

大雪压青松，修复终有时

——2022 年下半年房地产行业投资策略报告

强于大市 (维持)

2022 年 06 月 16 日

行业核心观点:

房地产行业在我国经济中具有重要地位，房地产行业的稳定是“稳增长”的重要方面，当前行业处于供给收缩、需求观望状态，预计下半年政策宽松力度仍会持续加码，逐渐扭转当前供求观望状态，我们认为行业市场竞争格局将在风险出清中逐渐优化，优质房企或将走出 α 行情。建议关注

(1) 基本面表现较好的物业管理公司；(2) 具有央企/国企背景的高信用优质房企；(3) 拥有优质持有型物业或转型类企业，或有效形成“开发类+”的良性资金循环的房企。

投资要点:

预计下半年政策仍偏宽松。2022H1 房地产行业政策持续放松，至 2022 年 5 月已经涉及到 147 个城市出台楼市放松政策。从城市能级上看，三四线城市楼市放松政策较多，已逐渐向高能级城市扩散。我们认为在基本面回暖前政策工具箱处于持续打开状态。方式上，预计仍以因城施策为主出台支持刚需和改善性住房的政策，力度上，依赖于基本面恢复情况，需求端政策或向高能级城市扩散，具体政策工具逐渐向限购/限贷/限售/首付比例等力度较大的政策上倾斜，供给端政策预计会持续托底支持房企融资、各地集中供地政策会根据实际成交情况持续优化。

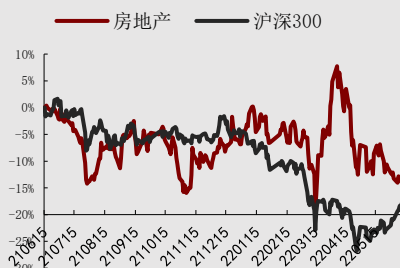
房地产行业在我国经济中具有重要地位，是“稳增长”的重要方面：在经济贡献度上，我们以 2020 年投入产出表估算，2021 年房地产产业链增加值占 GDP 的比重为 20.56%。在金融系统中，截至 2022 年一季度末，我国房地产贷款余额 53.22 万亿元，占金融系统贷款余额比重达到 26.48%。从社融角度来看，2021 年居民中长期贷款占新增信贷比重达到 30.5%。在财政收入上，土地出让收入占到政府性基金的比重 88.8% (2021 年)，房地产行业相关税收占公共财政收入比重 10.3% (2021 年)。

房地产行业中长期需求仍有支撑，居民杠杆率仍有空间：我们测算我国中长期年均住房需求大约 11.04 亿平，主要驱动因素来自 (1) 改善性需求带来的人均住房面积的提升；(2) 刚性住房需求；(3) 住房更新需求；(4) 城镇化进一步加深等。截止 2022 年 3 月末，我国居民部门杠杆率为 62.1%，与海外发达国家相比仍有加码空间。

房地产行业当前处于需求观望、供给收缩状态：受新冠疫情反复以及经济增速下行压力增大影响，失业率上升，居民对未来收入增长预期下降，叠加房地产行业信用风险持续释放，购房者整体持观望态度。房企受资金压力等因素影响投资意愿下降，土地市场供应与成交规模持续下降。

供求两端政策持续放松，将逐渐推动销售回暖与供给修复：为需求端改善政策的持续叠加下有望逐渐改善需求端的观望情绪，尤其是房贷利率下调将提升房产的配置价值。销售回暖以及融资端托底政策将驱动房企推盘量的提升。展望 2022 年下半年房地产销售，我们预计随着疫情扰动

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

居民中长贷转正，政策放松持续

5 月百强销售环比略有改善

政策推动保障性租赁住房 REITs 加快推进

分析师：潘云娇

执业证书编号：S0270522020001

电话：02032255210

邮箱：panyj@wlzq.com.cn

减弱，下半年房地产销售将得到一定程度修复，考虑去年下半年基数较低，全年下滑幅度或将收窄至 10% 左右。

行业加速出清，竞争格局优化，优质房企或享受 α 效应：出险企业逐渐收缩规模，为优质房企腾挪空间，优质房企有望提升市场份额。我们认为兼具融资优势的高信用类、深耕高能级城市以及具有高质量运营基础的房企或将走出 α 行情。

2022H1 政策驱动下房地产板块相对收益显著：截止 2022 年 6 月 9 日，房地产行业（申万一级行业）下跌 8.2%，沪深 300 下跌 15.48%。对过去 15 年房地产板块的市场表现进行复盘，政策仍是房地产股价上涨的核心驱动因素。

风险因素：行业基本面持续快速下行、政策放松不及预期、行业信用风险超预期等。

正文目录

1 政策：支持合理住房需求，构建长效机制.....	5
1.1 在“房住不炒，因城施策”的政策体系下，支持合理住房需求.....	5
1.2 供给体系：构建商品房与保障性住房相结合的住房体系.....	8
2 房地产行业在我国经济中具有重要地位.....	10
2.1 房地产产业链增加值在我国 GDP 中的占比超两成.....	10
2.2 房地产行业在金融系统中具有重要的信用扩张作用.....	11
2.3 房地产相关税收以及土地出让收入是我国财政收入的重要部分.....	12
3 房地产行业中长期需求有支撑.....	12
3.1 房地产市场中长期需求有多维支撑.....	12
3.2 房地产行业当前处于需求观望、供给收缩状态.....	15
3.3 供给收缩与需求观望的现状如何破局？.....	19
4 2022 年下半年施工端与投资端压力仍较大.....	23
4.1 开竣工：预计开竣工修复明显滞后于销售端.....	23
4.2 库存：待售面积被动增加，广义库存维持稳定.....	25
4.3 投资：房地产投资增速下滑.....	25
5 行业加速出清，竞争格局优化，优质房企或享受 α 效应.....	27
5.1 行业供给侧收缩，为优质房企腾挪空间.....	27
5.2 当前环境下高信用房企具有更大优势.....	27
5.3 “三道红线”持续推进，具有高质量运营基础的房企更易转型.....	28
5.4 布局高能级城市房企优势更加凸显.....	29
6 政策仍是房地产板块的重要驱动因素.....	29
6.1 2022H1 房地产行业相对收益显著.....	29
6.2 政策仍是房地产行业股价的主要驱动因素.....	30
6.3 基金重仓配置比例有所回升，但仍处于低位.....	30
7 板块估值与投资建议.....	31
图表 1：2022 年以来中央层面关于房地产行业政策表述的变化.....	5
图表 2：2022 年以来房地产行业政策放松的城市及相关政策情况.....	7
图表 3：我国住房供给体系架构.....	8
图表 4：“十四五”我国保障性租赁住房计划建设规模.....	9
图表 5：我国房地产产业链.....	10
图表 6：我国房地产行业以及建筑业增加值占 GDP 的比重.....	10
图表 7：我国房地产行业带动的上下游行业增加值/GDP（2020 年）.....	11
图表 8：房地产贷款余额（左轴，亿元）占我国金融系统贷款余额比重（右轴，%）.....	11
图表 9：居民中长期贷款（右轴，亿元）占新增贷款比重（左轴，%）.....	11
图表 10：房地产相关税收（左轴）占公共财政收入比重（右轴）.....	12
图表 11：土地使用权出让收入（左轴）占政府性基金的比重（右轴）.....	12
图表 12：我国房地产行业中长期需求测算.....	13
图表 13：我国家庭住房房龄结构.....	13
图表 14：我国居民杠杆率仍有加码空间（%）.....	14
图表 15：疫情影响下我国居民可支配收入增速（右轴）出现下降.....	14
图表 16：疫情以及经济承压下失业率上升（%）.....	15

图表 17: 居民收入增加预期下降 (%)	15
图表 18: 全国 100 城住宅用地推出与成交走势 (万平方米)	15
图表 19: 100 中大城市住宅用地成交楼面价 (右轴, 元/平) 与溢价率 (左轴, %) 情况	16
图表 20: 历次集中供地推出规划建面和成交建面整体情况	16
图表 21: 历次集中供地成交汇总情况 (%)	17
图表 22: 2022 年第一批集中供地成交溢价率和流拍率情况	17
图表 23: 开发资金来源累计与当月同比增速 (%)	17
图表 24: 房地产企业境内债发行规模 (亿元)	17
图表 25: 2022 年房企信用债到期规模情况 (亿元)	17
图表 26: 房地产行业中资离岸债净融资额或下半年到期量 (亿美元)	18
图表 27: 房地产行业中资离岸债发行量与到期金额 (亿美元)	18
图表 28: 销售面积与销售金额累计同比增速 (%)	19
图表 29: 销售面积与销售金额当月同比增速 (%)	19
图表 30: 房贷利率 (左轴) 与 10 年期国债收益率 (右轴)	19
图表 31: 百城住宅收益率估算	19
图表 32: 个人房贷利率高于一般贷款利率 (%)	20
图表 33: 今年以来权益市场和债券市场表现不佳	20
图表 34: 销售面积增速与 M1/M2 增速对比 (%)	20
图表 35: 房企并购贷与融资等相关支持性政策汇总	21
图表 36: 民营房企成功应用信用保护工具进行发债 (亿元)	23
图表 37: 销售面积与新开工面积累计同比增速对比 (%)	23
图表 38: 房屋新开工面积累计同比增速 (%)	24
图表 39: 房屋竣工面积累计同比增速 (%)	24
图表 40: 开竣工面积与土地成交面积累计同比增速情况 (%)	24
图表 41: 历年年末商品房待售面积 (左轴) 与狭义去化周期 (右轴)	25
图表 42: 广义去化周期 (左轴, 万平) 与广义库存 (右轴, 月)	25
图表 43: 房地产开发投资累计同比增速 (%)	26
图表 44: 房地产开发投资当月同比增速	26
图表 45: 土地购置费与土地成交价款累计同比增速 (%)	26
图表 46: 2014 年以来房地产开发投资额、土地购置费和建筑工程投资同比增速	26
图表 47: 违约主体 2021 年市场份额情况	27
图表 48: A 股房企经营性现金流量净额 (亿元)	27
图表 49: A 股房企筹资性现金流量净额 (亿元)	27
图表 50: 集中供地以来国企央企拿地金额占比情况	28
图表 51: A 股 125 家房地产开发 (申万行业分类) 企业“三道红线”情况	28
图表 52: 2020 年各城市人口净流入城市情况 (万人)	29
图表 53: 2020 年各城市人均 GDP 与人口净流入情况	29
图表 54: A 股申万一级行业 2022 年以来市场涨跌幅情况 (%)	29
图表 55: 房地产指数 (左轴) 历史复盘、70 个大中城市二手住宅价格指数 (右轴, %)	30
图表 56: 房地产行业基金重仓配置情况 (%)	30
图表 57: 2022 一季末基金重仓持有 A 股房地产行业主要个股情况 (%)	31
图表 58: A 股房地产板块主要个股估值情况	31

1 政策：支持合理住房需求，构建长效机制

1.1 在“房住不炒，因城施策”的政策体系下，支持合理住房需求

- ① **坚持房住不炒的政策定位。**房地产行业自2021年下半年以来基本面持续下行，自2021年9月央行提出“两个维护”后，政策方向逐渐转向托底改善。从2021年12月的政治局会议和中央经济工作会议提出的“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2022年4月政治局会议提及的“要坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位，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，优化商品房预售资金监管、促进房地产市场平稳健康发展。”最近的两次中央政治局会议以及今年以来的具体政策均表明了“房住不炒”是支持房地产行业健康发展的政策前提。

图表1: 2022年以来中央层面关于房地产行业政策表述的变化

时间	发布机构	会议/文件	政策要点
2/8	央行、银保监会	《关于保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理的通知》	一是相关贷款不纳入房地产贷款集中度，二是保障性租赁住房的贷款力度要加大。
2/11	住建部、人民银行和银保监会	《关于规范商品房预售资金监管的意见》	《意见》指出，商品房预售资金监管是商品房预售制度的重要组成部分。近期，部分城市商品房预售资金监管不到位，一些房地产开发企业违规挪用预售资金，严重侵害了购房人合法权益。而三部委制定《意见》的初衷是：为了保障房地产项目竣工交付，维护购房人合法权益，促进房地产市场平稳健康发展。《意见》明确，监管额度是监管账户中确保项目竣工交付所需的资金额度，由市、县住建部门根据商品房项目建设工程造价、施工合同金额以及项目交付条件等确定。同时规定，预售款包含购房人缴交的定金、首付款、按揭贷款和其他形式的购房款等，应当全部直接存入监管账户。监管账户内的资金达到监管额度后，超出部分可由房企提取使用。
3/2	银保监会	促进经济金融良性循环和高质量发展新闻发布会	金融体系资产扩张恢复到较低水平，房地产泡沫化、金融化势头得到扭转。
3/4	银保监会、央行	《关于加强新市民金融服务工作的通知》	鼓励银行保险机构优化住房金融服务，助力增加保障性住房供给，支持住房租赁市场健康发展，满足新市民安居需求。
3/5	国务院	《政府工作报告》	要继续保障好群众住房需求，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，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，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。

