

8 月地产债发行规模回落 信用风险有向国企蔓延迹象

——2022 年 8 月地产债运行情况报告
分析师 唐晓琳、赵怡畅、闫骏

核心观点：

- 8 月境内地产债发行规模较上月大幅下降，同比仍为负增，净融资额继续处于负值区间；发行主体中，民企发行规模较上月有所回落，国企仍占主流。
- 8 月地产债二级市场交易活跃度持续回落；价格跌幅超过 10% 的频次较上月增加 16 次，其中，远洋集团、金地集团等国有相对控股房企债券价格继续大幅度波动，绿城、龙湖等更多稳健型房企也开始出现价格震荡。
- 美元债方面，8 月中资房企一级发行情况未见好转，净融资规模环比增加，主要源于年内集中到期高峰已过；考虑到当前房企境内外融资环境未现回暖，流动性风险仍在持续发酵。
- 8 月新增展期主体增加，受楼市低迷制约，房企仍面临较高的信用风险。
- 展望后市，楼市出现回暖势头仍待政策加力，在此之前，房企信用风险将维持高位。高频数据显示，8 月 30 大中城市日均商品房成交套数为 3639 套，同比下降 20.72%，环比下降 5.19%，显示当前楼市继续处于震荡筑底阶段，回暖势头尚不明显。进入 9 月，销售端进一步下滑，9 月 1-12 日 30 大中城市日均成交套数回落至 2607 套。除去中秋节错期因素外，也表明 8 月降息对楼市提振效果较为有限，后续稳楼市政策有望进一步加码，其中 5 年期 LPR 报价还有下调空间。

报告正文：

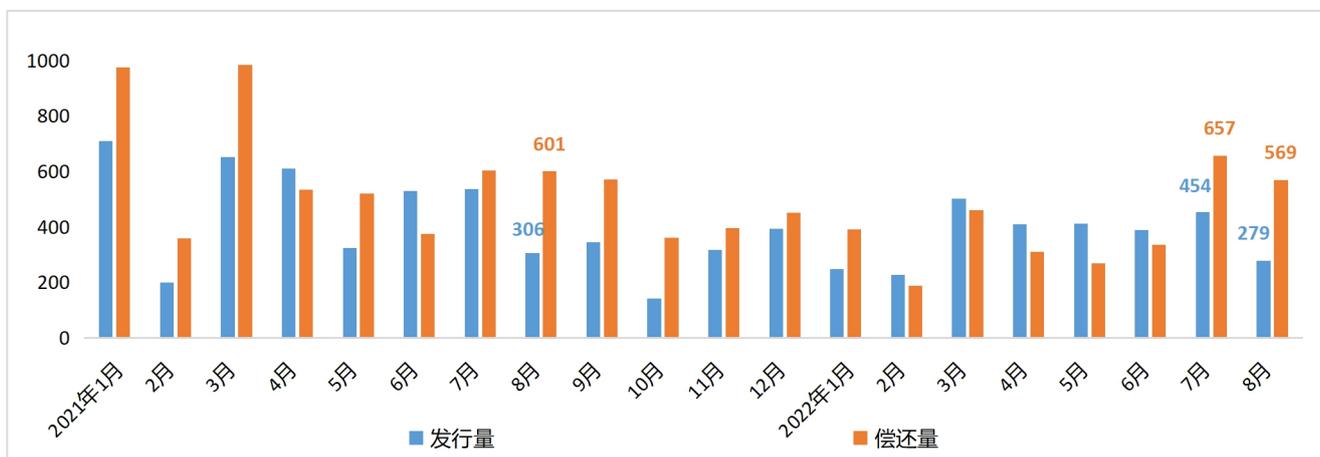
一、8 月境内地产债发行规模较上月大幅下降，同比仍为负增，净融资额继续处于负值区间；发行主体中，民企发行规模较上月有所回落，国企仍占主流。

8 月，共计 24 家房地产企业发行境内信用债 30 只，合计发行规模为 278.50 亿元，净融资额为 -290.87 亿元。具体看：

一是发行规模环比大幅下降，同比仍为负增，且净融资额为负。8 月房地产行业共计发行境内信用债 30 只，与去年同期持平，但较上月减少 17 只。从规模来看，8 月境内地产债发行规模为 278.50 亿元，环比下降 38.68%，同比下降 9.08%。从占比来看，8 月房地产行业债券发行数量和发行规模占全

