

房地产行业2022年中期投资策略

静待管理红利释放，关注基本面修复

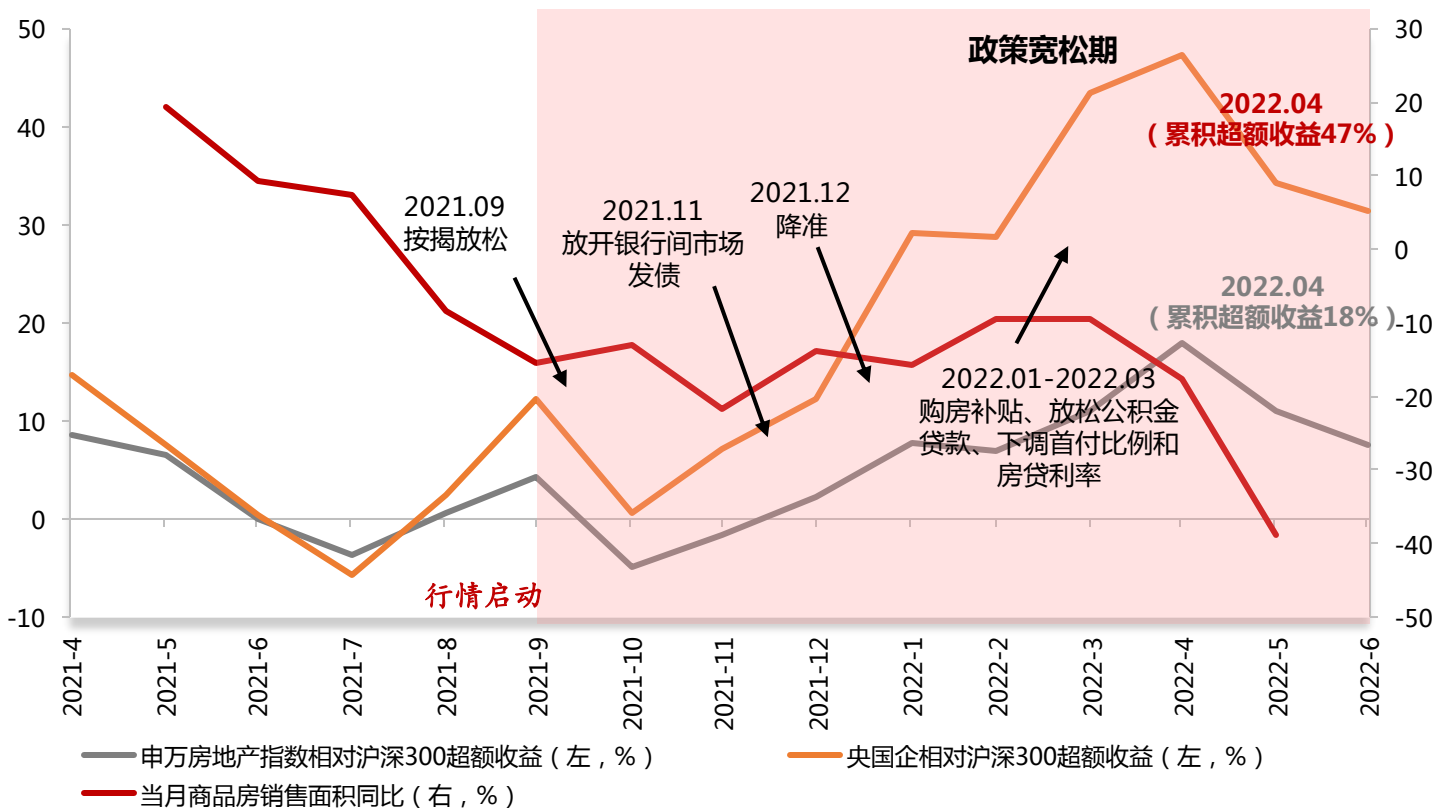
西南证券研究发展中心
房地产研究团队
2022年6月

- **销售：销售企稳信号明确，低基数效应下7月有望好转。** 2022年5月商品房销售面积1.1亿方，同比-32%，降幅较上月收窄7pp，销售额1.1万亿元，同比-38%，降幅较上月收窄9pp，32城7日移动平均销售面积自6月初开始呈现明显上升趋势。回暖原因一方面是近期政策刺激作用开始显现，另一方面也受节假日（五一及端午节）期间促销活动及推盘力度加大的拉动。但部分城市数据中包含非市场性因素（疫情等），市场并未发生本质转变。目前购房者仍普遍存在能否安全交房、房价是否下跌、月供偿还能力不足等担忧，预计下半年仍处于筑底企稳阶段。全年销售面积预计在15%-25%左右，从供应量来看，去年集中供地的2亿多平方可能会延后至三四季度集中上市，另一方面去年7月份后市场开始下行，低基数效应下跌幅有望进一步收窄。
- **土地：土拍市场低迷，国央企拿地占比超七成。** 与2021年第三轮土拍相比，2022年首轮供地土地溢价率有所提高，但整体仍处于低位，仅深圳、合肥、厦门、杭州、宁波等少数城市土地溢价率超过5%。首批土拍城市中天津和济南的流拍率高达83%和47%，仅少数城市未出现流拍，城投托底依然明显。土拍市场冷热分化，国央企是拿地主力，2022年1-5月份，全口径金额TOP50企业拿地金额中，国央企占比高达74%，国央企是拿地主力。房企拿地规模整体下降幅度大，从1-5月拿地金额TOP100房企来看，百强房企拿地数量仅占到34%。
- **资金：房企融资规模缩减，6-8月迎来年内第二次偿债高峰。** 2022年1-5月房企信用债累计发行1977.5亿元，较去年同期同比下降29.2%。房企违约事件对房企债务发行规模产生了较强的负面影响，国内信用债发行规模长期低于每月500亿元。海外债发行陷入困境，2022年1-5月房企海外债共发行168.8亿元，同比下降89.61%。2022年7-12月信用债到期规模3045亿元，海外债到期规模1757亿元，房企下半年平均每月到期债务超过800亿。6-8月为年内第二次偿债高峰，月均到期金额超过千亿，偿债压力依然普遍存在。
- **政策：本轮房地产政策仍有宽松空间。** 本轮货币政策平稳，降息降准频率和幅度均不及2008年，且财政政策对房地产行业的针对性不强。需求端政策因城施策，各省市自主性较强，与2008年相比力度较弱，供给端政策已释放积极信号，具体落实有待进一步优化。
- **2021、2022Q1房企业绩普遍下滑，未来有望逐步修复。** 行业归母净利润自2017年起基本呈现下降趋势，2021年同比下降83%，业绩下滑主要包括行业结算毛利率下降、资产减值损失增加、少数股东损益增加三大原因。未来业绩有望逐步修复：**1）优质房企市占率提升：**自2022年年初起，头部房企销售市场占有率保持上升态势，2022年5月累计销售金额TOP10的房企在百强中占比达40.7%，同比+10pp，2022年1-5月头部房企累计新增土地货值TOP10的房企市占率达42.8%，同比+3.6pp；**2）毛利率修复：**2021年下半年以来土地溢价率持续下降，年末降至2.5%，处在绝对的历史低位，政府采取部分让利措施吸引房企竞拍，房企利润空间扩大；**3）费用率下降，权益比提升：**重点房企2021年管理费率集中于3.0%附近，部分房企有进一步压缩的空间，未来房企的发展模式由以往的冲规模转为注重盈利质量的高质量发展，且优质房企资金相对充足，权益占比有望企稳回升。
- **板块逻辑逐渐由政策博弈转价投。** 前期地产行情主要是博弈行情，博弈行情当前已明显结束，板块逻辑应向基本面转换，可关注开发龙头、物管龙头。个股推荐：**1）房企：**保利发展、滨江集团、建发股份、华发股份、天健集团、南山控股；**2）物企：**碧桂园服务、华润万象生活。
- **风险提示：**市场销售恢复不及预期；政策放松力度不及预期；行业现金流状况不及预期。

本轮行情表现：结构分化，央国企领涨

- **板块超额收益有所回落，行情呈现结构化。**此轮板块行情8月开始启动，板块超额收益于4月达到最大值18%，持续时间约8个月，5-6月呈现回落，截至6月20日为7.5%。此轮行情结构化较为明显，以10家央国企为样本进行统计，至2022年4月区间超额收益47%，截至6月20日为31%，高于板块整体水平。
- **本轮行情个股表现上，央国企以及稳健民企涨幅明显。**行业处于出清阶段，央国企和稳健民企债务压力较小，风险可控，获得金融机构融资倾斜。26家主流房企中，19家实现超额收益。A股区间超额收益最大的三家分别为中交地产/滨江集团/建发股份，分别实现超额收益176%/83%/76%，H股超额收益最大的三家分别为中国海外发展/建发国际集团/越秀地产，分别实现超额收益46%/41%/41%。

图：2021年-2022年房地产销售与板块超额收益对比



数据来源：wind，西南证券整理（更新至2022/6/20）

表：2021年9月至2022年6月20日主流房企超额收益

证券代码	证券简称	属性	PE(TTM)	PB(MRQ)	2021.9至今涨幅	超额收益率
A股						
000736.SZ	中交地产	央企	38.2	4.0	166%	176%
002244.SZ	滨江集团	民企	8.2	1.1	73%	83%
600153.SH	建发股份	国企	6.3	0.9	67%	76%
600657.SH	信达地产	央企	29.0	0.7	62%	72%
600048.SH	保利发展	央企	6.8	1.0	41%	51%
002314.SZ	南山控股	央企	12.7	1.2	28%	38%
000090.SZ	天健集团	国企	5.9	1.1	25%	35%
001979.SZ	招商蛇口	央企	9.8	1.2	25%	35%
600383.SH	金地集团	混合制	5.7	0.8	19%	29%
600325.SH	华发股份	国企	4.4	0.8	12%	22%
600649.SH	城投控股	国企	9.5	0.6	-6%	4%
600376.SH	首开股份	国企	27.6	0.5	-6%	4%
000002.SZ	万科A	混合制	9.1	0.9	-6%	4%
600266.SH	城建发展	国企	-32.6	0.4	-10%	0%
600606.SH	绿地控股	混合制	10.2	0.5	-14%	-4%
000069.SZ	华侨城A	央企	15.3	0.6	-14%	-4%
601155.SH	新城控股	民企	4.4	0.9	-23%	-14%
000656.SZ	金科股份	民企	5.9	0.5	-39%	-29%
H股						
0688.HK	中国海外发展	央企	5.1	0.6	36%	46%
1908.HK	建发国际集团	国企	6.4	1.7	31%	41%
0123.HK	越秀地产	国企	6.0	0.5	31%	41%
3900.HK	绿城中国	混合制	8.6	0.8	26%	36%
1109.HK	华润置地	央企	6.3	0.9	24%	34%
0960.HK	龙湖集团	民企	8.2	1.6	2%	12%
0884.HK	旭辉控股集团	民企	3.2	0.6	-28%	-18%
2007.HK	碧桂园	民企	3.5	0.5	-43%	-33%

◆ 2022年上半年行业回顾

销售企稳信号明确，低基数效应下7月有望好转

土拍市场低迷，国央企拿地占比超七成

房企融资规模缩减，6-8月迎来年内第二次偿债高峰

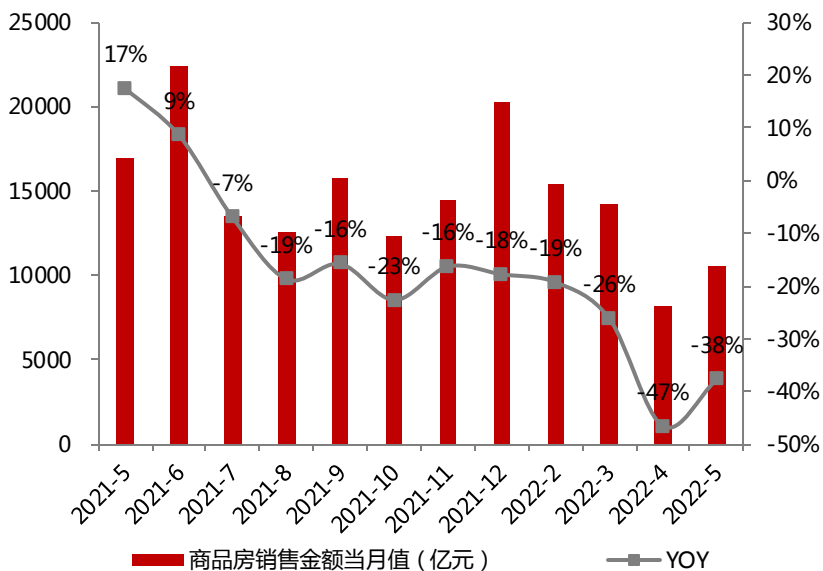
本轮房地产政策仍有宽松空间

◆ 2022年下半年行业投资策略

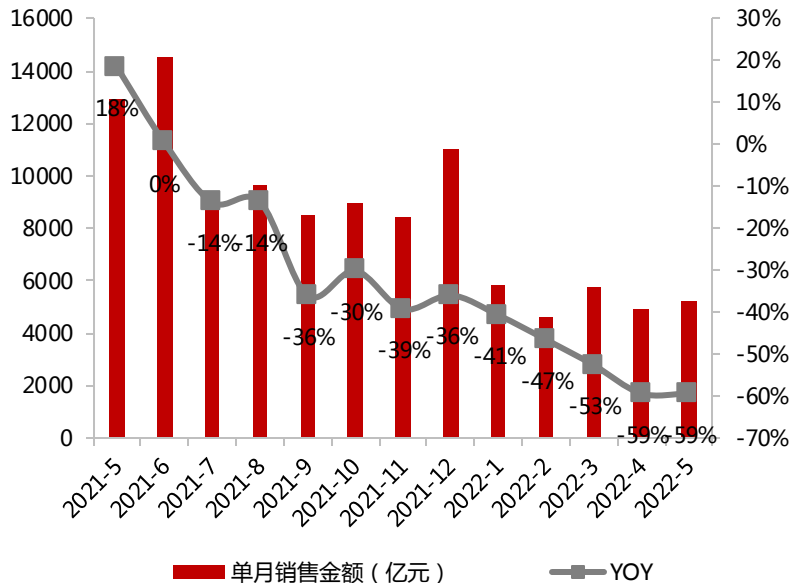
◆ 2022年下半年重点推荐投资标的

- **销售降幅收窄，受政策刺激和节假日拉动呈现企稳迹象。**2022年5月商品房销售面积1.1亿方，同比下降32%，降幅较上月收窄7pp，销售额1.1万亿元，同比下降38%，降幅较上月收窄9pp。结合克尔瑞数据，百强房企5月单月实现销售面积3833万平方米，同比下降57%，较4月降幅减少4pp；实现全口径销售金额5217亿元，环比增长6.5%，同比下降59%，与4月相比基本持平，5月销售已呈现企稳迹象。从高频数据来看，32城7日移动平均销售面积自6月初开始呈现明显上升趋势，日均销售已创年内最高值。回暖原因一方面是近期政策刺激作用开始显现，根据调研多数城市看房人数有明显增长；另一方面，节假日（五一及端午节）期间促销活动及推盘力度加大拉动部分二线城市弱势回暖。但部分城市数据中包含非市场性因素（疫情等），不能将数据解读为市场已经发生了本质转变，尤其是青岛、广州，苏州和连云港等城市的数据都出现了明显的异动。
- **预计下半年仍处于筑底企稳阶段，预计全年销售面积降幅在15%-25%左右。**目前购房者仍普遍存在能否安全交房、房价是否下跌、月供偿还能力不足等担忧，因此预计下半年大概率会走平，总体处于筑底企稳阶段。全年销售面积预计大约在15%-25%左右，一方面从供应量来看，去年集中供地的2亿多平方米会集中在今年二三季度上市，但是二季度尚未上市，可能会延后至三四季度，成交量逐渐企稳回升，跌幅会小于上半年；另一方面，去年7月份后市场开始下行，相较于上半年基数较小，因此跌幅有望进一步收窄。

