

政策托而不举，静待行业出清

——房地产行业 2022 年投资策略报告

同步大市 (维持)

2021 年 12 月 06 日

行业核心观点:

此次政策调控范围广、力度大，房企在政策的严控下承受了较大压力，部分房企信用风险持续暴露，对市场供需预期都形成了较大的冲击，预计 2022 年房地产行业基本面仍处于向下阶段，当前政策上已经开始纠偏，预计政策方向上以托底不刺激为原则。房地产开发板块估值处于低位，行业信用风险持续释放中，长期来看，行业加速出清，优质房企有望受益。

建议关注两类公司 (1) 具有央企/国企背景的财务稳健型优质房企; (2) 拥有优质持有型物业或转型类企业，或有效形成“开发类+”的良性资金循环的房企。

投资要点:

政策端以稳为主，难现刺激性政策: 此次政策调控范围广、力度大，房企在政策的严控下承受了较大压力，部分房企信用风险持续暴露，对市场供需预期都形成了较大的冲击。当前政策底已现，按揭贷款发放、预售资金监管、企业融资等方面均已出现边际放松现象，预计仍有边际改善的政策陆续出台，但预计难以出现强烈的托底政策。

行业基本面延续下行趋势，竣工周期或延续: 销售，2021 年新开工缩量，预计对 2022 年推货量以及销售形成一定压制，叠加房地产税试点的影响，整体的销售继续承压，考虑今年基数影响，预计 2022 年房地产销售呈现前低后高的趋势。**开竣工**，土地市场成交持续低迷预计对 2022 年新开工将形成压制，房地产新开工和销售面积剪刀差维持高位，以及政策端对预售资金监管的加强也推动企业积极竣工，预计竣工周期延续。**投资**，竣工周期延续、保障性租赁住房获政策扶持与土地市场低迷综合影响下，房地产开发投资增速或将出现进一步放缓态势。

信用风险持续释放，行业加速出清，优质房企有望受益: 信用风险的持续释放预计加速行业出清，优化行业竞争格局，财务控制严格的优质房企未来更具优势。房地产行业过去奉行的高杠杆高周转模式未来将难以为继，房地产去金融化、去杠杆趋势不可逆转，倒逼房企向高质量运营模式转变。

基金重仓配置比例与板块估值均处于低位: 2021 年三季度末房地产行业基金重仓配置比例为 1.39%，低于标准配置比例 0.9pct，环比+0.3pct。开发类板块公司持仓情况出现分化，央企、国企背景等高信用公司获得明显增持，如保利发展、金地集团、招商蛇口等；部分民营房企遭到减持，如新城控股、金科股份、中南建设等。保利发展持仓总市值超过万科 A，居于房地产行业基金

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

相关研究

存量时代的受益者，高成长逻辑未变
基本面持续下行，销售投资持续走弱
A 股房地产行业 2021 年三季度报综述: 行业下行趋势延续，关注存量市场机会

分析师: 徐飞
执业证书编号: S0270520010001
电话: 021-60883488
邮箱: xufei@wlzq.com.cn

重仓持股首位。

风险因素：行业基本面持续快速下行、持续大幅收紧房地产信贷政策。

正文目录

1 政策：以“稳”为主，强烈的托底政策难现	5
2 房地产行业基本面：预计 2022 年或延续下行趋势	9
2.1 销售：房企销售压力仍然较大，预计 2022 年全年销售增速或略有下滑	9
2.2 房价：预计整体保持平稳	10
2.3 拿地：“两集中”供地模式延续，拿地积极性依赖于资金环境	11
2.4 开竣工：受土地成交市场低迷影响，预计 2022 年新开工承压，竣工维持较高增长	13
2.5 库存：待售面积持续下降，广义库存上升	14
2.6 投资：预计受土地市场拖累，房地产投资增速放缓	15
2.7 资金：政策托底下，融资环境边际改善	17
2.7.1 融资环境边际改善	17
2.7.2 房企资金面压力仍然较大	17
3 信用风险持续释放，行业加速出清，优质房企有望受益	19
3.1 信用风险事件频发	19
3.2 高杠杆模式转向高质量运营模式	20
4 基金重仓配置比例有所回升，但仍处于低位	21
4.1 房地产行业行情回顾	21
4.2 基金重仓配置比例有所回升，但仍处于低位	21
5 板块估值与投资建议	23
图表 1： 房地产产业链主要参与主体	5
图表 2： 今年部分供给端政策	5
图表 3： 今年部分需求端政策	6
图表 4： 政策端已现边际松动	7
图表 5： 销售面积与销售金额累计同比增速	9
图表 6： 销售面积与销售金额当月同比增速	9
图表 7： 销售面积与新开工面积累计同比增速对比（%）	9
图表 8： 销售面积增速与 M1/M2 增速对比（%）	10
图表 9： 2013 年以来百城新建住宅价格同比涨幅（右轴）与 100 大中城住宅用地成交楼面面积同比涨幅对比	10
图表 10： 2016 年以来销售均价（左轴，元/平）及累计同比增速	11
图表 11： 2016 年以来全国 100 城住宅用地推出与成交走势（万平方米）	11
图表 12： 2016 年以来 100 中大城市住宅用地成交楼面价（元/平）与溢价率（%）情况	12
图表 13： 第二批集中供地竞拍规则要点	12
图表 14： 部分城市第二批次集中供地成交溢价率与流拍情况	12
图表 15： 房屋新开工面积累计同比增速	13
图表 16： 房屋新开工当月同比增速	13
图表 17： 房屋竣工面积累计同比增速	14
图表 18： 房屋竣工当月同比增速	14
图表 19： 开竣工面积与土地成交面积累计同比增速情况（%）	14
图表 21： 广义去化周期	15

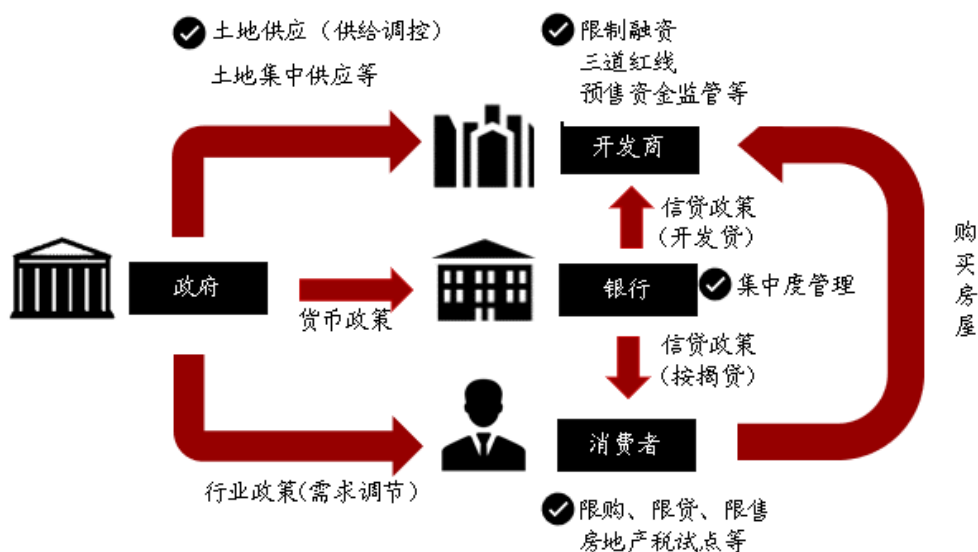
14

图表 22: 房地产开发投资累计同比增速	15
图表 23: 房地产开发投资当月同比增速	15
图表 24: 土地购置费与土地成交价款累计同比增速	16
图表 25: 2014 年以来房地产开发投资额、土地购置费和建筑工程投资同比增速	16
图表 26: 2019 年以来金融机构新增人民币贷款-居民中长期贷款 (亿元)	17
图表 27: 2016 年以来房地产贷款余额和个人住房贷款余额增速	17
图表 28: 开发资金来源累计与当月同比增速	17
图表 29: 房地产企业境内债发行数量与发行规模	18
图表 30: 房地产企业境内债发行产品结构	18
图表 31: 2021 年与 2022 年房企信用债到期规模情况 (亿元)	18
图表 32: 房地产行业资离岸债净融资额 (亿美元)	18
图表 33: 房地产行业资离岸债发行量与到期金额 (亿美元)	18
图表 34: 房地产信托平均收益率 (%)	19
图表 35: 房地产集合信托单月成立规模 (万元) 及同比增速	19
图表 36: 2018 年以来出现债券信用风险的房企信息	19
图表 37: 百强房企两轮集中供地拿地金额集中度变化情况	20
图表 38: 部分房企每月新增土储面积 (万平方米)	20
图表 39: 房地产行业有息负债 (亿元) 规模走低	21
图表 40: 房地产开发板块销售回款增速	21
图表 41: 2021 年以来申万一级行业行情回顾 (%)	21
图表 42: 房地产行业各细分板块基金重仓配置情况 (%)	22
图表 43: 2021 三季末基金重仓持有房地产行业主要个股情况 (%)	22
图表 44: A 股房地产各板块估值情况 (%)	23
图表 45: A 股房地产板块主要个股估值情况 (%)	24

1 政策：以“稳”为主，强烈的托底政策难现

政策回顾：此次政策调控范围广、力度大。此次房地产调控不同与以往，监管从地产行业供需两端的主要参与的方进行全方面的调控，整体政策方向是降低房地产金融风险，坚持房住不炒，构建房地产长效机制。供给端，从限制房企融资到土地集中供应、三道红线、加强预售资金监管、限制银行房地产贷款余额占比等；需求端，从传统的限购、限贷、限价，到二手房成交指导价、房地产税试点、限制银行个人住房贷款余额占比等。房企在政策的严控下承受了较大压力，部分房企信用风险持续暴露，对市场供需预期都形成了较大的冲击。

