

发布时间：
2023年3月6日

撰写人
郜宇鸿、李莹莉、焦玉如
gaoyh@cspengyuan.com

林心平
linxp@cspengyuan.com

中证鹏元资信评估股份有限公司

地址：深圳市深南大道
7008号阳光高尔夫大厦
3楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

信用展望 2024|房地产行业：

凛冬萧肃，销售继续承压，房企信用企稳仍待时日

主要内容：

◆ 房地产行业展望：

预计 2024 年政策转向全面宽松，中央层面将进一步落实供给端金融支持政策，推进保障性住房、城中村改造建设成为托底房地产开发投资的重要支撑；地方层面，调控政策有望进一步优化，一线及部分强二线城市调控政策尚有松绑空间。短期来看政策利好的刺激不会推动行业反转，继续筑底震荡仍是主基调。预计 2024 年房地产仍有下跌压力，商品房销售将继续下跌，城市间分化进一步加深。

销售端疲软情况下，房企补库存意愿不强，预计房地产投资增速下行压力仍然较大。随着保障性住房和城中村改造等重大政策推进落地，开发投资将有一定支撑，2024 年累计同比降幅有望收窄。在行业下行、政策传导不畅、房企资金普遍承压的背景下，2024 年房企拿地更趋于谨慎和收敛，土拍市场将持续冷淡。

◆ 房企经营和融资情况：

销售端市场格局进一步分化，2023 年央国企销售降幅收窄，而多家民企及混合所有制企业销售滑档；土地市场格局基本保持稳定，活跃在土地市场的依然是头部央企及部分国企，未来销售向央国企倾斜的趋势仍将持续。

房企境内债券发行走弱，净融资持续收缩。其中，中央企业净融资规模有所下滑，地方国有企业成为境内债券融资主力，民营及混合所有制债券市场化融资未能恢复。债券到期方面，2024 年境内债券到期及回售规模较 2022-2023 年偿还规模有所提升，偿债压力仍较大。分月份看，2024 年 3 月、4 月、8 月为偿债高峰。

银行端“第一支箭”后房企意向授信额度大幅增长，但整体授信使用率同比下降，从传闻“房企白名单”到落地呈现的“项目白名单”，银行端仍是在市场化、法制化的体系下为房企融资提供支持。股权融资方面，仅少数房企在定增落地后改善资产负债表，对于行业融资端的提振作用较弱。

◆ 2024 年投资策略建议：

央国企的市场占有率持续提升且债券市场融资能够保持通畅，目前信用风险向央国企发酵的可能性仍然较低，整体违约风险可控，但会受到市场影响而导致估值波动，稳健投资者可等待政策陆续落地、估值压力释放完成后的投资机会。对于再融资通畅的房企可适当拉长久期挖掘超额收益，对于

近年来加杠杆快速扩张的房企需持续关注土储、项目去化、回款进度及再融资的边际变化，短久期投资策略更为适合。

对于可更大范围承担估值波动的投资者来说，未出险的民营企业和混合所有制企业有一定的性价比，但需更加密切重视企业融资和债务到期结构、以及土储重仓城市的市场表现，同时可进一步压缩久期以把握企业和政策基本面变化机会。

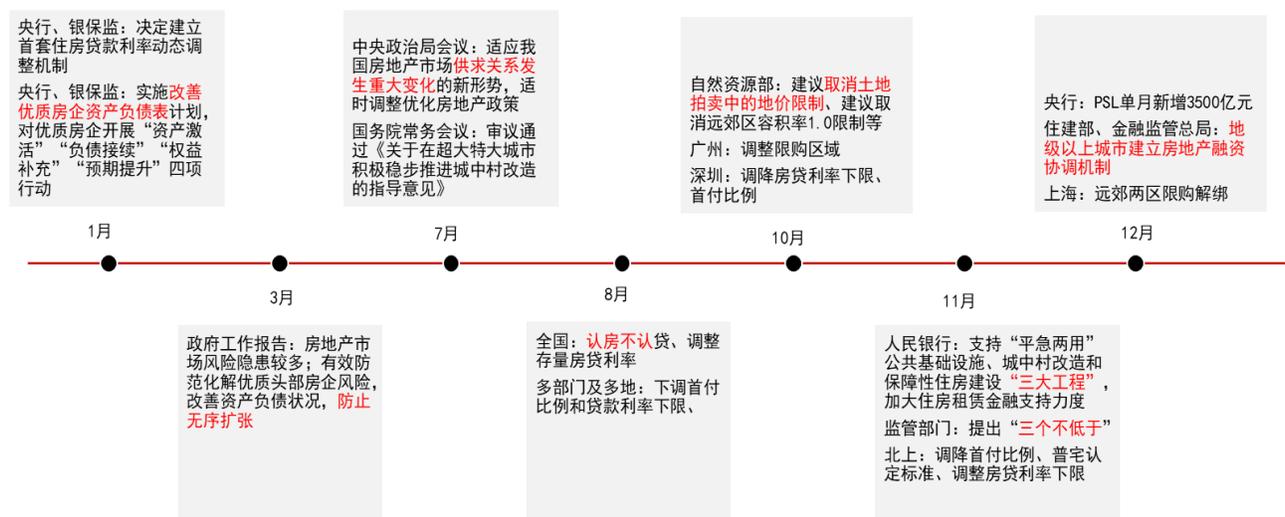
一、2024年房地产行业展望

1.1 政策端

预计2024年政策转向全面宽松，中央层面将进一步落实供给端金融支持政策，推进“三个不低于”“白名单”等措施落地；地方层面，调控政策有望进一步优化，一线及部分强二线城市调控政策尚有松绑空间。

2023年政策出台与房地产市场情绪息息相关，上半年以“防风险”为主基调，着力于改善优质房企资产负债表；随着居民缩表加剧、房企负面舆情散发，下半年自上而下推动需求端宽松政策落地、细化金融端监管指标，整体政策放松力度前弱后强。需求端政策环境已接近2014年最宽松阶段；供给端，“金融16条”续期、“三个不低于”和“白名单”等措施陆续提出。

图1 2023年房地产政策放松力度前弱后强



资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

2023年融资端政策落地效果不佳，细化监管指标打通资金“堵点”。受销售下滑、龙头房企负面舆情冲击，市场化机制下金融机构避险情绪犹存，2023年房企融资“三支箭”落地效果一般，多数民企流动性进一步承压。中央金融工作会议、中央经济工作会议及2024年政府工作报告多次强调“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求”。四季度以来，政策思路专项疏通融资“堵点”，通过对银行机构提出“三个不低于”，从量化指标角度避免贷款过分倾斜，扩大支持范围，降低金融机构风险规避影响建立城市房地产融资协调机制，分割集团公司的债务风险和项目公司开发运营风险，保障优质项目建设运营。

2024年1月5日，住房和城乡建设部、金融监管总局发布关于建立城市房地产融资协调机制的通知，各省市住房和城乡建设部门联合召开城市房地产融资协调机制工作部署会议。根据住房和城乡建设部、金融监管总局2月底召开的工作

调度会议，要求3月15日前各地级及以上城市要建立融资协调机制；截至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6,000个，商业银行审批通过贷款超2,000亿元。根据2月20日会议公布的数据，已有57个城市162个项目已获得银行融资共294.3亿元。监管当前对房地产融资重视程度很高，督办力度也在持续加大，后续仍需持续关注落地金额。

