

总量研究

房地产行业四问四答

——房地产行业债券信用研究系列之三

要点

1、此轮房地产行业信用危机是如何产生的？

房企信用危机产生的根源为其自身现金流的脆弱。在房地产上行周期，部分房企通过加杠杆扩大资源获取，并通过高周转提高资金使用效率，可有效推动自身规模增长。但由于规模效应反作用于资源可获取量，导致房企规模诉求愈加强烈，风险逐步累积。“**三道红线**”与“**银行贷款集中度管理制度限制了房企资金需求端及供给端**”。房地产收紧政策在2020年8月-2021年2月密集出台，主要着力点集中在房企资金需求及供给端，通过收紧融资，来限制房企高杠杆、高速扩张拿地的经营状况，以及居民的炒房行为。**部分个体事件的冲击蔓延至全行业。**自2021年7月以来，房企信用事件频发。此类事件的发生致使金融机构对房企出现了一致性的信贷收缩的行为，尤其是针对民企地产，导致其流动性进一步下滑。为了应对流动性危机，部分地产公司开始折价促销卖房加速回款。然而，前期房企的信用事件叠加大幅折价促销迅速地打压了购房者的信心，致使购买意愿进一步下降，出现了“量价齐跌”的局面。**此外，恒大事件后，各地预售监管政策进一步收紧。**在此背景下，房企实际可动用资金显著小于原计划可动用金额，房企流动性压力进一步上升。

2、房企缓解现金流压力的方式有哪些？

为应对三季度以来地产行业流动性的下滑以及2022年的偿债高峰，部分房企（多为民营房企）采取了一系列的应对措施，包括减少拿地、增发配股、出售资产等主要手段，来渡过目前的融资寒冬期以及未来偿债高峰时期。

3、目前看到哪些政策有所放松，未来还会有进一步放松空间吗？

政策底已现，微调正在进行。政策已从资金端、需求端及预收监管端有所放松，虽然房地产政策可能还有继续微调的空间，但“坚持房住不炒，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期”仍是当前不可动摇的政策方向，以上原则构筑了房地产放松的边界，“大水漫灌救市”不会看到。

4、什么时候才是合适的入场时机？

虽然部分房地产债券的定价已具备足够的保护垫，但目前部分投资人仍想看到更明确、强有力的政策支持或者在基本面修复后才会选择入场。而我们认为目前是较为合适的入场时机。首先，上文提及，在长效调控机制不变的背景下，政策的调控则是温和渐进的，未来政策虽仍然有放松空间，但较为有限，我们预计未来的政策难有更强有力的刺激。其次，若上述问题都得到所谓的“确认”时，债券收益率大概率已明显下行，那时配置的性价比不一定会高。

5、风险提示

- 1) 超预期风险事件发生；
- 2) 基本面数据持续下行；
- 3) 政策调控效果不及预期。

作者

分析师：张旭

执业证书编号：S0930516010001
010-58452066
zhang_xu@ebsecn.com

分析师：危玮肖

执业证书编号：S0930519070001
010-58452070
weiwx@ebsecn.com

分析师：李枢川

执业证书编号：S0930521040004
010-58452065
lishuchuan@ebsecn.com

联系人：方钰涵

010-58452047
fangyuhuan@ebsecn.com

联系人：毛振强

010-56513030
maozhenqiang@ebsecn.com

重要指数走势图



目 录

1、 此轮地产行业信用危机是如何产生的？	3
2、 房企缓解现金流压力的方式有哪些？	6
3、 目前看到哪些政策有所放松，未来还会有进一步放松空间吗？	9
4、 什么时候才是合适的入场时机？	12
5、 风险提示.....	12

