

2020年07月08日

房地产

基本面逐渐修复，本币融资收紧、美元融资回温

2020年中资地产债市上半年回顾

分析师 孙杨

执业证号：BOI804

852-25105555

yang.sun@cricsec.com

联系人 陈雨桦

852-25105555

chenyuhua@cric.com

相关报告

1、《融信中国 03301.HK 信用深度分析：基本面持续向好，优质土储助力增长新阶段》2020-07-03

2、《全国6月成交面积及市场跟踪：6月全国成交呈现回升的态势，土地供应放缓，成交继续改善，各线城市表现均较好》2020-07-03

3、《克而瑞内房股领先指数6月监测：购房需求复苏态势良好，指数高位平稳略降》2020-07-03

核心观点

- **坚定房住不炒，经营、消费回温。**三四线居民的返乡置业需求后置至3-4月、一线城市较佳的疫情防控能力使得居民的购房需求在3-5月得到充分体现，期房去化速度加快。中央坚定“房主不炒”的基调，多地出现五限政策放开一日游，部分地区放松预售条件加速房企资金回笼。企业经营尚处于恢复期；核心CPI的低位徘徊与居民居住成本的降低同样印证经济运行效率尚未达到完全。
- **克而瑞中国地产债券领先指数创历史新高。**截至2020年6月30日，克而瑞中国地产债券领先指数触底后持续反弹至118.1，较1个月前上升2.74%。
- **6月基础利率上行，期限利差与信用利差下行。**(1)6月末国开债短期和长期到期收益率继续上行，1Y、5Y和10Y国开债到期收益率分别较5月末分别上行40.2BP、32.5BP和10.8BP至2.1871%、2.9403%和3.1000%。(2)6月国开债期限利差持续下行。10年期国开债到期收益率与1年国开债到期收益率利差较5月末回落29.4BP至91.3BP。(3)6月地产债信用利差高位持续下行。AA级地产债与AAA级地产债信用利差较5月末下行131.2BP，达86.5BP，为近五年低位。
- **中资房企人民币债净融资额回落，美元融资回升。**(1)Wind口径6月中资房企人民币净融资额-66.9亿。(2)6月中资房企美元债发行金额46.3亿美元，同比-17.6%；人民币债发行金额809.0亿人民币，同比66.1%、环比8.1%。(3)6月中资房企人民币债融资中，有国企发行永续债，票息多在3%-4%；多只3年期以上美元债发行、票息分散。(4)6月人民币永续债13亿。(5)新发人民币债主体AA+级以上占比78.5%。(6)前6月，发债集中度提升，房企人民币加权票息下降明显。(7)6月中资房企非供应链ABS发行110.0亿。(8)7月中资房企总偿还额为1236.7亿人民币，后续偿债高峰在明年3、4月。(9)6月彭博口径，中资房企美元债净融资63.5亿人民币，人民币债129.5亿人民币。
- **6月人民币债交易金额1229.7亿人民币，八成美元债估值下行。**(1)6月中资房企人民币债现券交易金额1229.7亿人民币，环比上升5.6%。(2)6月81.5%的中资房企美元债估值下行。
- **6月1家中资房企人民币债违约，8家主体境外调评级。**(1)申万房地产行业违约率0.5%。(2)6月重庆爱普地产(集团)有限公司展期，规模8亿元。(3)6月，禹洲被穆迪调高评级，新力被三家评级机构同时新增B档评级、展望为稳定，恒大被穆迪给予负面评级展望。
- **风险提示：**政策风险，融资风险，信用风险，销售业绩未完成风险，数据风险（详见报告末页风险提示）

内容目录

数据说明	4
起底经济复苏：坚定房住不炒，经营、消费回温	4
克而瑞中国地产债券领先指数创历史新高	9
6 月基础利率上行，期限利差与信用利差下行	10
中资房企人民币债净融资额回落，美元持续回温	12
Wind 口径 6 月中资房企人民币净融资额-66.9 亿，今年首次为负	12
中资房企 6 月美元融资低位改善	13
6 月中资房企发行人民币永续债 13 亿，未发行美元永续债	14
新发人民币债主体 AA+ 级以上占比 78.5%	14
发债集中度提升，人民币债加权票息下降明显	16
6 月中资房企发行非供应链 ABS 110.0 亿	16
中资房企 2020 年 7 月偿债 1236.7 亿，后续偿债压力加重	16
彭博口径净融资额，人民币债骤减，美元债恢复	17
当月新发中资地产美元债及人民币债明细	18
6 月人民币债交易金额上升，八成美元债估值下行	22
6 月中资房企人民币债环比上升 5.6%	22
6 月八成美元地产债估值下行	22
6 月中资房企无人民币债违约，8 家主体境外评级变动	24
申万房地产行业违约率 0.5%，6 月爱普地产违约	24
6 月中资地产公司 2 家被境内机构降评级，8 家主体境外评级变动	24
风险提示	26

图表目录

图 1：整体市场快速恢复	4
图 2：16 年至今商品房销售面积（单位：万 m ² ）	5
图 3：住宅期现销售比例	5
图 4：销售回款和上下游占款占房企资金来源的 70%	5
图 5：北京、上海商品房销售均价（单位：元/m ² ）	6
图 6：江苏、浙江、广东商品房销售均价（单位：元/m ² ）	6
图 7：中西部省份商品房销售均价（单位：元/m ² ）	6
图 8：样本省份商品房销售面积占比全国	6
图 9：新开工与竣工回升，施工增速低位	7
图 10：螺纹钢价格回升（单位：元/吨）	7
图 11：全国水泥价格上升后回落	7

图 12: 订单量仍处于低位	8
图 13: 价格处于恢复期	8
图 14: 核心 CPI 低位徘徊 (单位: %)	8
图 15: 社零尚未完全恢复 (单位: 亿元)	8
图 16: 克而瑞中国地产债券领先指数创历史新高	9
图 17: 6 月国开债到期收益率继续回升	10
图 18: 6 月国开债 10Y-1Y 期限利差回落至 91.3BP	10
图 19: 6 月末地产债信用利差为 86.5BP	11
图 20: 6 月中资房企净融资额-66.9 亿人民币	12
图 21: 6 月地产公司债净融资额占比-1.0%	12
图 22: 6 月仅短融的净融资额为正值	12
图 23: 彭博口径下, 美元债、人民币债同比分别为-17.6%和 66.1%	13
图 24: 彭博口径下 6 月境内发行改善	13
图 25: 6 月票息分布	14
图 26: 5 月票息分布	14
图 27: 6 月中资房企发行人民币永续债 13 亿, 未发行美元永续债	14
图 28: 6 月新发地产人民币债主体评级 AA+ 以上占 78.5%	15
图 29: 6 月银行间市场债券发行金额为 225.3 亿元	15
图 30: 6 月, 投资级美元债发行金额占比 59.0%	15
图 31: 6 月中资房企非供应链 ABS 发行 110.0 亿	16
图 32: 2020 年 7 月需偿债 1236.7 亿	17
图 33: 2018 年以来彭博房地产行业净融资	17
图 34: 地产行业债券余额违约率 0.5%, 同上月	24

表 1: 克而瑞中国地产债券领先指数 6 月末相对走势	9
表 2: 2019 年及 2020 前 6 月发债集中度	16
表 3: 2019 年及 2020 前 6 月加权票息	16
表 4: 6 月新发中资房企美元债	18
表 5: 6 月新发中资房企人民币债 (单位)	18
表 6: 6 月取消发行 2 只个券	21
表 7: 中资房企人民币债现券交易金额环比上升 5.6%	22
表 8: 6 月中资房企美元债估值下行前十	22
表 9: 6 月中资房企美元债估值上行前十	23
表 10: 6 月 2 家公司被境内评级公司调整主体评级	24
表 11: 6 月 8 家主体境外评级变动	25

数据说明

本文在比较中资地产债境内与境外市场时，选用 Bloomberg 数据，行业为 BICS 分类下房地产行业，该行业涉及部分从事房地产服务的公司和从事房地产开发经营的城投公司。

本文在单独分析中资地产债境内市场时，选用 Wind 数据，为与 Bloomberg 行业分类口径保持一致，选择申万房地产一级行业分类。

本文以中资房企代称上述中资地产类公司。

本文在转换货币时，选用美元兑人民币中间价当月均值。

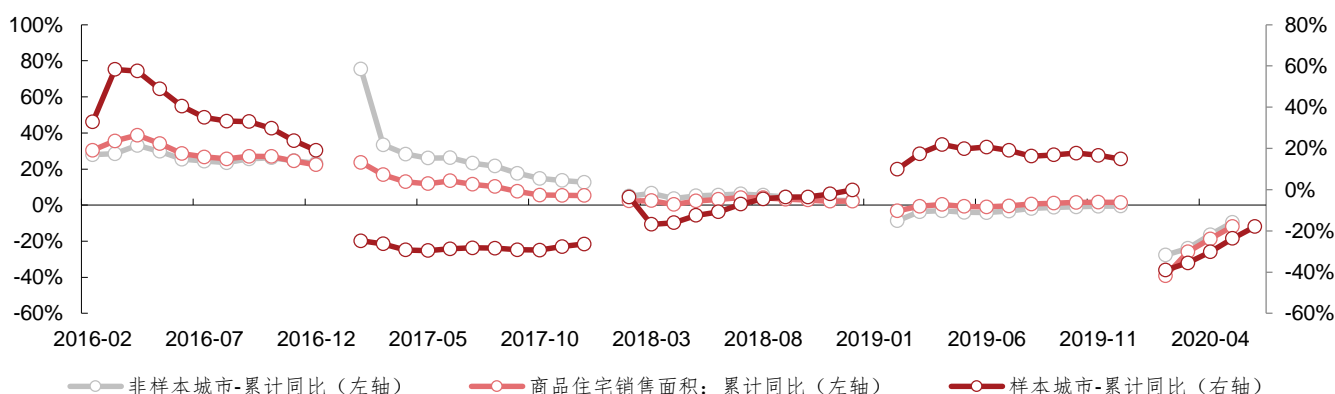
本文所用彭博数据截至 2020 年 07 月 02 日。

起底经济复苏：坚定房住不炒，经营、消费回温

2020H1，境内外各项经济数据遭遇新冠疫情的冲击，沪指 2 月初探底冲高、纳指 2 月中下旬多次熔断后迅速回温，市场风险偏好已恢复至一定高位。三四线居民的返乡置业需求后置至 3-4 月、一线城市较佳的疫情防控能力使得居民的购房需求在 3-5 月得到充分体现，期房去化速度加快。

