

本报告的主要看点:

1. 综合论证出台宽松政策的必要性和行业实现复苏的中长期支撑。
2. 归纳总结每次行业周期转换中的新发展模式。
3. 对标房地产行业历史上的两次困境反转，给出未来房地产宽松政策方向。

步入良性循环正轨，布局地产正当时

基本结论

- **政策改善预期加强，房地产板块领涨 A 股。**当调控政策出现边际改善预期时，房地产板块将出现上涨动力。当前市场对房地产调控大范围宽松预期强烈，吸引大量资金流入拉高板块股价，3月15日-4月1日，房地产板块上涨29.1%，领涨A股。虽然此轮上涨中部分中小房企或以收并购逻辑获得超额收益，但我们看好未来大力度改善政策将持续出台，行业基本面筑底回暖，优质房企有望迎来估值修复，未来业绩也有望持续增长。
- **行业基本面正在筑底，政策放松力度需加大。**近期房地产信贷端和供求两端已有适度的宽松政策出台，其中郑州出台的“郑十九条”全方位兜底楼市，浙江衢州、河北秦皇岛打响取消限购销售“第一枪”。信贷支持已经给房企融资端带来一定程度的改善，但由于目前宽松政策范围和力度有限，叠加新冠疫情影响，对房地产销售提振的效果有一定延后，近期销售状况尚未好转，2022年1-3月百强房企销售金额同比下滑47%，行业基本面正在筑底过程中，出台大范围宽松政策的预期仍然强烈。
- **必要性叠加中长期支撑，行业拐点定会到来。**①房地产业作为国民经济的支柱产业，其健康发展和良性循环是2022年中国GDP实现5.5%增速的重要保障；②要防止房地产业风险引发系统性金融风险；③要满足消费者合理的需求，保障民生，因此我们认为出台宽松政策促进行业回暖的必要性很强。城镇化稳步增长、家庭小型化和人均住宅面积增加衍生出的新市民，预计将产生8000万套左右的商品住宅需求在8-10年释放，这将成为房地产行业未来发展的重要支撑。我们认为在有中长期支撑的背景下，出台宽松政策兜底楼市，行业的拐点定会到来。
- **多维度政策宽松提振市场信心，布局板块正当时。**我们预计未来的政策宽松将从三个方面展开：①顶层设计端，“三道红线”要求或有优化，或不限于并购贷不计入“三道红线”等方面；②房企供给侧，全国性预售资金监管政策在三四线城市有待改善，地产融资渠道或将拓宽；③购房需求侧，“一城一策”将更加灵活应用，房贷利率持续下调仍有空间，高能级城市认房又认贷的标准或有松动，并对新市民购房提供更多便利，而三四线城市预计取消限购限售城市的范围将扩大，同时棚改货币化安置或将推广。大范围多维度的宽松政策将出台以提振市场信心，促进房地产业的健康发展和良性循环。

投资建议

- 我们预计大范围多维度的宽松措施将持续出台，房地产业将步入良性循环的正轨，正是布局房地产板块的好时机。地产板块，看好销售投资逆市增长、未来业绩确定性强的企业，推荐绿城中国、建发国际、滨江集团。物业板块，看好物管业务有密度、增值服务发展好的民营物管公司，推荐金科服务，碧桂园服务。

风险提示

- 调控宽松不及预期；疫情影响政策落地和市场恢复；多家房企出现债务违约

杜昊旻 分析师 SAC 执业编号: S1130521090001
duhaomin@gjzq.com.cn

王祎馨 联系人
wangyixin@gjzq.com.cn

内容目录

政策改善预期加强，房地产板块领涨 A 股.....	4
近半个月地产板块领涨，主因政策改善预期加强.....	4
中小房企或因收并购逻辑获超额收益.....	5
行业基本面正在筑底，政策放松力度需加大.....	5
当前销售需求端仍待提振.....	5
开工下滑拿地减少，供求有望改善.....	6
房企端资金压力仍在，融资稍有回暖.....	7
现有宽松政策效果滞后，政策力度有待进一步加大.....	8
必要性叠加中长期支撑，行业拐点定会到来.....	9
当前房地产行业正经历“房改”以来第三次低谷.....	9
政策出台必要性高，行业复苏有中长期支撑.....	11
多维度政策宽松提振市场信心，布局板块正当时.....	12
政策调整方向——顶层设计.....	12
政策调整方向——房企供给侧.....	13
政策调整方向——购房需求侧.....	15
投资建议.....	18
地产板块.....	18
物业板块.....	19
行业估值.....	20
风险提示.....	21

图表目录

图表 1: 国金房地产行业指数走势图.....	4
图表 2: 3月15日-4月1日 A股各板块涨跌幅排序.....	4
图表 3: 3月15日-4月1日港股各板块涨跌幅排序.....	4
图表 4: 3月15日-4月1日地产个股涨幅前 10 名.....	5
图表 5: 3月15日-4月1日 A股各板块净资金流入（亿元）.....	5
图表 6: 全国商品房销售金额累计同比及单月同比.....	5
图表 7: 居民中长期新增人民币贷款及同比.....	5
图表 8: TOP100 房企累计全口径销售金额及同比.....	6
图表 9: TOP100 房企单月全口径销售金额及同比.....	6
图表 10: 40 城新房成交面积及同比增速（周）.....	6
图表 11: 17 城二手房成交面积及同比增速（周）.....	6
图表 12: 全国房屋新开工面积累计同比及单月同比.....	7
图表 13: 全国 300 城单月宅地成交面积及同比走势.....	7
图表 14: 2022 年初至今权益拿地金额前 20 房企.....	7
图表 15: 1Q20-1Q22 房企公开债券发行金额.....	8

图表 16: 2Q22-4Q24 房企公开债券到期金额.....	8
图表 17: 2022 年 3 月 15 日以来典型房企发债情况.....	8
图表 18: 2022 年 3 月以来房地产重点调控政策及事件.....	9
图表 19: 房改以来全国商品房销售金额及同比走势.....	10
图表 20: 5 年以上人民币贷款贷款基准利率 (%)	10
图表 21: 居民部门杠杆率走势 (%)	10
图表 22: 全国棚改计划开工、实际开工量.....	11
图表 23: 2000-2021 年全国城镇人口及城镇化率.....	12
图表 24: 2000-2020 年平均家庭户规模 (人/户)	12
图表 25: 2000-2019 城市人均住宅建筑面积 (m ² /人)	12
图表 26: 典型房企“三道红线”情况.....	13
图表 27: 典型房企不同情形下预售监管资金额度.....	14
图表 28: 2022 年 1-3 月 30 大中城市各能级销售面积及同比	15
图表 29: 截至 2022 年 2 月, 全国重点 20 城在售库存及去化周期.....	16
图表 30: 2014-2017 年首套房贷利率 (%)	16
图表 31: 百城银行房贷利率及放款周期走势.....	16
图表 32: 2020 年全国各省市城镇化率.....	17
图表 33: 2013-2015 年全国月度商品房销售额及同比.....	17
图表 34: TOP30 房企全口径销售金额 (亿元)、同比及排名.....	18
图表 35: 2020 年、2021 年、2022 年 1-3 月权益拿地金额前 20	19
图表 36: A 股地产 PE-TTM.....	20
图表 37: 港股地产 PE-TTM.....	20
图表 38: 港股物业股 PE-TTM.....	20
图表 39: 覆盖公司估值情况.....	21

政策改善预期加强，房地产板块领涨 A 股

近半个月地产板块领涨，主因政策改善预期加强

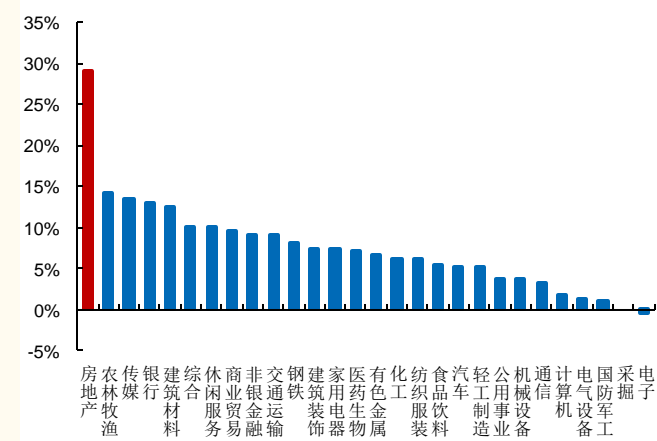
- 自 3 月 15 日俄乌冲突缓和以来，市场迎来修复反弹，房地产板块表现突出，领涨各板块。3 月 15 日-4 月 1 日，沪深 300 指数上涨 7.3%，而同期国金房地产指数（A 股）上涨达 29.1%，位列各板块第一；港股房地产板块反弹同样亮眼，上涨 19.9%，位列各板块第十。**房地产板块净资金流入位居第二**。3 月 15 日-4 月 1 日，A 股房地产板块净资金流入 27 亿元，仅次于银行板块，资金看好多条宽松政策措施出台后房地产板块估值修复的机会，并对未来进一步政策宽松有较强预期。
- 中国房地产市场受政策影响明显，当调控政策持续出现边际改善时，地产板块往往收获明显的超额收益。当前房地产行业基本面仍处于下行趋势之中，房企债券违约事件频发，虽有部分改善政策出台，但因疫情影响，销售改善并未显现。全国销售已持续 9 个月同比下滑，若延续低迷态势，或对宏观经济增速带来不利影响、诱发系统性风险。在防疫任务些许减轻后，房地产大力度改善政策出台成大概率事件，**市场对此预期较强，地产板块表现也随之走强。**

图表 1：国金房地产行业指数走势图



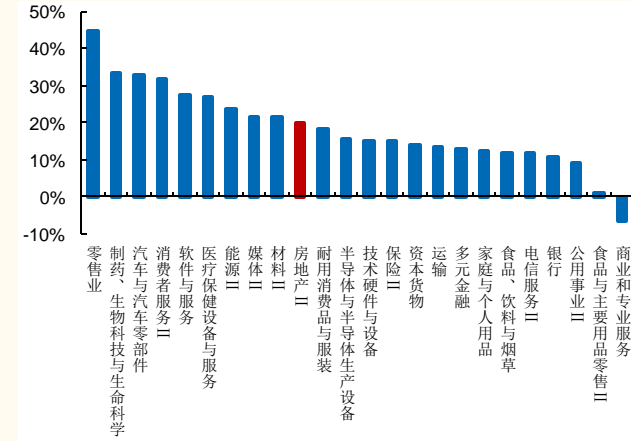
来源：Wind，国金证券研究所注：为对比走势，沪深 300 在基期（2021 年 4 月 6 日）与行业指数相同

图表 2：3 月 15 日-4 月 1 日 A 股各板块涨跌幅排序



来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：3 月 15 日-4 月 1 日港股各板块涨跌幅排序

