

土地市场有望降温，行业内部面临新一轮洗牌

——房地产信托政策收紧影响分析



核心观点

- **整顿房地产信托融资，防止地价过快上涨。**本轮政策调控的核心在于整顿地产前期融资不合规，防止地价过快上涨。2019年初开始，土地溢价率持续上涨，我们重点观察的26个城市地的土地溢价率到5月已经达到33.5%，土地市场出现过热现象。1~5月，房地产信托融资新增额为4078.6亿元，同比增长17.7%，占同期房企到位资金的6.1%。在这种情况下，银保监会5月发布23号文，点名4种不合规信托融资方式，对信托融资的监管进一步细化。7月又连续约谈大型信托公司，对信托融资的总量和增量进行窗口指导。随着监管收紧，信托融资收敛，土地市场随即降温，6月26城土地溢价率已降至24.9%。
- **投资将受到拖累，新开工可能继续维持高位。**房地产信托融资主要发生在前期融资阶段，其被收紧会直接抑制房企的拿地投资。在统计局的统计口径中，当期实际发生的土地购置费用计入地产投资。房企拿地受到抑制后，导致土地购置费用减少，对地产投资构成拖累。根据我们的测算，信托融资收紧将拖累地产投资2.2~3.1个百分点。由于房企拿地阶段融资渠道的收紧，导致房企的资金压力增大。在这种情况下，房企可能会加速开工现有土地储备，尽早获得银行开发贷，争取更大的资金腾挪空间，从而使得新开工可能继续维持高位。
- **房企集中度提升或将提速，快周转和抓回款将成房企发展重要抓手。**头部房企和拥有国企背景的房企对于信托融资的使用度很低，本次整顿对于它们影响很小。中型房企仍有较大规模扩张诉求、拿地动力强，又相对缺乏自有资金，从而对信托融资使用度较高，受整顿冲击大。小型房企原本就难以获得信托融资资源，受影响也小，但其难抗市场波动。在这种环境下，头部房企会对中小型企业进行并购，从而使得房企集中度提升加速。在融资收紧的情况下，通过加快周转，房企可以快速回笼资金，提高资金使用效率，赢得发展空间。

投资建议与投资标的

- 融资能力强、具备成本优势的头部房企。推荐保利地产(600048, 买入)、万科A(000002, 买入)、招商蛇口(001979, 买入)、旭辉控股集团(00884, 买入)。
- 运营高效，执行力强的快周转型房企。推荐融创中国(01918, 买入)、阳光城(000671, 买入)、中南建设(000961, 买入)。

风险提示

- 房地产市场销售大幅下滑。
- 库存快速持续地累积。

行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国
行业 房地产行业
报告发布日期 2019年07月22日

行业表现



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师 竺劲
021-63325888*6084
zhujing1@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860514060003

证券分析师 房诚琦
021-63325888*6202
fangchengqi@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860518070003

联系人 孙天一
021-63325888-4037
suntianyi1@orientsec.com.cn

联系人 马晓东
maxiaodong@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1 房地产信托融资：前融主要资金来源	4
1.1 房地产各阶段融资手段简析	4
1.2 房地产信托业务模简析式	5
2 整顿信托融资不合规现象，抑制地价过快上涨	8
2.1 抑制地价过快上涨，防止影响房地产市场稳定	8
2.2 有的放矢，精准调控房地产信托融资	10
2.3 信托融资收紧对地产行业与房企的影响	13
投资建议：全行业影响体现为两头松中间紧，两类公司将受益	17
风险提示	17

图表目录

图 1：房地产开发各阶段主要融资方式	4
图 2：新增信托项目金额中资金信托占主要部分	5
图 3：投向房地产的新增信托资金以集合信托为主	5
图 4：房地产开发各阶段主要融资方式	6
图 5：房地产信托贷款业务交易结构	6
图 6：房地产信托股权型融资交易模式结构	7
图 7：房地产信托股权型融资交易模式结构	7
图 8：2019 年 1~4 月，70 个大中城市房价加速上涨	8
图 9：2019 年上半年各地纷纷拍出地王	9
图 10：2019 年，26 个重点城市土地平均溢价率明显上升	9
图 11：典型城市土地出让金与商品房销售额状况 单位：亿元、元/平方米	10
图 12：2010~2019H1 房地产信托新增额变化	11
图 13：23 号文对信托资金流入房地产行业进行精准监管	13
图 14：房地产信托新增额占土地购置费用的比重上升	14
图 15：土地投资占开发投资比重持续上升	14
图 16：新开工增速与国内贷款增速变化	15
图 17：近几年兴起的快周转模式为房地产投资的韧性提供了资金支撑	16
表 1：前期融资主要运用手段	4
表 2：银保监会 8 号文与 23 号文对比	11
表 3：保利地产成本结构中，土地成本与开发建设成本的比例情况 单位：	14
表 4：信托融资收紧对地产投资影响	15
表 5：房地产行业集中度变化	16
表 6：部分房企信托融资占比	17

1 房地产信托融资：前融主要资金来源

房地产行业作为资金密集型行业，在其开发的全流程各环节中均涉及到融资，不同阶段运用的融资方式各不相同。房地产信托融资是指信托公司通过集合计划募集资金，将其投向房地产领域。信托融资主要用于房地产开发的拿地、前期工程和项目施工阶段。2017~2018年，政府坚定去杠杆，加大监管力度，出台资管新规对委贷、多层嵌套、明股实债等进行限制，使得信托通道业务受到很大影响，信托逐步从通道向主动管理转型。2019年上半年，以二线城市为代表的土地市场明显升温。为了防止土地市场过热，5月17日，银保监会出台23号文，加强对房地产融资的监管，7月银保监会又连续约谈多家信托公司。由此引发市场对于信托融资的关注，本文主要探讨信托融资在房地产融资中的应用、信托融资收紧对地产行业的影响以及房企的应对举措。

