

境内利率稳定，美元融资高于预期，融资成本急升

中资地产债市3月跟踪

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、《BB档美元债凸显优势，通胀与油价在关键点位：资产配置跟踪3月》2020-03-04

2、《年初货币政策收紧，土地供给新政致地产板块热度回升：克而瑞内房股领先指数2月监测》2020-03-04

3、《“B”评级房企系列之美元债一级投资机会：投资机会梳理》2020-03-01

核心观点

- 克而瑞中国地产债券领先指数近期短期回温。截至2021年2月末，克而瑞中国地产债券领先指数达124.1，短期震荡；指数的买价YTM6.93%，加权票息6.83%，麦考瑞久期3.15年，OAS利差641.3BP。当前共涉及41家发行人（母公司），203只成分债券，发行金额达1007.7亿美元，市值达1024.2亿美元。
- 货币政策中性，境内利差震荡，境外长端利率持续走高。（1）2月末国开债收益率分化，1Y、5Y和10Y国开债YTM分别较1月末变动-11.3BP、6.2BP和16.5BP。（2）2月国开债期限利差中位震荡，2月末，10Y-1Y利差上行27.7BP至101.6BP；预计总体期限利差稳定在90BP-110BP的中枢，Carry Trading策略收益率稳定。（3）2月地产债信用利差高位震荡，2月末达241.0BP，目前信用利差未突破峰值，我们对信用利差在年中前的回落持乐观态度。
- 境内房企净融趋稳，美元融资高于预期，融资成本急升。（1）2月，中资房企净融资额为-33.0亿人民币；新发人民币债主体AA+级以上占比82.3%，AA级融资占比维持在较高水平。（2）2月，彭博房地产行业下，中资房企美元债发行金额34.9亿美元，同比-21.8%，环比-71.9%；发行金额较我们上月预期的24.5亿美元更高；预计中资房企美元债净融资在181.9亿元，其中Q1末、年中、Q4将出现良好投资时点。（3）2月中资房企人民币债少高息融资；2月，美元债多在4%-5%、6%-7%。（4）2月中资房企非供应链ABS发行13.8亿CNY，美元币永续债5亿USD。（5）3月偿债1660.6亿，偿债高峰在3、4月及Q3。（6）彭博口径下，2月中资房企美元债净融资-112.2亿人民币，人民币债净融资额3.6亿人民币。
- 2月境内交投火热，境外总体估值持续上行。（1）2月中资房企人民币债现券交易金额2062.3亿人民币，环比上升89.4%，迅速回温。（2）2月44.0%的中资房企美元债估值下行；恒大个券收益率处于震荡中；华夏幸福、亿达中国、红星地产、蓝光发展相关个券上行幅度居前，适合风险偏好较高、擅长困境反转策略的投资人。
- 2月天房、华夏幸福违约，境外4家评级调整。（1）2月，申万房地产一级行业债券余额违约率1.3%，较上月上升0.1%。（2）正商实业、龙光集团评级上调，华夏幸福评级下调，中骏集团控股新增评级。
- 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）

內容目錄

數據說明	4
克而瑞中國地產債券領先指數短期震盪	5
貨幣政策中性，境內利差震盪，境外長端利率持續走高	7
境內房企淨融趨穩，美元融資高於預期，融資成本急升	9
Wind 口径 2 月中資房企人民幣淨融資額-33.0 億	9
中資房企 2 月美元債發行金額高於預期，当月高息融資較少	10
2 月中資房企發行美元永續債 5 億美元	12
2 月中資房企發行非供應鏈 ABS 13.8 億	12
新發人民幣債主體 AA+ 級以上占比 82.3%	13
前三十發債集中度下降、前五十提升，美元加權票息下降、人民幣上升	14
中資房企 2021 年 3 月償債 1660.6 億，償債高峰在 3、4 月及 Q3	15
彭博口径淨融資額，行業美元債淨融回落	16
当月新發中資地產美元債明細	16
2 月境內交投火熱，境外總體估值持續上行	17
2 月中資房企人民幣債環比上升 89.4%	17
2 月逾四成美元地產債估值下行	17
2 月天房、華夏幸福違約，境外 4 家評級調整	19
2 月申萬房地產業違約率 1.3%，天房集團違約	19
2 月 4 家主體被境外機構調整評級（展望）	20
風險提示	21

圖表目錄

圖 1：克而瑞中國地產債券領先指數短期震盪	5
圖 2：2 月國開債收益率出現分化	7
圖 3：2 月國開債期限利差中位震盪，收 101.6BP	7
圖 4：2 月末地產債信用利差為 241.6BP	7
圖 5：期限利差 2 月末擴大至 136BP	8
圖 6：30Y 美債隱含 CPI 在 2.11%	8
圖 7：2 月中資房企淨融資額-33.0 億人民幣	9
圖 8：2 月地產公司債淨融資額占比-6.9%	9
圖 9：2 月，PPN 的淨融資額為正	9
圖 10：彭博口径下，美元債、人民幣債環比分別為 71.9%和-60.9%	10
圖 11：2021 年美元債淨融資在 181.9 億元，Q1 末、年中、Q4 將出現良好投資時點	10
圖 12：彭博口径下 2 月人民幣發行同比高位，美元同比低位	11

图 13: 2 月票息分布	11
图 14: 1 月票息分布	11
图 15: 产业债券收益率同步上行	12
图 16: 长期债券收益率先于短期债券上行	12
图 17: 2 月中资房企发行美元永续债 5 亿美元	12
图 18: 2 月中资房企非供应链 ABS 发行 13.8 亿	13
图 19: 2 月新发地产人民币债主体评级 AA+ 以上占 82.3%	13
图 20: 2 月银行间市场债券发行金额为 169.4 亿元	14
图 21: 2 月, 无评级美元债发行金额占比 40.8%	14
图 22: 2021 年 3 月需偿债 1660.6 亿	15
图 23: 2018 年以来彭博房地产行业净融资	16
图 24: 地产行业债券余额违约率 1.3%	19
表 1: 克而瑞中国地产债券领先指数编制方案	5
表 2: 克而瑞中国地产债券领先指数 2 月末相对走势	5
表 3: 克而瑞中国地产债券领先指数成分	6
表 4: 2020 年及 2021 年 2 月发债集中度	14
表 5: 2020 年及 2021 年 2 月加权票息	15
表 6: 2 月新发中资房企美元债	16
表 7: 2 月取消发行 1 只个券	16
表 8: 中资房企人民币债现券交易金额环比上行 89.4%	17
表 9: 2 月中资房企美元债估值下行前十	17
表 10: 2 月中资房企美元债估值上行前十	18
表 11: 2 月 4 家主体被境外机构调整评级 (展望)	20

