



资产证券化的大门正在打开

中信证券研究部

2015 年 10 月 12 日

陈聪

电话: 010-60838249

邮件: chencong@citics.com

执业证书编号: S1010510120047

付瑜

电话: 010-60836707

邮件: yufu@citics.com

执业证书编号: S1010512080008

联系人: 左腾飞

电话: 021-20262127

邮件: zuotengfei@citics.com

本周重要指标监测

一、新房签约					
	10 大城市	30 大城市	一线城市	二线城市	三线城市
日均销售面积 (万平方米)	19.20	43.41	6.71	27.21	9.49
同比增速 (%)	51.14	27.91	25.19	39.28	4.94
环比增速 (%)	-40.30	-31.18	-50.90	-27.32	-20.74
中信证券销售指数 (期末比期初)	220.7, 本周相比上周上升 146.8 点, 若剔除节假日影响, 本周相比节前下降 51.1				
二、核心销售预测指标					
	上海	北京	深圳	广州	天津
中原二手住宅价格指数	51.31	38.32	41.74	34.81	37.38
最新最低优惠利率 (按融 360)	82 折	82 折	82 折	82 折	82 折
三、房价					
百城房价月环比变动 (最新)	0.28				
一二线龙头公司销售均价	12968.24				
一二线龙头公司销售均价月环比 (%)	0.05				
三四线龙头公司销售均价	6998.66				
三四线龙头公司销售均价月环比 (%)	-5.96				
四、供给变动					
	10 大城市	一线城市	非一线城市		
商品房可销售面积 (万平方米)	9845.84	3611.29	6234.55		
商品房可销售面积周环比 (%)	-1.15	-1.00	-1.24		
商品房可销售面积周同比 (%)	-0.02	-5.23	3.28		
商品房可销售套数	810741	277406	533335		
商品房可销售套数周环比 (%)	-1.24	-1.24	-1.24		
商品房可销售套数周同比 (%)	1.75	-6.40	6.58		
中信证券供给指数 (期末比期初)	1.269, 本周相比上周下降 0.033				
五、土地市场					
	40 个大中城市	一线城市	二线城市	三线城市	
上周土地成交总价 (亿元)	58.27	20.55	18.39	19.33	
上周土地成交总价周环比 (%)	-90.08	-91.19	-93.23	-76.60	
上周住宅类用地楼面地价	5316	19374	4353	3309	
上周住宅类用地楼面地价周环比 (%)	0.15	40.78	-35.81	81.12	
备注: 此处一、二、三线城市以 Wind40 个大中城市为准					
备注: 此处的龙头公司, 一二线指中国海外发展/万科/保利, 三四线指恒大和碧桂园					

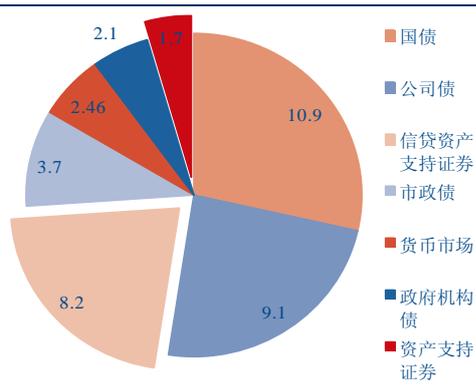
资料来源: Wind, 中信证券研究部

本周聚焦

市场在政策的刺激之下继续着热销节奏。这次的热销和以往不同，这是频繁政策刺激之下的热销。既然当前看政策仍有持续空间，那么 2016 年春节之前热销的大格局应该不会发生根本性变化。

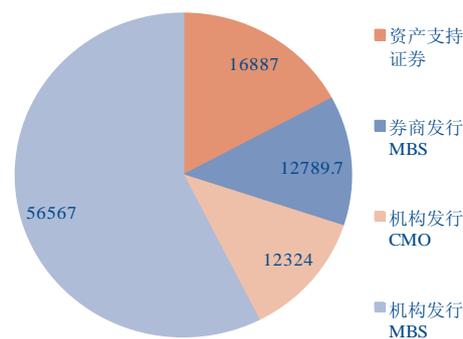
今天我们谈另一个话题，房地产行业 and 资产证券化。美国 MBS 的规模十分庞大，住房按揭贷款的证券化盛行。但在我国，资产证券化从来都不是房地产业的热门话题。

