

强于大市

房地产行业 2022 年三季度报综述

行业业绩、利润率、现金流持续承压；房企分化加剧，头部与区域深耕型房企优势显著

核心观点

经营情况分析：房企普遍放慢扩张速度，追求稳健发展。1) **销售：**三季度百强房企全口径销售金额 5.31 万亿元，同比-45.8%，权益口径 3.71 万亿元，同比-46.3%。6 月为百强房企销售同比拐点，早于全国销售降幅收窄的时间（8 月）。头部房企在营销、产品等各方面优势下，销售降幅相对小于尾部。CR5、CR10、CR20、CR50 权益口径增速分别为-41.8%、-43.5%、-44.1%、-47.0%。TOP20 房企中除越秀外（+11.4%），其余同比均下滑。2) **拿地：**百强房企拿地明显提质缩量，前三季度百强房企拿地金额 1.32 万亿元，同比-58.5%；头部房企拿地金额降幅相对较小，CR5、CR10、CR20、CR50 同比增速分别为-46.0%、-46.0%、-53.3%、-57.6%。百强房企拿地建面 1.06 亿平，同比-77.2%；楼面均价 1.24 万元/平，同比+82.0%。主流房企拿地强度普遍减弱，区域深耕型房企、央企具备逆势拿地优势。主流房企拿地强度均值在 21 年同期的 45.1%降至 33.8%。仅华发、滨江拿地金额同比正增长，滨江、建发、越秀、铁建、华润、华发仍能保持 40%以上的拿地强度。

行业财务指标分析：业绩、利润率、现金流承压，短期面临较大的偿债压力。房企业绩集体下滑或亏损，仅 18%房企前三季度业绩保持正增长。前三季度房地产板块归母净利润 214 亿元，同比-74.4%，降幅较 Q2 下降了 9.4pct；单季归母净利润-20 亿元，较去年同期 167 亿元大幅下降，房企亏损情况愈发严重。房企业绩集体下滑或亏损的原因有：1) **疫情、市场下行等外部因素影响结算收入大幅减少**，前三季房地产板块营收 1.65 万亿元，同比-12.3%。2) **结转项目毛利低，毛利率持续承压：**前三季度房地产板块毛利率降至 18.6%，同比下降了 2.1pct。3) **资产减值计提规模增加：**受市场景气度持续低迷的影响，房企普遍通过降价促销的方式推动销售回款提速，在综合评估销售回款和资产规模之后多数房企计提资产减值。房地产板块前三季度资产减值损失高达 159 亿元，较去年同期扩大 44 亿元。4) **停工之下利息资本化减少、财务费用上升：**因部分房企部分项目非正常停工影响，依据会计准则对于不再满足资本化的利息支出计入当期损益，因此部分房企费用化利息支出较大，计入当期的财务费用。前三季度房地产板块财务费用同比增加 15%至 636 亿元，财务费用率同比提升了 1pct 至 3.9%。5) **合作项目增多致使少数股东损益占比提升：**前三季度少数股东损益/净利润同比大幅提升了 26.7pct 至 56.3%。**有息负债再现负增长，房企短期面临较大偿债压力。**房地产板块有息负债 3.42 万亿元，同比-1.5%；剔除预收账款后的资产负债率、净负债率分别为 71.8%、85.2%，较 21 年同期分别提升了 0.6、7.0 个百分点；现金短债比为 0.9X，受销售回款等因素影响，首次降至 1.0X 以下，整体行业仍面临较大的偿债压力。**经营杠杆方面，**前三季度房地产板块应付票据降至 655 亿元，同比-50.6%。**现金流持续负增长，经营性与筹资性现金流均承压。**截至三季度末，房地产板块货币资金 1.01 万亿元，同比-14.9%，主要是由于销售下行导致房企销售端回款不畅（销售商品、提供劳务取得的现金同比-31.4%）、融资不到位（筹资性现金流净额为-2284 亿元，持续为负），房企到位资金普遍承压。前三季度房地产板块经营性现金流净额为 909 亿元，同比-49.3%。筹资性现金流持续为负，前三季度的（取得借款收到的现金+发行债券收到的现金）/偿还债务支付的现金为 0.97，较去年同期提升 0.01，较 2021 年全年的 0.93 有所改善，2021 年前该比例始终高于 1.1，当前行业整体借新还旧的能力仍然承压。

主流房企财务指标分析：头部房企、央国企、区域型优质民企整体财报质量和现金流状况较好。1) **营收与业绩：**与行业相反，十家主流 A 股房企营收增速仍有提升（同比+1.6%），业绩整体好于行业（同比-14.8%），地方国企明显优于央企与民企。头部房企（销售规模在 5000 亿元以上）市占率进一步提升的同时，营收增速保持在 20.5%，业绩降幅也是相对最小的（-0.4%）。区域深耕的地方国企具备安全性和成长性双重优势，营收和归母净利润增速分别为 19.5%、4.6%。2) **盈利能力：**前三季度主流房企毛利率和归母净利润率分别为 16.9%、4.7%，与去年同期相比分别下降了 2.9 和 0.4pct。销售规模在 5000 亿元以上的房企利润率水平显著高于其他梯队，毛利率与归母净利润率分别为 22%和 7%。若不考虑亏损房企中交地产，央企的盈利能力显著好于地方国企与民企，毛利率为 22%。3) **提升成本费用管控能力及内部经营效率成为共识，头部房企与央国企三费率相对最低。**前三季度三项费用率为 6.8%，较去年同期下降了 1.2pct。5000 亿元以上规模房企三费率仅为 5.5%，同比下降 1.4pct；地方国企三费率维持在 4.6%的低位，央企同比下降 4.4pct 至 6.7%，显著好于民企。4) **偿债能力：**三季度末，主流房企有息负债规模 1.63 万亿元，同比基本持平。头部房企（销售规模在 5000 亿元以上）的有息负债规模同比+8.4%，央企同比+7.3%，更加受益于融资放松。主流房企剔除预收账款后的资产负债率、净负债率和现金短债比分别为 69.8%、73.2%和 1.45X，同比下降 2.7pct、15.1pct、0.35X。央企杠杆率相对更低。5) **现金管理能力：**三季度末主流房企在手现金同比-7.3%。1500-2500 亿元规模的房企在手现金同比+11.2%，是唯一实现正增长的梯队，其中的滨江、建发增速高达 28.7%、24.9%，均为区域深耕型房企。地方国企货币资金仍能实现正增长，增速为 7.0%，央企（-4.5%）货币资金降幅明显低于民企（-14.3%），民企整体的现金流压力仍然较大。

投资建议

当前政策力度尚不足改变行业基本面弱复苏的态势，供需两端走弱的压力仍在，我们预计年末政策仍将以促进市场回稳为主。一方面，加速推进保交楼工作，加快专项借款、纾困基金到位使用，积极处置项目停工问题、化解烂尾风险，以期修复市场信心；另一方面，全国性强力政策预期减弱，地方政策将持续宽松，部分强二线城市或有政策进一步宽松调整的可能。我们建议短期关注宽松政策加持下销售基本面兑现带来的板块机会；中长期关注供给侧出清背景下龙头份额提升及模式优化的逻辑。我们建议关注：招商蛇口、保利发展、华润置地、中国海外发展、越秀地产、建发国际、华发股份、滨江集团。

风险提示：房企经营与信用风险；房地产行业基本面超预期下行；房地产调控政策效果不及预期。

相关研究报告

《房地产 2022 年 9 月统计局数据点评：东部地区带动销售改善，新开工与投资单月降幅小幅收窄》(2022/10/24)

《中国真实住房需求还有多少？(2022 版)》(2022/8/3)

《凡益之道，与时偕行——关于短期博弈与长期格局的思考》(2022/6/15)

《2022 年，五问房地产行业》(2021/12/6)

《从历史复盘探讨本轮地产调控放松的最佳路径与当前房企的生存法则》(2022/3/31)

《从路径、估算总额、预期影响、海外经验来理解我国房地产税改革试点》(2021/10/26)

《2021 年集中土拍元年深度解读与展望：全年集中土拍呈现“热—冷—稳”趋势，央国企或将持续土拍主导地位》(2022/3/3)

《地产纾困新路径探索：AMC 对房企化债的作用究竟有多大？》(2022/5/23)

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

房地产行业

证券分析师：夏亦丰

(8621)20328348

yifeng.xia@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070005

证券分析师：许佳璐

(8621)20328710

jialu.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110002

目录

1 经营情况分析：销售投资以稳为主，各梯队调整与分化并行	7
1.1 销售：百强房企销售先抑后缓慢回升，6 月为销售拐点.....	7
1.2 拿地：百强房企拿地明显提质缩量，主流房企拿地强度普遍减弱	9
1.3 融资：债券与信托发行规模腰斩，房企明年 1-4 月或仍面临偿债高峰期.....	11
2. 行业财务指标分析：业绩、利润率、现金流均承压，短期面临较大的偿债压力	15
2.1 行业结算规模收缩，业绩显著承压	15
2.2 盈利能力：利润率显著承压，财务费用率明显提升	16
2.3 偿债能力：有息负债再现负增长，房企短期面临较大偿债压力	17
2.4 现金流：现金流持续负增长，经营性与筹资性现金流均承压	19
3. 主流房企财务指标分析：头部房企、央国企、区域型优质民企整体财报质量和现金流状况较好.....	21
3.1 主流房企营收规模稳健增长，地方国企业绩仍能保持正增长	21
3.2 盈利能力：头部企业、央企的利润率水平相对更高	23
3.3 偿债能力：头部房企、央国企更受益于融资放松，同时杠杆控制得当	26
3.4 现金管理能力：区域深耕型房企在手资金明显增长	29
4 投资建议.....	31
5 风险提示	32

图表目录

图表 1. 2022 年前三季度百强房企全口径销售金额 5.31 万亿元，同比下降 45.8%7	7
图表 2. 2021-2022 年前三季度百强房企销售金额增速持续低于全国商品房销售金额增速.....7	7
图表 3. 百强房企销售金额同比增速于 2022 年 5 月降至最低点 (-60.2%)，6 月起逐月回升至 9 月的 -27.6%7	7
图表 4. 2022 年前三季度房企整体销售表现为先抑后缓慢回升的走势7	7
图表 5. 2022 年前三季度 CR5、CR10、CR20、CR50、CR100 权益口径销售额增速分别为 -41.8%、-43.5%、-44.1%、-47.0%、-46.3%.....8	8
图表 6. 2022 年前三季度百强房企销售权益比例为 69.9%，较 2021 年全年下降了 0.3 个百分点.....8	8
图表 7. 2022 年前三季度房地产行业少数股东损益占比明显为 56.3%，处于历史高位8	8
图表 8. 销售排名 TOP20 房企中仅越秀地产同比正增长.....9	9
图表 9. 2022 年前三季度百强房企拿地金额 1.32 万亿元，同比下降 58.5%9	9
图表 10. 2022 年前三季度百强房企拿地建面 1.1 亿平，同比下降 77.2%.....9	9
图表 11. 2022 年前三季度百强房企拿地楼面均价 1.24 万元/平，同比增长 82.0%10	10
图表 12. 从拿地金额来看，2022 年前三季度 CR5、CR10、CR20、CR50、CR100 同比降幅分别为 46%、46%、53%、58%、59%.....10	10
图表 13. 2022 年主流房企拿地强度普遍下降，均值从 2021 年同期的 45.1% 降至 33.8%10	10
图表 14. 2022 年前三季度华发股份、滨江集团拿地金额保持正增长.....11	11
图表 15. 2022 年前三季度房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS 发行规模合计 7081 亿元，同比下降 52.0%.....11	11
图表 16. 2022 年前三季度房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS 平均发行利率为 4.05%，较 2021 年下降了 1.5 个百分点.....11	11
图表 17. 2022 年 8 月开始国内外债券、信托、ABS 发行规模的同比降幅明显收窄，9 月发行规模同比降幅收窄至 32%12	12
图表 18. 2022 年 6 月以来国内外债券、信托、ABS 平均发行利率逐月降至 3.67% .12	12
图表 19. 2022 年前三季度房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS 发行规模分别为 3619、202、958、2237 亿元，同比增速分别为 -22.9%、-92.0%、-78.4% 和 -56.4%.12	12
图表 20. 2022 年 1-9 月国内债券+海外债发行量最大的房企为华润、万科、保利、首开、招蛇、中海，发行总量分别为 230、214、198、180、167、165 亿元12	12
图表 21. 2023 年 1、3、4 月房地产行业将迎来偿债高峰期，国内债券+海外债券到期规模分别为 1211、1046、1158 亿元.....13	13
图表 22. 行业内国内外债券余额最高的房企为恒大、碧桂园、中海、富力、万科、	

华润、佳兆业，均超过 700 亿元	13
图表 23. 在尚未出险的房企中，今年四季度国内外债券到期规模较大的房企有保利、远洋、绿地、金地、中骏、中海；明年到期量较大的房企有中海、碧桂园、金地、首开、华发、万科、远洋.....	14
图表 24. 2022 年前三季度房地产板块营业收入 1.65 万亿元，同比下降 12.3%	15
图表 25. 2022 年前三季度房地产板块归母净利润 214 亿元，同比下降 74.4%	15
图表 26. 2022 年前三季度房地产板块少数股东损益 276 亿元，同比下降 21.7%	16
图表 27. 2022 年前三季度房地产板块少数股东损益/净利润为 56.3%	16
图表 28. 截至 2022 年三季度末，房地产板块预收账款 3.55 万亿元，同比增长下降 6.4%	16
图表 29. 2022 年三季度末行业预收账款/上年营业收入的比例为 1.2X，较 2021 年相比基本持平	16
图表 30. 2022 年前三季度房地产板块毛利率、净利率、归母净利润率分别为 18.6%、3.0%、1.3%	17
图表 31. 2022 年前三季度房地产板块三费率为 10.1%，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 2.8%、3.5%、3.9%	17
图表 32. 2022 年前三季度年化 ROE 下降至 1.6%	17
图表 33. 2022 年三季度末房地产板块有息负债为 3.42 万亿元，同比下降 1.5%	18
图表 34. 2022 年三季度末房地产板块资产负债率和剔除预收账款后的资产负债率分别为 79.2% 和 71.8%	18
图表 35. 2022 年三季度末房地产板块 2021 年净负债率、有息负债率分别为 85.2% 和 25.2%	18
图表 36. 2022 年三季度末房地产板块现金短债比降至 0.9X	18
图表 37. 2022 年三季度末房地产板块应付票据 655 亿元，同比下降 50.6%	18
图表 38. 2022 年三季度末房地产板块货币资金 1.01 万亿元，同比下降 14.9%	19
图表 39. 2022 年前三季度房地产板块经营性现金流和筹资性现金流净额分别为 909 亿元和 -2284 亿元	19
图表 40. 2022 年前三季度房地产板块销售商品、提供劳务收到的现金为 1.68 万亿元，同比下降 31.4%	19
图表 41. 2022 年前三季度房地产板块购买商品、接受劳务支付的现金为 1.24 万亿元，同比下降 30.7%	19
图表 42. 2022 年前三季度（取得借款收到的现金+发行债券收到的现金）/偿还债务支付的现金为 0.97	20
图表 43. 选取十家 A 股主流房企作为样本，并从两个维度分类进行财务数据分析：1) 销售规模；2) 标的公司属性	21
图表 44. 2022 年前三季度规模在 1500 亿以下的房企营收同比增速最高，为 38.7%	22
图表 45. 2022 年前三季度销售规模在 5000 亿以上的房企归母净利润降幅相对最小	

