



---

# 2018-2019 年

# 房企融资白皮书

---

**TOSPUR<sup>®</sup> 同策研究院**

荣誉出品

2019 年第 1 季度



## 目 录

<b>第一章 2018 年房地产行业资金运用情况 .....</b>	<b>4</b>
第一节 2018 年房地产开发企业到位资金与投资完成额—增速“剪刀差” .....	4
第二节 2018 年房地产开发企业到位资金结构 .....	5
第三节 小结 .....	6
<b>第二章 2018 年房地产行业融资现状与方式及 2019 年趋势判断 .....</b>	<b>8</b>
第一节 房地产行业相关的金融相关政策 .....	8
第二节 2018 年房地产企业的融资方式及政策影响 .....	10
2.1 项目层面 .....	10
2.2 集团/主体层面 .....	12
第三节 2019 年房地产行业融资方式趋势判断 .....	12
<b>第三章 2018 年 40 家典型上市房企总体融资情况 .....</b>	<b>13</b>
第一节 监测数据说明 .....	13
第二节 融资方式分析 .....	14
2.1 整体融资情况 .....	14
2.2 债权融资情况 .....	17
2.3 股权融资情况 .....	18
第三节 融资币种情况 .....	19
3.1 本币融资情况 .....	20
3.2 外币融资情况 .....	20
第四节 融资成本情况 .....	21
<b>第四章 2018 年 40 家典型上市房企债权融资情况 .....</b>	<b>23</b>
第一节 债权融资整体情况 .....	23
第二节 公司债融资情况 .....	25
第三节 中期票据融资情况 .....	26
第四节 其他债权融资情况 .....	28

<b>第五章 2018 年 40 家典型上市房企股权融资情况 .....</b>	<b>30</b>
第一节 股权融资整体情况 .....	30
第二节 境内股权融资情况 .....	31
第三节 海外股权融资情况 .....	32
<b>第六章 2018 年 40 家典型上市房企融资特征分析及 2019 年趋势判断.....</b>	<b>34</b>
第一节 2018 – 2019 年房地产行业债权融资趋势分析 .....	34
1.1 政策效果立竿见影并将持续作用 .....	35
1.2 境外资金扮演房企融资重要角色 .....	36
1.3 融资成本受多个市场影响 .....	36
第二节 2018 – 2019 年房地产行业股权融资趋势分析 .....	38
第三节 小结 .....	39
<b>第七章 2018 年房地产企业角度融资分析及 2019 年趋势判断 .....</b>	<b>42</b>
第一节 2018 – 2019 年 40 家典型上市房企资金背景趋势分析 .....	42
1.1 金融机构人民币房地产贷款水平 .....	42
1.2 房地产行业及企业存量债务到期情况 .....	43
1.3 房地产企业背景 .....	44
1.4 房地产企业财务状况 .....	44
1.5 小结 .....	46
第二节 2018 – 2019 年 40 家典型上市房企融资特点趋势分析 .....	46
2.1 融资额度的辩证分析 .....	46
2.2 融资方式的共性与个性 .....	47
2.3 融资成本的逐步分化 .....	49
2.4 综述 .....	49
<b>第八章 总结 .....</b>	<b>51</b>
<b>图表目录 .....</b>	<b>54</b>
<b>附录：40 家典型上市房企名单 .....</b>	<b>56</b>
<b>重要声明 .....</b>	<b>57</b>
<b>同策研究院业务介绍 .....</b>	<b>58</b>

除《企业家第一课》、《企业家功成堂》外，其他公众号分享本期资料的，均属于抄袭！

邀请各位读者朋友尊重劳动成果，关注搜索正版号：[《企业家第一课》](#)、[《企业家功成堂》](#)

# 谢谢观看！

企业家第一课，专注做最纯粹的知识共享平台



关注官方微信  
获取更多干货



加入知识共享平台  
一次付费 一年干货

## 第一章 2018 年房地产行业资金运用情况

2018 年是中国宏观经济值得高度关注的一年。在外部世界经济结构裂变，内部市场情绪波动的双重影响下，我国宏观经济核心指标在“稳中有变”中持续增加压力。与此同时，房地产行业自身也正在经历着深刻的变化。自 2017 年“十九大”起，行业整体有了全新的定位，“房住不炒”的定调直接影响着行业整体的发展预期和发展方向。

然而，由于房地产行业规模庞大且资本密集，在积极调整的过程中不可避免会遭遇到来自不同方面的困难。在这样变化的环境中，房地产企业的各项能力是支撑其发展的关键。其中，对于资金的管理和运用能力更是直接关系到企业的生存与发展。因此，本文将从房地产企业融资的角度切入，观察数据的构成，捕捉细微的变化，并主要从资金的角度分析说明房地产行业的现状与发展趋势。

### 第一节 2018 年房地产开发企业到位资金与投资完成额一增速“剪刀差”

从行业整体角度来看，房地产开发企业本年到位资金是房地产开发企业报告期内实际可用于房地产开发的各种货币资金。其不仅直接影响房地产行业开发投资的完成额度，同时也反映了行业整体的资金充沛程度。

2018 年，房地产开发企业到位资金规模 165963 亿元，绝对值同比上年增长 6.4%；增速同比上年的 8.2%回落 1.8 个百分点，相较于 2016 年最高点 15.2% 下滑 8.8 个百分点。与此同时，2018 年 1 – 12 月，全国房地产开发投资完成额达 120264 亿元，同比去年增长 9.5%，增速相较于上年同期提高 2.5%。结合房地产行业到位资金以及开发投资完成额的情况来看，房地产行业到位资金整体增速自 2016 年达到高位之后逐步下滑，但是投资完成额同期却保持着稳健的增长，2018 年出现了到位资金增速不及投资额增速的现象，可以看出房地产行业对于资金的需求与市场对于房地产行业的资金供应预期出现了明显的差别。

**图表 1 - 2016 – 2018 年全国房地产开发投资完成额（累计额）及增速（累计同比）（单位：亿元，%）**

信息来源：WIND，国家统计局，同策研究院整理

**图表 2 - 全国房地产开发企业到位资金规模增速情况（单位：%）**

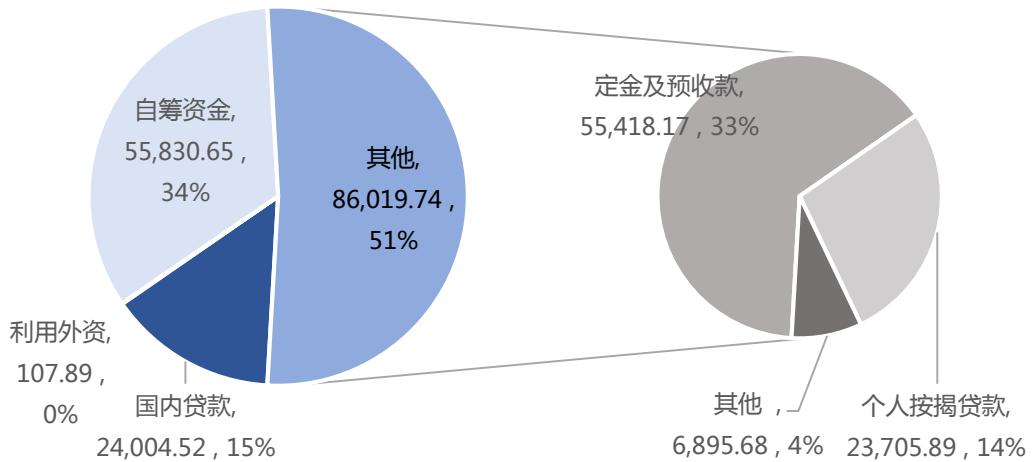
信息来源：WIND，国家统计局，同策研究院整理

## 第二节 2018 年房地产开发企业到位资金结构

从统计局口径的到位资金结构来看，房地产企业到位资金具体细分为四个组成部分：**国内贷款**（包含银行贷款和非银行金融机构贷款）、**自筹资金**（包含企事业单位自有资金、资本市场融资部分及非标自筹部分）、**其他资金**（包含定金及预收款、个人按揭贷款和其他资金）以及**利用外资**。

2018 年，在房地产开发企业到位资金 165963 亿元中，最大的组成部分为**其他资金**，规模为 86019.74 亿元，占比 51.83%。其中定金及预收款 55418 亿元，同比增长 13.8%、个人按揭贷款 23705.89 亿元，同比下降 0.8%、其他到位资金 6895.68 亿元，同比下降 4%；排名第二的是占比 33.64% 的**自筹资金**，规模 55831 亿元，同比增长 9.7%；排名第三的是**国内贷款**，规模为 24005 亿元，同比下降 4.9%。国内贷款包含国内银行贷款和非银行金融机构贷款，分别占总国内贷款的比重为 80%、20%；最后，融资金额最少的部分是**利用外资**<sup>1</sup>，规模为 108 亿元，同比下降 35.8%。

**图表 3 - 2018 年全国房地产开发企业资金构成情况（单位：亿元）**



信息来源：WIND，同策研究院整理

### 第三节 小结

2018 年我国房地产行业投资完成额度保持着稳定的增长，然而同期整体到位资金的增速却表现出持续疲软的现象，因此可以看出房地产行业对于资金的需求与市场对房地产行业的资金供应预期出现了明显的差别。

<sup>1</sup> 包括对外借款(外国政府贷款、国际金融组织贷款、出口信贷、外国银行商业贷款、对外发行债券和股票)、外商直接投资、外商其他投资。不包括房企发行的美元企业债及票据等自筹部分。

房地产行业的资金来源主要分为两个部分：1、定金及预收款、个人按揭贷款、其他资金与房地产市场的表现直接相关，占总资金来源比 51.8%；2、自筹资金、国内贷款、利用外资等部分则均来自于银行或非银行金融机构，占总资金来源比 48.2%。总体来看，房地产市场与金融市场共同形成了房地产行业发展的重要支撑。更进一步，除了直接向房地产行业输血资金，金融市场还间接影响着房地产市场的资金动向，比如说房地产市场资金部分中的个人按揭贷款额度与金融机构市场环境高度相关（由银行直接审批），因此，金融机构对于房地产行业资金支持的实际比重超过 50%。然而，金融机构的支持意愿及强度与宏观环境、政策导向、投资方式、安全性以及回报率等多方面因素相关；与此同时，房地产行业是涉及经济和民生的重要支柱型产业，作为机构资金的重要投资方向，同样持续受到监管部门的关注。

2018 年，在房地产以及金融市场同时进行调整的情况下，房地产企业融资出现了新的特征和现象。展望 2019 年，房地产行业对于资金的需求依然旺盛，然而，融资环境稳中收紧、稳中有变的现状将进一步延续。在下文中，同策研究院将基于 2018 年房地产行业融资现状，并根据两年来持续监测追踪的 40 家典型上市房企融资事件，对 2019 年房地产行业资金环境以及企业融资环境进行分析以及趋势判断。

## 第二章 2018 年房地产行业融资现状与方式及 2019 年趋势判断

由于国家统计局数据公布的房地产行业融资分类与行业中企业融资的实际操作路径存在一定的偏差，因此，宏观整体数据与房地产行业融资的直观感受存在着一定的差异。因此本章将从行业的角度切入，分析、描述金融机构和房地产行业政策监管的变化，以及如何在微观层面上影响着房企融资的方式，最后判断未来趋势。

### 第一节 房地产行业相关的金融相关政策

规范金融机构业务，防范系统性金融风险是近年来我国监管部门的主要目标和工作方向之一。由于房地产行业存量债务额度庞大，新增债务规模扩张迅速，在承接或循环时存在引发系统性风险的偶然性，因此，除了直接监管与调控金融市场，房地产行业的资金环境同样持续受到监管部门的关注。自 2016 年“930”政策以来，中国人民银行、银监会、证券交易所、发改委、财政部及国土资源部以及其他重要部门相继出台政策，对房企融资规模、渠道、方式等做出进一步规范，对企业的资质审核与资金管控更加严格。

图表 4 - 2016 年“930” – 2017 年机构关于房地产融资政策一览

时间	机构	主要内容
2016 年 10 月	央行	加强房地产银行信贷管理
	上交所	收紧公司债券发行
2016 年 11 月	银监会	加强银行资金管理以及信托业务的监管
	深交所	加强公司债券分类监管
2017 年 2 月	央行	严格管理银行信贷流向
	证监会	规范上市公司股权融资
	中基协	限制私募资产投资
2017 年 4 月	银监会	进一步加强银行信贷管理以及对金融机构、信托公司监管
2017 年 5 月	银监会	加强对信托业务违规检查

	财政部及国土资源部	严格限制土地储备债务发行
	发改委	收紧海外债发行审核
2017 年 8 月	央行	继续严格限制银行信贷
2017 年 12 月	银监会	发布《关于规范银信类业务的通知》

信息来源：证监会，银监会，中国证券投资基金业协会，中国信托业协会，发展和改革委员会，财政部及国土资源部，同策研究院整理

自 2018 年以来，政策进一步延续之前的定调。一方面出台了规范和监管性政策，如银监会将进一步清理了表外业务和通道业务、规范了委托贷款业务，同时重要部门也明确了房地产企业及项目的相关要求；另一方面扶持和鼓励性的政策也层出不穷，如在大力扶持和发展住房租赁市场的同时，2018 年 4 至 5 月，银保监会<sup>2</sup>相继推出了《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》以及《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》，为保险资金以及金融机构进入住房租赁市场开辟道路。总的来看，不论规范或扶持，尽管监管约束的主体为金融机构，但是由于房地产行业融资渠道和方式的特殊性，行业层面的资金面受到了不同深度与广度的影响。

**图表 5 - 2018 年房地产企业融资相关典型政策、事件**

时间	文件名	主要内容	文件重点
2018 年 1 月	中国银监会关于印发商业银行委托贷款管理办法的通知	①明确规定了委托贷款的资金来源，不得是“受托管理的他人资金、银行授信资金、具有特定用途的各类专项基金、其他债务性资金和无法证明来源的资金等”；②规定银行不得接受委托人为金融资产管理公司和经营贷款业务机构的委托贷款业务申请；③规定资金不得用于国家禁止领域	限制委托贷款
2018 年 2 月	上海银监局关于规范开展并购贷款业务的通知	就并购贷款展开进一步规范，要求严格控制并购贷款投向，特别是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，应穿透监管	地产相关项目应按穿透原则管理
2018 年 4 月	关于规范金融机构资产管理业务的指导意见	坚持有的放矢的问题导向。重点针对资产管理业务的多层嵌套、杠杆不清、套利严重、投机频繁等问题，设定统一的标准规制，同时对金融创新坚持趋利避害、一分为二，留出发展空间	限制银行表外和通道业务

<sup>2</sup> 自 2018 年 3 月，银监会与保监会合并组成中国银行保险监督管理委员会（银保监会）。

2018 年 4 月	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	规范房企境外发债资金投向，主要用于偿还到期债 务，避免债务违约，限制投资境内外房地产项目、补 充运营资金等	规范房企境外发 债资金投向
2018 年 4 月	关于推进住房租赁资产 证券化相关工作的通知	①开展住房租赁 ABS 的基本条件；②优先和重点支持 领域；③完善住房租赁 ABS 的工作程序；④加强住房 租赁 ABS 监管，⑤营造良好政策环境	推进租赁住房 ABS
2018 年 5 月	关于保险资金参与长租 市场有关事项的通知	文件主要从项目和 SPV 两个方面对于险资投资住房租 赁市场进行规范。另外强调了严格审查资金支付及对 价取得等事项，确保资金封闭运行，专项用于所投资 的租赁住房项目建设或改造升级，不得挪作他用。	明确险资参与租 赁住房市场

信息来源：证监会，银保监会，中国信托业协会，公开资料，同策研究院整理

## 第二节 2018 年房地产企业的融资方式及政策影响

房地产行业是典型的资金密集型行业，房地产企业每一个项目的开发都伴随着大量的资金投入。整体来看，房地产企业对于资金的需求主要分为项目和集团两个层面，更具体来看，项目层面又根据开发流程分为多个融资阶段。因此，金融市场的监管政策直接影响着房地产开发过程中的多个环节。

### 2.1 项目层面

项目开发与销售是目前我国大多数房地产企业的主营业务。开发项目所需的资金量巨大，是房地产企业大规模融资最重要的用途和投向。项目开发的全流程大致分为前期准备、工程建设、销售/自持以及物业运营四个阶段，每个阶段都有着不同的融资需求和融资方式。

**房地产项目前期准备阶段**最重要的内容包括：土地使用权获取，规划设计，设计报规，项目报建以及登记申办施工许可证等其他证照办理。其中，获取土地使用权需要缴纳大笔的土地款。据同策研究院《上市房企拿地金额和面积排行榜》对 20 家重点上市房企月度拿地金额与面积数据的持续监测，2018 年，监测房企拿地金额累计高达两万亿元人民币以上。在目前的政策监管环境下，缴纳土地款项的资金必须是房地产企业的自有资金，合规的项目层面外部融资只能发生在项

---

目四证齐全<sup>3</sup>以及符合“432”<sup>4</sup>的条件之后，两者之间的资金空窗期约为两至三个月左右。土地获取是房地产企业经营模式中最重要的环节，然而与此同时，该阶段又是目前监管的重点。在缺乏充沛自有资金的情况下，联合拿地、并购、旧改等方式都将成为房地产企业获取土地的手段。