图 1：2012 年底美国债券市场存量
(单位：万亿美元)



资料来源：美国证券业协会

图 2：2012 年美国资产证券化发行量
(单位：亿美元)



资料来源：美国证券业协会

房地产行业相关的资产证券化，当然不只是住房按揭贷款的资产证券化，但毫无疑问最重要的是按揭贷款的资产证券化。我们认为，我国按揭贷款的资产证券化或将加速展开。

- 第一、低利率时代的到来，高回报的固定收益类产品越来越少，资产证券化产品在市场上的竞争力逐渐增强；
- 第二、商业银行对待按揭贷款基础资产的态度日益理性，不再出现 7 折利率这样的超低定价，且按揭贷款的平均持有年限随房价上涨而逐渐拉长，这都有利于资产证券化产品设计；
- 第三、利率市场化环境下，首套房按揭定价空间彻底打开，首付比例已经调整到 25%（个别限购城市 30%），首套房的定义已经非常广阔，公积金的各项管制都已经放开。可以说，再想通过传统的办法去给居民加杠杆空间已经不大，只有大规模资产证券化可以继续增加实际的房贷投放。因此，我们认为政策对于按揭贷款资产证券化也是比较支持的。

表 1：商贷利率和首付的变化

年份/时点	首付变化			利率浮动		
	首套	二套	三套及以上	首套	二套	三套及以上
1995.08-1997.04	≥30%	≥30%	≥30%	减档执行	减档执行	减档执行
1997.04-1999.07	≥30%	≥30%	≥30%	减档执行再下浮 10%	减档执行再下浮 10%	减档执行再下浮 10%
1999.07-2003.06	≥30%	≥30%	≥30%	减档执行再下浮 10%	减档执行再下浮 10%	减档执行再下浮 10%
2003.06-2005.03	≥20%	>20%	>20%	9 折	基准	基准
2005.03-2006.05	≥20%	>20%	>20%	9 折	大于等于 9 折	大于等于 9 折
2006.05-2006.08	20%-30%	≥30%	≥30%	9 折	大于等于 9 折	大于等于 9 折
2006.08-2007.09	20%-30%	≥30%	≥30%	85 折	大于等于 85 折	大于等于 85 折
2007.09-2008.10	20%-30%	≥40%	≥40%	7 折	1.1 倍及以上	1.1 倍及以上



房地产行业周报第 200 期

年份/时点	首付变化			利率浮动		
	首套	二套	三套及以上	首套	二套	三套及以上
2008.10-2010.01	≥20%	≥20%	≥20%	7 折	大于等于 7 折	大于等于 7 折
2010.01-2010.04	≥20%	≥40%	≥40%	7 折	大于等于 7 折	大于等于 7 折
2010.04-2010.09	20%-30%	≥50%	≥50%	7 折	1.1 倍及以上	1.1 倍及以上
2010.09-2011.01	≥30%	≥50%	不适用	7 折以上	1.1 倍及以上	停贷
2011.01-2012.04	≥30%	≥60%	不适用	7 折以上	1.1 倍及以上	停贷
2012.04-2013.04	≥30% (部分公积金 20%)	≥60%	不适用	7 折以上	1.1 倍及以上	停贷
2013.04-2014.10	≥30% (部分公积金 20%)	≥60% (部分 70%)	不适用	7 折以上	1.1 倍及以上	停贷
2014.10-2015.03	≥30% (部分公积金 20%), 扩大了首套房定义 (还清房贷)	未提及, 承前应为 ≥60% (部分 70%)	在非限购城市, 已经还清贷款 “审慎把握, 合理确定”, 应为类似二套	7 折以上	未提及, 应仍为 1.1 倍以上	对已经还清贷款的, “审慎把握, 合理确定”
2015.03-2015.09	≥30%, 公积金 20%, 鼓励组合贷款	≥40%, 公积金为 30%	未提及	7 折以上	未提及, 应仍为 1.1 倍以上	未提及
2015.09 以后	非限购城市 ≥25%, 限购城市 ≥30% 公积金 20%	≥40%, 公积金为 30%	未提及	7 折以上	未提及, 应仍为 1.1 倍以上	未提及

