

强者恒强，改善房企正把握行业新机遇

基本结论

- **近期竣工交付风险事件的核心原因是出险房企的流动性困难。**市场销售快速下行，房企销售资金回笼量降低，2022年1-6月全国商品房销售金额同比-28.9%，且竣工交付风险项目占比较高的地区主要是市场供求有一定压力的中西部城市，如郑州、昆明等在售库存去化周期超过20个月。房企增量融资受阻，1Q22和2Q22房企公开债券发行金额分别同比-47.2%、-32.7%，而到期公开债券规模维持高位。2021年上半年之前，预售资金监管力度相对较弱，母公司违规抽调项目资金，在自身出现流动性危机后，难以填补项目层面的建安资金，导致项目出险竣工交付风险。
- **预计有专项基金设立解决保交付问题，提振市场信心，利好有优质货值储备的房企。**交付风险或将导致购房者信心受挫，尤其对民企项目接受度下降，市场销售恢复进度或受影响；房企销售进一步分化，优质房企更受认可，销售或强者恒强。民企在销售、投资端参与度下降，后期或导致市场供应不足，且地方财政压力将加大。我们认为仅靠项目主体层面的手段解决风险难有成效，需要外来资金的帮扶，预计专项基金或将设立解决交付风险问题，而此类基金主要应用于项目层面，并不直接作用于出险民企，但能带动市场信心的修复提升。同时预计土拍政策将持续放宽，需求侧限购限售等政策或进一步优化，但并非所有房企都能享受系列宽松政策带来的利好，手里有货、货能卖动的房企才能真正吃到红利。
- **房企销售分化加速，改善房企强者恒强。**自2021年下半年以来，行业供给侧出清不断推进，行业格局正逐步重塑，30家出险房企的销售规模占百强房企的比例从2018年40%以上降至2022年1-6月的20%，而改善型房企的销售排名正持续提升。改善型房企主要布局高能级城市的核心板块，去化有保障，土储流动性高，对资金占用相对较小，可实现有质量的高周转；而多数出险房企土储中商业文旅、低能级远郊住宅占比高，纾困难度大。改善房企利润率可通过流动性、产品溢价和新增高利润项目来提升，其在2021年下半年以来积极错峰拿地，一方面能通过高利润项目改善利润水平，另一方面可以在市场逐步恢复的2022年下半年推出高品质项目，抢占市场。

投资建议

- 竣工交付风险或加速房企的销售分化和供给侧出清，重塑行业格局，同时预计针对风险事件出台的系列措施将修复市场信心，同时我们认为本轮周期中将由高能级城市、改善需求引领行业复苏。首推积极布局重点城市核心板块、拥有高质量产品服务力的房企，如绿城中国、建发国际、滨江集团等或把握强者恒强的机遇，行业地位或将进一步提升。稳健选择推荐财务结构健康、现金流安全的头部国企央企，销售相对稳定，也能保持一定拿地强度，如保利发展、中国海外发展。

风险提示

- 宽松政策对市场提振不佳；三四线城市恢复力度弱；多家房企出现债务违约

相关报告

1.《改善需求引领复苏，品牌房企或有超额收益-地产行业专题报告》，2022.5.10

杜昊旻 分析师 SAC 执业编号: S1130521090001
duhaomin@gjzq.com.cn

王祎馨 联系人
wangyixin@gjzq.com.cn

内容目录

1、竣工交付风险出现的来由	4
1.1 竣工交付风险诱发居民“断贷”诉求	4
1.2 中西部城市面临的交付风险较大	4
1.3 出险房企的流动性困难是出现竣工交付问题的核心原因	5
2、竣工交付风险的影响及对策建议	6
2.1 地产相关产业链将受到一定负面影响	6
2.2 预计项目主体层面的手段解决风险难以有成效，需要外力帮扶	9
3、房企分化加速，改善房企强者恒强	10
3.1 预计宽松政策将进一步加大落地力度	10
3.2 房企间的销售已经出现明显分化	10
3.3 流动性强助力改善型房企实现有质量的高周转	11
3.4 改善型房企利润率或将有所提升	15
投资建议	17
风险提示	18

图表目录

图表 1: 宣布停贷项目的区域分布	4
图表 2: 宣布停贷项目的房企分布	4
图表 3: 2021 年末 24 个重点城市已停工、延期交付问题项目汇总情况	4
图表 4: 典型城市 2022 年 6 月和 2021 年 12 月底在售库存去化周期	5
图表 5: 全国商品房销售金额累计及单月同比走势	5
图表 6: TOP100 房企累计全口径销售金额及同比走势	5
图表 7: 40 城周度新房成交面积及同比增速	6
图表 8: 17 城二手房成交面积及同比增速周度	6
图表 9: 宣布停贷项目对应购买年份	6
图表 10: 典型出险房企 2019-2022 年权益拿地金额对比	6
图表 11: 2021 年末典型出险房企合同负债及总负债规模	7
图表 12: 40 家上市民营房企销售规模占全国比例	8
图表 13: 2022 年一批次集中供地各类民营房企拿地比例	8
图表 14: 全国 300 城月度累计供求及同比走势	8
图表 15: 地方本级国有土地使用权出让收入累计值及同比	9
图表 16: TOP30 房企 2020、2021 年融资成本 (%) 对比	9
图表 17: 出险房企累计销售金额占百强房企销售比例	10
图表 18: 2022 年 1-6 月 TOP30 房企全口径销售金额 (亿元)、同比及排名	11
图表 19: 2022 年 1-6 月各能级城市新房销售面积同比	12
图表 20: 2022 年 1-6 月各能级城市二手房销售面积同比	12
图表 21: 上海、杭州 2021 年和 2022 年 1-6 月销售前十项目榜单	12

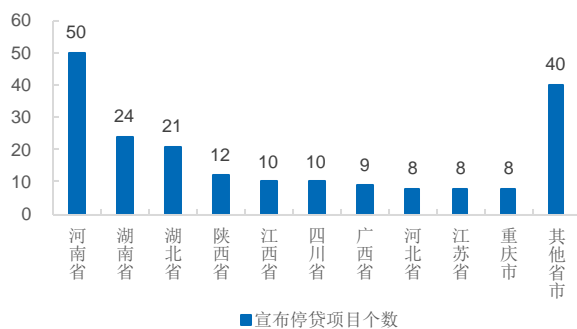
图表 22: 2022 年 7 月上海新推项目开盘去化情况.....	13
图表 23: 2022 年 7 月杭州新推项目开盘去化情况.....	14
图表 24: 26 家典型房企土储去化时间 (年)	15
图表 25: 全国 300 城宅地月度成交溢价率/流拍率	15
图表 26: 2020 年、2021 年、2022 年 1-7 月权益拿地金额前 20	16
图表 27: A 股地产 PE-TTM.....	17
图表 28: 港股地产 PE-TTM.....	17
图表 29: 港股物业股 PE-TTM.....	18
图表 30: 覆盖公司估值情况.....	18

1、竣工交付风险出现的来由

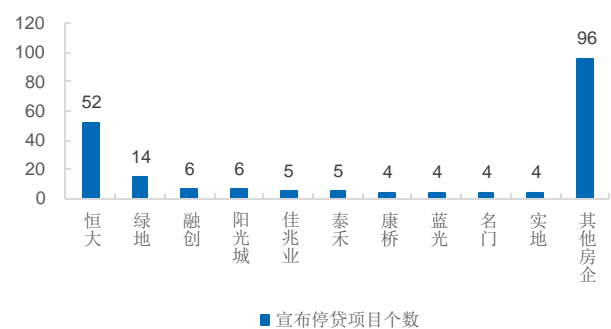
1.1 竣工交付风险诱发居民“断贷”诉求

- 全国范围内的业主强制“断贷潮”引起广泛关注。由于开发商停工或施工进度缓慢，导致按期竣工交付预期降低，烂尾担忧加剧，自 2022 年 6 月 30 日江西景德镇一份停贷告知书公布以来，据不完全统计，截至 2022 年 7 月 22 日已有 300 余个项目的业主发布强制停贷声明。从 2022 年 7 月 14 日以前的 200 个宣布停贷项目来看，地区分布上，主要位于河南（50 个，占比 25%）、湖南（24 个）、湖北（21 个）、陕西（12 个）等中西部省份；房企分布上，主要涉及开发商为恒大（52 个，占比 26%）、绿地（14 个）、融创（6 个）、阳光城（6 个）、阳光城（6 个）等出险房企。