图表目录

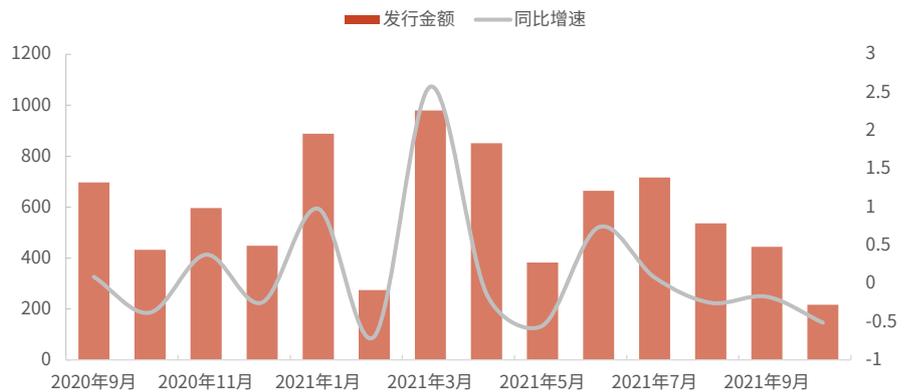
图表 1： 2020 年 9 月至 2021 年 10 月地产行业债券发行规模及同比增速	3
图表 2： 房地产开发资金来源同比增速	4
图表 3： 地产行业信用风险事件	4
图表 4： 全国商品房累计销售情况	5
图表 5： 全国商品房月度销售情况	5
图表 6： 恒大事件后预售监管进一步收紧	6
图表 7： 央国企拿地金额及同比增速	7
图表 8： 民企拿地金额及同比增速	7
图表 9： 房企资产出售情况	8
图表 10： 房企配股情况	9
图表 11： 地产行业的负向循环	10
图表 12： 资金端政策微调	10
图表 13： 需求端政策微调	11
图表 14： 预售监管政策微调	11

1、此轮地产行业信用危机是如何产生的？

房企信用危机发生的根源为其自身现金流的脆弱。2004年至2013年间，房地产作为经济逆周期的调节工具，通过“逆周期拿地”享受到了不少的政策红利，从而导致其商品房库存积聚上升。自2014年后，去库存的时代开启，地产行业实现了“量价齐升、供需两旺”的格局。在房地产景气上行周期，部分房企通过加杠杆扩大资源获取，并通过高周转提高资金使用效率，可有效推动自身规模增长。但由于规模效应反作用于资源可获取量，导致房企规模诉求愈加强烈，风险逐步累积。同时由于房企持续压缩“拿地-开工-预售-再拿地”时间，提升效率同时亦对各节点资金提出更高要求，房企的抗风险能力随之降低。

“三道红线”与“银行贷款集中度管理制度限制了房企资金需求端及供给端”，房企资金链收紧。房地产收紧政策在2020年8月-2021年2月密集出台，主要着力点集中在房企资金需求及供给端，通过收紧融资，来限制房企高杠杆、高速扩张拿地的经营状况，以及居民的炒房行为。**资金需求端方面**，以“三道红线”为首的房企融资的调控政策对房企的有息负债增速做出了限制。在“三道红线”之下，房企开始寻求降档进而突破融资增债限制，整体融资意愿和能力下降。从数据上来看，2021年7月后，房企债券融资规模大幅减少。

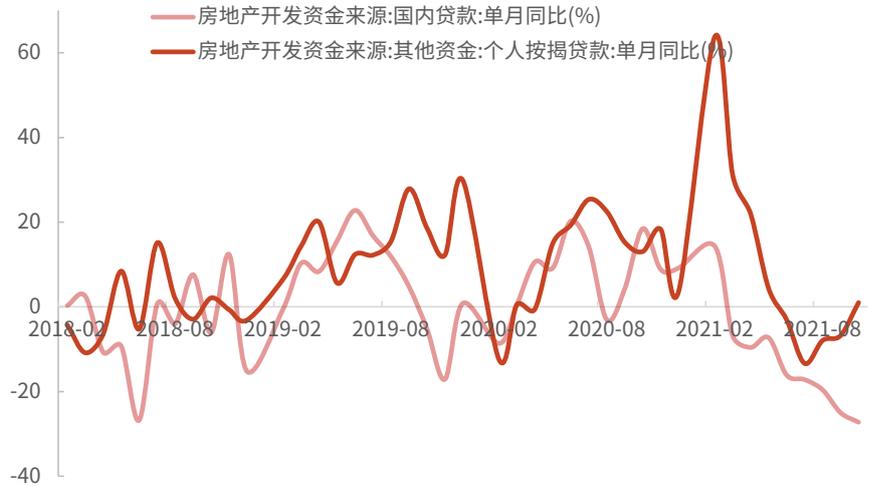
图表 1： 2020 年 9 月至 2021 年 10 月地产行业债券发行规模及同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所 单位：左轴：亿元；右轴：X 统计区间：2020年9月—2021年10月

资金供给端方面，《房地产贷款集中度管理制度》严格限制了房地产开发贷款上限。2020年7月房地产市场销售面积回升，市场却出现了贷款乱象和盲目扩张，在这样的背景下，2020年12月31日《房地产贷款集中度管理制度》出台。从数据上来看，自集中管理制度出台，此后的一段时间房地产开发资金中的国内贷款与个人按揭贷款均呈现同比下滑态势。在房企的资金需求端及资金供给端同时收紧的环境下，房企的资金链持续紧绷，导致部分房企信用事件频发。

