# “345”融资新规进一步规范行业健康发展

内房板块专题报告

2020年10月6日

山证国际研究部
分析师：高景东
中央编号：AYP093
电话：852 2501 1037
电邮：tony.ko@ssif.com.hk

山證國際
SHANXI SECURITIES INTERNATIONAL

# 目录


1 “房住不炒”，调控政策持续收紧

2 “345”融资新规介绍以及对内房企业的影响

3 高负债内房企业个案分析：中国恒大

# 第一章

## “房住不炒”，调控政策持续收紧

# 中央对房地产实施调控政策呈松紧交替情况

2008年以来，随着经济下行与楼市过热不同程度变化，中央对房地产实施调控政策呈松紧交替情况：

- 在2008年第四季全球金融危机爆发后，中央政府推出四万亿刺激经济方案，房地产市场受到降息、降准等措施刺激在2009年表现恢复强势，部分地方楼价更呈现非理性涨幅。中央在2009年第四季开始为了防止房地产市场过热，而开启了近十年的新一轮调控之门；
- 2010至2015年，中央政府因应房地产市场的强弱表现而调节调控政策松紧程度。随后一直到2014年的“930房贷新政”才迎来房地产市场放松的时期，也带动了房地产市场显著回升；
- 2016年后，国家坚持“房住不炒”定位，不再将房地产作为短期刺激经济手段，对房地产调控延续趋紧方向。

**房地产近十年政策简介及影响**

| | | | |
|---|---|---|---|
| 宏观背景 | 2008年：受到全球金融危机影响，中国经济增长明显放缓 | 2012年：受到歐債危机影响，中国经济表现疲软 | 2014年：低线城市房屋库存承压 |
| 刺激政策 | 《国务院办公厅关于促进房地产市场健康发展的若干意见》 | 實施“宽松”货币政策：降准、降息各两次 | 《银监会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》、棚改货币化安置方案 |
| 楼市表现 | 受到降息、降准等措施刺激在2009年表现恢复强势，部分地方楼价更呈现非理性涨幅 | 2012年下半年楼市表现开始好转，并在2013年上半年再度火热 | 商品房月均销售表现在2015年4月开始同比录得正增长，升势延续至2017年下半年 |
| 收紧政策 | 2009年至2011年：“国四条”、“国十一条”、“国十条”、“国八条” | 2013年：“新国五条” | 2016年：国家坚持“房住不炒”定位推出限购等措施 |

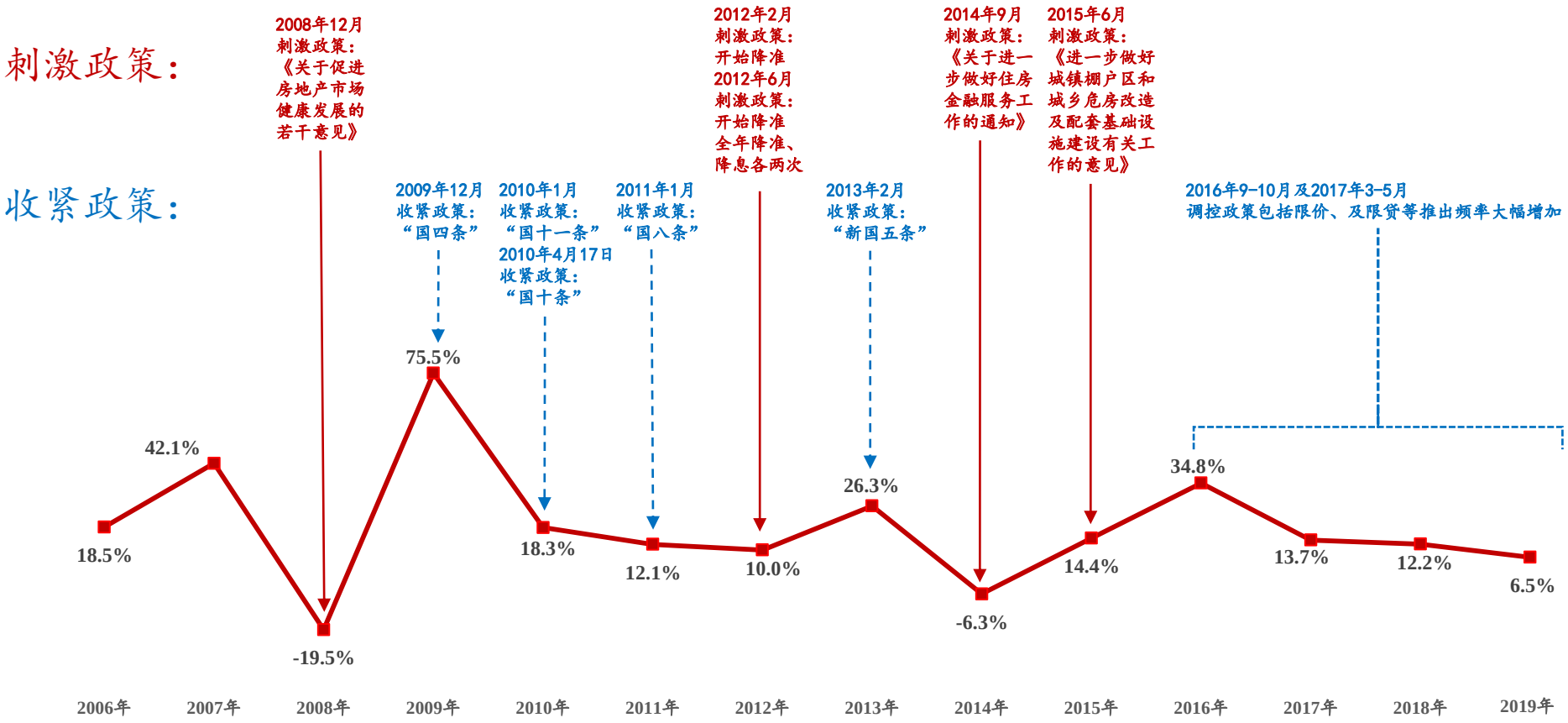
数据源：国务院官方网站、人民银行网站、公开讯息、山证国际研究部整理

# 房地产调控政策对商品房销售表现影响显著

2008年至今，中央对房地产实施调控政策对商品房销售表现影响显著：

- 当商品房销售表现走弱时，实施刺激政策，提振楼市表现回升；而在商品房销售表现过热时，实施收紧政策，为楼市降温。

**中国商品房销售额同比增长以及政策关系图**




数据源：国家统计局、国务院官方网站、山证国际研究部整理

# “宽松”货币政策是过往楼市繁荣的重要推手

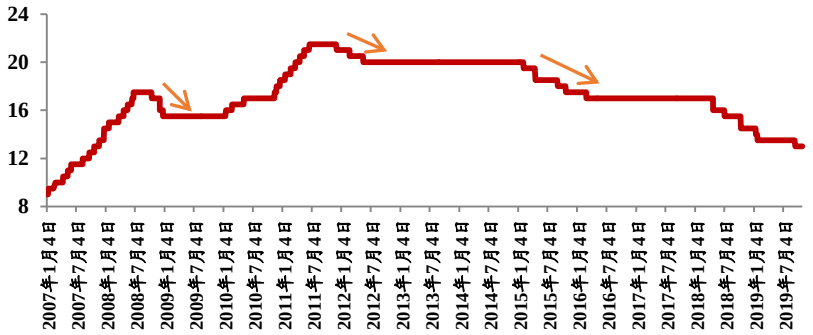
“宽松”货币政策与过往商品房销售表现存在明显关系：

- 央行在2008年12月、2011年2月至2012年5月、2015年2月至2016年3月分别降准2次、3次、5次；
- 央行在2008年9至12月、2012年6至7月、2014年11月至2015年10月分别降息4次、2次、6次；
- 在“宽松”货币政策实施后，全国商品房销售额分别在2009年、2013年、2016年同比明显增长86.8%、26.6%、36.2%。