(-0.4%)	22
图表 46. 2022 年前三季度央企、地方国企、民企营业收入增速分别为 15.5%、19.5%、-12.1%	22
图表 47. 2022 年前三季度央企、地方国企、民企归母净利润增速分别为-20.4%、4.6%、-14.7%	22
图表 48. 2022 年前三季度中交地产、万科、建发股份、华发股份、保利发展营收增速超过 10%	22
图表 49. 2022 年前三季度滨江集团、建发股份、华发股份、万科、金地集团业绩正增长	23
图表 50. 2022 年前三季度 5000 亿以上规模房企毛利率为 22%，显著高于其他梯队	23
图表 51. 2022 年前三季度央企、民企毛利率相对较高	23
图表 52. 2022 年前三季度 5000 亿元以上规模净利润率相对最高，为 7%	24
图表 53. 2022 年前三季度民企归母净利润率相对较高，为 6%	24
图表 54. 2022 年前三季度保利发展、新城控股、华发股份、金地集团毛利率超过 20%	24
图表 55. 2022 年前三季度滨江集团、保利发展、华发股份、金地集团归母净利润率超过 5%，	24
图表 56. 2022 年前三季度 5000 亿元以上规模房企三费率仅为 5.5%	25
图表 57. 2022 年前三季度央企、地方国企、民企三费率分别为 6.7%、4.6%、7.8%	25
图表 58. 2022 年前三季度销售规模在 1500~2500 亿元的房企 ROE 是最高的，为 9.3%，5000 亿以上规模房企 ROE 下降幅度相对最小	25
图表 59. 2022 年前三季度地方国企 ROE 相对最高，为 11.4%，同比提升了 0.2 个百分点	25
图表 60. 2022 年前三季度 5000 亿元以上的规模房企有息负债正增长，其余梯队有息负债规模同比均收缩	26
图表 61. 2022 年前三季度央企、地方国企与民企有息负债同比增速分别为 7.3%、-6.7%、-3.3%	26
图表 62. 招商蛇口、滨江集团相对 2022 年前三季度有息负债增速最高，均超过 19%	26
图表 63. 2022 年前三季度 1500~2500 亿元规模房企剔除预收账款后的资产负债率最低，仅为 67.5%，同比降幅也相对最大	27
图表 64. 2022 年前三季度地方国企剔除预收账款后的资产负债率最低，仅 66.4%，同比降幅也最大	27
图表 65. 2022 年前三季度 1500~2500 亿元规模房企净负债率最低，为 44.5%	27
图表 66. 2022 年前三季度地方国企净负债率最低，为 53.9%，降幅也最大	27
图表 67. 2022 年前三季度 5000 亿元以上规模房企现金短债比最高，为 1.86 X	28
图表 68. 2022 年前三季度央国企现金短债比相对更高，央企与地方国企分别为 1.41X、1.86X	28

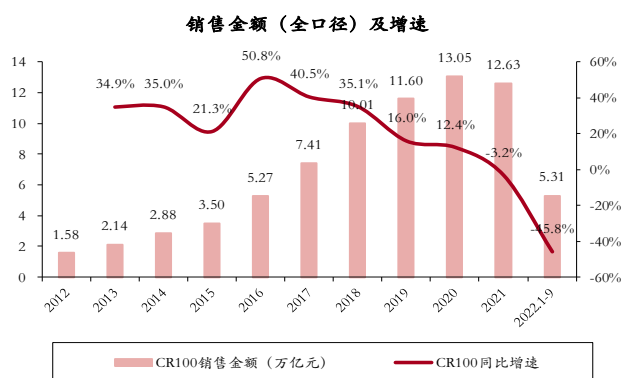
图表 69. 截至 2022 年三季度末，中交地产为红档房企，绿地控股为橙档房企，其余均为绿档房企	28
图表 70. 2022 年前三季度建发股份、中交地产应付账款及票据相对增速较高，均超过 45%	28
图表 71. 华发股份、新城控股最大化表外负债占比相对较高，均超过 30%	29
图表 72. 2022 年前三季度 1500~2500 亿元规模房企货币资金仍保持正增长	29
图表 73. 2022 年前三季度民企货币资金降幅相对较大，为 14.3%	29
图表 74. 2022 年前三季度滨江集团、建发股份货币资金同比增速相对较高，分别为 28.7%、24.9%	30
图表 75. 从经营性现金流角度来看，保利发展、建发股份、万科前三季度经营性现金流净额为负	30
图表 76. 报告中提及上市公司估值表	31

1 经营情况分析：销售投资以稳为主，各梯队调整与分化并行

1.1 销售：百强房企销售先抑后缓慢回升，6 月为销售拐点

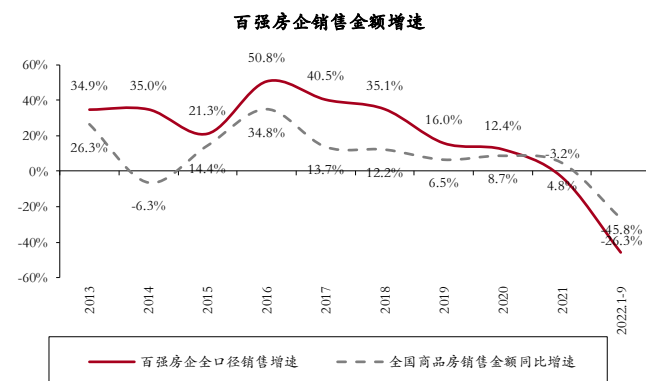
2022 年前三季度百强房企销售金额持续低于全国商品房销售增速。2022 年前三季度百强房企实现全口径销售金额 5.31 万亿元，同比下降 45.8%，权益口径 3.71 万亿元，同比下降 46.3%。2021 年开始，在“三道红线”融资规则下，房企追求更加稳健的发展，叠加房企资金链持续紧张，普遍放慢了规模扩张的速度，整体百强房企的销售增速明显低于全国商品房销售增速。

图表 1. 2022 年前三季度百强房企全口径销售金额 5.31 万亿元，同比下降 45.8%



资料来源：克而瑞，中银证券

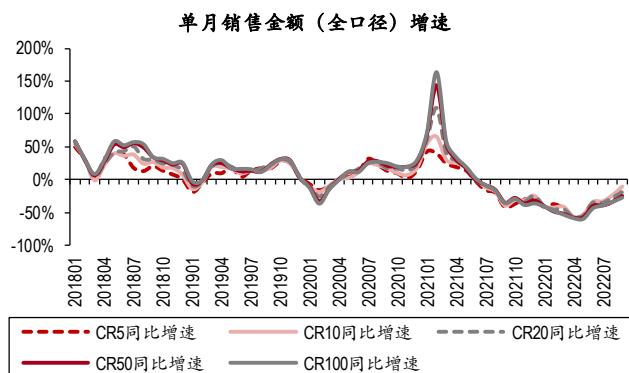
图表 2. 2021-2022 年前三季度百强房企销售金额增速持续低于全国商品房销售金额增速



资料来源：克而瑞，国家统计局，中银证券

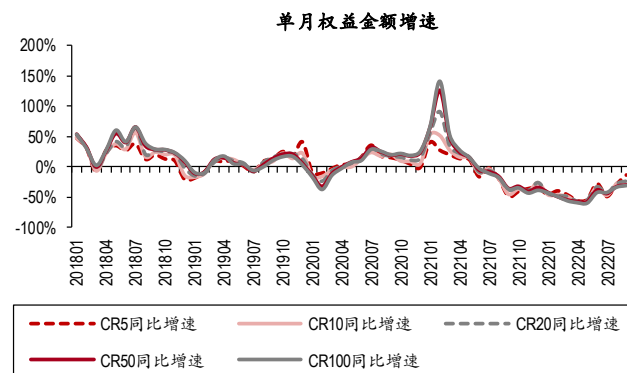
全年来看，2022 年前三季度房企整体销售表现为先抑后缓慢回升的走势，6 月为百强房企销售拐点，早于全国商品房销售拐点出现。1-5 月，市场景气度持续低迷，百强房企销售规模延续下跌趋势且降幅不断扩大，5 月百强房企全口径销售金额同比降幅达到最低点（-60.2%）。6 月为百强房企销售同比拐点，早于全国商品房销售同比降幅收窄出现的时间（8 月）。我们认为，主要是因为 6 月行业规模房企积极推盘及营销去化，供货量稳中有增，以冲刺半年度销售；供应放量叠加政策利好持续发酵，成交略有复苏。6-9 月百强房企销售同比降幅持续收窄，9 月百强房企全口径销售金额同比降幅收窄至（-27.6%）。我们预计四季度房企推盘量将有所提升，同时在多重政策利好下，观望情绪或有所下降，四季度整体销售降幅将持续收窄。

图表 3. 百强房企销售金额同比增速于 2022 年 5 月降至最低点（-60.2%），6 月起逐月回升至 9 月的 -27.6%



资料来源：克而瑞，中银证券

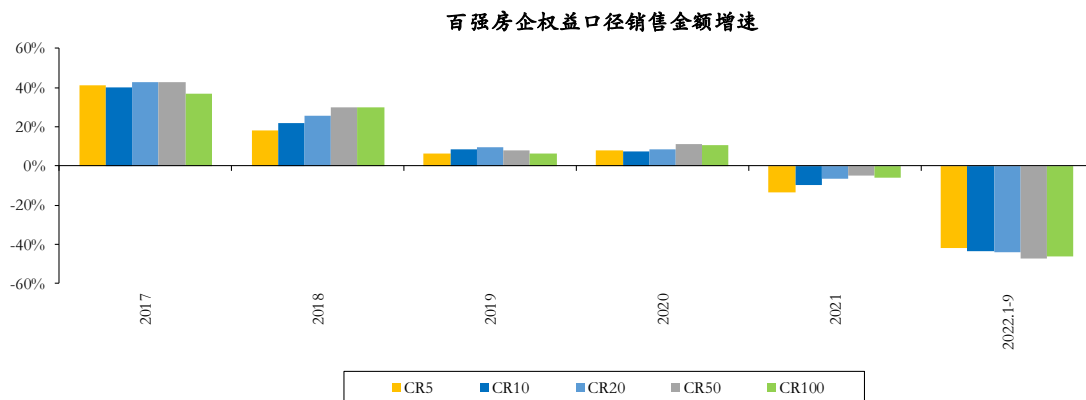
图表 4. 2022 年前三季度房企整体销售表现为先抑后缓慢回升的走势



资料来源：克而瑞，中银证券

行业出清逻辑下，头部房企权益口径销售降幅率先修复，降幅明显好于中小型房企。2022 年前三季度 CR5、CR10、CR20、CR50、CR100 全口径销售额增速分别为-42.0%、-39.3%、-42.2%、-45.7%和-45.8%；权益口径增速分别为-41.8%、-43.5%、-44.1%、-47.0%、-46.3%，呈现出明显的头尾部房企销售降幅明显小于中小型房企的特征。随着行业逐步出清，在市场长期低迷的情况下，头部房企在营销、产品等各方面优势下，销售降幅相对小于尾部。

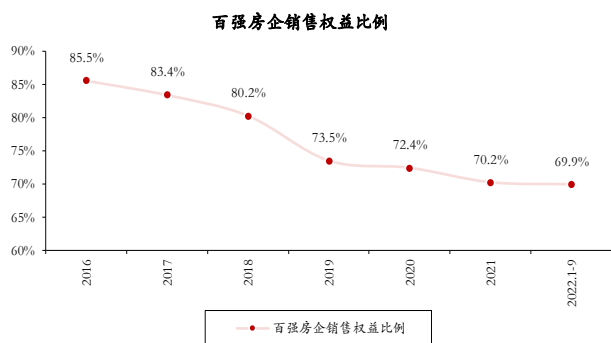
图表 5. 2022 年前三季度 CR5、CR10、CR20、CR50、CR100 权益口径销售额增速分别为-41.8%、-43.5%、-44.1%、-47.0%、-46.3%



资料来源：克而瑞，中银证券

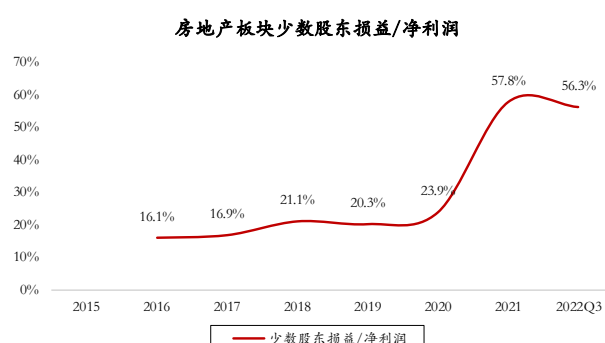
近年来房企合作开发明显增多，表现为销售权益比例逐年下降，同时少数股东权益占比显著提升。从销售来看，2022 年前三季度百强房企销售权益比例降至 69.9%，较 2021 年同期下降了 0.7 个百分点，较 2021 年全年下降了 0.3 个百分点。从结算来看，2022 年前三季度房地产行业（样本为申万板块所有 115 家 A 股上市房企）少数股东损益/净利润同比大幅提升了 26.7 个百分点至 56.3%。这都反映出房企合作增多，我们认为降成本、扩规模、分散风险是合作开发增多的主要原因。

图表 6. 2022 年前三季度百强房企销售权益比例为 69.9%，较 2021 年全年下降了 0.3 个百分点



资料来源：克而瑞，中银证券

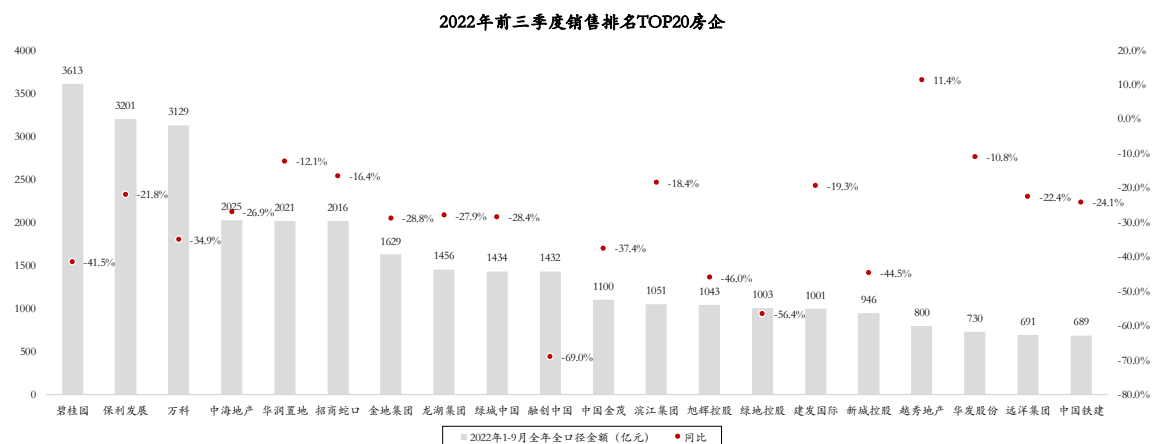
图表 7. 2022 年前三季度房地产行业少数股东损益占比明显为 56.3%，处于历史高位



资料来源：万得，中银证券

销售排名 TOP20 的房企中区域深耕型房企、央企相对销售降幅较小。2022 年前三季度 TOP20 房企销售额同比降幅均值达 28.8%。其中除越秀地产外，其余房企累计销售额同比均下滑。越秀地产前三季度销售额同比增长 11.4%，降幅较小的房企还有华发股份、华润置地、招商蛇口、滨江集团、建发国际，降幅均小于 20%。

