

房地产行业 2022 年 7 月投资策略

分歧收敛，势能充足

超配

核心观点

行业：主要数据低迷但销售端有所企稳。上半年，行业基本面羸弱，主要指标持续走低，投资、新开工、竣工数据降幅仍在扩大。但随着疫情影响减弱、需求端政策逐渐起效，5 月份起销售数据恶化程度趋缓，这或是销售未来整体景气度好转的信号。从日频数据跟踪来看，**销售回暖迹象渐显**：2022 年截至 6 月 24 日，30 城商品房成交面积为 6794 万 m²，同比-34%；其中，长三角、华南、华中&西南、华北&东北区域的商品房成交面积累计同比分别为-40%、-39%、-30%、-16%；样本城市中，青岛、苏州、广州商品房累计成交面积同比降幅收窄明显。

行情复盘：始于政策转向，困于基本面分歧。我们对重要节点的板块走势进行复盘：1) 在“恒大事件”出现后，市场对房企风险暴露担忧加剧，行业持续的高景气也使得政策面不断趋严，加之前期行业过度扩张导致利润表恶化，板块跑输大盘 17pct；2) 自 21 年 8 月起，政策表态开始转向，青岛、深圳等地率先延期第二批集中供地，修改放松土拍规则；9 月起，监管层针对房地产行业密集发声提出维护房地产市场的健康发展，政策基调软化；进入 2022 年，在菏泽打响放松限购“第一枪”后，各地频频出台楼市放松政策，期间板块跑赢沪深 300 指数 39pct；3) 22 年 4 月以后，低迷的行业数据让更多人开始认为“放松也没用”，市场对房地产的认知从政策“放松共识”阶段走向“基本面分歧”阶段，板块跑输沪深 300 指数 19pct。

长期展望：关注经营模式的变革。快周转的异化，从根源上导致了行业风险的暴露，随着快周转的三个核心高速去化、花式融资、预售资金自由使用不再成立，快周转模式将退出历史舞台，“慢时代”到来。我们认为，“慢时代”中经营模式的变革，可能比短期市占率的此消彼长更加重要：1) 在“慢时代”中，房企有能力通过调整保证 ROE 不下降，同样的 ROE 水平与快周转模式相比，PB 反而会迎来上升的契机；2) 土地市场回归理性，潜在利润率确定性改善，坚持自身投资纪律或经营习惯的优质房企将迎来“黄金时代”。

投资策略：分歧收敛，势能充足。当前市场对房地产的认知从政策“放松共识”阶段走向“基本面分歧”阶段，5 月销售数据恶化程度趋缓，6 月高频数据销售回暖迹象渐显使得基本面分歧有所收敛。行业基本面弱势延续，信用危机也并未完全渡过，在长时间的普遍悲观之下，地产板块已经积累了充足的上涨势能。纵观后市，在基数明显下降、疫情趋于稳定、放松政策起效、前期需求释放的共同作用之下，销售单月同比降幅将大概率收窄，随着分歧进一步收敛，后续大机会的曙光已现。短期布局基本面分歧带来的“黄金买点”，长期布局行业模式改善带来的新生。开发方面，优选慢周转、有杠杆意愿和能力的房企，7 月组合推荐万科 A、保利发展、金地集团、绿城中国、招商积余、贝壳 W。

风险提示：基本面改善不及预期、政策力度不及预期。

行业研究 · 行业投资策略

房地产

超配 · 维持评级

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

联系人：王静

021-60893314

wangjing20@guosen.com.cn

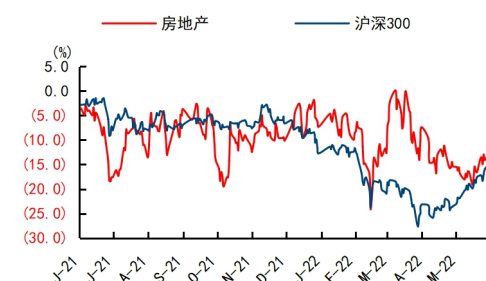
证券分析师：王粤雷

0755-81981019

wangyuelei@guosen.com.cn

S0980520030001

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《房地产行业双周报-基本面回暖迹象渐显，需求端创新政策推出》——2022-06-20
- 《房地产行业 2022 年中期投资策略-近看分歧收敛，远看模式改善》——2022-06-16
- 《统计局 5 月房地产数据点评-单月降幅收窄，回暖迹象渐显》——2022-06-15
- 《房地产行业双周报-销售回暖尚待观察，土拍市场不温不火》——2022-06-07
- 《房地产行业 2022 年 6 月投资策略暨年报总结-买在基本面分歧时》——2022-05-30

内容目录

行业：主要数据低迷但销售端有所企稳.....	5
销售端恶化程度趋缓，本月 30 城数据回暖明显.....	5
土地市场整体走弱，局部情绪有所回升.....	7
主要指标持续走低，基本面羸弱.....	11
行情复盘：始于政策转向，困于基本面分歧.....	12
“恒大事件”出现后的复盘：板块跑输 17pct.....	13
政策表态转向后的复盘：板块跑赢 39pct.....	15
市场走向基本面分歧后的复盘：板块跑输 19pct.....	16
长期展望：关注经营模式的变革.....	17
异化的快周转导致了行业风险的暴露.....	18
行业将重回“慢时代”.....	20
“慢时代”下房企 ROE 的定量测算.....	21
投资策略：分歧收敛，势能充足.....	27
风险提示.....	27
免责声明.....	28

图表目录

图 1: 300 城住宅销售面积及累计同比.....	5
图 2: 300 城住宅销售面积单月同比.....	5
图 3: 商品房销售面积累计同比.....	5
图 4: 商品房销售面积单月同比.....	5
图 5: 商品房销售额累计同比.....	6
图 6: 商品房销售额单月同比.....	6
图 7: 30 城商品房单日成交面积 (万 m ²)	6
图 8: 30 城商品房累计成交面积同比.....	6
图 9: 30 城商品房单日成交区域结构.....	7
图 10: 分区域商品房累计成交面积同比.....	7
图 11: 300 城住宅土地成交面积及累计同比.....	7
图 12: 300 城住宅土地成交面积单月同比.....	7
图 13: 300 城住宅土地成交溢价率.....	8
图 14: 历次集中供地成交结构.....	9
图 15: 历次集中供地成交溢价率.....	9
图 16: 历次集中供地成交量 (万平方米、亿元)	9
图 17: 历次集中供地成交单价 (元/平米)	9
图 18: 22 年第一批集中供地底价成交率.....	10
图 19: 22 年第一批集中供地溢价成交率.....	10
图 20: 22 年第一批集中供地顶价成交率.....	10
图 21: 22 年第一批集中供地流拍撤拍率.....	10
图 22: 22 年第一批集中供地溢价率.....	11
图 23: 房地产投资累计同比.....	11
图 24: 房地产投资单月同比.....	11
图 25: 新开工面积累计同比.....	12
图 26: 新开工面积单月同比.....	12
图 27: 竣工面积累计同比.....	12
图 28: 竣工面积单月同比.....	12
图 29: 近两年板块重要节点复盘.....	13
图 30: 地产板块 20/9 至 21/8 走势复盘.....	14
图 31: 保利发展 20/9 至 21/8 走势复盘.....	14
图 32: 金地集团 20/9 至 21/8 走势复盘.....	14
图 33: 滨江集团 20/9 至 21/8 走势复盘.....	15
图 34: 建发股份 20/9 至 21/8 走势复盘.....	15
图 35: 地产板块 21/8 至 22/4 走势复盘.....	15
图 36: 保利发展 21/8 至 22/4 走势复盘.....	16
图 37: 金地集团 21/8 至 22/4 走势复盘.....	16

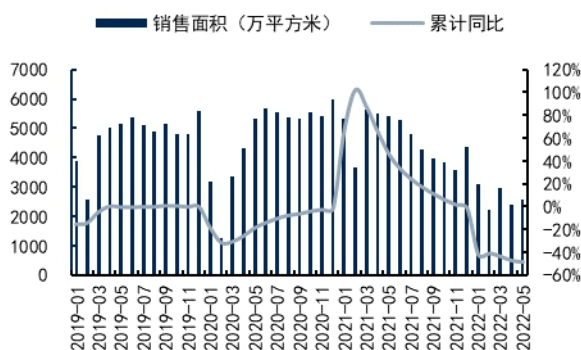
图 38: 滨江集团 21/8 至 22/4 走势复盘.....	16
图 39: 建发股份 21/8 至 22/4 走势复盘.....	16
图 40: 地产板块 22/4 至今走势复盘.....	17
图 41: 保利发展 22/4 至今走势复盘.....	17
图 42: 金地集团 22/4 至今走势复盘.....	17
图 43: 地货比提升客观上限制了囤地模式（单位：%）	18
图 44: 高去化是快周转的必要条件（单位：%）	18
图 45: 降低自有资金占用意味着充分使用各种有息和无息负债.....	19
图 46: 快周转是特定条件组合下的最优解，也是最不稳定解.....	20
图 47: 三大核心条件改变，快周转模式面临挑战.....	21
图 48: 快周转异化下的行业内卷循环.....	21
图 49: 存货的时间分布示意.....	22
图 50: 预收账款的时间分布示意.....	22
图 51: ROIC/ROE 对预收款冻结比例的敏感度（横轴为冻结比例）	23
图 52: ROIC/ROE 对回款时间的敏感度（横轴为回款时间，单位：年）	24
图 53: ROIC/ROE 对净利润率的敏感度（横轴为净利润率，单位：%）	24
图 54: ROIC/ROE 对债务成本的敏感度（横轴为税前利息率）	25
图 55: 样本房企历年净利润率均值（单位：%）	26
图 56: 样本房企平均净利润率（单位：%）	26
图 57: 样本房企平均融资成本（单位：%）	26
图 58: 一般情况下 ROE 对债务成本并不敏感.....	26
表 1: 房企报表主要项目表现.....	22

