

房地产

房地产行业 2022 年度策略：破与立，旧与新，分与合

证券研究报告

2021 年 11 月 23 日

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

强于大市

作者

鲍荣富

分析师

SAC 执业证书编号: S1110520120003

baorongfu@tfzq.com

行业走势图

政策：从规范化的长期视角看待短期调整

站在地产大周期的转折点之上，行业面临的是行政、金融、土地、财税等一系列长短期，供需双向的长效机制。其中供给侧金融、土地从根本上避免了房企无序扩张带来的周期波动风险，需求侧行政调控通过逆周期调节进一步稳定短周期，叠加更长视角的租赁市场建设以及房地产税等预期管理工具，我们有望迎来真正的、规范的、平稳健康发展期。

销售：需求曲线的短、中、长期展望

2021 年全国商品房销售增速前高后低，下半年增速回落除了受基数影响之外，房价涨幅放缓、调控边际收紧、涉房贷款压降、房企加速库存变现推升重点城市库存、二手房市场率先出现拐点、交付不确定性延缓需求入市、房地产税试点加快同样对需求预期影响明显。结合行业中长期的周期拐点，住房需求依然在很大程度上受短期政策引导，但是房价估值压力之下把逆周期调控的空间留给未来，引导行业总量平稳回归可能是更为稳健的路径选择。

企业：信用危机的破与出清周期的立

我们认为这一轮信用风险的本质原因还是房企种种不规范的经营模式在一系列规范化的监管整顿中暴露出来，并且被下行周期进一步放大。我们认为只有破除激进的粗放模式，才能确立平稳健康的发展观。未来短期政策基调很可能在不出系统性风险的底线思维之上保持比较强的定力，维持稳健的良性出清节奏，行业风险考验民营房企的自救能力和市场内生的消化能力。

展望：新周期的确立，集中度的启示

房地产行业天然的资金密集特性决定了扩张必然伴随杠杆率的提升，海外和历史经验均表明，市场集中度通常在顺周期下提升较快，在逆周期中波动不前。我们测算在杠杆加满（即净资产负债率达到 100%）的假设下，与 2021H1 相比，地产行业 Top5、Top10、Top30、Top50 公司的总资产市占率将分别提升 2.1pct、3.0pct、3.5pct、3.4pct 至 7.7%、13.2%、22.2%、26.2%。

2022 预测：存量与增量的博弈

我们预计 2022 年全国商品房销售面积、均价、金额同比增速为 -6.3%、0.2%、-6.1%；土地购置费、新开工、竣工、施工面积同比 -15%、-10%、+4%、+0.5%；房地产开发投资同比 -2.6%。

策略：把握左侧收并购和右侧集中度

建议持续推荐：1) 优质龙头：金地集团、保利发展、融创中国、万科 A、龙湖集团、招商蛇口；2) 优质成长：金科股份、新城控股、中南建设、旭辉控股集团；3) 优质物管：碧桂园服务、新城悦服务、绿城服务、招商积余、保利物业。

风险提示：行业信用风险蔓延、行业销售下行、调控政策超预期

资料来源：聚源数据

相关报告

1 《房地产-行业研究周报:土地供应同环比降温，楼市因城施策

—— 房地产土地周报 1121 》

2021-11-22

2 《房地产-行业研究周报:10 月房价维持回落态势，楼市信贷环境改善

—— 房地产销售周报 1121 》

2021-11-22

3 《房地产-行业点评:单月商品房销售量价延续负增长，新开工面积同比下滑

—— 统计局 10 月数据点评 》

2021-11-19

投资要点

核心观点

破与立

2021 年集中爆发的信用危机暴露的是此前房地产行业多轮上行周期所隐藏的不规范经营行为，在一系列规范化的监管整顿中显现，并且被下行周期进一步放大。我们认为只有行业发生结构性变革，周期才不会简单重复，只有破除激进的粗放模式，才能确立平稳健康的发展观。未来短期地产政策基调很可能在不出系统性风险的底线思维之上保持比较强的定力，维持稳健的良性出清节奏，行业风险考验民营房企的自救能力和市场内生的消化能力。

旧与新

站在地产大周期的转折点之上，行业面临的是行政、金融、土地、财税等一系列长短期，供需双向的长效机制。其中供给侧金融、土地从根本上避免了房企无序扩张带来的周期波动风险，需求侧行政调控通过逆周期调节进一步稳定短周期，叠加更长视角的租赁市场建设以及房地产税等预期管理工具，随着行业结构调整和产能出清，我们有望迎来真正的、规范的、平稳健康发展的新时期。

分与合

海外和国内历史经验均表明，房地产市场集中度与宏观经济周期关系密切，市场集中度通常在顺周期下提升较快，在逆周期中波动不前。金融供给侧改革改变的是行业规则和发展模式，红线束缚之下短期成长考验的是房企左侧加杠杆的魄力和决心，但是右侧更强的确定性决定了逆周期扩张的谨慎；中长期空间考验的是房企的赚钱能力，即 ROE 对净资产的累积是未来杠杆的根本来源。未来行业集中度有望稳步提升，但是房企增长的绝对速度依然在很大程度上取决于行业总量的走势。

把握左侧收并购和右侧集中度机遇

行业 beta 取决于行业结构调整、产能出清节奏和政策托底力度，未来或继续维持窄幅区间；alpha 在于收并购对重点房企资产负债表和利润率的修复、逆周期加杠杆的精准度、围绕住房场景价值的长期挖掘。

推荐：1) 优质龙头：金地集团、保利发展、融创中国、万科 A、龙湖集团、招商蛇口；2) 优质成长：金科股份、新城控股、中南建设、旭辉控股集团；3) 优质物管：碧桂园服务、新城悦服务、绿城服务、招商积余、保利物业。

内容目录

1. 政策：从规范化的长期视角看待短期调整	9
1.1. 需求：保持定力，因城施策	9
1.2. 融资：地产金融长效机制加速房企缩表进程	11
1.2.1. 三条红线：结束高杠杆的激进时代	11
1.2.2. 贷款集中度：国有大行加速压降，年末按揭迎来改善	14
1.2.3. 预售资金：监管趋严所带来的挤兑效应不容忽视	17
1.2.4. 融资渠道全面收紧，境内外债券显著缩量	18
1.3. 租赁市场：需求分流的新起点	19
1.4. 房地产税：新时期、新试点、新使命	22
1.4.1. 房地产税试点具备政策组合效应	22
1.4.2. 房地产税试点预期力度温和	23
2. 销售：需求曲线的短、中、长期展望	25
2.1. 短期需求预期反转担忧渐浓	25
2.1.1. 房价一致性预期的主动和被动弱化	26
2.1.2. 区域市场热度分化致调控边际收紧	27
2.1.3. 贷款集中度的压力释放和短期矫正	28
2.1.4. 房企加速周转推升重点城市库存	29
2.1.5. 二手房市场率先出现拐点	30
2.1.6. 交付不确定性延缓需求入市	31
2.1.7. 房地产税试点扰动短期预期	31
2.2. 中长期需求中枢的支撑	32
2.2.1. 未来 10 年住宅需求中枢均值有望保持 12.8 亿平	32
2.2.2. 改善性需求的非线性释放和房价的估值压力预计引导行业周期阶梯状回落	34
3. 土地：集中供地急转弯的背后	35
3.1. 300 城土地：下半年供需走弱	35
3.2. 二次集中供地规则的转变：严控溢价率	37
3.3. 成交：量价齐落	37
3.4. 拿地主体：头部和央企比重增加	39
3.5. 土地景气度急转弯的背后	40
4. 企业：信用危机的破与出清周期的立	41
4.1. 危机：行业信用正在经历至暗时刻	41
4.2. 自救：资产转让和并购转型加速出清	43
4.3. 对比：行业内生压力主导的信用危机	45
4.4. 原因：政策周期拐点暴露供给侧问题	45
4.4.1. 地价高企与行业内卷加速利润率下行	46
4.4.2. 顺周期加杠杆遇到逆周期调控	48
4.4.3. 疫情影响、区域分化和贷款集中度加剧小周期波动	50
4.5. 定性：现金流问题还是资产负债表问题	52

4.6. 解决：向左转，向右转.....	55
5. 展望：新周期的确立，集中度的启示.....	56
5.1. 逆周期提集中度并不容易.....	56
5.1.1. 美日中历史经验：顺周期下市场集中度提升较快.....	56
5.1.2. 三条红线下集中度提升空间测算.....	58
6. 2022 预测：存量与增量的博弈.....	60
6.1. 销售：预计 2022 年销售面积同比-6.3%，销售金额同比-6.1%.....	60
6.2. 开发投资：预计 2022 年开发投资同比-2.6%.....	61
6.2.1. 土地投资：预计土地购置费同比-15%.....	61
6.2.2. 施工投资：预计同比+2.5%.....	62
6.2.3. 开发投资：预计同比-2.6%.....	63
7. 策略：把握左侧收并购和右侧集中度.....	64
7.1. 低仓位、低估值背后的担忧.....	64
7.2. 把握短期收并购和中长期集中度的提升.....	67
7.3. 风险提示.....	68

图表目录

图 1：房地产市场全方位调控.....	9
图 2：房地产调控政策结构.....	10
图 3：不同级别房地产调控政策数量.....	10
图 4：房地产调控政策方向.....	10
图 5：2021 年 23 重点城市调控收紧政策方向.....	10
图 6：百强房企有息负债和增速.....	12
图 7：百强房企三线四档满足情况.....	12
图 8：47 家上市银行涉房贷款总额.....	14
图 9：三个档位银行个人贷款和房地产贷款总额.....	14
图 10：大型银行个人住房贷款占比变化.....	14
图 11：大型银行房地产贷款占比变化.....	14
图 12：房地产贷款余额增速 vs 贷款总额增速.....	16
图 13：房地产开发贷余额及增速.....	16
图 14：RMBS 年发行规模.....	17
图 15：RMBS 月发行规模.....	17
图 16：重点房企杠杆变化情况.....	18
图 17：无息负债结构与预售资金占比.....	18
图 18：境内债不同类别发行规模.....	19
图 19：境外债发行规模.....	19
图 20：房地产开发贷余额.....	19
图 21：房地产信托余额.....	19
图 22：家庭拥有资产种类.....	22
图 23：全国土地出让金规模及增速.....	23

图 24: 全国土地出让金占地方政府基金收入比例	23
图 25: 全国商品房销售额当月值及同比	25
图 26: 全国商品房销售均价当月值及同比	25
图 27: 92 城商品房成交套数	26
图 28: 分能级商品房成交套数同比增速	26
图 29: 百城住宅价格指数	26
图 30: 百城住宅价格指数环比上涨/持平/下跌城市数	26
图 31: 12 城二手房指导价区间	27
图 32: 房地产投资—国内贷款&个人按揭贷款	29
图 33: 金融机构个人住房贷款加权平均利率	29
图 34: 克而瑞 80 城分能级商品住宅平均库存	29
图 35: 克而瑞 80 城分能级商品住宅平均去化周期	29
图 36: 全国 14 个重点城市平均去化率	30
图 37: 全国 10 个重点城市平均去化率	30
图 38: 全国二手房出售挂牌量指数&挂牌价指数	30
图 39: 70 城二手住房价格指数上涨/持平/下跌城市数	30
图 40: 分能级二手房出售挂牌量指数	30
图 41: 分能级二手房出售挂牌价指数	30
图 42: 经纪人信心指数	31
图 43: 中原经理指数	31
图 44: 购房者信心指数	31
图 45: 居民下季度房价预期	31
图 46: 历次人口普查数据情况	32
图 47: 第七次人口普查年龄结构	32
图 48: 商品住宅销售面积预测	33
图 49: 2021 世界各国房价收入比指数	34
图 50: 2021 部分国家房价收入比指数	34
图 51: 300 城供应建筑面积累计值及同比	35
图 52: 300 城供应建筑面积分能级单月同比	35
图 53: 300 城成交建筑面积累计值及同比	35
图 54: 300 城成交建筑面积分能级单月同比	35
图 55: 300 城成交楼面均价当月值及同比	35
图 56: 300 城成交楼面均价分能级累计同比	35
图 57: 300 城成交溢价率	36
图 58: 300 城分能级成交溢价率	36
图 59: 300 城流拍建筑面积当月值及流拍率	37
图 60: 300 城分能级建筑面积流拍率	37
图 61: 20 城二批集中供地交易情况和首批二批总未成交率变化	38
图 62: 20 城首批二批集中供地底价成交占比和溢价率	39
图 63: 前两批土拍 TOP30、50 房企成交金额占比	39
图 64: 二批集中供应拿地企业属性	39

图 65: 首批集中供应拿地企业属性.....	40
图 66: 二批集中供应拿地企业属性.....	40
图 67: 地产行业境内债券违约情况.....	41
图 68: 地产行业中资离岸债违约情况.....	41
图 69: 地产行业债券发行与应偿规模.....	42
图 70: 地产行业债券评级预警.....	42
图 71: 中证地产债指数走势.....	42
图 72: Markit iBoxx 亚洲中资美元房地产债券指数走势.....	42
图 73: 房企产权交易所资产转让挂牌金额.....	44
图 74: 上市房企资产售出金额.....	44
图 75: 上市房企买入非地产行业资产情况.....	44
图 76: 上市房企非地产行业并购所属行业分布.....	45
图 77: 商品房销售均价与土地成交均价相对走势.....	46
图 78: 地产开发行业企业数量与从业人员数量.....	47
图 79: 地产开发企业平均负债规模与所有者权益规模.....	47
图 80: 地产开发企业平均收入与营业利润.....	47
图 81: 地产开发企业单员工创造收入与营业利润.....	47
图 82: 全部样本房企营业收入及归母净利润同比增速.....	47
图 83: 全部样本房企毛利率和净利率.....	47
图 84: 全部样本房企销售管理费用率.....	48
图 85: 全部样本房企加权平均 ROE.....	48
图 86: 合伙企业(优先股)渠道放款结构示例.....	48
图 87: “保理/融资租赁+抵押”方式放款结构示例.....	48
图 88: 通过金交所私募债/定向债放款结构示例.....	49
图 89: 区域股交所可转债交易结构示例.....	49
图 90: 通过 AMC 渠道直接放款结构示例.....	49
图 91: 通过 AMC 渠道间接放款结构示例.....	49
图 92: 商品房销售额与土地成交价款累计同比增速.....	49
图 93: 商品房销售额、房地产贷款余额与房企筹资净额同比增速.....	49
图 94: 行业整体长期股权投资、少数股东损益情况.....	50
图 95: 行业整体关联担保余额、其他应付款情况.....	50
图 96: 房地产资金信托余额.....	50
图 97: 2014-2019 年存续备案的地产私募基金规模.....	50
图 98: 2020 年地产私募股权投资基金规模和数量数额.....	50
图 99: 2020 年地产私募股权投资基金规模和数量分布.....	50
图 100: 房地产到位资金.....	51
图 101: 商品房销售额.....	51
图 102: 各区域房屋房地产开发投资额.....	51
图 103: 各区域商品房销售额.....	51
图 104: 房地产贷款余额.....	52
图 105: 个人购房贷款余额.....	52

图 106: 上市房企现金流净额	52
图 107: 商品房销售均价与城镇居民人均消费支出	55
图 108: 实体经济各部门杠杆率	55
图 109: 土地出让收入比重	56
图 110: 房地产行业税收比重	56
图 111: 美国地产行业历史集中度 (交付数量口径)	56
图 112: 日本地产行业历史集中度 (营收口径)	57
图 113: 中国地产行业历史集中度 (销售金额口径&总资产口径)	58
图 114: 中国地产行业未来集中度测算 (总资产口径)	59
图 115: 第七次人口普查分区域人口占比	60
图 116: 全国销售面积预测及同比	61
图 117: 分能级销售面积预测及同比	61
图 118: 全国销售均价预测及同比	61
图 119: 分能级销售均价预测及同比	61
图 120: 全国销售额预测及同比	61
图 121: 分能级销售额预测及同比	61
图 122: 全国土地购置费累计值及同比	62
图 123: 全国新开工面积预测及同比	62
图 124: 全国竣工面积预测及同比	62
图 125: 全国净停工面积预测及同比	63
图 126: 全国施工面积预测及同比	63
图 127: 全国施工强度预测及同比	63
图 128: 全国施工投资预测及累计增速	63
图 129: 全国房地产开发投资及累计增速	63
图 130: 全国房地产开发投资结构	63
图 131: 2021 年三季度各行业公募基金持股比例及超配比例	64
图 132: 房地产行业公募基金持仓总市值及占比	64
图 133: 申万板块绝对收益 (2021 年 1 月 1 日-11 月 19 日)	65
图 134: 申万房地产 PE (TTM) 和 PB (LF)	65
图 135: 申万房地产相对沪深 300 的 PE (TTM) 和 PB (LF)	65
图 136: 重点地产股绝对收益 (2021 年 1 月 1 日-11 月 19 日)	66
图 137: A 股主流上市房企 PE (2020)	66
图 138: A 股主流上市房企 PE (2021)	66
图 139: A 股主流上市房企 PB (2020)	67
图 140: A 股主流上市房企 PB (2021)	67
表 1: 近年中央对房地产市场调控基调	10
表 2: 百强房企三条红线情况	13
表 3: 47 家主流银行贷款集中度	15
表 4: 满足房地产合理需求的相关发言	16
表 5: 预售资金监管政策梳理	17

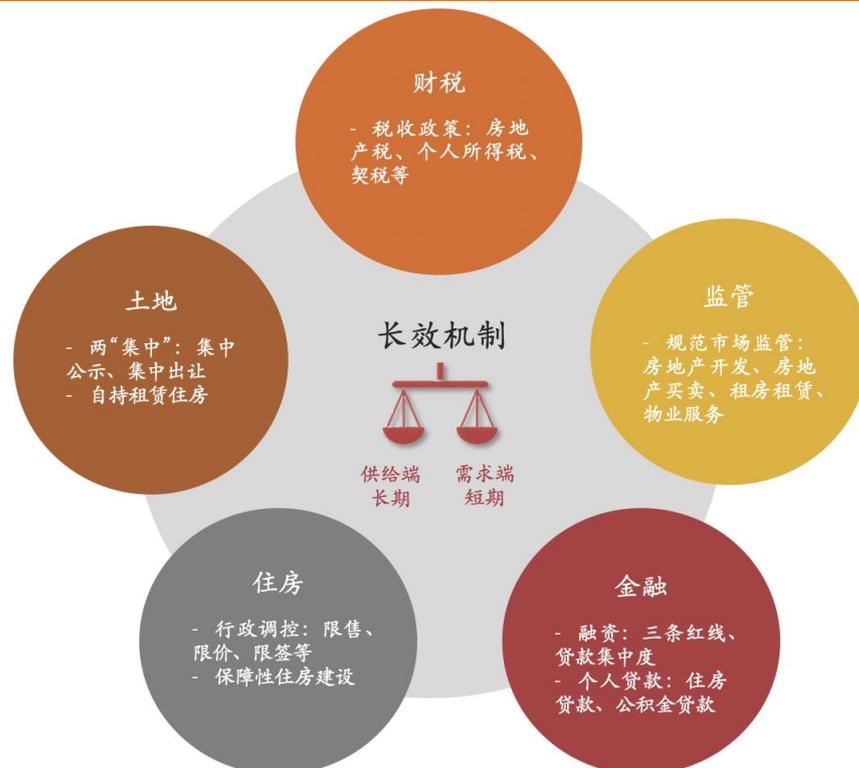
表 6: 地产金融动态梳理.....	18
表 7: 深圳市人才安居集团获取租赁住房方式与获取成本.....	20
表 8: 住房租赁各类型主体概览.....	20
表 9: 2015 年以来中央层面住房租赁相关政策.....	20
表 10: 部分省市“十四五”规划关于保障性租赁住房的相关提法.....	21
表 11: 2019 年居民家庭总资产分布情况.....	22
表 12: 近年来提及房地产税的官方会议和文件.....	23
表 13: 房地产税总规模测算.....	24
表 14: 重点城市房地产税测算.....	24
表 15: 海外和上海、重庆试点房地产税对比.....	25
表 16: 二手住房成交参考价政策的核心内容.....	26
表 17: 71 城城市商品房成交面积同比增速热力图.....	28
表 18: 需求测算指标说明.....	33
表 19: 新房住宅中短期需求增量测算.....	33
表 20: 第二批集中供地规则对比.....	37
表 21: 首批二批集中供地“供应”和“成交”数据.....	38
表 22: 第二批集中供地“部分城市”对房地产开发资质与资金来源的规定.....	40
表 23: 部分房企商票贴现率.....	42
表 24: 部分房企境外债到期收益率（按到期收益率由高到低排序）.....	43
表 25: 代表性房企违约原因概览.....	45
表 26: 房企表外融资渠道概览.....	48
表 27: 上市房企存货减值敏感性计算方法与关键假设.....	53
表 28: 上市房企存货减值敏感性分析结果.....	53
表 29: 地产行业对其他行业需求增加值和供给增加值贡献.....	55
表 30: 中国地产行业集中度测算假设与方法.....	59
表 31: 行业集中度测算相关数据及结果概览（按企业市值进行排名）.....	59

1. 政策：从规范化的长期视角看待短期调整

2019 年末房地产行业金融供给侧改革开启，2020 年三条红线、贷款集中度的先后出台自上而下打破了房企依赖高杠杆谋求扩张的路径依赖，2021 年行业去杠杆的阵痛期内，限价管控、土地新政和景气度波动进一步强化销售降速和利润率探底，穿越顶部周期或将不再容易。

站在地产大周期的转折点之上，行业面临的是行政、金融、土地、财税等一系列长短期，供需双向的长效机制。其中供给侧金融、土地从根本上避免了房企无序扩张带来的周期波动风险，需求侧行政调控通过逆周期调节进一步稳定短周期，叠加更长视角的租赁市场建设以及房地产税等预期管理工具，随着行业结构调整和产能出清，我们有望迎来真正的、规范的、平稳健康发展期。

图 1：房地产市场全方位调控



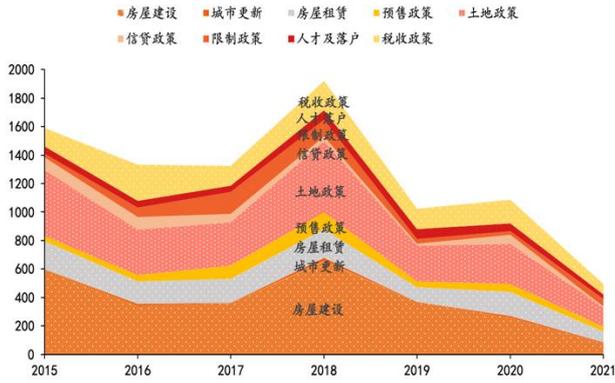
资料来源：天风证券研究所

1.1. 需求：保持定力，因城施策

2021 年地产行业政策基调依然以“房住不炒”为核心，围绕“三稳”目标，完善和实施房地产长效机制。上半年市场景气度惯性延续，叠加 2020 低基数优势，核心城市呈现结构性过热行情，引发地方调控边际收紧。从调控方向来看，土地建设相关调控最多，其次为税收政策、房屋租赁和房屋建设方向的政策调整。从调控城市级别来看，更具区域针对性的市级政策数量历年占比最高，2021 年达到 48.9%。

随着行业基本面压力的显现，地方因城施策或更为密集，但预计政策力度相对温和，维稳政策或主要围绕满足合理的购房需求。

图 2：房地产调控政策结构



房屋建设包含装修政策、建筑工程，限制政策包含限购、限贷、限商、限售、限价、限签、限离婚，限贷政策包括公积金、银行利率，税收政策包括印花税、营业税、房产税、契税、企业所得税、城镇土地使用税、土地增值税、个人所得税；数据截至 2021 年 10 月
资料来源：克而瑞，天风证券研究所

图 3：不同级别房地产调控政策数量



数据截至 2021 年 10 月
资料来源：克而瑞，天风证券研究所

图 4：房地产调控政策方向



数据截至 2021 年 9 月
资料来源：中指研究院，天风证券研究所

图 5：2021 年 23 重点城市调控收紧政策方向



数据截至 2021 年 9 月
资料来源：中指研究院，天风证券研究所

表 1：近年中央对房地产市场调控基调

调控基调	日期	政策	内容
去库存	2015 年 3 月	关于个人住房贷款的新房政策通知	对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭购二套房，最低首付款比例降为 40%。拥有一套住房并已结清贷款的家庭，再次申请住房公积金购房，最低首付 30% 按照加快提高户籍人口城镇化率和深化住房制度改革的要求，有序消化房地产库存，注重解决区域性、结构性问题，实行差别化的调控政策
	2015 年 4 月	中共中央政治局会议	
	2015 年 5 月	财政部关于调整个人住房转让营业税政策的通知	个人转让两年以上住房免征营业税
	2015 年 11 月	国管公积金发布《关于调整中央国家机关住房公积金个人贷款措施的通知》	进一步加大贷款支持力度，职工购买首套房申请贷款不再考虑近 1 年内是否提取过住房公积金，且计算贷款额度时账户余额不足 7 万元均按照 7 万元计算。公积金贷款门槛的持续放宽，在一定程度上能够减轻购房者压力，刺激需求释放
	2015 年 11 月	中央财经领导小组第十一次会议	在适度扩大总需求的同时，着力加强供给侧结构性改革
	2015 年 11 月	“十三五”《规划纲要》编制工作会议	在供给侧和需求侧两端发力促进产业迈向中高端
	2015 年 11 月	中央经济工作会议	中央经济工作会议强调，推进供给侧结构性改革，是适应和引领经济发展新常态的重大创新，是适应国际金融危机发生后综合国力竞争新形势的主动选择，是适应我国经济发展新常态的必然要求
去库存 提出住房不炒 建立长效机制	2016 年 3 月	两会政府工作报告	提出提高棚改货币化安置比例，完善支持居民住房合理消费的税收、信贷政策，适应住房刚性和改善性需求，因城施策化解房地产库存，促进房地产市场平稳运行
	2016 年 8 月	住建部发布贯彻《法治政府建设实施纲要（2015~2020 年）》的实施方案	根据房地产市场分化的实际，坚持分类调控，因城施策。建立全国房地产库存和交易监测平台，形成常态化房地产市场监测机制
	2016 年 12 月	中央经济工作会议	首次提出“房子是用来住的，不是用来炒的”，强调要促进房地产市场平稳健康发展，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情，适应市场规律的基础性制度和长效机制
	2017 年 1 月	“十三五”市场监管规划	促进房地产市场健康发展，规范购房市场和住房租赁及二手房市场，规范中介服务，加强家装建材质量监管，打击虚假信息、价格欺诈和不公平合同格式条款，保障业主权利，保护购房者和承租者的权益

	2017年3月	两会政府工作报告	针对房地产方面，明确今年房地产市的三项重点工作：加强房地产市场分类调控、因城施策去库存、坚持住房居住属性。同时，扎实推进新型城镇化，深化户籍制度改革，今年实现进城落户1300万人以上，加快居住证制度全覆盖
	2017年10月	中国共产党第十九次全国代表大会	针对房地产市场平稳健康发展，提出“房子是用来住的、不是用来炒”的基调，坚持加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度
	2018年5月	住房和城乡建设部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知	坚持调控目标不动摇，力度不放松；加快制定实施住房发展规划；切实加强资金管控；大力整顿规范房地产市场秩序；加强舆论引导和预期管理；进一步落实地方调控主体责任
	2018年7月	中央经济工作会议	下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制
	2018年6月	七部委发文整治房地产市场乱象	坚持整顿规范和制度建设并重、专项整治和日常监督并重、加强管理和改善服务并重、投诉受理和主动监管并重，建立房地产市场监管长效机制
	2019年4月	中共中央政治局会议	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制
	2019年5月	《中共中央 国务院关于建立健全城乡融合发展体制机制和政策体系的意见》	放宽落户不等于放松对房地产的调控。不管户籍制度怎么改，“房子是用来住的、不是用来炒的”这个定位是必须坚持、不能动摇的。城市既要满足刚性和改善性的住房需求，同时又要坚决避免投机者借机“钻空子”，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制，防止房价大起大落
	2019年7月	中共中央政治局会议	明确提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，体现了中央控制房价上涨、确保房地产市场平稳健康发展的决心
	2019年12月	关于支持国家级新区深化改革创新加快推动高质量发展的指导意见	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实居住平衡要求，严禁大规模无序房地产开发，支持合理自住需求，坚决遏制投机炒房行为
	2019年12月	全国住房和城乡建设工作会议	2019年稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案，落实城市主体责任制，稳步推进“一城一策”试点，房地产总体保持平稳运行，实现了稳地价、稳房价、稳预期的目标。2020年要着力完善城镇住房保障体系，加大城市困难群众住房保障工作力度。抓好完善住房保障体系试点工作，争取形成可复制、可推广经验
住房不炒 因城施策	2020年2月	央行2020年金融市场工作电视电话会议	保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效机制，促进市场平稳运行
	2020年5月	两会政府工作报告	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展
	2020年8月	住房和城乡建设部、人民银行召开重点房地产企业座谈会	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，落实城市主体责任，稳地价、稳房价、稳预期，保持房地产调控政策的连续性、稳定性，稳妥实施房地产长效机制，房地产市场保持了平稳健康发展。会议还就完善住房租赁市场金融支持政策体系，加快形成“租购并举”住房制度等进行了研究
	2020年11月	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》	坚持“房住不炒”的定位，租购并举、因城施策，促进房地产市场平稳健康发展。增加保障性住房供给，完善土地出让收入分配机制，探索支持集租房建设，完善长租房政策，扩大保障性租赁住房供给
	2020年12月	关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知	为增强银行业金融机构抵御房地产市场波动的能力，防范金融体系对房地产贷款过度集中带来的潜在系统性金融风险，提高银行业金融机构稳健性，人民银行、银保监会决定建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度
坚持住房不炒 强化长效机制	2021年3月	两会政府工作报告和《“十四五”规划纲要》	中央坚持“房住不炒”定位不变，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，增加土地供应，切实增加保障性租赁住房、共有产权住房供给。“十四五”期间，中央强调要实施房地产市场平稳健康发展长效机制，促进房地产与实体经济均衡发展，同时完善住房市场体系和住房保障体系，房地产调控总基调不变，并将从土地、金融、财税等方面发力，稳定市场预期
	2021年4月	关于2021年进一步推动小微企业金融服务高质量发展的通知	银行业金融机构要落实贷款“三查”，强化内控合规管理，严禁虚构小微企业贷款用途“套利”，防止信贷资金变相流入资本市场和政府融资平台、房地产等调控领域
	2021年7月	住房和城乡建设部、国家发展改革委、公安部等8部门近日联合印发了《住房和城乡建设部等8部门关于持续整治规范房地产市场秩序的通知》	持续开展整治规范房地产市场秩序，持续加大惩处力度。各地要根据实际情况，创新思路，多措并举，依法依规开展整治
	2021年7月	国务院召开加快发展保障性租赁住房 and 进一步做好房地产市场调控工作电视电话会议	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，不把房地产作为短期刺激经济的手段，全面落实稳地价、稳房价、稳预期的房地产长效机制，促进房地产市场平稳健康发展。进一步落实城市主体责任。对调控工作不力、市场波动大的城市，要坚决予以问责
	2021年8月	关于在实施城市更新行动中防止大拆大建问题的通知	各地要不断加强实践总结，坚持底线思维，结合实际深化细化城市更新制度机制政策，积极探索推进城市更新，切实防止大拆大建问题
	2021年9月	人民银行货币政策委员会2021年第三季度例会	维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益
	2021年9月	人民银行、银保监会联合召开房地产金融工作座谈会	围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标，准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，持续落实好房地产长效机制，加快完善住房租赁金融政策体系。金融机构要按照法治化、市场化原则，配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益

资料来源：国务院官网，中指研究院，天风证券研究所

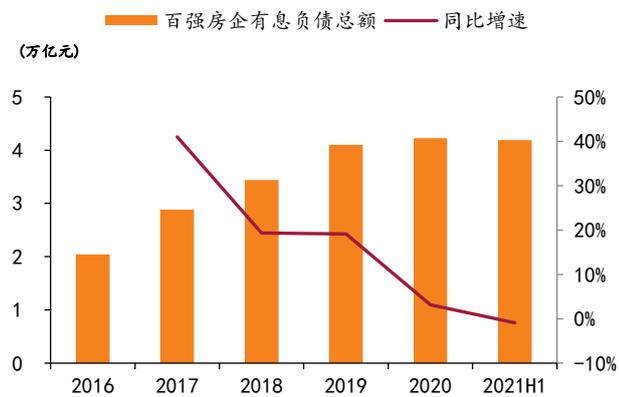
1.2. 融资：地产金融长效机制加速房企缩表进程

1.2.1. 三条红线：结束高杠杆的激进时代

三条红线实施以来，出于中长期可持续发展和短期再融资的诉求，房企普遍加速缩表进程。2021H1，A+H 百强上市房企有息负债规模合计 4.2 万亿元，同比增速转正为负，达到-0.9%，终结了 2018-2020 年杠杆激进扩张的时代（CAGR10.8%）。21H1 整体房企杠杆率相比去年同期有所改善，100 家主流 A、H 股上市房企中，绿档企业增加 7 家，黄档企业减少 4 家，红档企业减少 3 家。三条红线约束之下，主流房企短期仍将面临杠杆收缩压力，对于绿档房企来说，维持负债率优势的前提下，未来杠杆空间主要取决于净资产累积速度，即 ROE

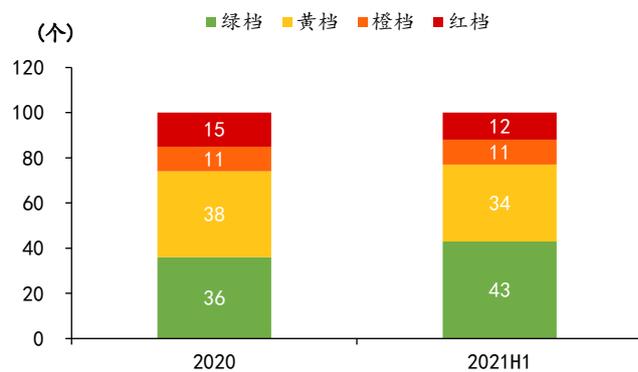
水平。

图 6：百强房企有息负债和增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：百强房企三线四档满足情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 2: 百强房企三条红线情况

