

# 春风频吹静候花开， 房企REITs树立新标杆

## ——房地产（地产开发）2023年投资策略



作者 分析师：何缅南

执业证书编号：S0930518060006

2022年11月27日

联系人：周卓君、庄晓波



证券研究报告

## □ 政策面：地产泡沫势头扭转，春风频吹静候花开

年中以来从中央到地方的各级政府对房地产行业政策支持力度均较强，房地产调控由释放维稳信号步入出台更为积极的支持措施，但受行业下行、疫情反复等因素影响市场信心尚未完全扭转。9月23日，银保监会相关部门负责人表示：房地产金融化泡沫化势头得到实质性扭转。11月11日，央行、银保监会公布十六条金融措施，主要围绕房地产融资投放、保交楼等，为市场注入强心剂。

## □ 基本面：行业基本面磨底，宽松加码下待破局

**统计局：**10月全国商品房销售表现平淡，累计销售额同比修复滞缓；70大中城市新房价环比下行压力增大，一线城市亦承压；房地产开发投资延续弱势，累计同比持续深度下滑；房屋竣工面积环比大幅增长，保交楼促竣工趋势修复。

**土地：**土地市场维持低温运行，延续向高能级城市聚焦。集中供地土拍规则持续优化，主城区及优质地块供地力度提升；国央企及城投公司托底拿地作用突出，但仍有部分优质民企逆势突围；多城加推“两集中”供地批次，促进土地市场健康有序运行。

**融资：**10月房企境内外单月合计发债427亿元，较9月有明显回落，环比-29.4%，同比+48.2%，单月净融资-519亿元。11月以来监管层出台多重政策，恢复优质房企的信用再扩张能力，预计将充分助力房地产行业融资修复，提振市场信心。

## □ REITs市场：华润有巢REIT正式获批，树立房企发行保租房REITs新标杆

随着我国经济发展进入新阶段，构建“存量资产和新增投资的良性循环”成为大势所趋，多渠道盘活存量资产对合理扩大有效投资以及降低行业债务风险等具有重要意义。11月1日，华润保租房REIT获批，为优质房企盘活存量资产做出示范作用。

## □ 板块分析：经营规模增速收敛，静待利润率企稳回升

我们密切跟踪的11家重点房企22年H1营收增速放缓，利润率走势依然呈下滑趋势，但降幅收窄，静待企稳；截至22年6月份，11家重点房企“三道红线”全绿档，有息负债合理增长，融资结构小幅改善；受销售回款减少影响，房企合同负债储备整体下滑。

## □ 投资建议：

1) 看好一二线土储充裕、经营管理成熟、信用优势显著、品牌声誉优秀的龙头房企未来市占率与ROE率先提升（保利发展、招商蛇口、中国金茂、中国海外发展等）；2) 推荐先布局多元赛道、注重运营升维、第二增长曲线经营现金流稳定增长的房企（万科A/万科企业、龙湖集团等）；3) 关注存量资产资源丰富、质地优异、管理高效的房企未来运用REITs提高资产回报率（华润置地等）。

## □ 风险提示：行业宽松政策推进不及预期风险、市场需求不及预期风险、企业项目竣工不及预期风险、企业多元化业务经营不佳风险、企业信用风险等。

- 1、政策面：地产泡沫势头扭转，春风频吹静候花开
- 2、基本面：行业基本面磨底，宽松加码下待破局
- 3、REITs市场：华润有巢REIT获批，树立房企发行保租房REITs新标杆
- 4、板块分析：经营规模增速收敛，静待利润率企稳回升
- 5、投资建议：关注未来市占率与ROE回升，多元业务现金流稳步增长
- 6、风险提示

## 1.1.1、9月中央层面定调房地产金融化泡沫化势头得到实质性扭转



- 22年年中以来从中央到地方的各级政府对房地产行业政策支持力度均较强，房地产调控由释放维稳信号步入出台更为积极的支持措施，但受行业下行、疫情反复等因素影响市场信心尚未完全扭转。
- 9月23日，银保监会相关部门负责人介绍第五次全国金融工作会议要求的防范化解相关风险工作进展时，就房地产问题表示：房地产金融化泡沫化势头得到实质性扭转。此次银保监会发声利于持续完善房地产金融管理长效机制，稳定市场预期，提振居民与企业信心，我们预期后续对于居民合理购房及企业融资需求政策支持的落实将加速。

表1：中央政府部门关于地产行业的重点政策及会议摘要(2022年1月1日-2022年9月30日)

日期	部门（会议）	主要政策及会议内容
3月5日	全国两会	李克强总理作政府工作报告：坚持“房住不炒”的定位，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求。
4月29日	中央政治局会议	中共中央政治局召开会议，会议强调坚持“房住不炒”的定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展。
5月15日	央行、银保监会	央行、银保监会发布《关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知》，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，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行。
7月17日	银保监会 有关部门负责人	加强与住建部门、中国人民银行工作协同，支持地方政府积极推进“保交楼、保民生、保稳定”工作，依法依规做好相关金融服务，促进房地产业良性循环和健康发展。
7月29日	政治局会议	会议强调，要稳定房地产市场，坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生。
8月31日	国务院	支持刚性和改善性住房需求，地方要“一城一策”用好政策工具箱，灵活运用阶段性信贷政策和保交楼专项借款。
9月23日	银保监会 有关部门负责人	房地产金融化泡沫化势头得到实质性扭转。
9月29日	央行	决定阶段性调整差别化住房信贷政策，符合条件的城市政府，可自主决定在2022年底前阶段性维持、下调或取消当地新发放首套住房贷款利率下限。
9月30日	财政部	自2022年10月1日至2023年12月31日，对出售自有住房并在现住房出售后1年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。
9月30日	央行	自2022年10月1日起，下调首套个人住房公积金贷款利率0.15个百分点，5年以下（含5年）和5年以上利率分别调整为2.6%和3.1%。

数据来源：根据央行、财政部等发布文件整理；光大证券研究所。

请务必参阅正文之后的重要声明

## 1.1.2、10月二大重申“房住不炒”，再提租购并举

- 在坚持“房住不炒”主基调下，我国房地产业既要保持充足的量以实现对国民经济的支柱作用，又要尽可能稳定价格以防范潜在的金融风险，还要解决居民尤其是低收入群体的居住问题，同时也要提升存量物业服务质量改善现有居住环境。在此背景下，市场环境的变化也在促使房地产行业不得不做出发展模式的转型。
- 中央层面，2021年底中央经济工作会议首次针对房地产提出“探索新的发展模式”；2022年全国两会、国务院金融委专题会议，再次将“新的发展模式”作为关键词；2022年3月5日，全国政协委员莫天全表示：“探索房地产新的发展模式势在必行。“新模式”应坚持市场体系和保障体系并行发展，建立人、房、地联动机制；其次，“新模式”应坚持租购并举，保障租房群体享有公共服务的权利等”。
- 中共二十大报告中，在“增进民生福祉，提高人民生活品质”的大框架下阐述了房地产发展方向，具体提出：坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。预期我国在长期坚持“房住不炒”主基调下，将加速在房地产发展新模式上的探索，更多聚焦保民生、提品质。

表2：近期中央及相关部门对“房地产新模式”的重要表述

时间	来源	重要内容
2021年12月	2021年中央经济工作会议	要坚持房子是用来住的,不是用来炒的定位,加强预期引导,探索新的发展模式
2021年12月	住建部部长王蒙徽接受新华社专访	过去形成的“高负债、高杠杆、高周转”的房地产开发经营模式不可持续
2021年12月	中国人民银行行长接受新华社专访	房地产市场的结构性调整,有利于形成房地产新发展模式,实现房地产业的良性循环和健康发展
2022年3月	《政府工作报告》	探索新的发展模式,坚持租购并举,加快发展长租房市场,推进保障性住房建设
2022年3月	国务院金融委会议	及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案,提出向新发展模式转型的配套措施
2022年8月	央行下半年工作会议	稳妥化解房地产领域风险, 加快探索房地产新发展模式
2022年10月	国务院金融工作报告	保持房地产融资平稳有序, 满足刚性和改善性住房需求, 支持保交楼、稳民生, 推动建立房地产发展新模式

数据来源：相关政府报告文件，光大证券研究所；注：政策统计截至2022-10-30。

## 1.1.3、11月房地产利好政策频出，推动行业平稳健康发展

- 近期房地产利好政策频发，包括对于居民合理购房及企业资金支持的政策支持力度加大，政策工具箱充分发挥稳定市场的积极作用，预计将充分助力房地产行业融资修复，提振市场信心。
- 1) 11月8日，在央行支持和指导下，交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房企在内的民营企业发展债融资。11月10日，交易商协会受理龙湖集团200亿元储架式注册发行；而除龙湖集团外，还有包括新城控股在内的多家民营房企也在沟通对接发债注册意向，交易商协会、中债增进公司正在积极推进受理评议工作。
- 2) 11月11日，央行、银保监会发布了《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》（根据《21世纪经济报道》）。《通知》共公布十六条措施，主要围绕保持房地产融资平稳有序、积极做好“保交楼金融服务”及做好受困房地产企业风险处置、依法保障消费者合法权益等。
- 3) 11月14日，中国银保监会、住房和城乡建设部、人民银行联合印发了《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》指导商业银行按市场化、法治化原则，向优质房地产企业出具保函置换预售监管资金。
- 4) 11月23日起，国有大行密集与房地产企业达成银企合作协议并提供授信。截至11月24日，六家国有银行（工行合作房企数量12家、农行5家、中行3家、建行8家、交行2家、邮储5家）已与17家房企（上述各家银行合作房企存在重复）达成合作协议，已披露的意向性授信额度合计为12750亿元。

## 1.2、地方层面需求端宽松预期向高能级城市传导的信号更为强烈



- 一方面，地方政府切实承担“保交楼、稳民生”的属地责任，协助房企做好保交楼工作。22年6月30日江西景德镇恒大珑庭项目全体业主向市场发出一份“恒大项目业主停贷告知书”，后烂尾楼停贷事件发酵，引起社会关注；22年8月以来，地方政府积极落实城市主体责任，逐渐由局部城市试点到全国推广，多措并举推进“保交楼”工作。
- 另一方面，地方需求端救市力度持续加码，宽松预期向高能级城市传导的信号更为强烈。据克而瑞数据，三季度121省市累计出台148次放松政策，内容包括放松“四限”、放松公积金贷款、税费减免、增加购房补贴、调降土拍门槛等；弱二线及三四线城市有望全面取消四限，热点城市调控仍从紧执行但存在局部调整的可能性。

表3：全国各省市主要放松政策

12城放松限购	33城放松限贷	3城限价调整	4城放松限售	79城放松公积金贷款	58城财税托市	20城调降土拍门槛
济南：调降非户籍家庭购房所需社保年限，由连续缴纳1年改为6个月等	厦门：下调首、二套首付比例，无房家庭购买首套房最低首付比例降至30%等	广州：对新项目备案价进行动态调整，一房一价由按楼栋均价正负6%调整为可上浮10%、下浮20%等	青岛：新房限售由取得不动产权证书满5年变为合同网签备案满5年，二手房限售时限则由5年改为2年	长沙：提高公积金最高贷款额度由60万至70万，下调公积金最低首付比例，由60%降至40%等	长沙：二套房的契税税率由4%下调为1%（90平以下）、2%（90平以上）	天津，实施阶段性土地出让支持政策，支持新出让的经营性房地产用地按合同约定分期缴纳出让金
东莞：分为限购区与非限购区	石家庄：对符合条件的个人住房按揭贷款加大投放力度	西安：暂停发布二手房指导价，挂牌价格可尊重卖房意愿	廊坊：对北三县和雄安新区等重点区域取消非本地户籍居民家庭住房限售年限要求	深圳：明确申请人的配偶、父母、子女可作为公积金贷款共同申请人	石家庄：引进人才购买首套自用商品房和存量房的，市财政给予一次性购房补贴	衡阳：土地竞拍保证金最低比例下调至挂牌价的20%，允许分期缴纳土地出让金等
上海临港：优化人才购房条件，临港工作的非本市户籍人才缴纳个税/社保满1年及以上限购1套住房等	长春：首套刚需住房贷款首付比例由不低于30%恢复至20%等	绍兴诸暨：鼓励房企开展团购优惠活动，在备案价浮动基准上，对团购5套及以上商品住宅的可以再下浮5%以内等	嘉兴海宁：非本市户籍与本市户籍享有同等的购房政策；取消限售，下调首付比例等	哈尔滨：单职工贷款最高额度由50万元提高至60万元，双职工贷款最高额度由70万元提高至80万元等	无锡：购房补贴政策支持符合资质的优秀大学生购房	合肥：增加银行保函作为参加土地竞买的履约保证方式等
西安：将自有住房用于保障性租赁住房后，可在限购区内新增购买一套住房	衢州：首套住房贷款首付比例下调至20%，二套下调至30%		常州：购房人购买的二手商品住房，自2022年9月1日起再次上市交易时间不作限制	贵州：取消两次住房公积金个人住房贷款须间隔12个月及以上的限制，调整公积金贷款首套住房的认定标准等	南通：在主城区范围内购买首套或二套住房的，按契税计税金额的0.75%给予奖补	福州：回炉地块降低起拍价，同时降低公共性配建回购单价

数据来源：根据各省市政府文件等整理；光大证券研究所。注：政策统计截至2022-10-20。

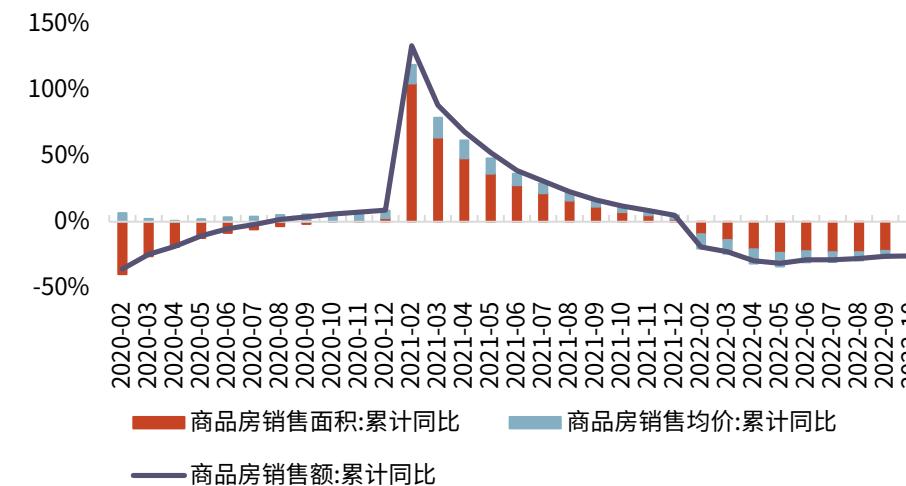
请务必参阅正文之后的重要声明

- 1、政策面：地产泡沫势头扭转，春风频吹静候花开
- 2、基本面：行业基本面磨底，宽松加码下待破局
- 3、REITs市场：华润有巢REIT获批，树立房企发行保租房REITs新标杆
- 4、板块分析：经营规模增速收敛，静待利润率企稳回升
- 5、投资建议：关注未来市占率与ROE回升，多元业务现金流稳步增长
- 6、风险提示

## 2.1.1、 “金九银十” 销售平淡，全国商品房销售弱复苏

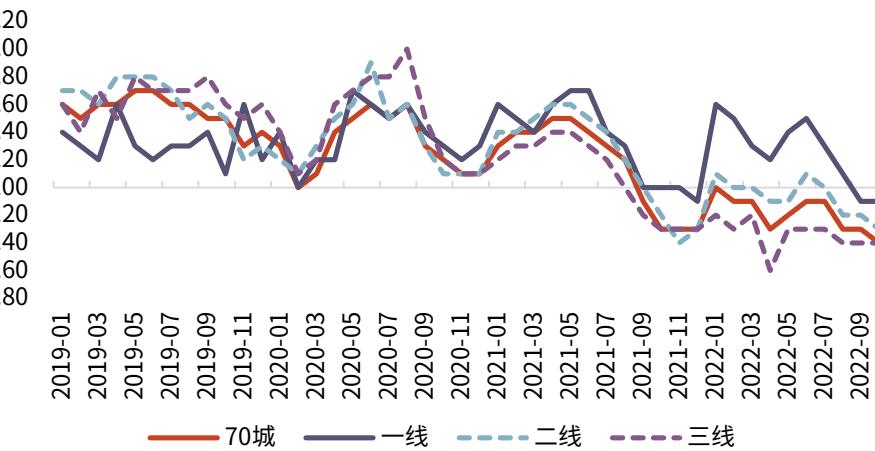
- 10月，商品房销售面积为0.98亿平方米，单月同比-23.2%，环比-27.9%；商品房销售额为0.95万亿元，单月同比-23.7%，环比-30.0%；商品房销售均价为9,687元/平方米，单月同比-0.6%，环比-3.0%。
- 70大中城市新房价环比下行压力增大，一线城市亦承压。10月，70大中城市新建商品住宅价格指数当月同比-2.4%，其中一线、二线、三线分别为+2.6%、-1.3%、-3.9%；70大中城市新建商品住宅价格指数环比-0.4%，其中一线、二线、三线分别为-0.1%、-0.3%、-0.4%。10月，70大中城市二手住宅价格指数当月同比-3.7%，其中一线、二线、三线分别为+1.3%、-3.2%、-4.7%；70大中城市二手住宅价格指数环比-0.5%，其中一线、二线、三线分别为-0.3%、-0.5%、-0.5%。

图1：商品房销售面积、销售额、销售均价（累计同比）



资料来源：wind，光大证券研究所；截至2022年10月  
注：由于Wind月度更新延迟因素，后续数据或存在细微变化的可能。

图2：70城新建商品住宅价格指数（环比 %）



资料来源：wind，光大证券研究所；截至2022年10月  
注：由于Wind月度更新延迟因素，后续数据或存在细微变化的可能。

## 2.1.2、房地产开发投资延续弱势，累计同比持续深度下滑

- 10月，房地产开发投资额1.04万亿元，单月同比-16.0%，环比-18.5%；其中住宅开发投资额0.90万亿元，单月同比-15.5%，环比-17.7%。1-10月，开发投资额11.40万亿元，累计同比-8.8%。
- 10月，房屋新开工面积为0.90亿平方米，单月同比-35.1%，环比-7.7%；其中住宅新开工面积为0.65亿平方米，单月同比-36.2%，环比-8.7%。1-10月，房屋新开工面积为10.37亿平方米，累计同比-37.8%；其中住宅新开工面积为7.59亿平方米，累计同比-38.5%。