行业：主要数据低迷但销售端有所企稳

销售端恶化程度趋缓，本月 30 城数据回暖明显

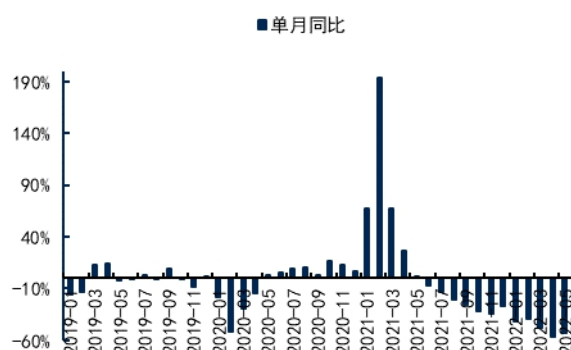
从我们跟踪的 300 城高频数据来看，截至 2022 年五月末，300 城住宅累计销售面积 13228 万平方米，同比下降 48%。根据最新数据，5 月 300 城住宅销售面积单月同比下降 52%，较 4 月数据提升 4pct。

图1：300 城住宅销售面积及累计同比



资料来源：克而瑞、国信证券经济研究所整理

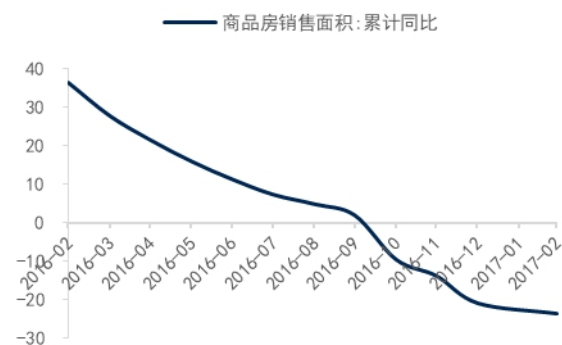
图2：300 城住宅销售面积单月同比



资料来源：克而瑞、国信证券经济研究所整理

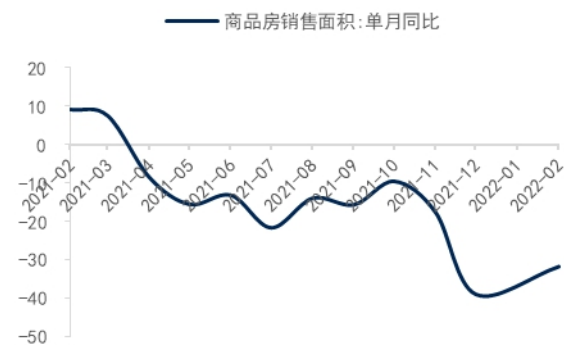
根据统计局数据，2022 年 1-5 月，商品房销售面积 50738 万平方米，同比下降 23.6%；商品房销售额 48337 亿元，下降 31.5%。从单月同比口径来看，5 月商品房销售面积和销售额分别同比下降 31.8%、37.7%，分别较 4 月数据提升 7.2、8.9pct，恶化程度有所趋缓。

图3：商品房销售面积累计同比



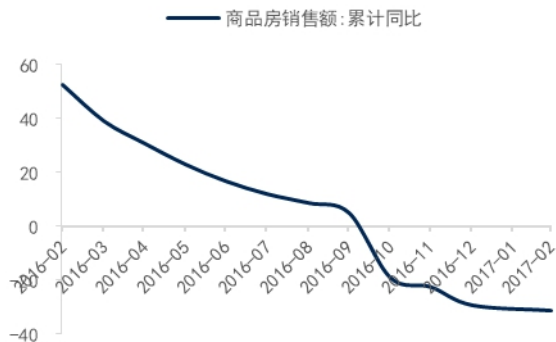
资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图4：商品房销售面积单月同比



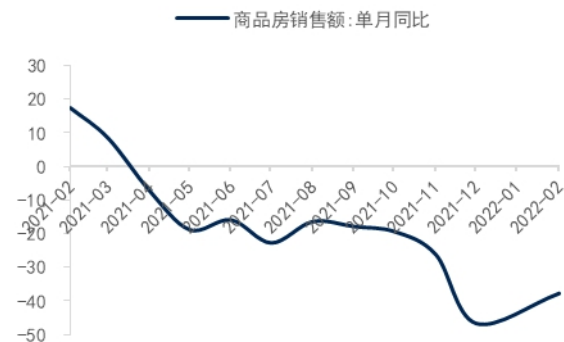
资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图5：商品房销售额累计同比



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

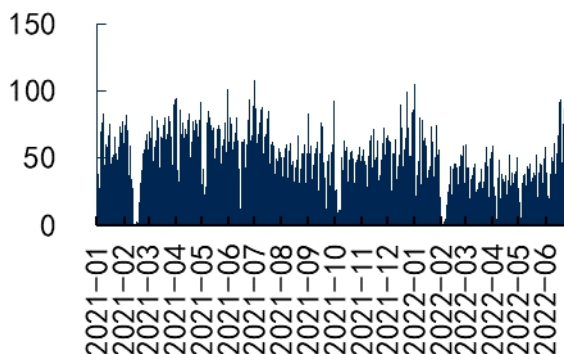
图6：商品房销售额单月同比



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

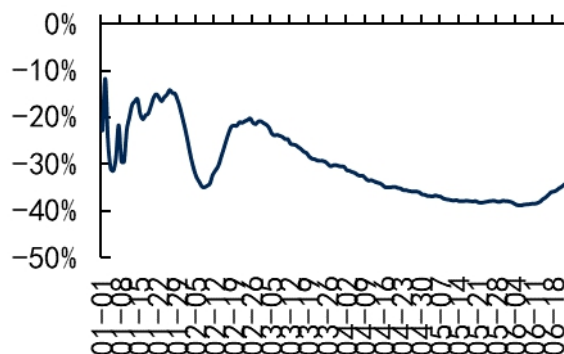
从日频数据跟踪来看，销售回暖迹象渐显。2022 年截至 6 月 24 日，30 城商品房成交面积为 6794 万 m^2 ，同比-34%；其中，长三角、华南、华中&西南、华北&东北区域的商品房成交面积累计同比分别为-40%、-39%、-30%、-16%。样本城市中，青岛、苏州、广州商品房累计成交面积同比降幅收窄明显。

图7：30 城商品房单日成交面积（万 m^2 ）



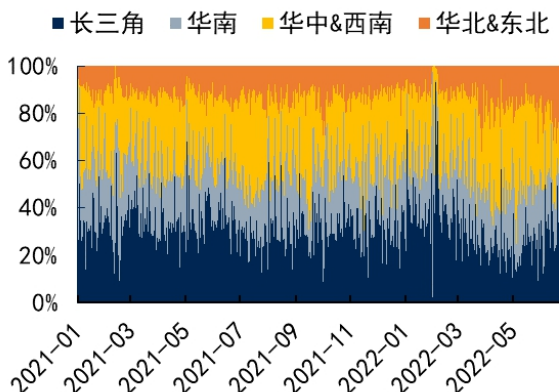
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图8：30 城商品房累计成交面积同比



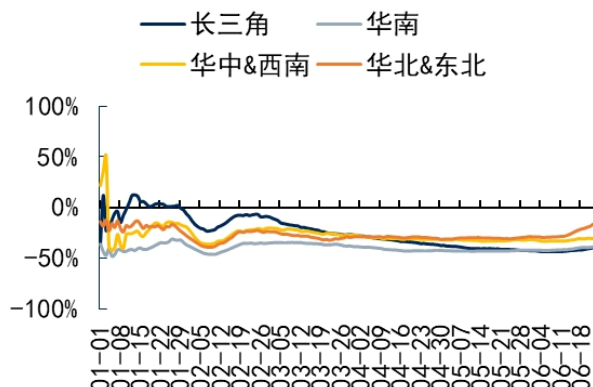
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图9：30城商品房单日成交区域结构