图表1：房地产产业链主要参与主体



资料来源：wind，万联证券研究所

今年以来房地产行业部分调控政策梳理情况如下：

图表2：今年部分供给端政策

政策发布时间	部门/会议/区域	文件或政策	政策摘要
2021/7/2	国务院办公厅	《关于加快发展保障性租赁住房的意见》	坚持以人民为中心，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，突出住房的民生属性，扩大保障性租赁住房供给，缓解住房租赁市场结构性供给不足，推动建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，推进以人为核心的新型城镇化，促进实现全体人民住有所居。
2021/7/6	国家发改委	《关于加强基础设施建设项目管理 确保工程安全质量的通知》	严格限制新建 250 米以上建筑，确需建设的，要结合消防等专题论证进行建筑方案审查，并报住房城乡建设部备案；不得新建 500 米以上超高层建筑。
2021/7/22	央行	房地产金融管理长效机制行之有	金融是房地产长效机制中重要的组成部分，中国人民银行表示，近年来我国加快建立健全房地产金融管理

			营财务指标明显改善，银行业金融机构房地产贷款、个人住房贷款集中度稳步降低。下一步，将继续围绕稳地价、稳房价、稳预期目标，持续完善房地产金融管理长效机制。
2021/7/30	银保监会	年中工作座谈会	严格执行“三线四档”和房地产贷款集中度要求，防止银行保险资金绕道违规流入房地产市场。
2021/9/24	深圳	《关于加强商品住房用地土地购置资金来源核查要求的通知》	竞买企业不得直接或间接使用金融机构各类融资资金作为购地资金。违反要求禁止参与该市土地竞买一年。

资料来源：网络资料整理，万联证券研究所

图表3: 今年部分需求端政策

政策发布时间	部门/会议/区域	文件或政策	政策摘要
2021/7/8	西安	《关于建立二手住房成交参考价格发布机制的通知》	以住宅小区为单位，充分参考二手住房网签成交价格、评估价格等因素，经调查分析，形成二手住房成交参考价格。
2021/7/9	东莞	《关于新建商品住房项目销售价格申报有关事项的通知》	对下一年度首次销售的新建商品住房项目的申报价格，参照同区域、同地段当前同类型项目的申报价格及网签价格，结合房价调控目标审核确定。
2021/7/9	上海	上海市规范二手住房房源挂牌管理会议	各经纪机构和房地产信息服务平台企业要严格执行挂牌房源价格核验，按照国家和上海市法律法规，诚信守法经营。市房管局强调，对诱导虚高价格挂牌、哄抬房价、借机炒作、扰乱市场等行为，将会同相关部门采取暂停网签等措施予以严肃查处。
2021/7/12	成都	《关于调整再交易房公积金贷款相关事项的通知》	通知规定，购买再交易房办理公积金贷款的，如所购再交易房由住建部门公布了成交参考价格，则住房价值按住建部门确认的网签备案合同价、房屋评估价以及住建部门公布的成交参考价格三者中的最低值认定，计算可贷额度。取消原“所购再交易房楼龄超过10年的，最低首付款比例相应提高10%”的规定。
2021/7/23	绍兴	《关于加强二手住房市场监管的通知》	绍兴将加强对二手住房挂牌价格的管控，及时下架挂牌价格明显高于所在楼盘合理成交价格的异常房源。以住宅小区为单元，参考二手住房网签成交价格、评估价格等因素，形成住宅小区二手住房成交参考价格，在重点、热点区域先行试点，并适时在全市范围内推广。
2021/7/26	无锡	《关于建立二手住房成交参考价格发布机制的通知》	无锡市房地产市场管理和监测中心在调查分析基础上，形成二手住房成交参考价格，并在无锡市住房和城乡建设局门户网站、微信公众号、无锡房地产市场网等平台发布，通知自发布之日起施行。
2021		《关于建立二手住	房地产经纪机构、房地产网络信息发布平台等应对挂

		布机制的通知》	道对外发布明显高于本市二手住房交易参考价格的挂牌价格。二手住房交易涉及的相关机构，应将二手住房交易参考价格作为开展业务的参考依据之一。
2021/10/9	哈尔滨	《关于促进哈尔滨市房地产市场平稳健康发展的实施意见》	加快推进项目建设。2022年12月31日前，对于已实施商品房预售资金监管的房地产开发项目，满足返还条件的，应尽快予以返还。自2021年10月1日起，新出让的土地项目（以发布土地出让公告时间为准），缴纳土地出让起始价的20%作为竞买保证金。放宽二手房公积金贷款房龄年限，由20年提高到30年，贷款年限与房龄之和不超过50年。
2021/10/23	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	为积极稳妥推进房地产税立法与改革，引导住房合理消费和土地资源节约集约利用，促进房地产市场平稳健康发展，第十三届全国人民代表大会常务委员会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。一、试点地区的房地产税征税对象为居住用和非居住用等各类房地产，不包括依法拥有的农村宅基地及其上住宅；二、国务院制定房地产税试点具体办法，试点地区人民政府制定具体实施细则；三、国务院按照积极稳妥的原则，统筹考虑深化试点与统一立法、促进房地产市场平稳健康发展等情况确定试点地区，报全国人民代表大会常务委员会备案。本决定授权的试点期限为五年，自国务院试点办法印发之日起算。

资料来源：网络资料整理，万联证券研究所

政策展望：政策底已现，预计后续仍有边际改善政策陆续出台，但预计难以出现强烈的托底政策。在房企信用风险的持续释放下，房企的经营压力逐渐加大，2021年9月27日，央行货币政策委员会第三季度例会上首次提及“两个维护”，释放房地产维稳信号，即“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”；9月29日，央行、银保监会联合住建部和24家主要银行召开房地产金融工作座谈会，提出“准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度”，指导金融机构加快落实“两个维护”要求；10月15日，央行三季度金融统计数据新闻发布会，继续强调“两个维护”，并针对市场关注的房地产信贷管理、房企潜在信用风险以及境外房企美元债价格下跌问题作出回复；10月26日，发展改革委同外汇局联合召开房地产企业外债座谈会，对房企偿还海外债作出指示，政府从房企偿还海外债方面进行落实，将继续在外债备案登记、资金出境等方面满足企业合理合规的外债置换和偿付需求。政府或为房企境内资金偿还境外债开辟“绿色通道”，房企用境内资金偿还境外债时，审批速度或有所加快。预计随着行业压力的不断增加，政策仍有一定放松，但是不会出现供需两端大幅的放松。进入11月以来，央行公布2021年10月末个人住房贷款有所改善。地方政策方面，部分城市也陆续有出台托底政策，如成都、哈尔滨等。

图表4：政策端已现边际松动

政策发布时间	部门/会议	文件或政策	政策摘要
2021/9/27	央行	央行货币政策委员会 2021 年第三季度（总第 94 次）例会	房地产方面，会议提出要维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益。推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力。
2021/9/29	央行、银保监会	房地产金融工作座谈会	金融部门要贯彻落实党中央、国务院决策部署，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，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。
2021/10/15	央行	第三季度金融统计数据新闻发布会	部分金融机构对于 30 家试点房企“三线四档”融资管理规则也存在一些误解，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。针对这些情况，人民银行、银保监会已于 9 月底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。
2021/10/20	中国中央政治局委员、国务院副总理刘鹤	金融街论坛	统筹做好金融风险防控，坚持市场化、法治化原则，坚持底线思维，实现防范风险和稳发展的动态平衡。目前房地产市场出现了个别问题，但风险总体可控，合理的资金需求正在得到满足，房地产市场健康发展的整体态势不会改。
2021/10/21	中国人民银行营管部	2021 年前三季度北京地区货币信贷工作通报会	会议要求辖内各银行进一步提高政治站位，主动担当作为，坚持把服务实体经济放到更加突出的位置，增强信贷总量增长的稳定性，确保信贷投放同经济增速相匹配。准确把握房地产金融审慎管理政策要求，稳健开展房地产贷款业务，保持房地产信贷平稳有序投放。
2021/10/23	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	为积极稳妥推进房地产税立法与改革，引导住房合理消费和土地资源节约集约利用，促进房地产市场平稳健康发展，第十三届全国人民代表大会常务委员会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。一、试点地区的房地产税征税对象为居住用和非居住用等各类房地产，不包括依法拥有的农村宅基地及其上住宅；二、国务院制定房地产税试点具体办法，试点地区人民政府制定具体实施细则；三、国务院按照积极稳妥的原则，统筹考虑深化试点与统一立法、促进房地产市场平稳健康发展等情况确定试点地区，报全国人民代表大会常务委员会备案。本决定授权的试点期限为五年，自国务院试点办法印发之日起算。
2021/10/26	国家发展改革委外资司、外汇局资本司	部分重点行业企业外债座谈会	会议指出，将继续在外债备案登记、资金出境等方面满足企业合理合规的外债置换和偿付需求，同时要求企业不断优化外债结构，严格按照批准用途使用外债募集资金，自觉遵守财务纪律和市场规则，积极主动做好境外债券本息兑付准备，共同维护企业自身信誉和市场整体秩序。

2021/11/7	住房和城乡建设部	《住房和城乡建设部办公厅关于开展第一批城市更新试点工作的通知》	在北京等 21 个城市（区）开展第一批城市更新试点工作，自 2021 年 11 月开始为期 2 年第一批城市更新试点，探索城市更新统筹谋划机制、城市更新可持续模式和城市更新配套制度政策。
2021/11/10	央行		2021 年 10 月末，个人住房贷款余额 37.7 万亿元，当月增加 3481 亿元，较 9 月多增 1013 亿元。
2021/11/12	央行	中国央行党委会	坚决遏制金融服务业领域的垄断和资本无序扩张，维护房地产市场平稳健康发展。
2021/11/23	成都市住房和城乡建设局	《关于精准应对疫情冲击全力实现年度目标的通知》	在项目主体结构工程完成四分之三以及主体结构封顶两个节点，监管额度内预售资金支取比例上限分别提高 5%；项目并竣工验收备案后，监管额度内预售资金支取比例可达到 95%。

