

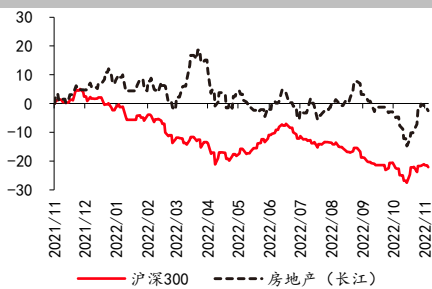
行业投资评级

强于大市 | 维持

行业基本情况

收盘点位	3681.69
52周最高	4620.02
52周最低	3201.08

行业相对指数表现（相对值，%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

研究所

分析师：刘清海

SAC 登记编号：S1340522080002

Email: liuqinghai@cnpsec.com

地产融资三支箭进展点评

三箭齐发，进展迅速

事件描述

地产融资三支箭推进迅速，信贷方面今日国有大行与优质房企签订合作协议、债券方面今日扩容首批民营房企落地、股权方面前日证监会主席提出改善优质房企资产负债表。

- 1) 信贷方面，11月23日国有大行与优质房企签订合作协议。其中，①交行为万科、美的置业分别提供1000亿、200亿意向性授信；②中行为万科提供1000亿意向性授信；③工行为龙湖、碧桂园提供数百亿意向性授信；④农行与万科、龙湖、华润、中海、金地共5家房企签署银企战略合作协议。
- 2) 债券方面，11月23日扩容首批民营房企落地。中债增信公司出具对龙湖集团、美的置业、金辉集团三家民营房企发债信用增进函，拟首批分别支持三家企业发行20亿元、15亿元、12亿元中期票据。
- 3) 股权方面，11月21日证监会主席提出改善优质房企资产负债表。

事件评论

- 地产政策已形成组合拳，稳楼市三位一体，稳融资三箭齐发。目前来看，地产政策已形成组合拳。我们在9月初报告中提出的逻辑：①政策底已至、②政策能级由地方上升至中央、③释放稳楼市更为积极的信号意义、④政策力度持续加大。至此，我们当初提出的逻辑依次得到验证。首先，需要明确的是，本轮地产政策的用意在于“稳”，而非以往周期中的“刺激”。稳楼市，根本是需要把销售稳住，制约销售企稳的因素包括：需求不振、楼盘停工、居民对民企不信任等。因此，稳楼市需要三个支点，即稳需求、保交楼、稳主体（尤其是民营房企），目前来看已形成三位一体的政策体系。而稳主体的当务之急，在于稳融资，目前来看基本形成三箭齐发之势。
- 稳融资三箭齐发，进展迅速。三支箭是2018年提出的融资支持政策，分别为信贷、债券、股权融资。目前来看，今年支持民企融资的工具不断推出，本轮基本形成稳地产融资“三箭齐发”的态势。目前来看，稳融资三支箭推进速度快，效果值得期待。1) 债券融资方面，5月、8月分别落地CRMW、中债增信担保发债，落地约80亿，11月份房企名单扩容、额度提升，目前总额度超过1000亿，新落地62亿。2) 信贷融资方面，11月21日全国性商业银行信贷工作座谈会提出稳定地产信贷，11月23日4家国有行签署近3000