图表 1：宣布停贷项目的区域分布



图表 2：宣布停贷项目的房企分布



来源：克而瑞，国金证券研究所注：2022 年 7 月 14 日前的 200 个项目

来源：克而瑞，国金证券研究所注：2022 年 7 月 14 日前的 200 个项目

1.2 中西部城市面临的交付风险较大

- 据克而瑞数据统计，2021 年末 24 个重点城市（主要是一二线城市）已停工、延期交付问题项目的总建面占 2021 年商品住宅成交面积的 10%，其中郑州、长沙、昆明、福州、重庆、南宁、盐城该比值超过 15%。以上 24 城 2022 年 6 月底的在售库存去化周期较 2021 年底均有不同层度上升，停工、延期交付问题项目较多的城市，市场基本面供求也有压力，如郑州、昆明、南宁 2022 年 6 月底的在售库存去化周期均超过 20 个月。

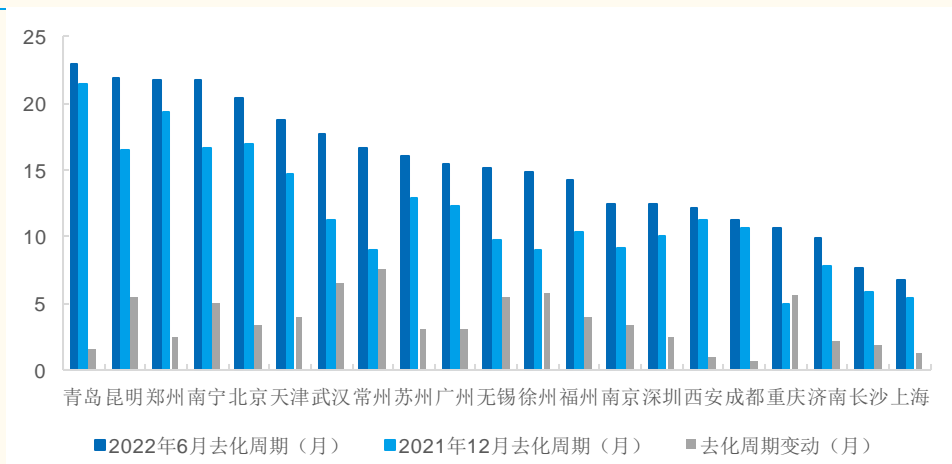
图表 3：2021 年末 24 个重点城市已停工、延期交付问题项目汇总情况

序号	城市	尚未交付问题项目总建面（万方）	尚未交付问题项目总套数（套）	2021 年成交面积（万方）	占比	2021 年成交套数（套）	占比
1	郑州	271	25249	948	29%	89103	28%
2	长沙	446	28139	1784	25%	136393	21%
3	昆明	143	10976	676	21%	55076	20%
4	福州	89	8077	430	21%	41755	19%
5	重庆	331	23729	1943	17%	174987	14%
6	南宁	96	7343	613	16%	55519	13%
7	盐城	52	4260	340	15%	28542	15%
8	武汉	274	24275	1978	14%	168320	14%
9	广州	143	9184	1179	12%	109418	8%
10	无锡	66	2262	646	10%	54487	4%
11	上海	96	8439	1054	9%	94203	9%
12	苏州	67	5561	917	7%	76001	7%
13	西安	61	3373	887	7%	67552	5%
14	天津	81	7520	1282	6%	120438	6%
15	徐州	49	3596	1262	4%	102709	4%
16	常州	25	2654	685	4%	54902	5%

17	济南	29	1895	982	3%	76486	2%
18	北京	27	1393	951	3%	81035	2%
19	南京	31	2538	1246	2%	108930	2%
20	深圳	14	0	596	2%	64690	0%
21	青岛	34	2007	1482	2%	131490	2%
22	成都	35	2633	1673	2%	127620	2%
23	连云港	5	411	281	2%	22538	2%
24	淮安	3	300	319	1%	26277	1%
总计		2468	185814	24155	10%	2068471	9%

来源：克而瑞，国金证券研究所

图表 4：典型城市 2022 年 6 月和 2021 年 12 月底在售库存去化周期

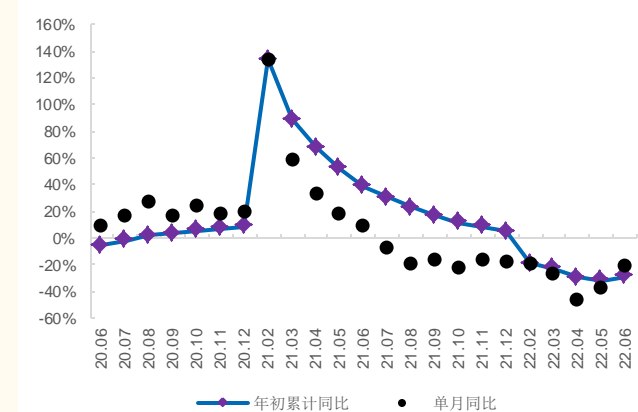


来源：克而瑞，国金证券研究所

1.3 出险房企的流动性困难是出现竣工交付问题的核心原因

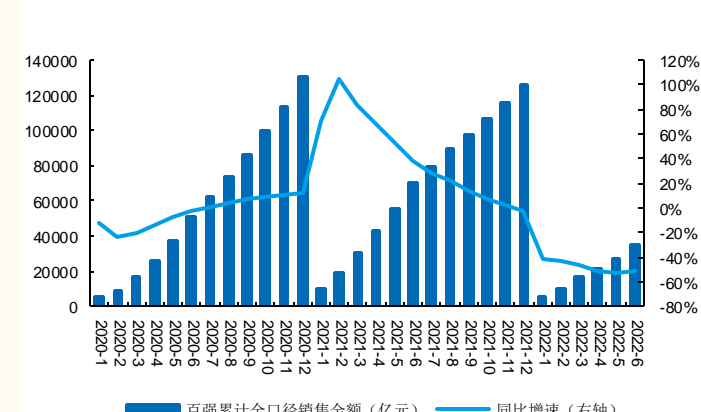
- **市场销售下行，房企销售资金回笼量降低。**全国房地产市场从 2021 年下半年起迅速下滑，全国层面看，2021 年全国商品房销售金额 18.19 万亿元，同比+4.8%（其中上半年同比+38.9%，下半年-16.6%）；2022 年 1-6 月全国商品房销售金额 6.61 万亿元，同比-28.9%。从克而瑞百强房企看，2021 年全年销售金额同比-3.2%（其中上半年同比+37.5%，下半年同比-29.4%）；2022 年 1-6 月百强房企销售 3.47 万亿元，同比-50.7%。销售规模的下滑导致相应的销售回款量下降。

