

# 房地产行业2023年度策略：政策宽松，格局重塑

2022年12月5日

看好/维持

房地产	行业报告
-----	------

分析师 | 陈刚 电话：010-66554028 邮箱：chen\_gang@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480521080001

## 投资摘要：

### 2022年回顾：行业下行，投资失速

**商品房销售持续下行，房价下跌压力增大。**2022年的商品房销售呈现量价齐跌的走势。2022年1-10月商品房累计销售金额108,832亿元，同比-26.10%。10月单月商品房销售额同比-23.71%，前值-14.21%；销售均价单月同比-0.63%，前值2.32%。销售下行的背景下，房价下行的压力也在加大，房价下跌的城市数和跌幅扩大的城市数都在增加。

**行业资金面愈发紧张，销售的下滑进一步加剧了资金面的紧张局势。**2022年1-10月房地产开发累计到位资金125,480亿元，同比-24.7%。10月单月到位资金同比-26.00%，前值-21.27%。金融机构对于信贷投放的谨慎态度，使得资金的支持依然局限于少数信用优质的房企，行业整体的信贷支持未见显著改善。

**销售下行、融资不振之下，地产投资失速下滑。**2022年1-10月累计开发投资完成额113,945亿元，同比-8.8%。10月单月开发投资完成额同比-16.00%，前值-12.12%。2022年1-10月土地成交价款累计同比-46.90%。10月单月土地成交价款同比-49.67%，前值-55.38%。融资和销售的困难，极大的影响了房企的投资能力与意愿。销售不振、预期转弱之下，土地市场持续走弱。

### 2023年展望：政策宽松，格局重塑

**供需两端全面发力，政策走向新一轮宽松。**我们认为，随着9月份以来供需两端全国性政策的加速释放，政策正在形成合力，走向新一轮宽松周期。对于需求端，随着房贷利率空间的打开以及“一城一策”的持续发力，需求端的维稳力度正持续加强。对于供给端，信贷、债券、股权支持政策实现“三箭齐发”，房企融资环境显著改善。

**不利因素迎来改善，行业有望触底回升。**1) 疫情影响：虽然近期多地疫情形势严峻，但中央对于疫情防控措施的精准度正在持续提升，疫情防控对经济社会发展的影响将逐渐减小。2) 房企信用风险与烂尾楼：随着信贷、债券、股权支持政策的“三箭齐发”、预售资金监管的优化以及“保交楼”资金的持续落地，房企信用风险与烂尾楼问题有望得到显著改善。3) 观望情绪：在房价持续下滑的情况下，居民购房意愿不足。但随着疫情影响的减弱和烂尾楼风险的降低，居民的观望情绪有望得到改善。而需求端政策的持续落地，也有望对销售产生提振作用。4) 收入预期：我们预计随着疫情影响的减弱，地产行业预期的改善以及宏观经济的企稳回升，居民的收入预期有望逐渐好转。

**格局重塑趋势明显，优质房企迎来拿地良机。**国有背景的房企整体的销售情况远远好于民企，优质房企销售已经率先走出低谷，市场格局正在重塑。房企信用明显分层，民企债券违约规模激增，债务融资锐减，央企和国企的信用优势进一步凸显。土地市场在走弱中进一步分化，民企拿地规模迅速降低，国有背景的优质房企拿地份额显著提升。供地措施不断优化，优质房企迎来拿地良机，有望给未来销售端的利润改善打下良好基础。

**投资策略：**基于供需两端政策形成合力之下，行业多项不利因素正迎来显著改善，以及行业出清将带来的格局重塑，我们推荐两条投资主线。**主线一：具有信用优势的优质央企和国企，建议持续跟踪保利发展、越秀地产。**我们认为信用优势正推动优质央企和国企在土地和并购市场获得优势，持续的拿地推盘能力与优质的信用背书也有望在需求回暖之时抢占先机，进一步提升市场份额。**主线二：开发主业稳健，在地产融资政策“三箭齐发”之下，有望率先获得金融机构重点支持，有效降低自身信用风险的优质房企，建议持续跟踪金地集团、碧桂园、龙湖集团。**当前政策思路已经从“救项目”扩展到了“稳房企”，经营稳健的民企有望获得融资端的大力支持，市场对优质民企的担忧也有望大幅降低。

**风险提示：**行业政策落地不及预期的风险、盈利能力继续下滑的风险、销售不及预期的风险

## 目 录

1. 2022 年回顾：行业下行，投资失速 .....	4
1.1 销售下行，房价承压 .....	4
1.2 融资不振，投资失速 .....	5
2. 2023 年展望：政策宽松，格局重塑 .....	7
2.1 供需两端全面发力，政策走向新一轮宽松 .....	7
2.2 不利因素迎来改善，行业有望触底回升 .....	9
2.3 格局重塑趋势明显，优质房企迎来拿地良机 .....	10
3. 投资策略：政策宽松，格局重塑下的两条投资主线 .....	12
4. 风险提示 .....	13

## 插图目录

图 1：商品房销售面积和销售额累计值及同比 .....	4
图 2：商品房销售面积和销售额单月值及同比 .....	4
图 3：商品房销售单价及同比 .....	4
图 4：70 个大中城市住宅价格指数 (%) .....	4
图 5：70 个大中城市新建商品住宅价格下降城市数 .....	5
图 6：70 个大中城市二手住宅价格下降城市数 .....	5
图 7：房地产开发资金来源累计值及同比 .....	5
图 8：房地产开发资金来源单月值及同比 .....	5
图 9：房地产开发资金来源各渠道同比 .....	6
图 10：房地产开发资金来源各渠道占比 .....	6
图 11：房地产开发投资完成额累计值及同比 .....	6
图 12：房地产开发投资完成额单月值及同比 .....	6
图 13：土地购置面积及成交价款月累计同比 (%) .....	7
图 14：土地购置面积及成交价款单月同比 (%) .....	7
图 15：金融机构个人住房贷款余额:同比增长 .....	10
图 16：个人住房贷款加权平均利率 .....	10
图 17：主流房企全口径销售金额累计同比 .....	11
图 18：主流房企全口径销售金额累计同比增速中位数 .....	11
图 19：主流房企全口径销售金额单月同比 .....	11
图 20：主流房企全口径销售金额单月同比增速中位数 .....	11
图 21：不同性质地产企业信用债发行总额 .....	11
图 22：房地产信用债违约金额 .....	11
图 23：房企新增货值 top100 合计值 .....	12
图 24：不同性质地产企业新增货值 (亿元) .....	12
图 25：100 个大中城市成交土地溢价率 .....	12
图 26：不同能级城市成交土地溢价率 .....	12