3/16	国务院金融稳定发展委员会	国务院金融稳定发展委员会召开专题会议	此次会议提到，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。
4/11	证监会、国资委、全国工商联	《关于进一步支持上市公司健康发展的通知》	要坚持“房住不炒”，依法依规支持上市房企积极向新发展模式转型。支持民营企业依法上市融资、并购重组，完善民营企业债券融资支持机制。
4/18	央行、外汇局	《23条举措全力做好疫情防控和经济社会发展金融服务》	要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标，因城施策实施好差别化住房信贷政策，合理确定辖区内商业性个人住房贷款的最低首付款比例、最低贷款利率要求，更好满足购房者合理住房需求，促进当地房地产市场平稳健康。金融机构要区分项目风险与企业集团风险，加大对优质项目的支持力度，不盲目抽贷、断贷、压贷，不搞“一刀切”，保持房地产开发贷款平稳有序投放。商业银行、金融资产管理公司等要做好重点房地产企业风险处置项目并购金融服务，稳妥有序开展并购贷款业务，加大并购债券融资支持力度，积极提供兼并收购财务顾问服务。
4/19	央行、银保监会	金融支持实体经济座谈会	做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融服务。
4/29	中共中央政治局	中共中央政治局会议	要坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位，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，优化商品房预售资金监管、促进房地产市场平稳健康发展。
5/4	深交所	《关于支持实体经济若干措施的通知》	支持房地产企业合理融资需求。支持房企正常融资活动，允许优质房企进一步拓宽债券募集资金用途，鼓励优质房企发行公司债券兼并收购出险房企项目，促进房地产行业平稳健康发展。
5/4	央行	人民银行召开专题会议	执行好房地产金融审慎管理制度，及时优化房地产信贷政策，保持房地产融资平稳有序，支持刚性和改善性住房需求。
5/4	银保监会	银保监会召开专题会议	要督促银行保险机构坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，因城施策落实好差别化住房信贷政策，支持首套和改善性住房需求，灵活调整受疫情影响人群个人住房贷款还款计划。要区分项目风险与企业集团风险，不盲目抽贷、断贷、压贷，保持房地产融资平稳有序。要按照市场化、法治化原则，做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融服务。
5/4	证监会	证监会召开专题会议	积极支持房地产企业债券融资，研究拓宽基础设施REITs试点范围，适时出台更多支持实体经济发展的政策措施。
5/15	央行、银保监会	《关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知》	首套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；在全国统一的贷款利率下限基础上，人民银行、银保监会各派出机构按照“因城施策”的原则，自主确定辖区内各城市首套和二套住房商业性个人住房贷款利率加点下限。

资料来源：网络资料整理，万联证券研究所

- ② 积极实施因城施策政策，支持刚需和改善性住房需求政策逐渐由低能级城市向高能级城市传导。从2021年12月政治局会议提出“探索房地产行业新的发展模式，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”后，今年以来全国多城陆续出台边际放松政策，我们统计的数据显示，

2022年1月出台边际放松政策城市仅7个，至2022年5月已经涉及到147个，政策措施包括放松限购、限贷、限售、限价、公积金贷款额度、首付比例、购房补贴、税费减免等。此外，5月15日央行、银保监会出台了《关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知》，首套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；在全国统一的贷款利率下限基础上，人民银行、银保监会各派出机构按照“因城施策”的原则，自主确定辖区内各城市首套和二套住房商业性个人住房贷款利率加点下限。各大城市按照自身情况陆续下调了房贷利率。

从城市能级上看，仍然是三四线城市楼市放松政策较多，但是目前可以看到已经逐渐向高能级城市扩散，如杭州、南京等城市亦陆续出台相应的楼市松绑政策。

- ③ 政策展望：与我们之前在年度策略中的判断一致，今年上半年政策持续宽松，我们认为在基本面回暖前政策工具箱依然处于持续打开状态，预计后续仍有较多边际改善政策陆续出台。方式上，预计仍是发挥地方政府主体能动性因城施策，积极出台支持刚需和改善性住房的政策，力度上，依赖于基本面恢复情况，需求端政策有望持续向高能级城市扩散，具体政策工具由人才政策、税费减免、公积金贷款等政策逐渐向限购/限贷/限售/首付比例等力度较大的政策上倾斜，供给端政策预计会持续推进并购贷以及托底房企融资，各地集中供地政策会根据实际成交情况不断优化。

图表2：2022年以来房地产行业政策放松的城市及相关政策情况

	限购	限贷	限售	限价	公积金贷款额度	首付比例	购房补贴	税费减免
2022年1月		自贡				北海、安徽、福州	玉林、泸州、资中	
2022年2月		晋中		衢州、晋中		重庆、赣州、菏泽、佛山、南宁、蚌埠、南通、晋中、温州	惠州、延吉	惠州
2022年3月	郑州、哈尔滨、福州	郑州、达州、宁波	青岛、哈尔滨		中山、宣城、南昌、唐山、贵阳、九江、绵阳	唐山、德州、达州、南宁、北海、防城港		郑州
2022年4月	衢州、秦皇岛、兰州、苏州、南京、长沙、绍兴、无锡、佛山、中山、沈阳、东莞	兰州、安顺、宜昌、荆州、龙岩、无锡、黔南州、南京、泸州	衢州、苏州、芜湖、宜昌、绍兴	天津	兰州、丽水、台州、资阳、湖州、昆明、盐城、龙岩、泰州、苏州、天津、淮安、芜湖、株洲、无锡、扬州、铜陵、泸州、南阳、中山	兰州、安顺、丽水、资阳、南平、宜昌、荆州、昆明、龙岩、银川、绍兴、福州、淮安、株洲、廊坊、泸州、贵阳、连云港、上饶、惠州、中山	安徽、郑州、常熟、江门	南宁、长沙、沈阳、重庆、株洲、南阳

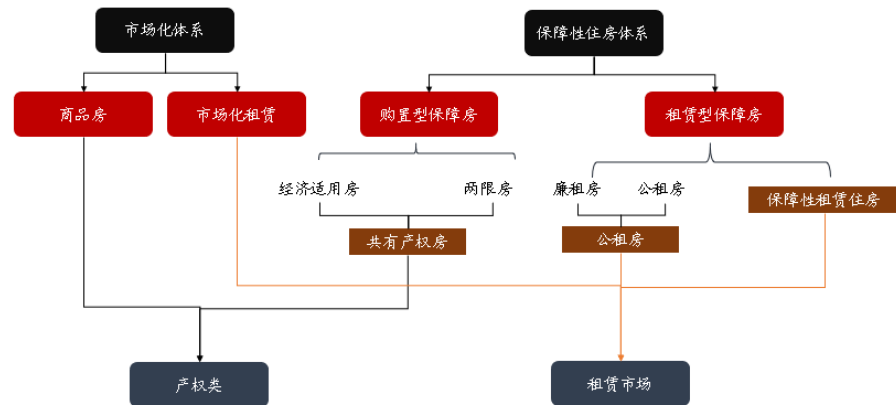
2022 年 5 月	句容、苏州、扬州、 合肥、长沙 、嘉兴、东莞、 南京、海口、成都 、烟台、 杭州、天津 、 滨海 、湖州、 银川 、大连、 武汉 、 济南 、 太原 、厦门、唐山	乐山、鹤壁、绵阳、烟台、 长春 、泸州、包头、湘潭、驻马店、六盘水、镇江、凉山彝族自治州、安阳	徐州、金华、苏州、扬州、三明、德州、东莞、泰州、 济南 、义乌、唐山	赣州、资阳、嘉兴、马鞍山、扬州、江门、德州、景德镇、泉州、钦州、金华、济源、洛阳、雅安、舟山、常州、莆田、绵阳、安阳、衡阳、泰州、高安、泸州、漳州、 银川 、宿迁、云南、楚雄彝族自治州、赤峰、南通、六安、枣庄、池州、 济南 、湘潭、贵州、湛江、宣城、唐山	梅州、赣州、资阳、洛阳、徐州、镇江、 长春 、扬州、吉林、德州、景德镇、钦州、济源、常州、莆田、 海口 、海南、大治、宿州、高安、 银川 、泰安、宿迁、云南楚雄彝族自治州、 石家庄 、南通、包头、贵港、 太原 、贵州、淄博、 济南 、青岛、唐山、安阳	乐山、日照、无锡、漯河、泸州、连云港、德州、驻马店、六盘水、黄山、唐山	扬州、鹤壁、景德镇、钦州、东莞、泰州、大治、 太原 、淄博、安阳

资料来源：网络资料整理，万联证券研究所，以上资料整理至5月29日。

1.2 供给体系：构建商品房与保障性住房相结合的住房体系

当前，我国住房供给体系由以商品房为主的市场化供应和逐步加快建立的保障性住房供应体系组成，亦可分为以商品房为主的产权化市场供给体系和租赁住房体系。我国的保障性住房体系经过多年的发展，目前初步形成了以保障城镇中等偏下及以下收入困难家庭的公租房、针对“夹心层”住房困难群体的共有产权房、以满足新市民和新青年等全体的保障性租赁住房的多样化的保障性住房体系。政治局会议和中央经济工作会议均提及推进保障性住房建设，2021年11月，住房和城乡建设部会同国家发展改革委、财政部、自然资源部、国家税务总局印发《关于做好2021年度发展保障性租赁住房情况监测评价工作的通知》（简称“《通知》”），要求“十四五”期间大力增加保障性租赁住房公积，力争新增保障性租赁住房占新增住房供应总量比例达到30%及以上。各个省市陆续发布“十四五”保障性租赁住房建设目标。保障性租赁住房的建设将有利于我国住房体系不断完善，也将对2022年房地产投资形成一定支撑。

图表3：我国住房供给体系架构



资料来源：公开资料整理，万联证券研究所

图表4：“十四五”我国保障性租赁住房计划建设规模

省/直辖市	总筹建/建设规模（万套/万间）	2022 年规划占十四五规划比重	城市	筹建/建设规模（万套/万间）	占新增住房总量比重
广东	129.7	19%	广州市	60	45.80%
			深圳市	40	45%
			东莞市	10	
			佛山市	7.5	30%
			珠海市	1.5	
浙江	120	25%	杭州市	33	30%
			宁波市	21.3	30%
			金华市	15.4	
			嘉兴市	13.7	
			温州市	13.1	
			舟山市	1.4	
			湖州市	7.5	
			南京市	15	30%
江苏	50		苏州市	20	30%
			无锡市	8	-
上海	47	37%	上海	47	≥ 40%
北京	40	38%	北京	40	≥ 40%
重庆	40	-	重庆	40	30.40%
福建	36.5	-	福州市	15	≥ 30%
			厦门市	20	≥ 30%
			泉州市	1.5	
山东	40	18%	济南	20.5	30%
			青岛	20	30%
河南	40	18%			
四川	34	23%			
湖北	30	22%	武汉市	25	
			宜昌市	1	
			襄阳市	1	
江西	19.82	32%	南昌市	8	≥ 30%

辽宁	6	64%	赣州市	5	≥ 30%
海南	5	28%	沈阳市	6	-
吉林	3		(含公租房)		
安徽	30		合肥市	15	≥ 30%
陕西	30		西安市	30	≥ 30%
河北	9		邯郸市	1	
云南	11		石家庄市	8	
湖南	16		临沧市	5	-
广西			昆明市	6	
			长沙市	15	≥ 30%
			湘潭市	1	
			南宁市		≥ 30%

资料来源：网络资料整理，万联证券研究所

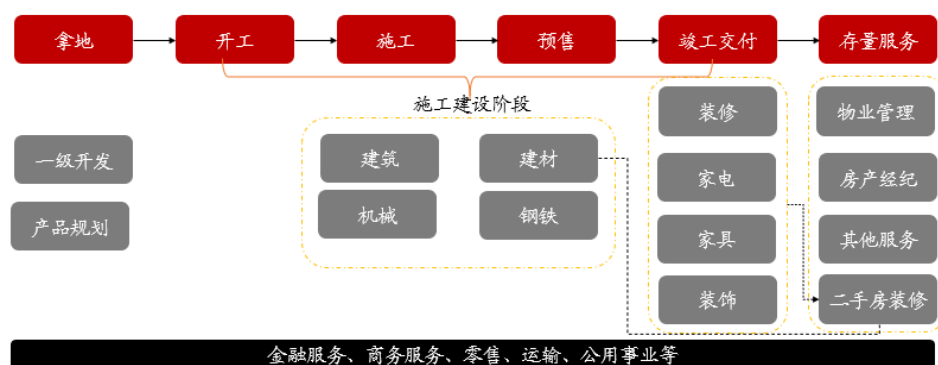
2 房地产行业在我国经济中具有重要地位

2.1 房地产产业链增加值在我国 GDP 中的占比超两成

房地产行业仍是我国经济的重要支柱产业，其上下游产业链条长，带动的行业涉及众多，前端施工建设阶段主要涉及到建筑、建材、机械、钢铁等，后段竣工后涉及到家装环节，包括装修、装饰、家电、家具等行业，存量房市场涉及物业管理、房产经纪、二手房交易后的家装环节等，而金融服务、商务服务、零售、公用事业等行业的应用贯穿于整个房地产产业链中。

