

固定收益研究/专题研究

2019年06月14日

张继强 执业证书编号：S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

相关研究

- 1《固定收益研究：财政支出前倾，后劲还足吗？》2019.06
- 2《固定收益研究：汇率又逢7，利弊几何？》2019.05
- 3《固定收益研究：商业银行风险构成与主要评价指标》2019.05

房企融资结构探秘

核心观点

由于房地产企业具有高杠杆运作、投资规模大、营运周期长的特点，因此房地产企业的融资能力是企业的核心，特别的，债权类融资能力在房地产企业信用资质评判中具有重要的地位。随着银保监会 23 号文的出台，对信托资金通过明股实债等方式为房企拿地违规融资的违规性进一步明确，房地产企业的融资结构也需要重新引起关注。我们将分别从房地产企业的融资方式和融资期限两个方面对房企的融资结构进行分析。

房地产企业的债权类融资方式多种多样

房地产企业主要的债权类融资方式，包括银行贷款（开发贷、并购贷款、拆迁贷款、流动资金贷款）、境内债券、境外债券、资产支持证券、非标五种方式。房地产企业不同的融资方式存在成本和期限上的差异，从而对房地产企业的营运成本和偿债能力产生影响。

国有企业以银行信贷融资为主，民营企业融资方式较为多元化

在国有地产企业中，除规模较小、商业地产较多的企业外，整体以银行信贷融资为主，企业的融资成本相对较低、再融资的难度较小；而民营企业的融资方式比较多元化，由于企业信用资质的差异，导致民营企业通过单一渠道实现融资的可能性较小，银行贷款、境内债券、境外债券、非标为适用于不同民营企业的融资渠道。

建议关注短期债务到期压力较大的相关主体

由于房地产行业完整的建设开发周期通常在 2-3 年左右，短期债务占比过高意味着企业存在期限错配的问题，在面对流动性冲击时，抗风险能力相对薄弱。我们对房地产一年以内的境内债券和境外债券的到期情况进行梳理，建议投资者关注短期债务到期压力较大的相关主体的再融资情况。

资产与负债相结合，挖掘地产债的投资机会

在经历了 2018 年末以来地产债收益率的持续下行后，挖掘地产债行业性机会变得更加艰难。近期，投资者对地产融资政策收紧的担忧度有所提升，但我们认为地产企业具有投资节奏的自主调节能力，行业内部仍有结构性的机会。具体可以挖掘的方向为短期债务到期压力较小，并且具有土储优势的相关主体。

风险提示：房地产企业表外融资风险、房地产融资政策存在不确定性。

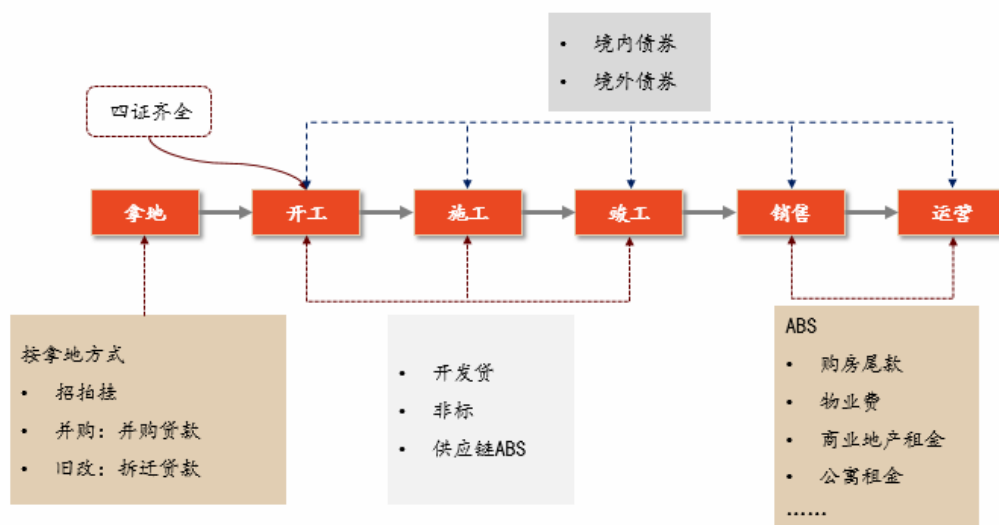
房地产企业如何进行债权融资？

由于房地产企业具有高杠杆运作、投资规模大、营运周期长的特点，因此房地产企业的融资能力是企业的核心。特别的，债权类融资能力在房地产企业信用资质评判中具有重要的地位。本文将首先对房地产企业的债权类融资方式及融资特点进行梳理，进而从微观层面对房地产企业的包括融资方式、融资期限在内的融资结构进行评估。