图表 5：全国商品房销售金额累计及单月同比走势



来源：国家统计局，国金证券研究所

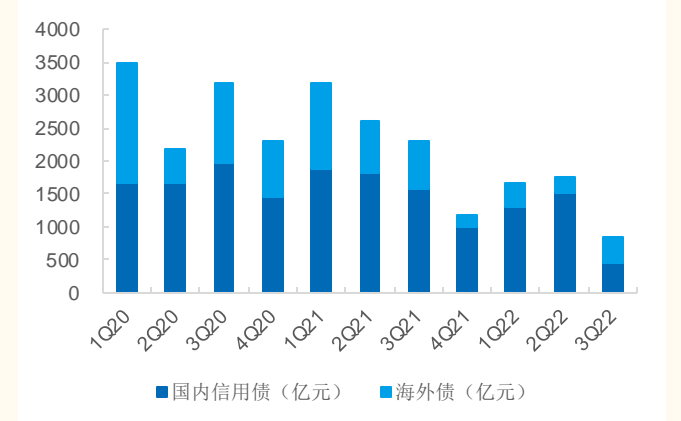
图表 6：TOP100 房企累计全口径销售金额及同比走势



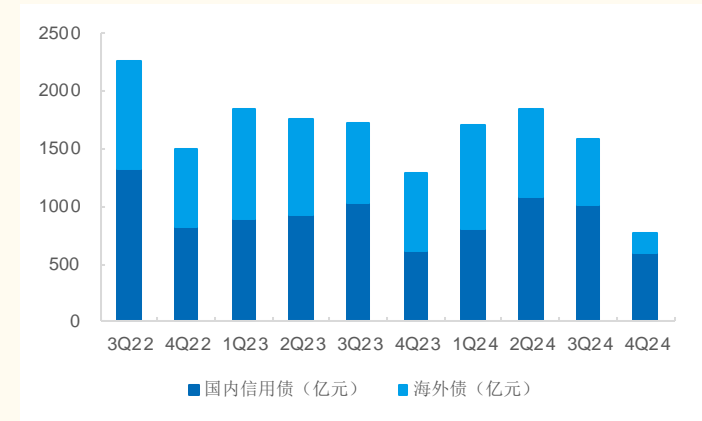
来源：克而瑞，国金证券研究所

- **房企增量融资受阻。**自 2021 年下半年以来，房企债券发行量持续缩减，受部分房企国内外债券违约影响，投资者对地产债信心下降，1Q22 和 2Q22 房企公开债券（含国内信用债和海外债）发行金额分别为 1657 亿元、1747 亿元，分别同比-47.2%、-32.7%。而到期公开债券规模维持高位。2022-2024 年每年平均到期债券金额在 6000 亿元左右，其中 3Q22、4Q22 到期债券金额分别为 2256 亿元、1506 亿元，到期债券金额仍处高位。在增量融资难度大、销售回款缩量的背景下，多数民营开发商集团层面资金状况吃紧，2021 年以来，TOP50 房企中已有华夏幸福、中国恒大、蓝光发展等超过 20 家房企出现债务违约或展期。

图表 7: 40 城周度新房成交面积及同比增速



图表 8: 17 城二手房成交面积及同比增速周度

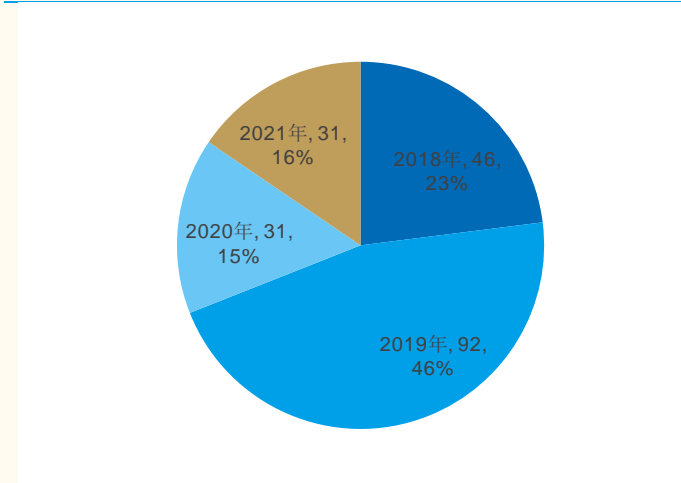


来源: Wind, 国金证券研究所 注: 3Q22 截至 2022 年 7 月 25 日, 海外债按当期汇率转化为人民币

来源: Wind, 国金证券研究所注: 海外债按当期汇率转化为人民币

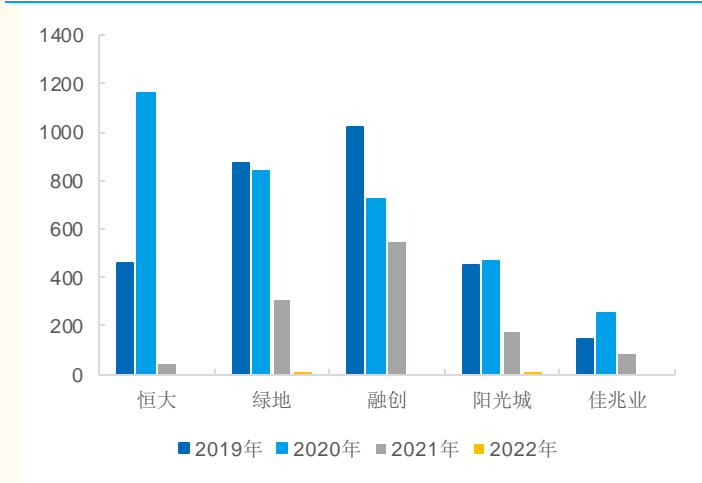
- **母公司违规抽调项目预售资金。**从 200 个宣布停贷项目的购买年份来看，出现停工断贷的项目多为 2021 年上半年及之前开盘的项目，当时预售资金监管力度相对较弱，母公司违规抽调后，自身出现流动性危机，2021 年下半年以来几乎无新增拿地，销售下滑叠加无新增项目开发贷，难以填补项目层面的建安资金。

图表 9: 宣布停贷项目对应购买年份



来源: 克而瑞, 国金证券研究所注: 2022 年 7 月 14 日前的 200 个项目

图表 10: 典型出险房企 2019-2022 年权益拿地金额对比



来源: 中指研究院, 国金证券研究所注: 2022 年截至 7 月 25 日

2、竣工交付风险的影响及对策建议

2.1 地产相关产业链将受到一定负面影响

- **购房者信心受打击，房企销售分化或加速。**尤其对民企项目接受度下降，市场销售的恢复或再延后。目前面临交付风险的项目部分为民企项目，或

降低客户购买意愿，导致民企销售进一步下滑，项目的停工范围扩大，进而给延后市场销售复苏，截至 2021 年末 32 家典型出险总负债规模约 9.8 万亿元，扣除合同负债（2.8 万亿元）的负债约 7 万亿元；而当前稳健发展的房企更受购房者认可，销售或强者恒强，市场份额加大。

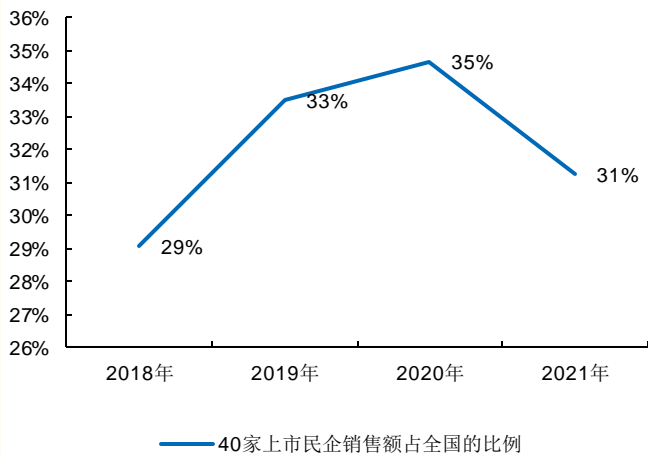
图表 11: 2021 年末典型出险房企合同负债及总负债规模

序号	企业简称	合同负债 (亿元)	总负债 (亿元)
1	华夏幸福	899	4171
2	蓝光发展	716	1676
3	荣盛发展	936	2474
4	中南建设	1483	3252
5	金科股份	1301	2936
6	阳光城	1117	3162
7	ST 泰禾	533	2043
8	绿地控股	4631	13052
9	中梁控股	1208	2317
10	龙光集团	520	2181
11	融信中国	901	1932
12	正荣地产	910	2129
13	雅居乐集团	446	2271
14	融创中国	3197	9971
15	世茂集团	1129	4636
16	中国恒大	2158	19665
17	富力地产	497	3154
18	中国奥园	634	2629
19	建业地产	524	1331
20	佳兆业集团	515	2377
21	祥生控股集团	700	1288
22	佳源国际控股	213	600
23	新力控股集团	357	918
24	正商实业	307	600
25	宝龙地产	389	1826
26	禹洲集团	400	1330
27	弘阳地产	332	1010
28	当代置业	266	863
29	花样年控股	122	830
30	三盛控股	273	532
31	红星美凯龙	19	777
32	福晟国际	34	90
合计		27667	98023

