

2022：破而后立，晓喻新生

——房地产（地产开发）2022年投资策略

作者 分析师：何缅甸
执业证书编号：S0930518060006

联系人：周卓君

2021年11月08日

证券研究报告

-  **政策面：破而后立，后疫情时代楼市重拾正轨**
防范房地产市场金融风险机制将持续运作，房企金融监管及楼市价格调控将常态化。后续政策将重点监管整治行业资金挪用乱象，边际缓和对居民刚需房屋按揭贷款的支持。后疫情时代楼市将重拾正轨，“房住不炒主基调不变，因城施策防失速，加强住房保障体系建设”的整体框架可能会维持较长一段时间。
-  **资金面：边际宽松信号释放，行业整体金融风险可控**
7月降准提升银行整体可贷资金规模，已释放流动性边际宽松信号；结合央行货币政策委员会明确提出要保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性，以及10月15日央行进一步释疑“ α 风险”暴露和“ β 系数”健康稳定，展望后续，我们预计房贷利率整体水平有望逐步见顶，部分额度较紧的核心城市或就“刚需和首套”出现窗口指导。
-  **行业面：晓喻新生，房企寻破局路径**
“做强主业”与“多元开花”并不冲突。商业地产、长租公寓、物流地产等地产+行业仍具备较大市场空间，此外房企地产基因自带产业链上下游拓展优势，同时多元赛道为房企有效开拓业务、融资等渠道。预期先发布局多元赛道、注重运营升维的房企于营收端仍有一定提升空间。
-  **投资建议：龙头房企收入端弹性确定，业绩增速相对稳定，估值具有较强防御性，股息率相对较高，对于考核周期较长的大资金具备配置吸引力，重点推荐万科A/万科企业，保利发展、中国金茂；先发布局多元赛道、注重运营升维的房企于营收端仍有一定提升空间，建议关注金地集团、龙湖集团、融创中国、旭辉控股集团、华润置地、中国海外发展、新城控股、金科股份等。**
-  **风险分析：利率上行风险，中美贸易摩擦风险，房企信用风险等。**

- 一、破而后立，后疫情时代楼市重拾正轨
- 二、晓喻新生，房企探寻多元化破局之路
- 三、重点关注房企的多元化业务介绍
- 四、投资建议
- 五、风险分析

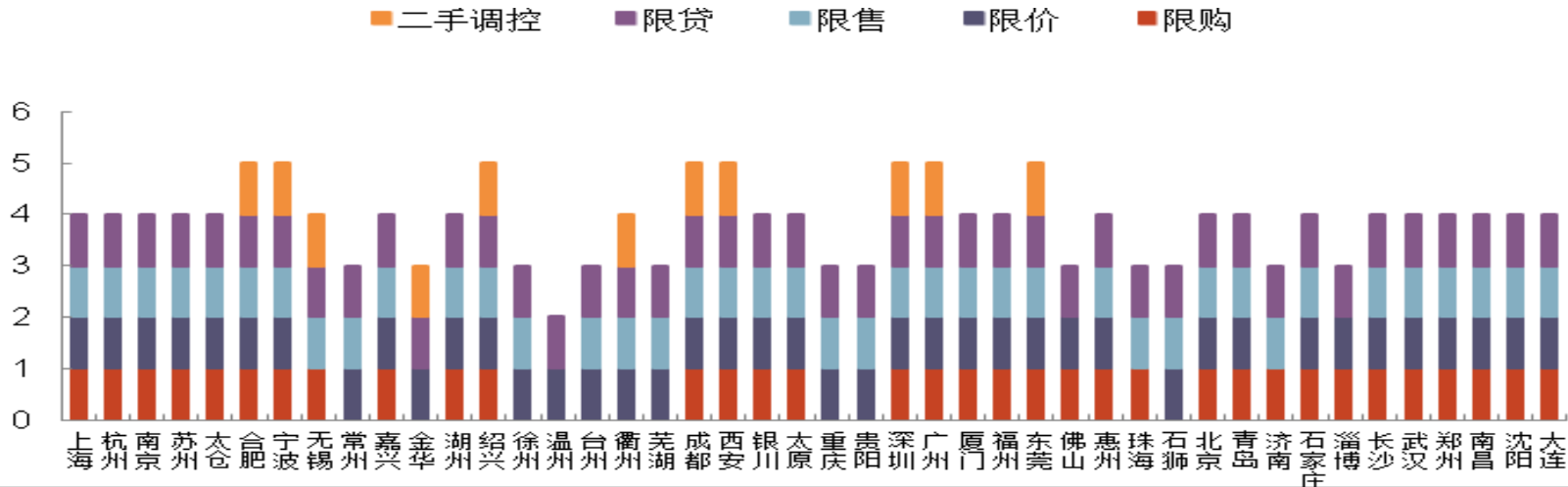
1.1 政策总览：“房住不炒”主基调不变，央行“双维护”修复市场情绪



光大证券
EVERBRIGHT SECURITIES

- 2021年楼市调控于因城施策下呈现范围广、维度多、频次高等特征。
- 保障性住房及REITs关注度提升，“三稳”长效机制践行下边际改善孕育新生。
- 2021H1宅地“两集中”影响房企投资、推盘节奏，H2土拍规则的优化或一定程度提升房企利润空间，但自身造血能力及产品溢价才是房企立身根本。