资料来源：历次央行公告，中信证券研究部整理

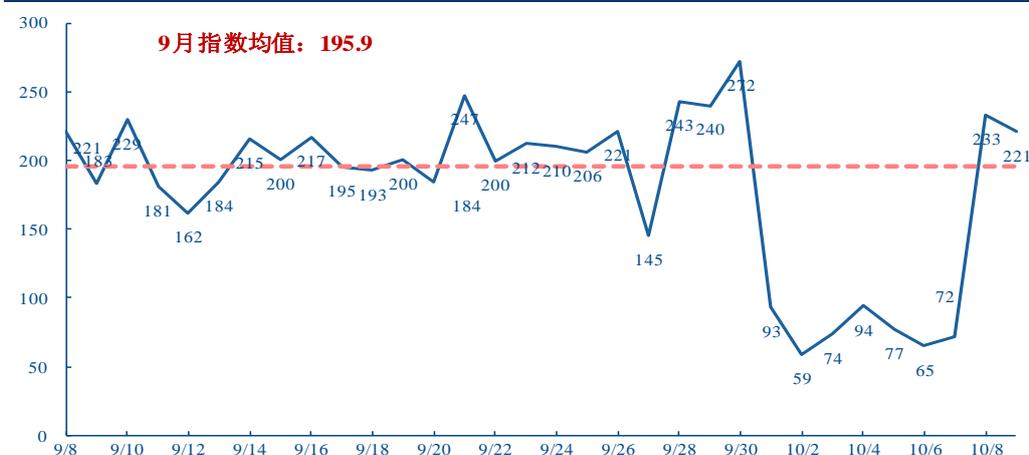
除了按揭贷款的资产证券化之外，隐性的个人信用贷款资产证券化在短期也有可能快速展开。所谓的隐性的个人信用贷款，主要是个人为了规避按揭贷款过高的首付比例要求，向一些企业（可能是开发企业，房地产服务商或金融机构）借入的贴补首付的贷款。这一业务从中长期看并没有太大空间（因为首付比例还可能会继续下降），但短期看企业往往有将贷款出表的需要，而这些较高定价的个人贷款本身也有广阔的市场需求。

最后，房地产企业一些稳定收益来源的资产证券化也有广阔的空间。早年华侨城的门票资产证券化开一时风气之先，而世茂集团在 2015 年 7 月开展的物业费的资产证券化，更使得开发企业有了新的金融工具。