1.1 房地产各阶段融资手段简析

房地产是典型的资金密集型行业，融资对于房企而言至关重要。从业务层面而言，房地产项目开发流程复杂、存续周期长，融资活动贯穿项目开发始终。由于资金属性、回报率要求、政策约束等因素，各个阶段运用的融资手段不尽相同。我们将房地产项目开发划分为5个阶段：拿地/获取项目阶段、开工建设阶段、预售阶段、竣工交付阶段、物业自持阶段（如有自持部分）。以资管新规后政策为准，梳理各阶段常见融资方式如下图。

图 1：房地产开发各阶段主要融资方式



资料来源：东方证券研究所

在房地产的开发流程中，拿地阶段到预售前为资金需求高峰期。在该阶段（阶段1和阶段2），房企会使用各种方式进行融资，直到获取“四证”¹可以进行开发贷融资。前期融资形式多样，下表列举了在拿地阶段常见的融资手段。

表 1：前期融资主要运用手段

融资方式	运作方式	监管力度	融资成本
集团拆借	集团从机构获取授信贷款后借款给项目公司。	强监管	中等
股东借款	引入当地土地方或开发商作为合作方。土地开发投入按股比投入，后续以股东借款形式向项目公司提供借	监管相对较弱	中等

¹ 四证指国有土地使用证、建设用地规划许可证、建筑工程规划许可证、建筑工程施工许可证。

	款。		
短拆/过桥	向民间担保公司、小贷公司、投资公司等借款。	监管相对较弱	高
私募基金	私募基金发行产品募集资金，投向房地产项目	强监管	高

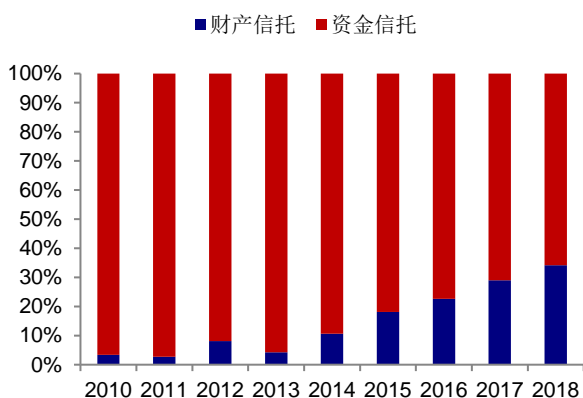
数据来源：东方证券研究所

信托融资在拿地阶段和开工建设阶段都有运用，但主要在拿地阶段使用。这主要是因为，在拿地阶段，房企无法使用银行的开发贷资金，而资本金又相对有限，因此需要借助来自信托的资金，而在取得“四证”之后房企可以获得成本更低的银行开发贷用以替换信托资金。

1.2 房地产信托业务模简析式

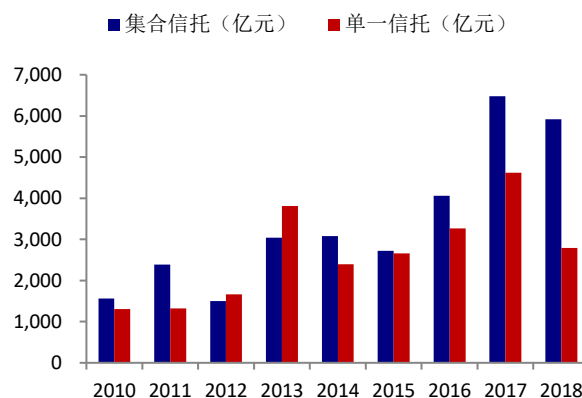
国内的房地产信托包括资金信托和财产信托两类。资金信托指自然人或法人为了达到一定的经济目的，将其拥有的货币资金委托给信托公司进行管理运用。房地产财产信托指房地产的所有人将其对房产的所有权转让给信托公司，信托公司向其签发受益凭证而非支付现金。原所有者在取得受益凭证后可以在证券市场进行交易，从而取得相当于直接销售房产的价款。在房地产信托融资领域，房地产资金信托是普遍采用的模式。值得注意的是，我国现行的房地产信托融资与房地产信托投资基金（REITs）有很大区别。信托计划与房地产信托投资基金的区别主要体现在：1）REITs 是权益交易行为，信托计划更多的是一种债权融资行为；2）信托计划的流动性远远低于 REITs，不可进行申购、赎回，可进行整体转让，无法公开交易；3）REITs 有管理机构参与运营，信托计划在实现融资功能之后，仍由房企进行开发，无管理机构介入。

图 2：新增信托项目金额中资金信托占主要部分



资料来源：Wind、东方证券研究所

图 3：投向房地产的新增信托资金以集合信托为主

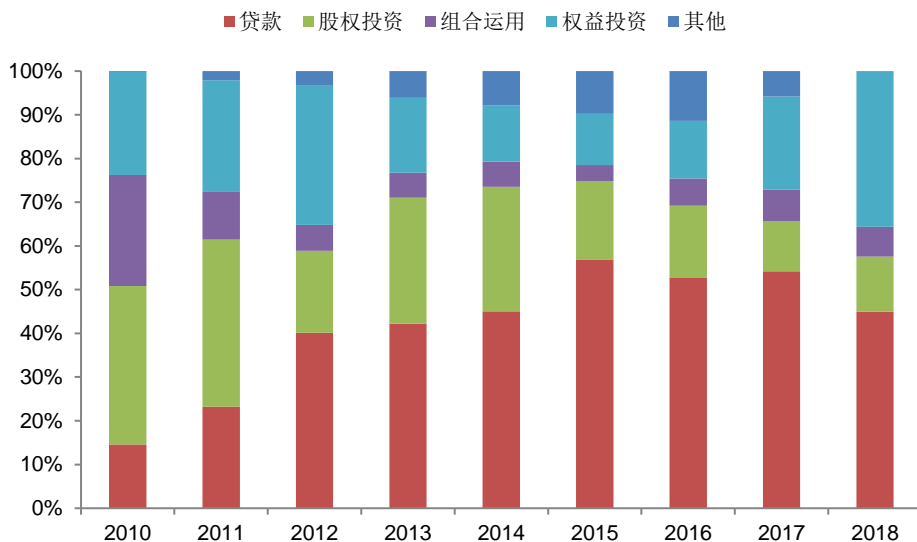


资料来源：Wind、东方证券研究所

房地产信托业务主要有债权型、股权型、收益权型以及组合型 4 种模式。根据用益信托网数据，近几年投向房地产的信托资金中，以信托贷款为代表的债权型模式和收益权型模式占比不断提高。2018 年，全年投向房地产领域的资金为 9221 亿元，其中信托贷款 4149 亿元，占比 45.0%，收益权型占比 35.6%，股权型和组合型合计占比 19.4%。从资金运用方式的现状来看，国内的房企普

遍把信托公司当成银行的替代或者“影子银行”。通过信托公司发行信托计划募集资金，然后将资金投向地产开发项目，作为在无法取得银行贷款情况下的替代品。

图 4：房地产信托业务各模式占比情况



资料来源：用益信托网、东方证券研究所

备注：权益投资指受让特定资产收益权为主，对应收益权型模式

债权型模式主要以发放信托贷款为主，其运作模式为：开发商确定项目后，联系信托公司，由信托公司针对项目发行信托计划，向委托人募集资金，并向项目方发放信托贷款。原则上项目公司需要满足“432”条件才可放款。风控措施主要为抵押、第三方担保、设置监管账户。一般用作抵押品的为不动产（抵押率不超过评估值的 50%）、股权。房地产信托贷款的交易结构如下图所示。

图 5：房地产信托贷款业务交易结构

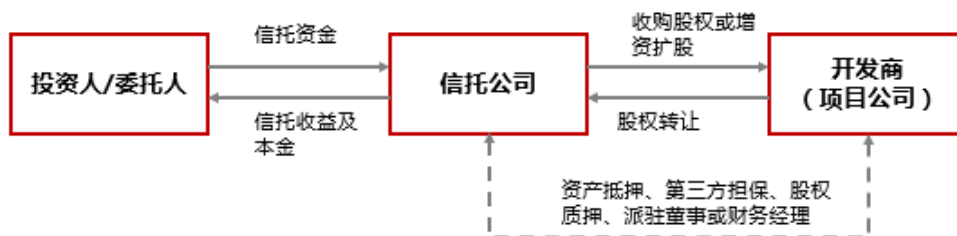


资料来源：用益信托网、东方证券研究所

股权型模式是指信托公司以股权收购或增资扩股的形式将其募集的信托资金投入房地产项目公司，实现对开发项目的股权投资，信托收益主要来自于股权转让、分红、清算等。股权模式下信托公司作为财务投资者一般不参与公司的日常经营管理，但对房企会有决策权和知情权。股权模式的风

控措施一般为资产抵押、股权质押、第三方担保（可由集团公司、控股股东、实控人或第三方进行担保）、设置监管账户、向项目公司派驻董事或财务经理。

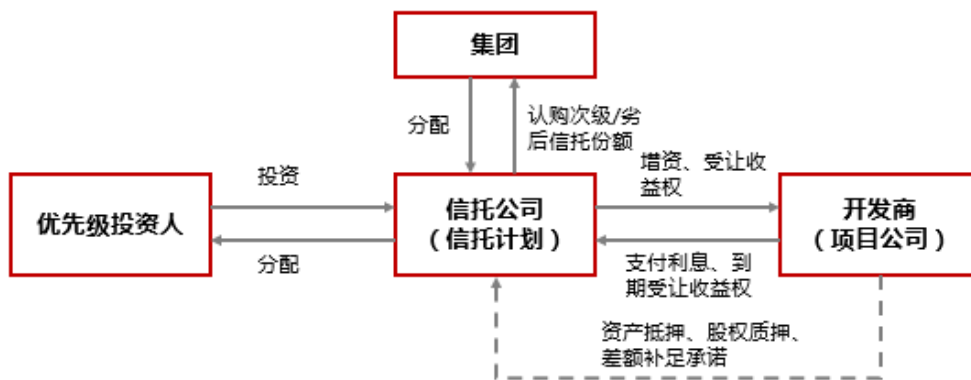
图 6：房地产信托股权型融资交易模式结构



资料来源：用益信托网、东方证券研究所

收益权型模式主要是指信托公司以信托资金受让资产的收益权，即基础资产预售、销售或以其他方式使用和处分所形成现金收入的权利。信托公司可要求设立附加条款，要求出让人在约定的时间回购资产收益权。在房地产信托收益权型融资模式下，主要由集团公司认购信托计划的次级/劣后份额。收益权模式的风控措施一般为土地抵押、股权质押、集团补足差额承诺。

图 7：房地产信托股权型融资交易模式结构



资料来源：用益信托网、东方证券研究所

房地产信托融资的模式虽然总体上为以上几种，但是在实际运作中十分灵活，以便满足房企的前期融资需求。我们简要梳理实操中的几种典型创新模式：

1) **“432” 投资差额**：适用于拥有较多符合“432”条件项目的开发商，具体运作为向符合开发贷条件的项目公司发放信托贷款，收款以后通过内部往来款的方式为不符合“432”条件项目公司提供前期融资。这种模式合规风险最小，但不适合小型开发商。