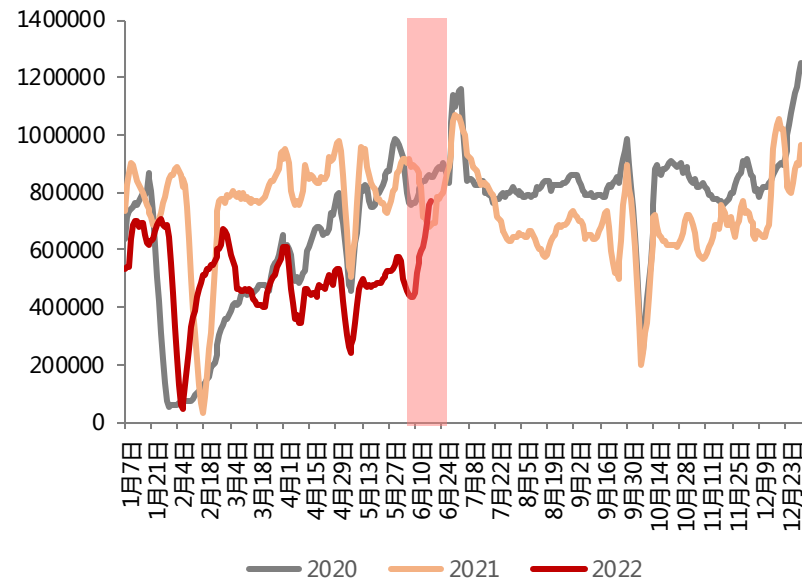
图：全国商品房单月销售金额及同比



图：百强房企单月销售金额及同比



图：32城销售（7日移动平均）环比回升（平方米）



➤ **6月重点35城累计销售面积（截至16日）同比-28%，环比+48%，地区销售分化明显。**城市间销售表现呈现分化，具体城市来看：**1）一线城市：**一线城市同比-30%，环比+92%，上海市场解封后有所恢复，深圳、北京分别环比增长54%、18%；**2）二线城市：**二线同比-21%，环比+46%，除徐州环比-15%外，均有不同程度的增长，其中青岛、苏州、济南分别环比+139%、121%、128%；**3）三四线城市：**三四线同比-42%，环比+48%，其中扬州、连云港表现亮眼，分别环比+141%、139%。整体来看二线城市由于前期政策力度较大，且多数城市本身需求有支撑，同比降幅最低；一线城市中北京上海前期受疫情影响较为严重，随着疫情好转环比呈现较快恢复；三四线城市销售表现整体最弱，市场随城市能级呈现出一定的梯度性。

表：2022年5月全国35个重点城市商品住宅成交面积

能级	城市	6月累积销售面积 (万㎡)	环比	同比	能级	城市	6月累积销售 (万㎡)	环比	同比
一线	北京	49.5	18%	-30%	三线	泉州	2.9	-32%	-31%
	上海	70.0	3393%	-42%		常州	9.8	39%	-26%
	广州	47.4	15%	-3%		连云港	29.5	139%	-20%
	深圳	16.4	54%	-28%		柳州	10.0	-6%	-51%
	合计	183.4	92%	-30%		台州	25.6	39%	-62%
二线	杭州	36.9	23%	-54%		镇江	22.9	17%	-18%
	南京	46.4	28%	-32%		常德	6.0	21%	-31%
	武汉	80.2	12%	-39%		江门	8.7	10%	-8%
	成都	113.4	10%	-33%		莆田	4.1	-27%	-67%
	青岛	129.6	139%	67%		宝鸡	14.8	46%	-14%
	苏州	66.3	151%	-7%		舟山	4.1	76%	-23%
	福州	11.2	-15%	-68%		池州	2.3	5%	-51%
	惠州	9.7	32%	-59%		龙岩	3.7	8%	-66%
	南宁	42.0	43%	-4%		六盘水	2.5	31%	-31%
	济南	67.9	128%	-21%		娄底	3.1	-20%	-11%
	佛山	67.4	17%	3%		云浮	2.2	-39%	-23%
	合计	671.1	46%	-21%		南平	1.3	-41%	-10%
三线	扬州	10.2	141%	-42%		总计	合计	192.2	28%
	温州	20.3	22%	-62%			1046.6	48%	-28%
	金华	8.3	-7%	-29%					

数据来源：克尔瑞，西南证券，6月数据截至6月16日

➤ **央国企销售表现优于民企，行业加速洗牌。**与去年同期相比，销售排名上升幅度较大的均为国企，越秀地产排名上升26名，远洋集团排名上升21名。主要原因包含以下几个因素：1）房地产企业债务违约事件频发，购房者对于国企的信心更足；2）国企在销售下行阶段资金来源更广泛，抗风险能力更强。销售金额排名前五的企业规模大，销售排名变动较小，仅中国恒大债务风波后退出排名，保利地产上升2名，中海地产上升1名。TOP6-30的排名变动较大，越秀地产上升幅度最大，较去年同期上升26名，而龙光集团排名下滑幅度最大，较去年同期排名下降12名。

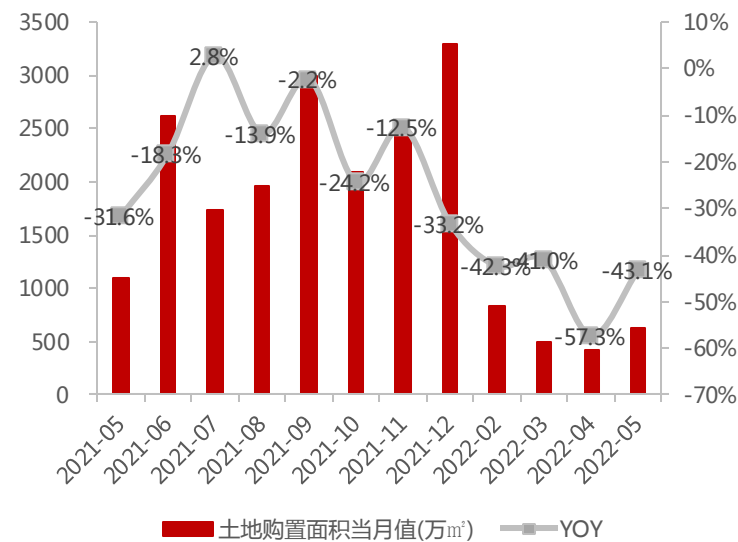
表：重点房企销售排行榜

销售排名	企业简称	2022年1-5月累计金额（亿元）	2022年5月单月金额（亿元）	累计同比	单月同比	单月环比	较去年同期排名变动	销售排名	企业简称	2022年1-5月累计金额（亿元）	2022年5月单月金额（亿元）	累计同比	单月同比	单月环比	较去年同期排名变动
1	碧桂园	2012	378	-43%	-53%	24%	0	18	华发股份	350	350	-35%	-51%	46%	+13
2	万科地产	1673	300	-42%	-48%	-3%	0	19	越秀地产	346	82	-15%	2%	-34%	+26
3	保利发展	1592	380	-32%	-36%	24%	+2	20	世茂集团	343	61	-72%	-79%	1%	-10
4	融创中国	986	127	-59%	-82%	-7%	0	21	首开股份	337	58	-34%	-50%	-25%	+14
5	中海地产	965	279	-38%	-19%	37%	+1	22	美的置业	319	73	-54%	-55%	58%	+4
6	华润置地	813	203	-36%	-19%	35%	+3	23	中梁控股	317	60	-58%	-56%	47%	-3
7	招商蛇口	777	162	-41%	-48%	15%	0	24	融信集团	296	51	-56%	-64%	17%	+3
8	金地集团	722	142	-44%	-50%	14%	0	25	远洋集团	294	75	-28%	-27%	10%	+21
9	龙湖集团	621	135	-44%	-51%	16%	+4	26	雅居乐	273	22	-55%	-78%	-44%	+2
10	绿城中国	591	110	-43%	-54%	2%	+1	27	中骏集团	265	48	-43%	-54%	7%	+12
11	新城控股	515	114	-46%	-53%	26%	+5	28	中南置地	258	46	-71%	-77%	-5%	-11
12	中国金茂	509	90	-54%	-61%	-12%	+1	29	龙光集团	256	256	-66%	-82%	-22%	-12
13	绿地控股	497	100	-56%	-57%	13%	-2	30	中国铁建	253	253	-54%	-38%	79%	-1
14	旭辉集团	496	108	-55%	-60%	7%	0	TOP5		7229	1463	-48%	-56%	11%	-
15	建发房产	464	107	-37%	-39%	99%	+7	TOP6-10		3524	752	-47%	-49%	17%	-
16	滨江集团	450	93	-36%	-18%	-12%	+8	TOP11-20		4920	1015	-49%	-54%	29%	-
17	金科集团	360	79	-58%-60%		23%	+1								

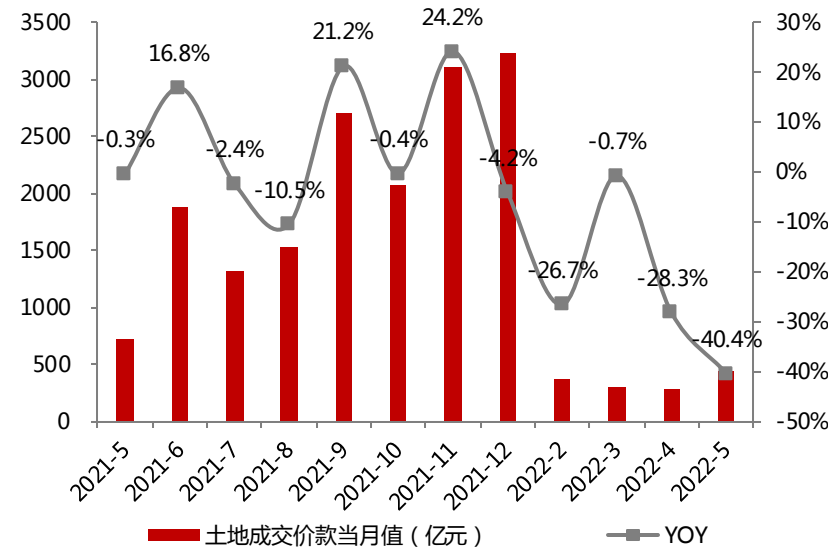
数据来源：克尔瑞，西南证券整理

➤ **房地产业土地购置面积和土地成交价款下滑，土地溢价率处于低位。**根据统计局数据，2-5月房地产业单月土地购置面积分别为838.13万^m，500.95万^m，427.06万^m，622.85万^m，同比分别下降42.3%，41.0%，57.3%和43.1%，同比下降幅度均超过40%，1-5月土地购置面积累计值同比下降45.7%。2-5月房地产业单月土地成交价款分别为269.12亿元，303.24亿元，282.69亿元，433.64亿元，分别同比下降26.7%，0.7%，28.3%,40.4%，1-5月土地成交价款累计值同比下降28.1%。2022年1-5月土拍溢价率分别为3.5%，3.7%，4.2%，4.7%和3.8%，与去年同期相比均处于较低水平。

