

房地产业新发展模式探讨 ——地产杂谈之四十七

2023年5月30日

行业评级

地产 强于大市（维持）

证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号：S1060514080002

邮箱：yangkan034@pingan.com.cn

郑茜文 投资咨询资格编号：S1060520090003

核心观点

- **“三高”旧模式形成，适应特定时代背景：**1998年房改后，全国商品房量价迎来爆发式增长，1999-2021年全国商品房销售面积CAGR达12.5%，房企有诉求及动力扩规模，把握需求爆发红利。同时土地招拍挂带来地价大幅上涨，房企从理性角度出发，有诉求通过高周转、高杠杆维持较高ROE水平。由于国内此前股权融资受限，房企更多倾向债权融资，预售及按揭制度为房地产行业高周转、加杠杆创造了条件，“三高”旧发展模式逐步成为房企主流选择。
- **发展红利消失，旧模式弊端渐显：**一方面，经济增速及城镇化进程放缓带来需求红利逐步消退，同时“三条红线”等新监管政策对“三高”经营模式形成冲击；另一方面，旧发展模式带来房地产业杠杆快速提升，过多信贷资源流入楼市；市场与保障发展不平衡带来的新市民、青年人住房问题逐步显现。2021H2以来爆发的行业信用危机，旧模式弊端持续暴露。
- **轻重并举、多元化经营为海外房企主要模式：**美国房地产领域专业化分工较高，传统房开企业通过土地期权减少资金沉淀，叠加房屋施工周期较短，均利于提高资金利用效率，维持较低负债水平。日本房企在90年代危机后，通过多元化经营分散风险，拓宽收入来源。新加坡凯德通过双基金模式打通“投融管退”全流程，轻资产模式减少资金沉淀，维持稳健财务表现及较高派息比例。
- **新发展模式不仅为房企融资经营模式转变，或涉及住房等制度完善与变革：**住房及土地制度变革为新旧模式平稳过渡重要基础，完善的住房租赁金融政策体系，为向新发展模式平稳过渡重要保障。轻重并举、精细化运营、向管理要效益或将成为未来国内房企经营转型重要方向，同时随着股权融资逐步放开，未来房企将从债权融资为主向股债多元化融资转变。

核心观点

- **投资建议：**站在目前时点，“三高”经营发展模式带来的弊端逐步显现，房地产市场已经从解决“有没有”转向解决“好不好”的发展阶段，未来轻重并举、精细化运营、向管理要效益或为房企经营模式转型重要方向，同时住房及土地制度变革为模式平稳过渡重要基础，完善的住房租赁金融政策体系，为向新发展模式平稳过渡重要保障。投资建议方面，建议关注在土储及融资占优、积极转变发展模式的强信用房企如越秀地产、保利发展、招商蛇口、华发股份、中国海外发展、滨江集团、万科A、金地集团等；同时建议关注物业管理企业及产业链机会。
- **风险提示：**1) 楼市复苏不及预期风险；2) 个别房企流动性问题超出预期风险；3) 房地产行业短期波动超出预期风险。

▶ 2021年12月中央经济工作会议首次提出“探索新的发展模式”，同年12月住房和城乡建设部原部长王蒙徽接受新华社采访表示“过去形成的“高负债、高杠杆、高周转”的房地产开发经营模式不可持续”，2022年12月中央经济工作会议提出“推动房地产业向新发展模式平稳过渡”，2023年4月政治局会议强调，推动建立房地产业发展新模式。那么旧发展模式是什么，产生及变化背景是什么，新发展模式可能有哪些方向，本篇报告我们试图针对上述问题做一些探讨。



2021. 12

中央经济工作会议提出“探索新的发展模式”



2022. 12

中央经济工作会议提出“推动房地产业向新发展模式平稳过渡”



2023. 4

央行一季度例会明确“加快完善住房租赁金融政策体系，推动房地产业向新发展模式平稳过渡”



2023. 4

政治局会议强调“促进房地产市场平稳健康发展，推动建立房地产业发展新模式”

CONTENT
目录

第一部分

旧发展模式如何形成

第二部分

为何要变革发展模式

第三部分

海外模式有哪些特征

第四部分

新发展模式方向在哪

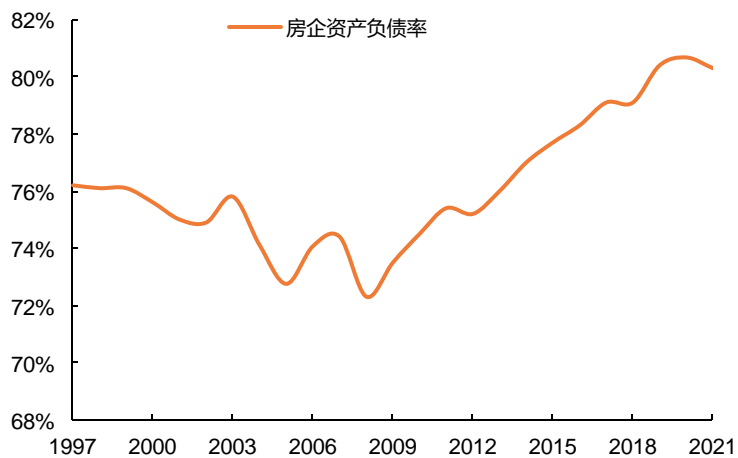
第五部分

投资建议与风险提示

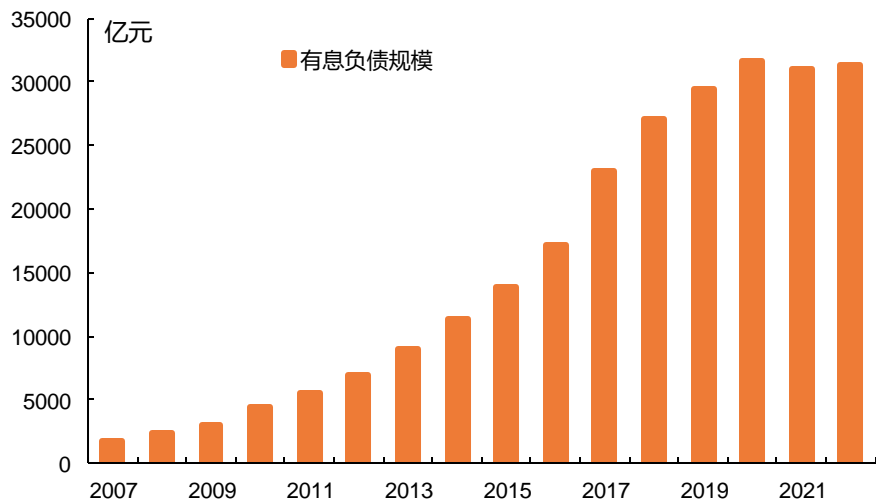
1.1 “三高”旧发展模式，适应于特定时代背景

➤ 狭义旧模式指“三高”发展模式，适应其特定时代背景。2021年12月住房城乡建设部原部长王蒙徽接受新华社采访表示“过去形成的“高负债、高杠杆、高周转”的房地产开发经营模式不可持续”，习近平主席在2022年中央工作会议中也提到“消除多年来“高负债、高杠杆、高周转”发展模式弊端，推动房地产业向新发展模式平稳过渡”。我们认为房企“三高”经营模式产生是有其特定时代背景，随着宏观政策及经济大环境变化，房地产经营模式也必然将进行调整及变化。

金融红利时代房企资产负债率攀升



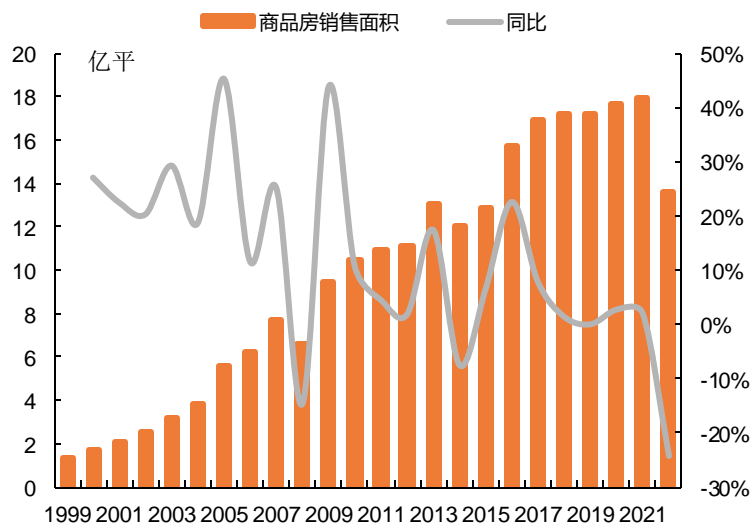
A股上市房企有息负债规模持续攀升



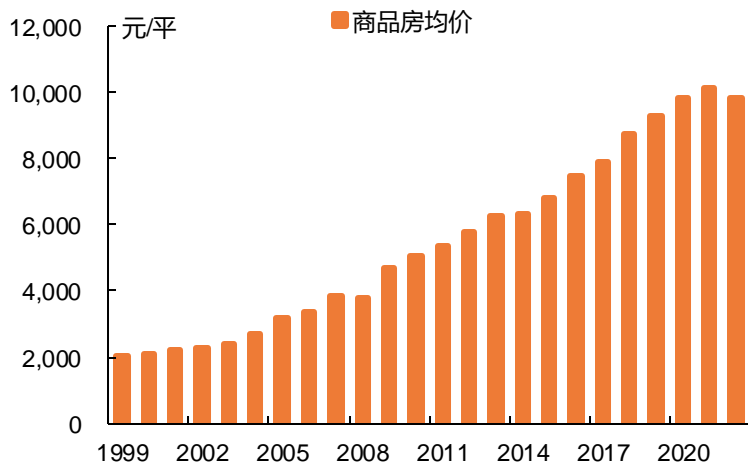
1.1 98房改后商品房爆发式增长，房企有动力加杠杆扩规模

- **98年房改后，全国商品房量价迎来爆发式增长。**1998年房地产市场化改革以来，伴随着国内经济发展及快速城镇化，房地产行业迎来快速发展，全国商品房销售规模从1999年的1.34亿平上升至2021年17.94亿平的峰值，同期全国商品房均价由2052元/平上升至2021年的10139元/平，年复合增速分别达12.5%和7.5%。
- **房企有诉求及动力加杠杆扩规模，把握需求爆发的红利。**伴随全国商品房市场爆发式增长，加上几乎单边上涨的房价能够覆盖融资端成本，房企有诉求及动力加杠杆扩大规模，把握住房需求爆发的红利。

