

强大于市

房地产行业政策深度报告

从历史复盘探讨本轮地产调控放松的最佳路径与当前房企的生存法则

公司名称	股票代码	股价 (人民币)	评级
保利发展	600048.SH	16.77	买入
金地集团	600383.SH	13.98	未有评级
招商蛇口	001979.SZ	14.28	未有评级
万科A	000002.SZ	17.41	未有评级
龙湖集团	0960.HK	31.90	未有评级
华润置地	1109.HK	29.60	未有评级
建发国际	0223.HK	17.10	未有评级
越秀地产	0123.HK	6.44	未有评级
美的置业	3990.HK	11.79	未有评级
滨江集团	002244.SZ	6.75	未有评级
旭辉控股集团	0884.HK	3.36	未有评级
新城控股	601155.SH	27.20	未有评级
金科股份	000656.SZ	4.58	未有评级
碧桂园服务	6098.HK	26.57	买入
旭辉永升服务	1995.HK	8.27	未有评级
保利物业	6049.HK	45.80	未有评级
中海物业	2669.HK	7.81	未有评级
新城悦服务	1755.HK	8.09	未有评级

资料来源：万得，中银证券

以2022年3月24日当地货币收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

房地产行业

证券分析师：夏亦丰

(8621)20328348

yifeng.xia@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070005

证券分析师：许佳璐

(8621)20328710

jialu.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110002

核心观点

从房地产贷款首付政策看，两成首付是一个明显的宽松政策信号。06-21年15年来房贷首付比例下调至20%只有两次：1) 08年金融危机爆发，为了稳经济、稳楼市，当年10月央行推出新政：最低首付款比例调整为20%；2) 14年9月30日，首套房最低首付3成，15年9月30日非限购城市执行首套房最低首付比例不低于25%，16年2月非限购城市首套房首付比例最低可达20%。经过两次“降首付”配合其他行业政策调整后，房地产市场均出现了明显的销售回暖、房价上涨、库存上行速度放缓或库存量出现了下降。我们认为首付比例下调，尤其是商业贷款方面的首付比例下调，已经是一个重要的信号，首付比例下调的城市仍将不断增加，但高能级城市的跟进才能起到更明确的意义。

从08、14年地产周期对比看，当前市场环境下房地产政策的趋势将如何演变？我们认为当前政策调整的方向为：从目前政策的紧迫度来看，房企资金压力缓解>需求端放松>供给端调整。08、14年的房地产放松主要的政策均是从需求端发力的，08年放松了居民购房的金融条件与准入门槛，14年注重解决当时库存高企的核心问题，采取了松绑限购、7折房贷、降息降首付等措施。21Q4开始主要是基于房地产企业债务风险集中爆发、或成为经济增长的隐忧出发。因此中央更多考虑先从房企合理资金被满足的角度出发调整，后续才开始关注到需求端的调整，且需求端的调整将多以地方微调为主，全国性的需求端政策调整的概率相对较低。房企资金压力缓解具体做法有：1) “三道红线”梯度化管理，把国企央企与民营企业在指标数值以及调整过渡期时长上有所区分。2) 政策端助企纾困，准许缓缴土地出让金、降低土地出让金保证金比例、加强并购开发贷等信贷支持、允许保函抵顶预售资金、缩短行政审批时限等。3) 释放积极信号，引导金融机构保持新增贷款适度增长。4) 允许房企将存量资产改造为保障房，从而一定程度上化解解房企业资金压力。5) 以省市为单位，地方政府城投平台适当接手部分房企项目缓解当地企业资金压力和减少需求端的观望情绪。需求端政策对市场有效性由强到弱总结为：全面的限购放松→限贷放松（下调首付比例→下调房贷利率）→局部的限购放松→限价空间提高→限售放松→人才、人口等购房鼓励政策→降交易税费等。

从多个维度去看，哪些地方面临救市压力，可以从哪些方面入手？1) 当前弱二线及三四线城市的去库存压力较大，供需两端政策或将去库存为主要方向。例如台州、哈尔滨、大连、宜兴、益阳、烟台。需求端方面a) 扩大需求，放宽部分地区或人群的限购，支持改善性需求；b) 适当鼓励棚改货币化安置，通过政府回购等方式转化安置房；c) 强化信贷支持，放宽二套房限贷、引导下调房贷利率。供应端，合理控制新房供应规模，依据片区去化周期动态调整宅地供应量，降低部分片区的库存风险，同时有效缓解房企资金压力。2) 在停缓工和交付风险问题突出的城市，重视受困房企流动性问题的解决工作。综合停工规模、问题项目数量来看，我们认为交付风险主要聚焦在长沙、福州、盐城、广州、重庆五个城市，在这些城市房企或将面临更多的流动性问题，地方政府应当更加注重新房流动性风险化解及保障房企合理资金的相关工作。3) 经济增长压力大，同时依赖房地产投资的省份是云南，预计将针对地产投资进行政策方面的调整；结合固投增速目标来看，河南、辽宁计划将固投作为拉动今年经济增长的重要抓手。4) 房企暴雷集中的地区，例如广东，政府将在牵头房企间收并购、鼓励金融机构稳妥有序增加房地产贷款、房企合理资金满足上有望进行进一步的优化调整。5) 目前新房市场仍以刚需为主导的城市，未来改善需求释放空间可观，政策可以针对改善性需求释放调整，置换客户可以享受按揭贷款、网签备案等方面便利。例如深圳、大连、郑州、哈尔滨、廊坊、香河、固安等。

房企可以通过哪些途径主动化解当前困局？我们认为目前房企资金链仍处于“内外交困”的境地，行业回暖前现金回笼不及2022年上半年债务到期速度是目前房企面临的重大困局。我们认为解决当前困境，一方面，依靠政策纾困房企；另一方面，房企需要积极主动展开自救，具体措施有：1) 股东输血（富力、当代、旭辉）；2) 出售项目（世茂、奥园、融创）；3) 公司回购债券&高管购买债券（中梁、融创、龙光等）；碧桂园、旭辉、新城、金地）；4) 交换要约求展期（荣盛、禹洲、大发）；5) 聘请财务顾问（当代置业、正荣）；6) 引入战投（万达商管）；7) 债权人积极与债务重组（华夏幸福）；8) 出售物业公司（禹洲、富力、中梁）；9) 节衣缩食（万科）；10) 股票增持（碧桂园、富力、世茂等）；11) 引入国资（华南城、恒大）。以上自救措施为短期、及时性的措施，是更多起到释放信号作用、加强信心的短期操作；从中长期角度来看，房企还可以在组织架构、收并购、新发展模式上进行探索：1) 房企正在加速调整组织架构，管理层级精简、区域合并、管理人员下沉为主要方向。2) 并购融资的利好不断释放，我们认为政府牵线、融资较为畅通、央国企主导的项目收并购会率先展开。3) “代建+TOD+城市更新”成为行业发展的新模式之一。

投资建议

3月16日，金融委会议提出“有关部门要积极出台对市场有利的政策，慎重出台收缩性政策”，或意味着各地会更积极的出台对房地产市场有利的宽松政策，房地产政策或将有实质性的好转。此后央行、银保监会、外汇局、财政部、证监会同时就地产行业密集表态，释放强烈的维稳信号。虽然1-2月投资与销售数据层面均超过市场预期，但实际市场销售仍然低迷，近期地方政策对市场的提振作用较为有限。同时房企仍然面临较大的资金压力，前期信贷支持并未到位，3-4月也将迎来偿债高峰期，因此短期数据表面的超预期可能并不能延续，我们认为地方层面供需端、房企资金端仍有持续进一步调整的空间。从板块投资角度来看，我们认为一二季度交替时仍是较好的配置窗口期，政策改善预期仍在加强，建议持续关注地产板块机会。我们建议关注四条主线：

1) 信用风险较低、融资渠道畅通、安全性较高的龙头房企：保利发展、金地集团、招商蛇口、万科A、龙湖集团、华润置地。2) 财报安全性高、现金流较为稳定的区域性央国企或区域龙头民企：建发国际、越秀地产、美的置业、滨江集团。3) 在降息等宏观与行业政策改善影响下，边际收益较大的弹性房企：旭辉控股集团、新城控股、金科股份。4) 当前收入确定较强、集中度加速提升，同时关联房企近期信用风险缓释，弹性反转的地产后期周期物业板块：碧桂园服务、旭辉永升生活、保利物业、中海物业、新城悦服务。

风险提示

政策效果不及预期；房地产调控持续升级；销售超预期下行；融资持续收紧。

目录

前言.....	7
1 从 08、14 年地产周期对比看，当前市场环境下房地产政策的趋势将如何演变？	12
1.1 本轮政策调整基础条件已具备，但当前与 08、14 年基本面和市场环境存在稳增长压力大、行业利润率下行、房企规模诉求降低及资金链紧张等差异.....	12
1.2 从 2008、2014 年的政策看当前政策的趋向	15
1.3 从当前政策的紧迫度来看，融资端>需求端>供给端	28
2 从多个维度去看，哪些地方面临救市压力，可以从哪些方面入手？	32
2.1 从库存与去化角度看，弱二线、三四线城市政策调整将以去库存为主要导向	32
2.2 在停竣工和交付风险问题突出的城市，重视受困房企流动性问题的解决工作	33
2.3 从各地 GDP 增长目标看：云南经济增长压力较大的同时需要地产投资来带动	37
2.4 房企暴雷集中的地区政策有望在牵头收并购、房企合理资金方面有所放松	39
2.5 目前新房市场仍以刚需为主导的城市，政策可以针对改善性需求释放调整	41
3 房企可以通过哪些途径主动化解当前困局？	42
3.1 组织架构调整加速，管理层级精简、区域合并、管理人员下沉为主要方向	45
3.2 出售资产：政府牵线、融资较为畅通、央国企主导的项目收并购会率先展开	47
3.3 “代建+ TOD+城市更新”或成为行业发展新模式的三大方向	47
4 投资建议.....	57
5 风险提示.....	58
附录：	59

图表目录

图表 1. 我国首付比例演变史.....	7
图表 2. 我国首付比例下调相关政策	8
图表 3. 2008、2014 年全国商品房销售额同比分别下降 16.1%和 6.3%.....	8
图表 4. 2008、2014 年全国商品房销售均价同比增速分别为-1.7%和 1.4%.....	8
图表 5. 2008、2014 年年末商品住宅广义库存面积分别为 10.8、28.1 亿平	9
图表 6. 2008、2014 年年末商品住宅去化周期分别为 18.1、26.9 个月	9
图表 7. 2022 年 1-2 月首付比例下调城市梳理.....	10
图表 8. 2021Q3、Q4 GDP 增速下降至 4.9%、4.0%，创下除 2020Q1（受疫情影响）外的单季经济增速的历史最低值.....	12
图表 9. 宽松政策前房地产销售景气度均明显走弱、房价持续下行、库存上行速度加快以及经济增长受到阻碍	13
图表 10. 当前处于行业利润率下行压力加剧的时期	14
图表 11. 2021 年百强房企销售较差，首次出现了负增长-3.2%，低于全国商品房销售增速.....	14
图表 12. 测算一：以房地产开发投资/GDP 来计算，若全国 GDP 增速 2022 年要达到 5.5%，我们测算房地产投资增速需至少达到 2.1%以上	14
图表 13. 过去 5 年房地产业固定资产投资完成额/GDP 比重为 18.0%，2021 年为 16.6%	14
图表 14. 过去 5 年房地产开发投资完成额/房地产业固定资产投资完成额在 76%-82%	14
图表 15. 测算二：以固定资产投资来计算，中性假设下房地产投资增速为 2.5%...14	14
图表 16. 居民杠杆率（居民部门债务占 GDP 比重）2014-2015 年间仅为 36-39%，当前已经高达 62%	15
图表 17. 2021 年年末宏观杠杆率（包括居民杠杆率、非金融企业部门杠杆率、政府部门杠杆率）为 263.8%，较 2020 年年末下降了 6.3 个百分点.....	16
图表 18. 2021 年三季度行业调控达到最严阶段，今年以来有所缓和.....	17
图表 19. 政策放松后，M2 和社会融资规模同比增速出现明显的上行趋势.....	18
图表 20. 降息降准叠加利率折扣，房贷利率快速下行.....	18
图表 21. 加权住房贷款利率快速下调	18
图表 22. 2008 年月均新增居民中长期贷款仅 350 亿元，2009 年增至 1417 亿元.....	18
图表 23. 2008 年 10 月-2009 年 11 月需求端全面政策放松，主要涉及首付比例、交易环节税费下调等；供给端加强支持房企融资.....	19
图表 24. 2014 年 11 月开始贷款基准利率持续下调	20
图表 25. 全国首套房和二套房的平均利率分别从 2014 年 8 月的 6.94%和 7.48%分别下降至 2015 年 11 月的 4.66%和 5.38%	20

图表 26. 加权平均个人住房贷款利率从 2014 年第三季度的 6.96% 下降至 2015 年四季度的 4.70%.....	21
图表 27. 月均新增居民中长期贷款由 2014 年的 1858 亿元增至 2015 年的 2542 亿元, 2016 年进一步增至 4733 亿元.....	21
图表 28. 2015、2016 年新增 PSL 合计 6981 和 9750 亿元, 同比分别增长 82% 和 40%; 2017 年开始, 新增 PSL 规模明显减少.....	22
图表 29. 2014 年 9 月-2016 年 5 月需求端政策限购、首付比例、交易环节税费放松; 供给端加强支持房企融资.....	23
图表 30. 2014-2016 年房地产调控政策大幅度放松, 推动销售面积增速上行、房价迅速反弹.....	24
图表 31. 政策对市场的有效性由强到弱依次为: 全面的限购放松→限贷放松(下调首付比例→下调房贷利率)→局部的限购放松→限价空间提高→限售放松→人才、人口等购房鼓励政策→降交易税费等.....	25
图表 32. 近期并购类融资情况统计.....	27
图表 33. 2022 年以来多地放松地产调控政策.....	28
图表 34. 2022 年 2 月国企、民企发债同比增速为 27%、-48%.....	29
图表 35. 民营房企净融资额持续为负.....	29
图表 36. 2022 年房企债券+信托到期规模 1.36 万亿, 同比下降 27%.....	29
图表 37. 需求端政策有望出现进一步调整的措施.....	30
图表 38. 供给端政策调整.....	31
图表 39. 截至 2022 年 2 月末, 一、二、三四线城市住宅狭义库存面积同比增长 5.1%、4.3% 和 12.6%, 去化周期分别为 11.6、16.5 和 20.5 个月.....	32
图表 40. 三四线城市住宅库存自 2021 年四季度以来持续走高.....	33
图表 41. 三四线城市住宅去化周期突破 2020 年 3 月疫情时期的最高点, 2022 年 2 月末高达 20.5 个月.....	33
图表 42. 截至 2022 年 2 月, 台州、哈尔滨、大连、宜兴、益阳、烟台住宅去化周期超过 50 个月.....	33
图表 43. 截至 2022 年 2 月末, 南昌、三明、惠州、哈尔滨、嘉兴住宅狭义库存面积较 2021 年同期增长较多.....	33
图表 44. 关于净停工面积的计算.....	34
图表 45. 吉林、湖南、宁夏、陕西、江苏 2021 年净停工面积占比分别为 10.5%、9.3%、9.1%、8.2% 和 8.1%.....	35
图表 46. 2021 年末 24 个重点城市已停工、延期交付问题项目汇总情况(万平方米、套).....	36
图表 47. 2021 年末 24 个重点城市已停工、延期交付问题项目占比.....	36
图表 48. 从停工规模、问题项目数量来看, 我们认为在交付风险主要聚焦在长沙、福州、盐城、广州、重庆五个城市.....	37

图表 49. 经济增长压力大, 同时依赖房地产投资的是云南; 河南、辽宁两个省份计划将固投作为拉动今年经济增长的重要抓手.....	38
图表 50. 从过去三年房地产投资/GDP 来看, 海南、天津、贵州、安徽、云南、重庆、浙江、广西、陕西占比均值在 15% 以上.....	38
图表 51. 2021 年 GDP 增速的完成情况来看, 西藏、宁夏、河南、云南、辽宁、青海低于目标值.....	39
图表 52. 据我们的统计, 恒大 2021 年 7 月暴雷以来, 共计 56 家房企出现暴雷事件.....	40
图表 53. 38% 的房企暴雷事件聚集在广东省.....	40
图表 54. 房地产行业违约债券余额占比较高的省份是天津、广东及河北, 分别为 26%、20% 和 13%.....	40
图表 55. 深圳、大连、香河、固安、郑州、廊坊、哈尔滨以刚需成交占比.....	41
图表 56. 行业回暖前现金回笼不及 2022 年上半年债务到期速度.....	42
图表 57. 为了应对困局, 各地房企纷纷展开了多样化的自救措施.....	44
图表 58. 2022 年以来, 阳光城、中南、世茂、中梁、建发、万达、碧桂园、建业、融创、祥生、宝龙、富力、金辉调整了组织架构.....	46
图表 59. 2022 年 1-2 月房地产行业收并购涉及金额 315 亿元, 同比下降 51.5%.....	47
图表 60. 2022 年 1-2 月房地产行业收并购数量为 72 笔, 单笔金额 4.4 亿元.....	47
图表 61. “开发+运营+服务”并举是行业发展新趋向.....	48
图表 62. 重点房企营收中能拆分出的多元化业务主要有物业管理、投资物业、产业地产、文旅地产、代建、城市更新等.....	48
图表 63. 从 2010 到 2020 年 10 年间, 商业代建总的建面约 3.5 亿方, 总量处于上升通道.....	49
图表 64. 代建开始向头部企业倾斜, 2020 年绿城加建业两家占到整体份额的 3 成.....	49
图表 65. 代建方为委托方提供项目定位、规划设计、工程管理、成本管理、招投标管理、营销管理、品牌管理、交付管理等开发全过程服务.....	49
图表 66. 2017-2020 年, 房地产代建的营收快速提升, 复合增长率分别达到 19.5%.....	50
图表 67. 龙头房企拥有更强的成本、产品、品牌、信任优势.....	50
图表 68. 房企参与代建一般有政府类代建、商业代建和资本代建三种模式.....	51
图表 69. 越秀地产 TOD 项目的盈利空间良好.....	51
图表 70. 房企 TOD 产品持续更新.....	52
图表 71. 上海城市更新引导基金股东.....	53
图表 72. 2021 年部分城市更新基金.....	53
图表 73. 典型房企城市更新布局汇总.....	54
图表 74. 2021 年共计 21 家房企已参与深圳城市更新投资, 广州、东莞也分别有 19、16 家房企参与城市更新.....	54
图表 75. 2021 年万科、招商蛇口、富力地产城市更新业务布局城市最广, 分别进驻了 13、12、12 个城市.....	55

图表 76. 广州、深圳和东莞 2021 年企业新获取城市更新项目情况	55
图表 77. 典型房企城市更新（旧改）规模梳理	56
图表 78. 报告中提及上市公司估值表	57
图表 79. 预售资金监管三种模式	59
图表 80. 章节 2.1 中库存与去化周期城市能级分类表	60
图表 81. 万达商管 Pre-IPO 腾讯、蚂蚁、中信资本、星匠、合众人寿保险、碧桂园服务、招商局轮船、周大福郑裕彤家族、PAG 等 22 家公司参与投资，合计持股比例为 21.17%	61

前言

从房地产贷款首付政策看，两成首付是一个明显的宽松政策信号。2006年出台的“国六条细则”与2007年出台的“二手房贷新政”分别对首套房和二套房的首付比例首次做出了明确的规定，即首套房贷不得低于30%（自住且套型建面90平以下不得低于20%）；二套及以上住房的，比例不得低于40%。此后2006-2021年15年来房贷首付比例下调至20%只有两次：1) 2008年国际金融危机全面爆发，中国经济增速快速回落，当年，全国商品房销售额2.51万亿元，同比下降16.1%；销售均价3800元/平，同比下降1.7%；商品住宅年末广义库存面积10.8亿平，同比增速高达23.6%，去化周期同比提升了6.5个月至18.1个月。为了稳经济、稳楼市，当年10月27日央行推出新政：最低首付款比例调整为20%，居民首次购买普通自住房和改善型普通自住房，贷款利率的下限可扩大为贷款基准利率的0.7倍。这是第一次大幅调整房贷利率空间，其后至2010年一季度，首套房贷打七折成为常态；同时，二套房贷利率也明显下滑。一直到2010年4月出台的“国十条”，首套房和二套首付比例回升至30%和50%。2) 2014年9月30日，首套贷款最低首付3成，首套贷款利率最低7折；2015年9月30日，央行宣布非限购城市执行首套贷款最低首付比例不低于25%，2016年2月规定非限购城市首套房原则上最低首付比例为25%，各地可向下浮动5个百分点；二套房最低首付比例不低于30%。这意味非限购城市首套房首付比例最低可达20%，与此同时，在首套贷款没有结清的情况下，二套房门槛也随之从此前的40%降低至30%。这主要是由于2014年-2015年一季度我国房地产市场步入调整期，量价下行，各地商品住宅库存量高企，经济面临诸多风险，中央多次发声要“去库存”。2014年全国商品房销售额7.63亿元，同比下滑6.3%；销售均价6324元/平，同比增长1.4%，增速明显下滑；商品住宅广义库存增至历史最高点：28.1亿平，去化周期高达26.9个月。

两次“降首付”配合其他行业政策调整后，房地产市场均出现了明显的销售回暖、房价上涨、库存上行速度放缓或库存量出现了下降。2009年全国商品房销售金额和销售均价同比增速高达76.9%和23.2%；2015、2016年全国商品房销售额同比增速分别为14.4%和34.8%，销售均价增速分别为7.4%和10.1%。2009年商品住宅广义库存增速大幅下滑17.8个百分点至5.8%，去化周期较2008年下降了5.6个月至12.5个月；商品住宅库存在2014年达到历史峰值的28.1亿平后逐年下滑至2017年的23.7亿平，去化周期也从26.9个月下降至17.8个月。

图表 1. 我国首付比例演变史



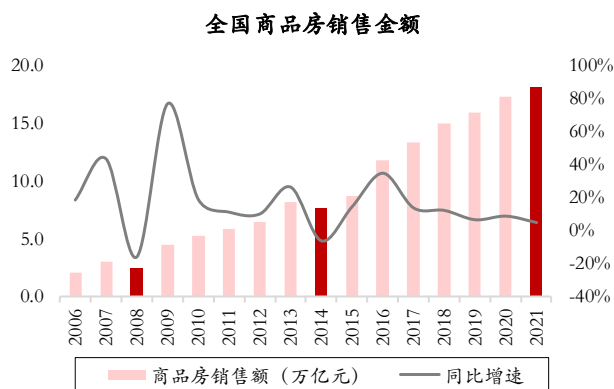
资料来源：央行，中银证券

图表 2. 我国首付比例下调相关政策

政策发布日期	发布机构	政策具体内容
2008/10/22	央行	1) 自 2008 年 10 月 27 日起, 将 商业性个人住房贷款利率的下限扩大为贷款基准利率的 0.7 倍; 最低首付款比例调整为 20% 。 2) 央行同时宣布下调个人住房公积金贷款利率。其中, 五年期以下(含)由现行的 4.32% 调整为 4.05%, 五年期以上由现行的 4.86% 调整为 4.59%, 分别下调 0.27 个百分点。 3) 对居民首次购买普通自住房和改善型普通自住房的贷款需求, 金融机构可在贷款利率和首付款比例上按优惠条件给予支持; 对非自住房、非普通住房的贷款条件, 金融机构适当予以提高。
2014/9/30	央行《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》	1) 加大对保障性安居工程建设的金融支持 。积极支持符合信贷条件的棚户区改造和保障房建设项目。对公共租赁住房 and 棚户区改造的贷款期限可延长至不超过 25 年。对地方政府统筹规划棚户区改造安置房、公共租赁住房和普通商品房建设的安排, 纳入开发性金融支持范围。 2) 积极支持居民家庭合理的住房贷款需求 。 对于贷款购买首套普通自住房的家庭, 贷款最低首付款比例为 30%, 贷款利率下限为贷款基准利率的 0.7 倍 , 具体由银行业金融机构根据风险情况自主确定。对拥有 1 套住房并已结清相应购房贷款的家庭, 为改善居住条件再次申请贷款购买普通商品住房, 银行业金融机构执行首套房贷款政策。在已取消或未实施“限购”措施的城市, 对拥有 2 套及以上住房并已结清相应购房贷款的家庭, 又申请贷款购买住房, 银行业金融机构应根据借款人偿付能力、信用状况等因素审慎把握并具体确定首付款比例和贷款利率水平。银行业金融机构可根据当地城镇化发展规划, 向符合政策条件的非本地居民发放住房贷款。银行业金融机构要缩短放贷审批周期, 合理确定贷款利率, 优先满足居民家庭贷款购买首套普通自住房和改善型普通自住房的信贷需求。 3) 增强金融机构个人住房贷款投放能力 。鼓励银行业金融机构通过发行住房抵押贷款支持证券(MBS)、发行期限较长的专项金融债券等多种措施筹集资金, 专门用于增加首套普通自住房和改善型普通住房贷款投放。 4) 继续支持房地产开发企业的合理融资需求 。银行业金融机构在防范风险的前提下, 合理配置信贷资源, 支持资质良好、诚信经营的房地产企业开发建设普通商品住房, 积极支持有市场前景的在建、续建项目的合理融资需求。扩大市场化融资渠道, 支持符合条件的房地产企业在银行间债券市场发行债务融资工具。积极稳妥开展房地产投资信托基金(REITs)试点。
2015/9/30	央行与银行业监督管理委员会《关于进一步完善差别化住房信贷政策有关问题的通知》	为进一步改进住房金融服务, 支持合理住房消费, 经国务院同意, 在不实施“限购”措施的城市, 对居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款, 最低首付款比例调整为不低于 25%。
2016/2/2	央行《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》	1) 在不实施“限购”措施的城市, 居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款, 原则上最低首付款比例为 25%, 各地可向下浮动 5 个百分点。 2) 对拥有 1 套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭, 为改善居住条件再次申请商业性个人住房贷款购买普通住房, 最低首付款比例调整为不低于 30%。

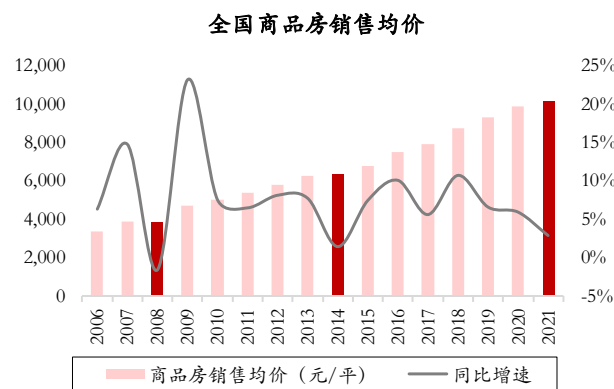
资料来源: 央行, 中银证券

图表 3. 2008、2014 年全国商品房销售额同比分别下降 16.1% 和 6.3%



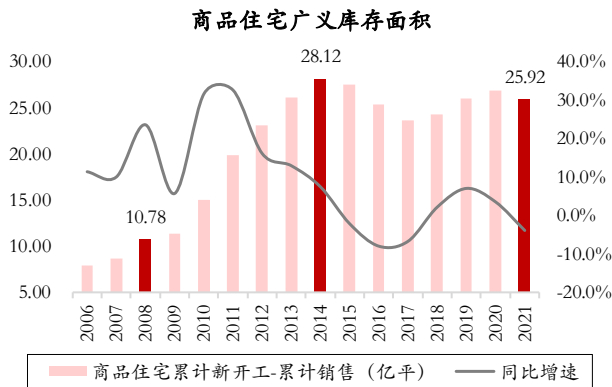
资料来源: 国家统计局, 中银证券

图表 4. 2008、2014 年全国商品房销售均价同比增速分别为 -1.7% 和 1.4%



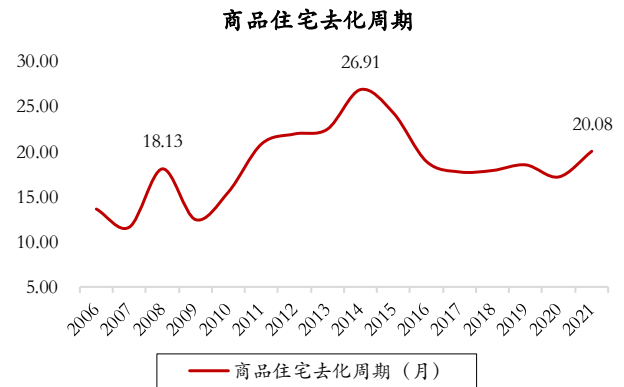
资料来源: 国家统计局, 中银证券

图表 5. 2008、2014 年年末商品住宅广义库存面积分别为 10.8、28.1 亿平



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 6. 2008、2014 年年末商品住宅去化周期分别为 18.1、26.9 个月



