

私募债放量非标回落，融资整体偏紧

——房地产行业6月融资月报

分析师：杨柳 执业证号：S0100517050002
研究助理：由子沛 执业证号：S0100118010012
研究助理：侯希得 执业证号：S0100118080033

2019年7月2日

风险提示：房地产融资监管收紧

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

守 民
正 生
出 在
新 勤



■ 信用债融资

发行与到期：总发行量单月同比增速转负，净融资额继续下滑；

债券类型：私募债大幅放量，其余融资渠道多数走弱；

期限：结构分化明显。

■ 信托融资

集合信托：地产信托增速下降明显，但占比有所提升；

信托业协会：地产信托增速下降明显，但占比有所提升。

■ 各项应付款

各项应付款：增速仍保持高位。

■ 投资建议

近期地产融资收紧但板块并未大幅波动，显示板块估值已经见底。融资收紧背景下龙头房企优势将更加凸显，建议关注：A 股的万科 A、保利地产、招商蛇口、华夏幸福、新城控股、阳光城、中南建设等，以及 H 股的融创中国、中国恒大、新城发展控股、龙光地产、合景泰富集团等。

风险提示：房地产融资监管收紧

一、信用债融资

发行与到期：总发行量单月同比增速转负，净融资额继续下滑

- 1-6月地产行业累计信用债发行量3540.1亿元，同比+31.3%；6月单月发行334.7亿元，同比-25%。1-6月地产行业累计信用债净融资额677.5亿元，同比-37%；6月单月净融资额-127.6亿元，同比-494%。
- 总偿还量来看，同比上升但增速下滑，其中提前兑付量同比增速回升，而到期偿还和回售量同比增速下滑。

表1：2019年1-6月地产行业信用债发行与到期情况总览

时间段	总发行量 (亿元)	发行只数	总偿还量 (亿元)	净融资额 (亿元)	到期偿还量 (亿元)	到期只数	提前兑付量 (亿元)	提前兑付只数	回售量 (亿元)	回售只数
2019年1月	908.88	132	635.22	273.66	471.67	49	67.30	30	96.25	17
2019年2月	229.43	35	154.37	75.05	134.59	23	11.41	11	8.37	3
2019年3月	748.76	81	708.69	40.06	481.79	71	73.15	29	153.75	26
2019年4月	923.74	111	483.86	439.88	273.95	48	64.02	46	145.88	17
2019年5月	394.60	49	418.18	-23.58	305.45	52	27.08	15	85.64	11
2019年6月	334.69	41	462.30	-127.61	341.80	43	65.20	27	55.30	10
合计	3,540.10	449	2,862.62	677.46	2,009.25	286	308.16	158	545.19	84

表2：2019年1-6月地产行业信用债发行与到期同比增速

时间段	当月同比						累计同比					
	总发行量 (亿元)	总偿还量 (亿元)	净融资额 (亿元)	到期偿还 量(亿元)	提前兑付 量(亿元)	回售量 (亿元)	总发行量 (亿元)	总偿还量 (亿元)	净融资额 (亿元)	到期偿还 量(亿元)	提前兑付 量(亿元)	回售量 (亿元)
2019年1月	170%	134%	317%	384%	114%	-32%	170%	134%	317%	384%	114%	-32%
2019年2月	7%	40%	-28%	63%	3%	-49%	107%	107%	106%	236%	85%	-34%
2019年3月	-6%	143%	-92%	273%	51%	35%	40%	123%	-43%	252%	67%	-5%
2019年4月	76%	76%	76%	106%	-35%	235%	50%	109%	-11%	208%	14%	28%
2019年5月	5%	65%	-119%	317%	-49%	-32%	42%	100%	-23%	224%	0%	11%
2019年6月	-25%	12%	-494%	88%	181%	-73%	31%	77%	-37%	188%	16%	-16%

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

资料来源：Wind，民生证券研究院

债券类型：私募债大幅放量，其余融资渠道多数走弱

- 从面额比重来看，6月公司债占比接近一半，其中私募债更是占比达到了35.3%，而一般公司债则略有走弱。
- 从发行额同比增速来看，6月私募债大幅放量；其他类型除定向工具外均出现了同比下滑。而从1-6月累计增速看，公司债和短融增速较快，定向工具和资产支持证券增速较低，而中票则累计同比负增速。

