

东方欲晓，曙光渐现 ——房地产行业2022年中期策略报告

2022年06月13日

行业评级

地产 强于大市（维持）

证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号：S1060514080002

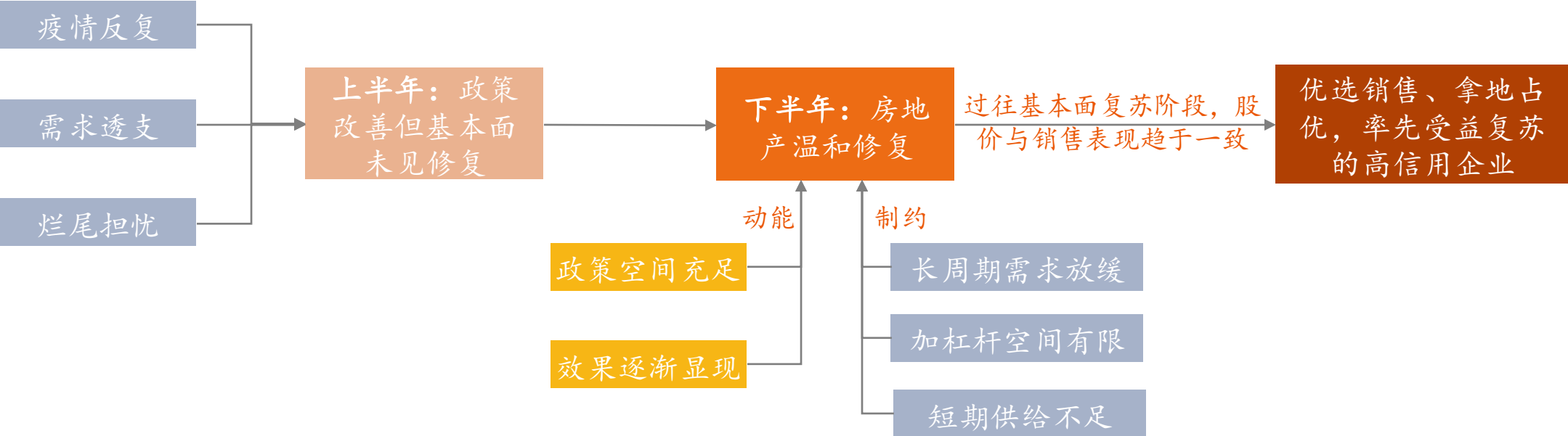
邮箱：yangkan034@pingan.com.cn

郑茜文 投资咨询资格编号：S1060520090003

研究助理

王懂扬 一般从业资格编号：S1060120070024

投资逻辑图



投资要点

- **僵局：政策实质改善，房地产困局未破。** 2021年9月中央提出“两个维护”以来，房地产政策暖风频吹，供需两端步入实质改善。但当前楼市、地市延续低迷，房企信用事件蔓延，行业仍未走出基本面下行与信用危机困局。
- **成因：购房者预期悲观，市场信心仍待修复。** 历史经验显示，销售转正滞后政策放松、按揭利率见顶约6-10个月。本轮2021年9月政策缓和、利率见顶后，销售增速持续创出新低，修复时间明显拉长。究其原因，主要与疫情反复及经济压力致购房预期转变、短期需求透支、购房烂尾担忧仍在等因素相关。
- **展望：政策持续发力，房地产缓慢复苏。** 当前储备政策工具仍旧丰富，仍具较大腾挪空间，多重利好作用下近期部分楼市已小幅回温。下半年随着疫情控制与政策加大发力，预期稳定下房地产有望温和修复。考虑人口结构变化、杠杆提升空间及短期货量供应不足等，修复程度及复苏斜率或弱于过往。
- **房企：加速分化，强信用企业更具潜力。** 信用冲击之下，央国企等强信用企业融资、销售、投资更占优势，后续凭借充足土储与购房者较高信任度，有望率先受益行业复苏，呈现更好经营表现。
- **投资建议：** 过往宽松周期，地产板块超额收益主要分为“政策发力+销售未稳”、“政策延续+销售改善”两个阶段。下半年温和修复下板块有望迎来基本面兑现行情，维持“强于大市”评级。建议优选销售、投资占优，率先受益行业复苏的高信用企业，如保利发展、中国海外发展、招商蛇口、万科A、金地集团、滨江集团、天健集团等。多元化方面，随着房地产温和复苏，物管成长性及独立性担忧有望缓解，龙头物企估值有望修复，建议关注碧桂园服务、保利物业、招商积余、新城悦服务、星盛商业等。
- **风险提示：** 1) 政策改善及时性低于预期风险；2) 房企流动性问题发酵风险；3) 行业短期波动超出预期风险。



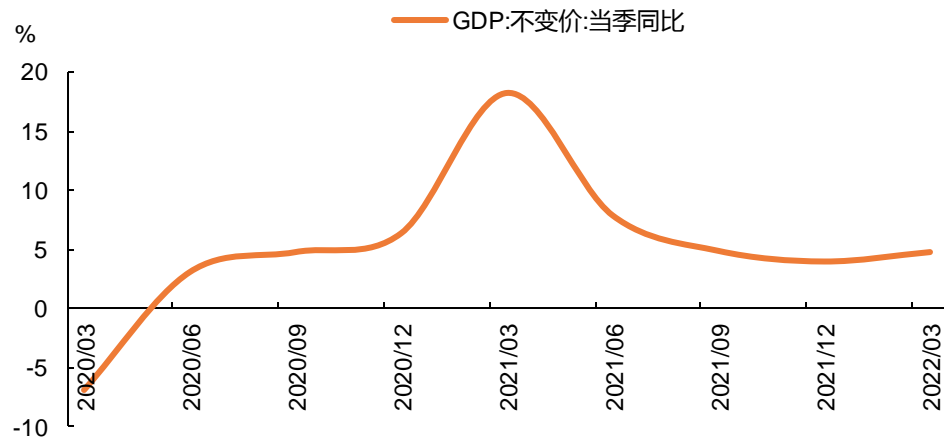
目录CONTENTS

- 僵局：政策实质改善，房地产困局未破
- 成因：购房者预期悲观，市场信心仍待修复
- 展望：政策持续发力，房地产缓慢复苏
- 房企：分化加剧，强信用企业更具潜力
- 投资建议与风险提示

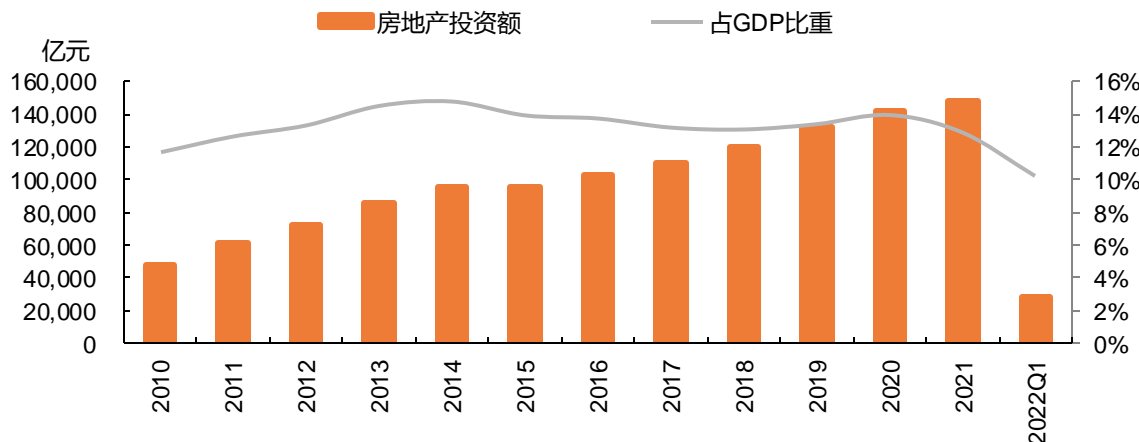
1.1 经济下行压力加大，地产“支柱产业”定位未改

➤ 经济下行压力加大，房地产业为支柱产业，“稳增长”需“稳地产”：2022年政府工作报告指出，“面对下行压力，要把稳增长放在更加突出的位置，2022年经济目标设定为5.5%左右”。当前国内主要核心经济指标增速放缓，叠加疫情反复与外部环境扰动，“稳增长”压力进一步加大。房地产作为支柱产业，地产投资占GDP比重维持10%以上，且为地方政府主要收入来源，其平稳运行为经济增长重要支撑。

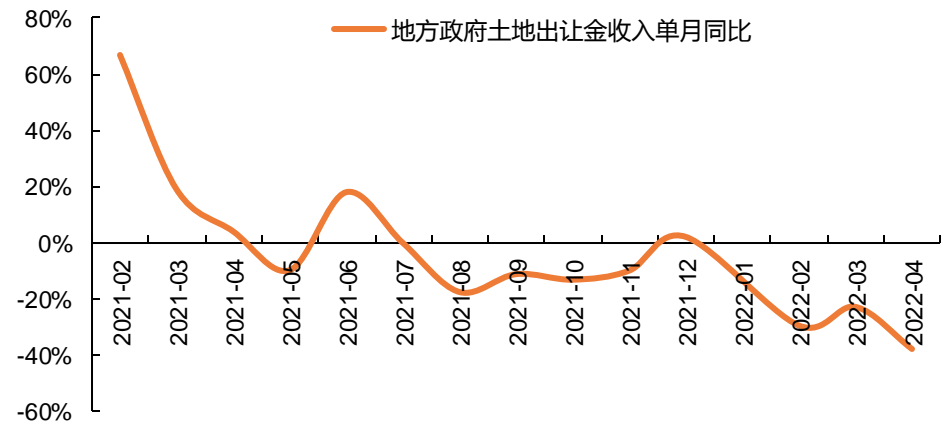
2022Q1全国GDP同比增长4.8%



地产投资占全国GDP比重10%以上



地方土地出让金降幅扩大

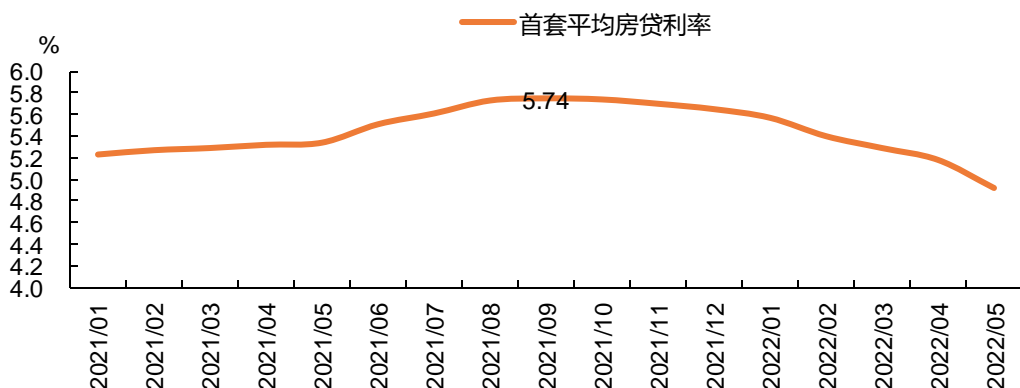


资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.2 “托而不举” 转向 “积极支持”， 稳地产再接再厉

- 自2021.9央行提出对房地产“两个维护”以来，政策暖风频频，逐渐从早期的“托而不举”步入“实质性改善”，主要表现为：
 - 按揭端：**按揭利率自2021.9见顶后持续下行，同时央行两次下调5年期LPR，并下调首套房房贷利率下限为5年期LPR减20BP；
 - 供给端：**2021年第三批土拍及2022年首批土拍持续优化规则，限价城市减少&竞配建逐步淡出；
 - 需求端：**各地出台楼市托市及松绑政策，高能级城市陆续加入松绑行列。

2021年9月首套平均房贷利率见顶回落



资料来源：融360，中指，平安证券研究所

2022年首批集中供地规则延续优化

	2022第一批						2021第三批						2021第二批						2021第一批									
	限价	限房价	竞自持	竞配建	摇号/一次性报价	竞品质	限价	限房价	竞自持	竞配建	摇号/一次性报价	竞品质	限价	限房价	竞自持	竞配建	摇号/一次性报价	竞品质	限价	限房价	竞自持	竞配建	摇号/一次性报价	竞品质				
北京	✓	✓			✓	✓	✓	✓			✓	✓	✓	✓			✓	✓	✓	✓			✓					
天津	✓				✓	✓	✓	✓			✓	✓	✓			✓		✓	✓	✓	✓							
青岛	✓				✓	✓	✓				✓	✓	✓			✓	✓	✓	✓	✓	✓							
济南	✓				✓	✓	✓				✓	✓	✓			✓	✓	✓	✓	✓	✓							
杭州	✓	✓			✓	✓	✓	✓			✓	✓	✓	✓			✓	✓	✓	✓	✓	✓						
宁波	✓	✓			✓	✓	✓	✓			✓	✓	✓			✓	✓	✓	✓	✓	✓							
南京	✓	✓			✓	✓	✓	✓			✓	✓	✓			✓	✓	✓	✓			✓	✓					
苏州	✓				✓	✓	✓	✓			✓	✓	✓			✓	✓	✓				✓	✓					
无锡	✓				✓	✓	✓				✓	✓	✓			✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓					
合肥	✓	✓			✓	✓	✓	✓			✓	✓	✓	✓			✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓				
武汉	✓				✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓			✓	✓										
长沙	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓			✓	✓	✓			✓	✓	✓				
广州	✓		✓		✓	✓	✓		✓		✓	✓	✓	✓			✓	✓		✓	✓	✓	✓					
深圳	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓			✓	✓	✓	✓			✓	✓	✓	✓	✓	✓						
福州	✓	✓			✓	✓	✓	✓			✓	✓	✓			✓	✓	✓	✓	✓		✓						
厦门	✓	✓			✓	✓	✓	✓			✓	✓	✓		✓		✓	✓	✓	✓		✓	✓					
成都	✓	✓			✓	✓	✓	✓			✓	✓	✓	✓			✓	✓	✓	✓								
重庆	✓				✓	✓	✓	✓			✓	✓	✓	✓			✓	✓										
上海	✓	✓			✓	✓	✓	✓			✓	✓	✓			✓	✓	✓	✓			✓	✓	✓				
沈阳	暂未供应						✓	✓			✓	✓	✓			✓	✓	✓			✓							
长春	暂未供应						✓	✓			✓	✓	✓		✓		✓	✓	✓			✓						
郑州	暂未供应						✓	✓			✓	✓	✓	✓			✓	✓	✓	✓			✓					
计数	19	11	3	0	19	4	19	22	18	3	0	20	4	22	22	12	6	2	16	7	19	20	12	10	11	9	1	5

1.2 政策松绑力度及城市能级扩大，政策步入实质改善

中央层面政策支持力度加大

2021.9

- **货币政策例会：**维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益
- **房地产金融工作座谈会：**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，保持房地产信贷平稳有序投放

2021.12

- **中央经济工作会议：**加强预期引导，探索新发展模式，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
- **央行、银保监会：**稳妥有序开展并购贷款业务、加大债券融资支持力度

