

行业评级:

房地产 增持 (维持)

陈慎 执业证书编号: S0570519010002
研究员 chenshen@htsc.com

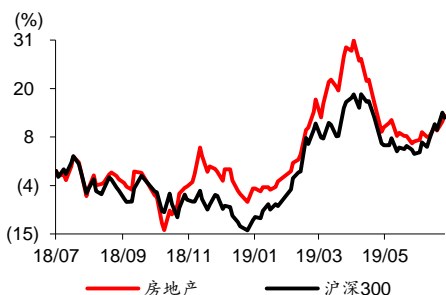
韩笑 执业证书编号: S0570518010002
研究员 hanxiao012792@htsc.com

林正衡 021-28972087
联系人 linzhengheng@htsc.com

相关研究

- 1《房地产: 行业周报(第二十七周)》2019.07
- 2《房地产: 6月增速略有回落, 优质二线弹性不减》2019.07
- 3《房地产: 房贷利率定点微调, 关注后续流动性变化》2019.06

一年内行业走势图



资料来源: Wind

融资乍暖还寒, 不改强者恒强

2019年上半年房地产行业融资专题

核心观点

我们认为二季度以来房地产行业融资环境的边际收紧意在管控土地市场热度, 从而平稳市场预期, 是强化“房住不炒”思路的体现。我们认为大部分优质房企现金流影响有限, 影响更多在于未来再投资的预期, 下半年预计土地市场增速将回落, 从而带动房地产投资增速下行。相对而言, 融资渠道更为通畅、直接融资依赖度较低的房企发展空间更为明确。

重点房企 2019 半年度融资回顾

2018年以来房地产融资环境经历“趋紧-宽松-再趋紧”的历程。2019年5-6月随着融资环境边际收紧, 行业境内债发行同比下滑7%, 其中公司债、短融、中票、ABS、定向工具分别同比下滑17%、15%、63%、19%、25%; 境外债发行同比下滑21%; 集合信托发行增速由1-4月的17%收窄至7%。2019年下半年行业境内债到期量为2517亿元(上半年2057亿元), 但2018Q4以来重点房企抓住机会加速发债, 对2019年债券到期规模平均覆盖率为257%, 中位数为164%, 如果再考虑其他间接融资以及销售回款, 预计年内大部分房企现金流受到的影响有限, 主要影响仍在再投资层面。

融资管控短期意在控制土地预期, 中期则在平稳风险

历史来看, 房地产行业融资政策的变化往往源于土地市场的波动, 2010年、2016年房地产行业融资政策的收紧都分别对应当时土地市场的高热度, 尤其是“地王”的出现。但相对而言, 我们认为2019年以来的土地市场回暖与此前有所不同: 一方面, 土地市场更多呈现为结构性回暖; 另一方面, 溢价率整体上升幅度有限。我们认为此次融资政策与“因城施策”思路一致, 更多体现为结构化调控和窗口指导, 而不是一刀切收紧。融资监管的意图在于通过控制融资来平抑部分城市土地市场热度, 从而平稳房地产市场销售终端预期, 降低房企未来潜在经营风险。

融资收紧展望: 房企继续调整杠杆, 行业投资增速降温

我们认为融资环境边际收紧对房企的影响主要有2个方面: 1、房企短期现金流影响有限, 更多影响在于未来再投入的预期, 拿地力度可能减弱; 2、房企将加速库存去化和销售回款, 融资渠道更为通畅、更加不依赖直接融资的龙头房企预计会更为受益, 融资集中度重新回升。对于行业而言, 我们认为房企加速库存去化和销售回款的背景下, 短期在建施工预计维持增速, 而土地购置费的滞后确认虽然仍表现出一定韧性, 但在土地市场降温下, 增速大概率持续回落, 将带动房地产投资增速回落。叠加宏观经济压力下, 我们认为房地产行业政策环境将有所改善。

预期平抑后, 优者更从容

继续推荐: 1、具备融资优势且受益于核心城市发展的优质房企(万科A等); 2、具备高周转能力和回款能力的成长企业(中南建设、华发股份等); 3、低估值高分红的企业(华侨城、荣盛发展等); 4、受益于未来公募REITs推进的企业等。

风险提示: 行业政策推进的节奏、范围和力度存在不确定性, 行业基本面下行风险, 部分房企存在资金链风险。

正文目录

重点房企 2019 年半年度融资回顾.....	4
境内债：从年初改善到近期回落	4
境外债：规模收缩，但 6 月份重新回升	7
信托融资：23 号文强化监管，未来继续承压	8
房企到期债务测算：短期现金流影响有限，更多影响在于再投资	10
融资管控短期意在控制土地预期，中期则在平稳风险.....	12
融资收紧周期与土地市场高热周期具备强拟合度	12
融资管控意在平稳市场预期，降低企业未来潜在经营风险.....	15
融资收紧展望：房企继续调整杠杆，行业投资增速降温.....	16
房企：预计下半年再投资意愿减弱，融资集中度重新回升.....	16
行业：库存变现提速支撑在建施工，购置费预期拖累开发投资表现	18
预期平抑后，优者更从容	20
风险提示.....	20

图表目录

图表 1： 95 家重点房企融资情况（单位：亿元）	4
图表 2： 房地产行业境内债发行规模及同比增速（年度）	5
图表 3： 房地产行业债券发行规模及同比增速（月度）	5
图表 4： 95 家典型房企境内发债情况（单位：亿元）	5
图表 5： 房地产行业公司债发行规模.....	6
图表 6： 房地产行业私募债发行规模.....	6
图表 7： 房地产行业 ABS 发行规模.....	6
图表 8： 房地产行业短期融资券发行规模.....	7
图表 9： 房地产行业中期票据发行规模	7
图表 10： 房地产行业定向工具发行规模	7
图表 11： 2019 年 5-6 月房地产行业境内债券发行结构数据	7
图表 12： 房地产行业境内债发行规模及同比增速（年度）	8
图表 13： 房地产行业境外债发行规模及同比增速（年度）	8
图表 14： 2019 年银保监会 23 号文工作要点中涉及房地产的部分	8
图表 15： 银保监会约谈警示个别信托所提要求	9
图表 16： 房地产类集合信托发行规模和同比增速（月度）	9
图表 17： 房地产类集合信托发行规模和同比增速（年度）	9
图表 18： 房地产类集合信托平均收益.....	9
图表 19： 房地产行业境内债到期偿还量（统计时间为 2019 年 7 月 4 日）	10
图表 20： 重点房企 2018Q4 以来发债规模/2019 年到期规模（统计时间为 2019 年 7 月 4 日）	11
图表 21： 2008-2019 年 5 月总价地王 TOP100 成交建面占比（单位：千分之一）	12

图表 22: 2008-2019 年 5 月单价地王 TOP100 成交建面占比 (单位: 千分之一)	12
图表 23: 2008-2019 房地产开发到位资金增速与百城土地成交溢价率	13
图表 24: 2010 年以来房地产行业重要融资政策	14
图表 25: 百城住宅类用地成交总价 (亿元)	15
图表 26: 百城住宅类用地成交溢价率	15
图表 27: 近期土地拍卖政策调整内容	16
图表 28: 77 家房企总体净负债率	17
图表 29: 77 家房企短债覆盖率	17
图表 30: 房地产开发企业到位资金 (年度)	17
图表 31: 房地产开发企业到位资金 (月度)	17
图表 32: 2015 年以来房地产开发到位资金来源占比	17
图表 33: 房企融资集中度	18
图表 34: 全国房地产开发投资累计完成额 (万亿元)	18
图表 35: 全国房地产开发投资当月完成额 (亿元)	18
图表 36: 全国房地产施工投资累计同比	19
图表 37: 2019 年 1-5 月开发投资细分项占比	19
图表 38: 年度滚动净复工面积及同比增速	19

