

房地产信托业务研究系列之三

三季度房地产信托业务研究报告

文/余磊

研究发展部

二〇一〇年十一月

目 录

摘 要.....	3
一、三季度房地产市场的运行情况及未来展望	4
1、市场回暖引发“二次调控”	4
2、资金来源萎缩，投资热情不减，库存压力加大，资金链逐渐趋紧.....	7
3、对房地产市场的未来展望.....	9
二、三季度房地产信托的发展概况	9
1、房地产信托产品发行概况.....	9
2、产品设计和风险控制.....	11
(1) 三季度房地产信托产品平均期限.....	11
(2) 三季度各种资金运用方式占比情况.....	12
(3) 风险控制措施.....	13
3、创新产品分析.....	15
(1) 风控措施创新的信托产品.....	15
(2) 资金运用方式创新的信托产品.....	16
(3) 投资领域创新的信托产品.....	17

摘 要

三季度以来，随着通胀预期的不断加剧、悲观情绪的逐渐缓解、刚性需求的逐步释放及楼市传统销售旺季“金九银十”的到来，楼市成交量在一定程度上得以恢复，房价重新呈现上涨势头。为巩固房地产市场调控成果，稳定公众对于房价的预期，国庆长假前，国家有关部委出台二次调控政策，各地相继出台新的房地产市场调控明细，进一步表明了政府对于调控房价的态度和决心。

“二次调控”出台及加息周期的开启，无疑会增加购房成本，强化购房者对市场的悲观预期，积聚市场的系统性风险。差别化信贷政策的持续深入、观望情绪下房企销售回款速度的降低、加息周期中财务成本的提高，将对开发商的现金流带来更加严峻的考验，增大其违约风险。在市场风险和信用风险日益增加的市场环境下，信托公司该如何开展房地产信托业务？

首先，我们对三季度房地产市场的运行情况进行了简要的回顾，提出对未来房地产市场系统性风险增加和开发商违约风险增大的判断。

其次，对三季度房地产信托市场情况进行了总结：房地产信托发行数量、发行规模都有明显的增加，但占比基本稳定。接下来，我们对三季度房地产信托产品设计和风控措施设置进行分析，发现股权投资与其他应用方式相比呈现出总规模大、平均规模更大的趋势；通过主动管理实现风险防范成为风控措施的主流。而在产品创新方面，风

控措施创新、资金运用方式创新、投资领域创新的信托产品层出不穷。

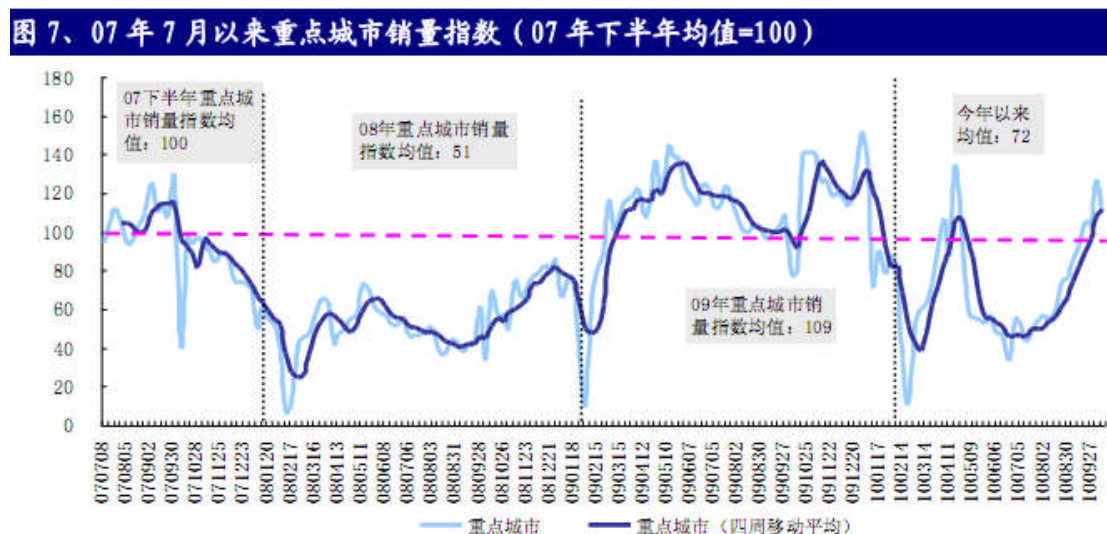
最后，我们提出对公司房地产信托业务的发展建议：总体思路要从以前的“重合作伙伴，轻项目”过渡为“重合作伙伴，更重项目”；在商品房市场系统性风险不断增加的情况下积极拓展保障性住房业务机会。

一、三季度房地产市场的运行情况及未来展望

1、市场回暖引发“二次调控”