A/H股	房企	扣除预收账款的资产负债率	净负债率	现金短债比	综合约束度	较2020A升降档	A/H股	房企	扣除预收账款的资产负债率	净负债率	现金短债比	综合约束度	较2020A升降档		
		2021H1	2021H1	2021H1	2021H1				2021H1	2021H1	2021H1	2021H1			
H	****	68.3	46.3	545.6	0	→	0	A	****	62.0	80.8	86.3	1	↓	-1
H	****	60.9	28.5	226.9	0	→	0	A	****	70.8	66.5	116.0	1	→	0
H	*****	53.4	28.7	364.7	0	→	0	A	****	77.4	95.3	103.0	1	→	0
A	****	67.6	58.7	258.7	0	→	0	A	***	78.8	93.8	153.0	1	→	0
A	****	60.3	34.7	135.0	0	→	0	H	****	76.1	78.4	220.6	1	→	0
H	*****	63.2	78.1	105.5	0	→	0	H	****	72.4	57.2	220.0	1	→	0
H	****	68.3	55.1	168.2	0	→	0	H	****	78.9	95.1	117.3	1	↑	2
H	****	69.0	60.8	185.0	0	→	0	H	*****	79.4	96.6	123.3	1	↑	2
A	****	69.2	74.8	317.9	0	→	0	H	*****	76.6	82.2	189.7	1	→	0
A	****	69.4	69.6	149.9	0	→	0	H	****	79.3	56.1	120.0	1	→	0
H	****	67.9	55.4	126.4	0	→	0	A	***	71.1	95.2	144.0	1	→	0
A	****	69.6	77.1	138.0	0	→	0	H	*****	73.5	50.5	144.8	1	→	0
H	****	70.0	84.8	109.3	0	→	0	A	****	56.1	61.4	80.2	1	→	0
H	****	69.4	49.8	180.0	0	→	0	H	****	74.0	98.3	138.1	1	↑	1
A	****	62.8	11.7	3,216.0	0	→	0	A	****	73.4	59.9	150.9	1	→	0
A	****	30.3	-1.2	1,780.5	0	→	0	A	****	57.9	98.2	13.3	1	→	0
A	****	47.0	17.5	368.8	0	→	0	H	****	77.7	78.6	131.4	1	→	0
H	****	68.3	75.9	146.2	0	→	0	A	****	61.0	85.8	80.8	1	↓	-1
H	*****	69.8	81.1	495.7	0	→	0	H	****	73.6	78.4	128.0	1	→	0
H	*****	62.1	47.4	129.3	0	→	0	A	****	70.5	85.2	166.3	1	→	0
A	****	63.3	16.2	210.0	0	→	0	A	***	54.5	56.4	96.8	1	↓	-1
H	*****	69.5	89.1	122.8	0	→	0	H	****	79.5	60.0	200.8	1	↑	1
H	****	68.8	74.4	161.6	0	→	0	A	****	73.7	62.7	124.0	1	→	0
A	***	53.4	-12.7	190.4	0	→	0	H	*****	78.2	47.7	163.2	1	→	0
A	****	67.5	73.3	196.2	0	→	0	H	****	75.4	66.7	130.0	1	→	0
H	****	69.4	53.9	168.7	0	→	0	H	*****	72.7	91.5	139.1	1	→	0
A	****	18.1	-76.0	4,162.3	0	→	0	A	****	60.5	70.7	41.8	1	→	0
A	****	40.2	-25.6	8,654.4	0	→	0	A	****	82.8	117.3	134.1	2	↑	1
A	****	69.5	58.5	106.1	0	→	0	A	***	65.2	131.3	21.2	2	→	0
A	****	52.5	-27.0	316.5	0	→	0	A	****	83.7	83.0	86.6	2	→	0
A	****	64.2	90.4	133.1	0	→	0	A	****	75.0	162.0	123.0	2	→	0
A	****	31.1	-34.5	480.1	0	→	0	A	****	75.3	127.8	184.1	2	→	0
A	***	69.7	20.2	231.6	0	↑	1	A	****	63.3	108.9	39.8	2	↓	-2
H	*****	22.8	23.8	142.1	0	↑	1	A	****	75.9	192.6	420.4	2	→	0
H	*****	69.9	93.7	153.3	0	↑	1	H	*****	75.3	124.7	179.7	2	→	0
H	*****	68.8	57.1	117.8	0	↑	1	H	****	77.7	154.4	125.6	2	→	0
H	****	69.0	56.4	140.6	0	↑	1	H	****	87.2	137.6	125.7	2	↓	-1
A	***	46.1	53.1	162.0	0	↑	1	A	****	74.9	141.7	202.2	2	→	0
A	****	69.7	61.9	141.3	0	↑	1	H	****	81.0	118.0	36.1	3	→	0
A	****	69.1	91.4	162.0	0	↑	1	H	****	74.9	144.8	22.9	3	→	0
H	**	66.7	72.9	111.9	0	↑	1	A	****	78.3	211.1	13.2	3	→	0
H	****	69.7	75.0	109.0	0	↑	3	A	****	85.3	181.2	15.6	3	→	0
H	*****	67.7	25.1	166.5	0	↑	3	A	****	71.6	167.9	27.3	3	→	0
H	***	78.5	56.3	193.4	1	→	0	H	****	80.3	235.9	12.2	3	→	0
H	****	76.5	97.2	111.1	1	→	0	A	****	78.9	246.3	38.2	3	→	0
A	****	75.5	60.5	144.0	1	→	0	A	****	75.4	180.4	89.1	3	↓	-1
H	*****	72.1	60.5	267.3	1	→	0	A	****	84.0	227.9	28.3	3	↓	-2
H	*****	71.8	54.1	180.0	1	→	0	A	****	74.2	123.8	22.7	3	→	0
H	****	73.5	79.7	187.5	1	→	0	A	****	78.9	177.4	54.5	3	→	0
A	****	56.5	83.5	35.6	1	→	0	A	****	89.0	499.7	3.8	3	→	0

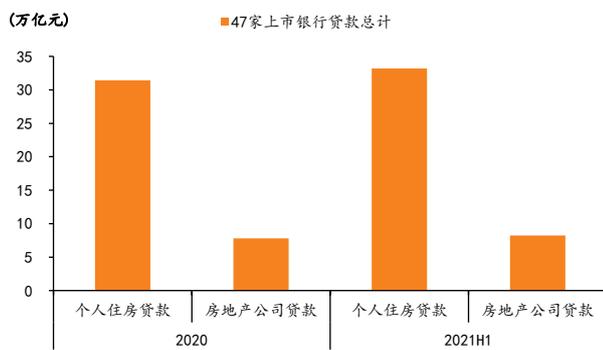
根据“三条红线”融资监管新规的统计结果，21H1“三条红线”融资监管分档相比2020变化如下：16家降档（其中黄色->绿色9家，红色->绿色2家，橙色->黄色2家，红色->黄色2家，红色->橙色1家）；77家不变；7家升档（绿色->黄色3家，绿色->橙色1家，黄色->橙色1家，橙色->红色1家，黄色->红色1家）

资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2.2. 贷款集中度：国有大行加速压降，年末按揭迎来改善

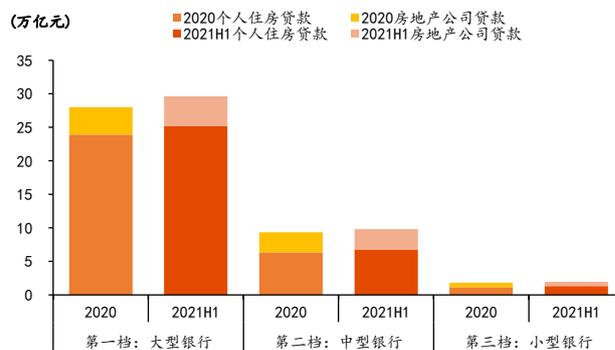
2021H1 47 家上市银行个人住房贷款合计 33.2 万亿，房地产公司贷款合计 8.3 万亿，涉房贷款总计 41.4 万亿，较 2020 年末增长 5.6%、5.8%、5.6%。第一档的国有大型银行积极调整信贷结构，2021H1，6 家银行个人住房贷款和房地产贷款占比相比 2020 年末全部下降，平均下滑 0.77pct 和 0.69pct，其中靠近/超过监管上限的中国银行和中国建设银行压降幅度最高，其余第一档达标银行同样小幅下压。

图 8：47 家上市银行涉房贷款总额



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：三个档位银行个人贷款和房地产贷款总额



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：大型银行个人住房贷款占比变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：大型银行房地产贷款占比变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

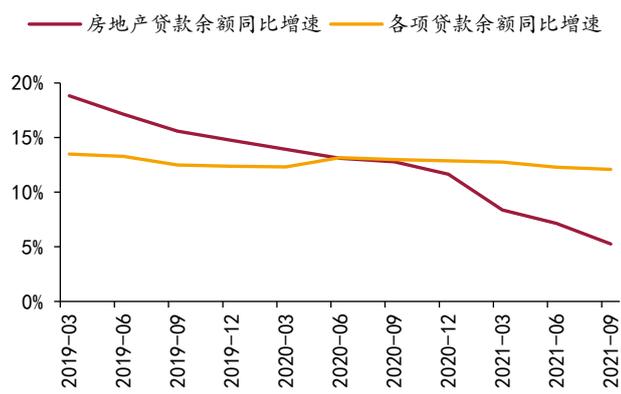
表 3：47 家主流银行贷款集中度

银行名称	银行类型	个人住房贷款占比 (截至2021H1)			房地产贷款占比 (截至2021H1)			较2020年末涉房贷款余额增速
		监管上限: 32.5%	是否超标	较20年末增/减PCT	监管上限: 40.0%	是否超标	较20年末增/减PCT	
第一档：大型银行								
中国工商银行股份有限公司	国有商业银行	30.17%		-0.59%	35.15%		-0.75%	5.13%
中国建设银行股份有限公司	国有商业银行	34.14%	超标	-1.0%	38.85%		-1.08%	5.18%
中国农业银行股份有限公司	国有商业银行	29.89%		-0.9%	35.38%		-0.70%	6.90%
中国银行股份有限公司	国有商业银行	29.94%		-1.2%	37.84%		-1.3%	4.74%
交通银行股份有限公司	国有商业银行	21.86%		-0.26%	27.88%		-0.19%	7.78%
中国邮政储蓄银行股份有限公司	国有商业银行	32.96%	超标	-0.65%	35.06%		-0.18%	7.77%
第二档：中型银行								
招商银行股份有限公司	股份制商业银行	24.71%	超标	-0.64%	32.22%	超标	-0.90%	4.14%
上海浦东发展银行股份有限公司	股份制商业银行	18.89%		0.16%	26.17%		-0.20%	3.86%
中信银行股份有限公司	股份制商业银行	20.25%	超标	-0.23%	26.56%		-0.36%	3.86%
兴业银行股份有限公司	股份制商业银行	25.95%	超标	-0.61%	34.61%	超标	0.05%	6.22%
中国民生银行股份有限公司	股份制商业银行	13.75%		0.38%	24.09%		-0.67%	1.78%
中国光大银行股份有限公司	股份制商业银行	16.56%		0.20%	23.52%		-0.31%	6.23%
平安银行股份有限公司	股份制商业银行	9.01%		0.02%	19.14%		-0.04%	7.61%
华夏银行股份有限公司	股份制商业银行	13.94%		1.06%	20.86%		0.72%	6.42%
北京银行股份有限公司	城市商业银行	20.69%	超标	-0.21%	29.82%	超标	-0.88%	2.51%
江苏银行股份有限公司	城市商业银行	17.79%		-0.8%	25.43%		-0.63%	8.17%
浙商银行股份有限公司	股份制商业银行	7.01%		0.68%	20.55%		0.38%	8.53%
上海银行股份有限公司	城市商业银行	12.17%		0.89%	26.74%		1.19%	12.98%
第三档：小型银行								
渤海银行股份有限公司	股份制商业银行	18.87%	超标	-0.02%	28.46%	超标	-3.02%	-0.51%
宁波银行股份有限公司	城市商业银行	4.27%		0.89%	8.83%		0.13%	17.50%
南京银行股份有限公司	城市商业银行	10.49%		-0.30%	14.75%		0.54%	18.20%
徽商银行股份有限公司	城市商业银行	19.24%	超标	-0.38%	24.64%	超标	0.32%	12.81%
盛京银行股份有限公司	城市商业银行	9.09%		0.26%	20.25%		-1.38%	0.65%
锦州银行股份有限公司	城市商业银行	0.55%		0.13%	6.11%		0.02%	11.15%
杭州银行股份有限公司	城市商业银行	14.32%		-0.59%	22.00%		-2.37%	0.78%
中原银行股份有限公司	城市商业银行	23.92%	超标	-0.01%	28.23%	超标	-0.82%	4.80%
长沙银行股份有限公司	城市商业银行	16.62%		0.19%	20.59%		0.17%	10.99%
成都银行股份有限公司	城市商业银行	22.20%	超标	-3.60%	29.44%	超标	-5.20%	3.16%
天津银行股份有限公司	城市商业银行	8.92%		0.64%	19.87%		-0.08%	2.84%
重庆银行股份有限公司	城市商业银行	13.89%		1.25%	18.07%		0.26%	11.19%
哈尔滨银行股份有限公司	城市商业银行	6.22%		0.84%	17.26%		-0.66%	1.05%
郑州银行股份有限公司	城市商业银行	14.62%		-0.50%	27.54%	超标	-0.41%	11.03%
江西银行股份有限公司	城市商业银行	24.53%	超标	-3.12%	28.06%	超标	-3.23%	2.20%
贵阳银行股份有限公司	城市商业银行	6.90%		-0.39%	14.19%		-0.06%	6.35%
九江银行股份有限公司	城市商业银行	13.95%		-0.07%	26.79%	超标	-1.37%	6.26%
青岛银行股份有限公司	城市商业银行	18.70%	超标	-0.9%	28.30%	超标	-1.48%	7.99%
贵州银行股份有限公司	城市商业银行	8.61%		-0.8%	12.83%		-1.36%	-1.58%
苏州银行股份有限公司	城市商业银行	14.94%		0.70%	18.45%		0.73%	14.07%
齐鲁银行股份有限公司	城市商业银行	18.76%	超标	-0.26%	23.41%	超标	-0.82%	14.51%
甘肃银行股份有限公司	城市商业银行	12.31%		0.81%	18.51%		-0.24%	5.58%
西安银行股份有限公司	城市商业银行	14.16%		0.30%	20.63%		-0.77%	-0.55%
厦门银行股份有限公司	城市商业银行	18.68%	超标	-0.82%	24.94%	超标	-1.98%	6.30%
晋商银行股份有限公司	城市商业银行	12.04%		1.51%	18.59%		0.40%	11.54%
威海市商业银行股份有限公司	城市商业银行	11.94%		0.37%	17.25%		-0.68%	11.70%
泸州银行股份有限公司	城市商业银行	3.44%		-0.12%	17.17%		2.01%	32.27%
湖州银行股份有限公司	城市商业银行	7.79%		0.37%	10.52%		1.65%	34.43%
江苏长江农村商业银行股份有限公司	城市商业银行	0.10%			6.41%			

资料来源：Wind，天风证券研究所

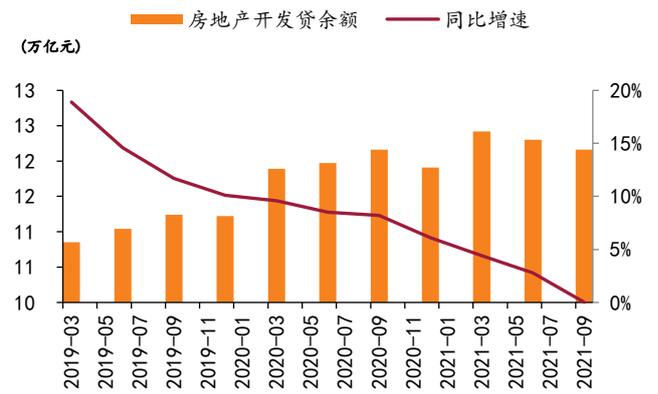
四季度监管层密集表态稳定市场预期。2021 下半年集中度管控下按揭额度紧张，销售回款不畅，叠加行业信用事件频发，银行普遍应激下调风险偏好，三季度涉房贷款增速加速回落。四季度监管层在多次公开发言中强调房地产市场的平稳健康发展，并指明部分金融机构对“三线四档”政策存在误解，新发开发贷收紧甚至停滞，致使部分房企资金链紧张，合理需求得不到满足。随着政策态度缓和，按揭积压状况或有所缓解，开发贷释放节奏取决于金融机构风险偏好的回升。

图 12: 房地产贷款余额增速 vs 贷款总额增速



资料来源: 中国人民银行, 天风证券研究所

图 13: 房地产开发贷余额及增速



资料来源: 中国人民银行, 天风证券研究所

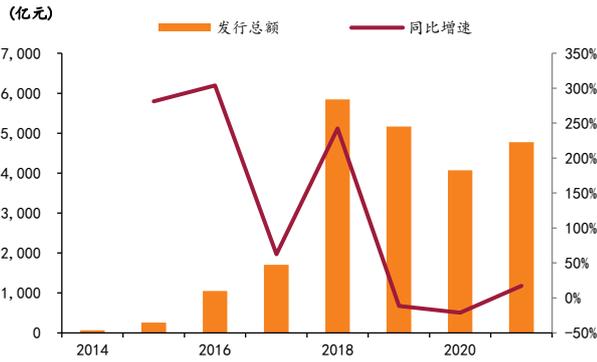
风险相对较低的按揭贷款已经通过 RMBS 腾挪额度。RMBS 发行在 6、7 月暂停后恢复, 在 9 月迎来了小高峰, 11 月达到年内新高, 截至 21 年 11 月今年 RMBS 发行规模累计 4772.3 亿元, RMBS 产品的部分出表帮助商业银行腾挪个人住房贷款额度。同时, 房贷利率出现下调趋势, 据贝壳研究院, 10 月份 90 城主流首套房贷利率为 5.73%, 二套利率为 5.99%, 均较上月下调 1 个基点。

表 4: 满足房地产合理需求的相关发言

日期	政策	具体内容
2021 年 6 月 1 日	银保监会召开新闻发布会介绍近期监管重点工作开展情况	银保监会党委委员、副主席梁涛在发言中多次强调房地产市场的“ 平稳健康发展 ” 银保监会在贷款首付比例、利率等方面对刚需群体进行差异化支持, 加大对住房租赁市场金融支持, 促进房地产市场平稳健康发展 。坚持“房子是用来住的, 不是用来炒的”定位, 保持房地产金融监管政策的连续性、稳定性, 避免房价大起大落, 促进房地产市场平稳健康发展
2021 年 9 月 29 日	人民银行、银保监会联合召开房地产金融工作座谈会	指导主要银行准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度, 保持房地产信贷平稳有序投放, 维护房地产市场平稳健康发展
2021 年 10 月 15 日	央行举行 2021 年第三季度金融统计数据新闻发布会	中国人民银行金融市场司司长邹澜表示 部分金融机构对于 30 家试点房企“三线四档”融资管理规则存在一些误解 , 将要求“红档”企业有息负债余额不得新增, 误解为银行不得新发放开发贷款 , 企业销售回款偿还贷款后, 原本应该合理支持的新开工项目得不到贷款, 也一定程度上造成了一些企业资金链紧绷
2021 年 10 月 21 日	国新办举行的三季度银行业保险业数据信息暨监管重点工作发布会	银保监会统计信息与风险监测部负责人刘忠瑞表示, 坚持“房子是用来住的, 不是用来炒的”定位, 坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段, 持续落实好房地产长效机制, 指导银行保险机构准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度, 保持房地产金融监管政策的连续性、稳定性, 促进房地产市场平稳健康发展

资料来源: 国务院官网, 中指研究院, 天风证券研究所

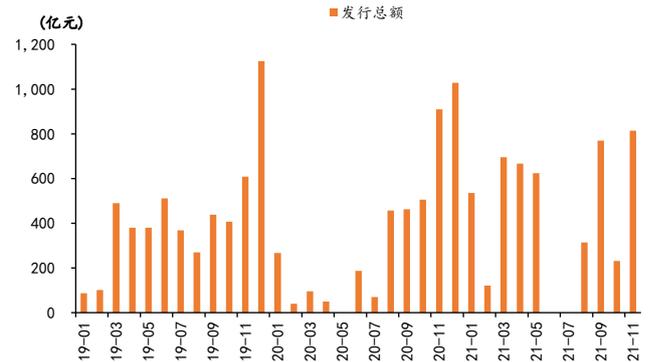
图 14: RMBS 年发行规模



注: 21 年数据截至至 11 月 18 日

资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 15: RMBS 月发行规模



注: 21 年数据截至至 11 月 18 日

资料来源: Wind, 天风证券研究所

1.2.3. 预售资金: 监管趋严所带来的挤兑效应不容忽视

地方保竣工的民生诉求下, 预售资金监管迎来强力升级。随着房企信用事件爆发带来的项目烂尾风险, 今年来各地方监管层陆续下发关于房地产预售资金的监管细则, 落实银行的监管职责, 多地上调预售监管资金比例, 同时开放社会监督等, 通过信息共享进行穿透审查, 提高政府监督能力。

2021Q3, 71 家重点关注的 A 股上市房企的无息负债杠杆达到 2.36, 较 2015 年增长 78pct; 预售资金占无息负债比重达到 55.9%。此前预售资金作为无息负债的重要组成部分支撑着行业快周转和高杠杆模式, 而今年以来预售资金的监管趋严或对房企资金周转提出极大考验, 挤兑效应之下也加速了房企信用风险的爆发。

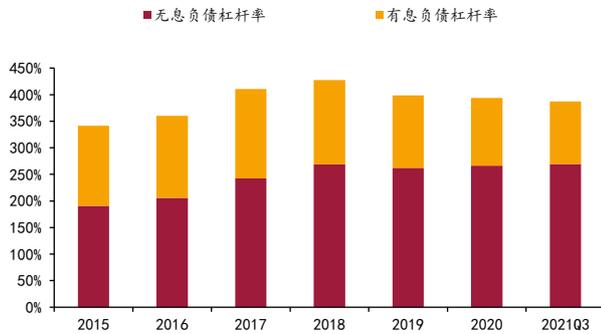
表 5: 预售资金监管政策梳理

时间	地区	政策标题	政策内容
2021 年 1 月	泉州	泉州市住房和城乡建设局关于印发《泉州市商品房预售资金监督管理规定》的通知	以独立商品房项目为单位申请设立预售资金监管账户。开发企业应在取得建筑工程施工许可后、申请商品房预售许可前, 从监管银行名单中选择商业银行作为监管账户开户银行, 开设商品房预售资金监管专用账户。重点监管资金专项用于支付预售项目工程建设费用, 重点监管资金额度按照项目工程总造价的 1.2 倍核定
2021 年 3 月	湛江	关于印发《湛江市住房和城乡建设局商品房预售款监督管理暂行办法》的通知	根据《中华人民共和国城市房地产管理法》《城市商品房预售管理办法》《广东省商品房预售管理条例》和《关于进一步加强房地产市场监管完善商品住房预售制度有关问题的通知》的有关规定, 结合实际, 制定了《湛江市住房和城乡建设局商品房预售款监督管理暂行办法》
2021 年 3 月	西安	关于印发《西安市商品房预售资金监督管理办法》的通知	商品房预售资金优先用于商品房开发项目所需的建设施工进度款、设备材料款、缴纳法定税费等与本工程相关的费用。商品房预售资金应全部直接存入专用监管账户进行监管, 开发企业不得直接收取或另设账户收存购房人的购房款
2021 年 3 月	绵阳	关于印发《绵阳城区商品房预售资金监督管理办法》的通知	对于开发企业义务、监管银行条件及职责、监管系统和监管期限作出明确要求
2021 年 3 月	惠州	关于印发惠州市商品房预售资金监督管理办法的通知	商品房预售资金专用账户应当与商品房预售项目相对应, 项目规模较大、分期开发的, 每期可分别设立专用账户。购房人应当按照与房地产开发企业签订的《商品房买卖合同》约定的付款方式及期限, 将商品房预售房款直接存入监管账户
2021 年 5 月	鄂尔多斯	关于印发商品房预售资金监督管理办法的通知	商品房预售资金监管, 遵循“企业自愿、银行配合、专户存储、专款专用、全程监管、节点控制”的原则, 专项用于商品房开发项目所需的建设施工进度款、设备材料款等与其工程相关的费用。房地产开发企业可自愿选择是否按本办法确定的模式进行预售资金监管
2021 年 6 月	汕头	关于印发《金平区、龙湖区商品房预售款监管临时操作办法》的通知	商品房预售款收存和使用等相关日常事务由我局委托市住房保障中心专项工作组负责。对于监管户开设, 预售项目监管建档和工程总造价确认, 预售款的归集, 和预售款申请使用与审核提出详细的要求
2021 年 7 月	镇江	关于印发《镇江市市区商品房预售款监管办法》的通知	开发企业应将商品房预售款全部缴纳至监管账户。按照不低于最低缴款比例确定的预售款入账并与对应预签合同关联, 方可网签
2021 年 8 月	天津	天津市新建商品房预售资金监管办法	监管资金应当用于该商品房项目的工程建设, 不得挪作他用。完善全市统一的新建商品房预售资金监管系统, 通过监管系统对新建商品房预售资金实施网络信息化管理。具备资金监管安全规范运行所需的金融管理业务能力及网络技术条件的商业银行, 可以配合资金监管机构开展新建商品房预售资金监管业务
2021 年 8 月	兰州	关于进一步加强商品房预售资金监管工作的通知	1、房地产开发企业要按照将购房人按合同约定支付的定金、首付款、全款及分期付款中的后续资金等全部存入监管账户, 不得存入其他账户。待系统调整到位后, 通过在预售项目销售场所统一配置 POS 机的方式, 确保预售资金直接存入监管账户 2、金融机构在与房地产开发企业协商取得建设项目按揭贷款业务后, 应到交易中心进行报备, 并签署承诺书。待建设项目按揭贷款额度审批通过后, 立即将按揭贷款存入监管账户

2021年9月	东莞	关于加强商品房预售款收存管理的通知	1、各房地产开发企业要在项目销售现场明显位置张贴 购房支付提示牌 ，标注提示信息 2、各房地产开发企业要按照有关规定，将商品房预售资金，包括购房人按照认购协议、合同等约定支付的全部房价款全部存入预售款专用账户
2021年9月	重庆	关于加强房地产开发项目预售资金监管的通知	1、取消核减预售资金首付款监管比例的有关规定，2、调整提前使用预售监管资金的有关规定，3、加强风险问题项目的预售资金监管，4、认真做好预售资金监管解释服务工作
2021年9月	日照	关于进一步优化市区商品房预售资金监管的通知	实施 1、对预售资金监管标准的差别化管理，2、对预售资金留存比例的差别化管理，3、增加高层、超高层建筑资金拨付节点，4、实行商品房预售资金监管现金保函制度，5、关联企业信用共享责任共担机制
2021年9月	珠海	关于进一步加强我市商品房预售资金监管工作的通知	各房地产开发企业在收取购房人定金前，须告知购房人将后续房款存入指定商品房预售资金监管账户；需在购房协议上明显位置标注资金需存入预售资金监管账户；在项目销售现场公示监管银行及商品房预售资金专用账户信息
2021年10月	青岛	青岛市商品房预售资金监管暂行办法实施细则	监管账户是预售资金收存的唯一账户，预售人销售商品房时，应当将预售资金监管相关规定告知承购人，并将承办银行、监管账号等信息在商品房销售场所显著位置公示和记载于《商品房预售合同》。 承购人须将全部预付购房款直接存入监管账户
2021年11月	北京	北京市商品房预售资金监督管理办法(2021年修订版公开征求意见稿)	《办法》将现行的先网签后入账，调整为 先监管保护后网签 ，即：购房人只有将定金、符合个人住房贷款规定的首付款足额存入专用账户后，方可开通网签，确保预售资金及时足额直接入账。此外，预售资金重点监管额度可由各区根据企业信用水平、经营状况、交付条件等因素综合确定， 每平方米不低于5000元，较此前大幅提高了43% 。进一步发挥现金保函作用，现金保函额度和有效期可覆盖开发项目的重点监管额度和建设周期的，可不进行预售资金监管

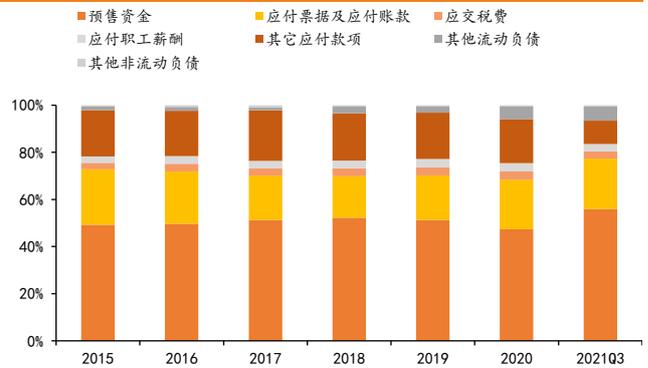
资料来源：克而瑞，中指研究院，天风证券研究所

图 16：重点房企杠杆变化情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：无息负债结构与预售资金占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2.4. 融资渠道全面收紧，境内外债券显著缩量

房地产金融监管机制持续完善。除三条红线、贷款集中度和预售资金监管政策外，经营贷、消费贷等其他渠道资金违规流入房市、债券发行、商票及地产相关 ABS 产品的监管也全方位收紧，严控房企资金来源。

表 6：地产金融动态梳理

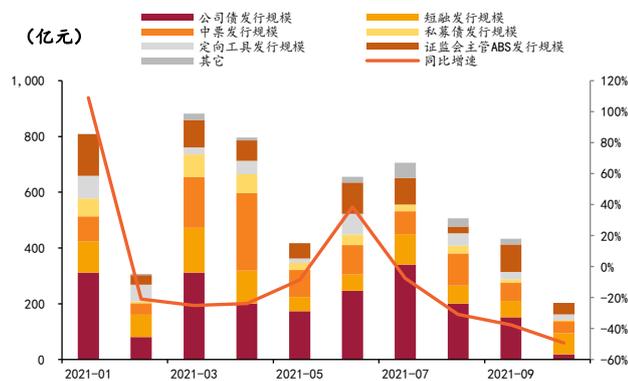
日期	监管方向	政策	内容
2020年8月	三条红线	央行、住建部与12家房企在京举行座谈会，三条红线开始试点，21年试点企业进一步扩大	对房地产企业规范要求： 1、剔除预收款后的资产负债率不超过百分之七十 2、净负债率不超过百分之百 3、现金短债比不小于1 要求试点房企在2023年6月30日前完成降负债目标
2021年1月	贷款集中度	银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度开始实施	根据银行业金融机构资产规模及机构类型， 分档对房地产贷款集中度进行管理 。相关指标设定充分考虑了银行业金融机构实际情况，并采取了分类分档、差别化过渡期、区域调节机制等多种机制安排
2021年3月	经营贷	银保监会办公厅、住房和城乡建设部办公厅、中国人民银行办公厅发布《关于防止经营用途贷款违规流入房地产领域的通知》	《通知》通过9条内容 规范经营用途贷款违规流入房地产领域 。提出加强资质核查、信贷需求审核、加强贷款期限管理等
2021年4月	发债标准	上交所、深交所分别发布《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第3号》、《深圳证券交易所公司债券发行上市审核业务指引第1号》	新规对房企发债提高准入要求 ，对于存在扣除预收款后资产负债率较高、净负债率较高或现金对短期债务覆盖程度较低情形等的或存在发行障碍

2021年5月	供应链ABS	中基协叫停基金子投资购房尾款资产、非标供应链产品	2021年5月6日中基协发布《证券期货经营机构私募资产管理计划案例通报》对资管计划投资购房尾款资产进行了通报。中基协提出窗口指导意见，基金子公司已经被要求暂停房地产类供应链产品备案
2021年6月	商票监管	央行将“三道红线”试点房企商票数据纳入监管	央行将“三道红线”试点房企商票数据纳入其监控范围，要求相关房企将商票数据每月上报
2021年10月	预售资金	住建部拟加强预售资金监管	根据财联社报道，住建部拟加强预售资金监管，目前文件正在起草中，现阶段正要求各地方住建部门汇报相关意见及建议。短期在保交付前提下有一定放松需求

资料来源：国务院官网，西政财富公众号，克而瑞公众号，财联社，天风证券研究所

各融资渠道监管依旧趋严。截至2021Q3 金融机构房地产贷款余额 51.4 万亿元，同比增速持续下滑至 5.3%，低于各项贷款增速 6.8pct，房地产贷款占各项贷款比重较 20 年末下降 0.5pct；开发贷余额呈现波动上涨，同比增速连续下降，从 Q1 的 4.4% 降至 Q3 的 0.02%；境内、境外债发行规模在 5、6 月份回升后持续下滑，10 月单月同比增速降至 -49.3% 和 -86.8%。；房地产信托余额持续回落，今年同比增速保持两位数下滑趋势，第二季度降幅 -16.9%。

图 18：境内债不同类别发行规模



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：境外债发行规模



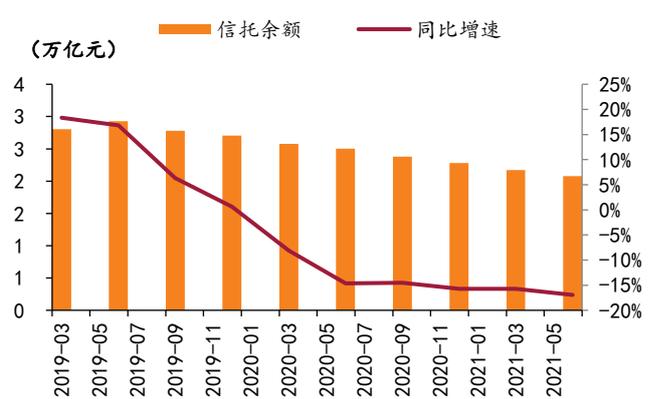
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：房地产开发贷余额