表3：2019年1-6月房地产行业信用债按类型统计

类别	发行只数	只数比重	发行额(亿元)	面额比重	同比增速
公司债	122	27.2%	1,570.7	44.6%	74.9%
一般公司债	65	14.5%	733.0	20.8%	38.9%
私募债	57	12.7%	837.7	23.8%	126.2%
中期票据	51	11.4%	433.6	12.3%	-31.5%
一般中期票据	51	11.4%	433.6	12.3%	-31.5%
短期融资券	93	20.7%	700.3	19.9%	62.0%
一般短期融资券	14	3.1%	128.2	3.6%	40.0%
超短期融资债券	79	17.6%	572.1	16.2%	67.9%
定向工具	42	9.4%	302.6	8.6%	4.1%
资产支持证券	141	31.4%	517.5	14.7%	13.2%
证监会主管ABS	123	27.4%	446.4	12.7%	7.6%
交易商协会ABN	18	4.0%	71.1	2.0%	68.0%
合计	449	100.0%	3,524.6	100.0%	30.0%

表4：2019年6月单月房地产行业信用债按类型统计

类别	发行只数	只数比重	发行额(亿元)	面额比重	同比增速
公司债	18	43.9%	156.19	48.9%	-12.0%
一般公司债	5	12.2%	43.39	13.6%	-67.1%
私募债	13	31.7%	112.8	35.3%	147.9%
中期票据	6	14.6%	44	13.8%	-39.7%
一般中期票据	6	14.6%	44	13.8%	-39.7%
短期融资券	5	12.2%	48.2	15.1%	-27.0%
一般短期融资券	1	2.4%	5.2	1.6%	N/A
超短期融资债券	4	9.8%	43	13.5%	-34.8%
定向工具	5	12.2%	29.15	9.1%	26.7%
资产支持证券	7	17.1%	41.65	13.1%	-57.2%
证监会主管ABS	7	17.1%	41.65	13.1%	-57.2%
交易商协会ABN	0	0.0%	0	0.0%	N/A
合计	41	100.0%	319.19	100.0%	-26.9%

资料来源：Wind，民生证券研究院

注：信用债按发行与到期统计与按类型等其余统计方式因口径略有不同会有细微差异，不足1%，可以忽略

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

期限：结构分化明显

- 从金额占比来看，6月房企新发信用债以2-5年内为主，占据了70%以上的比重。而1-6月累计数据来看，2-3年期和4-5年期两种期限合计占比接近60%。
- 从发行总额的同比增速来看，6月房企新发信用债中3M-1年、4-5年以及10年以上三种期限正增长。1-6月累计数据来看，1M-3M的短期融资和7年以上的长期融资增速较快，而中等期限的信用债则增速普遍较低。

表5：2019年1-6月房地产行业信用债按期限统计

类别	发行期数(只)	期数比重	发行总额(亿元)	金额比重	累计比重	同比增速
1M以内	4	0.9%	14.00	0.4%	0.4%	-30.0%
1M-3M	13	2.9%	89.00	2.5%	2.9%	173.8%
3M-9M	66	14.7%	474.60	13.5%	16.4%	48.8%
9M-1年	19	4.2%	145.31	4.1%	20.5%	29.0%
1-2年	14	3.1%	63.27	1.8%	22.3%	9.6%
2-3年	135	30.1%	1,019.63	28.9%	51.2%	16.6%
3-4年	26	5.8%	302.20	8.6%	59.8%	24.1%
4-5年	91	20.3%	1,008.75	28.6%	88.4%	20.0%
5-6年	8	1.8%	41.55	1.2%	89.6%	114.8%
6-7年	10	2.2%	44.30	1.3%	90.9%	-2.9%
7-8年	11	2.5%	48.61	1.4%	92.3%	777.4%
8-9年	12	2.7%	10.16	0.3%	92.5%	547.1%
9-10年	4	0.9%	4.27	0.1%	92.7%	994.9%
10年以上	36	8.0%	258.98	7.4%	100.0%	87.1%
合计	449	100.0%	3,524.59	100.0%		30.0%