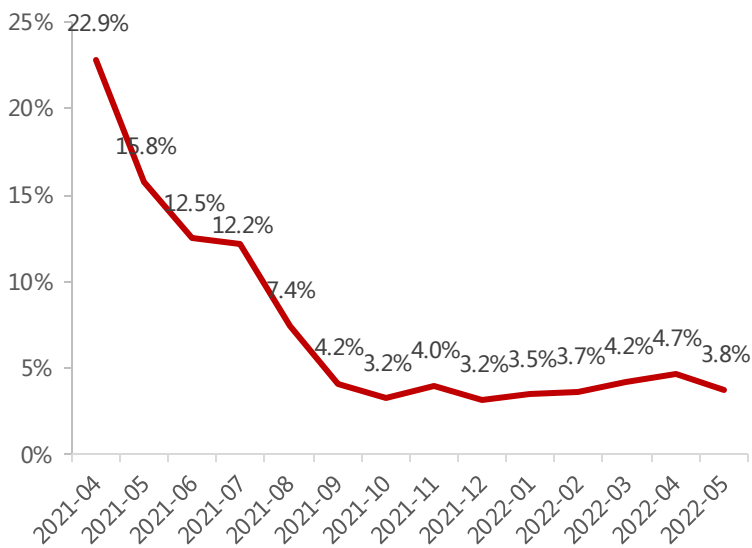
图：房地产业单月土地购置面积及同比



图：房地产业单月土地成交价款及同比



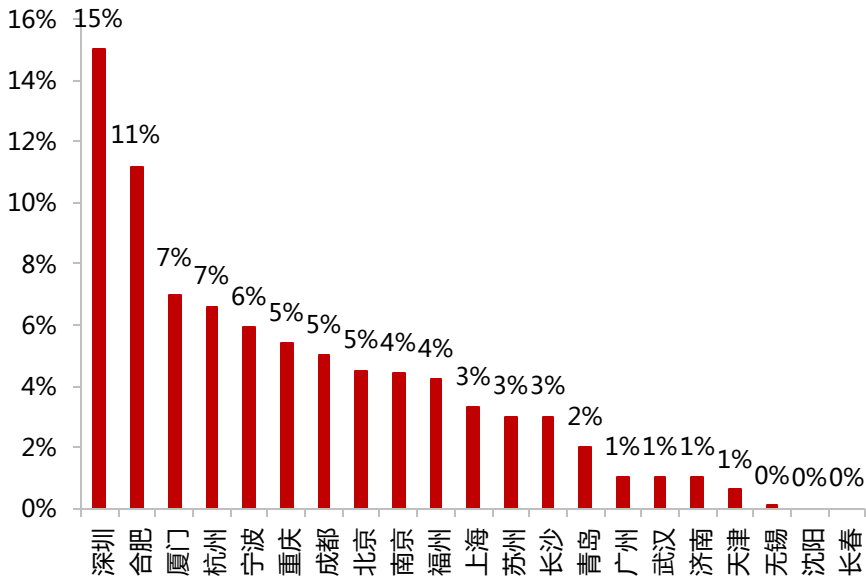
图：全国成交土地平均溢价率



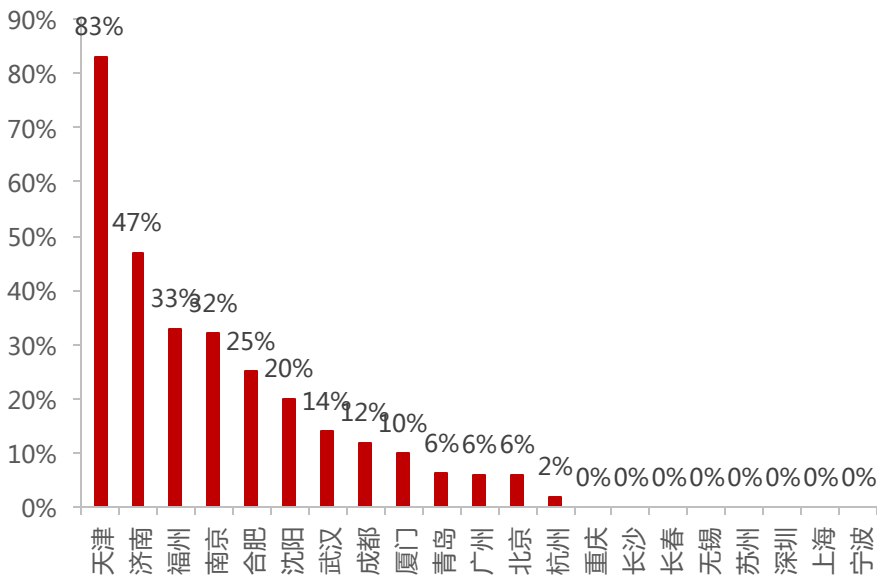
数据来源：统计局，西南证券整理

- **2022年集中供地溢价率低，流拍率高。**与2021年第三轮土拍相比，2022年首轮供地土地溢价率有所提高，但整体仍处于低位，仅深圳、合肥、厦门、杭州、宁波等少数城市土地溢价率超过5%。首批土拍城市中天津和济南的流拍率高达83%和47%，仅少数城市未出现流拍，城投托底依然明显。第二批集中供地延续低迷，目前已完成二次土拍的城市中，厦门的土地溢价率由4.5%降至1.4%，福州的土地溢价率由4.2%降至2%，北京的流拍率由6%升至18%。
- **土拍市场冷热分化，国央企是拿地主力。**少数个例城市土拍热度回升，如深圳第一轮土拍8总含宅地块全部触及最高限价，土地溢价率高达15%；多数城市土拍市场普遍低热，如天津房企拿地意愿不足，首轮出让的29宗地中24宗流拍。2022年1-5月份，全口径金额TOP50企业拿地金额中，国央企占比高达74%，国央企是拿地主力。

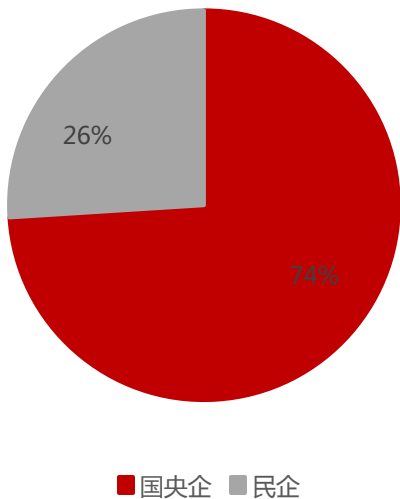
图：集中供地溢价率



图：集中供地流拍率



图：全口径金额50强企业拿地金额占比



数据来源：克尔瑞，西南证券整理

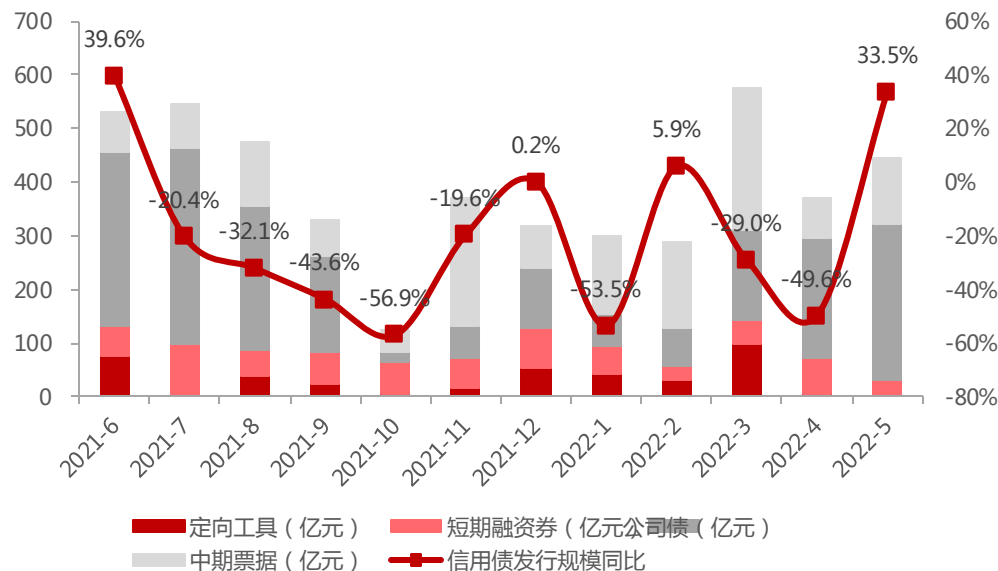
- **拿地规模整体下降幅度大。**从1-5月拿地金额TOP100房企来看，百强房企拿地数量仅占到34%，其中万科、华润、中海、滨江、绿城和建发等新增货值超过500亿元。新增土地货值TOP10企业除滨江集团与去年同期基本持平外，其余9家拿地金额均同比下降。
- **国央企拿地金额相对较高，新增土地货值排名变动大。**新增土地货值TOP10企业占百强总货值的49%，其中有半数（华润置地、中海地产、保利发展、建发房产、中国铁建）为国央企，2家（万科地产、绿城中国）为混合所有制企业。民企由于债务和销售压力大，拿地规模普遍收缩，即使是上榜民企，新增土地货值规模仍然较小。2022年1-5月TOP50榜单中29家未出现在2021年1-5月TOP100榜单；大家房产排名上升幅大，较去年同期上升31名；排名下降幅度较大的碧桂园较去年同期排名下降了23名。

表：2022年1-5月重点房企新增土地货值排行榜

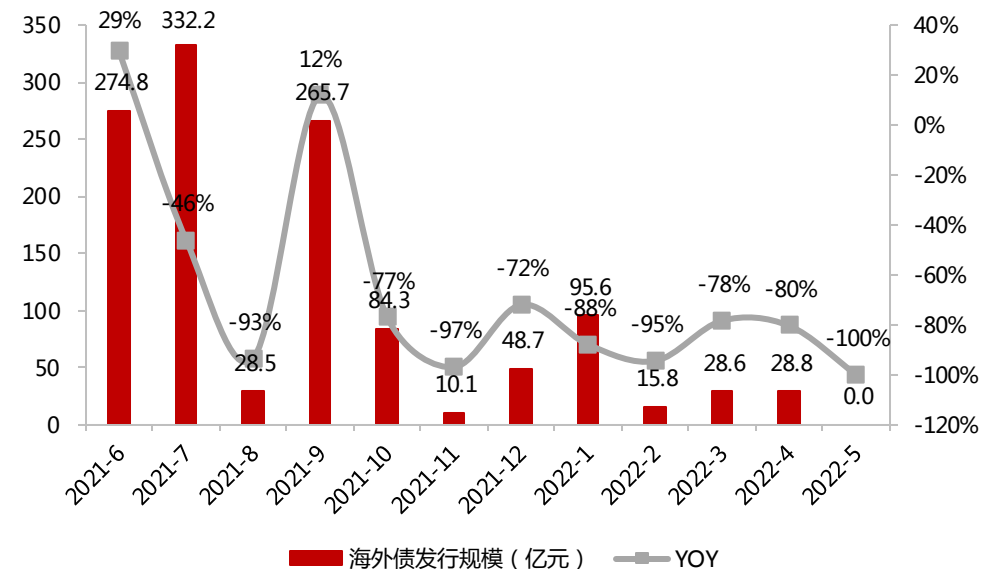
排名	企业名称	新增土地货值 (亿元)	排名	企业名称	新增土地货值 (亿元)	排名	企业名称	新增土地货值 (亿元)	排名	企业名称	新增土地货值 (亿元)	排名	企业名称	新增土地货值 (亿元)
1	万科地产	865.4	11	中建东孚	234.6	21	众安集团	146.9	31	盛和房地产	95.6	41	尚泽置业	75.2
2	华润置地	849.1	12	珠江投资	222.0	22	国贸地产	142.0	32	陕西建工	95.3	42	大悦城控股	74.6
3	中海地产	616.0	13	越秀地产	207.7	23	招商蛇口	141.3	33	正方房地产	93.5	43	新城置业	72.6
4	滨江集团	566.1	14	中交房地产	207.4	24	碧桂园	127.8	34	宏屹置业	84.4	43	荣星房地产	72.6
5	绿城中国	562.0	15	城建发展	194.9	25	金帝集团	115.3	35	历城控股集团	83.4	45	中建三局	71.4
6	建发房产	507.4	16	天健集团	176.5	26	金地集团	113.0	36	兴城人居	83.1	46	万威置业	69.8
7	保利发展	305.4	17	兴创投资	162.4	27	义乌投资	110.0	37	安徽高速集团	82.6	47	宁波海益建设	67.7
8	中国铁建	282.3	18	保利置业	156.4	28	容翔房地产	104.0	38	中国金茂	81.3	48	广州建筑	67.6
9	大家房产	255.6	19	武汉城建	154.5	29	电建地产	100.5	39	梦想置业	80.8	49	湖州城投	66.2
10	龙湖集团	241.4	20	伟星房产	153.3	30	深业集团	100.4	40	宁波开投	76.1	50	怀柔科学城	66.1

- **房企债券发行规模明显下降，海外债发行规模锐减。**2022年1-5月房企信用债累计发行1977.5亿元，较去年同期同比下降29.2%。自去年下半年开始，房企违约事件频发，对房企债务发行规模产生了较强的负面影响，国内信用债发行规模长期低于每月500亿元。从发行结构看，公司债、中期票据、短期融资券和定向工具约各占41%、39%、11%和9%。从单月融资请款来看，5月份发行的信用债445.7亿元，同比33.5%，较1-4月有所改善。海外债发行陷入困境，2022年1-5月房企海外债共发行168.8亿元，同比下降89.61%，其中2022年2-5月发行规模为15.8亿，28.6亿，28.8亿和0亿，均未超过30亿元。

图：信用债发行规模及同比

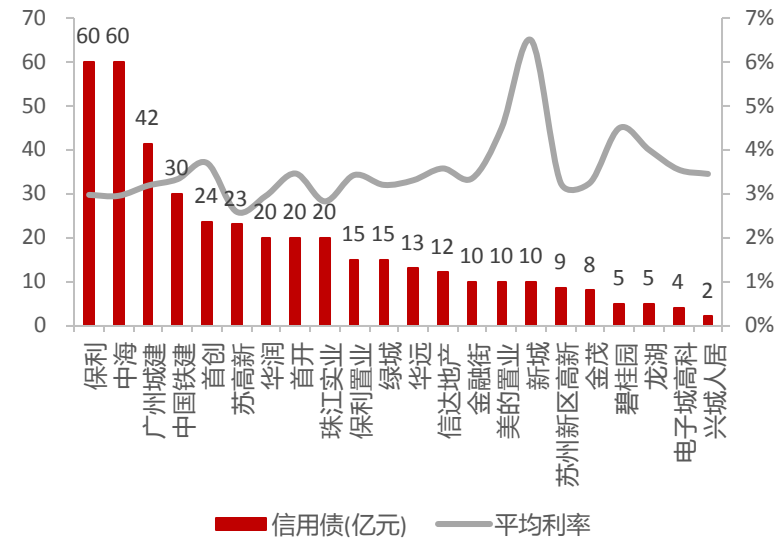


图：海外债发行规模及同比

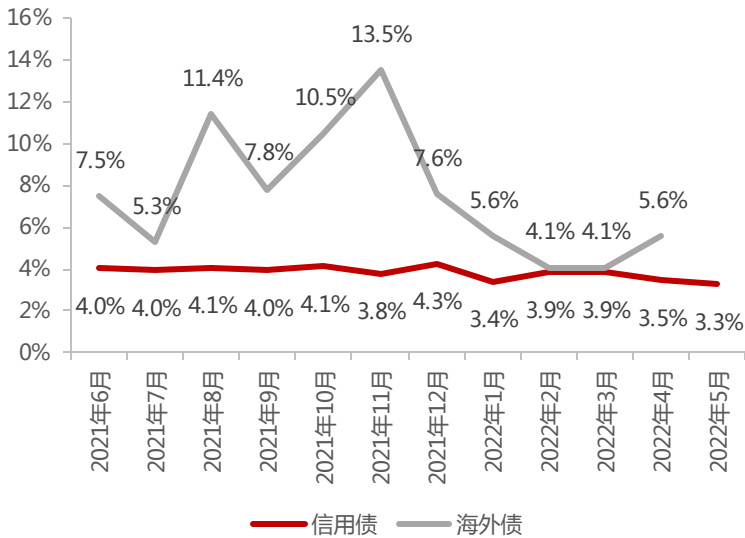


- **融资成本呈现回落，企业融资能力差距扩大。**国内信用债发行利率平稳下降，由2021年6月份的4.01%降至2022年5月份的3.28%。2021年下半年海外债的平均发行利率较高，维持在7%以上的高位，最高达到13.5%，2022年1-5月份海外债平均发行利率在4%-6%之间，呈现明显回落。在债务规模整体收缩的情况下，国央企的融资表现明显优于民企。2022年5月份的信用债发行中，TOP10均为国央企，并且发行规模大幅领先于民企，国企保利发展排名第一，信用债发行60亿元，而在民企中排名靠前的美的置业仅发行10亿元信用债。
- **房企近期债务到期规模较大，6-8月迎来年内第二次偿债高峰。**2022年7-12月信用债到期规模3045亿元，海外债到期规模1757亿元，房企下半年平均每月到期债务超过800亿，而2022年1-5月房企债务发行规模（信用债和海外债）平均每月仅429亿元。6-8月为年内第二次偿债高峰，月均到期金额超过千亿，偿债压力依然普遍存在。

