



房地产

2018.12.08

重读房企直接融资路径

评级:
增持

上次评级:

增持

细分行业评级

	谢皓宇 (分析师)	卜文凯 (分析师)	白淑媛 (分析师)
	010-59312829	010-59312756	021-38675923
	xiehaoyu@gtjas.com	buwenkai@gtjas.com	baishuyuan@gtjas.com
证书编号	S0880518010002	S0880517080005	S0880518010004

本报告导读: 本篇报告回顾了历史周期中直接融资放开与收紧对房地产的影响,从定增、公司债、中票等3个方面进行解读。

摘要:

- **企业融资的重要性,历史来看,是远高于居民融资的存在。**回顾企业融资放开的重要窗口,几乎都能够看到楼市牛市开端的雏形,例如,分别在2007年、2009年、2014年放开的公司债,分别在2014年放开的股权再融资等等。以这几个时间窗口去看后面几年的市场表现,几乎都得到了立竿见影的效果。同样反过来,分别在2008年、2010年和2018年收缩的公司债,和分别在2010年和2017年收缩的股权再融资,也是很快在市场上构成了负影响。
- **融资改善后的第一条,就是提高企业的议价能力,并降低推盘踩踏风险。**在当前,这条作用将比历史更为有效,原因在于当前企业净负债率创历史新高,达到120%,远高于2014年下行期平均80%的水平。因此,尽管当前没有推盘踩踏,是因为商品房库存正在累积,并没有体现为严重的供需失衡,但是随着时间的推移,去化率下行、库存快速累积也是正在发生当中。融资改善,将大幅度环节踩踏风险。
- **渐进式放松,是历史的主旋律,且会从单渠道的局部放松,扩充到全渠道的全面放松。**在国内,房企主要融资渠道是销售回款、银行贷款、非标融资、定向增发、公司债、短融中票、ABS等。路径上,往往是从非住宅到住宅、从非标到标准、从债权到股权的渐进式放松。前期,更多的是为托底,后期主要是一定程度是稳经济稳就业。
- **2017年以来,融资一直存在个案,因此,放松还不能下定论。**最后一次和定增获批相关的,是2016年7月,新城控股和泛海控股均获得定增审核通过,但至今仍未获得增发批文。但其间,中华企业于2018年完成增发重组并募集配套资金,中粮地产于2018年获得增发和募集配套资金通过,同时,宋都股份和上海临港分别于2018年3月和12月给出增发预案。
- **历史上,债的作用比股更高,预计后续基本面仍将处于探底阶段。**近期债券发行有所增加,但无一例外是借新还旧,因此尚不能称放松,更多托底意味,我们判断在没有新增额度出现的背景下,尚不构成刺激,同时,当前价格的股权定增对企业的吸引力也较低,因此,基本面仍处于探底过程当中。建议投资者关注更稳健的公司,推荐万科A、保利地产、招商蛇口、华夏幸福等。
- **风险提示:**政策底环境下,风险点主要是调控的持续时间过长

相关报告

房地产:《同比继续放缓,环比转负扩大》	2018.12.03
房地产:《海外房产高位调整,季节性干扰大》	2018.12.01
房地产:《打破常规,重构的土地供给体系》	2018.11.28
房地产:《持续二次探底,博弈政策底》	2018.11.26
房地产:《从销售的规模深度,到政策的时间宽度》	2018.11.15

目录

图表目录.....	错误!未定义书签。
1. 从托底走向繁荣，投资是融资放松的先导指标.....	3
2. 融资松绑在历史上，是地产牛市的重要推手.....	5
3. 2013 年房企股权融资：大起大落，锦上添花.....	6
3.1. 股权融资数量大起大落，.....	6
3.2. 锦上添花，反映政策态度.....	10
4. 公司债放开往往较定增更早，且效果更强.....	12
5. 中票发行融资往往是其他渠道的补充.....	14

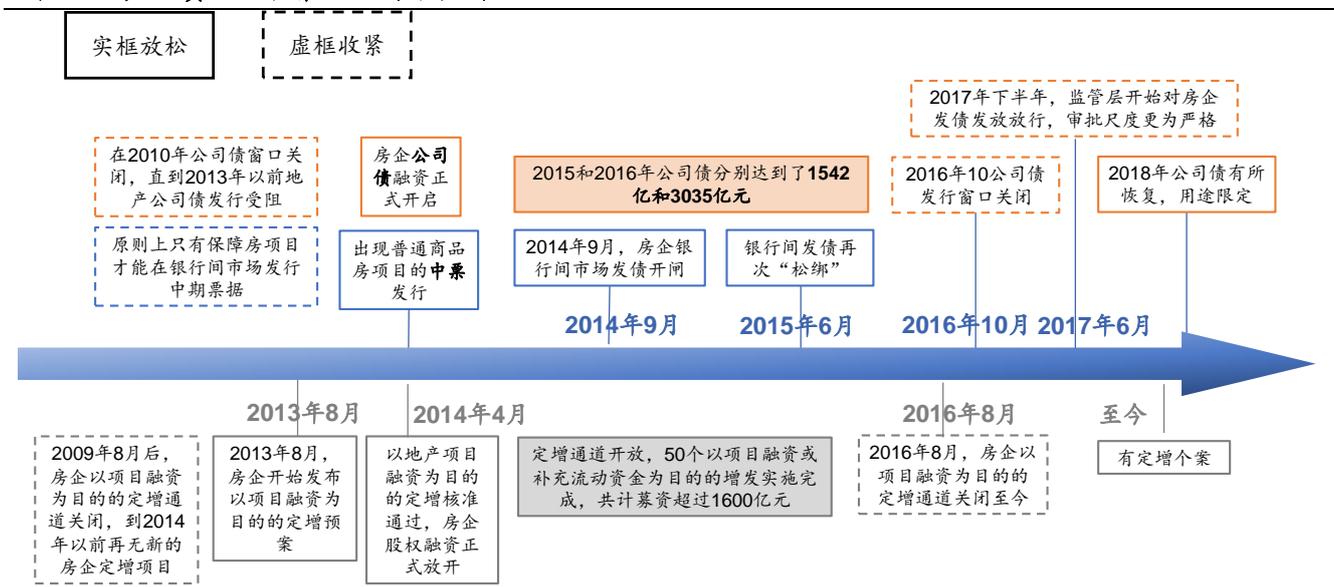
图表目录

图 1：地产融资通道收紧放松的路径图.....	3
图 2：从 2013 年至今，直接融资经历了放松、关闭又小幅放松.....	4
图 3：信用债发行的增速提前于销售增速.....	6
图 4：2015 年是房地产行业股权融资最集中的时期.....	7
图 5：融资类型中以项目融资居多.....	7
图 6：民营企业融资占大多数.....	7
图 7：以审核通过时间为准，在 2015 年四季度达到数量高峰.....	8
图 8：2017 年以来没有项目融资.....	8
图 9：定增数量与行情表现出高度一致性.....	10
图 10：预案后一周相对指数涨跌幅情况.....	11
图 11：预案后一个月相对指数涨跌幅情况.....	11
图 12：预案日后周涨幅和月涨幅与大盘趋势显著相关.....	11
图 13：房企公司债在 2015 和 2016 年发行达到高峰.....	12
图 14：公司债政策收紧、放松一览.....	13
图 15：公司债放开 4 个月后，铁岭新城股价才开始有起色.....	13
图 16：中期票据从 2017 年开始发行总额维持高位.....	14
图 17：14 沪世茂发行后 3 个月，公司股价开始有正收益.....	15
图 18：上市房企中票开闸后 2 月，金隅集团开启 2 位数的增长.....	16
表 1：直接融资的放松将促进短期内行业基本面的立刻好转.....	4
表 2：横向对比来看，开发投资大幅回落的时候会刺激融资放开.....	5
表 3：发审委通过但未拿到批文的房企定增项目.....	9
表 4：2017 年以来的定增主要以国企提高资产证券化率、解决同业竞争为主要目的.....	9
表 5：最早的公布以项目融资为目的的增发预案的房企.....	10
表 6：公司债募集资金除补充流动资金偿还债务外，还用于土地一级开发.....	13
表 7：14 铁岭债作为房企公司债放松后首单，公司股价前期并未跑赢板块指数.....	14
表 8：14 沪世茂作为房企中票松绑后首单，公司股价跑赢大盘，前期跑赢板块指数.....	15
表 9：推荐标的估值表.....	16