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图10：分区域商品房累计成交面积同比

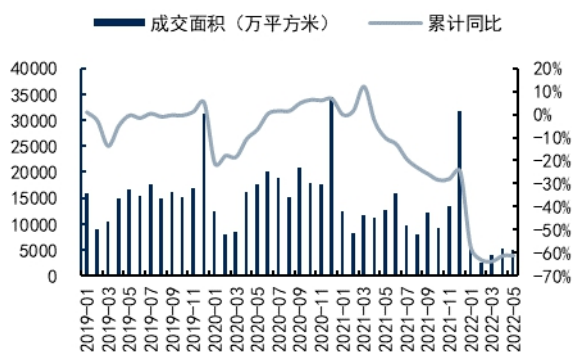


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

土地市场整体走弱，局部情绪有所回升

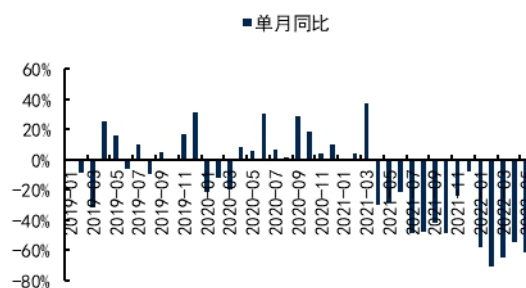
从我们跟踪的300城高频数据来看，截至2022年5月末，300城住宅土地累计成交建筑面积21890万平方米，同比下降61%。根据最新数据，5月300城住宅土地成交面积单月同比下降61%，成交量未见起色；成交量溢价率为2.9%，连续10个月维持在个位数水平。土地市场整体表现持续低迷，回暖仍需时日。

图11：300城住宅土地成交面积及累计同比



资料来源：克而瑞、国信证券经济研究所整理

图12：300城住宅土地成交面积单月同比



资料来源：克而瑞、国信证券经济研究所整理

图 13: 300 城住宅土地成交溢价率



资料来源：克而瑞、国信证券经济研究所整理

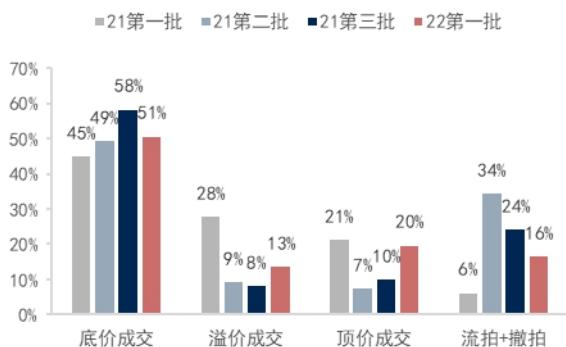
从集中供地表现来看，2022 年第一批集中供地共成功出让 385 宗地块，占挂牌总地块的 84%，较去年第三批上升 6pct，其中底价成交、溢价成交、顶价成交地块比例分别为 51%、13%、20%，分别较去年第三批下降 7pct、上升 5pct、10pct。此次集中供地，从成交结构看，溢价成交和顶价成交地块比例上升，流拍撤拍率下降，表明重点城市中土拍市场成交结构正在转好，市场情绪已在底部企稳。

从成交量上看，此次集中供地共成功出让建筑面积 3682 万平方米，较去年第三批下降 35%；共揽得收入 4821 亿元，较去年第三批下降 15%，其中仅有合肥、北京、上海、杭州、成都、广州成交量较去年第三批有所上升，成交面积分别上升 132%、77%、48%、36%、24%、16%。成交量有所下降，主要原因或有两点：一是由于市场仍处于底部区间，观望情绪仍然浓厚，供应规模的下降带来了成交量的下降；二是部分城市如青岛、厦门、成都、济南、重庆、苏州、武汉等城市将全年三批集中供地增加为四批，一定程度上分流了此次集中供地的成交数据。

从成交单价上看，此次集中供地单价达每平方米 13096 元，较去年第三批上升 30%，较去年第一批上升 24%。成交单价有所上升，主要原因或为在当前较为低迷的土地市场下，各地政府此次集中供地纷纷推出许多区位更好、竞拍条件不那么严苛的优质地块，以增加对房企的吸引力，从而推动了成交单价的上涨。

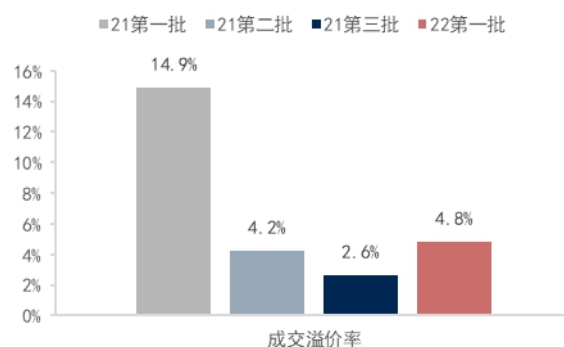
从溢价率上看，此次集中供地整体溢价率为 4.8%，较去年第三批上升 2.1pct，其中深圳、合肥溢价率超过 10%，分别为 15.0%、11.2%，深圳、重庆、厦门、北京、合肥溢价率增长幅度较大，分别较去年第三批上升 10.3、4.9、4.1、3.4、2.8pct。溢价率有所上升的或是由于土地质量提升、市场情绪企稳等多方面因素所导致。

图14: 历次集中供地成交结构



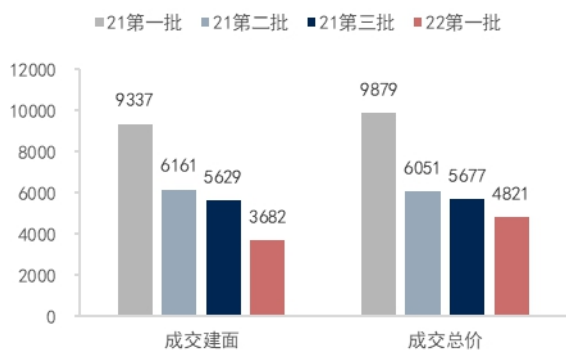
资料来源: 克而瑞、国信证券经济研究所整理

图15: 历次集中供地成交溢价率



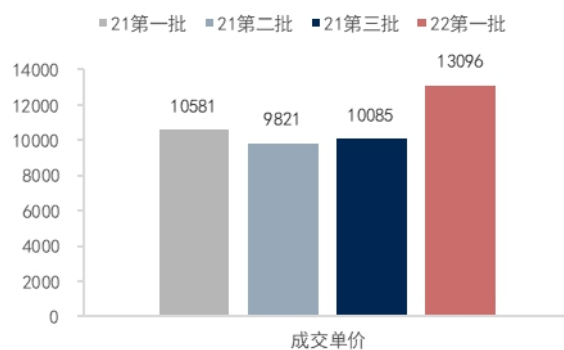
资料来源: 克而瑞、国信证券经济研究所整理

图16: 历次集中供地成交量（万平方米、亿元）



资料来源: 克而瑞、国信证券经济研究所整理

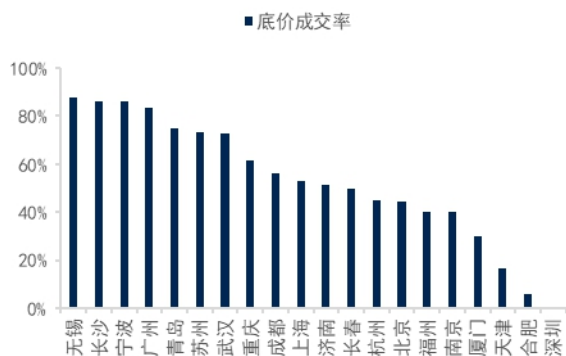
图17: 历次集中供地成交单价（元/平米）



资料来源: 克而瑞、国信证券经济研究所整理

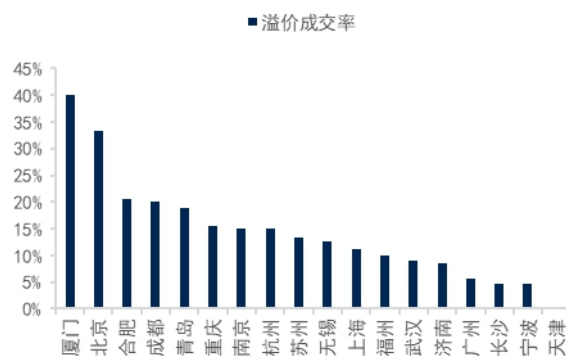
从顶价成交率的维度看，深圳、合肥、杭州、上海、重庆顶价成交率均超过 20%，分别为 100%、44%、38%、36%、23%；从流拍率的维度看，天津、福州、济南、南京、合肥的流拍撤拍率均超过 20%，分别为 80%、40%、40%、30%、29%；从溢价率的维度看，深圳、合肥、厦门、杭州、宁波、重庆、南京七城的成交溢价率均超过 5%，分别为 15.0%、11.2%、6.8%、6.4%、5.9%、5.4%、5.0%。由此可见，各城市间土拍热度仍有较大分化，单个城市内部分化亦较为明显。纵观今年首次集中供地（22 城与非 22 城），仅有深圳、杭州、上海等市场基本面强劲的“龙头城市”整体热度较高，东莞、南京等此前房地产市场阶段性火热的城市均有不同程度的遇冷。其余城市虽有流拍率下降、溢价率提升等正面结果反馈，但或有本次土拍整体土地质量较好等客观因素存在，且大多城市底价成交率仍然维持高位，从侧面反映了开发商加杠杆、扩土储的意愿仍然不强，土拍市场整体回暖仍需时日。

