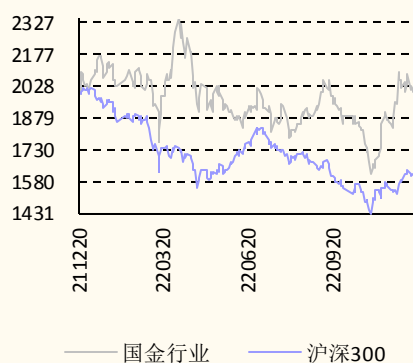


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金房地产指数	2029
沪深300指数	3954
上证指数	3168
深证成指	11295
中小板综指	11959



相关报告

1. 《会议释放积极信号，支持力度或将加大-地产行业点评》，2022.12.17
2. 《需求端宽松加速，REITs 扩容利好融资-地产行业周报》，2022.12.11
3. 《招商、华发推出融资计划，利好企业持续经营-地产行业点评》，2022.12.6
4. 《11月三箭齐发，提振行业信心预期-地产行业周报》，2022.12.4
5. 《“第三支箭”落地，地产信心终修复-地产行业点评》，2022.11.28

杜昊旻 分析师 SAC 执业编号: S1130521090001
duhaomin@gjzq.com.cn

王祎馨 联系人
wangyixin@gjzq.com.cn

方鹏 联系人
fang_peng@gjzq.com.cn

东风已起，行业估值将迎重塑

核心观点

- **2022年行业基本面触底。**2022年房地产市场延续2021年下半年的弱势，1-11月商品房销售金额同比-26.6%，70城房价连续13个月下滑；低迷中有分化，高能级城市、中高端改善项目去化更有韧性，且二手房恢复较新房更好；部分优质房企四季度单月销售同比转正。土拍市场受房企现金流困境影响整体热度偏低，2022年1-11月宅地成交量同比-36.4%；拿地企业以央国企和地方国资平台为主，22年第三批次两者拿地比例合计超80%。居民购房意愿持续偏弱，房企融资虽有改善但仍有压力，销售和融资端对投资产生负反馈。物业服务整体板块走势与地产基本一致，而弹性更大。
- **2022年政策面开始转向宽松。**在弱基本面的现实下，中央多次重磅会议定调，房地产调控转向宽松；供给侧政策应出尽出，房企“三支箭”、保交楼专项借款、预售资金监管优化齐发，保交付、防风险；需求侧房贷利率随LPR持续下调，首套房贷利率较21年高点下降163BP；限制性政策加速松绑，上海、北京局部限购放松，成都、杭州等城市相继跟进，佛山市全面取消限购；预计后续需求端宽松政策将持续加码。
- **2023年预计市场前低后高，呈弱复苏态势。**我们推测未来需求端政策将围绕维持量价稳定，引导居民购房信心和预期的恢复，从而带动行业企稳回暖。从复苏强度来看，我们预计“竣工>销售>投资拿地>新开工”。对标2014-15年周期，重磅政策出台后约2个季度销售出现转正，本轮在需求端政策持续落地的支撑下，市场销售最早有望在2023年2季度恢复，进而拉动产业链开工竣工和投资的复苏。我们预计2023年商品房销售面积13.0亿方，同比-5.9%；房屋新开工面积10.8亿方，同比-11.8%；全国房屋竣工面积8.8亿方，同比+2.0%；房地产开发投资金额12.2万亿元，同比-6.9%。
- **行业格局延续分化，头部央国企和改善型房企强者恒强。**2021年至今行业洗牌持续进行，格局已出现新雏形：①由于一系列原TOP30房企出现债务违约或展期，行业集中度有所下滑，而改善房企如绿城、滨江、建发市占率逆势大幅增长；②民营房企市场地位下滑，央国企座次提升，TOP30房企中民企从最高21家降至13家，央国企从最低6家增至14家，且从拿地端显示未来央国企市场份额将持续提升；③头部央国企和改善型房企拥有良好的资产质量，能实现有质量的高周转，快速去化、持续拿地，强者恒强。
- **房企利润水平逐步改善，板块估值有望重塑。**①供给端由于土地成交缩量，地方国资平台拿地占比高，2023年入市项目面临竞争较小，有效供给或产生缺口支撑房价企稳向上，项目利润率或将回升，拉动板块估值的提升。②房企“第三支箭”股权融资的放开，为房地产行业注入优质资产或流动资金，缓解部分房企面临的现金流困境，也能修复公司估值。③REITs范围有望扩大，盘活存量资产（重资产项目可以转化为收入），助力估值重塑。

投资建议

- 我们预计在宽松政策持续落地背景下，2023年市场前低后高实现弱复苏，房企利润率将逐步修复，带动行业估值的重塑。地产板块，首推布局优质重点城市、主打改善产品的房企，如**绿城中国、建发国际、滨江集团**；稳健选择头部央国企，如**中国海外发展**。物业板块，推荐关联房企未出险，且估值偏低的优质民营物业公司，如**滨江服务**。

风险提示

- 宽松政策对市场提振不佳；多家房企债务违约；物业增值服务发展不顺。

内容目录

一、2022 年回顾：基本面触底，政策面转向	5
1.1 销售量价承压，分化是主基调	5
1.2 土拍整体热度低，央国企和地方平台是拿地主力	10
1.3 居民信贷偏弱，房企整体融资受限	13
1.4 物业板块持续分化，地产仍是定价关键	14
1.5 政策已转向宽松，组合拳持续出台	16
二、2023 年展望：市场弱复苏，行业洗牌，估值重塑	21
2.1 基本面前低后高，市场弱复苏	21
2.2 行业格局延续分化，头部央国企和改善型房企强者恒强	25
2.3 利润水平逐步改善，板块估值有望重塑	29
2.4 物业展望：回归公司自身发展能力	33
三、投资建议	33
3.1 地产板块：强者恒强，首选头部央国企和改善房企	33
3.2 物业板块：把握物业公司独特性，抓住分化中的机遇	34
3.3 行业估值	34
风险提示	36

图表目录

图表 1：全国商品房累计及单月销售金额同比走势	5
图表 2：全国商品房单月销售面积及房价走势	5
图表 3：70 大中城市新建商品住宅价格环比指数	5
图表 4：70 大中城市二手住宅价格环比指数	5
图表 5：四个一线城市二手房报价指数走势	6
图表 6：百强房企累计全口径销售金额及同比走势	6
图表 7：百强房企单月全口径销售金额及同比走势	6
图表 8：2022 年 1-11 月 TOP100 房企销售情况	7
图表 9：35 城新房成交面积（万方）	8
图表 10：15 城二手房成交面积（万方）	8
图表 11：13 城新房成交面积占一二手房总成交面积比例	8
图表 12：1-11 月各能级城市新房销售面积同比	8
图表 13：1-11 月各能级城市二手房销售面积同比	8
图表 14：全国 40 个重点城市 2022 年 1-11 月商品住宅销售面积及房价走势	9
图表 15：北京 2021、2022 年 1-11 月总价段成交结构	10
图表 16：上海 2021、2022 年 1-11 月总价段成交结构	10
图表 17：北京、上海 2021 年和 2022 年 1-11 月销售前十项目榜单对比	10
图表 18：全国 300 城月度累计供求及同比走势	11
图表 19：全国 300 城宅地月度成交溢价率/流拍率	11

图表 20: 2022 年 1-11 月各能级城市宅地成交量同比.....	11
图表 21: 2022 年 1-11 月各城市群宅地成交量同比.....	11
图表 22: 集中供地 22 城 2022 年 1-11 月宅地成交量价情况.....	11
图表 23: 2021 年-2022 年 22 城集中土拍各类型房企拿地比例.....	12
图表 24: 2022 年 1-11 月权益拿地金额前 20 房企.....	13
图表 25: 居民中长期新增人民币贷款当月值及同比.....	13
图表 26: 居民贷款与商品房销售额单月同比走势.....	13
图表 27: 房企月度国内外债券发行情况.....	14
图表 28: 房企月度国内外债券到期情况.....	14
图表 29: 2022 年 1-11 月房地产开发企业各项到位资金累计同比.....	14
图表 30: 克而瑞内房股领先指数和恒生生物管指数年初至今涨跌幅对比.....	15
图表 31: 三类物业公司 PE (ttm)分化明显.....	15
图表 32: 三类物管公司 PE(ttm)走势.....	16
图表 33: 2022 年初以来全国层面房地产重大调控政策&事件.....	16
图表 34: 房地产行业供给侧支持措施.....	17
图表 35: “第一支箭”落地情况.....	18
图表 36: 第二支箭落地情况.....	18
图表 37: 上市房企和涉房企业股权融资计划.....	19
图表 38: LPR 品种及走势.....	19
图表 39: 百城房贷利率及放款周期走势.....	20
图表 40: 2022 年 11、12 月一二线城市需求端宽松政策.....	20
图表 41: 2013-2015 年全国月度商品房销售额及同比.....	21
图表 42: 2021-2023 年全国商品房销售面积 (季度).....	22
图表 43: 预计 2023 年全年商品房销售面积同比下降 5.9%.....	22
图表 44: 2021-2023 年全国房屋新开工面积 (季度).....	23
图表 45: 预计 2023 年全年房屋新开工面积同比下降 11.8%.....	23
图表 46: 2022 年全国层面“保交付”政策&事件.....	24
图表 47: 2021-2023 年全国房屋竣工面积 (季度).....	24
图表 48: 预计 2023 年全年房屋竣工面积同比增加 0.6%.....	24
图表 49: 2021-2023 年全国房地产开发投资金额 (季度).....	25
图表 50: 预计 2023 年全年房地产开发投资金额同比下降 6.9%.....	25
图表 51: 2015 年-2022.1-10 各梯队房企销售金额市占率走势.....	26
图表 52: 2019 年-2022.1-10 典型央企和改善型房企销售金额市占率走势.....	26
图表 53: 40 家上市民企销售额占全国的比重.....	27
图表 54: 出险房企累计销售金额占百强房企销售比例.....	27
图表 55: 2017 年至 2022.1-11 月 TOP30 中各类型房企分布.....	27
图表 56: 典型房企竣工存货占总存货比例.....	28
图表 57: 典型房企资产流速比例.....	28
图表 58: 典型房企 2019-2021 年待偿债覆盖倍数.....	28

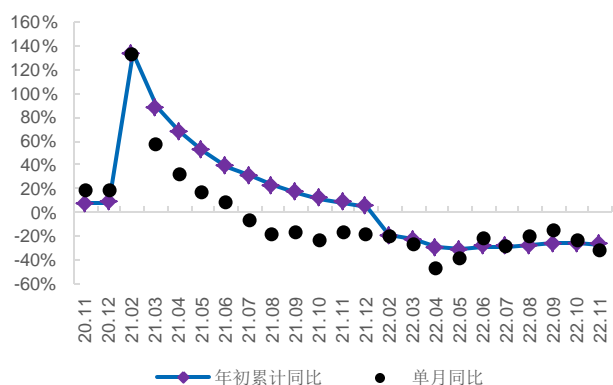
图表 59: 22城 2021 年各类型房企集中拿地项目入市情况.....	29
图表 60: 全国重点 20 城合计在售库存和去化周期.....	29
图表 61: 上海二手房报价指数.....	30
图表 62: 保利发展 PE-TTM 和毛利率走势对比	30
图表 63: 中国海外发展 PE-TTM 和毛利率走势对比	30
图表 64: 头部国企央企 2012-21 年毛利率 (%) 走势	30
图表 65: 各类性质上市房企市值及 PB 估值情况	31
图表 66: 重点房企投资性房地产概况.....	32
图表 67: A 股地产 PE-TTM.....	34
图表 68: 港股地产 PE-TTM.....	35
图表 69: 港股物业股 PE-TTM.....	35
图表 70: 覆盖公司估值情况.....	35

一、2022 年回顾：基本面触底，政策面转向

1.1 销售量价承压，分化是主基调

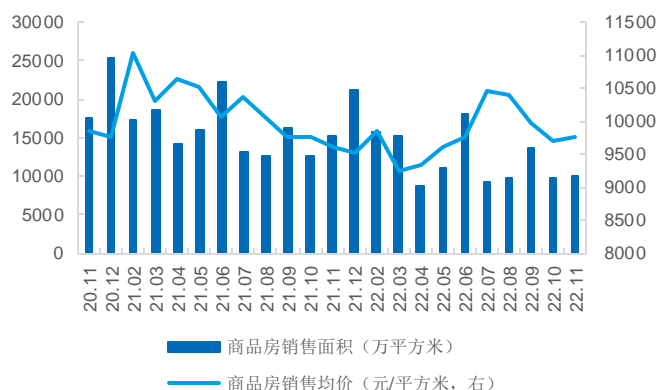
- 2021 年下半年以来房地产市场销售开始下滑，2022 全年维持低迷态势，仅有两个月的脉冲式恢复。2021 年全国商品房销售金额同比+4.8%，市场前高后低，其中上半年同比+38.9%，下半年同比-16.6%。2022 年 1-11 月全国商品房累计销售金额 11.86 万亿元，同比-26.6%；从单月来看，4 月、5 月同比降幅最大，超过-30%，下半年由于低基数原因，同比降幅有所收窄。年内持续有政策刺激出台，但对销售多为脉冲式促进，6 月全国第一波疫情结束，二季度累计的需求集中释放，单月销售同比降幅低于 20%，而进入 7 月份后受停工断贷事件影响，销售再度回落；9 月受各地保交楼快速推进、政府回购房增加及涉房交易税费减免等影响，单月销售有所恢复，但持续性较低。

