

# 房地产行业专题

超配

## 把握政策历史性机遇，迎接房地产行业新生——华夏中证全指房地产ETF投资价值分析

### 核心观点

**地产基本面犹待复苏，但政策历史性拐点已现。销售复苏缓慢，房价尚未企稳**，2022年1-10月，商品房销售面积累计同比-22.3%；销售均价累计同比-4.9%；10月单月，销售面积同比-23.2%；销售均价9687元/m<sup>2</sup>，环比-3.0%。从城市角度，百城住宅销售面积1-10月累计同比-35%。从房企角度，百强房企全口径销售额1-10月累计同比-45%。**投资持续走低，开竣工表现较弱**，2022年1-10月，房地产开发投资完成额累计同比-8.8%，新开工累计同比-37.8%，竣工面积累计同比-18.7%；10月单月，开发投资完成额同比-16.0%，新开工同比-35.1%，竣工面积同比-9.4%。从土地市场看，2022年1-10月，300城住宅土地成交建面同比-39%；10月单月，300城住宅土地成交溢价率为1.10%，维持低位。**融资改善有限，关键还是销售回款**，2022年1-10月，房企到位资金同比-24.7%，呈现磨底企稳态势；其中国内贷款部分累计同比-27%。**政策持续加码，历史性拐点已现**，尤其11月以来，地产转向性政策频出，继信贷、债权融资放开后，“第三支箭”股权融资的放开也已落地，为房企后续融资创造了更加宽松的空间。

**复盘本轮危机的起承转合**。本轮危机的根源是以过度快周转为核心特点的房企金融化，房企通过无息负债实现报表扩张，房企成为坐收左右息差的“土地银行”。2021年下半年预售资金监管的突然收紧，是危机的导火索，阻塞了房企的现金流量表。而收入预期下降、房价预期回落、烂尾担忧扰动这三座大山对冲了需求端政策放松的作用，房价下跌致使房企权益受损，**风险蔓延至资产负债表**。但随着疫情影响逐步减弱、收入预期边际好转、“保交楼”实质性推进，**转机已经不远**。需求是行业存在的根本理由，我们估算，2022至2030年，年均住宅需求仍有15亿平方米，远期亦不会低于9亿平方米，没有必要对行业过度悲观，期待需求回归常态。

**地产股：幽而复明，值得拥有**。博弈策略依然有效，我们认为自金融16条启动后，地产板块在后续较长的时间内，政策面、舆论面都将处于一个极度宽松的周期，不排除有更多供给端、需求端的放松政策出台。**同时基本面的配合也很重要**，随着收入信心改善、烂尾担忧缓和，基本面的改善值得期待。**重磅政策的持续落地，配合基本面回暖带来的困境反转，地产股修复的大机会到来**。不论是在危机中久经考验的优质房企、接近“上岸”的困境反转型标的、还是被开发拖累的物业板块，均具备较大的投资价值。

**华夏中证全指房地产ETF——布局新周期的起点**。华夏中证全指房地产交易型开放式指数证券投资基金（简称：华夏中证全指房地产ETF，代码：515060.OF）是一只契约型开放式的股票型基金和被动指数型基金，于2019年11月28日成立，2020年1月3日上市交易，基金经理为李俊。截至目前，李俊历任管理24只基金，在任管理17只基金，在管基金总规模为288.5亿元，近3年回报率10.61%，同时段沪深300回报率-3.04%，在管基金显著跑赢市场。

**风险提示：**宏观、疫情等不确定性，政策落地效果低于预期，房企信用风险事件超预期冲击。

### 行业研究·行业专题

#### 房地产

#### 超配·维持评级

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：王粤雷

0755-81981019

wangyuele@guosen.com.cn

S0980520030001

证券分析师：王静

021-60893314

wangjing20@guosen.com.cn

S0980522100002

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《房地产行业2022年12月投资策略-转向性政策频出，把握修复性大机会》——2022-11-29
- 《房地产行业重大事件点评-转向性政策持续演绎，股权融资全面放开》——2022-11-28
- 《房地产行业2023年度策略-幽而复明》——2022-11-25
- 《房地产行业双周报-基本面尚待修复，但政策拐点已现》——2022-11-17
- 《统计局10月房地产数据点评-基本面持续恶化，政策力度可期》——2022-11-15

## 内容目录

地产基本面犹待复苏，但政策历史性拐点已现.....	5
销售：复苏缓慢，房价尚未企稳.....	5
投资：持续走低，开竣工表现较弱.....	5
融资：改善有限，关键还是销售回款.....	6
政策：持续加码，历史性拐点已现.....	8
复盘本轮危机的起、承、转、合.....	11
危机之根：快周转时代的房企金融化.....	11
危机之起：预售资金监管比例陡升，阻塞现金流量表.....	14
危机之承：三座大山对冲放松政策，危及资产负债表.....	16
危机之转：收入预期边际好转，保交楼稳步推进.....	17
危机之合：期待需求回归常态.....	19
地产股：幽而复明，值得拥有.....	20
博弈策略依然有效，但基本面的配合越来越重要.....	20
2023 年地产股投资的三条主线.....	21
中证全指房地产指数简介.....	22
华夏中证全指房地产 ETF——布局新周期的起点.....	22
华夏中证全指房地产 ETF.....	22
华夏基金：基金管理龙头，伴随中国资本市场成长.....	23
基金经理：管理能力强，业绩显著跑赢市场.....	24

## 图表目录

图 1: 商品房销售面积累计同比增速.....	5
图 2: 商品房销售均价累计同比增速.....	5
图 3: 百城单月住宅销售面积及累计同比 (单位: 万 m <sup>2</sup> , %) .....	5
图 4: 百强房企单月销售额及当年累计同比 (单位: 亿元, %) .....	5
图 5: 房地产开发投资累计同比增速.....	6
图 6: 新开工面积累计同比增速.....	6
图 7: 竣工面积累计同比增速.....	6
图 8: 300 城住宅土地单月成交及累计同比.....	6
图 9: 房企内债当月发行额.....	7
图 10: 房企外债当月发行额.....	7
图 11: 房地产开发企业到位资金累计同比增速.....	7
图 12: 房地产开发企业国内贷款累计同比增速.....	7
图 13: 国内贷款占比 vs 销售回款占比.....	7
图 14: 国内贷款拉动 vs 销售回款拉动.....	7
图 15: 2022 年以来房地产政策推出过程的四个阶段.....	10
图 16: 金融模式下, 房企成为赚“息差”的“土地银行” .....	12
图 17: 房企历年 ROIC 均值约 10%, 高于债务成本 (单位: %) .....	13
图 18: 其他应付款在中负债中的比例 (单位: %) .....	13
图 19: 房地产板块净利润率持续下降 (单位: %) .....	13
图 20: TOP100 房企拿地占比.....	13
图 21: 古典模式与金融模式的经营差异.....	14
图 22: 历年下半年销售额 (单位: 亿元) .....	15
图 23: 历年下半年新增居民中长期贷款 (单位: 亿元) .....	15
图 24: 2020 与 2021 年末母公司货币资金在集团中的占比.....	15
图 25: 近一年房贷利率持续下降 (单位: %) .....	16
图 26: 居民收入预期指数 (单位: %) .....	16
图 27: 百度“暴雷”搜索指数.....	17
图 28: 预期房价上涨与下跌的人数占比 (单位: %) .....	17
图 29: 2030 年及远期新建住宅需求测算 (单位: 亿平方米) .....	20
图 30: 2022 年地产股超额收益 (相对沪深 300) .....	21
图 31: 华夏基金管理规模和基金数量.....	24
图 32: 华夏基金各类型基金管理规模占比 (2022. 11. 28) .....	24
图 33: 华夏基金资产配置.....	24
图 34: 华夏基金股票行业配置 (2022 年中报) .....	24

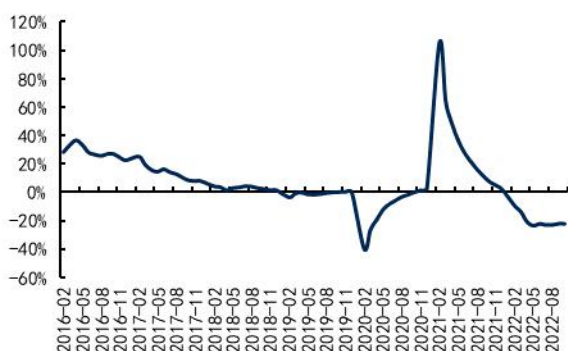
表1：2016 年至今历次中央政治局会议关于房地产的表述.....	8
表2：2022 年以来中央针对房地产市场的部分表态.....	10
表3：中央层面“保交楼”相关措施或表态.....	17
表4：地方层面“保交楼”相关措施或表态.....	18
表5：中长期住宅需求测算.....	19
表6：中证全指房地产指数基本信息.....	22
表7：指数前十大成分股（2022. 11. 28）.....	22
表8：华夏中证全指房地产交易型开放式指数证券投资基金.....	23
表9：李俊在管基金产品（2022. 11. 28）.....	25

## 地产基本面犹待复苏，但政策历史性拐点已现

### 销售：复苏缓慢，房价尚未企稳

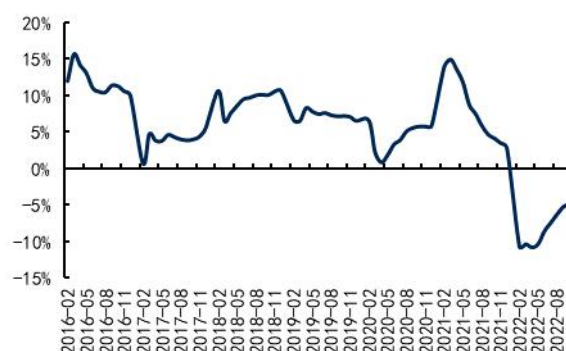
2022年1-10月，商品房销售面积累计111179万 $\text{m}^2$ ，同比-22.3%；商品房销售均价为9789元/ $\text{m}^2$ ，累计同比-4.9%。10月单月，销售面积同比-23.2%；销售均价9687元/ $\text{m}^2$ ，环比-3.0%。从城市角度，百城住宅销售面积1-10月累计同比-35%，10月单月同比-18%。从房企角度，百强房企全口径销售额1-10月累计同比-45%，10月单月同比-32%。销售受居民收入和房价上涨预期减弱、担忧期房交付等因素影响，回暖动能仍显不足。

图1：商品房销售面积累计同比增速



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图2：商品房销售均价累计同比增速



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图3：百城单月住宅销售面积及累计同比（单位：万 $\text{m}^2$ ，%）



资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图4：百强房企单月销售额及当年累计同比（单位：亿元，%）