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：房地产信托余额



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 租赁市场：需求分流的新起点

2015 年以来政策和资本红利加持下的租赁市场迎来快速发展，但是租售比过低、股权融资过度强化规模诉求以及监管不足等原因导致第一轮市场化探索基本以失败告终。2020 年以来，中央与地方尤其关注保障性租赁住房建设。相关政策因地因时制宜，减税降费/规范秩序/加强政府平台建设等各类政策覆盖住房租赁市场培育发展所需，政策支持力度不断提

升。

我们认为保障性租赁住房未来或以地方国资力量为主，以类基建的模式推进扩张，发挥项目获取和融资端的国企优势；而市场化的中介系更多凭借信息和服务优势以轻资产运营模式介入，开发商系以集中式公寓和项目改造为主，凭借丰厚的物业运营经验，发挥打造长租社区、提供附加值服务的优势。

表 7：深圳市人才安居集团获取租赁住房方式与获取成本

房屋来源	具体形式	实现方式	获取成本
租赁市场房源	集中租赁	集中租入市场房源，避免开发；自行或与其他主体合作运营	市场价格
购买已开发物业	社会购买	使用自有资金购买已开发完成的成熟物业资产	市场价格
	招拍挂配建/城市更新回购	回购各类城市更新过程中代建的及招拍挂中配建的人才住房/公共租赁住房	基本为成本价（包含建安、融资、管理等）
购入土地	招拍挂	通过公开市场招拍挂获取土地，土地类型多为纯租赁用地	约为商住用地楼板价的 30%
自行开发	协议供地	与政府直接签订用地协议，成本低廉且地块普遍较成熟，项目多只租不售	关内不超过 2000 元/平，关外不超过 1000 元/平
	合作开发	与国企/事业单位等持有待开发土地的主体共同成立项目公司或通过收储后再出让等方式合作开发	-
	棚改开发	参与棚户区改造获取土地，部分地块除回迁房外，还会配置深圳市人才安居集团房或社会化租赁住房	-

资料来源：深圳人才安居集团评级报告，天风证券研究所

表 8：住房租赁各类型主体概览

类型	代表公司	资产模式	经营形态
创业系	you+、魔方公寓、爱彼迎、蛋壳（已暴雷）	轻资产为主	分散式、集中式兼有
酒店系	华住城家公寓、亚朵缤润	轻重兼营，逐渐由轻入重	集中式经营
中介系	安居客、房天下、链家（自如）、我爱我家	轻资产为主，少部分重资产自营	分散式经营为主
国企系	浙能尚悦、上海城投宽庭、深圳深圳市人才安居集团集团	重资产为主	集中式经营
开发商系	万科泊寓、龙湖冠寓、旭辉瓴域	重资产为主，或和其他主体合作经营	集中式经营
银行系	建信住房（CCB 建融家园）	-	-

资料来源：天风证券研究所

表 9：2015 年以来中央层面住房租赁相关政策

时间	政策文件	内容
2015-01	《关于加快培育和发展住房租赁市场的指导意见》	首次推出“租售并举”；积极培育经营住房租赁的机构；支持房地产开发企业将其持有房源向社会出租、改变经营方式，从单一开发销售向租售并举模式转变；推进 REITs 试点
2015-01	《关于放宽提取住房公积金支付房租条件的通知》	就“保障住房公积金缴存职工合法权益，改进住房公积金提取机制，提高制度有效性和公平性，促进住房租赁市场发展”提出明确租房提取条件等相关要求
2015-11	《关于加快发展生活性服务业促进消费结构升级的指导意见》	将公寓出租纳入生活服务业要求，重点发展短租公寓、长租公寓等细分业态
2015-12	《关于公共租赁住房税收优惠政策的通知》	加大公共租赁住房建设和运营的税收优惠力度
2016-05	《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》	培育市场供给主体，鼓励住房租赁消费，完善公共租赁住房，支持租赁住房建设，加大政策扶持力度，加强住房租赁监管
2016-12	《关于做好城镇住房保障家庭租赁补贴工作的指导意见》	明确租赁补贴具体政策，强化租赁补贴监督管理，规范合同备案制度、建立退出机制、健全信息公开和监督机制等
2017-04	《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》	鼓励开发商参与工业用地改造租赁用地，开展集体用地建设租赁住房试点
2017-05	《住房租赁和销售管理条例（征求意见稿）》	鼓励出租人与承租人签订长期住房租赁合同；在租金、租期、承租人居住权利保障，双方权利义务等方面进行规范
2017-07	《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》	鼓励机构化、规模化住房租赁企业发展，鼓励房地产开发企业、经纪机构等公司拓展租赁业务；建设政府住房租赁交易服务平台；增加租赁住房有效供应；创新管理和服务体制；选取试点城市
2017-08	《关于利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》	在 13 个城市开展利用集体租房试点；村镇集体经济组织可以自行开发运营，也可以通过联营、入股等方式建设运营集体租赁住房；探索保障承租人获得基本公共服务的权利
2018-04	《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》	鼓励住房租赁企业结合自身运营现状和财务需求，开展资产证券化，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度要求，完善发展住房租赁市场配置政策

2018-05	《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》	抓紧调整住房和用地供应结构；热点城市积极探索推动供地主体多元化
2018-05	《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》	规范保险资金投资住房租赁市场行为；为保险资产管理机构通过债权投资计划、股权投资计划、保险私募基金等方式投资长期租赁住房项目的设立绿色通道
2018-06	《关于在部分城市先行开展打击侵害群众利益违法违规行为治理房地产市场乱象专项行动的通知》	整治房地产“黑中介”违法违规行
2018-09	《关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》	大力发展住房租赁市场；总结推广住房租赁试点经验，在人口净流入的大中城市加快培育和发展住房租赁市场；加快推进住房租赁立法保护租赁利益相关方合法权益
2018-09	《关于印发推行政府购买公租房运营管理服务试点方案的通知》	推行政府购买服务，吸引企业和其他机构参与公租房运营管理，提高公租房运营管理专业化、规范化水平
2018-12	《公共租赁住房资产管理暂行办法》	明确公租房资产管理原则，所有权和使用权相分离；规范公租房资产管理、预算管理、绩效管理、财务管理
2019-01	《关于进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案(2019年)》	加快发展住房租赁市场，将集体土地建设租赁住房作为重点支持内容
2019-01	《关于公共租赁住房优惠政策的公告》	发布公租房建设和运营相关税收优惠政策，规定对公租房建设期间用地及公租房建成后占地，免征城镇土地使用税等
2019-05	《关于进一步规范发展公租房的意见》	分类合理确定准入门槛，针对不同困难群体，合理设置准入条件，采取适当的保障方式和保障标准；坚持实物保障与租赁补贴并举
2019-06	《关于深化“放管服”改革做好中央国家机关住房公积金归集工作有关问题的通知》	国管公积金将加大租房消费支持力度
2019-07	《2019年中央财政支持住房租赁市场发展试点》	北京、长春、上海等16城入围“2019年中央财政支持住房租赁市场发展试点城市”，并给予试点城市一定财政补贴
2019-12	《关于整顿规范住房租赁市场秩序的意见》	规范住房租赁市场主体经营行为，保障住房租赁各方特别是承租人的合法权益
2020-03	《推动住房和城乡建设事业高质量发展》	加快推动住房保障体系与住房市场体系衔接，大力发展政策性租赁住房。培育机构化、规模化租赁企业，加快建立和完善政府主导的住房租赁管理服务平台。落实和完善发展租赁住房的规划、土地、税收、金融等支持政策，鼓励发展长期租赁住房
2020-04	《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点相关工作的通知》	证监会与国家发展改革委加强合作，支持符合国家政策导向的重点区域、重点行业的优质基础设施项目开展REITs试点
2020-07	《关于组织申报第二批中央财政支持住房租赁市场发展试点的通知》	天津、石家庄、太原、沈阳、宁波、青岛、南宁、西安等8城市进入2020年中央财政支持住房租赁市场发展试点范围
2020-09	《住房租赁条例(征求意见稿)》	国家鼓励通过多渠道增加租赁住房供应；直辖市、设区的市级人民政府应当建立住房租赁指导价格发布制度；签订住房租赁合同应通过房屋网签备案系统备案
2020-11	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》	坚持“房住不炒”的定位，租购并举、因城施策，促进房地产市场平稳健康发展。增加保障性住房供给，完善土地出让收入分配机制，探索支持集体租赁住房建设，完善长租房政策，扩大保障性租赁住房供给
2021-04	《关于加强轻资产住房租赁企业监管的意见》	加强住房租赁企业从业管理，开展住房租赁资金监管，禁止套取使用住房租赁消费贷款，合理调控住房租金水平
2021-05	《保障性租赁住房中央预算内投资专项管理暂行办法》	对保障性租赁住房中央预算内投资专项的支持范围和标准、资金申请、资金下达及调整、监管措施等作出规范
2021-05	《关于集中式租赁住房建设适用标准的通知》	规定集中式租赁住房类型和适用标准；集中式租赁住房可根据市场需求和建筑周边商业服务网点配置等实际情况，增加相应服务功能
2021-07	《关于加快发展保障性租赁住房的意见》	完善土地支持政策、简化审批流程、给予中央补助资金支持、降低税费负担、执行民用水电气价格、进一步加强金融支持等，加快发展保障性租赁住房，促进解决好大城市住房突出问题
2021-07	《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点工作的通知》	各直辖市及人口净流入大城市的保障性租赁住房项目被纳入基础设施公募REITs试点项目
2021-07	《关于完善住房租赁有关税收政策的公告》	从10月1日起，住房租赁企业向个人出租住房适用简易计税方法，按照5%征收率减按1.5%缴纳增值税；对企事业单位等向个人、专业化规模化住房租赁企业出租住房，减按4%税率征收房产税
2021-07	《关于在实施城市更新行动中防止大拆大建问题的通知(征求意见稿)》	确保城市更新中住房租赁市场供需平衡，住房租金年度涨幅不超过5%

加粗部分为中央关于保障性租赁住房的相关提法

资料来源：克而瑞，中指研究院，天风证券研究所

表 10：部分省市“十四五”规划关于保障性租赁住房的相关提法

省市	内容
北京	大力筹集建设各类租赁型住房，提高公共租赁住房备案家庭保障率，新增供应套数占比不低于40%。到2025年形成租赁住房供应40万套以上
上海	计划形成供应租赁住房超过42万套，占住房供应总套数的40%。其中，租赁房22万套(间)，宿舍床位20万张
广东	“十四五”时期，全省计划新增筹集保障性租赁住房30万套。单列租赁住房用地计划，探索支持利用集体建设用地和企事业单位自有闲置土地建设租赁住房，支持将非住宅房屋改建保障性租赁住房
辽宁	扩大保障性租赁住房供给，新增保障性租赁住房5万套
江西	扩大保障性租赁住房供给，新建、改造保障性租赁住房6.37万套，棚户区改造33.75万户，重点解决好新市民、青年人，特别是从事基本公共服务人员等住房困难群体的住房问题
贵州	加快构建以保障性租赁住房和共有产权住房为主体的住房保障体系，累计筹集保障性租赁住房2万套，发放城镇保障家庭租赁补贴9万户，建成城镇保障性安居工程15万套
江苏	探索利用集体建设用地和企事业单位自有闲置土地建设租赁住房，完善长租房政策，扩大保障性租赁住房供给

安徽	加快建立以保障性租赁住房和共有产权住房为主体的住房保障体系，有效增加保障性住房供给，在人口净流入、房价高的大城市重点发展政策性租赁住房
福建	合理利用存量和增量住房资源，大力发展租赁住房，完善长租房政策，加快培育专业化、规模化住房租赁企业，有效增加保障性住房供给

资料来源：中指研究院，天风证券研究所

1.4. 房地产税：新时期、新试点、新使命

1.4.1. 房地产税试点具备政策组合效应

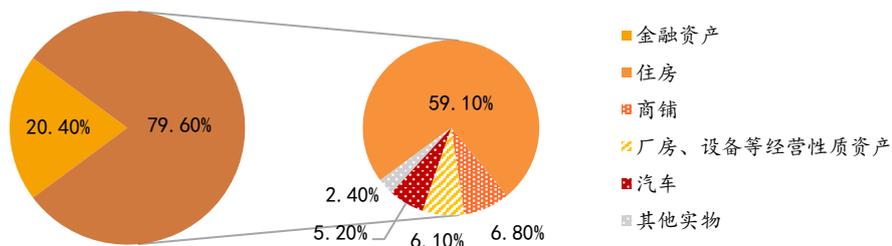
10月23日，第十三届全国人民代表大会常务委员第三十一次会议决定授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作。在人民生活质量明显提升，居住条件显著改善的小康社会新时期，**房地产税承担着：1 收入再分配，2 长期贯彻房住不炒的预期管理，3 调节财政收入的新使命。**

表 11：2019 年居民家庭总资产分布情况

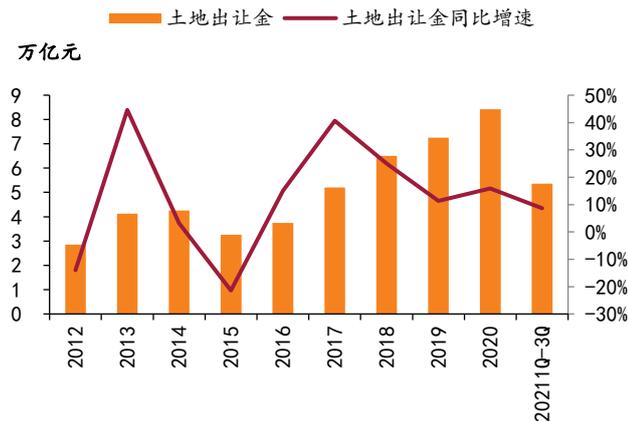
按总资产由低到高分组	均值（万元）	占全部家庭总资产比重（%）
0-20%	41.4	2.6
20%-40%	99.3	6.2
40%-60%	164.4	10.3
60-80%	282.4	17.8
80-90%	493.3	15.5
90-100%	1511.5	47.5

资料来源：新华网，天风证券研究所

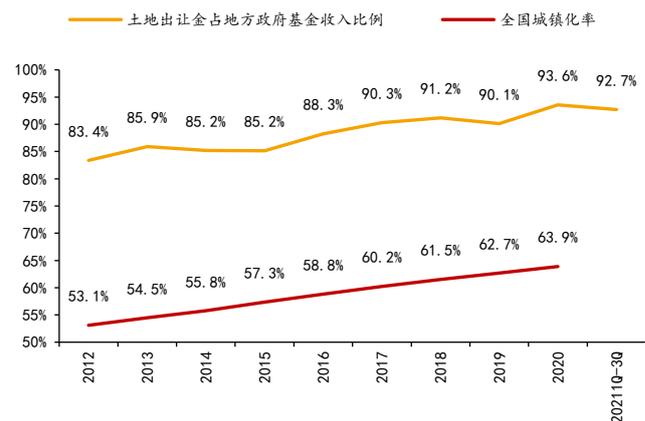
图 22：家庭拥有资产种类



资料来源：新华网，天风证券研究所

图 23：全国土地出让金规模及增速


资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：全国土地出让金占地方政府基金收入比例


资料来源：Wind，天风证券研究所

表 12：近年来提及房地产税的官方会议和文件

时间	文件/会议	内容
1950-1	《全国税务实施要则》	规定除农业税外，全国统一征收 14 个税种，其中包括房产税、地产税等，并统一建立了各级税务机构
1950-6	调整税收	合并地产税和房产税，统称为房地产税
1951-8	《城市房产税暂行条例》	全国范围内执行房产税，以标准房价为计税依据，按年计征，税率为 1%，产权所有人或出典人缴纳
1973	简化税制	将部分以国有企业和集体企业为征收对象的房产税纳入工商税种范围，经济调节功能大大削弱
1984-10	改变税种	恢复征收停征超过十年的房产税，将房地产税分为房地产税和城镇土地使用税，但不立即征收
1986-9	颁布《中华人民共和国房产税暂行条例》	保留对外资企业和外国人继续征收城市房产税，正式面向全国内自企业和国内居民开征房产税，对个人非营业用的房产全部免征房产税
1993	《中华人民共和国土地增值税暂行条例》	为征收土地增值税而暂时发布的条例
2003	《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决议》	剔除条件成熟时可以取消不动产的相关收费，改为对不动产征收统一物业税
2006	房产部门、财政部	联合对物业进行评估和税收统计，开始物业税空转
2008-12	改变条例	废止《城市房产税暂行条例》，依照《中华人民共和国房产税暂行条例》全面征收房产税
2011-1	改革试点	在上海、重庆启动房产税改革试点
2013-11	十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》	剔除“加快房地产税立法并适时推进改革”，房地产税立法被提上日程
2018-9	立法规划	房地产税立法工作列入五年立法规划，法律草案正在拟定中
2021-8	财政部副部长许宏才作《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》	积极稳妥推进房地产税立法和改革，配合做好增值税法、消费税法、关税法等立法审核工作
2021-10	习近平总书记《求是》杂志发表名为《扎实推动共同富裕》的文章	推进房地产税立法和改革，做好试点工作
2021-10	第十三届全国人民代表大会常务委员会第三十一次会议	授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作，授权试点期限为五年，试点实施启动时间由国务院确定

资料来源：《全球房地产》（作者：夏磊、任泽平），中国政府网，天风证券研究所

1.4.2. 房地产税试点预期力度温和

根据我们在《天风问答系列：新时期，新试点，新使命-房地产税试点专题研究》中的测算，在人均免税面积分别为 0、10、20、30、35 平方米的假设下：房地产税规模预计为 4.13、3.01、1.90、0.78、0.22 万亿元；基于 2020 年地方政府基金收入 8.99 万亿，预估房地产税收分别占现有地方政府基金收入的 45.94%、33.52%、21.11%、8.69%、2.48%；基于城镇人口可支配收入为 39.55 万亿，预估房地产税分别占城镇人口可支配收入的 10.45%、7.62%、4.8%、1.98%、0.56%。

表 13：房地产税总规模测算

税率区间（上为最小值，下为最大值）				
上海	重庆	美国	德国	日本
0.40%	0.50%	0.31%	0.98%	1.70%
1%	1.20%	2.13%	2.84%	1.70%
平均税率区间	最小值	0.78%	最大值	1.69%
平均税率	1.24%			
应税住宅市值测算				
总城镇人口（万人）	城镇人均住宅建面（平方米）	城镇住宅总建面（万平方米）	全国住宅销售均价（元/平方米）	城镇住宅市值（亿元）
90,220.00	37.00	3338140	9979.887	3331426
人均免税面积（平方米）				
0	10	20	30	35
应税住宅市值（亿元）				
3331426	2431041	1530655	630270	180077
房地产税规模（亿元）				
41310	30145	18980	7815	2233
地方政府基金收入（亿元）	89927			
房地产税占地方政府基金收入比例				
45.94%	33.52%	21.11%	8.69%	2.48%
城镇人口可支配收入（亿元）	395470			
房地产税占城镇居民可支配收入比例				
10.45%	7.62%	4.8%	1.98%	0.56%

资料来源：Wind，国家税务总局，Tax Foundation，上海税务局，重庆档案网，天风证券研究所

表 14：重点城市房地产税测算

人均免税面积（平方米）						
数值	0	10	20	30	35	40
应税住宅市值（亿元）						
上海	378079	276445	174811	73177	22360	
北京	260093	180163	100232	20302		
天津	89301	69764	50228	30691	20923	11155
房地产税规模（亿元）						
上海	4673	3417	2161	904	276	0
北京	3215	2227	1239	251	0	0
天津	1104	862	621	379	259	138
城镇居民可支配收入（亿元）						
上海	15783					
北京	13773					
天津	6013					
房地产税占当地居民可支配收入比例						
上海	29.61%	21.65%	13.69%	5.73%	1.75%	
北京	23.34%	16.17%	9.00%	1.82%		
天津	18.36%	14.34%	10.32%	6.31%	4.30%	2.29%

资料来源：Wind，天风证券研究所

我们认为房地产税试点或将 1) 征收力度上，整体较为温和：征收力度过大，会导致房地产税占居民可支配收入比例较高；2) 试点初期存量增量或相结合：考虑到我国逐渐进入到存量房阶段，对存量和增量房均征收相应房地产税，有利房地产行业平稳健康发展，长期合理引导当地住房合理消费；3) 对房地产市场基本面的短期影响在于预期和存量结构的再平衡，中长期影响或通过税费转移以及城市公共服务资本化至房价中。

表 15：海外和上海、重庆试点房地产税对比

	新加坡	美国	德国	日本	上海	重庆
房产税类别	财产税	财产税	不动产税	固定资产税+城市规划税	房地产税	房地产税
征收范围	房屋、建筑物、土地	房屋	建筑物	土地、房屋	全市范围住宅	主城九区住宅
税基	房产年价值=若出租可预计获得的年租金-家居、设备租金和维修费，根据可比建筑的租金和相关数据分析确定，非实际租金收入	房产的参考市值*评估率，评估率每个州各不相同	房产经济价值*市政系数，市政系数在 (280%, 810%) 区间内，由各市政府确定	固定资产价值，参考当地买卖价格和购置价格评估。固定资产税和城市规划税的税基均为该值	交易价格*70%；按照上年度新建商品住房均价计算	交易价格；按照上两年新建商品住房均价计算
税率	累进制，自住性住宅 [0-16%]，非自住性 [10%, 20%]	名义税率各个州不同，经评估率调整的实际税率在 [0.31%, 2.13%]	基本税率 0.35%，市政系数调整后实际税率在 [0.98%, 2.84%]	固定资产标准税率 1.4%、城市规划税限制税率 0.3%	单价低于上年度全市均价 2 倍：0.4%；单价超过上年度全市均价的 2 倍：0.6%	独栋、高档住房建面均价为上两年主城均价的 3 倍及以下的、三无人员新购二套：0.5%；3-4 倍：1%；4 倍及以上：1.2%

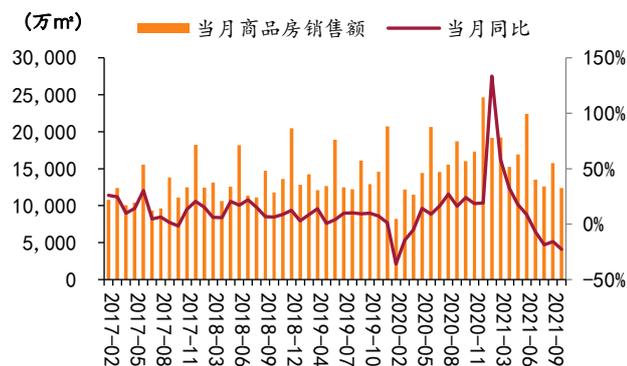
资料来源：国家税务总局，Tax Foundation，上海税务局，重庆档案网，天风证券研究所

2. 销售：需求曲线的短、中、长期展望

2.1. 短期需求预期反转担忧渐浓

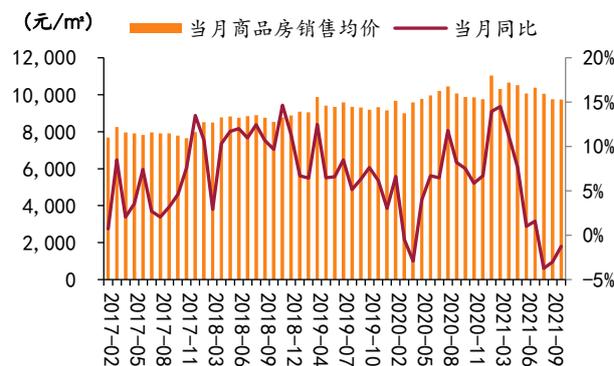
2021 年全国商品房销售增速前高后低，上半年信贷投放平稳、三条红线压力下房企加速库存变现支撑去化。下半年增速回落除了受基数影响之外，1 房价涨幅放缓对购房预期的影响逐渐强化，尤其是二手房指导价出台后一、二手房套利空间收窄，导致核心城市投资性需求回落；2 上半年部分城市房地产市场的结构性过热致调控边际收紧；3 贷款集中度管理下银行加速涉房贷款压降，三季度房贷额度和利率加速收紧；4 房企以价换量、加速库存变现推升重点城市库存，推升需求观望情绪；5 受需求自然回落和教育改革等政策的影响，二手房市场率先出现拐点；6 受房企信用事件影响，交付不确定性延缓需求入市；7 房地产税试点节奏加快对需求侧预期的影响。

图 25：全国商品房销售额当月值及同比



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

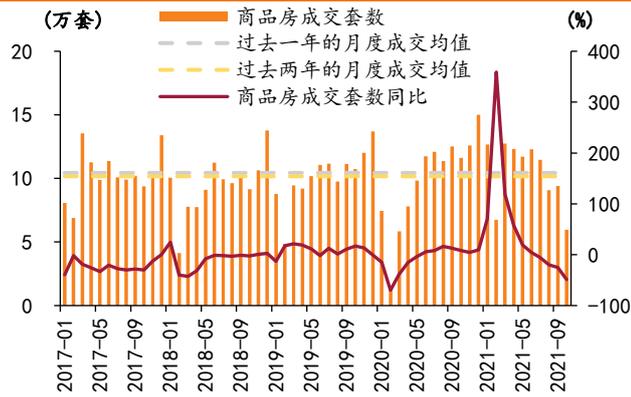
图 26：全国商品房销售均价当月值及同比



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

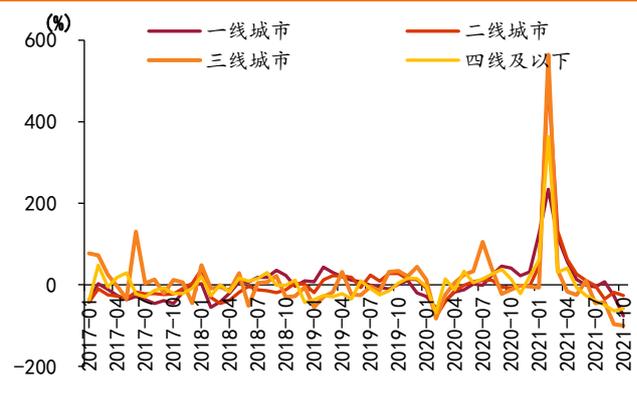
从重点城市来看，根据 Wind 92 城商品房销售数据，商品房销售套数同比增速下半年转负，并呈现降幅扩大态势，截至 10 月，单月同比增速降为 -48.70%。分能级来看，各能级城市销售表现同行业总体趋势保持一致，但需求节奏、销售力度有所分化，一线城市和四线及以下城市需求侧预期反应更为敏感。

图 27：92 城商品房成交套数



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 28：分能级商品房成交套数同比增速

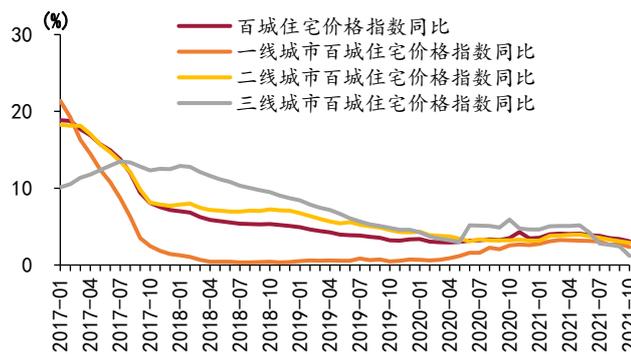


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.1.1. 房价一致性预期的主动和被动弱化

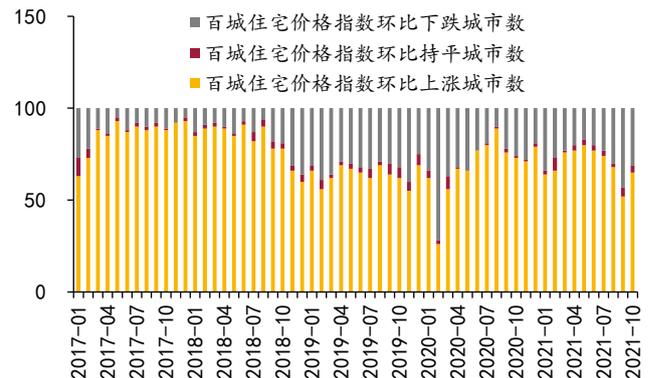
从 Wind 百城住宅价格指数来看，月度房价同比增幅 6 月以来持续收窄，环比下跌城市数 5 月以来不断增加，9 月达到峰值 43 城。分能级来看，各能级城市住宅价格指数表现同行业总体趋势保持一致，但预期节奏有所分化。其中，一线城市房价反应最为迅速，4 月同比增速即出现下行；三线城市房价变动更为激烈，由 5 月的 5.18% 降至 10 月的 1.20%。

图 29：百城住宅价格指数



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 30：百城住宅价格指数环比上涨/持平/下跌城市数



资料来源：Wind，天风证券研究所

以今年 2 月份深圳市出台二手房指导价为首，先后有 15 个核心城市出台相应政策，导致一、二手房套利空间收窄，核心城市投资性需求回落。从二手房指导价机制设计来看，主要针对核心城市房价涨幅较大的热点区域、热点小区，综合参考网签成交价格、市场评估价格和周边新房价格等确定定价标准，利用中介指导和信贷指导等方式进行市场指导，并通过官方平台进行发布（上海不对外公布）。从指导价区间来看，这些城市热点区域、热点小区的二手房指导价与往常价格相比，有 1-5 折不同程度的压缩。其中，深圳、广州、东莞等珠三角核心城市，甚至出现打半折区域。

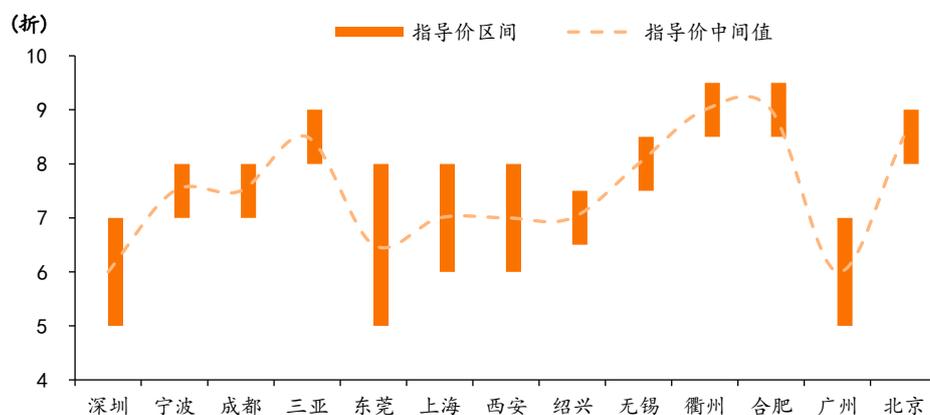
表 16：二手住房成交参考价政策的核心内容

政策对象	以已交付的住宅小区（二手小区）为对象，制定小区的参考价格据
政策对象与定价标准	价格参考网签成交价格、市场评估价格和周边新房价格等，剔除异常和非典型数，后续根据市场发展形势调整更新
	深圳：网签成交价格、周边新房价格；
	成都：网签成交价格、市场评估价格、周边新房价格

	西安、绍兴：网签成交价格和市场评估价格 无锡、东莞、宁波：网签成交价格
热点区域试点	宁波：热点学区 112 个小区 绍兴：重点热点区域 23 个小区 三亚：20 个热点小区 北京：海淀 29 个热门小区
区域覆盖范围	成都：首批 201 个小区，第二批 286 个，第三批 258 个 西安：首批 102 个小区，第二批 103 个
应用小区逐批公布	无锡：首批 100 个小区 广州：首批 96 个小区 东莞：首批 218 个小区
城市全域实行	深圳：全市 3595 个小区 上海：全市所有小区
发布机制	多数城市在政府住建局网站等相关官方平台发布拟调控小区的“参考价格”，半年或一年更新 上海：参考价作为核验价，用于政府审核房源，不对外公布
发布机制与市场指导	引导房地产中介机构、网络中介平台基于参考价格规范房源公开挂牌，下架价格虚高房源 上海：高于核验价格的房源一律不准公开挂牌
信贷指导	引导金融机构基于参考价格合理发放二手住房贷款 成都：贷款按照参考价、实际成交价和评估价中最低价审批

资料来源：中指研究院，天风证券研究所

图 31：12 城二手房指导价区间



指导价区间=100*成交参考价/限价机制出台前的成交均价（或挂牌均价）

资料来源：合富研究院，房天下，天风证券研究所

2.1.2. 区域市场热度分化致调控边际收紧

上半年部分城市房地产市场的结构性过热态势，致使楼市调控边际收紧。根据 Wind 数据，一季度重点一二线城市商品房销售延续去年下半年以来的火热态势，随着调控边际收紧二季度景气度回落，三季度转冷并向其他能级蔓延。7-10 月 71 城商品房成交面积同比增速大多热度飘绿。其中，10 月一线城市同比增速全部为负；二线城市除杭州、福州、成都外，都为负增长态势。