图表 8. 销售排名 TOP20 房企中仅越秀地产同比正增长

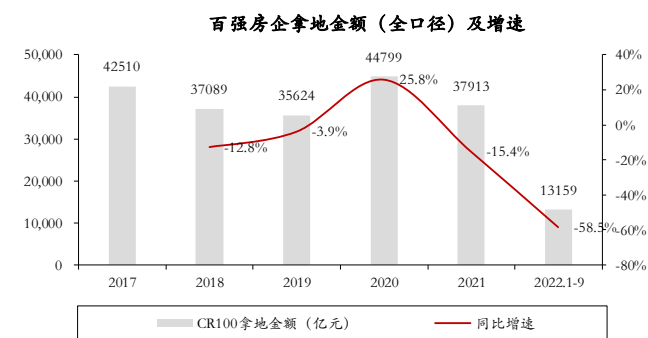


资料来源：克而瑞，中银证券

1.2 拿地：百强房企拿地明显提质缩量，主流房企拿地强度普遍减弱

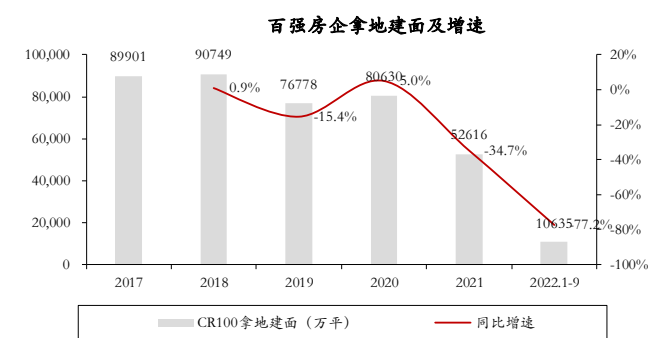
百强房企拿地规模明显缩量，但更注重高能级城市、核心区域的土地获取。2022 年前三季度百强房企拿地金额 1.32 万亿元，同比下降 58.5%；头部房企拿地金额降幅相对较小，CR5、CR10、CR20、CR50 拿地金额分别为 4100、6667、8640、11287 亿元，同比增速分别为-46.0%、-46.0%、-53.3%、-57.6%。百强房企拿地建面 1.06 亿平，同比下降 77.2%；拿地楼面均价 1.24 万元/平，同比大幅增长 82.0%，我们认为这与房企更注重拿地的质量有关，增加了高能级城市、核心区域的土地获取。

图表 9. 2022 年前三季度百强房企拿地金额 1.32 万亿元，同比下降 58.5%



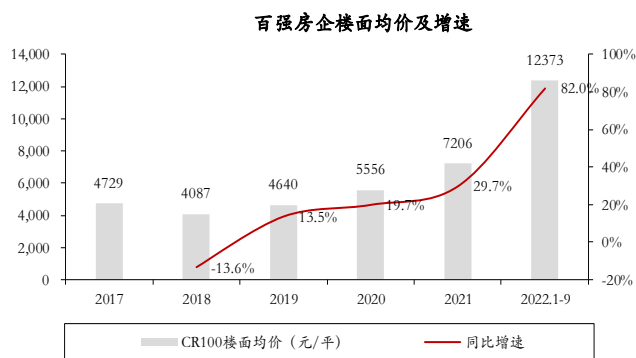
资料来源：克尔瑞，中银证券

图表 10. 2022 年前三季度百强房企拿地建面 1.1 亿平，同比下降 77.2%



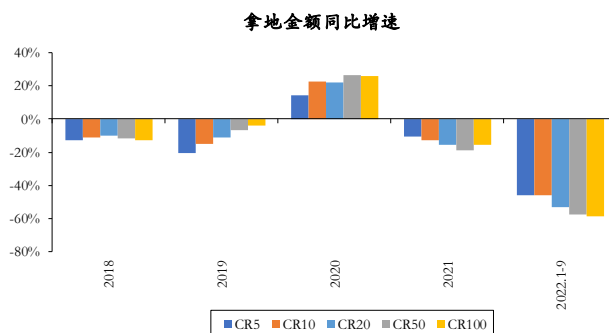
资料来源：克而瑞，中银证券

图表 11. 2022 年前三季度百强房企拿地楼面均价 1.24 万元/平，同比增长 82.0%



资料来源：克而瑞，中银证券

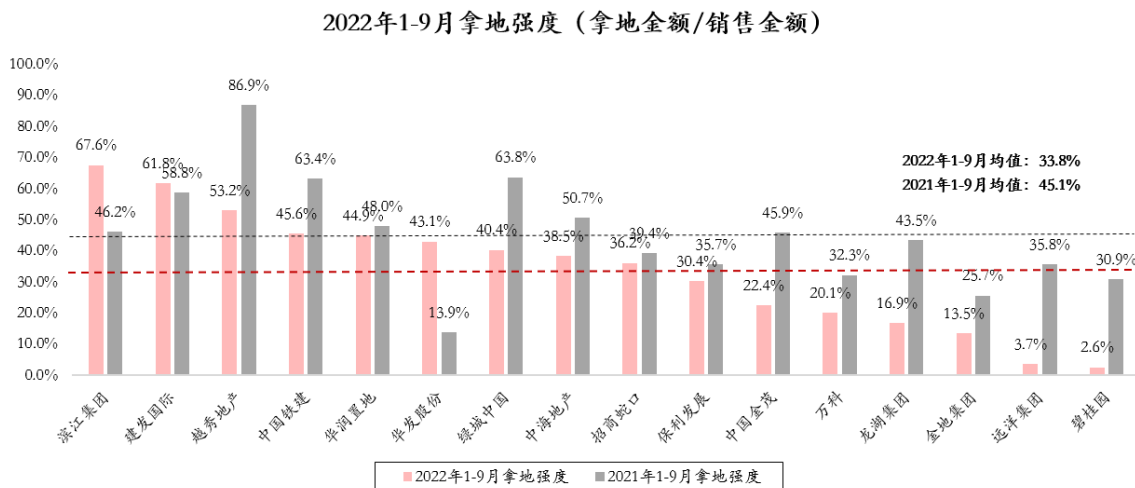
图表 12. 从拿地金额来看，2022 年前三季度 CR5、CR10、CR20、CR50、CR100 同比降幅分别为 46%、46%、53%、58%、59%



资料来源：克而瑞，中银证券

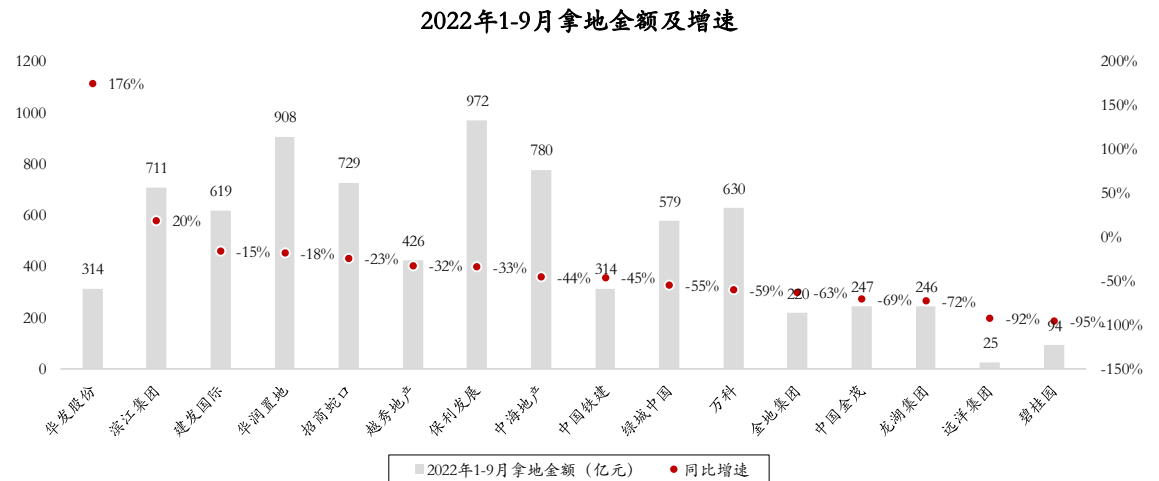
主流房企拿地强度普遍减弱，区域深耕型房企、央企具备逆势拿地优势。房企资金链紧张叠加销售景气度下行，2022 年房企普遍减缓了拿地强度。2022 年前三季度主流房企拿地强度（拿地金额/销售金额）普遍下降，均值从 2021 年同期的 45.1% 下降至 33.8%。仅华发股份、滨江集团 2022 年前三季度拿地金额同比正增长，同比增速分别为 176% 和 20%，建发国际、华润置地、招商蛇口降幅相对较小。从拿地强度来看，滨江集团、建发国际、越秀地产、中国铁建、华润置地、华发股份仍能保持 40% 以上的拿地强度，其中仅滨江集团和建发国际拿地强度有所提升，分别提升了 21.5 和 3.1 个百分点，其余主流房企拿地强度均出现了不同幅度的下降。

图表 13. 2022 年主流房企拿地强度普遍下降，均值从 2021 年同期的 45.1% 降至 33.8%



资料来源：克而瑞，中银证券

图表 14. 2022 年前三季度华发股份、滨江集团拿地金额保持正增长



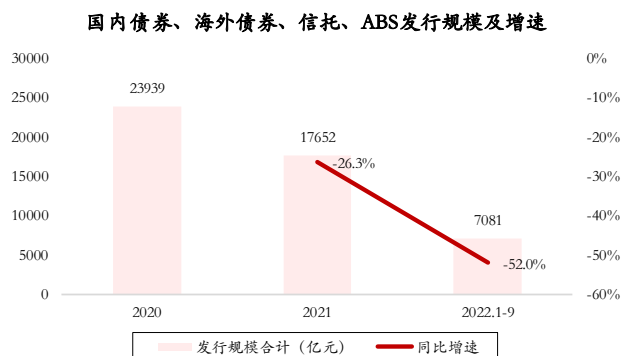
资料来源：克而瑞，公司公告，中银证券

备注：金地集团为公司公告披露数据，其余房企均为克而瑞数据。

1.3 融资：债券与信托发行规模腰斩，房企明年 1-4 月或仍面临偿债高峰期

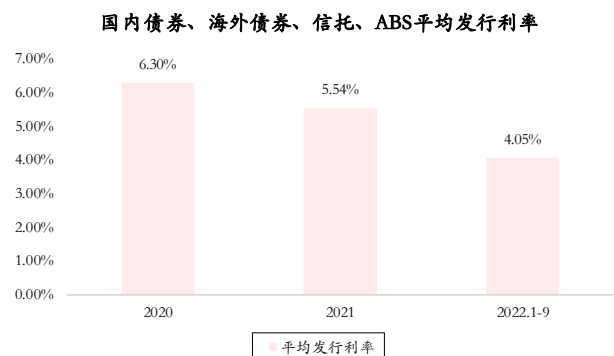
前三季度行业债券+信托发行规模腰斩，8 月开始边际改善。2022 年前三季度房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS 发行规模合计 7081 亿元，同比下降 52.0%，平均发行利率为 4.05%，较 2021 年下降了 1.5 个百分点。其中国内债券、海外债、信托、ABS 发行规模分别为 3619、202、958、2237 亿元，同比增速分别为-22.9%、-92.0%、-78.4%和-56.4%，占比分别为 51%、3%、14%和 32%，平均发行利率分别为 3.45%、5.66%、7.59%、3.33%，国内债券、海外债券、ABS 平均发行利率同比分别下降了 0.8、1.6、0.5 个百分点，信托平均发行利率同比提升了 1.6 个百分点。从单月情况来看，8 月开始发行规模的同比降幅明显收窄，9 月发行规模同比降幅收窄至 32%，平均发行利率逐月降至 3.67%。具体来看，2022 年 1-9 月国内债券+海外债发行量最大的房企为华润、万科、保利、首开、招商蛇口、中海，发行总量分别为 230、214、198、180、167、165 亿元。

图表 15. 2022 年前三季度房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS 发行规模合计 7081 亿元，同比下降 52.0%



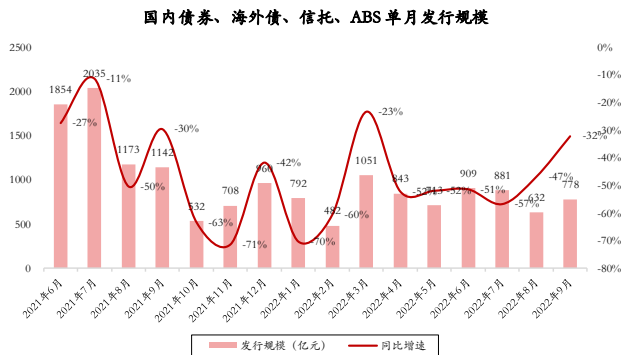
资料来源：中指院，中银证券

图表 16. 2022 年前三季度房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS 平均发行利率为 4.05%，较 2021 年下降了 1.5 个百分点



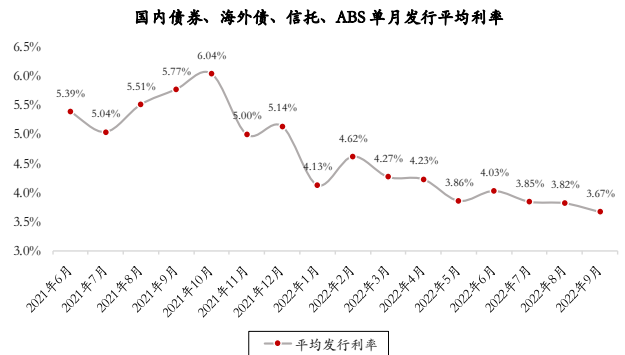
资料来源：中指院，中银证券

图表 17. 2022 年 8 月开始国内外债券、信托、ABS 发行规模的同比降幅明显收窄，9 月发行规模同比降幅收窄至 32%



资料来源：中指院，中银证券

图表 18. 2022 年 6 月以来国内外债券、信托、ABS 平均发行利率逐月降至 3.67%



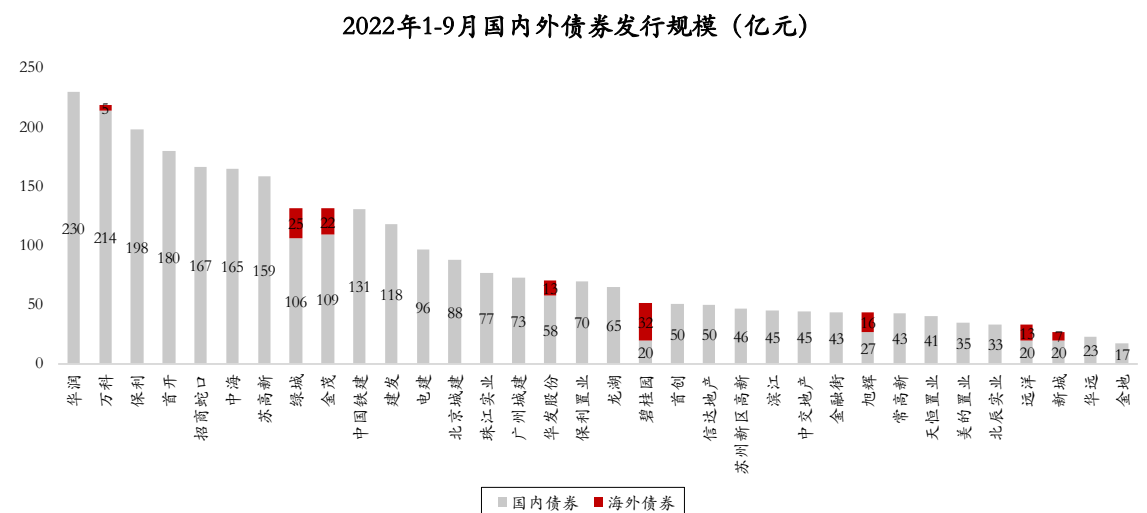
资料来源：中指院，中银证券

图表 19. 2022 年前三季度房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS 发行规模分别为 3619、202、958、2237 亿元，同比增速分别为-22.9%、-92.0%、-78.4%和-56.4%

	发行规模	同比增速	占比	平均发行利率	同比增减
	(亿元)			(%)	(PCT)
国内债券	3619	-22.9%	51%	3.45	(0.81)
海外债	202	-92.0%	3%	5.66	(1.59)
信托	958	-78.4%	14%	7.59	1.56
ABS	2237	-56.4%	32%	3.33	(0.46)

资料来源：中指院，中银证券

图表 20. 2022 年 1-9 月国内债券+海外债发行量最大的房企为华润、万科、保利、首开、招蛇、中海，发行总量分别为 230、214、198、180、167、165 亿元