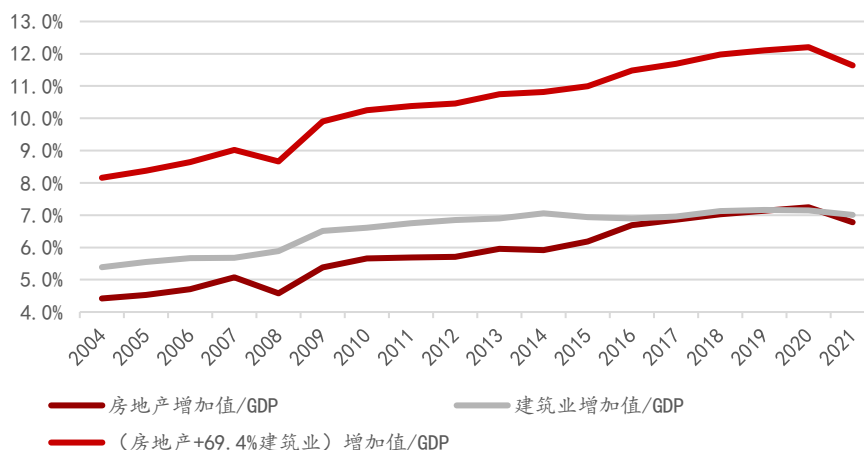
我们以2020年投入产出表估算，2021年房地产产业链增加值占GDP的比重为20.56%，是我国经济的重要组成部分。其中房地产行业对货币金融和其他金融服务、专业技术服务、建筑装饰、装修和其他建筑服务、零售、商服服务、公共管理和社会组织、道路货物运输和运输辅助活动、陶瓷制品等行业的拉动效应较为明显。

图表5：我国房地产产业链



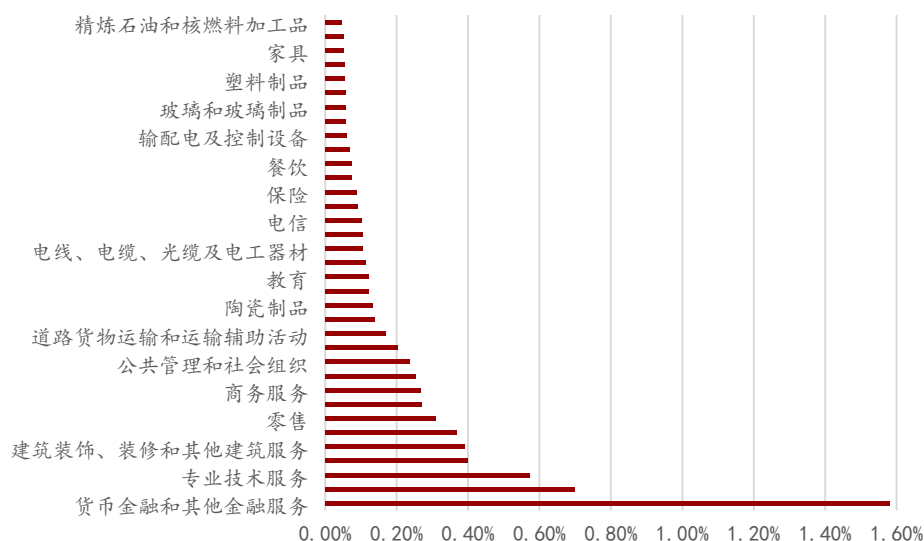
资料来源：公开资料整理，万联证券研究所

图表6：我国房地产行业以及建筑业增加值占GDP的比重



资料来源：国家统计局，wind，万联证券研究所，其中69.4%是以2020年投入产出表中住宅房屋建筑、建筑安装、其他土木工程建筑、建筑装饰、装修和其他建筑服务的增加值占2020年建筑业增加值的比重计算所得。

图表7：我国房地产行业带动的上下游行业增加值/GDP（2020年）



资料来源：国家统计局，wind，万联证券研究所，以2020年投入产出表为基础，将房地产行业与建筑行业（住宅房屋建筑、建筑安装、其他土木工程建筑、建筑装饰、装修和其他建筑服务）的各中间投入分别加总，计算各中间投入占其总投入的比重，与其相应的行业增加值估算房地产行业对各中间行业增加值带动情况。

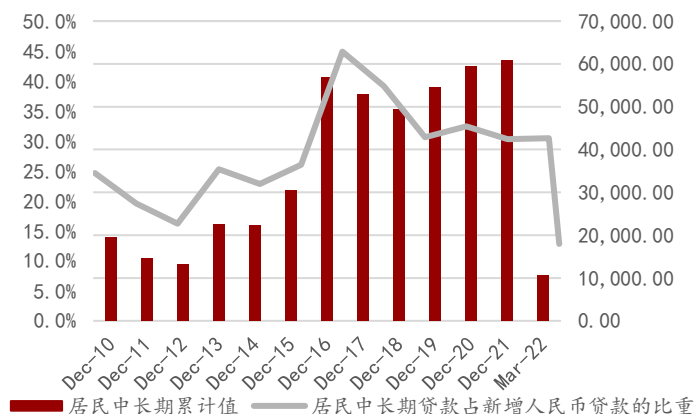
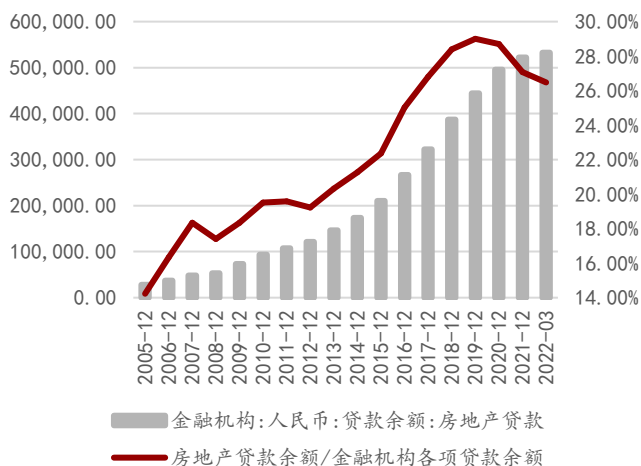
2.2 房地产行业在金融系统中具有重要的信用扩张作用

房地产本身单价高，形成了以期房销售模式以及住房抵押贷款为主的两条信用扩张路径。截至2022年一季末，我国房地产贷款余额53.22万亿元，占金融系统贷款余额比重达到26.48%。从社融角度来看，居民中长期贷款以按揭贷款为主，2021年新增居民中长期贷款占新增信贷比重达到2022年上半年房地产销售下滑明显，2022年一季度居民中长期贷款占新增信贷比重仅12.8%。

图表8：房地产贷款余额（左轴，亿元）占我国金融系统贷款余额比重 图表9：居民中长期贷款（右轴，亿元）占新增贷款比重

统贷款余额比重（右轴，%）

（左轴，%）



资料来源：wind，万联证券研究所

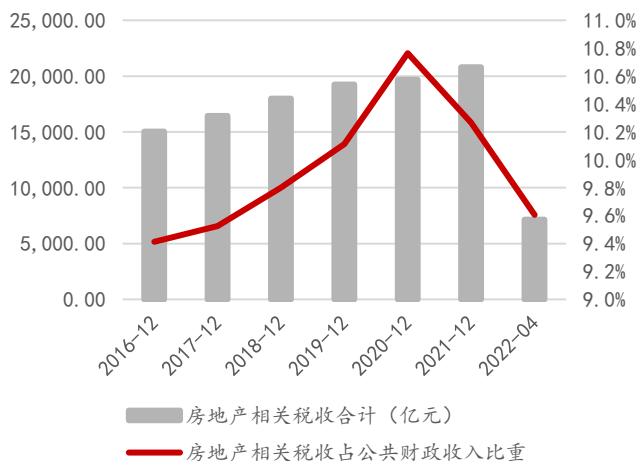
资料来源：wind，万联证券研究所

2.3 房地产相关税收以及土地出让收入是我国财政收入的重要部分

房地产在我国财政收入中具有重要地位，直接影响主要包含两方面，一方面是土地出让收入，该部分占到政府性基金的比重88.8%（2021年），另一方面是房地产行业相关税收（包括城镇土地使用税、耕地占用税、土地增值税、契税、房产税），占公共财政收入比重10.3%（2021年）；间接影响主要包括地方政府债券融资以及城投企业土地抵押融资等。

图表10：房地产相关税收（左轴）占公共财政收入比重（右轴）

图表11：土地使用权出让收入（左轴）占政府性基金的比重（右轴）



资料来源：wind，万联证券研究所

资料来源：中指研究院，万联证券研究所

3 房地产行业中长期需求有支撑

3.1 房地产市场中长期需求有多维支撑

我们测算我国中长期年均住房需求大约11.04亿平，对商品房市场具有一定的需求支撑。我们认为住房需求主要驱动因素来自（1）改善性需求带来的人均住房面积的提升，我们考虑到基数影响下未来人均面积提升速度或下降，我们偏保守的以过去17年

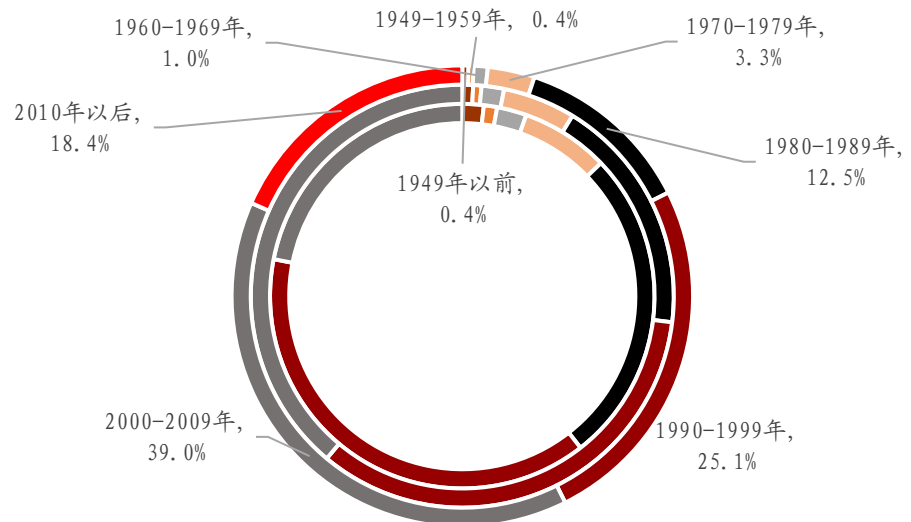
人均住房面积复合增速的一半作为未来2022-2030年人均居住面积增速进行估算，预计到2030年人均居住面积达到接近36平方米（历年的人均住房面积为测算值，统计局公布的城市人均居住面积以户籍人口计算，相对较高）；（2）适龄人群的刚性住房需求，疫情对人们的各个方面产生了较大影响，2021年人口自然增长率由2020年的1.45%骤降至0.34%，我国积极放开二胎三胎政策，我们假设人口自然增长率在一系列的鼓励政策下恢复至2020年至2021年平均水平，即0.895%；（3）住房更新需求，根据2015年国家统计局统计数据显示，1990年以前建设的房屋占比达到17.6%，假设每年住房更新比例为0.88%；（4）城镇化进一步加深，2021年我国城镇化率为64.72%，仍有较大提升空间，假设至2030年达到70%。

图表12: 我国房地产行业中长期需求测算

	总人口（万人）	城镇人口（万人）	城镇化率（%）	人均居住面积（测算值，平方米）	存量城镇住房面积（亿平）	商品房销售面积：住宅（万平）
2005	130756.00	56212.00	42.99	19.16	107.69	49,587.83
2006	131448.00	58288.00	44.34	19.43	113.23	55,422.95
2007	132129.00	60633.00	45.89	19.83	120.25	70,135.88
2008	132802.00	62403.00	46.99	20.22	126.17	59,280.35
2009	133450.00	64512.00	48.34	20.89	134.79	86,184.89
2010	134091.00	66978.00	49.95	21.52	144.13	93,376.60
2011	134916.00	69926.96	51.83	21.99	153.78	96,528.41
2012	135922.00	72174.58	53.10	22.67	163.63	98,467.51
2013	136726.00	74502.00	54.49	23.52	175.20	115,722.69
2014	137646.00	76737.65	55.75	24.20	185.72	105,187.79
2015	138326.00	79302.30	57.33	24.84	196.96	112,412.29
2016	139232.00	81924.11	58.84	25.72	210.72	137,539.93
2017	140011.00	84342.63	60.24	26.70	225.19	144,788.77
2018	140541.00	86432.72	61.50	27.76	239.97	147,759.59
2019	141008.00	88426.12	62.71	28.84	254.99	150,144.32
2020	141212.00	90220.00	63.89	29.98	270.47	154,878.47
2021	141260.00	91425.00	64.72	31.30	286.13	156,532.17
2025E	141766.39	95493.84	67.36	33.29	317.92	
2030E	142401.93	99681.35	70.00	35.97	358.52	
2022-2030 年均住房需求（亿平）					11.04	
2011-2021 年均住房需求（亿平）					12.2	
2022-2030 年均住房需求（亿平）相较于近十年年均值变动					-9.9%	