图1：22城第一、二批集中供地土拍规则



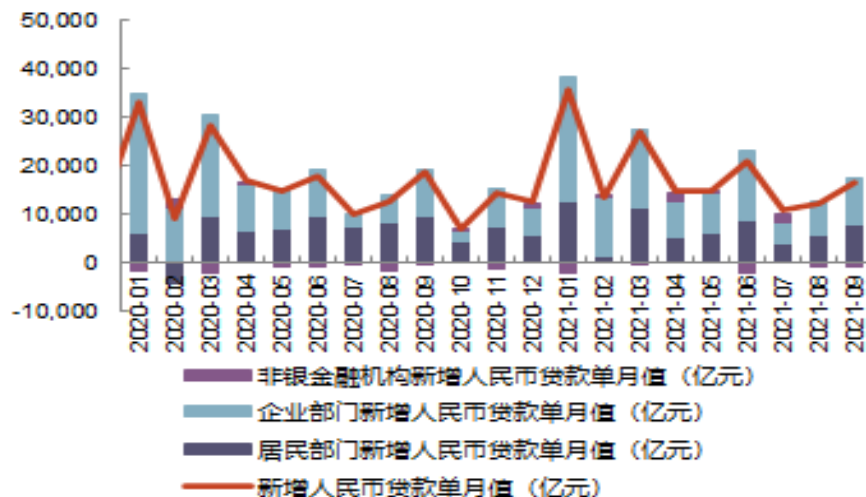
资料来源：根据各地政府文件等整理，光大证券研究所

注：数据截至2021-9-30，或因统计口径不同出现偏差；纵坐标为调控类型个数，不等同于调控次数。

1.2 需求侧流动性：边际宽松信号释放，8月单月居民信贷现改善迹象

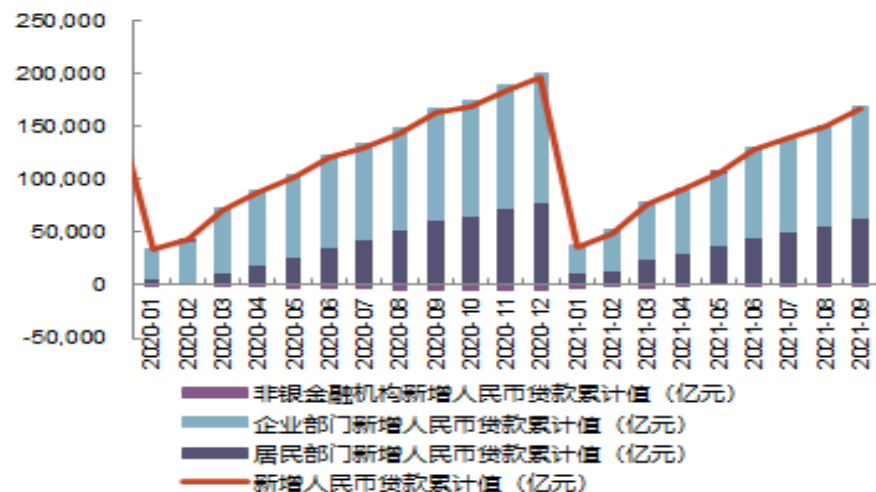
- 7月降准提升银行整体可贷资金规模，利于商业银行完成房地产贷款集中度管理指标，继续对刚需和首套的房屋按揭贷款进行支持。
- 9月24日央行定调房地产“双维护”，四季度行业流动性将得到修复，居民按揭贷款边际回暖。
- 按揭利率：房贷利率高位，2-4个月有望触顶回落。