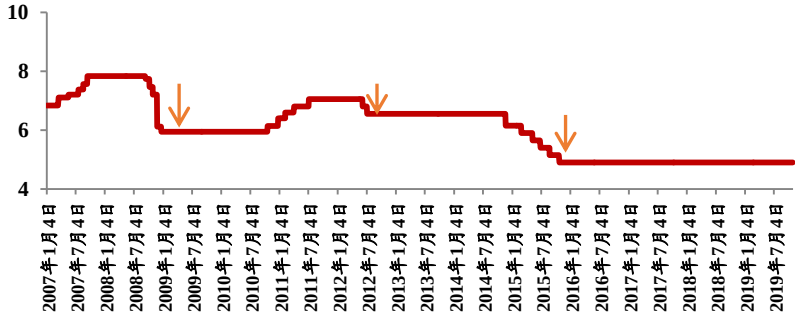
## 2008年至今中央对房地产实施过三轮刺激政策简介

| 2008年 | 2012年 | 2014至2015年 |
| --- | --- | --- |
| 背景：受到全球金融危机影响，楼市表现明显走弱 | 背景：受到欧债危机影响，楼市表现明显放缓 | 背景：楼市表现疲弱，低线城市库存承压 |
| 货币政策：降准2次、降息4次 | 货币政策：降准2次、降息2次 | 货币政策：降準5次、降息6次 |
| 效果：商品房整体销售额在2009年同比增长86.8% | 效果：商品房整体销售额在2013年同比增长26.6% | 效果：商品房整体销售额在2013年同比增长36.2% |

## 大型金融机构存款准备金率(%)走势




## 5年以上贷款基准利率(%)走势

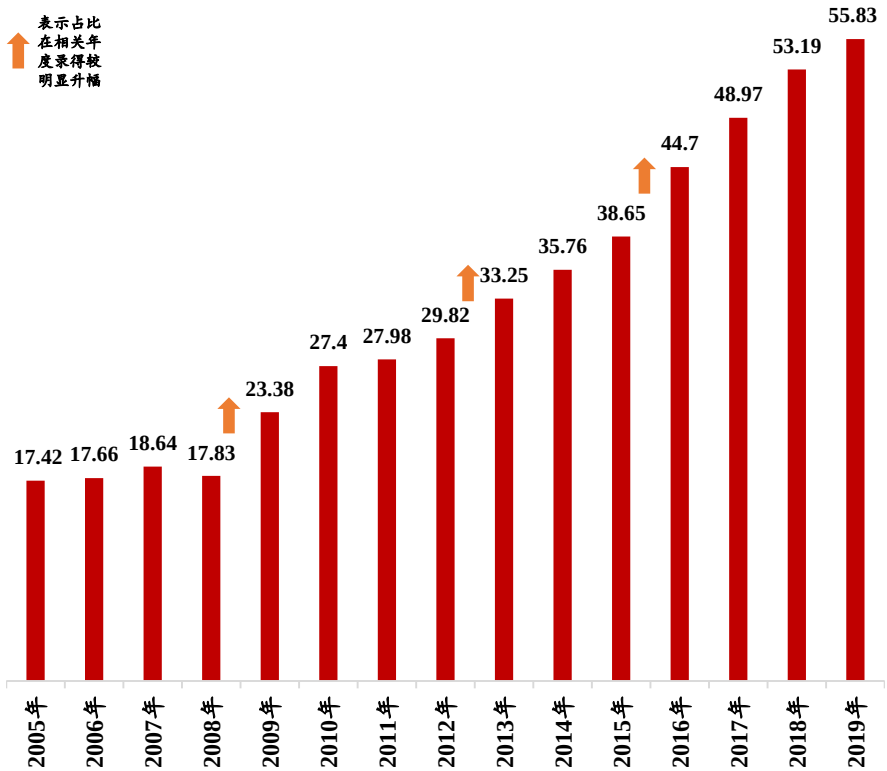



数据源：国家统计局、彭博、山证国际研究部整理

# “宽松”货币环境难以重现

- 经过三轮刺激政策带动居民增加对房地产资产配置后，中国家庭债务占GDP百分比已由2008年的17.83%大幅上升至2019年的55.83%；房贷利息开支大幅增加减少家庭其他消费，阻碍国家经济增长模式由“投资拉动”转向由“消费带动”的进程；虽然国家现在正面对经济形势较多挑战，但过度“宽松”货币环境难以重现；
- 国家主席习近平在2016年中央经济工作会议发表的讲话中首次提到促进房地产市场平稳健康发展，并且要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位。

**中国家庭债务占GDP百分比(%)**




**国家主席习近平对“房住不炒”定位发表的重点内容**

**2016年**

在中央经济工作会议发表讲话中首次提出“房子是用来住的，不是用来炒的”

**2017年10月**

在中国共产党第十九次全国代表大会上的报告中重申要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度

**2019年4月**

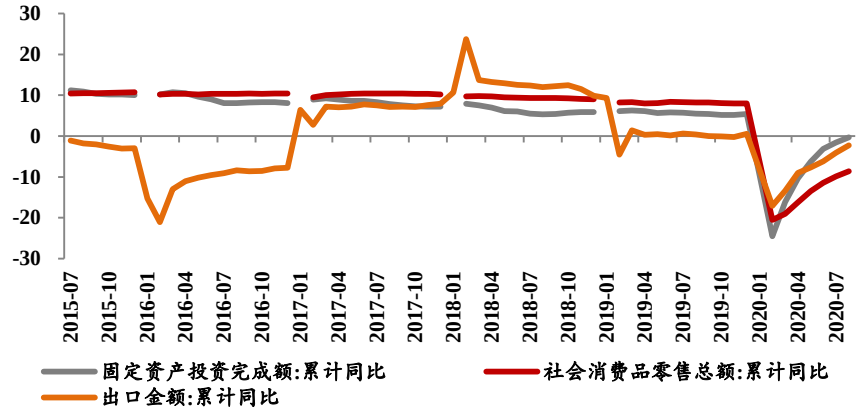
在中共中央政治局会议表示，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制

数据源：人民网、政府网站、彭博、山证国际研究部整理

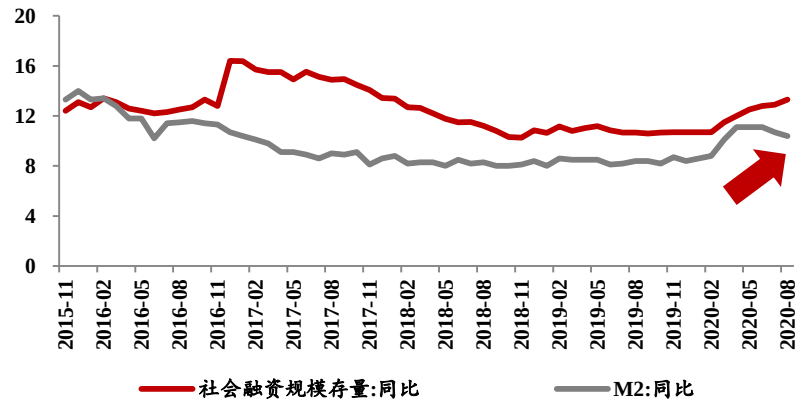
# 货币政策边际放松导致部分资金流入房地产市场

- 2020年以来，固投完成额、社会消费品零售总额、出口金额受疫情不同程度冲击。因应疫情对经济的影响，中央上半年累积降准三次及降息两次，推升社融规模及M2在第二季度创出阶段性新高。其中，居民户新增中长期贷款出现明显回升，叠加商品房销售在4月以来恢复正增长，表明流动性提升已导致部分资金流入房地产市场。