资料来源：网络资料整理，万联证券研究所

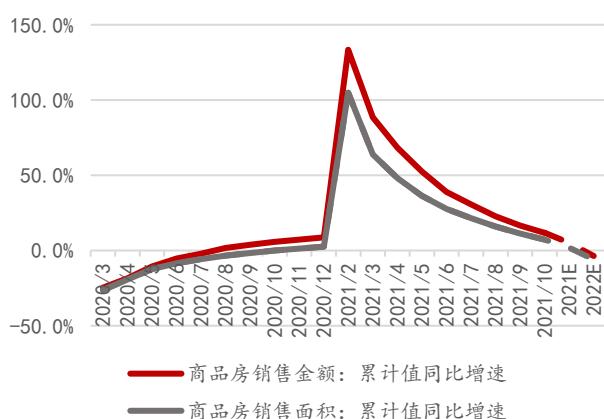
2 房地产行业基本面：预计 2022 年或延续下行趋势

2.1 销售：房企销售压力仍然较大，预计 2022 年全年销售增速或略有下滑

回顾2021年：2021年房地产销售前高后低，2021年7月-10月销售面积和销售金额持续四个月单月同比下滑，1-10月累计同比增速分别为7.3%和11.8%，持续回落。

展望2022年：2021年新开工缩量，预计对2022年推货量以及销售形成一定压制，此外，房地产税试点的逐步落地预计对需求端形成一定抑制，另一方面预计信贷领域的相对宽松会对地产销售形成一定支撑，但是整体的销售面积预计或会有小个位数下滑，同时，考虑今年基数影响，预计2022年房地产销售呈现前低后高的趋势。

图表5：销售面积与销售金额累计同比增速



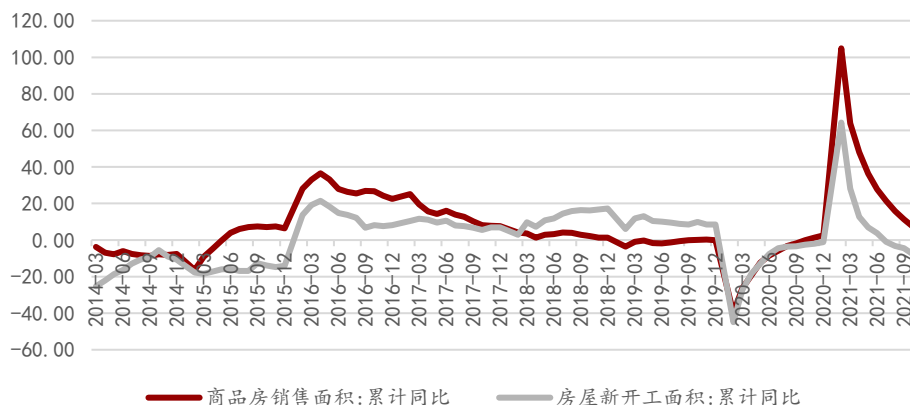
资料来源：wind，万联证券研究所

图表6：销售面积与销售金额当月同比增速



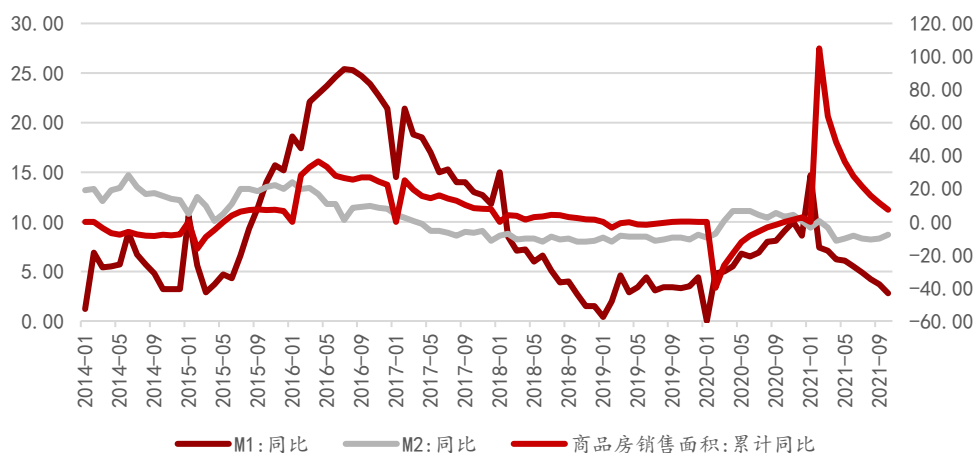
资料来源：wind，万联证券研究所

图表7：销售面积与新开工面积累计同比增速对比（%）



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表8: 销售面积增速与M1/M2增速对比 (%)



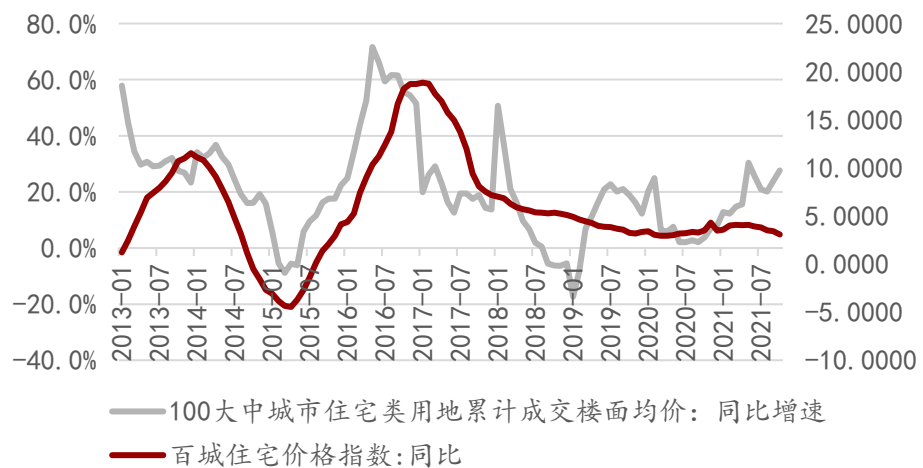
资料来源: wind, 万联证券研究所

2.2 房价: 预计整体保持平稳

回顾2021年: 由于房企下半年资金链持续承压, 通过以价换量, 房价涨幅持续收窄。根据统计局数据计算, 2021年1-10月销售均价为1.03万元/平方米, 同比增速为4.2%, 从下半年以来涨幅持续收窄。

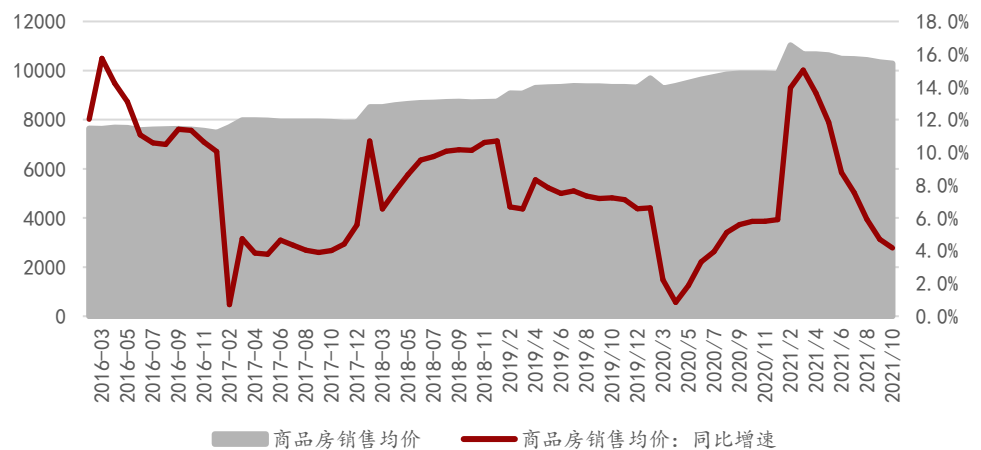
展望2022年: 2022年房企仍然面临回款压力, 销售端整体仍有较大压力, 对房价形成一定压制, 另一方面由于今年住宅用地市场成交均价仍有一定涨幅, 对房价会形成一定支撑, 在销售回款压力与土地成本刚性相互作用下, 预计2022年房价整体保持平稳。