## 表格目录

表 1: 8 月 24 日以来重要的全国性需求端政策.....	7
表 2: 8 月 24 日以来重要的地方性需求端政策.....	8
表 3: 11 月以来重要的全国性供给端政策.....	8
表 4: 按企业性质分类的主流房企.....	10

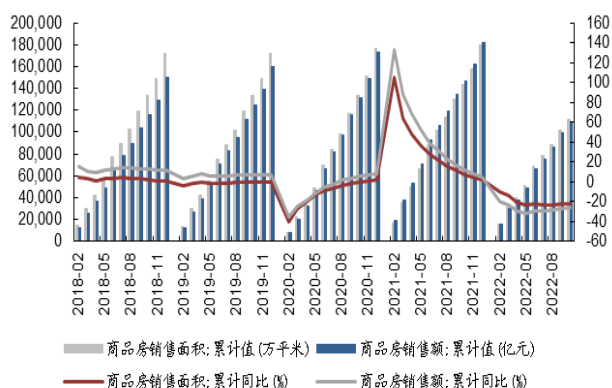
## 1. 2022 年回顾：行业下行，投资失速

### 1.1 销售下行，房价承压

商品房销售持续下行，房价下跌压力增大。2022 年的商品房销售呈现量价齐跌的走势。2022 年 1-10 月商品房累计销售面积 111,179 万平，同比-22.30%；商品房累计销售金额 108,832 亿元，同比-26.10%。10 月单月商品房销售面积同比-23.23%，前值-16.16%；销售额同比-23.71%，前值-14.21%；销售均价单月同比-0.63%，前值 2.32%。销售下行的背景下，房价下行的压力也在加大，房价下跌的城市数和跌幅扩大的城市数都在增加。10 月 70 个大中城市中，新建商品住宅和二手住宅价格环比下降的城市分别为 58 个和 62 个，9 月分别为 54 个和 61 个；新建商品住宅和二手住宅价格环比跌幅扩大城市数分别为 27 个和 31，9 月分别为 20 个和 26 个。

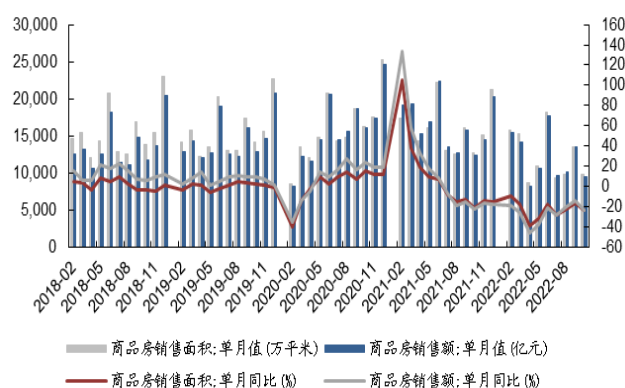
我们认为几大因素的叠加造成了当前市场需求的大幅下滑：1) 疫情冲击影响了销售的开展和需求的释放。2) 房企信用危机频发动摇了购房者对期房按时竣工交付的信心，进而影响到销售；3) “买涨不买跌”的心理导致观望情绪进一步加重；4) 经济前景不明朗的背景下，收入预期的减弱抑制了部分购房需求。

图1：商品房销售面积和销售额累计值及同比



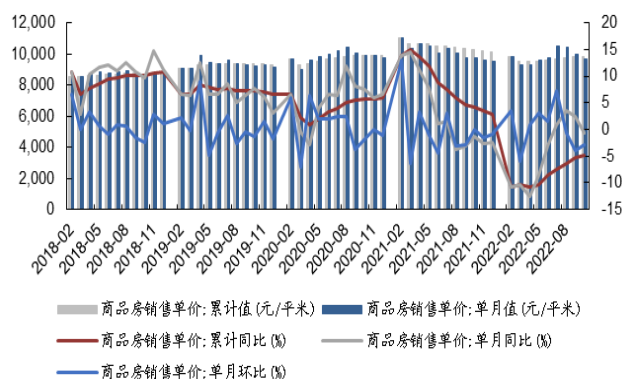
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图2：商品房销售面积和销售额单月值及同比



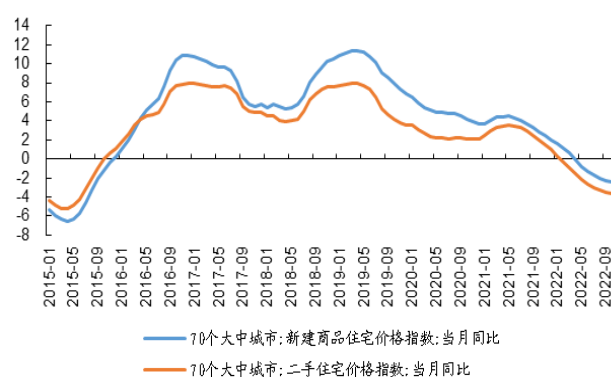
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图3：商品房销售单价及同比

