

寻找确定性强的小而美

——2022年房地产中期投资策略

行业评级：看好
2022年5月31日

作者 杨凡
证书编号 S1230521120001
邮箱 yangfan02@stock.com.cn
电话 13916395118
联系人：王逸枫
感谢关天彬对本报告的贡献

1. 2022年地产问题不仅限于地产

1) 2022年政策放松持续推进，市场拐点尚未出现：2022年以来中央各部委陆续对房地产调控政策放松进行积极表态，全国累计134个城市出台超230次放松政策，但政策放松后基本面回暖仍然乏力。从15个已进行四限放松的城市情况来看，放松后的周平均成交面积普遍仅略高于放松前的成交水平，说明政策端的放松效果仍未完全传导至需求端。**2) 地产需求修复不应局限于地产政策：**购房需求由资格、意愿和能力三方面因素决定。限购政策放松主要解决购房资格问题，限贷政策放松降低购房成本，提升居民购买力。受当前宏观经济下行与疫情反复的影响，2022年调查失业率迅速攀升，2022年前4月新增失业率高于2008年和2014年，对居民收入预期冲击较大。因此，地产需求修复不仅是地产政策的问题，政策需同时发力于稳经济、稳就业和稳收入预期。

2. 扭转局面的政策力度预期

1) 本轮周期基本面较2008年周期更差：从投资和需求两端数据来看，本轮周期房地产基本面降幅较2008年周期底部更大，且当前仍未看到拐点，下行持续时间预计将会更长；本轮周期宏观基本面也面临更严峻挑战，城镇人口与总人口增速大幅下滑、GDP增速处于下降趋势、出口与消费累计同比增速连续下跌、失业率加速扩大。此外，本轮周期房企还面临较大债务到期压力，当前基本面尚未企稳，或将放大房企的债务到期压力。**2) 本轮周期政策力度不及2008年周期：**本轮周期中央统一放松政策较少，从货币政策、四限政策、财政政策等各方面政策力度来看，本轮周期政策放松的力度和速度都不及2008年，当前政策还有较大放松空间。

3. 长周期修复的可选标的

1) 行业需求总量仍在，城镇化有望支撑需求中枢短期增长，外部因素或导致短期实际成交量出现波动，但中长期趋势来看，波动不会大幅偏离需求的合理中枢。**2) 龙头公司有望受益于行业长期格局优化：**行业下行阶段龙头房企销售排名逆势上升，依然维持较高拿地强度，集中度提升逻辑得到加强。从四家龙头央国企利润空间改善情况来看，综合考虑四家龙头央国企拿地毛利率的修复、三项费用率的下降以及销售权益比的提升，至2025-2026年中期归母净利润率有望提升9pct至16.7%。**3) 关注区域小而美标的：**2022H2区域修复预期减弱，仅个别城市基本面尚可，以深耕深圳的天健集团，和深耕杭州的滨江集团为代表的部分小而美公司，聚焦基本面扎实的高能级城市，有望率先受益于政策放松带来的需求修复，今年有望实现逆势增长。

4. 投资建议：

1) ROIC更强调房企内在经营实力，当行业的经营逻辑从规模扩张转为高质量发展后，ROIC较ROE更适合用于衡量房企的盈利能力。与ROE不同的是，增加杠杆的使用并不会提高ROIC，反而会因为财务费用或营业成本（利息资本化）的增加，减少经营利润，从而导致ROIC的下降。各类房企ROIC均经历一定程度的下调，但龙头公司ROIC波动性较小，2021年行业进入下行周期后，龙头公司平均ROIC显著高于其他类型房企，显示出龙头房企较强的抗周期性。**2) 投资建议：**优选确定性高的高信用龙头，重点推荐：A股-保利发展、万科A、金地集团、招商蛇口；H股-中国海外发展、华润置地、龙湖集团；部分聚焦基本面扎实的高能级城市的小而美标的有望率先迎来业绩改善，重点推荐：A股-滨江集团、华发股份、天健集团；H股-绿城中国、越秀地产、建发国际。

风险提示：政策放松力度和速度弱于预期导致行业需求修复时间延长；局部城市疫情反复影响房地产销售；宏观基本面持续承压，影响居民收入预期；个别房企信用事件或干扰板块整体估值修复；2022年房地产企业业绩利空尚未完全出尽。

目录

CONTENTS

01

2022年地产问题不仅限于地产

02

扭转局面的政策力度需要超预期

03

长周期修复的可选标的

04

行业修复阶段和投资策略

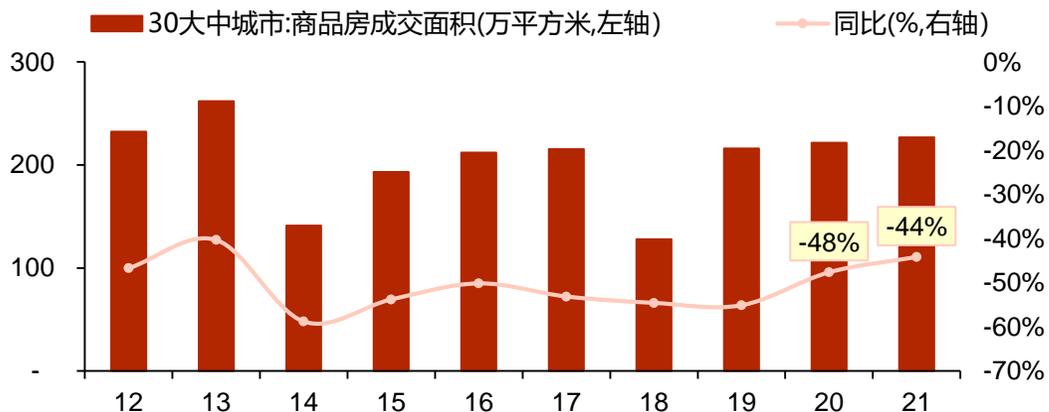
01

**2022年地产问题
不仅限于地产**

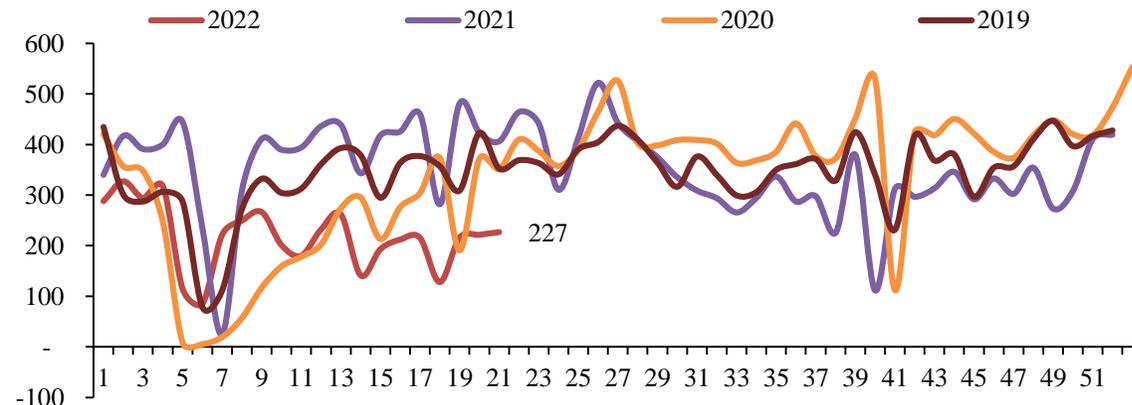
1.1 2022年政策放松持续推进，市场拐点尚未出现

截至5月27日（2022年第21周），全国30城新房成交面积同比下降44%，降幅接近五成，全国18城二手房成交面积同比降幅进一步扩大4个百分点至-37%。总体来看，当前基本面仍处于筑底阶段，新房和二手房成交面积均处于历史低位水平。

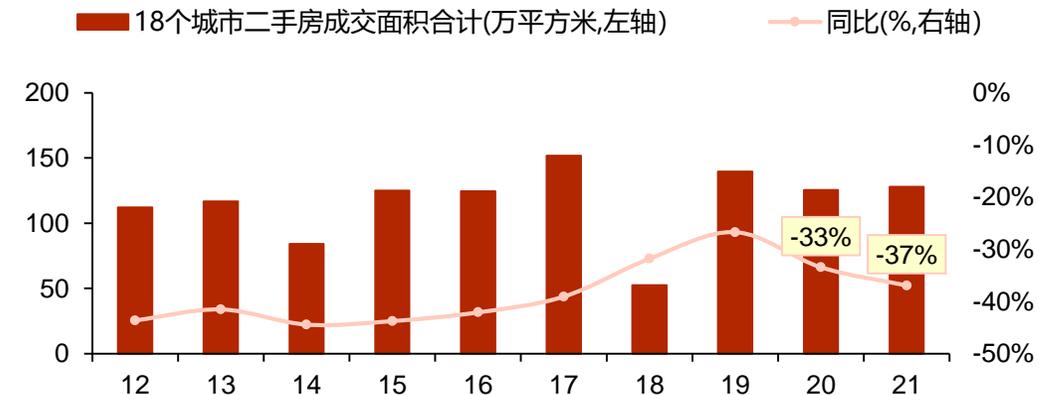
图：2022年12-21周30城商品房周度成交面积和同比



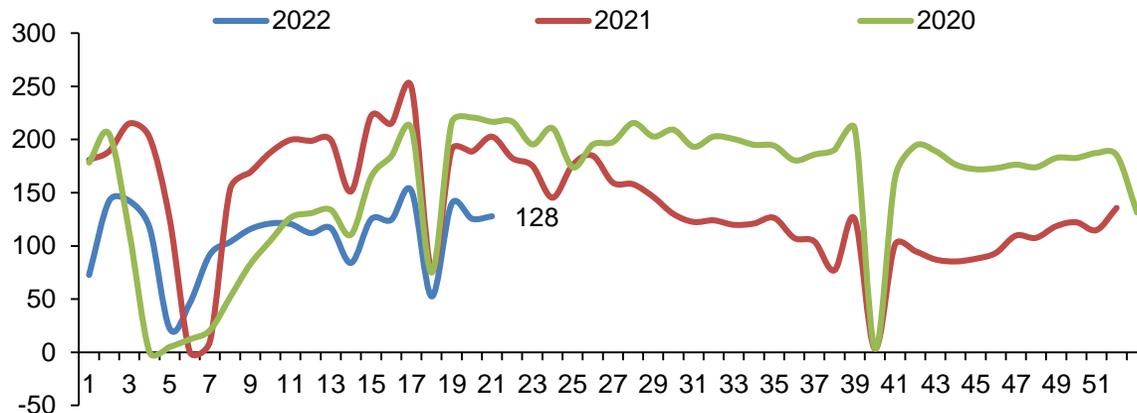
图：2019-2022年30大中城市商品房周度成交面积情况（万平；2022年截至第21周）



图：2022年12-21周18城二手房周度成交面积和同比



图：2019-2022年18城二手房周度成交面积情况（万平；2022年截至第21周）



1.1 2022年政策放松持续推进，市场拐点尚未出现

2022年以来全国累计134个城市出台超230次政策，中央部委也陆续表态，但政策放松后基本面回暖仍然乏力。从15个已进行四限放松的城市修复情况来看，放松后的周平均成交面积普遍仅略高于放松前的周成交水平，说明政策端的放松效果仍未完全传导至需求端。

表：2022年中央层面放松政策

发布时间	发布部门/会议	政策内容
2022/3/5	全国两会	两会政府工作报告提出：1) 坚持 租购并举 ，加快发展 长租房市场 ，推进保障性住房建设；2) 稳地价、稳房价、稳预期， 因城施策 促进房地产业良性循环和健康发展的；3) 有序推进 城市更新 ...推进无障碍环境建设和适老化改造。
2022/3/13	国务院金融委专题会议	会议提出：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。
2022/4/29	中央政治局会议	会议提出：1) 支持各地 从当地实际出发 完善房地产政策；2) 支持 刚性和改善性 住房需求；3) 优化商品房 预售资金监管 。
2022/5/15	央行、银监会	首套自住房商业性个人住房贷款利率下限调整为 不低于相应期限贷款市场报价利率减20个基点 。

表：2022年地方层面放松政策汇总（部分主要城市）

放松政策	参与城市
放松限购限售	杭州、成都、长沙、扬州、苏州、惠州、中山、佛山、秦皇岛、衢州、福州
下调房贷利率	廊坊、黄石、内蒙古自治区11个盟市
降低首付比例	赣州、连云港、兰州、菏泽、南通、蚌埠
下调公积金首付比例	郑州、洛阳、海口、济源、舟山、绵阳、马鞍山、镇江、随州、徐州、嘉兴、梅州、天津、湖州、丽水、郴州、唐山、南昌、晋中、南宁
购房补贴、契税调整	乐山、沧州、黄石、随州、岳阳、上饶、株洲、江门、常德、包头、泸州、玉林
放松落户政策	杭州、海口、嘉兴
二、三孩增加购房名额	武汉、杭州、东莞、南京、沈阳、达州、无锡、台州

数据来源：各级政府官网，中指院，Wind，浙商证券研究所；衢州的周成交数据引自Wind，其余重点城市的周成交数据引自中指院

图：2022年重点城市放松政策前后成交量变化（统计日期截至5月22日）



表：上图中重点城市对应的放松政策

城市	首次重大政策发布日期	限购	限贷	限价	限售	其他放松政策
郑州	2022/3/1	√	√			优化公积金贷款
福州	2022/3/4					促进住房供给
衢州	2022/4/2				√	
兰州	2022/4/5		√		√	
苏州	2022/4/11	√				
南京	2022/4/12	√				
无锡	2022/4/25	√	√			
佛山	2022/4/26	√				
中山	2022/4/28	√				
贵阳	2022/4/28		√			优化公积金贷款
沈阳	2022/4/29		√			优化公积金贷款
合肥	2022/5/10	√				
长沙	2022/5/11	√				税收优惠
成都	2022/5/16	√				
杭州	2022/5/17	√				税收优惠

2022年地产问题不仅限于地产领域

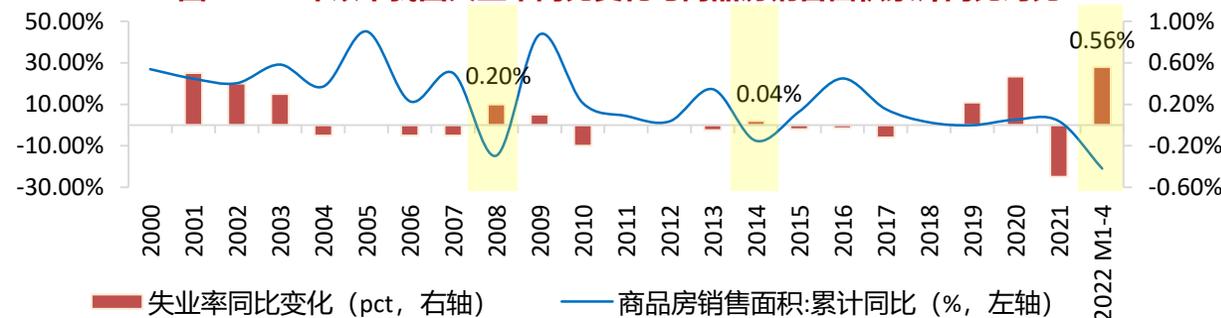
1.2 地产需求修复不应局限于地产政策

购房需求由三方面构成：**资格、意愿和能力**。目前房地产政策一方面是放松限购和户籍管理政策，给予更多购房资格，增加房票供给；另一方面通过下调首付比例和贷款利率，从客观层面提升购房者的购买力。但意愿方面，首先“房住不炒”基调短期难扭转，房价快速上涨的预期难以实现；其次本轮政策徐徐出台，力度不如以往“一刀切”，对需求端的意愿刺激力度有限。能力方面，一方面普通购房者受制于目前高水平的房价以及其他生活支出（如养育孩子的成本），即使是在首付比例和贷款利率双降的背景下，也难以承担高昂的首付和月供；另一方面，受当前宏观经济下行与疫情反复的影响，个人就业与收入难以保障。2022年调查失业率迅速攀升，2022年前四月新增失业率高于2008年和2014年。因此，地产需求修复不仅是地产政策的问题，而是同时要**稳经济、稳就业和稳收入预期**。

表：构成购房需求的三大动因及对应主观因素

购房需求的动因	个人因素	政策因素
资格（即房票）	个人户籍	限购政策
意愿	对未来宏观经济与房价的预期； 对个人就业前景的预期	当前宏观经济与房价表现
能力（即购买力）	就业与收入稳定性； 收入水平； 家庭其他支出	首付比例；贷款利率；房价水平

图：2000年以来我国失业率同比变化与商品房销售面积累计同比对比



图：2000-2020年我国人均收入增长率与商品房销售面积累计同比对比

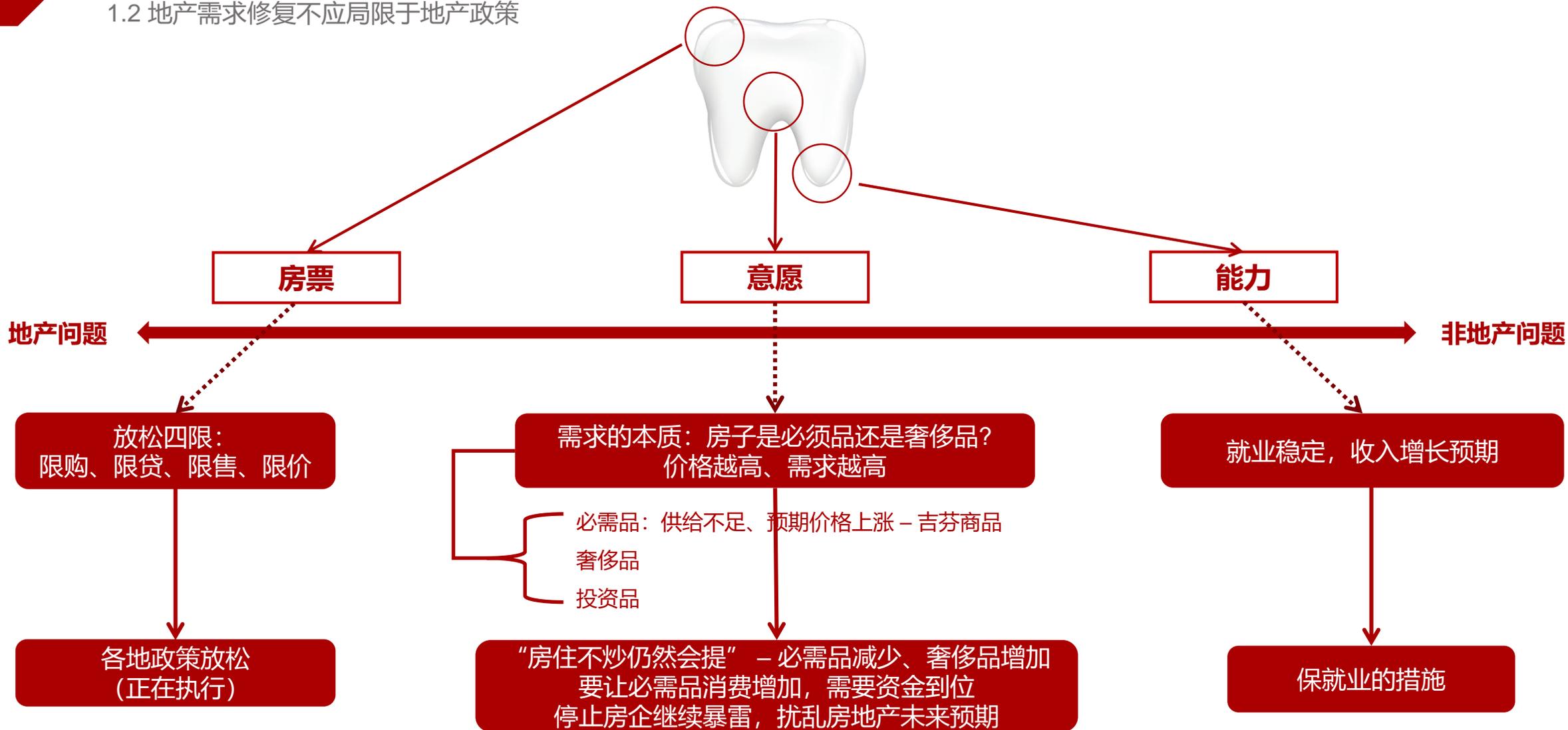


图：2020年0-17岁孩子平均养育成本前十的省份



数据来源：Wind, 育娲人口研究, 浙商证券研究所；商品房销售面积累计同比的年度值取当年12月份数值；2017年前（含2017年）失业率数据采用年度城镇登记失业率，2018年起采用月度城镇调查失业率的年平均。因2018年失业率数据源变更，当年失业率同比值不作统计。

