

东兴证券地产行业报告

弱现实、强预期之下，博弈短期还是拥抱未来

分析师

陈刚 电话：010-66554028 邮箱：chen_gang@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480521080001

东兴证券研究所
2022年4月12日

当前行业处在弱现实、强预期的状态。商品房销售下滑、疫情之下压力进一步凸显，更多城市限购限贷限售的放松和房贷利率的进一步下行已经逐渐成为现实性的选择。在需求收缩和预期转弱的冲击之下，供需两端都面临极大的冲击，“稳地价、稳房价、稳预期”的政策目标将面临极大挑战，市场支持力度进一步加强已经是刻不容缓。

从历史来看，地产板块走势与政策松绑相关性强，而政策面的松绑则与开发投资与房价的走势息息相关。降杠杆政策的陆续出台，加速暴露了高杠杆房企的流动性问题。供需两端多重因素的叠加，进一步推动了需求的快速下滑，销售的急剧下滑导致行业恶性循环的风险逐渐发酵，政策的关注点正从房企资金面的风险转移到需求端的失速下滑带来的恶性循环风险。伴随着中央和部位的表态与各地放松政策的发布，市场对于政策加码的预期逐渐明朗，地产板块开始走出明显的超额收益。

短期而言，随着政策的陆续释放与支持预期的提升，这段时间行业政策氛围较为友好，市场对于民企违约风险的降低会存在较大的博弈。但诸多风险较大的低信用民企，接下来依然面临着极大的流动性压力，可能难以支撑到市场回暖的时候就会继续暴雷；而且频繁的负面消息与几乎丧失的拿地能力，也极大的损害了企业的市场声誉与未来的发展空间。我们认为，长期而言，持有高信用的房企才是更为稳健的策略。在各企业频繁暴雷的行业背景之下，在销售端，高信用房企更能获得购房者的信任；在供给端，高信用房企不断获得金融机构的融资支持，在当前的市场环境下依然拥有公开市场拿地和并购获取项目的的能力。市场声誉与经营实力为未来的发展奠定了基石。

我们认为融资的优势将推动高信用房企在土地和并购市场获得优势，持续的拿地推盘能力与优质的信用背书也有望在需求回暖之时抢占先机，进一步提升市场份额。推荐万科 A，保利发展，金地集团。融资端的支持，也在满足了头部的稳健央企地产企业后，逐渐向经营稳健的民企溢出，市场对经营稳健的民企也将逐渐恢复信心，建议持续跟踪经营稳健的民营房企龙头如龙湖集团、碧桂园。

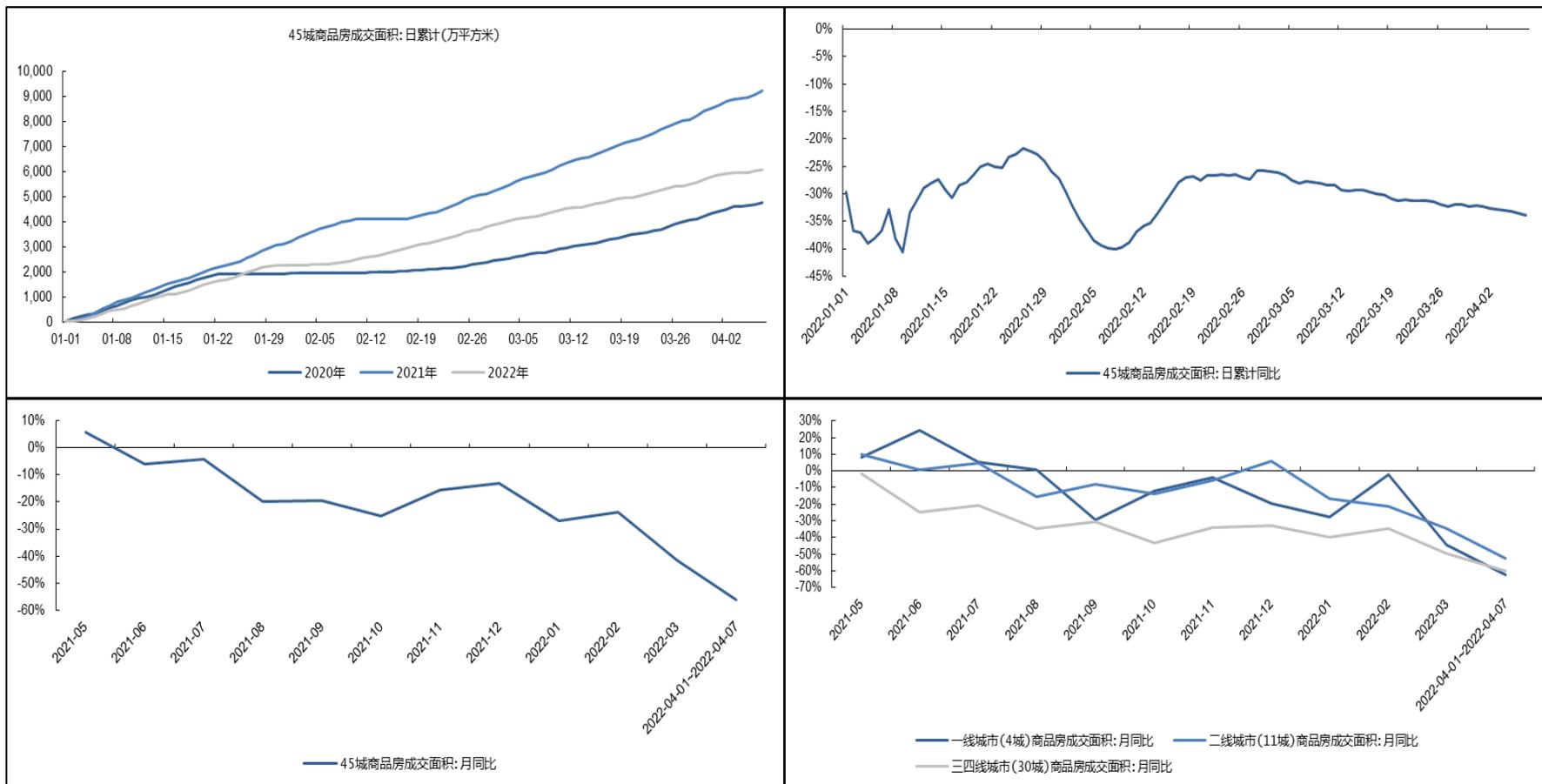
风险提示：行业政策落地不及预期的风险、盈利能力继续下滑的风险、销售不及预期的风险。