房地产企业融资方式梳理

房地产企业的债权类融资方式多种多样。房地产企业的融资方式，包括银行贷款（开发贷、并购贷款、拆迁贷款、流动资金贷款）、境内债券融资、境外债券、资产支持证券、非标五种方式。这五种方式分别应用于房地产开发的不同阶段。在拿地阶段，如果以招拍挂的方式拿地，房企无法进行融资；如果以并购的方式拿地，部分房企及项目可以通过并购贷款的方式进行融资；如果以旧改的方式拿地，部分房企及项目可以通过拆迁贷款的方式进行融资。在开工、施工及竣工三个阶段，房企可以通过开发贷、非标、境内债券、境外债券及供应链 ABS 的方式进行融资。在销售及运营阶段，房企可以通过境内债券、境外债券、ABS（购房尾款、物业费、商业地产租金、公寓租金等）的方式进行融资。此外，由于地产债募集资金可用于地产企业补充流动性资金，所以可以应用在房地产企业项目开发的全流程中。

图表1： 房地产企业债权类融资方式

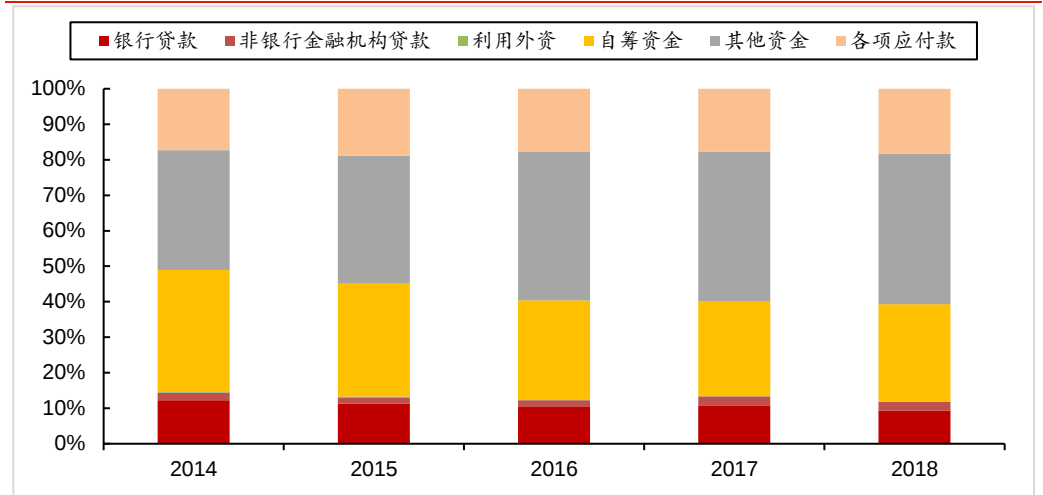


资料来源：华泰证券研究所

房地产企业融资方式特点介绍

银行贷款：银行贷款主要包括房地产开发贷款、并购贷款及拆迁贷款三种。房地产开发贷款是房企最传统的融资方式之一，房地产开发贷款用于房地产的建设，房屋销售回款是开发贷的还款来源。申请房地产开发贷款的要求较为严格，需要完成“四三二”，即“四证齐全、30%资本金、二级开发资质”，通常开发贷需要受托支付、土地抵押、在建工程抵押、担保等增信条件。对于该类融资，为了确保项目的销售回款能够回到银行归还本息，银行一般要求封闭管理，项目公司开立销售回款唯一监管账户在贷款行，确保贷款本息的安全。并购贷款及拆迁贷款占比相对较小，如果企业是以并购的方式获得土地，部分房企及项目可以申请并购贷款；如果企业是以旧改的方式获得土地并且获得政府批文，银行可以提供拆迁贷款，但因企业及项目而定。

