

房地产行业 2023 年度策略报告

政策锚定格局，铅华洗尽见金

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

- 《行业点评\*地产\*“三支箭”加速落地，三箭齐发助力地产融资》2022-11-28
- 《行业点评\*地产\*预售监管金政策迎优化，房企流动性支持更进一步》2022-11-14
- 《行业点评\*地产\*政策暖风频出，看好地产链估值修复》2022-11-13
- 《行业点评\*地产\*稳信用再度加码，民企融资持续修复》2022-11-11
- 《行业深度报告\*地产\*地产杂谈系列之四十三：从美日楼市危机应对谈未来政策方向》2021-11-04
- 《行业深度报告\*地产\*地产杂谈系列之四十二：供给视角下的地产煤炭对比》2021-10-31

证券分析师

- 杨侃** 投资咨询资格编号  
S1060514080002  
BQV514  
YANGKAN034@pingan.com.cn
- 郑茜文** 投资咨询资格编号  
S1060520090003  
ZHENGXIWEN239@pingan.com.cn
- 王懂扬** 投资咨询资格编号  
S1060522070003  
WANGDONGYANG339@pingan.com.cn



平安观点：

- **回顾：基本面低开低走，信用困局未破。**2022 年 1-10 月全国房地产投资同比降 8.8%、销售金额同比降 26.1%、土地出让金同比降 25.8%，投资销售疲软、土地财政“冰封”，基本面低开低走，未见明显好转。成交量缩带动一二手房价格下滑，且逐步向一二线蔓延。到位资金匮乏叠加建安、还款等刚性支出导致部分房企深陷流动性困局，市场（地方政府、金融机构、购房者、地产产业链上下游）对房企交付、还款信心进一步减弱，叠加行业个别事件冲击，围绕房企（尤其是民企）的信用链条遭受极大挑战。2022 年出险房企数量增长，新增违约债务余额呈倍数级上升，房企资产负债表并未明显改善。
- **展望：保交付到稳信用，阵痛仍将延续。**2022 年政策松绑力度持续加大，以时间换空间保交楼及稳信用，年末信贷、债券、股权“三支箭”政策齐发，有望实质缓解房企资金压力、优化企业资产负债表、加速“保交楼”落地。收入、房价下行预期叠加交付担忧冲淡需求端政策效果，房价下行、需求不足或替代信用风险成为 2023 年主要挑战，从优化房企资产负债表到改善居民资产负债表，需求端政策宽松仍值得期待。预计 2023 年销售面积同比下降 4.5%、销售额同比下降 5.6%、投资同比下降 7.0%。
- **房企：洗牌尘埃落定，内功比拼见真章。**信用冲击之下央国企等强信用企业融资、投资、销售优势持续显现。随着融资收紧周期见底、“保项目”向“保主体”转移，行业洗牌出清或渐近尾声，但阵痛期业绩冲击预计仍将延续。考虑新出让土地潜在盈利提升，短期土储换仓、资产质量率先修复房企有望更好把握复苏机遇；中长期过往高杠杆、高周转模式不可延续，房企 ROE 驱动将主要回归净利率提升，更加考验房企运营、管控能力，重心转向内功比拼。
- **投资建议：展望 2023 年，我们认为短期行业阵痛仍将延续，但政策加速转型背景下，房企信用风险再度暴露风险弱化，需求不足带来的房价下行或成为短期压力。**2022 年地产板块全年演绎“格局优化、强信用房企市占率提升”逻辑，2023 年行业洗牌将逐步尘埃落地，更加考验各家房企硬实力。短期基本面承压下政策博弈空间仍在，板块持仓低位增强安全边际，中期行业筑底企稳，基本面修复推动行情上行，我们看好 2023 年地产板块整体表现，维持“强于大市”评级。短期建议关注政策弹性大的超跌房企如金地集团、新城控股等；中期行业筑底企稳，投资主线回归基本面，格局重塑洗牌逐步尘埃落地，将更加比拼各家房企内功，建议关注积极拿地改善资产质量、融资及销售占优的强信用房企保利发展、招商蛇口、中国海外发展、滨江集团等。同时持续关注股权融资主题投资机会。
- **风险提示：1）政策改善及时性低于预期风险；2）房企流动性问题发酵风险；3）行业短期波动超出预期风险。**

股票名称	股票代码	股票价格		EPS				PE				评级
		2022-12-05	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E		
万科 A	000002.SZ	18.92	1.94	2.03	2.15	2.33	9.8	9.3	8.8	8.1	推荐	
保利发展	600048.SH	16.30	2.29	2.40	2.48	2.56	7.1	6.8	6.6	6.4	推荐	
金地集团	600383.SH	11.40	2.08	2.21	2.32	2.40	5.5	5.2	4.9	4.8	推荐	
招商蛇口	001979.SZ	14.62	1.34	1.21	1.35	1.46	10.9	12.1	10.8	10.0	推荐	
新城控股	601155.SH	21.37	5.57	3.91	4.22	4.49	3.8	5.5	5.1	4.8	推荐	
滨江集团	002244.SZ	9.92	0.97	1.14	1.29	1.42	10.2	8.7	7.7	7.0	推荐	
天健集团	000090.SZ	6.27	1.03	1.26	1.45	1.63	6.1	5.0	4.3	3.8	推荐	
中国海外发展	0688.HK	18.23	3.67	3.76	3.85	3.92	5.0	4.8	4.7	4.6	推荐	
越秀地产	0123.HK	8.51	1.16	1.25	1.41	1.62	7.3	6.8	6.0	5.3	推荐	
绿城中国	3900.HK	12.01	1.78	2.00	2.23	2.42	6.7	6.0	5.4	5.0	推荐	
碧桂园服务	6098.HK	19.99	1.20	1.44	1.69	1.95	16.7	13.9	11.8	10.3	推荐	
保利物业	6049.HK	43.42	1.53	1.90	2.35	2.89	28.4	22.9	18.5	15.0	推荐	
招商积余	001914.SZ	17.23	0.48	0.62	0.79	1.00	35.9	27.8	21.8	17.2	推荐	
新城悦服务	1755.HK	8.95	0.60	0.79	1.22	1.57	14.9	11.3	7.3	5.7	推荐	
星盛商业	6668.HK	1.94	0.18	0.22	0.28	0.37	10.8	8.8	6.9	5.3	推荐	

备注：股票价格统一为人民币元/股 资料来源：wind，平安证券研究所

# 正文目录

<b>一、 前言</b>	<b>7</b>
<b>二、 回顾：基本面低开低走，信用困局未破</b>	<b>7</b>
2.1 2022 年行业低开低走，基本面加速探底	7
2.2 房企资产负债表延续恶化，信用风险持续暴露	10
<b>三、 展望：保交付到稳信用，阵痛仍将延续</b>	<b>12</b>
3.1 政策松绑力度加大，以时间换空间保交楼稳信用	12
3.2 需求端宽松不断加码，继续改善值得期待	17
3.3 短期阵痛期仍将延续，2023 年投资、销售中个位数下滑	21
<b>四、 房企：洗牌尘埃落定，内功比拼见真章</b>	<b>22</b>
4.1 行业加速分化，强信用企业更具韧性	22
4.2 房企信用风险渐缓，结算端压力仍存	23
4.3 短期重视资产质量修复，中长期重心在于内功比拼	25
<b>五、 投资策略</b>	<b>29</b>
5.1 2022 行情回顾：全年演绎“格局优化、强信用房企市占率提升”逻辑	29
5.2 投资建议	30
<b>六、 风险提示</b>	<b>31</b>

# 图表目录

图表 1	2023 年投资策略	7
图表 2	2022 年全国单月投资销售快速下行	8
图表 3	2022 年 11 月重点城市单月销售面积大多下滑	8
图表 4	全国商品房销售均价自 2021H2 后呈下滑趋势	8
图表 5	70 城新房价格环比回落，一线降幅相对较小	9
图表 6	70 城二手住宅价格环比回落，一线降幅较小	9
图表 7	2022 年前 11 月百城成交土地建面同比下滑	9
图表 8	2022 年前 11 月百城土地成交平均溢价率较低	9
图表 9	2022 年集中供地延续平淡	10
图表 10	2022 年前 10 月全国土地出让收入同比下滑	10
图表 11	多数房企两大资金渠道均遭受冲击	10
图表 12	部分房企信用链条遭受极大挑战	11
图表 13	2022 年期现房走势分化反映房企信用未见修复	11
图表 14	2022 年房企整体到位资金增速快速回落	11
图表 15	2022Q1-3 主流房企经营、筹资性净现金流下行	11
图表 16	民营房企境内发债处于净偿还状态	12
图表 17	房企新增违约债券余额持续攀升	12
图表 18	中央层面政策支持力度加大	12
图表 19	2022 年 AMC 介入房地产债务化解工作部分举措	13
图表 20	2022 年行业收并购更多聚焦项目层面	13
图表 21	2022 年 5 月、8 月部分民企增信发债情况	14
图表 22	2022 年“保交楼”相关政策	14
图表 23	地方政府多措并举，统筹协调推动“保交楼”	14
图表 24	根据合同负债法测算剩余建安投入	15
图表 25	根据交付周期及销售额测算剩余建安投入	16
图表 26	根据交付周期及销售面积测算剩余建安投入	16
图表 27	信贷、债券、股权三箭齐发，从“保项目”到“保主体”	16
图表 28	信贷、债券、股权三箭齐发后房企最新融资情况	17
图表 29	政策宽松逐步向一线及强二线城市蔓延	17
图表 30	2022 年居民可支配收入增速放缓	18
图表 31	2022 年城镇失业率有所上升	18
图表 32	贝壳重点跟踪城市房贷利率趋势下行	19
图表 33	2022 年新增居民中长期贷款明显萎缩	19

图表 34	新房、二手房增速差异反映交付担忧仍存	19
图表 35	2022 年 10 月受访者相比上月购房意愿变化	19
图表 36	2022 年 10 月购房置业主要影响因素	19
图表 37	2022 年 10 月房产项目降价促销力度	19
图表 38	一线城市最新政策依旧严格	20
图表 39	2014 年“930”新政、2015 年“330”新政	20
图表 40	2021 年 9 月以来宽松政策明显增加	21
图表 41	2022 年房地产投资仍显偏软	21
图表 42	2022 年新开工未见起色	21
图表 43	2022 年竣工表现呈现反复	22
图表 44	房地产投资测算	22
图表 45	2023 年销售面积增速测算	22
图表 46	2023 年销售金额增速测算	22
图表 47	2022 年 1-11 月民企销售额降幅相对更大	23
图表 48	50 强房企拿地金额结构	23
图表 49	房企境内发债金额结构	23
图表 50	主流未出险房企三条红线、现金流情况	24
图表 51	境内债、境外债偿还量分布	24
图表 52	2022H1 上市房企利润端压力开始显现	25
图表 53	2022H1 43 家 A+H 上市房企毛利率延续下行	25
图表 54	2022Q1-3 17 家 A 股上市房企资产减值损失增加	25
图表 55	1991 年日本楼市危机后大型房企市占率上升	25
图表 56	2021 年 5 月后百城住宅地价房价比趋势下行	26
图表 57	2021H2 以来主流房企补货力度对比	26
图表 58	申万房地产历年 ROE 变化及驱动因素拆解	26
图表 59	日本主流房企销售总务及管理开支占总收入比重	27
图表 60	日本主流房企 ROE 基本维持稳定	27
图表 61	日本主流房企归母净利润率呈上升趋势	27
图表 62	日本主流房企权益乘数呈下行趋势	27
图表 63	日本主流房企资产周转率呈下行趋势	27
图表 64	普尔特 11 类目标客户细分模型	28
图表 65	主流房企打分体系	28
图表 66	总得分前十房企明细	28
图表 67	2022 年申万房地产指数走势	29
图表 68	房地产板块估值处近五年 93%分位	29
图表 69	2022Q3 地产行业基金持仓延续低位	30

---

图表 70	2022Q3 地产行业延续低配 .....	30
图表 71	主流房企销售、拿地、股价对比 .....	30

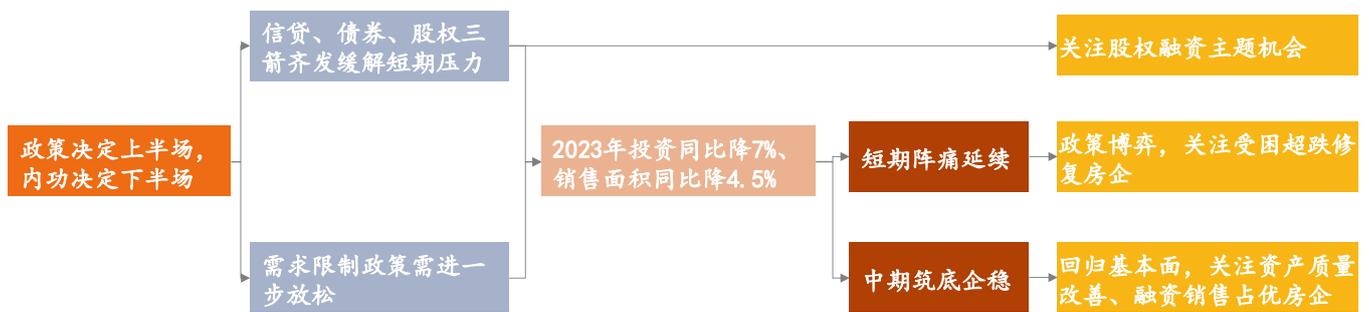
## 一、前言

2022 年初以来政策松绑力度持续加大，但供给端纾困更多聚焦项目层面，房企（尤其民企）仍深陷流动性困局；需求端收入、房价下行预期叠加交付担忧等因素制约政策效果；楼市、地市表现疲软，行业基本面加速探底，房企信用风险仍持续暴露。年末信贷、债券、股权“三支箭”政策齐发，有望实质缓解房企资金压力、优化企业资产负债表、加速“保交楼”落地。