图18: 22年第一批集中供地底价成交率



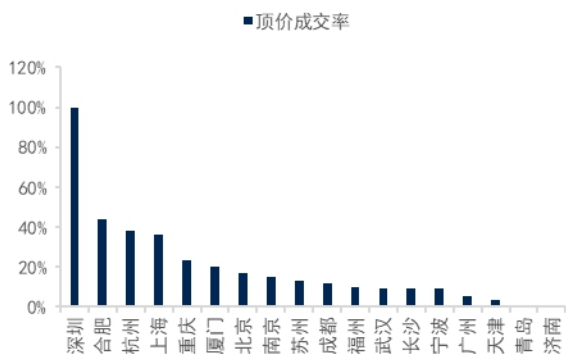
资料来源: 克而瑞、国信证券经济研究所整理

图19: 22年第一批集中供地溢价成交率



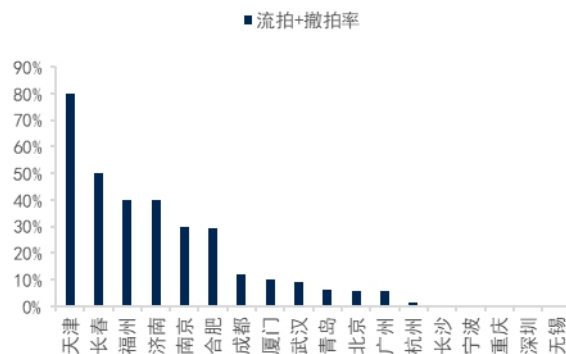
资料来源: 克而瑞、国信证券经济研究所整理

图20: 22年第一批集中供地顶价成交率



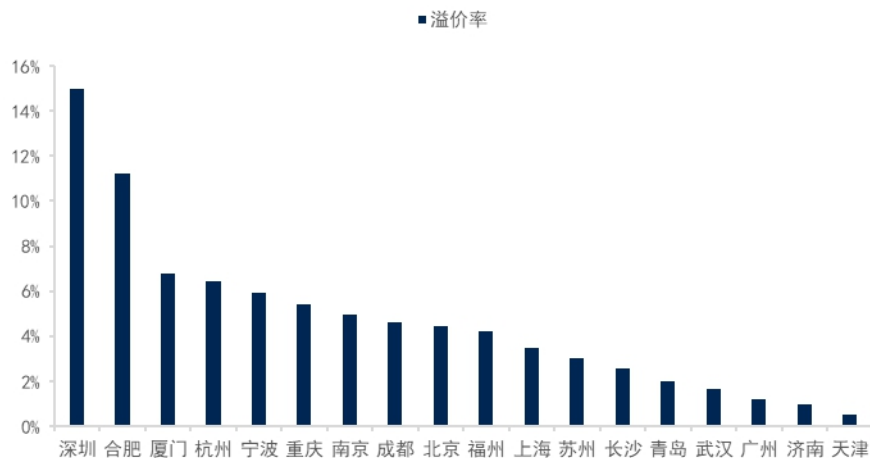
资料来源: 克而瑞、国信证券经济研究所整理

图21: 22年第一批集中供地流拍撤拍率



资料来源: 克而瑞、国信证券经济研究所整理

图22: 22年第一批集中供地溢价率



资料来源: 克而瑞、国信证券经济研究所整理

主要指标持续走低，基本面羸弱

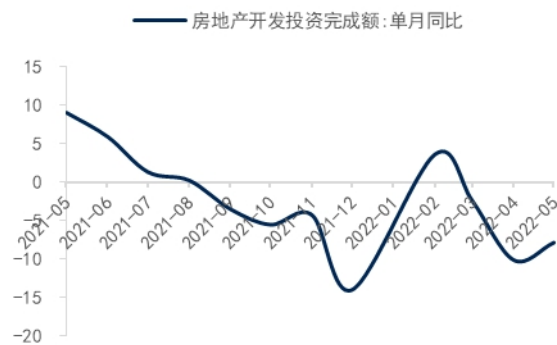
由于房企拿地意愿减弱，加之施工数据走弱，导致了房地产投资韧性减弱。根据统计局数据，2022年1-5月全国房地产开发投资52134亿元，同比下降4.0%，较1-4月下降1.3pct。

图23: 房地产投资累计同比



资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

图24: 房地产投资单月同比



资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

由于房企经过两年的缩表导致土储变薄，使得可用于投入开工的土地资源相对不足，新开工数据持续承压，考虑到今年上半年土地市场的弱势，新开工指标持续走低，2022年1-5月房屋新开工面积51628万平方米，同比下降30.6%，较1-4月下降4.3pct。

图25: 新开工面积累计同比



资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

图26: 新开工面积单月同比



资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

竣工数据于2021年的修复已经兑现, 由于2022年新开工和施工数据均处于低迷, 竣工数据也受到了影响。2022年1-5月, 房屋竣工面积23362万平方米, 下降15.3%, 较1-4月下降3.4pct。

图27: 竣工面积累计同比



资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

图28: 竣工面积单月同比



资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

行情复盘: 始于政策转向, 困于基本面分歧

自2020年来, 房地产行业经历了过山车般的起伏。基本上, 虽然有“三道红线”、“贷款两集中”、“预售资金监管”等限制措施, 但20年下半年至21年上半年出现了在疫情“填坑”后持续四个季度的高景气行情; 21年下半年行业景气度急转直下, 房企信用事件频出, 销售、土拍持续低迷, 行业进入“至暗时刻”。政策面上, 基于行业下行状况, 监管部门于21年9月开始频繁发声, 政策基调逐渐软化转向, 各城也纷纷提前修改放款土拍规则意图救市, 进入2022年, 已有超过20个省份、75个城市出台了上百次需求端放松政策。

我们对不同重要节点期间的板块走势进行复盘: 1) 在“恒大事件”出现后, 市场对房企风险暴露担忧加剧, 行业持续的高景气也使得政策面不断趋严, 加之前期行业过度扩张导致利润表恶化, 板块表现不佳, 跑输大盘17pct; 2) 自21年8月起, 政策表态开始转向, 各地也纷纷展开自救行动, 青岛、深圳等地率先延期

第二批集中供地，修改放松土拍规则；9月起，监管层针对房地产行业密集发声提出维护房地产市场的健康发展，政策基调软化；进入2022年，在菏泽打响放松限购“第一枪”后，各地频频出台楼市放松政策，板块表现出色，跑赢沪深300指数39pct；3）22年4月以后，低迷的行业数据让更多人开始认为“放松也没用”，市场对房地产的认知从政策“放松共识”阶段走向“基本面分歧”阶段，板块跑输沪深300指数19pct。

图29：近两年板块重要节点复盘



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

“恒大事件”出现后的复盘：板块跑输17pct

在“恒大事件”出现后，市场对房企风险暴露担忧加剧，行业持续的高景气也使得政策面不断趋严，加之前期行业过度扩张导致利润表恶化，板块表现不佳。在20年9月至21年8月期间，房地产板块跑输沪深300指数17pct，传统优质房企保利发展、金地集团、滨江集团、建发股份等在此期间也分别下跌40%、39%、19%、14%。

图30: 地产板块 20/9 至 21/8 走势复盘



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图31: 保利发展 20/9 至 21/8 走势复盘



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图32: 金地集团 20/9 至 21/8 走势复盘



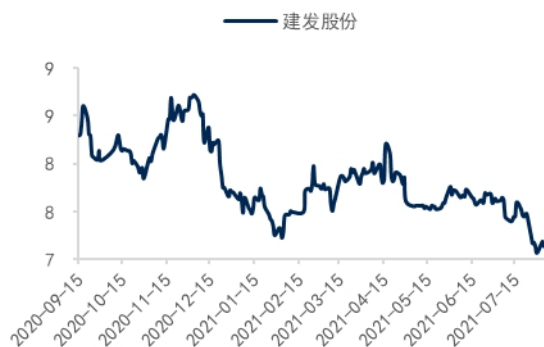
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图33: 滨江集团 20/9 至 21/8 走势复盘



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图34: 建发股份 20/9 至 21/8 走势复盘

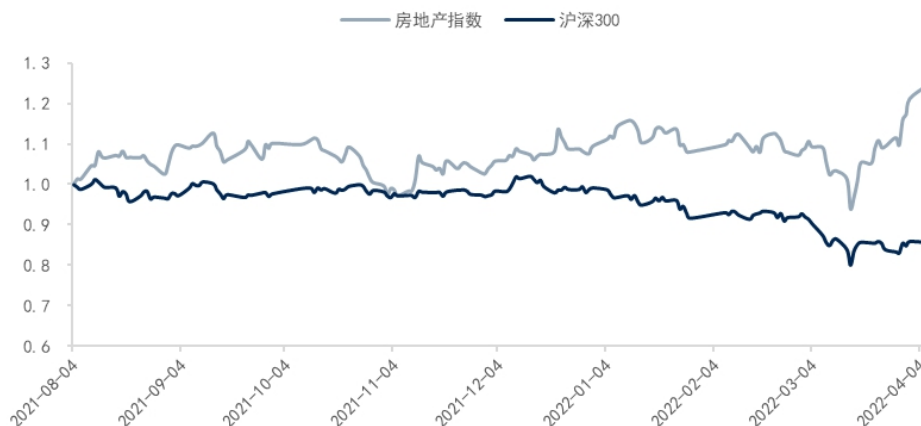


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

政策表态转向后的复盘：板块跑赢 39pct

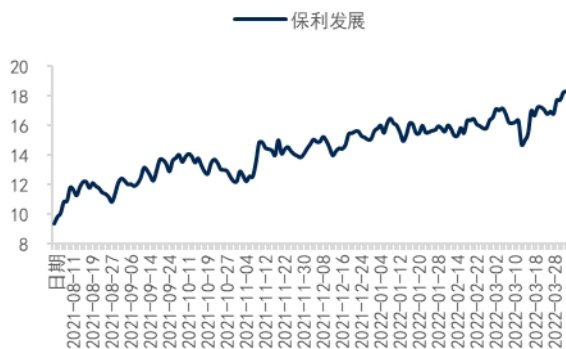
房企信用事件频出，行业基本面断崖式下跌后，政策表态开始转向，各地也纷纷展开自救行动。21年8月，青岛、深圳等地率先延期第二批集中供地，修改放松土拍规则；9月起，监管层针对房地产行业密集发声提出维护房地产市场的健康发展，政策基调软化；进入2022年，在菏泽打响放松限购“第一枪”后，各地频频出台楼市放松政策。在21年8月至22年4月期间，受政策转暖的利好影响，房地产板块跑赢沪深300指数 39pct，传统优质房企保利发展、金地集团、滨江集团、建发股份等在此期间也分别上涨 95%、77%、93%、104%。