在主流的直接融资渠道当中，发股和发债是房企最常用的方式。而房地产过去的周期，往往伴随了这两大类融资渠道的开启和关闭，自 2017 年以来，逐步关上的大门，被中粮地产、上海临港的两则公告打破。我们回顾地产公司融资放松的路径，能够总结出几条规律：

- ① 融资对地产行业起关键性作用；
- ② 债权融资的放开，往往对应了周期的开启，类比 2014 年；
- ③ 股权融资的放开，更多是助推器，这也有企业对自身价值评估、担心低估的原因；
- ④ 在放开的过程当中，是债先行、股随后，以高峰期来看，股权融资的高峰期更多对应了市场的高峰期；
- ⑤ 宏观层面，融资放开可以促进基本面回暖，但是融资放开主要是与开发投资有关。

图 1：地产融资通道收紧放松的路径图



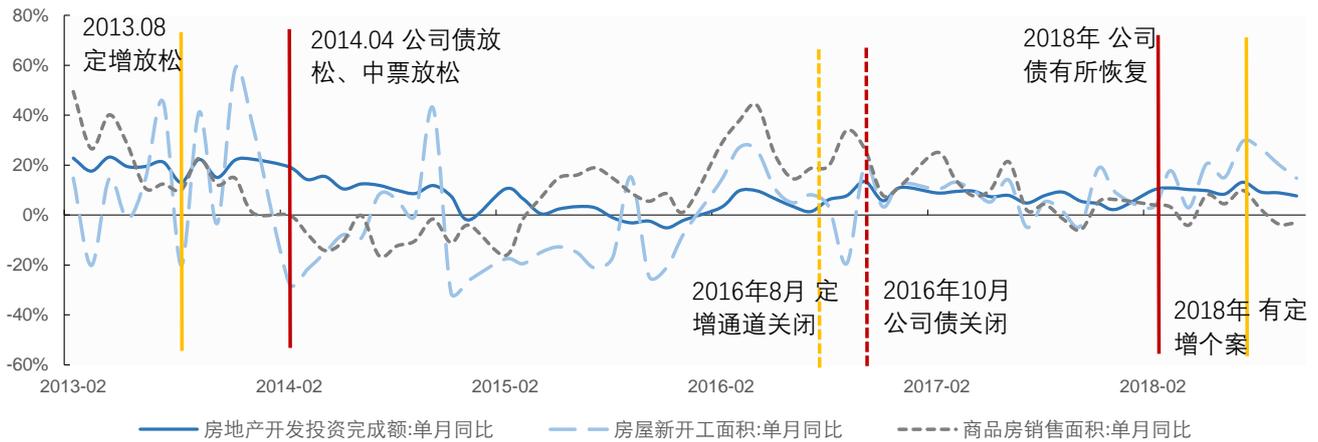
数据来源：国泰君安证券研究

1. 从托底走向繁荣，投资是融资放松的先导指标

观察房企放松的时间节点，补偿性的意义更大，放松的时点与宏观经济周期较为一致，但缩紧的时点主要与楼市表现有关。2007 年、2009 年、2014 年为房企直接融资放开的时间窗口，主要是为了补偿 2008 年及 2014 年的经济下行回落，而做出的对冲性调控手段；2008 年、2010 年、2017 及 2018 年收缩的债券及股权融资，是为了调控楼市牛市，抑制房价过快上涨。总体而言，融资放开的时点主要是为了以楼市作为正向刺激经济的手段，但是融资收紧的时点也要综合考虑房地产本身的表现，防止房价过快上涨导致居民消费收缩、加大经济运行成本，从而对经济产生负向影响。

接下来我们将主要回顾一下近期融资放开与收紧的主要路径。考虑到各项融资工具的放具备渐进性，因此，对地产基本面的作用从起初的托底逐步走向繁荣。

图 2: 从 2013 年至今, 直接融资经历了放松、关闭又小幅放松



数据来源: WIND、国家统计局、国泰君安证券研究

2013 年及 2014 年, 直接融资的放松将促进短期内行业基本面的立刻好转。

- **2013 年 8 月定增放开:** 1) 在定增放松之后, 销售增速停止了一路下滑, 立刻出现三个月的反弹, 单月增速从 10 月份的 10% 增加至 11 月份的 23%, 之后继续开始下滑。2) 从新开工来看, 新开工增速出现了较大幅度震荡, 但是仍然在之后的四个月内保持了较高的增速。3) 从投资数据增速来看, 投资增速在一段时间内保持了较高的增速, 直到 2014 年下半年才出现较大幅度的滑坡。
- **2014 年 4 月份公司债、中票融资放开:** 1) 在债权融资放松之后, 销售增速仍然出现了一路下滑, 在 2014 年 9 月份才出现销售增速的止跌回升; 2) 新开工迅速反应, 从低点攀升至 2014 年 10 月份的最高点, 单月增速 43%; 3) 投资增速出现两个月 (6 月及 7 月) 的反弹, 在 8 月份开始重新回落。

表 1: 直接融资的放松将促进短期内行业基本面的立刻好转

2013 年 8 月, 定增放松				点评	
	投资	新开工	销售		
2013 年 8 月	13%	-20%	10%	行业基本面出现了及竿见影的好转, 销售立刻出现反弹	
2013 年 9 月	22% ↑	41% ↑	23% ↑		
2013 年 10 月	15%	-3%	12%		
2013 年 11 月	22% ↑	59% ↑	15% ↑		
2013 年 12 月	22% ↑	35% ↑	1%		
2014 年 4 月, 公司债及中票放松				点评	
2014 年 4 月	15%	-15%	-14%		新开工立竿见影的大幅反弹, 销售持续下滑, 投资出现两个月的反弹
2014 年 5 月	10%	-8% ↑	-11%		
2014 年 6 月	12% ↑	-9%	0% ↑		
2014 年 7 月	12% ↑	8% ↑	-16%		
2014 年 8 月	10%	6%	-12%		

数据来源: 国家统计局, 国泰君安证券研究

2016年，直接融资通道的关闭主要为了抑制楼市过热。此时宏观经济增速已经开始出现了下滑，但是商品房销售面积出现了较大幅度的上升（此时新开工面积数据及投资数据并未出现过热反应），房价连续上涨，伴随着居民端调控的出台，企业端的融资调控也开始加码。2016年8月份及2016年10月份，定增通道及公司债分别关闭，融资通道的关闭一直持续到了2018年才看到边际放松。2018年开始，公司债通道有所改善，主要是为了弥补债券到期。另外，股权融资端也有小幅放松，出现定增成功的个案。

横向对比来看，开发投资回落的时候会刺激融资放开。横向对比新开工、销售及开发投资，销售及新开工下滑之后，融资不会立竿见影的放松；投资出现下滑的时候，会刺激地产融资的放开。而在销售增速连续高增、房价大幅增长的时候，将会刺激地产融资的收紧。

