

2018 年 08 月 21 日

房地产

房企融资渠道知多少

■房地产行业作为资金密集型，融资环节不可缺少且至关重要，大致可以分为内部融资（61.67%）和外部融资（38.33%）。本专题主要分析房企融资渠道、各项的要求与限制、各个融资渠道变动对报表影响等。注：文章中内、外部融资比例、自有资金占房企到位资金比例等各项渠道占比情况均为根据 wind、统计局、中国人民银行官网等数据平台数据支持汇总计算并测算的结果。

■**内部融资（内修造血之力）**：1）房企内部融资包括自有资金（14.19%）、定金及预收款（32.95%）、个人按揭款（14.53%）；融资成本低，是主要的资金来源，但不能满足行业和企业的全部资金需求；2）国企相对于民企更具备资金优势，以在手资金来看，国企中位数为 26.45 亿元，而民企中位数为 19.21 亿元，整体中位数 23.84 亿元，国企显著优于民企；可见在行业由土地、销售、融资等不断提升集中度的过程，国企依靠其优势更具资金优势；3）主流房企更具备资金管理能力，以（个人按揭款+定金及预收款）/销售额计算行业平均回款水平大概在 56%左右，但主流房企的回款率基本在 80%-90%之间，可见主流房企对整个项目建设、销售周期的资金管控能力更具竞争力；4）房企内部融资占比近 62%，考虑当前行业政策仍然趋严，但宏观政策却有些微松动，两者的背离或能有所对冲；加之始于 15 年的限制政策也逐步迎来其到期日，或能释放部分强需，进而带动定金及预收款或个人按揭款的提升，因而内部融资或仍将是房企资金来源的半壁江山。

■**外部融资（占比有升有降）**：1）房企外部融资包括银行贷款（12.60%）、债权融资（2.85%）、海外债（2.75%）、股权融资（0.23%）、非标融资（15%）、资产证券化（0.53%）及其他（4.37%）多种形式，为房企筹集项目建设开发或其他经营过程中的补充资金。2）**银行贷款**：截止 18 年 6 月，银行贷款到位资金 9987.75 亿元，占房企到位资金比重 12.60%，由于当前银行贷款予地产公司途径所受限制较多，预计 18 年其规模难有较大增长，但其占房企到位资金比重或可保持在 11.5%-12.5%的区间内；3）**股权融资**：截止 18 年 6 月，股权融资规模 180.01 亿元，占房企到位资金比重约 0.23%，从目前环境判断，未来股权融资规模占房企到位资金比重难有较大幅度的提升，大概率为低位（0.2%）徘徊；4）**债权融资**：截止 18 年 6 月，发债规模 2257.78 亿元，占房企到位资金比重 2.85%；从发债利率的变动上看，8 月平均利率有下行的势头；5）**海外债**：截止 18 年 6 月，房企海外债规模 2181 亿元，占房企到位资金比重 2.75%，虽然海外债的利率也有走弱的趋势，但考虑人民币汇率贬值带来的压力，房企在境内外的选择上，可能更倾向于境内；6）**资产证券化**：资产支持证券化借助政策东风，开始迅速发展壮大，但考虑其目前占据房企到位资金比重仅 0.53%，比例不大。对于房企而言，或是部分渠道受限后的替代方式，即使 18 年有成倍的增长，对于大比重渠道的替代效果或是杯水车薪；7）**非标途径**：由于数据受限，对于非标的测算也只是一个大概情况。以房企到位资金来源测算，17 年新增非标规模占到位资金比重约 15%左右。非标对房企融资的影响此前源于资管新规，但资管新规对于非标给予 3 年过渡期，每年平均影响不超过 7%-8%，前面提到的资产证券化的发展，或能将非标每年影响降低至 3%-4%。

■**投资建议**：1）从内部融资与外部融资占房企到位资金的比重看，房企的资金来源更依赖于内部融资，外部融资渠道主要为提供资金的补充、资金的滚动，配合项目周期的建设等。外部融资中，虽然部分渠道限制仍严格，但债权融资中，无论是海外债的平均发债利率，还是境内平均发债利率的变动，较 18 年初都有所松动，对于行业而言，这种边际改善对于行业而言或是好消息。2）选取部分房地产企业，按照在手资金、应收账款周转天数、回款率、平均融资成本等指标对其进行打分。综合来看，A 股万科 A、保利地产、招商蛇口、金地集团表现较佳；H 股中国海外发展、华润置地、碧桂园、融创中国表现较佳。

■**风险提示**：政策因素、宏观经济波动、房地产行业波动

行业深度分析

证券研究报告

投资评级 同步大市-A

维持评级

首选股票

目标价 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	10.78	7.44	12.27
绝对收益	4.32	-9.24	-0.40

黄守宏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020024

huangsh@essence.com.cn

021-35082092

张春娥

报告联系人

zhangce@essence.com.cn

相关报告

6 月统计局房地产开发投资及销售数据点评 2018-07-16

周报 180701：一二手成交环升、TOP 房企 6 月销售夺目 2018-07-02

周报 180624：一线一手成交回暖、首提房贷利息抵扣个税 2018-06-24

周报 180617：二手成交回暖、内外部环境凸显地产韧性 2018-06-19

美国加税点评：全面看多地产龙头 2018-06-16

内容目录

1. 内部融资：内修造血之力	5
1.1. 状态上：现金为王	6
1.2. 行动上：加速回款	7
1.3. 贡献上：占房企到位资金比重 61.67%	10
2. 外部融资：有的升起，有的坠落	13
2.1. 银行贷款：占房企到位资金比重 12.60pct	13
2.2. 股权融资：占房企到位资金比重 0.23%	15
2.3. 债权融资：占房企到位资金比重 2.85%+海外债占比 2.75%	17
2.4. 资产证券化：占房企到位资金比重 0.53%	21
2.5. 非标融资：占房企到位资金比重预计 15%左右	22
2.6. 其他形式：占房企到位资金比重预计 4.37%	24
3. 投资建议	24
4. 风险提示	26

图表目录

图 1：房企到位资金细分占比情况	5
图 2：房企内部融资分析框架	5
图 3：在手资金：平均法，单位亿元	6
图 4：在手资金：中位数法，单位亿元	6
图 5：A 股核心房企在手资金变动情况，单位亿元	6
图 6：A 股核心房企限制资金，单位亿元	7
图 7：A 股核心房企限制资金占货币资金比例	7
图 8：A 股核心房企回款跟踪	8
图 9：应收账款周转天数，平均法	9
图 10：应收账款周转天数，中位数法	9
图 11：应付账款周转天数，平均法	9
图 12：应付账款周转天数，中位数法	9
图 13：A 股核心房企应收账款周转天数	9
图 14：A 股核心房企应付账款周转天数	9
图 15：存货周转天数，平均法	10
图 16：存货周转天数，中位数法	10
图 17：A 股核心房企存货周转天数	10
图 18：13-17 年成交土地规划建筑面积及增速	10
图 19：自有资金及增速	11
图 20：自有资金占到位资金比重	11
图 21：个人按揭款及增速	11
图 22：个人按揭款占到位资金比重	11
图 23：定金及预收款+增速	12
图 24：定金及预收款占到位资金比重	12
图 25：（定金及预收款+个人按揭款）/销售额	12
图 26：三大来源占比变动	12
图 27：房企外部融资分析框架	13
图 28：房企到位资金：银行贷款及其增速	13

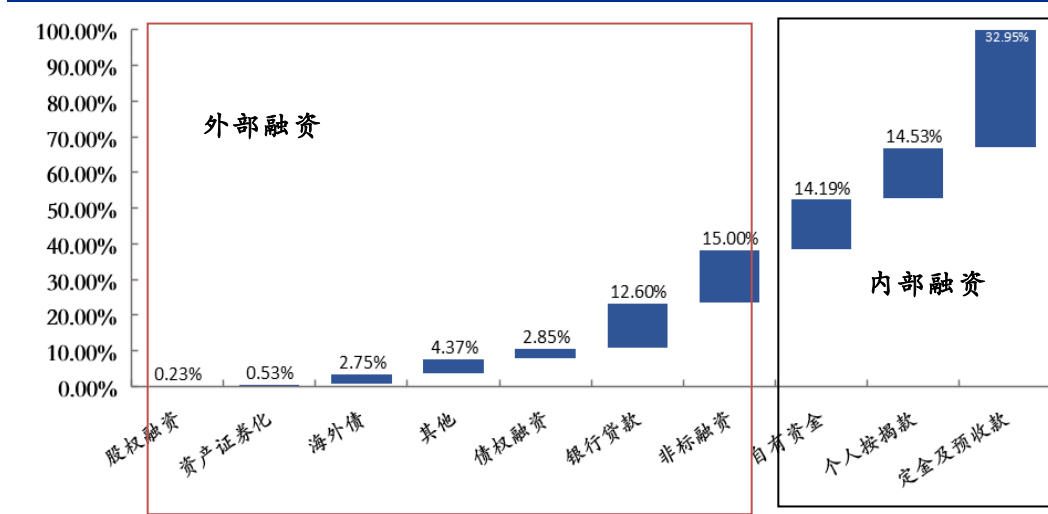
图 29: 房企到位资金: 银行贷款占比.....	13
图 30: 开发贷余额及增速: 亿元.....	14
图 31: 地产开发贷&房产开发贷: 亿元.....	14
图 32: 股权融资类型及规模: 亿元.....	16
图 33: 2016 年至今月份股权融资情况.....	16
图 34: 房地产行业股权融资类型及规模: 亿元.....	16
图 35: 房地产行业股权融资规模占房企到位资金比重.....	16
图 36: 债权融资类型及规模: 亿元.....	18
图 37: 房地产行业债权融资类型及规模: 亿元.....	18
图 38: 08 年至今全行业发债评级结构.....	18
图 39: 08 年至今全行业发债期限比例.....	18
图 40: 发债同比增速.....	19
图 41: 房地产行业债权融资规模占房企到位资金比重.....	19
图 42: 房地产行业债券融资利率变动.....	19
图 43: 内房海外债: 亿元.....	21
图 44: 内房海外债平均发债利率.....	21
图 45: 全行业资产支持证券: 亿元.....	22
图 46: 房地产行业资产支持证券.....	22
图 47: 房地产行业资产支持证券化全链条.....	22
图 48: 房地产行业非标余额: 万亿.....	23
图 49: 银行理财产品投向.....	23
图 50: 券商资管通道业务资金投向.....	23
图 51: 基金子公司资金投向.....	23
图 52: 资金信托余额投向房地产及占比.....	23
图 53: 信托资产各类占比.....	23
图 54: 四个指标.....	26
图 55: 回款率+在手资金+应收账款周转天数.....	26
图 56: 在手资金+应收账款周转天数+平均融资成本.....	26
图 57: 在手资金+应收账款周转天数.....	26
图 58: 应收账款周转天数+平均融资成本.....	26
图 59: 回款率+平均融资成本.....	26
表 1: 货币资金细分项目.....	7
表 2: A/H 股部分公司去化率、回款率情况.....	8
表 3: 《关于规范土地储备贷款和资金管理等相关问题的通知》部分细则.....	14
表 4: 房地产行业银行贷款分类.....	15
表 5: 股权融资原依据及要求.....	16
表 6: 新规要求.....	17
表 7: 房地产公司发债需满足四个条件之一, 且需根据五项指标来对风险进行评估.....	18
表 8: 短融&中票.....	19
表 9: 公司债.....	20
表 10: 企业债.....	20
表 11: 海外债.....	21
表 12: 不同口径非标定义.....	24
表 13: 其他外部融资形式.....	24

表 14: 部分 A/H 股.....	25
---------------------	----

房地产行业作为资金密集型行业，融资环节不可缺少且至关重要。本专题为房地产行业融资专题，主要分析房企融资渠道、各项融资的要求与限制、各个渠道融资变动对房企报表影响等。

房企融资大致可分为两块，内部融资和外部融资；根据房企到位资金的细分，各项融资渠道占房企到位资金比重如图 1 所示，其中个人按揭款+定金及预收款的占比高达 47.48%，为房企到位资金的重点贡献来源，如果加上自有资金，内部融资占房企到位资金比重高达 61.67%，（根据 wind、统计局等多方数据平台数据汇总测算的结果，仅供参考）为房企最主要的资金来源。