图表9: 2013年以来百城新建住宅价格同比涨幅(右轴)与100大中城住宅用地成交楼面面积同比涨幅对比



资料来源：wind，万联证券研究所

图表10：2016年以来销售均价（左轴，元/平）及累计同比增速



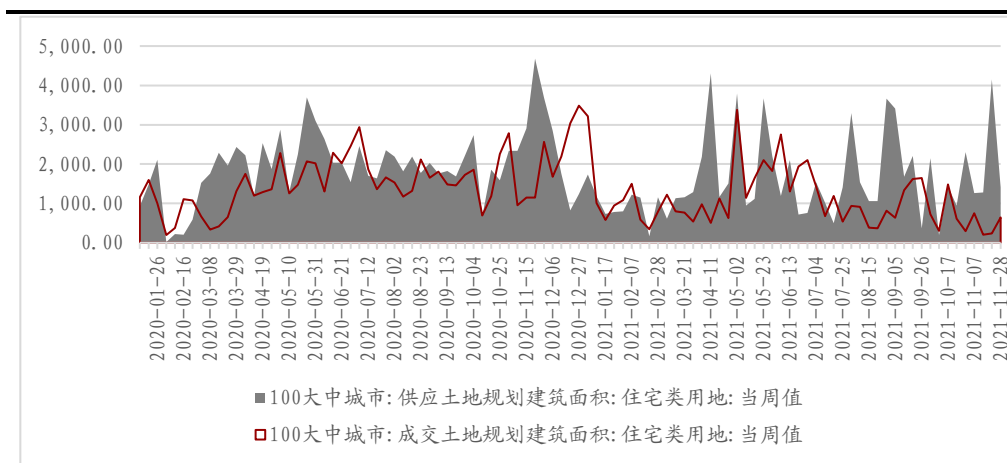
资料来源：wind，万联证券研究所

2.3 拿地：“两集中”供地模式延续，拿地积极性依赖于资金环境

回顾2021年：资金面紧张叠加集中土地供应新政，2021年土地市场低迷，全国百城住宅用地成交与溢价率走低。根据中指研究院统计数据，22城集中供地，其中21城完成二批次出让，土地市场整体降温，流拍率有所上行，近两百宗地块被撤牌，其中成都、杭州等城市多宗地块因条件严苛遭流拍或撤牌。

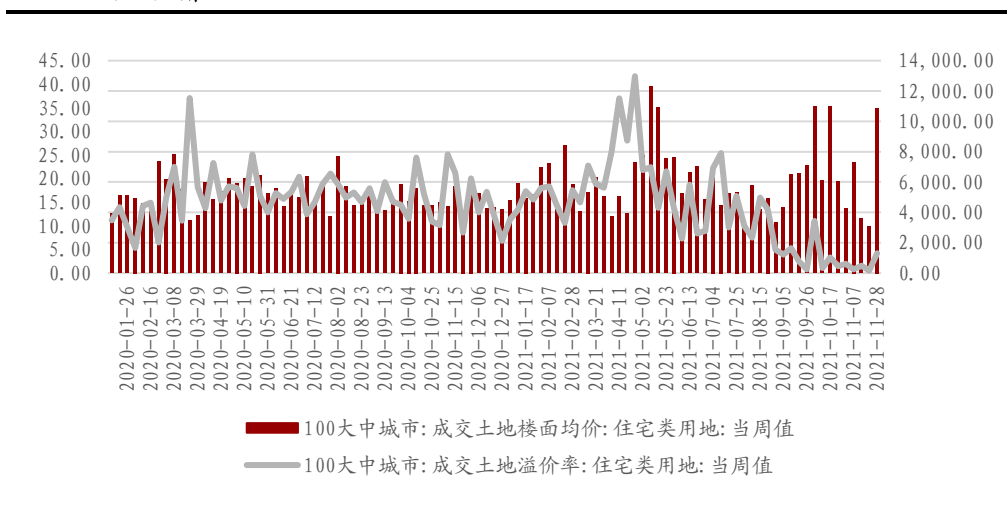
展望2022年：“两集中”供地模式延续，集中供地政策要求不断优化，预计供地资金审查保持严格，部分条件持续优化。当前融资与销售两端承压，下半年拿地难以在年内消化，房企补库意愿低，预计明年房企拿地意愿仍然依赖于融资环境和销售回款情况。

图表11：2016年以来全国100城住宅用地推出与成交走势（万平方米）



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表12: 2016年以来100中大城市住宅用地成交楼面价(元/平)与溢价率(%)情况

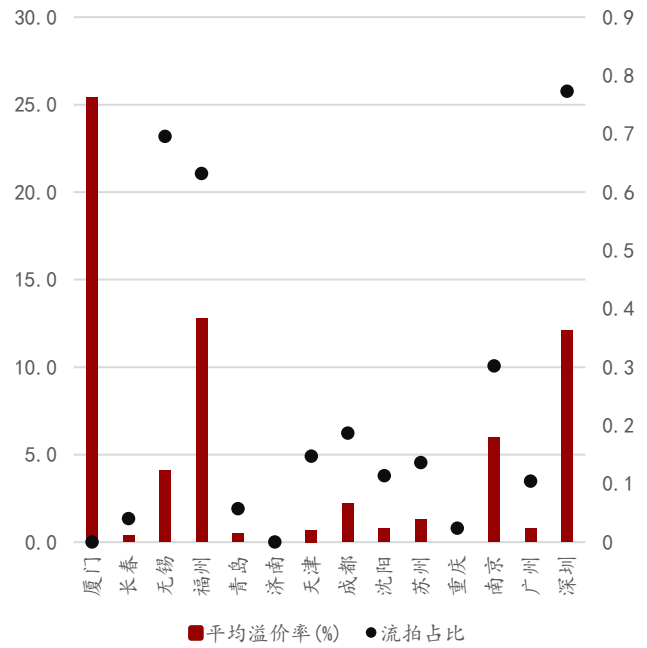


资料来源: wind, 万联证券研究所

图表13: 第二批集中供地竞拍规则要点

图表14: 部分城市第二批集中供地成交溢价率与流拍情况

城市	第二批集中供地竞拍规则要点
天津	提高企业报名门槛、摇号降低拿地成本
福州	限地价、摇号、禁马甲
苏州	竞买人需说明资金来源情况
济南	调整最高限价、抽签决定竞得人
杭州	调整溢价率、保证金，竞品质
青岛	限制溢价率和马甲
沈阳	禁止马甲、自有土地金来源
成都	禁止马甲、房企自有资金来源
南京	定品质，溢价率下调至15%，拿地6个月内禁止入市，限购地数量
广州	限房价、限销售对象、防马甲、一次性书面报价
深圳	限15%溢价率、摇号
合肥	竞品质、价高者得、竞装配率、摇号
北京	摇号、现房试点、溢价率不高于10%



资料来源：中指研究院，万联证券研究所

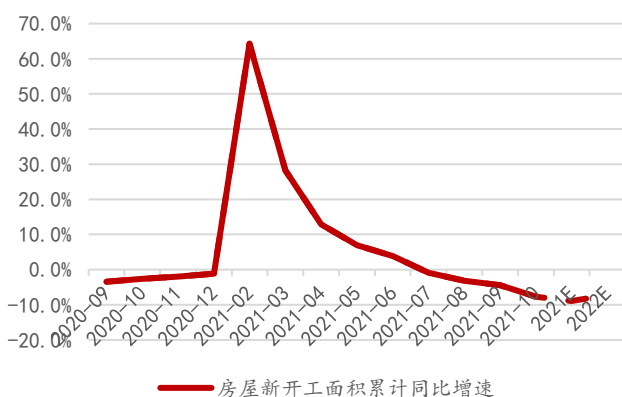
资料来源：中指研究院，万联证券研究所

2.4 开竣工：受土地成交市场低迷影响，预计2022年新开工承压，竣工维持较高增长

回顾2021年：房地产企业资金面持续承压下新开工面积持续下滑，竣工面积增速亦受到拖累。10月新开工面积同比下降33.1%，连续7个月负增长，1-10月累计增速为-7.7%。10月竣工面积同比下滑20.6%，由正转负，1-10月累计同比增长16.3%。

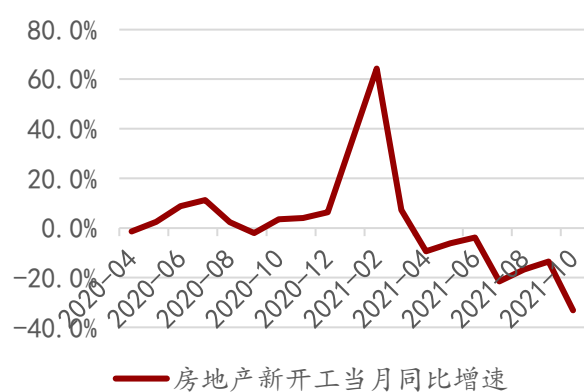
展望2022年：预计2022年新开工面积同比或有所下滑，竣工维持相对高位。土地市场成交持续低迷预计对2022年新开工将形成压制，预计2022年新开工面积同比有所下滑。竣工端，过去几年房地产新开工和销售面积剪刀差维持高位，同时，政策端要求房企去杠杆持续进行中，预售资金监管的加强也推动企业积极竣工，以获取预售监管资金的提取以增厚资产负债表，优化房企杠杆水平。

图表15：房屋新开工面积累计同比增速



资料来源：wind，万联证券研究所

图表16：房屋新开工当月同比增速



资料来源：wind，万联证券研究所

图表17: 房屋竣工面积累计同比增速



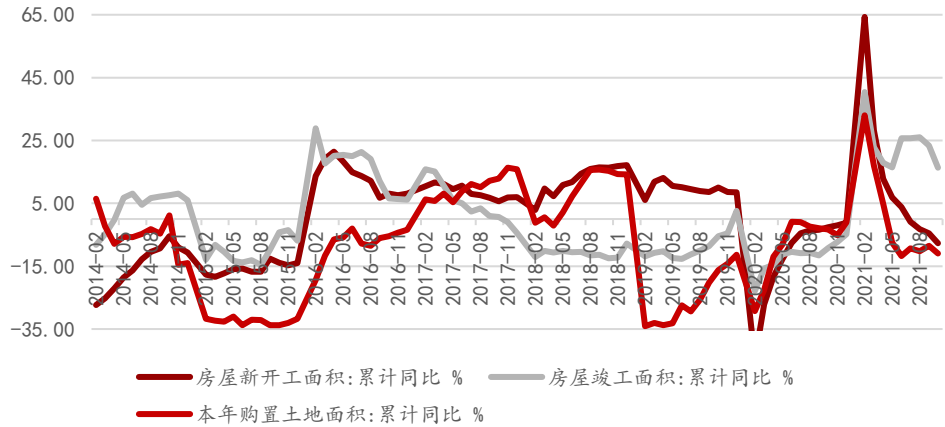
图表18: 房屋竣工当月同比增速



资料来源: wind, 万联证券研究所

资料来源: wind, 万联证券研究所

图表19: 开工面积与土地成交面积累计同比增速情况 (%)