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。

克而瑞中国地产债券领先指数短期震荡

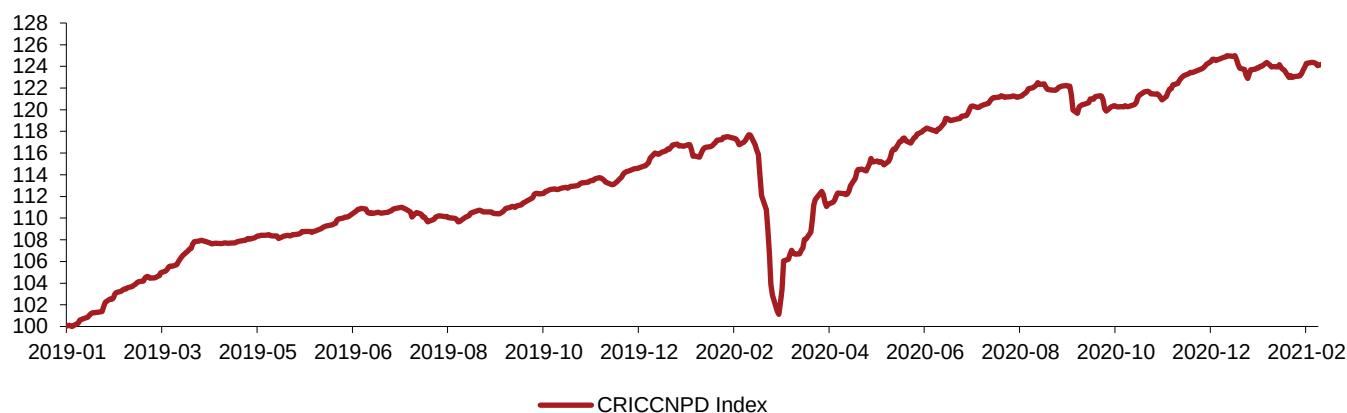
表 1: 克而瑞中国地产债券领先指数编制方案

指数属性	具体设置
最低发行规模	2 亿美元
最少剩余期限	至少一年（固定浮动利率债券在固定浮动收益率开始一年前移除）
信用评级	标普 C 及穆迪 Ca 以上（不包含违约债券）
每个发行人权重	不高于 10%
指数起始日和基点	以 2018 年 12 月 31 日为基日，以 100 点为基点
发行人审阅	根据“中国房地产开发企业 500 强榜单”前 100 名做年度调整
重新调整 (Rebalancing)	每月（符合标准的新券纳入指数，期限小于 1 年的移除）
当月收益计算(现金流再投资)	每日平均一个月的境外美元存款利率，根据报告期末现金流量的实际 预定付款日期计算得出
计算频率	每日
结算日期	每月结算：月末日； 每日结算：当日结算，若每月最后工作日非月末日则在月末日结算

数据来源：富时罗素 克而瑞证券研究院

截至 2021 年 2 月 26 日，克而瑞中国地产债券领先指数达 124.1，较 1 个月前上行 0.08%，短期震荡。

图 1: 克而瑞中国地产债券领先指数短期震荡



数据来源：Bloomberg 克而瑞证券研究院

表 2: 克而瑞中国地产债券领先指数 2 月末相对走势

	1 个月	3 个月	5 个月
2 月末相对走势	0.08%	1.35%	3.08%

数据来源：FTSE Russell, 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。

截至 2020 年 3 月 1 日，克而瑞中国地产债券领先指数的买价到期收益率为 6.93%，加权票息 6.83%，麦考瑞久期 3.15 年，OAS 利差 641.3BP。

2 月末，指数调仓后，共涉及 41 家发行人（母公司），203 只成分债券，发行金额达 1007.7 亿美元，市值达 1024.2 亿美元。

表 3: 克而瑞中国地产债券领先指数成分

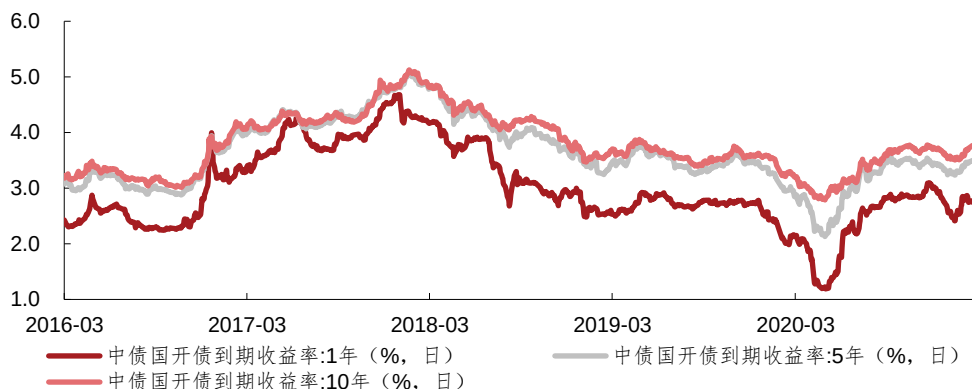
2020 中房网排名	母公司名称	债券数量	发行金额 (亿美元)	市值 (亿美元)	市值权重
1	中国恒大	13	109.5	102.4	10.0%
30	佳兆业集团	11	82.9	84.2	8.2%
5	中国海外发展	13	63.2	70.6	6.9%
4	融创中国	11	65.8	68.1	6.7%
57	复星集团	13	63.4	64.6	6.3%
39	禹洲集团	10	47.6	50.1	4.9%
14	旭辉控股集团	9	37.2	39.6	3.9%
2	碧桂园	7	38.2	39.3	3.8%
3	万科 A	5	35.5	39.0	3.8%
23	雅居乐集团	8	35.1	37.0	3.6%
29	远洋集团	6	32.4	33.7	3.3%
15	绿地控股	9	35.0	31.8	3.1%
33	铁建地产	4	26.5	27.6	2.7%
9	华润置地	4	25.0	26.9	2.6%
7	龙湖集团	5	22.5	24.4	2.4%
41	中骏集团控股	5	23.0	24.1	2.4%
35	时代中国控股	6	22.3	23.4	2.3%
34	路劲	5	20.5	21.8	2.1%
71	花样年控股	5	20.1	20.8	2.0%
61	越秀地产	3	15.2	16.0	1.6%
24	中国奥园	4	15.0	15.7	1.5%
38	宝龙地产	4	14.4	15.1	1.5%
18	中国金茂	4	15.2	15.0	1.5%
8	新城发展	4	13.3	13.5	1.3%
48	建业地产	4	10.8	10.4	1.0%
6	保利地产	2	9.8	10.4	1.0%
21	融信中国	2	9.8	10.1	1.0%
75	上海建工	2	9.8	9.3	0.9%
13	阳光城	3	8.8	9.0	0.9%
78	当代置业	3	8.8	8.9	0.9%
55	电建地产	2	7.8	8.4	0.8%
29	大连万达	2	7.8	8.1	0.8%
58	仁恒置地	2	7.4	7.8	0.8%
12	华夏幸福	4	18.5	7.1	0.7%
40	合景泰富集团	1	6.4	6.6	0.6%
26	绿城中国	2	5.9	6.0	0.6%
16	中南建设	1	4.9	5.1	0.5%
63	景瑞控股	2	4.9	4.9	0.5%
16	金地集团	2	4.4	4.5	0.4%
42	红星美凯龙	1	2.9	2.6	0.3%