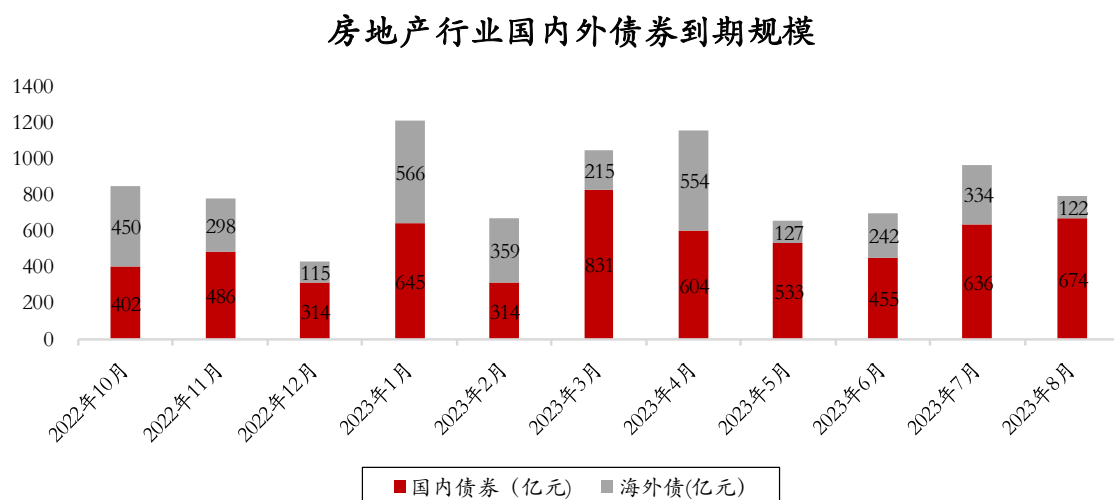


资料来源：中指院，中银证券

数据说明：此图仅显示发行总量在 50 亿元以上的房企，海外债发行额按发行当月最后一天汇率换算为人民币。

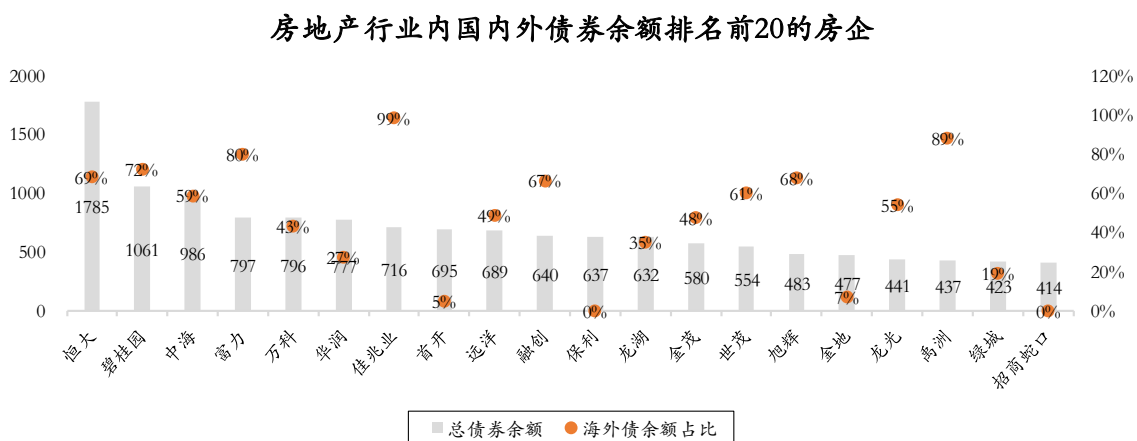
房企当前仍然面临较大的资金压力，明年1-4月或仍是偿债小高峰。2023年1、3、4月房地产行业将迎来偿债高峰期，国内债券+海外债券到期规模分别为1211、1046、1158亿元，接下来几个月部分资金压力较大的公司仍然可能出现信用风险事件。具体来看，行业内国内外债券余额最高的房企为恒大、碧桂园、中海、富力、万科、华润、佳兆业，均超过700亿元。在尚未出险的房企中，今年四季度国内债券到期规模较大的房企有保利（76亿元）、远洋（75亿元）、绿地（62亿元）、金地（55亿元）、中骏（53亿元）、中海（50亿元）；明年到期量较大的房企有中海（270亿元）、碧桂园（267亿元）、金地（206亿元）、首开（186亿元）、华发股份（182亿元）、万科（171亿元）、远洋（162亿元）。

图表 21. 2023 年 1、3、4 月房地产行业将迎来偿债高峰期，国内债券+海外债券到期规模分别为 1211、1046、1158 亿元



资料来源：中指院，中银证券

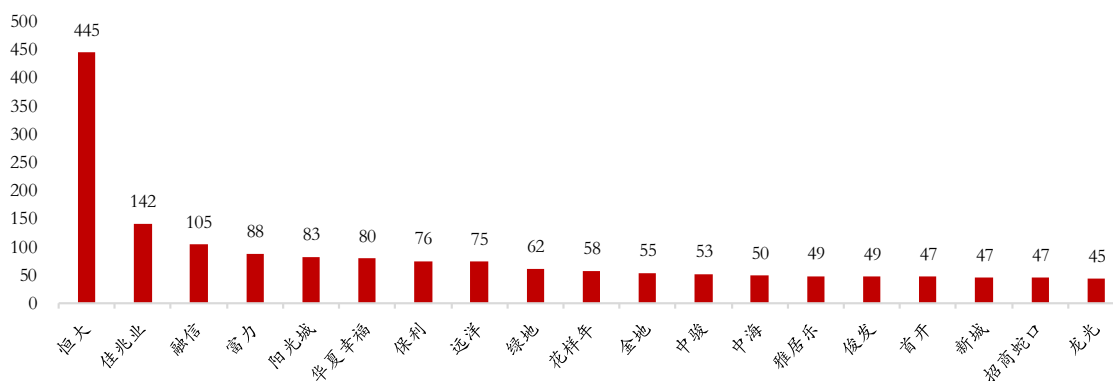
图表 22. 行业内国内外债券余额最高的房企为恒大、碧桂园、中海、富力、万科、华润、佳兆业，均超过 700 亿元



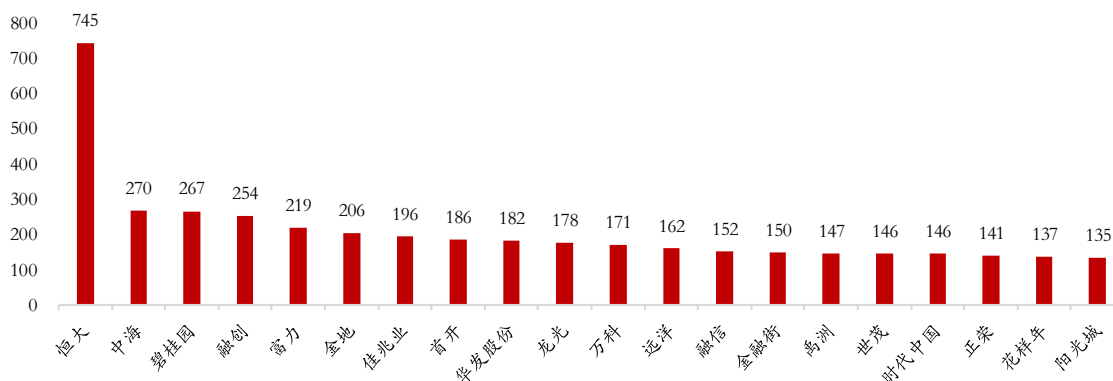
资料来源：中指院，中银证券

图表 23. 在尚未出险的房企中，今年四季度国内外债券到期规模较大的房企有保利、远洋、绿地、金地、中骏、中海；明年到期量较大的房企有中海、碧桂园、金地、首开、华发、万科、远洋

2022年四季度国内外债券到期规模（亿元）



2023年国内外债券到期规模（亿元）



资料来源：中指院，中银证券

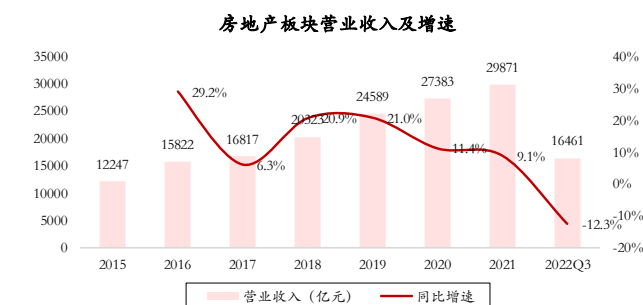
2. 行业财务指标分析：业绩、利润率、现金流均承压，短期面临较大的偿债压力

2.1 行业结算规模收缩，业绩显著承压

受前期疫情、市场下行导致的工程进度延迟等外部因素干扰，今年前三季度房企结算规模大幅减少。我们选取了申万板块所有 115 家 A 股上市房企作为样本分析行业整体财务表现。2022 年前三季度房地产板块实现营业收入 1.65 万亿元，同比下降 12.3%，受到前期疫情和市场下行因素导致工程进度出现延迟，进而导致今年前三季度收入确认金额下降，不过降幅较二季度小幅收窄了 1.7 个百分点。从单季度数据来看，三季度房地产板块实现营收 5765 亿元，同比下降 8.8%，降幅较二季度收窄了 6.7 个百分点。我们认为随着“保交付”工作持续推进、年末竣工规模回升，全年的营收降幅将进一步收窄。

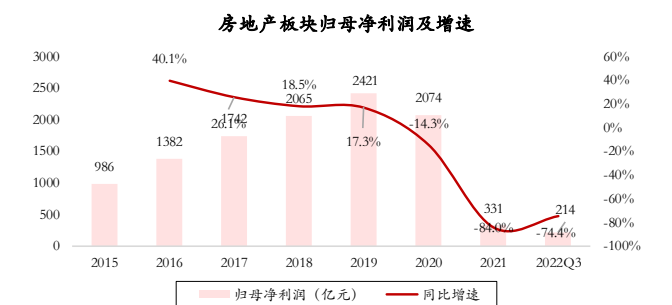
房企业绩集体下滑或亏损，仅 18% 房企前三季度业绩保持正增长。2022 年前三季度房地产板块实现归母净利润 214 亿元，同比下降 74.4%，降幅较二季度下降了 9.4 个百分点，115 家 A 股房企中 44 家亏损（占比 38%），盈利的房企中 50 家归母净利润同比下滑（占比 43%），仅 21 家业绩正增长（占比 18%）；三季度单季归母净利润-20 亿元，较去年三季度的 167 亿元大幅下降，房企亏损情况愈发严重。导致房企业绩集体下滑或亏损的原因主要有以下五个方面：**1) 疫情、市场下行等外部因素影响结算收入大幅减少。****2) 结转项目毛利低，毛利率持续承压：**前三季度房地产板块毛利率降至 18.6%，同比下降了 2.1 个百分点。**3) 资产减值计提规模增加：**受房地产市场景气度持续低迷的影响，房企普遍通过降价促销的方式推动销售回款提速，在综合评估销售回款和资产规模之后多数房企计提资产减值。房地产板块前三季度资产减值损失高达 159 亿元，较去年同期扩大 44 亿元。**4) 停工之下利息资本化减少、财务费用上升：**因部分房企部分项目非正常停工影响，依据会计准则对于不再满足资本化的利息支出计入当期损益，因此部分房企费用化利息支出较大，计入当期的财务费用。前三季度房地产板块财务费用同比增加 15% 至 636 亿元，财务费用率同比提升了 1 个百分点至 3.9%。**5) 合作项目增多致使少数股东损益占比提升：**近两年来房企合作已成常态，通过合作开发，房企可以用相对较少的资金撬动更高的销售规模，也有助于房企高效获取土地、分散风险、在项目开发中优势互补。房地产板块前三季度少数股东损益虽同比下降 21.7% 至 276 亿元，但少数股东损益/净利润同比大幅提升了 26.7 个百分点至 56.3%。

图表 24. 2022 年前三季度房地产板块营业收入 1.65 万亿元，同比下降 12.3%



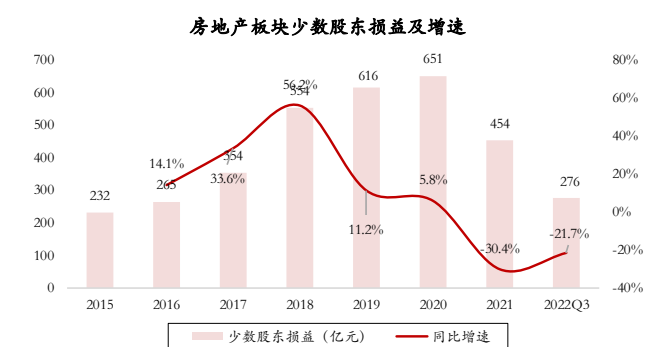
资料来源：万得，中银证券

图表 25. 2022 年前三季度房地产板块归母净利润 214 亿元，同比下降 74.4%



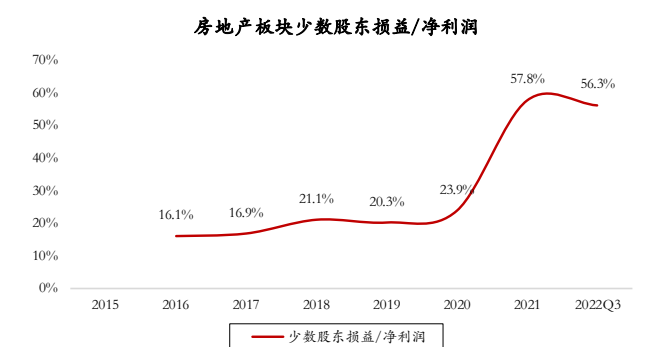
资料来源：万得，中银证券

图表 26. 2022 年前三季度房地产板块少数股东损益 276 亿元，同比下降 21.7%



资料来源：万得，中银证券

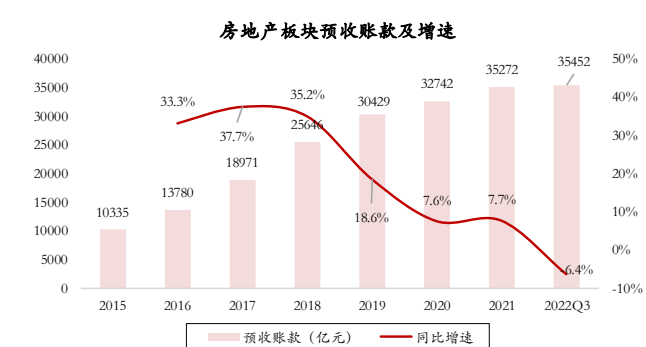
图表 27. 2022 年前三季度房地产板块少数股东损益/净利润为 56.3%



资料来源：万得，中银证券

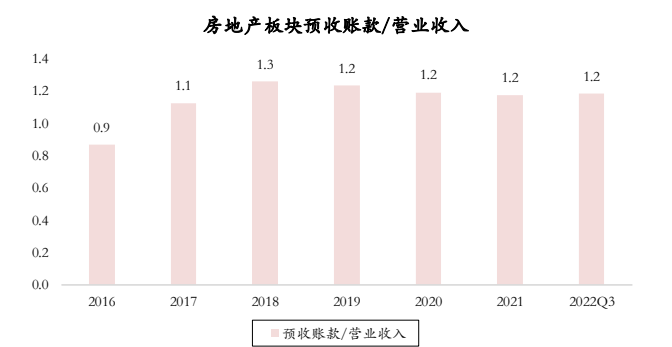
营收保障程度整体保持稳定在较高水平。截至 2022 年三季度末，行业预收账款 3.55 万亿元，同比虽下降 6.4%，但预收账款/上年营业收入的比例仍有 1.2X，与 2021 年相比基本持平，整体保持稳定，未来营收保障程度稳中见强。