亿授信；3) 股权融资方面，2022 金融街论坛年会提出改善优质房企资产负债表、支持涉房企业并购重组及配套融资、开展股权融资等。

- **第三支箭股权融资或许值得期待，改善资产负债表、支持股权融资。** 优质企业在获得信贷、债券融资之后，客观上存在降杠杆需求。2022 年金融街论坛年会是近些年首次提出改善优质房企资产负债表，支持涉房企业并购重组、股权融资等表述，稳融资第三支箭或许值得期待（即股权融资）。改善资产负债表主要以降杠杆、增加流动性、降低融资成本、提高期限匹配度等为目的，可以包括多种方式，例如增加资本金、资产负债出表、提高长期资金来源等。本次年会提出改善优质房企资产负债表，或许意味着优质地产公司有望迎来股权融资、资产证券化等融资的时间窗口期。
- **楼市销售有望缓慢筑底，但房企或将呈现出清、修复、增长并存的局面。** 1) 行业销售端，未来十年我国商品住宅需求虽然中枢见顶，但仍然具有支撑，按 1-9 月增速测算，2022 年全年商品住宅销售面积预计达到 12 亿平左右，或已在需求中枢附近。2) 出清：负债驱动型的非国企目前出险比例较高，合同负债/有息负债在 1.6 以下的房企未出险比例仅约 12.5%。3) 修复：优质民企信用资质有望逐步修复，受益于稳楼市、担保发债等政策，投资者对于优质民营房企信心有所恢复，债券价格开始企稳回升；4) 增长：稳健型民企、积极型国央企 10 月份销售额已经实现单月正增长。
- **投资建议：政策组合拳持续发力，看好地产板块行情持续性，配置重点关注三条思路，优质民企信用修复、行业见底复苏、区域格局优化。** 目前市场关注点及后续地产股表现的关键点在于销售能否企稳，我们认为目前政策已形成组合拳，销售正处于磨底阶段，楼市在政策组合拳之下是逐步恢复的，但恢复过程或将是缓慢且充满波动的。标的上建议关注三条思路：1) 优质民企（包括混合所有制房企）信用修复思路，建议关注新城控股、金地集团；2) 天地源、滨江集团、华发股份等房企受益于区域楼市供给出清、需求稳健，有望实现逆势发展；3) 行业见底复苏带来的 β 行情，利好保利发展、招商蛇口等龙头房企。
- **风险提示**
政策施行效果不及预期、疫情恶化。

目录

1.事件描述	5
2.事件评论	5
3.风险提示	10

图表目录

图表 1 地产政策已经形成组合拳，稳主体当务之急是稳融资	6
图表 2 目前地产融资三支箭进展迅速	6
图表 3 改善资产负债表的目的与方式	7
图表 4 商品房销售历史数据及未来中枢示意图	8
图表 5 2022 年前三季度新增人民币贷款超过 2021 年全年	8
图表 6 居民储蓄存款余额持续上行	8
图表 7 房地产企业出清、修复、增长并存	9

1. 事件描述

地产融资三支箭推进迅速，信贷方面今日国有大行与优质房企签订合作协议、债券方面今日扩容首批民营房企落地、股权方面昨日证监会主席提出改善优质房企资产负债表。

1) 信贷方面，11月23日国有大行与优质房企签订合作协议。其中，①交行为万科、美的置业分别提供1000亿、200亿意向性授信；②中行为万科提供1000亿意向性授信；③工行为龙湖、碧桂园提供数百亿意向性授信；④农行与万科、龙湖、华润、中海、金地共5家房企签署银企战略合作协议。

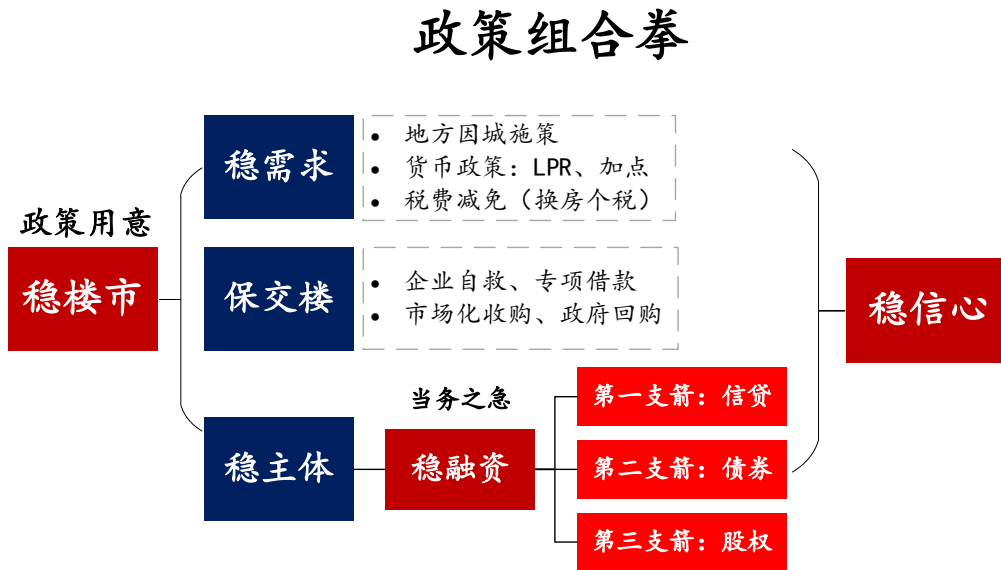
2) 债券方面，11月23日扩容首批民营房企落地。中债增信公司出具对龙湖集团、美的置业、金辉集团三家民营房企发债信用增进函，拟首批分别支持三家企业发行20亿元、15亿元、12亿元中期票据。

