

行业研究/专题研究

2019年12月15日

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

刘璐 执业证书编号: S0570519070001
研究员 liulu015507@htsc.com

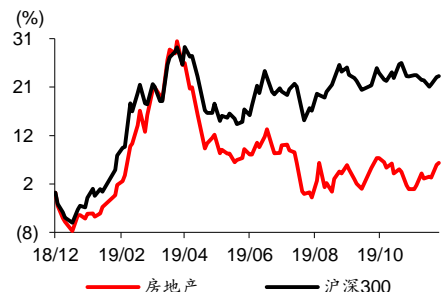
韩笑 执业证书编号: S0570518010002
研究员 01056793959
hanxiao012792@htsc.com

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

相关研究

- 1 《房地产: 平稳健康就是最好的小确幸》
2019.12
- 2 《绿地控股(600606 SH,买入): 低成本积极补货, 标杆项目稳步推进》2019.12
- 3 《房地产: 行业周报(第四十九周)》2019.12

一年内行业走势图



资料来源: Wind

融资表态有所变化, 关注逆周期调节空间

房地产融资专题报告

核心观点

12月以来央行和银保监会房地产融资表态有所改善, 首次将房地产融资纳入“逆周期调节”范畴, 不再突出强调防范、抑制房地产金融化。我们认为在土地市场和楼市热度回落、2020年房地产行业债务到期量进一步提升的背景下, 预计融资管控力度继续变严的可能性不大, 未来监管思路将更加精细化。2020年房地产债券到期量预计大幅提升, 需要紧密关注未来房地产融资市场进行逆周期调节的空间。

关注12月以来房地产融资表态变化

今年以来央行和银保监会多次针对房地产融资进行表态, 多次提到防范、抑制房地产金融化、泡沫化等。但12月以来表态有所变化: 1日央行行长易纲的文章首次将房地产融资纳入“逆周期调节”范畴; 13日银保监会会议没再提及防范、抑制房地产金融化, 取而代之的是对房地产融资的统计和监测。我们认为防范房地产金融风险的趋势不会改变, 但需要重视: 首先当前土地市场和楼市热度都有所回落, 其次2020年房地产行业债务到期量预计进一步提升, 我们预计融资管控力度继续变严的可能性不大, 未来监管思路预计会更加精细化, 保障稳杠杆平稳有序过渡。

2020Q3开始房地产境内债到期量较大

2015年1月证监会《公司债券发行与交易管理办法》出台之后, 房地产公司债迎来快速发展。其中大部分公司债期限是3+2或2+2, 意味着2020年有大规模房地产公司债到期。2020-2024年房地产境内债到期量分别为4316、6212、3764、2637、1999亿元, 2020年下半年开始进入偿债高峰, 连续6个季度到期量超过1200亿元, 期间峰值为2021Q1的1785亿元, 以及2021Q3的1796亿元。我们认为房地产行业今年以来融资管控的初衷在于防风险, 而随着当前土地和销售市场热度下滑, 2020年起保障重点房企能够平稳度过债券到期高峰, 就是房企融资逆周期调节的重要一环。

紧密关注未来房地产融资市场逆周期调节空间

5月以来, 房地产境内债融资出现明显收缩, 但11月略有改善, 发债规模环比回升51%, 同比下滑幅度较大也有去年同期高基数的因素, 净融资额一扫5月以来的低迷。分品种看: 交易所监管品种方面, 公司债、私募债受融资收紧影响相对较小, 证监会主管ABS有所收缩; 银行间协会监管品种方面, 受融资收紧影响相对较大, 短融中票出现明显缩量。房地产境外债受融资政策影响较小。房地产信托受融资政策影响较大, 余额受到管控, 且近期并没有好转迹象。房地产开发贷受到融资政策的一定影响, 但余额依然保持了合理的增长。

四季度边际改善进行时, 把握地产股配置良辰吉时

四季度以来宏观流动性、中央房地产表述、行业需求端政策均出现边际改善。龙头房企销售、拿地、融资集中度2019年全面提升, 头部优势正在进一步凸显, 同时今年以来公募基金地产股持仓比重连续三个季度下滑, 我们认为当前地产股的低估值、业绩增长稳定性以及较高的股息率都能构筑良好的配置机会。重点推荐: 1、融资渠道更为通畅、直接融资依赖度较低的房企: 万科A、金地集团等; 2、成长型房企: 中南建设、华发股份等; 3、存量资产核心品种: 大悦城、中航善达、新大正等。