数据来源: FTSE Russell, 克而瑞证券研究院

货币政策中性，境内利差震荡，境外长端利率持续走高

2月末国开债收益率出现分化。2020年2月末，1Y、5Y和10Y国开债到期收益率分别较1月末变动-11.3BP、6.2BP和16.5BP至2.7380%、3.4650%和3.7542%。

图2：2月国开债收益率出现分化

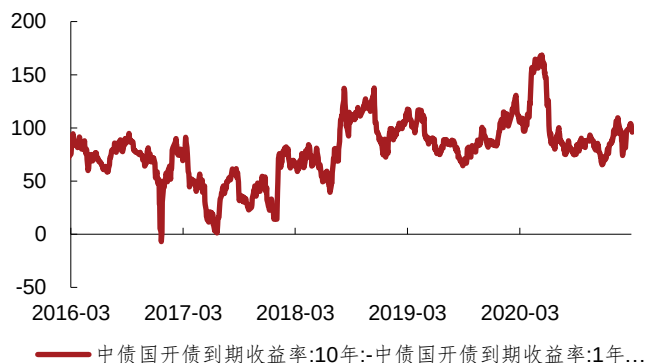


数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

2月国开债期限利差中位震荡。2021年2月末，10年期国开债到期收益率与1年期国开债到期收益率利差较1月末上行27.7BP至101.6BP，上月期限利差下行23.7BP。政府工作报告定调货币政策中性，政府债券供给明显低于2020年，GDP目标设定稳健，长端债券利率更多受当月债券供需影响，短端债券利率的变化需关注央行公开市场操作，预计总体期限利差稳定在90BP-110BP的中枢，Carry Trading策略收益率稳定。

2月地产债信用利差高位震荡。2021年2月，AA级地产债与AAA级地产债信用利差较12月末下行92.3BP，达241.0BP，上月信用利差上行12.6BP。目前信用利差未突破峰值，我们对信用利差在年中前的回落持乐观态度。

图3：2月国开债期限利差中位震荡，收101.6BP



数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

图4：2月末地产债信用利差为241.6BP

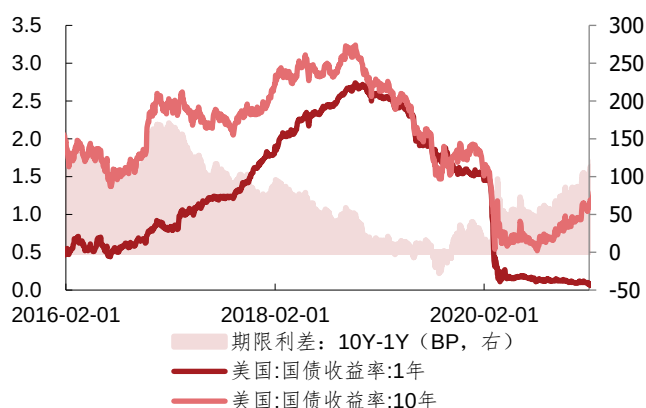


数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

2月，美債期限利差擴大至**136BP**，因**10Y**國債收益率持續上行至**1.44%**。1Y國債收益率在**0.08%**；1月，上述值分別為**101BP**、**1.11%**、**0.10%**。

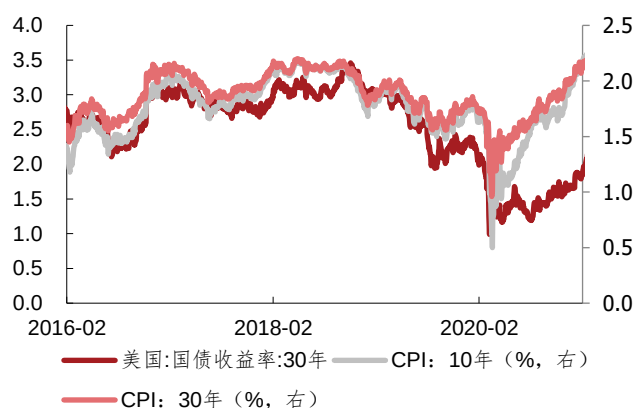
美債蘊含的長中端通脹預期持續上行，2月末**30年**通脹預期在**2.11%**、**10年**通脹預期在**2.15%**，而1月末則分別在**2.14%**和**2.13%**。境內利率總體水平維持穩健控制，監管將更多關注利率的結構化問題，中美利差短期收縮過快、但長期回落將成為確定趨勢。

圖 5：期限利差 2 月末擴大至 136BP



數據來源：Wind 克而瑞證券研究院

圖 6：30Y 美債隱含 CPI 在 2.11%



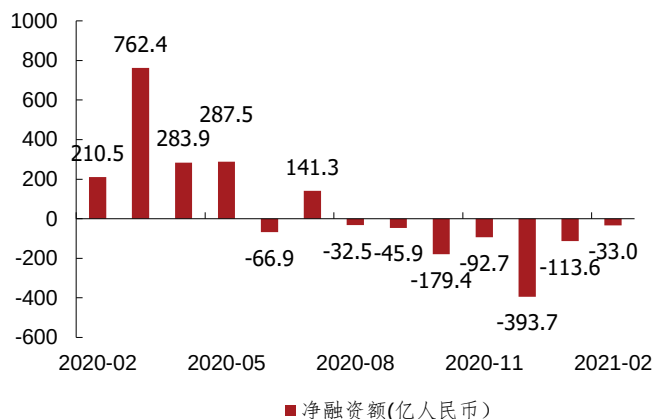
數據來源：Wind 克而瑞證券研究院

境内房企净融趋稳，美元融资高于预期，融资成本急升

Wind 口径 2 月中资房企人民币净融资额-33.0 亿

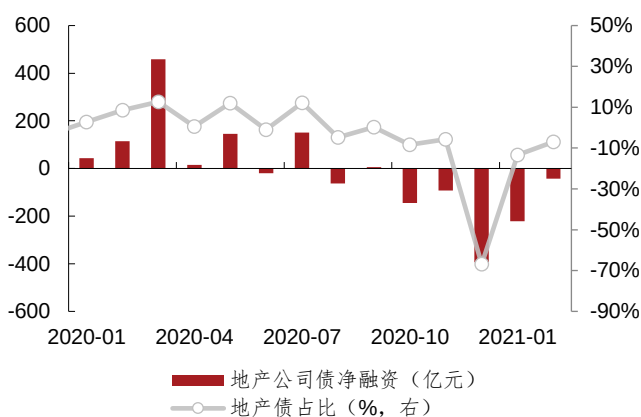
2021 年 2 月，中资房企净融资额为-33.0 亿人民币。当月，地产公司债净融资额占比所有公司债的-6.9%。境内地产债净融资趋于稳定。