图表 2： 房地产开发资金来源同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

统计区间：2018年2月—2021年10月

图表 3： 地产行业信用风险事件

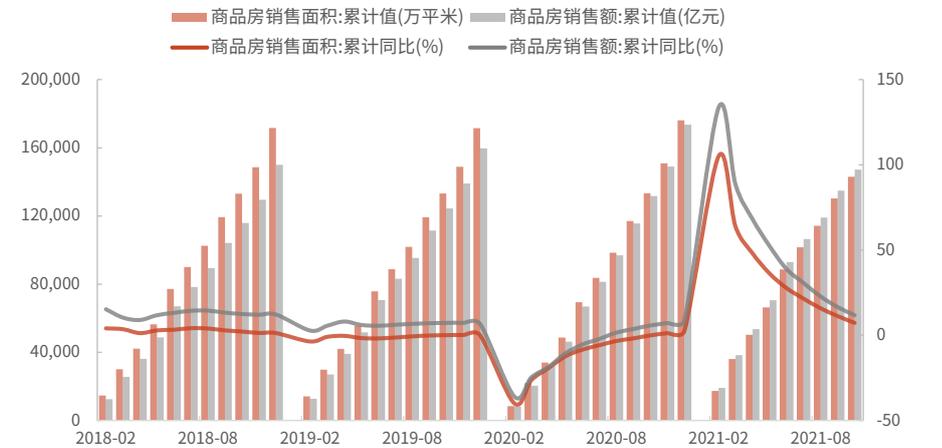
时间	公司	涉及品种	事件类型	事件简述
2021-02-26	华夏幸福	美元债、境内债	实质违约	1、2021年2月26日，公司公告称，未偿付将于2021年2月28日到期的5.3亿美元离岸债券。 2、2021年2月27日，公司公告，“17幸福基业MTN001”由于下属子公司发生债务逾期触发了交叉保护条款，因持有人会议未能形成豁免决议，于2月27日提前到期，公司未能按时足额兑付本金及利息。
2021-07-12	蓝光发展	境内债	实质违约	“19蓝光MTN001”未能偿还本息合计9.7亿元，构成实质性违约。
2021-08-11	阳光100	美元债	实质违约	发布公告称，2亿美元可转换债券发生实质违约。
2021-09-13	中国恒大	美元债、理财产品	理财产品兑付困难、债券利息延期支付	1、9月13日，公司公布恒大财富兑付方案:现金每3个月兑10%，亦可抵房或购房尾款。 2、9月23日，公司未支付20亿美元海外债券的8350万美元利息，该利息支付有30天宽限期。10月22日，公司在宽限期内完成兑付。
2021-10-04	花样年	美元债	实质违约	发布公告称，2021年到期的5亿美元票据，于要约收购完成及注销购回票据后，剩余未偿还本金为2.05亿美元，公司未完成兑付。
2021-10-19	新力集团	美元债	实质违约	公司确认其未能偿还于10月18日到期的25亿美元离岸高线无抵押按揭的本息。
2021-10-25	当代置业	美元债	实质违约	公司发布公告称，2021年10月25日到期的优先票据未能按期支付本息。
2021-11-01	阳光城	境内债、美元债	债券展期	1、对旗下2022年和2023年到期的合计3只美元债进行要约交换，涉及的债券本金金额7.47亿美元，条款包括展期、新增实控人担保等。 2、召开“20阳光优”持有人会议。寻求将原到期日2021年11月8日展期至2022年11月8日。11月3日，展期方案获通过。
2021-11-04	佳兆业	理财产品	理财产品兑付困难	根据观点地产网，公司公布了锦恒财富兑付方案:将以产品到期时间为顺序，采用分期兑付的方式陆续兑付本金和利息;投资者到期的本金到期当月兑付10%，之后每三个月兑付10%，直至兑付完毕;投资者的利息在产品到期后将不再计息。

资料来源：各公司公告，光大证券研究所

部分个体事件的冲击蔓延至行业基本面。自2021年7月以来，房企信用事件频发。此类事件的发生致使金融机构对房企出现了一致性的信贷收缩行为，尤其是针对民企地产，导致其流动性进一步下滑。为了应对流动性危机，部分地产公司开始折价促销卖房加速回款。然而，前期房企的信用事件叠加大幅折价促销迅速地打压了购房者的信心，致使购买意愿进一步下降，出现了“量价齐跌”的局面。单月来看，5月全国销售面积环比出现回落，同比增速回落至20%以内，7月

