

房地产行业深度报告

销售的回暖何时才能传导至投资及新开工？

增持（维持）

2023年05月12日

证券分析师 房诚琦

执业证书：S0600522100002

fangcq@dwzq.com.cn

证券分析师 肖畅

执业证书：S0600523020003

xiaoc@dwzq.com.cn

研究助理 白学松

执业证书：S0600121050013

baixs@dwzq.com.cn

关键词：#行业整合

投资要点

- **完整的复苏周期，必然伴随投资、新开工的好转：**除了房地产行业本身，上下游的建材、家居乃至金融等行业都受到房地产投资和新开工的影响，因此新开工和投资的回暖是地产产业链复苏转暖不可或缺的关键环节。从今年一季度的情况看，销售和竣工转暖已现，但投资和新开工端仍未有好转迹象。本文试图通过对历史周期的简单复盘及本轮周期传导中的堵点分析，来探寻传导失灵现象的本质原因。
- **地产复苏传导逻辑，历史周期复苏传导复盘：**一个完整复苏遵从“销售回暖—房企销售回款增长及库存下降—融资环境持续放松、供给主体现金流恢复—房企加大投资意愿带动投资回升—新开工复苏”的路径演绎。2008-2009年周期，房企开发投资、土拍市场恢复滞后于销售回暖约4-6个月，新开工滞后销售回暖约6个月；2014-2015年周期，开发投资回暖滞后于销售复苏约9个月、新开工滞后销售回暖约9个月。
- **本轮周期地产复苏中影响传导的堵点分析：**1) **外部融资支持有限。**一是2017年后非标融资监管政策持续收紧，本轮复苏周期中，非标等融资渠道为房企提供资金帮助有限；二是与往轮周期通过信用债融资不同，这一轮民企已无法发行真正意义的信用债，仅能做抵押型的债务融资；三是银行信贷标企业倾向央国企。2) **预售资金监管政策趋严。**2022年房企预售监管资金金额约占现金总额的29.4%，预售资金监管规范化后，房企回款率下降导致的现金流压力重新回归。3) **房企面临存量债务偿还压力。**2023年房企债务到期压力不减，民企偿债压力持续紧绷，2023年下半年房地产债券到期量中有65%为民营房企。在出险房企前车之鉴下，存活房企的自由现金流将优先用于偿还债务。
- **本轮销售改善能否传至投资、新开工恢复：**1) **销售维持温和复苏是实现传导的基本条件。**2023年一季度房地产销售复苏已出现，而2023年4月房地产高频数据、央行城镇储户调查报告均证明销售复苏进程仍在继续。2) **房地产企业尤其是民营房企的业绩风险、信用风险已接近出清。**面对房企业绩风险逐渐出清，银行信贷融资支持力度继续增加是大趋势，银行增加信贷融资支持，与房企恢复投资、新开工等正常经营活动能够相辅相成，构成正向循环。3) **房企优质库存下降倒逼提升投资强度。**2022年民营房企拿地不振，库存进入下降通道。当前库存结构中核心城市新推楼盘占比下降，倒逼房企在一二线土地市场“补仓”。
- **投资建议：**本轮销售恢复及后续传导是温和、持续时间较长的过程，过去典型周期投资回暖滞后销售回暖约3个季度，由于本轮传导过程中仍存堵点，我们判断整体恢复周期可能会长于3个季度。但后续新开工和投资恢复节奏还取决于两个重要变量：销售持续性和信贷投放情况。若两者情况均好于当前，则新开工和投资恢复节奏将提前。未来稳健经营的国央企以及优质民企有望在销售复苏后，继续获得融资支持与政策的持续呵护，迎来投资拿地、新开工的反弹，回归企业经营良性循环，成为为数不多的能够超越行业、扩张规模的房企。同时建议关注物业和代建的投资机会。推荐标的：1) 开发商：保利发展、招商蛇口、滨江集团、越秀地产，建议关注华发股份、中国海外发展、保利置业；2) 物业公司：华润万象生活、雅生活服务，建议关注保利物业、越秀服务；3) 代建公司：绿城管理控股。
- **风险提示：**行业下行压力超预期；疫情发展超预期；调控政策放松不及预期。

行业走势



相关研究

《销售环比回落同比仍强，多城出台放松政策》

2023-05-08

《我国实现不动产统一登记，销售同比保持增长》

2023-05-02

内容目录

1. 完整的复苏周期，必然伴随投资、新开工的好转	5
1.1. 2023 年一季度房地产销售、竣工转暖已现，投资、新开工仍弱	5
1.2. 房地产投资、新开工对产业上下游提振、宏观经济企稳影响重大	6
2. 地产复苏传导逻辑及历史复苏节奏复盘	8
2.1. 房地产行业复苏路径推演	8
2.2. 复盘历史两轮周期：销售—投资—新开工复苏路径的内在规律	9
2.2.1. 历史周期房地产基本面指标的轮动规律	9
2.2.2. 2014-2015 年周期典型房企销售复苏后，投资拿地、新开工强度变化	12
3. 本轮复苏周期中影响传导的堵点分析	14
3.1. 外部融资渠道支持有限	14
3.2. 监管资金政策严格，销售回款难以转化为房企自由现金流	17
3.3. 以民营房企为代表，面临存量债务偿还压力	19
4. 本轮周期的销售改善能否传递至投资及新开工的恢复	20
4.1. 销售维持温和复苏是实现传导的基本条件	20
4.2. 民企信用风险接近出清，银行端信贷支持不可或缺	21
4.3. 房企库存下降压力倒逼投资意愿提升	23
5. 投资建议：进取型央国企投资领先恢复，优质民企和混合所有制房企破茧重生	24
6. 风险提示	24

图表目录

图 1:	2023 年商品房销售面积单月同比呈复苏趋势.....	5
图 2:	竣工面积单月同比连续 5 个月上升.....	5
图 3:	2023 年一季度新开工面积单月同比增速持续为负.....	6
图 4:	自 2021 年房地产开发投资同比增速持续负增长.....	6
图 5:	房地产投资增速回暖滞后于销售、融资.....	6
图 6:	2020 年房地产完全拉动的各行业 GDP 增加绝对值.....	7
图 7:	2020 年建材行业 GDP 受房地产完全拉动最明显.....	7
图 8:	房地产开发投资稳定占据固定资产投资 20%以上.....	8
图 9:	房地产开发投资明显拉动固定资产投资增速.....	8
图 10:	房地产行业复苏路径演绎过程.....	8
图 11:	2008 年 11 月商品房销售见底转增.....	9
图 12:	2009 年 2 月房地产开发投资回暖.....	9
图 13:	2009 年 5 月土地成交回暖.....	10
图 14:	2009 年 5 月新开工回暖.....	10
图 15:	2008-2009 年周期房地产开发投资、拿地复苏滞后销售回暖约 4-6 个月.....	10
图 16:	2015 年 2 月商品房销售见底转增.....	11
图 17:	2015 年 11 月房地产开发投资回暖.....	11
图 18:	2015 年 11 月土地成交回暖、16 年 2 月增速转正.....	12
图 19:	2015 年 11 月新开工回暖.....	12
图 20:	2014-2015 年周期房地产开发投资、新开工复苏滞后销售回暖约 9 个月.....	12
图 21:	2015 年 3 月样本房企单月合同销售额回暖.....	13
图 22:	2015 年 3 月起龙头房企月度销售增速回暖.....	13
图 23:	2015 年下半年样本房企拿地强度明显提升.....	14
图 24:	2015 年下半年样本房企新开工明显恢复.....	14
图 25:	2017 年后, 通过银行委贷通道投资的非标准化债权占比显著降低.....	15
图 26:	本轮周期民营房企通过信用债发行获得融资力度明显不及往轮.....	16
图 27:	2022 年银行信贷资源向央国企集中.....	16
图 28:	民营房企银行借款占比较 2016 年大幅下降.....	16
图 29:	2022 年样本房企整体预售监管资金占现金总额比例为 29.4%.....	19
图 30:	2023 年房地产行业总债务到期金额.....	19
图 31:	2023 年 3 季度民营房企偿债压力紧绷.....	19
图 32:	2023 年房地产业务债务到期金额大于 2014 年.....	20
图 33:	2023 年民营房企偿债压力大于过往周期.....	20
图 34:	银行家调查显示房企信贷需求明显改善.....	21
图 35:	居民购房意愿回升, 高储蓄意愿现象也有所改善.....	21
图 36:	2023 年民企及混合所有制房企拿地力度较 2022 年恢复.....	22
图 37:	2023 年 3 月来源于贷款的房企资金同比转正.....	23
图 38:	2023 年居民部门中长期贷款连续 2 个月多增.....	23
图 39:	2022 年民企、混合所有制房企土储明显缩水.....	23
图 40:	2022 年民企、混合所有制房企待售货值明显下降.....	23

表 1: 各地方商品房预售资金监管政策收紧整理.....	18
表 2:	18

房地产是周期之母，房地产通过投资、消费既直接带动有关的建材、家电等制造业部门，也明显带动金融、商务服务等第三产业。2022 年至今开启了新一轮放松周期，房地产销售在 2023 年 3、4 月明显复苏，而投资、新开工等指标往复苏仍滞后于销售。在历史周期中，2008-2009 年和 2014-2016 年为两轮典型放松周期，尽管几轮周期时代背景不同，但蕴含着相似的演绎逻辑。通过复盘房地产周期，我们意在解决如下疑惑：第一，本轮周期销售复苏后，房地产投资、新开工何时驻底回暖，力度如何？第二，本轮复苏中有哪些影响复苏进程的关键问题？影响从销售复苏传导至投资、新开工复苏的堵点有哪些？第三，本轮周期未来将如何演绎？

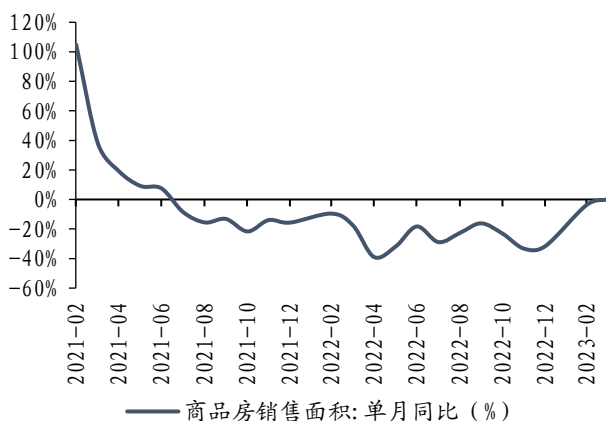
1. 完整的复苏周期，必然伴随投资、新开工的好转

1.1. 2023 年一季度房地产销售、竣工转暖已现，投资、新开工仍弱

1) **销售金额增速由负转正**。根据国家统计局公布的房地产市场运行情况，2023 年 3 月全国商品房销售面积为 14813 万平，同比上升 0.1%（统计局数据存一定基数调整，使用调基后口径，下同），自 2022 年 11 月以来降幅由-33.3%持续收窄，3 月单月销售面积同比增速转正；2023 年 1 季度全国商品房销售面积 29946 万方，同比下降 1.8%，降幅较 1-2 月收窄 1.8 个百分点；2023 年 3 月全国商品房销售金额为 15096 亿元，同比上升 8.7%，增速较 1-2 月提升 8.8 个百分点，增速为 2021 年 7 月以来的首次转正；2023 年 1 季度全国商品房销售金额 30545 亿元，同比上升 4.1%，增速较 1-2 月提升 4.2 个百分点。在疫情积压需求释放及政策持续宽松支持下，2023 年 1 季度房地产市场呈现整体复苏迹象，销售金额增速迎来本轮周期内的首次转正。