2022.2

- **央行：**保障性租赁住房有关贷款不纳入房贷集中度管理

2022.3

- 预售资金达到监管额度后的剩余资金可由房企提取使用
- **央行多等部门：**满足新市民合理购房信贷需求；今年暂不试点房地产税

2022.4

- **央行：**合理确定个人商贷最低首付款比例、最低贷款利率
- **政治局会议：**支持各地从当地实际出发完善房地产政策，**支持刚性和改善性住房需求**

2022.5

- **央行：**下调首套房最低房贷利率下限至5年期LPR减20bp；5月5年期LPR超预期下调15bp至4.45%

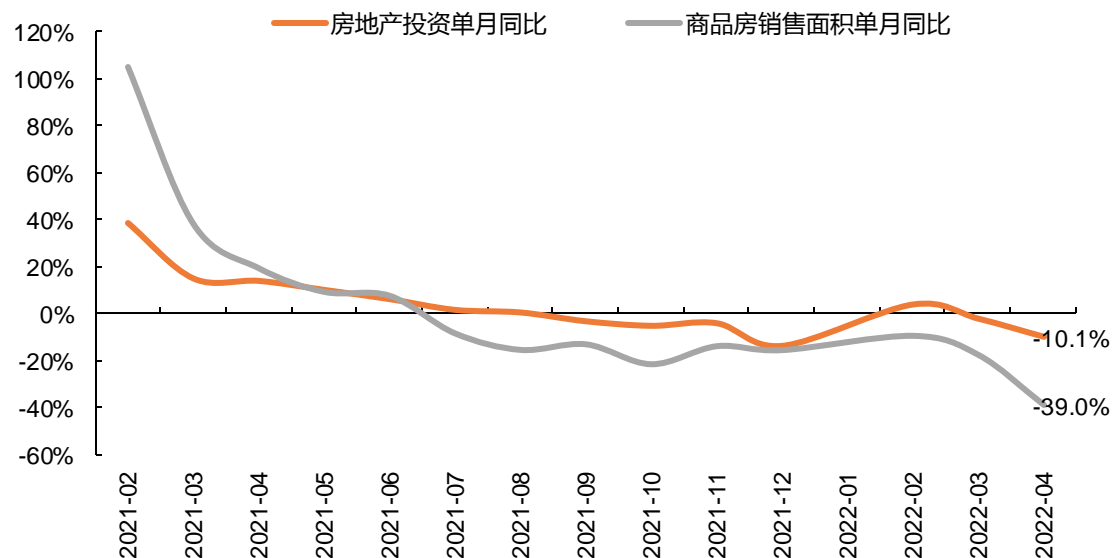
强二线城市放松楼市政策（截至5月底）

区域	城市	放松限购	放松限贷	公积金	放松限价	放松限售	税费减免	购房补贴	预售取证	预售资金
东部	苏州									
	宁波									
	南京									
	合肥									
	杭州									
	福州									
北部	天津									
	青岛									
	济南									
中西部	成都									
	重庆									
	长沙									
	郑州									
	西安									
	武汉									

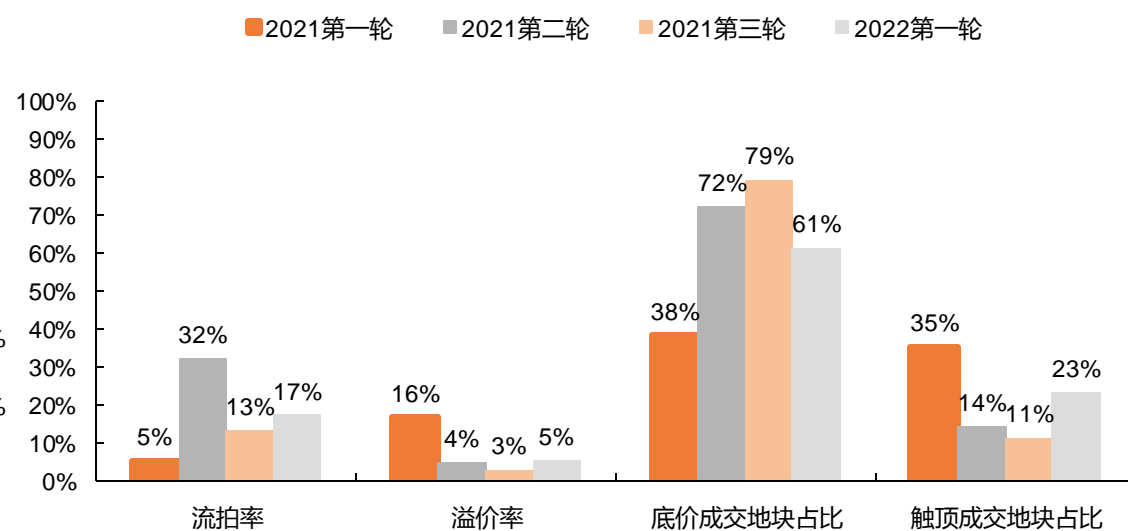
1.3 楼市下行压力仍存，地市热度仍显平淡

- ▶ 尽管政策支持意图明显，但2022年前4月房地产投资、销售下行压力仍大，4月单月全国投资、销售同比增速降至-10.1%、-39%。
- ▶ 受资金压力影响，土地市场亦难言乐观，2022年1-4月全国土地购置面积同比下降46.5%、土地成交价款同比下降20.6%；2022年18城第一轮集中供地流拍率17%、成交溢价率5%，并未较2021年第三轮明显改观。

2022年前4月全国房地产投资、销售持续下滑



18城2022年第一轮集中供地热度未较2021年第三轮明显改观

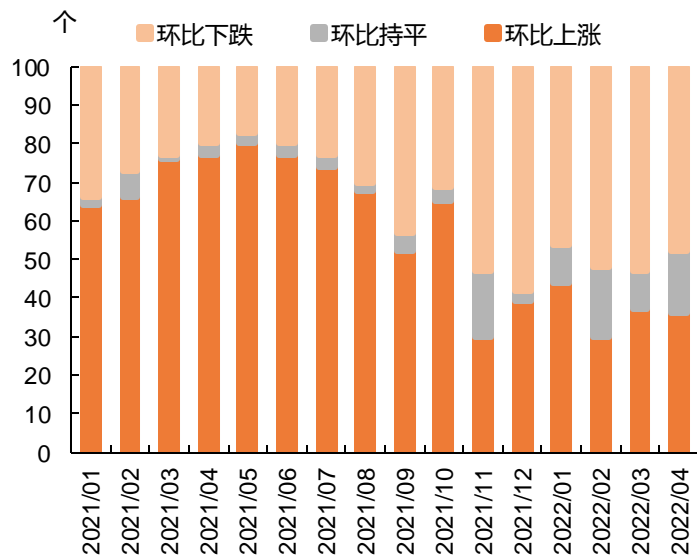


资料来源：国家统计局，中指，平安证券研究所

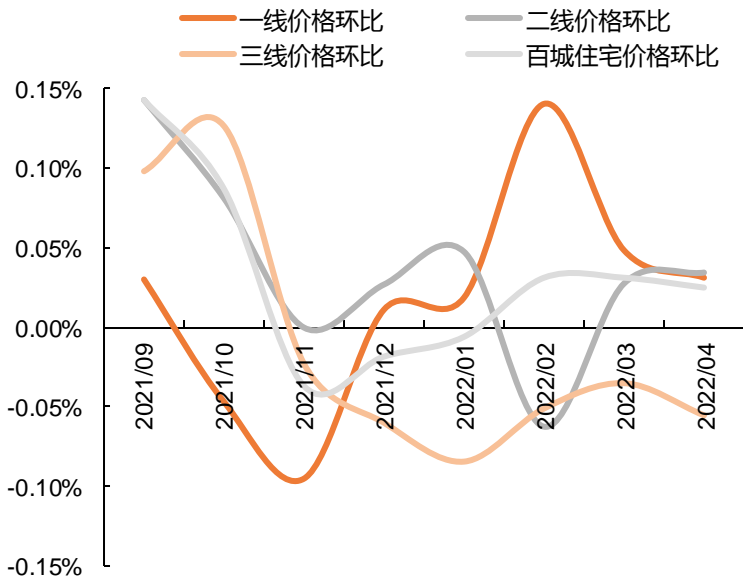
1.3 各线城市量价全面调整，库存持续累积

- 2021Q3以来，百城房价环比下跌城市呈上升趋势，2022年4月百城中共计48城房价环比下跌，百城住宅价格仅较2021年9月微增0.1%。分城市能级看，一二线房价相对坚挺，三线面临较大调整压力，住宅价格已连续6个月环比为负。
- 销售疲软致使库存累积，5月35城平均出清周期达32.4个月，已连续12个月环比上涨。

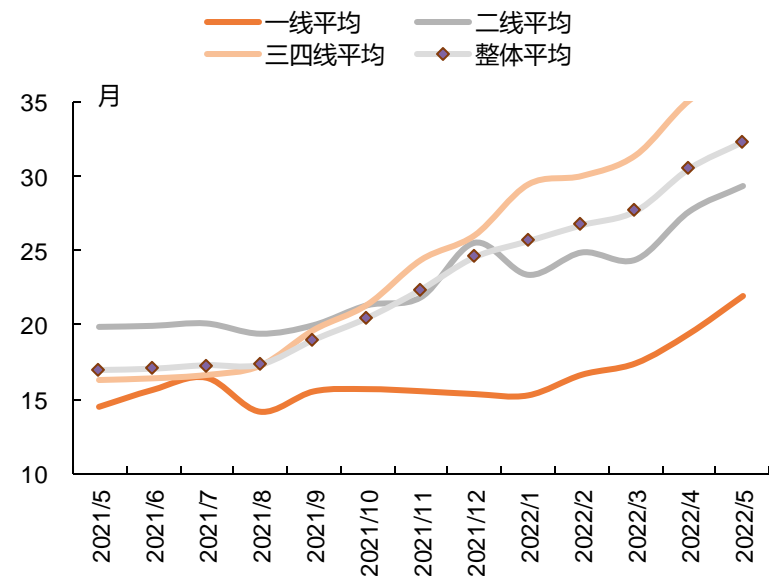
百城房价环比下跌城市数量上升



百城住宅价格增幅放缓



5月35城平均出清周期累积上涨至32.4个月

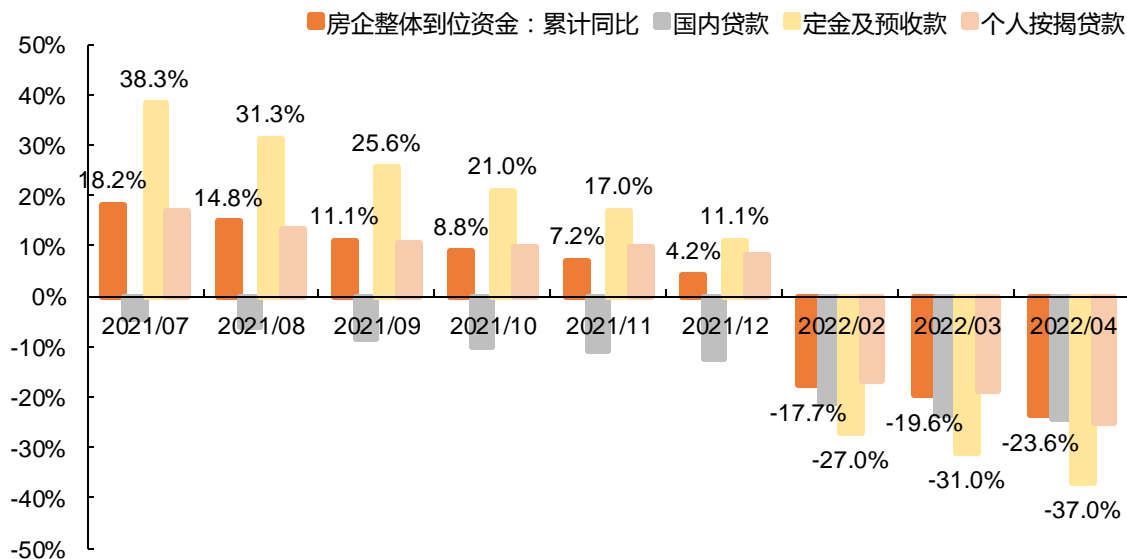


资料来源：Wind，中指，平安证券研究所

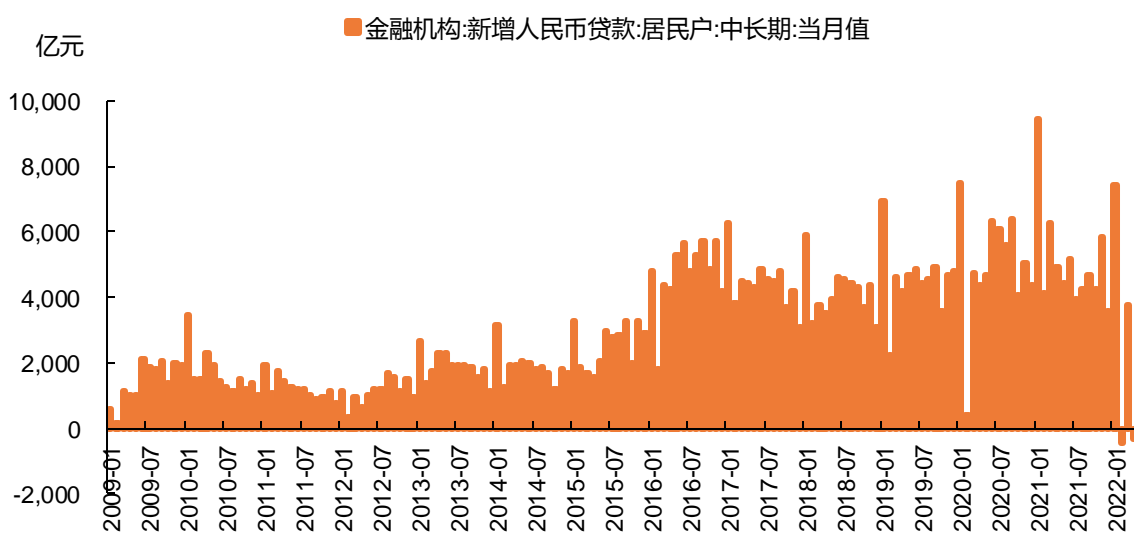
1.4 房企到位资金延续负增长，信用事件再度发生

- 2022年房企到位资金、国内贷款延续负增长，1-4月累计同比下降23.6%、24.4%，政策改善下房企实际现金流未见明显好转。
- 资金压力下房企信用风险事件再度发生，2022年以来仍有部分房企出现债务违约、展期等情形，信用风险持续蔓延。