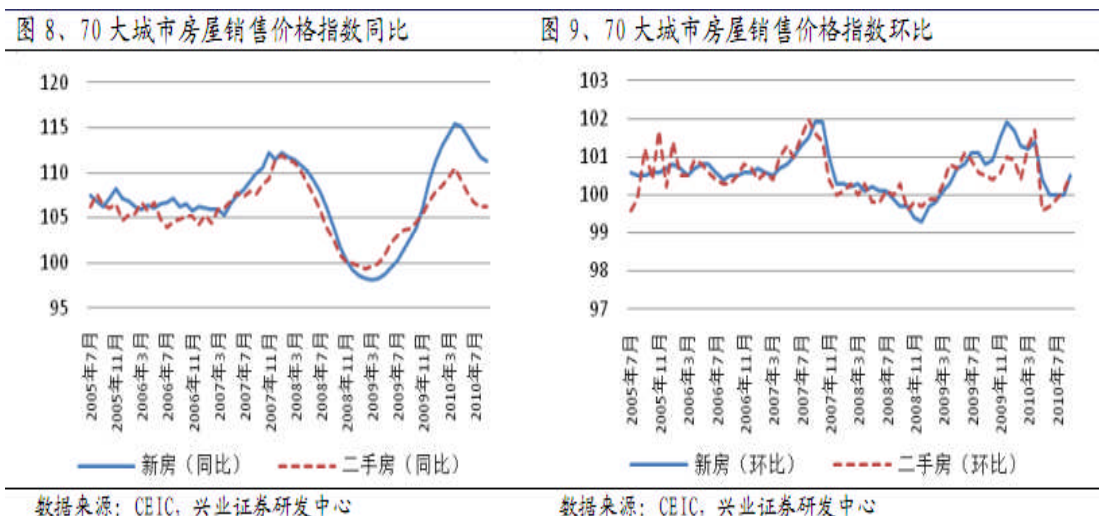
2010年4月17日，国务院为了坚决遏制部分城市房价过快上涨，发布《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》，采取了“史上最为严厉的”信贷政策。通知下达以后，消费者观望情绪日趋浓厚，第二季度的房地产市场呈现量跌价滞的局面。

图1 07年7月以来重点城市销量指数



数据来源：中指研究院，长城证券（重点城市取上海、北京、深圳、广州、天津、南京、重庆、武汉、成都、苏州、长沙）

图 2 05 年 7 月以来 70 大城市销售价格指数



进入三季度，随着通胀预期的不断加剧、悲观情绪的逐渐缓解、刚性需求的逐步释放及楼市传统销售旺季“金九银十”的到来，成交量在一定程度上得以恢复，成交面积和成交额由 7 月份的 6466 万平方米和 3066 亿元，同比降低 15.4%和 19.3%，增至 9 月的 10446 万平方米和 5498 亿元，同比增长 16.6%和 35.2%。

受需求回升及中高档楼盘占比上升的结构性影响，7 份月以来，房价重新呈现上涨势头：7 月份全国 70 个大中城市房屋销售价格同比上涨 10.3%，环比与上月持平；8 月份同比上涨 9.3%，环比与上月持平；9 月份全国 70 个大中城市房屋销售价格同比上涨 9.1%，环比出现上涨 0.5%。如果楼市在“银十”继续出现量价单边上涨的明显回暖，处于观望中的购房者可能因恐慌而买房，原本供求基本平衡的局面可能迅速逆转为供不应求，房地产市场调控成果将不复存在。

为巩固房地产市场调控成果，稳定公众对于房价的预期，促进房地产市场健康发展，国庆长假前，国家有关部委出台二次调控政策，

具体内容包括：商业银行暂停发放居民家庭购买第三套及以上住房贷款；对不能提供一年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购房贷款。对贷款购买商品住房，首付款比例调整到30%及以上；对贷款购买第二套住房的家庭，严格执行首付款比例不低于50%、贷款利率不低于基准利率1.1倍的规定。各商业银行要加强对消费性贷款的管理，禁止用于购买住房。对不认真执行差别化信贷政策的商业银行，一经查实要严肃处理。此外加快推进房产税改革试点工作，并逐步扩大到全国。其核心内容是对“新国十条”的进一步严格和修正，表明了中央控制房价过快上涨的决心。

为响应中央的号召，各地相继出台新的房地产市场调控明细，表现为应用更多的非市场化手段来进行调控。例如：上海暂定居民家庭只能在本市新购一套商品住房（含二手存量住房）；深圳规定拥有深圳市户籍的居民家庭，限购两套房，持有一年以上纳税证明或者社会保险缴纳证明的非户籍居民家庭，限购一套房；厦门规定从10月1号起到年底，每个购房家庭只能在本市新购买一套商品住房。浙江则开始对商品房预售资金进行全面监管。这些细则的出台，进一步表明了政府对于调控房价的态度和决心。