市场的比重分别为 0.72%和 0.52%，较上月显著下降。从净融资额来看，8 月地产债到期规模较大，净融资额仍处负值区间，为-290.87 亿元。

图表 1：2021 年-2022 年 8 月房地产行业国内信用债发行和到期情况（单位：亿元）



数据来源：Wind，东方金诚

二是发行主体中民企发行规模较上月大幅下降，国企仍占主流。8 月共计 24 家房地产企业发行境内信用债，其中 4 家为民营主体，分别为万科、龙湖、滨江集团和美地置业，其中龙湖发行的“22 龙湖拓展 MTN001”由中债信增提供全额无条件不可撤销连带责任担保。从发行规模来看，8 月民营企业合计发行规模为 54.4 亿元，同比下降 50.41%，环比下降 46.70%；从占比来看，8 月民企发行规模占发行总量 19.53%，较上月占比下降 2.94 个百分点。

三是 8 月地产债发行期限以 3 年期为主，发行利率与上月基本持平，远低于去年同期。从期限分布来看，8 月地产债的发行期限以 3 年期居多；从融资成本来看，排除样本量过低带来的影响，我们主要对比了 3 年期 AAA 级债券的融资利率，结果显示 8 月 3 年期 AAA 级债券平均融资利率较上月下降 1bp，较去年同期下降 25bp。

图表 2 2022 年 8 月房地产行业信用债平均融资利率¹及同比、环比数据

期限	2022 年 8 月						2022 年 7 月						2021 年 8 月					
	AAA		AA+		AA		AAA		AA+		AA		AAA		AA+		AA	
	数 量	平均 利率	数 量	平均 利率	数 量	平均 利率	数 量	平均 利率	数 量	平均 利率	数 量	平均 利率	数 量	平均 利率	数 量	平均 利率	数 量	平均 利率

¹ 平均融资利率采用算数平均法计算，计算范围包括超短期融资券、一般短期融资券、一般中期票据、一般公司债、一般企业债和定向工具几类券种中主体级别在 AA 级及以上，期限为 1、2、3、5 年期的债券，单位为%。

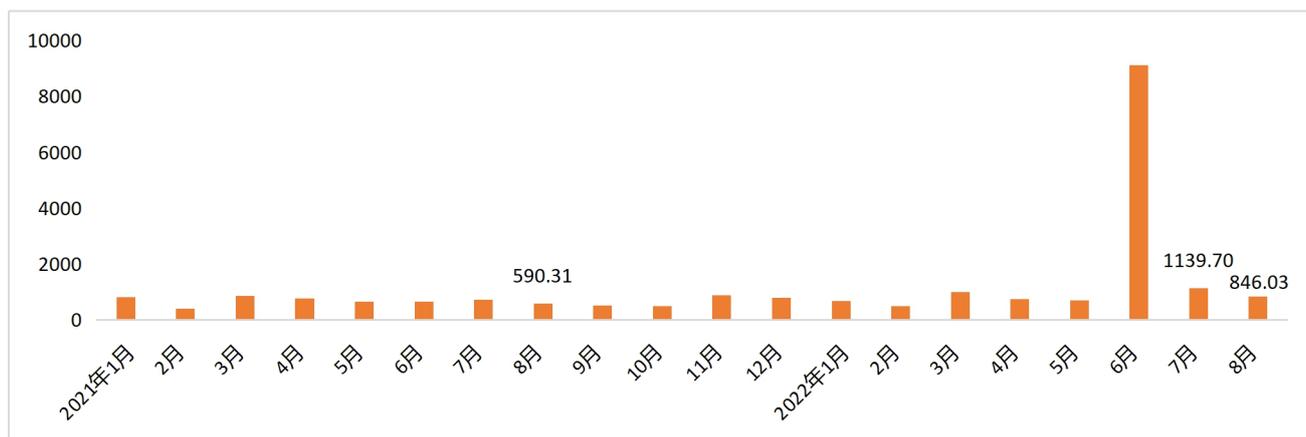
1Y	-	-	-	-	-	-	1	3.90	-	-	1	3.18	-	-	-	-	1	8.50
2Y	3	4.77	1	3.8	-	-	-	-	-	-	-	-	4	3.95	1	7.75	1	8.80
3Y	14	3.29	3	4.00	3	4.65	24	3.30	-	-	3	3.43	8	3.54	1	3.52	3	5.71
5Y	2	3.30	-	-	-	-	5	3.41	-	-	-	-	3	3.53	-	-	-	-

