

房地产

地产债专题 001——房企到位资金数据怎么看？

证券研究报告

2018年11月25日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

徐超

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518070007

xuchao@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《房地产-行业研究周报:一二线城市回暖, 三线趋冷, 去化周期小幅提高——房地产销售周报 1118》 2018-11-19
- 2 《房地产-行业研究周报:供应增加成交下滑, 土地市场降温明显——房地产土地周报 20181118》 2018-11-19
- 3 《房地产-行业点评:10月地产统计局数据点评:销售、投资、开工、拿地增速全线回落, 金九银十不及预期》 2018-11-15

一、到位资金数据由项目公司填报, 发债最终计入自筹资金但时间上有滞后

房地产企业资金来源数据是由各个直接操盘项目的法人项目公司通过联网直报系统填报的, 由国家统计局汇总加工而得。不直接操盘项目的集团总部、控股平台等是不填报数据的。对于项目公司而言, 开发贷计入了“国内贷款”, 销售回款分别计入了“其他资金”当中的“定金及预收款”和“个人按揭贷款”, 股东(比如集团总部)划拨给项目公司的资金无论是通过资本金注资还是通过股东借款的形式, 都计入“自筹资金”。

1. 债券: 一般情况下项目公司自己是不发行债券的, 债券一般是由集团总部发行, 筹集到资金后再以股东借款的形式划拨给项目公司, 因此发行债券筹集到的资金最终是进入了“自筹资金”科目, 但是时间上可能会有一定滞后, 因为要等到集团将款项划拨到项目公司账上才可以计入。发行美元债筹集到的资金如果最终以股东借款的形式划拨给了项目公司, 那么最终也会计入“自筹资金”, 而不是“利用外资”。

2. 各类 ABS: (1) 供应链 ABS 一般不产生“到位资金”, 因为专项资管计划一般是将资金支付给了相关上游施工企业或者保理公司, 本质上是施工企业将应收账款提前贴现的过程, 房地产企业并没有收到钱。(2) 购房尾款 ABS、物业费 ABS: 一般情况下专项资管计划将资金支付给了房地产企业集团, 如果集团后续以股东借款的形式将资金划拨给项目公司, 那么同债券一样, 最终计入了“自筹资金”。

3. 非标: 要分三种情况, 其中有两种计入了自筹资金, 一种计入了“国内贷款”中的“非银贷款”。(1) 由集团总部直接借的非标资金, 这部分资金最终会通过股东借款的形式划拨给项目公司, 因此最终会进入自筹资金, 但时间上有一定滞后(2) 由项目公司找信托、有限合伙基金等非银金融机构做的股权或者明股实债融资, 这部分资金实际上体现为少数股东出资, 因此也计入了自筹资金。部分明股实债融资出于税筹的考虑可能采取“股+债”结构, 股和债的部分都应该计入自筹资金, 因为股的部分是属于少数股东资本金出资, 而债的部分则是少数股东借款。(3) 项目公司找信托等非银金融机构做的信托贷款, 这种应该计“国内贷款”中的“非银贷款”。

4. 并购贷: 并购贷一般是由集团总部或者较高层级的控股平台来操作, 其资金也是先打到集团或控股平台账上, 之后集团或者控股平台可能会以股东借款的形式将资金划拨给项目公司, 因此这笔资金最终会计入“自筹资金”, 但是时间上有滞后。并购贷和开发贷一样, 会纳入银行整个房企的授信额度内, 因此并购贷和开发贷之间是存在一定的替代关系的。

二、到位资金增速开始回落, 销售回款、国内贷款、自筹资金增速全线下滑

房地产企业到位资金同比增速结束连续三个月回升态势, 重新开始下滑。2018年1-10月, 房地产开发企业到位资金 135636 亿元, 同比增长 7.7%, 增速较 1-9 月下降 0.1 个百分点; 从到位资金的构成来看, 除个人按揭贷款外, 到位资金的主要构成项目同比增速均下滑或持平。其中国内贷款 19727 亿元, 自筹资金 45512 亿元, 定金及预收款 44942 亿元, 个人按揭贷款 19408 亿元, 分别同比增长-5.2%、10.8%、16.3%、-0.9%, 增速较 1-9 月分别提高-0.1、-0.6、0.0、0.3 个百分点。