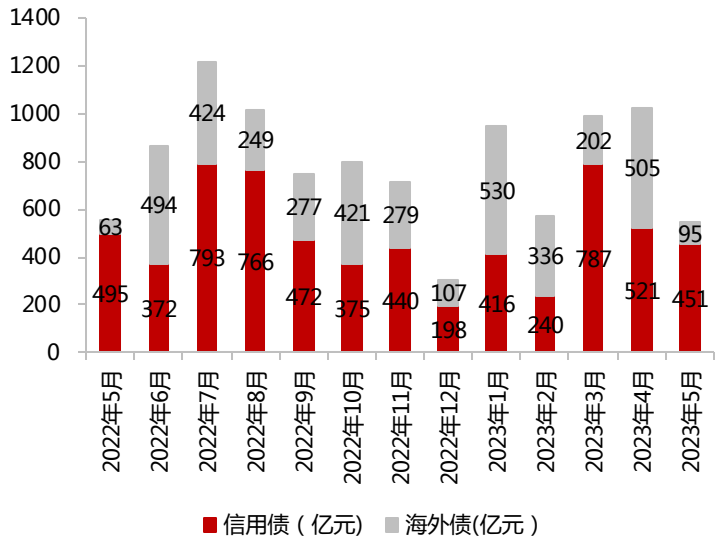
图：重点房企5月信用债发行规模及利率



图：房企信用债和海外债平均发行利率



图：房企信用债和海外债到期规模



数据来源：中国指数研究院，西南证券整理

➤ **偿债高峰压力下，上半年房企债务违约事件频发。**恒大事件之后，房企的流动性危机暴露，2022年新增超过10家房企出现实质性债务违约，部分房企虽未出现实质性违约，但是已经出现债券展期，面临流动性风险，如金科地产集团股份有限公司旗下“20金科03”正式提出计划对本金进行展期1年，在12个月内完成兑付。

表：2022年房企违约事件汇总

违约企业	时间	未偿金额	详情
天誉置业	2022-06-15	5.74亿美元	天誉置业发布内幕消息公告称，对于即将到期需要支付的2022年7月优先票据和2023年12月优先票据本息，公司将积极寻求于合理时间范围内与票据持有人协商以期达成一致的方式解决相应问题。若未能履行到期债务的义务，且无法及时与债权人达成解决相应问题的方案可能导致相关债权人要求相关债务的义务加速履行等，并可能引发若干债务交叉违约。
绿地集团	2022-05-27	5亿美元	绿地控股公告表示拟对“GRNLGR 6.75 06/25/22”进行若干修订以及豁免发起同意征集，内容包括延长到期日、加入发行人在到期前赎回全部或部分票据的赎回权、先行支付原到期日未偿还本金的10%，以及取消维持票据上市状态的契约。该笔票据为绿地于2019年6月25日发行，规模5亿美元。
金科集团	2022-05-23	12.5亿元	金科地产集团股份有限公司旗下“20金科03”正式提出计划对本金进行展期1年，在12个月内完成兑付。将“20金科03”债券本金兑付时间调整为自2022年5月28日起的12个月内。
世茂集团	2022-05-23	4.75亿元	“19世茂G3”发行规模合计5亿元，期限3年，当前余额4.75亿元，当期票面利率为4.15%，该债券到期一次还本，本金兑付日期为2022年5月22日。债券展期方案获通过，兑付日期调整至2023年5月22日。
融创中国	2022-05-12	1.05亿美元	公司4月陆续到期的4笔美元债的利息，合计1.05亿美元（约7.07亿元人民币），无法在相关的宽限期内进行利息偿还。这4笔票据分别是：2023年10月到期的利率7.95%优先票据；2023年4月到期的利率8.35%优先票据；2024年10月到期的利率6.8%优先票据；2024年4月到期的利率5.95%优先票据。
鸿坤伟业	2022-05-10	1423.375万美元	鸿坤伟业旗下美元债BJHKWY 14.75 10/08/22项下1423.375万美元的利息于2022年4月8日应付。根据票据条款，公司拥有30天的支付宽限期。现宽限期已过，其未能在宽限期届满前支付相关款项。
金科集团	2022-05-08	2.17亿元	截至2022年4月30日，票交所披露金科地产集团股份有限公司票据承兑逾期余额1.62亿元，累计逾期发生额2.17亿元。
阳光城	2022-05-07	86.55亿元	截至4月27日，发行人阳光城实质违约债券共计9只，分别为：17阳光城MTN001、17阳光城MTN004、19阳光城PPN001、20阳光城MTN001、20阳光城MTN002、20阳光城MTN003、21阳光城MTN001、20阳城01和20阳城02，金额总计86.55亿元。
中南置地	2022-04-11	25.115亿元	“19中南03”、“20中南02”、“21中南01”债券持有人会议审议通过了关于豁免发行人违约责任的议案。“17中南01”债券持有人会议未通过增加债券持有人会议非现场召开形式的议案和关于豁免“江苏中南建设集团股份有限公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)”违约责任的议案。“19中南02”、“20中南01”债券持有人会议未通过关于豁免发行人违约责任的议案。根据有关债券募集说明书等有关规定，公司将提前兑付“17中南01”、“19中南02”、“20中南01”，具体兑付安排另行公告。
正荣集团	2022-04-11	2042万美元	公告称，正荣集团的流动资金出现周期性问题，致使未能于4月9日宽限期最后一日前对2020年5月票据及2021年6月票据支付总计2042万美元的利息，构成2020年5月票据及2021年6月票据项下的违约事件。
上置集团	2022-03-27	1.815亿元	上置集团发布公告称，上海金心置业有限公司未能到期偿还一笔人民币1.815亿元的应计利息。
祥生集团	2022-03-21	1200万美元	3月21日，公司公告称，祥生控股集团2亿美元优先票据项下1200万美元的利息已于2022年2月18日到期应付，公司未能按期支付2亿美元债1200万美元利息。4月6日，祥生控股（集团）有限公司发布公告称，2023年优先票据加速通知已触发公司2022年到期2亿美元10.5厘优先票据契约项下的交叉违约。
阳光城	2022-03-17	50.28亿元	子公司阳光城流动性出现阶段性紧张，未能按期支付境外债券利息，致使阳光城债务融资工具“17阳光城MTN001”、“17阳光城MTN004”、“20阳光城MTN001”、“20阳光城MTN003”加速到期。由于，阳光城未能获得对上述加速到期债券交叉保护条款的豁免，致使债券累计本息50.28亿元违约，具体来看，20阳光城MTN001违约金额6.29亿、17阳光城MTN001违约金额15.75亿、20阳光城MTN003违约金额16.92亿、17阳光城MTN004违约金额11.32亿。
禹州集团	2022-03-07	2125万美元	2023年到期的8.5%优先票据（即2023年票据II）利息2125万美元，已于2022年2月4日到期应付，但是公司在30天宽限期内并未支付利息，已构成违约事件。
奥园集团	2022-01-19	10.86亿美元	中国奥园发布公告称，经审慎考虑流动性状况，公司将不会支付于2022年1月到期票据的余下本金及最后一期利息。与此同时，在30天宽限期届满后，将不会支付于2023年、2024年到期票据的最新一期利息。根据公告，上述美元票据将分别于2022年1月20日、1月23日以及2023年6月、2024年6月到期，未偿还本金总额约为10.86亿美元。
世茂集团	2022-01-06	6.45亿元	由世茂子公司上海世茂建设有限公司担任保证人的信托产品出现实质性违约，指尚有6.45亿元人民币的变现备付金未支付。

数据来源：公司公告，西南证券整理

与2008年相比，政策都存在继续放松的空间，后续政策关注销售及土拍回暖情况：

- **本轮货币政策平稳，降息降准频率和幅度均不及2008年。**2008年下半年连续降息5次，降准4次；2021年年底至今，央行降息3次降准2次。2008年宽松的货币政策后，一年期贷款基准利率下降了2.16%，大型存款类金融机构准备金率下降2%，中小型存款类金融机构准备金率下降4%；本轮货币政策实施后，一年期LPR降低15个基点，5年期LPR下降20个基点，金融机构存款准备金率降低0.75%-1%。本轮降息降准仍有空间，但考虑到当前基准利率和存款准备金率基数本身较低，降息降准空间不及2008年。
- **本轮财政政策对房地产行业的针对性不强。**财政支出方面，2008年的4万亿投资计划对于经济刺激作用明显，当前政府也加大了对基础设施建设的投资力度，但是投资规模不及2008年。税收减免方面，2008年提出了有针对性的举措，契税、印花税，土地增值税和营业税相关政策都对房地产有直接的刺激作用；而今年国务院提出的3万亿减税降费计划不是产业政策，对房地产的刺激作用较小。
- **本轮需求端政策因城施策，各省市自主性较强。**本轮首付款比例未进行统一调整，各地已出台政策大多只涉及公积金贷款首付比例，部分城市降低首付比例还需满足条件。当前限购政策与2008年相比力度较强，各地虽已出台政策放松限购，但力度较弱，部分城市放松限购与人口、人才政策挂钩，例如成都市出台新政，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。目前仍有超过40个城市实施限售政策，部分城市出台放松限售措施，如苏州将新房限售3年调整至2年，二手房的限售则全部取消。
- **本轮供给端政策已释放积极信号，具体落实有待进一步优化。**自去年8月份对房企提出“三条红线”要求后，金融机构对房地产企业收缩信贷规模，加剧企业债务压力，国务院已提出督促金融机构坚持两个毫不动摇，加大对民营企业的支持力度，释放出积极信号。

表：2008年和本轮宽松周期政策对比

政策类型			2008年宽松周期政策内容	本轮宽松周期政策内容
货币政策	降息		降息 5次 ，一年期贷款基准利率降低2.16%	降息 3次 ，1年期LPR由3.7%下降至3.55%保持不变，5年期LPR由4.65%下降至4.45%
	降准		降准 4次 ，大型存款类金融机构由17.5%降至15.5%，中小型存款类金融机构由17.5%降至13.5%	降准 2次 ，共下调金融机构存款准备金率 0.75个百分点 ，第二轮降息时对没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于5%的农商行,在下调存款准备金率0.25个百分点的基础上，再额外多降0.25个百分点
财政政策	财政支出		2008年11月5日国务院常务会议制定了 4万亿投资计划	-
	税收减免		从2008年11月1日起，对个人首次购买90平方米及以下普通住房的， 契税率 暂统一下调到 1% ；对个人销售或购买住房暂 免征收印花税 ；对个人销售住房暂 免征收土地增值税 国务院2008年12月20日将现行个人购买普通住房超过五年免征营业税改为 超过2年免征营业税	2022年05月25日国务院常务会议提出了 3万亿减税降费计划 ：全年退税总量2.64万亿元；将中小微企业、个体工商户和5个特困行业缓缴养老等三项社保费政策延至年底，并扩围至其他特困行业，预计今年缓缴3200亿
需求端政策	房贷利率	商业贷款	2008年10月22日央行宣布将商业性住房贷款利率的下限降低至贷款基准利率的 0.7倍 四大国有银行只要在2008年10月27日前执行基准利率0.85倍优惠、无不良信用记录的优质客户，原则上都可以申请 7折优惠利率	2022年5月15日央行和银保监会公布：对于贷款购买普通自住房的居民家庭，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20BP
		公积金贷款	从2008年12月23日起， 下调 个人住房公积金贷款各档次利率 0.18个百分点 ：五年期以下（含五年）从3.51%调整为3.33%，五年期以上从4.05%调整为3.87%；	-
	首付比例		2008年10月22日央行将购买首套普通自住房最低 首付款比例 调整至 20%	部分城市 下调首付款比例至20%
	限购限售		不存在限购限售政策	目前实施限购或限售政策的城市均 超过40个
	开发项目资本金比例		2009年05月25日国务院将房地产开发商在开发项目 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%	-
供给端政策	房企融资		2009年3月23日央行和银监会提出要进一步加大对中低价位、中小套型普通住房建设、特别是在建项目的信贷力度；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，拓宽房地产企业融资渠道	5月25日，国务院召开全国稳住经济大盘电视电话会议，央行行长提出要突出金融支持重点领域，引导金融机构加快已授信贷款的放款进度，督促金融机构坚持两个毫不动摇，加大对民营企业的支持力度，尽快纠正对民营房企信贷收缩的行为

数据来源：政府官网，西南证券整理

◆ 2022年上半年行业回顾

◆ 2022年下半年行业投资策略

2021、2022Q1房企业绩普遍下滑

未来房企业绩修复途径

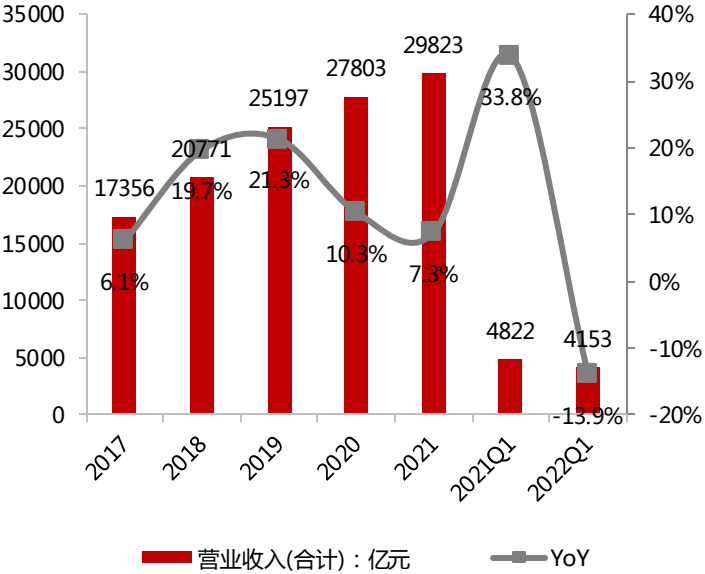
◆ 2022年下半年重点推荐投资标的

- **行业营收增速放缓，归母净利润大幅下滑。**地产板块营业收入增长速度有所放缓，2021年营业收入同比增加7%，增长速度相较于2020年-3pp；归母净利润自2017年起基本呈现下降趋势，2021年同比下降83%。2022Q1行业营业收入、归母净利润均下行，板块营业收入同比下降14%，对比去年一季度增速由正转负，归母净利润板块整体同比减少39%，较去年一季度下降幅度明显扩大。
- **头部企业普遍呈现增收不增利现象。**2021年销售业绩TOP3的碧桂园、万科地产、保利发展营业收入同比分别增加13%、8%、17.2%，但归母净利润分别减少23.5%、45.7%、5.4%。2021年销售业绩top10的企业营业收入同比均上涨，但有7家企业归母净利润同比下跌。