资料来源：克而瑞，国信证券经济研究所整理

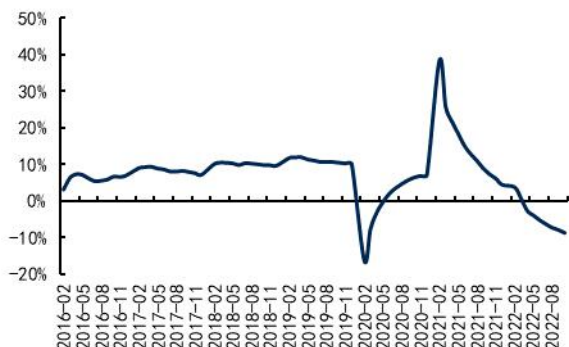
### 投资：持续走低，开竣工表现较弱

开发投资表现较差主要有两方面因素：一是房企资金压力较大，施工活动开展受到影响，导致建安投资支撑减弱；二是房企投资意愿不足，土地市场热度持续走低，土地购置费也对开发投资造成了拖累。2022年1-10月，房地产开发投资完成额累计为113945亿元，同比-8.8%；新开工面积累计103722万 $\text{m}^2$ ，同比-37.8%；



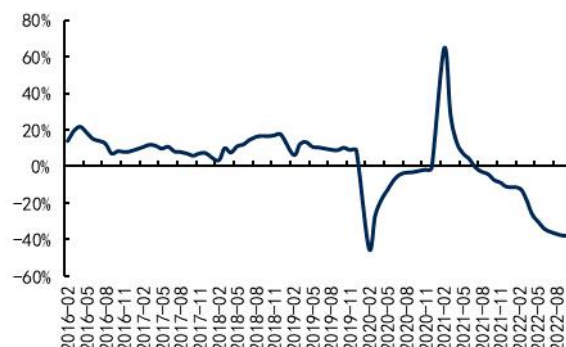
竣工面积累计 46565 万  $m^2$ ，同比-18.7%。10 月单月，开发投资完成额同比-16.0%，新开工面积同比-35.1%，竣工面积同比-9.4%。从土地市场看，2022 年 1-10 月，300 城住宅土地累计成交建面为 39791 万  $m^2$ ，累计同比-39%；10 月单月，300 城住宅土地当月成交溢价率为 1.10%，维持低位。

图5: 房地产开发投资累计同比增速



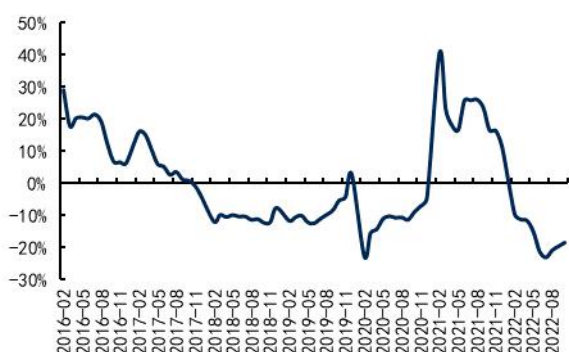
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图6: 新开工面积累计同比增速



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图7: 竣工面积累计同比增速



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图8: 300 城住宅土地单月成交及累计同比



资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

## 融资：改善有限，关键还是销售回款

虽然有不少优质房企受到金融机构的融资支持，但房企整体融资情况改善有限。2022 年 1-10 月，房企累计发行国内债券 4641 亿元，同比-17%；累计发行海外债券 1226 亿元（已折算为 RMB），同比-56%；合计债券融资金额 5867 亿元，同比-30%。根据统计局数据显示，2022 年 1-10 月，房企到位资金 125480 亿元，同比-24.7%，呈现磨底企稳态势。虽然由于外部融资额恢复缓慢，房企到位资金中的国内贷款部分累计同比-27%，但销售回款（即按揭贷款、定金及预收款两项之和）的拖累减弱，可见销售复苏、回款加速是到位资金修复的关键。

图9: 房企内债当月发行额



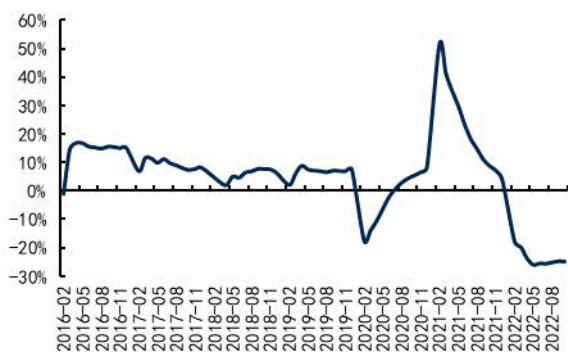
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 房企外债当月发行额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 房地产开发企业到位资金累计同比增速



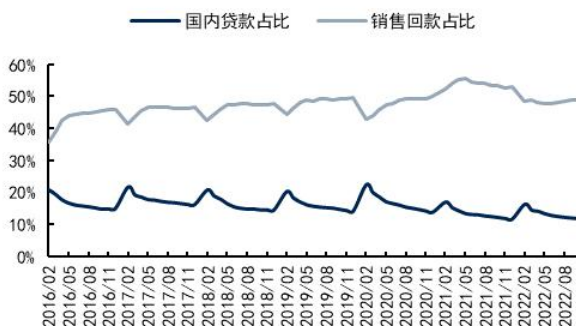
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图12: 房地产开发企业国内贷款累计同比增速



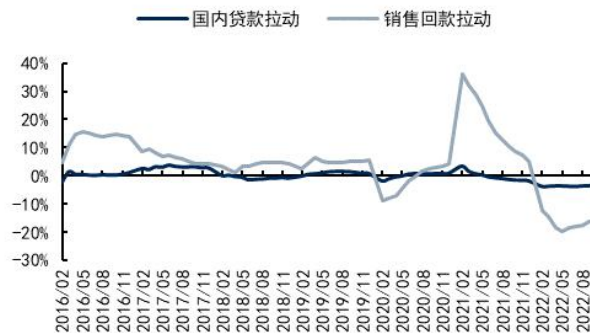
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图13: 国内贷款占比 vs 销售回款占比



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图14: 国内贷款拉动 vs 销售回款拉动



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

## 政策：持续加码，历史性拐点已现

2022 年房地产行业的困难程度是空前的，销售、投资、融资均出现了明显而持续的下降。在此背景下，高层对房地产态度的明显转变是相关政策力度不断加大的关键。历年来，政治局会议中关于房地产行业的定调一直是房地产政策走势重要的风向标，回溯 2016 年至 2021 上半年，行业基本面的各项数据除 2020 年初受疫情短暂冲击外，都处于较好水平，因此当时地产相关政策基调偏紧，尤其 2021 上半年，中央全面调控房地产市场，严控信贷并敦促热点城市及时出台调控措施。但自 2021 年下半年以来，房地产行业基本面急转直下，房企信用事件频发，中央对地产的政策基调显著软化。2022 年，地产行业基本面持续承压，中央政策基调也出现了确定性的转向。

- ◆ 2021 年 12 月 6 日，中央政治局会议提出，要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，促进房地产业健康发展和良性循环。
- ◆ 2022 年 4 月 29 日，中央政治局会议提出，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，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。
- ◆ 2022 年 7 月 28 日，中央政治局会议提出，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。

表1：2016 年至今历次中央政治局会议关于房地产的表述

日期	表述
2016 年 4 月 29 日	要按照加快提高户籍人口城镇化率和深化住房制度改革的要求， <b>有序消化房地产库存</b> ，注重解决区域性、结构性问题，实行差别化的调控政策。
2016 年 7 月 26 日	<b>抑制资产泡沫</b> 和降低宏观税负。
2016 年 10 月 28 日	注重 <b>抑制资产泡沫</b> 和 <b>防范经济金融风险</b> 。
2016 年 12 月 9 日	加快研究建立符合国情、适应市场规律的房地产平稳健康发展 <b>长效机制</b> 。
2017 年 4 月 25 日	要加快形成促进房地产市场稳定发展的 <b>长效机制</b> 。
2017 年 7 月 24 日	要稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立 <b>长效机制</b> 。
2017 年 12 月 8 日	加快住房制度改革和 <b>长效机制</b> 建设。
2018 年 4 月 23 日	要 <b>推动信贷、股市、债市、汇市、楼市健康发展</b> ，及时跟进监督，消除隐患。
2018 年 7 月 31 日	下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序， <b>坚决遏制房价上涨</b> 。加快建立促进房地产市场平稳健康发展 <b>长效机制</b> 。
2018 年 10 月 31 日	/
2018 年 12 月 13 日	/
2019 年 4 月 19 日	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的 <b>长效调控机制</b> 。
2019 年 7 月 30 日	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位， <b>落实房地产长效管理机制</b> ， <b>不将房地产作为短期刺激经济的手段</b> 。
2019 年 12 月 6 日	/
2020 年 4 月 17 日	/
2020 年 7 月 30 日	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展。
2020 年 12 月 11 日	强化反垄断和防止资本无序扩张， <b>促进房地产市场平稳健康发展</b> 。
2021 年 4 月 30 日	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，增加保障性租赁住房和共有产权住房供给，防止以 <b>学区房</b> 等名义炒作房价。
2021 年 7 月 30 日	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位， <b>稳地价、稳房价、稳预期</b> ，促进房地产市场平稳健康发展。加快发展租赁住房，落实用地、税收等支持政策。
2021 年 12 月 6 日	要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，促进房地产业健康发展和 <b>良性循环</b> 。
2022 年 4 月 29 日	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策， <b>支持刚性和改善性住房需求</b> ， <b>优化商品房预售资金监管</b> ，促进房地产市场平稳健康发展。
2022 年 7 月 28 日	要稳定房地产市场， <b>坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位</b> ， <b>因城施策用足用好政策工具箱</b> ， <b>支持刚性和改善性住房需求</b> ， <b>压实地方政府责任</b> ， <b>保交楼、稳民生</b> 。

资料来源：中国政府网、人民网，国信证券经济研究所整理



今年房地产政策的推出过程可概括为四个阶段，且放松力度和范围不断加大：

**第一阶段：2022 年 1-3 月，高层对房地产放松的态度转向默许，各城市纷纷松绑限购限贷政策。**1 月，5 年期 LPR 在 22 个月后首次下降 5bp 至 4.6%。2 月，山东菏泽打响放松限购“第一枪”，重庆、江西赣州将首套首付比下调至 20%，且未被撤回。3 月，郑州率先发布房地产“一揽子”政策，取消认房又认贷，成为第一个全面提振房地产市场信心的二线省会城市。