单月值同比增速下滑更为明显, 10 月单月房地产开发企业到位资金 13754 亿元, 同比增长 7.1%, 增速较 9 月下降 7.3pct。从到位资金的构成来看, 除个人按揭贷款外, 到位资金的主要构成项目同比增速均下滑。其中国内贷款 1686 亿元, 自筹资金 4916 亿元, 定金及预收款 4683 亿元, 个人按揭贷款 1886 亿元, 分别同比增长-6.1%、6.1%、16.4%、2.1%, 增速较 9 月分别提高-13.7、-6.4、-9.4、5.0pct。

投资建议: 我们认为国家统计局数据和城市高频数据均显示新房销售有趋冷的迹象, 销售、投资、开工、拿地增速全线回落, 金九银十表现不及预期。从克而瑞百强房企销售数据看 10 月份销售金额增速继续回落, 绝对值也走低。总体而言销售降温的趋势非常明显。若新房销售市场 19 年持续低迷的话, 则房企资金面或将面临三期叠加: (1) 占到位资金接近一半的销售回款 19 年或将开始下滑 (2) 19 年上半年仍是债券到期高峰, 房企借新还旧压力较大 (3) 19 年也是非标到期高峰。随着宏观经济和房地产行业数据的下滑, 市场政策宽松预期不断强化, 但我们认为短期内房地产调控政策大面积放松的可能性较小, 不排除在政策执行尺度方面进行变相宽松。在 19 年资金面压力可能仍然较大的背景下, 我们建议关注融资能力突出、销售高增长、流动性较好的央企龙头房企, 如保利地产、招商蛇口等。

风险提示: 政策变化超预期; 新房销售不及预期, 房企融资环境超预期恶化

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2018-11-23	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
600048.SH	保利地产	13.00	买入	1.31	1.67	2.10	2.71	9.92	7.78	6.19	4.80
001979.SZ	招商蛇口	18.42	买入	1.55	1.82	2.25	2.74	11.88	10.12	8.19	6.72

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

内容目录

1. 房地产企业到位资金数据由项目公司而非集团填报,发债最终计入自筹资金但时间上有滞后..... 3
2. 到位资金增速开始回落,销售回款、国内贷款、自筹资金增速全线下滑,个人按揭贷款增速有所回升..... 5

图表目录

图 1: 到位资金结构.....	3
图 2: 房企债券发行规模.....	3
图 3: 万科供应链金融资产支持计划交易结构图.....	4
图 4: 融侨购房尾款 ABS 交易结构图.....	4
图 5: 新华联物业费 ABS 交易结构图.....	4
图 6: 18 年房地产信托发行规模有所收缩.....	4
图 7: 到位资金同比增速.....	5
图 8: 到位资金当月值 (单位: 亿元).....	5
图 9: 国内贷款同比增速.....	6
图 10: 国内贷款当月值 (单位: 亿元).....	6
图 11: 自筹资金同比增速.....	6
图 12: 自筹资金当月值 (单位: 亿元).....	6
图 13: 销售回款同比增速.....	6
图 14: 销售回款当月值 (单位: 亿元).....	6
图 15: 定金及预收款同比增速.....	6
图 16: 定金及预收款当月值 (单位: 亿元).....	6
图 17: 个人按揭贷款同比增速.....	7
图 18: 个人按揭贷款当月值 (单位: 亿元).....	7
图 19: 商品房销售额增速.....	7
图 20: 各线城市销售额单月同比.....	7
图 21: 各线城市销售额累计同比.....	7
图 22: 19 年上半年仍是债券到期高峰 (已剔除城投和住投, 考虑回售).....	8
图 23: 19 年也是非标到期高峰.....	8
图 24: 地产信托收益率 17 年以来呈持续上升趋势.....	8