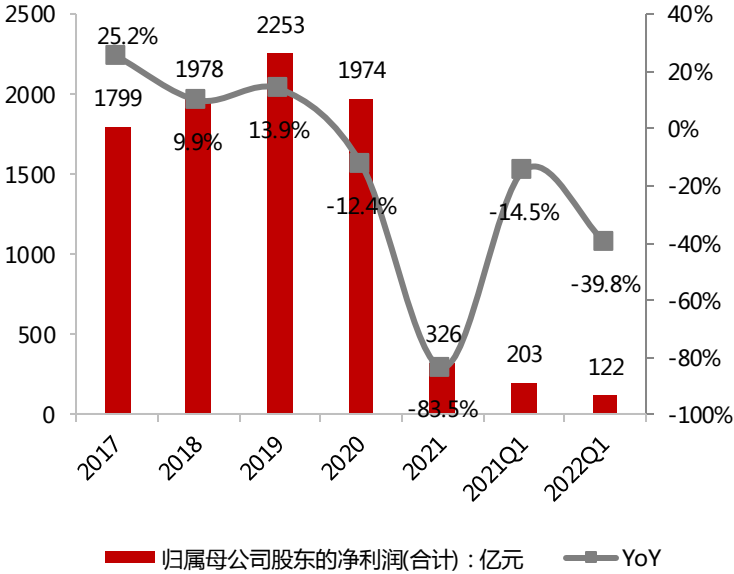
表：重点房企业绩表现

证券代码	证券简称	21年营业收入 (亿元)	YOY	21年归母 净利润(亿元)	YOY
1908.HK	建发国际集团	534	25.0%	35	51.5%
600153.SH	建发股份	7078	63.5%	61	35.4%
000090.SZ	天健集团	233	35.9%	19	30.1%
002244.SZ	滨江集团	380	32.8%	30	30.1%
0960.HK	龙湖集团	2234	21.0%	239	19.3%
3900.HK	绿城中国	1002	52.4%	45	17.7%
600325.SH	华发股份	512	0.5%	32	10.1%
1109.HK	华润置地	2121	18.1%	324	8.7%
0884.HK	旭辉控股集团	1078	50.2%	76	-5.2%
600048.SH	保利发展	2849	17.2%	274	-5.4%
0688.HK	中国海外发展	2422	30.4%	402	-8.5%
600383.SH	金地集团	989	18.3%	94	-9.5%
001979.SZ	招商蛇口	1606	23.9%	104	-15.3%
0123.HK	越秀地产	574	24.1%	36	-15.5%
601155.SH	新城控股	1682	15.6%	126	-17.4%
2007.HK	碧桂园	5231	13.0%	268	-23.5%
002314.SZ	南山控股	112	-0.5%	10	-25.0%
000002.SZ	万科A	4528	8.0%	225	-45.7%
000656.SZ	金科股份	1123	28.1%	36	-48.8%
600606.SH	绿地控股	5443	19.4%	62	-58.8%
000069.SZ	华侨城A	1026	25.3%	38	-70.1%

图：申万房地产板块营业收入对比



图：申万房地产板块归母净利润对比



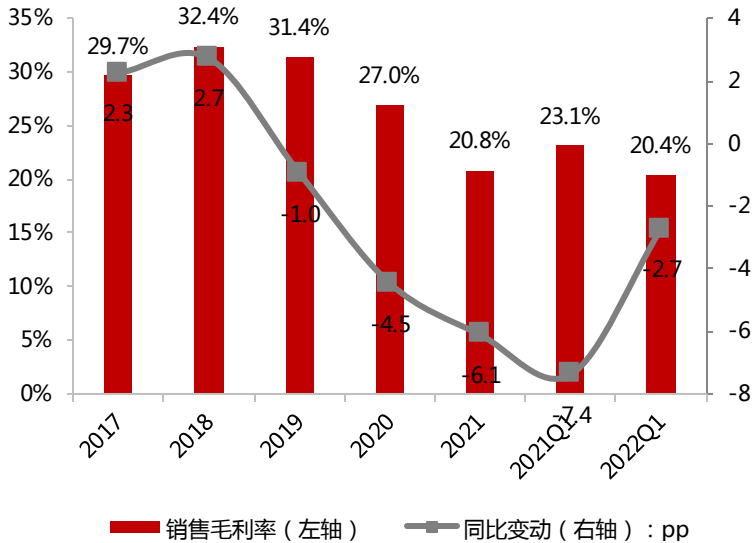
数据来源：wind，西南证券整理

- 前期高地价项目进入结算期，行业毛利率大幅下降。房地产板块毛利率自2019年起连续4年下行，趋势逐于平缓，2021年毛利率下跌至 20.8%，相较2020年的37%减少 6.1pp；2022Q1进一步下滑至20.4%，相对2021年Q1下跌2.7pp。
- 重点企业毛利率整体下行，延续至2022一季度未回转。2021年重点企业中，毛利率排行前三的华润置地、保利发展、华侨城A分别为27%、26.8%、26.1%，同比减少3.9%、5.8%、23.7%。2021年重点企业中，仅华发股份的毛利率同比+1.5pp，其他毛利率均呈现下降；2022年一季度，A股重点企业销售毛利率仍延续2021年的下滑趋势。

表：重点企业毛利率对比

证券代码	证券简称	2021销售毛利率	同比变动（pp）	2022年Q1销售毛利率	同比变动（pp）
1109.HK	华润置地	27.0%	-3.9	-	-
600048.SH	保利发展	26.8%	-5.8	27.9%	-7.5
000069.SZ	华侨城A	26.1%	-23.7	31.2%	-16.0
600325.SH	华发股份	25.8%	1.5	19.2%	-7.7
001979.SZ	招商蛇口	25.5%	-3.2	21.9%	-4.4
0960.HK	龙湖集团	25.3%	-4.0	-	-
002244.SZ	滨江集团	24.8%	-2.2	16.3%	-4.5
0688.HK	中国海外发展	23.5%	-6.5	-	-
000002.SZ	万科A	21.8%	-7.4	18.9%	-1.5
0123.HK	越秀地产	21.8%	-3.4	-	-
600383.SH	金地集团	21.2%	-11.7	19.7%	-12.1
002314.SZ	南山控股	21.0%	-7.4	26.7%	-7.3
601155.SH	新城控股	20.4%	-3.1	19.1%	-1.3
000090.SZ	天健集团	19.7%	-4.1	44.9%	2.3
0884.HK	旭辉控股集团	19.3%	-2.5	-	-
3900.HK	绿城中国	18.1%	-5.5	-	-
2007.HK	碧桂园	17.7%	-4.1	-	-
000656.SZ	金科股份	17.2%	-5.9	10.7%	-9.3
1908.HK	建发国际集团	16.3%	-0.8	-	-
600606.SH	绿地控股	11.7%	-2.7	12.7%	-0.1
600153.SH	建发股份	3.6%	-1.9	3.0%	-0.1

图：申万房地产板块毛利率对比



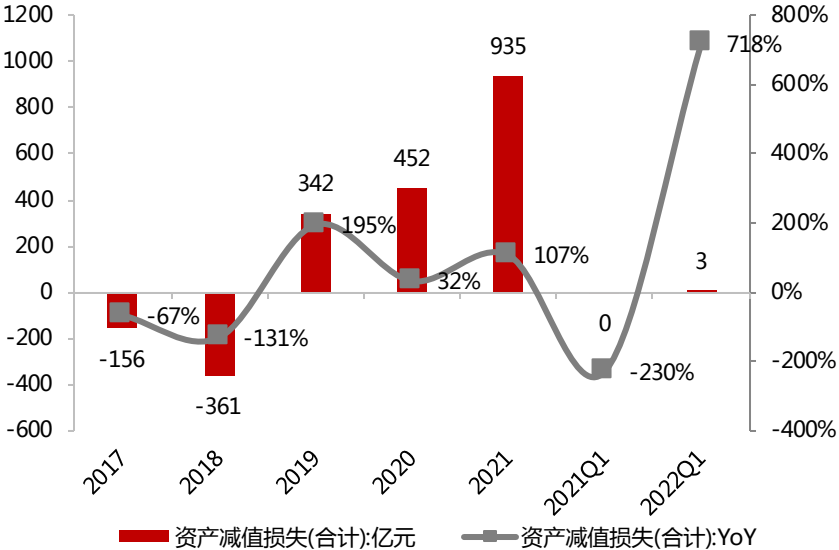
数据来源：wind，西南证券整理

- 由于市场处于下行阶段，存货等存量资产计提减值，行业资产减值损失连续三年增加，2021年增幅明显。2021年地产板块资产减值损失为 935亿元，2020年同期为 452亿元，同比增加 107%；2021年行业存货跌价损失为808亿元，相较于2020年的363亿元增加123%，占资产减值损失的86.3%，同比+6pp；2022年Q1行业资产减值损失达2.65亿元，同比增加718%，资产减值成为侵蚀报表利润的重要原因。
- 市场景气度走低，重点房企资产减值损失显著增加。重点房企资产减值损失普遍增加，2021年绿地控股、新城控股、万科A资产减值损失分别达52亿元、48亿元、35亿元，同比分别增长 55%、203%、77%，三家公司存货跌价占资产减值损失比分别为81%、100%、89%。

表：重点房企资产减值损失

证券代码	证券简称	属性	2021资产减值损失 (亿元)	YoY	2021存货跌价损失 (亿元)	存货跌价损失 /资产减值损失
600048.SH	保利发展	央企	-0.9	-	-1.1	-
002244.SZ	滨江集团	民企	0.0	-	0.0	-
600649.SH	城投控股	国企	0.0	-	0.0	-
600325.SH	华发股份	国企	0.0	-99%	0.0	100%
002314.SZ	南山控股	央企	0.1	-85%	0.0	35%
000736.SZ	中交地产	央企	1.4	-60%	-1.3	-
000090.SZ	天健集团	国企	3.1	-	2.6	83%
600266.SH	城建发展	国企	4.0	23%	4.0	100%
600376.SH	首开股份	国企	10.8	188%	10.8	100%
600383.SH	金地集团	混合制	12.1	89%	12.1	100%
600657.SH	信达地产	央企	12.8	7%	12.8	100%
600153.SH	建发股份	国企	14.2	-30%	13.7	97%
000069.SZ	华侨城A	央企	21.2	150%	12.6	59%
000656.SZ	金科股份	民企	21.6	427%	21.6	100%
001979.SZ	招商蛇口	央企	33.9	32%	17.2	51%
000002.SZ	万科A	混合制	35.1	77%	31.2	89%
601155.SH	新城控股	民企	48.4	203%	48.4	100%
600606.SH	绿地控股	混合制	52.4	55%	42.7	81%

图：申万房地产板块资产减值损失对比



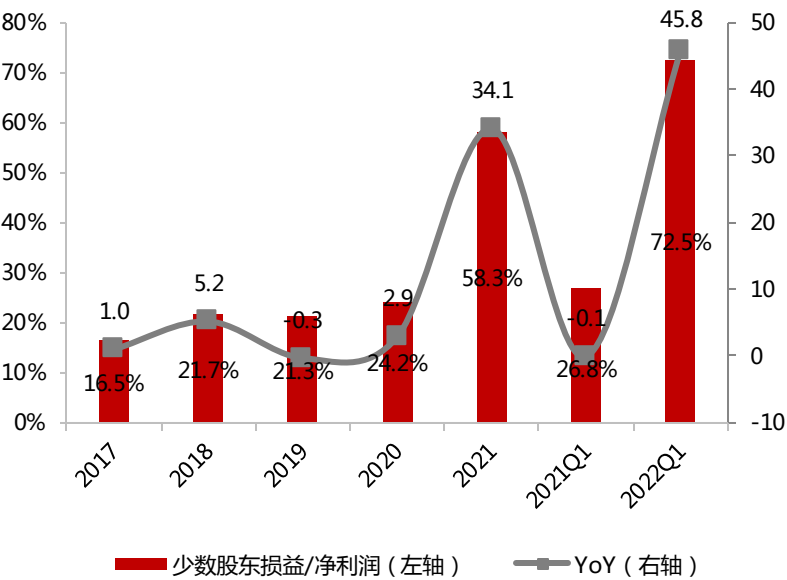
数据来源：wind，西南证券整理

- 行业去杠杆背景下，房企合作拿地项目数量上升，2021年以来少数股东损益占比持续攀升。2021年板块少数股东损益占净利润比重为 58.3%，同比+34pp；2022Q1进一步提升至 72.6%，同比+46pp，环比+11pp。少数股东损益占比的提升主要是由于前几年房企为了冲规模而加强合作拿地，项目的权益比明显下降。
- 重点企业少数股东损益占比提升，归母净利润受损。2021年重点企业中少数股东损益占净利润比重增加的企业达到半数以上。华侨城A2021年少数股东损益占净利润比重为47%，同比增加28pp，相应地，公司同年归母净利润为38亿元，同比减少70%；2022年Q1公司少数股东损益占比增加至61%，同比上涨58%，对应归母净利润为2亿元，同比降低80%。

表：重点企业少数股东损益对比

证券代码	证券简称	2021少数股东损益 /净利润	同比变动 (pp)	2022Q1少数股东损益 /净利润	同比变动 (pp)
002314.SZ	南山控股	-4.18%	-26.6	-2.18%	-12.0
000090.SZ	天健集团	0.94%	0.8	-0.25%	0.0
0688.HK	中国海外发展	6.75%	-1.2	-	-
601155.SH	新城控股	8.44%	1.1	9.55%	-3.0
1908.HK	建发国际集团	12.29%	-3.8	-	-
1109.HK	华润置地	13.35%	0.8	-	-
0960.HK	龙湖集团	24.96%	-5.7	-	-
600048.SH	保利发展	26.36%	-1.4	34.53%	-0.3
600383.SH	金地集团	27.35%	-4.4	4.85%	-36.9
600325.SH	华发股份	31.69%	-4.7	3.09%	-21.3
001979.SZ	招商蛇口	31.77%	4.2	58.89%	23.5
0123.HK	越秀地产	31.95%	22.7	-	-
600606.SH	绿地控股	34.56%	5.5	19.53%	1.2
2007.HK	碧桂园	34.61%	-0.7	-	-
0884.HK	旭辉控股集团	38.24%	5.8	-	-
002244.SZ	滨江集团	38.48%	4.1	38.85%	20.8
000002.SZ	万科A	40.83%	10.8	48.73%	0.3
3900.HK	绿城中国	41.86%	7.7	-	-
600153.SH	建发股份	44.38%	-0.6	24.76%	14.5
000656.SZ	金科股份	46.17%	18.6	-12.69%	-45.5
000069.SZ	华侨城A	46.88%	27.6	60.84%	57.6

图：申万房地产板块少数股东损益对比



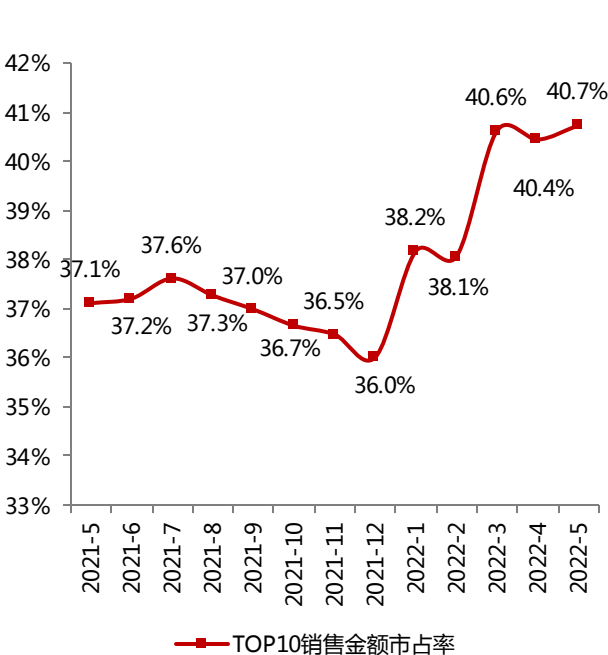
数据来源：wind，西南证券整理

- 2022上半年优质房企市场占有率稳步提升。自2022年年初起，头部房企销售市场占有率保持上升态势，2022年5月，累计销售金额TOP10的房企销售在百强中占比达40.7%，同比+10pp，环比+0.3pp；2022年1-4月头部房企新增土地货值在百强中占比增长趋势明显，5月小幅度下行，累计新增土地货值TOP10的房企市占率达42.8%，同比+3.6pp，环比-3.2pp。
- 市场出清进程加快，行业结构调整，优质房企市场占有率高。整体来看，1-5月新增货值排名靠前的房企以绿档房企为主，越秀地产、建发房产、滨江集团、万科等企业拿地排名前进显著，新增土地货值的提升将进一步带动未来销售市占率的提升。

