

再见，旧时光

2022年房地产行业十大判断

太平洋证券房地产行业首席：徐超

执业证号：S1190521050001

1、中央经济工作会议定调“探索新发展模式”，保障房占比或将明显提升

中央经济工作会议中提到：“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，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，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。”

什么是新的发展模式？我们可以回忆一下2018年6月5日，中国特色社会主义先行示范区深圳发布的《关于深化住房制度改革加快建立多主体供给多渠道保障租购并举的住房供应与保障体系的意见（征求意见稿）》。深圳“新房改”提到：着力构建多层次、差异化、全覆盖的住房供应与保障体系，并计划将住房分为三大类：第一类是市场商品住房，占40%左右，做到有能力的市民通过市场商品房来解决住房需求；第二类是政策性支持住房，占40%左右；第三类是公共租赁住房，占20%左右。

我们认为深圳的模式可能是十四五期间房地产新模式探索的方向，后续保障房在整个房地产市场中的占比可能会大幅提升，可能会形成刚需靠保障房，改善靠商品房的类似于新加坡的模式，商品房的规模收缩速度可能会快于整体房地产市场的规模收缩速度。

2、房地产消费属性增强，投资性需求会越来越少

发改委副主任宁吉喆在对中央经济工作会议的解读中提到：“要加强居民基本住房保障。房地产是支柱产业，住房更是居民的消费。”

我们认为，除了“保障”属性提高之外，后续房地产的“消费”属性也会体现得越来越突出，金融属性会越来越弱化。以后房子可能会变成类似于汽车的大宗消费品，**提前消费和投资性需求会越来越少**。（比如说很少有人会提前10年给孩子买车，都是真正用到的时候再买）

3、房地产税新一轮试点或将很快落地，将出未出之际观望情绪较重

根据经济观察网的报道，2021年5月财政部、国家税务总局、住建部等主管部门在北京召开房地产税座谈会，上海、重庆、深圳、杭州、苏州、济南共6个城市相关负责人均有参加。在这次座谈会上，相关部委总结了上海、重庆两个城市房产税的试点经验，并向两个城市了解历年征收房地产税数额、征收过程中阻力及困难等方面事宜。相关部门还向深圳、杭州、苏州、济南等四个城市征询了“是否支持中央在其所在城市试点征收房地产税”等问题。

2021年10月23日全国人大常委会第31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。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。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。

我们认为房地产税将出未出之际对销售的影响比较大，因为这个窗口期内老百姓的观望情绪比较重，可能会希望等税率和免税面积等方案彻底落地之后再决定是否购房。

4、调控政策大概率不会进一步收紧，但也难见大幅放松

12月15日国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，部署进一步采取市场化方式加强对中小微企业的金融支持；确定加大对制造业支持的政策举措，促进实体经济稳定发展。

12月16日，央行行长易纲主持召开金融机构货币信贷形势分析座谈会，易刚提到：“增强信贷总量增长的稳定性，稳步优化信贷结构，保持企业综合融资成本稳中有降态势，不断增强服务实体经济能力。”

12月17日，证监会公告称致函29个辖内有金交所的省级政府办公厅，要求立即组织省级地方金融监管局商人民银行、银保监会、证监会派出机构开展对辖内金交所的现场检查工作；**禁止金交所为房地产企业(项目)、城投公司等国家限制或有特定规范要求的企业融资。**

我们认为，全国层面的大幅宽松地产政策是不太可能的，我们可以期待的宽松政策可能将主要集中在“**因城施策**”，**当下的政策环境可能更像2018年底，而不是2008年底。**

5、资管新规过渡期结束，非标展期艰难

根据证券时报旗下媒体报道，2021年11月，银保监会向各地方银保监局下发《关于进一步推进信托公司“两项业务”压降有关事项的通知》，要求**进一步推进信托公司通道业务和融资业务压降工作。**。

文件指出，2021年是资管新规过渡期整改时限的最后一年，各公司要进一步加大存续通道业务的清理力度，**年底前必须做到应清尽清、能清尽清，通道类信托项目到期的原则上不得展期续做**，未到期的应加强与委托方和交易对手的协商争取提前结束。