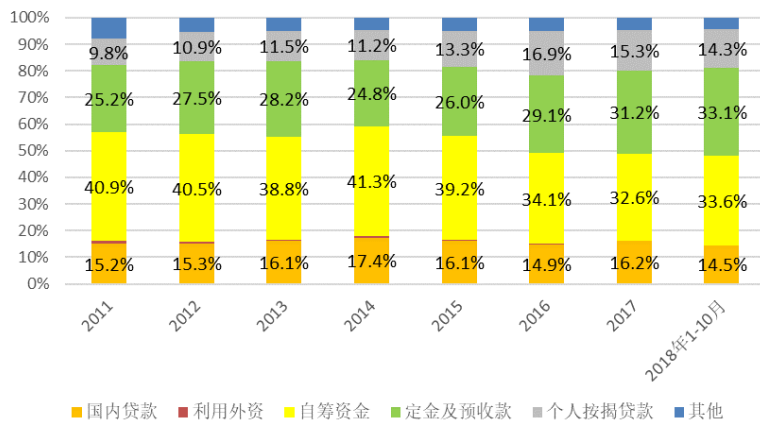
未找到图形项目表。

1. 房地产企业到位资金数据由项目公司而非集团填报，发债最终计入自筹资金但时间上有滞后

房地产企业资金来源数据是由各个直接操盘项目的法人项目公司通过联网直报系统填报的，由国家统计局汇总加工而得。不直接操盘项目的集团总部、控股平台等是不填报数据的。因此我们在分析数据的时候，一定要站在项目公司的视角，而不是房地产企业集团总部的视角。

从到位资金的结构来看，定金及预收款大概占 33.1%，个人按揭贷款占 14.3%，两者合计达到 47.4%，说明销售回款在房企资金来源当中举足轻重，占比接近一半。除此之外，自筹资金占比 33.6%，国内贷款占 14.5%。利用外资占比不到 0.1%，几乎可以忽略不计，此外还有“其他资金”中剔除掉销售回款的部分占 4.4%。

图 1：到位资金结构



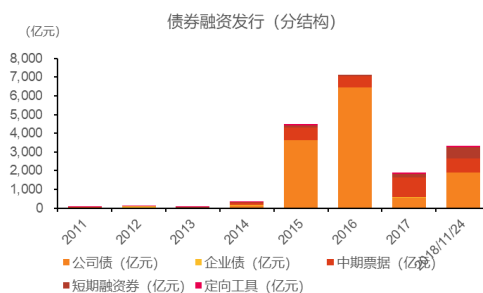
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

对于项目公司而言，开发贷计入了“国内贷款”，销售回款分别计入了“其他资金”当中的“定金及预收款”和“个人按揭贷款”，股东（比如集团总部）划拨给项目公司的资金无论是通过资本金注资还是通过股东借款的形式，都计入“自筹资金”。资本金注资其实相对少一些，因为将来抽回资金比较麻烦，一般发生在项目公司设立或者进行明股实债融资的时候，其余时候股东借款的形式更常见。部分由外商直接开发的项目可能会出现“利用外资”。

房企的各种主要融资渠道筹集的资金分别计入了哪些科目呢？

债券：一般情况下项目公司自己是不发行债券的，债券一般是由集团总部发行，筹集到资金后再以股东借款的形式划拨给项目公司，因此发行债券筹集到的资金最终是进入了“自筹资金”科目，但是时间上可能会有一定滞后，因为要等到集团将款项划拨到项目公司账上才可以计入。发行美元债筹集到的资金如果最终以股东借款的形式划拨给了项目公司，那么最终也会计入“自筹资金”，而不是“利用外资”。

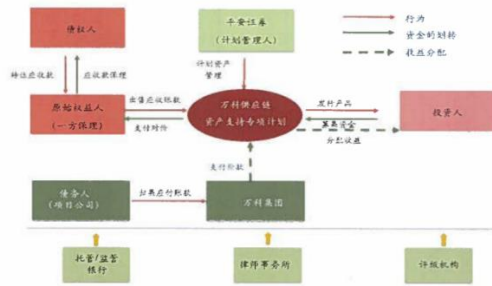
图 2：房企债券发行规模



资料来源：Wind，天风证券研究所

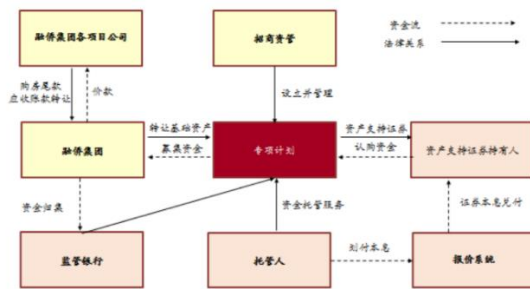
各类 ABS：（1）供应链 ABS 一般不产生“到位资金”，因为专项资管计划一般是将资金支付给了相关上游施工企业或者保理公司，本质上是施工企业将应收账款提前贴现的过程，房地产企业并没有收到钱，房地产企业账面的应付账款一般也没有因为这个过程发生变化。（2）购房尾款 ABS、物业费 ABS：一般情况下专项资管计划将资金支付给了房地产企业集团，如果集团后续以股东借款的形式将资金划拨给项目公司，那么同债券一样，最终计入了“自筹资金”，但时间上有滞后。