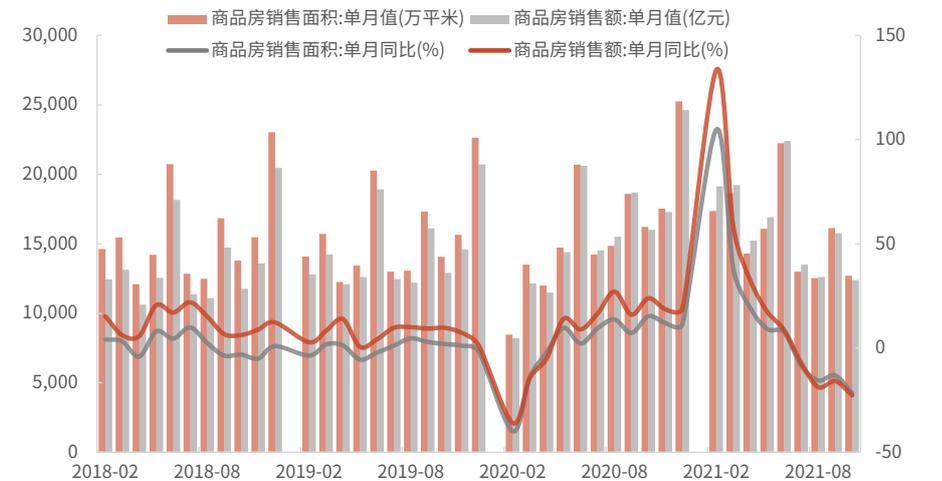
销售面积年内首次出现下降。从累计数据来看，累计销售面积与累计销售金额自年初以来增速均呈现下滑态势，三季度增速下降较为明显。

图表 4： 全国商品房累计销售情况



资料来源： Wind，光大证券研究所绘制 统计区间：2018年2月—2021年10月 单位：左轴：万平方米、亿元；右轴：%

图表 5： 全国商品房月度销售情况



资料来源： Wind，光大证券研究所绘制 统计区间：2018年2月—2021年10月 单位：左轴：万平米、亿元；右轴：%

此外，恒大事件后，各地预售监管政策进一步收紧。恒大事件发酵后，房企“保债务”和“保交房”之间可能存在一定的冲突。地产公司在流动性较为紧张的情况下，可能会选择绕开预售监管，提前将项目子公司销售回款调集回母公司，这会使得房企出现风险后，项目出现“烂尾”的概率变大。地方政府出于保交付目的集中加强预售资金监管的执行力度，这导致预售监管资金中不仅重点监管部分受限，一般监管部分也较难正常取用，从方案细则上来看，重庆、北京、天津、石家庄等城市均有不同程度的收紧。此外，部分银行出于保障自己对项目或公司风险敞口的考虑而有动机预留更多的资金。在此背景下，房企实际可动用资金显著小于计划可动用金额，房企流动性压力进一步上升。

图表 6：恒大事件后预售监管进一步收紧

时间	城市	政策趋势	相关政策	具体规定
2021年9月22日	重庆	加强监管	《关于加强房地产开发项目预售资金监管的通知》	1.若房地产开发企业预售商品房后出现项目建设资金困难，可向预售资金首付款监管部门申请提前使用预售监管资金，同一建档项目使用次数一年不得超过3次，每次使用金额不得超过监管账户余额的1/3。 2.全市房地产开发项目预售资金首付款监管全部按照预售总额的35%核定(原最高为35%)。
2021年10月22日	青岛	加强监管	《青岛市商品房预售资金监管暂行实施细则》(征求意见稿)	1.取消取得预售许可证中不超过30%重点监管资金的规定。 2.建成层数达到规划总层数一半时，协议监管资金留存比例为60%(原50%)，取得《房屋建筑工程竣工验收备案表》时，协议监管资金留存比例为15%(原5%)。 3.18层及以上的建筑新增两个节点，建成层数达到三分之一时留存比例为70%，建成层数达到三分之二时留存比例为45%。 4.当取得项目现售备案证明并足额交存房屋专项维修资金时，监管终止。
2021年11月4日	北京	加强监管	《北京市商品房预售资金监督管理办法》(2021年修订版)	监管银行未经市住建局同意擅自拨付监管账户资金的，或因工作失职导致监管账户资金被骗(套)取的，两年内不得承接预售资金监管业务。
2021年11月8日	石家庄	加强监管	《关于调整我市商品房项目预售许可形象进度的公告》	为避免房地产开发企业因实力不足，导致项目延期交房甚至“烂尾”风险问题，全市传统建筑预售许可形象进度由设计总层数的三分之一提高至主体封顶。