**自开发项目四证齐全之后至整个工程建设阶段**，房地产企业的融资渠道丰富并且稳定。目前在该阶段常见的融资方式包含但不限于：银行开发贷款、信托开发贷款、地产私募基金、券商、基金子公司资管计划、保险公司的债权/股权投资计划在内的融资。由于监管政策的规范与引导，该阶段的融资越来越与主体信用及项目资质相关。

建筑物主体封顶或**符合预售条件阶段**，一般标志着项目公司可以通过销售快速回笼资金。正如第一章所述，定金、预收款以及个人按揭贷款金额占到了2018年度行业到位资金比例的47%，是房企资金来源的重要部分。虽然从表面来看这个阶段的资金获取方式与金融监管政策没有直接关系，但是由于房地产市场的调控导致这部分资金额度和回款速度实际上会受到个人住房贷款利率和政策波动的影响。因此，部分房地产开发企业进一步通过包销、融资租赁或运用创新型金融工具，如发行应收账款、保理、购房尾款等资产支持计划或票据加速资金的回收。据WIND数据端口显示，2018年仅以购房尾款作为底层资产的企业资产支持计划多达26笔，共计约370亿元。由于融资渠道持续受到监管部门关注的预期不会改变，销售回款的额度与速度对于房地产企业来说变得越来越重要，因此，在2019年，房地产企业通过包销、融资租赁或运用创新型金融工具进行融资的额度将持续上升。

**物业管理阶段**是房地产开发项目的后期阶段。一般来说，从物业落成到稳定运营之间需要三年或者更久。从目前行业特征来看，销售型物业转为持有运营型物业是房地产行业发展的方向之一。房地产企业在这个阶段有多种融资方式，其中，受到政策鼓励和扶持的是运营成熟并产生稳定现金流的经营型物业作为底层资产的金融产品。尽管严格的物业要求导致产品发行门槛较高，但运营成熟的项目融资渠道丰富、融资额度充沛。总体来看，该阶段融资具体方式包括但不限于：银行经营性物业贷、商业物业抵押贷款、租赁住房贷、以未来物业费或租金收入作为底层资产的资产支持计划或票据、创新的权益型资产证券化产品。

---

<sup>3</sup> 四证是指：土地证、建设用地规划许可证、建设工程规划许可证以及施工许可证。

<sup>4</sup> 432是指：四证齐全、30%自有资金投资、2级开发资质。

## 2.2 集团/主体层面

不同于项目层面的融资，房地产企业集团层面的融资一般以企业整体实力和信用作为背书，通过多种渠道获取资金支持集团经营和发展。资金主要用途包括：流动资金补充、偿还到期债务、项目公司资金<sup>5</sup>以及其他用途。

由于房地产行业中的企业资质差距较大，因此不同背景的房企对于金融类监管政策的影响程度有着广泛的差别。如：从金融机构角度来看：所有金融机构借款一般均采取白名单制度，值得一提的是，主体评级以及行业排名起到了关键性作用<sup>6</sup>；上交所针对房企发行债券采取“基础范围 + 综合指标评价”进行分类监管，并限制资金用途。总的来说，监管政策对于房企影响程度的不同主要是由于房企的背景不同、规模不同、融资平台不同、财务表现、以及评级不同。

## 第三节 2019 年房地产行业融资方式趋势判断

由于房地产行业多层次、多维度的融资方式，近年来监管部门对金融市场的调控政策给房地产市场也带来了深刻且广泛的影响，让已经复杂的房地产融资环境更加复杂。从市场波动上来看，2019 年房地产市场内部的波动与调整将进一步放大，一方面影响着房地产企业资金的来源和运用方式，另一方面直接导致了其融资方式的变化，具体表现在 1、行业可选择的融资方式越来越多样化；2、主体信用与项目资质对融资方式及额度都十分重要；3、项目层面的融资时点在政策引导下向后延伸。这样的变化趋势约束了盲目拿地并鼓励了持续经营，对房地产企业的可持续性健康平稳发展起到了积极的作用。

在微观视角下，同策研究院持续 2 年追踪 40 家典型上市房企的融资动向。在后文中，将通过搜集信息详细描述房地产行业融资情况，通过数据具体印证行业融资方式变化趋势。

<sup>5</sup> 部分募集资金用途不得用于拿地，如公司债。

<sup>6</sup> 部分现金流压力较大的企业除外。

## 第三章 2018 年 40 家典型上市房企总体融资情况

房地产开发企业到位资金的组成四个部分中，其他资金部分的追踪难度较大，国内贷款部分中的银行贷款科目由于披露要求及意愿等因素而导致数据精准度有限。为了进一步了解房地产行业中企业的融资需求及融资能力，本文主要关注房地产企业国内非银贷款、利用外资、自筹融资环节，并以债权和股权两种方式对这三种渠道作为划分进行具体分析。

### 第一节 监测数据说明

同策研究院通过监测 WIND 数据库公开资料总结和归纳出 40 家典型上市房企 2018 年全年度境内外非银行贷款以及自筹融资动向<sup>7</sup>。监测数据涵盖了样本房企自 2017 年 1 月以来通过上市公司公告口径披露的月度相关融资数据，并且按照融资方式以及融资币种两个维度分别进行统计。其中，融资方式按照债权融资和股权融资两个类别进行追踪；具体来看，债权融资类别下分六个科目，分别为信托贷款、委托贷款、公司债、中期票据、海外银团贷款以及其他债权融资；股权融资类别下分两个科目，即境内股权融资和海外股权融资。另一维度，融资币种按照本币（人民币）和外币（美元、港元、新加坡元）共两类、四个科目进行统计；其中，外币融资金额按照当月最后一天中国外汇交易中心授权公布的人民币汇率中间价折算人民币统计总量。

房地产行业集中度越来越高，近年来更是呈现出头部效应明显的特征，同策研究院监测的 40 家典型上市房企均是行业中的佼佼者，具有相对优良的资质、相对良好的主体信用以及相对丰富的资源。根据公开信息，同策研究院持续追踪这 40 家典型上市房企通过国内贷款、利用外资、自筹融资三种融资方式融得的金额占这三种渠道整体金额的约 10%<sup>8</sup>，基本可以代表房地产企业的融资能力和部分特征。

<sup>7</sup>由于追踪口径的限制以及房企对于银行贷款的披露要求和意愿差别较大，为了规避数据准确度较低以及不符合市场真实情况的风险，全文的讨论的 40 家典型上市房企的债权融资类别中均不含月报中统计的银行贷款科目。

<sup>8</sup>注：该比例由通过监测 40 家典型上市房企公司公告数据口径以及国家统计局发布数据计算得来。

然而，由于条件的限制以及现实的情况，本研究不可避免的存在部分数据缺失及信息偏差，具体包括统计口径单一、不同市场会计准则差异化、融资主体多样化、企业披露意愿不同以及其他方面，所以统计数据无法完全代表监测的 40 家典型上市房企的真实融资状况，但可以作为行业融资以及资金面融资成本趋势判断的指标。

本文所载信息为同策研究院分析师独立观点，不代表所在机构意见，亦不保证相关信息的准确性和完整性。文中所述内容和意见仅供参考，不构成市场交易和投资建议。

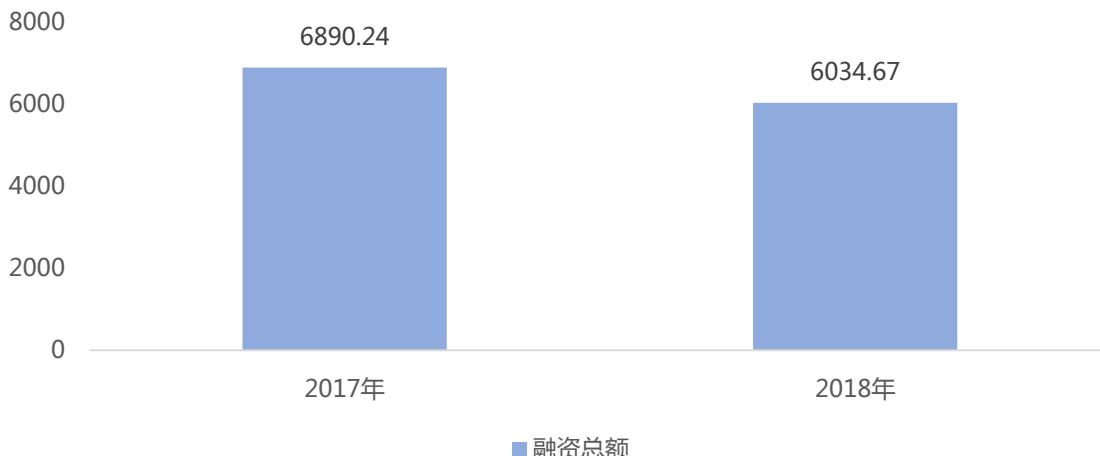
## 第二节 融资方式分析

本章主要通过整理 40 家典型上市房企的监测数据，对这 40 家房企的总体融资情况、债权融资情况以及股权融资情况，具体从年度总量、单月走势等方面作详细分析。

### 2.1 整体融资情况

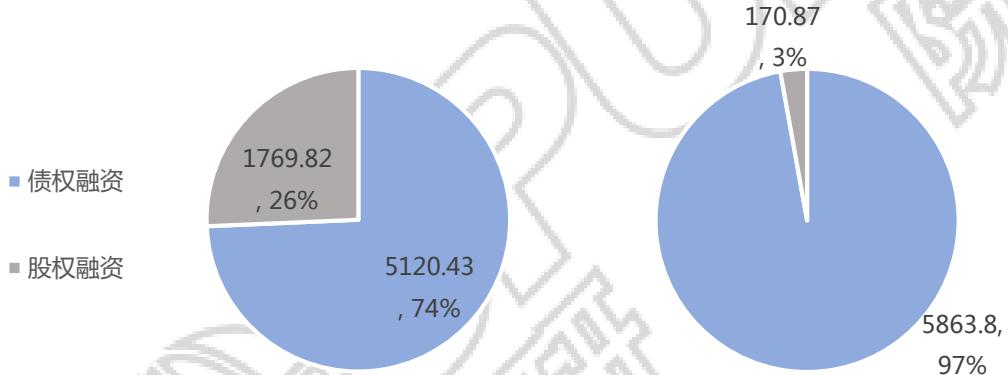
在 2018 年宏观经济增速放缓、房地产市场持续调整的大背景下，房企融资总体情况可以概括为债权额度平稳、整体规模收紧。从整体融资规模来看，2018 年全年同策研究院追踪监测的 40 家典型上市房企完成融资金额折合人民币共计 6034.67 亿元，同比 2017 年的 6890.24 亿元减少了 12.42%，整体融资规模呈现出略有收紧的现象。

**图表 6 - 2017、2018 年 40 家典型上市房企总体融资情况（单位：亿元）**



从融资方式比例来看，2017年监测的40家典型上市房企通过债权方式融资折合人民币总额为5120.43亿元，占融资总额比接近四分之三；通过股权方式融资折合人民币总额为1769.82亿元，占比约四分之一。2018年40家典型上市房企债股融资比例同比上年出现了较大倾斜，债权融资方式折合人民币共计5863.80亿元，占比达到97.2%；反观股权融资，2018年折合人民币总额仅为170.87亿元，占比从上年的25.7%锐减至2.8%。由此可见，虽然2018年40家典型上市房企融资总额减少了超过10%，但是从融资方式来分析，债权融资金额不仅稳定、还略有攀升，变动主要来自于股权融资的减少。

**图表7 - 2017、2018年40家典型上市房企融资方式占比(单位：%)**



按照月度时段来分析融资趋势，可以看到2018年监测的40家典型上市房企的平均月度融资总额为502.89亿元，同比2017年的月度平均融资总额574.19亿元下降了12.42%。纵观2018年全年，单月融资金额最高为762.45亿元、单月最低融资金额340.06亿元，分别发生在12月和10月，同比2017年发生在11月的单月最高金额1177.48亿元和发生在2月的单月最低金额260.64亿元分别下降了35.25%和上升了30.47%。可以看出，2018年月度融资差异波动性同比上年缩小，月度的融资金额在比较稳定的区间。

与2017年波动上升的趋势形成鲜明对比的是，从全年整体情况来看，2018年总体融资金额呈现较为平稳趋势。但是从细节来看，不同时间段的融资情况又出现了不同特征。2018年1-4

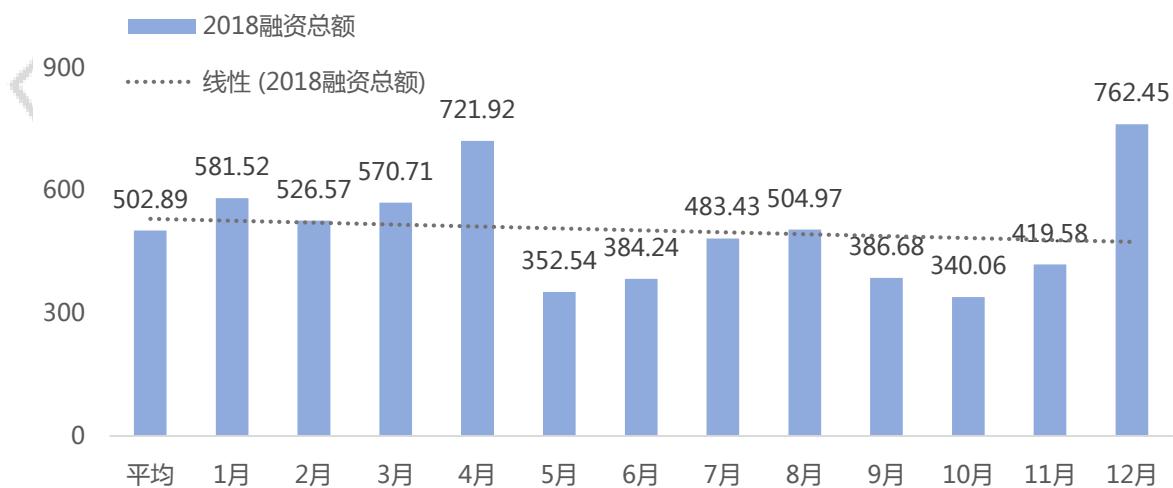
月监测房企的单月融资规模维持在500–700亿元范围。然而，5月开始，40家典型上市房企的融资总额从全年次高峰的721.92亿元骤减超过48%至352.54亿元水平，并且在之后的6个月内，持续保持在400–500亿融资规模区间。直到2018年12月，40家典型上市房企的融资规模突然出现井喷式回升，甚至超过上半年4月的单月融资规模高峰721.92亿元，达到全年最高的单月融资规模762.45亿元。

图表8 - 2017年1–12月40家典型上市房企总体融资情况(单位:亿元)



信息来源:WIND, 上市公司公告, 同策研究院整理

图表9 - 2018年1–12月40家典型上市房企总体融资情况(单位:亿元)

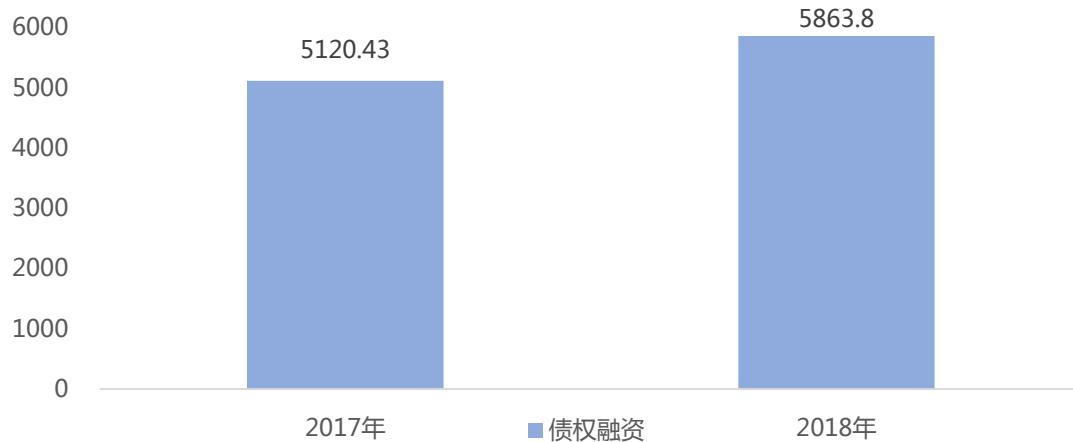


信息来源:WIND, 上市公司公告, 同策研究院整理

## 2.2 债权融资情况

同策研究院监测数据显示，2018 年监测的 40 家典型上市房企实现的债权融资总额折合人民币共计 5863.80 亿元，同比 2017 年债权融资总额折合人民币 5120.43 亿元增长了 14.52%。纵观 2018 年全年 40 家典型上市房企选择的融资方式，债权方式融资金额在总体融资金额中占绝对主导地位，占比高达总金额的 97.2%，同比 2017 年债权融资金额 74.3% 的占比，增长了超过 20 个百分点。