表 2: 横向对比来看，开发投资大幅回落的时候会刺激融资放开

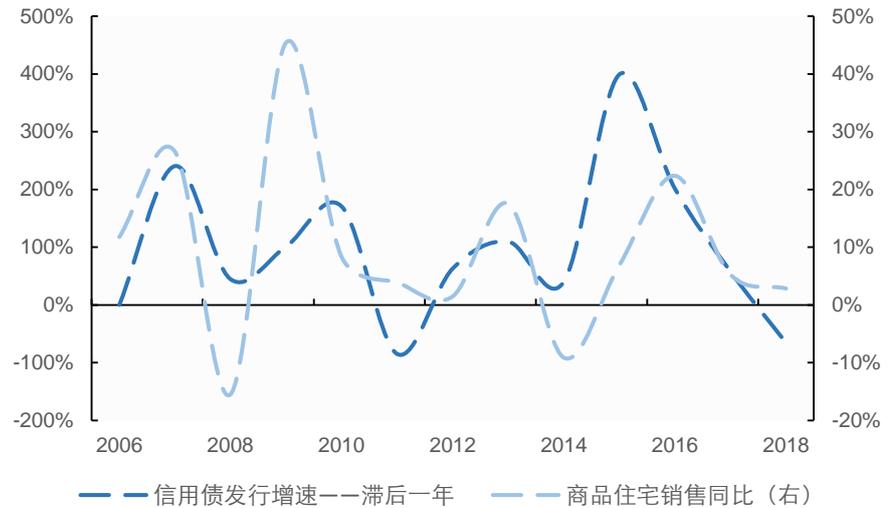
融资放开的时点			
	投资	销售	新开工
2013年8月	第一个月开始大幅下滑	已经大幅下滑三个月	处于震荡中
2014年4月	开始下滑两个月	已近下滑四个月	已经下滑三个月
融资收紧的时点			
	投资	销售	新开工
2016年8月	增速开始回升	增速出现反弹	增速持续下滑
2016年10月	增速出现回升	增速持续大幅上行	增速第一个月反弹

数据来源：国泰君安证券研究

2. 融资松绑在历史上，是地产牛市的重要推手

回顾企业融资放开的重要窗口，几乎都能够看到楼市牛市开端的雏形。例如，分别在2007年、2009年、2014年放开的公司债，在2014年放开的股权再融资等等。以这几个时间窗口去看后面几年的市场表现，几乎都得到了立竿见影的效果。同样反过来，分别在2008年、2010年和2018年收缩的公司债，和分别在2010年和2017年收缩的股权再融资，也是很快在市场上构成了负影响。

图 3：信用债发行的增速提前于销售增速



数据来源：wind，国家统计局，国泰君安证券研究

我们认为融资对于地产周期的影响在于，开发商融资在调控中处于主导地位，而居民处于被动地位。居民购房需要均衡自住需求及投资需求，但是由于购房成本过高，因此自主需求被租房替代的灵活性更大，购房行为的发生主要是受到投资需求的催动。而在购房市场中，居民没有定价权，因此在调控中，对于居民端的调控处于从属地位。而对于企业来说，拿地端的融资是整个链条启动的关键，只有拿地端的贷款，才是加杠杆的渠道，开发环节及销售环节的融资都是辅助房企去杠杆的。

3. 2013 年房企股权融资：大起大落，锦上添花

3.1. 股权融资数量大起大落，

我们以 WIND 提供的数据库为样本，梳理了 2013 年以来已经完成定增的房地产板块上市公司，我们对数据做了以下处理：

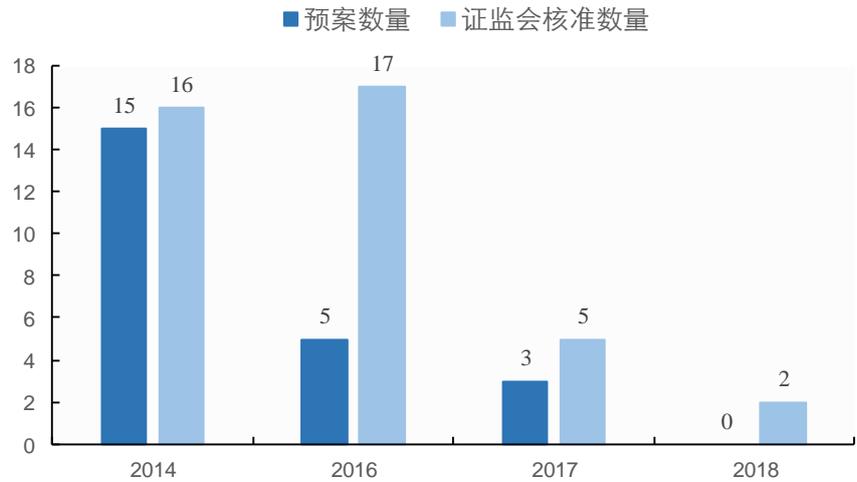
(1) 行业筛选：以 WIND 行业中的房地产行业分类为准。

(2) 项目筛选：购买资产或者壳资源重组所对应的配套融资算作一个项目，且配套融资额与相应项目合并；删除如大连控股、海宁皮城在当时也明显不属于房地产行业且项目融资也与房地产无关的上市公司。

经过筛选，2013 年 1 月 1 日至今，共有 81 个与房地产行业相关的项目完成定增，合计募集资金总额为 4084 亿元。其中从数据描述上，我们可以得出以下几个结果：

(1) 2013 年 8 月份陆续有定增预案出台，2014 年 4 月开始陆续有证监会核准定增发行。国企北京城建和天保基建的项目融资预案在 2013 年 8 月和 9 月公布，并于 2014 年 4 月审批通过；民营企业大名城和阳光城也在 2013 年 8 月附近公布预案，并于 2014 年 4 月和 6 月审批通过。

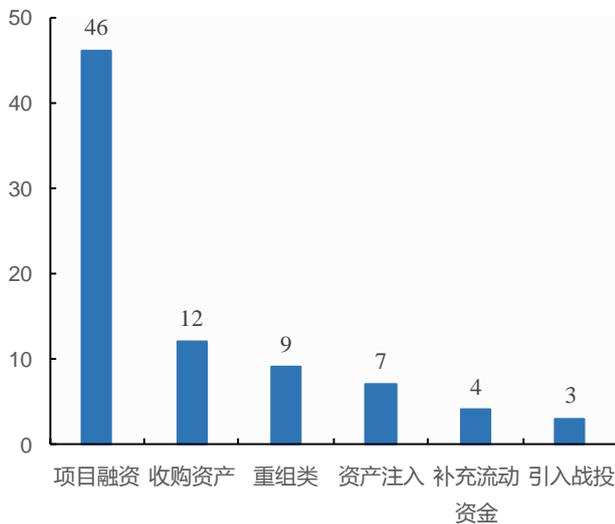
图 4: 2015 年是房地产行业股权融资最集中的时期



数据来源: WIND、国泰君安证券研究

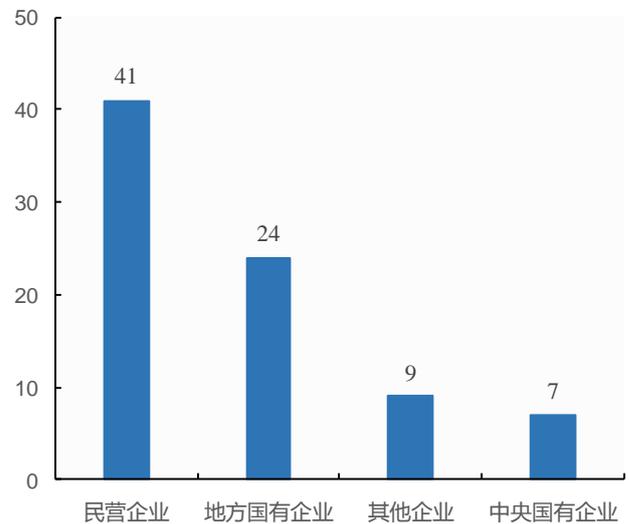
(2) 在整个定增放开时期, 融资以项目融资和民营企业融资居多。合计 81 个项目中, 有 46 个为项目融资, 民营企业为 41 个。在此期间, 有部分房地产企业通过重组的方式实现上市, 如蓝光发展、绿地控股、光明地产、上海临港等。

