

房企融资渠道现状与趋势： 结构稳定，证券市场融资占比回升

房地产行业

推荐 维持评级

核心观点：

- 目前，房地产企业融资渠道主要分为银行贷款、非标融资、股权融资、其他资金、债券融资、利用外资与供应链融资七大类。
- 房产开发贷款余额增速回升，银行表内信贷对房地产企业的总体融资支持增加。银行贷款仍然是房企融资的重要选择，且资质好的龙头房企更能在严监管下取得贷款，行业集中度将进一步提高。房产开发贷余额持续增长，保障性住房的建设力度持续加大，保障性住房开发贷余额不断上升。
- 房地产企业是非标融资的最大主体，目前规模有所下滑，未来趋势将是转投标准化债权。非标融资相对于债券信贷具有期限短，票息高的特点。2016年底非标仍是银行表内外投资的重要手段，但随着2017年底以来银监会出台的通知要求加强非标产品的监管，封堵非标投资通道，规模均有所下滑。
- 房企最为常用的股权融资方式是依据项目进行定向增发，但2018年至今增发规模低迷。2015年房企再融资进一步放开背景下，房企增发规模激增，在2016年930之后房企再融资进行实质性暂停，2018年至今规模尚未恢复。
- 27.27%的融资额来自销售回款（即定金及预收款）。到2019年第一季度末，商业性个人住房贷款余额同比增长17.5%。而个人住房公积金贷款在2017年购房政策调整的背景下，发放额较2016年下降25%，发放政策从紧。个人住房公积金贷款规模不及商业性个人住房贷款（2016年及2017年仅为后者的25%）。
- 信用债与资产证券化融资规模不断回升。2018年房企发行信用债占信用债市场总体的6%，地产行业规模靠前。从结构分析，发行高峰以公司债为主，低潮期依靠中期票据，净融资减少；从信用债发行成本分析，房企发债成本较高，AA+企业发债数量最多。
- 赴港股权融资规模逐步增大，海外发债成本不断提高。从股权融资来看，配售为最主要的融资途径，其次为代价发行与IPO。境内外股权融资的总体趋势较为同步，2018年赴港股权融资额高于境内股权融资额。从债券融资来看，“930”新政下境内融资受到限制的房企开始着手尝试海外发债，从2016年开始保持翻倍的增速，在2018年达到亿元的高峰。房企海外发债的主要场所是新加坡和香港。
- 供应链融资主要是应付账款和应付票据融资，是房企融资的第三大途径。2018年房企的应付账款和应付票据占其开发资金来源的18.34%，其在2018年的融资总额为3.73万亿元，较2017年增长11%，占实际到位资金的11.74%。

分析师

潘玮 房地产行业分析师

☎：(8610) 6656 8212

✉：panwei@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511070002

特别鸣谢

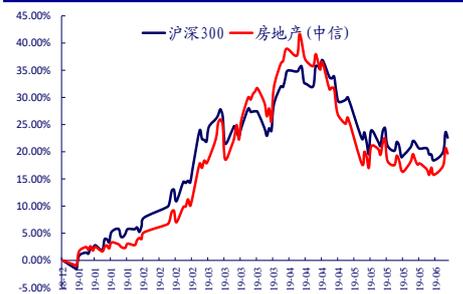
王秋薇

☎：(8610) 8357 4699

✉：wangqiuwei_yj@chinastock.com.cn

实习生 李思远 为研究报告提供支持

相对沪深300表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河地产潘玮】房地产：需求向好，供给稳定，静待政策结构化宽松.PPT-2018.12.29

【银河地产潘玮】房地产行业周报：整体融资环境逐步好转 -2018.12.10

【银河地产潘玮】房地产行业周报：四季度楼市或深度盘整，龙头及高成长房企优势显著 -2018.11.12

目 录

一、房地产企业融资渠道探究：结构稳定，自筹资金增加	1
二、银行贷款：银行贷款仍然是房企融资的重要选择	2
(一) 房产开发贷	2
1、房产开发贷：保障房开发贷贡献较高增速	3
2、地产开发贷款：回落后增速平稳	4
(二) 房产并购贷	5
1、房地产并购贷占银行整体并购贷款业务量超过三分之一	5
2、并购贷可以用来投资股权	6
3、国家政策严控房地产并购贷	6
三、非标融资：房地产行业是非标发债的最大主体	7
(一) 银行流向非标资金监管趋严	7
(二) 委托贷款	9
(三) 信托贷款	11
四、自筹资金（股权融资）：证券市场融资的主要方式	12
五、其他资金——销售回款：房企到位资金的主要来源	13
(一) 定金及预付款	13
(二) 个人按揭贷款	14
1、商业性个人住房贷款	14
2、个人住房公积金贷款	15
(三) 消费贷	16
(四) 个人租赁住房贷款	17
六、其他资金——债券融资：未来占比将持续提升	18
(一) 房地产信用债	18
1、地产债发行规模靠前，具体发行量受政策影响强烈	18
2、发行高峰期以公司债居多，低峰期以中期票据居多	20
3、地产债发行量上升，净融资额同比减少	24
4、房企发债成本高于平均水平	24
(二) 资产支持证券	25
七、利用外资：房企利用外资愈加频繁和多样化	27
(一) 海外股权融资	27
(二) 海外债券融资	29
八、应付账款和应付票据：保持稳定的来源贡献度	30
插图目录	32
表格目录	33

一、房地产企业融资渠道探究：结构稳定，自筹资金增加

根据中国统计局的口径，房地产开发资金按照来源的从大到小分别是其他资金、自有资金、各项应付款、国内贷款、利用外资。在 2018 年分别占开发资金总来源的 42%、18%、12%、1%。就具体的分类而言，房地产开发资金主要来源于自有资金（27.47%）、销售回款（定金及预收款）（27.27%）、各项应付款（工程款）（9.57%）、国内贷款（银行贷款）（9.36%）。与 2017 年房企开发资金来源相比，呈现出结构较为稳定，贷款数量下降，自筹资金增加的趋势。

表 1：2018 年房地产开发资金来源及分类

统计局分类		2018 年房地产开发资金（亿元）	2018 年各渠道占总开发资金占比	2018 年各大类占比	2017 年各大类占比
国内贷款	银行贷款	19026	9.36%	11.81%	13.31%
	非银行金融机构贷款	4979	2.45%		
利用外资	外商投资及其他	108	0.05%	0.05%	0.09%
自有资金	企事业单位自有资金及其他	55831	27.47%	27.47%	26.82%
其他资金	定金及预收	55418	27.27%	42.32%	42.05%
	个人按揭贷款	23706	11.66%		
	其他到位资金	6896	3.39%		
各项应付款	工程款	19442	9.57%	18.34%	17.74%
	其他	17831	8.77%		
累计值		203236	100%	100%	100%

资料来源：wind、中国统计局、中国银河证券研究院

注：统计局在统计口径上，融资大类仅包括房企实际到位资金，其包括国内贷款、自筹资金、其他资金和利用外资，不包括各项应付款。本文所采用的统计口径包括了各项应付款。

表 2：房地产资金来源细分分类及占比

统计局分类		细分分类	2018 年来源占比
国内贷款	银行贷款	银行贷款：开发贷及并购贷	9.36%
	非银行金融机构贷款	非标融资：包括委托贷款和信托贷款	2.45%
利用外资	对外借款与外商直接投资	海外股权融资	0.05%
		海外债券融资	
自筹资金	自有资金、其他自筹资金	主要包括股权融资	27.47%
其他资金	定金及预收款	销售回款（定金及预收款+个人按揭贷款）	42.32%
	个人按揭贷款		
	其他到位资金	债券融资	3.39%

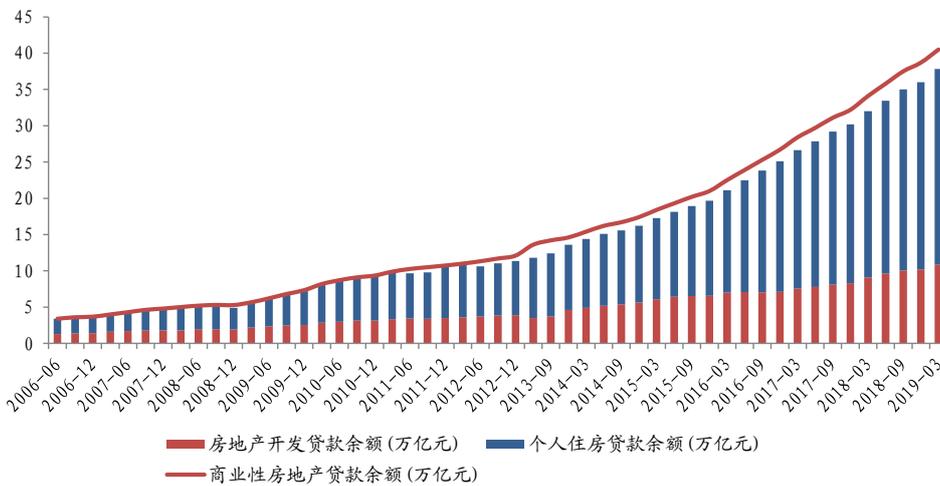
各项应付款	应付工程款	供应链金融	18.34%
	其他应付款		
总计	融资大类	融资大类	100%

资料来源: wind、中国统计局、中国银河证券研究院

二、银行贷款：银行贷款仍然是房企融资的重要选择

广义的房地产贷款是指与房产或地产的开发、经营、消费活动有关的贷款，具体包括土地储备贷款、房地产开发贷款、个人住房贷款和商业用房贷款等。在金融机构发放的贷款中，最主要份额来自银行。个人住房贷款在统计局房地产资金来源统计口径中属于“其他资金”中的“个人按揭贷款”，我们将在稍后章节进行分析。

图 1：房地产贷款余额及细分数据



资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

商业性房地产贷款主要由房地产开发贷款与个人住房贷款两部分组成。其中个人住房贷款占商业性房地产贷款的 67%，房地产开发贷款占比在 22% 左右。2013 年下半年以来，商业性房地产贷款保持着同比 20% 的增长，根据统计局数据，2019 年 3 月商业性房地产贷款余额为 40.52 万亿元。

商业性房地产贷款中，即银行体系流入房企的贷款中，房地产最为依赖的信贷融资工具为房地产开发贷和并购贷。我们本章节着重分析狭义的房地产贷款，也就是房地产开发贷及并购贷。

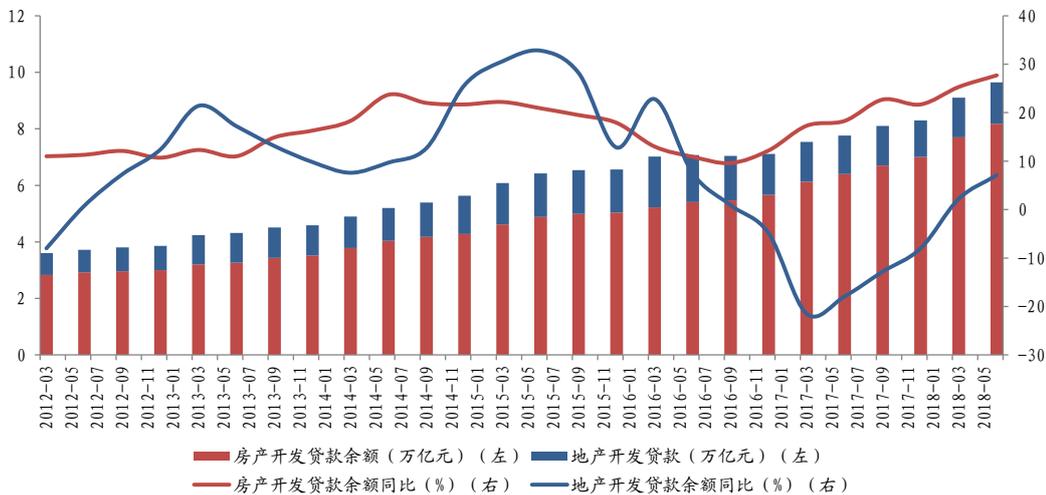
(一) 房产开发贷

根据银监会《商业银行房地产贷款风险管理指引》中定义，房地产开发贷款是指向借款人发放的用于开发、建造向市场销售、出租等用途的房地产项目的贷款。可分为房产开发贷款和地产开发贷款。

2018 年 6 月房产开发贷款与地产开发贷款余额分别为 81.8 万亿元与 14.6 万亿元，其规模之比约为 5.6:1。其中，2016 年 9 月份以来房产开发贷款同比增速维持在 20% 水平，持续高于地

产开发贷款增速。而地产开发贷款同比增速在 2016 年 3 月急剧下降后，于 2017 年 3 月开始缓解，2018 年 6 月同比增速转正。

图 2: 房地产开发贷款余额增长情况



资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

1、房产开发贷: 保障房开发贷贡献较高增速

房产开发贷款,指的是金融机构向房地产企业发放的房屋建设贷款,包括了在土地开发阶段发放,但是计划在房屋建设阶段继续使用的贷款。

就房产开发贷而言,其在规模上,占房地产开发贷款总量的 80%以上,是开发贷的主要形式。相比其它债权融资渠道,房产开发贷款的最主要优势是成本低,但对资格和用途的要求十分严格。资质上,按照监管部门提供的名单发放贷款,并综合考虑房地产企业的资质、项目的情况。用途上,只能用于特定项目满足“四三二”条件(即四证齐全、三成资本金、二级资质),且随着项目的推进分阶段拨付,不允许资金跨地区使用。

