

房地产行业 2022 年度策略报告

破困局，望新机

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业点评*地产*政策延续积极信号，房企融资有序解冻》2021-12-05

《行业动态跟踪报告*地产*地产杂谈系列之二十三：他山之石：楼市危机下日本房企破局之道》

2021-12-04

《行业点评*地产*政策修复预期持续升温，信心重塑仍需时日》2021-11-11

《行业深度报告*地产*地产杂谈系列之二十二：经营财务视角下，国企民企之“殊途”》2021-11-10

证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号
S1060514080002
BQV514
YANGKAN034@pingan.com.cn

郑茜文 投资咨询资格编号
S1060520090003
ZHENGXIWEN239@pingan.com.cn

研究助理

郑南宏 一般证券从业资格编号
S1060120010016
ZHENG NAN HONG 873@pingan.com.cn

王懂扬 一般证券从业资格编号
S1060120070024
WANGDONGYANG339@pingan.com.cn



平安观点：

- **当前困局：基本面下行与信用危机。**受前期需求透支及房企信用事件影响，下半年楼市成交急转直下，2021年10月全国商品房销售面积同比下降21.7%，较2月高点（104.9%）显著回落，下行斜率创近十年之最。地市受房企资金趋紧影响一夜入冬，第二批集中供地流拍率升至41.3%，远高于第一批（5.6%）。销售回款及融资压力加剧下房企信用事件持续爆发，2021年9月以来中资美元地产债最大跌幅近30%。当前行业已陷入“销售下行-房企资金趋紧-投资收缩/评级下调或违约-金融机构惜贷-购房者预期悲观-销售进一步下行”的负向循环困局。
- **破局之道：信心修复与模式变革。**困局形成源于参与主体信心缺失，根源在于“高杠杆、高周转”模式不再适用。为重塑信心，政策托而不举仍有必要，当前风向边际转暖，微调已在路上；后续房地产税试点料有序、稳妥推进，避免形成过度冲击。此外房企自救稳定现金流同样重要，包括处置资产回收资金、谨慎投资降低支出等。长远来看，模式变革为破局核心，传统开发预计由杠杆驱动转向经营驱动，管理红利大幕料徐徐开启；同时业务结构也将由单一开发转向多元发展，存量时代下多元业务价值有望持续显现。
- **终局演变：短期阵痛与中长期重塑。**由于政策效应及信心恢复存在时滞，行业短期仍将面临阵痛期，投资、销售承受压力，结算业绩存在挑战。预计2022年全国销售面积同比降9.5%、投资同比降2.6%。但参与者表现分化，央国企及优质民企为代表的稳健房企融资、拿地相对受益，料率先走出困局并进一步扩大优势，行业格局有望迎来重塑。中长期新增住房需求高位震荡，多元赛道空间打开提供更多发展可能性，模式优化、综合实力突出房企有望持续提升份额，实现高质量发展。
- **投资建议：精选优质个股，关注细分机遇。**展望2022年，短期基本面承压下政策博弈空间仍在，板块估值、持仓低位增强安全边际。中期行业筑底企稳，投资主线回归基本面，格局重塑、模式变革下优秀企业份额提升、长足发展值得期待。我们看好2022年地产板块整体表现，维持“强于大市”评级。全年建议精选个股，配置短期抗压能力强、中长期竞争优势突出的龙头房企，保利发展、金地集团、招商蛇口、万科A等。同时建议关注财务状况有望好转，具备估值弹性的潜在“幸存”房企，龙光集团、新城控股、金科股份、中南建设等。考虑存量时代多元业务重要性提升，建议持续关注空间广阔、自主发展强化的物管及商管板块，看好综合实力突出的物管龙头，碧桂园服务、保利物业、新城悦服务、金科服务、融创服务等，以及轻资产输出实力强劲的商业运营商，星盛商业等。
- **风险提示：**1) 政策呵护不及预期风险；2) 房企大规模减值风险；3) 货量供应不足致销售、开工、投资等承压风险。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS			P/E			评级	
		2021-12-03	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E		2023E
万科 A	000002.SZ	19.27	3.57	3.13	3.27	3.35	5.4	6.2	5.9	5.8	推荐
保利发展	600048.SH	14.74	2.42	2.57	2.79	3.02	6.1	5.7	5.3	4.9	推荐
金地集团	600383.SH	10.91	2.3	2.56	2.82	3.1	4.7	4.3	3.9	3.5	推荐
招商蛇口	001979.SZ	12.39	1.55	2.15	2.46	2.76	8.0	5.8	5.0	4.5	推荐
新城控股	601155.SH	32.47	6.75	8.06	9.36	10.58	4.8	4.0	3.5	3.1	推荐
金科股份	000656.SZ	4.28	1.32	1.42	1.62	1.81	3.2	3.0	2.6	2.4	推荐
中南建设	000961.SZ	3.96	1.85	1.91	1.95	1.96	2.1	2.1	2.0	2.0	推荐
天健集团	000090.SZ	5.38	0.8	0.92	1.01	1.11	6.7	5.8	5.3	4.8	推荐
龙光集团	3380.HK	6.09	2.36	2.53	2.69	2.85	2.6	2.4	2.3	2.1	推荐
碧桂园服务	6098.HK	37.92	0.80	1.27	1.92	2.85	47.5	29.9	19.7	13.3	推荐
保利物业	6049.HK	41.72	1.22	1.55	1.96	2.45	34.2	26.9	21.3	17.0	推荐
新城悦服务	1755.HK	10.54	0.52	0.77	1.11	1.57	20.3	13.7	9.5	6.7	推荐
金科服务	9666.HK	26.83	0.95	1.74	2.7	4.06	28.2	15.4	9.9	6.6	推荐
融创服务	1516.HK	9.41	0.19	0.41	0.68	0.95	49.5	22.9	13.8	9.9	推荐
星盛商业	6668.HK	2.78	0.12	0.18	0.25	0.35	23.2	15.5	11.1	7.9	推荐
我爱我家	000560.SZ	2.94	0.13	0.23	0.27	0.31	22.6	12.8	10.9	9.5	推荐

备注：股票价格统一为人民币元/股

正文目录

一、	前言	6
二、	困局：基本面下行与信用危机	6
2.1	销售急转直下，土拍一夜入冬	6
2.2	房企压力加剧，信用危机四起	7
三、	破局：信心修复与模式变革	9
3.1	困局表象为参与主体信心缺失	9
3.2	困局根源为传统模式不再适用	11
3.3	政策托底与房企自救为信心修复必要举措	12
3.4	传统模式变革与重塑为破局核心	16
四、	终局：短期阵痛与中长期重塑	18
4.1	短期行业仍将面临阵痛期	18
4.2	分化加剧推动格局重塑	23
4.2	中长期开发高位震荡&多元化价值显现，房企潜力犹存	25
五、	投资建议	27
5.1	地产板块涨幅跑输大盘，估值&机构持仓延续低位	27
5.2	阵痛过后优势地产股仍有望走出向上行情	28
5.3	精选优质个股，关注细分机遇	30
六、	风险提示	31

图表目录

图表 1	2022 年投资策略：破困局，望新机	6
图表 2	单月销售增速下行斜率创近十年之最	7
图表 3	2016 年以来全国商品房销售面积高位运行	7
图表 4	300 城住宅+商办用地成交建面延续下行	7
图表 5	第二批集中供地流拍率大幅上升	7
图表 6	多数房企两大资金渠道遭受冲击	8
图表 7	单季新增房地产贷款占比延续低位	8
图表 8	地产债偿还情况	8
图表 9	2021 年 9 月以来中资美元房地产债券指数最大跌幅 29%	9
图表 10	重大房企信用风险事件	9
图表 11	全国商品房销售量价齐跌	10
图表 12	10 月按揭贷环比上升，新增企业贷款依旧低迷	10
图表 13	民企拿地销售金额比相对低迷	10
图表 14	多地出台政策加强预售资金监管、提高预售条件	10
图表 15	金融红利时代房企资产负债率攀升	11
图表 16	“三条红线”、“房贷集中度”等严管控考验行业现金流	12
图表 17	信用危机产生的负反馈机制逐步形成	12
图表 18	地产投资占全国 GDP 比重仍超 13%	12
图表 19	房地产资金、楼市、地市政府政策持续微调	13
图表 20	国内房地产税试点改革可能的实施路径	14
图表 21	英国征收市政税前房价变化	14
图表 22	韩国实行综合不动产税前房价变化	14
图表 23	重庆、上海及全国商品房销售面积单月同比	15
图表 24	重庆、上海及百城住宅价格走势对比	15
图表 25	部分房企出售资产、配股等行为一览	15
图表 26	50 强房企 2021 年 10 月拿地强度降低	16
图表 27	20 世纪 90 年代以来日本主流房企 ROE 基本稳定	17
图表 28	20 世纪 90 年代以来日本主流房企归母净利率呈上升趋势	17
图表 29	20 世纪 90 年代以来日本主流房企权益乘数呈下行趋势	17
图表 30	20 世纪 90 年代以来日本主流房企资产周转率呈下行趋势	17
图表 31	日本主流房企销售总务及管理开支占总收入比重呈下行趋势	18
图表 32	日本房企住友不动产业务构成多元化	18
图表 33	日本房企住友不动产归母净利润持续提升	18
图表 34	2021 年 10 月单月房企整体到位资金同比降 9%	19
图表 35	房价下行趋势已经形成	19
图表 36	全国土地成交价款与购置面积累计同比	19
图表 37	土地购置费与土地成交价款累计同比	19
图表 38	全国新开工单月及累计同比	20
图表 39	商品住宅已开工未售库存维持低位	20
图表 40	全国竣工单月及累计同比	20
图表 41	2016 年以来期房销售规模高于竣工	20
图表 42	房地产投资测算	20

图表 43	商品房销售面积测算.....	21
图表 44	商品房销售金额测算（亿元）.....	21
图表 45	2021Q1-3 A 股上市房企营收同比提升.....	22
图表 46	2021Q1-3 A 股上市房企归母净利润同比下降.....	22
图表 47	日本 20 世纪 90 年代房地产泡沫破灭后不动产业经常利润率为负.....	22
图表 48	美国次贷危机后主流房企归母净利润出现亏损.....	23
图表 49	房企间分化加剧，部分扩大优势、部分退出或规模萎缩.....	23
图表 50	9 月以来国企境内发债规模明显占优.....	24
图表 51	央国企成为第二批集中供地拿地主力.....	24
图表 52	2021Q4 国内房地产行业收并购金额逐步放量.....	24
图表 53	日本房地产泡沫破灭后主流房企存货收缩.....	24
图表 54	次贷危机后美国房企间收并购陆续发生.....	25
图表 55	2021-2030 年全国住宅需求仍有支撑.....	25
图表 56	2021-2030 年新增住宅需求测算.....	26
图表 57	物管行业在管面积及预测.....	26
图表 58	商业运营总收入及未来预测.....	26
图表 59	住友不动产在日本公寓销量萎缩时仍持续增长.....	27
图表 60	主流房企 2020 年多元业务收入占比.....	27
图表 61	主流房企多元业务布局情况.....	27
图表 62	各板块年初至今涨跌幅.....	28
图表 63	2021Q3 地产行业持仓延续低位.....	28
图表 64	房地产板块估值处于近五年 7.8%分位.....	28
图表 65	主流房企股息率.....	28
图表 66	日本主流房企股价走势.....	29
图表 67	日本主流房企归母净利润走势.....	29
图表 68	美国主流房企市值走势.....	30
图表 69	美国主流房企 PE（TTM）.....	30

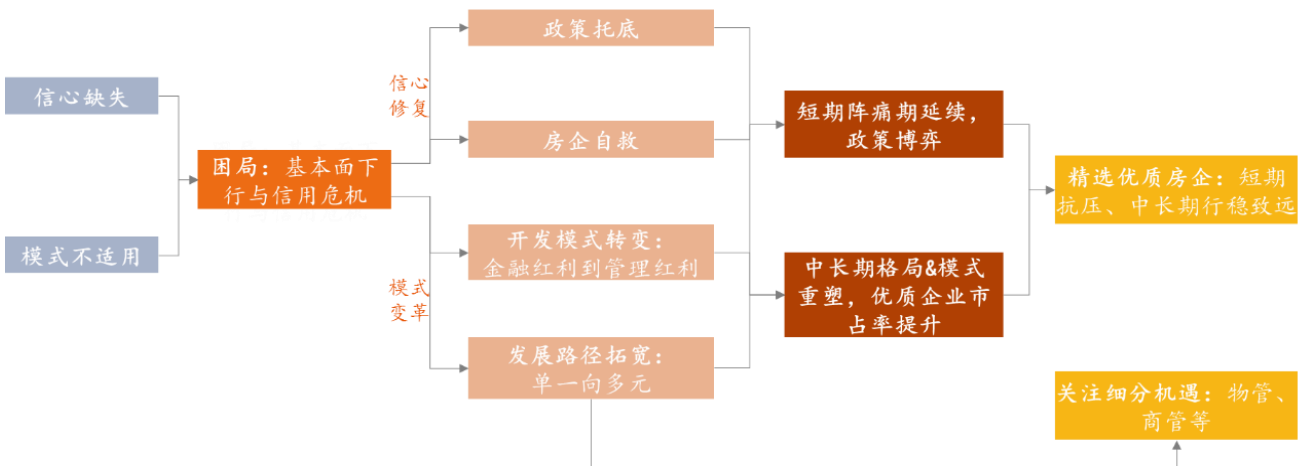
一、前言

当前房地产行业基本面迅速下行、房企信用事件加速发生，已陷入“销售下行-房企资金趋紧-投资收缩/评级下调或违约-金融机构惜贷-购房者预期悲观-销售进一步下行”的负向循环困局。困局形成表象为参与主体信心缺失，根源为“高杠杆、高周转”模式适用性降低。为重塑信心，政策仍需适度引导，房企则有必要降低投资、出售资产回笼现金等积极自救。长远来看，“高杠杆、高周转”模式变革为破局核心，传统开发预计由杠杆驱动转向经营驱动，管理红利大幕料徐徐开启；同时随着存量时代深入推进，新增住房需求中枢下移，多元业务重要性持续提升，单一开发或向多元发展迈进。

短期由于政策效应及信心恢复存在时滞，行业仍将面临阵痛期，投资、销售承压，结算业绩面临挑战，预计 2022 年销售面积同比降 9.5%、房地产投资同比降 2.6%。但参与者分化有望推动行业格局重塑，优质房企率先走出困局，进一步扩大优势。中长期开发规模高位震荡，多元赛道空间打开提供更多发展可能性；模式优化、综合实力突出房企有望进一步提升份额、实现高质量发展。