表6：2019年6月单月房地产行业信用债按期限统计

类别	发行期数(只)	期数比重	发行总额(亿元)	金额比重	累计比重	同比增速
1M以内	0	0.0%	0.00	0.0%	0.0%	-100.0%
1M-3M	0	0.0%	0.00	0.0%	0.0%	-100.0%
3M-9M	4	9.8%	43.00	13.5%	13.5%	26.5%
9M-1年	1	2.4%	5.20	1.6%	15.1%	-
1-2年	1	2.4%	0.00	0.0%	15.1%	-100.0%
2-3年	15	36.6%	98.89	31.0%	46.1%	-45.3%
3-4年	1	2.4%	11.80	3.7%	49.8%	-81.1%
4-5年	12	29.3%	118.65	37.2%	87.0%	23.7%
5-6年	0	0.0%	0.00	0.0%	87.0%	-
6-7年	0	0.0%	0.00	0.0%	87.0%	-
7-8年	0	0.0%	0.00	0.0%	87.0%	-
8-9年	0	0.0%	0.00	0.0%	87.0%	-
9-10年	0	0.0%	0.00	0.0%	87.0%	-
10年以上	7	17.1%	41.65	13.1%	100.0%	-
合计	41	100.0%	319.19	100.0%		-26.9%

资料来源：Wind，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

二、信托融资

集合信托：地产信托增速下降明显，但占比有所提升

- 1-6月集合信托统计数据来看，地产集合信托增速下降较为明显，但由于新增集合信托总量单月负增长，因此地产信托占比反而有所提升。
- 考虑银保监会23号文的影响，预计三季度地产集合信托增速将继续下滑。

表7：2019年1-6月集合信托数据统计

2019年1月1日-6月30日集合信托数据统计							
信托类别	数量	规模	平均期限	最高收益	最低收益	平均收益	涨跌幅
所有产品	10,240个	12,011.85亿	1.81年	8.47%	7.98%	8.22%	-0.02
贷款类	3,349个	4,051.25亿	1.63年	8.52%	8.05%	8.28%	-0.05
股权类	667个	1,096.69亿	1.99年	8.99%	8.37%	8.68%	-0.03
权益类	5,016个	5,788.43亿	1.82年	8.47%	7.98%	8.23%	0.01
证券类	847个	635.71亿	2.68年	5.51%	5.46%	5.49%	0.04
组合运用类	361个	439.77亿	1.54年	9.07%	8.30%	8.69%	-0.02
其他投资类	个	0.00亿	年	%	%	%	0
基础产业类	2,634个	2,784.14亿	1.94年	8.85%	8.34%	8.59%	-0.05
房地产类	3,164个	4,983.64亿	1.53年	8.59%	8.04%	8.32%	-0.03
工商企业类	1,117个	1,085.87亿	1.52年	8.53%	8.09%	8.31%	-0.01
金融类	3,107个	2,793.79亿	2.15年	7.70%	7.31%	7.51%	0.05
其他投向类	218个	364.40亿	1.98年	8.64%	7.92%	8.28%	0.33
2019年至今地产信托占集合信托比例			41.49%	2018年同期地产信托占集合信托比例			41.48%
集合类地产信托规模同比增速			15.16%	集合类信托总规模同比增速			15.14%

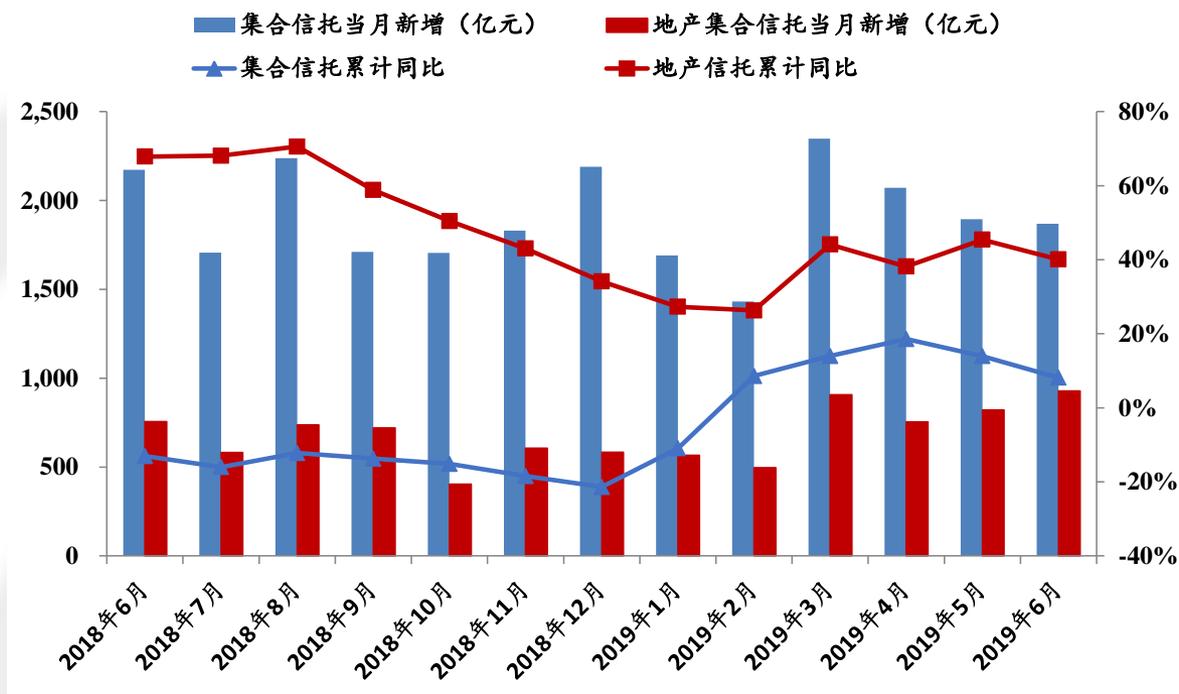
资料来源：用益信托网，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

