

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《方法论专题研究: A 股地产板块的择时框架研究》——2019-08-02
 《房地产 2019 年 7 月投资策略暨中报前瞻: 优选“低估值+双增长”品种》——2019-07-16
 《地产 A 股 2019 年下半年投资策略: 求“稳”是主基调》——2019-06-24
 《房地产 2019 年 5 月投资策略: 楼市升温, 政策两难》——2019-05-09
 《房地产行业 2019 年投资策略: 周期的力量, 政策的曙光》——2018-12-17

证券分析师: 区瑞明

电话: 0755-82130678

E-MAIL: ourm@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120051

联系人: 陈曦

E-MAIL: chenxi4@guosen.com.cn

独立性声明:

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

行业专题

2019 年中国房地产融资形势观察

● 上半年融资形势观察

2018 年 12 月的中央经济工作会议时隔四年再次提出经济面临“下行压力”, 并明确“宏观政策要强化逆周期调节”, 同时将“稳就业”置于六个“稳”字之首, 并表示 2019 年“稳健的货币政策要松紧适度, 保持流动性合理充裕, 改善货币政策传导机制”, 2019 年 1 季度, 在政策面改善、货币政策放松带来流动性宽裕、资金成本下行的背景下, 房地产行业融资环境明显改善, 2019 年 1-4 月房地产开发到位资金累计同比增速达 8.9%, 较 2018 年同期提升 6.8 个百分点。但是, 伴随着 2019 年一季度以来宏观杠杆率再创新高以及部分热点城市楼市出现过热征兆, 2019 年 4 月中央政治局会议重提“坚持结构性去杠杆”、重提“房住不炒”, 5 月份之后, 房企融资环境逐步收紧, 房地产开发到位资金累计增速逐步放缓。总体而言, 上半年房地产行业融资形势呈 1 季度宽松、2 季度收紧的态势。

● 行业偿债压力观察

2015 年下半年至 2016 年是房企发债高峰期, 期间 SW 板块房企信用债发行总规模达 1.18 万亿元, 由于债务期限以 3-5 年为主, 2019 年起, 行业偿债压力将逐步提升, 至 2021 年 3 季度, 将达到峰值。比较 2018 年 4 季度以来房企发债规模与 1 年内房企信用债的到期规模, 发债规模已完全覆盖 1 年内到期规模; 房企海外债到期压力也逐步展现, 将于 2021 年 1 季度达到峰值, 而 2018 年 4 季度以来内地房企海外债券发行规模同样已可完全覆盖 1 年内到期的海外债券余额。综合来看, 2019 年行业信用债及海外债券偿债压力仍可控制, “借新还旧”的持续性是一个重要的决定性因素, 未来政策也将根据经济及行业形势相机抉择。

● 上市房企资本结构与偿债能力观察

①房企授信额度: 资金向头部房企聚集; ②短期偿债能力: 龙头房企短期偿债能力总体较好; ③长期偿债能力: 整体负债水平下降, 房企间分化明显。

● 下半年展望

6 月 15 日, 银保监会主席郭树清表示“我国一些城市的住户部门杠杆率急速攀升, 相当大比例的居民家庭负债率达到难以持续的水平。房地产业过度融资, 不仅挤占其他产业信贷资源, 也容易助长房地产的投资投机行为”; 7 月 31 日, 人民银行表示“房地产行业占用信贷资源依然较多”, 同时强调“加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示, 合理管控企业有息负债规模和资产负债率”。在 7 月中央政治局会议精神指引下, 预计房地产融资领域将会继续推进信贷结构调整, 尤其是信托业务结构的优化。短期来看, 考虑到房地产投资增速仍较高、土地溢价率不低、商品房销售增速仍在可控范围内等多项因素, 2019 年 3 季度房地产行业融资环境大概率仍将偏紧, 4 季度则有待观察。房企层面, 随着房地产信托业务监管趋严, 房企前端融资受限; 在这种情况下, 部分债务结构中银行贷款占比较高的龙头及优势房企相对会比较从容, 受影响也相对较小。

● 风险提示

若经济失速或房地产行业降温超出市场预期, 而政策又迟迟不转暖。

投资摘要

关键结论

在 7 月中央政治局会议精神指引下，预计房地产融资领域将会继续推进信贷结构调整，尤其是信托业务结构的优化。短期来看，考虑到房地产投资增速仍较高、土地溢价率不低、商品房销售增速仍在可控范围内等多项因素，2019 年 3 季度房地产行业融资环境大概率仍将偏紧，4 季度则有待观察。房企层面，随着房地产信托业务监管趋严，房企前端融资受限；在这种情况下，部分债务结构中银行贷款占比较高的龙头及优势房企相对会比较从容，受影响也相对较小。

核心假设或逻辑

- 一、2019 年上半年房地产行业融资环境整体呈现 1 季度相对宽松，2 季度明显收紧的态势；
- 二、行业偿债压力将逐步提升，综合来看，2019 年行业信用债及海外债券偿债压力仍可控，“借新还旧”的持续性是一个重要的决定性因素，未来政策也将根据经济及行业形势相机抉择；
- 三、资金向头部房企聚集，龙头房企短期偿债能力总体较好；

与市场预期不同之处

市场对于未来中国房地产融资形势的判断或过于乐观、或过于悲观——

- 一、过于乐观者认为：中国经济面临稳增长压力，一方面房地产调控有放松必要，与此同时，货币将持续宽松，继续降准、甚至降息，是大概率事件，房地产行业作为利率敏感型行业势必受益“放水”，5 月份以来房地产融资偏紧的局面在未来将逐步缓解；
- 二、过于悲观者认为：在宏观杠杆率新高、经济结构失衡的大背景下，对房地产行业的政策将持续偏严、偏紧，再加上行业销售额累计同比增速已连续五年增长，本身也有调整的必要，因此，对房地产融资的收紧既是调整经济结构的需要、也是防范和化解金融风险的需要，在此大背景下，2019 年房地产行业逐步进入偿债高峰期，未来房企整体偿债压力很大。

我们认为：2018 年 4 季度以来（截至 2019 年 7 月末）SW 房地产板块房企信用债及海外债的发行规模已能完全覆盖 1 年内到期的信用债及海外债规模，2019 年行业短期偿债压力仍可控，“借新还旧”的持续性是一个重要的决定性因素，预计未来政策将根据经济和行业形势相机抉择，相应地，行业整体偿债压力既没有乐观者预计的那么轻，也没有悲观者预计的那么大。

行业融资形势改善的催化剂

- 一、若在房地产政策偏严、偏紧的背景下，中国经济结构能成功实现优化、产业成功升级，届时对房地产的打压将无必要，其他产业亦将反哺房地产；
- 二、若经济失速并叠加房地产行业下行，为了“救急”，房地产调控不得不放松，并伴随着货币政策更高频率、更大力度的宽松。

核心假设或逻辑的主要风险

若经济失速或房地产行业降温超出市场预期，而政策又迟迟不转暖。

内容目录

上半年融资形势观察	5
国内贷款——2018Q4 以来房地产开发贷款余额增速持续回落、2019 年 6 月后地 产信托募集规模明显收缩.....	6
自筹资金——2019Q1 企业信用债发行规模冲高回落.....	7
利用外资——2019Q1 内地房企海外债发行规模达历史高位后回落.....	8
其他资金——2019 年 4 月个人按揭贷款、定金及预收账款增速走高后回落.....	9
行业偿债压力观察	11
房企信用债偿债压力逐增，短期内仍可控制.....	11
房企海外债偿债压力逐增，短期内同样可控.....	12
上市房企资本结构与偿债能力观察	14
房企授信额度——资金向头部房企聚集.....	14
短期偿债能力——龙头房企短期偿债能力总体较好.....	16
长期偿债能力——整体负债水平下降，房企间分化明显.....	19
下半年展望	22
风险提示	25
国信证券投资评级	26
分析师承诺	26
风险提示	26
证券投资咨询业务的说明	26

图表目录

图 1: 2019 年房地产开发资金明显回升	6
图 2: 开发资金来源各部分占比	6
图 3: 房地产开发资金来源: 国内贷款同比增速	7
图 4: 房地产开发贷款余额增速回落	7
图 5: 房地产信托产品募集规模情况	7
图 6: 房地产开发资金来源: 自筹资金同比增速	8
图 7: 房企信用债平均成本	8
图 8: SW 地产板信用债发行规模情况	8
图 9: 房地产开发资金外资同比增速	9
图 10: 房企海外债成本走高	9
图 11: 内地房企海外债发行规模情况	9
图 12: 房地产开发资金其他资金同比增速	10
图 13: 个人按揭贷款、定金及预收款同比增速	10
图 14: 平均房贷利率企稳后小幅回升	10
图 15: SW 板块房企信用债到期余额分布 (截至 2019 年 7 月末)	11
图 16: 内地房企海外债到期余额分布 (截至 2019 年 7 月末)	13
图 17: 100 家样本房企短期偿债能力情况	17
图 18: 短期偿债能力保障倍数均值	17
图 19: 短期偿债能力保障倍数中位数	17
图 20: 100 家样本房企剔除预收账款的资产负债率	19
图 21: 剔除预收账款的资产负债率均值	20
图 22: 剔除预收账款的资产负债率中位数	20
图 23: 100 家样本房企净负债率	20
图 24: 净负债率均值	20
图 25: 净负债率中位数	20
图 26: 居民杠杆率持续提升	23
图 27: 房地产贷款占总贷款余额的比例持续提升	23
图 28: 社零、居民中长期贷款累计同比	23
图 29: 固定资产投资及房地产投资累计同比	23
图 30: 金融机构累计新增信贷情况	23
图 31: 全国 300 城土地溢价率	24
图 32: 商品房销售面积同比增速	24
表 1: SW 地产板块部分房企存量债券余额及到期分布一览	11
表 2: 多数重点房企 2018Q4 以来发债规模可覆盖 1 年内到期债券余额	12
表 3: 1 年内到期的海外债券余额 (截至 2019 年 7 月末)	13
表 4: SW 地产板块部分房企授信情况一览 (按 2018 年总资产排名)	14
表 5: 样本房企短期偿债能力一览 (按资产总额排序)	17
表 6: 样本房企剔除预收账款的资产负债率及净负债率一览 (按资产总额排序)	21
表 7: 部分房企融资结构 (截至 2018 年末)	25