1. 行业现状：弱现实、强预期

- 1.1 商品房销售下滑、疫情之下雪上加霜
- 1.2 房企销售压力大、信用风险持续发酵
- 1.3 房企资金压力大、土地市场供需两弱
- 1.4 政策面持续改善，地产板块走势强劲

1.1 行业现状：商品房销售下滑、疫情之下雪上加霜

疫情影响之下，销售进一步下滑。自去年下半年以来，伴随着恒大流动性风险的暴露，居民对于市场的观望情绪进一步加强，行业销售持续下滑。从数据来看，45城商品房累计销售面积（4.1~4.7）同比-56.0%，上月同比-41.7%；16城二手房成交面积（4.1~4.7）同比-32.9%，上月同比-30.3%。



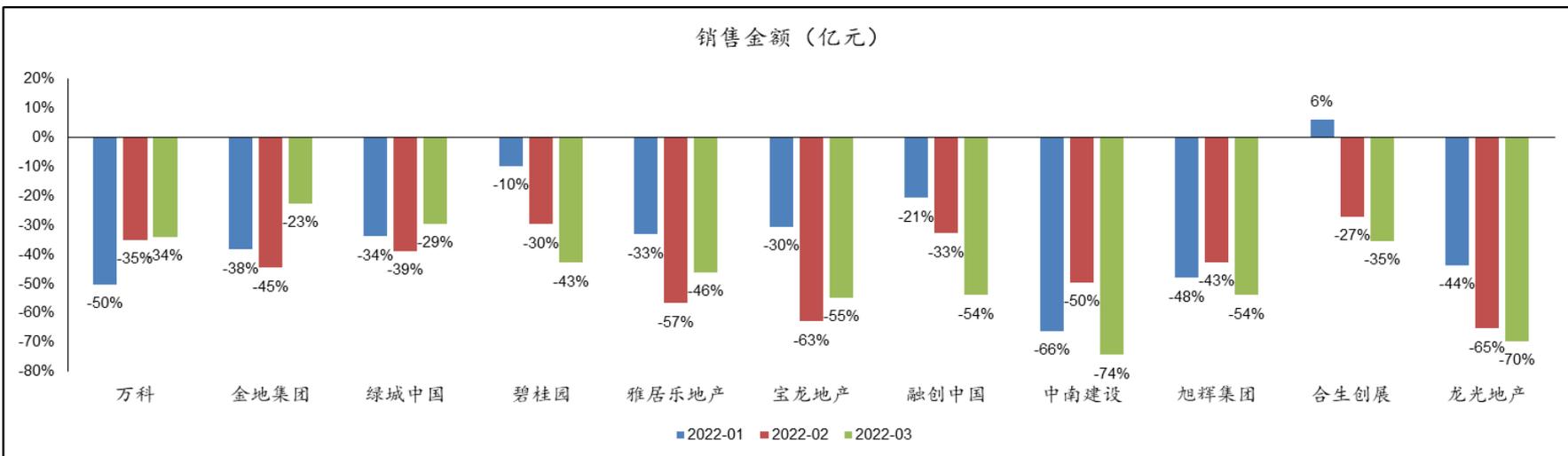
数据来源：Wind、东兴证券研究所

1.2 行业现状：房企销售压力极大、信用风险持续发酵

房企销售压力极大、信用风险持续发酵。随着居民购房需求的退坡，房企销售压力逐渐加大。特别是对低信用的民营房企而言，销售的走弱进一步导致其流动性风险加剧。在负面消息发酵之下，居民担忧此类房企的交付能力，从而导致此类房企销售难度进一步加大。而销售回款的不畅又反过来加速了房企流动性风险的暴露，形成了恶性循环。

2022年一季度部分房地产债券展期情况

债券简称	发行人	本息展期时间
20恒大01	恒大地产集团有限公司	2022/1/8
19阳集01	福建阳光集团有限公司	2022/1/17
21阳城01	阳光城集团股份有限公司	2022/1/24
19龙控01	深圳市龙光控股有限公司	2022/3/19
18龙控02	深圳市龙光控股有限公司	2022/3/22
21新力01	新力地产集团有限公司	2022/3/28
20融创01	融创房地产集团有限公司	2022/4/1



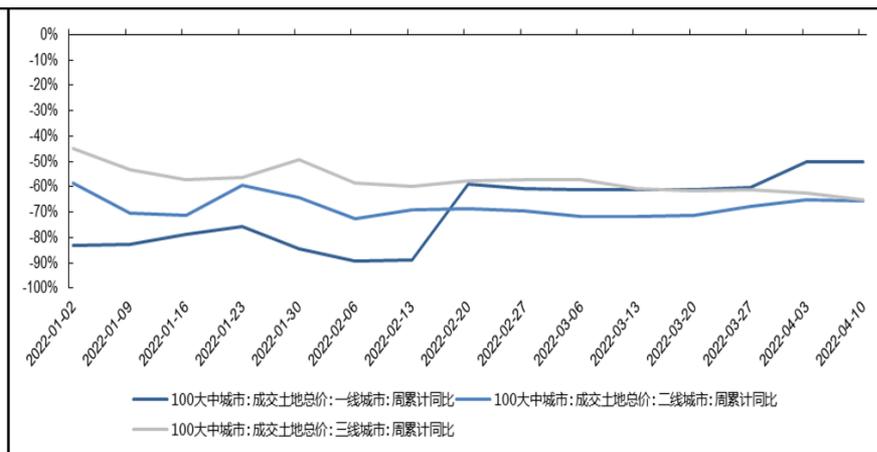
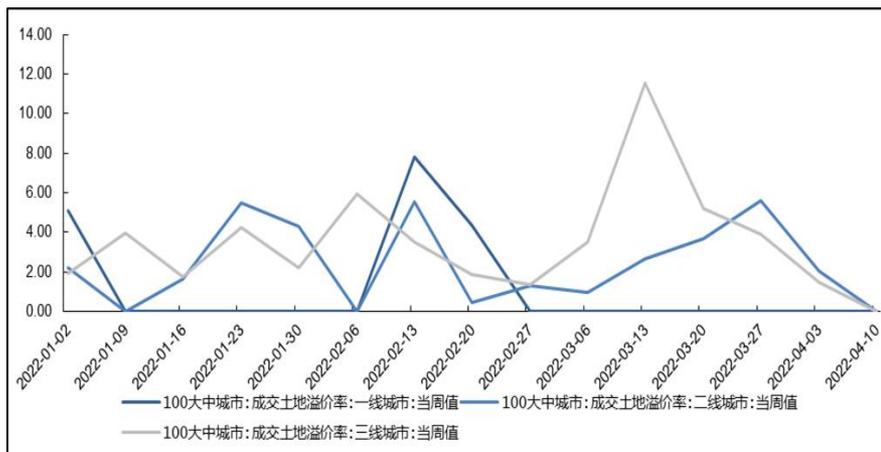
数据来源：Wind、东兴证券研究所

