

需求侧按揭投放有韧性，供给侧流动性短期无虞

——光大房地产行业流动性跟踪报告（2019年9月）

行业动态

◆短期按揭需求韧性较强，信贷收缩集中在供给端，Q4回款或有所承压

9月新增居民中长贷同比增速反弹11.9pc至14.7%，推测部分原因系：1)短期房企以价换量，销售数据靓丽，按揭需求韧性较强；2)或有部分LPR新政执行前房贷集中投放因素。

我们认为，2019年来单月新增居民中长贷规模基本稳定在4600亿元左右（月度间差距较小），前三季度新增个人住房贷款占比平稳（维持在20%-24%），而新增开发贷占比下降（从年初的16%下降至7%），反映了当前按揭投放需求韧性较强，行业信贷收缩压力主要集中在供给端。

但值得注意的是，在优化配置银行信贷资源的调控导向下，我们预计Q4按揭投放难以维持目前增速，或将影响后续开发商回款质量。

◆LPR新政平稳过渡，房贷利率或延续小幅上行

根据融360数据，9月全国首套、二套房贷平均利率分别为5.51%、5.83%，分别环比上升4BP、5BP。9月35个样本城市中23个城市首套房贷利率环比上升，9个城市环比持平，3个城市环比下调。

9月末35个样本城市首套房贷平均利率均高于5年期LPR，故而10月8日新政执行后，大部分城市首套房贷利率主流定价水平上升幅度在2BP以内，未出现大幅上调。上海当前执行首套房贷利率不低于5年期LPR减点20BP，主要系新政前首套利率下限低于新规下限20BP。

我们认为，重点城市新政前后房贷利率变化较小，上海较为灵活的定价措施表明，换锚LPR本身并无较强的政策松紧导向。在房贷利率换锚的改革过程中体现出较明显的“因城施策”原则和省级自律机制，避免市场出现大幅波动，预计短期内房贷利率将继续保持6月以来温和平缓回升的趋势。

◆供给端流动性压力整体可控，房企信用分化明显

Wind数据显示，2019年9月房企境内外合计发债金额折合人民币（下同）667亿元，环比下降11%，同比下降31%，融资管控影响持续显现。2019年1-9月，房企境内外合计发债金额约8804亿元，同比增长19%，合计净融资额约3800亿元，对比Q4境内外到期金额约1500亿元。

整体来看，虽然银行开发贷增速和占比均出现回落，但得益于上半年相对积极的发债情况，以及近期较为充沛的销售回款，预计短期内行业整体流动性压力仍在可控范围内。

需要注意的是，申万房地产行业信用利差和超额利差走势显示房企信用能力加速分化，资本市场对资质较弱房企的担忧仍在不断加深。

◆投资建议：持续关注信用优质，品牌和产品有优势房企

当前房企以价换量抢收需求，楼市和地市均出现价格回落，行业整体平稳；短期按揭投放需求较强，全年额度受限或导致四季度回款放缓，行业资金面压力集中体现在供给侧；建议持续关注现金流边际安全，信用优质，品牌和产品有优势的房企，如万科A+H，保利地产、招商蛇口、金地集团、融创中国和中国金茂；同时随着全球流动性宽松和无风险利率缓步下行，建议关注在存量经营优势标的，如陆家嘴和华润置地。

◆风险分析

行业持续调控，整体销售增速下行超预期；前期需求透支或棚改依赖度较高的三四线楼市存回调压力；还款高峰来临，部分中小型房企信用风险抬升。

增持（维持）

分析师

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

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

联系人

黄帅斌
021-52523828
huangshuaibin@ebcn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