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; 部分房企经营风险。

关注 12 月以来房地产融资表态变化

12月13日，银保监会党委书记、主席郭树清同志主持召开党委扩大会议，传达学习中央经济工作会议精神，研究部署贯彻落实措施。其中提出，坚决打赢防范化解金融风险攻坚战，牢牢守住不发生系统性风险底线。完善房地产融资统计和监测体系，严厉打击各类违规行为。

今年以来，央行和银保监会多次针对房地产融资进行表态，多次提到“防范”、“抑制”房地产金融化、泡沫化等，在11月26日人民银行南昌中心支行“深化金融改革、服务实体经济发展”座谈会上，郭树清主席也再次强调类似内容。但我们发现12月以来房地产融资相关表态有所变化：1、12月1日央行行长易纲在《求是》上发表《坚守币值稳定目标，实施稳健货币政策》的署名文章，其中提到“坚持‘房子是用来住的、不是用来炒的’的定位，按照因城施策原则，加强对房地产金融市场的宏观审慎管理，强化对房地产整体融资状况的监测，综合运用多种工具对房地产融资进行逆周期调节”，首次将“房地产融资”纳入“逆周期调节”范畴。2、12月13日银保监会会议没再提及“防范”、“抑制”房地产金融化等，取而代之的是对房地产融资的统计和监测，与易纲行长的发言一脉相承。

今年二季度以来房地产融资端管控直接原因是平抑土地市场热度，从而稳定市场预期；深层背景则是对房地产行业防风险和服务实体经济的思考（今年央行、银保监会对于房地产融资的表态都是建立在防范化解金融风险的范畴，而不是打压），目的在于防范房企和居民过度加杠杆带来的房地产泡沫化和系统性风险。我们认为12月以来监管层对房地产融资的表态变化值得关注，防范房地产金融风险的趋势不会改变，但是有几方面需要重视：首先当前土地市场和楼市热度都有所回落，其次2020年房地产行业债务到期量预计进一步提升（下文会展开），我们预计融资管控力度继续变严的可能性不大，未来监管思路预计会更加精细化，保障杠杆平稳有序过渡。

图表1：今年以来央行对于房地产的相关表述

时间	会议或文件	涉及房地产的内容
2月26日	2019年人民银行金融市场工作会议	加强房地产金融审慎管理，落实房地产市场平稳健康发展长效机制。
5月10日	2019年4月份金融数据统计媒体吹风会	2019年人民银行还将继续严格遵循“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，以及“稳地价、稳房价、稳预期”的目标，坚持房地产金融政策的连续性、稳定性。具体有四个方面的重点：第一是配合实施好房地产市场平稳健康发展的长效机制；第二按照“因城施策”的原则，落实好差别化住房信贷政策；第三是会同相关管理部门，继续做好房地产市场资金管理的相关工作；第四是完善相关制度，加大对住房租赁市场的金融支持和规范，促进形成“租售并举”的住房制度。
5月17日	《2019年第一季度中国货币政策执行报告》	经济增长对房地产和基建投资依赖较高，经济内生增长动力有待进一步增强。
7月29日	全国银行业金融机构信贷结构调整优化座谈会	要坚持“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。保持房地产金融政策连续性稳定性。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。要求各类银行要转变传统信贷路径依赖，合理控制房地产贷款投放，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。
8月2日	2019年下半年工作电视会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，按照“因城施策”的基本原则，持续加强房地产市场资金管控。
8月9日	《2019年第二季度中国货币政策执行报告》	按照“因城施策”的基本原则，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。
8月20日	降低实际利率水平有关政策吹风会	对于房地产市场，要坚决贯彻落实7月30日中央政治局会议的要求，坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段，确保差别化住房信贷政策有效实施，保持个人住房贷款利率基本稳定。房贷利率由参考基准利率变为参考LPR，但最后出来的贷款利率水平要保持基本稳定。一是定位，“房住不炒”的目标定位不能偏离。二是避免把房地产工具化，不把它当做刺激经济的一个手段，不把它工具化的政策要求不能违背。金融工作怎么样落实这样的定位和要求，就得做到房贷的增量不扩张、房贷的利率不下降。这次“利率并轨”改革，房贷的利率由基准利率变为参考LPR，参考的基准变了，但利率水平不能下降。
11月16日	《2019年第三季度中国货币政策执行报告》	按照“因城施策”的基本原则，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。
11月25日	《中国金融稳定报告2019》	继续严格遵循“房子是用来住的，不是用来炒的”政策定位，完善“因城施策”差别化住房信贷政策，抑制投机性购房。同时，加大对住房租赁市场的金融支持和规范，促进形成“租售并举”的住房制度。
12月1日	易纲《坚守币值稳定目标，实施稳健货币政策》	坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，按照因城施策原则，加强对房地产金融市场的宏观审慎管理，强化对房地产整体融资状况的监测，综合运用多种工具对房地产融资进行逆周期调节。
12月15日	人民银行党委会议	坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，统筹做好房地产金融调控。