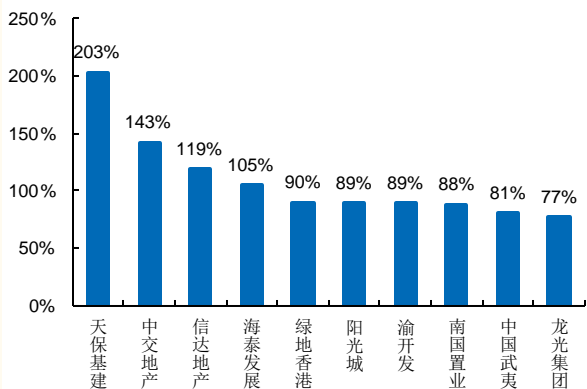


来源：Wind，国金证券研究所

中小房企或因收并购逻辑获超额收益

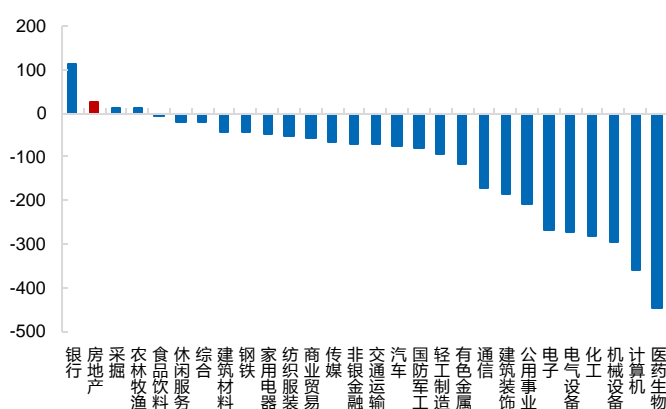
- **部分中小房企或因收并购逻辑获得超额收益。**本轮地产上涨行情中天保基建(+203%)、中交地产(+143%)、信达地产(+119%)等中小房企及阳光城(+89%)、龙光集团(+77%)等出险房企涨幅位居行业前列，其逻辑或在于收并购预期及政策宽松预期下的超跌反弹。
- **看好地产板块行情的持续性。**我们认为并购对基本面的改善程度相对较小，这类中小房企股价上涨的持续性较弱，主要看好大范围的预期政策出台后对行业基本面的提振改善，优质公司有望修复估值，并持续实现业绩增长。

图表 4: 3月15日-4月1日地产个股涨幅前10名



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 5: 3月15日-4月1日A股各板块净资金流入(亿元)



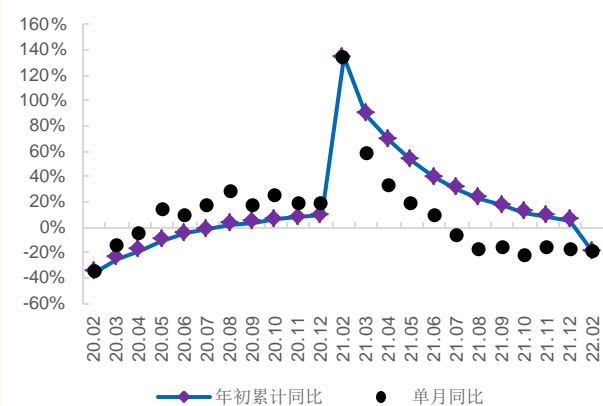
来源: Wind, 国金证券研究所

行业基本面正在筑底，政策放松力度需加大

当前销售需求端仍待提振

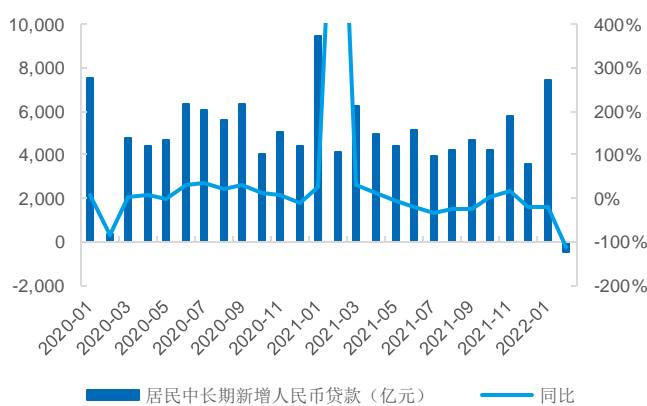
- **整体商品房销售低迷状态待改善。**2022年1-2月全国商品房销售金额15459亿元，同比下降19.3%，延续2021年下半年以来的持续负增长态势。居民购房观望情绪较重。全国2月新增人民币贷款12300亿人民币(同比-10%)，预估14500亿人民币；居民中长期新增人民币贷款-459亿人民币(同比-111%)，自有该数据统计以来首次为负，居民中长期贷款为多房贷，新增值为负表示当月偿贷额大于贷款额，居民购房意愿低迷。

图表 6: 全国商品房销售金额累计同比及单月同比



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7: 居民中长期新增人民币贷款及同比



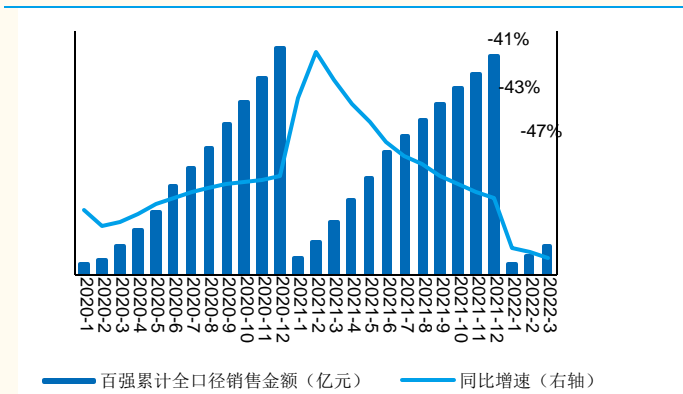
来源: Wind, 国金证券研究所注: 2021年2月同比值为1009%

- **标杆企业销售下滑明显。**据克而瑞数据，全国TOP100房企2022年1-3月全口径销售金额16279亿元，同比下降47%，降幅持续加大；3月单月

全口径销售金额 5795 亿元，同比下降 53%，环比增加 25%（2 月为传统淡季）。其中前 30 强房企 1-3 月全口径销售金额无一家同比增速为正。

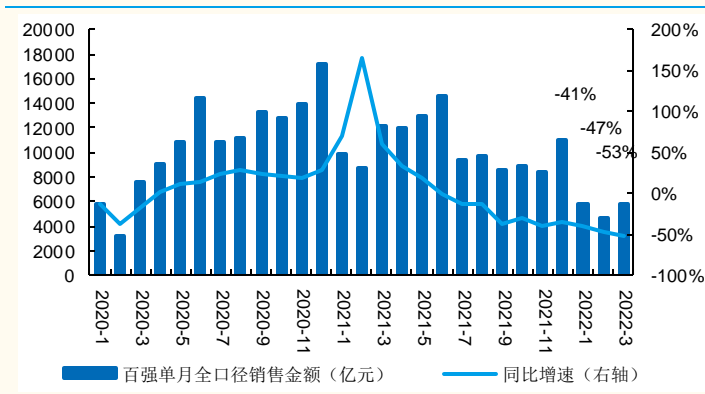
- **短期疫情影响销售反弹。**从周度高频成交数据看，随着一系列房地产调控宽松政策的出台，3 月下旬起新房和二手房成交有所企稳，最近一周（3 月 26 日-4 月 1 日）40 个城市商品房成交合计 518 万平米，周环比+19%，周同比-38%；17 个城市二手房成交合计 154 万平米，周环比+25%，周同比-32%。一二手房环比有所上涨，但由于疫情的影响，长三角、珠三角及东北重点城市成交量仍环比下降，整体销售的反弹并不明显。

图表 8: TOP100 房企累计全口径销售金额及同比



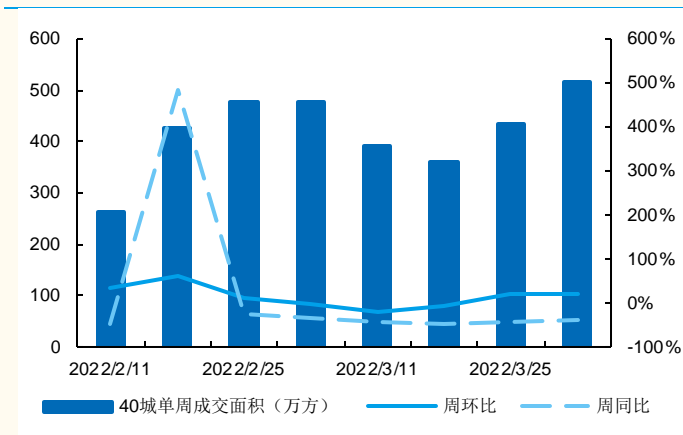
来源: 克而瑞, 国金证券研究所

图表 9: TOP100 房企单月全口径销售金额及同比



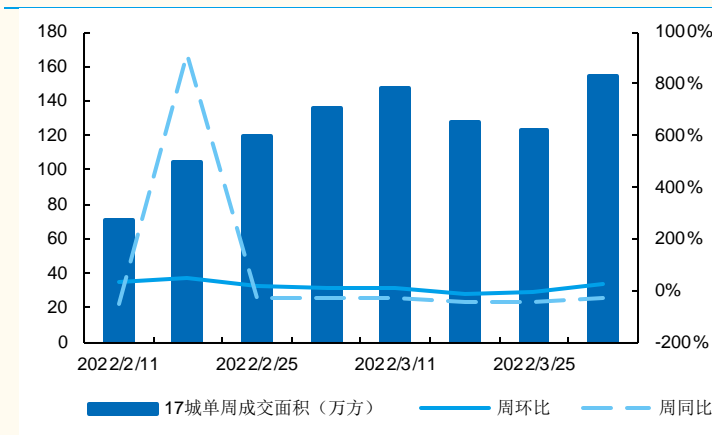
来源: 克而瑞, 国金证券研究所

图表 10: 40 城新房成交面积及同比增速 (周)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 11: 17 城二手房成交面积及同比增速 (周)