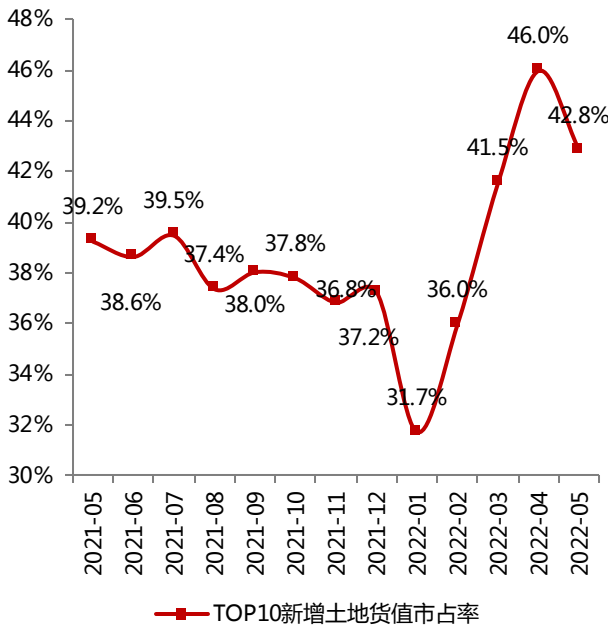
表：绿档企业新增土地货值排名变动

公司	2022年5月排名	2020年12月排名	排名变动	剔除预收款后的资产负债率	净负债率	现金短债比	性质
越秀地产	13	39	+26	69.10%	47.10%	1.36	国企
建发房产	6	30	+24	67.60%	62.90%	4.03	国企
滨江集团	4	22	+18	65.92%	65.97%	1.51	民企
华润置地	2	11	+9	60.40%	24.40%	1.99	央企
万科地产	1	3	+2	68.50%	29.70%	2.55	混合
保利发展	7	4	-3	69.30%	55.07%	1.94	央企
金地集团	26	16	-10	67.60%	56.50%	1.4	混合
招商蛇口	23	12	-11	60.90%	33.10%	2.14	央企
德信地产	63	50	-13	69.60%	63.00%	1.11	民企
中国金茂	38	20	-18	63.00%	63.00%	1.58	央企
华发股份	>100	42	↓	67.10%	80.30%	1.84	国企
远洋集团	>100	34	↓	68.00%	85.00%	1.45	国企
禹洲集团	>100	33	↓	69.20%	94.40%	1.25	民企
雅居乐	>100	37	↓	67.10%	50.80%	1.3	民企
仁恒置地	>100	77	↓	66.50%	47.60%	2.37	民企
弘阳地产	>100	61	↓	68.10%	57.00%	1.41	民企
旭辉集团	>100	19	↓	69.70%	62.08%	2.63	民企
新城控股	>100	10	↓	69.95%	48.10%	1.92	民企
金辉集团	>100	49	↓	68.50%	88.00%	1.17	民企
大悦城控股	42	51	+9	70.40%	83.00%	1.44	央企
绿城中国	5	8	+3	70.30%	53.50%	1.7	混合
碧桂园	24	1	-23	74.00%	45.40%	2.29	民企
融信集团	>100	24	↓	66.35%	66.42%	0.97	民企
金科集团	>100	15	↓	69.17%	66.51%	0.91	民企
龙光集团	>100	36	↓	71.00%	82.00%	1.07	民企
合景泰富	>100	57	↓	73.60%	79.20%	1.4	民企
美的置业	>100	38	↓	73.60%	46.30%	2.23	民企
时代中国	>100	62	↓	74.60%	76.70%	1.9	民企
中梁控股	>100	18	↓	75.80%	35.40%	1.04	民企
首开股份	>100	32	↓	74.07%	142.76%	1.5	国企
宝龙地产	>100	25	↓	74.53%	76.70%	0.88	民企
正荣集团	>100	28	↓	74.86%	85.53%	0.43	民企
绿地控股	>100	6	↓	83.70%	91.60%	0.81	混合
富力地产	>100	40	↓	123.30%	123.30%	0.36	民企
阳光城	>100	23	↓	82.90%	166.59%	0.81	民企

图：优质企业销售金额在百强中占比



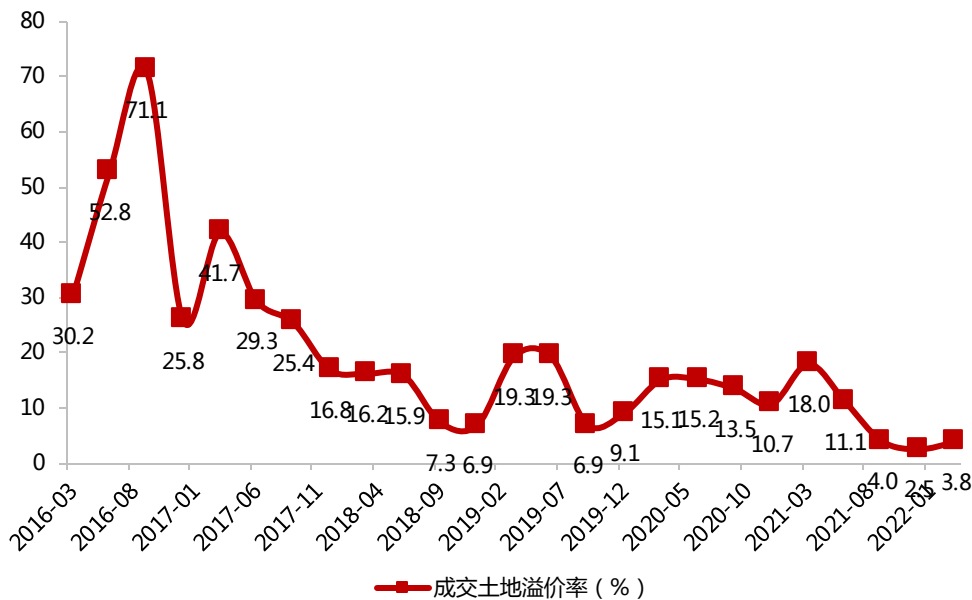
图：优质企业新增土地货值在百强中占比



数据来源：克尔瑞，西南证券整理

- 土拍溢价率已处在历史低位。2021年下半年以来土地溢价率持续下降，年末降至2.5%，同比-8.1pp，2022年Q1土地溢价率小幅度上涨至3.78%，同比-14.2pp。对比历史数据来看，当前溢价率处在绝对的历史低位。
- 房住不炒背景下土拍市场趋于理性，房企利润空间扩大，有望修复毛利率。2021年下半年，集中供地溢价率明显下跌，一线城市北京、上海、广州、深圳第三轮集中供地溢价率分别下降至1%、3%、0%、5%，相较上轮供地-3.8pp、-1pp、-1pp、-7pp；2022年重点城市首轮集中土拍有所回暖，溢价率小幅上升，但除深圳以外，北京、上海、广州、溢价率分别为4.5%、3.3%、1%，仍处在较低水平。此外由于土拍较为冷淡，政府采取部分让利措施吸引房企竞拍，也有利于利润率的修复。

图：土拍溢价率处于历史低位



表：重点城市集中供地溢价率对比

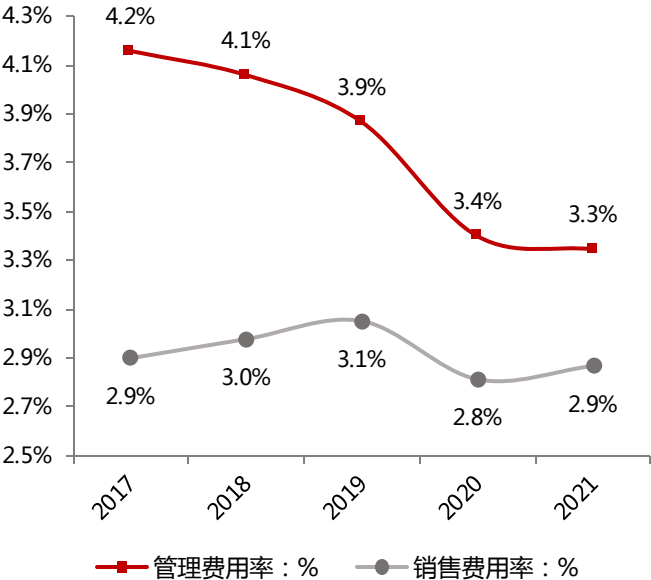
	2021第一轮	2021第二轮	2021第三轮	2022第一轮	2022第二轮
深圳	31%	12%	5%	15%	
上海	5%	4%	3%	3%	
北京	7%	5%	1%	5%	5%
广州	12%	1%	0%	1%	
沈阳	10%	1%	0%		
武汉	19%	0%	0%	1%	
郑州	10%	2%	1%		
济南	13%	0%	0%	1%	
合肥	27%	4%	5%	11%	
成都	7%	2%	5%	5%	
天津	11%	1%	0%	1%	
宁波	25%	0%	7%	6%	
福州	19%	13%	3%	4%	2%
无锡	12%	4%	0%	0%	
南京	18%	6%	3%	4%	
杭州	26%	5%	7%	7%	
苏州	7%	1%	1%	3%	
厦门	29%	25%	3%	7%	1%
青岛	2%	1%	1%	2%	
重庆	43%	0%	0%	5%	
长沙	7%	0%	1%	3%	

- **行业管理红利释放，费用率趋势下降，部分房企尚有优化空间。**从2017年到2021年，房地产行业管理费率连续4年下降，由4.2%降至3.3%。重点房企2021年管理费率集中于3.0%附近，且方差较大。2021年重点企业中归母净利润TOP3的房企分别为中国海外发展、华润置地、保利发展，其管理费率均位于3%以下，部分房企管理费率较高，有进一步压缩的空间。近年来房企销售费用率较为稳定，未来随着线上售房平台的搭建以及渠道销售占比的下降，部分房企费用率也存在下降空间。
- **往年房企致力于扩张规模，从而加大合作，后续将注重发展质量，权益比有望提升。**2016年起头部房企销售金额权益比明显下行，2022年1-5月降至70%，降幅已呈现收窄。未来房企的发展模式由以往的冲规模转为注重盈利质量的高质量发展，且优质房企资金相对充足，权益占比有望企稳回升。

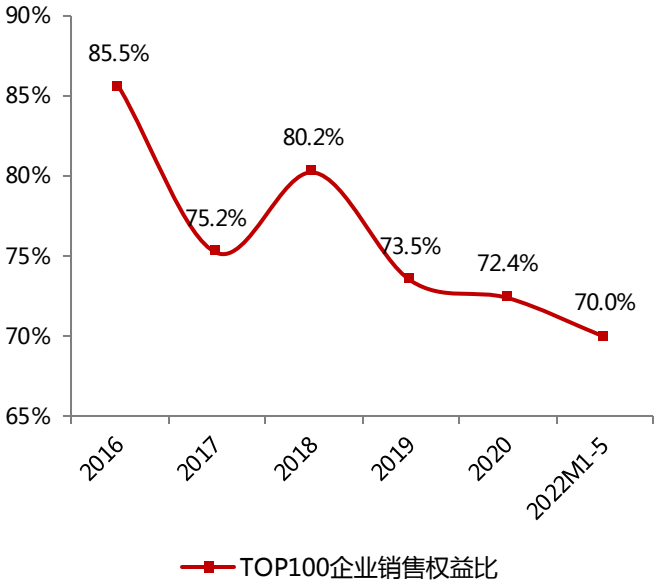
表：2021年重点房企管理费用率、销售费用率

证券代码	证券简称	2021年管理费用率	同比变动 (pp)	2021年销售费用率	同比变动 (pp)
0688.HK	中国海外发展	1.3%	-0.1	1.6%	-0.3
001979.SZ	招商蛇口	1.4%	-0.2	2.4%	0.1
002244.SZ	滨江集团	1.5%	0.0	1.9%	0.4
1908.HK	建发国际集团	1.5%	0.6	5.1%	0.9
000002.SZ	万科A	2.4%	-0.2	2.8%	0.3
600048.SH	保利发展	2.4%	0.1	2.6%	-0.2
601155.SH	新城控股	2.5%	-0.3	3.5%	-0.3
2007.HK	碧桂园	2.6%	-0.4	2.9%	0.0
1109.HK	华润置地	2.8%	-0.1	2.9%	-0.1
0123.HK	越秀地产	2.8%	-0.1	2.8%	0.2
000656.SZ	金科股份	2.9%	-0.6	4.1%	0.1
000069.SZ	华侨城A	2.9%	-0.5	3.3%	-0.1
600606.SH	绿地控股	3.0%	0.2	1.7%	-0.1
600325.SH	华发股份	3.1%	0.2	3.1%	0.2
0884.HK	旭辉控股集团	3.5%	-0.6	2.2%	-0.7
000090.SZ	天健集团	3.7%	0.8	1.0%	0.3
0960.HK	龙湖集团	4.8%	0.9	2.4%	-0.3
3900.HK	绿城中国	5.1%	-1.4	2.8%	-0.7
600383.SH	金地集团	5.5%	0.4	3.1%	0.6
002314.SZ	南山控股	8.0%	0.7	2.7%	0.2

图：申万房地产板块管理费用率



图：头部房企销售金额权益比



数据来源：克尔瑞，西南证券整理

- ◆ 2022年上半年行业回顾
- ◆ 2022年下半年行业投资策略
- ◆ 2022年下半年重点推荐投资标的

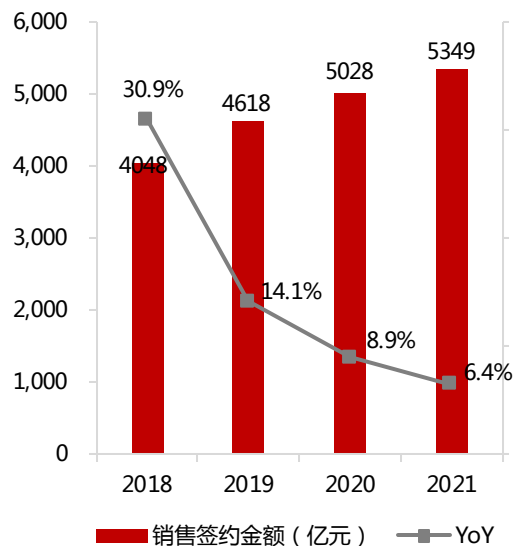
- **投资逻辑**：1）公司合约销售稳健增长，稳居行业前五，央企第一，深耕战略效果显著，单城签约过百亿城市17个；2）公司拿地量入为出，土储丰富且质地优良，38个核心城市储备资源占比在70%以上；3）财务稳健，连续4年保持经营活动现金流为正，综合融资成本4.46%保持业内领先优势。
- **业绩预测与投资建议**：预计公司2022-2024年归母净利润复合增速为6.9%，考虑到公司融资成本较低、拿地强度较大、多元业务发展迅猛，给予公司2022年业绩10倍PE，目标价为24.10元，维持“买入”评级。
- **风险提示**：竣工交付低于预期、拿地和销售回款低于预期、地产调控风险等。