价格端限制有所松动，逐步回归市场化运行。2023年9月自然资源部建议取消土地地价限制措施，多地陆续退出集中供地计划、取消地价上限、降低土拍门槛，但北京、上海、深圳仍延续限地价规则，未来仍有进一步放松空间。2023年对房价的管控明显放松，例如苏州明确房价调整属于市场化行为、东莞明确对备案价调整的管控约束将减少，具备较强的信号意义。

地方层面，各能级城市2023年调控放松力度有所加大，但出台节奏及力度仍有差异。一线城市调控方向虽与全国一致，但政策力度仍有克制，以循序渐进的方式逐步放松。2023年，北上广深在8月末9月初陆续落实“认房不认贷”，在11月后落实了降低二套房首付比例和贷款利率下限、修改普宅认定标准、放松远郊限购等政策。一线城市基于户籍和社保制度的限购体系仍较为严格，首付比例、房贷利率高于全国平均水平，未来仍有一定的宽松空间。强二线城市以限购、限贷、限售放松为主，同时创新性政策频出，放松力度很大。例如，杭州、成都、西安仅保留部分限购片区、武汉、宁波、长沙、郑州、南京、厦门、青岛全面放松限购；各城市首付比例、房贷利率普遍下调至下限；创新性政策方面，武汉购房人可与开发企业约定分期支付首付款、多地推行“以旧换新”服务等，提振市场需求。弱二线及三四线城市基本依照中央各部委相关文件执行放松政策，政策空间不大，但在公积金政策、购房补贴、人才政策等方面有所发力。

表1 2024年以来一线城市住房限购限贷政策调整

时间	城市	政策内容
1月27日	广州市	在限购区域范围内，购买建筑面积120平方米以上住房，不纳入限购范围；在限购区域范围内，居民家庭将自有住房用作租赁住房并办理房屋租赁登记备案手续的，或者在广州存量房交易系统取得房源信息编码并挂牌计划出售的，购买住房时相应核减家庭住房套数等。
1月30日	上海市	连续缴纳社保或个人所得税满5年及以上的非本市户籍居民，可在外环以外区域（崇明区除外）限购1套住房。此前非上海市户籍购房需满足“5年社保+已婚”条件
2月6日	北京市	具备北京购房资格的四类家庭，可在通州区购买1套商品住房。
2月7日	深圳市	本市户籍居民家庭(含部分家庭成员为本市户籍居民的家庭)限购2套住房，本市户籍成年单身人士(含离异)限购1套住房；取消落户年限以及缴纳个人所得税、社会保险年限要求。非本市户籍居民家庭及成年单身人士(含离异)能提供购房之日前3年在本市连续缴纳个人所得税或社会保险证明的，限购1套住房

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

2024年政策展望：房地产市场与金融市场紧密相连，金融风险的控制需要精准的政策工具和协调机制。目前房企信用风险逐渐由2021年下半年开始的现金流危机转为资产价格下跌的危机，预计2024年政策将转向全面宽松。供给侧政策方面，中央层面将进一步落实金融支持政策，推进“3个不低于”“白名单”等措施真正落地，督导商业银行加快对名单内房地产项目的审批及放款。需求端政策方面，中央层面将继续落实支持居民住房需求的措施，自上而下出台政策以支持首次购房者和满足居民改善性住房需求，如优惠贷

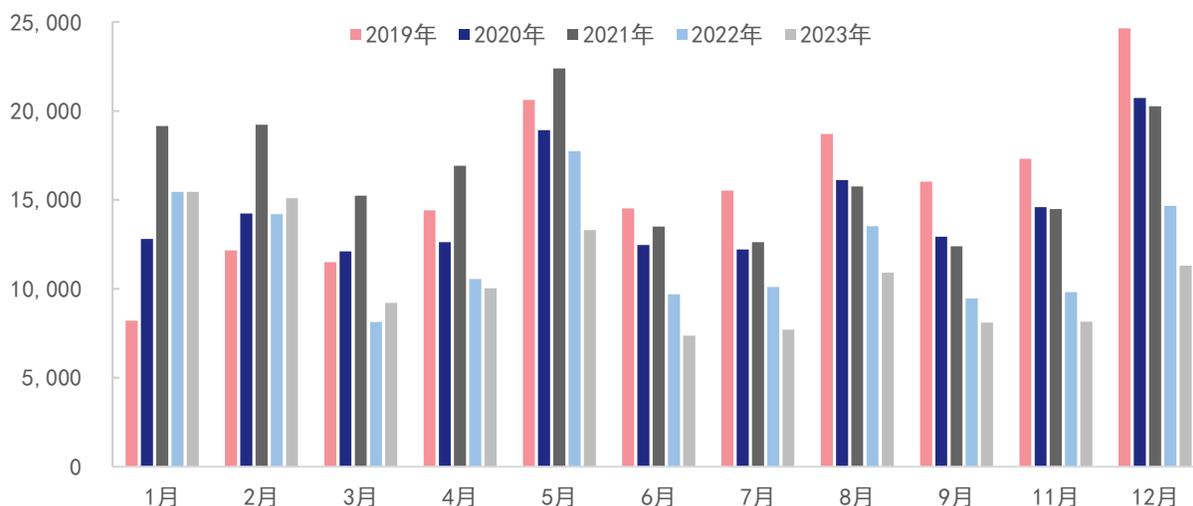
款利率、税收减免等；地方层面调控政策有望进一步优化，一线及部分强二线城市调控政策尚有松绑空间，例如限购局部松绑、对于远郊区域调降非户籍购房社保年限、调降落户门槛等；二线城市中杭州、成都、西安等城市调控政策还有所保留，未来大概率进一步调整，逐步向全面放开限购、限售靠拢。长效政策方面，将继续加快保障房住房体系建设，完善房地产市场长效管理机制，加快构建房地产发展新模式。

1.2 销售端

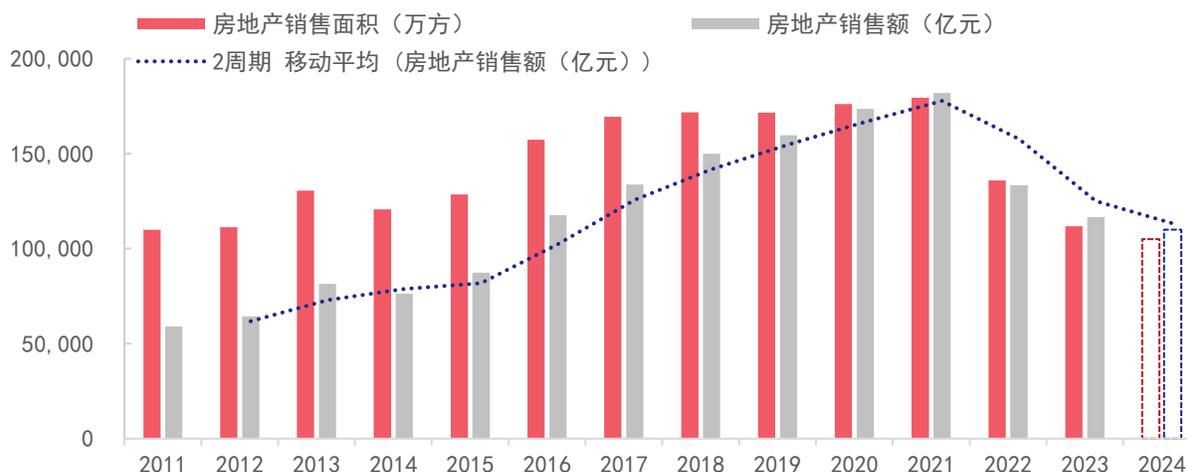
制约房地产销售复苏的根本原因是居民收入预期和购房信心不足，经济预期向好才能稳住地产。短期来看政策利好的刺激不会推动行业反转，政策对销售的提振作用在边际递减，筑底震荡仍是主基调。2024年商品房销售仍有下跌压力，预计全年销售规模同比继续下降，延续筑底态势，城市间深度分化进一步加深。