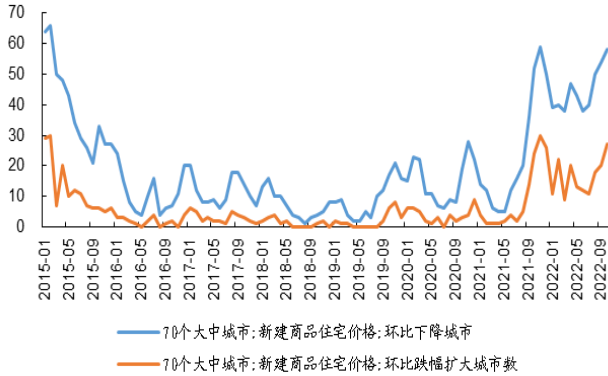


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

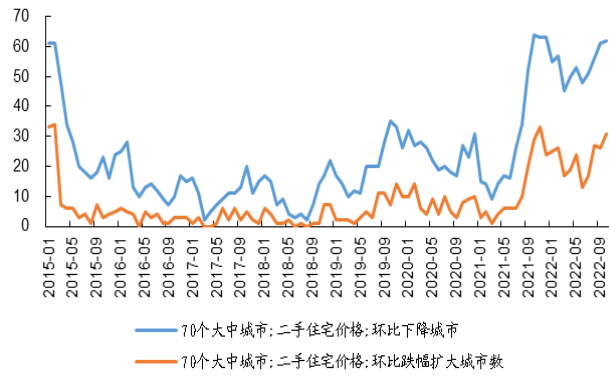
图4：70个大中城市住宅价格指数(%)



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**图5：70 大中城市新建商品住宅价格下降城市数**


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

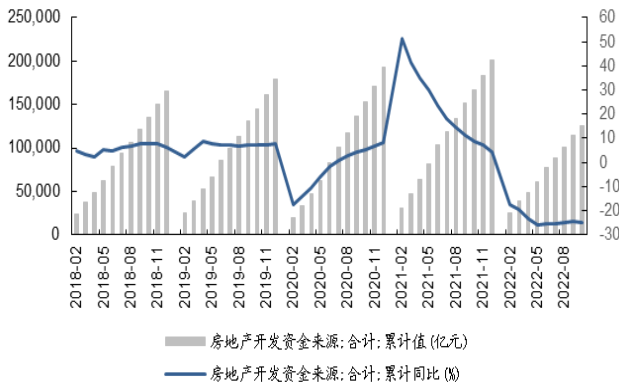
**图6：70 大中城市二手住宅价格下降城市数**


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

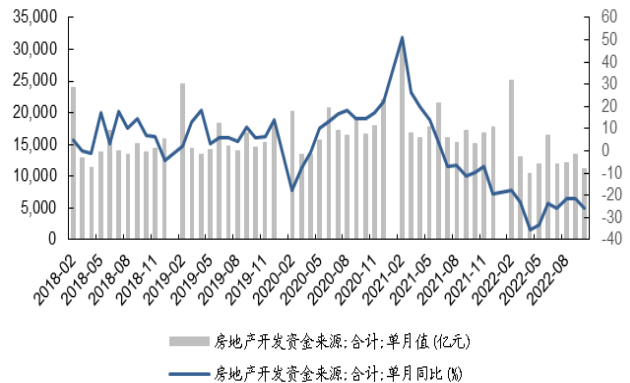
## 1.2 融资不振，投资失速

行业资金面愈发紧张，销售的下滑进一步加剧了资金面的紧张局势。2022 年 1-10 月房地产开发累计到位资金 125,480 亿元，同比-24.7%。10 月单月到位资金同比-26.00%，前值-21.27%；其中国内贷款单月同比-18.35%，前值-25.43%；自筹资金单月同比-20.68%，前值-25.49%；定金及预收款单月同比-30.99%，前值-31.36%；个人按揭贷款单月同比-31.36%，前值-18.23%。

销售回款是房企最重要的资金来源，销售的持续大幅下滑会给缺乏信贷支持的民企造成更大的冲击，直接影响到其持续经营能力。而民企群体大规模的暴雷又会进一步影响金融机构和购房者的信心，使其融资和销售变得更加困难。金融机构对于信贷投放的谨慎态度，使得资金的支持依然局限于少数信用优质的房企，行业整体的信贷支持未见显著改善。

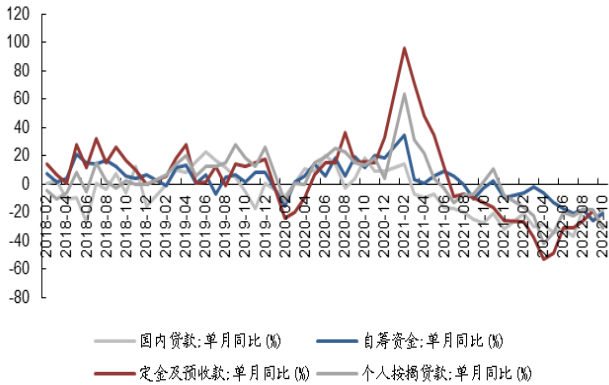
**图7：房地产开发资金来源累计值及同比**


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**图8：房地产开发资金来源单月值及同比**


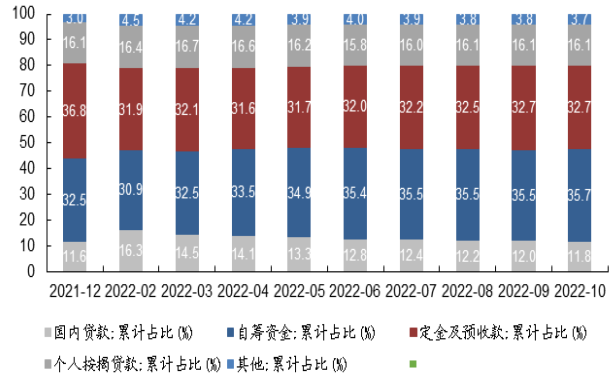
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图9：房地产开发资金来源各渠道同比