政策上,房产开发贷额度不断收紧。2017 年 4 月 10 日银监会发布《关于银行业风险防控工作的指导意见》坚持分类调控、因城施策,防范房地产领域风险。整顿银行房地产贷款,开发贷额度全面收紧。2018 年 1 月银监会发布《关于进一步深化整治银行业市场乱象的通知》,部分商业银行暂停受理房地产新增授信和开发贷业务。

从数据来看,房产开发贷余额持续增长,截止 2018 年 6 月底,全国房产开发贷余额 8.18 万亿,同比增长 27.7%。房地产开发贷余额增速并没因为政策收紧而降低,反而在 2017 年 Q2 保持 15%到 25%的同比增长,在 2017 年全年保持 5%到 10%的持续增长。

其中,保障性住房开发贷余额不断上升,在房地产开发贷款余额中占比达到 42%,并不断攀升,成为住房开发贷的重要来源。

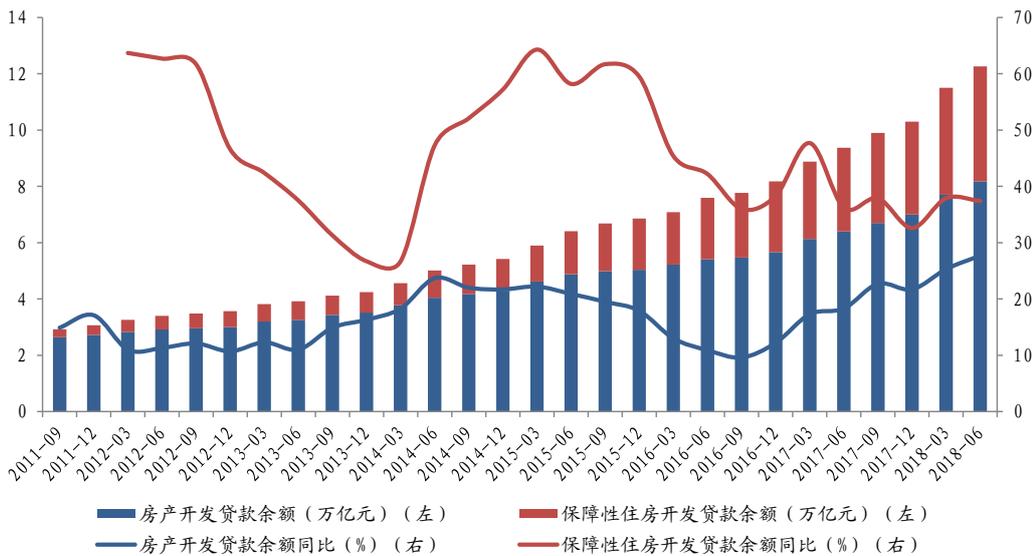
我国从 2010 年起开始大规模的保障性住房建设,到 2014 年继续大力支持住房保障工作,保障性住房开发贷款政策宽松,至 2014 年第三季度保障性住房开发贷余额已达至 1 万亿,之后继续以高于房产开发贷款余额的增速增长。

2017 年围绕棚改、公租房、廉租房等保障性住房的建设力度持续加大,在住建部在《住房

城乡建设事业“十三五”规划纲要》的指导下，进一步将加快公租房竣工和分配入住作为重点。2018年6月，全国保障性住房开发贷款余额4.08万亿元，同比增长37.4%，增速上升1.2个百分点，较上季度增长7.37%。

因此，保障性住房开发贷款规模的扩大，一定程度上帮助了房产开发贷的规模在严监管下仍保持增长态势。且其增速持续高于其他各类开发贷款，属于政策上有宽有严，分类监管。

图3：保障性住房开发贷款余额增长与房产开发贷款的对比



资料来源：WIND，国家统计局，中国银河证券研究院

2、地产开发贷款：回落后增速平稳

地产开发贷款，指金融机构发放的，专门用于地产开发，而且在地产开发完成后计划收回的贷款。

土地储备贷款不等同于地产开发贷款，但土地储备包括收购、征用、储备、地产开发、出让等一系列过程，能对地产贷款施加较为重大的影响。

因此，地产开发贷款余额受到土地储备贷款政策的影响，在2016年第一季度达到1.8万亿的高峰值后持续回落，在2017年下半年至今一直保持在1.4万亿元的水平。具体原因是2016年2月财政部等四部委印发《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综〔2016〕4号），明确2016年1月1日起，各地不得再向银行业金融机构举借土地储备贷款。新增土地储备项目所需资金应纳入政府性基金预算，不足部分通过发行地方政府债券解决。

之后，财预〔2017〕62号文也明确，地方政府不得通过地方政府债券以外的任何方式举借土地储备债务，封杀了地方政府向银行、乃至其他任何机构举借土储贷款的可能。

综上所述，在监管进一步收紧的情况下，由于保障房开发贷增速的不断提高，房产开发贷款余额反而增速回升，银行表内信贷对房地产企业的总体融资支持增加。表明相对于非标、发债和股权融资等受监管的影响更为明显的途径，银行贷款仍然是房企融资的重要选择，且资质好的龙头房企更能在严监管下取得贷款，行业集中度将进一步提高。而在白名单制度下，银

行对房企的授信要求规模前 50 或者国有或上市背景，且中小型房企的项目难以符合“四三二”的要求，获得开发贷会愈发困难。未来房企通过开发贷获得融资的难度，将继续分化。

同时，由于房地产开发贷发放额与偿还额达到历史高点，银保监会推行金融机构联合授信，2018 年 5 月 22 日印发《银行业金融机构联合授信管理办法（试行）》控制大型企业过度融资、多头融资的问题。

从成本来看，银行开发贷仍是成本最低的融资渠道。在基准利率之上，上市国有房企开发贷上浮不超过 20%，大型上市民营房企开发贷利率上浮在 50% 以内。

表 3: 房企开发贷利率情况

日期	中长期贷款利率:1 至 3 年(含)	中长期贷款利率:3 至 5 年(含)	中长期贷款利率:5 年以上
2010 年底	5.85	6.22	6.40
2011 年底	6.65	6.90	7.05
2012 年底	6.15	6.40	6.55
2013 年底	6.15	6.4	6.55
2014 年底	6.00	6.00	6.15
2015 年底	4.75	4.75	4.90
若上浮 10%	5.23	5.23	5.39
若上浮 50%	7.13	7.13	7.35

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

(二) 房产并购贷

并购贷款，即商业银行向并购方企业或并购方控股子公司发放的，用于支付并购股权对价款的本外币贷款。是针对境内优势客户在改制、改组过程中，有偿兼并、收购国内其他企事业法人、已建成项目及进行资产、债务重组中产生的融资需求而发放的贷款。并购贷款是一种特殊形式的项目贷款。普通贷款在债务还款顺序上是最优的，但如果贷款用于并购股权，则通常只能以股权分红来偿还债务。

1、房地产并购贷占银行整体并购贷款业务量超过三分之一

在调控继续深化的背景下，房企行业集中度进一步提高，为获取土地储备、迎合多元化转型的需求，房企的兼并规模进一步扩大。且因为房地产企业单笔并购交易金额较大的特点，房地产并购贷在银行整体的并购贷款业务量的占比超过三分之一。

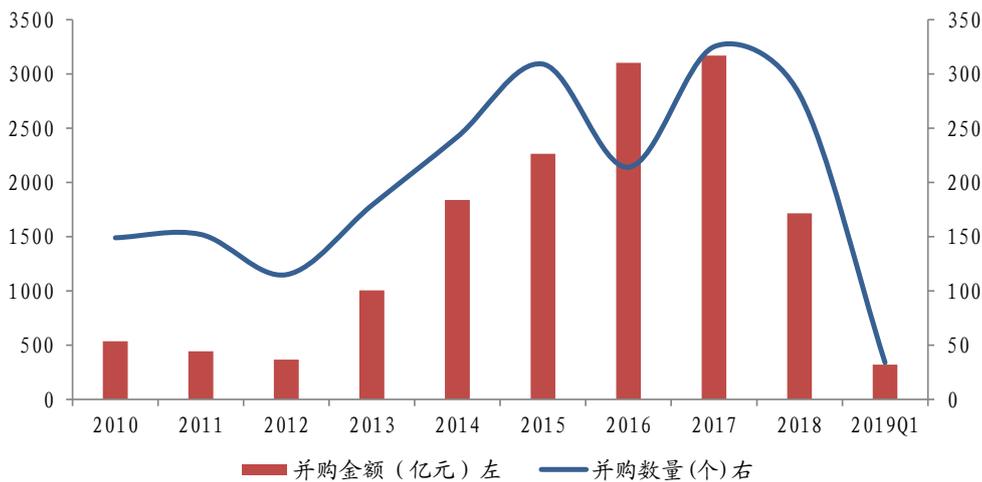
房地产并购市场的规模决定了房产并购贷款的规模。2010 年至 2015 年房地产并购数量与规模不断上升。2016 年首次出现并购数量下降 30%，而并购规模上升 37% 的情况，即平均每单并购金额增大。至 2017 年房地产并购金额达到 3168 亿元。而 2018 年房地产并购规模较前几年收窄，市场交易宗数和金额均出现了明显下滑。

表 4: 2010 年以来房地产并购市场规模

年份	并购数量	并购金额 (亿元)
2010	149	536.0048
2011	152	443.3705
2012	115	367.0277
2013	179	1004.6169
2014	242	1839.1571
2015	309	2264.3817
2016	214	3103.1092
2017	325	3168.1769
2018	281	1716.2833
2019Q1	34	322.0327

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 4: 2010 年以来中国房地产市场并购规模及数量



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

2、并购贷可以用来投资股权

并购贷款最大的特点在于可用于支付并购交易价款，即可以用来投资股权。而按照银保监会的规定，中国境内银行其他品种的表内贷款只能用于流动资金周转（包括生产经营用款及置换其他债务等）和项目贷款，不能直接用于股权投资或者资本性支出。

并且与开发贷相比较，并购贷属于前端融资，在 2015 年以前，银行对发起申请的房企自有资金要求很低。

3、国家政策严控房地产并购贷

2015 年 2 月 10 日银监会修订《商业银行并购贷款风险管理指引》要求商业银行全部并购

贷款余额占同期本行一级资本净额的比例不应超过 50%，对单一借款人的并购贷款余额占同期本行一级资本净额的比例不应超过 5%，并购交易价款中并购贷款所占比例不应高于 60%，并购贷款期限一般不超过七年，通常不超过 5 年。

2018 年 1 月 29 日上海银监局下发《关于规范开展并购贷款业务的通知》，对投向房地产行业的并购贷款进行严控。此次通知对象为要求在上海的商业银行和财务公司。《通知》要求，严格控制并购贷款投向，落实宏观调控政策。即原适用于开发贷的 432 条件也将适用于开发贷。同时，并购贷款投向房地产开发土地并购或房地产开发土地项目公司股权并购的，应按照穿透原则管理，拟并购土地项目应当完成在建工程开发投资总额的百分之 25% 以上。因此，2018 年之后房企并购贷规模将下滑。

从形式上来看，房地产并购主要分为房地产公司股权类并购以及房地产项目类并购两种模式。

根据开发进度又可以分为三类，第一类是房企并购公司的股权，从而拥有该公司名下所持有的土地，属于相对前期的阶段；另一类则是并购时，土地已经是具备基础建设条件的熟地，土地性质是商业或住宅用地，可以直接开发，属于中期阶段；还有一类是中小型房产企业拿地并开始开发后，难以持续经营开发，因此将进展中的土地及在建工程打包出售给有开发能力的大房企。

目前房地产行业的并购事件多以项目类并购为主。2019 年初融创中国发布公告，以 125.53 亿元的价格，收购了泛海建设收购泛海旗下京沪两宗优质地块。

房企由于对并购交易时效性的要求较高，往往先行使用股东借款或其他低成本融资支付交易对价，后续再申请并购贷款作为再融资来归还之前的债务。

从成本上来看，并购贷的融资成本多在 10% 以上，具体贷款利率根据房企的主体信用和整个并购标的资产情况而定。

三、非标融资：房地产行业是非标发债的最大主体

在银监会 2013 年 8 号文《中国银监会关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》中，定义了非标准化债务融资工具，指未在银行间市场及证券交易所市场交易的债权性资产，包括但不限于信贷资产、信托贷款、委托债权、承兑汇票、信用证、应收账款、各类受（收）益权、带回购条款的股权性融资等。

房地产行业是非标发债的最大主体。在贷款政策趋严的背景下，房地产企业为绕开监管，较多依赖非标融资，而非标融资期限相对债券信贷具有期限短，票息高的特征，可以缓解短期资金压力，使用较为灵活。房地产行业的非标融资主要以委托贷款和信托贷款为主。