表 17：71 城城市商品房成交面积同比增速热力图

	21年10月	21年9月	21年8月	21年7月	21年6月	21年5月	21年4月	21年3月	21年2月	21年1月	20年12月	20年11月	20年10月	20年9月	20年8月	20年7月	20年6月	20年5月	20年4月	20年3月	20年2月	20年1月	
北京	-18	-17	-3	49	79	-3	59	228	72	37	70	80	8	76	66	7	-17	7	-32	-63	22	53	
上海	-96	-24	10	2	32	-1	60	102	312	94	54	12	42	35	29	14	-6	-4	-21	-39	-71	-30	
广州	-69	-44	-23	-17	-7	37	75	117	283	210	71	29	60	77	33	18	5	-7	-25	-39	-55	-37	
深圳	-45	-33	36	-20	-4	0	25	40	70	180	8	45	51	46	39	-1	1	-30	-11	-21	25	6	
长春																							
杭州	40	56	32	24	-1	81	42	72	696	53	-37	-36	8	-21	10	14	58	-1	5	12	-62	-4	
南京	-41	-6	-51	-19	48	41	99	157	124	93	-8	63	21	-28	54	9	39	66	12	4	42	-14	
青岛	-62	-21	-13	-15	-5	7	15	41	206	63	18	-12	5	-4	14	24	7	0	14	-8	-52	-23	
苏州	-58	-7	-10	17	-29	-6	20	64	101	48	5	-24	-21	6	-10	-4	97	12	-34	-26	-29	-20	
福州	67	23	-17	10	40	156	106	98	93	-12	-18	-16	-6	-57	-40	-68	-59	-16	9	-69	-77	-40	
厦门	-92	-26	114	11	86	165	124	216	385	334	100	203	111	119	9	78	25	-2	-39	-14	-16	35	
无锡	-48	-10	-31	-38	-26	25	10	9	233	77	-17	33	-5	-56	28	-1	-51	-22	-15	-30	-65	-1	
济南	-11	14	2	3	33	6	71	-20	350	53	-25	28	16	11	32	20	22	40	-20	-20	-65	-9	
温州	-14	-26	-32	-12	-55	-24	42	135	1072	7	84	14	8	2	2	-22	82	23	-33	-54	-88	-11	
宁波	-25	-32	-42	-39	-27	-7	42	116	1271	67	-27	0	24	49	31	58	1	-9	-28	-42	-78	12	
扬州	-54	-66	-100	-28	6	32	58	34	2386	68	7	11	56	105	28	47	-18	-34	12	38	-95	-27	
嘉兴	-99	-99			-95	-99	-89	-1		-9	-41	41	35	24	126	-3	29	16	315	-47	-89	-47	
金华	-59	-3	0	-49	-23	-10	-15	147	862	337	38	55	16	17	78	121	43	22	-19	-47	-63	75	
郑州	-96	-92	-85	-89	-74	-46	-30	-1	181	16	15	43	65	20	-7	-7	3	5	-43	-58	-88	-40	
常州	-43	-34	-34	10	-48	5	7	28	163	-14	-65	-51	-49	14	11	-35	-36	-71	-66	-29	-74	0	
绍兴	-25	-46	-76	-62	-46	24	24	13	236	29	-45	-39	4	33	77	33	15	7	-7	-23	-56	-4	
南宁	-10	-41	-38	-42	-38	-17	13	9	466	-6	-44	-56	-54	0	30	27	42	-16	-2	-16	-88	-30	
东莞	-28	-61	-63	-46	-29	-24	-28	-5	309	153	41	45	46	26	52	31	35	7	-2	-32	-64	-16	
惠州	-71	-59	-58	-22	-24	-11	9	68	228	121	12	37	53	44	23	5	88	9	-9	-31	-58	-18	
佛山	-59	-39	-25	11	-23	14	18	64	247	94	27	81	73	30	9	-3	8	-5	-17	-38	-59	-27	
珠海	1	13	-17	240	50	271	181	89	498	100	1	59	9	-19	29	-70	-60	-28	-40	-49	-85	15	
武汉	-40	-16	-37	45	72	79	228			52	23	15	2	5	-9	-2	-37	-23	-57	-99		23	
成都	32	11	5	19	7	-31	29	60	224	3	-19	9	-22	51	30	7	16	23	11	-11	-59	-10	
吉林																							
赣州	-6	-6	-16	7	7	-27	-27	46	641	0	-19	3	-12	-11	15	-9	-5	-6	-3	3	-82	-15	
淮安	-51	-24	-46	-26	-35	-23	-3	55	563	57	-5	10	16	-15	9	3	9	-13	20	-21	-80	-18	
连云港	-31	-39	3	-17	-1	0	16	109	859	139	86	17	3	3	2	22	19	33	6	-1	-81	-2	
泰州	-67	-94	-34	1082		38	62	100		159	135	39	30	2	35	-88		27	26	53		-28	
镇江	-14	-47	-46	-14	1	-4	37	81	761	44	1	-11	1	-1	-21	3	-14	-19	-42	-87	-43		
莆田	-53	-55	-44	26	9	19	43	51	193	44	985	32	3	-36	56	-49	-32	-12	10	17	-54	-54	
泰安	-58	-49	-37	-29	-9	-5	13	189	843	80	36	51	59	35	39	2	-2	8	-17	-44	-86	-25	
芜湖	-14	-6	57	74	227	291	374	433	2822	422	196	198	113	57	15	-10	6	-2	12	24	-73	7	
盐城	-85	-86	-79	-44	101	-68	-27	39	539	132	101	27	17	6	99	-32	-31	6	45	-8	-82	7	
舟山	-65	-33	-16	-24	-25	19	0	52	218	26	18	30	117	-2	8	30	20	19	22	-10	-55	2	
龙岩	-79	-67	25	-61	-11	13	3	114	197	133	74	67	31	19	-58	0	35	13	-19	-36	-57	22	
南平	10	47	4	-52	-17	-9	-21	-28	163	-51	-2	9	-60	-30	-25	177	325						
汕头																							
柳州	-51	-40	-37	-31	-45	-45	-16	27	205	27	29	10	59	12	12	3	73	50	-14	-25	-69	-14	
江门	-53	-43	-28	-29	22	18	29	55	623	203	3	31	67	43	-25	-22	-5	22	37	-6	-74	-28	
肇庆																							
湛江																							
清远																							
岳阳																							
郴州																							
包头																							
牡丹江																							
九江																							
淮南																							
东营																							
池州																							
抚州																							
海口																							
厦门																							
福州																							
赣州																							
新余																							
吉安																							
韶关																							
玉林																							
云浮																							
常德																							
焦作																							
娄底																							
荆门																							
宝鸡																							
六盘水																							
宜宾																							

资料来源：Wind，天风证券研究所

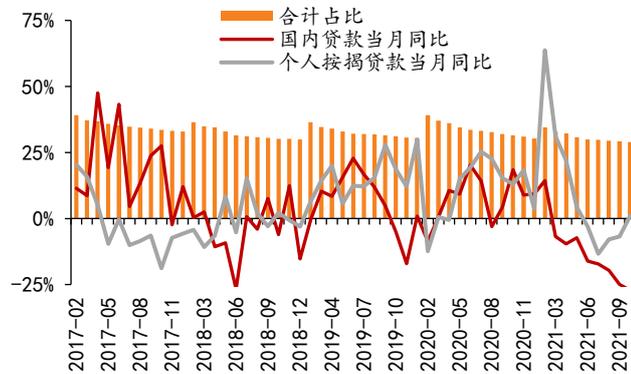
2.1.3. 贷款集中度的压力释放和短期矫正

量的角度，根据国家统计局数据，房地产开发资金来源中国内贷款和个人按揭贷款合计占开发资金总额度不断下降，由 2 月的 34.52% 收窄至 10 月的 28.98%。具体而言，国内贷款占比自今年以来不断下降，由 2 月的 17.67% 收窄至 10 月的 12.47%；个人按揭贷款占比 4 月达到顶点，后收窄至 10 月的 16.51%。国内贷款同比增速 3 月转负，个人按揭贷款同比增速 6 月转负，皆呈现降幅逐月扩大态势。

价的角度，受银行贷款集中度管理加压影响，全国房贷利率趋势性上移。根据克而瑞统计，

房贷利率第三季度继续上升，9月，全国首套房平均房贷利率 5.46%，较 2020 年底上涨 23BP，二套房贷款平均利率 5.83%，较 2020 年底上涨 29BP。10 月，监管层表态推动房贷供需关系回归正常，信贷环境有所回暖。根据贝壳研究院统计，10 月房贷利率年内首次环比下降，90 个主要城市主流首套房贷利率为 5.73%，二套利率为 5.99%，均较上月下调 1 个基点。

图 32：房地产投资—国内贷款&个人按揭贷款



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 33：金融机构个人住房贷款加权平均利率

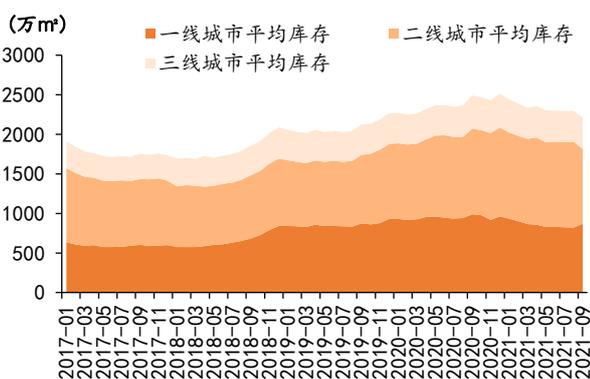


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.1.4. 房企加速周转推升重点城市库存

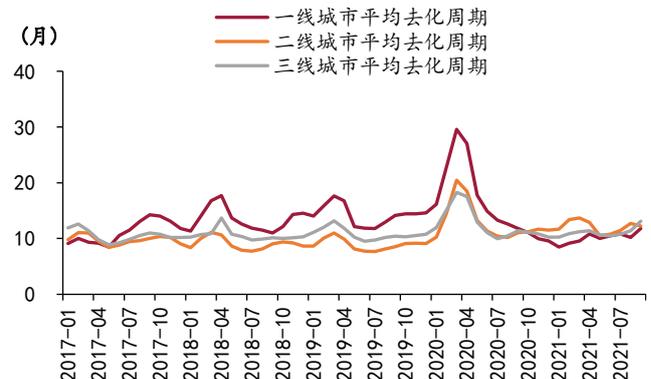
根据克而瑞 80 城商品住宅库存去化数据，一、三线城市商品住宅平均去化周期均从 7 月开始回升，9 月达到今年峰值，分别为 11.78 个月、13.1 个月；二线城市去化周期从 6 月开始回升，8 月达到下半年峰值，为 12.74 个月。一线城市平均库存 9 月显著回升，环比增速为 5.65%，去化压力逐渐显现。

图 34：克而瑞 80 城分能级商品住宅平均库存



资料来源：克而瑞，天风证券研究所

图 35：克而瑞 80 城分能级商品住宅平均去化周期



资料来源：克而瑞，天风证券研究所

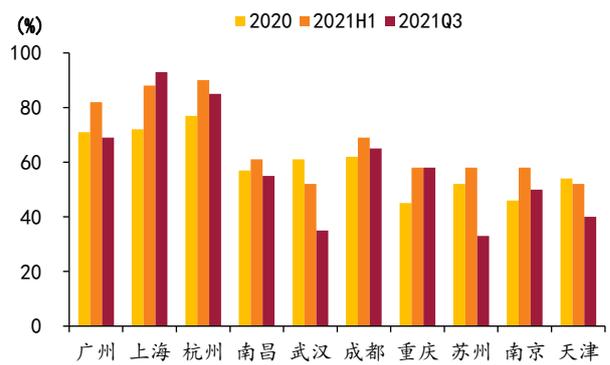
根据 CREIS 中指全国 14 个重点城市新开盘住宅项目数据，今年上半年去化表现整体上行，第二季度去化率上升至 70%，进入第三季度去化表现下行，降为 62%。分城市来看，相较上半年新开盘住宅项目去化率，除上海有所上升和重庆维持不变外，其他 8 城去化率都有所下降，武汉和苏州分别只有 35%和 33%。

图 36: 全国 14 个重点城市平均去化率



资料来源: 中指研究院, 天风证券研究所

图 37: 全国 10 个重点城市平均去化率

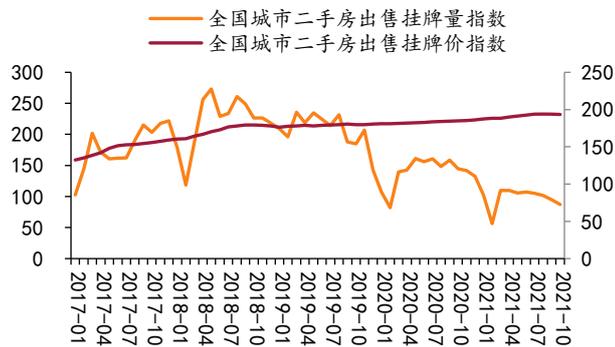


资料来源: 中指研究院, 天风证券研究所

2.1.5. 二手房市场率先出现拐点

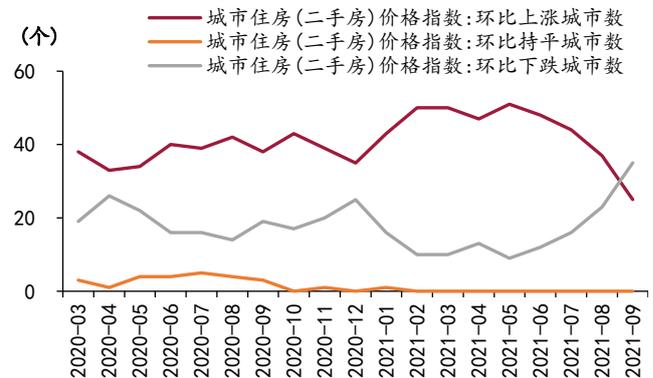
根据统计局 70 城二手住房价格指数, 环比上涨城市数自 5 月开始持续减少, 至 9 月仅剩 25 城。根据 Wind 二手房出售月度挂牌数据, 全国二手房出售挂牌量指数自今年 6 月开始下行。分能级来看, 一线城市更为敏感, 二手房出售挂牌量指数 6 月开始整体下行, 二线、三线、四线城市则从 7 月开始不断下降。相比之下, 二手房出售挂牌价指数变动相对滞后。

图 38: 全国二手房出售挂牌量指数&挂牌价指数



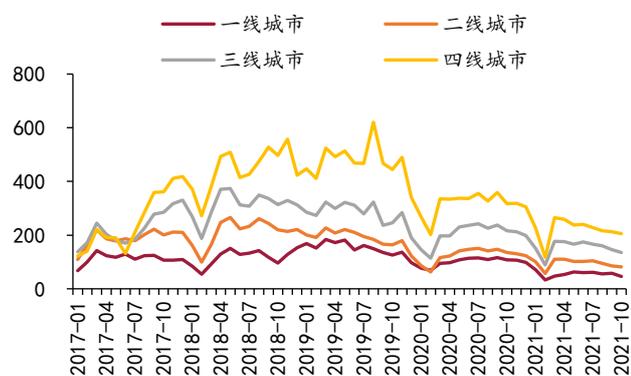
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 39: 70 城二手住房价格指数上涨/持平/下跌城市数



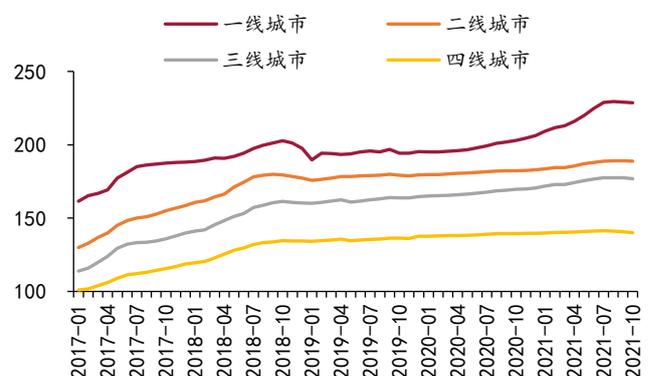
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 40: 分能级二手房出售挂牌量指数



资料来源: Wind, 天风证券研究所

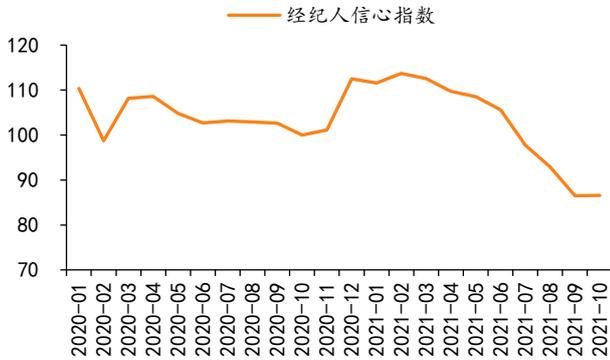
图 41: 分能级二手房出售挂牌价指数



资料来源: Wind, 天风证券研究所

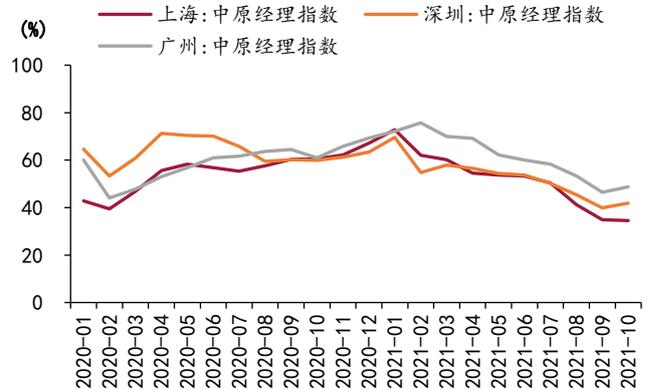
58 同城、安居客发布的报告显示，二手房经纪人信心指数今年 2 月份以来持续下降，10 月经纪人信心指数为 86.6，环比微涨 0.1%。相较而言，7-10 月经纪人信心指数均低于去年同期。根据 Wind 中原经理指数，上海、深圳和广州 3 城的中原地铺经理开年以来对二手房市场走势持续看跌，三地指数分别由 1 月的 72.81%、69.52%和 72.07%，下降到 10 月的 34.53%、41.93%和 48.67%。

图 42：经纪人信心指数



经纪人信心指数由 58 同城、安居客对经纪人进行调研分析得出
资料来源：58 同城，安居客，天风证券研究所

图 43：中原经理指数



中原经理指数由中原地产通过对各城市中原地铺经理的问卷调查计算得出
资料来源：Wind，天风证券研究所

2.1.6. 交付不确定性延缓需求入市

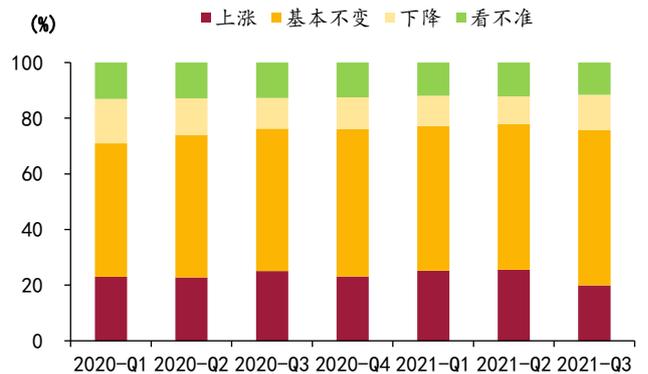
在需求自然回落、二手市场景气度引导之下，叠加信用事件对交房的担忧，新房购房者信心指数今年 3 月以来持续下行，9 月达到最低值 94.0。相较而言，7-10 月购房者信心指数均低于去年同期水平。此外，根据央行城镇储户问卷调查报告数据，在第三季度，居民预期下季房价上涨的比例下降到 19.9%。

图 44：购房者信心指数



购房者信心指数由 58 同城、安居客对购房者行为调研分析计算得出
资料来源：58 同城，安居客，天风证券研究所。

图 45：居民下季度房价预期



资料来源：中国人民银行，天风证券研究所

2.1.7. 房地产税试点扰动短期预期

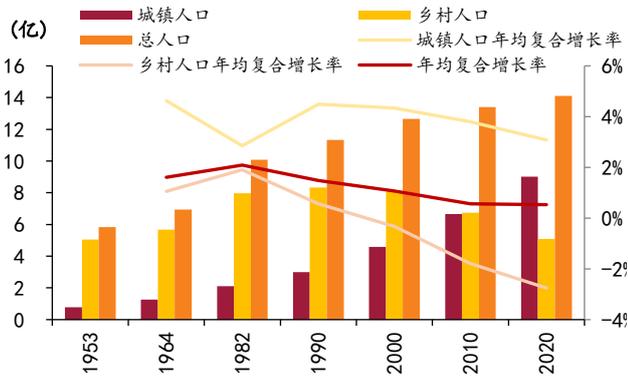
2021 年 10 月 23 日，第十三届全国人民代表大会常务委员会第三十一次会议作出《关于授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作的决定》，授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作。虽然尚未正式公布试点地区名单，但决定的颁布或对市场短期造成一定舆论冲击，短期或压制市场需求，尤其是对投资性购房需求的抑制。

2.2. 中长期需求中枢的支撑

2.2.1. 未来 10 年住宅需求中枢均值有望保持 12.8 亿平

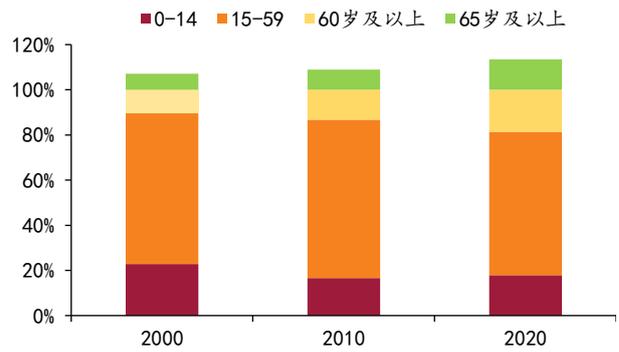
第七次人口普查引发地产长期需求的担忧。我国人口 10 年来继续保持低速增长态势，同时人口老龄化程度进一步加深，未来一段时期将持续面临人口长期均衡发展的压力。结合我们此前基于人口、城镇化率和住房改善对行业需求中枢的测算，未来 5 年新房住宅需求有望维持 13 亿平以上，未来 10 长期中枢均值有望回落至 12.8 亿平左右。

图 46: 历次人口普查数据情况



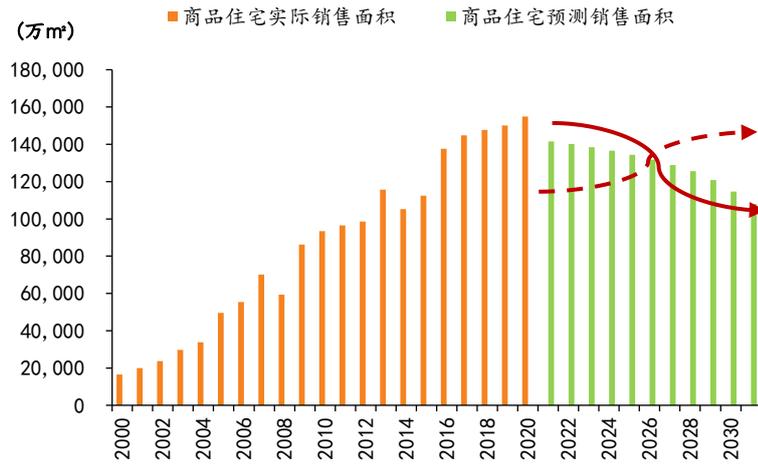
资料来源: 国家统计局, 天风证券研究所

图 47: 第七次人口普查年龄结构



资料来源: 国家统计局, 天风证券研究所

图 48：商品住宅销售面积预测



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

表 18：需求测算指标说明

关键参数	说明	关键参数	说明
出生率变化系数	1.01, 假定未来出生率缓慢回升	以重新开发形式进行更新比例	深圳十三五规划中提出的 40%
死亡率变化系数	1.03, 假定未来死亡率相对较快增长	存量更新改造率	1/住宅建筑更新周期 X 以重新开发形式进行更新比例
城市化率	联合国数据 2018 年值, Wind; 城市化率增长呈 S 型	货币化安置率	30%
地产存量	城市人口数 X 人均建筑面积	人均建筑面积	假定当期 35 m ² /人, <40 m ² /人时年增长 0.8 m ² /人, 40-45 m ² /人时年增长为 0.4 m ² /人, >45 m ² /人时年增长为 0.1 m ² /人
住宅建筑更新周期	假定 30 年为一轮拆除或更新整修周期	针对城市化率和人均建面的平滑调整	平滑突变点, 假定农民入城需求和城镇居民住房改善需求缓慢释放

资料来源：天风证券研究所

表 19：新房住宅中短期需求增量测算

参数		2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
城镇人口增加需求	人口总量 (亿人)	14.12	14.16	14.21	14.25	14.29	14.33	14.37	14.40	14.44	14.47	14.50	14.52
	城市化率	60%	61.0%	62.0%	63.0%	64.0%	65.0%	66.0%	67.0%	68.0%	68.5%	69.0%	69.5%
	平滑调整-城市化率	60%	61.0%	62.0%	62.9%	63.8%	64.7%	65.5%	66.3%	67.1%	67.8%	68.5%	69.1%
	城市人口数 (亿人)	8.47	8.64	8.80	8.96	9.12	9.27	9.41	9.55	9.68	9.81	9.93	10.04
	城市人口增量 (亿人)		0.17	0.16	0.16	0.15	0.15	0.14	0.14	0.13	0.13	0.12	0.11
	增量测算 (亿 m ²)		6.1	6.0	5.9	5.9	5.8	5.7	5.5	5.4	5.2	4.9	4.6
城市更新改造需求	地产存量 (亿 m ²)	296	309	322	334	347	359	370	382	392	403	413	422
	住宅建筑更新周期	30											
	以重新开发形式进行更新比例	40%											
	存量更新改造率 (%)	1.3%											
	货币化安置率	30%											
增量测算 (亿 m ²)		1.2	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4	1.5	1.5	1.6	1.6	1.7	
居住条件改善需求	人均建筑面积 (m ²)	35	35.8	36.6	37.4	38.2	39	39.8	40.6	41	41.4	41.8	42.2
	平滑调整-人均建面 (m ²)	35.0	35.8	36.6	37.3	38.0	38.7	39.3	40.0	40.5	41.1	41.6	42.0
	增量测算 (亿 m ²)		6.9	6.8	6.6	6.5	6.3	6.1	5.9	5.7	5.3	4.9	4.5
总增量测算 (亿 m ²)		15.5	14.1	14.0	13.9	13.7	13.4	13.2	12.9	12.6	12.1	11.5	10.8
总增量	同比增速	3.20%		-0.9%	-1.2%	-1.4%	-1.7%	-1.9%	-2.2%	-2.5%	-3.9%	-5.1%	-5.7%
	城镇人口增加需求占比		42.8%	42.9%	42.9%	43.0%	43.0%	42.9%	42.9%	42.8%	43.2%	43.1%	43.0%
	城市更新改造需求占比		8.4%	8.8%	9.3%	9.8%	10.3%	10.9%	11.5%	12.1%	13.0%	14.1%	15.3%

居住条件改善需求占比	48.9%	48.3%	47.8%	47.2%	46.7%	46.2%	45.6%	45.0%	43.8%	42.8%	41.8%
------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

2020 年数据为当年实际值。其中，斜体加粗数值，除城市化率为 2018 年实际值外，皆为假定值

资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2.2. 改善性需求的非线性释放和房价的估值压力预计引导行业周期阶梯状回落

值得注意的是，未来 10 年城镇化刚需和改善性需求的占比均在 40%以上，尤其是改善型需求受行业和信贷政策预期引导明显，且释放节奏不稳定，行业周期预计继续围绕需求中枢波动，或呈现阶梯回落走势。此外，从价的角度来看，根据 numbeo 统计，无论是与英法等发达国家，还是与俄罗斯等发展中国家相比，我国房价收入比指数水平偏高，为 29.02，表明我国房地产或存在阶段性估值过高的压力。

结合行业中长期的周期拐点，住房需求依然在很大程度上受短期政策引导，但是估值压力之下把逆周期调控的空间留给未来，引导行业总量平稳回归可能是政策希望达到的理想效果和稳健选择。

图 49：2021 世界各国房价收入比指数

Property Prices Index by Country 2021

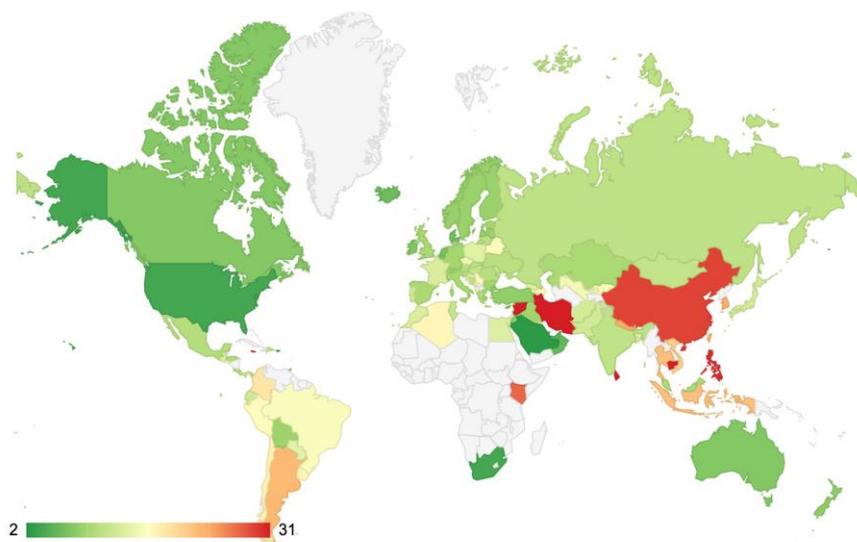
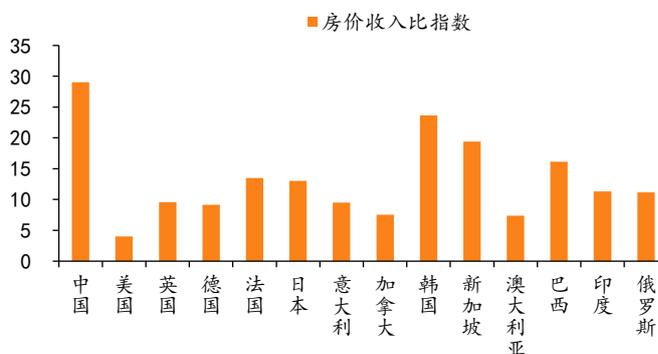


Chart: Price to Income Ratio

资料来源：numbeo，天风证券研究所

图 50：2021 部分国家房价收入比指数



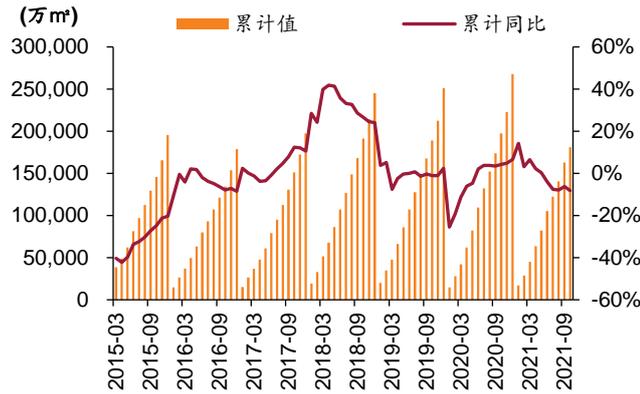
资料来源：Numbeo，天风证券研究所

3. 土地：集中供地急转弯的背后

3.1. 300 城土地：下半年供需走弱

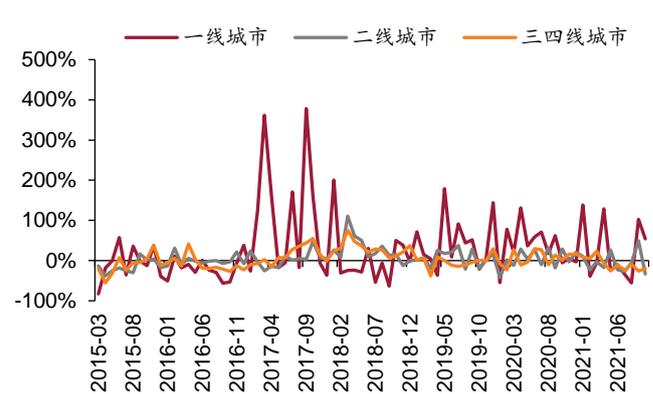
根据中指研究院 300 城土地交易数据，供应建筑面积累计同比增速今年以来呈持续下行态势，6 月转负，截至 10 月同比增速降为-8.21%。分能级来看，较去年同期，一线城市供应建筑面积呈扩张态势，而二、三四线城市则呈收缩态势。其中，受集中供地政策影响，一线城市供应主要集中在 1 月、4 月、9 月和 10 月；二线城市则集中在 1 月、5 月和 9 月；三四线城市今年 4 月以来持续少于去年同期。

图 51：300 城供应建筑面积累计值及同比



资料来源：中指研究院、天风证券研究所

图 52：300 城供应建筑面积分能级单月同比



资料来源：中指研究院、天风证券研究所

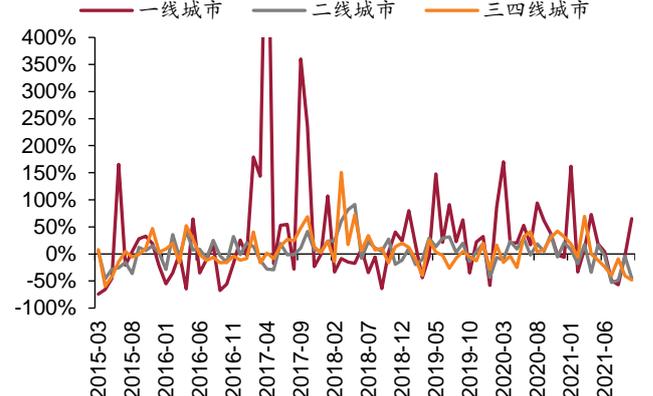
300 城成交建筑面积累计同比增速今年以来同样呈持续下行态势，7 月转负，截至 10 月同比增速降为-16.45%。分能级来看，虽同受集中供地政策影响，但需求节奏和放缓节奏有所分不同。较去年同期，一线城市累计成交量仍然保持增速前高后低的上升态势，二线城市则整体呈现同比增速降幅扩大态势，三四线城市同比增速则从 7 月转负，并持续扩大。