1.3 行业现状：房企资金压力大、土地市场供需两弱

房企资金压力大、土地市场供需两弱。房企在销售面临压力的同时，基本面的走弱也导致金融机构对房企信用问题的担忧进一步加剧，融资难度进一步增加。房企在销售不畅，资金面紧张的局面下，投资意愿和能力都持续走弱，从而导致了土地市场的持续下滑。

截至2022.4.10	境内地产债	中资离岸地产债	房地产信托
本年至今规模累计同比	-50.5%	-72.4%	-77.4%
本月至今规模累计同比	-100.0%	-64.7%	-66.4%
上月规模同比	-41.4%	9.4%	-84.7%

截至2022.4.10	100大中城市	一线城市	二线城市	三线城市
成交建面:本年累计同比(本周)	-45.3%	-45.8%	-43.6%	-46.1%
成交土地溢价率(本周)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
成交土地总价:本年累计同比(本周)	-63.1%	-50.3%	-65.7%	-65.2%



数据来源：WIND、东兴证券研究所

1.4 行业现状：政策面持续改善，地产板块走势强劲

政策面持续改善，地产板块走势强劲。去年3季度开始，随着房地产行业压力的显现，政策开始纠偏，政府意识到急剧收紧的融资给房企带来的流动性压力，于是针对房企融资段的支持政策开始发力。而去年年底，中央经济工作会议进一步定调，房地产是畅通国民经济循环重要的一环，各地政府开始逐渐尝试松绑楼市，维护市场稳定。随着政策预期的改善，地产板块的走势也持续走强。

	指数(2022/04/08)	本周涨幅	上周涨幅	近12周累计涨幅
房地产(申万)	3795.9	1.64%	10.82%	7.78%
万得全A	5042.1	-1.74%	1.25%	-12.54%
沪深300	4230.8	-1.06%	2.43%	-12.27%

	指数(2022/04/08)	本周涨幅	上周涨幅	近12周累计涨幅
克而瑞内房股领先指数	3700.0	10.65%	3.49%	1.67%
恒生指数	21872.0	-0.76%	2.97%	-10.30%

近期部分楼市改善性政策

2月	深圳	一批次集中供地，新房销售限价上调
	东莞	取消新房销售限价
	南宁	下调首付比例
3月	中央	《政府工作报告》指出，要支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求
	中央	国务院金融稳定发展委员会召开专题会后，六部委表态稳楼市
	郑州	《关于促进房地产业良性循环和健康发展的通知》
	哈尔滨	取消限售
	福州	放松限购
4月	衢州	取消限购，放松限售，成为今年全国首个同时放松“两限”的城市。
	秦皇岛	取消限购
	广州	房贷利率降低
	兰州	放松限购、降低商业贷款首付比例等
	苏州	首套房贷利率已降至4.6%

数据来源：WIND、东兴证券研究所

2. 是什么造成了弱现实、强预期的现状

- 2.1 降杠杆政策暴露了高杠杆房企的流动性问题
- 2.2 需求端的失速下滑带来了恶性循环风险
- 2.3 调控态度转变，维稳政策频出，政策加码预期强烈
- 2.4 历史上看，地产板块走势与政策松绑相关性强

2.1 降杠杆政策暴露了高杠杆房企的流动性问题

降杠杆政策的陆续出台，加速暴露了高杠杆房企的流动性问题。

“三条红线”政策推动行业主动降杠杆。2020年下半年，为进一步落实房地产长效机制，房地产金融审慎管理制度，政府出台了“三条红线”政策，旨在降低行业杠杆率，防范化解重大风险。该政策的出台，极大的限制了地产企业加杠杆的能力，超过红线的企业开始面临主动去杠杆。

加强预售资金监管进一步冲击了房企的流动性。随着房企流动性危机发酵，各地出现了交楼困难的情况。为了保障项目资金运转的安全性，同时减少因企业资金挪用而产生的烂尾风险，去年三季度开始，各地大幅加强了预售资金监管力度。地方政府对高杠杆的低信用房企更加严格的执行政策，进一步限制了房企的资金周转能力，加速了流动性风险的暴露。

恒大的负面效应推动了资金监管的进一步趋严。恒大的流动性风险暴露进一步加剧了政府和金融机构对高杠杆房企的警惕性，金融机构对地产行业的信心进一步走低，高杠杆房企融资能力快速下滑。

数据来源：WIND、东兴证券研究所

2.2 需求端的失速下滑带来了恶性循环风险

我们认为几大因素的叠加造成了需求的快速下滑：

- 去年下半年房贷利率上升，按揭额度偏紧，放贷周期拉长，销售逐渐走弱。
- 随着恒大交房风险的发酵以及更多房企流动性风险的暴露，信用危机频发动摇了购房者对期房按时竣工交付的信心，进而影响到销售
- 去年年底开始，低线城市房价下行压力逐渐显现，房企降价促销，多地陆续发布了“限跌令”，“买涨不买跌”的心理导致观望情绪进一步加重。
- 去年的房地产税试点预期，也在一定程度上抑制了居民购房意愿。

对销售情况的预期影响着房企的投资意愿，而销售回款又是房企资金的重要来源，销售的急剧下滑导致恶性循环的风险逐渐发酵。

- ✓ 房企的负面新闻与市场的量价齐跌不仅会影响金融机构的信心与行动力，也会强化购房者的观望情绪。
- ✓ 加杠杆能力受限与销售端量价齐跌的局面叠加，进一步冲击了房企的流动性，影响了房企的投资能力与意愿，土地市场急速下滑。
- ✓ 房企投资与开工能力的下滑对经济的发展、地方政府财政收入的稳定和就业都造成较大的冲击。
- ✓ 行业风险从最初个别企业的流动性风险逐渐发展为需求端的失速下滑带来的恶性循环风险，直接影响了国民经济的健康循环。