上半年融资形势观察

2018年12月的中央经济工作会议时隔四年再次提出经济面临“下行压力”，并明确“宏观政策要强化逆周期调节”，同时将“稳就业”置于六个“稳”字之首，并表示2019年“稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，改善货币政策传导机制”，2019年1季度，在政策面改善、货币政策放松带来流动性充裕、资金成本下行的背景下，房地产行业融资环境明显改善。2019年1-4月房地产开发到位资金累计额达5.25万亿元，同比增速达8.9%，较2018年同期提升6.8个百分点，房地产行业融资规模明显回升。

2019年4月中共中央政治局召开会议认为“一季度经济运行总体平稳、好于预期，开局良好”，同时强调“要把推动制造业高质量发展作为稳增长的重要依托，引导传统产业加快转型升级”、重提“结构性去杠杆”、重提“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制”，伴随着2019年一季度以来部分热点城市楼市出现过热征兆，房地产行业政策趋严，5月份以来房企融资环境逐步收紧：

1. 5月18日银保监会发文，明确了整治违规向房企“输血”的乱象；
2. 据《新浪财经》报道，6月14日中国人民银行成都分行发出紧急通知，“要求各家银行一手房首套按揭利率不得低于上浮15%，二套房不得低于上浮20%”；
3. 6月15日，银保监会主席郭树清表示“我国一些城市的住户部门杠杆率急速攀升，相当大比例的居民家庭负债率达到难以持续的水平。房地产业过度融资，不仅挤占其他产业信贷资源，也容易助长房地产的投资投机行为”。
4. 据《华夏时报》6月20日报道，中国银行在杭州率先上调首套房房贷利率，从原本的基准利率上浮5%增加到上浮8%；
5. 据《乐居买房》报道，6月20日苏州多家银行住房按揭贷款停止放贷，放款时间延长；
6. 据《观点地产网》7月6日报道，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，银保监会近日开展了约谈警示，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；
7. 7月12日，国家发改委发布通知明确房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务；
8. 7月29日，人民银行在北京召开座谈会表示要加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管；
9. 7月30日，中央政治局会议提出，不将房地产作为短期刺激经济的手段；
10. 7月31日，人民银行在银行业金融机构信贷结构调整优化座谈会上表示“房地产行业占用信贷资源依然较多，对小微企业、先进制造业、科技创新企业、现代服务业、乡村振兴、精准扶贫等领域支持力度仍有待加强”；
11. 据《证券日报》8月7日报道，银保监会日前向各银保监局信托监管处室（辽宁、广西、海南、宁夏除外）下发《中国银保监会信托部关于进一步做好下半年信托监管工作的通知》，要求按月监测房地产信托业务变化情况，及时采取监管约谈、现场检查，暂停部分或全部业务、撤销高管任职资格等多种措施，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头。

2019年5月之后，房地产开发到位资金累计增速逐步放缓，截至2019年上半年房地产开发到位资金累计额达8.50万亿元，同比增速收窄至7.2%，较4月高点回落1.7个百分点。总体而言，上半年房地产行业融资形势呈1季度宽松、2季度收紧的态势。

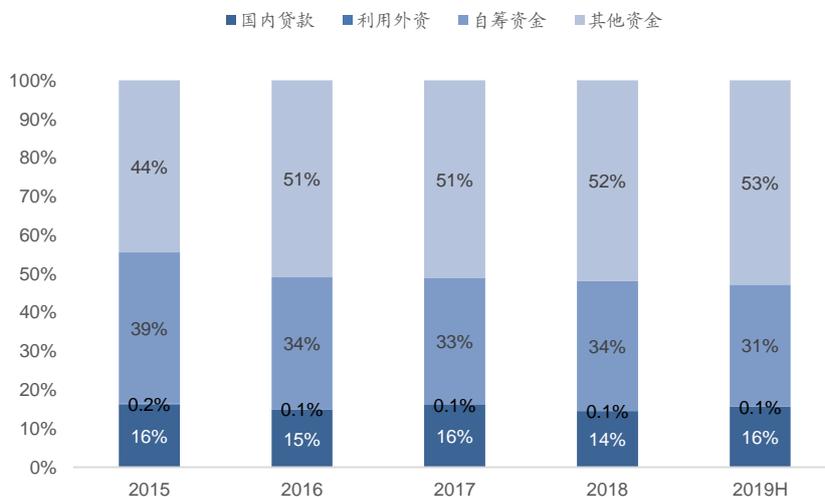
图 1: 2019 年房地产开发资金明显回升



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

房企开发资金的来源主要分为：国内贷款、自筹资金、利用外资、其他资金：①国内贷款包括银行贷款和非银金融机构贷款；②自筹资金包括自有资金、债权及股票融资；③利用外资包括外国银行商业贷款、对境外发行债券和股票；④其他资金主要以预收账款及定金、个人按揭贷款为主。从各部分资金来源占比来看，截至 2019 年上半年，其他资金、自筹资金、国内贷款、利用外资占比分别为 53%、31%、16%、0.1%；其中国内贷款、其他资金占比较 2018 年末分别上升 2 个、1 个百分点，自筹资金占比较 2018 年末下降 3 个百分点，

图 2: 开发资金来源各部分占比



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

国内贷款——2018Q4 以来房地产开发贷款余额增速持续回落、2019 年 6 月后地产信托募集规模明显收缩

房地产行业开发国内贷款累计同比增速自 2019 年 3 月份回正后持续提升，截至 2019 年上半年国内贷款累计额达 1.33 万亿元，同比增速达 8.4%，较 2018 年 6 月的低点提升 16.4 个百分点。

作为房地产企业国内贷款的主要来源之一，房地产开发贷款余额于 2018 年 3 季度起持续走低，截至 2019 年上半年房地产开发贷款余额同比增速为 14.6%，较 2018 年 3 季度的高点下降 9.9 个百分点。

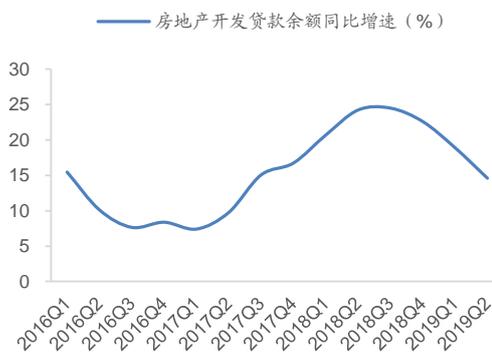
房地产信托是房企前段融资的重要工具，而 2019 年 6 月之后对地产信托多方的调控，致使信托规模明显收缩。2019 年上半年，房地产信托产品募集规模达 5363 亿元，同比增长 3%;其中，2019 年一季度募集规模为 2685 亿元，同比增长 12%; 2019 年二季度募集规模较一季度基本持平为 2679 亿元，同比下降 4%; 5 月份后整体发行规模明显收缩，7 月募集规模收缩至 352 亿元，达到近 3 年低位，同比下降 41%。

图 3：房地产开发资金来源：国内贷款同比增速



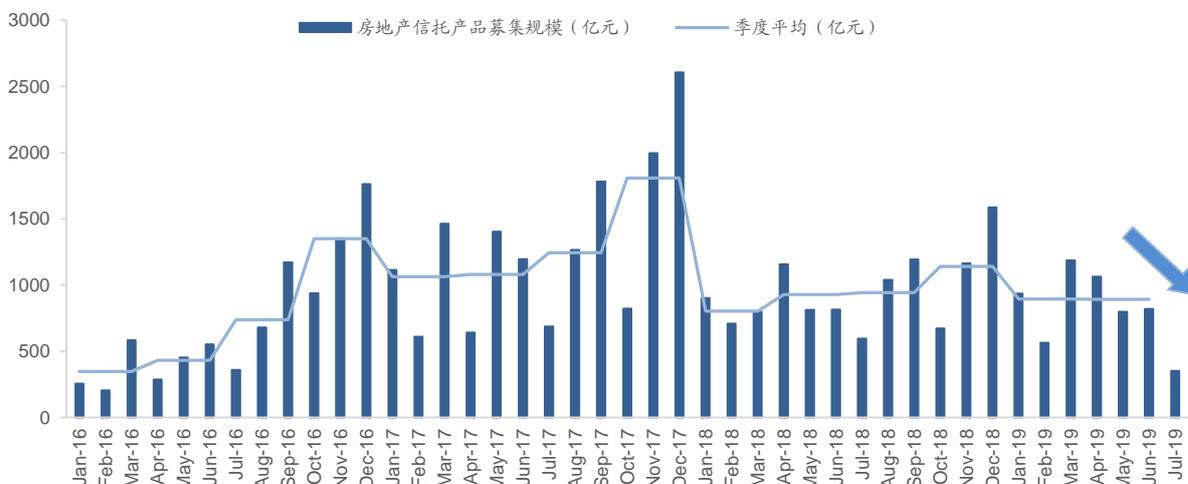
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图 4：房地产开发贷款余额增速回落



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图 5：房地产信托产品募集规模情况



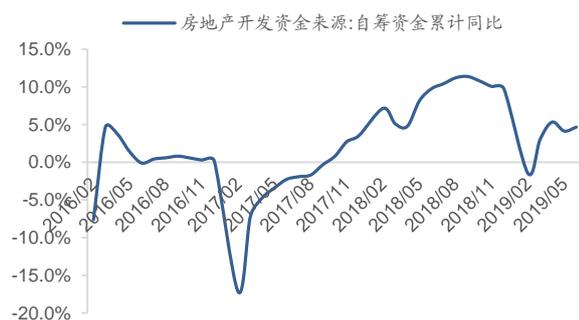
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

自筹资金——2019Q1 企业信用债发行规模冲高回落

房地产行业开发自筹资金累计同比增速自 2019 年 3 月份回正后持续提升，截至 2019 年上半年自筹资金累计额达 2.67 亿元，同比增长 4.7%，较 2018 年 9 月的高点回落 6.7 个百分点。