2021年全国商品房销售面积规模创新高



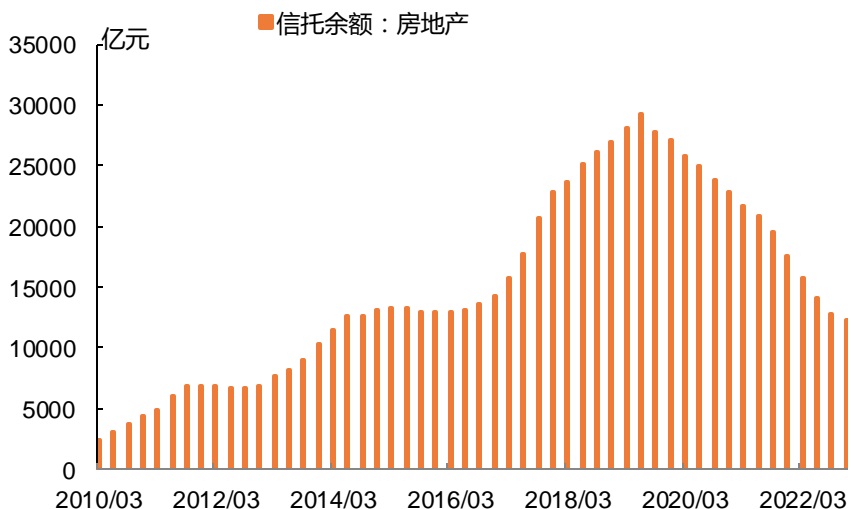
1999年以来房价几乎保持单边上行



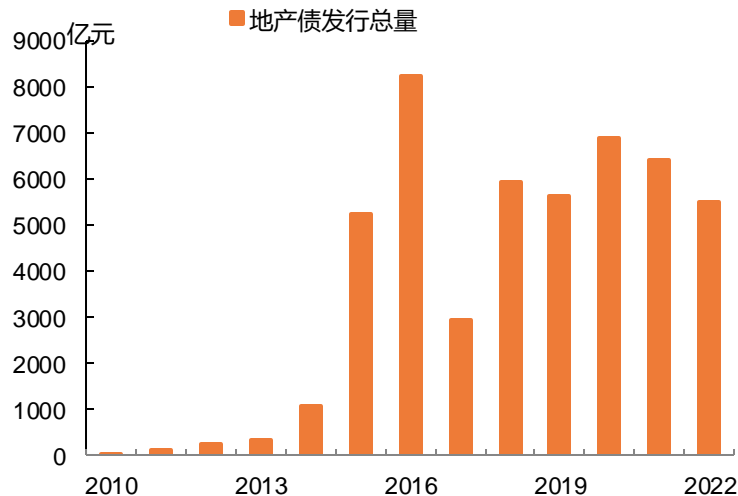
1.2 股权融资受限，债权融资成主导

- **股权融资受限，内地市场IPO暂停。**2010年国务院发布的《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》（即“新国十条”）。其中要求，加强对房地产开发企业购地和融资的监管，明确“商业银行要加强对房地产企业开发贷款的贷前审查和贷后管理。对存在土地闲置及炒地行为的房地产开发企业，商业银行不得发放新开发项目贷款，证监部门暂停批准其上市、再融资和重大资产重组”。2010年10月，证监会宣布，为坚决贯彻国务院及相关部门陆续出台的一系列规范土地出让、税收、信贷等产业、金融政策，证监会已暂缓受理房地产企业重组申请，对已受理的房地产企业重组申请征求国土资源部的意见。
- **房企加大债权融资，债券、信托及开发贷等成为主要融资渠道。**国内IPO受限，加上房地产再融资窗口时常关闭，债券、信托、开发贷等成为房企主要融资来源。2019年6月全国房地产信托余额最高达2.9万亿，2023Q1金融机构房地产贷款余额达53.9万亿。

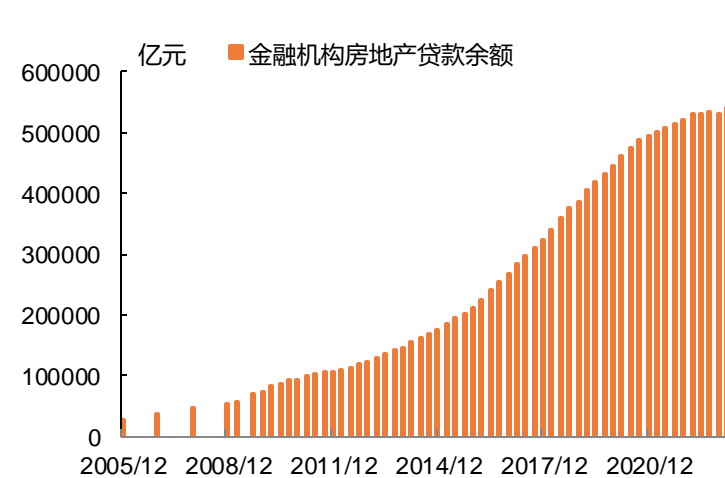
2019年房地产信托余额接近3万亿



房企发债融资成为重要融资渠道

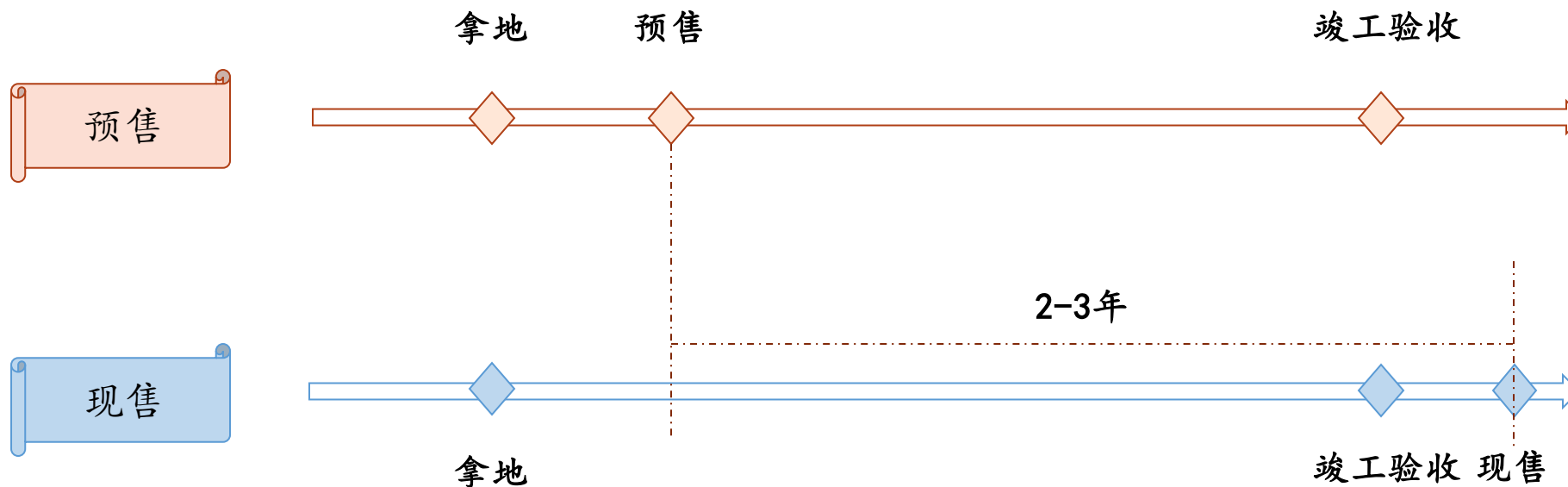


2023Q1金融机构房地产贷款余额达53.9万亿



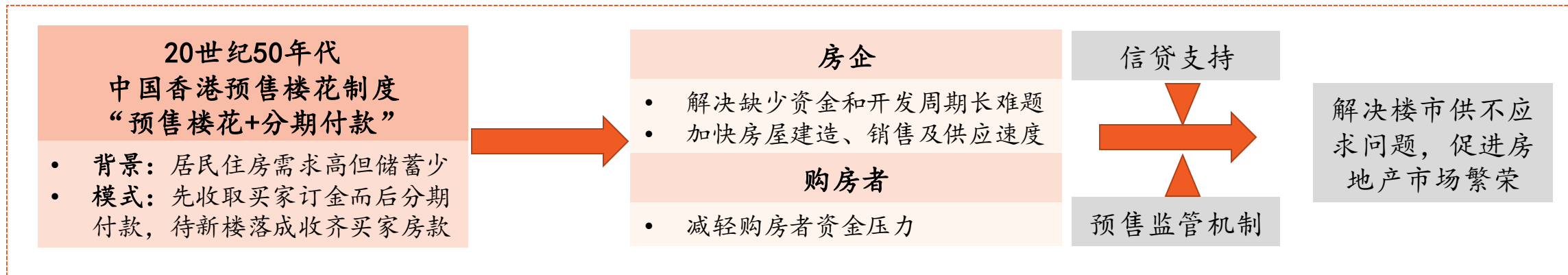
1.3 预售制度为房企高周转创造了条件

▶ **预售制度为房企高周转创造了条件。**国内预售制度起源于中国香港，上世纪90年代引入内地，1994年出台《城市房地产管理法》，并在《房地产管理法》和随后发布的《城市房地产经营管理条例》、《商品房预售管理办法》等法律文件中对“预售制”予以明确，逐步建立内地版预售制度。期房预售模式为房企高周转提供了基础，意味着开发商能在项目初期获得现金流回款。