集合信托：地产信托增速下降明显，但占比有所提升

- 1-6月集合信托统计数据来看，地产集合信托增速下降较为明显，但由于新增集合信托总量单月负增长，因此地产信托占比反而有所提升。
- 考虑银保监会23号文的影响，预计三季度地产集合信托增速将继续下滑。

图1：2019年1-6月集合信托数据统计



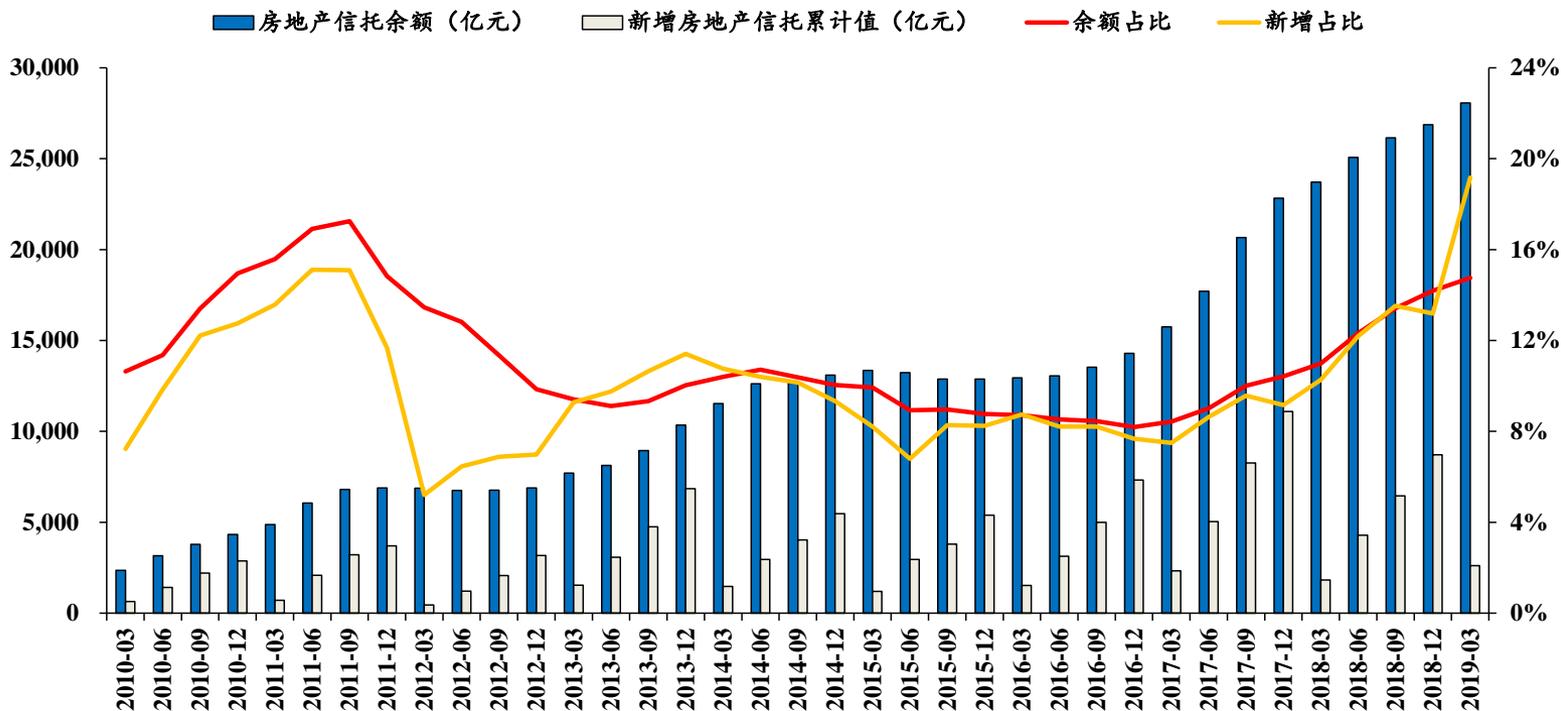
资料来源：用益信托网，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