图 5: 融资类型中以项目融资居多



数据来源: WIND、国泰君安证券研究

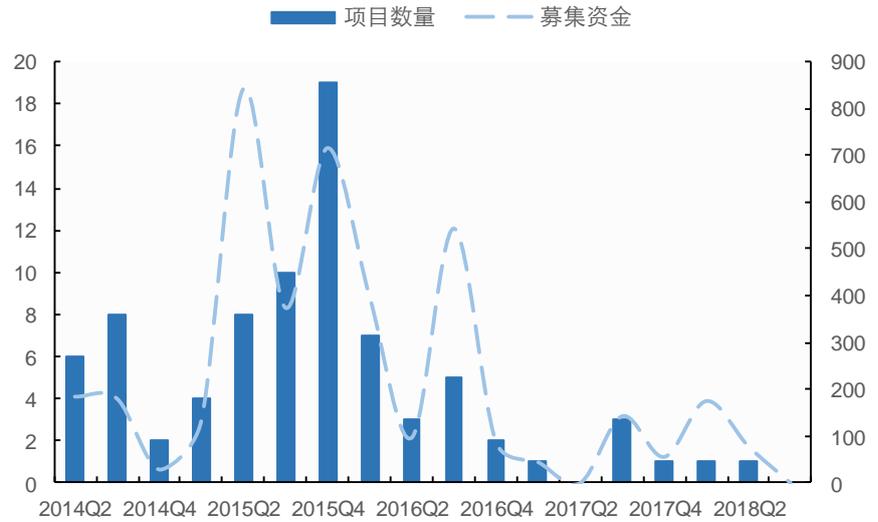
图 6: 民营企业融资占大多数



数据来源: WIND、国泰君安证券研究

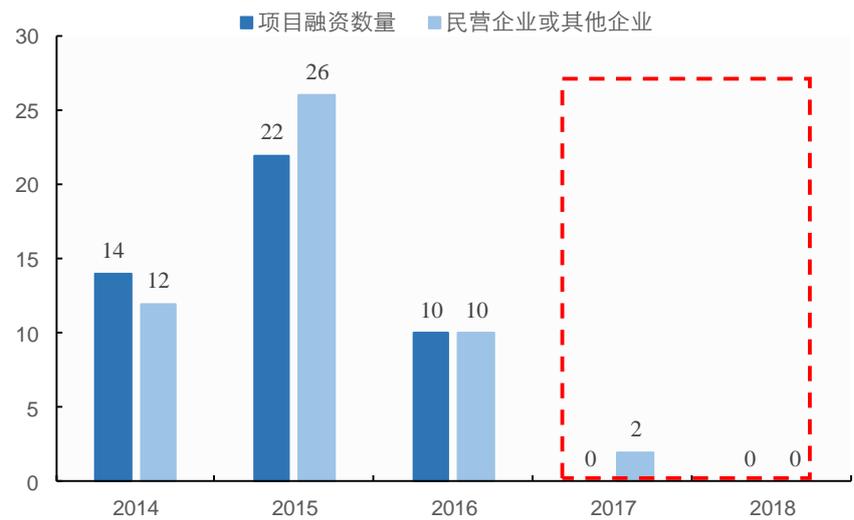
(3) 2016 年 8 月以来, 没有新的项目融资出现, 民营房企股权融资基本暂停。以金科股份和市北高新的项目融资为结尾, 之后几乎没有房企的项目融资, 证监会核准时间在 2016 年 7 月底。2017 年以来, 民营企业融资更少, 两个民营企业项目我爱我家 (原昆百大 A) 和国创高新融资收购其他资产都不是传统的住宅开发业务。

图 7: 以审核通过时间为准, 在 2015 年四季度达到数量高峰



数据来源: WIND、国泰君安证券研究

图 8: 2017 年以来没有项目融资



数据来源: WIND、国泰君安证券研究

(4) 2016 年以来, 有四家房企的定增方案已经经过发审委通过, 但迟迟没有拿到批文。这四家公司分别为嘉凯城、中洲控股、泛海控股和新城控股, 它们的募投项目都为房地产项目, 都获得了证监会发审委的通过, 但迟迟没有拿到核准批文。

表 3: 发审委通过但未拿到批文的房企定增项目

代码	名称	募集资金 (亿元)	募投方向说明	发审委通过公告日
000918.SZ	嘉凯城	39.00	“城市客厅”项目；杭州长河项目；偿还金融机构借款	2016-01-30
000042.SZ	中洲控股	35.11	成都中洲城南项目；青岛中洲半岛城邦（南区）项目；惠州中洲天御花园二期项目；惠州央筑花园一期商住项目 D 组团。	2016-09-19
000046.SZ	泛海控股	119.00	增资亚太财险；世贸中心 B 地块项目；泛海国际中心项目；武汉中心项目	2016-07-14
601155.SH	新城控股	38.00	济南香溢紫郡项目，嵊州吾悦广场项目，衢州吾悦广场项目，海口吾悦广场项目，宁波吾悦广场项目，补充流动资金。	2016-07-02

数据来源：WIND、国泰君安证券研究

(5) 2016 年以来，定增主体以国企为主，且目的为收购资产，主要为了提高国有资产的证券化率和解决同业竞争。2017 年以来，传统房地产开发项目的股权融资主体全部为国企，且多为同一控制下的资产收购，实际上是资产在集团内部的转移，主要目的是为了提高国有资产的证券化率并解决同业竞争问题，提高国企的运营效率；而唯二的民企国创高新和我爱我家则是收购房地产经纪公司，与传统的开发无关。

表 4: 2017 年以来的定增主要以国企提高资产证券化率、解决同业竞争为主要目的

代码	名称	募集总额 (亿元)	资金用途	核准日期	公司类型
000058.SZ	深赛格	44.82	实际控制人资产注入	2017-01-18	地方国有企业
600773.SH	西藏城投	11.68	同一控制，收购藏投酒店、泉州置业和陕西国锂的股权	2017-07-11	地方国有企业
002377.SZ	国创高新	40.10	收购深圳云房	2017-07-18	民营企业
000537.SZ	广宇发展	91.11	同一控制，鲁能集团部分资产	2017-09-26	中央国有企业
000560.SZ	我爱我家	55.84	收购我爱我家股权	2017-11-04	民营企业
600675.SH	中华企业	175.27	同一控制，收购中星集团股权	2018-02-01	地方国有企业
600657.SH	信达地产	78.33	同一控制，大悦城地产股权	2018-06-29	中央国有企业