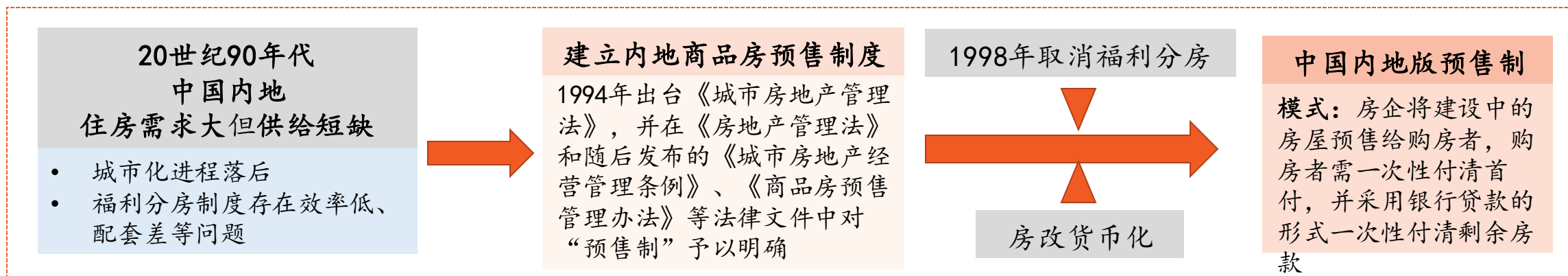


1.3 预售制度为房企高周转创造了条件

国内预售制度起源于中国香港预售楼花模式



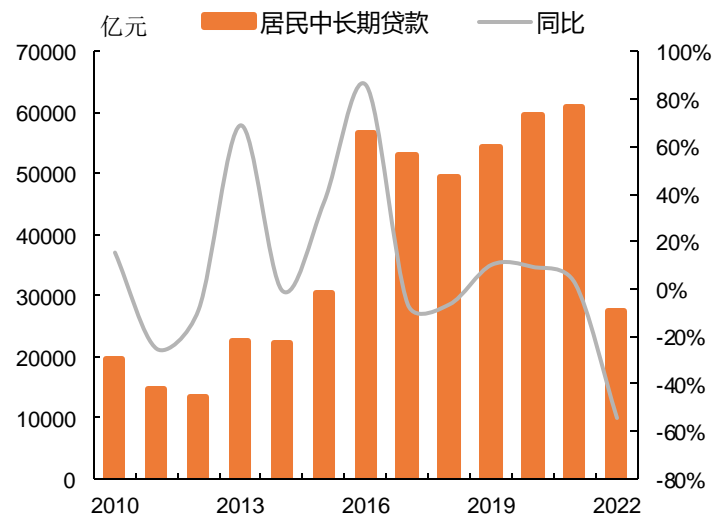
20世纪90年代引入内地 形成“中国内地版预售制”



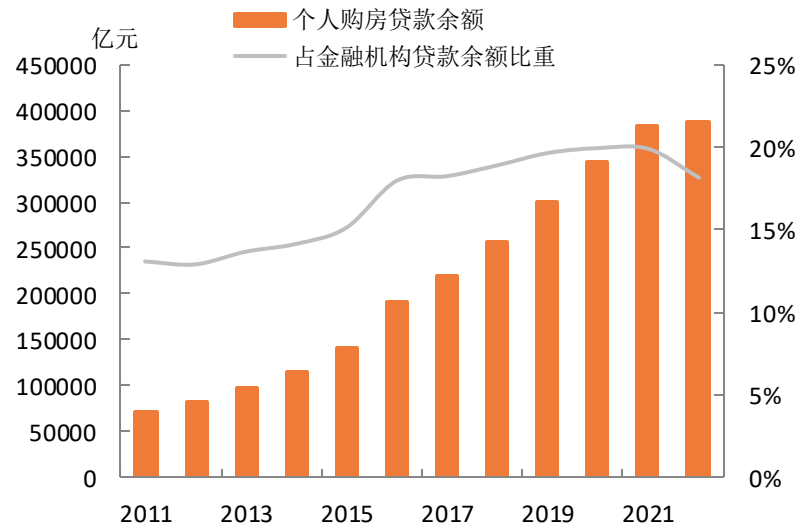
1.4 按揭贷款为房地产加杠杆提供基础

▶ **按揭贷款为房地产加杠杆提供基础。**1998年4月中国人民银行下发《关于加大住房信贷投入，支持住房建设与消费的通知》，指出“为促进城镇住房制度改革，把住宅业培育为新的经济增长点，中国人民银行决定进一步加大住房信贷投入，支持住房建设和消费。”5月央行进一步发布《个人住房贷款管理办法》，对贷款期限、利率做出更细致的规定。1999年2月央行发布《关于开展个人消费贷款的指导意见》，明确1999年各商业银行对住房消费贷款投入要高于1998年的投入比例，个人住房贷款可扩大到借款人自用的各类型住房贷款。按揭贷款制度为居民加杠杆购房奠定基础，间接为房地产企业提供了融资(会计处理上，预收购房款记为“合同负债”)，2022年定金及预收款、个人按揭贷款占到房地产企业开发资金来源的49.1%。

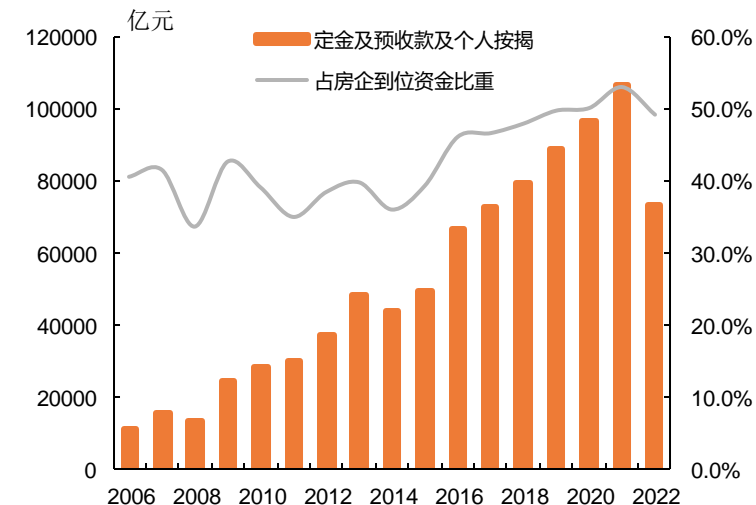
居民中长期贷款大幅放量



金融机构个人按揭贷款快速上升



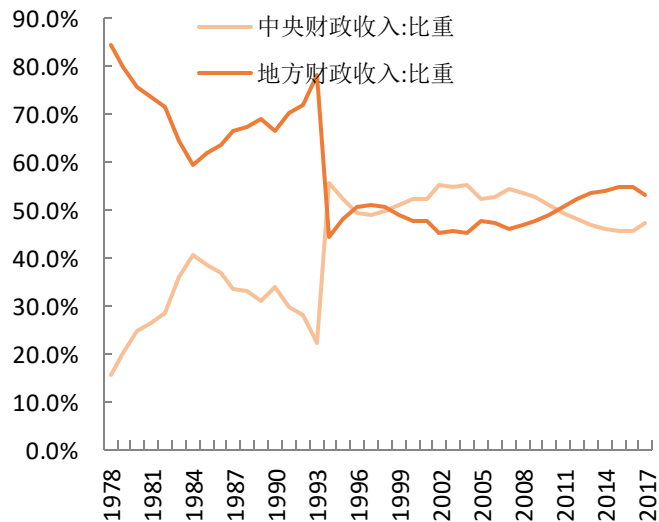
定金及预收款及按揭占房企资金来源比重



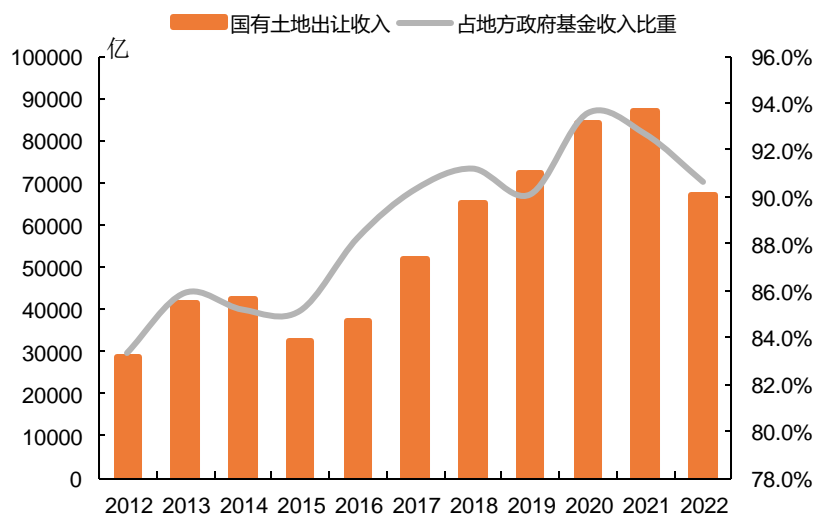
1.5 地价大幅上涨，ROE追求的理性选择

- **土地“招拍挂”新政，带来地价大幅上涨。** 1994年分税制启动后，地方政府财政收入大幅下降。为解决地方政府收入减少的问题，1994年颁布的《中华人民共和国房地产管理法》规定国有土地使用权地方政府可以进行征收并拍卖，为地方政府缓解财政压力提供了制度依据。2004年8月31日“招拍挂”新政后，地方政府作为土地唯一出让方，从土地财政角度并未有大幅加大供地冲动，带来地价快速上涨。
- **“三高”经营模式为ROE追求下的理性选择。** 地价大幅上涨背景下，房企从理性角度出发，有诉求通过高周转、高杠杆维持较高ROE水平。