图3：房地产开发投资完成额（亿元）

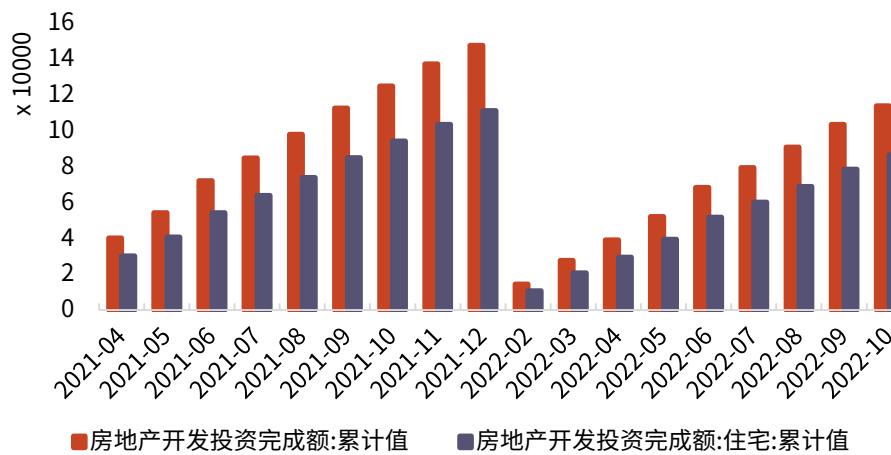
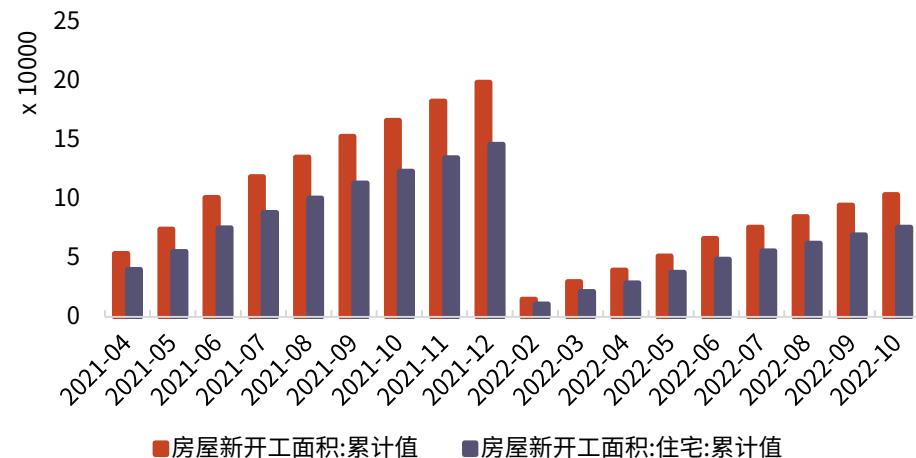


图4：房屋新开工面积（万平方米）



资料来源：wind，光大证券研究所；截至2022年10月

注：由于Wind月度更新延迟因素，后续数据或存在细微变化的可能。

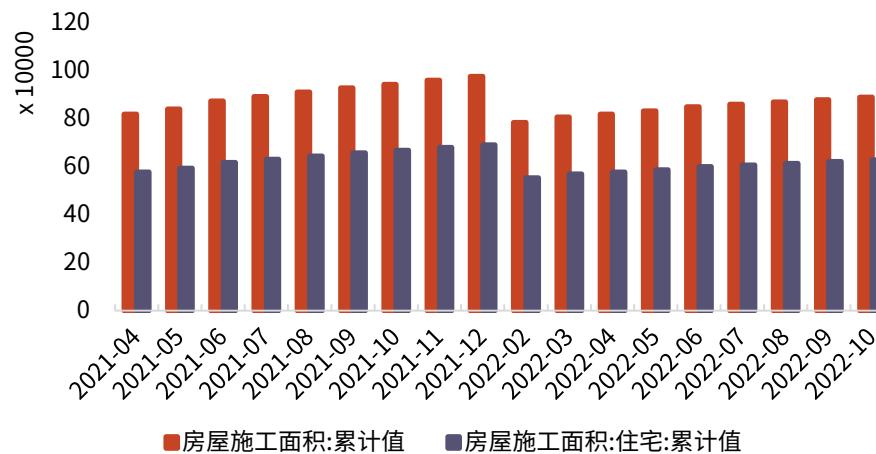
资料来源：wind，光大证券研究所；截至2022年10月

注：由于Wind月度更新延迟因素，后续数据或存在细微变化的可能。

## 2.1.3、10月房屋竣工面积环比大幅增长，保交楼促竣工趋势修复

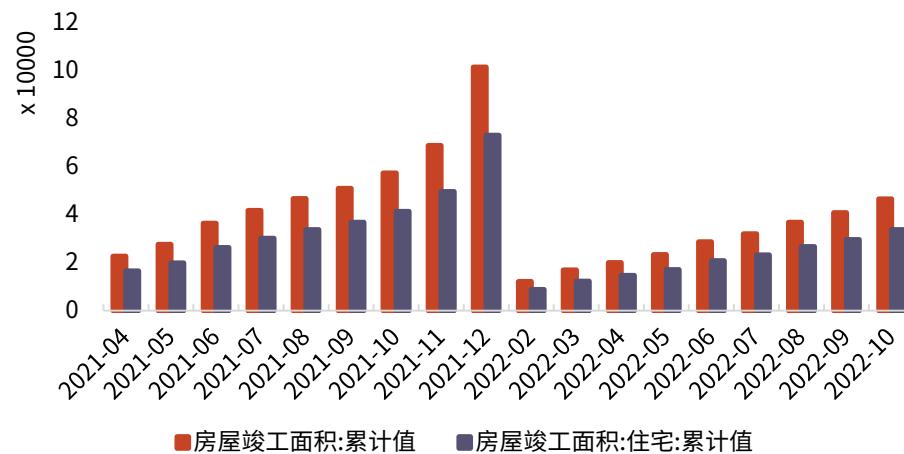
- 10月，房屋施工面积1.00亿平方米，单月同比-32.6%，环比-2.9%；其中住宅施工面积0.71亿平方米，单月同比-35.2%，环比-6.8%。1-10月，房屋施工面积88.89亿平方米，累计同比-5.7%；其中住宅施工面积62.83亿平方米，累计同比-5.9%。
- 10月，房屋竣工面积为5,686万平方米，单月同比-9.4%，环比+41.5%；其中住宅竣工面积为4,176万平方米，单月同比-9.2%，环比+46.1%。1-10月，房屋竣工面积为4.66亿平方米，累计同比-18.7%；其中住宅竣工面积为3.38亿平方米，累计同比-18.5%。

图5：房屋施工面积（万平方米）



资料来源：wind，光大证券研究所；截至2022年10月  
注：由于Wind月度更新延迟因素，后续数据或存在细微变化的可能。

图6：房屋竣工面积（万平方米）



资料来源：wind，光大证券研究所；截至2022年10月  
注：由于Wind月度更新延迟因素，后续数据或存在细微变化的可能。

## 2.1.4、1-10月开发资金到位规模收缩，10月累计同比表现延续弱势



- 10月，房地产开发资金合计为1.12万亿元，单月同比-26.0%；其中国内贷款、自筹资金、定金预收、个人按揭分别为1,125亿元、4,288亿元、3,693亿元、1,753亿元，单月同比分别为-18.4%、-20.7%、-31.0%、-31.3%。
- 1-10月，房地产开发资金合计12.55万亿元，累计同比-24.7%，较1-9月走阔0.2pct；其中国内贷款、自筹资金、定金预收、个人按揭分别为1.49万亿元、4.49万亿元、4.10万亿元、2.02万亿元，累计同比分别为-26.6%、-14.8%、-33.8%、-24.5%。
- 截至2022年10月底，国内贷款、自筹资金、定金预收、个人按揭在房地产开发资金来源中的占比分别为11.8%、35.7%、32.7%、16.1%（2021年末分别为11.6%、32.5%、36.8%、16.1%）。

图7：房地产开发资金来源（亿元）

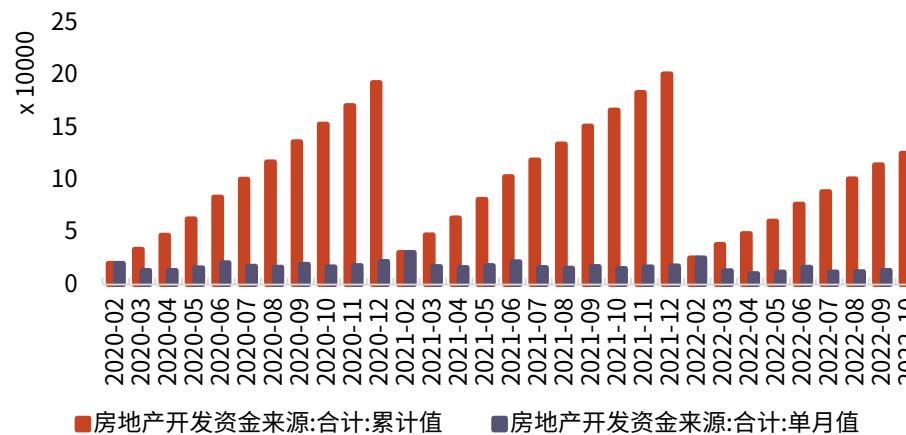
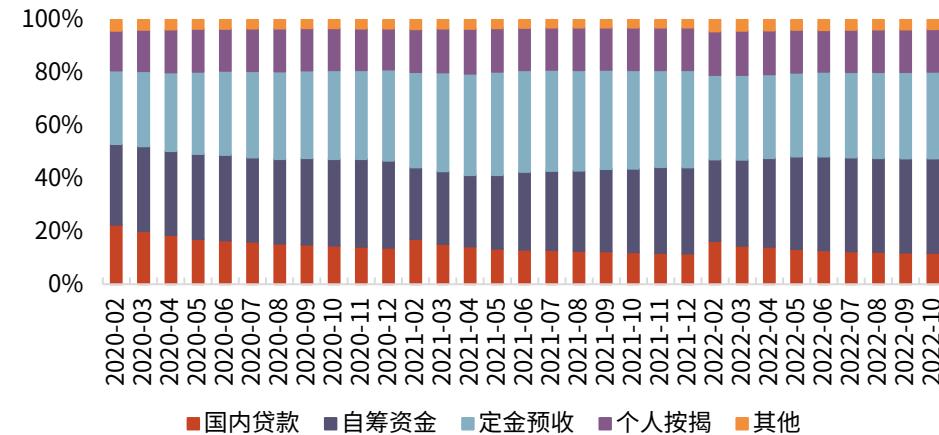


图8：房地产开发资金来源占比



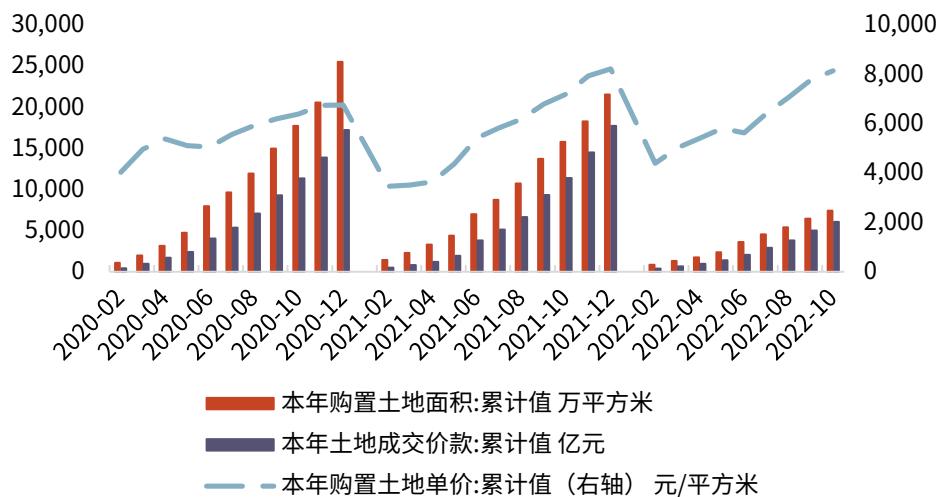
资料来源：wind，光大证券研究所；截至2022年10月

注：由于Wind月度更新延迟因素，后续数据或存在细微变化的可能。

## 2.2.1、土地成交量价环比小幅回落，累计土地成交规模同比收缩显著

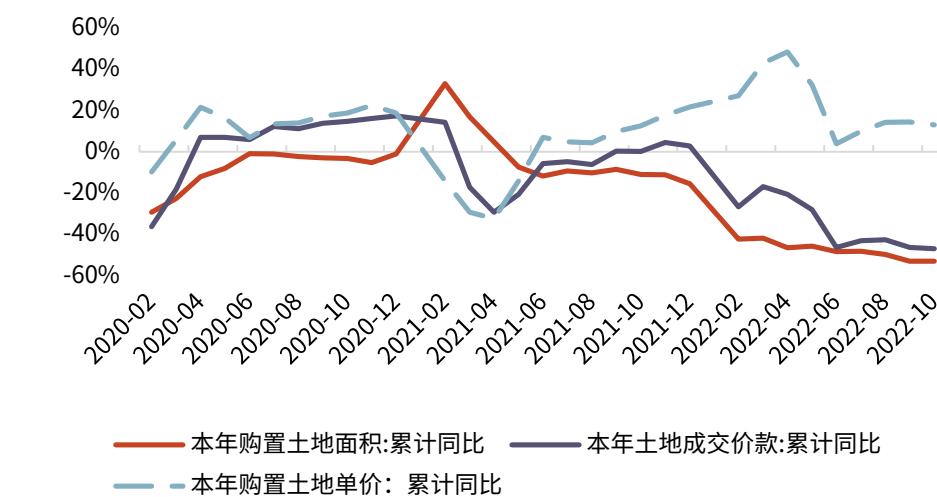
- 10月，土地购置面积为983万平方米，单月同比-53%，环比-6.2%；土地成交价款为1037亿元，单月同比-49.7%，环比-13.9%；土地购置单价为10546元/平方米，单月同比+7.0%，环比-8.2%。
- 1-10月，土地购置面积为7,432万平方米，累计同比-53.0%；土地成交价款为6,061亿元，累计同比-46.9%，土地购置单价为8,155元/平方米，累计同比+13.1%。

图9：土地购置面积、成交价款、单价（累计值）



资料来源：wind，光大证券研究所；截至2022年10月  
注：由于Wind月度更新延迟因素，后续数据或存在细微变化的可能。

图10：土地购置面积、成交价款、单价（累计同比）



资料来源：wind，光大证券研究所；截至2022年10月  
注：由于Wind月度更新延迟因素，后续数据或存在细微变化的可能。

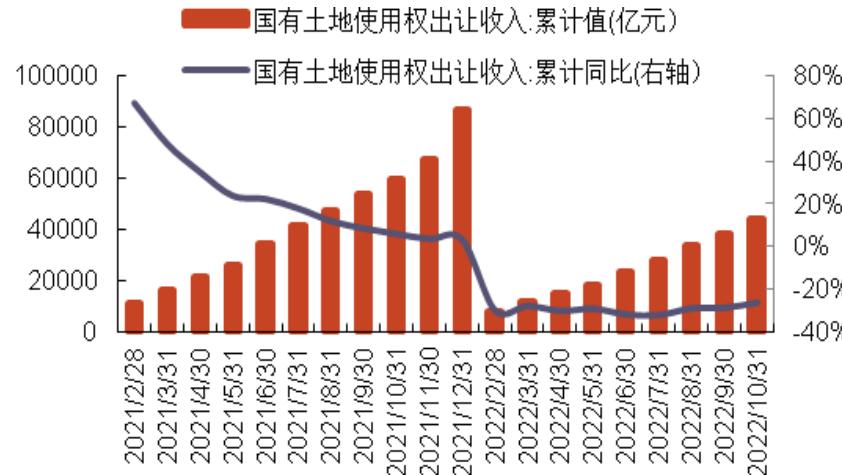
## 2.2.2、10月多城完成第三批次土拍，百城土地成交建面同比+28%

- 10月，百城土地成交建面16166万平，同比+28.0%，环比+1.6%；成交总价3763亿元，同比+12.8%，环比-13.9%。1-10月，百城土地成交建面13.1亿平，累计同比-11.8%；成交总价27537亿元，累计同比-32.0%。
- 1-10月，全国政府性基金预算收入52,166亿元，同比下降22.7%。地方政府性基金预算本级收入48,537亿元，同比下降24.3%，其中，国有土地使用权出让收入44,027亿元，同比下降25.9%。10月当月，国有土地使用权出让收入5,520亿元，同比下降3.8%，环比增长14.9%。

图11：百城土地（累计）成交规划建面（万平方米）、  
成交总价（亿元）、成交均价（元/平方米，右轴）



图12：国有土地使用权出让收入累计值及累计同比



资料来源：wind，光大证券研究所；截至2022年10月

注：由于Wind月度更新延迟因素，后续数据或存在变化的可能。

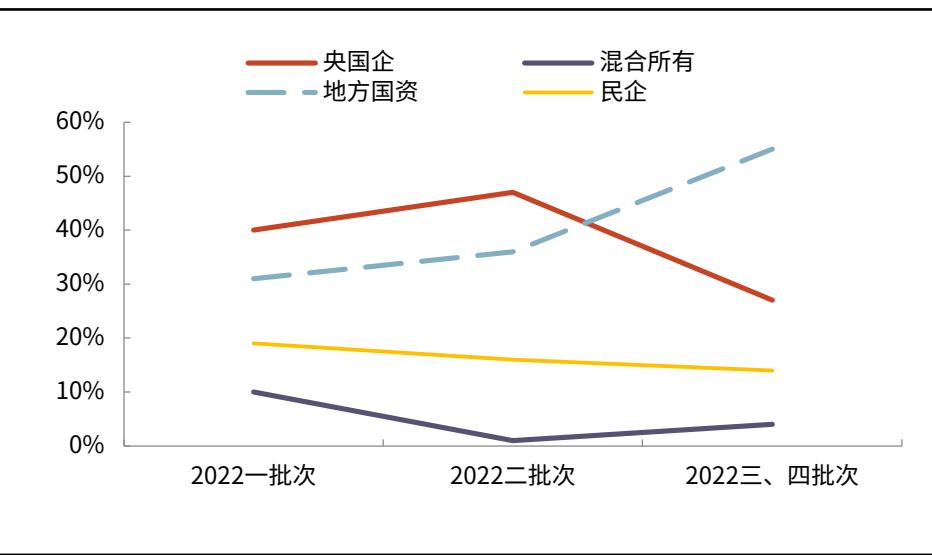
资料来源：wind，光大证券研究所；截至2022年10月

注：由于Wind月度更新延迟因素，后续数据或存在变化的可能。

## 2.2.3、国央企及城投公司托底作用突出，中小民企投资意愿较低

- 2022年10月，TOP50房企新增土地价值(拿地金额)总计为990.7亿元,单月同比下降17.0%,环比下降46.4%; 2022年1-10月，TOP50房企新增土地价值（拿地金额）总计为12277.9亿元，累计同比下降55.9%。
- 据中指研究院统计，22年民企（民企中仅滨江集团、龙湖集团等优质企业拿地相对积极）拿地金额占比持续走低，由集中供地一批次的18%降至三、四批次的14%；而地方国资托底作用愈发突出，于三、四批次拿地金额占比高达55%。此外，受流动性风险及市场下行影响，百强房企战略布局仍聚焦高能级城市和核心都市圈。