图表 1：全国商品房累计及单月销售金额同比走势



来源：国家统计局，国金证券研究所

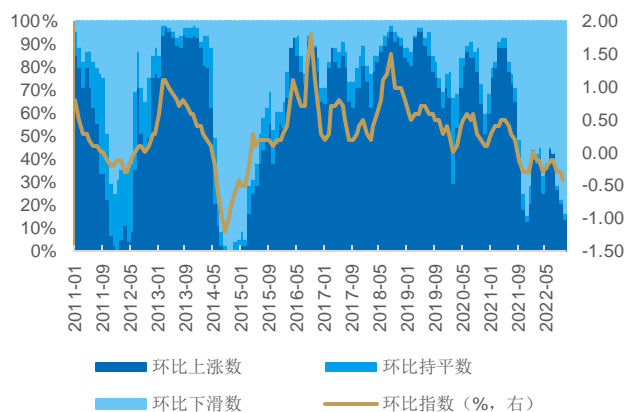
图表 2：全国商品房单月销售面积及房价走势



来源：国家统计局，国金证券研究所

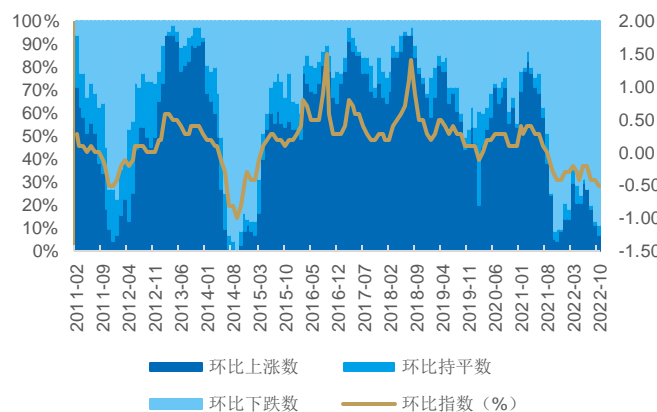
- 全国房价持续承压下行。从 70 个大中城市房价指数来看，新建商品住宅和二手住宅价格环比指数均自 2021 年 9 月起持续为负（新建商品住宅 22 年 1 月为 0），连续 13 个月下滑；近半年以来房价下滑城市数量也在持续增加，2022 年 10 月，70 城中新房房价环比下滑的城市数量达 58 个，二手房房价环比下滑的城市数量达 62 个。

图表 3：70 大中城市新建商品住宅价格环比指数



来源：国家统计局，国金证券研究所

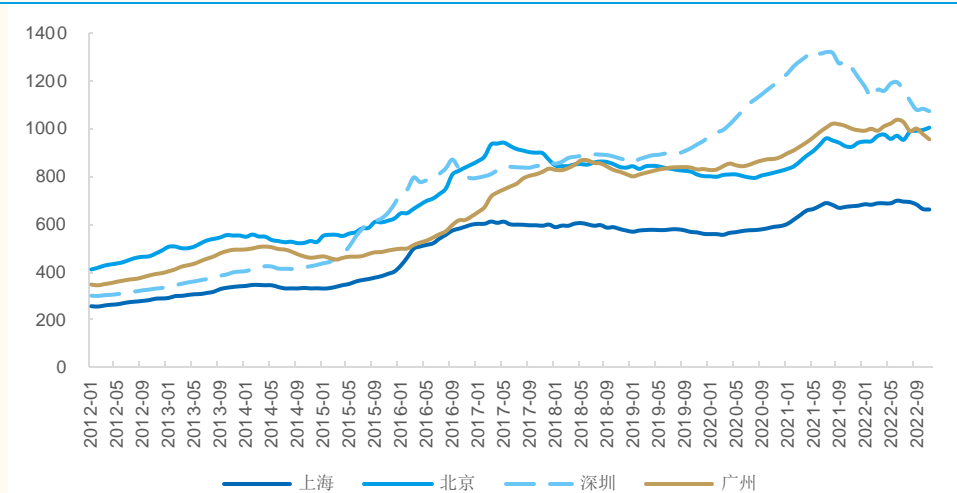
图表 4：70 大中城市二手住宅价格环比指数



来源：国家统计局，国金证券研究所

- 即使高能级城市，房价走势也难持续逆势上涨，从中原二手房报价指数来看，2022 年 11 月深圳报价指数较高点下滑 19.0%；广州报价指数较高点下滑 7.9%；上海报价指数较高点下滑 5.3%；一线城市中仅北京报价指数正增长，较 2021 年 7 月增长 4.7%。

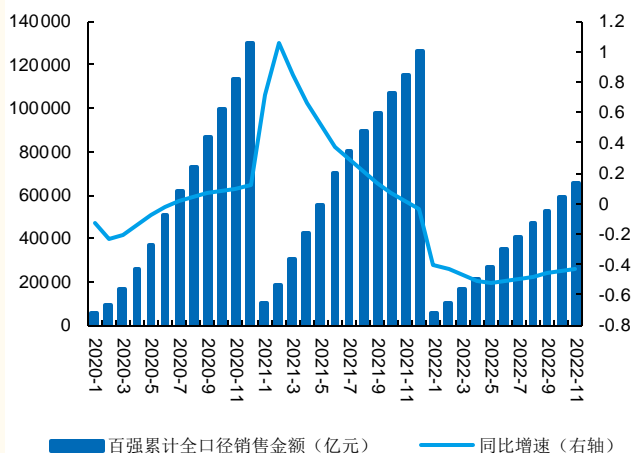
图表 5: 四个一线城市二手房报价指数走势



来源: Wind, 中原地产, 国金证券研究所注: 2004年5月=100, 截至2022年11月

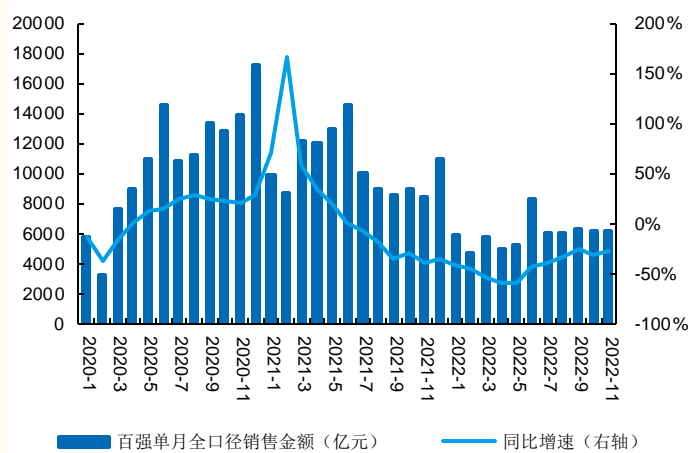
- 百强房企销售走势与全国销售基本一致。2022年1-11月百强房企累计全口径销售金额6.54万亿元, 同比-43.3%; 19家房企销售额突破2000亿元(2021年1-11月为37家), TOP30门槛563亿元, 较2021年同期的1168亿元下降52%。从单月来看, 百强房企下半年月度销售基本稳定, 月全口径销售金额在6000-6300亿元之间, 同比降幅在-40%到-26%之间。

图表 6: 百强房企累计全口径销售金额及同比走势



来源: 克而瑞, 国金证券研究所

图表 7: 百强房企单月全口径销售金额及同比走势



来源: 克而瑞, 国金证券研究所

- 从房企端看, 不同梯队房企复苏有分化, 头部房企销售复苏更为明显, TOP10、11-30、31-50 和 51-100 梯队单月同比分别为-36%、-47%、-53% 和-43%。颈部房企(TOP11-20)销售业绩强势, 建发房产、滨江集团、中国铁建、华发股份11月单月同环比均为正, 其中建发房产单月同比+198%, 前11月累计同比-2%, 而越秀地产、华发股份前11月累计同比已转正。头部房企(TOP1-10)中华润置地和招商蛇口销售恢复较好, 前11月累计同比在-15%以内。
- 从房企排名来看, TOP30 榜单变动较大, 新面孔增加。越秀地产、华发股份、首开股份、卓越集团、仁恒置地、中交地产和电建地产等7家房企新晋TOP30; 金地集团、绿城中国、龙湖集团3家房企新晋TOP10; 此外建发房产(+9)、滨江集团(+9)、中国铁建(+7)等房企销售排名也快速增长。而与之对应的是出险房企销售排名的快速下滑。

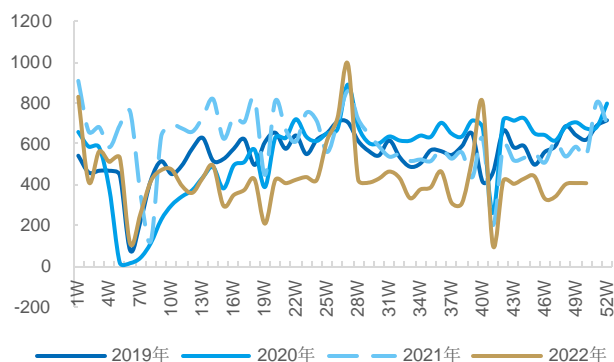
图表 8: 2022 年 1-11 月 TOP100 房企销售情况

TOP 房企	全口径										权益口径			
	2022年1-11月排名	2022年1-10月排名	2021年排名	1-11月销售金额(亿元)	累计同比	11月销售金额(亿元)	单月环比	单月同比	1-11月销售金额(亿元)	累计同比	11月销售金额(亿元)	单月环比	单月同比	
碧桂园	1	1	1	4413	-39%	380	-10%	-28%	3385	-36%	297	-10%	-29%	
保利发展	2	2	4	4001	-20%	370	-14%	-3%	2688	-22%	255	-11%	-102%	
万科地产	3	3	2	3768	-34%	361	30%	-36%	2449	-34%	235	30%	-36%	
中海地产	4	4	6	2587	-22%	247	-22%	-11%	2417	-22%	231	-22%	-11%	
华润置地	5	5	8	2517	-7%	222	-19%	9%	1737	-5%	179	2%	-9%	
招商蛇口	6	6	7	2496	-12%	229	-9%	-9%	1525	-15%	139	-11%	-8%	
金地集团	7	7	11	2014	-23%	180	-12%	4%	1248	-23%	112	-12%	4%	
绿城中国	8	9	13	1856	-23%	233	23%	6%	1058	-20%	146	20%	-31%	
龙湖集团	9	8	10	1832	-27%	175	-14%	22%	1167	-33%	109	2%	-30%	
融创中国	10	10	3	1611	-71%	82	-16%	-78%	929	-72%	44	-15%	-80%	
建发房产	11	12	21	1449	-2%	243	19%	-198%	1035	-12%	152	1%	-137%	
中国金茂	12	11	15	1375	-36%	143	8%	-19%	949	-36%	99	9%	-19%	
滨江集团	13	13	22	1335	-14%	153	16%	1%	780	2%	71	-9%	-13%	
绿地控股	14	15	9	1179	-56%	103	41%	-34%	1061	-56%	93	41%	-34%	
旭辉集团	15	14	14	1176	-48%	42	-54%	-75%	694	-48%	25	-54%	-75%	
新城控股	16	16	16	1100	-48%	68	-22%	-64%	754	-52%	47	-23%	-67%	
中国铁建	17	19	26	1058	-9%	235	76%	-27%	795	-8%	195	115%	-53%	
越秀地产	18	17	37	1031	9%	119	7%	-14%	1023	11%	119	7%	-13%	
华发股份	19	18	32	1024	0%	183	65%	-60%	630	-6%	93	61%	-11%	
远洋集团	20	20	29	895	-26%	108	13%	-28%	582	-26%	70	-12%	-28%	
世茂集团	21	21	12	795	-69%	65	-21%	-64%	556	-69%	46	-21%	-64%	
首开股份	22	22	38	780	-28%	55	-29%	-39%	452	-31%	32	-10%	-41%	
美的置业	23	23	28	682	-46%	42	-24%	-48%	428	-50%	26	-24%	-50%	
金科集团	24	24	18	636	-64%	27	-18%	-78%	458	-63%	19	-18%	-78%	
卓越集团	25	25	31	636	-43%	49	-26%	-24%	388	-49%	38	0%	-8%	
中梁控股	26	26	20	596	-62%	30	-34%	-75%	417	-62%	21	-34%	-75%	
仁恒置地	27	27	54	596	-9%	36	-16%	-74%	349	-28%	19	-30%	-12%	
中交房地产	28	29	44	578	-27%	61	-12%	-20%	311	-27%	32	-28%	-11%	
电建地产	29	31	47	573	-16%	72	4%	-74%	359	-5%	39	-43%	-27%	
中南置地	30	28	17	563	-69%	44	-14%	-65%	356	-69%	26	-21%	-68%	
TOP10				27095	-36%	2478	-7%	-14%	18735	-39%	1795	0%	-8%	
TOP11-30				18056	-47%	1876	9%	-28%	12651	-46%	1223	0%	-32%	
TOP31-50				9034	-53%	706	-17%	-56%	6261	-52%	532	-10%	-51%	
TOP51-100				11215	-43%	1117	24%	-18%	8094	-39%	796	20%	-8%	
TOP100				65399	-43%	6177	1%	-27%	45740	-44%	4346	2%	-24%	

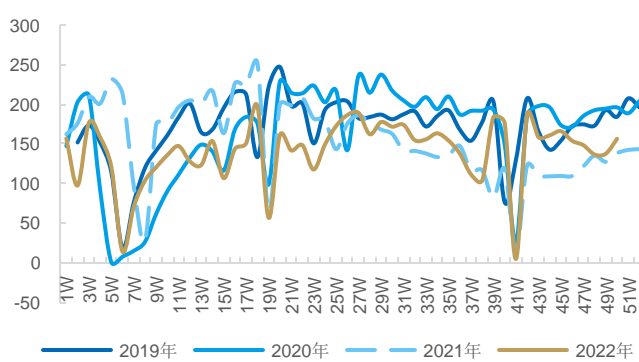
来源: 克而瑞, 国金证券研究所

- 一二手房有分化, 二手房销售恢复更明显。2022 年 1-11 月, 35 城新房销售面积累计同比-29.4%, 15 城二手房销售面积累计同比-9.6%; 尤其进入下半年后, 15 城二手房周度销售长期同比为正, 而 35 城新房周度销售同比降幅仍多在 20%以上。
- 而从新房和二手房销售比例来看, 13 城(同时有新房和二手房销售数据), 新房成交面积占一二手房总成交面积比例从 2021 年 10 月最高的 74%降至 2022 年 11 月的 61%, 2022 年 7-8 月期间由于停工断贷事件影响, 新房成交比例降至最低 59%。我们认为 2022 下半年来二手房表现比新房好的主要原因为: ①停工断贷事件让刚需购房者更倾向于买二手房, 所见即所得, 无交付风险; ②2021 年市场下行是从二手房开始, 二手房的信贷大幅收紧, 导致二手房比新房成交量跌幅更大, 基数效应也会更明显。