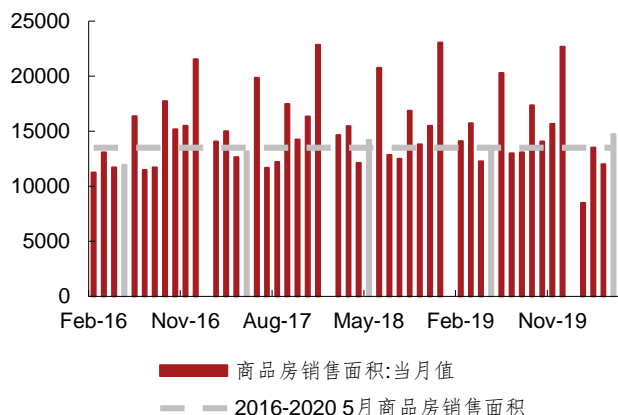
6 月样本城市商品住宅成交面积累计同比-17.9%，增速回升。全国非样本城市，4 月累计成交同比恢复幅度增大，从 2 月的-27.7%，恢复至 5 月的-9.5%，大量的三四线城市购房需求仍有一定的韧性，稳定了全国成交的复苏。

图 1：整体市场快速恢复



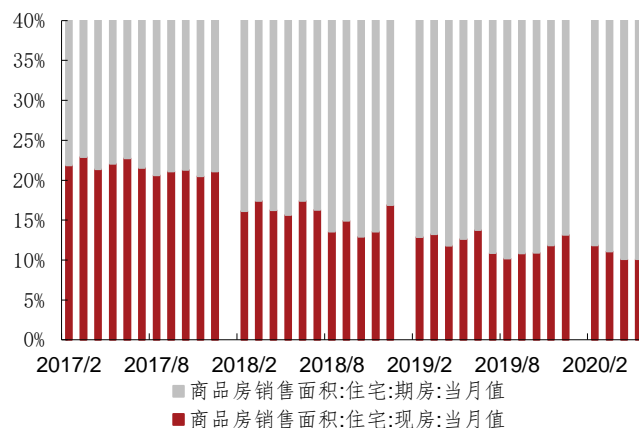
数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

图 2：16 年至今商品房销售面积（单位：万 m²）



数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

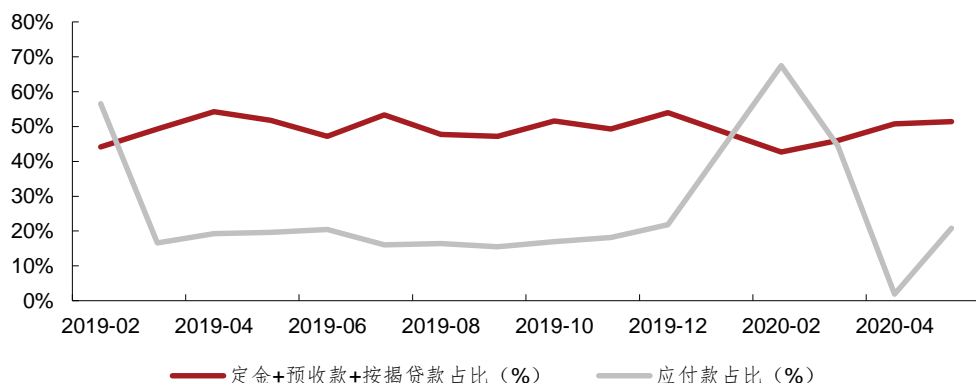
图 3：住宅期现销售比例



数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

同我们在年度策略报告中预期一致，中央坚定“房主不炒”的基调，多地出现五限政策放开一日游，部分地区放松预售条件加速房企资金回笼。销售回款仍占房企资金来源的 50% 以上；3 月，房企对上下游占款占比下降后迅速回复正常水平。

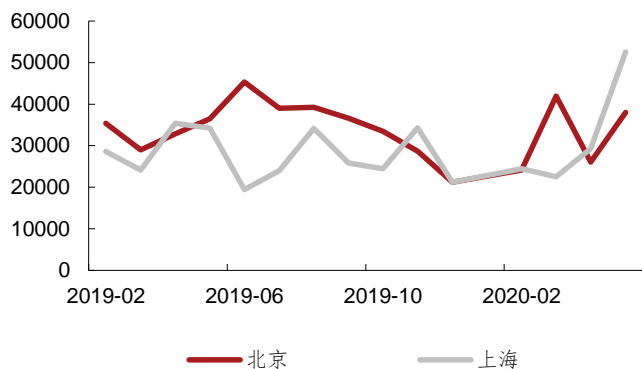
图 4：销售回款和上下游占款占房企资金来源的 70%



数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

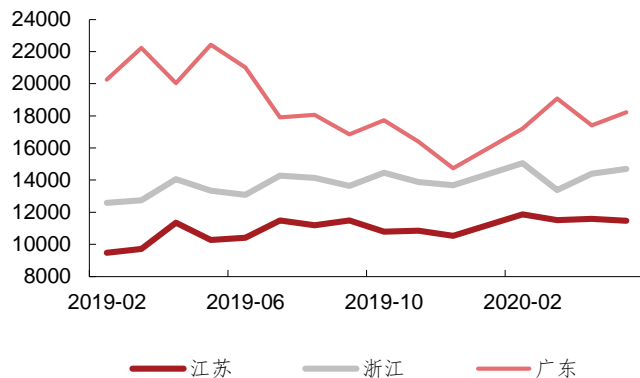
居民购置房产的动力源于对更高物业品质社区的需求及对资产保值的期望。
2020H1，受销售物业区位及属性等多方面因素影响，北上商品房均价急升，江浙及广东区域的房价受各自城市圈辐射、稳中带升。年初表现稳定的西部地区销售面积占比有所减小，华中区域迅速回温、尚未恢复至疫情前水平。

图 5：北京、上海商品房销售均价（单位：元/㎡）



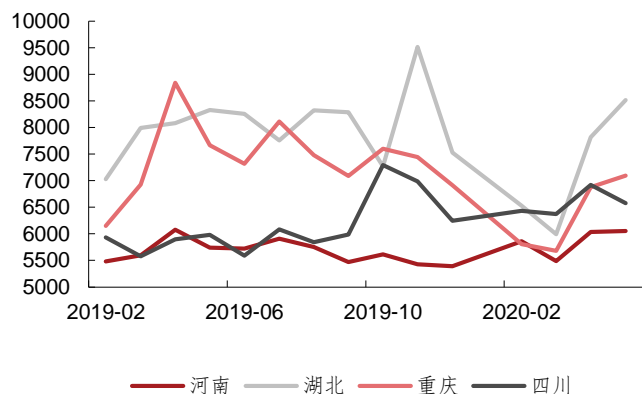
数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

图 6：江苏、浙江、广东商品房销售均价（单位：元/㎡）



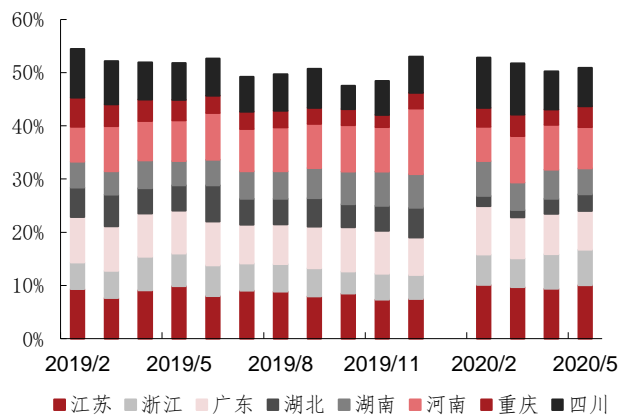
数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

图 7：中西部省份商品房销售均价（单位：元/㎡）



数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

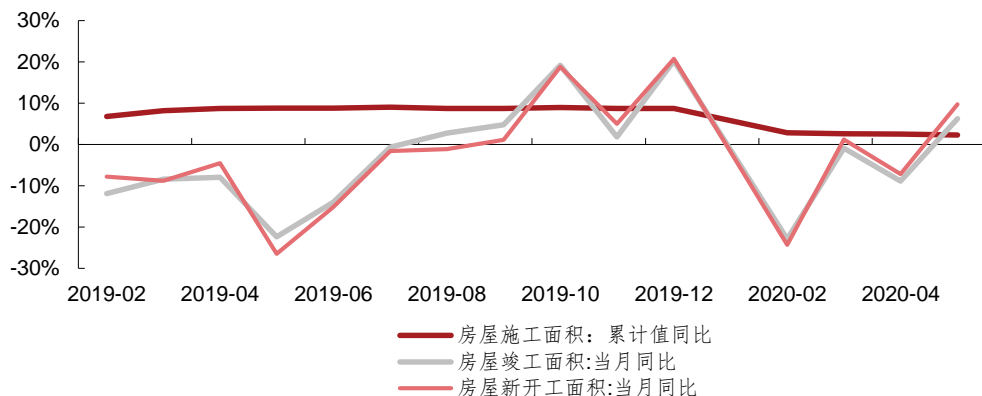
图 8：样本省份商品房销售面积占比全国



数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

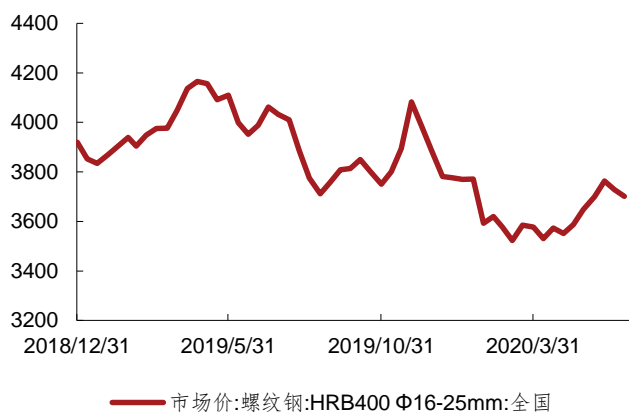
年内，施工进度要求带动总体新开工、竣工增速上升，上下游部分产业链受益，但施工面积同比下降、上半年火热的土拍将为房企带来足够的土地库存。其中，水泥价格受雨季、疫情带来的交运效率下降所致，总体在年中呈回落趋势，入秋有稳定回温预期。

图 9：新开工与竣工回升，施工增速低位



数据来源: Wind 克而瑞证券研究院

图 10：螺纹钢价格回升（单位：元/吨）



数据来源: Wind 克而瑞证券研究院

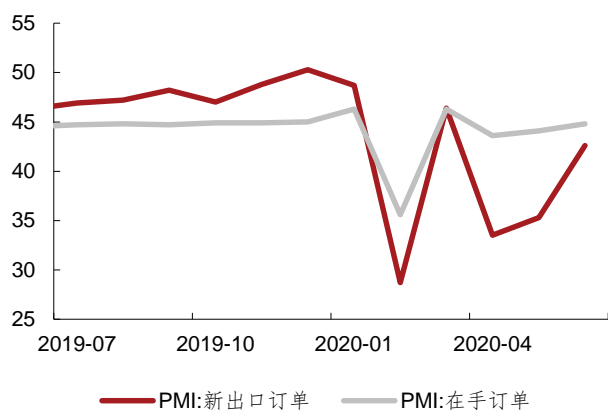
图 11：全国水泥价格上升后回落



数据来源: Wind 克而瑞证券研究院

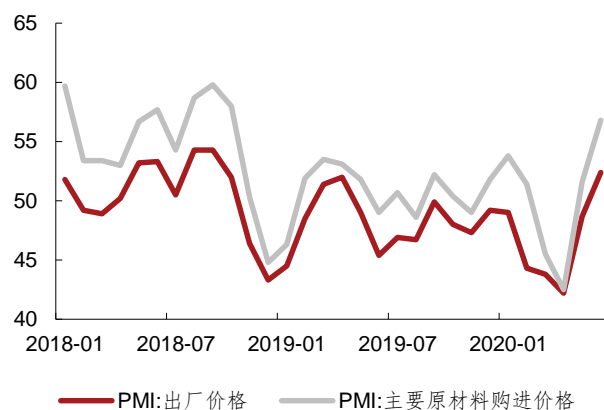
企业生产与居民生活方面，企业出厂价格与原材料价格的探底回升预示着经营者较为乐观的情绪，但仍处于低位的在手订单与新出口订单降低了企业的产成品与原材料库存，企业经营尚处于恢复期。

图 12: 订单量仍处于低位



数据来源: Wind 克而瑞证券研究院

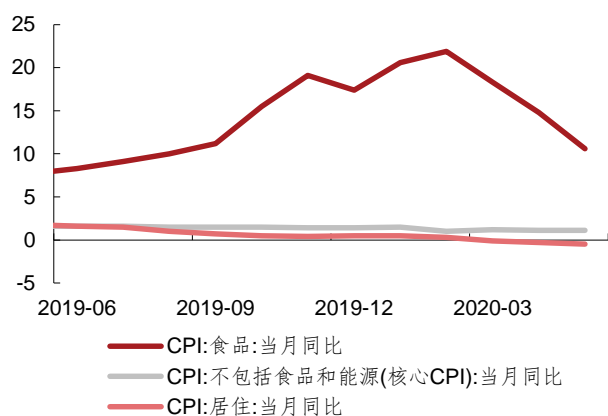
图 13: 价格处于恢复期



数据来源: Wind 克而瑞证券研究院

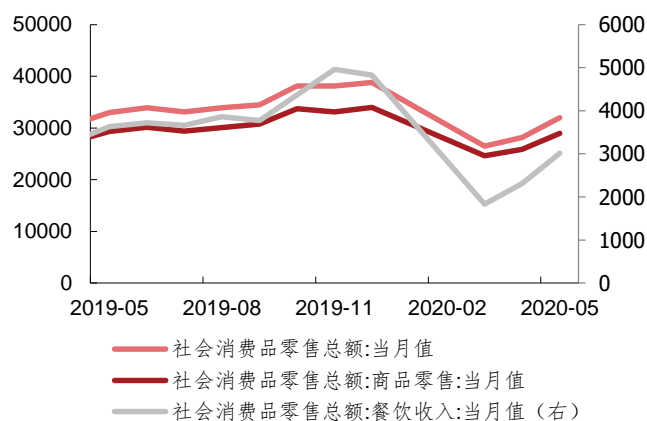
核心 CPI 的低位徘徊与居民居住成本的降低同样印证经济运行效率尚未达到完全。

图 14: 核心 CPI 低位徘徊 (单位: %)



数据来源: Wind 克而瑞证券研究院

图 15: 社零尚未完全恢复 (单位: 亿元)

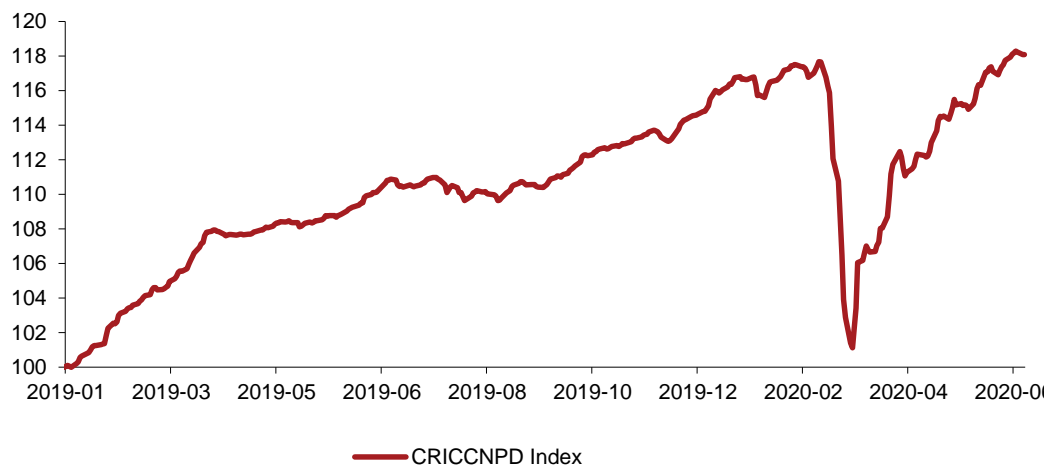


数据来源: Wind 克而瑞证券研究院

克而瑞中国地产债券领先指数创历史新高

截至 2020 年 6 月 30 日，克而瑞中国地产债券领先指数回升至 118.1，较 1 个月前上升 2.74%，创历史新高。

图 16: 克而瑞中国地产债券领先指数创历史新高



数据来源: Bloomberg 克而瑞证券研究院

表 1: 克而瑞中国地产债券领先指数 6 月末相对走势

	1 个月	3 个月	5 个月
6 月末相对走势	2.74%	10.70%	2.04%

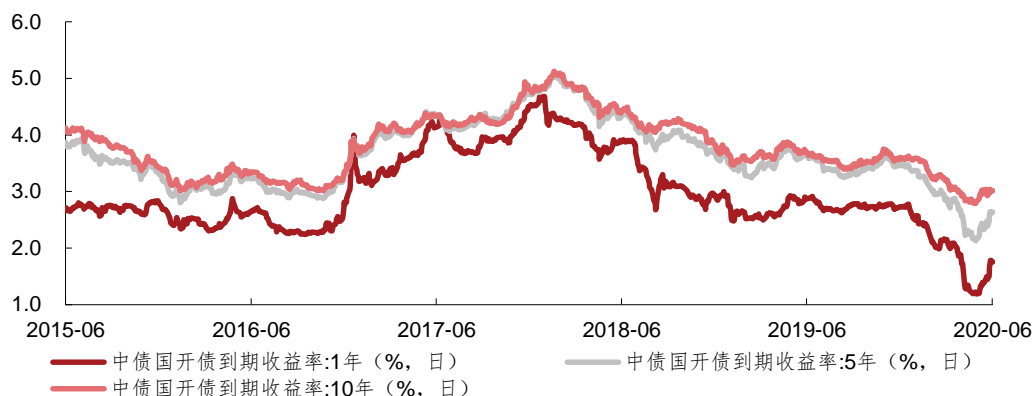
数据来源: Bloomberg 克而瑞证券研究院

注: 同比增长数据选用月末数据计算, 下文同。

6 月基础利率上行，期限利差与信用利差下行

6 月末国开债短期和长期到期收益率继续上行。2020 年 6 月末，1Y、5Y 和 10Y 国开债到期收益率分别较 5 月末分别上行 40.2BP、32.5BP 和 10.8BP 至 2.1871%、2.9403%和 3.1000%。10 年期收益率高于 3%。

图 17：6 月国开债到期收益率继续回升



数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

6 月国开债期限利差持续下行。2020 年 6 月末，10 年期国开债到期收益率与 1 年国开债到期收益率利差较 5 月末回落 29.4BP 至 91.3BP，上月期限利差下行 42.2BP。

图 18：6 月国开债 10Y-1Y 期限利差回落至 91.3BP



数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

6月地产债信用利差高位持续下行。2020年6月，AA级地产债与AAA级地产债信用利差较5月末下行131.2BP，达86.5BP，为近五年低位；上月信用利差下行36.4BP。