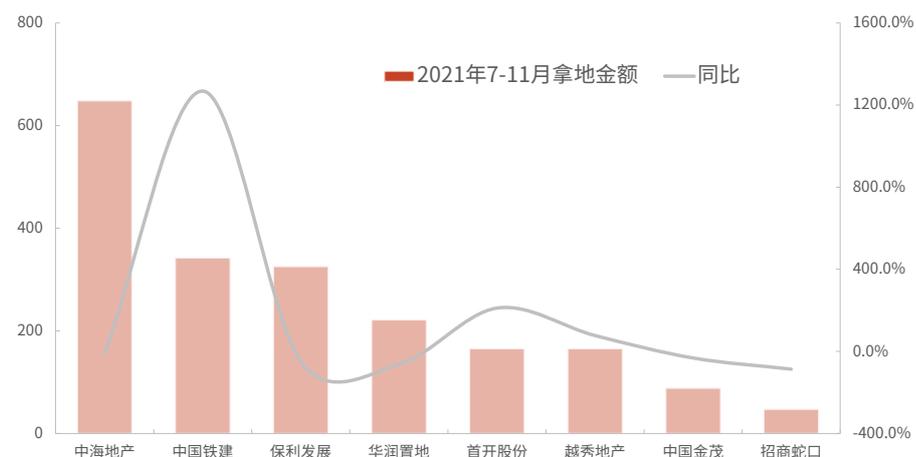
资料来源：各地住房和城乡建设局，光大证券研究所绘制

2、房企缓解现金流压力的方式有哪些？

为应对三季度以来地产行业流动性的下滑以及2022年的偿债高峰，部分房企(多为民营房企)采取了一系列的应对措施，包括减少拿地、增发配股、出售资产等主要手段，来渡过目前的融资寒冬期以及未来偿债高峰时期。

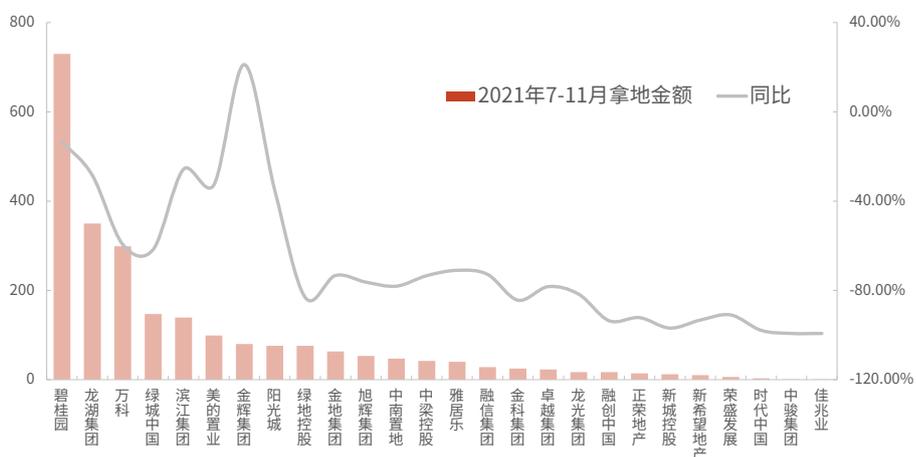
降低拿地支出减少开支。为应对融资困境与债务压力，各房企的主流应对方式是节流，即减少投资相关支出，拿地作为房地产公司占比最高的支出部分，受融资与房企现金流偏紧的影响，受到较大限制。从主流房企2021年下半年以来的拿地金额来看，仅有4家较上年同比提升，而其余主体呈下降趋势。其中中骏、时代中国、佳兆业、新城、正荣地产等房企降幅较大，超过90%，侧面反映出上述房企资金链紧张程度。而中国铁建、越秀地产、金辉集团、首开股份四家公司并未受到较大影响，中国铁建拿地规模大幅提升，反映其作为国企及以建筑主业的资金优势。

图表 7： 央国企拿地金额及同比增速



资料来源：北京中指信息技术研究院，光大证券研究所绘制 左轴：拿地金额，单位：亿元 右轴：同比增速

图表 8： 民企拿地金额及同比增速



资料来源：北京中指信息技术研究院，光大证券研究所绘制 单位：亿元 (左轴)