2022年房企到位资金、国内贷款延续负增长



2022年2月、4月新增居民中长期贷款为负



资料来源：Wind，平安证券研究所



目录CONTENTS

● 僵局：政策实质改善，房地产困局未破

● 成因：购房者预期悲观，市场信心仍待修复

● 展望：政策持续发力，房地产缓慢复苏

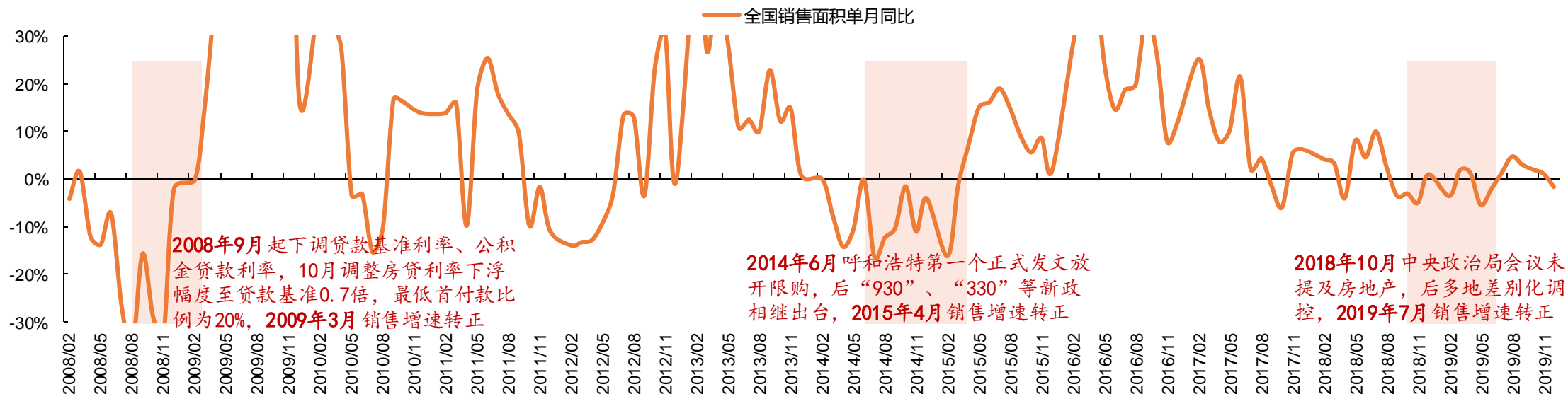
● 房企：分化加剧，强信用企业更具潜力

● 投资建议与风险提示

2.1 历史规律1：政策放松到销售转正约6-10个月

- 我们认为，当前形成政策改善而楼市地市未见企稳、房企信用风险仍存的僵局，主要在于以销售为起点的良性循环并未修复。楼市企稳带来经营端现金流改善才是打破当前行业困境关键。
- 历史经验显示，政策放松到销售转正大约6-10个月。从2008-2009年、2014-2015年、2018-2019年来看，2008年9月政策出台到2009年3月销售增速转正耗时6个月，2014年6月首次政策出台到2015年4月销售增速转正耗时10个月；2018-2019年尽管10月中央态度缓和后，12月单月增速即回正，但销售端存在反复，至2019年7月才趋于稳定，累计耗时9个月。

历史政策放松与销售增速转正对比

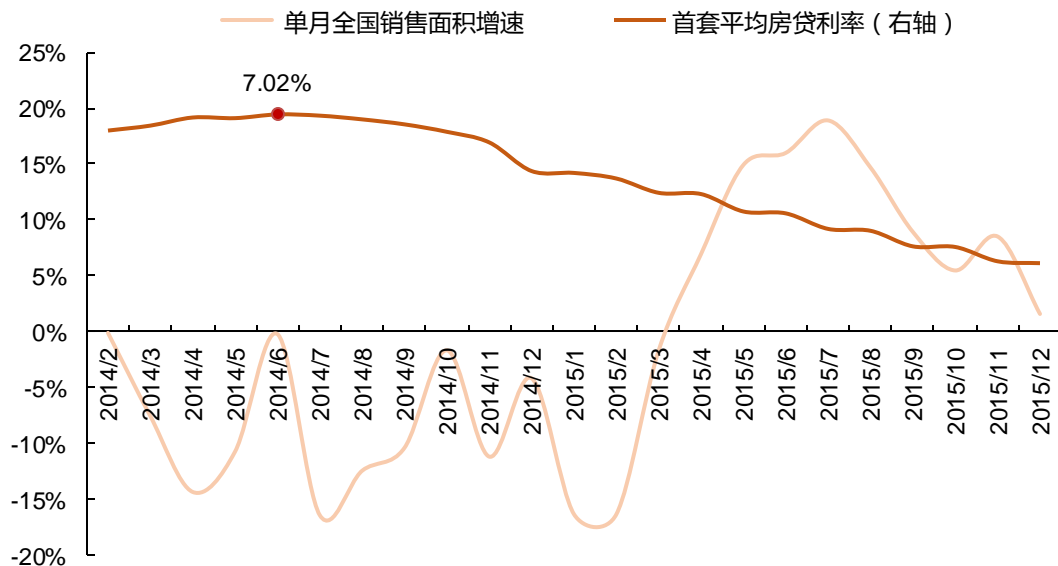


资料来源：Wind，政府网站，平安证券研究所

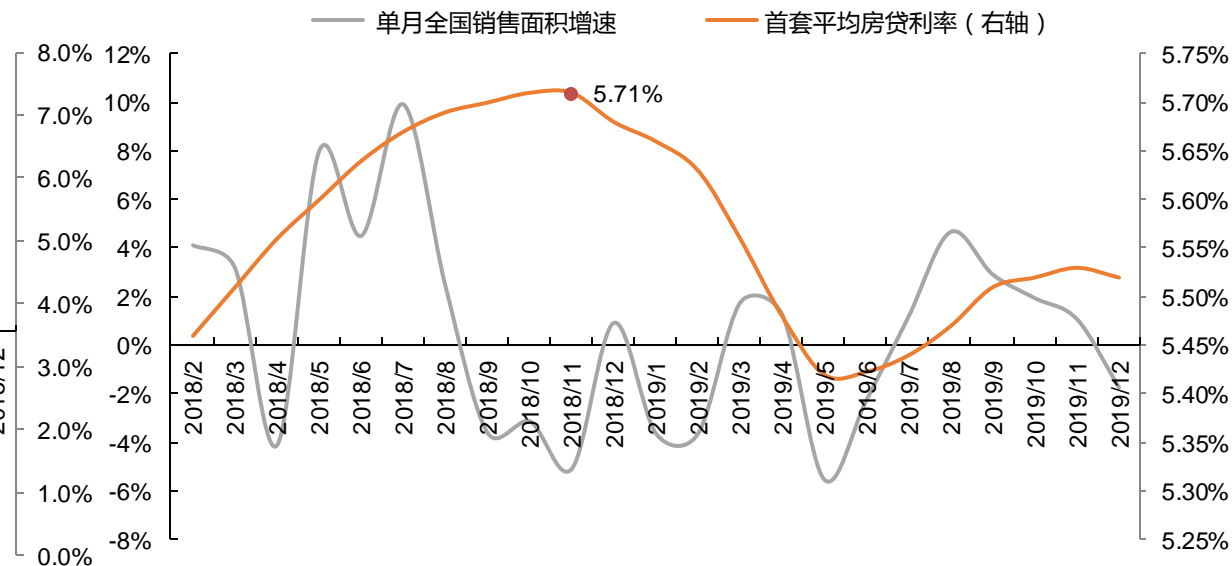
2.1 历史规律2：销售转正滞后按揭利率下行约8-10个月

- ▶ **按揭利率见顶回落到销售增速转正约8-10个月。**其中2014年6月首套平均房贷利率阶段见顶，2015年4月单月销售面积增速转正，累计滞后约10个月；2018年11月首套平均房贷利率阶段见顶，2018年12月单月销售面积增速转正，后存在反复，7月再次转正企稳。

2014-2015年销售增速转正滞后房贷下行10个月



2018-2019年销售增速转正滞后房贷下行最长8个月

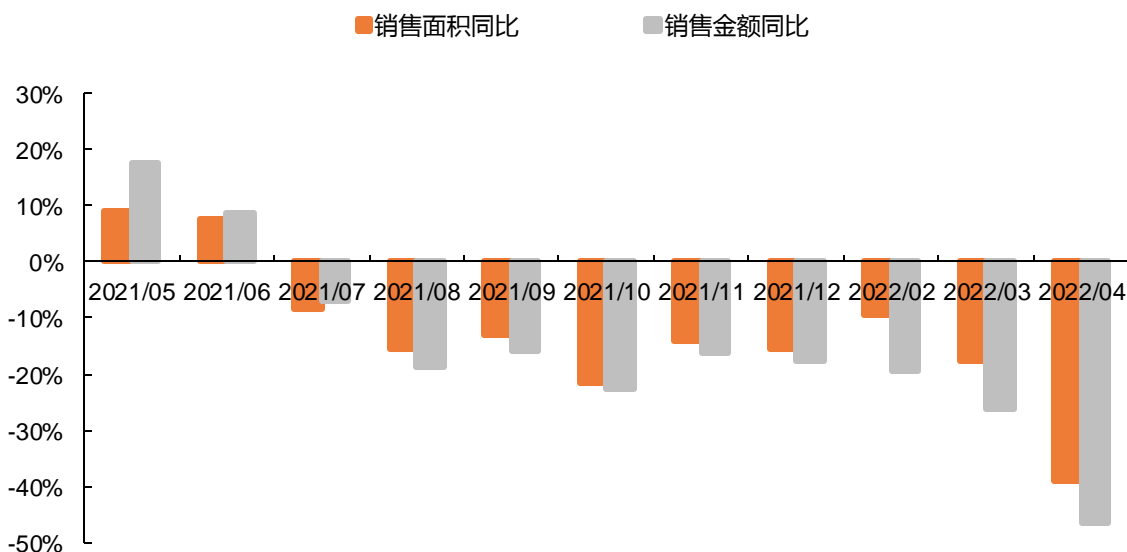


资料来源：Wind，平安证券研究所

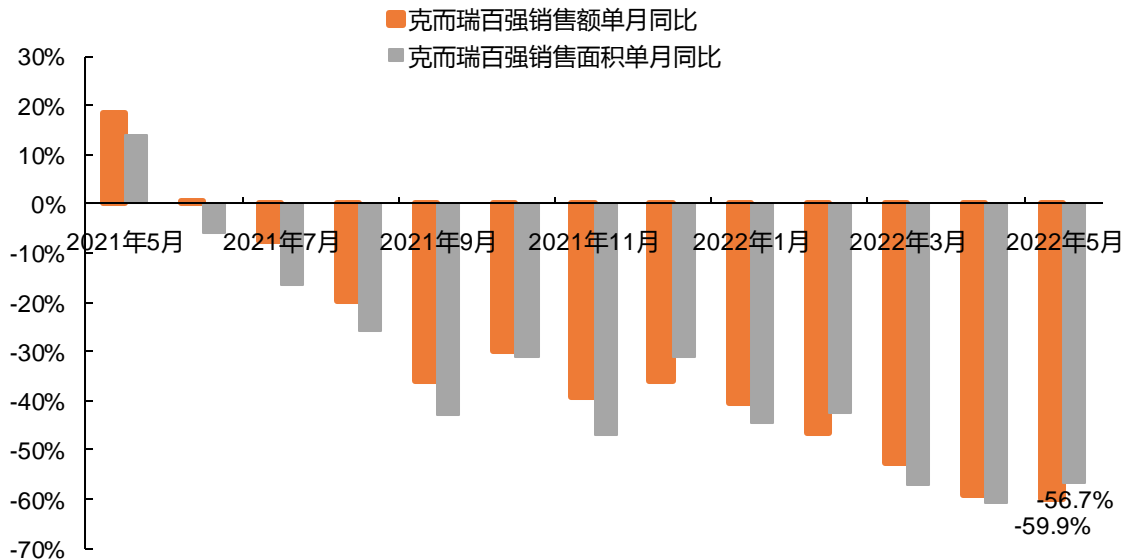
2.2 本轮楼市修复时间相对更长

- 回顾本轮情况，全国商品房销售单月增速于2021年7月转负，2021年9月央行货币政策例会提出对房地产“两个维护”，政策态度趋于缓和，同月按揭利率阶段见顶。根据历史经验，理论上二季度前后销售增速有望转正企稳。但2022年4月全国销售面积单月增速降至-39%，5月百强房企销售同比降幅仍维持50%以上，政策改善下楼市成交并未明显修复。
- 我们认为本轮楼市调整时间拉长，主要与购房预期转变、短期需求透支、购房信心仍未修复等因素相关。

2022年4月单月全国商品房销售降幅进一步扩大



2022年5月百强房企销售同比下降50%以上

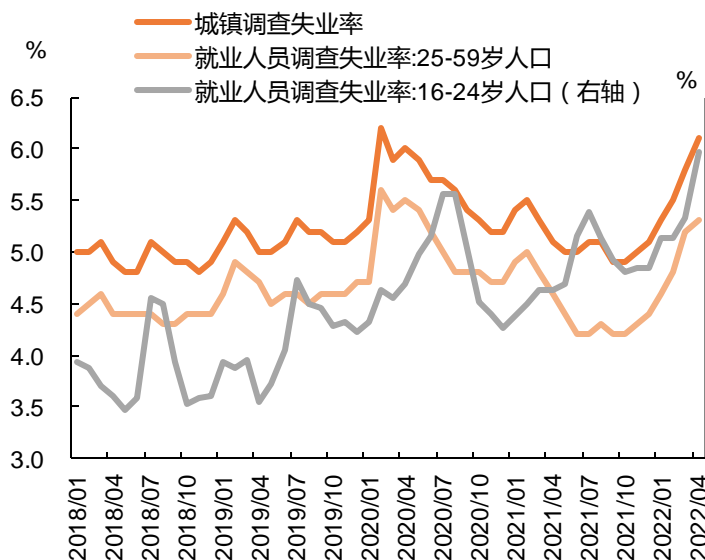


资料来源：Wind，克而瑞，平安证券研究所

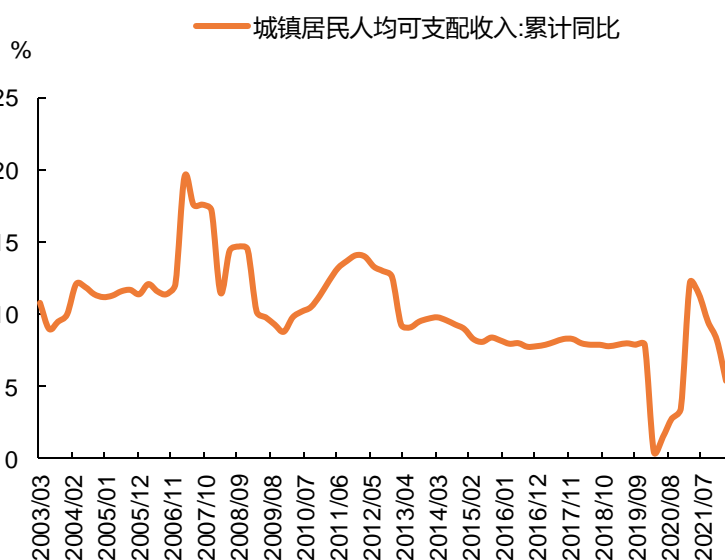
2.3 延长原因1: 疫情反复&经济承压影响购房预期

- ▶ 经济增长动能趋弱叠加疫情反复，2022年4月城镇调查失业率升至6.1%，接近2020年2月峰值6.2%。结构上看，16-24岁人群失业率大幅升至18.2%，明显超过2020年疫情冲击下峰值16.8%，年轻群体（包括大学毕业生群体）就业形势严峻。2022Q1城镇居民人均可支配收入同比增速放缓至5.4%，低于历史平均。
- ▶ 受当期就业压力增大、收入增速受损，以及未来收入预期担忧影响，居民加大储蓄、收缩支出意愿增强，房产等重大资产购买意愿则更趋谨慎。2022Q1居民户新增人民币存款7.8万亿元、新增人民币贷款1.26万亿元，存贷款剪刀差明显扩大。同时以房贷为主的居民中长期贷款2022年2月、4月新增额两次为负，反映居民房贷申请积极性降低，还款积极性提高。