政策出台后，国庆期间楼市一改七八九月连续上攻的气势，人气骤降，北京、深圳、杭州等地销量环比大幅减少，二次探底的风险与日俱增。

图3 十一黄金周新盘成交动态

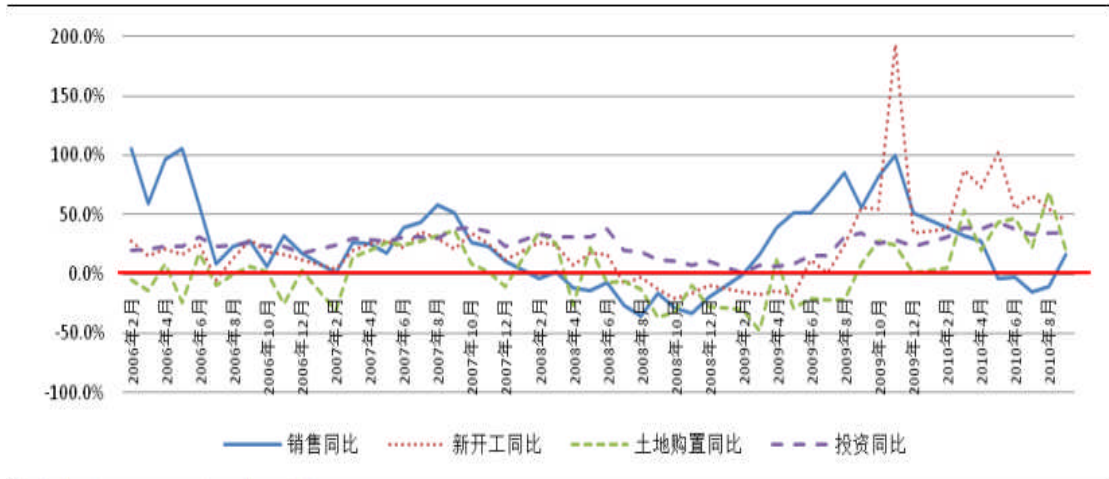
	库存		本周销量				本周价格			消化周期
	套	万平米	套	万平米	环比	较 09 年均 值增长	元/平米	环比	较 09 年均 值增长	周
北京	101458	1273	1700	19	-49.2%	-28%	18610	-1.7%	32%	55
上海	43422	622	4606	51	22.2%	0%	13548	-4.0%	24%	16
深圳	32803	381	1401	12	-44.7%	-1%	22380	2.8%	41%	35
广州	43829	553	4645	49	41.4%	130%	12421	-6.3%	43%	20
重庆	93429	928	4406	39	-46.5%	-16%	6892	-0.3%	63%	17
南京	29526	346	1495	17	10.9%	-18%	14598	-0.7%	70%	23
杭州	19708	283	746	9	-34.8%	-38%	24166	14.4%	68%	23
武汉	-	-	2563	25	-11.0%	-13%	7223	1.9%	33%	-
成都	-	-	1243	11	-37.5%	-61%	7568	-4.8%	53%	-
青岛	62707	637	2006	22	-15.0%	28%	8896	6.1%	23%	31
宁波	84239	555	601	6	-34.5%	-59%	16707	18.0%	68%	68
苏州	20374	293	1383	14	-27.3%	-19%	9723	-8.5%	33%	20
东莞	76208		1273	14	29.8%	26%	7472	-1.8%	24%	84
厦门	13614	175	539	6	-23.5%	-29%	10568	-12.1%	16%	44
福州	33303	232	331	4	-41.6%	-64%	13624	1.2%	67%	57
长沙	-	-	3381	34	-25.5%	1%	5579	1.2%	38%	-
合肥	-	-	1839	18	-33.5%	-32%	6465	-9.0%	42%	-

数据来源：中指研究院，长城证券

2、资金来源萎缩，投资热情不减，库存压力加大，资金链逐渐趋紧

在供给端，房地产商拿地的热情依然不减、新开工和开发投资仍处高位：全国 1-9 月商品房新开工面积为 11.94 亿平米，9 月当月新开工面积 1.46 亿平米，同比上升 44.3%。目前累计新开工已经达到了 2009 年全年的新开工量；1-9 月累计土地购置面积为 29083 万平米，9 月份土地购置面积 3392 万平米，同比上升 20.3%；1-9 月全国累计完成房地产投资额 33511 亿元，当月房地产投资额增幅连续两个月小幅回升。