图 3：万科供应链金融资产支持计划交易结构图



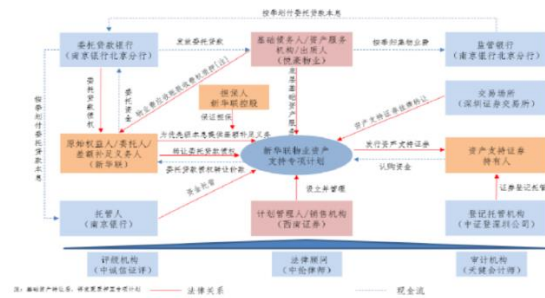
资料来源：平安证券万科供应链金融 2 号资产支持专项计划说明书，天风证券研究所

图 4：融侨购房尾款 ABS 交易结构图



资料来源：招商创融融侨集团购房尾款资产支持专项计划说明书，天风证券研究所

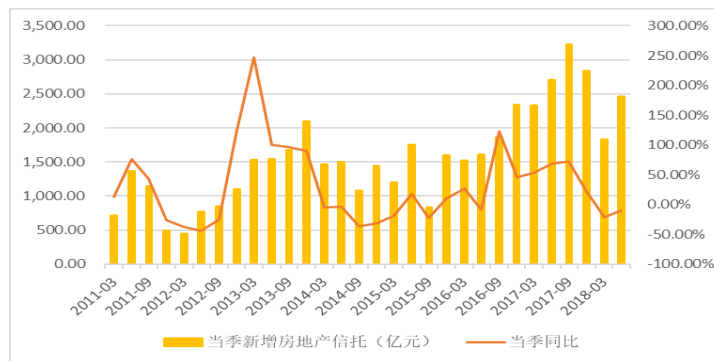
图 5：新华联物业费 ABS 交易结构图



资料来源：新华联物业费资产支持专项计划说明书，天风证券研究所

非标：要分三种情况，其中有两种计入了自筹资金，一种计入了“国内贷款”中的“非银贷款”。（1）由集团总部直接借的非标资金，这部分资金最终会通过股东借款的形式划拨给项目公司，因此最终会进入自筹资金，但时间上有一定滞后（2）由项目公司找信托、有限合伙基金等非银金融机构做的股权或者明股实债融资，这部分资金实际上体现为少数股东出资，因此也计入了自筹资金。部分明股实债融资出于税筹的考虑可能采取“股+债”结构，股和债的部分都应该计入自筹资金，因为股的部分是属于少数股东资本金出资，而债的部分则是少数股东借款。（3）项目公司找信托等非银金融机构做的信托贷款，这种应该计入“国内贷款”中的“非银贷款”。

图 6：18 年房地产信托发行规模有所收缩



资料来源：信托业协会，天风证券研究所

开发贷：开发贷一般是由项目公司借的，即使是银行对房企集团总对总授信，最终去提取开发贷也是由项目公司来进行，因此开发贷一般直接计入“国内贷款”。但是值得注意的是，计入“国内贷款”的是实际提取到账的金额，而不是授信金额。部分银行可能会按工程进度批发放开发贷，甚至采取受托支付的模式，按照工程进度分批将开发贷打到房企开立的资金监管账户上，在一定期限内直接将开发贷资金支付给施工企业。

并购贷：并购贷一般是由集团总部或者较高层级的控股平台来操作，其资金也是先打到集团或控股平台账上，之后集团或者控股平台可能会以股东借款的形式将资金划拨给项目公司，因此这笔资金最终会计入“自筹资金”，但是时间上有滞后。并购贷和开发贷一样，会纳入银行整个房企的授信额度内，因此并购贷和开发贷之间是存在一定的替代关系的。