出售资产以获取流动性。年初以来，就有部分出现债务违约的主体出售其旗下核心物管上市板块，如蓝光嘉宝。此后，部分陷入流动性危机的房企亦通过出售资产的方式来回流现金。

图表 9：房企资产出售情况

房企	公告时间	出售资产	出售事件	筹资总额
蓝光发展	3月11日	蓝光嘉宝	出售蓝光和骏持有的蓝光嘉宝服务全部股份(包括内资股)1.16亿股予碧桂园服务	49.64亿元人民币
花样年	9月28日	彩生活服务核心资产	出让邻里乐控股集团有限公司100%股权予碧桂园服务	33亿元人民币
中国恒大	9月29日	盛京银行	出售盛京银行17.53亿非流通内资股转让予沈阳盛京金控投资集团有限公司,占盛京银行已发行股份的19.93%	99.93亿元人民币
融创中国	10月29日	贝壳	6月1日至10月28日累计出售约1863.9万股贝壳ADS(约5591.7万股贝壳A类普通股)	5.54亿美元(人民币约35.4亿元)
当代置业	11月1日	第一服务	拟出让第一服务32.22%已发行股本予融创服务	6.9亿元人民币
融创中国	11月8日	融创文旅集团商业运营板块	拟出让融创文旅集团商业运营板块的运营管理公司100%股权予融创服务	18亿元人民币
中国奥园	11月16日	香港罗便臣道物业	出售香港罗便臣道物业	9亿港元
中国恒大	11月17日	恒腾网络	出售所持恒腾网络全部股份	105.25亿港元

资料来源：各公司公告，光大证券研究所绘制

在融资受阻的情况下，多家房企及旗下物业公司选择增发配股填补资金缺口。增发配股作为一种外部融资形式，不仅可以扩大股东权益、以股权融资所获资金应对偿债窗口期，还可以优化房企的财务指标，成为了债务融资渠道受阻情况下、缓解房企债务压力的有效方式。2021年下半年，主要的配股房企包括奥园、融创、旭辉。其中，奥园于9月27日分别配售1.08亿股与1.62亿股，合计募资10亿港元，11月又再次发布配售公告，计划募资6亿港元用于企业日常运营；2021年11月，融创中国发行3.35亿股募资50.85亿港元；2021年11月9日，旭辉集团在港交所公告称，将以供股的方式按每股4港元的价格发行4.19亿股新股，募集约16.73亿港元，其中公司大股东林氏家族认购至少2.22亿港元，比重超过一半，以大股东注资的形式为其他股东接受配股注入信心。

图表 10: 房企配股情况

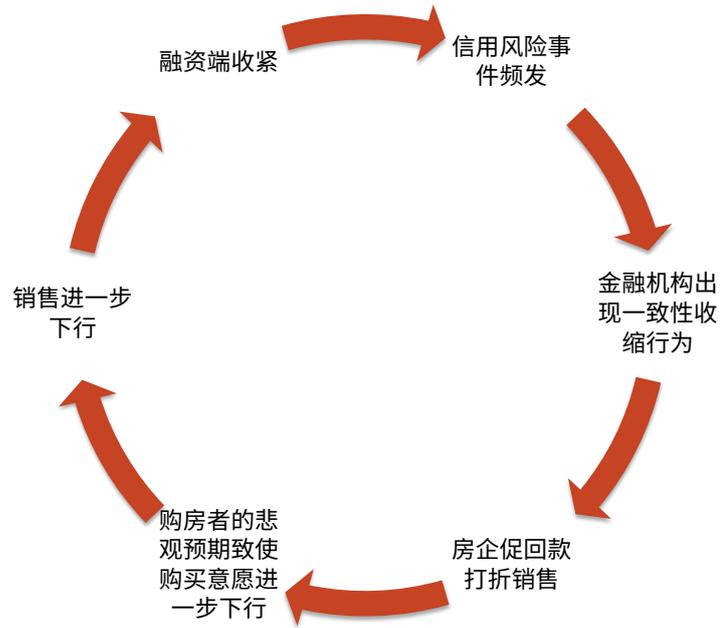
公司	公告日期	发行方式	发行价格 (单位: 港元)	募资金额 (单位: 亿港元)	发行数量 (单位: 亿股)	募资目的	上市日期	发行结果日
奥园	2021/9/27	配售	3.71	4.00	1.08	本公司拟将所得款项净额主要用于本集团营运资金及一般企业用途。SUCCESSFUL LOTUS进行认购。	---	2021/10/8
奥园	2021/9/27	配售	3.71	6.00	1.62	本公司拟将所得款项净额主要用于本集团营运资金及一般企业用途。Joy Pacific认购。	---	---
奥园	2021/11/8	配售	3.71	6.00	1.08	所得款项净额约88%(即相当于约527百万港元)将于二零二二年一月三十一日前用作一般企业用途包括缴付债券及银行贷款利息;及所得款项净额约12%(即相当于约72百万港元)将于二零二二年六月三十日前用作营运资金,包括员工成本、办公室租金及设备。	---	---
融创	2021/11/14	配售	15.18	50.85	3.35	本公司拟将认购事项所得款项净额中(1)约50%用于本公司一般营运资金;及(2)约50%用于偿还贷款。	---	2021/11/17
旭辉	2021/11/9	供股	4.00	16.73	4.19	所得款项净额拟用作额外资金储备以把握中国房地产开发的商机,以及用作一般企业用途。	2021/12/30	---