图 53：300 城成交建筑面积累计值及同比



资料来源：中指研究院、天风证券研究所

图 54：300 城成交建筑面积分能级单月同比

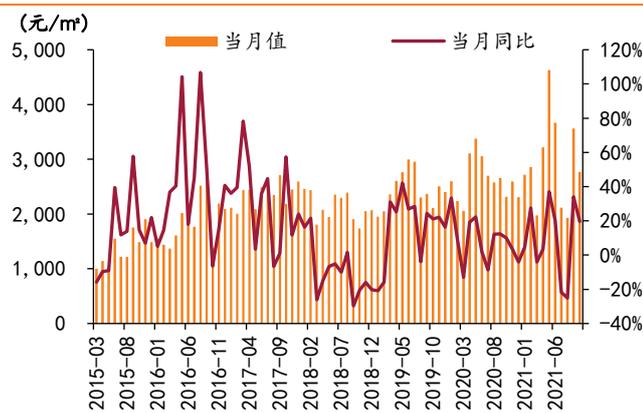


资料来源：中指研究院、天风证券研究所

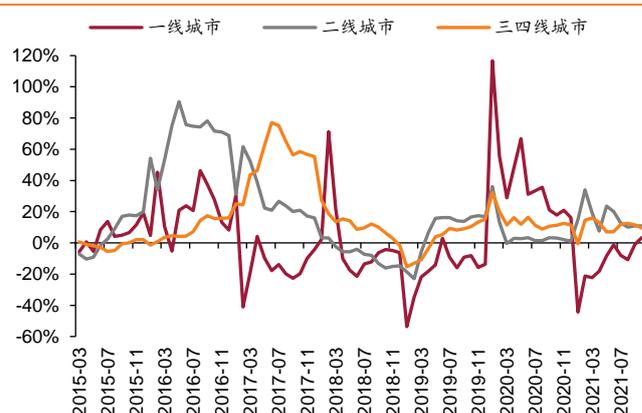
价的角度，300 城成交楼面均价月度波动较大，在第一、二轮集中供地期间，楼面均价均高于去年同期水平。

图 55：300 城成交楼面均价当月值及同比

图 56：300 城成交楼面均价分能级累计同比



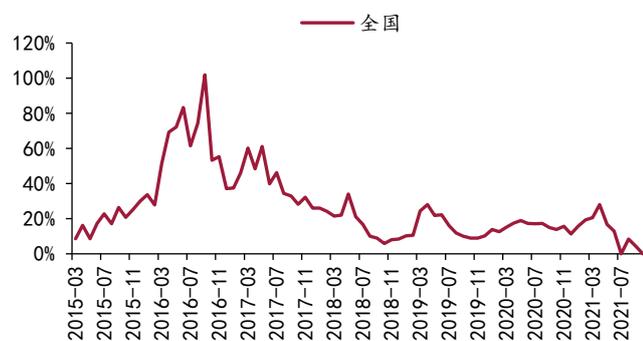
资料来源：中指研究院，天风证券研究所



资料来源：中指研究院，天风证券研究所

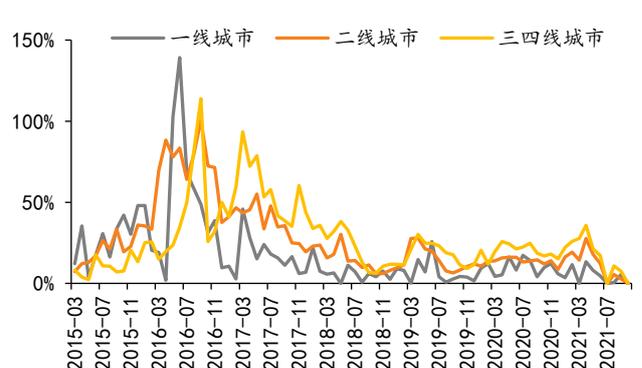
成交溢价率今年以来整体呈逐月下滑趋势，极大值点位于第一、二次集中供地期间。分能级来看，一线城市反应最为激烈，二线城市相对缓和。

图 57：300 城成交溢价率



资料来源：中指研究院，天风证券研究所

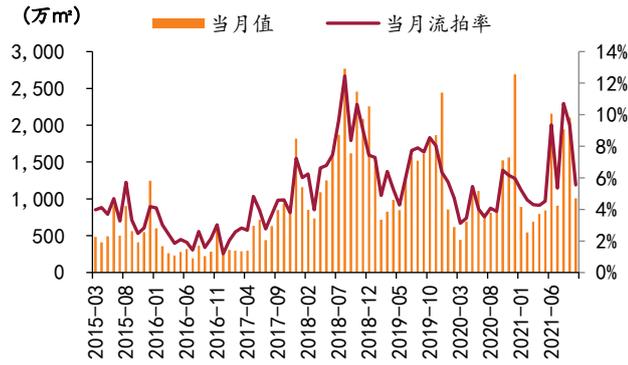
图 58：300 城分能级成交溢价率



资料来源：中指研究院，天风证券研究所

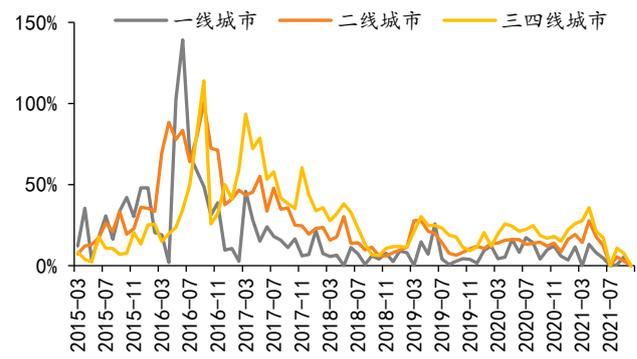
300 城建筑面积流拍情况来看，第二次集中供地流拍量大幅增加，8、9 月份达到流拍率峰值，分别为 10.72%和 9.36%。分能级来看，一线城市在两次集中供地期间流拍率更高，3 月与 9 月的流拍率分别为 16.85%和 26.48%；二线城市流拍率 8 月达到峰值，为 11.40%；三四线城市 6、8、9 月流拍率较高，分别为 11.56%、10.51%和 11.01%。

图 59：300 城流拍建筑面积当月值及流拍率



资料来源：中指研究院，天风证券研究所

图 60：300 城分能级建筑面积流拍率



资料来源：中指研究院，天风证券研究所

3.2. 二次集中供地规则的转变：严控溢价率

20 个重点城市已陆续完成二轮土拍，对比第一轮土拍规则，二轮供地规则的变化主要体现在：降低地块溢价率、禁马甲拿地和注重建筑品质等。在地块溢价率方面，明确设置上限的城市由首批的 6 个增加到 19 个，其中 18 个城市对于住宅类用地的上限溢价率都控制在 15% 以内（包括 15%）。

表 20：第二批集中供地规则对比

城市	竞配建		竞自持		竞品质		竞政府产权		摇号/抽签		一次性报价		70/90限制		禁马甲		限房价		限地价		溢价率		
	首批	二批	首批	二批	首批	二批	首批	二批	首批	二批	首批	二批	首批	二批	首批	二批	首批	二批	首批	二批	首批	二批	
北京	√	√		√	√	√	√	√		√		√				√	√	√	√	√	√	20%	15%
上海											√	√		√		√	√	√	√	√	√	10%	10%
广州	√		√	√					√	√						-	√	√	√				15%
深圳	√			√						√						√	√	√	√	√	√	45%	15%
天津			√				√			√						-	-	√	√	√			15%
重庆				√			√									√	-	-	-	√			15%
杭州	√		√	√		√										√	√	√	√	√	√	20%	20%
南京									√	√						√	√	√	√	√	√	30%	15%
武汉				√			√									√	√	√	√	√			15%
沈阳							√	√								√	-	-	√	√	√		15%
成都			√	√			√									√	√	√	√	√	√		10%
青岛			√	√			√									√	-	-	√	√			15%
宁波	√		√							√						√	√	-	√	√	√	30%	15%
苏州											√	√				√	√	√	√	√	√		15%
长沙			√	√					√	√						√	√	√	√	√	√		15%
济南	√								√	√						√	√	-	√	√	√		15%
厦门	√	√		√													√	√	√	√	√		-
长春	√						√									√	-	√	√	√	√		-
郑州	√		√						√		√					√	√	√	√	√	√		-
合肥							√	√		√	√					√	√	√	√	√	√		15%
福州	√		√						√	√						√	√	√	√	√	√		15%
无锡	√								√										√	√	√		3%
汇总	11	↓2	9	↑10	1	↑7	6	↓1	8	↑10	3	→3	0	↑1	3	↑17	15	↓14	20	↑22	45%	↓20%	

资料来源：中指研究院，天风证券研究所

3.3. 成交：量价齐落

截至 10 月 21 日，供应端：22 个重点城市二轮集中供地总供应建面达到 1.42 亿平方米，相比首轮增加 12%。受近期融资收紧政策和土地市场降温的影响，二轮土拍土地成交量较一轮明显下降，22 个重点城市二轮集中供地总成交建面 0.72 亿平方米，相比首轮总成交 1.06 亿平方米减少 32%。

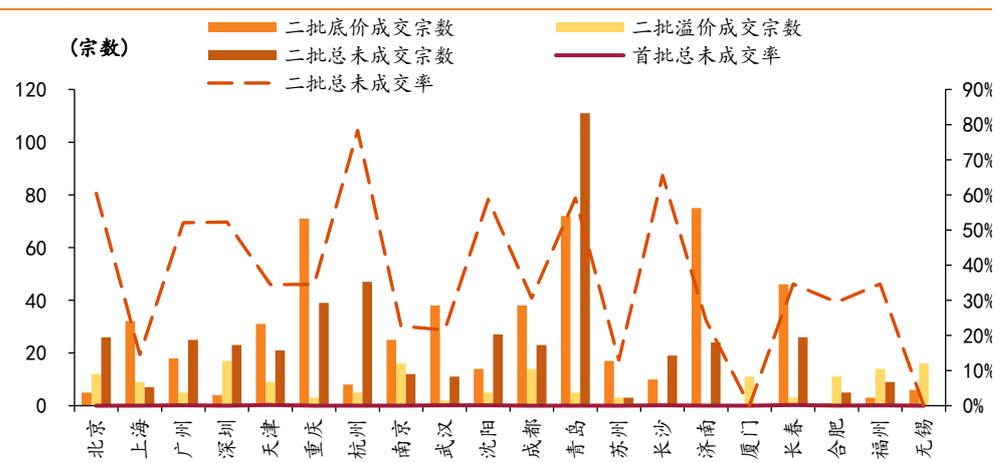
表 21：首批二批集中供地“供应”和“成交”数据

城市	供应						成交					
	数量 (宗)			建筑面积 (万㎡)			数量 (宗)			建筑面积 (万㎡)		
	首批	二批	-/+	首批	二批	-/+	首批	二批	-/+	首批	二批	-/+
北京	30	43	↑13	345	496	44%	30	17	↓-13	345	162	-53%
上海	56	48	↓-8	590	508	-14%	55	41	↓-14	586	408	-30%
广州	48	48	→0	928	879	-5%	42	23	↓-19	799	415	-48%
深圳	6	44	↑38	91	563	518%	6	21	↑15	91	263	89%
天津	58	61	↑3	723	606	-16%	45	40	↓-5	542	415	-23%
重庆	119	113	↓-6	1309	1421	9%	119	74	↓-45	1309	717	-45%
杭州	57	60	↑3	757	922	22%	56	13	↓-43	748	170	-77%
南京	52	53	↑1	735	512	-30%	51	41	↓-10	716	356	-50%
武汉	60	51	↓-9	1103	863	-22%	55	40	↓-15	1000	577	-42%
沈阳	25	46	↑21	441	755	71%	22	19	↓-3	366	259	-29%
成都	40	75	↑35	469	759	62%	40	52	↑12	469	490	4%
青岛	63	188	↑125	321	1483	362%	61	77	↑16	319	600	88%
宁波	29	0	↓-29	303	447	48%	-	-	-	-	-	-
苏州	32	23	↓-9	465	270	-42%	32	20	↓-12	465	232	-50%
长沙	36	29	↓-7	911	714	-22%	33	10	↓-23	791	209	-74%
济南	114	99	↓-15	785	675	-14%	108	75	↓-33	710	458	-35%
厦门	5	11	↑6	53	142	167%	5	11	↑6	53	142	67%
长春	53	75	↑22	919	1294	41%	40	49	↑9	633	780	23%
郑州	48	0	↓-48	739	175	-76%	-	-	-	-	-	-
合肥	18	17	↓-1	295	298	1%	17	12	↓-5	281	226	-20%
福州	33	26	↓-7	189	203	7%	29	17	↓-12	176	94	-47%
无锡	16	22	↑6	170	222	30%	16	22	↑6	170	220	29%
汇总	998	1132	↑134	12641	14205	12%	862	674	↓-188	10568	7192	-32%

资料来源：中指研究院，天风证券研究所

此次土拍流拍率大幅提升，二轮平均实际流拍率 36%，较首轮 6%直接提升 30 个 pct。其中，北京、广州、深圳、杭州、长沙等城市实际流拍率均高于 50%，供地完成量被大幅压缩。从成交建面来看，二轮土拍中成交较良好的城市则为首轮供地量较少的深圳、厦门和青岛，二轮相对于首轮成交建面的增长均超过 80%。

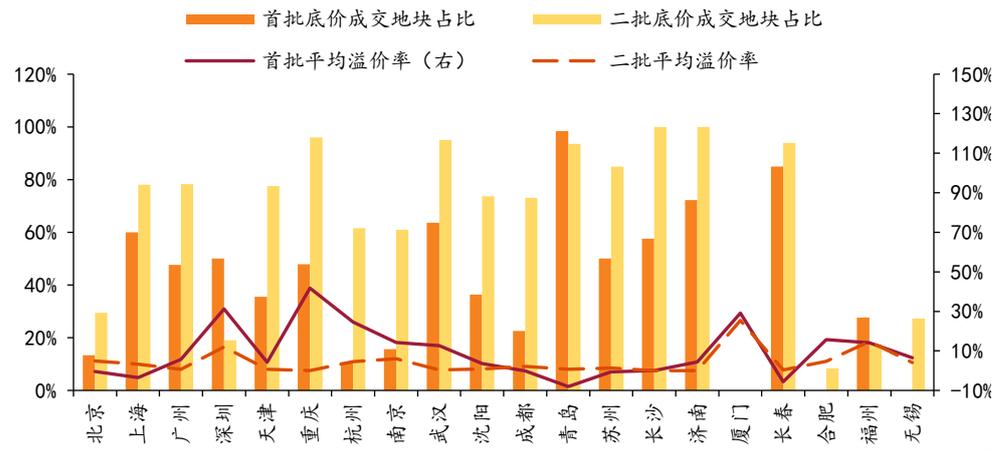
图 61：20 城二批集中供地交易情况和首批二批总未成交率变化



资料来源：中指研究院，天风证券研究所

受二轮供地规则调整的影响，22 城平均溢价率下降明显，由首轮的 15%降至 4%。其中，重庆、武汉、长沙、济南、长春 5 城地块平均溢价率为 0%，深圳、重庆、杭州溢价率均减少 20pct 以上，底价成交地块占比明显提高。

图 62：20 城首批二批集中供地底价成交占比和溢价率

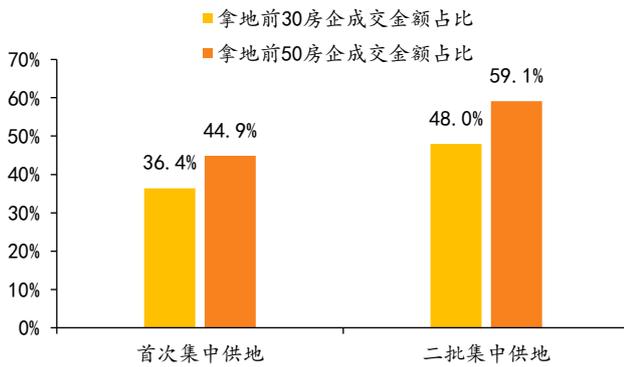


资料来源：中指研究院，天风证券研究所

3.4. 拿地主体：头部和央企比重增加

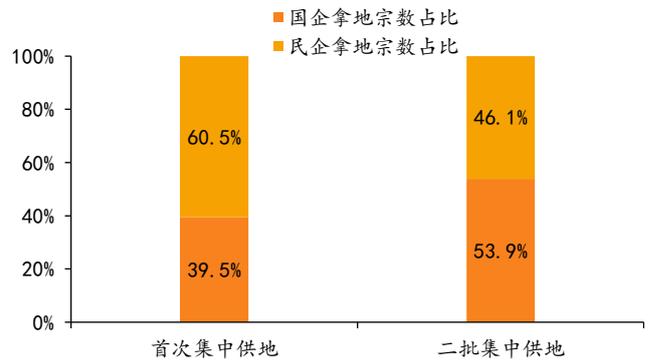
从行业集中度看，头部房企拿地金额占比明显增加，行业集中度上升的趋势延续，二轮土拍前 30 房企成交金额占比 48.05%，较首轮 36.40%增加 11.65pct；二轮土拍前 50 房企成交金额占比 59.13%，较首轮 44.87%增加 14.26pct。

图 63：前两批土拍 TOP30、50 房企成交金额占比



资料来源：中指研究院，天风证券研究所

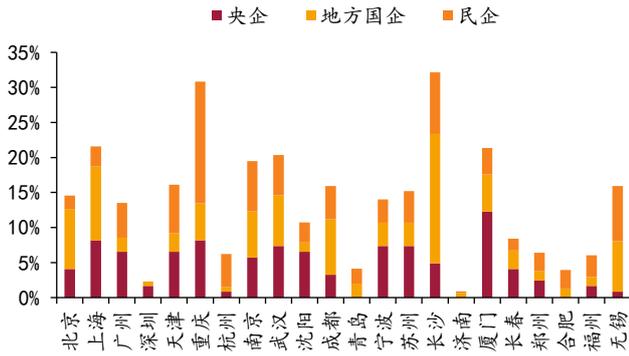
图 64：二批集中供应拿地企业属性



资料来源：中指研究院，天风证券研究所

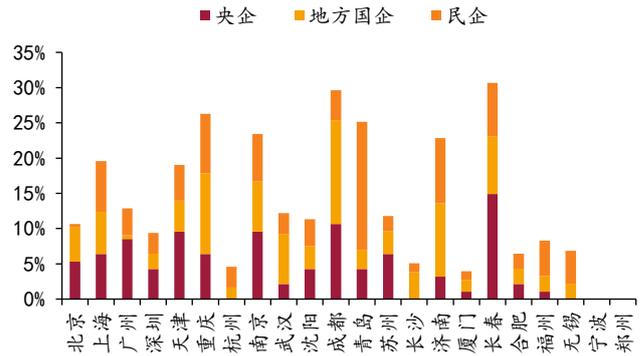
从企业性质来看，此次土拍民营房企参与积极性降低，地方国企和央企凭借融资成本优势表现更为积极。

图 65：首批集中供应拿地企业属性



资料来源：中指研究院，天风证券研究所

图 66：二批集中供应拿地企业属性



资料来源：中指研究院，天风证券研究所

3.5. 土地景气度急转弯的背后

政策端加大房企开发资质与资金来源审查，行业资金面承压为主要原因。考虑到近期房地产行业风险事件频发，房企信用评级频繁下调影响到整体购房者信心，房屋按时交付的不确定性加大，房屋销售市场观望气氛浓厚。同时，受制于银行房地产类贷款集中度管控，房企项目融资及按揭回款受到制约。

表 22：第二批集中供地“部分城市”对房地产开发资质与资金来源的规定

城市	房地产开发资质	资金来源
天津	提交自身有效的《房地产开发企业资质证书》或有效证明	股东不得违规对其提供借款、转贷、担保或其他相关融资便利等
杭州	出让的住宅及商住用地仅限具有房地产开发资质的企业参与，申请竞买人报名时须同步上传房地产开发企业资质证书。	股东不得违规对其提供借款、转贷、担保或其他相关融资便利等
成都	具有房地产开发资质，联合竞买各方均须具有房地产开发资质。	须为合规自有资金。须提供资金来源承诺书和保证金资金来源情况的审查报告。不符合要求的，取消竞得资格并解除土地出让合同，且一年内不得参与本市土地招拍挂活动
沈阳	参与城市商品住宅用地竞买的企业须具有房地产开发资质。	竞买人缴纳的购地资金来源均为自有资金，其股东不得违规对其提供借款、转贷、担保或其他相关融资便利等
青岛	具有房地产开发资质的企业	股东不得违规对其提供借款、转贷、担保和其他相关融资便利等，购地资金不得直接或间接使用金融机构各类融资资金，购地资金不得使用房地产产业链上下游关联企业借贷或预付款，购地资金不得使用其他自然人、法人、非法人组织的借款，购地资金不得使用参与竞买企业控制的非房地产企业融资等。提交《资金承诺书》说明购地资金来源。由会计师事务所出具的购地资金来源的审计报告，开展购地资金审查。不符合要求的三年之内不能参加土地竞买
东莞	具备房地产开发资质，联合竞买的，具备资质的房地产开发商企业出资比例不得低于 50%	竞买人缴纳的购地资金来源均为自有资金，其股东不得违规对其提供借款、转贷、担保或其他相关融资便利等
南京	竞买人须具备上述房地产开发资质要求	竞买人的购地资金须为竞买人自有资金，并提供 3A 级及以上会计师事务所及注册会计师事务所鉴证的《住房和商住用地竞买保证金/成交价来源情况申报表》和审计报告，通过相关审查后方可报名。竞买人股东不得违规对其提供借款、转贷、担保或其他相关融资便利等。购地资金不得直接或间接使用金融机构各类融资资金；不得使用房地产产业链上下游关联企业借款或预付款；不得使用其他自然人、法人、非法人组织的借款；不得使用参与竞买企业控制的非房地产企业融资等
宁波	竞买人应当具有房地产开发资质，参与竞买保障性租赁住房用地的除外。联合竞买各方均应具有房地产开发资质。禁止“严重失信人”单位参加竞买。禁止在本市范围内被认定为企业原因闲置土地且尚未处置到位的企业及其控股股东参加竞买；禁止因非政府原因仍欠缴土地出让价款的企业及其控股股东参加竞买	竞买人的购地资金来源应符合我国法律法规政策规定。竞买企业股东不得违规对其提供借款、转贷、担保或其他相关融资便利等。购地资金不得直接或间接使用金融机构各类融资资金，购地资金不得使用房地产产业链上下游关联企业借款或预付款，购地资金不得使用其他自然人、法人、非法人组织的借款，购地资金不得使用参与竞买企业控制的非房地产企业融资等

深圳	<p>竞买申请人须具有房地产开发资质。联合竞买的，联合各方均应具有房地产开发资质。同一企业及其控股的各个公司，不得参加同一宗地的竞买，参与竞买企业应提交相关证明材料及承诺函，同一企业及其控股的各个公司，参与本批次用地竞买最多可竞得3宗用地(含联合竞买)</p> <p>须为合规自有资金。竞买人需承诺购地资金来源不属于股东违规提供的借款、转贷、担保或其他相关融资便利等，不属于金融机构各类融资资金，不属于房地产产业链上下游关联企业借款或预付款，不属于其他自然人、法人、非法人组织的借款，不属于竞买企业控制的非房地产企业融资等</p>
----	---

资料来源：各地市规划和自然资源局，天风证券研究所

在土地供应持续流拍的趋势下，地方财政压力显现，包括近期频出的行业风险事件，一定程度上也会促使地方政府在土拍政策方面进行调整，土地成本端或将迎来边际上的松动。后续土地集中供应利润率将得到修复，但考虑到缩表周期对杠杆率的抑制以及集中供地对快周转模式的扰动，未来 ROE 支撑或主要取决于行业利润率的修复。

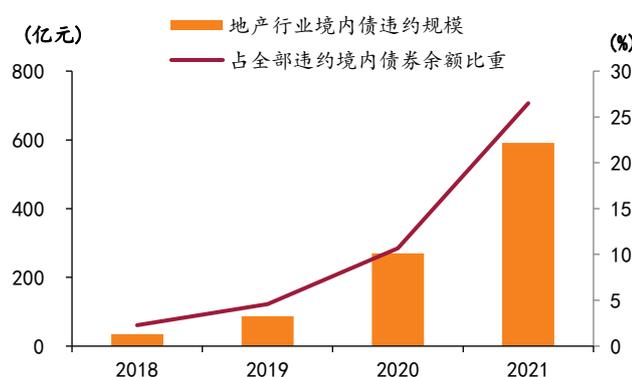
4. 企业：信用危机的破与出清周期的立

传统开发销售的三高模式（高杠杆、高负债、高周转）在多轮上行周期中强化了房企顺周期扩张的一致预期，加剧了周期波动的同时也隐藏了种种不规范的经营风险。此前被周期隐藏的风险在 2021 年集中暴露，我们认为这一轮信用风险的本质原因还是房企种种不规范的经营模式在一系列规范化的监管整顿中显现，并且被下行周期进一步放大。我们认为只有行业发生结构性变革，周期才不会简单重复。只有破除激进的粗放模式，才能确立平稳健康的发展观。未来短期地产政策很可能在不出系统性风险的底线思维之上保持比较强的定力，维持稳健的良性出清节奏，行业风险考验民营房企的自救能力和市场内生的消化能力。

4.1. 危机：行业信用正在经历至暗时刻

2019 年以来，地产行业债券违约频发，境内、境外债券违约规模及行业违约比重显著提升。年初至今（数据截至本年 11 月 1 日），境内、境外债券违约规模分别达到 591 亿元、457 亿元。且 2020 年以来债券融资规模维持净流出，2020、2021 合计资金缺口达 1.9 万亿元；2022 年-2025 年，行业境内、境外债券到期偿还规模余额合计金额预计超过 2.2 万亿元、2.0 万亿元、1.7 万亿元、2.3 万亿元，行业中短期面临较大的债务压力。

图 67：地产行业境内债券违约情况



数据截至 2021 年 11 月 1 日

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 68：地产行业中资离岸债违约情况



数据截至 2021 年 11 月 1 日

资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

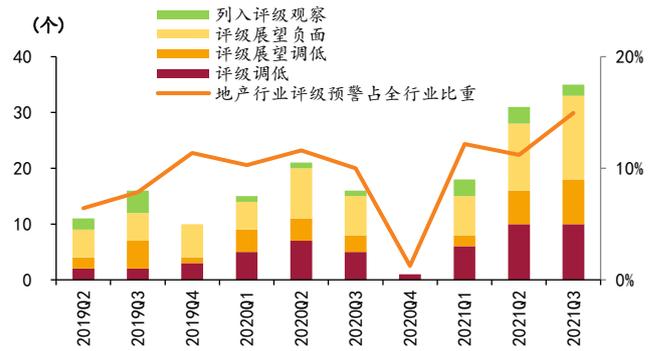
图 69：房地产行业债券发行与应偿规模



数据截至 2021 年 11 月 10 日

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 70：房地产行业债券评级预警



数据截至 2021 年 11 月 10 日

资料来源：Wind，天风证券研究所

从债券指数、商票利率和境外债到期收益率数据可以感知市场风险偏好的收缩。2021 年 11 月 11 日，中证地产债收盘价、Markit iBoxx 亚洲中资美元房地产债收盘价较年中高点分别下降 5.3%、32.7%。商票方面，部分房企商票贴现率高达 36%，行业境外债到期收益率最高达到 3716.46%。

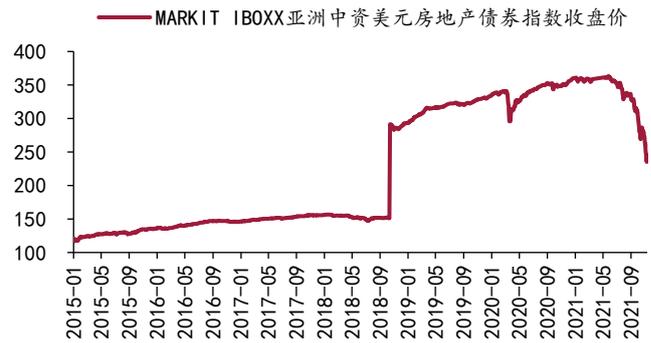
图 71：中证地产债指数走势



数据截至 2021 年 11 月 11 日

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 72：Markit iBoxx 亚洲中资美元房地产债券指数走势



数据截至 2021 年 11 月 11 日

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 23：部分房企商票贴现率

商票承兑主体	最低价	最高价	较前日涨跌
****	36.0%	-	→
****	36.0%	-	→
*****	36.0%	-	→
****	36.0%	-	↑
****	36.0%	-	→
****	36.0%	-	→
*****	36.0%	-	↑
***	36.0%	-	→
****	36.0%	-	↑
****	35.0%	-	↓
****	28.5%	36.0%	↑
****	27.5%	34.0%	↑
****	22.0%	31.0%	↓

****	21.0%	24.5%	↑
****	20.2%	24.0%	↑
****	12.8%	14.2%	↑
****	10.4%	14.5%	↓
****	9.5%	18.0%	→
****	9.0%	11.8%	→
****	9.0%	11.5%	→
****	4.4%	5.3%	↓

数据取自 2021 年 11 月 11 日

资料来源：票宜贴，天风证券研究所

表 24：部分房企境外债到期收益率（按到期收益率由高到低排序）

发行人	剩余期限	债券余额（亿美元）	最新收益率	近一月价格波动	近三月价格波动	近六月价格波动
****	73D	2.42	3716.46%	-4.98%	-72.53%	-86.28%
****	100D	1.1	2350.54%	-55.55%	-85.58%	-86.48%
***	60D	2	1786.62%	-30.60%	-71.19%	-73.76%
****	4D	1.731	1718.07%	-2.32%	-2.32%	-2.88%
****	59D	3	1641.48%	0.20%	-2.61%	-33.62%
****	106D	2	962.73%	-6.45%	-67.27%	-75.86%
*****	6D	1.9	852.84%	0.87%	-1.93%	-2.27%
****	131D	20.25	650.89%	7.22%	-26.81%	-67.56%
****	67D	3	579.07%	-8.69%	-10.27%	-39.68%
****	72D	4.99	573.70%	-15.54%	-52.72%	-54.28%
*****	156D	2.985	569.33%	9.60%	-52.59%	-68.49%
****	147D	3.5	537.25%	-5.92%	-4.96%	-
*****	148D	5.5	534.89%	-9.61%	-66.22%	-70.87%
****	122D	1.2551	501.18%	-18.97%	-52.62%	-55.24%
****	92D	3.48	491.49%	-14.21%	-47.11%	-50.37%
****	74D+N	1.98	365.78%	-34.35%	-42.97%	-43.87%
****	109D	4.664	352.85%	-5.62%	-51.08%	-52.35%
****	208D	1.5	312.46%	-41.33%	-53.68%	-
****	10D	2	253.46%	-	-	-

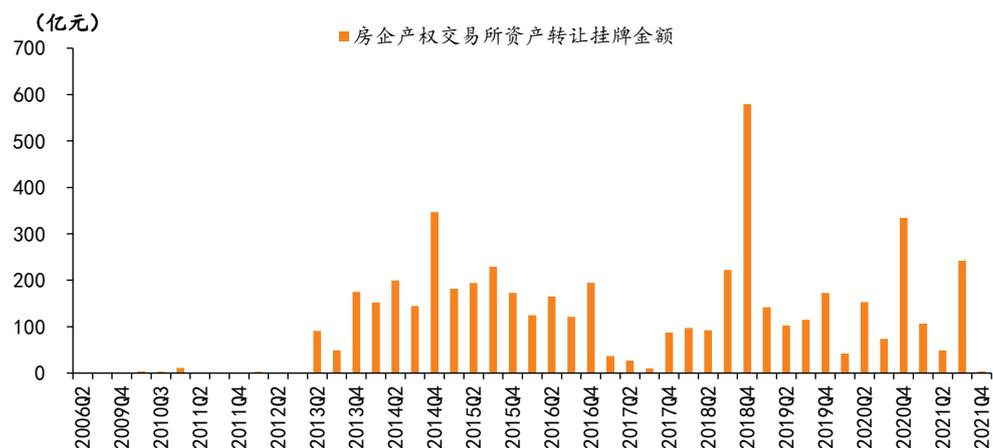
数据取自 2021 年 11 月 12 日

资料来源：DM 查债通，天风证券研究所

4.2. 自救：资产转让和并购转型加速出清

流动性难题之下，房企加大地产资产出让与多元化资产购入力度，地产转型步伐加速。房企在各地产权交易所挂牌转让股权的金额、上市房企资产售出的金额提升，上市房企并购非主业领域资产的额度及占比阶段性提升。2021Q3，房企产权交易所单季度挂牌金额达到 242 亿元，位于历史同期最高；2020Q4，上市房企资产售出金额达到 344 亿元，同比+105%；此外，2016 年以来，上市房企非地产并购规模增幅长期保持高位，于 2019Q4 来到历史高点 2765 亿元。