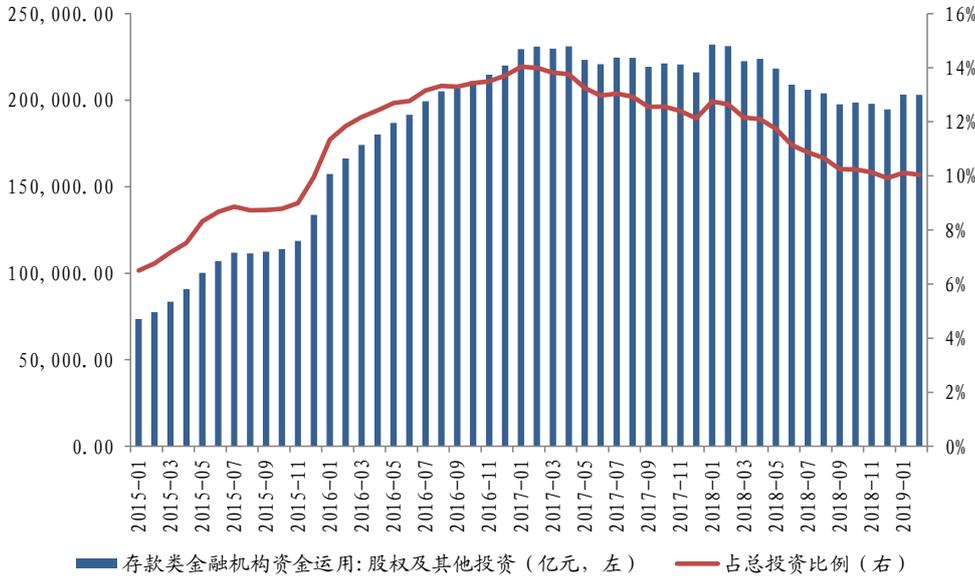
（一）银行流向非标资金监管趋严

银行系统流向非标融资的资金，通过银行委贷或信托通道，投向房地产非标准化债权。银行在表内涉及非标资产的部分作为金融机构股权及其他投资，在表外表现为银行理财投资非标。

根据中国人民银行的数据，金融机构股权及其他投资在 2018 年初余额达到 23.3 万亿元，

占总投资的比重为 12.75%。在委贷新规出台后出现持续下降，2019 年初稍有回升。

图 5: 存款类金融机构股权及其他投资规模



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

根据中国理财网的数据, 银行理财非标准化债权类资产余额在近三非标投资在理财产品投资资产占比中持续下降, 在 2016 年底曾达到 5.1 万亿的巅峰规模, 最新数据是 2017 年末余额为 4.8 万亿。

图 6: 理财投资非标余额及占比



资料来源: WIND, 中国理财网, 中国银河证券研究院

由此看来, 2016 年底非标仍是银行表内外投资的重要手段, 但随着 2017 年底以来银监会出台的通知要求加强非标产品的监管, 封堵非标投资通道, 规模均有所下滑, 由此促使银行非标资产转投标准化债权, 企业债券融资在 2018 年之后规模高于净融资为负的委托贷款与信托贷

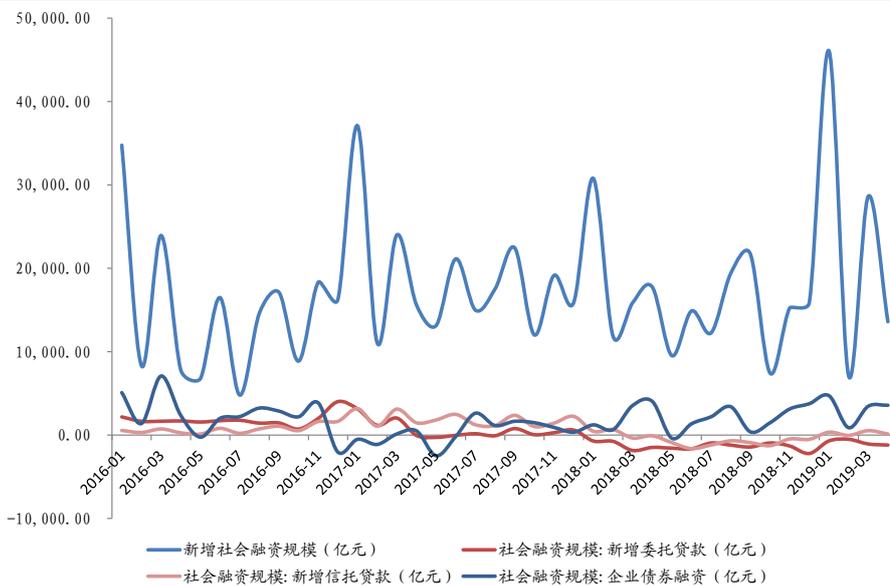
款。

表 5: 2017 年底以来银监会非标政策一览

时期	主体	文件	具体内容
2017 年 12 月 22 日	非标通道	《关于规范银信类业务的通知》银监发〔2017〕55 号	银信合作新规，禁止银行利用信托规避监管、表内资产虚假出表。
2018 年 1 月	非标通道	银监会发布《商业银行委托贷款管理办法》	杜绝资管产品投放委贷，禁止资管和银行作为委托人，严控资金流向
2018 年 4 月	表外非标	《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》(2017 年 12 月征求意见稿)	要求非标投资资金期限长于资产期限，禁止资金池业务和 2 层以上嵌套。
2018 年 5 月	表内非标	《商业银行流动性风险管理办法》(2017 年 12 月征求意见稿)	设立流动性匹配指标，不鼓励表内非标

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 7: 三种社会融资方式规模的对比



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

(二) 委托贷款

委托贷款是指由政府部门、企事业单位及个人等委托人提供资金，由商业银行作为受托人，根据委托人确定的贷款对象、用途、金额、期限、利率等代为发放、监督使用并协助收回的贷款。

在银行贷款多重受限无法满足企业融资需求的情况下，委托贷款因其能避开监管、操作灵活的特点，受到企业青睐。

2008 年为刺激经济，银信合作与信托贷款的渠道被打通，新增委托贷款规模出现快速增长，2008 年到 2012 年新增委托贷款在 0.43 亿元基础上完成了三倍的增长。2012 年资管业放开后，新增委托贷款规模再增一倍，在新增社融规模中占比在 10% 以上。而 2016 年央行将委托贷款纳入 MPA 考核后，委托贷款增速开始回落。

表 6: 2008 年以来社融与新增委托贷款的规模变化

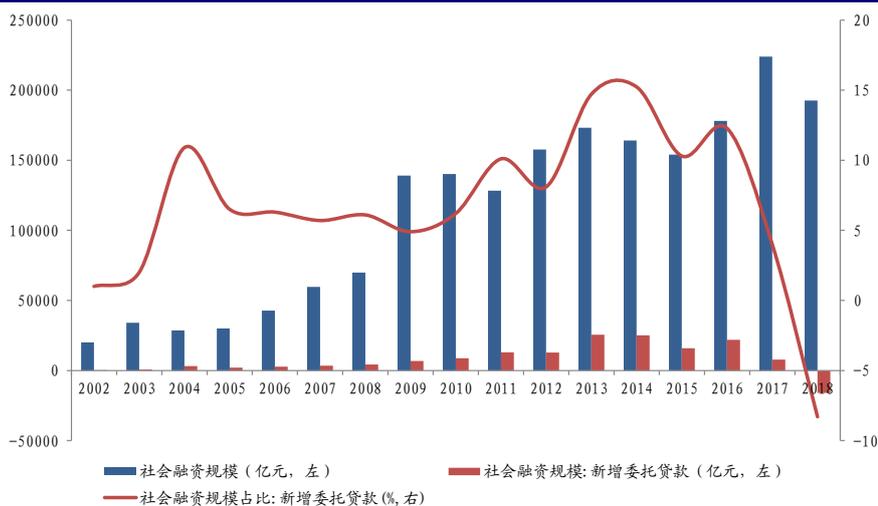
年度	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
社会融资规模 (万亿元)	6.98	13.91	14.02	12.83	15.76	17.32	16.41	15.41	17.80	22.40	19.26
新增委托贷款 (万亿元)	0.43	0.68	0.87	1.30	1.28	2.55	2.51	1.59	2.19	0.78	-1.61

资料来源: WIND, 中国人民银行, 中国银河证券研究院

2017 年初以来新增委托贷款开始迅速减少，到 2018 年开始出现负增长的态势并一直保持至今。针对银信合作规模快速持续扩张，部分异化为绕开投资范围、杠杆等监管通道的问题，银监会 2017 年 12 月发布了 55 号文《关于规范银信类业务的通知》在内的一系列监管文件。从社融数据可观测到信托贷款增速高位回落，委托贷款更是开始持续收缩。这是由于 2018 年 1 月出台的《商业银行委托贷款管理办法》禁止委贷套利，规范委托贷款的资金来源和资金用途。规定商业银行不得接受委托人为金融资产管理公司和经营贷款业务机构的委托贷款业务申请。

因此，2018 年“委贷新规”出台之前，委托贷款为房地产企业获得贷款的重要方式，而之后走向持续萎缩。

图 8: 2002 年以来新增社融规模和委托贷款占比



资料来源: WIND, 中国人民银行, 中国银河证券研究院

(三) 信托贷款

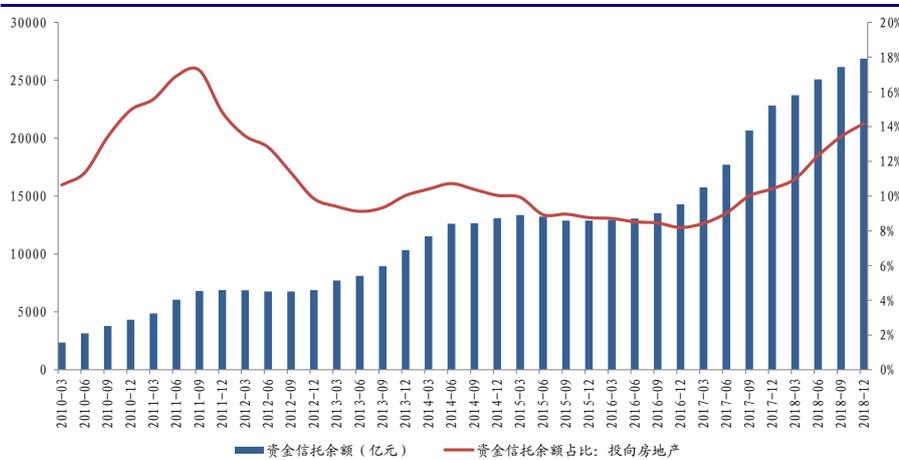
信托融资因其期限短、形式灵活能够带来即时重组的资金，是房地产企业极为依赖的融资渠道。信托资金可通过信托贷款或者带回购条款股权得到融资，投资房地产项目。而投向房地产的信托贷款规模，受到房地产银行贷款额度的影响，也受到信托市场总体规模的影响。

2010 年与 2013 年是房地产信托规模增长的重要节点，至 2014 年底投向房地产信托规模为 1.4 万亿元，占资金信托余额的 10%。2010 年 10 月银监会收紧房地产行业贷款的监管，商业银行直接放贷进入房地产市场受到限制，“银信合作”（企业通过信托公司寻求贷款的方式之一，信托公司将企业所需贷款的项目打包处理成理财产品，由银行主导设计后发行，向投资者筹集资金）成为提供流动性的重要模式，直接导致了 2010 年与 2011 年房地产信托规模的快速增长。

2017 年资金信托规模不断扩大，投向房地产的信托余额增速在 10% 以上。2018 年，信托资产余额整体规模收缩，但是其中投向房地产的信托余额规模仍在扩大。自 2017 年 9 月份，投向房地产的信托余额达到 2 万亿元之后，在资金信托中的占比不断上升至 14%。

针对银信合作规模快速持续扩张，部分异化为绕开投资范围、杠杆等监管通道的问题，银监会 2017 年 12 月发布了 55 号文《关于规范银信类业务的通知》在内的一系列监管文件，强调房地产信托业务合规性，信托贷款增速回落。2018 年 5 月资管新规出台后，在打破刚兑、净值化、去杠杆、去通道背景下，依赖通道业务和债权融资的信托受到冲击，主动管理类地产信托占比大幅提升，总体而言投向房地产的信托贷款平稳增长。

图 9：信托资产余额与投向房地产的占比



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

此外，房地产信托募集资金难度增加，房地产信托产品发行成本不断上升。2018 年集合信托市场上成立的房地产信托产品的平均收益率分别为 7.46%、7.71%、7.92% 和 8.12%。2019 年第一季度平均收益率为 8.33%。房企的融资渠道不断收窄，也是信托公司加强风控、抬升门槛的结果。

表 7: 按年度房地产集合信托成立概况

年度	数量 (个)	规模 (亿元)	平均期限 (年)	平均收益率
2014	1,244	3,007.13	1.77 年	9.74%
2015	899	2,115.39	1.66 年	9.30%
2016	883	2,905.86	1.80 年	7.28%
2017	2,060	6,815.50	1.77 年	7.09%
2018	5,099	9,306.58	1.60 年	8.09%
2019Q1	1,560	2,219.68	1.51 年	8.33%