图13：集中供地下各类房企拿地金额结构



资料来源：中指研究院，光大证券研究所  
注：数据统计截至2022-11-25

表4：2022年1-10月房企新增土地价值/建面TOP10

排名	企业名称	新增土地价值(亿元)	排名	企业名称	新增土地建面(万平方米)
1	保利发展	1148.6	1	保利发展	718.8
2	华润置地	964.7	2	华润置地	704.7
3	中海地产	839.7	3	中海地产	548.5
4	招商蛇口	729.4	4	万科地产	538.5
5	滨江集团	710.7	5	中国铁建	483.1
6	建发房产	633.9	6	滨江集团	442.1
7	万科地产	632.5	7	招商蛇口	389.9
8	绿城中国	579	8	龙湖集团	330.9
9	越秀地产	425.8	9	绿城中国	280
10	中国铁建	373.5	10	越秀地产	279.3

数据来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所

## 2.2.4、多城加推“两集中”供地批次，促进土地市场健康有序运行



截至11月21日共有18城完成了三轮土拍，合计供应379宗涉宅地块：其中成交352宗，成交建面约3657.0万平，成交总价约4715.1亿元，成交溢价率均值约2.3%。此外，今年部分城市调整了供地节奏，增加“两集中”供应批次；其中无锡、苏州、南京已率先完成第四批集中土拍，而南京、武汉、无锡、苏州等地陆续推出第五批次集中供地计划。

表5：2022年22城三批次“两集中”供地信息总览(涉宅)

2022年22城三轮“两集中”供地信息总览(涉宅)										
城市圈	城市	三批出让时间	供地宗数	成交宗数	成交建面	成交总价	成交楼面均价	成交溢价率均值	未成交宗数	未成交宗数占比
京津冀	北京	9月22日	18	18	147.5	500.3	33918.0	6.1%	0	0.0%
	济南	10月31日	18	18	143.3	56.5	3941.0	0.0%	0	0.0%
	长春									
	青岛	9月15日	33	30	199.8	164.4	8231.0	1.1%	3	9.1%
	天津	10月8日	15	15	121.2	97.5	8044.0	0.1%	0	0.0%
	沈阳									
长三角	上海	9月23日	35	35	357.7	1053.8	29460.0	2.3%	0	0.0%
	无锡	8月30日	11	11	97.0	120.0	12375.0	0.0%	0	0.0%
	南京	10月19日	32	31	235.9	274.7	11643.3	2.6%	1	3.1%
	苏州	9月28日	9	9	69.2	127.3	18405.0	3.0%	0	0.0%
	合肥	9月23日	28	21	367.7	204.3	5555.0	7.1%	7	25.0%
	杭州	9月15日	19	19	207.6	430.6	20741.0	5.1%	0	0.0%
珠三角+福建	宁波	9月29日	10	10	83.9	101.8	12135.0	8.6%	0	0.0%
	深圳	9月28日	7	6	111.1	106.4	9576.0	3.9%	1	14.3%
	广州	10月10日	20	15	353.1	479.2	13572.0	0.5%	5	25.0%
	厦门	8月31日	6	5	95.2	179.1	18814.0	0.2%	1	16.7%
中西部	福州	9月29日	17	15	150.9	121.4	8043.0	0.6%	2	11.8%
	长沙	11月16日	22	21	217.6	73.0	3353.4	0.0%	1	4.5%
	重庆									
	武汉	9月27日	31	29	388.1	299.7	7723.0	0.1%	2	6.5%
	成都	10月27日	48	44	310.1	325.2	10484.0	0.4%	4	8.3%
	十月合计		133	123	1163.6	1233.0	10596.5	0.7%	10	7.5%
	合计		379	352	3657.0	4715.1	12893.5	2.3%	27	7.1%

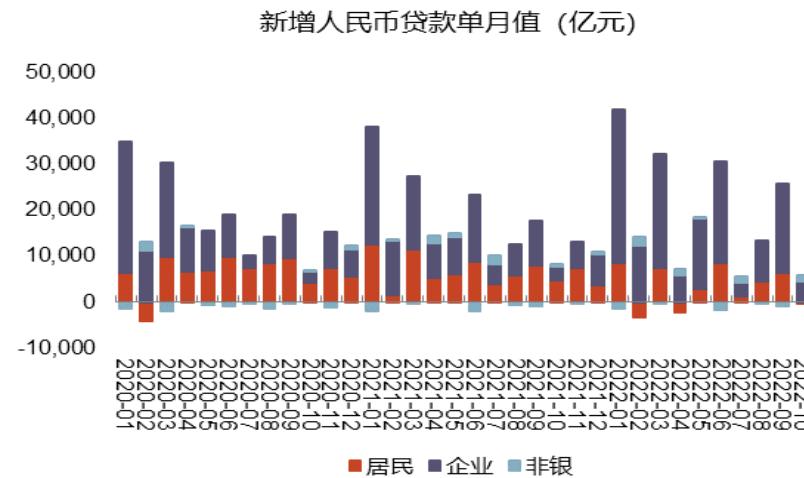
资料来源：克而瑞数据中心，中指研究院，光大证券研究所。注：数据统计截至22年11月21日，涉宅地块包括住宅用地及综合用地（含住宅）；成交建面为成交规划建筑面积，成交总价为土地出让金。数据或存在口径及更新差异。

请务必参阅正文之后的重要声明

## 2.3.1、 “金九银十” 销售不及预期，居民端按揭贷款增长乏力

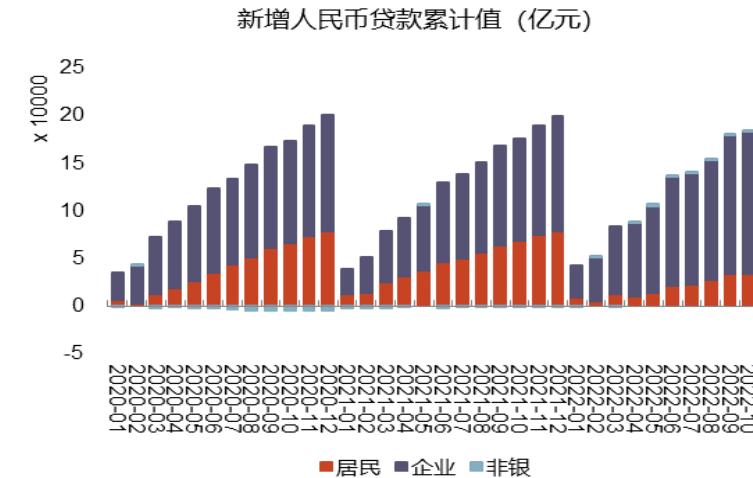
- ❑ 疫情扰动下，实体经济全面承压，居民部门消费、购房意愿较往年均明显收缩。10月人民币贷款增加6152亿元，同比-25.5%，环比-75.1%。其中：居民部门新增-180亿元，同比减少4827亿元（-103.9%），环比减少6683亿元（-102.8%）。
- ❑ 具体拆分居民部门信贷数据，10月居民短贷新增-512亿元，同比少增938亿元（-220.2%），环比减少3550亿元；居民中长贷新增332亿元，同比少增3,889亿元（-92.1%），环比少增3,124亿元。
- ❑ 1-10月累计新增居民中长贷2.35万亿元，同比增速为-50.2%，新增居民中长贷占新增人民币贷款比重约12.6%（2021年全年水平为30.5%）。

图14：居民/企业部门新增人民币贷款单月值



资料来源：wind，光大证券研究所；截至2022年10月

图15：居民/企业部门新增人民币贷款累计值

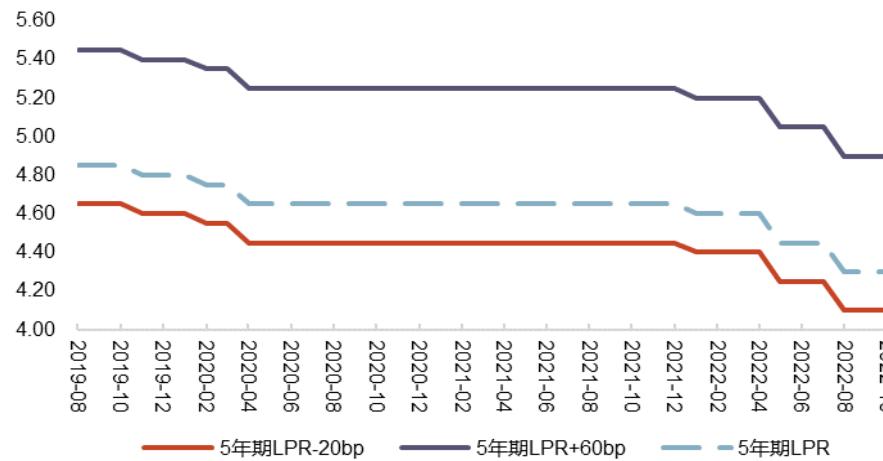


资料来源：wind，光大证券研究所；截至2022年10月

## 2.3.2、差别化住房信贷政策精准调控或将重建居民和企业信心

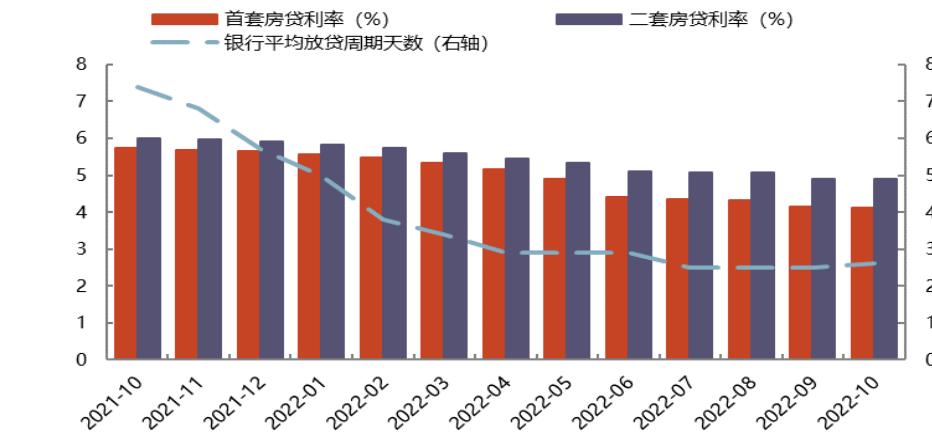
- 今年5年期以上LPR已下调3次，累计下调35bp。截至2022年10月20日，5年期LPR报价为4.3%，全国首套房按揭利率下限5年期LPR-20bp即4.10%，全国二套房按揭利率下限为5年期LPR+60bp即4.90%。
- 9月29日，央行、银保监会通知，决定阶段性调整差别化住房信贷政策，意味着部分城市首套房贷利率下限可突破4.1%。10月，已有包括石家庄、贵阳、天津、武汉、宜昌、清远、江门、昆明等10城首套房贷利率降至“3”字头。
- 据贝壳研究院发布的重点城市主流房贷利率数据显示：10月，103个重点城市主流首套房贷利率为4.12%，主流二套房贷利率为4.91%，分别较上月回落3bp、持平，较去年最高点分别回落162BP和108BP。

图16：贷款市场报价利率(LPR):5年期 (%)



资料来源：wind，光大证券研究所；截至2022年10月

图17：103个重点城市主流首套房贷利率及平均放款周期天数

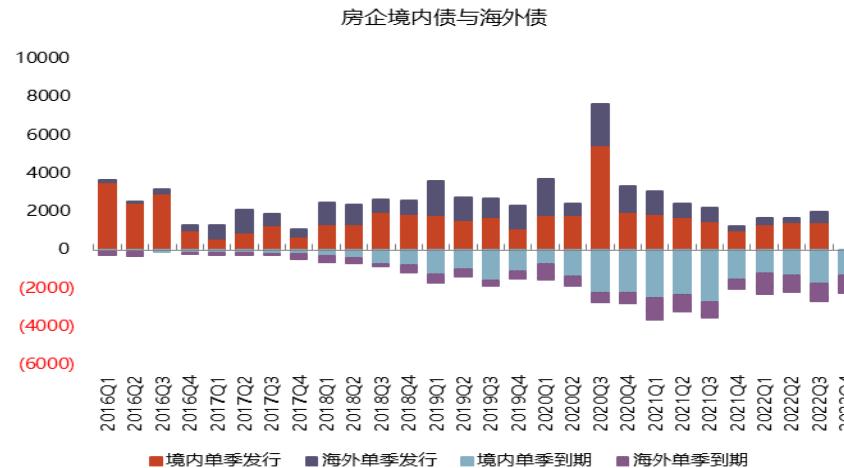


资料来源：贝壳研究院，光大证券研究所；截至2022年10月

## 2.3.3、发债主体仍以国央企为主，民企融资端传递破冰信号

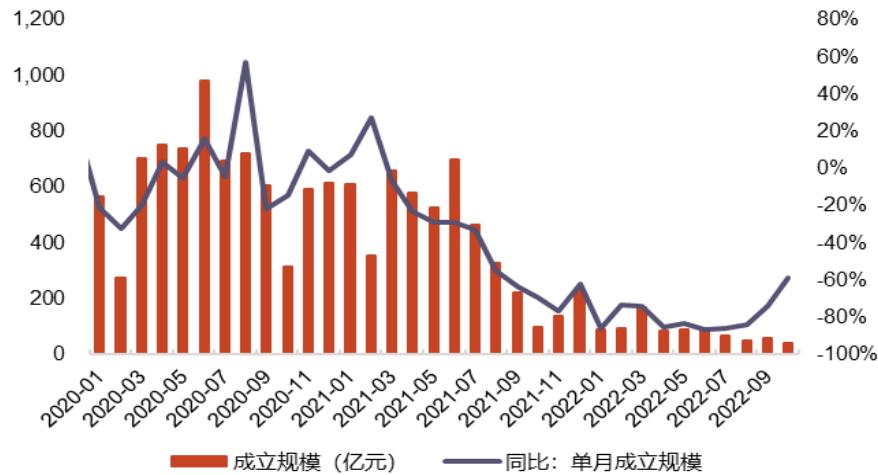
- 境内债：10月境内发债398亿元（9月462亿元），发行主体仍以国企为主；在销售边际回暖下行业整体债务风险有所缓解，民企融资环境得到改善。此外，央行、财政部等部委密集出台政策以专项借款、增信发债等方式支持企业合理融资需求。
- 海外债：10月海外债一级市场发行量较9月明显回落，房企海外债单月发行29亿元，环比下降79.9%，同比下降71.7%；计入到期金额后，10月内房海外债券净融资-395亿元，对比9月净融资约-128亿元。
- 房地产信托：10月房地产集合信托单月募集40亿元，同比下降58.6%，环比下降29.5%，占当月集合信托发行规模比重4.7%。1-10月，房地产集合信托累计成立834亿元，同比下降81.6%，占全年集合信托整体成立规模的比重7.8%。

图18：房企单季境内发债、海外发债及到期金额



资料来源：wind，光大证券研究所；截至2022年10月  
单位：亿元

图19：房地产集合信托单月成立规模及同比增速



资料来源：用益信托网，光大证券研究所；截至2022年10月  
单位：亿元

- 1、政策面：地产泡沫势头扭转，春风频吹静候花开
- 2、基本面：行业基本面磨底，宽松加码下待破局
- 3、REITs市场：华润有巢REIT获批，树立房企发行保租房REITs新标杆
- 4、板块分析：经营规模增速收敛，静待利润率企稳回升
- 5、投资建议：关注未来市占率与ROE回升，多元业务现金流稳步增长
- 6、风险提示

### 3.1、公募REITs市场建设力度加大，行业发展路径更加清晰



- 我国公募REITs市场建设力度加大，年初以来相关支持政策相继推出，REITs市场利好不断。值得注意的是，2022年5月25日，国办发布《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》，为国家层面首次以书面方式对REITs的重要性进行确认。3月18日，证监会发文提出正在研究制定基础设施REITs扩募规则；5月31日，在证监会指导下，沪深两市证券交易所制定发布《新购入基础设施项目（试行）》，支持上市REITs通过扩募等方式收购资产；9月末公募REITs首批扩募正式启动。
- 对于投资者，扩募有利于对原持有底层资产进行优化补充，包括分散地域投资风险、注入新资产活力、增加管理辐射区域、提升现金流成长性及实现资产增值等；对于原始权益人，有利于盘活更多优质资产、提前收回资金、提升资本运作效率等。

表6：公募REITs中央层面重要政策整理

时间	部门	主要内容
2020/4/30	证监会、发改委	明确要求在基础设施领域推进不动产投资信托基金试点工作。
2022/3/18	证监会	深入推进公募REITs试点，进一步促进投融资良性循环，指导交易所抓紧制定REITs扩募规则，将适时征求市场意见。
2022/4/15	发改委	推动REITs健康发展，督促回收资金加快用于新项目建设，盘活存量资产、形成投资良性循环。支持民间投资项目发行REITs，提高直接融资水平和再投资能力。
2022/4/15	上交所、深交所	进一步推进REITs试点并规范项目的条件、程序、信息披露、停复牌要求及扩募发售相关安排等事项。
2022/5/25	国务院办公厅	提出进一步提高推荐、审核效率，鼓励更多符合条件的基础设施REITs项目发行上市；建立健全扩募机制，探索建立多层次基础设施REITs市场；研究推进REITs相关立法工作。并落细支持基础设施REITs有关税收政策。
2022/6/9	国家发展改革委 固定资产投资司	征集基础设施领域不动产投资信托基金立法重点问题研究。
2022/6/15	国务院	抓紧推出面向民间投资的不动产投资信托基金项目。
2022/7/29	证监会	在抓好已出台措施落地的同时，聚焦科技创新、民营企业、中小企业等重点领域和薄弱环节，研究推出更多更有力的支持措施。稳步扩大REITs试点范围，加快推进常态化发行，促进存量资产盘活。
2022/9/5	国务院	鼓励民间投资积极参与盘活存量资产,鼓励符合条件的民间投资项目发行基础设施领域不动产投资信托资金,支持民间资本通过PPP等方式,参与盘活国有存量资产,鼓励民营企业通过产权交易、并购重组等方式,盘活自身资产,鼓励回收资金用于新的项目建设。
2022/11/11	央行、银保监会	稳步推进房地产投资信托基金（REITs）试点。

数据来源：各政府部门及会议相关文件，光大证券研究所整理。注：政策统计截至2022-11-20。

### 3.2、二级市场价格虽有所回调，但较发行价涨幅依旧可观



截至11月25日，我国上市公募REITs产品已增至22只。从11月数据来看，产权类REITs整体收益表现仍优于特许经营权类REITs。从上市日至今的二级市场收益情况来看，受相关产品稀缺性、扩募启动利好等因素影响，16只股价（截至11月25日）较上市首日涨幅超15%，平均录得涨幅18.98%。