3) 股权方面，11月21日证监会主席提出改善优质房企资产负债表。

2. 事件评论

地产政策已形成组合拳，稳楼市三位一体，稳融资三箭齐发。目前来看，地产政策已形成组合拳。我们在9月初报告中提出的逻辑：①政策底已至、②政策能级由地方上升至中央、③释放稳楼市更为积极的信号意义、④政策力度持续加大。至此，我们当初提出的逻辑依次得到验证。首先，需要明确的是，本轮地产政策的用意在于“稳”，而非以往周期中的“刺激”。稳楼市，根本是需要把销售稳住，制约销售企稳的因素包括：需求不振、楼盘停工、居民对民企不信任等。因此，稳楼市需要三个支点，即稳需求、保交楼、稳主体（尤其是民营房企），目前来看已形成三位一体的政策体系。而稳主体的当务之急，在于稳融资，目前来看基本形成三箭齐发之势。

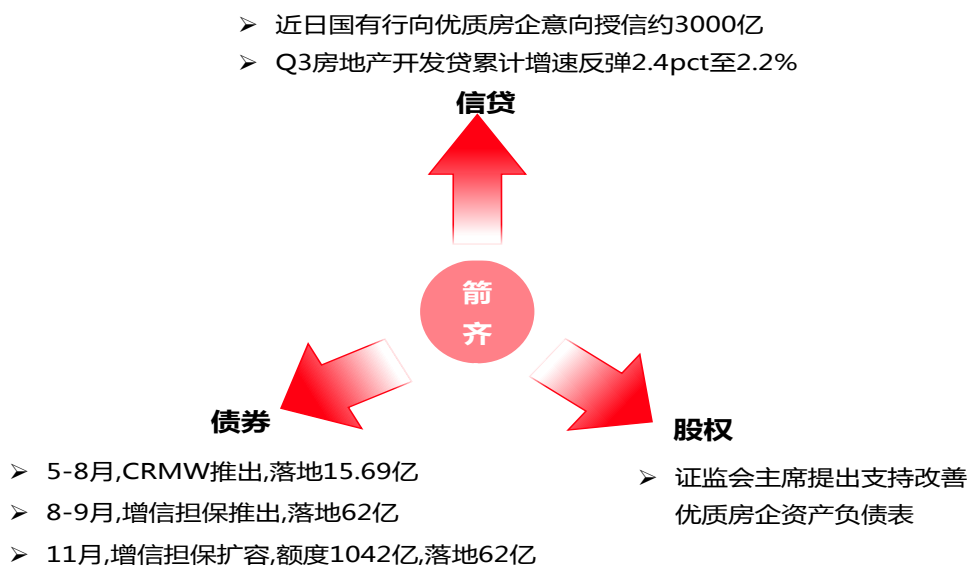
图表 1 地产政策已经形成组合拳，稳主体当务之急是稳融资



数据来源：各级政府网站，中邮证券研究所整理

稳融资三箭齐发，进展迅速。三支箭是 2018 年提出的融资支持政策，分别为信贷、债券、股权融资。目前来看，今年支持民企融资的工具不断推出，本轮基本形成稳地产融资“三箭齐发”的态势。目前来看，稳融资三支箭推进速度快，效果值得期待。1) 债券融资方面，5 月、8 月分别落地 CRMW、中债增信担保发债，落地约 80 亿，11 月份房企名单扩容、额度提升，目前总额度超过 1000 亿，新落地 62 亿。2) 信贷融资方面，11 月 21 日全国性商业银行信贷工作座谈会提出稳定地产信贷，11 月 23 日 4 家国有行签署近 3000 亿授信；3) 股权融资方面，2022 金融街论坛年会提出改善优质房企资产负债表、支持涉房企业并购重组及配套融资、开展股权融资等。