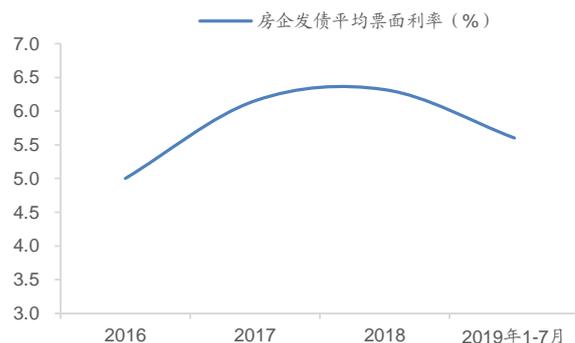
2019 年上半年，SW 地产板房地产企业信用债发行规模达 3344 亿元，同比增长 51%;其中，2019 年一季度发行规模为 1815 亿元，维持在近 3 年的高位，同比增长 68%; 2019 年二季度发行规模较一季度下滑 16%至 1529 亿元，同比增长 35%。融资成本方面，截至 2019 年 7 月份，房企信用债平均票面利率为 5.6%，较 2018 年的平均票面利率小幅下降 0.7 个百分点。

图 6: 房地产开发资金来源: 自筹资金同比增速



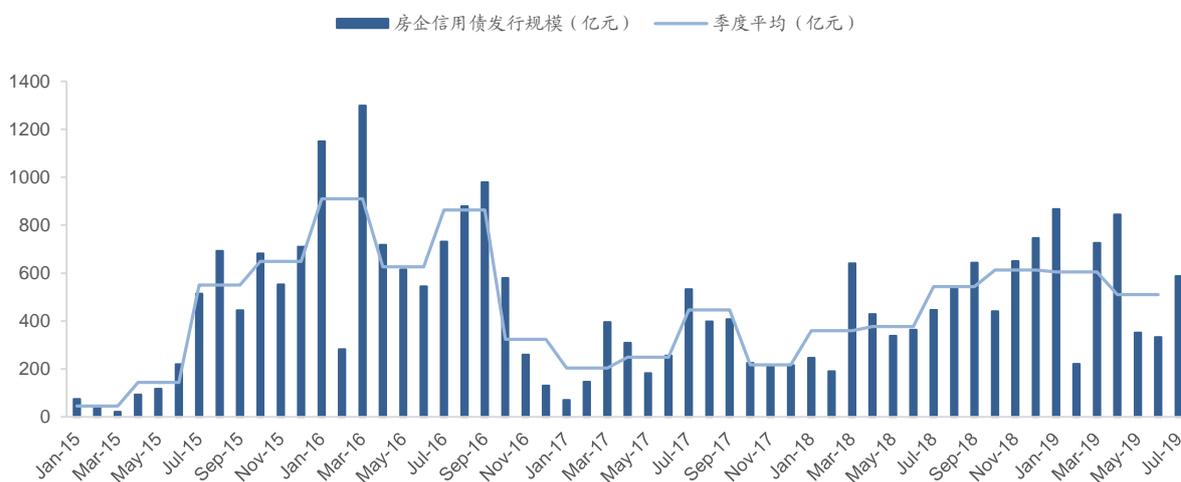
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 房企信用债平均成本



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 8: SW 地产板信用债发行规模情况



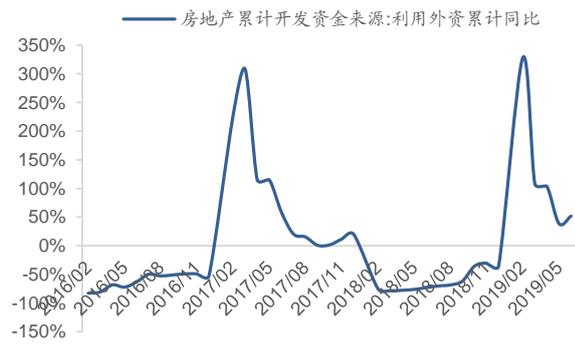
资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

利用外资——2019Q1 内地房企海外债发行规模达历史高位后回落

2019 年 2 月房地产开发资金中外资规模累计同比增速达到 328% 的历史高位; 之后增速迅速回落, 截至 2019 年上半年外资规模达 42.7 亿元, 同比增长 52%, 较 2019 年 2 月的高点回落 276 个百分点。

自 2019 年起, 内地房企海外债发行规模明显提升, 2019 年上半年发行规模达 396 亿美元, 同比增长 17%; 其中, 2019 年一季度发行规模为 232 亿美元, 同比增长 32%, 达到历史高位; 2019 年二季度发行规模较一季度明显下降 29% 个百分点至 164 亿美元, 同比增长 1%, 但仍处于历史较高水平。在规模提升的同时, 房企海外融资成本也在提升, 截至 2019 年 7 月, 房企海外债平均融资成本为 8.8%, 较 2016 年提升 3.1 个百分点。

图 9：房地产开发资金外资同比增速



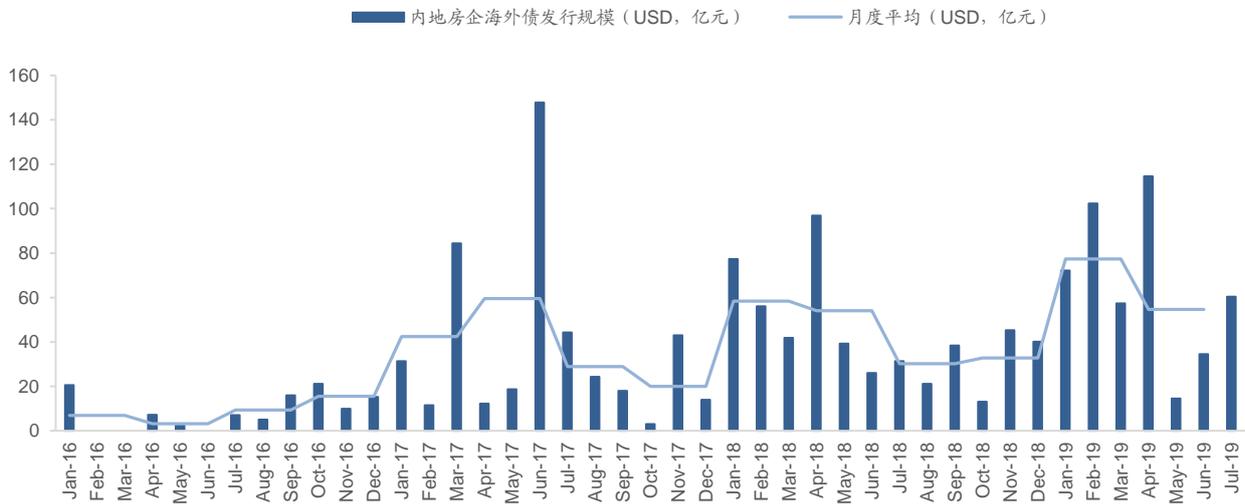
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 10：房企海外债成本走高



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 11：内地房企海外债发行规模情况



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

其他资金——2019 年 4 月个人按揭贷款、定金及预收账款增速走高后回落

2019 年前 4 个月，房地产开发资金来源中的其他资金规模增速持续走高，2019 年 1-4 月其他资金累计同比增速达 13%，较 2018 年同期提升 11 个百分点；之后增速逐步回落，截至 2019 年上半年其他资金规模为 4.49 亿元，同比增长 8%，较 2019 年 4 月的高点回落 4.5 个百分点。

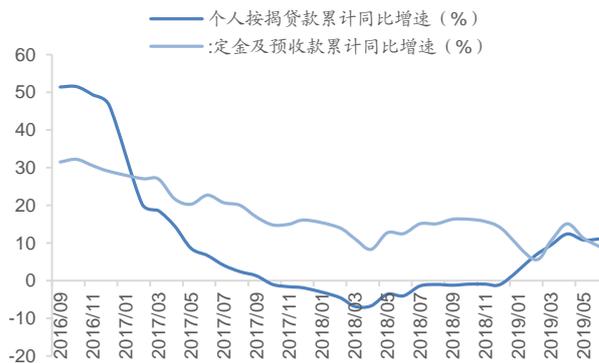
与此同时，作为其他资金来源的重要组成部分，个人按揭贷款、定金及预收账款均明显走高后回落，2019 年 1-6 月个人按揭贷款、定金及预收账款累计同比增速分别为 11.1%、9.0%，分别较 2019 年 4 月的高点回落 1.2 个、6.1 个百分点。

图 12: 房地产开发资金其他资金同比增速



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 13: 个人按揭贷款、定金及预收款同比增速



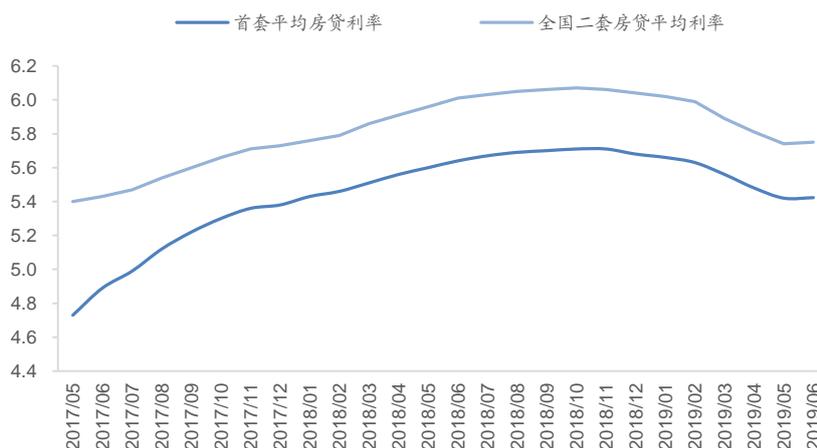
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

2018 年 10 月至 2019 年 5 月期间，全国首套房平均房贷利率及二套平均房贷利率持续下滑；2019 年 6 月，首套平均房贷利率企稳，二套平均房贷利率较 5 月提升 0.1 个百分点。8 月以来，据 21 世纪经济报及搜狐财经报道，大连、合肥、南京、成都、青岛、南宁、武汉、西安等多地近期首套房、二套房按揭利率均有不同程度的上调：

1. 7 月初，南京市两家银行将首套房贷利率调整到基准利率上浮 20%；
2. 青岛首套房基准上浮 15%成主流；
3. 无锡多家银行的房贷利率全线上调：首套房的贷款利率最低标准为基准利率上浮 18%，部分银行则按上浮 25%放贷；二套房贷款利率最低按基准利率上浮 25%，部分银行上浮甚至达到了 30%。