数据来源：WIND、国泰君安证券研究

3.2. 锦上添花，反映政策态度

表 5: 最早的公布以项目融资为目的的增发预案的房企

代码	名称	募集金额(亿元)	募集资金用途	初始预案公告日	证监会审核公告日
000965.SZ	天保基建	15.50	天保房地产空港商业区住宅项目、天保金海岸 D06、D07 项目、补充流动资金	2013-09-06	2014-04-16
600266.SH	北京城建	39.00	北京世华龙樾项目、北京海梓府项目、北京上河湾项目、北京平各庄土地一级开发项目以及补充流动资金	2013-08-09	2014-04-17
600094.SH	大名城	30.00	名城永泰东部温泉旅游新区一期	2013-08-26	2014-04-25
000979.SZ	中弘股份	30.00	海南如意岛旅游度假开发项目（一期）	2013-09-13	2014-06-21
000671.SZ	阳光城	26.00	天御城、阳光城国际广场	2013-09-14	2014-07-26
600503.SH	华丽家族	17.00	太上湖项目、补充流动资金	2013-11-23	2014-08-09

数据来源：WIND、公司公告、国泰君安证券研究

股权融资对于房地产企业更多是锦上添花的作用，而非雪中送炭。一般而言，没有大股东认购的股权融资会稀释大股东的控制权，所以为了降低稀释比例，股权融资往往发生在股价相对较高、市场处于牛市、资金充足的阶段。股权融资最密集的阶段在牛市进入尾声，甚至开始向熊市转折。

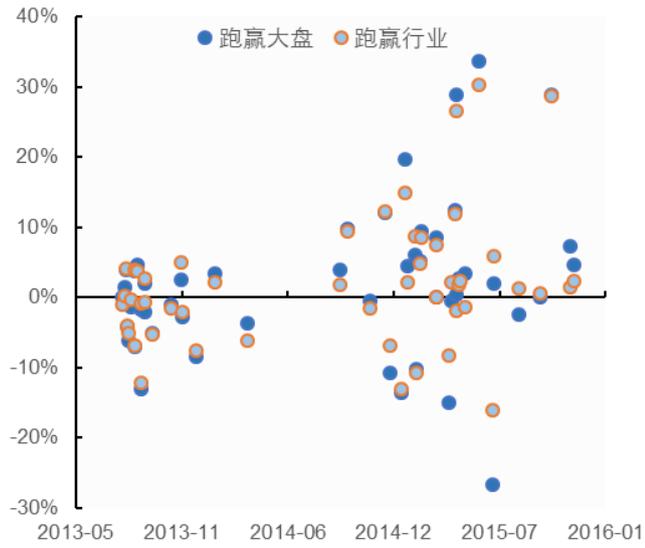
图 9: 定增数量与行情表现出高度一致性



数据来源：WIND、国泰君安证券研究

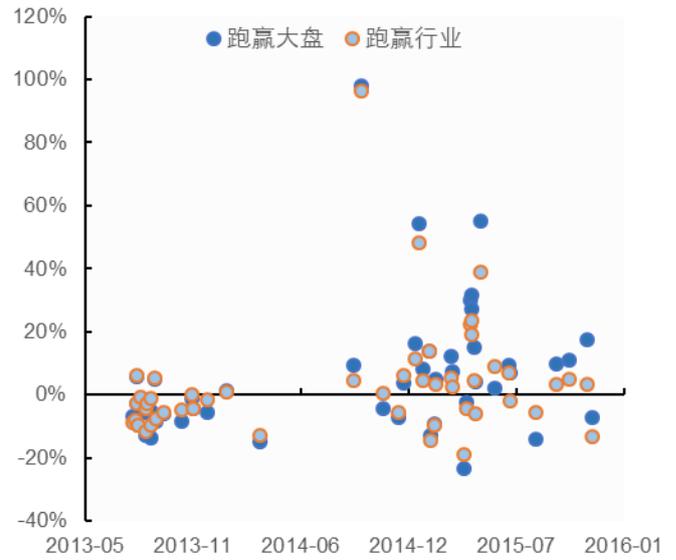
定增的放开对于楼市有积极的信号意义，而定增的窗口开放与否能够一定程度的反映政策态度。2013 年下半年房企陆续定增预案，而在 2014 年定增预案开始逐渐通过审核，2014 年底开始楼市出现了积极的变化，房企的融资在 2015 年基本全面放开，行业进入了新一轮的繁荣期；而随着 2016 年 8 月后房企定增窗口的关闭，房企融资渠道逐渐缩减，政策态度大幅转向，之后行业进入了漫长的调控期，直到现在也没有纯粹的房企项目融资的定增出现。

图 10: 预案后一周相对指数涨跌幅情况



数据来源: WIND、国泰君安证券研究

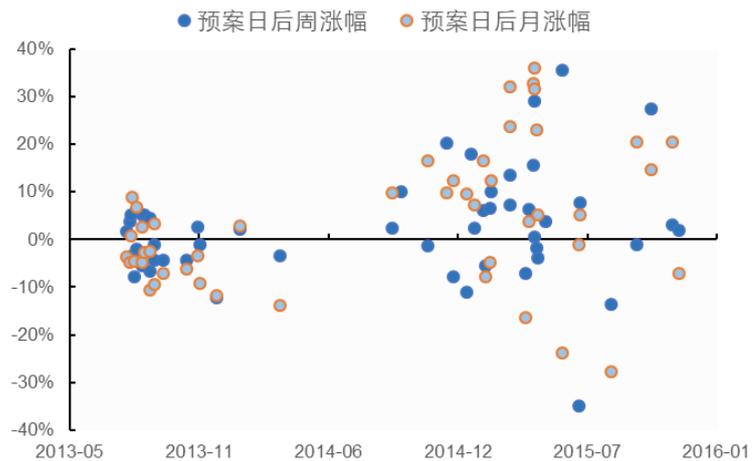
图 11: 预案后一个月相对指数涨跌幅情况



数据来源: WIND、国泰君安证券研究

定增预案公布后的涨跌幅与指数的趋势关系显著，没有明显的方向性。我们以项目融资和补充流动资金的项目为样本，做出预案日和涨跌幅的散点图。我们可以发现，2014 年以前公告预案的项目，其公告日后的表现弱于指数的居多，然后 2014 年 9 月后，预案公告日表现强于指数居多；从绝对涨跌幅来看也是如此，2014 年以前公告预案的项目，公告日后下跌居多，而 2014 年 9 月以后，预案公告日后以上涨居多，与指数整体的趋势一致。

图 12: 预案日后周涨幅和月涨幅与大盘趋势显著相关



数据来源: WIND、国泰君安证券研究

4. 公司债放开往往较定增更早，且效果更强

房企公司债发行要追溯到 2007 年，金地成为国内第一家发行公司债的地产公司。政府于 2010 年开始第一轮房地产调控，房地产在资本市场的融资渠道也成为调控的目标之一，证监会联合国土部加强对房地产企业融资监管，房企再融资附有前置条件，即必须事先取得国土部和住建部的批复同意。而国土部对于项目审核相当严格，2010 年地产公司债之门关闭，A 股上市房企国内发债一直受限。2012 年 5 月，上交所发布《中小企业私募债券业务指引(试行)》，也明确规定试点期间，中小企业私募债发行人不属于房地产企业和金融企业，地产企业在公司债融资渠道继续受阻。

直到 2014 年全国经济增速下行，房地产销售相对低迷，房价涨幅回落明显，监管层对于地产调控也逐渐放松，房企公司债融资逐渐恢复。2014 年 3 月，铁岭新城向社会公开发行 10 亿公司债券，是国内房企债券融资暂停后，房企首次发行公司债。房企公司债的大规模发行是在 2014 年之后，尤其是 2015 和 2016 年分别达到了 2515 亿和 2647 亿元。