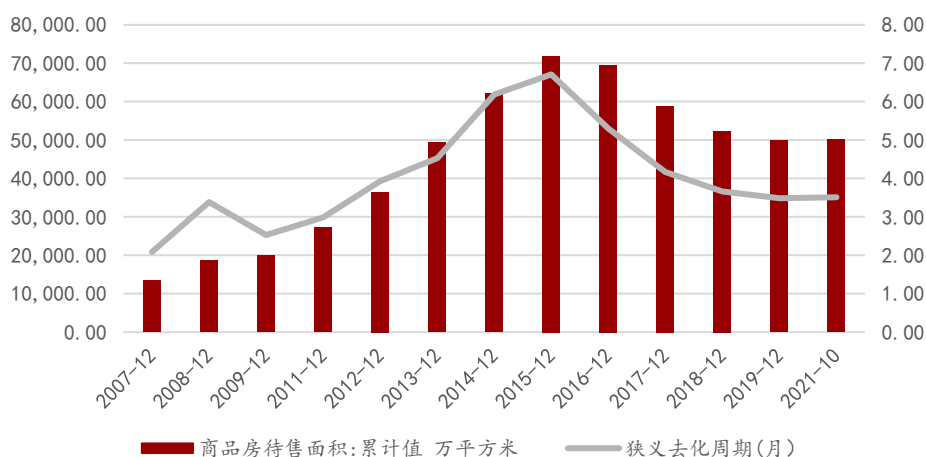


资料来源: wind, 万联证券研究所

2.5 库存: 待售面积持续下降, 广义库存上升

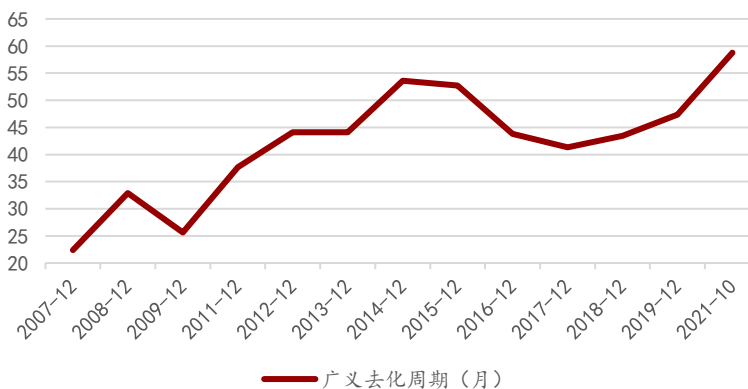
过去几年, 我国待售商品房面积处于下降趋势, 主要是房企高杠杆高周转模式下, 新开工与竣工剪刀差拉大, 在考虑广义库存的情况下, 可以看到广义去化周期是处于不断上升的状态。

图表20: 历年年末商品房待售面积与狭义去化周期



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表21: 广义去化周期



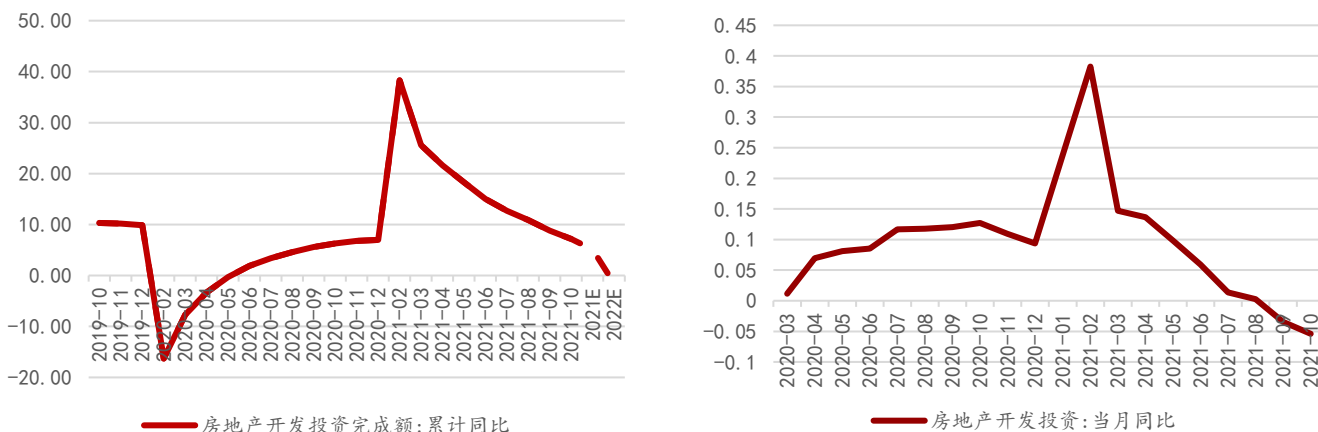
资料来源: wind, 万联证券研究所, $(\text{累计新开工面积} - \text{累计商品房销售面积}) / \text{当年月均商品房销售面积}$

2.6 投资: 预计受土地市场拖累, 房地产投资增速放缓

回顾2021年: 施工和土地市场持续降温拖累房地产开发投资增速下降, 投资单月同比增速下滑幅度扩大。1-10月房地产开发投资完成额累计同比增长7.2%, 10月单月同比增速为-5.4%, 连续两个月出现下滑。10月单月土地成交价款同比下滑0.38%, 由正转负, 1-10月累计同比增长0.2%。10月土地购置面积同比下滑-24.2%, 下滑幅度扩大22.1pct, 1-10月累计同比下滑11%。

图表22: 房地产开发投资累计同比增速

图表23: 房地产开发投资当月同比增速

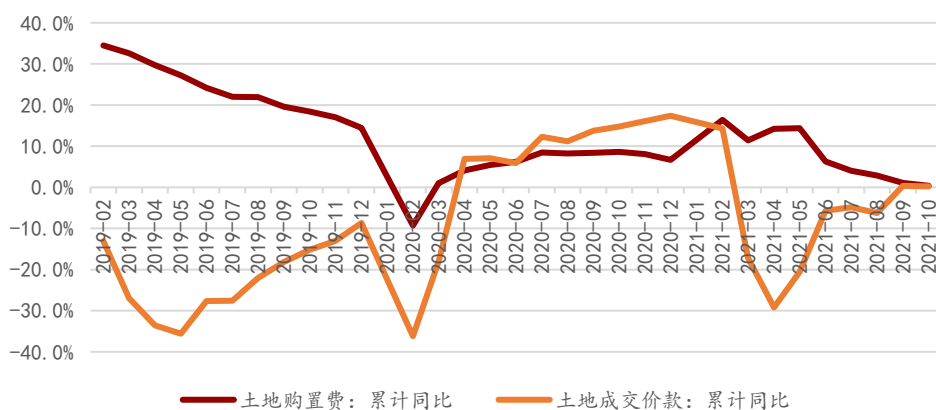


资料来源: wind, 万联证券研究所

资料来源: wind, 万联证券研究所

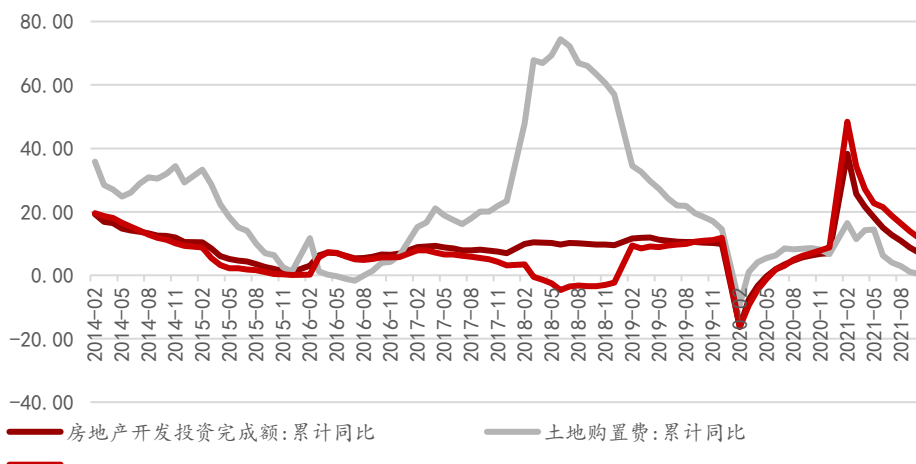
展望2022年: 房地产竣工面积与销售面积剪刀差仍维持高位, 竣工周期延续以及保障性租赁住房获政策扶持下, 预计对2022年房地产投资形成较大支撑, 但受制于土地市场低迷以及房企融资端受限等, 房地产开发投资增速或将出现进一步放缓态势。

图表24: 土地购置费与土地成交价款累计同比增速



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表25: 2014年以来房地产开发投资额、土地购置费和建筑工程投资同比增速



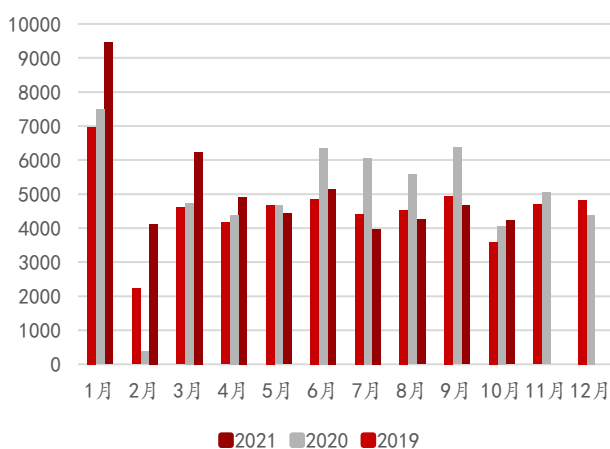
资料来源: wind, 万联证券研究所

2.7 资金: 政策托底下, 融资环境边际改善

2.7.1 融资环境边际改善

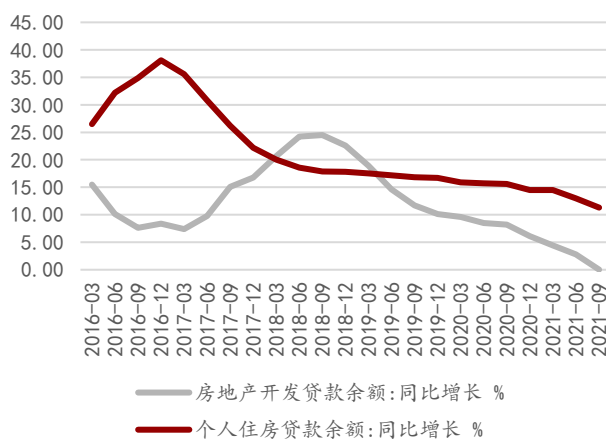
房地产信贷政策已现边际松动: 2021年10月, M2同比增速8.7%, M1同比增速为2.8%。从居民中长期贷款来看, 2021Q3新增1.29万亿, 同比-28.3%, 央行连续发声之下按揭略有好转, 2021年10月住户中长期贷款增加4221亿元, 同比多增162亿元, 结束了连续5个月的同比回落。2021年11月10日, 央行单独公布个贷月度数据, 截至10月末, 个人住房贷款余额37.7万亿元, 当月增加3481亿元, 较9月多增1013亿元。

图表26: 2019年以来金融机构新增人民币贷款-居民中长期贷款(亿元)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表27: 2016年以来房地产贷款余额和个人住房贷款余额增速

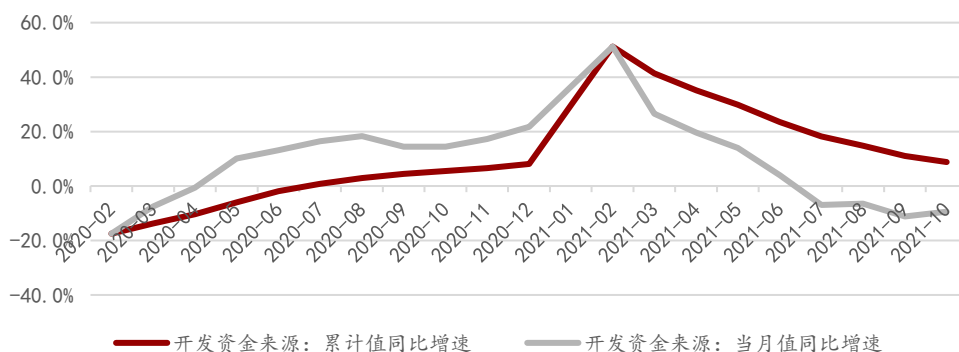


资料来源: wind, 万联证券研究所

2.7.2 房企资金面压力仍然较大

房企资金面压力仍然较大。 房地产开发企业到位资金增速持续回落。2021年10月, 房地产开发企业到位资金单月同比降至-9.5%, 显示出房企资金压力进一步加剧。

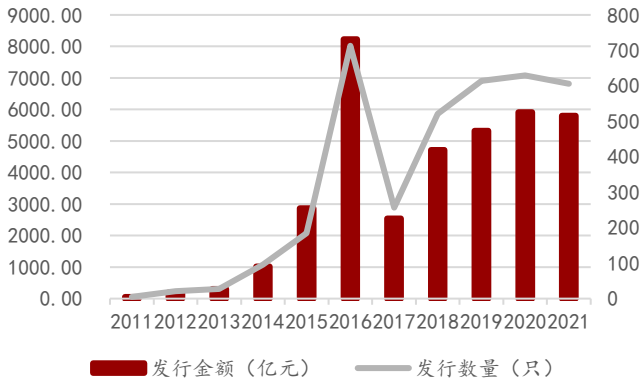
图表28: 开发资金来源累计与当月同比增速



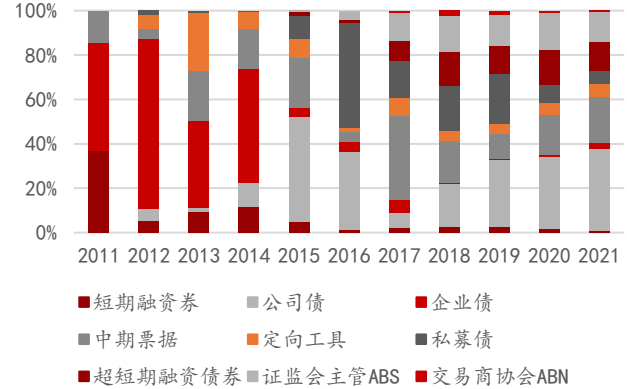
资料来源: wind, 万联证券研究所

境内外发债规模收缩，明年面临较大的偿债压力。从境内债来看，由于融资环境收紧，近几年融资规模保持在相对低位，考虑借新还旧，2021-2022年仍是债务到期大年。2021-2022年房企境内债分别到期6,703和3,549亿元；其中2022Q1和2022Q2分别到期718亿元和837亿元，较2021Q4到期量1188亿元有一定程度下降。

图表29: 房地产企业境内债发行数量与发行规模



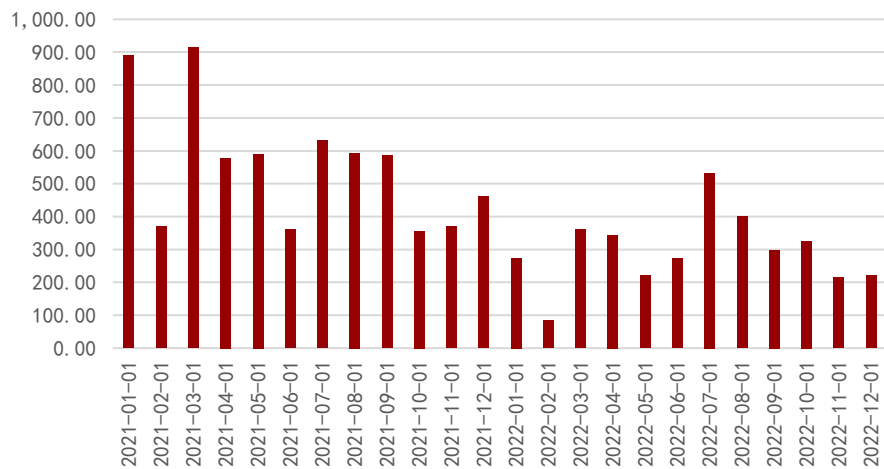
图表30: 房地产企业境内债发行产品结构



资料来源: wind, 万联证券研究所

资料来源: wind, 万联证券研究所

图表31: 2021年与2022年房企信用债到期规模情况 (亿元)

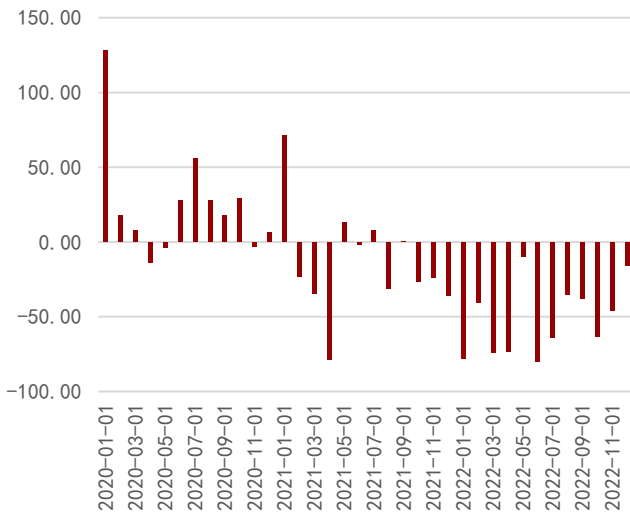


资料来源: wind, 万联证券研究所

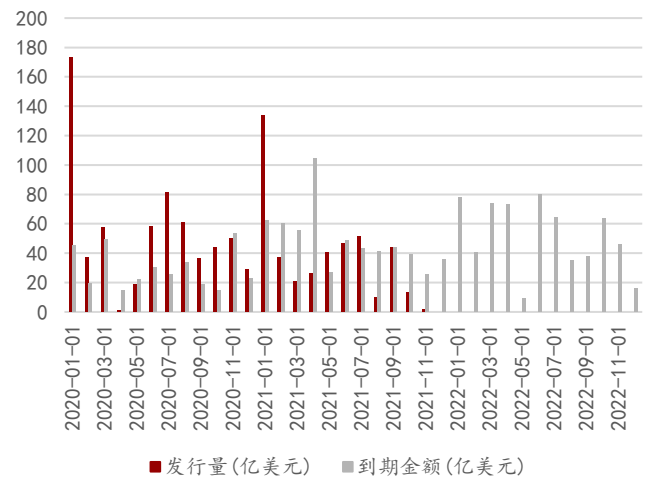
从境外债来看，受房企信用风险事件影响，今年房企境外融资规模大幅收缩，2021年1-10月境外净融资额为-102亿美元，去年同期为295亿美元，由于近几年房企境内的股权融资和债权融资收紧，海外融资成为房企主要资金来源渠道之一，2017-2020年房企海外融资规模大幅提升。随着偿还期限逐渐到来，境外债还债偿还规模大幅提升，2022年房企境外债到期规模618亿美元，其中2022Q1、2022Q2、2022Q3、2022Q4境外债偿还额分别达到192亿美元、163亿美元、138亿美元、125亿美元，分别将较2021Q4的100亿美元均有较大幅度提升，房企境外债的偿债压力将大幅提升。