来源：国家统计局，国金证券研究所注：未公布 2021 年年报房企以 2021 年半年报数据为准

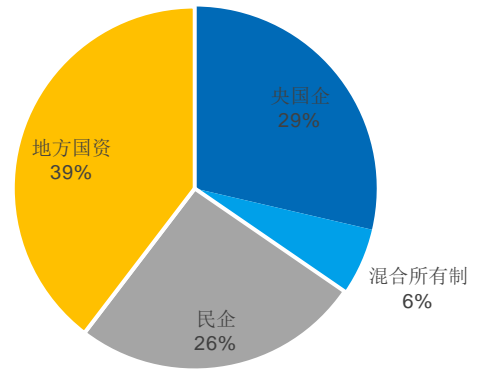
- **民企在销售、投资端参与度都下降，后期或导致市场供应不足。**在销售端，2021 年 40 家上市民营房企（所有民营企业占比会更高）销售规模 5.7 万亿元，占全国商品房销售金额的 31%（2021 年部分上市民营房企暴雷销售下滑），民营房企是中国房地产行业的中坚力量；投资端，民企自 2021 年下半年起便收缩投资，2022 年一批次集中供地中，民企拿地宗数比例仅占 26%，地方国资平台占比达 39%（开发运营进度较慢），若民营房企持续收缩，或将导致房地产市场出现供应不足，房价有上涨压力。

图表 12: 40 家上市民营房企销售规模占全国比例



来源: 公司公告, 国金证券研究所

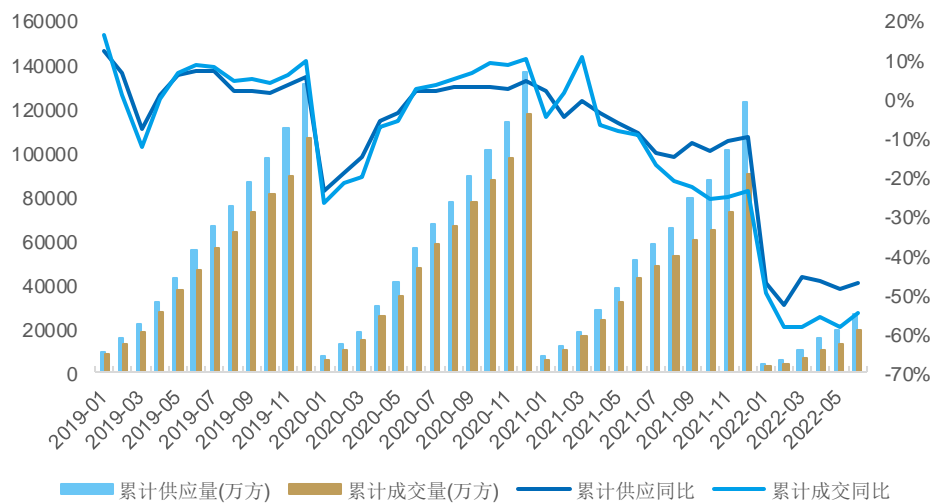
图表 13: 2022 年一批次集中供地各类民营房企拿地比例



来源: 中指研究院, 国金证券研究所

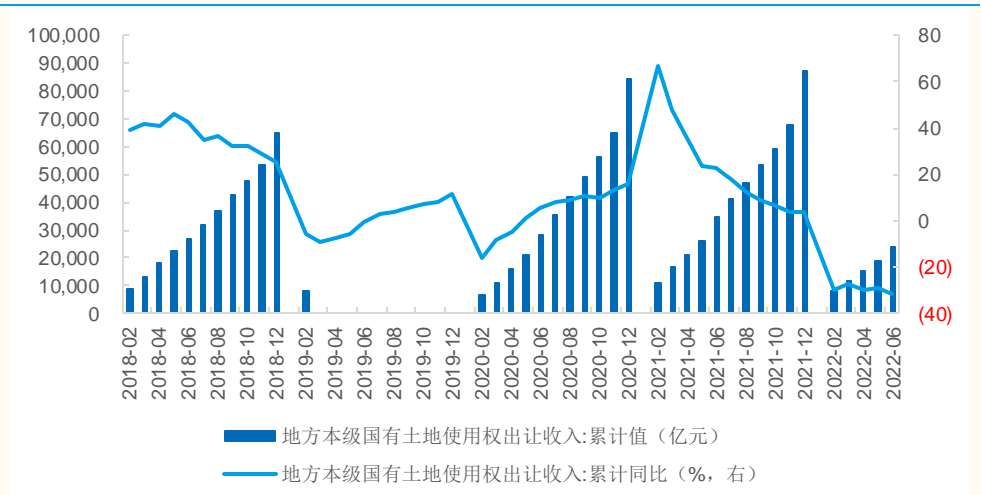
- **项目交付面临风险, 产业链供应商利益受损。** 供应商或将产生大量应收账款、票据等坏账, 建材公司、施工单位等营收利润都将受到冲击, 或衍生出农民工工资难付、供应商破产等系列问题。
- **地方政府保交付支出增加。** 竣工交付风险将给地方政府带来保交付压力。**土地出让难度加大, 地方财政更加吃紧。** 民企土地市场参与度降低, 加大各地土地出让难度。全国 300 城 2021 年土地成交面积同比下滑 23.4%, 2022 年 1-6 月土地成交面积同比下滑 54.5%。地方本级国有土地使用权累计出让收入自进入 2022 年以来均同比为负, 且降幅均在超过 25%, 2022 年 6 月同比降幅达 31.4%。

图表 14: 全国 300 城月度累计供求及同比走势



来源: 中指研究院, 国金证券研究所

图表 15: 地方本级国有土地使用权出让收入累计值及同比

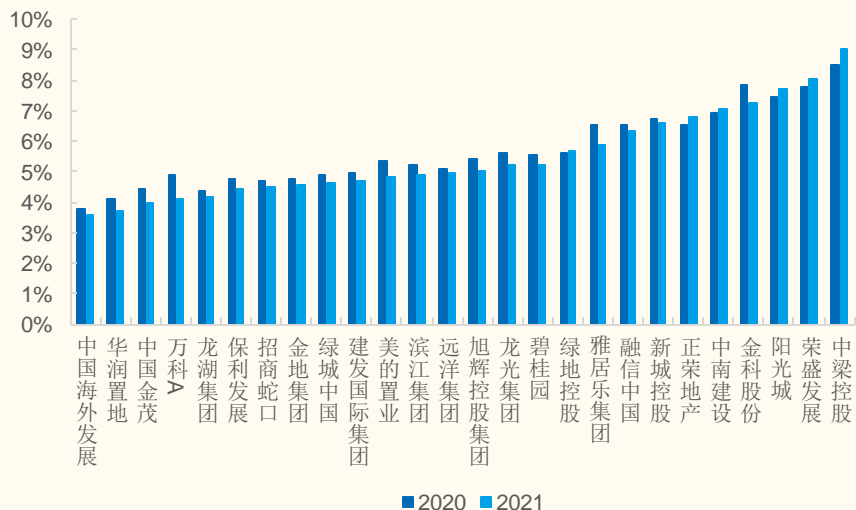


来源: 国家统计局, 国金证券研究所 注: 2019 年财政部未公布国有土地使用权出让收入月度绝对值

2.2 预计项目主体层面的手段解决风险难以有成效, 需要外力帮扶

- **单纯的收紧预售资金监管或难有成效。**2022 上半年已有大量预售监管资金和供应商垫付资金被使用, 后续可用额度较低, 若再加紧预售资金监管, 在市场销售低迷背景下, 更多民营房企可能陷入资金困境。
- **多方协调维持项目运转。**就项目而言, 对于已售罄但停工的项目, 尚无良好解决办法, 只能劣后处理; 对于未售罄还有一定货值的停工项目, 重点是要变现可售资产, 需要高层级的决策定调, 协调国企央企、AMC 金融机构、地方政府和银行等, 维持项目运转。
- **目前国内还不具备取消预售采用现房销售的条件。**一是若采用现房销售, 国内住宅供应量将大幅减少; 二是民营房企对土地市场的参与度将更低; 三是国内房企融资成本相对海外较高, 2021 年 TOP30 平均融资成本 5.49%, 仅 3 家低于 4%, 房企难以承担高额资金利息。

图表 16: TOP30 房企 2020、2021 年融资成本 (%) 对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