2) **竣工进一步提升**。竣工表现大幅度改善，3 月房屋竣工面积 6244 万平，同比上升 32.0%，增速较 1-2 月大幅提升 24.0 个百分点；2023 年 1 季度月竣工面积 19422 万平，同比上升 14.7%，增速较 1-2 月提升 6.7 个百分点。在销售复苏与保交付资金端支持背景下，竣工预期有望持续改善。

图1：2023 年商品房销售面积单月同比呈复苏趋势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：竣工面积单月同比连续 5 个月上升

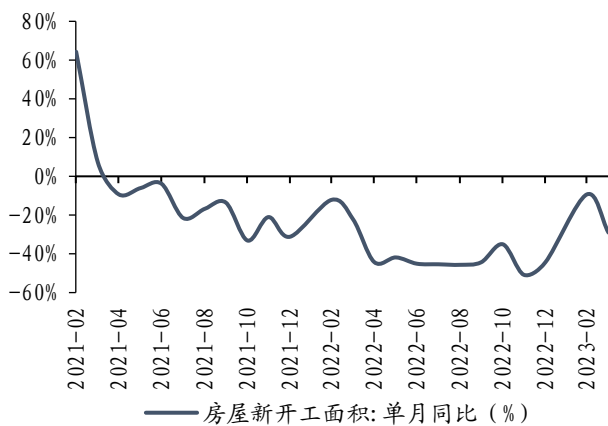


数据来源：Wind，东吴证券研究所

3) 新开工、施工降幅再度扩大。新开工表现仍疲软, 2023年3月房屋新开工面积10554万方, 同比下降29.0%, 降幅较1-2月扩大19.6个百分点; 1-3月新开工面积24121万方, 同比下降19.2%, 降幅较1-2月扩大9.8个百分点。施工方面, 2023年3月房屋施工面积累计为764577万方, 同比下降5.2%, 降幅较1-2月扩大0.8个百分点。

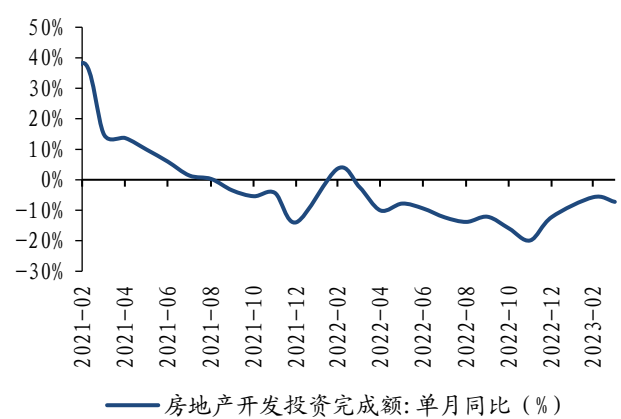
4) 投资指标降幅有所扩大。2023年3月房地产开发投资额12305亿元, 同比下降5.9%, 降幅较1-2月扩大0.2个百分点; 1-3月房地产开发投资额25974亿元, 同比下降5.8%, 降幅较1-2月扩大0.1个百分点。相比于房地产销售、融资指标改善明显, 投资指标降幅有所扩大。2023年3月商品房销售额、到位资金、开发投资完成额的增速分别为8.7%、2.8%、-5.9%, 分别较1-2月变动8.8pct、18.0pct、-0.2pct。

图3: 2023年一季度新开工面积单月同比增速持续为负



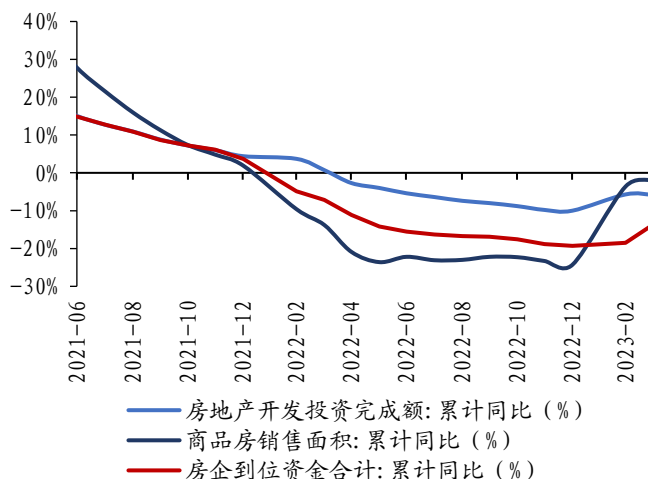
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 自2021年房地产开发投资同比增速持续负增长



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 房地产投资增速回暖滞后于销售、融资

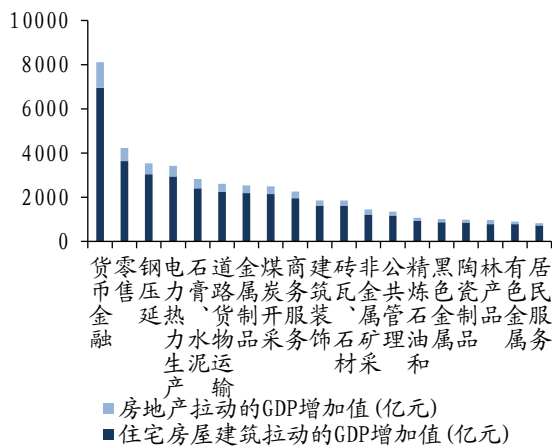


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.2. 房地产投资、新开工对产业上下游提振、宏观经济企稳影响重大

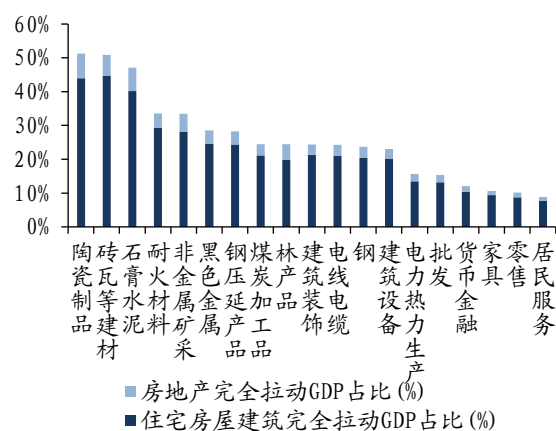
房地产通过投资、消费既直接带动与住房有关的建材、家具、批发等制造业部门，也明显带动金融、商务服务等第三产业。根据国家统计局最新的 2020 年投入产出表，房地产行业的影响主要体现在“房地产”和“住宅房屋建筑”，我们将这两个部门看作广义的房地产业，估算出广义的房地产业完全拉动上下游 GDP 10.02 万亿元、直接拉动上下游 GDP 2.35 万亿元。分行业看，2020 年货币金融、零售、钢压延、石膏水泥由广义房地产行业拉动的 GDP 增加值居前列，分别为 8107 亿元、4230 亿元、3527 亿元、2820 亿元。陶瓷制品、砖瓦等建材、石膏水泥由房地产完全拉动的 GDP 占该行业总 GDP 占比最高，高达 51.2%、50.9%、47.1%。

图6：2020 年房地产完全拉动的各行业 GDP 增加绝对值



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图7：2020 年建材行业 GDP 受房地产完全拉动最明显

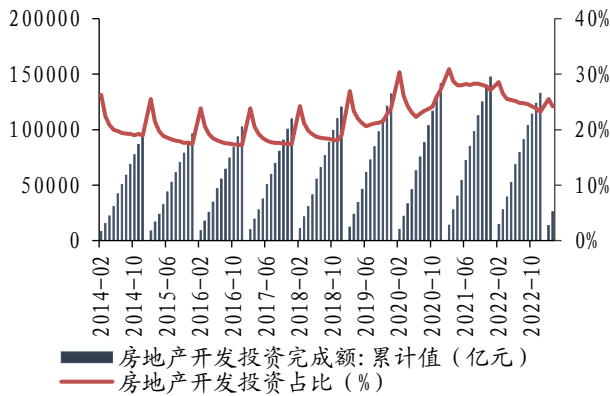


数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

房地产新开工进展直接影响开发投资资金体量，间接影响固定资产投资总额，对宏观经济企稳影响意义重大。根据国家统计局定义，房地产开发指房地产开发企业本年完成的全部用于房屋建设工程、土地开发工程的投资额以及土地购置费等的投资，属于固定资产投资的统计范畴，进而构成 GDP 固定资本形成，说房地产是国民经济的重要支柱毫不为过。从房地产开发投资看，2022 年房地产开发投资 13.3 万亿元，受疫情及房地产周期影响，比上年下降 10%，但仍占固定资产投资的 22.93%。1998 年住房制度全面市场化以来，房地产业固定资产投资大幅增长。2000-2022 年间，房地产开发投资从 4902 亿元到 13.3 万亿元，年均复合增长率为 16.2%。房地产开发投资占固定资产投资的比重从 14.9%到 22.9%，意味着每年全国进行固定资产投资的资金中，1/5 以上投入了房地产业。

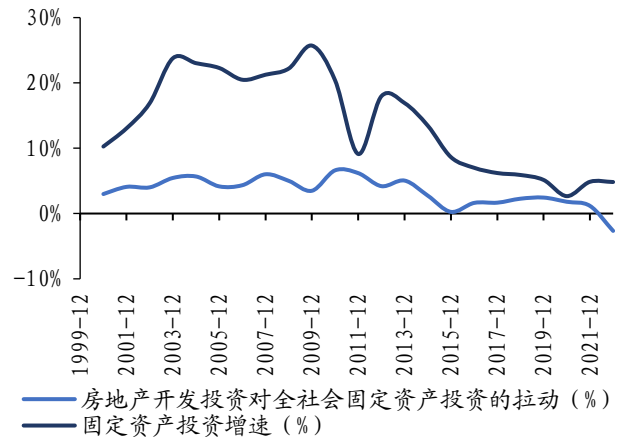
整体看，房地产的新开工进展、开发投资复苏是房地产行业复苏转暖的两个不可或缺的关键环节。但本轮地产复苏演绎至今还未出现投资和新开工端的好转，本文试图通过对历史周期的简单复盘及本轮周期传导中的堵点分析，来探寻传导失灵现象的本质原因。