**图表 10 - 2017、2018 年 40 家典型上市房企债权融资情况 (单位：亿元)**



信息来源：WIND，上市公司公告，同策研究院整理

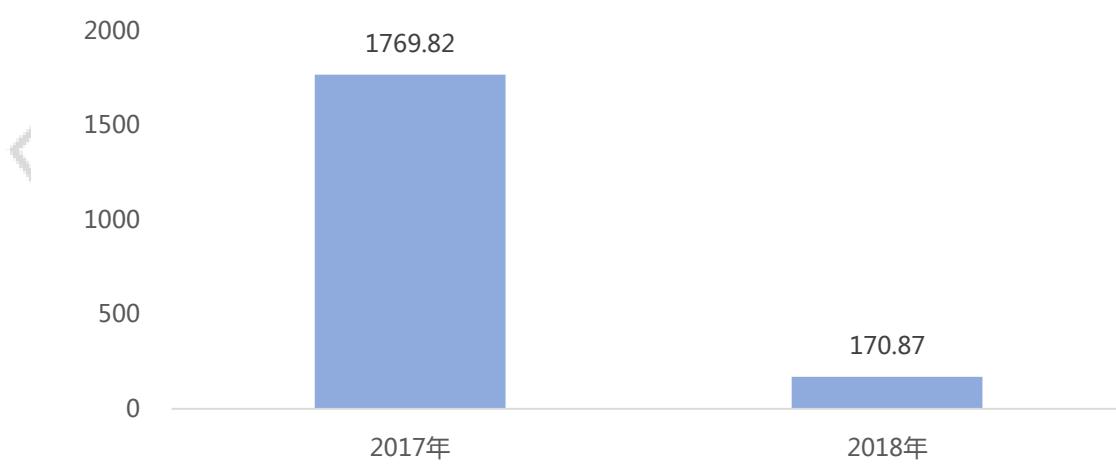
债权融资月度走势与总体融资走势情况基本一致。具体来看，2018 年债权融资金额最高的单月出现在 12 月，债权融资总金额折合人民币为 731.45 亿元；反观单月债权融资金额最低的月份出现在 10 月，债权融资总金额仅折合人民币为 338.86 亿元。自 2018 年 4 月融资达到上半年峰值以来，5 月债权融资金额骤减，环比大幅下降近 50%；自 6 月起，债权融资金额温和回升，到 8 月达到 504.97 亿元后 9 月起债权融资金额开始下跌，11 月债权融资总额开始有回升的迹象，到了 12 月更是出现了大幅反弹，达到 2018 年新高 731.45 亿元。

**图表 11 - 2018年1-12月40家典型上市房企债权融资情况(单位:亿元)**

信息来源:WIND, 上市公司公告, 同策研究院整理

### 2.3 股权融资情况

2018年监测的40家典型上市房企实现的股权融资总额折合人民币共计170.87亿元，同比2017年股权融资总额折合人民币的1769.82亿元在绝对值上大幅减少了接近1600亿元，同比下降90.4%。全年股权方式融资金额仅占到总体融资金额的2.8%。

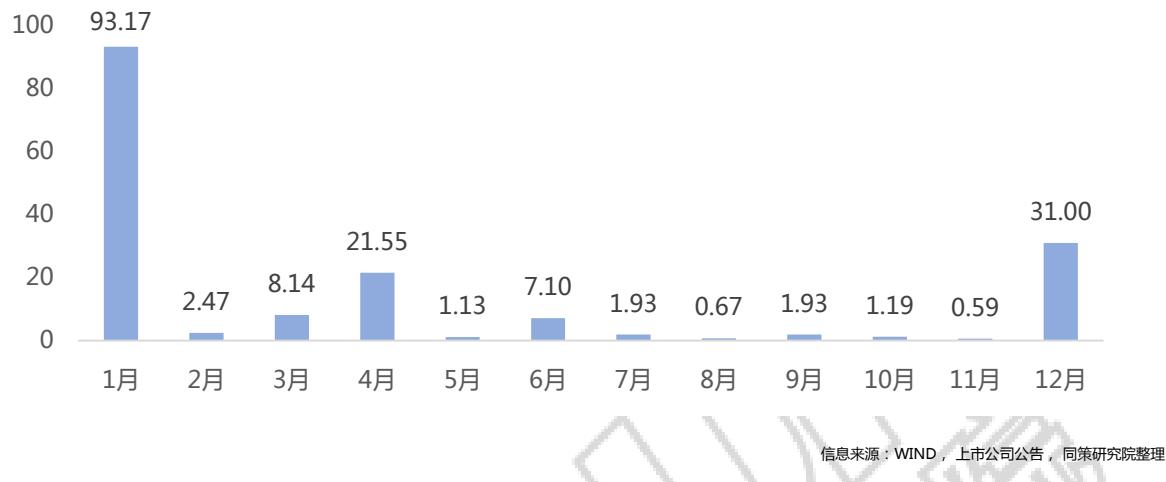
**图表 12 - 2017、2018年40家典型上市房企股权融资情况(单位:亿元)**

信息来源:WIND, 上市公司公告, 同策研究院整理

从月度来看，据同策研究院监测数据显示，2018年股权融资金额最高的月份出现在1月，融资金额折合人民币为93.17亿元。除此之外，4月和12月是唯二单月股权融资金额突破10亿

元的月份，股权融资金额折合人民币依次为 21.55 亿元和 31 亿元。整体来看，大额股权融资出现在个别月份，除此之外，2018 年股权融资情况持续出现平稳且低迷的状态。

**图表 13 - 2018 年 1 - 12 月 40 家典型上市房企股权融资情况（单位：亿元）**



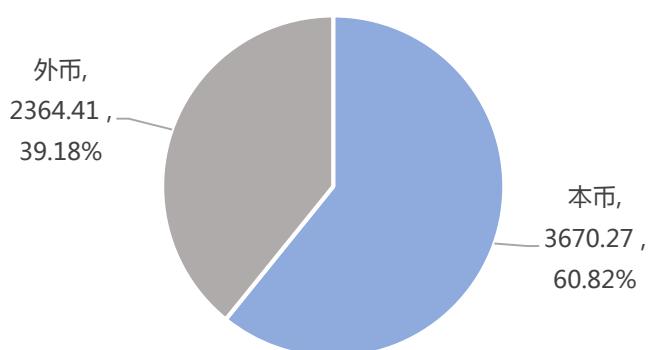
信息来源：WIND，上市公司公告，同策研究院整理

### 第三节 融资币种情况

同策研究院对 40 家典型上市房企融资币种进行监测。由于样本房企囊括境内沪深股市以及香港市场，因此本节具体分类统计本币（人民币）以及外币（美元、港元、新加坡元），并对本外币融资的金额以及占比作详细分析。

2018 年同策研究院监测的 40 家典型上市房企融资基本可以概括为以本币为主、外币为辅。按照具体币种分类融资规模来看，人民币融资占比达到 60.82%，外币融资占比为 39.18%，本外币融资呈六四开分布。

**图表 14 - 2018 年 40 家典型上市房企融资币种占比（单位：%）**



信息来源：WIND，上市公司公告，同策研究院整理

### 3.1 本币融资情况

人民币融资金额全年度共计3670.27亿元，占总融资额度的60.82%，同比2017年在金额和占比上分别下降了28.70%以及18.60%。虽然规模和占比在下降，但是人民币仍然是监测的40家典型上市房企融资选择的主要币种。但是，从侧面可以看出，外币在房企融资历程中扮演了越来越重要的角色。

图表15 - 2017、2018年40家典型上市房企人民币融资情况(单位：亿元)

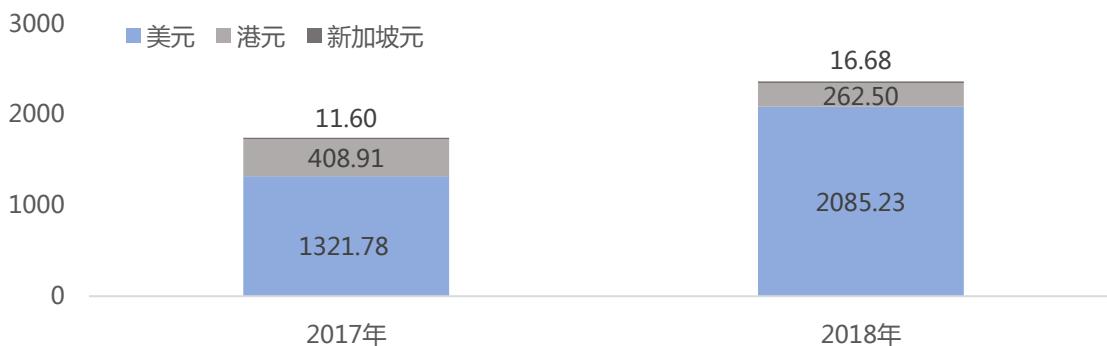


信息来源：WIND，上市公司公告，同策研究院整理

### 3.2 外币融资情况

外币融资金额全年度折合人民币共计2364.41亿元，同比2017年折合人民币的1742.29亿元大幅增长了35.71%。此外，2018年外币融资占比39.18%，几乎达到总融资规模的四成，相较于2017年25.29%的占比大幅提升。绝对值与占比双提升说明了在中国目前日益开放的全球化经济格局中，房地产行业的国际化程度也越来越高。

图表16 - 2017、2018年40家典型上市房企外币融资情况(单位：亿元)



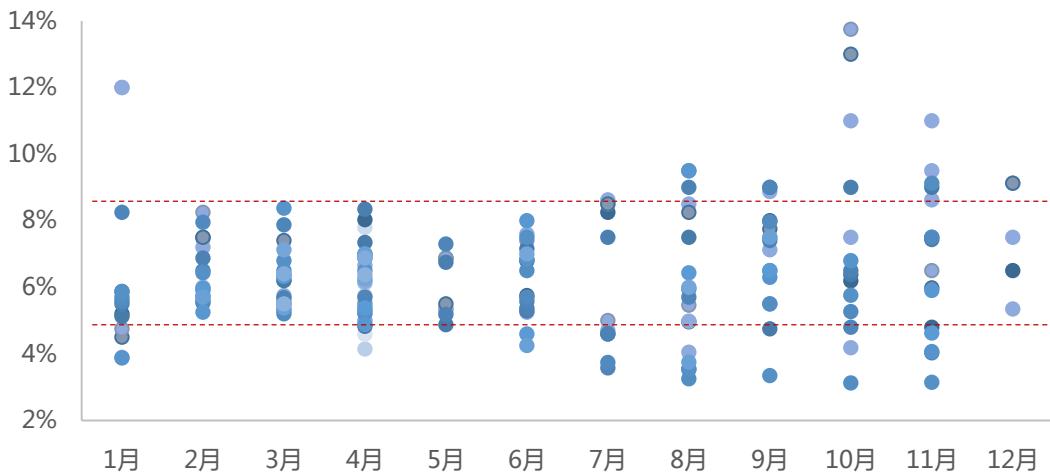
从具体币种来看，2018年美元融资总额折合人民币共计2085.23亿元，是外币融资的主力军，占比达到外币融资总量的88.2%，绝对值与2017年折合人民币的1321.78亿元相比大幅增加了57.8%。2018年港元融资总额折合人民币共计262.50亿元，同比2017年折合人民币的408.91亿元减少35.8%，占外币融资总量的11.1%。最后是新加坡元，2018年新加坡元融资总额折合人民币为16.68亿元，占外币融资总量的0.7%。虽然新加坡元在外币融资总量中占比较小，但是同比2017年折合人民币的11.60亿元增长达到43.79%。

#### 第四节 融资成本情况

同策研究院对40家典型上市房企的融资成本进行监测，由于房地产企业披露融资利率具有偶然性，数据收集主要来源于非银行金融机构贷款、公司债、中期票据三种融资渠道。融资成本与房企主体资质与信用、项目资质、融资期限、以及发行方式高度相关，本节主要概括2018年全年房企整体融资成本范围和基本情况，分类融资渠道的具体成本水平将在后文中再做具体分析。

据同策研究院监测数据显示，2018年度监测房企债权融资成本的算术平均值约为6.44%，成本中位数为6.20%，披露的所有融资事件成本主要落在4.66–8.22%区间（1倍标准差）。全年单笔融资成本最高来自于中国恒大（3333.HK）发行的为期五年的优先票据，利率高达13.75%；而单笔融资成本最低来自于万科集团（000002.SZ）发行的期限为180天的超短期融资券（SCP），利率为3.13%。这两笔融资均发生在2018年10月。整体来看，2018年监测房企融资成本情况可以概括为整体平稳但愈渐分化。

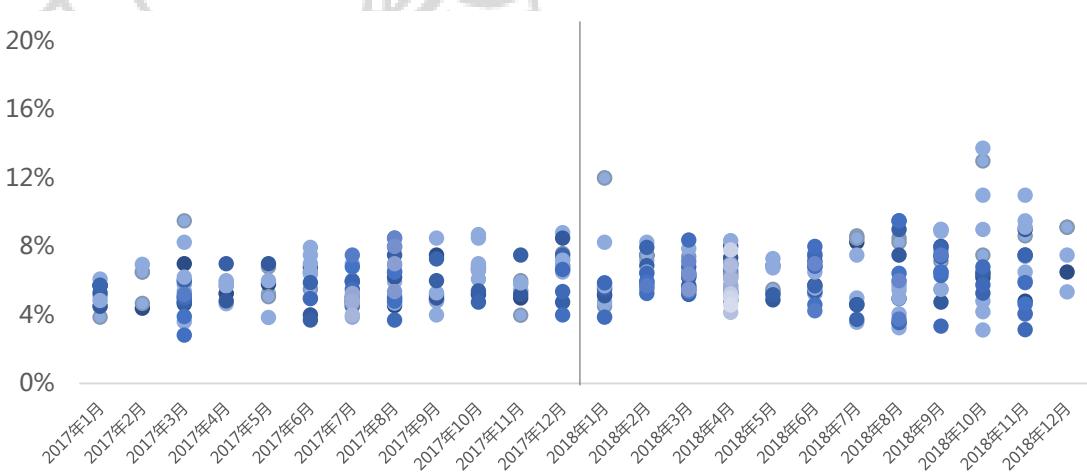
**图表 17 - 2018 年 1 - 12 月 40 家典型上市房企部分融资成本情况 (单位 : %)**



信息来源：WIND，上市公司公告，同策研究院整理

对比 2017 年呈现出的较为集中、但逐月上升的融资成本变化趋势，2018 年上半年房企融资成本基本保持在相对平稳、集中的区间；然而，从 2018 年下半年开始，房企已经完成的融资成本差异化越来越明显，分化越来越严重。从数据上来看，2018 年融资成本的算术平均值 6.44% 同比 2017 年融资成本的算术平均值 5.81% 高出了 63 个利率基点；2018 年融资成本的标准差 1.78% 同比 2017 年融资成本的标准差 1.28% 同样高出 0.5 个百分点。可以看出在 2017 – 2018 年一系列的房地产市场、金融市场调控政策的出台及影响下，目前房企融资成本整体略有上升但是维持在一个稳定的范围内，符合房地产行业的长效机制；但由于房企或项目的资质不同，加上境内外市场宏观资金环境的不同，出现了个案间差异拉大的现象。

**图表 18 - 2017 年 1 月 – 2018 年 12 月 40 家典型上市房企部分融资成本情况 (单位 : %)**



信息来源：WIND，上市公司公告，同策研究院整理

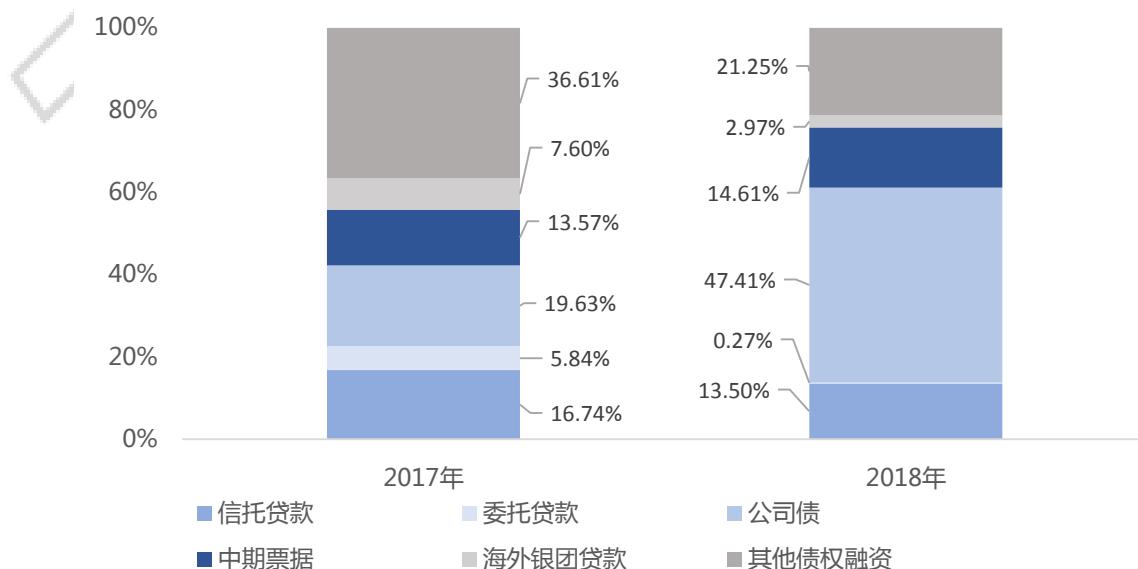
## 第四章 2018 年 40 家典型上市房企债权融资情况

同策研究院通过监测上市公司公告以及其他公开资料数据口径，对 40 家典型上市房企完成或发行的非银行贷款债权融资按照境内信托贷款、委托贷款、公司债、中期票据、海外银团贷款、其他债权融资等六种方式进行追踪与统计。由于监测口径不全面以及上市公司根据会计准则合规披露信息等现实问题，本研究不可避免的存在一些暂时无法克服的问题。