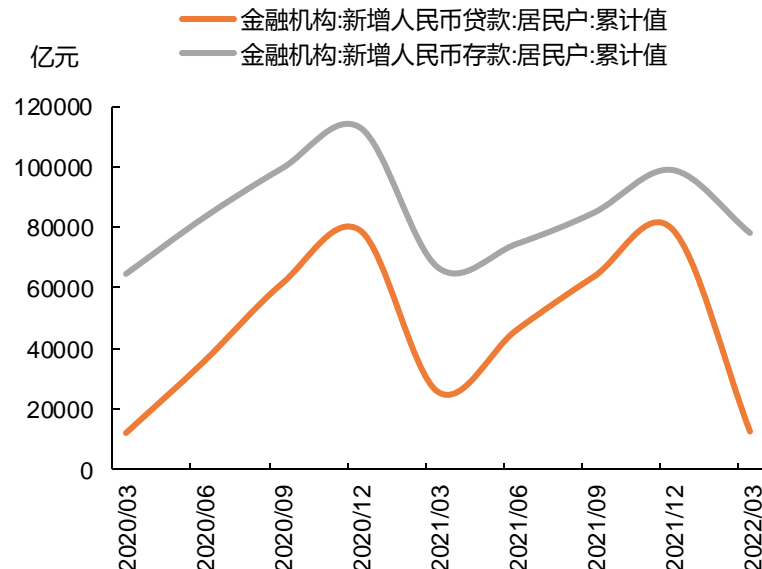
16-24岁失业率超过2020年峰值



2022Q1城镇居民人均可支配收入增速下滑



2022Q1新增居民存贷款剪刀差扩大

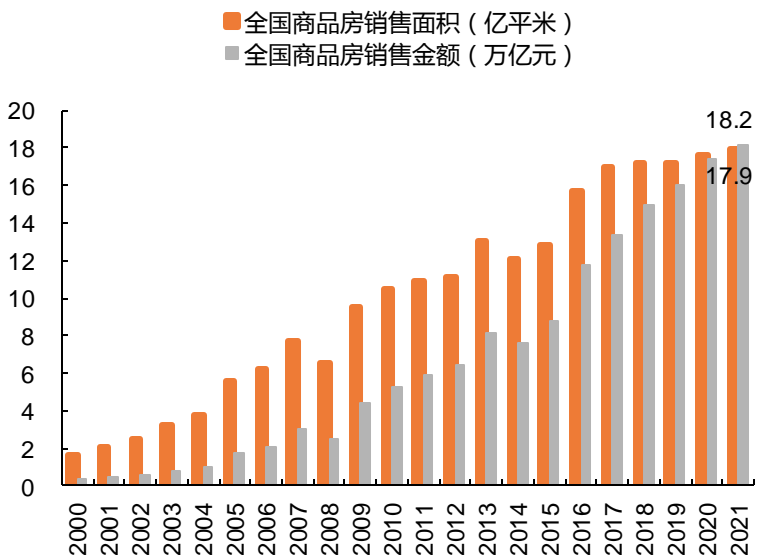


资料来源: Wind, 平安证券研究所

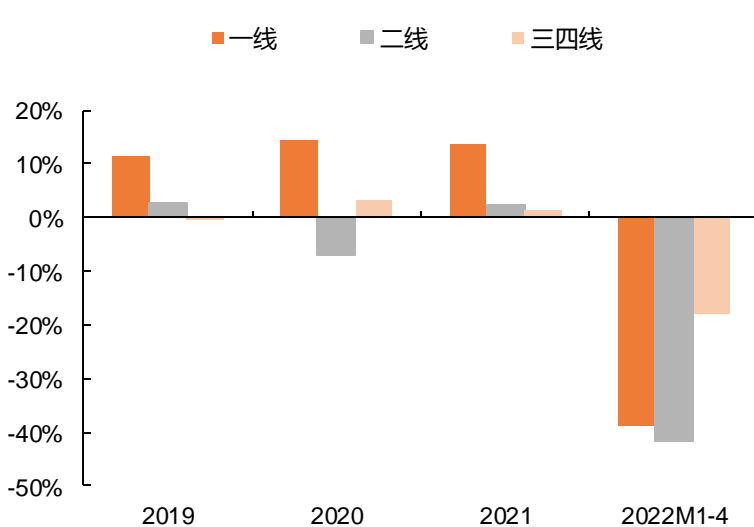
2.3 延长原因2:短期需求存在透支可能

- 2016年以来全国商品房销售逐年新高，2020H2至2021H1一年时间全国商品房累计销售约20万亿元，短期需求存在透支可能。
2021年6月全国商品房销售金额单月增速降至8.6%，7月降至-7.1%，进入负增长区间，从数据变化来看，2021Q2以来商品房销售已自然转弱。
- 分区域及城市能级来看，2021年西部表现弱于东、中部，三四线表现弱于一二线。2022年1-4月西部及三四线降幅相对较低，主要因疫情集中于东部核心城市。

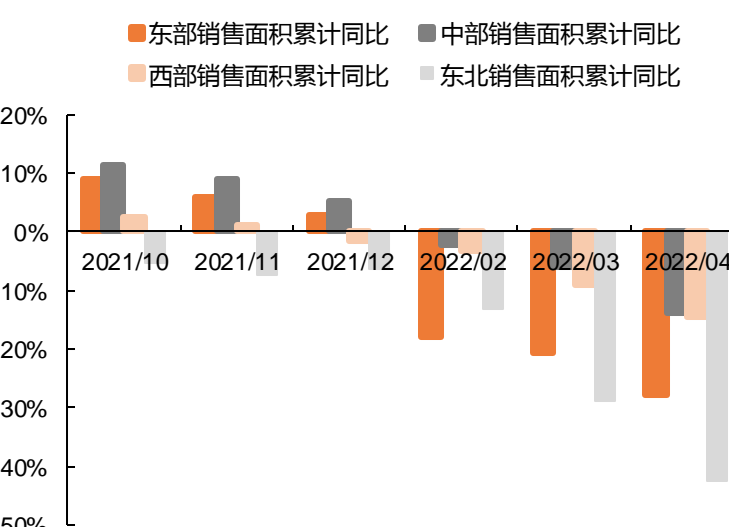
2016年以来全国商品房销售持续创出新高



各线城市销售面积累计增速走势分化



各区域销售面积累计增速走势分化

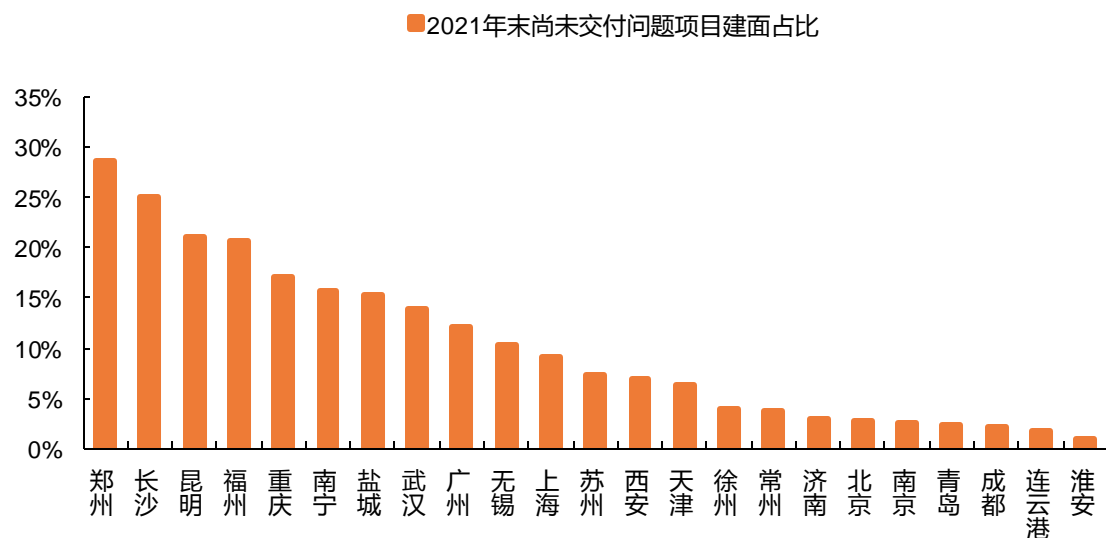


资料来源: Wind, 平安证券研究所; 一二线城市销售面积样本为30个大中城市, 三四线为全国剔除30个大中城市

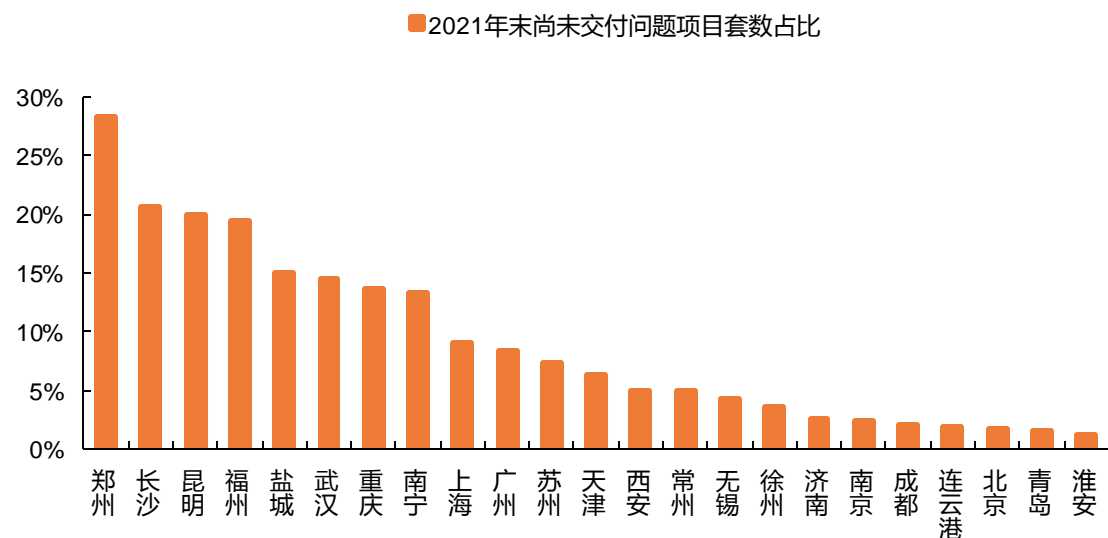
2.3 延长原因3：信用风险带来的信心冲击仍未修复

- 2021年下半年重点房企信用风险事件陆续爆发，停工、延期交付项目随之上升。克而瑞统计显示，2021年末重点23城尚未交付问题项目建面占2021年成交总建面比重达10%，尚未交付套数占总成交套数比重达9%。
- 房企资金压力可能造成的工程款兑付、懒工怠工问题提升购房烂尾担忧，2022年信用风险蔓延下烂尾担忧、观望情绪仍在，信心修复需要时间。

2021年末23个重点城市已停工、延期交付项目建面占比



2021年末23个重点城市已停工、延期交付项目套数占比



资料来源：克而瑞，平安证券研究所；以上占比为问题项目建面/套数占该城市2021年成交总建面/套数比重



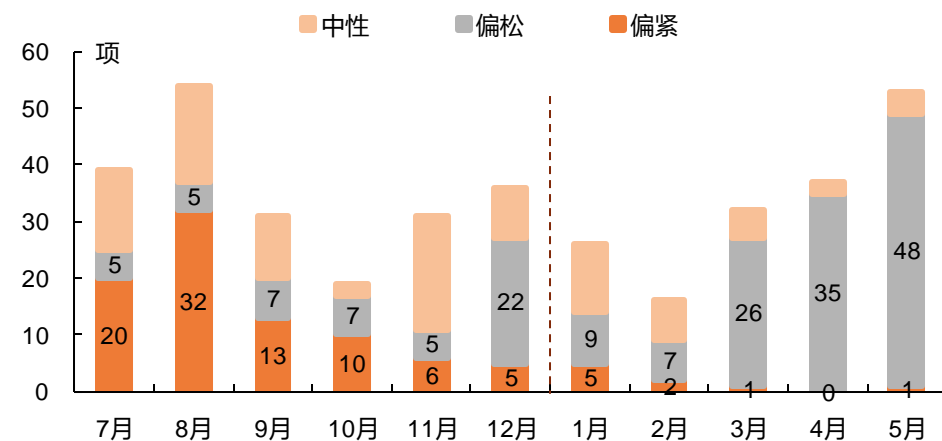
目录CONTENTS

- 僵局：政策实质改善，房地产困局未破
- 成因：购房者预期悲观，市场信心仍待修复
- 展望：政策持续发力，房地产缓慢复苏
- 房企：分化加剧，强信用企业更具潜力
- 投资建议与风险提示

3.1 政策转暖&疫情控制稳定预期

- 本轮疫情新增确诊病例于4月28日见顶，随着疫后生产经营活动放开，经济筑底回暖，居民收入预期有望逐步修复。
- 2022年房地产偏松类政策出台频率明显加大，刚性、改善需求获明确支持。随着新市民、多孩家庭等购房群体进入市场，新房、二手房交易链条疏通，楼市观望情绪缓解，购房信心亦将逐步重塑。

2022年偏松政策出台频率加大



本轮疫情新增确诊于4月28日见顶



当前楼市主要放松政策类型

政策放松类型	放松方式	典型城市	细则
支持刚需购房	局部放松限购	成都、济南	郊区房产不纳入限购套数计算
		杭州、济南	降低非户籍家庭购房社保要求
		郑州	老人来郑投亲养老，其投靠家庭可新购一套房
支持改善购房	全面取消限购	沈阳	外地家庭执行本地家庭购房政策
	下调首付比例	兰州	首套房最低首付款比例降至20%，二套房降至30%
	放松“认贷又认房”	郑州	对拥有一套住房并已结清贷款的家庭，再次申请贷款购买普通商品房，执行首套房贷款政策
财税托市	“多孩可多房”	东莞、杭州	三孩家庭在限购范围内可新购1套住房
	缩减限售期或取消限售	苏州、哈尔滨	二手房限售年份“5改2”/全面取消限售
	下调房地产交易税费	珠海、惠州	降低二手房转让个人所得税率
疫情纾困	发放购房补贴	岳阳、资阳	对人才买房实施购房补贴或提升公积金贷款额度
	缩短增值税免征年限	东莞	增值税征免年限由5年调整为2年
	完善社保等认定标准	东莞	因疫情断缴社保在核定购房资格时视为连续缴纳

资料来源: Wind, 政府网站, 平安证券研究所

3.2 多手段纾困房企，增信维稳化解风险

- 除供需端常规支持政策之外，监管亦针对房企信用问题定向制定解决方案。2021年12月银保监会指导金融机构合理发放房地产开发贷款、并购贷款，并购贷款被首次提及；2022年4月央行召集6大行、12家股份制银行、5大AMC就12家问题房企纾困并购业务情况召开专题会议；2022年5月，证监会宣布在交易所债券市场推出民营企业债券融资专项支持计划，通过创设信用保护工具等方式，增信符合条件的民营企业债券融资。

部分房企并购债券发行&并购贷款授信情况

美的置业	相继获得招行、交行等并购专项融资额度370亿元
旭辉集团控股	获得平安银行并购融资额度50亿元
招商蛇口	2022年1月发行12.9亿元2022年度第一期中期票据（并购）
建发房地产	2022年2月发行15.3亿元2022年度第二期中期票据（并购），拟安排4.6亿元用于并购2个标的的项目公司股权

近期AMC介入房地产债务化解工作举措

中国华融	1) 与花样年控股就全面债务重组计划洽谈合作；2) 与中南建设签署战略合作协议，计划在项目并购、资产盘活等方面展开合作，相关支持项目总规模不超过50亿元
中国信达	1) 与融创中国洽谈收购泛海控股旗下背景泛海国际项目1号地块及上海董家渡项目100%权益；2) 加入中国恒大风险化解委员会，信达香港董事长梁森林获委任为非执行董事；3) 接触包括恒大集团和世茂等开发商的项目；4) 接手郑州泰禾东府大院
中国长城资产	1) 与阳光城就包括资产收购在内的合作进行初步接触；2) 在二级市场低价收购华夏幸福债券；3) 发行100亿元金融债券，用于重点房地产项目风险化解工作
中国东方资产	1) 发行100亿元金融债券，用于重点房地产项目风险化解工作；2) 在二级市场低价收购华夏幸福债券