图8: 房地产开发投资稳定占据固定资产投资 20%以上



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

图9: 房地产开发投资明显拉动固定资产投资增速



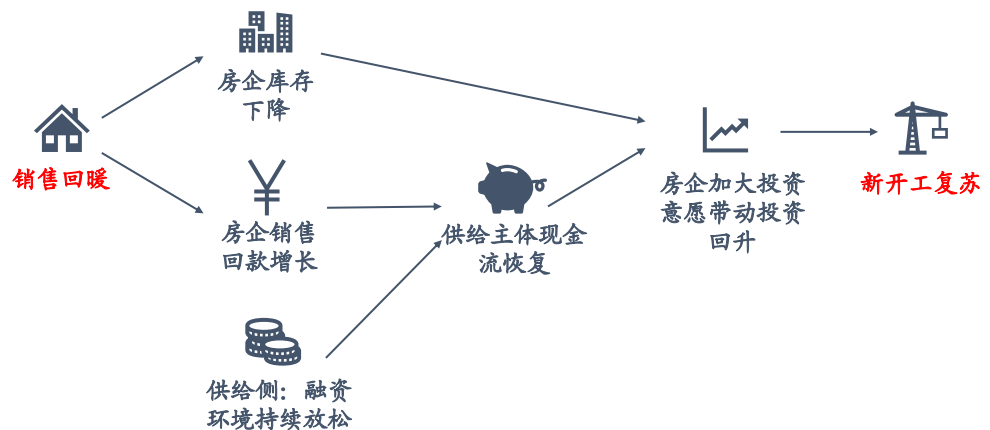
数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

2. 地产复苏传导逻辑及历史复苏节奏复盘

2.1. 房地产行业复苏路径推演

通常意义上, 房地产周期中, 一个完整的行业复苏遵从“销售回暖—房企销售回款增长及库存下降—融资环境持续放松、供给主体现金流恢复—房企加大投资意愿带动投资回升—新开工复苏”的路径演绎, 目前处于第二阶段, 即销售回暖向后续传导阶段。从月度数据看, 在供需政策的持续刺激下, 2023年初房地产销售恢复已经出现。根据49个样本城市新房成交数据, 2023年1-4月全国商品房销售面积同比上升0.02%, 呈现弱复苏状态; 根据20城二手房成交数据, 2023年1-4月全国二手房销售面积同比上升78.9%, 二手房复苏力度更加明显。但目前拿地投资、新开工指标的恢复尚未出现, 根据统计局公布的数据, 2023年1-3月开发投资投资同比下降5.8%, 降幅较1-2月扩大0.1个百分点; 2023年1-3月新开工面积同比下降19.2%, 较1-2月扩大9.8个百分点, 降幅仍在扩大。

图10: 房地产行业复苏路径演绎过程



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.2. 复盘历史两轮周期：销售—投资—新开工复苏路径的内在规律

2.2.1. 历史周期房地产基本面指标的轮动规律

1) 2008-2009 年周期：次贷危机后“四万亿投资计划”、房地产政策全面放松，土拍市场恢复滞后于销售恢复约半年

从商品房销售面积看，销售的恢复往往仅略微滞后政策放松 2-3 个月：2008 年 9 月开始降息，10 月房地产政策全面放松，而全国商品房销售面积同比在 11 月才见底达到 -32.9%，12 月开始反弹，同比降幅大幅缩窄至 -2.2%，之后保持平稳上市趋势。而 2009 年 12 月“国四条”出台标志着楼市政策宽松正式结束，商品房销售面积同比在之后依然保持正增长 3 个月。可以看出基本面变化往往滞后于政策转向。

从投资拿地看，2008-2009 年周期复苏中房企开发投资、土拍市场恢复滞后于销售回暖约 4-6 个月。销售恢复传导至投资拿地的逻辑在于：销售基本面小阳春开始，导致房企销售回款恢复，叠加融资环境改善导致开发商投资拿地意愿增强，土地市场升温与房地产开发投资额恢复增长同时出现。2008 年 11 月商品房销售额同比已经触底反弹，而房地产开发投资完成额单月同比在 2009 年 2 月才触底反弹，并在 2010 年 5 月创下 43.5% 的峰值，复苏节奏滞后于销售约 4 个月；而土地成交价款同比在 2009 年 5 月才触底反弹，在 2010 年 5 月达到峰值 184%，复苏节奏滞后于销售回暖约 6 个月。

从新开工看，2008-2009 年周期复苏中新开工恢复滞后于销售回暖约 6 个月。销售恢复传导至新开工的逻辑在于：房企现金流恢复后，加大拿地意愿并带动投资回升，叠加补充库存的需求加剧，新开工复苏在即。2008 年 11 月商品房销售额同比已经触底反弹，2009 年 5 月新开工单月同比才触底反弹，并于 2009 年 6 月由负转正，在 2010 年 5 月结束新开工上升趋势，复苏滞后于销售回暖约 6 个月。

图11：2008 年 11 月商品房销售见底转增



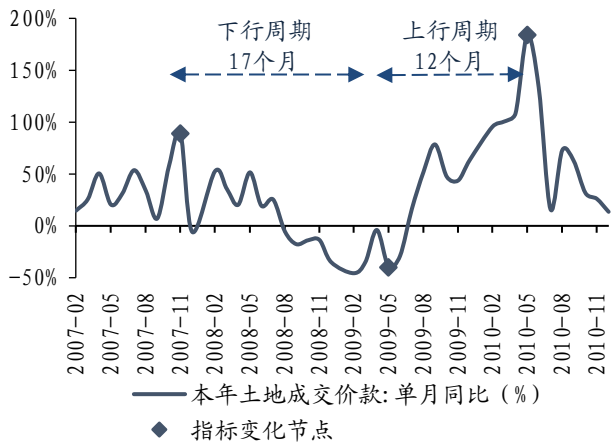
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图12：2009 年 2 月房地产开发投资回暖



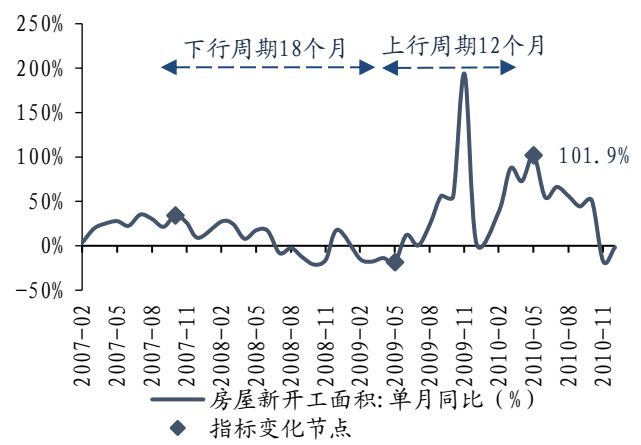
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图13: 2009年5月土地成交回暖



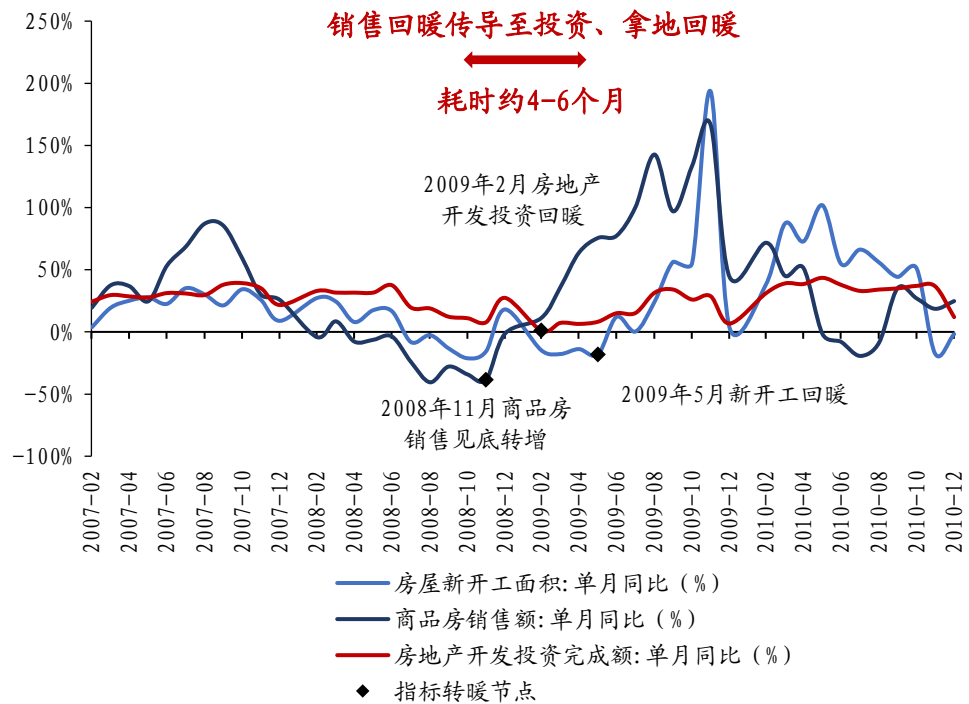
数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

图14: 2009年5月新开工回暖



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

图15: 2008-2009年周期房地产开发投资、拿地复苏滞后销售回暖约4-6个月



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2) 2014-2015年周期: 去库存、棚改货币化主导下的放松周期, 销售转暖后8个月投资拿地复苏

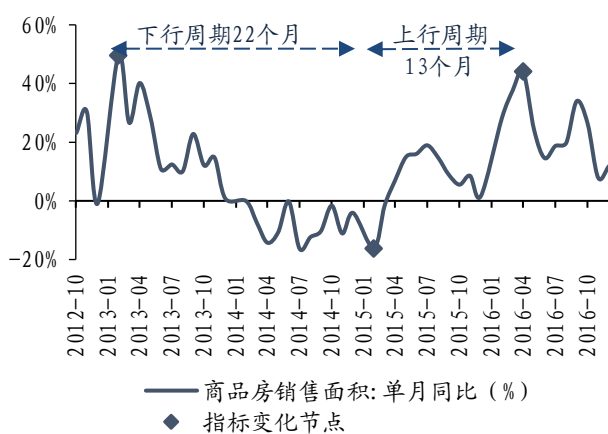
从商品房销售面积看, 销售的恢复略微滞后政策放松6个月: 2013年2月商品房销售面积同比增速开始下行, 2014年2月销售面积增速转负, 2015年2月增速见底, 商品房销售下行幅度为75pct; 2014年9月的“930新政”可以看作是本轮放松的重要节点, 房贷利率及首付比例均全国范围下调, 限贷政策全国内放松, 而限购政策自4月