信托业协会：地产信托增速下降明显，但占比有所提升

■ 2019年一季度，新增信托中房地产信托占比大幅提升，而房地产信托余额仍呈现较快上升趋势。

图2：信托业协会房地产信托相关数据



民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

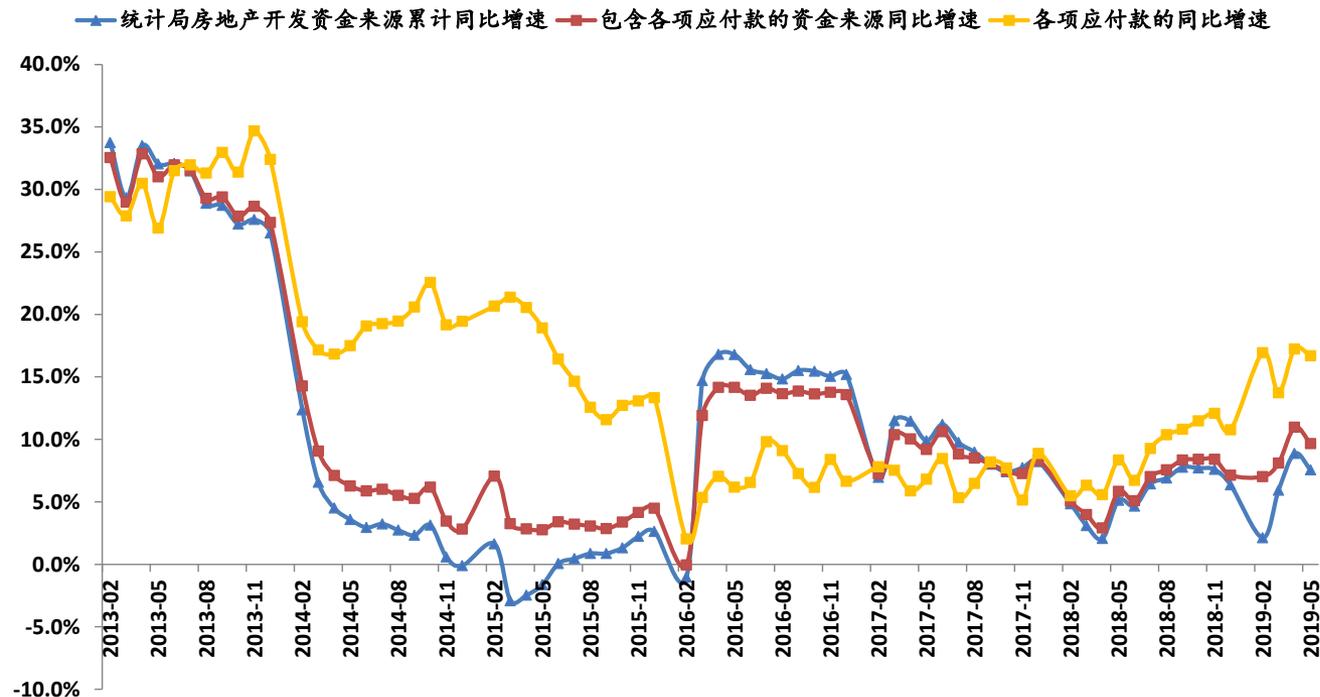
资料来源：信托业协会，民生证券研究院

三、各项应付款

各项应付款：增速仍保持高位

- 2019年5月，房地产开发资金来源增速明显下降，而各项应付款的增速仍然保持高位，显示房地产企业对上下游款项的拖欠现象仍较为严重。

图3：房地产开发资金来源与各项应付款同比增速



注：统计局对“各项应付款”的官方释义为“指本年用于固定资产投资的应付未付的投资款，即指拖欠施工单位、生产单位、税务部门、职工个人等的投资款”。这项数据在房地产开发资金来源口径之外，2018年全年占房地产开发资金来源比重为22.5%