近期部分民企借助信用保护工具发行债券情况

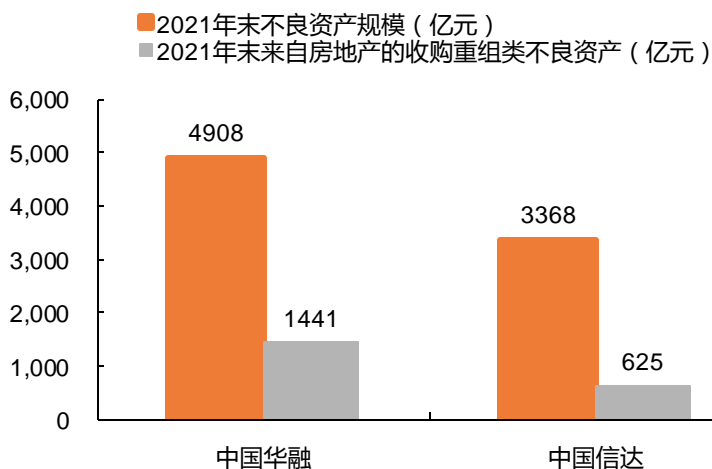
美的置业	发行10亿元公司债券“22美置01”，附第2年发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权，中证金融、国泰君安创设信用保护合约
龙湖集团	发行4.02亿元中信证券-联易融-信联1号2期供应链金融资产支持专项计划，中信证券、中证金融联合创设信用保护凭证
碧桂园	发行5亿元公司债券“22碧地01”，中信建投、中证金融共同创设信用保护合约
新城控股	发行10亿元中期票据“22新城控股MTN001”，引入信用风险缓释凭证（CRMW）作为信用保护

资料来源：公司公告，财联社，平安证券研究所

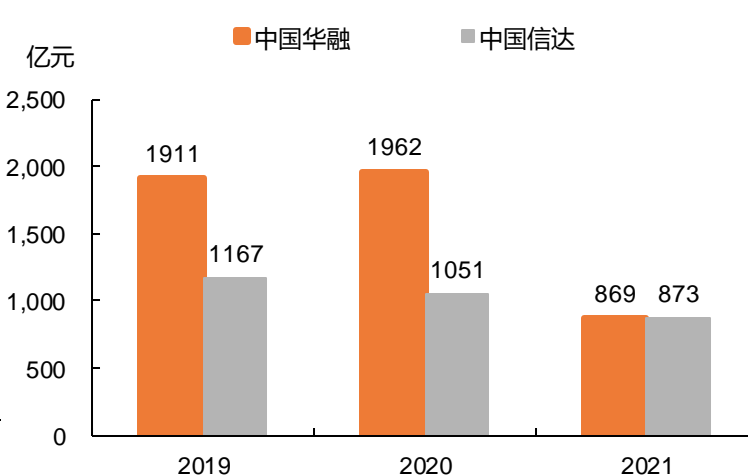
3.2 多手段纾困房企，增信维稳化解风险

- ▶ 房企定向纾困政策旨在保障存量项目正常运转、如期交付，从效果来看，提振信心等信号意义大于实质影响。
- 并购进展情况：尽管获得政策支持，但2022年前5月房地产行业收并购金额2933亿元，同比下降51.6%，短期楼市承压下并未明显放量。现有并购案例大多集中于单项目或物业管理等多元化方向，多数房地产项目交易前并购方即持有部分股权。
- AMC纾困可能的影响：2021年末5大AMC中中国华融、中国信达不良资产规模（含金融及非金融）分别为4908亿元、3368亿元，其中来自房地产的收购重组类不良资产规模分别为1441亿元、625亿元，对比2020年末房地产行业106万亿总资产规模，体量有限。从年处置量来看，2019-2021年中国华融、中国信达年新增不良资产大致为800-2000亿元，单年新增不良资产规模亦相对较小。

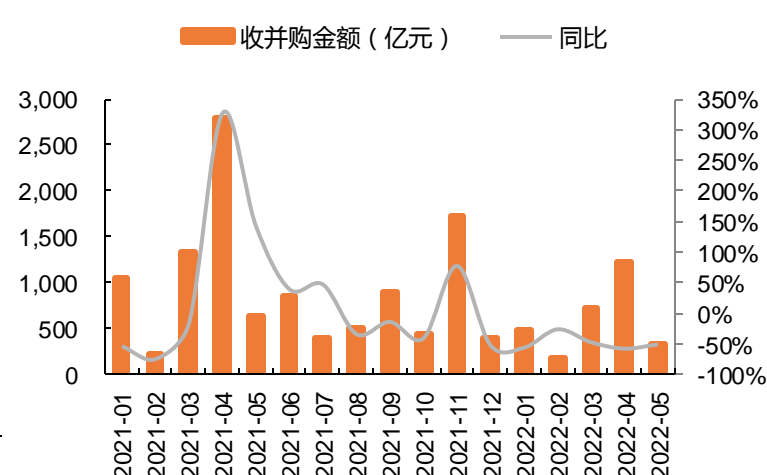
● 两大AMC不良资产规模



● 两大AMC新增不良资产规模



● 2022年国内房地产行业收并购金额同比下降



资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所

3.2 多手段纾困房企，增信维稳化解风险

房地产行业2022年部分收并购案例

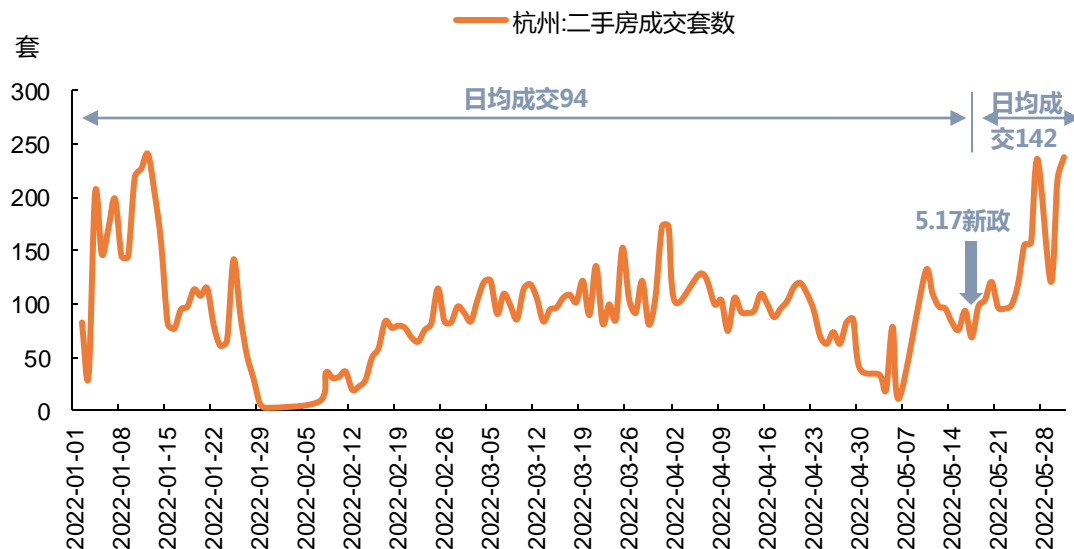
时间	并购方	出让方	交易标的	交易金额 (亿元)	备注
2022/4/30	滨江集团	中融信托	高光置业100%股权及相关债权	56.32CNY	
2022/4/28	中渝置地	富力地产	Instant Glory50%股权及消售贷款	26.6HKD	交易前即持有股权
2022/4/4	TKTR	德祥地产	灏深国际100%股权	13.75HKD	
2022/4/1	永清县临空科创；廊坊广阳经济开发区建设	华夏幸福	永清鼎泰100%股权；廊坊荣华100%股权	9.18CNY	
2022/3/21	浙江复星	中融信托	复星外滩置业50%股权	63.42CNY	交易前即持有股权
2022/3/20	中航信托	中国恒大	南京恒泽30%股权；南京恒昇部分股权	/	交易前即持有股权
2022/3/14	华博贸易	欧宗荣	正荣服务24.4%股权	/	
2022/3/13	美的置业	金科地产	科宸房地产53%股权；山河宸园50%股权及贷款	9.07CNY	交易前即持有股权
2022/3/8	中海宏洋地产	龙光集团	龙光景耀100%股权及股东贷款	10.24CNY	
2022/2/25	五矿信托	中国恒大	盈沁房地产9.23%股权及债权；南沙恒睿10.97%股权及债权；南沙恒昌10.97%股权及债权	11CNY	交易前即持有股权
2022/2/25	光大信托	中国恒大	重庆黛宸10%股权及债务；东莞鸿钊9.8712%股权及债务	10.3CNY	交易前即持有股权
2022/2/18	浙江贝泽	融信中国	宁波海亮55%股权	4.21CNY	
2022/2/14	碧桂园物业香港	中梁控股	中梁百悦智佳服务93.76%股权	31.29CNY	
2022/1/28	上海地产	世茂集团	世茂北外滩100%股权及销售债权	45CNY	
2022/1/28	中海宏洋地产	雅居乐	海创地产24%股权；威拓地产33%股权；润耀地产33%股权；及相关股东贷款	10CNY	交易前即持有股权
2022/1/25	中海地产	雅居乐、世茂	利合房地产26.66%股权、26.67%股权	36.89CNY	交易前即持有股权
2022/1/21	上海久事	世茂集团	世茂置业100%股权	10.6CNY	
2022/1/20	华润万象生活	中南集团	中南服务100%股权	24.85CNY	
2022/1/5	华润万象生活	禹洲集团	禹洲物业100%股权	10.58CNY	

资料来源：克而瑞，平安证券研究所

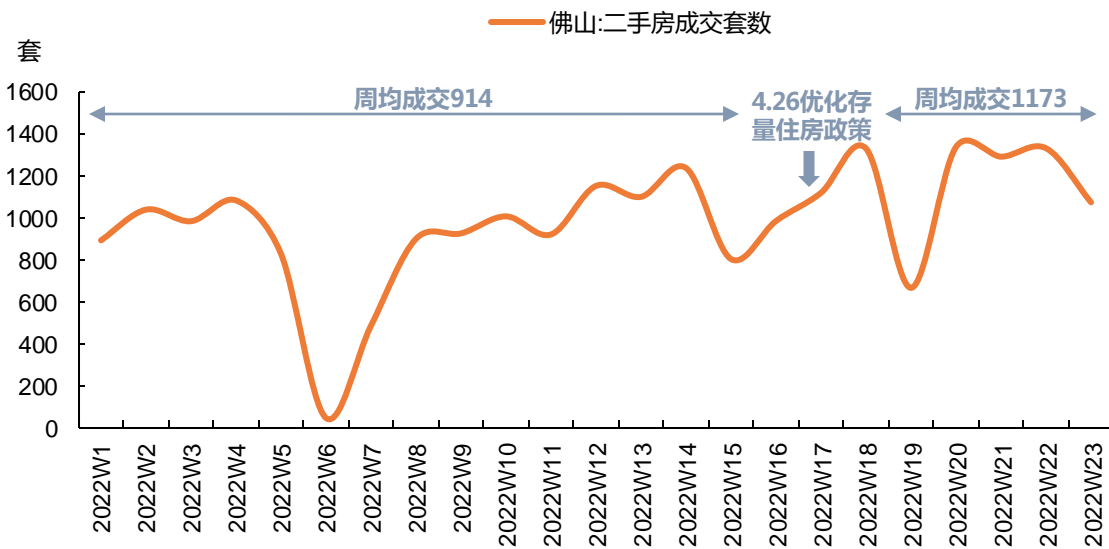
3.3政策转暖+疫情控制+房企增信，部分城市楼市小幅回温

- ▶ 尽管全国范围来看，楼市成交并未明显修复，但疫情控制及政策支持下，部分城市出现边际改善。例如杭州5.17新政后二手房日均成交较新政前提升51.1%，佛山出台优化存量住房政策后二手房周均成交较政策前提升28.4%。

◎ 杭州政策前后楼市成交变化



◎ 佛山政策前后楼市成交变化



资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.4政策工具箱储备丰富，潜在释放空间仍存

➤ 从政策发力程度来看，尽管近期松绑扩散至高能级城市，且力度不断加大，但对比2014年“930”新政、2015年“330”新政，目前核心城市调控依旧偏严，仍然具备较大腾挪空间。例如成都5月中旬对近郊家庭住房套数认定标准、全市无房家庭认定标准等要求进行优化，月底进一步放松多孩家庭限购、缩短增值税免征年限等，反映区域楼市未稳，政策宽松未止。当前政策工具箱储备丰富，后续陆续打开有助于基本面修复。

成都多次松绑调控



一线城市最新政策依旧严格

	北京	上海	深圳
限售	个人5年(两限房等特殊类型住房)/企业3年	个人不限(摇号除外)/企业5年	个人 住宅3年/公寓5年 企业 住宅停售/公寓5年
限购	本市户籍 单身1套/家庭2套 非本市户籍 1套(连续缴纳5年社保或个税)	本市户籍 单身1套/家庭2套 非本市户籍 单身0套/家庭1套(63个月累计缴纳60个月社保或个税)	本市户籍 单身1套/家庭2套(落户满3年,且连续缴纳36个月及以上个税或社保) 非本市户籍1套(连续缴纳5年社保或个税)
限贷	无房无贷 35%(普通)/40%(非普) 无房有贷 60%(普通)/80%(非普) 二套房 60%(普通)/80%(非普) 贷款年限 25年 离异 一年内参照二套房	无房无贷 35% 无房有贷 50%(普通)/70%(非普) 二套房 50%(普通)/70%(非普) 贷款年限 30年 离异 追溯3年内婚姻记录	无房无贷 30% 无房有贷 50%(普通)/60%(非普) 二套房 70%(普通)/80%(非普) 贷款年限 30年 离异 追溯3年内婚姻记录
税费	增值税免征年限 2年	增值税免征年限 5年	增值税免征年限: 5年

2014年“930”新政、2015年“330”新政

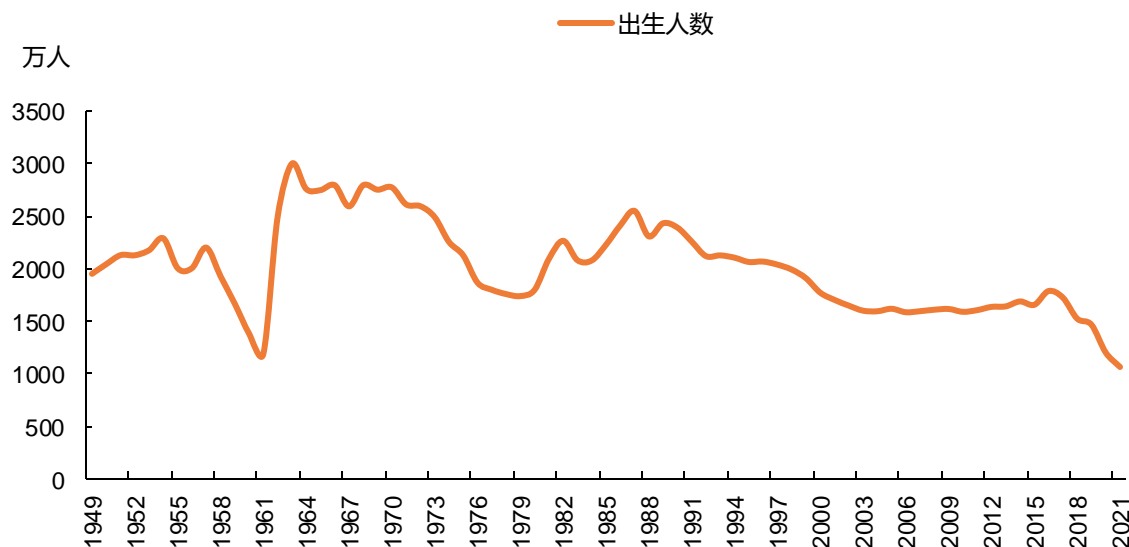
	主要内容
“930”新政	对于贷款购买首套普通自住房的家庭，贷款最低首付款比例为30%，贷款利率下限为贷款基准利率的0.7倍；对拥有1套住房并已结清相应购房贷款的家庭，为改善居住条件再次申请贷款购买普通商品住房，银行业金融机构执行首套房贷款政策
“330”新政	对拥有1套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭，再次申请商贷购买普通自住房最低首付款比例调整为不低于40%；使用住房公积金贷款购买首套普通自住房，最低首付款比例为20%；对拥有1套住房并已结清相应购房贷款的缴存职工家庭，二次申请住房公积金贷款购买普通自住房，最低首付款比例为30%