央地财政收入划分调整，按揭利率换锚平稳过渡——光大地产 A+H 样本库动态跟踪报告（2019年第40-41周，09.28-10.11）

.....2019-10-13

中央重申推进1亿人落户，多地政府出台安居政策——光大地产 A+H 样本库动态跟踪报告（2019年第39周，09.21-09.27）

.....2019-09-29

销售反弹依赖供给驱动，资金制约或集中供给侧——2019年1-8月房地产行业四维数据跟踪

.....2019-09-19

1、短期按揭需求韧性较强，信贷收缩集中在供给端，Q4 回款或有所承压

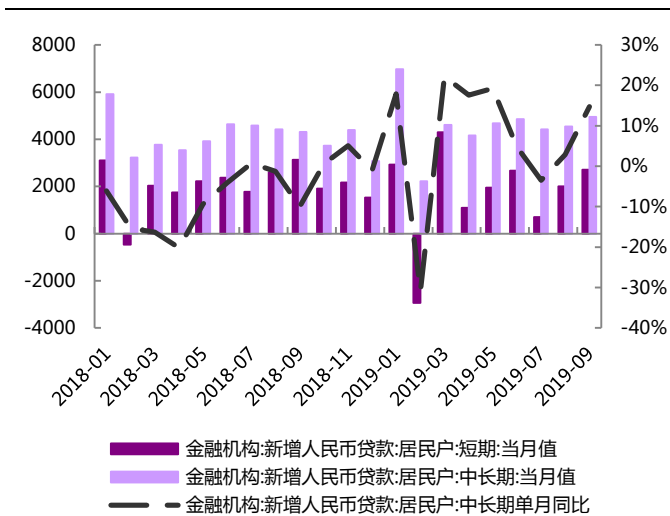
➤ 9月新增居民中长贷同比增速反弹至14.7%

2019年9月，新增人民币贷款16900亿元，同比多增3100亿元，增速为22.5%；其中增量主要集中在企业部门（同比多增3341亿元，+49.3%），居民部门增长同比基本持平（同比多增6亿元，+0.1%）。

具体拆分居民部门信贷数据，9月新增居民短贷2707亿元，同比少增427亿元（-13.6%），推测部分原因系近期严查信用卡资金违规流入楼市。9月新增居民中长贷4943亿元，同比多增634亿元，单月同比增速为+14.7%反弹明显，对比6-8月单月同比分别为+4.8%、-3.5%、+2.8%。我们推测9月新增居民中长贷同比反弹较明显主要来自于：1）短期房企以价换量，销售数据靓丽，按揭投放需求韧性较强；2）或有部分LPR新政执行前房贷集中投放因素。

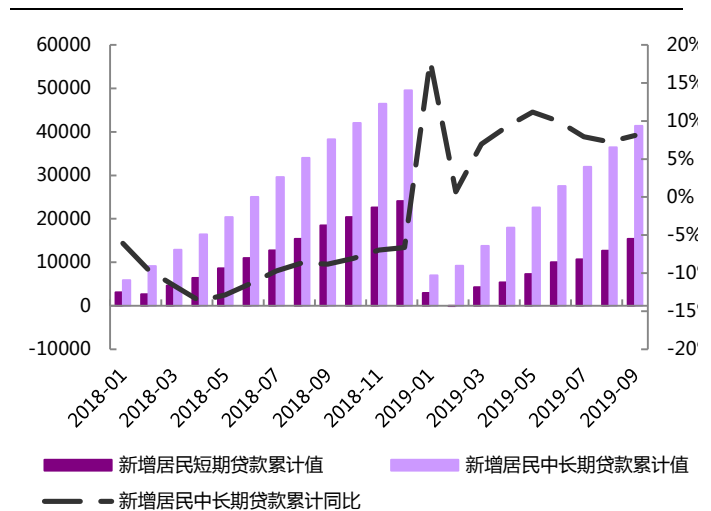
2019年1-9月新增居民中长贷41400亿元，同比+8.1%，对比2018年全年水平为-6.6%，增速继续维持较高水平，新增居民中长贷占新增信贷的比重约30.4%，与2018年全年水平（30.6%）基本持平。

图1：居民新增短贷、中长贷单月值（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图2：居民新增短贷、中长贷累计值（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

截止2019Q3，房地产贷款余额43.3万亿，同比增长15.6%，增速较2018年末回落4.4pc；其中今年前三季度新增房地产贷款4.6万亿，占新增人民币贷款33.7%，较2018年全年水平下降6.2pc，反映了当前审慎管理房地产领域信贷资源分配的政策思路。