图 19：6月末地产债信用利差为 86.5BP



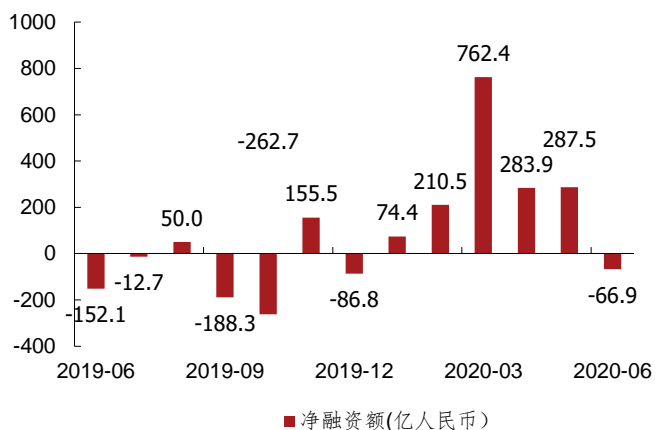
数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

中资房企人民币债净融资额回落，美元持续回温

Wind 口径 6 月中资房企人民币净融资额-66.9 亿，今年首次为负

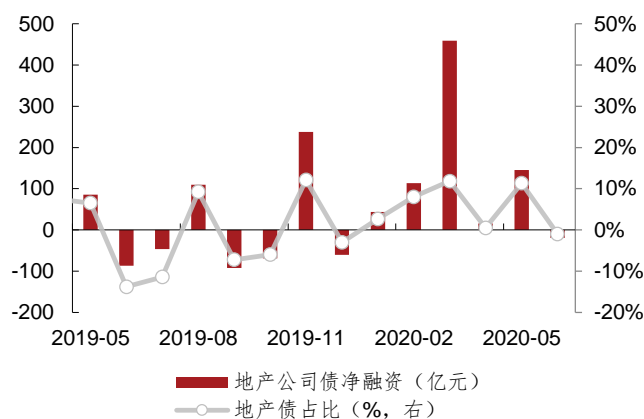
2020 年 6 月，中资房企净融资额-66.9 亿人民币。当月，地产公司债净融资额占比所有公司债的-1.0%，震荡回落。

图 20：6 月中资房企净融资额-66.9 亿人民币



数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

图 21：6 月地产公司债净融资额占比-1.0%

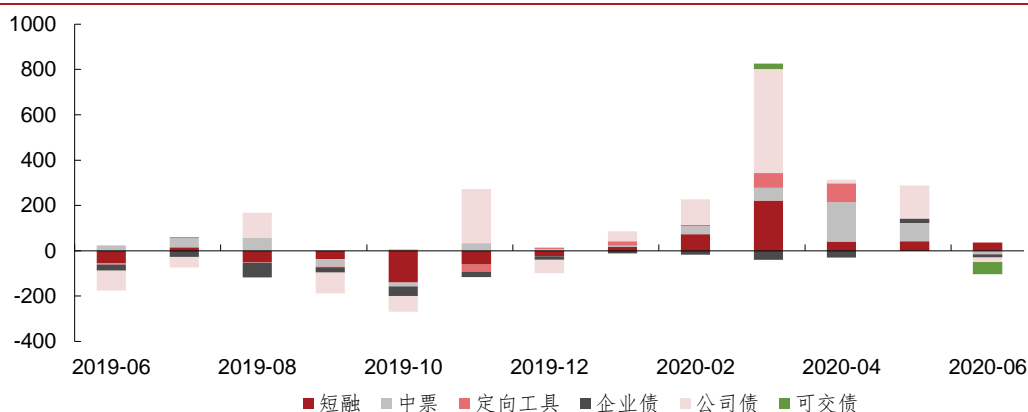


数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

注：中资房企净融资额统计券种不含资产支持证券、可转债与项目收益票据，以及在地方股权交易中心上市的私募债。

2020 年 6 月，除短融外其他券种净融资额均为负。资金价格上升后，一级市场融资收紧。

图 22：6 月仅短融的净融资额为正值

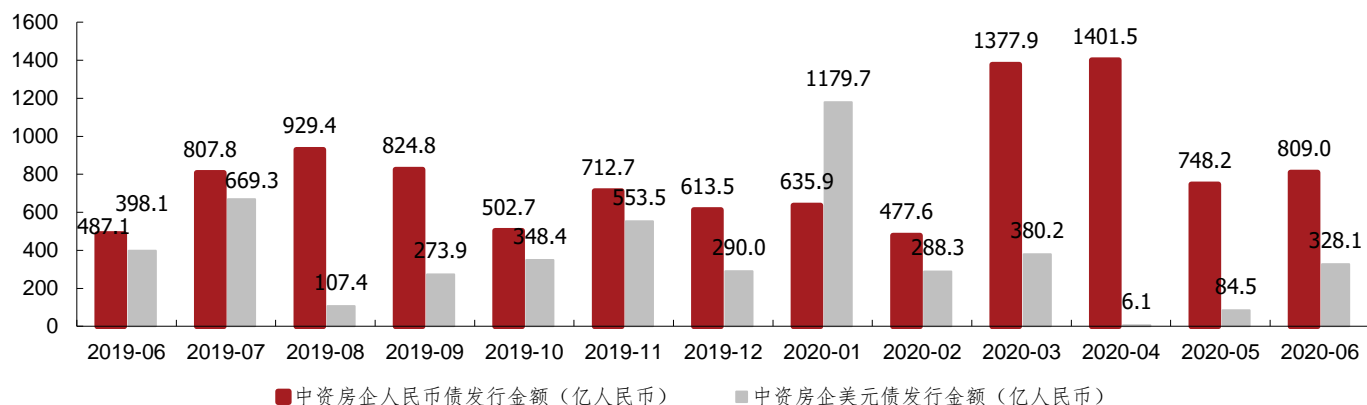


数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

中資房企 6 月美元融資低位改善

2020 年 6 月，中資房企美元債發行金額 46.3 億美元，同比-17.6%，上月同比-54.0%，持續回溫。人民幣債發行金額 809.0 億人民幣，同比 66.1%、环比 8.1%。

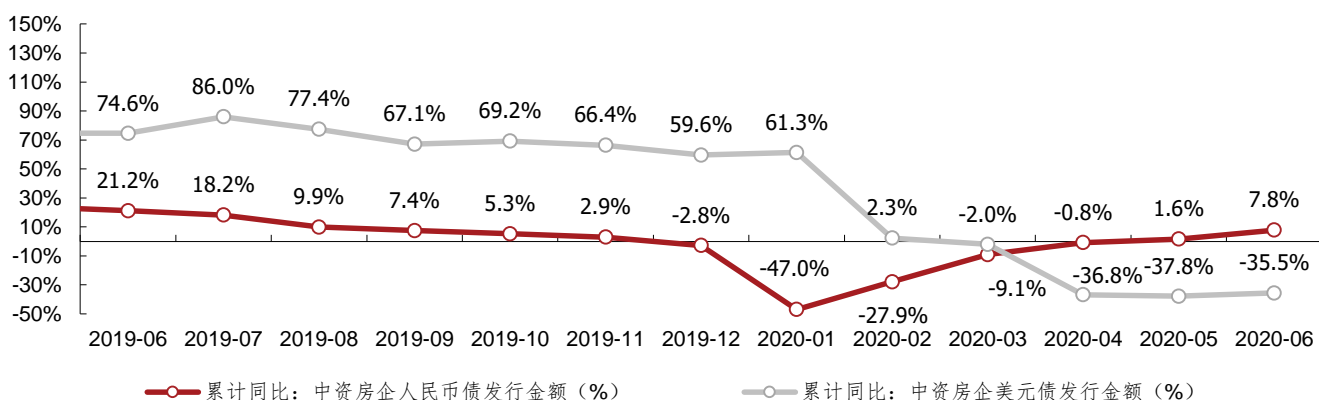
圖 23：彭博口径下，美元債、人民幣債同比分別為-17.6%和 66.1%



數據來源：Bloomberg 克而瑞證券研究院

彭博口径下，2020 年 6 月，中資房企發行人民幣債和美元債累計同比分別為 7.8% 和-35.5%。美元融資狀況低位改善。

圖 24：彭博口径下 6 月境內發行改善

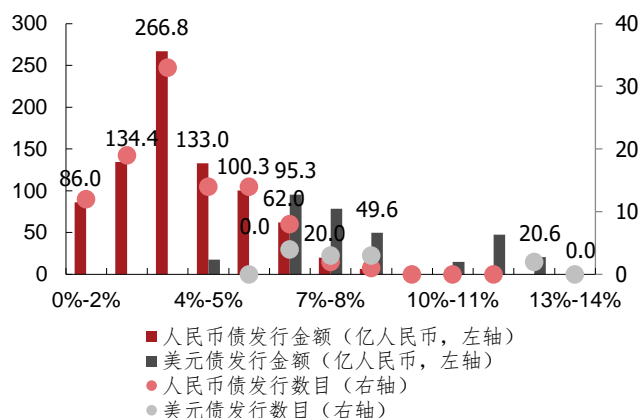


數據來源：Bloomberg 克而瑞證券研究院

6 月中資房企人民幣債融資中，有國企發行永續債，票息多在 3%-4%。本月，大連萬達（4.7%，3 年，20 億）、美凱龍（5.16%，3 年，5 億）、金地（3.3%，3 年，20 億）、華宇（8.5%，3 年，6.5 億）、金輝（6.95%，4 年，6.5 億）、中南建設（7.2%，4 年，12 億）、陽光城（6.6%，5 年，6 億）、保利（3.14%，5 年，15 億；3.78%，7 年，5 億）、萬科（3.2%，5 年，8 億；3.9%，7 年，12 億）、建發（4.19%，5 年，5 億；4.15%，7 年，7 億）、融僑（6.5%，5 年，20 億）、光大嘉寶（3.98%，5 年，12 億）、華發（4.06%，3+N，10 億）等多主體進行長期融資布局。