表：公司2022-2024年盈利预测

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	285024	315355	343776	371955
增长率	17.19%	10.64%	9.01%	8.20%
归属母公司净利润（百万元）	27577	28832	31312	33665
增长率	-4.74%	4.55%	8.60%	7.52%
每股收益EPS（元）	2.30	2.41	2.62	2.81
净资产收益率ROE	12.28%	11.64%	11.40%	11.15%
PE	7.0	6.7	6.2	5.7
PB	0.63	0.57	0.51	0.47

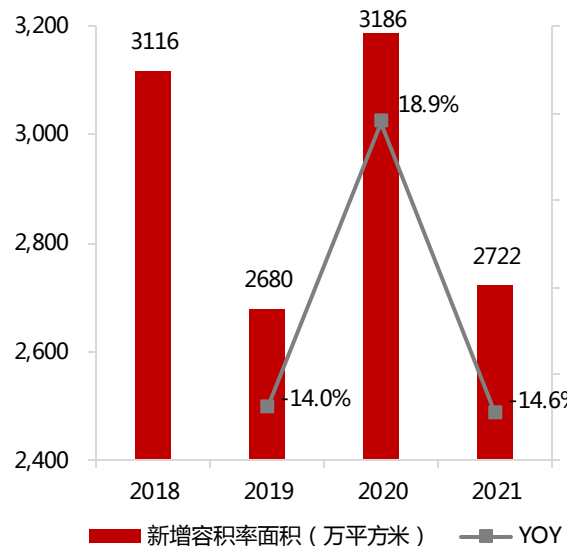
数据来源：wind，西南证券

图：公司销售签约金额

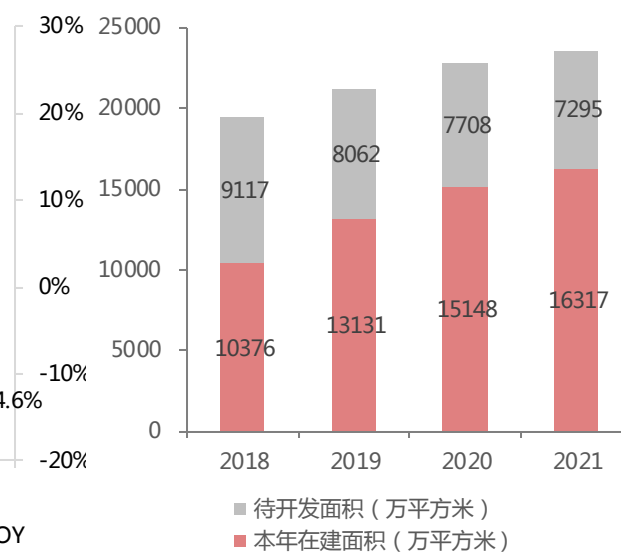


数据来源：wind，西南证券整理

图：公司新增容积率面积



图：公司国内在建及待开发面积



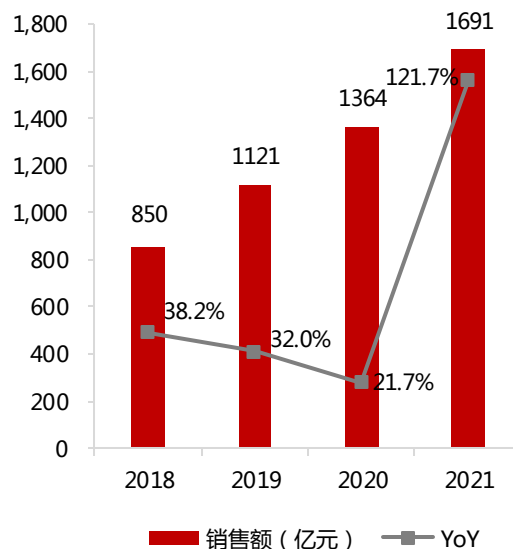
- **投资逻辑**：1）销售金额高速增长，2022年5月排名提升至第16位，产品优质溢价卓越。2）积极拿地土储充沛，聚焦浙杭稳步开拓，核心城市贡献突出。公司聚焦杭州、深耕浙江，并眼华东稳步扩张。3）三道红线维持绿档，融资渠道多样，平均融资成本为4.9%，不动产生态产业多元化发展。
- **业绩预测与投资建议**：预计公司2022-2024年归母净利润复合增速为16.5%，考虑到公司销售增长强劲，核心城市拿地强度较大，融资成本较低，给予公司2022年业绩9倍PE，目标价为10.08元，维持“买入”评级。
- **风险提示**：竣工交付低于预期、拿地和销售回款低于预期、地产调控风险等。

表：公司2022-2024年盈利预测

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	37976	47089	56564	65130
增长率	32.80%	24.00%	20.12%	15.15%
归属母公司净利润（百万元）	3027	3473	4137	4789
增长率	30.06%	14.72%	19.12%	15.77%
每股收益EPS（元）	0.97	1.12	1.33	1.54
净资产收益率ROE	13.16%	12.73%	13.29%	13.47%
PE	8.07	7.03	5.90	5.10
PB	0.65	0.58	0.51	0.45

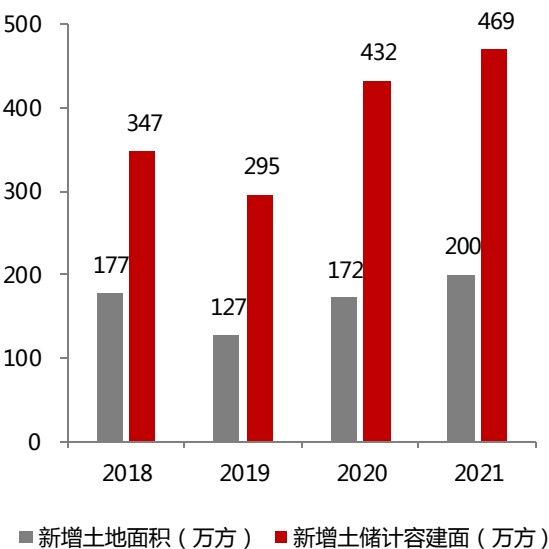
数据来源：wind，西南证券

图：公司合同销售金额

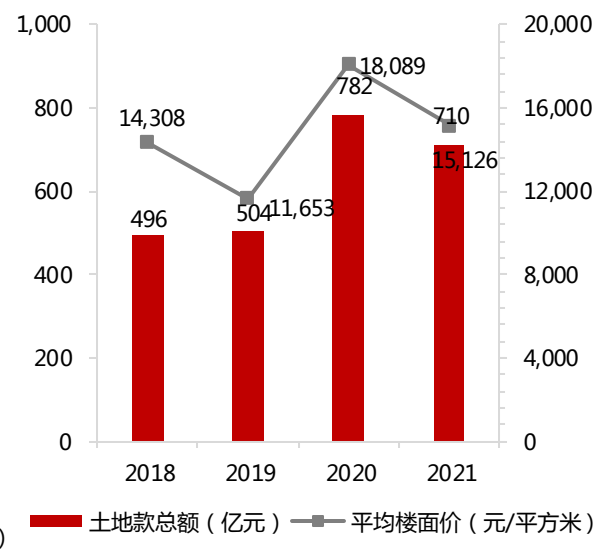


数据来源：wind，西南证券整理

图：公司新增土储面积



图：公司土地款总额



- **投资逻辑：**1）地产业务逆势增长，增速行业领先，优质产品享受溢价，权益土储面积2187万方，一二线城市货值占比超70%；2）供应链业务规模增速行业领先，打造LIFT服务体系，模式先进；3）负债结构健康，地产子公司“三条红线”全部达标，平均融资成本维持在4.5%-5.0%。
- **业绩预测与投资建议：**预计公司2022-2024年归母净利润复合增速11.7%，综合考虑房地产开发业务和供应链业务的分部估值，公司总市值为570.77亿元，对应目标价19.17元，给予“买入”评级。
- **风险提示：**项目结算不及预期、政策调控风险、供应链业务拓展不及预期等。

表：公司2022-2024年盈利预测

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	707844	810313	901145	975783
增长率	63.49%	14.48%	11.21%	8.28%
归属母公司净利润（百万元）	6098	6715	7550	8487
增长率	35.40%	10.11%	12.45%	12.41%
每股收益EPS（元）	2.03	2.23	2.51	2.82
净资产收益率ROE	8.01%	8.51%	8.82%	9.12%
PE	6.4	5.8	5.2	4.6
PB	0.28	0.27	0.25	0.23

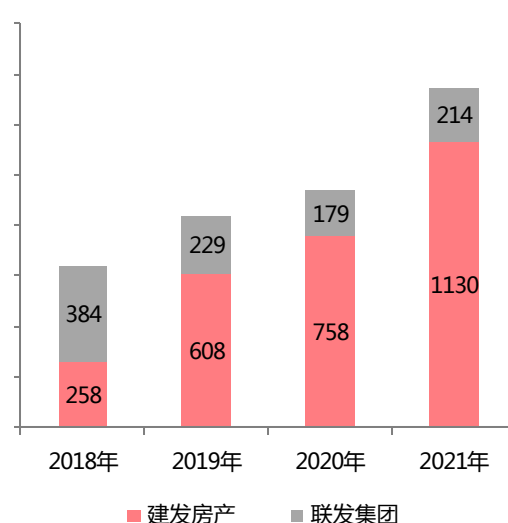
数据来源：wind，西南证券

图：公司合同销售金额

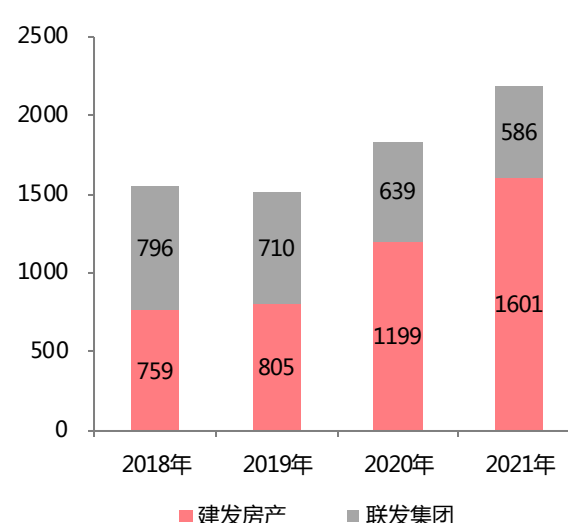


数据来源：wind，西南证券整理

图：公司新增计容建筑面积（万平）



图：公司权益土地储备面积（万平）



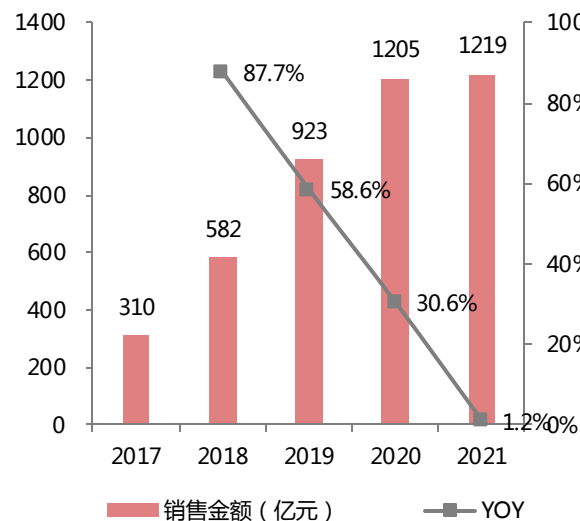
- **投资逻辑：**1) 销售规模稳中有进，2022年5月排名逆势提升至第18位，优质产品提升溢价，销售均价位于行业前列；2) 财务持续优化，三道红线达标转绿，融资成本持续降至5.8%；3) 两翼业务加速拓展，涵盖商业地产、品牌经营的产品生态体系愈加成熟，上下游产业链实现协同发展。
- **业绩预测与投资建议：**预计公司2022-2024年归母净利润复合增速为9.7%，考虑到公司营业收入稳健增长且财务稳健，给予公司2022年7倍PE，对应目标价11.90元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**业绩结算不及预期、政策调控风险等。

表：公司2022-2024年盈利预测

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	51241	59545	66285	72399
增长率	0.46%	16.21%	11.32%	9.22%
归属母公司净利润（百万元）	3195	3594	3922.06	4212
增长率	10.09%	12.50%	9.12%	7.39%
每股收益EPS（元）	1.51	1.70	1.85	1.99
净资产收益率ROE	4.88%	5.32%	5.50%	5.65%
PE	4.6	4.1	3.7	3.5
PB	0.15	0.14	0.14	0.13

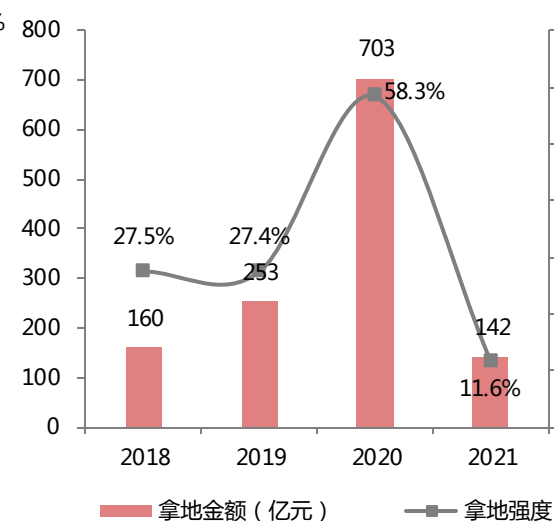
数据来源：wind，西南证券

图：公司合同销售金额

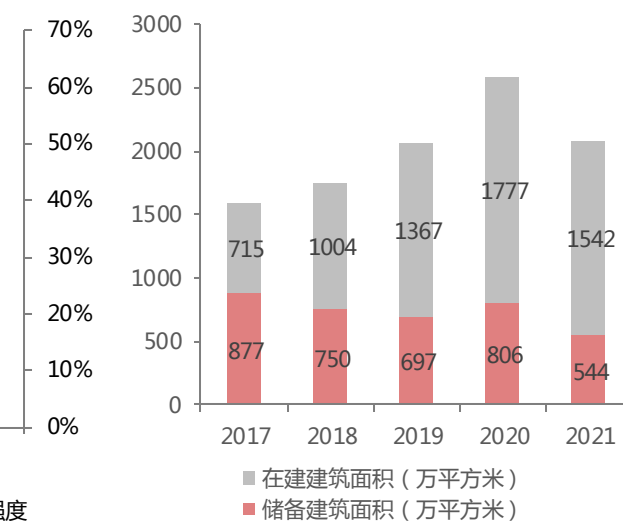


数据来源：wind，西南证券整理

图：公司拿地金额



图：公司储备及在建建筑面积



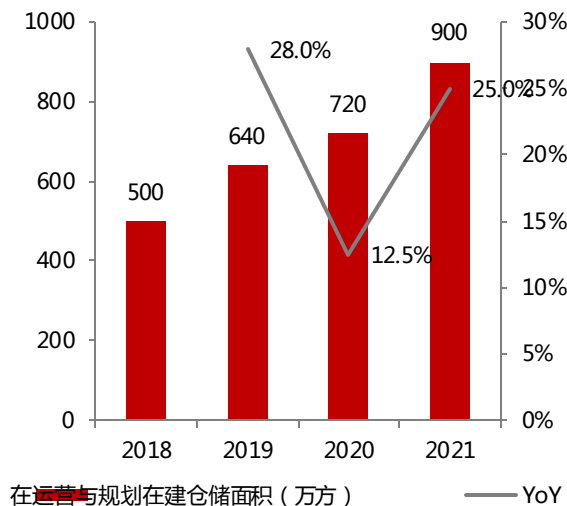
- **投资逻辑：**1）高端仓储行业领先，物流园区运营成熟，布局全国稳中求进，21年末运营、管理和规划在建（含待建项目）仓储面积达900万平方米。2）销售金额高速增长，2021年全口径销售金额达218亿元，同比增长122.7%，拿地积极土储充沛，背靠南山资源优质。3）增发收购布局新能源产业，积极开发光伏业务，自有屋顶资源可实现近1GW装机量，打造营收增长新窗口。
- **业绩预测与投资建议：**预计公司2022-2024年归母净利润复合增速为9.8%，综合考虑开发业务、物流仓储及光伏业务的分部估值，公司总市值为197.9亿元，对应目标价7.31元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**竣工交付低于预期、地产调控风险、物流仓储出租不及预期等。