图 7：2 月中资房企净融资额-33.0 亿人民币



数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

图 8：2 月地产公司债净融资额占比-6.9%

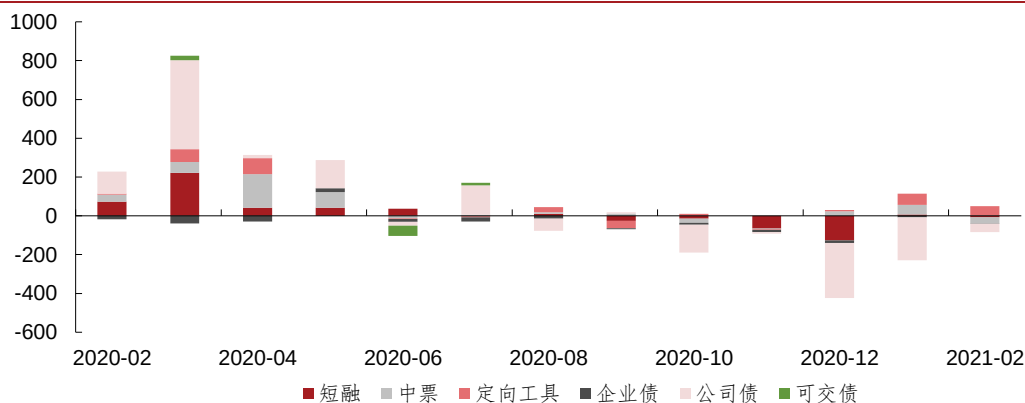


数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

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。

2021 年 2 月，PPN 的净融资额为正。

图 9：2 月，PPN 的净融资额为正

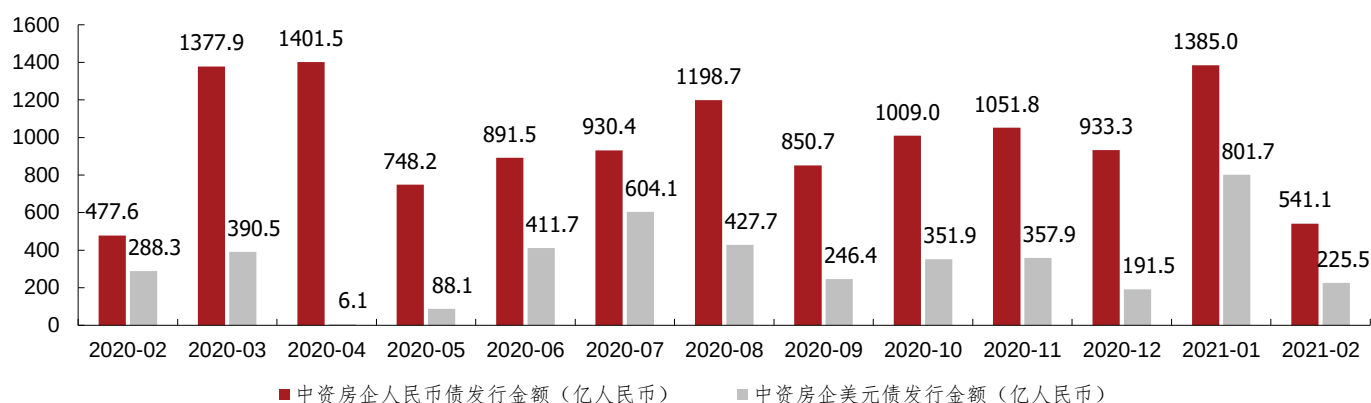


数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

中资房企 2 月美元债发行金额高于预期，当月高息融资较少

2021 年 2 月，彭博房地产行业下，中资房企美元债发行金额 34.9 亿美元，同比-21.8%，环比-71.9%；发行金额较我们上月预期的 24.5 亿美元更高。人民币债发行金额 541.1 亿人民币，同比 13.3%、环比-60.9%。

图 10：彭博口径下，美元债、人民币债环比分别为 71.9%和-60.9%

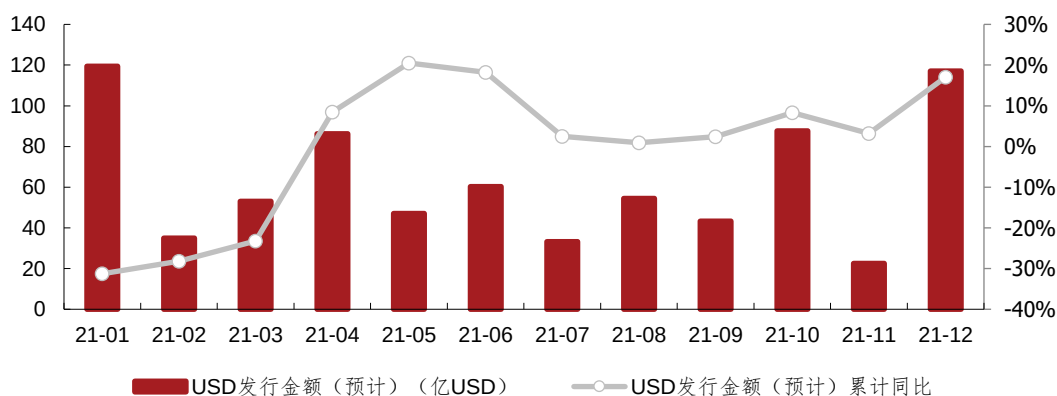


数据来源：Bloomberg 克而瑞证券研究院

本文根据上月逻辑，以存续金额在未来各月的到期分布替换发行金额在未来各月的到期分布进行计算，依据偿债覆盖倍数的季节性对特定月份的偿债覆盖倍数进行调整，假定未来发行/到期的偿债覆盖倍数走势平滑且趋近边界值，按今年后续偿债倍数在 1.20 进行计算，预计 2021 年中资房企美元债净融资在 181.9 亿元，其中 Q1 末、年中、Q4 将出现良好投资时点。

当前，美元基础利率不断上行，已对投资级公司债收益率形成冲击；若美元长端利率持续上行，叠加亚洲境内经济恢复速度滞后于美国、美元指数上行、美国境内融资成本上行使境外高收益率债券性价比降低等多因素影响，企业融资意愿与投资者投资意愿将双向压缩，在政策松紧度未变的情况下，全年融资情况可能弱于预期。