开始在地级市层面开始逐步放松，至9月时已有多个城市跟进。2015年3月销售面积增速上行，2016年4月销售见顶。2014年9月的“930新政”可以看作是本轮放松的重要节点，房贷利率及首付比例均全国范围下调，限贷政策全国内放松，而限购政策自4月开始在地级市层面开始逐步放松，至9月时已有多个城市跟进。而商品房销售面积同比降幅直至2015年3月才缩窄至-1.6%，4月才由负转正至同比增长16.0%。

从投资拿地看，2014-2015年周期即使销售恢复后，高库存仍导致土地成交价款短期维低位，但土地成交单价迅速提升；开发投资回暖则滞后于销售复苏约9个月。2014-2015年周期始于房地产销售下行，购房者观望情绪浓重导致的库存快速上升，“去库存”是本次周期的主基调，因此在政策放松在带动基本面触底恢复后，由于库存仍处高位，土拍市场的后续回暖表现分化。其中，土地成交价款在2014-2015年内一直处于较低水平，直至2016年2月我国商品住宅库存达到4.6亿平的峰值时，土地成交价款增速才由负转正、显著提升；而土地成交单价在2014-2015年周期成波动上升趋势，2014年7月仅797元/平，2015年12月提升至1213元/平。2015年11月，房地产开发投资完成额单月同比降至周期低值的-5.1%后开始弱反弹，滞后于销售复苏约8个月。但2015、2016年房地产开发投资累计金额回暖程度有限，2015、2016年全年开发投资总额分别同比增加0.99%、6.88%，远低于2012-2014年16.2%、19.8%、10.5%的增速水平。

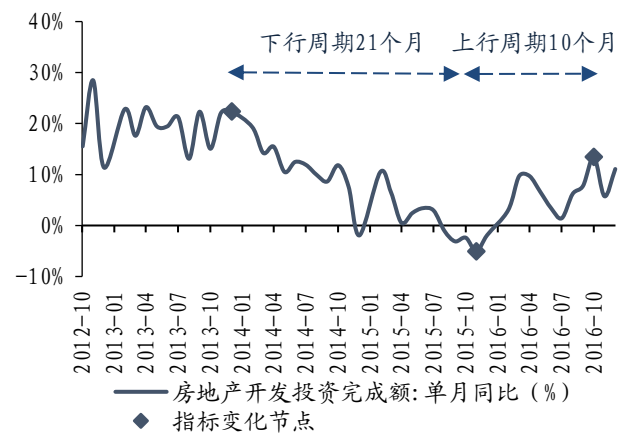
从新开工看，2014-2015年周期复苏过程中新开工恢复滞后于销售回暖约9个月。2014年2月至2015年10月期间，房地产行业新开工增速长期保持着波动下降趋势，20个月的时间里16个月新开工同比增速为负。随着2015年11月，房企开发投资意愿转暖，房地产开发投资同比回升，新开工复苏同时出现。2015年11月，房地产新开工同比增速降至-20.9%后开启了复苏进程，2016年2月我国商品住宅库存达到4.6亿平的峰值，库存增速由正转负，新开工增速则同时由负转正，补充库存。

图16: 2015年2月商品房销售见底转增



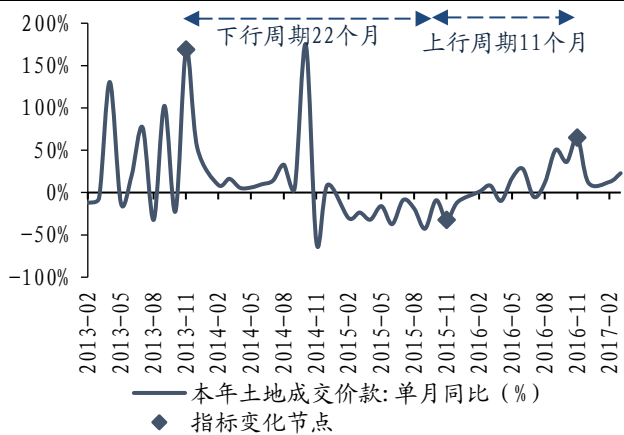
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图17: 2015年11月房地产开发投资回暖



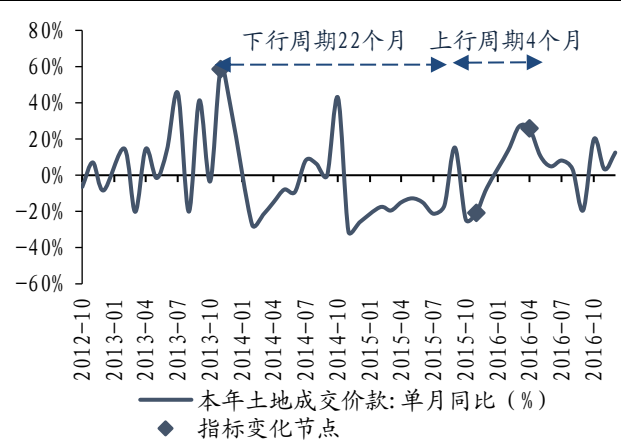
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图18: 2015年11月土地成交回暖、16年2月增速转正



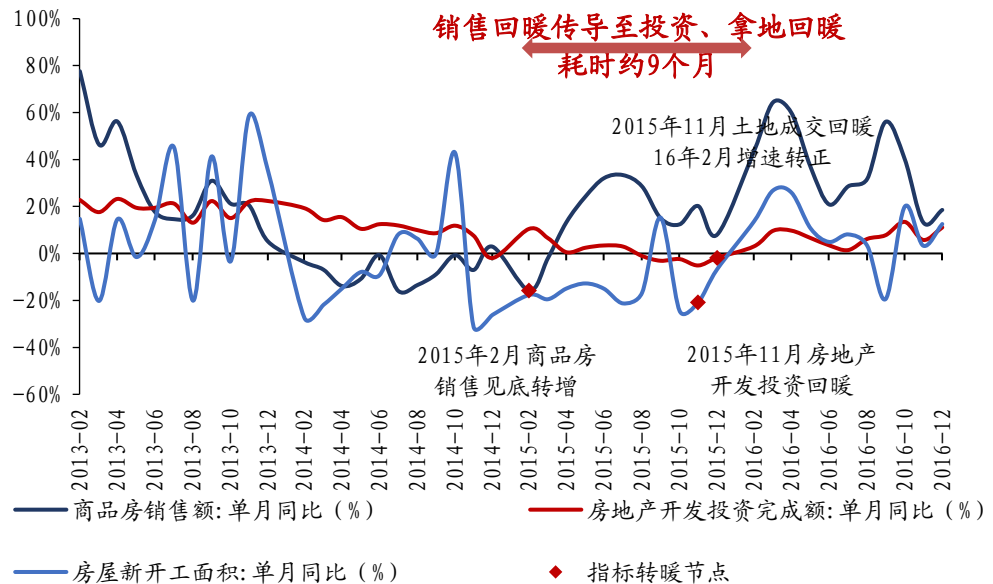
数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

图19: 2015年11月新开工回暖



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

图20: 2014-2015年周期房地产开发投资、新开工复苏滞后销售回暖约9个月



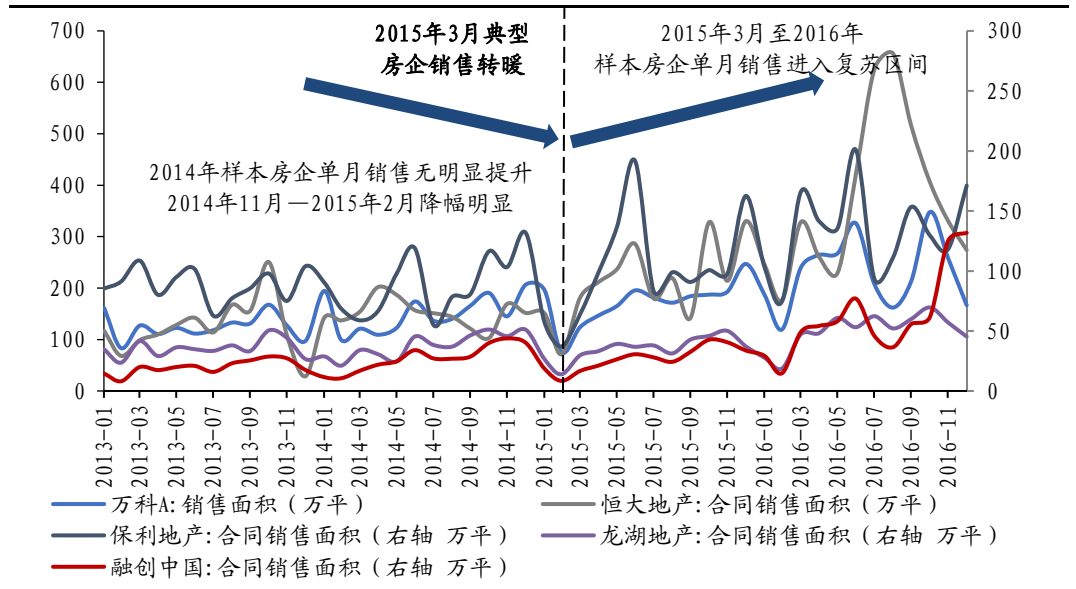
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.2.2. 2014-2015年周期典型房企销售复苏后, 投资拿地、新开工强度变化

在2014-2015年周期的复苏阶段, 头部房企利用融资优势快速提升杠杆水平, 在销售回暖阶段初期采用“销售-拿地-新开工”高周转模式, 在销售规模提升出现后约6-10个月, 拿地、新开工几乎同时复苏。从销售增速看, 2014-2016年, 万科A、中国恒大、融创中国等龙头房企分别实现了年均29.6%、68.5%、47.3%的销售增速, 其中2015年万科A、中国恒大、绿地分别以2627亿元、2050.4亿元、2015.1亿元的销售规模进入“两千亿俱乐部”。我们统计了2014-2015年周期期间融创中国、龙湖集团、中国恒大、万科A、保利发展的企业公告, 其销售复苏时间节点在2015年3月、3月、3月、4月、5月, 各房企单月销售同比增速分别由2015年2月的-23.9%、-46.0%、-48.0%、-34.1%、