资料来源：wind，统计局，万联证券研究所，注2005年城镇住房面积来自2005年城镇房屋概况统计公报，其他年份为按照每年住宅销售规模估算的数据。

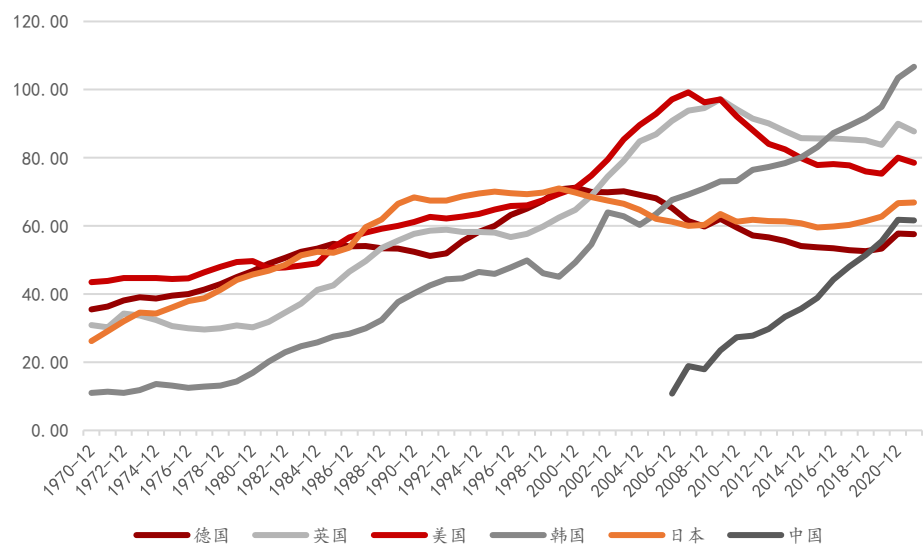
图表13: 我国家庭住房房龄结构



资料来源：国家统计局，万联证券研究所，注：以上饼图由内至外依次是2005年、2010、2015年统计数据

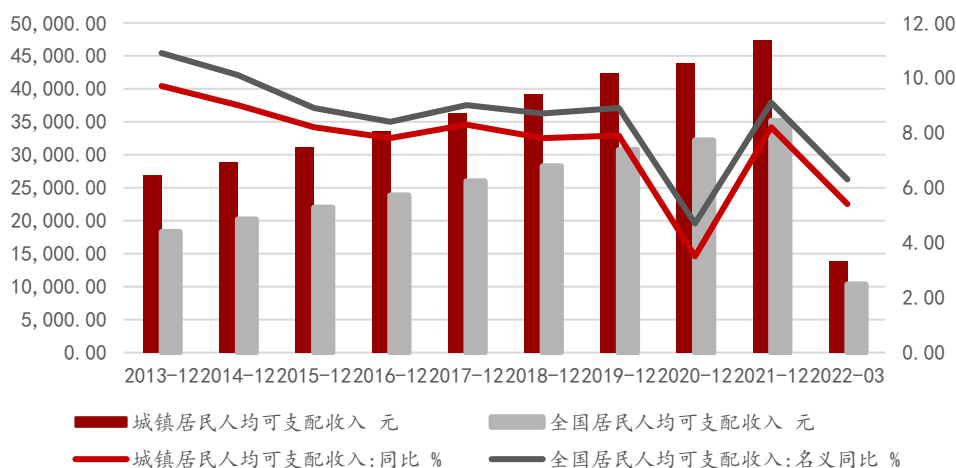
截止2022年3月末，我国居民部门杠杆率为62.1%，与海外发达国家相比仍有较大的加码空间。尽管在疫情影响下2020年我国居民可支配收入增速出现下降，但是绝对收入仍然保持稳定增长状态，居民部门加杠杆仍有一定的基础。

图表14：我国居民杠杆率仍有加码空间（%）



资料来源：wind，万联证券研究所

图表15：疫情影响下我国居民可支配收入增速（右轴）出现下降



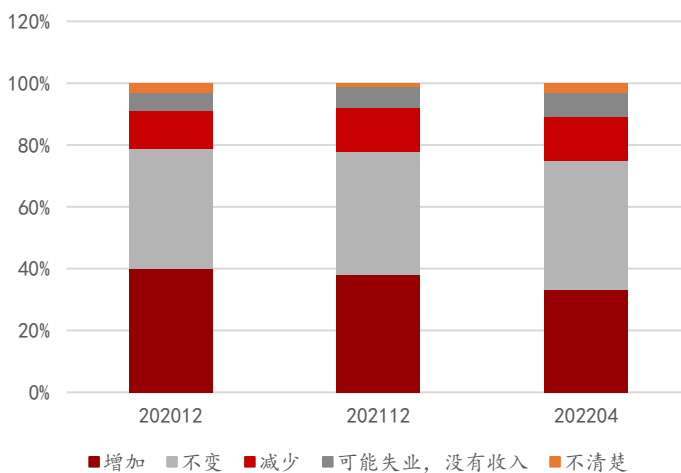
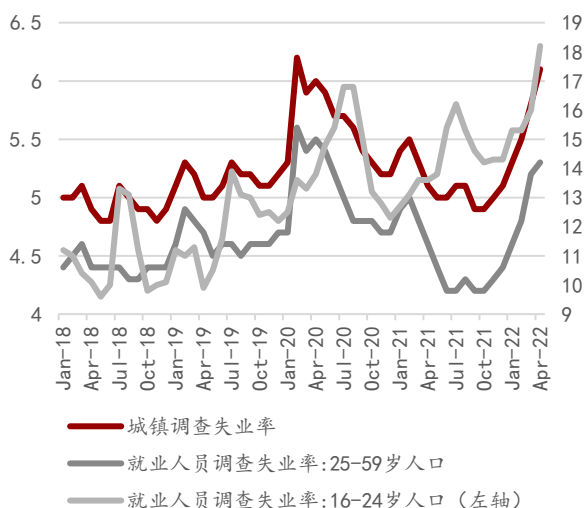
资料来源: wind, 万联证券研究所

3.2 房地产行业当前处于需求观望、供给收缩状态

需求端持观望状态。受新冠疫情反复以及经济增速下行压力增大影响,失业率上升,2022年4月城镇调查失业率已经超过2020年疫情时水平,居民对未来收入增长预期下降,叠加房地产行业信用风险持续释放,购房者整体持观望态度。根据中指研究院近期收集的10000份问卷汇总数据来看,截止2022年4月,33%预计收入增加,较2021年下降5pct。从不同城市能级来看,一线城市对收入预期下降(含可能失业、没有收入)的占比偏高,达到30%,二线、三四线、县城分别为20%、19%、24%。

图表16: 疫情以及经济承压下失业率上升(%)

图表17: 居民收入增加预期下降(%)

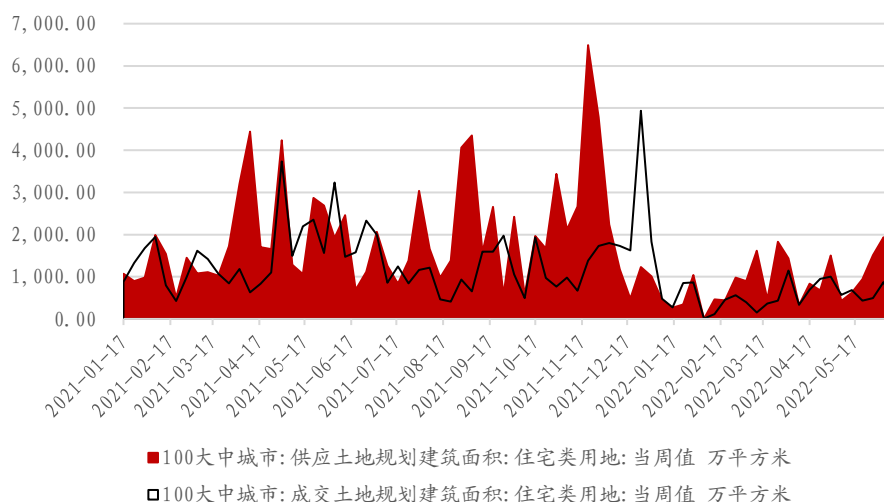


资料来源: wind, 万联证券研究所

资料来源: 中指研究院, 万联证券研究所

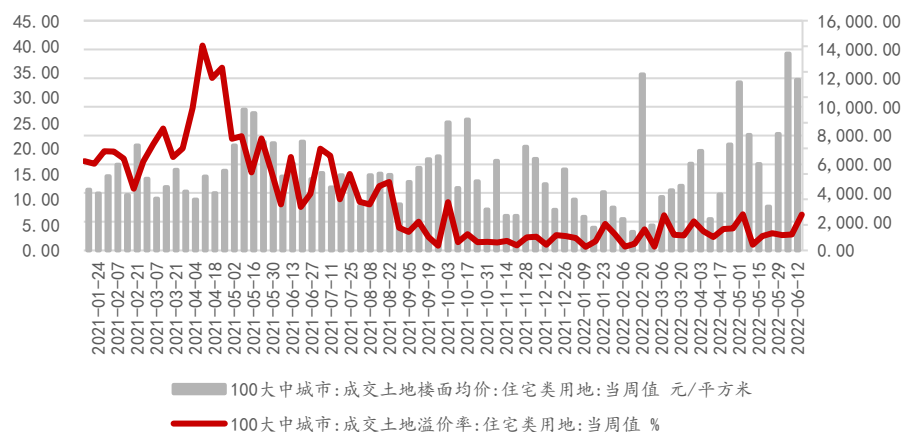
供给端有所收缩。土地市场供应与成交规模持续下降,今年以来全国100城住宅用地推出和成交量明显下降,溢价率处于低位。但从集中供地角度来看,根据中指研究院数据,土地推出规划建面和成交规模下滑,但是2022年首批集中供地整体流拍率和溢价率环比2021R3略有改善

图表18: 全国100城住宅用地推出与成交走势(万平方米)



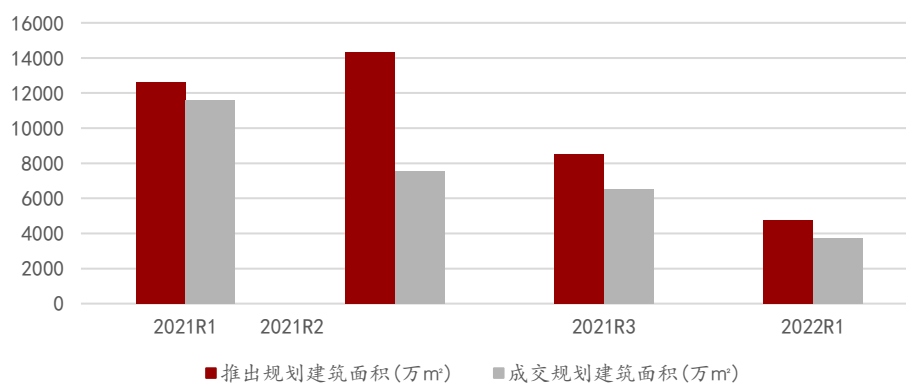
资料来源: wind, 万联证券研究所, 截止6月12日

图表19: 100中大城市住宅用地成交楼面价(右轴, 元/平)与溢价率(左轴, %)情况



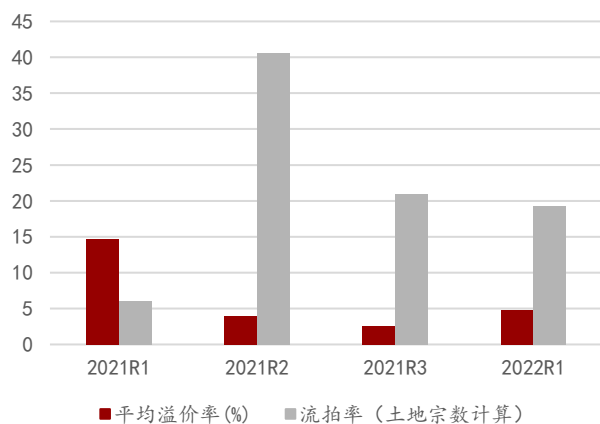
资料来源: wind, 万联证券研究所, 截止6月12日

图表20: 历次集中供地推出规划建面和成交建面整体情况

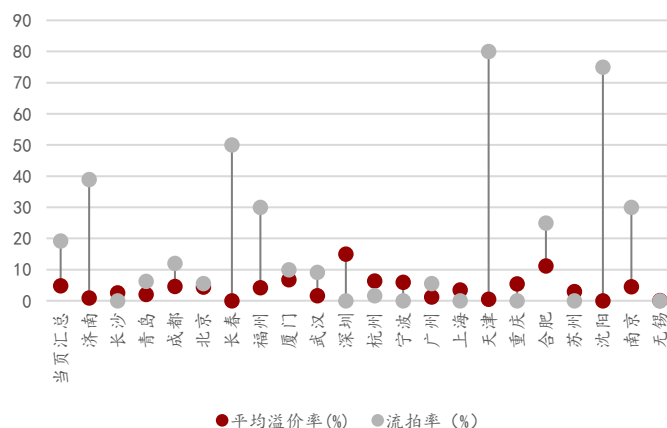


资料来源: 中指研究院, 万联证券研究所

图表21: 历次集中供地成交汇总情况 (%)



图表22: 2022年第一批集中供地成交溢价率和流拍率情况



资料来源: 中指研究院, 万联证券研究所

资料来源: 中指研究院, 万联证券研究所

供给收缩主要受经营性现金流和融资性现金流预期不佳所致。房地产开发企业到位资金增速持续回落, 2022年1-4月到位资金来源同比下滑23.6%, 其中国内贷款/自筹资金/定金及预收款/个人按揭同比分别-24.4%/-5.2%/-37%/-25.1%。

图表23: 开发资金来源累计与当月同比增速 (%)