资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所绘制

3、目前看到哪些政策有所放松，未来还会有进一步放松空间吗？

当前行业已形成“融资端收紧—信用风险事件频发—金融机构出现一致性信贷收缩行为—房企促回款打折销售—购房者的悲观预期致使购买意愿下降—销售进一步下行”的负向循环，若不及时解决，由此导致的连锁反应可能引发行业更大的流动性风险，2020年房地产投资占GDP比重约14%，仍为经济发展重要支撑，若地产行业由个体债务风险传导至行业性债务风险的话，将对我国经济造成一定冲击。此外，从历史经验来看，尽管政策松紧程度不一，但房地产调控往往遵循楼市与经济增速下行则政策偏松、经济企稳及楼市升温则政策趋紧的规律。面对行业当前基本面下行与信用危机困局，政策在遵循“房住不炒”、“三稳”总基调下，仍有必要纾困及进行正向引导。

图表 11: 地产行业的负向循环



资料来源: 光大证券研究所绘制

政策底已现，微调正在进行。 **资金层面**，9月以来中央多次提及“两个维护”，要求保持房地产信贷平稳有序投放。12月3日央行、银保监会、证监会相继发声，强调短期个别房企出现风险，不会影响中长期市场正常融资功能，将重点满足首套房、改善性住房按揭需求，合理发放房地产开发贷款、并购贷款，加大保障性租赁住房支持力度，支持房地产企业合理正常融资。12月6日政治局会议进一步强调支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展良性循环。**需求端层面**，地方政策微调主要涉及人才购房条件、个税税率调整，以及个别城市增设购房补贴等。**预售监管层面**，目前广州、成都已经出台监管资金账户松动政策，尽管松动幅度不大，但却释放出一定信号。尽管从监管决策优先级层面考虑，监管资金账户回到2021年前的状态为小概率状态，但针对前期一些政策的纠偏，可能会是接下来的政策走向。

图表 12: 资金端政策微调

时间	会议/文件	主要内容
2021年9月27日	央行货币政策委员会2021年第三季度例会	维护房地产市场健康发展，维护住房消费者合法权益
2021年10月15日	2021年第三季度金融统计数据新闻发布会	已指导主要银行准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，保持房地产信贷平稳有序投放；恒大集团问题是个别现象，房地产行业总体健康
2021年11月12日	中国人民银行有关负责人就恒大问题答记者问	恒大未能履行担保义务不会对银行业保险业正常运行造成任何负面影响。现阶段将重点满足首套房、改善性住房按揭需求，合理发放房地产开发贷款、并购贷款，加大保障性租赁住房支持力度。
2021年12月3日	中国银保监会新闻发言人答记者问	恒大属于个案风险，对资本市场稳定运行的外溢影响可控。证监会将继续保持市场融资功能有效发挥，支持房地产企业合理正常融资，促进资本市场和房地产市场平稳健康发展。
2021年12月3日	证监会有关负责人就恒大集团风险事件答记者问	发展改革委外资司会同外汇局资本司召开房地产企业外债座谈会，此次会议，在于落实满足房地产合理资金需求，支持房企融资，维护中资海外债信誉。

资料来源: 银保监会、证监会等, 光大证券研究所绘制

图表 13: 需求端政策微调

时间	会议/文件	主要内容	
2021年9月8日	《沈阳市高层次人才住房公积金支持政策实施细则》	人才贷款限额放宽至当期最高限额1.5-4倍(首次使用公积金在沈购置首套房)	
2021年9月16日	《调整珠海市个人二手房转让个人所得税、土地增值税核定征收率的公告(征求意见稿)》	二手住宅个人所得税核定征收率调整为1%，二手非住宅调整为1.5%	
2021年9月22日	《关于调整惠州市个人二手房转让个人所得税、土地增值税核定征收率的公告(征求意见稿)》	二手住宅个人所得税核定征收率调整为1%，二手非住宅调整为1.5%，个人转让二手非住宅土地增值税核定征收率调整为5%	
楼市端	2021年10月10日	《关于促进我市房地产市场平稳健康发展的实施意见》	哈尔滨出台“十六条”利好，涉及购房补贴、放宽二手房公积金贷款年限、降低预售条件等
	2021年10月20日	《关于调整部分房地产市场调控政策的通知》	义乌市降低预售条件，差别化摇号政策
	2021年11月11日	武汉市加快推进总部经济高质量发展政策措施》	非本市户籍总部企业高管在限购区域购买首套自住住房不受限购限制(本市无自有住房)
	2021年11月12日	《关于调整佛山市个人二手房转让个人所得税、土地增值税核定征收率的公告(征求意见稿)》	二手房转让个人所得税由2%调整为1%