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

四、自筹资金 (股权融资): 证券市场融资的主要方式

房企在证券市场上主要有股权融资与债权融资两种方式。债权融资在统计局的口径里放在其他资金类别中, 我们稍后单独分析。

股权融资也是自筹资金的一种形式, 主要方式为 IPO、增发、配股。目前房企最为常用的是依据项目定向增发的方式进行股权融资。

表 8: 房地产股权融资分类规模

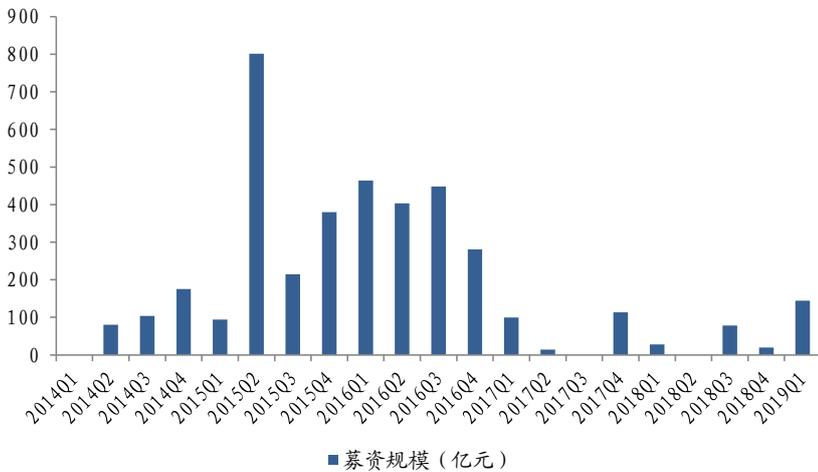
年份	定向增发 (亿元)	IPO (亿元)	配股 (亿元)
2014	359.09	0	0
2015	1490.25	0	0
2016	1611.8	10.34	28.75
2017	226.98	0	0
2018	126.55	3.22	0

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

极少房企在内地通过 IPO 融资, 主要是由于监管层对房地产的宏观调控直接影响到房企 IPO 的审核。2010 年 4 月 17 日《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》商业银行要加强对房地产企业开发贷款的贷前审查和贷后管理。对存在土地闲置及炒地行为的房地产开发企业, 商业银行不得发放新开发项目贷款, 证监部门暂停批准其上市、再融资和重大资产重组。而于 2016 年在深交所中小企业板上市的富森美主营业务为建材家居, 2018 年上市的南都物业主营业务为物业服务, 均不能算是开启房企 IPO 新局面。2015 年分别上市成功的新城控股和招商蛇口, 均是采用“B 转 A”换股吸收合并方式实现 A 股上市, 也并非 IPO。在融资紧张的环境下, 排队待审查的房企, 许多都选择赴港上市。

2014 年 3 月房企再融资重启, 当年房企定向增发 359 亿元。2015 年房企再融资进一步放开, 在较为宽松的融资环境下, 房企增发规模激增, 达到 1490 亿元, 2016 年增至 1611 亿元。同时上半年有两家房企完成配股再融资。在 2016 年 930 之后房企再融资进行实质性暂停, 2018 年增发规模低至 126 亿, 2019 年第一季度大悦城增发 144 亿元属于中粮地产的并购重组。

图 10: 2014 年以来房地产行业 A 股股权募资情况



资料来源: WIND, 中国人民银行, 中国银河证券研究院

五、其他资金——销售回款: 房企到位资金的主要来源

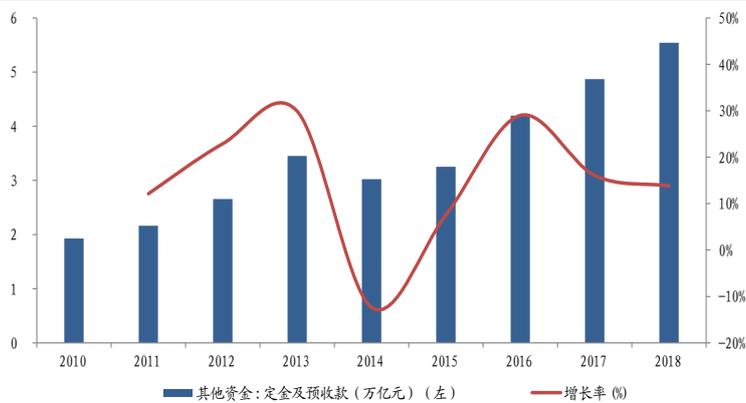
销售回款包括定金及预付款以及个人按揭贷款, 销售回款占房地产行业到位资金的比例在 2018 年是 38.9%, 高于其他渠道。其中定金及预付款 2018 年占比 27%, 按揭贷款 2018 年占比 11.9%, 包括商业个人住房贷款和公积金个人住房贷款。在 2016 年下半年房地产贷款被严格限制的情况下, 仍然存在的购房贷款需求难以消化, 购房个人开始转向消费贷款。

(一) 定金及预付款

房地产开发资金来源中的其他资金, 在 2017 年与 2018 年分别有 25% 和 27% 来自于即定金及预付款。其回款资金规模是商业个贷与公积金贷款回款之和的两倍, 是房地产企业最重要的回款渠道。

从 2010 年到现在, 来源于定金及预付款的资金规模增长了 2.9 倍。其中除 2014 年出现 -12% 的负增长之外, 均保持着不断增长的势头。其主要原因是 2014 年中国经济再度面临下行压力, 上半年一线城市商品房销售面积同比下降 20% 到 30%, 销售同比增速连月为负, 房价出现实质性下跌。之后在“稳增长+去库存”诉求下, 2014 年 6 月起非一线城市限购陆续取消, 以放松限贷为特点的全局性宽松开启, 二套房认定标准由“认房又认贷”改为“认贷不认房”, 房地产宽松周期重启。

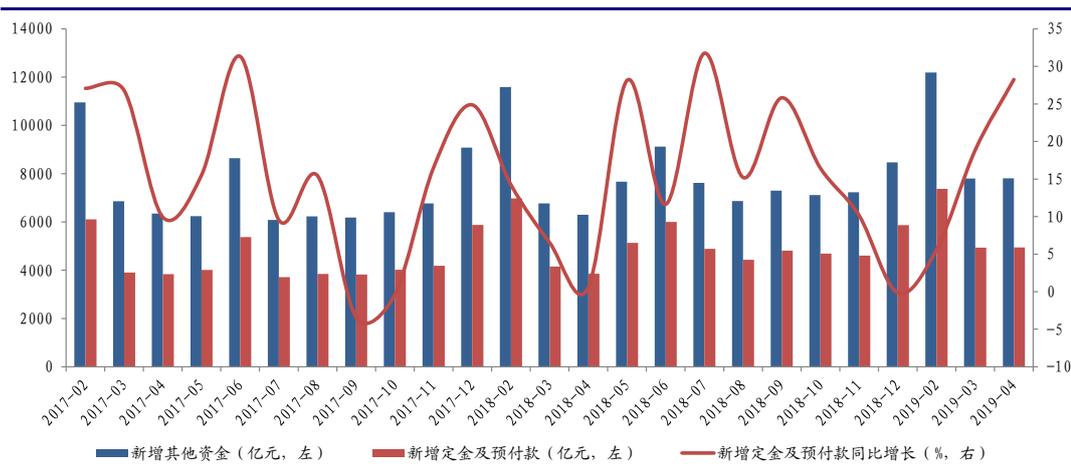
图 11: 历年定金及预收款规模及增长率



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

2017 年至今, 定金及预付款增长平稳增长。表现稍弱的月份出现在 2017 年 9 月与 10 月, 2018 年 4 月, 2018 年 12 月。这与房地产销售数据走势较为一致。

图 12: 新增定金及预付金规模及同比增长



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

(二) 个人按揭贷款

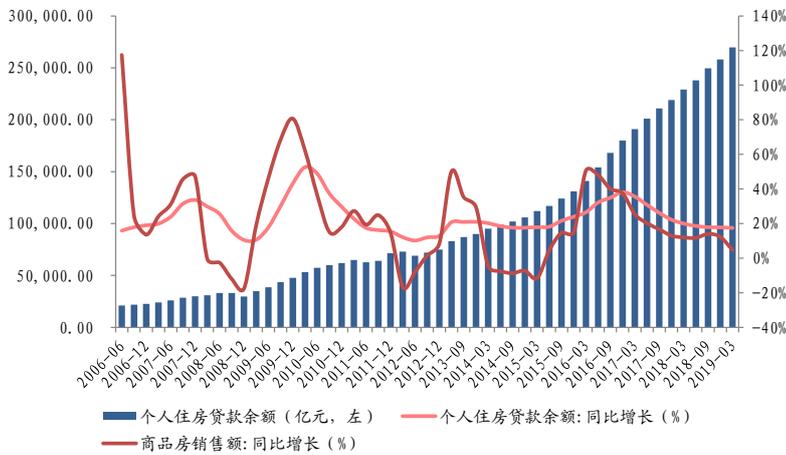
个人按揭贷款包括商业性个人住房贷款和个人住房公积金贷款。

1、商业性个人住房贷款

商业性个人住房贷款是金融机构发放给个人用于购买住房的商业贷款。2006 年以来个人住房贷款余额不断增长, 其中主要增长点出现在 2007 年底、2009 年至 2010 年以及 2016 年底。其变化与商品房销售情况以及房地产市场调控以及保持一致, 2009 年刺激住房消费, 商品房成交量与个人住房贷款余额迅速攀升, 后因抑制房价过快上涨而回落。2014 年到 2016 年主要为稳增长去库存阶段, 到 2016 年 9 月 30 日热点城市政策收紧, 商品房销售额同比下降, 个人住房贷款余额也随着下降。到 2019 年第一季度末, 商业性个人住房贷款余额为 27 万亿, 同比增

长 17.5%。

图 13: 2006 年以来商业性个人住房贷款余额及同比增速



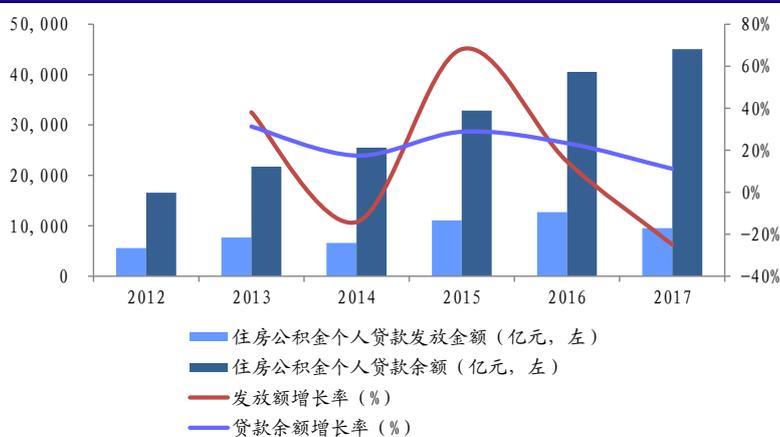
资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

2、个人住房公积金贷款

住房公积金贷款是指由各地住房公积金管理中心运用职工以其所在单位所缴纳的住房公积金, 委托商业银行向缴存住房公积金的在职职工和在职期间缴存住房公积金的离退休职工发放的房屋抵押贷款。

在宽松的房地产周期中, 为鼓励居民购买住房, 往往降低公积金贷款要求, 反之则公积金政策从紧。2015 年在宽松的购房政策下, 住房公积金贷款对居民购房的支持力度增大, 发放额与余额开始快速增长。2015 年的住房公积金贷款发放额较 2014 年增长 68%。2017 年购房政策调整的背景下, 当年个人住房公积金贷款发放额为 9535 亿元, 较 2016 年下降 25%, 公积金贷款发放政策从紧。同时, 公积金提取额保持较快增长, 2017 年达到 12729 亿元, 在近六年保持持续增长。

图 14: 2012 年以来住房公积金个人贷款发放额及余额对比

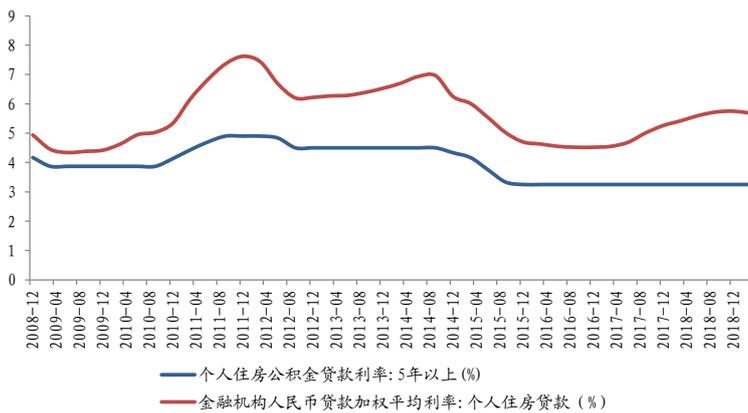


资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

从贷款利率来看, 个人住房公积金贷款利率比同期商业性个人住房贷款基准利率低 1.65 到 2 个百分点, 2017 年为贷款职工节约利息支出 1944.70 亿元, 平均每笔贷款节约利息支出 7.63