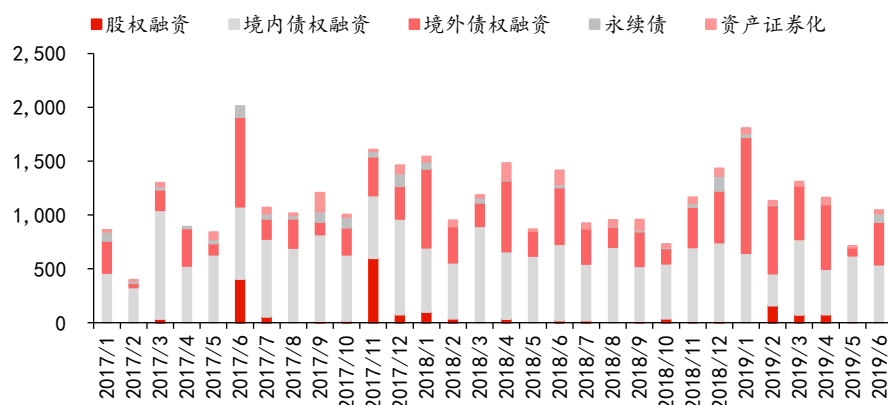
重点房企 2019 年半年度融资回顾

2019年5月至今，房地产行业融资环境边际收紧。5月17日，银保监会印发《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》（银保监发〔2019〕23号），在银行和非银（信托）领域规范地产融资。同时5月末以来，21世纪经济、界面、澎湃等媒体报道监管部门将收紧部分房企公开市场融资，7月6日，银保监会相关负责人在接受中国证券报采访时表示，针对近期部分房地产信托业务增速过快、增量过大的信托公司，近日银保监会开展了约谈警示。而地方层面，5月以来，苏州、东莞、杭州、成都等地区相继出台新的土地市场政策，旨在抑制土地市场过热现象。

从融资数据来看，2018年以来房地产行业融资环境经历了“趋紧——宽松——再趋紧”的历程。根据克而瑞监测的95家典型房企融资数据，重点房企2018Q1融资总额为3678亿元，同比增长44%；然而Q2-Q4融资总额分别为3763、2833、3328亿元，同比分别持平、下滑14%、下滑18%。整体融资规模从2018年初逐步回落，直到年末才开始有所回升。

流动性边际宽松叠加融资环境改善，2019年上半年整体融资规模明显提升，Q1融资总额为4250亿元，同比增长16%，创下2017年以来的最高值。但Q2开始融资环境再次出现转向，Q2融资总额为2919亿元，同比下滑22%，4-6月单月融资总额分别同比下滑22%、18%、26%，5、6月份以来以境内债、境外债和信托为代表的融资规模明显回落。

图表1：95家重点房企融资情况（单位：亿元）



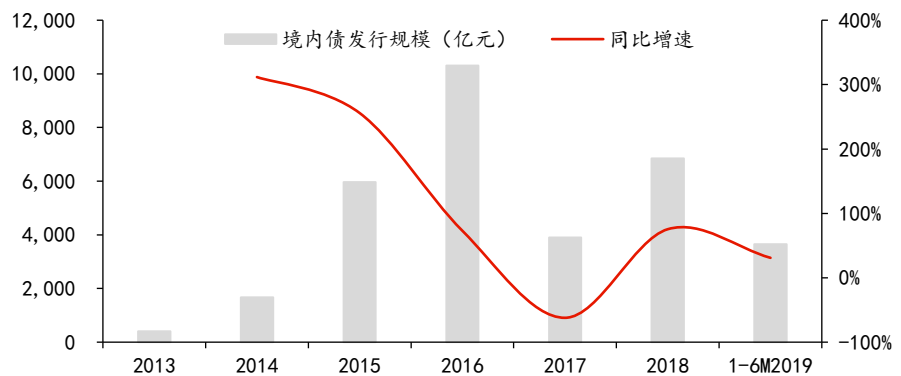
注：监测数据不含开发贷、一般银行贷款。

资料来源：克而瑞，华泰证券研究所

境内债：从年初改善到近期回落

受2016年10月交易所收紧房地产行业债券融资影响，2016Q3开始房地产境内债融资明显降温，2017年境内债融资规模为3904亿元，同比大幅下滑62%。2018年随着房地产行业逐渐进入偿债高峰，公司债、私募债发行逐步恢复，带动Q1-Q4境内债发债规模为1355、1434、2113、1945亿元，同比分别增长120%、45%、40%、146%。2019年前4月房企境内债融资环境延续2018年的改善趋势，1-4月发行规模为2890亿元，同比增长47%。

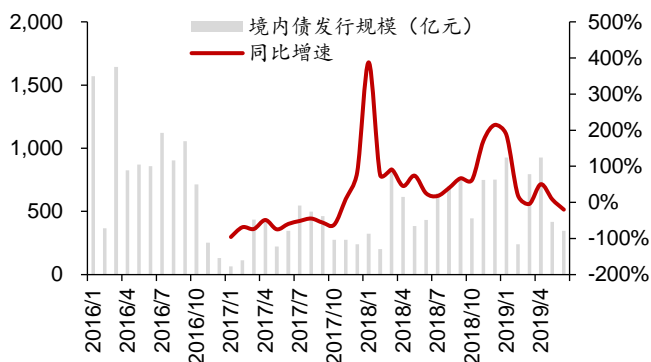
图表2：房地产行业境内债发行规模及同比增速（年度）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

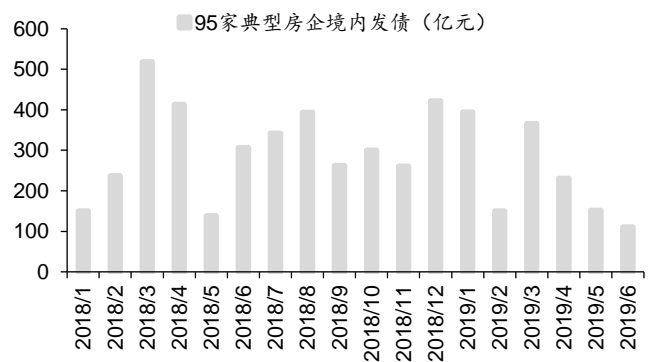
但5月以来，房地产行业债券融资政策出现边际变化。5月境内债发行规模仅为417亿元，环比下滑55%，同比增长8%；6月发行规模进一步收缩至347亿元，环比下滑17%，同比下滑20%。典型房企数据也印证这一点，根据克而瑞数据，2019年5、6月95家典型房企境内债融资额分别为151、110亿元，连续出现环比下滑，6月融资规模创下2018年以来的单月最低值。

图表3：房地产行业债券发行规模及同比增速（月度）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：95家典型房企境内发债情况（单位：亿元）



资料来源：克而瑞，华泰证券研究所

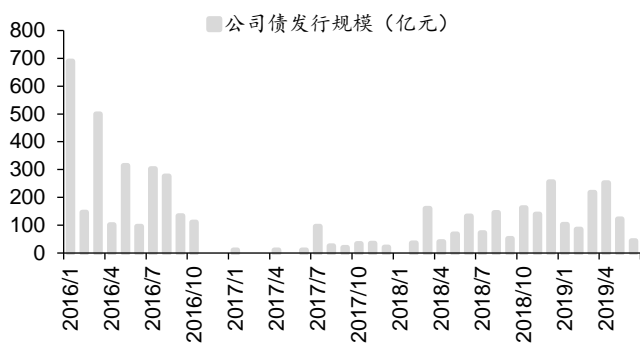
其中：

公司债——2018Q1-2019Q2 房地产行业公司债发行规模分别为 196、240、268、557、405、418 亿元。2019 年 5、6 月公司债发行规模分别为 123、43 亿元，环比连续下滑 51% 和 65%。

私募债——2018Q1-2019Q2 发行规模分别为 157、219、608、371、417、372 亿元，2019 年 5、6 月累计发行 289 亿，发行规模相对稳定。

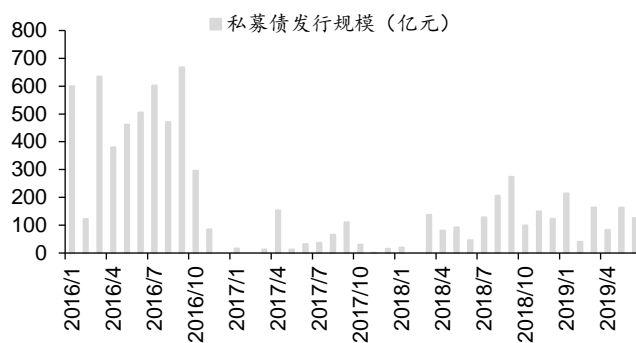
证监会主管 ABS——2018Q1-2019Q2 发行规模分别为 99、291、340、254、170、286 亿元，发行量月间波动较大。2019 年 5、6 月发行规模分别为 60、52 元，环比分别下滑 66% 和 12%。