图表 28. 截至 2022 年三季度末，房地产板块预收账款 3.55 万亿元，同比增长下降 6.4%



资料来源：万得，中银证券

图表 29. 2022 年三季度末行业预收账款/上年营业收入的比例为 1.2X，较 2021 年相比基本持平

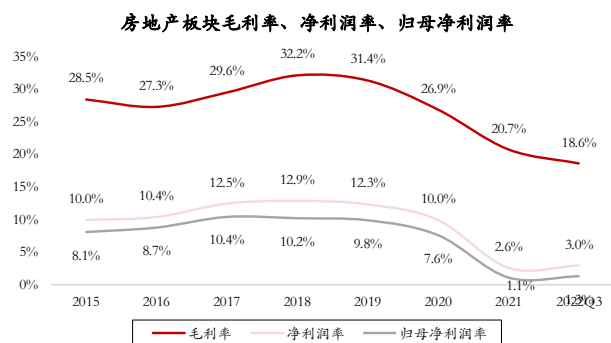


资料来源：万得，中银证券

2.2 盈利能力：利润率显著承压，财务费用率明显提升

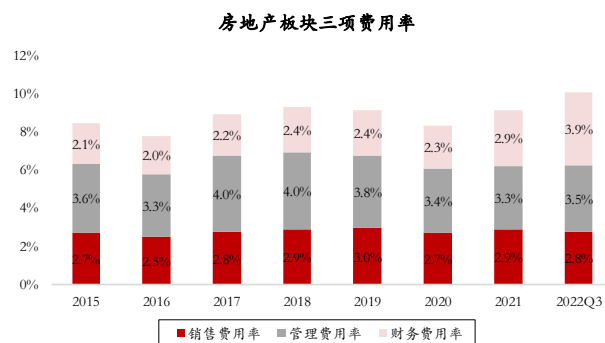
行业盈利能力显著承压，当前处于历史最低位。1) 盈利能力指标持续下行：2022 年前三季度房地产板块毛利率、净利率、归母净利率分别为 18.6%、3.0%、1.3%，同比分别下降了 2.1、3.4、3.2 个百分点。盈利指标下降主要是因为此前楼市最热时期房企高价拿地项目进入结算期，利润空间受到挤压，行业利润率的拐点已在 2019 年得到确认，当前的结算毛利率水平已达到历史低位。我们认为去年上半年首批集中土地出让并没有出现预期中的利润率改善的情况，同时高配建和高自持比例进一步拉低了静态毛利率，短期内行业结算利润率水平还将承压。但随着政府让利，后续的集中供地利润率的改善，我们认为行业的盈利能力有望回升，2024 年或迎来行业结算端利润率的回升拐点。2) 三费率有所提升，主要是由于财务费用率的提升：2022 年前三季度三项费用率为 10.1%，较去年同期提升了 0.6 个百分点，其中销售费用率、管理费用率基本持平；财务费用率同比提升了 1.0 个百分点至 3.9%，主要是因为部分房企部分项目非正常停工影响，依据会计准则对于不再满足资本化的利息支出计入当期损益，费用化利息支出较大，计入当期的财务费用。3) 在利润率下滑的压力下，行业年化后的 ROE 同比下降了 4.3 个百分点至 1.6%。

图表 30. 2022 年前三季度房地产板块毛利率、净利率、归母净利润率分别为 18.6%、3.0%、1.3%



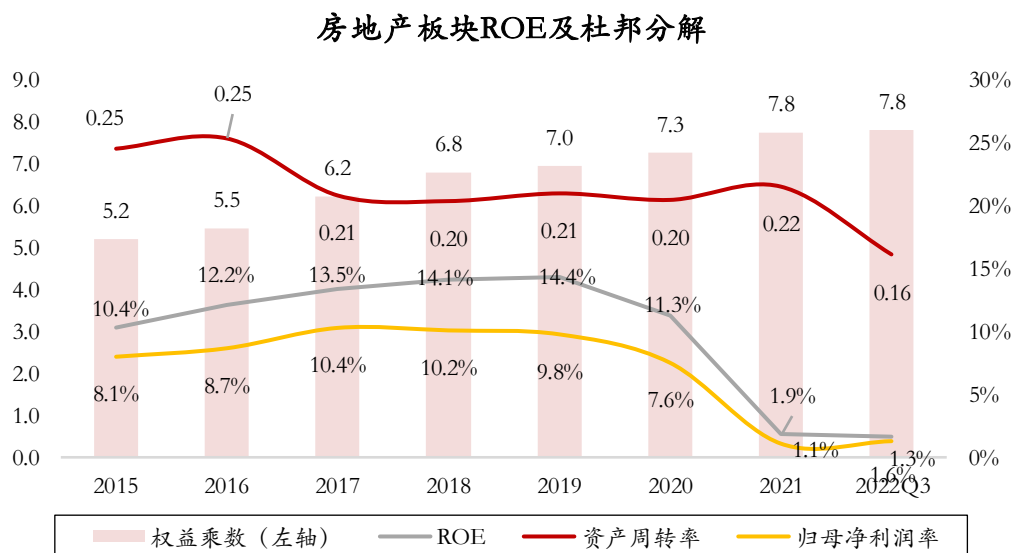
资料来源：万得，中银证券

图表 31. 2022 年前三季度房地产板块三费率为 10.1%，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 2.8%、3.5%、3.9%



资料来源：万得，中银证券

图表 32. 2022 年前三季度年化 ROE 下降至 1.6%

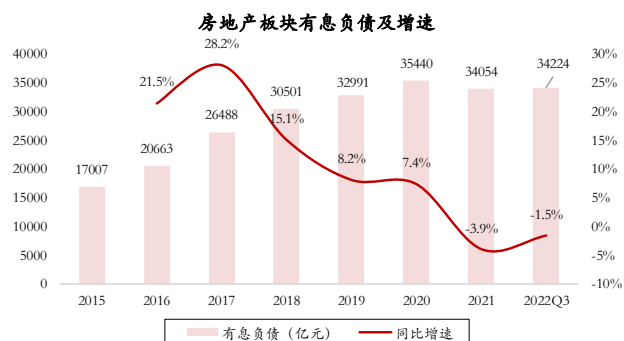


资料来源：万得，中银证券

2.3 偿债能力：有息负债再现负增长，房企短期面临较大偿债压力

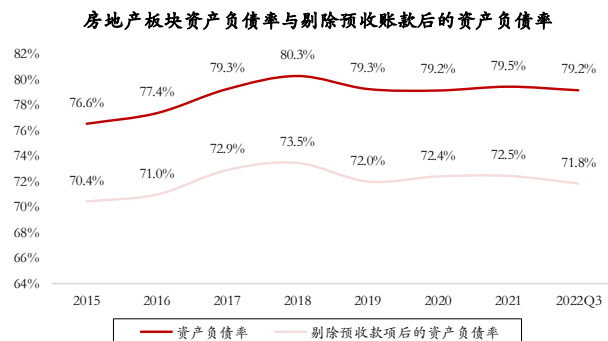
行业有息负债再现负增长；行业短期仍面临较大的偿债压力。1) 有息负债持续缩量，同比再现负增长：截至 2022 年三季度末，房地产板块有息负债合计 3.42 万亿元，同比下降 1.5%，延续了 2021 年负增长的态势。在行业调控与市场调整的影响下，一方面，房企主动缩减开支，压缩有息负债规模，另一方面，信用风险下部分房企的融资渠道受阻。2) 受销售回款等因素影响，货币资金显著下滑，行业短期仍面临较大的偿债压力。2022 年三季度末，房地产板块剔除预收账款后的资产负债率、净负债率、现金短债比分别为 71.8%、85.2%和 0.9X，其中剔除预收账款后的资产负债率、净负债率与 2021 年同期相比分别提升了 0.6、7.0 个百分点。受销售回款等因素影响，货币资金同比大幅下降 14.9%，现金短债比首次降至 1.0X 以下，整体行业仍面临较大的偿债压力。

图表 33. 2022 年三季度末房地产板块有息负债为 3.42 万亿元，同比下降 1.5%



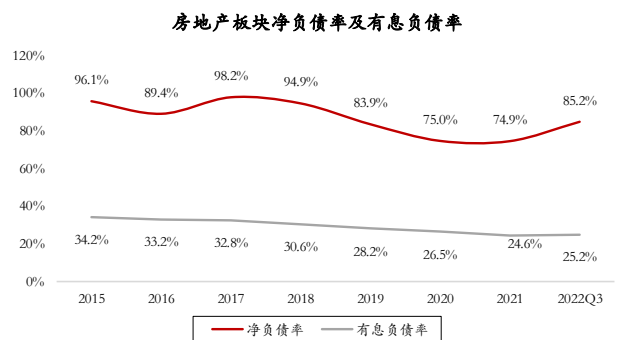
资料来源：万得，中银证券

图表 34. 2022 年三季度末房地产板块资产负债率和剔除预收账款后的资产负债率分别为 79.2% 和 71.8%



资料来源：万得，中银证券

图表 35. 2022 年三季度末房地产板块 2021 年净负债率、有息负债率分别为 85.2% 和 25.2%



资料来源：万得，中银证券

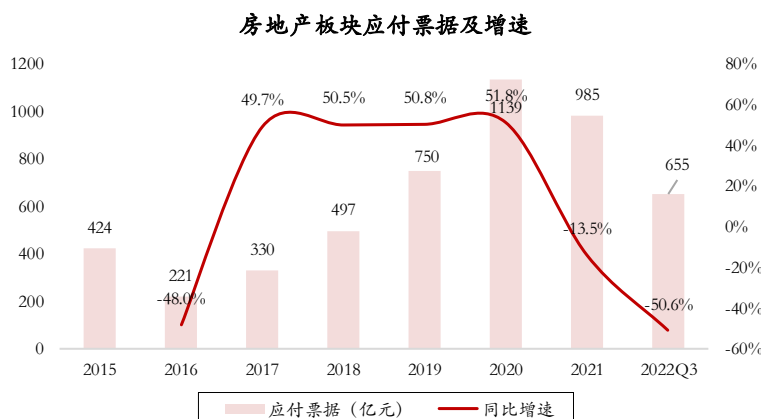
图表 36. 2022 年三季度末房地产板块现金短债比降至 0.9X



资料来源：万得，中银证券

经营杠杆方面，房企商票发行量有所减少，应付票据显著下滑。房企外部融资环境持续收紧，承受较大资金压力和降杠杆压力的房企纷纷加大不计入有息负债的商票的发行。随着房企“三道红线”、房贷集中管理等政策陆续出台，房企融资持续收紧。在融资环境持续收紧及降杠杆压力下，商票在会计科目中计入应付账款，避开了“三道红线”对有息负债的监管，受到房企的青睐，2017-2020 年房地产板块应付票据始终保持 50% 左右的同比增速。我们认为，随着 2021 年房企信用风险事件不断，房企商票发行与使用量开始减少。2022 年前三季度房地产板块应付票据降至 655 亿元，同比下降 50.6%。

图表 37. 2022 年三季度末房地产板块应付票据 655 亿元，同比下降 50.6%

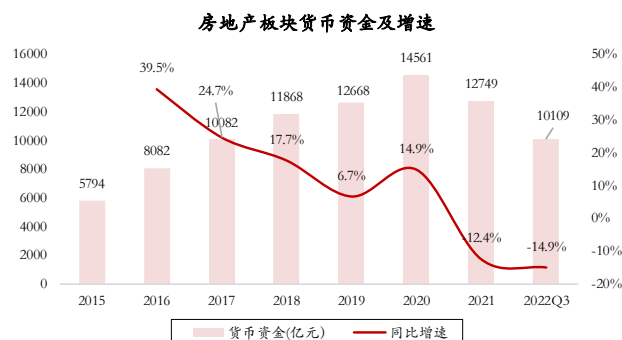


资料来源：万得，中银证券

2.4 现金流：现金流持续负增长，经营性与筹资性现金流均承压

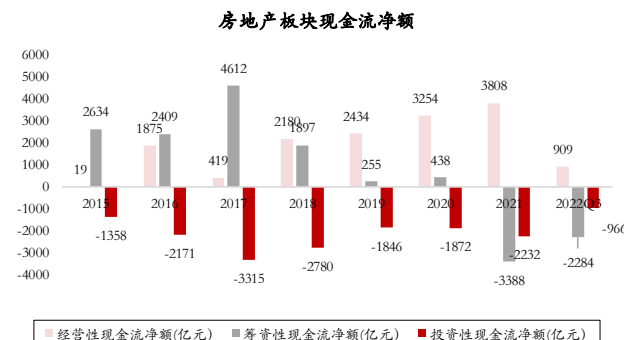
现金流持续负增长，经营性现金流因销售回款减少明显下降，筹资性现金流持续承压。截至2022年三季度末，房地产板块货币资金1.01万亿元，同比下降14.9%，主要是由于销售下行导致房企销售端回款不畅、融资不到位（筹资性现金流净额为-2284亿元，持续为负），房企到位资金普遍承压。2022年前三季度房地产板块经营性现金流净额为909亿元，同比大幅下降49.3%；其中销售商品、提供劳务取得的现金（销售回款为主）为1.68万亿元，同比下降31.4%；购买商品、接受劳务支付的现金（土地投资+施工建安投资）为1.24万亿元，同比下降30.7%。筹资性现金流持续为负，前三季度为-2284亿元，不过相较于去年同期的-2460亿元有所改善；其中取得借款收到的现金、发行债券收到的现金分别为9438、475亿元，同比增速分别为-24.3%、24.5%，偿还债务支付的现金为1.02万亿元，同比下降23.5%。2022年前三季度（取得借款收到的现金+发行债券收到的现金）/偿还债务支付的现金为0.97，较去年同期提升0.01，较2021年全年的0.93有所改善，2021年前该比例始终高于1.1，当前行业整体借新还旧的能力仍然承压。

图表 38. 2022 年三季度末房地产板块货币资金 1.01 万亿元，同比下降 14.9%



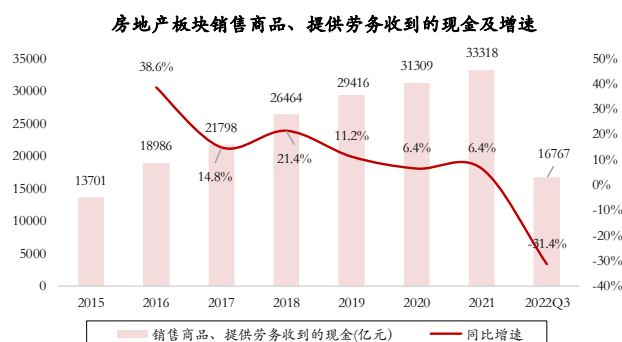
资料来源：万得，中银证券

图表 39. 2022 年前三季度房地产板块经营性现金流和筹资性现金流净额分别为 909 亿元和 -2284 亿元



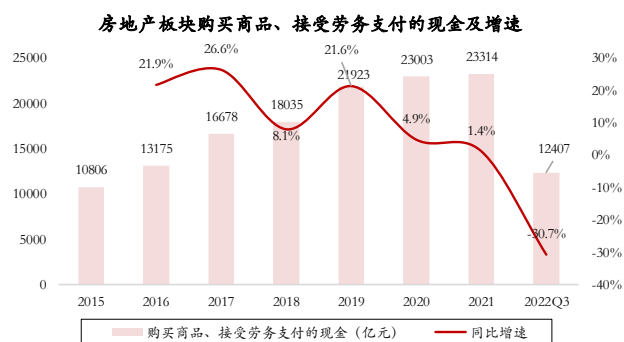
资料来源：万得，中银证券

图表 40. 2022 年前三季度房地产板块销售商品、提供劳务收到的现金为 1.68 万亿元，同比下降 31.4%



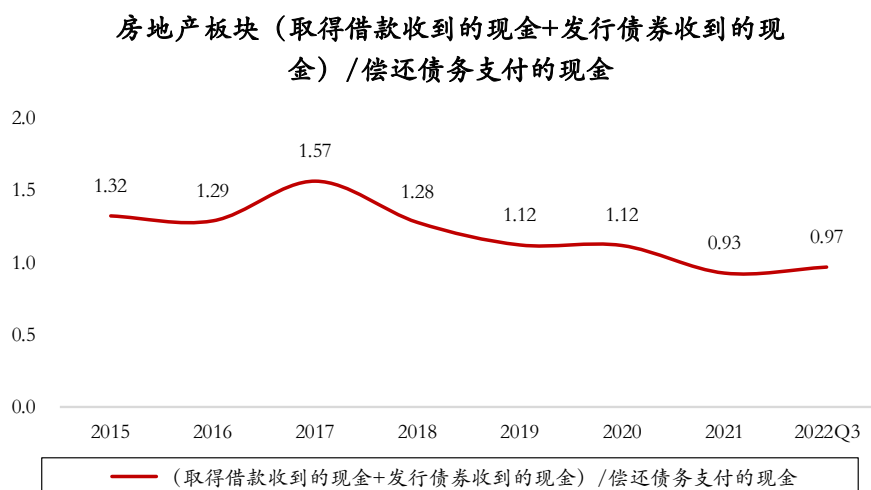
资料来源：万得，中银证券

图表 41. 2022 年前三季度房地产板块购买商品、接受劳务支付的现金为 1.24 万亿元，同比下降 30.7%



资料来源：万得，中银证券

图表 42. 2022 年前三季度(取得借款收到的现金+发行债券收到的现金)/偿还债务支付的现金为 0.97



资料来源：万得，中银证券

3. 主流房企财务指标分析：头部房企、央国企、区域型优质民企整体财报质量和现金流状况较好

我们选取十家 A 股主流房企作为样本，并从两个维度分类进行财务数据分析：1) 销售规模；2) 标的公司属性。

图表 43. 选取十家 A 股主流房企作为样本，并从两个维度分类进行财务数据分析：1) 销售规模；2) 标的公司属性

按销售规模分	
5000 亿以上规模 (2 家)	万科 A、保利发展
2500~5000 亿规模 (3 家)	招商蛇口、绿地控股、金地集团
1500~2500 亿规模 (3 家)	新城控股、建发股份、滨江集团
1500 亿以下规模 (2 家)	华发股份、中交地产
按公司属性分	
央企 (3 家)	保利发展、招商蛇口、中交地产
地方国企 (2 家)	华发股份、建发股份
民营企业 (5 家)	万科、金地集团、绿地控股、滨江集团、新城控股