1.2 地产需求修复不应局限于地产政策



1.2 地产需求修复不应局限于地产政策

对比各大类资产在本轮周期与2008年周期中的收益表现，周期下行阶段房价涨幅往往与其他大类资产收益率同处于下降趋势，且房价的抗跌性较强。

- 1) 2008年受金融危机影响，全球经济快速下滑，除企债指数和黄金外，其他各大类资产收益率均为负，当年房价的跌幅小于其他大类资产。
- 2) 2022年全球经济受疫情和地缘政治影响下行压力加剧，各大类资产收益率均有明显下降，房价涨幅虽有收窄但仍处于正增长。原油和大豆收益率走高是由于俄乌冲突导致全球避险情绪上扬，粮食、能源等大宗商品价格持续走高。

表：两轮周期中，大类资产收益率情况

2022年1-5月*	原油 46.7%	大豆 25.4%	企债指数 1.6%	房价 1.6%	黄金 1.2%	铜 -3.8%	标普500 -16.5%	沪深300 -19.4%
2021	原油 55.0%	标普500 26.9%	铜 26.1%	房价 3.8%	企债指数 4.1%	大豆 2.3%	黄金 -3.8%	沪深300 -5.2%
2008	企债指数 17.1%	黄金 6.2%	房价 -7.3%	大豆 -19.3%	标普500 -38.5%	铜 -41.3%	原油 -53.5%	沪深300 -65.9%

数据来源：Choice，浙商证券研究所；注：各类资产的口径为：原油：WIT原油；黄金：COMEX黄金；大豆：CBOT大豆；铜：COMEX铜；房价：取北京、上海、广州、深圳四大一线城市新建住宅价格指数平均值；企债指数：000013.CSI；*截止到2022年5月25日数据

02

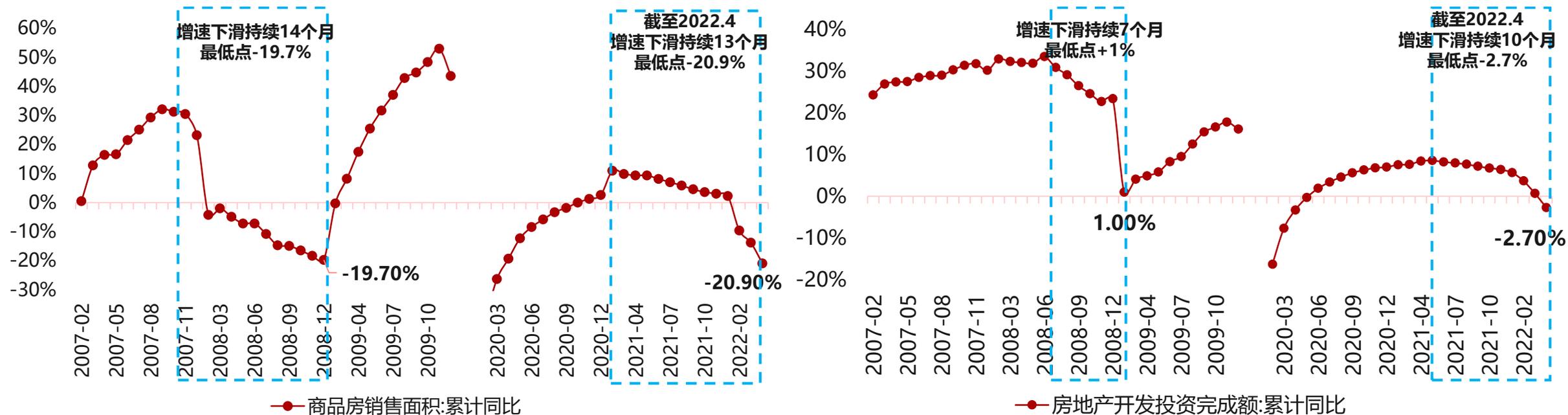
扭转局面的政策 力度预期

2.1 历史周期复盘：对比2008-2009年与本轮周期基本面情况

本轮周期下行阶段，房地产基本面情况较2008年更差

从投资和需求两端数据来看，本轮周期基本面降幅较2008年周期底部更大，且当前仍未看到拐点，修复时间预计将会更长：

- 1) 需求端：截至2022年4月，本轮周期中商品房销售面积累计同比增速已持续13个月收窄，降幅最大值为-20.9%，已超过2008年周期-19.7%的最大降幅；
- 2) 投资端：截至2022年4月，本轮周期中房地产开发投资完成额累计同比增速已持续10个月收窄，下行时间超过2008年的7个月，降幅最大值为-2.7%，当前已进入负增长区间，而2008年周期底部房地产开发投资完成额累计同比增速仍能维持1%的正增长。

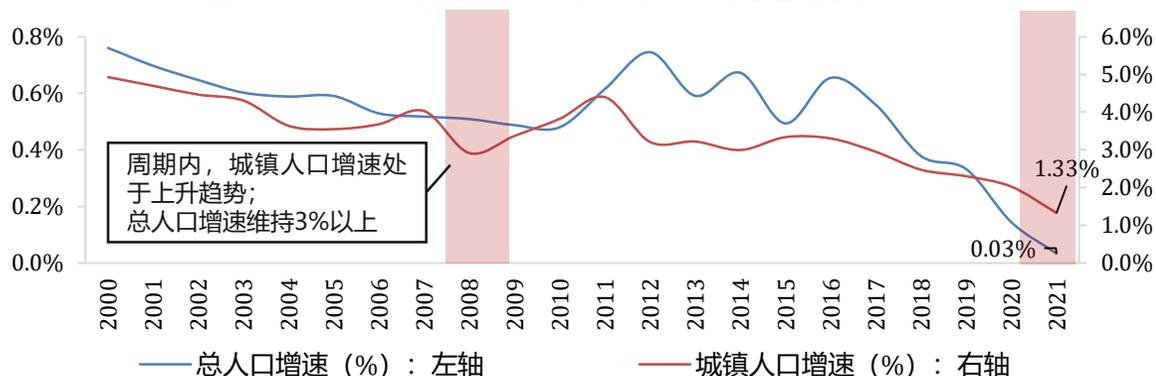


2.1 历史周期复盘：对比2008-2009年与本轮周期基本面情况

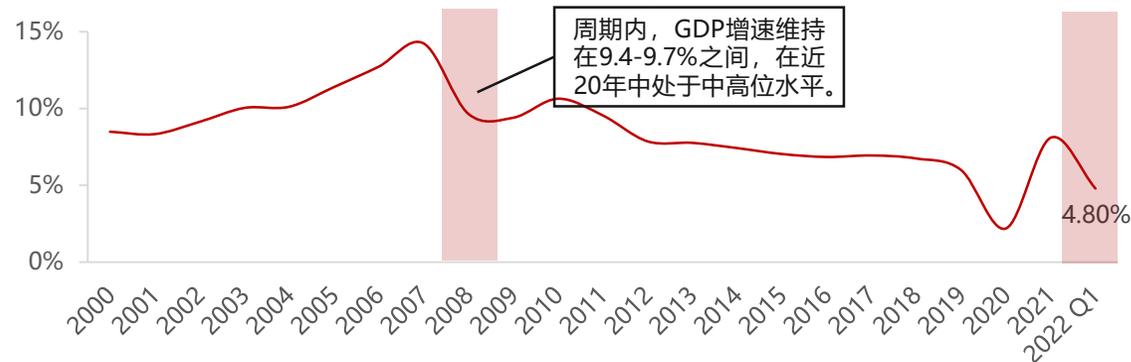
本轮周期宏观基本面也面临更严峻挑战

对比2008-2009年，本轮周期的人口与经济背景更加严峻：**1) 城镇人口与总人口增速大幅下滑**：其中总人口增速接近0%，意味着人口红利的释放已经接近完毕；**2) GDP增速处于下降趋势**：2022Q1的GDP同比增速仅4.8%，处于近20年中处于低位水平；**3) 出口与消费累计同比增速连续下跌**：该两项指标均连续12个月下滑，暂无缓和迹象；**4) 失业率加速扩大**：受总体经济下行和疫情反复的影响，2022年前4月失业率较2021年末上涨0.56个百分点，上涨幅度是近20年的最高值。

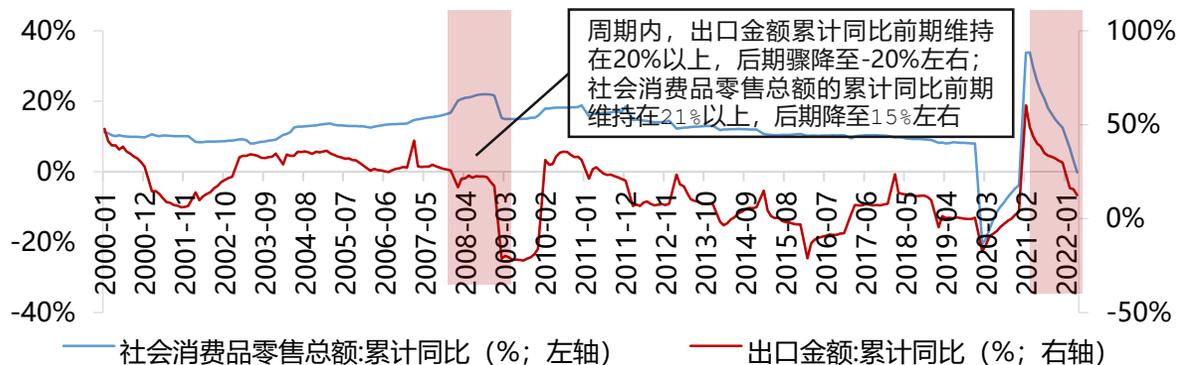
图：2000年以来我国总人口与城镇人口同比增速趋势



图：2000年以来我国GDP（不变价）同比增速趋势 (%)



图：2000年以来我国出口金额与社会消费品零售总额的累计同比趋势



图：2000年以来我国失业率变化 (pct)



数据来源：Wind，浙商证券研究所；2017年前（含2017年）失业率数据采用年度城镇登记失业率，2018年起采用月度城镇调查失业率的年平均值。因2018年失业率数据源变更，当年失业率同比变动不作统计。

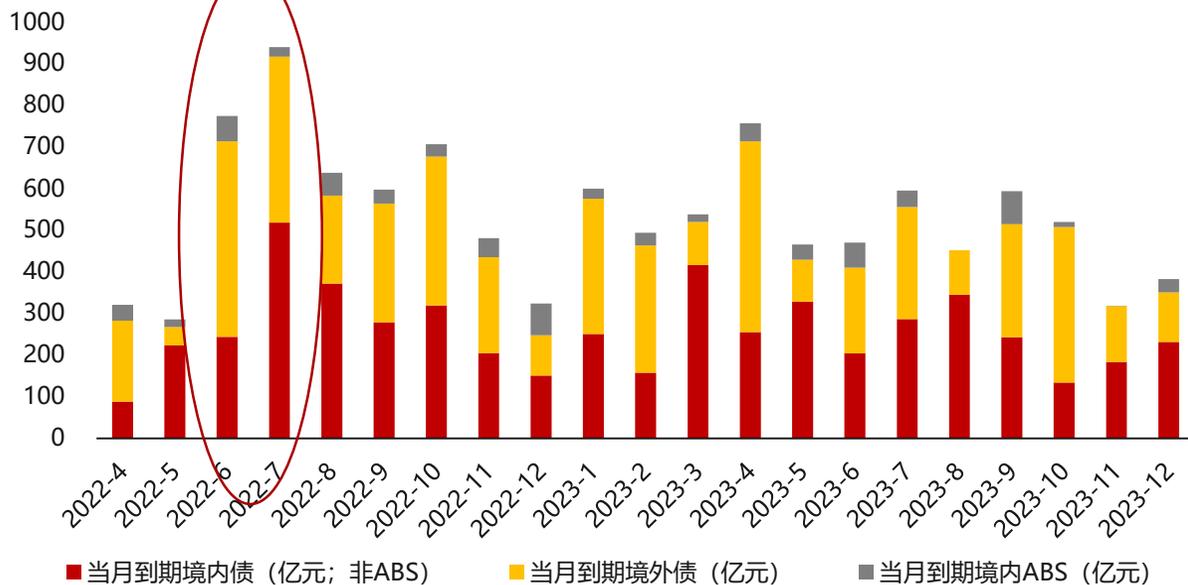
2.1 历史周期复盘：对比2008-2009年与本轮周期基本面情况

本轮周期房企还面临较大债务到期压力

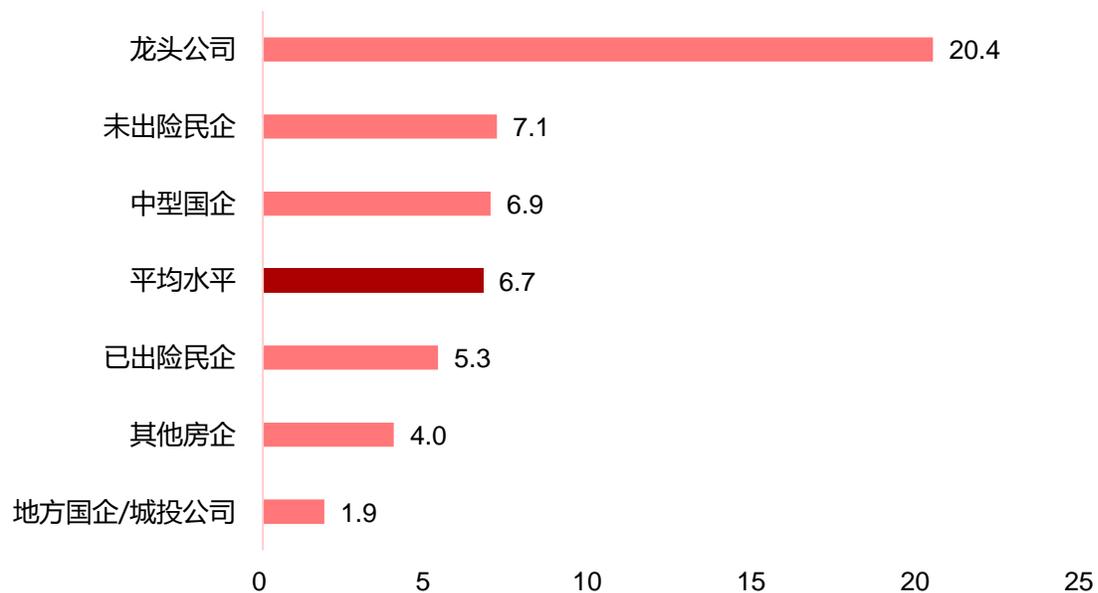
1) 从债务到期量来看，2022年房企债务融资到期规模约5065亿元，2023年房企到期债务规模约6182亿元，债务到期压力不减。从月度到期债务规模来看，2022年6-10月均在500亿元以上，其中7月债务到期规模接近千亿元。我们认为，当前基本面尚未企稳，或将放大房企的债务到期压力，供给端给予各类型房企（央企+民企）直接融资支持刻不容缓。

2) 从各类房企在手现金对2022年到期债务的覆盖倍数来看，龙头房企、中型国企、和以滨江、碧桂园、美的置业、旭辉为代表的未出险民企财务安全边际较高，在手现金对2022年到期债务的覆盖倍数高于平均水平。

图：房企不同类型债务一年内到期量(统计日期始于2022年4月20日)



图：各类房企现金覆盖2022年到期债务倍数平均值



数据来源：Wind、中指院，浙商证券研究所；注：样本房企选取75家上市房地产公司，其中龙头公司包括招保万金、中海、华润、龙湖等7家高信用龙头房企，中型国企包括华发、绿城等12家中型国资房企，未出险民企包括滨江、碧桂园等10家优质民企。部分出险民企尚未披露2021年年报，货币资金采用2021中报数据。港股货币资金采用全口径数据，未剔除受限资金。

2.2 2008-2009年与本轮周期政策梳理

2008-2009年周期政策

2008年9月货币政策开始转向，9月开始经历了5次降息和4次降准，10月央行下调首套首付比例至20%，财政部减免90平米以下首套房交易契税，11月“4万亿”投资计划出台，12月国务院发布“国十三条”，下调营业税免征期限。此轮放松周期至2009年12月国务院发布“国四条”结束，历时约14个月。

本轮周期（2021年-至今）政策

本轮周期的政策调控和2008-2009年期间的不同之处在于：1) 未采取大规模刺激政策，降息降准频率较低；2) 以因城施策为主，地方政策放松层层递进速度较慢，从2021年11月多地开始放松调控政策，至2022年3月调控政策才进入放松限购限贷层面。

比较指标	2008-2009年	2021-2022年
下行诱因	外因为主：受国际金融危机的影响。	内因为主：1) 行业去杠杆力度加大引发部分房企流动性危机； 2) 疫情反复与整体经济下行影响购房者的购买力与信心。
地产基本面	销售面积单月同比增速连续11个月负增长，单月最大降幅达35.7% 销售面积累计同比增速连续 12个月负增长，最大降幅-19.7%	销售面积单月同比增速连续10个月负增长，单月最大降幅达39.0% 销售面积累计同比增速连续 3个月负增长，最大降幅-20.9%
政策应对	1) 货币政策 ：5次降息从7.2%降至5.31%；4次降准从16.5%降至13%。 2) 需求端政策 ： 以中央调控为主 ，首套首付比例降至20%、房贷利率7折、契税降至1%。 3) 财政政策 ：“4万亿”投资计划出台。	1) 货币政策 ：2次下调5年期LPR，5月5年期下调15bps至4.45%。 2) 需求端政策 ： 因城施策 实施政策松绑，包括降低首付比例、下调房贷及公积金利率、放松落户政策、放宽购房资格等； 3) 供给端政策 ：开放境内融资及并购贷、增加保障性租赁住房供给、房企预售资金监管放松等。
政策效果	2008年12月房地产销售下滑趋缓，2009年3月增速转正，此后回归常态。	截至2022年4月，房地产销售面积/金额同环比均仍处于降幅扩大趋势，市场拐点尚未出现。