图表2：银行贷款占全国房地产开发资金来源的一成以上



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

不同房企获得银行信贷资源的差异性较大。随着监管政策的陆续完善，银行对房企的信贷投放的门槛和监管日渐收紧，中小型房企及投资激进的房企获取信贷的能力有限。

图表3：房地产贷款的资金用途日益规范

时间	部门	文件	内容
2015 年 3 月	银监会	《商业银行并购贷款风险管理指引》	并购交易价款中并购贷款所占比例不应高于 60%，并购贷款期限一般不超过七年。
2015 年 9 月	发改委	《关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》	保障性住房和普通住房项目最低资本金比例维持 20% 不变，其他项目由 30% 降至 25%。除了银行表内贷款外，银行表外理财、信托贷款等也需要符合“四三二”规定。
2016 年 2 月	财政部	《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》	各地不得再向银行业金融机构举借土地储备贷款。
2016 年 11 月	银监会	《关于开展银行业金融机构房地产相关业务专项检查的紧急通知》	银行理财资金比照自营贷款进行严格检查，限制房地产企业变相通过上下游企业进行违规融资，各类绕道为房地产企业融资的资管产品被限制住。
2018 年 2 月	上海市银监局	《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，拟并购土地项目应当完成在建工程开发投资总额的百分之二十五以上。

资料来源：银保监会，发改委，财政部，上海市银监局，华泰证券研究所

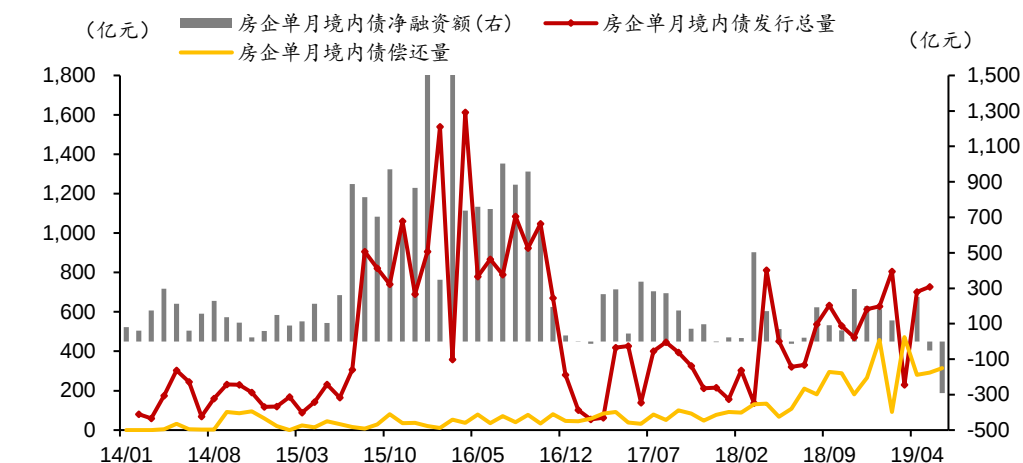
境内债券融资：境内发债是房地产重要的融资渠道之一，但是由于公开市场债券缺乏抵押品担保，投资者对于地产企业的信用资质要求较高，不同资质房企之间的融资成本差异较大。2015 年，随着房地产企业陆续被允许在银行间市场发行债券，地产债发行量实现翻番；2016 年 10 月，随着上交所、深交所发布《关于实行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，严格控制公司债发行及发行资金用途，地产债发行规模锐减。另外，各债券监管机构也可以通过缓慢/加快审核、从严/从宽审核等手段控制地产企业发行节奏。

图表4：2015-2016 年是房企发债的政策宽松期

时间	部门	文件	内容
2014 年 9 月	交易商协会	《中国银行间市场交易商协会债券市场专业委员会会议》	允许在国内 A 股上市的房地产企业进入银行间市场。
2015 年 6 月	交易商协会	《关于进一步推动债务融资工具市场规范发展工作举措的通知》	协会允许 16 家以房地产为主业的央企集团或其下属房地产企业注册中期票据。
2016 年 10 月	上交所、深交所	《关于实行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》	对房地产行业采取了“基础范围+综合指标评价”、“产业政策+综合指标评价”的分类监管标准，明确房地产企业的公司债券募集资金不得用于购置土地。
2016 年 11 月	发改委	《关于企业债券审核落实房地产调控政策的意见》	严格限制房地产企业发行企业债券融资用于商业性房地产项目。