展望 2022 年，短期基本面承压下政策博弈空间仍在，低估值、低持仓增强安全边际；中长期行业筑底企稳，投资主线回归基本面，格局重塑、模式变革下优秀企业市占率提升、长足发展值得期待。全年开发板块偏重个股行情演绎，优质房企短期抗压能力更强，且中长期竞争优势突出。同时考虑存量时代多元业务重要性提升，细分领域投资机遇亦值得持续关注。

图表1 2022 年投资策略：破困局，望新机



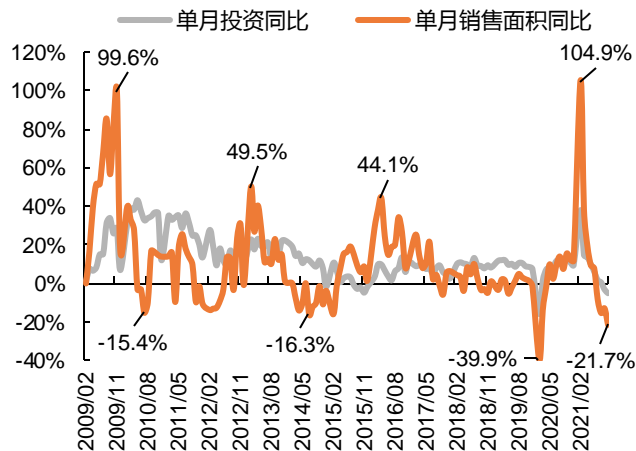
资料来源：平安证券研究所

二、困局：基本面下行与信用危机

2.1 销售急转直下，土拍一夜入冬

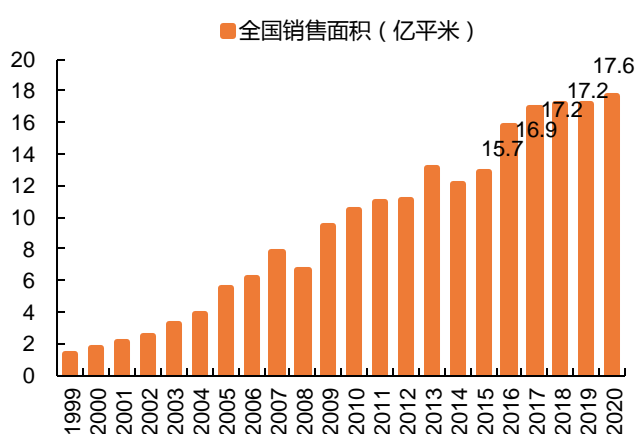
需求透支及流动性问题冲击，销售急转直下。2016-2020 年全国商品房年销售面积 15 亿平米以上；2021 年 1-10 月累计销售 14.3 亿平米，同比增长 7.3%。楼市成交持续高位运行，需求存在透支可能性。2021 年下半年中大型房企流动性问题引发购房担忧，加上房地产税试点提速加重观望情绪，导致销售超预期下行。2021 年 10 月全国单月销售面积同比下降 21.7%，较 2 月高点（104.9%）降 126.5 个百分点，下行速度及幅度创近十年之最。

图表2 单月销售增速下行斜率创近十年之最



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

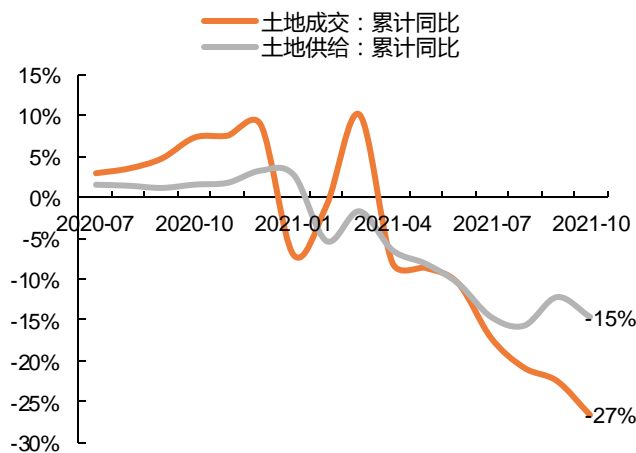
图表3 2016年以来全国商品房销售面积高位运行



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

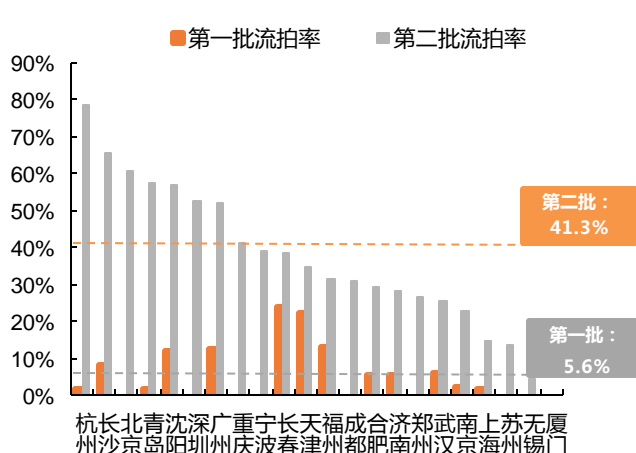
资金压力限制投资热情，土拍一夜入冬。受资金压力影响，土拍市场亦难言乐观。2021年1-10月300城土地成交建面累计下降27%，降幅进一步扩大。22城第二批集中供地成交溢价率较首批不同程度下滑，其中青岛、济南、天津、长春、重庆、沈阳、广州等城市基本底价成交。第二批集中供地撤牌及流拍率亦大幅上升，整体流拍率（含中止出让）升至41.3%，明显高于第一批（5.6%）；其中杭州、长沙、北京等城市流拍率超50%。

图表4 300城住宅+商办用地成交建面延续下行



资料来源：中指，平安证券研究所

图表5 第二批集中供地流拍率大幅上升

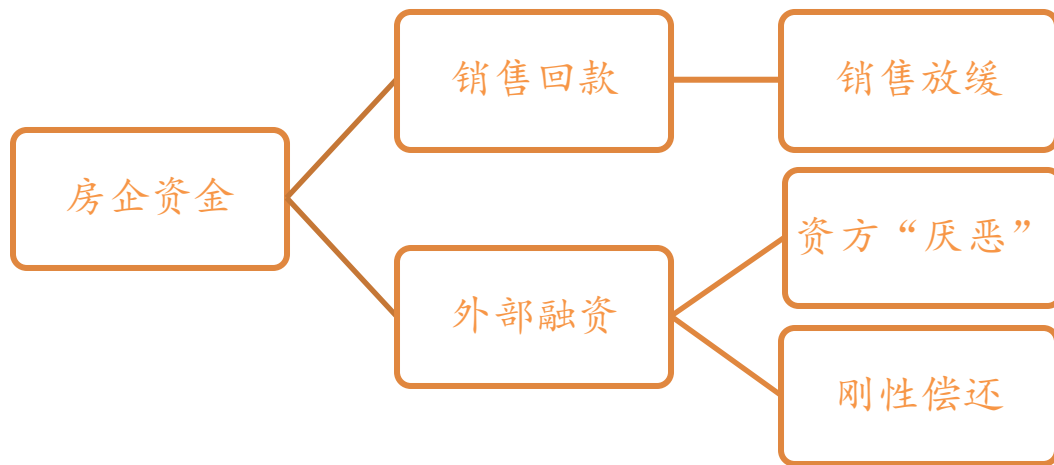


资料来源：中指，平安证券研究所

2.2 房企压力加剧，信用危机四起

从销售回款与外部融资两大资金渠道来看，销售端面临增速下行，融资端面临金融机构投放“厌恶”，两大资金来源均遭受冲击。叠加债务刚性偿付，房企面临较大资金压力。

图表6 多数房企两大资金渠道遭受冲击

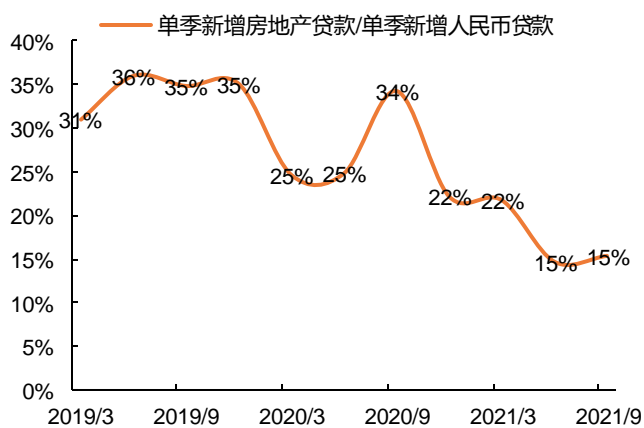


资料来源：平安证券研究所

销售回款增速回落，信贷融资增速承压。2021年1-10月房企整体到位资金累计同比增长8.8%，延续回落趋势。其中国内贷款累计同比下降10%，连续5月负增长。2021年3季度主要金融机构累计新增房地产贷款占人民币贷款比例15%，较2020Q3下降19pct，延续低位。

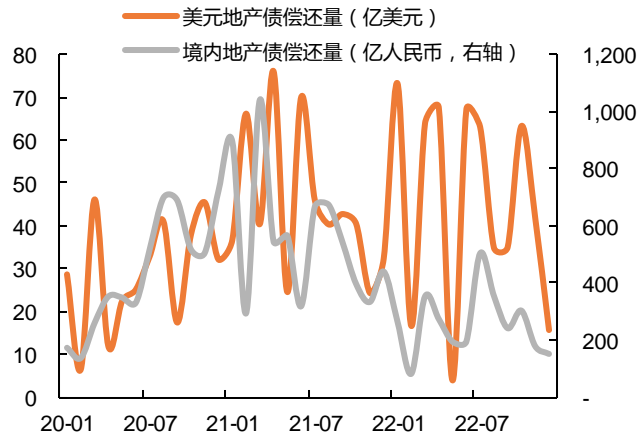
债务偿付逼近，借新还旧渠道受阻。境内债方面，2021年1、3、8月房企分别面临3次偿还高峰；美元债方面，2021年2、4、6月为偿债高峰，且2021、2022年全年分别需偿还美元债541、547亿美元，均为偿还大年。刚性偿付叠加信用风险引发的借新还旧渠道受阻，房企资金压力进一步加大。

图表7 单季新增房地产贷款占比延续低位



资料来源：央行，平安证券研究所

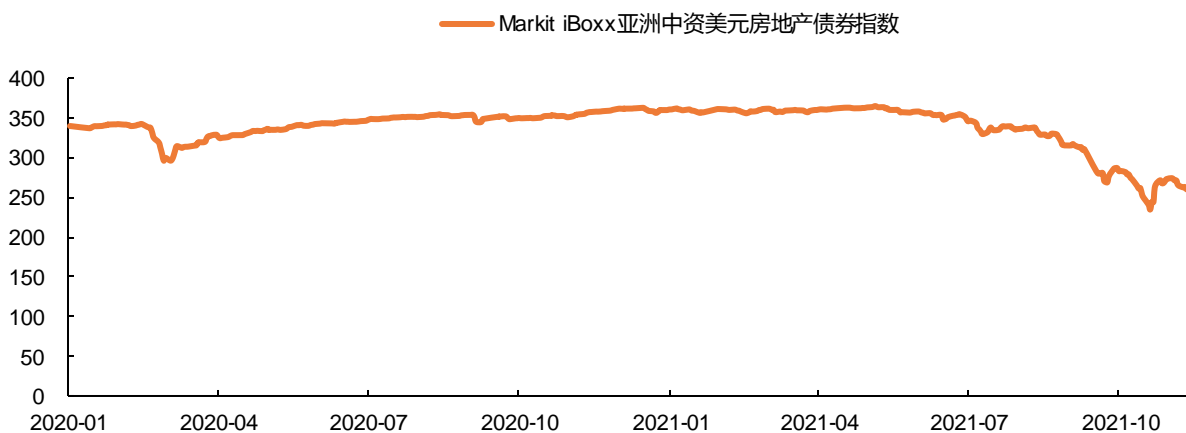
图表8 地产债偿还情况



资料来源：Wind，平安证券研究所

房企信用事件持续爆发，中资美元债大幅调整。资金压力加剧情形下，房企信用风险事件加速发生，据不完全统计，2021年9月以来即有7家重大房企出现债务违约、展期等情形，与以往信用事件多来自小型或极个别重大房企大相径庭。受此影响中资美元房地产债券指数大幅调整，9月以来最大跌幅近30%。

图表9 2021年9月以来中资美元房地产债券指数最大跌幅29%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 重大房企信用风险事件

房企	信用事件
华夏幸福	2021年3月23日, 华夏幸福基业股份有限公司2020年度第一期中期票据发生实质性违约。
蓝光发展	2021年7月12日, 公司中期票据19蓝光MTN001到期无法兑付造成违约。
中国恒大	2021年9月17日, 公司公告称境内债通过场外展期处置和同时境外债被曝出未付利息。2021年12月3日, 公司公告不确定是否拥有充足资金继续履行财务责任, 会制定可行的境外重组方案。
新力控股	2021年9月30日, 公司公告未能于到期日或之前就两项境内融资安排于2021年9月18日支付利息, 共人民币3874.2万元; 同时9月20日某债权人要求提前偿还7541.7万美元本息。
花样年控股	2021年10月4日, 公司合计2.06亿美元票据(4X3B.SG)到期, 公司未能如期支付造成违约。
当代置业	2021年10月26日, 公司公告未支付2021年到期12.85厘优先票据本息。
阳光城	2021年11月2日, 公司公告2022年1月前到期的美元债等公开市场债务均已与相关投资人沟通相应展期计划。
佳兆业集团	2021年11月9日, 公司公告称由佳兆业集团(深圳)有限公司担保的理财产品出现兑付逾期。
中国奥园	2021年12月3日, 公司公告接获债权人通知, 有关公司或成员公司为借款人或担保人本金总额为约6.512亿美元融资因评级下调而要求偿还, 公司并无付款或就替代付款安排与债权人达成协议。