2.2 2008-2009年与本轮周期政策梳理

本轮周期中，货币政策、财政政策、房地产调控政策的放松力度均不及2008年

政策类型		2008-2009年周期		2021-2022年周期	
		出台部门	政策力度	出台部门	政策力度
货币政策	降息	央行	5次降息，一年期贷款基准利率累计下降 2.16pct	央行	3次降息，1年期LPR累计下降0.15pct，5年期LPR累计下降 0.2pct
	降准		4次降准，大型金融机构累计下降2pct，中小型金融机构累计下降 4pct		2次降准，大型金融机构累计下降0.75pct，中小型金融机构累计下降 0.75pct
限贷政策	下调房贷利率	央行	商贷：下限降低至贷款基准利率的 0.7倍，打7折 公积金：五年期以下(含)、五年期以上分别下调 0.27pct	央行	商贷：首套房下限调整为5年期LPR 减20个基点，打96折 。
	下调首套房首付		购买首套普通自住房最低首付款比例调整为 20%		中央无统一政策出台，2022年至今37个城市下调，部分城市仅下调公积金贷款首付比，或需配合人才、二孩政策实施
	下调二套房首付	国务院	对人均住房面积低于当地平均水平、再申请贷款购买第二套的居民，执行首套房政策，首付比例 20%	中央无统一政策出台，2022年至今34个城市下调，部分城市仅下调公积金贷款首付比，或放松首套房认定标准	
限购政策	无执行限购政策的城市			中央给方向，2022年至今26个城市放松或变相放松，仍有 40 个城市执行限购	
财政政策	国常会	4万亿投资计划		国常会	3万亿减税降费
财税政策	契税、印花税、土增税减少	财政部 国税局	首次购买90平及以下， 契税税率下调到1% ；个人销售或购买住房暂 免征印花税 ；个人销售住房暂 免征收土增税	中央无统一政策出台，玉林、孝感、株洲等9城给予购房契税补贴	
	营业税减少	国务院	对住房转让环节 营业税 暂定一年实行减免政策	暂无统一政策	
供给端政策	支持房企合理融资需求	央行 银监会	支持资信条件较好的房地产企业发行企业债券和开展房地产投资信托基金试点	上交所	碧桂园、美的、龙湖、新城、旭辉 5家民企 发债支持，首发额度 5-10亿元
	预售资金监管放松	国务院	开发项目最低资本金比例由35%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%	中央政治局会议	中央提出优化预售资金监管，地方进展缓慢，仅郑州、海口、成都等部分城市优化预售资金监管

数据来源：中指院、各级政府官网，浙商证券研究所

03

长周期修复的可 选标的

3.1 龙头公司受益行业长期格局优化

需求总量仍在，城镇化有望支撑需求中枢短期增长

- 1) 房地产行业即便是在成熟市场也有基础成交，我们认为，**人口增长率和城镇化率**是影响中长期住房需求最重要的两大因素。
- 2) 通过对人口增速、人均居住面积、城镇化率和新增城镇人口住宅需求做四点假设，我们得以测算出房地产行业中长期成交量的合理中枢：
 - 人口增速放缓后，**城镇化的推进与需求结构的改善有效对冲人口增速下行，成为支撑商品住宅成交的核心驱动**，2022-2025年需求中枢保持增长；
 - 2025年需求中枢达到峰值15.36亿平后开始小幅回落，主要原因在于人口进入负增长叠加人均居住面积回落。截至2030年，商品住宅成交量中枢每年仍有约13亿平。若加上公寓、写字楼、商业等非住宅业态，我国商品房年均成交量将高于13亿平。

	假设	2019	2020*	2021*	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030		
人口增长	总人口 (万人)	141008	141406	141734	141992	142179	142296	142341	142316	142219	142051	141812	141503		
	总人口增速 (%)		① 每年递减-0.05%	0.33%	0.28%	0.23%	0.18%	0.13%	0.08%	0.03%	-0.02%	-0.07%	-0.12%	-0.17%	-0.22%
城镇化率提升	城镇人口 (万人)	88426	90797	93133	95433	97691	99906	102073	104189	106252	108257	110202	112085		
	城镇化率 (%)		② 每年提升1.5%	62.71	64.21	65.71	67.21	68.71	70.21	71.71	73.21	74.71	76.21	77.71	79.21
	城镇人口增长 (万人)			2370	2337	2299	2259	2215	2167	2116	2062	2005	1945	1882	
商品住宅销售面积测算	城市人均居住面积 (平方米)		③ 人口负增长前年均涨1平，人口负增长后年均降1平	39.4	40.4	41.4	42.4	43.4	44.4	45.4	46.4	45.4	44.4	43.4	42.4
	新增住房需求 (万平)			95689	96662	97419	97952	98254	98315	98130	93567	88974	84363	79749	
	城镇化新增人口住房需求占比 (%)		④ 城镇化带来新增城镇人口新增住宅需求维持总量64%		64%	64%	64%	64%	64%	64%	64%	64%	64%	64%	
	商品住宅总成交面积 (万平)			149514	151034	152217	153051	153521	153618	153329	146199	139022	131818	124607	
	商品住宅总成交面积增速 (%)					1%	1%	0%	0%	0%	-5%	-5%	-5%	-5%	

数据来源：Wind、国家统计局，浙商证券研究所；*注：为剔除疫情的影响，我们以2019年为预测起点，2020与2021年为理论预测值，与当年实际值偏差约3-4%。

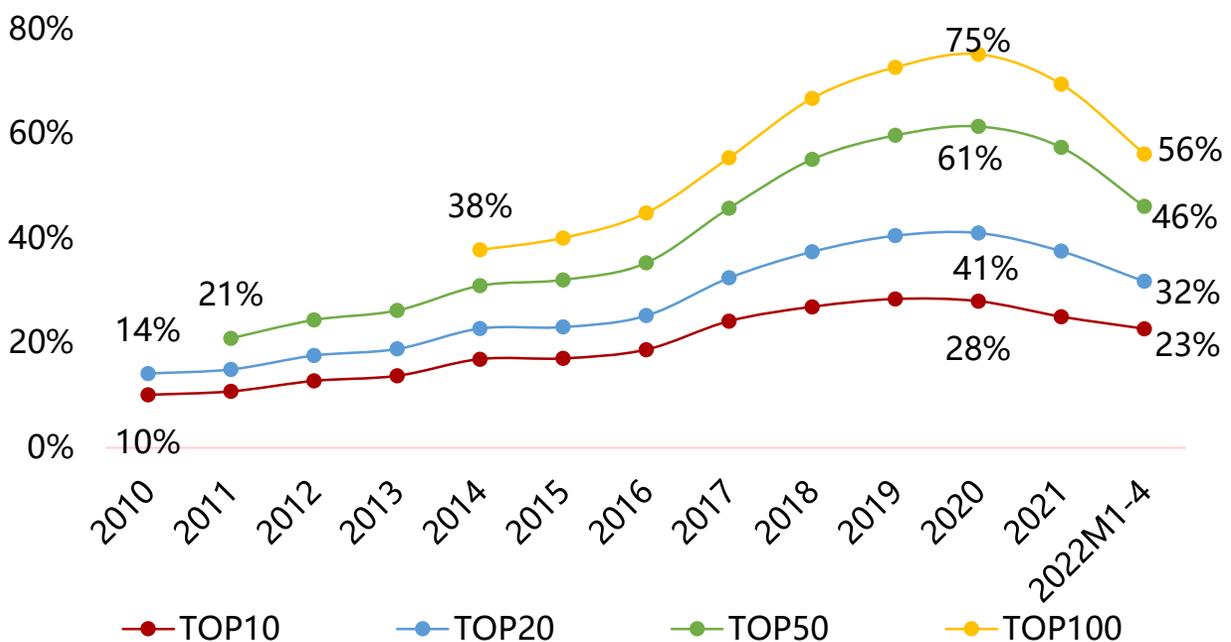
3.1 龙头公司受益行业长期格局优化

行业竞争格局改变，供给侧结构优化推动龙头长牛

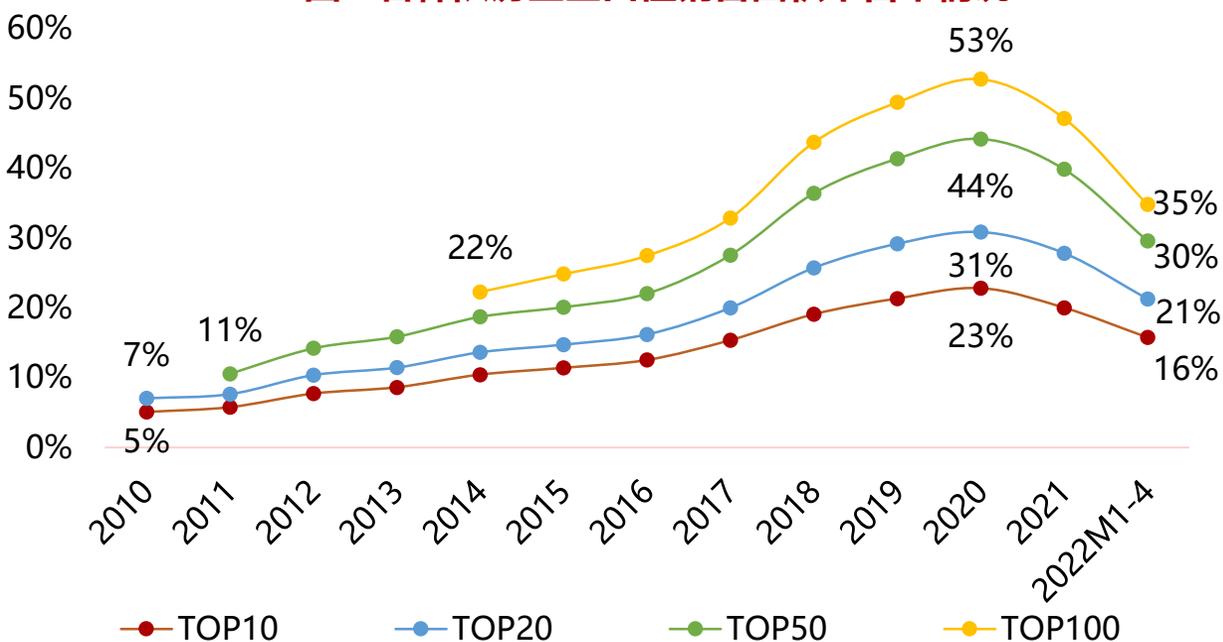
1) **2021年以前行业集中度持续加强**：2021年之前，借力全国城镇化进程以及相对宽松的货币环境，部分成长型房企通过加杠杆、高周转的模式实现规模迅速扩大，百强房企销售金额和面积市占率呈现相同的提升趋势，2020年百强房企销售金额市占率达75%。

2) **2021年供给端调控收紧，行业K型分化，头部房企市占率回调幅度较小**：2021年房企“三道红线”、银行“两道红线”、地方预售资金监管等供给端政策执行过严，导致行业流动性趋紧，百强房企中部分高负债房企出现债务违约事件。信用风险事件致使投资者与购房者信心减弱，出险房企融资与销售出现进一步恶化，加速相应房企流动性枯竭进度，形成恶性循环。部分出险房企规模较大，其销售下滑幅度高于行业平均，导致百强房企销售金额和面积市占率出现一定回调。从各梯队回调情况来看，TOP10房企回调幅度相对较小，高信用龙头房企在周期底部表现相对稳健，凭借其品牌、融资、运营优势，有望进一步抢占市场份额，后续市占率有望稳步回升。

图：各梯队房企全口径销售金额市占率情况



图：各梯队房企全口径销售面积市占率情况



3.1 龙头公司受益行业长期格局优化

行业竞争格局改变，供给侧结构优化推动龙头长牛

龙头房企排名上升，强化集中度提升逻辑：2021年至今，克尔瑞销售金额TOP10榜单中，部分高杠杆房企排名出现下滑甚至跌出榜单。相比之下，高信用龙头房企财务稳健，拥有坚实的偿债能力和品牌口碑，K型分化下融资、销售、拿地等各方面竞争优势得到进一步加强。高信用龙头房企形成正反馈循环，其销售排名出现上升，如央企保利发展、万科、金地集团、招商蛇口、中海地产、华润置地、绿城中国，以及高信用民企龙湖集团。

排名	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022 M1-4
1	万科地产	万科地产	万科地产	万科地产	万科地产	万科地产	中国恒大	碧桂园	碧桂园	碧桂园	碧桂园	碧桂园	碧桂园
2	保利地产	恒大地产	绿地集团	绿地集团	绿地集团	恒大地产	万科地产	万科地产	万科地产	万科地产	中国恒大	万科地产↑	万科地产
3	绿地集团	绿地集团	保利地产	万达集团	万达集团	绿地集团	碧桂园	中国恒大	中国恒大	中国恒大	万科地产	融创中国	保利发展↑
4	中海地产	保利地产	中海地产	保利地产	恒大地产	万达集团	绿地集团	融创中国	融创中国	融创中国	融创中国	保利发展↑	融创中国
5	恒大地产	中海地产	恒大地产	中海地产	保利地产	中海地产	保利地产	保利地产	保利发展	保利发展	保利发展	中国恒大	中海地产↑
6	绿城中国	万达集团	万达集团	碧桂园	碧桂园	保利地产	中海地产	绿地控股	绿地控股	绿地控股	中海地产	中海地产	招商蛇口↑
7	万达集团	碧桂园	绿城中国	恒大地产	中海地产	碧桂园	融创中国	中海地产	中海地产	中海地产	绿地控股	招商蛇口↑	华润置地↑
8	龙湖集团	龙湖地产	华润置地	华润置地	世茂集团	华润置地	华夏幸福	龙湖地产	新城控股	新城控股	世茂集团	华润置地↑	金地集团↑
9	碧桂园	华润置地	碧桂园	世茂集团	华润置地	融创中国	绿城中国	华夏幸福	华润置地	世茂集团	华润置地	绿地控股	龙湖集团↑
10	富力地产	世茂集团	世茂集团	绿城中国	融创中国	华夏幸福	万达集团	华润置地	龙湖集团	华润置地	招商蛇口	龙湖集团↑	绿城中国↑
前10 门槛	321	315	460	554	658	725	1100	1512	2007	2430	2780	2901	480.7
同比		-1.9%	46.0%	20.4%	18.8%	10.2%	51.7%	37.4%	32.7%	21.1%	14.4%	4.3%	-48.2%

数据来源：克尔瑞，浙商证券研究所

3.1 龙头公司受益行业长期格局优化

行业竞争格局改变，供给侧结构优化推动龙头长牛

1) **拿地整体放缓**：由于需求端持续低迷，以销定产策略下2022Q1房企整体拿地节奏放缓，除保利发展拿地强度有所提升外，其余样本房企拿地强度较2021年均出现不同程度的下降。

2) **拿地强度分化**：以保利发展、华润置地、中国海外发展、绿城中国为代表的央国企，以及高信用龙头民企龙湖集团，凭借其融资优势和更充裕的现金流，依然保持较高拿地强度，2022Q1拿地金额/销售金额比值依旧维持在30%以上。

表：2022年第一季度重点房企拿地强度统计

序号	企业简称	拿地金额 (全口径, 亿元)		销售金额 (全口径, 亿元)		拿地强度		序号	企业简称	拿地金额 (全口径, 亿元)		销售金额 (全口径, 亿元)		拿地强度	
		2021	2022Q1	2021	2022Q1	2021	2022Q1			2021	2022Q1	2021	2022Q1	2021	2022Q1
1	保利发展	1,857	341	5,349	907	34.7%	37.6%	13	大悦城	316	12	727	115	43.4%	10.4%
2	华润置地	1,490	191	3,158	460	47.2%	41.6%	14	中国海外宏洋集团	395	10	712	92	55.5%	11.2%
3	万科A	1,966	175	6,278	1,065	31.3%	16.4%	15	华发股份	170	8	1,219	232	13.9%	3.3%
4	中国海外发展	1,379	163	3,695	483	37.3%	33.8%	16	华侨城A	303	4	825	81	36.7%	4.7%
5	绿城中国	1,592	159	3,509	482	45.4%	32.9%	17	金科股份	376	0	1,840	211	20.4%	0.0%
6	龙湖集团	1,527	157	2,901	241	52.6%	38.6%	18	中南建设	289	0	1,974	163	14.6%	0.0%
7	建发股份	1,576	94	2,176	367	72.4%	25.7%	19	新城控股	767	0	2,338	311	32.8%	0.0%
8	招商蛇口	2,150	84	3,268	473	65.8%	17.7%	20	金融街	102	0	339	50	30.1%	0.0%
9	金地集团	1,309	78	2,867	455	45.7%	17.1%	21	绿地控股	—	0	2,902	308	—	0.0%
10	旭辉控股集团	878	52	2,473	287	35.5%	18.2%	24	碧桂园	1,473	0	5,580	992	25.4%	0.0%
11	滨江集团	710	49	1,691	253	42.0%	19.5%	25	美的置业	—	0	1,371	200	38.0%	0.0%
12	越秀地产	932	26	1,152	138	81.0%	18.8%								

数据来源：公司公告，中指院，浙商证券研究所；注：“—”表示公司尚未披露相关数据。

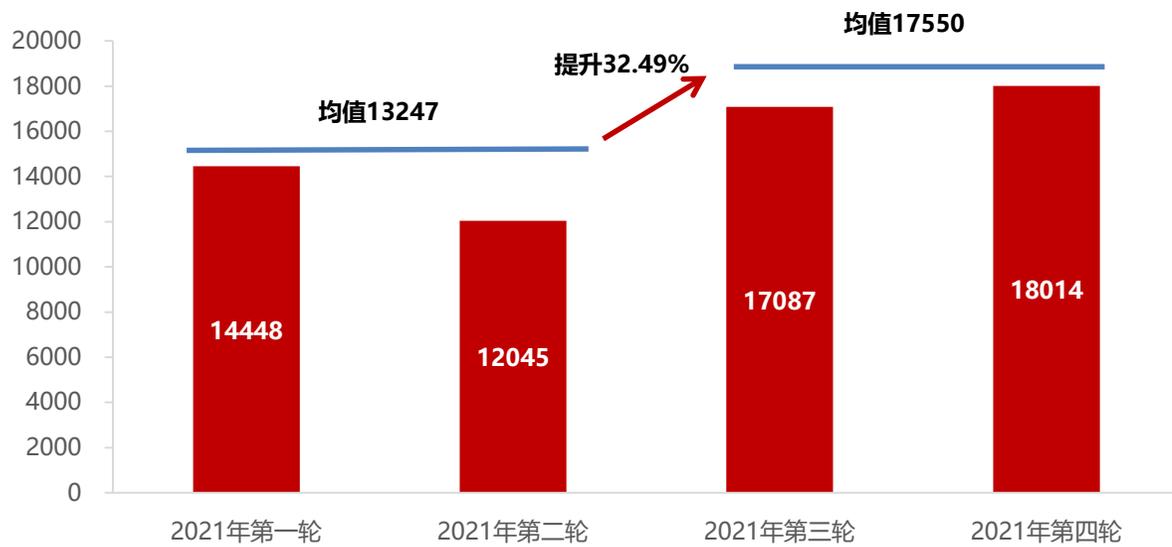
3.1 龙头公司受益行业长期格局优化

龙头房企利润修复之路——毛利率

毛利率水平是决定房企净利润率的基础。由于房企营业成本主要来源于拿地成本，因此我们选择新房销售均价与拿地楼面均价的差值来衡量房企中期毛利率改善的空间。

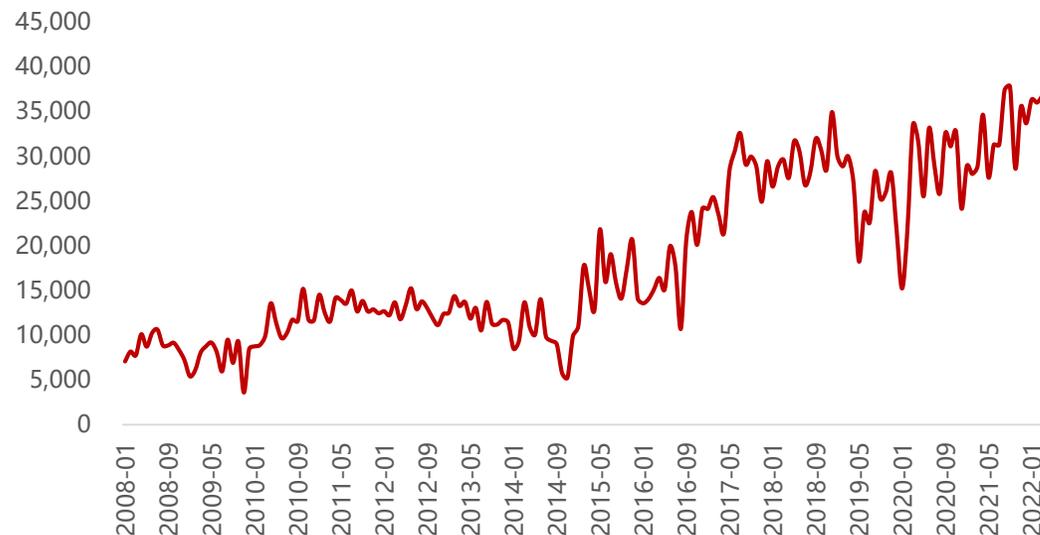
2021年至今的4轮集中拍地来看，招商蛇口、保利发展、万科A、金地集团四家龙头房企竞得的限价地块，房地价差均值呈现**先下跌后修复**的趋势。其中，前两轮集中拍地房地价差均值13247元/平，2021年第三批次开始出现明显修复，截至2022年第一批次，房地价差均值提升32.49%至17550元/平。此外，四个一线城市房地价差均值从2014年起开始显著提升，意味着投资一线城市的利润空间持续提升，而上述4家头部房企均深耕一二线城市，有利于形成毛利率的护城河效应。

