

弱复苏中拥抱确定性

——房地产行业2023年中期策略报告

行业评级

地产 强于大市（维持）

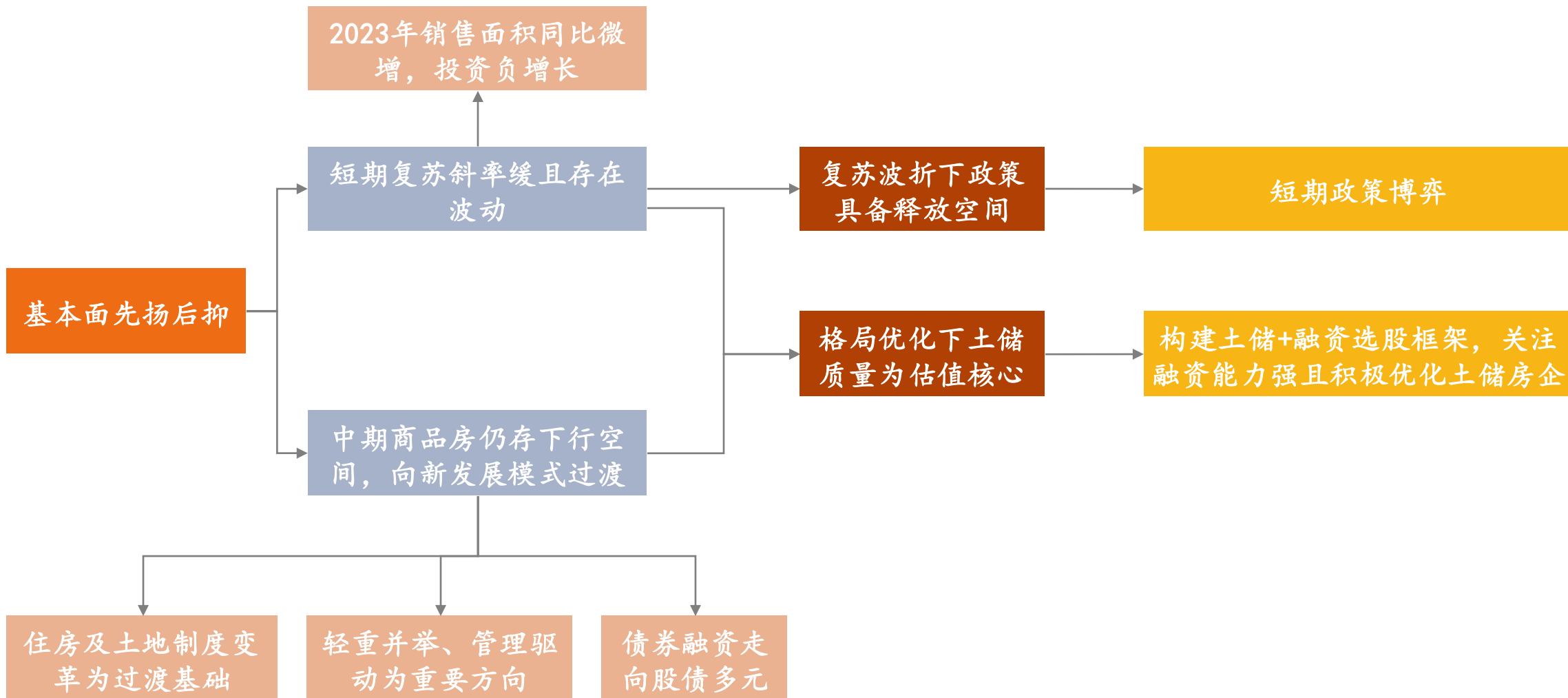
2023年6月14日

证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号：S1060514080002

郑茜文 投资咨询资格编号：S1060520090003

王懂扬 投资咨询资格编号：S1060522070003



- **回顾：基本面先扬后抑，政策空间仍存。** 2023Q1全国楼市明显复苏，4月以来随着积压需求释放逐步转弱；考虑经济恢复及居民信心修复需要时间，叠加房价缺乏大幅上行基础，短期楼市复苏仍存波折，不排除进一步宽松政策出台。预计2023年全国商品房销售面积同比微增，房地产开发投资受土地成交下滑、开工疲软等影响延续负增长；中长期来看，棚改货币化退坡下三四线回归内生需求，全国商品房/住宅中枢仍有小幅下行空间。
- **展望：旧模式弊端已显，新模式方向渐明。** 旧发展模式下房地产行业侵占过多信贷资源，量价宽幅波动持续积累金融风险，房地产信用链条受损、部分房企资产负债表恶化；同时经济发展及城镇化进程放缓带来需求红利逐步消退，新金融监管下“三高”模式不再适用，行业向新发展模式过渡刻不容缓。新发展模式涉及房地产业方方面面，其中住房及土地制度变革为模式平稳过渡重要基础；轻重并举、管理驱动为房企经营模式重要方向；而随着股权融资逐步放开，房企融资有望从债权为主走向股债多元。
- **房企：分化趋势未改，新格局渐见雏形。** 行业格局重塑过程中央国企等强信用企业融资、投资、销售优势延续。尽管拿地聚焦导致核心城市土拍竞争加剧，但一方面由于土拍规则未大幅调整，出让地块仍具合理利润空间，另一方面主流房企重点城市市占率有限，拿地及销售空间仍存。前期销售下滑将对短期结算业绩形成冲击，中期减值消退、权益占比提升、销售份额提高有望推动主流房企业绩增长。
- **投资建议：** 受基本面修复不及预期、优质房企市占率提升缓慢等因素影响，上半年板块及个股表现相对不佳。下半年楼市复苏波折下政策仍具释放空间，同时目前优质房企估值已处于低位，且中长期销售、业绩增长仍存，维持行业“强于大市”评级。个股投资方面，行业弱复苏下，短期土储质量仍为房企估值核心，建议拥抱土储质量佳、增长确定性强、积极优化发展模式房企如保利发展、招商蛇口、越秀地产、华发股份、中国海外发展、滨江集团、万科A等；同时建议关注物业管理企业及产业链机会。
- **风险提示：** 1) 楼市复苏持续性不及预期风险；2) 个别房企流动性问题发酵、连锁反应超出预期风险；3) 政策改善不及预期风险。



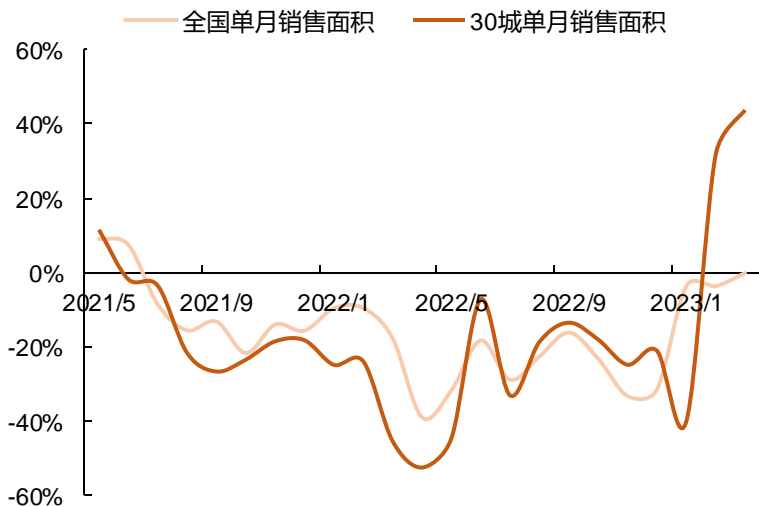
目录 CONTENTS

- 回顾：基本面先扬后抑，政策空间仍存
- 展望：旧模式弊端已显，新模式方向渐明
- 房企：分化趋势未改，新格局渐见雏形
- 投资建议与风险提示

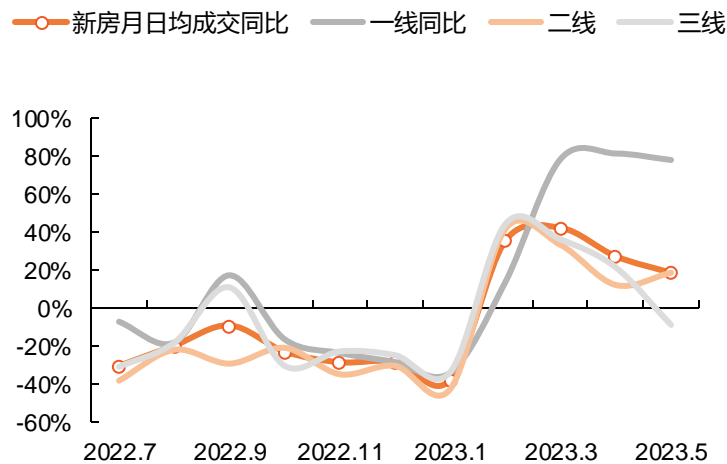
1.1 楼市先扬后抑，2023Q2明显走弱

▶ 春节后楼市有所反弹，2023Q2明显走弱。2023Q1全国楼市出现明显复苏，一季度全国商品房销售额同比增长4.1%，重点30城市销售面积同比增长5.5%。步入4月，随着前期积压需求释放，楼市逐步转弱，50城4月日均新房成交4029套，同比增长27.2%，5月增速进一步放缓至18.4%。4月全国商品房销售面积单月增速仅5.5%，若不考虑基数调整，单月同比下降11.2%。

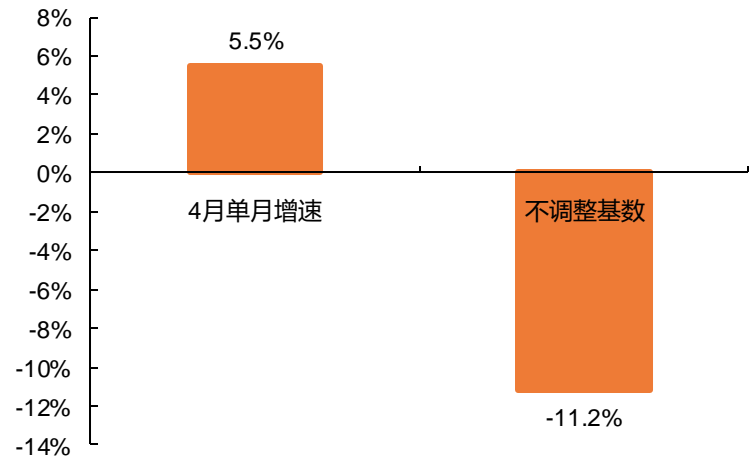
2023Q1全国及核心城市楼市明显反弹



4月以来重点50城市新房日均成交增速回落



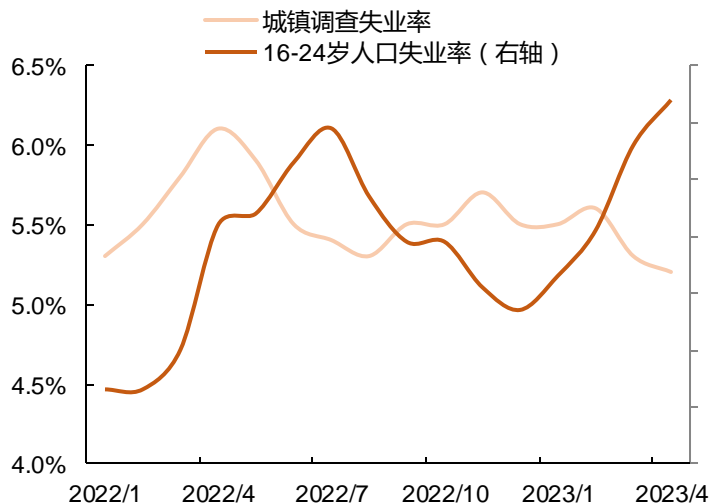
4月低基数下全国商品房销售增速仅5.5%



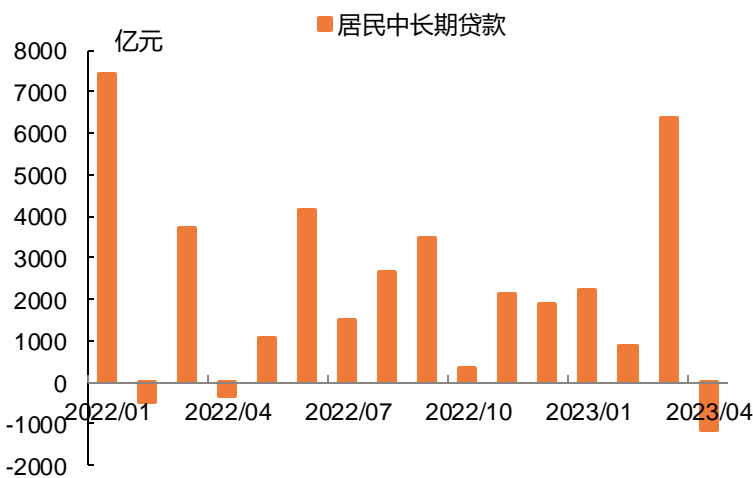
1.2 复苏或存波折，二手房分流刚需

- **居民信心修复需要时间，加杠杆动力不足，楼市复苏斜率更缓且存在波折。** 尽管经济恢复及居民收入预期向好，但趋势确立及居民信心修复需要时间，加上尽管大部分城市房价止跌，但短期缺乏大幅上行基础，意味着居民购房需求释放并不急迫，这均将导致楼市复苏斜率更缓，同时过程将存在一定波折。
- **新房供给结构变化可能导致部分需求流入二手房市场。** 根据我们此前报告《从新房供应结构变迁看二手房复苏》的分析，由于新房供给定位整体趋于大型化、中心区及郊区定位的分化，导致部分购买力不足以支撑中心区品质大户型、又不愿意牺牲通勤入手郊区的“中间阶层”转向中心区二手房市场，也可能会分流部分购房需求，影响新房市场的复苏高度。

