

流动性管控和海外债依赖

——人民币汇率破7点评报告

行业简报

增持（维持）

分析师

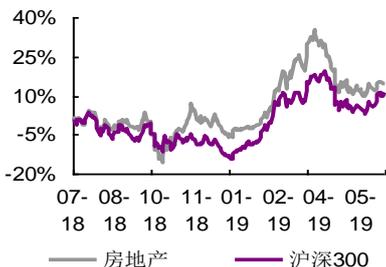
何缅甸 (执业证书编号：S0930518060006)
021-52523801
hemiannan@ebscn.com

王梦恺 (执业证书编号：S0930518110003)
021-52523855
wangmk@ebscn.com

联系人

黄帅斌
021-52523828
huangshuaibin@ebscn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

地产板块持仓下降，苏州再次调控升级——光大地产 A+H 样本库重点公司动态跟踪报告 (07.13-07.26)

..... 2019-07-28
2019 年上半年房地产四维数据总结及下半年展望——光大地产行业动态跟踪报告

..... 2019-07-18

事件：8月5日，人民币兑美元离岸、在岸汇率双双破7。

点评：我们认为汇率变动对房地产的影响体现在两个方面：

◆第一方面是对流动性和资金成本的影响

当前美国正在降息（美国联邦储备委员会7月31日宣布将联邦基金利率目标区间下调25个基点到2%至2.25%的水平），在人民币汇率“守7”非必要之后，如后续国内跟随美联储降息，那么就整体而言，对地产这类资金密集型的行业影响相对是正面的。

也许正是因为这个原因，我们看到当前监管层全面收紧了房地产行业融资，以防金融资源快速向地产集中。5月银保监会下发23号文；6月郭树清主席在陆家嘴论坛提出房地产融资挤压实业；7月6日银保监会约谈部分信托公司要求控制房地产信托业务增速；7月12日发改委发文管控房企外债；7月20日信托贷款继续受到窗口指导；7月31日银行业金融机构信贷结构调整优化座谈会提出保持个人住房贷款合理适度增长，严禁消费贷款违规用于购房，加强对银行理财、委托贷款等渠道流入房地产的资金管理，加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管。当前全国首套、二套房贷平均利率触底反弹，部分热点城市比如杭州，对按揭贷款同时进行量和价的全面管控。

从整个地产融资全局来看，2019年1-6月到位资金增速（+7.2%），与2018年全年到位资金增速（+6.4%）相比，整体表现稳健，但结构分化明显。2019年H1行业到位资金主要由银行信贷投放作支撑。展望全年，房地产贷款投放审慎管理，多种融资渠道边际收紧，销售回款持续回落，预计行业资金面压力将持续抬升。

当前房地产行业资金面全线趋紧，房企融资管控趋严，AA地产债信用利差反弹，各等级地产债的超额利差出现明显分化，AA+和AA上涨明显（数据来自光大固收）。

◆第二方面是对房企利润的影响

首先，汇率贬值会明显影响外债占比高房企的利润，包括支付外债利息及偿还当年到期外债金额（现金变动）和长期外债的汇兑损益（非现金变动）；故此，对于外债占比较高的房企，较大的汇率变动对其估值将产生较明显的影响。

对此我们认为监管层是有预警的。2018年6月，发改委发文规范地产企业境外发债资金用途，在保障“借新还旧”的同时限制房企过度提高外债比例；今年7月12日，发改委再次发文对房企发行外债加强管理，规定其用途只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务，同时需要加强信批以及说明用途。

2017年、2018年、2019年上半年，内地房地产企业发行外债金额分别约为2855亿、3452亿、2526亿（统一折算为人民币）。

◆投资建议

在“房住不炒”和居民杠杆的核心约束下，预计行业仍处于下行通道。我们判断投资韧性强于销售，维持年度策略投资+6%，销售面积-7%，销售金额持平的判断。行业融资收紧下，金融资源集中度提升将有效转化为土地资源集中度提升，中期销售集中度提升确定性进一步增强。建议关注财务稳健、融资优势明显，对海外债依赖较小，具备独特拿地渠道，可低成本获取资源的头部房企，如招保万金等央企，及陆家嘴、中华企业等大型地方国资。

◆风险提示

国内经济增速放缓和失业率提升或影响居民结构性信用扩张及按揭贷款偿还；2019年房企还债高峰，部分中小型房企信用风险提升；棚改货币化弱化或导致部分三四线城市购房需求明显下滑。

附录

图 1：房地产行业信用利差



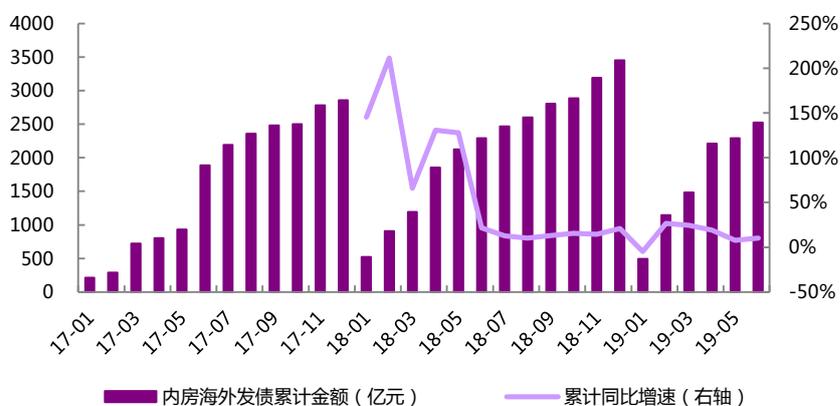
资料来源：Wind、光大证券研究所整理

图 2：房地产行业超额利差



资料来源：Wind、光大证券研究所整理

图 3：内房发行海外债统计



资料来源：Wind、光大证券研究所整理

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