2023 年房价下行、需求不足或替代信用风险成为主要挑战，从优化房企资产负债表到改善居民资产负债表，需求端政策潜在释放空间仍存，持续宽松值得期待。预计 2023 年地产投资同比下降 7%，销售面积同比下降 4.5%，节奏前低后高。随着政策思路从“保项目”上升至“保主体”，行业洗牌出清或渐近尾声，但缩表带来的业绩冲击不可避免，土储换仓、资产质量率先修复房企有望把握复苏机遇，中长期房企 ROE 驱动主要回归净利率提升，将更加考验房企运营、管控能力。

2022 年地产板块全年演绎“格局优化、强信用房企市占率提升”逻辑，展望 2023 年，政策加速转型背景下，短期政策博弈空间仍在，板块持仓低位增强安全边际，受困房企有望超跌修复；中期行业筑底企稳，基本面修复推动行情上行，投资主线回归基本面，积极拿地改善资产质量、融资及销售占优的强信用房企更为占优。同时股权融资主题性投资机会亦值得持续关注。

图表1 2023 年投资策略



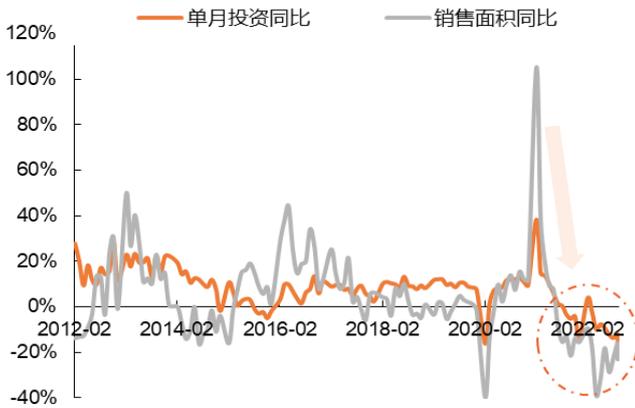
资料来源：平安证券研究所

## 二、回顾：基本面低开低走，信用困局未破

### 2.1 2022 年行业低开低走，基本面加速探底

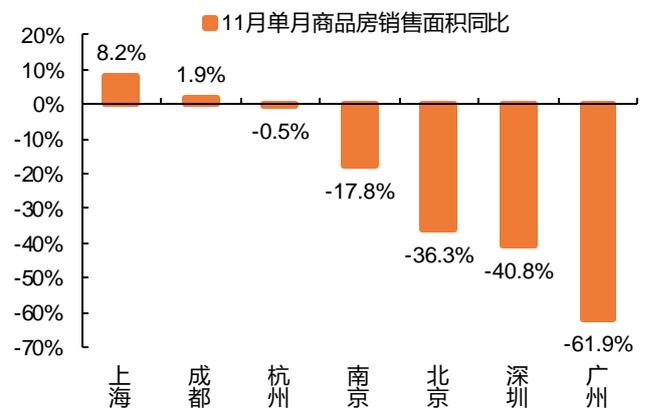
全国投资降幅扩大，销售持续承压。2022 年全国房地产累计投资同比降幅持续扩大，前 10 月同比下降 8.8%。尽管全年多城放松“四限”要求，但房企流动性问题引发交付等担忧，叠加收入预期谨慎及需求透支等因素，全国房地产单月销售面积增速自 2021 年 7 月以来连续 15 个月为负，且逐步从三四线传导到一二线，如南京、杭州等政策频频松绑的核心城市 11 月单月销售面积同比均出现下滑。

图表2 2022年全国单月投资销售快速下行



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

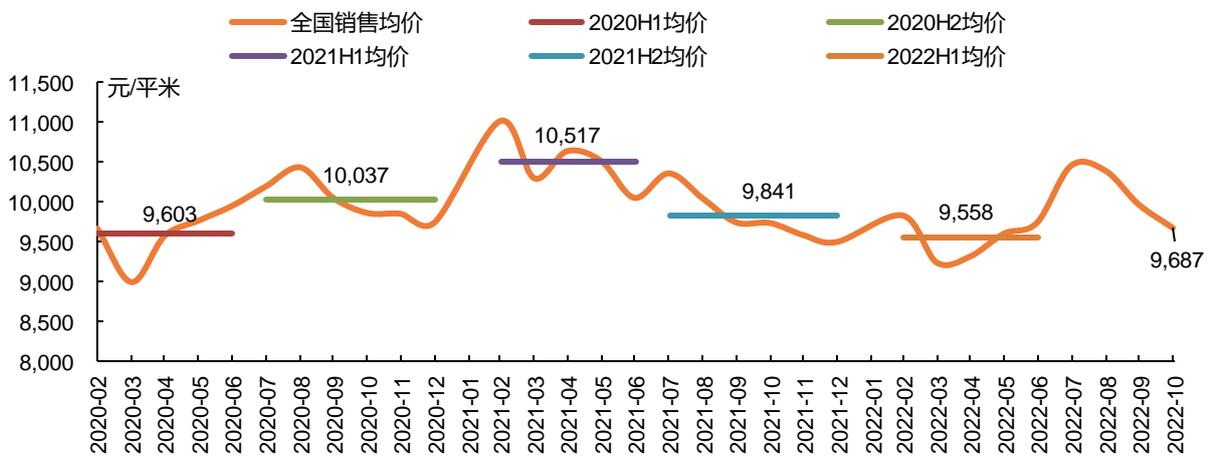
图表3 2022年11月重点城市单月销售面积大多下滑



资料来源：中指，平安证券研究所

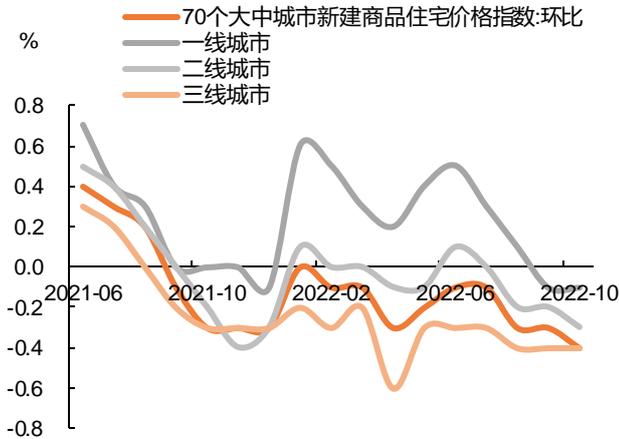
成交量萎缩带动一二手住宅价格下滑，且从三四线蔓延至一二线。全国商品房销售均价自2021H2以来回落至万元以下，2022年10月仅为9687元/平米，较2021年初最高点回落12.2%。70城二手住宅价格自2021年9月以来环比持续为负，2022年10月环比增速进一步下探至-0.5%。分城市看，一线城市房价相对具备支撑，但近期压力亦开始显现，9月新房价格年内首次环比转负，10月二手住宅价格年内首次环比转负。

图表4 全国商品房销售均价自2021H2后呈下滑趋势



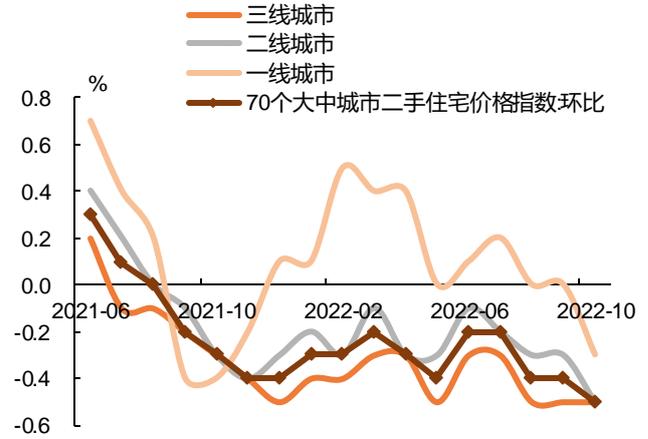
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表5 70城新房价格环比回落，一线降幅相对较小



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 70城二手住宅价格环比回落，一线降幅较小



资料来源: Wind, 平安证券研究所

土拍市场降温，溢价率快速下行。2022年前11月百城土地成交建面同比下滑10.3%，平均溢价率仅为3.38%，远低于往年均值。从22城集中供地表现看，2022年前三批次土拍整体平淡，平均溢价率延续走低。土拍降温亦导致土地财政“冰封”，前10月全国累计土地出让金收入仅为上年全年半数，同比则下滑25.8%。

图表7 2022年前11月百城成交土地建面同比下滑



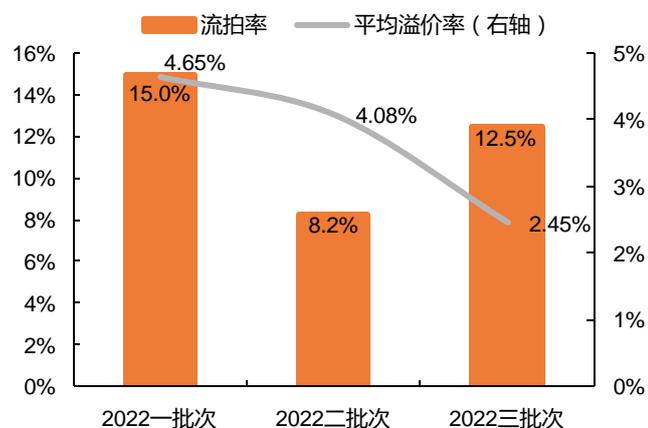
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 2022年前11月百城土地成交平均溢价率较低



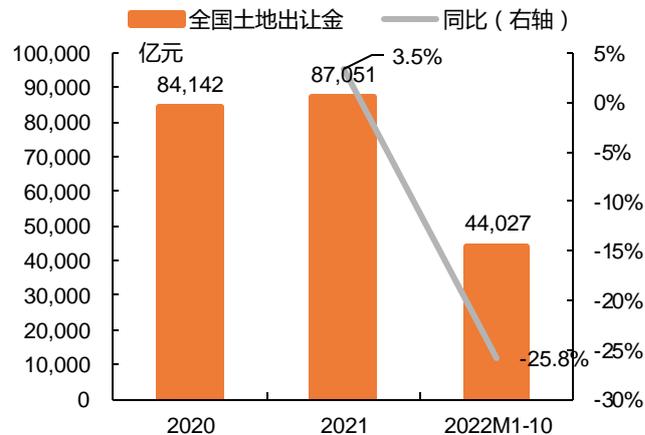
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 2022年集中供地延续平淡



资料来源：中指院，平安证券研究所

图表10 2022年前10月全国土地出让收入同比下滑

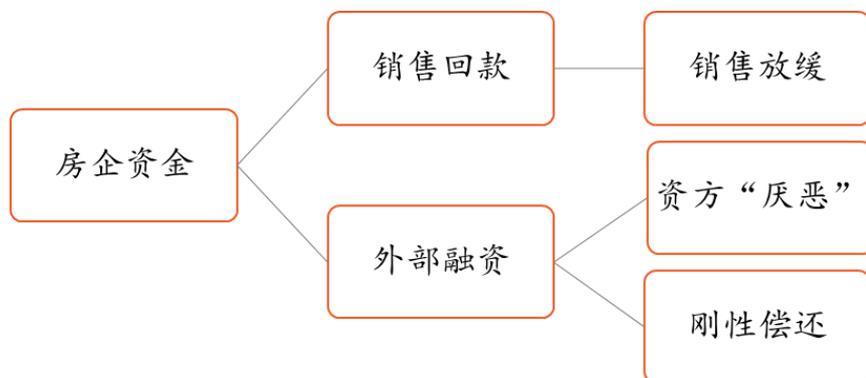


资料来源：Wind，平安证券研究所

## 2.2 房企资产负债表延续恶化，信用风险持续暴露

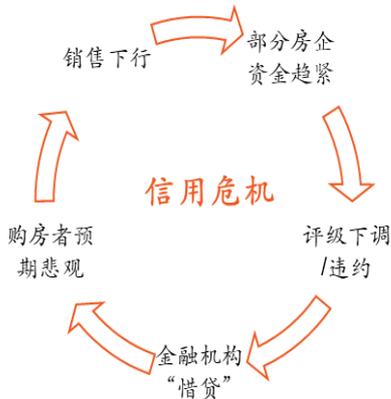
房企资产负债表延续恶化，信用持续受损。2021H2以来楼市急转直下，房企经营及融资现金流快速恶化，多家规模房企出险展期或违约，叠加2022年7月行业个别事件等冲击，市场（地方政府、金融机构、购房者、地产产业链上下游）对房企交付、还款信心进一步减弱，围绕房企（尤其是民企）的信用链条遭受极大挑战。信任担忧持续扩散以及不断的自我强化，带来行业多数房企资产负债表快速恶化，2022年房企资产负债表并未得到明显改善。