未来不排除更多二三线城市上调房贷利率，而平均房贷利率的企稳回升将促使个人按揭贷款增速继续回落。

图 14: 平均房贷利率企稳后小幅回升



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

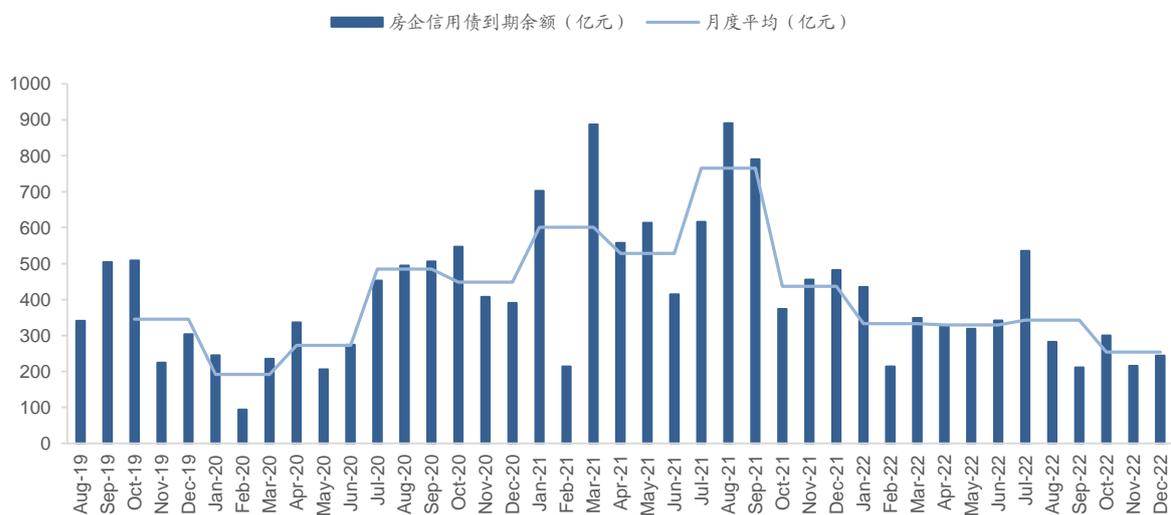
行业偿债压力观察

房企信用债偿债压力逐增，短期内仍可控

2015 年下半年至 2016 年是房企发债高峰期，期间 SW 板块房企信用债发行总规模达 1.185 万亿元，因债务期限以 3-5 年为主，2019 年起行业偿债压力将逐步提升至 2021 年 3 季度达到峰值。据证券日报报道，2019 年上半年房地产债券到期仅 513 亿元，而据 wind 数据，截至 2019 年 7 月末，SW 地产板房地产企业信用债 1 年内、1-2 年内、2-3 年内到期规模分别达 3728 亿元、6353 亿元、5514 亿元，在不考虑回售的情况下，房企偿债压力陡增。

比较 2018 年 4 季度以来房企发债规模与 1 年内房企信用债的到期规模，2018 年 4 季度以来（截至 2019 年 7 月末）SW 房地产板块房企发债规模达 5769 亿元，已完全覆盖 3728 亿元的 1 年内到期规模，行业短期信用债偿债压力可控。

图 15: SW 板块房企信用债到期余额分布（截至 2019 年 7 月末）



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

表 1: SW 地产板块部分房企存量债券余额及到期分布一览

序号	证券代码	证券简称	存量债券余额 (亿元)	1 年内存量债券余额占比	1-3 年内存量债券余额占比	3-5 年内存量债券余额占比
1	000002.SZ	万科 A	324	19%	62%	18%
2	600606.SH	绿地控股	0	-	-	-
3	600048.SH	保利地产	367	19%	42%	26%
4	001979.SZ	招商蛇口	232	14%	44%	42%
5	600340.SH	华夏幸福	407	13%	53%	25%
6	601155.SH	新城控股	310	2%	70%	21%
7	000069.SZ	华侨城 A	137	0%	5%	64%
8	600376.SH	首开股份	410	28%	37%	32%
9	600383.SH	金地集团	438	20%	45%	34%
10	000671.SZ	阳光城	241	9%	78%	5%
11	000732.SZ	泰禾集团	155	19%	81%	0%
12	000961.SZ	中南建设	146	8%	77%	15%
13	000656.SZ	金科股份	177	22%	51%	29%
14	002146.SZ	荣盛发展	78	59%	34%	6%
15	000046.SZ	泛海控股	122	0%	94%	6%
16	600325.SH	华发股份	242	9%	73%	11%
17	600466.SH	蓝光发展	188	7%	93%	0%

18	000402.SZ	金融街	296	18%	27%	52%
19	600208.SH	新湖中宝	156	46%	42%	12%
20	600266.SH	北京城建	113	13%	81%	6%
21	600823.SH	世茂股份	123	39%	61%	0%
22	000540.SZ	中天金融	74	86%	14%	0%
23	600657.SH	信达地产	153	20%	75%	1%
24	600515.SH	海航基础	0	-	-	-
25	601588.SH	北辰实业	76	8%	59%	33%
26	000031.SZ	大悦城	74	0%	100%	0%
27	002244.SZ	滨江集团	113	50%	45%	5%
28	600239.SH	云南城投	134	0%	44%	0%
29	600663.SH	陆家嘴	100	10%	0%	50%
30	000537.SZ	广宇发展	0	-	-	-

资料来源:wind、国信证券经济研究所整理(上述品种仅作列示,不做推荐)

表 2: 多数重点房企 2018Q4 以来发债规模可覆盖 1 年内到期债券余额

序号	证券代码	证券简称	2018 年 10 月-2019 年 7 月 发行债券总额(亿元)	1 年内存量债 券余额(亿元)	区间发债总额/1 年 内到期债券余额
1	000002.SZ	万科 A	80	61	1.3
2	600048.SH	保利地产	30	70	0.4
3	001979.SZ	招商蛇口	136	32	4.3
4	600340.SH	华夏幸福	105	52	2.0
5	000069.SZ	华侨城 A	25	0	-
6	600376.SH	首开股份	100	115	0.9
7	600383.SH	金地集团	60	86	0.7
8	000671.SZ	阳光城	84	21	4.0
9	000732.SZ	泰禾集团	0	30	0.0
10	000961.SZ	中南建设	32	12	2.6
11	000656.SZ	金科股份	86	40	2.2
12	002146.SZ	荣盛发展	14	46	0.3
13	000046.SZ	泛海控股	6	0	-
14	600325.SH	华发股份	82	22	3.7
15	600466.SH	蓝光发展	36	13	2.7
16	000402.SZ	金融街	60	52	1.2
17	600208.SH	新湖中宝	0	72	0.0
18	600266.SH	北京城建	30	15	2.0
19	600823.SH	世茂股份	55	48	1.1
20	000540.SZ	中天金融	0	64	0.0
21	600657.SH	信达地产	69	31	2.3
22	601588.SH	北辰实业	38	6	6.4
23	000031.SZ	大悦城	12	0	-
24	002244.SZ	滨江集团	35	56	0.6
25	600239.SH	云南城投	22	0	-
26	600663.SH	陆家嘴	55	10	5.5
27	600708.SH	光明地产	31	12	2.5
28	600565.SH	迪马股份	6	0	28.0
29	600675.SH	中华企业	32	15	2.1
30	000620.SZ	新华联	0	1	0.0

资料来源:wind、国信证券经济研究所整理(上述品种仅作列示,不做推荐)

房企海外债偿债压力逐增, 短期内同样可控

房企海外债到期压力也逐步展现, 将于 2021 年 1 季度达到峰值; 截至 2019 年 7 月末, 内地房企海外债 1 年内、1-2 年内、2-3 年内到期规模分别为 268 亿美元、403 亿美元、332 亿美元; 2018 年 4 季度以来(截至 2019 年 7 月末)内地房企海外债券发行规模已达 555 亿美元, 已可完全覆盖 1 年内到期的海外债券余额, 因此行业短期海外债券偿债压力可控。综合来看, 2019 年行业信用债及海外债券偿债压力仍可控, “借新还旧”的持续性是一个重要的决定性因素, 未

来政策也将根据经济及行业形势相机抉择。

图 16: 内地房企海外债到期余额分布 (截至 2019 年 7 月末)



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

表 3: 1 年内到期的海外债券余额 (截至 2019 年 7 月末)

序号	到期日期	发行人	代码	债券类型	币种	规模 (亿元)
1	2019-08-01	力高地产集团	5783I2.HK	企业债	USD	1.25
2	2019-08-05	合景泰富集团控股	5785I2.HK	企业债	USD	4.00
3	2019-08-08	景瑞控股	5787I2.HK	企业债	USD	1.50
4	2019-08-30	鑫苑置业	4Q3B.SG	企业债	USD	3.00
5	2019-09-06	绿地全球投资	4308.HK	企业债	USD	3.00
6	2019-09-08	泛海建设国际控股	5798I2.HK	企业债	USD	3.20
7	2019-09-23	YANGO JUSTICE	8NVB.SG	企业债	USD	2.00
8	2019-10-05	SHUI ON DEVELOPMENT	4W0B.SG	企业债	USD	2.50
9	2019-10-18	龙湖集团控股	2KDB.SG	企业债	USD	4.00
10	2019-10-20	当代置业(中国)	60GB.SG	企业债	USD	5.00
11	2019-11-03	金轮天地控股	61DB.SG	企业债	USD	3.00
12	2019-11-18	倍隆	5829.HK	企业债	USD	8.00
13	2019-12-05	融创中国控股	22FB.SG	企业债	USD	4.00
14	2019-12-08	融信中国控股	65WB.SG	企业债	USD	4.00
15	2019-12-08	禹洲地产股份	5853I3.HK	企业债	USD	2.50
16	2019-12-14	佳兆业集团控股	SALB.SG	企业债	USD	3.00
17	2019-12-22	绿地全球投资	5337.HK	企业债	USD	1.80
18	2019-12-23	万科地产(香港)	5334.HK	企业债	USD	6.00
19	2019-12-31	佳兆业集团控股	g17072501.SG	可转债	USD	2.59
20	2019-12-31	佳兆业集团控股	4M0B.SG	可转债	USD	2.66
21	2020-01-11	中国奥园集团股份	67BB.SG	企业债	USD	4.25
22	2020-01-13	正荣地产集团	5522.HK	企业债	USD	2.00
23	2020-01-14	世茂房地产控股	2NGB.SG	企业债	USD	8.00
24	2020-01-15	明发集团(国际)	Y8GB.SG	企业债	USD	2.00
25	2020-01-19	龙光地产控股	5605.HK	企业债	USD	2.60
26	2020-01-21	力高地产集团	IWPB.SG	企业债	USD	2.50
27	2020-01-22	花样年控股集团	2NVB.SG	企业债	USD	2.50
28	2020-01-23	时代中国控股	5350.HK	企业债	USD	3.75
29	2020-01-24	彩富控股	2OGB.SG	企业债	USD	6.00
30	2020-01-25	中环广场	5362.HK	企业债	USD	4.00
31	2020-01-26	新城环球	VFSB.SG	企业债	USD	3.00
32	2020-01-27	建业地产股份	ORIB.SG	企业债	USD	2.00
33	2020-01-28	建业地产股份	2OLB.SG	企业债	USD	2.00