资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

图表2：今年以来银保监会主席郭树清公开发言中涉及房地产的内容

时间	发言场合	涉及房地产的内容
3月5日	十三届全国人大二次会议记者采访	下一阶段房地产金融政策总方针不会变，结构性去杠杆的目标是把企业的杠杆率明显降下来，同时要把居民家庭的杠杆率稳住。
5月25日	清华五道口“金融供给侧改革与开放”全球金融论坛	对于我们这样一个发展中大国来说，防控好金融风险特别重要。要特别警惕境外资金的大进大出和“热钱”炒作，坚决避免出现房地产和金融资产的过度泡沫。
6月13日	第十一届陆家嘴论坛开幕致辞	必须正视一些地方房地产金融化问题。近些年来，我国一些城市的住户部门杠杆率急速攀升，相当大比例的家庭负债率已达到难以持续的水平。更严重的是，新增储蓄资源一半左右投入到房地产领域。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，使其泡沫化问题更趋严重。当你买一套房子自己居住，意味着你每个月都有一笔等额的市场租金收入，同时有一笔等额的消费支出，也意味着你的住房生产出等额的增加值；如果你再买一套住房出租，同样有收入和产出；但是当你买了房子只用于投资或投机，并不出租，那就是一堆闲置的水泥、钢筋和砖头。房地产市场具有很强的区域性特征，不同地区房价有涨有跌都很正常。但是，“房子是用来住的，不是用来炒的”。历史证明，凡是过度依赖房地产实现和维护经济繁荣的国家，最终都要付出沉重代价，凡是靠盲目投资投机房地产来理财的居民和企业，最终都会发现其实很不划算。
9月10日	银保监会“不忘初心、牢记使命”主题教育总结大会	对部分交叉金融产品流入房地产领域等问题果断采取监管措施，做到立查立改、即知即改。
11月26日	人民银行南昌中心支行“深化金融进一步抑制房地产金融化、泡沫化，稳定房价、地价和预期。深入整治各种违规金融行为，坚决打改革、服务实体经济发展”座谈会	击各种非法集资活动，继续拆解影子银行，遏制房地产泡沫化倾向，主动配合地方政府整顿隐性债务。
12月13日	银保监会党委扩大会议	完善房地产融资统计和监测体系，严厉打击各类违规行为。

资料来源：银保监会，华泰证券研究所

图表3：2019年以来融资端政策变化

融资渠道	政策事件	具体内容
信托	5月17日银保监会《关于开展“巩固需要规范的问题：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乱象成果促进合规建设”工作的通知》（23号文）	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。
	7月窗口指导	第一，对房地产信托放款的结构进行明确规定，禁止前端融资；第二，严格控制地产信托的规模，这是过去8-9年没有明确遇到过的；第三，对信托给没有放款资格的机构提供通道进行限制。
	8月银保监会《信托部关于进一步做严格执行《中国银保监会办公厅关于进一步加强信托公司房地产信托业务监管的通知》（银保监办便函好下半年信托监管工作的通知）（64〔2019〕957号）等监管规定，结合近期信托部约谈警示有关信托机构提出的工作要求，督促辖内信托机构依法合规开展房地产信托业务，提高风险防控前瞻性和主动性，控制业务发展增速。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。	监管层针对信托公司开始第二波进场检查，重点是通道、地产业务。地产业务监管的范围正进一步扩大，保障房、房屋装修等泛地产类融资也将被监管收紧。占比较高的地产类通道业务在去通道背景下，也有较大的被压降空间。
	10月进场检查	部分拿下“地王”、土地投资金额较大的房企被限制公开市场融资，包括公司债、私募债、短融、中票、ABS等多种渠道。
境内债	5月末以来窗口指导	
境外债	7月12日发改委《关于对房地产企业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，并在外债备案等级材料中列明拟发行外债申请备案登记有关要求的置换境外债务的详细信息，提交《企业发行外债真实性承诺函》，加强信息披露，制定发行外债总体规划，有效防控外债风险。	
开发贷	5月17日银保监会《关于开展“巩固需要规范的问题：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，违规乱象成果促进合规建设”工作的通知》（23号文）	必须正视一些地方房地产金融化问题。近些年来，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。更严重的是，新增储蓄资源一半左右投入到房地产领域。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，使其泡沫化问题更趋严重。
	6月13日银保监会主席郭树清发言	要求各类银行要转变传统信贷路径依赖，合理控制房地产贷款投放，加强对存在高杠杆经营的大型房企信贷结构调整优化座谈会
	7月29日央行召开银行业金融机构	合理控制企业有息负债规模和资产负债率。
	8月8日银保监会办公厅《关于开展在32个城市开展银行房地产业务专项检查工作，“严厉查处各种将资金通过挪用、转道等方式流入房地产行业的违法违规行为”。检查内容不仅包括供给端（面向房企的开发贷、并购贷、经营性物业贷款等），还包括需求端（面向居民户的个人住房贷款，个人综合消费贷款、经营性贷款、首付贷、信用卡透支资金挪用于购房）。	
	8月30日银保监会《关于对部分地方银保监会检查发现的主要问题为：部分地方中小银行未能全面贯彻落实国家宏观政策，违规为“四证”不齐全房地产项目提供融资、向资本金不足的房地产项目发放贷款、为环保排放不达标且严重污染环境企业提供授信、向政府平台发放贷款。	
	9月11日银保监会首席风险官、办公厅调整信贷结构是进行时，没有完成时。房地产过度融资不好，社会资金都进入一个行业，对整个经济均衡发展不利。监管部门没有控制房地产企业贷款增量，银行对房地产行业授信要遵循国家房地产调控规则，同时要遵循监管规则。过去有银行与房企合谋，通过表外资金，违规绕道“输血”房地产，监管部门压降的主要是这些资产。	