资料来源: Wind, 政府网站, 平安证券研究所

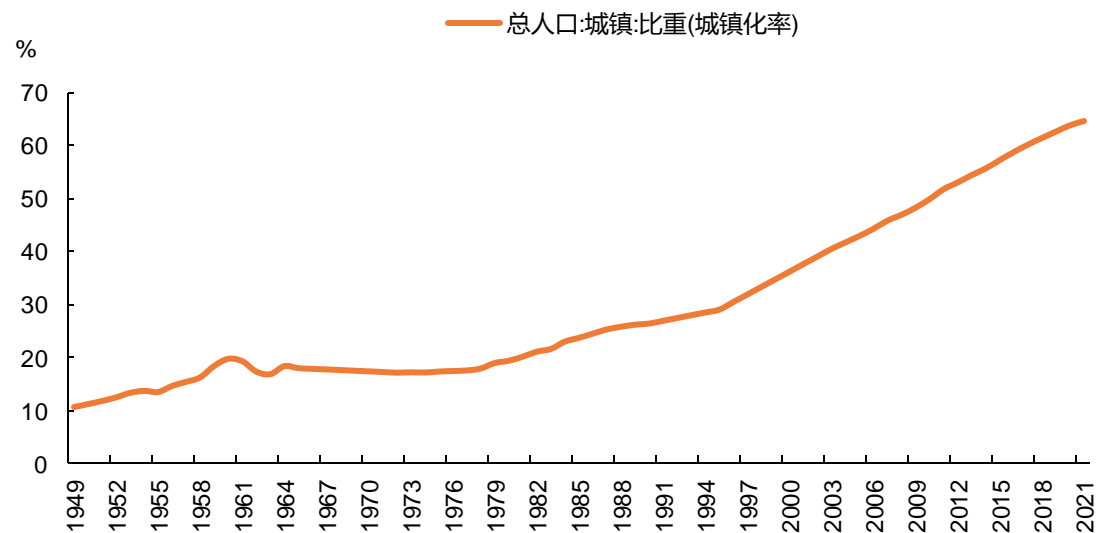
3.5 下半年预计温和修复，斜率相比历史更缓

- 下半年随着疫情逐步控制，政策力度加大，市场预期修复，预计房地产将逐步企稳，但区域及城市修复力度及节奏将呈现分化，同时考虑人口结构变化、杠杆率提升空间、短期货量供应不足等因素，整体修复程度或弱于往期。
- 1) 长周期置业需求放缓：20世纪80-90年代婴儿潮带来的首次置业高峰进入尾声，新生人口规模逐年降低，预示长周期下置业需求将逐步放缓。同时城镇化方面，根据城镇化发展的诺瑟姆曲线，城镇人口比重在30%以下为城镇化发展初级阶段，30%-70%为城市化加速阶段，70%以上为城市化后期阶段；2021年中国城镇化率64.72%，已较为接近加速阶段上限水平，后续由城镇化率提升推动的新增住房需求亦将受到影响。

2021年中国出生人数创历史新低



中国城镇化进入加速发展中后期

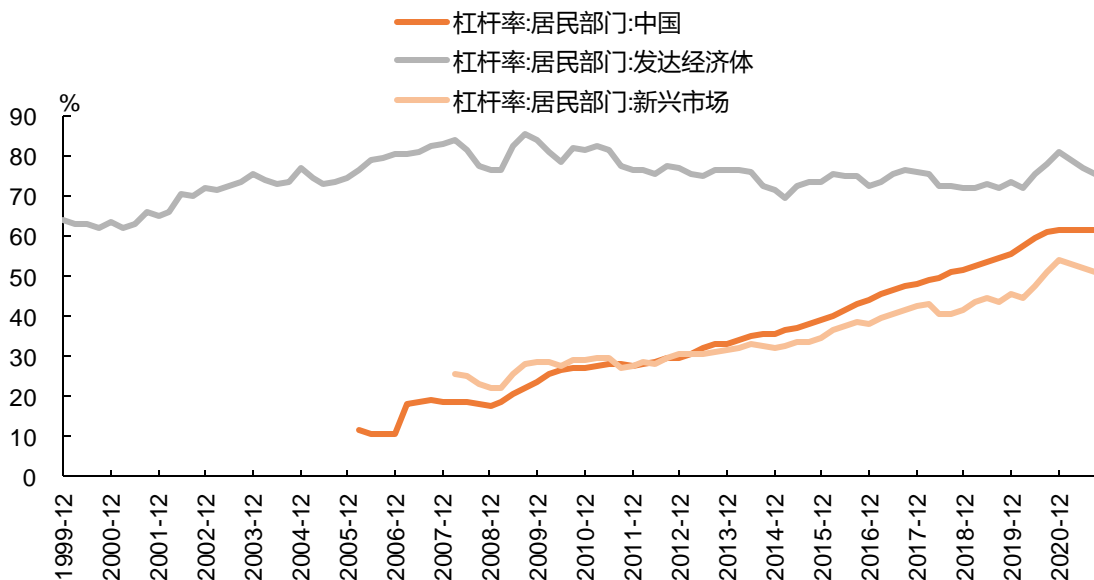


资料来源：Wind，平安证券研究所

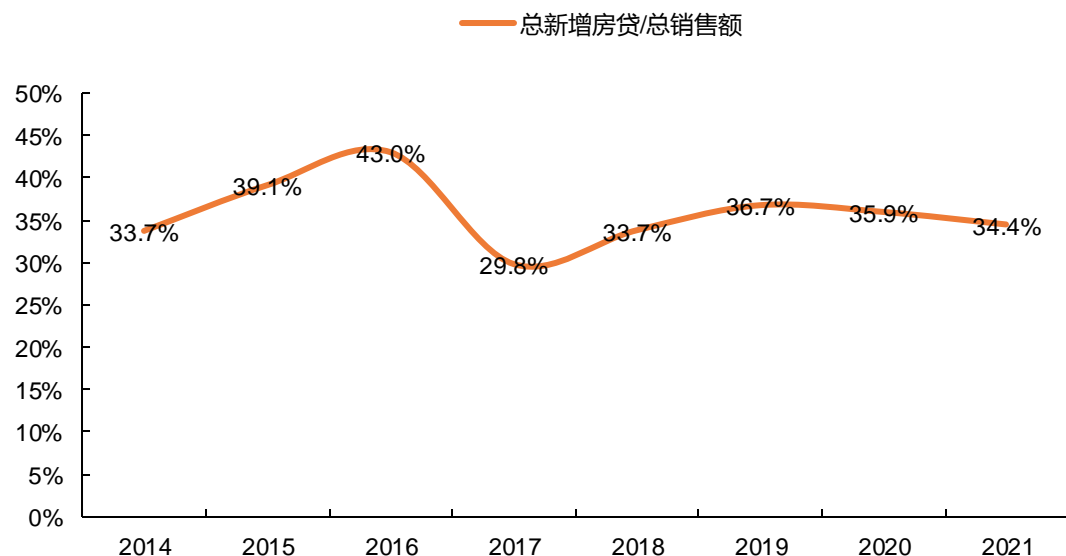
3.5 下半年预计温和修复，斜率相比历史更缓

- 2) 居民加杠杆空间有限：本轮政策调整涉及首付比例下降、房贷利率下调、购房额度新增等，有助于降低购房门槛、减轻还款压力，为居民再度加杠杆提供制度支持。测算2021年总新增房贷/总销售额为34.4%，低于2020年35.9%水平，连续两年下降，同时BIS公布2021Q3末中国居民部门杠杆率低于发达经济体，整体看短期居民仍具备加杠杆空间。但从绝对规模来看，BIS数据显示当前中国居民部门杠杆率为61.6%，已处于历史较高水平，杠杆率可提升幅度相对有限。

居民部门杠杆率对比（BIS口径）



2021年总新增房贷/总销售额比例降低

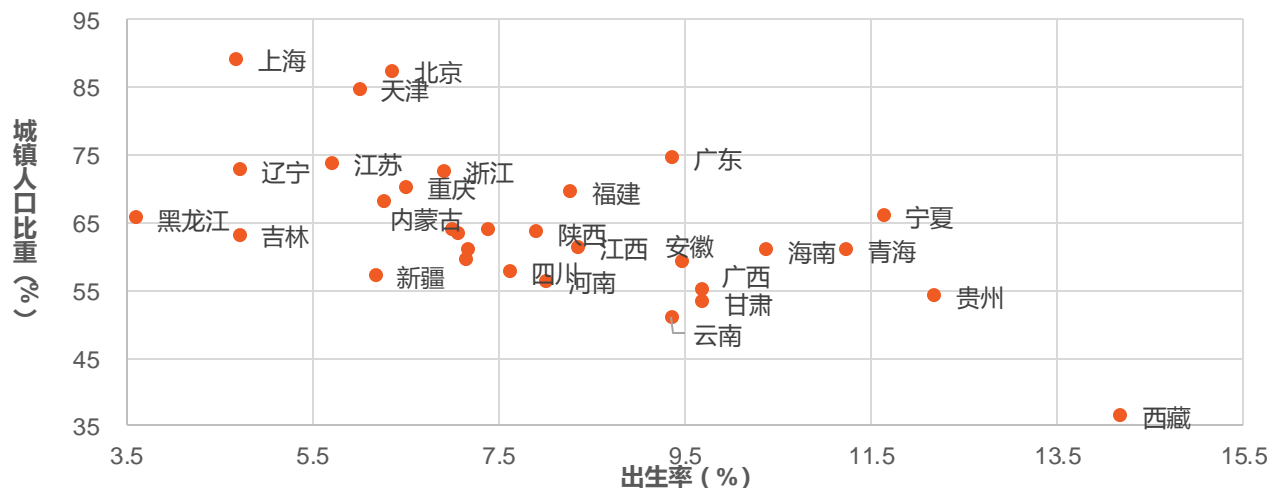


资料来源：Wind，平安证券研究所

3.5 下半年预计温和修复，斜率相比历史更缓

- 3) 多孩家庭限购突破可释放规模或相对有限：2022年4月29日政治局会议强调支持刚性和改善性住房需求，改善需求释放被提至更高高度。对于改善需求支持，一方面涉及降二套首付比例、房贷利率等购房压力缓解政策，另一方面涉及增加多孩家庭购房指标等限购放松政策。从后者来看，目前共11城突破多孩家庭限购要求，当前放松及后续可跟进城市主要集中于中高城镇化率地区。由于人口出生率基本与城镇化率呈负相关关系，因此多孩家庭限购放开有助于改善需求释放，但释放规模可能有限。

出生率与城镇化率负相关



资料来源：Wind，政府网站，平安证券研究所；天津、安徽、海南、四川出生率，上海城镇人口比重为2020年数据，其余为2021年数据

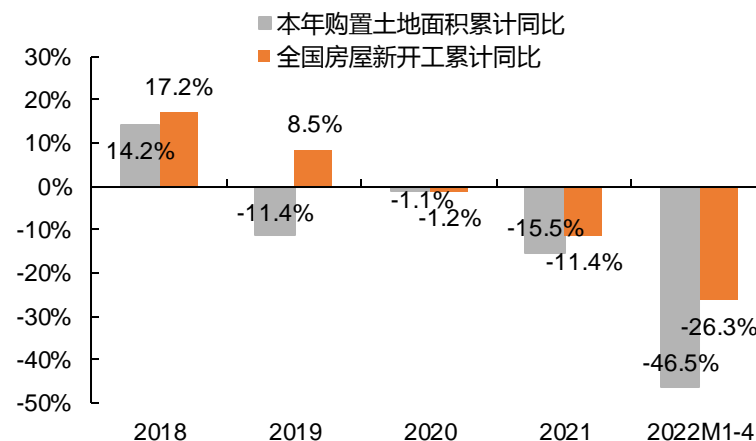
时间	城市	政策要求
4月1日	兰州	生育两孩或三孩的家庭，允许其在限购区域内新购一套住房
4月25日	无锡	生育二个孩子及以上本市户籍居民家庭，可以在限购区域新增购买一套商品住房
5月1日	沈阳	对生育二孩、三孩未满18周岁的居民家庭在沈阳行政区域内已拥有2套住房的，可在我市限购区域内再购买1套新建商品住房
5月9日	扬州	生育二孩及以上家庭在市区购房的，可不适用现行限购政策
5月13日	南京	生育二个孩子及以上户籍居民家庭，可新增购买一套商品住房
5月14日	东莞	居民家庭符合国家生育政策生育二孩或三孩的，可以新增购买一套商品住房
5月17日	杭州	符合条件的三孩家庭，在本市限购范围内限购的住房套数增加1套，参照“无房家庭”优先摇号
5月22日	武汉	符合国家生育政策生育二孩或三孩的本市户籍居民家庭，且在武汉市已有2套住房的，在限购区域可新购买1套住房
5月25日	厦门	拥有二孩及以上（其中至少1个未成年）的本市户籍家庭可在本市购买第3套自住商品住房
5月31日	成都	二孩及以上家庭，可在现有限购套数基础上新购买1套住房
5月31日	宁波	有未成年子女的本市户籍二孩三孩家庭，在海曙区、江北区、镇海区、鄞州区已有2套住房的，可以在限购区域再购买1套商品住房；非本市户籍已有1套住房的，可以在限购区域再购买1套商品住房

3.5 下半年预计温和修复，斜率相比历史更缓

4) 短期有效供给可能不足:

- 2021年全国土地购置面积、新开工面积同比下降15.5%、11.4%，2022年1-4月同比分别下降46.5%、26.3%，前期拿地开工存在不足。同时从库存维度来看，当前已开工未售住宅库存处于历史低位，短期即使积极开工亦难以迅速补货。
- 另外考虑信心修复需要时间，政策放松下销售修复预计先为高信用房企，再到低信用房企。出险房企短期难以形成有效供应，据不完全统计，22家出险房企2021年全口径销售额占全国20%，预计将对下半年全国修复产生负面影响。