2) “优先股+次级债”（明股实债）：信托公司发起股权投资地产项目集合信托计划，公众投资者认购集合计划的优先级份额，项目公司原股东则以股东借款的形式认购次级份额，信托资金用于股权投资。一般设定优先级/次级的比例为 1:1。该种方式实现债权融资而又规避监管约束的要点在于对赌条件的设置。如果没有达到对赌条件则项目公司以归还债权本息的方式清退优先级投资者，剩余信托计划持有的股权以股权过户的方式分配给次级投资者。若达到，则项目公司原股东回购股权。对赌条件的设置往往看似触手可及，实则难以完成。

3) “小股+大债”：信托公司发起集合信托计划，持有公司小部分股权，再通过发放股东借款的解决主体融资，从而达到为非“432”项目进行债权融资的目的。

4) 股权投资+对赌：集合信托计划以股权投资的方式入股项目公司，并与集团或项目公司股东签订对赌协议，按照对赌约定分红和退出。到期还本主要通过回购实现、按期付息则通过分红实现。

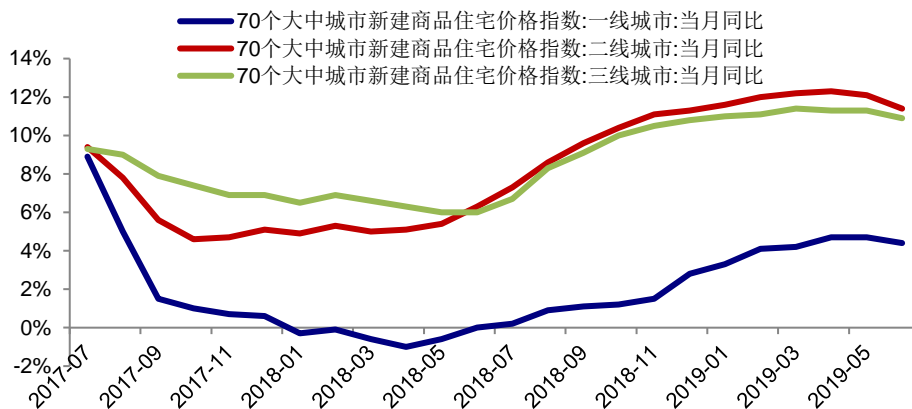
各地银监局对于监管政策的理解和执行存在差异，从而为信托公司提供地产债权前融创造了条件。但考虑房地产市场庞大的资产价值，如果房地产行业继续以债权融资的方式加杠杆，导致地价飙升并传导到房价，会导致风险的进一步累积。23 号文的出台对信托公司前融业务做了详细约束，未来信托公司继续为房企拿地提供资金支持的空间将大幅收窄。

2 整顿信托融资不合规现象，抑制地价过快上涨

2.1 抑制地价过快上涨，防止影响房地产市场稳定

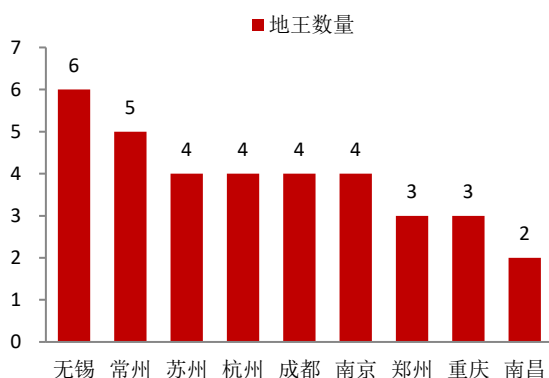
本次调控的根本目的在于抑制地价快速上涨，防止土地市场过热，影响房地产市场稳定。本次调控与中央“房子是用来住的、不是用来炒的”定位和“稳地价、稳房价、稳预期”的目标一脉相承。2019 年以来，大中城市房地产市场转暖，尤其是二线和强三线城市。2019 年 1~6 月一线城市的新建住宅价格指数单月同比涨幅都保持在 5%左右。二线和强三线城市的新建住宅价格指数单月涨幅都在 10%以上，并且 1~4 月呈加速上涨态势。

图 8：2019 年 1~4 月，70 个大中城市房价加速上涨



资料来源：Wind、东方证券研究所

大中城市房地产市场的回暖改善了房企的预期，房企拿地积极性上升。同时，继 2018 年多次降准后，2019 年一季度降准 1 个百分点，释放资金 1.5 万亿元，整体流动性有较大幅度的改善。在大环境向好的情况下，房地产行业整体的融资环境有所好转。2019 年 1~6 月，房地产开发企业到位资金 8.5 万亿元，同比增长 7.2%。房企拿地意愿上升叠加房地产行业融资环境改善，土地市场从 3 月开始升温，二线城市的土地溢价率明显上升，苏州、杭州、成都、重庆等城市纷纷拍出区域或板块地王²。