图 4 全国房地产销售、新开工、土地购置与投资情况



数据来源: CEIC、兴业证券研发中心

但从房地产企业的资金来源看，随着近期调控政策的落实和深入，开发商的资金来源逐步萎缩，资金流压力逐渐加大：1-9 月房地产开发投资累计资金来源为 50504 亿元，同比上升 32.5%，升幅继续下降。其他资金来源（主要由预收款和个人按揭贷款组成）累计为 21513 亿元，累计同比上升 22.3%，较上月的 26.8%继续下降。国内贷款资金 1-9 月累计为 9398 亿元，累计同比为 27.2%，同比增幅回落 0.6 个百分点。

图 5 房地产企业资金来源

图 6、房地产资金来源（累计值）

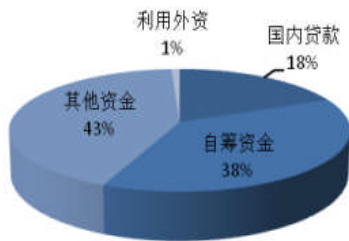
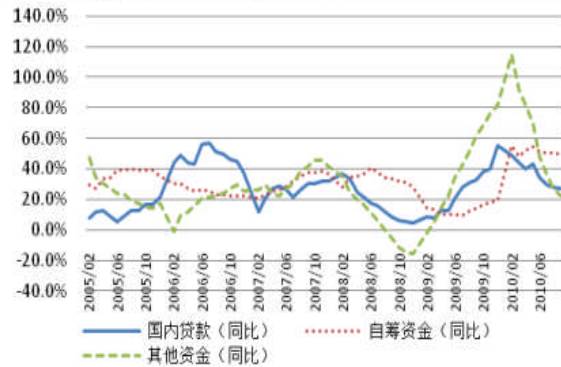


图 7、主要资金来源变动情况（累计同比）



数据来源: wind 资讯, 兴业证券研发中心

数据来源: wind 资讯, 兴业证券研发中心

3、对房地产市场的未来展望

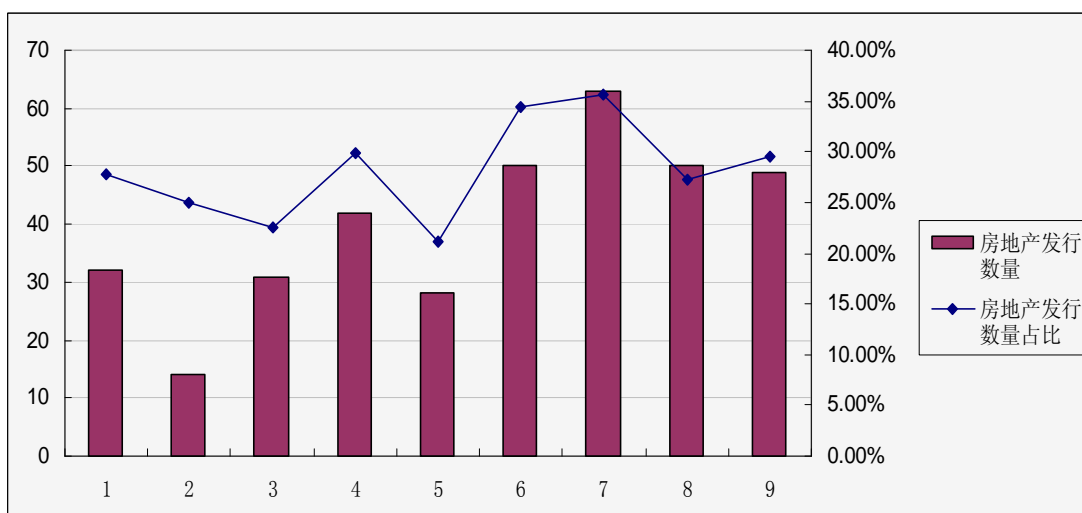
在开发商资金来源萎缩而投资加快的情况下，开发商的资金链本就紧张。而“二次调控”出台及加息周期的开启，无疑会增加购房成本，强化购房者对市场的悲观预期，导致更加严重的观望情绪，积聚市场的系统性风险。差别化信贷政策的持续深入、观望情绪下房企销售回款速度的降低、加息周期中财务成本的提高，将对开发商的现金流带来更加严峻的考验，影响开发商的还款能力，增大其违约风险。此种情况下，加快推盘和降价销售力度，提高资产的周转速度，加快销售以回笼资金，或是房地产企业未来的生存之道。