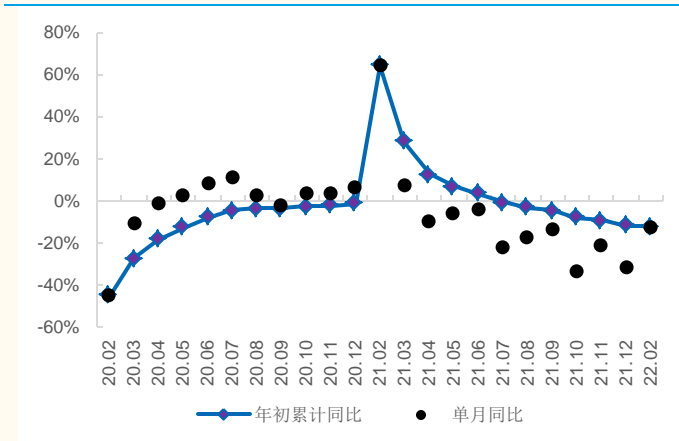


来源: Wind, 国金证券研究所

开工下滑拿地减少，供求有望改善

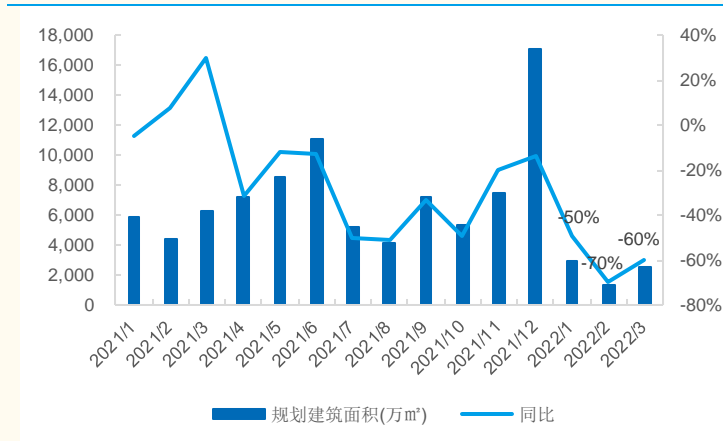
- **预计短期住宅供应有所下滑。**房企受资金流动性限制，2021 年下半年起新开工和拿地意愿均不强烈，全国房屋新开工面积 2021 年同比下降 11.4%，2022 年 1-2 月累计同比下降 12.2%；全国 300 城宅地成交 2021 年同比下降 23.5%，2022 年 1-3 月累计同比下降 58.8%。同时在拿地企业方面，民营房企拿地活跃度低，地方城投公司兜底拿地现象频出，2021 年第三批集中土拍中城投公司拿地比例超四成，在 2022 年 1-3 月拿地金额前 20 房企中城投公司占 1/3，而城投公司开发运营节奏较慢，其土地入市时间较晚，因此短期住宅供应将下滑，供求关系有望改善，行业复苏有支撑。

图表 12: 全国房屋新开工面积累计同比及单月同比



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 13: 全国 300 城单月宅地成交面积及同比走势



来源: 中指研究院, 国金证券研究所

图表 14: 2022 年初至今权益拿地金额前 20 房企

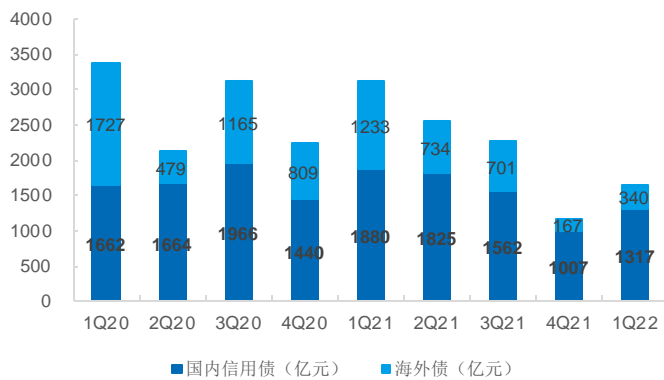
权益金额排名	企业名称	土地数量	占地面积 (万 m ²)	权益建筑面积 (万 m ²)	权益金额 (亿元)	拿地价 (元/m ²)
1	华润置地	8	64	126	182	14476
2	建发房产	11	26	70	173	24811
3	绿城中国	8	30	61	136	22172
4	上海地产	1	7	27	135	49126
5	中海地产	7	30	69	132	19095
6	保利发展	10	29	63	90	14164
7	北京兴创投资	2	13	28	66	23255
8	龙湖集团	8	32	63	49	7732
9	金地集团	4	13	41	46	11343
10	伟星房产	4	27	58	42	7314
11	成都城投置地(集团)	3	15	31	42	13682
12	滨江集团	5	10	24	34	13925
13	交通控股	3	16	36	32	8717
14	徐州市新城区国有资产经营有限责任公司	7	32	84	29	3452
15	中国铁建	5	24	45	28	6057
16	武汉城建集团	2	5	22	27	12296
17	城建发展	1	5	12	26	22008
18	福州新区开发集团	3	13	26	26	10047
19	伟星集团	2	7	20	25	12533
20	武汉凯惠置业有限公司	1	5	15	23	15822

来源: 中指研究院, 国金证券研究所注: 截至 2022 年 4 月 4 日

房企端资金压力仍在, 融资稍有回暖

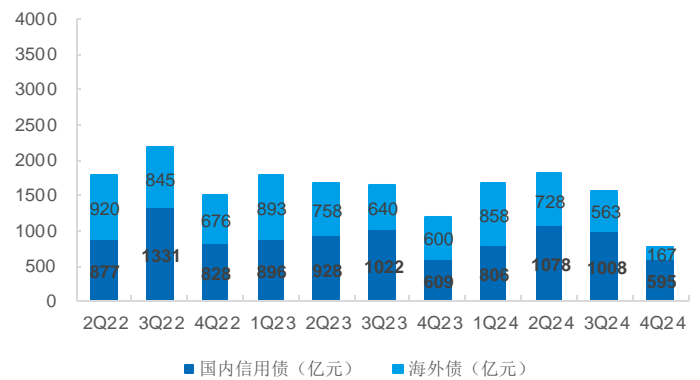
- **房企债券发行量持续减少。**4Q21 和 1Q22 房企公开债券(含国内信用债和海外债)发行金额分别为 1174 亿元、1657 亿元, 分别同比-47.8%、-46.8%, 主要由于 2021 年下半年数家房企海外债相继违约影响, 房企海外债难度发行加大。
- **房企到期债券仍处高位水平。**虽然房企发债金额持续减少, 但到期债权金额仍处高位, 2022-2024 年每年平均水平在 6000 亿元, 其中 2Q22、3Q22、4Q22 到期债券金额分别为 1797 亿元、2175 亿元、1504 亿元。当前发债水平不能覆盖到期债券金额, 房企销售回款端的压力加剧。假如 2Q22 的发债金额维持 1Q22 水平, 房企到期债券将有 140 亿元的缺口。

图表 15: 1Q20-1Q22 房企公开债券发行金额



来源: Wind, 国金证券研究所注: 海外债按 2022 年 4 月 4 日汇率折算人民币

图表 16: 2Q22-4Q24 房企公开债券到期金额



来源: Wind, 国金证券研究所注: 到期债券按 2022 年 4 月 4 日的存量计算, 海外债按 2022 年 4 月 4 日汇率折算人民币

- **房企融资稍有回暖迹象。**2021 年四季度起房企融资监管逐步由紧放松, 同时出台支持并购贷政策。2022 年 3 月下旬以来, 房企国内外融资有所恢复, 招商、金茂、华润、绿城、建发等国企央企持续在国内低成本融资, 旭辉成功发行海外债。而在并购贷方面, 碧桂园和美的置业分别获得招商银行 150 亿元和 60 亿元的并购融资额度, 旭辉获得交行 100 亿元并购贷额度, 部分民营房企同样获得金融机构认可。

图表 17: 2022 年 3 月 15 日以来典型房企发债情况

时间	企业	债券规模	期限(年)	票面利率	债券类型
2022/3/15	招商蛇口	12.9 亿元	0.25	2.40%	超短融债券
2022/3/23	华润置地	20 亿元	3	3.10%	中期票据
2022/3/23	中国金茂	15 亿元	5	3.50%	公司债
2022/3/24	绿城地产	20 亿元	3	3.70%	中期票据
2022/3/25	建发地产	9.6 亿元	6	3.80%	中期票据
2022/3/25	建发地产	5 亿元	7	4.60%	中期票据
2022/3/31	旭辉控股	19.57 亿港元	3	6.95%	海外债

来源: Wind, 国金证券研究所注: 截至 2022 年 4 月 4 日

现有宽松政策效果滞后, 政策力度有待进一步加大

- **目前房地产调控政策已有一定松绑, 国务院金稳会明确调控宽松的基调。**在信贷端, 菏泽、广州、南宁、佛山、重庆、苏州等多城市下调首付比例或降低房贷利率, 地方调控端也有济南、青岛、昆明、嘉兴等城市陆续出台落户宽松、公积金、购房补贴、预售监管等政策, 其中郑州出台的“郑十九条”全方位兜底楼市, 浙江衢州、河北秦皇岛出台正式文件取消限购限售。我们在外发《“郑十九条”兜底楼市, 政策暖意持续释放》《需求端宽松仍需加大, 一线城市或率先企稳》《房企风险获重视, 短期供给侧亟待流动性支持》等多篇报告中呼吁并预测大范围供需两端宽松政策的出台, 衢州、秦皇岛取消限购限售的政策验证了我们的呼吁与预测。
- **由于除郑州、衢州、秦皇岛外少有需求端的直接松绑政策, 叠加新冠疫情影响, 房地产市场销售提振的效果有一定延后, 近期销售状况尚未好转, 行业基本面尚在筑底过程中, 政策力度仍需进一步加大。**