图35: 地产板块 21/8 至 22/4 走势复盘



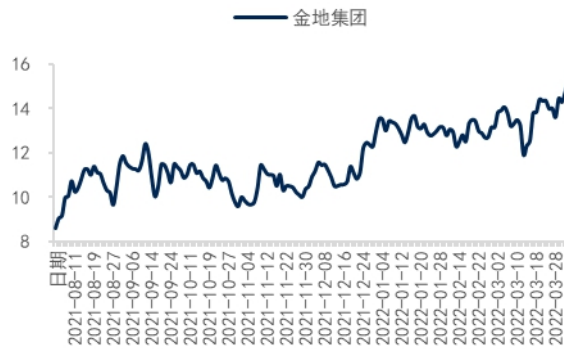
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图36: 保利发展 21/8 至 22/4 走势复盘



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图37: 金地集团 21/8 至 22/4 走势复盘



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图38: 滨江集团 21/8 至 22/4 走势复盘



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图39: 建发股份 21/8 至 22/4 走势复盘

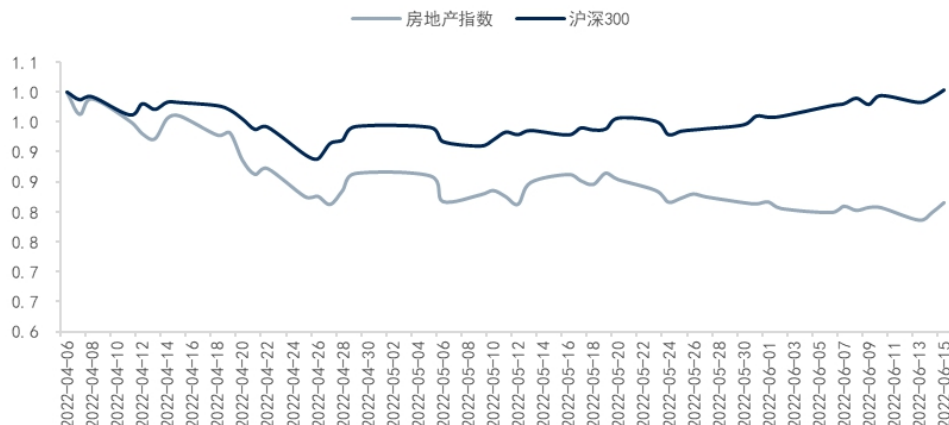


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

市场走向基本面分歧后的复盘: 板块跑输 19pct

22 年 4 月以后, 低迷的行业数据让更多人开始认为“放松也没用”, “429”政治局会议及五一小长假低迷的数据标志着市场对房地产的认知从政策“放松共识”阶段走向“基本面分歧”阶段, 4 月至今, 板块跑输沪深 300 指数 19pct, 传统优质房企保利发展、金地集团等在此期间也分别下跌 13%、21%。

图40: 地产板块 22/4 至今走势复盘



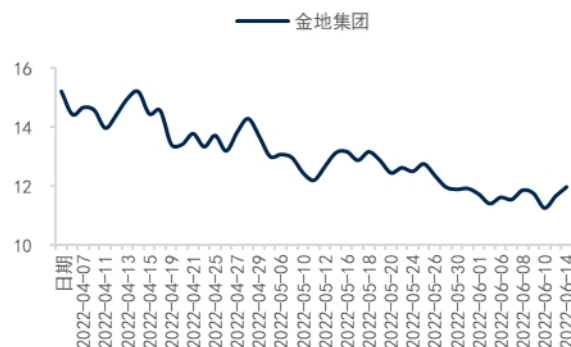
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图41: 保利发展 22/4 至今走势复盘



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图42: 金地集团 22/4 至今走势复盘



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

长期展望：关注经营模式的变革

快周转的异化，从根源上导致了行业风险的暴露，随着快周转的三个核心高速去化、花式融资、预售资金自由使用不再成立，快周转模式将退出历史舞台，“慢时代”到来。我们认为，“慢时代”中经营模式的变革，可能比短期市占率的此消彼长更加重要：

1. 进入“慢时代”后，尽管 ROE 面临下降压力，但优质房企通过净利润率、回款时间、债务成本、有息杠杆率四个方面的调整，有能力保证 ROE 不下降，甚至有所上升。而且，与快周转模式相比，同样的 ROE 水平，由于总杠杆（包括隐形杠杆）更低、现金流饥渴度下降、净利润率改善，PB 反而会迎来上升的契机。
2. “慢时代”中规模“黑马”确实已经很难出现了，但会出现一批质量“黑马”。高速增长难觅的另一面是土地市场回归理性，潜在利润率确定性改善，以往部分优质房企囿于自身投资纪律或经营习惯，在土地内卷中存在劣势。对这些房企而

言，“慢时代”就是“黄金时代”。

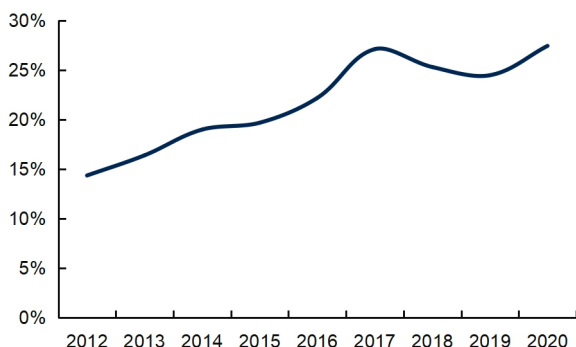
异化的快周转导致了行业风险的暴露

快周转的初心是不囤地不捂盘，赚经营的钱而不是土地升值的钱。快周转（快速周转）一词最早出现在 2008 年，最初的含义“不囤地、不捂盘、快速销售”，赚开发的钱而不是土地升值的钱，对立面是“囤地模式”。快周转的最初意义并不涉及杠杆操作和资金调配，同时由于其不囤地，无法分享土地升值，因而在拿地时无法计入过多的房价上涨，拿地利润率反而要求更高。

快周转从 2015 年开始逐渐成为行业的普遍追求，成为几乎所有主流开发商（至少在口头上）的战略选择。原因包括两方面：

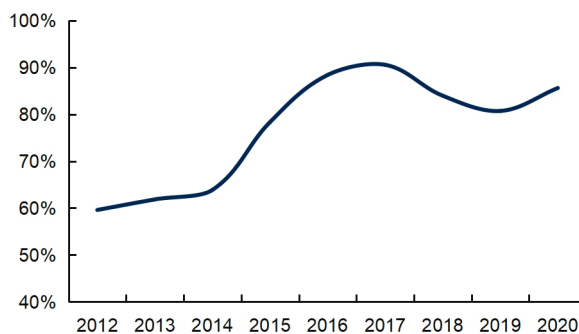
- 一方面是市场对房价上涨速度的预期降低，同时地货比迅速提高，囤地模式本身变得无利可图；
- 另一方面或许更重要，那就是在低利润、高去化、快回款的条件下，房企开始放弃对拿地利润率的追求，转而关注自有资金（年化）回报率。在拿地利润本身较低的情况下，提高自有资金回报率的方法只能是少占用自有资金，于是或明或暗、或有息或无息的各类杠杆被充分利用。同时，由于当时的市场环境去化快、回款快，无息负债可以很快替换掉有息负债，并形成再一次的循环。最终，任何自有资金和任何外部资金（股/债）都被充分利用。——这就是快周转的“异化”。（后续提到的“快周转”指的均是异化后的快周转。）

图 43：地货比提升客观上限制了囤地模式（单位：%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 44：高去化是快周转的必要条件（单位：%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 45：降低自有资金占用意味着充分使用各种有息和无息负债

$$\begin{aligned}
 \text{成本利润率} &= \frac{\text{净销售额} - \text{土地成本} - \text{开发成本} - \text{期间费用} - \text{税费}}{\text{土地成本} + \text{开发成本}} \\
 \text{自有资金回报率} &= \frac{\text{净销售额} - \text{土地成本} - \text{开发成本} - \text{期间费用} - \text{税费}}{\text{自有资金占用}}
 \end{aligned}$$