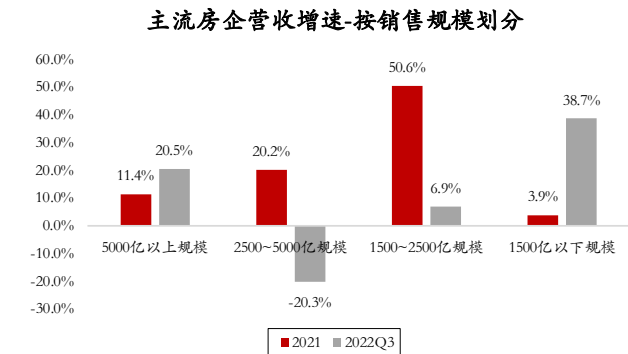
资料来源：克而瑞，中银证券

3.1 主流房企营收规模稳健增长，地方国企业绩仍能保持正增长

与行业相反，主流 A 股房企营收增速仍有提升，业绩整体好于行业，地方国企明显优于央企与民企。2022 年前三季度主流房企的营业收入合计 1.64 万亿元，同比增长 1.6%，好于行业整体增速 (-12.3%)，仍能保持结算规模正增长；归母净利润合计 543 亿元，同比下降 14.8%，同期行业增速为 -74.4%。1) 从销售规模划分来看，头部房企（销售规模在 5000 亿以上）市占率进一步提升的同时，营收增速保持在 20.5%，业绩降幅也是相对最小的，归母净利润同比仅下降 0.4%。销售规模在 2500~5000、1500~2500 亿元梯队的房企更加注重发展的质量，近两年来适当放缓了规模增速，营业收入同比增速分别为 -20.3%、6.9%；而销售规模在 1500 亿元以下的房企注重规模增长，营业收入同比增速高达 38.7%；归母净利润降幅也相对较低 (-5.7%)。2) 从标的公司属性来看，地方国企的成长性明显好于央企与民企。区域深耕的地方国企具备安全性和成长性双重优势，2022 年前三季度营收和归母净利润增速分别为 19.5%、4.6%。央企在供给侧出清的逻辑下仍享受各类资源倾斜的优势，规模增长仍能维持在 15.5%，但业绩同比下降 20.4%，主要是由于招商蛇口归母净利润同比下降 53.4%：少数股东损益占比由去年同期的 27.2% 上升至 53.4%，公司毛利率由去年同期的 21.9% 降至 18.7%；投资收益从去年同期的 30.7 亿元降至 12.7 亿元。民企结算与业绩普遍承压，营收与归母净利润同比分别下降 12.1%、14.7%。

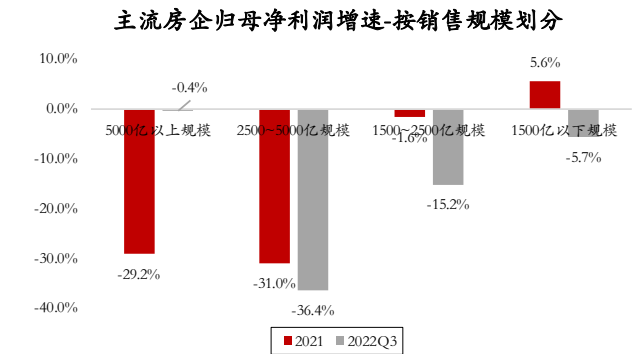
具体而言，主流 A 股房企中 40% 出现了营业收入负增长，40% 出现了归母净利润负增长，10% 出现亏损。2022 年前三季度中交地产、万科、建发股份、华发股份、保利发展营收增速超过 10%，其中中交地产由于 2019 年以来销售规模快速扩张，项目逐步结转推动营收今年以来持续高增。滨江集团、建发股份、华发股份、万科、金地集团业绩正增长，其中滨江集团归母净利润增速高达 55.2%，业绩增长主要由三季度交付规模提升、联合营项目贡献投资收益及结算项目权益比提升带来的少数股东损益下降贡献；中交地产出现亏损，主要是由于一方面，扩张期拿地成本较高及结转结构的变化，毛利率同比下降 10.4 个百分点至 11.5%；合作项目结转较多，少数股东损益达到 3 亿元，超过净利润；收购项目公司股权时的公允价值重估导致投资亏损 1.9 亿元；部分亏损无法抵税导致报表所得税率较高。

图表 44. 2022 年前三季度规模在 1500 亿以下的房企营收同比增速最高，为 38.7%



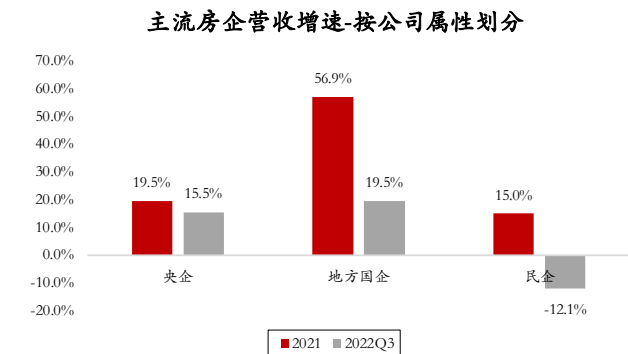
资料来源：公司公告，中银证券

图表 45. 2022 年前三季度销售规模在 5000 亿以上的房企归母净利润降幅相对最小 (-0.4%)



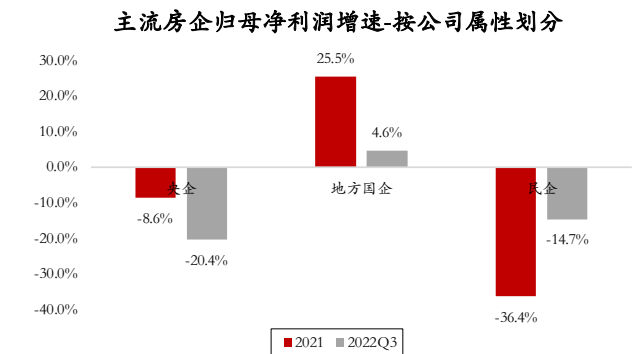
资料来源：公司公告，中银证券

图表 46. 2022 年前三季度央企、地方国企、民企营业收入增速分别为 15.5%、19.5%、-12.1%



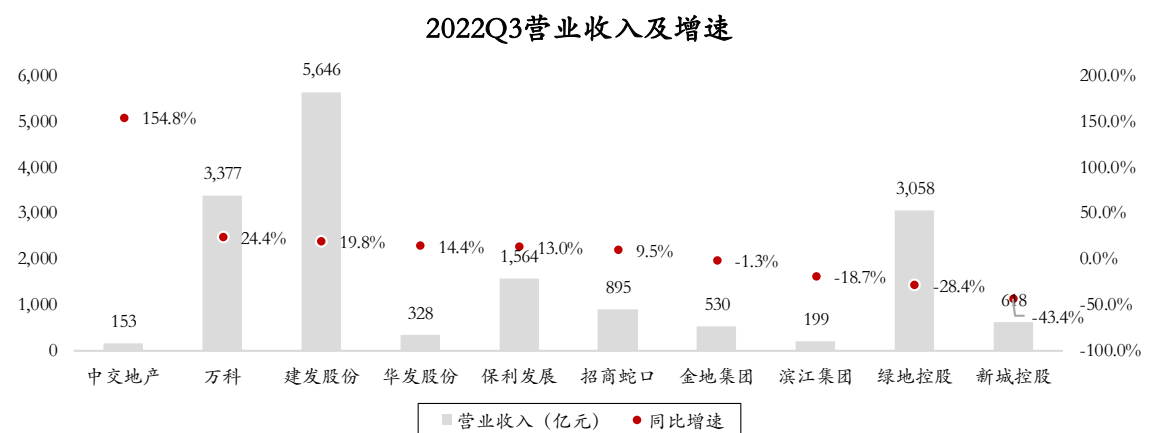
资料来源：公司公告，中银证券

图表 47. 2022 年前三季度央企、地方国企、民企归母净利润增速分别为-20.4%、4.6%、-14.7%



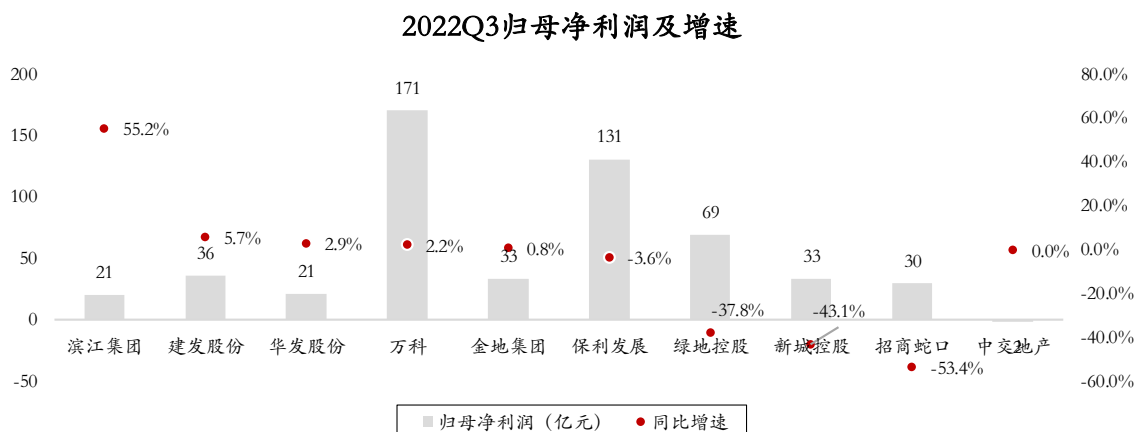
资料来源：公司公告，中银证券

图表 48. 2022 年前三季度中交地产、万科、建发股份、华发股份、保利发展营收增速超过 10%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 49. 2022 年前三季度滨江集团、建发股份、华发股份、万科、金地集团业绩正增长

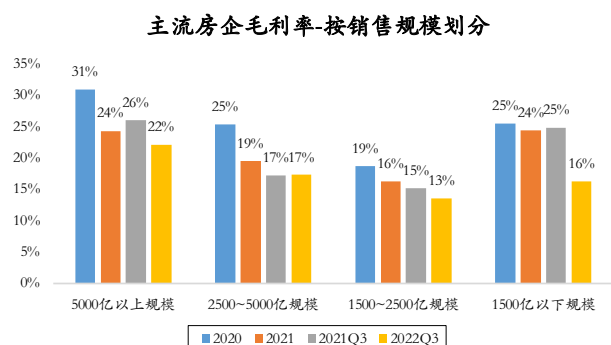


资料来源：公司公告，中银证券

3.2 盈利能力：头部企业、央企的利润率水平相对更高

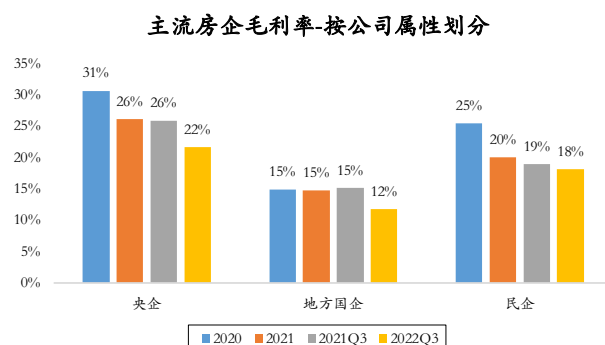
从盈利能力来看，头部企业、央企、区域龙头民企的利润率水平相对更高。2022 年前三季度主流 A 股房企的毛利率和归母净利润率分别为 16.9%、4.7%，毛利率略低于整体行业的 18.6%，归母净利润率高于整体行业的 1.3%，与去年同期相比分别下降了 2.9 和 0.4 个百分点。1) 从销售规模划分来看，销售规模在 5000 亿元以上的房企利润率水平显著高于其他梯队，毛利率与归母净利润率分别为 22% 和 7%。2) 从标的公司属性来看，若不考虑亏损房企中交地产，央企的盈利能力显著好于地方国企与民企，毛利率为 22%；由于滨江集团业绩大幅增长，拉高了整体民企的归母净利润率，从归母净利润率角度来看，央企与民企基本持平。具体而言，2022 年前三季度保利发展、新城控股、华发股份、金地集团毛利率超过 20%，金地集团、新城控股、绿地控股毛利率较去年同期分别提升了 2.3、1.5、1.0 个百分点，其余主流房企均出现不同幅度的下滑；滨江集团、保利发展、华发股份、金地集团归母净利润率超过 5%，其中滨江集团归母净利润率同比大幅提升了 4.9 个百分点。40% 的房企毛利率位于 20%~25% 之间，30% 的房企毛利率在 15%~20% 之间；40% 的房企归母净利润率超过 5%，30% 的房企归母净利润率在 3%~5%。