图表

(亿美元)



资料来源: wind, 万联证券研究所



资料来源: wind, 万联证券研究所

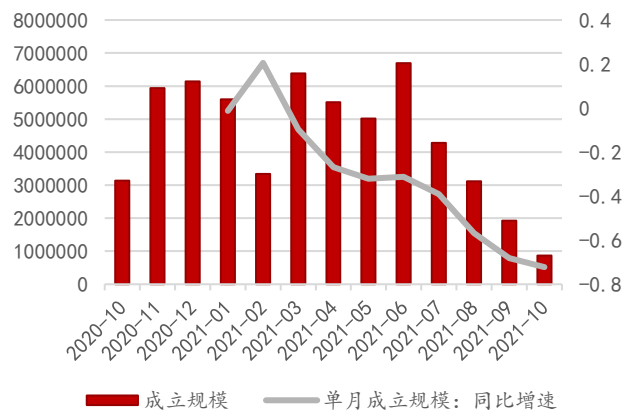
从房地产信托融资来看,根据用益金融信托研究院数据显示,今年以来房地产集合信托成立规模持续收缩,尤其是今年下半年以来房地产集合信托成立规模持续压缩严重。

图表34: 房地产信托平均收益率 (%)

图表35: 房地产集合信托单月成立规模 (万元) 及同比增速



资料来源: 用益金融信托研究院, 万联证券研究所



资料来源: 用益金融信托研究院, 万联证券研究所

3 信用风险持续释放, 行业加速出清, 优质房企有望受益

3.1 信用风险事件频发

今年以来陆续有多家房企出现信用违约事件,尤其是恒大事件更是加剧行业信用风险恶化预期,预计行业信用风险释放仍未结束,信用风险的持续释放预计加速行业出清,优化行业竞争格局,财务控制严格的优质房企未来更具优势。

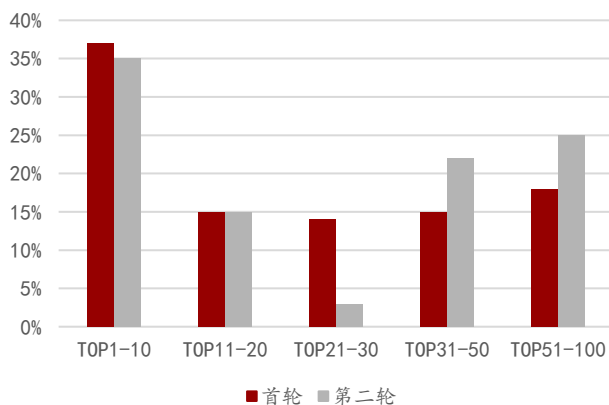
图表36: 2018年以来出现债券信用风险的房企信息

债务主体	信用风险事件时间	公司属性
禹州市投资总公司	20180626	地方国有企业
国购投资有限公司	20181119	民营企业
银亿股份有限公司	20181207	外资企业
天津市房地产发展(集团)股份有限公司	20190930	地方国有企业
泰禾集团股份有限公司	20200512	民营企业
华夏幸福基业股份有限公司	20210129	民营企业
天津房地产集团有限公司	20210201	地方国有企业
慕盛(北京)公寓管理有限公司	20210204	民营企业
云南城投置业股份有限公司	20210219	地方国有企业
天津市房地产发展(集团)股份有限公司	20210304	地方国有企业
四川蓝光发展股份有限公司	20210603	民营企业
恒大地产集团有限公司	20210610	民营企业
中天金融集团股份有限公司	20210728	民营企业
上海三盛宏业投资(集团)有限责任公司	20210806	民营企业
华夏幸福基业控股股份公司	20210830	民营企业
金世旗国际控股股份有限公司	20210831	民营企业
新力地产集团有限公司	20210927	民营企业
花样年集团(中国)有限公司	20211008	外商独资企业
当代节能置业股份有限公司	20211026	民营企业
阳光城集团股份有限公司	20211101	民营企业
佳兆业集团(深圳)有限公司	20211112	外商独资企业
奥园集团有限公司	20211118	中外合资企业

资料来源: wind, 万联证券研究所

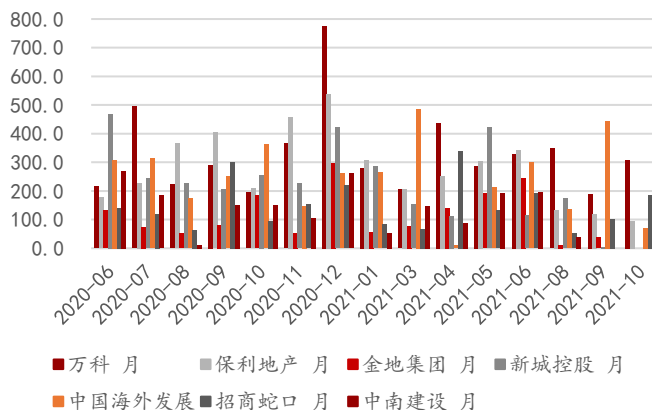
行业资源向具有融资优势的房企倾斜。在政策调控持续以及行业基本面下行下，房企拿地趋于更加谨慎，而具有融资优势、经营稳健的房企会更具优势。根据克而瑞统计的数据显示，第二轮集中供地中，拿地热度明显下降，其中以融创、新城、中骏、德信、新希望等民企为代表的房企拿地降低幅度最为明显，而中海、保利置业、华发、金隅等国企央企，拿地力度不跌反升。

图表37: 百强房企两轮集中供地拿地金额集中度变化情况



资料来源: CRIC, 万联证券研究所

图表38: 部分房企每月新增土储面积(万平方米)

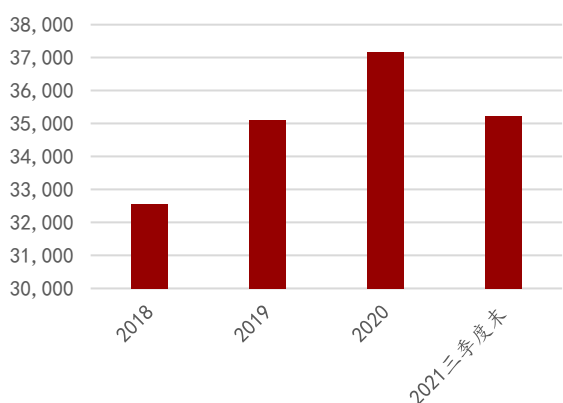


资料来源: wind, 万联证券研究所

从当前时点来看，房地产行业过去奉行的高杠杆高周转模式未来将难以为继，房地产去金融化、去杠杆趋势不可逆转，倒逼房企向高质量运营模式转变。房企过去依赖于融资加杠杆与预售制度实现快速周转，当前来看在预售资金监管趋严、融资端调控措施下，房企有息负债规模已大幅下降，销售回款承压。

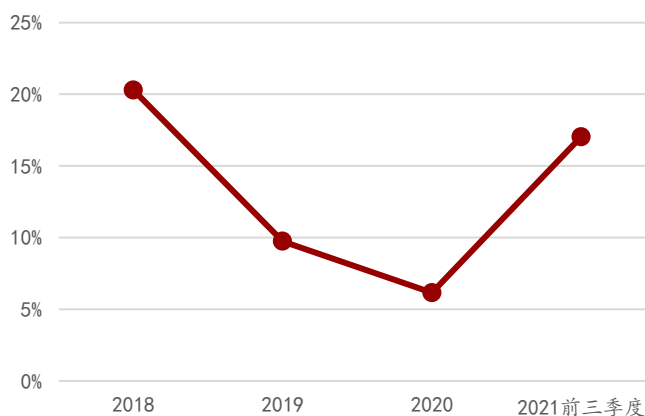
房企未来将从粗放式运营模式转向精细化运作，包括不限于信息化水平提升改善管理水平、提高产品标准化、更加注重建筑工程工艺水平以降低施工周期等。

图表39: 房地产行业有息负债(亿元)规模走低



资料来源: wind, 万联证券研究所, 以A股房地产开发板块统计;

图表40: 房地产开发板块销售回款增速



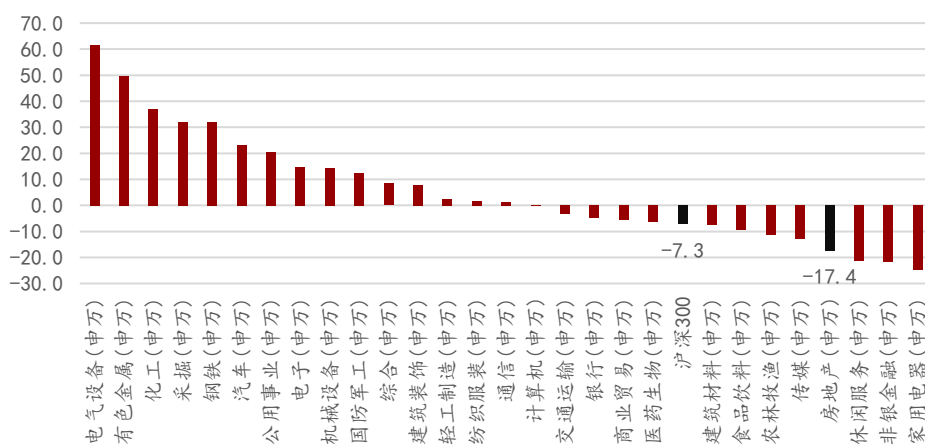
资料来源: wind, 万联证券研究所, 以A股房地产开发板块销售商品和劳务收到的现金流量统计