图表5: 房地产行业公司债发行规模



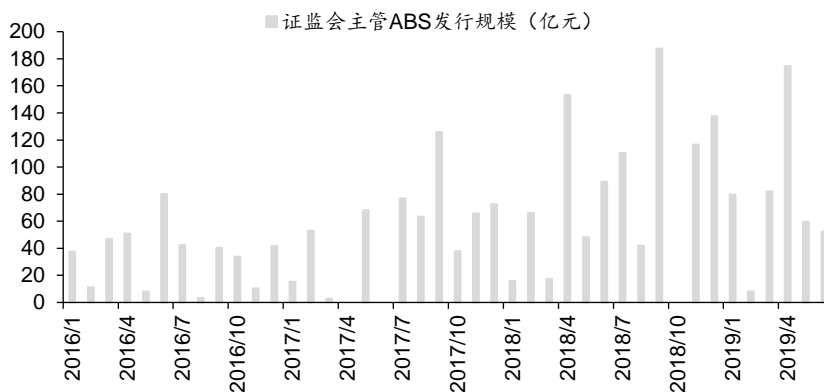
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 房地产行业私募债发行规模



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表7: 房地产行业 ABS 发行规模



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

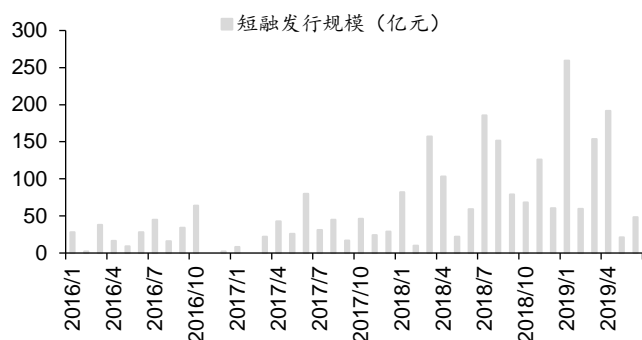
银行间协会监管品种方面:

短期融资券——2018Q1-2019Q2 房地产行业短融发行规模分别为 249、184、416、255、473、261 亿元, 今年 5、6 月发行规模分别为 21、48 亿元, 同比分别下滑 5%和 18%, 创下 2018 年以来的最低位。

中期票据——2018Q1-2019Q2 中票发行规模分别为 451、356、338、370、227、216 亿元, 二季度缩量趋势更为显著, 5、6 月中票发行规模分别为 27、34 亿元, 同比分别下滑 71%和 53%。

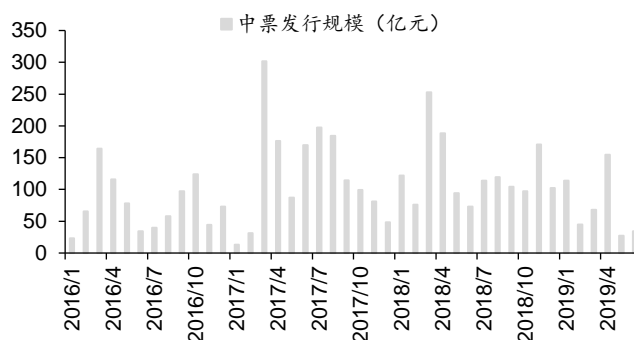
定向工具——定向工具发行趋势与短融基本一致, 稳定增长态势维持至 2019Q1。2018Q1-2019Q2 发行规模分别为 189、113、104、110、226、106 亿元, 二季度同样开始下行, 5、6 月发行规模分别为 23、37 亿元, 较前 4 月 68 亿元的平均发行规模也出现明显下滑。

图表8：房地产行业短期融资券发行规模



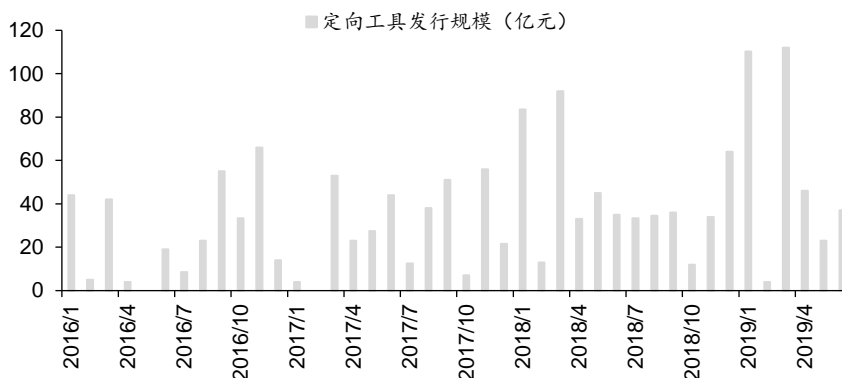
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9：房地产行业中期票据发行规模



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10：房地产行业定向工具发行规模



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表11：2019年5-6月房地产行业境内债券发行结构数据

	证监会主						
	公司债	私募债	管ABS	短融	中票	定向工具	其它
2019年5月发行规模(亿元)	123	164	60	21	27	23	0
环比增长	-51%	97%	-66%	-89%	-83%	-50%	-100%
同比增长	81%	77%	23%	-5%	-71%	-49%	-100%
2019年6月发行规模(亿元)	43	125	52	48	34	37	6
环比增长	-65%	-24%	-12%	130%	26%	61%	-
同比增长	-67%	175%	-41%	-18%	-53%	6%	-

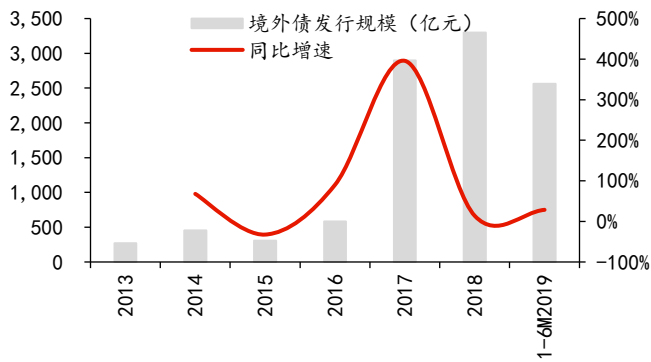
注：“其它”包括交易商主管ABN、一般企业债

资料来源：Wind，华泰证券研究所

境外债：规模收缩，但6月份重新回升

受2016年10月交易所收紧房地产行业债券融资影响，部分房企转而通过境外债进行融资，2017年境外债发行规模为2898亿元，同比大幅增长396%。2018年Q1-Q4境外债发行规模分别为933、1058、628、680亿元，全年发行规模较2017年进一步增长。2019年1-4月境外债发行规模为2254亿元，同比继续增长41%，仅前4月发债量已达到2018全年的68%。但5月以来，境外债融资同样出现明显收缩。2019年5月房地产行业境外债发行规模仅为80亿元，环比下降89%，同比下降62%，6月发行规模恢复至225亿元，但仍低于1-4月的发行规模。

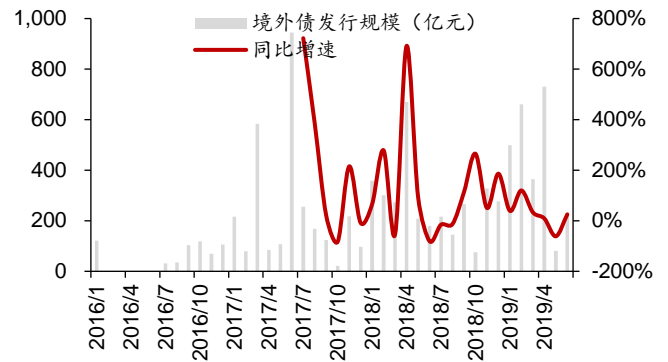
图表12: 房地产行业境内债发行规模及同比增速(年度)



注: 境外债发行规模统一以1美元=6.91人民币换算

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表13: 房地产行业境外债发行规模及同比增速(年度)



注: 境外债发行规模统一以1美元=6.91人民币换算

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

信托融资: 23号文强化监管, 未来继续承压

2019年5月17日, 银保监会发布《关于开展“巩固治乱象成果, 促进合规建设”工作的通知》(23号文), 其中提到信托机构按照相关要点开展整治工作, 涉及房地产的领域包括: 向“四证”不全、开发商或其控股股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资, 或通过股权投资+股东借款、股权投资+债权认购劣后、应收账款、特定资产收益权等方式变相提供融资; 直接或变相为房地产企业缴交土地出让价款提供融资, 直接或变相为房地产企业发放流动资金贷款。

23号文对市场的规范已经开始逐步落实。7月6日, 银保监会相关负责人在接受中国证券报采访时表示, 针对近期部分房地产信托业务增速过快、增量过大的信托公司, 近日银保监会开展了约谈警示, 在“房住不炒”大局意识、风控水平、合规意识、增速控制和管理能力等五方面着重作出要求, 预计此后房地产信托增速将进一步收窄。对于房企而言, 这意味着原本相对宽口径、高成本的一大融资渠道提升了门槛。