资料来源：国家统计局，中银证券

以上两次“降首付”政策，都是由央行宣布的，当时“因城施策”的楼市调控模式还未得到推广实施。而 2022 年开始的首付比例下调是地方性的，从公积金贷款首付比例的下调、提高公积金贷款最高额度最先开始的。我们可以看到，最早在 2022 年 1 月 4 日，宁波上调二、三孩家庭住房公积金最高可贷额至 80 万。1 月 12 日北海下调公积金贷款最低首付比例，规定缴存职工家庭购买第二套住房或申请第二次住房公积金贷款的，最低首付款比例由 60% 下调至 40%；1 月 18 日，四川自贡放宽了住房公积金申请套数认定政策，全国范围首次实行只认贷不认房的认定标准；1 月 19 日，南宁提高公积金贷款最高额度，首套房最高额度从 60 万元提高至 70 万元，第二套最高额度从 50 万元提升至 60 万元。2022 年 2 月，多个非限购城市重启最低首付 20%。1 月 27 日，安徽省发改委发布《关于印发进一步做好近期促进消费工作若干措施的通知》，明确鼓励购房领域降低首付比例。2 月山东菏泽，四大行对无房无贷的购房者，最低首付比例可执行 20%。此外重庆、江西赣州部分银行也已执行首套房贷最低首付 20%。根据不完全统计，目前首付降低城市数量已增加至 11 个城市，包括菏泽、重庆、赣州、佛山、驻马店、蚌埠、南通、北海、自贡、南宁和福州。

图表 7. 2022 年 1-2 月首付比例下调城市梳理

时间	城市	类型	政策及政策内容
2022 年 1 月 12 日	北海	公积金首付比例下调	《关于调整住房公积金贷款政策的通知》： 缴存职工家庭购买第二套住房或申请第二次住房公积金贷款的， 最低首付款比例由 60% 下调至 40% 。
2022 年 1 月 20 日	自贡	公积金首付比例下调	《关于调整住房公积金政策相关问题的通知》： 既无住房公积金贷款记录又无尚未完清的住房商业贷款，按首套房贷款政策执行；有一笔已结清的住房公积金贷款记录或一笔尚未完清的住房商业贷款，按二套房贷款政策执行。
2022 年 1 月 27 日	安徽	鼓励降低购房首付	《关于印发进一步做好近期促进消费工作若干措施的通知》： 以满足外出务工春节返乡人员消费需求为重点，开展智能家电、绿色建材等下乡活动，鼓励有条件的地区给予适当购置补贴。引导房产、汽车、家电销售企业在春节消费旺季，通过分期免手续费、赠送抵扣券、 降低首付比例 、补贴置换等方式，扩大大宗商品消费。
2022 年 1 月 31 日	赣州	商业贷款首付比例下调	国有大行、中信银行、广发银行、招商银行均执行： 1、若是首套房且无贷款，征信、银行流水都没有问题，赣州 首套房贷首付比例可降到 20% 。 2、如果二套房在非限购区则首付 30%、在限购区则首付 50%。
2022 年 2 月 17 日	菏泽	商业贷款首付比例下调	中国银行、农业银行、工商银行、建设银行四家银行同时执行： 1、对名下无住房（不含农村集体土地房屋，下同）且无个人住房贷款记录的居民家庭，申请贷款购买普通住房的， 首付比例可以执行 20% ； 2、根据名下有无住房、有无住房贷款记录以及贷款记录是否结清，最低首付比例还分为 25%、30%、40%。例如，对名下无住房有个人住房贷款记录且已结清或实际拥有 1 套住房但无贷款记录的居民家庭，申请贷款购买普通住房的，首付比例可以执行 25%
2022 年 2 月 18 日	重庆	商业贷款首付比例下调	工商银行、邮储银行、重庆银行、中信银行、招商银行、华夏银行、兴业银行、光大银行均执行： 1、 首套房首付比例最低为 20% ； 2、对购房者的要求也放宽了，有重庆户籍或者无重庆户籍但社保缴纳在 1 年以上的，都可以申请到。
2022 年 2 月 18 日	南宁	公积金首付比例下调	《南宁住房公积金个人住房贷款管理实施细则》 1、执行首套房公积金贷款政策的， 首付款比例不得低于住房价值的 20% ，即可贷额度不高于住房价值的 80%； 2、执行第二套房公积金贷款政策的，首付款比例不得低于住房价值的 30%，即可贷额度不高于住房价值的 70%。
2022 年 2 月 20 日	福州	公积金首付比例下调	在福州市行政区域范围内购房的职工家庭，第二次申请纯住房公积金贷款的， 首付款比例从 50% 调整为 40% 。
2022 年 2 月 21 日	佛山	商业贷款首付比例下调	目前两成首付只适用个别楼盘，具体政策不同银行会根据自身情况有所调整： 1、招商银行罗村支行相关负责人表示，目前确实 首付比例可低至两成 ，但仅为佛山非限购区才有此政策，非限购区为：南海区（包含丹灶、罗村、西樵、九江以及狮山）、顺德区（容桂、勒流、伦教、龙江、杏坛以及均安）、三水区、高明区； 2、非限购区有碧桂园、保利、万科三家开发商（旗下所有楼盘）可以 执行两成首付 。
2022 年 2 月 21 日	驻马店	商业贷款首付比例下调	1、驻马店部分一手楼盘首付比例已下调至 20%，另有部分项目推出首付分期活动，最低订房首付仅需 2 万元左右； 2、当前，在驻马店购买 二手房的首付比例为 30% ，具体视各楼盘情况而定。也有低首付的楼盘，首付款可以分期付给开发商，交房前付清首付即可。
2022 年 2 月 22 日	蚌埠	商业贷款首付比例下调	以四大行为例： “ 首套房首付比例降至 2 成 ”仅针对于部分楼盘中如公务员、企事业单位等收入稳定和个人征信情况良好的客户。
2022 年 2 月 24 日	南通	商业贷款首付比例下调	多家银行表示： 1、针对首次购房者（无房贷记录）， 首付比例最低 20% ； 2、二套房首付比例部分银行 30%，部分 40%。

资料来源：各地政府网站，中银证券

我们认为首付比例下调，尤其是商业贷款方面的首付比例下调，已经是一个重要的信号，首付比例下调的城市仍将不断增加，但我们认为高能级城市的跟进才能起到更明确的意义。观察2014年至2015年全国各地的政策，也是因为首付比例降低才破解了去库存的难题。因此本篇报告就以2008、2014年房地产行业市场环境政策为基准对比，探讨在当前的市场环境下：

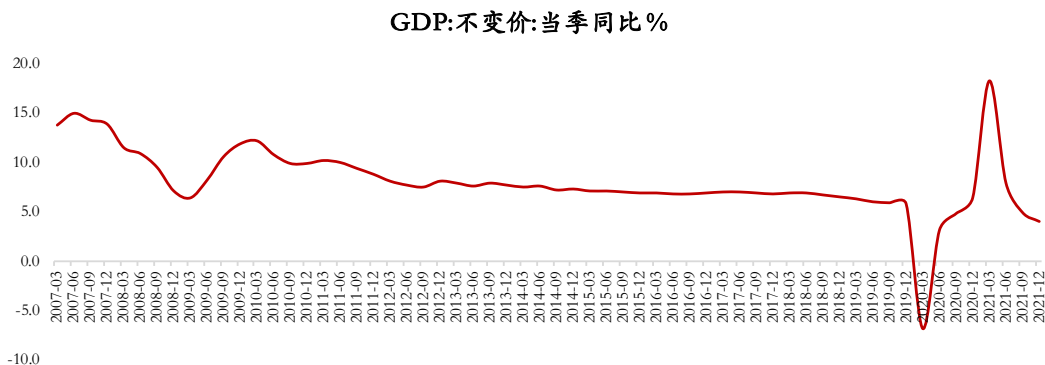
- 1) 从08、14年地产周期对比看，当前市场环境下房地产政策的趋势将如何演变？
- 2) 从多个维度去看，哪些地方面临救市压力，可以从哪些方面入手？
- 3) 房企可以通过哪些途径主动化解当前困局？

1 从 08、14 年地产周期对比看，当前市场环境下房地产政策的趋势将如何演变？

1.1 本轮政策调整基础条件已具备，但当前与 08、14 年基本面和市场环境存在稳增长压力大、行业利润率下行、房企规模诉求降低及资金链紧张等差异

在强调控后，居民购房意愿一直在降低、房价持续下行、库存上行速度加快，这是 2022 年“救市”频繁的主要背景。对比 2008 年、2014 年政策调整前的市场背景，我们发现宽松政策前有以下三方面特征：1) 市场均经过了一轮强调控，政策筑底；2) 强调控下，房地产销售景气度均明显走弱、房价持续下行、库存上行速度加快（详见我们此前的报告《2022 年，五问房地产行业——房地产行业 2022 年年度策略》）；3) 经济增长受到阻碍：2008 年全球金融危机下 GDP 增速降至 9.7%，较 2007 年 GDP 增速下滑 3 个百分点，2014 年经济增速明显放缓至 7.4%。我们认为，2021 年以来，房地产市场调控政策处于趋紧状态，房企融资端、投资端、销售端均受到严格限制，基本已经实现了供需两端调控的闭环，政策高压下也取得了明显的成效，我们认为 2021 年 Q4 政策已经筑底。同时，政策放松的基本条件也已经具备，2021 年全年全国商品房销售金额和销售均价增速分别为从 2020 年的 8.7%、5.9% 降至 4.8%、2.8%；截至 2021 年年末商品住宅去化周期提升至 20.1 个月。同时，虽然 2021 年全年 GDP 增速仍有 8.1%，但是三四季度 GDP 增速下降至 4.9% 和 4.0%，创下除 2020 年一季度（受疫情影响）外的单季经济增速的历史最低值。考虑到房地产投资对 GDP 增长的拉动作用，政策放松预期进一步加强。

图表 8. 2021Q3、Q4 GDP 增速下降至 4.9%、4.0%，创下除 2020Q1（受疫情影响）外的单季经济增速的历史最低值



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 9. 宽松政策前房地产销售景气度均明显走弱、房价持续下行、库存上行速度加快以及经济增长受到阻碍

政策放松前提条件	2008	2014	2021
经过一轮强调控, 行业政策筑底	2007年1月-2008年9月: 提高房贷首付比例、增加房产交易税、增加房屋供给等	2013年3月-2014年8月: 2013年2月“新国五条”, 3月国务院发布二手房交易个人所得税率调整至差额20%; 短时间内遏制房价上涨态势	2016年10月开始进入收紧周期。2021年上半年, 房地产市场调控政策处于趋紧状态, 房企融资端、投资端、销售端均受到严格限制, 基本已经实现了供需两端调控的闭环。
地产销售景气度走弱	2008年全国商品房销售额2.51万亿元, 同比下降16.1%	2014年1月-2015年3月(单月销售负增长持续时间15个月; 第7个月单月增速最低点-16.3%)	2021年7-12月单月销售负增长, 其中10月单月销售面积增速-21.7%, 处于历史上底部区域数值。2022年1-2月百强房企销售同比-43.4%。
房价持续下行	2008年全国商品房销售均价3800元/平, 同比下降1.7%	2014年5月是70大中城市商品住宅均价持续负增长的首月(环比下跌持续时间为11个月), 8月房价环比增速见底, 2015年4月回正	2021年9月单月商品住宅销售均价同比下降4.6%, 是2012年3月以来的单月最低增速; 70个大中城市商品住宅价格环比出现了自2015年3月以来的首次下跌, 9-12月环比增速连续负增长。
库存加速上行	2008年商品住宅年末广义库存面积10.8亿平, 同比增速高达23.6%, 去化周期同比提升了6.5个月至18.1个月。	2014年年末商品住宅广义库存增至历史最高点: 28.1亿平, 去化周期高达26.9个月。2014-2015年月均去化周期高达32个月。	2021年年末商品住宅广义库存25.92亿平, 去化周期20.08个月。
经济增长受到阻碍	2008年全球金融危机下GDP增速降至9.7%, 较2007年GDP增速下滑3个百分点	2014年经济增速明显放缓至7.4%	2021年三四季度GDP增速下降至4.9%和4.0%, 创下除2020年一季度(受疫情影响)外的单季经济增速的历史最低值。

资料来源: 国家统计局, 中银证券

我们在此前的报告里具体探讨过当前房地产市场与2014年在基本上相似度极高: 销售景气度下行、房价下跌、库存上行以及房企资金紧张(详见我们此前的报告《2022年, 五问房地产行业——房地产行业2022年年度策略》)。

不过当前和2008、2014年的地产基本面、市场环境也存在明显的不同:

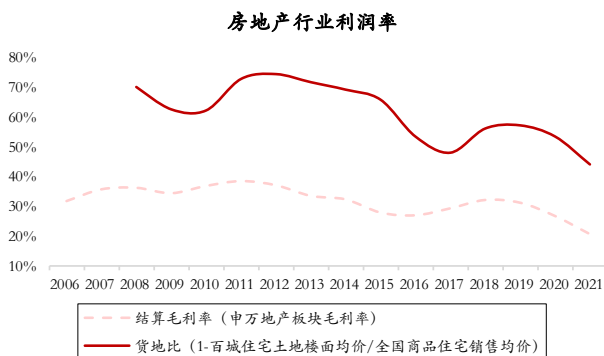
1) 在没有外因的情况下GDP增速下滑明显且缺乏有力支撑, 地产投资的压力较大, 全国2022年经济增速目标定为5.5%, 根据我们的测算, 地产投资增速需至少达到2.1%以上, 从各地方两会制定的经济增速目标来看, 多数地区也落在5.5%。同时, 我们模拟了在不同转化比例下, 今年我国房地产投资所需规模。假设房地产投资转化成房地产业固定资产投资完成额的比例分别为76%、77%、78%, 那么今年经济实现5.5%的增速, 房地产投资需分别比去年多1758、3723和5689亿元, 中性假设下(房地产业固定资产投资完成额/GDP为17%, 房地产开发投资完成额/房地产业固定资产投资完成额为77%), 今年房地产投资增速需达到2.5%(图表12)。按照当前的市场景气度来看, 若延续, 全年整体房地产投资的压力仍然较大。

2) 当前处于行业利润率下行压力加剧的时期。

3) 2014年虽然全国商品房销售大幅下滑, 但是百强房企销售增速仍然有韧性(当年同比增速高达35%), 而2021年百强房企销售较差, 首次出现了负增长-3.2%, 低于全国商品房销售增速。2014年虽然市场不景气, 房企还是有冲规模的诉求; 而2021年在三道红线下房企普遍放慢扩张速度, 追求稳健发展, 土地市场热度欠佳, 融资收紧民营房企躺平, 规模诉求减弱。

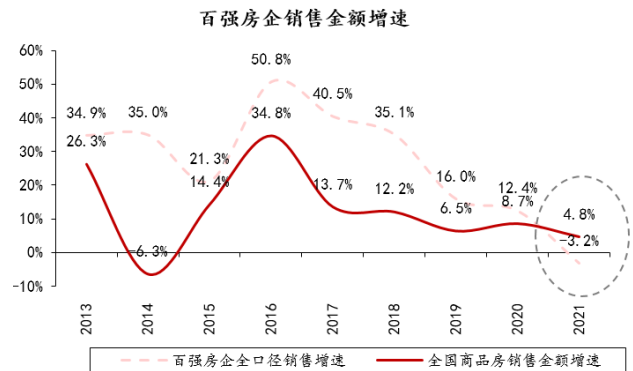
4) 当前房企资金紧张程度远超2014年。2021年7月以来房企暴雷事件频出, 同时2021-2022年持续处于偿债高峰期, 2022年上半年将迎来海外债偿债高峰期, 压力集中在3、4、6、7月, 接下来几个月部分资金压力较大的公司仍然可能出现信用风险事件。因此, 政策调整的方向、力度、时长、范围均会出现不同。

图表 10. 当前处于行业利润率下行压力加剧的时期



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 11. 2021 年百强房企销售较差，首次出现了负增长 -3.2%，低于全国商品房销售增速



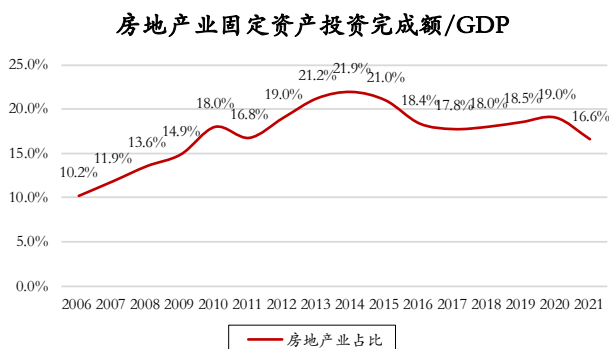
资料来源：国家统计局，克而瑞，中银证券

图表 12. 测算一：以房地产开发投资/GDP 来计算，若全国 GDP 增速 2022 年要达到 5.5%，我们测算房地产投资增速需至少达到 2.1% 以上

测算 2022 年 GDP 增速		对应 2022 年房地产投资增速	2022 年房地产开发投资/GDP				
			12.0%	12.2%	12.5%	12.8%	13.0%
2022 年土地购置面积增速	0%	4.4%	12.3%	10.4%	7.8%	5.3%	3.6%
	-6%	2.1%	9.8%	8.0%	5.4%	2.9%	1.3%
	-10%	0.5%	8.1%	6.3%	3.8%	1.3%	-0.2%

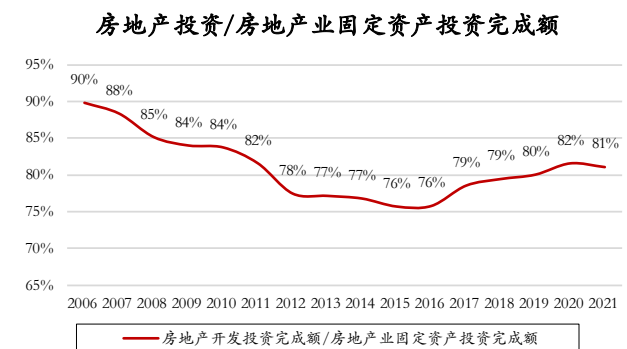
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 13. 过去 5 年房地产业固定资产投资完成额/GDP 比重为 18.0%，2021 年为 16.6%



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 14. 过去 5 年房地产开发投资完成额/房地产业固定资产投资完成额在 76%-82%



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 15. 测算二：以固定资产投资来计算，中性假设下房地产投资增速为 2.5%

测算 2022 年房地产投资增速		房地产开发投资完成额/房地产业固定资产投资完成额		
		76.0%	77.0%	78.0%
房地产业固定资产投资完成额/GDP 比重	16.5%	-1.8%	-0.5%	0.8%
	17.0%	1.2%	2.5%	3.9%
	17.5%	4.2%	5.5%	6.9%

资料来源：国家统计局，中银证券

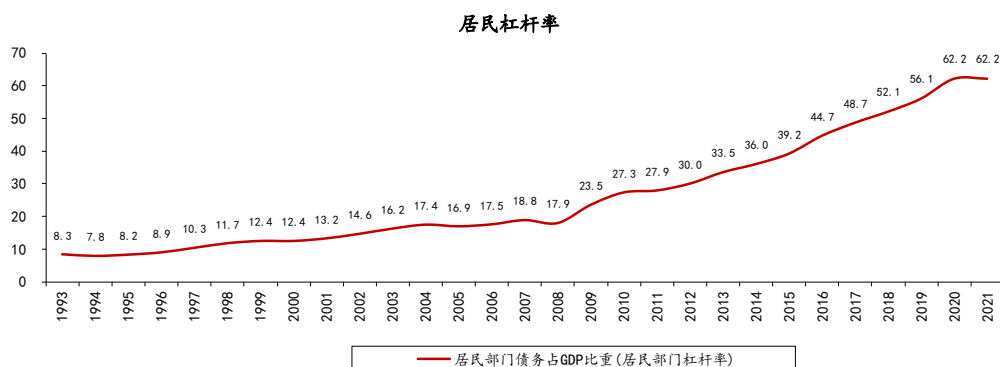
1.2 从 2008、2014 年的政策看当前政策的趋向

对比 2008 年、2014 年与当前的房地产政策，我们发现有三同三不同”。

三个共同点：1) 宏观政策相对宽松，降准降息利好整体环境；2) 行业托底政策暖风不断；3) 信贷上的调整较为频繁，集中体现在房贷利率下行、首付比例下调、放款速度加快和首付资金审核的放松上。但是行业当下处境还是有很大不同。

不同点在于：1) 居民杠杆率（居民部门债务占 GDP 比重）2014-2015 年间仅为 36-39%，当前已经高达 62%，2021 年年末宏观杠杆率（包括居民杠杆率、非金融企业部门杠杆率、政府部门杠杆率）为 263.8%，较 2020 年年末下降了 6.3 个百分点。2) 2014 年出现了松绑限购的情况，在当前“房住不炒”的主基调下，限购不会出现大范围的放松。3) 2020 年 8 月“三道红线”融资规则出台后，对房企的影响较大，同时调整较为急促，为自 2021 年 7 月以来房企暴雷事件频出埋下了伏笔，因此后续在房企资金缓释方面的政策做了较大的努力，此前几轮周期针对房企资金压力均出现过融资端边际放松的情况，本次预售资金监管的明确统一，即销售回款端的调整是首次发生的。2022 年 2 月相关部门下发了关于城市商品房预售资金监管的相关意见。该文件与 1994 年发布的《城市商品房预售管理办法》中的相关规定最大不同之处在于明确对预售资金的规定进行了全国统一，进而有利于规范预售资金的使用，纠偏部分预售资金监管收紧过度的城市。在此之前，1994 年出台的《城市商品房预售管理办法》规定，“市、县级政府房地产管理部门负责行政区域内的商品房预售管理、制定对商品房预售款监管的有关制度”，因此 30 年来，各地对于预售资金的监管基本上遵循“一城一策”的思路（具体内容详见报告文末附录一）。由于缺乏统一规定，部分城市的预售资金监管存在政策不明确、提取基数和提取比例过高、提取节奏不合理等问题。尤其是 2021 年下半年以来，因房企资金链紧张而引起的烂尾事件和交付风险不断出现，使得以“保交付”为核心的预售资金监管趋严，部分城市出现矫枉过正的现象。

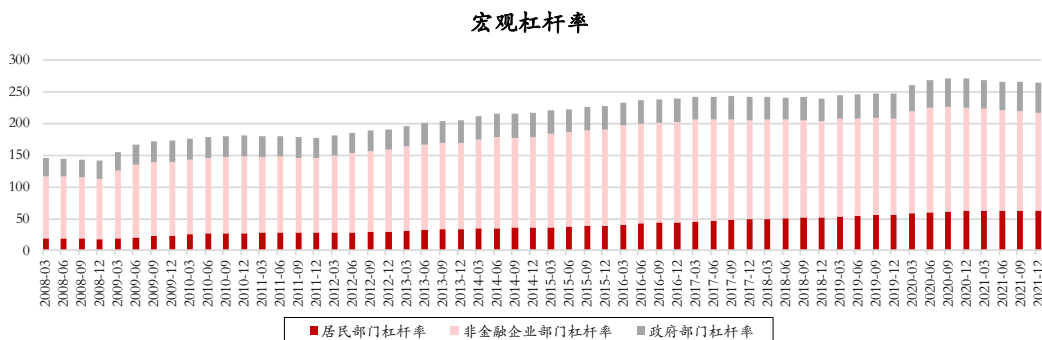
图表 16. 居民杠杆率（居民部门债务占 GDP 比重）2014-2015 年间仅为 36-39%，当前已经高达 62%



资料来源：国家资产负债表研究中心，中银证券

数据说明：居民部门杠杆率=居民部门债务/名义 GDP

图表 17. 2021 年年末宏观杠杆率（包括居民杠杆率、非金融企业部门杠杆率、政府部门杠杆率）为 263.8%，较 2020 年年末下降了 6.3 个百分点



资料来源：国家资产负债表研究中心，中银证券

说明：实体经济部门包括居民部门、非金融部门和政府部门。居民部门杠杆率=居民部门债务/名义 GDP。非金融部门杠杆率=非金融部门债务/名义 GDP。政府部门杠杆率=政府部门债务/名义 GDP。政府部门债务分成中央政府债务和地方政府债务。

从目前政府对政策紧迫度的排序来看，缓解房企资金压力>需求端放松>供给端调整。我们可以看到 2008、2014 年的房地产放松主要的政策均是从需求端发力的，2008 年放松了居民购房的金融条件与准入门槛，2014 年注重解决当时库存高企的核心问题，采取了松绑限购、7 折房贷、降息降首付等措施。2021 年四季度开始主要是基于房地产企业债务风险集中爆发、或成为经济增长的隐忧出发。因此中央更多考虑先从房企合理资金被满足的角度出发调整，后续才开始关注到需求端的调整。

政策调整的力度：在“房住不炒”主基调下，政策调整的力度和空间都较为有限，将小于 2014 年的调整力度。**政策调整的时长：**政策调整的持续周期将会更长，预计 2022 年全年都处于相对放松的状态。同时我们认为政策反馈与起效的时间也会更长。**政策调整的范围（详见第二章）：**在房企资金缓释、供给端方面，我们认为或出现全国范围的定调和指导意见，例如全国商品房预售资金监管、“三道红线”的调整等。与前两轮周期需求端全国范围内的调整不同，本轮的调整以地方调整为主，针对一二线城市与韧性不足的三四线城市的调整是不同的，全国性的需求端政策调整的概率相对较低。