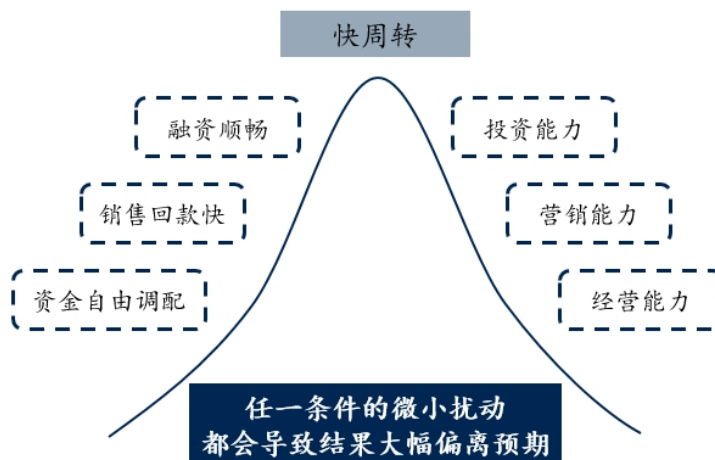
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

快周转从“不囤地不捂盘”异化为“追求自有资金回报”，并成为越来越多房企的普遍追求，是 2015 年以来行业发生的最大变革。凭借快周转战略，很多房企实现了数倍的规模增长（虽然质量有所下降），这是行业最好的时代；归咎快周转战略，很多房企加杠杆于无形（变得对现金流极度敏感），这也是行业最坏的时代。

客观地讲，快周转是特定条件组合下的最优解，是充分利用一定时期的市场特点来获得最高自有资金回报的结果。但是，最优解往往是最不稳定解。快周转的核心外部条件是融资顺畅、销售回款快和资金自由调配，核心内部条件是极强的投资能力、营销能力和运营能力。任何一个核心条件的小幅改变都会使得最后的结果大幅偏离预期。同时，在模式本身的不稳定性之外，还会产生两方面的问题：

- **企业易学难精：**快周转模式的前端是花式融资和跑马圈地，后端是迅速回款和资金调配。前端易学，后端难精。在 2021 年之前，实际上只要愿意接受较高的融资成本，花式融资并不难实现（监管政策总有对策），同时只要接受较低的土地质量，跑马圈地也很容易。问题是，后端的迅速回款和资金调配，不仅需要市场配合，还要求企业具备很强的综合实力，这一点非常难。前端容易，后端困难，中间的时间差造就了 2018 年至 2020 年间，很多房企的“虚假繁荣”，盛名之下其实难副。
- **加剧行业内卷：**快周转是行业利润压缩的结果，同时也反过来加速了行业利润的压缩。回过头来看，快周转当然造就了一些企业的成功，但整体上是行业的失败。因为：1. 快周转要求产品的标准化（差异化的产品需要时间打磨，无法满足快回款要求），加剧了本就严重的同质化竞争；2. 快周转淡化利润要求，抬高了整体地价，压低了行业整体利润，看似赚了钱但其实就是加杠杆的钱。快周转让行业享受了金融的红利，也沦为了金融的工具。

图 46: 快周转是特定条件组合下的最优解，也是最不稳定解



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

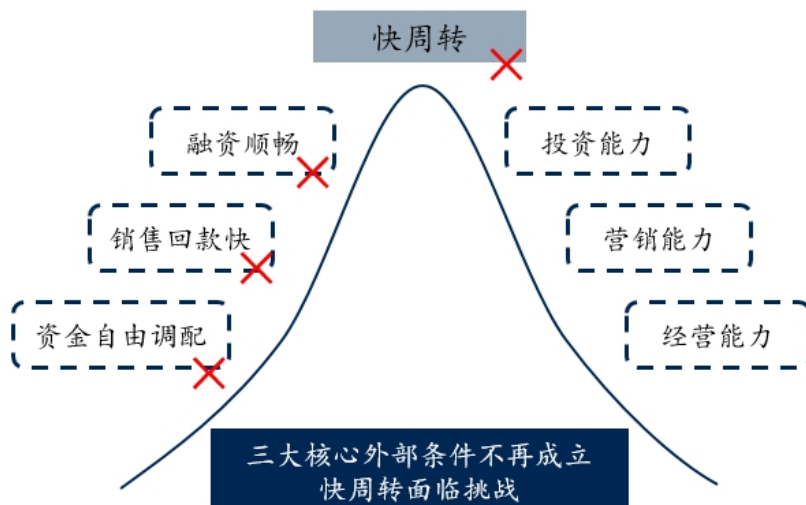
行业将重回“慢时代”

前面提到，快周转的三个核心外部条件是融资顺畅、销售回款快和资金自由调配。融资顺畅指的是不管是通过正常融资渠道还是花式融资手段，只要能够接受高成本，就能获取足够的资金；销售回款快需要去化速度快和信贷额度充足；资金自由调配则主要意味着对预售资金相对自由的使用，包括将资金调出项目公司、预售资金替换前融等。

我们认为，未来快周转的三个核心外部条件都将发生改变，异化的快周转模式将难以为继：

- 融资顺畅度将大幅降低：本轮信用危机对各类金融机构进行了充分的风险教育，房企报表可信度降低，“土地信仰”发生动摇。标准融资方面，监管层也很难容许地产相关贷款比例大幅回弹，信用债发行难度也很难大幅下降。非标融资方面，金融机构会更加谨慎，未来只有主体资质与项目资质均好的项目才有可能获得金融机构的青睐。
- 销售回款速度面临压力：长周期角度，随着中国城镇居民人均住房建筑面积接近 40 平方米、套户比超过 1、城镇化率超过 60%，住宅整体短缺的时代即将结束；短周期角度，三季度景气度虽有下行，但相对于 2016 年至 2021 年上半年的景气上行，短期内销售景气度下行仍是主流趋势。
- 预售资金监管大势所趋：虽然短期内推行现房销售并不现实，但加强预售资金是大势所趋。预售资金缺乏监管不仅会滋生“烂尾楼”风险，还会降低项目公司的财务透明度，产生“超融”风险（融资额超过项目价值）。本轮风险过后，我们预计预售资金监管除了锁定后续施工成本之外，还会监控剩余预售资金的去向。

图 47: 三大核心条件改变, 快周转模式面临挑战

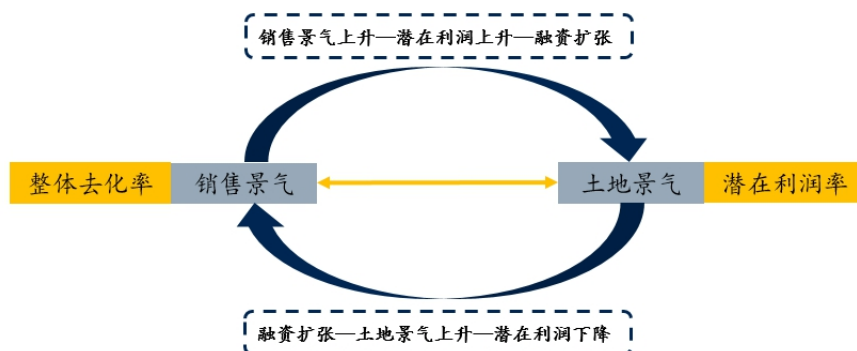


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

过去 5 年间, 土地景气度往往与销售景气度同步, 行业超额利润无法维持。由于房地产开发具有高度同质化、供需两端均充分竞争、进入门槛和退出门槛低三个特点, 2015 年至 2020 年以新开去化率衡量的行业整体景气和实际顺畅的融资环境在推动行业增长的同时, 也加剧了土地市场竞争, 快周转的异化迅速拉低了行业整体盈利。

我们认为, 随着快周转回归初心, 行业的主流拿地逻辑将脱离现金流导向, 回到 2015 年前的项目利润导向, 基于产品溢价和运营能力实现合理盈利和企业发展。同时, 财务上也将走向利润修复, 真实杠杆降低 (表观杠杆仍然不会太低), 报表可信度提升。

图 48: 快周转异化下的行业内卷循环



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

“慢时代”下房企 ROE 的定量测算

我们在报告《“慢时代”的财务特征: 基于一个简化模型的讨论》中, 建立了基于回款时间、预收款冻结比例、净利润率、债务成本、有息杠杆率五大参数的 ROE

分解模型（假设单个项目货值 100，净利率为 i ，预售资金冻结比例为 K ，完成全部回款时间为 t ）：

$$ROIC = (5+i) / (50-2i+300K+100t-100Kt);$$

$$ROE = ROIC + (ROIC - \text{税后利息率}) * \text{有息杠杆率}。$$

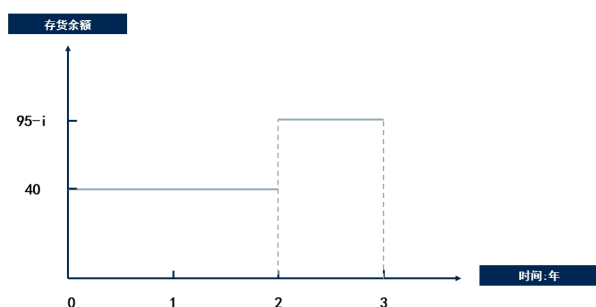
以净利率 10%、回款时间 1.2 年、预售资金无冻结、税前利息率 6%、有息杠杆率 150% 为基准组合，这一组合基本符合 2020 年前主流房企的平均水平。将上述参数代入公式，计算得到 ROIC 为 10%，ROE 为 18.3%，与过去 5 年房企均值十分接近。