图表 9: 35 城新房成交面积 (万方)



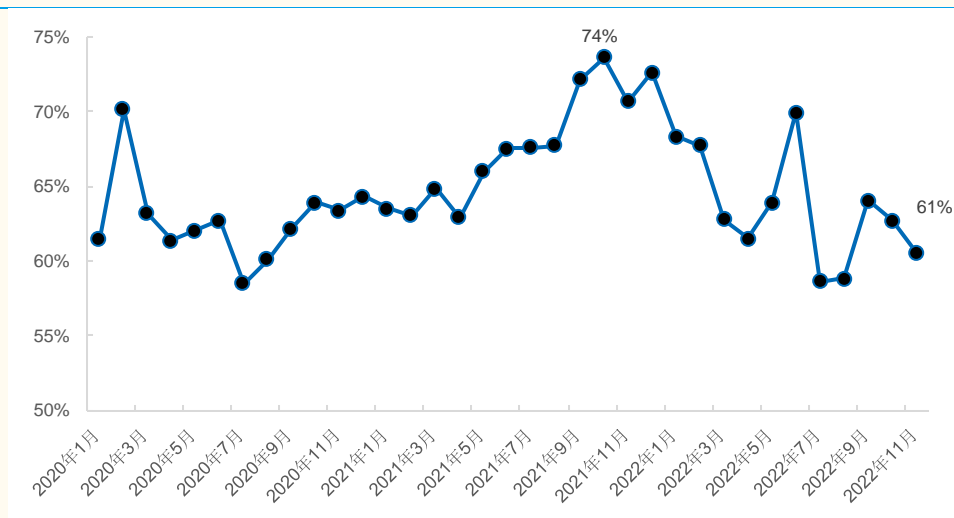
图表 10: 15 城二手房成交面积 (万方)



来源: wind, 国金证券研究所注: 截至 2022 年第 50 周

来源: wind, 国金证券研究所注: 截至 2022 年第 50 周

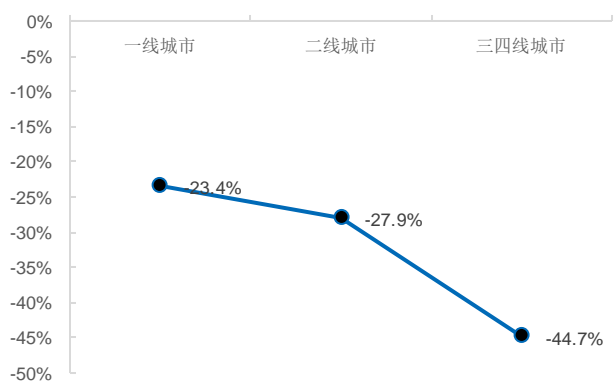
图表 11: 13 城新房成交面积占一二手房总成交面积比例



来源: wind, 国金证券研究所注: 新房成交占比=新房成交面积/(新房成交面积+二手房成交面积); 13 城包括北京、深圳、杭州、南京、苏州、青岛、成都、厦门、佛山、南宁、金华、扬州、江门

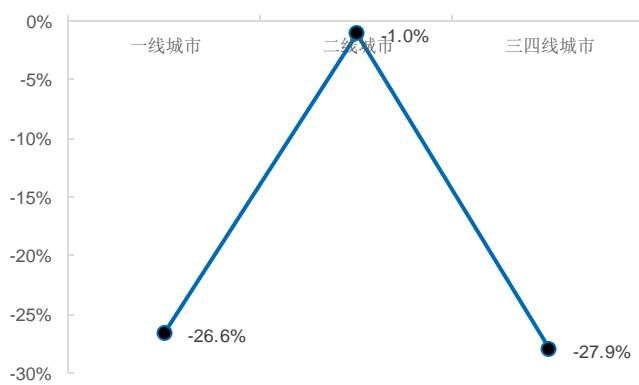
- **城市能级间有分化, 高能级城市销售更具韧性。**从 Wind 统计 35 城新房销售数据看, 2022 年 1-11 月一线、二线、三四线城市销售面积分别同比下滑 23.4%、27.9%和 44.7%。15 城二手房销售数据看, 2022 年 1-11 月一线、二线、三四线城市销售面积分别同比下滑 26.6%、1%和 27.9%。从单城市来看, 上海、苏州、成都等高能级城市新房销售同比降幅在 20%以内, 房价水平也相对稳定。

图表 12: 1-11 月各能级城市新房销售面积同比



来源: wind, 国金证券研究所注: 35 城新房销售数据

图表 13: 1-11 月各能级城市二手房销售面积同比



来源: wind, 国金证券研究所注: 15 城二手房数据

图表 14: 全国 40 个重点城市 2022 年 1-11 月商品住宅销售面积及房价走势

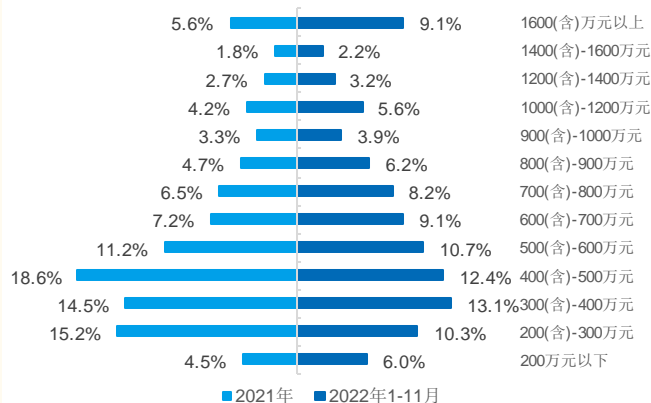
城市群	城市	商品住宅成交面积(万平方米)			1-11 月房价累计涨幅
		1-11 月	同比	与 2020 年同期相比	新房
长三角	上海	915	-5%	15%	-0.98%
	苏州	808	-16%	-15%	0.84%
	嘉兴	141	-24%	-54%	1.51%
	镇江	351	-31%	-29%	-0.68%
	南京	663	-39%	-10%	0.77%
	合肥	515	-42%	-35%	1.79%
	扬州	118	-43%	-46%	-0.19%
	无锡	295	-51%	-46%	1.49%
	宁波	597	-51%	-60%	3.11%
	杭州	750	-52%	-14%	1.27%
	常州	324	-53%	-55%	0.25%
	南通	131	-69%	-67%	-0.41%
京津冀	唐山	505	1%	33%	-0.85%
	廊坊	124	-5%	-1%	-1.82%
	北京	705	-25%	16%	0.90%
	石家庄	230	-35%	-47%	-0.71%
	天津	698	-38%	-35%	-0.41%
珠三角	江门	447	-18%	-26%	-1.59%
	中山	412	-20%	-29%	-3.48%
	佛山	726	-29%	-36%	-0.59%
	深圳	317	-31%	-17%	0.18%
	肇庆	330	-34%	-41%	-2.03%
	广州	716	-36%	-28%	1.42%
	东莞	284	-36%	-56%	0.60%
	珠海	203	-60%	-48%	-1.07%
长江中游	南昌	276	-17%	-29%	-1.66%
	咸宁	140	-18%	190%	--
	岳阳	119	-27%	-41%	--
	荆州	18	-31%	93%	--
	衡阳	158	-33%	-51%	--
	黄冈	23	-41%	30%	--
	武汉	1115	-44%	-33%	-0.18%
	长沙	630	-49%	-51%	1.94%
	鄂州	60	-78%	-58%	--
成渝	眉山	247	7%	5%	--
	泸州	236	-4%	-7%	--
	成都	1406	-15%	-10%	1.72%
	德阳	92	-26%	--	--
	南充	224	-36%	-43%	--
	重庆	577	-67%	-66%	-0.43%

来源: 中指研究院, 国金证券研究所

- **产品结构间有分化, 中高端改善产品去化情况更好。**从重点城市成交结构来看, 核心板块改善型产品的成交比例增加, 好于外围板块刚需产品。2022 年 1-11 月, 北京套总价 600 万元以上新房成交套数占比 47.5% (较 2021 年提升 11.5pct), 其中 1600 万元以上的豪宅占比 9.1% (较 2021 年提升 3.5pct); 上海套总价 600 万元以上新房成交套数占比 45.2% (较

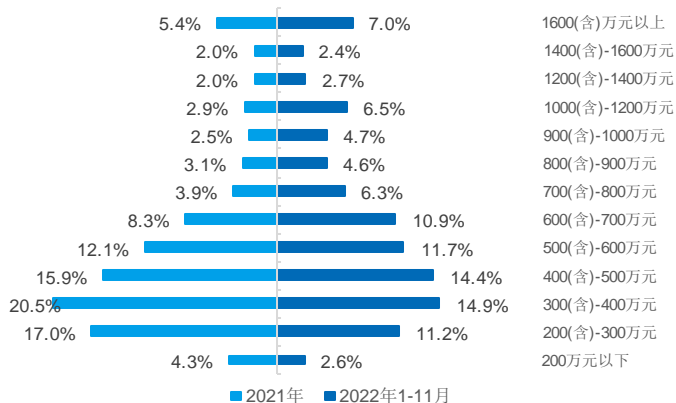
2021年提升 15.1pct)，其中 1600 万元以上的豪宅占比 7.0%（较 2021 年提升 1.6pct）。从销售榜单看，2022 年 1-11 月北京销售前十项目中有 3 个项目单价超过 10 万元/平（2021 年为 2 个），前十项目均价 85637 元/平，较 2021 年增加 22.3%；上海销售前十项目中有 4 个项目单价超过 10 万元/平（2021 年为 3 个），前十项目均价 84626 元/平，较 2021 年增加 3.6%。

图表 15: 北京 2021、2022 年 1-11 月总价段成交结构



来源: 中指研究院, 国金证券研究所

图表 16: 上海 2021、2022 年 1-11 月总价段成交结构



来源: 中指研究院, 国金证券研究所

图表 17: 北京、上海 2021 年和 2022 年 1-11 月销售前十项目榜单对比

北京				上海			
2021 年		2022 年 1-11 月		2021 年		2022 年 1-11 月	
项目名称	成交价格 (元/m²)	项目名称	成交价格 (元/m²)	项目名称	成交价格 (元/m²)	项目名称	成交价格 (元/m²)
海淀幸福里	80397	北京城建·天坛府	69655	中粮瑞虹海景壹号	115451	仁恒海上源	116037
誉天下	63555	学府壹号院	89606	古北中央公园	108979	颀桥紫薇花园	69263
奥森 ONE	57757	中建壹品·学府公馆	100824	老西门新苑	142622	融创未来金融城	67843
合生·东叁金茂府	107069	玖阳嘉园	116954	上海蟠龙天地	61506	虹桥璀璨公馆	60027
京投发展·岚山	55213	中海京叁号院	66406	招商虹桥公馆	60283	瑞虹新城·臻庭	119745
融创香山壹号院	113038	中海汇德里	83958	融创未来金融城	68048	天汇世纪玺	123221
亦庄橡树湾	38879	幸福里润园	83532	浦开仁恒金桥世纪	70294	新梅太古城	71600
绿城·奥海明月生活美学馆	58861	圆明天颂	114901	绿地东上海	61588	中粮瑞虹海景壹号	115195
龙湖·云河玉陛	52173	中海寰宇天下天赋	66993	融信旭辉世纪古美	82526	金地丰盛道	54077
中海首开拾光里	73562	绿城沁园	63543	金地峯范	45838	四季都会	49257
平均	70050		85637		81714		84626

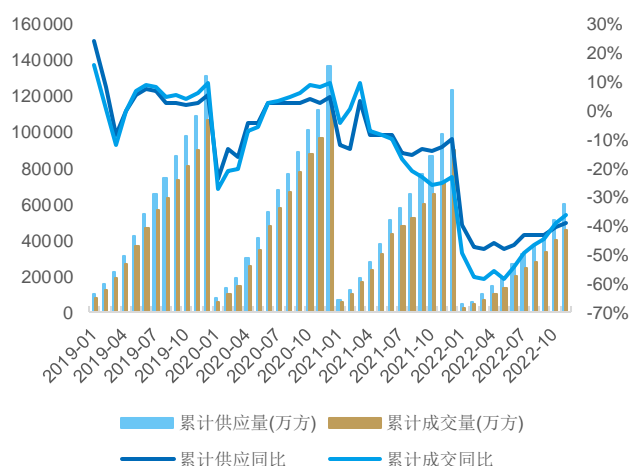
来源: 中指研究院, 国金证券研究所

1.2 土拍整体热度低, 央国企和地方平台是拿地主力

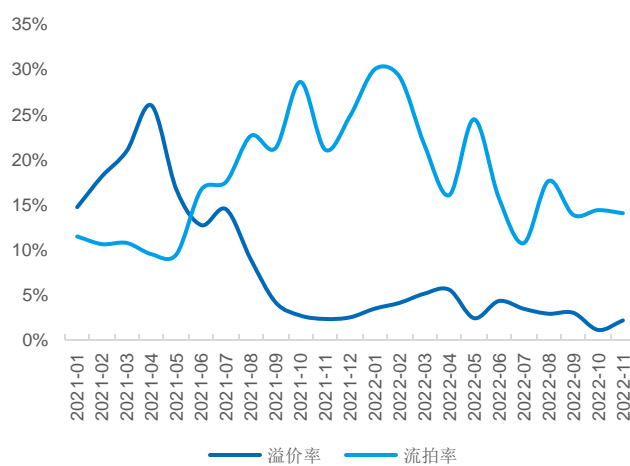
- 土拍市场持续处于低温状态。受市场下行和融资困难影响, 房企现金流吃紧, 大部分房企拿地意愿减弱, 土拍维持低位。全国 300 城 2022 年 1-11 月土地供应面积同比下滑 38.9%, 成交面积同比下滑 36.4%。溢价率居低位, 而流拍率偏高。自 2021 年 7 月起, 全国 300 城成交溢价率下滑、流拍率上涨, 溢价率连续 16 个月低于 10% (最低为 1.1%), 而流拍率持续高位, 2022 年下半年流拍率有所下降主要因为各地平台公司兜底。