二、三季度房地产信托的发展概况

1、房地产信托产品发行概况

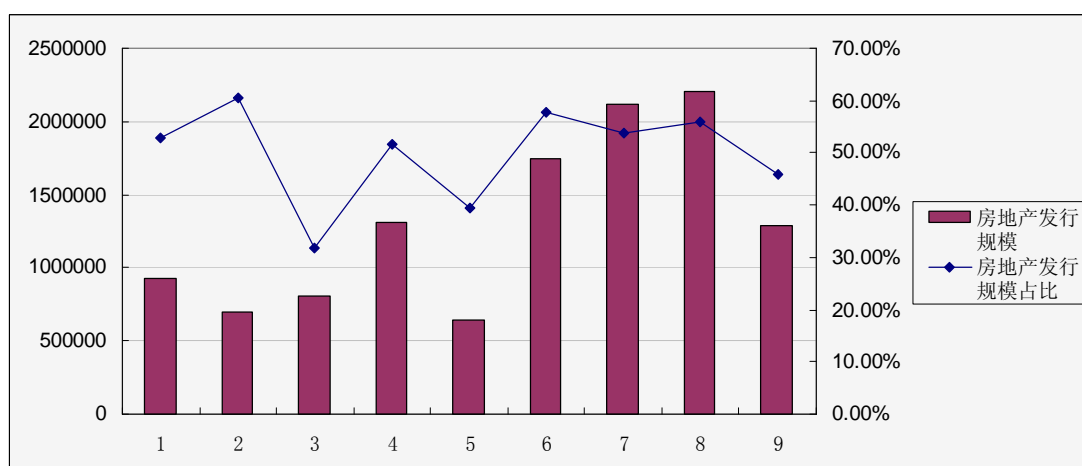
随着销售回款、银行贷款等资金来源的萎缩和开发投资的加快，房地产企业通过信托融资的需求日渐强烈。新政后的7-9月，房地产信托产品发行总数达162支，占集合信托产品发行总量的30.74%，发行规模达562.06亿元，占总发行规模的51.9%。

图6 1-9月各月房地产信托计划发行数量及占比



数据来源：用益信托工作室、普益财富网、中铁信托研究发展部

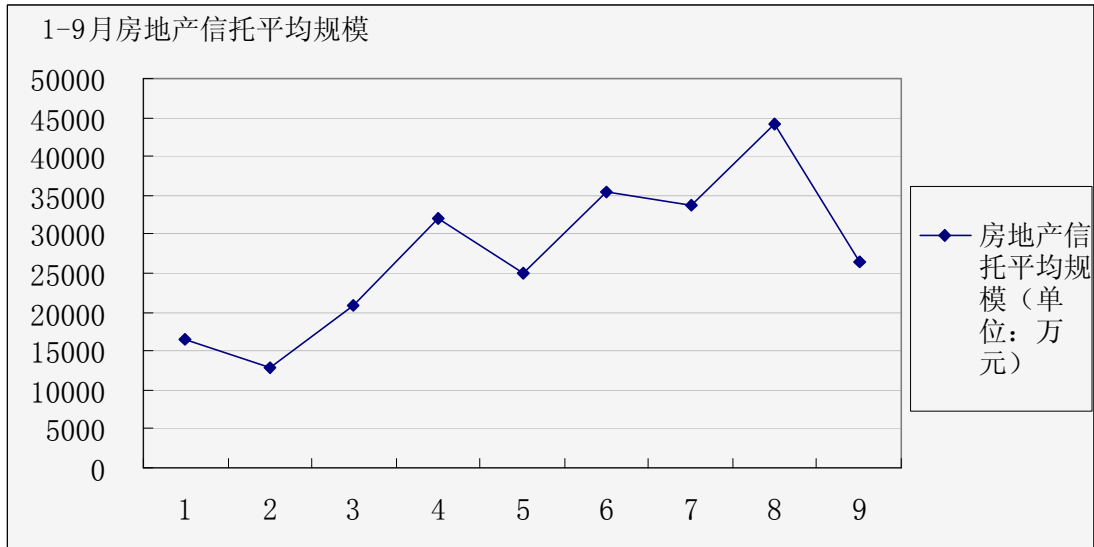
图 7 1-9 月各月房地产信托计划发行规模及占比



数据来源：用益信托工作室、普益财富网、中铁信托研究发展部

从各月的情况看，新政后的 7-9 月与之前的 4-7 月相比，无论是发行数量、发行规模都有明显的增加，但占比却基本稳定。说明业内信托公司在业务结构上有一定的规划，刻意避免某一业务板块的产品数量和发行规模占比过高。

图 8 1-9 月房地产信托平均规模



数据来源：用益信托工作室、普益财富网、中铁信托研究发展部

从各月的平均规模，4月份以后，房地产信托的平均规模有较大幅度的增加，这说明开放商在对未来市场状况和信贷环境较为悲观的预期下，纷纷希望多“积粮”，以应对即将到来的“冬天”。