### 第一节 债权融资整体情况

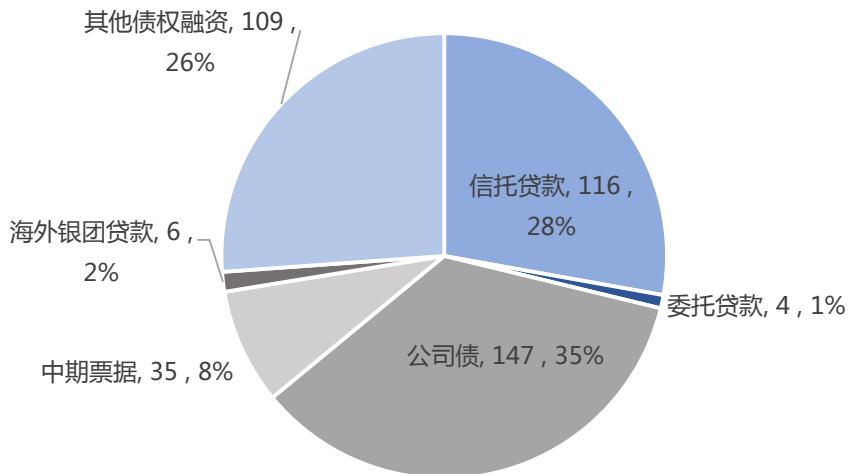
2018 年度，同策研究院监测的 40 家典型上市房企完成债权融资共计 417 笔，债权融资总金额折合人民币共计 5863.80 亿元，同比 2017 年的 5120.43 亿元上涨 14.52%。按照具体融资方式划分，公司债成为全年融资规模最大的债权融资方式，共计融资金额占比达到债权融资总额的 47.41%；其他债权成为第二大规模的债权融资方式，占比约为债权融资总额的 21.25%；紧随其后的是中期票据，占比约为债权融资总额的 14.61%；信托贷款、海外银团贷款以及委托贷款的占比依次位列其后。

**图表 19 - 2017、2018 年 40 家典型上市房企分类债权融资金额占比情况（单位：%）**



从融资完成笔数来看，2018 年 40 家典型上市房企完成融资笔数最多的两种方式分别是公司债的 147 笔以及信托贷款的 116 笔，两者融资笔数之和超过总债权融资笔数的六成。融资笔数最少的两类分别是委托贷款的 4 笔以及海外银团贷款的 6 笔，两者分别占总债权融资笔数的 1% 和 2%。

**图表 20 - 2018 年 40 家典型上市房企分类债权融资笔数及占比情况 (单位 : 笔 , %)**



信息来源：WIND，上市公司公告，同策研究院整理

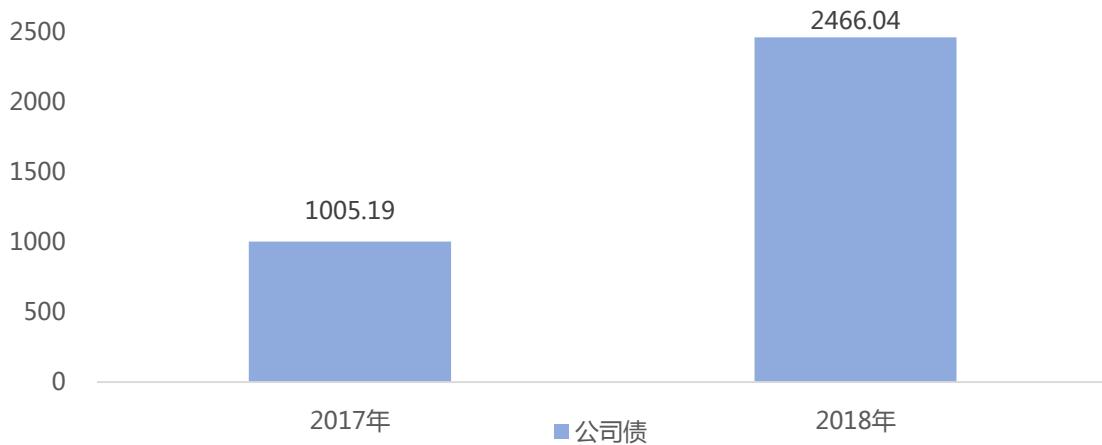
值得注意的是，从债权融资方式结构上来看，2018 年与上年相比产生了较为明显的变化。首先，规模占比最多的融资方式从 2017 年的其他债权融资方式转为发行公司债。具体来看，公司债从 2017 年 19.63% 的债权融资占比上升到了 47.41%，而其他债权融资占债权融资总额的比从上年的 36.61% 下降了超过 15 个百分点到 21.25%。

由于监测的部分融资方式已经受到政策的限制，并且考虑到研究分析对市场的实际意义，所以在本章接下来的分析中，将着重分析公司债、中期票据、以及包括多种创新型债权融资在内的其他债权融资三个部分。

## 第二节 公司债融资情况

公司债是由房企依照法定程序发行、约定在一定期限内还本付息的有价证券，是企业融资的重要方式之一。其主要的特征为发行额度较大、期限较长。据同策研究院监测数据显示，2018年度40家典型上市房企中，有33家企业成功发行了共计147期公司债券<sup>9</sup>，发行规模折合人民币共计2779.87亿元，同比2017年成功发行的1005.19亿元公司债规模大幅上升了176.55%。从发行币种来看，发行的147期公司债券中，有68期在境内发行，共计发行金额为1194.30亿元、79期在境外发行，共计发行金额折合人民币为1585.57亿元，可以看出监测房企全年利用海外市场发行规模高于境内市场发行规模。

**图表 21 - 2017、2018 年 40 家典型上市房企公司债融资情况 (单位 : 亿元)**



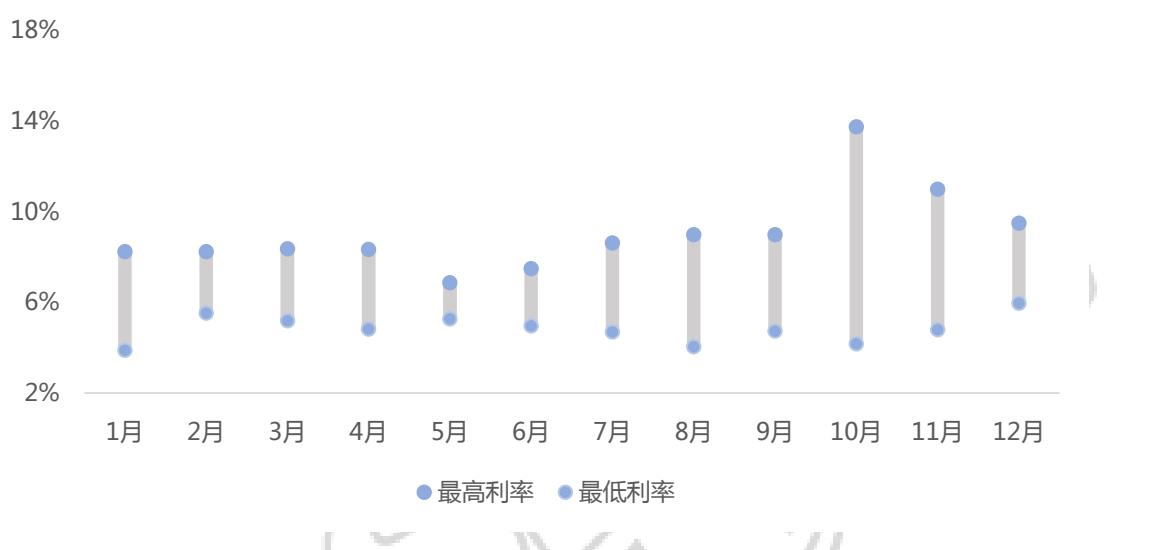
信息来源：WIND，上市公司公告，同策研究院整理

其中，全年度发行公司债规模最大的两个房地产企业分别为华夏幸福（600340.SH）和旭辉控股集团（0884.HK），其发行的公司债总规模折合人民币分别为308.62亿元以及210.58亿元。全年度发行单期规模最大的公司债为中国恒大在11月发行的2020年到期的10亿美元优先票据，利率为11.0%。同时，全年度发行单期利率最高的公司债也来自于中国恒大在10月发行的2023年到期的利率为13.75%的5.9亿美元优先票据以及2022年到期的利率为13.0%的6.45亿美元优先票据。反观全年度发行单期利率最低的公司债来自于龙湖地产（0960.HK）在2018年1月发行的2025年到期的5亿美元优先票据，利率为3.90%。两者成本之差达到近10%。

<sup>9</sup>注：在监测的40家典型上市房企中，有33家房企在上市公司公告中披露成功发行公司债。由于公司债的发行主体多样，通过中国债券信息网复核，40家典型上市房企中，共有36家房企及附属公司成功发行公司债。

从月度时段来分析，监测的 40 家典型上市房企虽然自 2018 年年初以来公司债发行的平均利率基本保持在一个稳定的水平。但是自下半年以来，发行的利率范围逐渐拉大并且波动，尤其是到了第四季度，不同主体发行的公司债利率明显差异显现。从整体利率情况来看，公司债发行的利率差异水平与整体融资成本的变化幅度高度一致。

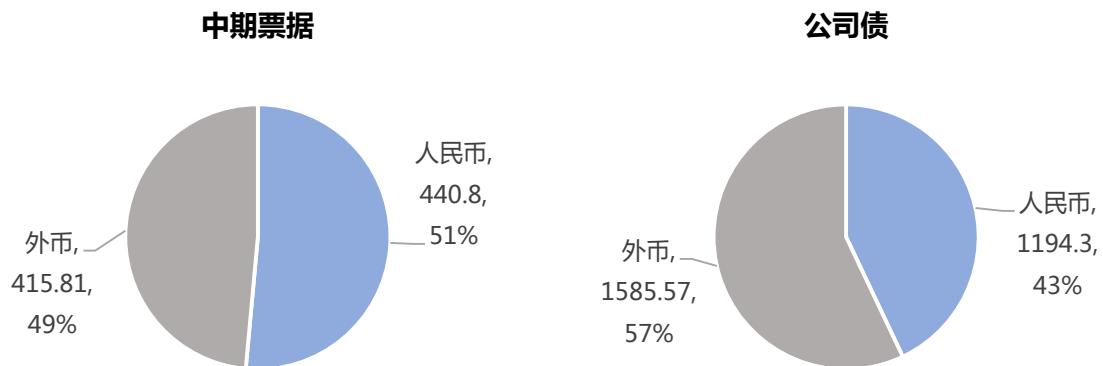
**图表 22 - 2018 年 1 - 12 月 40 家典型上市房企公司债融资成本范围（单位：%）**



信息来源：WIND，上市公司公告，同策研究院整理

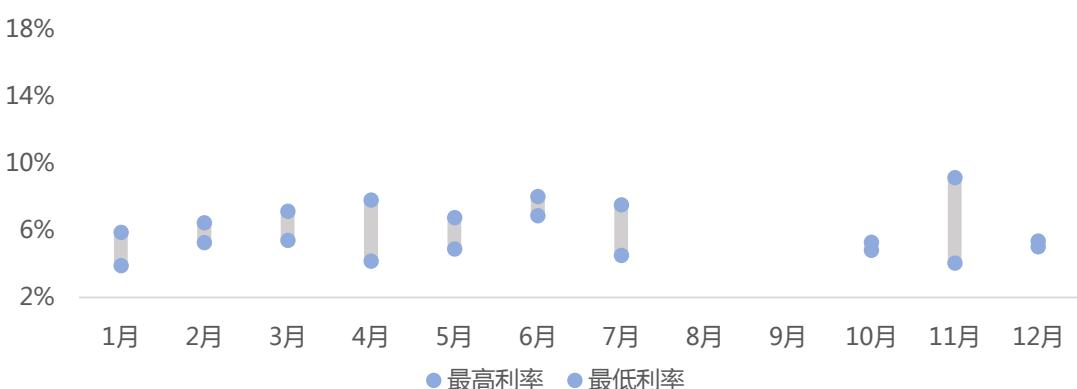
### 第三节 中期票据融资情况

中期票据是非金融企业按照计划分期发行的，约定在一定期限还本付息的债务融资工具，是房企自筹融资中的另一重要渠道。据同策研究院监测数据显示，2018 年度 40 家典型上市房企中，有 14 家企业成功发行了共计 35 笔中期票据，发行总额折合人民币共计 856.51 亿元，同比 2017 年的 695.04 亿元增长了 23.25%。在发行的 35 笔中期票据中，有 23 期在境内发行，共计发行金额为 440.8 亿元、12 期在境外发行，共计发行金额为 415.81 亿元。与更倾向于在海外发行的公司债相比，中期票据在境内外发行的比例较为平衡。

图表 23 - 2018 年 40 家典型上市房企中期票据、公司债本外币金额及占比 (单位 : 亿元 , %)

信息来源 : WIND , 上市公司公告 , 同策研究院整理

2018 年中期票据发行规模最大的两个房企分别为绿地控股 / 绿地香港 ( 600606.SH/0337.HK ) 和万科 A ( 000002.SZ ) , 企业发行的中期票据总规模折合人民币分别为 237.28 亿元和 196.87 亿元。全年度发行单期规模最大的中期票据为绿地集团在 3 月发行的为期 3 年的 15 亿美元中期票据 , 利率为 7.125% , 这是该中期票据计划下的第十次发行。此外 , 全年度发行单期利率最高的中期票据同样来自于绿地控股在 11 月发行的一笔 2020 年到期的利率为 9.125% 的 2.8 亿美元的定息债券 , 并于 12 月在已发行的 2.8 亿美元基础上 , 按该债券相同的条款及条件 , 增加发行了 1.5 亿美元规模。反观全年度发行单期利率最低的中期票据来自于首创置业 ( 2868.HK ) 在 2018 年 1 月为境外子公司担保发行的为期三年、规模为 5 亿美元中期票据 , 利率为 3.88% 。从利率差别来看 , 企业之间发行中期票据的成本整体来说集中度较高 , 平均水平约为 5% ; 虽然在下半年同样出现了分化的现象 , 相对于公司债来说 , 差异和波动都较小。

图表 24 - 2018 年 1 - 12 月 40 家典型上市房企中期票据融资成本范围 (单位 : %)

信息来源 : WIND , 上市公司公告 , 同策研究院整理

## 第四节 其他债权融资情况

由于金融市场不断发展与创新，债权融资方式变化较快。因此，在归类方式上，同策研究院将监测数据范围中不属于信托贷款、委托贷款、公司债以及中期票据分类的债权融资归类为其他债权融资情况并进行跟踪。实际上，市场上使用的其他债权融资方式包括不同发行方式、在不同场所流通的各类非标准化及标准化金融产品。根据监测情况，2018 年度 40 家典型上市房企其他债权融资项目内常见的融资手段包括但不限于金融机构借款、金融机构债权加股权、定向工具（PPN）、短期融资券（CP）、超短期融资券（SCP）、永续债、永续中票、可转债等方式<sup>10</sup>。

**图表 25 - 2017、2018 年 40 家典型上市房企其他债权融资情况（单位：亿元）**



信息来源：WIND，上市公司公告，同策研究院整理

据同策研究院监测数据显示，2018 年度 40 家典型上市房企中，有 19 家企业使用其他债权融资方式共进行 109 笔融资，融资总额折合人民币共计 1246.16 亿元，同比 2017 年折合人民币的 1874.80 亿元下降了 33.53%。其中，使用其他债权融资方式融资规模最大的企业是泰禾集团（000732.SZ），全年融资总额折合人民币共计 253.20 亿元。全年单笔融资规模最大来自于碧桂园（2007.HK）全资附属公司卓见国际有限公司在 2018 年 12 月发行的金额为 78.3 亿港元（68.70 亿元人民币）的有抵押担保可转股债券，利率为 4.50%。

<sup>10</sup> 注：由于监测口径不全面，创新型债权融资方式产品资产支持证券（ABS）以及资产支持票据（ABN）等资产证券化融资数据严重缺失，在此不做讨论。

据同策研究院监测数据显示，房企其他债权融资方式中最为常见的融资手段是金融机构借款。由于借款利率在实际借款合同签订时由双方达成一致，所以对这部分的融资成本监测难度较大，根据行业平均水平，目前金融机构借款的利率大约为 15%-18%。除此之外，2018 年其他债权融资事件中出现的另一现象是可转换债券的发行事件明显增加，并且不同主体发行的债券由于受到发行期限、主体资质等影响，融资利率差异较大。