- **高能级和长三角城市群土拍更受青睐。**2022年1-11月，由于供给量原因，一线、二线、三四线城市宅地成交面积分别同比下滑38.6%、41.3%、32.3%（一线、二线、三四线城市供地缩量分别为51.4%、45.4%、32.5%）。从城市群来看，环渤海、东北、长三角、珠三角和中西部五大城市群宅地成交量累计同比分别下滑39.0%、80.9%、25.6%、41.3%和36.1%，房企更愿意在长三角拿地。
- **供地质量有所提升，拿地利润空间增加。**从集中供地的22城看，各城市从2021年下半年起纷纷调整土拍规则，包括不限于设置溢价率上限、降低起拍价、延迟土地款交付周期、提高房价限制、下调保证金比例等。在此背景下，上海、北京、成都、杭州、南京等核心城市成交楼面价同比仍有较大增幅，主要由于出让地块的区位更加优质，后期去化率和利润率也更有保障。

图表 18: 全国 300 城月度累计供求及同比走势



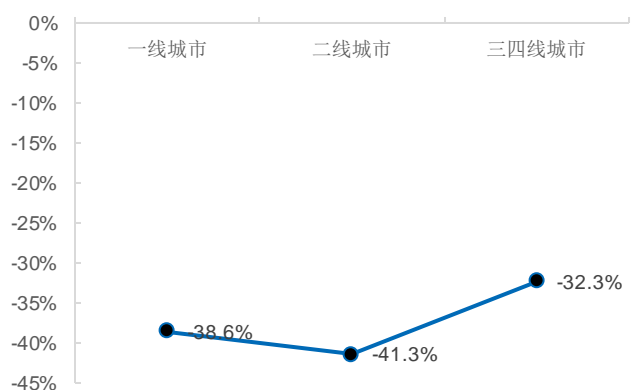
图表 19: 全国 300 城宅地月度成交溢价率/流拍率



来源：中指研究院，国金证券研究所

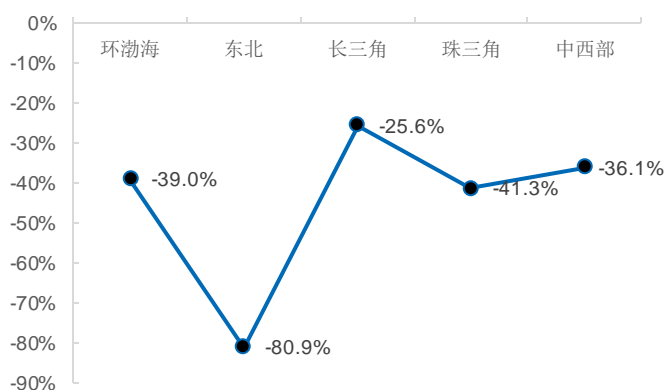
来源：中指研究院，国金证券研究所

图表 20: 2022 年 1-11 月各能级城市宅地成交量同比



来源：中指研究院，国金证券研究所

图表 21: 2022 年 1-11 月各城市群宅地成交量同比



来源：中指研究院，国金证券研究所

图表 22: 集中供地 22 城 2022 年 1-11 月宅地成交量价情况

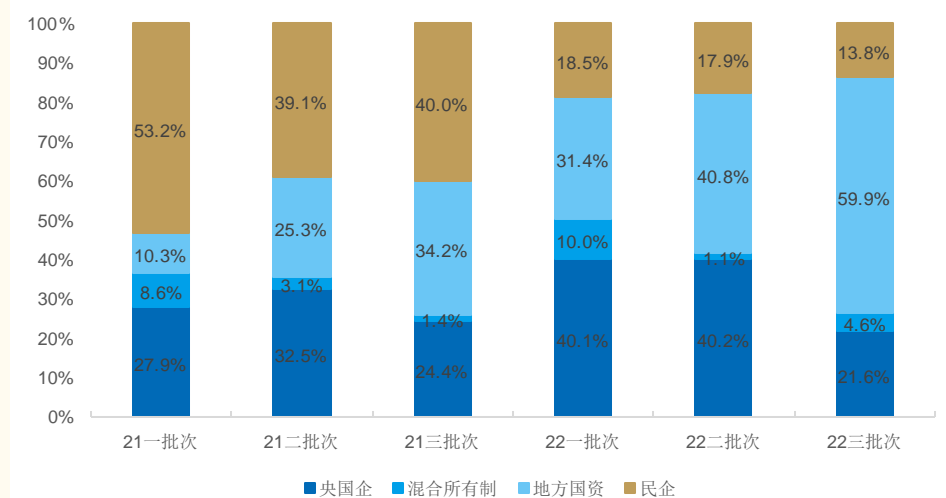
城市	宅地建面 (万方)	同比	成交金额 (亿元)	同比	成交楼面价 (元/㎡)	同比	成交溢价率 (%)	同比 (pct)
杭州	1,166	-8.0%	1,914	-1.3%	16,418	7.3%	5.88	-17.23
成都	1,159	-11.9%	1,149	4.7%	9,910	18.8%	3.5	-1.75
上海	1,038	-44.8%	2,713	10.2%	26,123	99.8%	3.24	-1.28
长沙	908	-26.9%	422	-25.3%	4,652	2.3%	1.85	-4.08

合肥	907	29.0%	641	12.6%	7,065	-12.7%	9.04	-3.85
宁波	877	27.4%	776	4.5%	8,842	-18.0%	6.22	-11.95
南京	797	-51.2%	1,259	-37.5%	15,799	28.1%	2.91	-8.81
广州	727	-42.7%	1,030	-38.6%	14,162	7.1%	1.91	-5.99
无锡	701	2.1%	813	-10.8%	11,592	-12.6%	0.35	-6.55
武汉	591	-67.0%	528	-59.5%	8,924	22.8%	0.38	-10.12
苏州	580	-53.6%	812	-39.6%	13,984	30.1%	2.36	-2.22
北京	485	-18.1%	1,615	-12.0%	33,325	7.4%	5.68	-0.97
深圳	473	-15.6%	736	-25.0%	15,582	-11.2%	9.14	-1.92
青岛	470	-54.5%	299	-30.4%	6,351	53.2%	1.49	0.59
郑州	446	-65.3%	237	-65.2%	5,314	0.3%	0.85	-8.06
济南	433	-53.6%	217	-45.5%	5,004	17.3%	1.18	-5.51
重庆	373	-65.0%	236	-72.8%	6,336	-22.2%	2.5	-28.36
天津	306	-73.1%	217	-77.6%	7,090	-16.7%	0.16	-6.86
福州	270	-22.6%	290	-12.4%	10,737	13.2%	1.96	-15.32
厦门	235	18.0%	531	-0.5%	22,610	-15.7%	2.48	-24.32
沈阳	165	-79.5%	65	-82.5%	3,962	-14.4%	0	-6.11
长春	71	-95.5%	16	-96.7%	2,254	-27.8%	0	-1.53

来源：中指研究院，国金证券研究所注：统计范围为市本级

- **央企和改善型房企积极错峰拿地，地方国资平台兜底体量大。**2021年下半年以来，受限于现金流影响大部分房企拿地收缩，央企和改善型房企借机积极补货。从拿地房企来看，民营房企拿地比例自21年二批次起逐渐降低，而地方国资平台兜底比例大幅增加，22年第三批集中土拍央企、混合所有制、地方国资和民企拿地比例分别为21.6%、4.6%、59.9%和13.8%（且民企多为地方本土民企，现有全国化布局民企拿地）。从房企拿地排行榜看，2022年1-11月权益拿地金额前五分别为华润置地、中海地产、保利发展、建发房产和招商蛇口（4家央企、1家国企），前20中仅滨江集团和龙湖集团2家民营房企。

图表 23: 2021年-2022年22城集中土拍各类型房企拿地比例



来源：中指数据，国金证券研究所注：截至2022年11月底

图表 24: 2022 年 1-11 月权益拿地金额前 20 房企

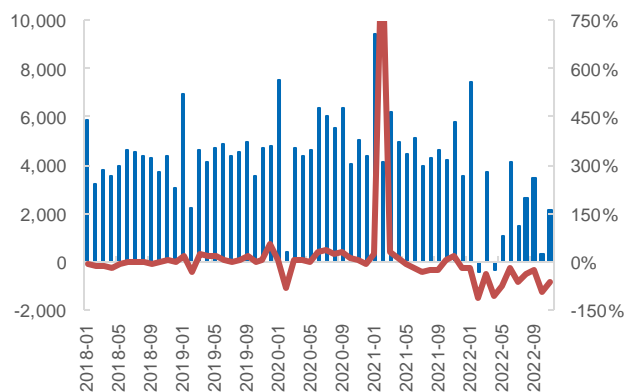
排行	企业名称	土地宗数 (宗)	权益拿地金额 (亿元)	权益建筑面积 (万 m ²)	总规划建面 (万 m ²)	溢价水平 (%)	楼面均价 (元/ m ²)
1	华润置地	47	819	530	615	4.57	15667
2	中海地产	32	751	360	364	5.64	21023
3	保利发展	58	575	449	616	4.96	15644
4	建发房产	32	544	213	261	7.85	24411
5	招商蛇口	30	517	292	389	5.77	18671
6	绿城中国	26	451	222	261	7.85	19126
7	滨江集团	36	403	177	327	6.36	18193
8	中国铁建	48	325	464	575	3.25	6525
9	越秀地产	21	304	178	235	7.34	16744
10	华发股份	16	267	96	131	4.09	25899
11	龙湖集团	25	245	255	281	3.14	10252
12	万科	18	233	162	215	10.32	13542
13	广州地铁	5	174	91	91	0	19154
14	上海地产	2	174	40	46	0	41322
15	国贸地产	12	170	162	281	1.98	6874
16	中国中铁	21	165	300	317	2.8	5789
17	武汉城建集团	7	155	113	113	0	13758
18	颐居建设	6	148	71	71	3.13	20943
19	中国金茂	10	140	82	126	2.47	14476
20	深圳地铁集团	7	138	152	165	4.43	9994

来源: 中指研究院, 国金证券研究所注: 截至 2022 年 11 月底

1.3 居民信贷偏弱, 房企整体融资受限

- 居民购房意愿仍然较低, 信贷数据持续偏弱。居民贷款基本与全国商品房销售同频 (由于存在放款时间略微滞后 1 个月), 2022 年 1-11 月, 居民中长期新增人民币贷款 2.56 万亿元, 同比-55.2%, 同比少增 3.16 万亿元。单月看, 2022 年每个月新增量均同比下滑, 其中 2 月和 4 月新增量为负。较弱的信贷量导致房企收到购房预付金和按揭贷款金额均大幅下滑。

图表 25: 居民中长期新增人民币贷款当月值及同比



来源: 国家统计局, 国金证券研究所注: 2021 年 2 月增幅为 1009%

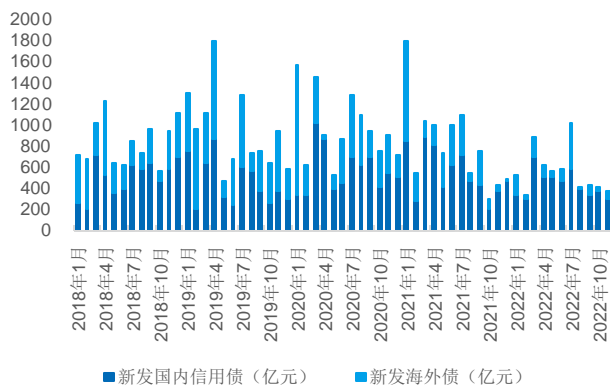
图表 26: 居民贷款与商品房销售额单月同比走势



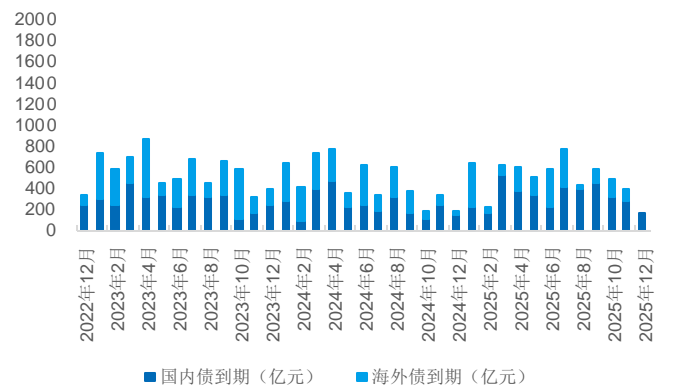
来源: 中国人民银行, 国家统计局, 国金证券研究所注: 居民贷款为累计余额, 商品房销售额为单月值