34	2020-02-05	合景泰富集团控股	5903!2.HK	企业债	USD	3.00
35	2020-02-16	新城发展控股	68RB.SG	企业债	USD	3.50
36	2020-02-17	中国恒大集团	24NB.SG	企业债	USD	10.00
37	2020-02-27	万达地产环球	5835.HK	企业债	USD	3.00
38	2020-03-01	新湖(BVI)控股	5382.HK	企业债	USD	7.00
39	2020-03-05	时代中国控股	5878!2.HK	企业债	USD	2.80
40	2020-03-08	建思环球	5393.HK	企业债	USD	3.00
41	2020-03-09	碧桂园控股	25JB.SG	企业债	USD	9.00
42	2020-03-09	华南城控股	6G2B.SG	企业债	USD	3.00
43	2020-03-19	鑫苑置业	8NHB.SG	企业债	USD	2.00
44	2020-03-21	国瑞置业	5408.HK	企业债	USD	3.00
45	2020-03-23	中国恒大集团	6!6B.SG	企业债	USD	16.00
46	2020-04-05	YANGO(CAYMAN)	5414.HK	企业债	USD	3.00
47	2020-04-12	景瑞控股	5419.HK	企业债	USD	4.00
48	2020-04-19	亿达中国控股	5428.HK	企业债	USD	3.00
49	2020-04-25	朗诗绿色集团	8TAB.SG	企业债	USD	2.00
50	2020-04-27	INTELLECTAIM	6003.HK	可转债	HKD	11.00
51	2020-05-02	旭辉控股(集团)	8TKB.SG	企业债	USD	3.00
52	2020-05-02	建业地产股份	8TLB.SG	企业债	SGD	1.50
53	2020-05-08	瑞安建业	4518.HK	企业债	USD	2.80
54	2020-05-09	毅德国际控股	8UEB.SG	企业债	USD	1.57
55	2020-05-18	明发集团(国际)	71JB.SG	企业债	USD	2.20
56	2020-05-19	SHUI ON DEVELOPMENT	308B.SG	企业债	USD	2.02
57	2020-05-21	雅居乐集团控股	5517.HK	企业债	USD	5.00
58	2020-05-27	绿地全球投资	5459.HK	企业债	USD	4.30
59	2020-05-31	弘昇	71UB.SG	企业债	USD	2.50
60	2020-06-05	旭辉控股(集团)	5523.HK	企业债	USD	4.00
61	2020-06-07	国瑞置业	5110.HK	企业债	USD	1.00
62	2020-06-17	绿地香港控股	5485.HK	企业债	USD	2.00
63	2020-06-17	花样年控股集团	9SPB.SG	企业债	USD	1.00
64	2020-06-23	天盛投资	5534!2.HK	可转债	USD	2.90
65	2020-06-28	正荣地产集团	5124.HK	企业债	USD	4.00
66	2020-06-30	佳兆业集团控股	75XB.SG	企业债	USD	7.90
67	2020-06-30	禹洲地产股份	5978.HK	企业债	USD	2.00
68	2020-06-30	佳兆业集团控股	g17123001.SG	企业债	USD	3.30
69	2020-07-02	中骏集团控股	5539.HK	企业债	USD	3.50
70	2020-07-02	YANGO JUSTICE	GULB.SG	企业债	USD	1.20
71	2020-07-02	当代置业(中国)	VH9B.SG	企业债	USD	3.50
72	2020-07-03	融信中国控股	9FSB.SG	企业债	USD	2.00
73	2020-07-19	宝龙地产控股	77PB.SG	企业债	USD	5.50
74	2020-07-27	融创中国控股	W6UB.SG	企业债	USD	7.50
75	2020-07-31	景瑞控股	5717.HK	企业债	USD	1.50

资料来源: wind、国信证券经济研究所整理(上述品种仅作列示, 不做推荐)

上市房企资本结构与偿债能力观察

房企授信额度——资金向头部房企聚集

截至 2019 年 7 月末, SW 房地产板块未使用授信总额为 2.35 万亿元; 按房企资产总额排序, Top10 房企未使用授信额度为 1.26 万亿元, 占板块总额的 54%; Top20 房企未使用授信额度为 1.87 万亿元, 占板块总额的 80%。

表 4: SW 地产板块部分房企授信情况一览(按 2018 年总资产排名)

序号	证券代码	证券简称	最新授信额度(亿元)	最新未使用授信额度(亿元)
1	000002.SZ	万科 A	3631	1608
2	600606.SH	绿地控股	12	2
3	600048.SH	保利地产	5039	2812
4	001979.SZ	招商蛇口	1346	597
5	600340.SH	华夏幸福	3784	3097

6	601155.SH	新城控股	1086	836
7	000069.SZ	华侨城 A	1659	930
8	600376.SH	首开股份	1501	839
9	600383.SH	金地集团	1854	1467
10	000671.SZ	阳光城	1021	419
11	000732.SZ	泰禾集团	1300	1044
12	000961.SZ	中南建设	1191	830
13	000656.SZ	金科股份	1550	991
14	002146.SZ	荣盛发展	922	542
15	000046.SZ	泛海控股	237	61
16	600325.SH	华发股份	1306	751
17	600466.SH	蓝光发展	1027	740
18	000402.SZ	金融街	628	383
19	600208.SH	新湖中宝	859	329
20	600266.SH	北京城建	-	431
21	600823.SH	世茂股份	293	195
22	000540.SZ	中天金融	260	71
23	600657.SH	信达地产	526	137
24	600515.SH	海航基础	13	1
25	601588.SH	北辰实业	242	77
26	000031.SZ	大悦城	506	318
27	002244.SZ	滨江集团	350	146
28	600239.SH	云南城投	632	178
29	600663.SH	陆家嘴	554	344
30	000537.SZ	广宇发展	0	0
31	600177.SH	雅戈尔	298	132
32	600708.SH	光明地产	362	191
33	600565.SH	迪马股份	273	208
34	600675.SH	中华企业	117	38
35	000620.SZ	新华联	159	5
36	600743.SH	华远地产	199	59
37	600223.SH	鲁商发展	83	19
38	600094.SH	大名城	600	221
39	000926.SZ	福星股份	160	60
40	000042.SZ	中洲控股	446	260
41	000736.SZ	中交地产	102	19
42	600748.SH	上实发展	153	30
43	600736.SH	苏州高新	146	78
44	000981.SZ	ST 银亿	73	30
45	600649.SH	城投控股	166	130
46	600683.SH	京投发展	84	55
47	000090.SZ	天健集团	331	224
48	600322.SH	天房发展	133	9
49	002314.SZ	南山控股	90	56
50	600648.SH	外高桥	468	381
51	600185.SH	格力地产	131	37
52	600510.SH	黑牡丹	98	47
53	600064.SH	南京高科	89	57
54	600622.SH	光大嘉宝	47	5
55	600067.SH	冠城大通	103	51
56	000517.SZ	荣安地产	134	78
57	600077.SH	宋都股份	38	6
58	002305.SZ	南国置业	272	72
59	000667.SZ	美好置业	46	25
60	600162.SH	香江控股	52	9
61	600665.SH	天地源	77	31
62	600639.SH	浦东金桥	77	38
63	600393.SH	粤泰股份	0	0
64	600895.SH	张江高科	171	148
65	000718.SZ	苏宁环球	57	21
66	000918.SZ	嘉凯城	0	0
67	000560.SZ	我爱我家	32	10

68	600684.SH	珠江实业	75	2
69	600604.SH	市北高新	70	32
70	600533.SH	栖霞建设	79	29
71	000797.SZ	中国武夷	186	117
72	600848.SH	上海临港	138	99
73	002147.SZ	ST 新光	0	0
74	600658.SH	电子城	18	2
75	600225.SH	天津松江	0	0
76	000006.SZ	深振业 A	33	12
77	000056.SZ	皇庭国际	0	0
78	000043.SZ	中航善达	90	11
79	002285.SZ	世联行	0	0
80	000863.SZ	三湘印象	51	20
81	600246.SH	万通地产	24	5
82	002208.SZ	合肥城建	0	0
83	000631.SZ	顺发恒业	18	0
84	600638.SH	新黄浦	27	9
85	000838.SZ	财信发展	0	0
86	000615.SZ	京汉股份	0	0
87	600240.SH	*ST 华业	31	4
88	600773.SH	西藏城投	70	19
89	002133.SZ	广宇集团	12	6
90	600007.SH	中国国贸	22	0
91	000036.SZ	华联控股	0	0
92	600716.SH	凤凰股份	7	3
93	000965.SZ	天保基建	12	9
94	600641.SH	万业企业	37	20
95	600724.SH	宁波富达	104	29
96	002016.SZ	世荣兆业	0	0
97	600503.SH	华丽家族	0	0
98	600807.SH	ST 天业	0	0
99	600052.SH	浙江广厦	0	0
100	000897.SZ	*ST 津滨	30	9

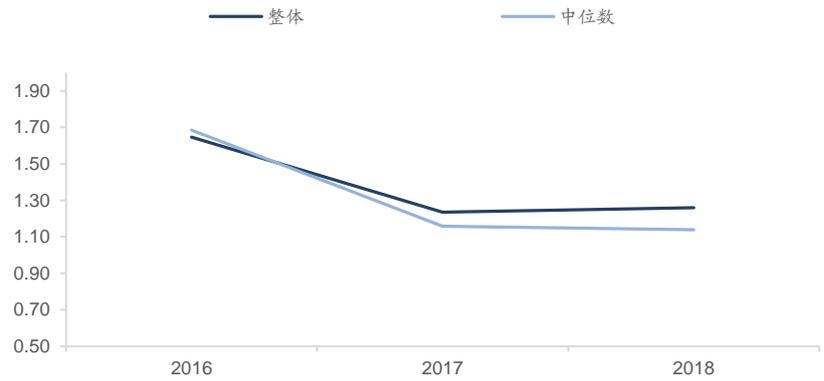
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理(上述品种仅作列示, 不做推荐)