图表 18. 2021 年三季度行业调控达到最严阶段，今年以来有所缓和

时间区间		2005.03-2008.10	2008.10-2009.12	2009.12-2014.09	2014.09.30-2016.09.30	2016.09.30-2020.02	2020.02-2020.04	2020.04-2021.09	2021.09-2021.12	2022.1-2
首付比例	首套房	30% (优惠 20%)	20%	20%→30%	30% (不限购城市 25%, 可上下浮动 5 个百分点)	30% (热点城市 35%)			少数低能级城市下调至 20%	
	二套房	30%→40%	40%	40%→60%	40% (不限购城市 30%)	60% (热点城市 65%)			少数低能级城市下调, 同时采用首套房贷结清即下调二套首付比例的方式	
	二套房认定标准	认房	认房	认房又认贷	认房不认贷	认房又认贷			认房又认贷	
房贷利率	加权平均房贷利率	4.94%	4.94%→4.42%	4.94%→6.96%	6.96%→4.52%	4.52%→5.62%	5.60%	5.6%→5.54%	5.54%→5.63%	多数城市持续下行, 2 月贝壳研究院统计数据 显示, 全国 103 个城市 中有 87 城房贷利率 环比下调
限购	户籍限购	无	无	一线城市为主	一线、省会城市为主 (约 46 个)	一线及周边城市、省会城市、热点城市 (约 110 个)			未见明显放松, 少数城市部分地区限购放开	
交易税费	营业税/增值税	5 年以上免税	2 年以上免税	5 年以上免税	2 年以上免税, 四个一线城市除外			部分城市上调了免税年限		部分城市二手房交易税率进行调整
	契税	-	优惠税率	优惠仅限于首套房	首套 1-1.5%, 二套 1-2%, 四个一线城市除外					
	个人所得税	“满五唯一”免征	“满五唯一”免征	严格执行差额 20%, 不能查询原值的按售价 1%、“满五唯一”免征						
持有税费	房产税	无	无	上海、重庆试点房产税					扩大试点范围	

资料来源：央行，万得，政府公告等，中银证券

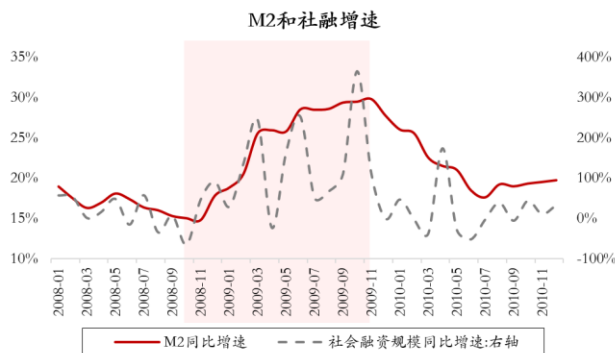
1.2.1 2008 年 10 月-2009 年 11 月：全球金融危机下调控政策放松，从需求端发力放松居民购房信贷条件与准入门槛

全球金融危机爆发后，经济增长受到阻碍，地产下行加剧，2008 年 10 月开始的房地产宽松，与货币政策放松并行。本轮房地产放松主要的政策是从需求端发力，放松居民购房的信贷条件与准入门槛。

降息降准叠加大利率折扣，房贷利率快速下行。2008 年 10 月 27 日央行推出新政：最低首付款比例调整为 20%；居民首次购买普通自住房和改善型普通自住房，贷款利率的下限可扩大为贷款基准利率的 0.7 倍。11 月，“4 万亿”投资计划出台，要求实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策，加大金融对经济增长的支持力度，取消对商业银行的信贷规模限制，合理扩大信贷规模。货币政策转向宽松，此轮宽松周期一共出现了 5 次降息 4 次降准。M2 同比增速从 2008 年 10 月的 15.0% 快速提升至 2009 年 11 月的 29.7%，社会融资同比增速从 -65.1% 提升至 2009 年 10-12 月的 110%、365% 和 110%。

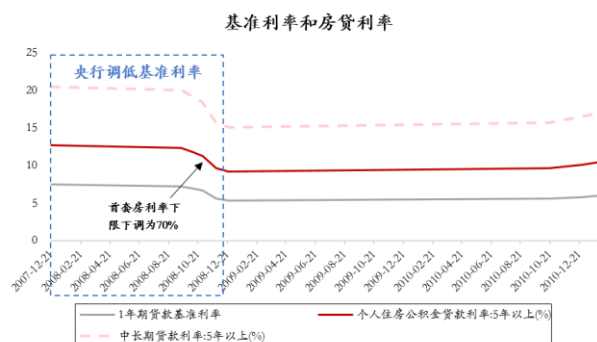
央行开启降息后，五年期贷款利率一路下调到 6% 以下。央行基准利率从 2007 年 12 月的 7.47% 一路下行至 2008 年 12 月的 5.31%，下降约 2.2 个百分点；同时得益于 2008 年 10 月调降首套房利率折扣下限，和允许改善型购房需求参照执行首套利率，从 2008 年底央行开始公布个人住房贷款加权平均利率显示，2008 年 Q4 房贷利率约 4.94%，而 2009 年房贷利率约为 4.4% 左右，下行约 0.55 个百分点，同时住房公积金贷款利率也随贷款基准利率一并进行。在信贷放松下，居民按揭贷款明显增多。2008 年月均新增居民中长期贷款仅为 350 亿元，2009 年增至 1417 亿元，2010 年进一步增至 1633 亿元。

图表 19. 政策放松后, M2 和社会融资规模同比增速出现明显的上行趋势



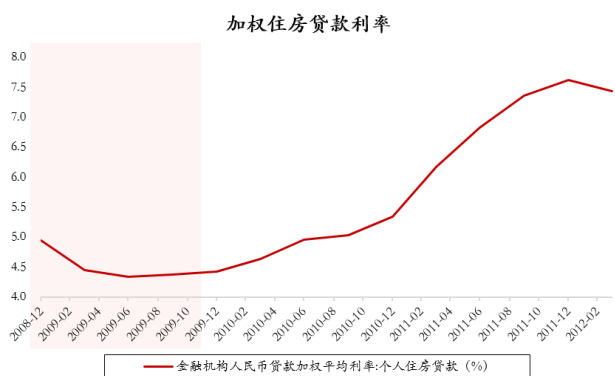
资料来源: 国家统计局, 中银证券

图表 20. 降息降准叠加利率折扣, 房贷利率快速下行



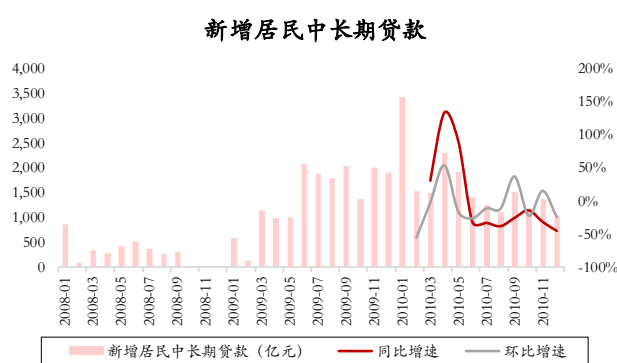
资料来源: 央行, 中银证券

图表 21. 加权住房贷款利率快速下调



资料来源: 央行, 中银证券

图表 22. 2008 年月均新增居民中长期贷款仅 350 亿元, 2009 年增至 1417 亿元



资料来源: 央行, 中银证券

同时, 房地产调控政策配合放松, 其中需求端政策全面放松, 供给端注重支持房企合理融资需求。以 2008 年 10 月央行《关于扩大商业性个人住房贷款利率下浮幅度等有关问题的通知》为标志, 房地产行业政策由调控转为放松。其中, 需求端在首付比例、房贷利率折扣以及交易环节税费等方面实施了全面的政策放松; 供给端注重支持房企合理融资需求减轻房企压力。直至 2009 年底, 房价经历了快速上涨后, 国务院常务会议提出“遏制部分城市房价过快上涨的势头”, 地产调控逐步收紧。

一、下调首套房首付比例, 同时放宽二套房认定标准。2008 年 10 月, 央行《关于扩大商业性个人住房贷款利率下浮幅度等有关问题的通知》将首付比例从 30% 降到 20%、房贷利率可以在基准利率基础上打 7 折。由于央行通知中未对改善型普通自住房贷款作出清晰的定义, 2008 年 12 月国务院办公厅《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》中, 将改善型需求定义为“对已贷款购买一套住房, 但人均住房面积低于当地平均水平, 再申请贷款购买第二套用于改善居住条件的普通自住房的居民”, 执行“可比照执行首次贷款购买普通自住房的优惠政策”。总结而言, 政策全面调低了购买普通住宅的首付比例。

二、交易环节税费全面下调。2008 年 10 月, 财政部、国家税务总局发布《关于调整房地产交易环节税收政策的通知》, 将个人首次购买普通住房 (90 平以下) 的契税比例从 1.5%-4% 统一下调到 1%, 对个人销售或购买住房暂免征收印花税, 对个人销售住房暂免征收土地增值税。2008 年 12 月国务院办公厅《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》制定了为期 1 年的税收优惠政策, 个人转让普通住宅免征营业税持有年限从 2 年提高到 5 年, 持有年限在 2 年以下的由全额征收改为转让收入减去购买住房原价的差额征收。

三、加强对房企融资端支持。1) 取消对商业银行的信贷规模限制，合理扩大信贷规模；房企融资环境放松。2008年11月国务院常务会议要求“取消对商业银行的信贷规模限制，合理扩大信贷规模”，12月国务院办公厅《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》提出“经济下行期要避免盲目惜贷”，强调支持房地产开发企业合理融资需求。2) 鼓励信托资金支持房地产。2009年3月银监会《关于支持信托公司创新发展有关问题的通知》，允许监管评级2C级以上的信托公司可向仅取得“三证”的房地产开发项目发放贷款，较此前“四证”要求有所放宽条件。信托公司的房地产非标业务也开启黄金十年。3) 降低资本金比率要求。2009年5月，国务院《关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》中，将房地产开发商在项目开发中最低资本金比例由之前35%调整为保障性住房和普通商品住房项目20%及其他房地产开发项目30%，以进一步刺激房地产投资。

图表 23. 2008 年 10 月-2009 年 11 月需求端全面政策放松，主要涉及首付比例、交易环节税费下调等；供给端加强支持房企融资

时间	政策	具体内容	方向
2008 年 10 月	央行《关于扩大商业性个人住房贷款利率下浮幅度等有关问题的通知》	1. 商业性个人住房贷款利率下限扩大为贷款基准利率 0.7 倍，最低首付比例调整为 20%。 2. 居民首次购买普通自住房和改善型普通自住房贷款需求（未做明确定义），金融机构可在贷款利率和首付比例上按优惠条件给予支持。 3. 下调个人住房公积金贷款利率。	放松
2008 年 10 月	财政部、国家税务总局《关于调整房地产交易环节税收政策的通知》	1. 对个人首次购买 90 平方米及以下普通住房的，契税税率暂统一调到 1%（此前为 1.5-4%）； 2. 对个人销售或购买住房暂免征收印花税，销售住房暂免征收土地增值税。	放松
2008 年 12 月	国务院《关于当前金融促进经济发展的若干意见》	正确处理金融促进经济发展与防范金融风险的关系，在经济下行时避免盲目惜贷。	放松
2008 年 12 月	国务院《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》	1. 降低二套房首付比例。对已贷款购买一套住房，但人均住房面积低于当地平均水平，再申请贷款购买第二套用于改善居住条件的普通自住房的居民，可比照执行首次贷款购买普通自住房的优惠政策。 2. 降低二套房贷款利率，对其他贷款购买第二套及以上住房的，贷款利率等由商业银行在基准利率基础上按风险合理确定。 3. 对住房转让环节营业税暂定一年实行减免政策。将现行个人购买普通住房超过 5 年（含 5 年）转让免征营业税，改为超过 2 年（含 2 年）转让免征营业税；将个人购买普通住房不足 2 年转让的，由按其转让收入全额征收营业税，改为按其转让收入减去购买住房原价的差额征收营业税。 4. 支持房地产开发企业合理的融资需求。	放松
2009 年 3 月	银监会《关于支持信托公司创新发展有关问题的通知》	1. 最近一年监管评级为 2C 级（含）以上且经营稳健的信托公司可向仅取得“三证”（土地使用证、建设用地规划许可证、建设工程规划许可证）的房地产开发项目发放贷款（此前要求“四证”齐全）。 2. 重新允许信托公司以投资附加回购承诺方式对房地产开发项目进行间接融资（符合“三证”齐全等要求）。	放松
2009 年 5 月	国务院《关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》	将房地产开发商在项目开发中最低资本金比例下调为“保障性住房和普通商品住房项目最低 20%，其他房地产开发项目最低 30%”（之前为 35%）。	放松
2009 年 6 月	银监会《关于进一步加强按揭贷款风险管理的通知》	严格遵守第二套房贷的有关政策不动摇： 1. 不得自行解释“二套房贷”认定标准； 2. 不得以任何手段变相降低首付比例成数。	收紧
2009 年 11 月	财政部、国土资源部、央行等《关于进一步加强土地出让收支管理的通知》	土地出让金首次缴纳比例不得低于全部土地出让价款的 50%（此前为 30%），全部土地出让款原则上 1 年之内缴清。	收紧

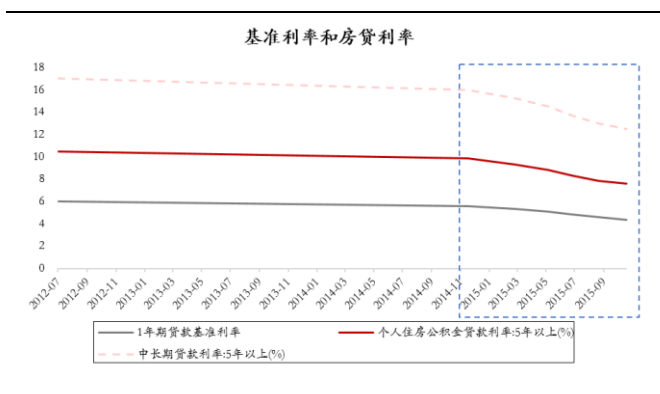
资料来源：央行，银监会，财政部，国土资源部，中银证券

1.2.2 2014年9月-2016年5月：地产救市政策频出，加大房企发债支持力度

经过2013年进一步从严调控后，2014年销售下行、购房者观望情绪浓厚，房地产开发投资持续下行，房地产库存快速上升。在这样的背景下，2014年3月政府工作报告中就提出了要分类施策，对于库存和房价下行压力较大的城市有意进行政策放松。一方面央行重启降息降准周期，货币宽松助力房地产市场回暖；另一方面，2014年下半年房地产行业救市政策频出，采取了松绑限购、7折房贷、降首付等措施。

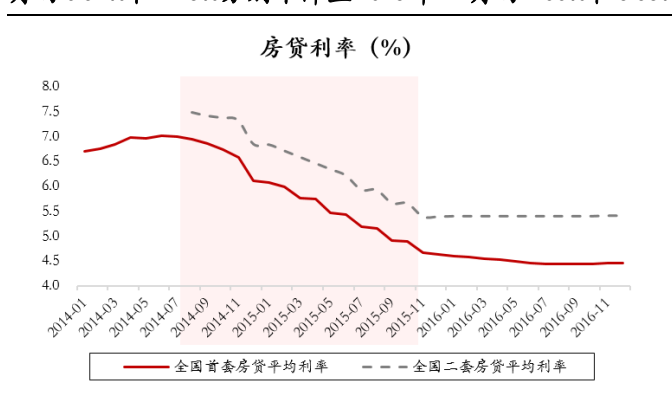
重启降息降准周期叠加利率优惠，货币宽松助力房贷利率快速下行，房地产市场回暖。央行时隔两年重启降息。2014年11月21日，央行公告降低存款基准利率和贷款基准利率，开启降准周期，并于2015年5次降低利率；2015年2月5日重启降准，2015年全年共降准4次，2016年3月又再次降准。2014年5月12日，央行在住房金融服务专题会上要求：优先满足居民首次购买自住住房的贷款需求，合理确定首套房贷利率，及时发放个人房贷。货币政策宽松下，2014年11月至2015年6月，房贷利率迎来了一波快速下降。1) 贷款基准利率持续下调，从5.6%下调至4.85%。2) 2014年9月30日，央行、银监会发布930新政，提出“积极支持居民家庭合理的住房贷款需求”，重启首套利率7折、二套参照首套执行，放开三套以上贷款，认房不认贷，以金融支持房屋交易、支持换房等改善性住房需求，标志着本次调控放松正式开启。大量购房者在新政策下执行首套房贷利率，较二套房贷利率明显下降，全国首套房和二套房的平均利率分别从2014年8月的6.94%和7.48%分别下降至2015年11月的4.66%和5.38%，降幅高达2.3和2.1个百分点；加权平均个人住房贷款利率从2014年第三季度的6.96%下降至2015年四季度的4.70%。整体上看，基准利率下行以及首套房利率优惠推动房贷利率快速下降。同时信贷宽松下，居民按揭快速增长，月均新增居民中长期贷款由2014年的1858亿元增至2015年的2542亿元，月均同比增速从0%增至41%，2016年月均新增居民中长期贷款进一步增至4733亿元，月均同比增速高达94%。

图表 24. 2014年11月开始贷款基准利率持续下调



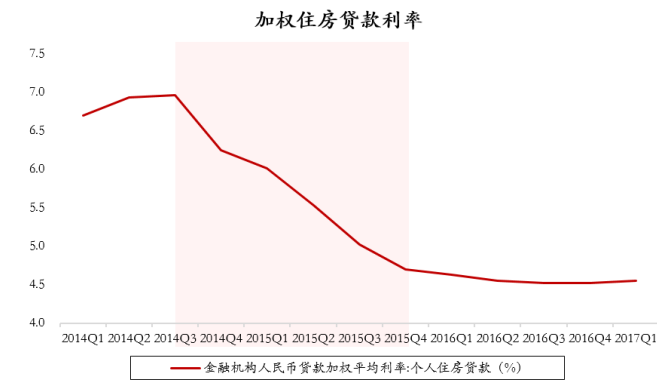
资料来源：央行，中银证券

图表 25. 全国首套房和二套房的平均利率分别从2014年8月的6.94%和7.48%分别下降至2015年11月的4.66%和5.38%



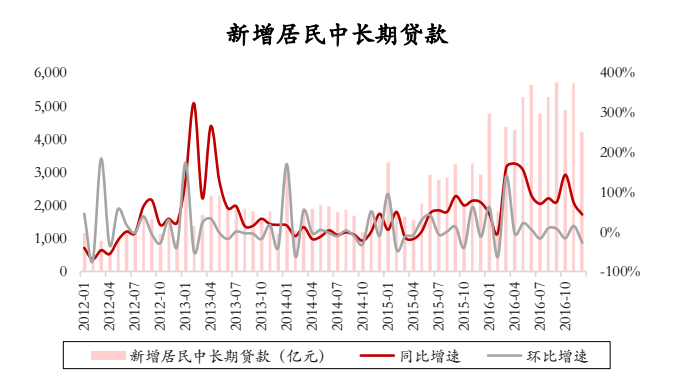
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 26. 加权平均个人住房贷款利率从 2014 年第三季度的 6.96% 下降至 2015 年四季度的 4.70%



资料来源: 央行, 中银证券

图表 27. 月均新增居民中长期贷款由 2014 年的 1858 亿元增至 2015 年的 2542 亿元, 2016 年进一步增至 4733 亿元



资料来源: 央行, 中银证券

一方面, 放松限购与二套房贷认定标准、加快推进棚改等大幅刺激需求; 供给端大力支持房企债券融资与合理资金满足。

一、取消限购。2014 年 7 月, 全国住房城乡建设工作座谈会上, 住建部长提出“各地可以根据当地实际出台平稳房地产的相关政策, 其中库存量较大的地方要千方百计消化商品房待售面积”, 随后较多非一线城市纷纷放松限购政策。从具体城市来看, 2014 年 6 月, 呼和浩特第一个正式放开限购, 随后的 7-9 月, 宁波、杭州、合肥、南京、苏州、西安等 26 个二三线城市全部取消限购, 截至 9 月底仅有北上广深和三亚五个城市限购没有取消。

二、“认房又认贷”改为“认贷或认房”, 二套房贷认定标准大幅放松, 大幅下调了首付比例。2014 年 9 月底央行、银监会联合发布《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》, 对二套房从“认贷又认房”放松为“认贷不认房”。首付比例方面, 调整前大部分城市执行二套房首付比例 60% 的规定, 后调整为只要结清之前的购房贷款在 2014 年的“930 新政”下, 二套可以按照首套房执行首付比例 30% 的要求; 2015 年 9 月 30 日不限购城市首付比例进一步下调至 25%; 2016 年 2 月允许上述城市还可以自行将首付比率再下调 5 个百分点 (即最低首付 20%)。

三、分类下调交易环节税费。1) 契税方面, 延续了 2010 年 9 月家庭购买 90 平以下唯一住宅享受 1% 优惠税率的规定, 对于 90 平以上唯一住宅享受 1.5% 优惠税率。除北上广深四个一线城市外, 对个人购买家庭第二套住房, 面积为 90 平及以下的, 同样享受 1% 的优惠税率; 面积为 90 平以上的, 减按 2% 的税率征收契税。2) 调整营业税优惠范围。房屋销售免征营业税的房屋持有年限从 5 年降低至 2 年。

四、棚改货币化安置助力去库存。棚改货币化安置是这一时期重要的去库存手段, 2015 年 6 月 30 日, 国务院发布《关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》首次明确提出积极推进棚改货币化安置, 缩短安置周期。棚改货币化安置成为二三四线城市最大的购买来源之一。资金方面, 央行创设 PSL 为棚改提供长期稳定资金, 国开行获 PSL 后以棚改贷款的形式发放, 2014 年共发放棚改贷规模达 4086 亿元, 发行规模是 2013 年的 4 倍, 支持了全国 30 多个省棚户区改造, 涉及总建面约 8.6 亿平, 惠及棚户区居民近 875 万户。2015、2016 年新增 PSL 合计 6981 和 9750 亿元, 同比增速分别为 82% 和 40%。2017 年开始, 新增 PSL 规模明显减少, 2019 年规模仅 2670 亿元。

五、房地产企业融资环境改善。2014年“930新政”提出要支持房地产开发企业的合理融资需求，扩大市场化融资渠道，支持符合条件的房地产企业在银行间债券市场发行债务融资工具。这一时期房地产债券发行规模快速增长，由2014年的1199亿元迅速上升到2015年的5260亿元，2016年更是达到了8390亿元，同时这些债券也是2021年房地产违约债券的重要组成部分。房企发债规模的迅速扩张一方面来源于政策支持；另一方面则来源于这一时期国内利率处于不断下行、发债利率较低。同时，房地产行业最低资本金比例降低。2015年9月9日，国务院印发《关于调整和完善固定资产投资项资本金制度的通知》，其中保障性住房和普通商品住房项目的最低资本金比例维持20%不变，其他房地产开发项目由30%调整为25%。

图表 28. 2015、2016 年新增 PSL 合计 6981 和 9750 亿元，同比分别增长 82% 和 40%；2017 年开始，新增 PSL 规模明显减少



资料来源：国家资产负债表研究中心，中银证券

图表 29. 2014 年 9 月-2016 年 5 月需求端政策限购、首付比例、交易环节税费放松；供给端加强支持房企融资

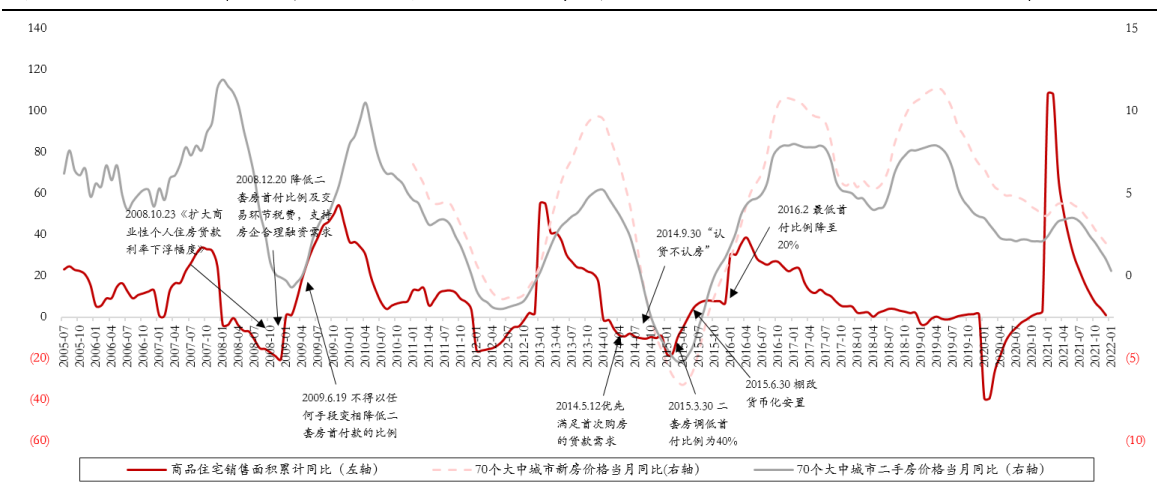
时间	政策	具体内容	效果
2014 年 3 月 5 日	政府工作报告	1.坚持分类指导、分步实施、分级负责。 2.针对不同城市情况分类调控,增加中小套型商品房和共有产权住房供应,抑制投机投资性需求,促进房地产市场持续健康发展。	放松
2014 年 9 月 30 日	央行、银监会《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》(即 2014 年“930 新政”)	1.二套房认定标准由“认房又认贷”改为“认贷或认房”。对拥有 1 套住房并已结清相应购房贷款的家庭,为改善居住条件再次申请贷款购买普通商品住房,银行业金融机构执行首套房贷款政策。 2.对于贷款购买首套普通自住住房的家庭,贷款最低首付款比例为 30%, 贷款利率下限为贷款基准利率的 0.7 倍 (此前执行 0.85 倍)。	放松
2014 年 10 月 9 日	住房城乡建设部、财政部、央行《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》	1.将公积金贷款申请条件放宽至连续缴存 6 个月,不再要求累计缴存满 2 年。 2.住房公积金个人住房贷款发放率低于 85%的设区城市可适当提高首套自住住房贷款额度。 3.推进异地贷款业务。 4.优化贷款办理流程。房屋产权登记机构应在受理抵押登记申请之日起 10 个工作日内完成抵押权登记手续;住房公积金管理中心应在抵押登记后 5 个工作日内完成贷款发放。	放松
2015 年 1 月 15 日	证监会《公司债券发行与交易管理办法》	将发行主体范围由境内外上市公司扩大为所有公司制法人。	放松
2015 年 3 月 30 日	央行、住建部、银监会《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》	对拥有 1 套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭,为改善居住条件再次申请商业性个人住房贷款购买普通自住住房, 最低首付款比例调整为不低于 40% 。	放松
2015 年 6 月 30 日	国务院《关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》	1.积极推进棚改货币化安置 2.央行为国开行提供 PSL 作为推行棚改货币化安置的重要资金来源。	放松
2015 年 9 月 9 日	国务院《关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》	保障性住房和普通商品住房项目的最低资本金比例维持 20%,其他房地产开发项目由 30%调整为 25%。	放松
2015 年 9 月 30 日	央行、银监会《关于进一步完善差别化住房信贷政策有关问题的通知》	不实施“限购”措施城市,首套房最低首付款比例调整为不低于 25%。	放松
2015 年 12 月 18 日	中央经济工作会议	供给侧改革五大任务:“三去一降一补”:去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。对于去地产库存形成较大利好; 1.化解房地产库存。要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,通过加快农民工市民化,扩大有效需求,打通供需通道,消化库存,稳定房地产市场。 2.要取消过时的限制性措施。	放松
2016 年 2 月 1 日	央行、银监会《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》	不实施“限购”措施城市,原则上首套房最低首付比例为 25%,各地可向下浮动 5 个百分点,对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭,为改善居住条件可再次申请商业性个人住房贷款购买普通住房,最低首付款比例调整为不低于 30%。	放松
2016 年 2 月 17 日	财政部、国税总局、住建部《关于调整房地产交易环节契税营业税优惠政策通知》	1.对个人购买家庭唯一住房,面积为 90 平方米以上的,减按 1.5%的税率征收契税(此前为 3%-4%减半征收)。 2.除北上广深四个一线城市外,对个人购买家庭第二套住房,面积为 90 平方米及以下的,减按 1%的税率征收契税;面积为 90 平方米以上的,减按 2%的税率征收契税。 3.除了北上广深四个一线城市外,房屋销售免征营业税的房屋持有年限从 5 年降至 2 年。	放松