我们预计，资产证券化大门的打开，将会进一步提升居民加杠杆的可能性，使得 2014 年底以来的热销可以更加持久一些，也会丰富开发企业的金融工具选择。

市场运行监测

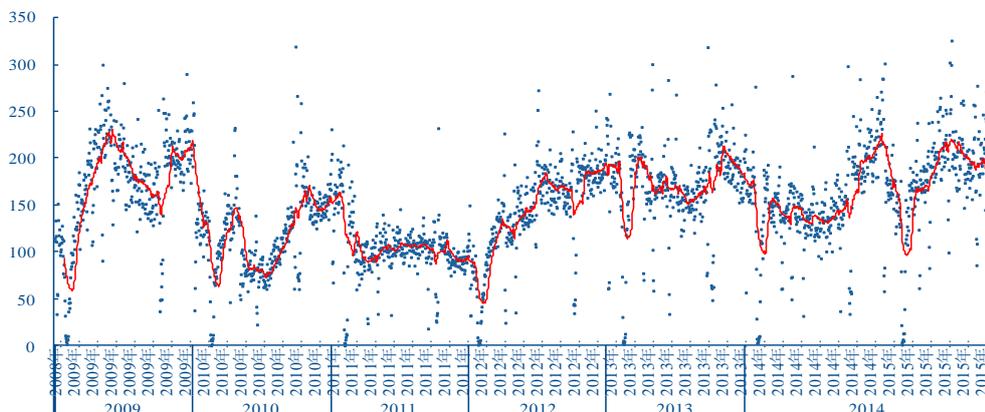
图 1：近一个月中信证券地产销量指数变化曲线



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

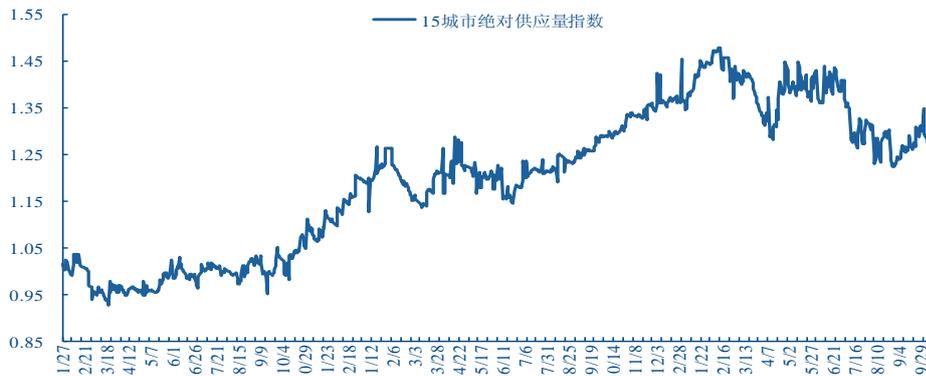


图 2：中信证券地产销量指数



注：我们以 2011 年 11 月-12 月平均的一周作为基准日，将我们所能取得的城市交易量比照基准日，并最终选取 49 个城市相对销量的中位数，作为当天的中信证券地产销量指数。图中散点表示每天销量指数的数值，红线表示 30 天移动平均值变化
资料来源：Wind，中信证券研究部测算

图 3：15 城市绝对供应量指数（2011 年 12 月 31 日=1）



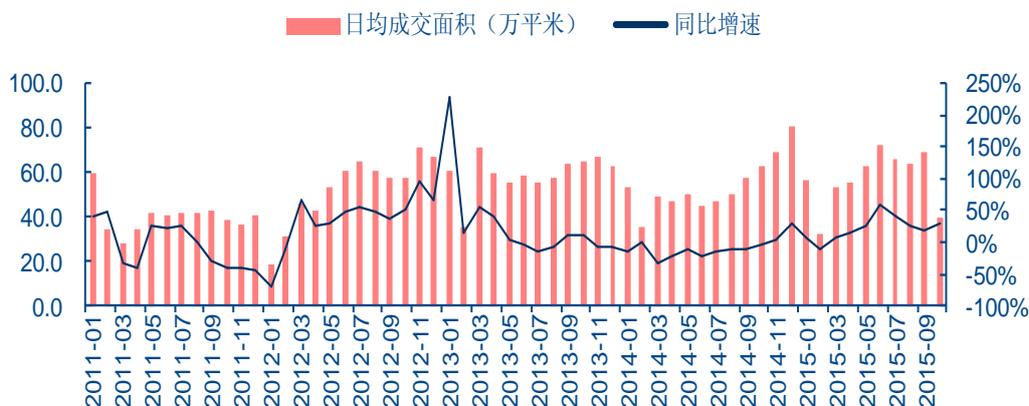
注：15 个城市包括：北京、上海、广州、深圳、杭州、南京、青岛、苏州、无锡、宁波、东莞、哈尔滨、南昌、惠州和济宁。将此 15 个城市每日供应量除以基准日，得到的指数再取中值得到该指数
资料来源：Wind，中信证券研究部测算

图 4：中原二手房报价指数



注：中原报价指数高于 50% 时，说明报价上调房源占比高于报价下跌房源的占比，房价上升的可能性较大；低于 50% 时，说明报价下跌房源的占比高于报价上调房源占比，房价很可能会下跌；50% 则表示报价上调房源占比与报价下跌房源占比基本相同
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