表 1：房企报表主要项目表现

报表项目	存货	预收账款	经营资产	NOPLAT
第 1 年	40	0	80	0
第 2 年	$95-i$	100	$2*(95-i)$	0
第 3 年	0	0	0	$i+5$
整体	$2/3*40+1/3*(95-i)$	$(3-t)/3*100$	$4/3*40+2/3*(95-i)$	$1/3*(i+5)$

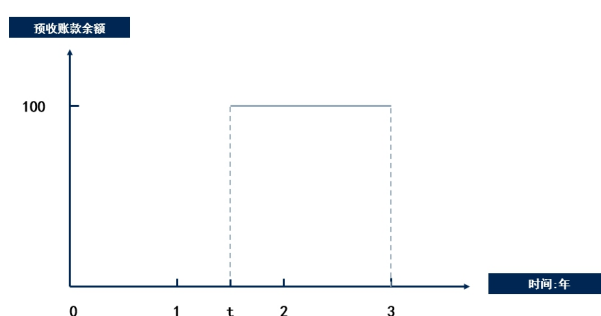
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 49：存货的时间分布示意



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 50：预收账款的时间分布示意



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

在此基础上，我们分析 ROE 对各参数（净利率、回款时间、预收款冻结比例、债务成本、有息杠杆率）的敏感度，然后对一些重要问题进行讨论（假设净利率 10%、回款时间 1.2 年、预售资金无冻结、税前利息率 6%、有息杠杆率 150% 为基准组合）：

预售资金冻结比例

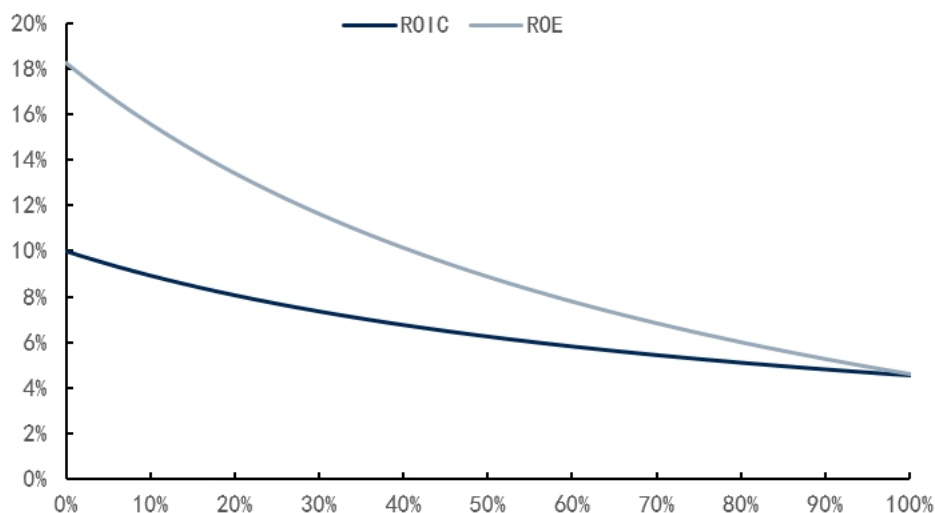
由于预售制度，预售资金是房企非常重要的资金来源之一。在恒大事件之前，绝大多数城市的预售资金冻结比例实际接近于 0。尽管多数城市都有相关的预售资金监管办法，但实际执行并不严格，开发商可以通过各种手段取出。恒大事件之后，地方政府出于对“烂尾”风险的担忧、项目合作方处于对合作款无法收回的担忧，预售资金被非常大比例（部分项目甚至接近 100%）的锁死在项目上。展望未来，预售资金监管会回到一个合理比例上（大致为项目销售额的 30% 到 40%），但不会回到以往 0 监管的状态，而预售资金一定比例的冻结将对房企 ROE 产生较大的影响。

根据模型，在基准状态下，预售资金无冻结，房企 ROIC 为 10%，ROE 为 18.3%。

若预售资金冻结比例提升至 30%，则 ROIC 下降至 7.4%，ROE 下降至 11.6%；若预售资金冻结比例提升至 60%，则 ROIC 下降至 5.8%，ROE 下降至 7.8%；若预售资金冻结比例提升至 100%（等同于现房销售），则 ROIC 下降至 5%，ROE 下降至 4.6%。

可见，预售资金冻结比例越高，则房企 ROE 越低，而且 ROE 对冻结比例的敏感度随着预售冻结比例的提高而逐渐下降。计算结果的直观意义是：预收款能被动用的比例越低，则房企利用预收款拿地或偿还现有债务的能力越弱，进而无法衍生出更多的预收款，进而权益乘数下降，ROE 下降。

图 51：ROIC/ROE 对预收款冻结比例的敏感度（横轴为冻结比例）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

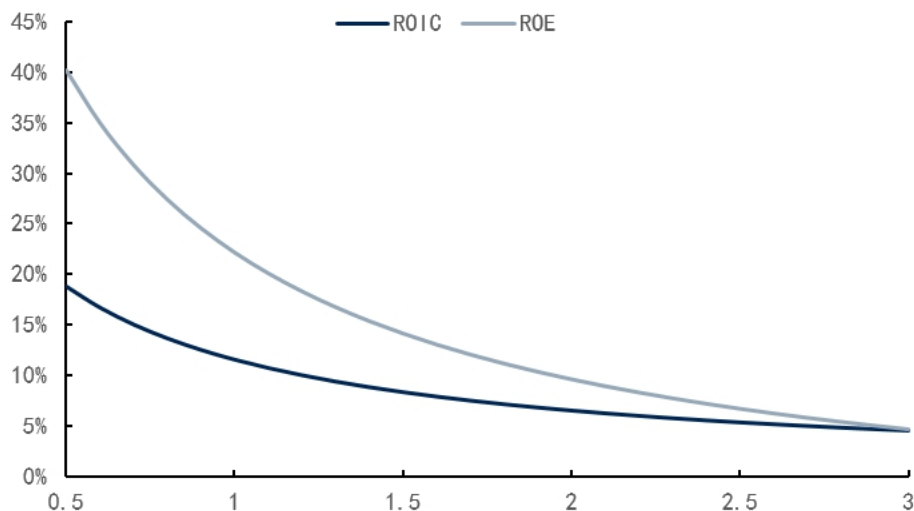
回款时间

回款时间对 ROE 的影响路径与预收款冻结比例类似，都是通过影响预收款的衍生能力，进而影响权益乘数。

根据模型，在基准状态下，回款时间为 1.2 年，房企 ROIC 为 10%，ROE 为 18.3%。若回款时间减少至 1 年，则 ROIC 上升至 11.5%，ROE 上升至 22.1%；若回款时间增加至 1.5 年，则 ROIC 下降至 8.3%，ROE 下降至 11.4%；若回款时间增加至 2.5 年，则 ROIC 下降至 5.4%，ROE 下降至 6.6%。

可见，回款时间越长，则房企 ROE 越低，而且 ROE 对回款时间的敏感度随回款时间的增加而逐渐下降。计算结果的直观意义与预收款冻结类似：回款时间越长，则房企利用预收款拿地或偿还现有债务的能力越弱，进而无法衍生出更多的预收款，权益乘数下降，ROE 下降。此外，若预收款完全冻结，则回款时间对 ROE 无影响。

图52: ROIC/ROE 对回款时间的敏感度 (横轴为回款时间, 单位: 年)



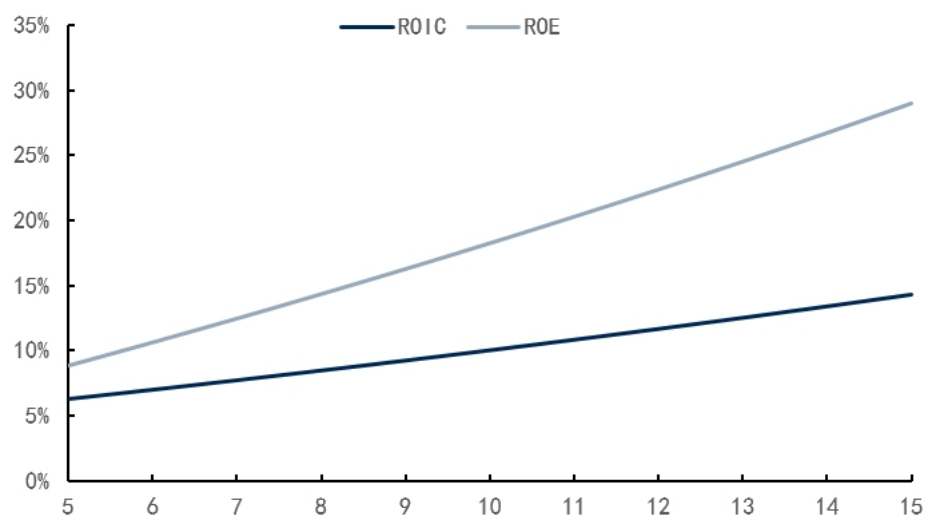
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

净利润率

在基准状态下, 净利润率为 10%, 房企 ROIC 为 10%, ROE 为 18.3%。若净利润率下降至 5%, 则 ROIC 下降至 6.3%, ROE 下降至 8.9%; 若净利润率上升至 15%, 则 ROIC 上升至 14.3%, ROE 上升至 29%。