图表 18: 2022 年 3 月以来房地产重点调控政策及事件

时间	城市	政策/事件
3 月 1 日	郑州	发布《郑州市促进房地产业良性循环和健康发展通知》。①支持合理住房需求（需求端放宽），②改善住房市场供给（减小房企压力），③加大信贷融资支持（金融端刺激），④推进安置房建设和转化（加大货币化安置力度），⑤优化房地产市场环境（规范市场环境）
3 月 3 日	青岛即墨	青岛市即墨区限售政策开始松绑，新房由原取证满 5 年，变更为网签后满 5 年即可交易；二手房由原取证满 5 年，变更为取证满 2 年即可交易，目前官方文件尚未发布但政策已开始执行。
3 月 4 日	唐山	提高贷款最高额度，单、双缴存职工家庭住房公积金个人住房贷款最高额度由 60 万元调整为 80 万元。降低二套首付比例，职工购买第二套自住住房的，最低首付款比例由原来的不低于 60% 调整为不低于 30%
3 月 4 日	南昌	南昌公积金管理中心发布《关于优化住房公积金使用政策通知》，提高租房提取额度及贷款最高额度
3 月 5 日	苏州	发布《关于进一步帮助市场主体纾困解难着力稳定经济增长若干政策措施的通知》，因疫情影响开发建设进度的商品房项目，在加强预售资金监管的前提下，经综合研判后，可申请预售时间节点提前 30 日；未交付的在建在售商品房项目，交付期限可顺延 30 日
3 月 11 日	南宁	发布《南宁市人民政府关于对被征收人货币补偿购买商品增加 3 万元奖励》意见的函，鼓励被征收人货币补偿（纯货币补偿）后购买商品安置。
3 月 15 日	孝感	取消公积金贷款对象户籍地限制；首次首套自住住房可贷款额度为所购住房全部价款 70%，首次在孝购房申请贷款最高额度为 50 万元；第二套自住住房或第二次申请住房公积金贷款的，可贷款额度为所购住房全部价款 60%。
3 月 16 日	国务院金稳会	刘鹤副总理指出“关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施”
3 月 16 日	九江	夫妻双方均缴存住房公积金的职工家庭，在中心城区购房的，贷款最高限额由 40 万元/户提高至 60 万元/户
3 月 19 日	襄阳	首套房房贷利率由 5.73% 直接下调至 5.28%，二套房房贷利率下调至 5.57%
3 月 19 日	十堰	首套房房贷利率下调 45 个 BP，即 LPR+58BP (5.18%) 左右；二套房房贷利率下调 40 个 BP，即 LPR+88BP (5.48%)
3 月 22 日	南京	部分银行首套房利率进一步下降，最低已降至 5.4%。
3 月 23 日	苏州	苏州首套房房贷利率降至 4.6%，为近 5 年来新低。目前苏州主流银行中，首套房房贷利率为 4.6%-4.7% 之间，二套未还清的利率在 5.2% 以上
3 月 23 日	哈尔滨	拟废止区域性限售政策。在主城区 6 区(道里区、南岗区、道外区、香坊区、平房区和松北区)区域范围内，将取消网签 3 年后方能交易这一限售条件。
4 月 1 日	衢州	衢州市发布《关于促进市区房地产业良性循环和健康发展的通知》，提出支持合理化住房需求、优化区域限购政策。非衢州市户籍家庭、个体工商户及由自然人投资或控股的企业，视同衢州市市户籍家庭执行相关购房政策；《通知》发布后市区新出让地块新建商品住房、已出让地块中尚未网签的 144 平方米及以上新建商品住房不限售，土地出让公告里有特别约定的除外
4 月 1 日	兰州	发布《兰州市落实省会战略进一步优化营商环境若干措施》，降低首付比例，首套房不低于 20%，二套房不低于 30%；推进货币化征迁安置；加大项目贷款支持优质房企兼并收购困难房企项目等
4 月 2 日	秦皇岛	秦皇岛市人民政府印发关于废止《秦皇岛市人民政府关于加强房地产市场调控的意见》《秦皇岛市人民政府关于进一步加强房地产市场调控的通知》，两个文件已无政策支持，且两个文件规定的政策已经不适应当前我市房地产市场发展形势（取消限购）。

来源：各地政府官网，国金证券研究所注：截至 2022 年 4 月 4 日

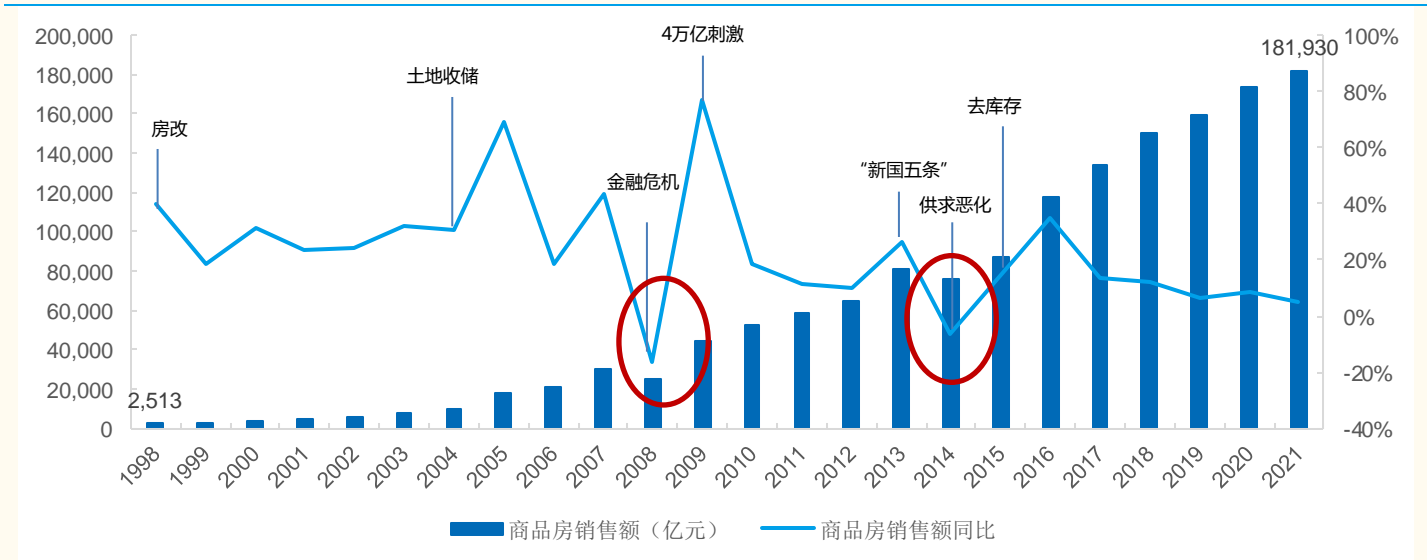
必要性叠加中长期支撑，行业拐点定会到来

当前房地产行业正经历“房改”以来第三次低谷

- 中国房地产行业在 1998 年住房制度改革后进入住房市场化时代，伴随中国经济的腾飞、城镇化的大力推进、产业升级和居民消费能力的不断提升，在房改后的二十余年里中国房地产行业快速发展，商品房销售金额从 1998 年的 2513 亿元增长至 2021 年的 181930 亿元，突破 18 万亿元人民币，房地产行业已经成为中国经济的压舱石。
- 行业经历三次低谷。第一次低谷：2008-2009 年，金融危机下房地产行业受到明显冲击，2008 年销售金额同比下降 16.1%；第二次低谷：2014-2015 年，2010 年后房地产行业进入全面调控阶段，2013 年新国五条的颁

布降低市场对调控放松的预期，2014 年房地产市场供求严重恶化，行业再次跌入低谷，当年销售金额同比下降 6.3%；第三次低谷：2021 年至今，在“房住不炒”、房企“三道红线”、银行“两道红线”和供地两集中的政策背景下，房地产行业持续去杠杆，部分高负债高杠杆企业债务违约，影响市场信心，行业陷入不良循环。

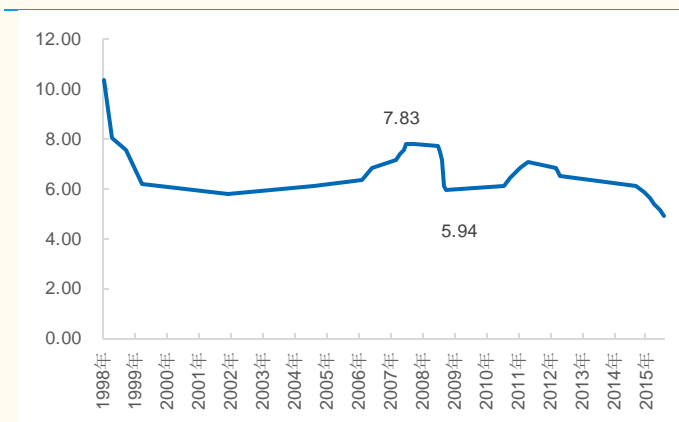
图表 19：房改以来全国商品房销售金额及同比走势



来源：国家统计局，国金证券研究所

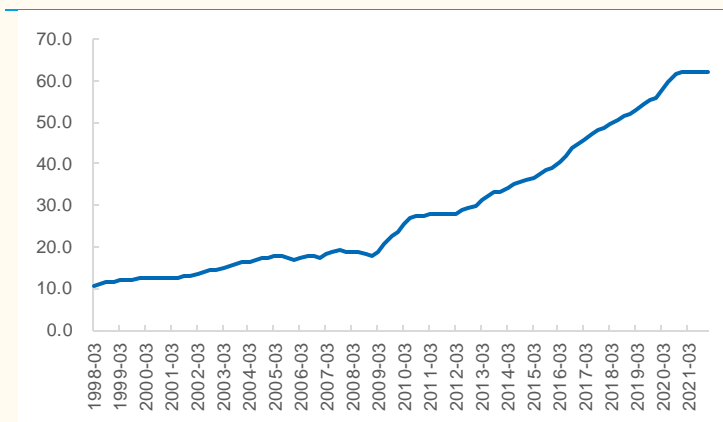
- **每一次的低谷反转伴随新的发展模式。**中国房地产市场是政策市，政策对行业的过冷和过热都会进行调控。2008 年的主要措施是“四万亿刺激”，2014 年则是全国楼市限购限贷的大范围放松及“房地产去库存”，而不同的政策调控也催生了不同的行业发展模式：
- **2008-2009 年，金融红利转机——投资性需求释放：**2008 年金融危机爆发后，国内出台“四万亿”刺激政策，5 年以上人民币贷款基准利率从 2007 年的 7.83% 骤降至 2008 年末的 5.94%，投资性购房需求大举涌入市场，居民杠杆率由 2008 年末 17.9% 快速增长至 2010 年 3 月 25.7%，房地产销售金额也迅速反弹。**流动性宽松，敢于融资加杠杆，积极拿地的房企业绩大幅提升**，绿城中国、保利发展、中国恒大、华润置地等房企借金融红利，在 2009 年销售规模大幅提升，缩小与万科的差距。

图表 20：5 年以上人民币贷款基准利率 (%)



来源：中国人民银行，国金证券研究所

图表 21：居民部门杠杆率走势 (%)

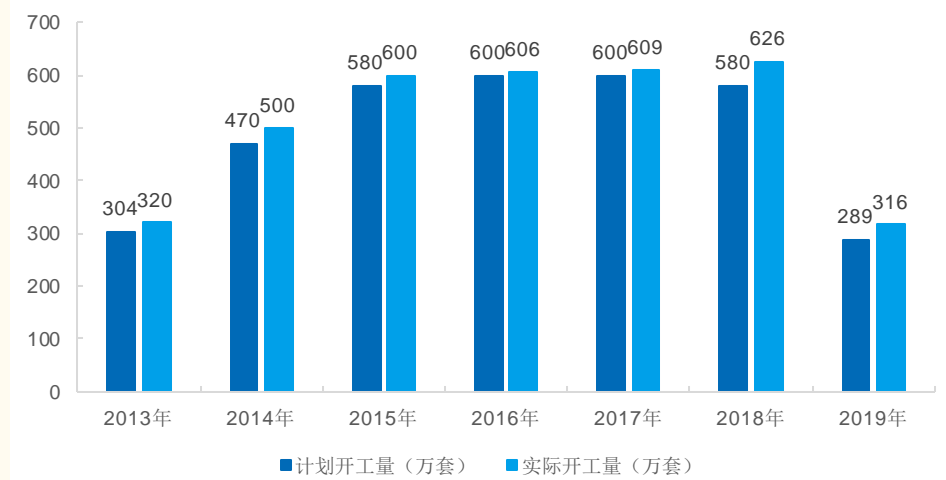


来源：国家金融实验室，国金证券研究所

- **2014-2016 年，调控放松&棚改红利转机——刚需释放：**2014 年下半年，全国楼市限购限贷大范围放松，2015 年楼市表现好转。2015 年底，中央经济工作会议将“房地产去库存”列为国家任务，随后全国