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图10：房地产开发资金来源各渠道占比

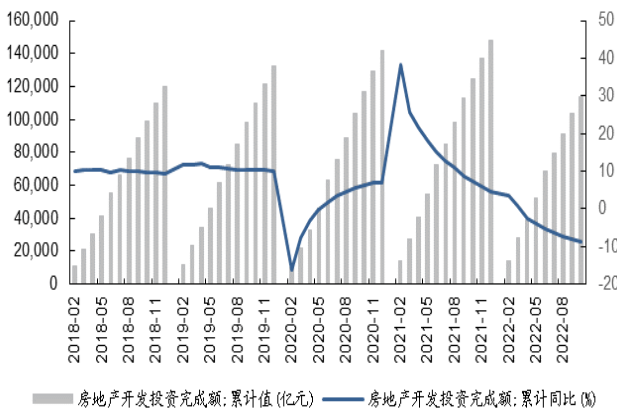


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

销售下行、融资不振之下，地产投资失速下滑。2022年1-10月累计开发投资完成额113,945亿元，同比-8.8%。10月单月开发投资完成额同比-16.00%，前值-12.12%。2022年1-10月土地成交价款累计同比-46.90%。10月单月土地成交价款同比-49.67%，前值-55.38%。

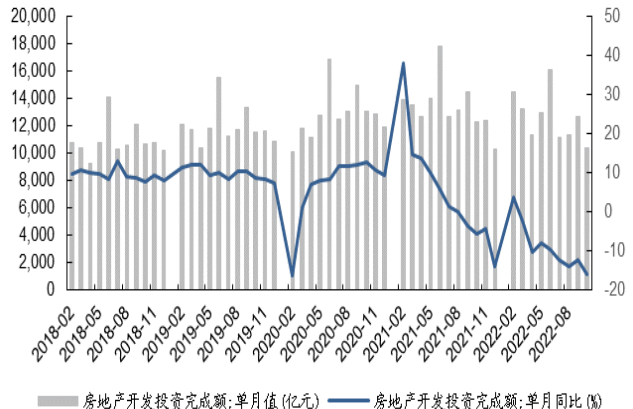
融资和销售的困难，极大的影响了房企的投资能力与意愿。销售不振、预期转弱之下，土地市场持续走弱。特别是面临销售和融资双重冲击的民企，更是无力再进行土地投资。土地成交的持续下滑，势必会给未来的开工与投资数据带来不小的压力。虽然在“保交楼”的政策推动之下，前期竣工情况有所好转，但随着交付难度较小的项目持续竣工，余下的项目可能由于盈亏难以平衡，“保交楼”难度将会越来越大。而“保交楼”带来过度严格的资金监管也可能导致房企的内部资金流转更加困难，进一步降低了房企拿地与新开工的能力。

图11：房地产开发投资完成额累计值及同比

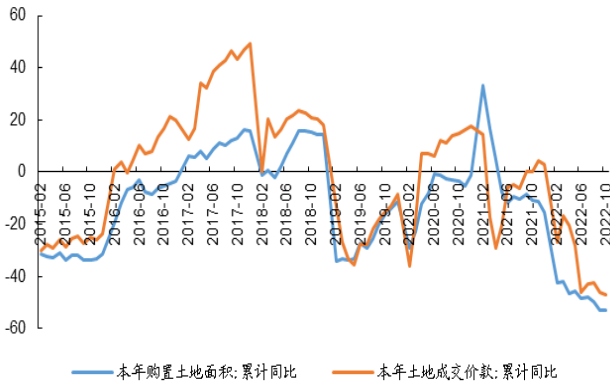


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

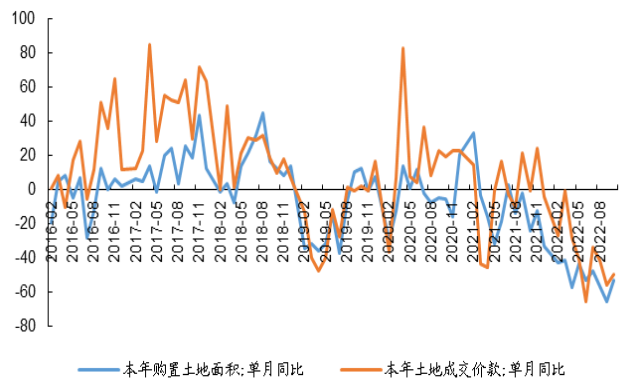
图12：房地产开发投资完成额单月值及同比



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**图13：土地购置面积及成交价款月累计同比(%)**


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**图14：土地购置面积及成交价款单月同比(%)**


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

## 2. 2023 年展望：政策宽松，格局重塑

### 2.1 供需两端全面发力，政策走向新一轮宽松

我们认为，随着 9 月份以来供需两端全国性政策的加速释放，政策正在形成合力，走向新一轮宽松周期。

对于需求端，8 月 24 日国常会提出的允许“一城一策”运用信贷等政策，合理支持刚性和改善性住房需求，是政策加速释放的重要抓手。随后，各地加速出台各类政策稳定市场，涵盖提升公积金贷款额度，降低首付比，发放购房补贴和放松限购等各项措施，其中以提升公积金贷款额度和发放购房补贴最为常见。9 月 29 日央行、央行、银保监会发布通知，决定阶段性调整差别化住房信贷政策，允许房价连续下降的城市下调或取消首套住房贷款利率下限。9 月 30 日央行决定下调公积金贷款利率。随着房贷利率空间的打开以及“一城一策”的持续发力，需求端的维稳力度正持续加强。

对于供给端，监管部门已经意识到“救项目不救房企”的思路难以有效的稳定市场，11 月以来开始全面加强对房企的融资支持。11 月 8 日，中国银行间市场交易协会将民营房企纳入“第二支箭”政策，预计可支持至少 2500 亿元民营企业债券融资。11 月 13 日，央行、银保监会出台十六条措施支持房地产市场平稳健康发展，明确提出稳定房地产开发贷款投放和支持优质房地产企业发行债券融资等。11 月 28 日，证监会宣布在涉房企业股权融资方面调整优化五项措施，恢复上市房企和涉房上市公司再融资。至此，信贷、债券、股权支持政策实现“三箭齐发”，房企融资环境显著改善，行业纾困与并购整合有望实质性提速。