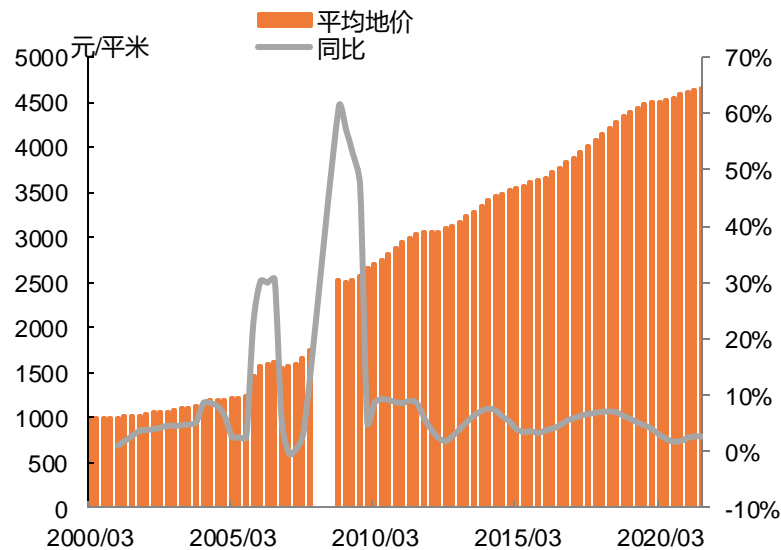
1994年分税制改革后地方财政收入大幅下降



土地出让收入为地方财政重要收入来源



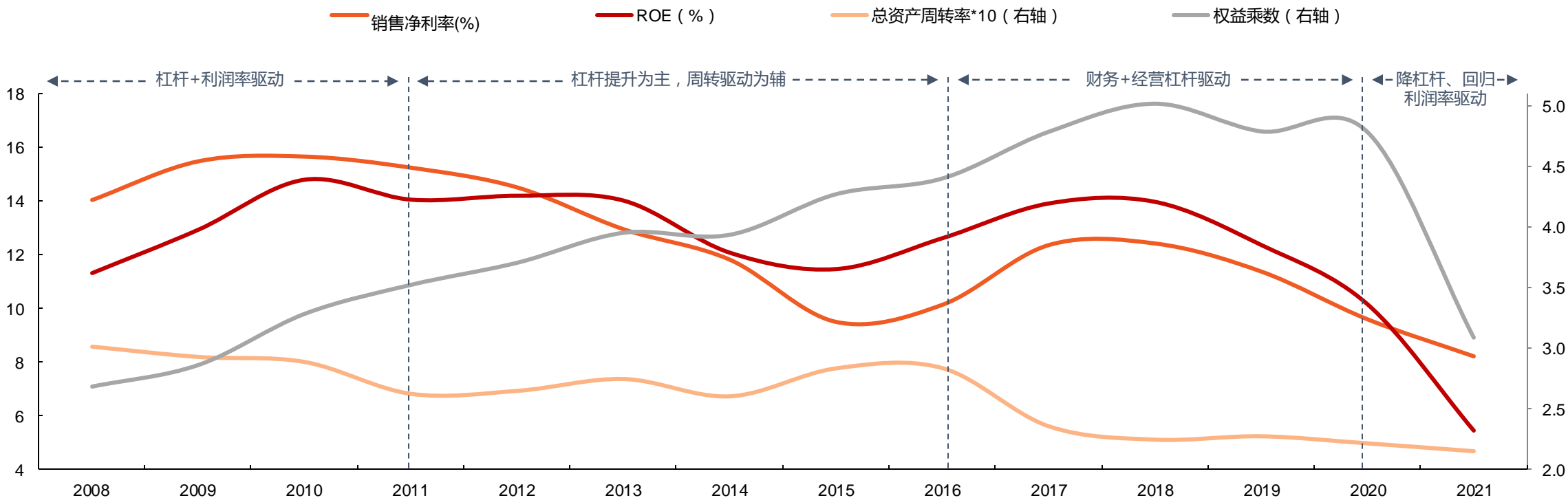
“831大限”带来2005年地价大幅上涨



1.5 “三高”经营为房企ROE追求下的理性选择

➤ 复盘历史，2008-2020年房企ROE驱动因素大致经历三段变化，分别为2008-2011年（杠杆+利润率驱动）、2011-2016年（杠杆提升+周转驱动）、2016-2020年（财务+经营杠杆驱动），可以看到杠杆提升、周转加快在很长时间为维持房企高ROE的重要因素。

申万房地产历年ROE变化及驱动因素拆解



资料来源：Wind，平安证券研究所；上图将总资产周转率放大10倍以更好呈现相关变化，其余指标为实际值

CONTENT
目录

第一部分

旧发展模式如何形成

第二部分

为何要变革发展模式

第三部分

海外模式有哪些特征

第四部分

新发展模式方向在哪

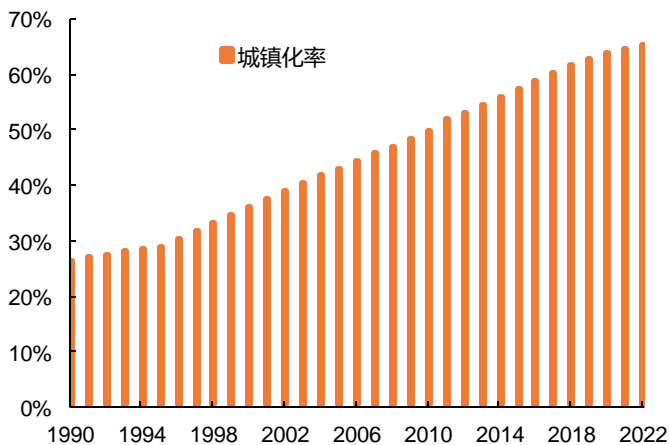
第五部分

投资建议与风险提示

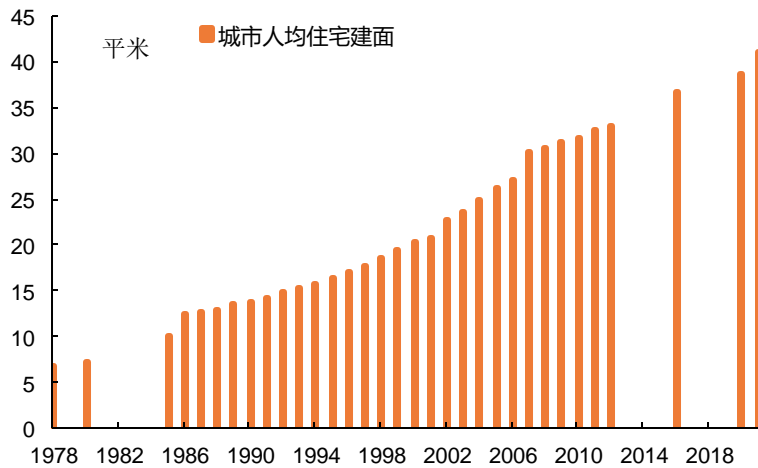
2.1 人口及城镇化红利消失，潜在购房需求放缓

- 城镇化高峰已过，人均住宅面积大幅改善：**20世纪80-90年代婴儿潮带来的首次置业高峰进入尾声，新生人口规模逐年降低，2022年全国出生人口建国以来首次跌破1000万，预示长周期下置业需求将逐步放缓。根据城镇化发展的诺瑟姆曲线，城镇人口比重在30%以下为城镇化发展初级阶段，30%-70%为城市化加速阶段，70%以上为城市化后期阶段；2022年中国城镇化率65.2%，已较为接近加速阶段上限水平，后续由城镇化率提升推动的新增住房需求亦将受到影响。同时国内城镇人均居住面积也由1990年的13.7平上升至2021年41平，居民住房条件大幅改善，未来潜在改善需求亦面临压力。

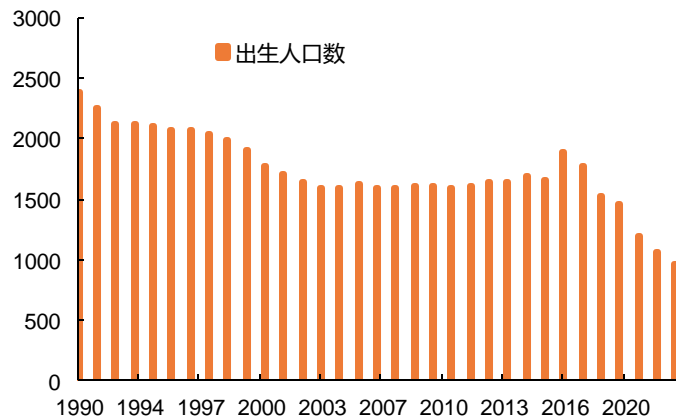
中国城镇化进入加速发展中后期



人均居住面积大幅改善



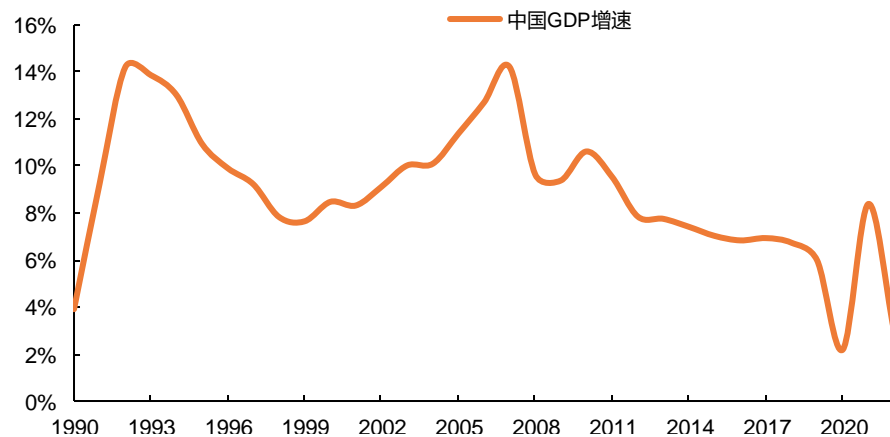
中长期出生人口大幅下降 (单位; 万)



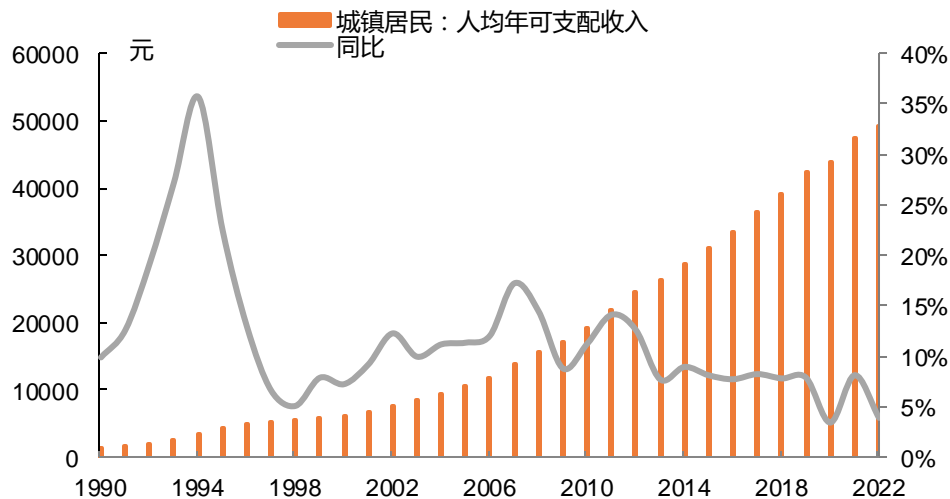
2.2 经济发展红利消退，旧模式面临冲击

- **经济及收入增速放缓，楼市量价波动加大。**2022年全国GDP增速放缓至3%，城镇居民人均年可支配收入同比上升3.9%，较2021年回落4.2pct。经济及收入增速放缓，持续影响居民购房需求释放，2022年至今楼市量价波动明显加大。
- **房价波动加大及销售承压，对“三高”模式形成冲击。**2022年全国商品房均价较2021年下降3.2%，为2008年来首次回落，房价回落导致房企无法覆盖较高融资成本，同时销售放缓带来开发商回款压力，也将对房企高周转模式形成冲击。