资料来源：央行，银保监会，发改委，华泰证券研究所

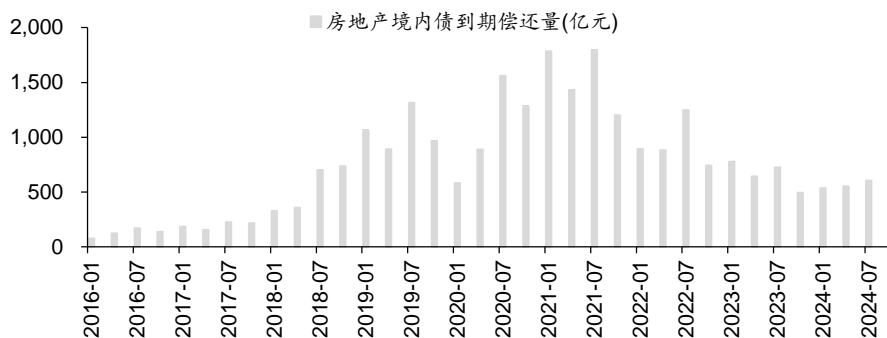
2020Q3 开始房地产境内债到期量较大

2015年1月16日证监会《公司债券发行与交易管理办法》出台之后，房地产公司债迎来快速发展。其中大部分公司债期限是3+2或2+2，意味着2020年起有大规模房地产公司债到期。

据我们梳理，2019年房地产境内债到期量为4240亿元，月均到期量为357亿元，同比大幅提升100%。而2020-2024年房地产境内债到期量分别为4316、6212、3764、2637、1999亿元，2020年下半年开始进入偿债高峰，连续6个季度到期量超过1200亿元，期间峰值为2021Q1的1785亿元，以及2021Q3的1796亿元。我们认为房地产行业今年以来融资管控的初衷在于防风险，而随着当前土地和销售市场热度下滑，2020年保障重点房企能够平稳度过债券到期高峰，就是房企融资逆周期调节的重要一环。

需注意的是，债券到期量只是总偿还量的一部分，还要考虑提前兑付和回售的情况，2019年1-11月房地产境内债总偿还量是到期量的1.36倍。但是提前兑付和回售具有不可预见性，有可能干扰我们对于房企偿债节奏的判断（比如明年上半年突然出现大额提前兑付和回售）。