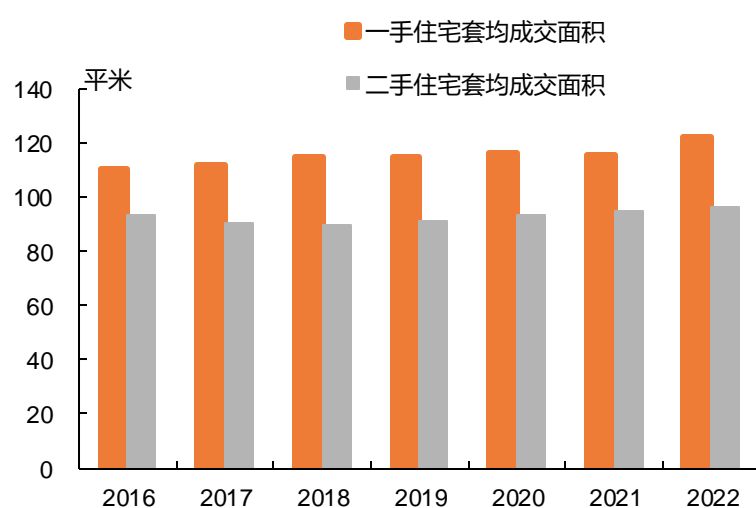
● 2022年城镇失业率有所上升



● 居民持续提前还房贷反映信心仍显不足



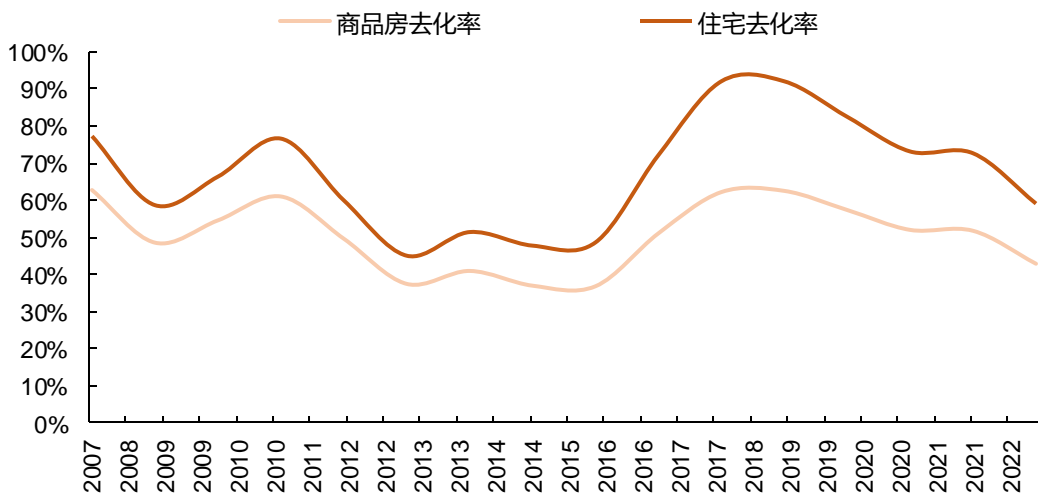
● 重点5城新房成交套均面积上升而二手房保持稳定



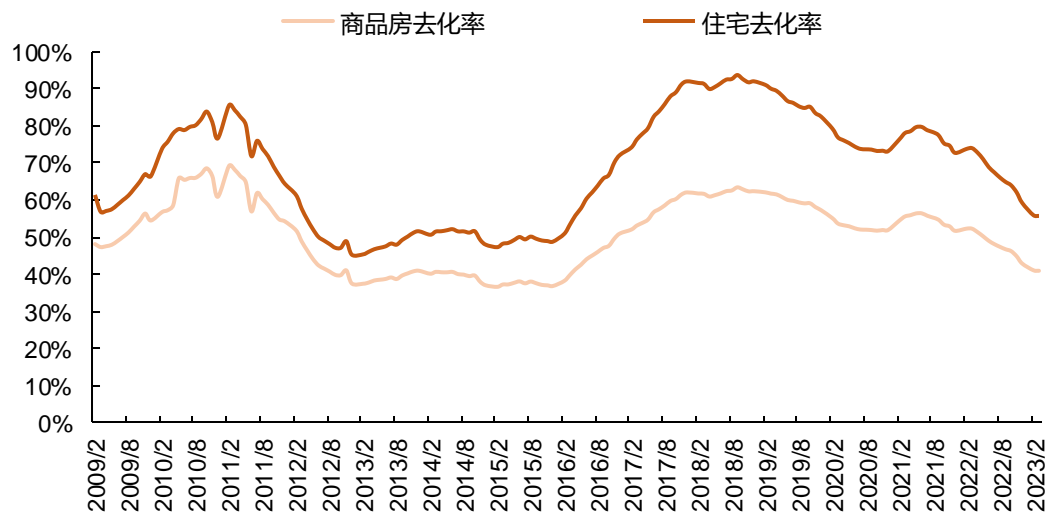
1.3 定量角度，2022年全国销售去化率明显承压

- ▶ 定量来看，销售规模=可售货值*去化率，其中可售货值=期初滚存+新推货值=期初现房滚存+期初期房滚存+新推货值。根据统计局的定义，统计局公布的待售面积为期初现房待售面积；我们用上年新开工估算当年的新推（例如2022年新开工为2023年的新推）；考虑大多数房屋建设周期超过1年，上上年新开工（即为上年新推）减去上年期房销售为当年期房滚存（如2021年新开工减去2022年期房销售为2023年期初的期房滚存）；不考虑上上年以前的开工及滚存情况。因此第N年的可售货值（N）=待售面积（N-1）+新开工（N-2）-期房销售（N-1）+新开工（N-1）
- ▶ 用当期销售/可售来衡量去化率，2022年商品房和住宅去化率分别为43%和59%，较2017、2018年高点明显下降。

全国商品房及住宅年度去化率走势图



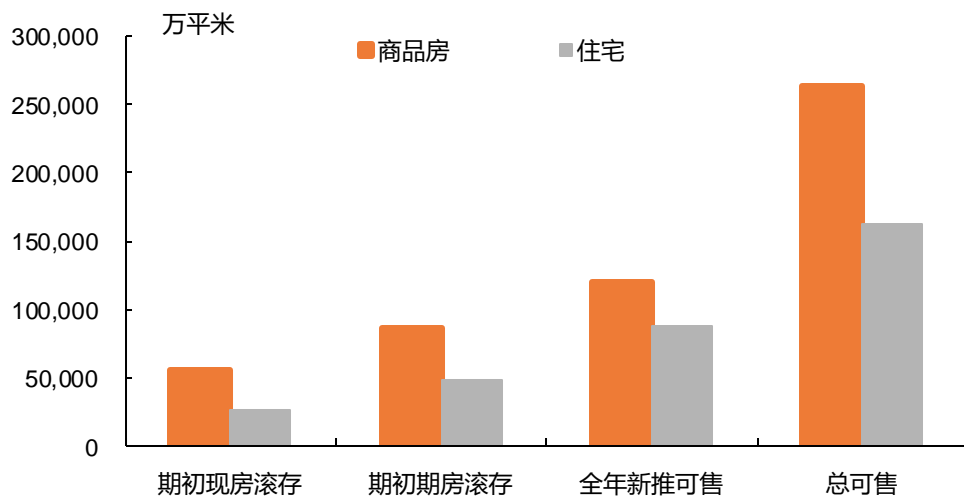
全国商品房及住宅12个月移动平均去化率走势图



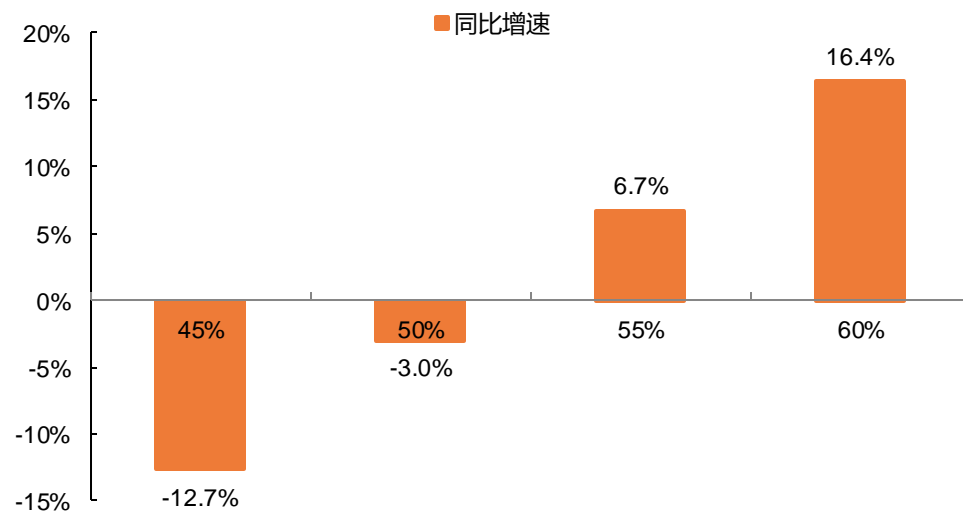
1.3 若去化率回升至2021年，对应2023年全国销售弱反弹

➤ 考虑到2021年到2022年多家房企出险，其2021年开工项目并不一定能顺利推货，故前述测算有可能高估2022年可售，低估去化率。假设楼市景气度回升至2021年水平（去化率为51.6%），对应2023年商品房销售面积增速为微增0.1%。值得注意的是，2022年新开工大幅下滑带来的可售下降为销量回升的重要制约。

2023年全国商品房及住宅可售货值拆分



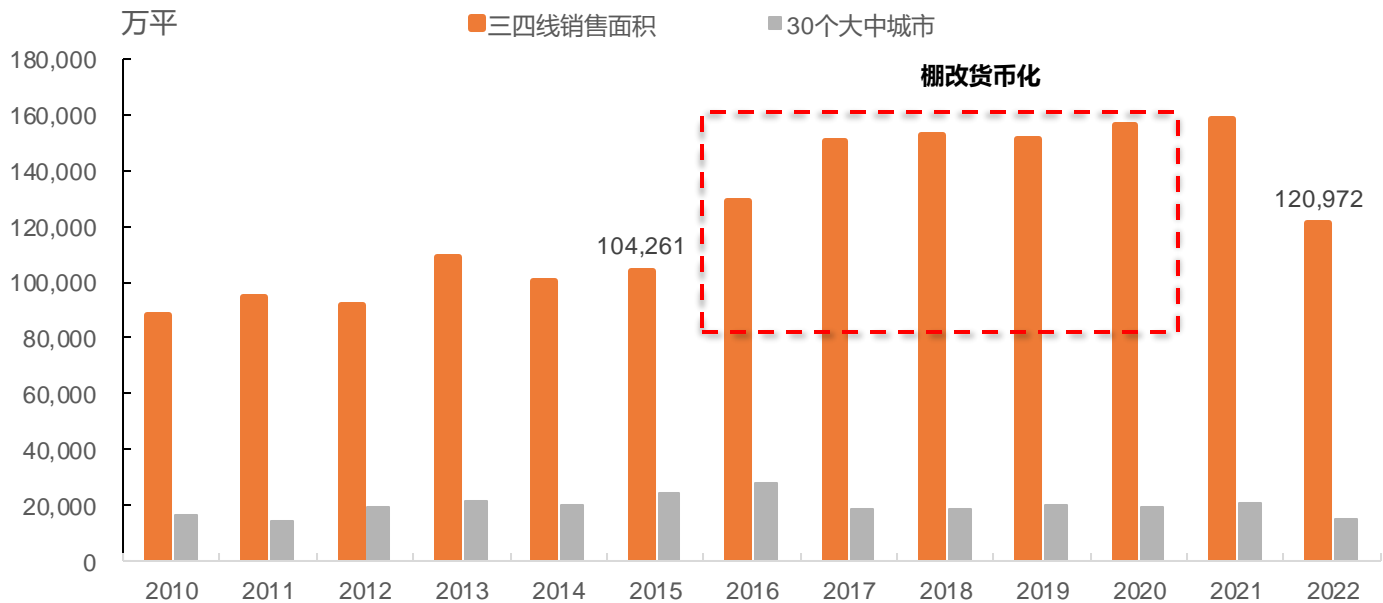
2023年不同去化率对应商品房销售面积增速



1.4 棚改视角来看，中期商品房/住宅中枢仍有下降空间

- 理论上三四线销售面积回归内生需求，参考2016年前对应1.5亿平以上下降空间。2016年以来棚改货币化安置比例提升带来三四线楼市快速发展，随着棚改货币化退坡，回归内生需求，理论上三四线销售将回归甚至低于2016年前水平。2022年全国扣除30个大中城市的三四线商品房销售12.1亿平，2013-2015年年均仅10.5亿平左右，对应仍有1.5亿平以上下降空间。假设一二线成交量相对稳定，未来对应全国商品房/住宅中枢大概在12亿平/10亿平量级。