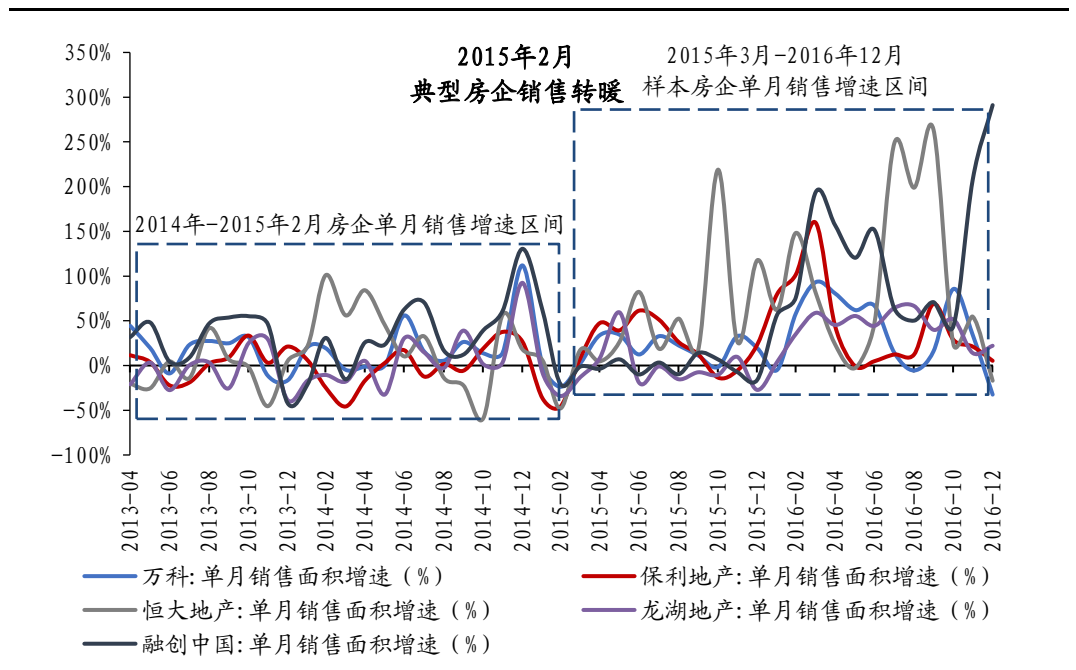
-20.8%转正为 2.5%、8.6%、17.6%、8.2%、6.9%。融创中国、中国恒大、万科 A 的投资拿地恢复时间均在 2015 年三、四季度，龙湖集团则在 2016 年一、二季度期间；融创中国、中国恒大、万科 A、保利发展新开工复苏时间节点均在 2015 年三、四季度期间。综合来看，龙头房企的投资拿地恢复普遍滞后于销售转暖约 6-10 个月，新开工复苏同样普遍滞后于销售转暖约 6-10 个月，龙头房企投资及新开工的恢复略领先于统计局的全国数据，也体现出龙头房企对行业周期更敏锐的判断和更强的执行力。

图21: 2015年3月样本房企单月合同销售额回暖



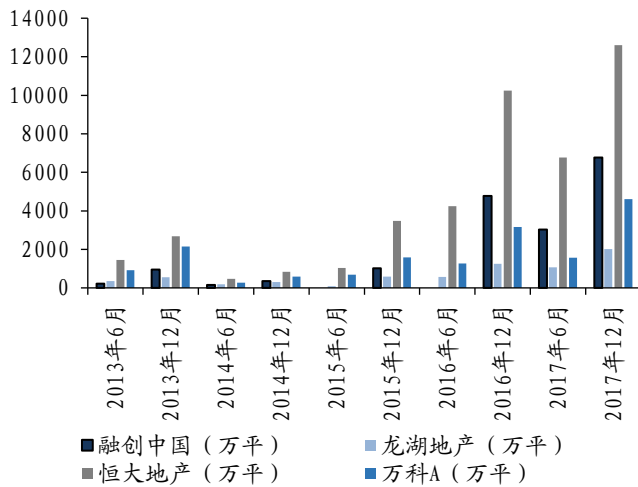
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图22: 2015年3月起龙头房企月度销售增速回暖



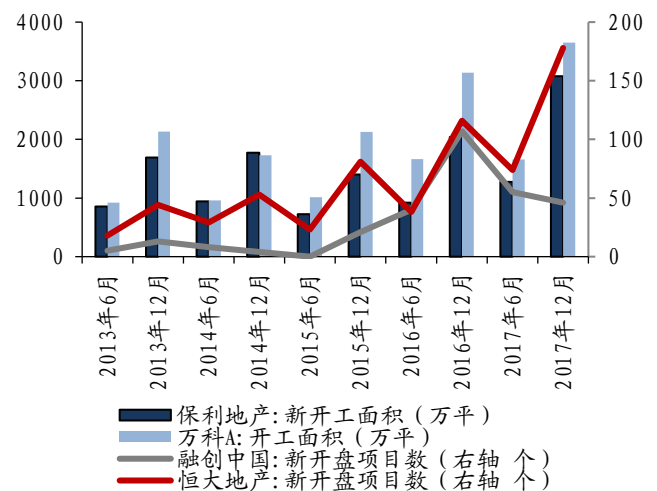
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图23: 2015年下半年样本房企拿地强度明显提升



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图24: 2015年下半年样本房企新开工明显恢复



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

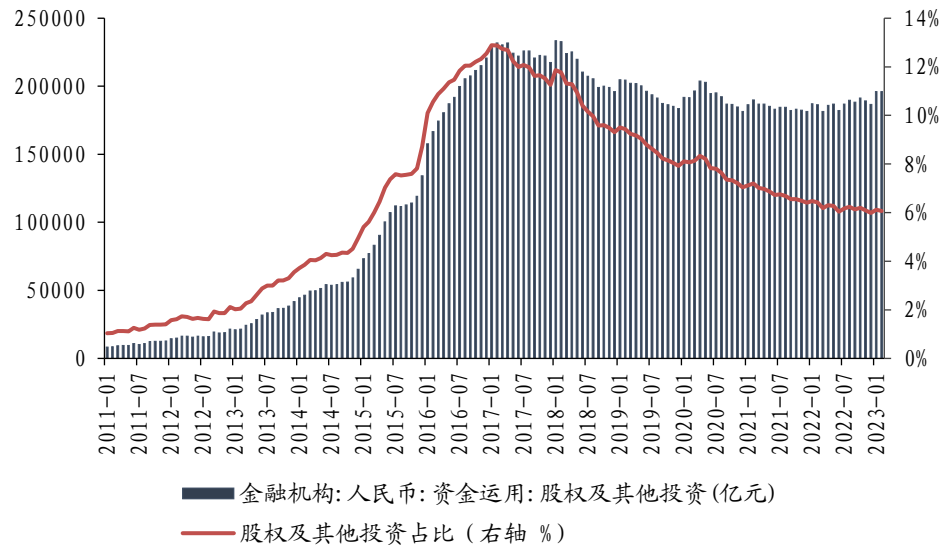
3. 本轮复苏周期中影响传导的堵点分析

3.1. 外部融资渠道支持有限

2017年后非标融资监管政策持续收紧, 房企债务融资渠道逐渐转为抵押性融资, 本轮周期“三支箭”融资政策框架下, 代表“第一支箭”的银行开发贷总量于政策出台后增加但标的企业严重倾向央企国企。

2017年后非标融资监管政策持续收紧, 本轮复苏周期中, 非标等融资渠道为房企提供资金帮助有限。2017年以前, 对银行投资非标缺乏统筹的交叉金融监管, 非标成为监管套利的重要工具。2011年1月至2017年1月, 通过银行委贷通道投资的非标准化债权占比从1.04%快速提升至12.89%, 非标融资达到历史鼎盛阶段。2017年底中央经济会议定下金融系统去杠杆、强监管、防风险的基调, 非标融资监管政策持续收紧, 但政策明确支持房企合理拓展融资需求, 多聚焦在信贷、债券、股权等标准化融资方式。2018年资管新规出台, 正式拉开政策端非标转标的序幕。2022年11月以来, 政策密集出台支持房企合理拓展融资需求, 多聚焦在信贷、债券、股权等标准化融资方式。2022年末以来, 证监会恢复涉房上市公司标准化融资, 启动不动产私募投资基金试点, 非标转标已成为地产领域政策明确的趋势。至2023年2月, 金融机构通过股权及其他投资占总资金运用的比例已由2017年近13%的峰值降至6%。与往轮复苏周期不同, 过去房企可以通过非标、信托等多种融资渠道获得融资, 可以较快恢复投资能力。但本轮周期中, 随着销售复苏, 房企投资意愿会有所增强, 与之匹配的融资需求也会上升, 但非标及信托等融资渠道为房企提供资金的作用明显下降。

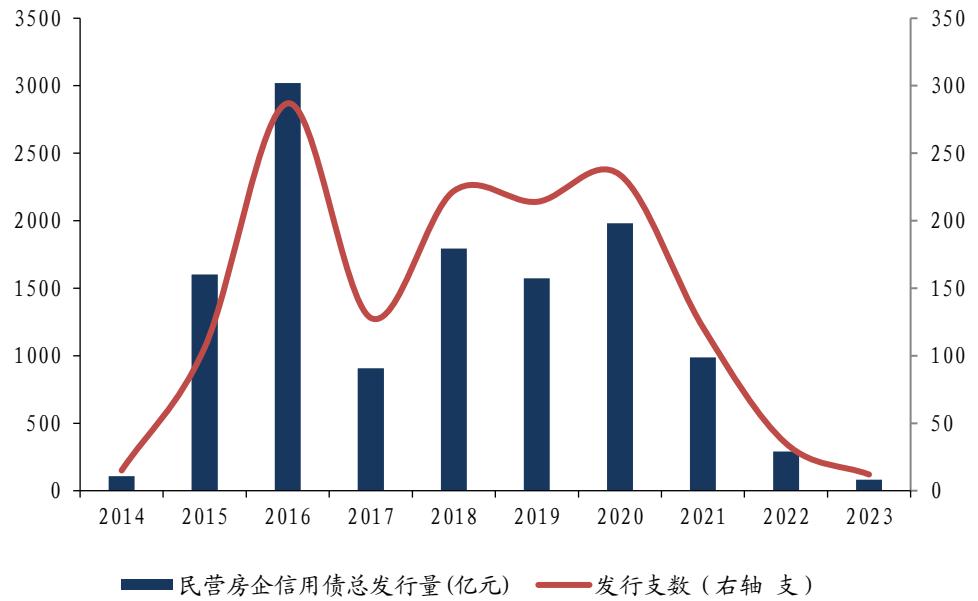
图25：2017年后，通过银行委贷通道投资的非标准化债权占比显著降低



数据来源：Wind，东吴证券研究所

往轮周期中，房企可通过无抵押物发行的信用债获得融资，本轮周期债务融资已基本沦为“抵押类”融资，且惠及的公司有限，无法为行业恢复提供过多帮助。从中债增信以及“第二支箭”融资条件来看，申请标准都需要抵押物或其他主体提供的反担保，这也就对民营房企可抵押资产提出要求。以中债增信为例，虽然对房企发行债券提供全额担保，但中债增信也有着自身的风险管理措施，房企需要通过第三方或实物资产进行反担保。此前，龙湖集团、新城控股发行的中期票据，均向中债增信提供了相应的不动产资产作为反担保抵押物。中债增官网此前发布了《关于接收民营企业债券融资支持工具房企增信业务材料的通知》，对房企的境内债券及境外债券的信用状况、拟提供的风险缓释方式等进行排摸，明确列出5种“拟提供的风险缓释方式”：金融机构风险缓释、国有企业反担保、资产抵押、关联企业反担保、国有担保（增进）机构反担保。企业提供这几种风险缓释方式，需要资金费用、资产、信用资源等作为条件支持，因此一些民营房企将受限，或许只有部分企业有条件申请支持。与往轮周期通过信用债进行融资、获得可自由支配的现金流不同，这一轮民企已经无法发行真正意义的信用债，仅能做抵押型的债务融资。