可见, 净利润率越高, 则 ROE 越高, 且敏感度随净利润率水平的提高而提高。但与回款时间和冻结比例不同的是, 净利润率对 ROE 的影响更加线性。

图53: ROIC/ROE 对净利润率的敏感度 (横轴为净利润率, 单位: %)



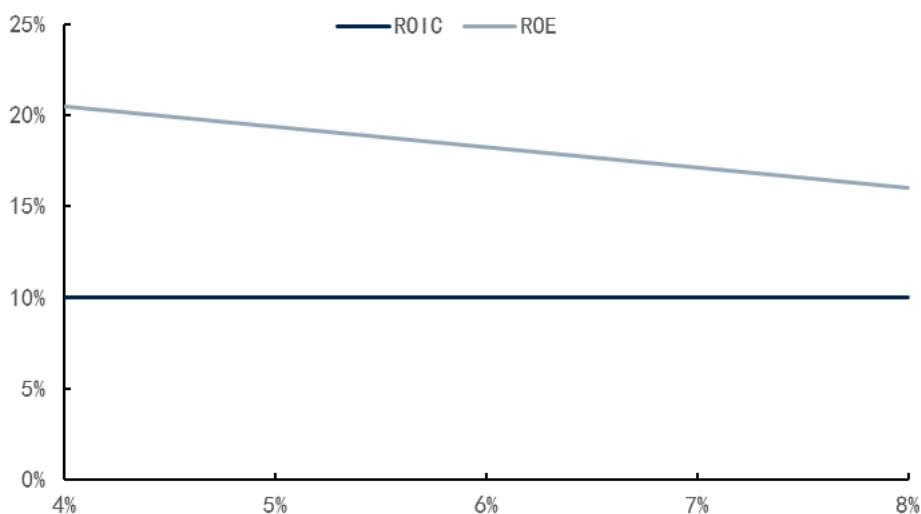
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

债务成本

此处债务成本指的是所有有息负债的平均税前利息率，不同房企的债务成本从 4% 到 10% 甚至更高。债务成本不影响息前税后经营利润，也不影响经营资产的计算，因此不影响 ROIC。债务成本对 ROE 的影响通过有息杠杆率实现，即 $ROE = ROIC + (ROIC - \text{债务成本} \times 0.75) \times \text{有息杠杆率}$ 。

可以看出，债务成本对 ROE 的影响程度与有息杠杆率有关，有息杠杆率越高，ROE 对债务成本越敏感。若有息杠杆率为 100%，则债务成本每上升 1pct，ROE 下降 0.75pct。

图 54: ROIC/ROE 对债务成本的敏感度（横轴为税前利息率）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

预收款冻结下如何保持 ROE 不下降？

尽管预售资金监管会回到一个合理比例上（大致为项目销售额的 30% 到 40%），但不会回到以往 0 监管的状态，而根据前文计算，若冻结比例从 0% 变为 30%，则 ROIC 将下降 2.6pct 至 7.4%，ROE 将下降 6.7pct 至 11.6%。对于一个有息负债率达到 150% 的公司，这样的 ROE 水平显然并不具备很高的吸引力。因此，在预收款冻结的条件下，如何保持 ROE 不下降，对行业是一个非常重要的课题。

根据模型，若预收款冻结比例由 0 提升至 30%，不难得到要保持 ROE 不变，其他参数分别需要达到的水平（其他参数不变）：

1. 回款时间需由 1.2 年缩短至 0.4 年；
2. 净利润率需由 10% 提升至 15%；
3. 债务成本需由 6% 下降至接近 0%；
4. 有息杠杆率需由 150% 上升至 370%。

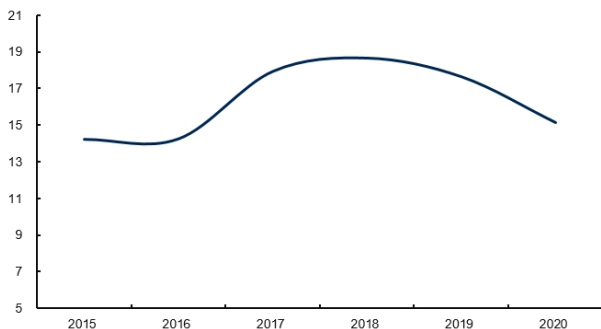
从可行性角度考虑，债务成本下降至 0%、有息杠杆率上升至 370% 显然无法实现，回款时间缩短至 0.4 年也是不可能完成的任务，**只有净利润率由 10% 提升至 15% 具备一定的可操作性。**

当然，实际操作中也可以通过多个方向的努力来维持 ROE 水平。比如将回款时间缩短至 1 年，净利润率提升至 12%，债务成本下降至 5%，有息杠杆率不变的情况

下，ROE 仍能达到 17.2%，基本能够保持稳定。

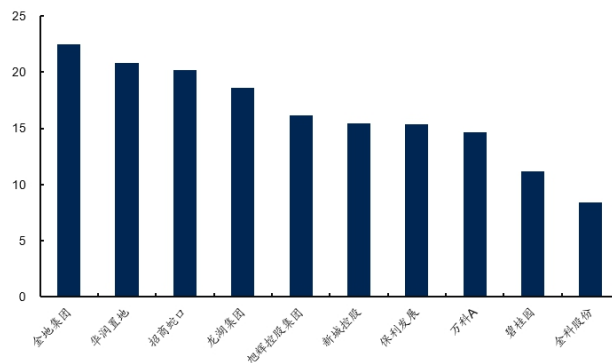
因此，虽然预收款冻结对 ROE 的影响较大，但维持当前的 ROE 水平不下降并非不可能。若各因素配合得当，甚至可以实现 ROE 的上升。

图55：样本房企历年净利润率均值（单位：%）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图56：样本房企平均净利润率（单位：%）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

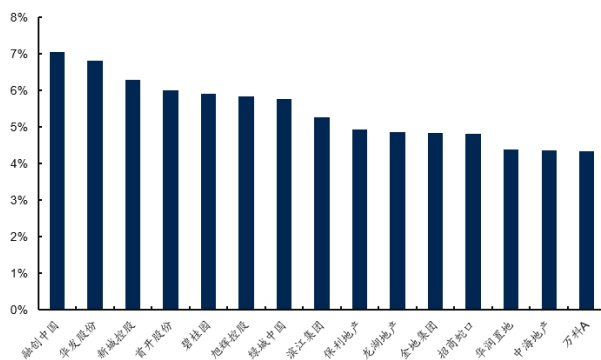
融资成本的重要性是否被高估了？

房企普遍有较大规模的有息负债，市场普遍认为低融资成本是房企的核心优势之一。以“招保万金”为例，21Q3 四家房企有息负债总额为 7222 亿元，整体有息杠杆率为 68%，由于有息负债多，债务成本显然会影响公司的盈利能力。

但通过上文的计算，可以发现债务成本对 ROE 的影响并不如想象的那么大。若有息杠杆率为 100%，则债务成本每上升 1pct，ROE 下降 0.75pct。也就是说，在税后债务成本已经低于 ROIC 的情况下，依靠降低债务成本提高 ROE，效果并不明显。此外，债务成本本身的可调整空间并不大，多数情况下并非公司能够控制，这也降低了房企依靠降低债务成本提高 ROE 的空间。

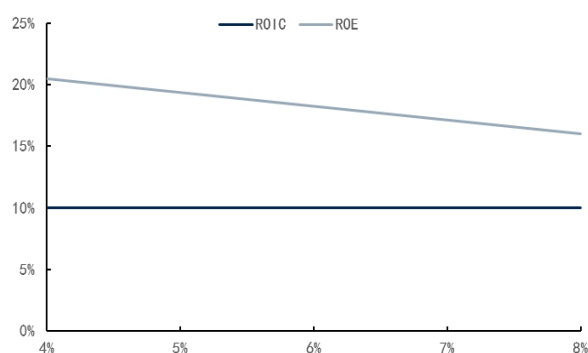
当然需要说明的是，尽管债务成本对 ROE 的影响并不剧烈，但债务成本与 ROIC 的差值决定了有息杠杆对 ROE 贡献的方向。只是相对于不可控的债务成本，房企通过改善经营提高 ROIC 才是更具可行性的路径。

图57：样本房企平均融资成本（单位：%）



资料来源：wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图58：一般情况下 ROE 对债务成本并不敏感



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资策略：分歧收敛，势能充足

当前市场对房地产的认知从政策“放松共识”阶段走向“基本面分歧”阶段，5月销售数据恶化程度趋缓，6月高频数据销售回暖迹象渐显使得基本面分歧有所收敛。行业基本面弱势延续，信用危机也并未完全渡过，在长时间的普遍悲观之下，地产板块已经积累了充足的上涨势能。纵观后市，在基数明显下降、疫情趋于稳定、放松政策起效、前期需求释放的共同作用之下，销售单月同比降幅将大概率收窄，随着分歧进一步收敛，后续大机会的曙光已现。短期布局基本面分歧带来的“黄金买点”，长期布局行业模式改善带来的新生。开发方面，优选慢周转、有加杠杆意愿和能力的房企，7月组合推荐**万科A**、**保利发展**、**金地集团**、**绿城中国**、**招商积余**、**贝壳W**。

风险提示

基本面改善不及预期、政策力度不及预期。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032