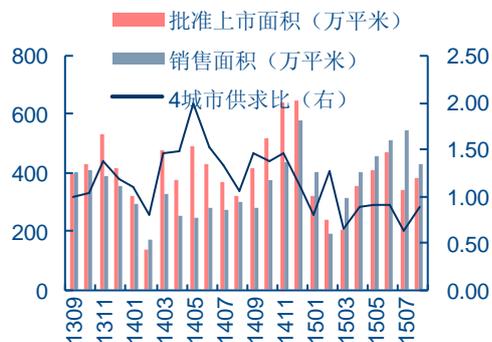
图 5：一手房日均成交月度变化



注：若当月未完结，则数据为截至目前的最新数据

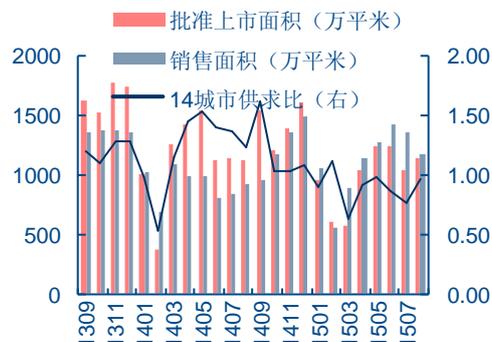
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 6：4 个主要城市一年以来供求变化



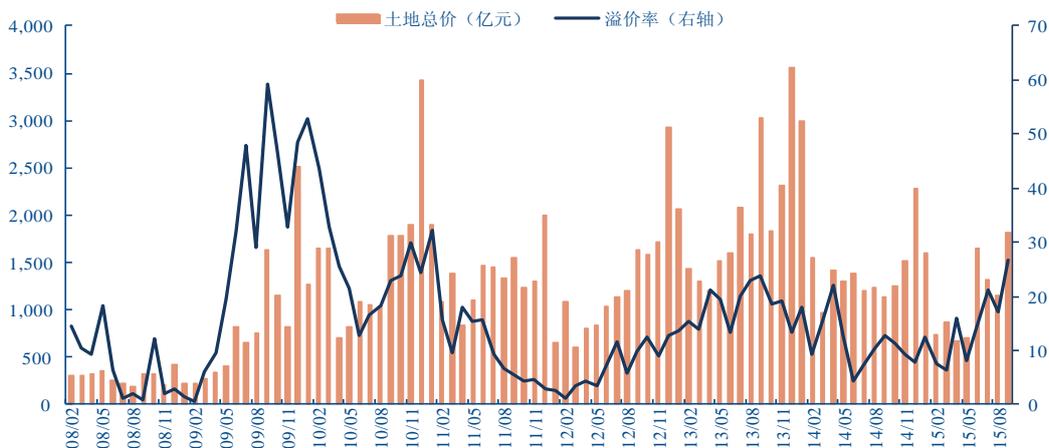
资料来源：中国指数研究院注：4 个主要城市指：北京、上海、广州、深圳。

图 7：14 个代表城市一年以来供求变化



资料来源：中国指数研究院，14 个代表城市包括北京、上海、广州、深圳、天津、沈阳、大连、苏州、青岛、南通、合肥、武汉、长沙、成都。

图 8：40 个城市土地成交总价及溢价率

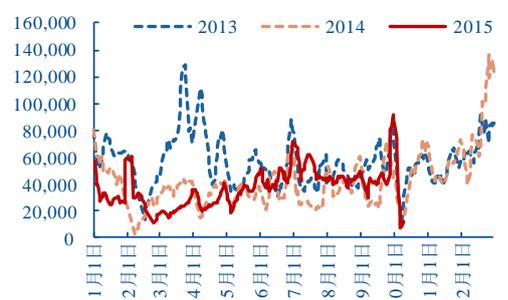


资料来源：Wind，中信证券研究部整理



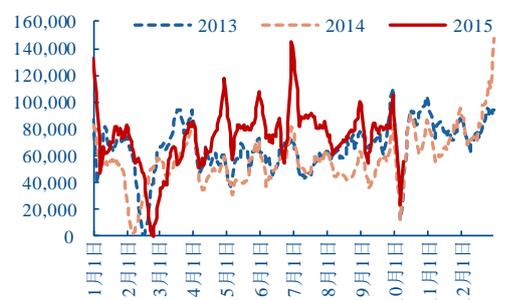
详细资料

图 9：北京一手房成交面积同比 单位：平米



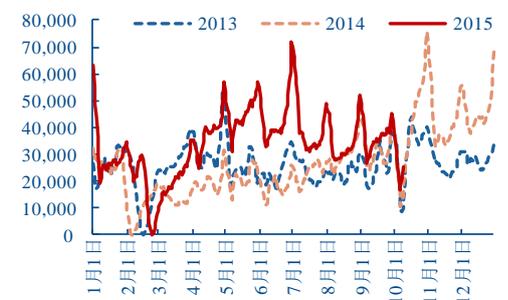
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 11：上海一手房成交面积同比 单位：平米