回顾2023年，全年商品房累计销售面积11.74亿方，同比下降8.50%；累计销售金额11.66万亿元，同比下降6.50%。销售中枢再下一台阶，商品房销售金额回到2016年同期水平，销售面积回到2012年同期水平。分季度来看，一季度在需求集中释放下销售迎来短暂的“小阳春”，二季度存量积压的需求下降后市场动能迅速收缩；下半年中央和地方连续出台利好政策，9-10月份以来核心一、二线城市相继对限购和限贷政策进行松绑，而各地放松节奏频次虽多但节奏偏慢，销售在政策刺激下呈现脉冲式修复。10月以后市场热度再次转冷，市场信心修复需要政策持续加码，而政策对销售的提振作用又在边际递减，整体悲观预期蔓延，全年呈现前高后低的走势。

图2 2023年宽松政策未能奏效，销售整体呈现前高后低（单位：亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

图3 销售中枢再下台阶，2023年销售金额回到2016年同期水平，销售面积回到2012年同期水平


资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

2023年城市间分化程度进一步加深，一线和部分二线城市具有一定韧性，年底成交环比有所改善。随着四季度以来一、二线城市限制性政策加速松绑，以及年底房企降价促销，一线城市四季度商品房成交面积同比增长3.41%，环比增长15.71%，市场成交量逐步呈现企稳态势。从2023年全年来看，北京、上海和广州2023年成交量同比均有所回升，深圳商品房成交面积同比下降10.63%。二线城市中，成都和西安凭借着区域内产业集聚和人口流入等优势，在全国销售不振的情况下走出独立行情；而天津、郑州、昆明等二线城市表现疲软，其余三四线城市在没有产业和人口支撑的情况下房地产景气度继续下行，销售持续探底。

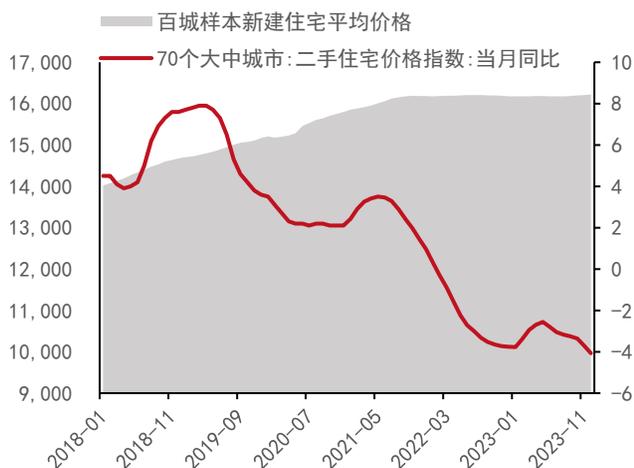
价格方面，2023年全年商品住宅销售价格总体延续下降态势，其中上半年价格有所回升，但下半年开始再次进入下跌区间。分能级来看，一线城市新房价格相对稳定，二三线城市回调幅度更大。新房价格抗跌性好于二手房，2023年12月70大中城市新建商品住宅和二手住宅价格指数同比分别下降0.89%和下降4.07%。从另一方面来说，自2023年底以来，二手房存在放量下跌的趋势，对新房销售的挤压效应可能会持续加剧。

表2 一线城市四季度以来成交量有所企稳但持续性仍有待观察（单位：万平方米）

项目	2023Q4 成交面积	同比	环比	2023年成交面积	同比
北京	311.61	4.97%	15.41%	1,192.17	4.42%
上海	472.12	-7.02%	3.55%	1,909.90	5.36%
广州	302.28	36.01%	39.26%	1,100.81	5.22%
深圳	115.12	-14.45%	21.12%	463.11	-10.63%
合计	1,201.13	3.41%	15.71%	4,665.99	3.26%

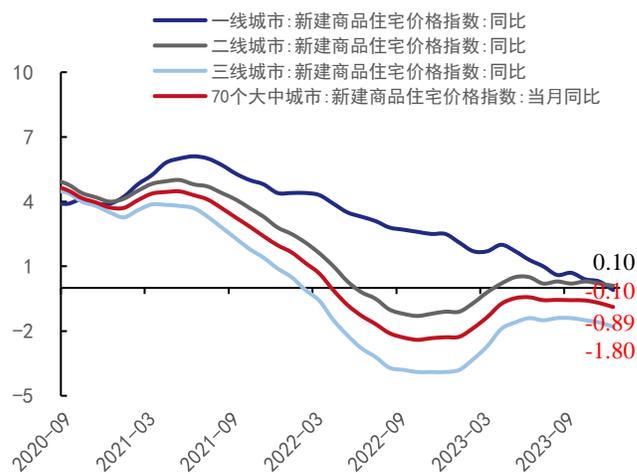
资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

图4 二手住宅价格指数降幅扩大



资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

图5 70城市新建商品房住宅价格指数同比变化



资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

居民加杠杆意愿不强是政策放松调控后销售仍不及预期的重要原因。经济增长疲软叠加地产信用风险暴露之后，购房者对未来房价走势悲观，整体观望情绪浓厚，在地产端加杠杆的意愿显著降低。2023年我国居民按揭贷款大幅少增，在2022年基数已经大幅降低的基础上，全年居民中长期贷款继续同比少增2,000亿。

当前阶段，制约房地产销售复苏的根本原因是居民收入预期和房价上涨预期消失后的购房信心不足，靠地产拉动经济已不现实，只有经济预期向好才能稳住地产。短期来看政策利好的刺激不会推动行业反转，继续筑底震荡仍是主基调，预计2024年房地产仍有下跌压力，商品房销售将继续下跌，城市间分化进一步加深。

图6 居民加杠杆意愿快速下降，压制房地产销售复苏（单位：亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

1.3 投资端

销售端疲软情况下房企补库存意愿不强，当前房企仍以争取融资和存量项目去化为主要任务，预计2024年房地产投资增速下行压力仍然较大；随着保障性住房和城中村改造等重大政策推进落地，开发投资将有一定支撑，2024年累计同比降幅有望收窄。

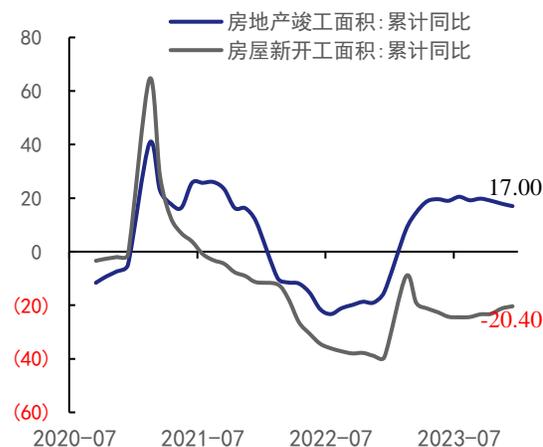
在资金紧张、销售去化不畅背景下，房企普遍拿地谨慎聚焦、开工动力不足，导致投资力度进一步削弱。2023年完成房地产开发投资额11.09万亿，同比降幅为9.6%，绝对值下降至2017-2018年同期水平。新开工持续低迷，全年累计新开工9.54亿方，同比降低20.40%；房企重心仍在保交付，竣工数据修复明显，全年累计竣工面积9.98亿方，同比增长17%。销售端疲软情况下房企补库存意愿不强，且在政策的导向下优先保障存量项目交付，新开工将继续承压，2024年房地产投资增速下行压力仍然较大，但随着保障性住房和城中村改造等重大政策推进落地，开发投资将有一定支撑，同比降幅有望收窄。

图7 房地产开发投资持续承压（单位：亿元、%）



资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

图8 新开工低迷，竣工持续修复（单位：%）



资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

2023年中央多次提及城中村改造工作，12月PSL在时隔一年后迎来大规模单月新增；随着低成本长周期的资金和相关支持政策陆续落地，2024年城中村改造有望加速推进。

2023年中央政治局会议提出“三大工程”，要求加大保障房建设供给、推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。抵押补充贷款（PSL）、财政补贴、专项债和市场化资金有可能成为筹措资金的重要渠道。其中城中村改造工作屡次被中央提及，4月中央政治局会议提出“在超大特大城市积极稳步推进城中村改造”；7月21日国常会通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》；7月28日《在超大特大城市积极稳步推进城中村改造工作部署电视电话会议》召开，城中村改造战略高度及重要性有所提升。

地方层面积极响应中央号召，郑州、南京、南昌等城市接连表态鼓励推行货币化安置，广州、深圳、天津、成都等城市已公布了较为明确的城中村改造计划。2024年1月5日，深圳公布推进城中村改造实施意见，其中城中村改造新政涉及“全市约40%建面”，降低拆迁同意实施门槛、扩大改造范围，广州在石围塘

旧改项目中发放全市首张房票，是一线城市首次在旧改中推出房票安置。

表3 2023年城中村改造相关会议表述

时间	部门	内容
2023/4/28	中央政治局	在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设；规划建设保障性住房
2023/7/21	国常会	审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》，把城中村改造与保障性住房建设结合好；积极创新改造模式，鼓励和支持民间资本参与
2023/7/24	中央政治局	加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设
2023/7/28	在超大特大城市积极稳步推进城中村改造工作部署电视电话会议	积极稳步推进城中村改造有利于消除城市建设治理短板、改善城乡居民居住环境条件、扩大内需、优化房地产结构；现阶段推进城中村改造困难大、矛盾多、情况复杂，要坚持问题导向和目标导向，以新思路新方式破解城中村改造中账怎么算、钱怎么用、地怎么征、人和产业怎么安置等难题
2023/10/12	住建部	超大特大城市正积极稳步推进城中村改造
2023/10/31	中央金融工作会议	加快保障性住房等“三大工程”建设，构建房地产发展新模式
2023/11/17	央行、金融监管总局、证监会	要积极服务保障性住房、城中村改造等“三大工程”建设，加快房地产金融供给侧改革，推动构建房地产发展新模式
2023/12/14	中央经济工作会议	加快推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

2022年9月央行重启PSL投放，9-11月单月净投放量分别为1,082亿元、1,543亿元和3,675亿元，主要用于基础设施建设和“保交楼”相关项目。2024年1月2日，央行公布抵押补充贷款开展情况，2023年12月国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行净新增抵押补充贷款3,500亿元，期末抵押补充贷款余额为32,522亿元。2023年12月央行3,500亿元的单月投放量规模为历史第三高，预计本轮投放仍将持续，结合央行相关表态，“三大工程”建设将成为重点领域。

图9 PSL 时隔一年后迎来大规模单月新增，2023年12月净增加3,500亿元



资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

长远来看，新一轮“PSL+城中村改造”模式下对房地产销售能够起到一定的刺激作用，但是本轮城中

村改造的与棚改仍有较大不同。首先，城市能级不同：七普数据显示全国有7个超大城市和14个特大城市，城市中村改造在底层逻辑上强调大城镇化的战略方向，聚焦于人口流入的一、二线城市，与棚户区改造集中在三四线城市有显著的差别，因此对全国的拉动作用弱于棚改，对一、二线城市可能更为显著。其次，改造周期不同：与2015-2018年棚改相比，城中村改造项目具备周期长、投资大等特点，项目流程复杂，土地权属为集体用地，涉及利益方较多，各环节可能面临不同的阻力，耗时可达数十年。预期在新一轮“PSL+城中村改造”模式下，一定程度上能为当前低迷的楼市起到托底作用。未来具体能产生多大效果，仍要取决于后续城中村改造范围及实际落地情况，以及最终能够带动的市场需求量而定。

2023年土地市场供需两端均走弱，在冷清的市场环境下，地方政府供地更加谨慎，房企拿地意愿也显著收缩，百城土地成交建面降至2016年水平，溢价率持续处于低位；预计在销售尚未企稳、政策传导不畅、房企资金普遍承压的背景下，2024年房企拿地更趋于谨慎和收敛，土拍市场持续冷淡。

2023年土地市场持续冷清，土地成交总价和成交规划建筑面积仍在持续下行。供应方面，在冷清的市场环境下，地方政府供地更加谨慎，为降低流拍率，大多增加了核心优质地块的供应；需求方面，受市场低迷、房企资金链普遍承压的影响，土地成交规模进一步下滑，2023年100城土地成交总价和成交土地规划建筑面积同比分别下降23.18%和23.20%，从绝对值规模上看，土地成交建面降至2016年水平。

土地成交价格方面，由于热点一、二线城市供地质量提升，2023年成交楼面地价较上年略有回升，房企集中布局一、二线的优质地块的策略将继续延续。在销售尚未企稳的背景下，土地限价放开对市场的提振作用较小。从自然资源部2023年9月底建议取消地价上限以来，在22座集中供地试点城市中，已有18城取消土拍地价上限，但下半年以来全年溢价率仍在低位徘徊，2023年12月成交土地溢价率下降至2.61%。

图10 土地市场冷清，百城土地成交持续下降



资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

图11 土地溢价率低位徘徊，楼面均价略有回升



资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

土拍市场的结构上来看，央国企仍是拿地主力。从全年的土地市场变动来看，上半年随着销售的短暂企稳，土拍溢价率有所回暖，民企参与度也有所提升，但下半年随着销售走弱，市场迅速降温，民营房企

拿地十分谨慎，城投平台再次进场托底。根据中指研究院统计，2023年拿地金额TOP50、TOP100中七成以上为央国企。预计在销售尚未企稳、政策传导不畅、房企资金普遍承压的背景下，2024年房企拿地更趋于谨慎和收敛，土拍市场持续冷淡。