资料来源：交易商协会，上交所，深交所，发改委，华泰证券研究所

图表5： 地产债发行量受政策导向明显



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

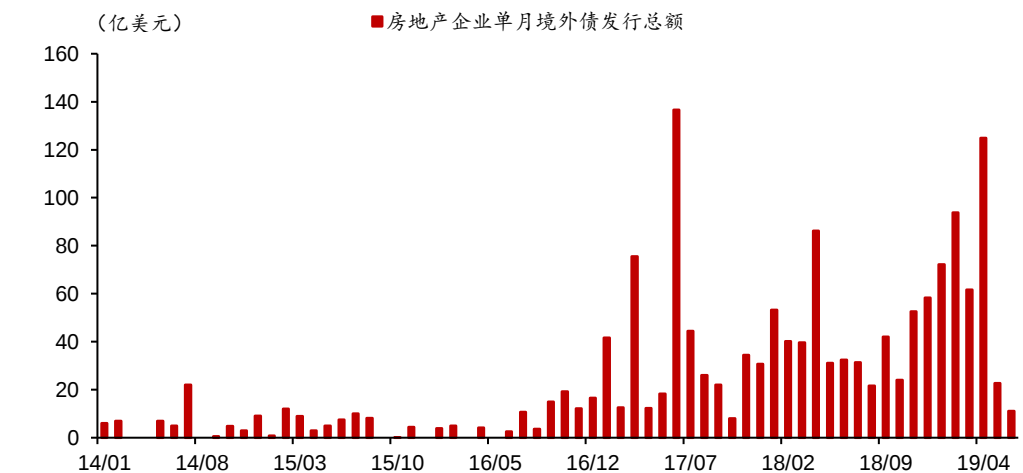
境外债券融资：境外债券在国内融资收紧环境下，是房地产企业一个重要的融资渠道，目前发行的境外债以美元债为主。随着 2015 年境内企业海外发债由审批制转为备案制，房地产企业在境外融资规模出现显著增加；2018 年在国内金融严监管，规范表外融资的背景下，也随着中资美元债市场的发展，房地产企业加大海外融资规模。

图表6： 房地产企业境外债监管政策梳理

时间	部门	文件	内容
2015 年 9 月	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管理改革的通知》	稳步推进企业发行外债备案登记制管理改革，简化企业发行外债备案登记，助推中资企业境外发债。
2018 年 5 月	发改委	《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》	拟举借中长期外债企业要实现实体化运营，规范房企境外发债资金投向，主要用于偿还到期债务。

资料来源：发改委，华泰证券研究所

图表7： 2016 年以后地产企业境外债发行量飙升



资料来源:Bloomberg, 华泰证券研究所

资产支持债券：房地产企业发行的资产支持证券种类繁多，包括供应链 ABS、购房尾款 ABS、物业费 ABS、商业地产租金 ABS 等。通过资产支持证券，房企能够将自持物业、购房尾款等流动性较低、非证券形态的资产转化为证券，从而盘活沉淀资金。由于 ABS 的风险资本金占用低，并且房企自持资产或未来收益作为增信手段，ABS 受到银行的欢迎，近年来快速发展，在基础资产出表情况下提升企业的偿债能力。

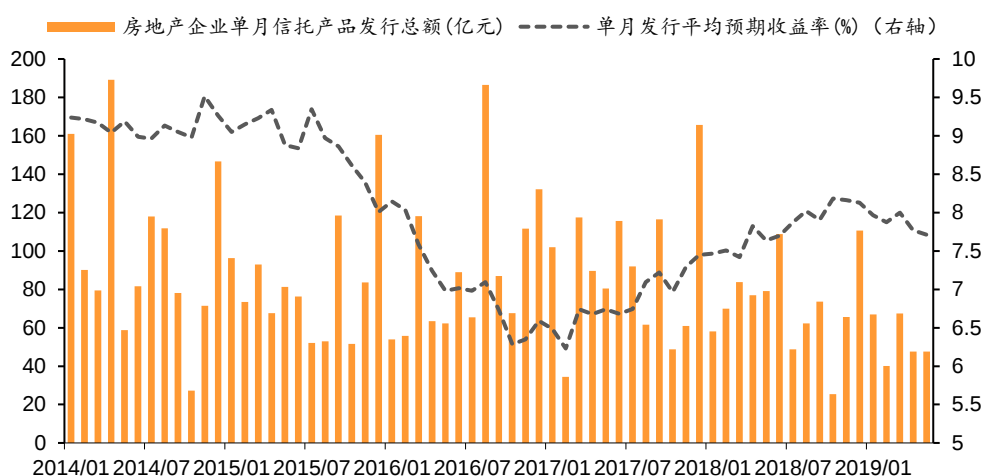
非标融资：房地产企业的非标融资以委托贷款和信托贷款为主。非标融资的优势是资金发放流程快、效率高的优势，且在用途、期限、结构上具有一定灵活性。其主要缺点在于发行成本较高，因而成为地产企业排序较后的融资渠道。