图表11 多数房企两大资金渠道均遭受冲击



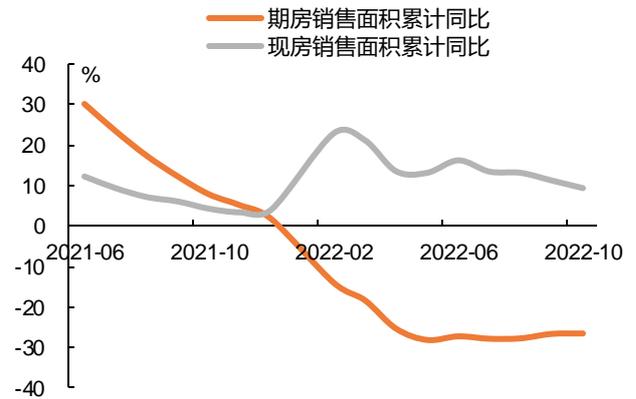
资料来源：平安证券研究所

图表12 部分房企信用链条遭受极大挑战



资料来源：平安证券研究所

图表13 2022年期现房走势分化反映房企信用未见修复

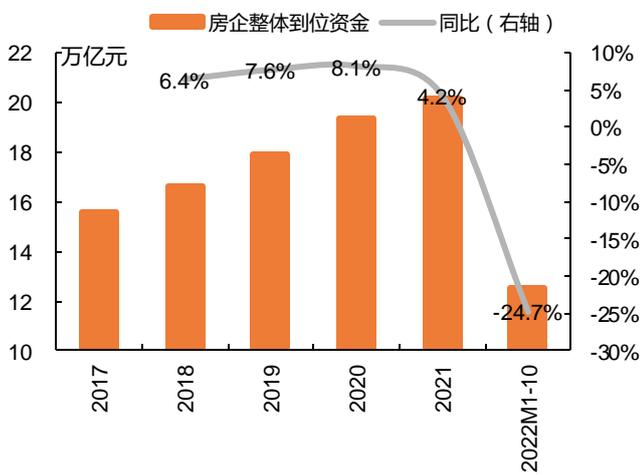


资料来源：Wind，平安证券研究所

**流动性困局未解，房企资金端未见改善。**2021年以来17家主流房企融资现金流持续为负，2022年随着楼市大幅降温，经营端现金流大幅恶化。2022年前10月房企整体到位资金仅为12.5万亿元，同比下滑24.7%，为近年首次负增长。从发债情况看，民营房企前三季度境内发债均处于净偿还状态，与央国企形成明显分化。

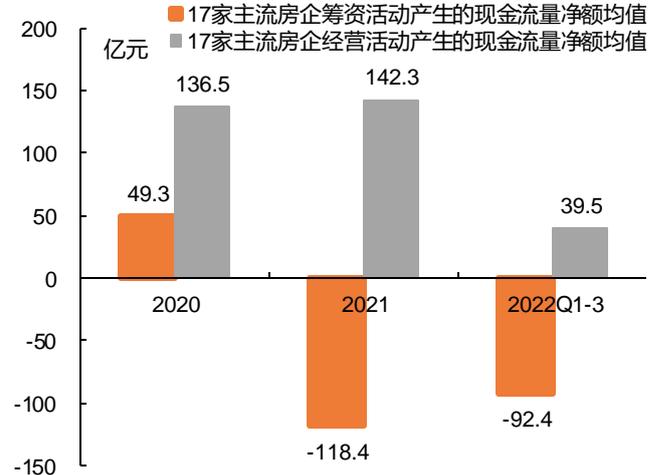
**涉险房企家数快速上升，行业信用风险持续暴露。**到位资金匮乏叠加刚性还款压力、建安支出导致部分房企深陷流动性困局，新增违约债券余额均呈倍数级上升。据不完全统计，截至2022年10月2021年克而瑞全口径销售额排名Top50中已有24家房企相继出险，其总计销售额占50强41.9%，占全国24.4%；2021年合计总资产、总负债分别为11万亿、9万亿元，占到全行业9.8%、10%。

图表14 2022年房企整体到位资金增速快速回落



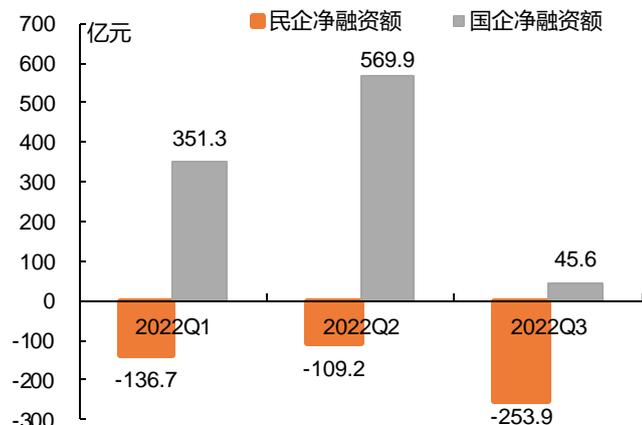
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表15 2022Q1-3主流房企经营、筹资性净现金流下行



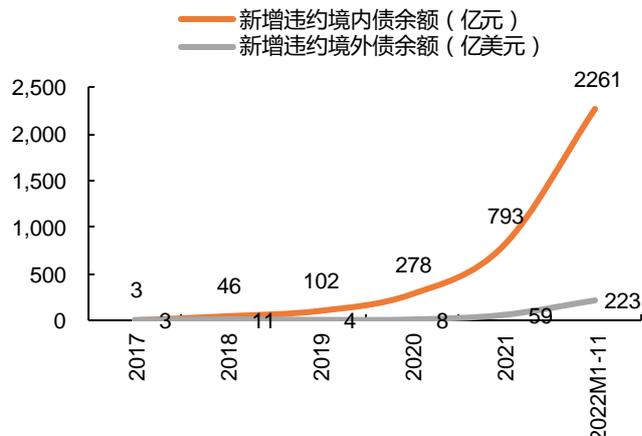
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表16 民营房企境内发债处于净偿还状态



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表17 房企新增违约债券余额持续攀升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

### 三、展望：保交付到稳信用，阵痛仍将延续

#### 3.1 政策松绑力度加大，以时间换空间保交楼稳信用

政策积极支持，稳地产再接再厉。自2021年9月央行提出对房地产“两个维护”以来，中央政策暖风频吹。房企端主要涉及鼓励兼并收购及AMC纾困、加大债券融资支持力度、放开股权融资等，同时“保交楼”专项贷款等政策持续推进，亦有望为主体信用稳定提供一定支撑。

图表18 中央层面政策支持力度加大



资料来源: 官方网站, 平安证券研究所

收并购及AMC纾困主要聚焦项目，难以促进企业层面信用修复。2022年AMC介入房地产债务化解、房地产行业兼并收购均主要从项目层面入手，对于单个或部分地产项目纾困难以消除企业层面资金压力，房地产信用链条亦难以有效打通。

增信融资利于缓解短期现金流，但并未降低企业负债端压力。2022年5月、8月，监管先后针对民营房企债券融资推出信用保护工具支持发债、中债增进担保发债。但由于信用端担忧，增信融资整体规模有限，同时债务融资某种程度进一步加大房企负债压力，难以从根本上解决多数房企困境。

图表19 2022年AMC介入房地产债务化解工作部分举措

AMC	具体举措
中国华融	1) 与花样年控股就全面债务重组计划洽谈合作；2) 与中南建设签署战略合作协议，计划在项目并购、资产盘活等方面展开合作，相关支持项目总规模不超过50亿元
中国信达	1) 与融创中国洽谈收购泛海控股旗下背景泛海国际项目1号地块及上海董家渡项目100%权益；2) 加入中国恒大风险化解委员会，信达香港董事长梁森林获委任为非执行董事；3) 接触包括恒大集团和世茂等开发商的项目；4) 接手郑州泰禾东府大院
中国长城资产	1) 与佳兆业、招商蛇口签订战略合作协议；2) 在二级市场低价收购华夏幸福债券；3) 发行100亿元金融债券，用于重点房地产项目风险化解工作
中国东方资产	1) 发行100亿元金融债券，用于重点房地产项目风险化解工作；2) 在二级市场低价收购华夏幸福债券

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表20 2022年行业收并购更多聚焦项目层面

时间	并购方	出让方	交易标的	交易金额 (亿元)	备注
2022/11/11	安和一号	中国恒大	恒大深圳湾超级总部基地 T208-0054 地块	75.43CNY	
2022/8/31	华润置地	世茂集团	北京 L-39、L-41 的 49% 股权	33.17CNY	
2022/6/21	城开信银(西部信托、中信城开)	佳兆业	深圳东角头、金沙湾项目	/	
2022/4/30	滨江集团	中融信托	高光置业 100% 股权及相关债权	56.32CNY	
2022/4/28	中渝置地	富力地产	Instant Glory 50% 股权及销售贷款	26.6HKD	交易前即持有股权
2022/4/4	TKTR	德祥地产	灏深国际 100% 股权	13.75HKD	
2022/4/1	永清县临空科创；廊坊广阳经济开发区建设	华夏幸福	永清鼎泰 100% 股权；廊坊荣华 100% 股权	9.18CNY	
2022/3/21	浙江复星	中融信托	复星外滩置业 50% 股权	63.42CNY	交易前即持有股权
2022/3/20	中航信托	中国恒大	南京恒泽 30% 股权；南京恒昇部分股权	/	交易前即持有股权
2022/3/13	美的置业	金科地产	科宸房地产 53% 股权；山河宸园 50% 股权及贷款	9.07CNY	交易前即持有股权
2022/3/8	中海宏洋地产	龙光集团	龙光景耀 100% 股权及股东贷款	10.24CNY	
2022/2/25	五矿信托	中国恒大	盈沁房地产 9.23% 股权及债权；南沙恒睿 10.97% 股权及债权；南沙恒昌 10.97% 股权及债权	11CNY	交易前即持有股权
2022/2/25	光大信托	中国恒大	重庆黛宸 10% 股权及债务；东莞鸿钊 9.8712% 股权及债务	10.3CNY	交易前即持有股权
2022/2/18	浙江贝泽	融信中国	宁波海亮 55% 股权	4.21CNY	
2022/1/28	上海地产	世茂集团	世茂北外滩 100% 股权及销售债权	45CNY	
2022/1/28	中海宏洋地产	雅居乐	海创地产 24% 股权；威拓地产 33% 股权；润耀地产 33% 股权；及相关股东贷款	10CNY	交易前即持有股权
2022/1/25	中海地产	雅居乐、	利合房地产 26.66% 股权、26.67% 股权	36.89CNY	交易前即持有股权

		世茂		
2022/1/21	上海久事	世茂集团	世茂置业 100%股权	10.6CNY

资料来源：克而瑞，平安证券研究所

图表21 2022年5月、8月部分民企增信发债情况

5月信用保护工具债券		8月增信担保债券	
企业	发债规模(亿元)	企业	发债规模(亿元)
碧桂园	5	龙湖	15
龙湖	5	碧桂园	15
美的置业	10	美的置业	10
新城	10	新城	10
旭辉	5	旭辉	12
—	—	卓越	6

资料来源：公司公告，中指，平安证券研究所

“保交楼”政策密集出台，关键在于落地执行。7月28日中央政治局会议首提“压实地方主体责任，保交楼、稳民生”；8月末国开行、农行等政策性银行推出2000亿“保交楼”专项借款；11月央行向商业银行提供2000亿免息再贷款，并支持商业银行提供配套资金助力施工交付。同时，地方政府亦推出多项举措，统筹协调推动“保交楼”。

图表22 2022年“保交楼”相关政策



资料来源：政府网站，平安证券研究所

图表23 地方政府多措并举，统筹协调推动“保交楼”

城市	类型	主要做法
郑州	引入国资	建业地产大股东通过股权转让(29.01%)引入国资股东河南铁建集团
郑州	四大创新模式	包括棚改统贷统还、收并购、破产重组、保障性租赁住房： ➢ “棚改统贷统还”模式由政府平台公司接收，后期政府主导，统一评级、统一授信、统借统还；