若参考2016年前销售规模，三四线城市对应仍有1.5亿平以上下降空间



1.5 政策延续宽松基调，步入观察期

频繁表态，但无实质举措	二线政策放松 政策进入实质宽松期	930普惠性政策出台	供给端政策转向 “金融16条” “三支箭”	各地因城施策 防风险、促需求
-------------	---------------------	------------	--------------------------	-------------------

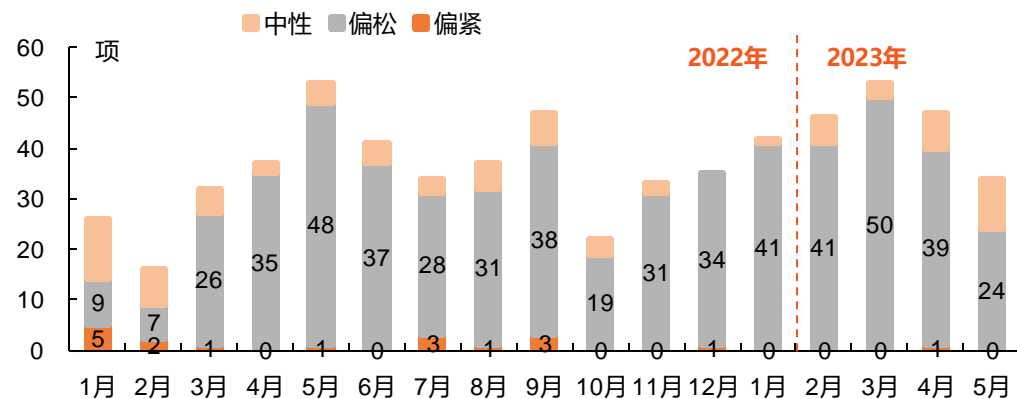


	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
中央	<p>两会政府工作报告：房住不炒，探索新发展模式，支持合理住房需求，“三稳”，促行业良性循环</p> <p>金融委：关于房地产企业，及时研究和提出有力有效防范化解风险应对方案</p> <p>央行：政策要充足、精准和靠前发力</p> <p>住建部：坚决守住不发生系统性风险的底线，充分释放居民住房需求</p> <p>银保监会：保租房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理</p> <p>财政部：今年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件</p>	<p>中央政治局会议：保持房地产融资平稳有序</p> <p>国务院：出台33项一揽子稳经济措施</p> <p>银保监会：做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融服务</p> <p>央行：降准0.25个百分点，非对称降息，5年期以上LPR下调15个基点</p>	<p>中央政治局会议：因城施策用足用好政策工具箱，压实地方政府责任，保交楼、稳民生</p> <p>住建部&财政部&央行等：通过政策性银行专项借款方式支持已售逾期难交付住宅项目建设交付</p> <p>央行&银保监会：阶段性调整差别化住房信贷政策</p> <p>央行：下调首套公积金贷款利率0.15个百分点</p> <p>财政部&税务总局：一年内换房退个税</p>	<p>二十大报告：房住不炒，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度</p> <p>中央经济工作会议：有效防范化解重大经济金融风险</p> <p>央行&银保监会等：“金融16条”，“三支箭”先后落地</p>	<p>央行&银保监会：开展资产激活、负债接续、权益补充、预期提升四项行动支持优质房企，“金融17条”支持租赁市场</p> <p>住建部：精准施策</p> <p>证监会：启动不动产私募投资基金试点，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</p> <p>自然资源部&银保监会：“带押过户”</p>
地方	60余城出台政策超百次，主要在三四线城市	需求端政策不断发力，热点一二线城市渐进式优化政策	9月政策节奏明显加快	多地下调房贷利率至4%以下，热点城市政策优化保持一定频次	因城施策保持一定频次

1.5 潜在政策空间仍存，市场预期亟需改善

▶ 对比2014年“930”新政、2015年“330”新政，核心一二线城市政策空间犹存，下半年进一步宽松仍值得期待。

2022年以来政策以宽松为主



一线城市最新政策依旧严格

	北京	上海	深圳
限售	个人5年(两限房等特殊类型住房)/企业3年	个人不限(摇号除外)/企业5年	个人 住宅3年/公寓5年 企业 住宅停售/公寓5年
限购	本市户籍 单身1套/家庭2套 非本市户籍 1套(连续缴纳5年社保或个税)	本市户籍 单身1套/家庭2套 非本市户籍 单身0套/家庭1套(63个月累计缴纳60个月社保或个税)	本市户籍 单身1套/家庭2套(落户满3年,且连续缴纳36个月及以上个税或社保) 非本市户籍 1套(连续缴纳5年社保或个税)
限贷	无房无贷 35%(普通)/40%(非普) 无房有贷 60%(普通)/80%(非普) 二套房 60%(普通)/80%(非普) 贷款年限 25年 离异 一年内参照二套房	无房无贷 35% 无房有贷 50%(普通)/70%(非普) 二套房 50%(普通)/70%(非普) 贷款年限 30年 离异 追溯3年内婚姻记录	无房无贷 30% 无房有贷 50%(普通)/60%(非普) 二套房 70%(普通)/80%(非普) 贷款年限 30年 离异 追溯3年内婚姻记录
税费	增值税免征年限: 2年	增值税免征年限: 5年	增值税免征年限: 5年

2014年“930”新政、2015年“330”新政

	主要内容
“930”新政	对于贷款购买首套普通自住房的家庭,贷款最低首付款比例为30%,贷款利率下限为贷款基准利率的0.7倍;对拥有1套住房并已结清相应购房贷款的家庭,为改善居住条件再次申请贷款购买普通商品住房,银行业金融机构执行首套房贷款政策
“330”新政	对拥有1套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭,再次申请商贷购买普通自住房最低首付款比例调整为不低于40%;使用住房公积金贷款购买首套普通自住房,最低首付款比例为20%;对拥有1套住房并已结清相应购房贷款的缴存职工家庭,二次申请住房公积金贷款购买普通自住房,最低首付款比例为30%

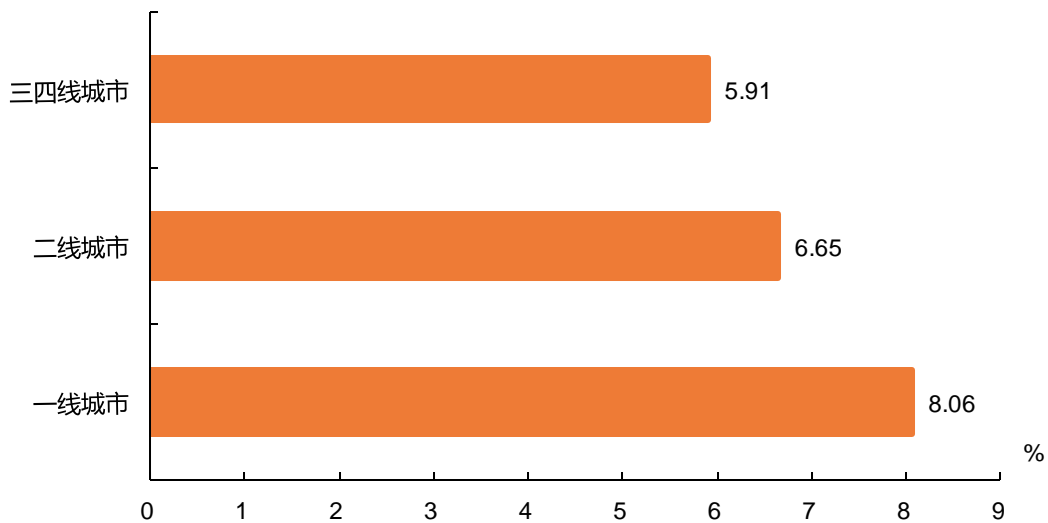
1.6 土地市场供需双弱，城市板块间热度分化

- **整体投资意愿不足。**根据中指院数据，2023年前4月300城推出住宅用地规划建面同比下降36.6%，成交住宅建面同比下降30.5%，对应土地出让金同比下滑19.5%，三项指标均较2021年同期下滑超6成，反映当前销售端尚未明显修复下，地方政府推地与房企投资态度仍较为谨慎。
- **城市板块间热度分化，房企聚焦核心区域。**年初以来核心城市土拍热度居高不下，北京、上海、杭州单场土拍参拍房企数量均刷新记录，预期未稳下房企投资更加追求确定性，布局聚焦核心城市优质地块。

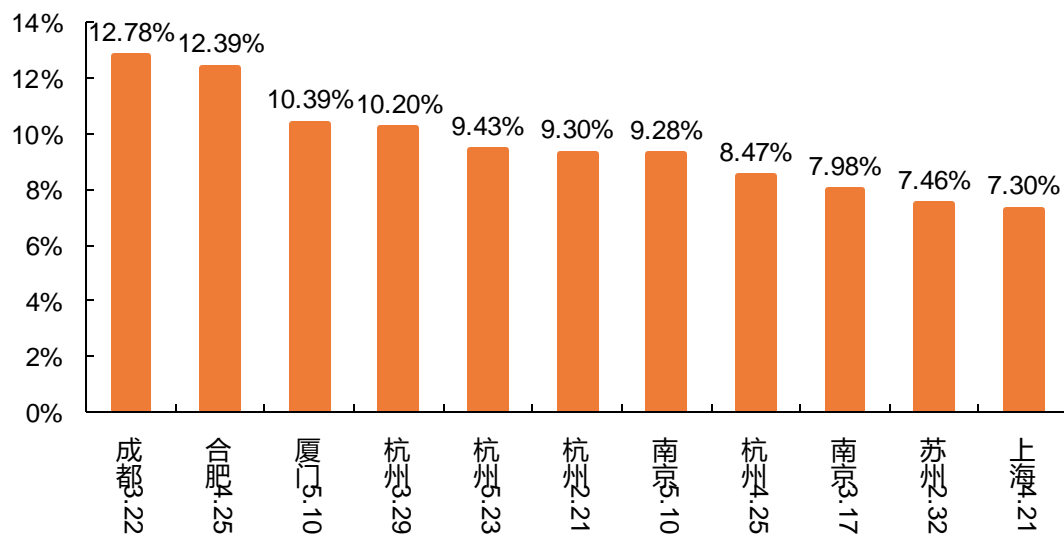
前4月300城土地出让金、成交及推出规划建面对比

	300城土地出让金 (亿元)	300城成交规划建面 (亿平方米)	300城推出规划建面 (亿平方米)
2023M1-4	4516	0.71	1.00
2022M1-4	5612	1.02	1.58
2021M1-4	11848	2.15	2.99
2023M1-4相比2022M1-4	-19.5%	-30.5%	-36.6%
2023M1-4相比2021M1-4	-61.9%	-67.1%	-66.5%

2023年1-4月全国300城土拍溢价率（分城市能级）



2023年1-5月重点城市土拍溢价率（横坐标日期为土拍日期）



1.6 房企拿地策略趋于一致，持续聚焦核心区域

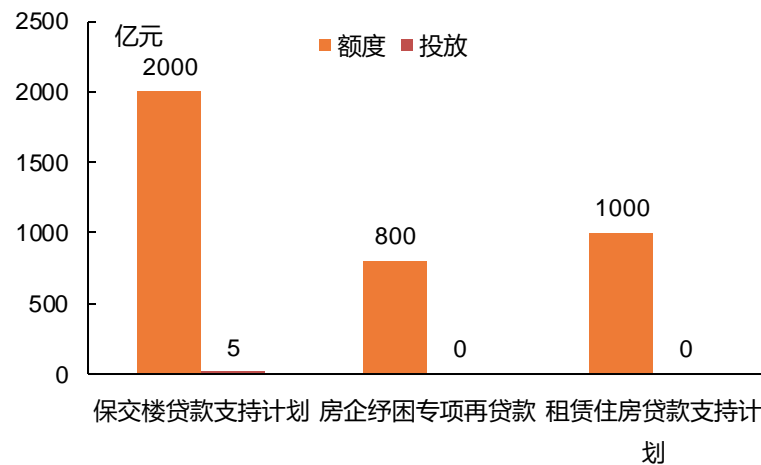
◎ 诸多房企布局聚焦核心板块

企业	投资策略
保利发展	坚持聚焦"核心城市+城市群", 做优增量投资
万科	严格投资标准, 提高投资质量, 从关注城市宏观指标到关注板块的健康程度, 选择片区市场稳定、经营收益优质的项目。
碧桂园	把握时机审慎投资, 投资方向聚焦在确定性的市场里面, 一二线核心城市的核心板块, 尤其是一些目前倒挂的城市。
中海地产	聚焦主流城市、主流地段, 精准投资, 提升住宅开发基本盘的市场占有率。
华润置地	持续深耕需求稳健销售风险较低的高能级城市, 坚持稳健精准的投资策略, 以有效投资做实增量。
绿城中国	精准聚焦, 强抓兑现, 积极拓展10个战略城市、结构化布局25个其他城市。一二线城市为主, 三四线城市以及一二线城市里面边缘、非核心地块对绿城中国的吸引力也很大。
招商蛇口	加强城市规划和板块的深入研究, 结合“五好标准”、聚焦核心城市, 主动拓展优质商业项目, 同时积极关注优质标的收并购机会。
越秀地产	坚持"一城一策"和"量入为出"的稳健投资策略, 聚焦经济、产业和人口优势和城市持续深耕, 重点投向大湾区和华东地区。

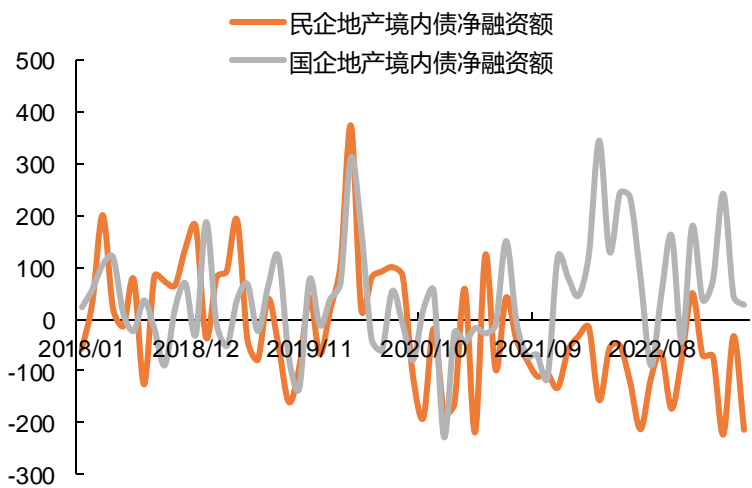
1.7 行业信用担忧仍存，投资端仍不容乐观

- ▶ 2023Q1末央行保交楼贷款、房企纾困专项再贷款、租赁住房贷款投放相对有限。2023年前4月房企累计到位资金同比下降6.4%，弱于全国商品房销售金额增速(+8.8%)；同时金融资源持续向央国企等强信用企业集中，金融机构标的选择仍旧谨慎。
- ▶ 由于土地成交下滑，新开工持续筑底，对比竣工端房企投资端延续低迷，叠加资金偏紧制约建安表现，维持全年投资下滑7%判断。

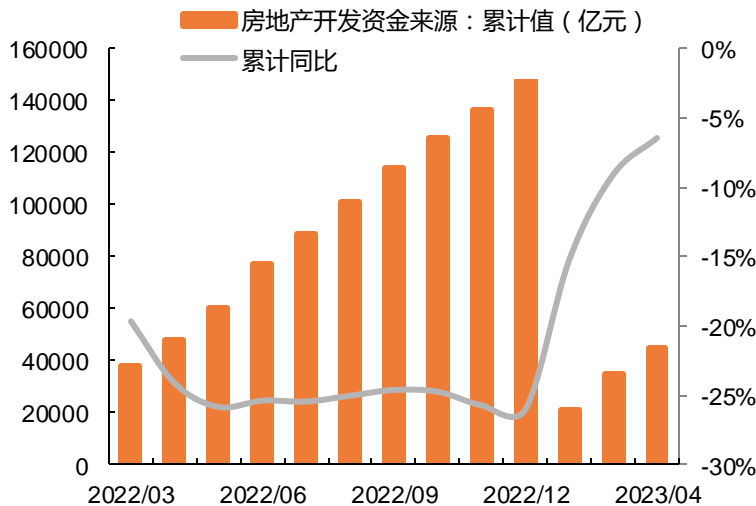
2023Q1末央行结构性货币政策工具投放情况



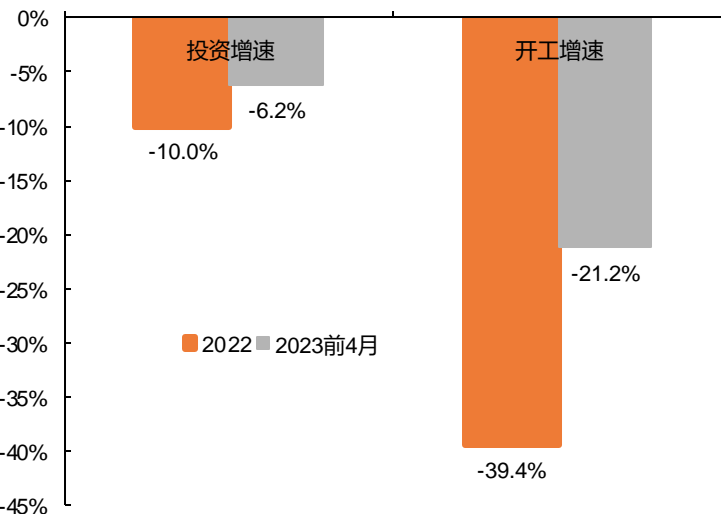
国企民企境内债融资明显分化 (亿元)