短期偿债能力——龙头房企短期偿债能力总体较好

我们选取了 100 家上市房企, 其中包括 SW 地产板块中的 90 家房企及销售规模位居 Top20 的 10 家港股上市房企, 作为样本分析上市房企的偿债能力; 同时依据公司截至 2018 年末的资产总规模将房企分为 Top10、Top11-30、Top31-50、Top51-100 四大类进行比较

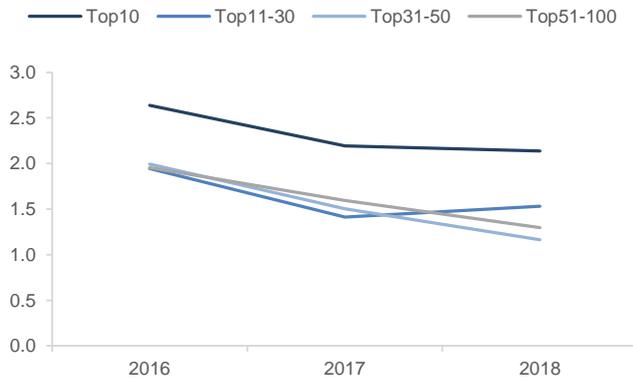
整体来看, 2018 年末样本上市房企的短期偿债能力保障倍数较 2017 年基本持平, 中位数小幅下滑。Top10、Top11-30、Top31-50、Top51-100 房企短期偿债能力保障倍数中位数分别为 2.1、1.2、1.1、1.0; 其中 Top10、Top11-30 房企中位数分别较 2017 年末小幅下降 0.1、0.2, Top31-50、Top51-100 房企中位数较 2017 年末基本持平。房企短期偿债能力分化明显, 部分房企短期偿债能力优秀, 截至 2018 年末, 金地集团、龙湖集团、旭辉控股集团、华润置地、中国海外发展短期偿债能力保障倍数分别高达 4.0、3.9、3.3、3.2、3.2。

图 17: 100 家样本房企短期偿债能力情况



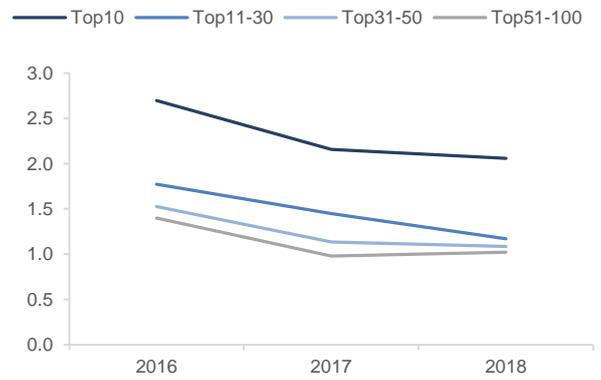
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 18: 短期偿债能力保障倍数均值



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 19: 短期偿债能力保障倍数中位数



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

表 5: 样本房企短期偿债能力一览 (按资产总额排序)

序号	证券代码	证券简称	短期偿债能力保障倍数		
			2016	2017	2018
1	3333.HK	中国恒大	1.5	0.8	0.6
2	2007.HK	碧桂园	2.1	2.2	1.8
3	000002.SZ	万科 A	2.0	2.8	2.4
4	600606.SH	绿地控股	0.7	0.8	0.9
5	600048.SH	保利地产	3.6	2.3	2.3
6	1918.HK	融创中国	2.1	1.2	1.3
7	1109.HK	华润置地	3.9	2.1	3.2
8	0688.HK	中国海外发展	3.9	3.4	3.2
9	0960.HK	龙湖集团	3.3	4.8	3.9
10	001979.SZ	招商蛇口	3.4	1.5	1.8
11	600340.SH	华夏幸福	2.6	2.6	1.9
12	0813.HK	世茂房地产	1.3	1.8	1.6
13	601155.SH	新城控股	1.8	1.7	3.5
14	000069.SZ	华侨城 A	1.0	1.9	1.3
15	600376.SH	首开股份	1.4	1.0	0.9
16	3900.HK	绿城中国	2.5	2.0	2.8
17	600383.SH	金地集团	2.7	2.0	4.0
18	000671.SZ	阳光城	1.0	0.7	0.8

19	000732.SZ	泰禾集团	0.6	0.4	0.3
20	0884.HK	旭辉控股集团	4.6	2.5	3.3
21	000961.SZ	中南建设	1.2	1.1	1.1
22	000656.SZ	金科股份	2.6	1.0	1.1
23	002146.SZ	荣盛发展	1.2	1.1	1.1
24	000046.SZ	泛海控股	2.5	0.5	0.4
25	600325.SH	华发股份	1.4	0.6	0.5
26	600466.SH	蓝光发展	1.1	1.6	1.7
27	000402.SZ	金融街	3.7	1.8	1.2
28	6158.HK	正荣地产	1.7	0.9	1.2
29	600208.SH	新湖中宝	2.2	1.3	0.8
30	600266.SH	北京城建	1.8	1.7	1.0
31	600823.SH	世茂股份	4.0	2.7	2.5
32	000540.SZ	中天金融	1.8	0.9	0.4
33	600657.SH	信达地产	1.1	1.8	1.2
34	601588.SH	北辰实业	2.2	1.6	1.5
35	600515.SH	海航基础	1.5	1.2	1.2
36	000031.SZ	大悦城	1.8	0.8	1.9
37	002244.SZ	滨江集团	8.0	6.9	2.0
38	600239.SH	云南城投	0.4	0.4	0.2
39	600663.SH	陆家嘴	0.4	0.3	0.3
40	000537.SZ	广宇发展	0.3	1.1	1.0
41	600177.SH	雅戈尔	0.7	0.2	0.6
42	600708.SH	光明地产	0.6	0.8	0.7
43	600565.SH	迪马股份	1.2	1.6	1.7
44	600675.SH	中华企业	4.5	3.6	2.6
45	000620.SZ	新华联	1.5	1.1	0.6
46	600743.SH	华远地产	1.2	2.3	1.1
47	600223.SH	鲁商发展	2.8	0.6	1.0
48	600094.SH	大名城	0.6	0.3	0.3
49	000926.SZ	福星股份	3.0	1.2	0.5
50	000042.SZ	中洲控股	2.1	0.9	1.9
51	600748.SH	上实发展	2.4	2.6	1.2
52	600736.SH	苏州高新	0.3	0.9	1.9
53	600683.SH	京投发展	0.5	0.2	0.9
54	000090.SZ	天健集团	0.9	1.0	1.0
55	600322.SH	天房发展	1.3	0.5	0.2
56	002314.SZ	南山控股	3.0	3.3	1.2
57	600648.SH	外高桥	0.4	0.3	0.3
58	600185.SH	格力地产	1.2	0.7	1.1
59	600510.SH	黑牡丹	1.3	1.4	0.8
60	600064.SH	南京高科	0.4	0.3	0.9
61	600067.SH	冠城大通	3.7	2.4	1.8
62	000517.SZ	荣安地产	3.2	1.7	1.2
63	600077.SH	宋都股份	2.1	0.9	2.6
64	002305.SZ	南国置业	1.6	0.6	1.7
65	000667.SZ	美好置业	3.5	0.7	1.6
66	600162.SH	香江控股	1.7	3.3	0.6
67	600665.SH	天地源	1.8	0.9	0.6
68	600639.SH	浦东金桥	0.7	0.6	0.7
69	600393.SH	粤泰股份	0.2	0.1	0.1
70	600895.SH	张江高科	1.1	0.6	3.1
71	000718.SZ	苏宁环球	3.6	1.5	4.1
72	000918.SZ	嘉凯城	0.3	0.2	0.1
73	000560.SZ	我爱我家	3.1	3.3	1.0
74	600684.SH	珠江实业	1.7	5.2	0.8
75	600604.SH	市北高新	1.5	0.9	1.8
76	600533.SH	栖霞建设	0.5	0.6	1.5
77	000797.SZ	中国武夷	1.1	2.1	0.8
78	600848.SH	上海临港	1.2	1.8	2.0
79	600225.SH	天津松江	0.9	0.3	0.2
80	000006.SZ	深振业 A	4.0	1.1	2.7

81	000056.SZ	皇庭国际	7.5	0.5	0.2
82	000043.SZ	中航善达	0.6	0.8	3.1
83	002285.SZ	世联行	6.8	1.0	1.0
84	000863.SZ	三湘印象	2.8	0.4	0.4
85	002208.SZ	合肥城建	2.0	1.3	1.2
86	000838.SZ	财信发展	3.8	0.4	1.2
87	000615.SZ	京汉股份	2.1	2.9	1.3
88	600773.SH	西藏城投	0.6	2.6	0.8
89	600007.SH	中国国贸	0.8	2.4	1.1
90	600724.SH	宁波富达	0.8	1.6	1.2
91	600791.SH	京能置业	3.2	4.0	0.4
92	002377.SZ	国创高新	2.0	2.2	2.3
93	000608.SZ	阳光股份	1.3	3.9	0.2
94	000809.SZ	铁岭新城	0.1	0.2	0.0
95	600568.SH	中珠医疗	9.0	9.1	8.0
96	000679.SZ	大连友谊	0.5	0.6	0.3
97	600082.SH	海泰发展	0.3	0.5	0.5
98	000573.SZ	粤宏远 A	1.9	3.3	2.6
99	000909.SZ	数源科技	1.9	1.4	0.2
100	600463.SH	空港股份	0.4	0.6	0.4

资料来源: wind、国信证券经济研究所整理 (上述品种仅作列示, 不做推荐)

长期偿债能力——整体负债水平下降，房企间分化明显

整体来看，2018 年末样本上市房企的负债水平较 2017 年末有所下降。从剔除预收账款的资产负债率和净负债率综合观察，样本中龙头房企及 Top50-100 的房企负债水平相对较低，中型房企负债水平相对较高。