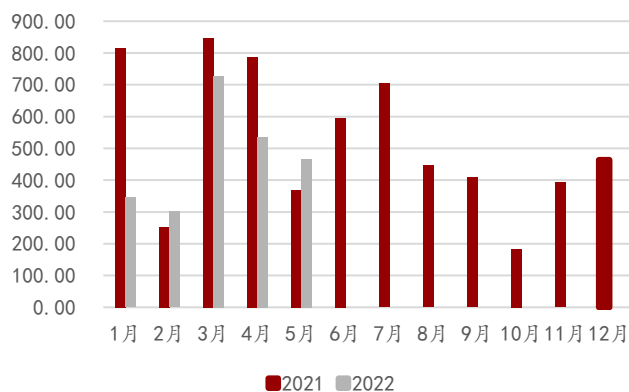


资料来源: wind, 万联证券研究所

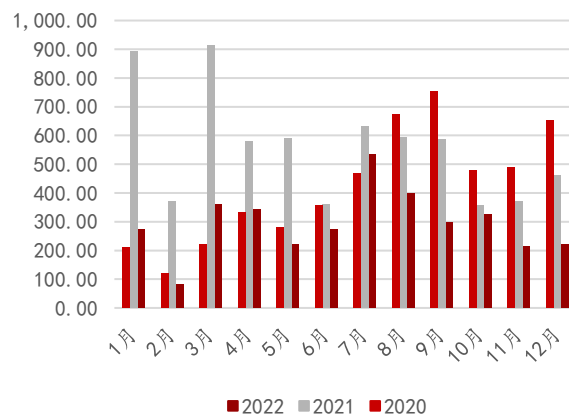
境内外发债规模5月已有所好转, 三季度仍面临较大的偿债压力。从境内债来看, 2022年5月房企境内发债规模同比已有所好转, 2022年相比2021年到期债务大幅下降, 但是总规模仍然较大, 2021-2022年房企境内债分别到期6,703和3,549亿元; 其中2022Q1-Q4分别到期718亿元、837亿元、1,231.36亿元、761.65亿元, 三季度迎来年内信用债偿债小高峰

图表24: 房地产企业境内债发行规模 (亿元)

: 2022年房企信用债到期规模情况 (亿元)



资料来源: wind, 万联证券研究所

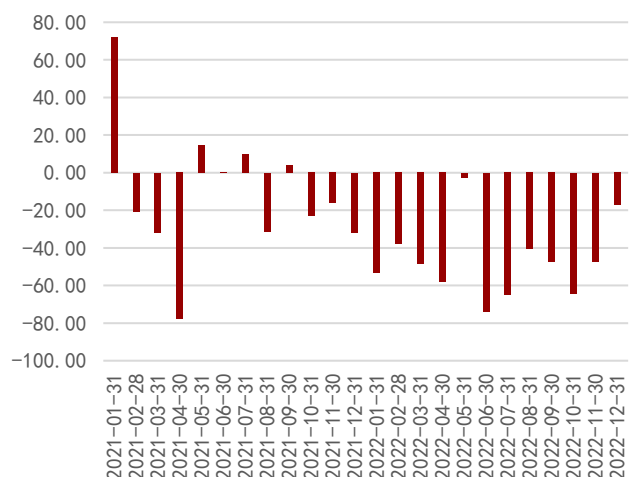


资料来源: wind, 万联证券研究所

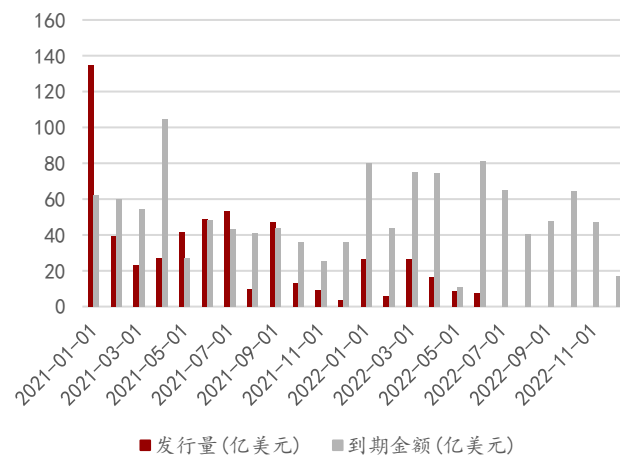
从境外债来看,受房企信用风险事件影响,今年房企境外融资规模进一步收缩,2022年1-5月境外净融资额为-200.20亿美元,去年同期为-43.20亿美元,由于近几年房企境内的股权融资和债权融资收紧,海外融资成为房企主要资金来源渠道之一,2017-2020年房企海外融资规模大幅提升。随着偿还期限逐渐到来,境外债还债偿还规模大幅提升,2022年房企境外债到期规模647.27亿美元,其中2022H1、2022H2境外债偿还额分别达到365.29亿美元、281.98亿美元(2021H1、H2分别为357.14亿美元、225.37亿美元),下半年的境外债到期规模环比下降,但规模维持在相对高位,偿债压力仍然较大。

图表26: 房地产行业资离岸债净融资额或下半年到期量(亿美元)

图表27: 房地产行业资离岸债发行量与到期金额(亿美元)



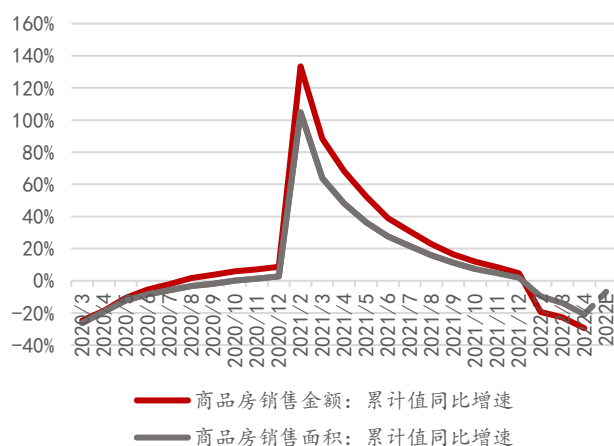
资料来源: wind, 万联证券研究所



资料来源: wind, 万联证券研究所

供需两端信心不足导致当前商品房销售市场表现较弱,尽管今年以来房地产行业利好政策持续出台,但是疫情扰动下一定程度影响了政策效果,我们预计随着疫情好转,政策宽松持续下,政策效果会逐渐显现。2022年4月末,商品房销售数据连续9期单月数据同比增速下滑。2022年1-4月销售面积和销售金额同比分别下滑20.9%和29.5%。

图表28: 销售面积与销售金额累计同比增速 (%)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表29: 销售面积与销售金额当月同比增速 (%)



资料来源: wind, 万联证券研究所

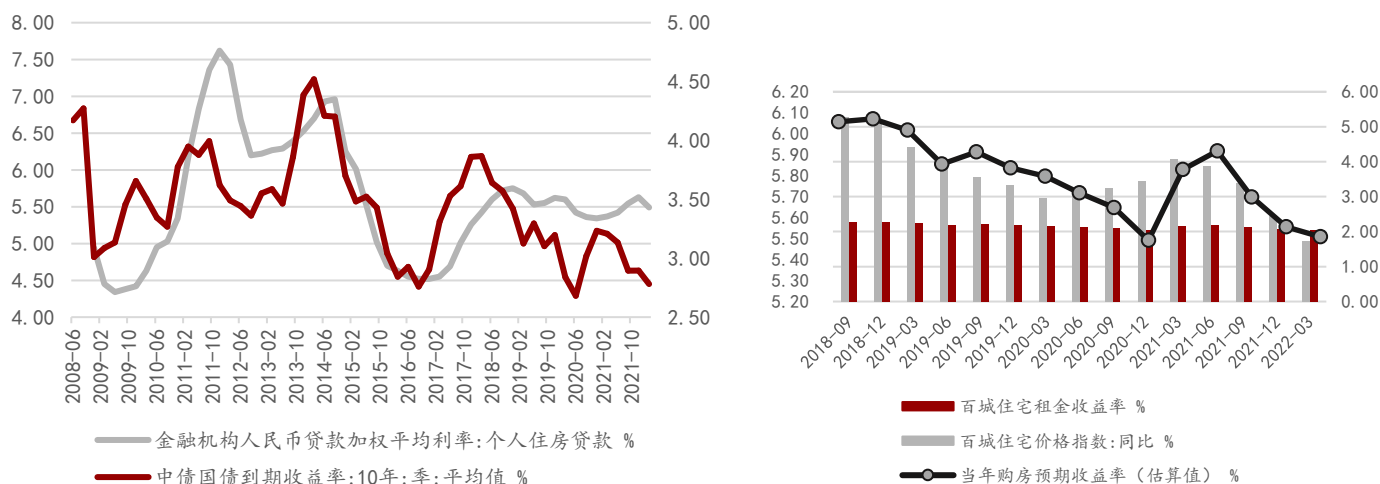
3.3 供给收缩与需求观望的现状如何破局?

需求端放松政策持续, 房贷利率持续下调有利于提升房产在居民财富配置相对价值, 推动销售回暖。房屋兼具投资属性和居住属性, 本轮房地产调控的核心去金融化, 抑制房屋的投资属性, 今年以来房贷利率持续下调, 当前央行首套房贷款利率下限已经下调至4.25%, 突破了2009年以来实际房贷利率水平。而今年以来理财产品收益率下行, 股市以及债市表现欠佳, 均一定程度造成居民陷入资产荒, 进而导致今年出现居民中长期贷款负增加的现象。从资产配置的角度来看, 房贷利率下调有利于提升房产在居民财富配置相对价值。

我们认为因城施策下的需求端改善政策会持续, 另一方面房贷利率仍有进一步下调空间, 政策的叠加下有望逐渐改善需求端的观望情绪。我们认为多方面因素支持房贷利率进一步下调, 2022年一季度房贷利率为5.49%, 与监管最低下限仍有1.24pct差值, 向下调整空间仍然较大。其次, 从十年期国债收益率与房贷利率走势来看, 个人房贷利率相对滞后于十年期国债收益率表现, 后续预计会进一步下调。再次, 2020年疫情影响下货币政策宽松周期开启导致政策利率持续下调, 一般贷款利率持续低于个人住房贷款利率, 在2020年以前一般贷款利率持续高于住房贷款利率的, 以一般贷款利率为参照, 房贷利率依然有较大的下行空间, 房贷利率下行有利于改善居民观望情绪, 有利于提振购房者入市信心。

图表30: 房贷利率 (左轴) 与10年期国债收益率 (右轴)

图表31: 百城住宅收益率估算

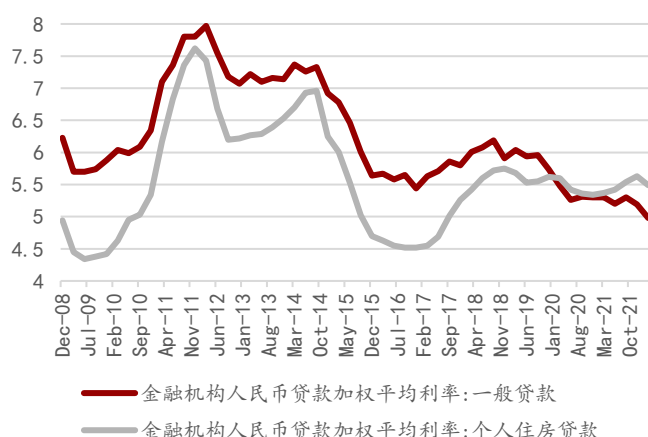


资料来源: wind, 万联证券研究所

资料来源: wind, 万联证券研究所, 其中当年购房预期收益率(估算值)以30%首付比例, 当年的百城住宅租金收益率, 百城住宅价格指数, 房贷利率水平进行估算。

图表32: 个人房贷利率高于一般贷款利率(%)

图表33: 今年以来权益市场和债券市场表现不佳

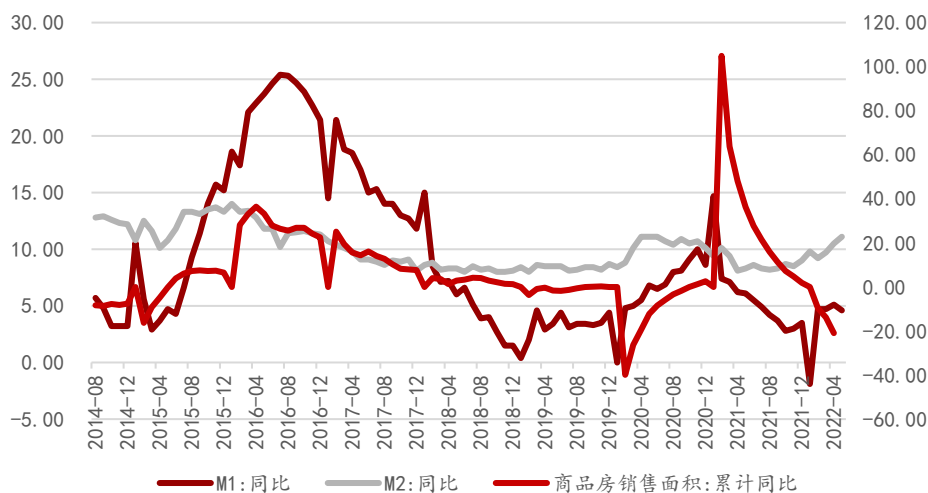


资料来源: wind, 万联证券研究所

资料来源: wind, 万联证券研究所

融资端利好政策持续推进, 融资性现金流改善以及销售端的逐渐修复将驱动房企推盘量的提升, 并正向作用于销售端。我国货币政策维持“以我为主”, 在海外货币政策收紧的情况下, 依然维持了较为宽松的资金面环境, 但由于地产信用风险的持续释放, 2021年四季度以来商品房销售面积增速与M2的增速出现明显的背离, 资金面以及政策环境的向好均将有助于销售端的修复。今年以来关于并购贷以及支持民营房企融资等政策持续推出, 尽管并购贷从实际效果看并不理想, 但是托底企业融资的政策方向已经确立。2022年4月中共中央政治局提及“……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, 优化商品房预售资金监管、促进房地产市场平稳健康发展。”这也是第一次在政治局会议上提及“优化商品房预售资金监管”, 后续相关改善性政策仍可期待。此外, 近期头部民营房企龙湖集团、碧桂园、美的置业等均成功在发债中应用了信用保护工具, 预计后续对于支持房企融资的相关创新金融工具仍然值得期待。