表7：基础设施公募REITs二级市场表现

代码	名称	底层资产	类型	发行份额	流通份额	发行价	发行规模	收盘价	涨跌幅	日均交易量	日均换手率	日均涨跌幅	日均振幅
				万份	万份	元	亿元	元	%	万份	%	%	%
508006.SH	富国首创水务REIT	污水处理	特许经营权类	50000	48349	3.70	18.50	4.67	26.27	376.1	2.62	0.09	0.09
180801.SZ	中航首钢绿能REIT	垃圾处理	特许经营权类	10000	9985	13.38	13.38	15.74	17.61	59.9	1.44	0.05	0.05
180301.SZ	红土盐田港REIT	仓储物流	产权类	80000	79925	2.30	18.40	3.18	38.39	414.4	1.17	0.10	0.10
508056.SH	中金普洛斯REIT	仓储物流	产权类	150000	149289	3.89	58.35	5.05	29.82	623.8	1.27	0.08	0.08
508099.SH	建信中关村REIT	产业园区	产权类	90000	87726	3.20	28.80	4.28	33.78	541.1	2.02	0.03	0.03
508000.SH	华安张江光大REIT	产业园区	产权类	50000	44300	2.99	14.95	4.23	41.51	344.7	1.40	0.10	0.10
508027.SH	东吴苏园产业REIT	产业园区	产权类	90000	89568	3.88	34.92	4.66	20.03	376.6	0.98	0.06	0.06
180101.SZ	博时蛇口产园REIT	产业园区	产权类	90000	86575	2.31	20.79	3.03	31.00	590.6	1.78	0.05	0.05
508001.SH	浙商沪杭甬REIT	高速公路	特许经营权类	50000	49855	8.72	43.60	8.64	-0.92	112.6	0.81	0.02	0.02
180201.SZ	平安广州广河REIT	高速公路	特许经营权类	70000	69831	13.02	91.14	11.34	-12.89	189.4	1.11	-0.02	-0.02
180202.SZ	华夏越秀高速REIT	高速公路	特许经营权类	30000	19814	7.10	21.30	8.31	17.00	190.1	2.18	0.00	0.00
508018.SH	华夏中国交建REIT	高速公路	特许经营权类	100000	92321	9.40	93.99	8.40	-10.67	464.1	1.88	-0.09	-0.09
508008.SH	国金中国铁建REIT	高速公路	特许经营权类	50000	14435	9.59	47.93	9.64	0.52	259.1	2.09	0.00	0.00
180401.SZ	鹏华深圳能源REIT	能源基础设施	特许经营权类	60000	59646	5.90	35.38	8.10	37.38	372.9	2.09	0.15	0.15
180501.SZ	红土深圳安居REIT	保障房	产权类	50000	41343	2.48	12.42	3.05	22.58	329.6	1.67	-0.10	-0.10
508058.SH	中金厦门安居REIT	保障房	产权类	50000	49732	2.60	13.00	3.14	20.65	368.3	2.02	-0.13	-0.13
508068.SH	华夏北京保障房REIT	保障房	产权类	50000	49188	2.51	12.55	3.08	22.75	336.0	1.69	-0.09	-0.09
180102.SZ	华夏合肥高新REIT	产业园区	产权类	70000	69900	2.19	15.33	2.65	21.19	886.8	3.65	-0.19	-0.19
508021.SH	国泰君安临港创新产业园REIT	产业园区	产权类	20000	19406	4.12	8.24	5.55	34.73	457.2	5.14	0.12	0.12
508088.SH	国泰君安东久新经济REIT	产业园区	产权类	50000	48795	3.04	15.18	4.04	32.95	755.8	4.36	0.15	0.15
508009.SH	中金安徽交控REIT	高速公路	特许经营权类	100000	99903	10.88	108.80	10.25	-5.82	573.8	2.89	-0.34	-0.34
508066.SH	华泰江苏交控REIT	高速公路	特许经营权类	40000	39712	7.64	30.54	7.62	-0.21	506.3	5.10	-0.02	-0.02
均值				63636	59982	5.67	34.43	6.30	18.98	415.0	2.24	0.00	0.00
合计				1400000	1319599		757.48						

数据来源：Wind、各REITs基金公告，光大证券研究所。注：统计时间截至2022-11-25。涨跌幅数据为较上市首日的涨跌幅表现。

请务必参阅正文之后的重要声明

### 3.3、多渠道盘活存量资产对房地产行业具有重要意义



- 当前我国房地产行业规模已基本见顶，全国商品房销售面积连续5年保持在17亿平方米高位，正处于从“开发销售”向“存量管理”逐步过渡的时期。未来房地产行业将进入后开发时代，过去房企高杠杆运营，快速拿地进行规模扩张的时代已经过去，将重点聚焦基本盘与地产+项目的存量盘活与赋能的新模式。
- 从长远来看，房企应该成为优质资产的供应商，成为REITs底层资产的“建设者”、“经营者”和“持有者”。企业实实在在持有资产，并通过运营提升资产价值，通过服务实体经济而得到资本市场和投资人的青睐，REITs不仅能给房地产行业带来转型的机会，也将是未来30年内化解地方政府债务风险的重要方向。
- 目前，我国在房地产存量资产（广义）证券化领域已开展的探索可大致分为三类：标准REITs、类REITs、其他通过专项资产管理计划形式实现的资产证券化。据赢商网，2021年我国存量商业资产领域（仅统计零售物业、酒店、办公物业、综合体）共发行CMBS 56单（规模1015.7亿元）；类REITs 8单（发行规模163.7亿元）。

### 3.4、华润保租房REITs为优质房企盘活存量资产做出示范作用



- 2021年以来我国对于地产开发新模式的探索加速，包括对房地产在“经济发展+民生保障”双重职能上的引导加强。一方面，中央针对保障性租赁住房建设力度加大，多地明确“十四五”期间全国保租房筹建规模，着力解决新市民、青年人的住房困难问题。另一方面，当前市场需求及消费升级倾向下，房企系租赁品牌迎来新一轮发展机遇，伴随着我国REITs市场建设的探索与完善，公募REITs试点逐渐在房企系保租房领域放开。
- 具体来看，2022年7月11日，国内首单红土深圳保租房REIT审核通过；7月14日，中金厦门保租房REIT获批；8月5日，华夏北京保租房REIT快速获批（受理至通过仅7天）；11月1日，华润有巢REIT正式获批，为国内首单市场化机构运营的保障房REIT产品，而华润置地成为首家涉水租赁住房REITs市场的房企。
- 华润有巢REIT底层项目具备市场化活力及政府信用背书双重优势，为后续公募REITs在房地产企业存量商业资产上撬动投资价值做出示范作用。
- 短期内华润有巢REIT的发行丰富华润置地以股权为基础的融资方式，使公司融资方式及平台多元化，并减少对传统债务融资方式的依赖。如该渠道使用持续提升，将有效助力公司盘活基础设施资产，提高资产周转率，进一步增强公司的滚动投资能力，提升长期经营表现。同时，华润置地认购本次REIT的34%发行份额后将继续获取底层项目产生的运营收益，项目股权公允价值的变动亦将对公司的利润产生正面的影响。  
长远而言，华润置地将继续受惠于基础设施REIT的业务前景及业绩，透过作为基金份额持有人以分派方式收取稳定回报。此外，基础设施REIT也为华润置地未来扩展提供独立的募资平台，增强探索新融资及募资渠道以发展其业务的可能性。

### 3.4、华润保租房REITs为优质房企盘活存量资产做出示范作用



表8：基础设施公募REITs二级市场表现

名称	中金厦门保租房REIT	红土深圳保租房REIT	华夏北京保租房REIT	华夏上海华润有巢REIT
原始权益人	厦门安居集团有限公司	深圳市人才安居集团有限公司	北京保障房中心有限公司	有巢住房租赁（深圳）有限公司
公司性质	地方住房保障机构	地方住房保障机构	地方住房保障机构	房地产企业
基金管理人	中金基金	红土创新基金	华夏基金	华夏基金
项目计划管理人	中金公司	红土基金基础设施投资部	中信证券	中信证券
基础设施项目	园博公寓与珩琦公寓	安居百泉阁、安居锦园、保利香槟苑和凤凰公馆	文龙家园项目和熙悦尚郡	有巢泗泾项目、有巢东部经开区项目
项目类型	保障性租赁住房	保障性租赁住房 (人才保租房)	公租房	保障性租赁住房
城市	厦门	深圳	北京	上海
地理位置	两个项目周边分别具备相对优异的教育及产业就业条件，公共交通便利，配套设施完善，2个项目旁边有地铁2个项目有公交站，周边有较大的潜在租房需求。	四个项目基本均位于所在区域的核心地段，周边配套生活设施也比较完善。	两个项目周边优质小区众多，教育资源相对充裕，文龙家园紧邻地铁口，交通便利。熙悦尚郡距最近地铁站1.2公里，距离略远。	两项目周边配套有所欠缺，与地铁站距离较远，但周边环绕产业园区，租房需求旺盛。
土地性质	国有建设用地	国有建设用地	国有建设用地	租赁住房 (R4)
建筑面积	19.86万平方米	13.47万平方米	11.28万平方米	12.15万平方米
房源数量	4665套	1830套	2168套	2612套
单套平均面积	41-64平/间	66-78平/间	43-62平/间	30-50平/间
租金单价 (元/平方米/月)	30.52/32.35	59.74/44.38/14.52/17.23	52/60	78/58
运营模式	政府配租	政府配租	公开摇号配租、快速配租及实时配租、趸租	市场化招租
出租率	99.42%/99.11%	99%/99%/100%/98%	94.8%/94.3%	94%/94%
租户构成	个人租户占比89.36%	企业租户占比57% 个人租户占比约43%	个人租户占比为75.72%/100%	个人租户占比91.87%/76.57% 企业租户占比7.51%/22.83%
流动负债占总负债的比率	53.7%	100%	3.5%	92.17%
折现率假设	6.5%	6.0%	6.0%	6.25%
租金增长率假设	2.0%-2.5%	2.0%	1.96%/1.5%	2%/2.5%
出租率假设	94%-96%	98%-99%	93%-95%	90%-93%
估值 (万元)	121400	115800	115100	111000
分派率	4.27%/4.28%	4.24%/4.25%	4.30%/4.31%	4.29%/4.36%

数据来源：各REITs招募说明书，光大证券研究所

注：红土深圳保租房REIT现金流分派率预测时间分别为2022M7-M12E（年化）及2023E；中金厦门保租房REIT现金流分派率预测时间分别为2022M4-M12E（年化）及2023E；华夏北京保租房REIT预计现金流分派率预测时间分别为2022M9-M12E（年化）及2023E；华夏上海华润有巢REIT现金流分派率预测时间分别为2022M7-M12E（年化）及2023E。

请务必参阅正文之后的重要声明

- 1、政策面：地产泡沫势头扭转，春风频吹静候花开
- 2、基本面：行业基本面磨底，宽松加码下待破局
- 3、REITs市场：华润有巢REIT获批，树立房企发行保租房REITs新标杆
- 4、板块分析：经营规模增速收敛，静待利润率企稳回升
- 5、投资建议：关注未来市占率与ROE回升，多元业务现金流稳步增长
- 6、风险提示

## 4.1、11家重点房企11月以来股价反弹强烈，动态PE快速修复

- 2022年至今，我们紧密跟踪的11家地产开发板块的上市公司（以下简称“11家重点房企”）明细如表9列示，我们将从这11家重点房企的整体业绩、公司之间横向对比两个角度展开分析。
- 截至22年11月25日，11家重点房企22年以来股价平均涨跌幅为-3.89%，平均PE(TTM)为7.06倍，其中股价涨幅最大的公司为越秀地产（+46.07%），股价涨跌幅为正的公司有5家；其中11月以来，11家重点房企股价平均上涨48.56%，股价涨幅最大的公司为龙湖集团（+122.70%）。

表9：11家重点房企行情表现

股票代码	公司名称	收盘价 (元/港元)	总市值 (元/港元)	PE (TTM)	2022年初至今 涨跌幅(%)	2022年1-10月 涨跌幅(%)	2022年11月至今 涨跌幅 (%)	2022年以来 股价高点 (元/港元)
000002.SZ	万科A	17.32	2,014.44	8.80	-6.92	-27.34	28.11	21.00
600048.SH	保利发展	16.84	2,015.82	7.49	11.54	-8.59	22.03	18.85
001979.SZ	招商蛇口	15.14	1,171.70	16.79	17.75	1.96	15.48	17.08
600383.SH	金地集团	11.30	510.15	5.41	-8.06	-36.37	44.50	14.40
601155.SH	新城控股	21.81	491.95	4.89	-25.13	-54.72	65.35	36.32
0688.HK	中国海外发展	20.50	2,243.70	5.31	16.78	-14.67	36.85	25.82
1109.HK	华润置地	34.25	2,442.35	6.99	10.01	-20.98	39.23	38.54
0960.HK	龙湖集团	21.85	1,372.45	4.91	-36.81	-71.62	122.70	44.52
0817.HK	中国金茂	1.72	229.02	6.62	-24.26	-54.20	65.38	2.98
0123.HK	越秀地产	9.35	289.52	8.27	46.07	4.67	39.55	10.63
0081.HK	中国海外宏洋集团	3.44	122.44	2.18	-4.87	-38.61	54.95	4.60

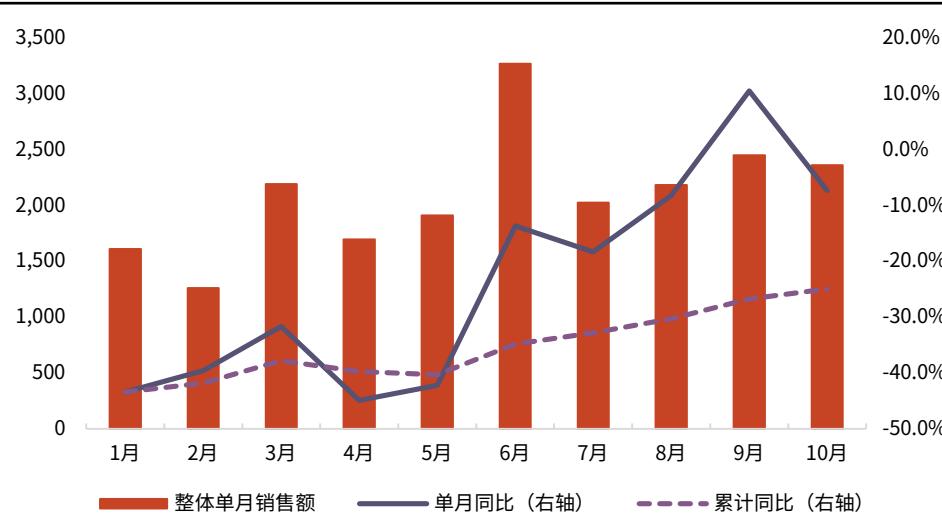
数据来源：Wind，光大证券研究所；

注：股价时间为2022-11-25，A股上市公司股价及市值以人民币计价，H股上市公司的股价及市值以港币计价。

## 4.2、Q3整体销售量价持续修复，核心城市贡献增大拉升均价

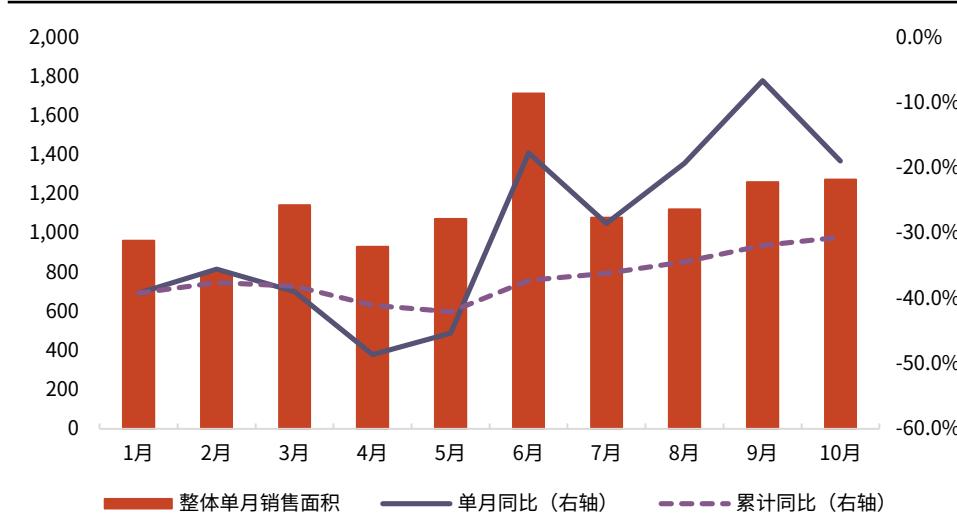
- 22年1-10月，11家重点房企整体销售额20978亿元，同比-24.9%，累计同比降幅逐月收窄。
- 22年1-10月，11家重点房企整体销售面积11380万平米，同比-30.6%，面积降幅大于销售额降幅。
- 22年以来房企加大于核心一二线城市推货力度，对需求不足的地区开工及推货节奏明显延缓，量需入市，22年前10月11家重点房企累计销售均价18435元/平米，同比提升8.1%。

图20：11家重点房企整体全口径销售额



资料来源：Wind，克而瑞数据中心，光大证券研究所；单位：亿元

图21：11家重点房企整体全口径销售面积

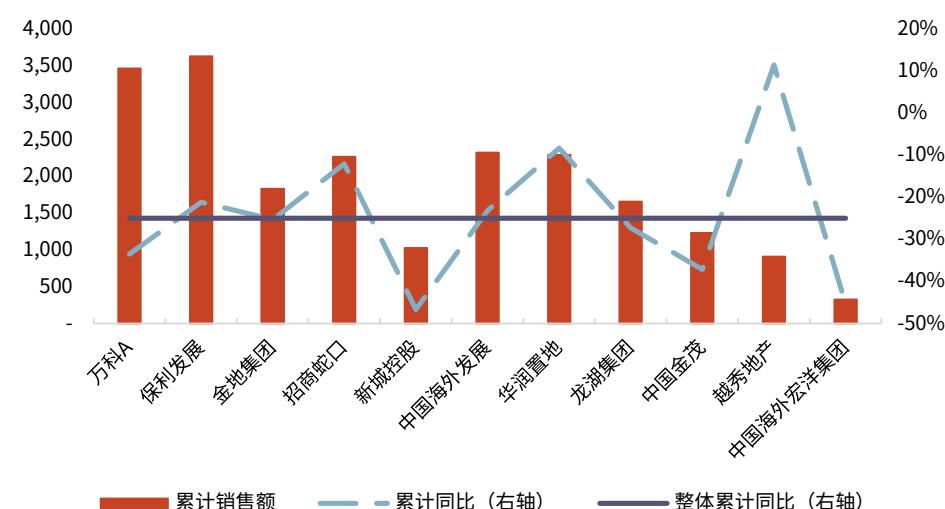


资料来源：Wind，克而瑞数据中心，光大证券研究所；单位：万m²

## 4.2.1、行业TOP5-20的部分优质国企销售修复速度更快

- 2022年1-10月，11家重点房企累计销售额同比平均值为-24.4%，其中仅越秀地产实现销售额同比正增长（ $yoY+11.2\%$ ），其余同比降幅小于整体水平的公司有华润置地、招商蛇口、保利发展、中国海外发展，累计销售额同比跌幅较大的有新城控股、中国海外宏洋集团等。
- 2022年1-10月，11家重点房企中仅越秀地产实现销售面积同比正增长（ $yoY+1.8\%$ ），其余房企销售面积同比降幅最小的公司为保利发展（ $yoY-23.8\%$ ），累计销售面积同比跌幅较大的有新城控股、中国金茂、中国海外宏洋集团。