**第二阶段：2022 年 4-6 月，以 429 政治局会议为标志，高层对房地产放松的态度从“默许”走向“支持”。**4 月，央行、外汇管理局联合印发金融 23 条，提出要因城施策实施好差别化住房信贷政策，保持开发贷平稳有序投放。5 月，首套房贷利率下限调整为五年期 LPR 减 20BP，叠加 5 年期 LPR 年内第二次下降 15bp 至 4.45%，最低房贷利率降至 4.25%。**地方政府努力降低购房门槛。**6 月，温州发布“安居贷”、郑州鼓励棚改房票安置、珠海推出“一人购房全家帮”。

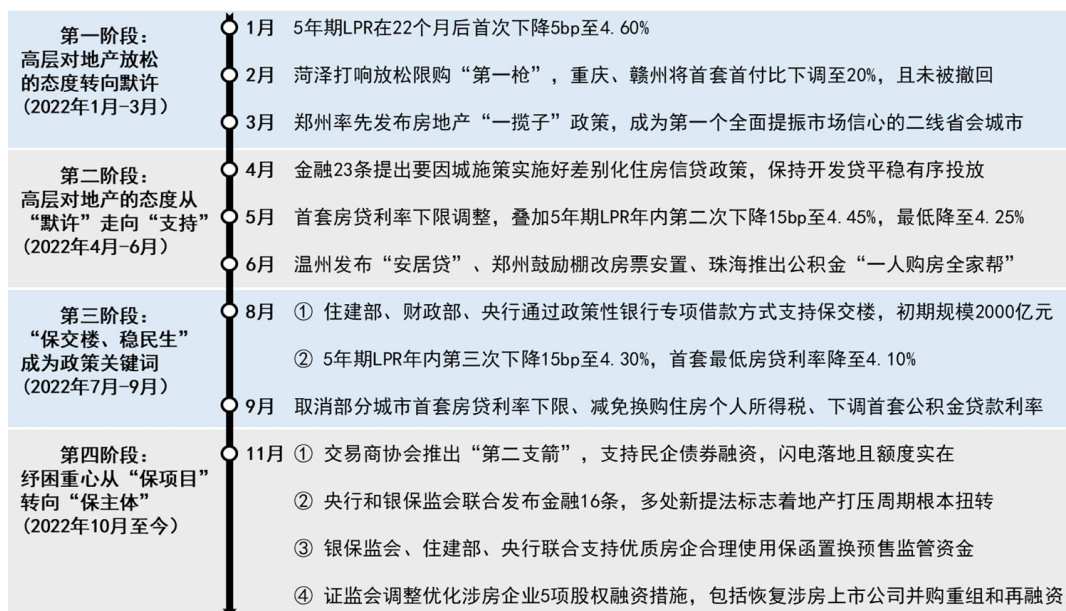
**第三阶段：2022 年 7-9 月，以 728 政治局会议为标志，“保交楼、稳民生”成为政策关键词。**8 月，住建部、财政部、央行通过政策性银行专项借款方式支持保交楼，初期规模 2000 亿元。各地政府纷纷响应，如郑州设立 100 亿元房地产纾困专项基金，并于 9 月印发保交楼专项行动实施方案。**此外，高能级需求端政策也逐步出台。**8 月，5 年期 LPR 年内第三次下降 15bp 至 4.30%，首套最低房贷利率降至 4.10%。9 月，央行和银保监会取消部分城市首套房贷利率下限、财政部减免换购住房个人所得税、央行下调首套房公积金贷款利率。

**第四阶段：10 月至今，高层逐渐将纾困重心从“保项目”转向“保主体”，尤其 11 月以来，房企融资端政策接踵而至：**

- ◆ 交易商协会推出“第二支箭”，支持民企债券融资，截至目前储架式注册发行额度超 900 亿元，拟发行超 40 亿元，闪电落地且额度可观；
- ◆ 央行和银保监会联合发布金融 16 条，多处新提法标志着地产打压周期根本扭转，“金融 16 条”的发布标志着房企融资端极度宽松的政策周期开启；
- ◆ 银保监会、住建部、央行联合支持优质房企合理使用保函置换预售监管资金；
- ◆ 证监会调整优化涉房企业 5 项股权融资措施，明确支持和放开了房地产企业的重组上市和再融资需求，政策出现全面转向，且放开程度高，至此，继信贷、债权融资放开后，“第三支箭”股权融资的放开也已落地。

除此之外，房地产需求端政策放松的城市能级也在逐步上移，北京通州、上海临港限购放宽，杭州二套首付比例降至 40%。**我们认为，自“金融 16 条”后，地产板块在后续较长的时间内，政策面、舆论面都将处于一个极度宽松的周期，后续不排除有更多供给端、需求端的政策同时出台。**

图15: 2022 年以来房地产政策推出过程的四个阶段



资料来源：相关政府网站，国信证券经济研究所整理

表2: 2022 年以来中央针对房地产市场的部分表态

时间	表态单位	表态内容
2月8日	央行、银保监会	明确保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理，加大对保障性租赁住房的支持力度。
3月2日	银保监会主席郭树清	去年房价下降，房地产的泡沫化、货币化的问题发生了根本性的扭转，楼市不像以前那么活跃，但是住房还是需要的，特别是租赁住房，做这方面的金融服务很有意义。现在房地产的价格做调整，需求方面结构产生变化，对金融业来说是好事，但是我们不希望调整得太剧烈，对经济影响得太大，还是要平稳的转换。
3月5日	全国两会	继续保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，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，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。
3月16日	国务院金融委	关于房地产企业，要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。
4月18日	央行、外汇管理局	强调因城施策，合理确定商业性个人住房贷款的最低首付款比例、最低贷款利率要求，支持房地产开发企业、建筑企业合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。
4月20日	央行、银保监会	区分项目风险与企业集团风险，不盲目抽贷、断贷、压贷，保持房地产融资平稳有序。要按照市场化、法治化原则，做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融服务。
4月24日	住建部	要坚持底线思维，高度重视房地产领域风险，防范化解城乡建设领域风险，坚决守住不发生系统性风险的底线。
4月29日	中共中央政治局	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，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	首套房贷利率下限调整为不低于5年期LPR减20BP，二套房贷利率下限不变；在此基础上，各城市自主确定首套和二套房按揭贷款利率加点下限。
7月17日	银保监会	针对多地业主因楼盘延期交付宣布停止还贷事件，银行既要遵循市场化、法治化原则，又要主动承担社会责任，千方百计推动“保交楼”；主动参与合理解决资金硬缺口的方案研究，做好具备条件的信贷投放，协助推进项目快复工、早复工、早交付；依法保障金融消费者合法权益。
7月28日	中共中央政治局	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16日	国家卫健委等十七部门	进一步完善和落实积极生育支持措施，精准实施购房租房倾斜政策，住房政策向多子女家庭倾斜。
8月19日	住建部、财政部、央行	通过政策性银行专项借款支持已售逾期难交付住宅项目建设交付，精准聚焦“保交楼、稳民生”。
8月19日	银行间市场交易商协会	通过中债增进公司增信支持的方式支持民营企业发债融资，首批试点企业包括龙湖集团、金地集团、碧桂园、旭辉控股、新城控股、远洋集团。
9月29日	央行、银保监会	阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限。
9月30日	财政部、税务总局	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	下调首套个人住房公积金贷款利率0.15个百分点，5年以下和5年以上利率分别调整为2.6%和3.1%。

11月8日 银行间市场交易商协会 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债融资。  
11月11日 央行、银保监会 发布《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》（金融16条），多处新提法态度转向明显。  
11月14日 银保监会、住建部、央行 发布《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》，支持优质房企合理使用预售监管资金。  
11月28日 证监会 调整优化涉房企5项股权融资措施，包括恢复涉房上市公司并购重组和再融资。

资料来源：相关政府网站，国信证券经济研究所整理

## 复盘本轮危机的起、承、转、合

对于中国房地产行业（以及地产链）而言，2022年是极其不同寻常的。几乎一路下行的基本面，是萧条的基调，应接不暇的负面事件，是递进的桥段，各地持续的放松政策，反而成了对基本面的讽刺。

原因在于，本轮危机的根源、烈度和广度都与以往截然不同，横向与纵向比较都无法给出具有较强指导意义的结论，同时，对危机的分析本身就是对行业的反思。因此我们对本轮危机进行回顾和总结。

### 危机之根：快周转时代的房企金融化

本轮地产危机的根源在于快周转的异化。快周转从最初的“不囤地不捂盘，赚经营的钱而不是土地增值的钱”，异化为实现金融化的工具（**本文后续所称快周转模式，均指异化后的快周转模式，并非字面意义上的快周转模式。**），这是2015年至2021年整个地产行业的最大改变，也是本轮危机的根源。

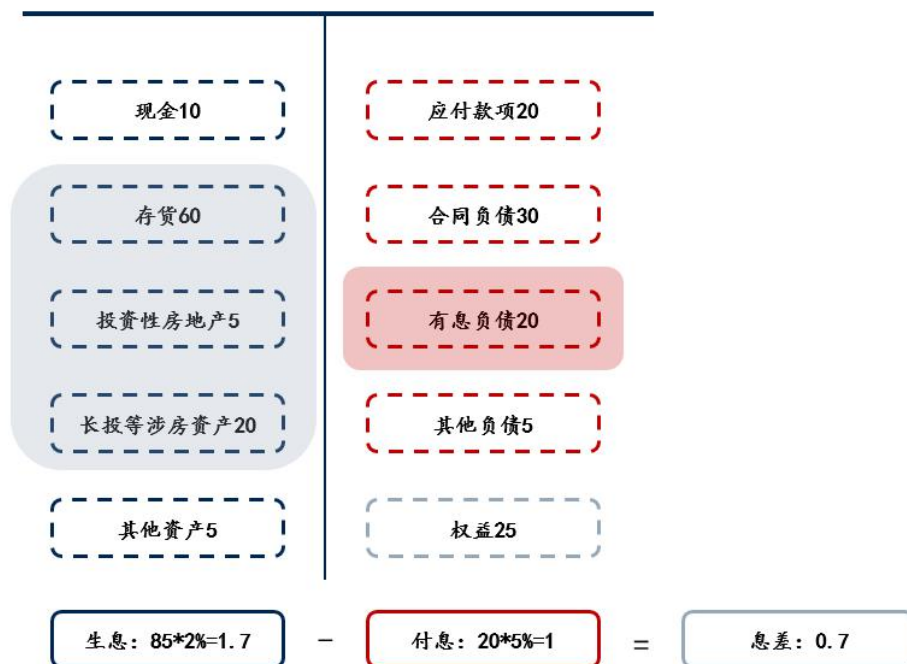
#### 什么是金融化？

对房企而言，就是从赚项目开发的钱，变成赚资产负债表左右“息差”的钱。原本是一个个项目彼此独立、线性叠加构成的房企（基于房企项目列表的研究都是基于这一假设），变成跨项目、跨城市、乃至跨区域调配资金的“资金池”。

作为一个整体，企业不同区域间调配资金原本无可非议，但房企不同。预售制下，房企从项目公司调配出去的资金本身并不完全属于房企，项目公司作为“生产车间”的同时，还扮演了融资工具的角色。从A项目公司融资获取的无息资金，变成了B项目公司的资本（土地），B项目公司再次融资，变成C项目公司的资本（土地）。

需要注意的是，这种模式有一个关键条件，就是预售资金的自由调用，这一条件在2021年之前基本都是成立的。也正是2021年下半年这一条件的突然失效，才引爆了这轮信用危机，这一点我们会在下文详细讨论。

图16: 金融模式下, 房企成为赚“息差”的“土地银行”



资料来源: 国信证券经济研究所整理

注:

1. 从公司金融角度, 严格来讲还要考虑权益成本、有息债务的税盾效应、资本化利息等, 我们在以往报告中已有详细论述, 上图仅作示意。
2. 方便起见, 以房企总资产为 100 (无单位) 计算。

## 金融化的优势

相对于古典模式 (2014 年及之前的主流模式), 快周转模式 (或称金融模式) 具有哪些优势, 使其称为 2015 年之后全行业的普遍追求? 一是能承受高成本融资, 二是能承受低质量土地。

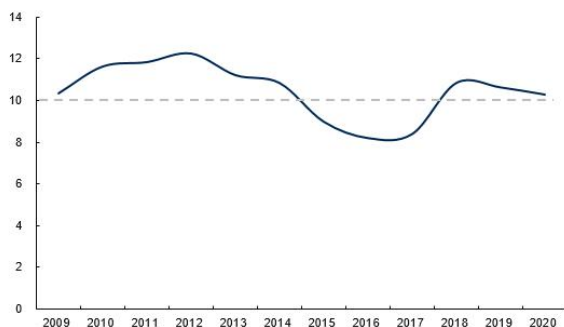
### 一是能承受高成本融资

金融模式对融资成本的高耐受度可以从两个层面理解, 一是在项目层面, 由于预售资金可以自由使用, 因此融资成本尽管高, 但用的时间短; 二是在集团整体层面, 就是高去化和预售资金自由使用, 使得集团的 ROIC 高于债务成本, 在此情况下举债就是划算的。

这使得同等条件下, 快周转房企能够获取的金融资源是更多的, 使用起来也更加自由 (开发贷不能拿去拿地, 但显然前融可以、债券可以、预售资金包装一下也可以)。2015 年开始, 房企合作开发迅速增加、债券/非标大爆发, 都是金融化的反映。

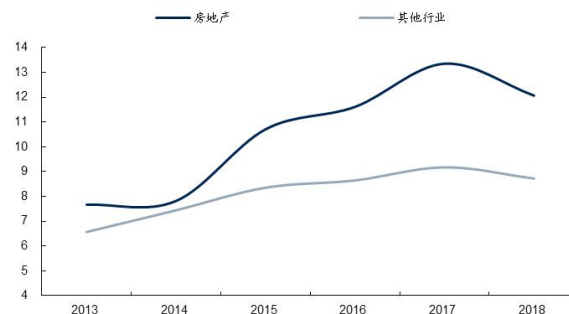


图17: 房企历年 ROIC 均值约 10%, 高于债务成本 (单位: %)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图18: 其他应付款在中负债中的比例 (单位: %)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

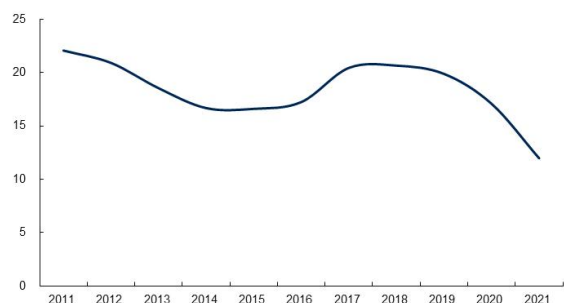
## 二是能承受低质量土地

金融模式下, 房企是一个“资金池”, 因此即使是当时看起来利润率很低甚至为负的项目, 也是可以被接受的。因为: 1. 在一定时期内, 该项目是现金净流入的 (预售制), 而净流入的现金变成的另一块土地可能赚钱; 2. 当时不赚钱不代表未来不赚钱, 只要房价上涨, 不赚钱的项目可能变得赚钱。**就像一艘大船。只要不是每一个船舱都进水, 大船就不会沉, 只要不出现房价的普遍性的下跌, 就没问题。** (很遗憾的是 2022 年出现了这一情况。)

这种情况反映到行业上, 就是房企利润率的普遍降低, 这在 2020 年开始已经体现于报表上。反映到公司上, 就是越是快周转的企业越是能拿到足够多的土地, “拿地集中度”上升。(如果认清当时的拿地集中度上升是不同模式的结果, 而不是强者恒强的结果, 自然能够理解本年拿地集中度的下降。)

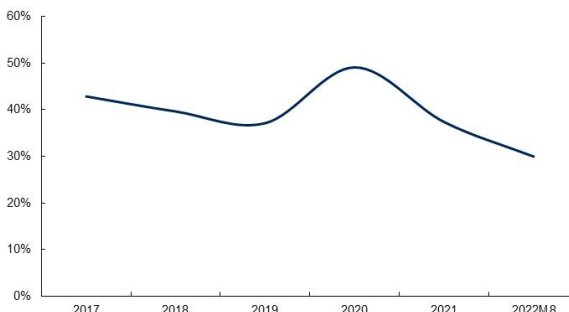
当然, 尽管金融模式相对于古典模式具备了明显优势, 但也有不少企业由于各种主观原因 (利润率要求、经营策略等) 或客观原因 (花式融资限制、经营效率较低等) 没有走上或者没有完全走上金融化的道路, 典型就是多数区域性房企和国企央企。

图19: 房地产板块净利润率持续下降 (单位: %)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图20: TOP100 房企拿地占比



资料来源: 中指院, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理



## 金融化的后果

金融化的优势造就了一批迅速扩张、弯道超车的房企，但也埋下了很大的隐患，这些隐患在岁月静时极少被人关注到。整体而言，金融化埋下的隐患主要有二：

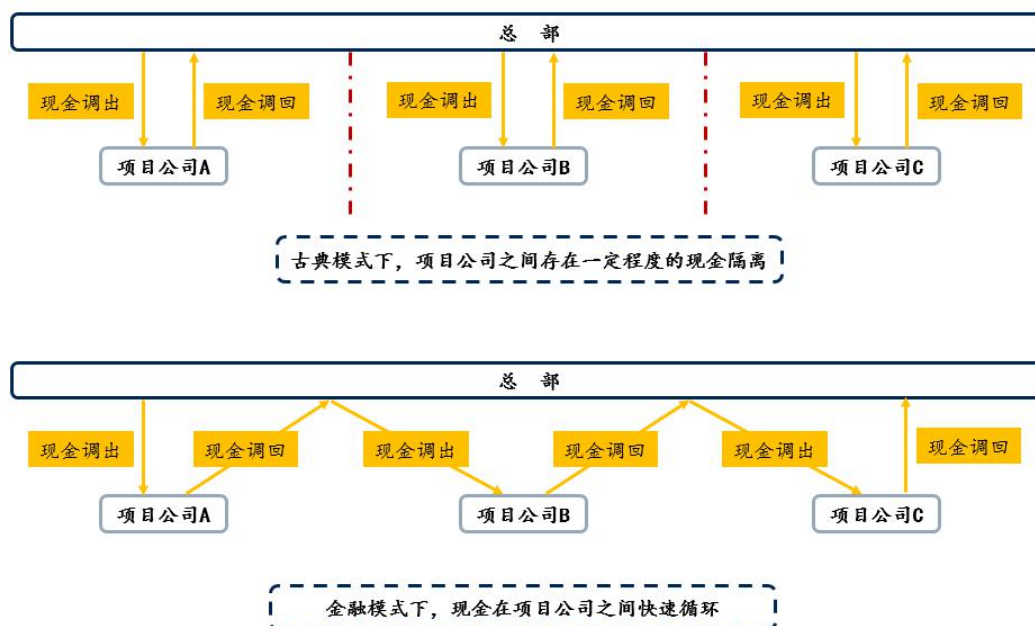
### 一是容易“火烧连营”

前已述及，房企金融化的本质是将自身变成了跨项目、跨城市、乃至跨区域调配资金的“资金池”。如此，原本单个项目公司的风险，就很容易传导到其他项目。一个简单的例子，古典模式下，A项目滞销甚至烂尾，风险基本上局限于A项目，处理起来也就相对容易；金融模式下，A项目滞销，意味着原本由B项目调入A项目的钱本沉淀下来，B项目的后续施工就无法保证，这就出现了风险的传导。

### 二是项目质量低下

如前所述，金融模式天生对项目利润率的要求就比古典模式更低，而土地市场又几乎完全是一个价高者得的市场，拿地利润率由利润率要求最低的企业决定。这就导致了快周转房企，土储的整体质量较低（三四线和一二线郊区是典型），抗风险能力更弱。

图21：古典模式与金融模式的经营差异



资料来源：国信证券经济研究所整理

## 危机之起：预售资金监管比例陡升，阻塞现金流量表

本轮危机的导火索，不是“三道红线”“两集中”等融资限制，也不是2021H2的销售下行，而是恒大事件后，预售资金监管比例陡升，打破了房企的财务规划。

首先，2021H2销售确实是明显回落的，按照统计局数据，2021H1销售额同比+38.9%，2021H2销售额同比-16.6%。但是考虑2020年上半年明显不同的基数（上半年疫情影响大），实际回落的幅度并没有数据显示那么大。实际上，与2018H2和2019H2比较，2021H2销售并不差，更称不上“断崖式下降”。

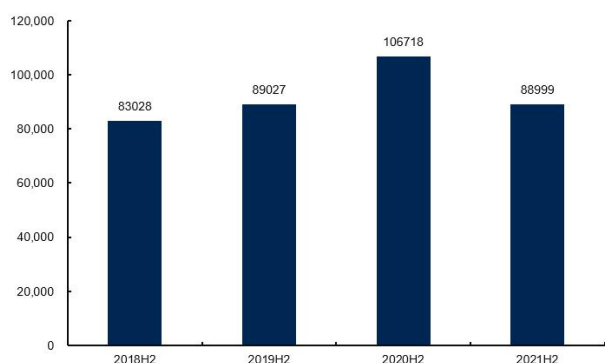
其次,从新增居民中长期贷款看,2021H2 相比于 2018H2 和 2019H2 也并不算很差,算不上突变,难以解释房企的为何在半年内纷纷爆雷。