2023年前4月房企到位资金下降6.4%



2023年前4月投资端依旧疲软





目录 CONTENTS

● 回顾：基本面先扬后抑，政策空间仍存

● 展望：旧模式弊端已显，新模式方向渐明

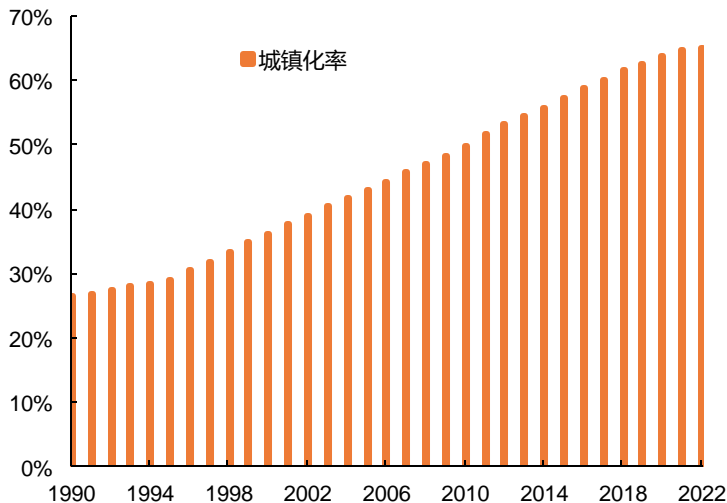
● 房企：分化趋势未改，新格局渐见雏形

● 投资建议与风险提示

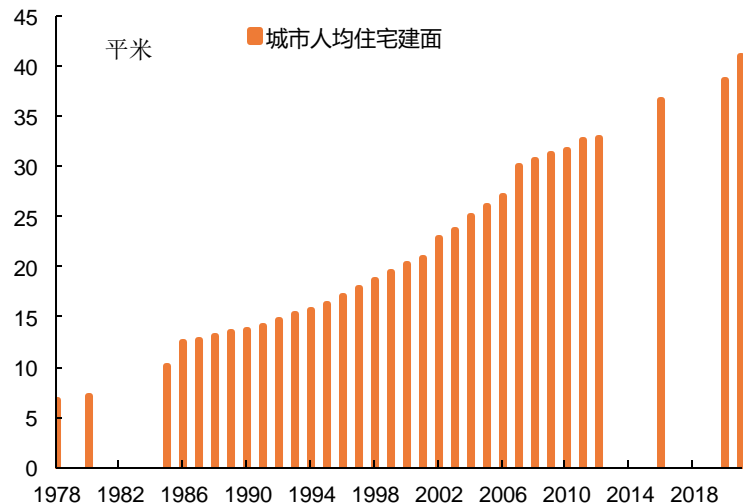
2.1 人口及城镇化红利消失，潜在购房需求放缓

➤ **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。

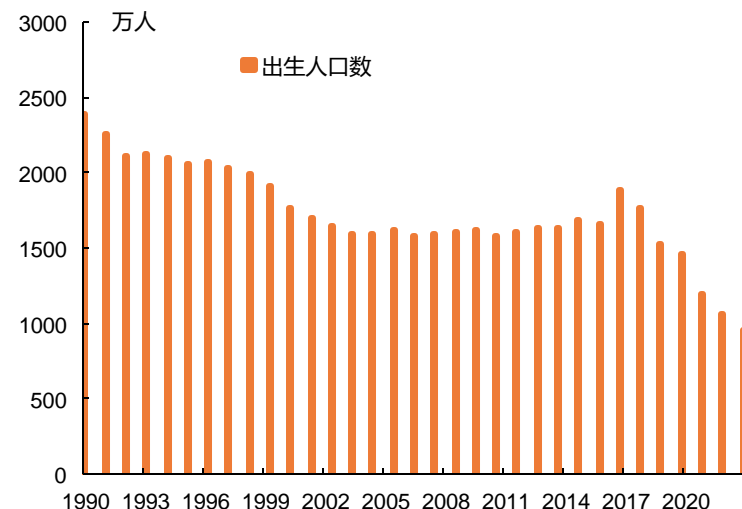
中国城镇化进入加速发展中后期



人均居住面积大幅改善



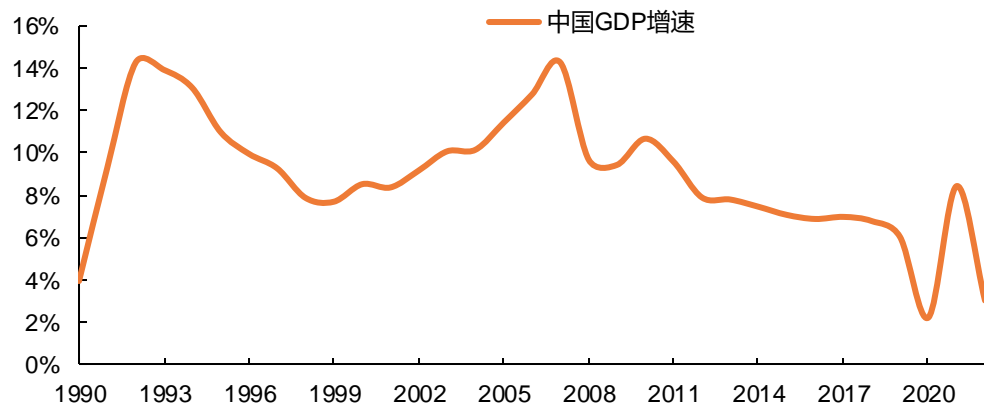
中长期出生人口大幅下降



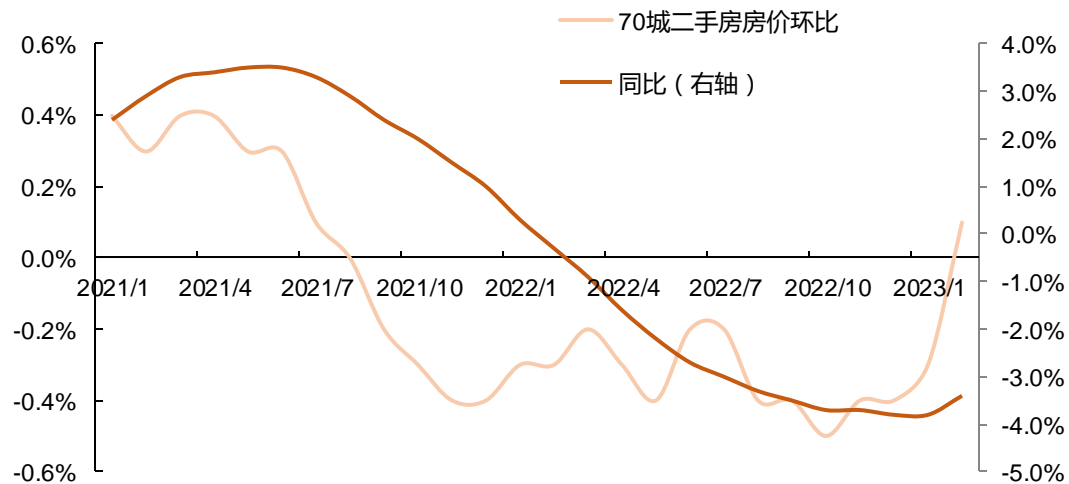
2.2 经济发展红利消退，“三高”旧模式面临冲击

- **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，也对房企高周转模式形成冲击。

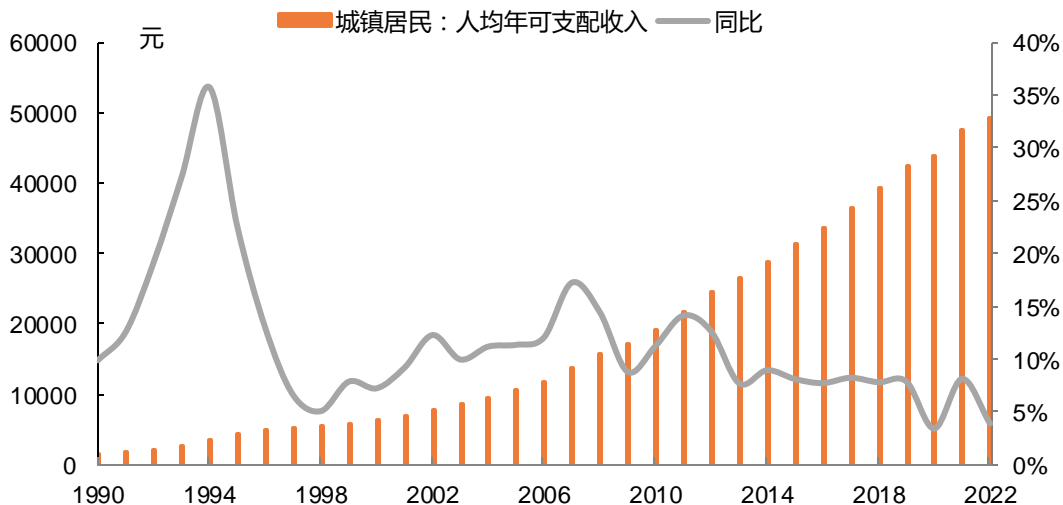
国内GDP增速有所放缓



2021年下半年以来房价持续承压



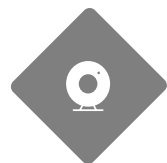
城镇居民人均可支配收入增速放缓



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%



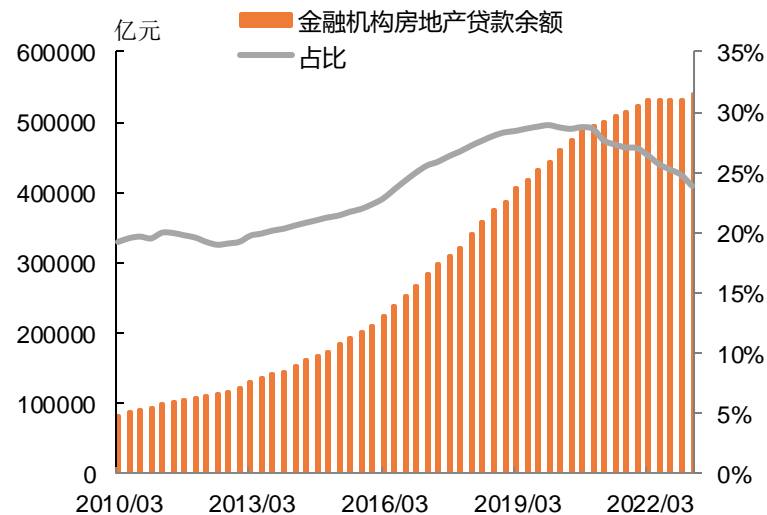
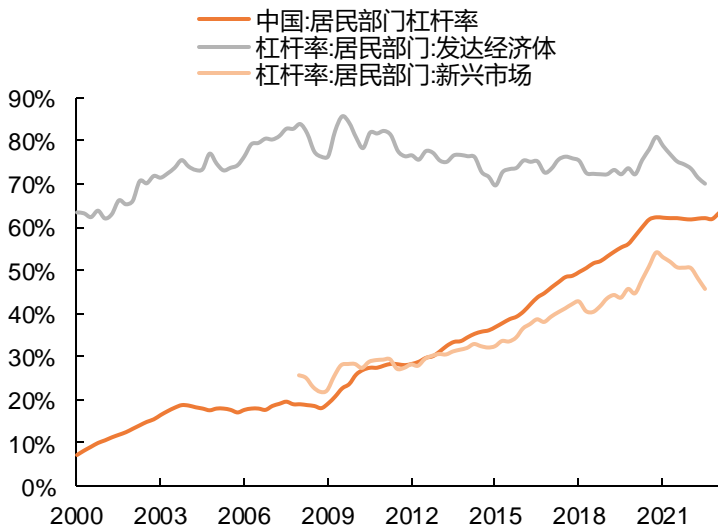
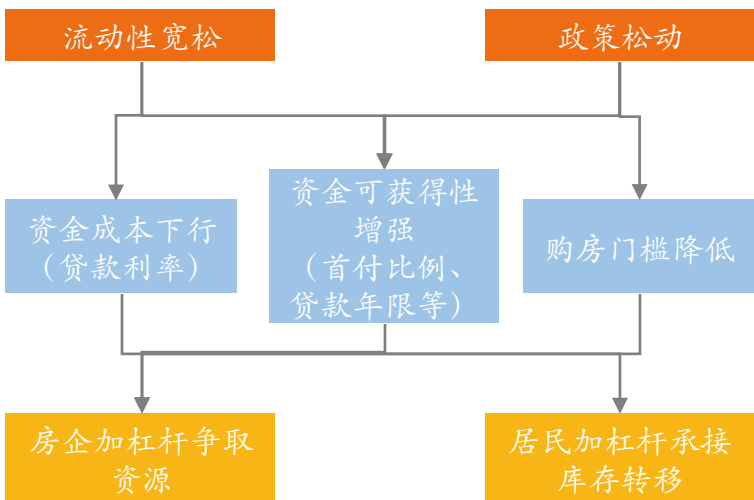
供地两集中考验房企现金流管理能力

要求试点22城分批次集中供给出让土地

2.4 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年末主要金融机构房地产贷款余额占比达到29%的峰值，过多信贷资源流入房地产市场。

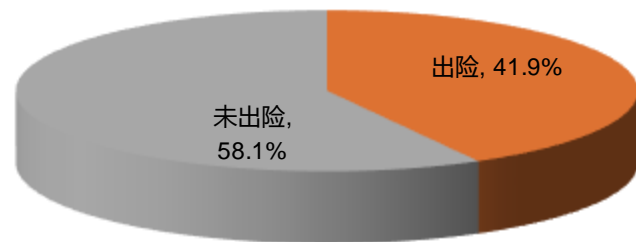
① 流动性及政策托底下，居民、房企杠杆率上升路径 ② 2008年以来居民部门杠杆率提升速度加快 ③ 2019年以前房地产贷款余额及占比快速上升



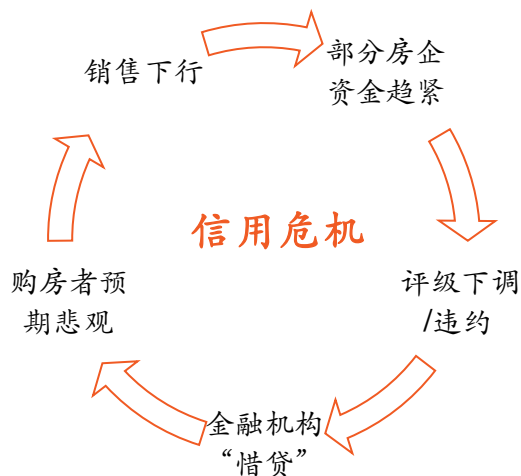
2.5 地产信用链条受损，房企资产负债表大幅恶化

➤ **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，多家规模房企债务展期或违约，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。