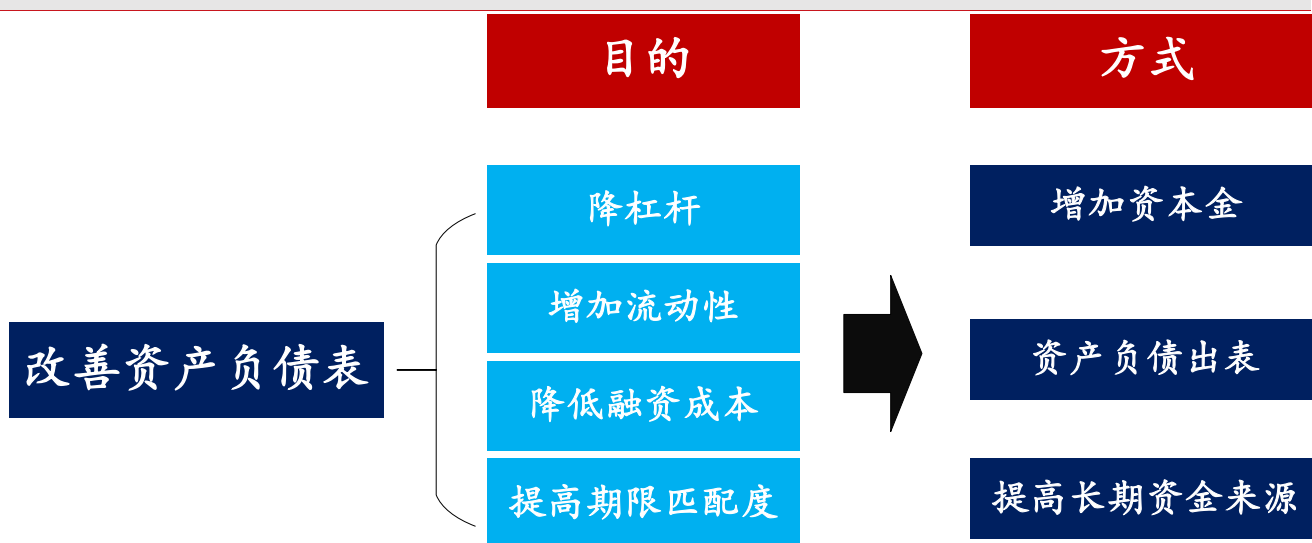
图表 2 目前地产融资三支箭进展迅速



数据来源：中国人民银行，银行间交易商协会，公司公告，中邮证券研究所整理

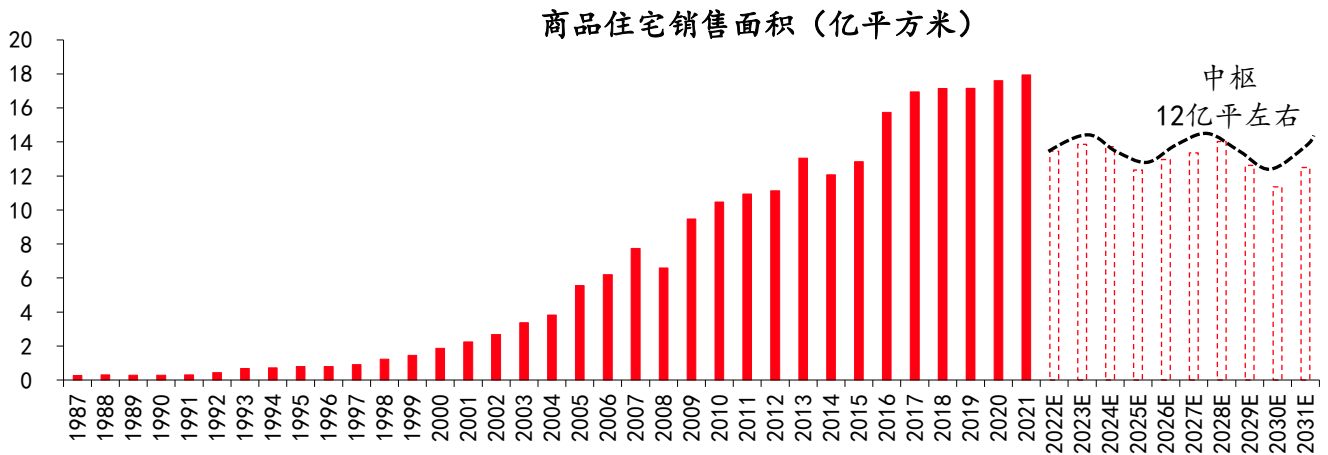
第三支箭股权融资或许值得期待，改善资产负债表、支持股权融资。优质企业在获得信贷、债券融资之后，客观上存在降杠杆需求。2022 年金融街论坛年会是近些年首次提出改善优质房企资产负债表，支持涉房企业并购重组、股权融资等表述，稳融资第三支箭或许值得期待（即股权融资）。改善资产负债表主要以降杠杆、增加流动性、降低融资成本、提高期限匹配度等为目的，可以包括多种方式，例如增加资本金、资产负债出表、提高长期资金来源等。本次年会提出改善优质房企资产负债表，或许意味着优质地产公司有望迎来股权融资、资产证券化等融资的时间窗口期。