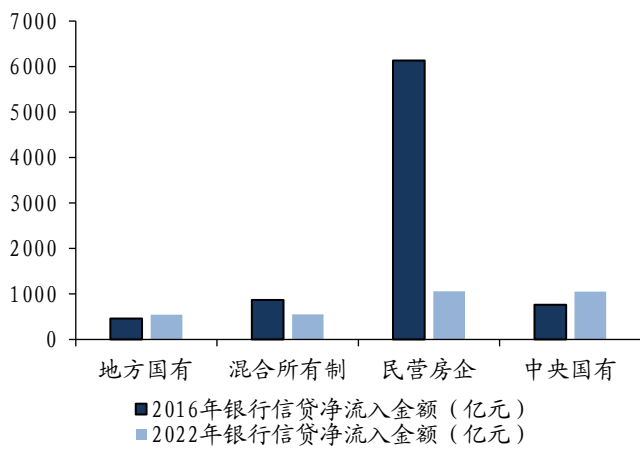
图26: 本轮周期民营房企通过信用债发行获得融资力度明显不及往轮



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

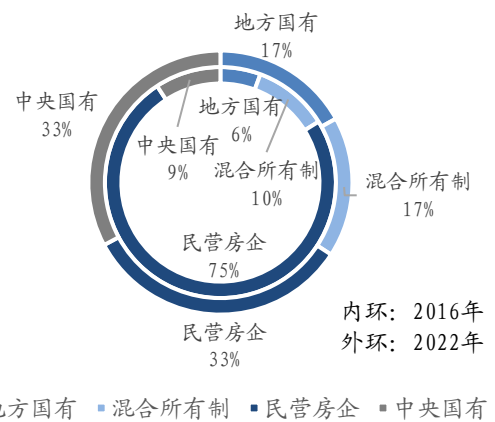
代表“第一支箭”的银行信贷总量于政策出台后增加，但标的企业倾向央国企。根据各房企年报，用“长期借款+短期借款”两个科目期末期初值的变化来粗略估计各类房企获得的银行贷款情况。我们发现2022年银行借款净流入TOP30房企中，央企、地方国企、混合所有制房企、民企分别获得1052、543.3、551.7、1056.3亿元的融资，央国企占比约49.8%，民企仅占比33.0%；对比上轮周期情况，2016年TOP30房企中，央企、地方国企、混合所有制房企、民企分别获得759.7、462.9、866.3、6134.0亿元的融资，央国企占比约14.9%，民企占比高达74.6%。2022年民企获得银行信贷支持金额占比仅33%，较2016年的74.6%明显下降，显而易见的是本轮复苏周期中银行信贷资源严重倾向央国企。

图27: 2022年银行信贷资源向央国企集中



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图28: 民营房企银行借款占比较2016年大幅下降



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3.2. 监管资金政策严格，销售回款难以转化为房企自由现金流

预售资金监管规范化后，房企回款率下降导致的现金流压力重新回归。2022年7月召开的中共中央政治局会议“保交楼”首入重要会议内容，成为了楼市政策调整的热点。此后，多地出台新规强化预售资金监管，而预售资金的主要来源是销售回款，预售资金监管规范化后，房企回款率下降导致的现金流压力重新回归。在过去，2015年开始，“快周转、冲规模”逐渐成为行业尤其是大型民营地产商的主要战略选择。凭借快周转，很多企业实现了规模突进，并利用规模优势实现了更为便利的加杠杆融资。“高周转-冲规模-更好融资-高负债、高杠杆”成为房企争相复制的循环链条。但是，该链条顺畅运行的前提条件是：融资和销售回款顺畅、集团内资金调度自由。2020年开始，随着行业融资层面新监管规范的出台，叠加销售下行、预售资金收紧，房企现金流情况恶化。即便2023年后销售回暖后，预售资金监管放松并不符合行业趋势，“冻结”在监管账户中的资金要求，成为减慢房企销售回款周转的一大关卡。

预售资金监管标准、力度全国统一是大势所趋，在过去，1994年11月原建设部发布的《城市商品房预售管理办法》规定，“商品房预售款监管的具体办法，由房地产管理部门制定”，“省、自治区建设行政主管部门、直辖市建设行政主管部门或房地产行政管理部门可以根据本办法制定实施细则”。而“一城一策”下部分地方监管较松导致出现房企虚报工程进度来提前预支监管资金，最终项目无法复工、无法交楼。当前“保交楼”政策框架下，各地方商品房预售资金监管措施更是趋严。

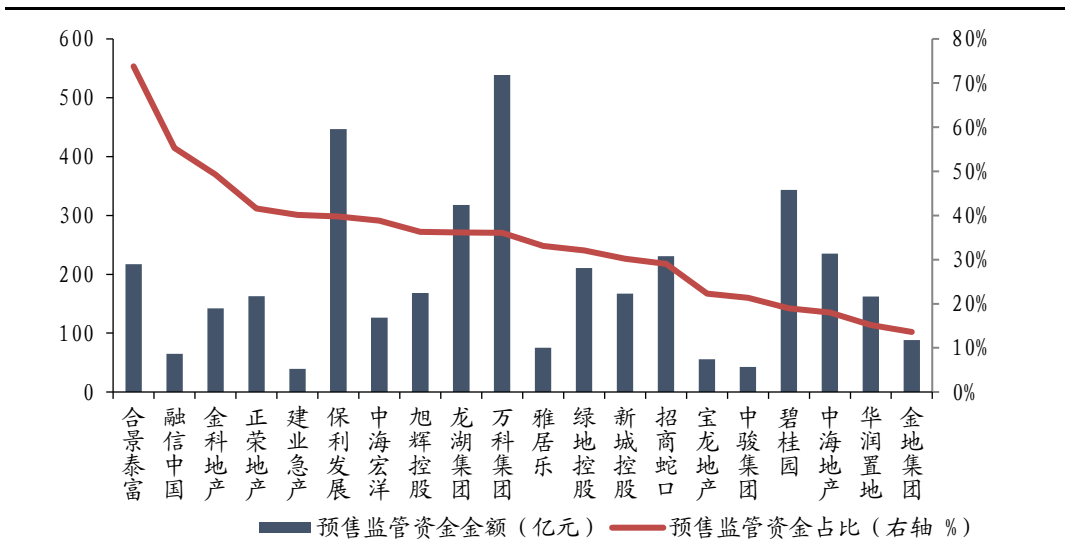
表1: 各地方商品房预售资金监管政策收紧整理

时间	部门	政策名称	具体内容
2022年7月12日	沧州	《沧州市商品房预售资金监管办法》(征求意见稿)	将银行和地方政府部门对预售资金的监管义务纳入了买卖合同。指出, 设立监管账户后, 在商品房买卖合同中须注明“购房款不进入监管账号, 此合同无效, 买卖双方可随时解除”字样; 未设立监管账户的项目, 相关部门不得办理商品房预售许可和商品房网签备案。
2022年7月14日	西安	《关于印发防范商品房延期交房增量问题工作措施的通知》	1. 商品房项目完成主体结构验收前, 累计使用重点监管资金不得超过总额的50%; 2. 完成竣工验收前, 不得超过95%; 完成竣工验收备案前, 不得超过99%; 3. 不动产首次登记后, 可以提取剩余1%。其中, 7层以上的建筑, 总层数达到1/3、2/3前, 累计使用重点监管资金分别不超过总额的20%和35%
2022年7月14日	汕头	《商品房预售款监督管理暂行办法》	1. 项目预售批准后至完成三分之二结构工程时的楼栋, 开发商最高提取额度为楼栋总造价的50%; 2. 完成三分之二结构工程后至封顶的楼栋, 最高提取额度为楼栋总造价的65%; 3. 封顶后至完成外墙工程的楼栋, 最高提取额度为楼栋总价的85%; 4. 外墙工程完成后至竣工备案后, 最高提取额为楼栋总造价的95%
2022年7月28日	九江	公布销售楼栋的预售资金监管账号	公示了中心城区85个在售楼盘139个商品房预售资金监管账户, 并提示购房人购房时注意核实预售资金监管账户信息, 将购房款直接存入商品房预售资金监管账户。
2022年8月2日	东莞	《关于进一步规范商品房预售款收存管理和使用的通知(征求意见稿)》	对监管单位、银行机构和房企需履行的职责做了明确说明。银行擅自拨付或转移商品房预售监管资金的, 应负责追回; 房企在拿申请预售许可证前, 需按照一个预售许可证对应一个监管账户的原则, 新设银行账户; 购房者可通过网上银行转账等方式缴纳购房款等具体要求。
2022年8月4日	长沙	《关于进一步加强商品房预售资金监管的通知》	1. 对全市商品房预售资金采取“全额全程、流向流量、监测监管”方式, 强化“政府监控、银行监管”模式 2. 购房人交存的定金、首付款, 商业银行和公积金中心发放的按揭贷款等购房款, 全部通过监测专户存入监管账户, 对资金流向进行全程监测, 对项目工程建设款实施重点监管, 保证资金“留在项目、留在当地”, 优先用于项目建设, 保障房地产项目竣工交付。

数据来源: 政府网站, 东吴证券研究所

预售监管资金政策的趋严将直接影响到房企的现金流, 对于房企的偿债带来直接的影响。我们梳理了20家在2022年年报中批露了预售资金金额的典型房企, 样本房企预售监管资金合计金额占现金总额比例为29.4%, 预售监管资金的存在必将会增加企业现金压力, 其中合景泰富、融信中国、建业地产、金科地产和正荣地产占比均在40%以上。

图29：2022年样本房企整体预售监管资金占现金总额比例为29.4%

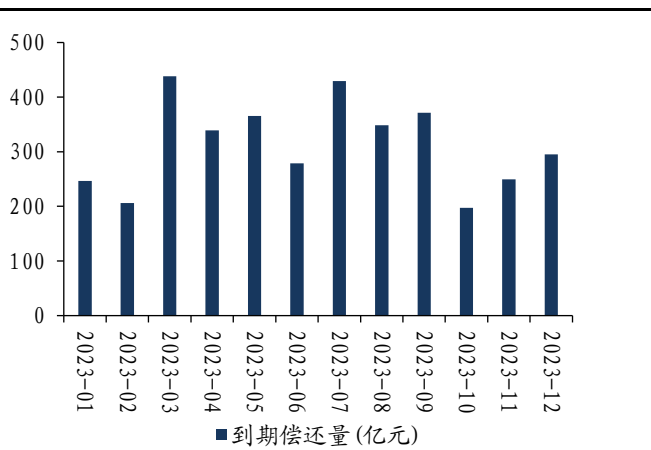


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

3.3. 以民营房企为代表，面临存量债务偿还压力

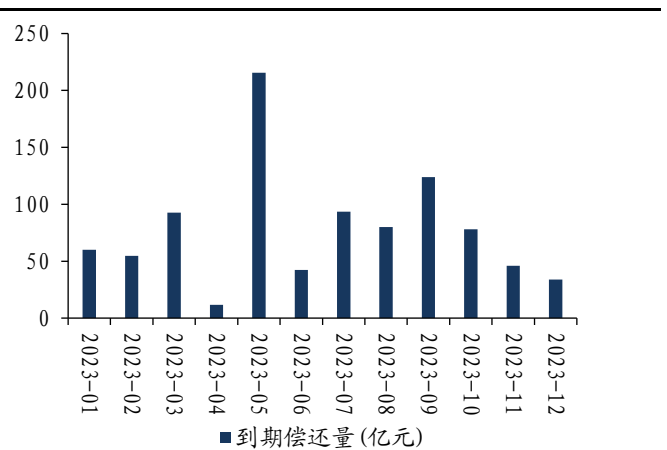
2023年房企债务到期压力不减，民企的偿债压力持续紧绷，房企将选择优先偿债，之后考虑恢复投资。从总量看，2023年房企债务到期压力不减。2023年境内地产债到期规模3767.8亿元，中资美元地产债到期金额为593.7亿美元。分月度来看，2023年7、9月为房企债务集中到期的高峰期。2023年7月房地产行业国内债券、海外债券、到期规模为763.8亿元，9月为781.7亿元。其中，民营房企在2023年9月、10月将到期约201.7亿元的境内债务，约占当期房地产行业境内债总额的35.4%，而2023年1季度民营房企境内债务到期偿还金额占比仅为23.2%，3季度民企偿债压力较高。

图30：2023年房地产行业总债务到期金额



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图31：2023年3季度民营房企偿债压力紧绷

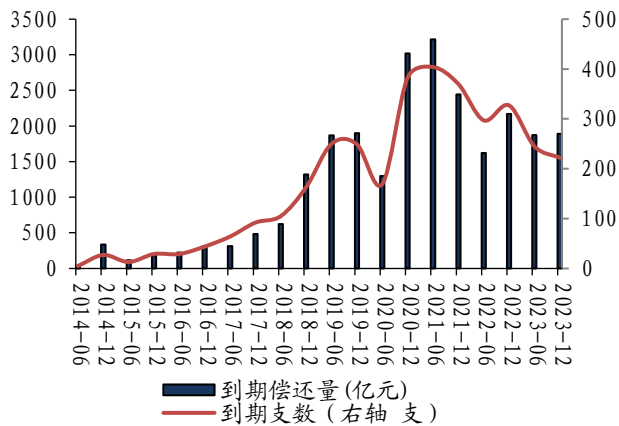


数据来源：Wind，东吴证券研究所

本轮周期复苏阶段债务偿还规模大于往轮周期，在出险房企的前车之鉴下，存活房企的资金优先用于偿还公开市场债务。2023年上半年房地产行业总境内债务到期规模分别为1874.4亿元、1891.9亿元；债券到期支数分别为245、222支，整体规模与2019

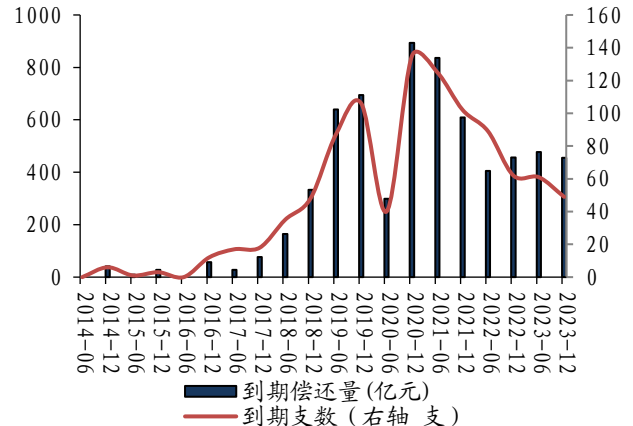
年持平，债务到期金额规模较 2015 年同期的 115.2 亿元、182.6 亿元分别提升了 15 倍、9 倍。而 2015 年我国债券市场全年发行各类债券规模 22.3 万亿元，2022 年则为 61.9 万亿元，债券市场整体规模仅提升约 2 倍。因此房地产复苏周期过程中，本轮房企债务偿还压力从绝对规模、规模增速两方面来看均大于 2014-2015 年周期。在如此债务压力下，即使在复苏周期，存活房企相较于投资拿地、新建楼盘的扩张战略，更倾向于“稳扎稳打”将新融资金用于公开市场债务偿还。

图32: 2023 年房地产业务到期金额大于 2014 年



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图33: 2023 年民营房企偿债压力大于过往周期



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

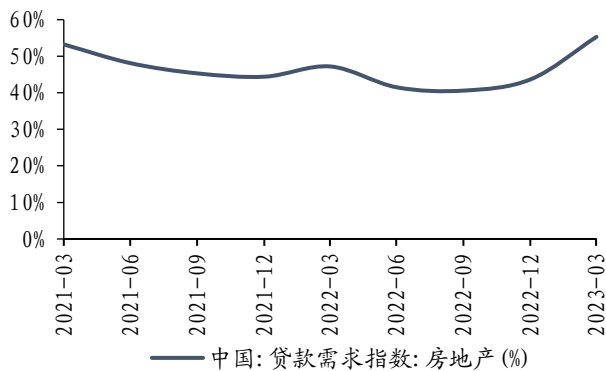
4. 本轮周期的销售改善能否传递至投资及新开工的恢复

4.1. 销售维持温和复苏是实现传导的基本条件

2023 年的金三银四带来了本轮周期销售复苏的一轮“小阳春”，我们跟踪 2023 年 4 月房地产高频数据发现，销售复苏的进程依旧在继续。新房市场看，2023 年 4 月 1 日至 4 月 21 日 38 城新房累计成交 1006.4 万方，同比+31.8%；2023 年初截至 4 月 21 日累计成交 5658.1 万方，同比+13.2%。从二手房市场看，2023 年 4 月 1 日至 4 月 21 日 14 城二手房累计成交 601.3 万方，同比+83.3%；2023 年初截至 4 月 21 日累计成交 2741.1 万方，同比+71.4%。

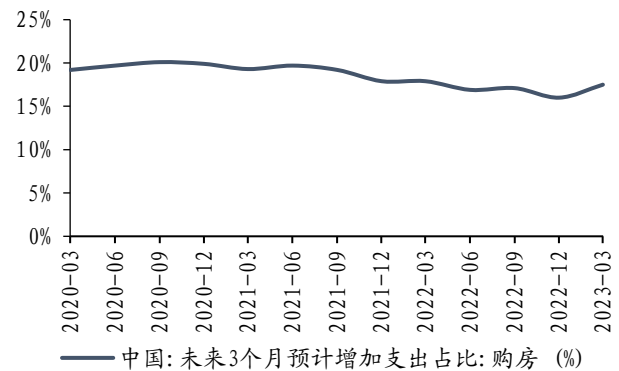
2023 年一季度央行银行家与城镇储户调查报告证明需求仍然存在。1) 从银行家问卷调查来看，经济复苏动能保持向好势头，带动贷款需求的明显回暖；其中房企信贷需求明显改善，基本回到 2021Q1 的水平。2) 从城镇储户问卷调查来看，居民购房意愿回升，处于 2022 年以来的最高点，储蓄意愿有所下降；居民对房价上涨的信心、就业与收入的预期均有所恢复。

图34: 银行家调查显示房企信贷需求明显改善



数据来源: 央行, 东吴证券研究所

图35: 居民购房意愿回升, 高储蓄意愿现象也有所改善



数据来源: 央行, 东吴证券研究所

统计局数据房价在修复, 资产价格上涨预期在修复。2023年3月16日统计局公布了70个大中城市的2月份平均房价数据。继2023年1月份房价有所回暖复苏之后, 我们目前在更多的城市都看到了较强的房价反弹表现。在2023年2月份, 新建商品住宅和二手住宅销售价格环比上涨的城市, 分别达到了55个和40个, 显示出全国范围内房价明显复苏的信号。相比之下, 2023年1月, 新建商品住宅和二手住宅销售价格环比增长的城市数量分别仅为19个和27个。在一线城市的房价在较早时候率先复苏的带领下, 我们认为, 更多的低线城市的房价也将在2023年二季度全面止跌回暖。

根据过往周期经验, 投资和新开工的恢复必然伴随着销售的持续好转, 若销售回暖趋势被打破, 投资和新开工的恢复同样无从谈起。根据我们分析, 2023年居民端消费意愿和企业端资产价格上涨预期均在修复, 所以我们认为, 本轮复苏周期向房地产行业投资、新开工的传导趋势在有利方向发展。

4.2. 民企信用风险接近出清, 银行端信贷支持不可或缺

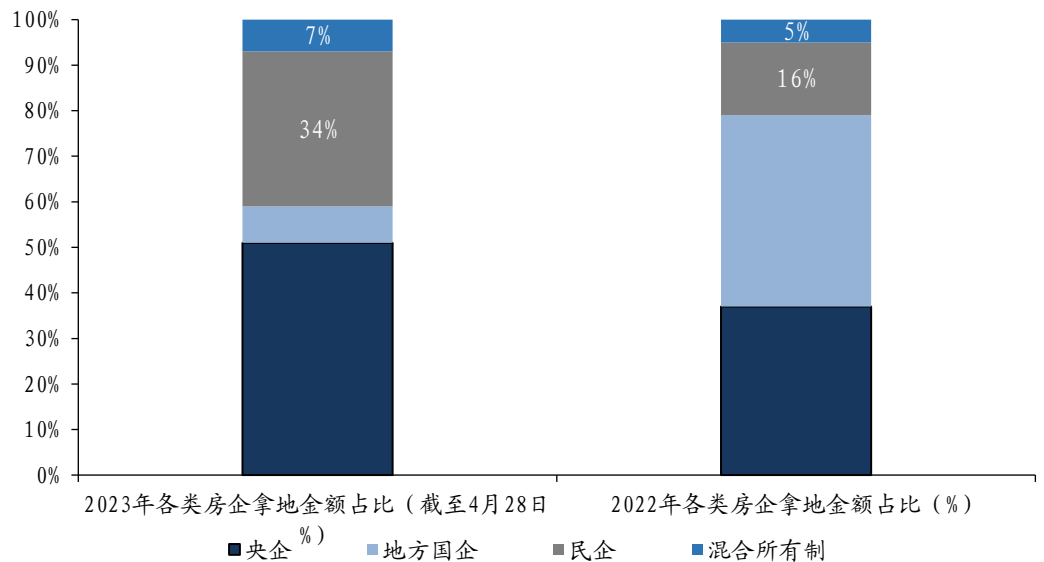
经历了本轮调整后, 伴随着宏观经济的逐步复苏与居民预期收入及购房信心的好转, 房地产企业尤其是民营房企的业绩风险、信用风险已经接近出清。“系统重要性房企”信用风险暴露已经基本告一段落, 后续可能仍有个别民企发生信用违约, 但已无法对行业整体信用修复趋势造成太大的影响。近期可以观察到, 混合所有制和民营房企的资金链已有恢复的迹象, 具体体现在两个方面:

1) 随着资金链情况好转民营房企开始有序恢复信用债的偿还。2023年3月, 中骏集团提前购回2.07亿美元债, 并在2023年4月将此笔美元债兑付完毕, “清零”了2023年度到期的所有美元债。

2) 混合所有制房企和部分民营房企正在恢复土地投资。从全国看, 2023年(截至4月28日, 下同), 民营房企、混合所有制房企拿地金额占比分别为34%、7%, 较2022年全年占比分别提升了18pct、2pct, 民营房企正在逐渐恢复土地投资; 2023年央企、地方国企拿地金额占比分别为51%、8%, 其中地方国企占比下降34pct, 主要由于地方城

投平台“托底式”拿地的情况明显减少。从重点城市看，宁波、天津、合肥、杭州是民企积极投资的几大城市，其拿地金额占比分别为54%、58%、43%、65%。以2023年4月杭州的第三次集中供地为例，12宗地块中，有10宗地被民营房企拍下，民企拿地总金额达142.1亿元，占总金额的85%。滨江、碧桂园、龙湖等多家民企均有收获。如前文分析，房企资金用于投资的顺位在偿债之后，因此我们认为逐渐恢复拿地的民企，其信用风险已基本出清。

图36：2023年民企及混合所有制房企拿地力度较2022年恢复



数据来源：中指数据库，东吴证券研究所

另一方面，部分前期出险房企的债务重组工作正在稳步推进，其中如融创中国在2023年4月发布了境外债务重组方案，融创将约百亿美元的境外债务分为降杠杆、留债展期两种路径进行重组。其中，降杠杆计划目标约30亿美元，为债权人提供了可转换债券、强制可转换债券、转换为部分融创服务股权、置换新票据等选项。并在短时间内得到75%以上的债权人支持。若债务重组方案能够获得通过，出险房企将获得恢复正常经营的机会，随着现金流的好转，其投资和开、竣工也将逐步恢复。

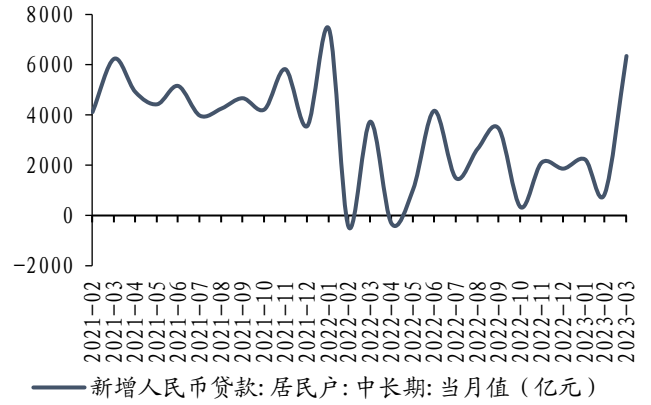
从资金传导路径看，销售回暖后的资金回款叠加银行信贷融资支持，房企才有足够的信心打通堵点，恢复投资拿地水平、开始新楼盘的开工建设。银行信贷投放与房企投资、开工复苏是相辅相成的，房企资金链恢复后增加投资拿地，又可以进一步申请开发贷获得信贷融资；银行端观察到房企恢复投资的向好趋势，同样会信心增强、增加房地产类信贷投放力度。一旦信心的正向循环形成后，投资、新开工将会快速恢复。2023年初以来，居民中长期贷款连续2个月多增。3月居民中长期贷款新增6348亿元，同比多增2618亿元，延续了2月转正以来的恢复态势。如果银行信贷投放增加趋势形成，则会加速向房企恢复投资、新开工等正常经营活动传导，若二季度信贷投放放缓，则传导的时间周期将会被拉长。

图37: 2023年3月来源于贷款的房企资金同比转正



数据来源: 央行, 东吴证券研究所

图38: 2023年居民部门中长期贷款连续2个月多增



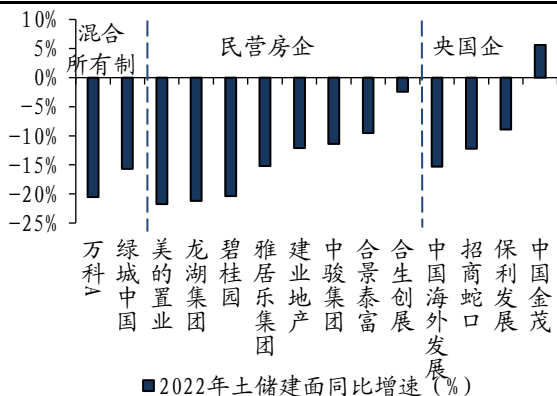
数据来源: 央行, 东吴证券研究所

4.3. 房企库存下降压力倒逼投资意愿提升

2022年多数民营房企暂停拿地, 2023年起推货压力将倒逼房企重启投资。从房企土储变化看, 年报显示, 2022年34家样本房企的土储总量为14.0亿平方米, 较2021年的16.3亿平方米减少约14.2%, 土储平均值也从上一年的4783.8万平方米降至4107.1万平方米。其中, 碧桂园、万科A、龙湖集团、美的置业、金地集团的土储分别同比下降了20.4%、20.5%、21.2%、21.8%、19.0%。从房企待售货值看, 我们将房企年报中“发展中物业、可供出售物业”两项目合计粗略视为房企储备的货值, 样本房企2022年货值总量4.59万亿元, 较2021年的4.96万亿减少约7.4%, 其中碧桂园、万科A、龙湖集团、美的置业、金地集团的货值分别同比下降约11.3%、15.7%、19.7%、13.4%、18.2%。

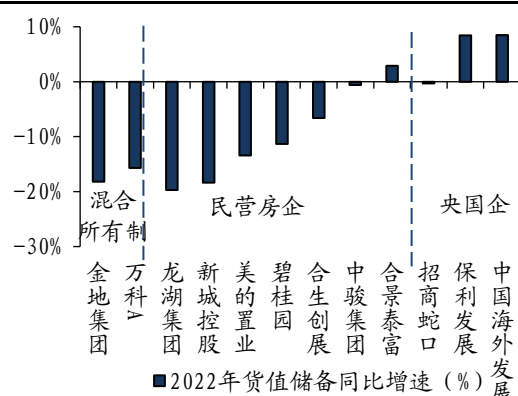
根据各家房企的业绩发布会来看, 民营房企由于较长时间未补充新项目, 今年起都开始面临推货压力。可售货值中, 去化率较高的新推盘占比下降, 往年滚存的货值占比提升, 进一步影响了整体去化水平。若要维持正常的销售和回款状态, 及时补充新项目迫在眉睫。

图39: 2022年民企、混合所有制房企土储明显缩水



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图40: 2022年民企、混合所有制房企待售货值明显下降



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

民营、混合所有制房企受限于资金恢复水平，集中资金在一二线土地市场“补仓”是最优策略，土拍一二线热、三四线冷的分化趋势将延续。根据中指研究院数据，2023年第一季度，在北京、杭州、南京、西安等一二线热点城市的土拍中出现了多家民企身影。比如2023年杭州举行的前两次土拍中，18宗成交地块中有10宗地块均由民企斩获，其中浙江中豪、中天美好、新城控股均在20余轮竞拍后以12%的最高溢价率拿地，截至2023年3月杭州本年成交土地平均溢价率高达9.7%。以龙头房企碧桂园为例，该公司在3月30日召开的业绩发布会上宣布重启拿地，但未来将从原先的偏重三四线布局，转向一二线和三四线“五五开”的布局，新增投资以一二线为主。与杭州为代表的热点一二线城市相比，三四线城市土拍市场压力不减，至2023年3月，东营、菏泽、襄阳、常德、南充、岳阳、邢台等三四线城市住宅用地均以底价出让为主，成交溢价率持续在2%以下的低位。

5. 投资建议：进取型央国企投资领先恢复，优质民企和混合所有制房企破茧重生

我们判断，本轮销售恢复及后续传导将是一个温和、持续时间较长的过程，过去几轮典型周期投资回暖滞后销售回暖约3个季度，由于本轮传导过程中仍存在一些堵点和制约条件，所以我们判断整体恢复周期可能会长于3个季度，即2023年全年或很难看到投资和新开工的大幅恢复。但后续新开工和投资恢复节奏还取决于两个重要的变量：销售持续性和信贷投放情况。若两者的情况均好于当前状态，则新开工和投资的恢复节奏将会提前，反之亦然。

中国房地产行业已经进入到全新的发展阶段，由高速发展向高质量发展转变、由“强者恒强”向“稳者恒强”转变、由解决基本居住需求向满足人民群众对美好居住品质的向往转变。近两年，房地产行业经历了大幅的波动，行业格局变化不断，无论在销售、拿地还是融资方面规模房企间的分化愈发明显，尤以国央企和民企的分化为甚。我们认为，未来稳健经营的国央企以及优质民企有望在销售复苏后，继续获得融资支持与政策的持续呵护，迎来投资拿地、新开工的反弹，回归企业经营良性循环，成为房地产市场为数不多的能够超越行业、扩张规模的房企；同时建议关注物业和代建行业的投资机会。推荐标的：1) 开发商：保利发展、招商蛇口、滨江集团、越秀地产，建议关注华发股份、中国海外发展、保利置业集团；2) 物业公司：华润万象生活、雅生活服务，建议关注保利物业、越秀服务；3) 代建公司：绿城管理控股。

6. 风险提示

1) 行业下行压力超预期：若供给端政策优化不足，房企信用环境或将持续恶化，造

成需求端信心持续不足，行业下行压力加大；

2) 疫情反复、发展超预期：新冠病毒持续变异，传染性增强或导致疫情反复、发展超预期，对住房建设进度、房地产市场产生负面影响；

3) 调控政策放松不及预期、收紧超预期

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