- 房企债券融资增量整体仍有压力。自 2021 年下半年以来，房企债券发行量持续缩减，受部分房企国内外债券违约影响，投资者对地产债信心下降，1Q22、2Q22、3Q22 房企公开债券（含国内信用债和海外债）发行金额分别为 1754 亿元、1772 亿元、1841 亿元，分别同比-48.1%、-35.2%、-22.8%。到期公开债券规模维持高位。2022-2024 年每年平均到期债券金额在 6000 亿元左右，其中 1Q23、2Q22 到期债券金额分别为 2002 亿元、1798 亿元。11 月份以来监管持续支持民营企业融资，能在一定程度缓解房企 2023 年到期债务压力。

图表 27：房企月度国内外债券发行情况



图表 28：房企月度国内外债券到期情况

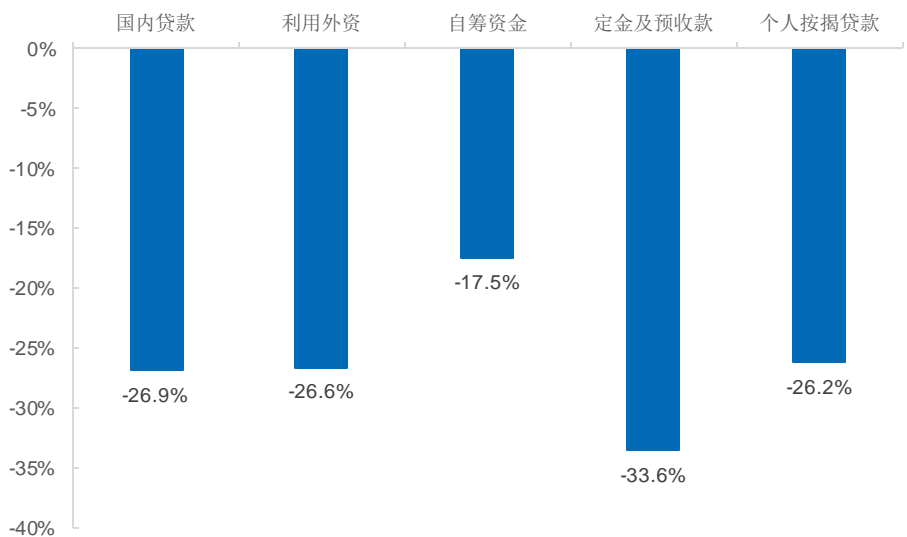


来源：wind，国金证券研究所 注：截至 2022 年 11 月底；海外债按当期汇率转换为人民币

来源：wind，国金证券研究所 注：截至 2022 年 11 月底；海外债按当期汇率转换为人民币

- 房企销售和融资两端的压力传导至投资端。2022 年 1-11 月房地产开发企业到位资金同比-25.7%，在各细项中，国内贷款（-26.9%）、定金及预付款（-33.6%）、个人按揭贷款（-26.2%）同比降幅都超过 20%，直接对应房企的销售和融资。房企基本面的弱势影响产业链上下游的发展，需要持续大力度的宽松政策来促进房地产行业回归良性循环。

图表 29：2022 年 1-11 月房地产开发企业各项到位资金累计同比



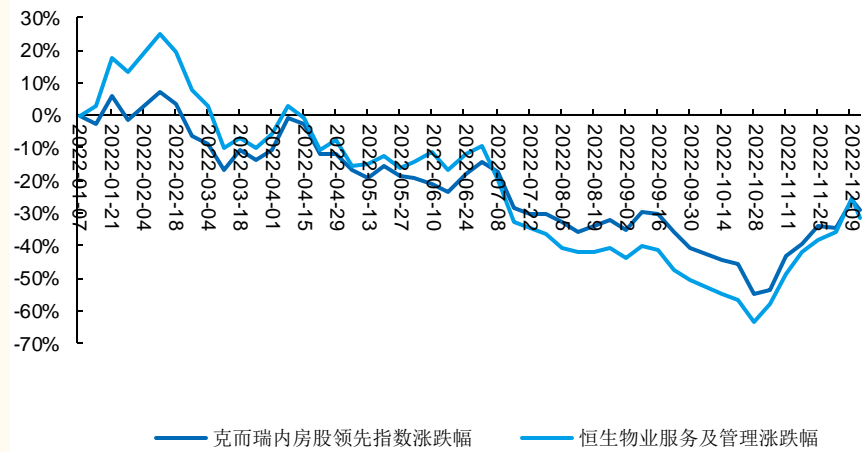
来源：国家统计局，国金证券研究所

1.4 物业板块持续分化，地产仍是定价关键

- 股价：走势与地产板块近乎一致，弹性大于地产。地产行业在去年 7 月之后进入了“销售下行&预售监管资金严控&融资不顺→房企现金流压力加大→供应商和尚未到期债务的债权人要求提前还款引发挤兑→负面新闻爆发→销售断崖式下滑→真实债务违约”的负向循环。这一困境在今年上半年

依然没有得到扭转。这引发了市场对于物管公司未来在管规模持续成长的质疑，对部分物业公司账面现金安全性（怕被关联房企挪用）担忧也持续提升，因此地产的情况愈发成为决定物业板块的核心因素。今年1月至今，恒生物业服务及管理指数的涨跌幅与克而瑞内房股领先指数近乎一致。2022年11月，地产供给侧三支箭（信贷、债券、股权）的持续出台，政策风向发生根本性转变，民营房企的融资出现边际改善，市场对物业公司的双重担忧（烂尾无法交付+房企挪用物业公司现金）有所减轻，物业板块股价大幅反弹，恒生物业服务及管理指数从最低点涨了100%以上，同期地产指数约反弹66%。

图表 30: 克而瑞内房股领先指数和恒生物管指数年初至今涨跌幅对比



来源: Wind, 国金证券研究所 注: 1) 两个指数的股价涨跌幅均以 2022 年 1 月 7 日为基数。2) 克而瑞内房股领先指数追踪的是克而瑞发布的中国房地产企业销售排行榜 TOP100 内香港主板上市之内地地产发展商的股价整体表现, 涵盖了 40 只主流地产股。恒生物业服务及管理指数反映在香港上市经营物业服务及管理业证券之整体表现, 涵盖了 30 只主流物业股, 于 2021 年 4 月 19 日正式发布。

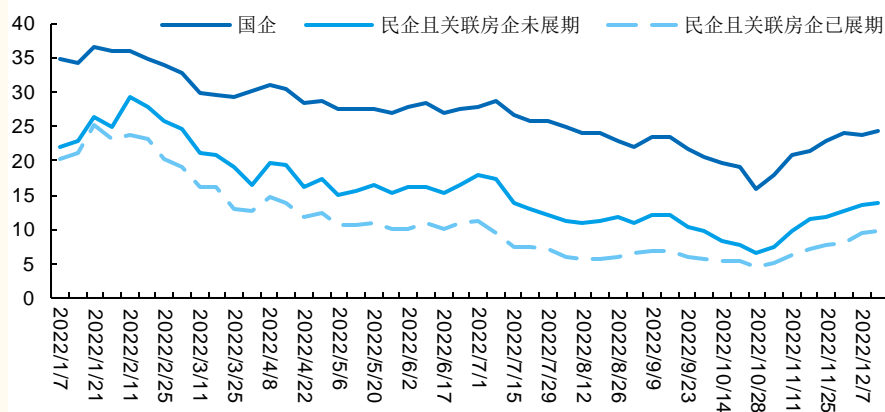
- **估值: 三档分化, 关联房企经营状况仍是定价关键。**当前上市物管公司大致可以划分为三类:
 - 1) 国企物管公司;
 - 2) 民营物管公司且关联房企公开债未展期;
 - 3) 民营物管公司且关联房企公开债已展期。
- 上述三类公司的 PE 估值分化明显。截至 2022 年 12 月 13 日, 三类物管公司的 PE (ttm) 平均值分别为 24.4x、13.9x 和 9.8x, 相较此前低点分别修复了 48%、104% 和 109%。民营物管公司在本轮估值修复中相较国企物管公司幅度更大, 主要因为地产融资端政策的放开对民营开发商现金流的帮助边际改善大于国企开发商。由此可见, 当前物业公司的定价关键仍是关联房企的经营现状。

图表 31: 三类物业公司 PE (ttm) 分化明显

类型	PE (ttm) 平均值
国企物管公司	24.4
民营物管公司且关联房企公开债未展期	13.9
民营物管公司且关联房企公开债已展期	9.8

来源: Wind, 国金证券研究所 注: 国企物业公司包括: 保利物业、中海物业、建发物业; 民企且关联房企公开债未展期的物管公司包括: 碧桂园服务、新城悦服务、滨江服务; 民企且关联房企公开债已展期的物管公司包括: 正荣服务、世茂服务、旭辉永升服务、金科服务。

图表 32: 三类物管公司 PE(ttm) 走势



来源: Wind, 国金证券研究所 注: 国企物业公司包括: 保利物业、中海物业、建发物业; 民企且关联房企公开债未展期的物管公司包括: 碧桂园服务、新城悦服务、滨江服务; 民企且关联房企公开债已展期的物管公司包括: 正荣服务、世茂服务、旭辉永升服务、金科服务。

1.5 政策已转向宽松, 组合拳持续出台

- 中央自上而下已对房地产调控定调宽松。2022 年中央对房地产调控定调的政策/事件频出, 4 月中央政治局会议中, 首次提出要“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”, 奠定了未来一段时间内房地产调控宽松的基调。5 月央行先后下调首套房贷款利率下限 (五年期 LPR-20BP)、下调五年期 LPR15BP 至 4.45%。7 月中央政治局会议强调要“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”。9 月央行阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限。11 月供给侧“三箭齐发”, 是本轮调控放松中全国性具有实质利好的政策。12 月中央经济工作会议提出要“满足行业合理融资需求, 推动行业重组并购, 有效防范化解优质头部房企风险, 改善资产负债状况...因城施策, 支持刚性和改善性住房需求...坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 推动房地产业向新发展模式平稳过渡”。一系列的宽松政策和定调充分体现中央稳定房地产市场的决心。

图表 33: 2022 年初以来全国层面房地产重大调控政策&事件

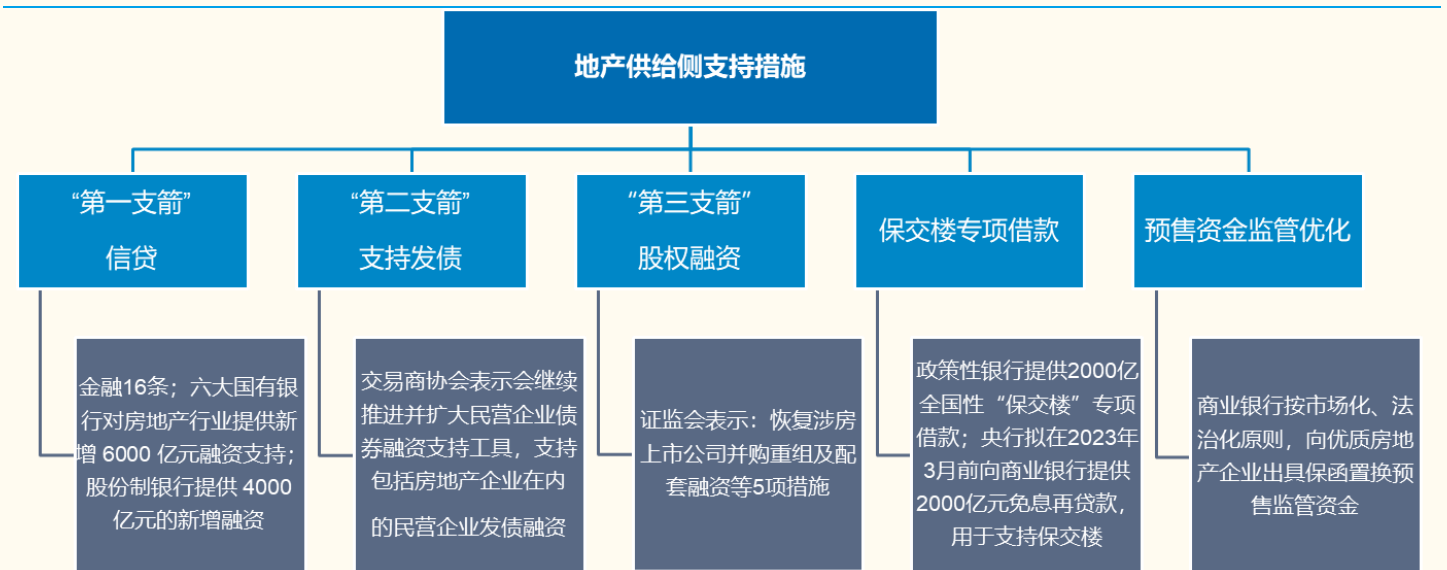
时间	来源	政策&事件
2022.1.10	央行	五年期以上 LPR 下调 5 个基点至 4.60%
2022.2.8	央行&银保监会	发布《关于保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理的通知》, 明确保障性租赁住房项目有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理, 加大对保障性租赁住房的支持力度。
2022.2.10	住建部	全国性商品房预售资金监管意见已出台, 拟对预售资金监管政策进行全国统一, 明确预售资金监管的基本标准, 预售资金监管额度由市、县级城乡建设部门根据工程造价等核定, 达到监管额度后超出的资金可由房企提取使用。
2022.4.15	央行	下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点。对没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于 5% 的农商行, 在下调存款准备金率 0.25 个百分点的基础上, 再额外多降 0.25 个百分点。
2022.4.29	中央政治局会议	要有效管控重点风险, 守住不发生系统性风险底线, 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。
2022.5.15	央行&银保监会	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 20 个基点, 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。
2022.5.20	央行	中国央行将一年期贷款市场报价利率 (LPR) 维持在 3.70% 不变; 将五年期贷款市场报价利率 (LPR) 从 4.60% 下调至 4.45%
2022.5.23	国常会 33 条	因城施策支持刚性和改善型住房需求。新开工一批水利特别是大型引水灌溉、交通、老旧小区改造、地下综合管廊等项目, 引导银行提供规模性长期贷款。