图表 50. 2022 年前三季度 5000 亿以上规模房企毛利率为 22%，显著高于其他梯队



资料来源：公司公告，中银证券

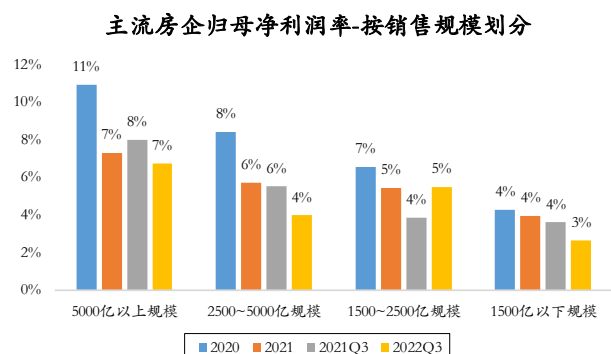
图表 51. 2022 年前三季度央企、民企毛利率相对较高



资料来源：公司公告，中银证券

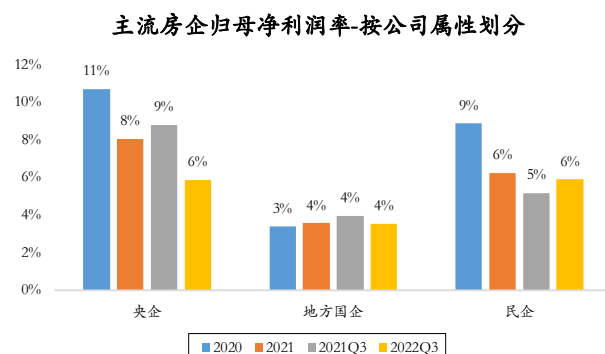
剔除亏损房企中交地产

图表 52. 2022 年前三季度 5000 亿元以上规模净利润率相对较高，为 7%



资料来源：公司公告，中银证券

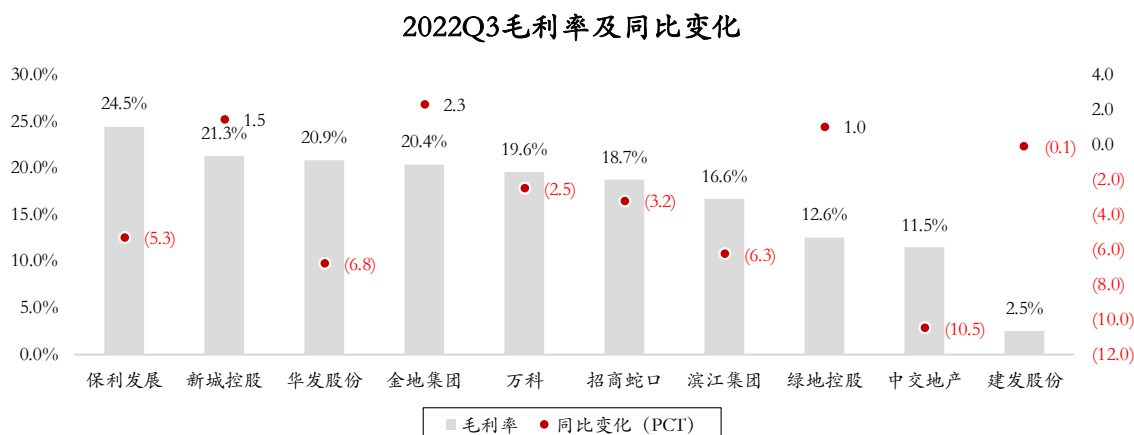
图表 53. 2022 年前三季度民企归母净利润率相对较高，为 6%



资料来源：公司公告，中银证券

剔除亏损房企中交地产

图表 54. 2022 年前三季度保利发展、新城控股、华发股份、金地集团毛利率超过 20%



资料来源：公司公告，中银证券

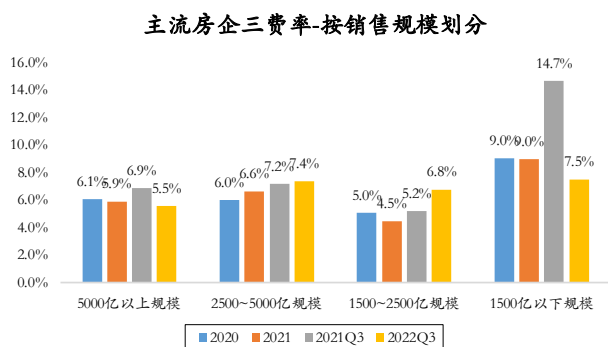
图表 55. 2022 年前三季度滨江集团、保利发展、华发股份、金地集团归母净利润率超过 5%，



资料来源：公司公告，中银证券

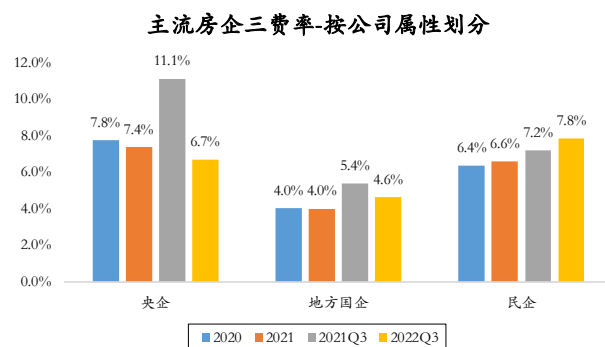
提升成本费用管控能力及内部经营效率成为共识，头部房企与央企三费率相对最低。2022 年前三季度三项费用率为 6.8%，较去年同期下降了 1.2 个百分点。1) 从销售规模来看，2022 年前三季度 5000 亿元以上规模房企三费率仅为 5.5%，同比下降了 1.4 个百分点；2) 从公司属性来看，地方国企三费率维持在 4.6% 的低位，央企同比大幅下降了 4.4 个百分点至 6.7%，显著好于民企（三费率为 7.8%，且同比提升了 0.6 个百分点）。我们认为一方面是因为房地产行业进入到管理红利的时代，头部房企和国有企业更加重视管理效益和费用管控能力的提升，尤其是在毛利率下降的背景下，销管费用直接影响利润，对其的控制已经成为行业挖掘利润空间的有效途径；另一方面，因为头部房企与国企降杠杆成效显著，对自身的有息负债规模进行了严格的控制，财务费用率出现了明显的下降。

图表 56. 2022 年前三季度 5000 亿元以上规模房企三费率仅为 5.5%



资料来源：公司公告，中银证券

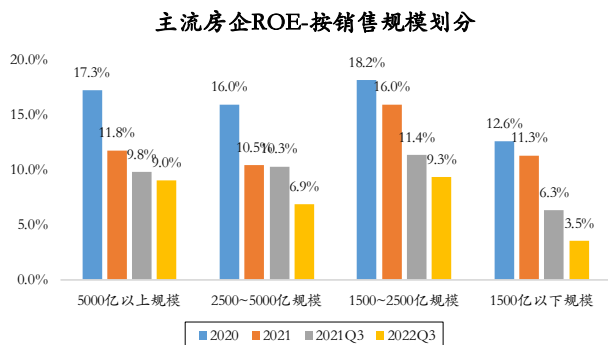
图表 57. 2022 年前三季度央企、地方国企、民企三费率分别为 6.7%、4.6%、7.8%



资料来源：公司公告，中银证券

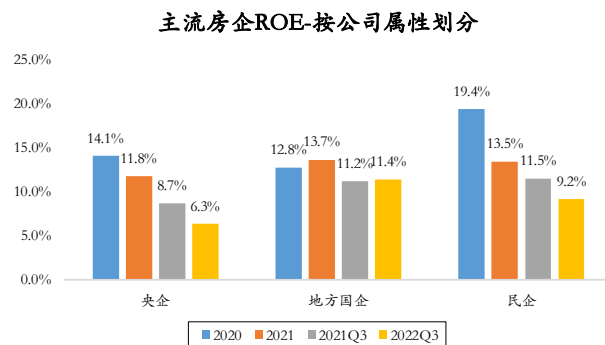
在利润率下滑和房企降杠杆的双重影响，2022 年前三季度主流 A 股房企整体 ROE 为 7.4%，同比下降了 2.3 个百分点，不过仍是行业整体 ROE (1.6%) 的四倍有余。1) 从销售规模划分来看，销售规模在 5000 亿元以上、1500~2500 亿元的房企 ROE 显著高于其他梯队，分别为 9.0% 和 9.3%，5000 亿元以上规模房企 ROE 的降幅也相对最小，同比下降了 0.8 个百分点。2) 从公司属性划分来看，地方国企的 ROE 反超民企，达 11.4%，同比提升了 0.2 个百分点，民企 ROE 为 9.2%，同比下降了 2.3 个百分点；央企杠杆相对较低，因此 ROE 最低，仅 6.3%。

图表 58. 2022 年前三季度销售规模在 1500~2500 亿元的房企 ROE 是最高的，为 9.3%，5000 亿以上规模房企 ROE 下降幅度相对最小



资料来源：公司公告，中银证券

图表 59. 2022 年前三季度地方国企 ROE 相对最高，为 11.4%，同比提升了 0.2 个百分点

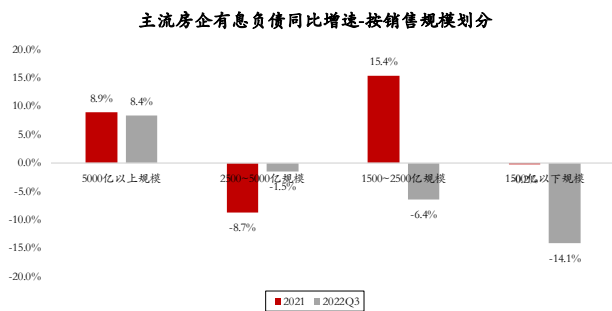


资料来源：公司公告，中银证券

3.3 偿债能力：头部房企、央国企更受益于融资放松，同时杠杆控制得当

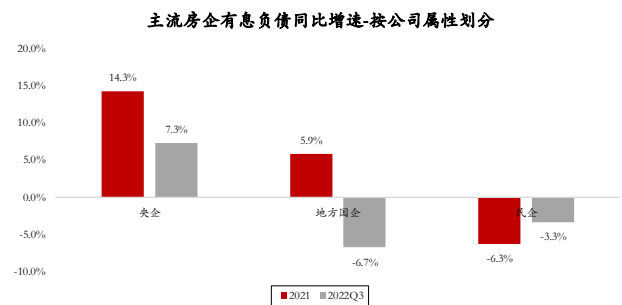
从有息负债情况来看，央企、头部房企更加受益于融资放松，有息负债正增长，民企爆雷不断，更加注重降杠杆，有息负债负增长。截至 2022 年三季度末，主流 A 股房企有息负债规模 1.63 万亿元，较去年同期基本持平。1) 从销售规模划分来看，头部房企（销售规模在 5000 亿元以上）的有息负债规模增速最高，为 8.4%，我们认为这与 2021Q4 以来融资放松头部房企更为受益有关；受 2021 年下半年房企暴雷不断的影响，中小型房企更加注重控制有息负债规模，均出现不同幅度的负增长。2) 从标的公司属性来看，央企的有息负债规模出现正增长（7.3%），地方国企、民企有息负债规模同比分别下降 6.7%、-3.3%。具体而言，央企招商蛇口、区域龙头民企相对 2022 年前三季度有息负债增速最高，均为 19%，主要也与今年以来上述两家房企逆势拿地有关。

图表 60. 2022 年前三季度 5000 亿元以上的规模房企有息负债正增长，其余梯队有息负债规模同比均收缩



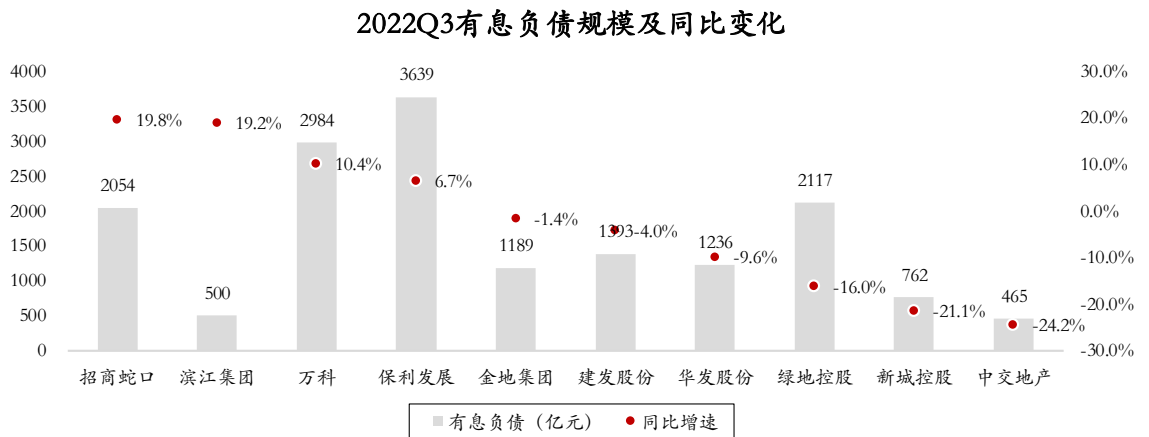
资料来源：公司公告，中银证券

图表 61. 2022 年前三季度央企、地方国企与民企有息负债同比增速分别为 7.3%、-6.7%、-3.3%



资料来源：公司公告，中银证券

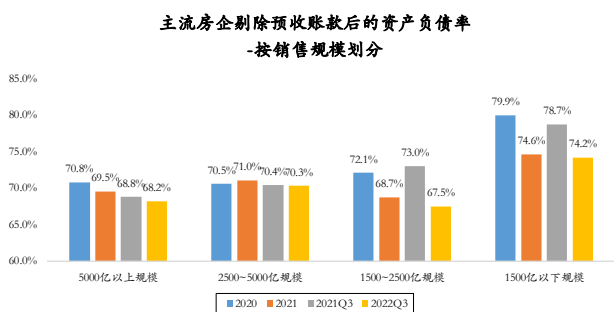
图表 62. 招商蛇口、滨江集团相对 2022 年前三季度有息负债增速最高，均超过 19%



资料来源：公司公告，中银证券

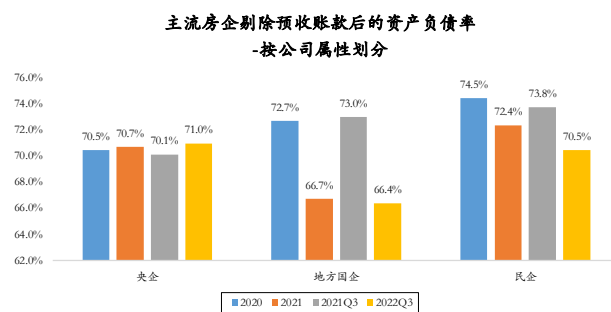
从三道红线指标来看，截至 2022 年三季度末，主流 A 股房企剔除预收账款后的资产负债率、净负债率和现金短债比分别为 69.8%、73.2% 和 1.45X。其中剔除预收账款后的资产负债率、净负债率较 2021 年同期下降了 2.7、15.1 个百分点，现金短债比同比下降了 0.35X。1) 从销售规模划分来看，销售规模在 5000 亿元以上、1500~2500 亿元的房企杠杆水平相对较低，其剔除预收账款后的资产负债率分别为 68.2% 和 67.5%，净负债率分别为 58.6% 和 44.5%，现金短债比分别为 1.86X 和 1.67X。销售规模在 2500~5000 亿元、1500~2500 亿元的房企去杠杆程度相对较大，剔除预收账款后的资产负债率同比分别下降了 5.5、4.5 个百分点，净负债率同比分别下降了 22.3、45.3 个百分点。2) 从标的公司属性来看，央国企杠杆率相对更低。地方国企剔除预收账款后的资产负债率、净负债率、现金短债比分别为 66.4%、53.9% 和 1.86X，若剔除中交地产，央企（保利发展、招商蛇口）剔除预收账款后的资产负债率、净负债率、现金短债比均值分别为 65.4%、60.0%、1.94X，央国企整体好于民企。3) 房企纷纷积极优化“三道红线”指标或保持绿档不触红线、主动降杠杆。从具体房企来看，十家主流 A 股房企中 8 家已成为绿档房企，中交地产为红档房企，绿地控股为橙档房企。