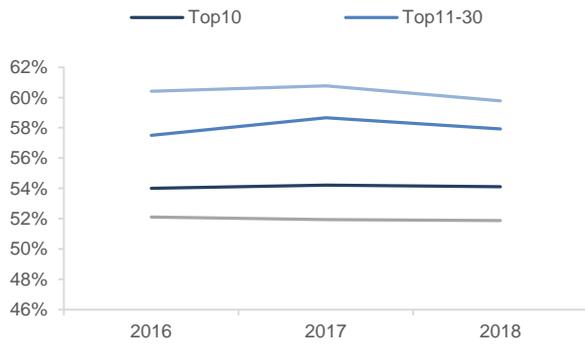
截至 2018 年末，样本整体剔除预收账款的资产负债率为 57%，较 2017 年末下降 1 个百分点；剔除预收账款的资产负债率的中位数为 54%，较 2017 年末下降 2 个百分点。截至 2018 年末，Top10、Top11-30、Top31-50、Top51-100 房企剔除预收账款的资产负债率中位数分别为 53%、60%、59%、51%；其中 Top10、Top11-30 房企剔除预收账款的资产负债率较 2017 年末均小幅提升 1 个百分点，Top31-50 房企剔除预收账款的资产负债率较 2017 年末下降 4 个百分点，Top51-100 房企剔除预收账款的资产负债率较 2017 年末基本持平。

图 20: 100 家样本房企剔除预收账款的资产负债率



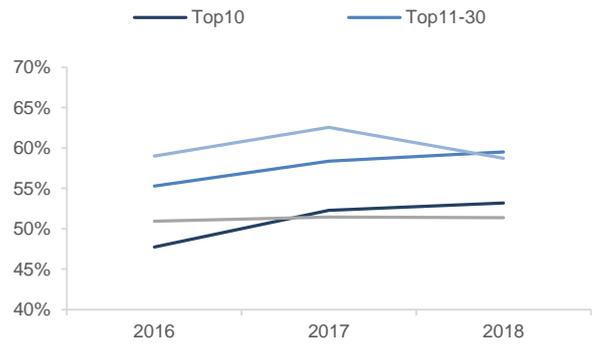
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 21: 剔除预收账款的资产负债率均值



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 22: 剔除预收账款的资产负债率中位数



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

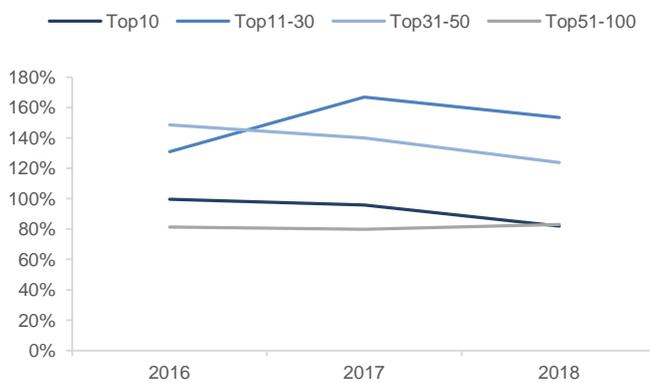
截至 2018 年末, 样本整体净负债率为 93%, 较 2017 年末下降 6 个百分点; 净负债率的中位数为 79%, 较 2017 年末下降 14 个百分点。截至 2018 年末, Top10、Top11-30、Top31-50、Top51-100 房企净负债率中位数分别为 54%、152%、110%、61%; 其中 Top10、Top31-50 房企净负债率较 2017 年末分别下降 4 个、19 个百分点, Top11-30、TOP51-100 房企净负债率较 2017 年末分别下降 16 个、9 个百分点。

图 23: 100 家样本房企净负债率



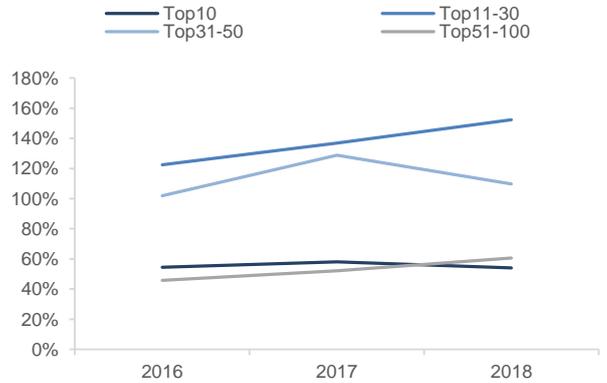
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 24: 净负债率均值



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 25: 净负债率中位数



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

表 6: 样本房企剔除预收账款的资产负债率及净负债率一览 (按资产总额排序)

序号	证券代码	证券名称	剔除预收款的资产负债率			净负债率		
			2016	2017	2018	2016	2017	2018
1	3333.HK	中国恒大	71%	71%	74%	290%	184%	152%
2	2007.HK	碧桂园	54%	56%	55%	57%	55%	55%
3	000002.SZ	万科 A	47%	49%	52%	26%	9%	25%
4	600606.SH	绿地控股	66%	61%	57%	295%	211%	175%
5	600048.SH	保利地产	42%	45%	43%	55%	89%	83%
6	1918.HK	融创中国	76%	69%	62%	169%	239%	162%
7	1109.HK	华润置地	43%	45%	43%	24%	36%	35%
8	0688.HK	中国海外发展	46%	46%	47%	7%	27%	33%
9	0960.HK	龙湖集团	47%	45%	50%	54%	48%	53%
10	001979.SZ	招商蛇口	48%	56%	60%	18%	61%	48%
11	600340.SH	华夏幸福	44%	46%	53%	64%	55%	193%
12	0813.HK	世茂房地产	54%	57%	60%	53%	59%	59%
13	601155.SH	新城控股	55%	58%	49%	52%	63%	36%
14	000069.SZ	华侨城 A	57%	56%	59%	55%	53%	84%
15	600376.SH	首开股份	57%	59%	60%	176%	212%	189%
16	3900.HK	绿城中国	54%	52%	55%	68%	57%	69%
17	600383.SH	金地集团	48%	44%	51%	28%	44%	48%
18	000671.SZ	阳光城	69%	67%	61%	257%	290%	207%
19	000732.SZ	泰禾集团	70%	77%	72%	298%	473%	385%
20	0884.HK	旭辉控股集团	63%	61%	61%	51%	57%	73%
21	000961.SZ	中南建设	52%	51%	45%	181%	233%	192%
22	000656.SZ	金科股份	55%	59%	51%	135%	236%	143%
23	002146.SZ	荣盛发展	53%	50%	46%	125%	124%	88%
24	000046.SZ	泛海控股	83%	85%	83%	282%	337%	335%
25	600325.SH	华发股份	58%	63%	61%	184%	263%	238%
26	600466.SH	蓝光发展	53%	47%	48%	129%	120%	120%
27	000402.SZ	金融街	56%	65%	68%	119%	151%	184%
28	6158.HK	正荣地产	52%	52%	49%	193%	234%	83%
29	600208.SH	新湖中宝	61%	61%	64%	112%	145%	180%
30	600266.SH	北京城建	54%	64%	64%	55%	129%	162%
31	600823.SH	世茂股份	55%	57%	54%	10%	23%	19%
32	000540.SZ	中天金融	69%	75%	72%	177%	188%	154%
33	600657.SH	信达地产	68%	67%	79%	311%	213%	79%
34	601588.SH	北辰实业	50%	52%	49%	92%	114%	72%
35	600515.SH	海航基础	53%	51%	53%	44%	26%	20%
36	000031.SZ	大悦城	59%	59%	60%	94%	139%	171%
37	002244.SZ	滨江集团	28%	30%	49%	-11%	-4%	89%
38	600239.SH	云南城投	84%	85%	86%	513%	467%	485%
39	600663.SH	陆家嘴	68%	72%	63%	117%	124%	106%
40	000537.SZ	广宇发展	59%	41%	42%	249%	142%	134%
41	600177.SH	雅戈尔	57%	53%	49%	100%	101%	76%
42	600708.SH	光明地产	64%	65%	67%	155%	133%	215%
43	600565.SH	迪马股份	56%	58%	41%	79%	96%	27%
44	600675.SH	中华企业	62%	57%	53%	66%	-32%	-14%
45	000620.SZ	新华联	75%	69%	70%	235%	210%	188%
46	600743.SH	华远地产	56%	68%	68%	93%	117%	143%
47	600223.SH	鲁商发展	72%	66%	63%	296%	288%	200%
48	600094.SH	大名城	69%	65%	57%	175%	165%	114%
49	000926.SZ	福星股份	55%	64%	62%	73%	116%	124%
50	000042.SZ	中洲控股	49%	61%	57%	104%	170%	74%
51	600748.SH	上实发展	53%	49%	48%	36%	40%	66%
52	600736.SH	苏州高新	65%	47%	44%	124%	49%	61%
53	600683.SH	京投发展	60%	69%	79%	344%	360%	383%
54	000090.SZ	天健集团	62%	64%	61%	63%	99%	92%
55	600322.SH	天房发展	67%	62%	53%	314%	308%	233%
56	002314.SZ	南山控股	27%	37%	52%	-21%	10%	32%
57	600648.SH	外高桥	65%	62%	59%	96%	99%	75%