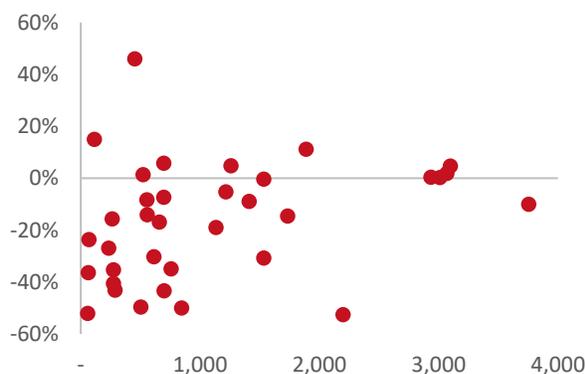
二、2023年房企经营和融资情况

2.1 房企经营端表现

销售端市场格局进一步分化，2023年多家民企及混合所有制企业销售滑档，央国企销售降幅大幅收窄，民企及混合所有制企业销售同比降幅显著高于国有企业；土地市场格局基本保持稳定，活跃在土地市场的依然是头部央企，预计销售端向央国企倾斜的趋势仍将持续。

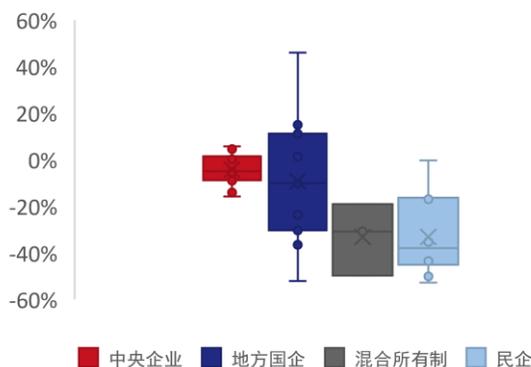
2023年全年商品房累计销售金额同比下降6.50%，从样本房企同期全口径销售额看，下降幅度高于全国平均水平。2023年样本房企全口径销售额实现同比增加的房企由上年的4家增加到10家¹，其余样本房企销售额均出现不同程度的下滑，但整体下滑程度有所收敛，中位数下降14.32%，平均数下降14.88%，销售严重下滑的企业由2022年的中小民营企业扩大到头部民营企业及混合所有制企业。

图12 2023年样本房企全口径销售额及同比



资料来源：中指研究院，中证鹏元整理

图13 2023年不同性质房企销售额变化情况



资料来源：中指研究院，中证鹏元整理

我们按照2023年全口径累计销售金额将样本房企分为4个样本组，各样本组合同销售额区间分别为（0，500]、（500，1,000]、（1,000，2,000]以及2000亿元以上。销售额在2,000亿元以上的房企中，多数为龙头房地产企业，除碧桂园外，销售额同比变动介于-9.99%到4.66%；保利发展及万科分别居销售榜前二，销售额分别达4,207.00亿元、3,755.40亿元，同比分别下降4.56%、9.99%，较上年下降幅度（18.96%、32.74%）均大幅缩窄；受投资三、四线及更低线城市比例过大影响，碧桂园融资及保交楼压力大，2023年债券展期

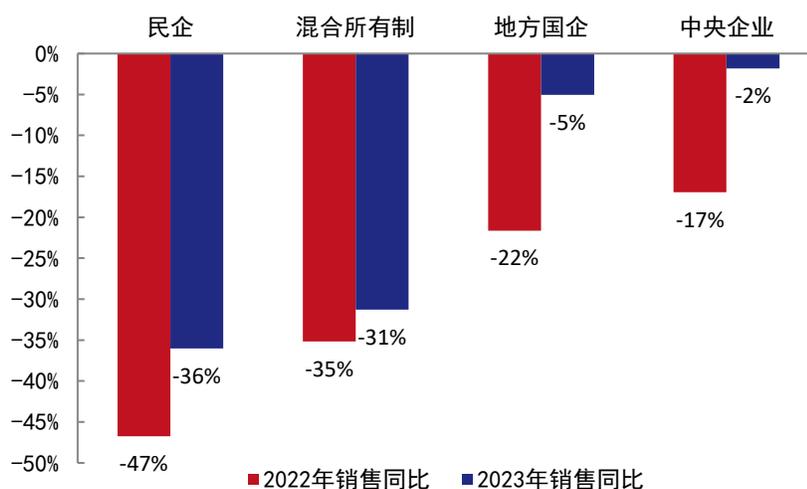
¹ 2022年实现样本房企全口径销售额实现同比增加的4家房企为建发房产、中国中铁、国贸地产及北京城建，2023年实现样本房企全口径销售额实现同比增加的10家房企为中海地产、华润置地、绿城中国、招商蛇口、建发房产、华发股份、中交地产、国贸地产、北京城建及天地源。

后进一步削弱居民购房信心，其销售额同比大幅下滑 52.62%；除保利发展、万科、碧桂园外，其他销售额在 2,000 亿元以上的房企销售额均实现同比微增，增长幅度介于 0.2%至 5%；此外，龙湖集团及金地集团已跌出 2,000 亿元销售档位。

销售额在 1,000-2,000 亿元区间房企，主要为全国性房地产企业，融创中国、新城控股、旭辉集团及远洋集团跌出该档位，同比降幅介于 35%至 50%，除建发房产、华发股份实现同比增长外，其他房企销售额均同比下降，其中金地集团表现较弱，同比降幅 30%以上，绿地集团及龙湖集团降幅在 15%左右，作为中央企业的中国金茂、中国铁建销售额出现一定下降。

销售额在 500-1,000 亿元区间主要为地区龙头房地产企业及个别滑档的全国性房企，分化明显，中交地产及国贸地产销售额实现增长，中国中铁、大悦城降幅较小，其余房企销售额均出现较大程度下滑，降幅介于 14%至 50%。销售额在 0-500 亿元区间，多为区域性房企，商品房销售受当年推盘计划影响波动很大，北京城建、天地源分别同比增长 45.98%、14.95%，其他房企同比降幅整体有所收窄，北辰实业、新希望地产、华宇集团下降幅度超过 40%。