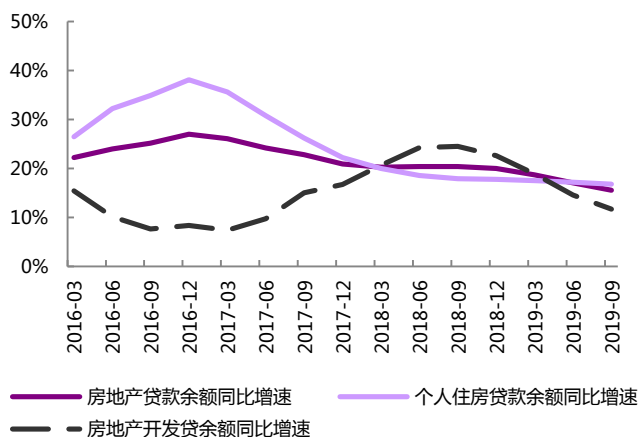
拆分具体投向来看，截止2019Q3，个人住房贷款余额约29万亿，同比增长16.8%，增速较2018年末回落1pc；其中前三季度新增个人住房贷款3.3万亿，占新增贷款的24.1%，与2018年全年基本持平。

截止 2019Q3, 房地产开发贷余额 11.2 万亿, 同比增长 11.7%, 增速较 2018 年末回落 11.8pc; 其中前三季度新增房地产开发贷 1 万亿元, 占新增贷款的 7.7%, 较 2018 年全年水平下降 3.9pc。

我们认为, 2019 年来单月新增居民中长贷规模基本稳定在 4600 亿元左右, 月度间差距较小, 前三季度新增个人住房贷款占比平稳(维持在 20%-24%), 而新增开发贷占比下降(从年初的 16% 下降至 7%), 反映了当前银行按揭投放需求韧性较强, 房地产行业信贷收缩压力主要集中在供给端。

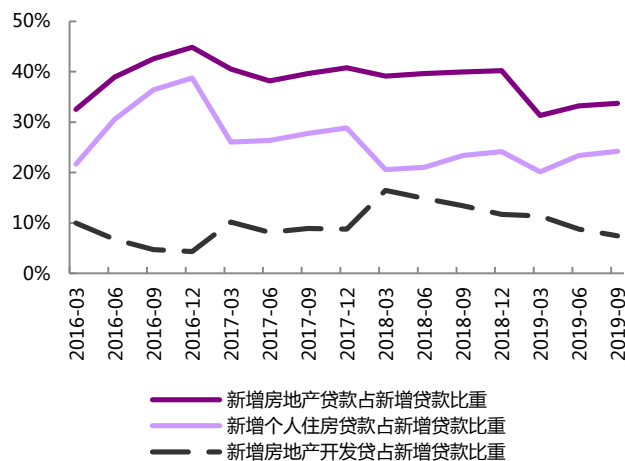
但值得注意的是, 在优化配置银行信贷资源的调控导向下, 我们认为 2019 年全年的按揭扩张幅度亦相对受限, 预计四季度按揭投放难以维持目前增速, 在房企积极推盘, 以价换量促销售的情况下, 购房者有可能出现排队等待按揭放款的情况, 或将影响后续开发商回款质量。