图22：11家重点房企22年1-10月销售额对比



资料来源：Wind，克而瑞数据中心，光大证券研究所；单位：亿元

图23：11家重点房企22年1-10月销售面积对比

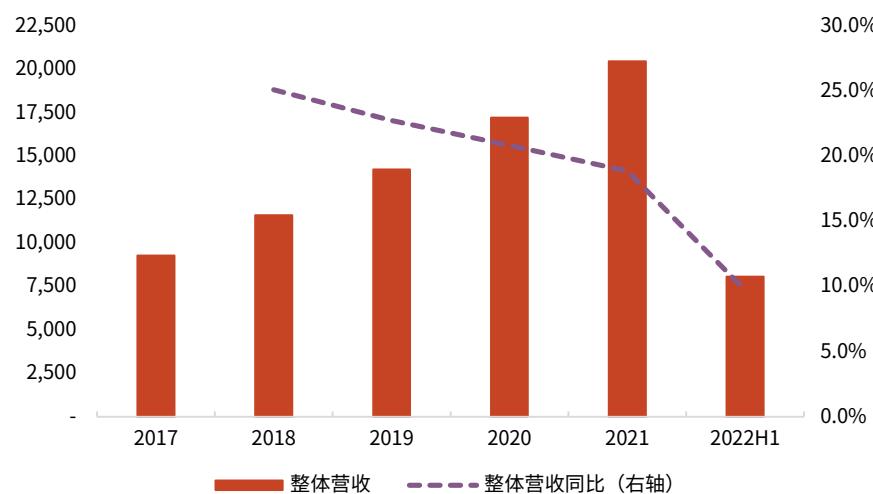


资料来源：Wind，克而瑞数据中心，光大证券研究所；单位：万m²

## 4.3、22年H1整体业绩增收不增利，营收增速持续放缓

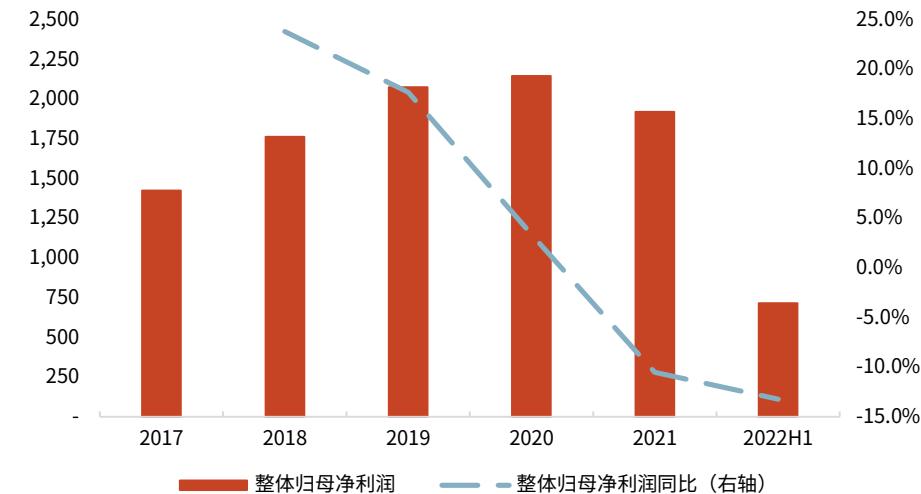
- ❑ 22年H1，11家重点房企整体营收8074亿元，同比+9.7%，增速自2018年来持续收敛。
- ❑ 22年H1，11家重点房企整体归母净利润715亿元，同比-13.2%，自21年以来归母净利润增速转负。
- ❑ 2022全年，预测11家重点房企营收规模有望小幅正增长，同比增速放缓；因2019-2021年高成本拿地项目陆续进入结转期，结算利润规模或将继续下滑。

图24：11家重点房企整体营业收入



资料来源：Wind，光大证券研究所；单位：亿元

图25：11家重点房企整体归母净利润

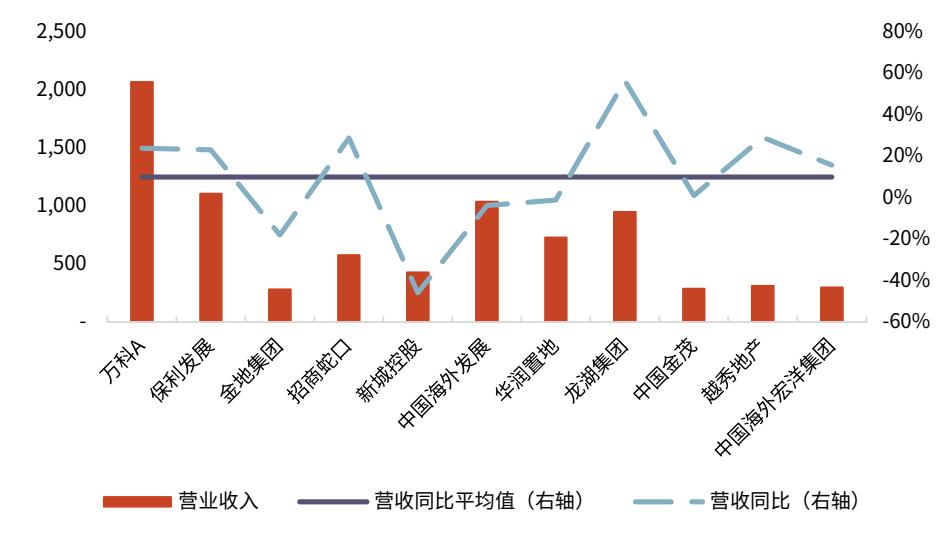


资料来源：Wind，光大证券研究所；单位：亿元

## 4.3.1、房企间业绩表现分化明显，净利润正增长的公司比例较低

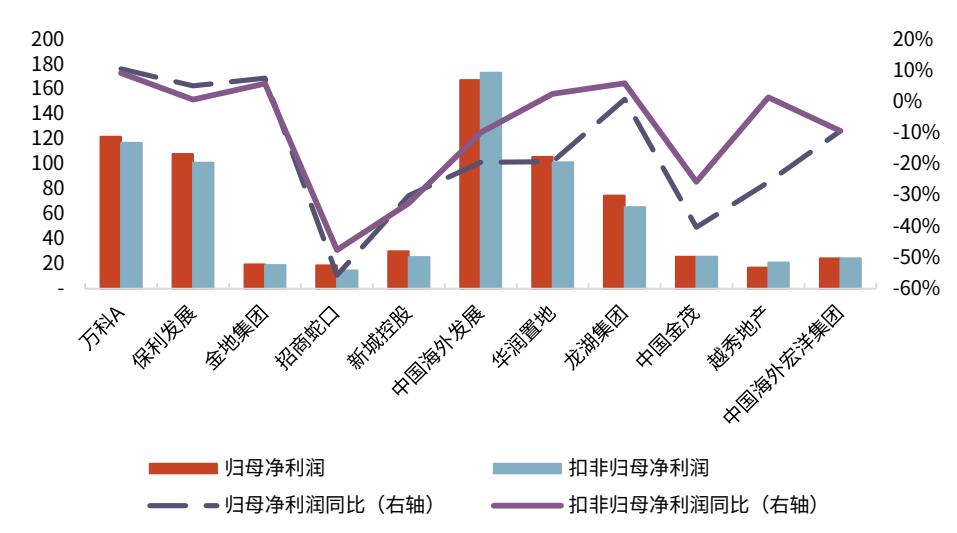
- 22年H1，11家重点房企营收平均值为734亿元，营收同比平均值为+9.9%，实现营收同比正增长的公司有7家，其中增长最快为龙湖集团（ $yoY+56.4\%$ ）；归母净利润同比正增长的公司仅4家，其中增长最快的为万科A（ $yoY+10.6\%$ ），其余三家为金地集团、保利发展、龙湖集团。
- 22年H1，11家重点房企中金地集团营收减少但归母净利润实现正增长；实现营收与归母净利润同增的公司有3家，包括万科A、保利发展、龙湖集团；营收增长而归母净利润减少的公司有4家，包括招商蛇口、中国金茂、越秀地产、中国海外宏洋集团；营收与归母净利润同时减少的公司有3家，包括中国海外发展、华润置地、新城控股。

图26：11家重点房企22H1营业收入



资料来源：Wind，光大证券研究所；单位：亿元

图27：11家重点房企22年H1归母净利润

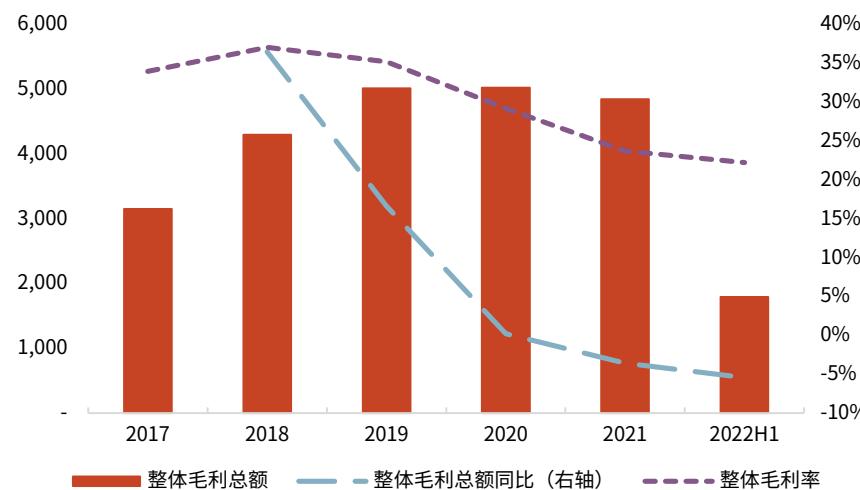


资料来源：Wind，光大证券研究所；单位：亿元

## 4.4、22年H1整体地产开发毛利率继续下滑，拖累综合毛利率

- ❑ 22年H1，11家重点房企实现毛利总额1794亿元，同比-5.4%，整体毛利率为22.2%，同比降低3.6pct。
- ❑ 22年H1，8家重点房企（因中报数据披露有限，不含中国海外发展、越秀地产、中国海外宏洋集团）的地产开发相关业务整体毛利率为20.3%，较21年H1降低1.4pct。
- ❑ 22-23年，预计行业整体毛利率仍将承压磨底，部分优质房企毛利率或率先小幅修复。22年因竞争强度降低，新拿地项目成本总体下降，预计将在24年结算并促进毛利率回升。

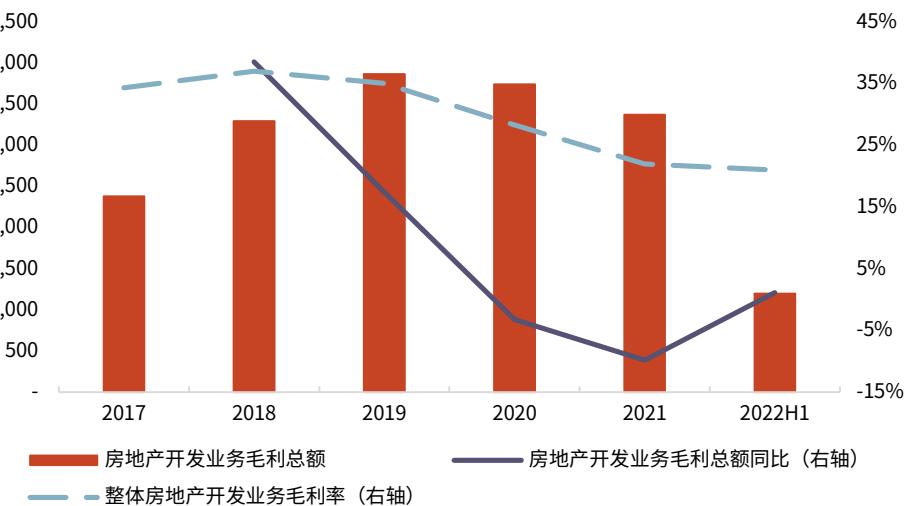
图28：11家重点房企整体毛利率



资料来源：Wind，光大证券研究所；单位：亿元

请务必参阅正文之后的重要声明

图29：8家重点房企地产开发相关业务整体毛利率



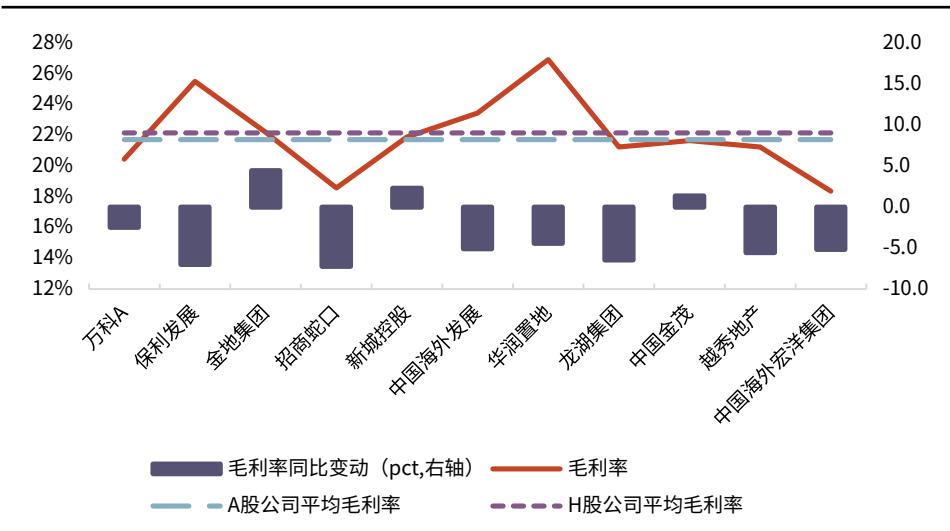
资料来源：Wind，光大证券研究所；单位：亿元

注：以上毛利率计算范围为11家重点房企中的8家，不含中国海外发展、越秀地产、中国海外宏洋集团。

## 4.4.1、部分房企毛利率反弹，基本面反转持续性仍需检验

- 22年H1，11家重点房企中的5家A股上市房企平均毛利率为21.7%，毛利率最高的公司为保利发展（25.5%）；其余6家H股上市房企平均毛利率为22.2%，毛利率最高的公司为华润置地（26.9%）。金地集团、新城控股、中国金茂毛利率同比实现正增长，其余8家公司综合毛利率同比皆下降。
- 2022年H1，8家房企的地产开发业务毛利率最高的A股和H股公司分别为保利发展（26.5%）、华润置地（22.8%），地产板块毛利率改善对公司综合毛利率影响较大。

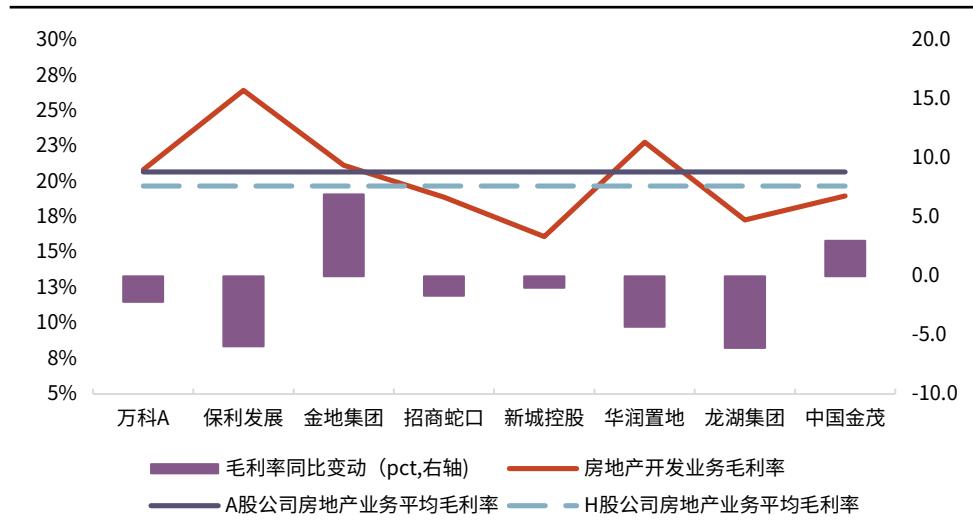
图30：11家重点房企22年H1综合毛利率



资料来源：Wind，光大证券研究所

请务必参阅正文之后的重要声明

图31：重点房企22年H1地产开发毛利率



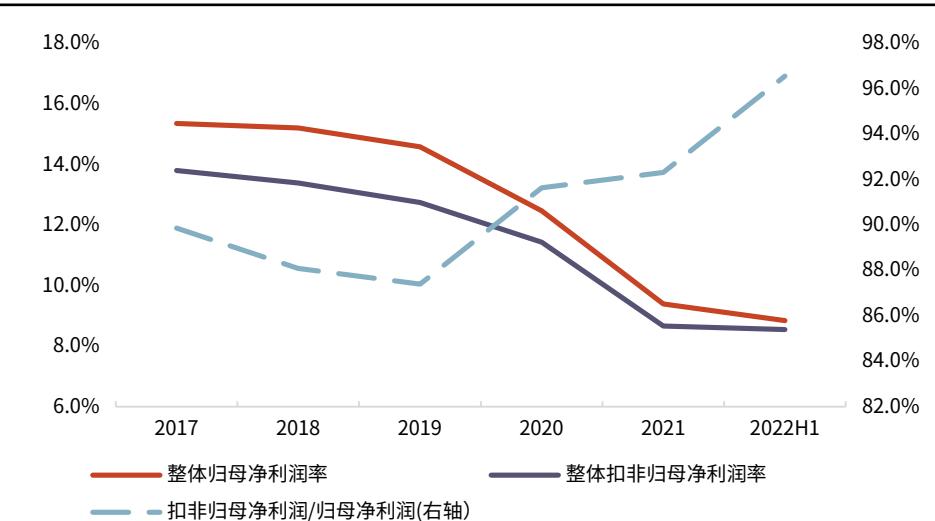
资料来源：Wind，光大证券研究所

注：以上平均毛利率计算范围为11家重点房企中的8家，不含中国海外发展、越秀地产、中国海外宏洋集团。

## 4.5、22年H1整体盈利能力延续下滑趋势，降幅略有收窄

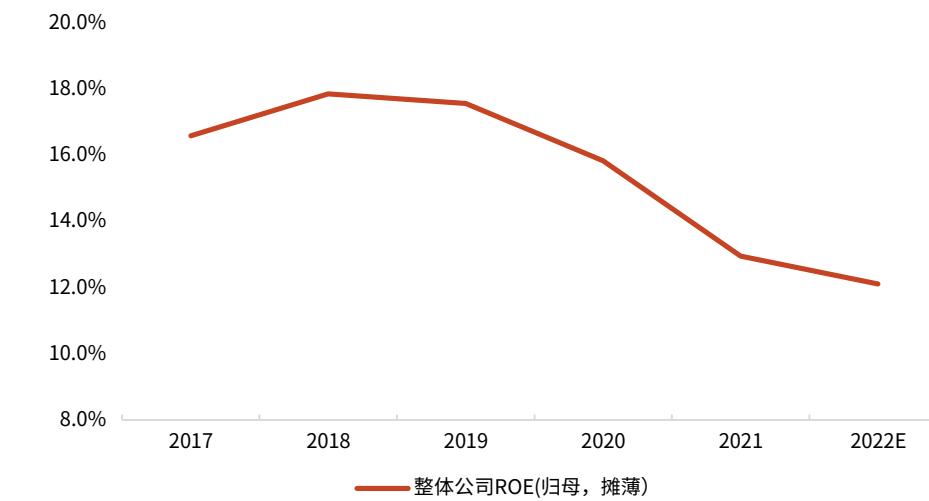
- 2017年以来，11家重点房企整体归母净利率趋势下滑，其中20-21年期间归母净利率下滑幅度最大（同比降低3.08pct）；22年H1归母净利率为8.9%，同比降低2.3pct，延续下滑趋势，降幅略有收窄。
- 2018年以来，11家重点房企整体ROE达阶段性高点17.86%后逐年下滑，22年半年度ROE为4.80%，同比降低1.49pct，我们预测2022年ROE或将继续下滑至12.11%，同比小幅降低0.84pct。