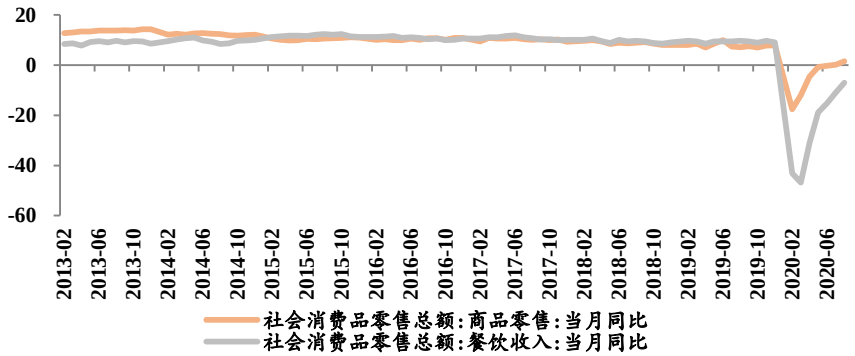
**固投完成额、社会消费品零售和出口额同比变化(%)**



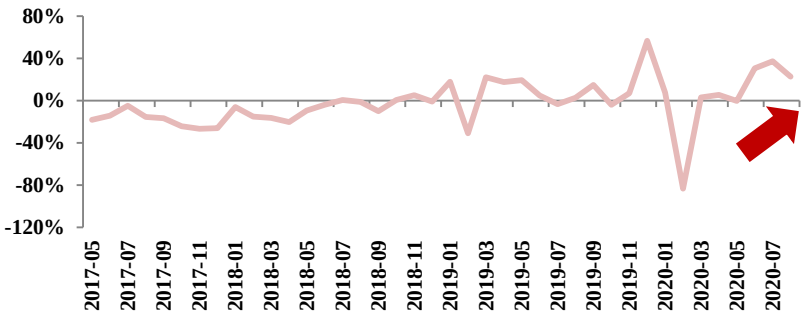

**社融规模及M2同比变化(%)**




**社会消费品零售商品及餐饮收入同比变化(%)**




**居民户新增中长期人民币贷款同比变化(%)**



数据源：WIND、山证国际研究部整理

# 不将房地产作为短期刺激经济的手段，调控趋紧已成主流

- 2020年上半年疫情收控后，房地产市场加速复苏，以杭州、宁波、深圳、南京等为代表的城市新盘开盘销售出现了“万人摇”的现象，并出现“假离婚”、“假落户”以及“假人才”。7月以来，中央对部分热点城市相继升级调控政策。
- 中国人民银行5月29日发布《中国区域金融运行报告（2020）》指出，需警惕个别城市房价上涨较快、房地产市场过热对居民消费的影响，并强调要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位和“不将房地产作为短期刺激经济的手段”要求。

**中国人民银行5月29日发布《中国区域金融运行报告（2020）》指出**

- 需警惕个别城市房价上涨较快、房地产市场过热对居民消费的影响
- 强调要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位和“不将房地产作为短期刺激经济的手段”要求，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性，坚持因城施策，紧紧围绕稳地价、稳房价、稳预期的目标，完善长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展

**中央对部分热点城市相继升级调控政策**

| 日期 | 城市 | 升级限购 | 升级限贷 | 升级限价 | 升级限售 | 增加税费 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 7月2日 | 杭州 | ↑ | | | | |
| 7月6日 | 宁波 | ↑ | | | | |
| 7月15日 | 深圳 | ↑ | ↑ | | | ↑ |
| 7月24日 | 南京 | ↑ | | | | |
| 7月25日 | 東莞 | ↑ | | | ↑ | |
| 8月6日 | 咸阳 | | ↑ | ↑ | | |
| 8月30日 | 无锡 | ↑ | ↑ | | | ↑ |
| 9月4日 | 杭州 | ↑ | | | | |
| 9月6日 | 沈阳 | | ↑ | | | ↑ |
| 9月11日 | 常州 | | ↑ | | ↑ | |
| 9月12日 | 成都 | | | | | ↑ |

数据源：北京市地方金融监督管理局、克而瑞、山证国际研究部整理

# 第二章

## “345”融资新规介绍以及对内房企业的影响

# “345”新规，重点房企按负债率为核心指标进行监管

- 2020年8月20日，中国人民银行、住建部、银保监会召开了房企座谈会，与会12家房企代表包括碧桂园、恒大、万科、融创、中梁、保利、新城、华侨城、绿地、华润、中海和阳光城。根据8月23日央行、住建部官网披露，会议形成了重点房地产企业资金监测和融资管理规则，市场称之为“345”新规。
- “345”新规具体是将重点房企直接纳入监管体系按负债率为核心指标进行监管，依据杠杆水平高低设置三道红线，剔除预收款后负债率大于70%、净负债率超过100%、现金短债比小于1倍，将房企分为四档设置信贷增长规模。根据观点网站，监管部门在9月26日提出将要求试点房企在2023年6月30日之前完成降负债目标。

## “345”新规说明图

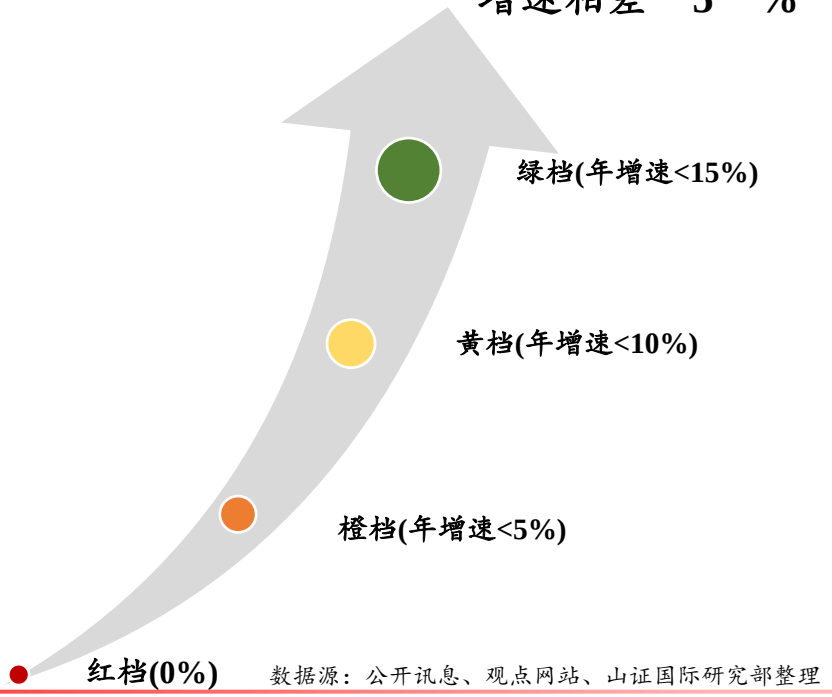
### “3”条红线

- 红线一：剔除预收款后负债率大于70%
- 红线二：净负债率超过100%
- 红线三：现金短债比小于1倍

### “4”档分层管控




每档对应有息负债增速相差“5”%




数据源：公开讯息、观点网站、山证国际研究部整理

# 在30家香港主要上市内房企业中，各自有5家房企触发每一条红线

- 在我们观察的30家香港主要上市内房企业中，各自5家房企触发每一条红线。

| 三条红线计算公式简介* | 触发红线的内房企业数量 |
| --- | --- |
| **红线一：剔除预收款后负债率大于70%**<br>• 计算公式：<br>剔除预收款后的资产负债率=（总负债-预收款）/总资产>70% | 5家 |
| **红线二：净负债率超过100%**<br>• 计算公式：<br>净负债率=（有息负债-现金）/合并权益>100% | 5家 |
| **红线三：现金短债比小于1倍**<br>• 计算公式：<br>现金短债比=现金/短期有息负债<1 | 5家 |