资料来源:央行,银监会,财政部,国土资源部,中银证券

2014-2016 年房地产调控政策大幅度放松，推动销售面积增速上行、房价迅速反弹。主要原因有：

- 1) 信贷支持力度大。放宽二套房贷认定标准，既大幅降低了首付要求，又大幅降低了房贷利率成本，二者相互叠加影响，购房者加杠杆购房动力足。
- 2) 前期压抑需求得到集中释放。a) 上一轮调控积压的需求在本轮得到集中释放。b) 2010 年以来各地以户籍和社保缴纳年限为核心的限购政策，大多采用社保缴纳 3 年或 5 年为限，这部分购房者刚好在 2014 年底-2016 年获得了购房资格，并在调控放松阶段集中释放。c) 货币化棚改推动了棚改户购房需求。d) 2014 年以来生育政策逐步放开，生育二胎需求集中释放，生育二胎家庭购买二套房和置换大房屋的需求激增。
- 3) 学区房炒作推高房价。2014 年初，教育部制定了《关于进一步做好小学升入初中免试就近入学工作的实施意见》，提出到 2015 年，在 4 个直辖市、5 个计划单列市和 10 个副省级省会城市的所有县（市、区）100% 的小学划片就近入学，90% 以上的初中实现划片入学。这使得此前租房、“择校”等方式入学名校的难度明显加大，市场对于“学区房”概念火热炒作，成为推动大城市领涨的关键因素。

图表 30. 2014-2016 年房地产调控政策大幅度放松，推动销售面积增速上行、房价迅速反弹



资料来源：国家统计局，中银证券

1.2.3 2021Q4 至今：政策松动主要是基于房地产企业债务风险集中爆发、或成为经济增长的隐忧出发

2021 年四季度至今，房地产政策有所松动，主要是基于房地产企业债务风险集中爆发、或成为经济增长的隐忧出发。2021 年四季度，为防止系统性风险、稳定市场对地产的预期，高层多次释放稳定信号，政府对房地产信贷态度首先出现转向，房地产信贷边际调整开启。2021 年 9 月 27 日央行例会首提地产，提及“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”。随后 10 月 15 日央行数据发布会认为金融机构对“三线四档”融资规则存在“误解”，10 月 20 日金融街论坛年会央行副行长潘功胜指出房地产信贷过紧的行为逐步得到“矫正”，同日，刘鹤副总理指出房地产合理资金需求正在得到“满足”。10 月 26 日-27 日，政府已为房企境内资金偿还境外债开辟“绿色通道”，同时延长境外投资者投资境内债券市场税收优惠政策到 2025 年末。此举维稳提振市场的信心，一方面，是对满足房地产合理资金需求的落实；另一方面，维护中资海外债信誉。房地产信贷投放不断加速，房企融资将从“一刀切”转向合理投放。

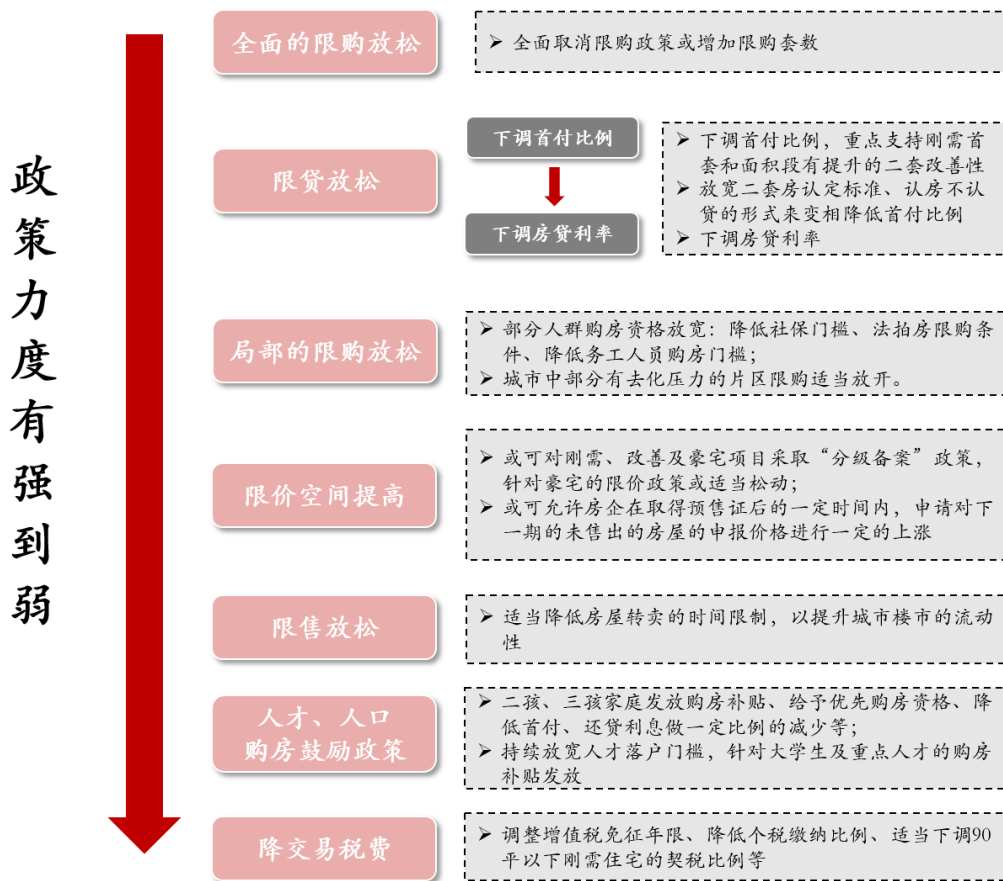
当前，在我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力下，稳楼市在稳经济大盘中的作用更加突出。一方面，央行强调货币政策要充足、精准和靠前发力，降息降低资金成本。2022 年 1 月，5 年期 LPR 下调 5BP，对于房地产市场的信心提振仍有一定利好，但对需求总量的提振作用有限，受限的购房资格和观望的情绪尚在。从过去周期推演来看，只有当降息和行业宽松同时出现时，基本面才会有明显改善，因此后续配套的行业政策频频出台。全国预售资金监管办法已出台，一定程度上释放企业资金流动性；保障性租赁住房的相关配套金融支持力度不断加大。

另一方面，地方因城施策积极落实中央“支持合理住房需求释放”相关指导，今年以来，各地发布房地产适度放松调控政策的频次明显增多，同时政策力度和范围不断增大。

总体上我们认为，政策对市场的有效性由强到弱可以总结为：全面的限购放松→限贷放松（下调首付比例→下调房贷利率）→局部的限购放松→限价空间提高→限售放松→人才、人口等购房鼓励政策→降交易税费等。

具体而言，1) 全面取消限购政策或增加限购套数是有效性最强的措施，对市场的刺激效果最为显著。2) 其次，限贷方面的放松主要在于两个方面，首先市场对于下调首付比例更加敏感，因为直接增加了居民杠杆、提升了贷款的额度，可以用于重点支持刚需首套和面积段有提升的二套改善性；还可以通过放宽二套房认定标准、认房不认贷的形式来变相降低首付比例，另外，下调房贷利率也是一种方式。3) 局部的限购放松：一方面部分人群购房资格放宽，例如降低社保门槛、法拍房限购条件、降低务工人员购房门槛；另一方面不再对城市“一刀切”限购，城市中部分有去化压力的片区限购适当放开。4) 限价空间提高：一方面，或可对刚需、改善及豪宅项目采取“分级备案”政策，针对豪宅的限价政策或适当松动；另一方面，或可允许房企在取得预售证后的一定时间内，申请对下一期的未售出的房屋的申报价格进行一定的上涨。5) 限售放松：适当放宽房屋转卖的时间限制，以提升城市楼市的流动性。6) 针对人才、人口的购房鼓励政策：例如二孩、三孩家庭发放购房补贴、给予优先购房资格、降低首付、还贷利息做一定比例的减少等；持续放宽人才落户门槛，针对大学生及重点人才的购房补贴发放。7) 降交易税费：调整增值税免征年限、降低个税缴纳比例、适当下调90平以下刚需住宅的契税比例等。

图表 31. 政策对市场的有效性由强到弱依次为：全面的限购放松→限贷放松（下调首付比例→下调房贷利率）→局部的限购放松→限价空间提高→限售放松→人才、人口等购房鼓励政策→降交易税费等



资料来源：中银证券

现阶段房地产政策已从缓解房企资金压力、供需两端同步发力，主要可以归结为以下几类：

一、已有部分城市调低房贷利率，降低首付比例。2月贝壳研究院统计数据显示，全国103个城市中有87城房贷利率环比下调，其中惠州、中山、呼和浩特首套房房贷利率下调幅度较大，达到30BP，重庆、南京、绍兴下调25BP，无锡、温州、常州下调20BP。3月房贷利率降幅创2019年以来月度最大降幅，103个重点城市平均首套与二套房房贷利率分别为5.34%和5.60%，环比分别回落13和15BP，当前利率接近2020年第三季度的水平，房贷环境宽松，其中超过八成城市有所下调，成都首套利率3月下调69个基点，回调幅度最大，二套房房贷利率降低34个基点；包括苏州、深圳、上海等20城主流首套房房贷利率低于5%，苏州首套利率为4.65%，在重点城市中最低。具体来看，1月末安徽省印发《进一步做好近期促进消费工作若干措施》，明确“引导房产、汽车、家电销售企业在春节消费旺季，通过分期免手续费、赠送抵扣券、降低首付比例、补贴置换等方式，扩大大宗商品消费”。这是本轮楼市调控以来，全国首个明确提及引导降低首付的省份。2月开始，山东菏泽、重庆、江西赣州部分银行降低首付比例至20%，南宁将二套房公积金贷款最低首付款比例由40%下调至30%；山西省晋中将二套房公积金贷款的首付比例下调为20%；北海、防城港首次购买普通商品住房的商贷最低首付款比例由25%调整为20%。此轮调整中，率先出台降低住房贷款首付比例政策的基本是三四线以下的城市，调整后的首套房首付比例大部分可降低至20%，二套房首付比例大部分集中在20%-40%，2月末-3月已有部分高能级城市也下调了房贷利率。从2月21日起，四大行同步下调广州地区房贷利率，首套房利率从此前的5.6%下调至5.4%，二套房从5.8%下调至5.6%。同时，杭州首套、二套房按揭利率均迎来下调，银行放款速度也明显加快，个别银行放款周期只需要5个工作日。3月初郑州发布新政，明确对拥有一套住房并已结清相应购房贷款的家庭，为改善居住条件再次申请贷款购买普通商品住房，银行业金融机构执行首套房贷款政策。这也相当于放松了限贷的标准，使得此类群体后续可以按首套比例购房，实际上也是降低了购房的首付比例。我们认为，首付的降低会推动部分潜在购房者的需求释放，但低能级城市基本面缺乏支撑，受制于当地居民收入水平、人口外流、城市本身无限购等因素影响，实际购房需求增量有限。首付比例下调是积极信号，尤其是商业贷款方面，不排除后续其他城市跟进的可能性。**后续仍要观察是否有高能级的城市跟进。**

二、房地产并购融资开启。2021年12月底，中国人民银行、中国银保监会联合对金融机构发布《关于做好重点房地产企业风险处置项目并购金融服务的通知》，通知中明确指出，金融机构要重点支持优质的房地产企业兼并收购出险和困难的大型房地产企业的优质项目。随后，多家房企、银行积极响应政策，并购类债券、贷款纷纷落地。2022年以来截至2月末，中指院统计显示房企已发行的并购债融资规模为38.2亿元。同时，银行提供并购贷款融资额度530亿元，发行并购债50亿元，计划发行200亿元。其中，1月26日招商蛇口银行间市场发行12.9亿的并购票据，资金将用于21年8月收购的虹口区弘安里项目股权；建发国际发行合计25.3亿元并购债券；2月10日绿城中国提交了2022年第六期中期票据（并购）申请书，拟融资30亿元，全部用于支持产业内协同性较强的房企缓解流动性压力，目前已明确并购的用途为25亿元，剩余5亿元将用于未来符合并购要求的项目；华润置地及华润万象生活分别与招商银行签署《并购融资战略合作协议》，招商银行将分别授予二者200亿元、30亿元的并购融资额度；大悦城也获得招商银行和浦发银行各100亿元的专项融资额度；五矿地产从交通银行获得100亿元的意向性并购融资额度。3月3日，碧桂园与美的置业同时宣布获得招商银行提供的地产融资额度。其中碧桂园获授150亿元，将全部用于地产并购业务，美的置业共获得招商银行、建设银行、农业银行合计560亿元的贷款额度，其中并购专项融资额度合计280亿，专用于美的置业业务并购，其余用于个人住房按揭贷款专项用途。

图表 32. 近期并购类融资情况统计

时间	融资主体	融资方式	融资额度 (亿元)
2022 年 1 月 12 日	招商蛇口	并购债	12.9
2022 年 2 月 21 日	建发国际	并购债	25.3
2022 年 2 月 11 日	绿城中国	中期票据 (并购) (计划发行)	30
2022 年 1 月 25 日	华润置地	招商银行授予并购融资额度	200
2022 年 1 月 25 日	华润万象	招商银行授予并购融资额度	30
2022 年 2 月 14 日	大悦城	招商银行授予并购融资额度	100
2022 年 2 月 18 日	大悦城	浦发银行授予并购融资额度	100
2022 年 2 月 21 日	五矿地产	交通银行授予并购融资额度	100
2022 年 3 月 3 日	碧桂园	招商银行授予并购融资额度	150
2022 年 3 月 3 日	美的置业	招商银行授予并购融资额度	60
2022 年 3 月 22 日		建设银行授予并购融资额度	100
2022 年 3 月 25 日		农业银行授予并购融资额度	120

资料来源：公司公告，中指院，中银证券

数据说明：标红为实际融资额，其余为授信额度。

三、预售资金监管：为保障房企合理资金需求得到满足，减小房企流动资金压力，南平、烟台等城市调整了预售资金监管相关政策。1月5日，福建南平为降低房企重点监管资金沉淀压力，对信用评级为 AAA 的房企可凭银行担保函，抵顶不高于担保函额度的预售监管资金，抵顶额度不高于重点监管资金的 50%。1月18日，山东烟台对守信企业落实相应激励措施，对信用等级为 AA 级以上开发企业，商品房预售监管资金留存比例降低 3-5 个百分点。2月10日新华社、财联社等官方媒体报道，全国性商品房预售资金监督管理办法已经出台；2月22日在完善规范商品房预售资金监管上提出了五点措施：招标确定监管银行、合理确定监管额度、明确各方监管责任、建立信息共享机制、确定首末拨付节点。我们认为其主要目的在于纠偏部分预售资金监管收紧过度的城市，一定程度上缓解房企的资金压力。政策对于不同城市、不同房企的影响不同。我们认为，预售资金监管比例若下调对于三四线城市的影响或将大于一二线城市。

四、调整公积金政策：1月4日，宁波上调二、三孩家庭住房公积金最高可贷额至 80 万。1月12日，北海下调公积金贷款最低首付比例，规定缴存职工家庭购买第二套住房或申请第二次住房公积金贷款的，最低首付款比例由 60% 下调至 40%。1月18日，四川自贡放宽了住房公积金申请套数认定政策，取消“认房又认贷”的规定；1月19日，南宁提高公积金贷款最高额度，首套房最高额度从 60 万元提高至 70 万元，第二套最高额度从 50 万元提高至 60 万元。

另有城市开启购房补贴、落户放松等政策以期提振楼市。

图表 33. 2022 年以来多地放松地产调控政策

类别	日期	省市	类别	日期	省市	
首付比例	1月27日	安徽	购房补贴、人才补贴	1月1日	亳州	
	春节前后	重庆		1月3日	昆明	
	春节前后	赣州		1月5日	玉林	
	2月17日	菏泽		1月7日	保定	
	2月21日	佛山		1月7日	赣县	
	2月22日	南通		1月9日	珠海	
	2月22日	蚌埠		1月14日	泸州	
货币化安置	3月2日	郑州		1月25日	资中县	
公积金	1月1日	宁波		1月30日	贵港	
	1月1日	济南		2月10日	惠州	
	1月3日	马鞍山		2月14日	绍兴	
	1月4日	青岛		2月17日	延吉	
	1月14日	北海		货币化安置	1月6日	淄博
	1月18日	自贡		落户等其他政策	1月24日	天津
	1月20日	浙江			2月17日	浙江
	1月28日	福州				
	2月18日	南宁				

资料来源：各地政府官网，中银证券

1.3 从当前政策的紧迫度来看，融资端>需求端>供给端

房企资金缓释：融资端的有效放松仍是目前政策调整中最为紧迫的一环。当前央国企仍是融资放松的受益方，但现阶段的融资放松在短期内无法传到至民营房企。我们可以看到发债方面，**2022年2月国企、民企发债同比增速分别为27%、-48%**，整体而言民企债券融资仍然承压，净融资额持续为负，不过国企占比从1月的71.8%下降至68.2%，一方面主要在于随着更多宏观政策的支持，优秀民营房企也开始发债；另一方面部分房企也积极寻求境外到期债券的展期工作，**上坤、大发、荣盛、禹洲、祥生等企业展期成功，发行新债完成了交换要约。**

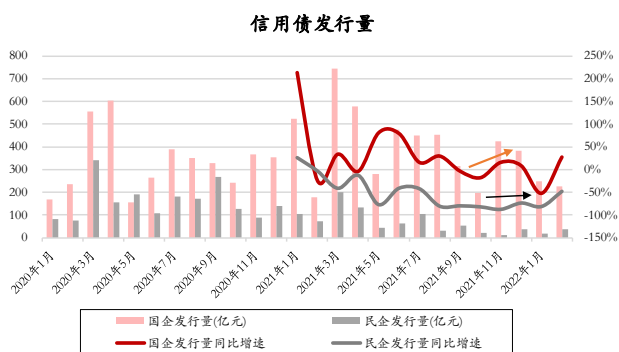
所以整体来看，**当前新发债企业仍以国资队为主，辅以少部分优秀的民营房企。**在保障性租赁住房贷款、并购贷款等多种融资方式受支持的情况下，有部分房企积极拓展自身融资渠道，发行了绿色债券、并购票据、住房租赁公司债。招商蛇口、建发地产、华侨城等多家国资房企成功发行并购债。此外，旭辉控股、远洋集团、中海地产等发行绿色债券也进一步拓宽了企业的融资渠道。**总的来看，近期并购贷、保障性租赁住房、预售监管资金相关政策的发布，进一步展现了监管层对于维护房地产行业健康发展的态度，部分房企的正常融资需求得到满足，但由于监管趋势、房企违约潮持续等多重影响，房企发债量虽有所恢复，但相较于历史同期仍下滑较大，当前诸如并购贷、保障性租赁住房、绿色票据等融资只有小部分优质房企得以发行，流动性困难房企仍需自救，因此行业困局短期内难言改善。**叠加上半年房企境外债到期压力较大，或将迎来新一波的违约潮，在当前机构的白名单主要针对国资企业以及部分优秀的民营企业的情况下，**房企债券违约还在不断发生，且由境外债券的违约带来的连锁反应也可能引发境内债券危机。**

行业总量：2022年房企债券+信托到期规模1.36万亿，虽然同比下降27%，但当前环境下的偿还压力仍然非常大，尤其是海外债迎来偿债高峰。其中，国内债券到期规模不高，海外债券到期规模小幅增长，信托到期规模下降。1) 国内债券到期规模为3917亿元，同比下降44%。2) 海外债券到期规模为3927亿元，同比上升7%。3) 信托到期规模为5754亿元，同比下降28%。4) 1、3、4、6、7月将迎来五个债务集中到期小高峰，债券+信托到期规模分别为1424、1358、1356、1417和1409亿元，Q4相对偿还压力较小。**2022年28家主流民营房企债券+信托到期规模5297亿，占同期全行业总到期规模的比重为39%。**

我们认为，“一刀切”的政策不能解决目前地产行业的困境，债券、并购贷的放松都不是解决问题的出路，我们认为还是政策导向还是要以现有的开发商能正常运营为导向，具体做法有：1) “三道红线”可以实现梯度化管理，把国央企与民营企业在指标数值以及调整过渡期时长上有所区分。2) 政策端助企纾困，准许缓缴土地出让金、降低土地出让金保证金比例、加强并购贷开发贷等信贷支持、允许保函抵顶预售资金、缩短行政审批时限等。3) 释放积极信号，引导金融机构保持新增贷款适度增长。4) 允许房企将存量资产改造为保障房，从而一定程度上化解房企债务危机。5) 以省市为单位，地方政府城投平台适当接手部分房企项目缓解当地企业资金压力和减少需求端的观望情绪。

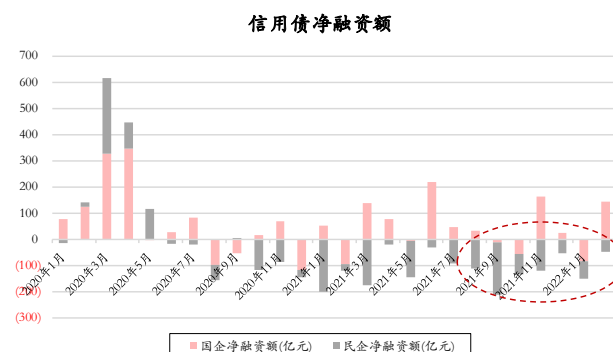
我们认为当前银行风险偏好的影响大于政策影响，因此政府需要在引导金融机构合理发放贷款、增强其信心上多做功课。例如从“贷款集中度管理”的政策层面来看，中央给涉房贷款预留了可调节的空间，一方面各地人行支行和地方银保监可依据当地情况自主调节，另一方面央行设置了2-4年过渡期安排。此外，大量银行集中度低于限额要求，可以进一步扩大涉房贷款投放。但是，从执行层面来看，涉房贷款的过度收紧主要源于银行风险偏好的变化，以及行业负面舆情不断和购房需求走弱导致个人住房贷款需求减少（2月新增居民中长期贷款也首次出现了-459亿元的负增长）。3月16日金融委召开专题会议，提出货币政策要主动应对，新增贷款要保持适度增长；同时央行、银保监会、财政部、证监会、外汇局五部委同时积极表态释放维稳积极信号。预计未来更多增强金融机构信心的表态和支持将会出台。

图表 34. 2022 年 2 月国企、民企发债同比增速为 27%、-48%



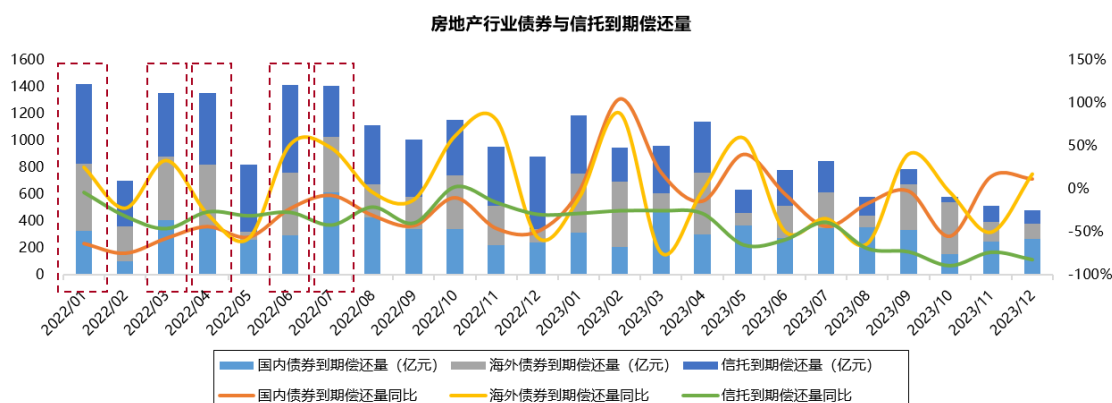
资料来源：万得，中银证券

图表 35. 民营房企净融资额持续为负



资料来源：万得，中银证券

图表 36. 2022 年房企债券+信托到期规模 1.36 万亿，同比下降 27%

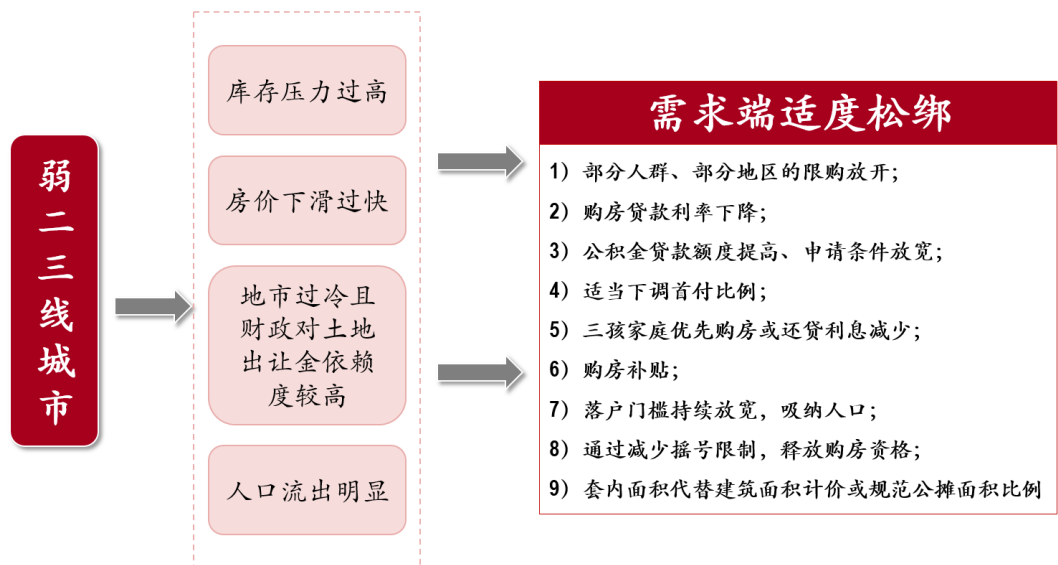


资料来源：国家统计局，中银证券

其次是从需求端政策调整来看，需要实际解决销售不景气的核心问题，使刚需得以释放，同时房价也需要控制在合理范围内。我们认为，第一，在“房住不炒”的大基调下，以及考虑政府对政策的定力，限购和限贷类行政性调控不可能完全打开。第二，不同城市，基本面不同，并且2021年12月中央经济工作会议重提因城施策。

因此，地方可以根据自身的情况进行政策调整：基本面较好的核心一、二线城市大概率维持目前政策，但政策加码频率可以适度下调，仅可能围绕公积金、房贷利率和放款周期、刚需按揭、人才购房补贴等方式进行适度调整。弱二线、三四线城市结构性的扶持型政策出现的可能性较大，通常集中在库存压力过高、房价下滑过快、地市过冷且财政对土地出让金依赖度较高、人口流出明显的四类压力城市有望在需求端适度松绑，具体政策方向有：1) 部分人群、部分地区的限购放开；2) 购房贷款利率下降；3) 公积金贷款额度提高、申请条件放宽；4) 适当下调首付比例，重点支持刚需首套和面积段有提升的二套改善型；5) 结合三孩政策，例如三孩家庭可以优先购房或还贷利息做一定比例的减少；6) 政府发放购房补贴，可以通过提高人才首次购房补贴额度或补贴比例来实施；7) 落户门槛持续放宽，吸纳人口；8) 部分城市或可以通过减少摇号限制，释放购房资格；9) 套内面积代替建筑面积计价或规范公摊面积比例，用套内面积代替建面计价或者更加规范公摊面积比例将更使房地产市场更加透明化，提振购房者的购房意愿。