图表8：房地产行业非标融资政策梳理

时间	部门	文件	内容
2017 年 5 月	银监会	《2017 年信托公司现场检查要点》	明确表示违规开展房地产信托业务将列入检查要点。
2017 年 12 月	银监会	《关于规范银信类业务的通知》	银行应还原业务实质，不得利用信托通道规避监管要求或实现资产虚假出表，禁止银行理财和信托资金通过银信业务违规流入房地产市场。
2019 年 5 月	银保监会	《关于开展“巩固治乱成果促进合规建设”工作的通知》	重申各类金融机构严格控制资金违规流入房地产市场，对信托资金通过明股实债等方式为房企拿地违规融资的违规性进一步明确。

资料来源：银保监会，华泰证券研究所

图表9：房地产信托贷款利率维持高位



资料来源:Wind，华泰证券研究所

小结

房地产企业债权类的融资方式，包括银行贷款（开发贷、并购贷款、拆迁贷款、流动资金贷款）、境内债券、境外债券、资产支持证券、非标五种方式。这五种融资方式各有利弊，我们对其总结如下表所示。

图表10：房地产企业融资方式比较

融资方式	优势	劣势
银行贷款	融资成本相对较低； 融资期限较长	申请开发贷款需要满足“四三二”； 中小型地产业申请开发贷难度较大； 募集资金需要独立监管
境内债券	无需资产抵押； 期限选择较为灵活	不同企业间融资成本差异较大
境外债券	是境内融资的重要补充方式	发行成本较高； 需要承受汇率风险； 市场反应较为敏锐，容易产生价格波动
资产支持证券	帮助企业盘活存量资产、提供流动性支持、风险资本占用低	产品结构较为复杂；二级市场流动性较差
非标	项目融资形式较为灵活； 适合各种资质的主体进行融资	发行成本较高

资料来源：华泰证券研究所

房地产企业融资结构如何？

根据上述对房地产企业融资方式的介绍，我们发现房地产企业不同的融资方式存在成本和期限上的差异，从而对房地产企业的营运成本和偿债能力产生影响。随着银保监会 23 号文的出台，重申各类金融机构严格控制资金违规流入房地产市场，对信托资金通过明股实债等方式为房企拿地违规融资的违规性进一步明确，房地产企业的融资结构也需要重新引起关注。下面我们将分别从房地产企业的融资方式和负债结构两个方面对房企的融资结构进行分析。

本文综合企业年报、债券评级报告的信息，对房地产企业融资结构进行研究。本文选取了 187 家有存续债券的房地产企业，鉴于部分企业部分财务指标未披露，以及篇幅限制，故在后续的分析中只列示了已搜集到数据的重点主体。