图表4：房地产行业境内债到期量（统计时间为2019年12月12日）



注：数据来源为Wind-债券-专题统计-一级市场-债券发行与到期，选定申万房地产行业

资料来源：Wind，华泰证券研究所

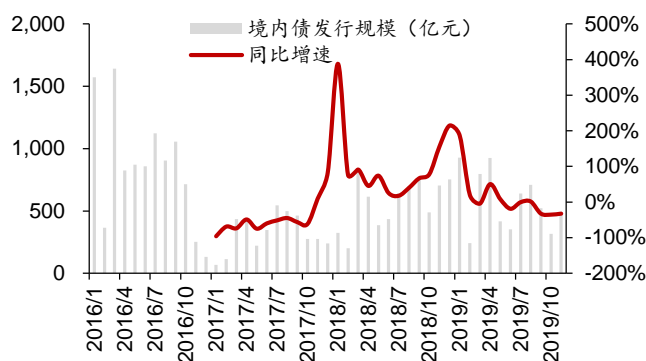
紧密关注未来房地产融资市场逆周期调节空间

境内债：二季度以来持续减少，11月略有改善

5月以来，房地产境内债融资出现明显收缩，发行规模月同比增速明显走弱，9-11月更是连续三个月下滑幅度超过30%，1-11月同比增速收窄至4%，较去年大幅下滑71个百分点。但我们同时注意到，11月房地产境内债发行规模环比10月回升51%，同比下滑幅度较大也有去年同期高基数的因素，虽然绝对发行规模477亿元仍然不高（在今年前11月中排名7/11），但净融资额一扫5月以来的低迷，由负转正至217亿元，11月略有改善。

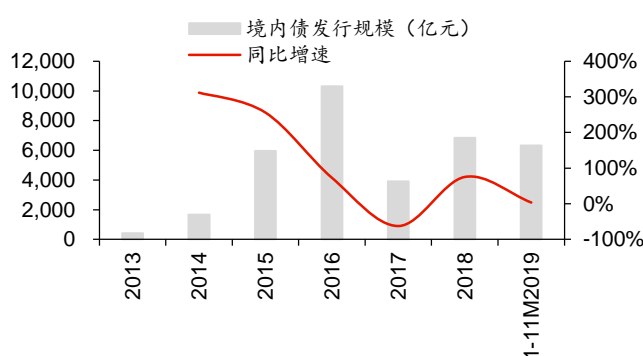
成本方面，11月95家典型房企境内债融资成本环比上升71bp至5.53%。今年以来房企境内债融资成本中枢略有上行，但幅度有限，月间波动主要由不同规模、信用等级的主体发债造成。

图表5：房地产行业境内债发行规模及同比增速（月度）



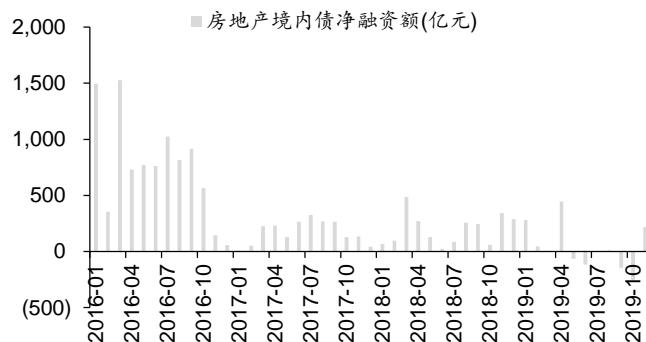
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6：房地产行业境内债发行规模及同比增速（年度）



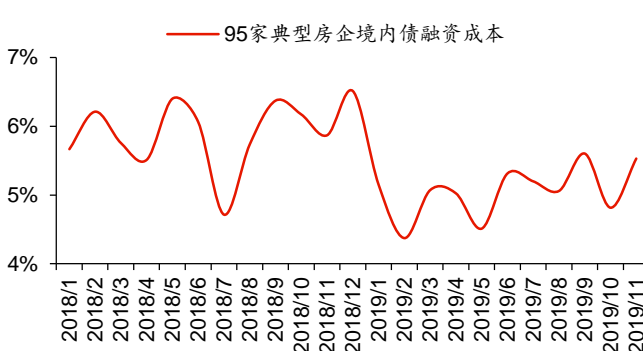
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7：房地产境内债净融资额



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8：95家典型房企境内债融资成本



资料来源：克而瑞，华泰证券研究所

交易所监管品种方面，公司债、私募债受融资收紧影响相对较小，证监会主管ABS有所收缩：

公司债——2018Q1-2019Q3 房地产行业公司债发行规模分别为 196、240、268、557、405、423、608 亿元。2019 年 5-11 月发行规模为 921 亿元，同比增长 20%，11 月同比增长 2%，月间波动较大，但整体来看还是保持了一定的增速。

私募债——2018Q1-2019Q3 房地产行业私募债发行规模分别为 157、219、608、371、417、372、495 亿元。2019 年 5-11 月发行规模为 1027 亿元，同比增长 3%，11 月同比增长 13%，月间波动同样较大，整体规模保持平稳。