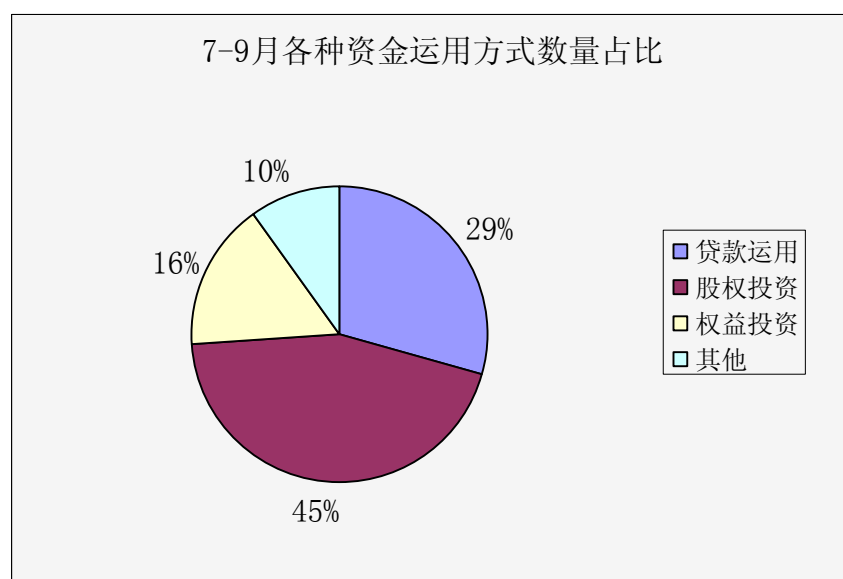
2、产品设计和风险控制

(1) 三季度房地产信托产品平均期限

在7-9月披露相关信息的115支房地产信托产品中，其中有1支产品的期限为1年以下，55支产品的期限为1-2年，45支产品的期限为2-3年，14支产品的期限为3年以上，平均期限为21.07个月，环比增长1.1月，而二季度的平均期限环比缩短2.4月。产品期限的环比增长，反映出经过二季度的政策消化期后，信托公司对市场的预期有所改观，谨慎的心态也有所改善。

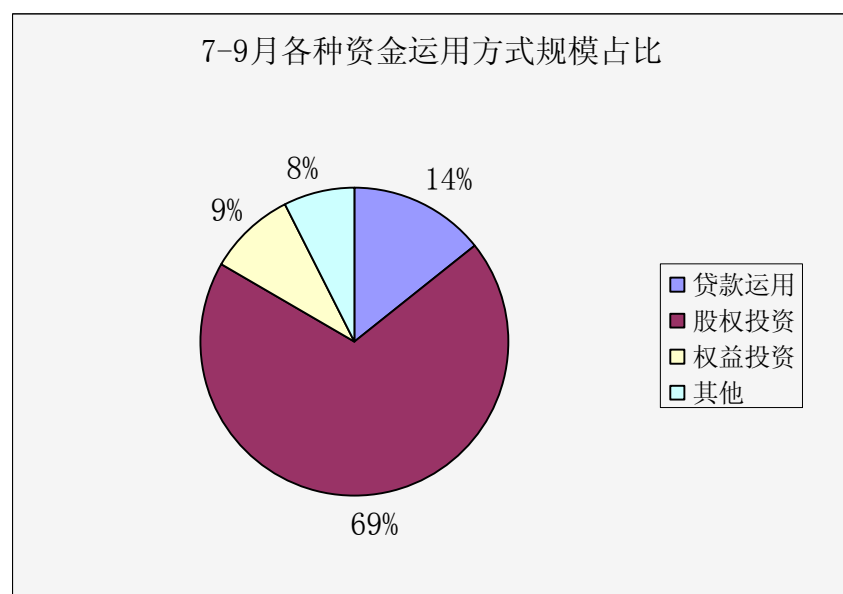
(2) 三季度各种资金运用方式占比情况

图9 7-9月各种资金运用方式数量占比



数据来源：用益信托工作室、普益财富网、中铁信托研究发展部

图10 7-9月各种资金运用方式规模占比



数据来源：用益信托工作室、普益财富网、中铁信托研究发展部

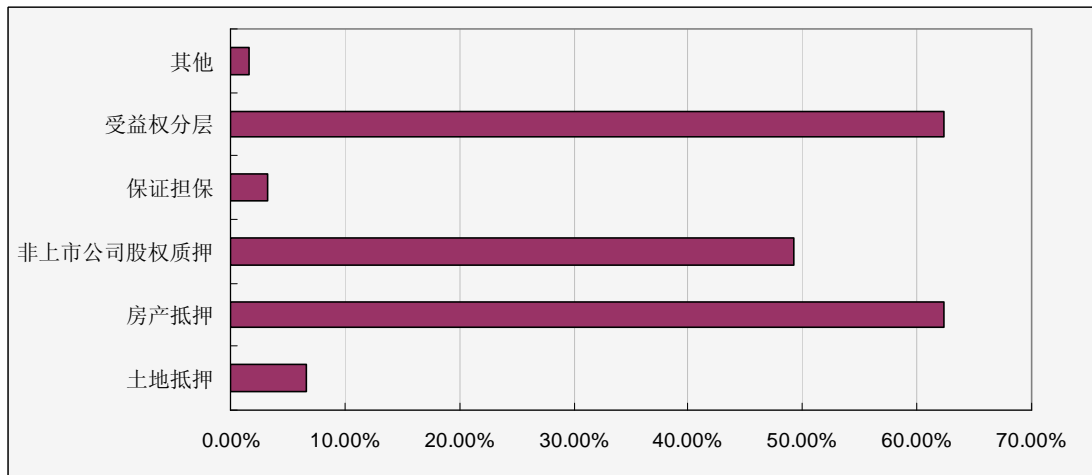
7-9月的房地产信托产品，从数量上看，占比最高的为股权投

资 45%，其次为贷款运用 29%，权益投资、其他投资分别为 16%、10%；从规模上看：股权投资占比高达 69%，贷款运用仅为 14%，权益投资、其他投资分别为 9%和 8%。股权投资、贷款、权益投资是房地产信托的主要资金运用方式。

股权投资与其他应用方式相比呈现出总规模大、平均规模更大的趋势：三季度股权投资类信托的发行规模为 475 亿元，远大于贷款类的 97 亿元；三季度股权投资类信托产品的平均规模为 5 亿元，远大于贷款类信托产品的 1.74 亿。原因是在《信托公司集合资金信托计划管理办法》要求集合资金信托贷款占比不超过 30%的约束下，不得不采用贷款以外的资金运用方式；房地产贷款受到的监管限制较多，而采用股权投资方式可以规避较多的监管政策；对于大项目来说，采用股权投资方式，派驻董事、财务总监、参与被投资企业重大投融资决策，能够实现主动管理，起到更好的控制投资风险，促进房地产信托风险收益的平衡；另外也说明在监管层的政策号召下，经过几年的快速发展，信托公司的投资文化的构建、投资管理团队的建设、风险控制水平均有所提高，也敢于采用股权投资而不是相对简单的贷款方式。

（3）风险控制措施

图 11 三季度各种风险控制措施占比



数据来源：用益信托工作室、普益财富网、中铁信托研究发展部

在风控措施的使用上，从产品信息披露比较充分的 61 款产品看，房产抵押及受益权分层成为使用最多的风险控制措施，占比均为 62.30%；其次为非上市公司股权质押，占比 49.18%，这与股权投资类项目较多有密切关系；保证担保和房产质押分别占比 6.56%、3.28%。受益权分层的主要形式是融资方或其关联方以现金认购次级受益权或是项目公司股东以所持项目公司股权认购次级受益权。

单个产品风险控制措施的平均种数为 1.85 种，比二季度增加 0.26 种。从抵押率看，土地和房产的平均抵押率为 57.59%，比二季度提高 15.22%。仅使用土地或房产抵押的产品较少，个数仅为 7 个。风控措施种数的提高，抵押率的升高和采用单一风控措施项目的稀少，说明信托公司在项目判断、投资管理、风控水平有所提高的情况下，更倾向于通过选择有实力、重诚信的合作伙伴，挑选开发前景良好的项目，参与开发建设和项目销售，采用全方位、立体化的风控措施等主动管理方式实现风险的防范，而非过去的通过融资方的信用加

上土地或房产抵押来被动控制风险。

3、创新产品分析

(1) 风控措施创新的信托产品

信托产品名称	发行机构	信托期限、规模、认购起点	预期收益率	资金运用方式	风险控制措施	投资领域	发行时间
中铁信托-优质债权投资（28期）集合资金信托计划	中铁信托	12月、7000万、100万	8.5%	受让彭州置信对置信集团7000万元的应收账款，为受益人获取相应收益。	实物资产抵押、应收账款回购承诺、保证担保、 销售回款监控	房地产	2010年8月10日
中融-天纵藏龙集合资金信托计划	中融信托	24月、37000万、100万	12%	购买天纵藏龙的股权及向该公司注资，注资完成后将持有天纵藏龙不少于99%股权。信托资金主要用于开发经营“水晶郾都”项目。	绝对控股、股权回购承诺、保证担保、结构化设计、 派驻现场监管人员，参与项目公司管理	房地产	2010年9月6日

在信托公司的投资文化的构建、投资管理团队的建设、风险控制水平有所提高的情况下，信托公司的房地产信托从以往的依赖融资方信用和抵押物的处置，逐渐发展为通过投资项目的精选、参与开发建设和项目销售等主动管理的方式来实现风险的管控。

中铁信托发行的“中铁信托·优质债权投资（28期）集合资金信托计划”，要求彭州置信项目B区销售收入全部进入中铁信托指定的资金监管专户，且销售回款80%不得使用。通过对项目销售回款的主动监控，防控销售收入被企业挪用的风险。

中融信托发行的“中融·天纵藏龙集合资金信托计划”，通过派驻现场监管人员，一方面监督项目资金在项目公司内封闭运作；另一方面，采用建设成本、开发进度、销售价格、销售进度等指标对项目公司进行管理控制，在指标未达标准采取必要的行动，以保障信托资金本息的安全回收。

(2) 资金运用方式创新的信托产品

信托产品名称	发行机构	信托期限、规模、认购起点	预期收益率	资金运用方式	风险控制措施	投资领域	发行时间
江南信托-天启 19 号东单正和广场投资集合资金信托计划	江南信托	18 月、40000 万、100 万	8.8%	向海南正和实业集团股份有限公司发放贷款，收购云南金山水园林绿化有限公司所持有的北京正和鸿远置业有限责任公司（项目公司）51%股权。		房地产	2010 年 9 月 25 日

江南信托发行了“江南信托·天启 19 号东单正和广场投资集合资金信托计划”，信托资金用于向海南正和实业集团股份有限公司发放并购贷款，收购云南金山水园林绿化有限公司所持有的北京正和鸿远置业有限责任公司（项目公司）51%股权。收购前，海南正和已持有北京正和鸿远置业 49%股权，此次并购完成后，将实现对北京正和鸿远置业的 100%控股。产品的特色在于：

一是采用了并购贷款的资金运用方式。此种方式在房地产信托中很少见，具有较大的创新意义，在目前房地产调控政策力度大、房企资金链紧张的情况下，利用并购贷款这种融资方式收购优质项目或并

购中小型优质房企具有较大的市场需求；

二是针对并购贷款进行了相应的项目选择。一方面，选择了并购方—海南正和实业集团已持股企业的股权进行收购。海南正和实业集团在收购前已持有北京正和鸿远置业 49% 股权，对标的企业较为了解，对其股权价值的评估也较为准确，投资失误的风险得以降低；另一方面，对标的企业的股权价值进行了较为透彻的分析。由于并购贷款项目的还款来源主要是标的企业的未分配利润，对标的股权价值和被并购公司未来净利润的判断就尤为重要。从披露的信息中可以发现，被并购公司北京正和鸿远置业旗下主要项目—东单正和广场项目地段属于北京市中心位置，属于稀缺资源，土地成本低廉，资产价值相对高，具备安全边际；项目四证齐全，主体结构即将封顶，项目可预见程度与确定性高，基本不存在不能完工的风险；项目可售套数仅 58 套，销售压力较小，未来销售前景较为确定。

(3) 投资领域创新的信托产品

信托产品名称	发行机构	信托期限、规模、认购起点	预期收益率	资金运用方式	风险控制措施	投资领域	发行时间
延安城投杨家岭经济适用房住宅小区贷款项目集合资金信托计划	联华信托	24 月、12000 万、100 万	8.5—9%	向延安城市建设投资开发有限公司发放信托贷款，用于延安杨家岭经济适用房住宅小区项目。	物业抵押（本金抵押率 50%）、销售回款账户监管（60%作为还款保证金，40%由融资方支配）	房地产	2010 年 10 月 8 日

中信民享 1号保障性安居工程应收账款流动化信托项目	中信信托	18月、 20000万、 100万	9.5%	淮安开发控股有限公司将其合法拥有的对江苏省淮安经济开发区管理委员会在淮安市福州路花园保障性限价房（一标段）建设项目项下的应收账款设定信托，由受托人中信信托以发售优先受益权的形式，对标的应收账款实现流动化。	保证担保	房地 产	2010 年 10 月 11 日
------------------------------	------	-------------------------	------	--	------	---------	---------------------------

联华信托推出了“延安城投杨家岭经济适用房住宅小区贷款项目集合资金信托计划”、中信信托推出了“中信民享1号保障性安居工程应收账款流动化信托项目”，募集资金投入经济适用房、廉租房、公租房、限价房等保障性住房建设领域。

对于保障性住房领域：第一，由于其为房地产调控中保民生、建立多层次的住房供应体系的重要举措，易得到政府的政策支持和其他金融机构的金融支持；第二，由于房地产调控的影响，各级财政收入增速普遍降低，地方政府落实保障性住房配套资金压力很大，具有强烈的融资需求；第三，经济适用房、限价房等由于定价较低，针对刚性需求，销售情况普遍好于普通商品房。因此，保障性住房建设领域不仅具有较大的市场空间，而且投资风险可控，公司可在该领域进行重点的业务拓展。