2022.7.28	中央政治局会议	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
2022.9.29	央行&银保监会	对于 2022 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，在 2022 年底前， 阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限 ；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。
2022.11.12	央行&银保监会	央行、银保监会联合推出《 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 》，提出保持房地产融资平稳有序、做好“保交楼”金融服务、做好受困房地产企业风险处置、阶段性调整部分金融管理政策等 6 方面共 16 条具体措施。
2022.11.16	央行&住建部&银保监会	银保监会、住建部、人民银行联合发布《 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 》， 支持优质房地产企业合理使用预售监管资金 。
2022.11.28	证监会	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；调整完善房地产企业境外市场上市政策，与境内 A 股政策保持一致，恢复以房地产为主业的 H 股上市公司再融资；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
2022.12.6	中央政治局会议	要有效防范化解重大经济金融风险，守住不发生系统性风险的底线
2022.12.16	中央经济工作会议	要确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作， 满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况 ，同时要坚决依法打击违法犯罪行为。 要因城施策，支持刚性和改善性住房需求 ，解决好新市民、青年人等住房问题，探索长租房市场建设。 要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。

来源：政府官网，财联社，国金证券研究所注：截至 2022 年 12 月 16 日

- **供给侧政策应出尽出，支持房企融资，保交付、防风险。**2022 年 11 月以来五项措施先后出台并快速落地（房企“三支箭”、保交楼专项借款、预售资金监管优化），预计房企现金流状况或能边际改善，保交楼工作加速推进，有望提振市场预期和信心，促进行业平稳健康发展。

图表 34：房地产行业供给侧支持措施



来源：政府官网，财联社，国金证券研究所

- **“第一支箭”再度出手，加大支持保交楼各项配套融资。**继 8 月政策性银行提供 2000 亿全国性“保交楼”专项借款、9 月底监管机构要求六大国有银行对房地产行业提供新增 6000 亿元融资支持、11 月股份制银行也将提供 4000 亿元的新增融资后，“金融 16 条”明确出台支持房企融资。截 11 月底，大型银行陆续与数十家房企签订了战略合作协议，据不完全统计，六大国有银行和股份制商业银行给予房企的总授信额度已经超过了 2 万亿元。同时央行信贷支持措施再度出台，提供的 2000 亿元免息再贷款是全新的、阶段性政策，与此前的保交楼专项借款（多用于未售项目的保交付）有所不同，将化解未交楼个人住房贷款风险，支持已出售、但逾期未交付，

并经过金融管理部门认定的项目加快建设交付，解决存量的交付问题，能对市场信心有所修复。

图表 35：“第一支箭”落地情况

房企	授信银行个数	房企	授信银行个数	房企	授信银行个数
万科	10	大华集团	2	国贸地产	1
绿城中国	9	大悦城	2	象屿地产	1
龙湖	8	仁恒置地	2	厦门安居控股	1
美的置业	8	华发	2	福州左海控股	1
碧桂园	8	合生创展	2	广西荣和	1
滨江集团	7	重庆海成实业	2	桂林彰泰实业	1
中海	6	金辉集团	1	广西洋浦地产	1
招商蛇口	4	香港置地	1	广西宝塔投资	1
华润置地	4	中文建	1	广西金源置业	1
金地集团	3	首开	1	宝龙	1
华宇集团	3	金茂	1	复地集团	1
建发房产	3	重庆国瑞控股	1	上海港城开发	1
保利发展	2	重庆升伟	1	宁波华盛	1
华侨城	2	山东银丰	1	蓝城集团	1
越秀地产	2	青岛青特	1	格力地产	1

来源：中指研究院，财联社，国金证券研究所 注：截至 2022 年 12 月 2 日，整理 24 家总行及分行信息，工商银行、中国银行、交通银行、邮储银行、建设银行、农业银行、中信银行、兴业银行、广发银行、浦发银行、上海银行、浙商银行、上海农商银行、恒丰银行、广西北部湾银行、浙商银行、宁波银行、工商银行重庆分行、农业银行重庆分行、中信银行重庆分行、广东华兴银行、平安银行、珠海华润银行、顺德农商银行

- “第二支箭”加速落地，有优质抵押物的公司更受益。在 11 月 8 日交易商协会表示继续支持民营企业发债融资后，多家民营房企积极响应，龙湖集团、美的置业、新城控股等较优质民营房企 150-200 亿元规模不等的中票已获交易商协会受理。截至 12 月 10 日，已有美的置业、金辉集团、新希望地产、碧桂园和新城控股 5 家民营房企在中债增和地方支持下成功发行公开债券。

图表 36：第二支箭落地情况

企业	额度(亿元)	进度
万科 A	280	申请
龙湖集团	200	注册完成
美的置业	150	注册完成
新城控股	150	注册完成
金地集团	150	申请
旭辉控股集团	150	申请

来源：各公司公告，中指研究院，国金证券研究所

- “第三支箭”如期而至。2022 年 11 月 28 日证监会明确恢复上市房企和涉房企业股权融资。此次新政措施的快速落地，或将为房地产行业注入较大规模的增量资金和资产，促进行业平稳健康发展：①通过发行股份购买控股股东或其他企业优质资产的房企，能在不增加杠杆的情况下获得优质土地资源，支撑未来的发展；②以增发补充流动资金、保交楼和偿债的房企，能通过股权融资缓解经营和偿债压力，加强保交付，降低购房者对交付风险的担忧，也能增强后期拿地能力，提振行业整体信心和预期，促进估值的稳步修复。

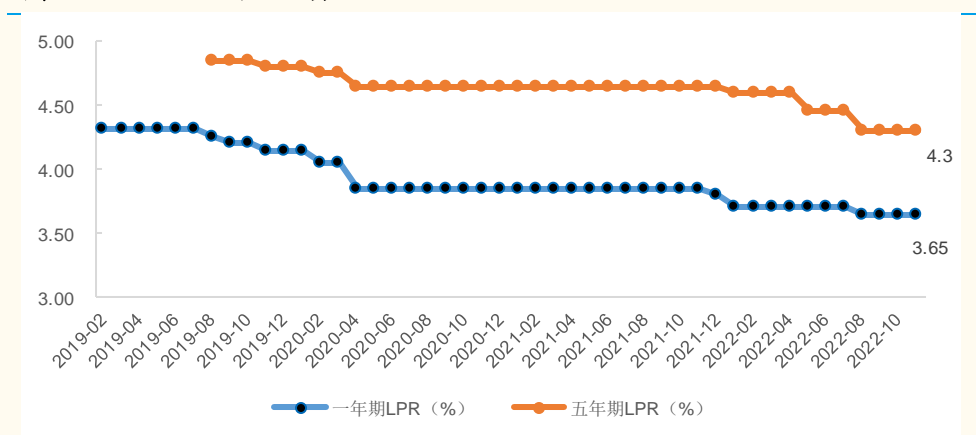
图表 37: 上市房企和涉房企业股权融资计划

涉房企业	时间	融资规模	融资方式	融资用途
北新路桥	11月29日	不超过本次发行前公司总股本的30%	定增	用于公司项目建设和运营
福星股份	11月29日	不超过本次发行前公司总股本的30%	定增	用于公司房地产项目开发
世茂股份	11月29日	不超过本次发行前公司总股本的30%	定增	保交楼、偿债、补充符合再融资政策要求的流动资金
新湖中宝	11月30日	不超过本次发行前公司总股本的20%	定增	保交楼、旧改项目建设、补充符合再融资政策要求的流动资金、偿债
大名城	11月30日	不超过此次发行前公司总股本的30%	定增	保交楼、补充符合再融资政策要求的流动资金、偿债
万科A	12月1日	不超过本公司已发行的A股/H股数量的20%	配股	暂未披露
陆家嘴	12月1日	暂未披露	定增	购买控股股东陆家嘴集团及其控股子公司持有的部分优质股权资产
华夏幸福	12月1日	暂未披露	定增	保交楼、补充符合再融资政策要求的流动资金、偿债
天地源	12月1日	不超过本次发行前公司总股本的30%	定增	保交楼、补充符合再融资政策要求的流动资金、偿债
格力地产	12月2日	暂未披露	定增	购买珠海市免税企业集团全体股东持有的免税集团100%的股权
招商蛇口	12月5日	暂未披露	定增	购买深圳市南油(集团)有限公司24%股权等资产
冠城大通	12月5日	不超过此次发行前公司总股本的30%	定增	产业链上下游并购项目、“保交楼、保民生”，补充流动资金、偿还债务
金科股份	12月5日	不超过此次发行前公司总股本的30%	定增	保交楼、保民生、棚户区改造或旧城改造项目，偿还债务、补充流动资金等
华发股份	12月5日	不超过63,500万股(含)A股股票	定增	“保交楼、保民生”项目(45亿元)、补充流动资金(15亿元)

来源: 公司公告, 国金证券研究所注: 截至2022年12月5日

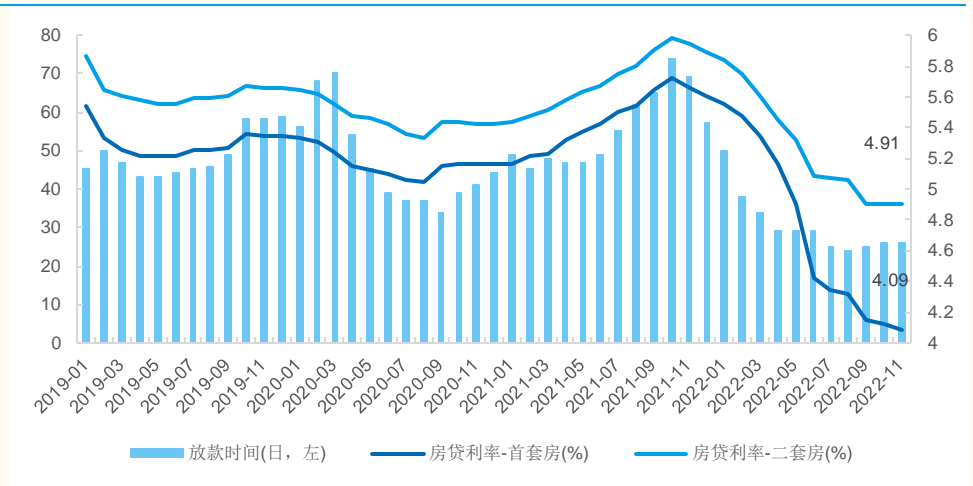
- 需求侧 1: 房贷利率有望持续下行。**2022年5月、8月分别两次下调5年期LPR各15BP, 截至2022年11月, 5年期LPR为4.3%。LPR的下降带动整体房贷利率的下行, 2022年11月贝壳百城重点城市主流首套房贷利率为4.09%, 二套利率为4.91%, 较2021年10月最高点已经分别下降163bp和107bp; 平均放款周期为26天, 较2021年10月最高点缩短48天。目前已有天津、武汉、石家庄、贵阳、昆明、大连等18城的首套房贷利率降至4%以下。同时央行宣布于2022年12月5日降低金融机构存款准备金率25bp, 金融机构资金成本将有所降低, 有望带动5年期以上LPR下降, 预计未来各地房贷利率仍有下降的空间。

图表 38: LPR 品种及走势



来源: 中国人民银行, 国金证券研究所

图表 39: 百城房贷利率及放款周期走势



来源: 贝壳研究院, 国金证券研究所

- 需求侧 2: 限制性政策加速松绑。**需求侧宽松进入加速期, 政策协同托底楼市信心。继 10 月底上海、11 月初北京局部放松限购, 释放高能级城市宽松信号后, 成都和西安相继放开限购; 杭州在 11 月中旬放松认房又认贷标准后也局部放松限购, 实施差异化购房政策。12 月厦门、南京、武汉、合肥、佛山相继跟进放松限购, 其中佛山市全面取消限购。预计后续需求端政策将持续加码。

图表 40: 2022 年 11、12 月一二线城市需求端宽松政策

城市	日期	政策
北京	2022/11/8	划归北京经济技术开发区管理的通州区台湖、马驹桥地区(约 78 平方公里)商品住房(包括新建商品住房和二手住房)执行北京经济技术开发区商品住房政策有关规定。
杭州	2022/11/11	在杭州市无住房且无未结清住房贷款记录的家庭最低首付比例为 30%, 为改善居住条件贷款购买第二套住房的家庭最低首付比例为 40%。首套房贷款利率不低于相应期限贷款市场报价利率减 20 个基点, 二套房贷款利率不低于相应期限贷款市场报价利率加 60 个基点。
成都	2022/11/17	将天府新区成都直管区、成都高新区西部园区、锦江区、青羊区、金牛区、武侯区、成华区、龙泉驿区、新都区、温江区、双流区、郫都区统一为一个住房限购区域, 具备该区域内任一区购房资格的居民家庭以及具备成都高新区南部园区购房资格的居民家庭, 均可在该限购区域内购买住房。该区域购房套数、户籍社保年限等住房限购要求保持不变。
西安	2022/11/19	从市外迁入且在住房限购区域无住房的居民家庭, 落户西安后即可在住房限购区域购买首套二手住房; 在住房限购区域无住房的非西安市户籍居民家庭, 持有西安市《居住证》, 且在购房之日前 6 个月连续缴纳社会保险或个人所得税的, 可购买 1 套二手住房; 符合西安市购房资格的二孩及以上家庭, 在住房限购区域内限购套数的基础上可新购 1 套住房。
厦门	2022/12/5	12 月 5 日起, 厦门岛外限购政策放松, 在厦门实际工作和生活的非本市户籍无住房家庭和个人可在岛外限购 1 套住房, 而此前需要在厦门稳定就业半年以上。
南京	2022/12/8	南京部分银行对二套房商业按揭贷款政策做出调整, 购房者结清首套房贷款的, 二套房首付比例降至三成; 未结清首套房贷款的, 购买二套房首付比例降至四成。工行、中行、交行、建行等多家银行南京支行均已执行。
武汉	2022/12/8	12 月 8-31 日武汉第 39 届房交会期间, ①二环外新房解除限购; ②认房不认贷; ③全面推行二手房带押过户; ④采取 1 万元家电家具数字消费券或购房贷款贴息数字消费券(二选一)和提供住宅专项维修资金奖补(首套房全额补贴、二套房及以上 50% 补贴)。
佛山	2022/12/8	佛山住建局发布《关于进一步优化房地产调控政策的通知》, 取消禅城区祖庙街道、南海区桂城街道、顺德区大良街道区域住房限购政策, 但购入新房实行 3 年限售。至此, 佛山市全面解除限购。