相对以上两点,2021H2 变化最大的是预售资金监管的突然收紧:尽管各地预售资金监管规则一直都有,但以往实质上执行的幅度很小,灵活性很高。而恒大事件之后,地方政府由于担心烂尾,突然收紧预售资金监管,从接近“零监管”跳升至接近“全监管”。

由于房企财务规划(经营、融资、偿还债务等)是基于预售资金的自由使用编制的,且房企的资金绝大部分都在项目上,预售资金监管比例的陡升,必然打破原有的财务规划,导致难以偿还债务,引爆了本轮危机。

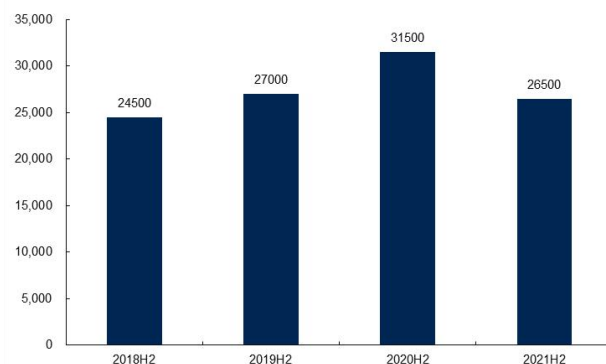
在此阶段,风险还主要是现金流量表层面的风险,是“有钱没法用”的风险。

图22: 历年下半年销售额(单位:亿元)



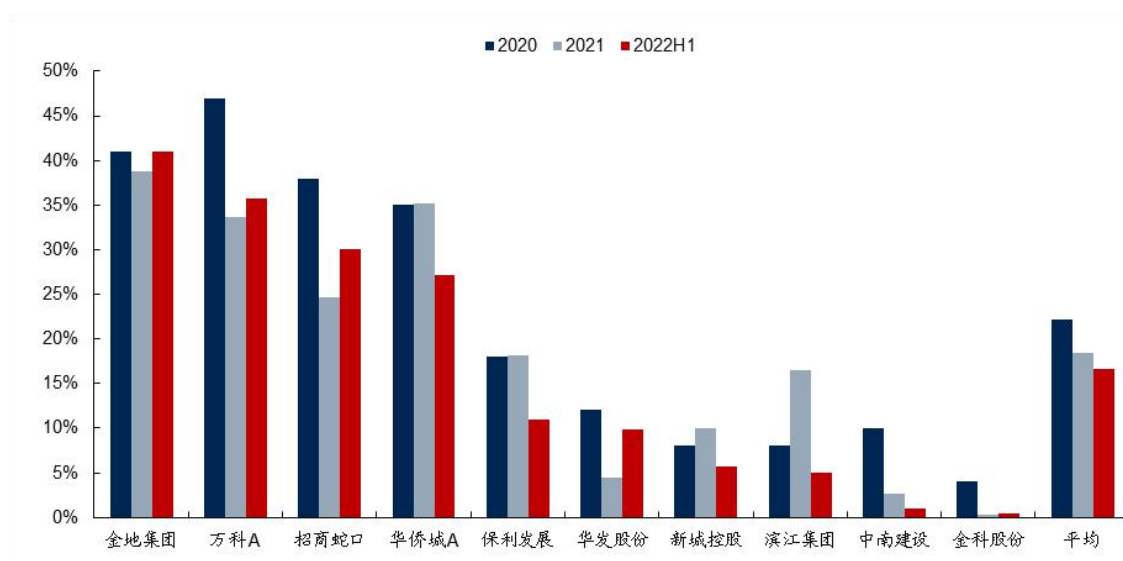
资料来源:国家统计局,国信证券经济研究所整理

图23: 历年下半年新增居民中长期贷款(单位:亿元)



资料来源:wind,国信证券经济研究所整理

图24: 2020 与 2021 年末母公司货币资金在集团中的占比



资料来源:wind,国信证券经济研究所整理

## 危机之承：三座大山对冲放松政策，危及资产负债表

2021Q3 央行表态转向“支持房企合理融资需求”，2022 年春节后地方政府纷纷出台楼市支持措施，政策基调非常友好。房贷利率也持续下调，相对 2021 年 9 月的高点，贝壳监测的重点城市首套/二套房贷利率分别由 5.74%/6.00%下降至当前的 4.12%/4.91%，分别下降 162BP/109BP。

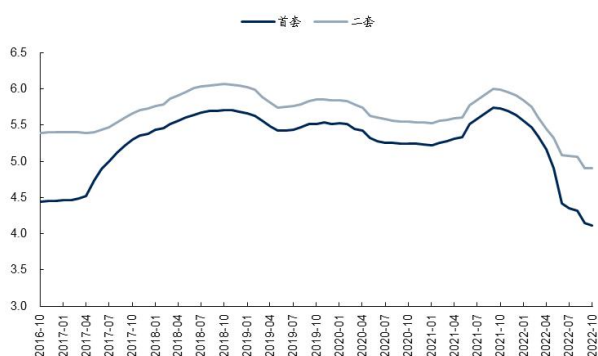
但是，楼市基本毫无反应。原因在于收入预期下降、房价预期回落、烂尾担忧扰动，这三座大山完全对冲掉了政策放松和利率下降的作用。

- ◆ **收入预期下降**：根据央行数据，Q3 收入信心指数 46.5%，相对 Q2 小幅好转，但仍然处于近 20 年来的最低水平。这直接影响了刚需，刚需购房是最大的可选消费，收入预期下降可能是最严重的压制因素。
- ◆ **房价预期回落**：Q3 预期房价上涨的人占比为 14.8%，处于历史最低水平，且相对 Q2 继续下降。房产作为居民最重要的资产，买涨不买跌的心态较强，并且房价也确实出现了比较明确的下跌，观望情绪进一步压制了楼市表现。
- ◆ **烂尾担忧**：没有数据能够正面刻画烂尾担忧对楼市的影响，但是可以通过百度搜索指数侧面观察购房者的担忧。“暴雷”（恒大时间以来，“暴雷”一词基本上是房地产行业的专属）的搜索指数从 2021 年 6 月的 270，逐渐上升至 2022 年 7 月最高点的 890，可见购房者的担忧是逐渐加深的。

在此阶段，房价的持续下跌导致房企资产缩水，大量债务产生的利息也不断侵蚀公司权益价值，风险已经到了资产负债表层面，是“真的没钱了”的风险。

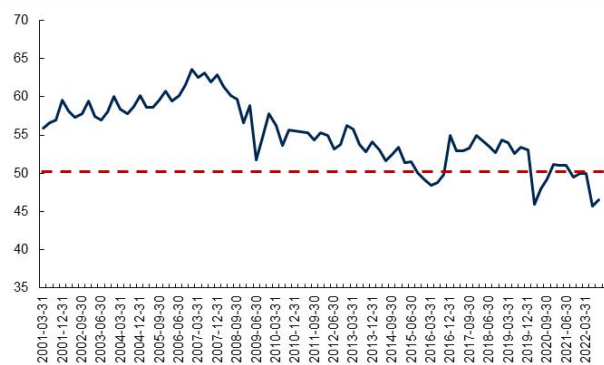
可以构建一个简单的模型来粗略估算。假设房企资产负债率为 75%，存货、投资性房地产等涉房资产在总资产中的占比为 85%，那么很容易计算出，若房价（地价）下跌 30%，则房企权益即清零。（若考虑花式融资，可能房价下跌 20%，房企权益就已经没价值了。）

图25：近一年房贷利率持续下降（单位：%）



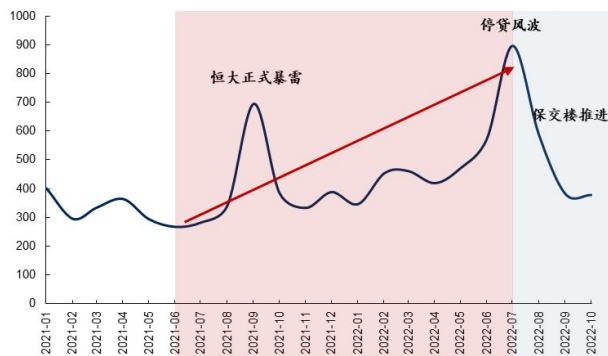
资料来源：贝壳，国信证券经济研究所整理

图26：居民收入预期指数（单位：%）



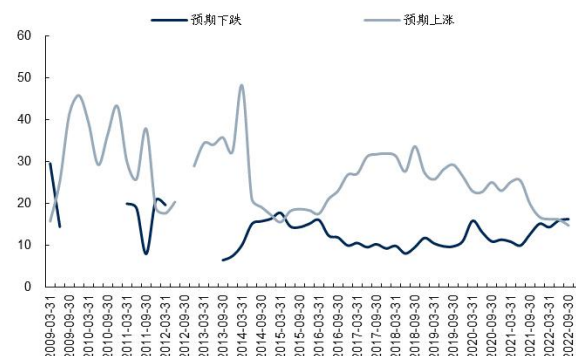
资料来源：中国人民银行，国信证券经济研究所整理

图27: 百度“暴雷”搜索指数



资料来源: 百度, 国信证券经济研究所整理

图28: 预期房价上涨与下跌的人数占比 (单位: %)



资料来源: 中国人民银行, 国信证券经济研究所整理

## 危机之转：收入预期边际好转，保交楼稳步推进

如前所述，收入预期下降是当前楼市最大的压制因素。受国内外多种因素影响，尽管目前居民收入预期仍处较差水平，但 Q3 相对 Q2 已有好转。随着疫情影响逐步减弱，前期相关支持政策逐步落地，我们认为居民收入预期将继续好转，对楼市的压制也将逐步减弱。

同时，保交楼是当下最紧迫的事情，是民生问题、维稳问题，但本质都是资金问题，当前各种方式（政策性贷款、回购房企资产、纾困基金等）都是筹资方式。按照我们的测算，若暴雷不再蔓延，完成烂尾项目后续施工所需资金在 4000 亿到 6000 亿之间（完成产权证交付则可能需要 1 万亿以上）。随着中央和地方保交楼支持政策持续推出，烂尾担忧也将逐步解除。实际上，“暴雷”一次的搜索指数，目前已回落到“停贷”事件之前的水平。

所以，随着三座大山中的收入预期、烂尾担忧两座大山的压制逐步减轻，叠加政策放松和利率下降的持续影响，我们认为尽管后续修复节奏仍有待观察，但当前就是地产销售的短周期拐点。