图2：居民/企业部门新增人民币贷款单月值



资料来源：Wind，光大证券研究所

图3：居民/企业部门新增人民币贷款累计值



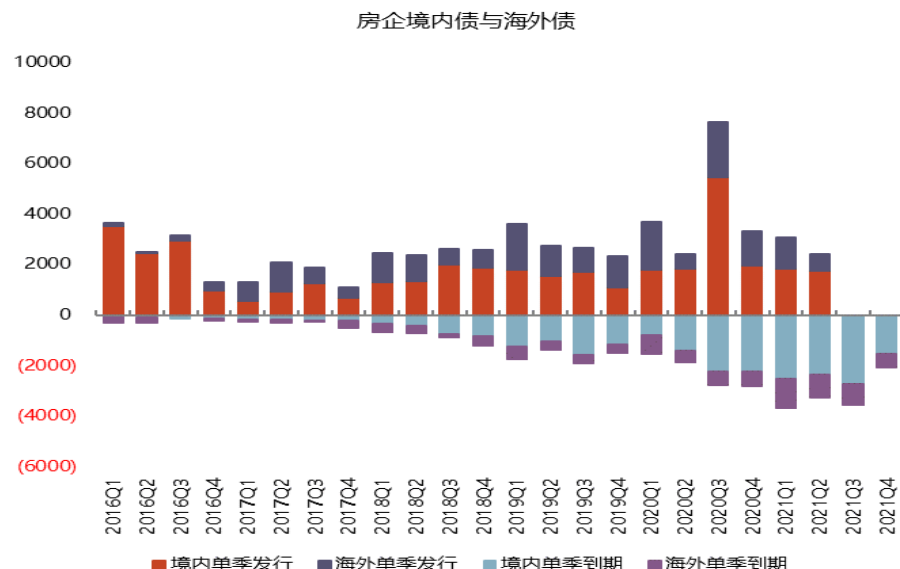
资料来源：Wind，光大证券研究所

1.3 供给侧流动性：传统融资渠道持续收紧，非标融资延续压降态势

■ 境内外债券：传统融资渠道缩量明显，2021H2债务到期规模收缩。

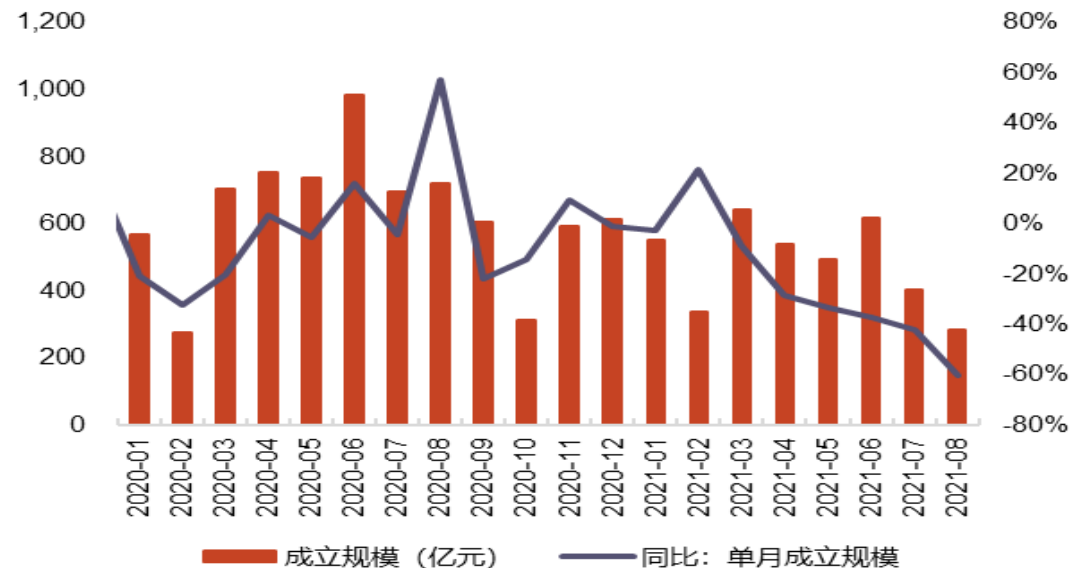
■ 房地产信托：非标融资延续压降态势。

图4：房企单季境内发债、海外发债及到期金额



资料来源：Wind，光大证券研究所；单位：亿元

图5：房地产集合信托单月成立规模及同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

1.4 三道红线：稳健经营为房企重心，行业整体金融风险可控

财务指标的动态测评有效暴露部分房企风险，倒逼激进房企由高速扩张转向保障现金流安全。

截至2021H1，40强内央企均位于绿档；而绿档、黄档和橙档国企分别为3家、2家及4家，较年初共新进1家绿档国企和4家橙档国企。

表1：2021H1 40家房企三条红线指标情况

2021年中期40家房企三条红线指标情况				
指标	剔除预收款项的资产负债率	净负债率	现金短债比（宽口径）	现金短债比（窄口径）
40家平均值	71.65%	69.13%	1.83	0.98
40家中位数	71.27%	65.98%	1.58	0.90
绿档标准	≤70%	≤100%	≥1	≥1

资料来源：Wind，光大证券研究所

表2：2021H1 各梯队房企平均三条红线指标情况

2021年中期各梯队房企平均三条红线指标情况				
梯队	剔除预收款项的资产负债率	净负债率	短债比（宽口径）	现金短债比（窄口径）
TOP10	69.46%	58.31%	1.77	0.83
TOP11-25	72.35%	67.44%	2.20	1.06
TOP26-40	72.42%	78.04%	1.49	1.02
绿档标准	≤70%	≤100%	≥1	≥1

资料来源：Wind，光大证券研究所

- 截至2021H1，40家上市房企总有息负债规模达57641亿元人民币，规模较期初基本持平，各梯队房企有息负债增速分化。
- 40家房企融资成本均值由2020年末的5.90%下滑22bp至2021H1的5.68%。
- 行业整体金融风险并不显著，房企在投资方面愈发谨慎，稳健型房企有息负债仍有序扩张，且多数房企2021H1融资成本较2020年有所改善。

表3：各梯队房企总有息负债情况

各梯队房企总有息负债情况（单位：亿人民币）					
梯队	2021H1	2020A	2020H1	同比变化	环比变化
TOP10	27405	28356	30013	-8.69%	-3.36%
TOP11-25	14077	13284	12901	9.11%	5.97%
TOP26-40	16160	15736	15714	2.83%	2.69%
合计	57641	57376	58628	-1.68%	0.46%

资料来源：Wind，光大证券研究所

表4：各梯队房企平均融资成本情况

各梯队房企平均融资成本情况			
梯队	2021H1	2020A	变化
TOP10	5.08%	5.35%	-27 bp
TOP11-25	5.66%	5.86%	-20 bp
TOP26-40	6.16%	6.30%	-14 bp
40家平均	5.68%	5.90%	-22 bp