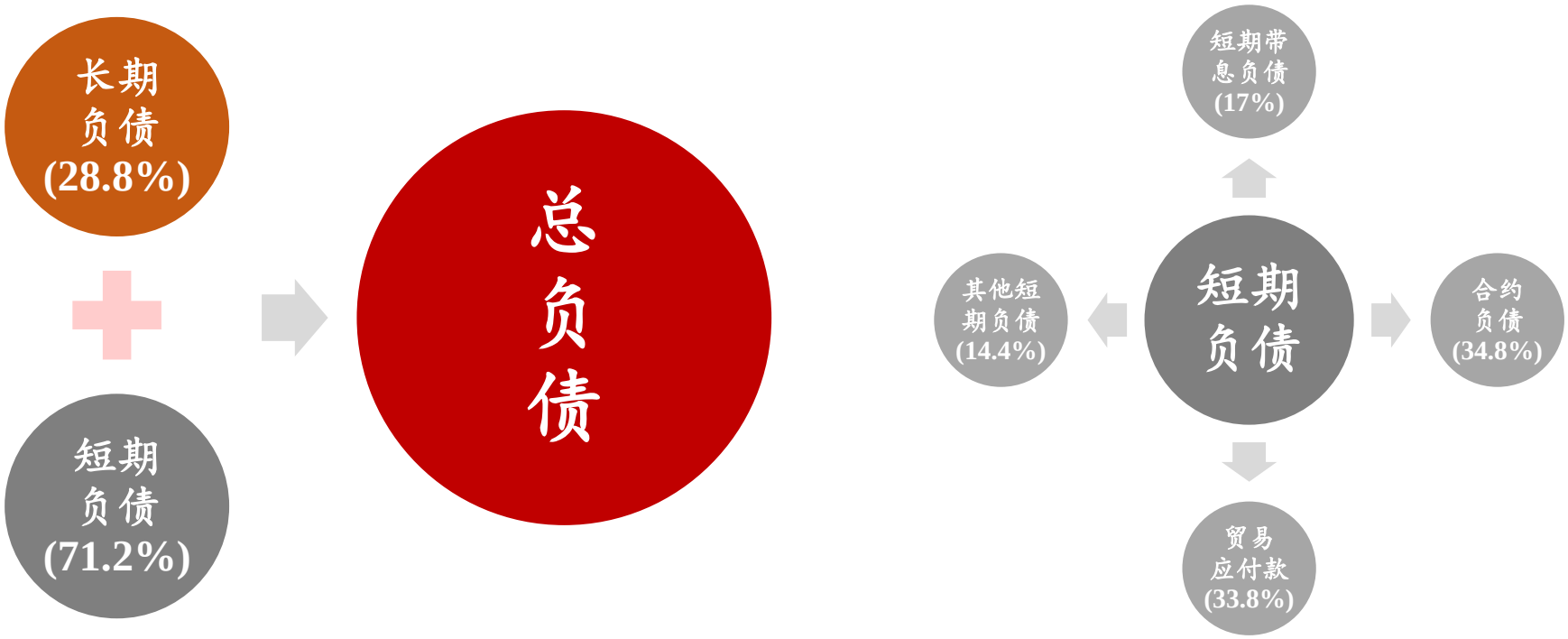
*数据均是上市公司截止2020年6月30日之数值。其中，永续资本计入权益中以及现金是包括受限制现金及存款

数据源：公司公告、公开讯息、山证国际研究部整理

# 内房企业主要以短期负债为主

- 在我们观察的30家香港主要上市内房企业中，长、短期负债平均占比分别约为28.8%及71.2%。短期负债主要可以分为短期有息负债、合约负债、短期贸易及其他应付款及其他短期负债，平均分别占比约17%、34.8%、33.8%、14.4%。

**内房企业负债结构图**




数据源：公司公告、山证国际研究部整理

# 中国恒大及富力地产触发三条红线，不得增加有息负债

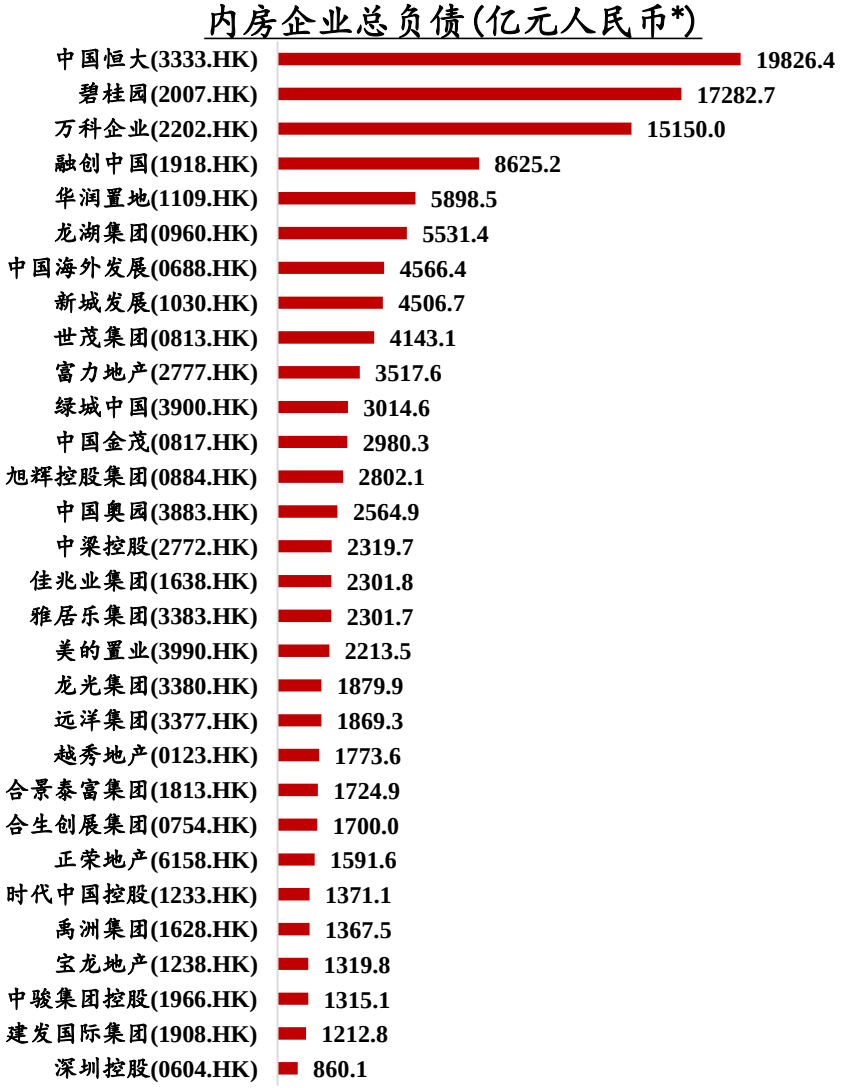
- 在我们观察的30家香港主要上市内房企业中，21家没有触发红线，被视作「绿档」，有息负债年增速可达15%；
- 合景泰富、合生创展、佳兆业、禹洲和建发国际均触发一条红线，被视作「黄档」，有息负债年增速可达10%；
- 融创中国和中国金茂均触发两条红线，被视作「橙档」，有息负债年增速可达5%；
- 中国恒大和富力地产均触发全部三条红线，被视作「红档」，不得增加有息负债。