图32：11家重点房企整体归母净利率



资料来源：Wind，光大证券研究所

图33：11家重点房企整体ROE

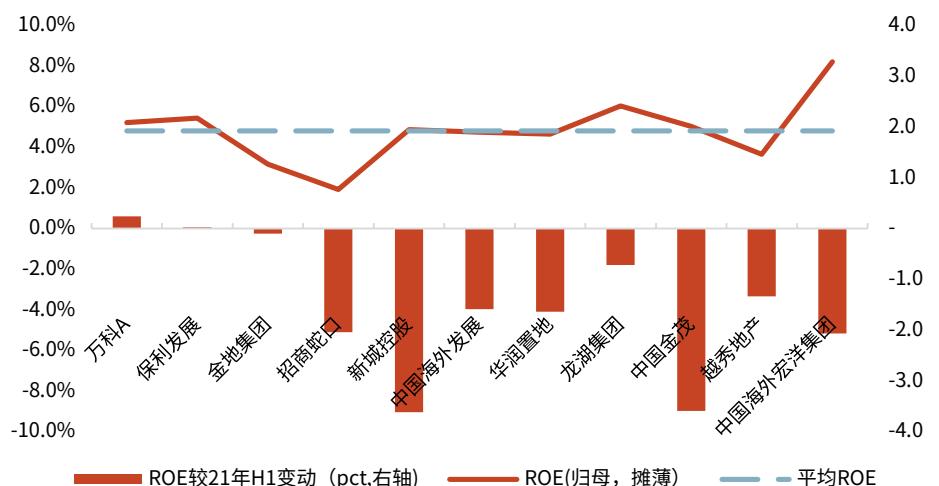


资料来源：Wind，光大证券研究所预测

## 4.5.1、关注归母净利率提升驱动ROE，合理追求规模与周转

- 22年H1，11家重点房企平均ROE为4.82%，同比表现普遍下滑，主要受归母净利率水平下滑影响，其中ROE最高的是中国海外宏洋集团（8.22%），表现高于均值的公司包括龙湖集团、保利发展等6家；归母净利率最高的公司是中国海外发展（16.1%），高于均值的公司包括保利发展等4家。
- 目前房地产行业传统高周转发展模式已遇到天花板，新阶段房企将更加理性地追求规模，转向追求利润率更高、现金流更安全、产品质量更高的发展方向，ROE与归母净利率齐高，是未来股东投资回报率与企业核心盈利能力发展的新方向，如22年H1保利发展ROE与归母净利率均在均值之上。

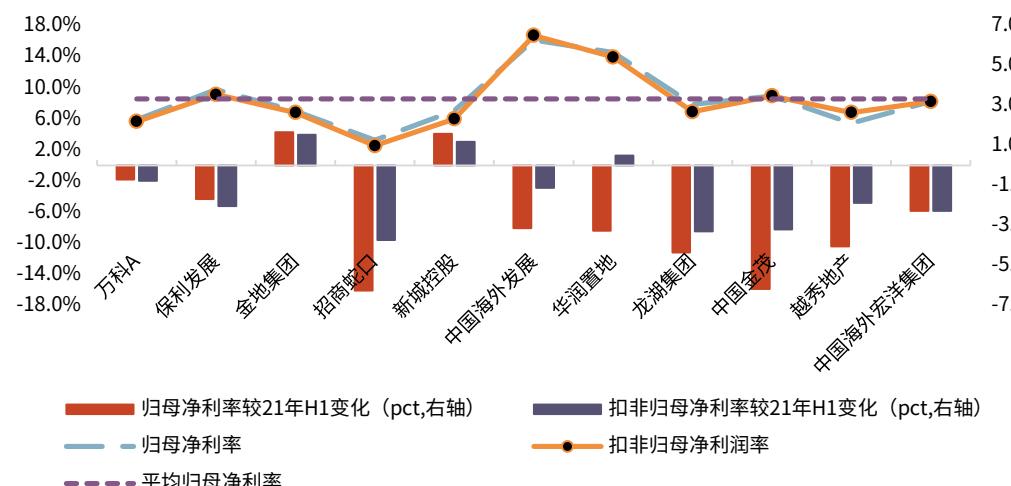
图34：11家重点房企22年H1ROE



资料来源：Wind，光大证券研究所

请务必参阅正文之后的重要声明

图35：11家重点房企22年H1归母净利润率



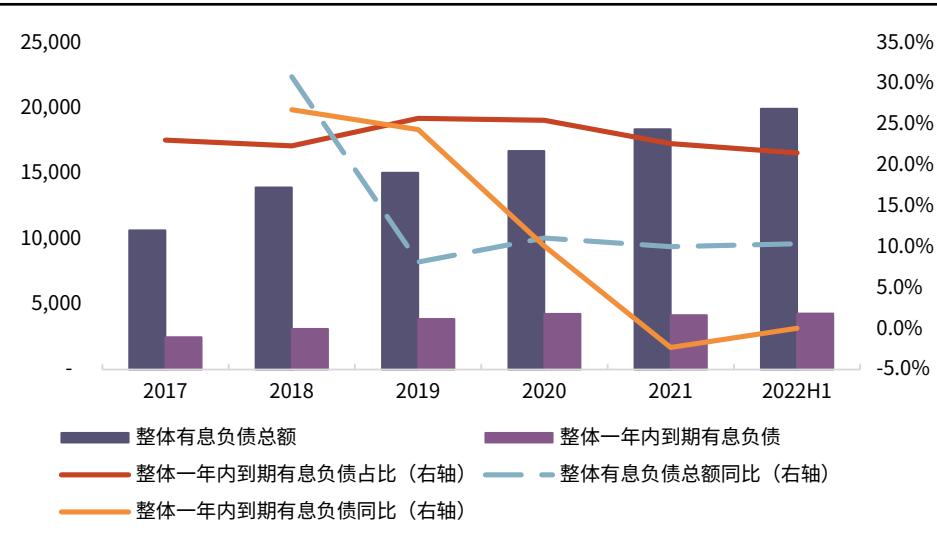
资料来源：Wind，光大证券研究所

## 4.6、整体有息负债在“三道红线”管理要求下适幅扩张，财务状况稳健



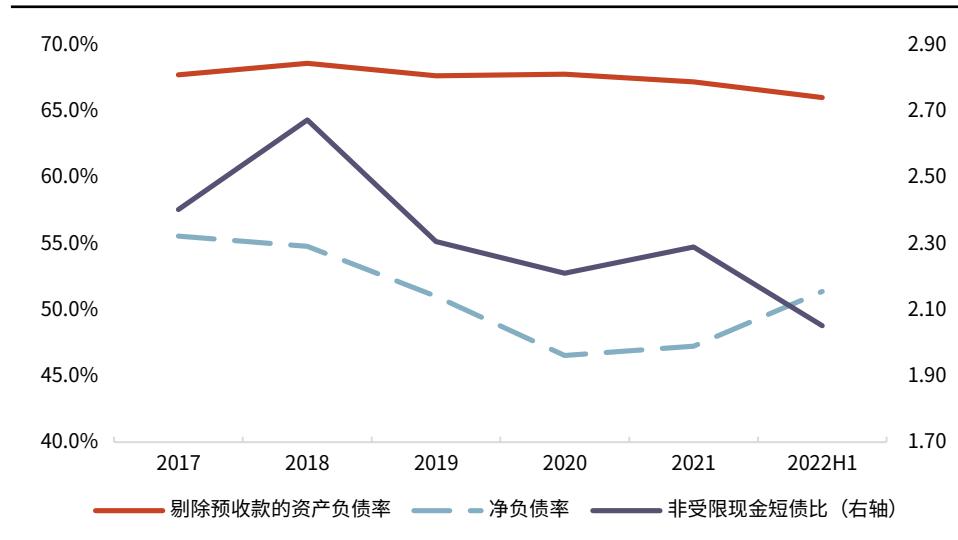
- 22年H1，11家重点房企融资渠道较为畅通，有息负债总量同比保持平稳增长10.4%，其中短债规模基本与21年末持平，整体短债占比平缓下降，负债结构持续优化，保持安全合理。
- 22年H1，11家重点房企平均剔除预收款的资产负债率、非受限现金短债比分别较21年末降低1.2pct、0.24倍，净负债率较21年末提升4.1pct，行业整体现金流收缩、平均偿债能力有所承压。

图36：11家重点房企整体有息负债



资料来源：Wind，光大证券研究所；单位：亿元

图37：11家重点房企“三道红线”指标平均值

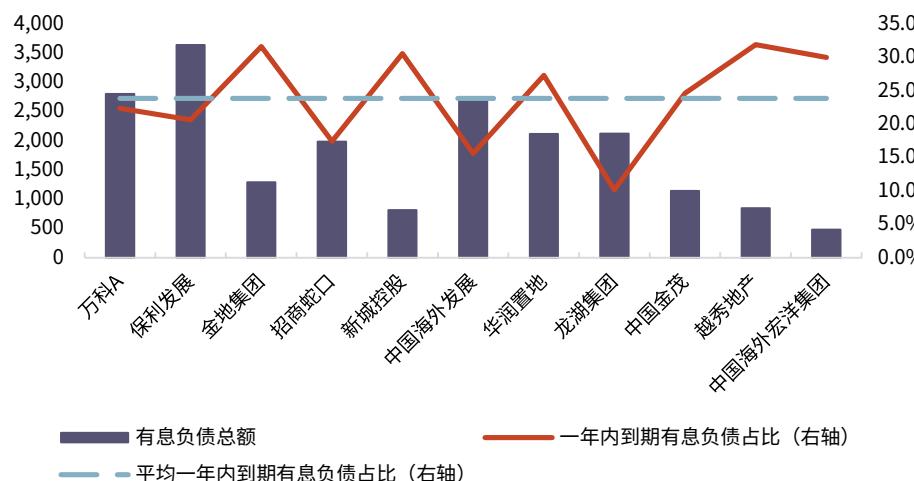


资料来源：Wind，光大证券研究所

## 4.6.1、11家重点房企债务期限结构合理，融资成本较低

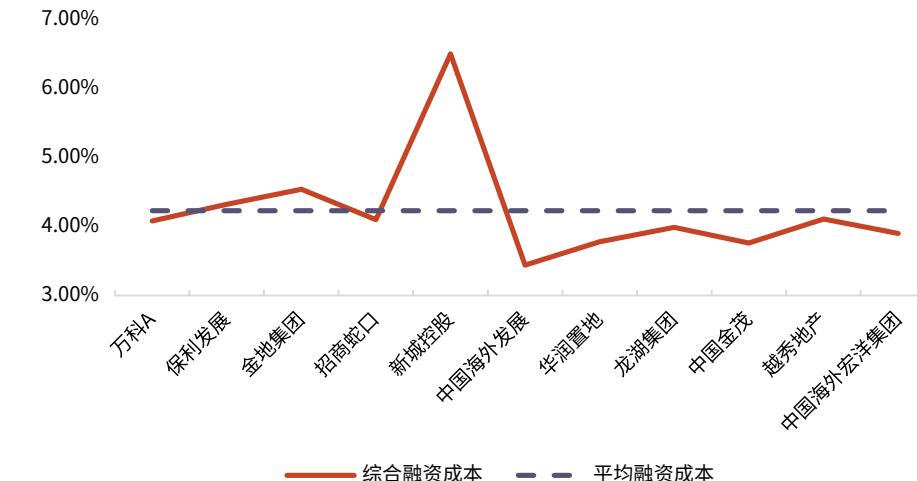
- 截至22年H1期末，11家重点公司有息负债中短债占比平均值为23.8%，期限结构较为合理与安全，其中短债占比最低的为龙湖集团10.1%，11家重短债占比较高的有越秀地产31.9%、金地集团31.6%、新城控股30.5%。
- 22年H1，11家重点房企平均综合融资成本为4.23%，整体信用优势明显，其中融资成本最低的为中国海外发展3.44%，最高的为新城控股6.50%，中国海外发展、华润置地、龙湖集团、中国金茂、中国海外集团5家公司综合融资成本低于4%。

图38：11家重点房企22年H1期末有息负债情况



资料来源：Wind，光大证券研究所；单位：亿元

图39：11家重点房企22年H1综合融资成本

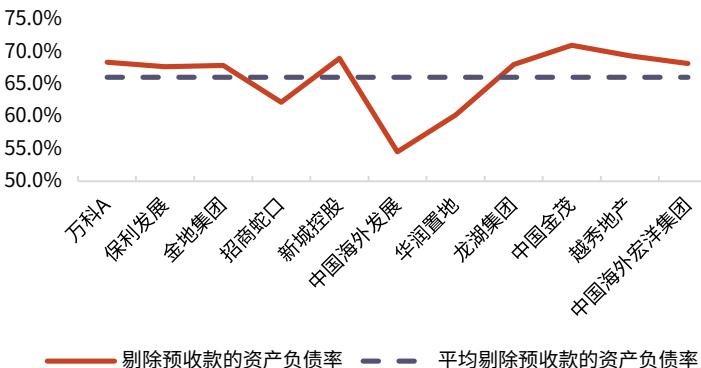


资料来源：Wind，光大证券研究所

## 4.6.2、11家重点房企“三道红线”指标全绿档

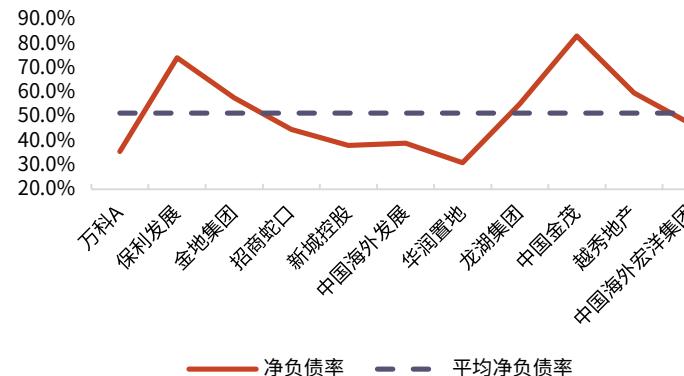
- 截至22年H1，11家重点房企“三道红线”指标全部位于绿档，经调整永续债后，剔除预收款的资产负债率最低的公司为中国海外发展54.6%；净负债率最低的公司为华润置地31.0%，其次为万科A 35.5%。非受限现金短债比指标最高的公司为龙湖集团4.04倍。
- 关注经营杠杆运用适度合理，且现金充裕、净负债压力较小的公司，可以在财务安全之下尽可能增加营收与利润，包括中国海外发展、华润置地、招商蛇口等。

图40：11家重点房企22年H1剔除预收款的资产负债率



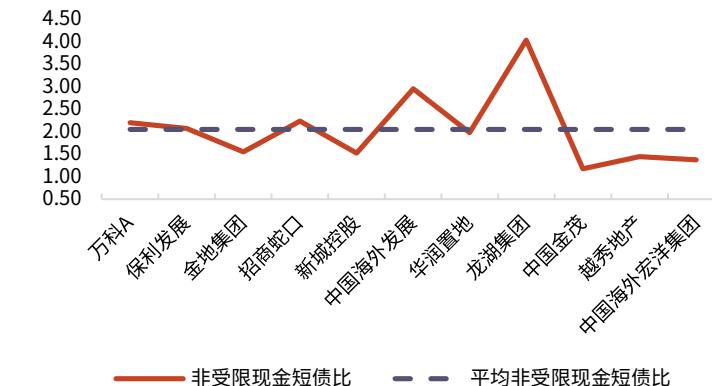
资料来源：Wind，光大证券研究所  
注：已将永续债调入有息负债

图41：11家重点房企22年H1净负债率



资料来源：Wind，光大证券研究所  
注：已将永续债调入有息负债

图42：11家重点房企22年H1非受限现金短债比

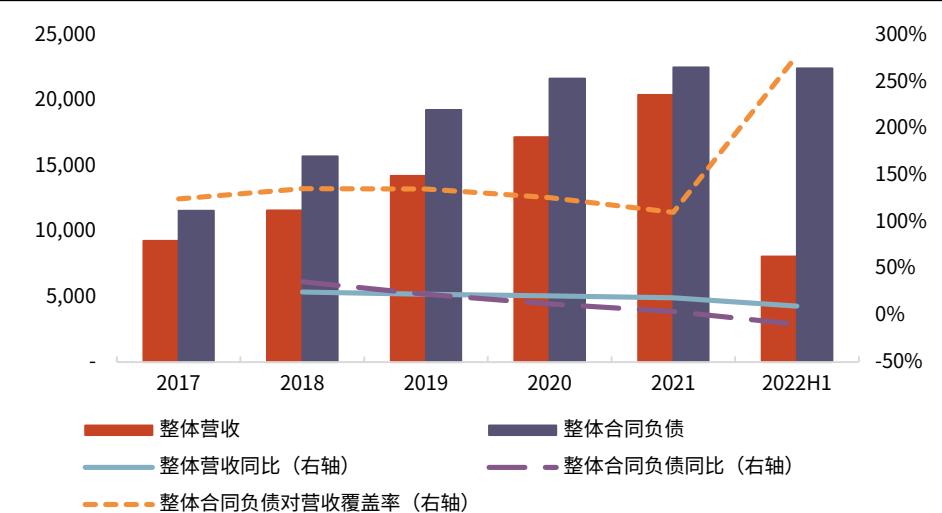


资料来源：Wind，光大证券研究所

## 4.7、行业销售下滑影响未来营收结转储备，存货规模增速放缓

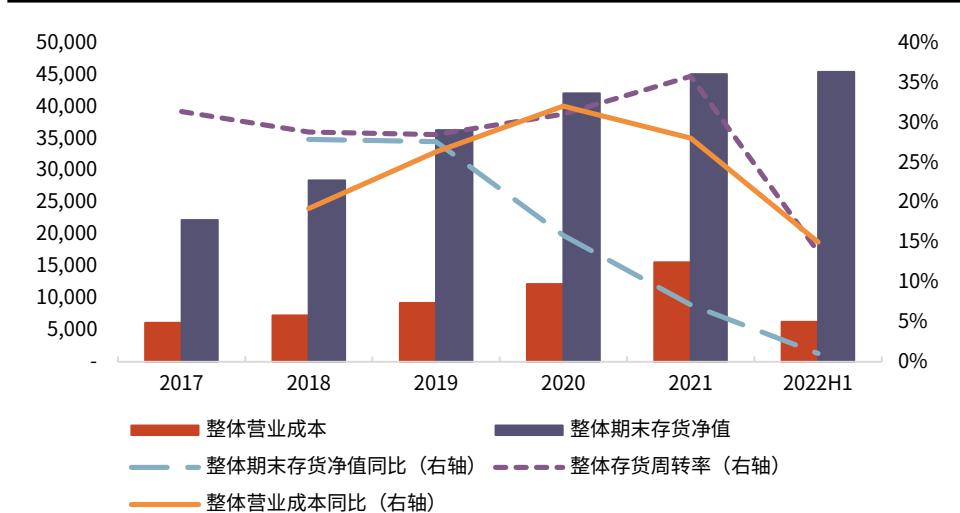
- 22年H1，11家重点房企整体合同负债对营收覆盖率为2.78倍，较21年H1降低0.6倍；受行业销售下滑、回款规模减小影响，11家重点房企22年H1合同负债规模同比减少9.7%，未来营收结转储备充裕度受冲击明显。
- 22年H1，11家重点房企整体存货周转率为13.8%，较21年H1提升1.2pct，与行业低毛利背景下结转营业成本同比正增长、行业新开工减速相关。