数据来源：Wind，东方金诚

二、8月地产债二级市场交易活跃度持续回落；价格跌幅超过10%的频次较上月增加16次，其中，远洋集团、金地集团等国有相对控股房企债券价格继续大幅度波动，绿城、龙湖等更多稳健型房企也开始出现价格震荡。

地产债二级市场交易活跃度持续回落，当月成交额约为846.03亿元，环比下降25.77%。

图表3：2021年-2022年8月地产债二级市场成交额（单位：亿元）



数据来源：Wind，东方金诚

8月，地产债二级市场单日价格跌幅超10%的债券共计76只，涉及20家房企。²从波动的频次来看，8月地产债价格跌幅超10%的情况共计发生120次，较7月增加了16次，其中单日跌幅超过30%的债券共计21只，涉及11家房企，分别为金地集团、上海宝龙实业、远洋控股、碧桂园集团、融创集团、阳光城集团、金科地产集团、富力地产、石家庄勒泰、中天金融集团和深圳龙光。

图表4 2022年1-8月地产债二级市场价格异动情况统计

月份	跌幅超过10%		跌幅超过20%			跌幅超过30%				涉及主体明细
	次数	涉及债券数量	次数	涉及债券数量	涉及主体数量	次数	涉及债券数量	涉及主体数量		

² 本部分数据来源于iFind，价格偏离幅度=（交易日期的最高净价或最低净价-交易日期的昨日收盘净价）/交易日期的昨日收盘净价，后文所述“跌幅超过20%、30%”等数据源与此相同，分别为价格偏离幅度低于-20%和-30%的债券。

1月	75	46	20	26	22	12	12	10	7	阳光城\奥园\合景控股\番禺雅居乐\世茂股份\世茂建设\四川蓝光
2月	65	41	14	31	21	9	5	5	5	世茂建设\龙光\泰禾\阳光城\正荣
3月	142	64	19	63	38	15	26	19	10	融创\世茂股份\龙光\番禺雅居乐\金科\阳光城\富力\合景控股\石家庄勒泰\宝龙实业
4月	69	44	18	23	18	11	5	5	4	世茂建设\龙光\融创\四川蓝光
5月	64	38	14	21	15	7	11	10	6	金科\中南建设\融创\融信\龙光\阳光城
6月	78	47	15	27	24	10	14	13	7	金科\宝龙实业\阳光城\碧桂园\广州市时代控股\荣盛\远洋
7月	104	69	19	45	36	12	24	18	8	金地\宝龙实业\远洋\碧桂园\融创\阳光城\金科\龙光
8月	120	76	20	51	38	16	27	21	11	远洋\金地\宝龙实业\碧桂园\金科\融创\富力\阳光城\龙光\石家庄勒泰\中天金融

数据来源：iFind, 东方金诚

8月远洋集团、金地集团等国有相对控股企业债券价格仍维持较大幅度波动，绿城、龙湖等更多稳健型房企也开始出现价格震荡，信用风险持续蔓延。我们关注到，远洋控股集团(中国)有限公司（下称“远洋集团”）8月地产债二级市场价格不论波动幅度或是波动频次均较大，出现20次债券价格单日跌幅超过10%的情况。其实，早在今年3月份远洋集团债券价格就已出现异动，截至8月单日跌幅超过10%的频次高达42次，其中单日最大跌幅为51.81%。

据了解，今年以来穆迪已多次对远洋集团进行级别调整。4月，穆迪宣布维持远洋集团“Baa3”长期发行人评级，将评级展望由“稳定”调整为“负面”，穆迪认为远洋集团未来12-18个月的物业销售将出现下滑；6月，穆迪将远洋集团的“Baa3”发行人评级列入下调观察名单，预计该公司未来12-18个月的债务杠杆率(收入/调整后债务)将从2021年的68%降至60%左右，同期利息覆盖率(调整后EBIT/利息)将从2021年的3.0倍下滑至2.5倍-2.7倍；8月，穆迪撤销了对远洋的“Baa3”发行人评级，且将远洋集团及其子公司的评级展望从处于“评级观察名单”调整为“负面”。穆迪认为由于地产行业的高波动性可能削弱其对中国人寿（远洋集团大股东）的财务及战略重要性，中国人寿对远洋集团的支持力度或将逐步降低。展望“负面”反映了远洋集团的独立信用状况正逐步削弱，主要表现为在严峻经营环境下的合同销售额下滑、低利润率所导致的定价灵活性偏弱以及财务指标恶化。