文件重申，各信托公司应严格执行年初制定的融资类信托业务压降计划，确保完成信托部下达的任务。监管部门此前为行业确定的2021年压降目标为，**融资类信托规模再降1万亿，违规金融同业通道清零，风险处置3000亿以上；房地产规模不超过2020年末。**

我们认为，**融资结构中非标占比较高的民营房企**可能会面临**债券刚兑和非标较难展期的双重压力**。

6、预售资金监管难言放松，准现房销售或成趋势

当下房企资金链紧张其实跟三条红线等调控政策关系不大，跟银行的两条红线有一定关系但不是最主要的。最关键的转折点在于某大型房企陷入困境后烂尾楼让地方政府负责善后，一举将地方政府跟房企之间的关系给改变了。在此之前地方政府为了吸引房企到本城市来拿地，都尽可能地在各类政策上为房企提供便利。

但是当地方政府发现项目烂尾后需要地方政府自己想办法善后，从9月份开始，地方政府在实际执行层面大幅加强了预售资金监管的力度。而且很多城市开始“因企施策”，越是信用资质较弱的房企，越是对他们采取格外严格的资金监管措施。石家庄更是将预售许可条件直接提高到主体结构封顶，浙江省、青岛市开始严格执行封顶才能发放按揭贷款的政策。从结果上来看，房企实际上是要等到封顶或者交房才能提取大部分的销售回款。

随着民营房企不断出现债务违约的情况，购房者的“期房信仰”受到严重动摇，后续可能会有越来越多的民营房企不得不将房子建到接近完工才能卖得掉（特别是在没有新房二手房价格倒挂的城市），房企的周转效率或将进一步下降。

不过值得注意的是，房企往往在年底会有一批项目集中交付，交付之后就能提取被监管的预售资金，此外，到一季度银行新一年的按揭额度也会释放出来。因此一季度房企销售回款可能会略有改善。

7、2022年房地产市场大概率供需双降

供给方面，一方面今年开发商拿地不足，明年可供开工的土地并不充裕；另一方面由于回款较慢，开发商开工意愿也较差，**开工只会使得更多的资金沉淀在项目里，还不如优先保竣工，因为竣工之后就可以将被监管的预售资金提取出来。**我们看到10月单月的新开工面积同比大幅下降了33%，11月下降了21%。我们预计2022年的新开工面积不排除同比下滑20%以上的可能性。

需求方面，**2020年下半年和2021年上半年两个半年加起来的销售额高达20万亿的历史天量**（正常年份16-17万亿），**需求被严重透支。**此外，民营房企风险事件频发使得“期房信仰”被严重动摇，在没有新房二手房价格倒挂的城市，老百姓更倾向于买二手房，这使得新房销售更加困难。此外，**房产税将出未出之际，购房者的观望情绪是最重的。**所以我们看到10月份商品房销售额同比下滑了22.6%，11月同比下滑16.3%。如果12月商品房销售额同比下滑20%的话，那么2021年全年销售额将达到18.1万亿，较2020年增长4.5%。

由于基数较高，我们假设**2022年上半年同比下滑30%**（较疫情前的2019年上半年下滑8%）；假设2022年下半年同比0增长（较2019年下半年下滑0.6%），**则2022年全年商品房销售额同比下滑15.4%，较**

2019年下滑3.9%。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

守正 出奇 宁静 致远

8、城投大规模拿地，轻资产代建模式或将成为发展方向

在民营房企普遍资金紧张，无力拿地的背景下，其实各地的城投公司完全可以自己拿地，自己盖房子卖给老百姓，没有中间商赚差价，还可以顺带解决城投转型的问题。比如西安的城投公司曲江文投，之前就有很成功的房地产开发经验，其董事长后来更是出任央企地产公司华侨城的董事长。