图 3: 房地产贷款、房地产开发贷、个人住房贷款余额同比增速



资料来源: 中国人民银行, Wind, 光大证券研究所整理

图 4: 新增房地产贷款、房地产开发贷、个人住房贷款占新增贷款比重



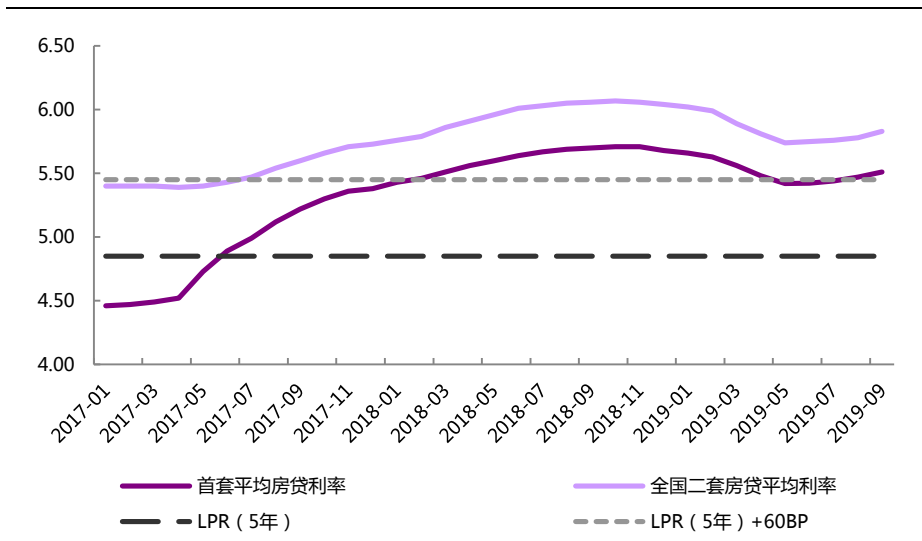
资料来源: 中国人民银行, Wind, 光大证券研究所整理

➤ 9 月全国房贷平均利率续升, 上海最低约为 4.88%

根据融 360 数据, 2019 年 9 月, 全国首套房贷平均利率 5.51%, 环比上升 4BP, 相当于 5 年期 LRP 加点 66 个 BP; 全国二套房贷平均利率 5.83%, 环比上升 5BP, 相对 5 年期 LRP 加点 98 个 BP。整体来看, 9 月全国房贷利率继续保持回升态势, 平均水平明显高于新规下限。

需要注意的是, 10 月 8 日房贷利率换锚, 正式以 LRP 为基准执行。融 360 统计的 9 月房贷利率中, 其监测的 35 个城市 533 家样本银行分(支)行, 有不到 1/10 的银行分支机构提前试行房贷 LRP 新基准。

图 5：全国首套、二套房贷平均利率及 5 年期 LPR 利率 (%)

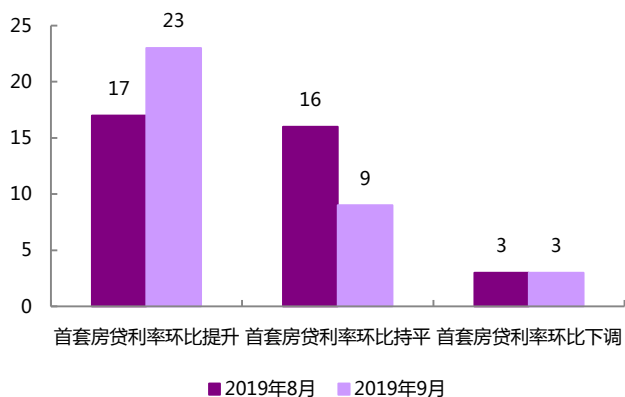


资料来源：Wind，融 360，光大证券研究所

根据融 360 数据，2019 年 9 月，23 个城市首套房贷利率上升，9 个城市环比持平，3 个城市环比下调；对比 8 月首套房贷利率上升、持平、下调的城市数量分别为 17、16、3 个。

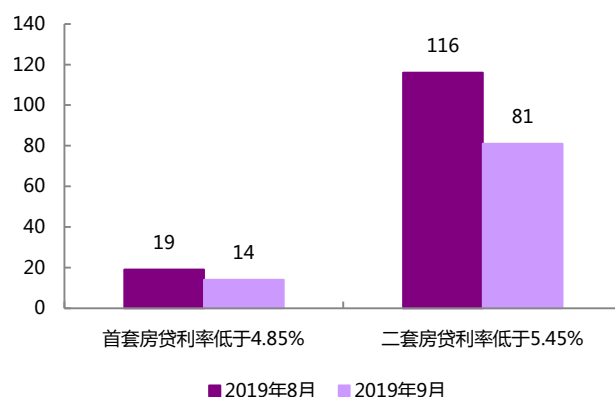
从银行的角度来看，截止 9 月末，533 家样本银行中首套房贷利率低于 4.85% 的减少至 14 家（8 月末为 19 家）；二套房贷利率低于 5.45% 的减少至 81 家（8 月末为 116 家）。

图 6：样本城市首套房贷利率变化情况（城市个数）



资料来源：融 360，光大证券研究所

图 7：样本银行中房贷利率低于下限情况（银行家数）



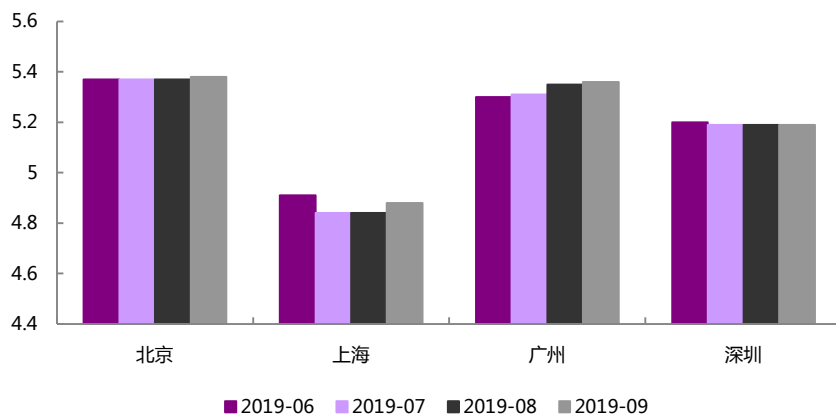
资料来源：融 360，光大证券研究所

具体到城市层面，一线城市中，北京、上海、广州、深圳首套房贷利率分别为 5.38%、4.88%、5.36%、5.19%，其中上海环比上升 4BP，北京、广州均环比上升 1BP，深圳环比持平。

2019 年 9 月首套房贷平均利率最低的城市仍是上海，约 4.88%，高于 5 年期 LPR 品种 3BP。其余监测城市首套房贷平均利率相对 5 年期 LPR 至少加点 30 个 BP。

2019年9月二套房贷平均利率最低的城市为天津，约5.44%，较8月+3BP，相对5年期LPR加点59个BP（低于下限1BP）。其余监测城市二套房贷平均利率均相对5年期LPR加点超过60个BP。

图8：一线城市首套房贷平均利率（%）



资料来源：融360，光大证券研究所

表1：2019年9月首套、二套房贷平均利率最低的十个城市

2019年9月首套房贷平均利率最低十个城市				2019年9月二套房贷平均利率最低十个城市			
城市	9月首套房贷平均利率	环比增加(BP)	相对5年期LPR加点(BP)	城市	9月二套房贷平均利率	环比增加(BP)	相对5年期LPR加点(BP)
上海	4.88%	4	3	天津	5.44%	3	59
厦门	5.15%	25	30	上海	5.48%	2	63
深圳	5.19%	0	34	深圳	5.48%	-1	63
天津	5.25%	14	40	珠海	5.57%	3	72
乌鲁木齐	5.28%	11	43	广州	5.63%	4	78
大连	5.33%	4	48	大连	5.63%	4	78
海口	5.34%	6	49	厦门	5.64%	25	79
珠海	5.34%	7	49	福州	5.64%	2	79
杭州	5.36%	2	51	杭州	5.65%	7	80
广州	5.36%	1	51	昆明	5.66%	-	81

资料来源：融360，光大证券研究所

注：昆明缺8月二套房贷平均利率数据。

➤ 房贷新政平稳过渡，利率或延续小幅上行

根据融360监测情况，10月8日房贷利率新政正式实施以来，北京、上海、深圳绝大多数银行已执行新政，广州已执行新政的银行不足一半。二线城市中，天津、青岛、厦门、石家庄、郑州、无锡、济南的绝大多数银行也已开始执行新的定价方式。

从执行前后的情况来看，大部分城市首套房贷利率主流定价水平并未发生明显变化，与执行前基本持平，上升幅度基本在2BP以内；此前二套房贷利率较低的城市出现小幅提升，如上海、深圳、天津环比提升6BP至5.45%（新规下限）。

中国证券报报道，从接近央行的人士处获悉，上海当前执行首套房贷利率不低于5年期LPR减点20BP（即4.65%），二套房贷利率不低于5年期LPR加点60BP（即5.45%）。相关消息人士解释，新政前上海首套房贷利率下限为基准利率95折（即4.655%），较新政下限存一定距离，如果按照新定价机制，相当于加点20BP，对市场影响较大，为保证市场平稳故沿用原利率水平。

我们认为，重点城市新政前后房贷利率变化较小，上海较为灵活的定价措施表明，换锚LPR为机制性改革，本身并无较强的政策松紧导向。在房贷利率换锚的改革过程中体现出较明显的“因城施策”原则和省级自律机制，避免市场出现大幅波动，预计短期内房贷利率将继续保持6月以来温和平缓回升的趋势。

表2：部分重点城市房贷新政执行情况

城市	购房类型	LPR新政主流水平	LPR新政最低水平	LPR加点下限 (BP)	新政前主流水平
北京	首套房	5.40%	5.40%	55	5.39%
	二套房	5.90%	5.90%	105	5.88%
上海	首套房	4.85%	4.65%	-20	4.655%
	二套房	5.45%	5.45%	60	5.39%
深圳	首套房	5.15%	5.15%	30	5.145%
	二套房	5.45%	5.45%	60	5.39%
广州	首套房	5.40%	5.15%	30	5.39%
	二套房	5.64%	5.45%	60	5.635%
天津	首套房	5.15%	4.90%	5	5.145%
	二套房	5.45%	5.45%	60	5.39%
青岛	首套房	5.635%	5.635%	78.5	5.635%
	二套房	5.88%	5.88%	103	5.88%
厦门	首套房	5.15%	5.15%	30	5.145%
	二套房	5.65%	5.65%	80	5.635%
石家庄	首套房	5.39%	5.39%	54	5.39%
	二套房	5.88%	5.88%	103	5.88%
郑州	首套房	6.13%	5.88%	103	6.125%
	二套房	6.37%	6.125%	127.5	6.37%
无锡	首套房	5.90%	5.88%	103	5.88%
	二套房	6.15%	6.125%	127	6.125%
济南	首套房	5.635%	5.39%	54	5.635%
	二套房	5.88%	5.64%	79	5.88%

资料来源：融360，光大证券研究所

2、供给端流动性压力整体可控，房企信用分化明显

整体来看，虽然银行开发贷增速和占比均出现回落，但得益于上半年相对积极的发债情况，以及近期较为充沛的销售回款，预计短期内行业整体流动性压力仍在可控范围内。

Wind 数据显示，2019 年 9 月房企境内外合计发债金额折合人民币（下同）667 亿元，环比下降 11%，同比下降 31%，融资管控影响持续显现。

2019 年 1-9 月，房企境内外合计发债 8804 亿元，同比增长 19%，合计净融资额约 3800 亿元，对比 Q4 境内外到期金额约 1500 亿元。

需要注意的是，申万房地产行业信用利差和超额利差走势（图 13、图 14）显示房企间信用能力加速分化，资本市场对资质较弱房企的担忧仍在不断加深。

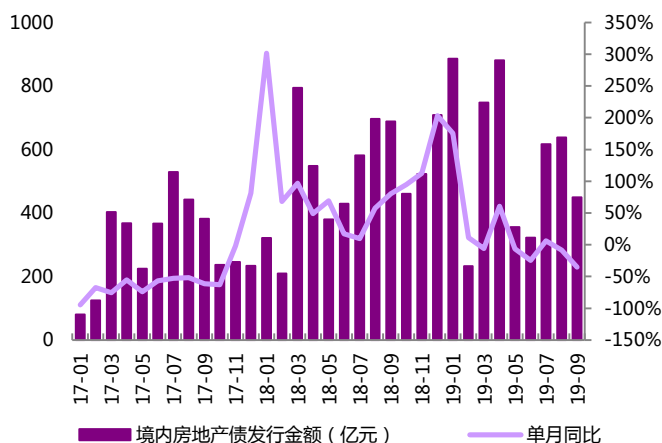
境内发债

Wind 数据显示，2019 年 9 月，房企境内发债金额 449 亿元，环比下降 30%，同比下降 35%。9 月房企境内债券净融资规模转负至-103 亿元，对比 7 月、8 月净融资规模分别为 105 亿元、117 亿元。