		<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 资产大于负债的，可选择“收并购”模式，由政府组织国央企、金融机构对接，解决企业现金流问题；</li> <li>➢ 资不抵债的，可采用“破产重组”模式，由政府组织破产重组，引进战略投资人、代建托管保交楼；</li> <li>➢ 销售不畅、建设资金困难的，可选择“保障性租赁住房”模式，由政府组织专项建设贷款</li> </ul>
郑州	纾困基金	<p>“政府引导、多层次参与，市场化运作”，规模暂定 100 亿元，采用母子基金方式运作。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 在运作方式上，由纾困专项基金与市区两级国有公司、社会资本（包含但不限于央企、省级国企、施工企业、资产管理公司、金融机构）等组建子基金作为实施主体，原则上纾困专项基金出资比例不高于 30%。</li> <li>➢ 由子基金聘请第三方对拟盘活项目进行尽调评估，以项目净资产为基础确定盘活方式及价格；盘活资金通过子基金自有资金或融资方式筹集，其中自有资金出资原则上不高于 40%，其余资金通过积极争取金融机构并购贷款等方式筹集低成本资金。</li> </ul>
赣州	土地款返回	赣州经开区政府收购部分未动工的地块,根据施工进度返还绿地近 4 亿元土地出让款用于项目建设
遂宁、咸阳	一对一帮扶政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 遂宁全市共有 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）、市直园区县级领导进行“一对一”挂联，同时还明确了一名辖区部门联系人，遂宁市住建相关县级领导对全市在建和待建房地产开发项目进行分片挂联；</li> <li>➢ 7 月 19 日，咸阳市住建局组织召开部分房地产开发企业集体约谈会，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</li> </ul>
济南	一案一策	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；针对风险项目资金紧张问题，区住建局在保证资金安全前提下，积极帮助企业争取市住建局预售监管资金支持，在项目内封闭运行使用，确保项目完成交付。

资料来源：政府网站，平安证券研究所

对于 23 家主要出险房企后续建安投入，我们测算大致需要 4464-6335 亿元（详见报告《“保交楼”资金量及来源探讨》），具体分以下情形：1）2017-2021 年全国住宅高层平均建安占同期全国住宅均价约 24%，23 家主要出险或展期房企 2021 年合同负债总额 2.48 万亿，按照预售前投入建安总投资 25%假设，测算预售后续建安投入 4464 亿（2.48 万亿\*24%\*75%）；2）按照 3 年交房周期估计，未交付楼盘主要对应 2019-2021 年销售，从销售额及销售面积两种口径测算，后续权益建安投入 6335 亿、5582 亿。

当前中央层面已推出 4000 亿“保交楼”借款（国开行、农行等政策性银行 2000 亿元“保交楼”专项借款+2000 亿元“保交楼”免息贷款支持计划）；地方层面，“保交楼”落地已成为各地重点工作，湖北省资产管理有限公司与浙商资产管理有限公司联合设立 50 亿元纾困基金，郑州推出 100 亿元房地产纾困基金，南宁市成立首期为 30 亿元的房地产平稳基金，绍兴市落地“稳保基金”等。从资金总量角度看，不考虑项目前期债权，“新旧划断”前提下当前“保交楼”纾困资金总量有望对后续建安投入形成有力支撑，但关键在于落地执行。

图 24 根据合同负债法测算剩余建安投入

	金额
23 家主要出险房企 2021 年合同负债总额	2.48 万亿
2017-2021 年全国住宅高层平均建安占同期全国住宅均价	24%
对应建安总投资	2.48 万亿*24%=5952 亿
商品房预售要求开发商投入开发建设的资金应达到工程建设总投资的 25%以上	
预售后续建安投入	5952 亿*75%=4464 亿

资料来源：Wind，平安证券研究所

图表25 根据交付周期及销售额测算剩余建安投入

销售时间	截止 21 年末, 剩余施工周期 (年)	剩余建安占销售比例	出险房企销售额 (亿)	剩余建安 (亿)	权益销售额 (亿)	权益剩余建安 (亿)
2019	0.5	3%	41137	1234	29715	891
2020	1.5	9%	45166	4065	32861	2957
2021	2.5	12%	38608	4633	27773	3333
合计			124911	9932	90349	7182

资料来源: 克而瑞, 平安证券研究所

注 1: 假定所有销售均按照当年年中销售, 预售到交房 3 年, 剩余施工周期对应时间点为 2021 年末, 权益比例参考销售额

注 2: 考虑部分为现房销售不存在后续投入, 参考 2019-2021 年平均 88.2%期房占比, 则后续权益建安投入=权益剩余建安\*88.2%=6335 亿

图表26 根据交付周期及销售面积测算剩余建安投入

销售时间	截止 21 年末, 剩余施工周期 (年)	每年单位建安投入 (元)	销售面积 (万平)	剩余建安 (亿)	权益比例	权益剩余建安 (亿)
2019	0.5	600	33433	1003	72%	724
2020	1.5	600	36184	3257	73%	2369
2021	2.5	600	29982	4497	72%	3235
合计			99599	8757		6329

资料来源: 克而瑞, 平安证券研究所

注 1: 假定所有销售均按照当年年中销售, 预售到交房 3 年, 剩余施工周期对应时间点为 2021 年末, 权益比例参考销售额

注 2: 考虑部分为现房销售不存在后续投入, 参考 2019-2021 年平均 88.2%期房占比, 则后续权益建安投入=权益剩余建安\*88.2%=5582 亿

从保交楼到稳信用保主体, 三箭齐发优化房企资产负债表。步入 2022 年 11 月, 中央相继推进并扩大民营企业债券融资支持工具 (“第二支箭”), 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”), 在股权融资方面调整优化 5 项措施 (“第三支箭”)。房地产信贷、债券、股权 “三支箭” 政策组合齐发, 有望实质缓解房企短期资金压力, 改善房企资产负债表, 为房地产风险化解再添助力。我们认为, 随着信贷、债券、股权支持政策逐步出台, 短期行业信用风险有望逐步得到控制。

图表27 信贷、债券、股权三箭齐发, 从 “保项目” 到 “保主体”

<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 为落实稳经济一揽子政策措施, 坚持 “两个毫不动摇”, 支持民营企业健康发展, 在人民银行支持指导下, 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”), 支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。</li> <li>✓ “第二支箭” 由人民银行再贷款提供资金支持, 委托专业机构按照市场化、法治化原则, 通过担保增信、创设信用风险缓释凭证、直接购买债券等方式, 支持民营企业发债融资。预计可支持约 2500 亿元民营企业债券融资, 后续可视情况进一步扩容。</li> </ul> <p style="text-align: center;"><b>“第二支箭” 支持民营企业发债融资</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 对国有、民营等各类房地产企业一视同仁。鼓励金融机构重点支持治理完善、聚焦主业、资质良好的房地产企业稳健发展。</li> <li>✓ 对于房地产企业开发贷款、信托贷款等存量融资, 未来半年内到期的, 可以适当超出原规定多展期 1 年, 可不调整贷款分类, 报送征信系统的贷款分类与之保持一致。</li> <li>✓ 鼓励金融机构提供 “保交楼” 配套融资支持, 对于新发放的配套融资形成不良的, 相关机构和人员已尽职的, 可予免责。</li> <li>✓ 延长房地产贷款集中度管理政策过渡期安排。</li> </ul> <p style="text-align: center;"><b>“金融 16 条” 支持房地产市场健康发展</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 恢复涉房上市公司并购重组及配套融资, 募集资金用于存量涉房项目和支付交易对价、补充流动资金、偿还债务等, 不能用于拿地拍地、开发新楼盘等。</li> <li>✓ 恢复上市房企和涉房上市公司再融资, 引导募集资金用于政策支持的房地产业务, 包括与 “保交楼、保民生” 相关的房地产项目, 经济适用房、棚户区改造或旧城改造拆迁安置住房建设, 补充流动资金、偿还债务等。</li> <li>✓ 调整完善房地产企业境外市场上市政策。进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用。积极发挥私募股权投资基金作用。</li> </ul> <p style="text-align: center;"><b>股权融资调整, 优化房企资产负债表</b></p>
----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

资料来源: 政府网站, 平安证券研究所

图表28 信贷、债券、股权三箭齐发后房企最新融资情况

六大国有银行给予房企授信情况			
银行名称	房企	时间	授信额度
农业银行	中海、华润置地、万科、龙湖、金地集团	11月23日	/
中国银行	碧桂园、龙湖、万科	11月23日	2200亿元
交通银行	万科、美的置业	11月23日	1200亿元
建设银行	中交建、首开、越秀、万科、龙湖、美的置业、合生创展、大华	11月24日	/
工商银行	中海、保利发展、华润置地、招商蛇口、华侨城、万科、金地、绿城、龙湖、碧桂园、美的置业、金辉集团	11月24日	6550亿
邮储银行	万科、龙湖、绿城、碧桂园、美的置业	11月24日	2800亿
“第二支箭”部分房企发债情况			
房企	意向发行额度	时间	
万科	280亿元	11月22日	
龙湖	200亿元（已发20亿元）	11月15日	
美的置业	150亿元（已发15亿元）	11月14日	
新城	150亿元	11月17日	
金地	150亿元	11月22日	
已公告股权融资房企情况			
北新路桥、福星股份、世茂股份、大名城、建发国际、新湖中宝、天地源、陆家嘴、华夏幸福、招商蛇口、外高桥、金科股份、冠城大通、华发股份、万科A、格力地产、嘉凯城、绿地控股			

资料来源：公司公告，中指，平安证券研究所

### 3.2 需求端宽松不断加码，继续改善值得期待

2022年年初以来多数核心城市出现楼市乏力表现，政策宽松逐步向一线及强二线城市蔓延。其中济南、青岛限购范围仅保留主城核心区域；苏州、南京、天津等仅需缴纳半年社保即可获得购房资格；西安、长沙存量住房出租可新购1套住房；杭州、成都等热点二线城市在年内多次加码松绑，北上深亦有试探性放松举措。

图表29 政策宽松逐步向一线及强二线城市蔓延

城市	类型	主要做法
杭州	5月17日	非本市户籍家庭，提供12个月社保证明可购二手房；符合条件的三孩家庭，在本市限购范围内限购的住房套数增加1套，参照“无房家庭”优先摇号；个人转让家庭唯一住房的，增值税征免年限由5年调整到2年
	8月1日	三孩家庭购买首套普通自住住房且首次申请住房公积金贷款的，贷款额度可按家庭当期最高贷款限额上浮20%确定
	11月11日	调整认房又认贷政策，在杭州无房但在其他地方有贷款记录的购房者，只要贷款结清，可按首套房贷款政策执行，二套房首付比例降至4成；首套房最低商贷利率4.1%，二套房利率最低4.9%
成都	5月16日	近郊区（市）县住房不纳入限购总套数计算；购房人在本市无自有产权住房且登记购房之日前2年内无住房转让记录的，认定为无房居民家庭
	5月31日	多孩家庭可新购1套住房；新购住房自取证满2年或备案满3年后方可转让；唯一住房增值税免征“5改2”；公积金贷款首付比例下调10%，提高最高公积金贷款额度；自有住房用于保障性租赁住房出租且5年内不上市交易，并纳入平台管理，可一次性新购一套住房。
	7月6日	居民自愿将自有住房用于保障性租赁住房，住房纳入保障性租赁住房房源库后，居民即可申请在出租住房所在限购区域取得新增购买一套住房资格
	11月9日	高层次人才购房可不受户籍、社保缴纳时间等限制

	11月17日	除成都高新区南部园区之外，中心城区和近郊区县市市场统一为一个区域，不再相互区域限购；远郊区县市非户籍、无社保居民家庭也可以购房
长沙	5月12日	已实现网签备案交房或已办理不动产登记的房屋，盘活供作租赁住房后，不纳入家庭住房套数计算；存量房供作租赁住房运营年限不低于10年
南京	6月13日	外地户口补缴6个月社保即可购房
郑州	6月20日	被征收人选择房票安置的，给予安置补偿权益金额8%的奖励；被征收人使用房票所购买的商品房不计入家庭限购套数
深圳	7月7日	拟出公积金贷款新政，配偶、父母、子女可作为共同申请人
北京	8月4日	三项目试点支持老年家庭购房，最低35%首付、子女可作共同借款人
西安	8月22日	存量住房被纳入保障租赁住房管理后，家庭新增一套购房资格；居民存量住房用于保障性租赁住房管理的，5年内不得上市交易
青岛	9月15日	限购范围缩小至市南区、市北区（原四方区域除外）；对限购区域内新房，本地限购2套，二孩、三孩家庭可增购1套，外地居住满半年限购1套
济南	9月15日	限购范围缩小至历下区、市中区区域实施限购
天津	9月16日	二套首付降至4成，外地户籍半年社保即可买房，将自有住房用作保障性租赁住房且租期不少于5年的，可在原住房限购政策基础上再购买1套住房
上海临港	10月27日	符合条件的非本市户籍人才，按规定在沪缴纳职工社会保险或个人所得税满1年及以上、且在本市无住房的，在新片区限购1套住房，同时购房资格由居民家庭调整为个人