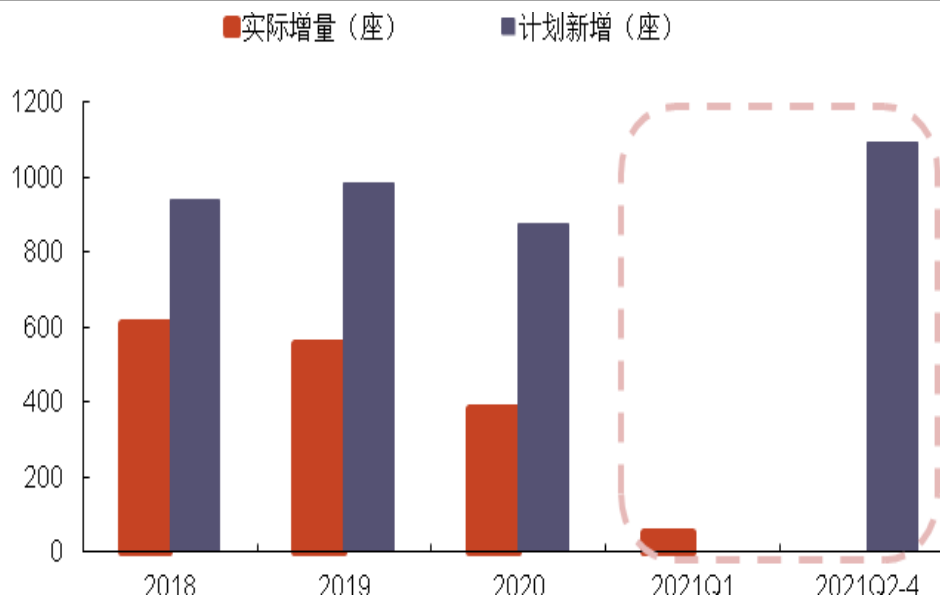
资料来源：Wind，光大证券研究所

- 一、破而后立，后疫情时代楼市重拾正轨
- 二、晓喻新生，房企探寻多元化破局之路
- 三、重点关注房企的多元化业务介绍
- 四、投资建议
- 五、风险分析

2.1 商业地产：规模仍有增量空间，探索轻资产模式

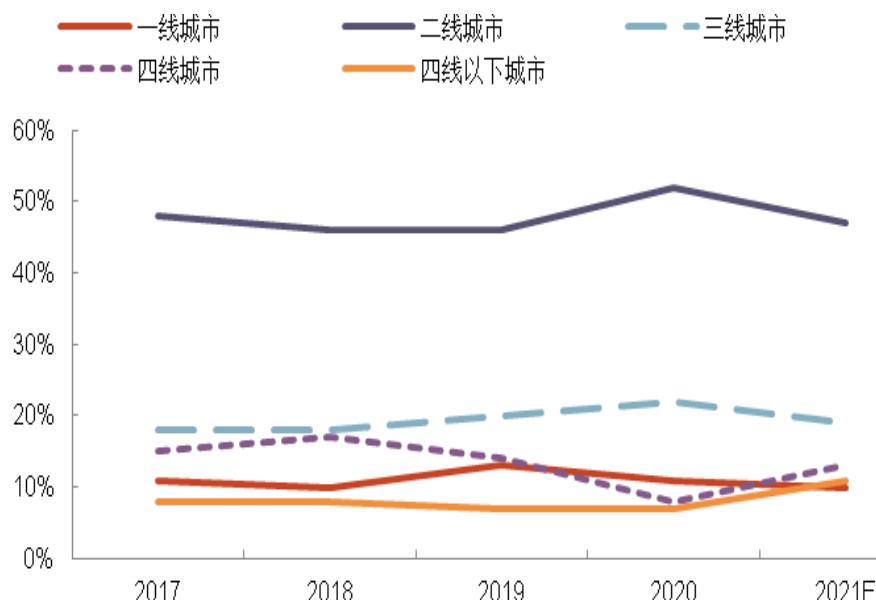
- 疫情加速商业地产在轻资产运营模式上的探索，我国商业地产行业正从“产销模式”向“资管模式”转变，地产金融化趋势明显。
- 我国购物中心在填补县域商业空白及城镇存量改造上仍有较大增量空间。通过人均商业面积法推测我国购物中心商业面积于中性情况下可达51651.6万平，对应购物中心潜在增量空间约967个。

图6：2018-2021E年我国购物中心实际及计划增量



资料来源：赢商网，光大证券研究所
注：2021年全国计划新增购物中心数量为赢商网预测值；实际增量数据截至2021Q1。

图7：2017-2021E年我国购物中心增量各城市线级占比



资料来源：赢商网，光大证券研究所
注：2021E各城市线级占比为赢商网预测值。

2.2 长租公寓：迎政策“春风”，房企系长租公寓或将成为租赁供给的必然趋势

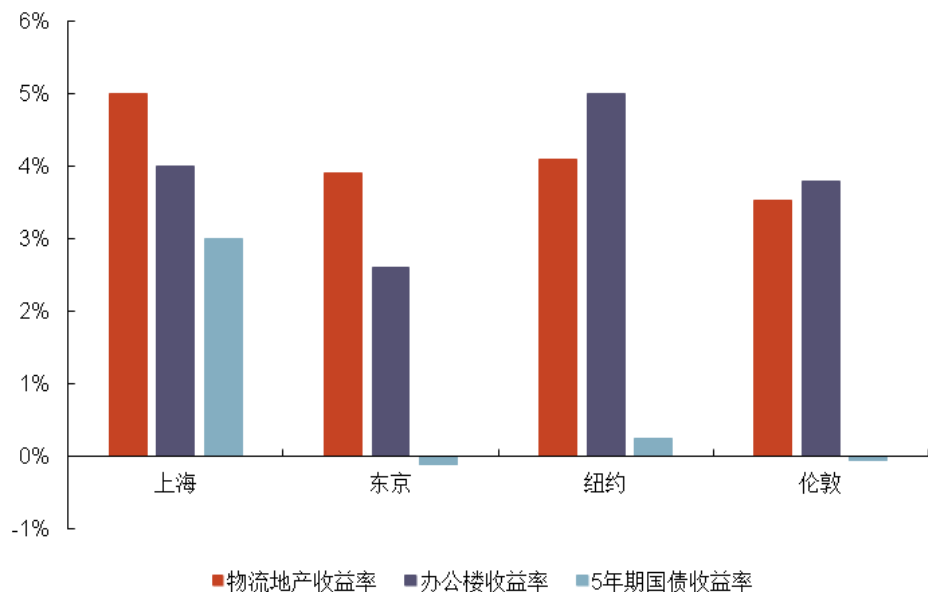


- 我国租赁房源供给缺口较大。
- 房企系长租公寓将成为未来租赁供给的必然趋势：
 1. 租赁用地供给显著增加，房企系持续发力住房租赁市场；
 2. 租赁需求及消费升级下，市场化租赁房源供应倾向品牌化、专业化。
- 针对长租公寓“融资成本高、税收负担重，盈利能力低”的行业痛点，我们认为：
 1. 租赁市场趋于规范化，底层资产盈利能力提升；
 2. 降税导向利于推动长租公寓健康发展；
 3. 后续融资大方向REITs的放开利于盘活存量资产，促进租赁住房规模化发展。