数据来源：Wind、东兴证券研究所

我们认为中央对地产调控的态度有了较为明显的转变，政策基调从去年年底的纠偏逐渐转向支持。在当前政策基调与鼓励方向都较为明确的情况下，需求政策的支持有望更为精准与密集，金融机构对供需两端的支持力度也有望进一步加强。

去年3季度开始，随着房地产行业压力的显现，政策开始纠偏。央行在10月15日的三季度金融统计数据发布会上明确“指导主要银行准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度”，政策边际改善明显。随后，针对房企融资段的支持政策开始发力。

去年年底中央经济工作会议定调，房地产是畅通国民经济循环重要的一环，进一步确认了地产调控基调的转变。会议提出“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。”

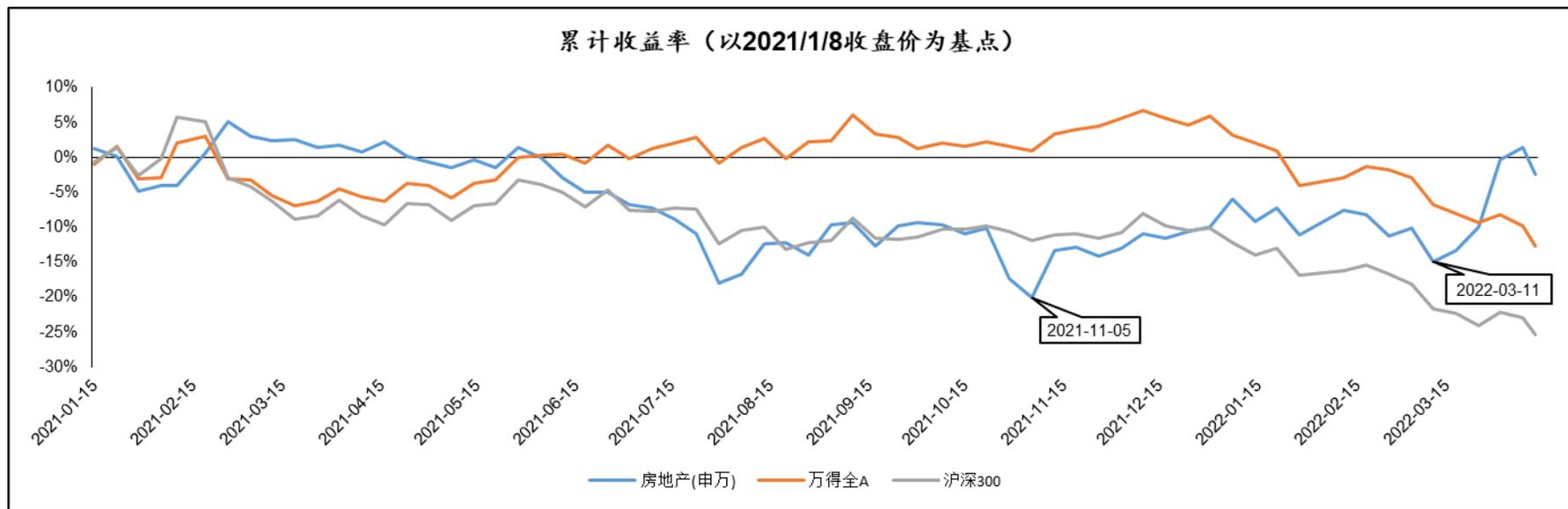
至此，中央对地产调控的态度有了较为明显的转变，而且政策的关注点逐步从单纯的房企资金面的风险转移到需求端的失速下滑带来的恶性循环风险。

数据来源：Wind、东兴证券研究所

2.4 历史上看，地产板块走势与政策松绑相关性强

伴随着中央和部位的表态与各地放松政策的发布，市场对于政策加码的预期逐渐明朗，地产板块开始走出明显的超额收益。3月16日国务院金融稳定发展委员会召开专题会后，六部委为市场注入信心 and 政策的期待，各个地区的维稳措施开始陆续出台，地方政府松绑楼市的动作进一步加大，限购限贷限售的放松与房贷利率的下调开始频繁出现。