图14 2022-2023 年样本房企合同销售额同比变动



资料来源：中指研究院，中证鹏元整理

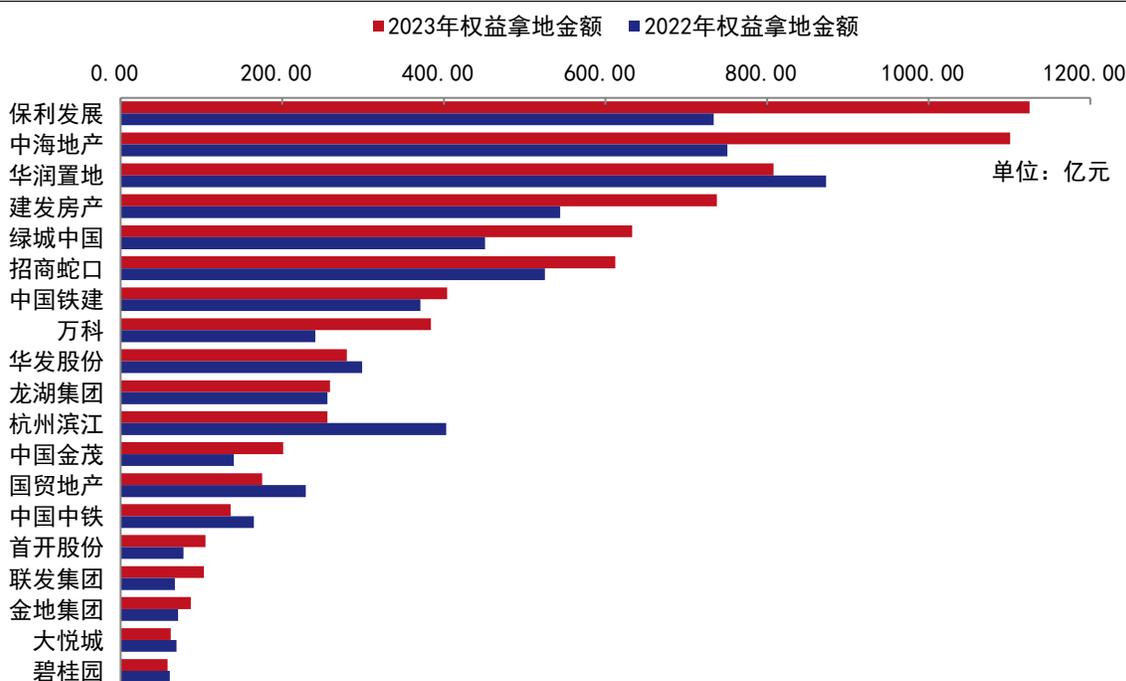
从企业性质看，样本房企销售额同比降幅均有所缩窄，其中样本房企共有中央企业 12 家，2023 年销售额区间在 250 至 4,200 亿元不等，同比增幅介于 -16%至 6%不等，平均降幅为 1.81%，远低于全国平均水平；地方国有企业 11 家，销售额主要位于 60-3,800 亿元区间，销售额增幅介于 -53%至 45%不等，平均降幅为 5.05%，其中北京城建表现最好，销售额同比增长 45.98%；民营房企 10 家，销售额主要位于 250-2,200 亿元区间，平均降幅为 36.03%，除杭州滨江外，其余企业降幅介于 15%至 53%区间，其中碧桂园、融创中国、旭辉集团、新希望地产、华宇集团等 5 家企业销售额同比下降 40%以上；混合所有制企业 3 家，销售额主要位于 500-1,600 亿元区间，销售额降幅介于 18%至 50%不等，平均降幅为 31.29%。

总体来看，受烂尾断贷风波、房企持续暴雷等负面舆情影响，市场对民营房企及混合所有制房企信心

不足，民营房企及混合所有制房企销售收入下滑幅度大于中央企业和国有企业，购房者对民营房企及混合所有制房企的信心扭转仍需时间，预计销售端向央国企倾斜的趋势在未来一段时间内仍将持续。

土地市场方面，自 2022 年以来，土地市场格局基本保持稳定，活跃在土地市场的依然是头部央企、地方国企和少数几家民营房企。2023 年保利发展、中海地产、华润置地、绿城中国、招商蛇口拿地规模稳居前列，建发房产近年来持续加大拿地力度，排名实现快速跃升。总体来看，央国企仍在加大和维持拿地力度，2023 年保利发展、中海地产、招商蛇口、建发房产等央企加大库存回补力度，权益拿地金额同比大幅增长；与此同时市场销售不振也在影响部分央国企的拿地意愿，2023 年中国中铁、华发股份、杭州滨江、大悦城等房企权益拿地金额同比减少，部分央国企也开始呈现出缩表迹象。民营企业方面，目前仅有龙湖集团和滨江集团拿地份额相对靠前，曾经位列前茅的大部分民企排名已经逐渐靠后或退出榜单。

图15 大部分央国企 2023 年权益拿地金额同比保持增长



资料来源：中指研究院，中证鹏元整理

2.2 房企融资端表现

债券端：行业信用危机持续演化并蔓延，境内债券发行进一步走弱，2023年全年发行和净融资额同比分别降低17.52%和50.29%；内部分化加剧，中央企业净融资规模下滑，地方国有企业成为境内债券融资主力，私营及混合所有制债券市场化融资尚未恢复，2024年仍面临较大的偿债压力。

虽然央企再融资环境通畅，但在房地产行业长周期高低切换的背景下，央企开发商投融资力度亦有所降低，2023 年净融资额同比下降 59.62%。龙头企业保利发展、华润置地、中海地产净融资额大幅降低，其中华润置地仍维持一定的融资力度，中海地产、保利发展扩表速度放缓；金茂地产、招商蛇口、铁建房产

等央企开发商再融资额亦有一定下滑。

地方国企承担一定的固定资产投资压力，部分区域龙头国企债券净融资额逆势增长。2023 年金融街地产净融资额 172.5 亿元，系债务结构调整；北京北辰、张江高科、珠海华发、苏州高新、厦门安居等房企债券净融资额均有增长。

受碧桂园、远洋、万科、金地再融资不畅、部分房企主动压降杠杆影响，2023 年民营及混合所有制企业境内债券发行总额大幅降低 40.81%，降幅远超中央企业（-28.92%）和地方国有企业（+8.72%），净融资额持续下降。“第二支箭”有所发力，2023 年中债增累计为 12 家民营房企提供担保，担保发行总额 192 亿元，较 2022 年的 7 家房企、145 亿元有所提升，被担保企业包括龙湖集团、重庆华宇、新希望地产、新湖中宝、新城控股、卓越商管、中骏集团、美的置业、金辉集团、合景控股、雅居乐集团、碧桂园。

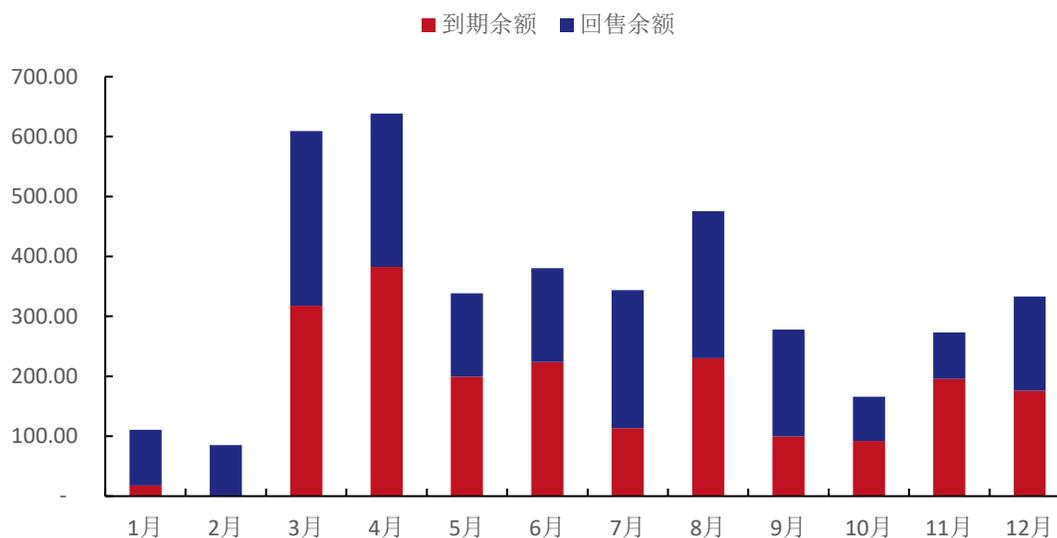
中证鹏元关注到，民营房企市场化发行仍较为艰难，除滨江集团、美的置业信用发行数期债券外，其余企业多数以外部担保、创设信用保护凭证等增信方式发行债券，民营和难以判断股东支持力度混合所有制企业再融资未见明显改善。

表4 房企境内债券市场发行缩量，私营及混合所有制发行仍未修复

项目	2023 年			2022 年		
	发行	偿还	净融资	发行	偿还	净融资
汇总数	3,818.46	3,007.98	810.48	4,629.76	2,999.25	1,630.51
其中：中央企业	1,577.59	967.66	609.93	2,219.35	708.92	1,510.43
地方国有企业	1,787.10	1,176.37	610.73	1,643.72	1,251.60	392.12
私营及混合所有制	453.77	863.95	-410.18	766.69	1,038.72	-272.03

资料来源：iFind，中证鹏元整理

到期方面，2024 年境内债券到期 2,049.04 亿元、回售 1,983.44 亿元，较 2022-2023 年约 3,000 亿元的偿还规模有所提升，偿债压力仍不小。分月份看，2024 年 3 月、4 月、8 月为偿债高峰，单月偿还量超过 500 亿元。分企业性质看，2024 年私营和混合所有制企业到期 743.41 亿元，回售 787.23 亿元（含已出险房企），其中万科到期 40 亿元，万科及印力回售 55.67 亿元；金地集团到期 106 亿元，回售 44.95 亿元；龙湖集团到期 20.09 亿元，回售 80 亿元；雅居乐到期 14.5 亿元，回售 46.61 亿元；美的置业到期 8.5 亿元，回售 49 亿元；滨江集团到期 50.5 亿元，回售 19 亿元，仍面临较大的到期及回售压力。

图16 2024年房企偿债压力仍不小，其中3、4、8月份为偿债高峰（单位：亿元）


资料来源：Wind，中证鹏元整理

银行端：“第一支箭”后房企意向授信额度大幅增长，但整体授信使用率同比下降；从传闻“房企白名单”到落地呈现的“项目白名单”，银行端仍是在市场化、法制化的体系下为房企融资提供支持，对于房企放贷力度仍偏谨慎。

2022年11月份以来，“金融十六条”及“三支箭”陆续落地，多家银行公开披露与大型房企签署了意向性授信协议，提供开发贷、并购贷、供应链融资、保交楼专项借款等全面的信贷融资支持。据不完全统计，2023年1月至少已有105家银行向188家房地产企业提供意向性授信，总额度超5万亿元。

从第一支箭政策推出至今，复盘这一年来房企授信使用情况，不难发现意向性授信中房企可提取的金额仍然相对有限。从2022年9月末到2023年9月末，房企授信额度增幅大于已使用额度增幅，但绝大部分企业授信利用率均有所降低。银行信贷“第一支箭”主要还是在市场化、法制化的体系下为房企融资提供支持，银行对于房企的放贷仍偏谨慎，尤其对民企信贷融资的实际作用不大。

表5 部分房企授信额度及使用率变动情况

项目	2022Q3 授信额度	2022Q3 已使用额度	2023Q3 授信额度	2023Q3 已使用额度	授信使用率同比变动
龙湖集团	3,496	1,372	3,386	1,303	-0.76%
绿城房地产	2,757	1,500	4,000	1,193	-24.58%
华发股份	2,132.12	803.29	2,903.01	875.82	-7.51%
杭州滨江	1,171.33	507.72	1,195.13	404.29	-9.52%
美的置业	826	297	1,534	330	-14.44%
新希望地产	483.20	175.70	485.00	142.20	-7.04%
中交地产	555.49	408.65	628.38	478.76	2.62%

资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

据不完全统计，截至 2 月 23 日，已有首开股份、绿地、龙光、中南建设、建业地产、佳兆业、弘阳、金科、中骏、融创、旭辉集团、远洋集团、碧桂园、世茂集团、雅居乐、奥园等房企项目入围首批地产项目融资“白名单”。尽管入围名单中涉及不少出险房企，涉及融资金额也较大，但从传闻的“50 家房企白名单”到落地转化为“项目白名单”，可以看出银行仍在市场化和法制化的框架内对房企提供业务支持，对民企和混合所有制企业“一视同仁”在房企层面难以有效执行。地产项目“白名单”政策有利于有效缓解金融机构过去对于民企、已出险房企授信“一刀切”所带来的融资约束，对于目前未出险、但集团层面债务压力相对也较大的房企而言，一定程度上能够缓解集团层面的资金压力，但仍需持续关注入围“白名单”的项目数量、最终落地放款金额等银行端实际的信用支持。

股权融资：仅少数房企在定增落地后改善资产负债表，对于行业融资端的提振作用较弱。

自 2022 年底以来，房企股权融资开始放松。2022 年 11 月 28 日“第三支箭”恢复了房企和涉房上市公司再融资，完善了“信贷+债券+股权”相结合的多方位融资政策；2023 年 8 月，证监会称房地产上市公司再融资不受破发、破净和亏算限制；11 月一行两会召开的金融机构座谈会再次强调支持房地产企业通过资本市场合理股权融资。2023 年成功完成定向增发的上市公司包括招商蛇口、陆家嘴、华发股份和福星股份共 4 家，募集资金净额合计 210 亿元。另有中交地产、大名城等房企已获得证监会批复，但增发至今尚未实施。目前楼市和上市房企股价均表现低迷，8 月万科终止 150 亿元定向增发募资、保利发展也表示因股票价格跌破净资产暂不具备发行条件。考虑到股权融资流程长，受市场因素影响较大，目前仅少数房企在定增落地后改善资产负债表，但对于行业融资端的提振作用较弱。

表6 部分房企定增进展情况

企业名称	更新时间	最新进度	募集资金净额/预案募资金额
招商蛇口	2023/09	已实施	84.28 亿元
华发股份	2023/10	已实施	50.38 亿元
陆家嘴	2023/07	已实施	67.44 亿元
福星股份	2023/12	已实施	8.06 亿元
中交地产	2023/06	证监会注册通过	25.00 亿元
大名城	2023/06	证监会注册通过	25.55 亿元
保利发展	2023/06	证监会注册通过	125.00 亿元
中华企业	2023/06	发审委受理	45 亿元