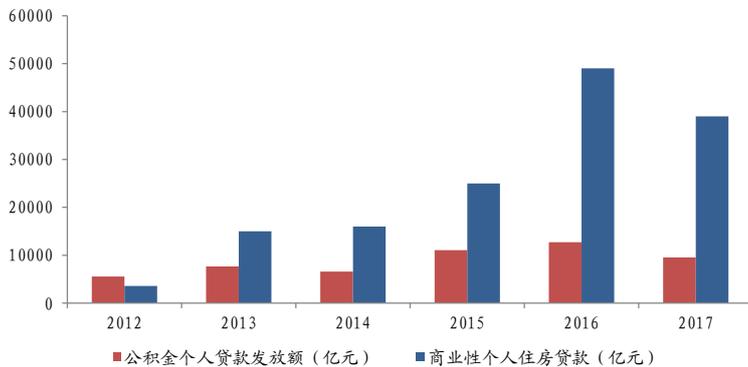
万元。同时，2017 年住房租赁提取金额 444.76 亿元，同比增长 22.21%；住房租赁提取人数 495.52 万人；人均提取金额 0.9 万元。因此，虽然个人住房公积金贷款规模不及商业性个人住房贷款（2016 年及 2017 年仅为后者的 25%），但在贷款利率上为居民提供了优惠，且与房地产政策紧密结合。

图 15: 个人住房贷款与个人住房公积金贷款利率变化



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 16: 2012 年来公积金个人贷款发放额与商业性个人住房贷款发放额对比



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

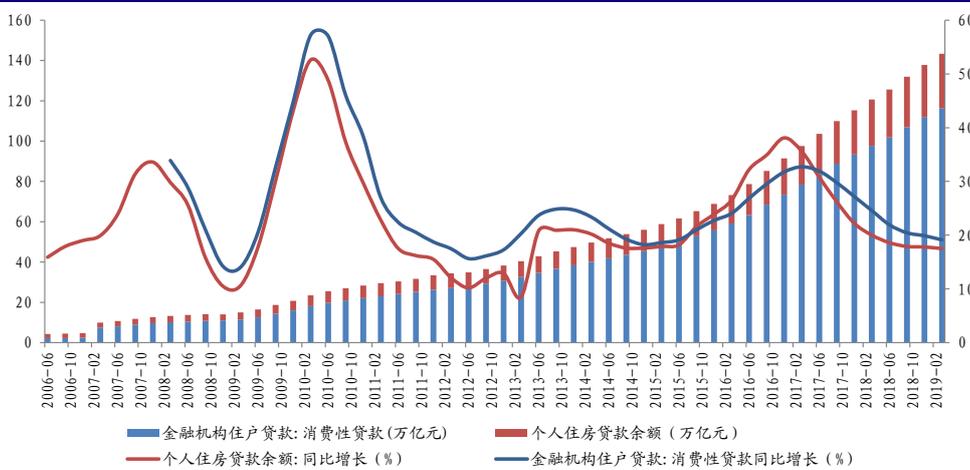
(三) 消费贷

消费贷款是商业银行和金融机构以消费者信用为基础，对消费者个人发放的，用于购置耐用消费品或支付其他费用的贷款。

消费性贷款与个人住房贷款的增长趋势十分趋同。但在短期消费性贷款市场上，部分时期呈现出偏离。通过与社会消费品零售总额同比增长率进行对比，我们可以看出 2016 年下半年短期消费性贷款出现不合理的增长，在 2016 年底至 2017 年同比增长率从 20% 上升至 40%。

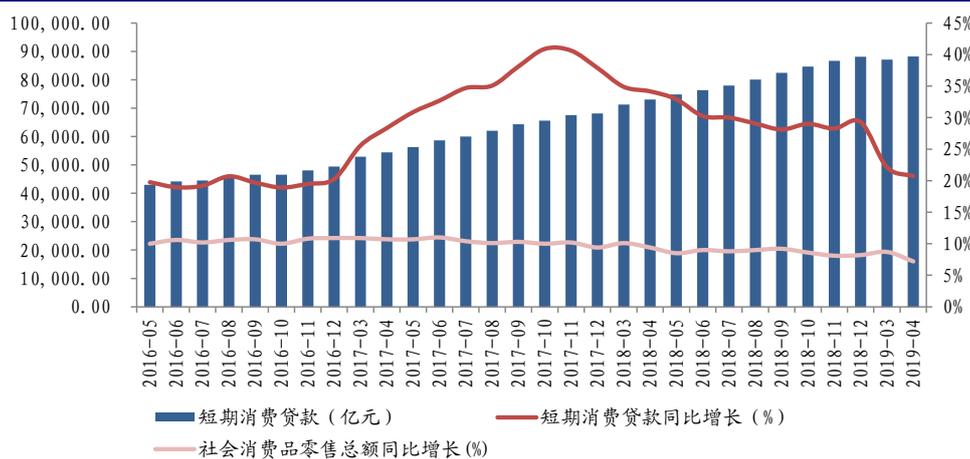
我们认为这是由于在 20160930 后，在房地产贷款被严格限制的情况下，仍然存在的购房贷款需求难以消化，购房个人开始转向消费性贷款寻求购房资金。一定程度上，短期消费贷款市场在购房贷款需求的推动下，大量资金流向房地产市场。

图 17: 个人消费贷款新增余额变化



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 18: 短期消费贷款同比增长与社会消费品零售总额同比增长对比



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

（四）个人租赁住房贷款

个人租赁住房贷款属于消费类贷款。银行通过信用贷款的方式，向需要房屋租金支持的个人提供定向的人民币按揭贷款，额度根据租金、时限以及个人资质等综合核定。目前主要针对提供长租公寓租赁住户。在长租公寓开发商、个人、银行之间形成借贷关系。租金一次性流入开发商账户，租户则可在较长期限向银行偿还贷款。

在租售并举政策下，个人租赁住房贷款，可保障居民的住房租赁需求。工、农、中、建、交五大国有商业银行陆续“试水”住房租赁市场，提供的住房租赁贷款最长期限可达 10 年、最高可贷 100 万元。每个银行在住房租赁市场的尝试方向存在差异。面向个人租客的信贷产品，主要有建行的“按居贷”与中行的“中银智贷—租房贷”。

利率方面，初试水的租房贷款利率较为优惠。以“中银智贷—租房贷”为例，其主要是针

对长租公寓租赁住户提供的租金按揭贷款，目前执行基准利率(4.35%)，额度根据租金、时限以及个人资质等综合核定。而建行深圳分行的“按居贷”协议，1年期贷款月息为0.363%，合年息4.356%；1-3年期的贷款月息为0.396%，合年息4.752%。两者均低于同期个人按揭贷款利率。在各商业银行的首套房贷款利率不断上浮的背景下，租赁住房贷款具有一定的优势。

六、其他资金——债券融资：未来占比将持续提升

房地产企业在境内证券市场中多以股权融资、信用债、资产证券化的形式进行融资，其规模较银行信贷和非标准化债权融资小，在2017年的融资规模分别284亿元（股权融资）、3024亿元（信用债）、1737亿元（资产证券化）。其中，资产证券化作为发展时间较短的新型融资方式发展迅速，可预计在未来，房企通过信用债与资产证券化形式进行融资的比例将进一步提高。

（一）房地产信用债

信用债是指政府之外的主体发行的、约定了确定的本息偿付现金流的债券。具体包括企业债、公司债、短期融资券、中期票据、资产支持证券等品种。

公司债是指公司债是股份公司为筹措资金以发行债券的方式向社会公众募集的债。

企业债是指企业债一般是由中央政府部门所属机构、国有独资企业或国有控股企业发行，最终由国家发改委核准的债。但发改委对于地产公司发行企业债规定一直较为严格，早在2004年发改委的1134号文《国家发改委关于进一步改进和加强企业债券管理工作的通知》中即明确要求募集资金不得用于房地产买卖，而在实际操作的过程中，发改委不接受普通商品房开发企业的发债申报材料。直到2011年6月，发改委发布了《关于利用债券融资支持保障性住房建设有关问题的通知》，支持符合条件的地方政府投融资平台公司和其他企业，通过发行企业债券进行保障性住房项目融资，募集资金优先用于各地保障性住房建设。目前少数几家普通商品房开发商发行企业债，募集资金用途主要就是保障房。

因此，房地产行业发行的债券是以公司债为主。

较为常用的债务融资工具为短期融资券与中期票据。短期融资券是指在银行间债券市场发行和交易并约定在一定期限内（365天以内）还本付息的有价证券。中期票据是一种经监管当局一次注册批准后、在注册期限内连续发行的公募形式的债务证券。期限在一年以上，发行时间与规模十分灵活。

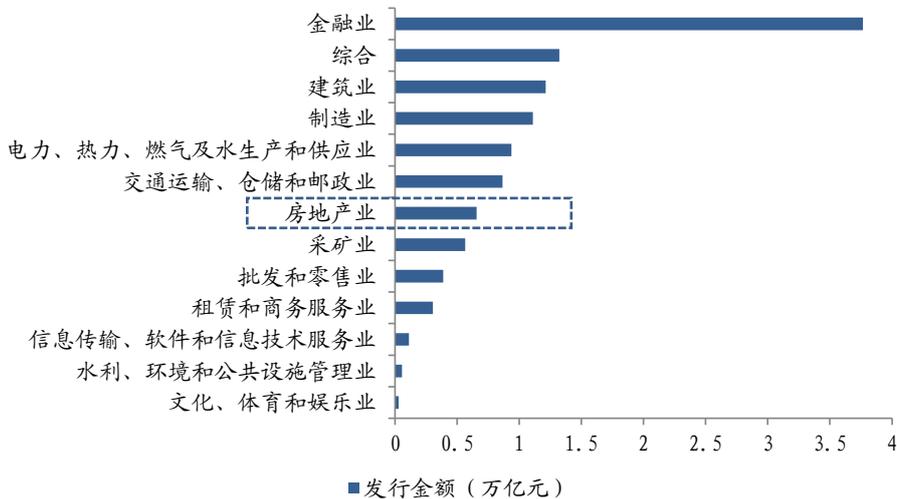
总体来看，在规模上，地产债规模靠前，2018年地产债发行规模占信用债总体发行规模的6%；在结构上，发行高峰以公司债为主，低潮期依靠中期票据，呈现出净融资减少的趋势；从发行成本来看，房企发债成本较高与其他行业平均水平；从信用评级来看，AA+企业发债数量最多；从偿还压力来看，2019年面临偿付高峰，但违约风险处于正常水平。

1、地产债发行规模靠前，具体发行量受政策影响强烈

2018年各行业的信用债发行规模排行中，房地产行业位居第7位，信用债发行规模较为靠

前，仅次于金融业、建筑业、制造业、电力热力燃气及水生产和供应业以及交通运输、仓储和邮政业。

图 19：2018 年不同行业信用债发行规模对比



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

房地产信用债市场与信用债整体市场走向较为接近，但受融资政策影响更为明显。

信用债市场在 2012 年至 2016 年间迅速发展出 10 万亿元的规模。在此期间，地产债的井喷期集中体现在 2015 年至 2016 年。2015 年地产债发行规模达到上一年 2.5 倍，债券市场整体发行环境宽松，2016 年地产债发行规模超过 1 万亿，而房企融资政策也较为宽松，地产债在占当年信用债市场总规模的 9.26%。

紧接着在 2017 年信用债市场总规模较上年收缩 17%，地产债发行量剧烈减少了 65%。其主要原因是房企融资政策的收紧，而证监会对于地产企业发债的调控与政府对于地产行业调控基本上趋于一致，带来了政策上对房企发债的严格限制。

表 9：历年信用债与地产债发行规模及增长率

年份	信用债总发行规模 (亿元)	信用债增长率	地产债发行规模 (亿元)	地产债增长率
2011	27,732.90	46.43%	164.00	102.97%
2012	42,881.58	54.62%	357.70	118.11%
2013	43,776.51	2.09%	406.85	13.74%
2014	67,844.23	54.98%	1,675.00	311.70%
2015	93,371.47	37.63%	5,960.47	255.85%
2016	108,735.38	16.45%	10,045.05	68.53%
2017	90,190.63	-17.05%	3,515.61	-65.00%
2018	114,503.33	26.96%	6,594.24	87.57%