**表1：8 月 24 日以来重要的全国性需求端政策**

日期	政策主体	政策内容	政策类型
2022/8/24	国常会	允许地方“一城一策”运用信贷等政策，合理支持刚性和改善性住房需求	调控方针
2022/9/29	央行、银保监会	央行、银保监会发布通知，决定阶段性调整差别化住房信贷政策。对于今年 6-8 月份新建商品住宅销售价格环比、同比均连续下降的城市，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，二套住房贷款利率政策下限则按现行规定执行。	房贷利率
2022/9/30	央行	央行决定，自 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%；第二套个人住房公积金贷款利率政策保持不变。这是央行时隔逾 7 年首次下调首套个人住房公	公积金利率

金贷款利率。

2022/9/30	财政部、税务总局	财政部、税务总局明确，在 2023 年年底之前，符合条件的纳税人出售自有住房后并在 1 年内重新购房，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。	税收优惠
2022/11/13	央行、银保监会	央行、银保监会出手，出台十六条措施支持房地产市场平稳健康发展。两部门明确，稳定房地产开发贷款投放，支持个人住房贷款合理需求，支持开发贷款及信托贷款等存量融资合理展期，支持优质房地产企业发行债券融资，阶段性优化房地产项目并购融资政策，加快推动房地产风险市场化出清。	信贷支持

资料来源：iFinD、政府网站、东兴证券研究所

表2：8 月 24 日以来重要的地方性需求端政策

政策类型		一二线城市（含各省会）	三四线城市
贷款政策	下调首付比（含公积金）	东莞、贵阳、重庆、石家庄、武汉、杭州、银川	江苏泰州、湖南衡东、重庆垫江、河北涿州、广西钦州、内蒙古赤峰、湖北荆门、
	提升公积金贷款额度	重庆、天津、南宁、厦门、济南、银川	浙江磐安、河南周口、湖北襄阳、广东汕尾、山东潍坊、浙江临海、湖南衡东、山东临沂、重庆垫江、广东湛江、广西柳州、江苏靖江、广西北海、山东泰安、广西钦州、湖北荆门
公积金代际互助（一人购房全家帮）		沈阳、石家庄、银川	河南罗山、广东汕尾、浙江绍兴
限购、限售、限价	放松限购	天津、杭州、上海临港、北京通州、成都、西安	重庆垫江、湖北神龙架、甘肃白银
	放松限售，限价	广州、宁波、东莞	江苏常州、江苏兴化
购房补贴		宁波、杭州临安区、长春、杭州淳安、呼和浩特、银川、杭州萧山区、南宁、重庆两江新区、沈阳、杭州富阳区	宁夏银川、河南周口、河北成安、浙江临海、湖南浏阳、山东临沂、重庆垫江、贵州玉屏、四川眉山、浙江兰溪、江苏兴化、河南开封、广西合山、江西上高、眉山天府新区、黑龙江五常、河南洛阳

资料来源：iFinD、政府网站、东兴证券研究所

表3：11 月以来重要的全国性供给端政策

日期	政策主体	政策内容	政策类型
2022/11/2	中债增进公司	中债增进召集 21 家民营房企开会，推进第二批增信发行项目约 200 亿元。其中，龙湖、美的、新城、碧桂园、旭辉集团、卓越集团等企业正推进第二轮增信发行项目，金辉、新希望、雅居乐等民营房企发债在积极准备中。	债权融资
2022/11/8	中国银行间市场交易协会	中国银行间市场交易协会将民营房企纳入“第二支箭”政策，预计可支持至少 2500 亿元民营企业债券融资。	债权融资 (第二支箭)
2022/11/13	央行、银保监会	央行、银保监会出手，出台十六条措施支持房地产市场平稳健康发展。两部门明确，稳定房地产开发贷款投放，支持个人住房贷款合理需求，支持开发贷款及信托贷款等存量融资合理展期，支持优质房地产企业发行债券融资，阶段性优化房地产项目并购融资政策，加快推动房地产风险市场化出清。	信贷、债权等 (金融十六条)
2022/11/14	银保监会、	银保监会、住建部、央行联合发布通知，指导商业银行按市场化、法治化原则，	预售资金监管



	住建部、央行	向优质房地产企业出具保函置换预售监管资金。通知要求，房地产企业要按规定使用保函置换的预售监管资金，优先用于项目工程建设、偿还项目到期债务等，不得用于购置土地、新增其他投资、偿还股东借款等。	
2022/11/21	央行	央行近期拟发布保交楼贷款支持计划，至 2023 年 3 月 31 日前，央行将向商业银行提供 2000 亿元免息再贷款，支持商业银行提供配套资金用于支持“保交楼”，封闭运行、专款专用。	保交付
2022/11/23	央行、银保监会	央行、银保监会正式发布《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》，从开发贷款、信托贷款、债券融资等方面全面支持房地产融资。该通知就是此前市场热议的“地产金融 16 条”。	信贷、债权等 (金融十六条)
2022/11/24	国有六大行	国有六大行落实“地产 16 条”，与多家房企签订合作协议，已披露的意向性授信额度高达 12750 亿元。其中，工商银行向 12 家全国性房企提供意向性融资，总额达 6550 亿元，邮储银行向 5 家房企提供意向性融资总额 2800 亿元。	信贷支持
2022/11/28	证监会	证监会宣布在涉房企股权融资方面调整优化五项措施，并自即日起施行。五方面举措包括恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；恢复上市房企和涉房上市公司再融资；H 股上市公司再融资与 A 股政策保持一致；进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用；开展不动产私募投资基金试点。	股权融资等 (第三支箭)