图 13: 房企公司债在 2015 和 2016 年发行达到高峰



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

自 2016 年 10 月份房企发债监管再次趋严后，公司债融资一直处于紧收状态，虽然进入 2017 年下半年，监管层开始对房企发债发放放行条，但审批尺度与 2016 年相比更为严格，审核尺度严格按照 2016 年 10 月上交所向债券承销机构发布的《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》中的要求执行。2018 年房企公司债数量和金额恢复明显，但用途只能借新还旧或者长租公寓建设。

图 14: 公司债政策收紧、放松一览



数据来源：证监会，上交所，国泰君安证券研究

铁岭新城是一级开发公司，因此存在公司债“特批”的可能性。2014年3月，铁岭新城向社会公开发行人10亿公司债券，债券期限5年，期债券票面利率为8.45%。且本次发行公司债的募集资金用于补充流动资金及偿还公司债务，其中4.5亿元用于偿还公司债务。

表 6: 公司债募集资金除补充流动资金偿还债务外，还用于土地一级开发

债权人	借款金额（万元）	借款利率	借款期限
中信信托有限责任公司	45,000	10.20%	2013.10.11-2015.2.27
国投信托有限公司	25,000	-	-
土地一级开发	22,844	-	-
补充流动资金	6,531	-	-

数据来源：WIND，国泰君安证券研究

铁岭新城在2014年3月4日宣布发行公司债后的20天，公司和上证综指的股价表现都是负收益率，但房地产申万指数涨了10%。铁岭新城开始真正有绝对收益是从2014年7月初开始，也就是公司债放开4个月后，并且在10月股价收益率达到顶峰，涨了48%。此外，铁岭新城的股价前期并未跑赢板块指数，但是4个月后开始跑赢板块指数。

图 15: 公司债放开4个月后，铁岭新城股价才开始有起色



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

表 7: 14 铁岭债作为房企公司债放松后首单，公司股价前期并未跑赢板块指数

	距铁岭新城发行公司债 1M	距铁岭新城发行公司债 3M	距铁岭新城发行公司债 6M
公司股价绝对收益	1.25%	-3.67%	24.94%
公司股价相对收益	1.86%	-1.42%	13.58%
房地产（申万）绝对收益	10.32%	3.76%	25.29%

数据来源：WIND，国泰君安证券研究

自 2016 年 10 月份房企发债监管再次趋严后，公司债融资一直处于紧收状态，虽然进入 2017 年下半年，监管层开始对房企发债发放放行条，但审批尺度与 2016 年相比更为严格，审核尺度严格按照 2017 年 10 月发布的《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》中的要求执行。2018 年房企公司债恢复明显，但用途都是借新还旧或者用于长租公寓建设，虽然发行成本从去年开始上升，但主流上市房企公司债成本上升低于行业平均。

5. 中票发行融资往往是其他渠道的补充

2014 年 4 月，以商品房销售、商业物业销售为主业的世茂股份发行了首支中期票据，此前原则上只有保障房项目才能在银行间市场发行中期票据，现将范围扩展到普通商品房，上市地产商融资渠道继续放松。今年由于银行从“表外”转“表内”，上市房企会更多的使用表内杠杆来置换表外债务，因此中票的发行额维持高位。

图 16: 中期票据从 2017 年开始发行总额维持高位



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

世茂股份于 2014 年 2 月底获准注册 50 亿中票，并于 4 月 11 日发行了 2014 年度第一期中期票据，发行总额 10 亿元，全部用于置换现有债务，以降低融资成本，且发行期限 3 年，发行利率 8.37%。

在该单中票发行后 3 个月，公司股价以及申万房地产指数才开始有正收益。而且世茂的股价一直跑赢大盘，且在前 3 个月~4 个月跑赢板块指数。

图 17: 14 沪世茂发行后 3 个月, 公司股价开始有正收益



数据来源: 国泰君安证券研究

表 8: 14 沪世茂作为房企中票松绑后首单, 公司股价跑赢大盘, 前期跑赢板块指数

	距世茂股份发行公司债 1M	距世茂股份发行公司债 3M	距世茂股份发行公司债 6M
公司股价绝对收益	-3.1%	-0.5%	15.8%
公司股价相对收益	0.5%	3.5%	4.7%
房地产(申万)绝对收益	-6.5%	-0.9%	21.9%

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

2014 年继再融资重启、交易所发债恢复之后, 上市房企银行间发债于 9 月开闸。此次银行间交易商协会将中票范围扩展到普通商品房, 但是上市房企发行中票募集的资金须用于符合国家政策支持的普通商品房或者保障房项目、补充流动资金、偿还银行贷款, 不能作为土地款等其他用途。

仅从 9 月到 10 月两个月, 通过公告宣布将利用中期票据等债务工具进行融资的上市房企多达十余家, 总规模在九百亿元左右。金隅股份于 10 月成功发行第一期中期票据, 成为开闸后的首支。金隅集团(曾用名: 金隅股份)于 2014 年 10 月 15 日成功发行了 2014 年度第一期中期票据, 发行总额 20 亿元, 全部用于偿还公司本部银行借款, 期限 5 年, 发行利率 5.35%。并于 11 月 17 日成功发行了 2014 年度第二期中期票据, 发行总额 15 亿元, 全部用于偿还公司本部银行借款, 期限 5 年, 发行利率 5.30%

上市房企中票开闸后 2 月, 金隅集团股价和申万房地产指数开启 2 位数的增长, 在此之前, 股票收益率都是个位数的增长。

图 18: 上市房企中票开闸后 2 月，金隅集团开启 2 位数的增长



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

从先前的保障性住房、自住商品房建设、上市房企，2015 年 6 月银行间交易商协会将中票范围再次“松绑”到央企和地方国企。当时推进了 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，此外还推动省级政府（包括直辖市）、省会城市、副省级城市及计划单列市的地方政府所属的房地产企业注册中期票据。

表 9: 推荐标的估值表

证券简称	11.30 股价	17 EPS	18E EPS	18E PE	PB	总市值	总股本	年初涨幅	投资评级	
000002.SZ	万科 A	25.44	2.54	3.36	7.5	2.0	2,771	110	-15%	增持
600048.SH	保利地产	13.10	1.32	1.74	7.3	1.3	1,508	119	-8%	增持
001979.SZ	招商蛇口	18.84	1.55	1.91	9.5	2.1	1,439	79	-4%	增持
600340.SH	华夏幸福	25.50	2.83	4.25	6.5	2.1	835	30	-9%	增持