表3: 中央层面“保交楼”相关措施或表态

日期	事件
7月28日	中央政治局会议首提“保交楼”，压实地方政府责任，保交楼、稳民生
8月19日	住建部、财政部、人民银行等有关部门出台措施，通过政策性银行专项借款方式，规模为 2000 亿
8月31日	国常会首提“保交楼专项借款”，专项用于“保交楼”的 2000 亿政策性专项借款已经释放
9月2日	银保监会再次明确保障房地产融资平稳有序，支持地方保交楼稳民生，支持优质房企兼并收购困难房企优质项目
9月22日	国家开发银行已向辽宁省沈阳市支付全国首笔“保交楼”专项借款
9月23日	建设银行公告拟出资 300 亿设立住房租赁基金，计划收购存量资产改造为租赁住房，以湖北省为试点
10月26日	国务院办公厅发布关于印发第十次全国深化“放管服”改革电视电话会议重点任务分工方案的通知，强调有关部门和各地要要认真做好保交楼、防烂尾、稳预期相关工作，用好保交楼专项借款，压实项目实施主体责任，防范发生风险

资料来源: 相关政府网站, 国信证券经济研究所整理



表4: 地方层面“保交楼”相关措施或表态

日期	地方	类型	措施
7月8日	江西景德镇	国资公司参与	为加快推进“去恒大化”促进恒大项目风险化解工作取得实质性进展,我市分项目分别落实国控集团、城投集团、昌江国资及珠山国资等4家国资平台参与风险化解,各项目自求平衡落实保交楼任务,政府给予去恒大化后相关扶持政策。化解处置方案商定后,报市委、市政府审定后即可实施。
7月12日	河北沧州	预售资金监管	《沧州市商品房预售资金监管办法》指出,商品房预售资金监管期限,自核发商品房预售许可证开始,至办理不动产首次登记后止。
7月12日	广东深圳	成立处置小组	《龙岗区关于进一步加强房地产项目全周期监管的指导意见》提出联合处置化解突出问题,针对存在问题的项目,区住建局、区城市更新和土地整备局、市规划和自然资源局龙岗管理局、市生态环境局龙岗管理局等行业主管部门,会同开发企业与属地街道办成立处置小组,开展集中研判,妥善处理,确保交房过程平稳有序。
7月14日	陕西西安	预售资金监管	《关于印发防范商品房延期交房增量问题工作措施的通知》指出:商品房预售资金(包括定金、首付款、购房贷款及其他形式的全部房款)应全部直接存入专用监管账户进行监管,开发企业不得直接收取或另设账户收存购房人的购房款。
7月14日	广东汕头	预售资金监管	《汕头市住房和城乡建设局商品房预售款监督管理暂行办法》指出,监管资金按综合支付额度核定支取,设置四个工程形象明确的节点,合理留存保底资金,可按进度申请划拨工程款,拓展了预售款的提取使用空间,有利于商品房预售款监管工作的有效落实,也有利于跟随工程节点及时减轻房地产企业的资金压力。
7月15日	河南平顶山	一楼一策	河南省平顶山市新华区区长张伟民于7月15日主持召开问题楼盘处置化解推进会。张伟民要求,一楼一策,紧盯不放,确保问题化解到位。各化解专班要综合采取多种措施,切实做好问题楼盘化解和群众维稳工作,坚决在9月底完成化解任务,确保经济平稳运行,社会和谐稳定。
7月18日	河南洛阳	一楼一策	河南省洛阳市下辖瀍河回族区7月18日上午召开问题楼盘化解处置推进会,研究解决问题楼盘化解处置难题。会议强调要始终坚持群众利益至上,担当任事,把握保交房、早交房工作重点,加快问题楼盘化解处置进度。要紧盯工作重点,着眼保交房、早交房,进一步摸清底数,进一步细化措施,进一步压实各方责任,推动各环节工作落实。综合运用法律、行政、市场手段,一盘一策,精准施策,确保化解处置实效。
7月19日	陕西咸阳	一对一帮扶	咸阳市住建局组织召开部分房地产开发企业集体约谈会,督促其加强经营管理,勇担社会责任,努力化解矛盾,促进房地产领域心平气和健康发展。会议建立了一对一帮扶政策,即一个科室帮扶一家企业,促进问题尽早解决。会议强调,一要做好预防预警,做到未雨绸缪,对在建项目在保质保量和确保安全的前提下,加快施工进度,力争按期交房。二要切实负起主体责任,主动作为,不等不靠,想方设法解决群众所急所盼。
7月19日	四川遂宁	一对一挂联	四川省遂宁市住房和城乡建设局印发通知,指导各辖区开展房地产企业和房地产项目挂联工作。通过梳理摸排,遂宁市全市共有83个在建和待建房地产开发项目纳入挂联范围,每一个项目均由一名县(市、区)、市直园区县领导进行“一对一”挂联。各辖区住房和城乡建设主管部门要明确专门人员定期跟踪项目进展情况,充分发挥沟通、协商作用,定期开展座谈、走访、调研,督促未开工房地产开发项目尽快投资、动工,指导在建房地产开发项目规范运营,按期完工。
7月19日	河南驻马店	一楼一策	河南省驻马店市正阳县自然资源局指出,对全县的问题楼盘不动产证办理问题进行梳理分类,坚持“一企一策、一楼一策”,逐企业逐楼盘研究不动产证办理问题等。
7月19日	四川凉山	一楼一策	《冕宁县人民政府办公室关于印发冕宁县促进房地产市场平稳健康发展的措施的通知》指出,建立遗留问题处置机制。针对全县现有开发项目存在土地并宗、拆迁遗留、配建合同签订、不动产登记办理等具体问题,建立健全长效协调处置机制,形成专班落实“一盘一策一领导”机制限期及时协调处置。
7月20日	山东济南	一楼一策	济南市历城区住建局指出,该区出现部分项目停工、延期交房问题,主要原因是目前房地产企业资金普遍紧张,导致项目停工、延期交房问题频发。区住建局对风险项目深入分析研判,建立风险台账,会同项目所在街道逐一制定“一案一策”化解处置方案。
7月20日	重庆	成立处置小组	针对群众反映较多的佳兆业珑樾壹号、富力院士庭、富力朗境、金科新天宸等项目停工问题,重庆市高新区建设局约谈相关开发商督促复工复产、成立房地产问题项目风险化解处置小组、安排房地产专班跟进项目建设进度。
7月27日	河南郑州	保交楼	率先推出了棚改统贷统还、收并购、破产重组、保障房租四大模式,郑州市已与国开行签订了3000亿元协议,其中1600亿元用于棚改贷款。
8月2日	广东东莞	预售资金监管	《关于公开征求〈关于进一步规范商品房预售款收存管理和使用管理的通知(征求意见稿)〉意见的通知》指出,商业银行违反预售资金三方监管协议,未经住建部门核实同意,擅自拨付或转移监管额度内资金的,应当负责追回资金,无法追回的依法承担相应赔偿责任。
8月10日	江苏连云港	一盘一策	对于存在非疫情原因连续停工三个月以上的房地产开发项目,各县区(管委会)政府应成立工作专班,落实“一盘一策”机制限期及时协调处置。对于前期已经出现延期交付情况的楼盘,要加强监管,区别情况处置,情况严重的,可采取要求尚未取得预售许可证的在建楼栋暂缓建设等措施保交楼。
8月16日	江西赣州	问题楼盘化解	江西赣州信丰县召开全县批而未用土地消化处置工作、环保督察问题整改工作、水质提升攻坚工作、房地产领域楼盘问题化解工作调度会。会议指出,相关部门要责任到人、主动担当、密切协作,形成工作合力,推动问题楼盘化解任务和拆迁安置工作尽早完成,为全县经济高质量发展、社会和谐稳定创造良好环境。
8月17日	江西萍乡	保交楼	各级各部门要提振信心、集群作战,以“保交楼”为首要目标,明确楼盘“复工期”“竣工期”“交房期”,紧盯不放、紧抓不松,全力解决复工交楼问题,彻底消除老百姓“财房两空”风险,进一步夯实房地产业健康发展基础。
8月18日	安徽合肥	保交楼	要进一步贯彻落实党中央、国务院关于房地产工作的决策部署,迎难而上,担当尽责,千方百计“保交楼、稳民生”,依法依规“治乱象、防风险”。对查实存在有明显质量问题、违规销售、抽挪资金、虚假宣传,超容减绿、故意“躺平”等行为的。严格依法依规处置,及时向社会公开曝光。对查实没有主观故意问题但存在暂时困难的,要全力助企纾困。
8月27日	浙江绍兴	保交楼	对于已售逾期难交付的住宅项目,房地产企业始终是第一责任人,地方政府负有保民生、保稳定的属地责任,每个住宅项目必须确保交楼、不烂尾。所有恒大在绍项目都在有序推进,今年恒大项目计划完成保交楼1729套,已交付786套。
9月5日	吉林省	一楼一策	吉林省委副书记、省长韩俊主持召开保交楼、稳民生专题会议,指出要进一步加大工作力度,坚持稳地价、稳房价、稳预期,一城一策用好政策工具箱,一楼一策制定细化实施方案,聚焦已售、逾期、难交付的住宅项目,灵活运用好保交楼专项借款政策,实行专款专用、封闭运行,严格按规申报使用资金。
9月7日	河南郑州	30天复工	郑州发布《郑州市“大于30天,确保全市停工楼盘全面复工”保交楼专项行动实施方案的通知》,《通知》要求在10月6日前,实现郑州市全市所有停工问题楼盘项目全面持续实质性复工。
9月8日	浙江丽水	一楼一策	《丽水市区促进房地产市场平稳健康发展接续政策》指出:要细化一楼一策方案,加快项目复工建设、竣工