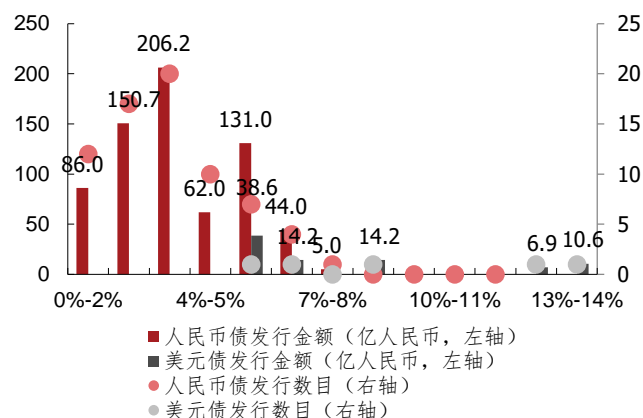
6月,多只3年期以上美元債發行、票息分散。融信中國(7.35%,3.5年,4.1億)、金輝(8.8%,3.3年,2.5億)、正榮(8.3%,3.3年,2億)、建業(7.65%,3.2年,4億)、花樣年(11.875%,3年,3億)等進行長期高票息融資。中梁、佳源國際、銀城、藍光、新力、景瑞、新城等公司持續活躍在2020年的美元債一級市場。

圖 25: 6 月票息分布



數據來源: Bloomberg 克而瑞證券研究院

圖 26: 5 月票息分布



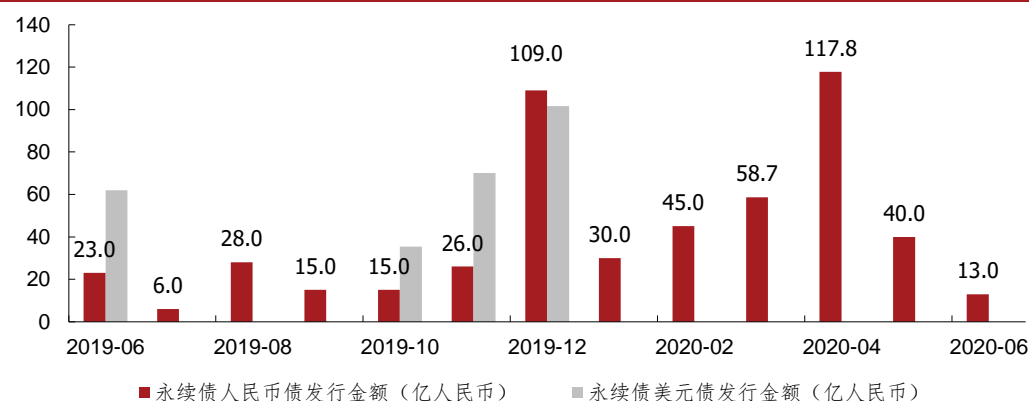
數據來源: Bloomberg 克而瑞證券研究院

注: 票息分布區間左閉右開。

6 月中資房企發行人民幣永續債 13 億, 未發行美元永續債

6 月中資房企發行人民幣永續債 13 億, 未發行美元永續債。

圖 27: 6 月中資房企發行人民幣永續債 13 億, 未發行美元永續債



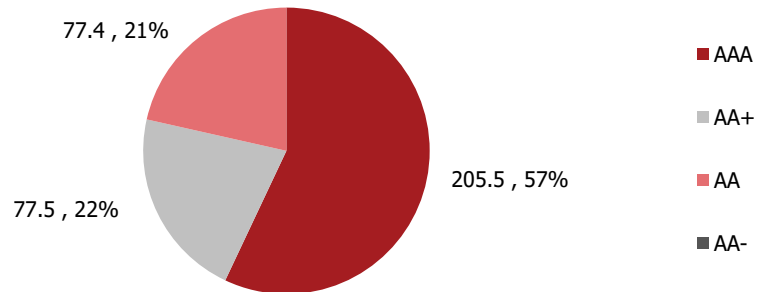
數據來源: Bloomberg 克而瑞證券研究院

新發人民幣債主體 AA+級以上占比 78.5%

6 月份中資房企新發人民幣債中, 主體評級 AAA 級債券共 205.5 億人民幣, AA+級

债券共 77.5 亿人民币，两者合计占比达 78.5%，前值 89.4%。

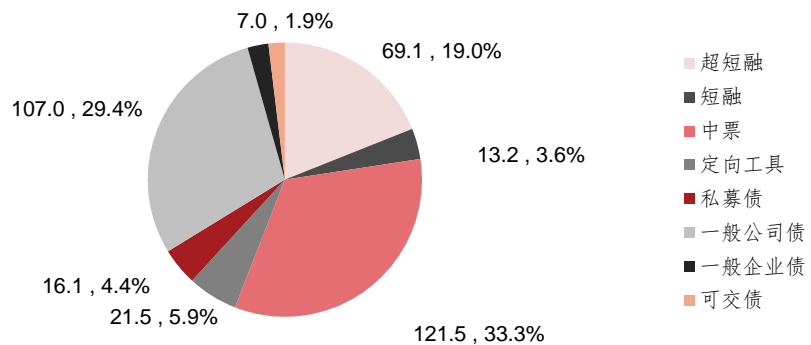
图 28：6 月新发地产人民币债主体评级 AA+ 以上占 78.5%



数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

6 月短融与中票发行占比分别为 22.6% 和 33.3%，银行间市场融资规模缩小。中集产城本年第二单 4 亿人民币 PPN，无主体评级。

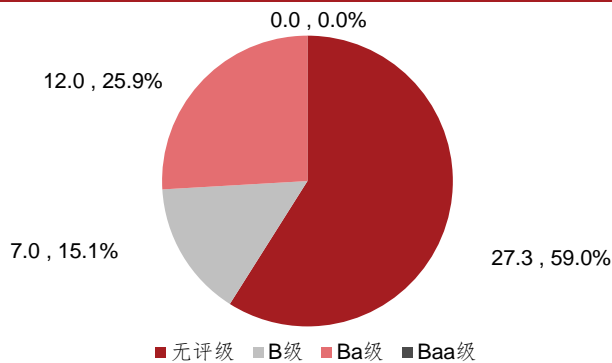
图 29：6 月银行间市场债券发行金额为 225.3 亿元



数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

6 月，投资级美元债未发，无评级占比 59.0%。

图 30：6 月，投资级美元债发行金额占比 59.0%



数据来源：Bloomberg 克而瑞证券研究院

发债集中度提升，人民币债加权票息下降明显

2020 年前 6 月，前十发债集中度提升，人民币债加权票息下降明显。

表 2：2019 年及 2020 前 6 月发债集中度

	2019			2020		
	美元	人民币	合计	美元	人民币	合计
前十集中度	31.3%	19.0%	26.8%	36.3%	33.1%	34.9%
前三十集中度	64.5%	49.8%	59.2%	62.4%	63.4%	62.8%
前五十集中度	82.0%	70.8%	77.9%	77.6%	81.6%	79.4%

数据来源：Bloomberg 克而瑞证券研究院

表 3：2019 年及 2020 前 6 月加权票息

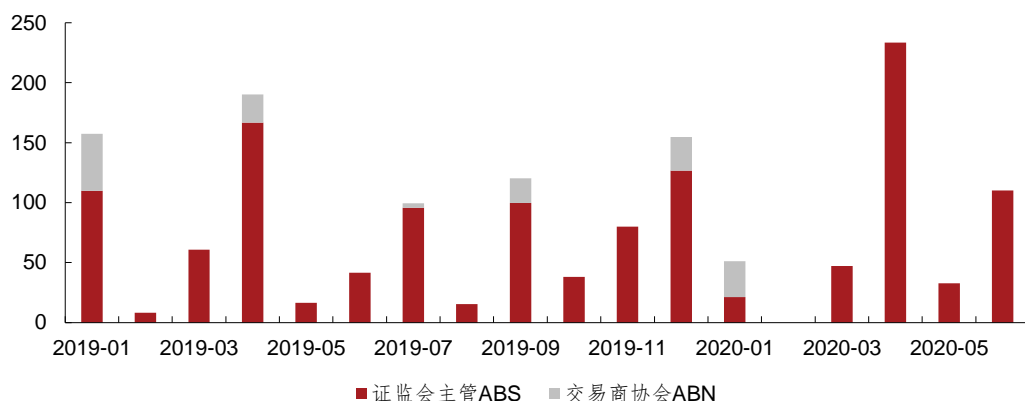
	2019		2020	
	美元	人民币	美元	人民币
1-10 加权票息	7.04%	5.23%	8.39%	4.37%
11-30 加权票息	8.27%	5.58%	7.77%	4.20%
31-50 加权票息	8.49%	5.10%	7.54%	3.82%
50 后加权票息	9.17%	5.63%	8.90%	3.67%

数据来源：Bloomberg 克而瑞证券研究院

6 月中资房企发行非供应链 ABS 110.0 亿

2020 年 6 月中资房企非供应链 ABS 发行 110.0 亿。

图 31：6 月中资房企非供应链 ABS 发行 110.0 亿

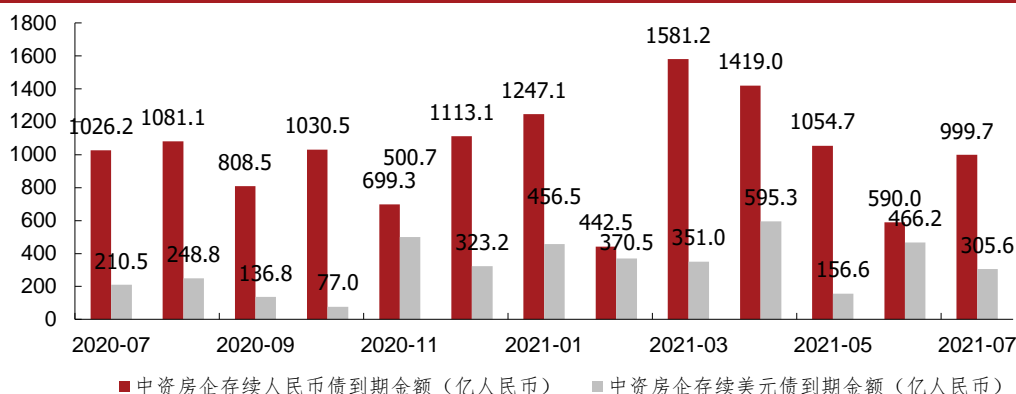


数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

中资房企 2020 年 7 月偿债 1236.7 亿，后续偿债压力加重

7 月中资房企总偿还额为 1236.7 亿人民币。若不考虑未来一年内的债券新发、回售和提前还款，7 月需偿债 1236.7 亿人民币；后续偿债高峰发生在 2021 年 3 月和 4 月，偿还总额分别为 1932.2 亿人民币和 2014.3 亿人民币。