证监会主管 ABS——2018Q1-2019Q3 房地产行业证监会主管 ABS 发行规模分别为 99、291、340、254、170、286、211 亿元。2019 年 5-11 月发行规模为 479 亿元，同比下滑 19%，相比去年同期规模收缩明显，在交易所品种中受融资政策影响相对较大。

银行间协会监管品种方面，受融资收紧影响相对较大，短融中票出现明显缩量：

短期融资券——2018Q1-2019Q3 房地产行业短融发行规模分别为 249、184、416、255、473、261、193 亿元。2019 年 5-11 月发行规模为 328 亿元，同比下降 53%，11 月发行规模创下年内低点，并没有出现复苏迹象。

中期票据——2018Q1-2019Q3 房地产行业中期票据发行规模分别为 451、356、338、370、227、216、194 亿元。2019 年 5-11 月发行规模为 370 亿元，同比下降 52%，11 月发行规模创下年内次低点，并没有出现复苏迹象。

定向工具——2018Q1-2019Q2 房地产行业定向工具就发行规模分别为 189、113、104、110、226、106、134 亿元。2019 年 5-11 月发行规模为 247 亿元，同比上升 8%，在银行间品种中受融资政策影响程度相对较小。

图表9： 2019年5-11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%	-
2019年7月发行规模(亿元)	231	107	84	78	63	31	4
环比增长	372%	-15%	61%	62%	85%	-16%	-43%
同比增长	220%	-17%	-24%	-58%	-45%	-7%	-
2019年8月发行规模(亿元)	140	302	0	76	48	58	0
环比增长	-40%	159%	-100%	-15%	-24%	88%	-100%
同比增长	-3%	47%	-100%	-50%	-60%	69%	-
2019年9月发行规模(亿元)	172	99	90	18	63	45	34
环比增长	-15%	-64%	482%	-79%	-7%	-23%	-
同比增长	236%	-64%	-52%	-77%	-39%	25%	-13%
2019年10月发行规模(亿元)	0	78	78	49	76	28	7
环比增长	-100%	-21%	-13%	174%	20%	-38%	-80%
同比增长	-100%	-24%	416%	-32%	-25%	4%	8%
2019年11月发行规模(亿元)	142	165	79	17	39	25	142
环比增长	-	110%	1%	-66%	-48%	-11%	-
同比增长	2%	13%	-22%	-86%	-77%	32%	2%

注：“其它”包括交易商主管 ABN、一般企业债、可转债、可交换债。

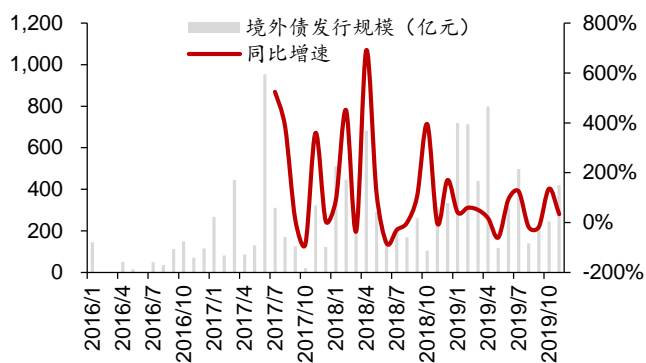
资料来源：Wind，华泰证券研究所

境外债：受发改委新政影响较小，发行规模依然较大

2019 年 1-7 月房地产境外债发行规模为 3603 亿元，同比继续增长 38%。7 月中旬发改委规范房企境外债发行后，8-11 月发行规模为 1023 亿元，同比仍然增长 21%。其中，8、9 月发行规模同比下滑，但 10、11 月同比增速便已转正，发行规模逐月增长。总体来看，**房地产境外债受融资政策影响较小。**

成本方面，11 月 95 家典型房企境外债融资成本环比下降 192bp 至 7.28%，主要因为碧桂园、万科、绿地等头部房企本月发行境外债，拉低融资成本。今年以来房企境外债融资成本未出现明显趋势性变化，月间波动主要由不同规模、信用等级的主体发债造成。

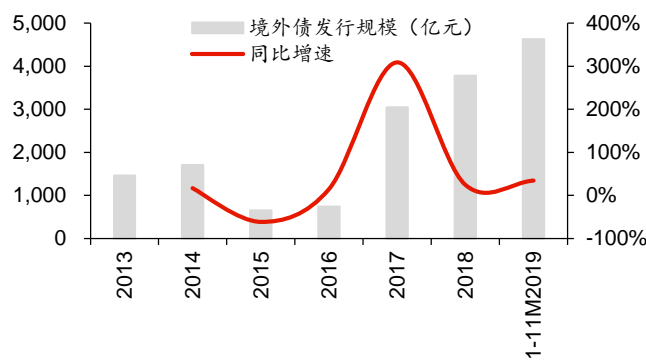
图表10: 房地产行业境外债发行规模及同比增速 (月度)