2.3 物流地产：疫情下仓储物流缺口逐渐暴露，强者恒强格局或难以撼动

- 我国物流地产市场蓬勃发展，常年呈一超多强格局；且一线城市物流地产整体投资回报率较高。
- 相较于强劲市场需求，我国物流地产发展现状仍具备较大提升空间。

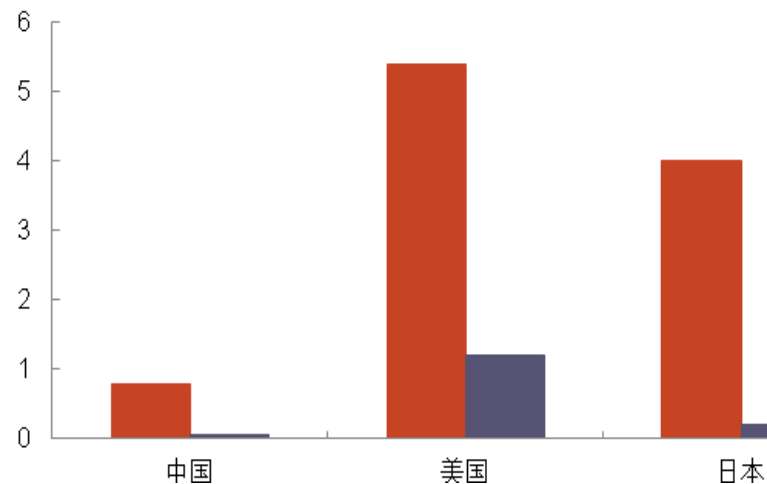
图8：物流地产、办公楼、5年期国债收益率比较



资料来源：仲量联行评估咨询服务部，光大证券研究所
注：数据截至2020年第三季度

图9：2020年我国人均仓储面积与美国、日本对比

■ 人均仓储（平方米/人）
■ 人均现代化仓储面积（高标仓）（平方米/人）



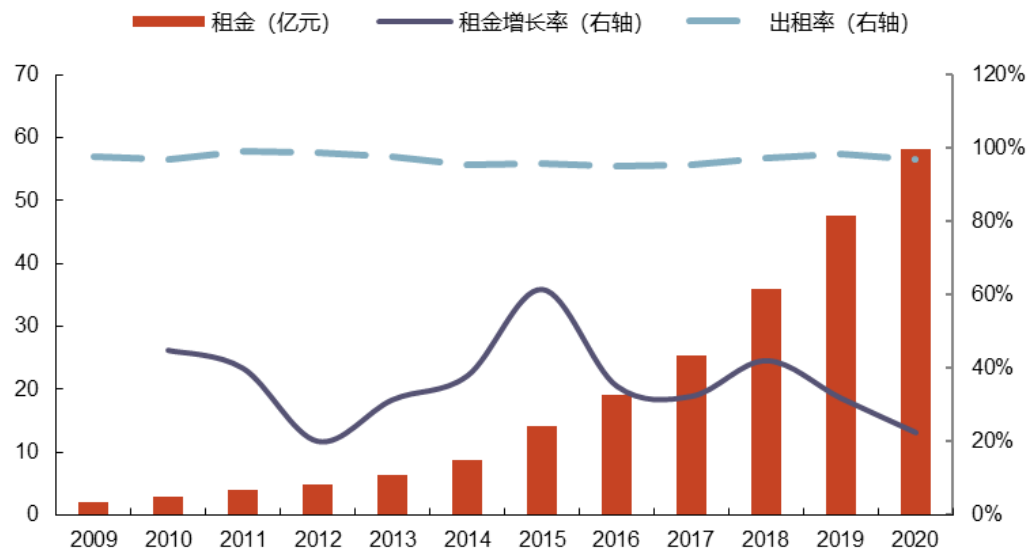
资料来源：中国仓储与配送协会、CIA The World Factbook, CBRE等，光大证券研究所
注：2020年我国人均仓储面积为根据过往数据的推算值，或存在一定误差

- 一、破而后立，后疫情时代楼市重拾正轨
- 二、晓喻新生，房企探寻多元化破局之路
- 三、重点关注房企的多元化业务介绍
- 四、投资建议
- 五、风险分析

3.1 龙湖集团(0960.HK)：龙湖天街商业翘楚，冠寓长租盈利可期

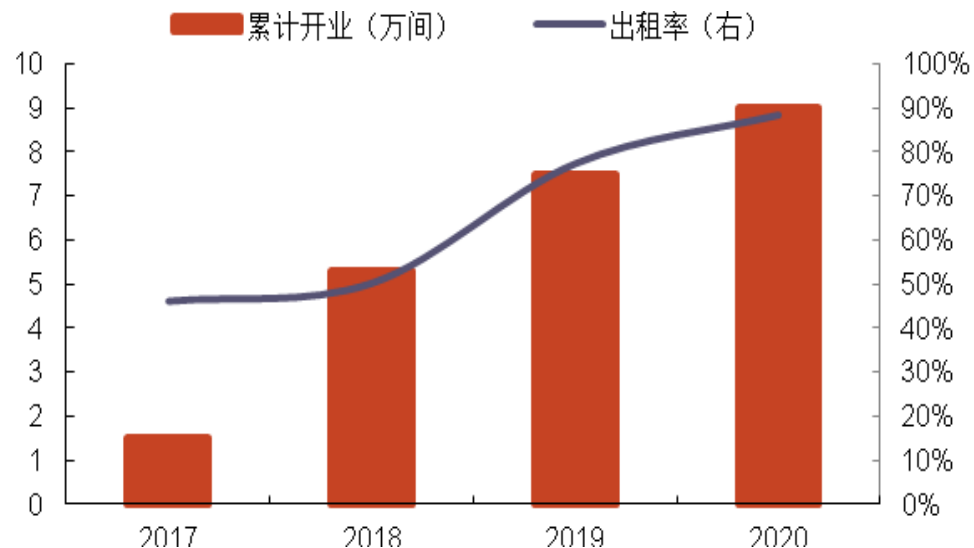
- 商业地产_龙湖天街：坚持一二线网格化布局，TOD模式对标刚需高频人群；商场出租率常年达95%以上，保持每年租金增长30%的业绩目标。
- 长租公寓_冠寓：主要布局一二线城市，全国各区域布局较为均衡；2021年冠寓实现盈利可期。