从历史上看，地产板块走势与政策松绑相关性强，而政策面的松绑则与开发投资与房价的走势息息相关。随着政策基调从去年年底的纠偏逐渐转向支持，板块开始走出显著超额收益。

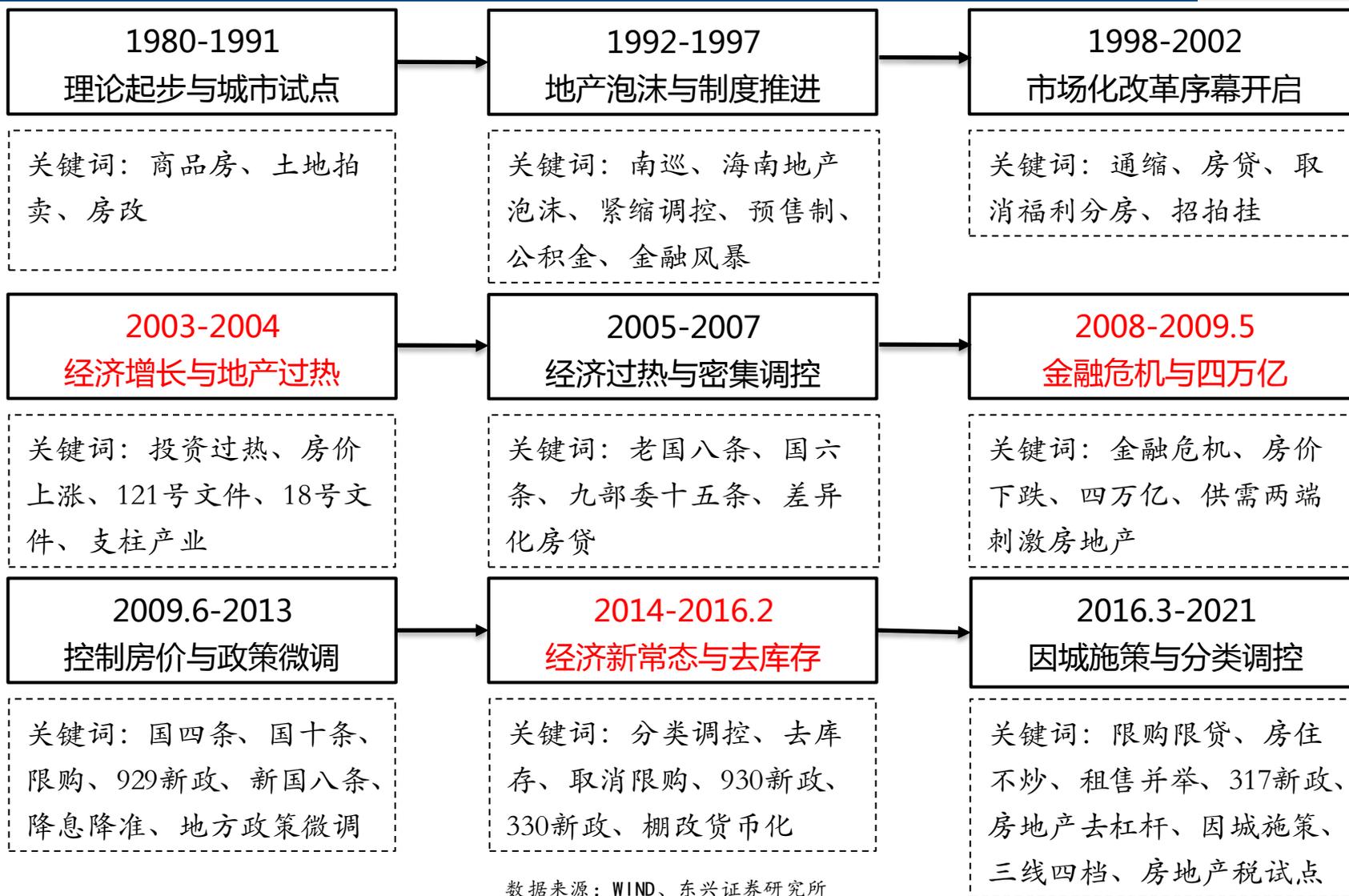


数据来源：Wind、东兴证券研究所

3. 政策放松还有空间、但老模式已经走到尽头

- 3.1 房地产行业调控历经三轮大的放松
- 3.2 分类调控下本轮上行周期显著拉长
- 3.3 回顾历史，行政政策与货币政策共振下板块超额收益显著
- 3.4 政策力度还有空间，但行业大势今非昔比
- 3.5 高杠杆+高周转模式走到尽头，未来属于稳健经营的优质房企

3.1 房地产行业调控历经三轮大的放松



3.1 分类调控下本轮上行周期显著拉长

08年以来，房地产市场经历了三轮小周期，前两轮的持续时间都为三年左右。前两轮政府的刺激政策也都是出现在房地产出现量价齐跌的周期底部。但15年以来由去库存开启的这一轮周期，上行周期为历史最长。从房价连续上涨的月数来看，本轮小周期70大中城市房价从2015年4月到2021年8月已经连续环比上涨77个月，也是三轮小周期中历时最长的。

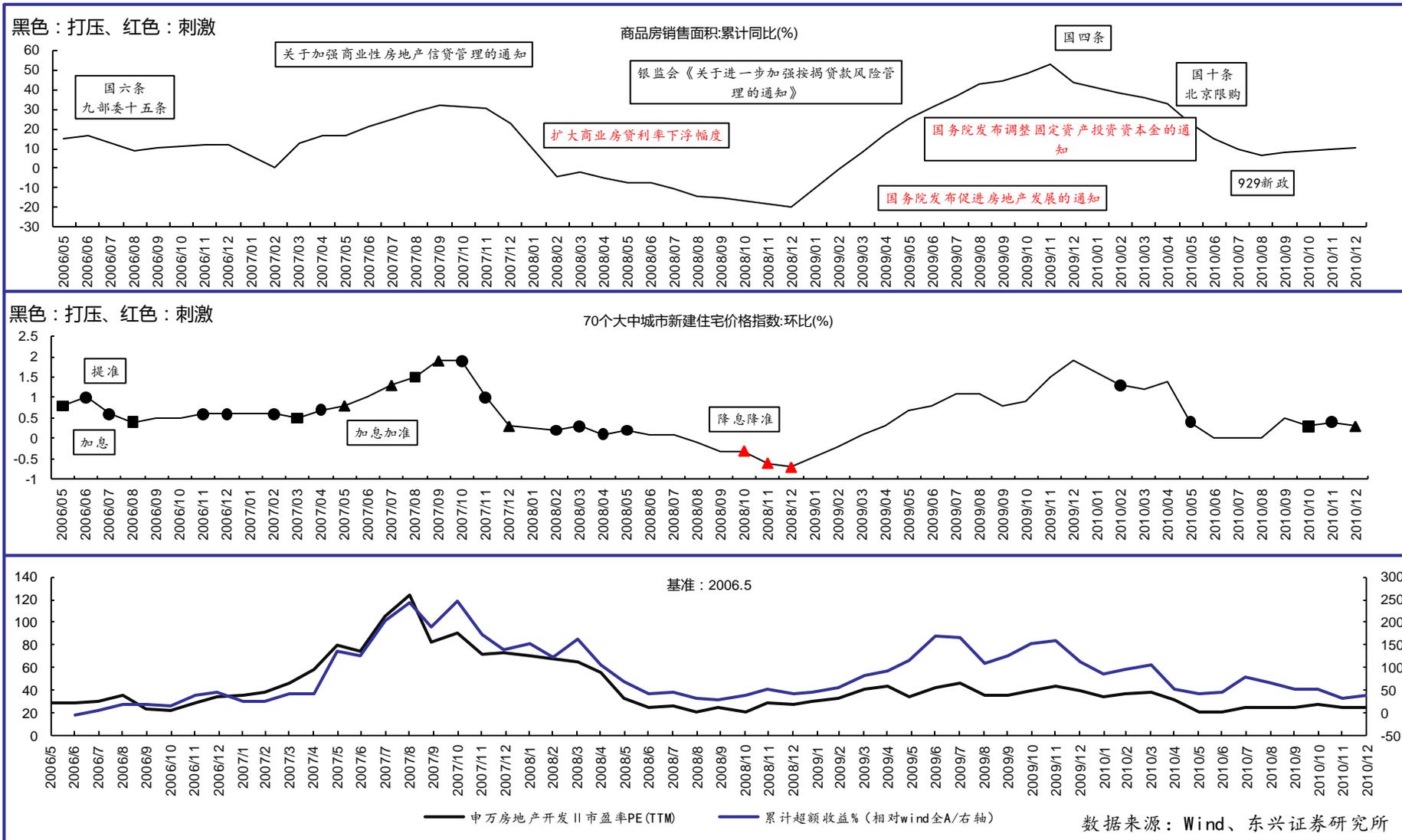
无论是量还是价，自15年4月开始的本轮上行持续时间均是历史最长。这很大程度上是由于分类调控、因城施策政策的实施，使得各线城市的周期出现了轮动，从而使得整个地产周期显著的拉长了。