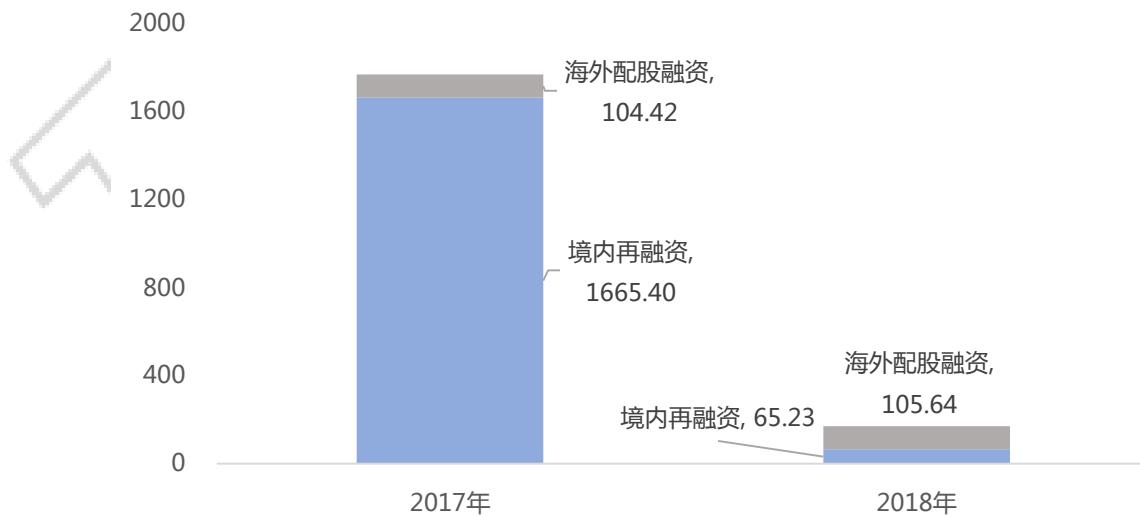
## 第五章 2018 年 40 家典型上市房企股权融资情况

同策研究院通过监测上市公司公告以及其他公开资料数据口径，对 40 家典型上市房企完成的股权融资按照分为境内股权融资以及海外股权融资两类方式进行持续追踪与统计分析。具体来看，房地产企业的股权融资主要手段可分为股票期权计划、集团层面股票增发、以及项目层面股权转让。

### 第一节 股权融资整体情况

据同策研究院监测数据显示，2018 年全年度监测的 40 家典型上市房企实现的股权融资总额折合人民币共计 170.87 亿元，股权融资占总融资金额比重仅为 2.83%，相比 2017 年实现的股权融资折合人民币总额 1769.82 亿元绝对值及占比双大幅度降低。细分到具体股权融资归类来看，2018 年 40 家典型上市房企主要的股权融资方式为海外股权融资，其与境内股权融资仅占到股权融资总额的比例约为 38.2% 与 61.8%。

**图表 26 - 2017、2018 年 40 家典型上市房企其他债权融资情况（单位：亿元）**



信息来源：WIND，上市公司公告，同策研究院整理

## 第二节 境内股权融资情况

2018 年房企在境内主要通过子公司以及项目公司层面进行股权融资，与 2017 年部分房企选择出售地产业务整体的股权获取融资的方式形成鲜明对比。2018 年监测口径披露的境内股权融资由 4 房企共 11 笔公司股权转让完成，总共完成融资 65.23 亿元，相对 2017 年完成的 1769.82 亿元的境内股权融资规模，40 家典型上市房企 2018 年境内股权融资规模大幅缩减。

具体来看，华夏幸福（600340.SZ）分别于 3 月与 6 月完成 3 笔境内子公司股权融资，共计融资金额 13 亿元；泰禾集团（000732.SZ）于 4 月及 12 月完成 5 笔共计 26.353 亿元的境内子公司股权融资；中南建设（000961.SZ）在 9 月完成的 2 笔共计 1.7 亿元的境内子公司股权融资；此外，还有越秀地产（0123.HK）在 12 月完成的 1 笔境内子公司股权转让，融资金额为 24.175 亿元。

图表 27 - 2018 年 40 家典型上市房企境内股权融资情况

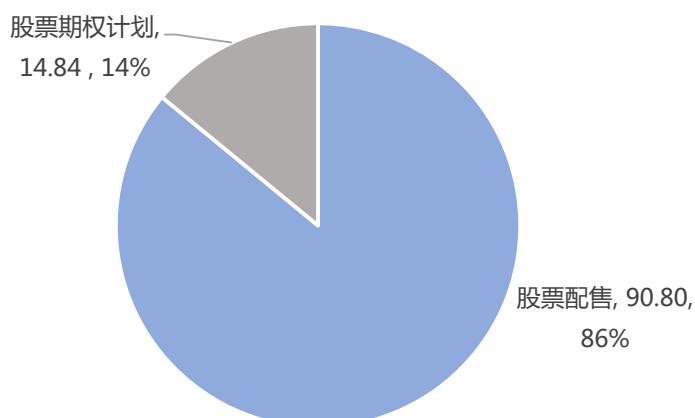
房企	时间	事件	融资金额	企业融资总金额
华夏幸福	2018 年 3 月	全资子公司与金融机构签署《增资协议》	4 亿元	13 亿元
	2018 年 3 月	全资子公司与金融机构签署《增资协议》	4 亿元	
	2018 年 6 月	间接全资子公司与金融机构签署《增资协议》	5 亿元	
泰禾集团	2018 年 4 月	全资子公司与金融机构签署《增资合同》	5.3 亿元	26.353 亿元
	2018 年 4 月	全资子公司与金融机构签署《增资合同》	4.7 亿元	
	2018 年 4 月	全资子公司与金融机构签署《增资合同》	5 亿元	
	2018 年 12 月	全资子公司与金融机构签署《股权转让协议》	6.353 亿元	
中南建设	2018 年 9 月	全资子公司与金融机构签署《股权转让协议》并约定到期回购相应股权	8000 万元	1.7 亿元
	2018 年 9 月	信托计划受让公司全资子公司 40% 股权	9000 万元	
越秀地产	2018 年 12 月	出售公司下属子公司 77.79% 股权	24.175 亿元	24.175 亿元

信息来源：WIND，上市公司公告，同策研究院整理

### 第三节 海外股权融资情况

2018 年同策研究院监测的 40 家典型上市房企通过海外股权融资总共完成 105.64 亿元融资，同比 2017 年的 104.42 亿元增加了 1.17%。具体来看，监测的 40 家典型上市房企主要通过股票配售以及股票期权计划两种方式进行融资。其中，股票配售全年共完成融资 90.80 亿元，占比约 86%，股票期权计划全年共完成融资 14.84 亿元，占比约 14%。

**图表 28 - 2017、2018 年 40 家典型上市房企其他债权融资情况（单位：亿元）**



信息来源：WIND，上市公司公告，同策研究院整理

股票期权计划是一种常见的激励公司高级管理人员的机制，在监测的 40 家典型上市房企中，通过上市公司公告口径披露的发行股票期权计划的企业共有 16 家<sup>11</sup>，合计发行股票期权计划融资金额折合人民币 14.84 亿元。其中，发行股票期权计划金额最高的企业分别为旭辉控股集团 (0884.HK) 和中国恒大 (3333.HK)，全年度股票期权计划融资金额分别折合人民币为 3.8097 亿元以及 3.1840 亿元。

**图表 29 - 2018 年 40 家典型上市房企股票期权计划融资情况**

房企	融资金额 (亿元)	房企	融资金额 (亿元)
旭辉控股集团	3.8097	融信中国	0.1331
中国恒大	3.1840	中国金茂	0.0993

<sup>11</sup> 实际发行股票期权计划的企业不止 16 家，这里仅统计月度监控口径披露数据。

龙湖地产	2.7629	碧桂园	0.09
九龙仓集团	2.0348	金地集团/金地商置	0.0609
远洋集团	1.7538	瑞安房地产	0.0153
龙光地产	0.4033	绿城中国	0.0146
融创中国	0.3247	花样年控股	0.0062
当代置业	0.1425	建业地产	0.0054

信息来源：WIND，上市公司公告，同策研究院整理

据同策研究院监测数据显示，2018年共有2家香港上市房企各完成了1笔股票配售，且均发生在1月。其中，中国金茂（0817.HK）于2018年1月13日订立配售协议，配售的股份数目为9亿股现有股份，占中国金茂有关股份发行前的现有已发行股本约8.43%及经认购事项扩大的已发行股本约7.78%，每股发行价3.7港元，共计融资折合人民币26.97亿元（33.30亿港元）；碧桂园（2007.HK）于2018年1月30日完成配售现有股份及根据一般授权认购新股配发及发行股份4.6亿股，占有关股份发行前的现有已发行股份2.16%，每股发行价17.13港元，共计融资折合人民币63.83亿元（78.80亿港元）。

**图表 30 - 2018 年 40 家典型上市房企股票配售融资情况**

房企	时间	事件	融资金额	总金额
碧桂园	2018年1月	股票配售已发行股本的2.16%	63.83亿元	90.80亿元
中国金茂	2018年1月	股票配售已发行股本的8.43%	26.97亿元	

信息来源：WIND，上市公司公告，同策研究院整理

## 第六章 2018 年 40 家典型上市房企融资特征分析及 2019 年趋势判断

本章将根据三、四、五章对监测数据的整理及分析，总结出 2018 年 40 家典型上市房企相对于往年的整体融资变化特征以及对出现的变化作关键性分析并对 2019 年融资变化趋势进行预判。

总的来说，2018 年房地产行业的融资环境为稳中收紧、稳中有变。稳是因为虽然监测房企的融资总量下降，但是收紧的部分主要来源由于股权融资的减少，反观债权融资规模呈现出平稳态势的同时还伴随着略微上涨。一般来说，股权融资是企业战略发展的主动调控手段或者是艰难生存环境中获取资金的被动手段，而债权融资则可以体现市场对于行业或企业的态度。从国家以及资本市场对房地产行业稳定的资金供应量可以看出房地产在整体经济中仍然稳定发展的地位。

2019 年，国内外宏观经济环境预期出现分化差异，具体表现在美联储公布了 2019 年一季度利率决议，在美国经济增长符合预期的情况下，利率维持在 2.25-2.50 不变，美联储强调，未来的政策取决于经济数据，需要保持耐心，短期内整体采取观望的态势。然而，反观国内，在稳健的货币政策环境下，宏观资金环境定向放松，整体利率水平稳定并缓慢下降。然而，在市场资金供应量整体稳定的同时，房企融资细节又预期出现新的特征。在本章后面的内容中，将分别针对债权融资以及股权融资两种方式，对出现的结构性变化及潜在原因作详细分析。

### 第一节 2018 – 2019 年房地产行业债权融资趋势分析

2018 年，我国房地产市场与金融市场都经历了复杂而深刻的调整和变化，资金环境也相应地出现了特征变化。据监测数据显示，2018 年 40 家典型上市房企债权融资规模同比上年小幅增长了 2.25%，融资规模平稳且伴随着小幅增长并不能直接代表房地产行业的整体融资趋势，从细节来看，具体债权融资方式的结构已经发生了明显的变化。结合国内外市场资金环境以及国内

---

政策导向，预计部分境内融资渠道将退出市场舞台，但多种创新型债权融资方式也将步入市场；与此同时，境外资金在房地产企业融资历程中扮演越来越重要的角色。

### **1.1 政策效果立竿见影并将持续作用**

近年来，为了进一步规范房地产市场以及金融市场，国家针对市场中潜在的高风险、不规范的业务和资金来源陆续出台了一系列的监管性政策。从 2018 年债权融资结构的变化来看，政策效果十分及时与显著，其中最明显的变化有以下两点：1、委托贷款事件自 2018 年 2 月起再无出现。其最主要的原因是受到 2018 年 1 月出台的《商业银行委托贷款管理办法》（以下简称《办法》）的直接限制。虽然委托贷款在 2017 年所有的债权融资中仅占了 5.84%，然而，到了 2018 年委托贷款方式贡献额占债权融资方式总额下降到仅 0.30%，并且总共 4 笔委托贷款融资均发生在《办法》正式实施前的 2018 年 1 月。2、同样受到政策直接影响的还有非标准化债务融资工具和通道业务。自 2016 年起，国家陆续出台了一系列的监管政策来约束和规范非标资产的资金来源和整顿清理非标通道来限制不规范的业务。对同策研究院 40 家典型上市房企的监测数据，2018 年信托贷款、其他债权融资金额均同比 2017 年下降。

国家在为规范房地产市场和金融市场而陆续出台监管性政策的同时，也在进一步完善金融体系，持续推进融资渠道和产品品种创新。比如在由中央结算公司主办的 2018 年债券年会上，国家发展改革委财金司副巡视员田原表示，持续推进企业债券品种创新。“创新品种企业债券已成为企业债券的主要组成部分，下一步，将在继续推进创新品种企业债券申报发行的同时，在工作中继续探索，在住房租赁、军民融合发展等领域，继续推出新的债券品种。”从市场实际情况来看，伴随着永续中票逐渐市场化，对于开发周期较长的房地产而言，采用短期借款容易造成资金周转压力大等问题，因此，这种无限期的创新型债券在房地产行业中逐渐升温。2018 年监测的 40 家典型上市房企中有不少企业成功发行永续中票。

房地产企业的融资渠道趋向多元化，企业不断探索新的融资模式。国家不仅在企业债权品种上发展创新，与此同时，也为开发周期较长的房地产行业提供了金融工具创新的指导方向。具体来看，在房地产行业转型与市场化金融产品发展下，房地产资产证券化（ABS）迎来爆发式发展。

随着资产证券化支持政策的不断完善，房地产企业利用自身特色与优势，在利用购房尾款、供应链等传统 ABS 的同时，也发展以未来收益权作为底层资产的资产支持票据（ABN）、商业房地产抵押贷款支持证券（CMBS）以及权益型资产证券化产品（类 REITs）。

### **1.2 境外资金扮演房企融资重要角色**

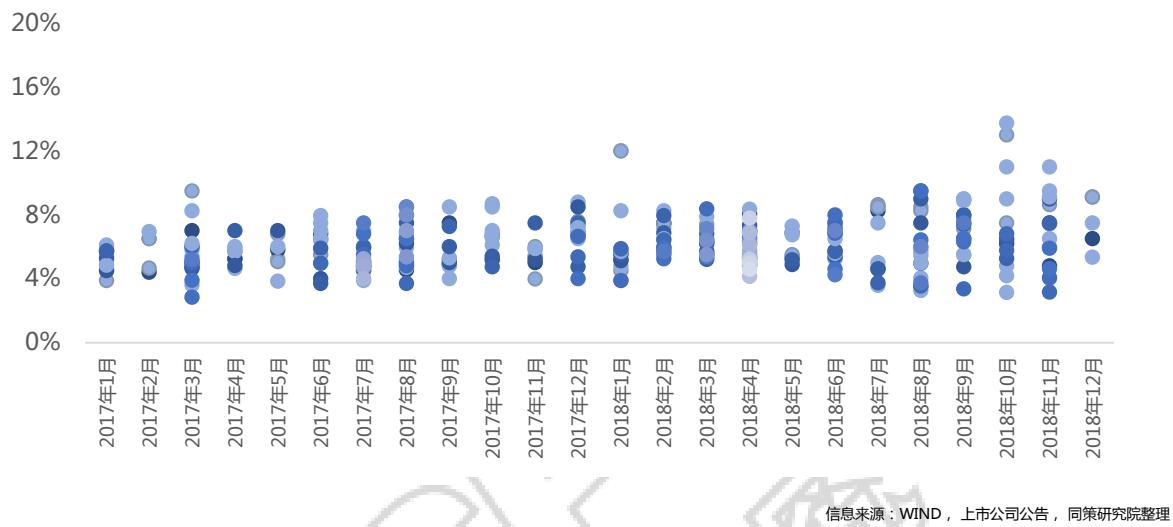
2018 年监测的 40 家典型上市房企发行的共 147 笔公司债中，有 79 笔来自海外发行，同比上年 43 笔中的 25 笔海外发行，比例仍然过半。从发行规模绝对值上来看，2018 年监测房企利用外币发行公司债折合人民币约 1585.56 亿元，占公司债发行总规模的 57.04%，同比 2017 年的利用外币发行公司债折合人民币的 705.69 亿元在绝对值上增长一倍有余。外币发行的公司债规模增长主要来自于以下几个原因：1、全年发行公司债成为房地产企业普遍使用的融资方式；2、H 股上市房企已经通过审批发行的公司债持续分期发行；3、部分 A 股上市房企绕道选择海外发债。

随着我国日益开放的全球化经济格局，房地产行业的国际化程度也越来越高，使得房企在全球资本市场中寻求资金成为可能，也成为融资的重要途径。此外，内部收紧的监管政策阶段性导致了房地产企业出现融资困难的现象，导致房企绕道海外寻求融资。从另一角度来看，境内稳定的市场环境以及夯实的经济发展预期吸引境外投资者投资意愿不断加强。综上所述，2019 年预期房地产企业通过境外资金获得的融资额度将进一步提升。