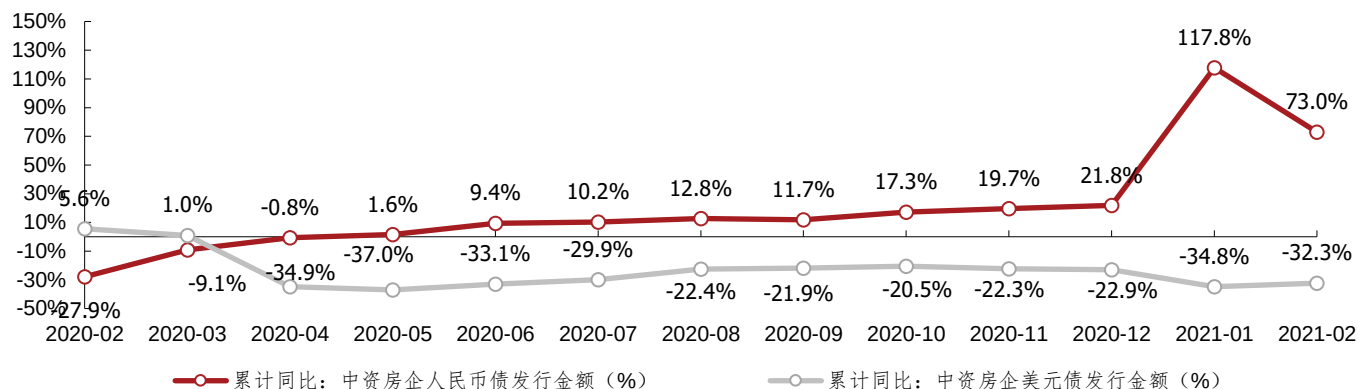
图 11：2021 年美元债净融资在 181.9 亿元，Q1 末、年中、Q4 将出现良好投资时点



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

彭博口径下,2021年2月,中资房企发行人民币债和美元债累计同比分别为-32.3%和73.0%。

图 12: 彭博口径下 2 月人民币发行同比高位, 美元同比低位

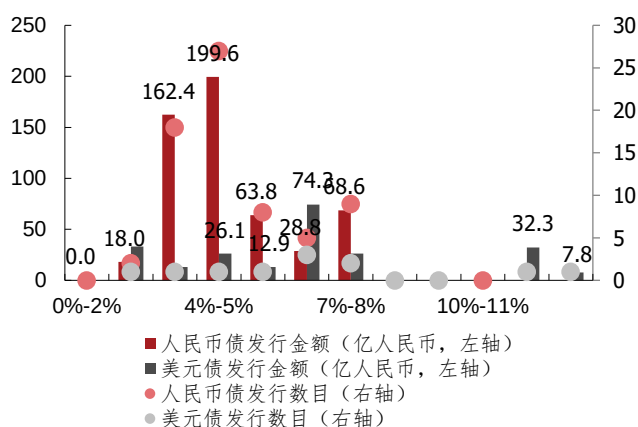


数据来源: Bloomberg 克而瑞证券研究院

2月中资房企人民币债少高息融资。本月,境内有新湖中宝(7.6%, 10亿, 4Y)、融信(6.5%, 10亿, 5Y)、华发(华发股份, 4.95%, 8.4亿, 5Y; 珠海华发, 4.7%、5亿、5Y, 4.32%、15亿、5Y, 3.48%、10亿、0.65Y)、美的置业(4.6%, 5亿, 5Y; 4.4%, 10.2亿, 4Y)、招商积余(3.87%, 15亿, 3Y)、中国铁建(3.95%, 13亿, 5Y)、小商品城(3.4%, 10亿, 0.5Y)、首开股份(3.2%, 20亿, 0.48Y)、招商蛇口(3.1%, 10亿, 0.49Y)等主体进行融资。

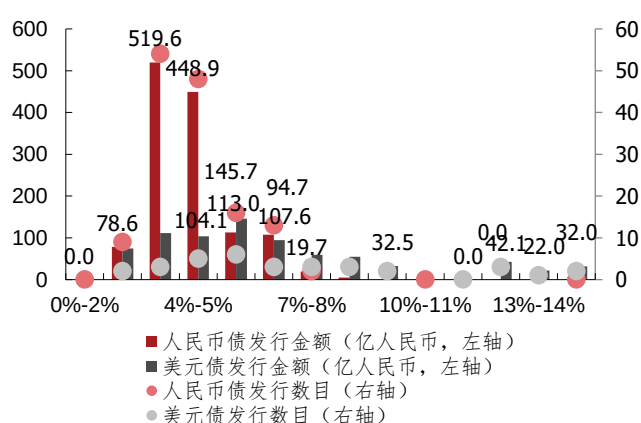
2月,美元债多在4%-5%、6%-7%。阳光100中国(12%, 1.2亿USD, 2.7Y)、富力地产(怡略有限公司, 11.75%, 5亿USD, 2.5Y)、景业名邦(7.5%, 1.55亿USD, 1Y)、中梁控股(7.5%, 2.5亿USD, 1Y)进行高息融资。

图 13: 2 月票息分布



数据来源: Bloomberg 克而瑞证券研究院

图 14: 1 月票息分布



数据来源: Bloomberg 克而瑞证券研究院

注: 票息分布区间左闭右开。

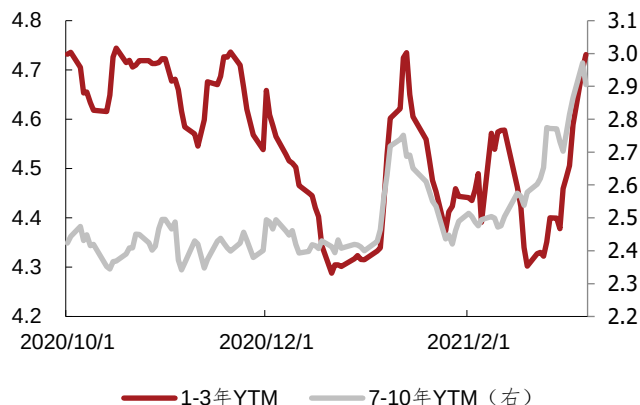
2021 年 3 月来，美元利率波动带来中资美元债收益率大幅震荡，美元债整体收益率上行。由于高评级高资质的公司可以发行更长期的债券，因此可以通过不同期限的债券收益率对市场进行观察。2 月初以来，长期债券收益率先行上行；3 月以来，短期债券收益率急速上行。