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

附表 1: 以项目融资和补充流动资金为目的的定增项目, 公布预案日以后的股价表现

代码	名称	发行折价率(%)	初始预案公告日	周涨跌幅	月涨跌幅	周度涨幅		月度涨幅	
						跑赢大盘	跑赢行业	跑赢大盘	跑赢行业
600208.SH	新湖中宝	50.72	2013-08-02	1.8%	-3.6%	0.0%	-1.1%	-6.7%	-9.0%
600077.SH	宋都股份	20.83	2013-08-07	3.8%	-4.7%	1.4%	0.2%	-7.2%	-8.1%
600266.SH	北京城建	9.83	2013-08-09	5.1%	0.7%	3.9%	4.1%	-2.9%	-2.6%
000863.SZ	三湘印象	31.35	2013-08-10	-3.4%	9.0%	-4.2%	-4.1%	5.8%	6.0%
000656.SZ	金科股份	33.24	2013-08-13	-7.9%	-4.6%	-6.2%	-5.0%	-9.8%	-9.5%
000620.SZ	新华联	26.31	2013-08-17	-2.1%	6.8%	-1.4%	-0.3%	-1.2%	-0.6%
600094.SH	大名城	28.40	2013-08-26	5.2%	2.5%	3.8%	3.9%	-5.6%	-4.3%
000838.SZ	财信发展	56.16	2013-08-26	-5.5%	-4.7%	-7.0%	-6.9%	-12.8%	-11.5%
600225.SH	天津松江	21.20	2013-08-29	5.2%	-2.7%	4.6%	3.7%	-5.1%	-2.8%
000965.SZ	天保基建	20.64	2013-09-06	-6.7%	10.7%	-13.0%	-12.1%	-13.5%	-9.5%
002133.SZ	广宇集团	14.95	2013-09-06	4.6%	-2.4%	-1.7%	-0.9%	-5.3%	-1.2%
000979.SZ	中弘股份	34.24	2013-09-13	-1.0%	3.3%	2.0%	2.7%	4.8%	5.2%
000671.SZ	阳光城	13.59	2013-09-14	-4.4%	-9.4%	-2.1%	-0.7%	-8.6%	-7.5%
000540.SZ	中天金融	37.18	2013-09-28	-4.4%	-7.2%	-5.0%	-5.4%	-6.1%	-5.7%
600376.SH	首开股份	-6.76	2013-11-02	-4.3%	-6.3%	-1.1%	-1.5%	-8.5%	-5.0%
600773.SH	西藏城投	17.39	2013-11-20	2.6%	-3.3%	2.5%	4.9%	-1.1%	0.1%
600503.SH	华丽家族	31.66	2013-11-23	-1.1%	-9.3%	-2.8%	-2.0%	-4.3%	-4.4%
002077.SZ	大港股份	62.99	2013-12-19	12.3%	11.7%	-8.4%	-7.5%	-5.5%	-1.7%
600736.SH	苏州高新	20.72	2014-01-24	2.1%	2.9%	3.4%	2.2%	1.5%	0.9%
000631.SZ	顺发恒业	-18.77	2014-03-26	-3.4%	13.8%	-3.7%	-6.2%	-14.8%	-12.9%
600807.SH	*ST天业	39.08	2014-09-16	2.5%	9.9%	4.0%	1.8%	9.5%	4.5%
000560.SZ	我爱我家	75.63	2014-09-30	10.0%	96.7%	9.8%	9.4%	98.0%	96.3%
000042.SZ	中洲控股	47.49	2014-11-11	-1.4%	16.5%	-0.5%	-1.6%	-4.6%	0.5%
600510.SH	黑牡丹	47.31	2014-12-10	20.3%	9.9%	12.1%	12.2%	-7.4%	-5.8%
600208.SH	新湖中宝	8.29	2014-12-19	-7.8%	12.3%	-10.8%	-6.9%	3.7%	6.2%
600716.SH	凤凰股份	3.13	2015-01-10	11.1%	9.7%	-13.6%	-13.1%	16.3%	11.5%
000732.SZ	泰禾集团	15.38	2015-01-17	17.9%	49.6%	19.6%	14.8%	54.2%	48.3%
600325.SH	华发股份	24.10	2015-01-22	2.5%	7.3%	4.4%	2.2%	8.1%	4.3%
000046.SZ	泛海控股	7.41	2015-02-04	6.0%	16.5%	6.1%	8.7%	13.8%	13.8%
002146.SZ	荣盛发展	4.48	2015-02-07	-5.5%	-7.8%	-10.3%	-10.8%	-12.8%	-14.4%
600340.SH	华夏幸福	12.04	2015-02-14	6.7%	-4.9%	5.2%	4.8%	-9.1%	-9.8%
600823.SH	世茂股份	24.45	2015-02-17	10.0%	12.4%	9.4%	8.5%	5.0%	3.5%
600048.SH	保利地产	1.21	2015-03-17	7.3%	32.1%	0.1%	0.1%	12.3%	5.2%
000979.SZ	中弘股份	11.88	2015-03-18	13.5%	23.9%	8.6%	7.4%	7.3%	2.6%
000540.SZ	中天金融	-34.52	2015-04-10	-7.1%	16.5%	-15.0%	-8.2%	-23.4%	-18.9%
000926.SZ	福星股份	-3.26	2015-04-15	6.3%	3.8%	-0.5%	2.2%	-2.5%	-4.4%
000718.SZ	苏宁环球	23.88	2015-04-22	15.7%	32.8%	12.4%	11.9%	29.8%	22.4%
000671.SZ	阳光城	31.71	2015-04-24	29.1%	36.0%	28.9%	26.5%	31.6%	23.7%
000961.SZ	中南建设	6.26	2015-04-24	0.6%	31.6%	0.4%	-1.9%	27.2%	19.3%
600185.SH	格力地产	-9.71	2015-04-28	-1.7%	23.0%	2.7%	1.9%	14.9%	4.3%
600177.SH	雅戈尔	-1.62	2015-04-30	-3.9%	5.3%	2.5%	2.3%	4.0%	-6.1%
002305.SZ	南国置业	-1.62	2015-05-11	3.8%	72.7%	3.4%	-1.4%	55.3%	39.0%
002244.SZ	滨江集团	9.26	2015-06-06	35.6%	23.8%	33.6%	30.3%	1.9%	8.8%

代码	名称	发行折价率(%)	初始预案公告日	周涨跌幅	月涨跌幅	周度涨幅		月度涨幅	
						跑赢大盘	跑赢行业	跑赢大盘	跑赢行业
600622.SH	光大嘉宝	27.84	2015-07-02	35.1%	-1.0%	-26.7%	-16.0%	9.3%	7.0%
600246.SH	万通地产	16.67	2015-07-04	7.7%	5.1%	2.0%	5.9%	6.9%	-2.0%
000656.SZ	金科股份	15.68	2015-08-21	13.5%	27.7%	-2.4%	1.3%	-14.1%	-5.7%
600604.SH	市北高新	30.06	2015-10-21	27.4%	14.8%	28.9%	28.7%	11.0%	4.9%
600658.SH	电子城	14.12	2015-11-24	3.0%	20.6%	7.3%	1.5%	17.3%	3.5%
600094.SH	大名城	-6.26	2015-12-03	2.0%	-7.2%	4.7%	2.3%	-7.4%	-13.1%