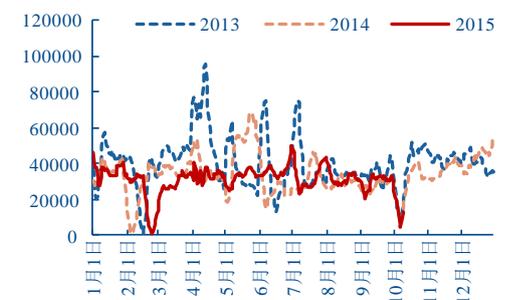
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 13：杭州一手房成交面积同比 单位：平米



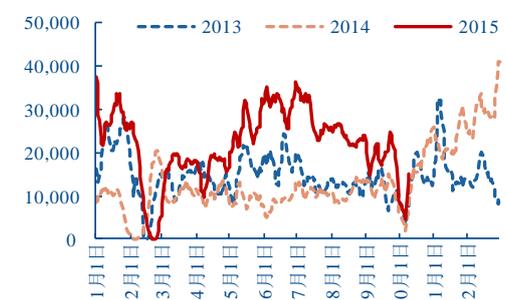
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 15：成都一手房成交面积同比 单位：平米



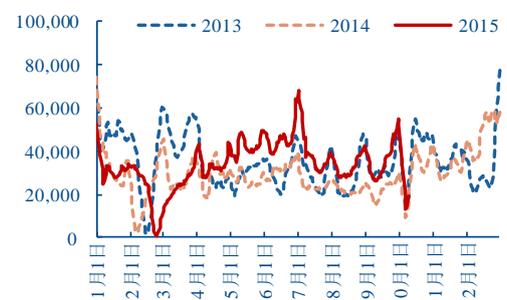
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 10：深圳一手房成交面积同比 单位：平米



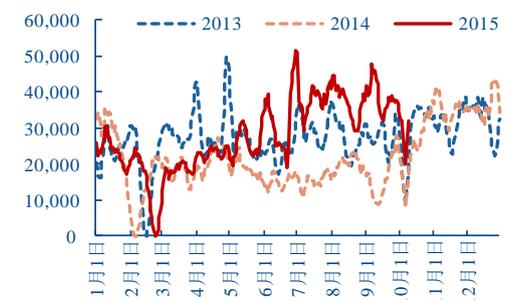
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 12：广州一手房成交面积同比 单位：平米



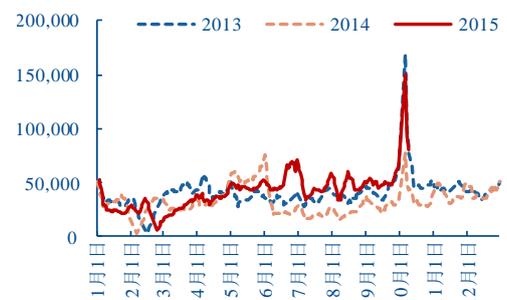
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 14：南京一手房成交面积同比 单位：平米