3、房企分化加速，改善房企强者恒强

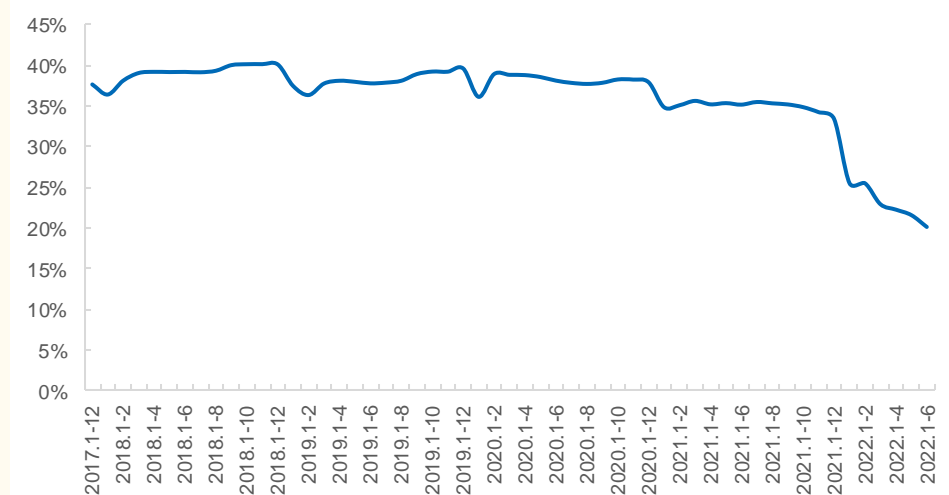
3.1 预计宽松政策将进一步加大落地力度

- 供给侧以保交付为主要目标，房企直接受到的利好或有限。竣工交付风险事件爆发以来，多方相应积极应对，银保监会表示要保持房地产金融政策的连续性、稳定性，引导金融机构市场化参与风险处置，同时表示金融稳定保障基金基础框架初步确立，首批 646 亿元资金筹集到位；河南资产联合郑州地产集团讨论设立地产纾困基金，参与问题楼盘盘活等。我们预计在未来或将设立专项基金集中解决烂尾楼问题，而此类基金主要应用于项目层面，并不直接作用于房企，但能带动市场信心的修复提升。在土拍政策方面，考虑到地方政府的财政压力和房企较低的参与意愿，我们预计下半年土拍政策将持续放宽。
- 需求侧限购、限售、限贷和限价等政策或进一步优化。截至目前，除了 4 个一线城市尚无明确的房地产调控宽松政策出台外，其他重点城市在需求端均有不同程度的放松，而市场销售尚未有明确复苏信号。我们预计各城市的调控宽松将进一步优化，如武汉、南京等二线城市近期出台较大力度购房补贴政策，其中武汉公职人员购房可一次性获预发购房补贴 15 万元；而一线城市的政策或也将出现松动，如上海的差异化购房政策逐步落地，限价在 2022 年的二批次房源中出现突破。需要注意的是，并非所有房企都能享受系列宽松政策带来的利好，手里有货、货能卖动的房企才能真正吃到红利。

3.2 房企间的销售已经出现明显分化

- 在出现竣工交付风险事件前，各类型房企销售已有明显分化。从出险房企销售看，30 家出险房企占百强房企的销售比例自 2021 年以来逐步下降，2022 年 1-6 月降低至 20.1%，中国恒大、华夏幸福、蓝光发展等房企自 2021 年下半年以后基本无新增销售。而反观当前的销售榜单，随着出险房企销售的下滑及部分房企销售的逆势增长，TOP30 榜单发生较大变化，改善型房企销售排名持续提升，2020 年至 2022 年 6 月，绿城中国（不含代建）排名从的第 19 位升至第 10 位，滨江集团从第 27 位升至第 13 位，建发房产从第 31 位升至第 16 位，其他房企中，越秀集团和华发股份表现也较为强势，分别从第 46 位升至第 18 位，从第 34 位升至第 17 位。而竣工交付风险事件发生后，购房者对房企选择或更加谨慎，房企销售分化或受此加速。

图表 17：出险房企累计销售金额占百强房企销售比例



来源：克而瑞，国金证券研究所 注：出险房企为百强房企中出现违约/展期的房企

图表 18: 2022 年 1-6 月 TOP30 房企全口径销售金额 (亿元), 同比及排名

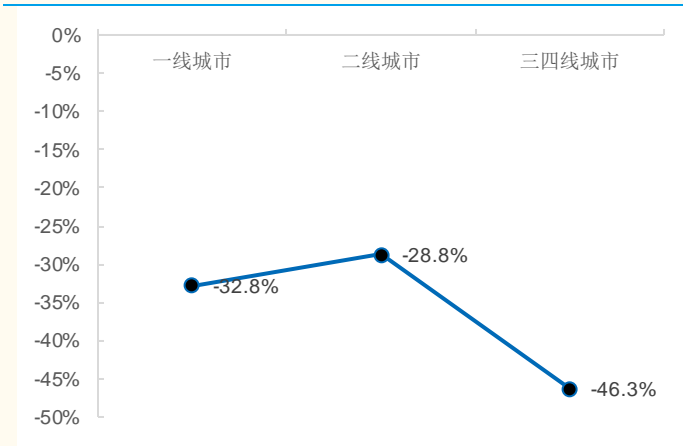
企业名称	2022年1-6月 销售金额	2022年1-6月 同比	2021年销售 金额	2021年同 比	2022年1-6月 销售排名	2021年销售 排名	2020年销售 排名
碧桂园	2470	-42.1%	7588	-3.8%	1	1	1
保利发展	2102	-26.2%	5385	7.1%	2	4	5
万科地产	2096	-40.9%	6203	-11.5%	3	2	3
中海地产	1375	-33.1%	3710	2.1%	4	6	6
华润置地	1210	-26.6%	3158	10.8%	5	8	9
招商蛇口	1188	-32.9%	3268	17.6%	6	7	10
融创中国	1127	-64.9%	5976	3.9%	7	3	4
金地集团	1006	-38.1%	2865	18.1%	8	11	13
龙湖集团	859	-39.8%	2901	7.2%	9	10	11
绿城中国	850	-37.8%	2666	24.2%	10	13	19
中国金茂	699	-46.3%	2356	5.3%	11	15	15
绿地控股	684	-58.3%	2903	-18.6%	12	9	7
滨江集团	684	-22.2%	1691	24.0%	13	22	27
新城控股	650	-45.4%	2340	-7.2%	14	16	12
旭辉集团	631	-53.6%	2473	7.0%	15	14	14
建发房产	620	-33.6%	1711	32.0%	16	21	31
华发股份	494	-23.0%	1219	1.2%	17	32	34
越秀地产	482	-1.0%	1182	21.8%	18	37	46
金科集团	440	-56.9%	1873	-16.2%	19	18	16
世茂集团	438	-71.4%	2699	-10.1%	20	12	8
远洋集团	430	-17.3%	1360	14.9%	21	29	36
首开股份	404	-36.9%	1180	16.3%	22	38	42
美的置业	401	-51.4%	1370	8.7%	23	28	33
中国铁建	398	-42.9%	1429	12.2%	24	26	32
中梁控股	387	-59.5%	1718	1.8%	25	20	20
融信集团	386	-53.5%	1555	0.2%	26	24	21
卓越集团	332	-51.5%	1250	25.8%	27	31	44
中骏集团	326	-44.8%	1045	2.9%	28	41	41
中南置地	326	-70.1%	1965	-12.0%	29	17	17
雅居乐	321	-57.5%	1390	0.6%	30	27	26

来源: 克而瑞, 国金证券研究所 注: 绿城中国销售金额不包含代建销售金额

3.3 流动性强助力改善型房企实现有质量的高周转

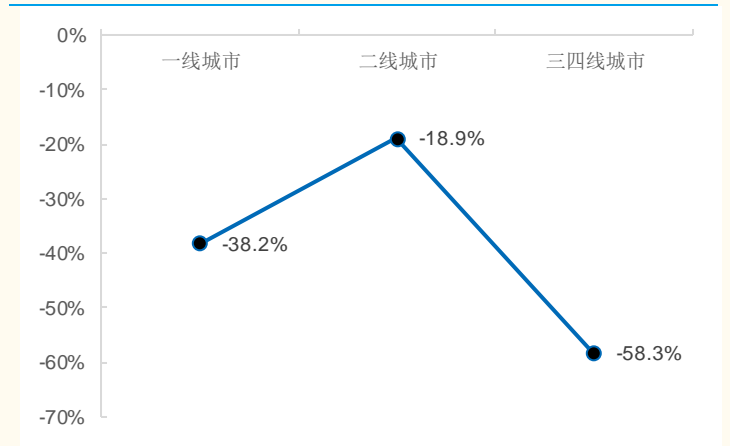
- 高能级城市销售表现好于低能级城市。从 Wind35 个典型城市新房销售数据看, 2022 年 1-6 月 35 城合计新房销售面积同比下滑 32.1%, 一线、二线、三四线城市分别同比下滑 32.8%、28.8%和 46.3%。从 Wind15 个典型城市二手房销售数据看, 2022 年 1-6 月 15 城合计二手房销售面积同比下滑 27.0%, 一线、二线、三四线城市分别同比下滑 38.2%、18.9%和 58.3%。无论是新房还是二手房市场, 一二线城市销售抗跌能力和稳定性均更强。