注：大盘指数为沪深 300，行业指数为 882118.WI

数据来源：WIND、国泰君安证券研究

附表 2: 81 家成功实施定增项目一览表

代码	名称	募集金额 (亿元)	增发目的	预案日	核准日期	公司类型
000965.SZ	天保基建	15.50	项目融资	2013-09-06	2014-04-16	地方国有企业
600266.SH	北京城建	39.00	项目融资	2013-08-09	2014-04-17	地方国有企业
600565.SH	迪马股份	55.37	实际控制人资产注入	2013-08-28	2014-04-22	外资企业
600094.SH	大名城	30.00	项目融资	2013-08-26	2014-04-25	外资企业
600807.SH	*ST 天业	14.79	实际控制人资产注入	2013-07-17	2014-04-26	民营企业
000979.SZ	中弘股份	30.00	项目融资	2013-09-13	2014-06-21	民营企业
000671.SZ	阳光城	26.00	项目融资	2013-09-14	2014-07-26	民营企业
600503.SH	华丽家族	17.00	项目融资	2013-11-23	2014-08-09	民营企业
000540.SZ	中天金融	27.00	项目融资	2013-09-28	2014-08-15	民营企业
002133.SZ	广宇集团	8.00	项目融资	2013-09-06	2014-08-22	民营企业
000863.SZ	三湘印象	10.50	项目融资	2013-08-10	2014-08-27	民营企业
600208.SH	新湖中宝	55.00	项目融资	2013-08-02	2014-09-03	民营企业
000656.SZ	金科股份	22.00	项目融资	2013-08-13	2014-09-26	民营企业
600773.SH	西藏城投	14.95	项目融资	2013-11-20	2014-09-27	地方国有企业
600077.SH	宋都股份	11.84	项目融资	2013-08-07	2014-10-15	民营企业
600225.SH	天津松江	17.00	项目融资	2013-08-29	2014-10-29	地方国有企业
002016.SZ	世荣兆业	10.29	融资收购其他资产	2014-06-10	2015-02-03	民营企业
000620.SZ	新华联	21.00	项目融资	2013-08-17	2015-02-06	民营企业
002285.SZ	世联行	11.43	引入战略投资者	2014-03-25	2015-03-13	民营企业
600466.SH	蓝光发展	89.35	壳资源重组	2013-11-19	2015-03-20	民营企业
002077.SZ	大港股份	8.88	补充流动资金	2013-12-19	2015-04-02	地方国有企业
000560.SZ	我爱我家	23.46	项目融资	2014-09-30	2015-04-04	民营企业
600736.SH	苏州高新	13.00	项目融资	2014-01-24	2015-04-04	地方国有企业
002314.SZ	南山控股	55.62	融资收购其他资产	2013-11-15	2015-04-22	中央国有企业
600604.SH	市北高新	19.04	集团公司整体上市	2014-08-09	2015-04-28	地方国有企业
600639.SH	浦东金桥	27.20	实际控制人资产注入	2014-02-26	2015-05-16	地方国有企业
600208.SH	新湖中宝	50.00	项目融资	2014-12-19	2015-06-11	民营企业
600606.SH	绿地控股	645.40	集团公司整体上市	2014-03-18	2015-06-19	公众企业
600708.SH	光明地产	76.62	公司间资产置换重组	2014-06-12	2015-07-07	地方国有企业
000056.SZ	皇庭国际	30.97	引入战略投资者	2014-08-19	2015-07-08	民营企业
000838.SZ	财信发展	10.50	项目融资	2013-08-26	2015-07-28	民营企业
600393.SH	粤泰股份	57.76	实际控制人资产注入	2013-12-26	2015-07-30	外资企业
002146.SZ	荣盛发展	51.30	项目融资	2015-02-07	2015-07-30	民营企业
000732.SZ	泰禾集团	40.00	项目融资	2015-01-17	2015-07-31	民营企业
600848.SH	上海临港	36.11	壳资源重组	2014-12-06	2015-08-04	地方国有企业
600807.SH	*ST 天业	10.64	项目融资	2014-09-16	2015-08-15	民营企业
000615.SZ	京汉股份	14.81	壳资源重组	2015-03-14	2015-09-22	民营企业
600162.SH	香江控股	46.00	实际控制人资产注入	2015-02-14	2015-09-22	民营企业
600510.SH	黑牡丹	16.00	补充流动资金	2014-12-10	2015-10-12	地方国有企业
600716.SH	凤凰股份	15.15	项目融资	2015-01-10	2015-11-03	地方国有企业
600325.SH	华发股份	43.12	项目融资	2015-01-22	2015-11-06	地方国有企业
000718.SZ	苏宁环球	38.00	项目融资	2015-04-22	2015-11-10	民营企业

代码	名称	募集金额 (亿元)	增发目的	预案日	核准日期	公司类型
000042.SZ	中洲控股	20.00	补充流动资金	2014-11-11	2015-11-10	外资企业
600823.SH	世茂股份	15.00	项目融资	2015-02-17	2015-11-10	外资企业
000671.SZ	阳光城	45.00	项目融资	2015-04-24	2015-11-10	民营企业
001979.SZ	招商蛇口	125.00	项目融资	2015-09-18	2015-11-28	中央国有企业
600463.SH	空港股份	6.00	引入战略投资者	2015-04-30	2015-12-12	地方国有企业
000631.SZ	顺发恒业	16.00	项目融资	2014-03-26	2015-12-14	民营企业
000926.SZ	福星股份	30.00	项目融资	2015-04-15	2015-12-15	集体企业
600340.SH	华夏幸福	70.00	项目融资	2015-02-14	2015-12-15	民营企业
000961.SZ	中南建设	47.00	项目融资	2015-04-24	2015-12-15	民营企业
600748.SH	上实发展	48.00	融资收购其他资产	2015-04-29	2015-12-23	地方国有企业
000979.SZ	中弘退	39.00	项目融资	2015-03-18	2015-12-23	民营企业
002305.SZ	南国置业	15.50	项目融资	2015-05-11	2015-12-24	中央国有企业
000046.SZ	泛海控股	57.50	项目融资	2015-02-04	2015-12-30	民营企业
000540.SZ	中天金融	30.00	补充流动资金	2015-04-10	2015-12-31	民营企业
600376.SH	首开股份	40.00	项目融资	2013-11-02	2015-12-31	地方国有企业
002244.SZ	滨江集团	28.00	项目融资	2015-06-06	2016-01-08	民营企业
000863.SZ	三湘印象	28.50	融资收购其他资产	2015-07-07	2016-01-11	民营企业
600048.SH	保利地产	100.00	项目融资	2015-03-17	2016-01-14	中央国有企业
600622.SH	光大嘉宝	18.19	项目融资	2015-07-02	2016-01-19	中央国有企业
600185.SH	格力地产	30.00	项目融资	2015-04-28	2016-02-16	地方国有企业
600177.SH	雅戈尔	50.00	项目融资	2015-04-30	2016-02-18	民营企业
002147.SZ	ST新光	143.87	壳资源重组	2015-12-28	2016-03-07	民营企业
600162.SH	香江控股	40.00	实际控制人资产注入	2015-11-04	2016-04-12	民营企业
002077.SZ	大港股份	20.80	融资收购其他资产	2015-12-15	2016-04-30	地方国有企业
600246.SH	万通地产	36.00	项目融资	2015-07-04	2016-06-14	民营企业
600515.SH	海航基础	400.00	壳资源重组	2015-11-30	2016-07-19	其他企业
600094.SH	大名城	48.00	项目融资	2015-12-03	2016-07-19	外资企业
600658.SH	电子城	24.10	项目融资	2015-11-24	2016-07-20	地方国有企业
000656.SZ	金科股份	45.00	项目融资	2015-08-21	2016-07-22	民营企业
600604.SH	市北高新	27.00	项目融资	2015-10-21	2016-07-27	地方国有企业
600603.SH	广汇物流	56.20	壳资源重组	2015-12-21	2016-12-27	民营企业
600848.SH	上海临港	31.62	融资收购其他资产	2016-06-22	2016-12-30	地方国有企业
000058.SZ	深赛格	44.82	实际控制人资产注入	2016-02-04	2017-01-18	地方国有企业
600773.SH	西藏城投	11.68	融资收购其他资产	2016-11-26	2017-07-11	地方国有企业
002377.SZ	国创高新	40.10	融资收购其他资产	2017-01-03	2017-07-18	民营企业
000537.SZ	广宇发展	91.11	融资收购其他资产	2016-07-06	2017-09-26	中央国有企业
000560.SZ	我爱我家	55.84	融资收购其他资产	2017-02-27	2017-11-04	民营企业
600675.SH	中华企业	175.27	融资收购其他资产	2016-11-24	2018-02-01	地方国有企业
600657.SH	信达地产	78.33	融资收购其他资产	2017-07-20	2018-06-29	中央国有企业

数据来源: WIND

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		