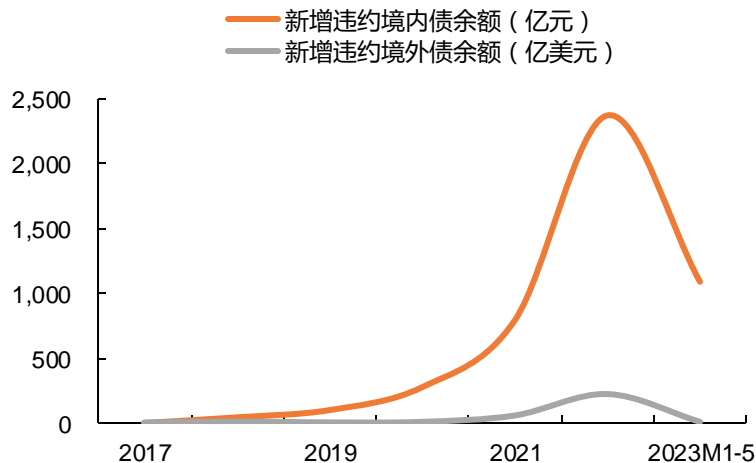
2021年50强房企中已出险房企全口径销售额占50强比例



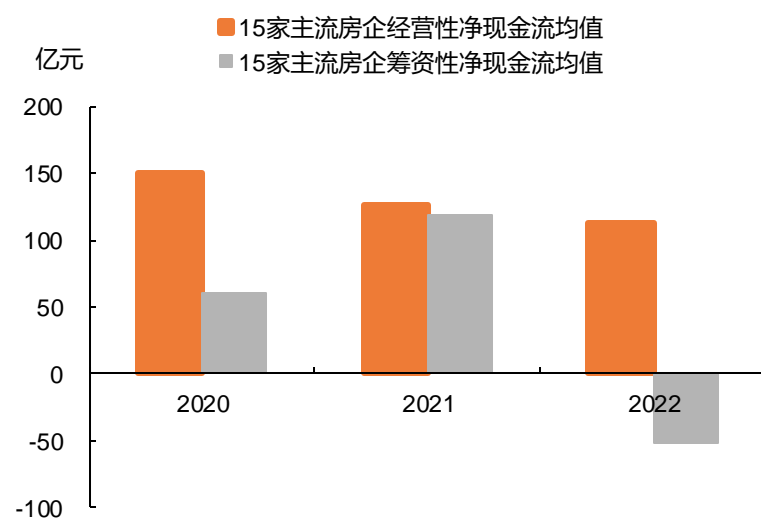
部分房企信用链条遭受极大挑战



2022年房企新增违约债务余额大幅攀升



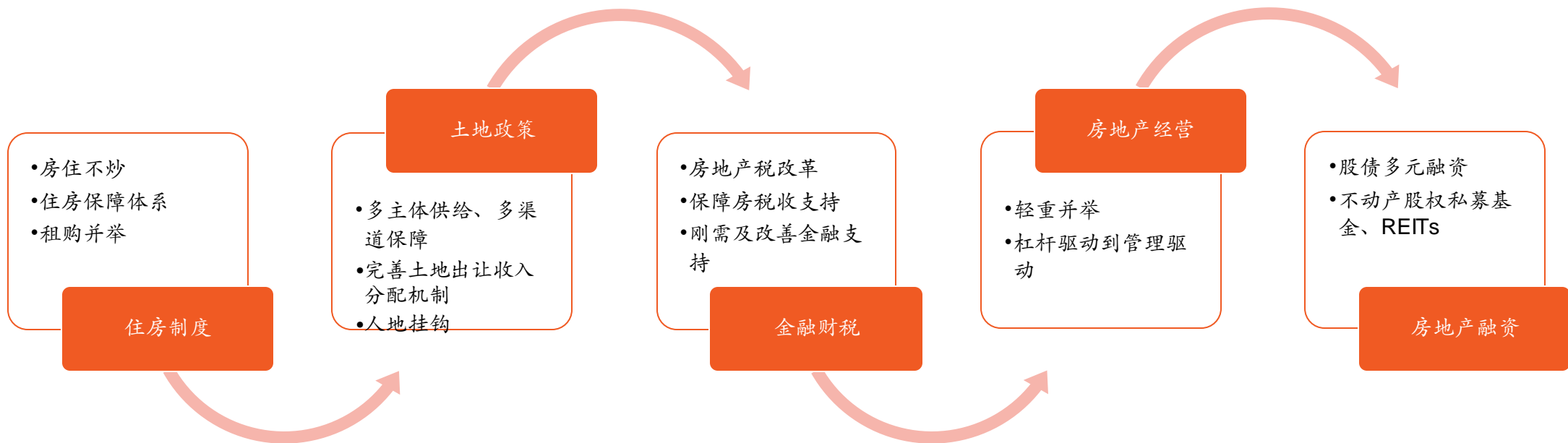
房企现金流持续恶化



2.6 新发展模式方向渐明，或涉及多个方面

➤ **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方方面面



2.6 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

2.6 轻重并举、管理驱动或为房企经营模式重要方向

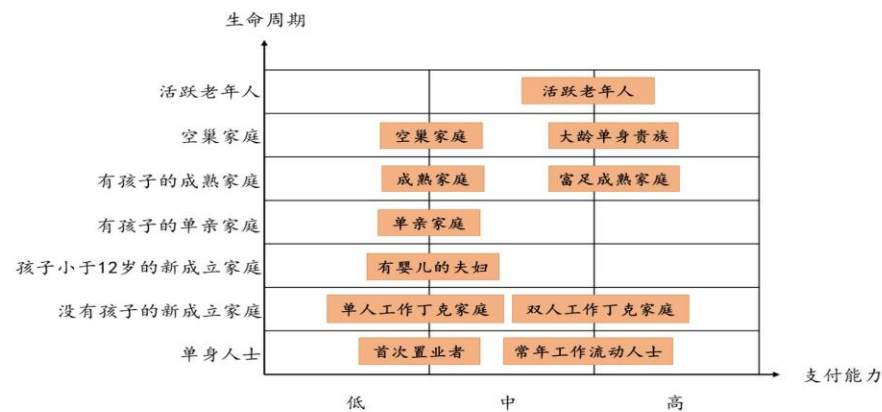
具体从房地产企业经营模式来看，我们认为或呈现以下趋势：

- **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



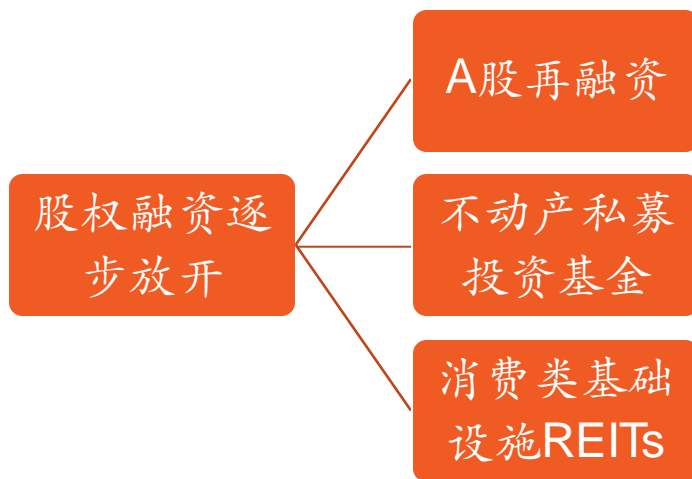
2.6 融资模式优化，债权为主走向股债多元

➤ **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





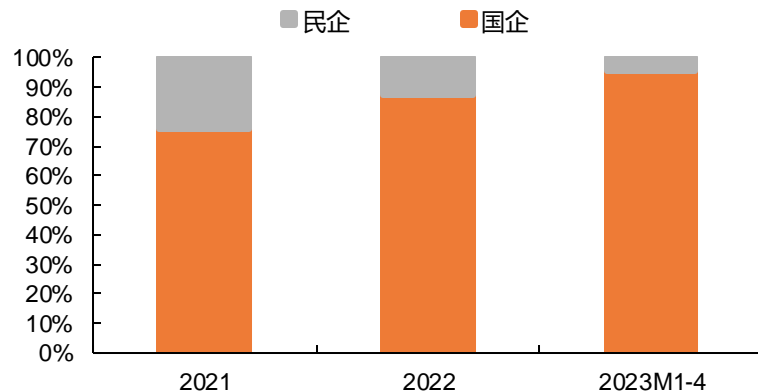
目录CONTENTS

- 回顾：基本面先扬后抑，政策空间仍存
- 展望：旧模式弊端已显，新模式方向渐明
- 房企：分化趋势未改，新格局渐见雏形
- 投资建议与风险提示

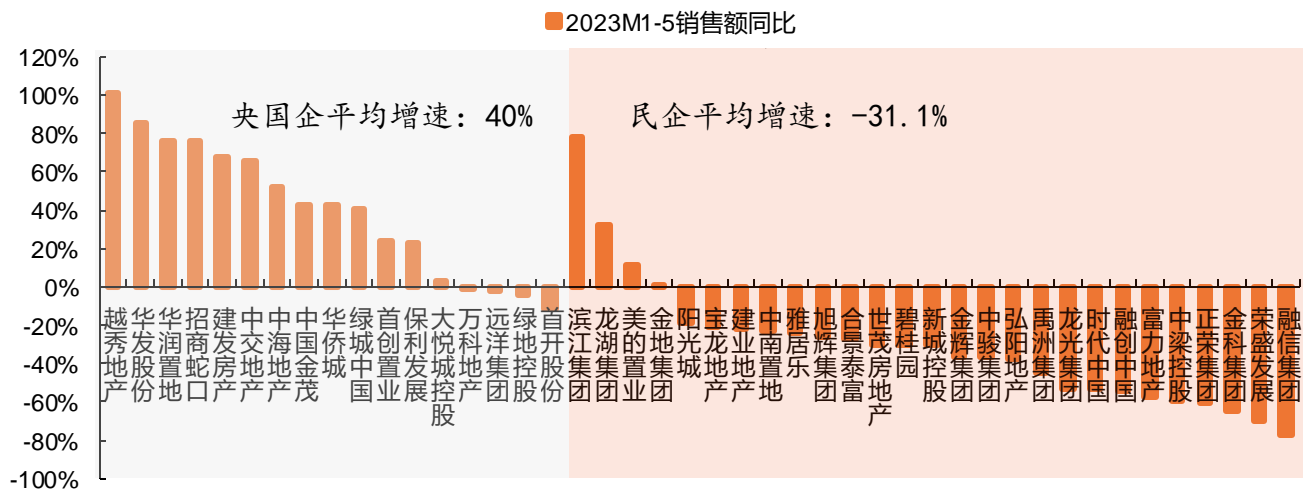
3.1 优质房企市占率提升逻辑未变，分化仍在延续

- 房企间加速分化，央国企等强信用企业优势延续。2023年初房地产修复过程中，央国企等强信用企业更为受益，销售金额大幅增长并明显优于行业，融资拿地方面亦更具优势。
- 从各家房企来看，诉求目标差异导致行为差异。对于中小型企业，当前生存为第一要务，成长退居其次，更多收缩投资、加速去化；对于优质大型房企，风险与机会并存，更多调整布局、拓宽融资，换仓提质补充优质土储，后续优质房企凭借机遇把握将持续拉大相对优势。

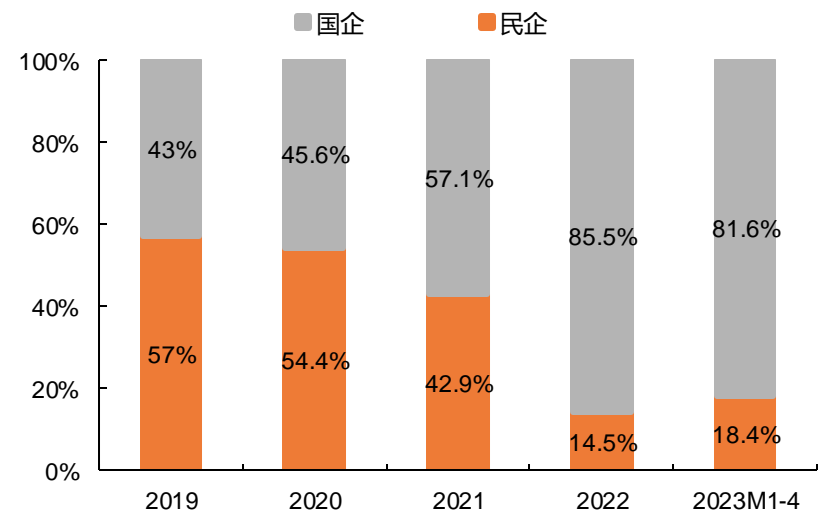
2023年1-4月国企境内债发行金额占比95.8%



2023年1-5月民企销售额降幅相对更大，多数国企销售同比转正



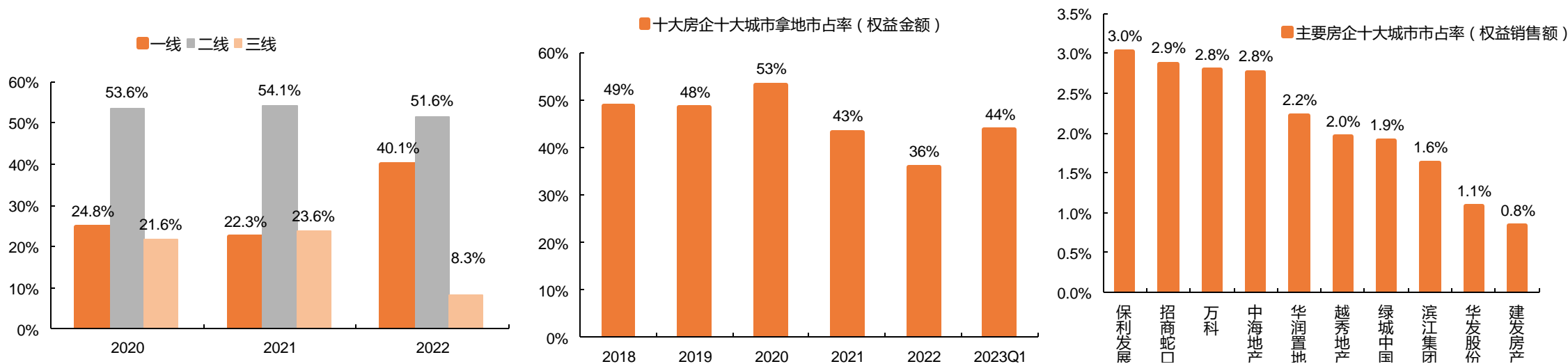
50强房企拿地金额结构



3.2 布局聚焦重叠，主流房企核心城市拿地及销售空间仍存

- **主流房企重点城市拿地市占率仍低，无须担心补货不足风险。** 2022及2023Q1十大主流房企在十大城市拿地市占率分别为36%和44%，低于2020年的53%，仍有提升空间。因此尽管房企布局重叠，但在重点城市土地出让规模相对稳定的背景下，主流房企在核心城市拿地仍有较明显提升空间，无需过度担心拿地聚焦带来的补货不足风险。
- **从销售角度来看，2022年十大主要房企在十大城市合计权益销售额市占率仅21.1%，**其中市占率靠前的保利、招商市占率仅3%和2.9%，即重点房企在核心城市市占率仍有提升空间。同时从拿地市占率来看，2022年十大房企在十大城市拿地市占率为36%，远高于销售市占率，也为未来销售市占率提升奠定基础。