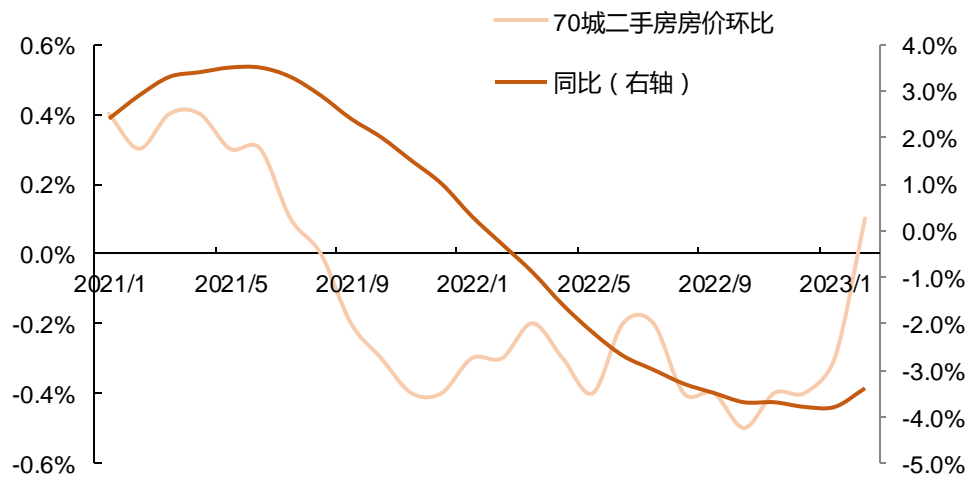
国内GDP增速有所放缓



城镇居民人均可支配收入增速放缓



2021年下半年以来房价持续承压



2.3 金融红利消失，新监管政策对旧模式形成冲击

- **高杠杆模式下风险逐步累积：** 房地产上行周期，通过加杠杆扩大资源获取量，可有效推动规模增长。但由于规模大小影响资源可获取量，加剧房企规模追逐诉求，风险因此逐步累积。
- **高周转模式对资金节点要求非常高：** 由于房地产众多融资受限，房企持续压缩“拿地-开工-预售-再拿地”时间，提升资金周转及使用效率。但同时也对各节点资金提出更高要求（销售回款、开发贷放款、预售资金使用等）。
- **新金融监管下，高杠杆、高周转模式不再适用：** “三条红线”限制房企融资规模；“房贷集中度”设置银行涉房贷款占比上限；“供地两集中”要求22个试点城市分批次集中出让土地；均对房企现金流管理提出更为严格考验，使得长期依赖“高杠杆、高负债”房企很快缺血，且没有太多反应和缓冲时间。

“三条红线”、“房贷集中度”等严管控考验行业现金流



三条红线精准、定向管控房企
根据剔除预收款后的资产负债率（70%）、净负债率（100%）、现金短债比（1倍），设置三条红线，分为“红橙黄绿”四档，每降一档有息负债增速可提高5%



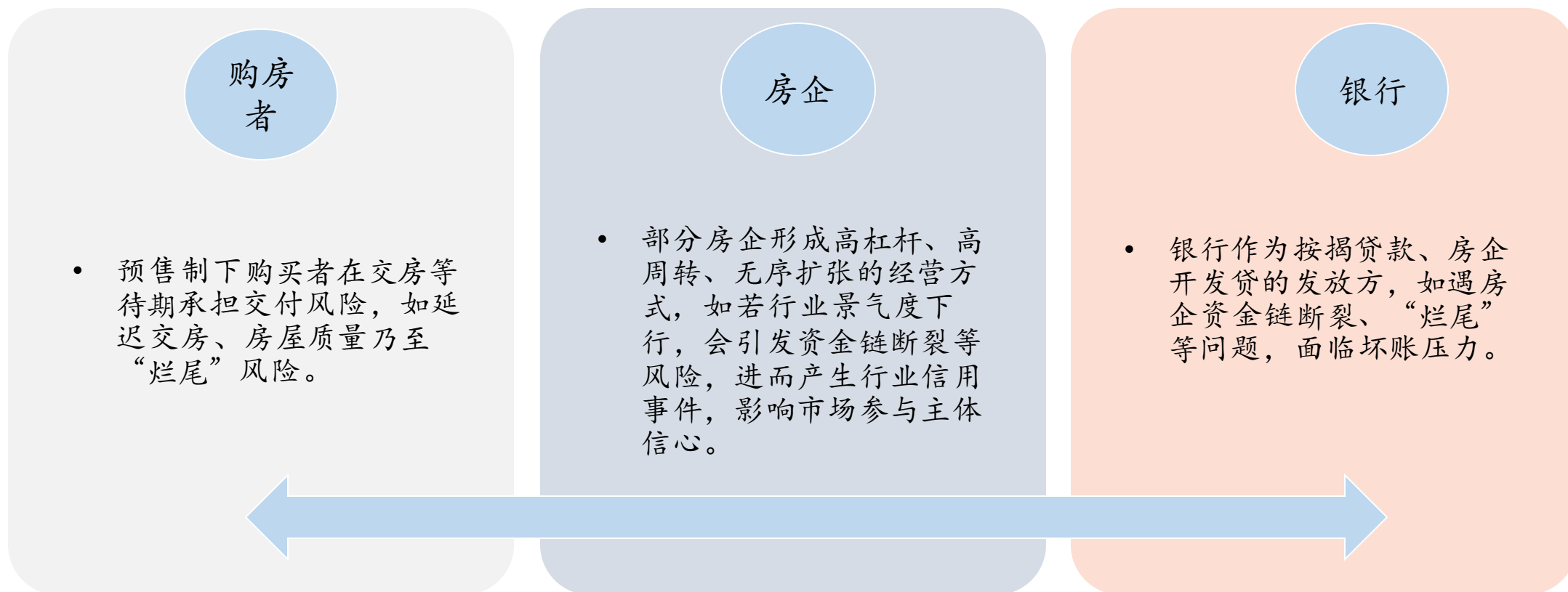
房贷集中度引导金融机构信贷投放
根据规模将银行业金融机构分为中资大型银行、中资中型银行等五档，设置房地产贷款、个人住房贷款占比上限，如中资大型银行分别为40%、32.5%



供地两集中考验房企现金流管理能力
要求试点22城分批次集中供给出让土地

2.4 预售制度加速国内住房供给，但同时潜藏风险

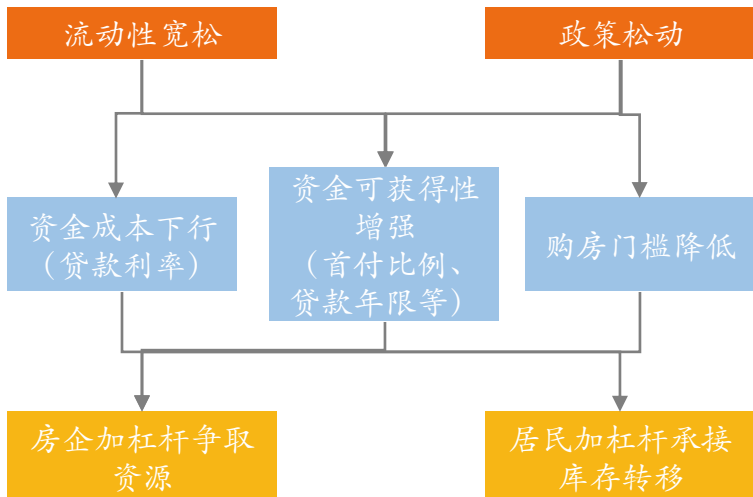
- ▶ 预售制度过往在加快住房供应、发展房地产行业起到积极作用，但本身制度亦存在缺陷，间接导致国内开发商过度举债、高杠杆扩张，如某房企“拿地4个月开盘、5个月资金回笼、6个月资金回正”的资金链模式。



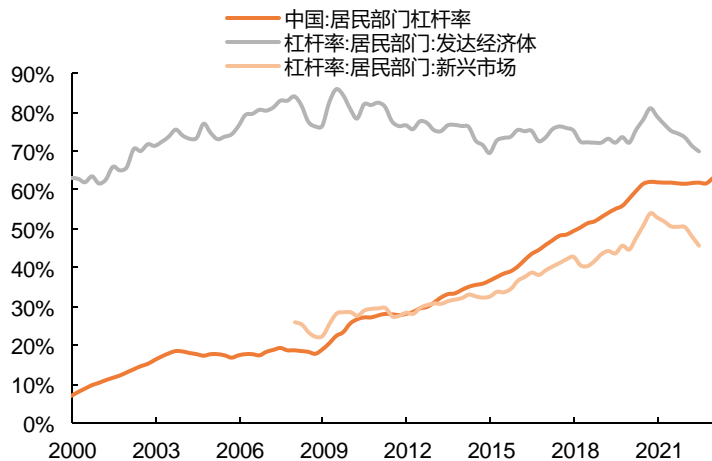
2.5 地产侵占过多金融资源，宽幅波动积累金融风险

➤ **房企及居民杠杆快速提升，过度信贷资源流入楼市。** 由于历次周期下行货币宽松政策的托底、房地产行政调控手段的放松，房企在周期筑底阶段持续加杠杆争取资源，居民则由于购买力支撑承接库存转移，导致房企与居民杠杆率均呈现增长。房地产企业和居民部门杠杆率分别由2008年的72.3%、17.9%升至2021年的80.3%、61.9%；2019末主要金融机构房地产贷款余额占比达到29%的峰值，过多的信贷资源流入房地产市场。