图 9：2019 年上半年各地纷纷拍出地王


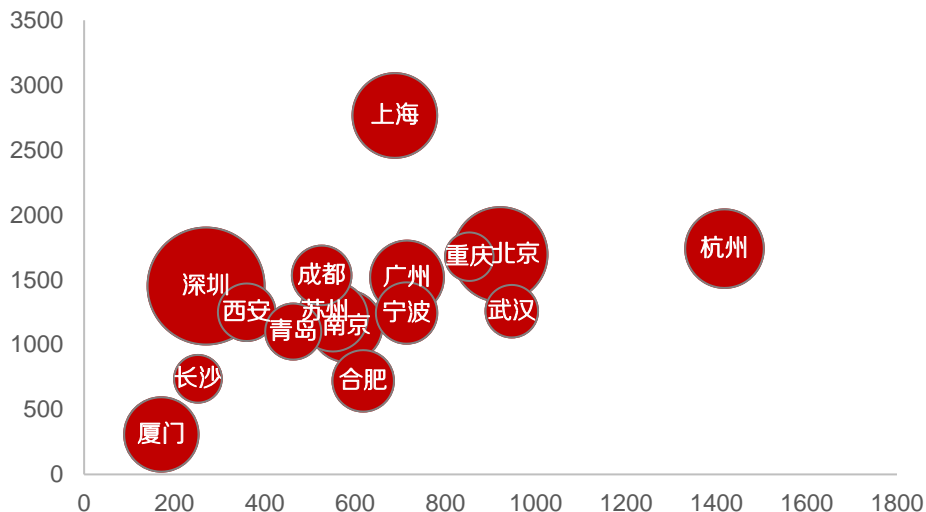
资料来源：公开资料整理、东方证券研究所

图 10：2019 年，26 个重点城市土地平均溢价率明显上升


资料来源：好地网、东方证券研究所

房地产市场的回暖以及土地市场的升温使得重点一二线城市出现了商品房销售金额和土地出让金额双高的情况。例如根据克而瑞数据，杭州 1~6 月商品房销售金额 1740 亿元，土地出让金 1418 亿元（全国第一）。苏州 1~6 月商品房销售金额 1216 亿元，土地出让金 551 亿元，并且拍出 4 宗地王项目。这样的“双高”城市引发政府关注，杭州在 6 月 29 日修改了土拍规则，竞拍前即限制房价。苏州园区新购商品房限售 5 年。由于需求端政策已经升级至“五限”，进一步加码空间相对较小，而且本次出现的情况主要是土地市场升温过快，因此监管层针对房企拿地环节进行资金监管，直接抑制房企拿地积极性，从而达到给土地市场降温的目的。

² 地王指刷新区域或板块最高楼面地价的地块。

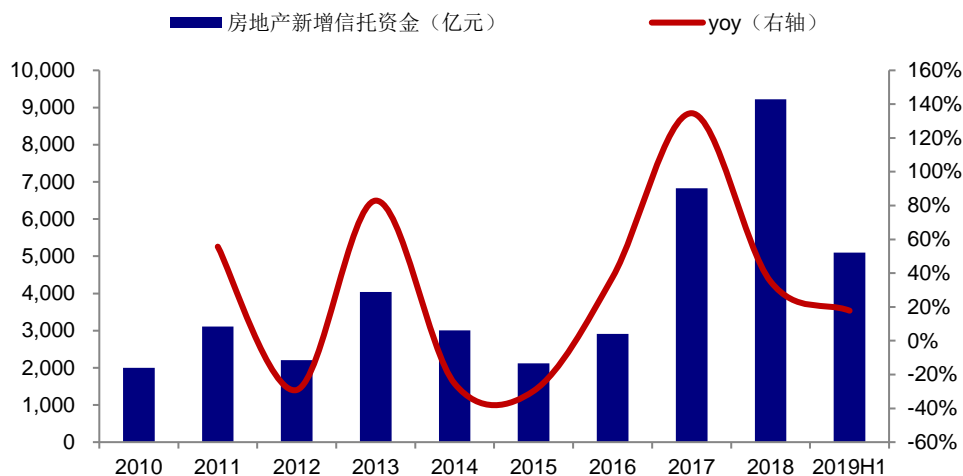
图 11：典型城市土地出让金与商品房销售额状况 单位：亿元、元/平方米


资料来源：CRIC、东方证券研究所

备注：横轴：土地出让金；纵轴：商品房销售额；气泡大小：商品房销售均价

2.2 有的放矢，精准调控房地产信托融资

房地产信托资金的规模虽然在 2010~2018 年间取得了长足的发展，但并不是年年扩张，而是随着房地产市场环境和监管政策的变化相应扩张和收缩。2011 年下半年开始，由于房地产信托新增额增长过快，而且房地产调控趋严带来地产行业下行风险增加，到 2012 年房地产信托新增额转入收缩阶段。2014 和 2015 两年房地产信托新增额出现了连续两年的下滑，主要由于供需两方面因素造成。供给端，2014 年银监会放开资管业务，券商资管和私募基金均可以从事资管通道业务，与信托公司形成竞争，对房地产信托行业造成较大冲击。需求端，2014~2015 年房地产行业库存不断累积，对房企拿地积极性构成一定制约。同时，银监会 2014 年 4 月出台了 99 号文，对资金池业务进行清理，这也对房地产信托的收缩产生了一定的影响。2016 年以后，随着地产去库存和棚改货币化推进，大量房企进入跨越式发展阶段，拿地热情高涨，资金需求巨大，房地产信托行业相应进入爆发式增长。

图 12：2010~2019H1 房地产信托新增额变化


资料来源：用益信托网、东方证券研究所

2019 年上半年，在房企拿地热情上升，土地市场升温，地王频出的背景下，2019 年 5 月 17 日银保监会发布 23 号文，提出“巩固治乱象成果 促进合规建设”，加强对房企信托融资监管，7 月又连续约谈光大信托等信托公司，直接进行窗口指导。从政策监管精神来看，23 号文与 2018 年 3 月 25 日出台的 8 号文是一致的，但在具体内容上仍有一定差别，主要体现在：

- 1) 8 号文首次明确非标债权定义，同时将关注点限制在影子银行领域。23 号文中大多数内容是之前政策的延续，同时关注点包括多类金融机构以及票据、结构存款等多类问题。
- 2) 8 号文仅影响房地产信托的总体规模；23 号文详细规定了房地产信托的具体投向，尤其是点名四种前融手段。
- 3) 8 号文是针对银行理财资金的监管而对房地产信托产生间接影响；23 号文直接规定了信托机构房地产业务，对房地产信托产生直接影响。