图10：龙湖商业历年租金收入及出租率



资料来源：公司年报，光大证券研究所

图11：冠寓累计开业间数及出租率

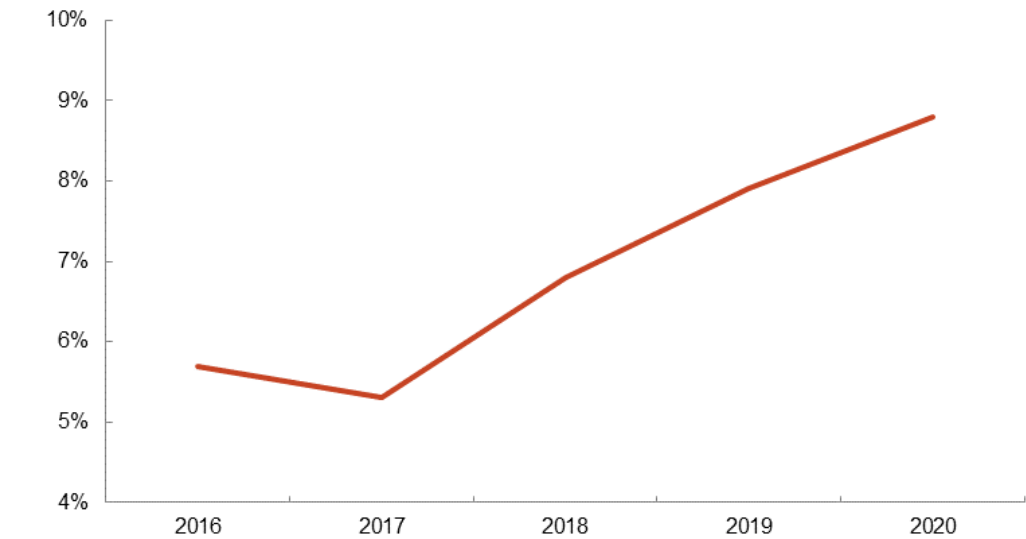


资料来源：公司年报，光大证券研究所

3.2 华润置地(1109.HK)：购物中心收入破百亿，未来两三年仍是新建购物中心投入运营高峰期

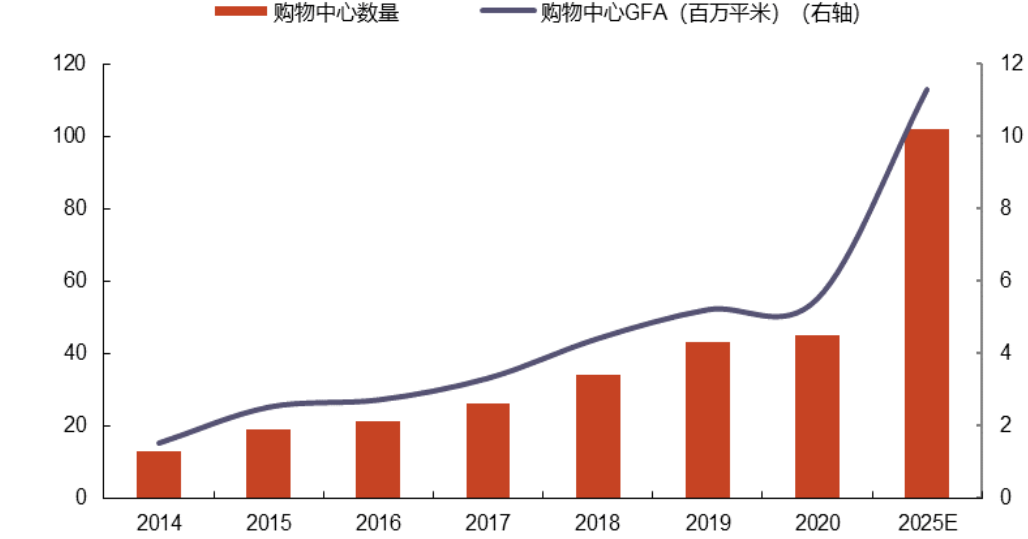
商业地产_万象城：第二家购物中心租金收入破百亿的内地房企，4年CAGR达25.0%；EBITDA/cost自2017年后维持正增长，投资管理能力较强；主要布局一二线城市，租金增长和资产升值空间较高。