图表14: 2019年银保监会23号文工作要点中涉及房地产的部分

领域	工作要点中涉及房地产的部分
银行	表内外资金直接或变相用于土地出让金融资; 未严格审查房地产开发企业资质, 违规向“四证”不全的房地产开发项目提供融资; 个人综合消费贷款、经营性贷款、信用卡透支等资金挪用于购房; 资金通过影子银行渠道违规流入房地产市场; 并购贷款、经营性物业贷款等贷款管理不审慎, 资金被挪用于房地产开发
非银(信托)	向“四证”不全、开发商或其控股股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资; 通过股权投资+股东借款、股权投资+债权认购劣后、应收账款、特定资产收益权等方式变相提供融资; 直接或变相为房地产企业缴交土地出让价款提供融资; 直接或变相为房地产企业发放流动资金贷款

资料来源: 银保监会官网, 华泰证券研究所

图表15：银保监会约谈警示个别信托所提要求

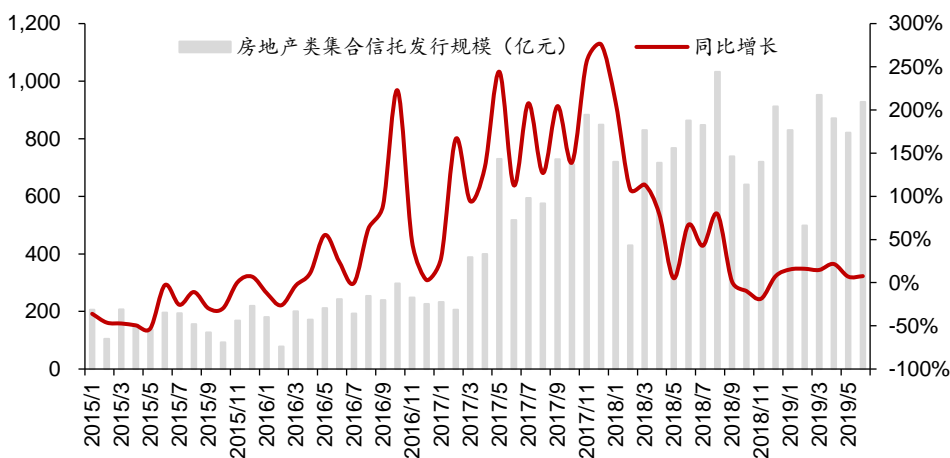
项目	具体要求
大局意识	要求这些信托公司增强大局意识，严格落实“房住不炒”的总要求，严格执行房地产市场调控政策和现行房地产信托监管要求
风控水平	要求提高风险管控水平，确保业务规模及复杂程度与自身资本实力、资产管理水平、风险防控能力相匹配
合规意识	要求提高合规意识，加强合规建设，确保房地产信托业务稳健发展
增速控制	要求控制业务增速，将房地产信托业务增量和增速控制在合理水平
管理能力	要求提升受托管理能力，积极优化房地产信托服务方式，为房地产企业提供专业化、特色化金融服务

资料来源：中国证券报，华泰证券研究所

信托在债券融资刚刚收紧的2017年规模大幅增长，根据用益信托网的数据，2017年房地产类集合信托发行规模为6815亿元，同比增长168%。2018年非标融资监管有所收紧，发行规模为9218亿元，增速放缓到35%，其中季度增速逐季放缓，分别为139%、43%、38%、-7%。2019年季度增速虽未继续下滑，但仍处于近年来的低位，Q1、Q2分别为15%、12%。其中，5月发行规模为821亿元，同比增长7%，同比增速较4月收窄15个百分点；6月发行规模为928亿元，同比增长8%。

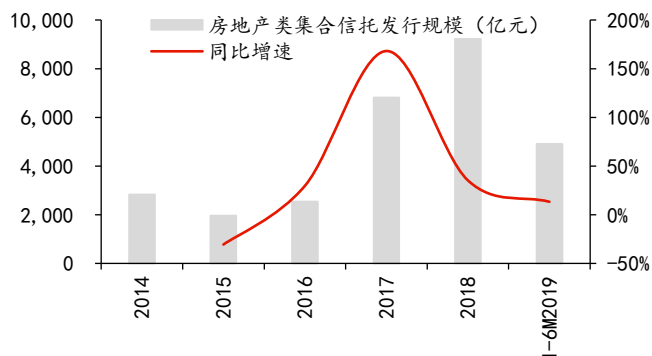
信托规模增速趋于平缓的同时成本又重新有所回升：5月房地产类集合信托平均收益为8.25%，同比上升34个百分点；6月为8.29%，同比上升50个百分点。我们认为23号文出台后，房地产类信托监管将进一步升级，预计未来规模将继续承压。

图表16：房地产类集合信托发行规模和同比增速（月度）



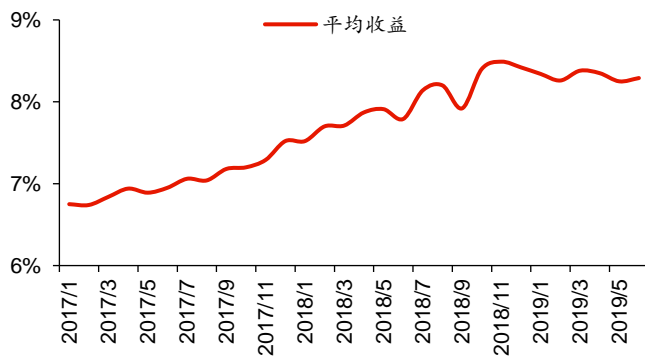
资料来源：用益信托网，华泰证券研究所

图表17：房地产类集合信托发行规模和同比增速（年度）



资料来源：用益信托网，华泰证券研究所

图表18：房地产类集合信托平均收益

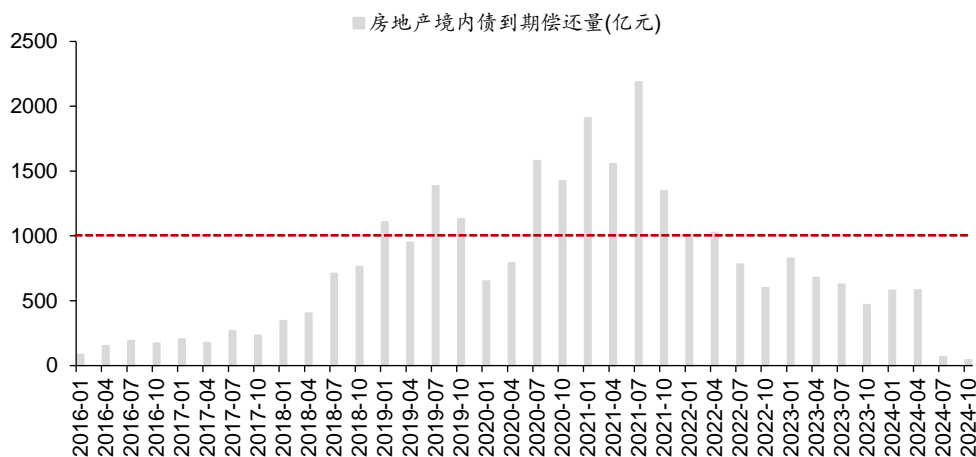


资料来源：用益信托网，华泰证券研究所

房企到期债务测算：短期现金流影响有限，更多影响在于再投资

据我们梳理，2019年房地产行业境内债总到期量为4573亿元，月均到期量为381亿元。相对而言，下半年是到期量的年内高峰。而中长期来看，2020-2024年房地产行业信用债总到期量分别为4444、6999、3413、2595、1269亿元，2020年下半年开始，也都是房企债务到期高峰，连续8个季度到期量超过1000亿元，其间峰值为2021Q3的2185亿元。但需注意的是，债券实际总偿还量除了到期量之外，还包括提前兑付量和回售量。由于提前兑付和回售均具有不可预见性，实际偿还量可能比到期量更大。