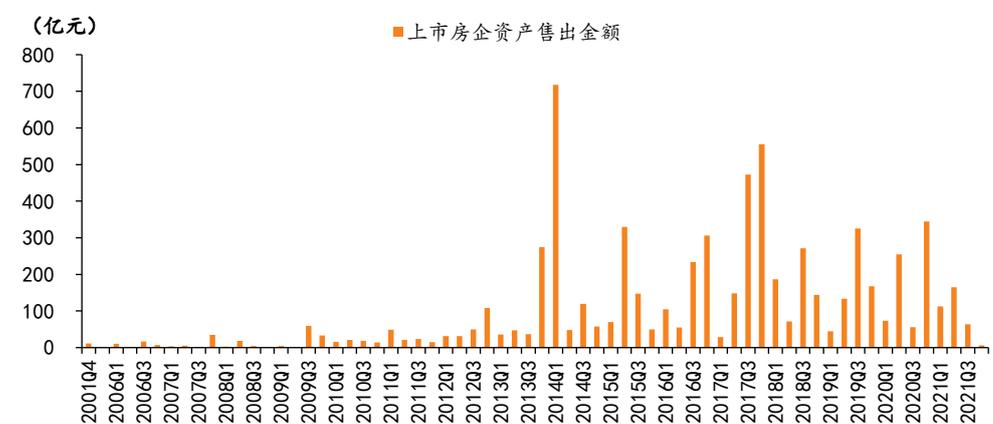
图 73：房企产权交易所资产转让挂牌金额



数据截止至 2021 年 11 月 4 日

资料来源：Wind，天风证券研究所

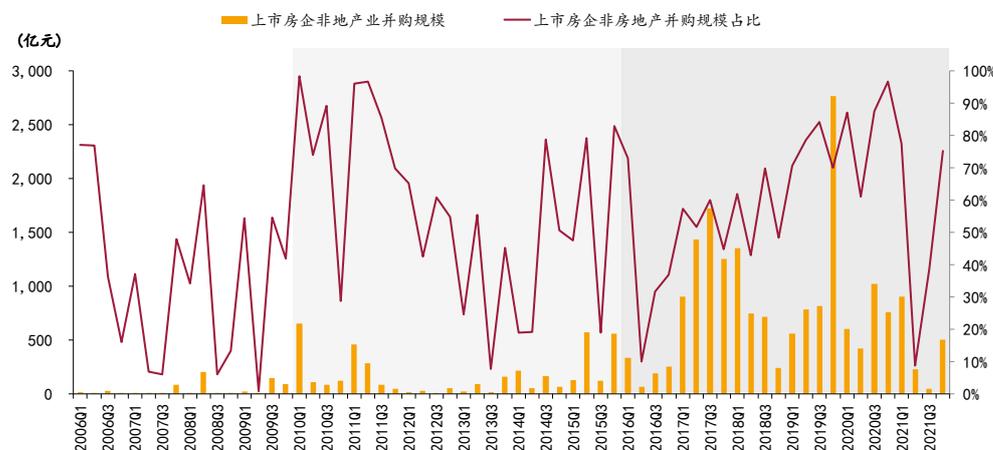
图 74：上市房企资产售出金额



数据截止至 2021 年 11 月 4 日

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 75：上市房企买入非房地产行业资产情况

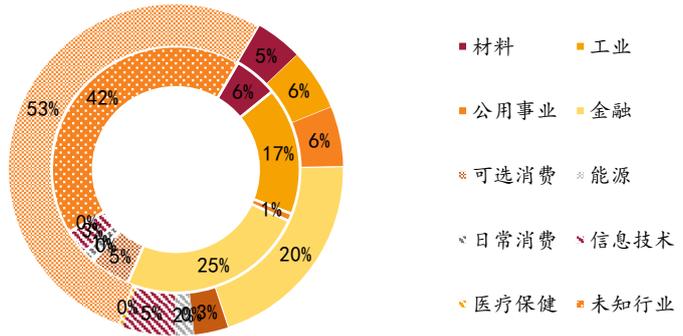


数据截止至 2021 年 11 月 4 日

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 76：上市房企非房地产行业并购所属行业分布

内环：2010-2015 年房企并购行业分布
外环：2016-今房企并购行业分布



数据截止至 2021 年 11 月 5 日；部分并购标的的所属行业未知

资料来源：Wind，天风证券研究所

4.3. 对比：行业内生压力主导的信用危机

通过对 2018 年以来的房企重大违约事件复盘，我们发现房企违约的原因并不单一，既有其内生的经营问题，也有政策收紧和疫情冲击导致的外部压力。从内部原因看，违约房企主业造血能力普遍较弱，对杠杆和现金流的把控水平较差；部分公司多元化步伐激进拖累地产业务发展。与历次危机相比，本轮危机不同点在于地产主业经营节奏问题即可导致严重的资金链问题，而且资产规模大的、全国型布局的、多元化激进的规模房企同样会爆发流动性危机，且难以借助新一轮上行周期脱身。

表 25：代表性房企违约原因概览

企业名称	违约时间	违约额 (亿元)	内部原因				外部原因		总资产 (亿元)	总营收 (亿元)	违约前最近一期年报	
			地产经营不善	多元化不清晰	高周转模式	偿债弱杠杆高	政策收紧	疫情影响			分区域营收占比	分业务营收占比
****	2018 年 10 月	24.9	✓	✓		✓	✓	452	10	山东 63%，海南 10%，安徽-34%，北京-110%	房地产业-34%，旅游 99%，贸易 28%，物业服务 7%	
****	2018 年 10 月	24.2			✓	✓	✓	209	39	北京 75%，重庆 23%，大连 1%	地产开发 75%，医疗 23%，物业管理及其他 2%	
****	2019 年 2 月	47.9		✓	✓	✓	✓	436	70	-	-	
****	2020 年 6 月	8	✓			✓	✓	202	21	-	地产销售 87%，水电物业 10%	
****	2020 年 7 月	89.2	✓			✓	✓	2243	236	北京 48%，福建 38%，华东 11%，广深地区 7%	房地产业 95%，服务行业 4%	
****	2020 年 9 月	6.6		✓		✓	✓	512	36	-	-	
****	2020 年 11 月	25	✓	✓	✓		✓	914	427	-	工程实施 53%，批发贸易 26%，地产开发 20%	
****	2021 年 2 月	81	✓			✓	✓	4888	1012	环北京区域 51%，环杭州 18%，环郑州 6%，环南京 5%，环武汉 5%，环合肥 5%，外埠及其他 9%	地产开发 59%，产业发展服务 24%，土地整理 6%，基础设施建设 6%，其他 4%	
****	2021 年 3 月	4.9	✓			✓	✓	791	56	-	地产销售 84%，租赁 5%，其他 6%	
****	2021 年 8 月	160	✓	✓	✓	✓	✓	2583	430	成都 45%，华东 34%，重庆 13%，华北 7%，华中地区 7%，华南地区 5%	地产开发 93%，现代服务业 5%，药品销售 2%	

上述原因判断标准：①地产经营不善——判断地产业务营业收入额度，比较地产业务毛利与行业平均情况；②多元化不清晰——判断多元业务营收额度及多元业务毛利水平高低；③高周转商业模式——比较公司总资产周转率与存货周转率与行业平均水平；④偿债弱，杠杆高——比较公司资产负债率、财务费用率、现金流水平与行业平均情况；⑤治理结构混乱——根据公司违约前后是否存在司法纠纷/股权纠纷/过度集权等；⑥政策收紧——判断公司在 2018 年资管新规颁布后开始出现违约；⑦疫情影响——判断公司是否在疫情开始后出现违约。

总资产数据加粗表明公司总资产少于 500 亿元，分区域营收占比加粗表明公司开发业务在某个地区（或及相邻地区）比重超过 50%；分业务营收占比加粗表明公司某项或某几项非地产业务比重超过 20%，即公司多元化步伐较快。

资料来源：Wind，天风证券研究所

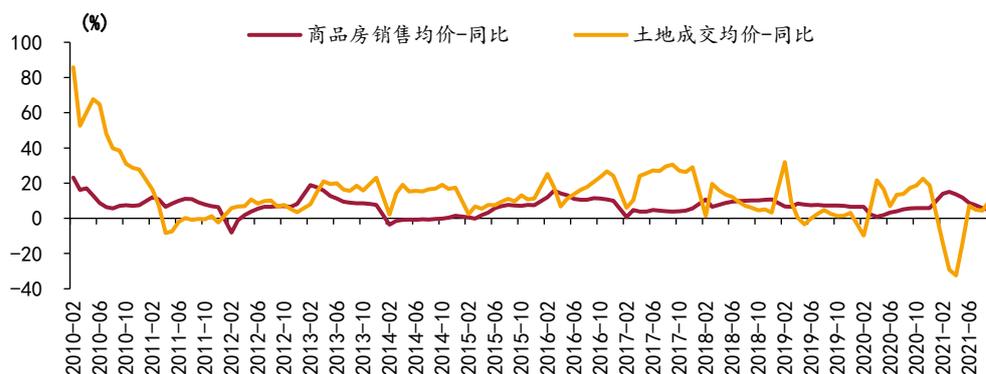
4.4. 原因：政策周期拐点暴露供给侧问题

4.4.1. 地价高企与行业内卷加速利润率下行

市场充分竞争加速地价上涨的成本压力，叠加限价时代房价的刚性约束，行业微利时代中高杠杆模式更加脆弱。2015年以来，土地价格持续位于高位，楼面价迅速攀升，地价高企压低房企盈利空间。与热度高涨的土地市场相比；2018年后住宅价格同比增幅不断下降，土地价格与住宅价格走势相对背离，不断挤压行业利润空间。

地价同比波动总体大于比房价波动。2013-2018年，地价同比增幅长期高于房价增长率，压低房企盈利空间。2020年以来，土地成交均价同比增幅高位达到+22.5%（2020年11月），同期商品房销售均价同比+5.8%；土地成交均价同比增幅低位为-32.4%（2021年4月），同期商品房销售同比13.6%。

图 77：商品房销售均价与土地成交均价相对走势

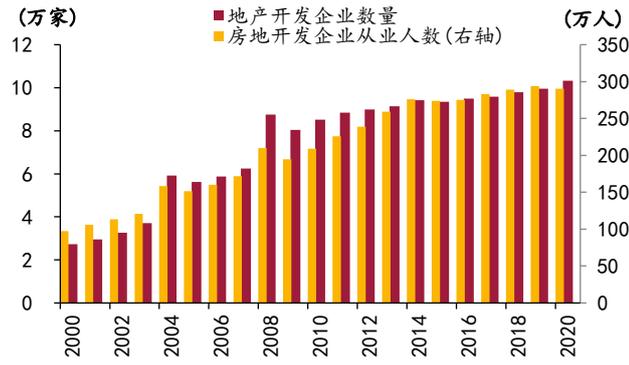


资料来源：Wind，天风证券研究所

行业产能快速扩张，回报率边际递减拐点已经显现。近年来地产开发行业企业数量、企业平均值资产/负债/所有者权益规模增幅收窄逐渐登顶，同比增幅于2019-2020年来到近10年历史低点；人均创收（营业利润）于2019逐渐下行，由高点64万元/人/年来到48万元/人/年。

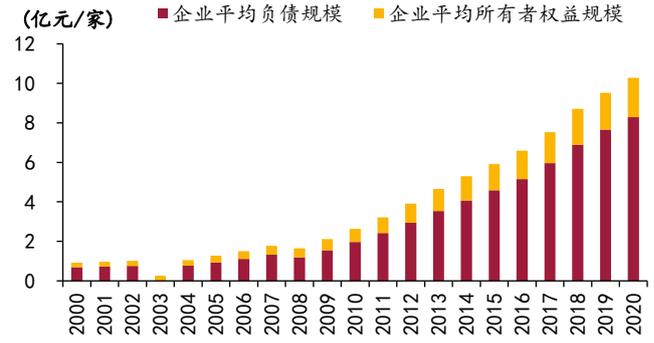
行业利润空间逐渐下行，营收及利润增长动力不足，归母净利润同比增速由2017年35.7%高点快速下降，2021Q3增速仅为-9.6%；毛利率、净利率、加权平均ROE下跌显著。

图 78：地产开发行业企业数量与从业人员数量



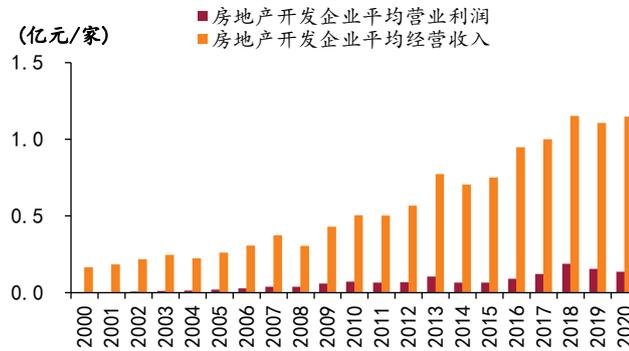
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 79：地产开发企业平均负债规模与所有者权益规模



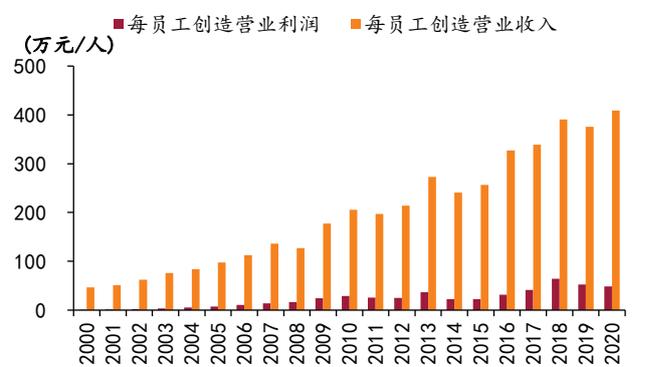
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 80：地产开发企业平均收入与营业利润



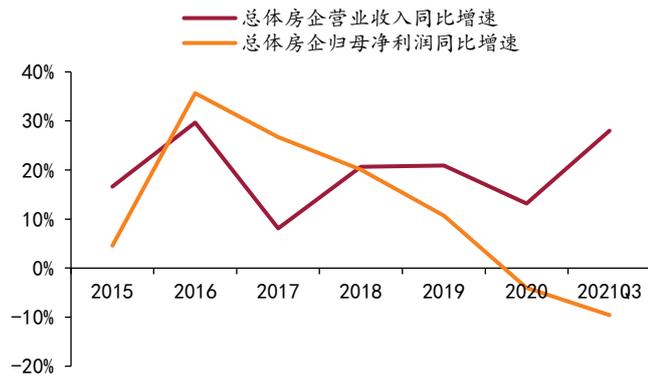
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 81：地产开发企业单员工创造收入与营业利润



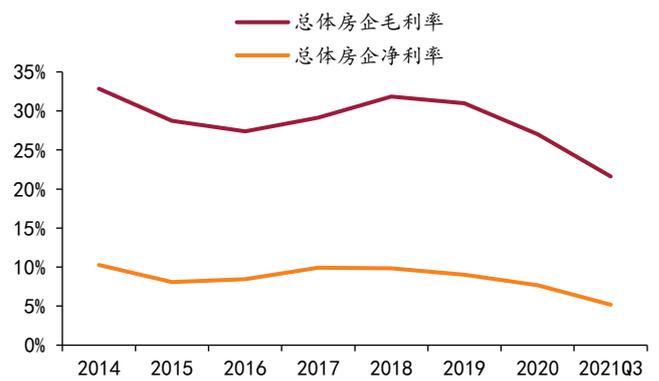
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 82：全部样本房企营业收入及归母净利润同比增速



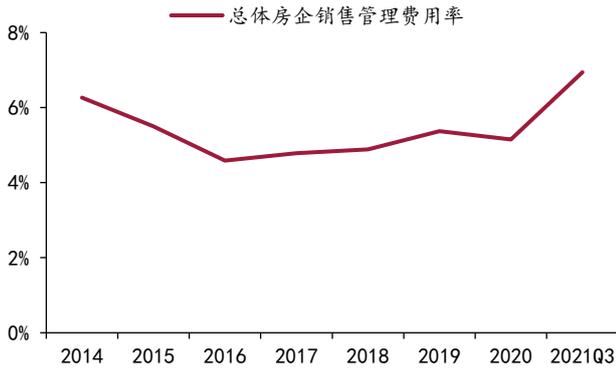
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 83：全部样本房企毛利率和净利率



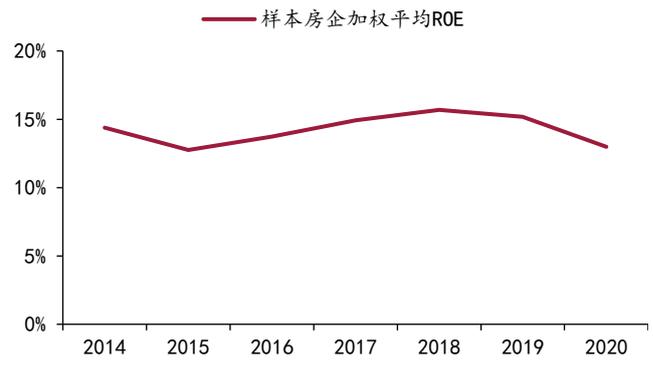
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 84：全部样本房企销售管理费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 85：全部样本房企加权平均 ROE



资料来源：Wind，天风证券研究所

4.4.2. 顺周期加杠杆遇到逆周期调控

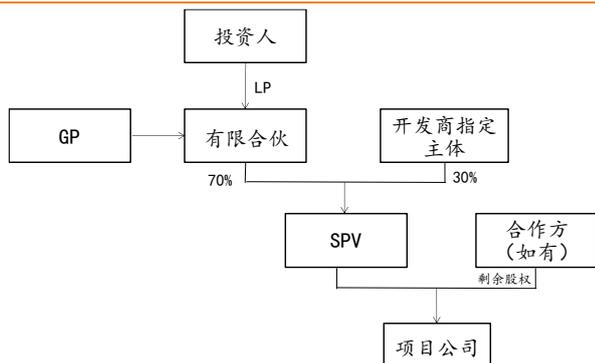
长期以来，房企或因表内融资不畅，或出于资产负债表美化目的，对表外负债格外青睐。从模式看，地产表外负债通常来自：非并表企业负债；明股实债；ABS/ABN 类融资；经营性负债；永续债等。这部分野蛮杠杆或者杠杆中的杠杆推动了行业的高速发展，并且在此前每一轮下行周期中被宽松政策和新一轮上行周期所消化。民营房企通过逆周期加杠杆实现跨越式发展的模式，确切来说，是顺周期加杠杆被新的上行周期所拯救。但是一旦遇到严格的融资监管，这部分激进杠杆也将成为危险爆发的加速器。

表 26：房企表外融资渠道概览

常见渠道	渠道现状
通过合伙企业搭建明股实债/优先股架构	操作便捷，常和地方 AMC 合作，是当前“最为常规且使用最多的放款模式”
“保理+抵押”或“融资租赁+抵押”	受政策限制，保理公司对单个主体的放款金额有限；捆绑开发商的土地或在建工程抵押，中小房企操作受限
在金融资产交易所发行定向债/私募债	监管较强，通过金交所发行定向融资计划难度极大，目前仅少量经过联席会议审核通过的交易所在操作该类业务
在部分股交所/股交中心发行可转债	监管较强，大部分股交所目前仍可以正常操作可转债业务，且融资人需提供一个股交所所在地的股份公司作为发债主体
通过资产管理公司间接或直接获取	放款较快，但 AMC 不承担实质责任，风险较大
小贷公司、融资性担保公司	受地方监管且存在属地经营限制，融资费用高
信托渠道	监管较强，监管新规后信托规模压降、通道业务规模压缩
私募基金	监管较强，“托管难、募集难、备案难”

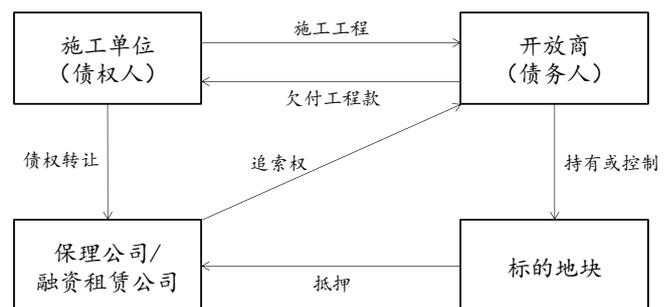
资料来源：西政财富公众号，天风证券研究所

图 86：合伙企业（优先股）渠道放款结构示例



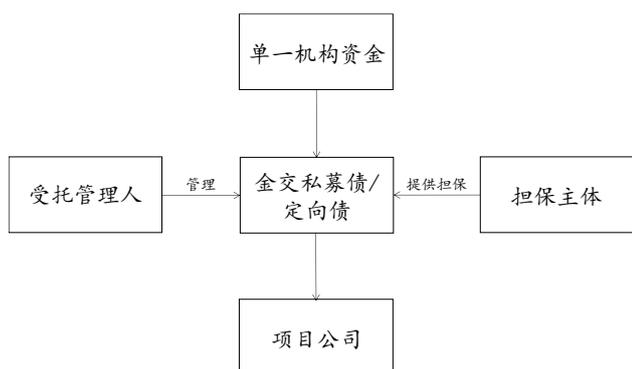
资料来源：西政财富公众号，天风证券研究所

图 87：“保理/融资租赁+抵押”方式放款结构示例



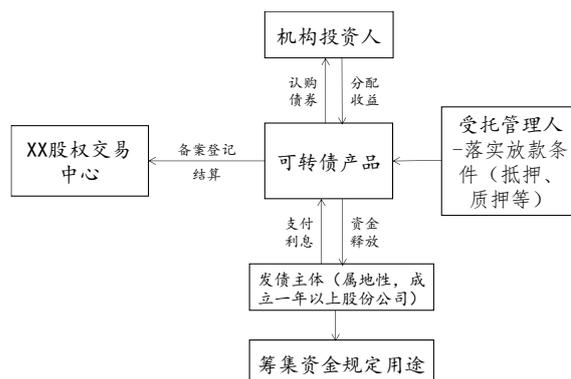
资料来源：西政财富公众号，天风证券研究所

图 88：通过金交所私募债/定向债放款结构示例



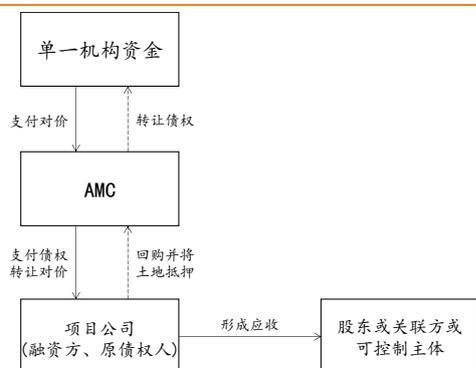
资料来源：西政财富公众号，天风证券研究所

图 89：区域股交所可转债交易结构示例



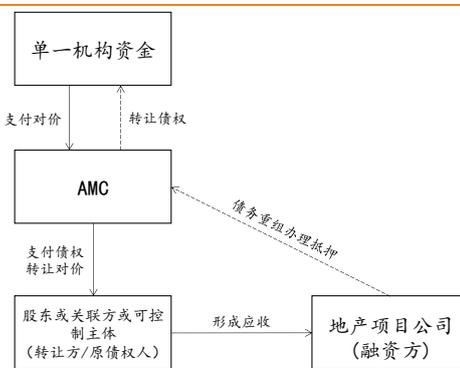
资料来源：西政财富公众号，天风证券研究所

图 90：通过 AMC 渠道直接放款结构示例



资料来源：西政财富公众号，天风证券研究所

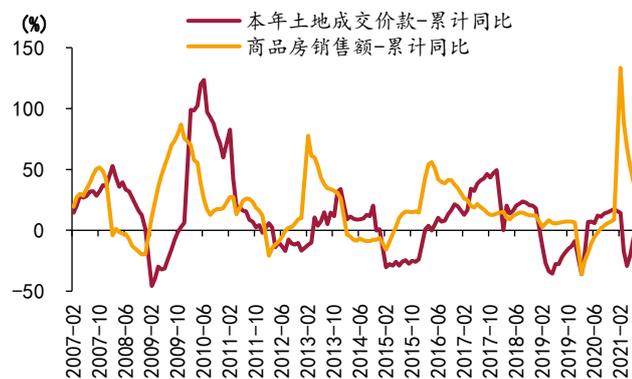
图 91：通过 AMC 渠道间接放款结构示例



资料来源：西政财富公众号，天风证券研究所

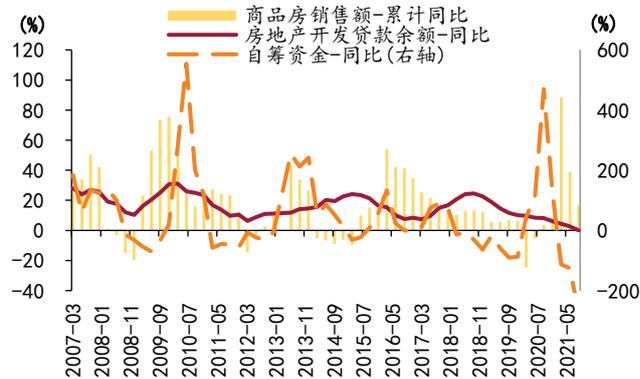
无论是从销售、拿地数据来看，还是销售、融资数据来看，行业公司通常在迎来景气度高点之后加大融资、扩张拿地。通过对表外负债主要涉及的长期股权投资、少数股东权益、关联担保余额、其他应付款等会计科目进行比值测算可得，近年来房地产行业表外负债整体呈上升趋势。此外，房企通过信托、私募等前期常见表外融资渠道的债务存量金额较大，房地产资金信托余额存量于 2019 年达到高点 29293 亿元，地产私募基金规模预计至少仍保持在 2000 亿元上下。同时，信托压降等政策下，地产表外融资体量同比降幅显著，加剧行业资金错配压力。

图 92：商品房销售额与土地成交价款累计同比增速



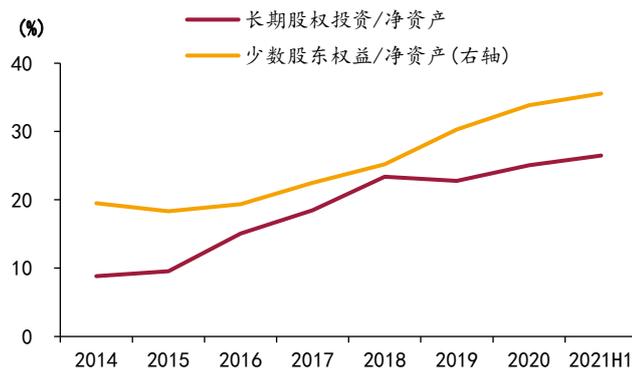
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 93：商品房销售额、房地产贷款余额与房企筹资净额同比增速



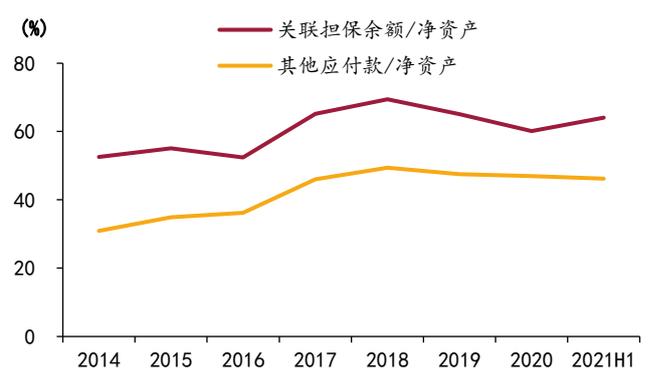
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 94：行业整体长期股权投资、少数股东损益情况



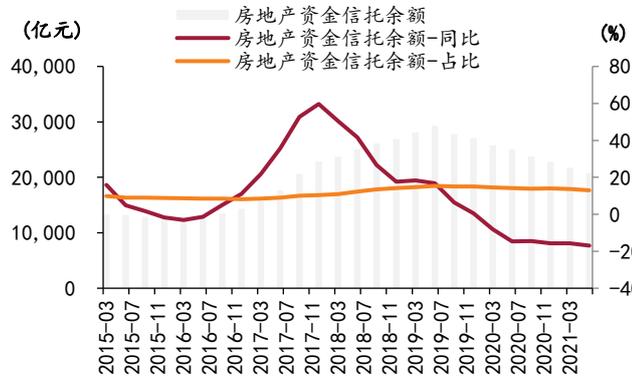
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 95：行业整体关联担保余额、其他应付款情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 96：房地产资金信托余额



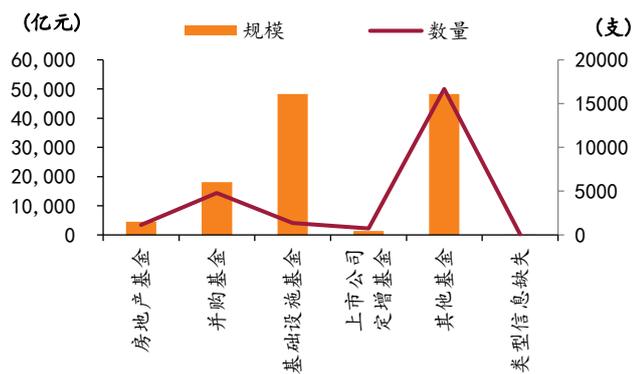
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 97：2014-2019 年存续备案的地产私募基金规模



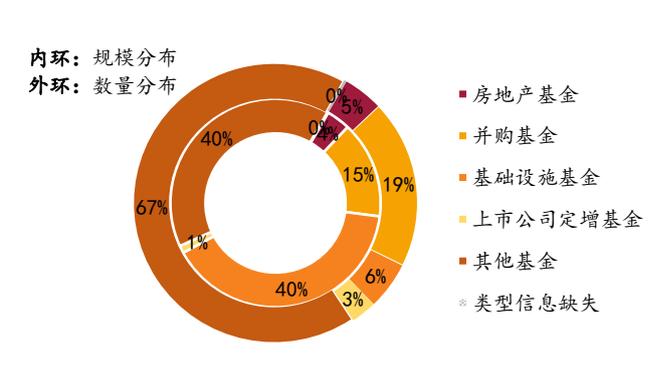
资料来源：诺承投资，天风证券研究所

图 98：2020 年地产私募股权投资基金规模和数量数



资料来源：中国证券投资基金业协会，天风证券研究所

图 99：2020 年地产私募股权投资基金规模和数量分布



资料来源：中国证券投资基金业协会，天风证券研究所

4.4.3. 疫情影响、区域分化和贷款集中度加剧小周期波动

2020 年疫情冲击打乱行业周期节奏，下半年需求回补叠加宽松政策，行业基本面快速反弹；2021 上半年景气度惯性延续、供需维持平稳，叠加低基数效应，销售、投资数据维持高速增长，而资金面的相对宽松甚至直接导致了首轮集中供地的火热态势。但是部分公司没有为下半年的小周期错位回落和债务到期做好流动性准备，因此在基本面回落、区域分化和贷款集中度的叠加效应下资金链更加紧张。

2020 年以来行业销售景气度和资金链波动，商品房销售额 2021Q1-Q3 同比分别增长

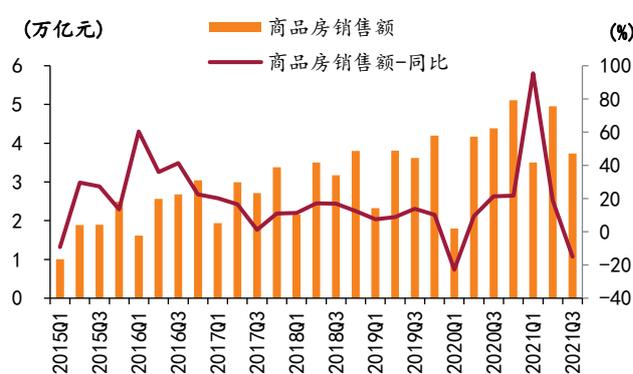
+95.5%、+18.9%、-14.9%；房地产开发到位资金 2021Q1-Q3 分别增长+41.4%、+11.4%、-8.4%。

图 100：房地产到位资金



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 101：商品房销售额

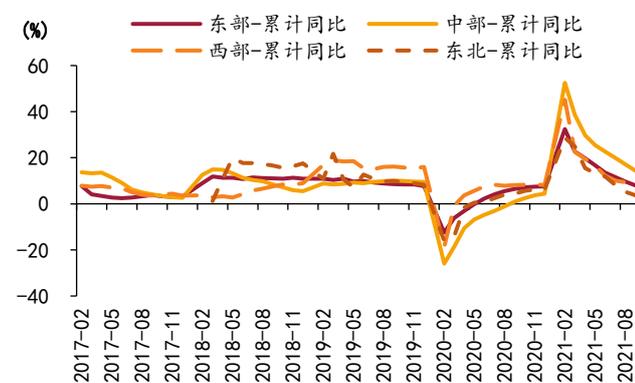


资料来源：Wind，天风证券研究所

2020 年以来行业景气度分化加剧，东部地区商品房销售额增速始终保持对中西部和东北地区的领先，购房需求同人口流动趋势趋于一致。2021 年 1-9 月东部、中部、西部、东北房地产开发投资额累计同比分别为 7.9%、14.3%、6.9%、3.7%；商品房销售额累计同比分别为 20.9%、19.1%、6.1%、-4.7%；

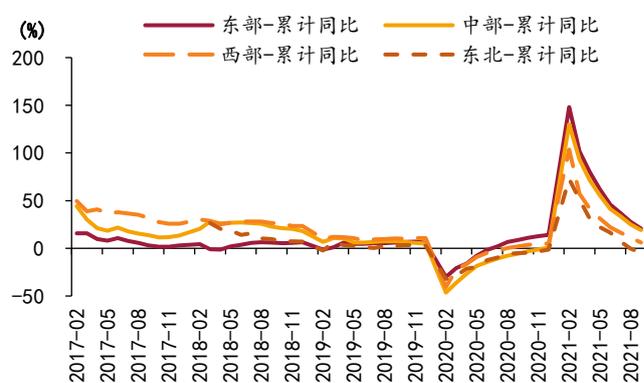
银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度施行后，商业银行发放地产相关贷款空间受限。2021M9，商业银行房地产贷款余额、个人购房贷款余额同比增幅来到历史低点，分别+5%、11%。

图 102：各区域房屋房地产开发投资额



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 103：各区域商品房销售额



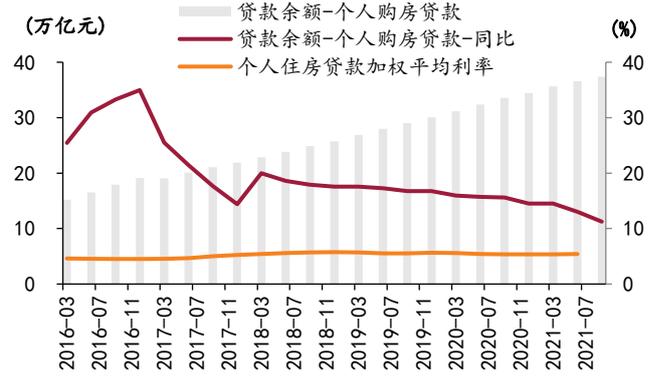
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 104：房地产贷款余额