资料来源：国家统计局，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

四、投资建议

结论与投资建议：板块估值仍处低位，数据回落融资收紧有利行业龙头集中度进一步提升

- 近期地产融资收紧但板块并未大幅波动，显示板块估值已经见底。融资收紧背景下龙头房企优势将更加凸显，建议关注：历经风雨牛熊、强者恒强的龙头房企万科 A、保利地产，资源禀赋优质、高利润率的招商蛇口，拥有产业新城护城河、享受城市群红利的华夏幸福，拥有高效的运营管理能力和激励机制的新城控股、阳光城、中南建设等；H 股推荐关注：融创中国、中国恒大、新城发展控股、合景泰富集团等优质房企
- 风险提示：房地产融资监管收紧

图19：申万房地产行业PE (TTM) 对比

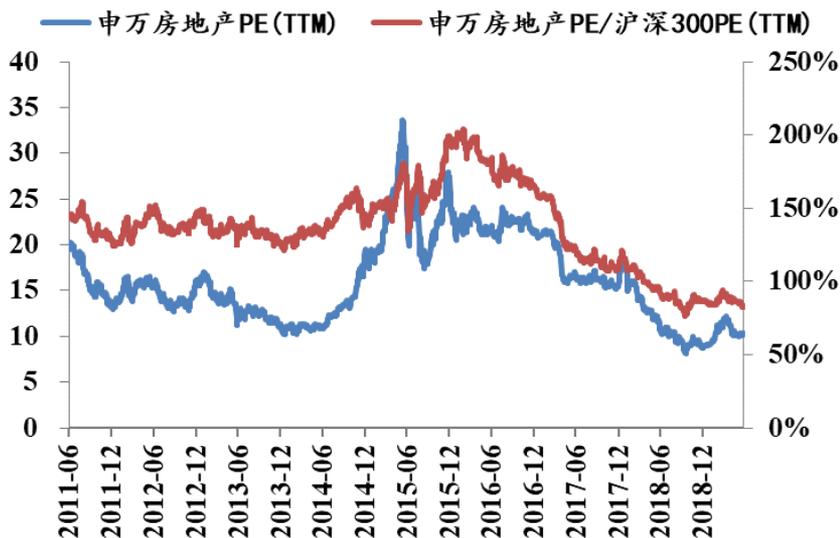
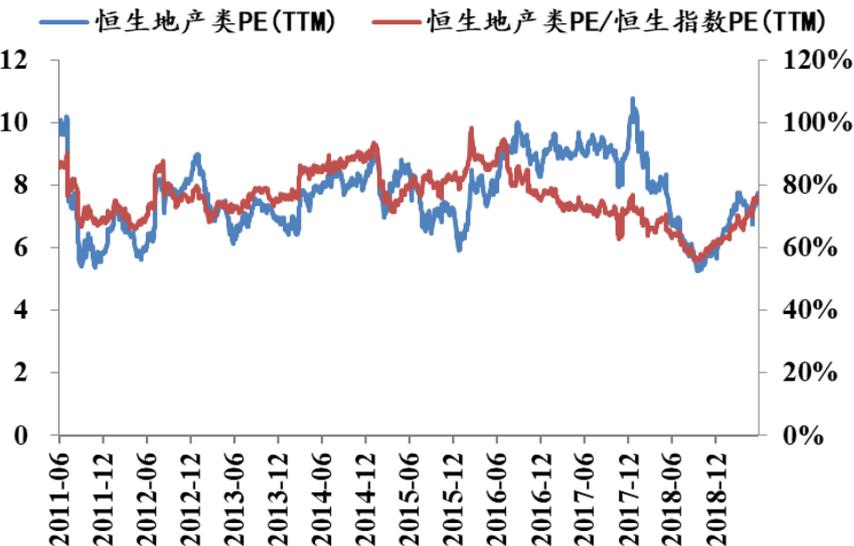


图20：恒生地产类PE (TTM) 对比



资料来源：Wind，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

• 分析师与研究助理简介

杨柳，策略分析师，英国雷丁大学投资学硕士，四年宏观策略研究经验。专注于A股投资策略、宏观经济政策、新兴产业发展方向的研究。

由子沛，房地产行业研究员，同济大学与美国西北大学联合培养土木工程博士，2017年加入民生证券。

侯希得，房地产行业研究员，澳大利亚悉尼大学专业会计硕士，2018年加入民生证券。

分析师承诺：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明：

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内 公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内 行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
 上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
 深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

免责声明：

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。