图 32: 2020 年 7 月需偿债 1236.7 亿



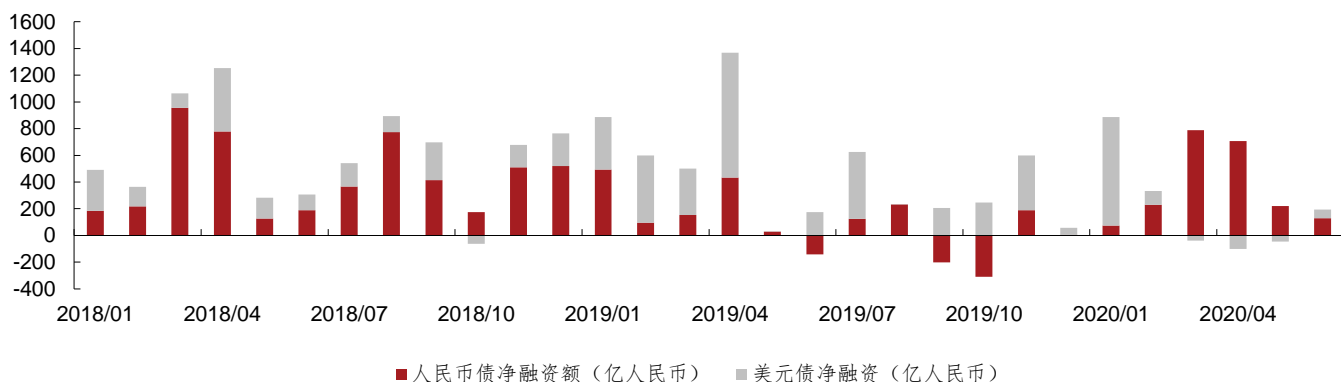
数据来源: Bloomberg 克而瑞证券研究院

注: 未到期债务采用 2020 年 6 月美元兑人民币平均汇率 7.0867 换算。

彭博口径净融资额，人民币债骤减，美元债恢复

彭博口径下，6 月中资房企美元债净融资 63.5 亿人民币，人民币债净融资额 129.5 亿人民币。前值分别为 -46.0 亿人民币和 220.5 亿人民币。

图 33: 2018 年以来彭博房地产行业净融资



数据来源: Bloomberg 克而瑞证券研究院

注: 选用当月平均汇率换算。

当月新发中资地产美元债及人民币债明细

表 4：6 月新发中资房企美元债

CUSIP	名称	息票(%)	发行日	到期日	发行金额 (亿美元)	彭博估值 (%)
BJ9184737	绿地全球投资有限公司	6.25	2020/6/16	2022/12/16	5	5.671
BJ9184448	建业地产	7.65	2020/6/15	2023/8/27	4	7.706
BJ9421014	融信中国	7.35	2020/6/15	2023/12/15	4.1	6.761
BJ9422772	华夏幸福开曼投资有限公司	6.92	2020/6/16	2022/6/16	3	6.750
BJ8695683	新城发展	6.45	2020/6/11	2022/6/11	4	5.773
BJ9991859	新力控股集团	10.5	2020/6/18	2022/6/18	2.1	11.372
BK1137276	中梁控股	8.75	2020/6/29	2021/6/27	2.5	8.884
BJ9779544	金辉资本投资有限公司	8.8	2020/6/17	2023/9/17	2.5	9.264
BJ8342740	佳兆业集团	7.875	2020/6/10	2021/6/9	3	6.944
BJ7792226	和骏顺泽投资有限公司	11	2020/6/4	2022/6/4	2.5	10.618
BJ8591056	正荣地产	8.3	2020/6/15	2023/9/15	2	8.456
BK1226301	银城国际控股	12	2020/6/26	2021/6/25	1.4	13.866
BJ7302166	花样年控股	11.875	2020/6/1	2023/6/1	3	10.990
BK1688195	景瑞控股	12	2020/6/26	2022/9/26	1.5	11.964
BK1681984	佳源国际控股	11.75	2020/6/24	2021/6/23	1.2	11.810
BK1159890	嵊州市投资控股有限公司	4.08	2020/6/24	2023/6/24	2.5	4.006
BJ7302687	太原国有投资集团有限公司	6.2	2020/6/3	2022/7/9	1.45	4.041
BJ7350306	香港理想投资有限公司	14.75	2020/6/3	2022/10/8	0.55	13.568

数据来源：Bloomberg 克而瑞证券研究院

表 5：6 月新发中资房企人民币债（单位）

CUSIP 码	名称	息票 (%)	发行日	到期日	发行金额（亿 人民币）	彭博估值 (%)
BK2267221	洛阳城乡建设投资集团有限公司	5.73	2020/6/30	-	3	-
BK3073701	许昌市投资总公司	4.4	2020/6/30	2025/6/30	10	4.434
BK2035461	长沙金霞经济开发区开发建设总公司	4.06	2020/6/30	2021/3/27	5	4.426
BK2020349	武汉地产开发投资集团有限公司	2.15	2020/6/30	2021/3/27	8	3.097
BK2913238	如皋市经济贸易开发总公司	5.72	2020/6/29	2025/6/29	5	5.720
BK1429368	泰兴市虹桥园工业开发有限公司	5.5	2020/6/29	2023/6/29	2	4.013
BK1646656	哈尔滨市城市建设投资集团有限公司	4.8	2020/6/29	2025/6/29	6	-
BK1646425	苏州苏高新集团有限公司	3.45	2020/6/29	2023/6/29	10	3.370
BK2262263	青岛城市建设投资（集团）有限责任公司	1.98	2020/6/29	2020/12/10	14	1.831
BK1862162	华鑫置业(集团)有限公司	3.95	2020/6/28	2023/6/28	7.5	4.065
BK1844798	苏州工业园区国有资产控股发展有限公司	1.6	2020/6/28	2020/10/26	10	2.403
BK1430382	怀化市城市建设投资有限公司	6.47	2020/6/24	2025/6/24	10	6.469
BK2538175	孝感市高创投资有限公司	6	2020/6/24	2023/6/24	2	5.998
BK1429061	潍坊滨海投资发展有限公司	4.97	2020/6/24	2025/6/24	9	-
BK2680415	榆林市城市投资经营集团有限公司	4.59	2020/6/24	2023/6/24	18	4.670

CUSIP 碼	名稱	息票 (%)	發行日	到期日	發行金額 (億 人民幣)	彭博估值 (%)
BK1471683	珠海華發集團有限公司	4.06	2020/6/24	-	10	6.451
BK1646797	如皋市經濟貿易開發總公司	3.68	2020/6/24	2021/6/24	5	4.456
BK1851157	珠海華發集團有限公司	1.67	2020/6/24	2020/12/21	10	2.762
BK1456262	中南建設	7.2	2020/6/23	2024/6/23	12	7.198
BK1434210	陽光城	6.6	2020/6/23	2024/6/23	6	-
BK1200116	建發房地產集團有限公司	4.15	2020/6/23	2027/6/23	7	4.148
BK1169725	揚州經濟技術開發區開發總公司	3	2020/6/23	2021/6/23	5	4.440
BK1254402	深圳市人才安居集團有限公司	2.8	2020/6/23	2023/6/23	57	2.797
BK1663206	宣城市國有資產投資有限公司	2.7	2020/6/23	2020/12/20	5	3.715
BK1161854	融僑集團股份有限公司	6.5	2020/6/22	2025/6/22	20	6.495
BK1861651	紹興袍江工業區投資開發有限公司	5.29	2020/6/22	2023/6/22	5	5.288
BK0970610	南京浦口康居建設集團有限公司	3.79	2020/6/22	2023/6/22	5	3.990
BK1243710	保利地產	3.78	2020/6/22	2027/6/22	5	3.778
BK1243231	安徽省高速地產集團有限公司	3.55	2020/6/22	2021/3/19	4.1	4.391
BK1243678	保利地產	3.14	2020/6/22	2025/6/22	15	3.138
BK1162340	張家港市直屬公有資產經營有限公司	2.8	2020/6/22	2020/10/23	1.8	2.799
BK1453871	福州城市建設投資集團有限公司	2.19	2020/6/22	2021/3/19	3.1	3.130
BK1436876	珠海華發集團有限公司	1.68	2020/6/22	2020/12/19	5	2.794
BK0739585	天津經濟技術開發區國有資產經營公司	5.2	2020/6/19	2023/6/19	10	4.083
BK0935704	萬科	3.9	2020/6/19	2027/6/19	12	3.898
BK0735336	中國南山開發(集團)股份有限公司	3.35	2020/6/19	2025/6/19	3	-
BK0945117	上海奉賢發展(集團)有限公司	3.3	2020/6/19	2025/6/19	6	-
BK0935597	萬科	3.2	2020/6/19	2025/6/19	8	3.198
BK0953145	義烏市國有資本運營有限公司	2.7	2020/6/19	2021/1/29	8	2.912
BK1438898	蘇州蘇高新集團有限公司	1.9	2020/6/19	2020/8/18	3	2.841
BK0746622	柳州東通投資發展有限公司	6.8	2020/6/18	2025/6/18	10	6.794
BK0744833	上海城開(集團)有限公司	3.49	2020/6/18	2023/6/18	5.5	3.486
BK0042139	重慶邁瑞城市建設投資有限責任公司	3.3	2020/6/18	2021/6/18	10	3.871
BK0959811	蘇州蘇高新集團有限公司	1.9	2020/6/18	2020/8/17	3	2.389
BK0743348	昆山城市建設投資發展集團有限公司	1.58	2020/6/18	2021/3/15	1	3.822
BK0312516	鹽城東方投資開發集團有限公司	6	2020/6/17	2025/6/17	5	5.995
BK0063275	江蘇瀚瑞投資控股有限公司	5.23	2020/6/17	2021/6/17	5	7.919
BK0093934	建發房地產集團有限公司	4.19	2020/6/17	2025/6/17	5	4.063
BK0092605	漢江國有資本投資集團有限公司	3.99	2020/6/17	2025/6/17	10	4.303
BK0033781	沧州市建設投資集團有限公司	3.96	2020/6/17	2025/6/17	6	-
BJ9799575	常熟東南資產經營投資有限公司	3.7	2020/6/17	2025/6/17	3	-
BK0048201	上海奉賢發展(集團)有限公司	3.3	2020/6/17	2025/6/17	4	-
BK0064729	上海金橋(集團)有限公司	3.25	2020/6/17	2025/6/17	6	-