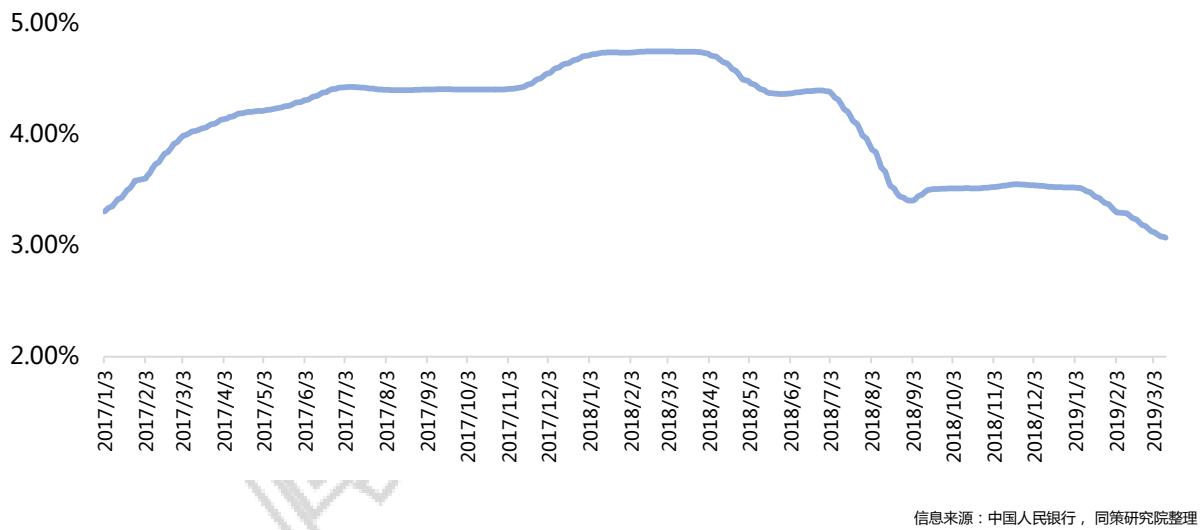
### **1.3 融资成本受多个市场影响**

据监测数据显示，2018 年 40 家典型上市房企的融资成本可以概括为整体平稳，但愈渐分化。对比同期 SHIBOR（上海银行间同业拆放利率）和 LIBOR-USD（伦敦银行间同业美元拆借利率）的走势，可以看出 2017 年全年至 2018 年上半年，监测房企的融资成本走势与 SHIBOR 走势基本保持一致；随着 2018 年下半年松紧适度的稳健货币政策以及更加积极的财政政策定调，SHIBOR 走势快速反应开始下行。然而，监测房企的融资成本却与 SHIBOR 走势开始出现较为明显的差异，并且逐渐分化。反观同期国际市场 LIBOR-USD 的走势，在美联储在 2017 年 10 月宣布缩表后，2018 年全年均呈现平稳上升的趋势。

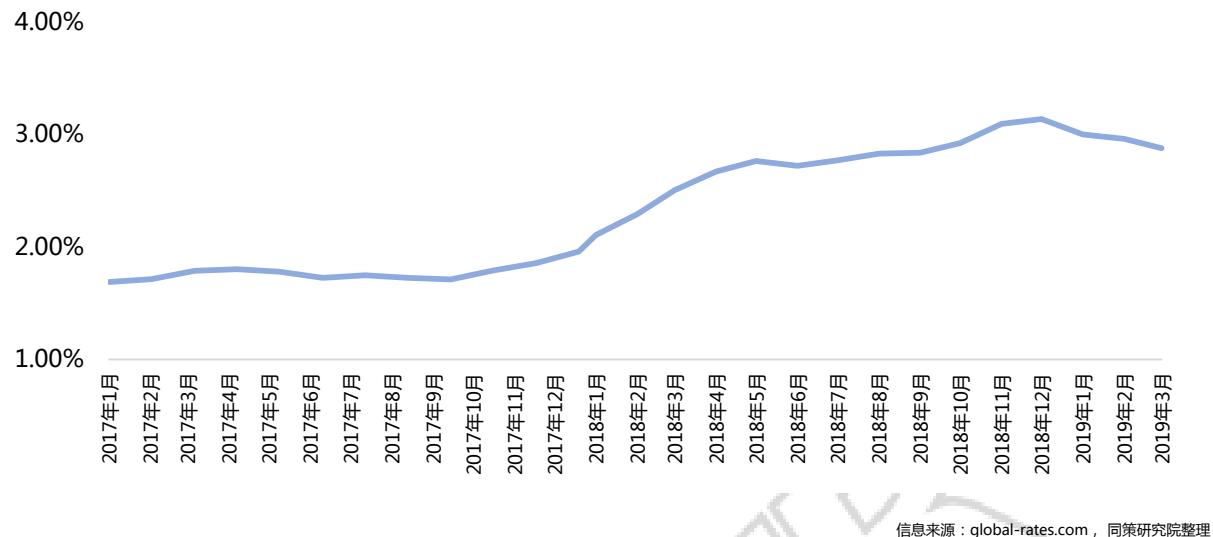
**图表 31 - 2017 年 1 月 – 2018 年 12 月 40 家典型上市房企部分融资成本情况（单位：%）**



**图表 32 - 2017 年 1 月 – 2019 年 3 月 SHIBOR-1Y-20 日均值走势（单位：%）**



**图表 33 - 2017 年 1 月 – 2019 年 3 月 LIBOR-USD-1Y 走势（单位：%）**



信息来源：global-rates.com，同策研究院整理

综合国际资金环境与房企融资情况来分析，房企“整体平稳，但愈渐分化”的融资成本预期将贯穿整个 2019 年。具体来看，以境内融资为主的监测房企的融资成本将基本遵循国内市场的利率走势，呈现出较为平稳的态势；以境外融资为主或因国内政策影响而绕道境外融资的房企的融资成本短期内仍处于美元加息通道中。总的来看，由于受到不用市场利息的影响，融资成本将出现越来越大的差异性。

## 第二节 2018 – 2019 年房地产行业股权融资趋势分析

回顾 2017、2018 年 40 家典型上市房企的股权融资细节，可以看出两年间海外股权融资金额基本持平（2017 年折合人民币共计 104.42 亿元、2018 年折合人民币共计 105.64 亿元），最大的差异来自于境内股权融资的减少。2017 年全年共发生 30 笔境内股权融资，融资总金额折合人民币 1665.40 亿元；而到了 2018 年这个数字大幅减少，全年共发生 11 笔境内融资事件，融资总金额折合人民币 65.23 亿元。这主要是由于在 2017 年发生了几笔规模较大的主营业务层面股权融资，虽然笔数占境内股权融资总笔数少，但是单笔融资规模都较大。此外，海外股权融资基本平稳，而且通常以激励型的股票期权计划为主，所以接下来主要分析境内股权融资的变化特征和发展趋势。

图表 34 - 2017 年部分典型境内股权融资事件

房企	时间	事件	融资金额
中国恒大	2017 年 6 月	第一、二轮投资者向恒大地产增资人民币 395 亿元资本金，占恒大地产经扩大股权约 26.12% 权益	395 亿元
中国恒大	2017 年 11 月	第三轮投资者向恒大地产增资人民币 600 亿元资本金，占恒大地产经扩大股权约 14.11% 权益	600 亿元

信息来源：WIND，上市公司公告，同策研究院整理

通常看来，房企境内股权融资主要通过集团、主营业务（主体）层面以及项目、子公司两个不同维度进行。2018 年发生的境内股权融资均为房企项目、子公司层面融资，未出现房企集团、主营业务层面的股权融资事件。但由于企业进行集团、主营业务层面股权融资通常是处于战略发展的考量，事件发生具有偶然性，所以在此不做进一步讨论。

与偶然发生的集团、主营业务层面股权融资相反的是，项目、子公司层面的境内股权融资经常且持续发生。该种融资方式、笔数均占境内股权融资总笔数的主要部分。一般来说，项目、子公司层面股权融资的成本是所有股权融资中最高者之一，然而，目前在房地产行业中，该层面的融资发展成为了一种经常性的现象，并且预期 2019 年该种融资方式将持续出现，并且集中在少数重点企业。

结合房地产行业各种融资方式来看，在项目、子公司层面股权融资成本高企的现实情况下，重点企业持续通过此种方式进行融资说明了企业其他融资渠道受阻、自有资金不足。从行业整体来看，频繁出现该种现象是一种融资不畅的信号。

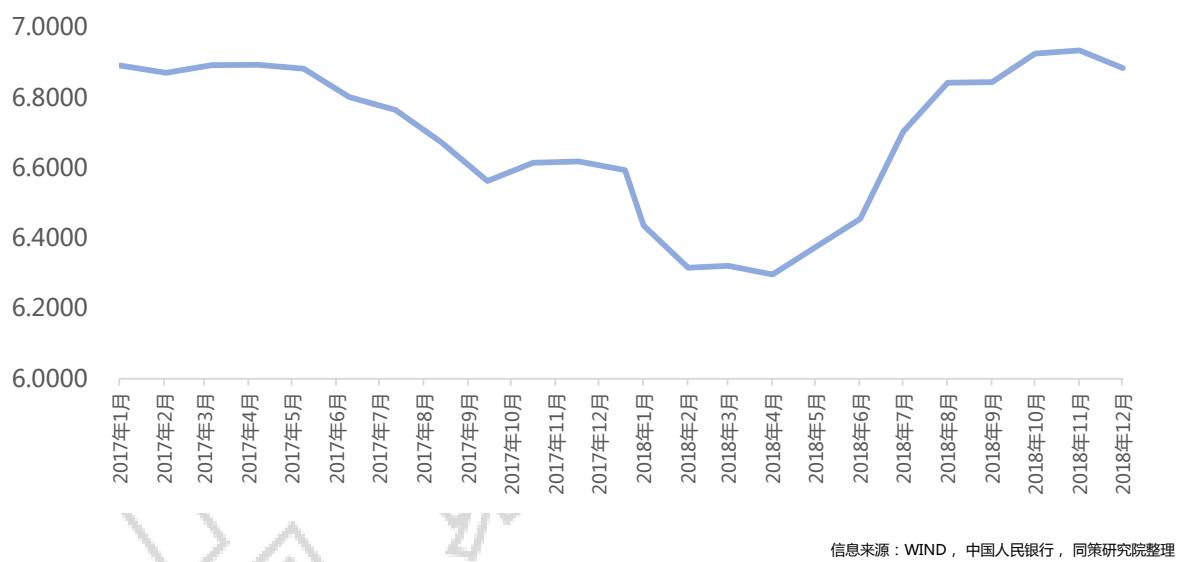
### 第三节 小结

通过进一步分析房地产企业 2018 年的融资变化以及特征，可以看出目前我国房地产行业面对的资金环境与宏观货币供应环境有细微的差别。2018 年全年，中国始终维持稳健中性货币政策，加强对民营企业、小微企业的支持力度。具体来看，一季度央行为引导金融机构对小微企业支持力度，实施普惠金融定向降准，运用信贷政策支持再贷款、再贴现和抵押补充贷款等工具，引导金融机构加大对国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度，释放长期流动性约 4500 亿

元；随后二季度、三季度分别下调人民币存款准备金率1个百分点进一步支持小微企业、民营企业和创新型企业。这些措施并没有简单地“大水漫灌”，而是在稳增长的同时注重了平衡好调结构、促改革、防风险等方面的关系，发挥先行引导支持作用，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了良好的货币金融环境。反观房地产行业，在直面宏观资金环境定向放松的同时，也遇到了融资渠道被规范与监督的限制。

从国际市场的角度来看，开放型的全球化经济格局为上市房地产企业提供了更宽广的融资渠道。但不可忽视的是，从国际市场融资对于房企来说一把双刃剑，因为房企在拓宽融资渠道和资金面的同时，也暴露于汇率与利率的双重波动下。比如说受到美元兑人民币浮动汇率的影响，部分房企在2018年1-4月人民币升值、美元兑人民币购买力下降时在境外发行的美元公司债一定程度上更容易让房地产企业暴露在未来汇率波动的风险下。

图表35 - 2017-2018年美元兑人民币月度平均汇率走势（单位：人民币/美元）



信息来源：WIND，中国人民银行，同策研究院整理

在房地产行业市场化发展的同时，政策的出台也会直接对房企融资造成影响。总的来说，政策会带来监管，也带来机遇。中国金融市场制定政策的基调是防范系统性金融风险，由于房地产行业资金密集，具有能够承载大体量资金的特性，所以规范和监督资金的来源和用途是稳定金融风险以及建立房地产长效机制的重中之重。在此指导下，以打击多重嵌套为核心，针对资管计划、理财产品、委托贷款等资金的监管可以进一步规范房地产市场资金与融资行为。

与此同时，国家也在进一步开放金融市场，完善产品种类，对包括永续债、ABS在内的创新型企业债券以及创新型金融工具制定相应的法律法规，并且取得了重大成效。回顾2017-

---

2018年，租赁住宅市场大力发展，以未来收益权作为底层资产的创新ABS也开启绿灯，如雨后春笋般发行；此外，上海证券交易所和深圳证券交易所分别发布了《上海证券交易所公司债券预审核指南(四)特定品种——可续期公司债券》和《深圳证券交易所公司债券业务办理指南第3号——可续期公司债券业务》，明确规定累计计入权益的债券余额的计算范围包括公开发行的可续期公司债券、可续期企业债券，给了更多企业发行永续债券的可能。



## 第七章 2018 年房地产企业角度融资分析及 2019 年趋势判断

企业是房地产行业组成的基本单位。房地产企业的行为合集形成了行业整体的趋势变化的共性。而在个体的维度中，不同的房企又表现出其独特的个性和特征。本章将利用同策研究院两年以来收集整理的房地产企业融资数据与信息，结合房地产行业整体资金背景情况、房地产企业的自身背景以及前文中所论述的行业变化趋势，综合分析宏观经济环境与房地产市场环境的动态变化对于不同房地产企业的不同影响。

### 第一节 2018 – 2019 年 40 家典型上市房企资金背景趋势分析

尽管房地产企业面对着同样的行业资金环境，但是由于房地产企业间仍然存在着不可忽视的差异，所以在具体分析房地产企业的融资特征之前，本节主要从金融机构人民币房地产贷款水平、房地产行业及企业存量债务到期情况、房地产企业背景以及房地产企业财务状况四个方面描述房地产企业面临的相同或不同的资金背景。

#### 1.1 金融机构人民币房地产贷款水平

据中国人民银行统计，2018 年末，金融机构人民币各项贷款余额 136.3 万亿元。其中，人民币房地产贷款余额 38.7 万亿元，占金融机构人民币各项贷款总量的 28.4%。从另一方面来看，2018 年末金融机构人民币各项贷款全年增加 16.17 万亿元，同比多增 2.64 万亿元。其中，人民币房地产贷款全年增加 6.45 万亿元，占同期各项贷款增量的 39.9%，比上年水平低 1.2 个百分点。综合数据，从金融机构发放的人民币贷款角度来看，一方面，在金融机构贷款余额存量中，房地产行业规模较大且占比高；另一方面，在金融机构新增的贷款中，接近四成的贷款规模仍然流入了房地产行业。

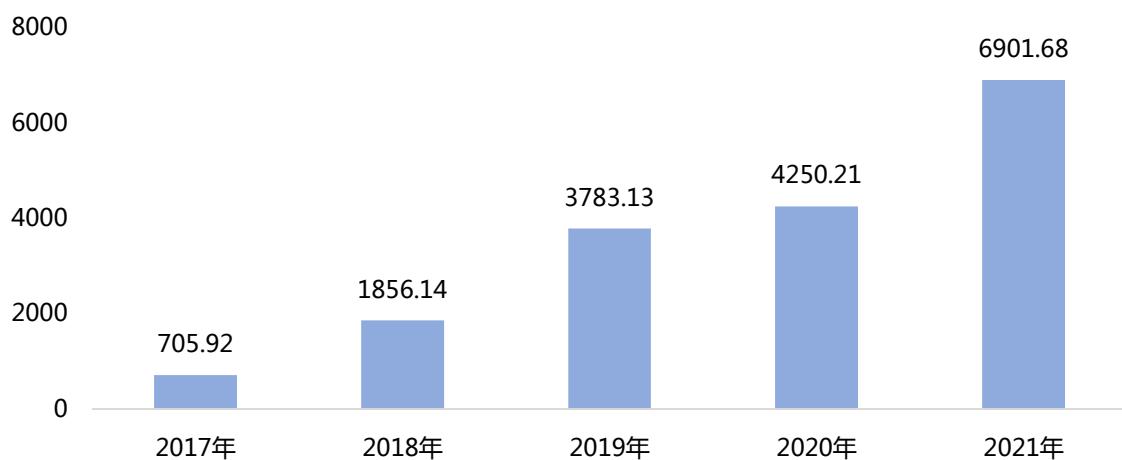
虽然金融机构向房地产行业发放的人民币贷款在规模和占比上仍然庞大，但是从细节来看，贷款的流向出现了结构性变化。人民币房地产贷款余额的主要组成部分为开发贷款余额和个人住

房贷款余额两个部分。具体来看，房地产开发贷款余额 10.19 万亿元，同比增长 22.6%，增速比上年末高 5.5 个百分点，其中，保障性住房开发贷款余额 4.32 万亿元，同比增长 29.5%，增速比上年末低 3.1 个百分点。个人住房贷款余额 25.75 万亿元，同比增长 17.8%，增速比上年末低 4.4 个百分点。从数据上可以看出，虽然开发贷款余额增速依旧高，但是主要是由于保障性住房部分开发贷款余额增长的贡献。此外，个人住房贷款余额虽然在规模上增长，但是增速却在放缓。综合看来，金融机构向房地产行业商品房开发发放的资金逐渐收紧。

## 1.2 房地产行业及企业存量债务到期情况

由于目前房地产行业及企业的融资背景较为复杂，具体体现在融资市场（境内外）、融资场所（沪深交易所、港交所）以及融资主体（集团、项目/子公司）的不同，同策研究院通过 WIND 数据库获取沪深交易所上市的房地产企业的存量债券到期情况代表行业基本情况<sup>12</sup>。债权类型包括企业债、公司债、短期融资券、中期票据等所有可追踪的债券产品。在假设没有新增债券发行的情况下<sup>13</sup>，2019 年起，到期债券规模已经出现同比翻倍的情况，达到 3783.13 亿元。到 2021 年，到期债券达到近年来峰值 6901.68 亿元。由此可见，未来三年内，房地产企业的还款压力将逐渐加大。