表 2：银保监会 8 号文与 23 号文对比

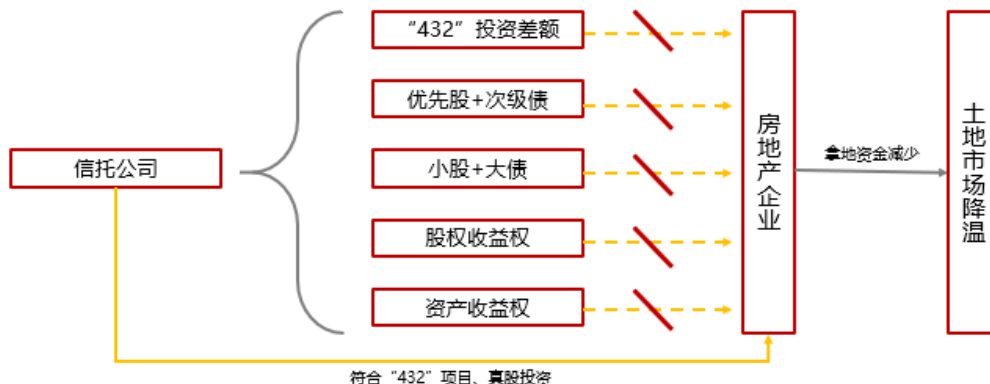
法规	银监发[2013]8 号： 中国银监会关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知	银保监发[2019]23 号： 中国银保监会关于开展“巩固治乱象成果 促进合规建设”工作的通知
发布时间	2013 年 3 月 25 日	2019 年 5 月 17 日
出台背景	银行各类通道业务规模膨胀，银行理财业务风险高	2019 年金融风险依然处于易高发期。房地产方面，地产信托规模增长、土地市场转热
法规目的	规范理财业务，控制影子银行风险	封堵新的监管套利，巩固前期整治成果
地产相关的具体规定	明确信托贷款等属于非标债权 “一、非标准化债权资产是指未在银行间	信托业房地产业务：在之前已有规定基础上点名禁止四种信托的前融途径

	<p>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。”</p> <p>限制理财资金投资信托贷款在内的非标规模</p> <p>“五、商业银行应当合理控制理财资金投资非标准化债权资产的总额，理财资金投资非标准化债权资产的余额在任何时点均以理财产品余额的35%与商业银行上一年度审计报告披露总资产的 4%之间孰低者为上限。”</p>	<p>“…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…”</p> <p>银行机构房地产业务：在之前规定基础上加入对并购贷款等的关注</p> <p>“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。”</p>
对房地产的影响	由于房地产信托贷款占信托贷款比较高，8号文限制地产信托的规模增速	前融渠道阻断，限制房企拿地资金 维持对地产融资的严格监管，稳预期

数据来源：银保监会、东方证券研究所

在 23 号文出台后两个月，银保监会为了确保监管政策得到落实，又密集约谈信托公司进行窗口指导。银保监会高度重视及精准监管房地产信托融资主要由于：1) 历经多年发展，房地产信托融资规模持续扩大；2) 房地产信托融资主要集中在拿地和前期开发阶段，是房企拿地的重要资金来源。根据用益信托网数据，2019 年 1~6 月新增信托资金为 5099.2 亿元，同比增长 17.8%。按照 2019 年 1~6 月的房地产企业到位资金 8.5 万亿元计算，信托资金占比为 6.0%。尽管绝对占比不高，但信托融资产品多样、运作灵活，且主要应用于拿地阶段，直接作用于土地市场。因此，银保监会 23 号文对于信托的几种产品进行了点名监管，阻断信托公司为房企提供拿地资金。

图 13: 23 号文对信托资金流入房地产行业进行精准监管



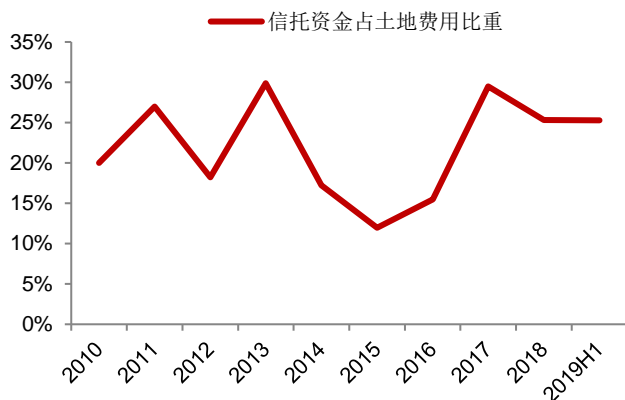
资料来源：东方证券研究所

2.3 信托融资收紧对地产行业与房企的影响

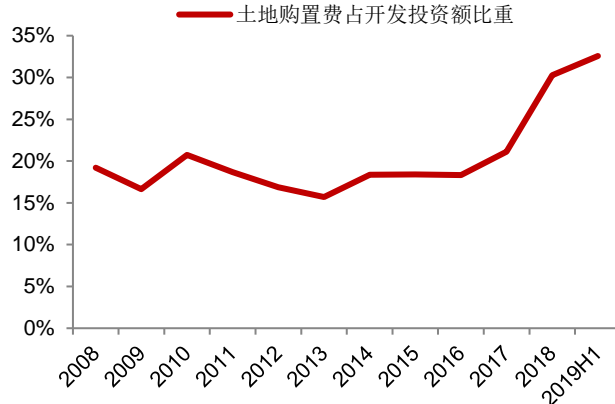
本次信托整顿的重点是前端拿地融资的种种不合规现象，抑制信托资金过度流入房地产行业。由于需要项目达到“432”条件后，房企才能获得银行开发贷。在前期通过使用信托融资可以提高房企的资金使用效率，例如在招拍挂结束后，迅速用信托资金置换自有资金，再投入新的土地项目。对于中小型开发商而言，其自有资金相对不那么充裕，借助于前端融资来获取土地储备则非常重要。在土地市场升温的情况下，信托公司也乐于通过明股实债、小股大债、特定资产收益权等手段为房企融资以赚取管理费用。本轮整顿后，信托公司在总量和增量上都受到控制，规避“432”的融资模式被叫停，房企拿地受到抑制，土地市场开始降温。