从穆迪对远洋集团的调级理由来看，级别频繁下调的主要原因有三个，即销售下滑、大股东支持力度减弱和财务指标恶化。近期，远洋集团披露了2022年中期报告，我们以此为依据进一步跟踪了远洋集团的经营和财务情况，具体如下：

经营方面，房地产行业环境恶化叠加汇兑风险，企业上半年出现较大亏损。受国内整体房地产市场低迷及新冠肺炎疫情持续的影响，2022年上半年远洋集团毛利为43.11亿元，较去年同期下降7%，

毛利率为 18%，较去年同期下降 4 个百分点。截至 2022 年 6 月 30 日，本公司拥有人应占亏损为 10.87 亿元，其中 8.94 亿元为人民币兑美元的贬值造成的汇兑亏损（2021 年上半年：汇兑收益 2.19 亿元），其他主要为分占合营企业溢利下降和国内整体房地产市场低迷及新冠肺炎疫情持续导致毛利率下降等原因带来的影响。

财务方面，据远洋集团公告披露，2022 年 6 月 30 日远洋集团净借贷比率³约 105%（2021 年 12 月 31 日：85%），净借贷比率上升主要是由于今年上半年持续受到国内房地产市场低迷的影响，整体销售额显著下降，行业融资环境严峻等极端因素叠加的影响，导致资金回笼速度仍然较慢，加上人民币兑美元贬值幅度较大，使净借贷比率短暂上升。截至 2022 年 6 月 30 日，公司现金资源总额（包括现金及现金等价物，以及受限制银行存款）约 196.42 亿元，现金资源总额较年初下降 74.37 亿元，且 196.42 亿元中有约 50 亿元为受限制的银行存款。

融资方面，受行业环境影响，远洋集团年内仅发行 2 只债券，一只为 3 月在境内发行的定向工具，发行规模为 20 亿元人民币；另一只为 4 月在境外市场发行的美元债，发行规模为 2 亿美元。今年以来，为缓解流动性紧张问题，远洋集团已多次出售资产。4 月，远洋集团将位于北京朝阳区酒仙桥商圈的颐堤港一期项目股权变更，引入进入两家股东，分别是国寿置业投资管理有限公司和国寿启航壹期（天津）股权投资基金合伙企业，合作金额约 30 亿元。6 月，远洋集团将位于北京市丰台区丽泽商务区的远洋锐中心项目出售，交易金额为 50.15 亿元，接盘者为项目合作方中国平安人寿保险股份有限公司。7 月，远洋集团拟抵押所持的成都远洋太古里项目 50% 股权部分，向远洋大股东中国人寿保险筹资约 40 亿元。这笔抵押周期预计 3 年，期间远洋所持 50% 股权的分红将交给债权人。回购条款包括 3 年后赎回，以及如果远洋无法赎回，拥有项目另外 50% 股权的太古地产将拥有优先收购权。上述三笔资金如果全部落地，可为远洋集团筹集约 120 亿元资金。

我们关注到，远洋集团旗下平台远洋资本于 9 月 8 日发布公告称“20 远资 01”2022 年第一次债券持有人会议上通过了该债券的兑付调整方案，撤销了本次回售安排，远洋集团的流动性问题已逐渐显现。我们认为，远洋集团的流动性风险主要归因于销售下滑叠加汇兑风险，长期偿债能力仍有赖于房地产行业出现实质性回暖。具体看，远洋集团今年以来的销售额同比虽下降显著，但仍好于同业平均水平。据中指研究院数据显示，远洋集团今年 1-8 月全口径销售额 611 亿元，同比下降 16.53%，优于百强房企同比下降 46.2% 的平均水平，且据克而瑞排行榜显示，远洋集团 1-8 月销售额排名第 19 位，