图表34: 销售面积增速与M1/M2增速对比(%)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表35: 房企并购贷与融资等相关支持性政策汇总

时间	部门或文件	主要内容
2022/1/5	福建南平《关于印发促进我市房地产市场平稳健康发展十条措施的通知》	适当调整商品房预售资金的监管办法, 对信用评级为 AAA 的房地产开发企业或控股公司 (母公司) 可凭银行担保函, 抵顶不高于担保函额度的预售监管资金, 抵顶额度不高于重点监管资金的 50%。
2022/1/18	山东烟台《关于对烟台市 2020 年度守信房地产开发企业实施激励措施的通知》	对信用等级为 AAA 级开发企业, 商品房预售监管资金留存比例降低 5 个百分点 (工程单体施工结束的不予减免); 对信用等级为 AA 级开发企业, 商品房预售监管资金留存比例降低 3 个百分点 (工程单体施工结束的不予减免)。
2022/1/24	央行企业管理部	准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度。坚持“房子是用来住的, 不是用来炒的”定位, 加强预期引导, 支持房地产企业合理融资需求, 更好满足购房人合理住房需求, 加大住房租赁金融支持, 促进房地产业良性循环和健康发展。
2022/1/26	金融管理部门	近日金融管理部门召集几家全国性资产管理公司 (AMC) 开会, 研究资产管理公司参与风险房地产企业的资产处置、项目并购及相关金融中介服务。
2022/2/11	《全国性商品房预售资金监管办法》	全国性的商品房预售资金监督管理办法出台, 明确预售资金监管系“重点额度监管”, 在保障项目竣工所需的额度之外, 超出部分可以由房企提取自由使用。
2022/3/2	银保监会	中国银行保险监督管理委员会主席郭树清表示, 2021 年重点领域金融风险持续得到控制, 宏观杠杆率下降大约 8 个百分点, 金融体系资产扩张恢复到较低水平, 房地产泡沫化、金融化势头得到扭转。消费投资较为缓慢, 不能采取大水漫灌的方法扩大货币政策。
2022/3/16	银保监会	积极推动房地产行业转变发展方式, 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, 促进房地产业良性循环和健康发展。
2022/3/16	证监会	继续支持实体经济合理融资, 积极配合相关部门有力有效化解房地产企业风险。

2022/3/16	外汇管理局	配合有关部门促进房地产市场、平台经济健康稳定发展。及时回应市场关注的热点问题，稳定市场预期，共同维护资本市场平稳运行。
2022/3/16	央行	货币政策要主动应对，新增贷款要保持适度增长，大力支持中小微企业，坚定支持实体经济发展，保持经济运行在合理区间。坚持稳中求进，防范化解房地产市场风险，稳妥推进并尽快完成大型平台公司整改工作，促进平台经济健康平稳发展，提高国际竞争力。
2022/3/16	国务院金融委	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。
2022/3/24	东莞《关于调整商品房预售转现售合同文本有关事宜的通知》	自 2022 年 4 月 1 日起，对房地产开发企业取得商品房预售许可证的房地产项目，在完成不动产首次登记(确权)且东莞市房产交易平台可获取到不动产实测权籍数据后，直接转现售签约。
2022/4/8	昆明《关于 2022 年稳增长的若干政策措施》	加大对保障性住房建设支持力度。加强房地产市场和企业运行监测，主动防范化解潜在风险。
2022/4/11	证监会、国资委、全国工商联《关于进一步支持上市公司健康发展的通知》	坚持“房住不炒”，依法依规支持上市房企积极向新发展模式转型，加强自身风险管理，密切关注市场形势和行业变化，严格防范、妥善化解各类风险，促进房地产行业良性循环和健康发展。
2022/4/19	央行、银保监会	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，执行好房地产金融宏观审慎管理制度，区分项目风险与企业集团风险，不盲目抽贷、断贷、压贷，保持房地产融资平稳有序。要按照市场化、法治化原则，做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融服务。
2022/4/28	广东《广东金融支持受疫情影响企业纾困和经济增长行动方案》	明确指出，促进房地产市场平稳健康发展。做好房地产企业风险处置项目并购金融服务，鼓励金融机构加大对优质房地产项目的支持力度，按照市场化、法治化原则支持“保交楼”。支持金融机构为重点房地产企业风险处置项目出让、兼并收购提供债券发行、融资顾问等服务。鼓励优质房地产企业发行公司信用类债券，募集资金用于风险处置项目的兼并收购。完善金融与房地产良性循环发展的长效机制。
2022/4/29	中共中央政治局	有效管控重点风险，守住不发生系统性风险底线，要坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位，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，优化商品房预售资金监管、促进房地产市场平稳健康发展。
2022/5/4	深交所《关于支持实体经济若干措施的通知》	支持房地产企业合理融资需求。支持房企正常融资活动，允许优质房企进一步拓宽债券募集资金用途，鼓励优质房企发行公司债券兼并收购出险房企项目，促进房地产行业平稳健康发展。
2022/5/5	上交所	继续做好服务实体企业发展工作，服务好民营房地产企业的合理融资需求，推动扩大基础设施 REITs 试点范围，合理把握 IPO 和再融资常态化。
2022/5/21	交易所	碧桂园、美的置业、龙湖三家“示范房企”采用“债券+信用保护工具”的方式，在交易所市场成功发行公司债，系首批民营房企信用保护工具落地。
2022/5/19	银川《关于促进银川市房地产业良性循环和健康发展的实施意见》	对开发商前期资金使用约束进行了一定程度的松绑，将土地竞拍保证金最低比例下调至挂牌起始价的 50%。鼓励金融机构对受困企业贷款展期、续贷。
2022/5/23	安徽《关于金融助企纾困发展的若干措施》	围绕支持房地产开发企业合理融资需求，加大房地产开发贷款投放，稳妥开展房地产项目并购贷款业务。

资料来源：公开资料整理，万联证券研究所

图表36: 民营房企成功应用信用保护工具进行发债（亿元）

房企名称	债券简称	发行规模	保护工具	工具提供机构
龙湖	龙湖供应链 ABS	4.02	信用保护凭证	中证金融、中信证券
	22 龙湖 03	5	信用保护合约	中证金融、中信证券
碧桂园	22 碧地 01	5	CDS	中证金融、中信建投
美的置业	22 美置 01	10	CDS	中证金融、国泰君安
新城控股	22 新城控股 MTN001	10	信用风险缓释凭证 (CRMW)	上海银行、中债信用增进公司

资料来源：wind，万联证券研究所

展望2022年下半年房地产销售，我们预计随着疫情扰动减弱，在“稳增长”的背景下，供需两端政策持续发力，下半年房地产销售将得到一定程度修复，由于今年上半年表现不及预期，我们预计全年销售增速将弱于我们之前年度策略报告的判断，但考虑去年下半年基数较低，全年下滑幅度或将收窄至10%左右。正如我们前面所述，今年以来房地产行业政策持续改善，但是以房住不炒为前提因城施策推进，高能级城市的政策出台较为谨慎，一定程度压制购房者对未来房价上涨预期。另一方面，房地产行业中长期需求是有支撑的，疫情的反复对政策效果形成短期扰动，致使政策效果延后，当前核心城市疫情防控效果已经显现，预计下半年随着行业宽松政策的叠加，销售端有望迎来修复。但是由于商品房市场总量需求规模有所下降，以及高能级城市政策偏谨慎等因素影响下，预计销售端恢复高度或不及前几轮市场表现。

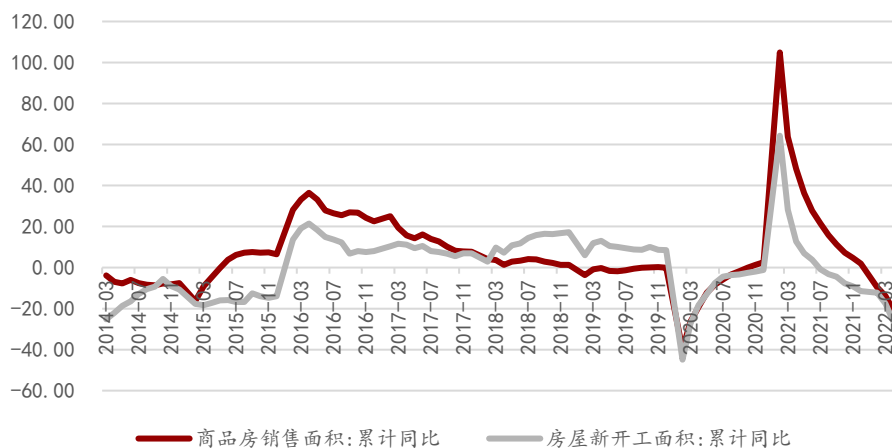
4 2022 年下半年施工端与投资端压力仍较大

4.1 开竣工：预计开竣工修复明显滞后于销售端

新开工面积持续12期单月数据下滑，竣工面积今年以来下滑幅度持续扩大。1-4月新开工面积同比下降26.3%，连续12期单月数据负增长，新开工面积下滑幅度处于除2020年疫情外的历史低位，1-4月竣工面积同比下降11.9%。

房地产供给修复预计以销售修复为前提，基于我们前面对于下半年销售端的判断，我们预计下半年开竣工相较于当前会有一定程度的修复，但是将明显晚于销售端的修复。上半年房屋开竣工数据下滑幅度超出我们年初判断，对2022年全年开竣工增速进行了下调，预计2022年新开工接近20%的下滑幅度，竣工端亦有大个位数的下滑。

图表37: 销售面积与新开工面积累计同比增速对比（%）



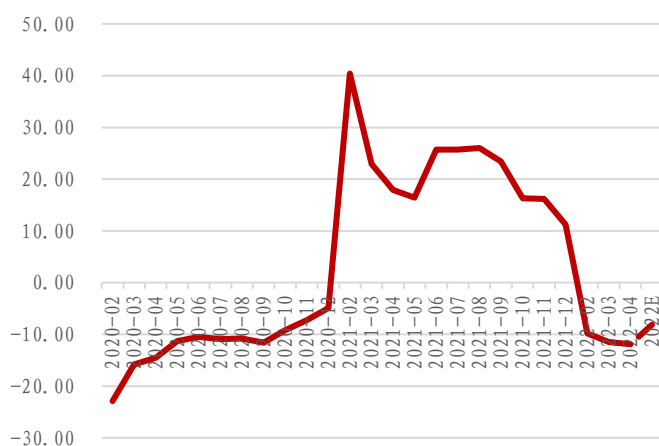
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表38: 房屋新开工面积累计同比增速 (%)



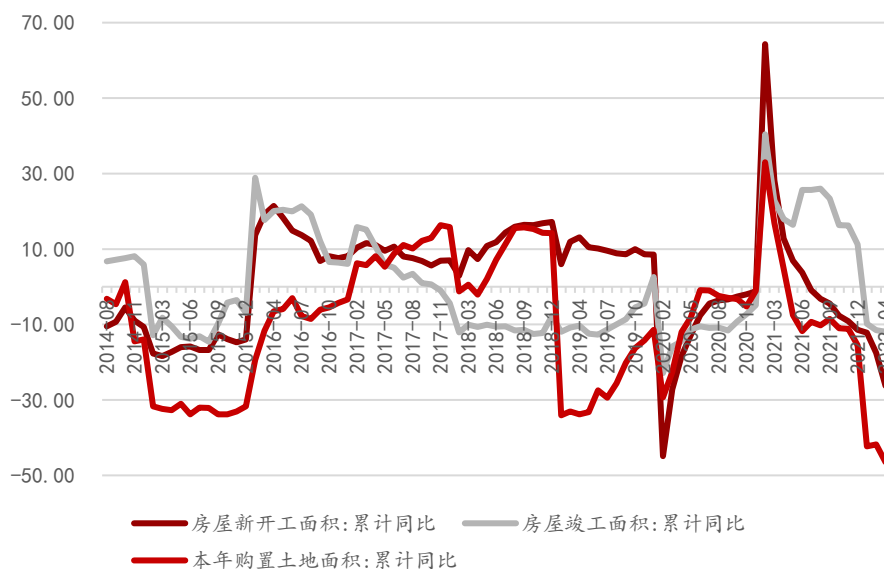
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表39: 房屋竣工面积累计同比增速 (%)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表40: 开竣工面积与土地成交面积累计同比增速情况 (%)