我们认为，本轮监管对于地产行业和房企的影响将逐步显现：

- 1) **土地投资受抑，地产投资将被拖累。**地产投资主要由土地投资和建筑施工投资两部分构成，信托融资收紧将主要影响土地投资。因为信托融资成本明显高于银行开发贷，我们可以认为房地产信托融资的绝大部分发生于拿地阶段，在被严格监管后，房企用于拿地的可用资金将收缩，土地购置费将出现下滑。统计局计算地产投资时将土地购置费按当期实际发生额计入投资，土地购置费用的下降将传导到地产投资。2010 年以来，信托融资占土地购置费用的比重从 20% 提高到了 25%。

图 14：房地产信托新增额占土地购置费用的比重上升


资料来源：Wind、东方证券研究所

图 15：土地投资占开发投资比重持续上升


资料来源：Wind、东方证券研究所

根据用益信托网数据，2019 年上半年房地产信托新增额中非信托贷款类的金额为 2961 亿元，我们假定主要是这部分资金进入地产前融。我们按照乐观、中性、悲观分别假定信托融资规模下降 2500、3000、3500 亿。由于这部分资金主要用于拿地环节，规模的减少会直接导致土地购置费用的收缩。考虑到拿地之后，通常可以获取开发贷进行后续的建设投资，因此土地购置费的减少具有杠杆效应。按照通常经验，在一般项目中土地投资与建安投资之比约在 1:1 到 1:1.5 之间，以龙头房企保利地产为例，根据其年报数据，2014~2018 年土地成本与开发建设及其他成本的比值基本在 1: 1~1: 1.6 之间。

表 3：保利地产成本结构中，土地成本与开发建设成本的比例情况

保利地产成本构成项目	2018	2017	2016	2015	2014
土地成本（亿元）	465.8	365.9	459.2	353.9	331.4
开发建设及其他成本（亿元）	762.7	592.0	598.6	445.4	393.7
其他成本（亿元）	84.3	53.1	40.6	25.2	16.0
土地成本：建安成本	1: 1.6	1: 1.6	1: 1.3	1: 1.3	1:1.2

数据来源：公司年报、东方证券研究所

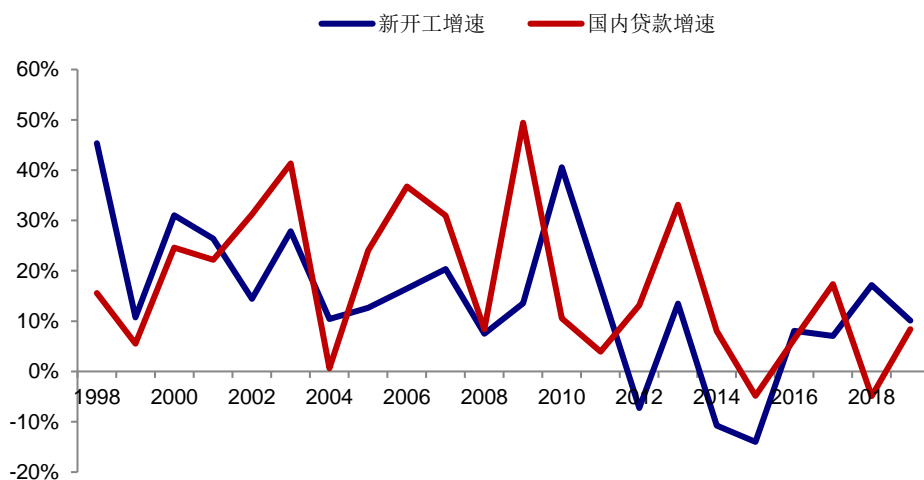
因此土地投资的减少会导致潜在建安投资下降，保守起见，我们假设土地投资与配套的建设投资只比为 1: 1。考虑到建安支出通常按工程节点在 2~3 年内发生，我们保守假设配套建安投资在 3 年内均匀支出完成。我们原预测 2019 年房地产开发投资为 13.2 万亿，同比增长 9.5%。信托融资之后将会对房地产投资增速构成拖累。在中性预测下，地产投资将下降 3500 亿，相比原预测，增速下降 2.7 个百分点。在乐观和悲观预测下，地产投资将分别下降 2917 和 4083 亿，相比原预测，增速分别下降 2.2 和 3.1 个百分点。具体测算如下表：

表 4：信托融资收紧对地产投资影响

	乐观	中性	悲观
信托规模下降额（亿元）	2500	3000	3500
土地投资下降额（亿元）	2500	3000	3500
建安投资下降总额（亿元）	2500	3000	3500
建安支出完成年限（亿元）	3	3	3
每半年下降额（亿元）	417	500	583
2019 年地产投资下降额（亿元）	2917	3500	4083
原预测投资（万亿元）	13.2，增速为 9.5%		
收紧后投资（万亿元）	12.9	12.9	12.8
收紧后增速（万亿元）	7.3%	6.8%	6.4%
拖累增速	2.2pct	2.7pct	3.1pct