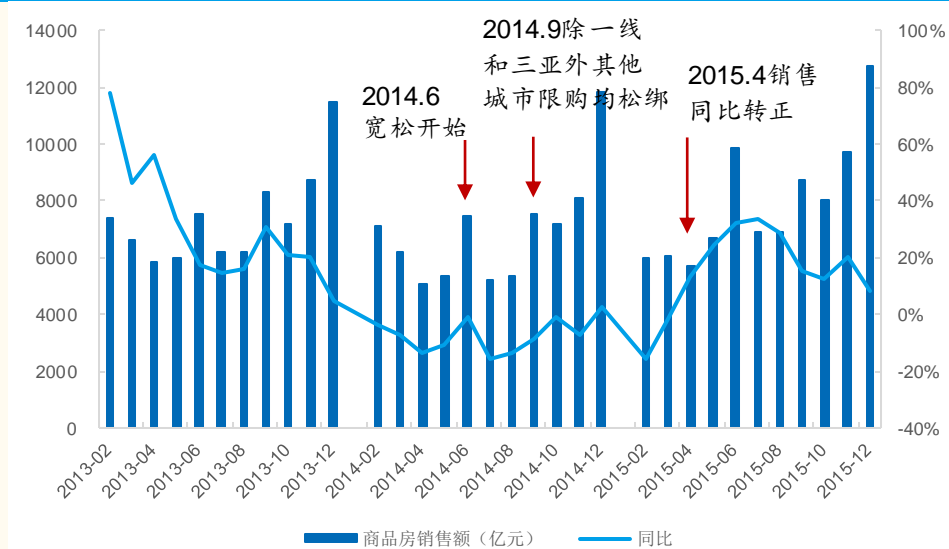
来源: 各政府网站, 厦门日报, 证券时报, 乐居财经, 国金证券研究所注: 截至 2022 年 12 月 10 日

二、2023 年展望：市场弱复苏，行业洗牌，估值重塑

2.1 基本面前低后高，市场弱复苏

- **政策：预计 2023 年政策端将持续发力，尤其是需求侧的宽松刺激。**在 11 月房企融资“三箭齐发”、保交楼专项借款、预售资金监管优化等措施落地后，我们预期供给侧的政策基本已经应出尽出，除了扩大“内保外贷”等政策范围外，供给侧或难再有超预期的政策出台。未来政策将集中在需求侧，对标 2014-2015 年的宽松调控周期，高能级城市四限措施仍有调整空间。行业的平稳发展需要房企在销售、投资和融资端都保持健康，其中销售是可持续性的基石。
- **销售复苏的关键在信心和预期的修复，未来政策或致力于房价的企稳回升。**除了稳定发展的经济形势、维持向上的居民收入外，影响购房者最直接的因素即是房价的上涨。因此我们推测未来需求端政策将围绕维持量价稳定、逐步引导房价企稳回升展开，恢复居民对房地产保值增值的预期，包括但不限于四限（限购限售限价限贷）政策的放松、政府购房、贷款利率金额支持、购房补贴契税减免等。而宽松政策更利好有高质量土储和持续拿地能力的央国企和改善型房企，其长期逻辑更加坚固。
- **销售：预计市场最早 2Q23 复苏，全年商品房销售面积同比-5.9%。**对标 2014-2015 年的调控，信贷端，2014 年 7 月起房贷利率开始出现下调；需求端，6 月呼和浩特市正式发文放开限购，其他城市陆续完全放开或部分放开限购政策，9 月珠海限购政策松绑后仅剩北上广深和三亚五个城市仍执行限购；而从上一轮全国商品房销售情况看，自 2014 年 8 月起，商品房销售额同比降幅逐步减小，2015 年初同比恢复增长（两个季度恢复）。而在本轮周期，2022 年 3 月以来的宽松政策在疫情频发、停工断贷等事件的影响下效果未能显现；2022 年 11 月来大力度的政策持续出台，叠加强控放松居民对经济预期逐步恢复，我们认为 11 月可以视为起点，在后续需求侧政策的持续落地下，市场销售最早有望在 2023 年 2 季度恢复。我们预计 4Q22、1Q23、2Q23、3Q23、4Q23 的商品房销售面积分别同比-25%、-20%、-10%、0%和 5%（2023 年下半年可能出现有效供应不足，导致的成交量不能大幅增长）；预计 2022 年全年商品房销售面积 13.8 亿方，同比-22.9%，2023 年全年商品房销售面积 13.0 亿方，同比-5.9%。

图表 41：2013-2015 年全国月度商品房销售额及同比



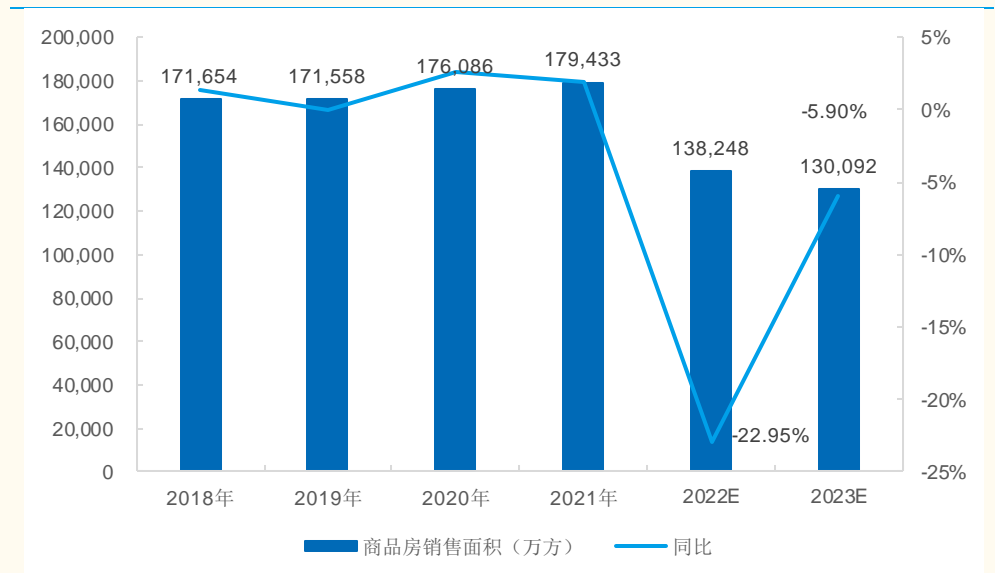
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 42: 2021-2023 年全国商品房销售面积 (季度)

时间	单季商品房销售面积 (万方)	单季同比
1Q21	36,007	63.8%
2Q21	52,628	11.0%
3Q21	41,697	-12.5%
4Q21	49,101	-16.8%
1Q22	31,046	-13.8%
2Q22	37,877	-28.0%
3Q22	32,499	-22.1%
4Q22E	36,826	-25%
1Q23E	24,837	-20%
2Q23E	34,089	-10%
3Q23E	32,499	0%
4Q23E	38,667	5%

来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 43: 预计 2023 年全年商品房销售面积同比下降 5.9%



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

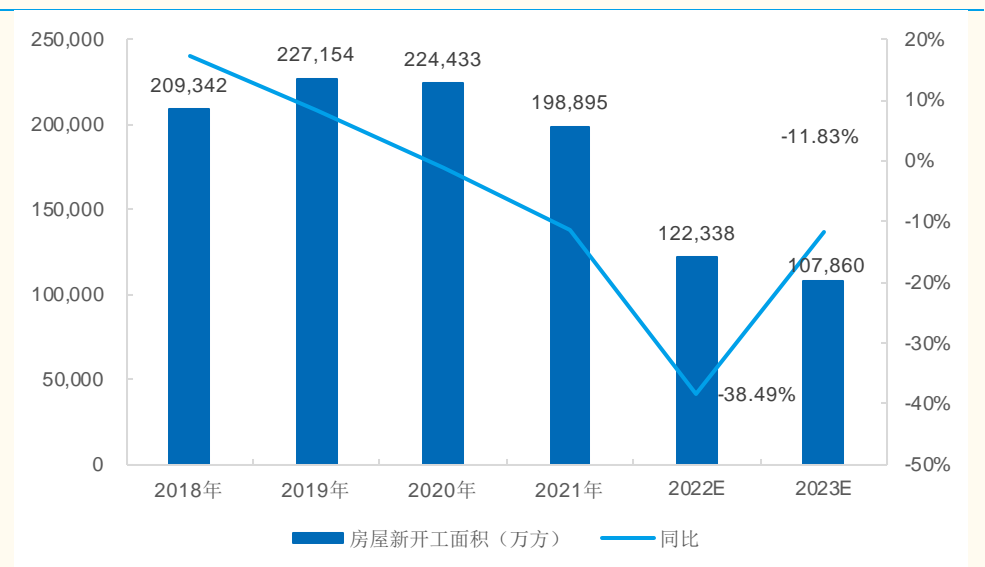
- 新开工: 恢复滞后于销售, 预计全年房屋新开工面积同比-11.8%。**大部分房地产开发企业从拿地到开工的周期都在 6-12 个月左右, 土地成交是房屋新开工的领先指标。而 2022 年前 11 个月全国 300 城土地成交同比下滑 36.4%, 因此预计 2023 年二季度前新开工同比均有较大降幅。而随着销售在 2Q23 后逐步企稳回暖, 以销定投的房企将逐步加大拿地强度, 从销售回暖到拿地增加, 再反应到新开工方面则至少要滞后 1-2 个季度, 因此我们预计 4Q23 才能看到新开工面积的同比转正。我们预计 4Q22、1Q23、2Q23、3Q23、4Q23 的房屋新开工面积分别同比-40%、-30%、-15%、-5%和 5% (房企四季度的重点工作在竣工端); 预计 2022 年全年房屋新开工面积 12.2 亿方, 同比-38.5%, 2023 年全年房屋新开工面积 10.8 亿方, 同比-11.8%。

图表 44: 2021-2023 年全国房屋新开工面积 (季度)

时间	单季房屋新开工量 (万方)	单季同比
1Q21	36,007	63.8%
2Q21	52,628	11.0%
3Q21	41,697	-12.5%
4Q21	49,101	-16.8%
1Q22	31,046	-13.8%
2Q22	37,877	-28.0%
3Q22	32,499	-22.1%
4Q22E	27,571	-40%
1Q23E	20,887	-30%
2Q23E	31,097	-15%
3Q23E	26,927	-5%
4Q23E	28,949	5%

来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 45: 预计 2023 年全年房屋新开工面积同比下降 11.8%



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

- **竣工: 保交付行动下强于新开工, 预计全年房屋竣工面积同比增加 2.0%。**一般完整的房屋竣工周期在 3 年左右, 2023 年竣工的房屋主要是在 2019-20 年新开工 (2019-2020 年新开工同比增速分别 8.5%、-1.2%); 而由于 2022 年的系列风险事件频发, 多数项目的竣工交付节奏受到影响, 导致 2022 年竣工体量不及预期, 将有部分项目竣工时间往后递延。从 2022 年 7 月份起, 全国层面推进保交付工作, 以政策性银行 2000 亿元专项借款和央行 2000 亿元免息再贷款为支撑, 我们预计 2023 年的竣工能较快恢复。我们预计 4Q22、1Q23、2Q23、3Q23、4Q23 的房屋竣工面积分别同比-10%、-8%、5%、2%和 5% (2Q23 在 2Q22 的低基数下, 同比增幅相对较高); 预计 2022 年全年房屋竣工面积 8.6 亿方, 同比-15.0%, 2023 年全年房屋竣工面积 8.8 亿方, 同比+2.0%。

图表 46: 2022 年全国层面“保交付”政策&事件



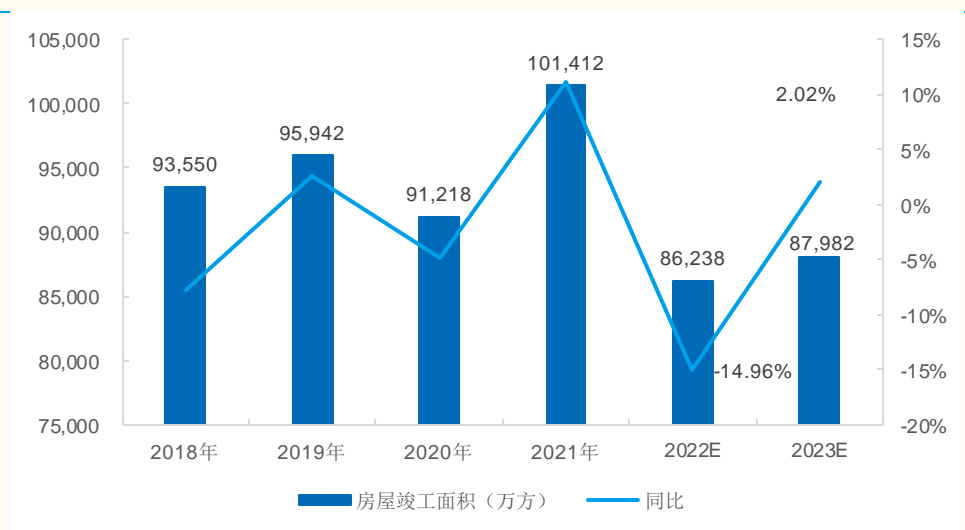
来源: 政府官网, 财联社, 国金证券研究所

图表 47: 2021-2023 年全国房屋竣工面积 (季度)