4 基金重仓配置比例有所回升, 但仍处于低位

4.1 房地产行业行情回顾

截止2021年11月29日, A股房地产行业跑输沪深300指数10.1pct, 居于申万一级行业倒数第四位。

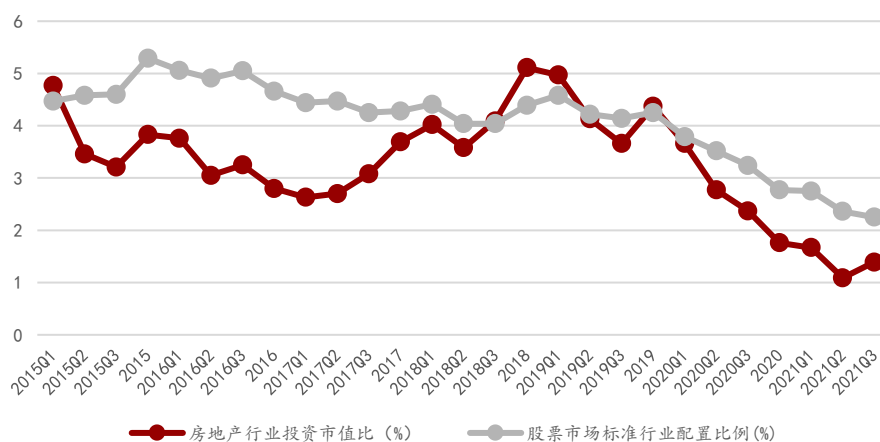
图表41: 2021年以来申万一级行业行情回顾(%)



资料来源: wind, 万联证券研究所

基金重仓配置比例有所回升，但仍处于低位。2021年三季度末房地产行业基金重仓配置比例为1.39%，低于标准配置比例0.9pct，环比+0.3pct。

图表42: 房地产行业各细分板块基金重仓配置情况 (%)



资料来源: wind, 万联证券研究所

开发板块: 公司持仓情况出现分化, 央企、国企背景等高信用公司获得明显增持, 如保利发展、金地集团、招商蛇口等; 部分民营房企遭到减持, 如新城控股、金科股份、中南建设等。保利发展持仓总市值超过万科A, 居于房地产行业基金重仓持股首位。

物管公司: 招商积余、中海物业、华润万象生活、保利物业、新大正等个股增持明显, 较中期分别增加7,429.98万股、5,339.50万股、882.54万股、230.28万股、144.35万股, 对应持股占流通市值比分别提升+11.14pct、+1.63pct、+0.38pct、+1.51pct和+2.07pct。

图表43: 2021 三季度末基金重仓持有房地产行业主要个股情况 (%)

名称	2021 三季度末		季报持仓变动(万股)				持股占流通股比变动情况 (%)		
	持股总市值(万元)	2021 三季度	2021Q2	2021Q1	2020Q4	2021 三季度	2021Q2	2021Q1	
保利发展	1,584,807.70	55,461.41	-11408.52	-8459.66	298.38	4.64	-0.96	-0.7	
万科A	1,518,069.53	10,599.66	-26047.17	5520.75	1163.51	1.09	-2.68	0.57	
金地集团	248,253.27	10,093.44	-2161.54	-581.79	-7670.2	2.24	-0.48	-0.13	
招商蛇口	208,776.64	11,144.58	1978.06	1082.12	342.06	1.41	0.25	0.14	
万业企业	161,534.09	5,840.17	164.81	-	37.9	6.1	-	-	
华润置地	120,759.81	479.66	-4342.6	3828.15	2493.75	0.07	-0.61	0.54	
新城控股	118,149.77	-84.42	959.45	810.9	-818	-0.03	0.42	0.36	
华侨城A	115,339.03	5,756.57	4151.65	536.1	2267.41	0.81	0.59	0.08	
中国海外发展	100,605.49	2,073.30	1152.13	3575.02	0.2	0.19	0.1	0.33	
金科股份	87,982.34	-1,082.25	-10281.89	419.43	855.57	-0.21	-1.93	0.08	
中南建设	50,111.37	-8,385.71	-6241.67	-19784.71	2701	-2.2	-1.65	-5.2	
绿地控股	44,611.23	201.46	-659.68	-400.43	411.13	-0.02	-0.06	-0.03	
上海临港	41,576.04	207.22	527.13	-113.53	46.41	0.15	0.08	-0.09	
万科企业	37,197.10	2,061.43	-2449.69	2484.69		1.08	-1.29		
广宇发展	34,629.71	2,261.90							
陆家嘴	23,957.05	195.77	1863.48	-2804.09	-197.15	0.07	0.63	-0.95	
阳光城									

新城发展	12,564.90	1,499.60	-299.6	1181	40	0.24	-0.05	0.19
苏宁环球	11,948.24	-1,789.63	1698.86	-185.75	2174.93	-0.78	0.74	-0.08
融创中国	10,572.11	699.4	-1157.2	1194.9	-1017.2	0.15	-0.25	0.25
西藏城投	8,974.96	-7.3	94.11	251.74		-0.05	0.12	
世茂集团	6,556.85	27.35	-63.95	170.6	181.35	0.01	-0.02	0.05
滨江集团	5,608.19	409.23	623.27	242.09		0.15	0.23	
华夏幸福	4,641.69	198.84	956.63	-737.12	-2780.67	0.05	0.25	-0.19
中国宏泰发展	4,622.48	-257.8	-391.1	-223.8	2387.2	-0.16	-0.23	-0.14
龙湖集团	3,804.15	-94.2	-98.5	316.95	-552	-0.02	-0.01	0.05
旭辉控股集团	2,994.91	414.51	-235.55	349.6	-125.05	0.05	-0.03	0.04
荣盛发展	2,485.77	-40.62	-1356.39	693.45	-1188.38	-0.01	-0.35	0.18
华发股份	1,888.31	316.65	-891.33	671.8	-102.41	0.15	-0.42	0.32
中国国贸	1,772.57	26.29	94.53	0.01		0.03	0.09	
物业管理公司								
碧桂园服务	250,646.28	-4,896.36	468.36	3767.9	-1264.3	-1.52	-0.07	1.22
招商积余	161,339.95	7,429.98	-464.94	-1166.36	-2562.4	11.14	-0.69	-1.75
中海物业	98,311.36	5,339.50	7149	5781.5	-	1.63	2.17	-
旭辉永升服务	61,674.54	989	-705.2	3918	568.4	0.6	-0.43	2.35
绿城服务	55,896.81	-1,698.00	-1303.18	-386.09	51.2	-0.53	-0.41	-0.13
新大正	54,261.89	144.35	496.22	429.09	8.25	2.07	1.03	9.23
华润万象生活	48,877.37	882.54	474.04	-	-	0.38	-	-
保利物业	33,700.93	230.28	228.22	-295.94	666.36	1.51	1.48	-1.93
新城悦服务	9,462.28	71.7	604.4			0.08		
世茂服务	5,252.24	-68.3	274.4			-0.02		
金科服务	3,989.28	109.59				0.17		
融创服务	2,650.26	93.5	104.1			0.03		
特发服务	1,717.00	-215.21	287.21			-7.33		

资料来源: wind, 万联证券研究所

5 板块估值与投资建议

投资建议: 此次政策调控范围广、力度大, 房企在政策的严控下承受了较大压力, 部分房企信用风险持续暴露, 对市场供需预期都形成了较大的冲击, 预计2022年房地产行业基本面仍处于向下阶段, 当前政策上已经开始纠偏, 预计政策方向上以托底不刺激为原则。房地产开发板块估值处于低位, 行业信用风险持续释放中, 长期来看, 行业加速出清, 优质房企有望受益。

建议关注两类公司 (1) 具有央企/国企背景的财务稳健型优质房企; (2) 拥有优质持有型物业或转型类企业, 或有效形成“开发类+”的良性资金循环的房企。

图表44: A股房地产各板块估值情况 (%)

房地产行业及细分领域	对应 2022 年市盈率 (整体法)	对应 2021 年市盈率 (整体法)	近十年历史分位点
CS 房地产	5.1	5.6	28.9%
CS 住宅物业开发	4.7	5.1	28.3%
CS 非住宅物业开发和运营	4.7	5.3	9.4%
CS 园区综合开发	7.2	8.2	12.1%
CS 房地产服务	17.7	21.7	34.8%

资料来源: wind, 万联证券研究所, 截止2021年11月30日

图表45: A股房地产板块主要个股估值情况 (%)

证券代码	证券简称	对应 2021 年市盈率	近十年历史分位数 (%)	股息率 (%)
000002.SZ	万科 A	5.3	1.1	6.8
600048.SH	保利发展	5.4	12.4	5.3
600606.SH	绿地控股	3.3	1.0	6.1
600383.SH	金地集团	4.1	8.1	7.0
600641.SH	万业企业	90.9	100.0	0.3
000656.SZ	金科股份	2.9	0.2	10.9
000961.SZ	中南建设	1.9	0.6	14.5
002244.SZ	滨江集团	4.3	1.5	5.7
600376.SH	首开股份	3.8	4.6	8.5
600823.SH	世茂股份	5.8	22.1	5.5
600325.SH	华发股份	3.3	0.2	8.6
001979.SZ	招商蛇口	6.6	2.5	5.6
601155.SH	新城控股	3.9	0.2	6.6
000069.SZ	华侨城 A	3.5	2.6	6.7
600007.SH	中国国贸	14.4	5.6	2.8
001914.SZ	招商积余	22.5	69.5	1.0
002968.SZ	新大正	34.6	8.2	1.5
300917.SZ	特发服务	28.3	43.9	1.2
603506.SH	南都物业	16.6	4.4	2.0

资料来源: wind, 万联证券研究所, 截止2021年11月30日

风险因素: 行业基本面持续快速下行、持续大幅收紧房地产信贷政策。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场