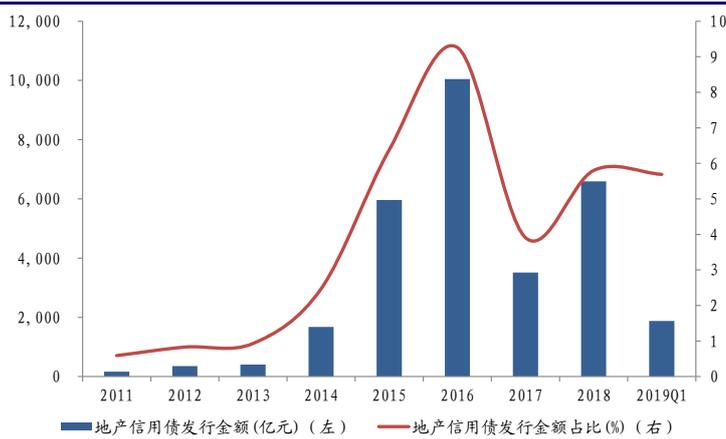
资料来源：WIND，中国银河证券研究院（数据包含资产支持证券）

表 10: 房企发债政策汇总

时间	发布主体	标题	主要内容
2015 年 1 月 15 日	证监会	《公司债券发行与交易管理办法》	扩大发行主体范围, 明确债券发行种类, 丰富债券发行方式, 简化发行审核流程。
2016 年 10 月	交易所	《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》	对房地产行业采取了“基础范围+综合指标评价”的分类监管标准, 并规定了房地产、煤炭和钢铁企业应合理审慎确定募集资金规模、明确募集资金用途及存续期披露安排。同时明确房地产企业的公司债券募集资金不得用于购置土地。
2016 年 11 月	发改委	《关于企业债券审核落实房地产调控政策的意见》	严格限制房地产开发企业发行企业债券融资, 用于商业性房地产项目
2018 年 1 月	交易所	窗口指导	房企发行公司债仅限于偿还原有公司债

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 20: 房地产行业信用债规模及其在信用债市场占比



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

2、发行高峰期以公司债居多，低峰期以中期票据居多

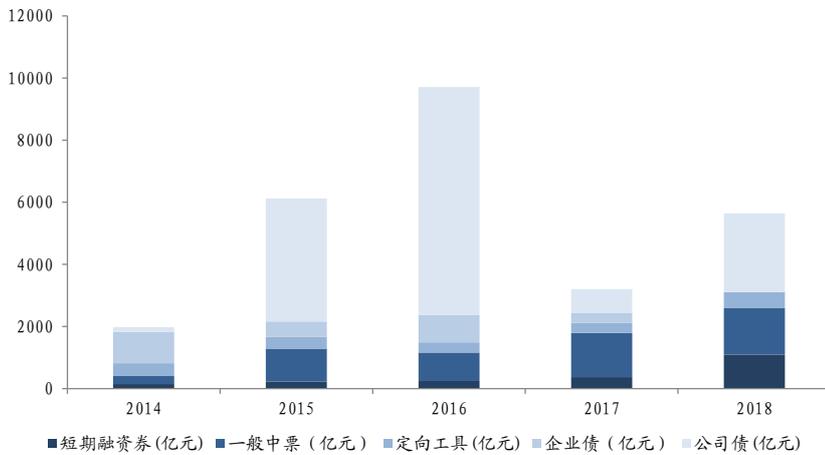
从房地产行业信用债发行结构来看, 公司债和中期票据占据了最主要的地位。

我们统计了 2014 年—2018 年房地产行业信用债发行结构, 从中发现:

公司债在近 4 年的信用债存量中的占比分别为 64%、75%、23%、44%, 占据了信用债发行的最重要地位。在信用债快速增长时, 发行规模迅速加快, 在信用债市场萎缩时占比迅速下降。

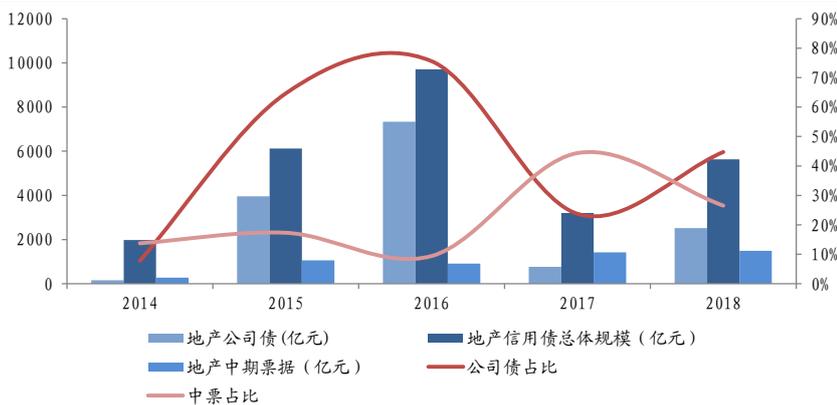
而中期票据在近 4 年的信用债存量中占比分别为 7%、9%、44%、26%, 表现出于公司债相反的趋势, 在发债困难的市场环境里反而起到了支持证券市场的作用。

图 21: 2014-2018 年房地产行业发行信用债结构



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

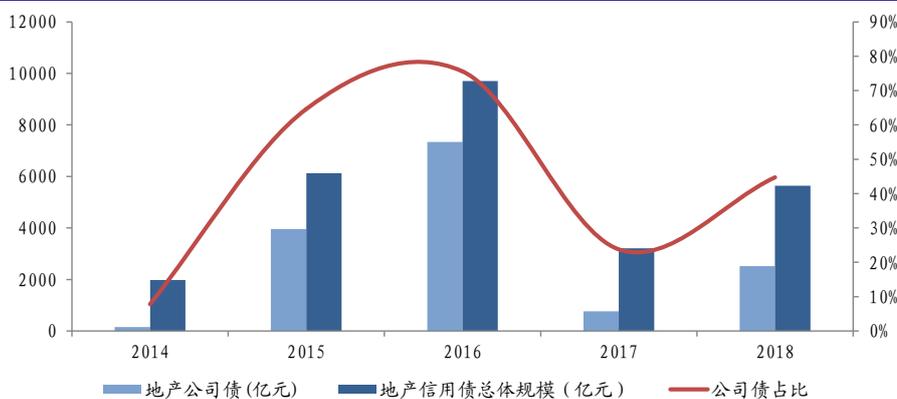
图 22: 地产公司债与中票规模及占比



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

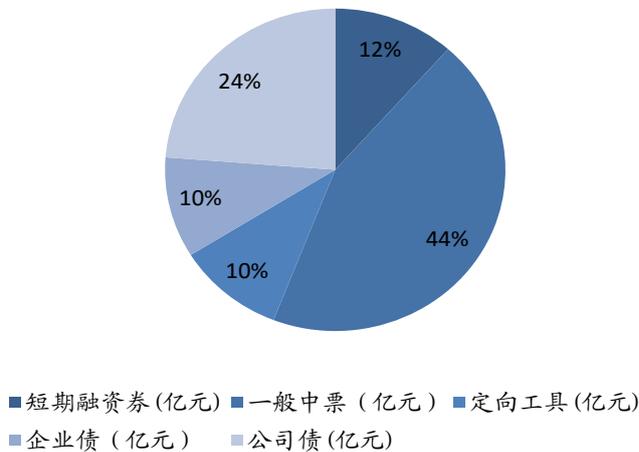
就公司债而言, 2010 至 2013 年期间地产公司债几乎停步不前, 到 2014 年略微回升, 而在 2015 至 2016 年出现爆发性增长。此时, 发债政策放宽, 公司债融资成为房企置换其他高成本贷款的主要方式之一。

图 23: 地产公司债与信用债总体规模对比及占比



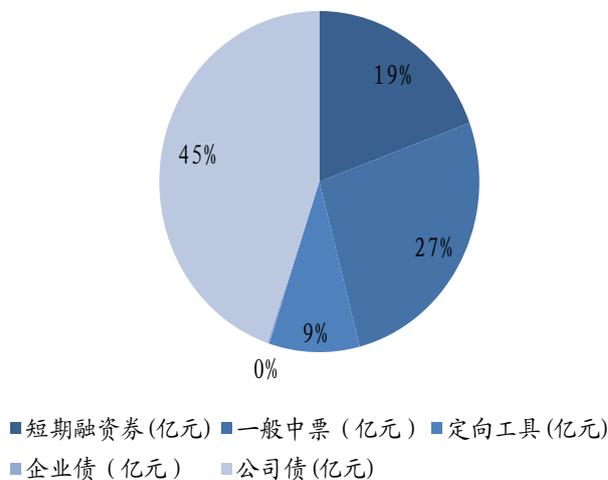
资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 24: 2018 年房企信用债发行结构



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 25: 2017 年房企信用债发行结构



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

表 11: 2016 年房企存量公司债前十名

排名	企业名称	公司债(亿元)	企业类型
1	广州富力地产股份有限公司	425.00	外资企业
2	大连万达商业管理集团股份有限公司	250.00	民营企业
3	华夏幸福基业股份有限公司	225.00	民营企业
4	碧桂园控股有限公司	190.00	民营企业
5	融创房地产集团有限公司	190.00	民营企业
6	恒大地产集团有限公司	142.00	民营企业

7	天津房地产集团有限公司	127.00	地方国有企业
8	金科地产集团股份有限公司	125.50	民营企业
9	重庆龙湖企业拓展有限公司	118.00	中外合资企业
10	泛海控股股份有限公司	115.00	民营企业

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

在 2017 年监管政策趋严, 公司债发行较为困难, 且大量债务面临到期的情况下, 2018 年为应对偿还高峰, 公司债的审批提速, 发行规模加大。而 2017 至 2018 年受地产调控周期影响, 地产公司债融资再度收缩, 且在 2017 年收缩最为明显(16 年 10 月上交所、深交所相继发布《关于房地产公司债券的分类监管方案》, 规定公司债的募集资金可以用于还贷、开发项目和补充流动性资金, 不得用于购置土地), 监管政策趋严, 公司债发行较为困难。但在大量债务面临到期的情况下, 2018 年为应对偿还高峰, 公司债的审批提速, 发行规模加大。在 2018 年上半年, 房企发行的公司债多为之前已经批准的债券, 发行规模保持低位, 下半年为缓解偿付高峰, 信用债政策则开始放宽, 公司债进入发行高峰, 2018 年累计发行 2521 亿元公司债, 在信用债中占比 45%, 情况有所改善。

中票发行也占信用债总体的相当比例。中期票据发行速度平稳, 对银行中期贷款具有明显的替代效应, 虽然提供的融资规模有限, 但使用灵活。

从下表中可以看到, 2017 年和 2018 年中票的发行规模都在 1400 亿元到 1500 亿元之间, 但对信用债融资的贡献度(但 2018 年比 2017 年中票规模对信用债融资的贡献度)却下降了一倍。而 2018 年中票发行量前十的房企里, 大部分为国企或央企, 与前面企业债发行主体为民营企业形成鲜明对比。这是由于中票发行须经过审批, 且要求较高信用背书所导致。

表 12: 2014 年—2018 年中期票据发行规模及其在地产债总规模中的占比

年份	中票发行规模(亿元)	中票发行占比
2014	272	13.75%
2015	1059.7	17.31%
2016	914.1	9.42%
2017	1423.4	44.36%
2018	1495.1	26.53%

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

表 13: 2018 年房企中期票据发行量排名前十

排名	企业名称	发债总额(亿元)	一般中票(亿元)	企业类型
1	华润置地有限公司	100.00	100.00	中央国有企业
2	保利发展控股集团股份有限公司	65.00	65.00	中央国有企业
3	远洋集团控股有限公司	60.00	60.00	中央国有企业
4	金地(集团)股份有限公司	215.00	55.00	公众企业
5	万科企业股份有限公司	245.00	50.00	公众企业
6	北京天恒置业集团有限公司	65.00	45.00	地方国有企业
7	首创置业股份有限公司	140.00	40.00	地方国有企业
8	大悦城控股集团股份有限公司	39.00	39.00	中央国有企业

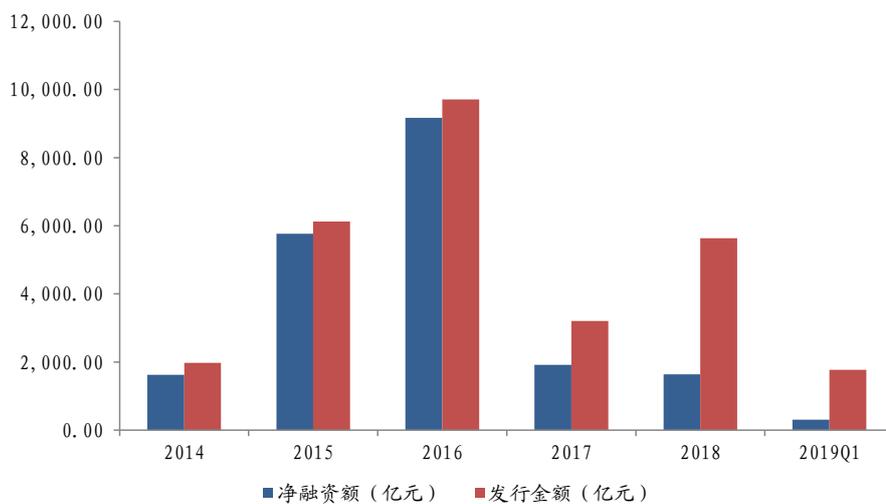
9	徐州市新盛投资控股集团有限公司	35.00	35.00	地方国有企业
10	苏州苏高新集团有限公司	134.00	35.00	地方国有企业