图：四家龙头房企，四次集中拍地中竞得限价地块房地价差走势



■ 四家龙头房企限价地块“房价-地价”指标(元/平方米)

图：一线城市（北上广深）“房价-地价”平均值走势



— 一线城市“房价-地价”平均值 (元/平方米)

数据来源：公司年报，浙商证券研究所；四家龙头房企的限价地块“房价-地价”平均值= $(\sum(\text{各地块住宅限价} \times \text{计容建筑面积}) - \sum(\text{各地块总成交价})) / \sum(\text{各地块计容建筑面积})$ 。

3.1 龙头公司受益行业长期格局优化

龙头房企利润修复之路——三项费用

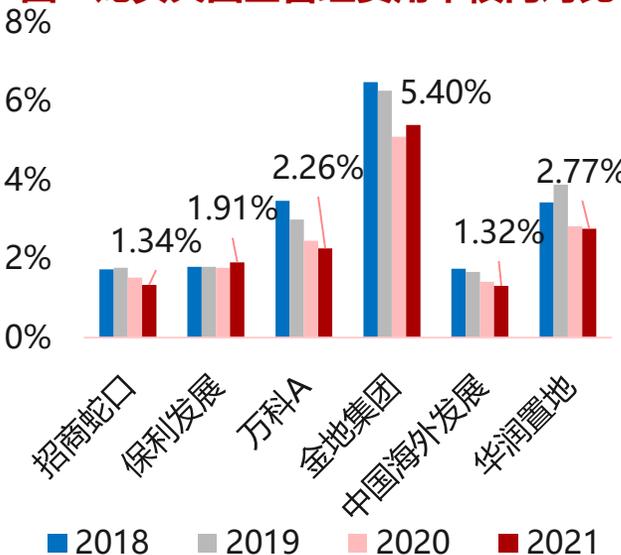
当行业利润空间进入下行阶段，降本增效成为提升房企核心净利润的必经之路，龙头房企凭借其产品和品牌、规模效应、股东背景和管理经验等优势，有望不断加强精细化管理水平，实现三项费用率的进一步改善。龙头央企中，中国海外发展的费用管控效率最高，2021年管理费用率和销售费用率分别低至1.32%和1.56%。我们将中国海外发展的费用管控能力作为标杆，以测算龙头房企三项费用率的下降空间。

1) 假设平均管理费用率下降1.4pct: 职工薪酬是影响管理费用的核心因素，占比普遍过半。如何在规模扩大过程中提升人均产出，是降低管理费用率的关键。中海2021年全职员工共5692人，人均营收4255万元，而其他其余四家龙头房企平均人均营收321万元。

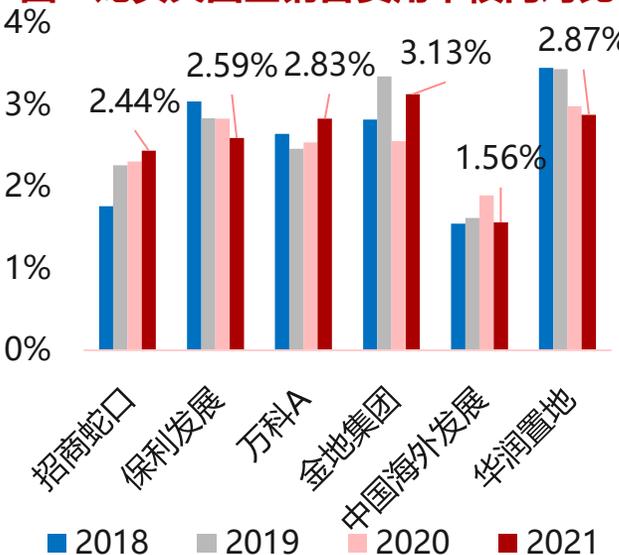
2) 假设销售费用率下降1.2pct: 随着市场竞争加剧，房企多启动渠道分销为项目引流，销售代理费成为销售费用中占比最高的分项。龙头房企在长期城市深耕中建立起品牌和市场口碑，自带流量有利于降低对渠道的依赖。2021年中海销售费用率1.56%，四家龙头房企仍有1.2pct的改善空间。

3) 假设财务费用率下降100bps: 房企通常将大体量利息支出通过利息资本化确认为资产，最终在收入结转时影响公司毛利率。我们认为，当前行业信用分化加剧，龙头房企更容易获得低成本融资，融资成本有望进一步下降，我们认为龙头公司财务费用率还有100bps的下降空间。

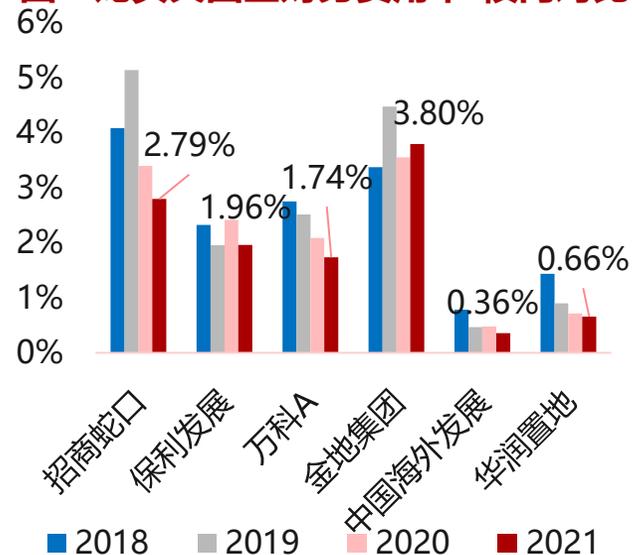
图：龙头央国企管理费用率横向对比



图：龙头央国企销售费用率横向对比



图：龙头央国企财务费用率*横向对比



房企	2021年	
	管理费用率	销售费用率
招商蛇口	1.34%	2.44%
保利发展	1.91%	2.59%
万科A	2.26%	2.83%
金地集团	5.40%	3.13%
平均	2.73%	2.75%
中国海外发展	1.32%	1.56%
下降空间	1.41pct	1.19pct

数据来源：Wind, 浙商证券研究所；注：*财务费用统计口径为利息支出-资本化利息，不含财务收入

3.1 龙头公司受益行业长期格局优化

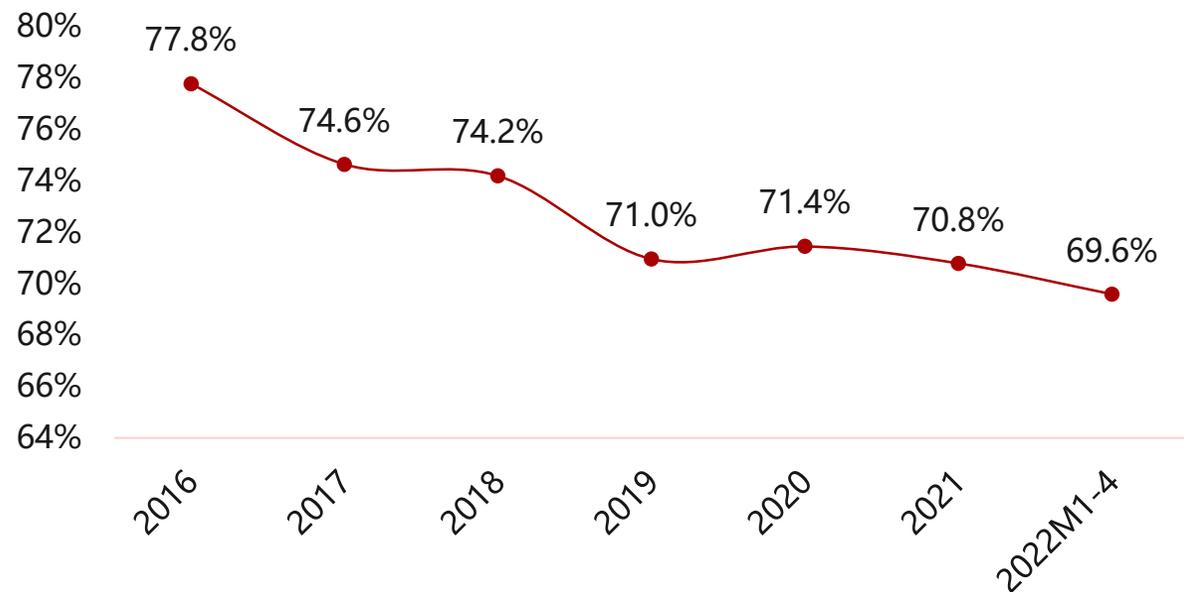
龙头房企利润修复之路——龙头公司拿地权益比有所分化

权益比影响房企结算利润的分配，权益比的提高有利于增强房企对项目公司的控制权，提升利润结转效率。

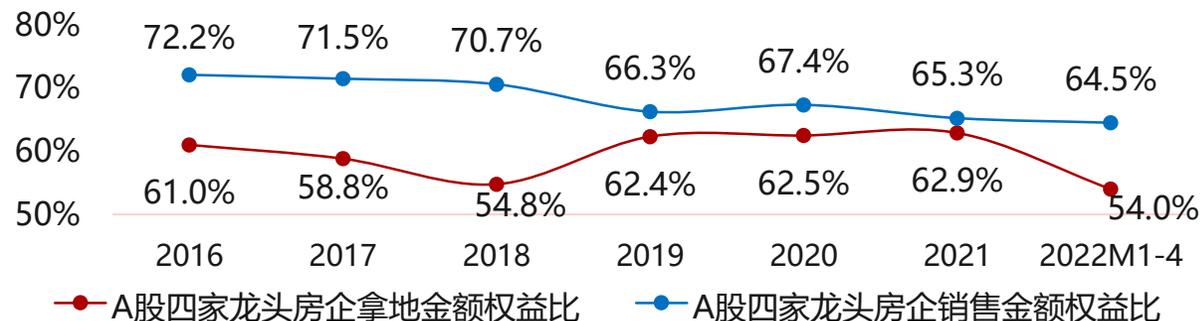
1) **销售权益比快速下行**：行业快周转阶段，房企通过合作拿地有利于降低单个项目拿地成本，同时通过优势互补整合项目资源，也有利于降低开发运营风险。从克尔瑞2022年1-4月权益销售金额TOP10房企的历史数据来看，2016年销售金额权益比为77.8%，到2021年下降至70.8%。

2) **龙头房企拿地金额权益比有所回升**：销售权益比提升的前置指标是拿地权益比的提升，从四家龙头央国企近年的拿地情况来看，2019年拿地金额权益比开始出现回升趋势。我们认为，当行业从冲规模转为提利润之后，优质房企有望更加重视权益比的提升，而权益比的提升可以通过：1) 减少合作拿地，增加独立拿地的占比；2) 龙头房企借并购贷或自有资金，收购存量项目合作方股权。我们假设四家龙头央国企销售金额权益比由2021年的64.5%逐步回升至2016年近75%的水平，提升10.5个百分点。

图：2022年1-4月权益销售金额TOP10房企销售金额权益比走势



图：四家龙头央国企销售金额与拿地金额权益比



表：四家龙头央国企拿地金额权益比

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022M1-4
万科地产	72.2%	69.0%	56.9%	75.0%	68.6%	82.2%	59.4%
保利发展	69.3%	63.5%	61.1%	71.0%	65.5%	72.0%	70.3%
招商蛇口	60.5%	55.8%	60.7%	56.9%	64.4%	57.6%	43.3%
金地集团	42.1%	47.1%	40.4%	46.5%	51.6%	40.0%	43.0%

数据来源：克尔瑞、公司公告，浙商证券研究所；2022年1-4月权益销售金额TOP10房企已剔除潜在出险的房企，具体名单为：碧桂园、万科、保利发展、中海地产、华润置地、招商蛇口、金地集团、龙湖集团、中国金茂、新城控股。四家龙头央国企为招商蛇口、保利发展、万科、金地集团。

3.1 龙头公司受益行业长期格局优化

龙头房企利润修复之路——归母净利润率有望修复9个百分点

根据前文的推导，我们估算四家龙头央国企的毛利率中长期（2025年）可修复7.7pct，三项费用率如果对标拥有精细化管理模式的中国海外发展，合计可改善3.6pct。此外，龙头央国企有望通过增加独立拿地占比和收购合作方项目股权，销售权益比有望修复10.5个百分点。

综合考虑四家龙头央国企毛利率的修复、三项费用率的下降以及销售权益比的提升，我们认为，龙头央国企2025-2026年中期净利润率有约11.34个百分点的提升空间，归母净利润率有9.12个百分点的提升空间。

指标	2021年					2025-2026年 中期预测	中期预测相较于 2021年	
	招商蛇口	保利发展	万科A	金地集团	四家平均			
毛利率	25.47%	26.80%	21.80%	21.18%	23.81%	31.55%	+7.74 pct	
三项费用率	管理费率	1.34%	1.91%	2.26%	5.40%	2.73%	1.32%	-1.41 pct
	销售费率	2.44%	2.59%	2.83%	3.13%	2.75%	1.56%	-1.19 pct
	财务费率	1.25%	1.19%	0.97%	0.66%	1.01%	0.01%	-1.00 pct
净利润率	9.46%	13.05%	8.41%	13.09%	11.00%	22.34%	+11.34 pct	
销售权益比	—				64.50%	75.00%	+10.50 pct	
归母净利润率	6.46%	9.61%	4.97%	9.48%	7.63%	16.75%	+9.12 pct	

3.1 龙头公司受益行业长期格局优化

龙头房企代表：中国海外发展——土储权益维持高位，重点聚焦核心城市

1) **土地储备充足，权益占比维持高位**：21年公司总土储8077万平方米，剔除中海宏洋后总土储5100万平，在手资源充裕且结构优质。剔除中海宏洋，21年公司新增拿地1165万平，总地价1378.9亿元，对应新增货值2882.2亿元，**拿地金额口径权益比94%**。

2) **聚焦高线城市，准确把控拿地节奏**：公司坚持深耕核心城市，21年核心都市圈拿地金额和货值占比73%。公司准确把握21H2拿地窗口期，在一线和强二线城市共获取37宗优质地块，占全年拿地总数65%。全年累计拿地57宗，共计23宗为**底价或低溢价**获取，其中下半年高达18宗。我们认为，充裕且优质的土储是中期销售转化的基础，公司**拿地权益高+有效控制拿地成本**，有利于未来盈利能力的改善。

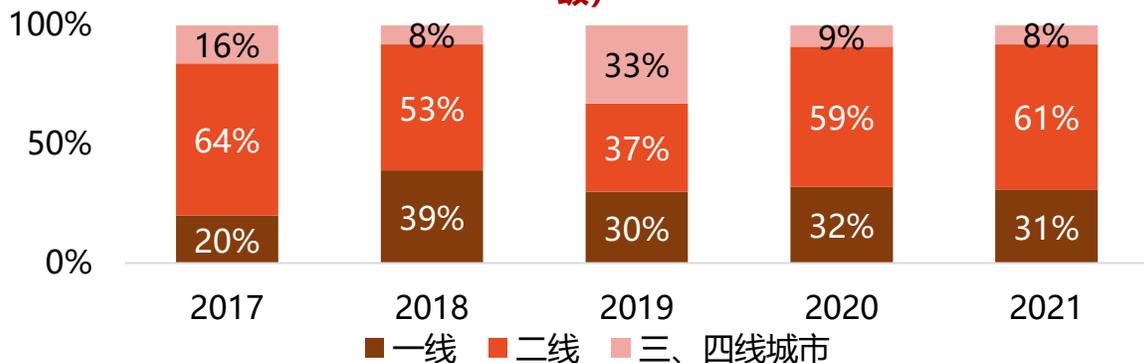
图：17-21年中国海外发展新增土地建面及增速



图：17-21年中国海外发展土地总储备建面及增速



图：17-21年中国海外发展拿地金额分布(%;按城市能级)



图：18-21年中国海外发展拿地权益比 (%)

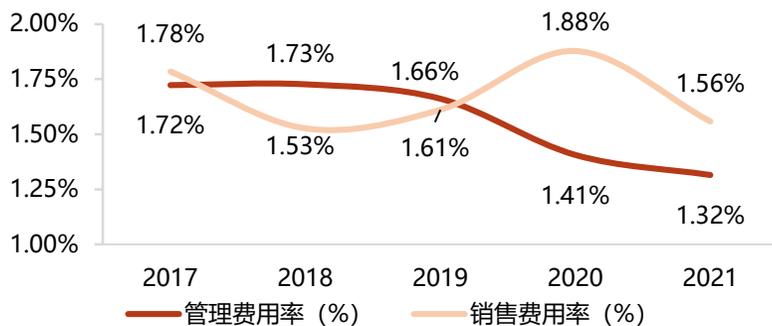


3.1 龙头公司受益行业长期格局优化

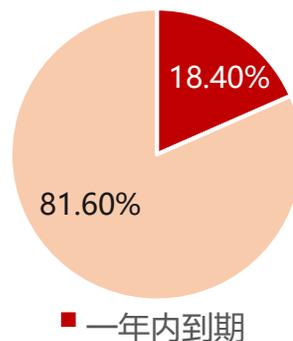
龙头房企代表：中国海外发展——保持央企融资优势，财务持续稳健

“三道红线”维持绿档，融资成本保持低位：21年公司稳居绿档，剔除预资产负债率53.59%，净负债率31.07%，现金短债比2.41倍。公司21年管理费用率和营销费用率分别为1.32%和1.56%，分别下降0.09pct和0.32pct，管理效能提升。公司加权平均融资成本3.55%，继续保持行业最低区间。期末公司货币资金1309.6亿元，较2021年初增加205亿元，一年内到期的有息负债占比18.4%，公司流动性充裕且负债结构合理。