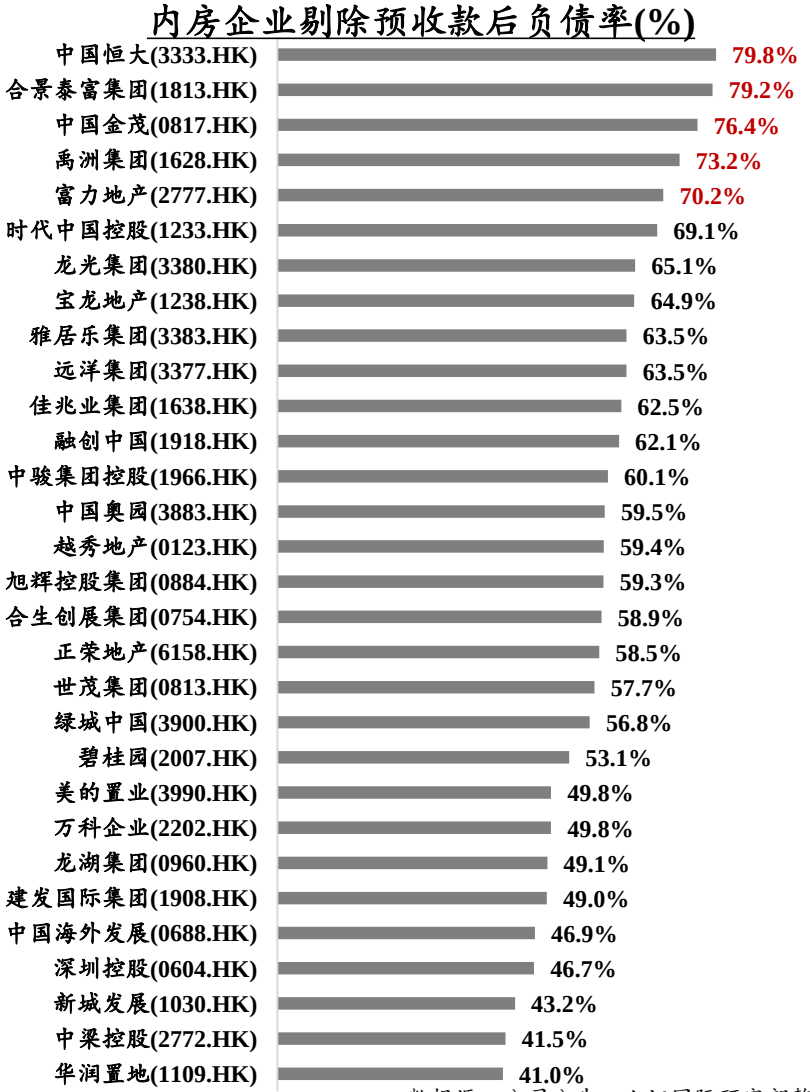
**在港上市主要内房企业触发红线的情况**




数据源：公司公告、山证国际研究部整理

# 30家香港上市主要内房企业平均负债率(剔除预收款后)约为59%

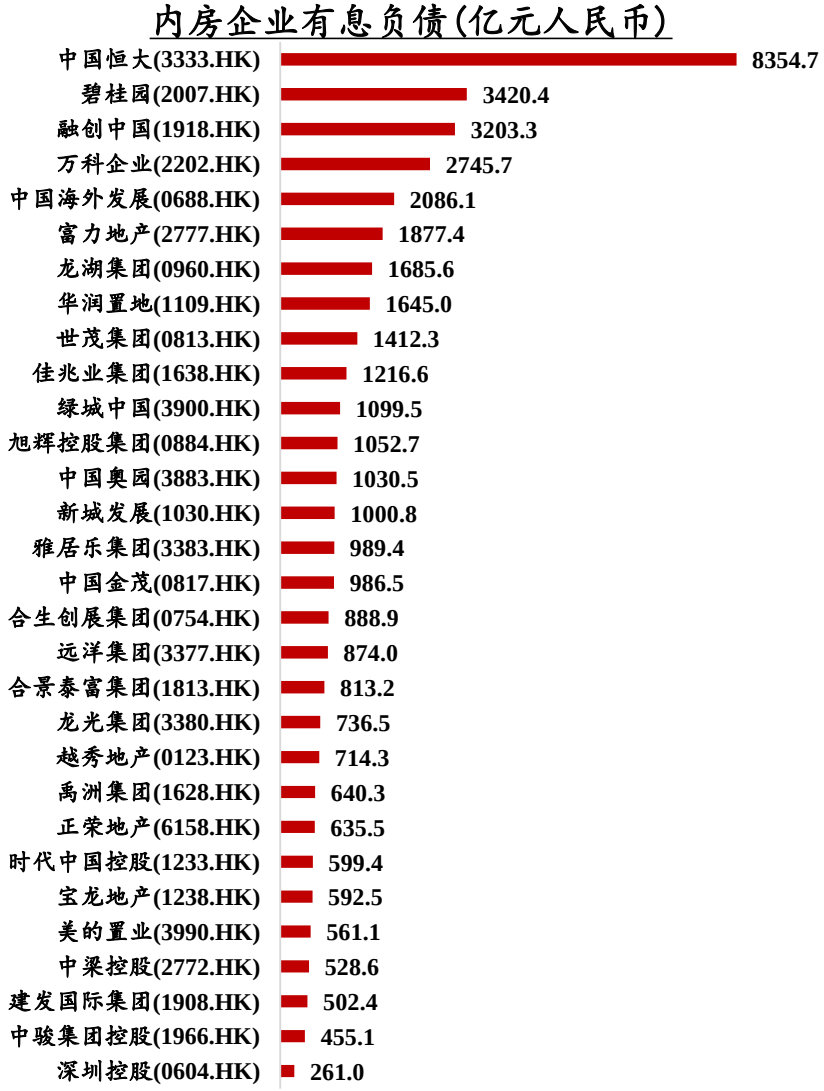


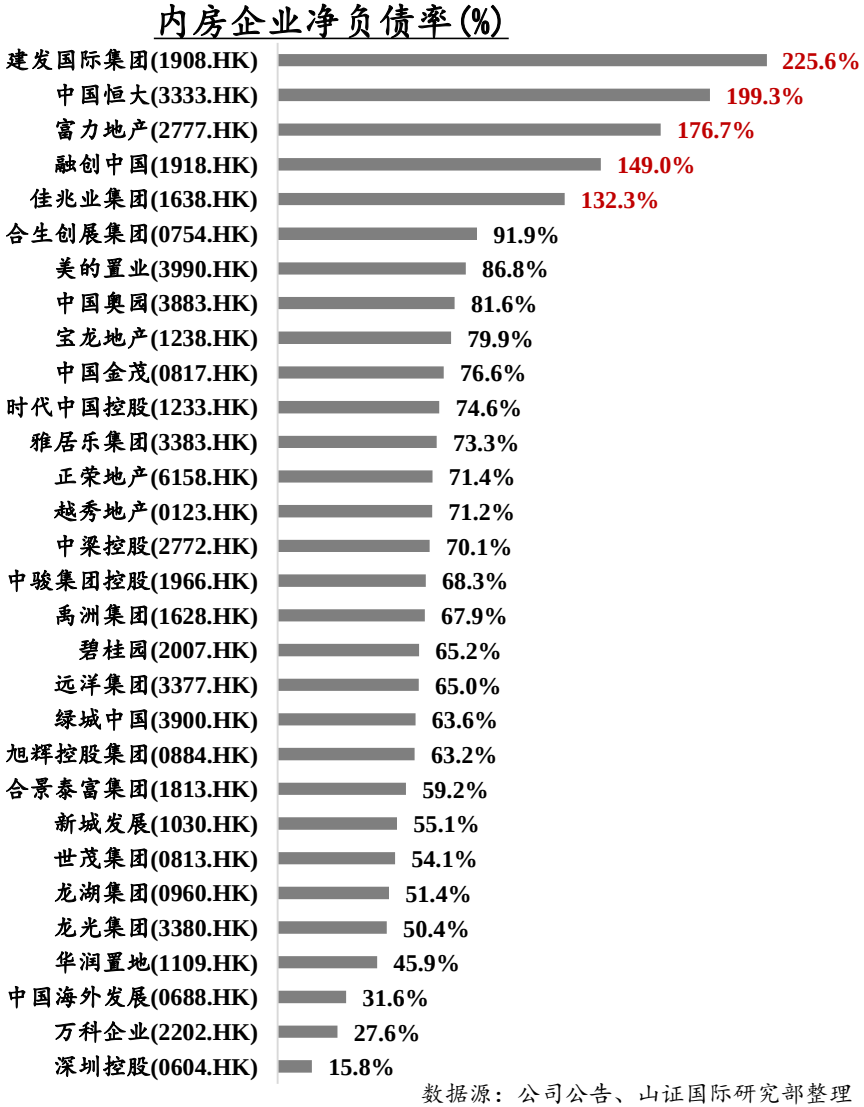




*合生创展集团所有数值均以港元计算

数据源：公司公告、山证国际研究部整理

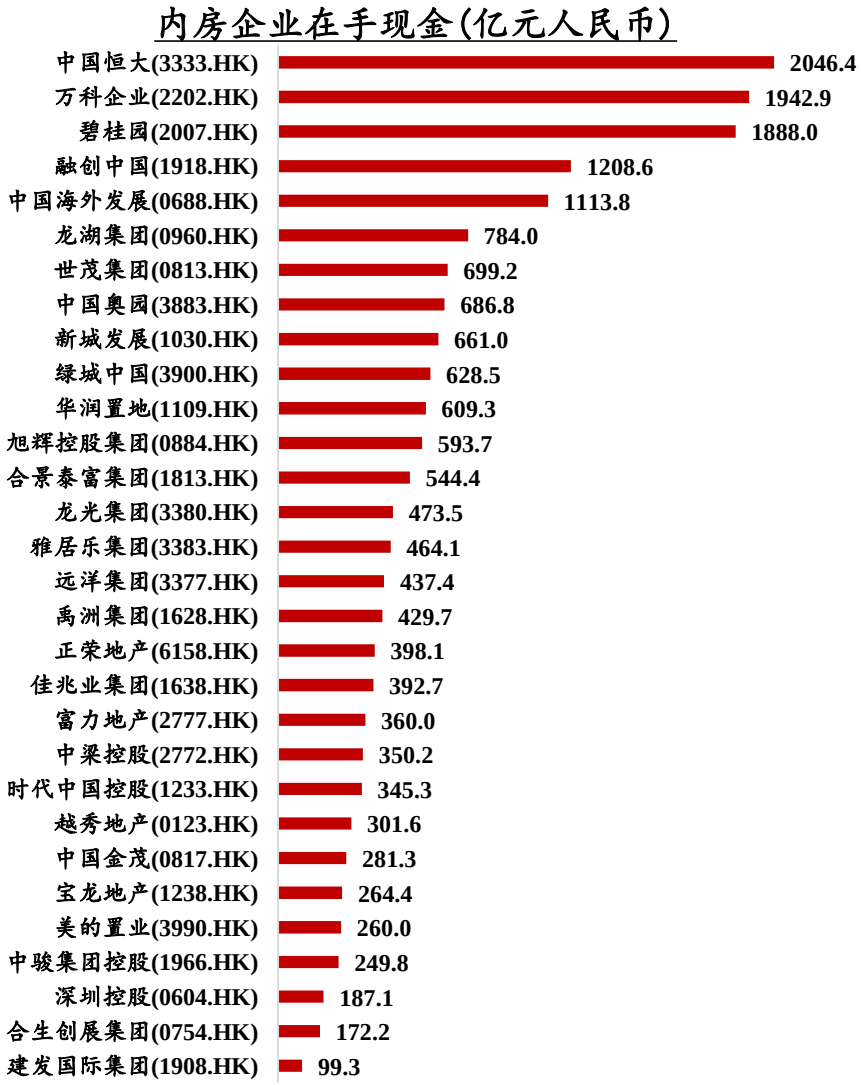
# 30家香港上市主要内房企业平均净负债率约为81.5%

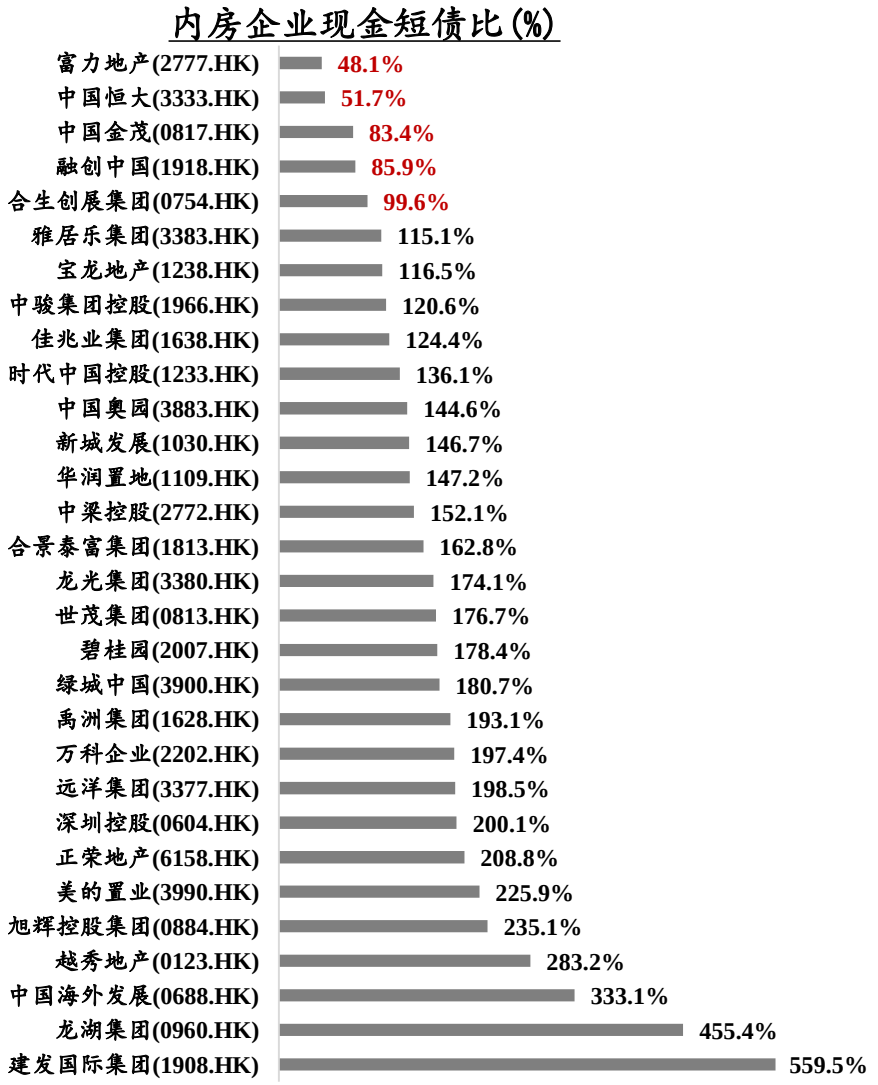



数据源：公司公告、山证国际研究部整理

# 30家香港上市主要内房企业平均现金短债比约为184.5%




数据源：公司公告、山证国际研究部整理

# “345”融资新规对依赖高杠杆驱动销售增长的房企影响较为显著

- “345”融资新规将直接限制内房企业有息债务规模年增速，进一步规范行业健康发展，对依赖高杠杆驱动销售增长的房企影响较为显著。