房地产企业融资方式

由于不同融资方式在融资成本、政策支持、再融资难易度等方面存在差异，我们按照银行信贷、非标、境内债券、境外债券、ABS 五种方式对房地产企业的融资结构进行描绘。

国有企业以银行信贷融资为主，民营企业融资方式比较多元化。根据 2018 年房地产企业披露的年报数据，国有地产企业中，除规模较小、商业地产较多的企业外，整体以银行信贷融资为主。以保利发展、华润置地、招商地产等为代表的龙头国有地产企业的银行贷款融资占比达到 60% 以上，仅有少量的非标及境内债券作为融资的补充，企业的融资成本相对较低、再融资的难度较小。将视角转向民营地产企业，企业的融资方式呈现多元化的特性。虽然多数民营地产企业仍依靠银行信贷融资，但银行信贷融资在各类融资方式的比重中几乎难以超过 50%，民营地产企业在银行信贷的获取能力上仍然偏弱。在其它融资方式上，万达、金地主要依赖境内债券融资，境内债券占总融资规模的一半以上，需要重点关注公开市场融资政策变化对企业带来的影响；龙光、时代、禹州、建业主要依赖境外债券融资，境外债券占总融资规模的 30% 以上，建议关注境外融资环境及个券二级市场价格对上述企业再融资能力的影响；恒大、远洋、阳光城、泰禾、泛海、国购、新光的非标融资占总融资的 40% 以上，需要特别关注政策对非标资金用途进一步明确后，对企业再融资及资金运用产生的冲击。

图表11： 2018 年国有房地产企业各种融资方式占比情况

发行人	信贷	非标	境内债券	境外债券	ABS	主要融资方式
保利发展	71%	14%	14%	0%	1%	信贷
华润置地	76%	0%	14%	10%	0%	信贷
招商地产	70%	14%	17%	0%	0%	信贷
华侨城	62%	24%	15%	0%	0%	信贷
首开股份	45%	21%	31%	0%	4%	信贷
中国金茂	50%	39%	10%	0%	0%	信贷
绿城集团	44%	7%	34%	11%	3%	信贷
远洋集团	25%	58%	9%	8%	0%	非标
金融街集团	0%	40%	38%	0%	22%	非标
华发股份	33%	40%	21%	3%	2%	非标
陆家嘴	75%	7%	18%	0%	0%	信贷
北京城建	56%	26%	18%	0%	0%	信贷
信达地产	16%	48%	33%	0%	2%	非标
大悦城地产	86%	9%	5%	0%	0%	信贷
大悦城	46%	34%	15%	0%	4%	信贷
中华企业	39%	26%	34%	0%	0%	信贷
中粮置业	34%	38%	28%	0%	0%	非标
天津住宅	72%	16%	12%	0%	0%	信贷
京投发展	25%	14%	61%	0%	0%	境内债券
特房集团	27%	19%	54%	0%	0%	境内债券

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表12： 2018 年民营房地产企业各种融资方式占比情况

发行人	信贷	非标	境内债券	境外债券	ABS	主要融资方式
恒大	35%	39%	9%	17%	0%	非标
万科	54%	20%	10%	14%	2%	信贷
万达商业	0%	4%	90%	6%	0%	境内债券
龙湖	63%	7%	30%	0%	0%	信贷
华夏幸福	42%	24%	35%	0%	0%	信贷
世茂房地产	51%	13%	10%	26%	0%	信贷
富力地产	55%	12%	33%	0%	0%	信贷
金地集团	46%	0%	53%	0%	0%	境内债券
阳光城	26%	47%	15%	9%	4%	非标
远洋集团	25%	58%	9%	8%	0%	非标
泰禾集团	20%	67%	12%	0%	1%	非标
中南建设	50%	28%	18%	0%	4%	信贷
金科股份	66%	13%	16%	0%	5%	信贷
雅居乐集团	51%	14%	7%	29%	0%	信贷
荣盛发展	44%	32%	12%	7%	5%	信贷
泛海控股	16%	46%	38%	0%	0%	非标
旭辉集团	57%	0%	13%	29%	2%	信贷
美的置业	47%	36%	14%	0%	3%	信贷
合景泰富	47%	1%	18%	34%	0%	信贷
龙光控股	24%	9%	30%	33%	4%	境外债券
蓝光发展	38%	23%	35%	0%	4%	信贷
复地	55%	10%	28%	0%	7%	信贷
南湖中宝	65%	10%	19%	5%	2%	信贷
时代控股	27%	11%	22%	35%	5%	境外债券
禹洲地产	23%	21%	6%	50%	0%	境外债券
融侨	39%	36%	21%	0%	4%	信贷
滨江集团	59%	0%	41%	0%	0%	信贷
建业住宅	26%	4%	7%	59%	4%	境外债券
鸿坤	19%	64%	16%	0%	0%	非标
鑫苑中国	29%	19%	22%	30%	0%	境外债券
新华联	56%	37%	5%	0%	2%	信贷
广州天建	47%	9%	45%	0%	0%	信贷
福星股份	45%	26%	29%	0%	0%	信贷
中洲控股	50%	50%	0%	0%	0%	非标
国购投资	12%	59%	29%	0%	0%	非标
银亿股份	51%	33%	16%	0%	0%	信贷
兆泰集团	47%	32%	21%	0%	0%	信贷
荣安地产	79%	8%	13%	0%	0%	信贷
南翔集团	23%	39%	38%	0%	0%	非标
顺发恒业	22%	0%	78%	0%	0%	境内债券
华业资本	47%	25%	28%	0%	0%	信贷
中国国贸	81%	0%	19%	0%	0%	信贷
宝龙地产	62%	10%	7%	21%	0%	信贷
新光控股	22%	60%	18%	0%	0%	非标