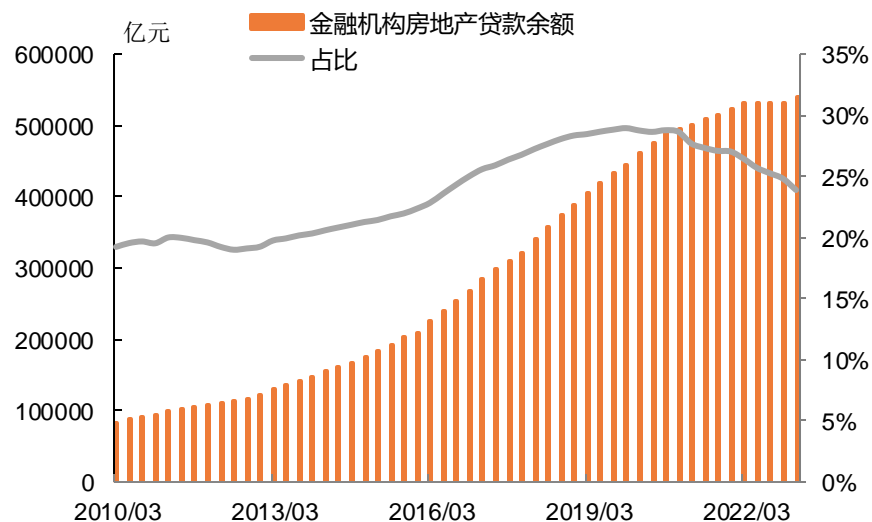
流动性及政策托底下，居民、房企杠杆率上升路径



2008年以居民部门杠杆率提升速度加快



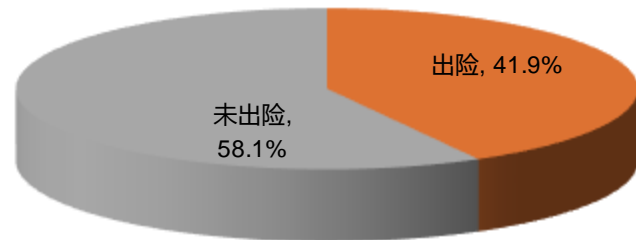
2019年以前房地产贷款余额及占比快速上升



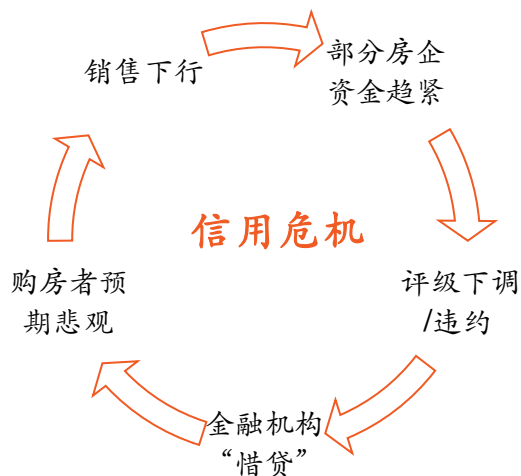
2.5 地产信用链条受损，房企资产负债表大幅恶化

➤ 行业信用危机频发，房企资产负债表快速恶化。2021年下半年以来楼市急转直下，房企经营及融资现金流快速恶化，多家规模房企出险展期或违约，叠加2022年7月行业个别事件等冲击，市场（地方政府、金融机构、购房者、地产业链上下游）对房企交付、还款信心进一步减弱，围绕房企（尤其是民企）的信用链条遭受极大挑战。信任担忧持续扩散以及不断的自我强化，带来行业多数房企资产负债表快速恶化。

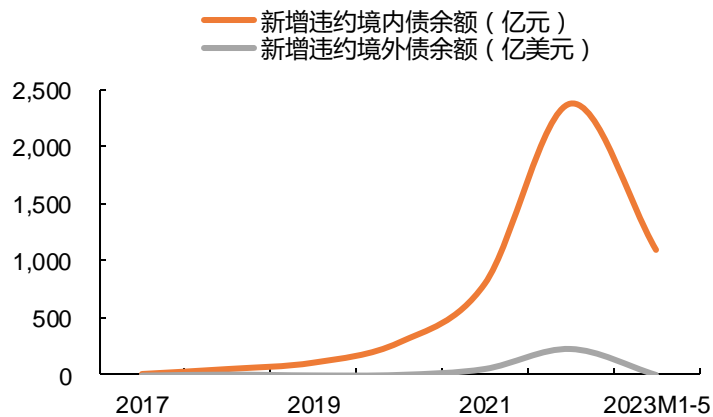
2021年50强房企中已出险房企全口径销售额占50强比例



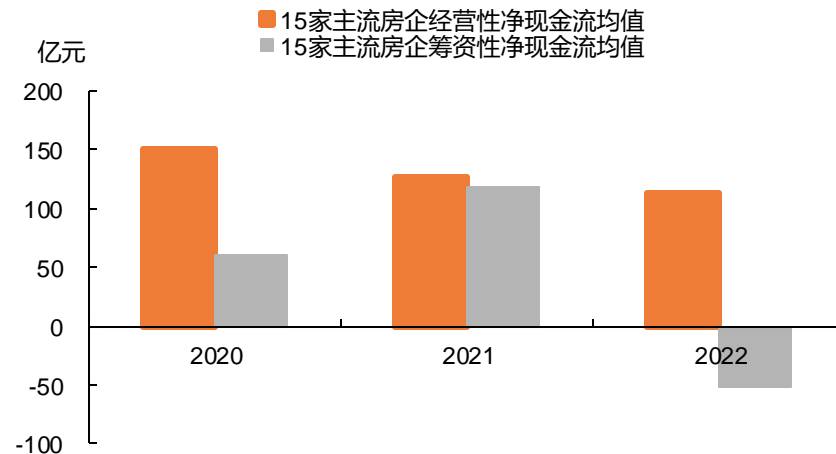
部分房企信用链条遭受极大挑战



房企新增违约债务余额持续攀升



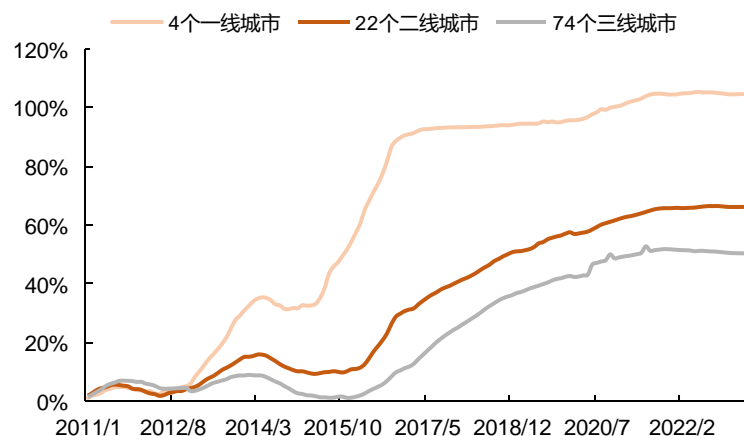
房企现金流持续恶化



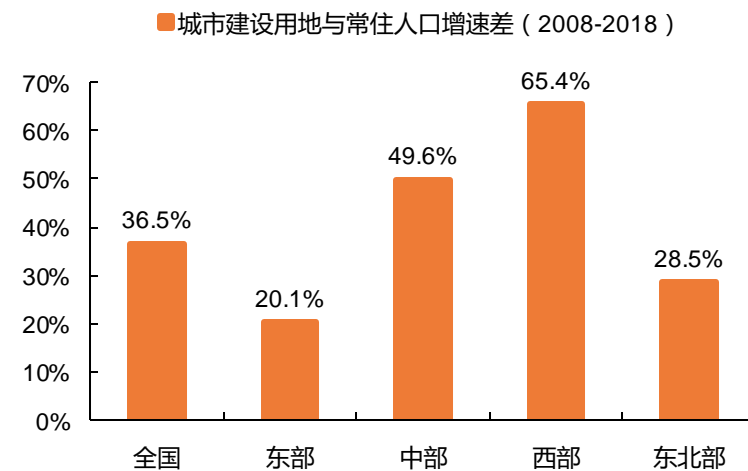
2.6 区域发展不平衡，市场与保障发展不平衡

- **区域发展不平衡，热点城市房价过快上涨。** 市场化在带来楼市快速扩张、支持地方财政背景下，由于人地资源错配等原因，也带来房价过快上涨、城市及区域发展不平衡。
- **市场与保障发展不平衡，买不起房及租不好房成为新市民、青年人面临的现实困难。** 2007年8月，国务院办公厅发布《国务院关于解决城市低收入家庭住房困难的若干意见》，把对城市低收入家庭的住房保障正式提升为住房政策的主要内容。根据住建部的统计，截止2021年8月，我国累计建设各类保障性住房和棚改安置住房8000多万套。但相比于商品房市场化带来的快速发展，从保障性住房开发贷款余额来看，2022年6月金融机构保障性住房开发贷款余额约4.56万亿，仅占金融机构房地产贷款余额的8.6%；同时由于当前较高的房价及租金，新市民和青年人仍面临买不起房和租不好房的现实困难。

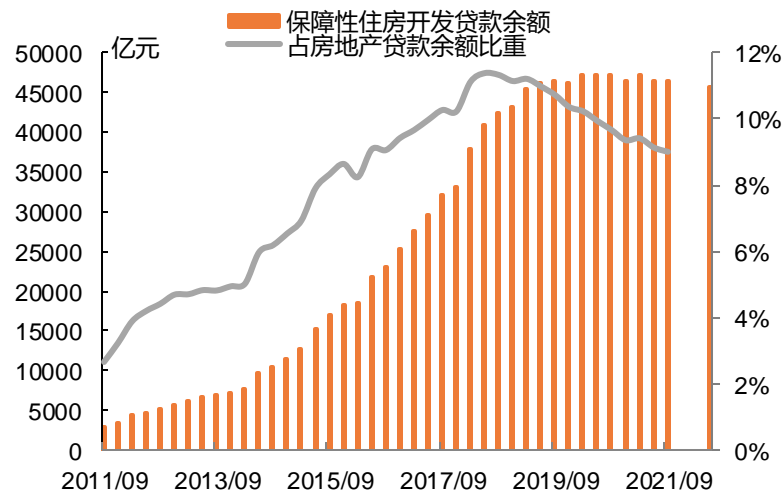
● 城市发展不平衡，核心城市房价过快上涨



● 城市建设用地与常住人口增速差 (2008-2018)