资料来源：iFinD、政府网站、东兴证券研究所

## 2.2 不利因素迎来改善，行业有望触底回升

供需两端政策形成合力之下，多项不利因素都将迎来显著改善，2023 年行业有望逐渐触底回升。

**疫情影响：**虽然近期多地疫情形势严峻，但中央对于疫情防控措施的精准度正在持续提升，疫情防控对经济社会发展的影响将逐渐减小。从 6 月 24 日发布的疫情防控“九不准”要求，到 6 月 27 日发布的《第九版新型冠状病毒肺炎防控方案》，再到 11 月 11 日发布的《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施科学精准做好防控工作的通知》(二十条)，疫情防控的科学性、精准性都在进一步提升。总的方向与目标，是用更小的代价在尽可能短的时间把疫情控制在最小的范围，最大限度减少疫情对经济社会发展的影响。我们认为，短期疫情的反复不会改变“第九版防控方案”及“二十条”的指导方向和落地力度，地方上对于风险人员的隔离管理期限、管控区的划定标准和核酸检测策略都必将得到进一步的优化。

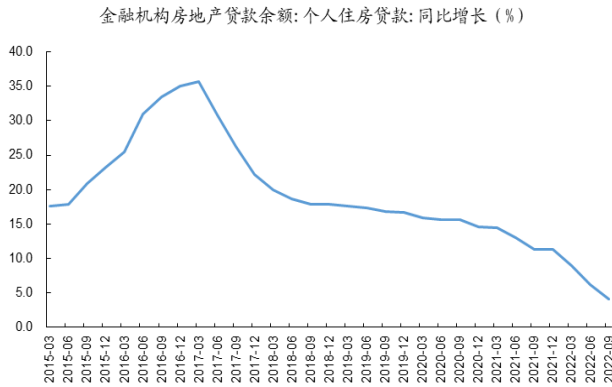
**房企信用风险与烂尾楼：**随着信贷、债券、股权支持政策的“三箭齐发”、预售资金监管的优化以及“保交楼”资金的持续落地，房企信用风险与烂尾楼问题有望得到显著改善。房企融资渠道的打开，有助于缓解部分房企面临的流动性风险，改善房企信用风险频发的问题，对于增强市场对房地产行业的信心有重要作用。而房企流动性的改善与市场信心的提升，也有助于“保交楼”政策的持续推进，降低行业烂尾楼风险。

**观望情绪：**在房价持续下滑的情况下，居民购房意愿不足。但随着疫情影响的减弱和烂尾楼风险的降低，居民的观望情绪有望得到改善。而需求端政策的持续落地，也有望对销售产生提振作用。2022 年以来，房贷利率快速下调，当前的利率水平已经处于历史底部。而需求侧的实质性放松已经从三四线城市延展到了杭州这类核心城市。但对比 2014 至 2015 年期间，房贷利率下限为贷款基准利率 7 折、除一线城市外的多数城市都放松限购以及大力推行棚改货币化的刺激力度来看，当前需求端政策仍然比较克制。我们认为，政策后续在房贷利率下行和核心一二线城市放松限购、限贷、限售等方面还有空间。

**收入预期：**我们预计随着疫情影响的减弱，地产行业预期的改善以及宏观经济的企稳回升，居民的收入预期有望逐渐好转。收入预期的好转并非地产行业本身的调控可以解决的，但楼市基本面好转与居民收入预期改

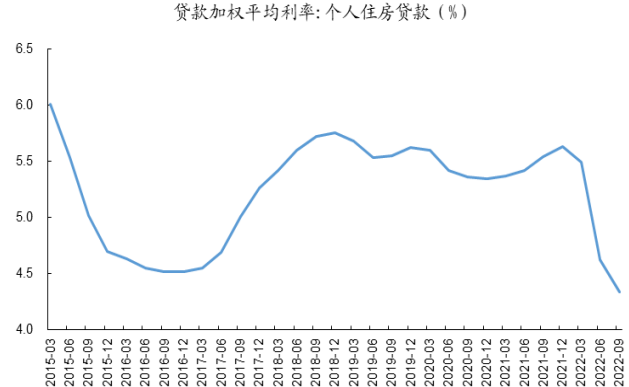
善可以说是相辅相成的。房地产及其关联的上下游，本身就是支柱产业，是解决就业的重要力量。地产行业本身的好转，对稳定经济大盘、提振就业及改善收入预期都具有重要意义。而居民收入预期的改善，也能推动地产行业本身的进一步企稳。

图15：金融机构个人住房贷款余额:同比增长



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图16：个人住房贷款加权平均利率



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

## 2.3 格局重塑趋势明显，优质房企迎来拿地良机

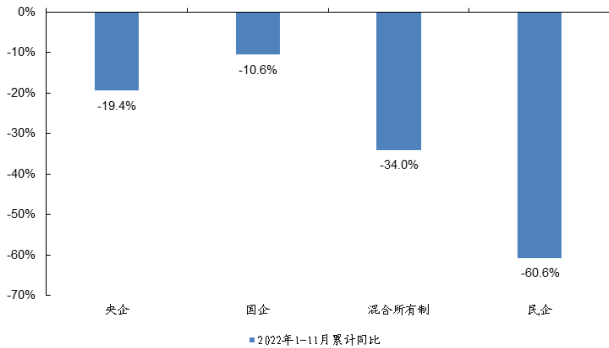
国有背景的房企整体的销售情况远远好于民企，优质房企销售已经率先走出低谷，市场格局正在重塑。2021年下半年以来，此前较为激进的民营房企频繁爆出流动性危机，项目施工和销售都受到了很大影响。国有背景的房企凭借融资优势和市场信赖，在下行期间具有更强的抗风险能力，销售走势显著强于民企。从数据来看，2022年1-11月，样本央企和国企的销售总额累计同比分别为-19.4%和-10.6%，同期样本内民企的销售总额同比-60.6%。其中，11月样本央企和国企的销售总额同比分别为-4.7%和41.1%，同期样本内民企的销售总额同比-61.4%。