图表19：房地产行业境内债到期偿还量（统计时间为2019年7月4日）

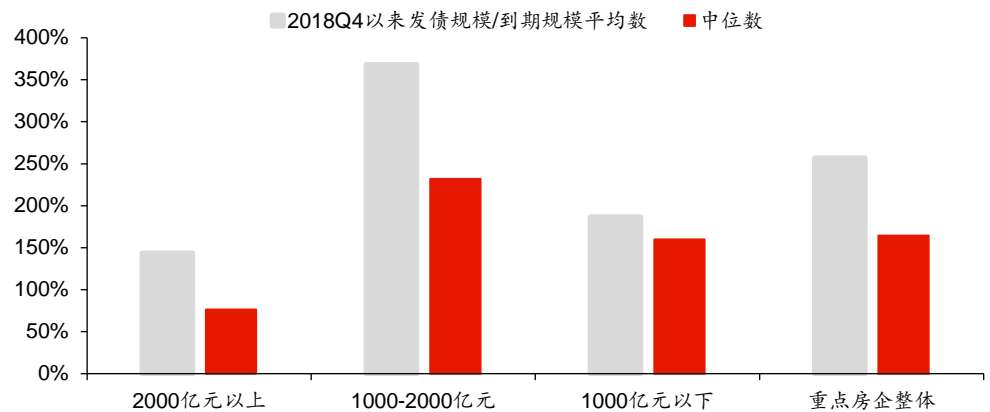


资料来源：Wind，华泰证券研究所

融资收紧是否会带来房企现金流量压力？我们认为多数房企未雨绸缪，影响有限。从2018年Q4以来，随着房地产行业公司债监管边际改善，债券发行提速，重点房企也普遍借机成功发行了境内外债券。据我们统计，2019年以来重点50家房企共发行了1580亿元境内债，1892亿元境外债，合计发债量达到3472亿元，较2018上半年明显提升。

对重点房企的分析更可论证这一观点。我们通过2019年境内债、境外债到期规模，与2018年Q4以来债券发行规模相比较，重点房企近期发债规模对到期规模平均覆盖率为257%，中位数为164%。其中，2018年销售金额2000亿元以上房企的平均覆盖率为144%，中位数为76%；1000-2000亿元房企平均覆盖率为368%，中位数为232%；1000亿元以下房企平均覆盖率为186%，中位数为160%。

图表20：重点房企 2018Q4 以来发债规模/2019 年到期规模（统计时间为 2019 年 7 月 4 日）



注：各房企发债规模通过 Wind 导出的发债明细表汇总得出，包括公司债、私募债、定向工具、短融、超短融、中票、资产支持证券、资产支持票据、境外债等债券品种，不排除部分房企通过关联公司发债（且关联公司不含该房企名称）导致发债数据被低估；各上市房企 2019 年债券到期规模来自 2018 年报附注关于已发行债券到期时间的信息，部分房企 2019 年发行了年内到期的超短融，一并统计入到期规模；若需要汇率换算，统一以 1 美元=6.91 人民币计算

资料来源：Wind，华泰证券研究所

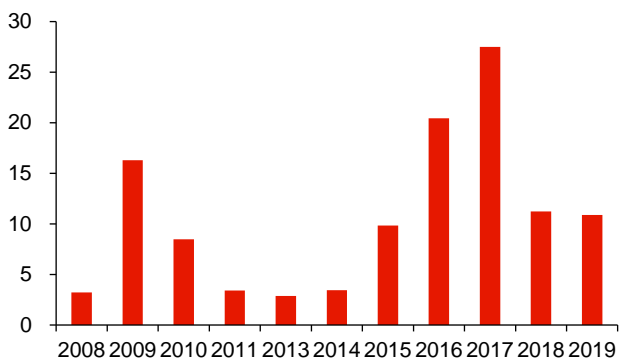
如果考虑提前兑付和回售的问题（参照 2018Q1-2019Q1 房地产行业境内债提前兑付和回售量占到期量 79%这一比例预估），这意味着需要完全覆盖 2019 年债券偿还量，发债规模较到期规模的覆盖率达到 179%即可，即截止目前，多数重点房企已完全可负担今年的到期债券，去年末以来重点房企的债券加速发行其实已经对今年的债券到期以及可能的提前兑付、回售量形成了一定支撑，如果再考虑其他间接融资以及销售回款，预计年内大部分房企现金流受到的影响有限，主要影响仍在房企新增投入的预期。

融资管控短期意在控制土地预期，中期则在平稳风险

融资收紧周期与土地市场高热周期具备强拟合度

历史来看，房地产行业融资政策的变化往往源于土地市场的波动。2010年、2016年房地产行业融资政策的收紧都分别对应当时土地市场的高热度，尤其是“地王”的出现。据我们统计，2008年以来总价地王还有单价地王前100的地块中，2009-2010以及2016-2017年的成交建面占比均处于相对高点，而此后融资政策都出现了一定程度的收紧。

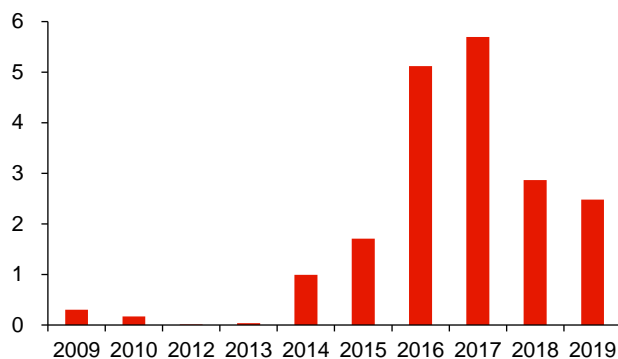
图表21：2008-2019年5月总价地王TOP100成交建面占比（单位：千分之一）



注：统计范围为Wind百城。

资料来源：Wind土地大全，华泰证券研究所

图表22：2008-2019年5月单价地王TOP100成交建面占比（单位：千分之一）



注：统计范围为Wind百城。

资料来源：Wind土地大全，华泰证券研究所

2010年融资收紧：

在2008年经济危机后的刺激计划下，地产行业回暖，2009年全国商品房销售面积9.5亿平，同比增长43.6%，销售金额4.4万亿元，同比增长76.9%。2009年全年百城住宅类用地成交总价2528.9亿元，同比大增738.4%，同时也带来土地价格的攀升，2010年1月住宅用地溢价率达到61%。

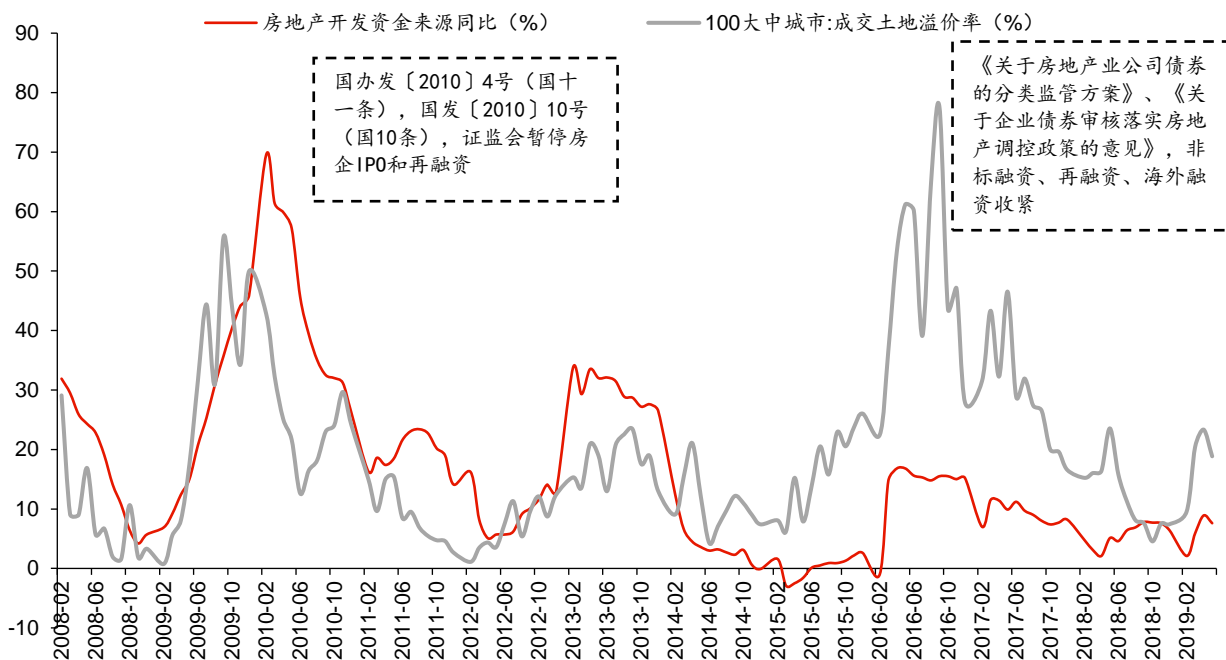
为应对房地产市场过热现象，继2010年1月国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》（国办发〔2010〕4号，“国十一条”）后，2010年4月国务院再次发布《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》（国发〔2010〕10号，“国十条”），在房地产企业融资方面，通知规定对存在土地闲置及炒地行为的房地产开发企业，商业银行不得发放新开发项目贷款，证监部门暂停批准其上市、再融资和重大资产重组。随后在2010年8月，证监会对涉及土地闲置及违规的公司暂停IPO和A股发行。