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 105：个人购房贷款余额



资料来源：Wind，天风证券研究所

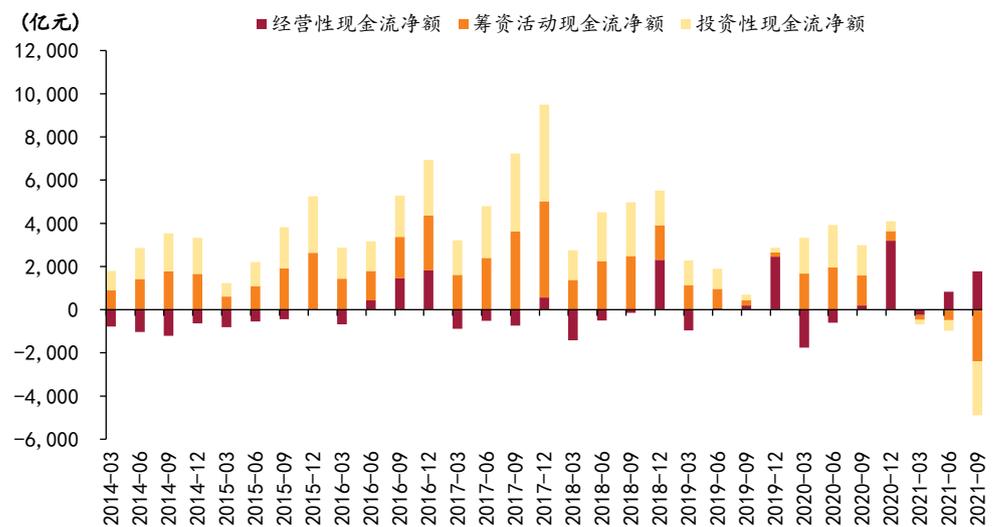
4.5. 定性：现金流问题还是资产负债表问题

我们认为融资渠道收紧、按揭回款放缓、叠加疫情导致的小周期波动以及债务集中到期加剧房企现金流压力，体现在现金流的大规模净流出，即现金流问题。但是我们认为现金流的问题同样源于资产负债表的安全隐患，短期表现为表外负债、隐性负债、明股实债等导致资产负债表失真，负债端可能存在低估；中期担忧在于以价换量以及存货打折出售所带来的资产折价对所有者权益的侵蚀；长期来看，存货储备未来去化和周转速度在需求预期向下和政策监管的体系之下可能放缓。

2021Q1 上市房企筹资活动现金流净额首次告负，于 2021Q3 来到历史低点-2400 亿元；经营性现金流净额波动在 2020 年后扩大，2020Q1 仅为-1750 亿元，2020Q4 却来到 3199 亿元，2021Q3 回落至 1782 亿。

我们根据样本房企的业务分布对其存货跌价进行了测算，关键假设和测算方法如表所示。测算结果表明，乐观预期下，行业存货跌价占所有者权益比重将为 2.4%；一般预期下，行业存货跌价占所有者权益比重将为 3.1%；悲观预期下，行业存货跌价占所有者权益比重将为 4.9%。行业整体风险可控，但是对于部分三四线占比较高的房企来说，存货价值波动对公司资产负债表的冲击较大。

图 106：上市房企现金流净额



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 27：上市房企存货减值敏感性计算方法与关键假设

计算方法	①各公司存货跌价数值=最新一期存货×存货跌价幅度
	②行业存货跌价数总量=样本公司存货跌价之和
	③行业存货跌价占所有者权益比重=行业存货跌价总量 / 行业所有者权益之和
关键假设	乐观预期 如果上市公司一二线业务占比≤30%，则存货跌价幅度为 6%；如果占比≤50%，则存货跌价幅度为 4%；如果占比≤80%，则存货跌价幅度为 1%；如果占比>80%，则存货跌价幅度为 0%
	一般预期 如果上市公司一二线业务占比≤30%，则存货跌价幅度为 8%；如果占比≤50%，则存货跌价幅度为 5%；如果占比≤80%，则存货跌价幅度为 2%；如果占比>80%，则存货跌价幅度为 1%
	悲观预期 如果上市公司一二线业务占比≤30%，则存货跌价幅度为 10%；如果占比≤50%，则存货跌价幅度为 7%；如果占比≤80%，则存货跌价幅度为 3%；如果占比>80%，则存货跌价幅度为 2%

最新一期数据均为 2021H1 对应财务数据

资料来源：天风证券研究所

表 28：上市房企存货减值敏感性分析结果

公司名称	财务数据		业务数据	乐观预期		一般预期		悲观预期	
	存货 (亿元)	净资产 (亿元)	一二线 业务占比	存货跌价 (亿元)	存货跌价占 净资产比重	存货跌价 (亿元)	存货跌价占 净资产比重	存货跌价 (亿元)	存货跌价占 净资产比重
****	14238	4110	0.49	570	13.9%	712	17.3%	997	24.2%
***	10556	3637	0.8	106	2.9%	211	5.8%	317	8.7%
****	6327	2083	0.82	63	3.0%	63	3.0%	127	6.1%
****	11256	2777	0.53	113	4.1%	225	8.1%	338	12.2%
****	8018	3043	0.73	80	2.6%	160	5.3%	241	7.9%
*****	4512	3412	0.82	45	1.3%	45	1.3%	90	2.6%
****	3220	1629	0.66	32	2.0%	64	4.0%	97	5.9%
****	3847	2660	0.82	38	1.4%	38	1.4%	77	2.9%
****	4200	2660	0.85	42	1.6%	42	1.6%	84	3.2%
****	4270	2007	0.88	43	2.1%	43	2.1%	85	4.3%
****	2839	879	0.45	114	12.9%	142	16.1%	199	22.6%
****	2010	967	0.85	20	2.1%	20	2.1%	40	4.2%
****	1144	1068	0.87	11	1.1%	11	1.1%	23	2.1%
*****	1762	965	0.82	18	1.8%	18	1.8%	35	3.7%
****	1982	523	0.27	119	22.8%	159	30.3%	198	37.9%
***	1944	586	0.71	19	3.3%	39	6.6%	58	10.0%
****	2700	896	0.67	27	3.0%	54	6.0%	81	9.0%
****	2463	776	0.67	25	3.2%	49	6.4%	74	9.5%
****	1649	340	0.43	66	19.4%	82	24.3%	115	34.0%
****	1402	527	0.88	14	2.7%	14	2.7%	28	5.3%
****	1387	470	0.79	14	2.9%	14	2.9%	28	5.9%
****	2228	928	0.74	22	2.4%	22	2.4%	45	4.8%
****	1563	533	0.53	16	2.9%	16	2.9%	31	5.9%
****	920	710	0.83	9	1.3%	9	1.3%	18	2.6%
****	2638	3257	0.91	26	0.8%	26	0.8%	53	1.6%
****	1895	582	0.30	19	3.3%	19	3.3%	38	6.5%
*****	604	202	0.79	6	3.0%	6	3.0%	12	6.0%
****	1262	708	0.52	13	1.8%	13	1.8%	25	3.6%
****	2191	699	0.40	22	3.1%	22	3.1%	44	6.3%
*****	985	900	0.61	10	1.1%	10	1.1%	20	2.2%
*****	1002	814	0.66	10	1.2%	10	1.2%	20	2.5%
****	786	399	0.79	8	2.0%	8	2.0%	16	3.9%
*****	806	619	0.92	8	1.3%	8	1.3%	16	2.6%
*****	770	396	0.40	8	1.9%	8	1.9%	15	3.9%
****	1614	225	0.73	16	7.2%	16	7.2%	32	14.3%
*****	992	409	0.65	10	2.4%	10	2.4%	20	4.9%
****	1716	822	0.15	17	2.1%	17	2.1%	34	4.2%
****	1644	697	0.73	16	2.4%	16	2.4%	33	4.7%
****	540	302	0.65	5	1.8%	5	1.8%	11	3.6%
****	786	577	0.53	8	1.4%	8	1.4%	16	2.7%
****	940	128	0.33	9	7.4%	9	7.4%	19	14.7%
****	573	200	0.68	6	2.9%	6	2.9%	11	5.7%
****	1062	228	0.94	11	4.7%	11	4.7%	21	9.3%
****	398	79	0.54	4	5.0%	4	5.0%	8	10.0%
*****	386	266	0.72	4	1.5%	4	1.5%	8	2.9%
****	530	122	0.64	5	4.4%	5	4.4%	11	8.7%
****	87	61	0.86	1	1.4%	1	1.4%	2	2.8%
****	571	148	0.58	6	3.8%	6	3.8%	11	7.7%
***	869	395	0.97	9	2.2%	9	2.2%	17	4.4%
*****	509	261	0.25	5	2.0%	5	2.0%	10	3.9%
****	155	99	0.42	2	1.6%	2	1.6%	3	3.1%
****	1571	181	0.70	16	8.7%	16	8.7%	31	17.4%
****	300	111	0.64	3	2.7%	3	2.7%	6	5.4%
****	458	104	0.81	5	4.4%	5	4.4%	9	8.8%
*****	175	479	1.00	2	0.4%	2	0.4%	4	0.7%
****	348	177	0.75	3	2.0%	3	2.0%	7	3.9%
*****	1003	915	0.84	10	1.1%	10	1.1%	20	2.2%
****	512	402	0.53	5	1.3%	5	1.3%	10	2.5%
*****	233	52	0.78	2	4.5%	2	4.5%	5	9.0%
****	458	188	0.37	5	2.4%	5	2.4%	9	4.9%
****	312	118	0.83	3	2.6%	3	2.6%	6	5.3%
*****	348	333	0.86	3	1.0%	3	1.0%	7	2.1%
***	526	872	0.93	5	0.6%	5	0.6%	11	1.2%
*****	407	1413	0.91	4	0.3%	4	0.3%	8	0.6%
*****	3	48	0.75	0	0.1%	0	0.1%	0	0.1%
***	125	106	-	1	1.2%	1	1.2%	2	2.4%
****	839	9227	0.41	8	0.1%	8	0.1%	17	0.2%
****	93	1245	1.00	1	0.1%	1	0.1%	2	0.2%
*****	17	379	1.00	0	0.0%	0	0.0%	0	0.1%
**	419	281	0.87	4	1.5%	4	1.5%	8	3.0%
*****	1629	4957	0.95	16	0.3%	16	0.3%	33	0.7%
****	221	42	0.78	2	5.3%	2	5.3%	4	10.6%
****	10	43	0.96	0	0.2%	0	0.2%	0	0.5%
****	281	385	0.92	3	0.7%	3	0.7%	6	1.5%
****	48	0	0.86	0	702.2%	0	702.2%	1	1404.5%
****	1115	3073	0.98	11	0.4%	11	0.4%	22	0.7%
****	265	1069	0.87	3	0.2%	3	0.2%	5	0.5%
*****	203	22	0.96	2	9.4%	2	9.4%	4	18.8%
*****	689	2513	0.96	7	0.3%	7	0.3%	14	0.5%
****	15	2412	0.47	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
****	859	2878	0.83	9	0.3%	9	0.3%	17	0.6%
行业情况				2023	2.4%	2652	3.1%	4221	4.9%

资料来源：DM 查债通，Wind，天风证券研究所

4.6. 解决：向左转，向右转

此轮信用风险向全行业蔓延的负反馈效应值得注意，并且有可能围绕产业、信用和财政链条传导。我们认为政策或寻求行业良性出清和控制系统性风险的平衡点，向左转通过新一轮需求刺激周期虽然能够短期转移问题，但是有可能进一步加剧行业的结构性矛盾，把压力转向居民杠杆端，牺牲未来。向右转通过市场化、法制化的手段处理危机房企的信用问题，同时通过合理的债务重组、并购支持（资产处置）、再融资政策等控制好市场出清节奏，扭转部分房企盲目顺周期加杠杆的激进预期，建立真正、规范、健康发展的长效机制可能是更具可持续发展的选择。

表 29：地产行业对其他行业需求增加值和供给增加值贡献

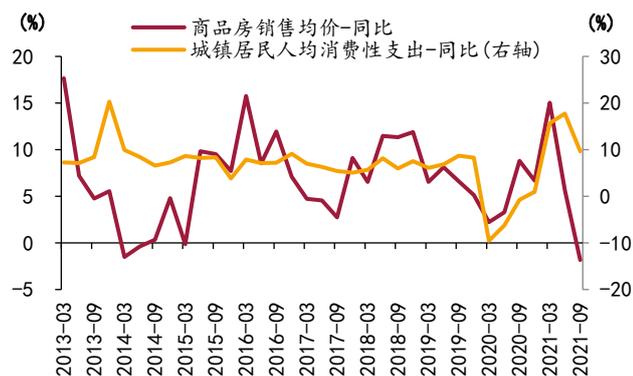
产业名称	需求增加值贡献率(%)	产业名称	供给增加值推动贡献率(%)
货币金融和其他金融服务	14.28	货币金融和其他金融服务	26.85
商务服务	9.90	零售	22.42
印刷和记录媒介复制品	7.21	批发	15.00
航空旅客运输	7.15	商务服务	10.86
住宿	5.42	教育	6.79
造纸和纸制品	5.35	公共管理和社会组织	6.63
建筑装饰、装修和其他建筑服务	4.98	软件服务	6.11
燃气生产和供应	4.90	房屋建筑	5.89
娱乐	4.87	居民服务	5.39
其他制造产品	4.85	道路货物运输和运输辅助活动	4.06
石油和天然气开采产品	4.78	资本市场服务	3.21
开采辅助活动和其他采矿产品	4.36	卫生	3.01
信息技术服务	4.34	土木工程建筑	2.90
精制茶	4.12	电信	2.57
互联网和相关服务	4.10	保险	2.57
城市公共交通及公路客运	3.88	其他服务	2.45
对其他行业合计	2.02	对其他行业合计	5.10

根据 2017 年投入产出表计算，其中需求增加值贡献率/供给增加值推动贡献率分别通过完全消耗系数和完全分配系数计算

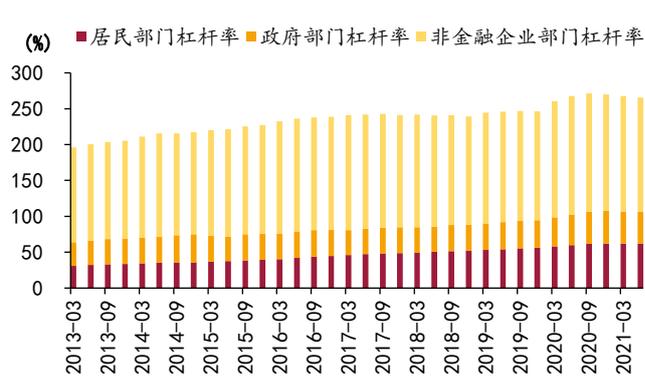
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 107：商品房销售均价与城镇居民人均消费支出

图 108：实体经济各部门杠杆率

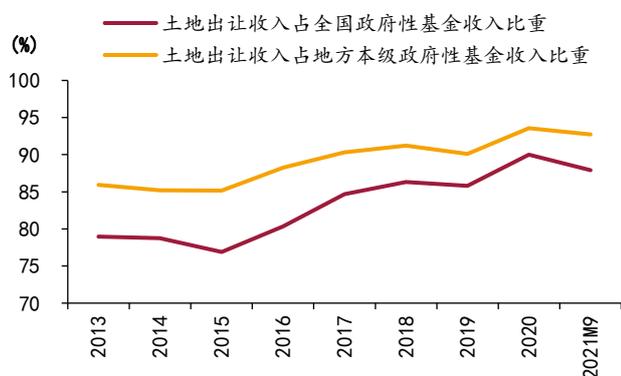


资料来源：Wind，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 109：土地出让收入比重



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 110：房地产行业税收比重



口径：使用契税、土地增值税、房地产税、耕地占用税和城镇土地使用税相加计算房地产行业税总量；使用当月值税收收入加总计算年度税收收入
资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 展望：新周期的确立，集中度的启示

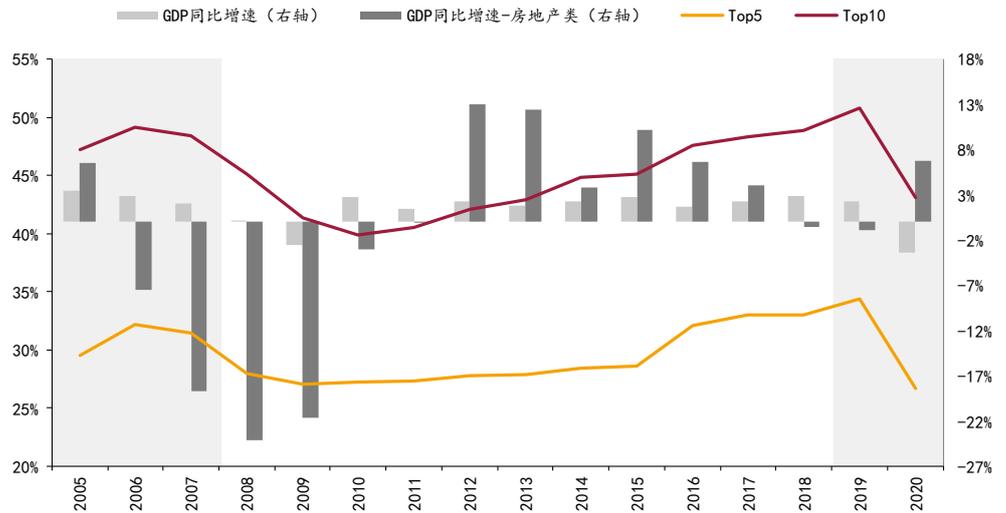
5.1. 逆周期提集中度并不容易

5.1.1. 美日中历史经验：顺周期下市场集中度提升较快

房地产行业天然的重资产和资金密集特性决定了扩张必然伴随杠杆率的提升，而杠杆率的提升通常在顺周期的阶段更容易实现，逆周期加杠杆面临周期走势的不确定性（容易被下行周期反噬）、短期资产负债表风险甚至融资成本的提升。海外和历史经验均表明，市场集中度与宏观经济周期关系密切，市场集中度通常在顺周期下提升较快，在逆周期中波动不前。

美国：2008 年经济危机前，美国头部地产公司集中度保持高位，Top10 公司交付数量占样本公司交付数量比重于 2006 年达到 49.1%。次贷危机后，行业集中度在经济低迷时出现下滑，并伴随经济回升缓慢提升至危机前水平；2010 年 Top10 公司占比较 2007 年下降 8.5pct 至 39.9%，并于 2018 年回升至 48.9%。2019 年后，受疫情冲击，宏观经济下行，头部地产公司市占率同样出现下降，2020 年，Top10 公司交付数量占比仅为 43.1%。

图 111：美国地产行业历史集中度（交付数量口径）

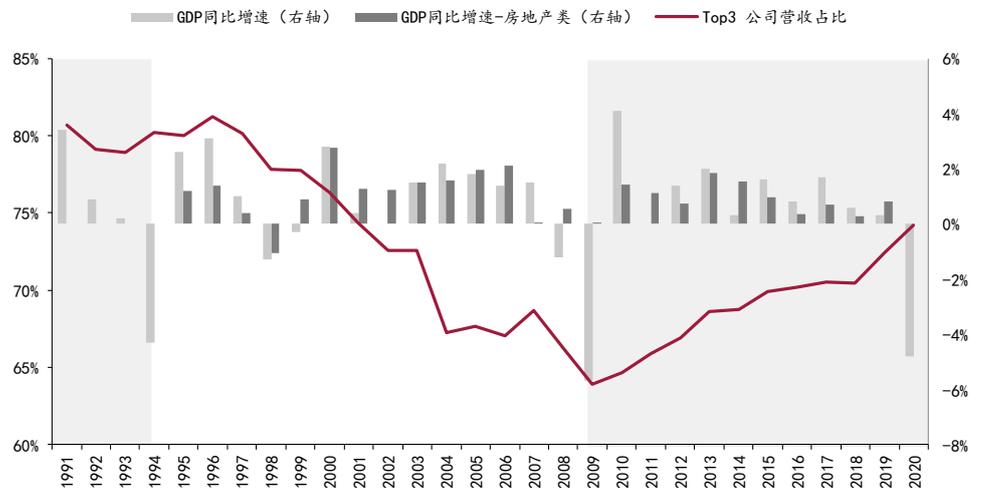


美国房地产行业集中度数据按全行业交付数量进行模拟测算；样本池为美国 2020 年 14901 家房企历史数据

资料来源: Bloomberg, Wind, 天风证券研究所

日本：日本房地产行业历史集中度数据同样与宏观经济表现出强相关性。90 年代经济危机爆发后，日本宏观经济持续低迷，日本龙头地产公司营收占样本企业整体营收比重持续下降，并在 2009 年达到历史谷底（占比 63.9%，较 1994 年下降 16.3pct）。次贷危机后，龙头房企市占率伴随经济提振出现回升，占比于 2020 年来到 74.2%，较 2009 年提升 10.3pct。

图 112：日本房地产行业历史集中度（营收口径）

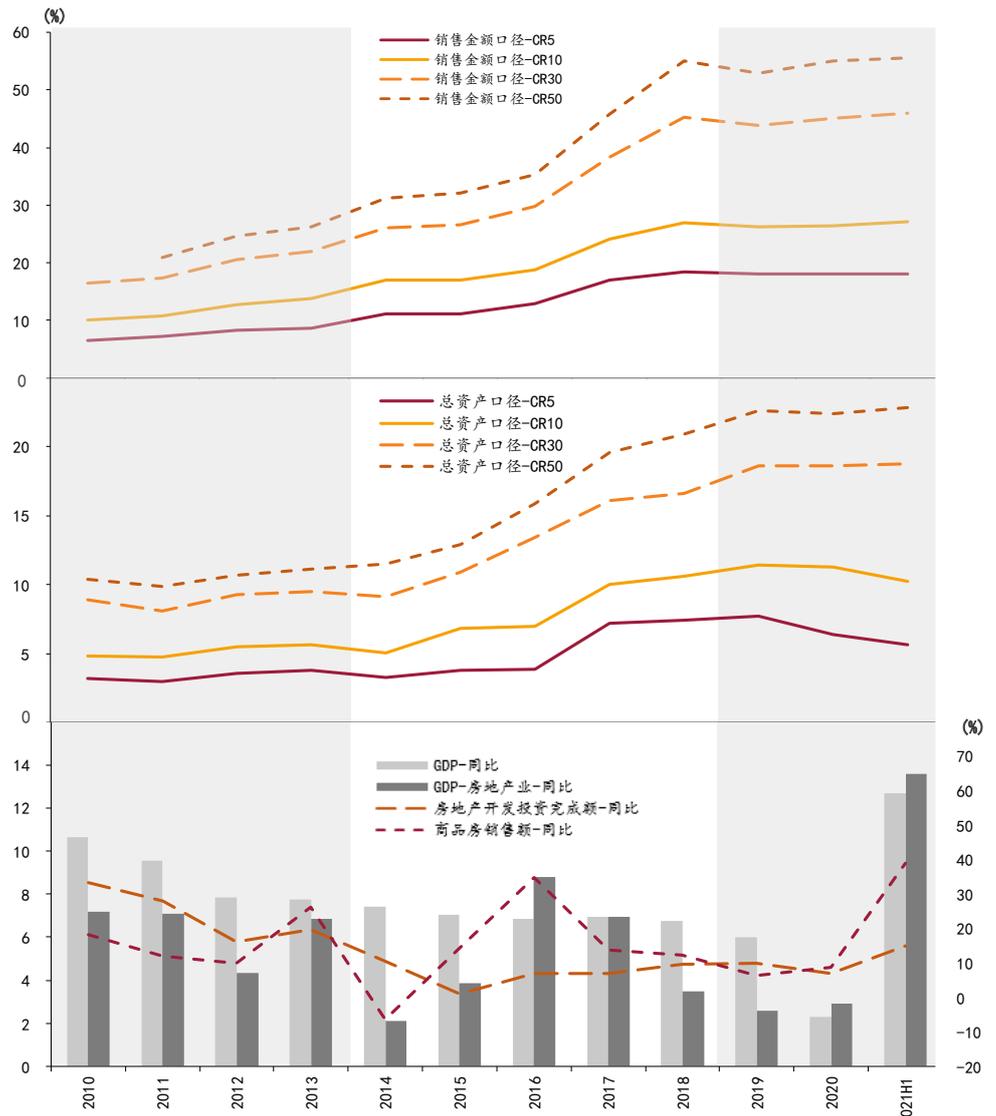


日本房地产行业集中度数据按上市公司营业收入进行模拟测算，样本池选择为日本知名上市房企

资料来源: Bloomberg, Wind, 天风证券研究所

中国：2008-2013 年，地产行业集中度在波动中缓慢微升；与 2010 年相比，2013 年总资产口径下的 CR10 由 4.8%提升 0.8pct 至 5.7%，销售金额口径下的 CR10 由 10.1%提升 3.6pct 至 13.7%。2014-2018 年，行业先后迎来货币和行业政策宽松周期，以及三四线城市棚改货币化的红利，行业处于销售景气度高点，集中度提升显著；在 2018 年行业集中度高点，总资产口径下的 CR10 较 2013 年提升 5.0pct 至 10.6%，销售金额口径下的 CR10 则来到了 26.9%。2019 年以来，受疫情冲击，行业集中度相对稳定；2021H1，总资产口径下的 CR5、CR10、CR30、CR50 分别为 5.6%、10.2%、18.8%、22.8%，销售金额口径下则分别来到 18.0%、27.0%、45.9%、55.6%。

图 113：中国房地产行业历史集中度（销售金额口径&总资产口径）



资料来源：Wind，天风证券研究所

5.1.2. 三条红线下集中度提升空间测算

我们认为未来行业集中度的提升伴随行业产能的良性出清，但是提升节奏可能更为平稳，更多取决于公司规模有机增长和 ROE 能力对净资产的增厚，短期集中度的快速提升依赖于行业周期的阶段性上行和流动性支持，或者再融资对收并购的支持。

我们使用地产板块 A+H 股票中的 120 家代表性企业的总资产情况和行业资产总和数据进行了市场集中度测算，相关假设及测算方法如下：

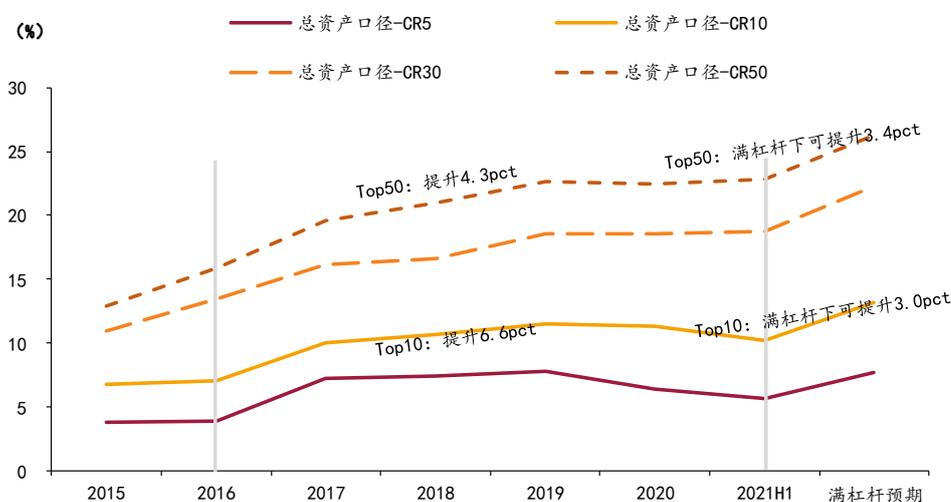
表 30：中国房地产行业集中度测算假设与方法

相关假设	①房地产行业未来总资产规模保持不变，为 2020 年期末数值
	②三条红线中净负债率指标敏感性较高，为限制加杠杆的主要指标
	③房企充分运用杠杆，净资产负债率在未来逐步提升
测算方法	①房企未来预期的有息负债可提升规模=净资产×(1-当前净负债率)
	②房企未来资产总额=(有息负债可提升规模+最新期有息负债+最新期所有者权益) / (最新期有息负债+最新期所有者权益) * 最新期资产总额
	③房企行业市占率=(房企未来资产总额) / 行业总资产规模

资料来源：天风证券研究所

以此为基础的测算结果表明，在杠杆加满（即净资产负债率达到 100%）的情况下，与 2021 年 H1 相比，地产行业 Top5、Top10、Top30、Top50 公司的市占率将分别提升 2.1pct、3.0pct、3.5pct、3.4pct 至 7.7%、13.2%、22.2%、26.2%。

图 114：中国房地产行业未来集中度测算（总资产口径）



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 31：行业集中度测算相关数据及结果概览（按企业市值进行排名）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1	满杠杆预测
Top5								
总资产(亿元)	21069	24426	52128	63297	73297	67706	59911	81683
总负债(亿元)	15614	17571	42804	51741	59594	54482	45151	-
有息负债(亿元)	5286	5227	14791	15582	17555	12196	11838	21389
货币资金(亿元)	2537	3508	6043	6868	7133	6626	6513	-
净负债率(%)	50.4	25.1	93.8	75.4	76.0	42.1	36.1	100.0
总资产占比(%)	3.8	3.9	7.2	7.4	7.7	6.4	5.6	7.7
								(+2.05pct)
Top10								
总资产(亿元)	37529	43791	72395	90686	108482	119749	108467	140186
总负债(亿元)	27290	32700	57254	72071	85419	93662	83548	-
有息负债(亿元)	10293	10679	20191	23284	26775	26450	21298	35549
货币资金(亿元)	4410	5523	7964	9808	10679	11187	10579	-
净负债率(%)	57.5	46.5	80.8	72.4	69.8	58.5	43.0	100.0
总资产占比(%)	6.8	7.0	10.0	10.6	11.4	11.3	10.2	13.2
								(+2.99pct)
Top30								
总资产(亿元)	60244	84136	116278	141882	176230	197499	199459	236140
总负债(亿元)	44020	64836	92068	113610	140835	155843	155881	-

有息负债(亿元)	18575	26466	36294	40693	47817	48286	44946	62052
货币资金(亿元)	7041	10787	12817	15136	17864	18807	18163	-
净负债率(%)	71.1	81.2	97.0	90.4	84.6	70.8	61.5	100.0
总资产占比(%)	10.9	13.4	16.1	16.6	18.6	18.6	18.8	22.2
								(+3.45pct)
总资产(亿元)	71121	99129	141364	178362	214263	238166	242130	278598
总负债(亿元)	52276	75877	112664	143753	171268	188436	190203	-
有息负债(亿元)	22560	31947	45899	53833	60615	61187	57291	74073
Top50 货币资金(亿元)	8111	12582	15426	19381	21995	23454	21701	-
净负债率(%)	76.7	83.3	106.2	99.5	89.8	75.9	68.5	100.0
总资产占比(%)	12.9	15.8	19.6	20.9	22.6	22.4	22.8	26.2
								(+3.43pct)

资料来源: Wind、天风证券研究所

6. 2022 预测：存量与增量的博弈

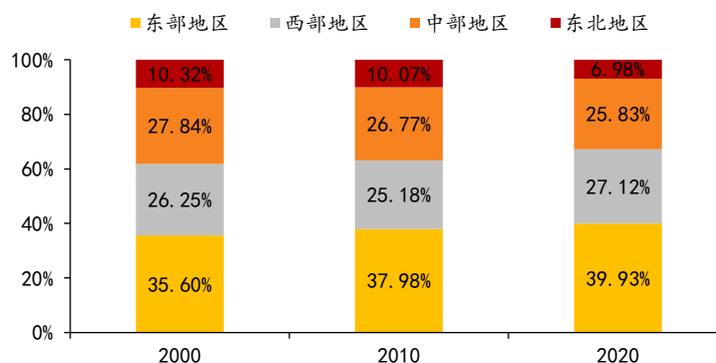
6.1. 销售：预计 2022 年销售面积同比-6.3%，销售金额同比-6.1%

我们认为人口向东、中部核心城市群迁移将加剧都市圈的聚集发展格局，住房需求的释放也将进一步回归城市基本面的发展和人口吸引力。考虑到行业基本面下行压力以及地方因城施策的调整空间，一二线城市同样对于政策和流动性更为敏感，因此需求侧具备更强的韧性基础。我们预计 2022 年一线、二线、其他城市的销售面积增速分别为+1%、-2.5%、-8%，对应全国商品房销售面积同比增速为-6.3%。

自 2019 年开始一二线城市在严格的限价体系之下，新房价格增速保持平稳，维持 4%-5% 区间。鉴于行业整体库存攀升，房企缩表压力下加速库存变现，土地市场价格回落，以及二手房指导价对新房价格预期的引导。我们预计 2022 整体房价增速进一步回落，一线、二线、其他城市新房销售均价同比增速分别为+1.5%、-0.5%、-2%，对应全国商品房销售均价同比增速为+0.2%。

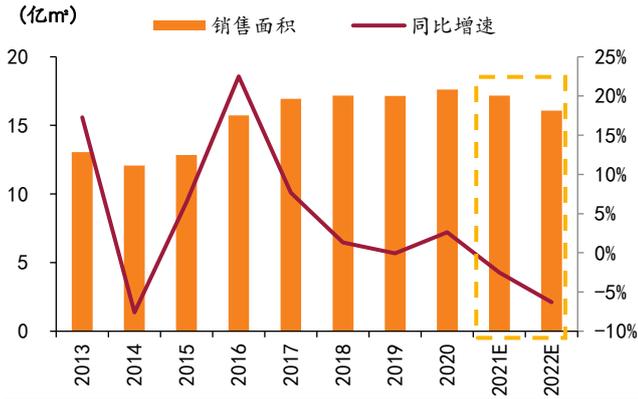
综合销售面积和均价假设，我们预计 2022 年一线、二线、其他城市商品房销售金额同比增速+2.5%、-3.0%、-9.8%，对应全国商品房销售金额同比增速为-6.1%。