图12：华润置地购物中心回报率EBITDA/Cost



资料来源：公司年报，光大证券研究所

图13：华润置地购物中心数量及GFA

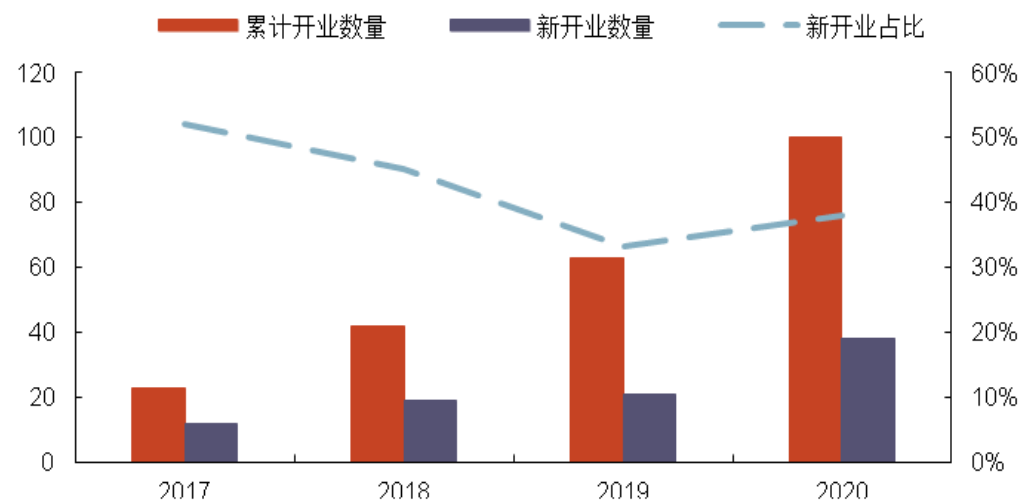


资料来源：公司年报，光大证券研究所
注：2025E购物中心开业数量为华润置地规划数据。

3.3 新城控股(601155.SH)：填补三四线商业空白，吾悦广场步入百店时代

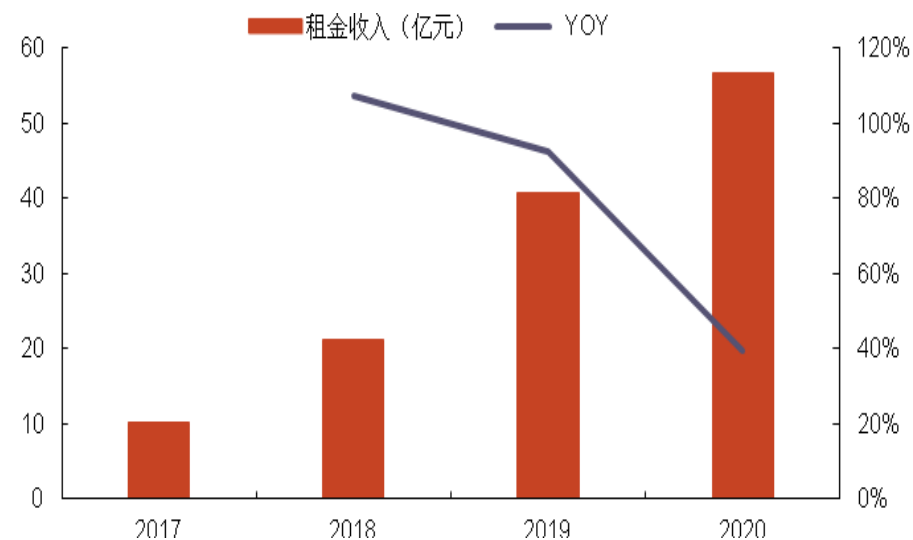
商业地产_吾悦广场：精准布局三四线城市及一二线城市副中心区位，以向低能级城市下沉发展思路填补区域性购物中心空缺。截至2020年末，开业、在建及拟建吾悦广场已进驻全国118个城市，总数量达156座。

图14：吾悦广场新开业广场/已开业广场数量（个）及占比



资料来源：公司年报，光大证券研究所

图15：吾悦广场租金收入情况

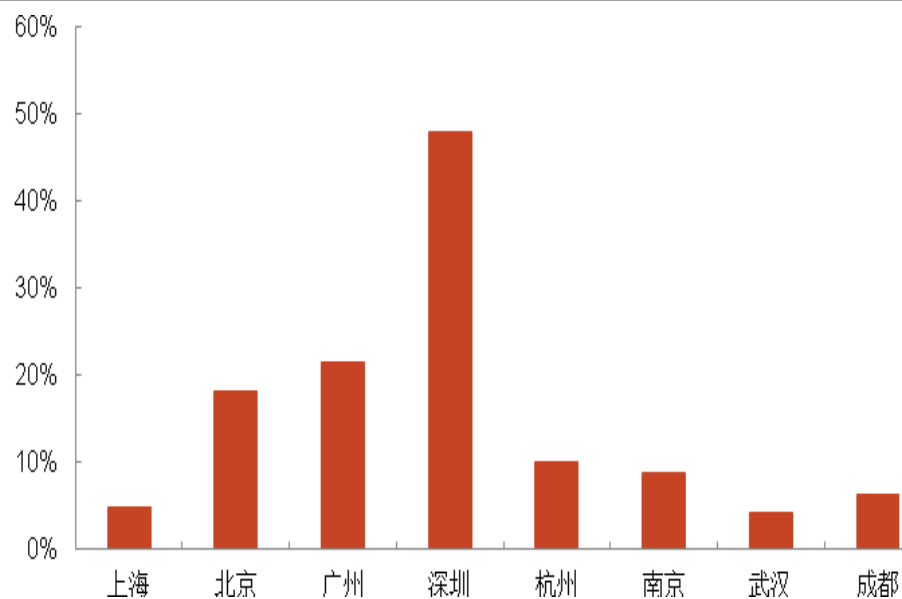


资料来源：公司年报，光大证券研究所

3.4 万科A/万科企业(000002.SZ、2202.HK): 国内集中式长租公寓房源第一, 物流资本运作可能性提升

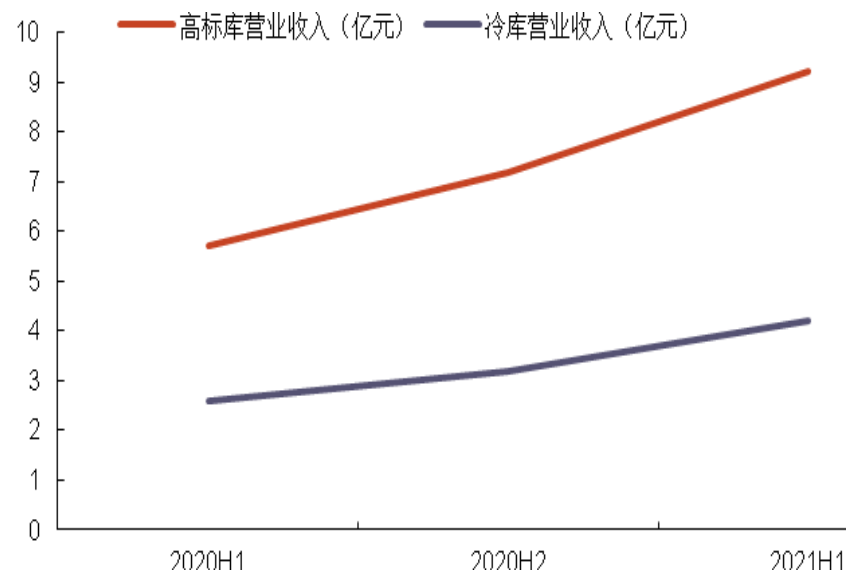
- 长租公寓_泊寓: 截至2020年底, 国内集中式长租公寓管理房源第一, 已开业项目整体出租率超95%。
- 物流地产_万纬物流: 聚焦高标仓及冷链物流两大核心业务, 为中国规模最大的冷链物流综合服务商。

图16: 泊寓核心八城开业规模市占率



资料来源: CRIC城市租售系统, 光大证券研究所
注: 数据截至2020-12-31。

图17: 万纬物流营业收入拆分



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所
注: 2020H2为当期数据, 不包含2020H1营收。