各地棚改相继启动，房地产行业迎来一波新机遇，尤其是棚改驱动的三四线城市。以碧桂园、中国恒大为首的高周转房企迅速下沉三四线，收割棚改红利，迅速做大销售规模，中国恒大于 2016 年销售规模超越万科，碧桂园在 3-4 年的下沉布局后，销售规模于 2017 年起超越中国恒大、万科。

图表 22：全国棚改计划开工、实际开工量



来源：Wind，国金证券研究所

- 2021 年至今，寻求房地产业健康发展和良性循环——回归经营本质：**当前房地产行业市场低迷，2022 年 1-3 月销售同比降幅较大，房企违约事件频频发生，行业正经历新一轮出清，政策调控已开始从信贷支持和供需两端适度发力，但房地产市场反应相对滞后，我们预计未来将有多维度的宽松政策出台，促进房地产业回归健康发展和良性循环。在本轮行业出清中，依赖高负债高杠杆扩张发展的房企将面临巨大的挑战，回归经营本质，或成为新的主流发展模式，拥有**稳健财务结构、高质量产品和服务、精细化管理**等核心竞争力的房企将立于潮头。

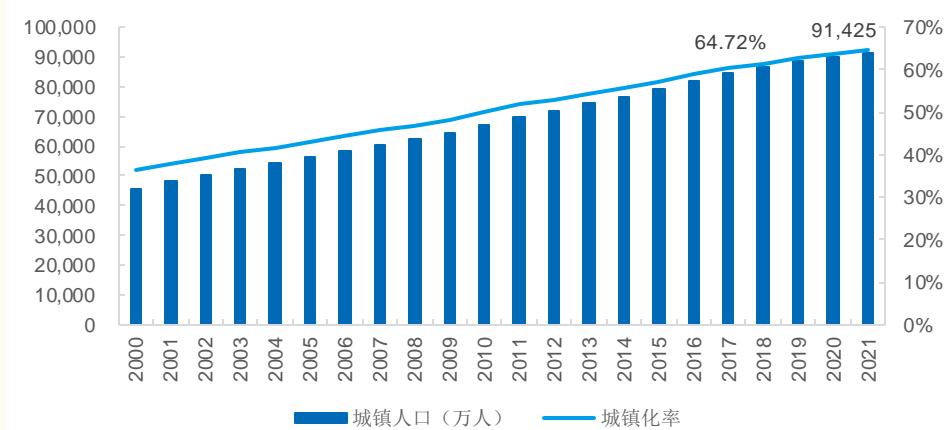
政策出台必要性高，行业复苏有中长期支撑

- 从必要性上来看：**①**房地产业是国民经济的支柱产业。**2021 年房地产业增加值占 GDP 总额 7%以上，房地产开发企业近 10 万家，房地产业就业人口达 290 万；同时房地产业的发展还拉动了产业链上下游的增长，银行金融机构、建筑建材、家电家装等行业的持续稳定发展。房地产业占据中国经济的重要地位，促进房地产业的良性循环也是 2022 年中国 GDP 达到 5.5%增速的重要保障。②**要防止房地产行业风险引发系统性金融风险。**房地产业与金融系统、财政系统、居民部门等关联紧密，房地产业的风险将传导至整个金融系统，目前数家头部房企的暴雷违约已经造成了部分银行和金融机构、地方财政、消费者交房等多方面的问题，需要妥善引导房地产业重新回归良性循环。③**满足消费者合理的刚性和改善性需求。**目前多家房企由于资金问题出现不能按时保质保量交付的情况，对消费者的信心产生较大负面影响，观望情绪严重，合理的需求不能释放，因此纠偏政策的出台有必要性。
- 从中长期来看，需求有支撑：**①**城镇化率的稳步增长。**2021 年中国城镇化率 64.72%，距离 70%城镇化率的增速还有 5 个百分点的空间，每年还将有 1200 万左右城镇人口的增加。②**家庭小型化。**家庭户均人口从 2000 年的 3.46 人降至 2020 年的 2.62 人，而当前美国家庭户均人口为 2.6 人，日本为 1.9 人，家庭小型化是长期趋势。③**人均住宅面积增加。**2000-2019 年中国城市人均住宅面积从 20.3 方增长至 39.8 方，而目前美国人均住宅面积达 67 方。城镇化率的提升、家庭小型化和人均住宅面积的增加也衍生出**新市民的需求**，2022 年 3 月银保监会主席郭树清指出：“新市民是在城镇已经居住的，但是还没有户口的；或者是刚刚拿到户口不足两年、三年的。这个人口数量大概有 3 亿多，他们都面临着安居乐业、就业创业、租

房买房、孩子上学、老人养老等实际需求。”我们预计，新市民的住房需求将有 1.15 亿套（按户均 2.62 人测算），按保障性住房满足 30% 需求估算，将产生约 8000 万套左右的商品住宅需求（1999-2021 年，房地产开发企业住宅竣工套数合计 1.15 亿套），近 5 年全国商品住宅年均销售套数约 1500 万套，以刚需占比 60% 估算，每年刚需需求释放在 900 万套左右，我们预计新市民产生的商品住宅需求将在 8-10 年释放，这将成为房地产行业未来发展的重要支撑。

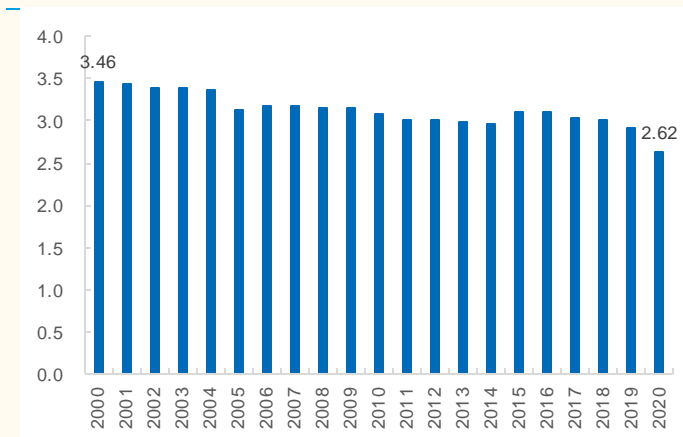
- 我们认为力度更大、范围更广的宽松政策将陆续出台，且行业在需求端有回暖复苏的支撑，行业拐点定会到来。

图表 23: 2000-2021 年全国城镇人口及城镇化率



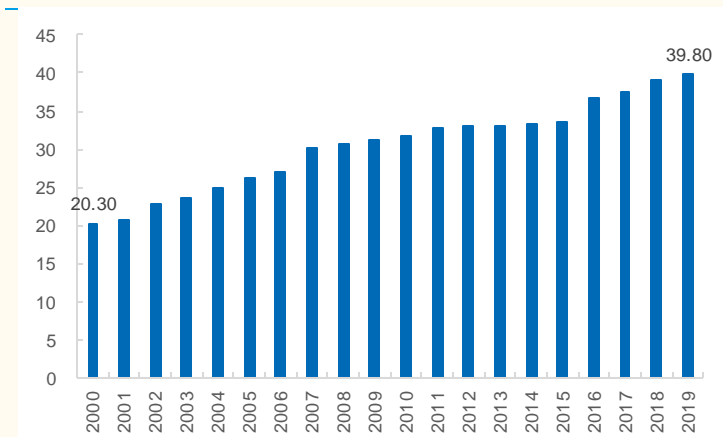
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 24: 2000-2020 年平均家庭户规模 (人/户)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 25: 2000-2019 城市人均住宅建筑面积 (m²/人)



来源：Wind，国金证券研究所

多维度政策宽松提振市场信心，布局板块正当时

政策调整方向——顶层设计

- 顶层设计已有适度纠偏。自“房住不炒”主基调确立以来，房地产调控已经形成了需求端“一城一策”（限购限贷等）、房企端“三道红线”、银行端“两道红线”和供地两集中的顶层设计。由于政策执行层面过度严苛，房地产市场的超预期下跌，2021 年下半年以来，顶层设计已有适度纠偏，如 2021 年四季度央行要求银行按揭和开发贷都要上量，“两道红线”可以临时“鼓肚子”；鼓励机构稳妥有序开展并购贷款，重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目；明确 2022 年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件等。

- **“三道红线”要求或有优化。**由于“三道红线”要求的存在，大部分房企选择主动降负债降杠杆，即使现金流相对充沛、杠杆率较低的国企央企，对并购贷等工具的使用也相对谨慎，而且并购贷多用于对出险企业的部分项目而非出险企业本身，不能完全解决出险企业的资金问题。三道红线的优化方向一是提高出险企业自身盘活资金的能力，二是鼓励加大优质房企对出险企业的收并购力度。我们预计未来对国企央企以及优质民企的并购贷投放力度将加大，并购贷不计入“三道红线”或将深化，三线四档 0%、5%、10%、15%的有息负债增幅要求或将提高增幅限度。

图表 26: 典型房企“三道红线”情况

企业	1H21			2020		
	剔除预收账款后的资产负债率	净负债率	现金短债比	剔除预收账款后的资产负债率	净负债率	现金短债比
中海	53.4%	32.5%	2.60	53.3%	31.2%	2.52
招商	58.6%	32.4%	1.29	57.4%	28.1%	1.49
华润	60.9%	28.5%	2.27	59.7%	29.5%	2.52
保利	66.2%	58.6%	2.60	68.7%	56.6%	2.26
金茂	67.9%	47.2%	1.55	66.8%	44.7%	1.88
龙湖	68.3%	46.0%	5.48	66.9%	46.5%	4.24
世茂	68.3%	50.4%	1.85	68.5%	50.3%	1.87
雅居乐	68.8%	45.3%	1.45	72.3%	61.0%	1.32
龙光	69.0%	60.7%	1.85	69.8%	61.4%	1.84
滨江	69.1%	91.2%	1.62	69.7%	83.6%	1.69
金地	69.4%	70.0%	1.52	68.5%	62.6%	1.32
金科	69.6%	77.1%	1.38	69.5%	73.7%	1.34
佳兆业	69.6%	93.4%	1.91	69.7%	94.5%	2.04
融信	69.7%	75.5%	1.28	69.9%	82.8%	1.20
万科	69.7%	20.2%	2.32	70.4%	18.1%	2.35
荣盛	70.8%	66.5%	1.16	73.8%	80.2%	1.23
旭辉	72.1%	60.4%	2.68	72.5%	64.0%	2.74
正荣	72.4%	57.2%	2.19	76.6%	64.7%	2.20
绿城	73.5%	75.2%	2.01	71.9%	63.8%	2.01
新城	75.4%	52.9%	2.18	74.1%	35.6%	2.61
融创	76.5%	86.6%	1.35	78.7%	96.0%	1.45
中南	77.4%	95.0%	1.30	78.7%	97.3%	1.41
阳光城	78.2%	93.8%	1.53	78.4%	94.9%	1.53
碧桂园	78.5%	49.7%	2.15	80.5%	55.6%	1.91
奥园	78.9%	80.7%	1.32	78.9%	82.7%	1.34
中梁	79.3%	56.1%	1.53	79.9%	65.8%	1.44
祥生	79.4%	96.5%	1.23	82.4%	136.4%	1.10
恒大	81.0%	99.8%	0.67	83.4%	152.9%	0.54
绿地	82.0%	120.4%	1.32	83.4%	142.6%	0.93
富力	74.9%	123.5%	0.55	76.7%	130.2%	0.63
蓝光	83.2%	227.8%	0.28	73.0%	88.6%	1.06