图 1：房企到位资金细分占比情况

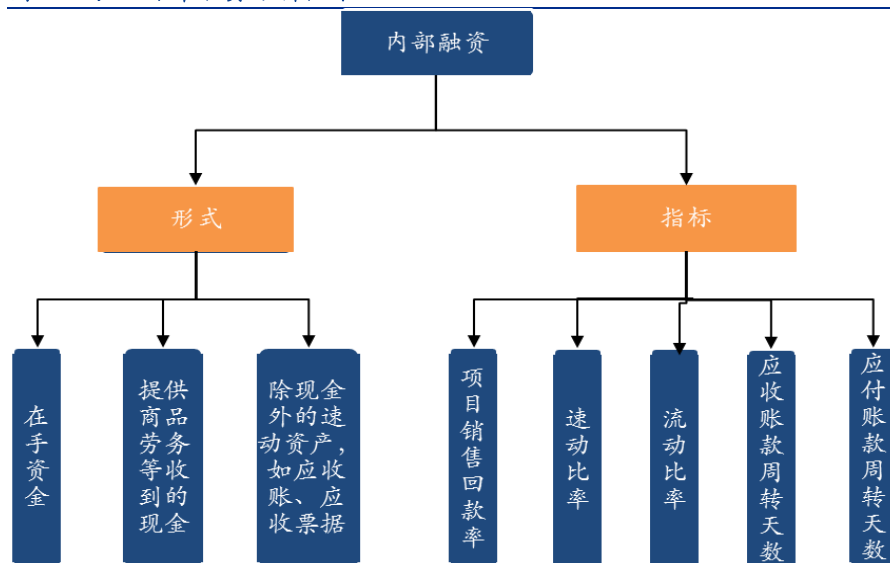


资料来源：wind、安信地产团队整理、安信证券研究中心

1. 内部融资：内修造血之力

房企内部融资成本低，是主要的资金来源，但不能满足行业和企业的全部资金需求。对于房企内部融资能力的强弱，我们主要从项目回款的情况、速动比率进行分析。

图 2：房企内部融资分析框架

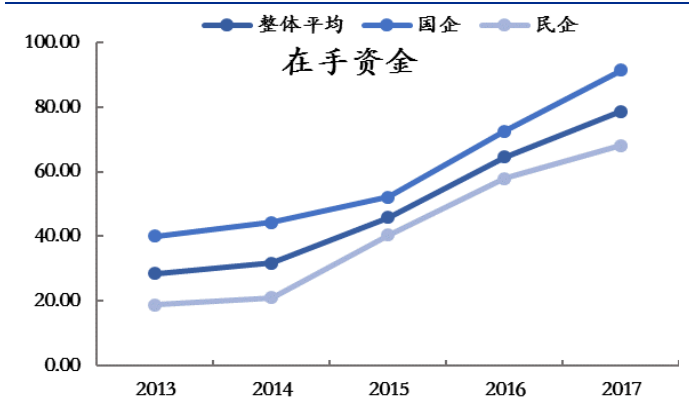


资料来源：安信地产团队整理、安信证券研究中心

1.1. 状态上：现金为王

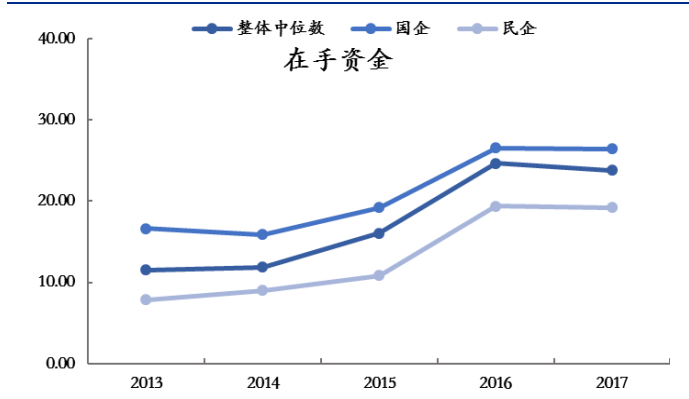
在手资金包括现金、银行存款和其他货币资金，为可立即投入流通，用以购买商品或劳务、或偿还债务的交换媒介。通过安信地产列表统计（wind 数据），从均值统计看，13-17 年，行业整体在手资金平均规模持续走高，16-17 年这两年均值上有较好的提升；分国企及民企看，17 年国企、民企在手资金的均值有小幅扩大。但从中位数的统计角度看，行业中位数在 17 年走弱，表明在行业销售、土地、融资三者集中度不断靠拢于 TOP 房企的背景下，行业分化持续扩大。

图 3：在手资金：平均法，单位亿元



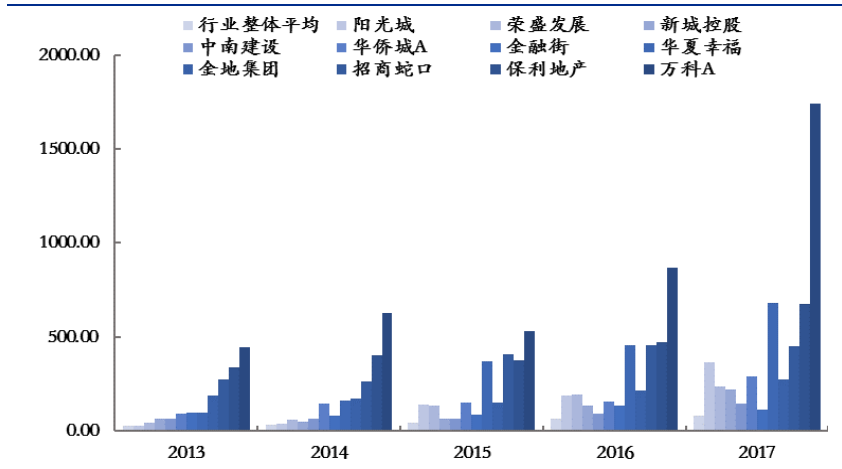
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 4：在手资金：中位数法，单位亿元



资料来源：wind、安信证券研究中心

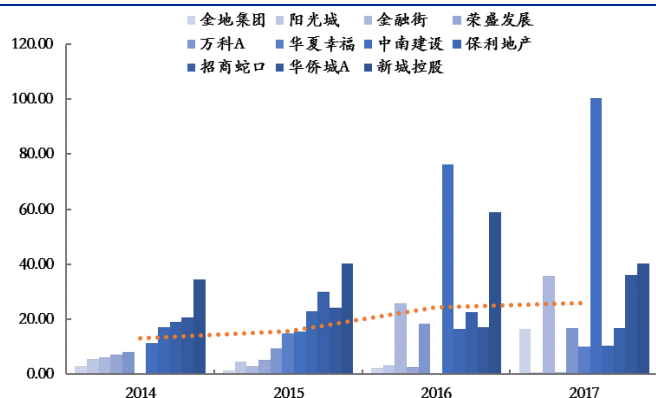
图 5：A 股核心房企在手资金变动情况，单位亿元



资料来源：wind、安信证券研究中心

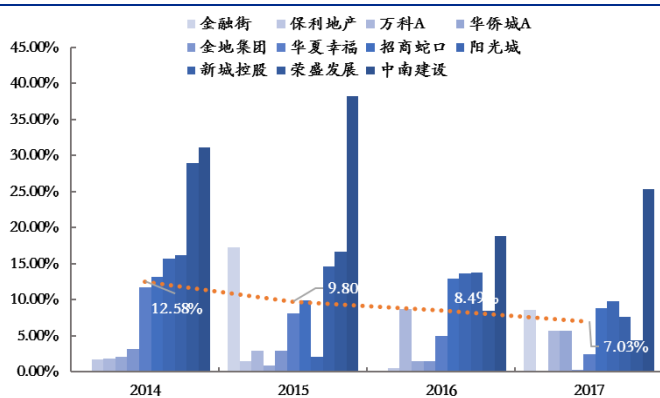
货币资金中的其他货币资金项目一般为限制性资金，不能随时动用；银行存款中也有可能存在部分限制性资金。我们主要考核了 A 股主要房企限制性资金的情况（根据公司 14-17 年年报的披露数据及 wind 数据），从 11 家房企的平均占比看，14-17 年，房企限制性资金占货币资金的比重逐步下降，由 12.58% 下降至 7.03%，幅度收窄 5.55pct；从平均限制资金的走势看，限制资金比重的下降更多源于货币资金总额的快速提高。

图 6：A 股核心房企限制资金，单位亿元



资料来源：wind、公司公告、安信证券研究中心

图 7：A 股核心房企限制资金占货币资金比例



资料来源：wind、公司公告、安信证券研究中心

备注：万科披露货币资金细分项，及银行存款中受限制资金；保利地产披露履约保证金存款（除此之外没有其他限制资金，年报），中南详细披露限制资金情况，其他未说明限制性资金情况的，按照其他货币资金计算

表 1：货币资金细分子项目

货币资金	包含库存现金、银行存款、其他货币资金
库存现金	现金，包括人民币或外币
银行存款	银行存款也含有部分受限制资金，比如因质押或冻结对使用有限制的资金
其他货币资金	一般为受限制资金
银行汇票存款	企业为取得银行汇票按规定存入银行的款项
银行本票存款	企业为取得银行本票按规定存入银行的款项
信用卡存款	企业为取得信用卡而存入银行信用卡专户的款项
信用证保证金存款	采用信用证结算方式的企业为取得信用证而按规定存入银行信用证保证金专户的款项
其他	如存储投资款、外埠存款等

资料来源：安信地产团队整理、安信证券研究中心

小结：在行业销售、土地、融资三者集中度不断靠拢于 TOP 房企的背景下，行业分化持续扩大，国企相对于民企更具备资金优势；从 11 家主流房企限制性资金的平均占比看，房企限制性资金占货币资金的比重不大，且逐年降低；从集中度提升的逻辑出发，我们预计未来主流房企限制性资金的占比有望缓慢走低。

1.2. 行动上：加速回款

房企内部融资途径核心在于项目销售回款。回款的跟踪上，我们根据平时调研跟踪的相关销售数据基础及预期上，测算部分公司的销售回款情况。从测算结果看，我们判断，截止 18 年 6 月底的数据，行业新盘去化率为 60%-70%之间，回款率大约为 80%-90%之间。

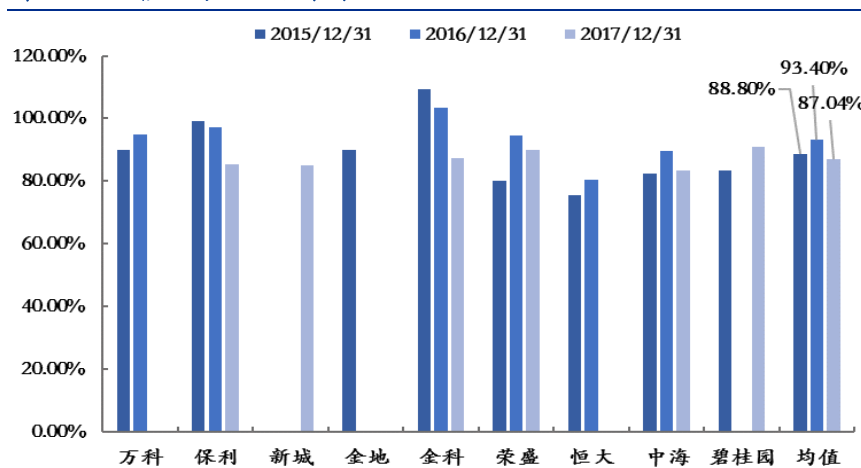
表 2: A/H 股部分公司去化率、回款率情况

	1-6月销售额 (亿元)	去化率	去化依据	回款率
A 股				
万科 A	3046	60%左右	新盘去化	超过 93% (18 年中报披露数据)
保利地产	2153.12	70%-75%	新盘去化	78.86% (18 年中报披露数据)
招商蛇口	750.96	70%左右	新盘去化	90%左右
新城控股	953.11	70%以上	整体去化	80%左右
金地集团	630.7	80%-90%	新盘去化	90%左右
金科股份	605	70%以上	新盘去化	100%以上, 17 年 80%左右
阳光城	663	70%左右	新盘去化	接近 80%
中南建设	652.1	接近 80%	新盘去化	80%以上
荣盛发展	400.99	80%左右	新盘去化	80.78% (18 年中报披露数据)
中粮地产	290.5	-	新盘去化	差不多 100%
港股				
融创	1916	70%+	新盘去化	90%以上
恒大	3040	60%+	新盘去化	90%以上
旭辉	661.8	70%左右	新盘去化	85%左右
合景泰富	306.3	70%-80%	新盘去化	80%-90%

资料来源: 公司公告、中指院、调研整理、安信证券研究中心

备注: 去化率、回款率等的计算均截止至 6 月数据, 回款率为 (当期销售回款+以往结转)/当期销售额

根据公司年报披露的情况看, 我们重点跟踪部分公司回款情况: 从年报披露上看, 16 年回款率均值高于 15 年、17 年的回款率均值; 但整体看, 回款率基本在 80%-90% 的区间内。个别公司个别年份回笼表现优异, 如金科股份 15 年回笼率 109.5%、16 年回笼率 103.28%。结合调研的数据及目前行业的环境, 我们预计 18 年至今主流房企平均回笼率略有下降, 下降幅度在 3%-5% 之间, 平均回笼率预计仍可保持在 80%-85% 之间。

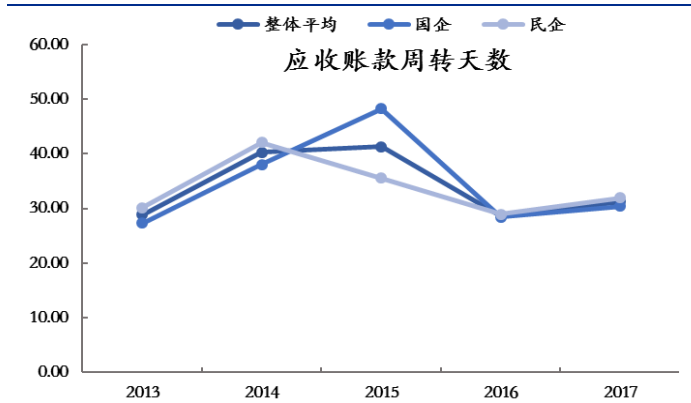
图 8: A 股核心房企回款跟踪


资料来源: 公司年报、安信证券研究中心

除却回款的跟踪, 我们也考察了上市房企周转的变化。1) 从中位数法与平均法的差异看, 我们认为中位数法是更为客观的指标, 中位数与平均数的差异则体现了行业分化过程中, 各个层级的分化程度; 2) 从应收账款周转天数的变化看, 行业整体应收账款周转天数较为平稳; 但国企与民企之间分化严重, 国企应收账款周转天数缓慢下降, 民企应收账款周转天数在 17 年有较大的提升, 或表明在行业整合格局不断提升的过程中, 国企对资金的管理、使用效率及回款能力更具备优势; 3) 从应付账款周转天数的变化看, 行业整体应付账款周转