3.5 旭辉控股集团(0884.HK)：规模进一步发力，坚持“轻重并举”

 **长租公寓_瓴寓：**三大产品线细分目标客群，布局近20座城市；实施“轻重结合、委托+自持双轮驱动”战略。

表5：旭辉瓴寓产品线

产品名称	博乐诗服务公寓	柚米国际社区	菁社青年公寓
产品定位	长短租结合的酒店式公寓	白领公寓	蓝领公寓/共享宿舍
产品特点	品质套间+商务公共空间	舒适套房+多功能公共社交空间	共享房型+多功能公共社交空间
城市选择	一线城市为主以及二线核心城市	一线城市为主以及二线核心城市	一线城市为主以及二线核心城市
位置选择	核心城市核心地段国家级工业园区	轨道交通 1km 周边和园区	轨道交通 1km 周边和园区+高校周边
客群描述	对居住和服务有高品质要求的外企高管和商务金领	有一定经济能力但尚无购房能力，看中环境、社交等附加功能的企业白领	支付能力一般，对租房安全、便捷性价比要求的社会新人
客群定位	高端商旅+异地赴任企业管理者+专业精英	职场白领+新兴自由职业者+独立创业者	毕业生+职场小白+服务业人员
租金区间（梯度）	6000-15000 元/月	2000-6000 元/月	500-2000 元/月
未来品牌占比	10%	70%	20%

资料来源：公司官网，光大证券研究所
注：未来品牌占比为房间数口径。

- 一、破而后立，后疫情时代楼市重拾正轨
- 二、晓喻新生，房企探寻多元化破局之路
- 三、重点关注房企的多元化业务介绍
- 四、投资建议
- 五、风险分析

- 伴随着房地产行业逐渐迈入存量时代，同时考虑到租赁住房及REITs等关注度提升，一定程度缓和市場整体下行趋势，龙头房企收入端弹性确定，业绩增速相对稳定，估值具有较强防御性，股息率相对较高，对于考核周期较长的大资金具备配置吸引力。
- 重点推荐经营能力、品牌优势、信用优势、产品美誉等综合实力较强的龙头房企，如万科A/万科企业，保利发展、中国金茂：
 - 万科A/万科企业(000002.SZ、2202.HK)：当期住宅开发盈利承压，长期看好多元板块价值
 - 保利发展(600048.SH)：增持彰显管理层发展信心，投资兼顾资源获取与利润保障
 - 中国金茂(0817.HK)：全年结算大幅提升，金茂物业高端领先

4.2 建议关注

考虑到在当前国内房地产行业增量开发规模逐步见顶的趋势下，先发布局多元赛道、注重运营升维的房企于营收端仍有一定提升空间，建议关注金地集团、龙湖集团、融创中国、旭辉控股集团、华润置地、中国海外发展、新城控股、金科股份等。

表6：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价 (元/港元)	EPS(元)				P/E(x)				投资评级	
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	本次	变动
000002.SZ	万科A*	17.82	3.57	3.06	3.16	3.29	5.0	5.8	5.6	5.4	买入	维持
2202.HK	万科企业*	17.02	3.57	3.06	3.16	3.29	3.9	4.6	4.4	4.3	买入	维持
600048.SH	保利发展*	12.24	2.42	2.58	2.84	3.20	5.1	4.7	4.3	3.8	买入	维持
0817.HK	中国金茂*	2.20	0.31	0.50	0.70	0.87	5.8	3.6	2.6	2.1	买入	维持
600383.SH	金地集团	9.69	2.30	2.46	2.70	2.99	4.2	3.9	3.6	3.2	-	-
0960.HK	龙湖集团	33.75	3.03	4.18	4.92	5.73	9.2	6.6	5.6	4.8	-	-
1918.HK	融创中国	13.74	5.73	7.48	8.31	9.44	2.0	1.5	1.4	1.2	-	-
0884.HK	旭辉控股集团	4.07	0.80	1.10	1.23	1.39	4.2	3.1	2.7	2.4	-	-
1109.HK	华润置地	28.45	3.85	4.45	4.96	5.57	6.1	5.3	4.7	4.2	-	-
0688.HK	中国海外发展	16.36	3.73	4.21	4.60	5.18	3.6	3.2	2.9	2.6	-	-
601155.SH	新城控股	29.60	6.75	8.14	9.34	10.49	4.4	3.6	3.2	2.8	-	-
000656.SZ	金科股份	4.07	1.32	1.47	1.67	1.91	3.1	2.8	2.4	2.1	-	-

资料来源：Wind，光大证券研究所。股价时间为2021-11-05，汇率参考1港元兑人民币0.82203元。

注：港股收盘价为港元，A股收盘价为人民币元；*为光大证券研究所预测，其余为wind一致预期。

- 一、破而后立，后疫情时代楼市重拾正轨
- 二、晓喻新生，房企探寻多元化破局之路
- 三、重点关注房企的多元化业务介绍
- 四、投资建议
- 五、风险分析

-  利率上行风险：全球通胀预期和大宗商品上涨或导致利率有上行压力，或对资金密集型的地产开发造成潜在影响；
-  中美贸易摩擦风险：新冠疫情和中美贸易摩擦或导致国内部分行业发展和就业情况不及预期，进而影响居民收入和信贷扩张；
-  房企信用风险：房企“三道红线”叠加债务集中偿还期，部分房企或出现信用违约；
-  需求不及预期风险：就业情况恶化或导致居民薪资缩水及家庭可支配收入下降，有导致零售物业出租率及租金不及预期的可能；
-  政策调控风险：银行贷款集中度管理或导致房地产信贷规模受限等风险。

衷心 感谢

光大证券研究所



房地产研究团队

分析师：何缅甸

 执业证书编号：S0930518060006

 电话：021-52523801

 邮件：hemiannan@ebscn.com

联系人：周卓君

 电话：021-52523855

 邮件：zhouzj@ebscn.com

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A股主板基准为沪深300指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。