图 115：第七次人口普查分区域人口占比



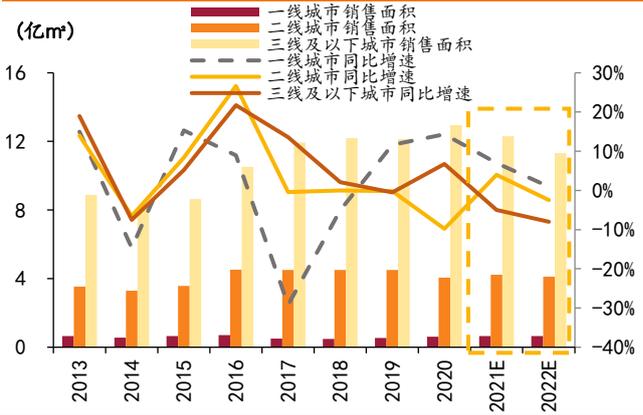
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 116: 全国销售面积预测及同比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 117: 分能级销售面积预测及同比



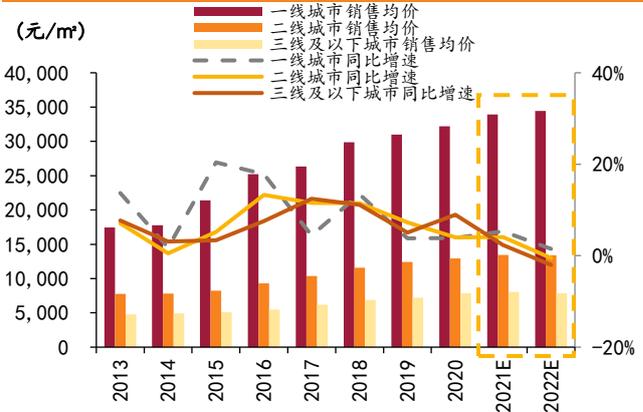
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 118: 全国销售均价预测及同比



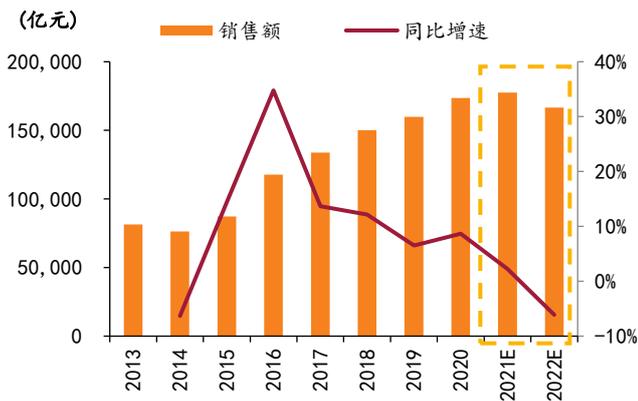
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 119: 分能级销售均价预测及同比



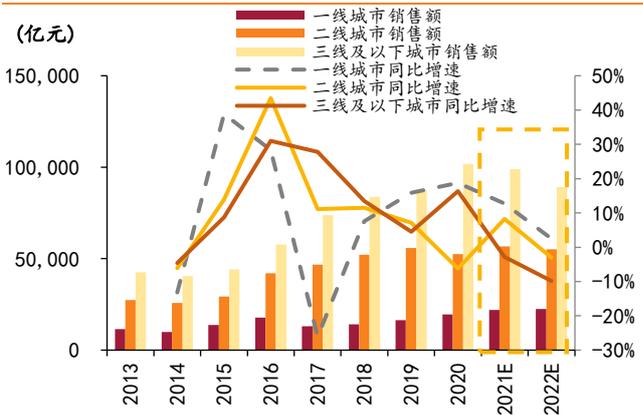
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 120: 全国销售额预测及同比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 121: 分能级销售额预测及同比



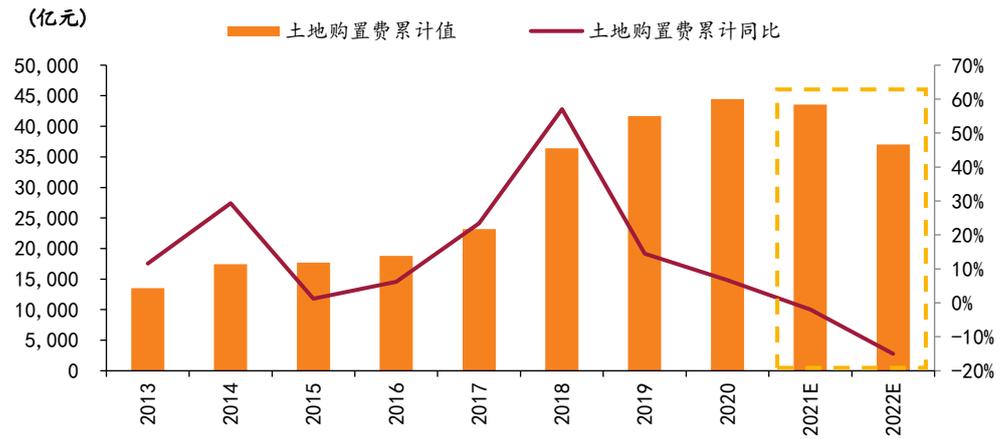
资料来源: Wind, 天风证券研究所

6.2. 开发投资: 预计 2022 年开发投资同比-2.6%

6.2.1. 土地投资: 预计土地购置费同比-15%

我们预计房住不炒的政策基调和行业去杠杆的定力之下, 2022 年行业总体资金面依然偏紧的局面进一步传导至土地市场景气度。销售回款放缓现金流入, 施工高峰、债务高峰加速现金流出, 同时行业景气度制约再投资预期。我们预计 2022 年土地购置费回落至 4 万亿以下, 同比-15%。

图 122：全国土地购置费累计值及同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

6.2.2. 施工投资：预计同比+2.5%

新开工：二轮土拍遇冷，年末债务到期和库存去化压力之下，预计三轮土拍供需延续低迷。受土地市场景气度影响，预计 2022 年新开工基数不足，全年增速下滑至-10%。

竣工：预售资金监管升级，叠加地方政府对保交付的支持，预计 2022 年竣工数据仍能保持+4%的稳定增长。

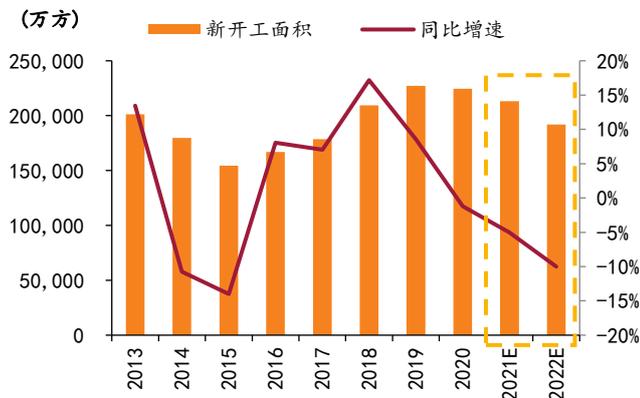
净停工：缩表压力下房企预计延续加速库存周转变现的主基调，闲置土地或项目加速复工，预计 2022 年净停工面积同比-2%。

施工面积：根据新开工、竣工、净停工面积推算 2022 年施工面积同比+0.5%。

投资强度：2020 年以来一二线城市土拍占比提升，叠加建安成本上涨以及竣工高峰的施工投资支撑，预计投资强度同比+2%。

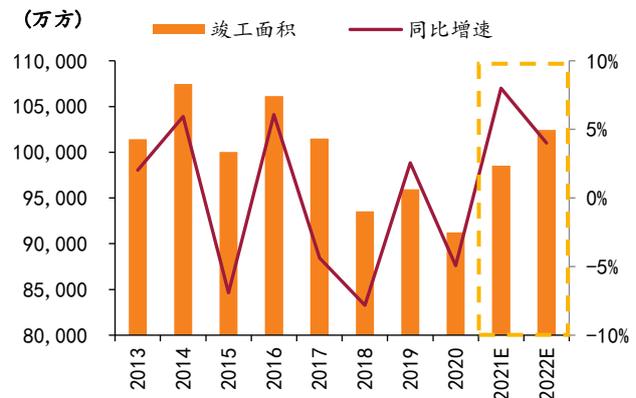
根据施工面积和投资强度测算 2022 年施工投资预计同比+2.5%。

图 123：全国新开工面积预测及同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 124：全国竣工面积预测及同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 125: 全国净停工面积预测及同比



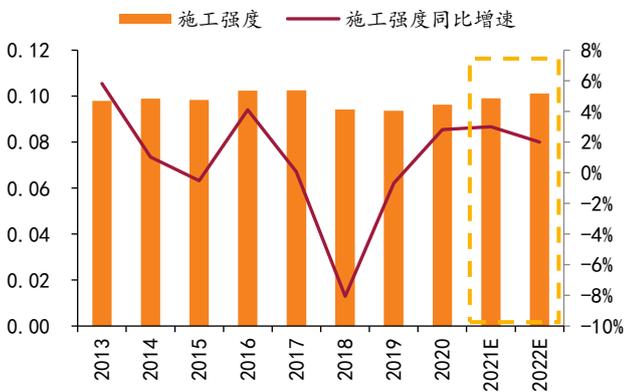
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 126: 全国施工面积预测及同比



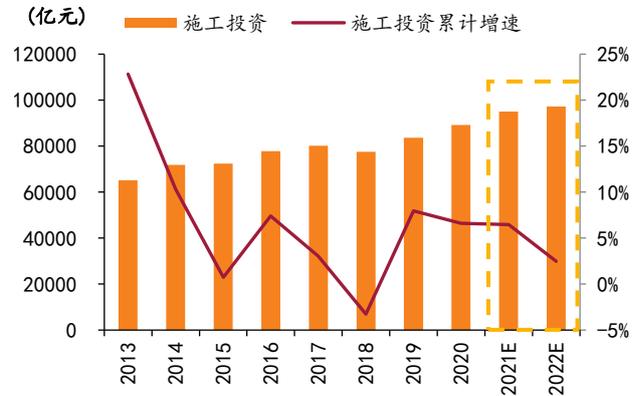
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 127: 全国施工强度预测及同比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 128: 全国施工投资预测及累计增速

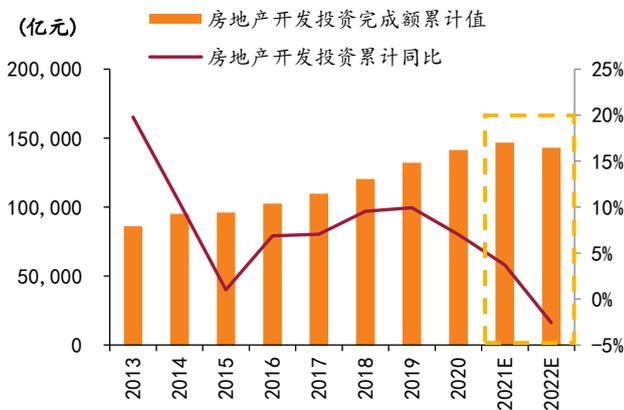


资料来源: Wind, 天风证券研究所

6.2.3. 开发投资: 预计同比-2.6%

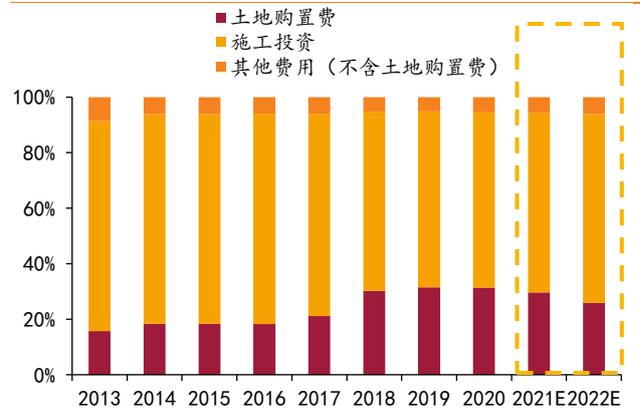
预计 2022 年土地投资同比-15%，施工投资同比+2.5%。虽然土地和新开工增速回落，但是存量项目施工投资仍存韧性。预计 2022 年开发投资同比-2.6%。

图 129: 全国房地产开发投资及累计增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 130: 全国房地产开发投资结构



资料来源: Wind, 天风证券研究所

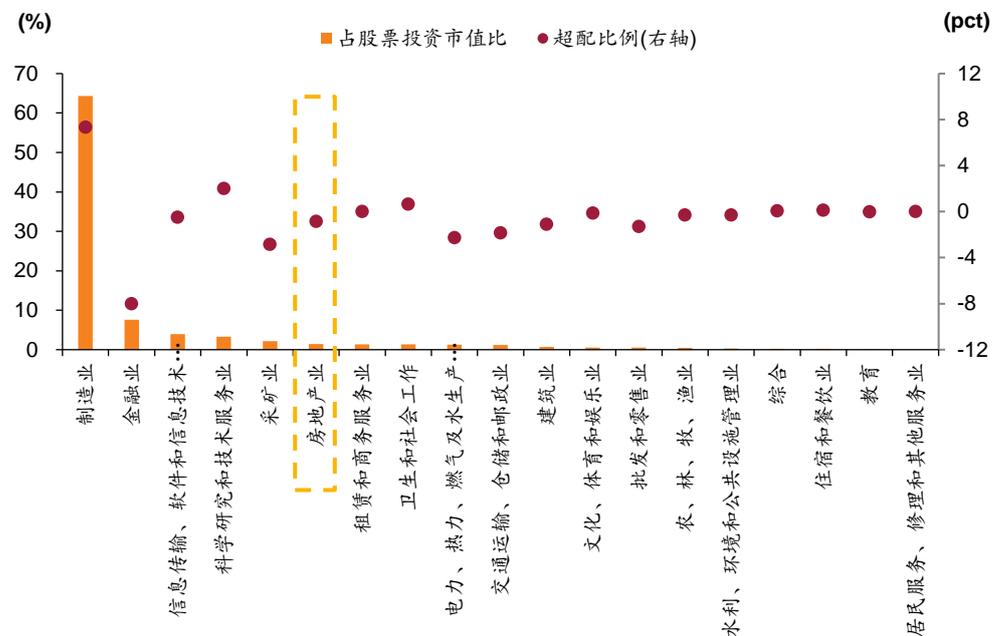
7. 策略：把握左侧收并购和右侧集中度

7.1. 低仓位、低估值背后的担忧

当前地产板块低仓位、低估值所隐含的悲观预期在于：1 资产负债表的不透明和流动性风险进一步扩散的可能；2 销售预期弱化对资产流动性和减值的担忧加剧；3 金融长效机制和预收资金监管所带来的周转率下降；4 集中供地对行业利润率的改善可能被房价回落对冲；5 政策托底力度不足以及房地产税试点超预期的可能；6 结算利润率持续探底和竣工不确定性对房企业绩结算的扰动。未来估值的修复空间或取决于以上因素的改善力度。

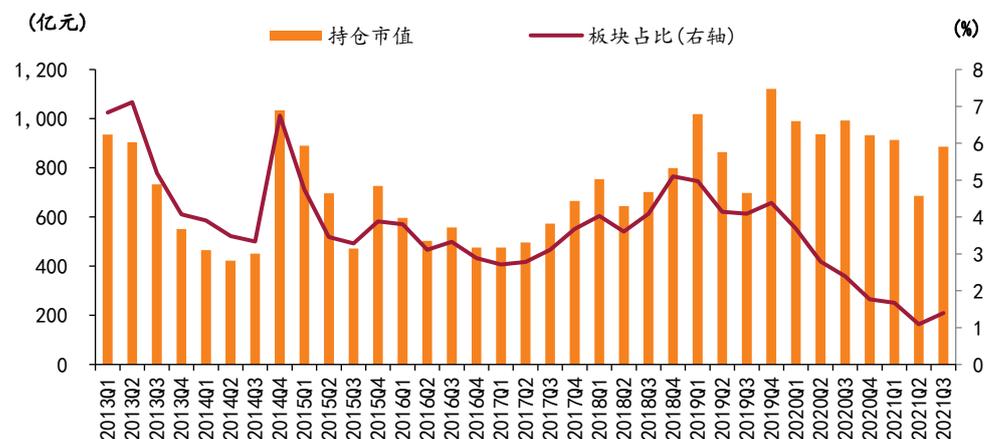
2021年第三季度房地产板块的公募基金持仓总市值为886.2亿元，环比二季度上升29.2%。地产板块持仓市值占股票投资市值比重1.39%，环比二季度上升0.3个百分点；相对标准行业配置比例低配0.85个百分点。地产板块配置比例在所有行业分类中排名第6，较与2021年第二季度上升3位。

图 131：2021 年三季度各行业公募基金持股比例及超配比例



资料来源：Wind，天风证券研究所

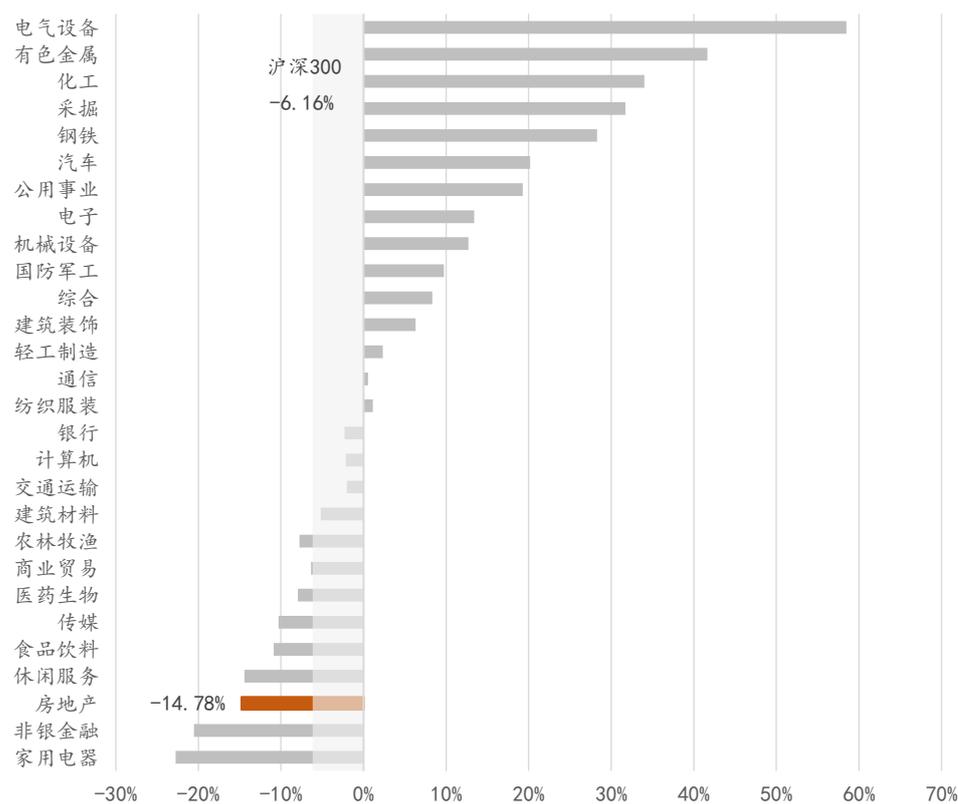
图 132：房地产行业公募基金持仓总市值及占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

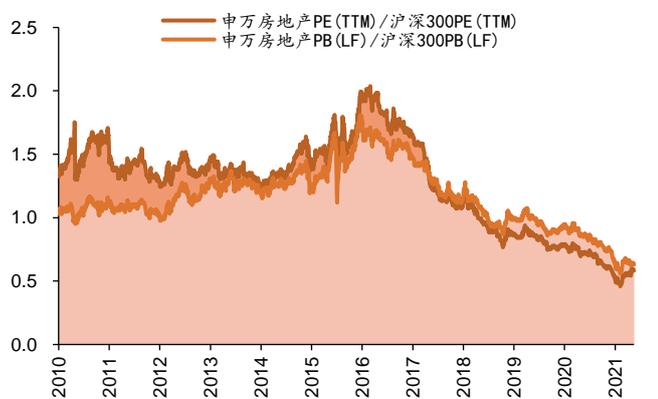
截至最新一个交易日（2021年11月19日），今年申万地产板块绝对收益-14.78%，跑输沪深300指数8.62个百分点，绝对收益位居申万一级行业倒数第3。最新申万地产PE（TTM）、PB（LF）自2010年以来的估值分位数低至2.9%和1.2%，相对沪深300指数的PE、PB估值分位数分别低至7.7%和3.3%，均为2010年以来底部区间。13家A股TOP50上市房企动态PE均值4.6倍，2021预测PE均值3.9倍，2010年以来估值分位数13家房企中位数分别为2.4%和2.4%。

图 133：申万板块绝对收益（2021年1月1日-11月19日）



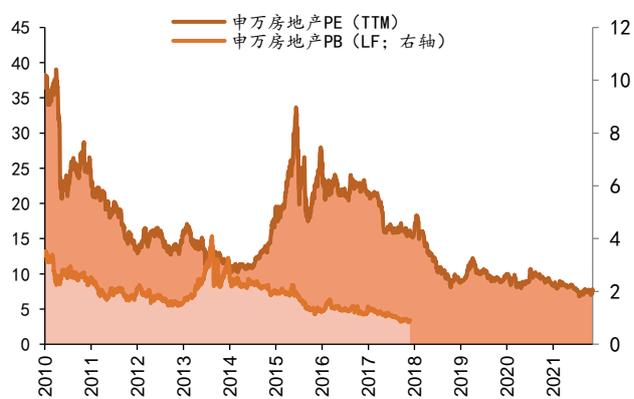
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 134：申万房地产 PE（TTM）和 PB（LF）



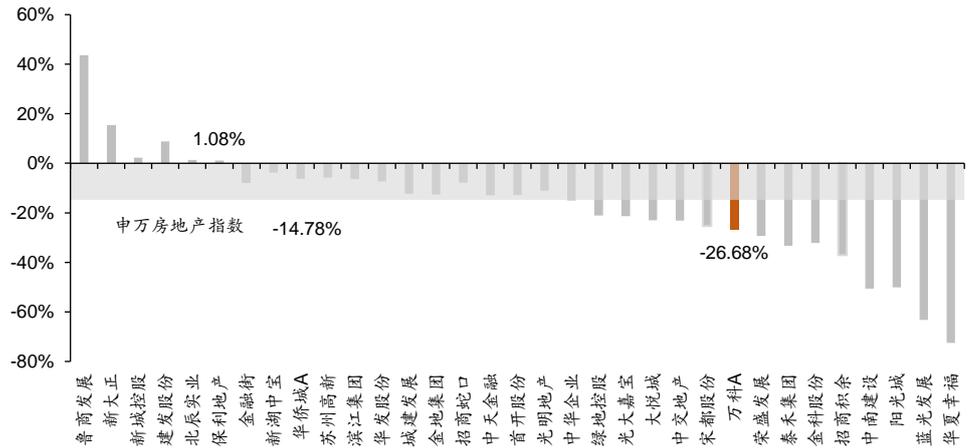
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 135：申万房地产相对沪深300的 PE（TTM）和 PB（LF）



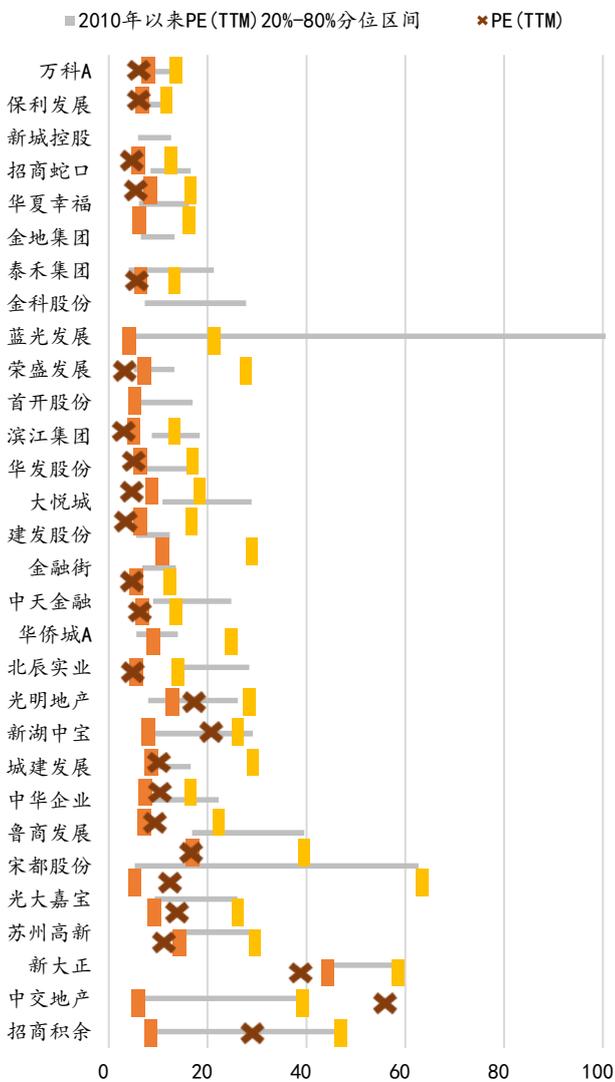
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 136: 重点地产股绝对收益 (2021 年 1 月 1 日-11 月 19 日)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

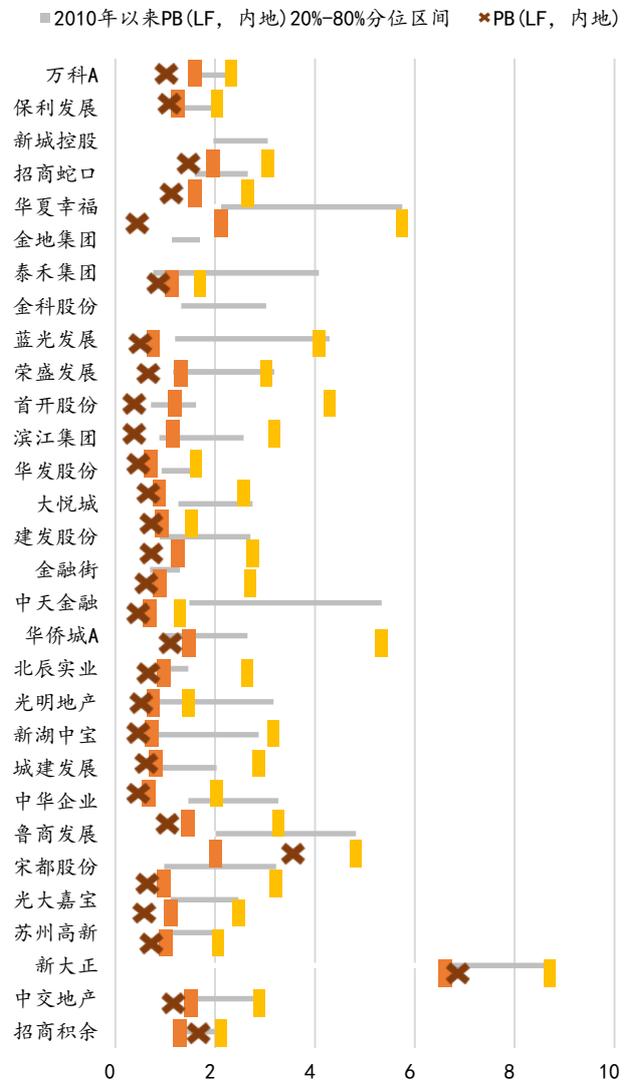
图 137: A 股主流上市房企 PE (2020)



PE (FY1) 为 Wind 一致预期最新年度预测 PE; 最新估值数据截至 2021 年 11 月 19 日

资料来源: Wind, 天风证券研究所

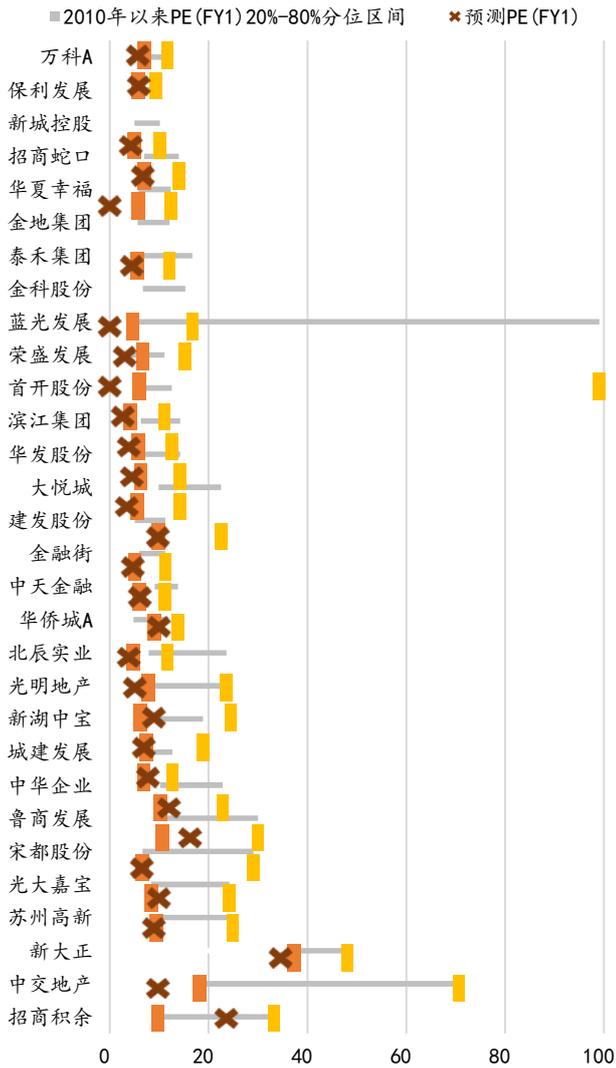
图 138: A 股主流上市房企 PE (2021)



PE (FY1) 为 Wind 一致预期最新预测年度后 1 年的预测 PE; 最新估值数据截至 2021 年 11 月 19 日

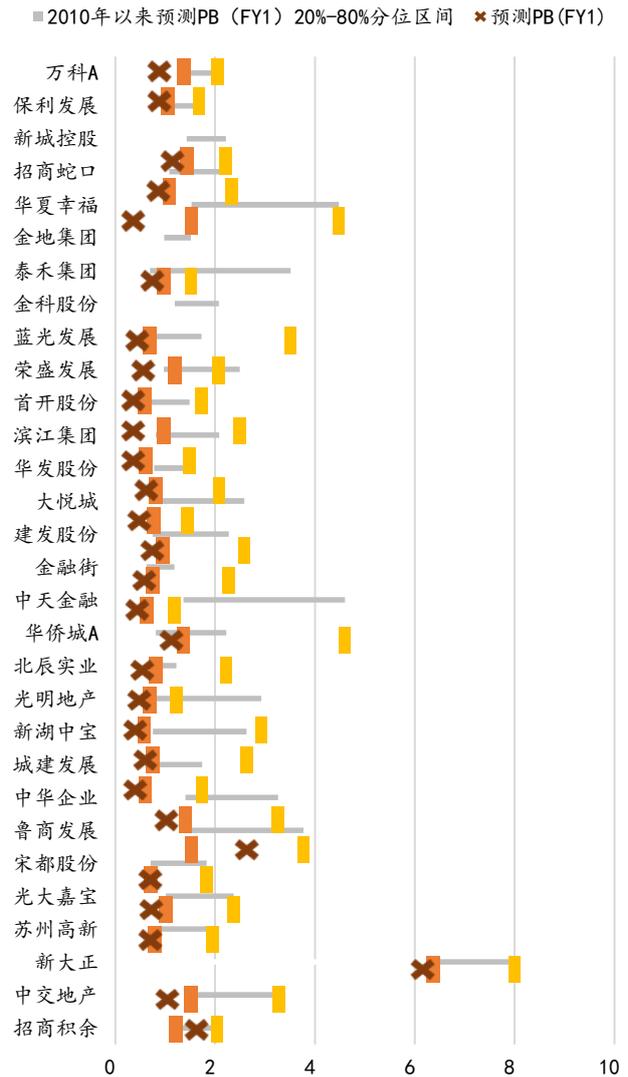
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 139：A 股主流上市房企 PB（2020）



PB (FY1) 为 Wind 一致预期最新年度预测 PB；最新估值数据截至 2021 年 11 月 19 日
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 140：A 股主流上市房企 PB（2021）



PB (FY1) 为 Wind 一致预期最新预测年度后 1 年的预测 PB；最新估值数据截至 2021 年 11 月 19 日
资料来源：Wind，天风证券研究所

7.2. 把握短期收并购和中长期集中度的提升

金融供给侧改革改变的是行业规则和发展模式，红线束缚之下短期成长考验的是房企左侧加杠杆的魄力和决心，但是右侧更强的确定性决定了逆周期扩张的谨慎；中长期空间考验的是房企的赚钱能力，即 ROE 对净资产的累积是未来杠杆空间的根本来源。未来行业集中度有望稳步提升，但是房企增长的绝对速度依然在很大程度上取决于行业总量的走势。行业 beta 取决于行业结构调整、产能出清节奏和政策托底力度，未来或继续维持窄幅区间；alpha 在于收并购对重点房企资产负债表和利润率的修复、逆周期加杠杆的精准度、围绕住房场景价值的长期挖掘。

建议持续推荐：1) 优质龙头：金地集团、保利发展、融创中国、万科 A、龙湖集团、招商蛇口；2) 优质成长：金科股份、新城控股、中南建设、旭辉控股集团；3) 优质物管：碧桂园服务、新城悦服务、绿城服务、招商积余、保利物业。

7.3. 风险提示

- 1 行业信用风险蔓延，影响整个地产行业的再融资、销售和竣工预期；
- 2 行业销售下行周期开始，带动行业开发投资、新开工、拿地、施工等指标快速下行；
- 3 行政调控保持高压，房地产税试点力度超预期。

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市虹口区北外滩国际	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	客运中心 6 号楼 4 层	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：200086	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com