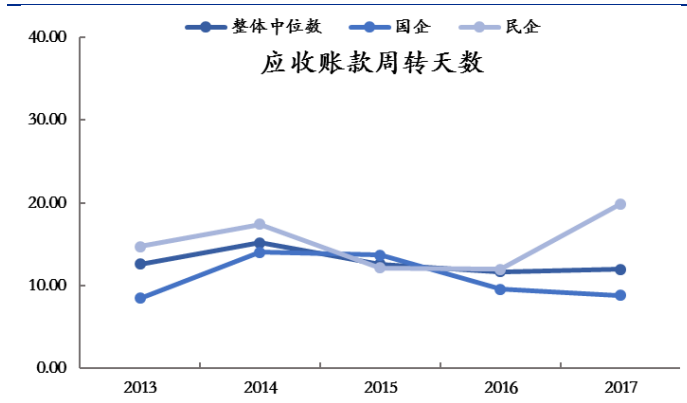
天数表现较为平稳。但民企在中位数法与平均法下呈现完全不同的两种变化，其差异化，我们认为，民企应收周转弱化，资金压制影响下民企对于应付占用延长，从另一侧面上体现了民企资金压力。4) 从存货周转天数的变化看，行业存货周转天数在16年有所下降，17年回升。我们认为存货周转天数的回升源于这一期间内房企补货力度提升，不能单纯依靠存货周转天数的提升推断房企资金周转存在困难或周转周期拉长等。

图 9：应收账款周转天数，平均法



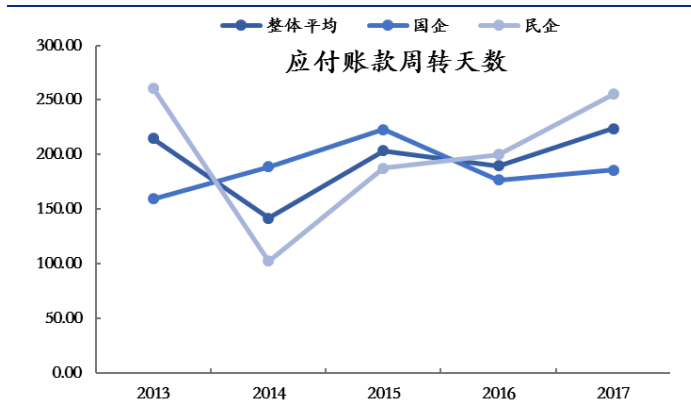
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 10：应收账款周转天数，中位数法



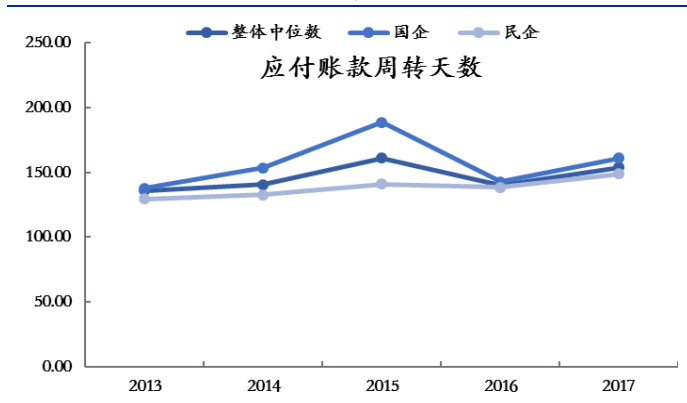
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 11：应付账款周转天数，平均法



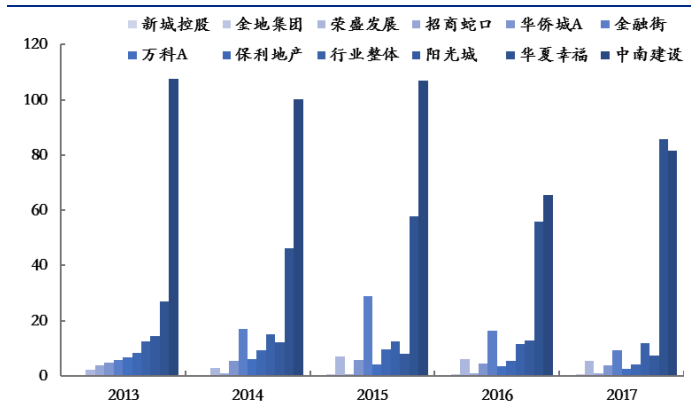
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 12：应付账款周转天数，中位数法



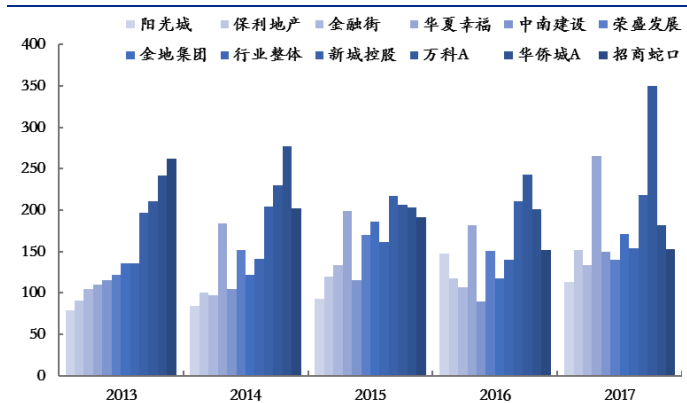
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 13：A股核心房企应收账款周转天数



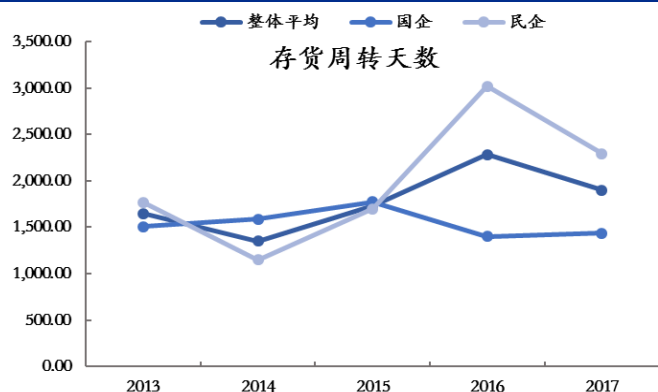
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 14：A股核心房企应付账款周转天数



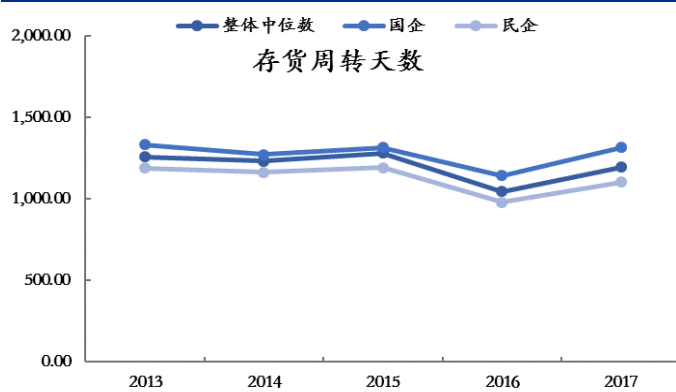
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 15: 存货周转天数, 平均法



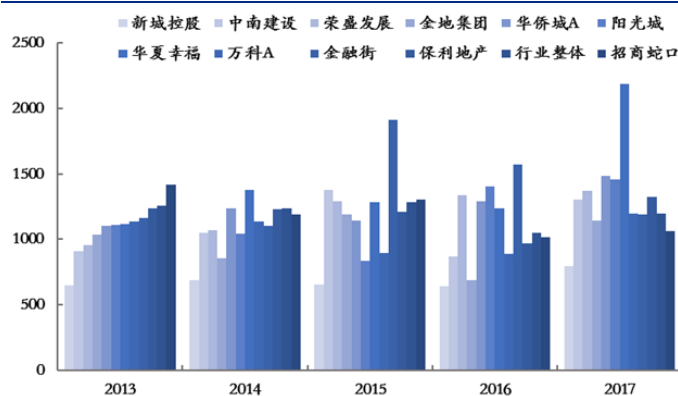
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 16: 存货周转天数, 中位数法



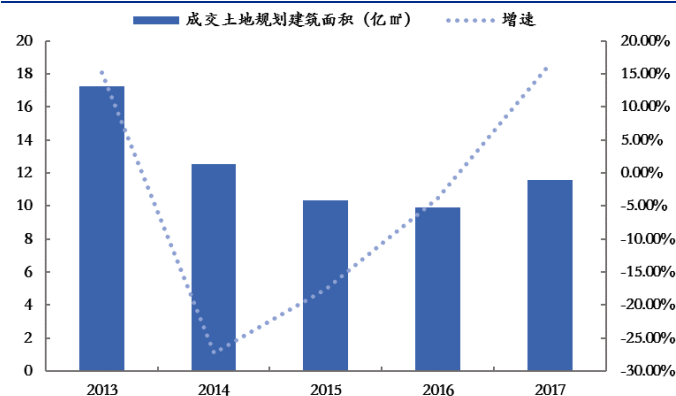
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 17: A 股核心房企存货周转天数



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 18: 13-17 年成交土地规划建筑面积及增速



资料来源: wind、安信证券研究中心

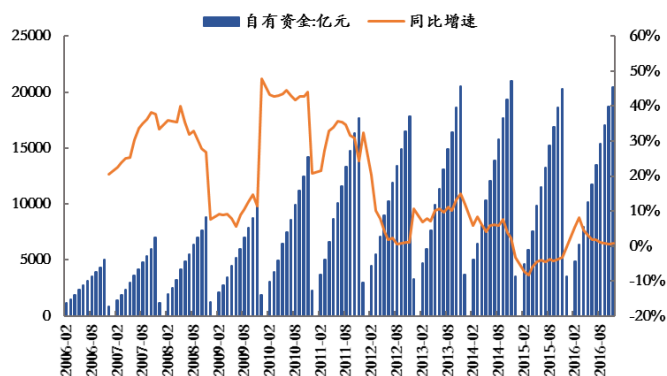
小结: 1) 重点跟踪部分公司年报披露的回款情况上看, 主流房企平均回款率基本在 80%-90% 的区间内。预计 18 年至今主流房企平均回笼率略有下降, 下降幅度在 3%-5% 之间, 主流房企平均回笼率预计仍可保持在 75%-85% 之间。2) 周转上, 行业分化明显, 国企优势强于民企; 并且我们认为存货周转天数的回升源于这一期间内房企补货力度提升, 不能单纯依靠存货周转天数的提升推断房企资金周转存在困难或周转周期拉长等。

1.3. 贡献上: 占房企到位资金比重 61.67%

从房企到位资金来源看, 内部融资主要体现为自有资金、个人按揭款、定金及预收款。

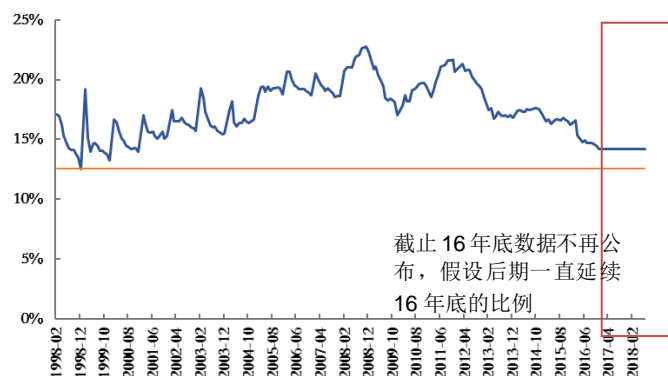
自有资金占到位资金比重 14.19%: 自有资金主要为公司的未分配利润或股东投资等。根据 wind (统计局数据) 上自有资金每年到位资金量看, 其总量在 13-16 年基本持平, 在 2.05-2.1 万亿的区间内波动。从自有资金占房企到位资金比重看, 12 年之前, 自有资金占房企到位资金比重是一个逐步上升的过程; 或在于当时外部融资渠道可获得资金量, 12 年之后, 自有资金占房企到位资金比重持续下行, 主要在于这一期间自有资金总量并无明显的增长, 但得益于外部融资渠道的拓展, 整体到位资金增长稀释了自有资金的比重。根据统计局数据, 截止 16 年 12 月, 自有资金占到位资金比重为 14.19%, 与历史低点 12.54% 仅距 1.65pct。17 年起, 该数据不再披露; 考虑 17 年后, 房企外部融资渠道受限制较多, 房企或更多从内部融资造血, 因此, 我们假设 17 年至目前, 自有资金占到位资金比重保持在 16 年 12 月份的水平, 即 14.19%。

图 19：自有资金及增速



资料来源：统计局、安信证券研究中心

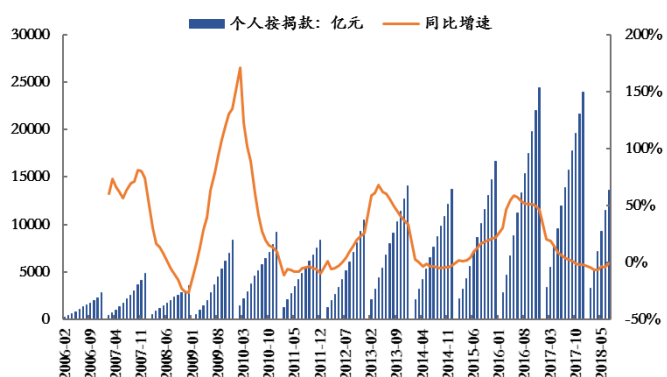
图 20：自有资金占到位资金比重



资料来源：统计局、安信证券研究中心

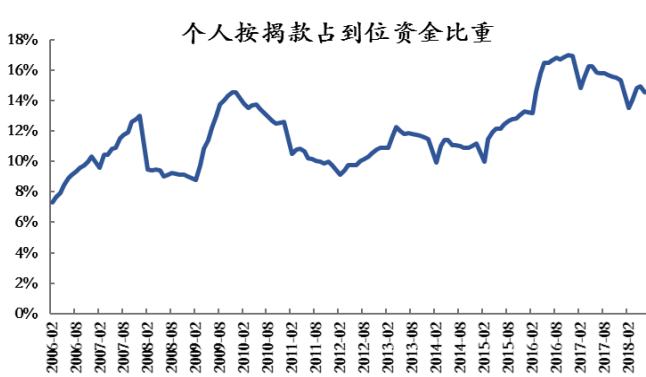
个人按揭款占到位资金比重 14.53%：个人按揭款受银行贷款额度、银行放贷速度等的影响。根据统计局数据，15 年楼市回暖，个人按揭款同比增速触底回升，个人按揭款占到位资金比重逐步提升；16 年 5 月，同比增速形成局部峰值，此后伴随一系列严调控，银行放贷速度、放贷额度趋缓，个人按揭款同比增速逐渐回落；个人按揭款占到位资金比重滞后增速 6 个月左右达到峰值；此后，其比重也开始回落。截止 18 年 6 月，个人按揭款 1.15 万亿元，同比下降 3.97%，个人按揭款占到位资金比重 14.53%（该比例计算公式为：统计局公布数据个人按揭款/房企到位资金），较高点收缩 2.43pct。

图 21：个人按揭款及增速



资料来源：统计局、安信证券研究中心

图 22：个人按揭款占到位资金比重



资料来源：统计局、安信证券研究中心

定金及预收款占到位资金比重 32.95%：从定义上说，定金是为了使签订合同的甲乙双方履行经济合同，根据有关规定由购房者缴纳的押金。预收款是甲乙双方签订购销房屋合同后，购房者提前交付的购房款。定金及预收款受需求力量等因素的影响，根据统计局数据，其增速同样于 15 年楼市回暖之时触底回升，但不同于个人按揭款占到位资金比重的变化，定金及预收款占到位资金比重仍处于逐步回升的过程。根据统计局数据，截止 18 年 6 月，定金及预收款到位资金量 2.61 万亿元，同比增长 12.48%，定金及预收款占到位资金比重 32.95%。

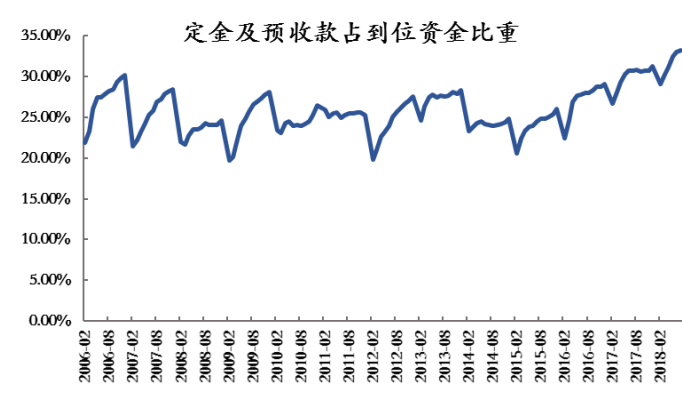
考虑到当前行业政策仍然趋严，但宏观政策却有些微松动，两者的背离或能互相对冲；另外，15 年中旬开始的一系列限购政策，一般为 3 年期的限购，目前也将陆陆续续进入到期限释放阶段，或能释放部分强需求。因而总体上我们判断：个人按揭款增速或有所回升，个人按揭款占到位资金比重全年或可维持在 14.5%-15% 的区间内；定金及预收款增速预计全年可在 15%-18% 的区间内，定金及预收款占到位资金比重预计全年可在 30%-33% 的范围内。

图 23：定金及预收款+增速



资料来源：统计局、安信证券研究中心

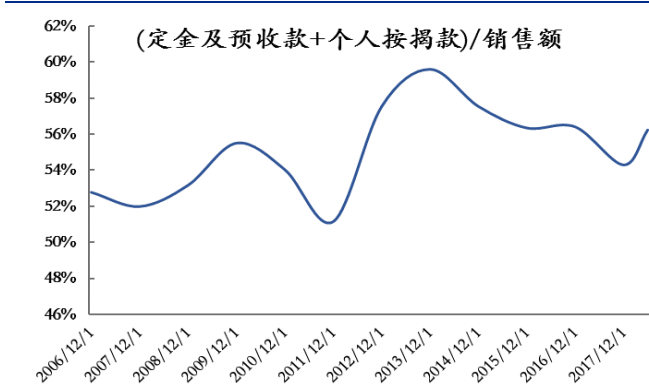
图 24：定金及预收款占到位资金比重



资料来源：统计局、安信证券研究中心

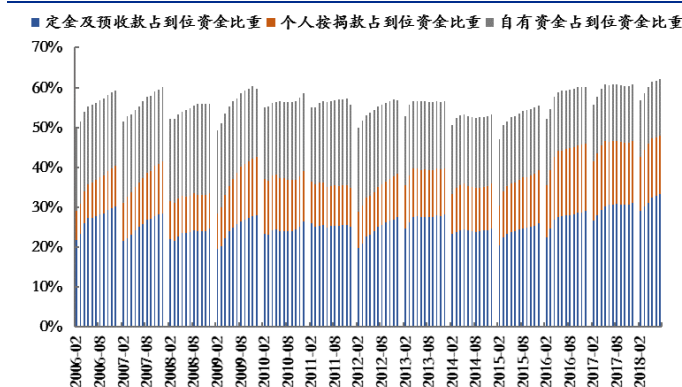
我们在前面根据部分公司年报披露统计了销售回款率的情况，整体上，主流房企平均回款率在 80%-90%的区间内；这里我们用（定金及预收款+个人按揭款）/销售额计算行业平均回款率的情况。行业平均回款率基本在 56%的水平上下波动。行业平均水平与主流房企平均水平相比，再次表明行业分化下，主流房企在回款上的优势。

图 25：（定金及预收款+个人按揭款）/销售额



资料来源：统计局、安信证券研究中心

图 26：三大来源占比变动



资料来源：wind、统计局、安信证券研究中心

2. 外部融资：有的升起，有的坠落

内部融资是房企最主要的资金来源，但不能满足行业和企业的全部资金需求，因而房企需要外部融资渠道为企业的运营筹集资金。外部融资包括银行贷款、债权融资、股权融资等多种形式。外部融资也可按照直接融资与间接融资两种形式进行划分。

图 27：房企外部融资分析框架

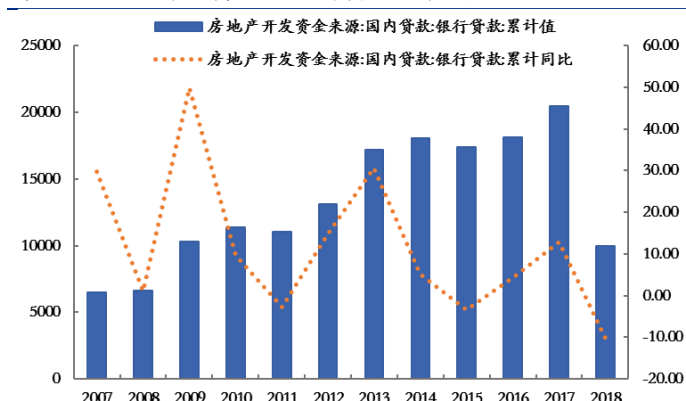


资料来源：安信地产团队整理、安信证券研究中心

2.1. 银行贷款：占房企到位资金比重 12.60pct

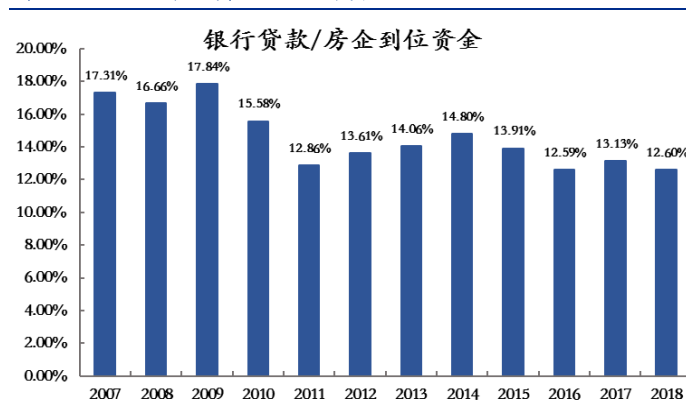
房企银行贷款主要可分为土地储备贷款、项目开发贷款、抵押贷款、并购贷款等形式。根据wind数据，截止18年6月，房企到位资金7.93万亿元，其中银行贷款到位资金9987.75亿元，同比下降10.30%，银行贷款占房企到位资金比重12.60%，较17年有所下降，这一比重仅略高07-17年至今最低比重(12.59%)0.1pct。

图 28：房企到位资金：银行贷款及其增速



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 29：房企到位资金：银行贷款占比



资料来源：wind、安信证券研究中心

1) 土地储备贷款：指银行向土地储备机构发放的用于收购、整治土地，提升土地出让价值的短期周转贷款。16年2月2日，财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会等四部委联合发布《关于规范土地储备贷款和资金管理等相关问题的通知》，要求2016年12月31日前，各地区应当结合事业单位分类改革，完成对现有土地储备机构的全面清理。

表 3:《关于规范土地储备贷款和资金管理等相关问题的通知》部分细则

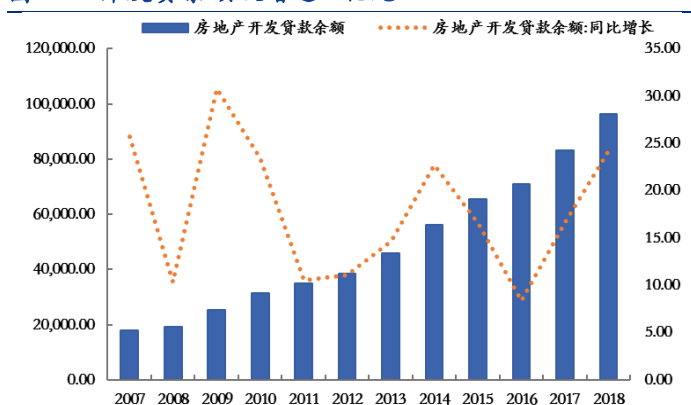
清理压缩现有土地机构	每个县级以上(含县级)法定行政区划原则上只能设置一个土地储备机构,统一隶属于所在行政区划国土资源主管部门管理 现有土地储备机构中从事政府融资、土建、基础设施建设、土地二级开发业务部分,从现有土地储备机构中剥离出去或转为企业
进一步规范土地储备行为	土地储备工作只能由纳入名录管理的土地储备机构承担 各类城投公司等其他机构一律不得再从事新增土地储备工作
合理确定土地储备总体规模	各地土地储备总体规模,应当根据当地经济发展水平、当地财力状况、年度土地供应量、年度地方政府债务限额、地方政府还款能力等因素确定
调整土地储备筹资方式	自 2016 年 1 月 1 日起,各地不得再向银行业金融机构举借土地储备贷款
规范土地储备资金使用管理	从 2016 年 1 月 1 日起,土地储备资金从以下渠道筹集:一是财政部门从已供应储备土地产生的土地出让收入中安排给土地储备机构的征地和拆迁补偿费用、土地开发费用等储备土地过程中发生的相关费用。二是财政部门从国有土地收益基金中安排用于土地储备的资金。三是发行地方政府债券筹集的土地储备资金。四是经财政部门批准可用于土地储备的其他资金。五是上述资金产生的利息收入

资料来源:中华人民共和国财政部官网、安信证券研究中心

2) 项目开发贷款:指银行向借款人发放的用于开发、建造向市场销售、出租等用途的房地产项目的贷款,主要为满足房地产项目开发过程中的建设资金需求,包括房产开发贷和地产开发贷。目前对于开发贷的限制主要体现在“一般需满足‘四三二’,募集资金用途受限,仅能用于项目建设”等。

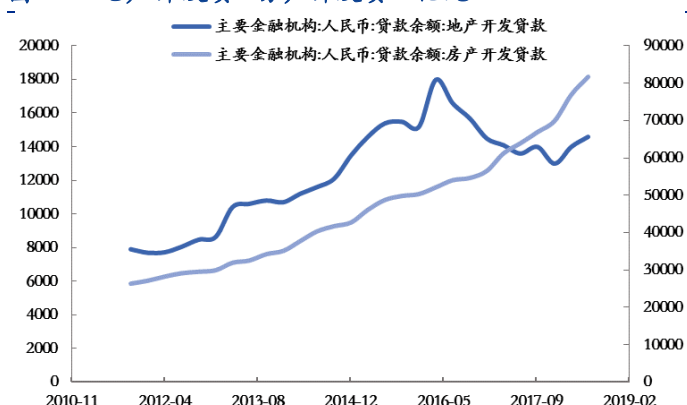
根据中国人民银行统计,截止 18 年 6 月末,房产开发贷款余额 8.18 万亿元,同比增长 27.7%;地产开发贷款余额 1.46 万亿元,同比增长 7.1%;房地产开发贷款余额在 6 月末合计为 9.64 万亿元,同比增长 24.23%。

图 30: 开发贷余额及增速: 亿元



资料来源: 中国人民银行、安信证券研究中心

图 31: 地产开发贷&房产开发贷: 亿元



资料来源: 中国人民银行、安信证券研究中心

3) 抵押贷款:指开发企业用房屋产权或者股权作为抵押物向银行申请的贷款。抵押贷款若为短期建设贷款,则主要以建设周期为限,一般 3-5 年;若为长期经营贷款,期限在 15-30 年左右。

4) 并购贷款:指根据 2015 年《商业银行并购贷款风险管理指引》,商业银行向并购方或其子公司发放的,用于支付并购交易价款和费用的贷款。并购贷款期限一般不超过七年,且要求并购交易价款中并购贷款占比不能高于 60%。18 年 1 月,上海银监局下发《上海银监局关于规范开展并购贷款业务的通知》,并购贷款投向房地产开发土地并购,或房地产开发土地项目公司股权并购的,应按照穿透原则管理,拟并购土地项目应完成在建工程开发投资总额的 25% 以上;并购贷款不得投向未足额缴付土地出让金项目,不得用于变相置换土地出让金;不得投向四证不全的项目。

表 4：房地产行业银行贷款分类

类型	定义	期限	限制
土地储备贷款	银行向土地储备机构发放的用于收购、整治土地，提升土地出让价值的短期周转贷款	短期周转贷款	2016 年 1 月 1 日起，禁止向银行举借土地储备贷款
项目开发贷	向借款人发放的用于开发、建造向市场销售、出租等用途的房地产项目的贷款，主要为满足房地产项目开发过程中的建设资金需求，包括房产开发贷和地产开发贷	一般不超过三年	【1】一般需满足“四三二”，募集资金用途受限，仅能用于项目建设； 【2】银行对房地产企业实行名单制管理，大部分银行会选择前 20 强、前 50 强，前 70 强，个别银行也会选择前 100 强； 【3】16 个热点城市的住宅类开发贷受限，非 16 个热点城市以外的需要参考当地调控政策
抵押贷款	开发企业用房屋产权或者股权作为抵押物向银行申请的贷款	短期建设贷款以建设周期为限，一般 3-5 年，长期经营贷款 15-30 年左右	需满足“四三二”
并购贷款	商业银行向并购方或其子公司发放的，用于支付并购交易价款和费用的贷款	期限一般不超过七年	【1】并购交易价款中并购贷款占比不应高于 60%； 【2】上海银监局：穿透原则管理，拟并购土地项目应完成在建工程开发投资总额的 25% 以上；并购贷款不得投向未足额缴付土地出让金项目，不得用于变相置换土地出让金

资料来源：银保监会官网等、安信证券研究中心

备注：“四三二”中，“四”：信托公司发放贷款的房地产开发项目必须满足四证齐全，国有土地使用证、建设用地规划许可证、建设工程规划许可证、建筑工程施工许可证；“三”：信托公司发放贷款的房地产开发项目中至少有 30% 以上来自自有资金；“二”：项目的开发商或其控股股东具备二级资质

小结：银行贷款主要可分为土地储备贷款、项目开发贷款、抵押贷款、并购贷款等形式。截止 18 年 6 月，银行贷款到位资金 9987.75 亿元，同比下降 10.30%，占房企到位资金比重 12.60%，仅高于 16 年的 12.59%。目前，当前银行贷款予地产公司途径所受限制较多，但整体宏观环境有所松动，我们认为银行贷款占房企到位资金比重大概率维持在 11.5%-12.5% 的区间内。

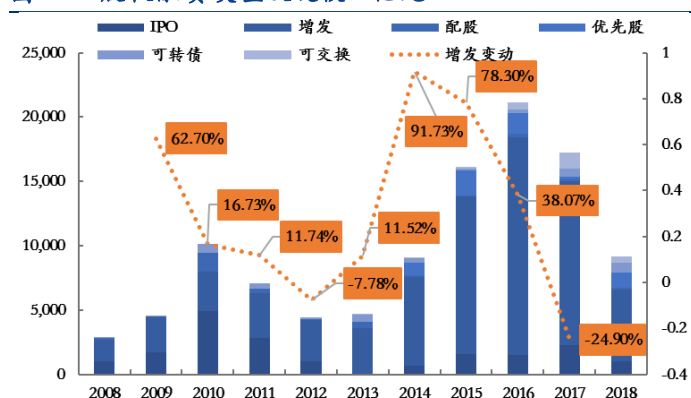
2.2. 股权融资：占房企到位资金比重 0.23%

股权融资包括配股、公开增发、非公开发行（定向增发）等。新规前，由于定增发行条件相对宽松，可选定价时点多，定增一直占据比较重要的份额；14 年下半年，定增开闸，进一步推升定增的放量。从 A 股整体规模看（数据来源：wind），14 年增发增速高达 91.73%、15 年增速仍有 78.30%；此外伴随定增的开闸放量，整体股权融资规模在 15-16 年创下新高。与此同时，房企的股权融资也在 15-16 两年内创下新高，这两年内房企股权融资规模占房企到位资金比重上升至 1.20%、1.17%。

2016 年 7 月 28 日，人民日报报道，证监会官员在周日的保荐机构专题培训会议上指出，企业再融资募集所得资金不鼓励用于补充流动资金和偿还银行贷款，并需详细披露募集资金的实际投向。会议指出，**不允许房地产企业通过再融资对流动资金进行补充，募集资金只能用于房地产建设而不能用于拿地和偿还银行贷款；公开发行可转债不允许偿还银行贷款。**

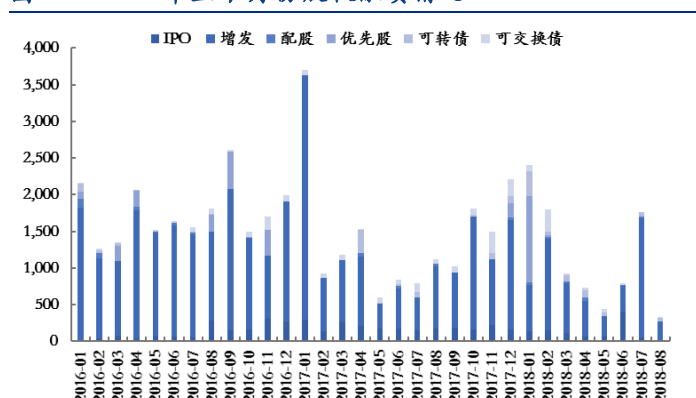
2017 年 2 月 17 日，证监会发布了关于修改《上市公司非公开发行股票实施细则》的决定和《发行监管问答-关于引导上市公司融资行为的监管要求》，对股权融资如增发、优先股、可转债等方式募集资金规模与用途的控制进一步把关，压缩定增套利空间，股权融资规模不断收缩。从 16 年至今月度股权融资规模看，17 年 1 月为高峰期，自 2 月中旬的新规发布后，融资规模有显著的回落。根据 wind 数据，**截止 18 年 6 月底，房地产行业股权融资规模 180.01 亿元，占房企到位资金比重约 0.23%。**

图 32：股权融资类型及规模：亿元



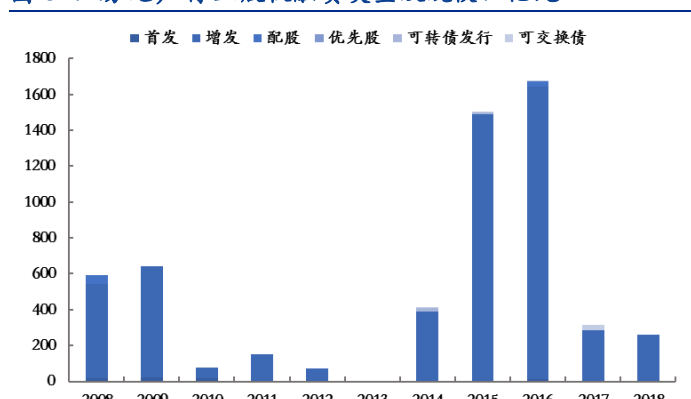
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 33：2016 年至今月份股权融资情况



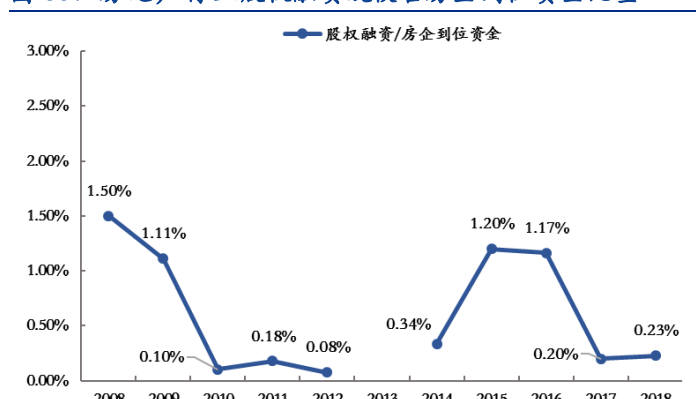
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 34：房地产行业股权融资类型及规模：亿元



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 35：房地产行业股权融资规模占房企到位资金比重



资料来源：wind、安信证券研究中心

表 5：股权融资原依据及要求

形式	定义	依据	要求
配股	上市公司根据公司发展需要，依照有关法律规定的程序，向原股东进一步发行新股、筹集资金的行为。公司原股东享有配股优先权，可自由选择是否参与配股	《上市公司证券发行管理办法》 《关于做好上市公司新股发行工作的通知》	1) 最近 3 个会计年度加权平均净资产收益率不低于 6%；2) 不超过本次发行前股本总额的 30%；3) 距前一次发行股票间隔一个完整会计年度；4) 价格高于每股净资产而低于二级市场价格，原则上不低于二级市场价格的 70%，并与主承销商协商确定；5) 发行对象为公司原股东
增发	上市公司向全部投资者/指定投资者额外发行股份募集资金的融资方式，发行价格一般为发行前某一阶段的平均价的某一比例，若向部分合格投资者发行行为非公开增发（定向增发），若向全部投资者发行则为公开增发	公开增发 定向增发	公开增发 1) 最近三个会计年度扣非净资产收益率平均不低于 6%，若低于 6%，则发行当年加权净资产收益率应不低于发行前一年的水平；2) 公司近三年连续分红；3) 距前次发行股票间隔 12 个月；4) 发行价格应不低于公告招股意向书前 20 个交易日均价或前 1 个交易日的均价 定向增发 1) 发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日均价的 90%；发行价格不低于发行期首日前 20 个交易日均价或者前一交易日均价的 90%，或不低于前一交易日均价（创业板）；2) 发行价格不低于董事会召开前 20 个交易日均价的 90%；3) 锁定期方面，除创业板按照不低于发行期首日前一交易日均价发行股份的无锁定期外，其他方式均锁定一年
可转债	在一定条件下可以被转换成公司股票的债权；具备债权和期权的双重属性；持有人可以选择持有债券到期，也可以选择约定的时间内转换成股票	《上市公司证券发行管理办法》、《可转换公司债券管理办法》、《上市公司发行可转换公司债券实施办法》	1) 最近 3 年连续盈利，且最近 3 年净资产利润率平均在 10%以上；2) 可转债发行后，累计债券余额不超过公司净资产额的 40%或公司资产总额的 70%，两者取较低者；3) 最近三年特别是最近一年应有现金分红；4) 发行完成后当年盈利水平足以支付债券利息

优先股

相对于普通股，主要指在利润分红及剩余财产分配的权利方面，优先于普通股。

《优先股试点管理办法》

1) 最近三个会计年度实现的年均可分配利润应当不少于优先股一年的股息；2) 已发行的优先股不得超过公司普通股股份总数的百分之五十，且筹资金额不得超过发行前净资产的百分之五十；3) 公开发行优先股特殊条件：普通股为上证 50 指数成份股；作为支付手段收购或吸收合并其他上市公司；以减少注册资本为目的回购普通股的；4) 不得发行可转换优先股，特殊情况除外；5) 非公开发行优先股的票面股息率不得高于最近两个会计年度的年加权平均净资产收益率

资料来源：证监会网站、安信证券研究中心

表 6：新规要求

形式	新规	新规要求
配股	2017 年 2 月 17 日证监会	拟配售股份数量不超过本次配售股份前股本总额的 30%
增发	发布了关于修改《上市公司非公开发	1) 最近三个会计年度连续盈利；2) 租金 24 个月内曾公告发行证券的，不存在发行当年营业利润比上年下降 50% 以上；3) 最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的 30%
公开增发	行股票实施细则》的决定和《发行监管问答-关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》	1) 对于定价基准日调整，定价基准日为本次非公开发行股票发行期的首日；2) 上市公司申请非公开发行股票，拟发行的股份数量不得超过本次发行前总股本的 20%；3) 上市公司申请增发、配股、非公开发行股票，本次发行董事会决议日距离前次募集资金到位日原则上不得少于 18 个月，前次募集资金包括首发、增发、配股、非公开发行股票
定向增发		1) 最近三个会计年度加权平均净资产收益率不低于 6%；2) 本次发行后累计公司债券余额不超过最近一期末净资产的 40%；3) 发行价不低于发行前二十个交易日均价或前一个交易日均价
可转债		1) 本次发行股份数量不得超过发行前股本的 20%；2) 不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票均价的 90%
优先股		

资料来源：证监会网站、安信证券研究中心

小结：17 年“217”政策对股权融资如增发、优先股、可转债等方式募集资金规模与用途的控制进一步把关，压缩定增套利空间，股权融资规模不断收缩。截止 18 年 6 月，房地产行业股权融资规模 180.01 亿元，占房企到位资金比重约 0.23%。结合当下的环境判断，未来股权融资规模占房企到位资金比重大概率为低位（0.2%附近）徘徊。

2.3. 债权融资：占房企到位资金比重 2.85%+海外债占比 2.75%

根据 wind 数据，全行业 08-18 年至今债权融资的变动看，行业的规模在 15 年有较大幅度的提升，而在 16 年则创下新高。15 年开始的规模大幅提升主要得益于 15 年 1 月证监会发布的《公司债券发行与交易管理办法》，将发债主体扩容至所有公司制法人。这一期间，房地产行业的发债速度及规模大跨步跃进，15 年房地产行业发债占全行业比例达 8.83%，较 14 年占比提升 5.53pct，而到 16 年，房地产行业发债比例进一步提升至 11.57%，较 15 年占比再次提升 2.74pct。房企在债券融资的选择上倾向于以期限 5 年（3+2）或期限 3 年（2+1）为主，期限相对较长，一般能与房企项目周期匹配。

16 年 9 月 27 日，监管层对房地产公司债实施分类监管思路，在遵循国务院提出的“在分类趋同原则下推动公司信用类债券发行准入和信息披露标准的统一”的原则基础上，强化对发行人的信息披露和偿债能力要求，强化增信措施和债券契约条款安排，强化募集资金用途管理，构建“基础范围+综合指标”的分类监管标准。

表 7：房地产公司发债需满足四个条件之一，且需根据五项指标来对风险进行评估

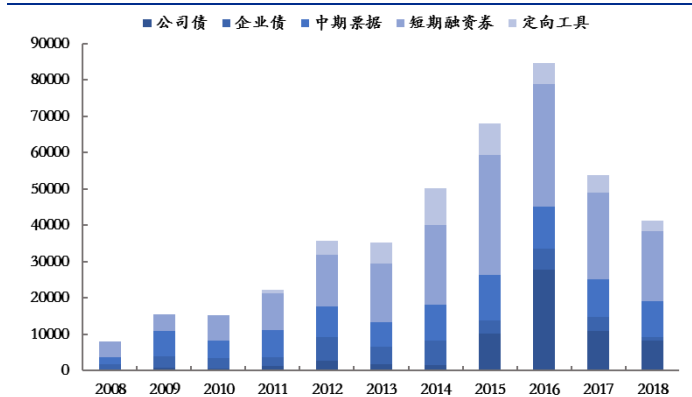
四项条件	境内外上市的房企
	以房地产为主业的中央企业
	省级政府、省会城市、副省级城市及计划单列市的地方政府所属的房企
	中国房地产业协会排名前 100 名的其他民营非上市房企
五项指标	最近一年末总资产小于 200 亿
	最近一年末营业收入小于 30 亿元
	最近一年末扣除非经常性损益后净利润为负值
	扣除预收账款后资产负债率大于 65%
	存货中，开发产品、开发成本、土地储备于三、四线城市占比大于 50%
五项指标中，若触发一项及以下为正常类，触发两项为关注类，触发三项及以上为风险类	

资料来源：上交所、安信证券研究中心

根据 wind 数据，分类监管后，房企发债规模显著收缩，17 年整体发债规模（按照证监会行业[2012]统计的公司债、企业债、短期融资券、中期票据、定向工具）2984.38 亿元，较 16 年的峰值 9804.08 亿元下降 6819.7 亿元，同比下降 69.56%。

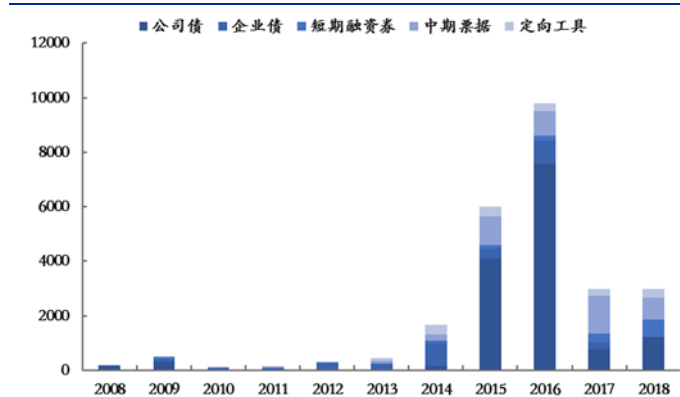
而从房地产行业平均发债利率的变动看，15 年房地产行业整体平均发债利率处于下行区间，叠加彼时证监会的政策，房企以发债融资置换彼时银行贷款和其他高成本借款或是优质选择；16 年分类监管政策下，房地产行业平均发债利率筑底上升，伴随房地产行业发债规模的大幅收缩。值得注意的是，从房地产行业平均发债利率的变动看，8 月平均利率水平有下行的势头。

图 36：债权融资类型及规模：亿元



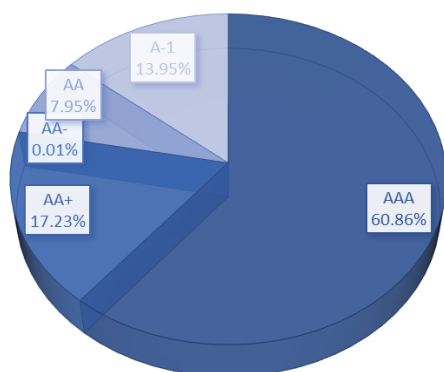
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 37：房地产行业债权融资类型及规模：亿元



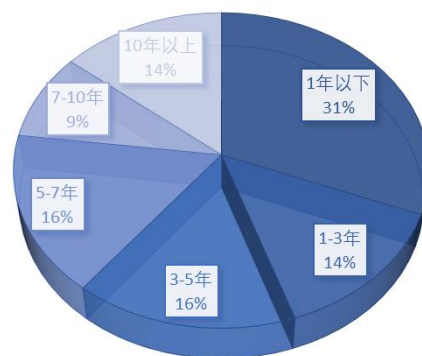
资料来源：wind、安信证券研究中心（证监会行业[2012]）

图 38：08 年至今全行业发债评级结构



资料来源：wind、安信证券研究中心

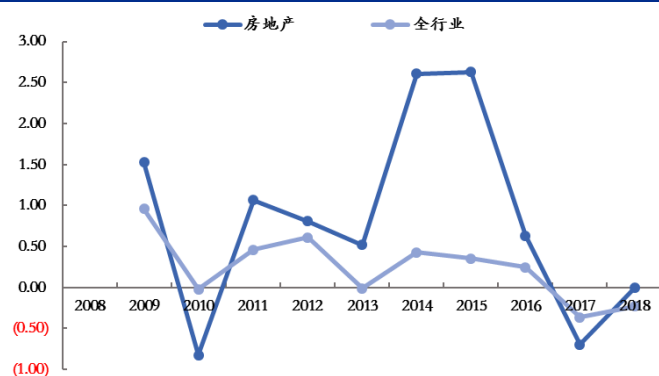
图 39：08 年至今全行业发债期限比例



资料来源：wind、安信证券研究中心

备注：统计的为全行业公司债、企业债、中期票据、短期融资券、定向工具

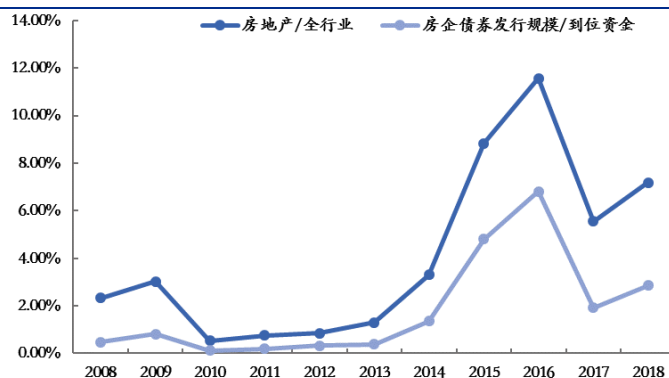
图 40：发债同比增速



资料来源：wind、安信证券研究中心

备注：房地产行业分类依据-证监会行业（2012）

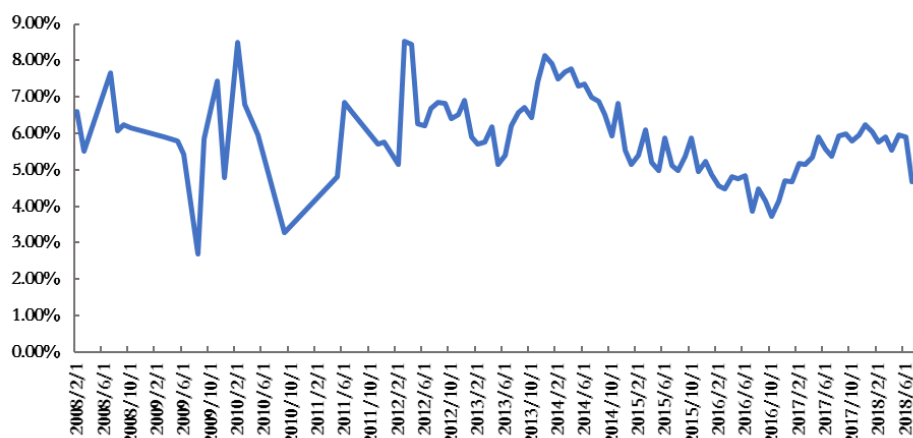
图 41：房地产行业债权融资规模占房企到位资金比重



资料来源：wind、安信证券研究中心

备注：房地产行业分类依据-证监会行业（2012）

图 42：房地产行业债券融资利率变动



资料来源：wind、安信证券研究中心

备注：根据房地产行业公司债、企业债、中期票据、短融、定向工具等的规模及对应利率计算的加权平均利率；剔除个别数据后，个别月份无数据

表 8：短融&中票

类型	依据	要求	限制
短期融资券	05 年中国人民银行《短期融资券管理办法》	1) 具有稳定的偿债资金来源，最近一个会计年度盈利；流动性良好，具有较强的到期偿债能力 2) 对企业发行融资券实行余额管理。待偿还融资券余额不超过企业净资产的 40% 3) 融资券的期限最长不超过 365 天。发行融资券的企业可在上述最长期限内自主确定每期融资券的期限 4) 发行融资券募集的资金用于本企业生产经营	-
中期票据	08 年中国人民银行《银行间债券市场非金融企业债务融资工具发行规范指引》	债券发行总额不超过公司净资产的 40%；	募集资金主要用于偿还有息负债、补充营运资金、项目建设

资料来源：中国人民银行官网、安信证券研究中心

表 9：公司债

类型	依据	要求	限制
公司债	15 年证监会《公司债券发行与交易管理办法》	1) 股份有限公司净资产不低于¥3000 万元，有限责任公司净资产不低于¥6000 万元；	1) 募集资金不得用于购置土地
	15 年证券业协会《非公开发行公司债券备案管理办法》、《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》	2) 累计债券余额不超过公司净资产的 40%；	2) 基础范围：主体评级 AA 级以上、严格执行房地产行业政策和市场调控政策的境内外上市房企、以房地产为主业的央企、副省级城市及计划单列市级别以上的地方国企、中国房地产协会排名前 100 的其他民营非上市企业
	15 年上交所、深交所《公司债券上市规则》、《非公开发行公司债券业务管理暂行办法》	3) 最近三年平均可分配利润足以支付公司债券 1 年的利息	3) 以下房企不得发行：违反“国办发[2013]17 号”规定的重大违法违规行为，或经国土资源部查处尚未按规定整改；房地产市场调控期间，在重点调控的热点城市存在竞拍“地王”、哄抬地价等行为；前次公司债券募集资金尚未使用完毕或者报告期内存在违规使用募集资金问题
	16 年 9 月 27 日《关于实行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》		4) 综合指标：最近一年末总资产小于 200 亿、最近一年营业收入小于 30 亿、最近一年扣除非经常性损益后净利润为负、最近一年末扣除预收账款后资产负债率超过 65%、房地产业务非一二线占比超 50%