销售回款：其中“定金及预收款”是认购口径，对于购房者所交的定金、首付等款项，只要房企具备了罚没的权利，就可以将其记入“定金及预收款”。注意“定金及预收款”与同为国家统计局公布的“商品房销售额”口径不一样，后者是“网签口径”。部分房价上涨压力较大的城市出于控制房价指数的目的可能对一些高价项目限制网签，因此“商品房销售额”数据是有一定滞后的。

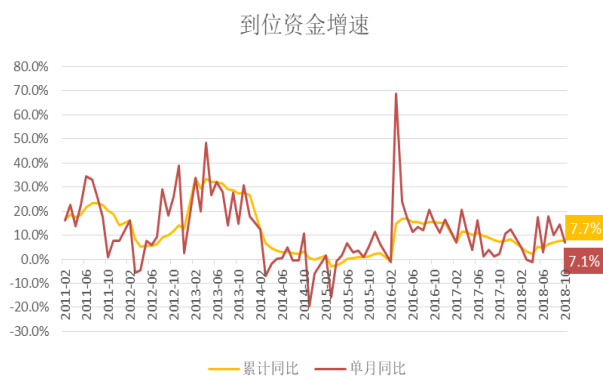
处置资产：房企处置资产（如项目公司股权或商办物业）筹集到的资金，如果最终通过股东借款的形式拨给了项目公司，那么最终会记入自筹资金。

2. 到位资金增速开始回落，销售回款、国内贷款、自筹资金增速全线下滑，个人按揭贷款增速有所回升

房地产企业到位资金同比增速结束连续三个月回升态势，重新开始下滑。2018年1-10月，房地产开发企业到位资金135636亿元，同比增长7.7%，增速较1-9月下降0.1个百分点；从到位资金的构成来看，除个人按揭贷款外，到位资金的各主要构成项目同比增速均下滑或持平。其中国内贷款19727亿元，自筹资金45512亿元，定金及预收款44942亿元，个人按揭贷款19408亿元，分别同比增长-5.2%、10.8%、16.3%、-0.9%，增速较1-9月分别提高-0.1、-0.6、0.0、0.3个百分点。

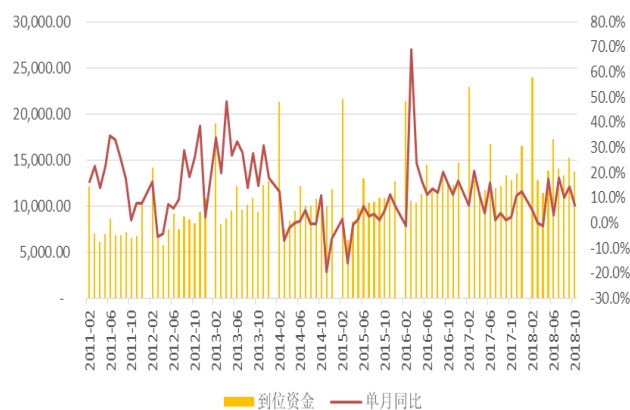
单月值同比增速下滑更为明显，10月单月房地产开发企业到位资金13754亿元，同比增长7.1%，增速较9月下降7.3个百分点。从到位资金的构成来看，除个人按揭贷款外，到位资金的各主要构成项目同比增速均下滑。其中国内贷款1686亿元，自筹资金4916亿元，定金及预收款4683亿元，个人按揭贷款1886亿元，分别同比增长-6.1%、6.1%、16.4%、2.1%，增速较9月分别提高-13.7、-6.4、-9.4、5.0个百分点。如果我们将“定金及预收款”和“个人按揭贷款”两项加总作为“销售回款”的测度指标，我们发现10月份销售回款6569亿元，同比增长11.9%，增速较9月份回落4.1个百分点。

图 7：到位资金同比增速



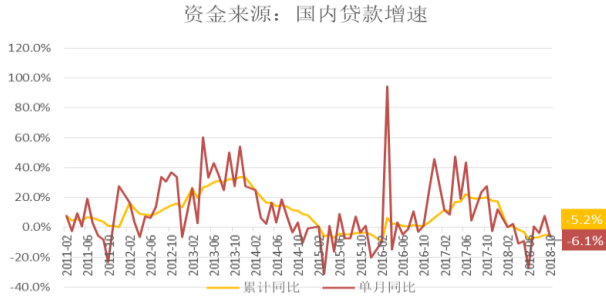
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 8：到位资金当月值（单位：亿元）