2016年融资收紧：

从2014年开始，房地产行业重新迎来行业和货币政策的宽松周期，同时股权融资和债权融资也都放行，带来房地产企业新一轮扩张动力。2016年全国商品房销售面积15.7亿平，同比大幅增长22.5%，销售金额11.8万亿元，同比增长37.8%。与此同时，土地市场也快速回升，2016年全年百城住宅类用地成交总价3341.1亿元，同比增长25.9%；2016年9月92%的住宅用地溢价率为有数据统计以来的最高值，核心城市“地王”频现。

此后2016年三季度开始房地产行业融资面临收紧。2016年10月，沪、深交易所发布《关于房地产业公司债券的分类监管方案》，实行“基础范围+综合评价指标”的分类监管标准，提高房企公司债发行门槛，此外，监管方案明确规定限制资金用于偿还债务、项目建设和补充流动资金，募集资金不得购置土地，对于违法违规、哄抬地价、资金未用完或违规使用的房地产企业，不得发行公司债等。2016年11月，发改委发布《关于企业债券审核落实房地产调控政策的意见》，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。房企发行公司债渠道依然存在，但用途和资质审批都有所限制。另一方面，房企股权再融资则再次冻结。

图表23： 2008-2019 房地产开发到位资金增速与百城土地成交溢价率



资料来源：国家统计局，Wind，国务院，上交所，深交所，发改委，华泰证券研究所

图表24： 2010年以来房地产行业重要融资政策

发布时间	发布单位	政策文件	政策内容
2010/1/7	国务院办公厅	《国务院办公厅关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》(国办发〔2010〕4号)	严格执行房地产项目资本金要求, 严禁对不符合信贷政策规定的房地产开发企业或开发项目发放房地产开发贷款; 加大对金融机构房地产贷款业务的监督管理和窗口指导; 防范信贷资金违规进入房地产市场
2010/4/17	国务院	《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》(国发〔2010〕10号)	房地产开发企业股东不得违规为企业土地竞拍和开发建设过程提供借款、转贷、担保或其他相关融资便利; 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
2015/1/15	证监会	《公司债券发行与交易管理办法》	公司债券发行由上市公司扩大至所有公司制法人; 公开发行实行核准制, 非公开发行公司债券实行备案制
2015/9/14	发改委	《关于推进企业发行外债备案登记制管理改革的通知》(发改外资〔2015〕2044号)	取消企业发行外债的额度审批, 实行备案登记制管理
2016年10月	沪、深交易所	《关于房地产业公司债券的分类监管方案》	实行“基础范围+综合评价指标”的分类监管标准; 限制资金用于偿还债务、项目建设和补充流动资金, 不得用于购置土地; 对违法违规、哄抬地价、资金未用完或违规使用的房地产企业, 不得发行公司债
2016/11/11	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; 继续支持各类企业发行企业债用于保障性住房和棚户区改造项目
2016/11/11	银监会	《关于开展银行业金融机构房地产相关业务专项检查的紧急通知》	检查银行业金融机构是否存在银行资金违规用于购地等问题; 银行自查是否严格执行银行理财资金投资非标资产的比例限制, 是否存在理财资金违规进入房地产领域的问题
2017/2/13	基金业协会	关于发布《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第4号》的通知	对投资于房地产价格上涨过快热点城市房地产项目的私募资产管理计划, 暂不予立案
2018/5/11	发改委、财政部	《关于完善市场约束机制 严格防范外债风险和地方债务风险的通知》	规范房企境外发债资金投向, 主要用于偿还到期债务, 避免债务违约; 限制投资境内外房地产项目、补充运营资金等
2018/12/5	发改委	《关于支持优质企业直接融资 进一步增强企业债券服务实体经济能力的通知》(发改财金〔2018〕1806号)	明确优质企业支持范围; 只支持有关棚户区改造、保障性住房、租赁住房等领域的项目, 不支持商业地产项目
2019/5/17	银保监会	关于开展“巩固治乱象成果 促进合规建设”工作的通知(银保监发〔2019〕23号)	在银行和非银(信托)领域单独点名地产融资乱象

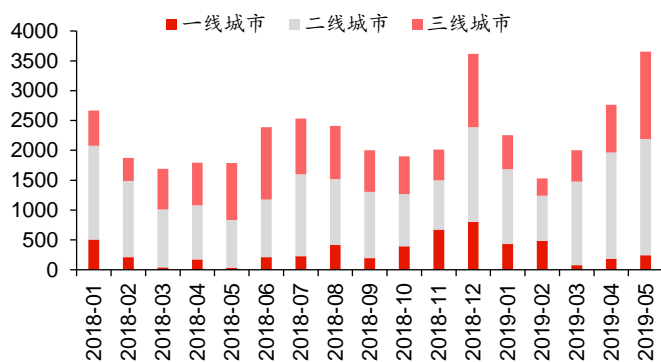
资料来源: 国务院, 中央各部委网站, 华泰证券研究所

融资管控意在平稳市场预期，降低企业未来潜在经营风险

2019年以来土地市场有所回暖，体现为成交量回升，流拍率下降。3月百城住宅类用地成交总价同比增速由负转正，4、5月同比增速进一步跃升至53.4%和92.1%，1-5月累计增速回升至22.0%，相比2018年四季度的-18.7%明显改善。此外，1-4月百城土地流拍率相比2018年四季度17.5%的高点下滑至12.5%。但相对而言，我们认为2019年以来的土地市场回暖与此前有所不同。

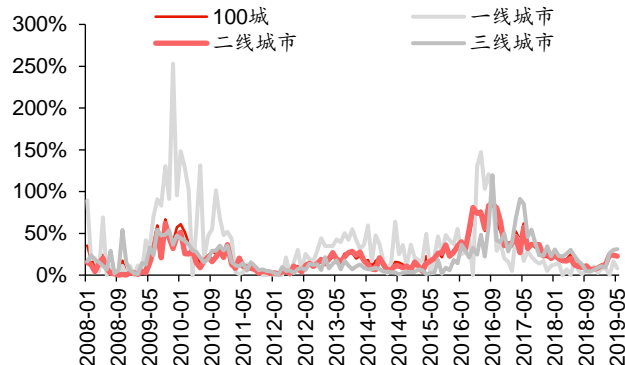
一方面，土地市场更多呈现为结构性回暖。百城土地数据显示，一线、二线、三线城市1-5月住宅类用地成交规划建面分别同比增长26.7%、12.4%和-10.0%，成交总价分别同比增长47.3%、27.9%和5.0%。其中二线城市成交总价占比59.0%，相比2018年全年提高9个百分点。一二线城市土地市场热度明显好于三四线城市，与销售端保持同步回暖。另一方面，溢价率整体上升幅度有限。2019年以来百城住宅类土地成交溢价率的当月高点仅为25%左右，相比2016年9月的92%以及2017年5月的62%依然有较大差距。考虑到2016年以来房地产行业融资政策一直处在较严的环境下，我们认为此次融资政策与“因城施策”思路一致，更多体现为结构化调控和窗口指导，而不是一刀切收紧。我们认为融资监管的意图和前两轮调控类似，一方面在于通过控制融资来平抑部分城市土地市场热度，从而平稳房地产市场销售终端预期，同时另一方面是降低房企未来潜在经营风险，而不是加大风险。

图表25：百城住宅类用地成交总价（亿元）



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表26：百城住宅类用地成交溢价率



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

融资收紧展望：房企继续调整杠杆，行业投资增速降温

房企：预计下半年再投资意愿减弱，融资集中度重新回升

我们认为融资环境边际收紧对房企的影响主要有 2 个方面：

第一，如前文所述，房企短期现金流影响有限，更多影响在于未来再投入的预期，拿地力度可能减弱。除了融资环境变化，重点城市土地政策以及土地价格都有所变化，苏州、东莞等地区相继出台新的土地拍卖政策，旨在直接抑制土地市场过热现象。初步统计，土拍新规主要集中于竞拍主体资格认定、最高指导价和溢价率限制、竞价方式扩展至竞配建和竞自持、最接近均价者竞得、高价地现房销售等内容。下半年房企拿地力度预计会更加审慎，2018 年以来“去杠杆”、“稳杠杆”战略会持续。