资料来源：证监会、证券业协会、上交所、深交所、安信证券研究中心

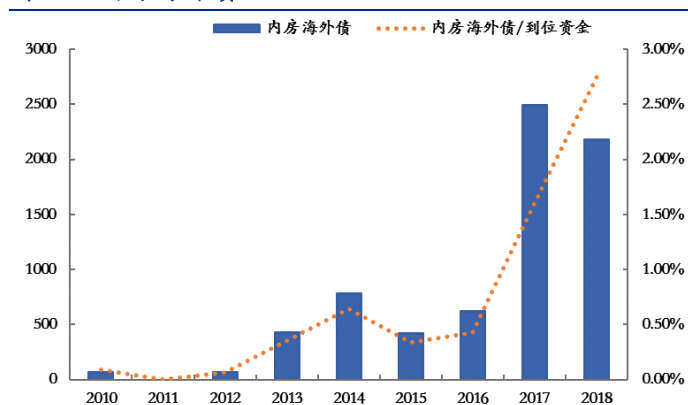
表 10：企业债

类型	依据	要求	限制
企业债	13 年 4 月《关于进一步改进企业债券发行审核工作的通知》	加快和简化审核类：1) 国家重大在建续建项目；2) 关系全局的重点结构调整或促进区域协调发展的项目；3) 节能减排和环境综合整治；4) 公共租赁住房、廉租房、棚户区改造、经济适用房和限价商品房等保障性安居工程项目；5) 小微企业增信集合债券和中小企业集合债券。从严审核类：1) 募集资金用于产能过剩、高污染、高耗能等国家产业政策领域的发债申请；2) 企业信用等级较低，负债率高，债券余额较大或运作不规范、资产不实、偿债措施较弱的发债申请	1) 严格限制融资用于商业性房地产项目
	14 年 9 月《关于全面加强企业债券风险防范的若干意见》	1) 申请发债城投企业，其偿债资金来源 70%以上（含 70%）必须来自企业自身收益，且企业资产构成等必须符合国发[2010]19 号文件的要求；经营收入主要来自承担政府公益性或准公益性项目建设，且占企业收入比重超过 30%的城投企业申请发行企业债券，必须提供城投企业所在地政府本级债务余额和综合财力的完整信息以及地方政府对在建项目资金来源的制度性安排；2) 在原有条件基础上，将“加快和简化审核类”发债申请的划分条件调整为“资产负债率低于 20%，信用安排较为完善且主体信用评级在 AA+及以上的无担保债券”；“地方政府所属区域城投公司申请发行的首只企业债券，且发行人资产负债率低于 30%的债券”；3) 将“从严审核类”发债申请的划分条件调整为“资产负债率较高（城投企业 60%以上，一般生产经营性企业 70%以上）且债项级别在 AA+以下的债券”；“连续发债两次以上且资产负债率高于 60%的城投类企业”	2) 省级保障性住房项目：地方政府或住建部门应出具文件，对建设内容、拆迁费用来源、纳入省级保障性住房建设目标任务等情况进行说明，发行人提供省级保障性住房建设目标责任书
	15 年 10 月《关于进一步推进企业债券市场化方向改革有关工作的意见》	可实现豁免复审环节的三个条件分别包括“主体或债券信用等级为 AAA 级的债券”、“由资信状况良好的担保公司（指担保公司主体评级不低于 AA+及以上）提供无条件不可撤销保证担保的债券”和“使用有效资产进行抵、质押，且债项级别在 AA+以上债券”	3) 地市和县级保障性住房项目：地方政府或住建部门应出具文件，对项目的保障性住房性质进行充分论证
	16 年 11 月《关于企业债券审核落实房地产调控政策的意见》	1) 严格限制房地产开发企业发行企业债券融资，用于商业性房地产项目（用于保障性住房、棚户区改造、安置性住房项目除外）；2) 继续支持各类企业发行企业债券用于保障性住房和棚户区改造项目；3) 不允许发行企业债券用于安置性住房建设：高库存城市（高库存城市所属企业不允许发行企业债券用于安置性住房建设）、高资产负债率（高于 65%）或资产规模较小（小于 60 亿元）的企业、回迁安置房投资比例占项目总投资低于 60%的项目、未缴纳土地出让金、未取得土地权证的项目；4) 发债项目中包含多种类型住房情况的：债券资金不能用于项目中的商业性房地产建设、项目中保障性住房投资/总投资比重按照 50%分界线区分，高于 50%的，视情况而定	4) 安置性住房项目（四类不允许发行）：高库存城市；负债率高于 65%或资产规模小于 60 亿的企业；回迁安置投资比例占项目总投资低于 60%的项目；未缴纳土地出让金、未取得土地权证的项目

资料来源：各大官网、安信证券研究中心

15 年发改委发布《国家发展改革委关于推进企业发行外债备案登记制度管理改革的通知（2044 号文）》，提出取消其他发行外债的额度审批，实行备案登记并扩大企业外债规模。在此政策下，内地房地产企业海外发债规模迅速提升，17 年创下历史新高。18 年 5-6 月左右，发改委、财政部联合印发《关于完善市场约束机制，严格防范外债风险和地方债务风险的通知》，限制房企境外发债用途，房地产企业境外发债主要用于偿还到期债务。

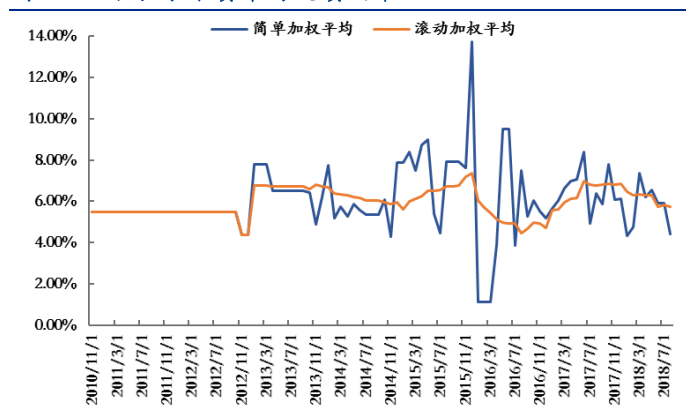
图 43: 内房海外债: 亿元



资料来源: wind、安信证券研究中心

备注: 1USD=6.5CNY; 1HKD=0.85CNY, 1EUR=7.82CNY, 1SGD=5CNY

图 44: 内房海外债平均发债利率



资料来源: wind、安信证券研究中心

备注: 简单平均加权: 当月发行的海外债加权平均

滚动加权平均: 12 个月内发行的海外债滚动加权平均

表 11: 海外债

类型	依据	要求	限制
海外发债	15 年发改委《国家发展改革委关于推进企业发行外债备案登记制度管理改革的通知》	1) 取消企业发行外债的额度审批, 实行备案登记管理;	限制房企境外发债用途, 房地产企业境外发债主要用于偿还到期债务
	18 年 5 月发改委、财政部《关于完善市场约束机制 严格防范外债风险和地方债务风险的通知》	2) 扩大企业外债规模, 支持重点领域和产业转型升级 严禁企业以各种名义要求或接受地方政府及其所属部门为其市场化融资行为提供担保或承担偿债责任, 切实做到“谁用谁借、谁借谁还、审慎决策、风险自担”	

资料来源: 发改委等官网、安信证券研究中心

小结: 根据 wind 数据, 截止 18 年 6 月, 发债规模 2257.78 亿元, 占房企到位资金比重 2.85%; 从发债平均利率变动上看, 8 月平均利率水平有下行的势头。我们认为, 如果政策有所松动, 或可传导至地产行业, 房企发债规模占到位资金比重有可能回升, 预计在 3%-4% 的区间内。根据 wind 数据, 截止 18 年 6 月海外债规模 2181 亿元, 占房企到位资金比重 2.75%; 从海外债平均利率的变动上看, 当前海外债利率走势同样趋弱, 考虑到人民币贬值带来的压力, 房企在境内与境外的选择上, 可能更倾向于境内, 因此, 海外债规模占房企到位资金比重或将回落, 预计在 1.8%-2.3% 的区间内。

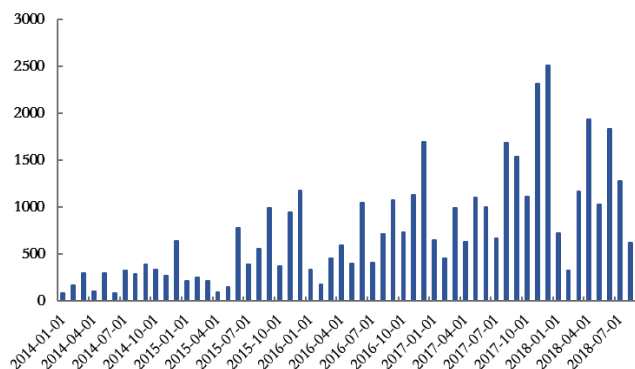
2.4. 资产证券化: 占房企到位资金比重 0.53%

资产证券化包括类 REITS、CMBS、运营收益权 ABS、物业费 ABS、购房尾款 ABS、供应链 ABS 等。资产证券化为发起人将自身持有的基础资产“真实出售”给 SPV, 能够实现风险隔离; 同时, 挂牌之后形成标准化资产, 能够吸引机构投资者低成本资金进入, 在非标监管环境趋严的形势下, 通过多种形式底层资产现金流的安排和重塑, 成为房地产企业全链条融资的重要途径。

我国资产证券化可大致划分为三个阶段, 试点阶段在 05-08 年期间, 源于 04 年证监会发布的《关于证券公司开展资产证券化业务试点有关问题的通知》, 05 年中国人民银行和原银监会联合发布《信贷资产证券化试点管理办法》; 金融危机期间, 处于宏观审慎和控制风险的考虑, 资产证券化试点工作暂停。发展阶段为 11-14 年, 这一期间证监会重启了对企业资产证券化的审批。而真正快速发展壮大则是 14 年之后, 主要受益于 14 年底我国资产证券化监管从过去的审批向备案制转变。关于资产证券化的发展历程与前景, 我们将在后续的融资专题内细致研究, 这里不再赘述。

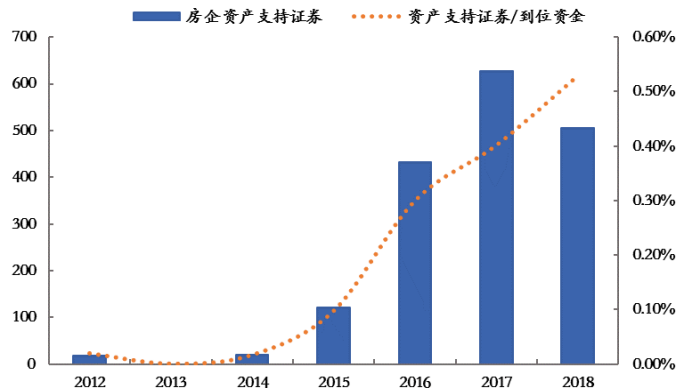
借助资产证券化东风，15 年起，房地产行业资产支持证券的发行规模开始提速，根据 wind 数据，17 年资产证券化规模到达 626.41 亿元，为 12-17 年最高；18 年初至 18 年 8 月中旬，这一规模已到达 505.35 亿元，接近 17 年的全年规模。当前资产支持证券化规模占房企到位资金比重约 0.53%。

图 45：全行业资产支持证券：亿元



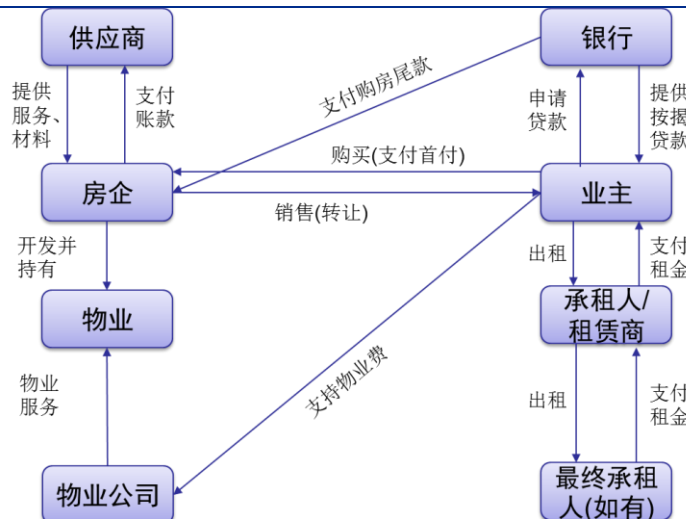
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 46：房地产行业资产支持证券



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 47：房地产行业资产支持证券化全链条



资料来源：安信证券研究中心

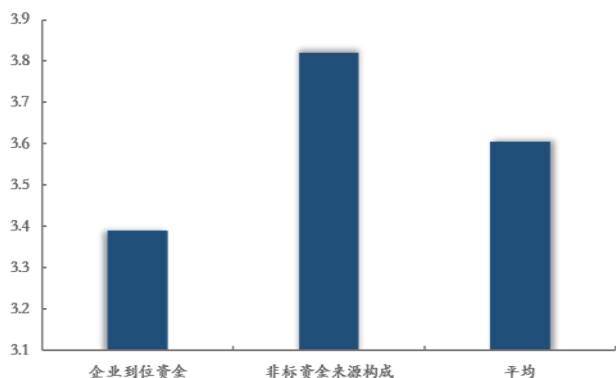
2.5. 非标融资：占房企到位资金比重预计 15%左右

资管新规前，不同口径下对于非标的定义有所差别；资管新规对非标的范围作出了统一的规范。明确标准化债权资产的认定标准，对非标债权采取排除法认定规则，即不属于标准化债权资产的就只能划归到非标债权资产。

资管新规前，非标融资额均可进入拿地及开发流程；资管新规后，非标的形式逐步弱化，拿地更多依靠房企自有资金、股权投资的主动管理型信托；开发主要为开发贷、标准化债权产品、主动管理型信托等。（关于非标，也有另一专题报告详细解说）

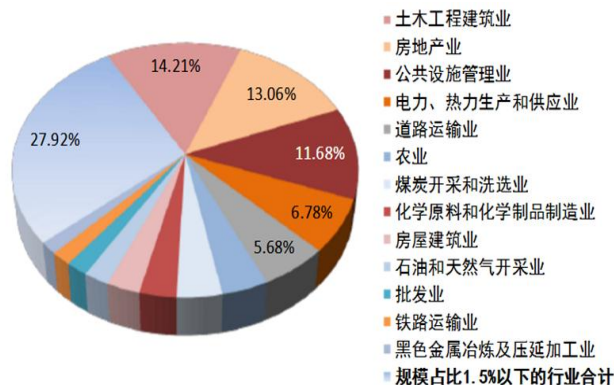
对于房地产行业的非标规模，我们用两种方式进行计算，其一为根据房企到位资金来源进行细致划分（根据这一方式 17 年末新增的非标规模占房企到位资金比重约 15%左右）；其二为根据非标途径（数据源于理财产品网等官网披露）。通过两种途径的计算，可以得到房企非标余额的均值大概为 3.6 万亿元。

