

经营性物业贷款新政点评

突破性放宽资金用途，信号意义强于实际影响

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 房地产

◆ 投资评级：超配（维持评级）

证券分析师：	任鹤	010-88005315	renhe@guosen.com.cn	执证编码：S0980520040006
证券分析师：	王粤雷	0755-81981019	wangyuelei@guosen.com.cn	执证编码：S0980520030001
证券分析师：	王静	021-60893314	wangjing20@guosen.com.cn	执证编码：S0980522100002

事项：

2024年1月24日，中国人民银行办公厅、金融监管总局办公厅联合印发《关于做好经营性物业贷款管理的通知》，细化了商业银行经营性物业贷款业务管理口径、期限、额度、用途等要求，明确2024年底前，对规范经营、发展前景良好的房地产开发企业，全国性商业银行在风险可控、商业可持续基础上，除发放经营性物业贷款用于与物业本身相关的经营性资金需求、置换建设购置物业形成的贷款和股东借款等外，还可发放经营性物业贷款用于偿还房地产开发企业及其集团控股公司（含并表子公司）存量房地产领域的相关贷款和公开市场债券。

国信地产观点：1) 突破性允许经营性物业贷款偿还房企承贷项目以外其他债务，极大提升此方式融资的实际价值。2) 近年房地产市场下行，大多房企已将优质的商业地产抵押变现，银行对剩余资产的认可度有待观察。3) 投资建议：虽然考虑到房企剩余可抵押资产情况和银行抵押贷款的风控力度，我们对经营性物业贷款新政的实际影响持谨慎乐观态度，但本次经营性物业贷款新政对资金用途的突破性确实较强，传递出监管层持续关注支持房企融资的积极信号，对目前过分悲观的市场情绪还是会有不错的提振效果，尤其利好持有大量优质商业地产的房企。个股端核心推荐万科A、华润置地、龙湖集团。4) 风险提示：①政策推出强度及落地效果不及预期；②外部环境变化等因素致行业基本面超预期下行；③房企信用风险事件超预期冲击。

评论：

◆ 突破性允许经营性物业贷款偿还房企承贷项目以外其他债务，极大提升此方式融资的实际价值

《通知》明确业务管理口径是持有已竣工验收合格、办妥不动产权证书并投入运营的综合效益较好的商业性房地产，包括但不限于商业综合体、购物中心、商务中心、写字楼、酒店、文旅地产项目等，但不包括商品住房、租赁住房。此前，这些商业地产的持有人虽可借助REITs、CMBS的方式实现股权或者债权融资，但流程繁琐、还需找到合适的意向投资人，而经营性物业贷款是向银行申请贷款，操作相对容易。

此前，经营性物业贷款仅可用于承贷物业在经营期间的维护、改造、装修等与物业本身相关的经营性资金需求，以及置换借款人为建设或购置该物业形成的贷款、股东借款等，资金用途限制较多。因此，《通知》允许经营性物业贷款偿还房企其他债务（包括集团债务）是突破性的，极大提升了此方式融资的实际价值。

虽然，《通知》也设置了多项贷款发放条件，包括“2024年底前”、“对规范经营、发展前景良好的房企”、“在风险可控、商业可持续基础上”、“贷款额度原则上不得超过承贷物业评估价值的70%”以及“贷款期限一般不超过10年，最长不得超过15年”等，但均较为合理，体现了监管层一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求、防范化解房企资金风险、促进房地产市场平稳健康发展的决心。

表1: 中国商业地产常见的三种融资形式

	REITs (不动产投资信托基金)	CMBS (商业房地产抵押贷款支持证券)	经营性物业贷款
融资属性	股权融资	债权融资	银行贷款
募资金途	引导原始权益人将回收资金以资本金注入等方式投入新项目建设	指定用途	一般用于与物业本身相关的经营性资金需求、置换建设购置物业形成的贷款和股东借款等, 扩大后可用于偿还存量房地产领域相关贷款和债券
收益分配	经营收益分红	分级付息	本息固定, 以该物业的经营收入作为主要还款来源
市场流通性	强	弱	无

资料来源: 中国人民银行官网, 国信证券经济研究所整理

◆ 近年房地产市场下行, 大多房企已将优质的商业地产抵押变现, 银行对剩余资产的认可度有待观察

《通知》本身并未强制要求银行对符合条件的商业地产进行放款, 因此论及新政的实施效果, 我们需要从房企及银行的意愿和能力考量。首先, 近年来房地产市场下行, 房企普遍资金压力较大, 根据统计局数据, 2023年, 房企到位资金为12.7万亿元, 连续两年下跌, 已大致回到2015年的水平。拆解增量资金结构, 2023年小阳春过后, 销售回款的拖累作用加重, 房企相对依赖国内贷款这一较为稳定的资金来源。

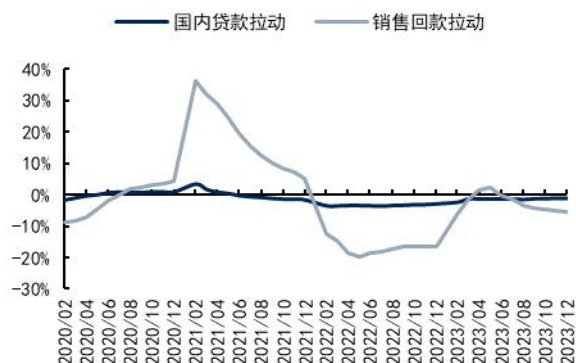
在严峻的形势之下, 房企为获取流动资金, 大多已经逐渐将优质的商业地产抵押变现。以投资性商业地产持有量较大的三大房企华润置地、龙湖集团和新城控股为例, 截至2023H1末已完工投资性房地产已抵押比例分别为45%、47%、77%。从银行的角度出发, 出于风控目的, 并不会因《通知》降低放贷标准, 何况偿债来源是并不确定的物业经营收入。

图1: 历年房地产开发企业到位资金及同比



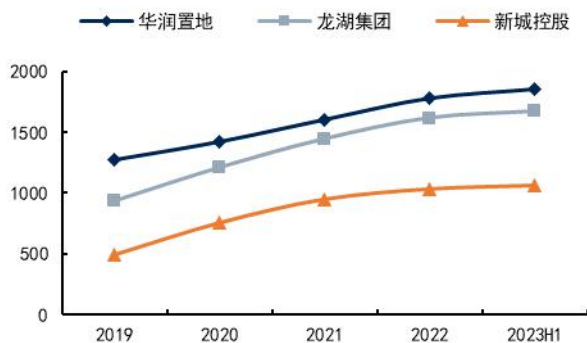
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图2: 房企到位资金增量结构拆解



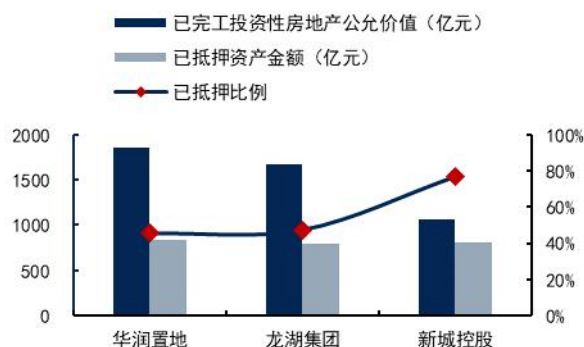
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图3: 三大房企历年已完工投资性房地产公允价值 (亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图4: 三大房企 2023H1 未已完工投资性房地产已抵押比例



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议: 突破性放宽资金用途, 信号意义强于实际影响

虽然考虑到房企剩余可抵押资产情况和银行抵押贷款的风控力度, 我们对经营性物业贷款新政的实际影响持谨慎乐观态度, 但本次经营性物业贷款新政对资金用途的突破性确实较强, 传递出监管层持续关注支持房企融资的积极信号, 对目前过分悲观的市场情绪还是会有不错的提振效果, 尤其利好持有大量优质商业地产的房企。个股端核心推荐万科 A、华润置地、龙湖集团。

◆ 风险提示:

①政策推出强度及落地效果不及预期; ②外部环境变化等因素致行业基本面超预期下行; ③房企信用风险事件超预期冲击。

相关研究报告:

- 《数据背后的地产基建图景(五)-2023 年地产基本面寒意未消, 基建投资增速年底企稳》——2024-01-24
- 《统计局 12 月房地产数据点评-地产基本面表现较弱, 需求端政策持续发力》——2024-01-18
- 《2023 年 12 月房地产数据点评-销售端仍待复苏, 拿地端企稳回升》——2024-01-03
- 《房地产行业 2024 年 1 月投资策略-基本面未出现显著复苏, 关注京沪新政效果》——2024-01-02
- 《统计局 11 月房地产数据点评-销售尚未回温, 新开工单月回正》——2023-12-18

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 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 层
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