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

3、地产债发行量上升，净融资额同比减少

在新债还旧债的背景下，房企每年净融资额都低于发行金额。2016年之后净融资额与发行金额之差持续扩大。2018年进入了偿还高峰期后，新发行的近六千亿元的信用债主要用于借新还旧，净融资额持续低迷，至2018年底不足2000亿元。

图 26: 房地产行业信用债发行金额与净融资额对比



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

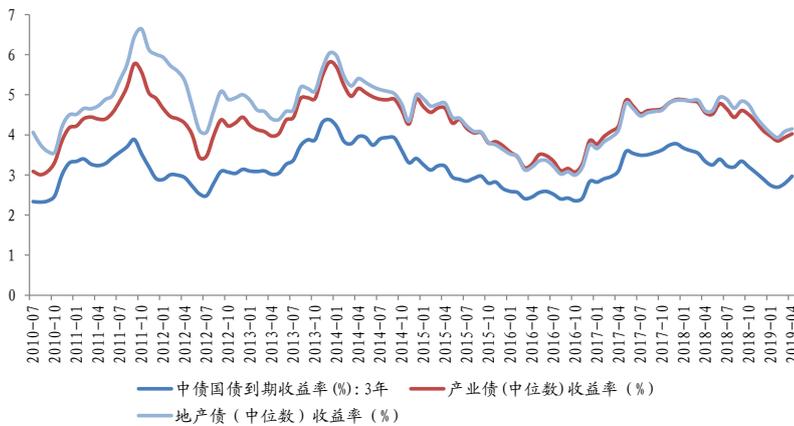
4、房企发债成本高于平均水平

从发行成本来看，房企发债成本较高与其他行业平均水平；从信用评级来看，AA+企业发债数量最多。

从二级市场收益率来看，2018年三年期国债收益率平均为3.31%，加上房地产行业信用利差140个BP之后得出，房地产行业信用债收益率平均为4.71%。而全产业债平均信用利差为127个BP，房地产行业较其高出13个BP。

从信用利差趋势来看，房地产行业信用利差持续走高。2016年1月至2017年3月，房地产行业信用利差持续低于100BP，而2017年11月至今，房地产行业信用利差持续上升。其中2018年6月至11月利差值均在150BP以上，较产业债综合收益率4.55%高出20个BP。

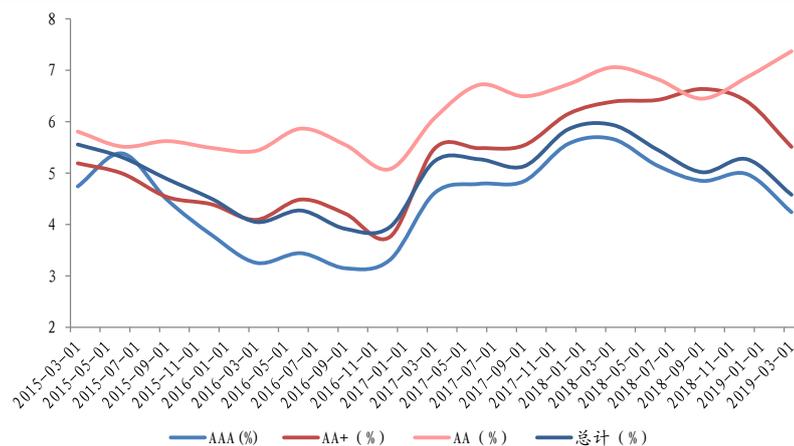
图 27: 房地产行业信用债收益率与三年期国债收益率对比



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

其次, 不同评级债券之间利差扩大。AA+级公司债较 AAA 级公司债高出近 100BP, AA 级公司债发行较少, 较 AAA 级公司债高出近 200BP。

图 28: 不同评级地产公司债发行票面利率浮动情况



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

(二) 资产支持证券

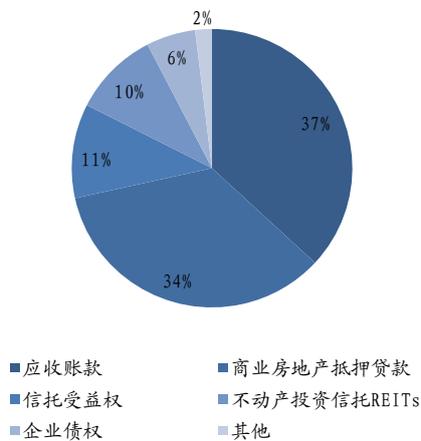
资产证券化业务, 是指相关主体以基础资产所产生的现金流为偿付支持, 通过设立特殊目的载体 (SPV), 采用结构化等方式进行信用增级, 在此基础上发行资产支持证券的业务活动。

资产证券化是在资本市场上进行直接融资的一种方式, 属于债务融资工具, 与发行其他债券产品类似, 但区别在于其还款来源取决于基础资产未来可产生的现金流。资产证券化的实质是出售基础资产的未来现金流以达到现时融资的目的。

根据发行场所不同, 资产支持证券可分为证监会主管 ABS 与交易商协会主管 ABN 两类。其中 ABS 又根据金融机构与非金融机构发行分为信贷 ABS 与企业 ABS。房企资产证券化主要是发行企业 ABS, 存量规模达, 占资产证券化总存量的

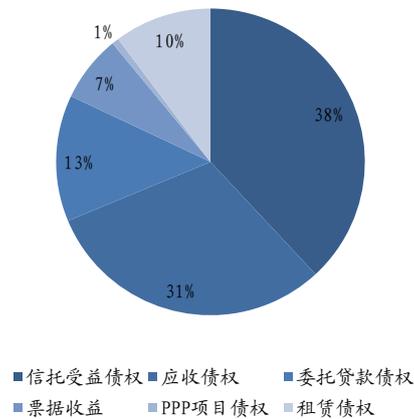
目前，房地产 ABS 所使用的底层资产主要有四类：应收账款、商业房地产抵押贷款、信托受益权与不动产投资信托 REITs。截止 2019 年 5 月底，房企 ABS 存量为 3641.94 亿元，四类底层资产的规模分别为 1244 亿元、1169 亿元、357 亿元、334 亿元，其占比分别为 37%、35%、11%、10%。而房地产 ABN 存量中，分别为信托受益债权 106 亿元、应收债权 85 亿元、委托贷款债权 37 亿元、票据收益 19.5 亿元、租赁债权 28 亿元。其存量占比分别为 38%、31%、13%、10%。

图 29：房企 ABS 存量规模按基础资产类型分布



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

图 30：房企 ABN 存量规模按基础资产类型分布



资料来源：WIND，国家统计局，中国银河证券研究院

2018 年 4 月，中国证监会、住房城乡建设部在总结前期工作的基础上，联合发布了《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》。推进住房租赁资产证券化，将有助于盘活住房租赁存量资产，提高资金使用效率，促进住房租赁市场发展。

因此，在传统融资渠道收紧与房地产资产证券化政策双重作用下，房地产 ABS 与 ABN 在 2018 年下半年迎来爆发式发展，为上半年发行金额的 1.6 倍。最近一年存续期内的房地产 ABS 与 ABN 产品共 228 只，存量规模达 3658.85 亿元。

表 14：房企 ABS 与 ABN 半年度发行金额

年度	发行金额（亿元）
2015 年下半年	115.26
2016 年上半年	146.7346
2016 年下半年	446.0374
2017 年上半年	350.425
2017 年下半年	562.646
2018 年上半年	550.79
2018 年下半年	869.92905
2019 年上半年	577.03

资料来源：wind，中国银河证券研究院

七、利用外资：房企利用外资愈加频繁和多样化

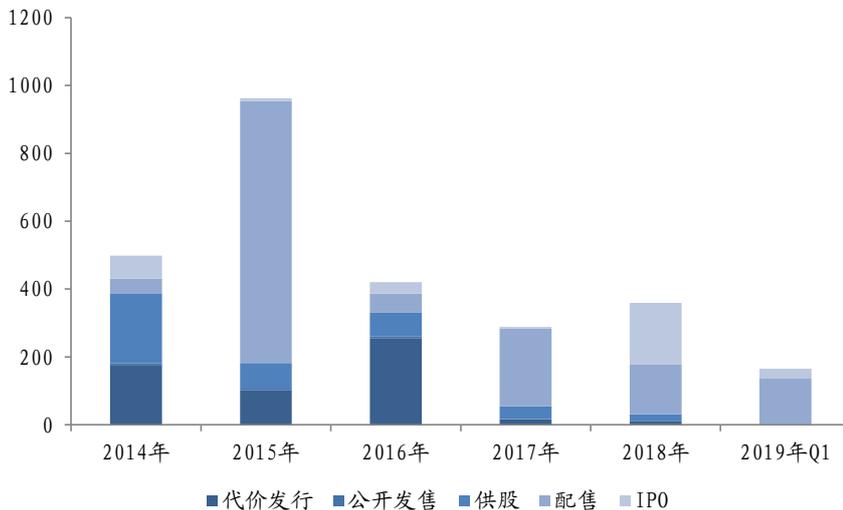
(一) 海外股权融资

在国内 IPO 受阻的情况下，房企纷纷转向港股进行上市与再融资。作为离内地投资者最近的国际化金融市场，香港资本市场也在越来越多地受益于与内地资本市场的互联互通。

目前海外股权融资对资金使用的限制较少，房企常通过公开发售、供股和配售来补充营运资金、偿还债务、进行项目建设、支付土地出让金等，通过代价发行收购项目公司。

从房企在香港的融资结构来看，配售为最主要的融资途径，其次为代价发行与 IPO。其中 2015 年增发配售金额高达 772 亿元，在当年香港股权融资总金额中占到 80% 以上的比例。这是由于当年赴港融资政策放宽。在 2017-2019 年间，配售途径占比依然维持在较高水平。

图 31：房企赴港融资各途径的规模



资料来源：WIND，中国银河证券研究院（港币与人民币换算均按照当年平均汇率计算）

内地房企在香港的配售发行使用得越来越频繁。例如，万科企业（一家于 1984 年 5 月 30 日根据中国法律成立的股份有限公司，其 H 股于联交所上市（股票代码：2202）及其 A 股于深圳证券交易所上市（股票代码：000002）于 2019 年 4 月 4 日以每股 29.68 港元的价格，向不少于六名承配人，配发及发行总数为 2.63 亿股的新 H 股，配售净额总额约为 66.5 亿元，将配售所得款项净额用于偿还公司境外债务性融资。而我国配售发行更多以特定项目的形式，要求较为严格。

内地房企自香港上市所募集的资金规模因年份不同有着巨大差异。其中 2015 年与 2014 年 IPO 金额极度减少。2018 年因境内融资趋严，海外融资规模加大，赴港 IPO 的内地房企数量增至 12 家，当年规模猛增至 182 亿元。与此同时国内上市的房企仅有三家，且主营业务并非房地产开发。

表 15: 历年赴港 IPO 募资金额

年度	香港 IPO 募资金额 (亿元)
2014 年	68.14
2015 年	7.78
2016 年	33.13
2017 年	4.32
2018 年	181.65
2019 年 1 至 4 月初	26.91

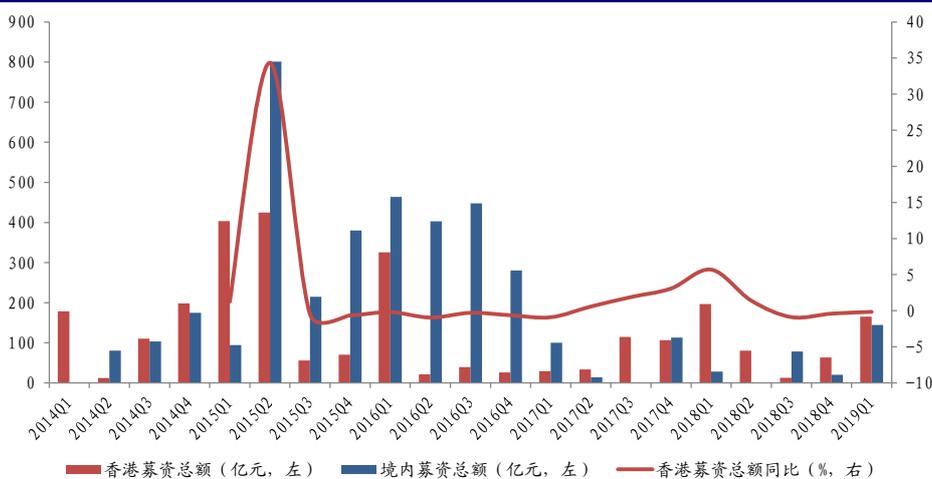
资料来源: wind, 银河证券研究院 (港币与人民币换算均按照当年平均汇率计算)

将境内股权融资与赴港股权融资的金额进行对比, 可以发现, 境内外股权融资的总体趋势较为同步, 2015 年赴港股权融资额迅速增长至 955 亿元, 紧紧跟进内地 1490 亿元的募资额。2016 年至 2017 年, 香港联交所审批趋紧, 赴港股权融资额回落, 而 2018 年再次高于境内股权融资额。