图43：11家重点房企整体合同负债对营收覆盖率



资料来源：Wind，光大证券研究所；单位：亿元

图44：11家重点房企整体存货周转率

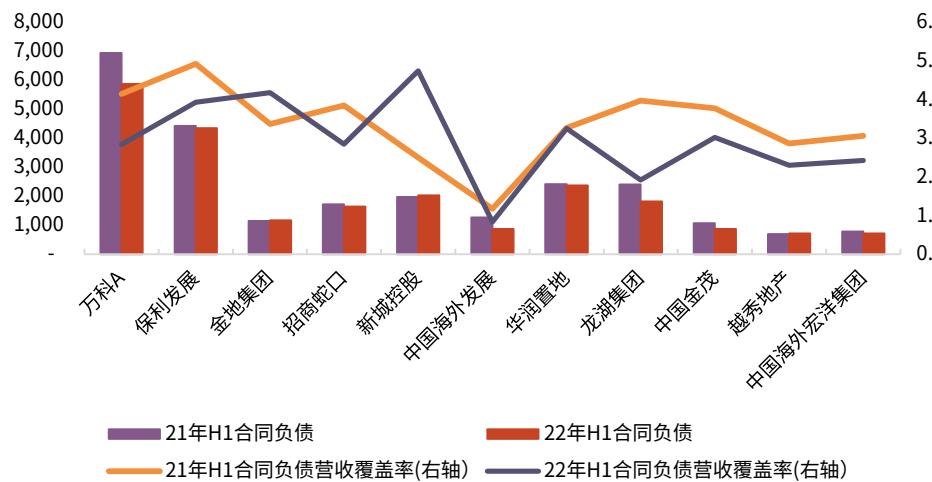


资料来源：Wind，光大证券研究所；单位：亿元

## 4.7.1、上半年房企营收保障系数普遍下滑，营运节奏分化显著

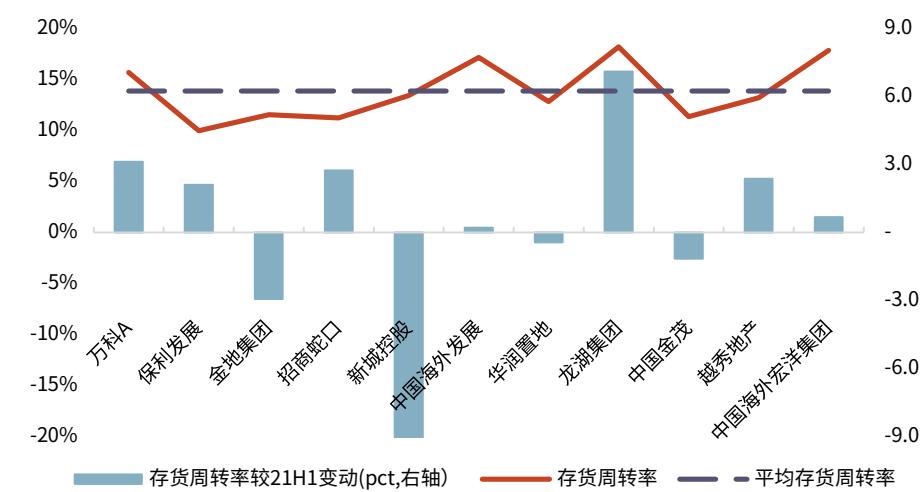
- 22年H1，以半年度营收计算，11家重点房企中合同负债对营收覆盖率最高的前三家公司为新城控股（4.75倍）、金地集团（4.18倍）、保利发展（3.93倍），其中新城控股与金地集团上半年营收结转规模同比负增长导致系数有所放大；保利发展未来结转储备较充足，未来收入规模增长的基础较稳固。
- 22年H1，存货周转率最高、提升幅度最多的公司为龙湖集团，主要因22年H1营收同比大幅提升；存货周转率同比下降幅度最大的公司为新城控股，主要因22年H1营收同比大幅下滑。

图45：11家重点房企22年H1期末合同负债营收覆盖率



资料来源：Wind，光大证券研究所；单位：亿元

图46：11家重点房企22年H1期末存货周转率

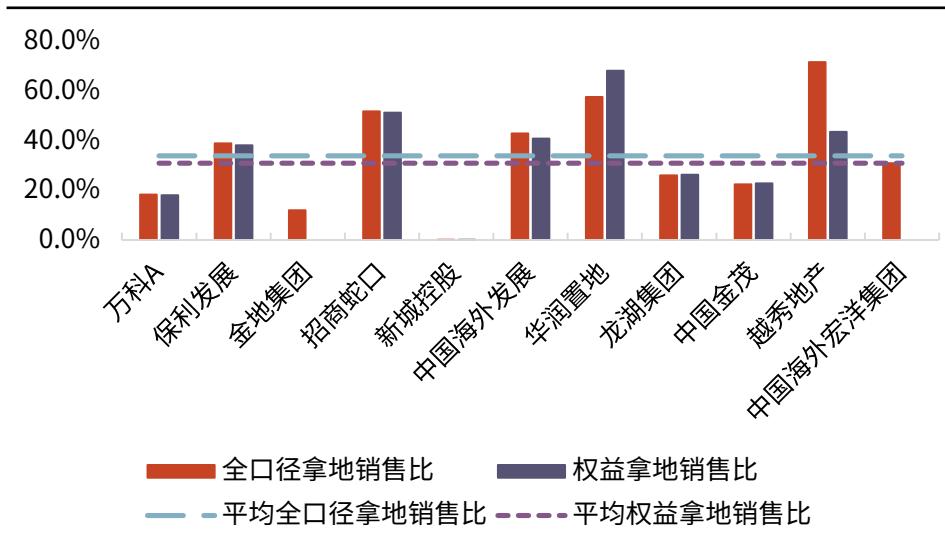


资料来源：Wind，光大证券研究所

## 4.8、11家重点房企22年1-10月拿地重点聚焦核心城市

- 22年1-10月，11家重点公司平均全口径拿地销售比为33.2%；除中国海外宏洋集团外，其余10家房企权益拿地销售比均值为31.1%，拿地强度高于均值的公司主要为国/央企，包括华润置地、越秀地产、招商蛇口、中国海外发展、保利发展。
- 22年1-10月，地产公司加强聚焦于核心城市，于一线及强二线城市拿地占比显著提高，三四线城市拿地占比较低，其中于一线城市拿地金额占比超过50%的公司有越秀地产、招商蛇口，于强二线城市拿地金额占比较高的有龙湖集团、中国金茂、华润置地、中国海外发展、保利发展等。

图47：11家重点房企22年1-10月拿地强度



资料来源：各公司公告，克而瑞数据中心，光大证券研究所

注：中国海外宏洋集团、金地集团因统计数据不足暂不计算权益拿地销售比。

请务必参阅正文之后的重要声明

表10：11家重点房企22年1-10月拿地金额城市占比

公司	一线城市	强二线城市	二线城市	三四线城市
万科A	32.5%	41.8%	17.9%	7.9%
保利发展	35.4%	43.5%	12.4%	8.8%
金地集团	48.4%	40.2%	0.0%	11.4%
招商蛇口	50.4%	38.0%	5.1%	6.5%
中国海外发展	45.7%	45.3%	6.9%	2.2%
华润置地	42.0%	46.5%	7.5%	4.0%
龙湖集团	14.8%	74.4%	3.7%	7.1%
中国金茂	41.0%	59.0%	0.0%	0.0%
越秀地产	61.2%	36.7%	2.1%	0.0%
中国海外宏洋集团	0.0%	33.5%	45.2%	21.3%
新城控股	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%

数据来源：各公司公告，光大证券研究所

注：城市级别分类参考国家统计局发布的70城分类及光大证券研究所补充调整。

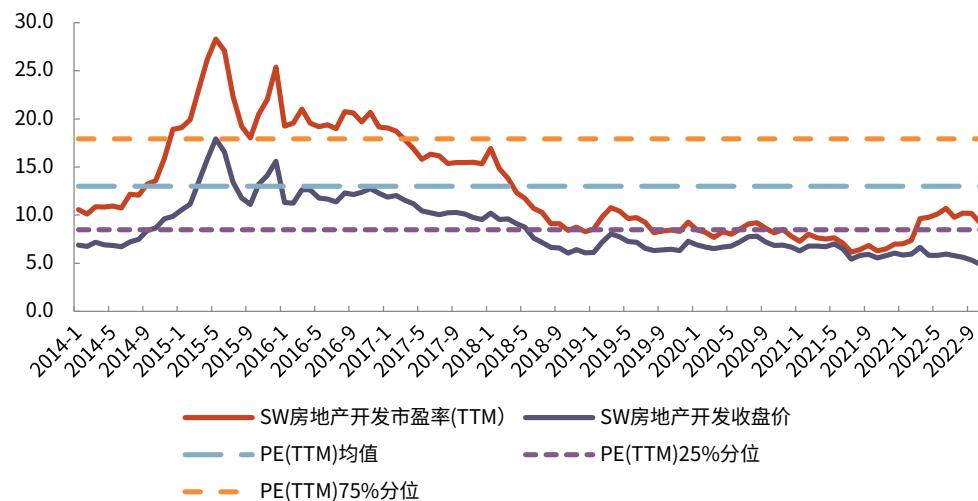
- 1、政策面：地产泡沫势头扭转，春风频吹静候花开
- 2、基本面：行业基本面磨底，宽松加码下待破局
- 3、REITs市场：华润有巢REIT获批，树立房企发行保租房REITs新标杆
- 4、板块分析：经营规模增速收敛，静待利润率企稳回升
- 5、投资建议：关注未来市占率与ROE回升，多元业务现金流稳步增长
- 6、风险提示

## 5.1、房地产板块PE抬升至近9年55%分位数，板块PB已长期低于1倍



- 截至22年11月25日，申万房地产板块动态PE为11.1倍，接近2014年以来历史PE的55%分位数，主要因步入11月后房地产利好政策频出，市场对投资房地产板块的风险偏好提升，盈利方面尚未明显出现拐点。
- 截至22年11月25日，申万房地产板块PB约0.91倍，自2021年以来持续低于1倍水平，低于2014年以来历史PB的25%分位数。
- 22年4月板块PE和PB历史首次出现“剪刀差”走势，板块PE较PB率先抬升，后期仍需业绩支撑才能维持PE中枢抬升。

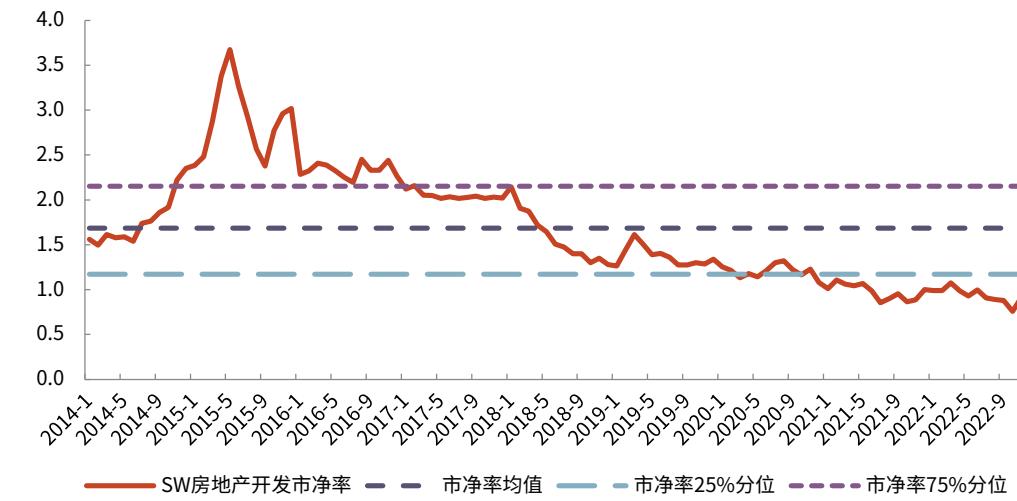
图48：申万房地产板块PE走势



资料来源：Wind，光大证券研究所；单位：倍、元。

注：数据统计时间截至2022-11-25。

图49：申万房地产板块PB走势



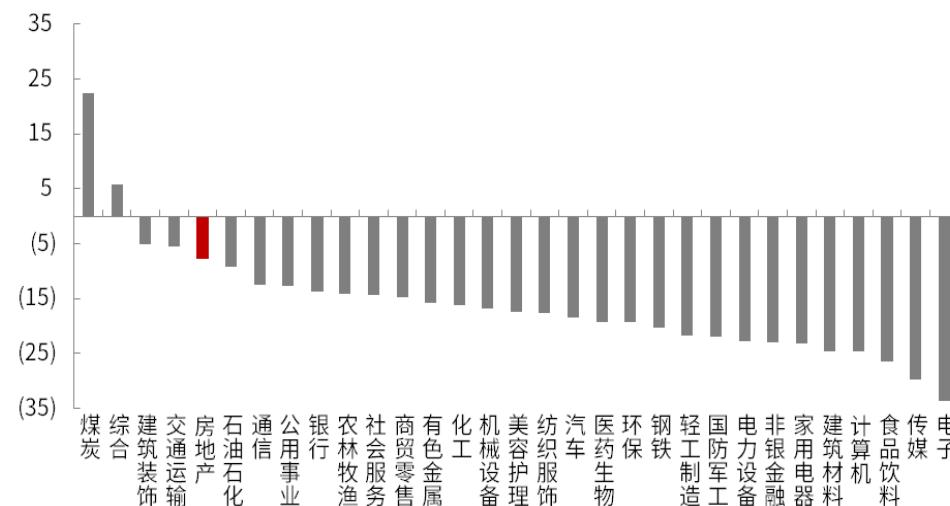
资料来源：Wind，光大证券研究所；单位：倍。

注：数据统计时间截至2022-11-25。

## 5.2、房地产板块行情将在基本面修复过程中波段演绎

- 回顾22年至今房地产板块行情，22年Q1在行业房企出险数量增加、销售下滑显著背景下，政策边际放松信号持续释放，激发3-4月份地产股超额收益行情；22年Q3地产销售复苏弱于市场预期引发行业回调；22年11月以来，房地产板块行情大幅反弹，截至22年11月25日，申万一级房地产板块本年跌幅收窄至7.58%，在申万31个行业中排名第5位，板块反弹明显。
- 从资产配置情况来看，公募基金对地产股持仓占比自21年Q2触底后逐步回升，22年Q1达到阶段性高点后小幅回落，22年Q3占净值比为0.44%，较22年Q1降低0.07pct；占股票投资市值比达2.0%，较22年Q1降低0.12pct。整体上，地产基本面在触底后短期仍将弱势修复，市场资金在期待与防守之间徘徊，波段性行情或将持续演绎。