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

房地产企业短期债务情况

我们对房地产一年以内的境内债券和境外债券的到期情况进行梳理，值得注意的是，由于含权债投资者是否行权存在不确定性，本着谨慎的原则，我们对所有含权债按照行权处理。

建议关注短期债务到期压力较大的相关主体的再融资情况。房地产行业完整的建设开发周期通常在 2-3 年左右，短期债务占比过高意味着企业存在期限错配的问题，在面对流动性冲击时，抗风险能力相对薄弱。根据我们的梳理，在国有企业中，金融街、陆家嘴、天房、外高桥的境内债券一年以内的到期压力较大，部分企业甚至面临公开市场债券将在一年以内全部到期的情况；绿地一年以内的境外债券到期压力较大，建议投资者关注企业的再融资计划。在民营企业中，世贸、中国国贸、融信、雅居乐、荣盛发展、滨江集团、九龙仓、

花园集团、银亿股份，一年以内到期的境内债券占各自存量债券规模的 60% 以上，债务到期压力较大；万达商业、阳光城、金地的境外债券的到期压力较大。

资产与负债相结合，挖掘地产债的投资机会。在经历了 2018 年末以来地产债收益率的持续下行后，挖掘地产债行业性机会变得更加艰难。近期，投资者对地产融资政策收紧的担忧度提升，但我们认为地产企业具有投资节奏的自主调节能力，行业内部仍有结构性的机会。具体可以挖掘的方向为短期债务到期压力较小，并且具有土储优势的相关主体。

图表13： 2018 年国有房地产企业债券期限结构

发行人名称	境内债券（亿元）		境外债券（亿元）		短期债务占比	
	1年及以下	1年以上	1年及以下	1年以上	1年以内境内债/ 境内债总额	1年以内境外债/ 境外债总额
绿地	5.00	189.98	166.80	233.29	3%	42%
保利发展	80.00	279.88	0.00	0.00	22%	-
华润置地	0.00	180.00	0.00	134.30	0%	0%
华侨城	165.00	330.00	0.00	55.20	33%	0%
招商地产	57.00	144.00	0.00	0.00	28%	-
首开	15.00	48.10	0.00	0.00	24%	-
中国金茂	25.00	55.00	0.00	0.00	31%	-
远洋集团	20.00	80.00	0.00	82.90	20%	0%
金融街集团	51.50	0.00	0.00	0.00	100%	-
华发股份	50.00	174.75	0.00	34.50	22%	0%
首创置业	65.10	206.00	27.60	72.50	24%	28%
金融街	91.00	206.18	0.00	0.00	31%	-
陆家嘴	80.00	0.00	0.00	0.00	100%	-
中国铁建	50.00	162.10	0.00	0.00	24%	-
鲁能集团	40.00	66.00	0.00	0.00	38%	-
电建地产	43.60	108.00	0.00	20.70	29%	0%
住总集团	13.00	80.50	0.00	0.00	14%	-
建发房地产	79.00	108.00	0.00	26.40	42%	0%
信达地产	30.10	106.34	0.00	0.00	22%	-
北辰实业	20.99	45.00	0.00	0.00	32%	-
光明地产	20.00	41.50	0.00	0.00	33%	-
联发集团	62.00	50.00	0.00	0.00	55%	-
中华企业	15.26	31.50	0.00	0.00	33%	-
华远地产	34.00	68.00	0.00	34.50	33%	0%
中交地产	10.00	18.70	0.00	0.00	35%	-
天津住宅	5.00	18.50	0.00	0.00	21%	-
上实发展	8.02	10.00	0.00	0.00	45%	-
五矿地产	15.00	11.00	0.00	34.50	58%	0%
京投发展	10.00	30.00	0.00	0.00	25%	-
天房发展	12.00	14.56	0.00	0.00	45%	-