图表 19: 2022 年 1-6 月各能级城市新房销售面积同比



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 20: 2022 年 1-6 月各能级城市二手房销售面积同比



来源: Wind, 国金证券研究所

- **高能级城市中核心板块改善型产品去化情况更好。**在典型城市的销售榜单中, 改善型项目的上榜数量增加: 上海 2022 年 1-6 月销售前十项目中单价超 100000 元/m²的数量有 5 个, 而 2021 年全年前十榜单中仅 3 个, 且前十项目的平均售价提升了 19%; 杭州 2022 年 1-6 月销售前十项目中单价超 40000 元/m²的数量有 6 个, 而 2021 年全年前十榜单中为 5 个, 且前十项目的平均售价也提升了 19%。而从开盘去化情况来看, 核心区改善产品去化率更高: 上海 2022 年 7 月开盘项目整体去化率为 64%, 多个改善产品去化率 100%, 而奉贤、宝山、金山区的数个刚需楼盘去化率不足 20%; 杭州 2022 年 7 月开盘项目整体去化率为 46%, 滨江、上城区多数楼盘去化率均在 80%以上, 而临安、富阳的远郊刚需项目去化率不足 10%。

图表 21: 上海、杭州 2021 年和 2022 年 1-6 月销售前十项目榜单

上海				杭州			
2021 年		2022 年 1-6 月		2021 年		2022 年 1-6 月	
项目名称	成交价格 (元/m ²)	项目名称	成交价格 (元/m ²)	项目名称	成交价格 (元/m ²)	项目名称	成交价格 (元/m ²)
中粮瑞虹海景壹号	115451	瑞安瑞虹新城	116176	锦尚和品府	51583	杭城未来中心	36139
古北中央公园	108979	仁恒海上源	114526	蜀惠朝闻花城	29722	新世界城市艺术中心	70307
老西门新苑	142622	融创未来金融城	67421	云帆未来社区	19307	栖江揽月轩	66017
上海蟠龙天地	61506	融创建发苏河望	98976	禹洲宋都望林府	43400	海潮望月城	69864
招商虹桥公馆	60283	珠江安康苑	132960	理想臻品	29066	观翠揽月轩	67500
融创未来金融城	68048	天汇世纪玺	124159	滨康天曜城	51518	中骏鼎湖未来云城	28749
浦开仁恒金桥世纪	70294	华侨城纯水岸	69224	保利天汇	51500	河映云集	38070
绿地东上海	61588	新湖明珠城	106302	前湾国际社区	29720	星潮映象府	45126
融信旭辉世纪古美	82526	中企云萃江湾	96003	滨江·滨涛映月	37497	杭樾润府	46200
金地峯范	45838	上海星河湾花园	79251	万科·日耀之城	47000	天瑄城	33289
平均	81714		97089		39031		46301

来源: 中指研究院, 国金证券研究所

图表 22: 2022 年 7 月上海新推项目开盘去化情况

项目名称	区域	开盘时间	认购率	推出套数 (套)	认购套数 (套)
瑞安蟠龙天地	青浦	2022/07/21	100	571	571
银河丽湾	奉贤	2022/07/19	100	76	76
经纬城市绿洲	宝山	2022/07/19	100	236	236
中企光华雅境	宝山	2022/07/19	100	144	144
凤凰景苑	闵行	2022/07/19	100	72	72
同润欣汇名邸	南汇	2022/07/18	22.94	388	89
招商璀璨城市	浦东	2022/07/17	100	348	348
金地·嘉源	嘉定	2022/07/16	100	356	356
大名城·映雨江南	奉贤	2022/07/15	9.01	444	40
上港星江湾	宝山	2022/07/14	100	457	457
中企海睿滨江	浦东	2022/07/14	100	188	188
碧桂园柏悦江湾	宝山	2022/07/14	100	410	410
中崇滨江·古北中央公园	闵行	2022/07/13	17.31	52	9
碧桂园柏悦翔湾	嘉定	2022/07/13	72.59	343	249
同济晶萃	松江	2022/07/12	100	34	34
长城逸府名苑	金山	2022/07/12	2.6	462	12
华发仁恒苏河世纪	静安	2022/07/11	100	304	304
鹏瑞·云璟湾	南汇	2022/07/10	52.33	493	258
电建地产·沈悦蓝湾三期	奉贤	2022/07/10	26.73	404	108
金融街·美兰金悦府	宝山	2022/07/07	26.93	323	87
大华锦绣四季二期	宝山	2022/07/07	59.15	284	168
金茂逸墅(长兴岛)	崇明	2022/07/06	55.1	98	54
信达泰禾上城院子	宝山	2022/07/06	14.34	258	37
华发华润静安府	静安	2022/07/06	100	12	12
中建·玖里书香	南汇	2022/07/05	82.38	227	187
山金中澳城	奉贤	2022/07/02	92.95	156	145
中企云萃江湾	杨浦	2022/07/02	100	224	224
悦澜天地	奉贤	2022/07/01	41.77	644	269
合计	——	——	64.24%	8008	5144

来源: 克而瑞, 国金证券研究所

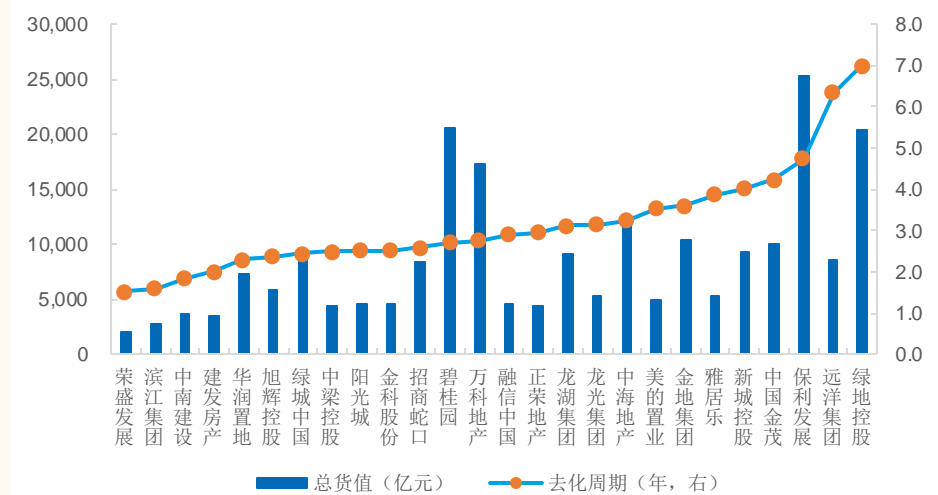
图表 23: 2022 年 7 月杭州新推项目开盘去化情况

项目名称	区域	开盘时间	认购率	推出套数 (套)	认购套数 (套)
易辰江南大院	临安区	2022/07/20	100	104	104
紫阙云宸里	西湖区	2022/07/10	68.46	260	178
璞悦江南府	临平区	2022/07/09	100	209	209
禹洲泊朗廷	萧山区	2022/07/09	13.04	1035	135
听悦雅庭	萧山区	2022/07/09	39.89	188	75
江晖府	滨江区	2022/07/09	100	115	115
晓月映翠公寓	滨江区	2022/07/09	95.89	292	280
临望宸府	萧山区	2022/07/09	85	120	102
春樾星宸里	拱墅区	2022/07/09	86.08	194	167
融悦天辰府	临安区	2022/07/07	0	352	0
旭辉珺和府	萧山区	2022/07/07	50.42	119	60
之彩城	萧山区	2022/07/07	25.24	103	26
桃李望湖	临安区	2022/07/06	0	92	0
金宇·云水山居	富阳区	2022/07/06	17.14	35	6
中骏鼎湖未来 云城	临平区	2022/07/05	100	101	101
银城青山湖畔 临枫园	临安区	2022/07/03	18.75	96	18
杭州国际金融 中心	上城区	2022/07/03	100	232	232
沁悦宸轩	富阳区	2022/07/02	6.67	120	8
锦上悦华里	萧山区	2022/07/02	2.86	70	2
越秀陌上花开	临安区	2022/07/02	83.33	60	50
湖沁宸园	临平区	2022/07/02	20.11	358	72
湖悦岚湾	钱塘区	2022/07/02	71.11	135	96
如沐清晖城	临安区	2022/07/01	0	37	0
合计	——	——	45.99%	4427	2036