图 15：产业债券收益率同步上行



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

图 16：长期债券收益率先于短期债券上行

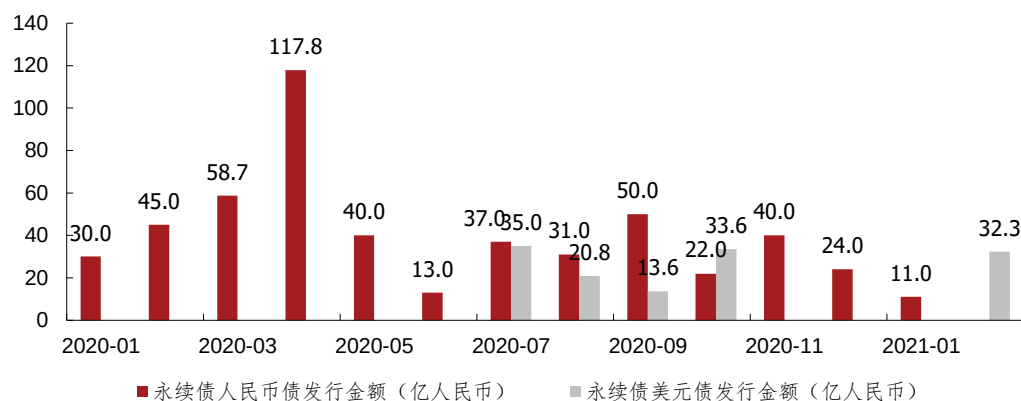


数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

2 月中资房企发行美元永续债 5 亿美元

2 月中资房企发行美元永续债 5 亿美元。

图 17：2 月中资房企发行美元永续债 5 亿美元

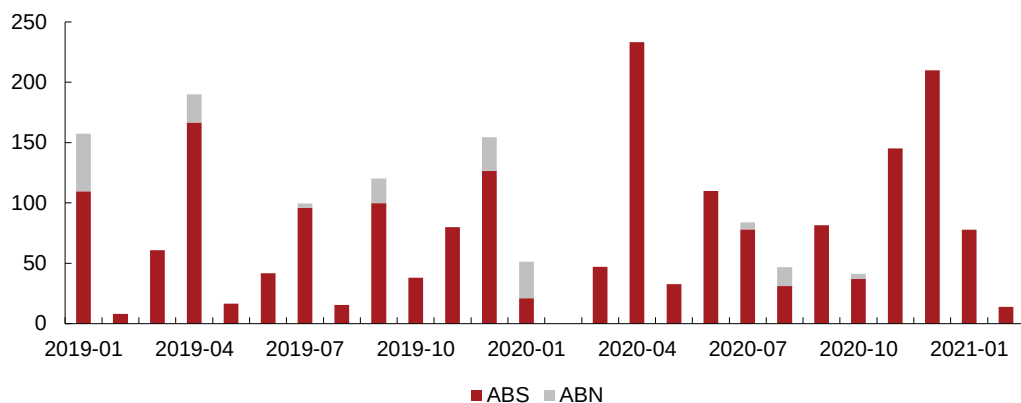


数据来源：Bloomberg 克而瑞证券研究院

2 月中资房企发行非供应链 ABS 13.8 亿

2021 年 2 月中资房企非供应链 ABS 发行 13.8 亿。

图 18：2 月中资房企非供应链 ABS 发行 13.8 亿

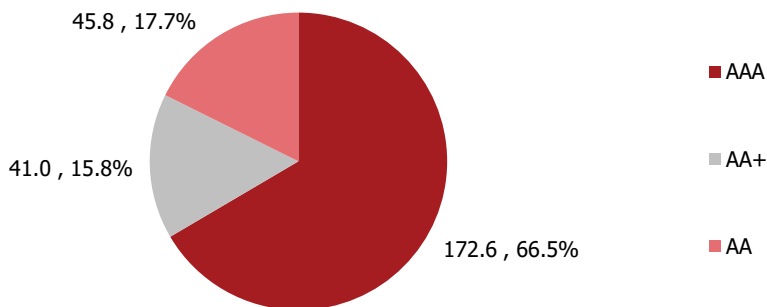


数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

新发人民币债主体 AA+级以上占比 82.3%

2 月份中资房企新发人民币债中，主体评级 AAA 级债券共 172.6 亿人民币，AA+级债券共 41.0 亿人民币，两者合计占比达 82.3%；AA 级融资占比维持在较高水平，境内 AA 级债券 2021 年开年以来融资占比较 2020H2 大幅提升，预计该趋势将在全年持续。

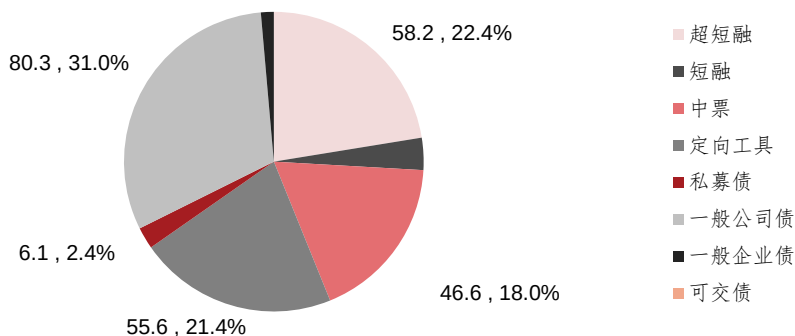
图 19：2 月新发地产人民币债主体评级 AA+以上占 82.3%



数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

2 月短融与中票发行占比分别为 25.9%和 18.0%，银行间市场融资占比回升。

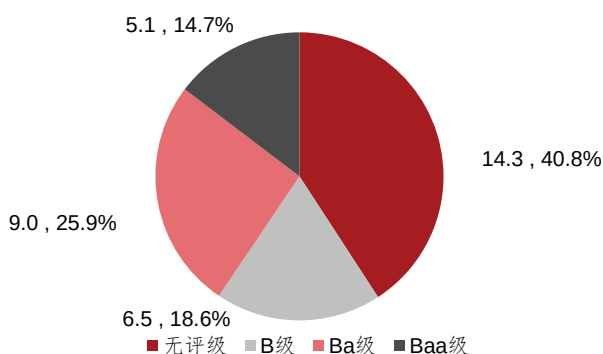
图 20: 2 月银行间市场债券发行金额为 169.4 亿元



数据来源: Wind 克而瑞证券研究院

2 月, 无评级美元债金额占比 40.8%。

图 21: 2 月, 无评级美元债发行金额占比 40.8%



数据来源: Bloomberg 克而瑞证券研究院

前三十发债集中度下降、前五十提升, 美元加权票息下降、人民币上升

2021 年 2 月, 前十及前三十发债集中度下降、前五十总体发债集中度提升; 前五十五美元加权票息下降、人民币总体上升。

表 4: 2020 年及 2021 年 2 月发债集中度

	2020			2021		
	美元	人民币	合计	美元	人民币	合计
前十集中度	29.9%	28.4%	29.2%	27.9%	25.3%	26.9%
前三十集中度	58.2%	58.1%	58.2%	59.0%	44.6%	53.0%
前五十集中度	77.3%	77.8%	77.6%	78.6%	79.6%	79.0%