来源：公司公告，国金证券研究所 注：绿、黄、橙、红底色分别表示绿档、黄档、橙档和红档

政策调整方向——房企供给侧

- **全国性预售资金监管政策在三四线城市有待进一步优化。**2022年2月全国性预售资金监管政策出台，明确“预售资金额度监管为重点额度监管，由

市县级城乡建设部门根据工程造价合同等核定，能确保项目竣工所需的资金额度，当账户内资金达到监管额度后，超出额度的资金可以由房企提取自由使用”，同时不允许扣划预售资金监管账户内的资金。但由于当前全国各地的预售资金监管制度属地化性质强，短时间内统一制度难度较大，在一二线城市，地方政府保竣工保交付经验更加丰富，维稳压力相对较小，对预售资金的监管更加灵活自由，房企预售资金的提取更加便捷；而多数三四线城市维稳压力大（目前出险企业在三四线城市的销售更差，工程进度缓慢），对预售资金的监管力度更为严格，房企预售资金的提取阻力更大。

- **预售资金的放宽将缓解房企短期资金压力。**我们分不同预售监管资金比例讨论预售监管资金对房企的影响。
 - **假设 1: 预售监管统一制度落地到位，预售监管比例为房企合同负债的 12%。**
 - **假设 2: 各地预售监管制度基本维持现状不变，预售监管比例为房企合同负债的 15%。**
 - **假设 3: 出险房企增加，各地预售监管制度加严，预售监管比例为房企合同负债的 18%。**
- **2021 年中，29 家典型房企有 27 家现金短债比大于 1，合计平均现金短债比 1.59。考虑剔除预售监管资金后，在预售监管宽松情况下（假设 1），仍有 18 家房企现金短债比大于 1，合计平均现金短债比 1.09；在预售监管力度不变情况下（假设 2），有 15 家房企现金短债比大于 1，合计平均现金短债比 0.97；在预售监管力度加严情况下（假设 3），仅有 12 家房企现金短债比大于 1，合计平均现金短债比 0.84。预售资金监管比例每下降 1%，可以使扣除预售监管资金的现金短债比提高 4pct。**

图表 27: 典型房企不同情形下预售监管资金额度

企业	合同负债 (亿元)	短期有息负债 (亿元)	货币资金 (亿元)	现金短债比	预售监管资金 1 (亿元)	预售监管资金 2 (亿元)	预售监管资金 3 (亿元)	现金短债比 1	现金短债比 2	现金短债比 3
碧桂园	7243	868	1862	2.15	869	1086	1304	1.14	0.89	0.64
恒大	2158	2400	1616	0.67	259	324	388	0.57	0.54	0.51
万科	7549	843	1952	2.32	906	1132	1359	1.24	0.97	0.70
融创	3197	910	1232	1.35	384	480	576	0.93	0.83	0.72
保利	4812	597	1554	2.60	577	722	866	1.64	1.40	1.15
中海	1268	452	1174	2.60	152	190	228	2.26	2.18	2.09
绿地	4789	666	883	1.32	575	718	862	0.46	0.25	0.03
世茂	1129	444	824	1.85	135	169	203	1.55	1.47	1.40
华润	2414	418	949	2.27	290	362	435	1.58	1.40	1.23
招商	1877	651	842	1.29	225	282	338	0.95	0.86	0.77
龙湖	2409	181	995	5.48	289	361	434	3.89	3.49	3.09
新城	2154	253	552	2.18	258	323	388	1.16	0.90	0.65
金地	1257	393	598	1.52	151	189	226	1.14	1.04	0.94
旭辉	935	196	524	2.68	112	140	168	2.10	1.96	1.82
金茂	1073	306	474	1.55	129	161	193	1.13	1.02	0.92
金科	1500	268	370	1.38	180	225	270	0.71	0.54	0.37
中南	1415	208	270	1.30	170	212	255	0.48	0.28	0.07
阳光城	897	264	404	1.53	108	135	161	1.12	1.02	0.92
绿城	1419	301	606	2.01	170	213	255	1.45	1.30	1.16
中梁	1292	232	355	1.53	155	194	233	0.86	0.70	0.53
正荣	799	203	444	2.19	96	120	144	1.71	1.60	1.48
融信	729	251	322	1.28	87	109	131	0.93	0.84	0.76

龙光	614	227	421	1.85	74	92	111	1.53	1.45	1.37
富力	550	519	288	0.55	66	82	99	0.43	0.40	0.36
佳兆业	515	250	477	1.91	62	77	93	1.66	1.60	1.54
雅居乐	423	395	572	1.45	51	63	76	1.32	1.29	1.25
滨江	892	111	181	1.62	107	134	161	0.66	0.42	0.18
荣盛	941	252	292	1.16	113	141	169	0.71	0.60	0.49
奥园	634	517	683	1.32	76	95	114	1.17	1.14	1.10
祥生	779	222	273	1.23	93	117	140	0.81	0.71	0.60
合计				1.59				1.09	0.97	0.84

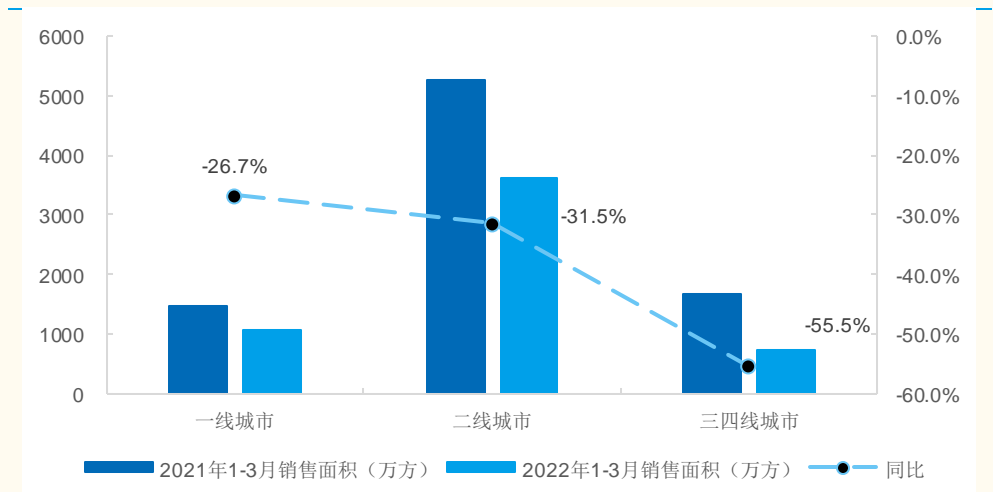
来源：公司公告，国金证券研究所 注：1) 合同负债、短期有息负债、货币资金取典型房企 2021 年中报数据；2) 预售监管资金 1-3 分别为假设 1-3 下各房企的预售监管资金额度；3) 现金短债比 1-3 为货币资金扣除预售监管资金 1-3 后的现金短债比。

- **房企融资渠道或有拓宽。** 监管层当前对房企债券融资的监管已经从 2021 年下半年由严转松，但房企债券融资金额在 4Q21 和 1Q22 同比下降均超过 40%，一方面是由于投资者对房企债券的谨慎（尤其是海外债），另一方面是房企自身发债意愿受三道红线影响有所下降。而房企公开债务偿还尚有缺口，因此我们预计房企融资渠道或将有所拓宽。

政策调整方向——购房需求侧

- **对标 2014-2016 年的房地产调控，主要有三大方面的刺激：**①大范围取消限购，仅一线城市和三亚保留限购政策；②放宽限贷，降低房贷利率；③“去库存”，棚改货币化安置。而本轮房地产调控，由于宏观环境、行业形势和市场行情的不同，调控政策将更加因地制宜“一城一策”，与上一轮相比，调控方向预计大体一致，而具体措施或有差异。
- **一二线城市和三四线城市市场基本面有差异，调控措施不同。**从 2022 年 1-3 月 30 大中城市各能级销售情况看，一线、二线、三四线城市销售面积同比分别为-26.7%、-31.5%和-55.5%，一二线城市市场更为稳定，房地产市场抗跌性更强。从全国重点 20 城的新房在售库存看，截至 2022 年 2 月底，20 城平均去化周期 11.2 个月，长三角、珠三角重点城市市场基本面更好，杭州、上海、合肥三城新房库存去化周期低于 6 个月。对于优质一二线城市，若调控宽松力度较大，会导致房价上涨压力，我们预计一二线城市的调控将以适度放松认房又认贷的标准，下调房贷利率为主；而大部分三四线城市自身市场基本面较弱，需要取消限购限售等措施提振市场信心，同时部分城市棚改货币化安置也将启动。

图表 28: 2022 年 1-3 月 30 大中城市各能级销售面积及同比



来源：Wind，国金证券研究所

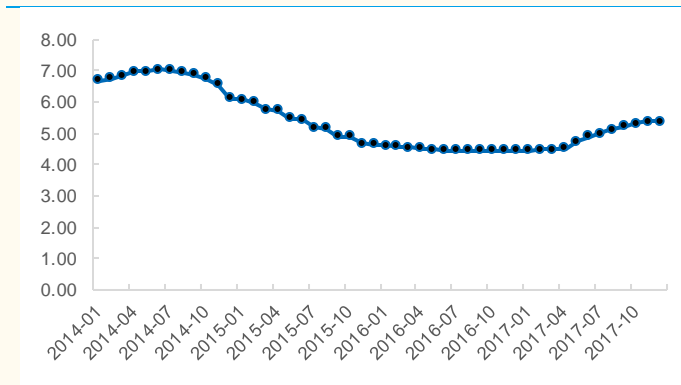
图表 29: 截至 2022 年 2 月, 全国重点 20 城在售库存及去化周期