图 48：房地产行业非标余额：万亿



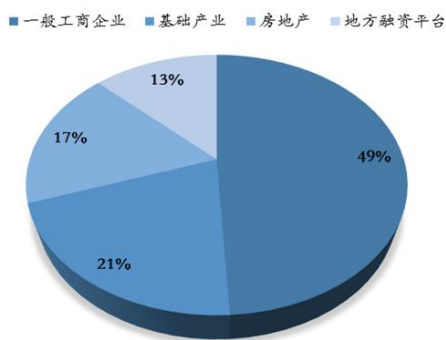
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 49：银行理财产品投向



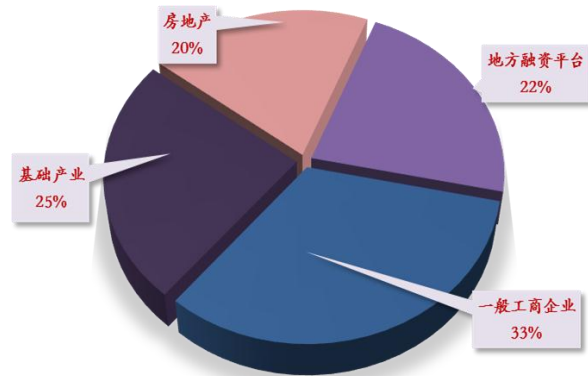
资料来源：中国理财产品网、安信证券研究中心

图 50：券商资管通道业务资金投向



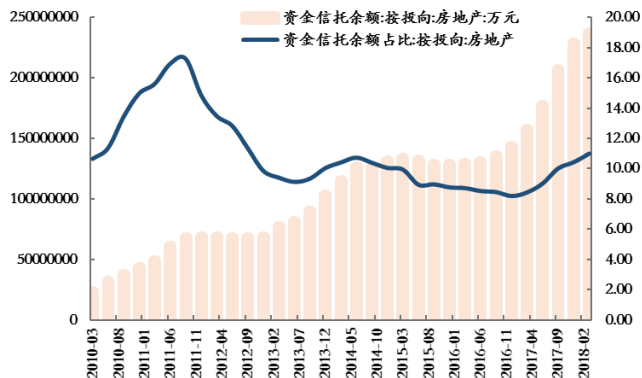
资料来源：基金业协会、安信证券研究中心

图 51：基金子公司资金投向



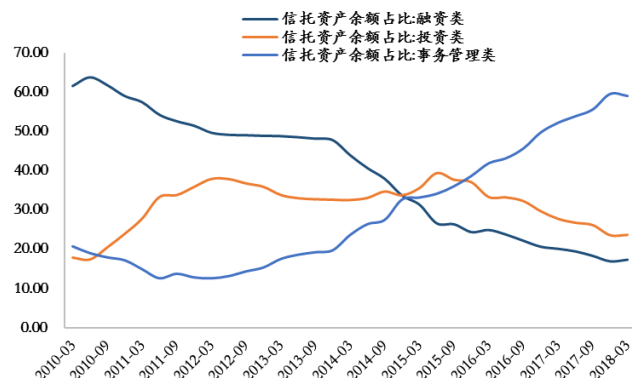
资料来源：基金业协会、安信证券研究中心

图 52：资金信托余额投向房地产及占比



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 53：信托资产各类占比



资料来源：wind、安信证券研究中心

表 12：不同口径非标定义

口径	定义	说明
银行表内	银行自营资金对接信托计划、资管计划等，一般体现在银行资产负债表中的应收账款科目	16 年底，银监会在 14 年《理财业务统计表》（G06 表）的版本上进行全面修订，新修订的 G06 表资产端由原来的 9 项扩展为 16 项，其中非标准化债权类资产含 11 项。非标认定：一是将股票质押式回购从原权益类资产转为非标类资产，二是新增“可投资资产”项目，明确该项目即信贷资产流转项目，主要包括在银登中心挂牌的项目，表明在银登中心转让的信贷资产不被认定为非标资产
银行表外	首次定义是在银监发[2013]8 号文中，非标准化债权资产是指未在银行间市场及证券交易所交易的债权性资产，包括但不限于信托贷款、委托债权、承兑汇票、信用证、应收账款、各类受（收）益权、带回购条款的股权性融资等。	信托非标的内涵已经不局限于债权类资产，而是更加宽泛的“金融产品和工具”，同时，信托非标与标的评判标准由有无交易场所进一步扩展至市值、流动性、期限错配等方面
信托	99 号文执行细则指出“信托公司非标准化理财资金池业务指信托资金投资于资本市场、银行间市场以外没有公开市价、流动性较差的金融产品和工具，从而导致资金来源和资金运用不能一一对应、资金来源和资金运用的期限不匹配（短期资金长期运用，期限错配）的业务”	本次证监会基于对证券投资基金经营机构和私募资管监管的需要，先行按照穿透监管、实时监测的原则，对私募资管的填报口径进行调整，特别防范私募资管投资非标资产的风险，特别是开放式私募资管产品投资非标资产的风险。为此，监管在明确要求填报非标资产相关数据基础上，要求穿透到底层资产去识别非标资产进行列报
证监会体系	投资于非标准化的资产，包括但不限于信托计划、委托贷款、银行理财、资产收益权、票据、股票质押、非上市股权百分之八十以上的产品，管理人发行的资产证券化产品也计为非标类	按照资管新规，标准化债权资产认定的 5 个条件： 1、 等分化、可交易 2、 信息披露充分 3、 集中登记、独立托管 4、 公允定价、流动性机制完善 5、 在银行间市场、证券交易市场等经国务院同意设立的交易市场交易
资管新规	资管新规明确了标准化债权资产的认定标准，对非标债权采取排除法认定规则，即不属于标准化债权资产的就只能划归到非标债权资产	

资料来源：各大官网、安信证券研究中心

2.6. 其他形式：占房企到位资金比重预计 4.37%

除了上述的几种外部融资形式，还有诸如债务展期、售后回租式融资租赁等融资方式。根据 wind 数据，如果剔除自有资金、定金及预收款、个人按揭款及上述外部融资形式的占比，其他融资渠道占房企到位资金比重约 4.37%。

表 13：其他外部融资形式

类型	形式	优势或不足
民间借贷	民间借贷获取资金	没有格式化的借贷条款、手续简单、条件相对低；但高成本
合作开发	不同房企合作开发具体项目共同出资、经营、分配利益等	分摊压力、优势互补
售后回租式融资租赁	房地产的经营者将一项房地产或者其他资产出售给一家投资机构，然后再作为房地产/其他资产的承租人租回经营	减少资金占用
债务展期	快到期的债务展期或转让给第三方，延长还款日期	相当于获得一笔新的融资
北交所债权融资计划	融资人向具备相应风险识别和承担能力的合格投资者，以非公开方式挂牌募集资金的债权性固定收益类产品	备案制发行，在融资规模、用途、主体评级及准入门槛上相比债券市场都更加宽松、灵活

资料来源：安信地产团队汇总、安信证券研究中心

3. 投资建议

1) 从内部融资与外部融资占房企到位资金的比重看，房企的资金来源更依赖于内部融资，外部融资渠道主要为提供资金的补充、资金的滚动，配合项目周期的建设等。外部融资中，虽然部分渠道限制仍严格，无论是海外债的平均发债利率，还是境内平均发债利率的变动，较 18 年初都有所松动，对于行业而言，这种边际改善对于行业而言或是好消息。

2) 我们选取部分房地产企业，按照在手资金、应收账款周转天数、回款率、平均融资成本等指标对其进行打分。

表 14： 部分 A/H 股

		回款率	在手资金	应收账款周转天数	平均融资成本
2007.HK	碧桂园	90.84%	1370.8395	33.8079	5.22%
3333.HK	中国恒大		1520.0800	22.396	8.09%
1918.HK	融创中国		684.3326	5.6154	5.24%
0688.HK	中国海外发展	85.50%	994.6006	18.2324	4.27%
0960.HK	龙湖集团		266.4215	12.2024	4.50%
1109.HK	华润置地		626.9065	6.3447	4.16%
0813.HK	世茂房地产		285.3744	23.8428	5.36%
3900.HK	绿城中国		300.7009	7.8857	5.40%
0884.HK	旭辉控股集团	85.00%	297.8687	11.039	5.20%
0817.HK	中国金茂	82.25%	193.5907	42.6697	4.60%
3883.HK	中国奥园	80.00%	247.6918	6.484	7.20%
0137.HK	金辉集团		5.0644	11.6846	
1638.HK	佳兆业集团		119.9842	12.5881	13.32%
1813.HK	合景泰富集团		391.9896	10.7977	5.80%
3301.HK	融信中国		184.7263	2.5457	6.65%
2777.HK	富力地产		322.1475	45.8412	5.12%
000002.SZ	万科 A	95.00%	1741.2101	2.6604	5.99%
600048.SH	保利地产	85.51%	678.0120	4.7879	4.82%
600606.SH	绿地控股	79.97%	753.7599	42.9077	5.19%
601155.SH	新城控股	85.00%	219.4732	0.5014	5.32%
001979.SZ	招商蛇口		452.7768	1.1839	4.80%
000671.SZ	阳光城	68.39%	363.7351	7.8252	7.08%
000732.SZ	泰禾集团		165.8542	17.8182	
600340.SH	华夏幸福		681.0488	93.9188	5.98%
000961.SZ	中南建设	80.00%	142.6994	93.8869	7.50%
600383.SH	金地集团	90.00%	274.0603	0.6555	4.56%
000656.SZ	金科股份	83.59%	186.2699	12.5157	6.36%
600466.SH	蓝光发展		128.0432	10.6818	7.19%
002146.SZ	荣盛发展	90.13%	235.3271	5.7617	6.50%
002244.SZ	滨江集团		95.8088	4.9625	5.89%
600153.SH	建发股份		164.3987	8.6733	5.25%
600376.SH	首开股份		207.3953	3.5171	5.15%
000031.SZ	中粮地产		102.8256	5.5081	6.22%
000069.SZ	华侨城 A		291.5602	6.0459	
600266.SH	北京城建	124.44%	120.7570	1.7677	5.60%
000402.SZ	金融街		115.4915	9.8904	5.03%

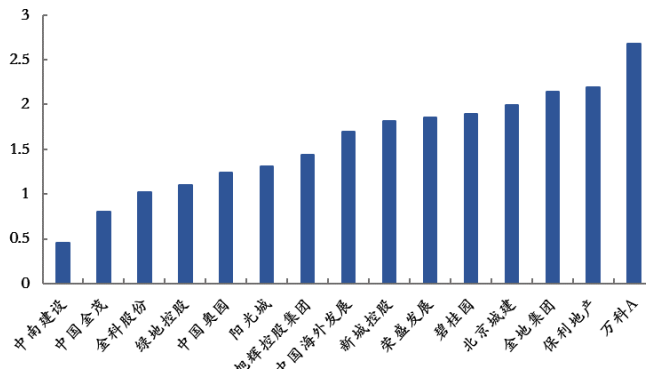
资料来源：公司年报、wind、安信证券研究中心

正常情况下，打分标准为（得分越高越好）

- (1) 回款率越高越好
- (2) 在手资金越多越好
- (3) 应收账款周转天数越低越好
- (4) 平均融资成本越低越好

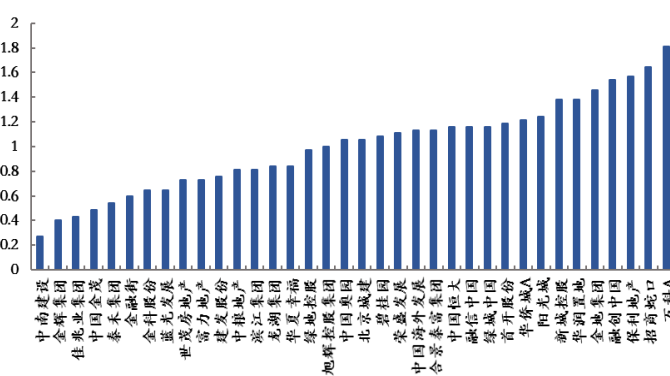
但由于部分公司对个别指标未披露，因而，我们下面分几种情况对公司进行打分排名

图 55: 回款率+在手资金+应收账款周转天数



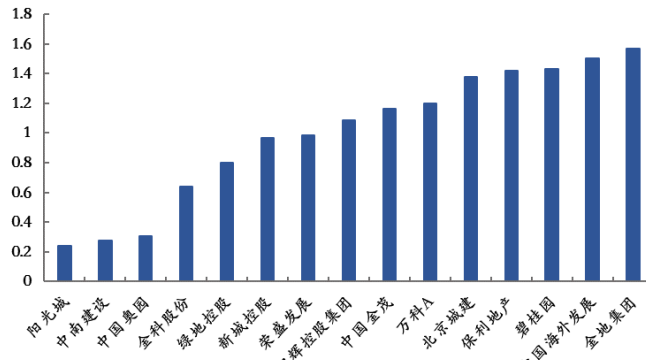
资料来源：公司年报、wind、安信证券研究中心

图 57: 在手资金+应收账款周转天数



资料来源：公司年报、wind、安信证券研究中心

图 59: 回款率+平均融资成本



资料来源：公司年报、wind、安信证券研究中心

从打分情况看，不同指标的搭配对排名存在一定的影响，但综合来看，A股万科A、保利地产、招商蛇口、金地集团表现较佳；H股中国海外发展、华润置地、碧桂园、融创中国表现较佳。

政策因素、宏观经济波动、房地产行业波动

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

黄守宏声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
深圳联系人	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034