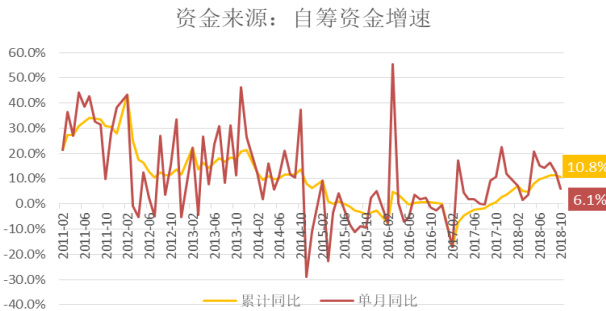
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 9：国内贷款同比增速



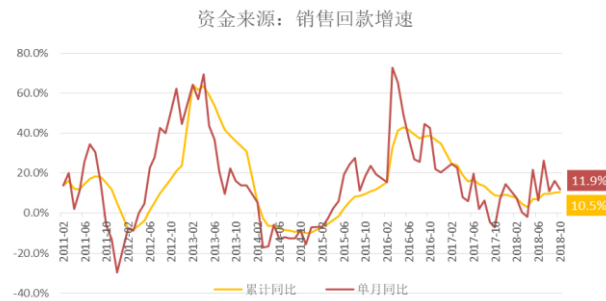
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 11：自筹资金同比增速



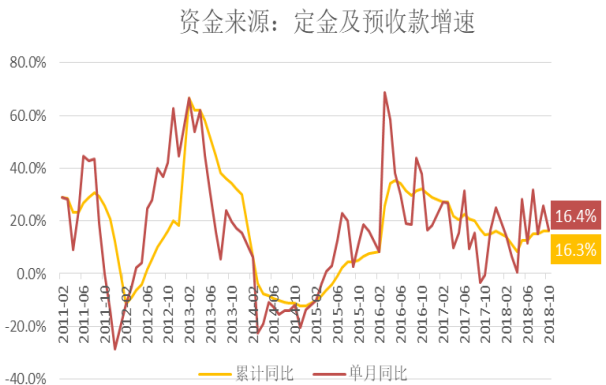
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 13：销售回款同比增速



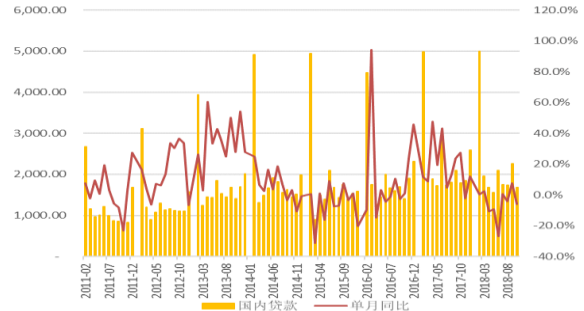
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 15：定金及预收款同比增速



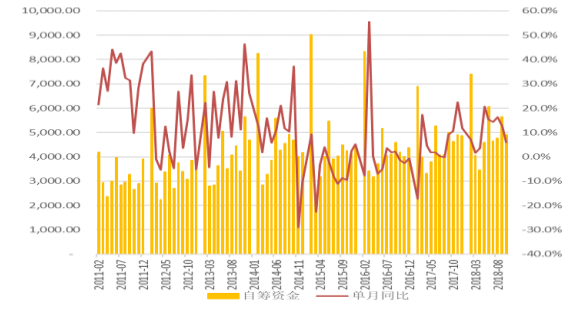
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 10：国内贷款当月值（单位：亿元）



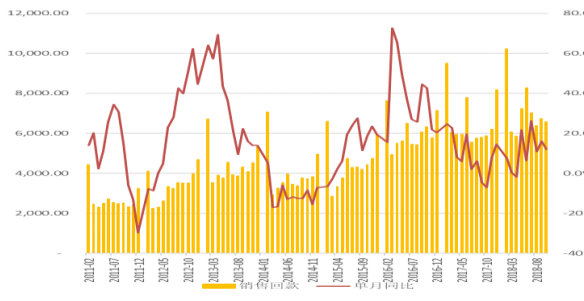
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 12：自筹资金当月值（单位：亿元）