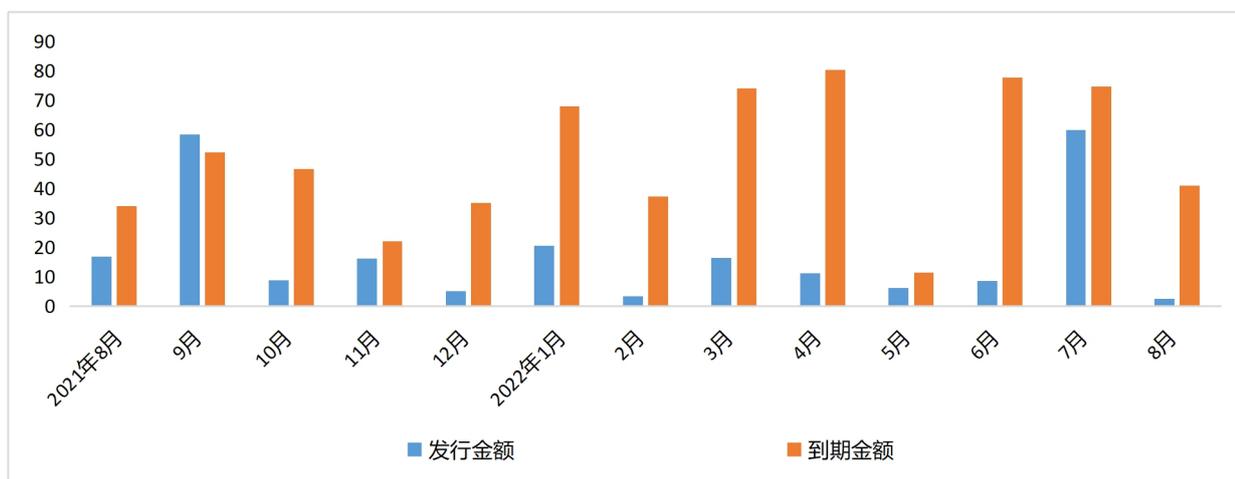
³ 净借贷比率=（贷款总额-现金资源总额）/权益总额

同比提升 21 个名次。另一方面，今年上半年远洋集团仅购入 5 宗地块，购地面积出现大幅下降，但从整体土储情况来看，预估其消化周期约为 4-5 年左右，土储资源仍然充沛，且销售收入主要来源的北京、长三角、珠三角等区域土地资源占比相对较大（各区域土储占比情况为环渤海区域 24.2%、北京周边 23.4%、华东 14.6%、华西 14.3%、华中 13.0%、华南 10.4%）。未来，需重点关注远洋集团的销售端是否会出现进一步下滑，从而加深对流动性的拖累，以及汇兑等风险对其利润空间的挤压。

三、境外美元债方面，中资房企一级发行情况未见好转，净融资规模环比增加，主要系年内集中到期高峰已经度过，但鉴于当前房企境内外融资环境不见回暖，流动性风险仍在持续叠加。

8 月仅绿地中国 1 家发行了 0.09 亿美元债，但鉴于当月到期规模环比大幅减少 44.45%，净融资规模为-40.92 亿美元。

图表 5 2021 年 8 月-2022 年 8 月中资房企美元债发行和到期情况 (单位: 亿美元)



数据来源: Bloomberg, 东方金诚

四、8 月新增展期主体增加，受楼市低迷制约，房企仍面临较高的信用风险。

8 月，无境内评级机构下调房地产企业级别；房地产行业新增违约债券 13 只⁴。从风险主体来看，共涉及 11 家房企，其中 2 家为新增展期，为中天金融集团和石家庄泰勒。从违约规模来看，8 月新增违约规模⁵合计 128.88 亿元，较 7 月下降 32.72%，涉及主体数量也减少 3 家。

图表 6 境内地产债 2021 年至今违约及展期情况统计

日期	新增违约	新增违约主体数量	新增展期	新增展期主体名单	新增违约规模
----	------	----------	------	----------	--------