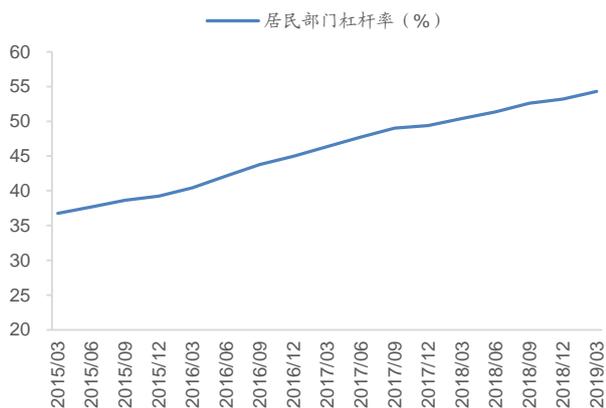
58	600185.SH	格力地产	64%	70%	71%	94%	148%	172%
59	600510.SH	黑牡丹	56%	52%	47%	46%	60%	53%
60	600064.SH	南京高科	38%	42%	47%	22%	23%	4%
61	600067.SH	冠城大通	45%	43%	54%	7%	26%	47%
62	000517.SZ	荣安地产	35%	34%	39%	33%	55%	67%
63	600077.SH	宋都股份	42%	47%	41%	25%	91%	9%
64	002305.SZ	南国置业	67%	57%	51%	155%	158%	128%
65	000667.SZ	美好置业	49%	47%	37%	22%	45%	37%
66	600162.SH	香江控股	49%	43%	61%	-4%	-23%	84%
67	600665.SH	天地源	66%	64%	61%	246%	261%	240%
68	600639.SH	浦东金桥	48%	48%	51%	38%	39%	46%
69	600393.SH	粤泰股份	57%	63%	63%	111%	130%	124%
70	600895.SH	张江高科	54%	54%	54%	63%	62%	42%
71	000718.SZ	苏宁环球	33%	32%	28%	-3%	-5%	-8%
72	000918.SZ	嘉凯城	82%	72%	80%	280%	152%	169%
73	000560.SZ	我爱我家	41%	50%	45%	13%	-1%	3%
74	600684.SH	珠江实业	62%	70%	75%	91%	116%	198%
75	600604.SH	市北高新	46%	51%	55%	24%	42%	78%
76	600533.SH	栖霞建设	64%	70%	64%	142%	170%	148%
77	000797.SZ	中国武夷	58%	53%	53%	101%	25%	61%
78	600848.SH	上海临港	47%	38%	45%	29%	4%	30%
79	600225.SH	天津松江	84%	77%	85%	484%	385%	440%
80	000006.SZ	深振业 A	48%	46%	38%	25%	12%	-9%
81	000056.SZ	皇庭国际	48%	59%	56%	45%	93%	85%
82	000043.SZ	中航善达	67%	63%	61%	170%	102%	54%
83	002285.SZ	世联行	44%	59%	58%	-65%	-1%	3%
84	000863.SZ	三湘印象	44%	50%	46%	45%	78%	79%
85	002208.SZ	合肥城建	43%	46%	32%	76%	57%	32%
86	000838.SZ	财信发展	51%	53%	51%	60%	124%	93%
87	000615.SZ	京汉股份	46%	54%	45%	-5%	19%	24%
88	600773.SH	西藏城投	68%	62%	65%	130%	104%	161%
89	600007.SH	中国国贸	45%	44%	36%	42%	34%	31%
90	600724.SH	宁波富达	71%	66%	62%	122%	127%	89%
91	600791.SH	京能置业	51%	36%	37%	41%	39%	34%
92	002377.SZ	国创高新	40%	23%	20%	13%	-12%	-11%
93	000608.SZ	阳光股份	60%	48%	42%	100%	37%	47%
94	000809.SZ	铁岭新城	53%	48%	45%	89%	72%	68%
95	600568.SH	中珠医疗	11%	13%	22%	-24%	-23%	-18%
96	000679.SZ	大连友谊	69%	73%	79%	113%	102%	129%
97	600082.SH	海泰发展	51%	53%	49%	67%	38%	28%
98	000573.SZ	粤宏远 A	25%	38%	43%	-13%	10%	6%
99	000909.SZ	数源科技	40%	58%	61%	19%	31%	83%
100	600463.SH	空港股份	44%	40%	42%	40%	18%	30%

资料来源: wind、国信证券经济研究所整理 (上述品种仅作列示, 不做推荐)

下半年展望

2019年以来,居民新增中长期贷款累计同比增速回归正值,并于2月-5月间由0.71%迅速提升至11.18%,而与此同时社会消费品零售总额同比增速下滑至8%左右的水平;在固定资产投资增速走低的同时房地产投资增速维持在较高水;截至2019年1季度,房地产贷款占总贷款余额的比例持续提升至28.5%;非金融性公司新增短期贷款增速走高的同时非金融性公司新增中长期贷款仍处于负增长区间;信贷结构进一步优化的必要性和迫切性受到关注。

图 26: 居民杠杆率持续提升



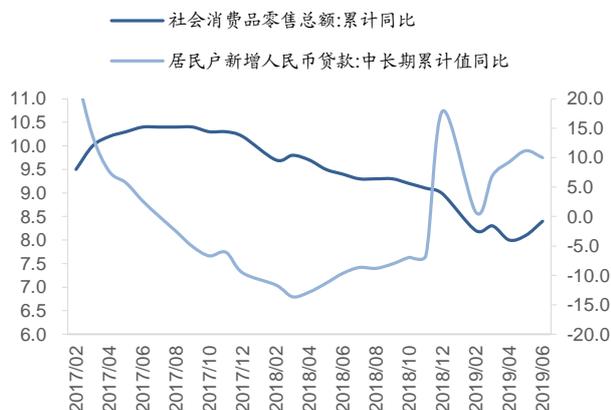
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 27: 房地产贷款占总贷款余额的比例持续提升



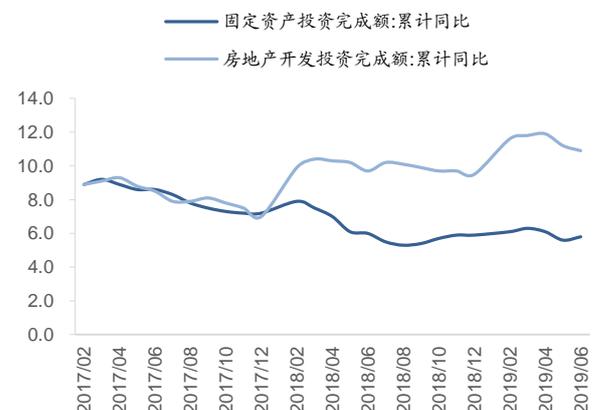
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 28: 社零、居民中长期贷款累计同比



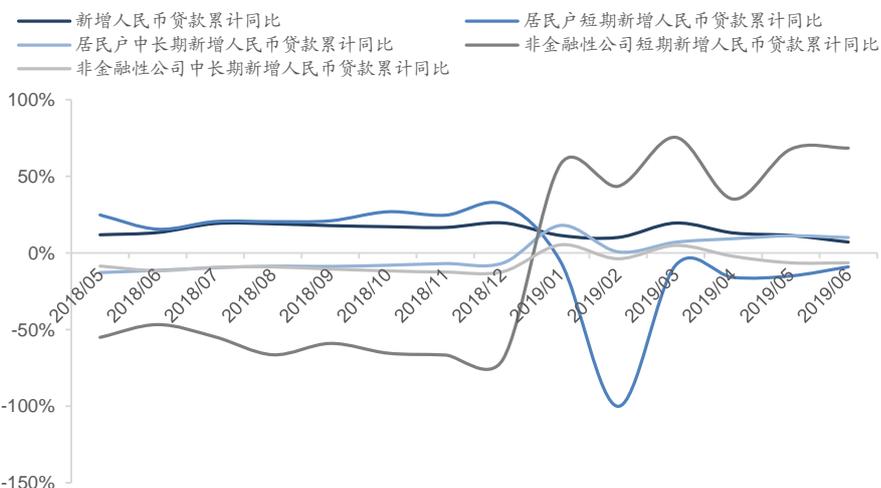
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 29: 固定资产投资及房地产投资累计同比



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 30: 金融机构累计新增信贷情况



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

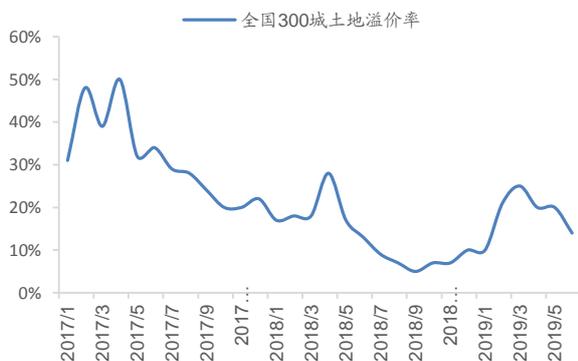
在 7 月中央政治局会议精神指引下，接下来继续推进信贷结构调整，尤其是信

托业务结构的优化仍将是房地产融资领域的监管工作重点——

1. 6月15日,银保监会主席郭树清表示“我国一些城市的住户部门杠杆率急速攀升,相当大比例的居民家庭负债率达到难以持续的水平。房地产业过度融资,不仅挤占其他产业信贷资源,也容易助长房地产的投资投机行为”。
2. 7月31日,人民银行在银行业金融机构信贷结构调整优化座谈会上表示“房地产行业占用信贷资源依然较多,对小微企业、先进制造业、科技创新企业、现代服务业、乡村振兴、精准扶贫等领域支持力度仍有待加强”,同时强调当前和今后一段时期银行信贷结构调整优化重点在于:
 - 1) 提高制造业中长期贷款和信用贷款占比;
 - 2) 继续做好小微企业金融服务;
 - 3) 坚持“房子是用来住的,不是用来炒的”定位,认真落实房地产市场平稳健康发展的长效机制;加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示,合理管控企业有息负债规模和资产负债率;
 - 4) 加大对现代服务业、乡村振兴、金融扶贫等国民经济重点领域和薄弱环节的信贷支持。
3. 据《证券日报》8月7日报道,银保监会日前向各银保监局信托监管处室(辽宁、广西、海南、宁夏除外)下发《中国银保监会信托部关于进一步做好下半年信托监管工作的通知》表示:
 - 1) 坚持去通道目标不变,力度不减;
 - 2) 加强房地产信托合规管理和风险控制;按月监测房地产信托业务变化情况,及时采取监管约谈、现场检查,暂停部分或全部业务、撤销高管任职资格等多种措施,坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头;
 - 3) 推动优化信托机构业务结构。

短期来看,考虑到房地产投资增速仍较高、土地溢价率不低、商品房销售增速仍在可控范围内等多项因素,2019年3季度房地产行业融资环境大概率仍将偏紧,4季度还有待观察。房企层面,随着房地产信托业务监管趋严,房企前端融资受限;在这种情况下,部分债务结构中银行贷款占比较高的龙头及优势房企相对会比较从容,受影响也相对较小,例如华润置地、保利地产银行贷款占有息负债的比例(截至2018年末)分别高达74%、71%。

图 31: 全国 300 城土地溢价率



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 32: 商品房销售面积同比增速



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

表 7: 部分房企融资结构 (截至 2018 年末)

	银行贷款	债券融资	其他借款
华润置地	74%	24%	2%
保利地产	71%	15%	14%
金科股份	68%	18%	14%
旭辉控股集团	64%	36%	0%
龙湖集团	64%	29%	7%
万科	53%	27%	20%
绿城中国	52%	39%	9%
中南建设	52%	19%	29%
荣盛发展	51%	11%	37%
金地集团	46%	54%	0%
中国恒大	38%	20%	42%
华夏幸福	35%	45%	20%
阳光城	29%	19%	53%
泰禾集团	18%	21%	61%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理 (上述品种仅作列示, 不做推荐)

风险提示

若经济失速或房地产行业降温超出市场预期, 而政策又迟迟不转暖。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032