实际上开发商之前起到的作用就是替政府加杠杆并承担风险，但同时也赚走了一块土地增值的利润。现在民营房企无法承担这个任务了，可以让城投公司来代替。武汉、无锡最近的土地市场已经出现城投包场的现象。城投公司在自己所在的城市有很多优势，比如地方政府可以通过土地出让金返还的形式降低其土地成本，减轻其资金压力。如果操盘能力不足的话，可以选择跟轻资产的代建公司合作。

2021年5月27日，在大湾区的重要门户城市珠海，由绿城管理控股牵头，联合雅居乐房管、金地管理、当代管理、华润置地、中原建业等六家从事代建的企业聚集，举行了主题为“让世界变轻”首届中国代建价值峰会，共同商讨轻资产代建模式为中国房地产下半场提供的另一种可能。为了有效促进房地产行业轻资产代建行业有序、稳定发展，六家代建“龙头”还一起成立了“轻资产联盟”。

9、行业出清仍在继续，但行业集中度未必提升，甚至不排除有下降的可能

1月份是房企公开债务到期的一个小高峰，此外还有很多债券利息要集中在1月份兑付，因此1月份是个槛儿，不排除还会有民营房企出现公开债务违约的可能性。

但是倒下的民营房企的市场空间未必都被龙头国企分食，可能还有很多城投和地方国企会加入进来。此外，还有一些之前没怎么加杠杆的中小民营房企，甚至已经获利了结退出房地产市场的民营资金也有可能把握住低成本获取土地的机会。因此行业集中度未必会提升，甚至不排除有下降的可能，看好代建板块。

TOP X房企市场占有率（权益口径）



资料来源：克而瑞研究中心，太平洋证券整理

10、民营房企或将逐步退出信用债市场，CMBS等带抵押物的品种可能还有希望

房企大规模发行信用债其实是从15年开始，2015年1月15日证监会颁布《公司债券发行与交易管理办法》后，房企发行公司债的规模在2015-2016年迎来大爆发。房企当时拿了债券的钱都去扩张和拿地，**实际上起到了项目资本金的作用**，然后再通过项目迅速加杠杆。但是债券跟真正的资本金最大的区别就在于它是要还的，这相当于项目进行了重复融资。

2016年10月28日，上交所发布《关于实行房地产、过剩行业公司债券分类监管的函》，明确房地产企业的公司债募集资金不得用于购置土地。同时，该规定还提高了房企发债的准入门槛。随后房企发行公司债的规模立即萎缩，不考虑城投、园区等企业的话，2017年全年房企发行公司债仅534亿，仅相当于2016年发行额的8.3%。而且自2017年5月之后，开发类房企发行的公司债资金用途绝大多数为偿还借款（如银行贷款、金融机构贷款、到期债券等）。2018年10月之后募集资金用途进一步收窄为偿还即将到期的存量债券，也就是“借新还旧”。

2017年境内发债受限之后，房企再次掀起了赴境外发行美元债的热潮。但监管随后跟上，2018年5月11日，国家发改委、财政部发布《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》，要求房企境外发债主要用于偿还到期债务，避免产生债务违约；2019年7月12日，国家发改委办公厅下发《关于对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》（778号文），要求房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务。

10、民营房企或将逐步退出信用债市场，CMBS等带抵押物的品种可能还有希望

在当前民营地产债二级市场价格大幅折价的情况下，民营房企想发行信用债“借新还旧”是非常困难的，后续可能绝大多数民营房企将逐步退出信用债市场。CMBS之类的带抵押物的品种可能还有希望发行成功。

此外，A股上市民营房企由于定增受限，资本金相对较薄。自2016年9月20日金科股份定增完成之后，再也没有房地产企业成功实现过以“项目融资”为目的的定增。不过国企重组类的定增实际上并没有完全中断，比如2016年底的上海临港，2017年的广宇发展，2018年中华企业、信达地产，2019年的中粮地产等。如果能放开民营房企定向增发，将有助于缓解民营房企的流动性危机，而且能增厚房企的资本金，真正降低房企的杠杆率。

投资评级说明

■ 1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

■ 2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间。

风险提示：政策收紧超预期，销售下滑超预期

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

投诉电话：95397

投诉邮箱：kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，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。任何人使用本报告，视为同意以上声明。