图表 36 – A 股上市房地产企业债券到期情况（单位：亿元）



数据来源：WIND，同策研究院整理

<sup>12</sup> 由于 WIND 数据库和证监会对于行业的分类差别，数字存在细微差距，但是不影响行业趋势判断。

<sup>13</sup> 由于不能排除 2019 年企业发行 3 年以内的债券产品的可能性，所以实际债券到期规模可能更大。

### 1.3 房地产企业背景

房地产行业的企业背景大体可以分为国企/央企以及民企两个类别。此外，由于多年以来的行业发展，头部聚集效应，民企在规模上又分化出了大型民企与中小型民企的区别。另一方面，从证券交易市场的角度来衡量，上交所与深交所同属于境内证券交易所，而港交所则更加直接的面对国际化的市场环境。最后，从房企主要业务方向角度来看，住宅开发、商业物业开发与产业类项目开发也属于不同的细分领域。

不同企业背景及规模意味着融资主体实力和信用等级的不同；不同的证券交易市场面对着不同的金融市场以及相应产品；而主要业务方向的区别代表着不同的运营模式以及对资金的需求，三者相互作用，影响叠加于微观的房企层面使之出现分化。

图表 37 – 40 家典型上市房地产企业背景及规模、证券交易市场、主要产品分类情况

企业背景及规模	证券交易市场	主要业务方向
国企/央企	上交所	住宅开发
大型民企	深交所	商业物业开发及运营
中型民企	香港联合交易所	产业类项目开发及运营

数据来源：WIND，同策研究院整理

### 1.4 房地产企业财务状况

如果说企业的背景是其天生的基因，那么后天直接影响融资动机、额度和方式的则是企业资金面状况。近年来，我国房地产市场的集中度进一步提高，市场占有率、资源不断向头部企业倾斜，以至于在监测的 40 家典型上市房企中都分化出了不同的梯队。

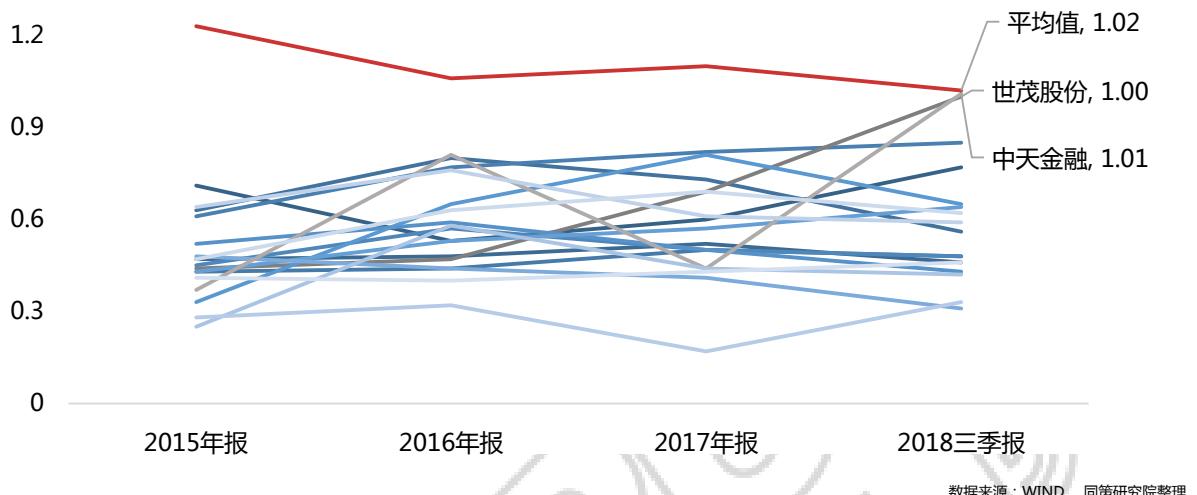
**企业债务水平区别**：债务额度水平以及组成结构直接影响企业的融资意愿与融资压力。根据 2018 年中报的公开数据，监测的 40 家典型上市房企中，部分负债压力大的企业净负债率<sup>14</sup>突破 190%，速动比例低至 0.425，中期报告时账面现金无法覆盖一年以及一年之内到期的短期负债。

<sup>14</sup> 净负债率 = 净债务 / 净资产。

净债务 = 有息债务 - 货币资金 + 永续债。

与此同时，财务稳健、资金管理能力较强的部分样本房企在 2018 年三季度将速动比例拉升至 1.00 左右。

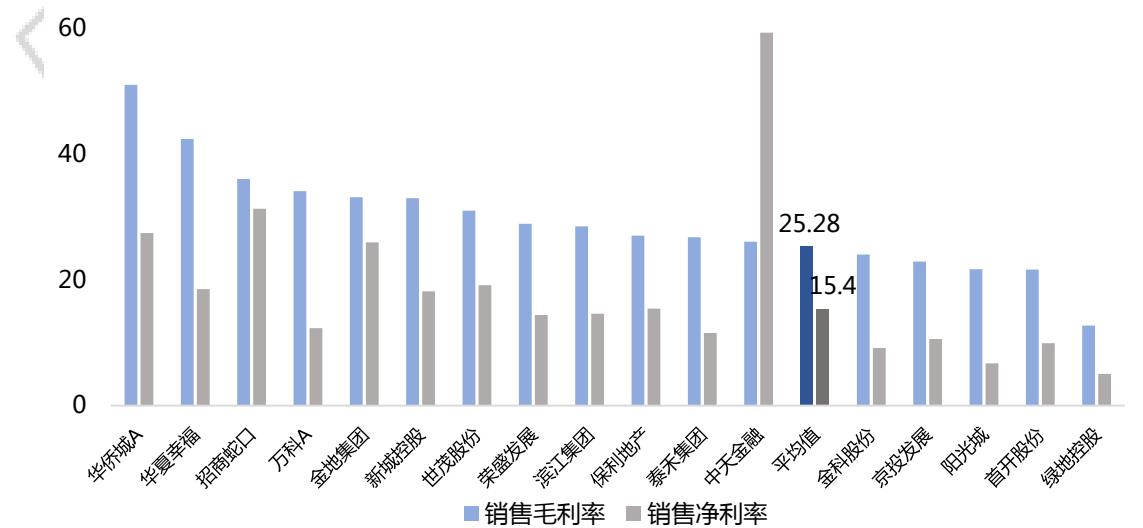
**图表 38 – 2015 年 – 2018 年三季度 A 股上市典型房企以及房地产行业平均速动比率（单位：倍）**



数据来源：WIND，同策研究院整理

**企业利润水平区别：** 利润水平直观的代表了房地产企业整体运营的结果，是集战略、投资、运营、管理等一系列决策的综合体现。根据公开数据显示，监测的 40 家典型上市房企利润率水平分化十分显著。截止 2018 年三季度，样本企业中销售毛利率的差别可达 20%，同时销售净利润率的差异更是在 20%以上。此外，虽然大部分样本企业的销售毛利率高于行业平均水平，但是只有大约一半的企业的销售净利率比行业平均水平高。

**图表 39 – 2018 年三季度 A 股上市典型房企以及房地产行业平均销售毛利率、销售净利率（单位：%）<sup>15</sup>**



数据来源：WIND，同策研究院整理

<sup>15</sup> 2018 年三季度中天金融发生了重大主营业务转型以及资产重组事件，在此数据不作重要参考。

## 1.5 小结

背景是房企先天携带的基因，财务状况是其后天积累的表现，二者相互组合产生的差异性体现了各个房企的独特风格，但是不存在绝对的优劣之分。同策研究院持续关注的 40 家典型上市房企均为行业中的佼佼者。然而细分来看，企业间的差异直接或间接地影响着企业发展战略、运营方式、投资风格，形成了个体独特的特征同时也让不同的企业暴露在不同的风险之下。

尽管房地产企业都面对着来自行业整体资金环境逐渐加大的压力，然而房企的不同个性决定了其受到影响程度的不同。因此，在后文中将重点结合企业的背景以及财务状况，从事件的角度来描述不同企业的融资行为和特征。

## 第二节 2018 – 2019 年 40 家典型上市房企融资特点趋势分析

由于企业背景以及财务状况的差异，在微观层面，房地产开发企业的个体间存在着复杂的特殊性。同样是融资需求，部分样本企业可能是为了生存所迫，部分样本企业则可能是因为业务发展需求。因此，在同策研究院的监测口径下，2018 年出现了不同房企融资额度悬殊、方式多样、事件形态迥异的现象。

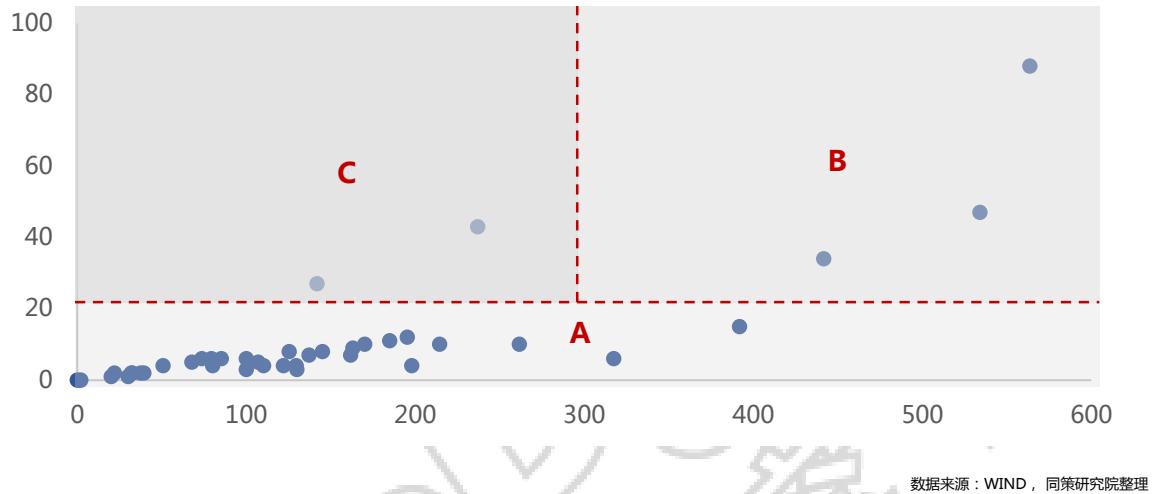
### 2.1 融资额度的辩证分析

过去两年来，同策研究院持续监测 40 家典型上市房企的融资方式、成本以及额度。然而，由于监测口径仅限于上市公司披露的月度公告，较为单一，同时，由于不同交易所的会计准则、披露准则与企业自身的披露意愿不同，统计出来的融资额度受到上述多方面的影响，存在一定的偏差。虽然企业的融资方式、成本可以作用于趋势判断，但是企业的监测融资额度不同于前两者，需要辩证的对待与分析。

同策研究院监测到的单一房地产企业融资总量与披露公告的次数高度相关，因此，统计口径的个体企业融资总量并不直接等同于企业年度真实融资总量与负债水平。据同策研究院监测数据显示，在监测的 40 家典型上市房企整体披露次数较少、融资总额较为稳定的情况下，其中部分

房地产企业无论从融资总量还是披露笔数来看，均高于样本平均水平的 3 – 8 倍。与此同时，还有一部分样本企业表现出更加值得关注的特征，该特征可以概括为虽然融资事件披露频繁，但是融资总规模较低。

图表 40 - 2018 年 40 家典型上市房企公告披露口径融资额度及笔数（单位：亿元，笔）



数据来源：WIND，同策研究院整理

展望 2019 年，40 家典型上市房企在披露程度和融资规模的相对关系上分化为三个梯队。

A 组是行业平均水平，可以代表大部分房地产企业的融资披露与规模关系。比较值得关注的是 B 组与 C 组。其中，B 组无论融资规模还是披露笔数均远高于行业平均水平，可以看出这些企业对资金的需求较大，但是由于单笔融资规模较低，所以融资事件发生频繁，并且多数集中在项目、子公司层面融资。C 组是 40 家典型上市房企中最危险的企业，因为尽管这些企业融资频繁，但融到的规模却十分有限。总而言之，监测的头部房地产企业融资分化程度将进一步扩大，行业内所有企业的分化差异更是明显。由此可见，部分企业确实承受着巨大的融资压力与风险，融资公告披露频繁但融得资金规模有限的企业处在危险的边缘。

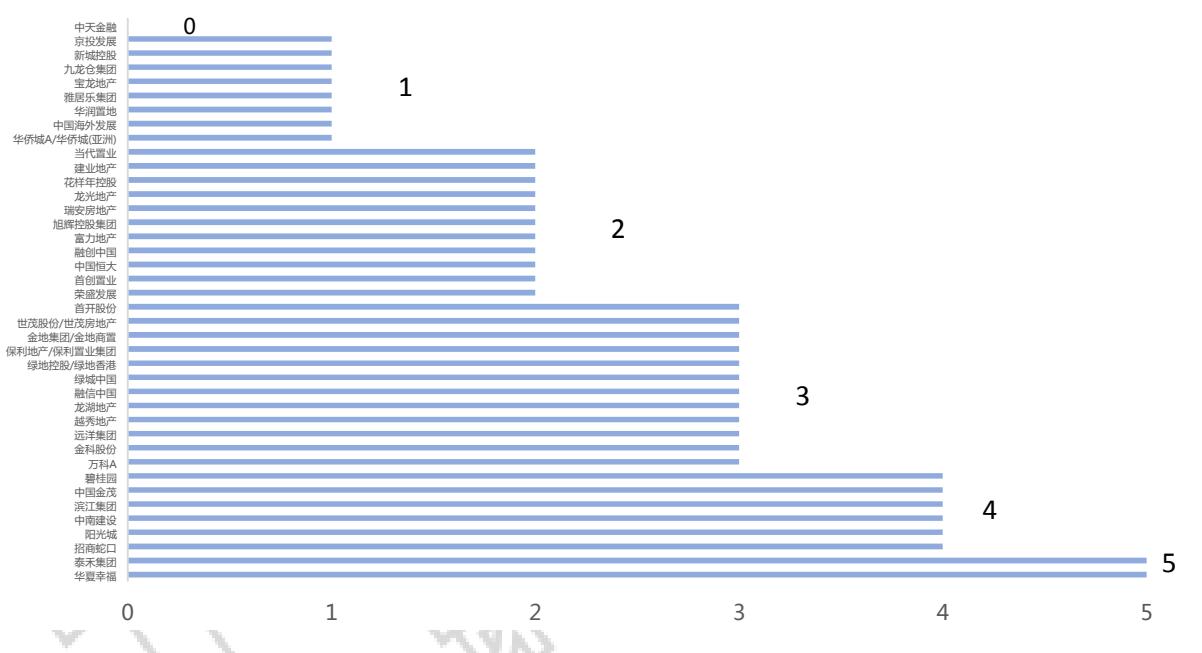
## 2.2 融资方式的共性与个性

据同策研究院监测数据统计，2018 年监测房企通过发行公司债融资金额折合人民币共计 2779.87 亿元。除了融资规模成为监测融资方式中的第一名，公司债同样成为全年最受房企欢迎的融资方式，具体来看，在监测的 40 家典型上市房企中，有 33 家房企在上市公司公告中披露成功发行公司债。但由于公司债的发行主体多样，通过中国债券信息网复核，40 家典型上市房企中，

实际上共有36家房企及附属公司成功发行公司债。总的来说，通过发行公司债融资成为2018年大多数房企的共同选择。

监测房企反映出相同融资特征的同时，也出现了个体融资的差异性。其中，最明显的现象是不同房企使用的融资方式种类差异。由于自身背景和财务状况等因素的影响，房企在选择8种融资方式<sup>16</sup>的过程中出现分化。具体来看，监测的40家典型上市房企中，选择3种不同融资方式来获取资金的企业占比最多，共有12家，达到监测房企总数的30%；此外，监测房企中全年选择了5种不同方式、也是最多的方式进行融资的有华夏幸福（600340.SH）和泰禾集团（000732.SZ）两家企业。值得关注的是，使用融资方式最多的企业公告披露次数也名列前茅。

图表41 - 2018年40家典型上市房企使用融资方式（单位：种）



数据来源：WIND，上市公司公告，同策研究院整理

展望2019年，公司债仍预期为房地产企业最主流的融资方式。与此同时，多样化的融资方式并不是所有企业的共同选择，这与上文中分析的企业自身背景以及财务状况密切相关。

<sup>16</sup>监测的8种融资方式为：信托贷款、委托贷款、公司债、中期票据、海外银团贷款、其他债权融资、境内股权融资、境外股权融资。

## 2.3 融资成本的逐步分化

随着房企在全球资本市场中寻求资金成为融资的重要途径，不同市场资金情况走势的分化带来了融资成本的分化。然而，除了外部因素的刺激，房企内在资质的差异也对融资成本的分化起到至关重要的影响。

据同策研究院监测数据显示，2018年同期发生的由不同主体完成的相似融资事件面临着剧烈的融资成本差异。比如说，保利地产（600084.SH）全资子公司在9月境外发行的一笔规模为5亿美元、期限为5年的公司债票面利率为4.75%，而中国恒大（3333.HK）全资附属公司在10月境外发行的一笔规模为5.9亿美元、期限为5年的公司债票面利率高达13.75%。虽然上述两笔境外发行的美元公司债无论从发行时间、债券规模、债券期限来比较都十分相似，但是两者的融资利率差别却高达9个百分点。追溯更深层次的原因，是由于房企自身背景以及财务状况而导致的融资成本的巨大差别，并且预期2019年，融资成本的差别还将进一步扩大。