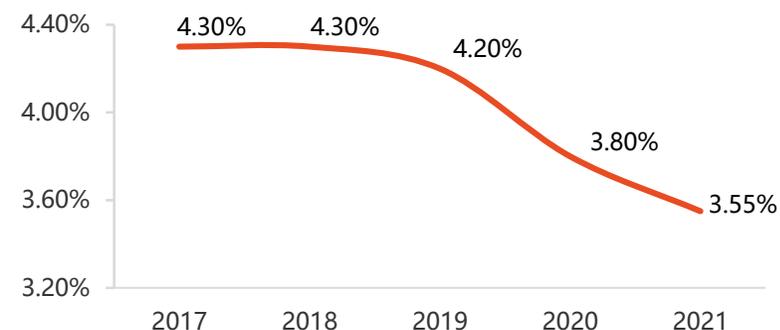
图：17-21年中国海外发展管理费用和销售费用率（%）



图：2021年末中国海外发展有息负债结构



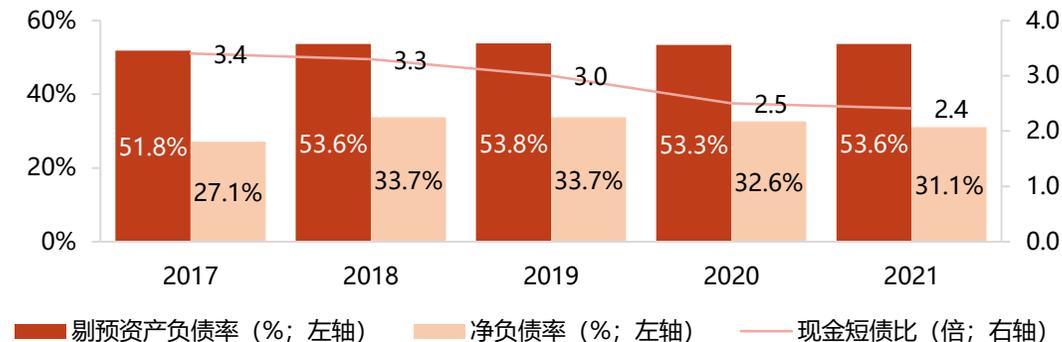
图：17-21年中国海外发展融资成本（%）



图：18-21年中国海外发展流动比率与速动比率（倍）



图：17-21年中国海外发展“三道红线”指标



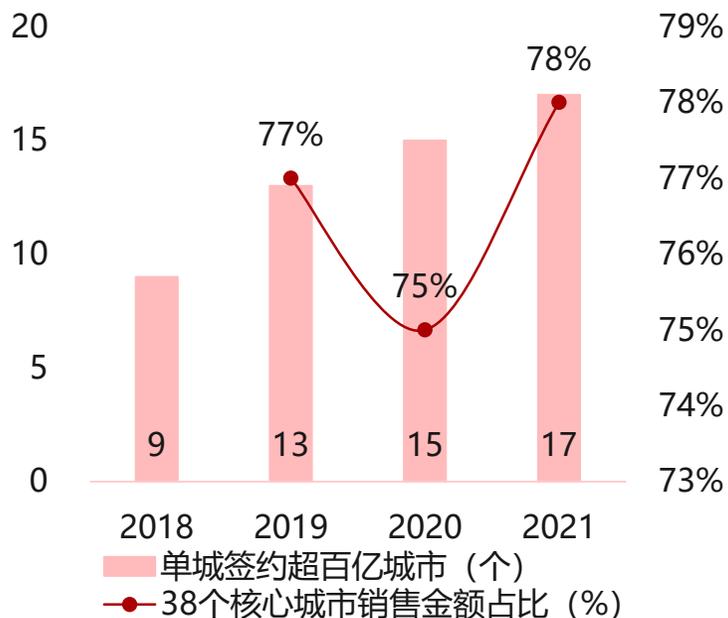
3.1 龙头公司受益行业长期格局优化

龙头房企代表：保利发展——核心城市更加聚焦，权益比不断提升

1) **从销售表现来看**：以一二线城市为代表的38个核心城市，对保利发展的销售贡献始终维持在7成以上，2021年达到78%。保利发展深耕高能级城市战略成效显著，单城签约销售额破百亿城市的数量不断提升，2021年达到17个，其中广州、佛山合计实现销售规模超920亿，杭州首次突破300亿，南京、北京超200亿，东莞、上海、郑州、武汉等12个城市超100亿，均为经济基本面扎实、人口持续流入的高能级城市。

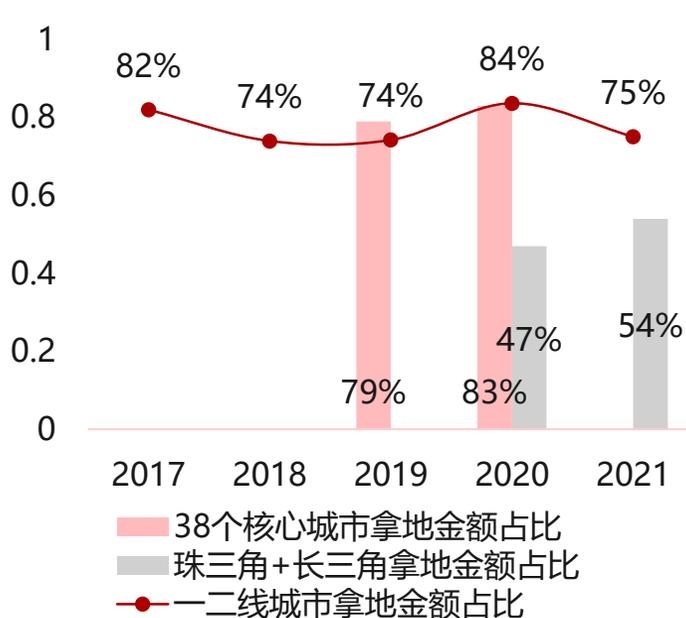
2) **从拿地表现来看**：新增拿地中，一二线城市拿地金额占比始终维持7成以上，2021年达到75%。保利发展重点补仓销售贡献高的优质区域，2021年新增土储中珠三角和长三角拿地金额占比合计为54%，较2020年提升7个百分点。从土储总量来看，近年来公司38个核心城市土地储备始终保持在75%以上。从拿地权益比来看，2021年拿地金额和面积权益比均有明显提升，分别提升7和6个百分点至72%和75%。

图：保利发展销售情况

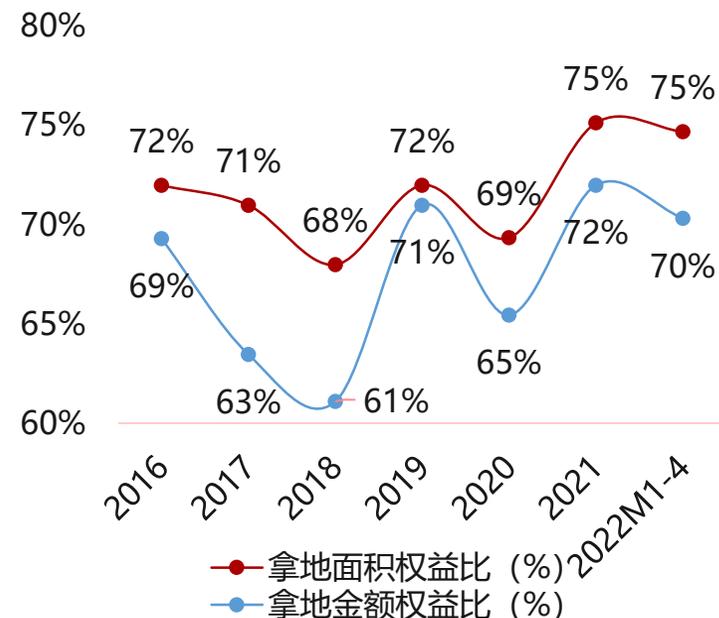


数据来源：公司公告，浙商证券研究所

图：保利发展新增拿地情况



图：保利发展拿地权益比



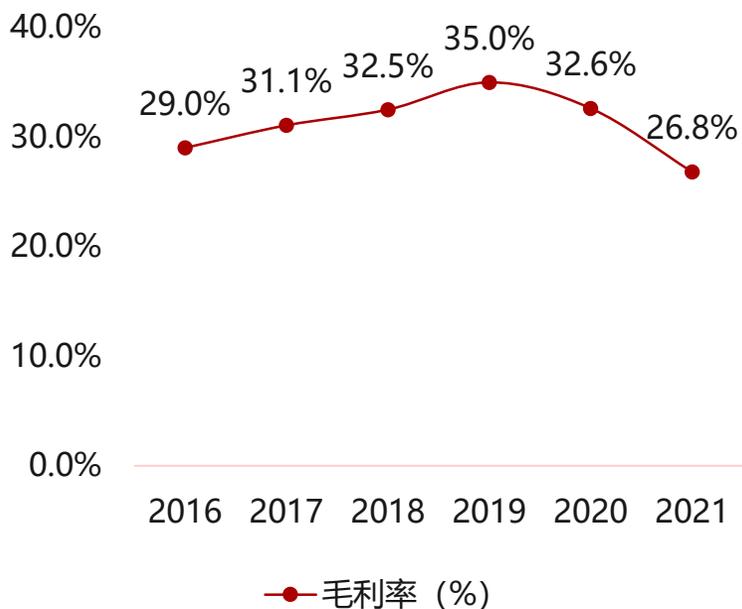
3.1 龙头公司受益行业长期格局优化

龙头房企代表：保利发展——拿地利润改善

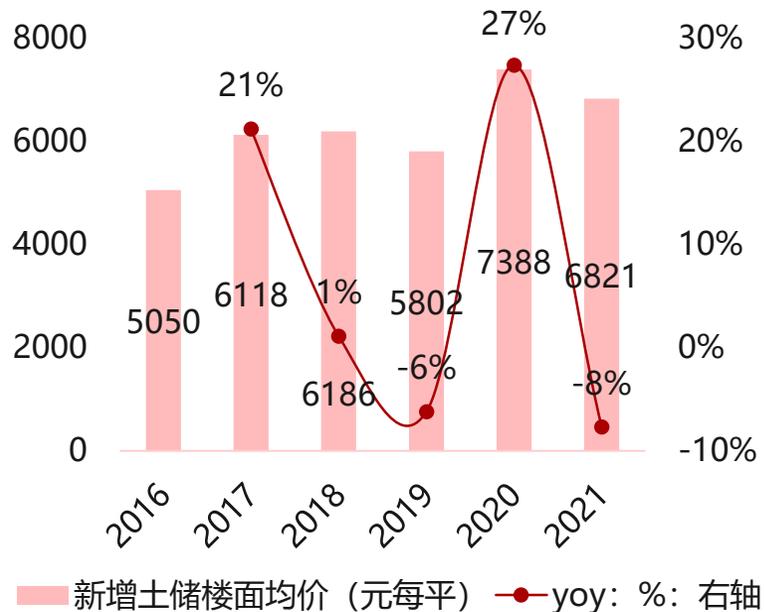
1) **毛利率承压，与行业利润率下行趋势一致**：随着2017-2018年获取的高价地成为公司收入结转主力，保利发展结转毛利率从2019年以来持续下行，2021年结转毛利率26.8%，较2020年下降5.8个百分点。

2) **2021年把握拿地窗口期补充优质土储，有利于中长期利润修复**：2021年全国22城实行集中供地政策，保利发展在首批次集中供地中保持相对理性，反而在2021H2竞争程度下降、土拍条件改善的第二、第三批次集中供地中加大投资力度，成功获取广州、南京、厦门等热点城市低溢价率的优质地块。2021年保利发展拿地楼面均价为6821元每平，同比下降8%，拿地楼面均价/销售均价比值下降至43%，大幅下降7个百分点，有利于公司未来毛利率的企稳改善。

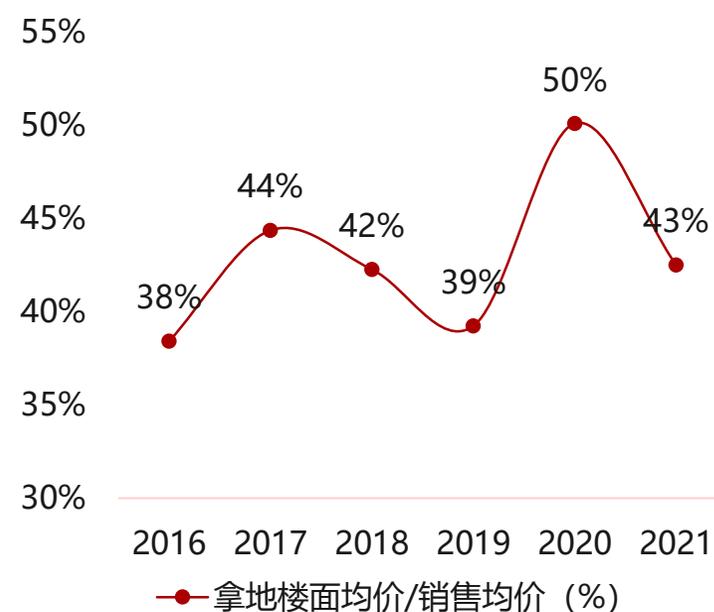
图：保利发展历年毛利率走势



图：保利发展新增拿地平均楼面价



图：保利发展拿地楼面均价/销售均价



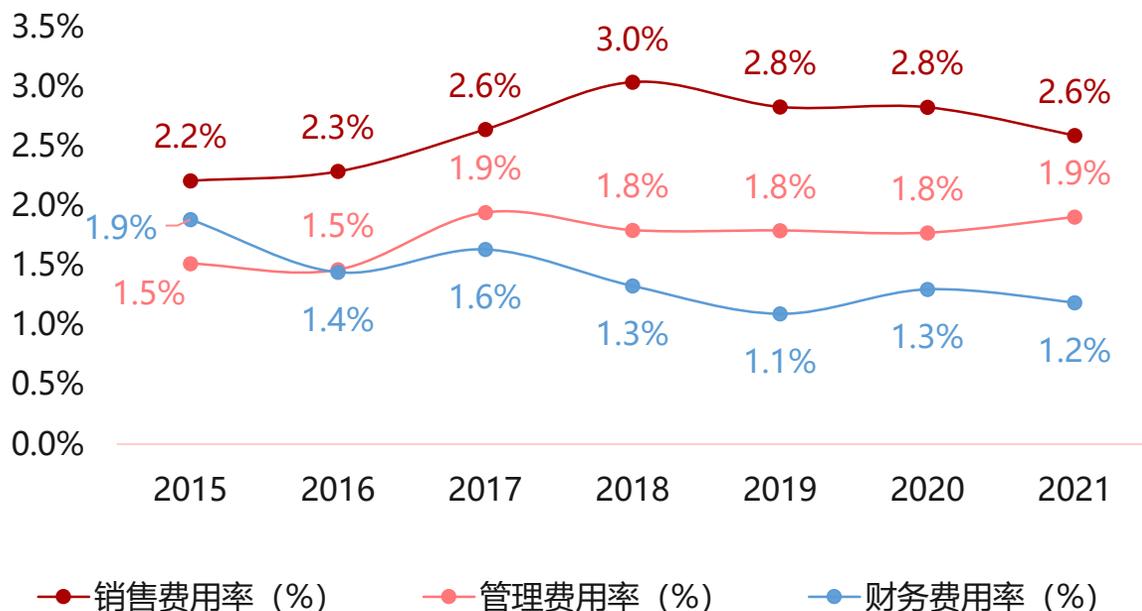
3.1 龙头公司受益行业长期格局优化

龙头房企代表：保利发展——精细化管理有望带动中长期利润率提升

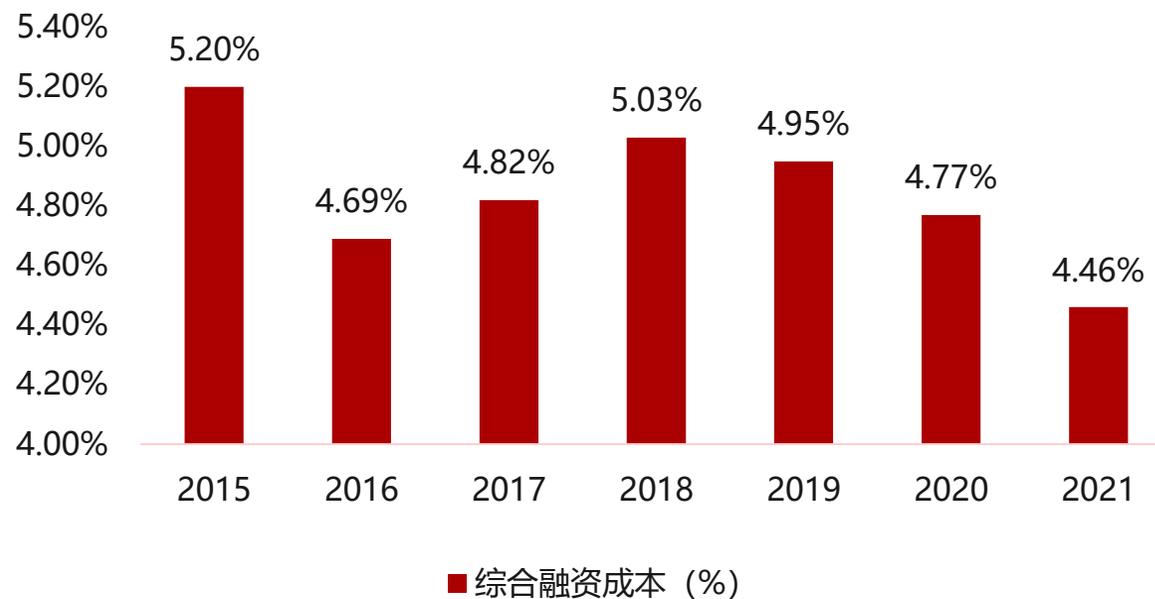
1) **管理效率优势**：保利发展重视经营管理方面的降本增效，通过加强精细化管理能力，实现人效的提升，降低对营销渠道依赖。2021年保利发展销售费用率下降0.2个百分点至2.6%，管理费用率与财务费用率的增减抵消后，公司三项费用率同步下降0.2个百分点至5.7%。

2) **融资成本优势**：融资成本主要由销售规模、股东背书和信用评级决定。我们认为，房企间融资成本的差距会转化为未来利润的差距，只有融资成本低的房企，方能去高能级城市的核心区位，竞争收益确定性强的优质地块。保利发展作为规模排名第一梯队的龙头央企，融资成本优势显著，且处于下降通道，2021年公司综合融资成本4.46%，较2020年下降0.31个百分点。