图表 3 改善资产负债表的目的与方式

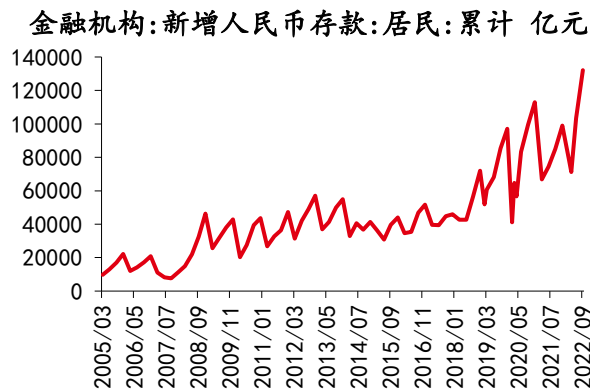


数据来源：中邮证券研究所整理

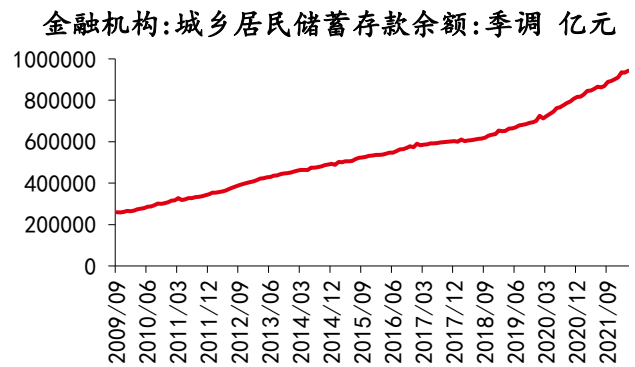
楼市销售有望缓慢筑底，但房企或将呈现出清、修复、增长并存的局面。1) 行业销售端，未来十年我国商品住宅需求虽然中枢见顶，但仍然具有支撑，按 1-9 月增速测算，2022 年全年商品住宅销售面积预计达到 12 亿平左右，或已在需求中枢附近。2) 出清：负债驱动型的非国企目前出险比例较高，合同负债/有息负债在 1.6 以下的房企未出险比例仅约 12.5%。3) 修复：优质民企信用资质有望逐步修复，受益于稳楼市、担保发债等政策，投资者对于优质民营房企信心有所恢复，债券价格开始企稳回升；4) 增长：稳健型民企、积极型国央企 10 月份销售额已经实现单月正增长。

图表 4 商品房销售历史数据及未来中枢示意图


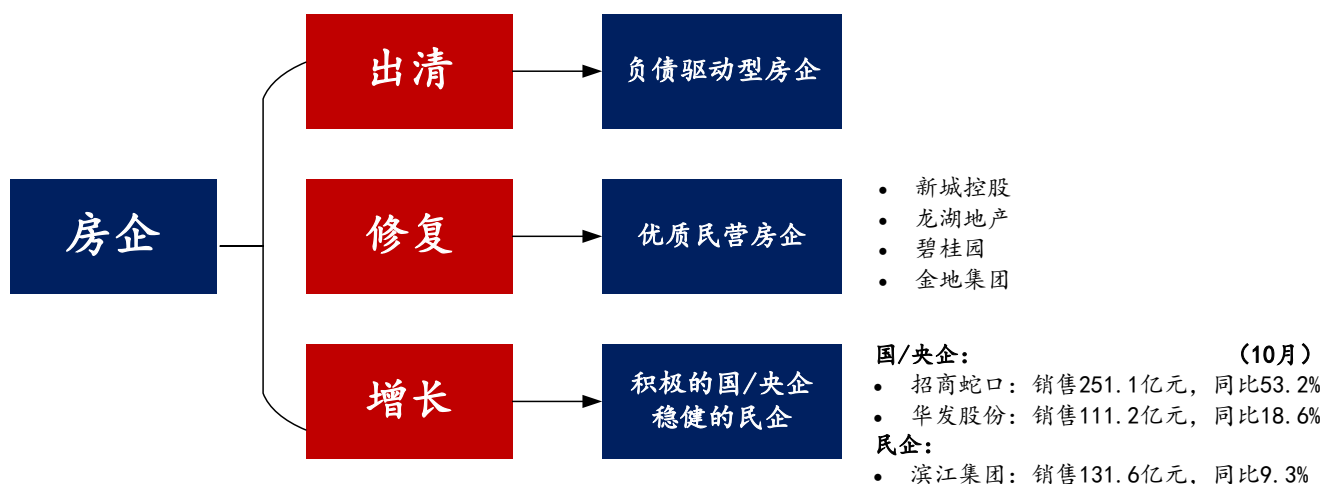
数据来源：国家统计局，中邮证券研究所整理

图表 5 2022 年前三季度新增人民币贷款超过 2021 年全年


数据来源：中国人民银行，中邮证券研究所整理

图表 6 居民储蓄存款余额持续上行


数据来源：中国人民银行，中邮证券研究所整理

图表7 房地产企业出清、修复、增长并存


数据来源: 公司公告, 克而瑞, 中邮证券研究所整理

投资建议: 政策组合拳持续发力, 看好地产板块行情持续性, 配置重点关注三条思路, 优质民企信用修复、行业见底复苏、区域格局优化。目前市场关注点及后续地产股表现的关键点在于销售能否企稳, 我们认为目前政策已形成组合拳, 销售正处于磨底阶段, 楼市在政策组合拳之下是逐步恢复的, 但恢复过程或将是缓慢且充满波动的。标的上建议关注三条思路: 1) 优质民企(包括混合所有制房企)信用修复思路, 建议关注新城控股、金地集团; 2) 天地源、滨江集团、华发股份等房企受益于区域楼市供给出清、需求稳健, 有望实现逆势发展; 3) 行业见底复苏带来的 β 行情, 利好保利发展、招商蛇口等龙头房企。

3. 风险提示

政策施行效果不及预期、疫情恶化

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取： A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		谨慎推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。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。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。