图表 42 - 2018 年典型相似融资事件对比

企业名称	保利地产 ( 600084.SH )	中国恒大 ( 3333.HK )
企业背景及规模	国企/央企	大型民企
发行主体	全资附属公司	
融资类型	境外美元公司债	
债券发行时间	2018年9月	2018年10-11月
债券规模	5亿美元	5.9亿美元
债券期限	5年	
债券利率	4.75%	13.75%
同期 LIBOR-USD <sup>17</sup>	2.8390 – 3.0960%	

数据来源：WIND，上市公司公告，global-rate.com 同策研究院整理

## 2.4 综述

由于企业背景的先天差异以及财务状况的后天积累组合出房地产行业内企业的不同特征，房企在获取资金的过程中产生了巨大的差异性，从而导致了行业整体融资情况出现分化的现象。

<sup>17</sup> 同期 LIBOR-USD 为 LIBOR-USD 1Y2018 年 9、10、11 月的数据。

2019 年，随着房地产行业发展较为成熟并开始逐渐转型，融资情况的分化具体体现在融资压力、融资方式选择、融资成本三个方面。



---

## 第八章 总结

在过去两年的时间里，同策研究院持续通过上市公司公告的口径监测 40 家典型上市房企的月度融资情况变化。由于房地产行业的发展特征，资金的筹措一直以来都是房地产企业的核心能力之一。然而，尽管融资直接关系到房企的生命线，然而融资渠道、额度与成本却混合了金融市场、宏观政策的意志，并不能由房地产主动掌控。因此，同策研究院通过 40 家典型上市房企融资月报观察行业的融资趋势，捕捉细微的变化。

相较于企业年报、统计局口径的融资额度和加权平均资本成本，通过追踪融资事件窗口形成的同策研究院 40 家典型上市房企融资月报/年报中充满了各种细节：不仅披露融资方式以及额度，还披露部分单笔融资成本、资金投向以及融资事件细节。客观来说，月度统计最明显的优势是事件发生的及时性以及融资信息的丰富程度，而缺点则是因为观测口径受限等原因而导致的数据不全，从而导致的样本整体的偏差。基于现有的数据条件，本文通过分析与总结房地产市场融资环境以及企业融资特征为判断未来行业资金面变化趋势和企业融资环境提供参考依据。

展望 2019 年国内外宏观经济环境，正如央行货币司司长孙国峰所述，我国“内外部形势稳中有变、变中有忧，但经济保持平稳发展的有利因素仍然较多。……主要发达经济体货币政策正常化但也存在不确定性。从国内看，……从实体经济需求端看，受经济下行压力加大等因素影响，有效的融资需求有所下降。从金融机构资金供给端看，银行的风险偏好下降，自身还受到资本、流动性、利率等多重约束。”

在房地产市场的持续调整以及行业的逐渐转型环境下，我国房地产行业面对的资金环境与宏观货币供应环境存在细微的差别。与此同时，自“十九大”起，“房住不炒”的定调直接影响着行业整体的发展预期和方向。因此，房地产行业发展对资金的需求在保持着绝对量增长的同时增速预期放缓。长期以来，房地产市场与金融市场共同为行业发展提供重要资金支撑。由于两个市场均持续受到监管部门的高度关注，“稳”是两个市场 2019 年发展共同的关键词，具体体现在“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”以及“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”。

然而，2019年，“稳”对于房地产行业来说是比较难实现的关键词。一方面，结合宏观市场环境与房地产行业来看，境内外资金环境出现了明显的特征差异，对于房地产行业都产生了深刻的影响：1、虽然境内资金环境逐渐定向宽松，但是对于金融、房地产市场及行业的监管政策持续收紧；2、虽然境外市场对于我国房地产行业比较友好，但是境外利率不确定性很强，并且需要承受汇率风险。另一方面，从房地产行业及企业的角度来看，行业整体压力大而且内部企业分化严重：1、到期债券同比翻倍，房地产企业三年内还款压力加大；2、房地产企业分化严重，具体体现在企业的盈利能力以及信用与资质等方面。综合上述情况，房地产企业选择融资或者不融资都进退两难。具体来看，房地产企业如果为规避风险而选择不进行融资，可能会面临资金过紧的情况，从而引发流动性风险。所以，为了获取资金稳定自身发展节奏，企业要将战略重心放在销售现有商品房上。另一方面，房地产企业如果选择融资来发展业务，要警惕过度融资进一步积累的不确定性风险，平衡好债务总额和结构之间的关系。此外，由于受到不同宏观市场的影响较大，企业还要在保持流动性合理的基础上维持融资资金成本水平合理稳定。

展望2019年房地产行业融资情况趋势，债权方式融资将进一步面向国际市场，外债融资将持续受到行业欢迎。股权方式融资预期项目、子公司层面的股权融资将持续出现，并且集中在少数重点企业。融资成本受到不同市场资金走势的影响以及房企背景与资质的差异将持续分化，并且承受更多汇率风险。

与此同时，2019年房地产企业融资情况预期体现在三个不同的方面：1、2019年房地产企业到期债券的规模同比翻倍，由于不同企业的资质与盈利能力差异较大，可能存在无法正常兑付债券的情况，将出现以债还债的现象；2、在所有的融资方式中，发行公司债是最受房地产企业欢迎的手段。然而，实际的融资额度与采取的融资方式并没有直接的关系；3、由于行业资金密集的特性，房地产企业实际的融资额度、方式与企业主体、项目资质息息相关。在头部40家典型上市房企中，已经出现部分企业出现在危险的边缘，尤其是使用融资方式、披露融资公告次数都远高于行业平均水平，但是融资额度却远低于行业平均水平的重点企业。

---

延续之前政策定调的一致性，最新 2019 年 2 月 26 日结束的人民银行金融市场工作会议提出：我国经济金融发展进入新的阶段，经济面临下行压力，防范化解金融风险等重大风险任务艰巨。特别强调了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。



## 图表目录

图表 1 - 2016 – 2018 年全国房地产开发投资完成额（累计额）及增速（累计同比）（单位：亿元，%）	5
图表 2 - 全国房地产开发企业到位资金规模增速情况（单位：%）	5
图表 3 - 2018 年全国房地产开发企业资金构成情况（单位：亿元）	6
图表 4 - 2016 年“930” – 2017 年机构关于房地产融资政策一览	8
图表 5 - 2018 年房地产企业融资相关典型政策、事件	9
图表 6 - 2017、2018 年 40 家典型上市房企总体融资情况（单位：亿元）	14
图表 7 - 2017、2018 年 40 家典型上市房企融资方式占比（单位：%）	15
图表 8 - 2017 年 1 – 12 月 40 家典型上市房企总体融资情况（单位：亿元）	16
图表 9 - 2018 年 1 – 12 月 40 家典型上市房企总体融资情况（单位：亿元）	16
图表 10 - 2017、2018 年 40 家典型上市房企债权融资情况（单位：亿元）	17
图表 11 - 2018 年 1 – 12 月 40 家典型上市房企债权融资情况（单位：亿元）	18
图表 12 - 2017、2018 年 40 家典型上市房企股权融资情况（单位：亿元）	18
图表 13 - 2018 年 1 – 12 月 40 家典型上市房企股权融资情况（单位：亿元）	19
图表 14 - 2018 年 40 家典型上市房企融资币种占比（单位：%）	19
图表 15 - 2017、2018 年 40 家典型上市房企人民币融资情况（单位：亿元）	20
图表 16 - 2017、2018 年 40 家典型上市房企外币融资情况（单位：亿元）	20
图表 17 - 2018 年 1 – 12 月 40 家典型上市房企部分融资成本情况（单位：%）	22
图表 18 - 2017 年 1 月 – 2018 年 12 月 40 家典型上市房企部分融资成本情况（单位：%）	22
图表 19 - 2017、2018 年 40 家典型上市房企分类债权融资金额占比情况（单位：%）	23
图表 20 - 2018 年 40 家典型上市房企分类债权融资笔数及占比情况（单位：笔，%）	24
图表 21 - 2017、2018 年 40 家典型上市房企公司债融资情况（单位：亿元）	25
图表 22 - 2018 年 1 – 12 月 40 家典型上市房企公司债融资成本范围（单位：%）	26
图表 23 - 2018 年 40 家典型上市房企中期票据、公司债本外币金额及占比（单位：亿元，%）	27
图表 24 - 2018 年 1 – 12 月 40 家典型上市房企中期票据融资成本范围（单位：%）	27
图表 25 - 2017、2018 年 40 家典型上市房企其他债权融资情况（单位：亿元）	28
图表 26 - 2017、2018 年 40 家典型上市房企其他债权融资情况（单位：亿元）	30

---

图表 27 - 2018 年 40 家典型上市房企境内股权融资情况 .....	31
图表 28 - 2017、2018 年 40 家典型上市房企其他债权融资情况 (单位 : 亿元) .....	32
图表 29 - 2018 年 40 家典型上市房企股票期权计划融资情况 .....	32
图表 30 - 2018 年 40 家典型上市房企股票配售融资情况 .....	33
图表 31 - 2017 年 1 月 – 2018 年 12 月 40 家典型上市房企部分融资成本情况 (单位 : %) .....	37
图表 32 - 2017 年 1 月 – 2019 年 3 月 SHIBOR-1Y-20 日均值走势 (单位 : %) .....	37
图表 33 - 2017 年 1 月 – 2019 年 3 月 LIBOR-USD-1Y 走势 (单位 : %) .....	37
图表 34 - 2017 年部分典型境内股权融资事件 .....	38
图表 35 - 2017 – 2018 年美元兑人民币月度平均汇率走势 (单位 : 人民币/美元) .....	40
图表 36 – A 股上市房地产企业债券到期情况 (单位 : 亿元) .....	43
图表 37 – 40 家典型上市房地产企业背景及规模、证券交易市场、主要产品分类情况 .....	44
图表 38 – 2015 年 – 2018 年三季度 A 股上市典型房企以及房地产行业平均速动比率 (单位 : 倍) .....	45
图表 39 – 2018 年三季度 A 股上市典型房企以及房地产行业平均销售毛利率、销售净利率 (单位 : %) .....	45
图表 40 – 2018 年 40 家典型上市房企公告披露口径融资额度及笔数 (单位 : 亿元, 笔) .....	47
图表 41 – 2018 年 40 家典型上市房企使用融资方式 (单位 : 种) .....	48
图表 42 – 2018 年典型相似融资事件对比 .....	49

**附录：40家典型上市房企名单**

股票代码	房地产企业名称	股票代码	房地产企业名称
000002.SZ	万科A	2777.HK	富力地产
001979.SZ	招商蛇口	3301.HK	融信中国
000671.SZ	阳光城	3383.HK	雅居乐集团
000732.SZ	泰禾集团	0884.HK	旭辉控股集团
002146.SZ	荣盛发展	0272.HK	瑞安房地产
000961.SZ	中南建设	3380.HK	龙光地产
000656.SZ	金科股份	1238.HK	宝龙地产
000540.SZ	中天金融	1777.HK	花样年控股
002244.SZ	滨江集团	0832.HK	建业地产
000069.SZ	华侨城A	600048.SH	金地集团
3366.HK	华侨城(亚洲)	0119.HK	金地商置
0688.HK	中国海外发展	3900.HK	绿城中国
1109.HK	华润置地	0004.HK	九龙仓集团
0817.HK	中国金茂	2868.HK	首创置业
3377.HK	远洋集团	1107.HK	当代置业
600606.SH	绿地控股	600383.SH	金地集团
0337.HK	绿地香港	0535.HK	金地商置
0123.HK	越秀地产	600823.SH	世茂股份
		0813.HK	世茂房地产
3333.HK	中国恒大	600340.SH	华夏幸福
2007.HK	碧桂园	600376.SH	首开股份
1918.HK	融创中国	601155.SH	新城控股
0960.HK	龙湖地产	600683.SH	京投发展

注：排名不分先后

**重要声明：本报告依据月度报告总结并撰写，内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。报告中所引用信息均来自于市场公开资料，我公司对所引用信息的准确性和完整性不作任何保证。**

## 同策研究院业务介绍

同策房产咨询股份有限公司 1998 年成立于上海，专注深耕房地产行业 20 年。作为中国领先的房地产服务企业之一，同策多年秉承“专业至上，服务至诚”的经营理念，经营规模、服务能力、盈利能力始终稳居行业前列。同策研究院为同策咨询旗下专业的房地产研究部门，定位于智力密集的应用性专业团队。我们依托定量与定性的专业研究能力，利用自主研发的大数据资源，围绕房地产“大交易、大资管”领域进行深度研究，在宏观经济、楼市政策、房地产市场、房企战略、房企营销、地产金融、资产管理、特色小镇、房地产服务行业等研究方面拥有雄厚的专业实力，研究成果具有良好的专业性、实践性、权威性和前沿性。

**咨询服务八大产品矩阵**：同策研究院在多年研究沉淀的基础上，对外承接房地产研究与咨询服务，为客户量身定制专业·精准·前瞻性·应用型的研究服务，包括市场监测类（周月报）、城市投资价值研究系列、标杆房企研究系列、特色小镇研究与咨询、长租公寓研究与咨询、产城融合研究与咨询、旧城改造咨询。

### 市场监测类服务——把握市场脉络，洞悉楼市趋势

密切关注国家及城市重大政策发布，及时分析对市场影响。高频无漏点监控市场热点及企业重大事件，洞悉市场发展特征及未来走势，为企业制定经营、投资策略提供依据。服务内容包括：政策资讯、典型城市细分政策监测、土地市场监测、房地产热点事件专题分析、新房及二手房走势、对标企业重大事件。

### 政府策略研究与咨询——帮助政府提供策略制定的市场依据

房地产行业在经济社会中牵扯面广、资金积累大，其发展变化备受政府相关部门关注。基于我们在宏观经济与房地产市场方面的研究积累，同策研究院为政府相关部门提供研究及咨询服务。服务内容包括：宏观经济与楼市发展周期判断、不同城市房地产市场风险判断、人口变化与房地产关系判断、政府土地供应计划。

### 城市投资价值研究与咨询——为房企战略发展提供技术支持

投资价值研究立足于为房企提供战略咨询，通过专业、精准、前瞻性的研究，协助房企选择适合进入的经济圈（都市圈），经济圈中的黑马城市，并判断投资时点，同时，提出进入合理的资金分配

建议。服务内容包括：八大核心经济圈研究、都市圈投资时点判断、都市圈外溢城市判断、都市圈投资价值判断、都市圈投资资金分配。

### **城市投资价值研究与咨询——为房企战略发展提供技术支持**

不同类型房企不同发展阶段的战略、发展路径不一，同策研究院可针对不同类型房企进行对标研究，为房企业绩增长、转型等方面提供决策依据。服务内容包括：市场发展特征及房企机会点、对标企业的选择、对标企业案例研究、对标企业策略对比研究、目标房企策略建议。

### **特色小镇研究与咨询——打造城市品牌与地产双赢的模式**

在全国开展特色小镇培育工作的大背景下，同策研究院立足特色小镇的房地产开发需求，为房企提供特色小镇研究及咨询服务。服务内容包括：项目认识、背景研究、行业逻辑、项目定位、项目规划、经济测算。

### **长租公寓研究与咨询——为房企度身定制长租公寓发展模式**

伴随着存量房时代到来，住房租赁政策利好频出，市场潜在需求有待激活，同策研究院为布局长租公寓领域的房企提供研究及咨询服务。服务内容包括：长租公寓市场发展剖析、开发运营模式及品牌研究、典型长租公寓案例研究、长租公寓城市布局研究、长租公寓城市选择、商业模式及产品定位。

### **产城融合研究与咨询——助力房企打造地产与产业协同模式**

近年来，经济环境进入新周期，房地产市场在紧调控的背景下市场形势日趋紧迫，与之相对的是中国新型城镇化带来的时代机遇，转型产业地产成了众多企业的选择。基于在该领域的研究积累，同策研究院为布局产业地产领域的房企提供研究及咨询服务。服务内容包括：基础研究和总体定位、功能定位、空间布局、产品规划、开发运营策略、财务测算。

### **旧城改造研究与咨询——助力房企多元化投资模式**

随着中国城镇化的不断推进，城市建设快速发展，很多一线城市、重点二线城市建成区域较早，但一些城中村、棚户区的存在与城市发展不相协调，因此政府大力推进旧城改造工程，这为房企提供了业务机会。基于在该领域的研究积累，同策研究院为涉及旧城改造的房企提供研究及咨询服务。服务内容包括：旧城改造定义与模式、对标房企研究、房企参与模式与策略。

**注：详情请联系 同策研究院首席分析师 张宏伟，电话：150 2678 4295**



同策研究院



同策资管



老张宏论

同策研究院——部门微信公众号：同策研究院、同策资管、老张宏论。同策研究院完成的固定周期的周月报告、各个研究方向的专题报告会定期在同策研究院公众号上发布；同策资管聚焦中国资本市场，提供国内外前沿资管资讯，专业视角解读典型资管业务；针对楼市政策、市场、房企等的相关话题的看法，张宏伟会在老张宏论上与各位交流。



同策研究院

2018-2019年  
房企融资白皮书

**TOSPUR®**  
同策研究院

地址：上海市普陀区丹巴路 99 号 A1 栋 6 楼 同策研究院

A: 6F, A1, 99 Danba Road, Putuo District, Shanghai

T: 15026784295 (同策研究院首席分析师 张宏伟)



同策研究院

同策资管

老张宏论