我们预计，随着负债较高的内房企业出清库存以提振资产负债表，短期内房企业在销售策略方面需要“以价换量”，导致毛利率承压；长期而言，内房企业将削减土地支出，销售增速放缓。此外，内房企业将通过分拆非房地产开发核心业务(如物管业务)独立上市、配股和出售资产等方式去杠杆。

**高负债内房企业将通过不同方式去杠杆**

| | |
|---|---|
| 债务结构 | • 增加长期债务，缩少短期债务 |
| 土储配置 | • 削减土地支出，销售增速放缓 |
| 资金渠道 | • 分拆非核心业务独立上市、配股等 |
| 利润率 | • 毛利率走低 |

数据源：山证国际研究部整理

# 第三章

## 高负债内房企业个案分析：中国恒大

# 中国恒大事件凸显高负债对内房企业股价影响重大

## 中国恒大近日就网传之债务危机的回应

**2020年9月24日 (交易中)**

- 网传中国恒大一份在8月向广东省人民政府发出「关于恳请支持重大资产重组项目的情况报告」
- 内容提及假如恒大地产不能按时完成重组，可能导致其现金流断裂，进而引发金融系统性风险

**2020年9月24日 (收市后)**

- 发出严正声明：
- 「近日，网上流传有关恒大地产重组情况的谣言，相关文件和截图凭空捏造、纯属诽谤，对我公司造成严重的商誉损害。我公司强烈谴责，已向公安机关报案，坚决用法律武器维护公司合法权益。」

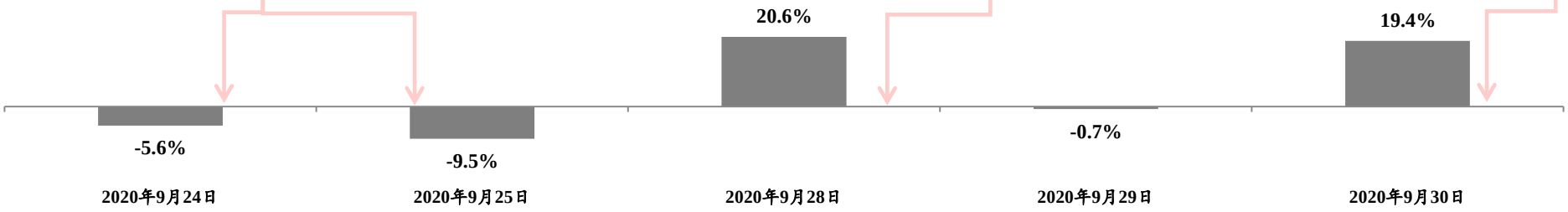
**2020年9月25日**

- 公告营运业绩最新情况：
- 截至2020年9月24日，销售、销售回款分别达5,049亿元及4,521亿元，同比增长11.4%及51.3%
- 计划在2020年9月、10月累计实现2,000亿元销售
- 力争每年下降1,500亿元有息负债。截至2020年9月24日，有息负债较2020年3月末已下降约534亿元，融资成本下降2.24%，提前归还2020年9月25日以后到期借款435亿元
- 公司成立24年来，共计借款20,523笔，从未出现利息晚付、本金逾期归还的情况

**2020年9月29日**

- 与持有恒大地产总额863亿元的战略投资者签订补充协议公告：
- 已与持有恒大地产总额863亿元的战略投资者签订补充协议。补充协议明确战略投资者已同意不要求进行回购并继续持有恒大地产权益，且在恒大地产的股权比例保持不变
- 已与持有恒大地产总额155亿元的战略投资者商谈完毕，该等战略投资者正在办理审批手续
- 正与剩余持有恒大地产总额282亿元的战略投资者进行商谈