交付，确保做到“保交楼、稳民生”。

9月9日	山西太原	督促开工	太原市规划和自然资源局表示，“依据相关法规规定，经我局调查核实，发现有部分土地未按合同约定进行开工建设。2022年6月份，我局按照工作流程向太原恒御信置业有限公司等41家涉及未按期开工项目的企业签发了《督促开发通知书》，对其共计56宗未按期开工的土地进行了督促，要求其尽快开工建设。”
9月21日	河南荥阳	保交楼	荥阳市住建局召开荥阳市问题楼盘“保交楼复工复产工作推进会”，会议要求，一是行业主管部门要积极为企业做好服务，纾困解难；二是施工单位要有责任、有担当，积极开展企业自救，想尽办法克服困难，保证项目开工；三是施工企业要配合问题楼盘专班和项目开发企业，结合项目建设需求拿出化解处置措施，确保停工、半停工项目全面实质性复工；四是保障项目安全稳定，合理合法地保障建筑企业和施工工人的权益，不发生严重社会问题；五是一切以项目复工为前提，积极组织施工人员、物料、机械等开复工保障要素，坚决不“躺平”，不阻碍项目的复工，不搞表演式复工。
9月27日	黑龙江哈尔滨	纾困资金	多个申请“保交楼”专项借款的地产项目获批，纾困资金也陆续到位。9月27日，宝能城发哈尔滨公司与哈尔滨市人民政府、哈尔滨城投公司签订三方协议，1.86亿专项借款正式落地，宝能城项目3、4、5号地块复工，1200多名施工人员进场。
9月28日	广西南宁	纾困资金/保交楼	筹划设立了平穩房地产基金，首期规模30亿元，由南宁轨道地产集团有限公司、南宁交通投资集团有限公司、南宁威宁房地产开发有限公司三家国企出资，江苏言睿产业投资基金管理有限公司作为管理人。开展了“支持刚性和改善性住房需求”团购月活动，十二家房企共同承诺书，购房交易资金100%进入预售资金监管账户并纳入政府监管；项目交易价格保价3个月；逾期6个月仍无法交房的，无理由办理退房退款。
9月29日	河南商丘	纾困资金/督促复工	紧抓政策性银行专项借款的政策机遇，首批申请批准项目17个，借款9.2亿，保交楼9200套，目前资金已全部拨付到位。市住建局对全市房地产项目进行全面排查，采取周调度、月督导等多种方式，指导项目全面复工。
9月29日	江苏盐城	房企纾困	围绕购房补贴、助企纾困解难等方面制定出台了《关于有效应对疫情影响促进全区房地产市场健康发展的八项政策》。其中自然资源规划和规划部门提出两项新政，一是延长土地出让金缴纳期限，二是支持分步解除建设用地使用权抵押。
10月10日	贵州省	一楼一策	《贵州省推动复工复产促进经济恢复提振行动方案》严格落实“一楼一策”处置方案，全力争取国家房地产专项借款支持，推进已售、逾期、难交付的住宅项目加快建设交付。
10月26日	甘肃白银	房企纾困	《白银市建立房地产市场平穩健康发展“一城一策”工作方案》，提出稳地价、稳房价明确目标，鼓励国企收购困难房企的滞销房，作为保障安置用房。

资料来源：相关政府网站，国信证券经济研究所整理

## 危机之合：期待需求回归常态

需求是行业存在的根本理由，有需求，行业就不会消失，没有需求，供给侧出清也没用。我们估算，2022至2030年，年均住宅需求仍有15亿平方米，远期亦不会低于9亿平方米。因此，面积需求逐步收窄，但仍然维持在一个较高的水平上，没有必要对行业过度悲观，风雨过后，一定有彩虹。

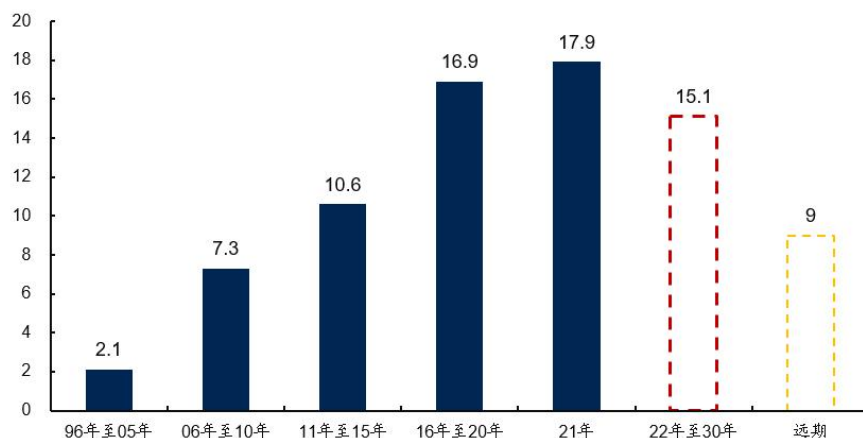
- ◆ 城镇化率由62%提升至70%，人均商品住宅（不包括房龄老、配套差的非商品房）面积由27.3平方米提升至30平方米，则2030年商品住宅存量为301亿平方米，相对2022年增加57.5亿平方米；
- ◆ 期间共发生折旧63.3亿平方米。其中98年前住宅折旧19.2亿平方米，98年后住宅折旧44.1亿平方米；
- ◆ 远期300亿平方米存量每年折旧约9亿平方米，需要新建住宅进行补充。

表5：中长期住宅需求测算

年份	出生率：‰	死亡率：‰	自然增长率：‰	总人口：亿	城镇化率：%	城镇人口：亿	人均商品住宅面积：平方米	商品住宅存量：亿平方米	98年后住宅年折旧：亿平方米	98前住宅年折旧：亿平方米
2022	9.8	7.2	2.6	14.2	62.8	8.9	27.3	243.2	4.9	2.4
2023	9.6	7.3	2.3	14.2	63.7	9.0	27.7	250.3	5.0	2.4
2024	9.3	7.3	2.0	14.2	64.6	9.2	28.0	257.5	5.2	2.4
2025	9.1	7.4	1.8	14.3	65.5	9.3	28.4	264.7	5.3	2.4
2026	8.9	7.4	1.5	14.3	66.4	9.5	28.7	272.0	5.4	2.4
2027	8.7	7.4	1.2	14.3	67.3	9.6	29.0	279.3	5.6	2.4
2028	8.4	7.5	1.0	14.3	68.2	9.8	29.4	286.6	5.7	2.4
2029	8.2	7.5	0.7	14.3	69.1	9.9	29.7	294.0	5.9	2.4
2030	8.0	7.5	0.4	14.3	70.0	10.0	30.0	300.7	6.0	2.4
2023-2030需求合计		商品住宅存量增加+商品住宅累计折旧+98前住宅累计折旧=121亿平米（可售面积），年均15亿平方米。								

资料来源：国家统计局，住建部，wind，国信证券经济研究所整理

图29: 2030 年及远期新建住宅需求测算（单位：亿平方米）



资料来源：国家统计局，住建部，wind，国信证券经济研究所整理

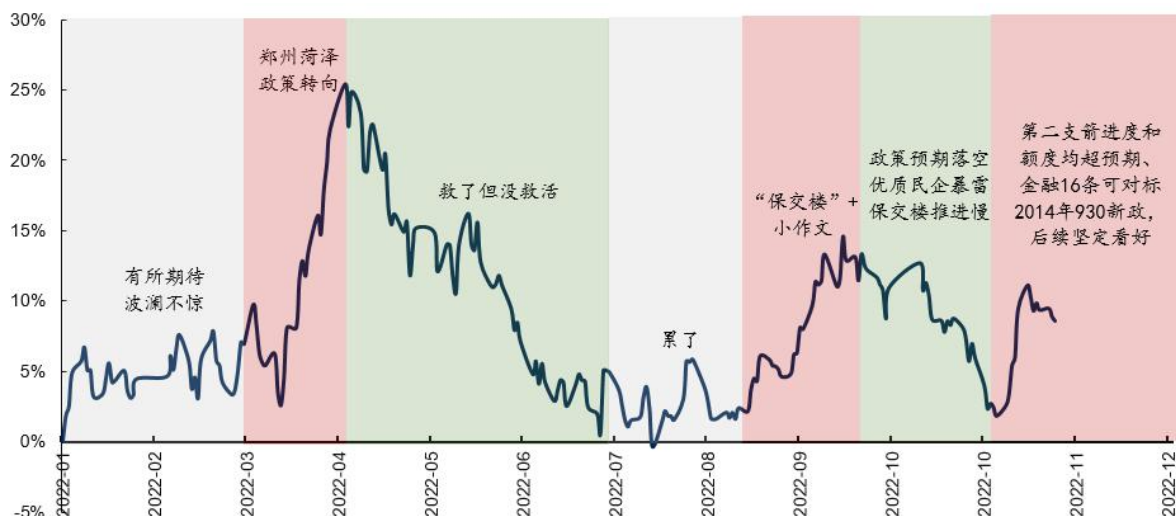
## 地产股：幽而复明，值得拥有

### 博弈策略依然有效，但基本面的配合越来越重要

以往周期中，地产股表现往往与基本面相反，这是政策博弈策略的基本观点。背后的逻辑也很简单：基本面越差，越可能出台足够“劲爆”的政策。**这一点在基本面非常不景气的2022年也大致成立**，截至11月23日，申万房地产指数下跌14.7%，沪深300下跌23.3%，地产股仍然是跑赢的。

**但显然跑赢的幅度并不高**。原因是，以往地产周期下行主要是政策打压所致，是内生性的、可控的，而且整个行业也并不似今日哀鸿遍野，因而市场对政策的有效性是有信心的。但**2022年显然并非如此**，“三座大山”压制之下，基本面迟迟无法回暖（甚至越来越差，暴雷、烂尾等坏消息接连不断），市场对房地产行业的信心跌落谷底。一次次的期待落空，消耗了市场的耐心，所以出台“金融16条”这样的足以类比14年“930”强度的政策，反而上涨持续不到一周。

图30: 2022 年地产股超额收益（相对沪深 300）



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

**基本面改善，是 2023 年最值得期待的事情。**尽管存在销售继续下行的最差情形，但概率并不大，基本面的修复是非常值得期待的事情。同时，即使是最好情形，销售、房价和土地也不会好到需要政策转向的地步。**基本面回暖带来的困境反转，叠加政策博弈的弹性提升，明年地产股的表现是可以给予较高期望的。**

## 2023 年地产股投资的三条主线

### 主线一：危机中久经考验的优质房企

这一轮危机的长度和烈度史无前例，过度快周转积累下来的风险，在短时间内引爆后，又叠加各种因素对收入信心的打击，前无古人。能够扛过这一轮危机的房企，足以说明其优秀的经营能力和强大的经营资源，值得更高的估值。

### 主线二：接近“上岸”的困境反转型标的

这轮史无前例的地产危机之下，不少房企，特别是民营房企遇到了不同程度的资金问题。但实际上，能扛到今年下半年才出问题的民企，主要因素还是市场的下行，与企业自身对杠杆的追求关系不大。随着基本面的改善，以及“金融 16 条”等一系列政策的落地，我们认为困境反转策略的胜率正在大幅提高。

### 主线三：被开发拖累的物业板块

物业板块自 2021 年下半年开始，几乎成了房地股的“影子”，以往的现金牛商业模式、流量入口逻辑、消费属性等，也不再被提起。其中有以往过度美好幻想的破灭，比如流量入口逻辑，但主要还是地产行业的拖累。但实际上，物业管理仍然是一个没那么好，但也绝对不差商业模式，物业公司业绩的稳健性也已经得到证明，对地产的极度悲观，反而带来物业板块的投资良机。