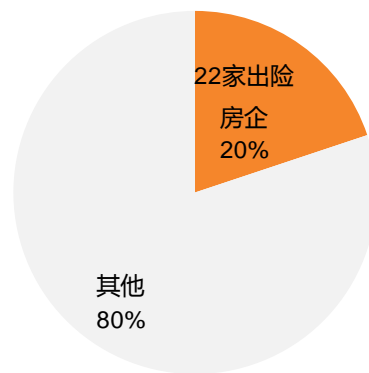
2021-2022年新增土储、新开工相对不足



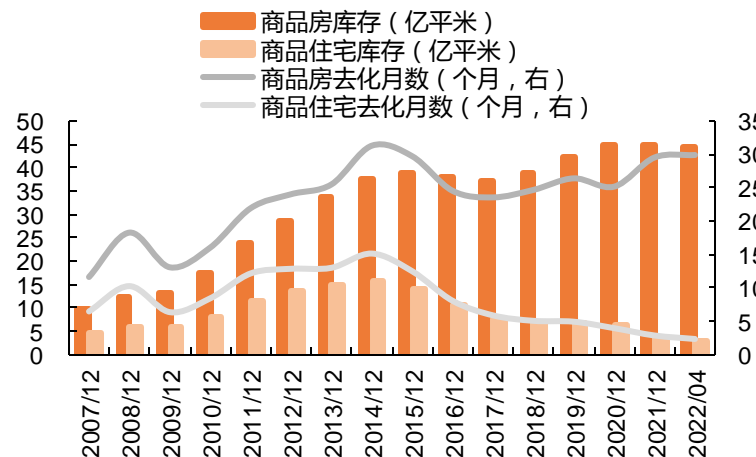
出险房企销售快速下行 (红色为出险时间)

	2021.12	2022.1	2022.2	2022.3	2022.4	2022.5
Z地产	-41%	-29%	-74%	-83%	-84%	-84%
L地产	9%	-44%	-65%	-70%	-75%	-81%
Z地产	-19%	-39%	-62%	-60%	-71%	-56%
R地产	-13%	-21%	-33%	-54%	-75%	-82%
百强	-36%	-41%	-47%	-53%	-59%	-60%

22家出险房企2021年全口径销售额占全国比例



全国已开工未售商品住宅库存处历史低位



资料来源: 克而瑞, 国家统计局, 平安证券研究所; 开工未售库存及去化周期: 库存按90%可售率、1999年开始计算, 去化周期按过去6个月平均销售计算



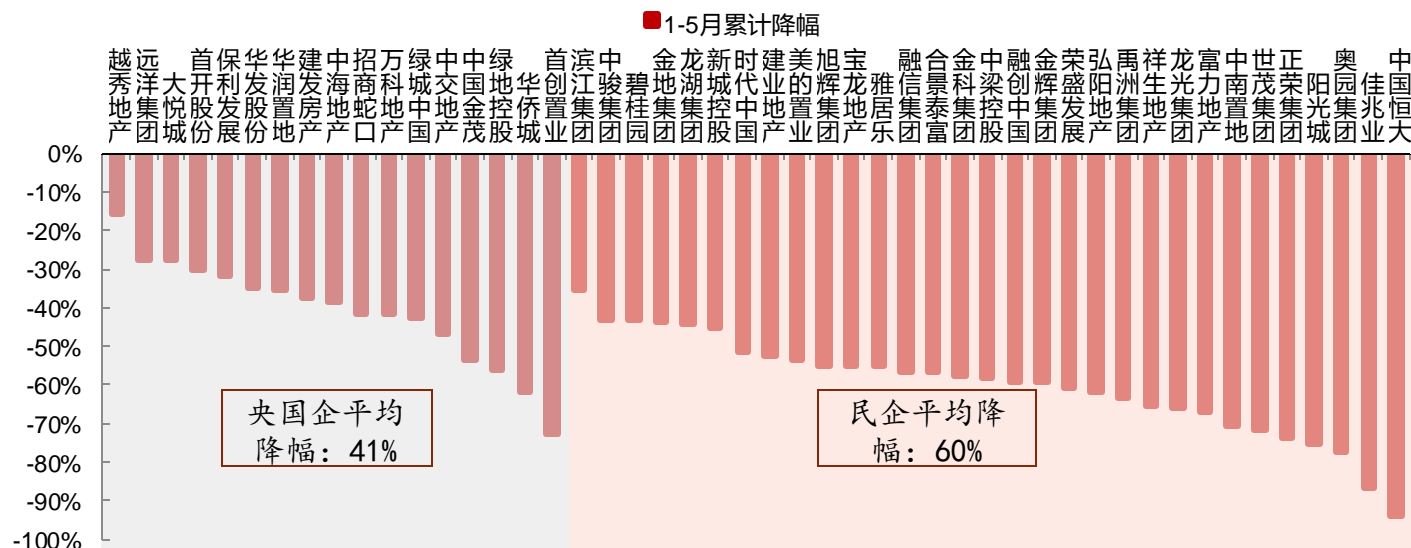
目录CONTENTS

- 僵局：政策实质改善，房地产困局未破
- 成因：购房者预期悲观，市场信心仍待修复
- 展望：政策持续发力，房地产缓慢复苏
- 房企：分化加剧，强信用企业更具潜力
- 投资建议与风险提示

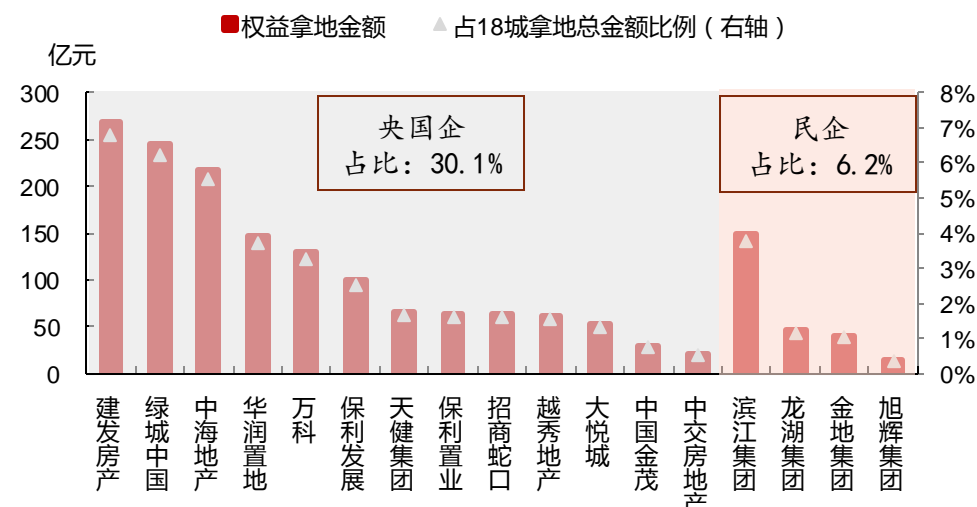
4.1 房企间加速分化，强信用企业相对占优

- 2021年9月以来房企信用事件持续发生，市场并未消除对多数房企出险担忧。相较而言，融资顺畅的央国企及高信用民企更受购房者及金融机构青睐，在楼市及土地市场表现亦相对较好。
- 2022年1-5月主流央国企销售额平均降幅41%，民企平均降幅则达到60%。2022首轮18城集中供地中，主流央国企权益拿地金额占成交总金额比例30.1%，主流民企中仅滨江、龙湖、金地、旭辉参与，权益拿地金额仅占比6.2%。

2022年1-5月民企销售额降幅相对更大



2022年首轮集中供地中主流央国企更为积极

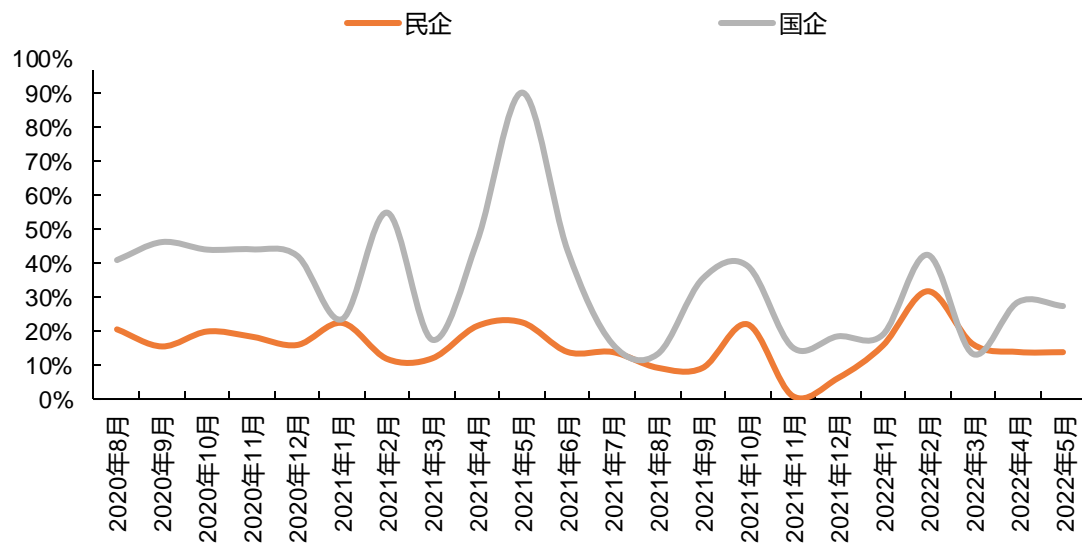


资料来源：克而瑞，中指，平安证券研究所

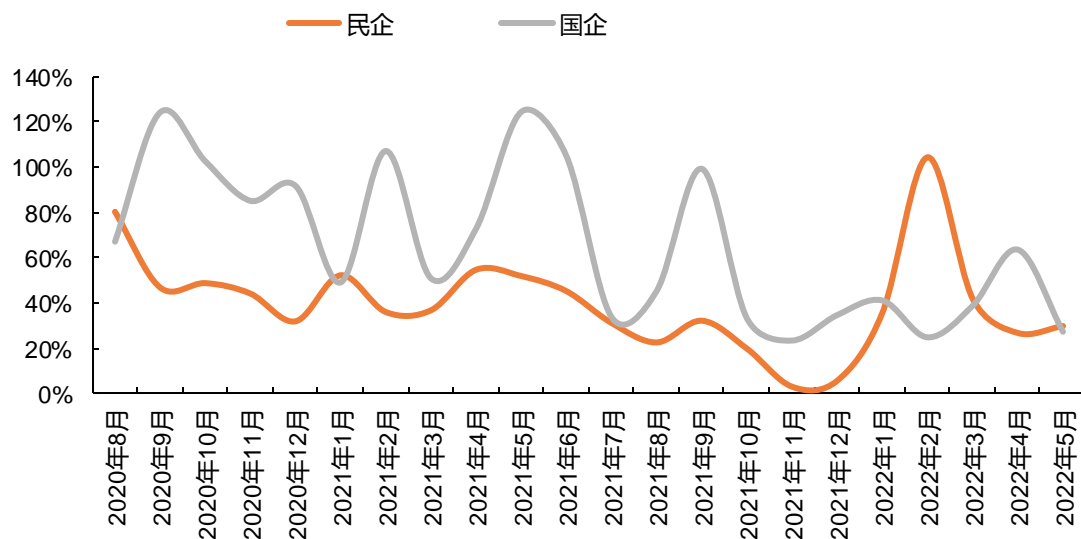
4.2受制于销售疲弱，央国企拿地亦相对谨慎

- 但受制于销售疲弱，央国企拿地亦承受压力，2022年5月50强房企中央国企拿地销售金额比、拿地销售面积比均为27%，同样处于土储净消耗状态。

50强房企中央国企拿地销售金额比



50强房企中央国企拿地销售面积比

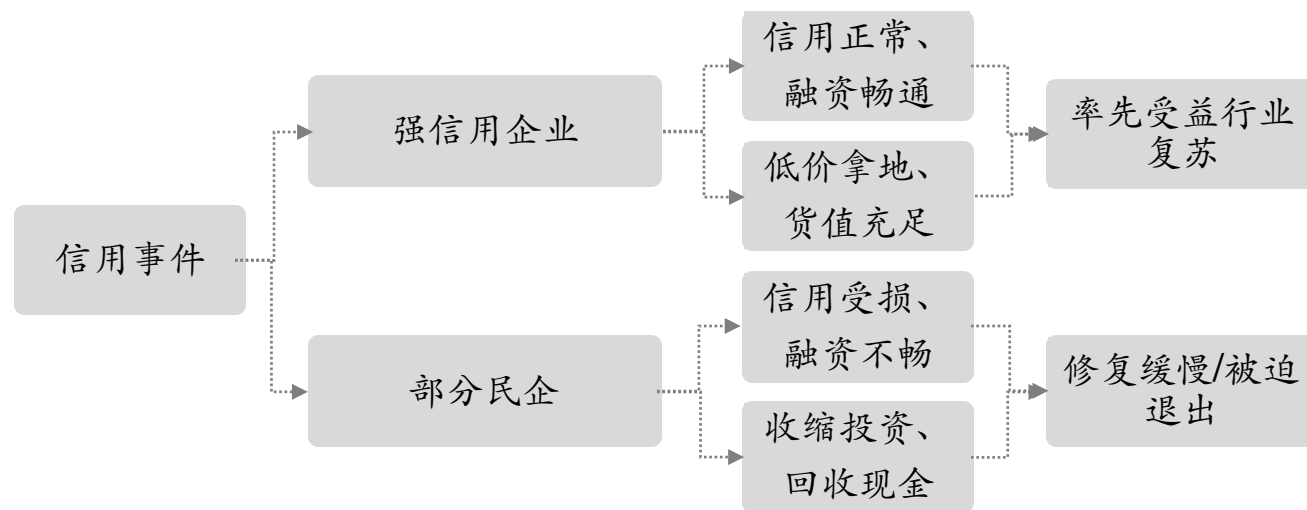


资料来源：中指，平安证券研究所

4.3 行业复苏阶段强信用企业将更为受益

- 信用分化将带来销售分化。上半年信用事件冲击之下，部分民企信用受损、融资不畅，销售受阻、投资收缩，生产经营短期难以修复，面临规模收缩甚至被迫退出风险。而以央国企为代表的强信用企业融资畅通，销售、拿地更占优势，凭借充足土储与购房者较高信任度，预计率先受益行业复苏，下半年亦有望呈现更好经营表现。

◎ 房企间分化加剧，强信用企业或率先受益市场复苏



4.4 主流房企发展潜力打分及结果筛选

- 我们以主流50强房企为分析标的，选取土储充足度、拿地积极性、品牌认可度、融资便利度、企业性质5项指标，构建打分体系。各评价指标间采用等权重，总得分为5项指标得分加总。

◎ 主流房企发展潜力打分体系

评价指标	指标内涵	评价标准
土储充足度	2021年末总土储货值/2021年全口径销售额	得分区间1-50分，数值越高得分越高
拿地积极性	2021M7-2022M5拿地金额/2021M7-2022M5销售金额	得分区间1-50分，数值越高得分越高，若无新增拿地则统一取分1分
品牌认可度	2022M1-5销售金额同比增速	得分区间1-50分，数值越高得分越高
融资便利度	2022M1-5境内外发债金额	发债金额得分区间1-50分，数值越高得分越高，若无新增发债则统一取分1分；发债利率得分区间1-50分，数值越低得分越高，若无新增发债则统一取分1分；两项指标得分均值为融资便利度最后得分
	2022M1-5境内外平均发债利率	
企业性质	央企/地方国企/民企	对应得分分别为15分/10分/5分

资料来源：克而瑞，中指，Wind，平安证券研究所

4.4 主流房企发展潜力打分及结果筛选

➤ 50强房企中总得分前20房企如下表，其中央企10家、地方国企5家、民企5家，整体看央国企及优质民企后续发展更具潜力。从具体公司来看，总得分较高为保利发展、越秀地产、首开股份、中国海外发展、绿城中国等。