资料来源: 沈阳、哈尔滨住房公积金管理中心等、光大证券研究所绘制

图表 14: 预售监管政策微调

城市	计算口径	速度	最新要求 留存比例	此前留存 比例
广州	累计核准 使用预售 款	结构施工封顶前	8%	10%
		施工封顶后、排栅未拆除	6%	10%
		拆除排栅后，内外装修、 设备安装阶段	3%	5%
		主体结构3/4	55%	60%
		主体结构封顶	25%	30%
		内外装修装饰	15%	15%
成都	预售挂牌 总价款的 15%-25%	项目并联竣工验收备	5%	-
		并联竣工验收合格，交付 率达90%且本交付房源无 重大矛盾纠纷隐	0%	0%

资料来源: 广州市人民政府、成都住房和城乡建设局，光大证券研究所绘制

统计日期: 2021年12月8日

虽然房地产政策可能还有继续放松的空间，但“坚持房住不炒，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期”仍是当前不可动摇的政策方向，以上原则构筑了房地产放松的边界，“大水漫灌救市”不会看到。曾经有部分民营地产公司十分依赖“房价上涨+加杠杆”，但政策将不会针对以上两方面进行放松，因此我们认为部分激进民企地产公司仍有进一步出清的概率。

4、什么时候才是合适的入场时机？

我们认为目前是较为合适的入场时机。虽然自9月末以来监管持续在融资端释放积极信号，但当时由于市场普遍认为放松力度不足以应对投资人对地产风险偏好急速下降的问题，因此伴随着地产主体风险事件持续发酵，市场价格仍在寻底。具体来看，11月在阳光城美元债交换要约以及购房尾款ABS展期、佳兆业理财产品逾期等负面带动下，地产利差进一步上升，尤其是民企主体的信用利差。受板块性因素的影响，个别信用资质较好的民企地产信用利差被动弹升，如碧桂园、龙光等房企。

虽然部分房地产债券的定价已具备足够的保护垫，但目前部分投资人仍想看到更明确、强有力的政策支持或者在基本面修复后才选择入场。而我们认为目前是较为合适的入场时机。首先，上文提及，在长效调控机制不变的背景下，政策的调控则是温和渐进的，未来政策虽仍然有放松空间，但较为有限，我们预计未来的政策难有更强有力的刺激。其次，若上述问题都得到所谓的“确认”时，债券收益率大概率已明显下行，那时配置的性价比不一定会高。

优质民企地产公司或将更具性价比。本轮地产行业的信用风险事件均集中于民企地产中，叠加恒大事件带来的信用风险蔓延的伤害也较大，购房者对民企地产的避险情绪进一步上升，就近期地产的销售数据来看，民企的销售增速下滑幅度明显大于国企。基于以上因素，市场对民企地产公司抱有较为悲观的态度，甚至有部分投资人认为民营地产公司将会消失在中，因此导致民营房企的利差大幅上行，甚至部分优质民营地产公司受板块性因素的影响，被市场“错杀”。我们认为此类民企地产公司则是目前最具性价比的标的。首先，民企地产仍是这个行业不可或缺的一部分。国企的杠杆率有较为严格的限制，无法在短期内快速加大杠杆填补民企的出让份额。此外，从运营效率来看，国企的运营效率仍不及民企，尤其是依靠运营效率的三四线项目，因此国企短期内难以取代民企。其次，民企地产此轮经历了极为严苛的现金流压力测试，活下来的优质民企将更具韧性，且市场份额在未来一段事件有望提升，地产行业的“马太效应”将更为凸显。最后，近期可以看到政策红利（融资方面）已逐步由央、国企地产公司逐步传导至优质民营房企，目前已有部分优质企业的债券正在发行或通过审批，民企地产的融资端正有序“解冻”。综合以上原因，我们认为可以对近期受整个行业负面影响利差持续上行的碧桂园、龙光、旭辉等优质地产房企进行挖掘。

5、风险提示

- 1) 行业政策持续收紧；
- 2) 超预期风险事件发生；
- 3) 金融数据和实体经济数据低于预期等。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和個人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE

找报告，上“数据理河”

敬请参阅最后一页特别声明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新