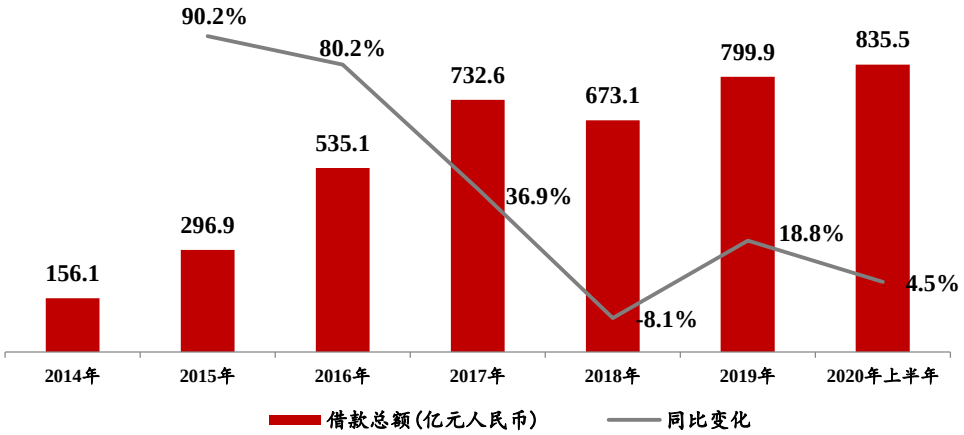
## 中国恒大股价表现



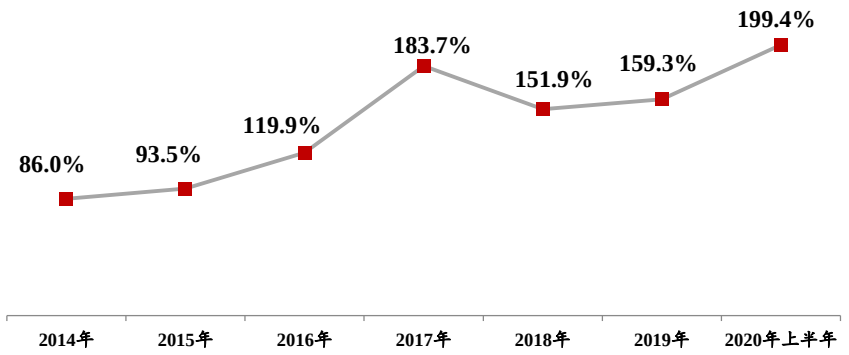

数据源：公司公告、WIND、山证国际研究部整理

# “高杠杆、高负债、高周转”经营模式将一去不返

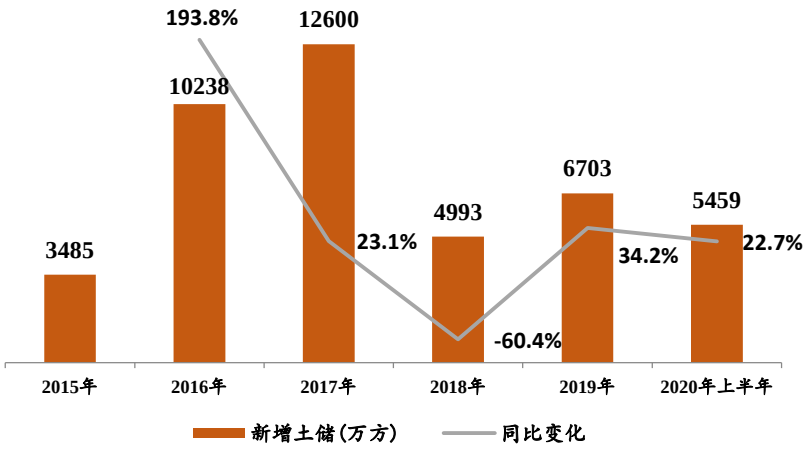
## 中国恒大借款总额及同比变化



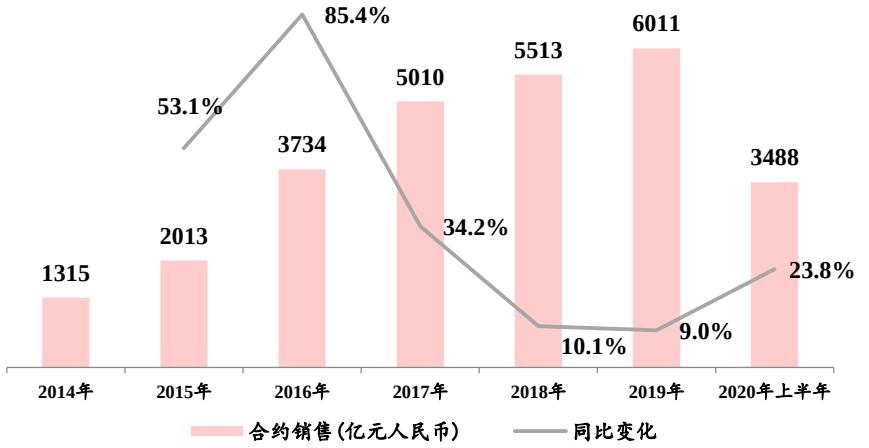

## 中国恒大净负债率




## 中国恒大新增土储及同比变化



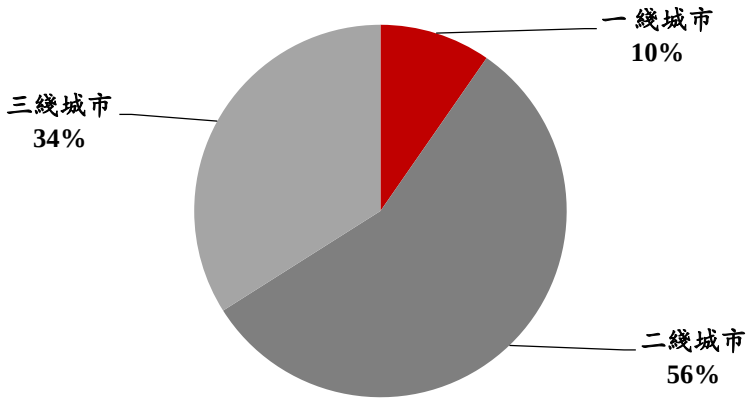

## 中国恒大合约销售及同比变化



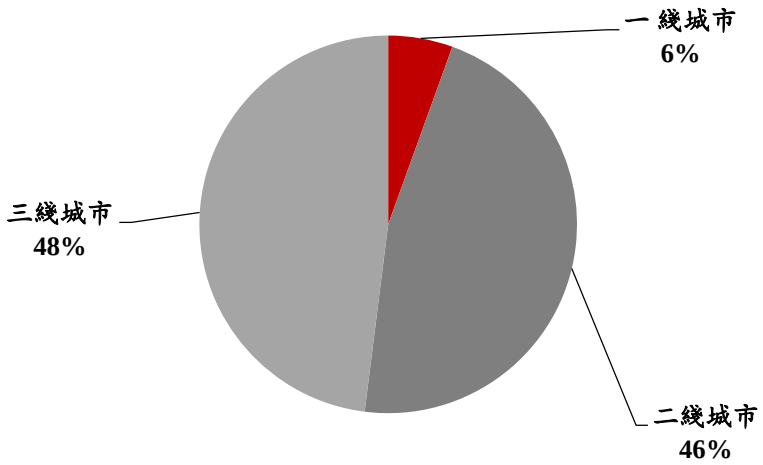

数据源：公司公告、山证国际研究部整理

# 庞大的低成本优质土储将为中国恒大“去杠杆”提供强而有力的支撑

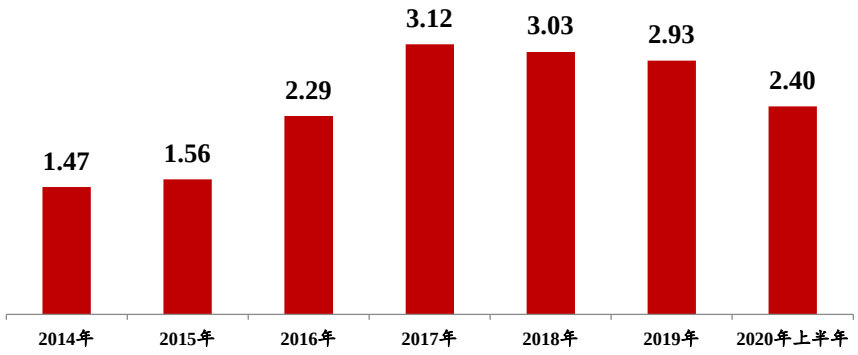
## 中国恒大土储按地价原值分布图



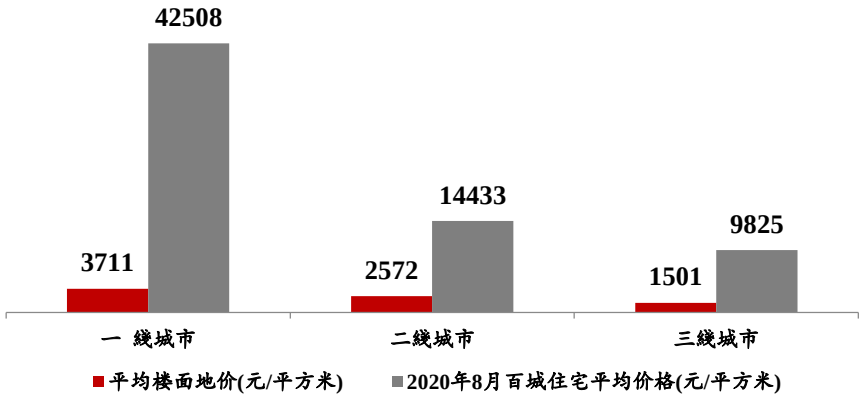

## 中国恒大土储按规划建筑面积分布图




## 中国恒大总土储(亿平方米)




## 中国恒大平均楼面地价与百城住宅平均价格对比




数据源：公司公告、山证国际研究部整理

# 重要声明

免责声明：

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由山证国际金融控股有限公司及其连系公司（「山证国际」）编写。此报告所载资料的来源皆被山证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。山证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映山证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。山证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

分析师声明：

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

a) 本研究报告所表达的任何观点均精确地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；
b) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系；
c) 该分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，以及无拥有任何所述公司之财务权益或持有相关股份。

山证国际
香港金钟夏悫道18号海富中心1座29楼A室
电话：(852) 2501 1039
传真：(852) 2810 9962
公司网址：http://www.ssif.com.hk