表 16: 境内与赴港股权募资总额年度对比

年度	香港股权募资总额 (亿元)	境内股权募资总额 (亿元)
2014	499.43	359.09
2015	954.62	1490.25
2016	412.51	1595.18
2017	283.90	226.98
2018	353.36	126.55
2019Q1	165.16	144.47

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 32: 境内与赴港股权募资总额季度对比


资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

(二) 海外债券融资

2015 年发改委取消境内企业发布海外债的额度审批，使得在“930”新政下境内融资受到限制的房企开始着手尝试海外发债，从 2016 年开始保持翻倍的增速，在 2018 年达到亿元的高峰。房企海外发债的主要场所是新加坡和香港。

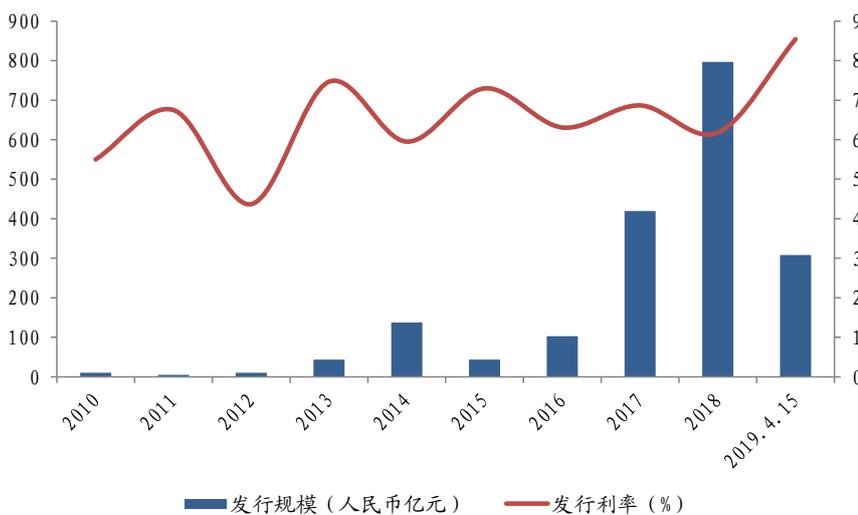
近年来房企海外发债成本不断提高。2018 年下半年以来，频繁出现高达 11% 与 13% 发行利率的房企债券（华远地产于 2018 年 10 月 2 日发行 3.5 亿元债券，票面利率达 12.5%，景程控股于 2018 年 11 月 6 日发行 5.9 亿债券，票面利率达 13.75%）。截止 2019 年 4 月 15 日，2019 年已发行债券的加权平均票面利率为 8.54%，达历史最高水平。可以认为，房企在海外发债的成本正在不断抬升。

表 17: 房企海外债券融资发行规模及利率变化

年度	发行规模 (亿元)	发行利率 (%)	只数
2010	10.00	5.50	1
2011	5.00	6.75	1
2012	10.00	4.37	2
2013	43.25	7.47	10
2014	137.50	5.95	16
2015	43.75	7.30	9
2016	103.10	6.31	23
2017	419.42	6.87	69
2018	796.57	6.18	116
2019.4.15	308.35	8.54	73

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 33: 发行利率呈现出不断上升的趋势



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

根据累积海外发债规模来看，行业里龙头企业通过海外发债融资，获得了大量即时资金。

而近一年来海外债券发行规模的排名来看，非龙头企业近期开始在海外频繁发债融资（卓见国际、景程控股、花样年控股等企业在新加坡大量发行债券），这是由于国内对流向房地产的资金监管加强，银行授信额度有限，且香港发债政策限制变多的原因所共同导致。

表 18: 近一年来发行规模前八只债券

债券简称	发行日期	交易所	交易币种	发行规模(亿元)	期限(年)	票面利率(%)
卓见国际 4.5% CB2023	2018-12-05	新加坡证券交易所	HKD	78.30	5.00	4.50
景程 11% N2020	2018-11-06	新加坡证券交易所	USD	15.65	2.00	11.00
中国恒大 9.5% N2022	2019-04-11	新加坡证券交易所	USD	14.50	3.00	9.50
花样年控股 11.875% N2020	2019-03-11	新加坡证券交易所	CNY	10.00	1.51	11.87
世茂房地产 6.125% N2024	2019-02-21	新加坡证券交易所	USD	10.00	5.00	6.12
碧桂园 8% N2024	2018-09-27	新加坡证券交易所	USD	10.00	5.34	8.00
旭辉控股集团 7.75% N2020	2018-09-20	香港联交所	CNY	10.00	2.00	7.75
碧桂园 7.25% N2026	2019-04-08	新加坡证券交易所	USD	9.50	7.00	7.25

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

表 19: 房企海外债券融资发行规模前八名

排名	公司名称	总计发行金额(亿元)	发行数量(支)	平均发行利率(%)
1	中国恒大集团	250.4	10	5.44
2	碧桂园控股有限公司	80.8	13	6.40
3	卓见国际有限公司	78.3	1	4.50
4	绿地全球投资有限公司	57.8	13	5.92
5	万科地产(香港)有限公司	50.7	8	3.69
6	融创中国控股有限公司	50.5	9	7.98
7	华润置地有限公司	50.0	4	5.75
8	旭辉控股(集团)有限公司	43.4	11	6.83

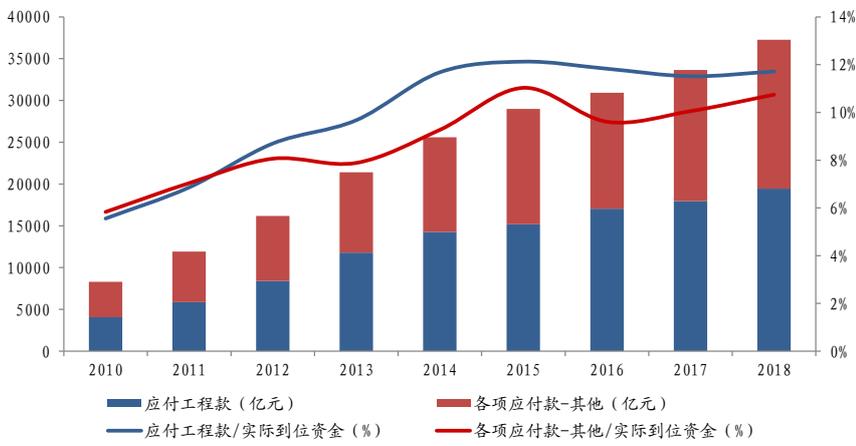
资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

八、应付账款和应付票据：保持稳定的来源贡献度

资金来源里的“各项应付款”项，按用途分可以分为“应付工程款”和“其他应付款”两大类；按融资途径分可以分为“应付账款”和“应付票据”两大类。通过应付账款和应付票据的形式延迟支付项目款项，给予赔偿金或者开具商业承兑汇票，来达到缓解资金运转的目的，其实质是一种供应链融资。

2018 年房企的各项应付款占其开发资金来源的 18.34%，是房企融资的第三大途径（第一与第二分别为其他资金 42.32%、自筹资金 27.47%），并在近些年来保持着稳定的来源贡献度。其在 2018 年的融资总额为 3.73 万亿元，较 2017 年增长 11%，占实际到位资金的 11.74%。历年应付历年应付工程款与其他各项应付款呈现出不断增长的趋势，应付工程款在实际到位资金中的占比略高于其他各项应付款。

图 34: 历年应付工程款与其他各项应付款的规模与占比

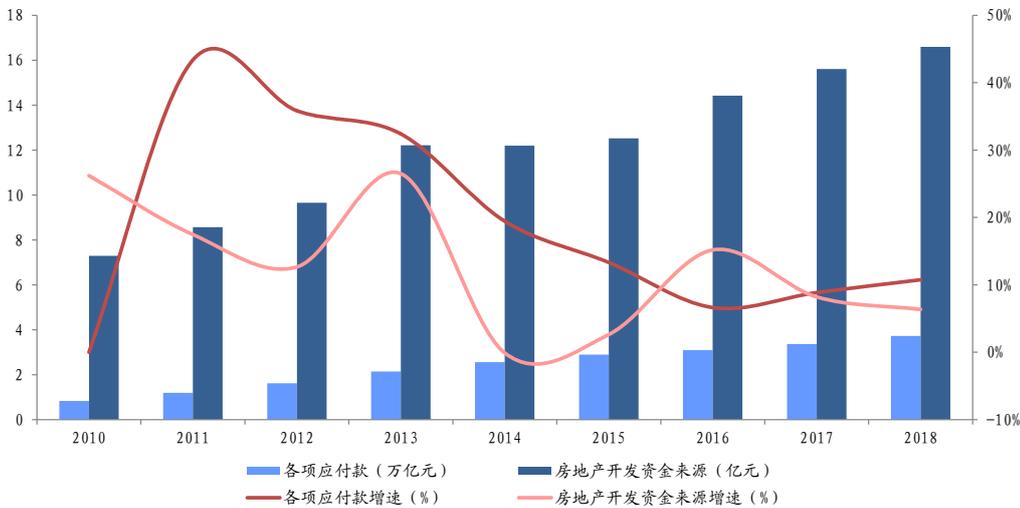


资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

而就各项应付款的变化而言, 我们可以看到其增长速度在 2011 年达到 40% 后, 持续下降, 直到 2016 年才有所回升。这是由于票据融资中票据开立和贴现均属于信贷业务, 受银监会监管。而银监会出台“三违反”“三套利”后商业承兑汇票贴现利率大幅上升。

目前, 民营企业应付票据贴现的融资成本都较高, 且在 2017 年以来增速有所回升。

图 35: 各项应付款与房地产开发资金来源增速的对比



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

插图目录

图 1: 房地产贷款余额及细分数据	2
图 2: 房地产开发贷款余额增长情况	3
图 3: 保障性住房开发贷款余额增长与房产开发贷款的对比	4
图 4: 2010 年以来中国房地产市场并购规模及数量	6
图 5: 存款类金融机构股权及其他投资规模	8
图 6: 理财投资非标余额及占比	8
图 7: 三种社会融资方式规模的对比	9
图 8: 2002 年以来新增社融规模和委托贷款占比	10
图 9: 信托资产余额与投向房地产的占比	11
图 10: 2014 年以来房地产行业 A 股股权募资情况	13
图 11: 历年定金及预收款规模及增长率	14
图 12: 新增定金及预付金规模及同比增长	14
图 13: 2006 年以来商业性个人住房贷款余额及同比增速	15
图 14: 2012 年以来住房公积金个人贷款发放额及余额对比	15
图 15: 个人住房贷款与个人住房公积金贷款利率变化	16
图 16: 2012 年来公积金个人贷款发放额与商业性个人住房贷款发放额对比	16
图 17: 个人消费贷款新增余额变化	17
图 18: 短期消费贷款同比增长与社会消费品零售总额同比增长对比	17
图 19: 2018 年不同行业信用债发行规模对比	19
图 20: 房地产行业信用债规模及其在信用债市场占比	20
图 21: 2014-2018 年房地产行业发行信用债结构	21
图 22: 地产公司债与中票规模及占比	21
图 23: 地产公司债与信用债总体规模对比及占比	21
图 24: 2018 年房企信用债发行结构	22
图 25: 2017 年房企信用债发行结构	22
图 26: 房地产行业信用债发行金额与净融资额对比	24
图 27: 房地产行业信用债收益率与三年期国债收益率对比	25
图 28: 不同评级地产公司债发行票面利率浮动情况	25
图 29: 房企 ABS 存量规模按基础资产类型分布	26
图 30: 房企 ABN 存量规模按基础资产类型分布	26
图 31: 房企赴港融资各途径的规模	27
图 32: 境内与赴港股权募资总额季度对比	28
图 33: 发行利率呈现出不断上升的趋势	29
图 34: 历年应付工程款与其他各项应付款的规模与占比	31
图 35: 各项应付款与房地产开发资金来源增速的对比	31

表格目录

表 1: 2018 年房地产开发资金来源及分类	1
表 2: 房地产资金来源细分分类及占比	1
表 3: 房企开发贷利率情况	5
表 4: 2010 年以来房地产并购市场规模	6
表 5: 2017 年底以来银监会非标政策一览	9
表 6: 2008 年以来社融与新增委托贷款的规模变化	10
表 7: 按年度房地产集合信托成立概况	12
表 8: 房地产股权融资分类规模	12
表 9: 历年信用债与地产债发行规模及增长率	19
表 10: 房企发债政策汇总	20
表 11: 2016 年房企存量公司债前十名	22
表 12: 2014 年—2018 年中期票据发行规模及其在地产债总规模中的占比	23
表 13: 2018 年房企中期票据发行量排名前十	23
表 14: 房企 ABS 与 ABN 半年度发行金额	26
表 15: 历年赴港 IPO 募资金额	28
表 16: 境内与赴港股权募资总额年度对比	28
表 17: 房企海外债券融资发行规模及利率变化	29
表 18: 近一年来发行规模前八只债券	30
表 19: 房企海外债券融资发行规模前八名	30

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

潘玮，房地产行业证券分析师。 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院
深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：
深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn