券的再融资风险。尽管新力控股的收益率高企，但其存在多重隐患。除土地储备集中外，该公司还大量采取合资企业形式、信托贷款，并存在流动性不足的问题。国瑞置业2024年到期、票息14.25%的债券可于2022年4月回售；该债券是作为原本今年2月到期、票息13.5%的债券的交换要约发行的。在当前环境下，再融资风险仍然很高。鑫苑的经营规模相对较小。恒大2025年到期、票息8.75%的长期债券受其倒挂的收益率曲线支撑，没有提供太多溢价。(08/11/21)

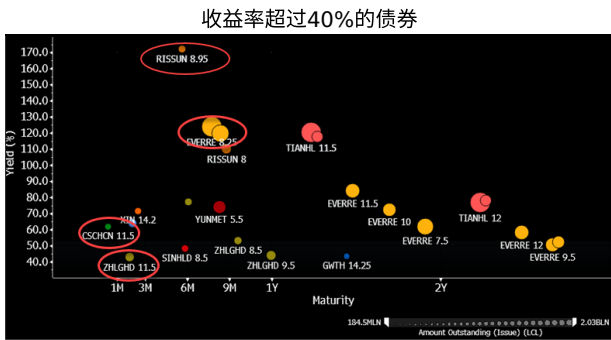


Source: Bloomberg Intelligence

6. 收益率超过40%的债券中，只有极少数提供风险回报

从风险回报的角度来看，在收益率高于40%的类别中，可供选择的债券极少。恒大2022年3月到期、票息8.25%的债券因存在高流动性风险提供了130%以上的收益率，与此同时，该开发商正在努力通过资产处置来筹集现金。华南城今年8月到期、票息11.5%的债券年化收益率超过50%。该公司可观的投资物业组合缓解了流动性不佳的问题。中梁今年9月到期、票息11.5%的债券收益率相对较低，但仍高于40%。充足的现金覆盖率为其即将到期的短期债券提供了缓冲。

尽管荣盛发展2022年1月到期、票息8.95%的债券收益率最高，但我们预期未来12个月内该公司在北京及其周边地区的复苏缓慢，并且将承受巨大的离岸再融资压力，因此对其仍持审慎态度。(08/11/21)



Source: Bloomberg Intelligence

如需与此研究报告的分析师联系：  
Daniel Fan 电邮：dfan45@bloomberg.net