图：保利发展三项费用率走势



图：保利发展综合融资成本

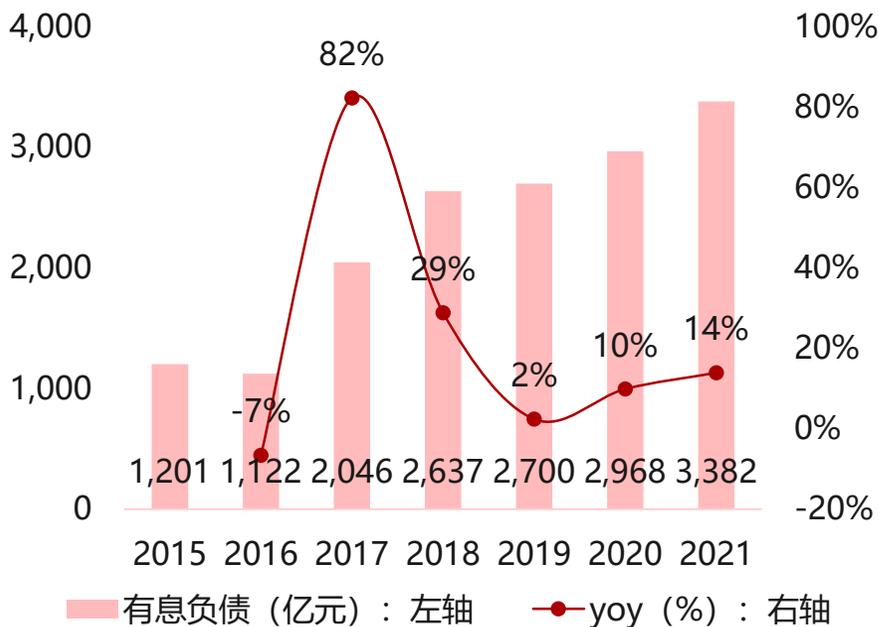


3.1 龙头公司受益行业长期格局优化

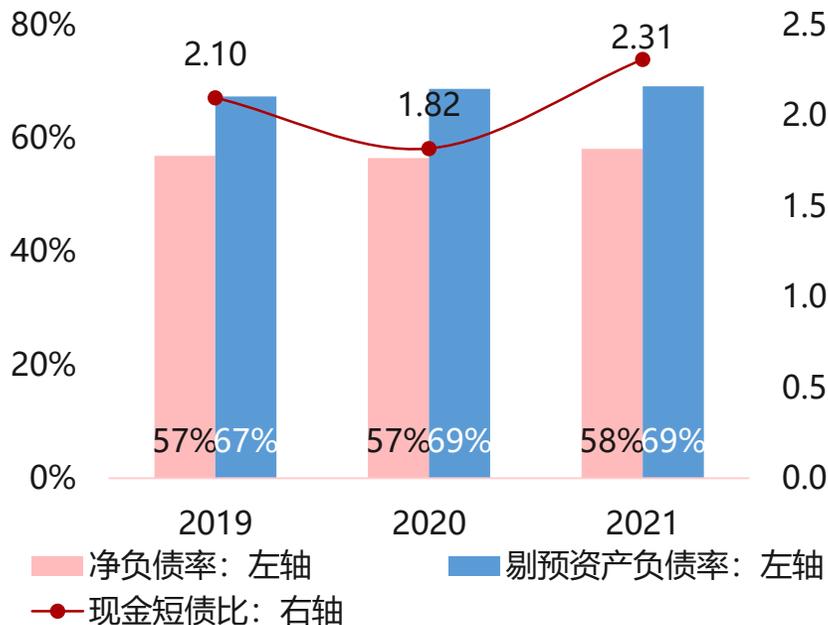
龙头房企代表：保利发展——财务保持稳健，未来更加安全

保持财务稳健的前提下，灵活运用杠杆空间。2021年保利发展有息负债总额3382亿元，同比增长14%，在维持三道红线绿档的前提下，合理增加有息负债。2021年以来，在行业融资环境收紧、房企信用利差扩大的背景下，保利发展凭借其稳健经营的风格和央企股东背书，融资渠道保持通畅，且积极抢抓低成本融资资源。2022年前4月，保利发展发行两笔中票和两笔公司债，融资成本区间2.95-3.59%，均低于公司2021年综合融资成本，有望带动公司2022年综合融资成本进一步下降。

图：保利发展历年有息负债总额及增速



图：保利发展三道红线指标



时间	融资类型	合计金额 (亿元)	平均期限	发行利率区间
2021年	中票	4笔 100亿元	3-5年	3.25-3.63%
	公司债	8笔 86.9亿元	5-7年	3.17-3.98%
	ABS	1笔 8.9亿元	1年	3.2%
2022 M1-4	中票	2笔 20亿元	3-5年	2.95-3.51%
	公司债	2笔 15亿元	5-7年	2.96-3.59%

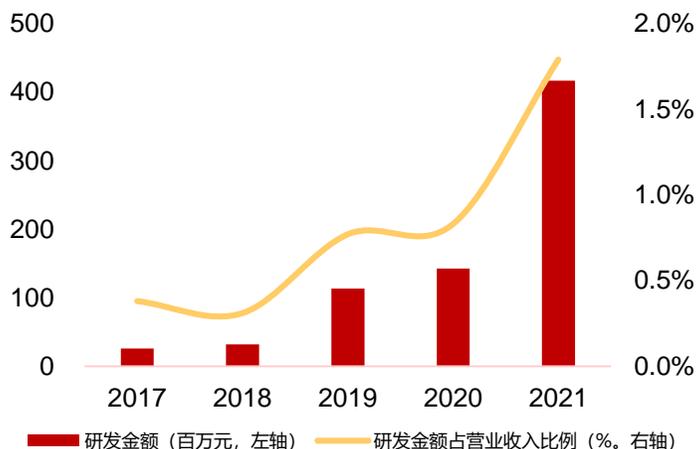
3.2 关注区域小而美

区域小而美房企代表：天健集团——三大板块协同发展，工程板块营收毛利有望提升

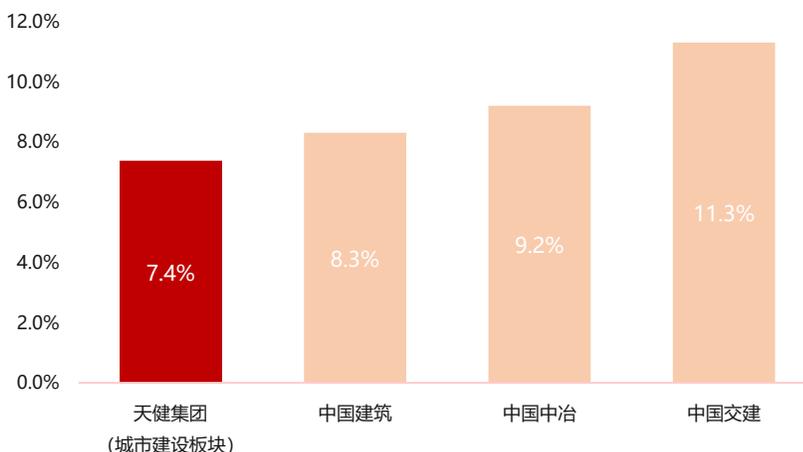
1) **天健集团具有多项核心竞争力**：天健集团系深圳市特区建工集团核心子公司，**背靠深圳国资委**，具备获取深圳重大工程及房地产项目的优势；城市建设、房地产开发、城市服务三大板块协同发展，共同构成天健集团**一体化全产业链**；天健集团2020年实行**股权激励**，有效激发管理层活力，提升经营管理效率，在国企中表现优异。

2) **城市建设板块营收与毛利率有望持续提升**：天健集团2017-2021年在城市建设板块的营收持续扩大，实现年均复合增速33%；凭借“**资质领跑+科技赋能+积极布局EPC业务**”，天健集团城市建设板块毛利率从2017年的5.8%逐步提升至2021年的7.37%，而2021年部分具备EPC特级资质的建筑龙头企业（如中国建筑等）毛利率在8.3%以上，表明天健集团在**施工领域的毛利率水平仍有提升空间**；根据特区建工集团“**2025年千亿营收**”计划，天健集团作为核心子公司与特区建工集团保持战略协同，有望获得更多资源倾斜；天健集团施工领域**深度聚焦深圳本土业务**，借力深圳建筑业“十四五”计划产业增加值1400亿元目标（较“十三五”计划增加值提升173.4%），天健集团有望发挥深耕优势，持续扩大施工板块规模。

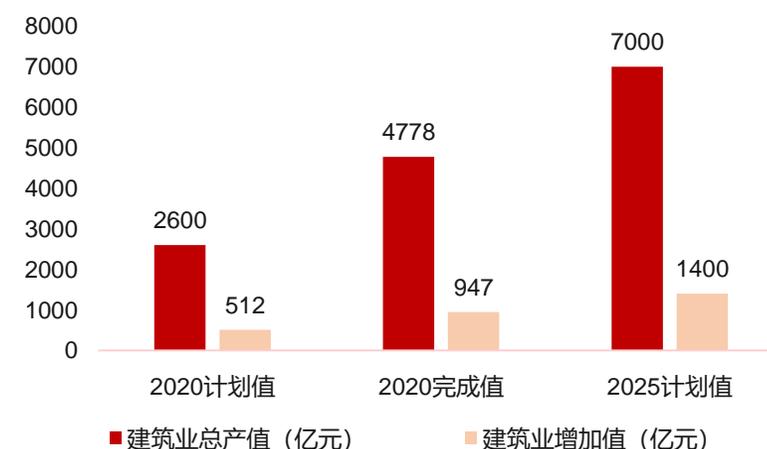
图：2017-2021年天健集团研发金额及占比变化



图：21年天健集团与部分具备 EPC 特级资质建筑龙头毛利率 (%)



图：2020/2025年深圳市建筑业总产值与增加值比较



区域小而美房企代表：天健集团——房地产板块土储优化，营收净利保持高速增长

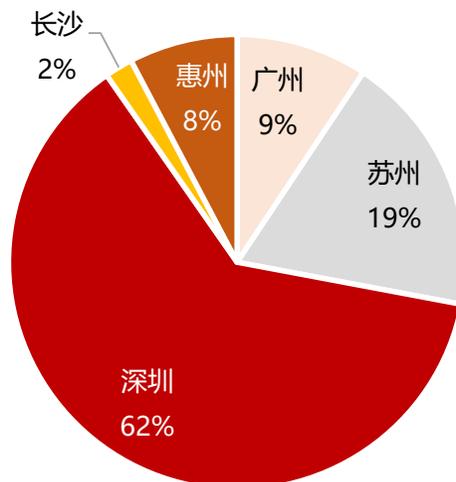
1) 房地产板块短中长期均衡发展：截至2021年末，天健集团房地产板块未结转建筑面积145万平方米，对应货值超200亿，而同年该板块营收98亿元，未结转货值覆盖倍数在两倍以上；新增土储布局优化，2021年在深圳大本营竞得一宗建面12万平方米商业住宅地块，2022年分别在**成都、苏州和深圳**竞得三宗优质商业住宅地块，土储布局向高能级城市集中；目前至少手握3个深圳优质旧改项目，包括**龙岗南岭村超大型利益统筹项目**（保守估计货值至少1600亿元），为中长期发展提供有效保障。

2) 营收净利保持高速增长：得益于三大板块业绩齐头并进，天健集团2017-2021年**营业收入复合增长率高达36%**，其中2021年实现营业总收入232.7亿元，同比增加35.9%；同期实现归母净利润19.3亿元，同比增加30.1%。

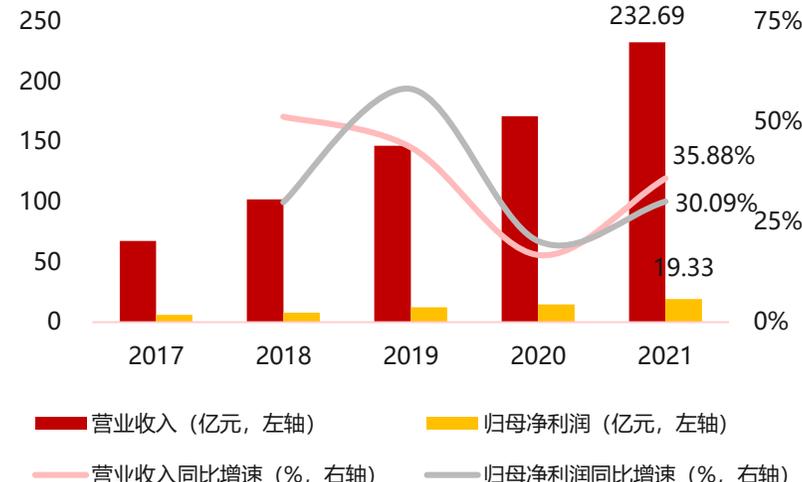
图：2021年深圳市龙岗区第一、二批平方公里级旧改项目



图：2021年末天健集团在建未售项目的累计投资额占比（按城市；%）



图：2017-2021年天健集团营业收入与归母净利润



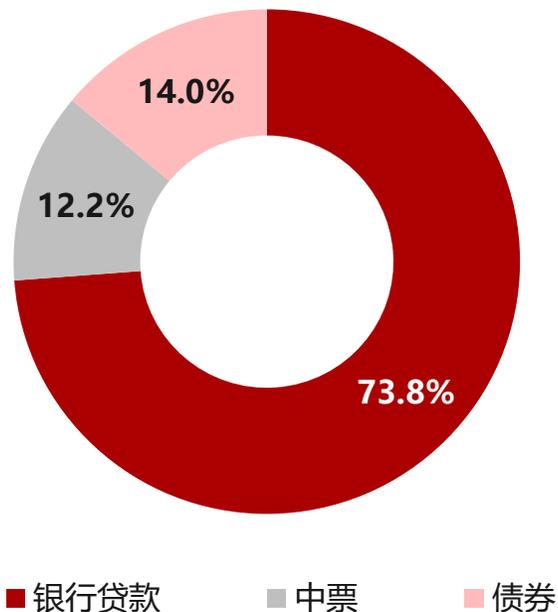
3.2 关注区域小而美

区域小而美房企代表：滨江集团——民企中的优等生，财务稳健，发展确定性强

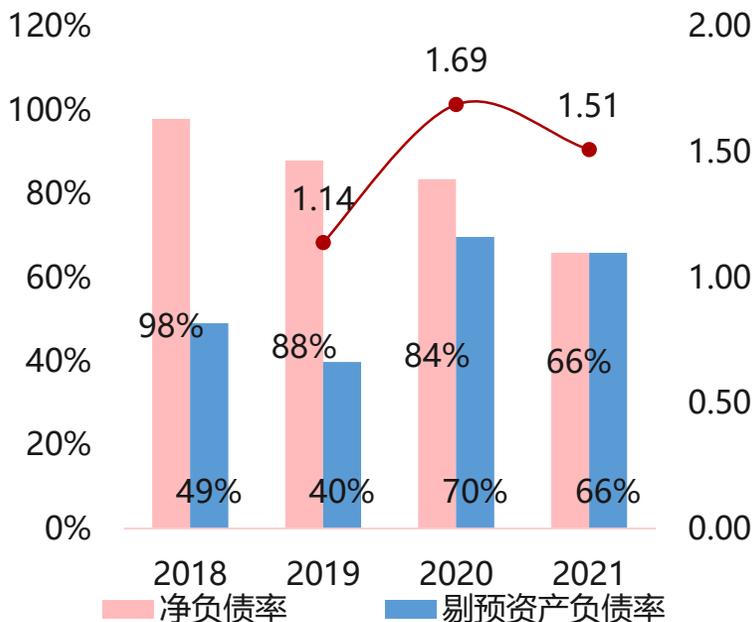
1) **债务结构合理，偿债压力较小**：滨江集团始终维持三道红线绿档水平，2021年末有息负债458亿元中，低成本银行贷款占比约74%，债券、票据等公开债务融资占比不足3成。从期限结构来看，2021年公司短期债务140亿，占比仅为31%，2022年滨江集团共三笔短融到期，合计金额27.9亿元，公司2022Q1在手现金168亿元，可以有效覆盖到期的债务。

2) **融资成本达历史新低，仍有下降空间**：滨江集团通过稳健经营实现了融资成本的持续下降，2021年综合融资成本4.9%，较2020年下降0.3个百分点，创下了公司融资成本的历史新低，按照2021年末有息负债总额测算，可以节省利息支出约1.37亿元。滨江集团于2022Q1新发三笔短融，合计融资26亿元，发行利率区间3.55-4%，充分反映公司融资渠道通畅，且融资成本仍有下降空间。

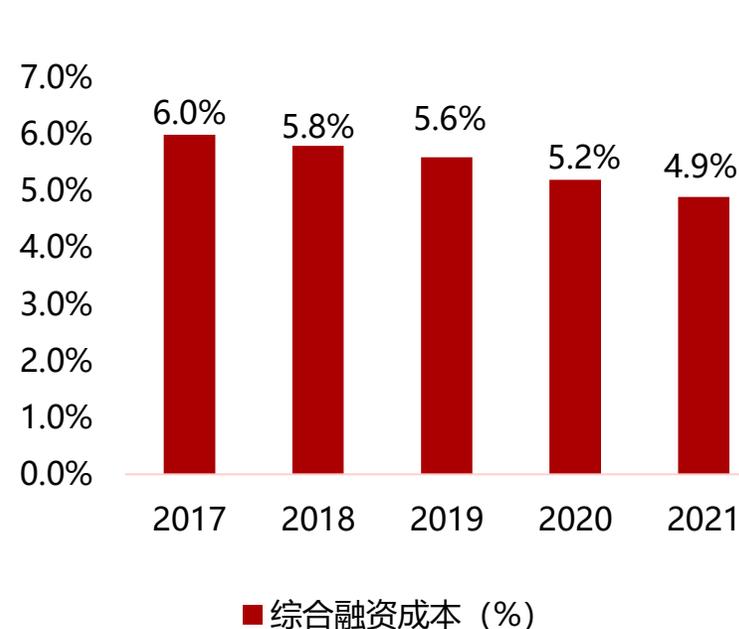
图：2021年滨江集团有息负债结构



图：滨江集团三道红线指标



图：滨江集团历年综合融资成本



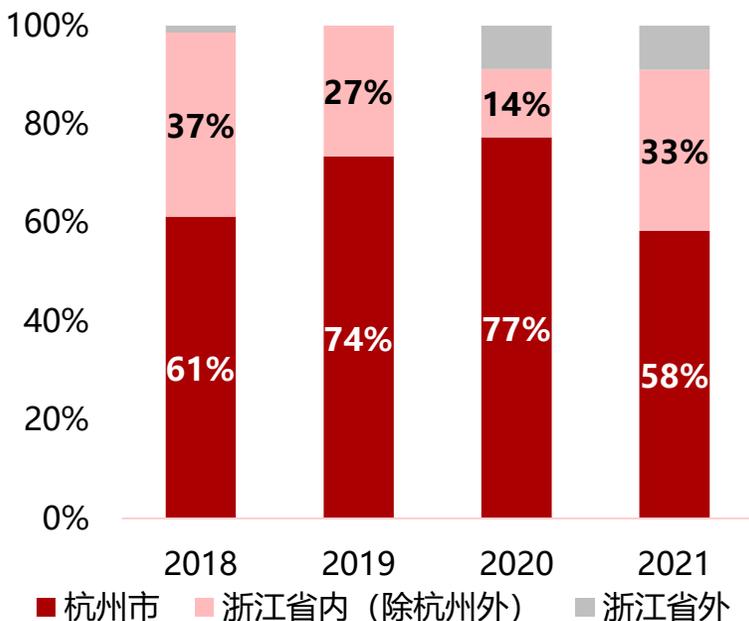
3.2 关注区域小而美

区域小而美房企代表：滨江集团——深耕优势区域

1) **总土储充裕，新增土储聚焦优势区域浙杭：**截止2021年末滨江集团土储总建面1500万平，可售货值达到3000亿元，可有效覆盖公司约2年的销售需要。滨江集团拿地重仓优势区域杭州和浙江，2021年滨江集团在杭州和浙江拿地金额占比91%，截至2021年末杭州和浙江总土储建面占比92%，2022年公司投资计划中，各区域目标投资比例为杭州50%，浙江省内40%，浙江省外10%。

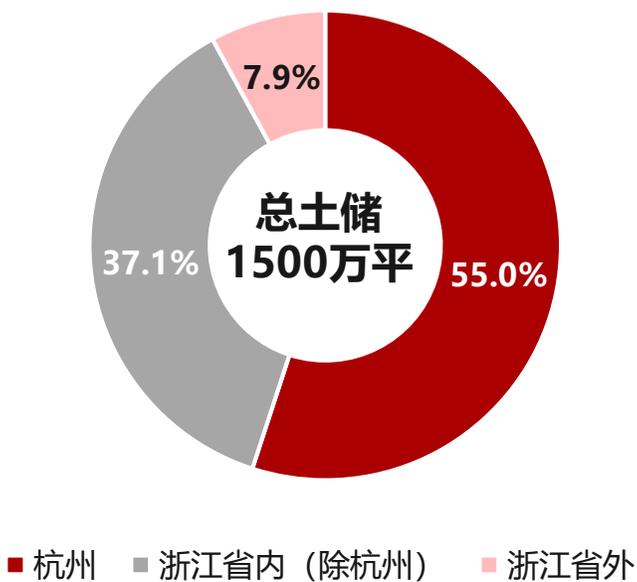
2) **行业下行期保持高强度拿地，巩固优势区域竞争力：**截至2022年4月，滨江集团全口径拿地金额/销售金额比值大幅提升至65.6%，在2022年杭州第一批次土拍中，公司成功获取11宗地块，总拿地金额达184亿元，高出位居第二的房企38亿。我们认为，公司逆势维持拿地强度，不仅是公司现金流稳健的体现，也有利于公司持续巩固在优势区域的竞争优势，把握拿地窗口期积极补充收益确定性较高的地块，也有利于公司未来盈利端的企稳改善。