图表 63. 2022 年前三季度 1500~2500 亿元规模房企剔除预收账款后的资产负债率最低，仅为 67.5%，同比降幅也相对最大



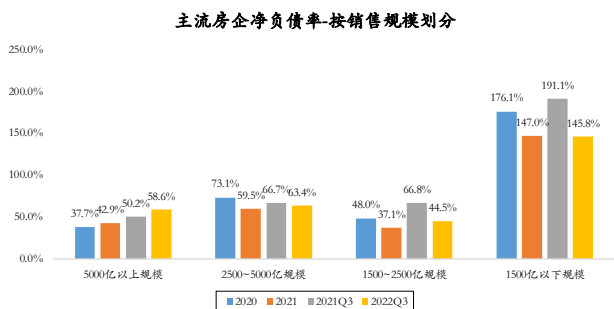
资料来源：公司公告，中银证券

图表 64. 2022 年前三季度地方国企剔除预收账款后的资产负债率最低，仅 66.4%，同比降幅也最大



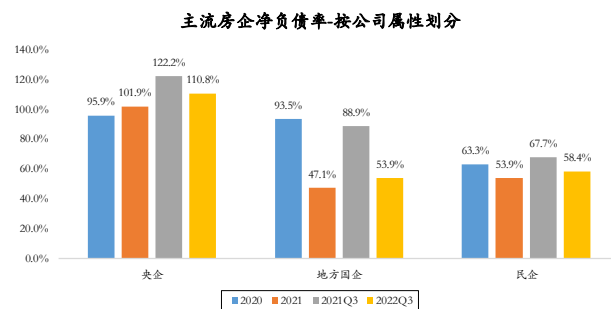
资料来源：公司公告，中银证券

图表 65. 2022 年前三季度 1500~2500 亿元规模房企净负债率最低，为 44.5%



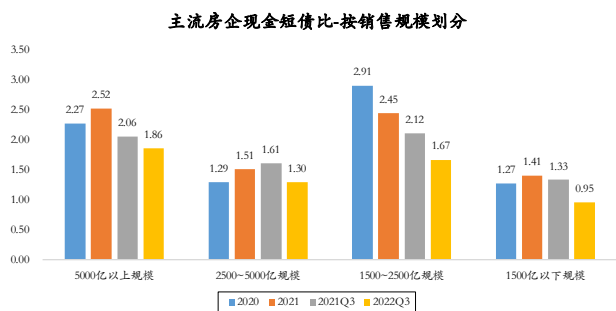
资料来源：公司公告，中银证券

图表 66. 2022 年前三季度地方国企净负债率最低，为 53.9%，降幅也最大



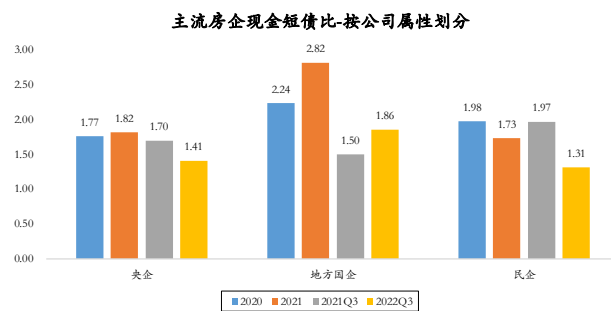
资料来源：公司公告，中银证券

图表 67. 2022 年前三季度 5000 亿元以上规模房企现金短债比最高，为 1.86X



资料来源：公司公告，中银证券

图表 68. 2022 年前三季度央企国企现金短债比相对更高，央企与地方国企分别为 1.41X、1.86X



资料来源：公司公告，中银证券

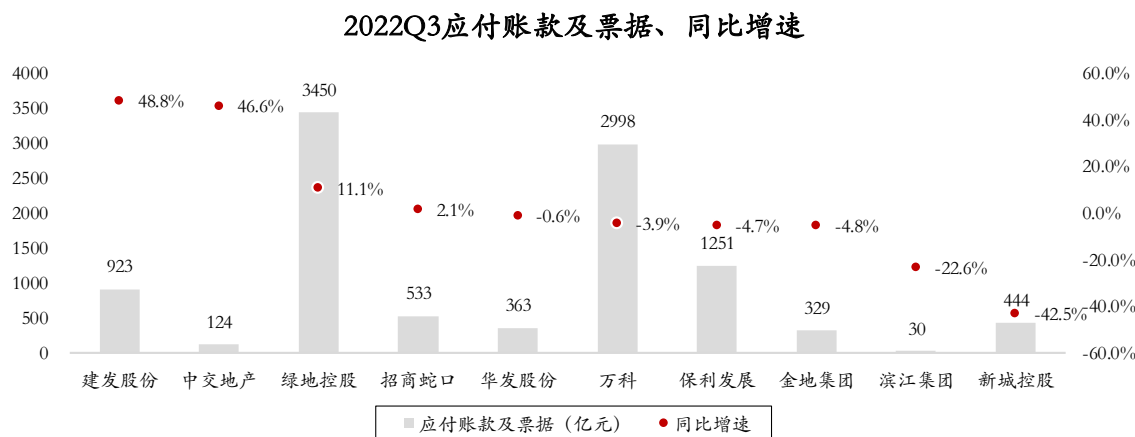
图表 69. 截至 2022 年三季度末，中交地产为红档房企，绿地控股为橙档房企，其余均为绿档房企

公司名称	剔除预收账款后的资产负债率	净负债率	现金短债比
保利发展	67.7%	73.0%	1.9
招商蛇口	63.1%	47.0%	1.9
中交地产	82.1%	212.5%	0.4
华发股份	66.3%	79.0%	1.6
建发股份	66.5%	28.7%	2.2
万科	68.6%	44.2%	1.8
金地集团	66.5%	54.9%	1.4
绿地控股	81.2%	88.3%	0.6
滨江集团	67.6%	60.8%	1.5
新城控股	68.4%	43.8%	1.3

资料来源：公司公告，中银证券

主流A股房企整体的经营杠杆的使用率降低，应付账款及票据余额为2.48万亿元，同比小幅增长1.5%，增速较2021年大幅下降了14.3个百分点；应付票据余额813亿元，同比下降4.9%。绿地控股应付账款及票据的规模相对最大，高达3450亿元，建发股份、中交地产应付账款及票据的同比增速相对较高，均超过45%。新城控股、滨江集团的供应商上下游占款明显减少。

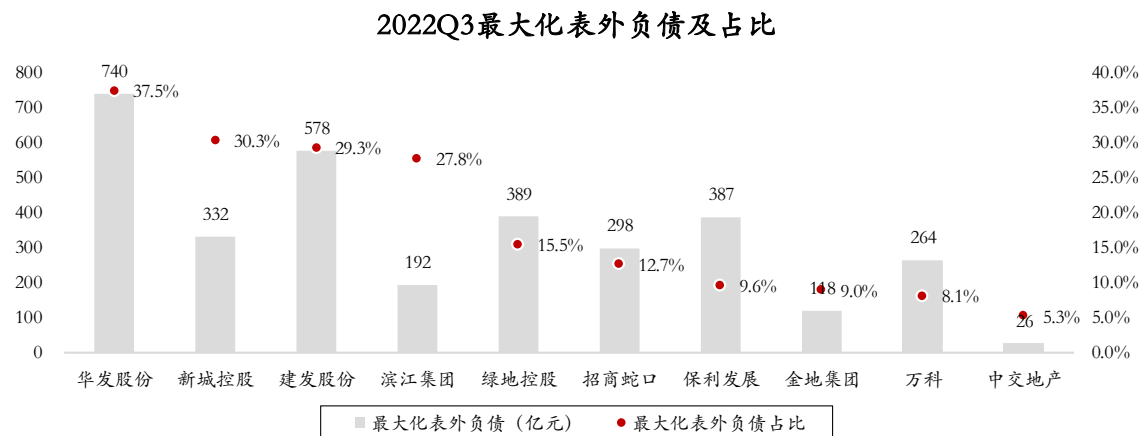
图表 70. 2022 年前三季度建发股份、中交地产应付账款及票据相对增速较高，均超过 45%



资料来源：公司公告，中银证券

部分地方国企及民企的表外负债占比相对较高。我们用明股实债部分+对非子公司担保余额代表最大化表外负债规模（其中非子公司担保余额三季报未披露，延用中报数据），明股实债部分=所有者权益*（少数股东权益比例-少数股东损益比例），若差额<0，明股实债部分计为 0，表外融资占比=最大化表外负债/（最大化表外负债+有息负债）。华发股份、建发股份最大化表外负债规模相对较大，超过 500 亿元，华发股份、新城控股、建发股份、滨江集团相对而言表外负债占比较高，均超过 25%。

图表 71. 华发股份、新城控股最大化表外负债占比相对较高，均超过 30%

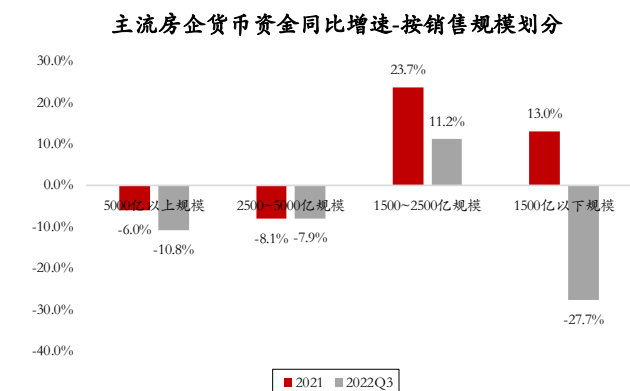


资料来源：公司公告，中银证券

3.4 现金管理能力：区域深耕型房企在手资金明显增长

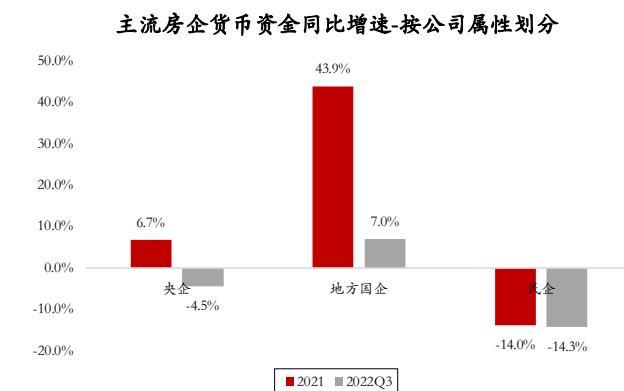
区域深耕型房企在手资金明显增长。截至 2022 年三季度末，主流 A 股房企在手现金 6407 亿元，同比下降 7.3%。1) 从销售规模划分来看，1500~2500 亿元规模的房企在手现金同比增长 11.2%，是唯一实现正增长的梯队，其中的滨江集团、建发股份货币资金增速高达 28.7%、24.9%，均为区域深耕型房企。2) 从标的公司属性来看，地方国企货币资金仍能实现正增长，增速为 7.0%，央企（-4.5%）货币资金降幅明显低于民企（-14.3%），民企整体的现金流压力仍然较大。从经营性现金流角度来看，保利发展、建发股份、万科前三季度经营性现金流净额为负，销售商品、提供劳务取得的现金（销售回款为主）中滨江集团、建发股份仍能保持双位数正增长，购买商品、接受劳务支付的现金（土地投资+施工建安投资）中滨江集团、华发股份、建发股份、招商蛇口正增长。

图表 72. 2022 年前三季度 1500~2500 亿元规模房企货币资金仍保持正增长



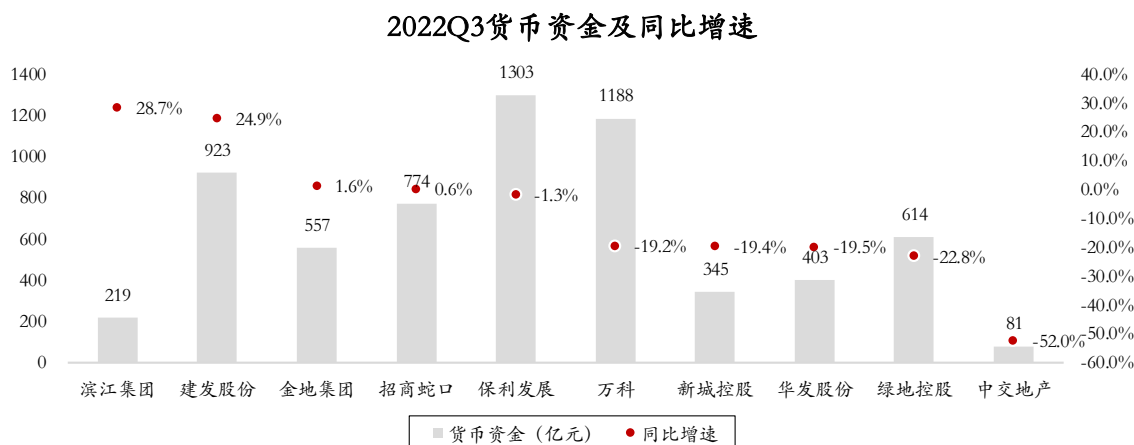
资料来源：公司公告，中银证券

图表 73. 2022 年前三季度民企货币资金降幅相对较大，为 14.3%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 74. 2022 年前三季度滨江集团、建发股份货币资金同比增速相对较高，分别为 28.7%、24.9%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 75. 从经营性现金流角度来看，保利发展、建发股份、万科前三季度经营性现金流净额为负

现金流							
公司名称	货币资金 (亿元)	同比增速	经营性现金流 净额 (亿 元)	销售商品、 提供劳务获 得的现金 (亿元)	同比增速	购买商品、 接受劳务支 付的现金 (亿元)	同比增速
保利发展	1303	-1.3%	(299)	2067	-16.9%	1696	-18.5%
招商蛇口	774	0.6%	81	1312	-3.1%	993	1.5%
中交地产	81	-52.0%	38	159	-39.2%	104	-62.8%
华发股份	403	-19.5%	216	482	-10.4%	193	11.4%
建发股份	923	24.9%	(218)	7198	11.6%	7112	2.6%
万科	1188	-19.2%	(42)	2375	-31.8%	1799	-32.7%
金地集团	557	1.6%	120	547	-26.2%	425	-16.0%
绿地控股	614	-22.8%	200	2636	-36.5%	2211	-35.4%
滨江集团	219	28.7%	30	586	27.3%	486	28.7%
新城控股	345	-19.4%	167	734	-30.6%	448	-46.3%

资料来源：公司公告，中银证券

4 投资建议

当前政策力度尚不足改变行业基本面弱复苏的态势，供需两端走弱的压力仍在，我们预计年末政策仍将以促进市场回稳为主。一方面，加速推进保交楼工作，加快专项借款、纾困基金到位使用，积极处置项目停工问题、化解烂尾风险，以期修复市场信心；另一方面，全国性强力政策预期减弱，地方政策将持续宽松，部分强二线城市或有政策进一步宽松调整的可能。我们建议短期关注宽松政策加持下销售基本面兑现带来的板块机会；中长期关注供给侧出清背景下龙头份额提升及模式优化的逻辑。我们建议关注：招商蛇口、保利发展、华润置地、中国海外发展、越秀地产、建发国际、华发股份、滨江集团。

图表 76. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产
			(元)	(亿元)	2021A	2022E	2021A	2022E	(元/股)
600048.SH	保利发展	买入	13.97	1,672.27	2.29	2.38	6.10	5.87	14.78
001979.SZ	招商蛇口	未有评级	13.40	1,037.04	1.16	1.26	11.55	10.62	10.67
1109.HK	华润置地	未有评级	21.40	1,526.16	4.54	4.67	4.71	4.58	27.50
0688.HK	中国海外发展	未有评级	12.45	1,362.38	3.67	3.03	3.39	4.11	31.39
0123.HK	越秀地产	买入	5.70	176.47	1.16	1.26	4.92	4.52	14.93
1908.HK	建发国际集团	买入	11.25	179.22	2.54	3.03	4.43	3.71	8.79
002244.SZ	滨江集团	买入	9.61	299.01	0.97	1.15	9.91	8.36	6.61

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 11 月 3 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

5 风险提示

房企经营与信用风险：销售下行回款减少，部分房企资金链面临更大压力，或出现经营困难；同时，前期信贷未到位叠加债务集中到期，部分资金压力较大的房企或出现违约。

房地产行业基本面超预期下行：2021 年 7 月全国商品房单月销售转负以来，行业面临销售持续承压的风险，尚未见明显回暖。行业新开工、投资等关键性指标存在进一步快速下行风险。

房地产调控政策效果不及预期：各地密集出台供需端政策，但从实施效果来看，对市场的提振效果较为有限。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371