从季度来看，2019Q3 房企境内发债金额 1714 亿元，较 2019Q2 环比增加 10%，较 2018Q3 减少 13%。2019Q3 房企境内债券净融资规模约 129 亿元，对比 Q1、Q2 分别为 505 亿元、531 亿元，或反映了近期融资管控趋严叠加债务到期规模抬升，行业再融资压力有所提升。

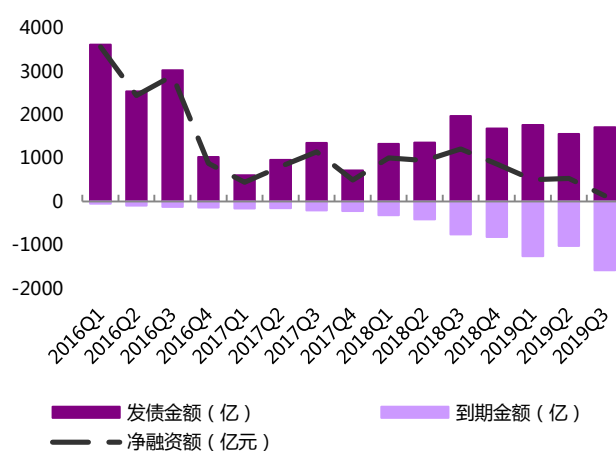
全年累计来看，2019 年 1-9 月，房企境内发债金额 5033 亿元，同比增长 9%，对比 2018 年全年增速为 87%。根据我们测算，2019 年 1-9 月房企境内净融资规模约 1165 亿元，超过 2019Q4 即将到期金额（1142 亿元）。

图 9：境内房企月度发债金额及同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 10：境内房企季度发债金额、到期金额、净融资额



资料来源：Wind，光大证券研究所测算

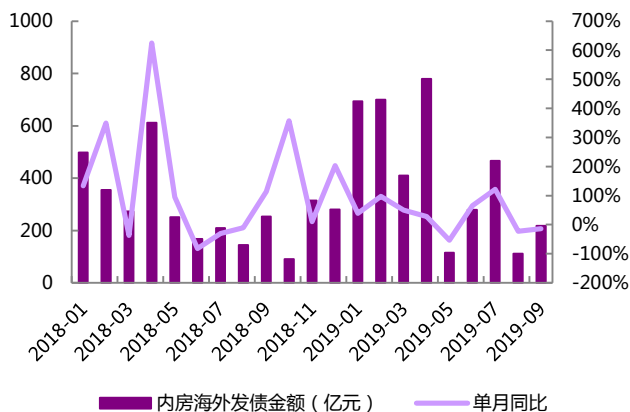
➤ 境外发债

海外融资方面，Wind 数据显示，2019 年 9 月，内房海外发债金额折合人民币（下同）约 218 亿元，环比增长 96%，同比下降 14%。根据我们测算，9 月内房海外债券净融资规模约 160 亿元，较 8 月净融资额（42 亿元）有所回升。

从季度来看，2019Q3 内房海外发债金额 794 亿元，同比环比下降 32%，同比增长 31%。根据我们测算，2019Q3 内房海外债券净融资额约 486 亿元，对比 2019Q1、2019Q2 分别为 1331 亿元、827 亿元。当前房企海外发债用途管控的影响已明显体现，但仍好于去年 Q3、Q4 水平。