图：滨江集团新增土储拿地金额分布

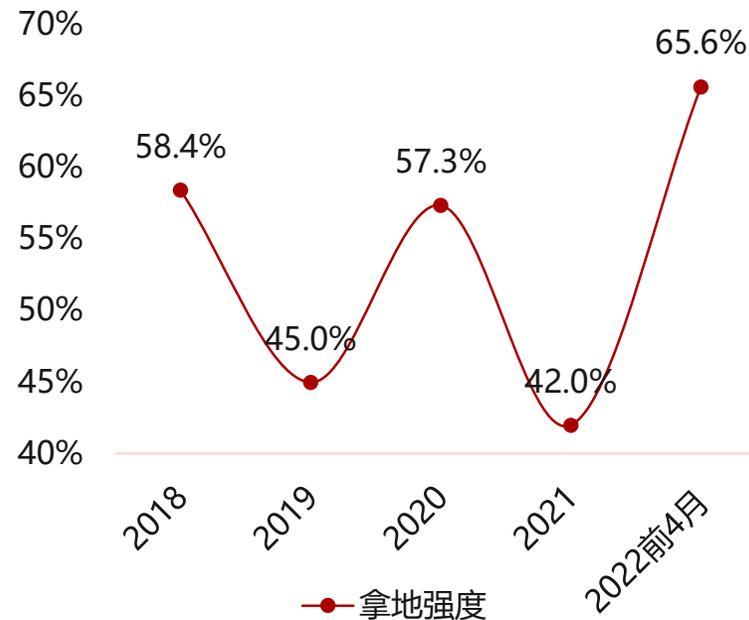


数据来源：公司公告，浙商证券研究所

图：滨江集团2021年末总土储建面分布



图：滨江集团拿地金额/销售金额比值



3.2 关注区域小而美

区域小而美房企代表：滨江集团——强品牌力助力高去化与高溢价

滨江集团提出要做“行业品牌领跑者，高端品质标准制订者”，公司围绕产品创新、细化工程管理、提高软实力三方面不断提升自身品牌力：

1) 建立有效的创新团队，不断迭代产品体系，公司目前已建立五大产品类型，总共涵盖十五个标准版本的完整产品体系，并在精装体系上也做了四次演变升级。公司在努力提高周转效率的同时，严格控制项目品质，从交付满意度来看，公司项目交付收房率超99%，交房过程接近零投诉。除了在产品方面不断推陈出新外，公司不断提高软实力，包括物业服务和售后服务等方面，从房屋的全生命周期为业主提供贴心服务，从而建立和积累良好的市场口碑和品牌知名度。

2) 我们认为，需求端的研发和创新，对销售和去化的正向拉动作用将会愈加明显，从产品标准化、研发迭代升级再到后续服务体系全流程的客研体系建设，是房企修炼内功的重要环节之一。根据滨江集团对业主的满意度调查情况来看，公司的产品和品牌是业主认为促成成交的首要因素，并且有超过96%的业主愿意推荐公司开发的项目。我们认为，滨江集团已建立成熟的产品体系和良好的市场口碑，有利于公司在行业复苏阶段率先打开局面，不断积累“粉丝经济”，助力公司在周期过后赢得更多市场空间。

表：滨江集团标准化产品系列与代表项目

产品类型	A系列：精装修住宅 (出售型物业)		B系列：高品质住宅 (出售型物业)	C系列：酒店 (公建物业)	D系列：长租公寓 (出租型物业)
产品大类	A+	A	B	C	D
标准版本	A+定制 A+豪华 A+经典	A 豪华 A 经典 A 舒适	B 豪华 B 经典 B 舒适	C 豪华 C 经典 C 舒适	D 豪华 D 经典 D 舒适
代表项目	武林壹号 湘湖壹号	华家池公寓 锦绣之城	江南之星 东方星城	临安天目山小镇 千岛湖希尔顿酒店	滨江暖屋

表：滨江集团四代精装修体系

产品阶段	第一代	第二代	第三代	第四代
时间	2006-2009	2010-2014	2015-2016	2017至今
代表项目	金色海岸 阳光海岸	城市之星 武林壹号 湘湖壹号	华家池 锦之城	公园壹号 翡翠海岸
产品特点	注重地段与资源的整合；硬件上大量使用名牌产品。	注重户型设计，追求奢华风格与工艺工法。	精致与实用并重，首创量化10%收纳空间，增加人性化设计。	注重智能化与科技化，建立十大科技系统，实现室内智能化。
产品价值	开创豪宅样本	建立豪宅标准化体系	豪宅回归生活	绿色环保豪宅
产品理念	导入国际一流生活方式	奢华+顶级设计	精致、舒适、实用	科技、智能、绿色、环保



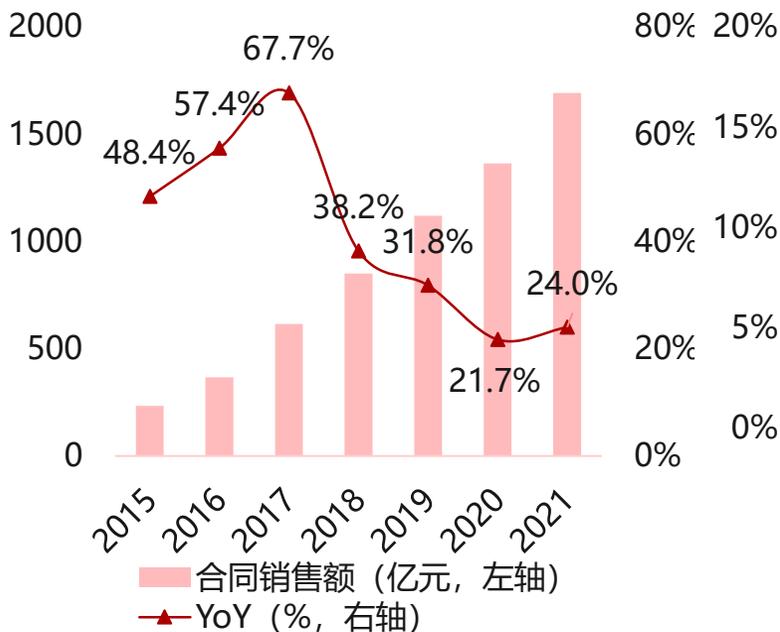
3.2 关注区域小而美

区域小而美房企代表：滨江集团——强品牌力助力高去化与高溢价

1) **2021年销售逆势增长，排名稳步提升**：滨江集团在2021H2行业快速下行期，依然实现全年销售逆势增长，2021年合同销售金额1691亿元，同比增长24%，年度销售目标完成率达113%，成为少数完成年度目标的房企之一。从全国排名来看，滨江集团2021年位列克尔瑞全口径销售金额排行榜第22位，成功跻身TOP30。

2) **在杭州品牌实力强劲，销售排名常年居首**：滨江集团在杭州的销售金额市占率2021年达到14.6%的高位，2022年由于推盘节奏原因市占率有所下降，但仍保持12.6%的高位。从克尔瑞统计的杭州市历年销售金额排行榜数据来看，滨江集团超越一众全国型房企，常年位居榜单首位，在项目流速和销售均价方面均较能体现公司强大的品牌影响力。

图：滨江集团合同销售额及增速



图：滨江集团杭州销售市占率



表：杭州房地产企业历年销售金额排名情况

销售金额排名	2020			2021			2022年1-4月		
	房企	销售面积 (万平)	销售均价 (元每平)	房企	销售面积 (万平)	销售均价 (元每平)	房企	销售面积 (万平)	销售均价 (元每平)
1	滨江集团	131	40399	滨江集团	260	41035	滨江集团	22	51027
2	融创中国	124	26960	绿城中国	198	38912	万科地产	31	34009
3	万科地产	83	30281	万科地产	146	31818	融信集团	16	35361
4	绿城中国	70	34511	融创中国	155	26574	融创中国	18	29258
5	融信集团	68	31178	保利发展	96	39463	保利发展	11	40056
6	德信地产	80	25282	融信集团	81	31739	德信地产	15	27173
7	保亿置业	53	31454	德信地产	91	26761	绿地控股	9	44687
8	越秀地产	56	28475	龙湖集团	53	40736	绿城中国	12	32044
9	新希望地产	42	36619	越秀地产	51	38902	华润置地	11	32308
10	旭辉集团	64	22724	招商蛇口	53	32938	宋都集团	7	50625

04

行业修复阶段和 投资策略

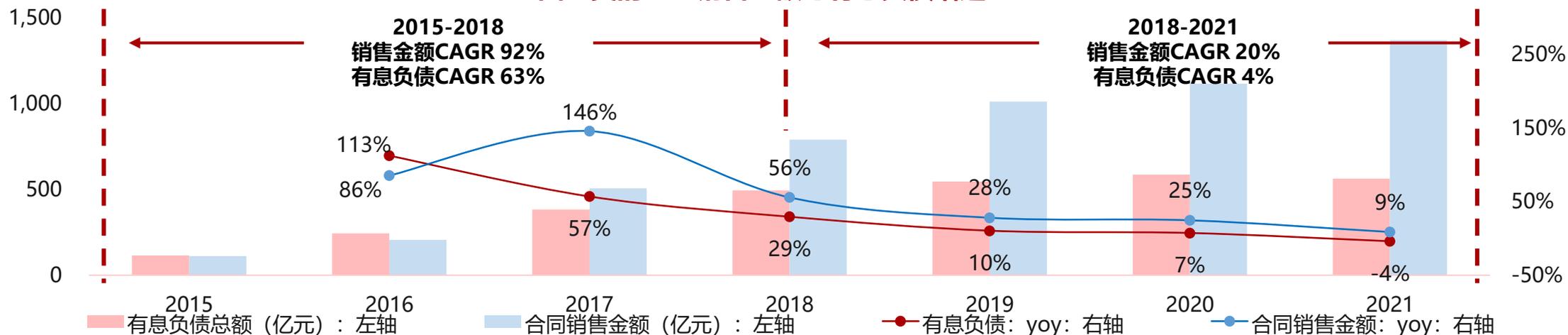
4.1 融资和规模扩张保持自律性

美的置业的前瞻性1：稳健致远，做长跑型选手，上市以来追求规模与负债的平衡之道

1) 美的置业于2018年登录港交所，上市之初便确立稳健发展战略，慢即是快：公司2015-2018年公司规模快速扩张，销售金额和有息负债年均复合增速分别为92%和63%。2019年公司销售首破千亿之际，开始主动放缓规模增速，管理层将目标增速区间下调至25-30%，2020年进一步下调至15-20%，2022年销售目标1400亿元，增速仅为2%。

2) 规模增长诉求减弱，合理控制负债规模：美的置业坚持自律融资，2018年以后有息负债增速始终维持在10%以下，2021年有息负债出现负增长。美的置业在行业增长尚未见顶之前，前瞻性的提前开始降速换挡，为公司稳健发展打下基础。

图：美的置业销售金额与有息负债增速



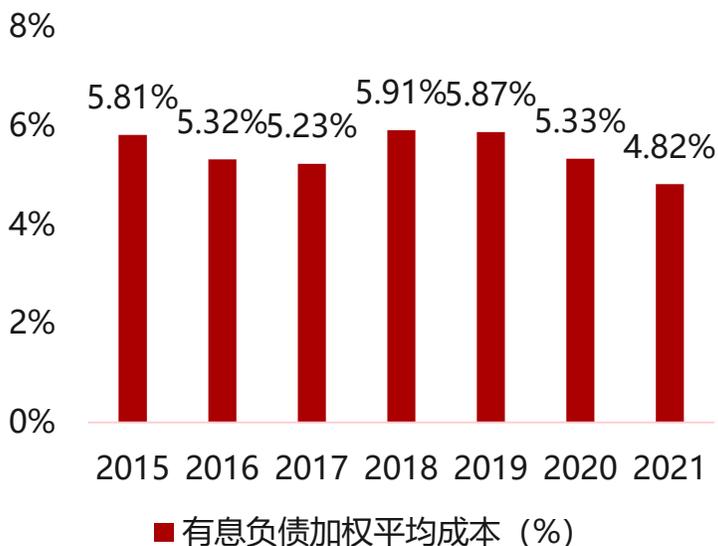
4.1 融资和规模扩张保持自律性

美的置业的前瞻性1：稳健致远，做长跑型选手，上市以来追求规模与负债的平衡之道

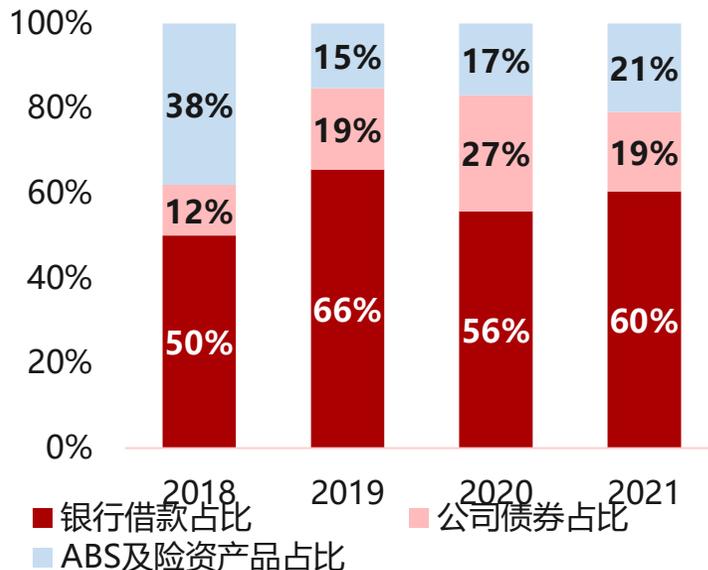
制造业股东背书，融资优势显著：美的置业借助大股东为优质制造业龙头的信用背书，能够选择性地使用成本低且多元的融资工具，保证公司现金流充裕的同时，合理控制负债水平和成本。

- 1) 融资成本较低：**2015年以来，美的置业有息负债加权平均融资成本始终低于6%，2021年进一步降至历史新低的4.82%。
- 2) 融资结构多元：**美的置业境内发债渠道通畅，使得公司不依赖成本较高的海外债，低成本的银行借款占比约6成，债券融资占比约2成，余下2成来自ABS和保险资金融资。
- 3) 净负债率不断下降，2022年计划实现三道红线转绿达标：**美的置业持续提升资金管理能力和加快销售和回款，通过强化自身造血能力，实现净负债率不断下降。2021年底美的置业现金短债比1.71，剔除预资产负债率72.1%，踩一条红线，公司不追求快速降杠杆，通过设定合理的降负债周期，计划于2022年底稳扎稳打实现三道红线达标。

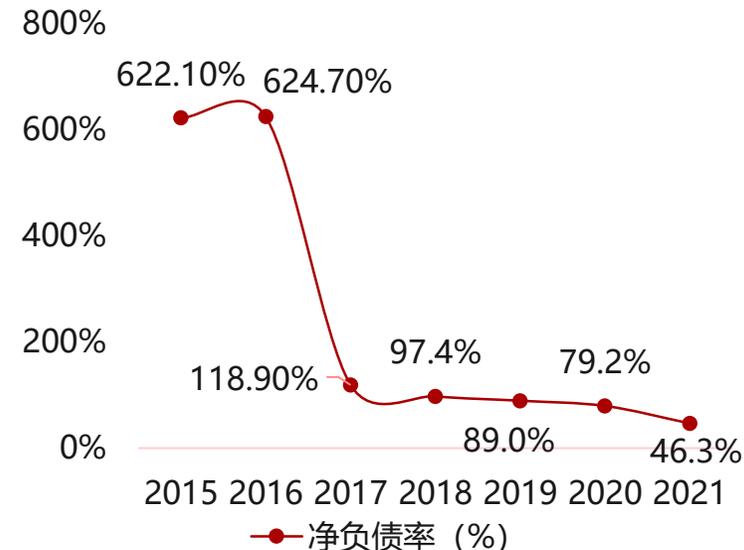
图：美的置业历年加权平均融资成本



图：美的置业融资结构



图：美的置业净负债率



4.1 融资和规模扩张保持自律性

美的置业的前瞻性1：稳健致远，做长跑型选手，上市以来追求规模与负债的平衡之道

2022年以来率获银行额度、发债等融资支持，周期底部更显从容：

1) **受金融机构青睐，融资渠道依旧通畅**：2022年3月以来，美的置业先后获得招行、交行、建行、农行等大行融资额度支持，累计获得390亿元并购贷及保障性租赁住房贷款额度，和260亿元按揭贷款额度，合计约650亿元。2022年5月16日，美的置业被监管机构选定为示范房企，获得债券融资方面的直接支持，并于5月20日成功发行10亿元公司债券，发行利率4.5%，同时创设机构发行信用保护合约提供增信措施。

2) **收购合作方股权，提高公司权益比和现金总部归集率**：美的置业凭借其充裕的资金，于本轮周期中先后收购了花样年、雅居乐、金科、正荣四家房企与美的置业合作项目的股权，实现了对项目公司的100%控股。我们认为，收购合作项目中对方的股权，有利于提高公司权益比和现金归集率，且由于前期已经参与项目公司经营管理，有利于降低收购过程中或有债务风险。

表：2022年以来美的置业相继获得银行和监管部门融资支持

时间	银行/部门	事项
2022.3.3	招行	签署《并购融资战略合作协议》和《按揭合作备忘录》，获得60亿并购+60亿住房按揭贷款额度，合计120亿
2022.3.9	交行 广东省分行	签订《并购融资战略合作协议》，获得90亿并购专项融资额度
2022.3.22	建行 广东省分行	签署《并购融资战略合作协议》、《支持发展保障性租赁住房战略合作协议》和《按揭合作备忘录》，获得100亿并购+20亿保障性租赁住房贷款+100亿住房按揭贷款额度
2022.3.25	农行 广东省分行	签署两份战略合作协议，其中包括120亿元《并购及保障性租赁住房战略合作协议》和100亿元《按揭战略合作协议》
2022.5.16	被监管部门选为示范性房企	5月20日完成10亿公司债发行，发行利率4.5%，中国证券金融股份有限公司与国泰君安证券为本期债券创设信用保护合约

表：2021Q4以来，美的置业数次收购合作方股权

时间	收购对象	事项
2021.10	花样年	美的置业收购花样年在佛山“美的·花样年·云璟”持有的35%股权，美的置业100%持有该项目。
2021.12	雅居乐	美的置业收购雅居乐所持武汉“美的雅居乐云筑”项目49%的股份，美的置业100%持有该项目。
2021.12	金科股份	美的置业收购金科股份在常州市美科房地产开发有限公司中持有的49%股权，美的置业100%持有该项目。
2022.2	金科股份	美的置业收购金科股份在重庆“美的金科郡”持有的50%股权，美的置业100%持有该项目。
2022.2	正荣	美的置业收购正荣所持长沙“美的正荣滨河苑”项目的50%股权、无锡“正荣美的云樾”的51%股权以及天津“和筑梅江”项目51%股权。
2022.3.13	金科股份	与金科股份就双方合作项目完成互相收购，美的置业收购金科所持南京两个项目股权，对价9.07亿，实付4.1亿，出售柳州、岳阳两项目股权。