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

三、破局：信心修复与模式变革

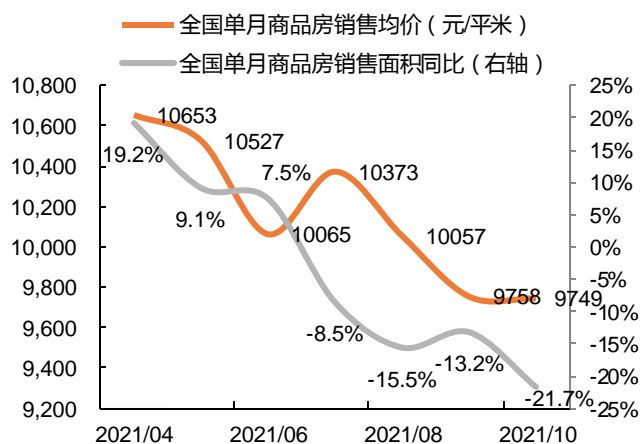
3.1 困局表象为参与主体信心缺失

行业当前面临的基本面下行与信用危机困局, 表象反映参与主体信心缺失, 修复有待各方信心重塑。

- **购房者信心缺失:** 1) 房企资金问题可能造成的工程款兑付、懒工怠工问题提升购房担忧; 2) 房地产税试点加速、楼市低迷进一步加重观望情绪。8月以来全国商品房销售均价回落, 但销售面积增速延续低位, “以价换量”效用逐步降低。

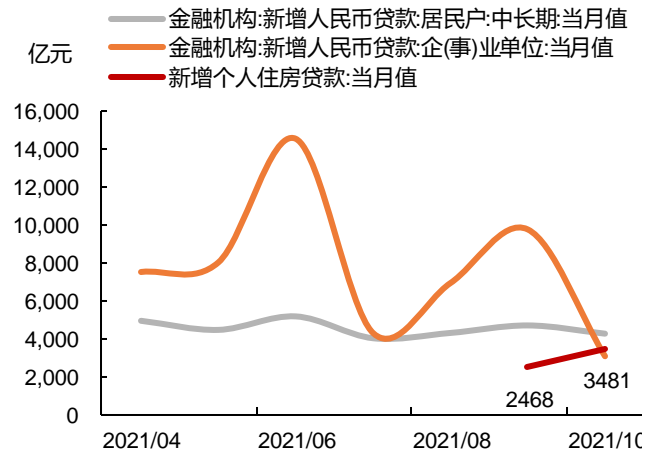
- **金融机构信心缺失：**房企流动性问题持续暴露引发金融机构投放资金安全性担忧。尽管中央多次强调两个维护，但金融机构投放“厌恶”情绪浓厚，更偏向安全性相对较高的按揭贷款，信用较高的国企及优质民企。

图表11 全国商品房销售量价齐跌



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

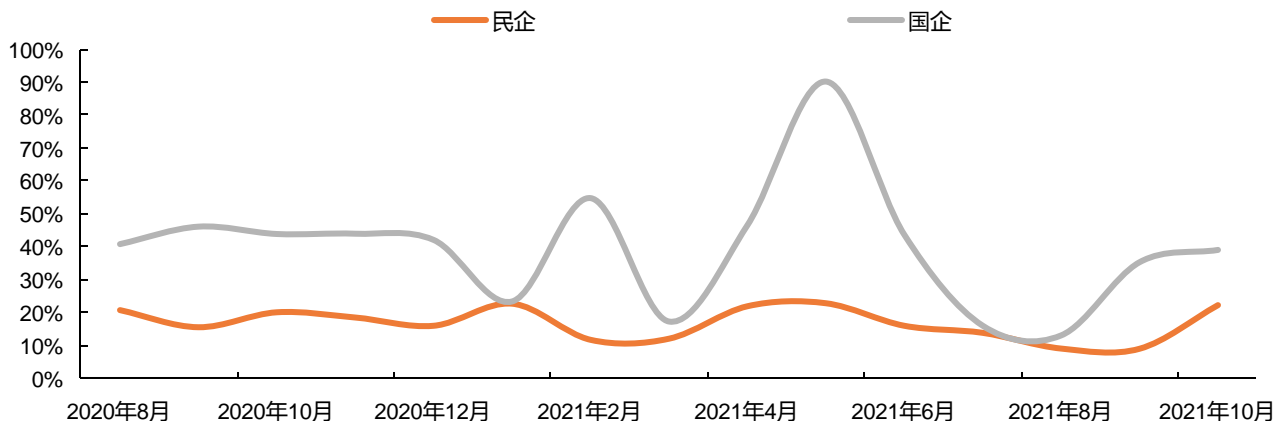
图表12 10月按揭贷环比上升，新增企业贷款依旧低迷



资料来源：央行，平安证券研究所

- **房企信心缺失：**2021Q3 121家A股房企整体在手现金(1.04万亿)较2021H1减少0.21万亿元。在手现金规模萎缩、销售预期悲观叠加债务偿还压力，冲淡土地等投资热情。
- **政府信心缺失：**保民生、保交付诉求下，多地政府加强预售资金监管、提高预售条件等，在防范“烂尾”风险同时，加大开发商流动性压力。

图表13 民企拿地销售金额比相对低迷



资料来源：中指，平安证券研究所

图表14 多地出台政策加强预售资金监管、提高预售条件

时间	城市	文件/内容
2021年9月14日	东莞	关于加强商品房预售款收存管理的通知

2021年10月25日	天津	关于明确新建商品房预售资金监管工作有关要求的通知
2021年11月4日	北京	预售资金重点监管额度可综合确定，每平方米不低于5000元，较此前提高43%
2021年11月8日	石家庄	预售许可形象进度由设计总层数的三分之一提高至主体封顶，并修订商品房预售资金监管政策，重点加强项目预售后剩余工程建安成本资金的监督管理
2021年11月15日	厦门	从预售资金监管、预售条件、罚则条款等方面进行补充，以加强商品房预售管理

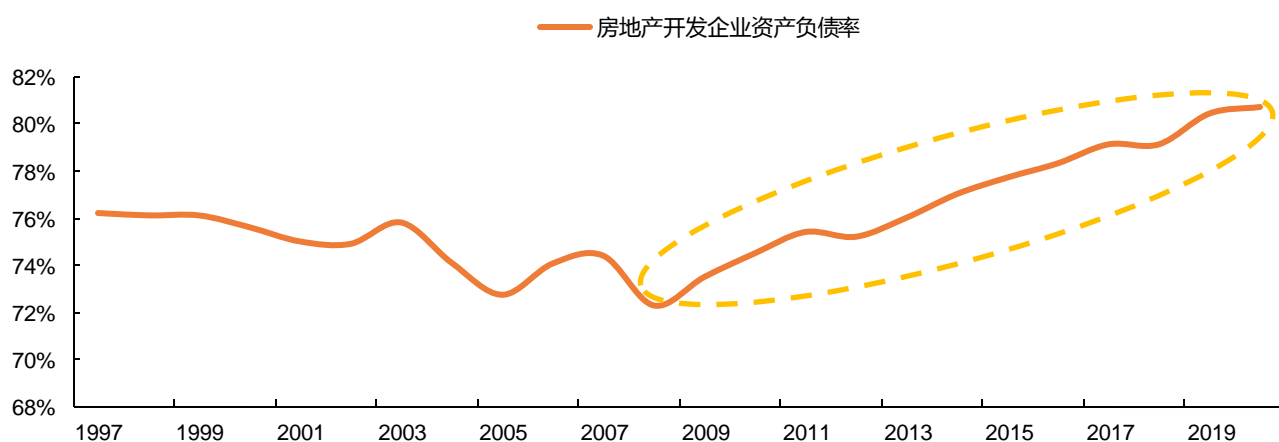
资料来源：政府网站，平安证券研究所

3.2 困局根源为传统模式不再适用

“高杠杆、高周转”模式下风险累积、资金紧张程度提升。当前房地产开发主要采用高杠杆、高负债、高周转的发展模式。在房地产上行周期，通过加杠杆扩大资源获取，并伴随高周转提高资金使用效率，可有效推动规模增长。但由于规模大小反作用于资源可获取量，导致房企规模诉求愈加强烈，风险逐步累积。同时由于房企持续压缩“拿地-开工-预售-再拿地”时间，提升效率同时亦对各节点资金（销售回款、开发贷放款、预售资金使用等）提出更高要求，抗风险能力随之降低。

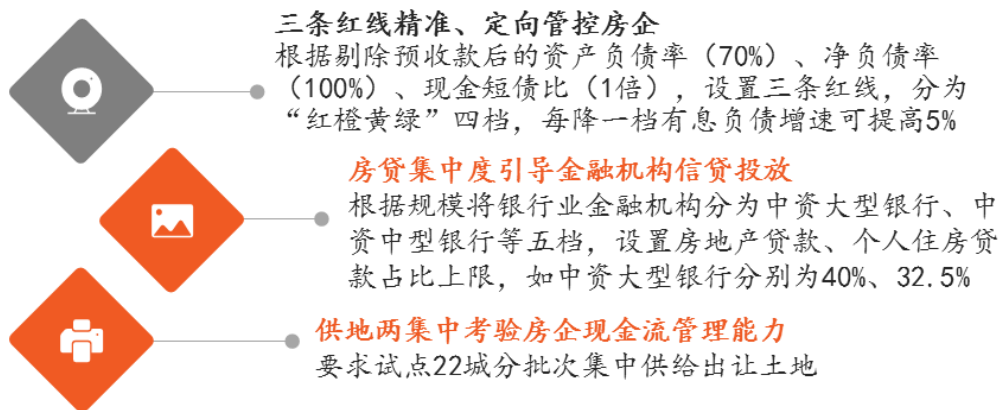
新金融监管下，“高杠杆、高周转”模式不再适用。“三条红线”限制房企融资规模；“房贷集中度”设置银行涉房贷款占比上限；“供地两集中”要求22个试点城市分批次集中出让土地；均对房企现金流管理提出更为严格考验。新金融监管使长期依赖“高杠杆、高周转”房企很快缺血，并且没有太多反应与缓冲时间。

图表15 金融红利时代房企资产负债率攀升



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表16 “三条红线”、“房贷集中度”等严管控考验行业现金流



资料来源：政府网站，平安证券研究所

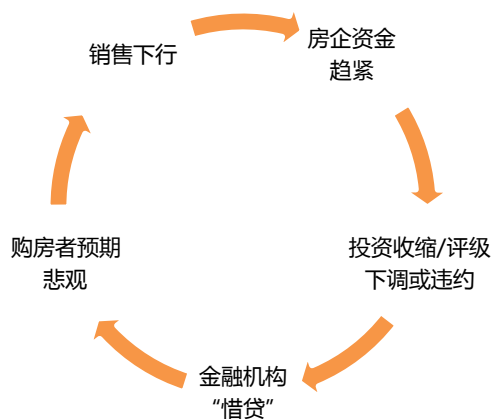
3.3 政策托底与房企自救为信心修复必要举措

3.3.1 负反馈机制下政策托而不举仍有必要

负反馈机制形成，若无外力难回正轨。当前行业已形成“销售下行-房企资金趋紧-投资收缩/评级下调或违约-金融机构“惜贷”-购房者预期悲观-销售进一步下行”的负向循环，若无外力打破，由此导致的连锁反应可能引发行业更大的流动性风险。

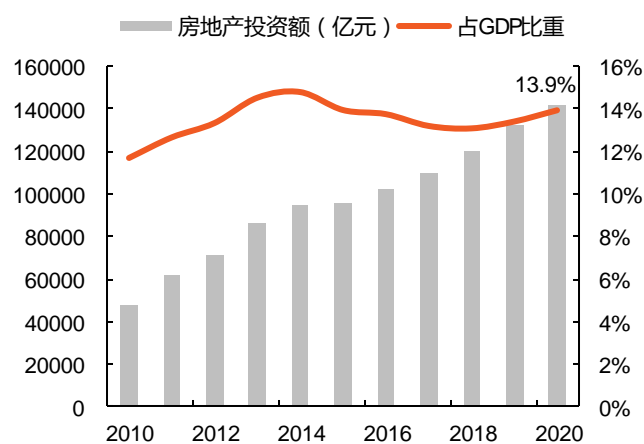
地产仍为经济主要支撑，托而不举为必要举措。2020年房地产投资占GDP比重13.9%，仍为经济发展重要支撑。从历史经验来看，尽管政策松紧程度不一，但房地产调控往往遵循经济及楼市下行政策偏松、经济企稳及楼市升温政策趋紧规律。面对行业当前基本面下行与信用危机困局，政策在遵循“房住不炒”、“三稳”总基调下，仍有纾困与正向引导必要。

图表17 信用危机产生的负反馈机制逐步形成



资料来源：平安证券研究所

图表18 地产投资占全国GDP比重仍超13%



资料来源：Wind，平安证券研究所

政策风向边际转暖，微调已在路上。资金层面，9月以来中央多次提及“两个维护”，要求保持房地产信贷平稳有序投放。12月3日央行、银保监会、证监会相继发声，强调短期个别房企出现风险，不会影响中长期市场正常融资功能，将重点满足首套房、改善性住房按揭需求，合理发放房地产开发贷款、并购贷款，加大保障性租赁住房支持力度，支持房地产企业合理正常融资。12月6日政治局会议进一步强调支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环。楼市层面，地方政策微调主要涉及人才购房条件、个税税率调整，以及个别城市增设购房补贴等。地市层面主要