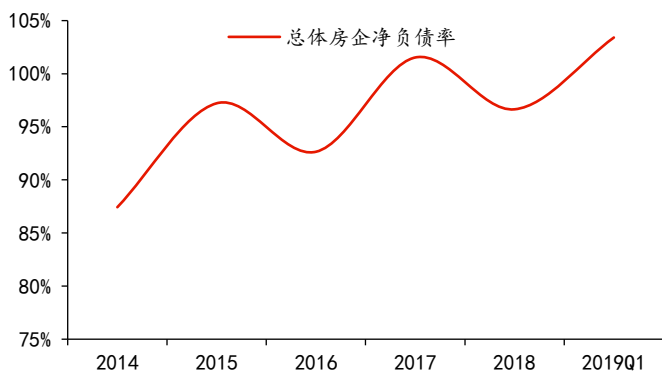
图表27：近期土地拍卖政策调整内容

类型	城市	日期	调整简述
限制竞拍资格	合肥	5.21	禁止有关联的母公司、子公司同时参与土地拍卖，杜绝“围标”，违者两年内不得参与合肥市范围内的土地竞拍。
调整价格上限	合肥	4.12	滨湖新区含宅土地最高限价由 2655 万元/亩降至 2280 万元/亩，降幅高达 14%。
	杭州	4.2	主城区涉宅用地溢价率上限由 50%调至 30%，溢价率封顶之后进入自持比重竞争阶段。
	苏州（不含张家港、常熟）	5.11	将土地竞价超过土地出让市场指导价 25%（不含 25%）后转为一次报价出让方式的规定，调整为超过市场指导价 10-25%后转为一次报价出让方式。
	昆山	5.15	5 幅土地补充公告中，下调了市场指导价，幅度为 10.5%，也下调了网上终止价格，从原先的指导价上调 25%，改成目前的指导价上调 10%。
	太仓	5.16	下调了网上终止价格，从原先的指导价上调 25%，改到目前的指导价上调 10%。
限价格、竞配建	福州	5.9	首次采用“限地价、控房价、竞配建、公开摇号”方式出让，将竞配建与公开摇号方式相结合。
	深圳	5.24	采用“单限双竞”的挂牌方式挂牌 5 宗地。竞买人最高报价未超过最高限制地价时，按价高者得的原则确定竞得人和成交价。当竞买人报价达到最高限制地价时，由竞地价转为竞无偿移交的只租不售人才住房面积，住宅总建筑面积不变，按报出无偿移交的只租不售人才住房面积最多者得的原则确定竞得人。
	杭州	6.29	上城区、钱塘新区、萧山区挂出 9 宗宅地均“限房价、限精装”，限价相比目前在售楼盘均价，部分持平，部分微涨。
“近均价者得”或摇号	福州	5.9	首次采用“限地价、控房价、竞配建、公开摇号”方式出让，将竞配件与公开摇号方式相结合。
	常熟	5.15	网上竞价超过市场指导价 10%，进入一次报价，以一次报价中最接近所有一次报价平均价的原则确定竞得人，以其所报价格确定地块成交价格。
	张家港	5.18	网上竞价超过市场指导价 10%，进入一次报价，以一次报价中最接近所有一次报价平均价的原则确定竞得人，以其所报价格确定地块成交价格。
调整入市标准	东莞	6.6	终次报价所报价与平均价相差的绝对值最小的为竞得入选人，如果绝对值相等的情况下，以绝对值最小且高于平均价的确定为竞得入选人。
	苏州（不含张家港、常熟）	5.11	将土地竞价超过市场指导价 10%（不含 10%）需工程竣工验收后方可申请预售许可的规定，调整为超过市场指导价 5-10%需工程竣工验收后方可申请预售许可。
	成都	6.26	青羊区、锦江区挂出 2 宗宅地要求 100%现房销售，在成都尚数首次。

资料来源：克而瑞，各地方政府，各地方自然资源局，华泰证券研究所

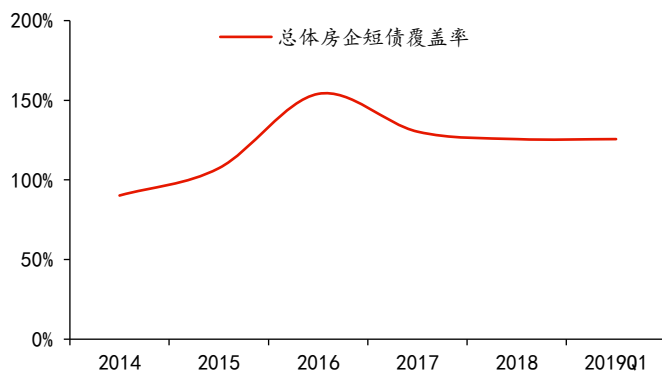
第二，我们认为房企将加速库存去化和销售回款。2016年以来由于融资环境一直处于较严状态，全国房地产企业到位资金中，由销售金额贡献的比重正在提升，2019年5月个人按揭贷款、定金及预收款累计占比达到2015年以来新高的51%，相比区间32%的低点上涨19个百分点，行业资金链逐渐由外部融资转向内生销售驱动。我们预计下半年房地产企业加速施工和去化的节奏仍会延续。根据克而瑞的数据，2019上半年房企融资集中度(TOP30房企融资总额/95家典型房企融资总额)为65%，融资渠道更为通畅、更加不依赖直接融资的龙头房企预计会更为受益。

图表28: 77家房企总体净负债率



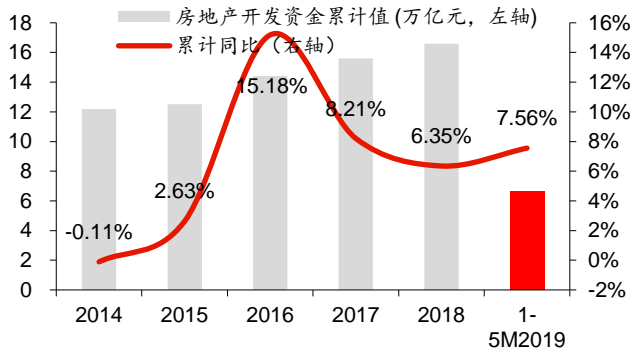
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表29: 77家房企短债覆盖率



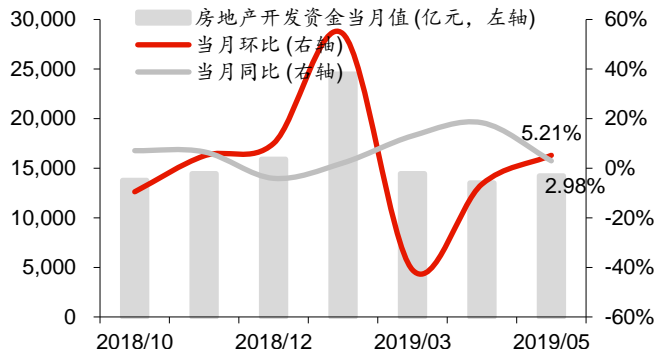
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表30: 房地产开发企业到位资金 (年度)



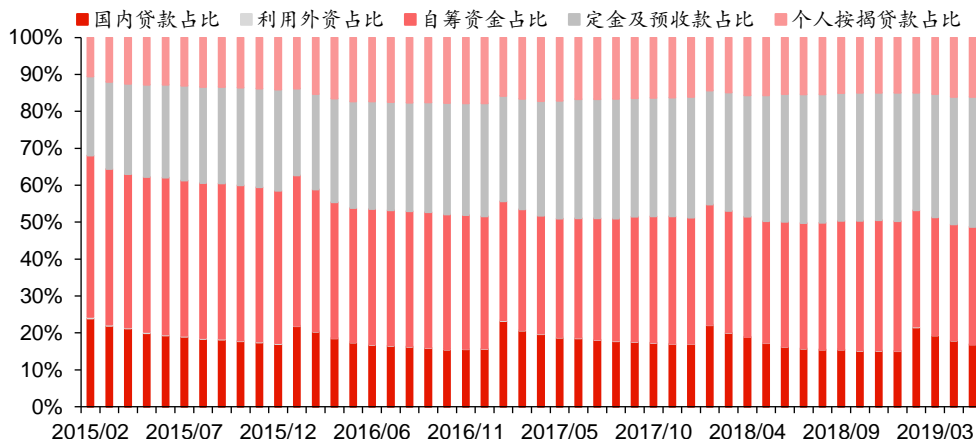
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表31: 房地产开发企业到位资金 (月度)