4.2 动态调整区域布局战略

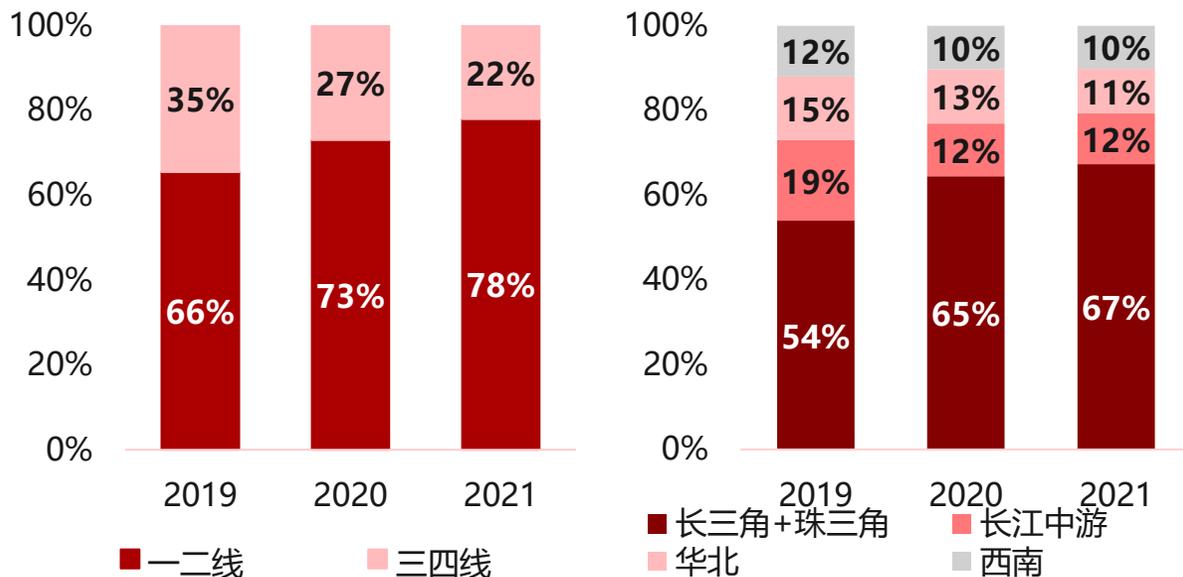
美的置业的前瞻性2：城市升级战略，回归高能级城市，提升拿地权益比

2019年美的置业开始城市升级战略，以顺应人口向高能级城市聚集、城市群一体化加强的行业趋势，2022年提出新增拿地权益比大于75%的新目标：

1) **主动推进低量级城市出清，回归一二线核心城市**：总土储中，一二线城市建面占比由2019年的53%提升至2021年的60%；一二线城市销售金额占比从2019年的66%上升至2021年的78%；**坚定回归长三角、大湾区等核心城市群**：总土储中，长三角+珠三角建面占比由2019年的45%提升至2021年的49%；长三角+珠三角销售金额占比从2019年的54%上升至2021年的67%。美的置业较早开始优化区域布局，深耕高能级城市，为公司2021年在行业下行期，依然能实现销售金额同比增长8.7%打下坚实基础，再一次证明公司的战略前瞻性。

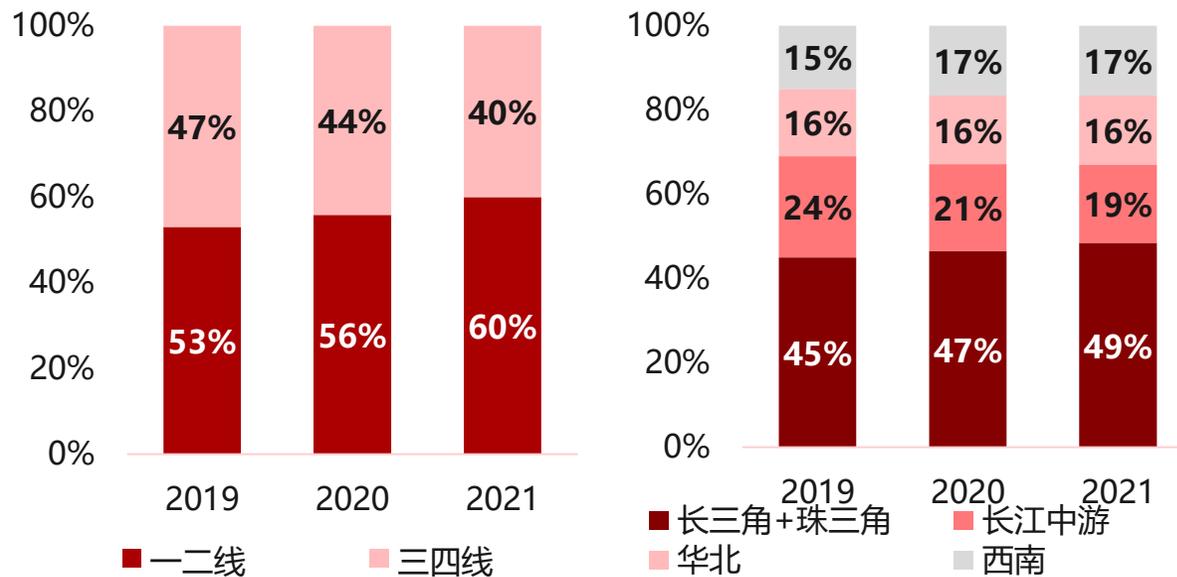
2) **逐步提升权益比**：早期公司为了快速推进全国化布局，降低土地市场竞争，未注重拿地权益比，2018年新增土储权益建面/总建面比值68%，2021年下降至60%。我们认为，本轮周期供给侧出清趋势加强，公司一方面通过收购合作方项目股权实现100%控股项目公司，另一方面提出2022年新增项目权益比大于75%的目标，有利于未来结转权益利润的提升，是公司践行长期主义的体现。

图：美的置业销售金额各线城市及城市群占比



数据来源：公司公告，浙商证券研究所；注：2021年长三角统计口径为沪苏皖+浙闽区域

图：美的置业总土储各线城市及城市群建面占比



4.3 制造业基因

美的置业的前瞻性3：提前布局房地产科技赛道，已形成较为成熟的服务第三方的能力

美的置业除了获得大股东在融资方面的支持以外，还传承了美的集团深厚的制造业和科技化基因，在科技和产业方面具备独特优势，提前布局智能化和建筑工业化，专注构建智慧、健康、绿色科技人居生态链，充分赋能地产主业，持续提升公司的综合开发实力。

1) 智能产业化：美的置业坚持“智慧地产制造商”的发展定位，紧扣广大用户对智慧、健康的美好生活需求，独创并持续打造“5M智慧健康社区”产品价值体系，用制造业方式为客户精细化营造高端生活体验，引领AIoT科技人居创新与发展。截至2021年底，公司通过旗下睿住智能，累计为330多个社区、超11万户家庭提供智慧居住服务，公司全屋智能装配率48%，位居行业第一。我们认为，公司布局智慧居住赛道将有助于公司产品打造，获得更长远发展空间。

2) 建筑工业化：美的置业旗下拥有专注建筑设计的睿住天元和立足内外装配式的睿住住工，睿住天元2021年全年设计规模约295万平，设计项目395个，除了服务美的置业自有项目外，还服务越秀、广州地铁、中建三局等B端客户。睿住住工2021年签约金额7亿元，同比增长27%，依托佛山工厂作为湾区制造基地，年度产能达6.8万平，单日生产量同比增长38%。

图：美的置业智慧生活系统化解决方案



图：美的置业两翼产业生态布局



4.4 房企修复路径

第一阶段

拿地利润优化

土地储备布局优化

权益比优化

三费费率优化

第二阶段

项目收并购机会

品牌助推销售市占率

财务更加安全

提高分红

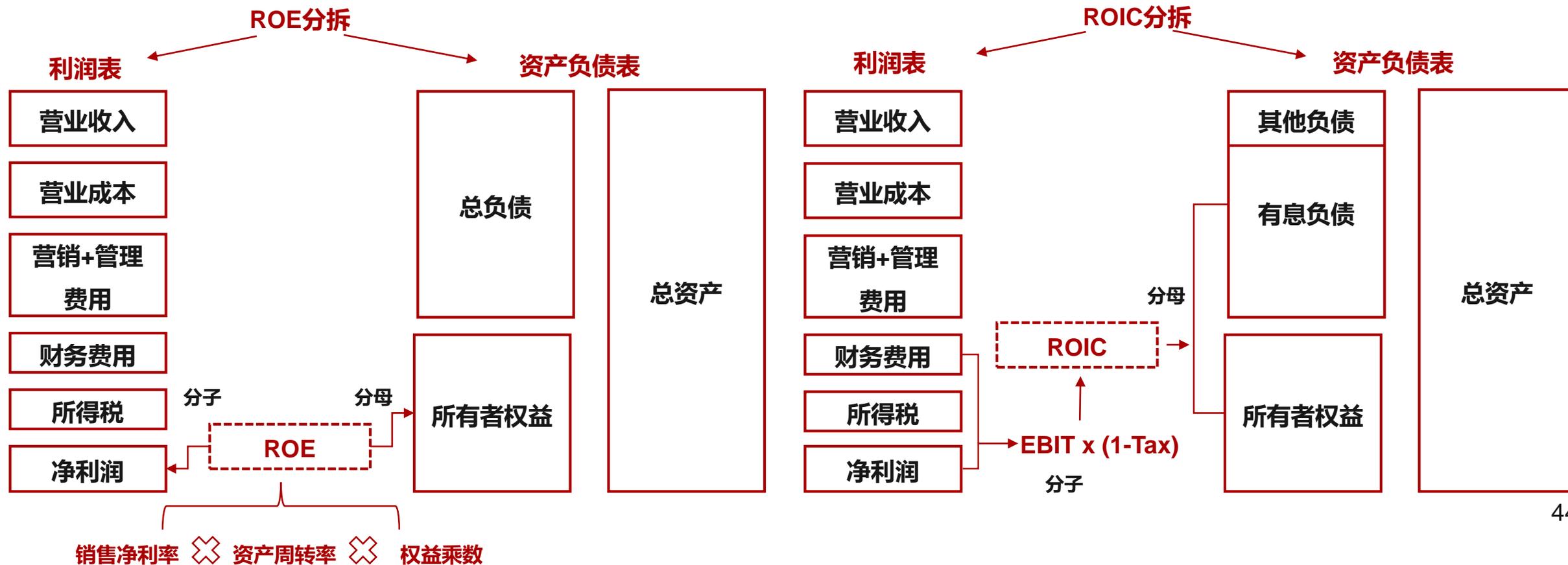
行业趋势

行业基本
面底部

ROE与ROIC均为衡量房企盈利能力的核心指标，去杠杆周期后，回归ROIC经营逻辑

1) ROE测算股东回报，除了通过提高盈利能力外，还可通过加快周转和增加杠杆实现提升。随着房企三道红线、银行两道红线等供给侧调控趋严，行业进入去杠杆周期，房企融资渠道不断收紧，过去高杠杆、高周转模式逐渐被取缔，ROE不再适用于衡量房企的盈利能力。

2) ROIC（投入资本回报率）衡量生产经营中，实际投入资本的综合收益率，既包含股东投入，也考虑了债务成本，更强调房企内在经营实力。我们认为，当行业的经营逻辑从规模扩张转为高质量发展，经营安全和财务安全成为更重要的考虑因素之后，ROIC显然较ROE更适合用于衡量房企的盈利能力。



提升ROIC的关键是提升经营利润率

1) 与ROE不同的是，增加杠杆的使用并不会提高ROIC，反而会因为财务费用或营业成本（利息资本化）的增加，减少经营利润，从而导致ROIC的下降。所以，如何向高质量发展转型，提升公司经营利润率是提升ROIC的关键。

2) 我们认为，提高净利润率的方式主要有三点：1) 减本增效，精细化管理；2) 改善拿地权益比，提升结转效率；3) 降低融资成本方面，国企有显著优势，民企可发挥空间不多但仍然有机会，例如民营企业如果有超前的战略布局，可借助绿债、发行REITs获得成本较低的资金。

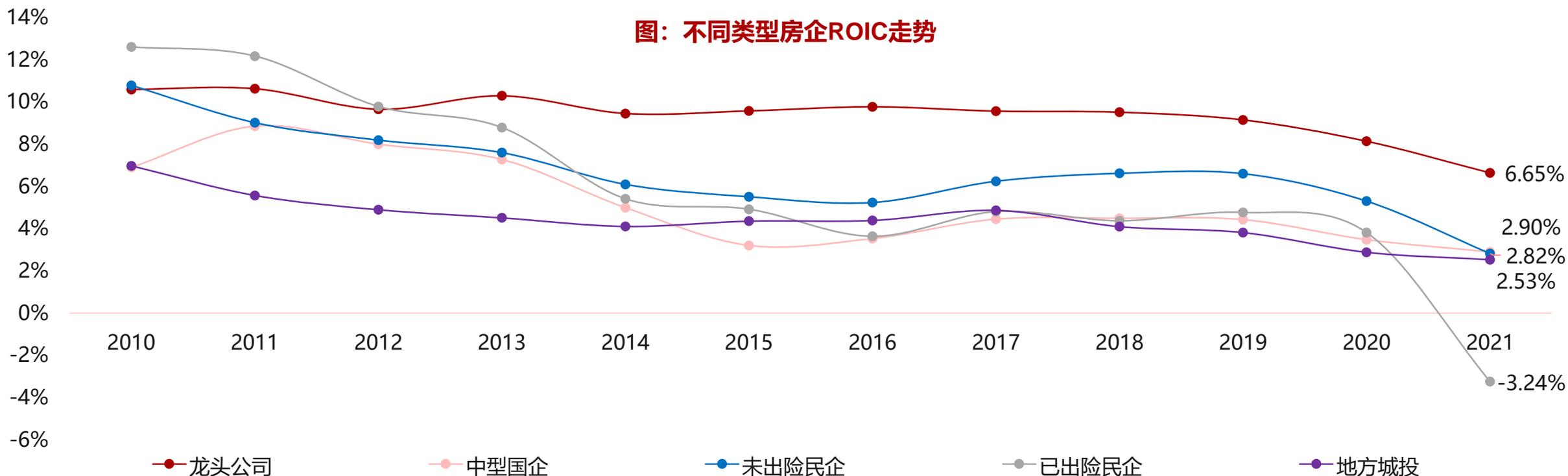


龙头公司ROIC显著高于其他类型房企

我们按照房企性质和经营情况，将72家样本房企分为5大类，通过对比各类房企平均ROIC走势，我们得到：

1) 各类房企ROIC均经历一定程度的下调：随着地价的上升以及限价等需求端调控政策的收紧，行业利润空间压缩，房企盈利能力承压，行业转向高杠杆模式，而ROIC不反应杠杆带来的股东回报率的提升，所以呈现集体下调趋势。

2) 龙头房企ROIC波动较小，行业下行期优势愈加明显：与行业趋势相同，7家龙头公司平均ROIC从2010年的10.59%降至2021年的6.65%，但较其他类型房企表现相对稳定。2021年行业进入下行周期后，龙头公司平均ROIC显著高于其他类型房企，显示出龙头房企较强的抗周期性。



4.6 坚守两条投资主线

优选高信用龙头和确定性强的区域小而美

我们认为，本轮周期受疫情影响需求修复弱于预期，此外，宏观基本面承压影响居民收入预期，也对房地产需求修复产生了明显的负面作用。当前基本面仍处于筑底阶段，2022H2稳增长有望持续发力，稳房地产=稳经济，地产不稳，政策放松不停，Beta行情不结束，2022H2地产波段式上升行情趋势未变。

行业艰难时刻，搏弹性不如搏确定性，优质龙头存活确定性高，当前龙头ROIC较高和受益于行业供给优化的Alpha属性未在估值中明显体现，因此基本面越差龙头越有性价比，重点推荐：A股 - 保利发展、万科A、金地集团、招商蛇口；H股 - 中国海外发展、华润置地、龙湖集团。

区域修复预期减弱，仅个别城市基本面尚可，聚焦基本面扎实的小而美企业稳定性更强，重点推荐：A股 - 滨江集团、华发股份、天健集团；H股 - 绿城中国、越秀地产、建发国际。

			市值 (亿元)	年初收盘价 (元)	最新收盘价 (元)	年内累计涨幅 (%)	每股收益 (元/股)				PE (倍)				PB	ROIC 2021
							2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E		
A股房企																
龙头	招商蛇口	001979.SZ	1,024	13.34	12.92	-3.1%	1.16	1.37	1.49	1.63	11.14	9.40	8.69	7.95	1.21	3.78
	保利发展	600048.SH	1,952	15.63	16.31	4.4%	2.29	2.43	2.61	2.84	7.12	6.71	6.26	5.73	1.09	6.56
	万科A	000002.SZ	2,050	19.76	18.14	-8.2%	1.94	2.18	2.39	2.61	9.35	8.33	7.58	6.94	0.89	6.44
	金地集团	600383.SH	558	12.97	12.36	-4.7%	2.08	2.24	2.42	2.60	5.94	5.51	5.10	4.75	0.88	6.11
平均										8.39	7.49	6.91	6.34	1.02	5.72	
黑马	天健集团	000090.SZ	136	5.87	7.30	24.4%	0.96	1.23	1.52	2.02	7.60	5.93	4.82	3.61	1.32	7.32
	华发股份	600325.SH	147	6.02	6.94	15.3%	1.34	1.63	1.75	1.88	5.18	4.25	3.96	3.69	0.88	2.25
	滨江集团	002244.SZ	242	4.66	7.77	66.7%	0.97	1.18	1.39	1.59	8.01	6.61	5.59	4.89	1.16	7.09
平均										6.93	5.60	4.79	4.06	1.12	5.55	
H股房企			亿港元	港元	港元		元									
龙头	华润置地	1109.HK	2,517	32.80	35.30	7.6%	4.54	4.78	5.29	5.96	6.30	5.98	5.40	4.80	0.91	8.21
	龙湖集团	0960.HK	2,349	36.70	38.65	5.3%	4.05	4.46	5.05	5.57	7.73	7.01	6.20	5.62	1.54	8.05
	中国海外发展	0688.HK	2,528	18.46	23.10	25.1%	3.67	3.92	4.22	4.62	5.10	4.78	4.43	4.05	0.60	7.37
平均										6.38	5.92	5.35	4.82	1.02	7.88	
黑马	绿城中国	3900.HK	330	12.56	13.14	4.6%	1.31	1.99	2.46	2.78	8.12	5.34	4.33	3.83	0.78	2.69
	越秀地产	0123.HK	262	6.87	8.46	23.1%	1.16	1.36	1.49	1.70	5.91	5.04	4.59	4.03	0.46	3.08
	建发国际集团	1908.HK	244	16.44	16.72	1.7%	2.54	3.08	4.05	4.90	5.33	4.39	3.35	2.76	1.65	3.93
平均										6.46	4.93	4.09	3.54	0.96	3.23	

数据来源：Wind，浙商证券研究所

- 1) 政策放松力度和速度弱于预期导致行业需求修复时间延长;
- 2) 局部城市疫情反复, 社会经济活动停摆影响房地产销售;
- 3) 宏观基本面持续承压, 影响居民收入预期, 导致房地产基本面修复不及预期;
- 4) 2022H2房企境内外到期债务压力仍大, 个别房企信用事件或干扰板块整体估值修复;
- 5) 2022年房地产企业业绩利空尚未完全出尽。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>