为部分城市第三批集中供地下调保证金比率、取消单地块指导售价等。后续在坚持“房住不炒”总基调下，政策调控仍有松动空间，更多支持措施有望逐步落地。

图表 19 房地产资金、楼市、地市政政策持续微调

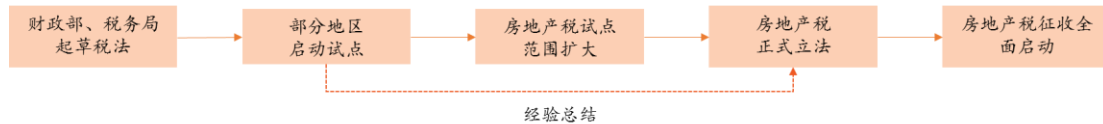
方向	时间	会议/文件	主要内容
资金端	2021年9月27日	央行货币政策委员会2021年第三季度例会	维护房地产市健康发展，维护住房消费者合法权益
	2021年9月29日	房地产金融工作座谈会	金融机构要按照法治化、市场化原则，配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益
	2021年10月15日	2021年第三季度金融统计数据新闻发布会	已指导主要银行准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，保持房地产信贷平稳有序投放；恒大集团问题是个别现象，房地产行业总体健康
	2021年11月12日	央行、银保监会传达学习党的十九届六中全会精神	稳地价、稳房价、稳预期，遏制房地产金融化泡沫化倾向，健全房地产调控长效机制，促进房地产业稳定健康发展
	2021年12月3日	中国人民银行有关负责人就恒大问题答记者问	短期个别房企出现风险，不会影响中长期市场的正常融资功能。
	2021年12月3日	中国银保监会新闻发言人答记者问	恒大未能履行担保义务不会对银行业保险业正常运行造成任何负面影响。现阶段将重点满足首套房、改善性住房按揭需求，合理发放房地产开发贷款、并购贷款，加大保障性租赁住房支持力度。
	2021年12月3日	证监会有关负责人就恒大集团风险事件答记者问	恒大属于个案风险，对资本市场稳定运行的外溢影响可控。证监会将继续保持市场融资功能有效发挥，支持房地产企业合理正常融资，促进资本市场和房地产市场平稳健康发展。
	2021年12月6日	中共中央政治局会议	推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环。
楼市端	2021年9月8日	《沈阳市高层次人才住房公积金支持政策实施细则》	人才贷款限额放宽至当期最高限额1.5-4倍（首次使用公积金在沈购置首套房）
	2021年9月16日	《调整珠海市个人二手房转让个人所得税、土地增值税核定征收率的公告（征求意见稿）》	二手住宅个人所得税核定征收率调整为1%，二手非住宅调整为1.5%
	2021年9月22日	《关于调整惠州市个人二手房转让个人所得税、土地增值税核定征收率的公告（征求意见稿）》	二手住宅个人所得税核定征收率调整为1%，二手非住宅调整为1.5%，个人转让二手非住宅土地增值税核定征收率调整为5%
	2021年10月10日	《关于促进我市房地产市场平稳健康发展的实施意见》	哈尔滨出台“十六条”利好，涉及购房补贴、放宽二手房公积金贷款房龄年限、降低预售条件等
	2021年10月20日	《关于调整部分房地产市场调控政策的通知》	义乌市降低预售条件，差别化摇号政策
	2021年11月11日	《武汉市加快推进总部经济高质量发展政策措施》	非本市户籍总部企业高管在限购区域购买首套自住住房不受限购限制（本市无自有住房）
	2021年11月12日	《关于调整佛山市个人二手房转让个人所得税、土地增值税核定征收率的公告（征求意见稿）》	二手房转让个人所得税由2%调整为1%
地市政端	2021年10月24日	南京第三批集中供地公告	下调保证金比率，不设联合竞买、合作开发和股权转让要求，下调开发资质至三级
	2021年10月25日	苏州第三批集中供地公告	保证金比率下调至30%，取消市场指导价，降低首次缴纳土地出让金比例

2021年11月2日	广州第三批集中供地公告	取消限价；允许“分期付款”
------------	-------------	---------------

资料来源：政府网站，平安证券研究所

房地产税试点有序、稳妥推进，避免形成过度冲击。房地产税改革在于改革税制，扭转当前房地产税收“轻持有、重交易”特征，丰富财政来源以降低土地财政依赖，发挥税收调节作用，以及维稳楼市、促进“共同富裕”。10月23日全国人大授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作，旨在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，预计后续将有序、稳妥推进，避免对楼市形成过度冲击。

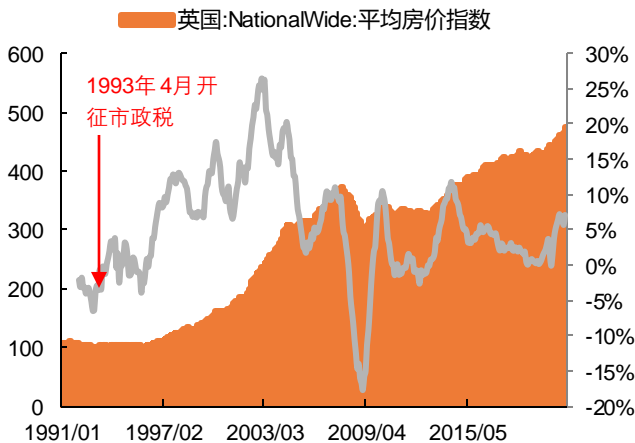
图表20 国内房地产税试点改革可能的实施路径



资料来源：国家税务总局，《中华人民共和国房产税暂行条例》，平安证券研究所

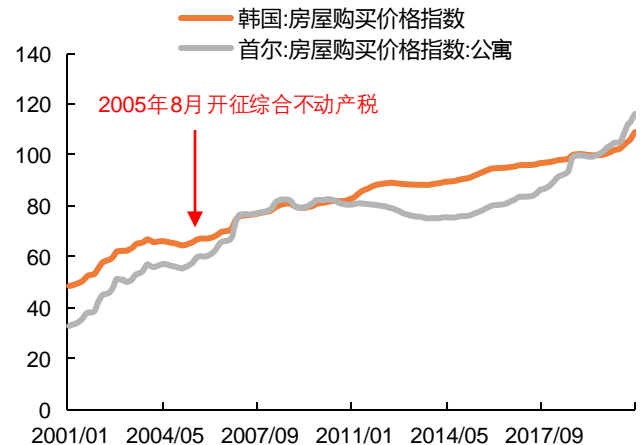
房地产税短期影响购房意愿，中长期楼市走向回归供需本源。房产税出台短期或对购房意愿形成一定扰动，但大小受免征范围、边际税率等因素影响，后续仍需持续关注各地具体试点方案，包括征收税率、免征范围等。中长期来看，楼市更多回归供需等区域基本面因素影响。

图表21 英国征收市政税后房价变化



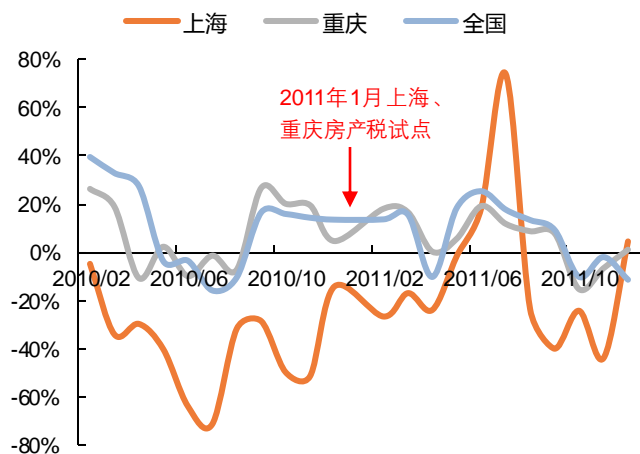
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表22 韩国实行综合不动产税后房价变化



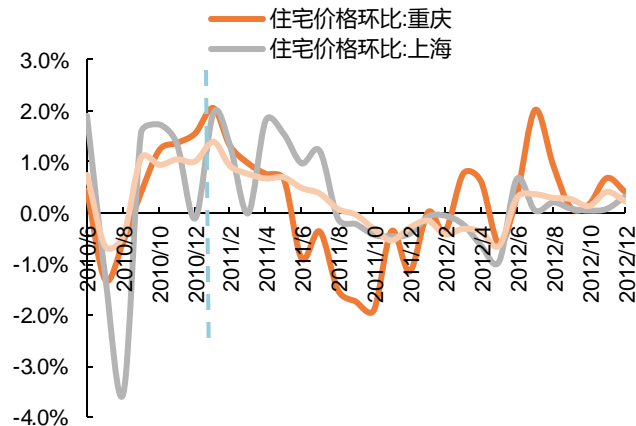
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表23 重庆、上海及全国商品房销售面积单月同比



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表24 重庆、上海及百城住宅价格走势对比



资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.3.2 房企自救稳定现金流同样不可或缺

通过处置资产、扩大融资等拓宽资金流入。包括出售物业、经纪、文旅等公司股权，实行大股东注资、配股融资等。后续在资金压力及并购贷等融资支持双向作用下，不排除开发股权进一步转让。

图表25 部分房企出售资产、配股等行为一览

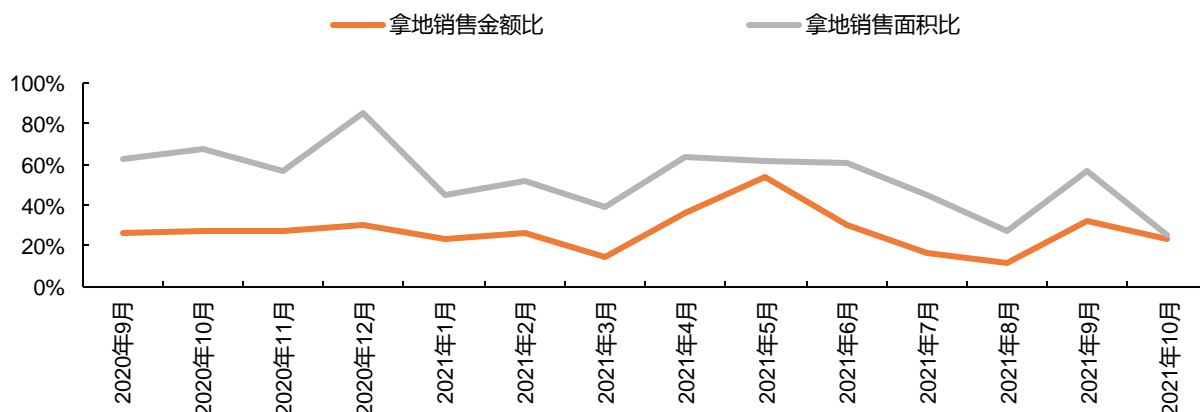
出售资产				
房企	公告时间	出售资产	出售事件	筹资总额
蓝光发展	3月11日	蓝光嘉宝	出售蓝光和骏持有的蓝光嘉宝服务全部股份(包括内资股)1.16亿股予碧桂园服务	49.64亿元人民币
花样年	9月28日	彩生活服务核心资产	出让邻里乐控股集团有限公司100%股权予碧桂园服务	33亿元人民币
中国恒大	9月29日	盛京银行	出售盛京银行17.53亿非流通内资股转让予沈阳盛京金控投资集团有限公司, 占盛京银行已发行股份的19.93%	99.93亿元人民币
融创中国	10月29日	贝壳	6月1日至10月28日累计出售约1863.9万股贝壳ADS(约5591.7万股贝壳A类普通股)	5.54亿美元 (人民币约35.4亿元)
当代置业	11月1日	第一服务	拟出让第一服务32.22%已发行股本予融创服务	6.9亿元人民币
中国奥园	11月4日	奥园健康(拟出让)	中国奥园、奥园健康联合公告称, 奥园健康正与若干独立第三方就可能出售提供物业管理及其他相关服务的若干附属公司的权益进行初步讨论	/
融创中国	11月8日	融创文旅集团商业运营板块	拟出让融创文旅集团商业运营板块的运营管理公司100%股权予融创服务	18亿元人民币
中国奥园	11月16日	香港罗便臣道物业	出售香港罗便臣道物业	9亿港元
中国恒大	11月17日	恒腾网络	出售所持恒腾网络全部股份	105.25亿港元
其他注资方式(配股、大股东注资、换股)				
房企	公告时间	事件		筹资总额
阳光城	8月5日	以其持有的阳光智博100%股份战略投资万物云, 获取万物云		/

		4.8%的股份，万物云则在现有股权的基础上向阳光智博全体股东增发 4.8%的股份	
旭辉控股集团	11月9日	以供股的形式发行最多约 4.18 亿新股，募集约 16.73 亿港元为公司增厚资本金。大股东林氏家族承诺将投入 8.87 亿港元认购 2.22 亿股，并有意向额外投入最多 7.86 亿港元进行全额认购，合计将最多投入 16.73 亿港元用于助力公司的长期发展	16.73 亿港元
融创中国	11月14日	拟以每股 15.18 港元的价格配售 3.35 亿股融创中国股份，认购事项所得款项总额约为 50.85 亿港元，折合约 6.53 亿美元	50.85 亿港元
融创中国	11月14日	将4.5亿美元自有资金以无息借款形式提供给集团使用，以支持集团经营发展	4.5 亿美元
新城发展	12月2日	拟以供股方式发行最多约2.96亿新股，募集约15.67亿港元。大股东承诺投入10.87亿港元认购2.05亿股，并有意向额外投入4.8亿港元进行全额认购。	15.67 亿港元

资料来源：公司公告，平安证券研究所

谨慎投资降低资金流出。资金压力下，为保障现金流谨慎投资亦为必要举措，可能对拿地、开工、竣工等行为造成影响。2021年10月50强房企拿地销售金额比23%、拿地销售面积比25%，低于9月水平（32%、57%）。10月单月全国新开工、竣工增速（-33.1%、-20.6%）亦较9月（-13.5%、1%）明显下行。

图表26 50强房企2021年10月拿地强度降低



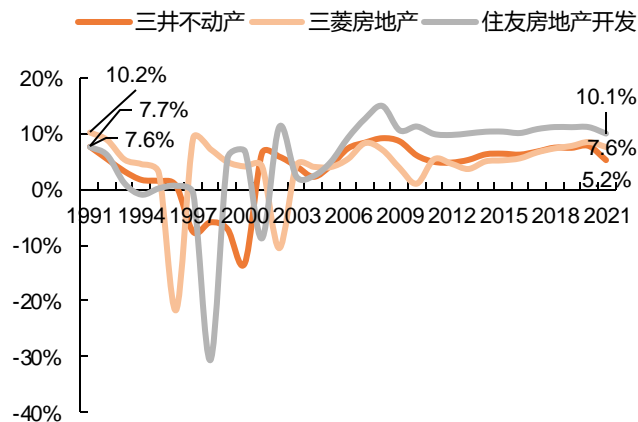
资料来源：中指，平安证券研究所

3.4 传统模式变革与重塑为破局核心

传统开发由金融红利转向管理红利。由于新金融监管环境下传统模式适用性降低，未来“高杠杆、高周转”模式预计将向低杠杆、低负债经营转变，由向金融要红利转为向管理、运营要利润。

参考20世纪90年代日本房地产泡沫破灭前后情形。1991财年三井不动产、三菱房地产、住友房地产开发 ROE 分别为 7.6%、10.2%、7.7%，2021 财年分别为 5.2%、7.6%、10.1%，基本维持稳定。但从细分结构来看，1991 财年至今三家房企权益乘数呈下降趋势，归母净利率则呈上升趋势。其中三家房企费用管控能力逐步提升，销售总务及管理开支占总收入比重趋势下行，2021 财年三井不动产、三菱房地产、住友房地产开发占比分别为 9.7%、7.7%、7.5%。整体看，盈利驱动已逐渐由杠杆水平向精细化运营带来的利润率提升转移。