来源：克而瑞，国金证券研究所

- 改善型房企重点布局高能级核心板块，土储流动性高。**为保障产品适配度，改善型产品多位于高能级城市核心板块，如绿城中国 74%土储货值位于杭州、宁波、北京等一二线城市；建发国际一二线城市货值占比 64%，主要位于厦门、上海、成都等城市；滨江集团土储货值 60%位于杭州，深耕杭州。截至 2021 年末，26 家典型房企的土储货值平均去化周期为 3.2 年，而绿城中国、建发国际、滨江集团的货值去化周期分别为 2.4、2.0 和 1.6 年，且其土储主要位于重点城市的核心板块，去化有保障，土储流动性高，对资金的占用相对较小。

图表 24: 26 家典型房企土储去化时间 (年)



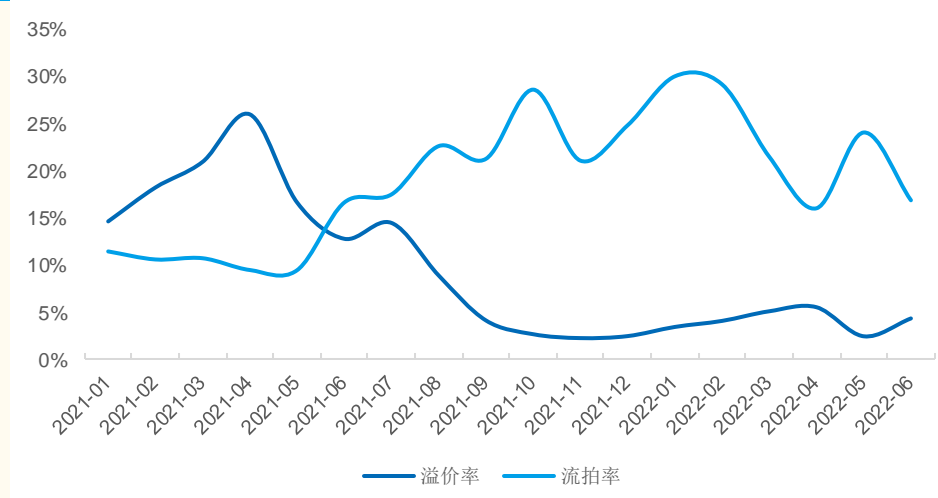
来源: 克而瑞, 国金证券研究所

- **良好的流动性是实现有质量的高周转的基础。**虽然众多出险房企也追求高周转, 但其高周转主要是由高负债高杠杆堆积, 土储的流动性不高, 难以变现, 文旅商业、低能级远郊住宅占比较高, 使得企业从表面上的流动性困境转化为实质性的“资不抵债”, 同时土储的流动性不高, 资金沉淀多, 也使得出险房企的纾困难度加大, 在当前公开市场宽松环境下, 少有企业能接受此类项目的收并购。而 2021 年下半年以来, 政府从土地出让和资金监管层面为企业实现高周转提供了更好的条件, 如减少租赁/自持住房比例、设立重点资金监管、增加工程节点、放松预售条件等, 而仅 2021 年下半年以来积极拿地的房企能享受此利好。

3.4 改善型房企利润率或将有所提升

- **在拿地阶段, 2021 年下半年以来, 全国土拍市场持续低温, 自 2021 年 7 月起, 全国 300 城成交溢价率下滑、流拍率上涨, 溢价率连续 11 个月低于 10% (最低为 2.5%), 而流拍率连续 13 个月高于 10% (最高达 30%)。**多地调整土拍政策, 让利房企, 以提升房企拿地意愿, 包括但不限于设置封顶地价、最高溢价率不超过 15%、适度提升住宅限价、降低起始地价、降低保证金比例等, 房企拿地利润空间有所上涨。

图表 25: 全国 300 城宅地月度成交溢价率/流拍率



来源: 中指研究院, 国金证券研究所

- **改善房企把握土地市场机遇，积极错峰获取高利润项目。**绿城中国、建发国际和滨江集团等改善房企从 2020 年以来一直保持较高的投资强度，2022 年 1-6 月，三家房企权益拿地金额均位列行业前十，其中滨江集团在杭州 2022 年的第一、二批次土拍中分别获取 11 和 12 宗涉宅地，权益投资金额位列行业第三，仅次于华润置地和保利发展，大幅补充优质土储。

图表 26: 2020 年、2021 年、2022 年 1-7 月权益拿地金额前 20

排行	2020 年		2021 年		2022 年 1-7 月	
	企业名称	权益金额(亿元)	企业名称	权益金额(亿元)	企业名称	权益金额(亿元)
1	保利发展	1481	保利发展	1273	华润置地	496
2	万科	1436	万科	1214	保利发展	459
3	中海地产	1312	中海地产	1147	滨江集团	392
4	碧桂园	1180	华润置地	997	中国海外发展	370
5	龙湖集团	1089	绿城中国	892	建发房产	352
6	中国恒大	1049	碧桂园	867	绿城中国	319
7	华润置地	1004	招商蛇口	839	招商蛇口	304
8	绿城中国	882	龙湖集团	787	中国铁建	234
9	招商蛇口	826	建发房产	648	万科	215
10	绿地控股	816	中国铁建	576	广州地铁	203
11	金地集团	785	融创中国	525	武汉城建集团	165
12	新城发展	735	金地集团	485	中国中铁	153
13	建发房产	687	中国金茂	485	上海地产	139
14	融创中国	662	越秀地产	428	龙湖集团	135
15	旭辉集团	579	中国中铁	419	中建东孚	133
16	华发股份	541	滨江集团	371	越秀地产	121
17	滨江集团	516	卓越置业	349	保利置业	92
18	中南建设	449	龙光集团	319	伟星房产	88
19	金科股份	445	中海宏洋	313	厦门国贸	88
20	阳光城集团	443	新城发展	311	大华集团	85

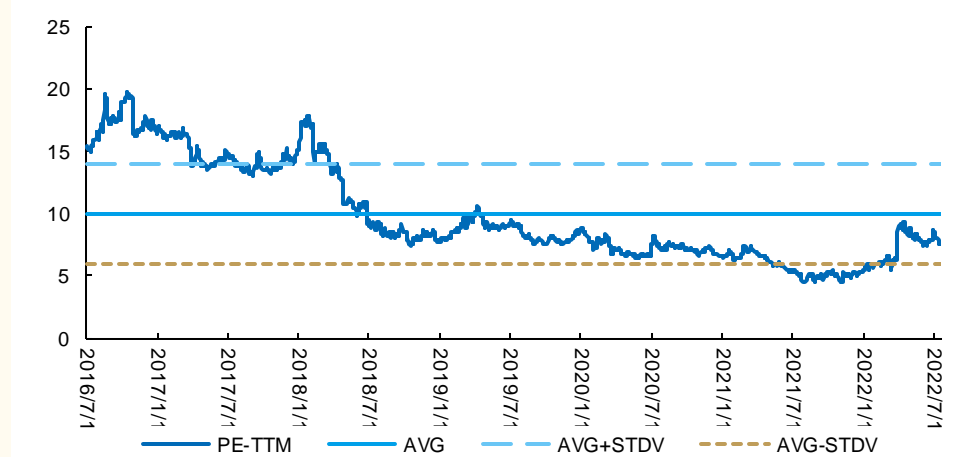
来源：中指研究院，国金证券研究所注：2022 年截至 7 月 22 日

- **在销售阶段，2022 年 3 月以来，各地在信贷端、供给端和需求端出台宽松政策，以促进房地产业的健康发展，部分城市限价政策也有所松动，如上海 2022 年第三批入市房源价格普遍上涨，其中新湖青蓝国际上涨 2000 元/m²，仁恒海上源上涨 5000 元/m²，且其近 12 万元/m²价格超过了此前 11.5 万元/m²的房地联动价。限价突破有助于改善房企利润空间，以仁恒海上源项目为例（此前项目限价 11.5 万元/m²，第三批突破至 11.98 万元/m²），拿地楼面价 57419 元/m²，11.5 万元/m²的销售价格对应项目毛利率约为 26%（含土增税），突破至 11.98 万元/m²后对应项目毛利率可达约 29%（含土增税）。**
- **改善房企利润率可通过流动性、产品溢价和新增高利润项目来提升。**①虽然改善型房企此前被市场认为拿地楼面价相对较高，导致利润率水平一般，但在当前以及未来较长一段时间内，项目的流动性较利润率更为重要，高利润而无法去化的项目只是纸面利润。②限价的调整更加有利于改善产品和改善房企，高端改善产品溢价能力以往被严格的限价政策掩盖，此类产品的限价突破能力相对刚需产品更高，且装修包等工具的使用也更能获得客户接受。③改善型房企在 2021 年下半年以来积极错峰拿地，一方面能通过高利润项目改善利润水平，另一方面可以在市场逐步恢复的 2022 年下半年推出高品质项目，抢占市场。