● 金融机构中保障房贷款比重较低



CONTENT
目录

第一部分

旧发展模式如何形成

第二部分

为何要变革发展模式

第三部分

海外模式有哪些特征

第四部分

新发展模式方向在哪

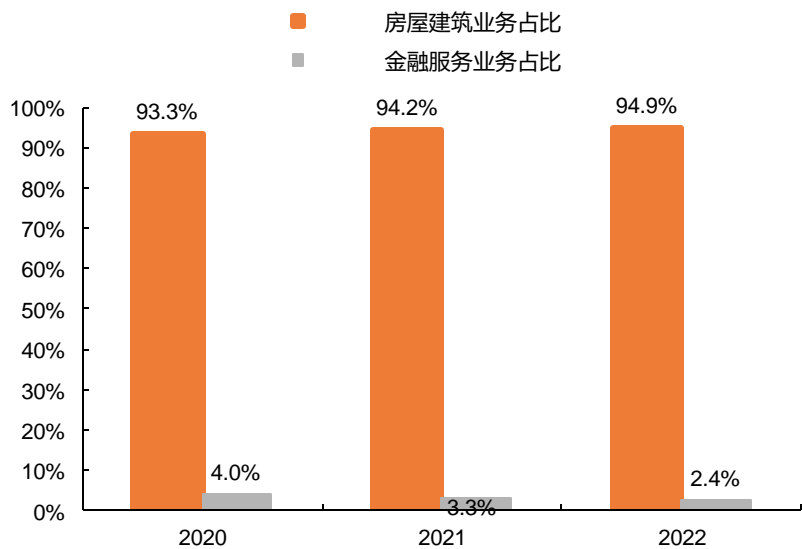
第五部分

投资建议与风险提示

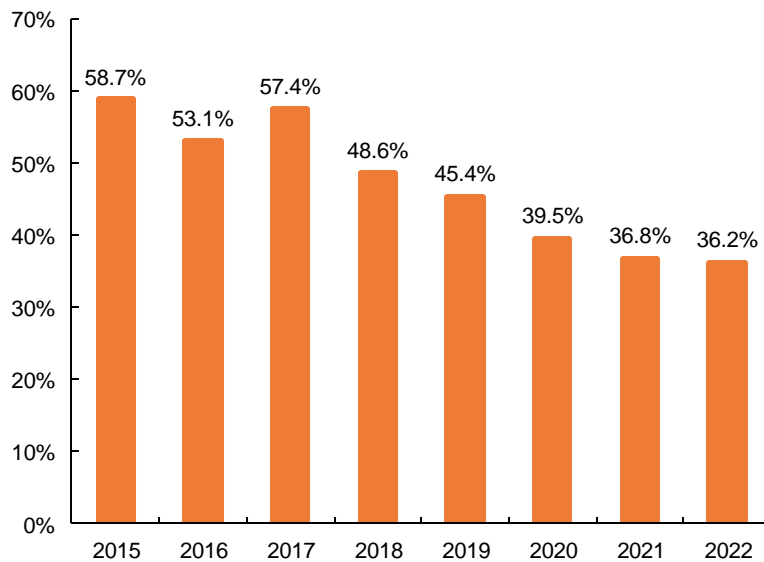
3.1 美国典型模式：专业化分工，低杠杆运营

- **专业化分工，低负债率经营。**美国房地产业专业化分工更高，如专注住宅开发的莱纳及普尔特、商业运营的西蒙地产、物业管理的第一服务等。从住宅开发企业来看，传统房屋开发业务仍是房企主要收入来源，占到主要房企营收的90%以上。以美国最大的开发商之一莱纳为例，2022财年房建业务收入占比达94.9%，同时资产负债率仅36.2%，连续5年回落。
- **土地期权减少资金沉淀，较高周转降低对融资依赖。**美国房开企业一般通过土地期权或合作协议锁定土储，降低现金流占用。2022年莱纳63%的土储为通过期权或者合作方协议锁定，较2020年的39%大幅提升；同时美国房屋施工周期较短（通常不超过1年），远低于国内，较高周转利于提高其资金利用效率，降低外部融资依赖。

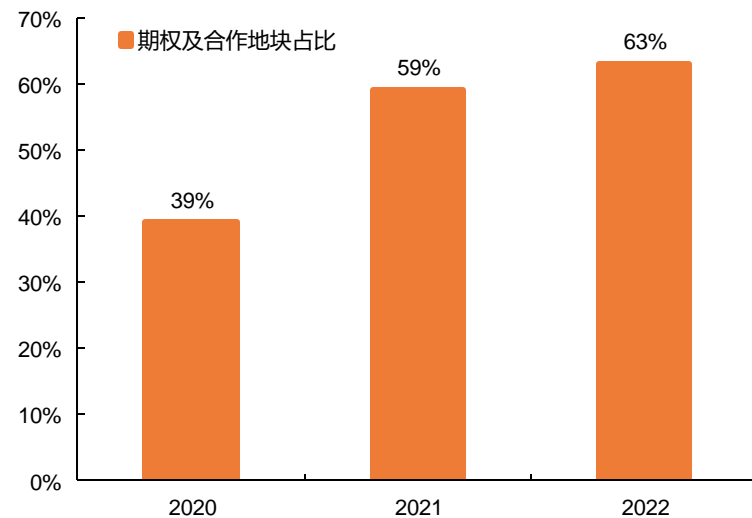
◎ 莱纳房建业务收入占比超90%



◎ 莱纳资产负债率持续下滑



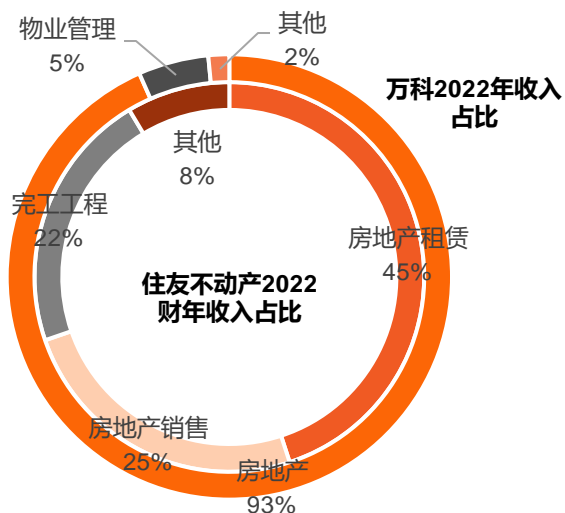
◎ 莱纳期权及合作地块占比持续上升



3.2 日本典型模式：轻重并举，多元化经营分散风险

- **多元化分散风险、丰富收入来源：**日本在90年代楼市危机后，由于传统房地产开发业务持续低迷，大中型房企均通过多元化业务布局分散风险，拓宽收入来源。如住友不动产分阶段提出中期管理计划，在1998-2001年发展定制建设及经纪业务、2005-2007年提出将未来业务增长放在房地产收费业务上，2016年以后则是持续投资租赁事业，致力于将住宅定制、公寓租赁、酒店等非核心业务发展成集团第5类支柱业务。一方面多元业务有助于丰富收入来源，另一方面现金流稳定的租赁业务、资产相对较轻的经纪业务亦有助于分散经营风险。随着传统销售业务优化，叠加多元业务加持，住友不动产2003财年以来归母净利润规模逐步攀升，2022财年创下历史新高（1505亿日元）。

日本房企住友房地产业务构成多元



住友不动产中期管理计划

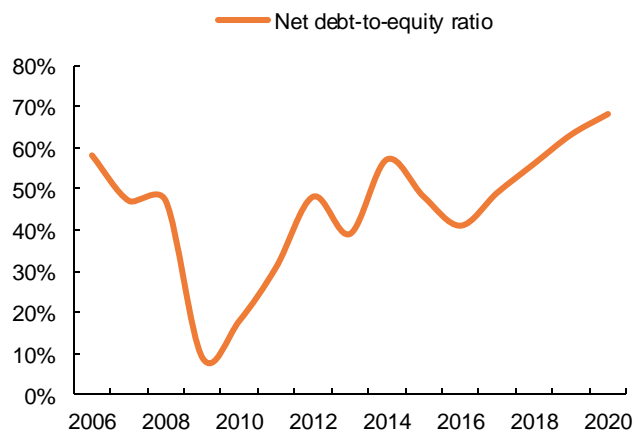
- 启动4年业务重组计划，在不依靠土地投资业务前提下，发展定制建设及经纪业务，逐步平衡各业务领域发展
- 在完成累积经常性利润目标的同时，持续投资租赁事业，将住宅定制、公寓租赁、酒店等非核心业务发展成为集团发展的第五类支柱业务



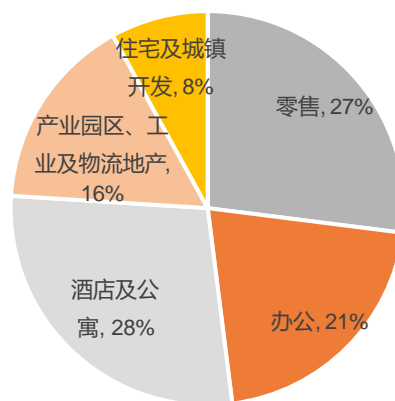
3.3 新加坡典型模式：双基金打通“投融管退”，轻资产资管模式 中国平安 PINGAN 专业·价值

- ▶ 新加坡凯德集团为亚洲知名的多元化房地产集团，公司长期保持良好的负债结构、稳健的财务表现、高企的派息比例，我们认为其两大经营特征值得关注：
- ▶ **多元化布局丰富经营内涵，降低单一业态经营依赖**：公司投资组合横跨房地产各子领域，包括购物中心、办公楼、产业园区、工业及物流地产、商业综合体、城镇开发、酒店、长租公寓及住宅，业务遍布全球30多个国家、240多个城市。2021Q1公司零售、办公、酒店&公寓、产业园区&工业&物流地产、住宅&城镇开发类资产管理规模占比为27%、21%、28%、16%、8%。
- ▶ **双基金模式打通“投融管退”全流程，轻资产模式减少资金沉淀**。凯德集团通过私募基金+房地产投资信托基金（PE+REITs），打通“投融管退”全流程。先由凯德集团旗下私募基金对标的资产进行收购、培育，待项目成熟后，再注入REITs完成公开市场退出，释放债务融资压力的同时减少资金沉淀，保障充足现金流转。

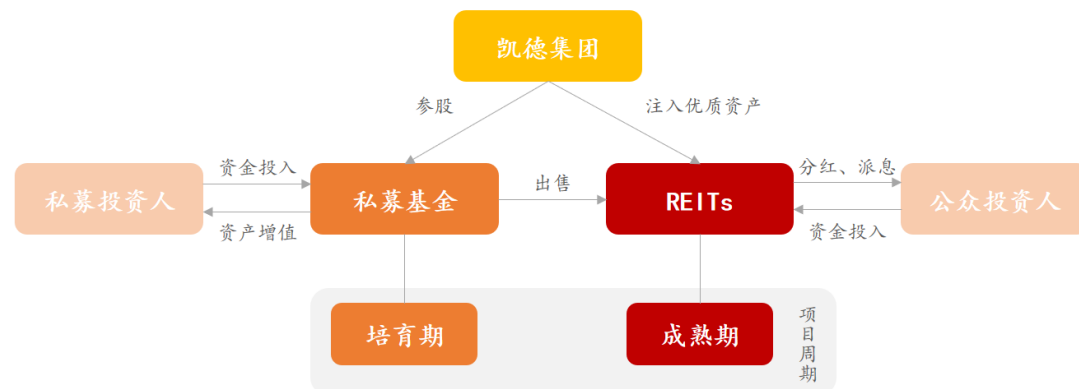
凯德集团保持较低负债率



资产管理规模按资产类别划分 (2021Q1)