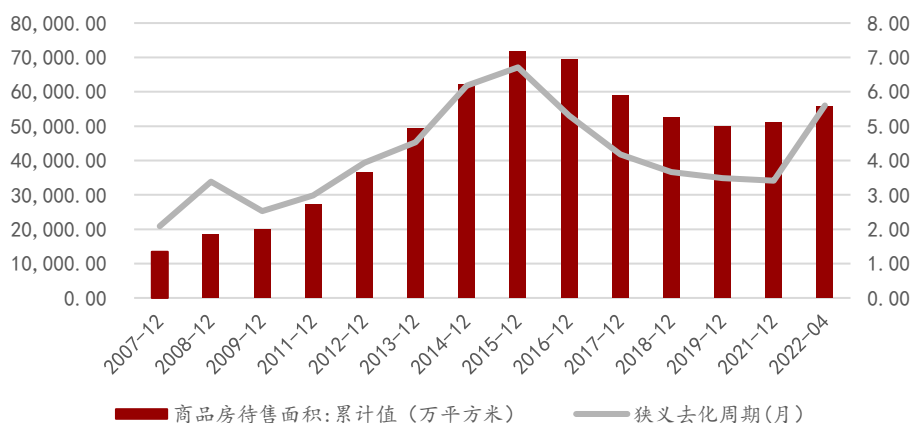


资料来源: wind, 万联证券研究所

4.2 库存: 待售面积被动增加, 广义库存维持稳定

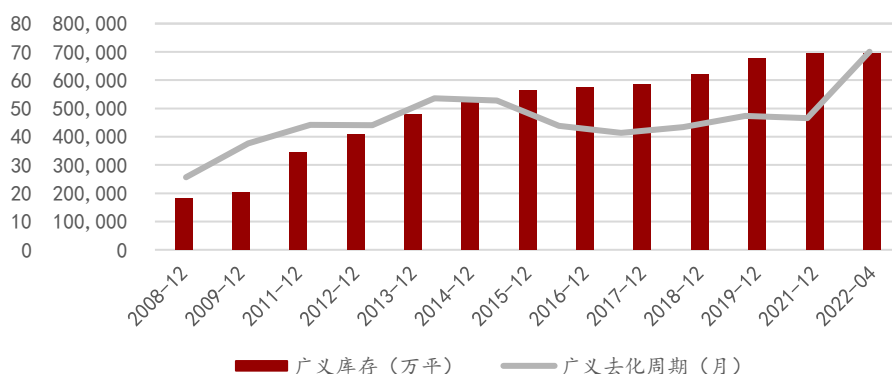
过去几年, 我国待售商品房面积处于下降趋势, 主要是房企高杠杆高周转模式下, 新开工与竣工剪刀差拉大, 由于销售表现不佳, 狭义和广义去化周期均有抬升。

图表41: 历年年末商品房待售面积 (左轴) 与狭义去化周期 (右轴)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表42: 广义去化周期 (左轴, 万平) 与广义库存 (右轴, 月)



资料来源: wind, 万联证券研究所, 广义去化周期为 (累计新开工面积-累计商品房销售面积) / 当年月均商品房销售面积

4.3 投资: 房地产投资增速下滑

今年上半年在疫情扰动下投资增速明显回落。今年上半年开竣工、土地投资增速均延续下滑趋势, 投资增速下滑幅度扩大, 1-4月房地产投资累计同比下滑2.7%, 4月单月投资增速下滑10.1%, 土地购置面积下滑幅度创历史新低, 房地产竣工面积与销售面积剪刀差仍维持高位, 竣工周期延续以及保障性租赁住房获政策扶持下2022年对年房地产投资形成一定支撑, 但受制于土地市场低迷、房企资金压力等因素, 预计下半年房地产开发投资增速表现较弱。

图表43: 房地产开发投资累计同比增速 (%)



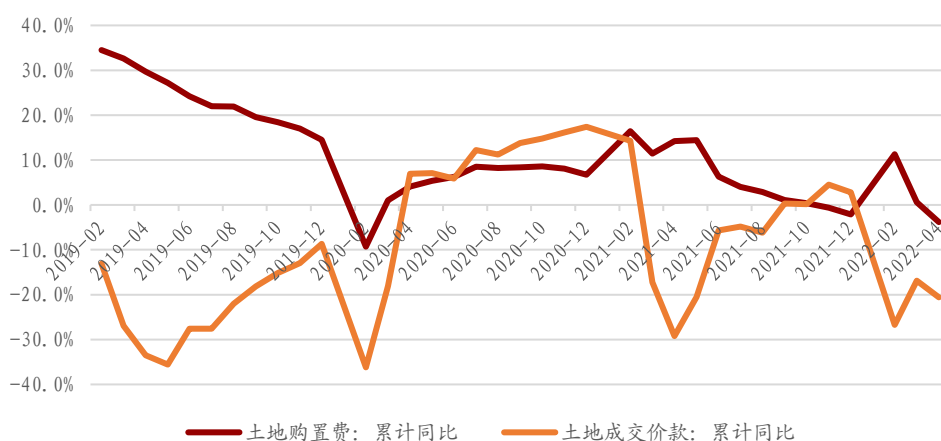
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表44: 房地产开发投资当月同比增速



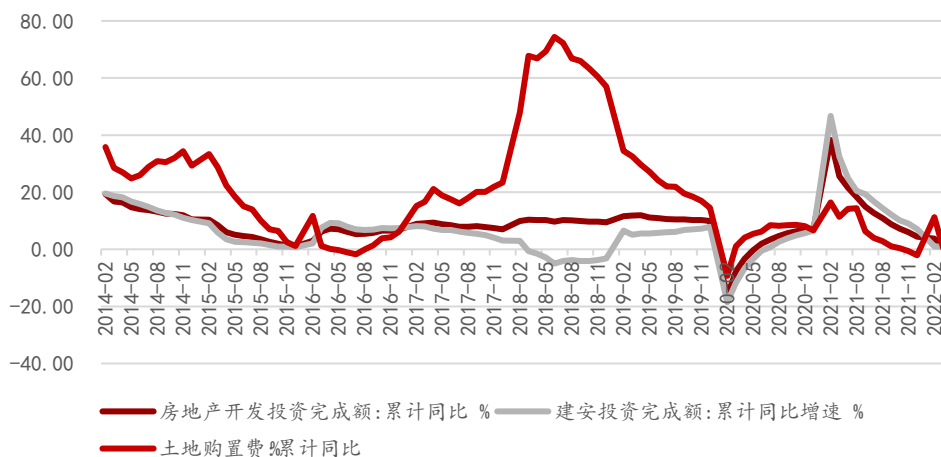
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表45: 土地购置费与土地成交价款累计同比增速 (%)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表46: 2014年以来房地产开发投资额、土地购置费和建筑工程投资同比增速



资料来源: wind, 万联证券研究所

5 行业加速出清，竞争格局优化，优质房企或享受 α 效应

5.1 行业供给侧收缩，为优质房企腾挪空间

2021年下半年以来房地产市场骤然降温，多家房企信用风险持续暴露，房地产行业供给侧收缩，在总量需求仍可维持一定规模的水平下，在行业低谷中积蓄力量的优质房企有望实现显著优于行业的表现。我们统计了部分出现违约风险或存在流动性压力债券展期房企2021年在全国商品房销售市场份额情况，销售面积和销售金额口径下合计占全国比重分别为12.5%和15.4%，随着出险房企逐步收缩规模，优质房企有望提升自身的市场份额。

图表47：违约主体2021年市场份额情况

	操盘面积（万平）	操盘金额（亿元）
花样年控股	218.0	301
融创中国	3972.5	5,677.20
富力地产	934.80	1,182.60
中国恒大	5337.1	4356.3
中国奥园	920.60	981.60
荣盛发展	1,092.90	1,230.30
华夏幸福	97.08	281.68
中南建设	1,351.80	1,824.10
阳光城	1,011.00	1,617.50
蓝光发展	505.80	465.62
新力控股集团	376.50	570.60
世茂集团	1227.5	2160.7
佳兆业集团	781.60	1,047.40
当代置业	465.90	827.30
龙光集团	934.20	1,588.20
中梁控股	1,053.90	1,237.00
绿地控股	2,205.90	2,757.90
合计	22487.1	28107.0
占比全国比重	12.5%	15.4%

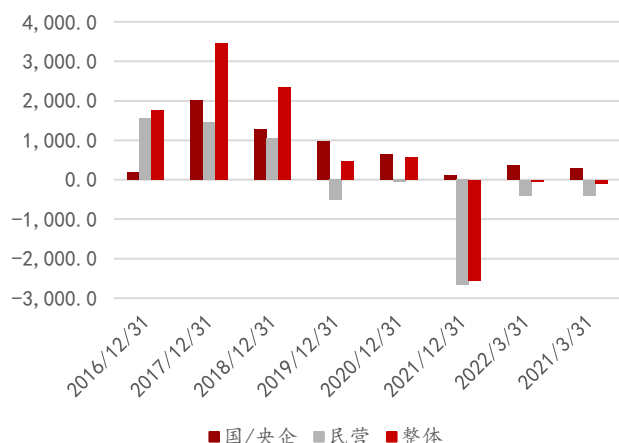
资料来源：CRIC，万联证券研究所

5.2 当前环境下高信用房企具有更大优势

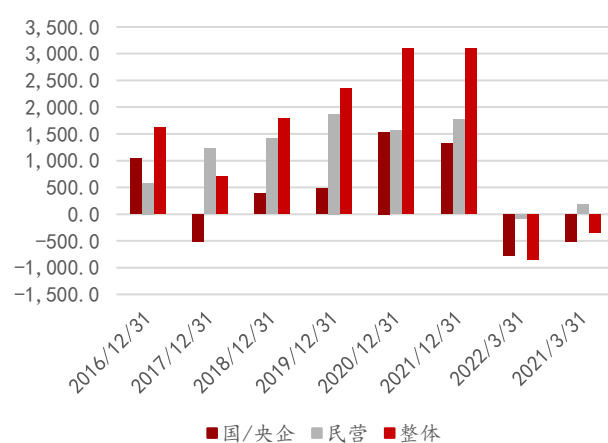
行业资源向具有融资优势的高信用房企倾斜。在政策调控持续以及行业基本面下行下，房企拿地趋于更加谨慎，而具有融资优势、经营稳健的房企会更具优势。从我们统计的A股主要房企经营性现金流量净额来看，在销售承压下，2022年一季度房企经营现金流明显弱于去年同期；从筹资性现金流量净额来看，国/央企表现出更强的融资能力，在2021年以及2022年一季度均保持资金正流入的状态，高信用类房企在行业风险持续暴露中体现出了更强的融资优势，良好的融资能力无论是对公司后续的投资还是对销售均形成正向反馈。

图表48：A股房企经营性现金流量净额（亿元）

图表49：A股房企筹资性现金流量净额（亿元）

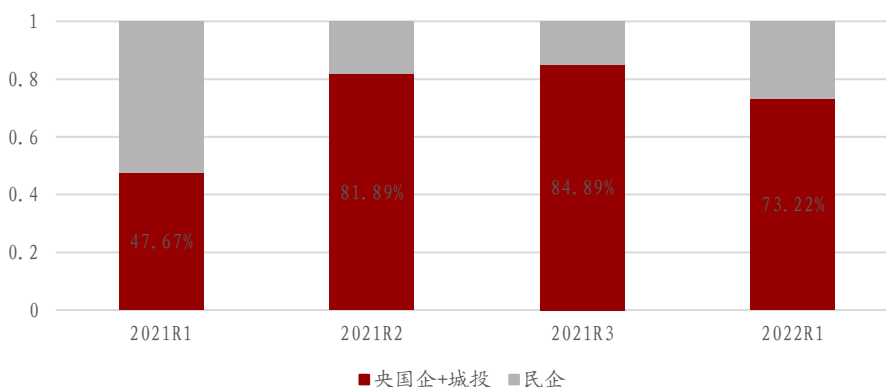


资料来源: wind, 万联证券研究所



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表50: 集中供地以来国企央企拿地金额占比情况



资料来源: 公开资料整理, 万联证券研究所, 以长沙、成都、广州、杭州、合肥、南京、厦门、苏州、天津九城2021年以来的四次集中供地成交情况统计。

5.3 “三道红线”持续推进, 具有高质量运营基础的房企更易转型

“三道红线”政策持续推进, 房企着力满足监管要求, 从“三道红线”政策实施以来房企逐渐降低杠杆, 绿档房企数量逐渐增多, 房地产行业过去奉行的高杠杆高周转模式未来将难以为继, 房地产去金融化、去杠杆趋势不可逆转, 倒逼房企向高质量运营模式转变。房企未来将从粗放式运营模式转向精细化运作, 具有高质量运营基础的房企在转型中更具优势。

图表51: A股125家房地产开发(申万行业分类)企业“三道红线”情况

	2020	2021H1	2021H2
红档	18.0	18.0	19.0
橙档	19.0	17.0	19.0
黄档	49.0	47.0	40.0
绿档	39.0	43.0	47.0
合计	125.0	125.0	125.0