数据来源：东方证券研究所

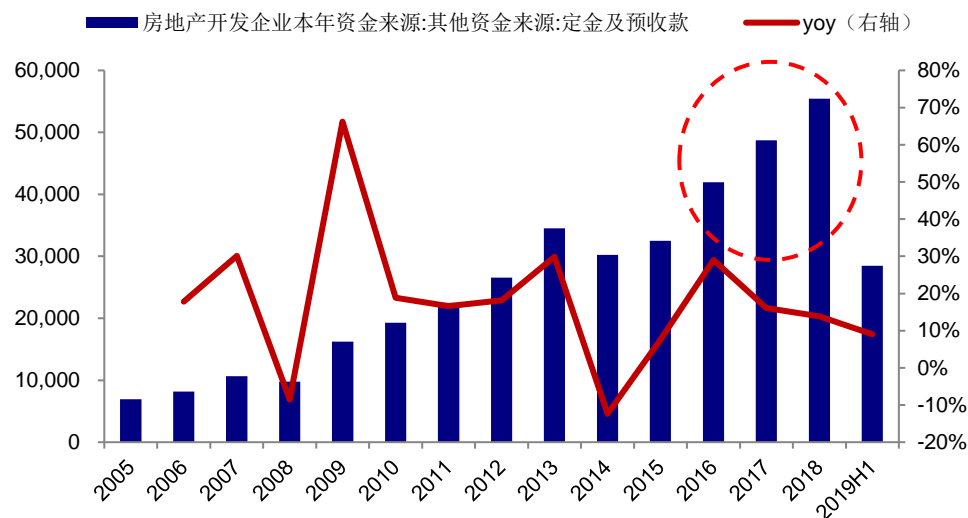
- 2) **资金面压力增大，新开工加速，施工节奏放缓，竣工基本维持稳定。**在信托融资收紧以后，房企的前融收到较大影响，需要从其余资金来源中分配资金用于拿地。目前政府鼓励银行资金向制造业、服务业流动，海外发债新规又约束了房企海外融资，信托融资的收紧在房企仍要发展的情况下势必造成资金面压力加大。在这种情况下，房企将会加快现有土地的开工，争取尽快获得银行开发贷，扩大资金腾挪空间。在融资总体收缩的情况下，房企在预售之后会放缓施工节奏，控制建筑施工投资。竣工面积由于存在交房合同约定，因此基本维持稳定。

图 16：新开工增速与国内贷款增速变化


资料来源：Wind、东方证券研究所

3) **房企将更加重视周转和回款。**在融资收紧的情况下，房企将执行快周转策略，缩短从开工到预售的时间，加快销售回款。通过快速回笼预售款，缓解资金压力。2018年快周转策略，预收款和定金成为房企发展的重要资金来源，为房地产投资的韧性提供了支撑。但是由于前两年新开工的高增长，使得库存有所累积，可能对房企的快周转策略构成一定压制。如果下半年房地产市场销售转冷，对于房企的高周转也会形成不利影响。

图 17：近几年兴起的快周转模式为房地产投资的韧性提供了资金支撑



资料来源：Wind、东方证券研究所

4) **融资收紧将加速房企集中度的提升。**不同房企对于信托融资的使用度差别很大，万科、保利等头部开发商和央企国企开发商对于信托资金的使用度很低，信托融资收紧对于它们影响很小。中型开发商由于仍有较强的规模扩张诉求，获取土地的动力更为强烈，而信贷资源又相对有限，因此对于信托融资的使用度比较高。因此，本轮监管收紧，受影响最大的应该为中型开发商。百强以外的小型房企原本就难以获得信托融资资源，本轮收紧对其冲击也较小。综合来看，本轮收紧形成了两头松、中间紧的态势。在融资收紧之后，中型房企在资金压力增大的情况下，会选择将部分资产出售给头部公司，导致行业集中度提升再度加速。

表 5：房地产行业集中度变化

梯队	2016	2017	2018	16 增幅	17 增幅	18 增幅
Top3	8.9%	11.9%	12.6%	1.2pts	3pts	0.7pts
Top4-10	9.8%	12.3%	14.3%	0.5pts	2.5pts	2.0pts
Top11-20	6.5%	8.3%	10.6%	0.4pts	1.8pts	2.3pts

Top21-30	4.2%	5.9%	7.7%	0.7pts	1.7pts	1.9pts
Top31-50	5.9%	7.5%	9.9%	0.4pts	1.6pts	2.5pts

数据来源：CRIC、东方证券研究所

上市公司中可获得信托融资占比数据的公司一共有荣盛发展、金融街、大悦城、信达地产、中华企业、远洋集团 6 家公司可以获得数据。我们可以发现，首先民营开发企业信托融资占比较高，如荣盛发展信托融资占比达到 33.8%，融资成本为 8.3%~10.5%。其次，有较大规模持有型物业的开发商信托融资占比高于纯开发类，如金融街和大悦城的信托融资占比高于其余纯开发型国企。金融街和大悦城本身作为国企和央企对于信托融资的需求是相对低的，由于前两年进行了较多的合作项目开发，合作方可能选择使用信托资金，使得公司的信托融资占比上升。

表 6：部分房企信托融资占比

房企	信托融资占比	信托融资成本	企业属性	业务模式
荣盛发展	33.8%	8.3%-10.5%	民营企业	住宅开发
金融街	32.7%	5.0%~7.5%	国有企业	持有+住宅
大悦城	23.8%	6.2%-9.5%	央企企业	持有+住宅
信达地产	21.1%	-	国有企业	住宅开发
中华企业	12.4%	-	国有企业	住宅开发
远洋集团	10.0%	-	国有企业	住宅开发

数据来源：公司年报（2018）、东方证券研究所

投资建议：全行业影响体现为两头松中间紧，两类公司将受益

房地产信托融资收紧将主要影响房企的前端融资，对于依靠房地产信托资金拿地的中型房企有较大冲击，一方面会直接抑制其拿地，另一方面会使得其资金面压力加大。因此在当前的环境下，我们主要推荐两条主线：

- 1) 融资能力强劲、具备成本优势的头部房企。推荐保利地产、万科 A、招商蛇口、旭辉控股集团。
- 2) 运营高效，执行力强的快周转型房企。推荐融创中国、阳光城、中南建设。

风险提示

房地产市场销售大幅下滑：23 号文不仅对于房企信托融资做了约束，对于消费信贷等用于购房也做了限制，可能会造成一部分购房需求的减少。

库存快速持续地累积：融资收紧的情况下，可以借助快周转回笼资金，但库存持续累积会影响房企周转。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有中南建设(000961)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

截止本报告发布之日，东证资管仍持有保利地产(600048)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