资料来源：政府网站，平安证券研究所

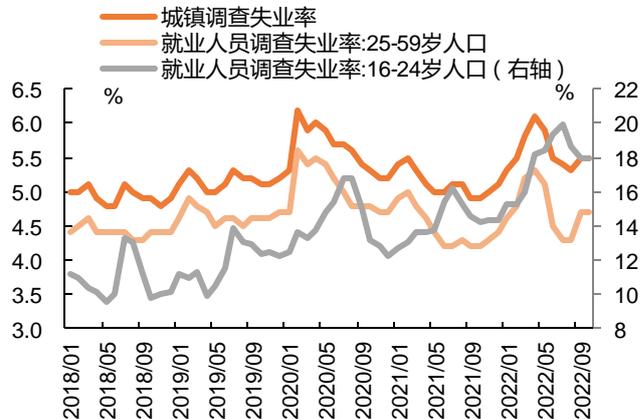
政策持续宽松下，居民加杠杆意愿并不强烈。从需求端来看，经济增长动能趋弱叠加疫情反复，2022年居民可支配收入增速有所放缓、失业率小幅上行，居民对经济形势、收入预期担忧升温。在这种背景下，尽管2022年房贷利率大幅下行，部分城市放开首套房贷款标准，但居民加杠杆意愿并不强烈，一定程度制约政策实施效果。从居民中长期贷款来看，2022年以来单月居民中长期贷款明显萎缩，2、4月甚至出现单月负新增（居民净偿还房贷），反映出居民端提前还房贷降杠杆。

图表30 2022年居民可支配收入增速放缓



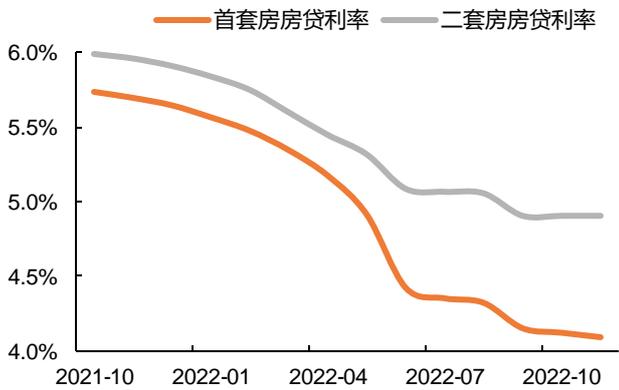
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表31 2022年城镇失业率有所上升



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表32 贝壳重点跟踪城市房贷利率趋势下行



资料来源：贝壳研究院，平安证券研究所

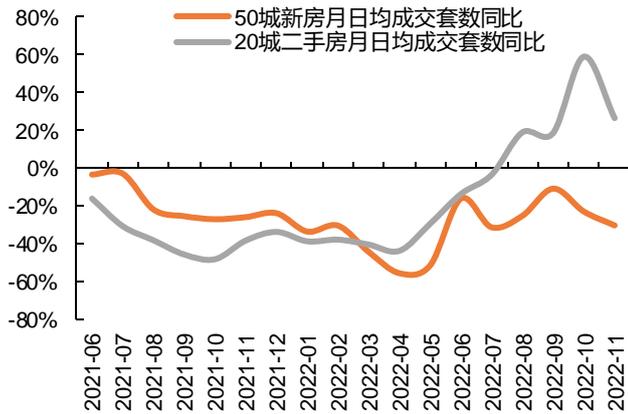
图表33 2022年新增居民中长期贷款明显萎缩



资料来源：Wind，平安证券研究所

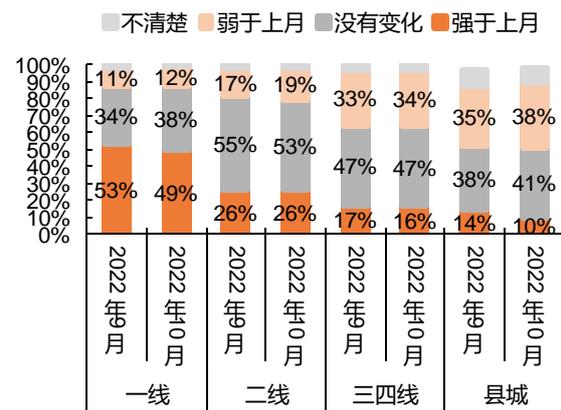
收入及房价下行预期冲淡需求政策效果。除交付担忧外，还款压力、房价下行预期已成为购房制约最大因素。尽管近期房产项目不同程度降价促销，但购房意愿并未明显修复。克而瑞调查显示，10月各线城市购房意愿弱于上月的受访者占比均有所提升。

图表34 新房、二手房增速差异反映交付担忧仍存



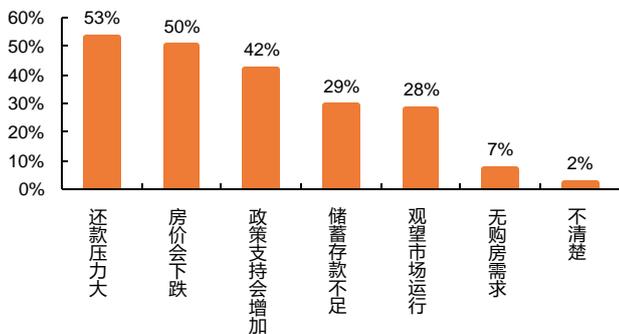
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表35 2022年10月受访者相比上月购房意愿变化



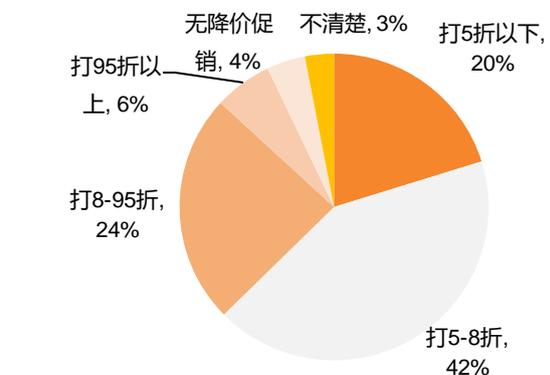
资料来源：克而瑞，平安证券研究所

图表36 2022年10月购房置业主要影响因素



资料来源：克而瑞，平安证券研究所

图表37 2022年10月房产项目降价促销力度



资料来源：克而瑞，平安证券研究所

潜在释放空间仍存，2023 年需求端政策仍值得期待。尽管需求端松绑已扩散至高能级城市，但对比 2014 年“930”新政、2015 年“330”新政，目前核心城市调控、尤其是中心区限购政策、贷款比例要求依旧偏严，仍然具备一定腾挪空间。当前居民端需求释放障碍主要在于未来经济、收入预期转弱，我们认为房价下行、需求不足或代替信用风险逐步成为 2023 年主要挑战，未来除进一步放开需求端限制政策外，宏观经济政策须加大发力，提振购房者信心，优化居民资产负债表。

图表 38 一线城市最新政策依旧严格

	北京	上海	深圳
限售	个人 5 年(两限房等特殊类型住房)/企业 3 年	个人不限 (摇号除外)/企业 5 年	个人 住宅 3 年/公寓 5 年 企业 住宅停售/公寓 5 年
限购	本市户籍 单身 1 套/家庭 2 套 非本市户籍 1 套(连续缴纳 5 年社保或个税)	本市户籍 单身 1 套/家庭 2 套 非本市户籍 单身 0 套/家庭 1 套 (63 个月累计缴纳 60 个月社保或个税)	本市户籍 单身 1 套/家庭 2 套 (落户满 3 年,且连续缴纳 36 个月及以上个税或社保) 非本市户籍 1 套 (连续缴纳 5 年社保或个税)
限贷	无房无贷 35% (普通)/40% (非普) 无房有贷 60% (普通)/80% (非普) 二套房 60% (普通)/80% (非普) 贷款年限 25 年 离异 一年内参照二套房	无房无贷 35% 无房有贷 50% (普通)/70% (非普) 二套房 50% (普通)/70% (非普) 贷款年限 30 年 离异 追溯 3 年内婚姻记录	无房无贷 30% 无房有贷 50% (普通)/60% (非普) 二套房 70% (普通)/80% (非普) 贷款年限 30 年 离异 追溯 3 年内婚姻记录
税费	增值税免征年限: 2 年	增值税免征年限: 5 年	增值税免征年限: 5 年

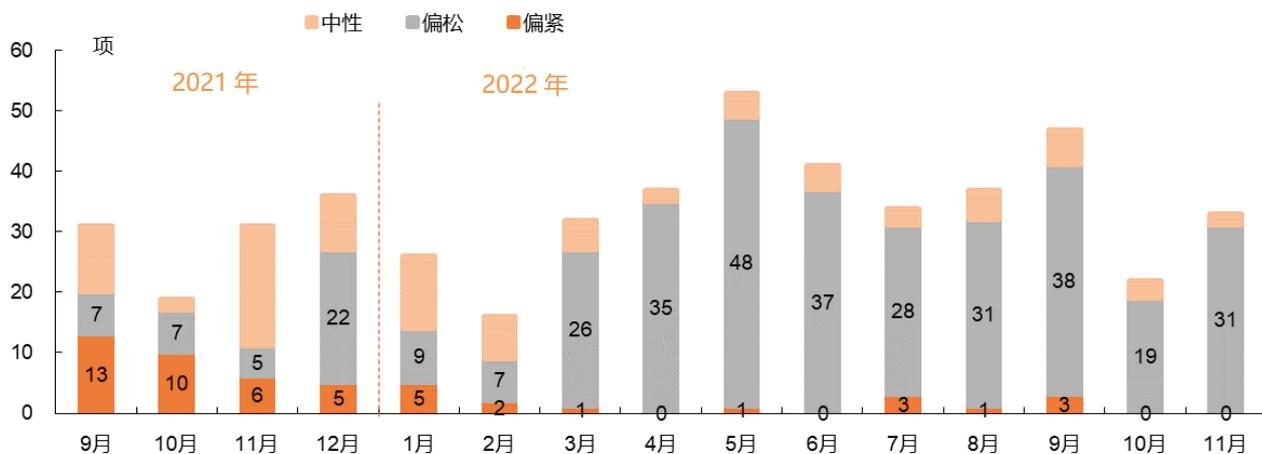
资料来源: 政府官网, 平安证券研究所

图表 39 2014 年“930”新政、2015 年“330”新政

	主要内容
“930”新政	对于贷款购买首套普通自住房的家庭,贷款最低首付款比例为 30%,贷款利率下限为贷款基准利率的 0.7 倍;对拥有 1 套住房并已结清相应购房贷款的家庭,为改善居住条件再次申请贷款购买普通商品住房,银行业金融机构执行首套房贷款政策
“330”新政	对拥有 1 套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭,再次申请商贷购买普通自住房最低首付款比例调整为不低于 40%;使用住房公积金贷款购买首套普通自住房,最低首付款比例为 20%;对拥有 1 套住房并已结清相应购房贷款的缴存职工家庭,二次申请住房公积金贷款购买普通自住房,最低首付款比例为 30%

资料来源: 政府官网, 平安证券研究所

图表40 2021年9月以来宽松政策明显增加



资料来源：政府官网，平安证券研究所

### 3.3 短期阵痛期仍将延续，2023年投资、销售中个位数下滑

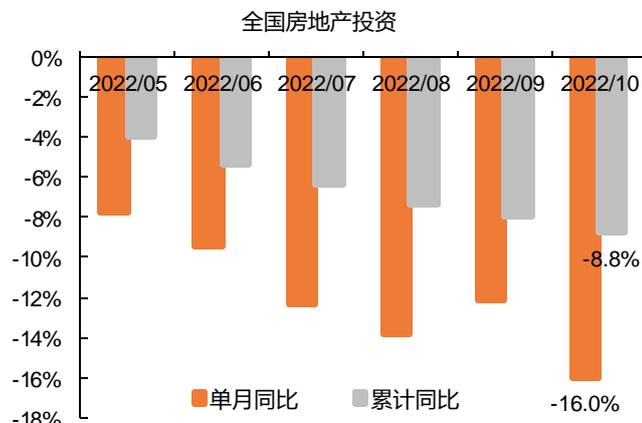
**投资：**当前行业销售端依旧疲软，从历史来看开工、拿地复苏滞后于销售，预计投资端复苏将更加滞后。

**新开工：**尽管2022年新开工大幅下滑带来基数回落，但考虑销售恢复较为缓慢，叠加2022年土地成交下滑，部分出险房企优先保交楼，预计2023年新开工仍将延续回落。

**竣工：**随着2022H2以来系列“保交楼”政策出台，2023年竣工端有望迎来修复，但考虑房企信用及流动性问题（尤其是民企）解决需要时间，预计2023年竣工小幅正增长。

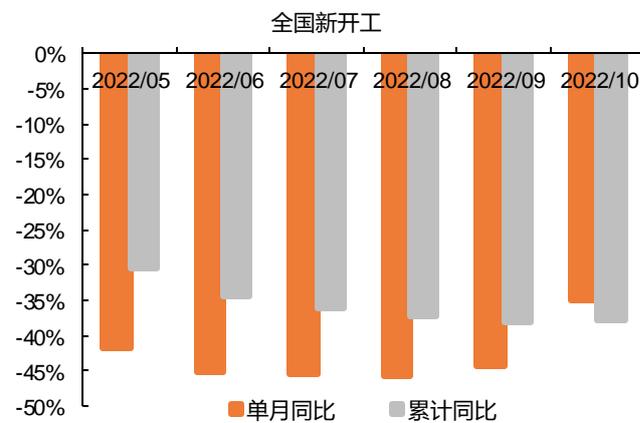
在新开工整体偏弱，拿地收缩背景下，预计2023年投资端延续弱势。在新开工降10%、土地购置费降10%、施工强度降1%的假设下，预计2023年地产投资同比降7%。