表：公司2022-2024年盈利预测

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	11180	13636	16161	18000
增长率	-0.46%	21.97%	18.51%	11.38%
归属母公司净利润（百万元）	976	977	1160	1350
增长率	-24.97%	0.07%	18.78%	16.39%
每股收益EPS（元）	0.36	0.36	0.43	0.50
净资产收益率ROE	5.32%	5.57%	6.11%	6.79%
PE	11.1	11.1	9.3	8.0
PB	0.61	0.59	0.56	0.53

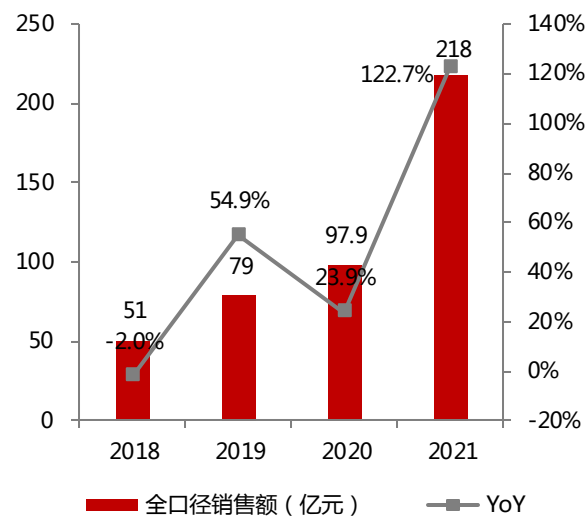
数据来源：wind，西南证券

图：公司在运营和规划在建仓储面积

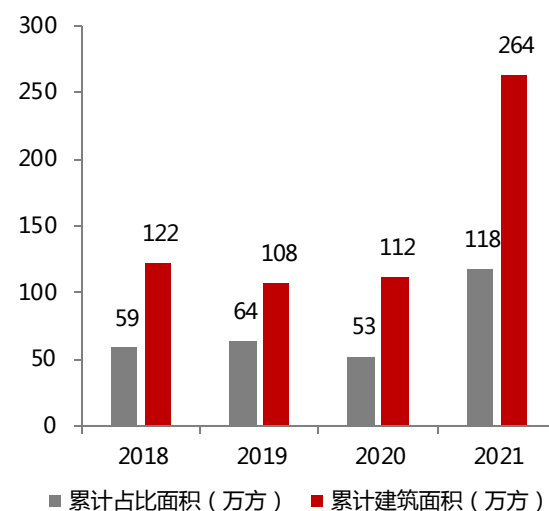


数据来源：wind，西南证券整理

图：公司全口径销售金额



图：公司土储面积



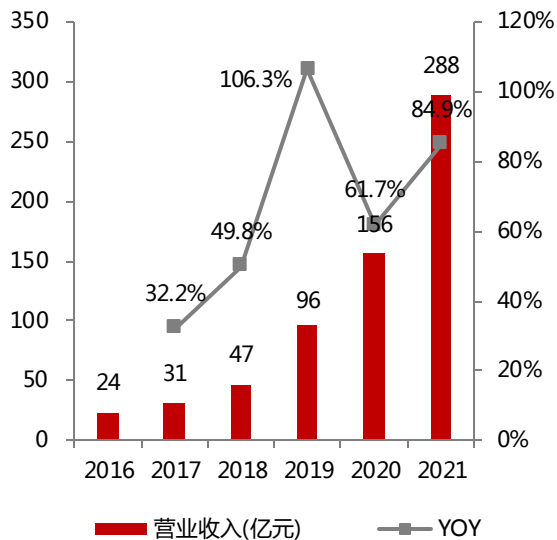
- **投资逻辑：**1) 经营业绩高速增长，2021公司实现营收收入288.4亿元（+84.9%），管理规模快速扩张，2021年在管面积7.7亿方（+103%），合同管理面积14.4亿方（+75%）。2) 多元业务齐头并进，2021年社区增值服务收入33.3亿元（+92.2%），城市服务收入45.3亿元（+412%），保持快速增长。3) 物业管理品牌优势助力项目拓展，2021年招标中标率超50%，远高于行业平均水平；社区增值完善生态服务，社区传媒业务自营媒体点位数量突破50万，覆盖全国超260个城市；城市服务开启全业态发展，截至2021年底，公司服务项目超100个，建筑面积超500万平方米。
- **业绩预测与投资建议：**预计公司2022-2024年归母净利润复合增速为44.2%，考虑到公司管理规模快速增长，增值服务拓展性强，维持“买入”评级。
- **风险提示：**在管面积增长不及预期，增值服务发展不及预期等。

表：公司2022-2024年盈利预测

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	28843	40252	54488	70367
增长率	85%	40%	35%	29%
归属母公司净利润（百万元）	4033	6092	8663	12084
增长率	50%	51%	42%	39%
每股收益EPS（元）	1.20	1.81	2.57	3.59
净资产收益率ROE	11.15%	14.41%	17.01%	19.17%
PE	31.71	14.49	10.19	7.30
PB	3.33	1.97	1.63	1.32

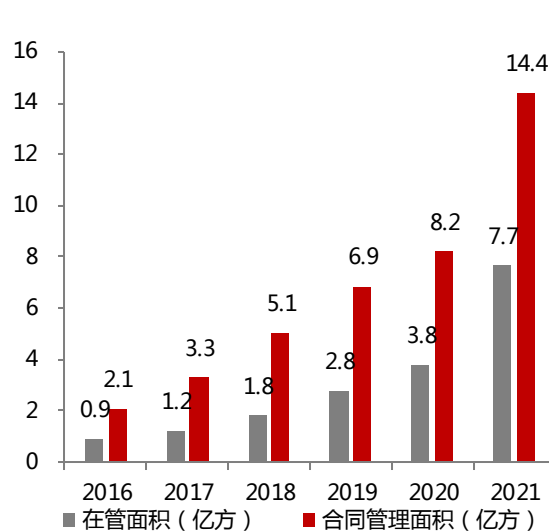
数据来源：wind，西南证券

图：公司营业收入

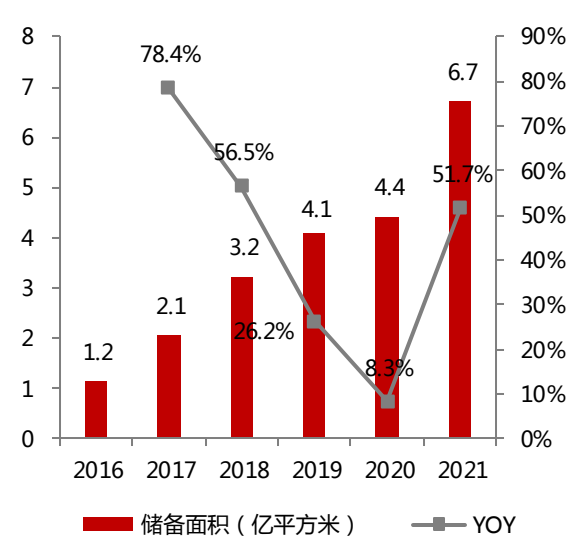


数据来源：wind，西南证券整理

图：公司在管面积与合同管理面积



图：公司储备面积



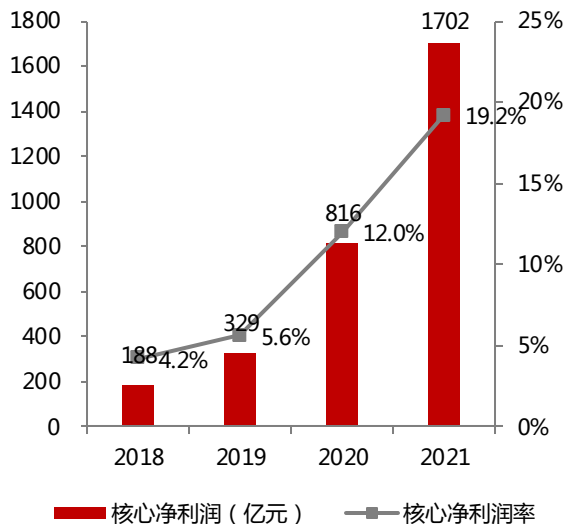
- **投资逻辑：**1) 盈利能力大幅提升，2021年公司实现核心利润17亿元（+108.5%），基于运营效率提升和成本管控，2021年公司毛利润提升4.1pp至31.1%。2) 住宅物业规模提升，2021年公司在管建筑面积1.5亿平，客户满意度高，2021年公司收缴率提升至94.4%，合同续约率98.7%。3) 商业管理龙头傲立，极具稀缺性，2021年公司购物中心在营数增至71个，已开业建筑面积760万平，同比增长18.8%，平均出租率96.9%，54个项目零售额排名当地市场TOP3，8个在营重奢购物中心排名行业TOP1。
- **业绩预测与投资建议：**预计公司2022-2024年净利润复合增速为30.1%，考虑公司是上市商管公司中的稀缺标的，给予华润万象生活2022年业绩40倍PE，目标价为42.00元（相当于51.78港元），维持“买入”评级。
- **风险提示：**在管面积增长不及预期、商业运营发展不及预期等。

表：公司2022-2024年盈利预测

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	8888	12397	16583	20816
增长率	31%	39%	34%	26%
归属母公司净利润（百万元）	1725	2402	3075	3802
增长率	111%	39%	28%	24%
每股收益EPS（元）	0.76	1.05	1.35	1.67
净资产收益率ROE	12.42%	14.75%	15.88%	16.41%
PE	39.01	29.52	23.06	18.65
PB	4.85	4.35	3.66	3.06

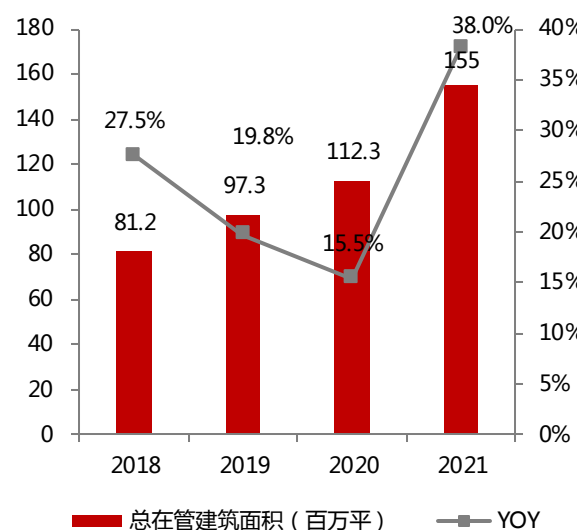
数据来源：wind，西南证券

图：公司核心净利润及利润率

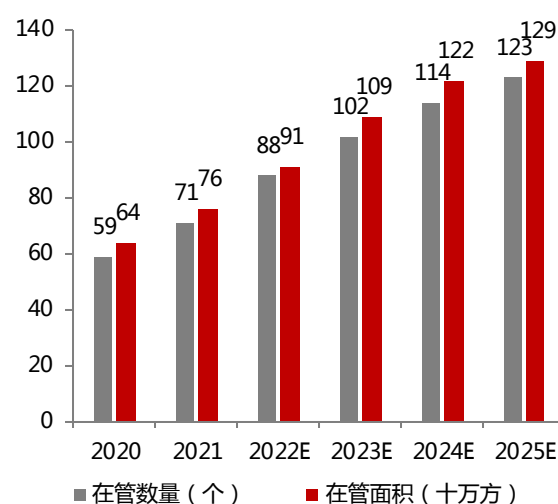


数据来源：wind，西南证券整理

图：公司总在管建筑面积



图：公司购物中心规模



- **板块逻辑逐渐由政策博弈转价投。**前期地产行情主要是博弈行情，博弈行情当前已明显结束，板块逻辑应向基本面转换，可关注开发龙头、物管龙头。个股推荐：**1) 房企：**保利发展、滨江集团、建发股份、华发股份、天健集团、南山控股；**2) 物企：**碧桂园服务、华润万象生活。
- **风险提示：**市场销售恢复不及预期；政策放松力度不及预期；行业现金流状况不及预期。

表：重点公司估值表

股票代码	股票名称	当前价格（元）	投资评级	EPS（元）				PE（倍）			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
房企											
600048.SH	保利发展	16.06	买入	2.30	2.41	2.62	2.81	7.0	6.7	6.2	5.7
002244.SZ	滨江集团	7.85	买入	0.97	1.12	1.33	1.54	8.1	7.0	5.9	5.1
600153.SH	建发股份	12.96	买入	2.03	2.23	2.51	2.82	6.4	5.8	5.2	4.6
600325.SH	华发股份	6.90	买入	1.51	1.70	1.85	1.99	4.6	4.1	3.7	3.5
000090.SZ	天健集团	6.77	买入	0.96	1.23	1.52	2.02	5.7	5.5	4.5	3.4
002314.SZ	南山控股	3.99	买入	0.36	0.36	0.43	0.50	11.1	11.1	9.3	8.0
物企											
6098.HK	碧桂园服务	27.53	买入	1.20	1.81	2.57	3.59	31.7	14.5	10.2	7.3
1209.HK	华润万象生活	32.75	买入	0.76	1.05	1.35	1.67	39.0	29.5	23.1	18.7

备注：港股上市公司以人民币为单位，截至2022年6月20日收盘价

数据来源：wind，西南证券

分析师：王颖婷

执业证号：S1250515090004

电话：023-67610701

邮箱：wyting@swsc.com.cn

联系人：池天惠

电话：13003109597

邮箱：cth@swsc.com.cn

联系人：刘洋

电话：18019200867

邮箱：ly21@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

公司评级

买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	黄滢	高级销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn