

房地产

第三支箭：稳出清，稳预期，稳系统

事件：11月28日，证监会决定在股权融资方面调整优化5项措施，包括：1)恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；2)恢复上市房企和涉房上市公司再融资；3)调整完善房地产企业境外市场上市政策；4)进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用；5)积极发挥私募股权投资基金作用。

“三支箭”落地，行业迎来系统性支持

“第一支箭”针对行业风险偏好反转，满足行业合理信贷需求，平稳行业出清节奏；“第二支箭”针对金融机构短期的过度反应，支持优质民企债权融资，控制出清主体范围；本次“第三支箭”的出台进度略超我们的预期（此前预计行业将在民企完成债务重组之后再推进股权重组），有利于巩固行业的抗风险能力，加速民企不良资产出清，盘活存量资产，稳定行业投资预期和信心，行业迎来系统性支持和资产负债表优化。行业政策目标逐渐从容出清，到定向稳定信用预期，过渡至稳定地产系统。

并购重组和配套融资利好国企重组和民企资产处置

本次优化措施允许上市房企发行股份或支付现金购买涉房资产，同时可以募集配套资金（用于存量项目、交易对价、补充流动资金、偿还债务），主要利好：1) **行业内与产业链间的收并购。**我们在《知难而进，精准破局——收并购深度研究》中提出，海外和历史经验表明收并购具有较强的顺周期属性，我们认为本次股权再融资将是收并购逆周期调控十分有效的手段，有利于激励买方积极性，进一步优化行业格局，加速集中度的提升。2) **国有企业做大做强。**我们认为，对地产集团旗下资产进行整合重组上市，将有利于国有资产保值增值并提升经营效率；把更多优质资产纳入国有房企体系，形成规模和集约效应，也符合扭转当前国企估值大幅折价的监管诉求。3) **民企优质项目转让、不良资产出清节奏加速。**自去年年底起的市场化收并购推进效果欠佳，主要受民企负债、资产质量、项目价格和公开市场拿地的横向比价效应等因素影响，问题更多源于买方。此前，这类矛盾并未得到明确解决，甚至伴随行业挤兑和买方压价导致资产价格加速打折，进一步引发买卖双方僵持博弈的局面。近期，政策针对卖方债务展期和项目破产重整给予支持，同时从买方角度减少其对加杠杆收购的担忧，有利于推动优质项目的收并购进程。

恢复再融资加大行业流动性改善力度

本次优化措施允许上市房企再融资，允许通过非公开发行募资资金用于政策支持的房地产业务（“保交楼”，经适房，棚改和旧改等用途），即可用于民生，对非市场化、非商业化的项目输血。主要影响包括：1) **对于国央企**，一级开发和棚改等资金压力较大的业务的资金压力将得到释放。2) **对于民企**，大部分已出险民企再融资受当前风险偏好影响，融资性现金流或较难获益；资产质量较高、报表相对健康的民企可通过再融资获得“保交付”支持。此外，也不排除国企定向参与民企定增、以极低成本入股民企的可能，此种方式对行业和主体信用将产生巨大重塑作用，也意味着国企需要承担相关投资风险。极端情况下，若民企混改成为混合所有制企业，其信用端将会获得更大力度的支持（短期发生转变的概率相对较小）。3) 本次再融资可以直接用于补充流动资金、偿还债务，较此前纾困基金、专项借款、销售回款等方式对流动性的改善力度更大，国央企均将获得实质性帮助。

强化REITs和私募基金的存量资产盘活作用

本次政策重申REITs对房企存量资产如保障房、仓储物流、产业园等资产的盘活，同时明确表示要积极发挥私募股权投资基金作用。自2018年以来，监管部门针对地产私募基金管理趋严，备案要求持续提升，本次政策提出不动产私募投资基金试点，并引入机构资金投资存量住宅、商业地产等，为存量资产注入新资金来源的同时，有利于探索不动产经营新的发展模式。

看好行业格局优化与政策宽松共振

“第三支箭”落地释放实质性利好，行业流动性或迎加速改善，叠加需求政策持续宽松，我们认为政策累积效应有望放大行业复苏弹性，再融资支持下有资产重组诉求的地方国企和规模扩张诉求的头部国央企具备良好弹性空间。我们看好行业投资逻辑从“旧三高”向“新三高”切换，即由“高负债、高杠杆、高周转”转向“高能级、高信用、高品质”。具有更优秀信用资质及资源储备的国央企和头部房企有望率先受益于行业复苏。持续推荐：1) 优质龙头：中国海外发展、金地集团、保利发展、万科A、龙湖集团、招商蛇口；2) 优质成长：新城控股；3) 优质物管：碧桂园服务、招商积余、保利物业、旭辉永升服务。建议关注：华润置地、首开股份、华发股份、越秀地产、建发国际集团、滨江集团、绿城中国等。

风险提示：行业信用风险蔓延；行业销售下行超预期；因城施策力度不及预期

证券研究报告
2022年11月29日

投资评级

行业评级 **强于大市(维持评级)**

上次评级 **强于大市**

作者

韩笑 分析师
SAC执业证书编号：S1110521120006
hanxiaob@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《房地产-行业研究周报:存量房贷利率可能调整吗?》 2022-11-28
- 2 《房地产-行业研究周报:新上市REITs表现差异显著——REITs周报》 2022-11-27
- 3 《房地产-行业点评:稳预期迫切，稳信用优先》 2022-11-27

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com