

象征意义大于实际效用

——房企中票开闸点评

㊦ 事件

近日，有消息称银行间市场交易商协会将准许上市房企发行中期票据，资金用于符合国家政策支持的普通商品房项目、补充流动资金、偿还银行贷款等。

㊦ 点评

在房地产行业持续低迷之时，监管层以法律形式放开上市房企发行中票的限制，意在解决房企资金链紧张问题。但由于发行门槛过高，难以惠及融资相对困难的中小房企，且中票潜在融资规模偏小，政策对市场的实际作用尚待检验。

1、行业下行压力大，房企资金链紧张

近段时间以来，房地产行业下行压力较大。一方面，房地产景气程度下降明显，固定资产投资累计完成额同比持续下降；另一方面，百城房价连续4个月下挫，拖累了房企的盈利能力（图表1）。作为一个资本投资量较大的产业，在整体经济和产业利润率同时下滑的背景下，房企，尤其是中小房企的资金链全面承压。多地房地产企业的资金风险开始暴露，甚至在房价降幅稍小的一线城市也开始出现资金链断裂，房企面临倒闭的危机。

2、拓宽房企融资渠道，意图缓解资金压力

现阶段，房地产企业的主要融资手段包括银行贷款、信托贷款、债权融资和股权融资等。随着近期银行不良贷款率的上升，“惜贷”情绪提升了部分房企信贷融资的难度和成本，而信托贷款的成本一直高居10%以上，且期限一般不长。债权融资方面，为配合房地产调控政策，此前发改委一直收紧房企发行企业债的条件；股权融资方面，截至目前，只有北京城建和天保基建成功进行再融资。

此次监管层为房企发行中期票据提供法律基础，我们认为这是监管层救市的一种手段，意在拓宽房企的融资渠道，缓解其资金压力。此外，中票的发行采取备案制，不需要发改委审批，其发行效率优于企业债。

相关报告

《适度放开地方发债，城投债偏好或上升》——20140902

《财税改革进展低于预期，反腐加码再抑公务消费》——20140106

分析师：郝大明

执业证书号：S1490514010002

电话：010-58565121

邮箱：haodaming@hrsec.com.cn

联系人：刘迪

电话：010-58565090

邮箱：liudi@hrsec.com.cn

3、发行门槛较高，实际作用有限

本次获准发行中票的房地产企业门槛较高，不但被限定为上市企业，并且是“积极参与棚改、保障房建设、自住房建设、房地产销售业务中中小户型普通房为主，且未来主营业务仍以普通商品房为主”的企业。上市房企由于规模较大，资本实力雄厚且信批比较充分，限定发行范围可以有效的降低系统风险，体现了审慎原则。

然而，现阶段大型房企由于资质优良，获得银行贷款等其他资金来源的通道比较畅通，中票的优势并不明显。另一方面，资金压力更大、融资成本更高、对债市融资需求更高的中小房企却没有被纳入发行范围，因此我们认为政策对市场的实际作用还有待观察。

4、潜在融资量不能满足需求

国家统计局数据显示，截至2014年7月，房地产类固定资产投资完成额达到65345.93亿，平均每月超过9000亿（图表2），而行业平均外部融资部分超过60%（5400亿）。根据克而瑞研究中心的检测，102家重点房企8月融资总量为350.25亿元人民币，中票潜在发行量相对投资规模较小，我们认为放开上市房企发行中票的限制对房地产业整体的融资需求影响有限。

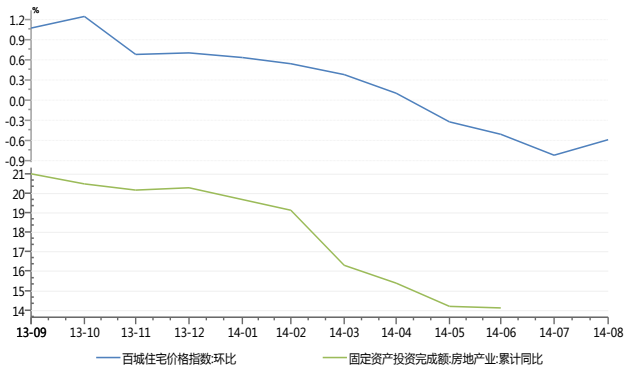
⑤ 结论

1、在房地产下行压力增大，房企资金链趋紧的背景下，监管层实施救市，开闸上市房企发行中票，意在其拓宽融资渠道。

2、将发行范围限制在上市企业可以降低系统风险，但同时也未能惠及融资需求更迫切的中小房企。

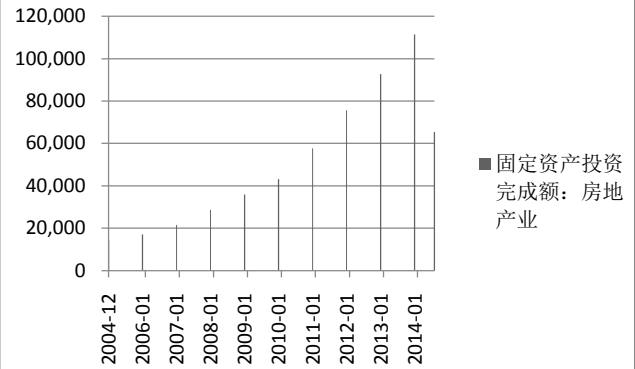
3、中票的潜在融资规模相对较小，对市场影响不大。

图表 1：房地产业下行压力增大



数据来源：Wind、华融证券

图表 2：固定资产投资逐年增加



数据来源：Wind、华融证券

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在15%以上	看好	预期未来6个月内行业指数优于市场指数5%以上
推荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在5%到15%	中性	预期未来6个月内行业指数相对市场指数持平
中性	预期未来6个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到5%内	看淡	预期未来6个月内行业指数弱于市场指数5%以上
卖出	预期未来6个月内股价相对市场基准指数跌幅在15%以上		

免责声明

郝大明，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券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和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街8号A座5层(100033)

传真：010-58568159

网址：www.hrsec.com.cn