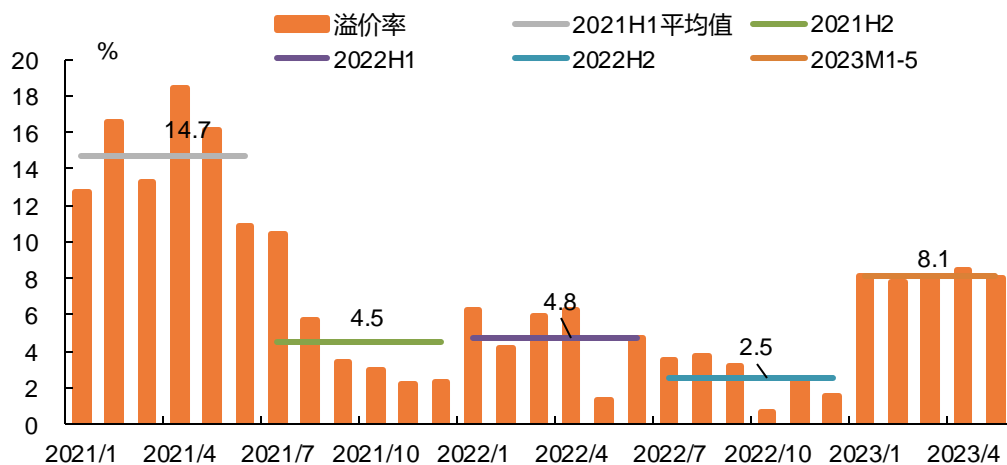
◎ 2022年百强房企一二线拿地金额占比持续提升 ◎ 十大房企在十大城市拿地市占率仍有提升空间 ◎ 2022年十大房企在十大城市销售市占率



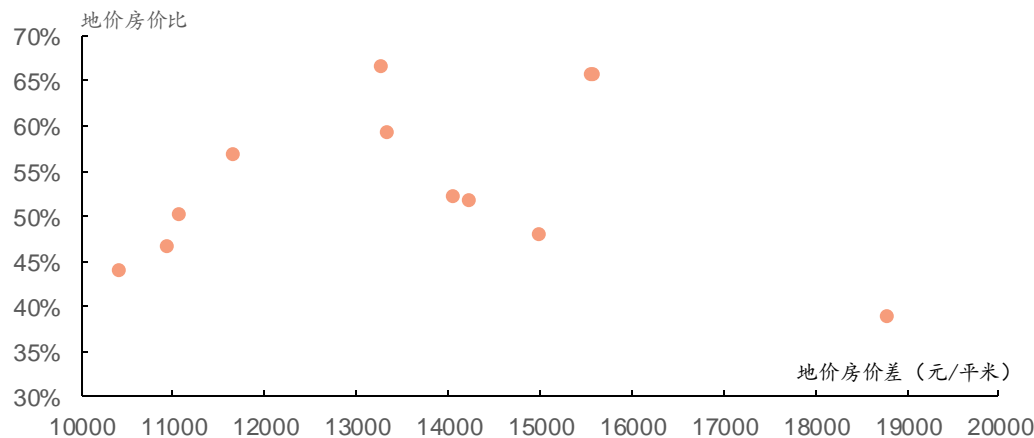
3.2 土拍转暖更多为降低拿地概率，热点城市土拍仍留有利润空间

- **核心城市土拍转暖更多为降低房企拿地概率，并不一定引发毛利率大幅下滑。**从毛利率角度来看，核心城市土拍转暖的确可能会降低拿地毛利率，如上海首轮土拍平均溢价率7%，超过2021（4%）和2022年（3%），但我们认为：1）热点城市及地块2022年土拍也火热，同时主要城市土拍制度并没有发生变化，仍存在封顶摇号制度，为开发商留有利润空间，2023年随着更多房企聚焦和参与，降低的更多为各家房企拿地概率，毛利率并不一定回落；2）部分企业仍未完全走出资金困局，同时由于各家房企融资、管控差异，强信用、强运营房企拿地优势依然存在；3）2023前5月22城土拍平均溢价率8.1%，仍低于2021H1（14.7%）。
- **热点城市土拍仍为房企留有利润空间。**从2023年杭州第三轮土拍来看，封顶成交比例达67%，延续火热，但12块地平均地价房价比为54%，平均价差达13634元/平，仍为开发商留有一定利润空间。

2021年以来22城土地成交溢价率



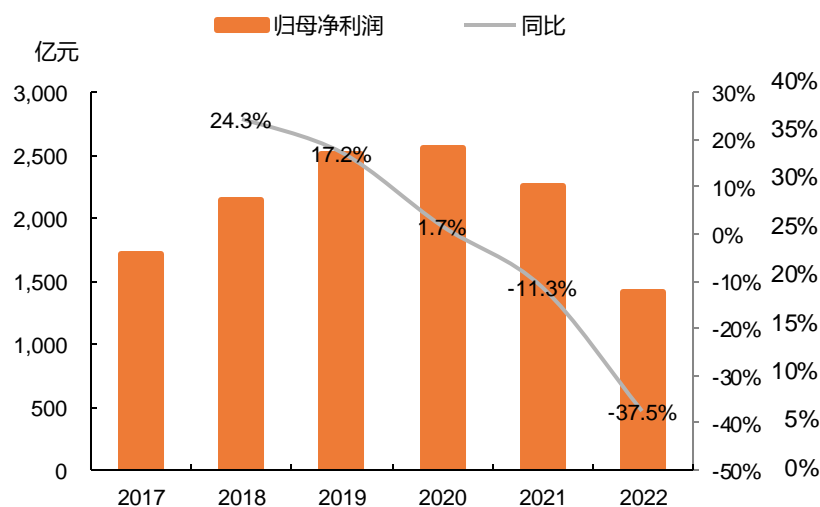
杭州2023年第三轮土拍主要地块地价房价比



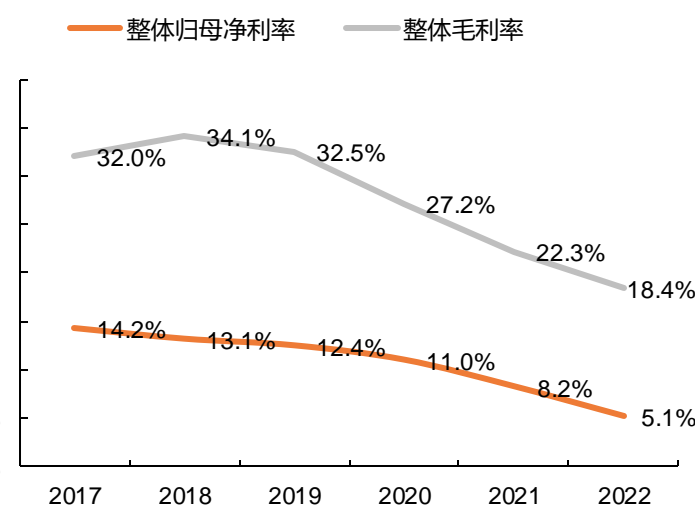
3.3 短期业绩承压，2023年压力犹存

➤ **短期业绩压力仍存，2023年仍不容乐观。** 2022年15家A+H上市房企整体营收同比下降0.1%，归母净利润同比下降37.5%，降幅较2021年扩大26.3个百分点；整体毛利率18.4%，同比下降3.9个百分点，仍处于探底过程中。从销售金额来看，2022年15家A+H上市房企累计销售3.7万亿元，同比下降23.1%，考虑到竣工结算滞后销售，销售下滑将影响后续结算增速，2023年行业结算端业绩仍不容乐观。

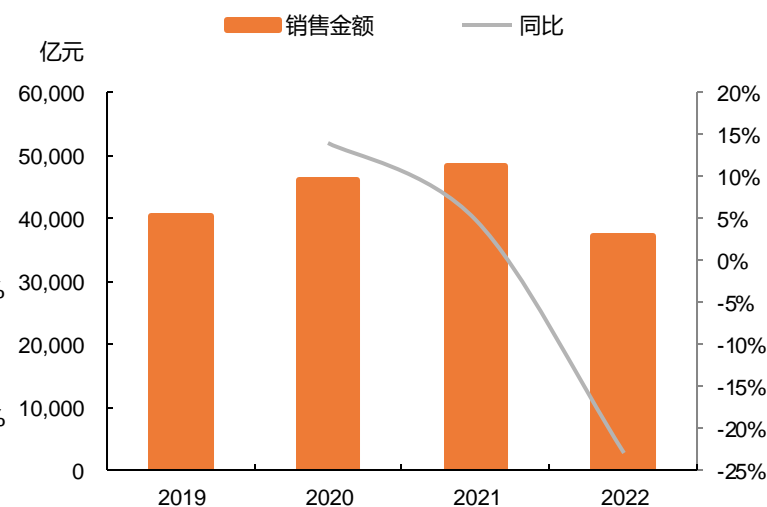
重点15家上市房企归母净利润同比下降37.5%



重点15家上市房企整体盈利能力持续下降



2022年重点15家上市房企销售额同比下降

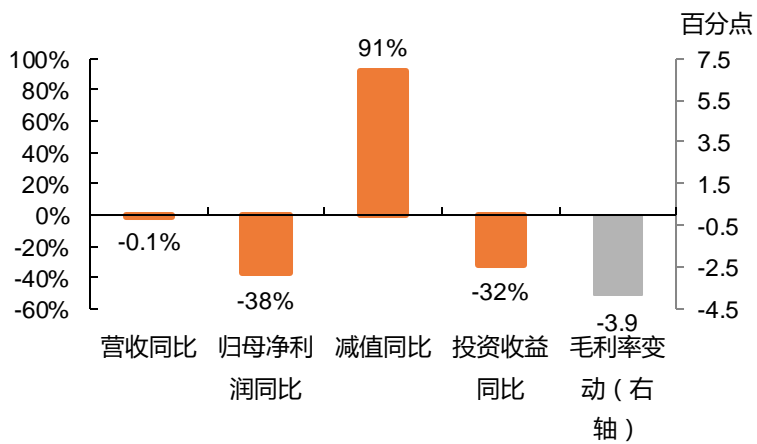


资料来源：Wind，克而瑞，平安证券研究所；注：15家房企分别为碧桂园、保利发展、万科A、华润置地、中国海外发展、招商蛇口、金地集团、绿城中国、龙湖集团、建发国际集团、中国金茂、滨江集团、越秀地产、华发股份、新城控股

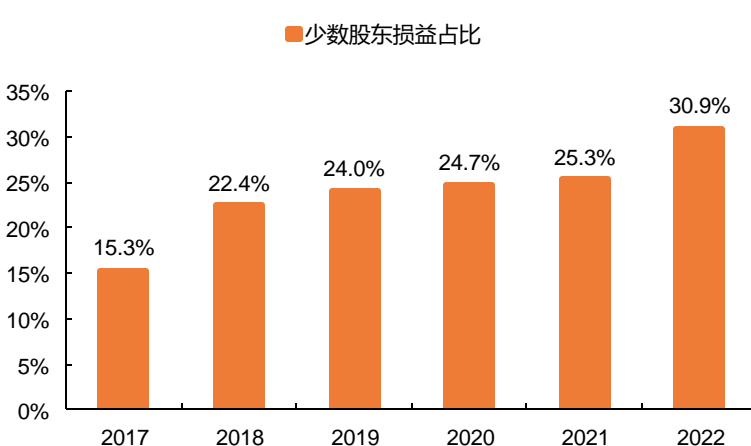
3.3 中期减值影响消退、权益占比提升、销售额提升带来业绩增量

- **减值影响消退带来潜在业绩增量。** 2022年15家房企合计计提减值损失350亿，按照25%的税率，假设未来公司减值为0，其它不变，仅该项将增厚归母净利润184亿，相当于2022年归母净利润的13%。
- **少数股东损益下降带来归母净利润增长。** 2022年15家重点房企少数股东损益占比为30.9%，假设少数股东损益占比下降至20%、15%，不考虑非并表项目权益变化，在其他科目保持不变的背景下，将增厚2022年业绩16%和23%。若综合减值及少数股东损益考虑，在减值及少数股东损益降为0的假设下，归母净利润将提升至2022年的163%。
- **优质房企毛利率及销售额仍存提升空间。** 2022年受前期高价地影响，重点房企整体毛利率降为18.4%，随着2022年土拍项目步入结算周期，优质房企结算毛利率仍存改善空间，带来业绩上升空间。同时随着部分出险房企的退出或萎缩，优质房企销售额仍有提升空间，带来未来结算端营收增长。