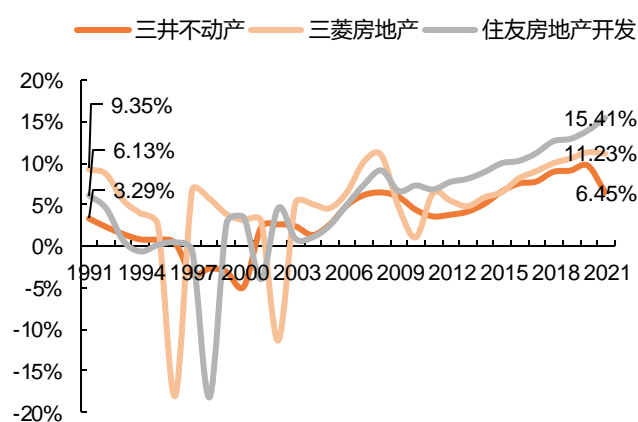
图表27 20世纪90年代以来日本主流房企ROE基本稳定



资料来源：彭博，平安证券研究所

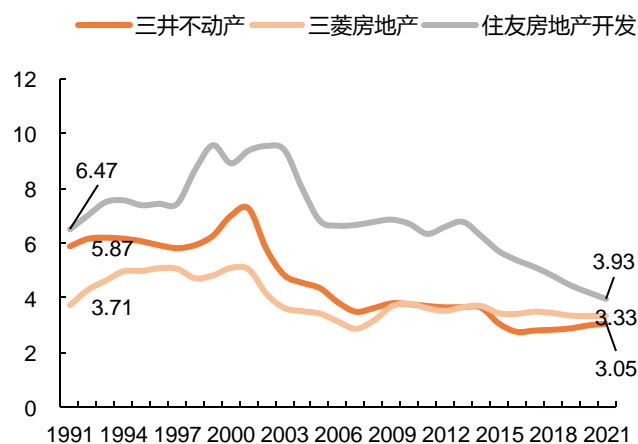
注：日本主流房企为财年数据，财年统计区间为上年2-4季度及当年1季度，下同；ROE=当期归母净利润/(期初期末平均归母权益)

图表28 20世纪90年代以来日本主流房企归母净利率呈上升趋势



资料来源：彭博，平安证券研究所

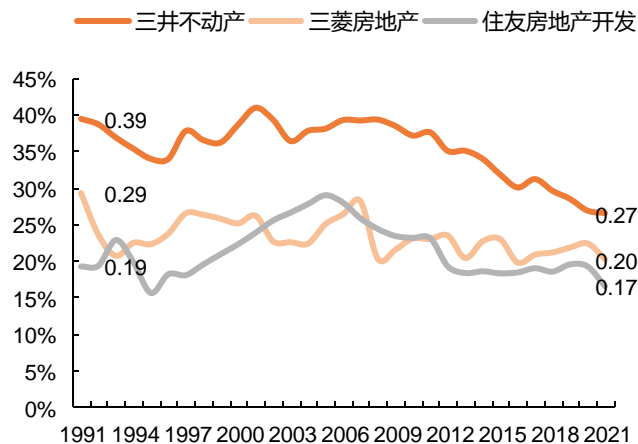
图表29 20世纪90年代以来日本主流房企权益乘数呈下行趋势



资料来源：彭博，平安证券研究所

注：权益乘数=(期初期末平均总资产)/(期初期末平均归母权益)

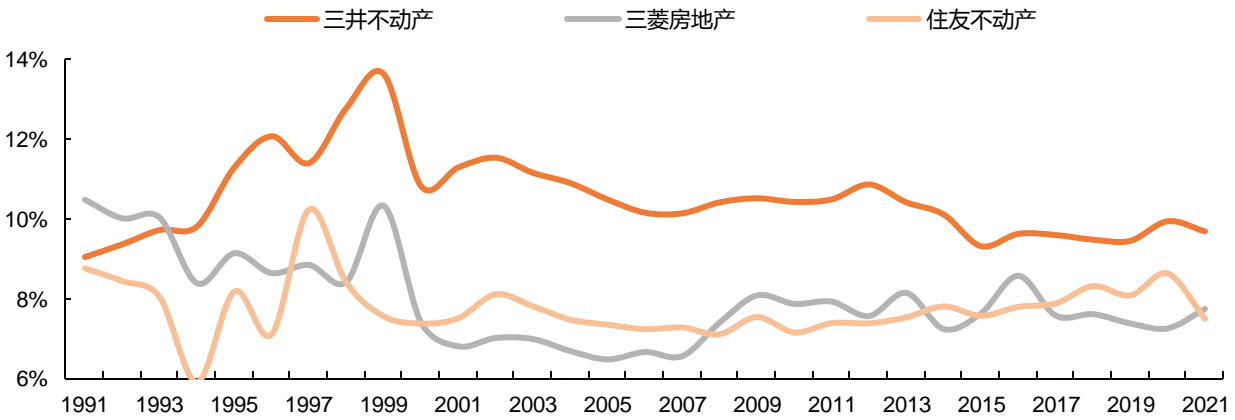
图表30 20世纪90年代以来日本主流房企资产周转率呈下行趋势



资料来源：彭博，平安证券研究所

注：资产周转率=收入/(期初期末平均总资产)

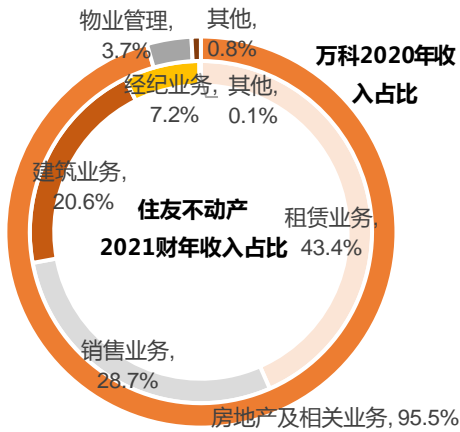
图表31 日本主流房企销售总务及管理开支占总收入比重呈下行趋势



资料来源：彭博，平安证券研究所

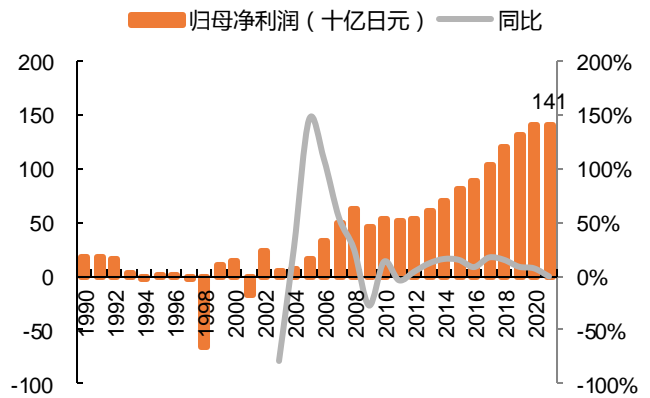
业务结构由单一开发转向多元化拓展。以日本主流房企住友不动产为例，其于2000财年起分别列示租赁、销售、建筑、经纪等业务。租赁业务现金流相对稳定、经纪业务资产相对较轻，以此形成的多元业务构成在丰富收入来源同时，亦有助于分散、降低风险。凭借模式优化及多元业务加持，住友不动产2003财年以来归母净利润逐年抬升，2021财年创下历史新高(1414亿日元)。以此为参考，国内房企除进行传统开发模式转型之外，中长期新增住房需求中枢下移背景下，围绕产业链适度多元布局亦为不错选择。

图表32 日本房企住友不动产业务构成多元化



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表33 日本房企住友不动产归母净利润持续提升



资料来源：公司公告，平安证券研究所

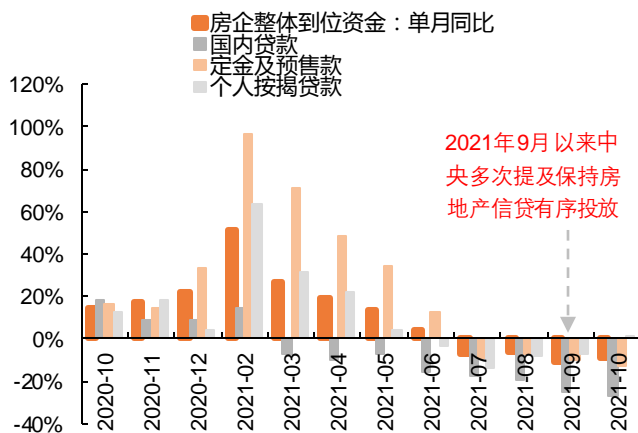
四、 终局：短期阵痛与中长期重塑

4.1 短期行业仍将面临阵痛期

政策效应及信心恢复存在时滞。尽管9月以来中央多次提及保持房地产信贷有序投放，维护房地产市场健康发展，维护住房消费者合法权益，但2021年10月仅个人按揭贷款单月增速反弹至1%，国内贷款同比降幅进一步扩大至27%，房企整体到位资金同比下降9%，政策完全落地仍需时间。此外楼市下行趋势已经形成，2021年9-10月70城市房价环比连续2月

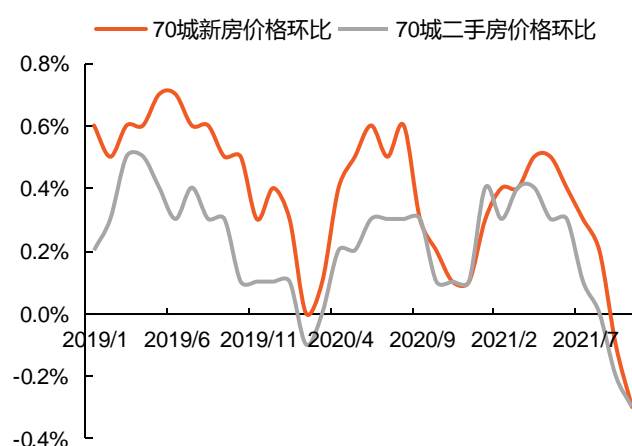
下跌，短期市场各主体信心恢复同样需要时间。

图表34 2021年10月单月房企整体到位资金同比降9%



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

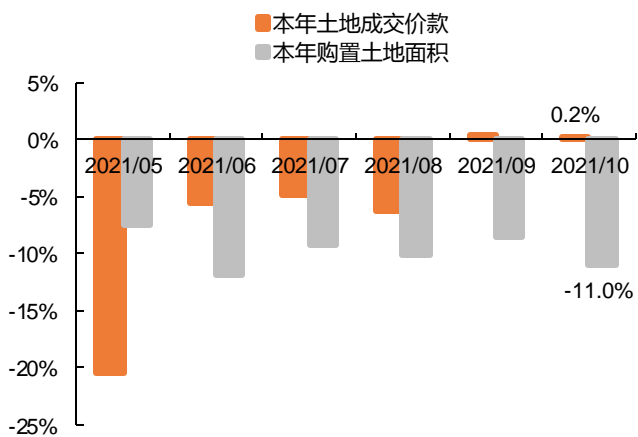
图表35 房价下行趋势已经形成



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

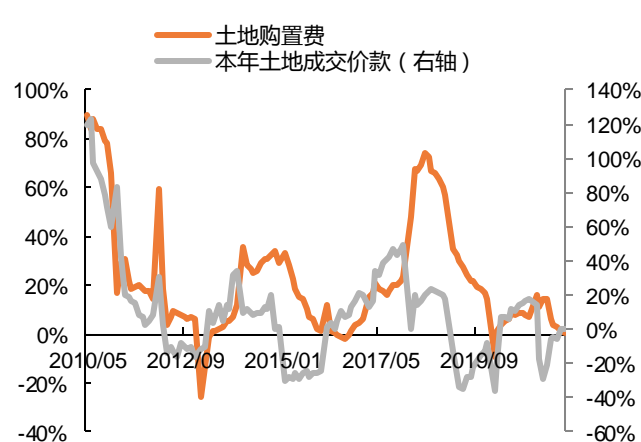
土地市场料延续弱势。2021年1-10月全国土地成交价款同比增长0.2%，增幅环比收窄；土地购置面积同比下降11%，降幅环比扩大。10月单月土地成交价款同比降0.4%、土地购置面积同比降24.2%。短期资金压力下房企拿地意愿预计仍将维持低迷，后续信心修复过程中，恢复节奏亦预计慢于销售与开工。

图表36 全国土地成交价款与购置面积累计同比



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

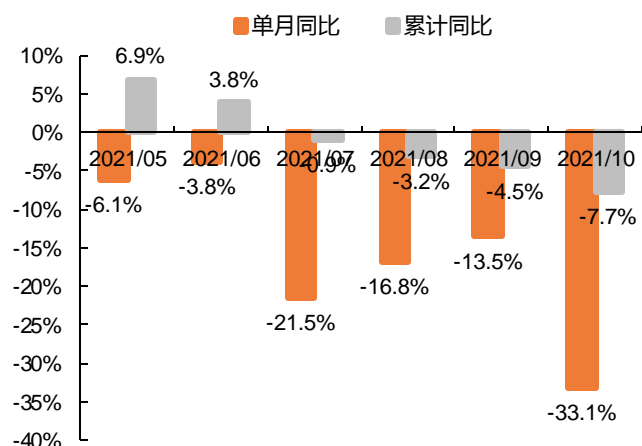
图表37 土地购置费与土地成交价款累计同比



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

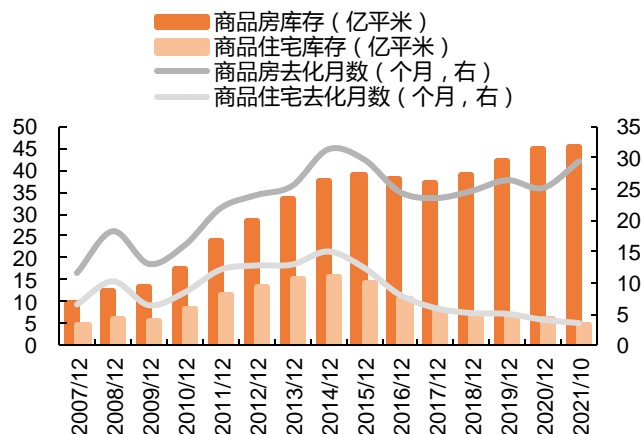
新开工压力犹存。2021年1-10月全国新开工累计同比下降7.7%，10单月同比降幅扩大至33.1%。土地成交面积缩量制约可开工规模，楼市及资金压力冲淡新开工热情，商品住宅绝对库存低位或为支撑因素之一。