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

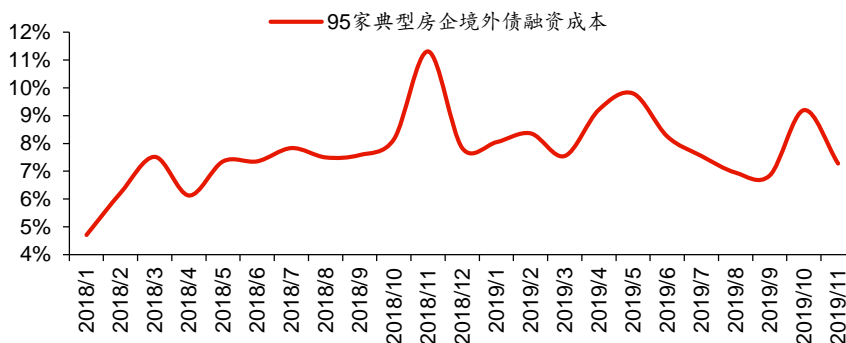
图表11: 房地产行业境外债发行规模及同比增速 (年度)



注: 境外债发行规模统一以2019年12月11日汇率换算

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表12: 95家典型房企境外债融资成本



资料来源: 克而瑞, 华泰证券研究所

信托融资: 发行规模明显收缩, 四季度未见好转

房地产信托受融资政策影响较大, 余额受到管控, 且近期并没有好转迹象。根据中国信托业协会的数据, 2019年前三季度新增信托项目投向房地产的累计金额达到8880亿元, 同比增长38%。但由于同期有大量房地产信托到期, 三季度末投向房地产的信托资金余额为2.78万亿元, 较二季度末下降5%, 是继2012和2015年后的第三次下滑, 也是下滑幅度最大的一次, 体现出房地产信托余额管控的决心。而根据用益信托网的数据, 10、11月房地产类集合信托成立规模分别为338、386亿元, 同比分别下滑16%、36%, 管控依然严格。

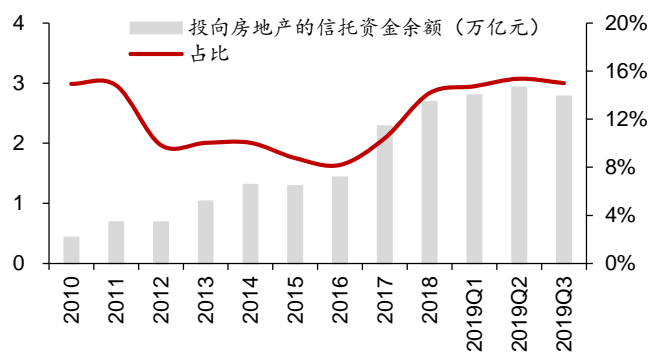
成本方面, 根据用益信托网的数据, 11月成立的房地产类集合信托平均收益为8.10%, 较10月上升7bp。从5月房地产信托融资收紧以来, 房地产类集合信托平均收益反而略有下滑, 我们认为和部分高收益但不合规的信托融资被叫停有关。

图表13: 新增信托项目投向房地产的累计金额和同比增速



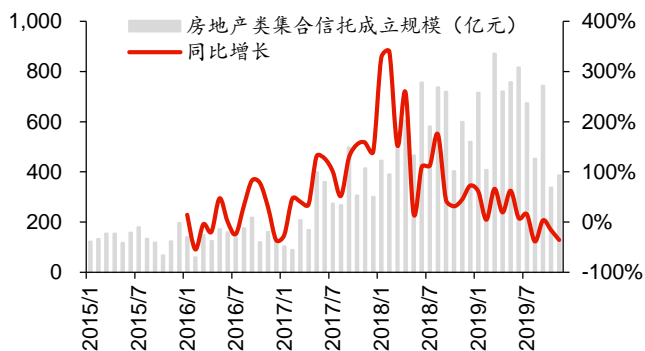
资料来源: 中国信托业协会, 华泰证券研究所

图表14: 投向房地产的信托资金余额和占比



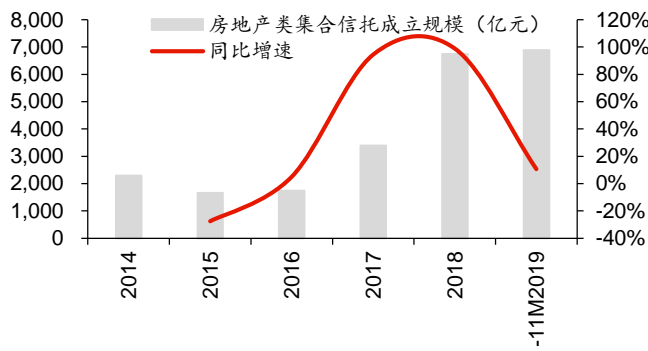
资料来源: 中国信托业协会, 华泰证券研究所

图表15: 房地产类集合信托成立规模和同比增速 (月度)



