监管收紧下，地产债成色几何？

2021 年 02 月 24 日

观点

- 2021 年地产行业债券融资延续了去年 8 月以来的紧缩，**净融资持续 7 个月为负。“三条红线”监管出台后，行业利差上行逾 50BP，从行业基本面来看，监管趋严下行业分化更加明显，预计等级利差将持续走阔。**
- **自“三条红线”监管以来，地产债已持续 7 个月净融资额为负。**自 16 年底“房住不炒”政策基调出台以来，地产行业债券净融资额整体收缩，特别是去年 8 月“三条红线”监管进一步收紧，地产债净融资已持续 7 个月为负，为 16 年“房住不炒”以来持续时间最长。**我们预计，随着政策对地产融资的抑制，叠加集中到期兑付压力，净融资额将持续处于低位。**
- **21 年偿付压力集中在一季度和三季度，预计 3 月将迎来一波供给冲击。**地产行业 21 年将面临债券集中到期压力，全年到期逾 6000 亿，主要集中在一季度、三季度，2 月受春节假期影响，新发行对到期债券的覆盖率仅 41%，参考 1 月 82%的覆盖率，预计 3 月新发行规模超过 700 亿。
- **16 年地产政策收紧以来，行业利差整体呈倒“V”形。**16 年“房住不炒”政策出台以来，地产行业利差整体呈倒“V”形，随着 18 年政策加码，利差在 7 月达到峰值逾 170BP。“三条红线”监管进一步抑制地产，利差走阔逾 50BP。**我们预计，随着地产行业整合发力，信用利差将逐步修复。**
- **监管收紧下，利差中枢上行，等级利差走阔。**监管收紧前，行业利差地位震荡，等级利差分化不明显。进入 17 年后受监管趋紧影响，行业利差中枢上行，AAA 评级较为稳健，信用利差持续低位，AA+与 AAA 等级利差迅速走阔，AA+估值风险较大。“三条红线”加码后，中低评级等级利差走阔，AA 利差上行逾 200BP。**我们认为，监管趋严会导致利差中枢快速上行，其中，高评级债券较为稳健，中低评级债券对监管加码反应更为明显，存在一定估值风险。**
- **我们认为，监管加码叠加债券集中兑付，2021 年地产行业债券融资压力较大。监管收紧背景下，利差中枢上行明显，高评级债券收益率较为稳健，中低评级债券存在一定估值风险。**

- **风险提示：**地产行业政策变化，融资环境超预期变化

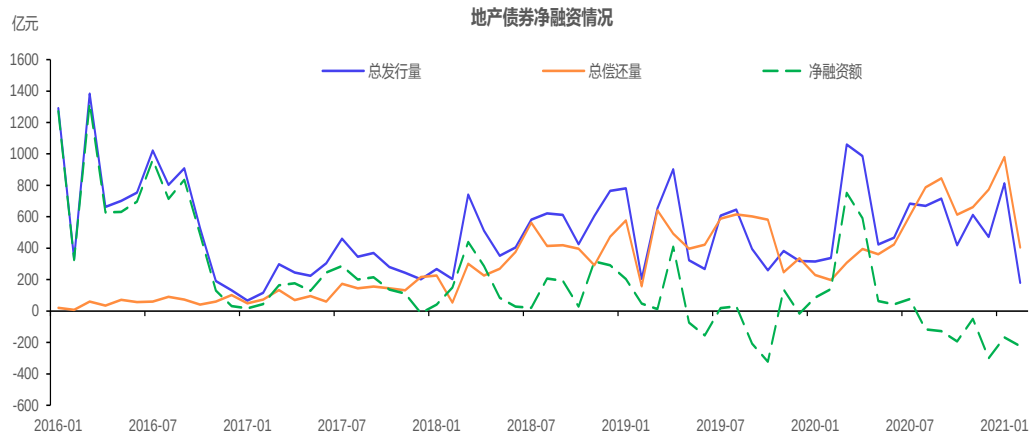
证券分析师 陶川
执业证号：S0600520050002
taoch@dwzq.com.cn
研究助理 周璐
Zhoul@dwzq.com.cn

相关研究

1、《宏观点评 20210204：流动性趋紧下的信用风险怎么看？》2021-02-04
2、《宏观点评 20210201：如何看待“紧房贷”和“紧信用”？》2021-02-01
3、《宏观点评 20210131：1 月 3623 亿新发地方债去哪了？》2021-01-31
4、《宏观点评 20210118：6.5%的 GDP 增长靠什么？》2021-01-18
5、《宏观点评 20210115：一文读懂拜登财政刺激内容、前景及影响》2021-01-15

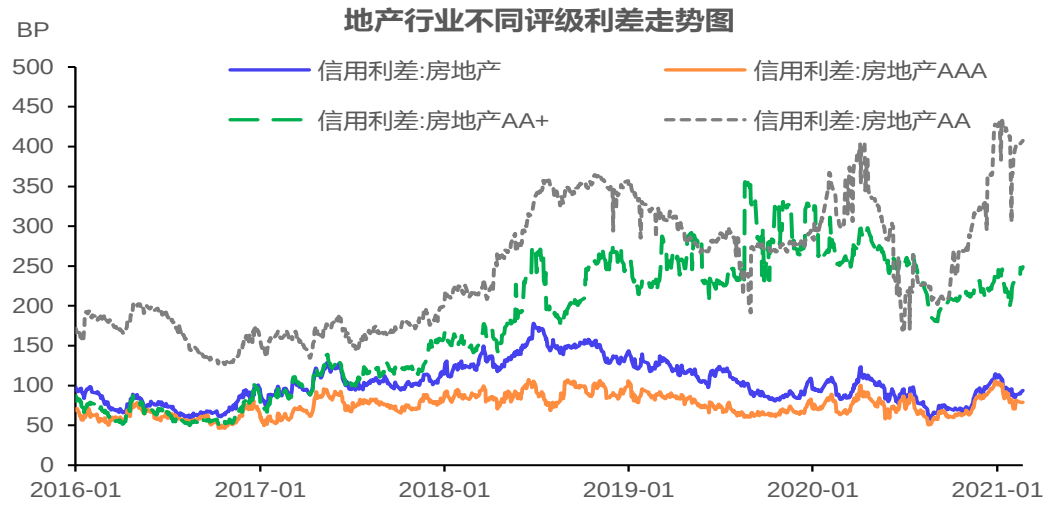
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：地产行业债券净融资持续 7 个月为负：



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：地产债等级利差：



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 3：2021 年地产行业到期偿债分布：



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：地产行业信用利差走势：



数据来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