CUSIP 碼	名稱	息票 (%)	發行日	到期日	發行金額 (億 人民幣)	彭博估值 (%)
BK0469860	珠海九洲控股集团有限公司	2.95	2020/6/17	2020/11/14	5	3.716
BK0036461	宁波市镇海投资有限公司	2.67	2020/6/17	2021/6/17	5	3.858
BK0417984	张家港市直属公有资产经营有限公司	2.5	2020/6/17	2020/10/23	2	3.257
BK0723670	金辉集团股份有限公司	6.95	2020/6/16	2024/6/16	6.5	6.942
BK0733158	中国南山开发(集团)股份有限公司	1.99	2020/6/16	2021/3/11	5	2.938
BK2883159	西安曲江大明宫投资(集团)有限公司	6.36	2020/6/15	2025/6/15	2.5	-
BK0745343	深圳市中集产城发展集团有限公司	5.4	2020/6/15	2023/6/15	4	4.514
BJ9479996	潍坊滨海投资发展有限公司	4.97	2020/6/15	2025/6/15	5	-
BJ9793743	丹阳投资集团有限公司	3.95	2020/6/15	2021/3/12	6	3.820
BJ9251304	宁波市奉化区投资有限公司	3.81	2020/6/15	2025/6/15	7	4.019
BJ9483527	海宁市资产经营公司	3.35	2020/6/15	2025/6/15	10	-
BJ9791770	上海北方企业(集团)有限公司	2.35	2020/6/15	2020/9/15	2.5	2.925
BK3067075	上海新长宁(集团)有限公司	3.5	2020/6/12	2025/6/12	10	-
BJ9209187	苏州苏高新集团有限公司	3.28	2020/6/12	2023/6/12	10	3.426
BJ9808277	珠海九洲控股集团有限公司	2.98	2020/6/12	2020/11/9	3	2.899
BJ9469591	温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司	2.72	2020/6/12	2020/9/10	3	3.502
BJ9808319	青岛城市建设投资(集团)有限责任公司	1.99	2020/6/12	2020/11/27	10	2.851
BK2882375	重庆华宇集团有限公司	8.5	2020/6/11	2023/6/11	6.5	-
BK0096663	衡阳市城市建设投资有限公司	4.5	2020/6/11	2025/6/11	15	-
BJ9478253	云南省城市建设投资集团有限公司	3.9	2020/6/11	2020/7/10	15	5.236
BK0092712	上海北方企业(集团)有限公司	3.6	2020/6/11	2025/6/11	5.2	3.708
BJ9250157	珠海华发集团有限公司	1.7	2020/6/11	2020/12/8	5	2.787
BK1248610	江苏瀚瑞投资控股有限公司	5.8	2020/6/10	2021/6/10	6.8	7.914
BJ9809440	淮安市水利控股集团有限公司	4.2	2020/6/10	2023/6/10	8	4.363
BJ8378256	光大嘉宝	3.98	2020/6/10	2025/6/10	12	-
BJ8707116	安徽省高速地产集团有限公司	3.65	2020/6/10	2021/3/7	3	3.259
BJ8144740	温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司	2.76	2020/6/10	2020/9/8	3	3.502
BJ8985167	陆家嘴	2.48	2020/6/10	2020/12/7	15	3.010
BJ9205953	武汉市江岸国有资产经营管理有限责任公司	2.3	2020/6/10	2021/3/7	4.5	3.773
BJ9222677	广州越秀集团股份有限公司	1.25	2020/6/10	2020/12/7	10	2.396
BJ9237311	广州越秀集团股份有限公司	1.15	2020/6/10	2020/9/8	10	2.234
BJ8705268	江苏瀚瑞投资控股有限公司	4.7	2020/6/9	2021/3/5	5	7.800
BK1250194	株洲高科集团有限公司	5.8	2020/6/8	2025/6/8	10	4.072
BJ8370535	红星美凯龙控股集团有限公司	5.5	2020/6/8	2020/12/5	2	5.477
BK2883589	株洲高科集团有限公司	5.5	2020/6/8	2025/6/8	10	-
BJ8377290	新城控股	5.15	2020/6/8	2021/3/5	7.5	5.133

CUSIP 码	名称	息票 (%)	发行日	到期日	发行金额 (亿人民币)	彭博估值 (%)
BJ8383983	云南省城市建设投资集团有限公司	3.98	2020/6/8	2020/8/7	10	6.392
BJ8371772	宣城市国有资产投资有限公司	3.87	2020/6/8	2025/6/8	10	-
BK2884827	柳州东通投资发展有限公司	7.3	2020/6/5	2025/6/5	8	-
BJ8140078	恒大地产集团有限公司	5.6	2020/6/5	2023/6/5	25	5.590
BJ8997691	衡阳市城市建设投资有限公司	4	2020/6/5	2025/6/5	10	-
BJ8076264	珠海九洲控股集团有限公司	3.94	2020/6/5	2023/6/5	10	3.903
BJ8076165	金地集团	3.3	2020/6/5	2023/6/5	20	3.216
BJ8139211	上海浦东土地控股(集团)有限公司	3.18	2020/6/5	2025/6/5	8.5	3.177
BJ8145374	苏州科技城发展集团有限公司	2.78	2020/6/5	2020/7/30	2.5	2.833
BJ8141605	上海浦东软件园股份有限公司	2.2	2020/6/5	2020/12/2	2	3.096
BJ7569004	美凯龙	5.16	2020/6/3	2023/6/3	5	5.151
BJ7552539	大连万达商业管理集团股份有限公司	4.7	2020/6/3	2023/6/3	20	4.705
BJ7860593	国贸地产集团有限公司	2.79	2020/6/3	2021/2/28	3	3.037
BJ8076488	苏州高新国有资产经营管理集团有限公司	2.2	2020/6/3	2020/9/25	1	3.410

数据来源: Bloomberg 克而瑞证券研究院

注: 债券彭博估值数据截至 2020 年 7 月 1 日。

表 6: 6 月取消发行 2 只个券

债券简称	发生日期	发行期限(年)	企业性质	计划发行规模(亿)	主体评级
20 世茂 G2	2020/6/10	2	民企	10	AAA
20 金地 MTN002B	2020/6/4	5	公众企业	10	AAA

数据来源: Wind 克而瑞证券研究院

注: 取消发行地产债根据 Wind 房地产行业筛选。

6 月人民币债交易金额上升，八成美元债估值下行

6 月中资房企人民币债环比上升 5.6%

6 月中资房企人民币债现券交易金额 1229.7 亿人民币，环比上升 5.6%。6 月，银行间债券市场、上交所、深交所现券交易总金额分别为 1063.6 亿、42.9 亿和 123.2 亿，占比分别为 86.5%、3.5%和 10.0%。

表 7：中资房企人民币债现券交易金额环比上升 5.6%

交易市场	总金额(亿元)	比重(%)
银行间债券市场	1,063.6	86.5%
上海证券交易所	42.9	3.5%
深圳证券交易所	123.2	10.0%
合计	1,229.7	100.0%

数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

6 月八成美元地产债估值下行

6 月 81.5%的中资房企美元债估值下行。下行幅度首位为阳光城子公司，下行幅度 525.8BP；下行前十个券部分为修复前月估值上行行为。

上行前十债券首位发行人为阳光 100，上行幅度 6297.0BP；泰禾集团、泛海控股、新潮中宝等公司的多个券上行幅度居前。

表 8：6 月中资房企美元债估值下行前十

CUSIP	发行人	发行金额 (亿美元)	发行日期	期限	票息 (%)	5.29 估值(%)	本月估 值变化 (BP)	上月估 值变化 (BP)
BG0916463	阳光开曼投资有限公司	1.1	2020/2/20	2.0	12.5	12.822	-525.8	21.8
ZP5869307	德信中国	2	2020/1/23	2.2	11.875	15.491	-357.6	193.6
ZP6047762	景程有限公司	20	2020/1/24	2.8	11.5	14.253	-353.3	68.0
AZ7095898	万达集团海外有限公司	5.5	2019/7/24	3.0	7.5	11.254	-352.3	-96.2
AO0808615	佳兆业集团荣兴达发展	12.55	2017/6/30	5.0	8.5	8.988	-313.5	-44.1
ZS1856179	(BVI)有限公司	5	2019/4/24	3.0	8	10.150	-289.2	-157.4
AX9574382	佳兆业集团	5.5	2019/4/9	3.0	11.25	8.894	-279.8	-74.3
ZQ0116827	易居企业控股	2	2019/10/18	2.5	7.625	14.106	-248.1	297.2
ZP6047838	景程有限公司	20	2020/1/24	3.8	12	14.649	-245.0	-1.0
AV3675742	景程有限公司	5.9	2018/11/6	5.0	13.75	14.506	-240.0	-37.2