图表38 全国新开工单月及累计同比



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

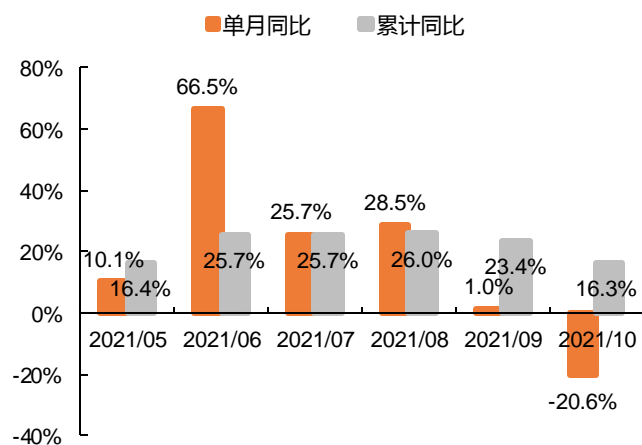
图表39 商品住宅已开工未售库存维持低位



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

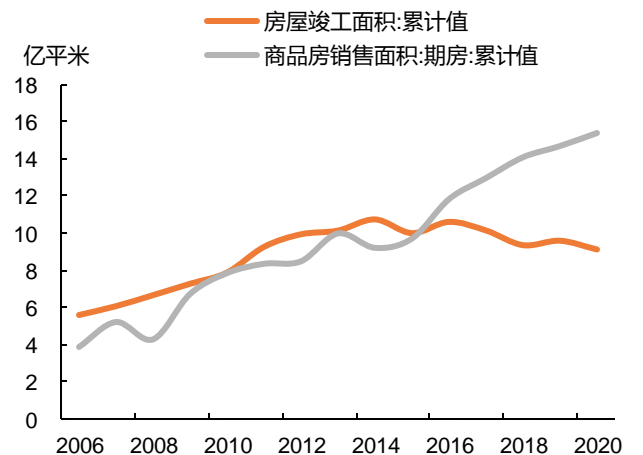
保交付支撑竣工增长，但增幅可能受到影响。2021年1-10月全国竣工面积同比增长16.3%，10月单月下降20.6%，资金压力逐步显现。2017年至2021年前10月全国期房累计销售68.5亿平米，远高于同期竣工（43.3亿平米）。交房周期及民生维护视角下，竣工仍有望维持增长，但资金环境或对增长幅度造成影响。

图表40 全国竣工单月及累计同比



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

图表41 2016年以来期房销售规模高于竣工



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

中性假设下 2022 年房地产投资同比降 2.6%。楼市及资金压力影响房企施工意愿，叠加原材料价格上涨缓解，施工强度预计小幅负增长；土地购置费受拿地下滑影响同比下降。在新开工降 12%、土地购置费降 5%、施工强度降 1%的假设下，预计 2022 年地产投资同比下降 2.6%。

图表42 房地产投资测算

	土地购置费增速	新开工面积增速	单位施工强度增速	房地产投资同比
2022 乐观预计	0.0%	-5.0%	0.0%	0.4%
2022 中性预计	-5.0%	-12.0%	-1.0%	-2.6%
2022 悲观预计	-10.0%	-20.0%	-3.0%	-6.5%

2021 年前 10 月	0.4%	-7.7%	3.2%	7.2%
--------------	------	-------	------	------

资料来源：国家统计局，平安证券研究所

中性假设下 2022 年销售面积同比降 9.5%。需求端信心恢复仍需时日，供给端由于拿地、开工趋弱规模可能受到影响。同时已出现信用风险事件房企销售或迅速萎缩，据不完全统计，仅考虑当前已发生债务违约、展期的 9 家重大房企，其 2020 年销售额、销售面积占全国比例分别为 9.3%、8.5%（克而瑞全口径）。分城级来看，一二线基于优质基本面预计相对更具韧性。中性假设下预计 2022 年销售面积同比降 9.5%，销售金额同比降 8.1%，增速前低后高。

图表 43 商品房销售面积测算

	2018	2019	2020	2021 年前 10 月	2021E	2022E 悲观	2022E 中性	2022E 乐观
一线城市 (4 个)	-2.8%	11.6%	14.3%	23.9%	13.9%	-5.0%	-2.0%	0.0%
二线城市 (26 个)	-5.4%	2.6%	-6.8%	8.9%	-0.6%	-9.0%	-6.0%	-1.0%
其余城市	2.1%	-0.5%	3.3%	6.8%	-1.6%	-15.0%	-10.0%	-5.0%
全国	1.3%	-0.1%	2.6%	7.3%	-1.2%	-14.3%	-9.5%	-4.6%

资料来源：国家统计局，平安证券研究所

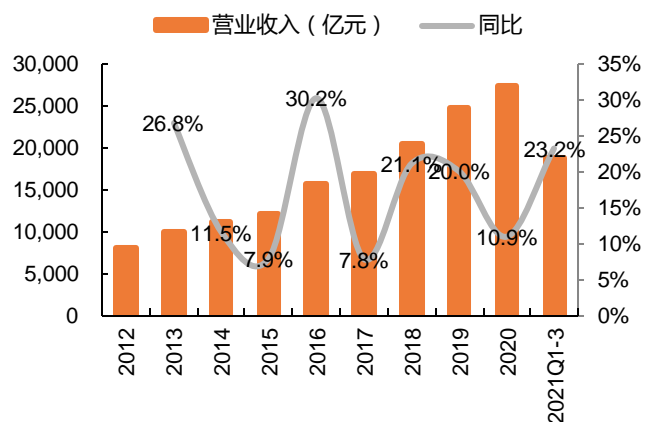
图表 44 商品房销售金额测算（亿元）

	个人购房 贷款余额	房贷投放 (含公积金)	商品房销售 额(万亿)	二手房销售 额(万亿)	总销售额 (万亿)	总新增房贷 /总销售额	二手房交易 金额占比	商品房销售 额增速
2018	257500	72325	15.0	6.5	21.5	33.6%	30.2%	12.2%
2019	300700	81110	16.0	6.7	22.7	35.8%	29.6%	6.5%
2020	344400	85955	17.4	7.5	24.9	34.6%	30.2%	8.7%
2021E	383662	85665	17.8	7.4	25.2	34.0%	29.5%	2.3%
2022E	423946	90665	16.3	7.2	23.5	38.6%	30.5%	-8.1%

资料来源：国家统计局，平安证券研究所

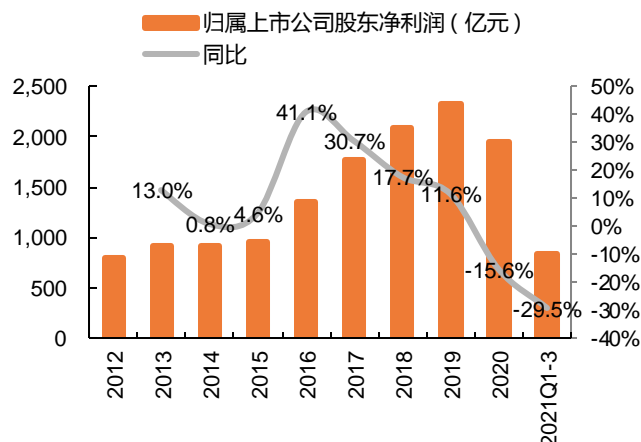
缩表带来的业绩冲击不可避免。2021 年前三季度 A 股上市房企营收同比增长 23.2%、归母净利润同比下降 29.5%，增收不增利状况逐步显现。而阵痛期带来的缩表、降价促销等行为预计进一步对短期结算利润形成冲击。美国次贷危机、日本 20 世纪 90 年代房地产泡沫破灭后，其主流房企及行业整体利润水平均曾经出现下滑甚至亏损情形。

图表45 2021Q1-3 A股上市房企营收同比提升



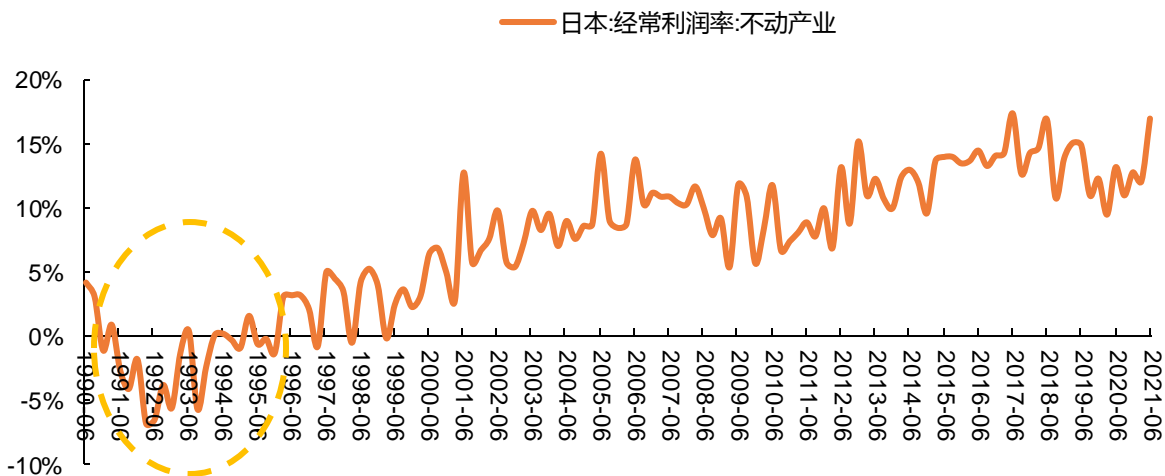
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表46 2021Q1-3 A股上市房企归母净利润同比下降



资料来源: Wind, 平安证券研究所

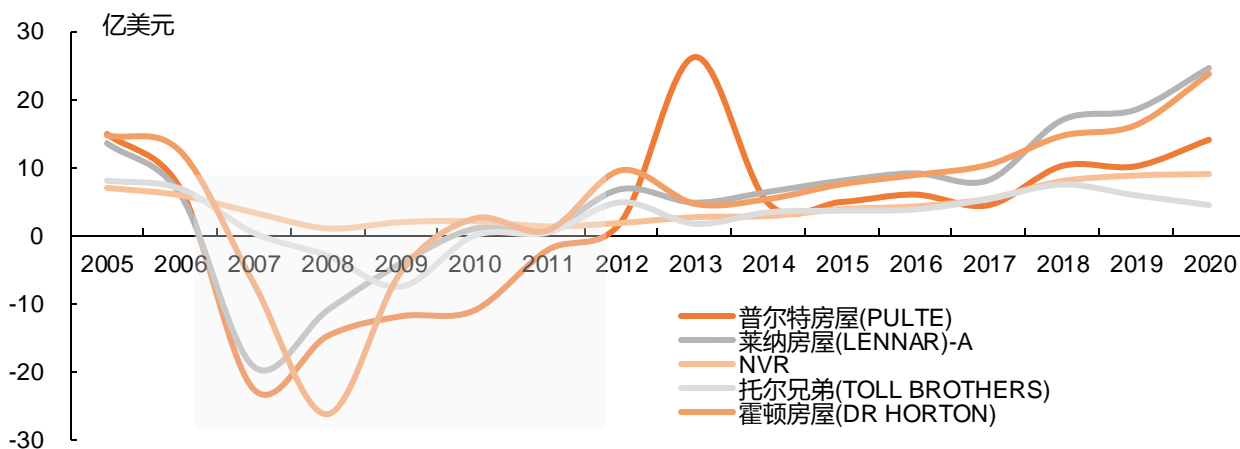
图表47 日本 20 世纪 90 年代房地产泡沫破灭后不动产业经常利润率为负



资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 经常利润=营业利润+营业外收入-营业外支出

图表48 美国次贷危机后主流房企归母净利润出现亏损

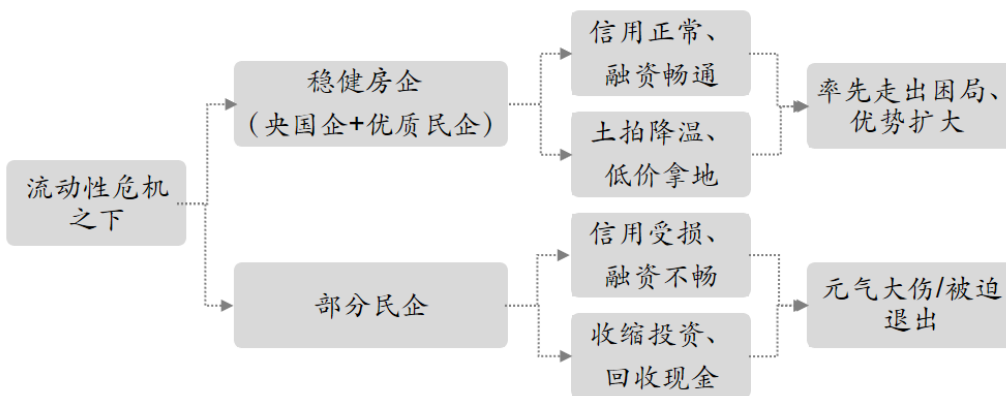


资料来源: Wind, 平安证券研究所

4.2 分化加剧推动格局重塑

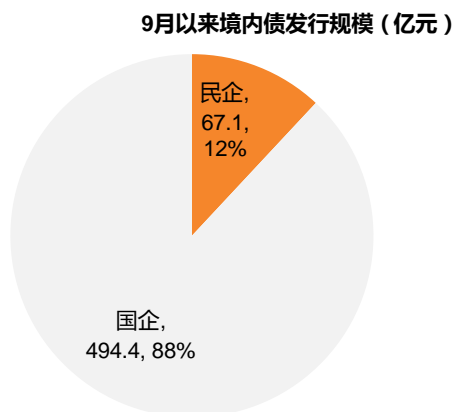
房企间分化加剧，央国企及优质民企为代表的稳健房企相对受益。由于信用事件冲击，部分房企可能信用受损、融资不畅，或被动出清或收缩投资下规模萎缩。相较而言，央国企及优质民企更能受益信贷端松动，把握土地市场降温带来的拿地机会。2021年9月以来国企境内发债规模显著优于民企，第二批集中供地国企拿地规模亦相对更多。