⁴ 新增违约债券 13 只，其中本息违约债券 1 只，展期债券 12 只。

⁵ 本报告所述“违约规模”包含展期。

	主体数量		主体数量		(亿元)
2021年1月	-	-	-	-	0.13
2021年2月	1	华夏幸福	1	福建福晟集团	35.94
2021年3月	1	重庆协信远创实业	-	-	169.54
2021年4月	-	-	-	-	28.83
2021年5月	-	-	-	-	65.05
2021年7月	1	四川蓝光	-	-	140.10
2021年8月	1	泛海控股	-	-	19.72
2021年9月	-	-	1	恒大地产	34.85
2021年10月	-	-	1	新力地产	0.36
2021年11月	-	-	3	阳光城集团、北京鸿坤伟业、花样年集团	4.82
2021年12月	-	-	-	-	30.23
2022年1月	-	-	-	-	9.34
2022年2月	1	福建阳光	-	-	6.83
2022年3月	1	深圳龙光	-	-	94.19
2022年4月	-	-	3	融创集团、厦门禹洲、广州富力地产	130.69
2022年5月	-	-	2	世茂股份、金科地产	118.54
2022年6月	1	北京鸿坤伟业	1	融侨集团	113.45
2022年7月	-	-	6	奥园、融信、冠城大通、佳源创盛、正荣地产、当代置业	191.56
2022年8月	-	-	2	中天金融、石家庄泰勒	128.88
合计	7	-	20	-	1323.05

数据来源: iFind, Wind, 东方金诚

美元债发行主体评级调整方面, 8月中资房企被国际三大下调主体评级共计23次, 较7月评级下调减少了7次, 被下调评级企业共计13家, 环比减少6家。本月并无上调评级的主体或债项。

从美元债违约情况来看, 8月中资房企美元债新增违约债项6只, 新增违约规模约29.6亿美元, 环比降低7.24%, 涉及违约主体3家, 其中, 弘阳集团为本月新增房企美元债违约主体, 涉及到弘昇有限公司、弘阳地产2家境外发债主体, 旗下各有1只美元债违约。

图表7 中资房企美元债2021年至今违约展期情况统计

日期	新增违约主体个数	新增违约主体名单	新增展期主体个数	展期主体名单	新增违约规模(亿美元)
2021年2月	1	华夏幸福	-	-	14.80
2021年3月	-	-	1	中南建设	-
2021年4月	-	-	1	佳兆业集团	-
2021年5月	1	泛海控股	-	-	5.60
2021年7月	0	-	-	-	9.40
2021年8月	1	阳光100中国	-	-	2.00
2021年10月	4	中国地产、当代置业、花样年集团、新力控股集团	-	-	12.76
2021年12月	3	中国恒大、佳兆业集团、阳光城集团	-	-	35.10
2022年1月	2	蓝光发展、中国奥园	3	大发地产、祥生控股、禹洲集团	14.38

2022年2月	1	国瑞置业	-	-	12.47
2022年3月	4	大发地产、祥生控股、禹洲集团、景瑞控股	1	正荣地产	47.75
2022年4月	1	正荣地产	-	-	18.90
2022年5月	1	融创中国	1	中梁控股	56.32
2022年6月	3	武汉当代集团、世茂集团、天誉置业	2	大唐集团控股、中南建设、领地控股	25.82
2022年7月	4	融信中国、俊发地产、上坤地产、三盛控股	4	富力地产、宝龙地产、汇景控股、上坤地产	31.91
2022年8月	1	弘阳集团	-	-	29.60
合计	31	-	13	-	337.00

数据来源：Bloomberg，东方金诚

展望后市，楼市出现回暖势头仍待政策加力，在此之前，房企信用风险将维持高位。高频数据显示，8月30大中城市日均商品房成交套数为3639套，同比下降20.72%，环比下降5.19%，显示当前楼市继续处于震荡筑底阶段，回暖势头尚不明显。进入9月，销售端进一步下滑，9月1-12日30大中城市日均成交套数回落至2607套。除去中秋节错期因素外，也表明8月降息对楼市提振效果较为有限，后续稳楼市政策有望进一步加码，其中5年期LPR报价还有下调空间。

附表1 2022年8月中资房企美元债违约情况

发行人名称	违约日期	发行日期	发行金额 (亿美元)	息票
融创中国	2022-8-8	2017-8-8	6.00	7.95
弘昇有限公司	2022-8-27	2020-2-27	2.75	9.88
弘阳地产	2022-8-12	2021-1-13	3.50	7.30
禹洲集团	2022-8-19	2022-1-20	5.28	7.81
禹洲集团	2022-8-12	2021-1-13	5.62	6.35
禹洲集团	2022-8-12	2020-1-13	6.45	7.38

数据来源：Bloomberg，东方金诚

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。