数据来源：Bloomberg 克而瑞证券研究院

表 9: 6 月中资房企美元债估值上行前十

CUSIP	发行人	发行金额 (亿美元)	发行日期	期限	票息 (%)	4.30 估值 (%)	本月估值 变化 (BP)	上月估值 变化 (BP)
AV9216301	阳光 1 0 0 中国	1.7	2018/12/5	3.0	10.5	79.685	6297.0	99.3
AV3270411	泛海控股国际发展 III 有限公司	2.15	2018/10/31	3.0	12	57.582	3978.7	105.4
AX7057661	泛海控股国际发展 III 有限公司	0.65	2019/3/20	2.6	12	62.907	2183.6	1762.4
AZ4213163	泰禾集团全球有限公司	4	2019/7/10	3.0	15	48.020	1852.1	139.0
AQ6875100	泰禾集团全球有限公司	2.25	2018/1/17	5.0	8.125	46.728	1288.1	241.4
AW2213485	新湖(BVI) 2018 控股有 限公司	2.4	2018/12/20	3.0	11	18.365	737.4	1.0
AP1551625	香港红星美凯龙全球家 居有限公司	3	2017/9/21	5.0	3.375	11.477	402.0	12.8
BH2362342	亿达中国	2.24899	2020/3/27	2.0	10	34.771	309.0	70.7
AX5660896	新湖(BVI) 2018 控股有 限公司	2.75	2019/3/14	3.0	11	18.493	253.1	-153.2
ZR9617096	海伦堡中国控股 有限公司	5.5	2019/10/14	2.0	12.875	15.944	227.6	80.8

数据来源: Bloomberg 克而瑞证券研究院

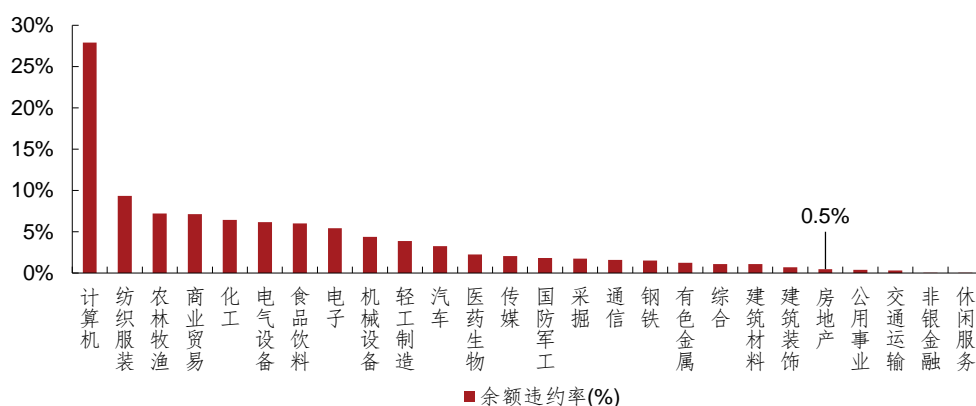
注: 本文选择 6 月末及 5 月末均有估值的债券进行估值变化的比较。估值变化=当月末估值收益率-前月末估值收益率。估值排名选用一年后到期的债券进行排行。

6月中资房企无人民币债违约，8家主体境外评级变动

申万房地产行业违约率 0.5%，6月爱普地产违约

申万房地产一级行业债券余额违约率 0.5%，同上月。

图 34：地产行业债券余额违约率 0.5%，同上月



数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

注：余额违约率=违约债券余额/行业信用债余额*100%。

6月，重庆爱普地产(集团)有限公司展期，规模 8 亿元，类别为私募债，承销商中金公司，公司无其他债券待偿还；截至 2020 年 6 月 30 日，中资房企人民币债券违约 22 只，违约公司 5 家，违约金额 118.0 亿人民币。

6月中资地产公司 2 家被境内机构降评级，8 家主体境外评级变动

境外，禹洲被穆迪调高评级，新力被三家评级机构同时新增 B 档评级、展望为稳定，恒大被穆迪给予负面评级展望。

表 10：6 月 2 家公司被境内评级公司调整主体评级

企业名称	最新评级日期	最新主体评级	最新评级展望	机构	企业性质
重庆爱普地产(集团)有限公司	2020-06-22	BBB	负面	东方金诚	民企
泰禾集团股份有限公司	2020-06-18	AA-	负面	东方金诚	民企

数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

表 11: 6 月 8 家主体境外评级变动

公司名称	日期	评级类型	目前评级	上次评级	机构
中国海外宏洋财务 IV (开曼) 有限公司	06/29/2020	长期评级	Baa2		穆迪
扬州市城建国有资产控股(集团)有限责任公司	06/28/2020	长期本币发行人评级	AAA	AA+	大公国际
扬州市城建国有资产控股(集团)有限责任公司	06/28/2020	评级展望	STABLE		大公国际
中国恒大	06/23/2020	评级展望	NEG		穆迪
中国恒大	06/23/2020	长期评级	B1		穆迪
景程有限公司	06/23/2020	长期评级	B2		穆迪
景程有限公司	06/23/2020	评级展望	NEG		穆迪
禹洲集团	06/23/2020	高级无担保债务	B1	B1 *-	穆迪
禹洲集团	06/23/2020	评级展望	STABLE		穆迪
禹洲集团	06/23/2020	长期企业家族评级/长期评级	Ba3	Ba3 *-	穆迪
FUXIANG 投资管理有限公司	06/15/2020	评级展望	STABLE		穆迪
FUXIANG 投资管理有限公司	06/15/2020	高级无担保债务	(P)Baa3		穆迪
中国宏泰发展	06/10/2020	评级展望	STABLE		标普
新力控股集团	06/10/2020	长期外币发行人信用	B		标普
新力控股集团	06/10/2020	评级展望	STABLE		标普/穆迪/惠誉
新力控股集团	06/10/2020	长期本币发行人信用	B		标普
新力控股集团	06/10/2020	长期企业家族评级	B2		穆迪
新力控股集团	06/08/2020	长期发行人违约评级	B+		惠誉

数据来源: Bloomberg 克而瑞证券研究院

风险提示

政策风险

行业政策风险：如全国发布更加严格的房地产限购、限贷、限售、限价政策，行业的市场销售压力会增大。

棚改政策风险：棚改政策进一步明确，如果未来有大量降低的趋势，对行业三、四线城市的销售压力有一定的影响。融资风险

企业融资：如果后期出现人民币或美元的相关政策导致社会整体的资金出现收紧，如银行发放贷款审核条件更加严格，房企海外发债审核更加严格，房企发债未达预期等情况都有可能造成房企的融资压力加大。

居民加杠杆：如贷款利率进一步提升，增加购房成本，可能影响销售速度。

信用风险

如房地产企业在处理债务上，出现违约等情况，有可能影响市场对行业发展风险的评判。

销售业绩未完成风险

房地产市场波动大，企业原定的销售目标存在未完成的风险。

数据风险

本研究采用了第三方数据，存在数据公布不及时或数据公布不全面，影响分析结果的风险。

免责声明

披露事项

本文件由克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)编制。克而瑞及其子公司, 母公司和/或关联公司跟在本文件中所提及过的公司及其子公司, 母公司和/或关联公司之间有正常业务关系和/或股权关系。

免责声明

本文件基于我们认为可靠的信息, 但克而瑞证券有限公司并未独立验证本文件的内容。本文件所述的事实, 以及其中所表达的意见, 估计, 预测和推测, 截至本报告日期, 如有变更, 恕不另行通知。对于本文件所含信息, 意见, 估计, 预测和推测的公正性, 准确性, 完整性或合理性, 不作任何明示或暗示的陈述或保证, 也不应依赖于这些信息, 意见, 估计, 预测和推测的公正性, 准确性, 完整性或合理性, 而且克而瑞证券有限公司, 公司, 其股东, 或任何其他人士, 对于因使用本文件或其内容或与之相关的其他原因而造成的任何损失, 均不承担任何责任。

本文件不构成认购或购买任何证券的要约, 邀请或要约招揽或构成认购或购买任何证券的要约, 邀请或要约招揽的一部分, 本文作或本文件中的任何内容均不构成任何合同或承诺的基础, 也不作为任何合同或承诺的依据。任何在任何发售中购买或讲购证券的决定, 必须仅以招股说明书或公司发布的其他发售通函中包含的与该发售有关的信息或其他重要信息为依据。

本文件之内容不是为任何投资者的投资目标, 需要及财政状况而编写。在签订任何投资协议之前, 投资者应审慎考虑自身状况, 并在必要时寻求专业意见后再进行投资决策。本文件内所载之资料乃得自可靠之来源, 惟并不保证此等数据之完整及可靠性, 亦不存有招揽任何人参与证券或期货等衍生产品买卖的企图。本文件内之意见可随时更改而无须事先通知任何人。在任何情况下, 克而瑞及所有其关联方一概不就任何第三方因依赖本文件内容的作为或不作为而直接, 间接, 附带或偶然产生的任何损失承担或负上任何责任, 即使克而瑞在有关作为或不作为发生时而知悉该等作为或不作为。

本文件在香港只向专业投资者(定义见<证券及期货条例>(香港法律第 571 章)及在香港颁布的任何法规)以及不违反香港证券法的情况下分发。

本文件乃属于克而瑞之财产, 未经克而瑞事前书面同意, 任何人士或机构均不得复制, 分发, 传阅, 广播或作任何商业用途, 而克而瑞亦不会就此承担任何第三方因复制或分发本文件内的全部或部分内容而引起的任何责任。

投资涉及风险, 过往业绩并非未来业绩的指标。投资者应进一步了解指数详情, 包括指数产品特征及风险因素。克而瑞(CE No. BAL779), 为香港证券及期货事务监察委员会持牌人, 获批准从事香港法例第 571 章《证券及期货条例》界定的第 1 类(证券交易)、第 4 类(就证券提供意见)及第 9 类(提供资产管理)受规管活动。