图表41 2022年房地产投资仍显偏弱



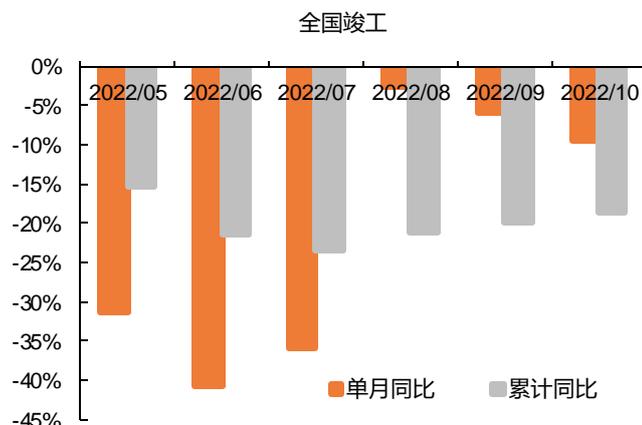
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表42 2022年新开工未见起色



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表43 2022年竣工表现呈现反复



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表44 房地产投资测算

	单位施工强度增速	新开工面积增速	土地购置费增速	房地产投资同比
2023年乐观预计	0%	-5%	-5%	4.4%
2023年中性预计	-1%	-10%	-10%	-7.0%
2023年悲观预计	-2%	-20%	-15%	-10.1%
2021年前10月	-4.2%	-37.0%	-6.0%	-9.0%

资料来源: 国家统计局, 平安证券研究所

需求信心恢复仍需时日, 供给端由于拿地、开工趋弱规模亦可能受到影响, 结构上, 政策宽松加码下一二线相对更具韧性。中性假设下预计2023年销售面积同比降4.5%, 销售金额同比降5.6%, 节奏前低后高。

图表45 2023年销售面积增速测算

	2019	2020	2021	2022年前10月	2022E	2023E悲观	2023E中性	2023E乐观
一线城市 (4个)	11.6%	14.3%	13.9%	-23.8%	-23%	-5.0%	5.0%	15.0%
二线城市 (24个)	6.0%	-6.7%	14.0%	-27.7%	-27%	-10.0%	0.0%	5.0%
其余城市	-0.7%	3.0%	0.9%	-21.8%	-22.2%	-12.0%	-5.0%	0.0%
全国	-0.1%	2.6%	1.9%	-22.3%	-22.5%	-11.7%	-4.5%	0.7%

资料来源: 国家统计局, 平安证券研究所

图表46 2023年销售金额增速测算

	个人购房贷款余额 (亿元)	房贷投放 (含公积金)	商品房销售额 (万亿)	二手房销售额 (万亿)	总销售额 (万亿)	总新增房贷/总销售额	二手房交易金额占比	商品房销售额增速
2019	300700	83249	16.0	6.7	22.7	36.7%	29.6%	6.5%
2020	344400	89315	17.4	7.5	24.9	35.9%	30.2%	8.7%
2021	383200	89144	18.2	7.0	25.2	35.4%	27.8%	4.8%
2022E	390098	66048	13.9	5.5	19.4	34.0%	28.5%	-23.7%
2023E	397900	61668	13.1	5.3	18.4	33.5%	28.8%	-5.6%

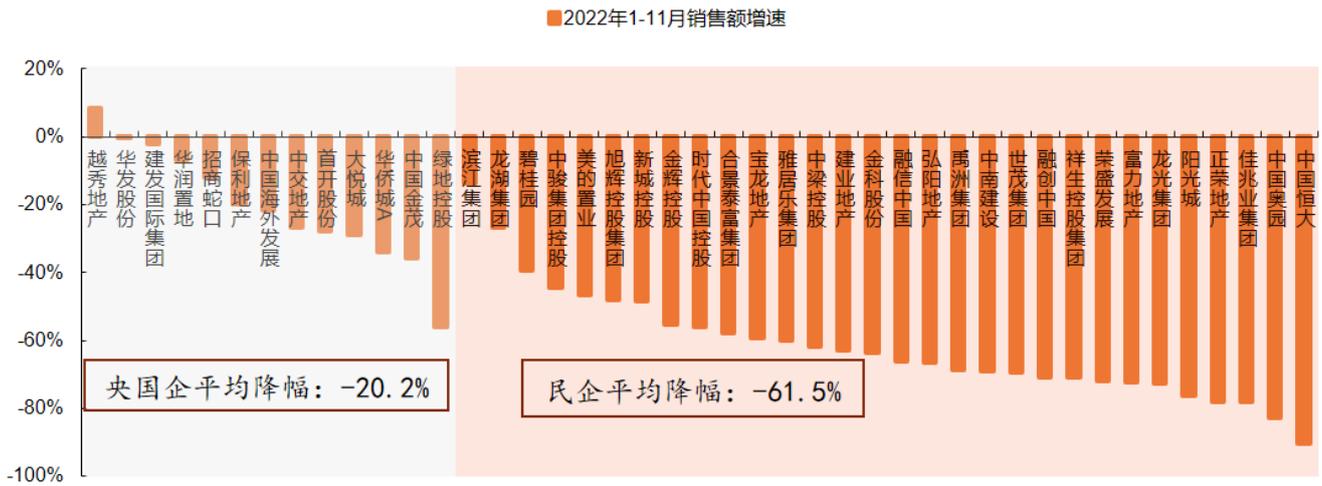
资料来源: 国家统计局, 平安证券研究所

## 四、房企：洗牌尘埃落定，内功比拼见真章

### 4.1 行业加速分化，强信用企业更具韧性

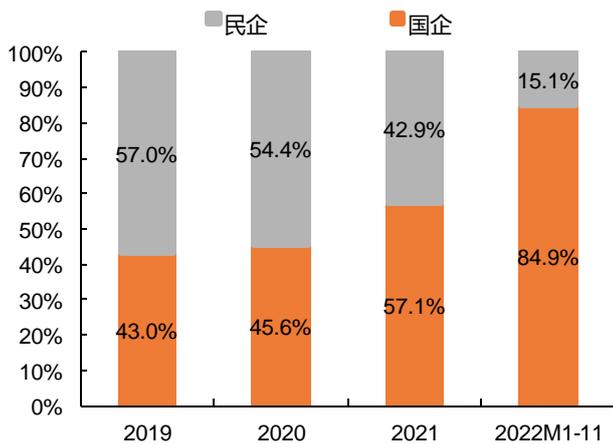
房企加速分化，强信用企业融资、投资、销售优势持续凸显。2022年前11月央企境内发债金额占比88%，较2021年全年提升15个百分点。拿地方面，以50强房企为例，不同于往年民企与央企在土拍市场各占半壁江山的格局，2022年前11月央企为拿地绝对主力，拿地金额占比升至84.9%。销售方面，2022年前11月主流央企销售额平均降幅20.2%，民企平均降幅61.5%，其中地方国企越秀地产累计销售额同比增速已于7月率先转正。央企及高信用民企融资优势转化为投资优势，同时凭借充足货量与购房者更高信任，销售优势进一步显现。

图表47 2022年1-11月民企销售额降幅相对更大



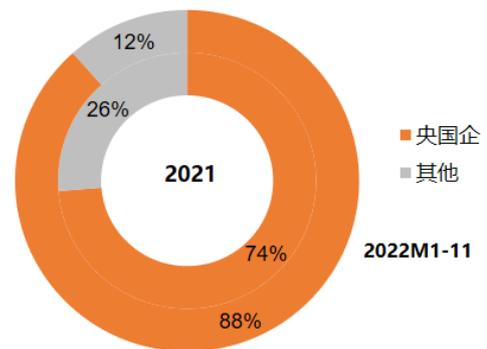
资料来源：克而瑞，平安证券研究所

图表48 50强房企拿地金额结构



资料来源：中指，平安证券研究所

图表49 房企境内发债金额结构



资料来源：Wind，平安证券研究所

## 4.2 房企信用风险渐缓，结算端压力仍存

2023年房企信用风险渐缓，急速出清转为尘埃落定。从三条红线达标程度、现金流状况等角度来看，当前主流未出险混合所有制房企、民企资质尚可。尽管2023年债务偿还压力仍存，但随着房地产融资收紧周期见底，“保项目”向“保主体”过渡，行业剧烈洗牌或渐近尾声。

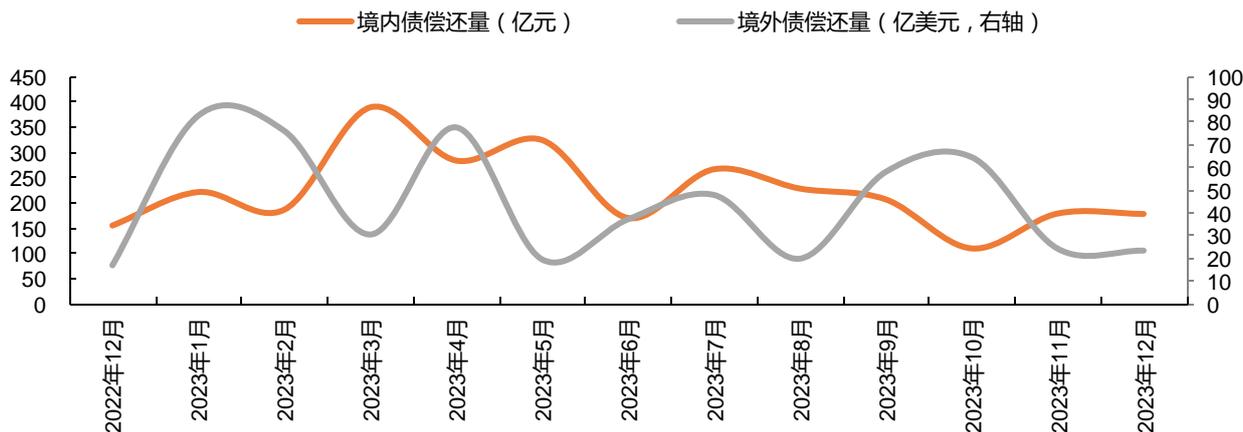
图表50 主流未出险房企三条红线、现金流情况

		三条红线	净负债率	剔除预收款后的资产负债率	现金短债比	经营性净现金流(亿元)	筹资性净现金流(亿元)
混合所有制	万科 A	绿档	44.5%	68.7%	178.4%	-41.8	-104.6
	金地集团	绿档	54.9%	66.5%	139.1%	119.7	-202.7
	绿城中国	黄档	76.2%	72.5%	213.8%	-83.4	-67.4
民企	碧桂园	黄档	56.2%	73.9%	169.5%	52.5	-52.8
	龙湖集团	绿档	55.5%	68.1%	404.3%	42.2	150.2
	滨江集团	绿档	60.9%	67.6%	149.9%	30.3	233.1
	新城控股	绿档	47.6%	68.5%	120.5%	166.5	-302.0

资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：A 股房企三条红线、现金流状况截至 2022 前三季度，港股房企三条红线、现金流状况截至 2022 上半年

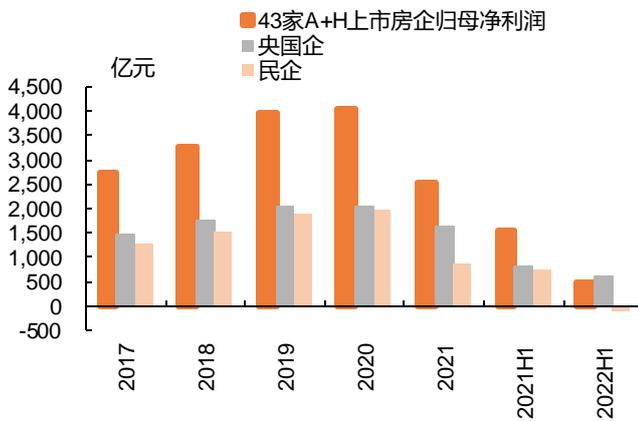
图表51 境内债、境外债偿还量分布



资料来源：Wind，平安证券研究所

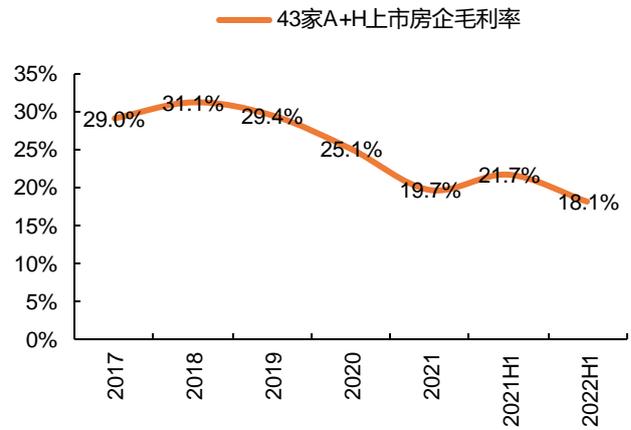
结算端压力仍存，缩表带来的业绩冲击不可避免。2022H1 由于工程进度减缓导致结算收入减少、房价下行导致毛利率降低等原因，上市房企利润端压力逐步显现。43 家 A+H 上市房企归母净利润同比下降 67.5%，央企同比下降 23.6%，民企同比下降 116.5%，已呈现亏损。往后看，需求不足及房价下行带来的盈利能力、资产减值等冲击预计仍将延续。参考美国次贷危机、日本 20 世纪 90 年代房地产泡沫，其主流房企及行业整体利润均曾经出现下滑甚至亏损情形。从房企发展来看，日本 1991 年楼市危机后，大型房企市占率快速提升。