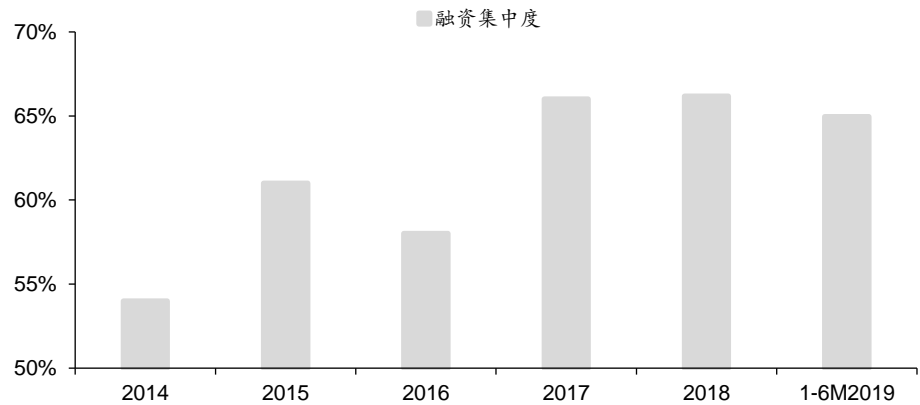
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表32: 2015年以来房地产开发到位资金来源占比



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表33：房企融资集中度



资料来源：克而瑞，华泰证券研究所

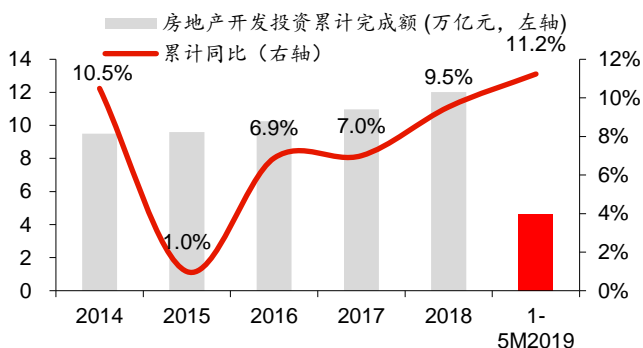
行业：库存变现提速支撑在建施工，购置费预期拖累开发投资表现

近年房地产开发投资表现持续超预期，核心主要在于土地购置费持续拉动。但随着融资环境收紧，我们认为土地投资的贡献力度会趋于回落。2019年1-5月反映当期土地投资的土地购置面积和土地成交价款分别同比减少33.2%和35.6%，预计下半年土地购置费增速会继续回落。

房地产投资支撑点逐渐由土地投资向施工投资切换，背后也反映出房企销售回款更多源于库存项目的加速施工和变现。2019年1-5月新开工、施工面积分别同比增长10.5%和8.8%。且2019年3月以来，以12个月为统计周期的净复工面积（负数代表净停工面积）出现2018年以来的首次连续负增长，且同比降幅逐渐扩大至5月的-10.5%，均表明施工和投资结构向库存项目的倾斜。

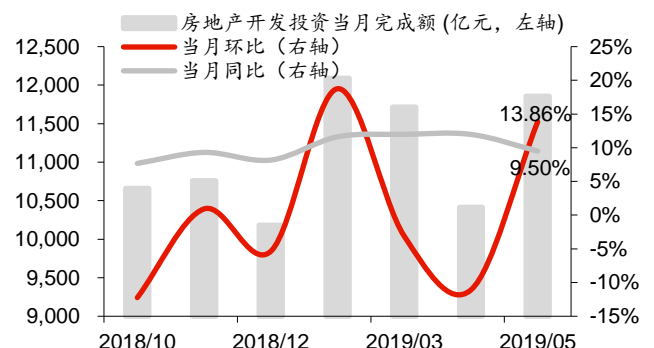
我们认为短期房企加速库存变现，尤其是行业融资收紧后对销售回款依赖度的提升，在建施工预计还能维持增速。而土地购置费的滞后确认虽然仍然表现出一定的韧性，但增速贡献大概率持续回落，预计下半年房地产投资增速会有所回落，土地市场热度降温。叠加宏观经济压力，我们认为房地产行业政策环境也会有所改善。

图表34：全国房地产开发投资累计完成额（万亿元）



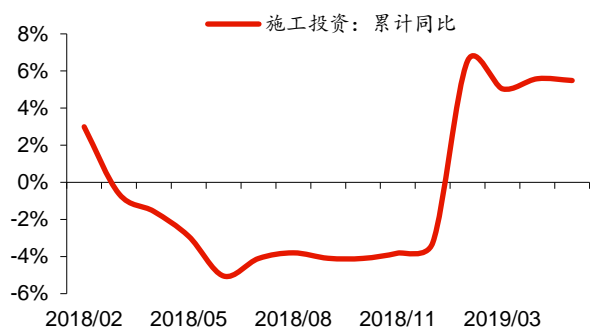
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表35：全国房地产开发投资当月完成额（亿元）



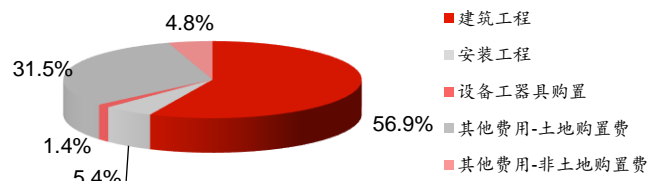
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表36: 全国房地产施工投资累计同比



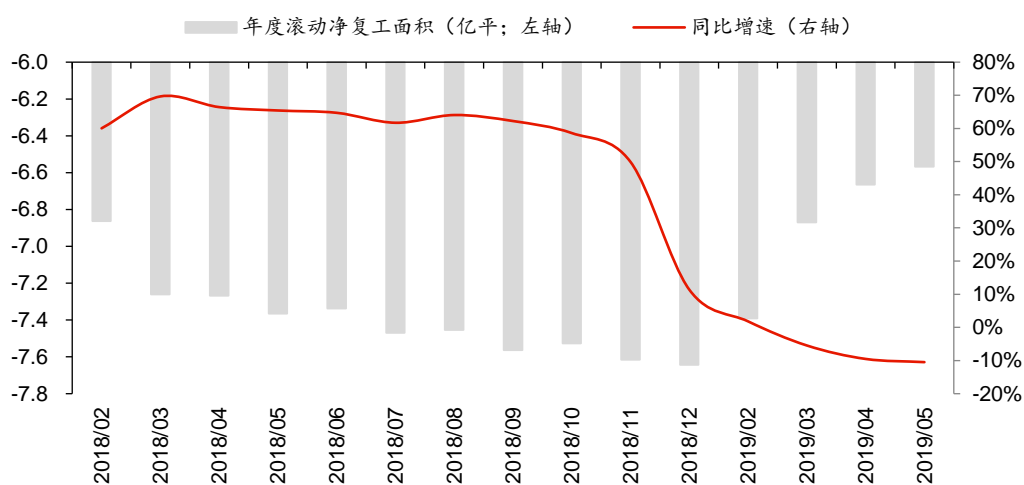
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表37: 2019年1-5月开发投资细分项占比



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表38: 年度滚动净复工面积及同比增速



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

预期平抑后，优者更从容

我们认为二季度以来房地产行业融资环境的边际收紧意在管控土地市场热度，从而平稳市场预期，是强化“房住不炒”思路的体现。我们认为融资收紧对大部分优质房企现金流影响有限，影响更多在于未来新增投入的预期，下半年预计土地市场增速会回落，从而带动房地产投资增速下行。相对而言，融资渠道更为通畅、直接融资依赖度较低的房企发展空间更为明确。

继续推荐：1、具备融资优势且受益于核心城市发展的优质房企（万科 A 等）；2、具备高周转能力和回款能力的成长企业（中南建设、华发股份等）；3、低估值高分红的企业（华侨城、荣盛发展等）；4、受益于未来公募 REITs 推进的企业等。

风险提示

行业政策风险：融资政策收紧的节奏、范围、力度，“一城一策”落地的节奏、范围、力度，房地产税推进的节奏和力度存在不确定性。

行业下行风险：若调控政策未出现较大力度放松，行业经历 2008 年以来最长上行周期后，需求存在一定透支，叠加居民加杠杆空间和能力的收窄，本轮下行期的持续时间和程度存在超出预期的可能（尤其是部分三四线城市），使得行业销售、投资增速低于我们在悲观情景下的假设值。

房企经营风险：房地产行业融资环境暂未出现明显放松，销售下行可能导致部分中小房企资金链面临更大压力，不排除部分中小房企出现经营困难等问题。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com