## 中证全指房地产指数简介

中证全指房地产指数（931775）发布于 2013 年 7 月 15 日，选取中证全指样本股中的房地产行业股票组成，以反映房地产行业股票的整体表现。

表6: 中证全指房地产指数基本信息

指数名称	中证全指房地产指数	英文名称	CSI All Share Real Estate Index
指数代码	931775.CSI	指数类型	股票类
基日	2004-12-31	基点	1000
发布日期	2013-07-15	发布机构	中证指数有限公司
所属板块	指数股票指数类市场指数中证全指数	成分数量	91
指数简介 中证全指房地产指数选取中证全指样本股中的房地产行业股票组成，以反映该行业股票的整体表现。			

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

截至 2022 年 11 月 28 日，中证全指房地产指数成分股共 91 只，前十大权重股占比合计为 45.76%，包含保利发展、万科 A、招商蛇口、金地集团、华侨城 A、华发股份、新城控股、滨江集团、绿地控股、上海临港等优质房企。

表7: 指数前十大成分股（2022.11.28）

代码	简称	权重 (%)	总市值(亿)	二级行业	三级行业
600048.SH	保利发展	11.03	1954.8	房地产开发	住宅开发
000002.SZ	万科 A	9.33	1991.2	房地产开发	住宅开发
001979.SZ	招商蛇口	7.57	1155.5	房地产开发	商业地产
600383.SH	金地集团	3.86	512.0	房地产开发	住宅开发
000069.SZ	华侨城 A	3.14	415.0	房地产开发	商业地产
600325.SH	华发股份	2.63	218.5	房地产开发	住宅开发
601155.SH	新城控股	2.18	481.4	房地产开发	商业地产
002244.SZ	滨江集团	2.02	339.8	房地产开发	住宅开发
600606.SH	绿地控股	2.01	434.3	房地产开发	住宅开发
600848.SH	上海临港	2.00	311.8	房地产开发	产业地产

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 华夏中证全指房地产 ETF——布局新周期的起点

### 华夏中证全指房地产 ETF

华夏中证全指房地产交易型开放式指数证券投资基金（简称：华夏中证全指房地产 ETF，代码：515060.OF）是一只契约型开放式的股票型基金和被动指数型基金，于 2019 年 11 月 28 日成立，2020 年 1 月 3 日上市交易，基金经理为李俊。该基金紧密跟踪中证全指房地产指数，主要投资标的指数成份股和备选成份股（基金投资于标的指数成份股及备选成份股的比例不低于基金资产净值的 90%）。为提高收益率，也会将少部分资金投资于非成份股、债券、金融衍生品、资产支持证券等其他证监会允许基金投资的金融工具。

**表8: 华夏中证全指房地产交易型开放式指数证券投资基金**

基金全称	华夏中证旅游主题交易型开放式指数证券投资基金		
基金简称	华夏中证全指房地产 ETF	基金代码	515060.0F
发行开始日期	2019-11-28	发行结束日期	2020-1-3
基金管理人	华夏基金管理有限公司	基金经理	李俊
基金托管人	中国银行股份有限公司	上市板	上海证券交易所
运作方式	契约型开放式	投资类型	股票型基金, 被动指数型基金
比较基准	中证全指房地产指数收益率		
投资目标	紧密跟踪标的指数, 追求跟踪偏离度和跟踪误差最小化。 本基金主要投资于标的指数成份股、备选成份股。为更好地实现投资目标, 基金还可投资于非成份股(含中小板、创业板及其他中国证监会注册或核准上市的股票)、债券(包括国债、央行票据、金融债券、企业债券、公司债券、中期票据、短期融资券、超短期融资券、次级债券、地方政府债券、可转换债券、可交换债券及其他经中国证监会允许投资的债券)、衍生品(包括股指期货、股票期权、国债期货)、资产支持证券、货币市场工具(含同业存单、债券回购等)、银行存款以及法律法规或中国证监会允许基金投资的其他金融工具。如法律法规或监管机构以后允许基金投资其他品种, 基金管理人在履行适当程序后, 可以将其纳入投资范围。基金的投资组合比例为: 基金投资于标的指数成份股及备选成份股的比例不低于基金资产净值的 90%。如法律法规或中国证监会变更投资品种的投资比例限制, 基金管理人在履行适当程序后, 可以调整上述投资品种的投资比例。		
管理费率	0.50%	托管费率	0.10%
	金额<50 万		0.80%
认购费率	50 万<=金额<100 万		0.50%
	100 万<=金额		1000 元/笔

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 华夏基金: 基金管理龙头, 伴随中国资本市场成长

华夏基金成立于 1998 年 4 月, 是经中国证监会批准成立的首批全国性基金管公司之一, 定位于综合性、全能化的资产管理公司。公司总部位于北京, 在北京、上海、深圳、成都、南京、杭州、广州和青岛设有分公司, 在香港、深圳、上海设有子公司。

公司以公募基金和机构业务为核心, 涵盖华夏香港、华夏资本、华夏财富等多个资产管理平台。截至 2021 年 12 月 31 日, 华夏基金母公司及子公司管理资产规模超 1.7 万亿元, 服务超 1.9 亿户个人投资者以及超 8 万户机构客户, 服务全国社保、企业年金及专户客户以及欧美亚多个国家和地区的主权基金、央行、养老金、银行、资产管理公司、证券公司等境外机构客户。

截至 2022 年 11 月 28 日, 公司合计管理 347 只基金, 管理规模达 11505 亿元。其中, 股票型基金 111 只, 混合型基金 110 只, 债券型基金 64 只, QDII 22 只, FOF 19 只, 货币市场型基金 11 只, 另类投资 5 只, REITs 5 只, 管理规模分别占总规模的 23.6%, 14.9%, 20.9%, 5.1%, 0.8%, 33.2%, 0.1%和 1.4%。

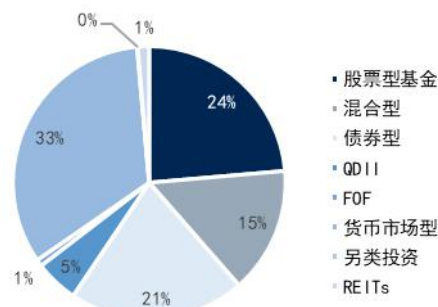


图31: 华夏基金管理规模和基金数量



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

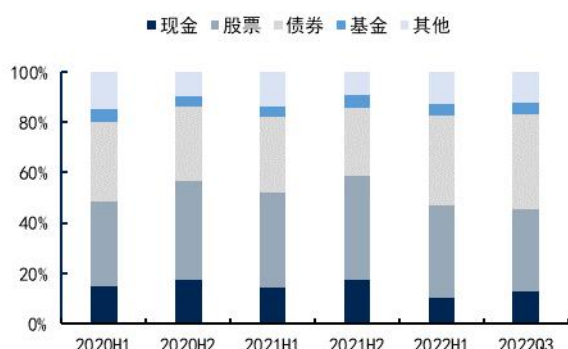
图32: 华夏基金各类型基金管理规模占比 (2022. 11. 28)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

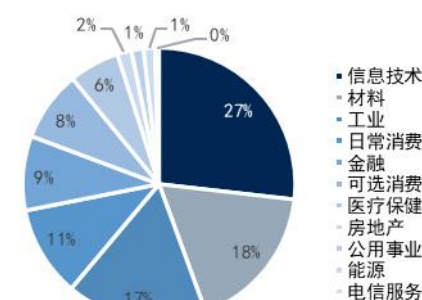
华夏基金旗下产品以投资股票和债券为主, 根据市场表现配置 10%-20% 的现金, 其股票类资产多集中投资于信息技术、日常消费及工业。截至 2022 年 6 月末, 华夏基金配置规模前五大的行业为信息技术 (22.38%)、材料 (14.71%)、工业 (13.96%)、日常消费 (8.98%)、金融 (7.36%)。

图33: 华夏基金资产配置



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图34: 华夏基金股票行业配置 (2022 年中报)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 基金经理: 管理能力强, 业绩显著跑赢市场

**基金经理: 李俊**, 北京大学法学学士、工商管理硕士。2008 年 12 月加入华夏基金管理有限公司, 曾任数量投资部研究员、基金经理助理等。2019 年 11 月起任华夏中证全指房地产交易型开放式指数证券投资基金基金经理。截至 2022 年 11 月 28 日, 李俊历任管理 24 只基金, 在任管理 17 只基金, 在管基金总规模为 288.5 亿元, 近 3 年回报率 10.61%, 同时段沪深 300 回报率-3.04%, 在管基金显著跑赢市场。

表9: 李俊在管基金产品 (2022. 11. 28)

产品名称	投资类型	任职日期	任职回报	年化回报	回报排名	合计规模(亿元)
华夏中证 5G 通信主题 ETF	被动指数型	2019-09-17	-21. 14%	-7. 15%	625/658	80. 14
华夏中证银行 ETF	被动指数型	2019-10-24	6. 89%	2. 17%	407/680	7. 15
华夏中证全指房地产 ETF	被动指数型	2019-11-28	-4. 29%	-1. 45%	588/711	4. 09
华夏中证全指房地产 ETF 联接 A	被动指数型	2019-11-28	-6. 97%	-2. 38%	608/711	2. 57
华夏中证银行 ETF 联接 A	被动指数型	2019-12-06	4. 53%	1. 50%	456/724	6. 25
华夏中证人工智能 ETF	被动指数型	2019-12-09	-13. 81%	-4. 87%	679/727	6. 08
华夏中证 5G 通信主题 ETF 联接 A	被动指数型	2019-12-10	-19. 73%	-7. 13%	700/731	42. 18
华夏中证新能源汽车 ETF	被动指数型	2020-02-20	71. 65%	21. 49%	18/782	93. 32
华夏中证人工智能主题 ETF 联接 A	被动指数型	2020-06-16	-35. 04%	-16. 12%	863/867	3. 71
华夏沪港通恒生 ETF 联接 A	被动指数型	2021-02-01	-26. 44%	-15. 49%	679/967	14
华夏沪港通恒生 ETF	被动指数型	2021-02-01	-26. 55%	-15. 56%	686/967	19. 23
华夏中证生物科技主题 ETF	被动指数型	2021-03-04	-21. 93%	-13. 26%	534/1006	0. 88
华夏中证物联网主题 ETF	被动指数型	2021-07-22	-31. 87%	-24. 65%	958/1194	1. 03
华夏中证光伏产业 A	被动指数型	2021-08-17	-14. 25%	-11. 28%	362/1247	3. 66
华夏中证新能源汽车 ETF 联接 A	被动指数型	2021-09-09	-28. 06%	-23. 63%	1043/1319	1. 83
华夏中证港股通 50ETF	被动指数型	2021-12-16	-14. 76%	-15. 42%	298/1459	0. 57
华夏中证农业主题 ETF	被动指数型	2021-12-29	-17. 19%	-18. 58%	440/1487	1. 81

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 免责声明

### 分析师声明

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

### 国信证券投资评级

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

### 重要声明

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

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

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

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

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

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032