表4：按企业性质分类的主流房企

企业性质	房企样本
央企	保利发展、中海地产、华润置地、招商蛇口、中国金茂、远洋集团、华侨城、保利置业
国企	建发房产、越秀地产、华发股份、首开股份、首创城发
混合所有制	万科地产、金地集团、绿城中国（不含代建）、绿地控股
民企	碧桂园、融创中国、滨江集团、旭辉集团、龙湖集团（权益）、新城控股、世茂集团、美的置业、金科集团、中梁控股、中南置地、中骏集团、雅居乐、融信集团、中国恒大、龙光集团、阳光城、合景泰富、金辉集团、时代中国、宝龙地产、富力地产、荣盛发展、禹洲集团、正荣集团、德信地产、力高集团、弘阳地产、佳兆业（权益）、奥园集团、建业集团（不含代建）

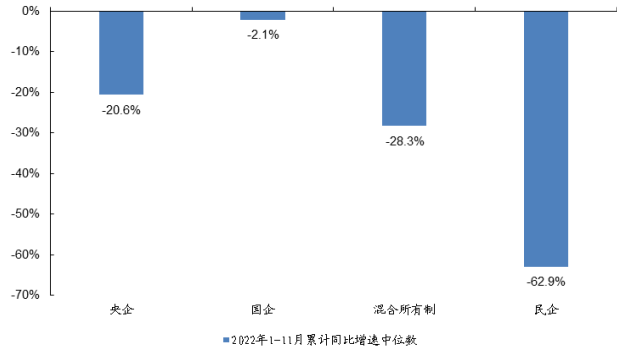
资料来源：克而瑞，东兴证券研究所

图17：主流房企全口径销售金额累计同比



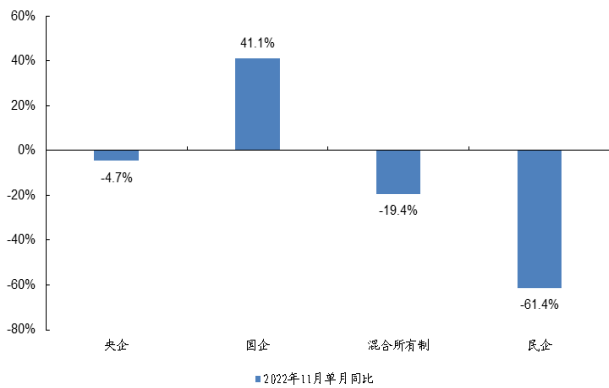
资料来源：克而瑞，东兴证券研究所

图18：主流房企全口径销售金额累计同比增速中位数



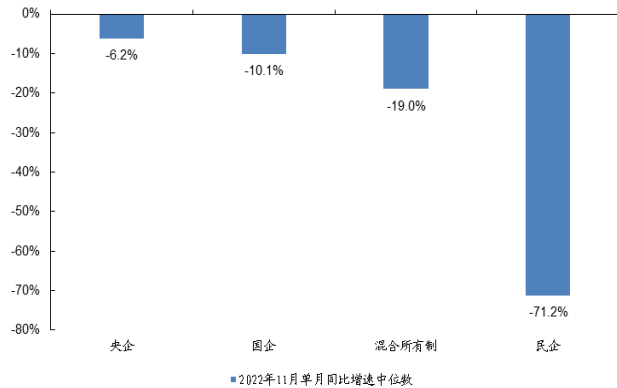
资料来源：克而瑞，东兴证券研究所

图19：主流房企全口径销售金额单月同比



资料来源：克而瑞，东兴证券研究所

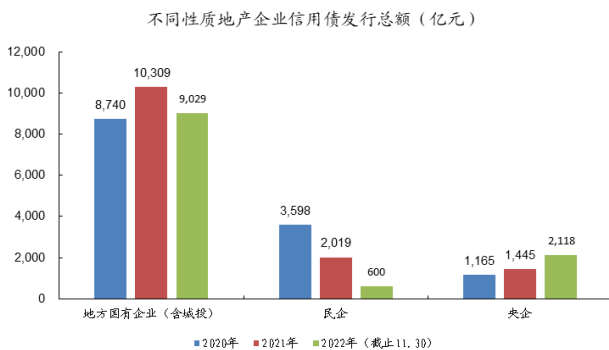
图20：主流房企全口径销售金额单月同比增速中位数



资料来源：克而瑞，东兴证券研究所

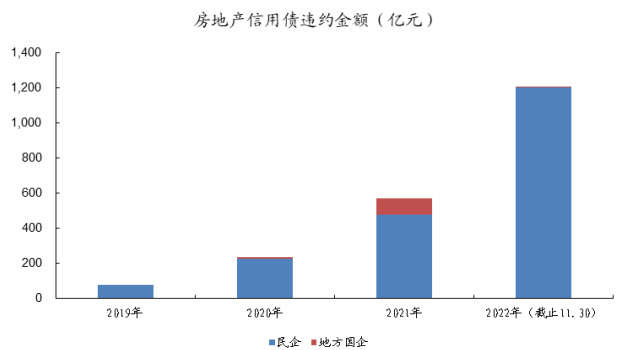
房企信用明显分层，民企债券违约规模激增，债务融资锐减，央企和国企的信用优势进一步凸显。从数据来看，民企境内地产债发行总规模从2020年的3,598亿元下滑到2022年（截至11月底）的600亿元，而同期央企则从1,165亿元增长至2,118亿元，信贷资源明显向央企和国企倾斜。与此同时，民营房企信用债违约呈现爆发式增长，违约总额（含展期）从2020年的226亿元增长到2022年（截至11月底）的1,202亿元。