	总得分	土储充足度得分	拿地积极性得分	品牌认可度得分	融资便利度得分	企业性质得分	企业性质
保利发展	193	46	41	46	45	15	央企
越秀地产	185	39	43	50	43	10	地方国企
首开股份	176	32	44	47	43	10	地方国企
中国海外发展	176	26	47	41	47	15	央企
绿城中国	173	25	46	38	49	15	央企
大悦城	170	30	42	48	35	15	央企
华润置地	164	9	48	43	49	15	央企
华发股份	162	42	37	45	28	10	地方国企
中国金茂	162	40	39	28	40	15	央企
华侨城A	162	50	36	15	46	15	央企
远洋集团	162	48	19	49	31	15	央企
招商蛇口	156	15	40	40	46	15	央企
中交地产	154	35	33	32	39	15	央企
万科A	147	18	34	39	46	10	地方国企
建发国际集团	145	5	50	42	38	10	地方国企
龙湖集团	141	22	45	34	35	5	民企
金地集团	139	33	31	35	35	5	民企
滨江集团	135	1	49	44	36	5	民企
美的置业	133	31	35	29	33	5	民企
新城控股	124	37	22	33	27	5	民企

资料来源：克而瑞，中指，Wind，平安证券研究所



目录CONTENTS

- 僵局：政策实质改善，房地产困局未破
 - 成因：购房者预期悲观，市场信心仍待修复
 - 展望：政策持续发力，房地产缓慢复苏
 - 房企：分化加剧，强信用企业更具潜力
- 投资建议与风险提示

5.1 过往宽松周期，地产板块超额收益分为两个阶段

- 从前三轮宽松周期看，地产板块超额收益可划分为两个阶段：
 - 第一阶段（2008.9-2008.11、2011.11-2012.5、2014.7-2015.1）：表现为政策及信贷宽松力度加大，销售尚未明显好转，地产板块累计超额收益主要来自政策博弈逻辑驱动的估值修复，即“赚估值的钱”。
 - 第二阶段（2009.1-2009.11，2012.9-2012.11、2015.3-2016.10）：表现为政策延续宽松，销量明显好转，基本面复苏兑现。此阶段政策宽松+基本面复苏共振带动地产板块收益更加明显，板块收益主要源自销售回暖，即“赚基本面的钱”。
- 其中，第一阶段向第二阶段过渡过程中，可能存在由于政策持续宽松而销售未见明显好转所导致的震荡甚至阶段性回调，如2008.11-2008.12、2012.5-2012.9、2015.1-2015.3。

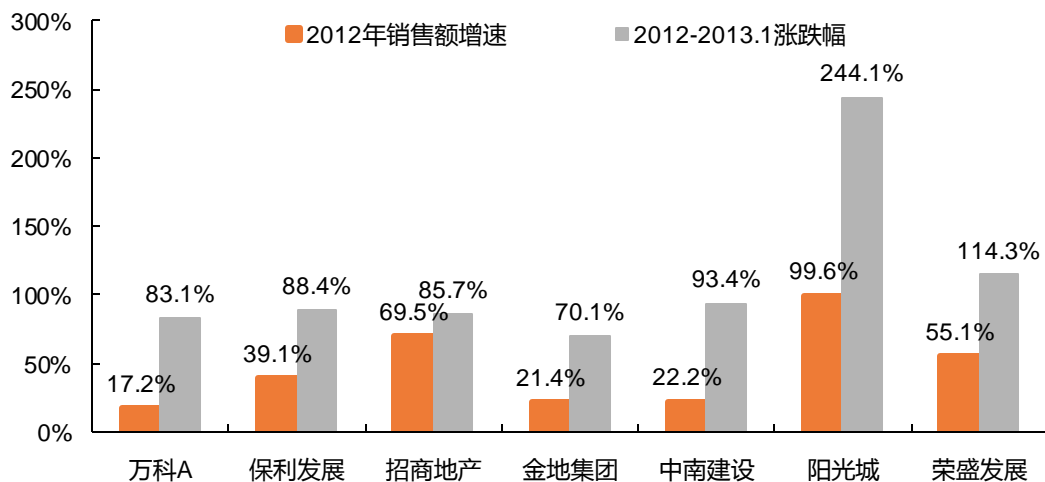


资料来源: Wind, 国家统计局, 平安证券研究所; 图中板块累计涨幅分别以2008年6月、2011年9月、2014年6月最后一个交易日为基准, 超额收益为相对沪深300指数; 2014.11-2015.1申万地产板块超额收益回调主要因沪深300涨幅更大, 该阶段主流地产股仍有上涨, 万科A、保利地产区间涨幅分别达到39.6%、81.6%

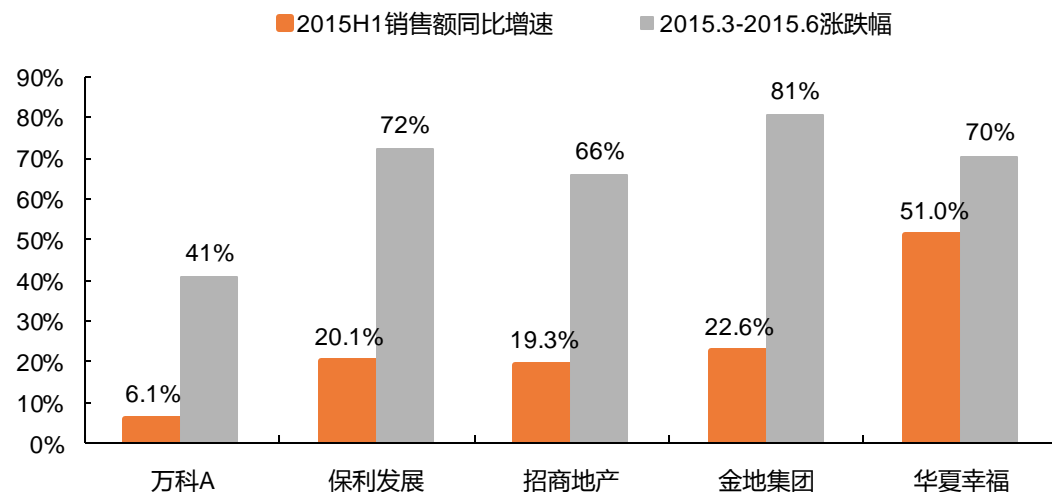
5.2 过往宽松周期“第二阶段”，销售占优房企股价表现更佳

- **基本面复苏阶段，股价表现与销售表现趋于一致。**我们观察过往宽松周期的“第二阶段”（即基本面复苏兑现），对比2012年-2013年1月个股涨幅与2012全年销售增速、2015.3-6月个股涨幅与2015H1销售增速，主流房企整体呈现普涨，但业绩成长性更高的房企，股价弹性更大：如阳光城2012年全年销售几近翻倍，同期（2012-2013.1）股价最大涨幅为244.1%；华夏幸福2015H1销售同比增长51%，同期（2015.3-6）股价最大涨幅为70%。

2012-2013.1主要房企区间最大涨幅



2015.3-2015.6主要房企区间最大涨幅

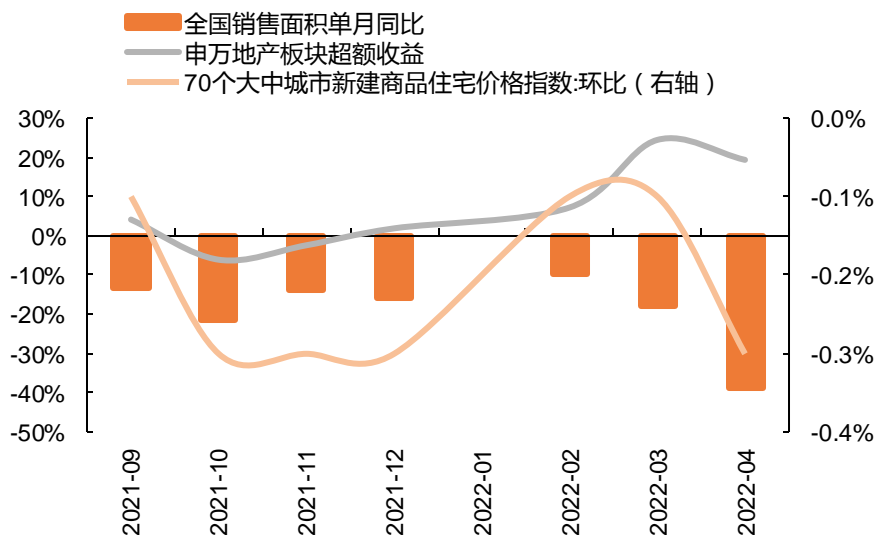


资料来源：Wind，克而瑞，平安证券研究所；注：阳光城销售增速为公司房屋销售收入增速，其余房企销售增速为销售额增速。阳光城销售数据来自公司公告，其余房企销售数据来自克而瑞

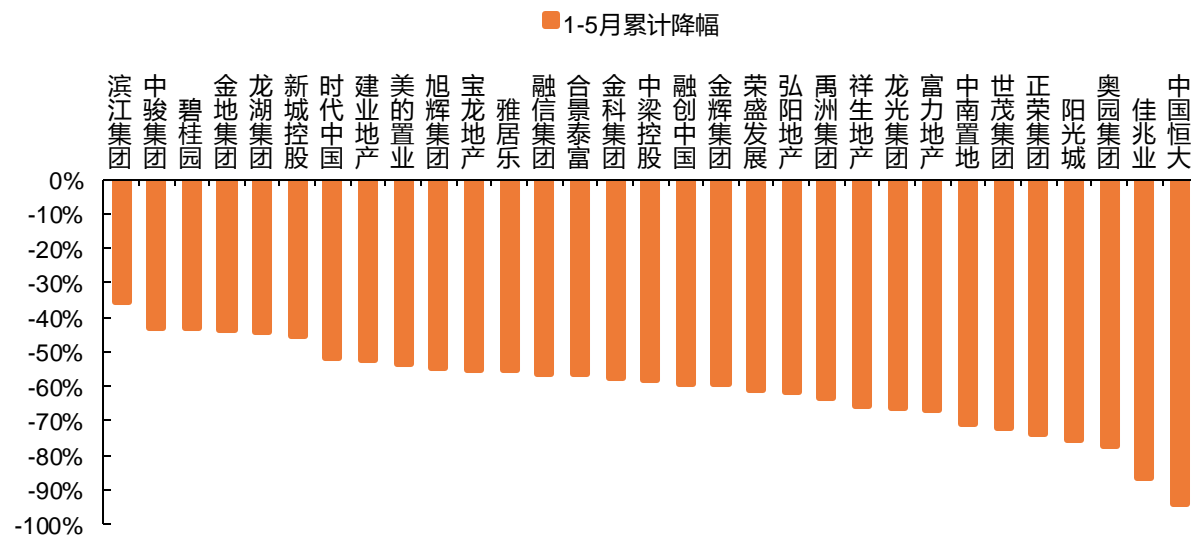
5.3 下半年政策+基本面修复下地产股仍具超额收益，强信用企业或表现更优

- 以2021年8月31日为基期，截至2022年3月底申万地产板块相对沪深300累计超额收益24.3%，主要源于政策改善带来的估值修复。4月以来板块超额收益明显回调，主要源于房企信用风险延续、房地产基本面未见明显改善，类似前几轮周期的调整阶段。
- 展望2022年下半年，我们认为随着政策松绑力度及城市能级持续上升，疫情逐步得到控制，多重因素形成共振，有望推动行业迎来政策宽松与销售复苏的蜜月期。参照过往宽松周期，销售更具弹性房企通常股价表现更优；对照本轮，央国企与优质民企由于财务安全性更高、逆势“补仓”供给充裕、更获购房者信任，后续销售或率先企稳，呈现更好个股表现。

2022H1板块行情走势与基本面复盘



信用分化带来销售分化，前5月央国企及优质民企销售额降幅较小



资料来源: Wind, 国家统计局, 克而瑞, 平安证券研究所

5.4 投资策略

- ▶ 2021年9月中央提出“两个维护”以来，房地产政策暖风频吹，逐步由“托而不举”转向“实质改善”。但当前楼市、地市延续低迷，房企信用事件蔓延，行业仍未从基本面下行与信用危机中走出。本轮修复时间拉长主要与短期需求透支、购房烂尾担忧仍在、疫情反复等因素相关，本质在于信心不足、预期悲观。
- ▶ 展望下半年，政策储备工具丰富，仍旧具备较大腾挪空间。疫情控制叠加政策加大发力，利于稳定预期，推动房地产市场温和修复。但考虑人口结构变化、杠杆率提升空间、短期货量供应不足等，复苏程度或弱于过往。行业调整阶段，央国企及优质民企等强信用企业融资、销售、投资更占优势，后续凭借充足土储与购房者较高信任度，有望率先受益行业复苏，呈现更好经营表现。
- ▶ 过往宽松周期，地产板块超额收益主要分为“政策发力+销售未稳”、“政策延续+销售改善”两个阶段。其中基本面复苏过程中，股价表现往往与销售表现趋于一致。下半年房地产温和修复背景下，板块仍有望实现超额收益，我们看好2022年下半年地产板块表现，维持“强于大市”评级。个股建议优选销售、投资占优，率先受益行业复苏的高信用企业，如保利发展、中国海外发展、招商蛇口、万科A、金地集团、滨江集团、天健集团等。多元化方面，随着房地产温和复苏，物管成长性及独立性担忧有望缓解，龙头物企估值有望随之修复，建议关注碧桂园服务、保利物业、招商积余、新城悦服务、星盛商业等。

5.4 投资策略

重点公司盈利预测

股票名称	股票代码	股票价格 (2022-6-10)	EPS (元/股)				PE (倍)				评级
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
万科A	000002.SZ	17.86	1.94	2.03	2.15	2.33	9.2	8.8	8.3	7.7	推荐
保利发展	600048.SH	15.53	2.29	2.4	2.48	2.56	6.8	6.5	6.3	6.1	推荐
金地集团	600383.SH	11.75	2.08	2.21	2.32	2.4	5.6	5.3	5.1	4.9	推荐
招商蛇口	001979.SZ	12.36	1.31	1.32	1.39	1.51	9.4	9.4	8.9	8.2	推荐
新城控股	601155.SH	24.29	5.57	5.59	5.65	5.68	4.4	4.3	4.3	4.3	推荐
滨江集团	002244.SZ	7.70	0.97	1.14	1.29	1.42	7.9	6.8	6.0	5.4	推荐
天健集团	000090.SZ	6.80	1.03	1.26	1.45	1.63	6.6	5.4	4.7	4.2	推荐
中国海外发展	0688.HK	18.86	3.67	3.76	3.85	3.92	5.1	5.0	4.9	4.8	推荐
碧桂园服务	6098.HK	25.78	1.20	1.76	2.59	3.65	21.5	14.6	10.0	7.1	推荐
保利物业	6049.HK	44.13	1.53	1.90	2.35	2.89	28.8	23.2	18.8	15.3	推荐
招商积余	001914.SZ	15.90	0.48	0.62	0.79	1.00	33.1	25.6	20.1	15.9	推荐
新城悦服务	1755.HK	7.34	0.60	1.01	1.36	1.75	12.2	7.3	5.4	4.2	推荐
星盛商业	6668.HK	2.01	0.18	0.25	0.35	0.47	11.1	8.0	5.7	4.3	推荐

资料来源：Wind，平安证券研究所；股票价格统一为人民币元/股

5.5 风险提示

- 1) **政策改善及时性低于预期风险**：政策改善及时性低于预期将导致楼市调整幅度、时间拉长，对行业发展产生负面影响；
- 2) **个别房企流动性问题发酵、连锁反应超出预期风险**：当前行业下行压力、房企资金风险仍存，若政策发力效果不及预期，资金压力较高企业仍可能出现债务违约/展期情形；
- 3) **房地产行业短期波动超出预期风险**：若地市持续遇冷，多数房企新增土储规模不足，将对后续货量供应产生负面影响，进而影响行业销售、投资、开工、竣工等。

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2022版权所有。保留一切权利。