政府目前政策目标是“稳地价、稳房价、稳预期”，量价齐跌后还没有大规模政策放松。

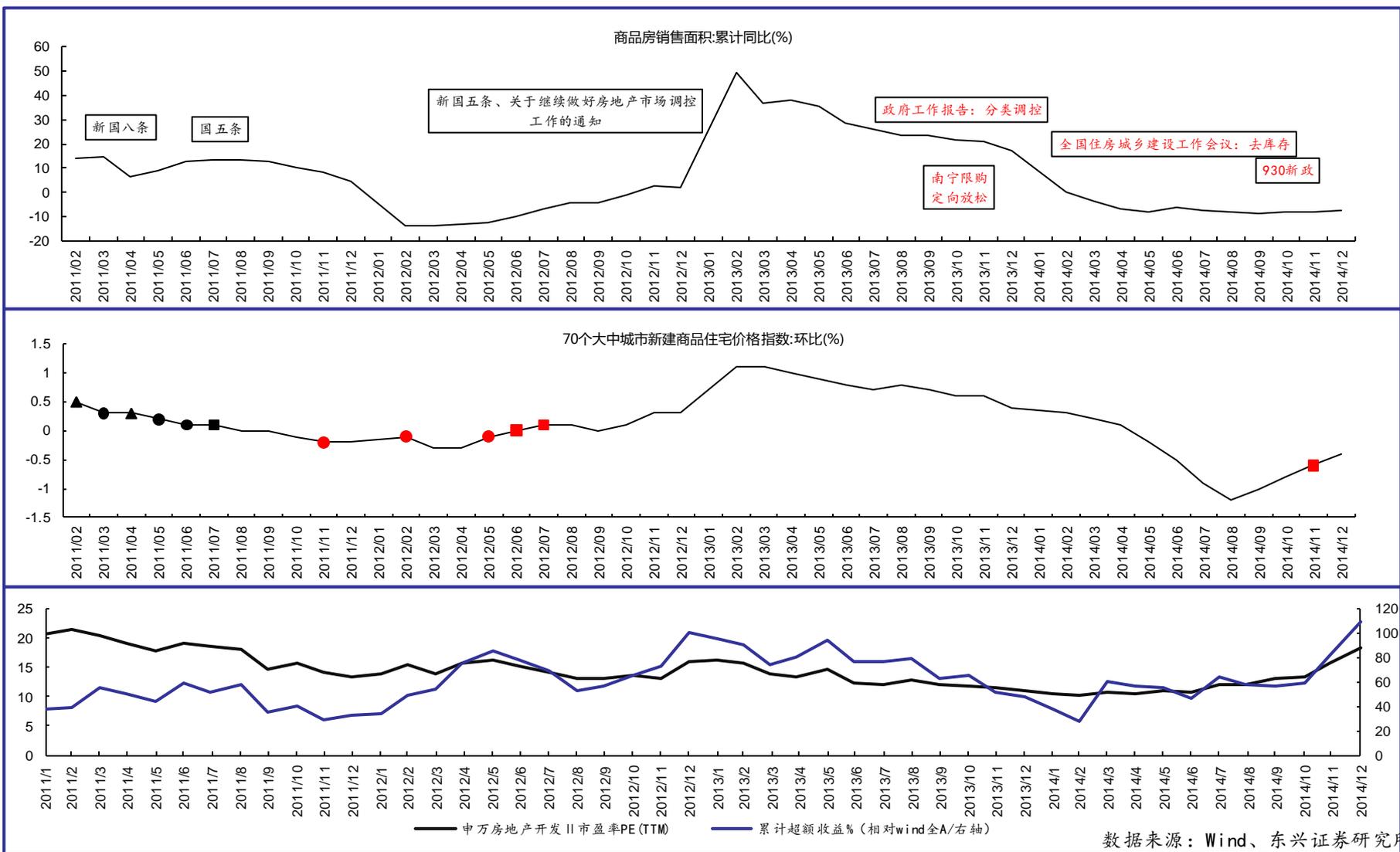
住宅销售面积累计值：同比连续上涨（08-21）	持续时间（月）	70城住宅价格环比连续上涨（08-21）	持续时间（月）
2009.03-2011.12	34	2009.03-2011.09	31
2012.11-2013.12	14	2012.06-2014.04	23
2015.06-2018.12	43	2015.04-2021.08	77
2019.08-2019.12	4		
2020.10-2021.10	12		
住宅销售面积累计值：同比连续下跌（08-19）	持续时间（月）	70城住宅价格环比连续下跌（08-19）	持续时间（月）
2008.02-2009.02	12	2008.08-2019.02	7
2012.01-2012.10	10	2011.10-2012.05	8
2014.01-2015.05	17	2014.05-2015.03	11
2019.01-2019.07	7	2021.09-2022.2	6
2020.01-2020.09	9		