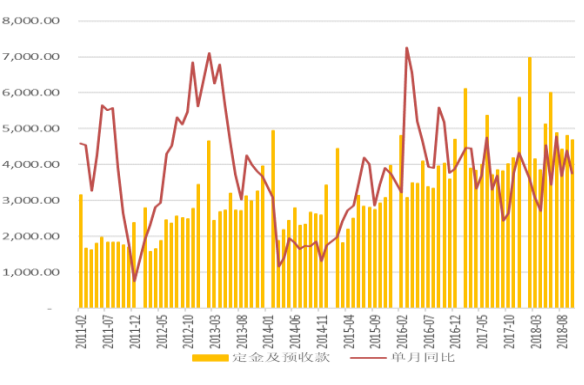
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 14：销售回款当月值（单位：亿元）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 16：定金及预收款当月值（单位：亿元）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 17：个人按揭贷款同比增速

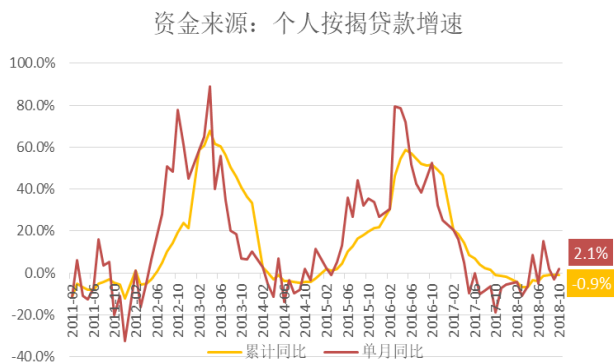
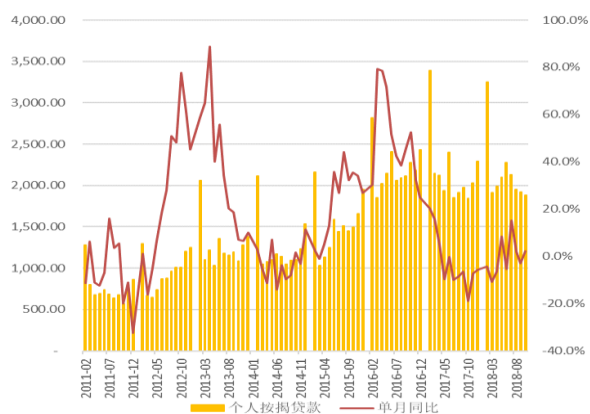


图 18：个人按揭贷款当月值（单位：亿元）



投资建议：我们认为国家统计局数据和城市高频数据均显示新房销售有趋冷的迹象，销售、投资、开工、拿地增速全线回落，金九银十表现不及预期。从克而瑞百强房企销售数据看 10 月份销售金额增速继续回落，绝对值也走低。总体而言销售降温的趋势非常明显。

图 19：商品房销售额增速



图 20：各线城市销售额单月同比

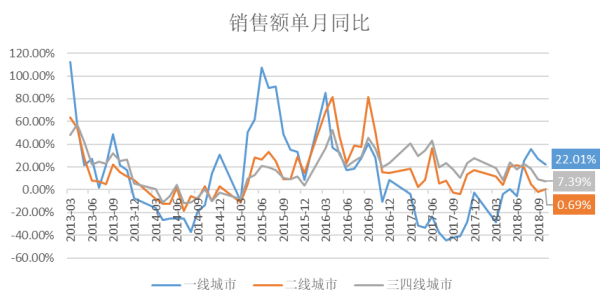
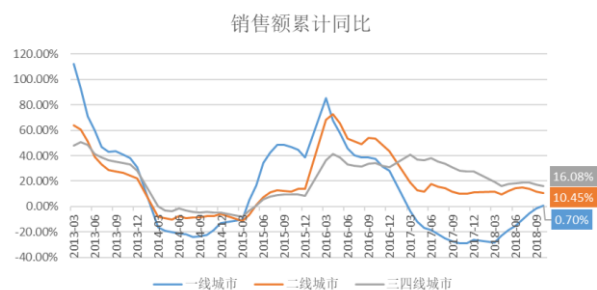