图表52 2022H1 上市房企利润端压力开始显现



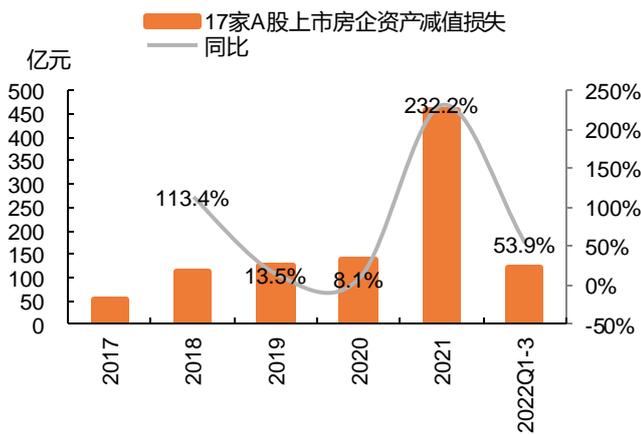
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表53 2022H1 43家 A+H 上市房企毛利率延续下行



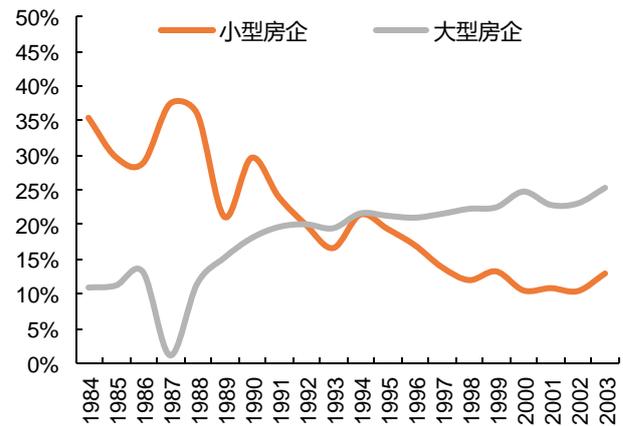
资料来源: 中指, 克而瑞, 平安证券研究所

图表54 2022Q1-3 17家 A 股上市房企资产减值损失增加



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表55 1991年日本楼市危机后大型房企市占率上升



资料来源: 克而瑞, 平安证券研究所

### 4.3 短期重视资产质量修复, 中长期重心在于内功比拼

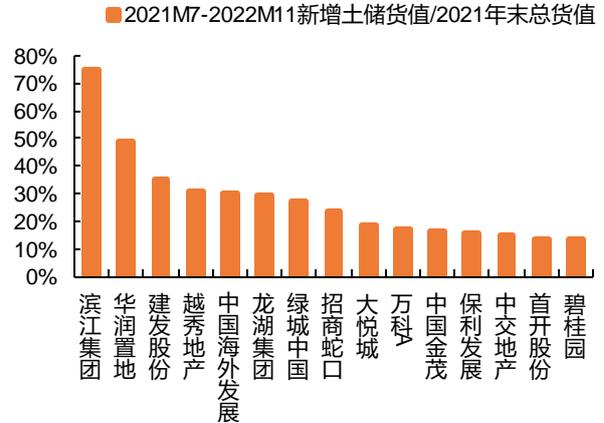
拿地端利润率回升催生资产质量修复机遇。2021H2 以来新出让土地潜在盈利水平持续提升, 百城住宅地价房价比于 2021 年 5 月达到高点后趋势回落。2021H2 以来积极补货房企一方面可通过土储换仓持续优化资产质量, 另一方面充足储备亦有望更好把握复苏机遇。

图表56 2021年5月后百城住宅地价房价比趋势下行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

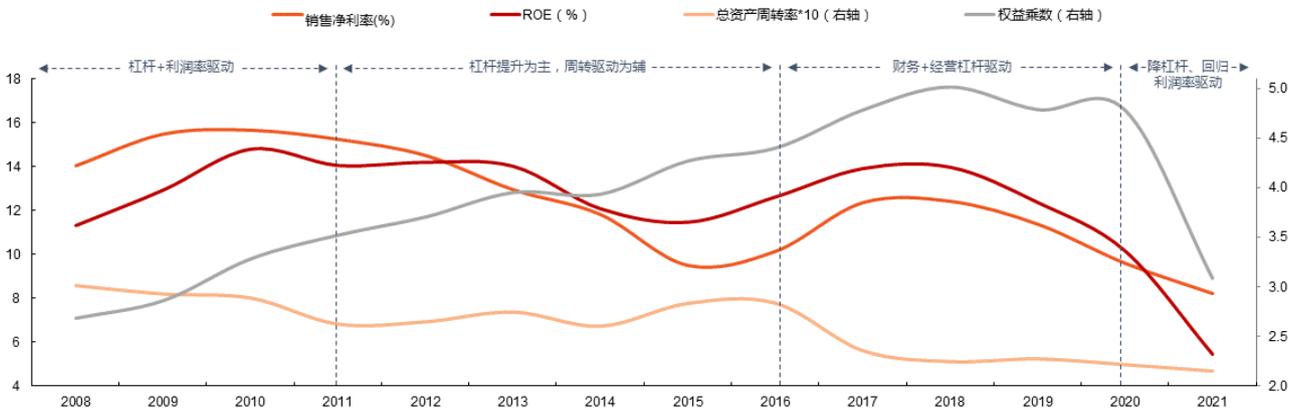
图表57 2021H2以来主流房企补货力度对比



资料来源: 中指院, 平安证券研究所

从高杠杆高周转到精细化运营, 未来重心在于内功比拼。2008-2020年房企ROE驱动因素大致经历三段变化, 分别为2008-2011年(杠杆+利润率驱动)、2011-2016年(杠杆提升+周转驱动)、2016-2020年(财务+经营杠杆驱动)。2021年ROE下行主要受权益乘数降低、净利率下滑拖累。中长期来看, 过往高杠杆、高周转模式不可延续, 房企ROE驱动将主要回归净利率提升, 将更加考验房企运营、管控能力。

图表58 申万房地产历年ROE变化及驱动因素拆解

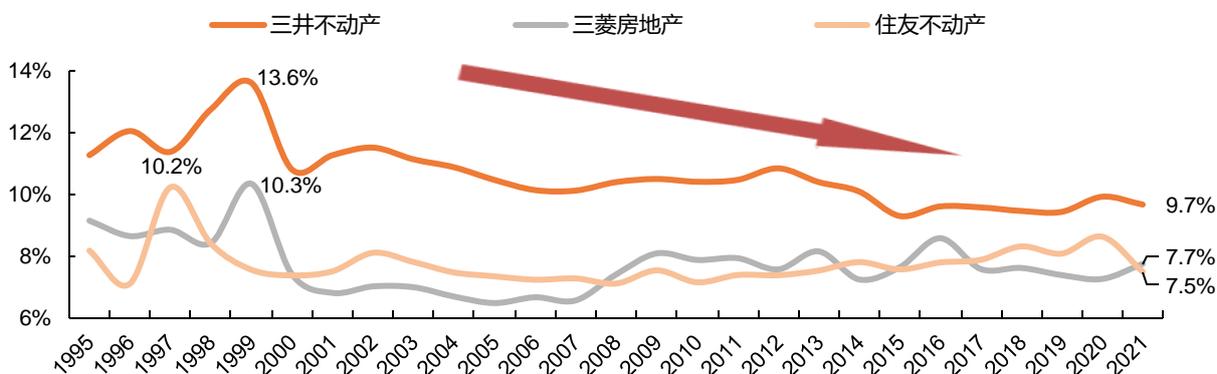


资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 总资产周转率放大10倍以更好呈现相关变化, 其余指标为实际值

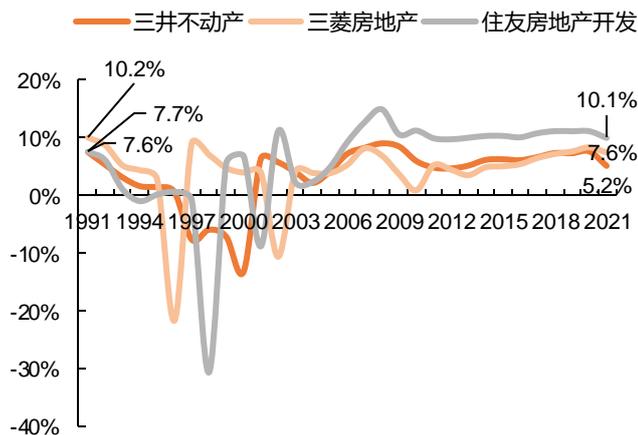
参照海外经验, 美日房企走出困境、穿越周期均有赖于聚焦品质、精细化运营。以日本龙头房企为例, 其ROE驱动由杠杆驱动向精细化运营转变。2021财年三井不动产、三菱房地产、住友房地产ROE分别为5.2%、7.6%、10.1%, 相较1991财年ROE(7.6%、10.2%、7.7%)基本保持稳定。但从细分结构来看, 1991财年至今三家房企权益乘数呈下降趋势, 归母净利率呈上升趋势, 以高利润率对冲杠杆率下行, 带动整体ROE维持稳定。传统开发高杠杆、高周转模式适应性降低, 房企逐步从“向金融要红利”转变成“向精细化管理要红利”, 三井不动产、三菱房地产、住友房地产销售总务及管理开支占总收入比重整体呈现下降趋势, 2021财年分别为9.7%、7.7%、7.5%, 较90年代高点分别下降3.9个、2.6个、2.7个百分点。