图表49 房企间分化加剧，部分扩大优势、部分退出或规模萎缩



资料来源: 平安证券研究所

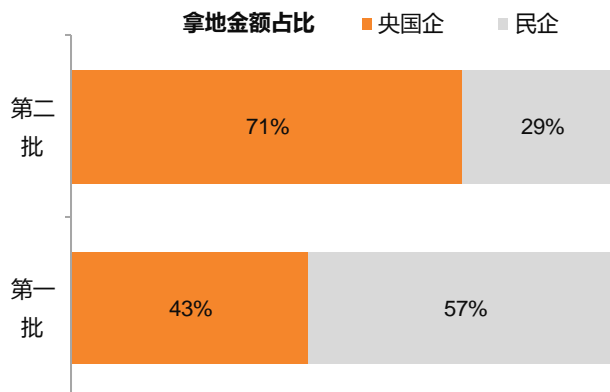
图表50 9月以来国企境内发债规模明显占优



资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 数据截至2021年11月24日

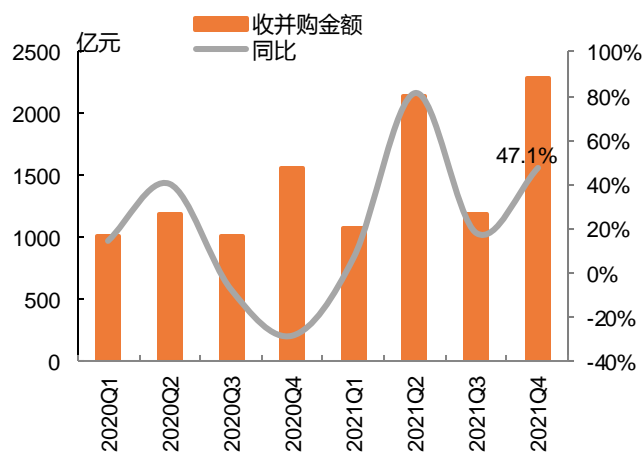
图表51 央国企成为第二批集中供地拿地主力



资料来源: 中指, 平安证券研究所

参与者加速出清, 行业格局迎来重塑。经营压力下不排除部分房企转让开发股权, 甚至退出市场。调整阶段或迎来新一轮洗牌, “劣币”出清后行业格局有望重塑。2021Q4 国内房地产行业收并购已逐步放量, 从美日经验来看, 阵痛期后行业并购整合仍将延续。

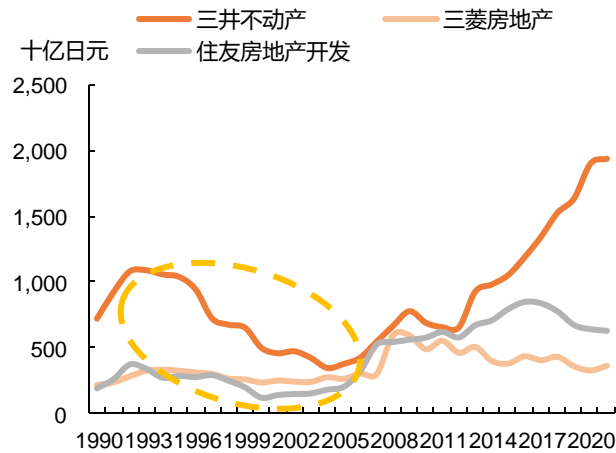
图表52 2021Q4 国内房地产行业收并购金额逐步放量



资料来源: Wind, 平安证券研究所

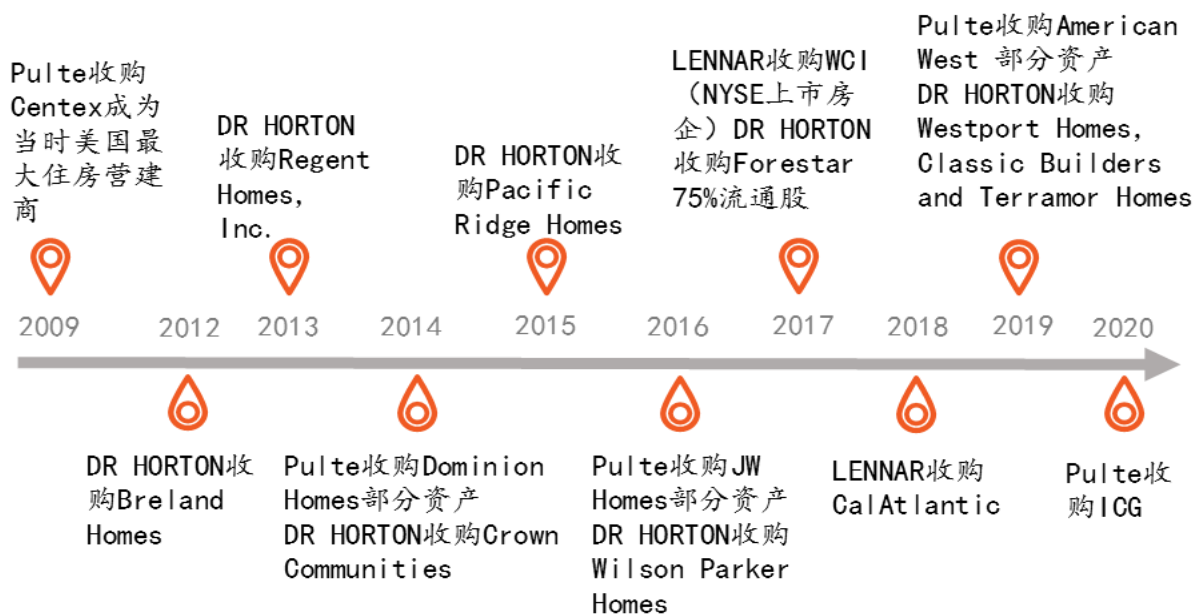
注: 数据截至2021年11月24日

图表53 日本房地产泡沫破灭后主流房企存货收缩



资料来源: 彭博, 平安证券研究所

图表54 次贷危机后美国房企间收并购陆续发生

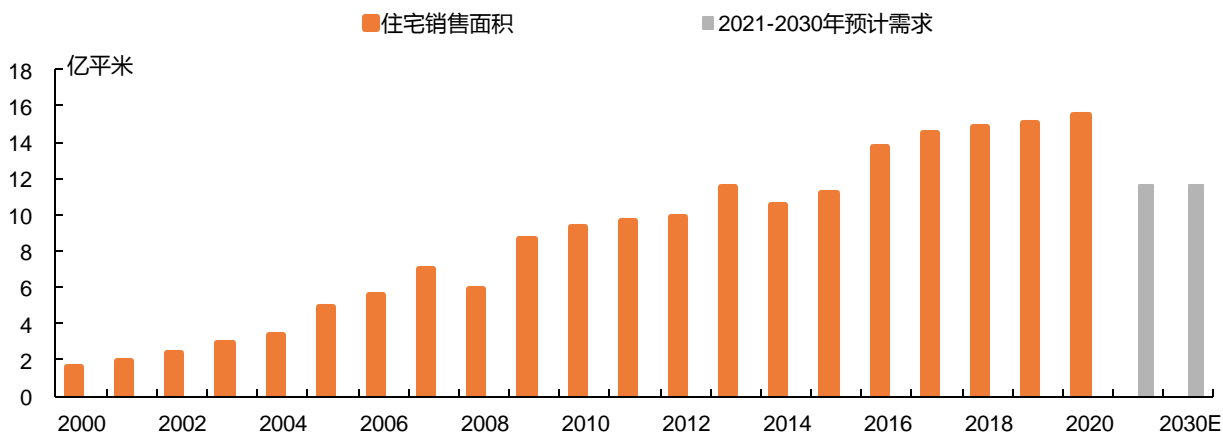


资料来源：公司公告，平安证券研究所

4.2 中长期开发高位震荡&多元化价值显现，房企潜力犹存

中长期新增住房需求仍维持较高水平。根据《国家人口发展规划（2016年-2030年）》预期发展目标，预计2030年全国总人口14.5亿、城镇化率70%。假定2020年与2030年城镇人均建面均维持在2019年39.8平方米/人，则2021-2030年城镇人口增加带来的新增住房需求为44.9亿平米。假定2020年末存量住宅每年更新2%，则对应2021-2030年合计存量更新建面为71.8亿平米。2021-2030年住宅新增存量及更新需求为116.7亿平米，年均需求为11.7亿平米。

图表55 2021-2030年全国住宅需求仍有支撑



资料来源：Wind，平安证券研究所

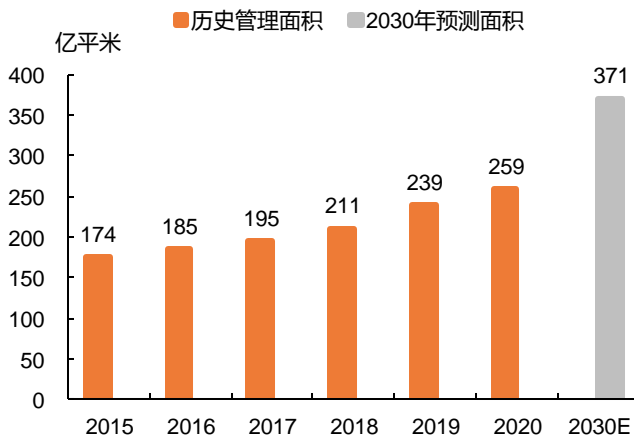
图表56 2021-2030年新增住宅需求测算

主要假设	
1、预计2030年全国总人口14.5亿人、城镇化率70%	
2、假定2030年、2020年城镇人均住宅建筑面积与2019年一致，为39.8平方米	
3、假定存量建面年更新率为2%	
主要估算过程：	
2030年末存量建面：	总人口*城镇化率*人均建面=14.5*70%*39.8=404.0亿平米
2021-2030年更新建面：	2020年末存量*年更新率*年数=359.1*2%*10=71.8亿平米
2021-2030年住宅需求	2030年末存量-2020年末存量+期间更新=404.0-359.1+71.8=116.7亿平米
2021-2030年均住宅需求	116.7/10=11.7亿平米

资料来源：Wind，平安证券研究所

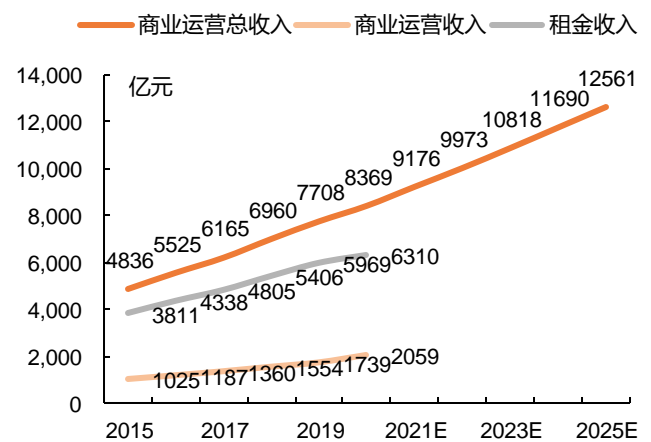
房地产生态链价值逐步显现，提供更多发展可能性。参照2020年全国物管行业总在管面积259亿平米，百强物企2020年平均物业费3.84元/平米/月，测算2020年全国基础物管规模1.2万亿元。后续新房交付、存量房渗透以及非居业态拓展均有望推动管理面积增长，增值服务成熟亦有望带来更大想象空间。根据佛若斯特沙利文报告，2020年中国商业运营总收入（含商业运营收入及租金收入）8369亿元，至2025年有望达到1.3万亿元。存量房时代增量业务机会同样存在，物管、商业等多元赛道价值逐步体现，将为开发模式转变提供更多可能。

图表57 物管行业在管面积及预测



资料来源：中指，平安证券研究所

图表58 商业运营总收入及未来预测

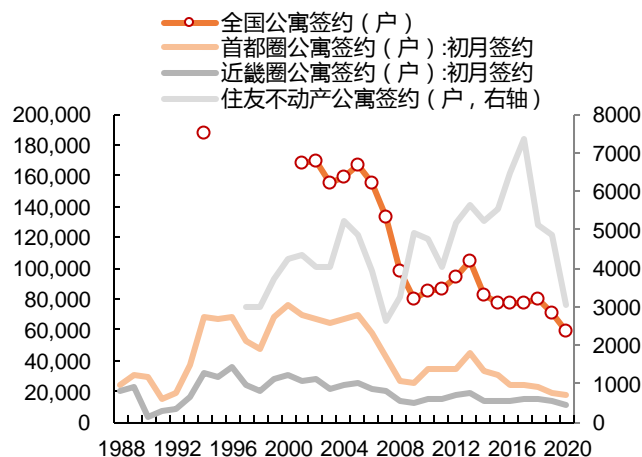


资料来源：佛若斯特沙利文报告，平安证券研究所

注：租金收入包括所有商业广场和商业街的租金，商业运营收入包括咨询服务、招商服务、物业管理服务、增值服务等收入

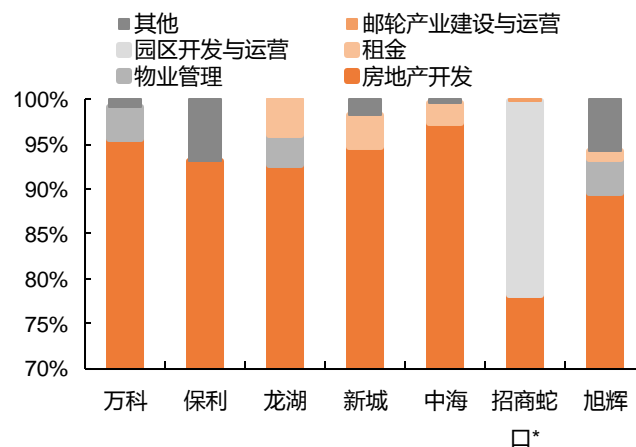
剩者为王，开发扩张与多元化机遇同在。一方面新增住房需求中枢下移背景下，房企仍有机会实现销售规模增长。参考日本房企住友不动产，21世纪以来日本全国公寓签约量持续萎缩，但住友不动产公寓销量仍在2017年创下新高，达7355户。另一方面，围绕地产的业务多元化有望成为未来重点发展方向之一。主流房企当前涉足多元化领域包括物管、商业、园区开发经营等，收入占比多位于10%及以内，存量时代进程加深助力多元业务发展，未来表现值得期待。