资料来源: wind, 万联证券研究所

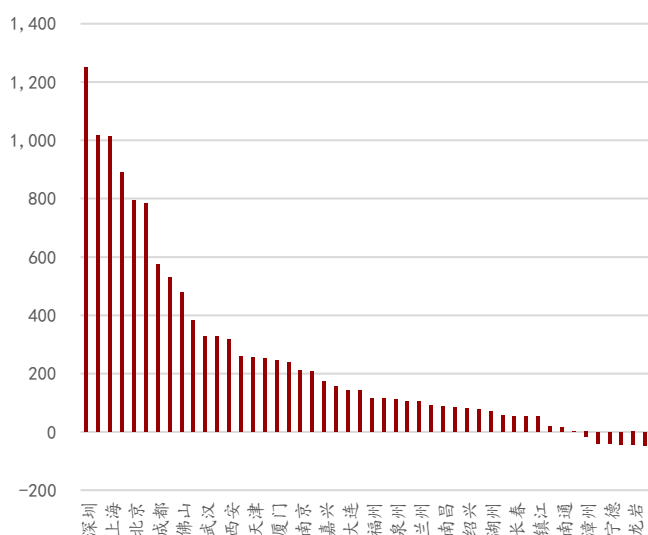
聚焦居住属性, 生产满足消费者需求的高质量产品: 根据各地购房者需求, 差异化进

行商品房建设，聚焦房地产居住属性，满足购房者切实的需求，逐渐走向需求主导的市场。

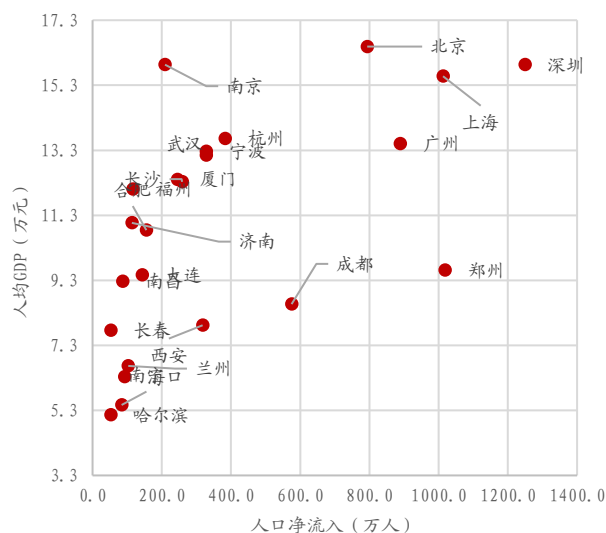
5.4 布局高能级城市房企优势更加凸显

人口流动是购房需求产生的基础，随着经济发展，大都市圈效应逐渐增强，城市间需求分化，人口净流入的城市将持续受益，房企的布局亦会更加精细，围绕市场变化调整投资策略，在人口净流入城市有一定基础的房企将持续受益。

图表52: 2020年各城市人口净流入城市情况 (万人)



图表53: 2020年各城市人均GDP与人口净流入情况



资料来源: wind, 万联证券研究所, 人口净流入量以2020年各城市总人口-户籍人口计算所得;

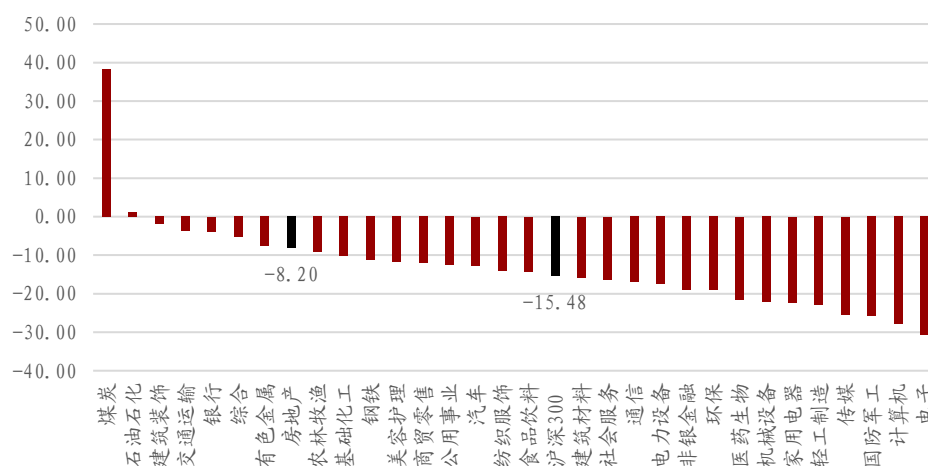
资料来源: wind, 万联证券研究所

6 政策仍是房地产板块的重要驱动因素

6.1 2022H1 房地产行业相对收益显著

2022年以来随着房地产行业政策的边际改善,板块整体表现优于大盘,相对收益显著。截止2022年6月9日,房地产行业(申万一级行业)下跌8.2%,沪深300下跌15.48%。

图表54: A股申万一级行业2022年以来市场涨跌幅情况 (%)

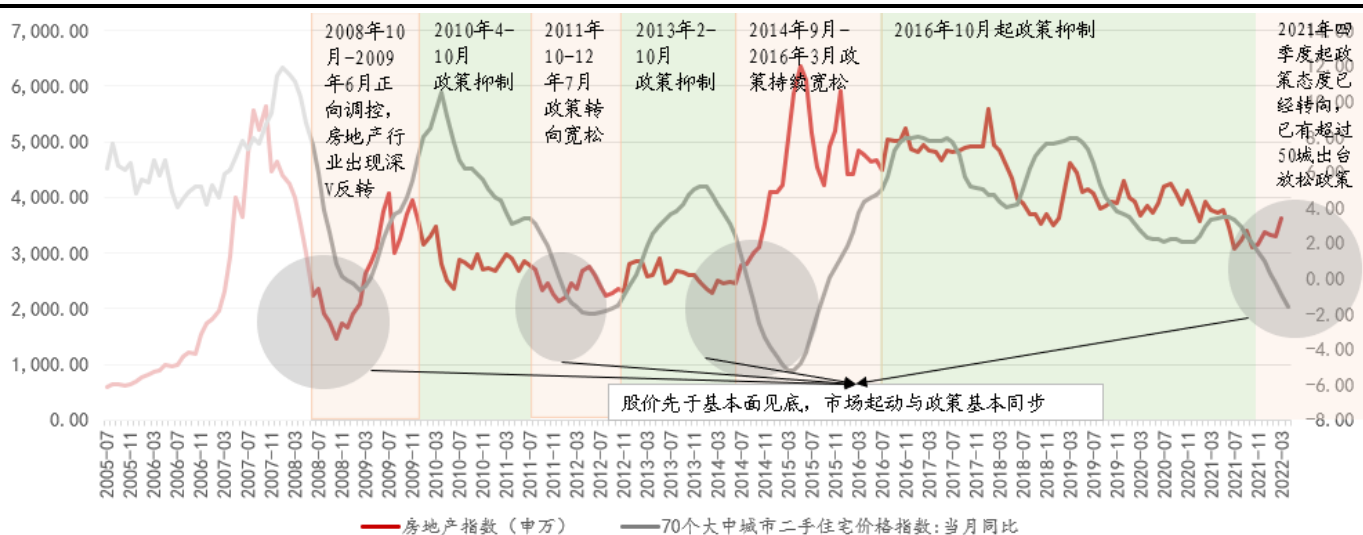


资料来源: wind, 万联证券研究所, 截止2022年6月9日。

6.2 政策仍是房地产行业股价的主要驱动因素

尽管此轮周期中房地产行业发生了巨大变化，周期性逐渐弱化，但是我们对过去15年房地产板块的市场表现进行复盘，仍可发现，政策仍是房地产板块的核心驱动因素，在2021年9月份央行提出“两维护”后，房地产行业的政策持续改善，板块的市场表现也明显优于大盘，领先于基本面。

图表55: 房地产指数（左轴）历史复盘、70个大中城市二手住宅价格指数（右轴，%）

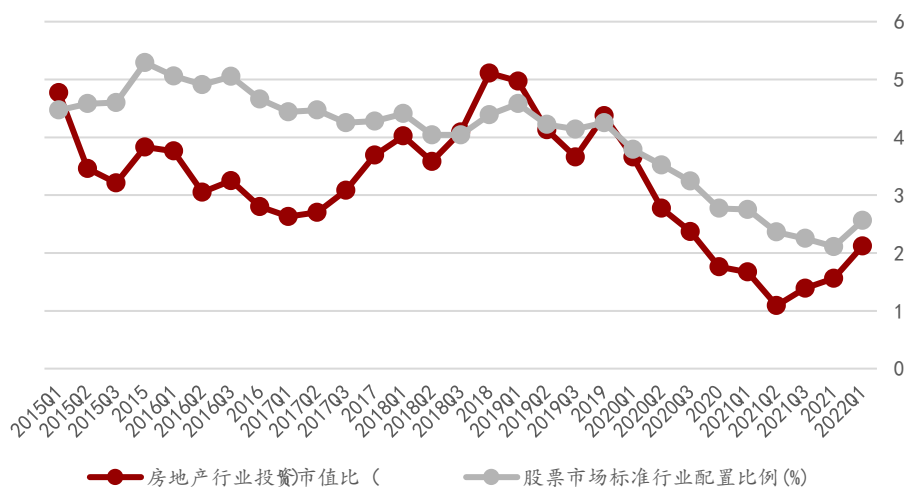


资料来源: wind, 万联证券研究所

6.3 基金重仓配置比例有所回升，但仍处于低位

基金重仓配置比例持续回升，但仍处于低位。2021年房地产行业基金重仓配置比例为1.56%，低于标准配置比例0.54pct，环比+0.2pct。2022年一季末房地产行业基金重仓配置比例为2.12%，低于标准配置比例0.45pct，环比+0.6pct。

图表56: 房地产行业基金重仓配置情况 (%)



资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

公司持仓普遍回升，央/国企背景等高信用公司获得持续明显增持，如保利发展、金

地集团、招商蛇口等；部分民营房企在2022年一季度也获得增持，如金科股份、中南建设等。保利发展持仓总市值仍居于房地产行业基金重仓持股首位，万科在2022年一季度遭减持。

图表57：2022一季末基金重仓持有A股房地产行业主要个股情况（%）

	2022 年一季末	季报持仓变动(万股)			持股占流通股比变动情况(%)		
名称	持股总市值(万元)	2022Q1	2021 年	2021 三季	2022Q1	2021Q4	2021Q3
保利发展	2986861.81	34145.07	21676.46	55,461.41	2.85	1.81	4.64
万科 A	1500610.29	-3408.11	10653.05	10,599.66	-0.35	1.08	1.09
金地集团	930689.1	14757.42	28267.99	10,093.44	3.27	6.26	2.24
招商蛇口	684487.2	7195.51	21856.93	11,144.58	0.91	2.75	1.41
万业企业	75686.99	-5058.75	2590.54	5,840.17	-5.28	2.7	6.1
新城控股	234500.81	3713.15	407.03	-84.42	1.64	0.17	-0.03
华侨城 A	162394.97	1063.6	5601.86	5,756.57	0.15	0.8	0.81
金科股份	103145.07	9638.8	-5681.87	-1,082.25	1.82	-1.1	-0.21
中南建设	9782.64	677.21	-9704.01	-8,385.71	0.18	-2.54	-2.2
绿地控股	69080.08	1323.01	2001.58	201.46	0.1	0.16	-0.02
上海临港	46259.25	158.29	359.98	207.22	0.11	0.24	0.15
陆家嘴	23924.54	2053.59	-2103.32	195.77	0.7	-0.72	0.07
阳光城	3683.6	-2145.35	-1971.96	-2,225.39	-0.53	-0.49	-0.55
滨江集团	24924.12	2336.46	22.2	409.23	0.87	0.01	0.15
荣盛发展	2355.64	419.55	-407.1	-40.62	0.11	-0.1	-0.01
华发股份	129884.03	4288.11	13347.51	316.65	2.03	6.31	0.15
中国国贸	158.92	-220.94	109.92	26.29	-0.22	0.11	0.03

资料来源：wind，万联证券研究所

7 板块估值与投资建议

投资建议：房地产行业在我国经济中具有重要地位，房地产行业的稳定是“稳增长”的重要方面，当前行业处于供给收缩、需求观望状态，预计下半年政策宽松力度仍会持续加码，逐渐扭转当前供求观望状态，我们认为行业市场竞争格局将在风险出清中逐渐优化，优质房企或将走出 α 行情。建议关注（1）基本面表现较好的物业管理公司；（2）具有央企/国企背景的高信用优质房企；（3）拥有优质持有型物业或转型类企业，或有效形成“开发类+”的良性资金循环的房企。

图表58：A股房地产板块主要个股估值情况（%）

证券简称	对应 2022 年市盈率	近十年历史分位数(%)	股息率(%)
万科 A	8.2	53.8	7.0
保利发展	6.4	32.2	4.7
绿地控股	6.3	47.3	6.3
金地集团	5.2	19.6	6.0
万业企业	34.1	91.9	0.6
金科股份	3.1	13.1	16.5
中南建设	47.8	0.0	17.9
滨江集团	6.6	26.2	0.0
首开股份	9.7	99.2	8.5

华发股份	4.2	6.5	6.7
招商蛇口	9.0	38.4	5.1
新城控股	4.2	4.6	8.4

资料来源: wind, 万联证券研究所, 截止2022年6月12日

风险因素: 行业基本面持续快速下行、政策放松不及预期、行业信用风险超预期等。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场