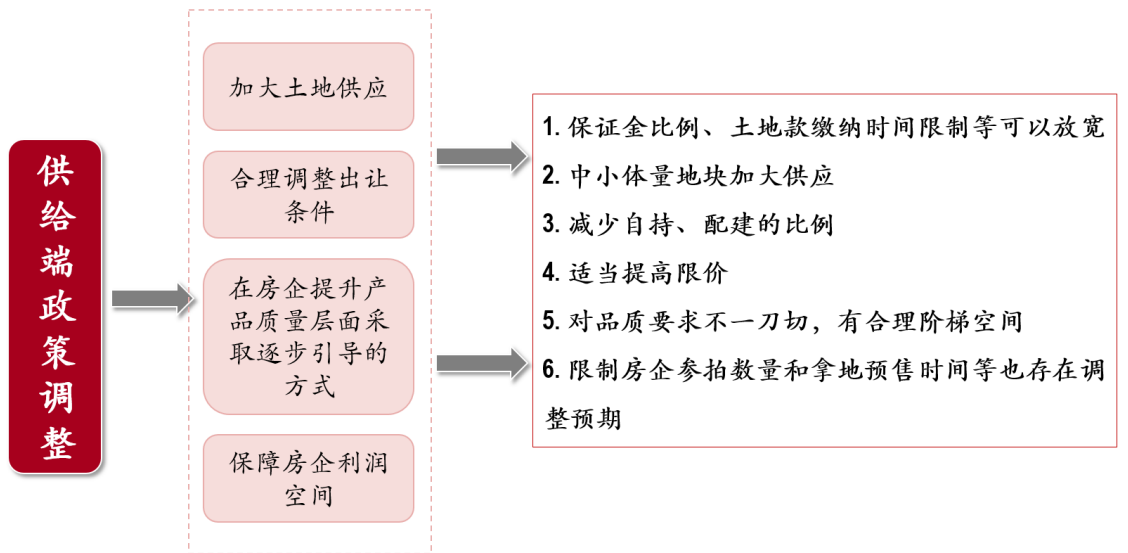
图表 37. 需求端政策有望出现进一步调整的措施



资料来源：中银证券

最后从供给端政策调整来看，政府未来可继续加大土地供应，且更多在土地出让环节让利，加强精细化管理，合理调整地块的体量大小、底价、捆绑限制、试点规则等出让条件，在一定程度上保障房企利润空间，在房企提升产品质量层面采取逐步引导的方式。具体而言：1) 虽然购地资金来源坚决要求自有资金，但部分城市的保证金比例、土地款缴纳时间限制等可以放宽。2) 中小体量地块加大供应。3) 减少自持、配建的比例。4) 适当提高限价，尤其是涉品质地块的限价，在一定程度上保障房企利润空间；5) 对品质要求不“一刀切”，有合理阶梯空间。6) 限制房企参拍数量和拿地预售时间等也存在调整预期。

图表 38. 供给端政策调整



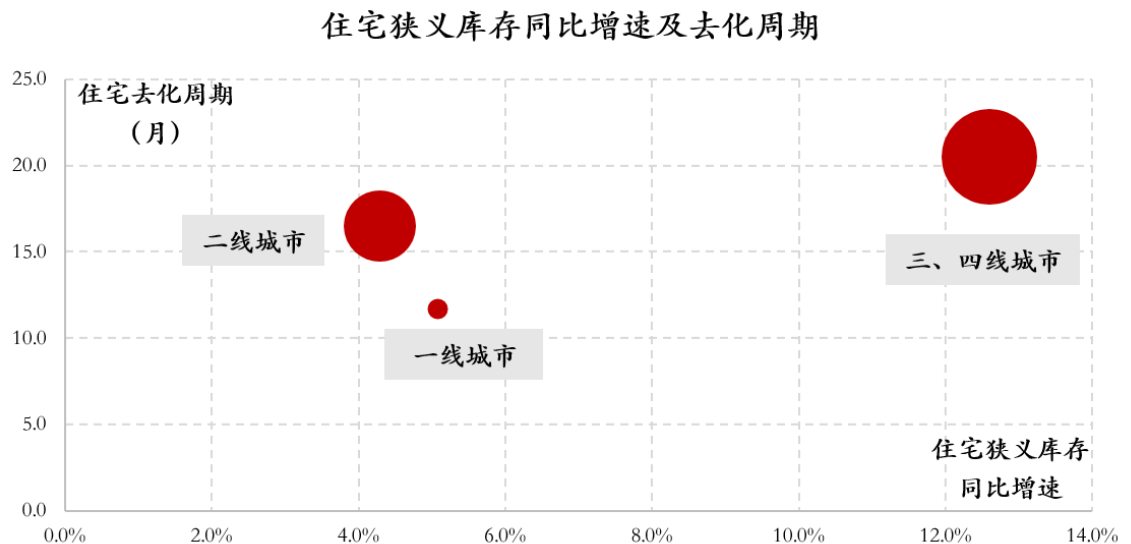
资料来源：中银证券

2 从多个维度去看，哪些地方面临救市压力，可以从哪些方面入手？

2.1 从库存与去化角度看，弱二线、三四线城市政策调整将以去库存为主要导向

当前弱二线及三四线城市的去库存压力较大，供需两端政策或将以去库存为主要导向。2021年年末商品住宅广义库存25.92亿平，同比下降3.8%，去化周期20.08个月，较2020年年末增长2.84个月。从库存面积来看，截至2022年2月末，三四线城市住宅狭义库存面积为2.93亿平，较2021年同期上涨了12.6%，自2021年四季度以来呈现明显走高的趋势；一、二线城市住宅狭义库存面积分别为3269万平和2.87亿平，同比增速分别为5.1%和4.3%，涨幅相对较小；从去化周期来看，三四线城市住宅去化周期为20.5个月，同比大增92.9%，去化周期已经超过了2020年3月疫情的最高点；一、二线城市住宅去化周期分别为11.6和16.5个月，同比分别增长了46.8%和46.4%，自2021年下半年以来也呈现明显上升的趋势，同样处于疫情以来的高点；我们认为由于一线城市相对于二线城市调控政策更为严格，因此一线城市的库存与去化周期增速略高于二线城市，但整体一二线城市的库存增速与去化周期都远低于三四线城市。具体而言，我们可以看到台州、哈尔滨、大连、宜兴、益阳、烟台住宅去化周期超过50个月，另有梅州、兰州、北海、长春、江阴、淄博、呼和浩特、西宁、镇江、钦州、珠海、青岛、泉州超过30个月。

图表 39. 截至 2022 年 2 月末，一、二、三四线城市住宅狭义库存面积同比增长 5.1%、4.3% 和 12.6%，去化周期分别为 11.6、16.5 和 20.5 个月



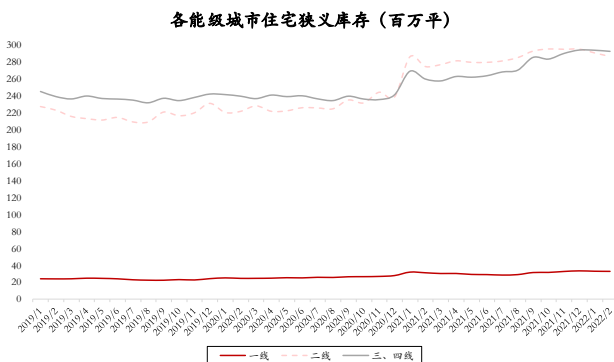
资料来源：克而瑞，中银证券

数据说明1：一线城市（4个）包括上海、北京、广州、深圳。二线城市（28个）包括青岛、沈阳、太原、武汉、长春、郑州、天津、成都、兰州、昆明、大连、呼和浩特、长沙、南京、哈尔滨、西安、南宁、重庆、济南、杭州、福州、贵阳、西宁、石家庄、银川、南昌、海口、合肥。三四线城市（60个）惠州、佛山、临沂、烟台、徐州、镇江、江门、梅州、汕头、淄博、中山、肇庆、温州、河源、无锡、清远、柳州、常州等城市（详见附录二：城市能级分类表）。

数据说明2：圆圈大小表示住宅狭义库存面积大小。

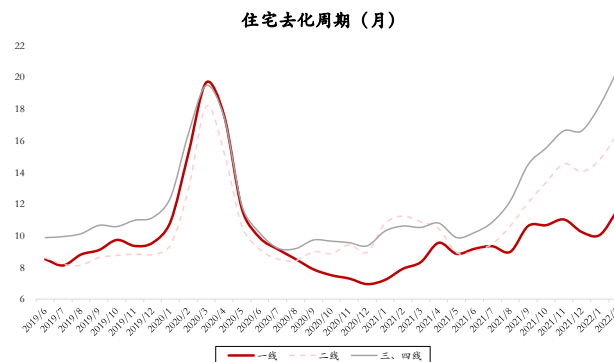
数据说明3：住宅狭义库存为住宅可售面积，住宅去化周期=住宅可售面积/过去6个月的销售面积均值。

图表 40.三四线城市住宅库存自 2021 年四季度以来持续走高



资料来源: 克而瑞, 中银证券

图表 41.三四线城市住宅去化周期突破 2020 年 3 月疫情时期的最高点, 2022 年 2 月末高达 20.5 个月



资料来源: 克而瑞, 中银证券

图表 42.截至 2022 年 2 月, 台州、哈尔滨、大连、宜兴、益阳、烟台住宅去化周期超过 50 个月

住宅去化周期(月)	城市	城市数量占比
>50 个月	台州、哈尔滨、大连、宜兴、益阳、烟台	6.5%
30-50 个月	梅州、兰州、北海、长春、江阴、淄博、呼和浩特、西宁、镇江、钦州、珠海、青岛、泉州	14.1%
20-30 个月	张家港、汕头、北京、洛阳、梧州、东莞、中山、河源、江门、临沂、昆明、舟山、常熟、郑州、龙岩、柳州、太原、三明、无锡、肇庆、南宁、百色、丽水、常州	26.1%
12-20 个月	佛山、温州、六安、福州、苏州、衢州、厦门、天津、淮安、西安、广州、徐州、武汉、南昌、湖州、安庆、岳阳、沈阳、嘉兴、漳州、太仓、赣州、芜湖、晋江、昆山、宁波、贵阳、淮南	30.4%
6-12 个月	深圳、莆田、长沙、盐城、海口、济南、成都、杭州、韶关、三亚、南京、扬州、石家庄、清远、东营	16.3%
<6 个月	泰州、银川、宿州、合肥、九江、上海	6.5%

资料来源: 克而瑞, 中银证券

图表 43.截至 2022 年 2 月末, 南昌、三明、惠州、哈尔滨、嘉兴住宅狭义库存面积较 2021 年同期增长较多

住宅狭义库存同比增速	城市	城市数量占比
>100%	南昌、三明、惠州、哈尔滨、嘉兴	5.3%
50-100%	扬州、宁波、韶关、益阳、淮安、盐城、衢州、临沂、龙岩	9.5%
30-50%	江门、汕头、张家港、东莞、天津、海口、郑州、淄博	8.4%
15-30%	银川、钦州、西安、西宁、百色、武汉、广州、昆明、南京、南宁、徐州、肇庆	12.6%
0-15%	江阴、常州、常熟、洛阳、兰州、长春、台州、无锡、梅州、九江、柳州、青岛、珠海、舟山、温州、成都、泰州、苏州、佛山、上海、北海、中山、南通	24.2%
-15-0%	烟台、宜兴、深圳、泉州、长沙、北京、梧州、河源、镇江、赣州、沈阳、丽水、厦门、岳阳、莆田、湖州、芜湖、大连、安庆、济南、福州、昆山、呼和浩特	24.2%
<-15%	清远、六安、晋江、石家庄、太原、贵阳、宿州、淮南、太仓、漳州、杭州、合肥、东营、三亚、衡阳	15.8%

资料来源: 克而瑞, 中银证券

供需两端针对去库存压力有效的方式有: 需求端方面, 1) 扩大需求, 放宽部分地区或部分人群的限购, 支持改善性购房需求; 2) 适当鼓励棚改货币化安置, 通过政府回购等方式转化安置房; 3) 强化信贷支持, 放宽二套房限贷, 引导下调房贷利率。供应端, 合理控制新房供应规模, 依据片区去化周期动态调整宅地供应量, 降低部分片区的库存风险, 同时有效缓解房企资金压力。

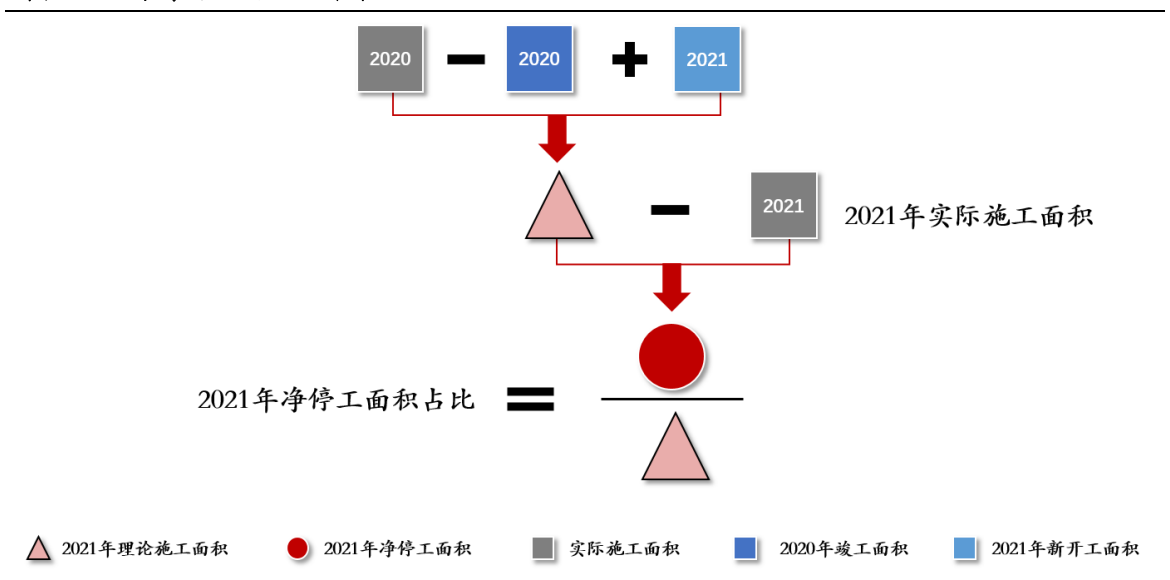
2.2 在停缓工和交付风险问题突出的城市, 重视受困房企流动性问题的解决工作

随着房企资金链加紧, 问题房企接连暴雷, 问题项目陆续出现停工, 项目交付风险不断加剧。2022 年 1 月 24 日住建部开展会议部署 2022 年工作, 强调“加强房地产市场调控, 处置项目逾期交付风险”, 当前房地产行业的交付风险仍是政府关注的重点。我们认为行业整体面临的逾期交付风险从 2019 年开始就有所积累: 2019 年融资全面收紧以来, 房企普遍面临现金压力, 提升了销售回款的重要程度, 将有限的现金首先用来确保偿还债务和销售回款, 使得房地产行业待交付风险进一步加大。2019 年全国施工面积 89.4 亿平, 新开工面积 22.7 亿平, 均处于历史最高位, 竣工面积仅 9.59 亿平, 虽同比增长 2.6%, 但仍为当时 2012 年以来次低点。2020 年疫情爆发后, 对施工的影响远大于销售, 由于施工周期弹性较小, 通过后期赶工完全弥补疫情期间停工缺口较为困难, 同时在复工的过程中, 多数房企倾向于优先对待临近销售阶段的项目, 使全年竣工量受到较大影响, 全年竣工同比下降 4.9%, 处于 2012 年以来的最低点。因此部分 2019、2020 年的项目延期至 2021 年交付, 2021 年整体行业的竣工如期放量, 全年实现竣工 10.14 亿平, 同比增长 11.2%, 不过从竣工体量来看, 2021 年 10.14 亿平的竣工量仍未恢复到 2017 年的水平。

融资收紧销售尚可的情况下，房企会通过加快项目周转顶住外部融资收紧的压力，短期房地产施工还有可能往上走，施工环节也能有安全垫。但是经过房企融资收紧、“三道红线”等监管限制，叠加2021年下半年开始房地产销售下行，房企资金压力剧增，**从新开工到竣工环节的，停工和缓建规模也会上升，地产投资面临较大压力。**我们通过大数据微观加总的方法，统计了克而瑞所有住宅项目的预期竣工时间和交付数据，得出未来竣工排布情况，2020、2021年克而瑞住宅样本的竣工交付面积为6.21、7.15亿平，基本覆盖了统计局披露的住宅竣工面积6.59、7.30亿平的94%、98%。基于现有项目（克而瑞统计7.23亿平将于2022年竣工），**2022年住宅竣工面积预计或达7.52亿平，同比增速为3.0%，在2021年竣工大年的基础上仍需实现一定的增长，2022年依然存在竣工交付的压力，部分已经出现流动性风险的民营房企或出现项目无法按时交付的风险。**

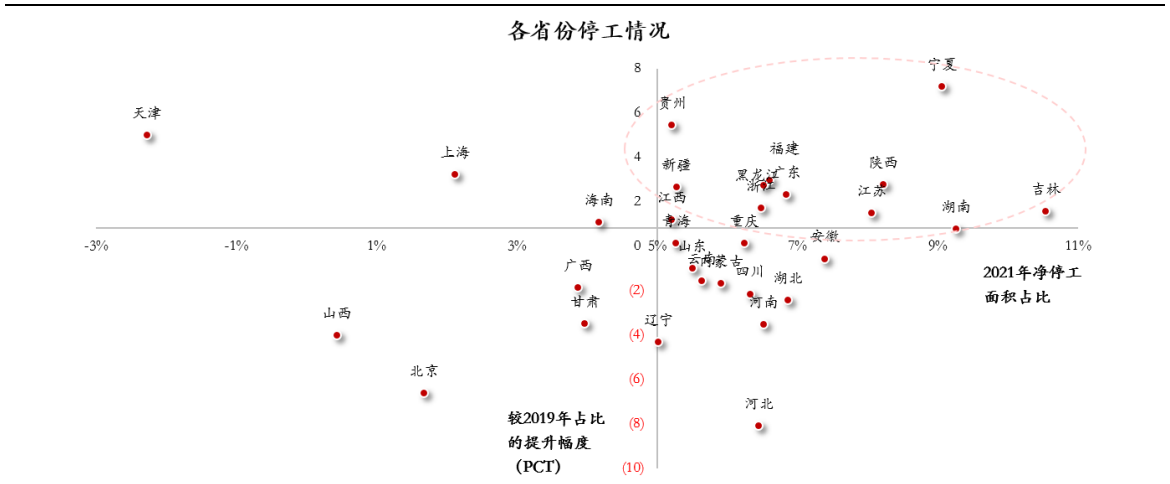
具体来看，宁夏、吉林、湖南、陕西、江苏等省份2021年停工情况较为显著，后续“保交楼”相关政策出台的压力较大。我们计算出各省份的净停工面积占比及其较2019年的提升幅度。计算方法为：1) 2021年理论上的施工面积=2020年施工面积-2020年竣工面积+2021年新开工面积；2) 2021年净停工面积=2021年理论上的施工面积-2021年实际施工面积；3) 2021年净停工面积占比=2021年净停工面积/2021年理论上的施工面积。吉林、湖南、宁夏、陕西、江苏2021年净停工面积占比分别为10.5%、9.3%、9.1%、8.2%和8.1%，宁夏、贵州、上海、福建、陕西、黑龙江2021年净停工面积占比较2019年占比提升幅度相对较大。

图表 44. 关于净停工面积的计算



资料来源：中银证券

图表 45. 吉林、湖南、宁夏、陕西、江苏 2021 年净停工面积占比分别为 10.5%、9.3%、9.1%、8.2%和 8.1%



资料来源：各地统计局，中银证券

数据说明：x轴为2021年净停工面积。y轴为2021年净停工面积占比较2019年净停工面积占比提升幅度(PCT)，2020年受疫情影响数据存在偏差，因此选择2019年为比较基数。

从具体城市来看，项目交付风险加剧，郑州、长沙、重庆和武汉问题项目均超 2 万套。据克而瑞统计数据显示，截至 2021 年末，24 个重点监测城市尚未交付的问题项目总建面约 2468 万平，占 2021 年商品住宅成交总面积比重达到 10%。其中，郑州、长沙、重庆和武汉等项目交付风险较大，尚未交付的问题项目总建面皆超 200 万平、总套数皆超 2 万套。例如长沙尚未交付的问题项目总建面高达 446 万平，占比同样达到 25%。再例如郑州，截至 2021 年末，尚未交付的问题项目总建面约 271 万平，占成交面积比重高达 29%。又如 3 月 1 日出台新政的郑州住宅项目烂尾问题也比较严重。截至 2021 年末，郑州涉及停工、延期等的待交付问题项目有 271 个，涉及 2.52 万套住房，数量位居重点二线城市前列，绿地城、锦艺四季城、名门翠园等长期烂尾项目多次引发维权事件。

图表 46. 2021 年末 24 个重点城市已停工、延期交付问题项目汇总情况 (万平方米、套)

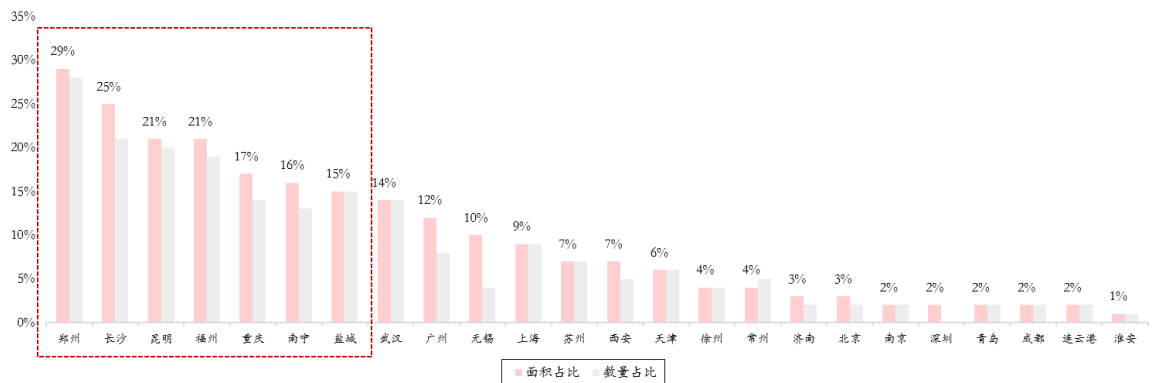
城市	尚未交付问题项目 总建面	尚未交付问题项目总 套数	2021 年成交面积	占比	2021 年成交套数	占比
郑州	271	25249	948	29%	89103	28%
长沙	446	28139	1784	25%	136393	21%
昆明	143	10976	676	21%	55076	20%
福州	89	8077	430	21%	41755	19%
重庆	331	23729	1943	17%	174987	14%
南宁	96	7343	613	16%	55519	13%
盐城	52	4260	340	15%	28542	15%
武汉	274	24275	1978	14%	168320	14%
广州	143	9184	1179	12%	109418	8%
无锡	66	2262	646	10%	54487	4%
上海	96	8439	1054	9%	94203	9%
苏州	67	5561	917	7%	76001	7%
西安	61	3373	887	7%	67552	5%
天津	81	7520	1282	6%	120438	6%
徐州	49	3596	1262	4%	102709	4%
常州	25	2654	685	4%	54902	5%
济南	29	1895	982	3%	76486	2%
北京	27	1393	951	3%	81035	2%
南京	31	2538	1246	2%	108930	2%
深圳	14	-	596	2%	64690	-
青岛	34	2007	1482	2%	131490	2%
成都	35	2633	1673	2%	127620	2%
连云港	5	411	281	2%	22538	2%
淮安	3	300	319	1%	26277	1%
总计	2468	185814	24155	10%	2068471	9%

资料来源：克而瑞，中银证券

数据说明：标红为尚未交付数量或面积较高的城市，以及占成交比重较高的城市。

图表 47. 2021 年末 24 个重点城市已停工、延期交付问题项目占比

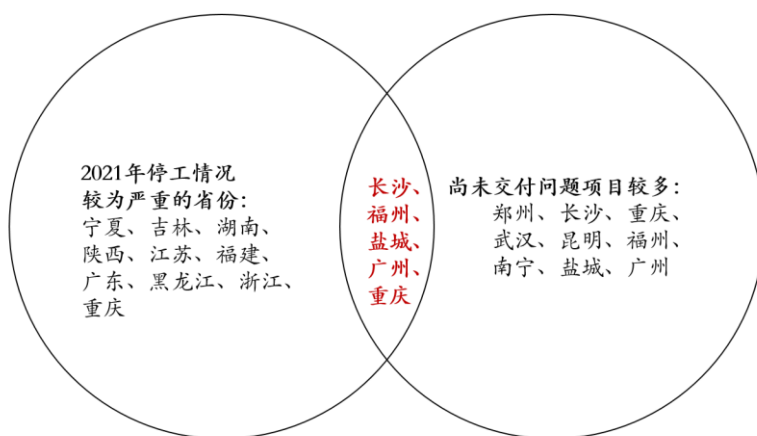
2021 年末 24 个重点城市已停工、延期交付问题项目面积、数量占成交面积、数量比重



资料来源：克而瑞，中银证券

综合停工规模、问题项目数量来看，我们认为在交付风险主要聚焦在长沙、福州、盐城、广州、重庆五个城市，在这些城市房企或将面临更多的流动性问题，地方政府应当更加重视房企流动性风险化解及保障房企合理资金的相关工作。我们认为具体措施可以从以下几个方面进行调整，提高房企资金调配效率，以更好地应对流动性压力。1) 减少审批程序，提升预售证发放速度和效率，提高房企资金运转的速度；2) 规范预售资金监管制度，一定程度上有利于改善部分城市过度收紧的预售资金监管方式；3) 调整土地价款支付方式和期限，受困企业税费允许延期和一定减免；4) 加大信贷融资支持力度，保障房企合理资金满足，鼓励金融机构增加对受困房企以及房地产并购贷款地资金支持；5) 政府牵头收并购相关工作，地方政府城投平台适当接手部分实质性无法交付的房企项目，缓解房企资金压力的同时减少需求端的观望情绪。

图表 48. 从停工规模、问题项目数量来看，我们认为在交付风险主要聚焦在长沙、福州、盐城、广州、重庆五个城市

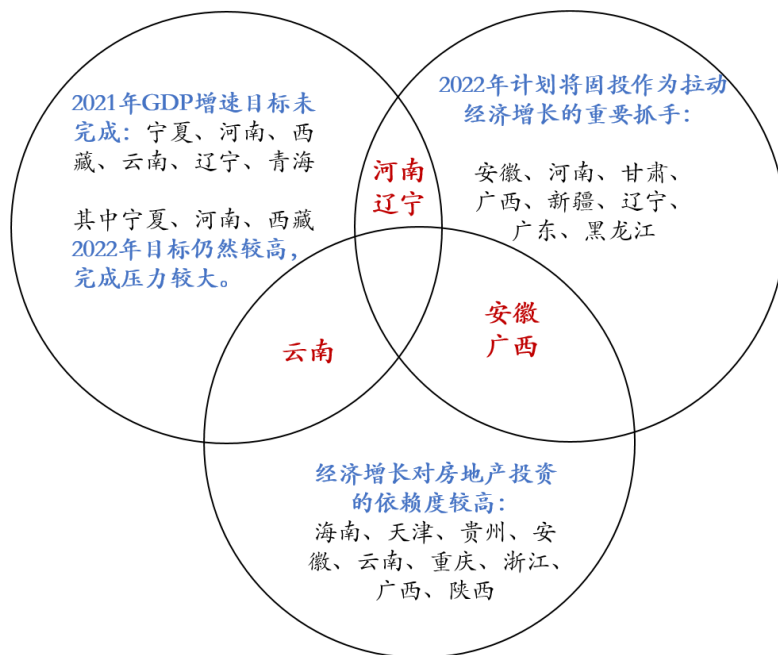


资料来源：克而瑞，中银证券

2.3 从各地 GDP 增长目标看：云南经济增长压力较大的同时需要地产投资来带动

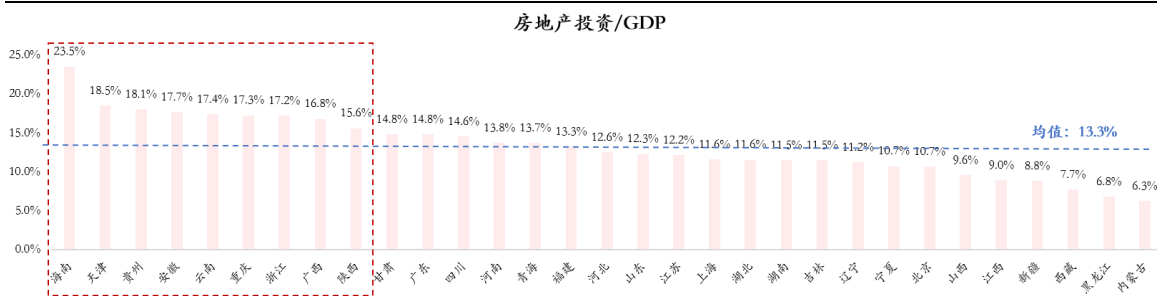
根据各省份 2022 年 GDP 增速目标判断，经济增长压力较大，同时需要房地产投资来托一把的省份是云南；河南、辽宁两个省份较为依赖固投来拉动经济增长。1) 从 2021 年 GDP 增速的完成情况来看，两成省份未完成目标，西藏、宁夏、河南、云南、辽宁、青海低于目标值，其中宁夏、河南、西藏今年的目标仍然较高，完成压力较大。2) 31 个省份中有 21 个省份公布了 2022 年固定资产投资的增长目标，平均高于 GDP 增长目标 1.7 个百分点。2022 年辽宁、黑龙江固定资产投资的增长目标高于 GDP 增长目标 4.5 个百分点，广东、广西、河南高 3-3.5 个百分点，安徽、甘肃高 2.5 个百分点。说明以上省份计划将固投作为拉动今年经济增长的重要抓手。仅有海南省固投目标低于 GDP 增长目标 1 个百分点。3) 从过去三年房地产投资/GDP 占比来看，31 个省份的均值为 13.3%，三成省份房地产投资/GDP 占比超过 15%，例如天津、贵州、安徽、云南、重庆、浙江、广西、陕西，经济增长对房地产投资的依赖度相对较高。综合来看，经济增长压力大，同时依赖房地产投资的省份是云南，预计将针对地产投资进行政策方面的调整；结合固投增速目标来看，河南、辽宁两个省份计划将固投作为拉动今年经济增长的重要抓手。

图表 49. 经济增长压力大, 同时依赖房地产投资的是云南; 河南、辽宁两个省份计划将固投作为拉动今年经济增长的重要抓手



资料来源: 国家统计局, 中银证券

图表 50. 从过去三年房地产投资/GDP 来看, 海南、天津、贵州、安徽、云南、重庆、浙江、广西、陕西占比均值在 15% 以上



资料来源: 国家统计局, 中银证券

图表 51. 2021 年 GDP 增速的完成情况来看，西藏、宁夏、河南、云南、辽宁、青海低于目标值

省份	2022 年 GDP 目标	2021 年实际 GDP	2021 年 GDP 目标
海南	9%左右	11.2%	10%以上
西藏	8%左右	7.1%	9%以上
江西	7%以上	8.8%	8.0%
安徽	7%以上	8.3%	8.0%
宁夏	7%	6.7%	7%以上
河南	7%	6.3%	7%以上
湖北	7%左右	12.9%	10%以上
贵州	7%左右	8.1%	8%左右
云南	7%左右	7.3%	8%以上
甘肃	6.5%以上	6.9%	6.5%
湖南	6.5%以上	7.7%	7%以上
广西	6.5%	7.5%	7.5%以上
河北	6.5%	6.5%	6.5%
四川	6.5%左右	8.2%	7%以上
山西	6.5%左右	9.1%	8.0%
福建	6.5%	8.0%	7.5%左右
新疆	6%左右	7.0%	6.5%左右
吉林	6%左右	6.6%	6-7%
浙江	6%左右	8.5%	6.5%以上
陕西	6%左右	6.5%	6.5%左右
内蒙古	6%左右	6.3%	6%左右
江苏	5.5%以上	8.6%	6%以上
辽宁	5.5%以上	5.8%	6%以上
山东	5.5%以上	8.3%	6%以上
重庆	5.5%左右	8.3%	6%以上
青海	5.5%左右	5.7%	6%以上
广东	5.5%左右	8.0%	6%以上
上海	5.5%左右	8.1%	6%以上
黑龙江	5.5%左右	6.1%	6%左右
北京	5%以上	8.5%	6%以上
天津	5%以上	6.6%	6.5%

资料来源：地方两会，中银证券

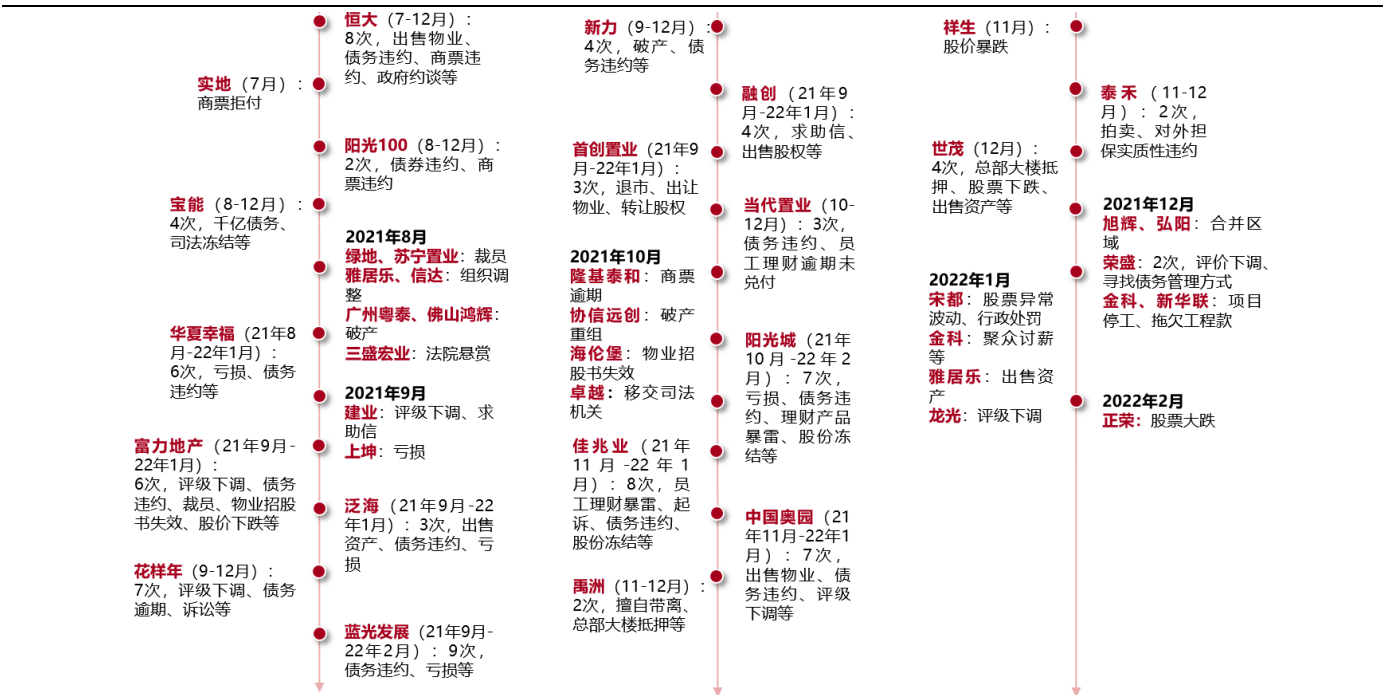
备注：标红未完成当年经济目标的数据。

2.4 房企暴雷集中的地区政策有望在牵头收并购、房企合理资金方面有所放松

据我们的统计，恒大 2021 年 7 月暴雷以来，共计 56 家房企出现暴雷事件。主要涉及的暴雷事件有：出售资产（16 起）、债务违约（29 起）、商票违约（4 起）、理财产品违约（4 起）、破产（7 起）、裁员（4 起）、组织调整（4 起）、亏损（8 起）、评级下调（7 起）。从房企规模来看，20 家房企为 TOP50 规模房企，占比 36%，多为三道红线橙红档房企、可动用现金较少、业绩大幅下滑的房企。56 家出现暴雷事件的房企 2021 年销售金额为 4.2 万亿元，占全国商品房销售金额的比重为 23%，对整体市场的影响较大。从地区来看，38% 聚集在广东（恒大、宝能、雅居乐、富力、花样年、佳兆业、奥园、龙光等），自 21 年 7 月以来广东省共计 45 次调整政策有关，主要为市场监管的调控。因此我们也可以看到近期广东的松动政策较多，12 月央行银保监会明确提出支持房企项目收并购、加大债券融资的支持力度后，广东省是首个政府召集优质房企与出险房企的对接交流会的省份。我们看到福建（例如正荣集团、世茂集团、泰禾集团、阳光城）、上海（绿地控股等）、北京（阳光 100、首创置业、当代置业等）也是相对暴雷较多的地区。从房地产行业债券违约来看，截至 2021 年 3 月 20 日，房地产行业债券违约余额 383.77 亿元，从地区分布上看违约余额占比分别为较高的省份为天津、广东、河北和安徽，分别为 26%、20%、13%和 11%。

我们认为在房企暴雷事件发生较多的地区，地方政府将在牵头房企间收并购、鼓励金融机构稳妥有序增加房地产贷款、房企合理资金满足上有望进行进一步的优化调整。具体而言，由于现在地方政府在公开土地出让时已有较多让利行为、不乏优质地块出现，所以在选择标的时，质量欠佳的标的或难得到并购方的关注，可以在并购贷款利率上面提供一定的优惠，以便于提升并购方利用并购方式获得资源的意愿和积极性。

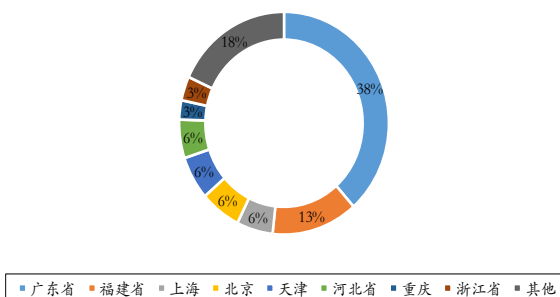
图表 52. 据我们的统计，恒大 2021 年 7 月暴雷以来，共计 56 家房企出现暴雷事件



资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 53. 38%的房企暴雷事件聚集在广东省

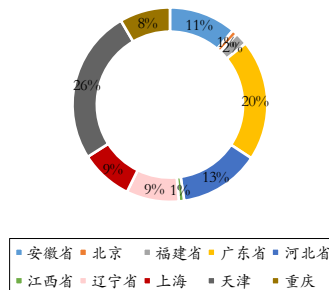
房企暴雷事件地区分布



资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 54. 房地产行业违约债券余额占比较高的省份是天津、广东及河北, 分别为 26%、20%和 13%

房地产行业违约债券余额地区分布

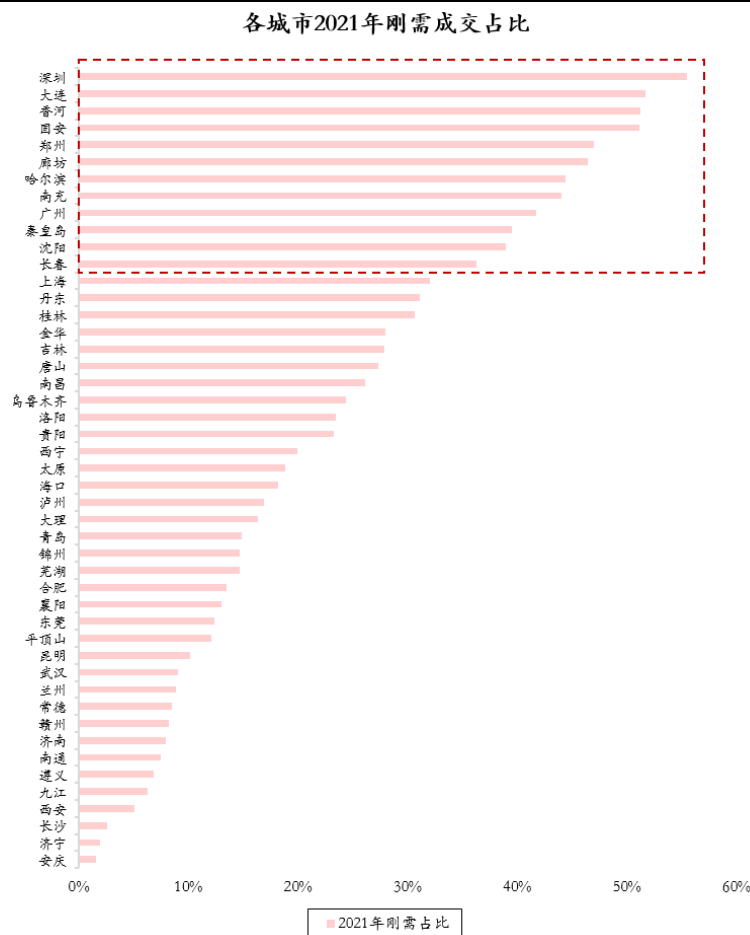


资料来源: 万得, 中银证券

2.5 目前新房市场仍以刚需为主导的城市，政策可以针对改善性需求释放调整

目前新房市场仍是以刚需为主导的城市，未来改善需求释放空间可观，政策可以针对改善性需求释放调整。47个样本城市刚需占比均值为 23.3%（2021 年 90 平以下成交套数占比），深圳、大连、郑州、哈尔滨、廊坊、香河、固安等城市目前新房市场仍以刚需为主导，90 平以下成交套数占比超过 45%，这些城市未来改善需求释放空间较为可观，因此后续政策可以对于提振改善性需求做出调整。例如本次郑州为激发改善性购房需求：置换客户可以享受按揭贷款、网签备案等方面便利；针对随迁老人，允许投靠家庭新购一套房，相当于放宽了限购套数限制。**我们认为在改善性需求的提振上具体措施有：**1) **改善类购房信贷支持力度有望加大。**1月6日，银保监会在新闻发布会上发布数据截止2021年11月末，个人住房贷款中90%以上用于支持首套房，即意味着用于支持改善型购房的个人购房贷款比例低于10%，以2021年末个人购房贷款余额38.32万亿元计算，用于支持改善型个人购房贷款的余额不到3.8万亿元，改善类购房信贷支持力度有望提升，例如针对改善性购房的首付比例可以适当降低，当购房人偿清购房贷款后，再次申请改善购房，也可按照首贷认定；房贷利率上也可采用一定的折扣。2) **适当放宽改善型商品房的认定。**例如增加住房面积、增加电梯功能、优化地段等级、购买“学区房”等，都能认定为改善类购房，同时享受相关政策优惠。3) **提供税费优惠，**例如降低二手房交易税率、适当调整营业税和增值税的免征年限等。4) **结合人口政策，**“三孩政策”的出台意味着改善性需求或有所增加，配合该政策，三孩家庭购房可领取一定的购房补贴和贷款利息减免。

图表 55. 深圳、大连、香河、固安、郑州、廊坊、哈尔滨以刚需成交占比

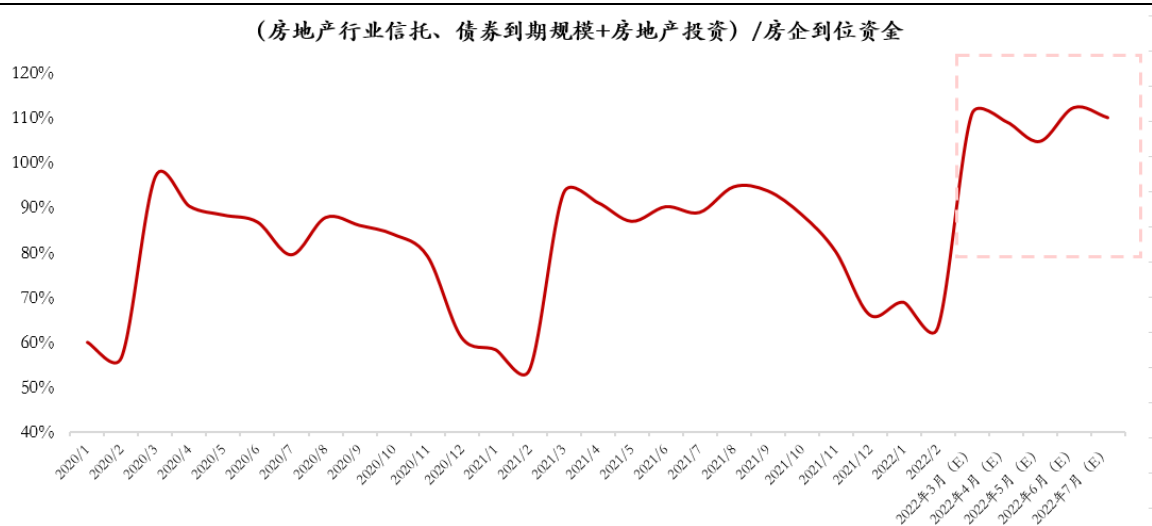


资料来源：中指院，中银证券

3 房企可以通过哪些途径主动化解当前困局？

我们认为目前房企资金链仍处于“内外交困”的境地，行业回暖前现金回笼不及 2022 年上半年债务到期速度是目前房企面临的最大困局。2022 年 1-2 月房企到位资金 2.51 万亿元，同比减少 17.7%，其中房款受销售去化率和按揭放款影响，同比增速-23.9%，降幅有所扩大；非房款同比增速-11.0%，房企外部融资环境确有宽松，但效果并不明显，整体降幅仍然较大。假设 3-6 月的房企到位资金、房地产投资仍保持 1-2 月的增速，3-6 月（房地产行业信托、债券到期规模+房地产投资）/房企到位资金的比例均值将高达 110%。我们认为解决当前困境，一方面，依靠政策纾困房企；另一方面，房企需要积极主动展开自救。在销售疲软、融资未得到实质性修复、房企债务集中到期的背景下，除了供需端、房企资金压力缓释的政策调整外，现金流的实质回暖还有待于涉险房企积极自救化解债务危机。

图表 56. 行业回暖前现金回笼不及 2022 年上半年债务到期速度



资料来源：国家统计局，克而瑞，中银证券

数据说明：假设 3-6 月仍房企到位资金、房地产投资仍保持 1-2 月的增速（即分别为-17.7%和 3.7%），3-6 月（房地产行业信托、债券到期规模+房地产投资）/房企到位资金的比例均值高达 110%，因行业 3-6 月债务集中到期压力增大。

房企积极主动展开自救，具体措施有：1) 股东输血；2) 出售项目；3) 回购债券；4) 交换要约求展期；5) 聘请财务顾问；6) 引入战投；7) 债权人积极沟通与债务重组；8) 出售物业公司；9) 节衣缩食；10) 股票增持；11) 国资入主。

1) 股东输血（富力、当代、旭辉）：2021 年 9 月 20 日，富力执行董事李思廉及大股东张力给富力地产提供 80 亿港元股东资金；10 月当代置业控股股东张雷以及执行董事张鹏向公司提供 8 亿元的股东贷款；12 月旭辉控股发布消息称，旭辉大股东将最多投入 16.73 亿港元，增厚资本金，股东通过供股的方式，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。股东输血帮助公司度过危机的举措让市场看到房企股东挽救企业的决心，释放了积极的信号。

2) 出售项目（世茂、奥园、融创等）：伴随着并购融资渠道逐步打开，卖方出让项目积极性有所提升。例如世茂集团 2022 年 1 月待售资产清单中有将近 800 亿元的资产摆上货架，积极推介其全国 36 个重点项目，包括上海核心位置的商办、广州已经处于利润分配阶段的住宅项目、深圳地标项目世茂龙岗国际中心等核心资源，已以 45 亿元的代价出售上海外滩茂悦大酒店于上海地产。中国奥园出售多个境外项目，回笼资金约 30 亿元。2021 年 6-10 月，融创中国累计出售约 1864 万股贝壳美国存托股票，总代价约为 5.54 亿美元（人民币约 35.4 亿元）；11 月初滨江集团以 16.73 亿收购融创项目公司股权，以获得杭州两宗地块权益；11 月 8 日，融创中国将商管公司出售予融创服务，代价为 18 亿元，融创中国通过出售贝壳股权、出售项目公司及商管板块股权等措施回流资金超 70 亿元。

3) **公司回购债券&高管购买债券 (禹洲、德信、金辉、融信、弘阳、龙光、建业、奥园等公司回购债券; 碧桂园、新城、旭辉、金地高管购买公司债券)**: 美元债违约事件往往被看作是房企暴雷的标志之一, 市场对于房企美元债逾期较为敏感。因此不少房企开始积极回购美元债, 提振市场信心。2021年10月中梁、禹洲、德信、金辉、融信、弘阳、龙光、建业、奥园等房企密集对外披露回购美元债, 其中龙光集团宣布提前赎回1000万美元2022年到期的美元债, 并表示截至9月底, 已完成2021年所有境内外到期债务的再融资, 无债务到期的资金压力; 建业地产回购本金总额1428万美元的票据; 中国奥园已回购总额为300万美元的优先票据; 中梁控股已购回2021年11月票据累计本金总额超5000万美元。继增持自家股票后, 房企高管开始在二级市场购买债券, 2022年3月已陆续有三家头部房企宣布公司高管计划购买公司债券, 总规模合计达1.5亿元。3月16日, 碧桂园公告董事莫斌及监事王增瑞将购买规模不超过2000万元的公司债券; 3月23日, 购买的高管团队扩大至全体董事、监事及高级管理人员, 购买规模不超过1亿元(包括此前的2000万元)。3月18日、3月21日新城控股、旭辉控股也分别披露高管购买公司债券的公告。其中, 旭辉集团的购买主体为公司董事陈东彪和杨欣, 购买总规模不超过3000万元; 新城控股购买主体则包括董事兼总裁梁志诚、董事兼联席总裁曲德君、财务负责人管有冬、董事会秘书陈鹏, 购买总规模不超过2000万元; 3月25日金地集团发布公告, 公司董事长凌克及部分核心管理人员计划购买规模不超过2000万元的公司债券。

4) **交换要约求展期 (荣盛、禹洲、大发)**: 荣盛发展曾为两支存量合计约8亿美元债券发起交换要约和同意征求, 获得了持有人超75%的支持, 成功交换。2021年2月, 禹洲集团完成了2022年部分票据的交换要约; 大发地产在今年年初发出修改违约条款的意见征求, 获得了受托人的同意, 征求修改违约条款的两笔美元债, 分别为2022年到期、票面利率12.375%; 2023年到期、票面利率13.5%。债务得到展期, 意味着房企能获得更多的时间处理债务。

5) **聘请财务顾问 (当代置业、正荣)**: 房企们为了缓解其流动资金问题, 开始聘请专业的财务顾问, 帮助公司评估财务情况、资本结构, 提供优化建议, 同时增强与债权人、投资人之间信息沟通的透明度。例如正荣集团1月聘请了德勤担任自家公司的独立财务顾问, 专门负责处理银团贷款事项; 当代置业委任华利安诺基为其财务顾问, 以评估集团的资本结构评价集团的流动资金及探索所有可行的补救方案。

6) **引入战投 (万达商管)**: 2021年3月珠海国资出资30亿元战投入股万达商管, 增加了公司的市场信用背书, 提升市场化投资人的信心, 为其发展提供安全保障。受益于国资战投, 公司IPO前融资达380.76亿元, 包括腾讯、蚂蚁、中信资本、星匠、合众人寿保险、碧桂园服务、招商局轮船、周大福郑裕彤家族、PAG等22家公司参与投资, 合计持股比例为21.17%, 相应估值1800亿元。(详见附录三)

7) **债权人积极沟通与债务重组 (华夏幸福)**: 华夏幸福是较早暴雷的房企之一, 现在债务重组已经落地。2月发布关于公司债务重组的进展公告, 目前已签约实现债务重组的金额累计为429.2亿元, 相应减免债务利息、豁免罚息金额共计28.7亿元。

8) **出售物业公司 (禹洲、富力、中梁)**: 相比于2018-2020年物业管理公司分拆上市热潮, 2021-2022年是物业板块出售频频发生, 成为了帮助房企度过难关的有效途径。例如禹洲集团、富力地产、蓝光发展、中梁控股都将旗下物业公司转手。华润万象生活以10.6亿元收购禹洲物业; 中梁、花样年、富力、蓝光旗下的物业公司都出售给碧桂园服务, 与中梁的交易并没有披露价格, 后三家交易价共计约180亿元。

9) **节衣缩食 (万科)**: 万科是从节流方面入手的代表公司, 在万科发布《关于万科集团总部“节衣缩食”和打造“战时氛围”的倡议》中提到了节流细节, 例如提前订票降低购票成本、根据天气温度调整室温、人走关灯等。

10) 股票增持 (碧桂园、富力、中南、禹洲、滨江、世茂) : 2021年10-11月富力地产执行董事张力增持公司股份7次,增持总量为1042万股,占公司股份的0.2%。2021年3月-2022年1月中南建设控股股东中南城市建设投资有限公司及董秘梁洁1424万股和19万股公司股份,分别耗资6322万元和113万元,占公司股份的1.65%和0.03%。禹洲集团实控人林龙安在2021年3-11月合计增持11次,合计增持5.2亿股股份,累计耗资9.4亿港元,持股比例从59.23%增至59.47%。2021年杨惠妍增持碧桂园29次,增持总量达3.28亿股,累计耗资约31.37亿港元,持股比例从58.94%增至63.07%。2021年1-11月世茂集团董事会主席许荣茂增持11次,合计增持公司股份1.24亿股,持股比例从65.02%增至66.31%,累计耗资17.65亿港元。2021年滨江集团控股股东杭州滨江投资和董事长分别增持公司股份7657万股和1338万股,累计耗资1.4亿元和5602万元,持股比例分别从43.69%增至45.41%,11.54%增至11.94%。股东增持彰显了对公司未来发展前景的坚定信心。

11) 引入国资 (华南城、恒大) : 2021年12月末华南城引入深圳特区建发集团成为大股东;原本债务问题频出的公司,在国资入主后1个月内两笔美元票据债务获得展期;同时,与深圳能源集团子公司签订了合作框架协议,试图在新能源赛道进行转型升级;2022年3月,公司与深规院一起启动了旧改项目,预计可带来超过1000亿元的商业价值。3月22日,恒大的金融债权人中信信托收到广州城投集团来函,将通过项目退地方式化解部分恒大的风险项目。上述方案具体为,恒大先启动项目退地,广州市政府引入履约能力强的AAA高信用等级主体广州城投集团作为保证人,保全信托计划全额本金分期支付,最终使得信托本金安全退出,该方案或将化解中信信托对恒大的30多亿元信托借款。随着广州城投集团介入的处置方案落地,这将成为信托业内首个由地方政府牵头协调、通过市场化方式实现地产项目风险化解的新方式。

图表 57. 为了应对困局,各地房企纷纷展开了多样化的自救措施

应对方式	典型企业
股东输血	富力地产、当代置业、旭辉控股
出售项目	世茂集团、中国奥园、融创中国等
公司回购债券&高管购买债券	公司回购: 中梁控股、禹洲集团、德信地产、金辉集团、融信中国、弘阳地产、龙光集团、建业地产、中国奥园 高管购买: 碧桂园、旭辉控股、新城控股、金地集团
交换要约求展期	荣盛发展、禹洲集团、大发地产
聘请财务顾问	当代置业、正荣集团
引入战投	万达商管
债权人积极沟通、债务重组	华夏幸福
卖物业公司	禹洲集团、富力地产、中梁控股、蓝光发展
节衣缩食	万科
股票增持	碧桂园、富力地产、中南建设、禹洲集团、滨江集团、世茂集团
引入国资	华南城、恒大

资料来源: 公司公告, 中银证券

3.1 组织架构调整加速，管理层级精简、区域合并、管理人员下沉为主要方向

近期房企正在加速调整组织架构，从组织架构的调整内容来看，管理层级精简、区域合并、管理人员下沉是房企的三大调整方向。2022 年以来，至少已有阳光城、中南、世茂、中梁、建发、万达、碧桂园、建业、融创、祥生、宝龙、富力、金辉等 13 家房企调整了组织架构。组织架构的调整主要可以分为以下三大类：

1) **管理层级精简**：建业集团从原来的“集团-业务集团-大区-城市公司-项目”五级管理变为“集团-城市公司/专业公司-项目公司”三级管理。祥生控股将原有的 7 大中心、3 大直管部门及多个二级部门调整为董事办、营销管理、金融管理等 9 大部门，形成了 7+2 集团职能条线管理模式，“去中心化”特征明显，通过组织架构调整，实现管理链条高效协同的一盘棋建设，最终提升企业对市场敏感度与快速反应能力。宝龙地产营销中心撤销“配套部”，配套管理职能并入“市场部”；“广东事业部”并入“宝龙置地”；“安徽事业部”并入“事业二部”等调整可以看出，公司“缩编”意图明显。

2) **区域公司合并、裁撤等动作**：中南建设将苏皖区域和苏沪区域合并，成立沪苏区域；海西区域和两广区域合并，成立华南区域。融创中国由此前的七大区域调为九大区域。金辉集团全国地方公司整合为九大城市公司，推进扁平化管理。世茂集团将原浙江区域公司撤销，成立浙江地区公司，并将原下属华中地区公司升级为独立地区公司，原下属浙东地区公司撤销，项目合并进浙江地区公司。富力地产将西北区域和华北区域合并，成立了北方区域。碧桂园区域公司的合并动作较大，区域公司由原来的 106 个缩减至 65 个，调动主要集中在北方、西南、华中和东南，收缩战略意图明显。

3) **组织的变动伴随着人员的流动与调整，而“管理人员下沉”成为了不少房企的配套调整策略**。建业集团由于管理层级和机构编制的压缩，总部 1000 人要有超过一半的人要重新返回到一线项目和城市公司中去。从祥生的组织变化来看，管理人员也有“下沉”的动作，其架构升级之后，董事办负责人也是营销管理部负责人。万科董事长郁亮在 2022 年年度总结发言中所强调的，“管理人员都要全部下沉，身先士卒，现在集团已经取消了原集团合伙人的层级，所有原集团合伙人全部下沉到所在单位。

图表 58. 2022 年以来，阳光城、中南、世茂、中梁、建发、万达、碧桂园、建业、融创、祥生、宝龙、富力、金辉调整了组织架构

时间	房企	具体组织架构调整措施
1月3日	碧桂园	碧桂园新一轮组织架构调整将落地。调整完成后，碧桂园区域公司由原来的 106 个，缩减至 65 个。
1月5日	世茂	世茂集团 (00813.HK) 宣布新一轮架构调整，对集团总部职能部门、区域职能部门进行整合，如裁撤区域及以下层级投资功能投资中心；区域设置方面，撤销原浙江区域公司，升级华中地区公司，并将沪苏区域公司的部分项目重新划分管辖权。
1月8日	阳光城	阳光城津冀总裁谢琨一封内部信中称，昨日阳光城津冀区域、山西区域、北京区域正式合并，将取消天津平台、河北平台、山西平台人员，后台人员在北京办公管理。
1月8日	万达	万达地产将原来的东区、西区、南区 and 北区四大区域，整合为南区和北区两大区域。伴随组织架构的调整，东、西两区项目公司人员合并进入南、北两区，人员将有所优化，预计整体优化将在春节前完成。调整完成后，南区、北区的区首将保持不变，北区区首仍为曲晓东，南区区首仍为刘光敏，而东、西区的区首是否调回万达商管集团，目前仍未确定。
1月17日	中梁控股	中梁发布了一份《关于控股集团总部组织调整相关事项的通知》，因公司架构调整，控股集团总部相关职能将与地产集团总部进行整合。公司顺应目前的房地产行业形势，剥离一些非地产业务，聚焦地产主业，集中精力做好地产开发；并且本次调整主要针对控股集团总部，对上市平台的主要运营主体即地产集团的业务开展并无影响。同时，从 2022 年 1 月 17 日起，全体员工按照人力部门通知及进度安排办理离职手续。本次调整涉及到的员工人数分别为：控股集团总部 (148 人)，新基础建设支撑集团 (164 人)，其他组织 (33 人)，累计 345 人。
1月26日	建发房产	本次建发房产调整将主要明确“集群—事业部—城市公司—项目部”四级管理架构。原海西、东南、华东、华南、华中 5 大区域，合并为 3 个集群。其中华南区域并入海西集群，华中区域项目分别被并入海西集群和华东集群。建发房产华南区域包括广州、深圳、珠海、佛山等城市；华中区域包括长沙、武汉、株洲、黄石等城市。
2月7日	建业集团	公司将进行新一轮组织架构调整。从原来的“集团-业务集团-大区-城市公司-项目”五级管理变为“集团-城市公司/专业公司-项目公司”三级管理。
2月9日	中南建设	中南建设传出组织架构调整消息，将苏皖区域和苏沪区域合并，成立沪苏区域；海西区域和两广区域合并，成立华南区域。
2月10日	融创中国	公司宣布了调整组织架构，由原先的七大区域调整为九大区域。新成立西北区域，管理陕西省、山西省、甘肃省和宁夏回族自治区四地；原西南区域拆分为成渝区域、云贵区域，分别管理四川省、重庆、云南省及贵州省。
2月14日	祥生控股集团	内部发文表示进行组织架构调整，本轮架构调整最为明显的是“去中心化”，集团组织架构调整后，将原有的 7 大中心、3 大直管部门及多个二级部门调整为董事办、营销管理、金融管理等 9 大部门，形成全新的 7+2 集团职能条线管理模式，集团针对总部架构的升级是希望在新形势下实现组织“一盘棋建设”：打破原有的惯性组织思路，打造更为敏捷的弹性组织，以终为始，聚焦如何让总部职能更具生产力。通过组织架构调整，实现管理链条高效协同的一盘棋建设，最终提升企业对市场敏感度与快速反应能力。
2月28日	富力	原富力集团西北区域董事长相立军出任北方区域董事长。富力地产此前调整了组织架构，将西北区域和华北区域合并，成立了北方区域，相立军将管理各职能条线及区域公司，上述变动发生于 1 月份。
3月3日	金辉集团	集团内部发文升级集团组织架构，其全国地方公司整合为九大城市公司，推进扁平化管理。具体来看，金辉集团原环渤海区域公司更名为北京公司，原华东区域公司更名为江苏公司，原东南区域公司更名为福建公司，原华中区域公司更名为华中公司，原西南区域公司更名为重庆公司，原西北区域公司更名为西安公司，原长三角区域公司更名为浙江公司，上述公司的管辖范围均不变；此外，金辉集团既有的两个城市公司——上海公司和深惠公司保持不变。本次组织架构主要变化是将原“总部-区域-城市-项目”调整为“总部-大城市公司-片区/项目公司”的组织模式，通过缩短纵向距离，提高项目经营管理决策效率，让管理更扁平、决策更高效，增强内部协同和作战能力，更好地适应房地产精细化运营的现实需要。在现有 9 个城市公司布局基础上，金辉集团将进一步聚焦和发展匹配公司战略的核心城市，快速适应外部环境变化，及时响应市场变化和客户需求，持续加强企业综合经营能力。
3月4日	宝龙地产	市场消息称，宝龙地产进行组织架构调整。其资产管理中心增设“特殊资产部”；营销管理中心撤销“配套部”，配套管理职能并入“市场部”；“广东事业部”并入“宝龙置地”；“安徽事业部”并入“事业二部”；原事业二部“武夷山项目”转入“宝龙置地”管理；原宝龙置地“扬泰城市公司”转入“事业二部”管理。整体来看，“缩编”意图明显。

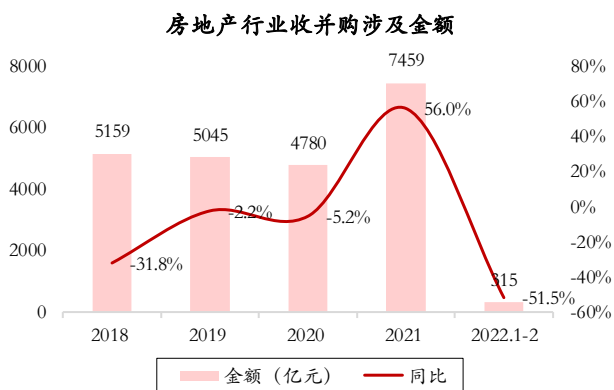
资料来源：公司公告，中银证券

3.2 出售资产：政府牵线、融资较为畅通、央国企主导的项目收并购会率先展开

并购融资的利好不断释放，起到了一定的提振市场信心的作用。在房企资金链紧张、暴雷事件频发的背景下，2021年12月10日，央行、银保监会出台《关于做好重点房地产企业风险处置项目并购金融服务的通知》，打通并购融资通道，支持优质房企兼并收购出险和困难的大型房企的优质项目。进入2022年，为进一步调动房企收并购积极性，承债式并购贷款政策落地，针对出险企业项目的承债式收购，相关并购贷款不再计入“三条红线”相关指标。另外，广东省政府召集多家房企开会，并为几家国企央企收并购出险房企项目“牵线搭桥”。并购贷融资的放松和地方政府的介入，为房地产市场收并购开展和行业有序出清提供支持。

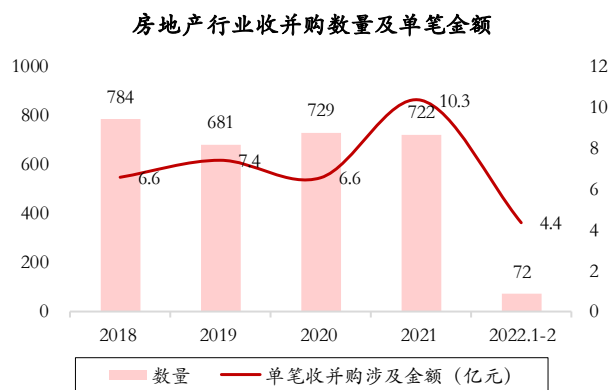
不过从实际市场来看，成效甚微，行业并未出现大规模收并购事件。2022年1-2月房地产行业收并购涉及金额315亿元，同比下降51.5%，收并购数量为72笔，单笔金额为4.4亿元。我们认为房企出售资产不畅主要有以下三方面的原因：1) 交易双方的供需匹配程度并不高，收购方（多为央国企）希望寻找性价比较高的优质项目，同时当前销售不景气，手握现金、保障充足的流动性对于房企来说更为重要；而被收购方（多为民企）对可出售项目有诸多考量，出险企业不愿过早触及核心优质资产，项目在定价上也较难达成一致。2) 由于房地产行业风险还未完全出清，部分银行对并购贷款等涉房贷款仍持观望态度。3) 收并购交易复杂，房企现阶段或更倾向于直接拿地。出险项目往往涉及多方股权、债权，尽调较为复杂，此外新一轮的集中土拍陆续开展，和收并购项目相比，公开市场招拍挂获得的土地更加透明规范，房企也更倾向于直接拿地。基于以上三点原因，我们认为短期内市场可能并不会自发出现大规模地产开发项目收购动作；但是政府牵线、同时融资较为畅通的项目收并购会率先展开，央国企将起到带头作用积极参与收并购。随着后续行业风险逐步出清，预计央国企及优质民企将凭借自身实力及相关政策的利好支持在收并购市场掌握更多的主动权。

图表 59. 2022 年 1-2 月房地产行业收并购涉及金额 315 亿元，同比下降 51.5%



资料来源：万得，中银证券

图表 60. 2022 年 1-2 月房地产行业收并购数量为 72 笔，单笔金额 4.4 亿元

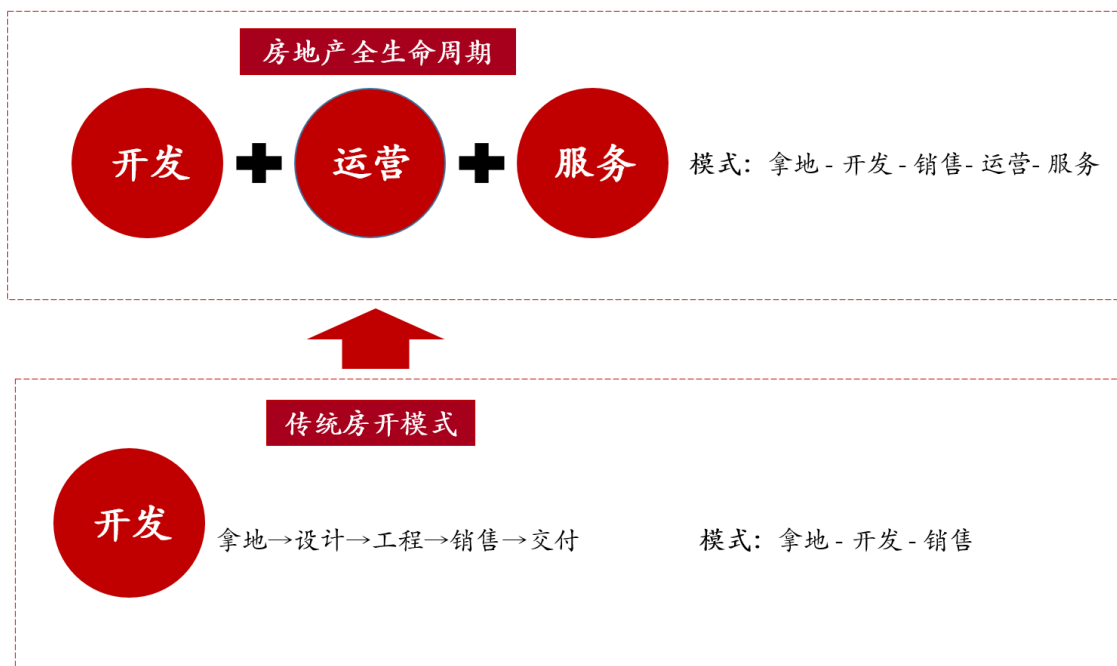


资料来源：万得，中银证券

3.3 “代建+ TOD+城市更新”或成为行业发展新模式的三大方向

房地产市场从增量为主到增量存量并重的时代，“探索新的发展模式”实际是在引导房企向相关子领域布局。房企的多元化路径主要分为两类：1) 房地产链条上进行产业延伸的多元化：以万科、龙湖集团、融创中国为代表，主要发展业务包括商业地产、物业管理、长租公寓、特色小镇、文旅地产、物流地产等。2) 跟着政策红利和产业风口进行跨行业投资：以恒大、碧桂园等为代表，多元业务有矿泉水、养猪、机器人、足球、汽车等。但在实际实践中，我们发现与地产主业无关联的多元化业务布局易分散房企精力，导致无序扩张，同时在每个领域都不容易做出具备竞争力的产品。以恒大为例，搭建了包括恒大冰泉、恒大汽车、恒大物业、恒腾网络、童世界、大健康产业等多元化业务板块；然而，多以亏损收场，导致其主业承压，拖累公司整体财务状况。因此对于多数房企来说，试水与主业无关的多元业务风险较大，现阶段处于安全性的考量，房企更倾向于加大收益相对较好的、与地产开发主业相辅相成的多元业务布局力度，形成“开发+运营+服务”的新型发展模式。

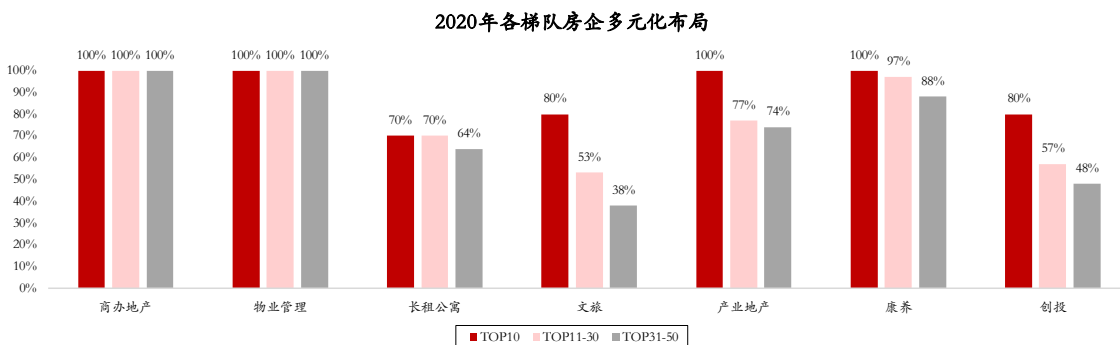
图表 61. “开发+运营+服务”并举是行业发展新趋向



资料来源：中银证券

在目前地产开发业务规模增速明显放缓的情况下，未来房企多元化业务的营收业绩贡献仍有提升空间。从营业收入来看，自 2017 年至 2021 年上半年，TOP30 房企多元化业务营业收入的平均占比由 8.8% 升至 12.06%。重点房企营收中能拆分出的多元化业务主要有物业管理、投资物业（包含商业地产和酒店）、产业地产、文旅地产、代建、城市更新等方面。其中商办和物管已经是 TOP50 房企的标配；对于长租公寓、文旅参与度相对较少，但 TOP30 房企的参与度也有 70%。此外，近几年数字化应用在产业链的兴起，部分房企成立了基金或投资公司，专门用于房地产产业链当中数字化应用科技公司投资或者参股，创投板块的参与度也有所提升。我们认为现阶段新模式的探索主要聚焦城市更新、TOD 和代建三大方向。

图表 62. 重点房企营收中能拆分出的多元化业务主要有物业管理、投资物业、产业地产、文旅地产、代建、城市更新等



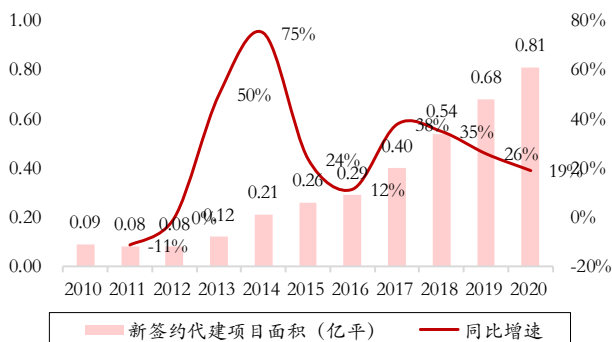
资料来源：克而瑞，中银证券

3.3.1 代建业务：具有轻资产、低负债、高盈利及抗周期等特征，是房企发展的优选

就与地产开发主业的关联度来看，较为贴合的还有代建业务，据克而瑞统计 TOP50 房企中 32% 涉足代建领域。从 2010 到 2020 年 10 年间，商业代建总建面约 3.5 亿方，总量处于上升通道，行业集中度较高，其中绿城加建业两家占到整体份额的三成。代建随着城市更新带来的机遇，未来释放出来的空间会更大。同时 2021 年下半年以来，民企拿地谨慎，三批集中土拍中城投平台起到了重要的托底作用，但城投平台不善于项目开发建设，在投资和开发相分离的趋势下，代建有望迎来新的风口。代建方通常是品牌房企，其在品牌、产品、成本、融资、管理、团队等方面积累的成熟的经验，可为委托方提供项目定位、规划设计、工程管理、成本管理、招投标管理、营销管理、品牌管理、交付管理等开发全过程服务。

图表 63. 从 2010 到 2020 年 10 年间，商业代建总的建面约 3.5 亿方，总量处于上升通道

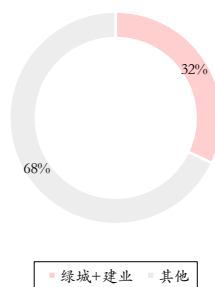
全国新增商业代建项目建面



资料来源：克而瑞，中银证券

图表 64. 代建开始向头部企业倾斜，2020 年绿城加建业两家占到整体份额的 3 成

绿城+建业代建面积占总体代建面积占比



资料来源：万得，中银证券

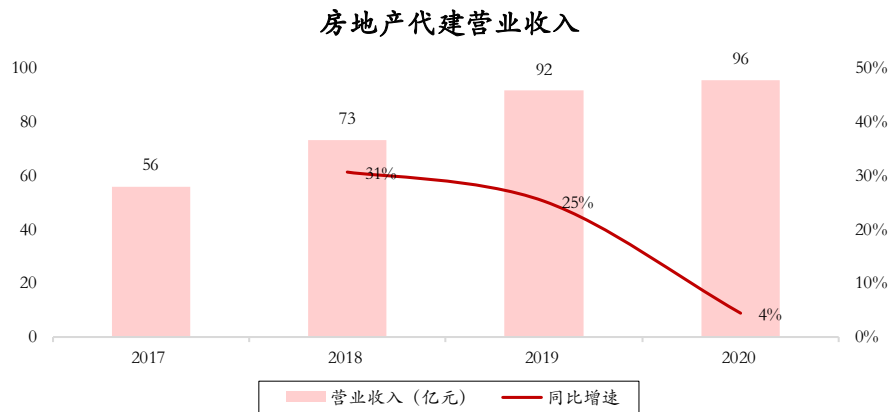
图表 65. 代建方为委托方提供项目定位、规划设计、工程管理、成本管理、招投标管理、营销管理、品牌管理、交付管理等开发全过程服务



资料来源：中银证券

代建有轻资产、低负债、高成长、高盈利、抗周期等特点，是新发展模式的重要方向。2017-2020 年，房地产代建的营收快速提升，复合增长率分别达到 19.5%，2020 年代建业务的营收为 95.8 亿元，尚不足百亿，仍有较大发展空间。从净利润率来看，房地产代建的净利润率相对高于传统房地产业务。2017 年以来，房地产代建业务的净利润率水平高于 25%，到 2020 年达到 25.4%，高出传统房地产净利润率超 10 个百分点。不同于重资产模式下房企，代建业务以轻资产为主要特征，代建方基于委托关系，向委托方输出管理、品牌及资源，由于无需大量投入成本。未来代建业务的轻资产业务模式有望受益于规模经济，成本效应有望使得利润率进一步提高。代建业务通常为轻资产运营模式，代建公司无需大量资金投入，公司财务杠杆较低。优秀的代建公司具备卓越运营和管理能力，对资源和资金的依赖较传统房地产开发业务小。同时，代建业务具有抗周期性，能够抵御市场下行风险。

图表 66. 2017-2020 年，房地产代建的营收快速提升，复合增长率分别达到 19.5%



资料来源：中指研究院，中银证券

龙头房企拥有更强的成本、产品、品牌、信任优势；同时地方性小房企拥有良好的土地资源，但开发能力、资金实力有限，产品无法产生溢价。在这样的背景下，双方进行代建合作就能产生 1+1>2 的效果。代建方（品牌房企）从甲方变成了乙方，逐步实现由开发商向服务商的转型；委托方（政府或小型房企）也可借助代建方的品牌优势获取比自身品牌价值更高的溢价。

品牌房企之所以能输出管理，主要是因为具有以下优势：1) **成本优势**：规模房企集中采购优势明显，融资成本相对较低，开发周期相对较短，销售去化速度相对更快，整体项目的周转速度较快，利润空间也相对更加充足；相比之下小房企采购规模小、开发进程较为缓慢，融资成本相对更高，同时由于自身品牌知名度不够，去化速度也相对慢于规模房企。2) **产品优势**：品牌房企在过往开发中积累大量优质产品线、产品细节，可以根据不同项目选择运用；小房企的产品力相对较弱，很难满足购房者对产品越来越高的要求，同时新产品的研发成本很高，相对而言品牌房企复制自身已有的产品的成本和难度相对都较低。3) **品牌优势**：品牌房企相对有更高的影响力和口碑，项目容易获得更高的溢价；小房企则需要耗费更多的宣传费用，相对而言溢价也较少。项目可以使用代建方的品牌，由此产生一定的品牌费用。例如朗诗 2020 年委托代建业务收入 6.86 亿元，其中品牌授权服务收入 9572 万元，占比逐年增长，从 2018 年的 3% 增至 14%。4) **信用优势**：品牌房企信用评级相对较高，融资渠道更为畅通，同时更容易和政府达成合作，在购房者间的信任度也更高。

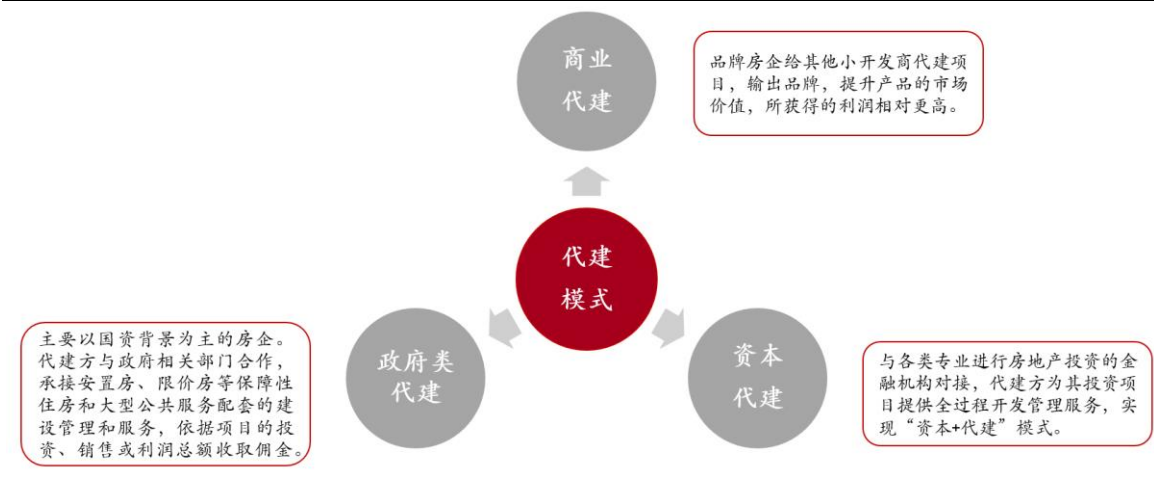
图表 67. 龙头房企拥有更强的成本、产品、品牌、信任优势



资料来源：中银证券

房企代建参与模式主要有三：第一类是政府类代建，主要以国资背景为主的房企。代建方与政府相关部门合作，承接安置房、限价房等保障性住房和大型公共服务配套的建设管理和服务，依据项目的投资、销售或利润总额收取佣金。政府代建项目的利润较低，代建收入一般不超过建安成本的3%，但也可通过政府代建获得更多的社会资源。第二类为商业代建，即品牌房企给其他小开发商代建项目，输出品牌，提升产品的市场价值，所获得的利润相对更高，部分能达到销售收入的5%-8%。如果延展到前期的规划设计到后期物业管理，全程获得的收益将会更高。参与房企主要有1) 规模型房企，例如绿城管理以住宅代建为主，金地管理以商办类代建为主，2) 区域型房企，在所聚焦的区域会有较大的市场份额，包括建业、蓝光等，3) 产品具有独特竞争力的房企，如以做绿色建筑代建为主的朗诗、当代等。第三类为资本代建，与各类专业进行房地产投资的金融机构对接，代建方为其投资项目提供全过程开发管理服务，实现“资本+代建”模式。

图表 68. 房企参与代建一般有政府类代建、商业代建和资本代建三种模式



资料来源：中银证券

3.3.2 TOD 模式：回报率较高，是综合实力强劲、融资成本较低的房企的可选路径

在政策利好背景下，房企也开始在 TOD 领域发力，TOD 开发业务回报率较好。TOD 模式往往能够以较低代价购地，因此项目毛利率非常可观，例如根据我们的计算，越秀地产通过该模式所获地块的地货比平均在 40%，预期毛利率均值在 40% 以上，高于公司整体毛利率水平，且随着 TOD 项目各项设施逐步到位，后续住宅项目的销售价格还有上升空间。目前，很多房企已经形成自己的 TOD 产品线和开发模式，比如华润万象城、龙湖天街，布局“站城一体化”。目前，房企参与 TOD 的方式为与国内的交通企业展开合作，公交站点、车辆的建设和经营交给轨道公司，房企主要负责开发和整个流程的把控。

图表 69. 越秀地产 TOD 项目的盈利空间良好

项目名称	获取时间	总可售建面 (万平)	总地价 (亿元)	权益比例	楼面均价 (元/平)	当年销售均价 (元/平)	地货比	预期毛利率
星图 TOD	2019	94.02	141.1	86%	15007	25600	58.6%	21.8%
星樾 TOD	2019	61.05	48.7	51%	7977	36000	22.2%	64.0%
星瀚 TOD	2019	61.22	40.2	51%	6566	32400	20.3%	64.3%
星汇城	2020	47.28	61.6	51%	13029	27000	48.3%	33.2%
星樾山畔	2020	20.80	42.9	51%	20625	40000	51.6%	35.9%
均值							40.2%	43.9%

资料来源：公司公告，亿翰智库，中银证券

数据说明：预期毛利率= (销售均价-楼面均价-建安成本) / 销售均价，其中建安成本以 5000 元/平计算。

TOD (Transit-Oriented-Development) 模式指以公共交通为导向的综合发展模式。其中的公共交通主要是指火车站、机场、地铁、轻轨等轨道交通及巴士干线，然后以该站点为中心，以约 400-800 米为半径进行高密度开发，形成同时满足居住、工作、购物、娱乐、出行、休憩等需求的多功能社区。对于房企而言，TOD 项目的操盘需要强大的综合实力，一方面，以 TOD 模式开发城市综合体项目的过程，涉及商业地产、产城办公、酒店、公共服务、休闲绿化以及住宅地产等多个业态与轨道交通的融合，对开发企业多业态开发能力、组织能力、持续运营能力等的要求很高。另一方面，不同于住宅的开发销售模式，TOD 项目内需配置大量自持的商业、产业及公共服务业态，因而投资额庞大、开发周期长、自持体量大。而且通常自持 TOD 商业综合体项目，固定资产回报率在 6-7% 左右，只有综合融资成本小于 6% 的房企才具备足够的实力和耐力操盘这类大体量的项目。

随着房企在 TOD 领域的持续深耕，TOD 产品持续更新。1) 国资背景下越秀地产与广州地铁的合作开发，从 1.0 的单地块开发到 4.0 参与地铁物业全生命周期项目管理迈进。2) 较早介入 TOD 商业开发的龙湖集团，截至 2021 年 6 月，已在全国持有的 TOD 项目有 60 多个，开发面积约 900 万平。龙湖集团聚焦于重点城市的交通节点，依托住宅、商业、租赁住房、产城、养老、医疗等多元产业发展经验，进行网格化布局，围绕交通核心节点将复合业态融入 TOD 发展模式，实现城市服务业的聚合及土地资源的集约高效利用。3) 万科通过深圳地铁背景及与多家地铁公司的合作关系，持续在 TOD 领域保持竞争力，比如万科与杭州市地铁置业有限公司等地铁公司进行合作，方便公司在长三角与进行 TOD 项目布局。万科通过“地铁国企+头部房企”的联合拿地拓展 TOD 项目，为“城市配套服务商”定位提供有力支持。产品方面，万科“天空之城”系列以丰富业态打造“微缩城市”，以满足人们高效、便利的城市生活需要。4) 京投发展专注地铁停车场上盖综合开发，是国内在建项目体量最大、房屋交付数量最多的地铁停车场上盖综合开发企业，2021 年 12 月京投发展联合体以 175.3 亿元总价拿下朝阳东坝三宗土地，东坝地块是典型的区域交通枢纽，将打造成“TOD 智慧生态圈”5.0 时代的代表作。

图表 70. 房企 TOD 产品持续更新



资料来源：公司官网，公司公告，中银证券

3.3.3 城市更新：基金模式提供筹措资金新思路，国企加码布局城市更新业务

存量管理方面，多家房企加码城市更新业务的布局，据克而瑞统计 TOP50 房企中 62% 有所涉足（截至 2021 年），且多数已经进入 5-10 年时间。同时，城市更新基金成立将改变发展模式。为了加快推进旧区改造，探索超大城市城市更新的新路径、新模式、新经验，2021 年 6 月，上海地产集团联合多家头部房企和大型金融机构（招商蛇口、中交集团、万科、国寿投资、保利发展、中国太保、中保投资），按照“政府指导、国企发起、市场运作”的原则，共同发起国内规模最大的城市更新基金。该基金采用“引导基金+项目载体”模式，总规模 800 亿元，其中上海城市更新引导基金规模为 100.02 亿元（引导基金于 2022 年 2 月 9 日完成备案），并明确未来基金投资领域将聚焦于上海市城区的旧城改造、历史风貌保护、租赁住房等城市更新项目。其中，上海世博土地出资 40 亿元，上海招商置业、上海万科、中交房地产集团各出资 20 亿元。国泰君安创投担任基金的管理人，负责基金的投资管理运营等相关工作，基金存续期为 8 年。基金成立后，上海世博土地持股 39.992%，上海招商、上海万科、中交房地产和上海地产各持股 19.996%，国泰君安持股为 0.01%。我们认为未来房企在核心城市进入到城市更新的模式也会发生变化。从当前的实际情况看，城市更新项目的资本金需求在总投资的 20%~25% 左右，这对当前债务压力大的地方政府与城投公司来说较为困难。上海成立城市更新基金的做法，也为后续有意进行城市更新的城市提供了筹措资本金的新思路，未来龙头房企通过城市基金的方式参与到城市更新会成为更为常见的发展模式。

图表 71. 上海城市更新引导基金股东

合伙人名称	出资金额 (亿元)	持股比例
国泰君安创新投资有限公司	0.01	0.01%
上海地产城市更新投资管理有限公司	0.01	0.01%
上海世博土地控股有限公司	40	39.992%
上海招商置业有限公司	20	19.996%
上海万科企业有限公司	20	19.996%
中交房地产集团有限公司	20	19.996%

资料来源：招商蛇口公司公告，中银证券

图表 72. 2021 年部分城市更新基金

时间	城市	基金	规模	参与企业
2021.5	北京	中关村科学城城市更新与发展基金	300 亿	北京建工集团、中建七局、上海宝冶等
2021.6	上海	上海城市更新基金	800 亿	上海地产、招商蛇口、中交集团、万科集团、国寿投资、保利发展、中国太保、中保投资等
2021.7	无锡	无锡城市更新基金	300 亿	无锡城镇发展集团、平安建设、中交投资等
2021.8	天津	天津城市更新基金	600 亿	天津城投集团、中国中铁、中国中冶、中国电建、中国金茂、中海地产、华润置地、保利地产、绿城中国、平安不动产、富力集团、中国建筑等
2021.11	石家庄	石家庄城市更新基金	100 亿	募集中
2021.12	上海	上海城市更新引导基金	100 亿	万科、招商蛇口、上海世博土地、中交集团等

资料来源：中指研究院，中银证券

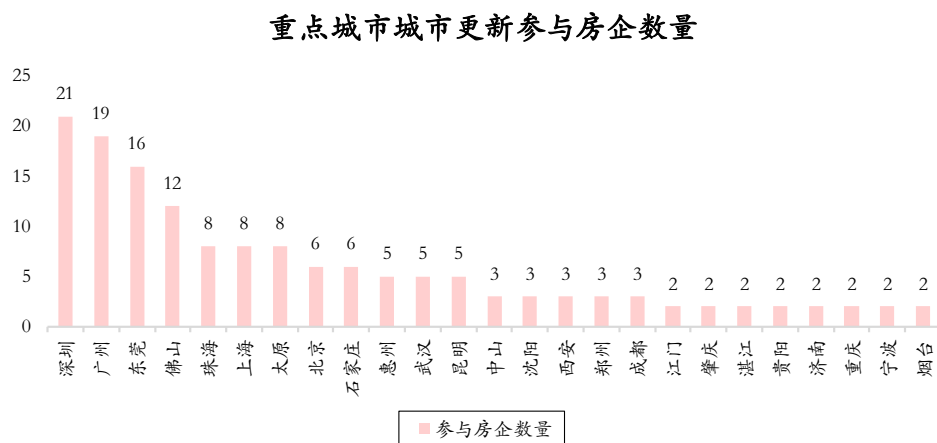
从投资主体看，大量房企已积极参与城市更新，预计将对地产投资形成额外拉动作用。根据中指统计，当前大量房企已布局于城市更新领域，广东省是城市更新先发优势最为明显的省份，以深圳为例，当前共计 21 家房企已参与深圳城市更新投资，其中国有企业占比约 1/3，民营企业同样有较高参与热情；广州、东莞也分别有 19、16 家房企参与城市更新。万科、招商蛇口、富力地产城市更新业务布局城市最广，分别进驻了 13、12、12 个城市。以企业布局最多的深圳、广州、东莞三地为例，2021 年全年大多数“三旧改造”项目由合景泰富、佳兆业、龙光、卓越等本地房企获取，TOP10 房企如万科、保利、华润等也斩获多个城市更新项目。

图表 73. 典型房企城市更新布局汇总

	深圳	广州	东莞	佛山	珠海	上海	太原	北京	石家庄	惠州	武汉	昆明	中山	沈阳	西安	郑州	成都	江门	肇庆	湛江	贵阳	济南	重庆	宁波	烟台
华润																									
招蛇																									
保利																									
中海																									
恒大																									
碧桂园																									
万科																									
融创																									
绿城																									
龙湖																									
金科																									
金地																									
旭辉																									
龙光																									
合景																									
泰富																									
时代																									
佳兆业																									
富力																									
远洋																									
卓越																									
奥园																									
雅居乐																									
绿地																									
首开																									

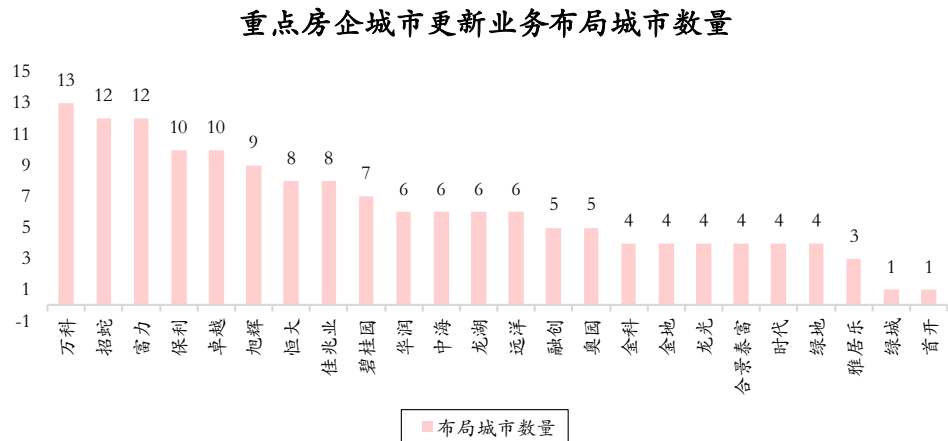
资料来源：中指研究院，中银证券

图表 74. 2021 年共计 21 家房企已参与深圳城市更新投资，广州、东莞也分别有 19、16 家房企参与城市更新



资料来源：中指研究院，中银证券

图表 75. 2021 年万科、招商蛇口、富力地产城市更新业务布局城市最广，分别进驻了 13、12、12 个城市



资料来源：中指研究院，中银证券

图表 76. 广州、深圳和东莞 2021 年企业新获取城市更新项目情况

	企业	获取项目数	代表项目
广州	合景泰富	4	南岗社区、朱村等
	星河控股	3	云埔街、龙溪村等
	保利发展	3	黄村街道等
	奥园	3	新田村等
	新世界中国	3	联星村等
	富力	3	海中村等
	珠江投资	2	胜洲村等
	万科	2	文冲街道等
	星河湾	2	贤江社区等
	时代中国	2	红卫村等
	俊发	1	蓝山村旧改项目
	深圳	佳兆业	4
华润置地		3	罗湖村、草围旧村等
鸿荣源		3	钟屋、东方社区等
京基集团		3	水围村、石围旧村等
星河控股		2	潭罗村等
绿景集团		2	沙嘴村等
招商蛇口		1	坪地街道
卓越		1	油松片区
龙光		1	力嘉工业区
东莞	卓越	4	樟罗社区等
	奥园	4	铁路坑村等
	龙光	4	刘屋村等
	万科	2	篁村等
	鹏瑞	2	水南村等
	佳兆业	2	坝头社区等
	鸿荣源	2	金桔村等

资料来源：中指研究院，中银证券

图表 77. 典型房企城市更新（旧改）规模梳理

企业	城市更新（旧改）规模
中国恒大	集团还拥有旧改项目 146 个 ，其中大湾区 131 个（深圳 62 个），太原 4 个，石家庄 2 个，唐山 2 个，其他城市 7 个。
华润置地	截至 2021 年 3 月，华润共跟进城市更新项目 70 个 ，50 万平方米以上项目 10 余个， 可开发土地经营面积超过 1600 万平 。其中已进驻团队项目共 38 个（“十四五”拟供地并产生签约额、利润项目 12 个），在拓项目 32 个。
招商蛇口	截至 2021 年 11 月，招商蛇口城市更新在深圳现有项目预估 总货值约 3000 亿 。在深圳目前基本锁定、推动孵化工作的项目共计 25 个 ，其中截至 2020 年在孵化项目 17 个，2021 年新拓展项目 8 个（锁定）。
龙光集团	截至 2021 年 6 月底， 城市更新潜在可转化面积 4626 万平，布局 11 个城市，项目数量 125 个 ，其中粤港澳大湾区占 93%（主要包括深圳、广州、东莞、佛山、珠海惠州、中山等）。过去 3 年已成功转化货值超 900 亿，未来将持续转化。
佳兆业	截至 2021 年 6 月底，佳兆业 合计有超 213 个城市更新项目尚未纳入土地储备，占地面积约 5370 万平 。其中 2021 年上半年新增项目 15 个，大部分位于大湾区。未来将继续物色全国范围内适宜布局的城市，探索城市更新更多模式。
雅居乐	坚持城市更新综合运营商的定位，业务包括旧村改造、旧厂改造、旧城改造及棚户区改造。截至 2021 年 6 月，城市更新 已签订 22 个合作协议，布局中国 5 个省份 ，聚焦大湾区，深入华北地区及中原地区， 已锁定预计建面 1492 万平 ，对应货值预计 4522 亿元。
中国奥园	截至 2021 年 6 月底，拥有逾 70 个 不同阶段的城市更新项目，总储备总货值约 7543 亿元（其中大湾区占 99%）；预计毛利率 35%~40%，净利率 15%~20%。2022~2024 年预计可转化货值将分别达到 680 亿、820 亿。
时代地产	截至 2021 年 6 月底，城市更新项目总数约 160 个，潜在总可售建筑面积约 5340 万平 。

资料来源：公司公告，中银证券

4 投资建议

3月16日，金融委会议提出“有关部门要积极出台对市场有利的政策，慎重出台收缩性政策”，或意味着各地会更积极的出台对房地产市场有利的宽松向政策，房地产政策或将有实质性的好转。此后央行、银保监会、外汇局、财政部、证监会同时就地产行业密集表态，释放强烈的维稳信号。虽然1-2月投资与销售数据层面均超过市场预期，但实际市场销售仍然低迷，近期地方政策对市场的提振作用较为有限。同时房企仍然面临较大的资金压力，前期信贷支持并未到位，3-4月也将迎来偿债高峰期，因此短期数据表面的超预期可能并不能延续，我们认为地方层面供需端、房企资金端仍有持续进一步调整的空间。

从板块投资角度来看，我们认为一二季度交替时仍是较好的配置窗口期，政策改善预期仍在加强，建议持续关注地产板块机会。我们建议关注四条主线：1) 信用风险较低、融资渠道畅通、安全性较高的龙头房企：保利发展、金地集团、招商蛇口、万科A、龙湖集团、华润置地。2) 财报安全性高、现金流较为稳定的区域性央企或区域龙头民企：建发国际、越秀地产、美的置业、滨江集团。3) 在降息等宏观与行业政策改善影响下，边际收益较大的弹性房企：旭辉控股集团、新城控股、金科股份。4) 当前收入确定较强、集中度加速提升，同时关联房企近期信用风险缓释，弹性反转的地产后周期物业板块：碧桂园服务、旭辉永升生活、保利物业、中海物业、新城悦服务。

图表 78. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产 (元/股)
					2021A	2022E	2021A	2022E	
600048.SH	保利发展	买入	16.77	2,007.42	2.30	2.38	7.29	7.05	16.37
600383.SH	金地集团	未有评级	13.98	631.14	2.10	2.30	6.66	6.07	13.97
001979.SZ	招商蛇口	未有评级	14.28	1,131.44	1.16	1.42	12.31	10.04	10.67
000002.SZ	万科A	未有评级	17.41	2023.98	3.15	3.29	5.52	5.30	19.32
0960.HK	龙湖集团	未有评级	31.90	1,937.90	4.05	4.70	7.88	6.79	20.57
1109.HK	华润置地	未有评级	29.60	2,110.90	4.59	5.10	6.45	5.81	27.50
0223.HK	建发国际	未有评级	17.10	116.03	5.18	-	3.30	-	0.04
0123.HK	越秀地产	未有评级	6.44	199.32	1.16	1.40	5.55	4.61	14.93
3990.HK	美的置业	未有评级	11.79	145.55	3.04	3.52	3.88	3.35	19.05
002244.SZ	滨江集团	未有评级	6.75	210.02	0.86	1.08	7.82	6.24	5.90
0884.HK	旭辉控股集团	未有评级	3.36	295.40	0.92	1.03	3.65	-	4.78
601155.SH	新城控股	未有评级	27.20	615.70	7.41	8.33	3.67	3.26	22.43
000656.SZ	金科股份	未有评级	4.58	244.56	7.41	1.47	0.62	3.12	6.51
6098.HK	碧桂园服务	买入	26.57	893.90	1.28	2.19	20.69	12.13	10.75
1995.HK	旭辉永升服务	未有评级	8.27	144.86	0.37	0.51	22.57	16.35	2.53
6049.HK	保利物业	未有评级	45.80	253.41	1.53	1.96	29.93	23.35	12.26
2669.HK	中海物业	未有评级	7.81	256.85	0.24	0.32	31.93	24.12	0.75
1755.HK	新城悦服务	未有评级	8.09	70.43	0.62	1.11	13.05	7.28	2.62

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日3月29日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

其中万科A、滨江集团、华润置地、新城控股、金科股份、为公布2021年年报，2021年数据为wind一致预期数据，其余均为实际数据。

5 风险提示

- 1) 政策效果不及预期: 各地密集出台供需端政策, 但从实施效果来看, 对市场的提振效果较为有限。
- 2) 房地产调控升级: 部分热点城市政策调控或有进一步深化的风险。
- 3) 销售超预期下行: 2021年7月全国商品房单月销售转负以来, 行业面临销售持续承压的风险, 2022年1-2月销售额仍然呈现双位数负增长, 尚未见明显回暖。
- 4) 融资收紧: 行业金融监管力度超预期风险。

附录:

附录一：全国预售资金监管政策

全国性预售资金监管相关政策只有三次，分别在 1994 年、2010 年、2022 年。

预售资金监管的法律依据是《城市商品房预售管理办法》，颁布于 1994 年。《城市商品房预售管理办法》是一份纲领性、原则性文件，其中明确规定，市、县级政府房地产管理部门负责行政区域内的商品房预售管理、制定对商品房预售款监管的有关制度。从该办法施行之初到现在，预售资金监管制度是“一城一策”，始终没有全国统一的标准，细则由地方政府自行拟定，执行情况也不尽相同。目前，预售资金监管主要有以下三种模式：

图表 79. 预售资金监管三种模式

模式	计算方法	城市	监管额度要求
预售资金比重模式	预收款总额*监管比例	重庆	纳入监管的首付款按照预售总额的 35% 确定
		珠海	专用监管账户内累计进账总金额原则上按 10% 预留, 90% 拨付
		太原	总预售款的 40%
		昆明	重点监管资金额度为项目预售总额的 30%
计划工程造价模式	工程造价*上浮比例	厦门	工程造价的 1.2 倍
		杭州	监管项目工程预算清册总额不低于 130%
		福州	不少于项目工程总造价的 1.2 倍
		大连	工程预算造价的 1.1 倍
		合肥	工程预算造价的 1.2 倍
固定工程造价模式	预售面积*固定单方造价成本	北京	每平方米不得低于 5000 元
		济南	3300 元/平

资料来源：各地政府官网，中银证券

2010 年 4 月 13 日，住建部发布的《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》（建房（2010）53 号）给出了整体政策框架。具体如下：

（一）鼓励推行商品住房现售试点。

（二）各地要加快完善商品住房预售资金监管制度，尚未建立的要加快建立。商品住房预售资金要全部纳入监管账户，由监管机构负责监管，确保预售资金用于商品住房项目工程建设；预售资金可按建设进度进行核拨，但必须留有足够的资金保证建设工程竣工交付。

由于《城市商品房预售管理办法》明确“商品房预售款监管的具体办法，由房地产管理部门制定”，意味着在预售资金监管方面，各地区基本施行“一城一策”的思路，即各地区基本会出台相应的“预售资金监督管理办法”和“预售资金监督管理实施细则”，并按照“重点监管资金+一般监管资金”的框架进行监管。

2022 年 2 月 10 日，相关部门下发了关于城市商品房预售资金监管的相关意见，意见中规定的最大不同之处在于明确对预售资金的规定进行全国统一。

其中，一、明确了预售资金额度监管为重点额度监管：明确预售资金监管制度由市、县级住房城乡建设部门根据项目合同、工程造价等核定，以确保项目竣工所需资金，达到监管额度之后的剩余资金可以由房企提取使用；

二、明确了预售资金账户监管的标准：项目预收款包括定金、首付款、购房款等，均需全部存入预售资金监管账户，确保专款专用于项目建设、施工款等相关支出；

三、提升了商品房预售资金使用的灵活性：预售款拨付进度要根据工程建设进度进行，具体由住房城乡建设部门确定，同时还对商品房预售资金监管责任进一步明确，以便监管部门督促检查预售资金监管的实施情况；

四、要求加强各方信息共享：商业银行按预售资金三方监管协议加强账户监测，定期和地方住建部门进行对账等。

附录二：城市能级分类表

图表 80. 章节 2.1 中 库存与去化周期城市能级分类表

城市能级	城市数量	具体城市
一线城市	4	上海、北京、广州、深圳
二线城市	28	青岛、沈阳、太原、武汉、长春、郑州、天津、成都、兰州、昆明、大连、呼和浩特、长沙、南京、哈尔滨、西安、南宁、重庆、济南、杭州、福州、贵阳、西宁、石家庄、银川、南昌、海口、合肥
三四线城市	60	惠州、佛山、临沂、烟台、徐州、苏州、镇江、江门、梅州、汕头、淄博、宁波、中山、肇庆、珠海、温州、河源、无锡、清远、东莞、柳州、常州、钦州、百色、衡阳、洛阳、益阳、湖州、北海、厦门、金华、赣州、淮安、丽水、台州、梧州、莆田、扬州、泉州、六安、岳阳、绍兴、盐城、芜湖、嘉兴、舟山、安庆、宿州、淮南、南通、韶关、南平、三亚、漳州、九江、龙岩、衢州、东营、泰州、三明

资料来源：克而瑞，中银证券

附录三：万达商管战投梳理

图表 81. 万达商管 Pre-IPO 腾讯、蚂蚁、中信资本、星匠、合众人寿保险、碧桂园服务、招商局轮船、周大福郑裕彤家族、PAG 等 22 家公司参与投资，合计持股比例为 21.17%

日期	公司	投资者名称	投资金额 (人民币亿元)	当期持 股比例	稀释后的 持股比例	当期估值 (亿元)
2021/3		珠海国资	30.00	2.11%	1.67%	1419
2021/7/14	招商局轮船	南通招华一号新兴产业投资基金有限合伙	9.24	0.65%	0.51%	1429
2021/7/15	碧桂园服务	碧桂园物业香港控股有限公司	32.30	2.21%	1.79%	1461
2021/7/16	碧桂园	金逸环球有限公司	32.30	2.16%	1.79%	1493
2021/7/19	中信资本	深圳金溪投资中心	6.43	0.43%	0.36%	1500
2021/7/26	中信资本	CCP Wing Investment Limited	32.15	2.09%	1.79%	1537
2021/7/26	星匠	星匠有限公司	2.25	0.15%	0.13%	
2021/7/26	北京信达全商贸有限公司	北京千宇达商贸中心	3.00	0.20%	0.17%	
2021/7/27	蚂蚁	上海云鑫创业投资有限公司	17.60	1.12%	0.98%	1576
2021/7/27	中信证券	中信证券投资有限公司	6.50	0.41%	0.36%	
2021/7/27	腾讯	Huang River Investment Limited	13.00	0.82%	0.72%	
2021/7/27	腾讯	深圳高灯计算机科技有限公司	2.12	0.13%	0.12%	
2021/7/28	蚂蚁	Accelerator I Ltd.	8.36	0.52%	0.46%	1598
2021/7/28	中信资本	CCP Wing II Investment Limited	12.94	0.81%	0.72%	
2021/7/30	Warburg Pincus (Bermuda) Private Equity GP Ltd.	Turtle Valley Investment Ltd	9.72	0.61%	0.54%	1607
2021/8/4	国盛资本	诸暨盛海股权投资合伙企业	1.00	0.06%	0.06%	1610
2021/8/5	合众人寿保险	合众人寿保险股份有限公司	5.00	0.31%	0.28%	1613
2021/8/10	杭州九智投资管理有限公司	杭州塘智股权投资合伙企业	1.00	0.06%	0.06%	1616
2021/8/18	周大福郑裕彤家族	Well Smart Developments Limited	1.29	0.08%	0.07%	1620
2021/8/18	Bradbury Fund Management Limited 全	Bradbury Strategic Investment Fund A	4.52	0.28%	0.25%	
2021/8/20	香港私募股权公司 PAG	PAGAC Wonderland Holding Pte. Ltd.	64.30	3.57%	3.57%	1800
2021/8/20	香港私募股权公司 PAG	Orlando Investment Pte. Ltd.	51.44	2.86%	2.86%	
2021/8/20	香港私募股权公司 PAG	Cathay Yihan Pte. Ltd	64.30	3.57%	3.57%	
			380.76	-	21.17%	

资料来源：万达商管招股说明书，中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371