数据来源：Wind、东兴证券研究所

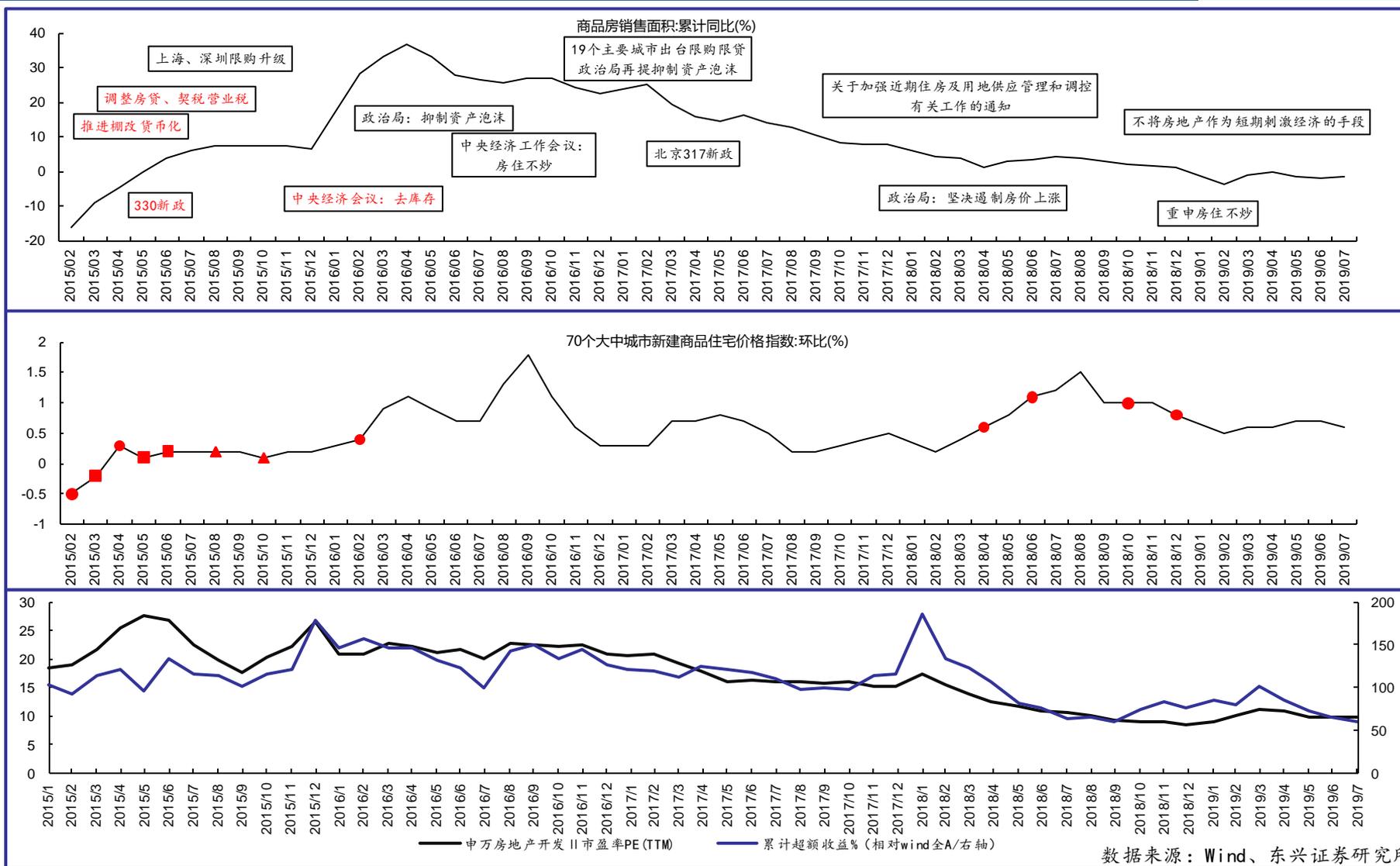
3.3 回顾历史，行政政策与货币政策共振下板块超额收益显著



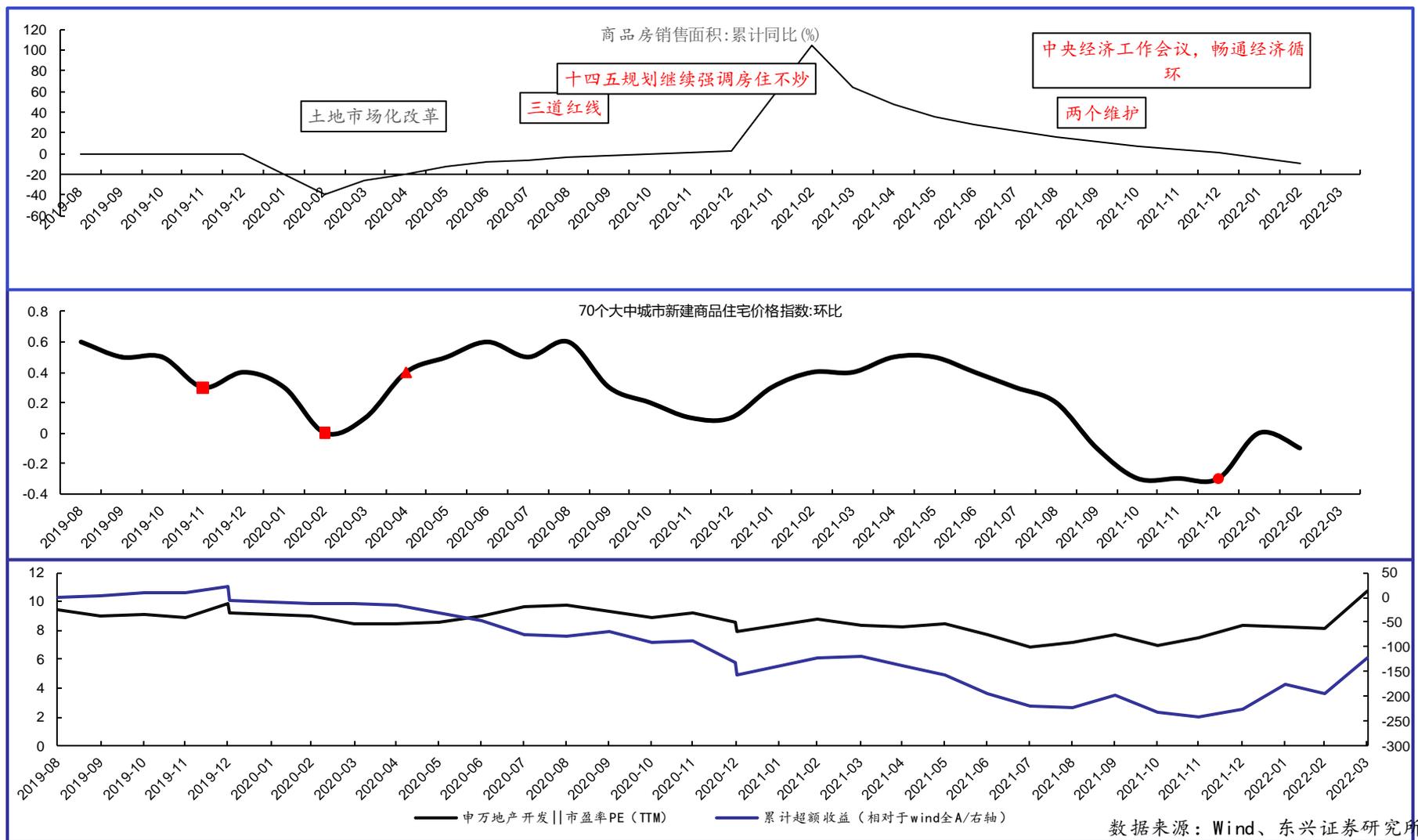
3.3 回顾历史，行政政策与货币政策共振下板块超额收益显著



3.3 回顾历史，行政政策与货币政策共振下板块超额收益显著



3.3 回顾历史，行政政策与货币政策共振下板块超额收益显著



回顾历史，在政策松动的早期，随着政策的陆续释放与支持预期的提升，政策博弈占据主导，板块往往 β 收益显著。

随着行政政策与货币政策效果的逐渐显现，抓住行业复苏时机，经营上更为拔尖的房企开始走出 α 收益。

在楼市快速回暖的同时，加强调控的预期也进一步升温，板块超额收益开始显著回落。

从过往的情况来看，在行业走向颓势时，逆周期加杠杆拿地，在顺周期时往往有机会实现跨越式发展。诸多较为激进的房企在15年开启的楼市去库存行情中，通过高杠杆+高周转的模式实现了规模的跨越式发展，但也为如今行业频发的暴雷埋下了伏笔。