数据来源: Bloomberg 克而瑞证券研究院

表 5: 2020 年及 2021 年 2 月加權票息

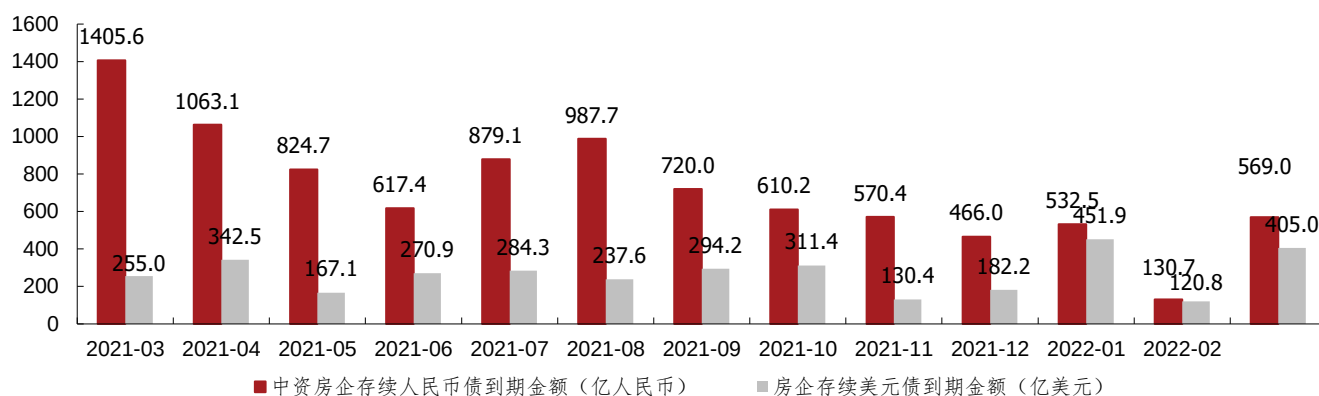
	2020		2021	
	美元	人民幣	美元	人民幣
1-10 加權票息	7.58%	4.32%	4.29%	4.49%
11-30 加權票息	7.43%	4.51%	6.71%	4.76%
31-50 加權票息	7.19%	4.07%	5.70%	4.23%
50 后加權票息	8.37%	4.23%	8.93%	4.53%

数据来源: Bloomberg 克而瑞證券研究院

中資房企 2021 年 3 月償債 1660.6 億，償債高峰在 3、4 月及 Q3

若仅考虑债券在过往的赎回、回售、转售，不考虑债券在未来一年内的新发、回售和提前还款，3 月需償債 1660.6 亿人民币，后续償債高峰发生在 2021 年 3 月和 4 月，償還总额分别为 1670.4 亿人民币和 1403.2 亿人民币，Q3 亦有较高償債压力。

图 22: 2021 年 3 月需償債 1660.6 亿



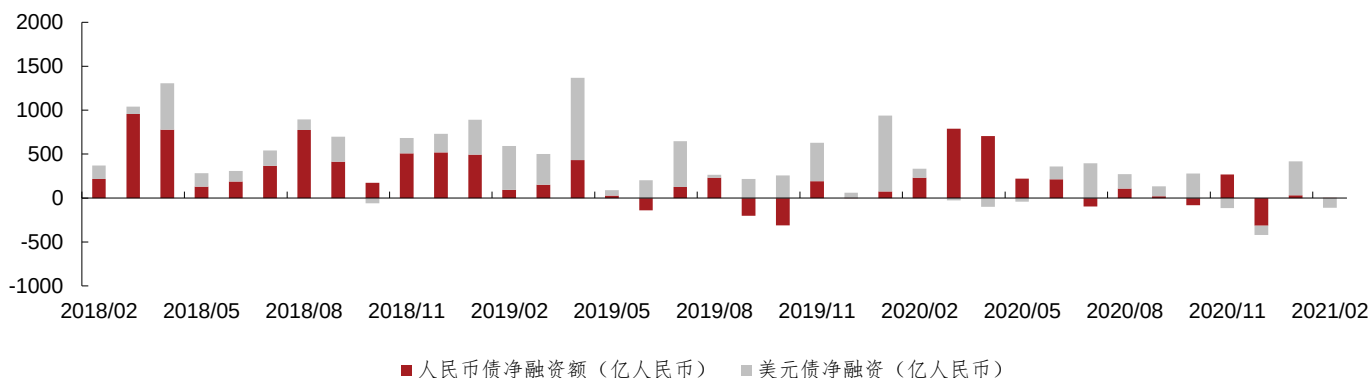
数据来源: Bloomberg 克而瑞證券研究院

注: 未到期債務採用 2021 年 2 月美元兌人民幣平均匯率 6.4602 換算; 選用彭博在 3 月 1 日的債券存續金額進行計算。

彭博口径净融资额，行业美元债净融回落

彭博口径下，2月中资房企美元债净融资-112.2亿人民币，人民币债净融资额3.6亿人民币。前值分别为384.5亿人民币和31.8亿人民币。

图 23：2018 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明细

表 6：2 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 (%)
BN8655969	中国海外宏洋财务 IV (开曼)有限公司	2.45	2021/2/9	2026/2/9	5.12	2.269
BN7163924	怡略有限公司	11.75	2021/2/2	2023/8/2	5	10.778
BN7409608	中骏集团控股	6	2021/2/4	2026/2/4	3.5	6.571
BN7399130	正荣地产	6.7	2021/2/4	2026/8/4	3	7.878
BN9875772	光涛投资有限公司	3.6	2021/2/19	2022/2/18	2	2.935
BN7160607	中梁控股	7.5	2021/2/1	2022/1/31	2.5	10.432
BN7410234	新城环球有限公司	4.5	2021/2/2	2026/5/2	4.04	4.721
BN7632662	融信中国	5.5	2021/2/2	2022/2/1	2	6.756
BN7900887	方兴光耀有限公司	6	2021/2/8	-	5	6.188
BN8719484	景业名邦集团	7.5	2021/2/8	2022/2/7	1.55	9.162
BN8285841	阳光 1 0 0 中国	12	2021/2/3	2023/10/3	1.2	11.332

数据来源：Bloomberg 克而瑞证券研究院

注：债券彭博估值数据截至 2021 年 2 月 26 日。

表 7：2 月取消发行 1 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
21 栖霞建设 SCP001	2021-02-08	270D	国企	4.8	AA

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。

2月境内交投火热，境外总体估值持续上行

2月中资房企人民币债环比上升 89.4%

2月中资房企人民币债现券交易金额 2062.3 亿人民币，环比上升 89.4%，迅速回温。2月，银行间债券市场、上交所、深交所现券交易总金额分别为 1912.9 亿、73.9 亿和 75.5 亿，占比分别为 92.8%、3.6%和 3.7%。

表 8：中资房企人民币债现券交易金额环比上行 89.4%

交易市场	总金额(亿元)	比重(%)
银行间债券市场	1,912.9	92.8%
上海证券交易所	73.9	3.6%
深圳证券交易所	75.5	3.7%
合计	2,062.3	100.0%