投资建议

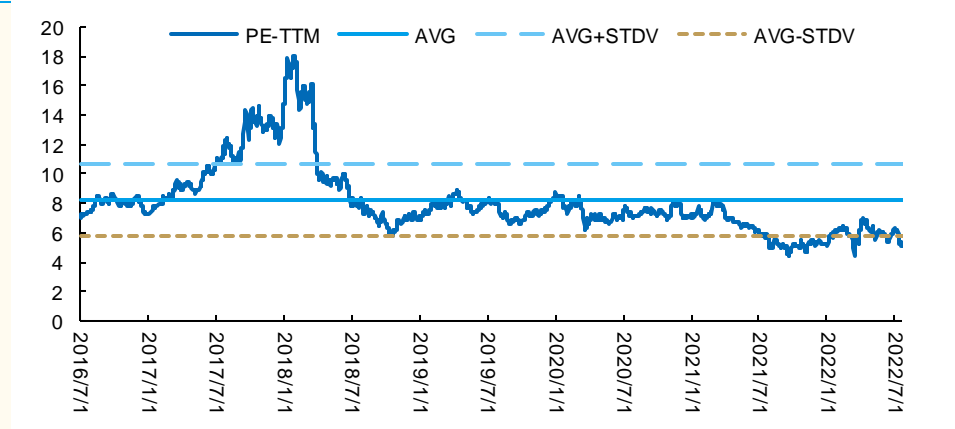
- 竣工交付风险或加速房企的销售分化，行业洗牌和供给侧出清加剧，行业格局正在重塑。高能级城市核心板块的改善项目去化明显好于其他项目，改善型房企可凭借自身优秀的土储布局和产品服务能力提升项目流动性，实现有质量的高周转；同时积极错峰拿地，一方面享受土拍低竞争红利，获取高利润空间项目改善利润水平，另一方面在政策持续宽松的 2022 年下半年，推出高质量项目，获市场复苏红利，抢占市场空间，在已实现弯道超车的基础上，把握强者恒强的机遇。
- 首推改善型房企，如**绿城中国**、**建发国际**（包括间接受益的**建发股份**）、**滨江集团**，积极布局重点城市核心板块，主打高端改善型产品，土储流动性高，在由高能级城市、改善需求引领的行业复苏进程中，行业地位将进一步提升。
- 稳健选择推荐财务结构健康、现金流安全的头部国企央企，如**保利发展**、**中国海外发展**、**华润置地**，龙头房企销售相对稳定，同时也能保持一定拿地强度，毛利率有望回归从而引导估值的提升。
- 行业的逐步复苏也利好房地产交易平台，如**贝壳**，行业渗透率据首位，率先享受市场恢复红利。

图表 27: A 股地产 PE-TTM



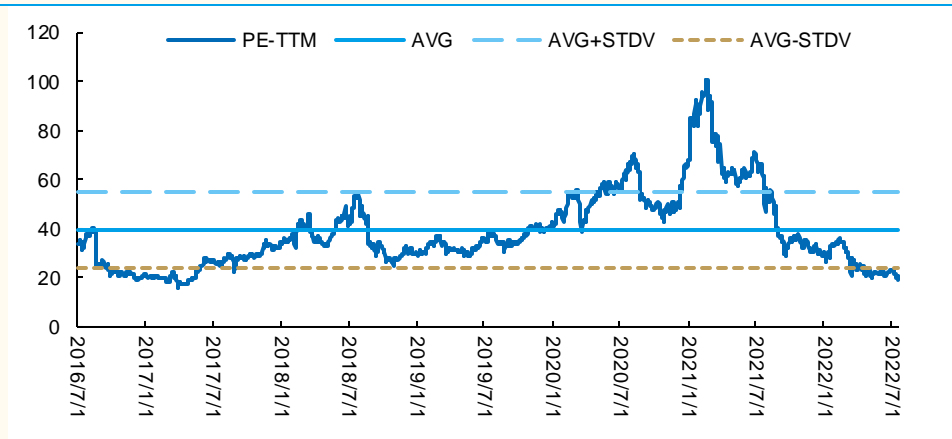
来源：Wind，国金证券研究所

图表 28: 港股地产 PE-TTM



来源：Wind，国金证券研究所

图表 29: 港股物业股 PE-TTM



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 30: 覆盖公司估值情况

股票代码	公司	评级	市值 (亿元)	PE			归母净利润 (亿元)			归母净利润同比增速		
				2021 A	2022 E	2023 E	2021 A	2022 E	2023 E	2021 A	2022 E	2023 E
000002.SZ	万科 A	增持	1,938	8.6	8.4	7.7	225.2	231.8	250.1	-46%	3%	8%
600048.SH	保利发展	买入	1,871	6.8	6.1	5.3	273.9	307.1	355.8	-5%	12%	16%
001979.SZ	招商蛇口	买入	945	9.1	8.7	7.3	103.7	108.4	129.7	-15%	5%	20%
600153.SH	建发股份	买入	340	5.6	5.2	4.4	61.0	65.1	76.9	35%	7%	18%
002244.SZ	滨江集团	买入	277	9.2	6.9	5.3	30.3	40.3	52.8	30%	33%	31%
3900.HK	绿城中国	买入	330	7.4	5.6	3.3	44.7	59.5	100.7	18%	33%	69%
1908.HK	建发国际集团	买入	258	7.3	5.6	3.6	35.2	45.7	71.8	57%	30%	57%
2423.HK	贝壳*	买入	1,211	52.8	78.8	23.6	22.9	15.4	51.2	-60%	-33%	233%
9666.HK	金科服务	买入	86	8.1	5.5	3.7	10.6	15.6	23.3	71%	48%	49%
9983.HK	建业新生活	买入	38	6.1	4.4	3.4	6.2	8.7	11.3	45%	40%	30%
6098.HK	碧桂园服务	买入	590	14.6	9.6	6.8	40.3	61.3	87.0	50%	52%	42%
1209.HK	华润万象生活	买入	687	39.8	30.6	24.2	17.2	22.5	28.4	111%	30%	26%
1995.HK	旭辉永升服务	买入	87	14.1	10.2	7.5	6.2	8.5	11.6	58%	38%	35%
	平均值		666	14.6	14.3	8.2	67.5	76.1	96.2	27%	23%	49%
	中位值		340	8.6	6.9	5.3	35.2	45.7	71.8	35%	30%	31%

来源: wind, 国金证券研究所注: 1) 数据截至 2022 年 7 月 22 日; 2) 预测数据为国金预测; 贝壳的利润数据为 Non-GAAP 净利润口径。

风险提示

- **宽松政策对市场提振不佳。**目前房地产调控宽松基调已定, 各地均陆续出台房地产利好政策, 若政策利好对市场信心的提振不及预期, 市场销售将较长一段时间处于低迷态势。
- **三四线城市恢复力度弱。**目前一二线城市销售已有企稳复苏迹象, 而三四线城市成交量依然在低位徘徊, 而本轮市场周期中三四线城市缺少棚改等利好刺激, 市场恢复力度相对较弱。
- **多家房企出现债务违约。**若在宽松政策出台期间, 多家房企出现债务违约, 将对市场信心产生更大的冲击, 房企自救意愿低落、消费者观望情绪加剧、金融机构挤兑债务等, 房地产业良性循环实现难度加大。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402