因城施策的调控方法使得各能级城市周期出现不同步。由于分类调控、因城施策政策的实施，使得各线城市的周期出现了轮动，从而使上一轮楼市上行周期显著的拉长了。本轮的楼市调控放松，也具有因城施策的特点，政策基调不像过去的“四万亿”、“棚改货币化”一般大开大合，而是更加强调“稳地价、稳房价、稳预期”。

当前政策的放松依然以地方政府层面为主，且重点城市的松动还不明显，政策力度还有较大空间。从2021年底，中央对地产调控的态度有了较为明显的转变，政策基调从去年年底的纠偏逐渐转向支持。从需求侧来看，在限购限贷限售的放松和房贷利率的下调方面，还有较大的松动空间。从供给侧来看，预售资金监管政策还有待优化；房企合理的融资需求也有待进一步满足；涉险房企的风险处置也需要加快落实；针对土地市场的不景气，也可以适度放松限价或者主动释放优质地块，给房企留足合理的利润空间。短期而言，基本面依然在持续恶化，政策在供需两侧都还有较大的松动空间，基于政策的短期博弈依然是当前市场的热点。

虽然政策空间较大，但行业情况已经不同过往，市场复苏或许有待时日。本轮需求的下滑程度与民营房企普遍面临的信用危机，在历史上都是首次，市场信心的修复时间可能较以往更长。

楼市的极度分化造成了类似过往的大规模刺激政策更加难以出台，金融政策配合因城施策的放松可能会成为更加现实的选择。低能级城市高库存，楼市下行压力大；高能级城市低库存，楼市韧性强，楼市的分化程度进一步提升。楼市基本面的分化会较大制约全国性刺激政策的出台，政策的放松节奏与方式可能与过往有较大的区别。

长远看，房地产市场高速增长阶段已经结束，消费属性和民生属性将进一步加强。从中长期需求来看，高速工业化、高速城镇化这两个市场重要推动力行近尾声，住房面积紧缺的情况已经发生了根本性的转变，叠加适龄购房人口的下滑，购房需求中枢在中长期的下滑已经基本成为共识。

高杠杆+高周转的模式已经走到尽头。自15年的去库存以来，高杠杆+高周转模式造就了一批跨越式发展的房企，该模式逐渐成为民营房企的主流发展模式。在土地价格大幅上涨，新房销售限价的情况下，拿地利润率走低，房企通过加杠杆，高周转，促回款的方式提升项目的IRR。

随着楼市高速增长阶段的结束和旨在化解风险的降杠杆政策的出台，高杠杆+高周转的模式已经难以为继。随着“三条红线”和预售资金监管政策的出台，房企的融资能力、回款能力和项目间的资金周转能力都受到了较大的限制，伴随着行业基本面的下行，房企的流动性风险开始逐渐暴露。中央已经明确了促进房地产业良性循环和健康发展的方针，提出要像新的发展模式转型。通过高杠杆+高周转的老模式，在逆周期赌政策，实现弯道超车已经不再可能。

行业目前处在前所未有的变局之中，未来属于稳健经营的优质房企。房企的发展将不再是倚靠将老模式做到极致，而是更加考验对客户需求的把握能力、对产出过程的掌控能力和对经营行为的精细化管理能力。稳健经营的优质房企，拥有良好的品牌和信用，广泛而优秀合作伙伴，在当前市场出清的过程中，有足够多合适的投资机会可供选择，未来有望实现开发业务的稳定发展。

数据来源：Wind、东兴证券研究所

4. 投资建议：博弈短期不如拥抱未来

4. 投资建议：博弈短期不如拥抱未来

疫情反复之下，销售压力进一步凸显。更多城市限购限贷限售的放松和房贷利率的进一步下行已经逐渐成为现实性的选择。在需求收缩和预期转弱的冲击之下，供需两端都面临极大的冲击，“稳地价、稳房价、稳预期”的政策目标将面临极大挑战，市场支持力度进一步加强已经是刻不容缓。

短期而言，随着政策的陆续释放与支持预期的提升，这段时间行业政策氛围较为友好，市场对于民企违约风险的降低会存在较大的博弈。但诸多风险较大的低信用民企，接下来依然面临着极大的流动性压力，可能难以支撑到市场回暖的时候就会继续暴雷；而且频繁的负面消息与几乎丧失的拿地能力，也极大的损害了企业的市场声誉与未来的发展空间。我们认为，长期而言，持有高信用的房企才是更为稳健的策略。在各企业频繁暴雷的行业背景之下，在销售端，高信用房企更能获得购房者的信任；在供给端，高信用房企不断获得金融机构的融资支持，在当前的市场环境下依然拥有公开市场拿地和并购获取项目的的能力。市场声誉与经营实力为未来的发展奠定了基石。

我们认为融资的优势将推动高信用房企在土地和并购市场获得优势，持续的拿地推盘能力与优质的信用背书也有望在需求回暖之时抢占先机，进一步提升市场份额。推荐万科 A，保利发展，金地集团。融资端的支持，也在满足了头部的稳健央企地产企业后，逐渐向经营稳健的民企溢出，市场对经营稳健的民企也将逐渐恢复信心，建议持续跟踪经营稳健的民营房企龙头如龙湖集团、碧桂园。

风险提示：行业政策落地不及预期的风险、盈利能力继续下滑的风险、销售不及预期的风险。

分析师简介

陈刚

清华大学金融硕士，同济大学土木工程本科，2019年加入东兴证券研究所，从事房地产行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B
座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际
大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心
46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526