资料来源：各上市公司公告，中证鹏元整理

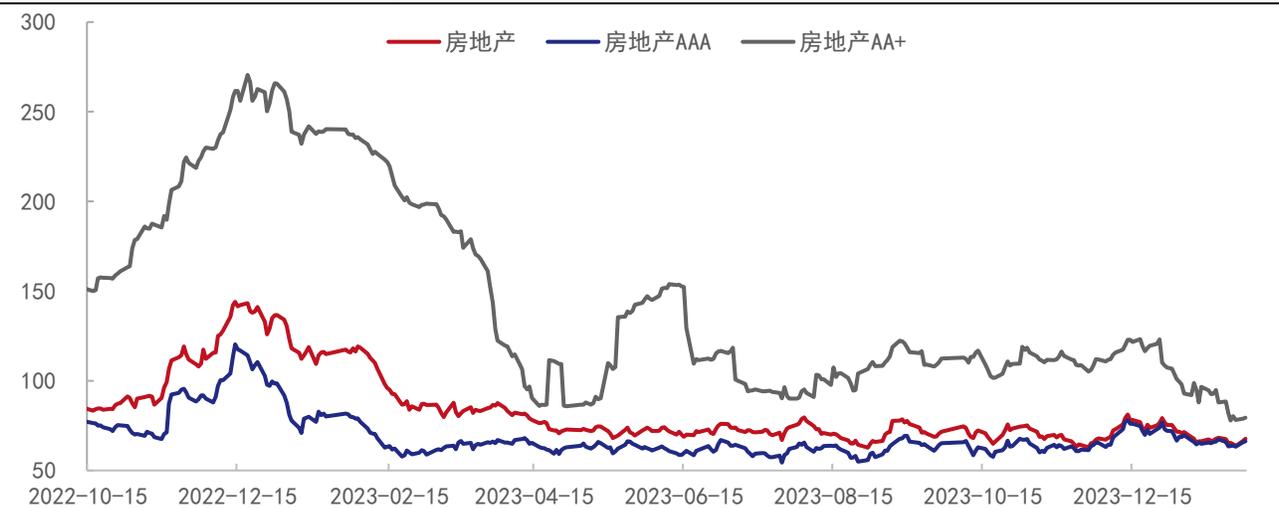
三、 房企利差表现及投资策略建议

2023 年地产债信用利差宽幅波动，整体呈现震荡下行的走势。年初随着融资政策陆续落地和理财赎回

潮冲击后债市回归正常，地产债利差持续走低；市场积压需求集中释放带来的“小阳春”结束后，二季度以来销售再次转弱，融资端枯竭和销售端弱化导致头部民营企业陷入负面舆情，进而导致主体利差大幅波动，地产债利差呈上行趋势，其中 AA+地产债信用利差上行幅度较大；9 月以来，中央和地方出台政策刺激措施，地产债利差开始走低，资质更好的房企受益更加明显。截至 2023 年底，房地产 AAA 级、AA+级、AA 级信用利差较年初分别下行 27bp、159bp、96bp。

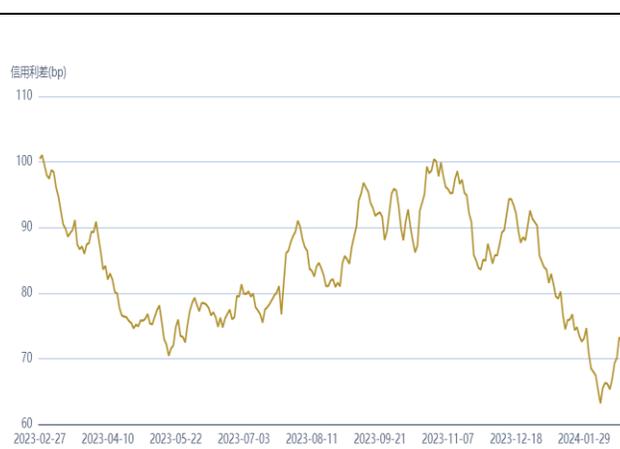
分企业性质来看，央国企与民营地产企业信用利差走势继续分化，尽管在舆情的影响下，2023 年下半年以来央国企利差走势一度上行，随着情绪释放和政策落地，具备融资便利性和股东背书优势的央国企地产债估值开始修复，信用利差至 2023 年底已经显著收窄；而市场对于民企信用风险的担忧仍在持续加剧，信用利差持续走高。截至 2023 年底，央国企地产债信用利差较年初下行 58bp，民企地产债则较年初上行 1,995bp。

图17 2023 年地产债信用利差震荡下行



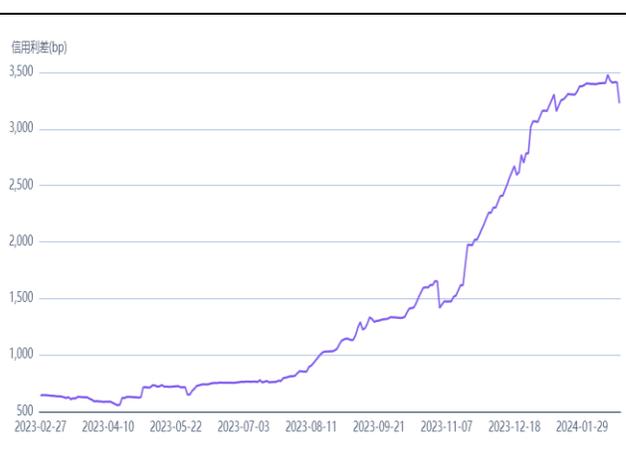
资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

图18 2023 年央国企信用利差走阔后显著收窄



资料来源：DM

图19 2023 年民企信用利差再次大幅走扩



资料来源：DM

目前房企的信用危机传导链条为由民企到混合所有制房企，央国企尚未出现实质性风险。由于地产基本面修复力度偏弱，房企间信用资质分化加剧，考虑到随着大部分民营房企展期或违约和部分企业虽维持刚兑但销售不可避免的下滑及融资持续净流出，央国企的市场占有率持续提升且债券市场融资能够保持通畅，目前信用风险向央国企发酵的可能性仍然较低，整体违约风险可控。投资策略方面，对于再融资通畅的房企，可适当拉长久期；对于近年来仍在加杠杆快速扩张的房企来说，需要持续关注土储、项目去化、回款进度及再融资的边际变化，短久期投资策略更为适合。

需注意的是，虽然国企整体风险可控，但债券市场机构投资者策略趋同、情绪传导浓厚，目前金地、万科、龙湖等行业仅存的少数龙头房企债券价格的波动对全行业债券价格和利差都会产生影响，上述房企是否能够维持刚兑真身已经成为房企信用危机是否会向央国企蔓延的底线。央国企地产债受到市场情绪波动、舆情信息和机构风险偏好下降抛售也可能发生估值波动，稳健投资者可等待政策进一步落地、估值压力释放完成后的投资机会。

对于可在更大范围承担估值波动的投资者来说，未出险的民营企业和混合所有制企业有一定的性价比，但在久期策略上需进一步一缩短，同时需更加密切重视企业融资和债务到期结构、以及土储重仓城市的市场表现。

免责声明

- 本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
 - 本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。
 - 本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。
 - 本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。
-

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳	北京	上海
地址：深圳市深南大道 7008 号 阳光高尔夫大厦（银座国际） 三楼	地址：北京市朝阳区建国路世 茂大厦 C 座 23 层	地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室
电话：0755-82872897 传真：0755-82872090	电话：010-66216006 传真：010-66212002	总机：021-51035670 传真：021-51035670
湖南	江苏	四川
地址：湖南省长沙市雨花区湘 府东路 200 号华坤时代 2603	地址：南京市建邺区江东中路 108 号万达西地贰街区商务区 15 幢 610 室	地址：成都市高新区天府大道北 段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号
电话：0731-84285466 传真：0731-84285455	电话：025-87781291 传真：025-87781295	电话：028-89102569
山东	陕西	香港
地址：山东自由贸易试验区济 南片区经十路华润中心 SOHO 办公楼 1 单元 4315 室	地址：陕西省西安市莲湖区桃 园南路 1 号丝路国际金融中心 C 座 803	地址：香港中环德辅道中 33 号 21 楼
总机：0531-88813809 传真：0531-88813810	电话：029-88626679 传真：029-88626679	电话：+852 36158342 传真：+852 35966140