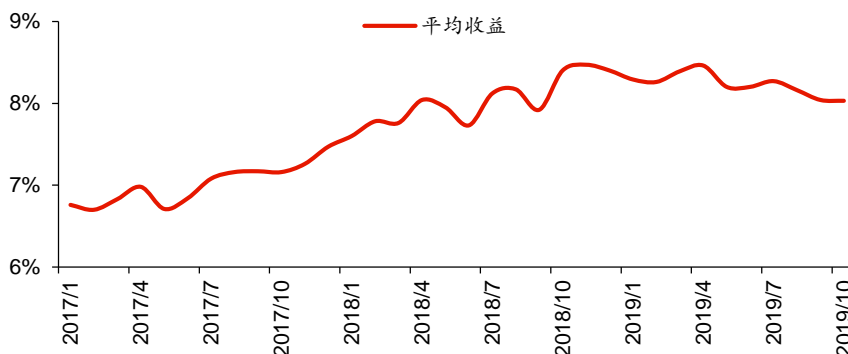
资料来源: 用益信托网, 华泰证券研究所

图表16: 房地产类集合信托成立规模和同比增速 (年度)



资料来源: 用益信托网, 华泰证券研究所

图表17: 房地产类集合信托成立平均收益

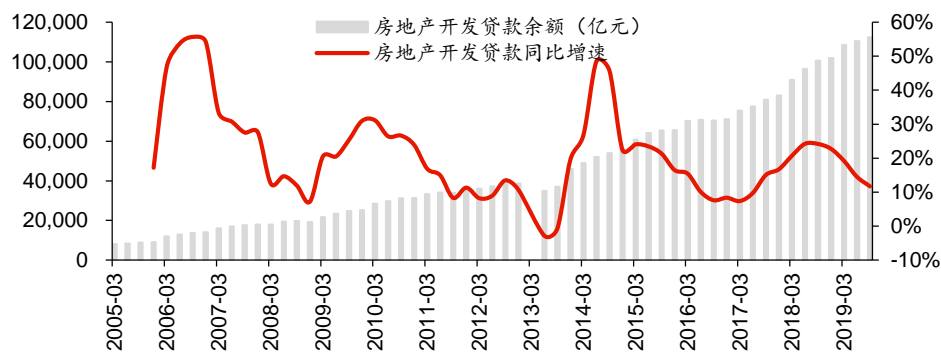


资料来源: 用益信托网, 华泰证券研究所

开发贷：余额增速持续回落，但依然保持合理增长

房地产开发贷是大多数规模房企最重要的融资渠道，其余规模远大于境内债、境外债和信托。截至2019年三季度末，房地产开发贷余额为11.24万亿元，环比增长2%，同比增长12%，增速自2018Q2以来持续放缓，已经进入历史较低区间。总体来看，房地产开发贷受到融资政策的一定影响，但余额依然保持了合理的增长。

图表18： 房地产开发贷款余额和同比增速



注：2013年3月数据缺失。

资料来源：央行，华泰证券研究所

四季度边际改善进行时，把握地产股配置良辰吉时

四季度以来宏观流动性、中央房地产表述、行业需求端政策均出现边际改善。龙头房企销售、拿地、融资集中度 2019 年全面提升，头部优势正在进一步凸显，同时今年以来公募基金地产股持仓比重连续三个季度下滑，我们认为当前地产股的低估值、业绩增长稳定性以及较高的股息率都能构筑良好的配置机会。重点推荐：1、融资渠道更为通畅、直接融资依赖度较低的房企：万科 A、金地集团等；2、成长型房企：中南建设、华发股份等；3、存量资产核心品种：大悦城、中航善达、新大正等。

风险提示

行业政策风险：宏观流动性政策的变化，“一城一策”落地的节奏、范围、力度，房地产融资政策变化的节奏、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、新开工、投资增速低于我们的预测值。

部分房企经营风险：房地产行业融资端政策难以放松，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