城市	在售库存 (万 m ²)	近五年低位 (万 m ²)	近五年高位 (万 m ²)	去化周期 (月)	近五年低位 (月)	近五年高位 (月)
杭州	201	184	688	1.6	1.4	8.5
上海	501	454	789	5.7	4.8	13.1
合肥	442	442	872	6	5.3	14.5
深圳	236	159	369	6.4	3.6	16.3
南京	636	258	697	6.4	2.8	8
长沙	704	413	767	6.8	3.1	6.8
郑州	940	449	1079	7.4	3.6	13.7
重庆	1203	746	1365	8.6	3.3	8.6
西安	642	486	1079	8.6	4.5	10.6
武汉	1746	633	2063	9.7	3.2	11.2
成都	1551	1215	1852	10.1	7.1	13.2
苏州	904	485	933	10.1	5.7	13.2
温州	731	347	789	10.5	5.9	10.5
广州	1074	608	1105	11.3	5	11.3
北京	1137	430	1200	14.2	7.5	25.2
沈阳	1763	1676	2468	16.9	11.5	23
青岛	2104	972	2201	17.3	6.8	18
福州	1587	170	1604	21.3	10.8	35.6
天津	2101	862	2180	21.6	5	21.6
长春	1198	706	1245	22.5	8	22.8

来源: 中指研究院, 国金证券研究所 注: 在售库存口径为商品住宅(不含保障性住房), 杭州统计范围包含萧山、余杭, 苏州统计范围包含吴江

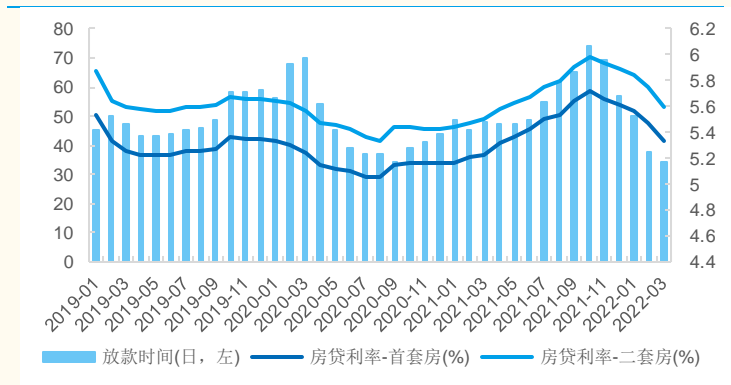
- 预计房贷利率将继续下行, 认房又认贷的政策或有调整。2014-2016 年, 全国平均首套房利率从 2014 年 6 月最高的 7.02% 持续下降至 2016 年末的 4.44%, 降幅达 2.58pct。而目前首套房利率从 2021 年 10 月最高的 5.72% 降至 2022 年 3 月的 5.34%, 降幅为 0.38pct, 虽然苏州、南京等城市已经下调率至 4.6% 的水平, 但对标上一轮, 无论是利率绝对值还是相对降幅, 房贷利率都还有下降空间。一二线优质城市认房又认贷的限贷措施, 一定程度上限制了购房者合理的改善性需求, 郑州出台的“郑十九条”已经取消了认房又认贷, 我们认为未来将有更多城市取消认房又认贷, 合理释放改善性需求。

图表 30: 2014-2017 年首套房贷利率 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 31: 百城银行房贷利率及放款周期走势



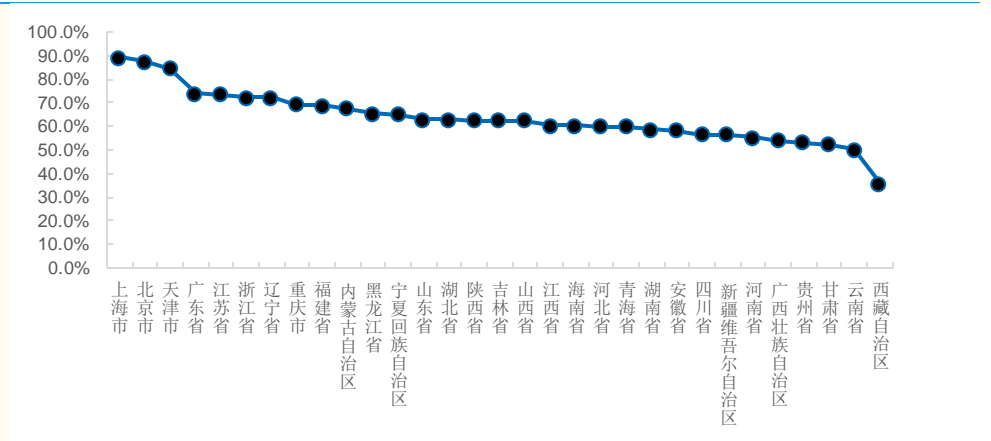
来源: 贝壳研究院, 国金证券研究所

- 一二线城市限购或对新市民放宽, 三四线城市预计将大范围取消限购限售。多数一二线城市为人口净流入城市, 新市民需求相对旺盛, 针对新市民或有更多宽松措施, 如降低落户门槛、公积金与本地人一视同仁、投亲养老允许新增购房名额等, 郑州已如是出台政策, 而一二线城市中福州、南昌也在执行层面有降低限购条件(未正式发文), 预计更多一二线城市以及长三角、珠三角人口流入较多的强三线城市, 将以满足新市民住房需求为锚点出台相关“软限购”措施。对于大多数三四线城市, 房价下跌压力大于上涨压力, 直接采用取消限购限售的政策刺激需求释放, 浙江衢州、河北

秦皇岛已经打响取消限购限售“第一枪”，为全国大范围三四线城市取消限购限售奠定了基础。

- **货币化安置或在中西部城市推广。**目前，郑州、南宁、兰州三个中西部城市省会已经出台了棚改货币化安置政策，但与上一轮大范围实施棚改货币化安置有不同的背景，一是 2021 年全国城镇化率 64.72%，较 2014 年 55.75% 的城镇化率提高 8.97pct，棚改基数减小；二是棚改货币化安置为不可逆的进程，上一轮的棚改已经释放了大量购房需求。目前中西部省份城市化率还相对较低，棚改货币化能起到一定提振市场信心作用，而东部发达省份开展大规模棚改的基础较弱，因此我们预计本轮货币化安置或主要在中西部城市推广。

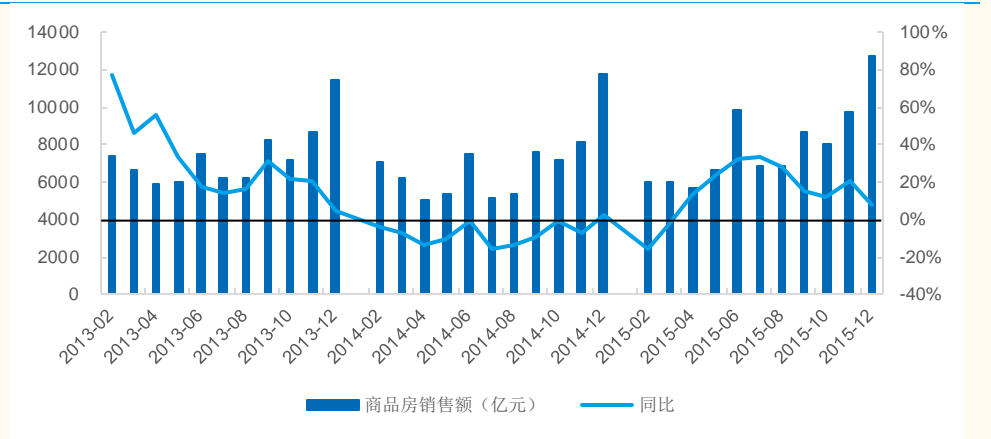
图表 32: 2020 年全国各省市城镇化率



来源：国家统计局，国金证券研究所

- **预计大范围调控宽松政策将在疫情后出台，市场销售有望在二季度企稳、三季度回暖。**由于当前全国重点工作是防控新冠疫情，房地产宽松政策的出台有所延缓，预计在疫情得以控制后，大范围的调控措施将相继出台，促进房地产业回归良性循环。关于市场销售何时恢复正常水平方面，对标上一轮调控，信贷端，2014 年 7 月起房贷利率开始出现下调；需求端，6 月呼和浩特市正式发文放开限购，其他城市陆续完全放开或部分放开限购政策，9 月珠海限购政策松绑后仅剩北上广深和三亚五个城市仍执行限购；而从上一轮全国商品房销售情况看，自 2014 年 8 月起，商品房销售额同比降幅逐步减小，2015 年初同比恢复增长。反观本轮调控，信贷宽松走在需求端刺激前面，奠定了回暖基础，2022 年 3 月已有取消限购政策出台，因此我们判断二季度起销售金额同比降幅将有所减小，由于 2021 年下半年基数较低，三季度起销售金额同比预计回正。

图表 33: 2013-2015 年全国月度商品房销售额及同比



来源：国家统计局，国金证券研究所

- **基于房地产调控宽松的预期，我们认为当前正是布局房地产板块的好时机。**

投资建议

地产板块

- **首推销售投资逆市增长，业绩确定性强的房企。**每一轮行业周期的转换都将孕育新的发展模式，2008-2009年万科、保利发展、华润置地等房企凭借金融红利，销售规模大幅提升；2014-2016年，三四线市场机会大，碧桂园、中国恒大举债扩张下沉，成为行业龙头；本轮行业洗牌预计也将持续2-3年，我们认为拥有稳健财务结构、高质量产品和服务、精细化管理等核心竞争力的房企能够实现弯道超车跻身行业前茅，如**绿城中国**、**建发国际**（包括间接受益的**建发股份**）、**滨江集团**，其2021年全口径销售金额增速远超行业平均水平，且行业排名持续提升，同时投资端近三年均位于权益拿地金额榜前20，未来业绩确定性强，在行业复苏背景下，有望实现利润与估值的戴维斯双击。

图表 34: TOP30 房企全口径销售金额 (亿元)、同比及排名

企业名称	2022年1-3月 销售金额	2022年1-3月 同比	2021年销售 金额	2021年同 比	2022年1-3月 销售排名	2021年销售 排名	2020年销售 排名
碧桂园	1329	-32.8%	7588	-3.8%	1	1	1
万科地产	1045	-40.0%	6203	-11.5%	2	2	3
保利发展	907	-26.4%	5385	7.1%	3	4	5
融创中国	723	-37.3%	5976	3.9%	4	3	4
中海地产	480	-45.5%	3710	2.1%	5	6	6
招商蛇口	474	-34.6%	3268	17.6%	6	7	10
华润置地	459	-32.3%	3158	10.8%	7	8	9
金地集团	455	-33.7%	2865	18.1%	8	11	13
绿城中国	373	-30.7%	2666	24.2%	9	13	19
龙湖集团	370	-38.3%	2901	7.2%	10	10	11
中国金茂	317	-49.6%	2356	5.3%	11	15	15
绿地控股	308	-56.3%	2903	-18.6%	12	9	7
新城控股	308	-35.2%	2340	-7.2%	13	16	12
建发房产	302	-27.3%	1711	32.0%	14	21	31
旭辉集团	287	-49.3%	2473	7.0%	15	14	14
滨江集团	250	-47.0%	1691	24.0%	16	22	27
华发股份	232	-17.4%	1219	1.2%	17	32	34
世茂集团	221	-67.3%	2699	-10.1%	18	12	8
金科集团	217	-55.3%	1873	-16.2%	19	18	16
中梁控股	216	-55.0%	1718	1.8%	20	20	20
首开股份	203	-15.8%	1180	16.3%	21	38	42
美的置业	199	-48.6%	1370	8.7%	22	28	33
龙光集团	199	-59.3%	1671	11.6%	23	23	23
融信集团	183	-53.9%	1555	0.2%	24	24	21
雅居乐	179	-54.7%	1390	0.6%	25	27	26
中骏集团	173	-33.7%	1045	2.9%	26	41	41
中南置地	161	-66.8%	1965	-12.0%	27	17	17
卓越集团	158	-45.1%	1250	25.8%	28	31	44
仁恒置地	158	-7.8%	755	-13.3%	29	54	48
远洋集团	150	-28.6%	1360	14.9%	30	29	36