图21：不同性质地产企业信用债发行总额



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

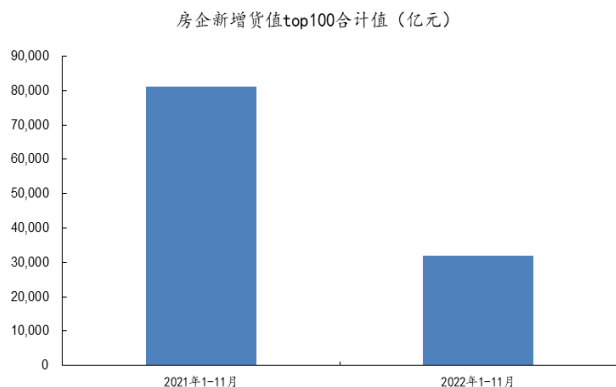
图22：房地产信用债违约金额



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

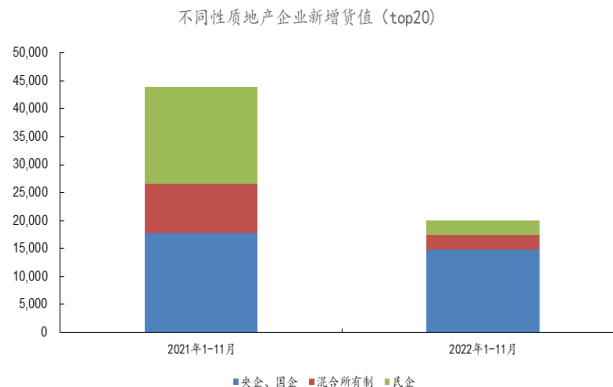
土地市场在走弱中进一步分化，民企拿地规模迅速降低，国有背景的优质房企拿地份额显著提升。销售不振、预期转弱之下，土地市场持续走弱，特别是面临销售和融资双重冲击的民企，更是无力再进行土地投资。土地成交的持续下滑，势必会给未来的开工与投资数据带来不小的压力。土地市场的持续分化，也将会导致未来房企在市场销售上的进一步的分化。从具体数据来看，民企拿地规模极度萎缩，央国企成为土地市场主导，房企新增货值 top20 中，民企在 2022 年 1-11 月新增货值仅 2,625 亿元，而去年同期还有 17,234 亿元。

图23：房企新增货值 top100 合计值



资料来源：克而瑞，东兴证券研究所

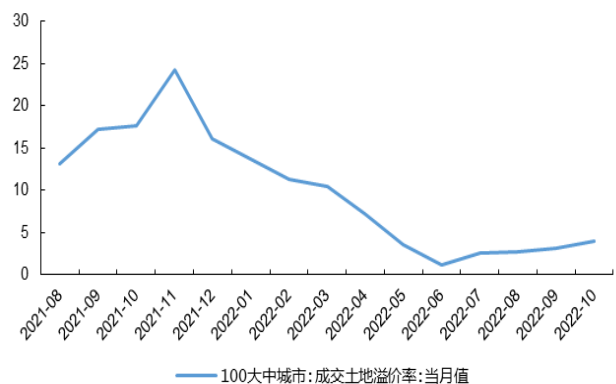
图24：不同性质地产企业新增货值（亿元）



资料来源：克而瑞，东兴证券研究所

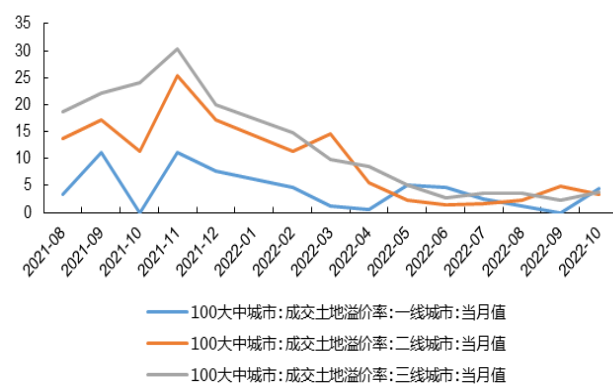
供地措施不断优化，优质房企迎来拿地良机，有望给未来销售端的利润改善打下良好基础。2022 年集中供地规则不断优化，降门槛、提利润，提升企业拿地意愿已成各地普遍做法。比如部分城市取消“竞自持”或“竞配建”、放宽限价，放宽房企开发资质以及付款周期要求等，这些供地措施的优化给房企留出了更多的利润空间。由于土地市场的持续承压，土地市场溢价率也在不断下降，这也对拿地房企的项目利润起到了支撑作用。行业持续出清，格局重塑的背景下，当前有能力继续拿地扩张的优质房企迎来了难得的优质项目储备期。

图25：100 大中城市成交土地溢价率



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图26：不同能级城市成交土地溢价率



资料来源：克而瑞，东兴证券研究所

### 3. 投资策略：政策宽松，格局重塑下的两条投资主线

基于供需两端政策形成合力之下，行业多项不利因素正迎来显著改善，以及行业出清将带来的格局重塑，我们推荐两条投资主线。

**主线一：具有信用优势的优质央企和国企，建议持续跟踪保利发展、越秀地产。**我们认为信用优势正推动优质央企和国企在土地和并购市场获得优势，持续的拿地推盘能力与优质的信用背书也有望在需求回暖之时抢占先机，进一步提升市场份额。

**主线二：开发主业稳健，在地产融资政策“三箭齐发”之下，有望率先获得金融机构重点支持，有效降低自身信用风险的优质房企，建议持续跟踪金地集团、碧桂园、龙湖集团。**当前政策思路已经从“救项目”扩展到了“稳房企”，经营稳健的民企有望获得融资端的大力支持，市场对优质民企的担忧也有望大幅降低。

## 4. 风险提示

行业政策落地不及预期的风险、盈利能力继续下滑的风险、销售不及预期的风险

## 分析师简介

### 陈刚

清华大学金融硕士，同济大学土木工程本科，2019 年加入东兴证券研究所，从事房地产行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：010-66554070

传真：010-66554008

电话：021-25102800

传真：021-25102881

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526