图表59 日本主流房企销售总务及管理开支占总收入比重



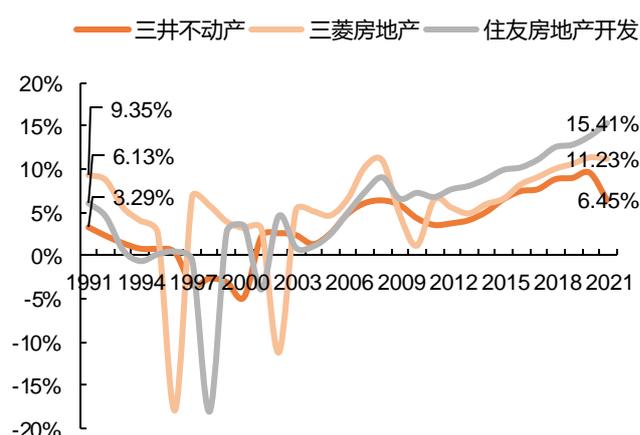
资料来源：彭博，平安证券研究所

图表60 日本主流房企 ROE 基本维持稳定



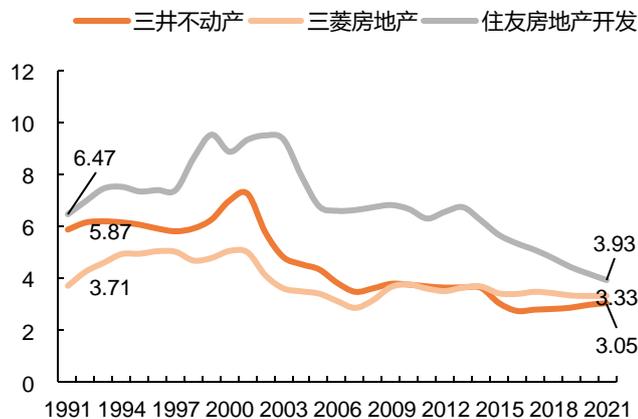
资料来源：彭博，平安证券研究所

图表61 日本主流房企归母净利润率呈上升趋势



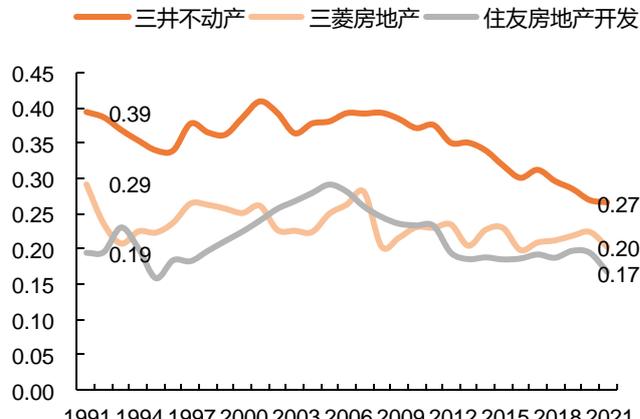
资料来源：彭博，平安证券研究所

图表62 日本主流房企权益乘数呈下行趋势



资料来源：彭博，平安证券研究所

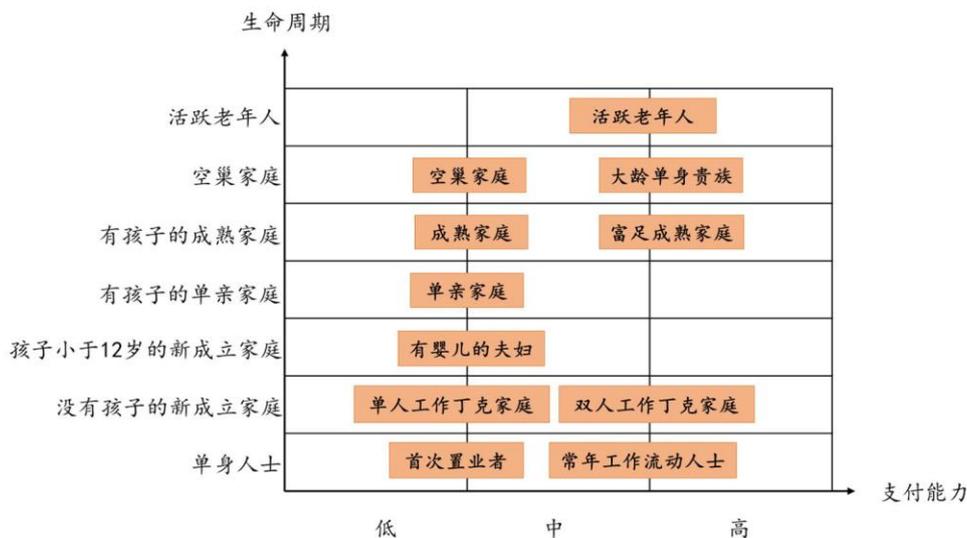
图表63 日本主流房企资产周转率呈下行趋势



资料来源：彭博，平安证券研究所

以美国房企普尔特为例，其将传统开发业务做精做细。普尔特针对 11 类客户群体建立“生命周期与支付能力矩阵”，面向客户需求精准定位产品类型，提供针对性服务；在供应链方面以沃尔玛为标杆打造供应链成本优势；在产品设计上提出“价值重塑”概念去除赘余设计环节，并推出“Pulte10 年保修计划”，在成本压降与满足客户需求间取得平衡，向管理及运营要利润、提升全周期客户服务能力。

图表64 普尔特 11 类目标客户细分模型



资料来源：公司公告，平安证券研究所

基于前述核心竞争力分析，我们从土储充足度、拿地积极性、品牌认可度、融资便利度、盈利能力、控费能力、企业性质七大维度构建评价指标，对 25 家主流未出险房企进行打分，总得分前十房企如下表所示。

图表65 主流房企打分体系

评价指标	二级指标	评价标准
土储充足度	2021 年末总土储货值/2021 年全口径销售额	得分区间 1-25 分，数值越高得分越高
拿地积极性	2022M1-11 拿地金额/2022M1-11 销售金额	得分区间 1-25 分，数值越高得分越高
品牌认可度	2022M1-11 销售金额同比增速	得分区间 1-25 分，数值越高得分越高
融资便利度	2022M1-11 境内发债金额	发债金额得分区间 1-25 分，数值越高得分越高；发债利率得分区间 1-25 分，数值越低得分越高；两项指标得分均值为融资便利度最后得分
	2022M1-11 境内发债平均利率	
盈利能力	2020-2022H1 毛利率均值	得分区间 1-25 分，数值越高得分越高
控费能力	2020-2022H1 销管费用率均值	得分区间 1-25 分，数值越低得分越高
企业性质	央企、地方国企/混合所有制、民企	对应得分分别为 5 分、3 分、1 分

资料来源：Wind，克而瑞，中指，平安证券研究所

图表66 总得分前十房企明细

	总得分	土储充足度得分	拿地积极性得分	品牌认可度得分	融资便利度得分	盈利能力得分	控费能力得分	企业性质得分	企业性质
越秀地产	129	20	25	25	19	17	20	3	地方国企

保利发展	128	24	17	19	23	19	21	5	央企
华润置地	120	4	22	23	24	25	17	5	央企
中国海外发展	119	10	19	18	22	21	24	5	央企
招商蛇口	107	5	20	21	25	9	22	5	央企
华发股份	99	22	21	24	10	6	13	3	地方国企
滨江集团	96	1	24	20	12	15	23	1	民企
建发股份	94	3	23	22	16	2	25	3	地方国企
大悦城	87	11	16	11	14	23	7	5	央企
龙湖集团	85	8	15	13	16	20	12	1	民企

资料来源: Wind, 克而瑞, 中指, 平安证券研究所

注: 剩余十五家房企分别为万科 A、绿城中国、中国金茂、华侨城 A、信达地产、金地集团、首开股份、中交地产、金辉控股、中骏集团控股、新城控股、雅居乐集团、碧桂园、荣安地产、美的置业

## 五、 投资策略

### 5.1 2022 行情回顾：全年演绎“格局优化、强信用房企市占率提升”逻辑

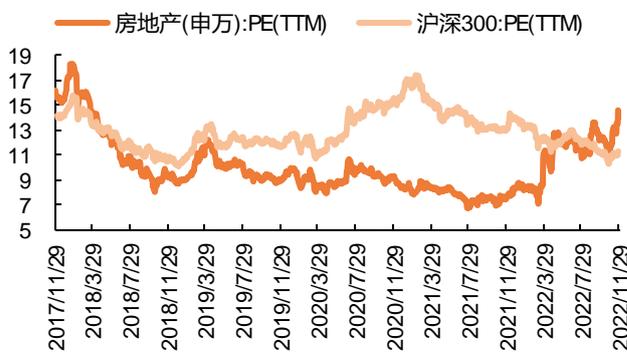
受政策博弈及市场风格变化影响,2022 年地产板块阶段性机会明显。年初至今(2022/12/5)申万房地产指数累计下跌 3.4%，位于 31 个申万一级行业第 5 名，跑赢沪深 300 指数 16.7 个百分点。地产板块 PE (TTM) 14.2 倍，估值处于近五年 93% 分位。2022Q3 末基金房地产行业持仓 2%，较 Q2 (1.69%) 小幅反弹，但仍延续有数据统计以来 (2013 年) 低位。

图表67 2022 年申万房地产指数走势



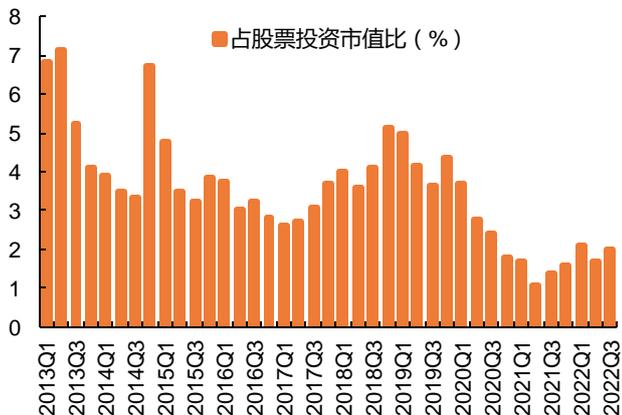
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表68 房地产板块估值处近五年 93%分位



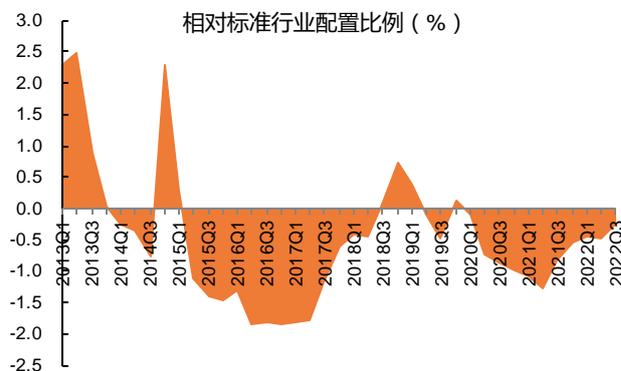
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表69 2022Q3 地产行业基金持仓延续低位



资料来源: Wind, 平安证券研究所

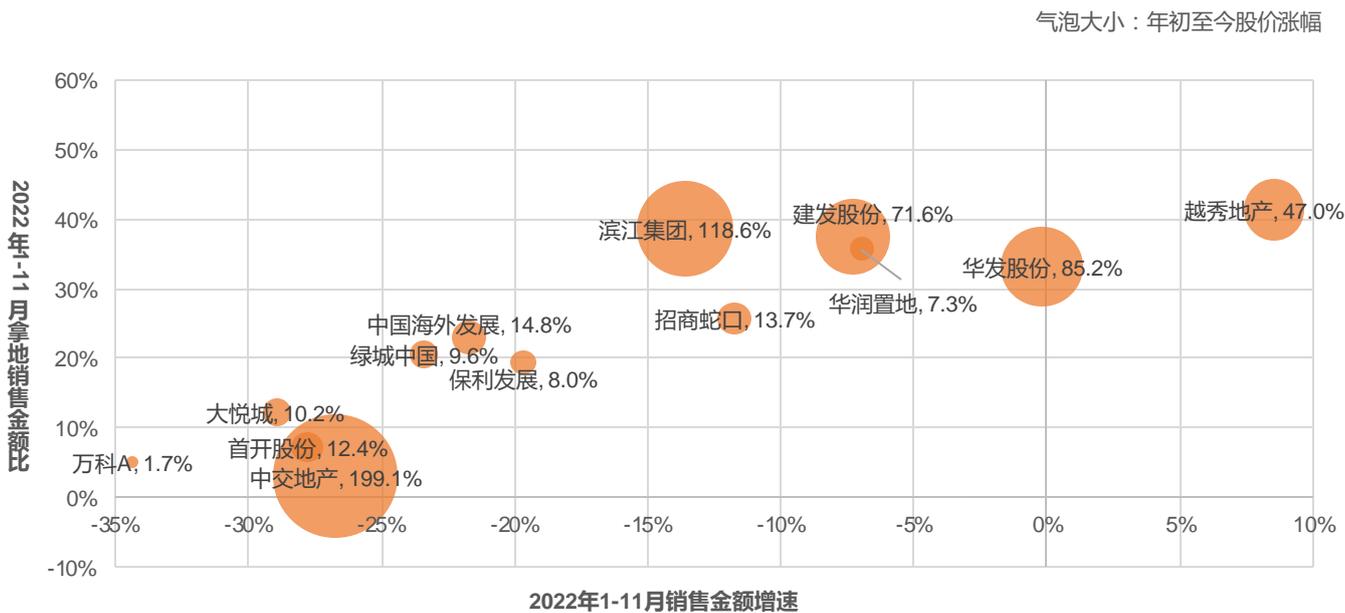
图表70 2022Q3 地产行业延续低配



资料来源: Wind, 平安证券研究所

个股选择方面, 财务状况稳健、经营业绩较优的强信用房企更受青睐。综合销售、拿地、股价情况, 除中交地产以外, 销售增速快、拿地强度高的房企基本股价表现更好。

图表71 主流房企销售、拿地、股价对比



资料来源: Wind, 克而瑞, 中指, 平安证券研究所

注: 年初至今股价涨幅统计截至 2022/12/5

## 5.2 投资建议

展望 2023 年, 我们认为短期行业阵痛仍将延续, 但政策加速转型背景下, 房企信用风险再度暴露风险弱化, 需求不足带来的房价下行或成为短期矛盾。2022 年地产板块全年演绎“格局优化、强信用房企市占率提升”逻辑, 2023 年我们认为行业洗牌将逐步尘埃落定, 更加考验各家房企硬实力。短期基本面承压下政策博弈空间仍在, 板块持仓低位增强安全边际, 中期行业筑底企稳, 基本面修复推动行情上行, 我们看好 2023 年地产板块整体表现, 维持“强于大市”评级。短期建议关注政

策弹性大的超跌房企如金地集团、新城控股等；中期行业筑底企稳，投资主线回归基本面，格局重塑洗牌逐步尘埃落地，将更加比拼各家房企内功，建议关注积极拿地改善资产质量、融资及销售占优的强信用房企保利发展、招商蛇口、滨江集团等。同时持续关注股权融资主题投资机会。

## 六、 风险提示

- 1) 政策改善及时性低于预期风险：政策改善及时性低于预期将导致楼市调整幅度扩大、调整时间拉长，对行业发展产生负面影响；
- 2) 个别房企流动性问题发酵、连锁反应超出预期风险：当前行业下行压力、房企资金风险仍存，若政策发力效果不及预期，资金压力较高企业仍可能出现债务违约展期情形；
- 3) 房地产行业短期波动超出预期风险：若地市持续遇冷，多数房企新增土储规模不足，将对后续货量供应产生负面影响，进而影响行业销售、投资、开工、竣工等。

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在  $\pm 10\%$  之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层  
邮编：100033