图表59 住友不动产在日本公寓销量萎缩时仍持续增长



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表60 主流房企 2020年多元业务收入占比



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

注: 招商蛇口房地产开发收入中包含物业管理收入

图表61 主流房企多元业务布局情况

房企	房地产开发	物业管理	商业	园区开发与运营	邮轮产业建设与运营	其他
万科	√	√				√
保利	√	√				√
龙湖	√	√	√			
中海	√		√			√
招商蛇口	√	√		√	√	
旭辉	√	√	√			√
新城	√		√			√

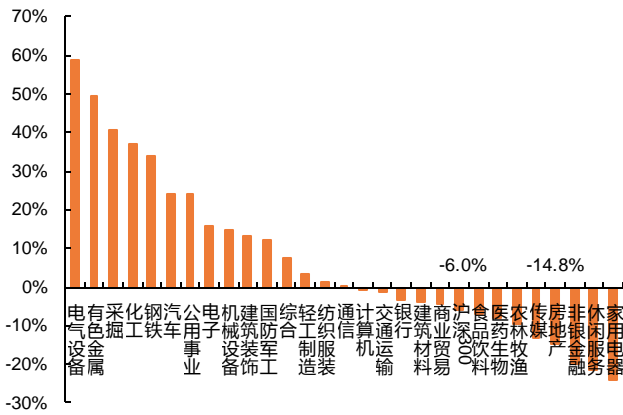
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

五、投资建议

5.1 地产板块涨幅跑输大盘，估值&机构持仓延续低位

受信用风险及基本面下行担忧影响，地产板块年初至今（截至12月3日）下跌14.8%，位于28个申万行业第25名，跑输沪深300指数8.9个百分点。地产板块PE(TTM)7.7倍，处于近五年7.8%分位。2021Q3末基金房地产行业持仓1.39%，较Q2(1.09%)小幅反弹，但仍延续有数据统计以来(2013年)低位。

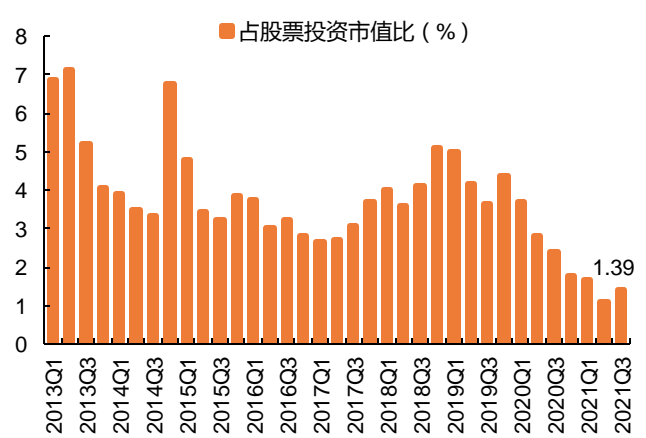
图表62 各板块年初至今涨跌幅



资料来源: Wind, 平安证券研究所

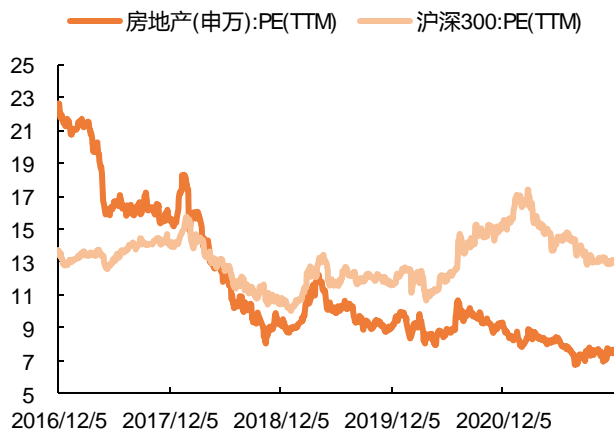
注: 数据截至 2021/12/3

图表63 2021Q3 地产行业持仓延续低位



资料来源: Wind, 平安证券研究所

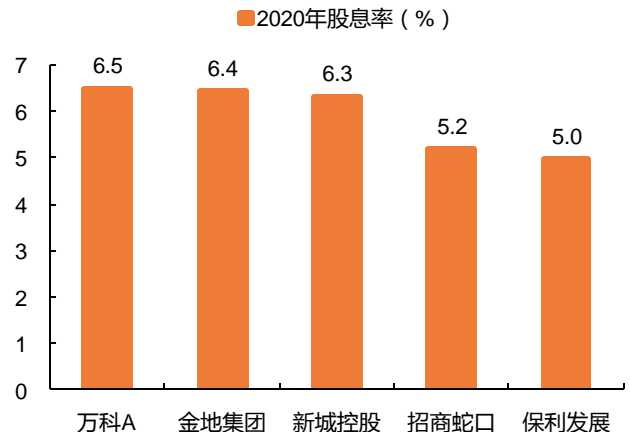
图表64 房地产板块估值处于近五年 7.8%分位



资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 数据截至 2021/12/3

图表65 主流房企股息率



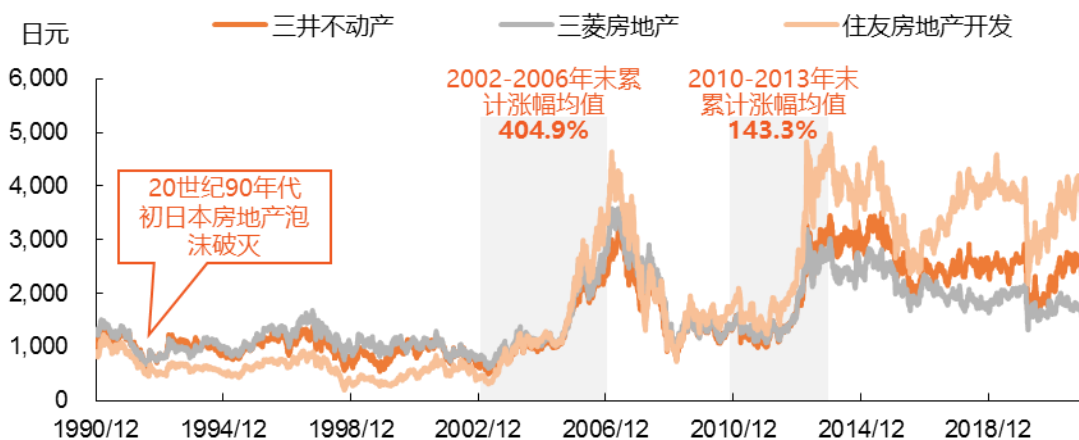
资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 数据截至 2021/12/3, 主流房企股息率为 2020 年每股股息/最新股价

5.2 阵痛过后优势地产股仍有望走出向上行情

以日本房地产泡沫破灭、美国次贷危机前后主流房企股价/市值表现为参考，危机初期股价/市值均面临一定程度回调。如日本三大房企 1991 年 10 月至 1992 年 9 月股价平均下跌 40.6%、美国五大房企 2007 年 2 月至 2008 年 11 月市值平均收缩 57.7%。但随着业绩修复，以及通过多元业务开展、市占率提升扩大利润增幅，主流房企股价/市值实现大幅增长。2003-2007 财年、2011-2014 财年日本三大房企归母净利润累计涨幅均值分别为 425.6%、30.3%，对应相近时间（2002-2006 年、2010-2013 年）股价涨幅均值分别为 404.9%、143.3%（年均涨幅 101.2%、47.7%）。2014 年以来美国五大房企市值累计涨幅均值 235.7%（年均涨幅约 29%），同期 PE 估值中枢则稳定 15 倍左右。借鉴美日经验，阵痛期后国内优质企业份额提升、业绩增长亦有望驱动股价上扬。

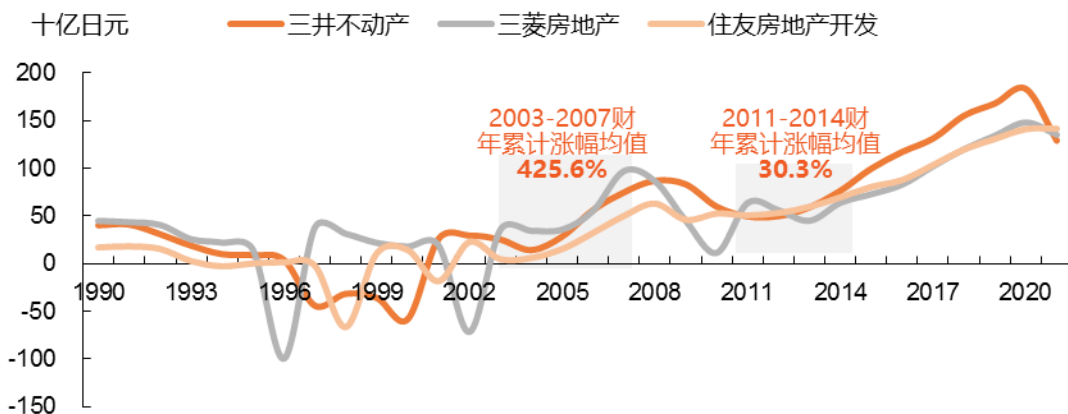
图表66 日本主流房企股价走势



资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 数据截至 2021/12/3

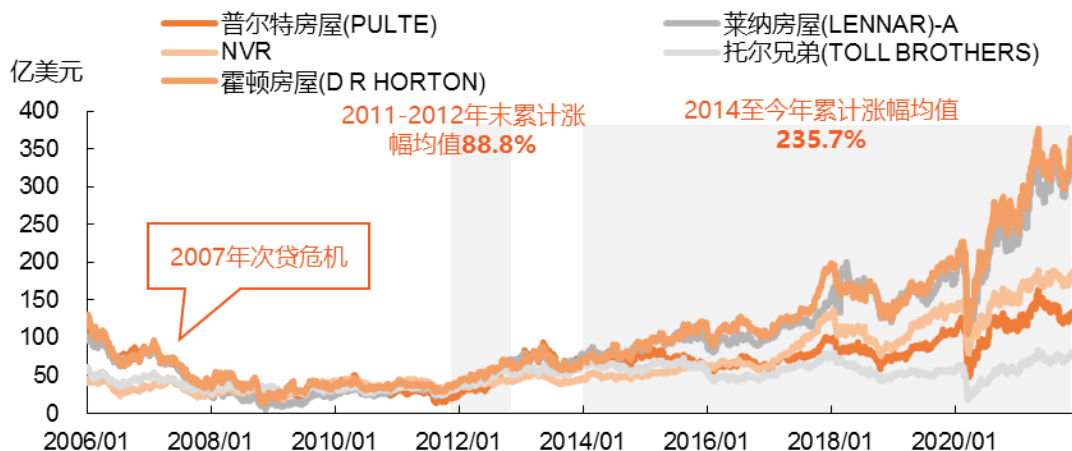
图表67 日本主流房企归母净利润走势



资料来源: 彭博, 平安证券研究所

注: 日本房企归母净利润为各财年数据, 财年统计区间为上年 2-4 季度及当年 1 季度

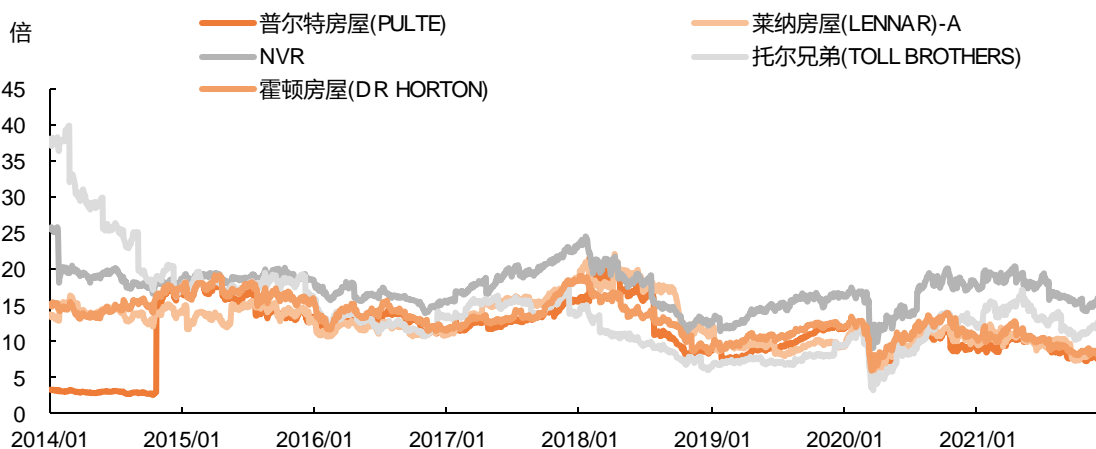
图表68 美国主流房企市值走势



资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 数据截至 2021/12/3

图表69 美国主流房企 PE (TTM)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 数据截至 2021/12/3

5.3 精选优质个股，关注细分机遇

2022 年房地产行业仍将承受压力，政策托底与信心修复助力重回正轨，财务稳健、融资渠道畅通房企有望率先走出困局。行业格局迎来重塑，优质企业市占率持续提升。长远来看，“高杠杆、高周转”模式亟待变革，管理红利大幕徐徐开启，存量时代下多元化业务发展重要性提升，将更为考验开发商包括财务、管理、运营等在内的多维实力。短期来看，尽管行业基本面承压，但在以稳为主总基调下，政策博弈空间仍在，板块估值、持仓低位增强安全边际。中期行业筑底企稳，投资主线回归基本面，格局重塑、模式变革下优秀企业份额提升、长足发展值得期待。我们看好 2022 年地产板块整体表现，维持“强于大市”评级。全年建议精选个股，配置短期抗压能力强、中长期竞争优势突出的龙头房企，保利发展、金地集团、招商蛇口、万科 A 等。同时建议关注财务状况有望好转，具备估值弹性的潜在“幸存”房企，龙光集团、新城控股、金科股份、中

南建设等。考虑存量时代多元业务重要性提升，建议持续关注空间广阔、自主发展强化的物管及商管板块，看好综合实力突出的物管龙头，碧桂园服务、保利物业、新城悦服务、金科服务、融创服务等，以及轻资产输出实力强劲的商业运营商，星盛商业等。

六、 风险提示

- 1) 供给充足性降低风险：若地市持续遇冷，各房企新增土储规模不足，将对后续货量供应产生负面影响，进而进一步影响行业销售、开工、投资等。
- 2) 房企大规模减值风险：若楼市去化压力超出预期，销售持续以价换量，将带来部分前期高价地减值风险。
- 3) 政策呵护不及预期风险：若政策有效性不足，楼市调整幅度、时间超出预期，将对行业发展产生负面影响。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

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

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

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

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

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

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

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

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

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033