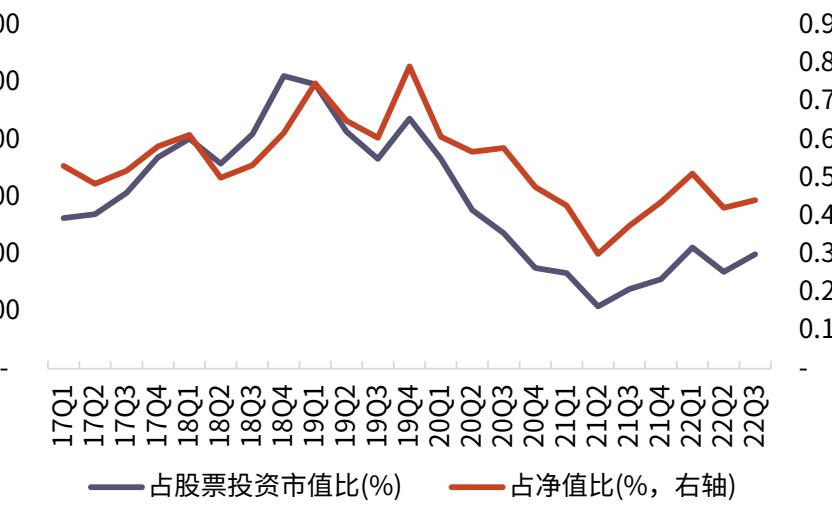
图50：2022年至今申万一级行业涨跌幅表现（%）



资料来源：wind，光大证券研究所；注：数据统计截至22年11月25日。

请务必参阅正文之后的重要声明

图51：公募基金对地产股持仓占比变动

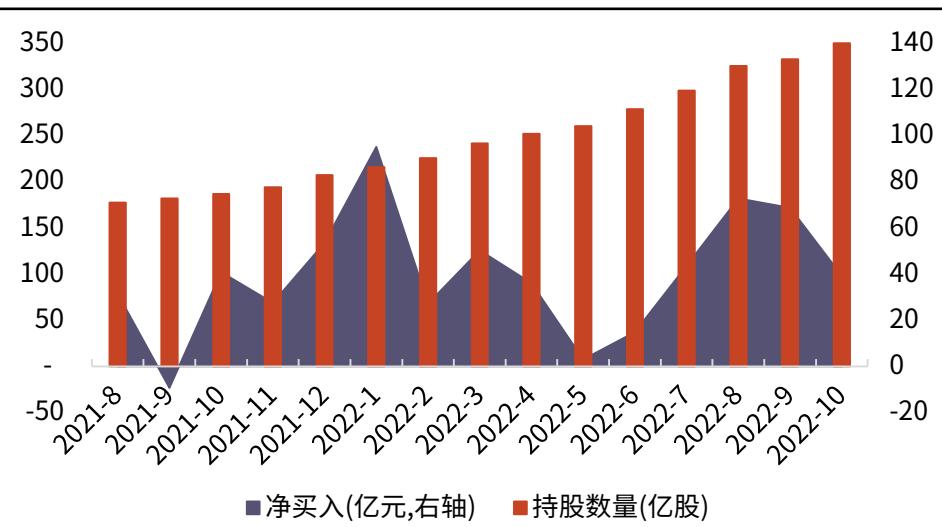


资料来源：wind，光大证券研究所

## 5.3、港股通投资者对优质房企持有信心，逆势加仓

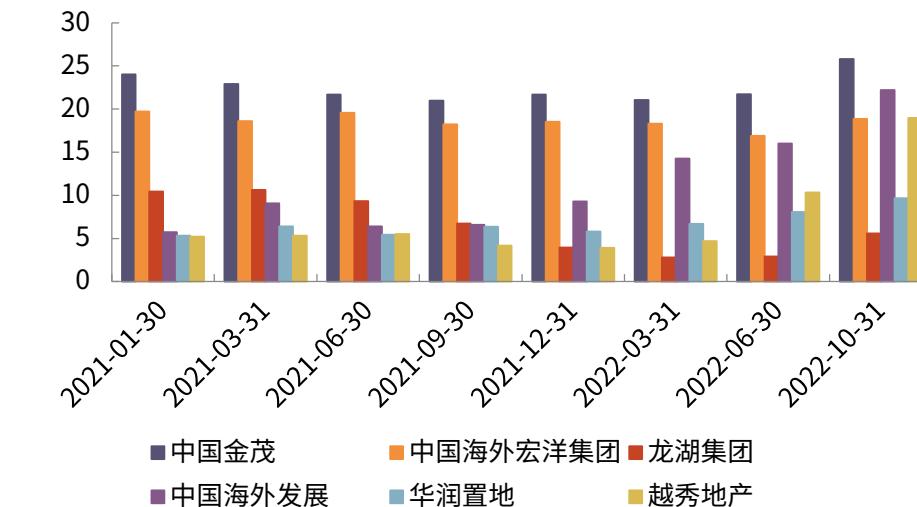
- 港股市场拥有众多头部优质房企，2022年在恒生科技指数及地产基本面下行之际，港股通对港股房企整体持股数量呈现持续上升趋势，22年前10个月南向资金对港股房地产板块都呈现净买入现象，体现港股通资金对增持经营稳健、信用优势显著的优质房企仍然保有信心。
- 截至22年10月，我们已覆盖的六家港股房企的港股通持股占自由流通股比例都呈上升趋势，其中越秀地产及中国海外发展港股通持股比例提升显著，22年前10个月分别提升15.09pct、12.91pct；中国金茂、中国海外宏洋集团、华润置地港股通持股比例稳步提升，龙湖集团则经历先降后升的过程。

图52：申万港股房地产行业港股通持股情况



资料来源：wind，光大证券研究所

图53：已覆盖港股房企的港股通持股占自由流通股比例 (%)



资料来源：wind，光大证券研究所

## 5.4、投资建议：关注市占率与ROE提升，多元业务经营现金流贡献增长



- 考虑房地产市场区域销售格局分化，未来拿地与销售聚焦核心一二线城市的房企销售修复与业绩回升确定性更强，看好一二线土储充裕、经营管理成熟、信用优势显著、品牌声誉优秀的龙头房企未来市占率与ROE率先提升，推荐保利发展、招商蛇口、中国金茂、中国海外发展等。
- 考虑到在当前国内房地产行业增量开发规模逐步见顶的趋势下，先布局多元赛道、注重运营升维、第二增长曲线经营现金流稳定增长的房企，经营规模及稳健性将得到更充分保障，推荐万科A/万科企业、龙湖集团等。
- 当前“租购并举、全面发展住房租赁市场”已成为建设房地产长效机制的重要内容，叠加房地产行业规模增量空间有限，房地产市场需要由高周转快开发向存量运营升维转型，市场对租赁住房和REITs等关注度提升，未来房地产REITs是行业向存量资产运营管理转型的关键，关注存量资产资源丰富、质地优异、管理高效的房企未来运用REITs提高资产回报率，形成稳定业绩贡献，推荐华润置地等。

## 5.5、投资建议：重点公司盈利预测及估值列表



综上，重点推荐保利发展、招商蛇口、中国金茂、华润置地，建议关注万科A/万科企业、中国海外发展、龙湖集团、越秀地产、金地集团、新城控股、中国海外宏洋集团。

表11：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价	EPS (元)				2021-2024的三年CAGR	PE				投资评级	
		(元/港元)	2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E	本次	变动
000002.SZ	万科A	17.32	1.94	2.02	2.31	2.69	11.5%	8.9	8.6	7.5	6.4	买入	维持
600048.SH	保利发展	16.84	2.29	2.37	2.49	2.71	5.8%	7.4	7.1	6.8	6.2	买入	维持
600383.SH	金地集团	11.30	2.08	2.20	2.33	2.38	4.6%	5.4	5.1	4.8	4.7	买入	维持
001979.SZ	招商蛇口	15.14	1.16	1.01	1.25	1.29	3.6%	13.1	14.9	12.2	11.7	买入	维持
601155.SH	新城控股	21.81	5.59	4.64	5.46	5.70	0.7%	3.9	4.7	4.0	3.8	买入	维持
600848.SH	上海临港	12.40	0.61	0.65	0.88	1.17	24.2%	20.3	19.1	14.1	10.6	买入	维持
2202.HK	万科企业	14.84	1.94	2.02	2.31	2.69	11.5%	7.0	6.7	5.9	5.0	买入	维持
0688.HK	中国海外发展*	20.50	3.32	3.34	3.40	3.80	4.6%	5.6	5.6	5.5	4.9	买入	维持
1109.HK	华润置地*	34.25	3.73	3.82	4.17	4.84	9.1%	8.4	8.2	7.5	6.5	买入	维持
0960.HK	龙湖集团*	21.85	3.57	4.04	5.01	5.68	16.7%	5.6	4.9	4.0	3.5	买入	维持
0817.HK	中国金茂*	1.72	0.45	0.53	0.57	0.65	13.0%	3.5	3.1	2.9	2.6	买入	维持
0123.HK	越秀地产*	9.35	1.34	1.32	1.41	1.50	3.8%	6.4	6.5	6.1	5.7	买入	维持
0081.HK	中国海外宏洋集团*	3.44	1.42	1.43	1.66	1.98	11.7%	2.2	2.2	1.9	1.6	买入	维持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-11-25；汇率按1HKD=0.9133CNY换算；

注：A股地产上市公司的股价和EPS均以人民币计价；H股地产上市公司的股价以港币计价，\*为EPS（核心）并以人民币计价。

## 5.6.1、保利发展 (600048.SH)：加速聚焦核心土储，销售经营稳扎稳打



22年前三季度公司实现营收1564亿元，同比增长13.0%；归母净利润131亿元，同比减少3.6%。

**22年H2销售修复态势稳健，重回行业第一可期：**22年1-10月公司全口径销售额为3631亿元，销售面积2182万平米，同比分别下降21.1%、23.8%，分别较22年H1同比降幅收窄5.2pct、2.0pct，整体销售修复趋势稳健，1-10月销售额位居克尔瑞销售排行榜第二名。

**一线土储充足，深耕核心38城：**22年1-10月，公司累计新增拿地总地价1411亿元，权益地价868亿元，权益土储建面599万平米，新增土储建面权益占比为69%，全口径拿地销售比为38.9%。公司重点聚焦长三角、珠三角、海西等深耕城市群及核心城市，于一线及强二线城市拿地金额占比79%，于38个核心城市拿地金额占比超90%。

**财务稳健，低成本直融渠道畅通：**截至22年Q3，公司剔除预收款后的资产负债率为66.35%，短期借款同比减少74.6%，长期借款同比减少1.5%，应付债券同比增长44.7%，直融渠道占比提升。22年Q3公司发行债券及中期票据合计5笔，发行利率在2.75%~3.4%之间，融资现金流充裕，综合融资成本持续降低。

**维持预测22-24年EPS分别为2.37/2.49/2.71元；当前股价对应22-24年PE估值为7.1/6.8/6.2倍。看好公司作为行业龙头的未来发展空间，维持“买入”评级。**

**风险提示：**销售、拿地不及预期，新开工、交付不及预期，合联营公司投资收益不及预期，行业下行超预期等风险。

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	243,208	285,024	317,088	334,427	338,848
营业收入增长率	3.06%	17.19%	11.25%	5.47%	1.32%
净利润（百万元）	28,948	27,388	28,388	29,771	32,452
净利润增长率	3.54%	-5.39%	3.65%	4.87%	9.00%
EPS（元）	2.42	2.29	2.37	2.49	2.71
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.06%	14.00%	13.08%	12.42%	12.33%
P/E	7.0	7.4	7.1	6.8	6.2
P/B	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-11-25

## 5.6.2、招商蛇口 (001979.SZ)：销售改善亮眼，逆势积极拿地



22年前三季度公司实现营收894.8亿元，同比增长9.45%；扣非归母净利润23.3亿元，同比减少52.18%。

**金九银十销售表现亮眼，销售修复强度领先头部房企：**22年7-10月单月销售额全部实现同比正增长，7-10月月均销售额269亿元，恢复至22年H1月均销售额的91%水平，其中金九银十单月销售额同比都达到50%正增长水平。22年1-10月合计实现销售额和销售面积2265亿元、836万平米，同比分别减少12.0%、25.1%，降幅比TOP20房企分别少28.4pct、21.7pct。

**备货积极，彰显发展信心，奠基业绩反弹：**22年1-10月，公司公告新拿地48幅，总地价1173亿元，全口径拿地销售比为51.8%，其中，于一线城市投资额占比50.4%，未来去化稳定性高；新增总土储建面665万平米，新增土储建面权益占比63%，未来母公司损益占比有望提升，奠定业绩反弹基础。

**产业园REITS运作日趋成熟，融资渠道丰富：**公司拟将旗下位于深圳光明科技园的部分资产出售给博时蛇口产园REIT（2021年由公司作为发起人及原始权益人发起设立），目前已开启REIT新购入基础设施项目申报，后续产业园资产或将陆续打包上市，加速重资产项目现金流回正，进一步丰富公司的现金流。

**维持预测22-24年EPS分别为1.01/1.25/1.29元；当前股价对应22-24年PE估值为14.9/12.2/11.7倍。公司积极补充优质土储，看好公司在本轮市场出清后提升市占率，维持“买入”评级。**

**风险提示：**销售、拿地不及预期，新开工、交付不及预期，产业园开发运营不及预期，行业下行超预期等风险。

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	129,621	160,643	181,236	197,377	191,682
营业收入增长率	32.71%	23.93%	12.82%	8.91%	-2.89%
净利润（百万元）	12,253	10,372	8,572	10,481	10,857
净利润增长率	-23.58%	-15.35%	-17.36%	22.27%	3.59%
EPS（元）	1.46	1.16	1.01	1.25	1.29
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.09%	9.54%	7.64%	8.83%	8.69%
P/E	10.4	13.1	14.9	12.2	11.7
P/B	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-11-25

## 5.6.3、中国金茂 (0817.HK): 价值洼地，稳健央企，成长可期



22年H1，公司实现营收287.5亿元，同比增长1%；实现归母净利润25.7亿元，同比减少40%。

**拿地节奏相对稳健，城市运营日益成熟贡献提升：**根据克而瑞数据，22年1-10月公司累计新增土地价值246.7亿元，较22年H1增加了208亿元，进入下半年拿地表现更加积极；同时私有化收购中国宏泰进程顺利，完成后有望获取环京区域大量城市运营项目土储，助力提升发展规模与利润率；22年H1，城市运营项目贡献25%销售额。

**ESG表现突出，品牌影响力提升，港股通持股比例持续提升：**22年10月中国金茂在GRESB中获评绿色三星级，位列东亚上市房企第三名，得分在TOP15房企中位列第一，近年来品牌影响力提升明显。截至22年11月8日，港股通持股中国金茂约13.74亿股，占自由流通股本比重25.69%，较21年末提升4.02pct，资金关注度持续提高。

**央企信用优势明显，低成本融资渠道畅通：**截至22年H1期末，公司“三道红线”指标保持绿档，净债务占调整后资本的比例为59%，财务状况稳健。22年H1，公司发行公司债共33亿元、CMBS共87.08亿元，票面利率介于3.2%-3.5%，资金成本较低。

维持预测22-24年核心EPS分别为0.53/0.57/0.65元；当前股价对应22-24年PE（核心）估值为3.1/2.9/2.6倍。公司坚持双轮两翼战略，拥有央企高信用优势，城市运营逐步发挥协同作用，经营稳健，维持“买入”评级。

**风险提示：**销售、拿地不及预期，新开工、交付不及预期，城市运营贡献不及预期，行业下行超预期等风险。

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营收(百万元，人民币)	60,054	90,060	97,146	105,951	115,260
收入增长率	38.5%	50.0%	7.9%	9.1%	8.8%
归母净利润(基本)(百万元，人民币)	3,881	4,690	6,140	7,389	8,410
归母净利润(基本)增长率	-39.8%	20.8%	30.9%	20.3%	13.8%
基本EPS(元，人民币)	0.31	0.37	0.48	0.58	0.66
核心EPS(元，人民币)	0.56	0.45	0.53	0.57	0.65
P/E(基本)	5.4	4.5	3.4	2.8	2.5
P/E(核心)	3.0	3.6	3.1	2.9	2.6
P/B	0.9	0.7	0.6	0.5	0.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-11-25；汇率：1港币兑换0.9133元人民币

## 5.6.4、华润置地(1109.HK): 基本盘稳健，土储拓展稳中有进



□ 22年H1，公司实现营收728.9亿元，同比减少1.1%；核心归母净利润101.6亿元，同比增长2.6%。

**销售表现强于大市，拿地强度较高，经营正向循环表现优异：**22年1-10月，公司实现全口径销售额2295.2亿元，同比下降8.3%，同比降幅低于20家主流重点房企平均值，6-10月份公司单月销售额同比皆实现正增长。22年H1，公司新增土储建面380万平米，总地价578亿元，全口径拿地销售比达47.8%，新增土储面积权益占比为76%，一二线城市投资占比92%。

**经营性不动产及轻资产管理业务保持韧性，增强抵御风险能力，充当经营稳定器。**22年H1，公司经营性不动产业务收入受减租影响同比下降8.2%至76亿元，占营收比例为10.4%；其中购物中心发展势头良好，截至2022年6月在营购物中心面积增加17.7%至726万平米。轻资产物业管理业务收入同比大幅增长31.5%至53亿元。

**财务管控稳健，保租房REIT发行树立行业标杆。**截至22年6月，公司扣预后资产负债率58.6%，净负债率34.6%，现金短债比2.32X，22年11月，华润有巢REIT正式获批，为国内首单市场化机构运营的保障房REIT产品，为公司再添融资新渠道，加速存量资产盘活，稳定的财务现金流充分赋能开发主业发展。

**维持预测22-24年核心EPS分别为3.82/4.17/4.84元；当前股价对应22-24年PE（核心）估值为8.2/7.5/6.5倍。公司作为央企地产财务稳健，土储充沛，经营性不动产业务稳健发展提高抵御风险能力，维持“买入”评级。**

**风险提示：**销售、拿地不及预期，新开工、交付不及预期，多元化业务发展不及预期，行业下行超预期等风险。

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	179,587	212,108	232,314	258,632	285,795
营业收入增长率	21.2%	18.1%	9.5%	11.3%	10.5%
归母净利润 (百万元)	29,810	32,401	33,153	35,797	40,666
归母净利润增长率	3.6%	8.7%	2.3%	8.0%	13.6%
基本EPS(元，人民币)	4.18	4.54	4.65	5.02	5.70
核心EPS(元，人民币)	3.38	3.73	3.82	4.17	4.84
P/E(基本)	7.5	6.9	6.7	6.2	5.5
P/E(核心)	9.2	8.4	8.2	7.5	6.5
P/B	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-11-25；汇率：1港币兑换0.9133元人民币

- 1、政策面：地产泡沫势头扭转，春风频吹静候花开
- 2、基本面：行业基本面磨底，宽松加码下待破局
- 3、REITs市场：华润有巢REIT获批，树立房企发行保租房REITs新标杆
- 4、板块分析：经营规模增速收敛，静待利润率企稳回升
- 5、投资建议：关注未来市占率与ROE回升，多元业务现金流稳步增长
- 6、风险提示

- **房地产行业宽松政策推进不及预期风险：**后续房地产宽松政策推行速度及落地效果或不及预期，或导致居民及企业信心修复缓慢、房企融资修复缓慢、房地产销售市场回暖滞缓，进而影响企业销售回款，拉长房地产开发运营周期，加大企业资金压力。
- **房地产市场需求不及预期风险：**一旦就业情况恶化或导致部分居民薪资缩水及家庭可支配收入下降，或影响居民购房需求及居民部门结构性信用扩张以及按揭贷款偿还。
- **房地产企业项目竣工不及预期风险：**当前新冠疫情反复，不排除未来疫情拖缓公司施工进度，从而影响竣工规模并导致企业业绩兑现不及预期的风险。
- **房地产企业多元化业务经营不佳风险：**当前新冠疫情反复，叠加房企多元业态可能受宏观经济环境变化或行业竞争环境恶化等因素影响，出现多元业务经营效果不及预期、投资回报收益率表现不佳等风险。
- **房地产企业信用风险：**房企债务规模仍较大，叠加“三道红线”降杠杆要求，部分房企信用风险仍有暴露可能，现金流管理能力较弱及负债结构较差的房企债务违约风险增加。

衷心  
感谢

光大证券研究所



房地产研究团队

分析师：何缅南

执业证书编号：S0930518060006

电话：021-52523801

邮件：[hemiannan@ebscn.com](mailto:hemiannan@ebscn.com)

联系人：周卓君

电话：021-52523855

邮件：[zhouzj@ebscn.com](mailto:zhouzj@ebscn.com)

联系人：庄晓波

电话：021-52523416

邮件：[zhuangxiaobo@ebscn.com](mailto:zhuangxiaobo@ebscn.com)

## 分析师声明

本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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A股主板基准为沪深300指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。