

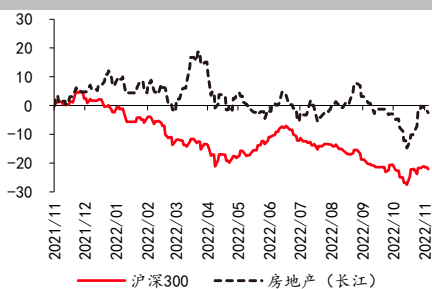
行业投资评级

强于大市 | 维持

行业基本情况

收盘点位	3878.67
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

房企股权再融资政策点评

第三支箭，须臾而至

事件描述

11月28日，证监会新闻发言人就资本市场支持房地产市场平稳健康发展答记者问。证监会决定在股权融资方面调整优化5项措施，并自即日起施行。

- 一、恢复涉房上市公司并购重组及配套融资。
- 二、恢复上市房企和涉房上市公司再融资。
- 三、调整完善房地产企业境外市场上市政策。
- 四、进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用。
- 五、积极发挥私募股权投资基金作用。

事件评论

- **第三支箭须臾而至，稳地产就是稳经济，彰显信心和决心。**本轮地产稳融资政策推进速度极快，无论是第一支箭信贷、第二支箭债券，以及本次政策涉及的第三支箭股权再融资，从指导精神的提出到具体部委方案的出台，时间间隔短至一个星期左右。证监会发言人提出，房地产市场平稳健康发展事关金融市场稳定和经济社会发展全局，改善优质房企资产负债表计划，更好服务稳定宏观经济大盘。11月份以来，稳楼市形成三位一体的组合拳，稳融资形成三箭齐发之势，充分体现了高层对于稳地产、稳经济的决心。
- **从历史上看，房企股权融资窗口期尤为珍贵，本轮开启之后为第4轮。**与其他行业不同，房企受监管政策影响，股权再融资窗口常年处于关闭状态，打开时间相对较短，因此显得尤为珍贵。本轮股权再融资窗口属于历史以来的第4轮，前3轮分别为1993年至2004年、2006年至2009年、2014年至2017年。可以看到，每一轮房企股权融资的窗口期打开时，房地产行业基本处于相对低谷状态，而房企股权融资窗口期关闭时，房地产行业基本处于调控期（基本面坚挺）。
- **从受益对象来看，本轮政策或主要惠及优质房企，与前3轮窗口期可能存在不同。**证监会主席提出，本轮改善房企资产负债表计划对象为优质房企。之所以提出优质房企，是因为房地产行业已经告别了草莽遍地、野蛮生长的初创期、成长期，而是已经进入了房企资质差异巨大、竞争日趋激烈的成熟期。如今，房地产企业在管理能力、财务稳健性方面的差异日益突出，体现为战略定位、产品能力、运营周转、财务管控等各个方面，财务指标可参考三道红线、合同负债/有息负债等，而且相关差异在本轮房企出清过程中体现地淋漓尽致，出险房企可能在本轮政策中受益度不高。

- **逻辑预判兑现，降杠杆两条路均有涉及，即股权融资、资产证券化。**我们曾于 11 月 21 日报告《稳楼市三位一体，稳融资三箭齐发》中提出，改善资产负债表包括股权融资和资产证券化等主要两种方式。从目的上看，改善资产负债表主要是降杠杆、增加流动性、降低融资成本、提高期限匹配度等；从方式上看，增加资本金、资产负债出表等主要方式。我们当时提出改善资产负债表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。至此，我们当初的预判逻辑逐步兑现。展望后续，非公开发行股票、并购重组、整体上市、港股回 A 等可能均在展望之列。
- **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，按目前累计增速测算，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：市场对地产的 4 个认知差尚未完全修复，继续看好地产行情持续性，推荐三条思路：优质民企信用修复、区域格局优化、行业见底复苏。**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。我们认为销售正处于磨底阶段，在稳需求、保交楼、稳主体的政策推动下，楼市在方向上是逐步恢复的，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) 优质民企信用修复思路，建议关注新城控股、金地集团；3) 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；2) 行业见底复苏带来的 β 行情，以及股权并购重组思路，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	9

图表目录

图表 1 稳融资三箭齐发，彰显稳地产、稳经济的决心	5
图表 2 历史上的房地产开发企业 3 轮股权融资窗口期	6
图表 3 上一轮房企股权融资情况（2014 年-2017 年）	6
图表 4 房地产行业竞争日趋激烈，毛利率呈现下降趋势	7
图表 5 改善资产负债表的目的与方式	7
图表 6 商品房销售历史数据及未来中枢示意图	8
图表 7 房地产企业出清、修复、增长并存	8

1. 事件描述

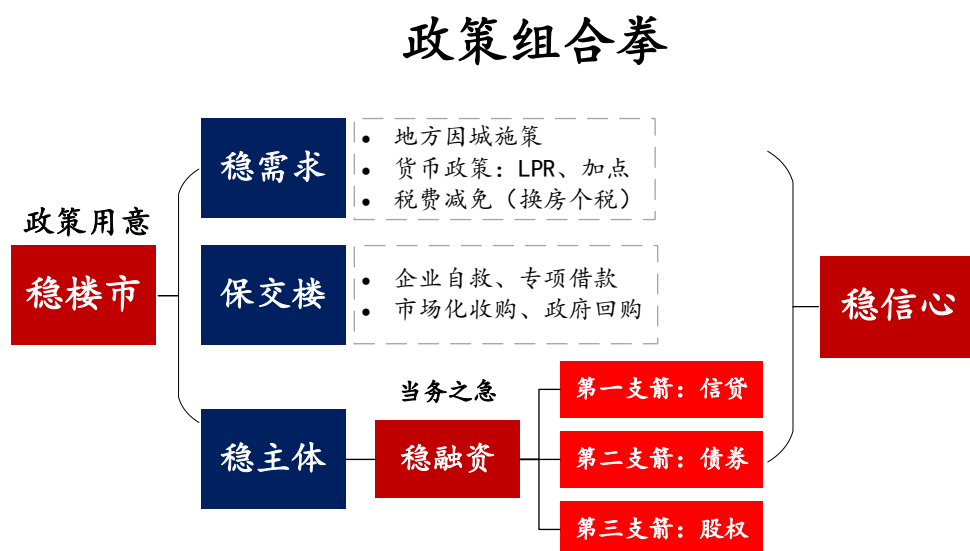
11月28日，证监会新闻发言人就资本市场支持房地产市场平稳健康发展答记者问。证监会决定在股权融资方面调整优化5项措施，并自即日起施行。

- 一、恢复涉房上市公司并购重组及配套融资。
- 二、恢复上市房企和涉房上市公司再融资。
- 三、调整完善房地产企业境外市场上市政策。
- 四、进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用。

2. 事件评论

第三支箭须臾而至，稳地产就是稳经济，彰显信心和决心。本轮地产稳融资政策推进速度极快，无论是第一支箭信贷、第二支箭债券，以及本次政策涉及的第三支箭股权再融资，从指导精神的提出到具体部委方案的出台，时间间隔短至一个星期左右。证监会发言人提出，房地产市场平稳健康发展事关金融市场稳定和经济社会发展全局，改善优质房企资产负债表计划，更好服务稳定宏观经济大盘。11月份以来，稳楼市形成三位一体的组合拳，稳融资形成三箭齐发之势，充分体现了高层对于稳地产、稳经济的决心。

图表1 稳融资三箭齐发，彰显稳地产、稳经济的决心

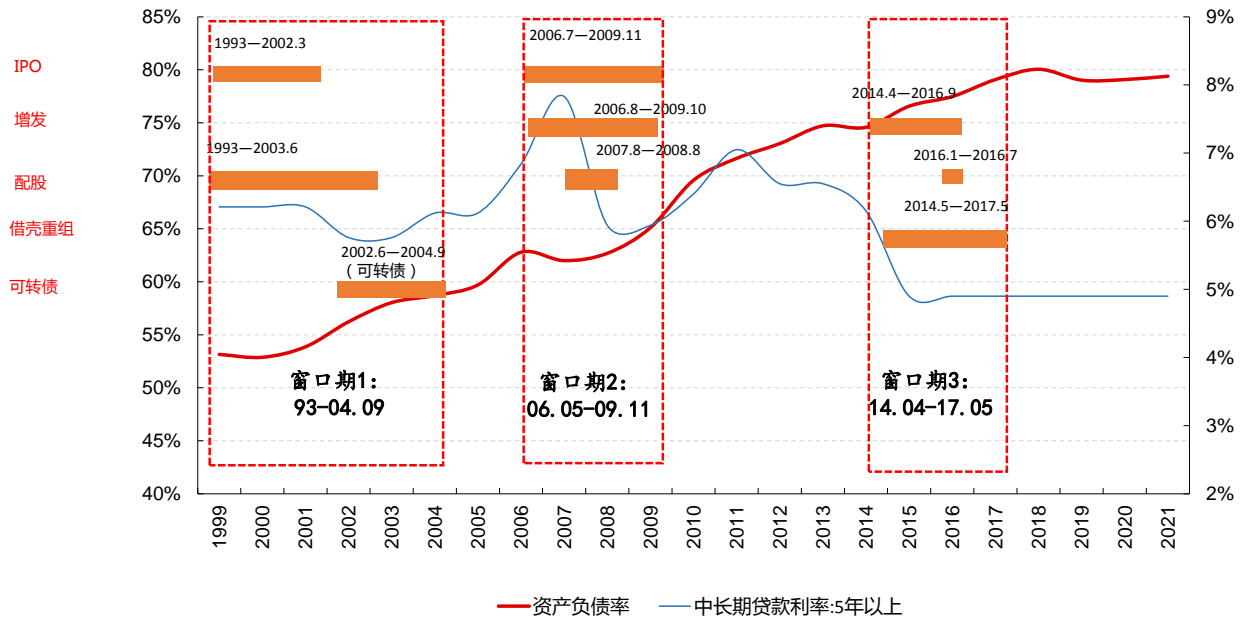


数据来源：各级政府网站，中邮证券研究所整理

从历史上看，房企股权融资窗口期尤为珍贵，本轮开启之后为第4轮。与其他行业不同，房企受监管政策影响，股权再融资窗口常年处于关闭状态，打开时间相对较短，因此显得尤为珍贵。本轮股权再融资窗口属于历史以来的第4轮，前3轮分别为1993年至2004年、2006年至2009年、2014年至2017年。可以看到，每一轮房企股权融资的窗口期打开时，房地产

行业基本处于相对低谷状态，而房企股权融资窗口期关闭时，房地产行业基本处于调控期（基本面坚挺）。

图表 2 历史上的房地产开发企业 3 轮股权融资窗口期



数据来源：各级政府网站，中邮证券研究所整理

备注：已剔除物业管理公司、房企收购非房业务、零星股权融资

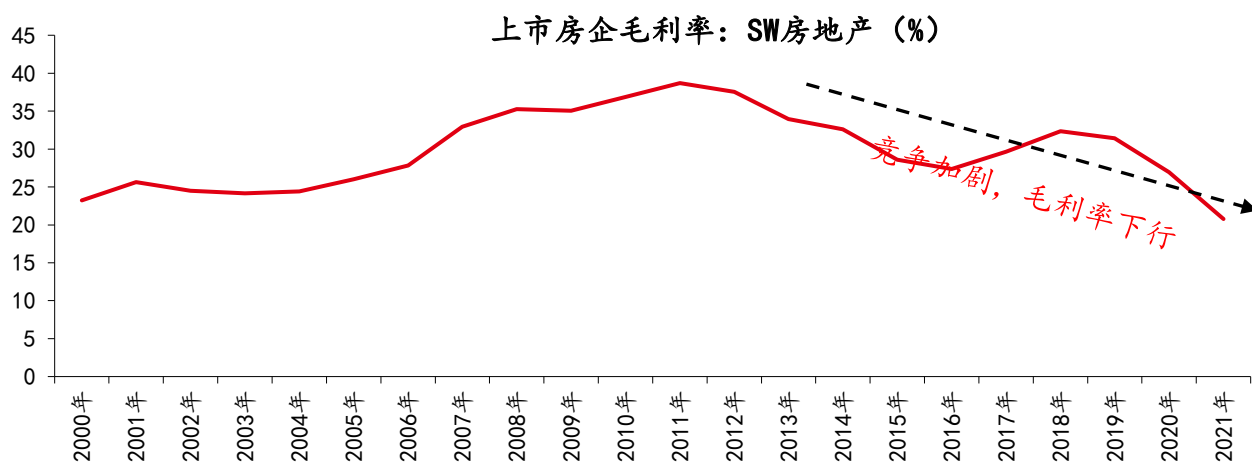
图表 3 上一轮房企股权融资情况（2014 年-2017 年）

类型	公司数	涉及金额 (亿元)	代表企业	参与公司数量	公司规模	单项目募资规模
IPO	2	502.1	新城控股、招商蛇口	少	中型、大型	大
配股	2	28.7	中国武夷、华远地产	少	小型	小
增发	22	2042.3	万科、首开、阳光城、信达地产	多	大中小型覆盖全面	从小到大
重组	15	1225.9	蓝光发展、绿地控股	多	大中小型覆盖全面	从小到大

数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

从受益对象来看，本轮政策或主要惠及优质房企，与前 3 轮窗口期可能存在不同。证监会主席提出，本轮改善房企资产负债表计划对象为优质房企。之所以提出优质房企，是因为房地产行业已经告别了草莽遍地、野蛮生长的初创期、成长期，而是已经进入了房企资质差异巨大、竞争日趋激烈的成熟期。如今，房地产企业在管理能力、财务稳健性方面的差异日益突出，体现为战略定位、产品能力、运营周转、财务管控等各个方面，财务指标可参考三道红线、合同负债/有息负债等，而且相关差异在本轮房企出清过程中体现地淋漓尽致，出险房企可能在本轮政策中受益度不高。

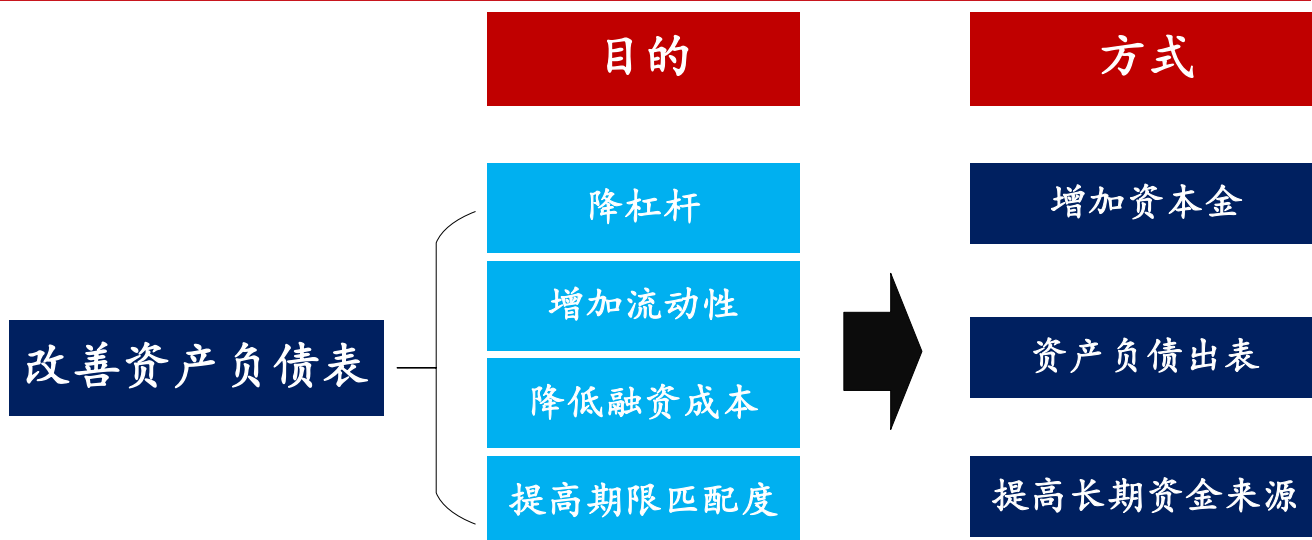
图表 4 房地产行业竞争日趋激烈，毛利率呈现下降趋势



数据来源：Wind，中邮证券研究所整理

逻辑预判兑现，降杠杆两条路均有涉及，即股权融资、资产证券化。我们曾于 11 月 21 日报告《稳楼市三位一体，稳融资三箭齐发》中提出，改善资产负债表包括股权融资和资产证券化等主要两种方式。从目的上看，改善资产负债表主要是降杠杆、增加流动性、降低融资成本、提高期限匹配度等；从方式上看，增加资本金、资产负债出表等主要方式。我们当时提出改善资产负债表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。至此，我们当初的预判逻辑逐步兑现。展望后续，非公开发行股票、并购重组、整体上市、港股回 A 等可能均在展望之列。

图表 5 改善资产负债表的目的与方式

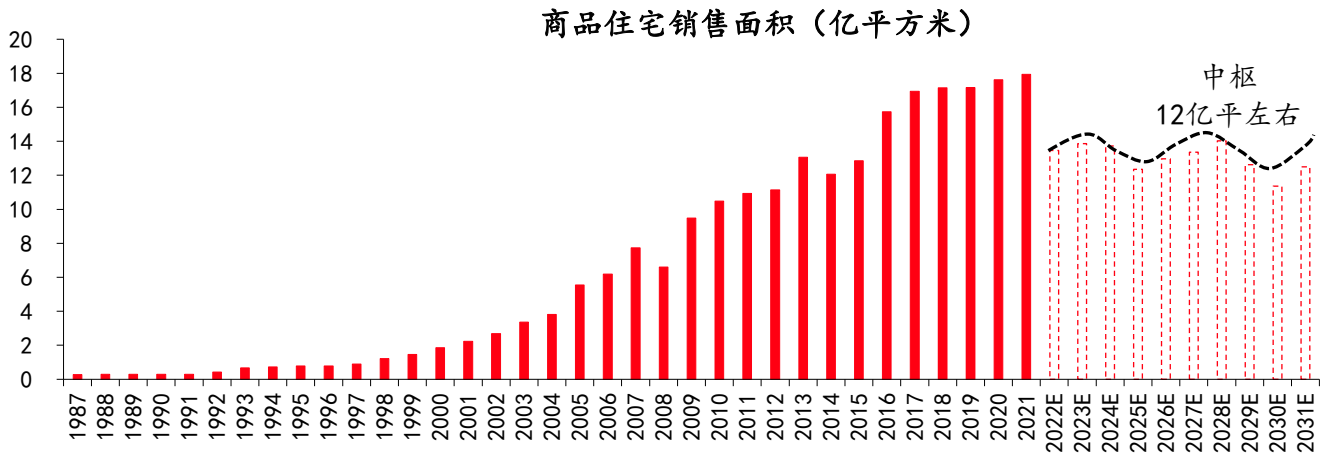


数据来源：中邮证券研究所整理

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，按目前累计增速测算，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

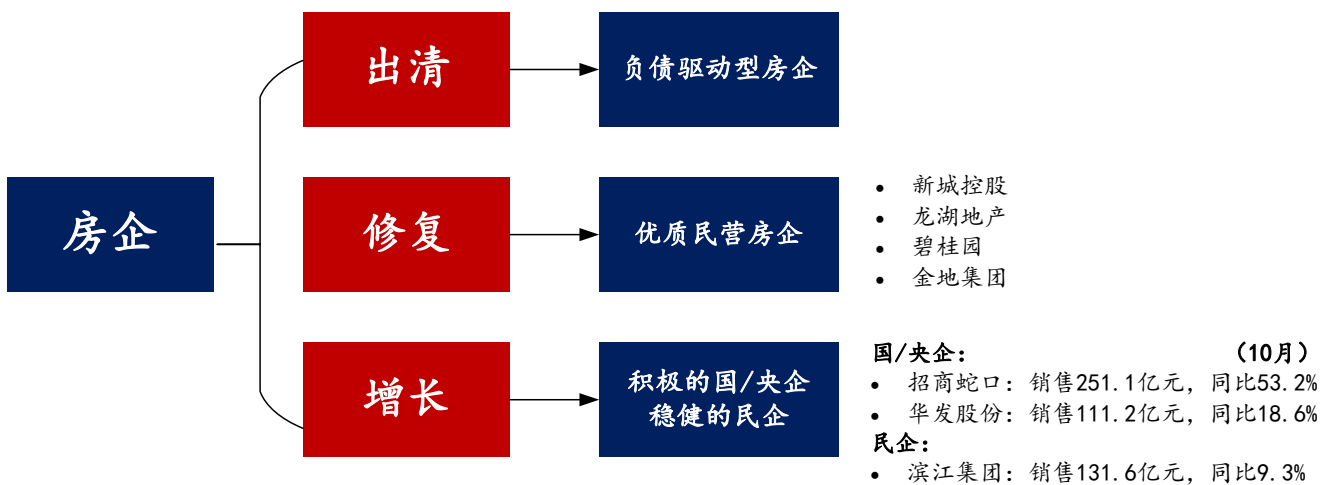
者对于优质民营房企信心有所恢复，债券价格开始企稳回升；4) 增长：稳健型民企、积极型国企 10 月份销售额已经实现单月正增长。

图表 6 商品房销售历史数据及未来中枢示意图



数据来源：Wind，国家统计局，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：市场对地产的 4 个认知差尚未完全修复，继续看好地产行情持续性，推荐三条思路：优质民企信用修复、区域格局优化、行业见底复苏。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。我们认为销售正处于磨底阶段，在稳需求、保交楼、稳主体的政策推动下，楼市在方向上是逐步恢复的，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) 优质民企信用修复思路，建议关注新城控股、金地集团；3) 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；2) 行业见底复苏带来的 β 行情，以及股权并购重组思路，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。