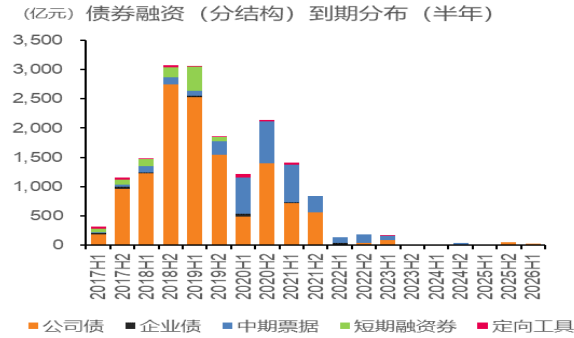
图 21：各线城市销售额累计同比



若新房销售市场 19 年持续低迷的话，则房企资金面或将面临三期叠加：

- (1) 占到位资金接近一半的销售回款或将开始下滑
- (2) 19 年上半年仍是债券到期高峰，房企借新还旧压力较大

图 22：19 年上半年仍是债券到期高峰（已剔除城投和住投，考虑回售）



资料来源：Wind，天风证券研究所

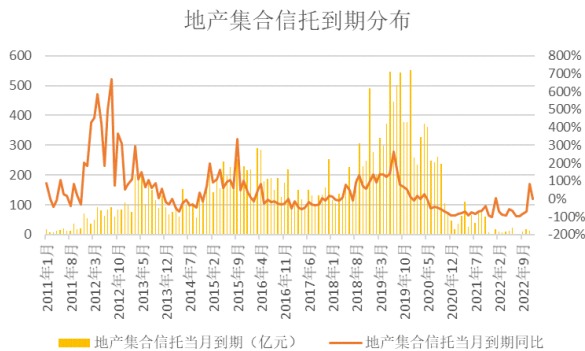
虽然交易所对房企发行“借新还旧”用途的公司债并没有做过多限制，但是由于债券投资者普遍担心地产债的违约风险和估值风险，还是存在一定的发行难度。

由于房企融资成本有继续上行的风险，净值型产品的债券投资者担心如果现在买入地产债，将来若地产债市场收益率上行，债券估值可能会下降，投资者的净值可能会产生浮亏。虽然只要地产债到期不违约，浮亏就不会兑现，但是对于净值型产品出现浮亏就可能会导致客户赎回，而发生大额赎回的时候若地产债流动性不佳，则可能会产生流动性风险。这就会形成恶性循环，债券投资者越不敢买地产债，房企融资环境越紧张，融资需求被挤压到非标市场，非标融资成本越上升，于是债券投资者更加担心净值浮亏，而更加不敢买地产债。

(3) 19 年也是非标到期高峰

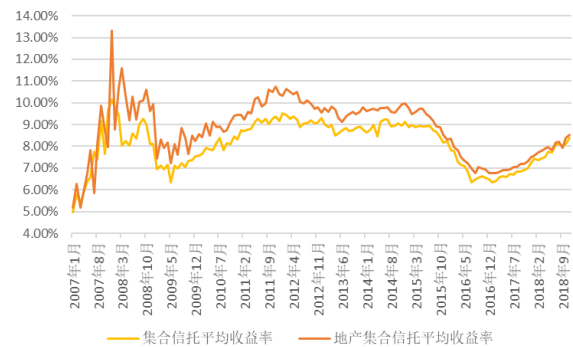
由于非标融资期限一般较短，往往是 1-2 年期居多，因此 17-18 年房企借的非标在 19 年可能大规模到期。加上由于销售回款可能下滑，债券大规模到期续发存在困难，借新还旧的融资需求可能都被挤压到非标市场这边，届时不排除非标融资成本会继续上升。

图 23：19 年也是非标到期高峰



资料来源：用益信托网，天风证券研究所

图 24：地产信托收益率 17 年以来呈持续上升趋势



资料来源：用益信托网，天风证券研究所

随着宏观经济和房地产行业数据的下滑，政策宽松预期不断强化，但我们认为短期内房地产调控政策大面积放松的可能性较小，不排除在政策执行尺度方面进行变相宽松。在 19 年资金面压力可能仍然较大的背景下，我们建议关注融资能力突出、销售高增长、流动性较好的央企龙头房企，如保利地产、招商蛇口等。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com