来源: 克而瑞, 国金证券研究所 注: 绿城中国销售金额不包含代建销售金额

图表 35: 2020 年、2021 年、2022 年 1-3 月权益拿地金额前 20

排行	2020 年		2021 年		2022 年 1-3 月	
	企业名称	权益金额(亿元)	企业名称	权益金额(亿元)	企业名称	权益金额(亿元)
1	保利发展	1481	保利发展	1273	华润置地	182
2	万科	1436	万科	1214	建发房产	173
3	中海地产	1312	中海地产	1147	绿城中国	136
4	碧桂园	1180	华润置地	997	上海地产	135
5	龙湖集团	1089	绿城中国	892	中海地产	132
6	中国恒大	1049	碧桂园	867	保利发展	90
7	华润置地	1004	招商蛇口	839	北京兴创投资	66
8	绿城中国	882	龙湖集团	787	龙湖集团	49
9	招商蛇口	826	建发房产	648	金地集团	46
10	绿地控股	816	中国铁建	576	伟星房产	42
11	金地集团	785	融创中国	525	成都城投	42
12	新城发展	735	金地集团	485	滨江集团	34
13	建发房产	687	中国金茂	485	交通控股	32
14	融创中国	662	越秀地产	428	徐州国资	29
15	旭辉集团	579	中国中铁	419	中国铁建	28
16	华发股份	541	滨江集团	371	武汉城建集团	27
17	滨江集团	516	卓越置业	349	城建发展	26
18	中南建设	449	龙光集团	319	福州新区开发集团	26
19	金科股份	445	中海宏洋	313	伟星集团	25
20	阳光城集团	443	新城发展	311	武汉凯惠置业	23

来源: 中指研究院, 国金证券研究所

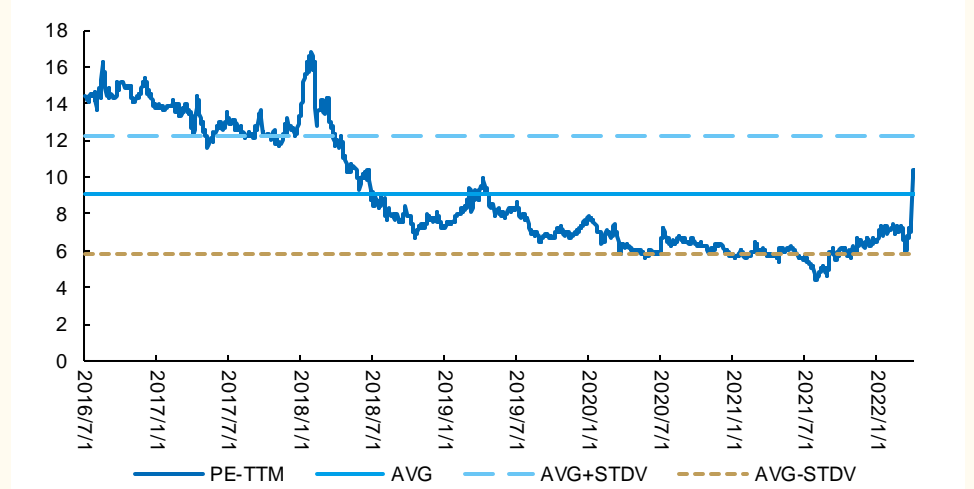
- **稳健选择推荐头部国企央企。**头部国企央企杠杆率相对较低、现金流充沛、融资能力强的优势能确保其在行业洗牌中维持稳健发展, 在当前土地市场竞争程度较低的情况下有机会低价获取优质土地, 同时国企央企拥有较高并购贷份额, 在收并购市场或能取得性价比较高的项目, 改善利润水平。推荐保利发展和招商蛇口。
- **高弹性选择推荐估值有望修复的优质民营企业。**我们认为当前市场对民营房企的预期较为悲观, 部分优质民营房企估值处于历史低位, 在宽松政策提振市场信心背景下, 有望实现估值修复, 如新城控股、旭辉控股。

物业板块

- **推荐增长稳健的国资背景物管公司。**关联房企在行业洗牌中维持稳健发展, 且销售规模能维持稳定增长态势, 物管公司承接关联方业务也能实现稳定增长, 推荐保利物业、中海物业、华润万象生活。
- **看好民营物管公司的高弹性。**在宽松政策出台促进房地产回归良性循环背景下, 关联房企流动性危机解除的民营物业公司未来估值修复弹性较大。在本轮地产行业洗牌后, 越来越多的企业集团会将把重心从开发业务转移到物业等有持续成长空间的轻资产赛道上。我们看好物管业务有密度、增值服务发展好的物管公司, 比如金科服务、碧桂园服务、建业新生活、旭辉永升服务。

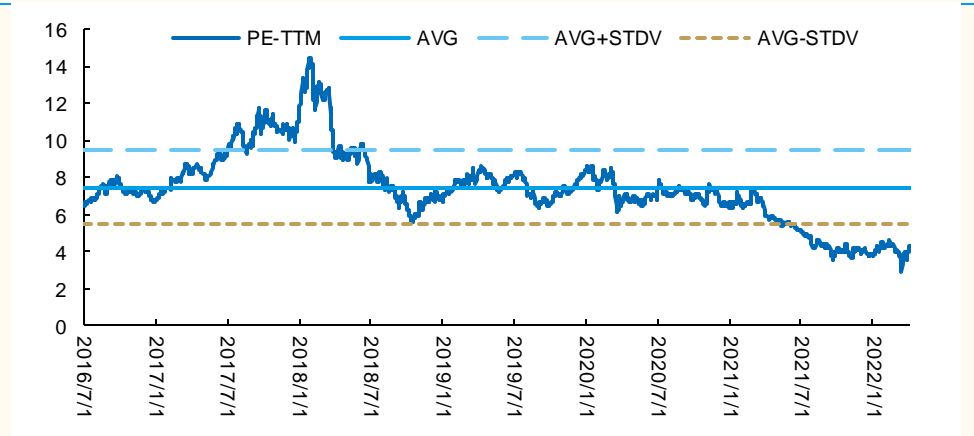
行业估值

图表 36: A 股地产 PE-TTM



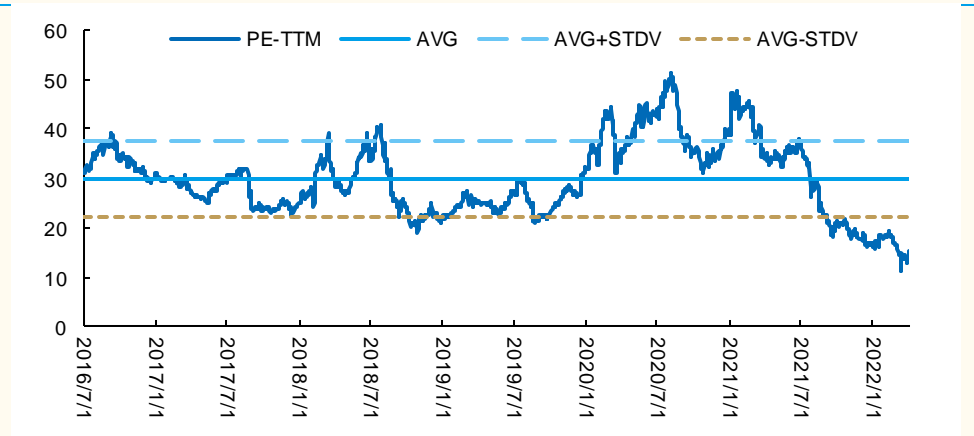
来源: Wind, 国金证券研究所注: 3月31日由于部分企业公布年报业绩有所下滑, 导致EPS下降

图表 37: 港股地产 PE-TTM



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 38: 港股物业股 PE-TTM



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 39: 覆盖公司估值情况

股票代码	公司	评级	市值 (亿元)	PE			归母净利润 (亿元)			归母净利润同比增速		
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
000002.SZ	万科 A	买入	2,334	5.6	10.4	10.1	415.2	225.2	231.8	7%	-46%	3%
600048.SH	保利发展	买入	2,180	7.5	7.9	7.2	289.5	276.2	302.2	4%	-5%	9%
001979.SZ	招商蛇口	买入	1,227	10.0	11.8	11.3	122.5	103.7	108.4	-24%	-15%	5%
3900.HK	绿城中国	买入	321	8.5	7.2	5.4	38.0	44.7	59.5	53%	18%	33%
1908.HK	建发国际集团	买入	211	9.4	6.0	4.6	22.4	35.2	45.7	31%	57%	30%
9666.HK	金科服务	买入	165	26.7	15.6	10.5	6.2	10.6	15.6	69%	71%	48%
9983.HK	建业新生活	买入	47	11.0	7.5	5.4	4.3	6.2	8.7	82%	45%	40%
6098.HK	碧桂园服务	买入	1,049	39.1	26.0	17.1	26.9	40.3	61.3	61%	50%	52%
1209.HK	华润万象生活	买入	774	94.6	44.8	34.4	8.2	17.2	22.5	124%	111%	30%
平均值			923	23.6	15.2	11.8	103.7	84.4	95.1	45%	32%	28%
中位值			774	10.0	10.4	10.1	26.9	40.3	59.5	53%	45%	30%

来源: Wind, 国金证券研究所注: 1) 数据截至 2022 年 4 月 4 日; 2) 预测数据为国金预测; 3) 保利发展 2021 年归母净利润为国金预测, 其余公司为实际业绩

风险提示

- **房地产调控宽松不及预期。**当前房地产行业已到筑底阶段, 市场对政策宽松预期强烈, 若后续没有或仅小范围调控宽松政策跟进, 行业将会面临较大风险和挑
- **疫情影响政策落地和市场恢复。**当前全国重心都在疫情防控, 若疫情持续发酵失控, 将大幅延缓宽松政策落地时间, 同时将持续抑制购房需求, 影响市场销售恢复。
- **多家房企出现债务违约。**若在宽松政策出台期间, 多家房企出现债务违约, 将对市场信心产生更大的冲击, 房企自救意愿低落、消费者观望情绪加剧、金融机构挤兑债务等, 房地产业良性循环实现难度加大。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402