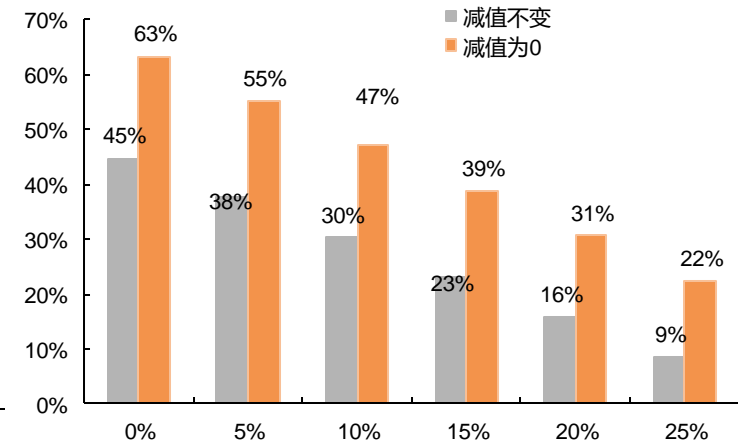
2022年15家上市房企利润变动拆分



重点15家上市房企少数股东损益占比



不同少数股东损益占比及减值假设下，测算归母净利润较2022年实际值增速





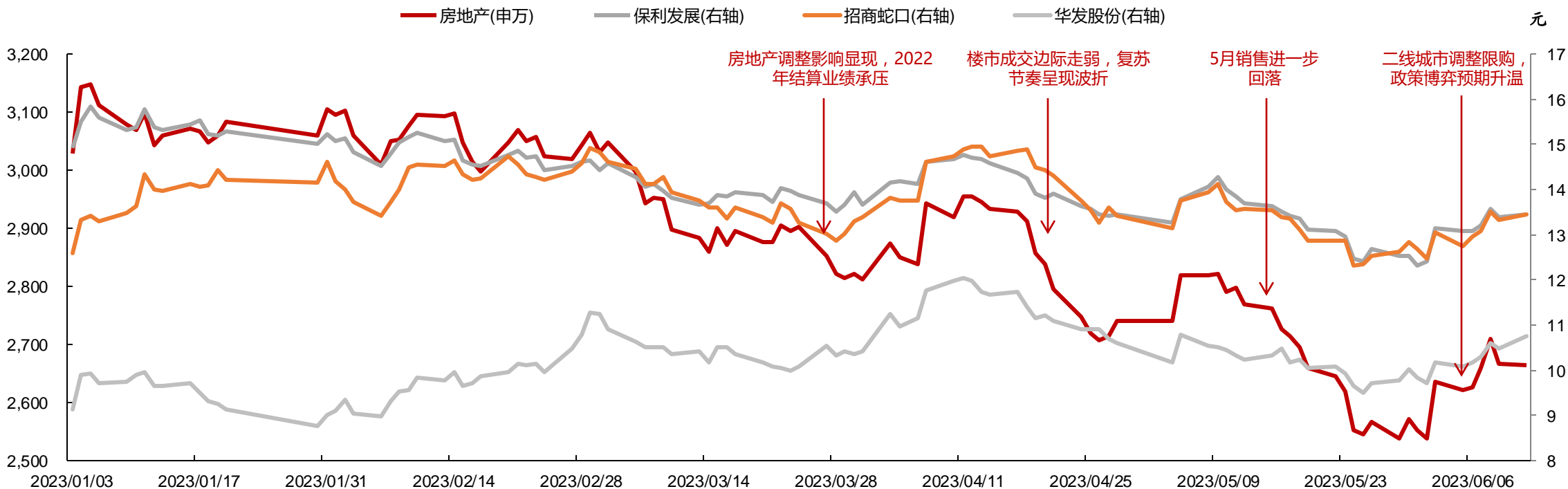
目录CONTENTS

- 回顾：基本面先扬后抑，政策空间仍存
- 展望：旧模式弊端已显，新模式方向渐明
- 房企：分化趋势未改，新格局渐见雏形
- 投资建议与风险提示

4.1 行情回顾：多因素制约年初至今板块及个股表现

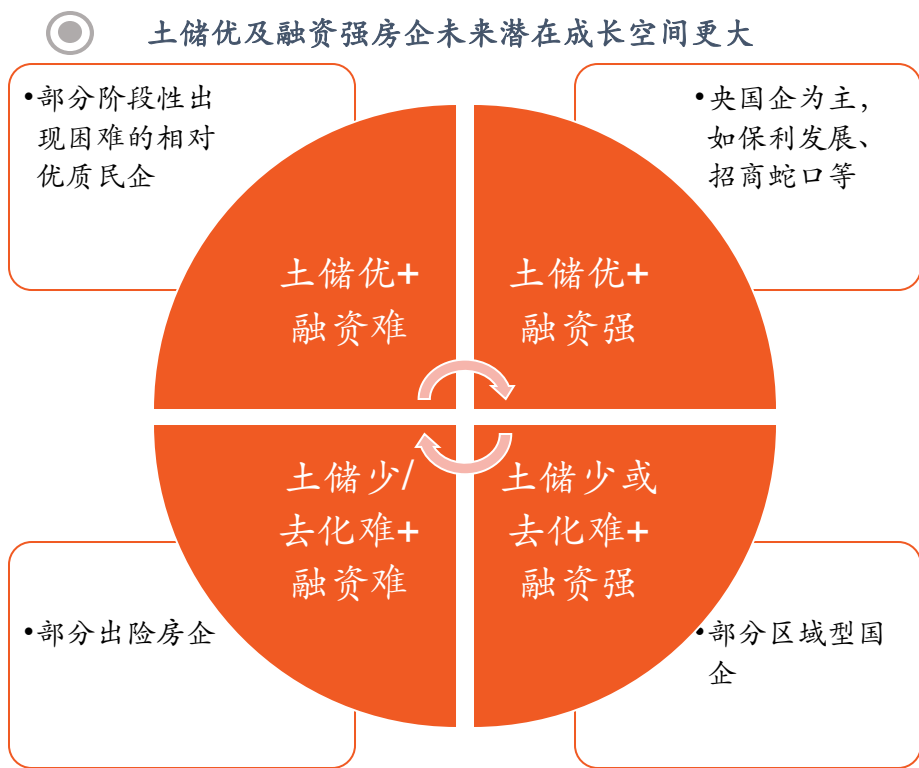
➤ 基本面复苏不及预期，优质房企市占率提升过慢、毛利率及业绩担忧为制约年初至今板块及个股表现诸多因素。年初至今（2023/6/12）申万房地产指数累计下跌11.1%，位于31个申万一级行业第29名，跑输沪深300指数10.4个百分点。其中，尽管主流房企销售明显优于行业，但由于复苏预期走弱、拿地竞争加剧、叠加业绩担忧，股价走势亦相对疲弱。

申万地产板块及主要个股走势回顾

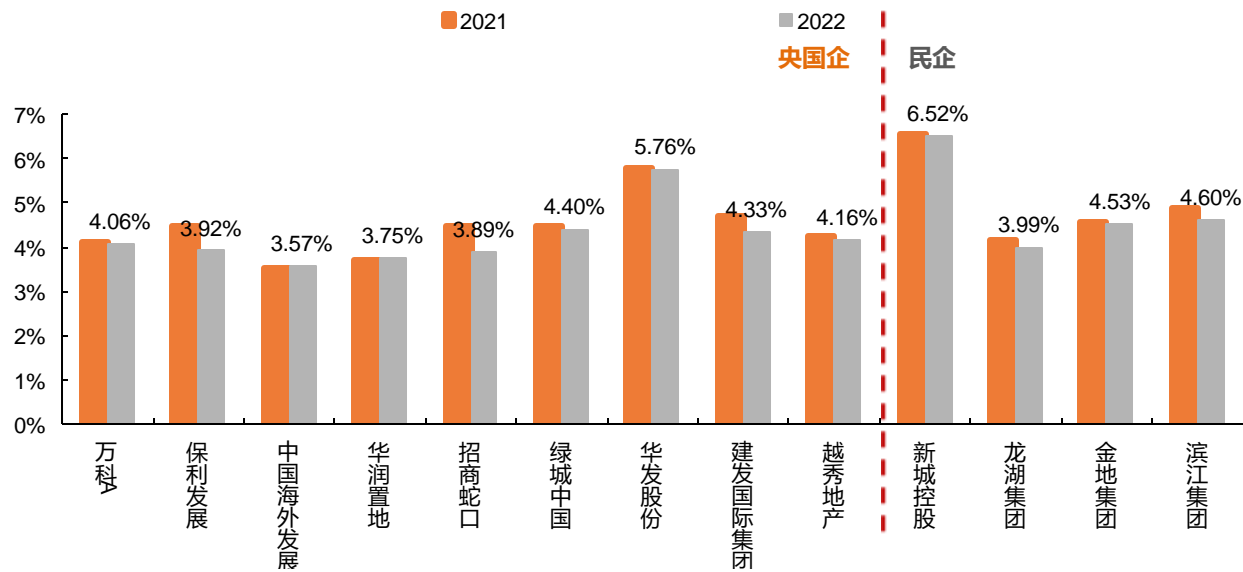


4.2 选股逻辑：站在中长期视角，大道至简土储为王

- **大道至简，土储质量为王。**我们认为土储质量是房企估值的核心，土储质量是决定公司未来销售去化、资金回笼、结算盈利、业绩兑现的基础。土储质量既包括房企现有土储资源，也包括未来持续获取优质土储的能力（成长性），而资金是获取优质土储关键。
- **从土储及资金获取能力出发，构建四象限选股框架。**在选股逻辑上，我们从土储和资金获取能力两个维度出发，构建四象限选股模型。其中土储代表现有禀赋质量；资金获取能力代表持续获取优质土储的扩张成长能力。我们相对看好融资能力强，且积极拿地优化土储质量的房企，如保利发展、招商蛇口等。



2021-2022年主流房企融资成本对比



4.3 投资建议

- 2023Q1全国楼市明显复苏，4月起逐步转弱，整体呈现先扬后抑特征。由于收入预期改善及居民信心修复需要时间，叠加房价缺乏大幅上行基础，短期楼市复苏斜率将更为平缓，过程存在一定波折。中期维度，棚改货币化退坡下三四线回归内生需求，全国商品房/住宅中枢仍有小幅下行空间，房地产发展重心向新发展模式过渡。新发展模式涉及房地产业方方面面，其中住房及土地制度变革为模式平稳过渡重要基础；轻重并举、管理驱动为房企经营模式重要方向；同时随着股权融资逐步放开，房企融资有望从债权为主走向股债多元。
- 受基本面修复不及预期、优质房企市占率提升缓慢等因素影响，上半年板块及个股表现相对不佳。下半年楼市复苏波折下政策仍具释放空间，同时目前优质房企估值已处于低位，且中长期销售、业绩增长仍存，维持行业“强于大市”评级。个股投资方面，行业弱复苏下，短期土储质量仍为房企估值核心，建议拥抱土储质量佳、增长确定性强、积极优化发展模式房企如保利发展、招商蛇口、越秀地产、华发股份、中国海外发展、滨江集团、万科A等；同时建议关注物业管理企业及产业链机会。

4.3 投资建议

重点公司盈利预测

股票名称	股票代码	股票价格 2023-6-12	EPS (元/股)				PE (倍)				评级
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
万科A	000002. SZ	14.57	1.90	1.95	1.97	2.05	7.7	7.5	7.4	7.1	推荐
保利发展	600048. SH	13.44	1.53	1.63	1.70	1.87	8.8	8.2	7.9	7.2	推荐
金地集团	600383. SH	7.71	1.35	1.54	1.66	1.73	5.7	5.0	4.6	4.5	推荐
招商蛇口	001979. SZ	13.44	0.55	0.72	0.98	1.37	24.4	18.7	13.7	9.8	推荐
新城控股	601155. SH	14.67	0.62	1.90	2.05	2.15	23.7	7.7	7.2	6.8	推荐
滨江集团	002244. SZ	9.22	1.20	1.32	1.43	1.50	7.7	7.0	6.4	6.1	推荐
天健集团	000090. SZ	5.26	1.04	1.09	1.14	1.17	5.1	4.8	4.6	4.5	推荐
中国海外发展	0688. HK	15.99	2.13	2.15	2.20	2.28	7.5	7.4	7.3	7.0	推荐
越秀地产	0123. HK	8.39	1.28	1.41	1.54	1.69	6.6	5.9	5.4	5.0	推荐
华发股份	600325. SH	10.76	1.22	1.28	1.39	1.65	8.8	8.4	7.7	6.5	推荐
绿城管理控股	9979. HK	5.91	0.37	0.46	0.56	0.66	16.0	12.8	10.5	8.9	推荐
绿城中国	3900. HK	7.61	1.09	1.66	1.85	2.03	7.0	4.6	4.1	3.7	推荐
碧桂园服务	6098. HK	9.00	0.58	0.83	0.91	0.99	15.5	10.8	9.9	9.1	推荐
保利物业	6049. HK	36.62	2.01	2.42	2.91	3.47	18.2	15.1	12.6	10.6	推荐
招商积余	001914. SZ	15.13	0.56	0.67	0.82	1.02	27.0	22.6	18.5	14.8	推荐
新城悦服务	1755. HK	3.86	0.49	0.59	0.64	0.69	7.9	6.5	6.0	5.6	推荐
星盛商业	6668. HK	1.37	0.15	0.19	0.21	0.23	9.1	7.2	6.5	6.0	推荐

4.4 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) 政策改善不及预期风险：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。