数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

2月逾四成美元地产债估值下行

2月 44.0%的中资房企美元债估值下行。下行幅度首位(非城投)为绿地控股个券，下行幅度-295.0BP；天誉置业、富力地产个券为修复上月上行趋势，恒大个券收益率处于震荡中。

表 9：2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 (%)	2.26 估值(%)	本月估 值变化 (BP)	上月估 值变化 (BP)
ZO0921296	陕西省西咸新区 空港新城开发建设 集团有限公司	0.92	2020/8/25	2.7	6.5	2.073	-646.2	338.4
BJ5697195	陕西省西咸新区 空港新城开发建设 集团有限公司	0.5	2020/5/25	3.0	6.5	2.067	-502.4	175.3
AR0737510	绿地全球投资有 限公司	3	2018/2/12	5.0	5.9	8.018	-295.0	215.1
AZ3963180	天誉置业	2.74	2019/7/8	3.0	13	13.914	-251.8	-54.6
AW7945255	怡略有限公司	3	2019/1/28	3.5	9.125	8.872	-147.5	-127.9
ZQ2363674	江苏中关村控股 集团国际	3	2019/10/28	3.0	6.5	4.166	-133.3	-48.8
BM4043741	怡略有限公司	3.6	2020/11/18	2.0	12.375	9.365	-132.4	-82.8
ZS0897653	中国恒大	14.5	2019/4/11	3.0	9.5	12.027	-117.6	-24.4
ZP5378630	中国恒大	10	2020/1/22	3.0	11.5	13.094	-117.2	17.0
ZP6047838	景程有限公司	20	2020/1/24	3.8	12	14.098	-102.6	7.7

数据来源：Bloomberg 克而瑞证券研究院

上行前十债券首位发行人为云南城投子公司，上行幅度 4320.5BP；华夏幸福、亿达中国、红星地产、蓝光发展相关个券上行幅度居前。上述高收益个券，适合风险偏好较高、擅长困境反转策略的投资人。

表 10: 2 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 (%)	2.26 估值 (%)	本月估值 变化 (BP)	上月估 值变化 (BP)
AX9166957	彩云国际投资有限公司	8	2019/4/8	3.0	5.5	91.381	4320.5	570.3
AX8947423	华夏幸福开曼投资有限公司	3.5	2019/4/8	3.0	7.125	124.848	1839.8	9312.5
BH2362342	亿达中国	2.24899	2020/3/27	2.0	14	57.398	1446.0	-280.3
AP1551625	香港红星美凯龙全球家居有限公司	3	2017/9/21	5.0	3.375	23.503	1242.8	33.5
BJ7792226	和骏顺泽投资有限公司	4.5	2020/6/4	2.0	11	22.158	1025.3	303.0
BK2133498	和骏顺泽投资有限公司	2	2020/7/2	1.9	11	22.158	1025.3	250.1
BJ9422772	华夏幸福开曼投资有限公司	3	2020/6/16	2.0	6.92	104.644	944.4	8120.5
AZ4213163	泰禾集团全球有限公司	4	2019/7/10	3.0	15	116.566	850.4	465.7
ZO6083356	华夏幸福开曼投资有限公司	3.3	2020/9/28	2.0	8.75	89.169	683.4	6841.7
BM8863094	和骏顺泽投资有限公司	3	2020/12/9	2.2	10.4	19.092	647.9	278.9

数据来源: Bloomberg 克而瑞证券研究院

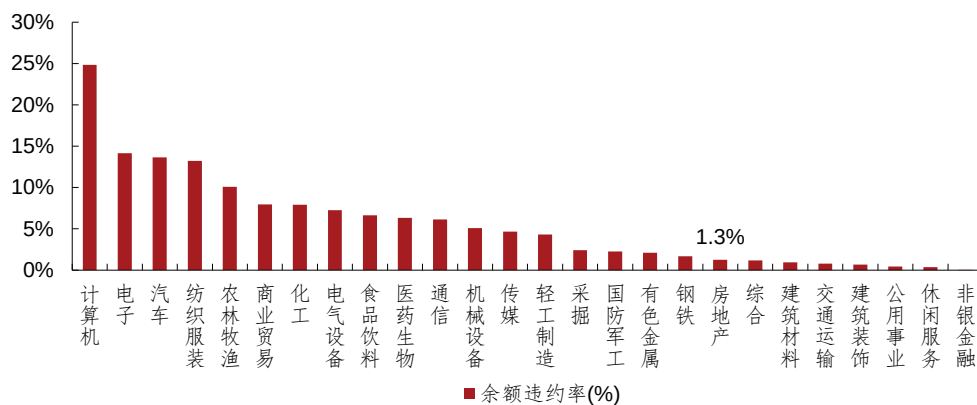
注: 本文选择 2 月末及 1 月末均有估值的债券进行估值变化的比较。估值变化=当月末估值收益率-前月末估值收益率。估值排名选用一年后到期的债券进行排行。

2月天房、华夏幸福违约，境外4家评级调整

2月申万房地产行业违约率1.3%，天房集团违约

申万房地产一级行业债券余额违约率1.3%，较上月上升0.1%。

图 24：地产行业债券余额违约率 1.3%



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%。

2月，wind口径，境内无新违约主体，H6天房01违约，余额9亿元；境外，彭博口径，华夏幸福违约，余额5.3亿美元。

2月4家主体被境外机构调整评级（展望）

正商实业、龙光集团评级上调，华夏幸福评级下调，中骏集团控股新增评级。

表 11：2月4家主体被境外机构调整评级（展望）

公司名称	日期	评级类型	目前评级	上次评级	机构
正商实业	02/10/2021	高级无担保债务	B3	B2	穆迪
正商实业	02/10/2021	评级展望	STABLE		穆迪
正商实业	02/10/2021	长期评级	B3		穆迪
龙光集团	02/05/2021	评级展望	STABLE		穆迪
龙光集团	02/05/2021	长期企业家族评级	Ba2	Ba3	穆迪
龙光集团	02/05/2021	高级无担保债务	Ba3	B1	穆迪
龙光集团	02/05/2021	长期评级	Ba2		穆迪
华夏幸福开曼投资有限公司	02/03/2021	高级无担保债务	CC	CCC	惠誉
中骏集团控股	02/02/2021	评级展望	STABLE		惠誉
中骏集团控股	02/02/2021	外币长期债务	BB-		惠誉
中骏集团控股	02/02/2021	高级无担保债务	BB-		惠誉
华夏幸福开曼投资有限公司	02/02/2021	高级无担保债务	Caa2	B2 *-	穆迪
华夏幸福开曼投资有限公司	02/02/2021	评级展望	NEG		穆迪

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

披露事項

本文件由克而瑞證券有限公司(“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，但克而瑞證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，而且克而瑞證券有限公司，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认购证券的决定，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。