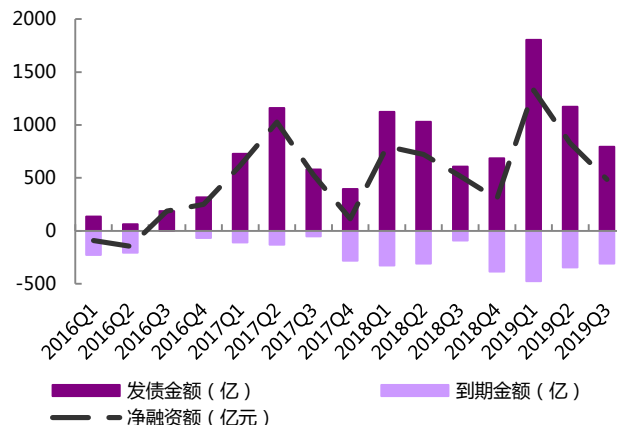
全年累计来看，2019 年 1-9 月内房海外发债金额 3771 亿元，同比增长 37%，内房海外债 1-9 月净融资额约 2643 亿元，大幅超过 2019Q4 到期金额（约 347 亿元）。

图 11：内房月度海外发债金额及同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所测算

图 12：内房季度海外发债金额、到期金额、净融资额



资料来源：Wind，光大证券研究所测算

➤ SW 房地产信用利差、超额利差

根据光大固收数据，截止 2019 年 10 月 12 日，SW 房地产 AAA、AA+、AA 级信用利差分别为 76BP、101BP、248BP，AAA 级信用利差保持低位平稳，AA+级信用利差继续下行，AA 级信用利差延续上行。AAA 级与 AA+级信用利差走势趋窄，与 AA 级信用利差走势分化加大。

截止 2019 年 10 月 12 日，SW 房地产 AAA、AA+、AA 级超额利差分别为 14BP、20BP、151BP，AAA 级与 AA+级超额利差保持低位平稳，AA 级超额利差继续上行。AA 级与其他两个级别超额利差走势分化加大。

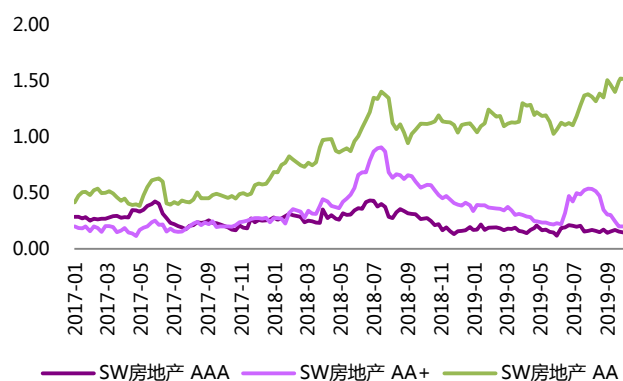
整体来看，房企间信用能力分化十分明显，市场对信用能力较弱的中小房企担忧不断加深。

图 13: SW 房地产三类评级信用利差



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 14: SW 房地产三类评级超额利差



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

3、投资建议

当前虽然宏观流动性整体宽松,但房地产行业融资似乎被“隔离在外”,房地产开发贷和境内债净融资均处于平缓下行过程中。

开发商以价换量抢收需求,楼市销量提升伴随着销售均价回落,土地溢价率也持续走低,行业整体平稳有序,价格因素趋弱,短期房地产调控加码概率不高。

我们认为短期内银行按揭投放需求韧性较强,行业资金面压力集中体现在供给侧,但不可忽视 2019 年全年的按揭扩张幅度受限导致的四季度回款放缓压力。

短期内,货量铺排充足,销售能力强,信用能力较强的头部房企现金流安全边际更为明显;中期内,具备非市场化拿地能力和较好品牌口碑,较高产品能力的房企盈利可持续性将逐步显现,后续房地产行业集中度将继续提升。

建议关注万科 A+H,保利地产、招商蛇口、金地集团、融创中国和中国金茂;同时随着全球流动性宽松和无风险利率缓步下行,我们建议关注在存量经营板块经营相对具备优势的标的,如陆家嘴和华润置地。

4、风险分析

行业持续调控,整体销售增速下行超预期;前期需求透支或棚改依赖度较高的三四线楼市存回调压力;还款高峰来临,部分中小型房企信用风险抬升。

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見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