资料来源:公司年报, Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

图表14： 2018 年民营房地产企业债券期限结构

发行人名称	境内债券（亿元）		境外债券（亿元）		短期债务占比	
	1年及以下	1年以上	1年及以下	1年以上	1年以内境内债/境内债总额	1年以内境外债/境外债总额
恒大	311.45	327.24	110.50	1,120.00	49%	9%
碧桂园	63.00	89.40	79.40	573.10	41%	12%
万科	0.00	255.00	69.10	281.10	0%	20%
融创地产	117.10	116.43	27.60	359.00	50%	7%
万达商业	300.00	565.64	20.70	41.40	35%	33%
龙湖	23.00	318.22	0.00	86.30	7%	0%
华夏幸福	93.35	313.35	0.00	0.00	23%	-
世茂房地产	87.00	0.00	0.00	229.20	100%	0%
富力地产	227.30	280.95	0.00	0.00	45%	-
新城控股	27.00	128.60	24.20	55.20	17%	30%
中国泛海	21.60	111.83	0.00	0.00	16%	-
金地集团	70.00	367.80	0.00	0.00	16%	-
阳光城	52.00	141.71	44.90	71.20	27%	39%
泰禾集团	74.80	80.00	0.00	0.00	48%	-
中南建设	47.00	63.74	0.00	0.00	42%	-
金科股份	63.70	76.92	0.00	0.00	45%	-
雅居乐集团	48.00	21.70	34.50	248.60	69%	12%
荣盛发展	43.95	20.82	0.00	34.50	68%	0%
九龙仓集团	40.00	20.00	11.19	128.14	67%	8%
融信集团	101.82	0.00	11.80	131.90	100%	8%
旭辉集团	43.00	71.96	20.70	230.60	37%	8%
美的置业	14.40	60.60	0.00	0.00	19%	-
合景泰富集团	33.00	80.00	0.00	217.50	29%	0%
奥园	28.40	27.00	29.30	136.20	51%	18%
珠江投资	24.40	76.17	0.00	0.00	24%	-
龙光控股	106.62	89.90	18.00	194.50	54%	8%
蓝光发展	104.20	71.00	0.00	0.00	59%	-
复地	36.49	92.61	0.00	0.00	28%	-
新湖中宝	55.00	85.51	0.00	35.60	39%	0%
时代控股	5.00	109.16	25.90	157.00	4%	14%
金辉股份	51.00	45.47	0.00	0.00	53%	-
融侨	40.00	64.00	0.00	0.00	38%	-
大华集团	20.00	30.00	0.00	0.00	40%	-
滨江集团	77.00	36.00	0.00	0.00	68%	-
协信远创	29.10	26.13	0.00	0.00	53%	-
建业住宅	0.00	15.00	21.30	109.50	0%	16%
中骏	0.00	34.44	0.00	158.80	0%	0%
华南城	10.00	6.00	20.70	90.70	63%	19%
花样年集团	15.30	40.43	26.90	138.10	27%	16%
花园集团	10.00	0.55	0.00	0.00	95%	-
广州合景	41.60	51.40	0.00	0.00	45%	-
鑫苑中国	15.00	43.69	19.40	60.40	26%	24%
当代节能置业	0.00	1.18	27.90	69.00	0%	29%
国购投资	16.40	31.50	0.00	0.00	34%	-
银亿股份	15.00	3.00	0.00	0.00	83%	-
世纪城	10.50	23.70	0.00	17.31	31%	0%
中国国贸	5.00	0.00	0.00	0.00	100%	-
宝龙地产	36.00	63.60	0.00	89.80	36%	0%
新光控股	13.20	40.00	0.00	0.00	25%	-

资料来源：公司年报，Wind，Bloomberg，华泰证券研究所

风险提示：

- 1、房地产企业表外融资风险。**本文仅考虑房地产企业表内融资情况，并未将房地产企业表外融资列入研究范围内。
- 2、房地产融资政策存在不确定性。**在坚持房住不炒，因城施策的调控背景下，房地产行业的融资政策存在跟随市场环境变化的可能。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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，也可能为之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。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中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%-5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com