凯德集团双基金模式



CONTENT
目录

第一部分

旧发展模式如何形成

第二部分

为何要变革发展模式

第三部分

海外模式有哪些特征

第四部分

新发展模式方向在哪

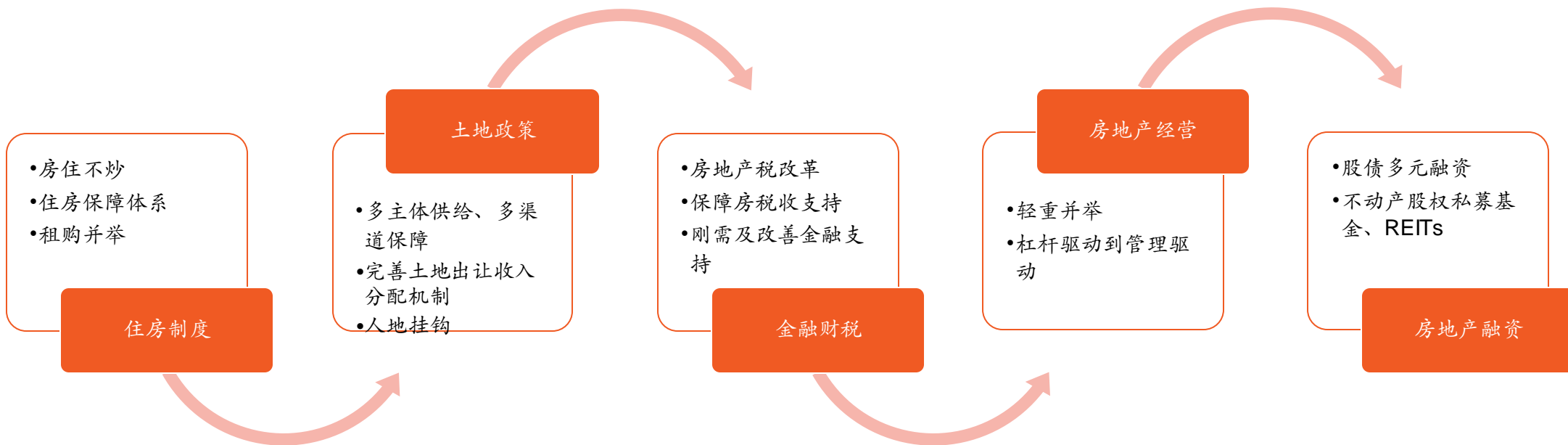
第五部分

投资建议与风险提示

4.1 新发展模式或涉及多方面的完善及变革

➤ 新发展模式不仅仅是房地产经营模式的变革，或涉及房地产业方方面面。住建部部长倪虹曾表示，房地产市场已经从解决“有没有”转向解决“好不好”的发展阶段，提升住房品质、让老百姓住上更好的房子，是房地产市场高质量发展的必然要求。在“房住不炒”的总基调下，我们认为房地产业新发展模式，不仅仅是房地产企业经营模式转变，也应涉及住房保障、土地供给、财税金融等制度的完善及变革，才能更好消除旧发展模式存在的弊端，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。

● 新发展模式或涉及房地产业的方方面面



4.2 住房及土地制度变革为模式平稳过渡重要基础及保障

- **多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度为向新发展模式平稳过渡重要基础。**在坚持“房住不炒”的基础上，加快建立以公租房、保障性租赁住房和共有产权住房为主体的住房保障体系，解决新市民、青年人等群体的住房困难。同时完善预售制度、预售金监管等政策，降低新旧发展模式过渡中潜在风险。
- **完善土地供给制度，推动以人为核心的新型城镇化。**探索利用集体经营性建设用地建设保障性租赁住房，稳妥有序推进农村集体经营性建设用地入市，改变地方政府单一土地供应来源。坚持城镇新增建设用地规模与农业转移人口市民化挂钩政策，解决人地资源错配带来的区域发展失衡。
- **形成完善的住房租赁金融政策体系，为向新发展模式平稳过渡重要保障。**如“支持银行业金融机构发行金融债券，募集资金用于保障性租赁住房贷款投放”、“保障性租赁住房纳入REITs”均体现对发展保障性租赁住房的政策支持。

◎ 《关于加快发展保障性租赁住房的意见》中涉及的五项基本制度

五项基本制度	主要内容
明确对象标准	符合条件的新市民、青年人等群体；建面不超过70平方米的小户型为主
引导多方参与	利用集体经营性建设用地、企事业单位自有闲置土地、产业园区配套用地和存量闲置房屋建设，适当利用新供应国有建设用地建设
坚持供需匹配	因城施策，采取新建、改建、改造、租赁补贴和将政府的闲置住房用作保障性租赁住房等多种方式，切实增加供给
严格监督管理	保障性租赁住房不得上市销售或变相销售
落实地方责任	城市人民政府对本地区发展保障性租赁住房，促进解决新市民、青年人等群体住房困难问题负主体责任

4.3 轻重并举、管理驱动或为房企经营模式重要方向

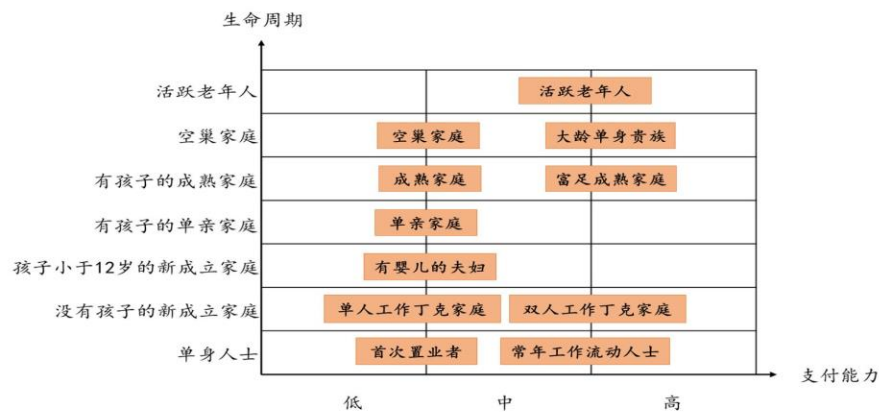
具体从房地产企业经营模式来看，我们认为或呈现以下趋势：

- **细分领域专业化分工，打造轻资产运营服务商。**从整体房地产业来看，专业化分工将成为重要趋势，目前国内已形成多个细分领域龙头，如物管的保利物业、商管赛道的华润万象、代建领域的绿城管理等，未来轻资产运营及管理输出将成为房地产业发展重要方向。
- **“三高”模式向轻重并举综合性运营商转变或为重要方向。**从传统房开经营模式来看，过去“三高”发展模式弊端逐步显现，参考海外房地产业发展经验及国内现实特征，轻重并举、开发+持有的综合性运营商或是当下国内大中型房地产商发展方向。
- **从解决“有没有”到解决“好不好”，从杠杆驱动转向精细化运营。**1991财年至今，日本三井不动产、三菱房地产、住友房地产以高利润率对冲杠杆率下行，带动整体ROE维持稳定。美国普尔特针对11类客户群体建立“生命周期与支付能力矩阵”，面向客户需求精准定位产品类型，将传统开发业务做精做细。房地产市场已经从解决“有没有”转向解决“好不好”的发展阶段，精细化运营、向管理要效益或将成为未来国内房企新常态。

◎ 部分龙头房企涉及的细分领域

房企	房地产开发	物业管理	商业	园区开发与运营	长租公寓	其他
万科	√	√			√	√
保利	√	√			√	√
龙湖	√	√	√		√	
中海	√		√		√	√
招商蛇口	√	√		√	√	
新城	√		√		√	√

◎ 普尔特11类目标客户细分模型



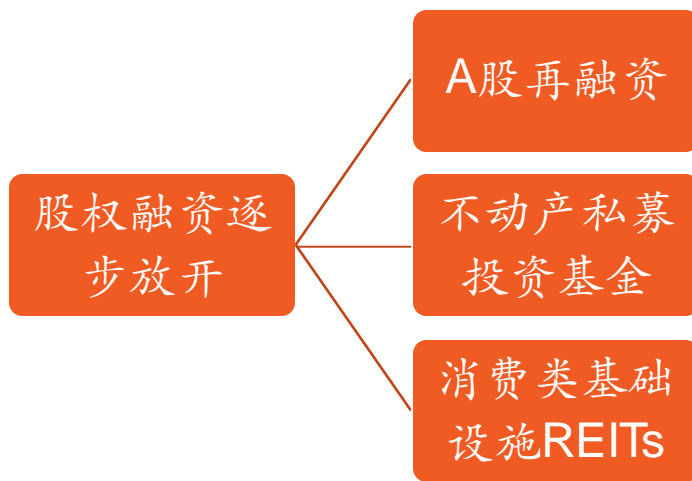
4.4 股债融资并重，财务结构持续优化

➤ **股权融资逐步放开，从债权融资为主向股债多元化融资转变。** 2022年11月，证监会恢复上市房企和涉房上市公司再融资；2023年2月，进一步宣布启动不动产私募投资基金试点；3月发布《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化发行相关工作的通知》，首次明确将消费基础设施纳入公募REITs试点范围，优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目，保障基本民生的社区商业项目发行基础设施REITs。随着多种股权融资渠道逐步松绑，未来房地产企业融资模式将从债权融资为主向股债多元化融资转变。

近期主要房企再融资方案

	预案首次公告日	涉及金额（亿元）
保利发展	2022-12-31	125
万科A	2023-02-13	150
招商蛇口	2022-12-17	85
华发股份	2022-12-06	60
中交地产	2023-02-24	35
天地源	2023-01-12	12.5
新城控股	2023-03-14	80

近期主要房企再融资方案



CONTENT
目录

第一部分

旧发展模式如何形成

第二部分

为何要变革发展模式

第三部分

海外模式有哪些特征

第四部分

新发展模式方向在哪

第五部分

投资建议与风险提示

5.1 投资建议及风险提示

- 投资建议：站在目前时点，“三高”经营发展模式带来的弊端逐步显现，房地产市场已经从解决“有没有”转向解决“好不好”的发展阶段，未来轻重并举、精细化运营、向管理要效益或为房企经营模式转型的重要方向，同时住房及土地制度变革为模式平稳过渡重要基础，完善的住房租赁金融政策体系，为向新发展模式平稳过渡重要保障。投资建议方面，建议关注在土储及融资占优、积极转变发展模式的强信用房企如越秀地产、保利发展、招商蛇口、华发股份、中国海外发展、滨江集团、万科A、金地集团等；同时建议关注物业管理企业及产业链机会，如保利物业、招商积余、东方雨虹、科顺股份、伟星新材、坚朗五金等。
- 风险提示：1) 楼市复苏持续性不及预期风险，近期楼市复苏呈现疲态，若未来经济及收入恢复低于预期，或带来销售低于预期风险；2) 个别房企流动性问题发酵、连锁反应超出预期风险，目前部分房企融资端压力仍未得到大幅缓解，若后续资金端持续恶化，或带来行业新一轮信用端风险；3) 目前部分城市房价有反弹趋势，若未来市场快速复苏，或存在政策端收紧风险。

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2023版权所有。保留一切权利。