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 16：天津一手房成交面积同比 单位：平米



资料来源：Wind，中信证券研究部整理



房地产行业周报第 200 期

表 4：9 月 28 日-10 月 4 日商品房热销情况（标粗为 A 股上市公司项目）

排名	项目名称	成交面积 (㎡)	成交均价 (元/㎡)	成交金额 (万元)	排名	项目名称	成交面积 (㎡)	成交均价 (元/㎡)	成交金额 (万元)
西安					青岛				
1	山水岭秀	17853	4265	7613.35	1	白沙湾	4953	5110	2530.88
2	鼎正·大都城	4813	5494	2644.38	2	万达海上华府	5603	6946	3891.55
3	曲江·紫金城	5882	6182	3636.15	3	银盛泰浪琴海	4951	9707	4806.16
4	世融·嘉境	4910	6723	3301.31	4	海尔国际信息谷	3961	7621	3019.11
5	高新水晶·卡芭拉	5637	6925	3903.45	5	银盛泰·星河城	3684	6535	2407.49
重庆					上海				
1	金科天宸	15119	5071	7667.6	1	恒大帝景	15591	23517	36665.56
2	龙湖 u 城	11732	4949	5805.74	2	恒盛豪庭	12087	31881	38533.16
3	融汇半岛	10137	5811	5889.96	3	VCITY	3770	26584	10023.62
4	恒大照母山	9805	8561	8393.37	4	上海青浦万达茂	3577	21976	7861.29
5	和泓江山国际	9631	7610	7329.34	5	新湖青蓝国际	3797	61728	23441.11
福州					广州				
1	华润橡树湾	4722	12950	6115.57	1	南沙滨海花园	20819	11946	24870.95
2	中联东郡	4578	13895	6361.09	2	万科幸福誉	6761	9670	6537.59
3	万科又一城	3908	11500	4494.34	3	广州时代云图	5618	10427	5857.43
4	融信白宫	4703	17362	8164.8	4	中海花湾壹号	4879	30977	15113.61
5	融信后海	3558	21374	7604.59	5	万科东荟城	4524	16202	7329.03
苏州					深圳				
1	中海山湖一号	16967	10462	17750.88	1	力高·君御国际	6177	19694	12165.01
2	金辉优步花园	12390	10414	12903.07	2	保利悦都	4098	34280	14049.49
3	华丽家族 太上湖	14717	6271	9228.26	3	光明峰荟	5556	21429	11906.54
4	万科金域平江	9991	18541	18523.83	4	银信中心	3260	30692	10006.29
5	阳光天地	7089	14325	10155.39	5	金地鹭湖 1 号	2995	27650	8280.8
厦门					杭州				
1	国贸商城	6095	18000	10971.38	1	顺发美哉美城	10619	18114	19235.49
2	联发欣悦湾	4983	13500	6727.28	2	金成江南春城·竹海水韵	9790	8284	8110.02
3	泰禾厦门院子	5303	22467	11913.73	3	大业·江东南	6873	7959	5470.8
4	禹洲溪堤尚城	2825	11000	3107.67	4	中国铁建江南国际	2726	15837	4317.4
5	海沧万科城	2483	18170	4510.9	5	春江悦茗	2610	17426	4548.21

资料来源：中国指数研究院，中信证券研究部整理

表 5：重点公司估值表

	股价 (元)	NAV (元)	EPS (元)			PE			评级
			14A	15E	16E	14A	15E	16E	
华发股份	12.96	21.52	0.79	0.84	0.93	16.4	15.4	13.9	买入
滨江集团	7.15	7.21	0.31	0.37	0.43	23.4	19.3	16.6	买入
万科 A	13.23	11.80	1.43	1.66	1.87	9.3	8.0	7.1	买入
保利地产	8.32	15.36	1.14	1.40	1.69	7.3	5.9	4.9	买入
招商地产	31.12	27.39	1.66	2.12	2.44	18.7	14.7	12.8	买入
首开股份	9.77	11.96	0.73	1.00	1.20	13.3	9.8	8.1	买入
金融街	8.49	14.41	0.97	1.12	1.30	8.8	7.6	6.5	买入
香江控股	6.38	10.88	0.33	0.44	0.47	19.1	14.5	13.6	买入
冠城大通	7.37	6.80	0.63	0.87	0.98	11.70	8.47	7.52	买入
中南建设	11.03	15.62	0.82	0.90	0.96	13.5	12.3	11.5	持有
荣盛发展	7.84	6.89	0.85	0.91	0.98	9.2	8.6	8.0	持有
世茂股份	10.40	14.52	1.08	1.15	1.27	9.6	9.0	8.2	买入

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

注：股价为 2015 年 10 月 9 日收盘价

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：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 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联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。