时间	单季房屋竣工面积 (万方)	单季同比
1Q21	36,007	63.8%
2Q21	52,628	11.0%
3Q21	41,697	-12.5%
4Q21	49,101	-16.8%
1Q22	31,046	-13.8%
2Q22	37,877	-28.0%
3Q22	32,499	-22.1%
4Q22E	45,359	-10%
1Q23E	15,575	-8%
2Q23E	12,292	5%
3Q23E	12,488	2%
4Q23E	47,627	5%

来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 48: 预计 2023 年全年房屋竣工面积同比增加 0.6%



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

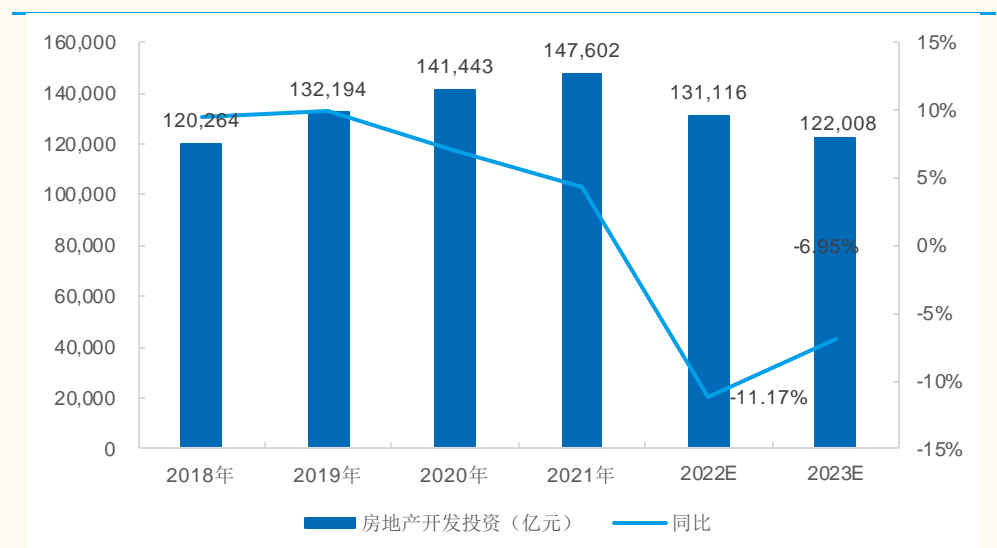
- **开发投资金额：开工弱竣工强，拿地缓慢恢复，预计全年房地产开发投资金额同比下降 6.9%。** 房地产开发投资金额的投入主要在拿地、开工、施工和竣工阶段，房企在未来较长一段时间内均将“以收定支”作为经营思路之一。2023 年从恢复强度来看“竣工>拿地>新开工”，我们将开工竣工同比的加权平均作为开发投资金额的同比基数，预计 3Q22 和 4Q22 房企投资预计有所提振，预计 4Q22、1Q23、2Q23、3Q23、4Q23 的开发投资金额分别同比-21%、-21%、-9%、-3%和 5%；预计 2022 年全年房地产开发投资金额 13.1 万亿元，同比-11.2%，2023 年全年房地产开发投资金额 12.2 万亿元，同比-6.9%。

图表 49: 2021-2023 年全国房地产开发投资金额 (季度)

时间	单季度房地产开发投资金额 (亿元)	同比
1Q21	36,007	63.8%
2Q21	52,628	11.0%
3Q21	41,697	-12.5%
4Q21	49,101	-16.8%
1Q22	31,046	-13.8%
2Q22	37,877	-28.0%
3Q22	32,499	-22.1%
4Q22E	27,557	-21%
1Q23E	22,045	-21%
2Q23E	36,764	-9%
3Q23E	34,264	-3%
4Q23E	28,935	5%

来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 50: 预计 2023 年全年房地产开发投资金额同比下降 6.9%



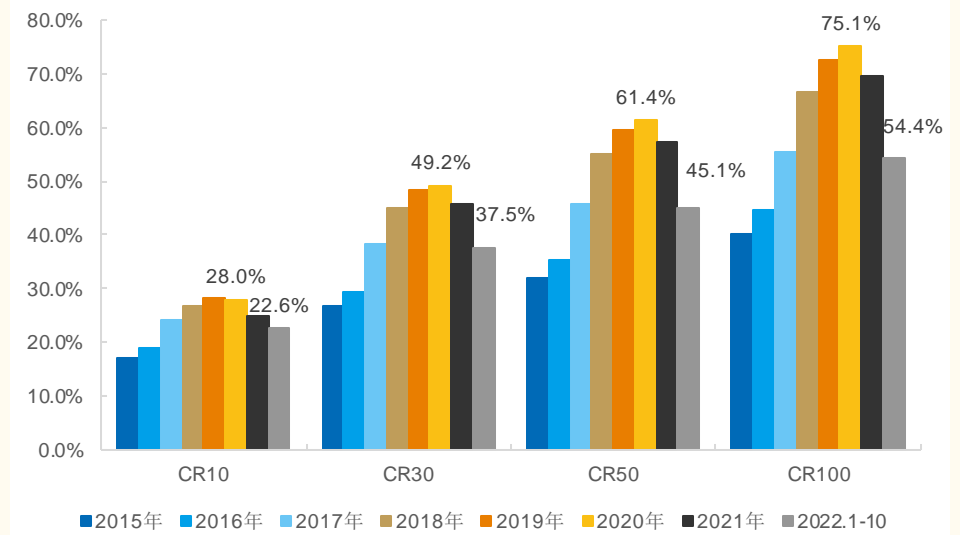
来源：国家统计局，国金证券研究所

2.2 行业格局延续分化，头部央国企和改善型房企强者恒强

- **行业洗牌进行时，格局已现新雏形。**自 2015 年的房地产上升周期以来，截至 2020 年，行业集中度不断提升，2020 年 CR10、30、50 和 100 市占

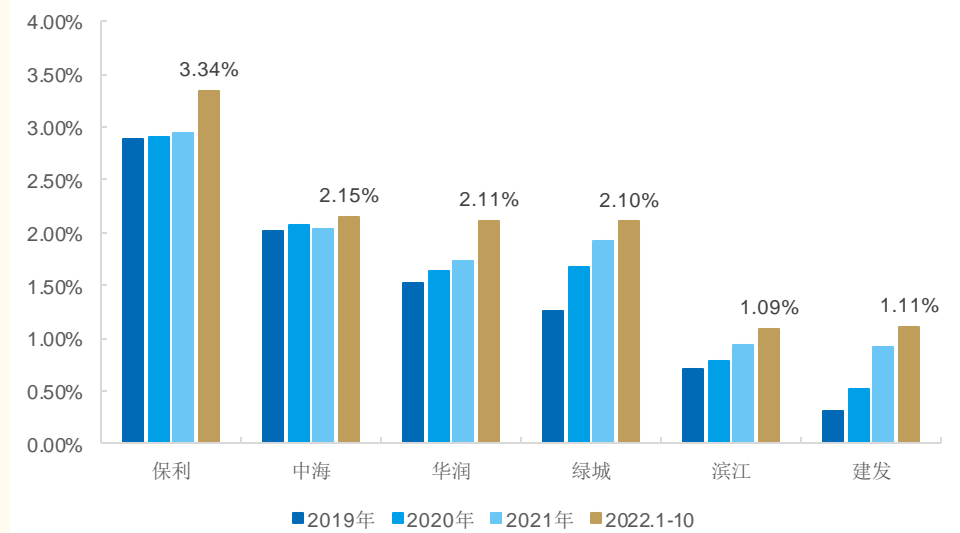
率分别达 28.0%、49.2%、61.4%和 75.1%。而进入 2021 年以后，由于头部中国恒大、融创中国以及一系列的原 TOP30 房企出现债务违约或展期，行业集中度有所下滑，进入重新洗牌阶段，2022 年 1-10 月 CR10、30、50 和 100 市占率分别降至 22.6%、37.5%、45.1%和 54.4%。改善型房企把握机遇凭借优质产品和服务提高市占率，绿城中国、滨江集团和建发房产 2022 年 1-10 月市占率分别为 2.10%、1.09%和 1.11%，较 2019 年分别增加 0.84pct、0.38pct 和 0.79pct；而头部央国企市占率也维持稳步增长，保利发展、中国海外发展、华润置地市占率分别达 3.34%、2.15%和 2.11%。

图表 51: 2015 年-2022.1-10 各梯队房企销售金额市占率走势



来源：克而瑞，国金证券研究所

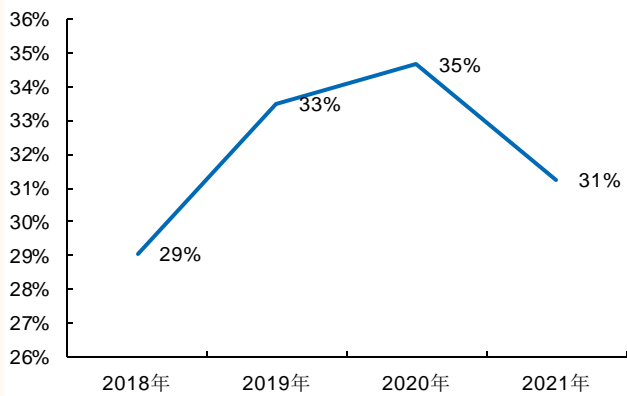
图表 52: 2019 年-2022.1-10 典型央国企和改善型房企销售金额市占率走势



来源：克而瑞，国金证券研究所

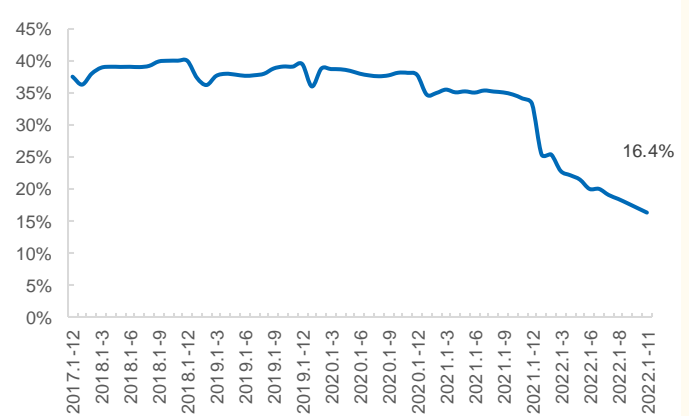
- **民营房企市场地位下滑，出险房企逐步淡出百强榜单。**多数民企出险，销售相应下滑，2021 年 40 家上市民营房企销售规模 5.7 万亿元，占全国商品房销售金额的 31%，较 2020 年下降 4pct。从百强出险房企销售看，30 家出险房企占百强房企的销售比例自 2021 年以来逐步下降，2022 年 1-11 月降低至 16.4%，中国恒大、华夏幸福、蓝光发展等房企自 2021 年下半年以后基本无新增销售。预计未来困难民营房企的市场份额将继续缩小。

图表 53: 40 家上市民企销售额占全国的比例



来源: 国家统计局, 公司公告, 国金证券研究所

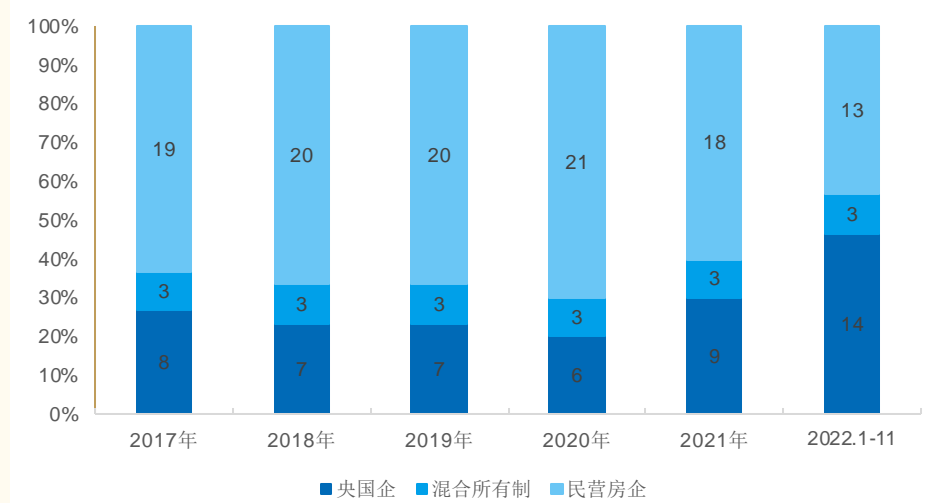
图表 54: 出险房企累计销售金额占百强房企销售比例



来源: 克而瑞, 国金证券研究所 注: 30 家历年百强中出现违约/展期的房企

- 头部房企座次已有大调整, 拿地端显示未来央国企市场份额将持续提升。从历年 TOP30 中各类型房企来看, 2020 年以前民营房企平均高杠杆、高负债、高周转在销售规模方面取得较好成绩, 2020 年 TOP30 中有 21 家民营房企, 仅 6 家央国企; 而 2022 年 1-11 月, TOP30 中民企房企降至 13 家, 央国企升至 14 家。从 22 城 2022 年拿地分布来看, 央国企总占比 35%, 而民企总占比仅 17% (详见第 1.2 节), 另外一部分地方平台拿地入市时间较晚, 因此可以预见未来央国企的市场份额将进一步提升。

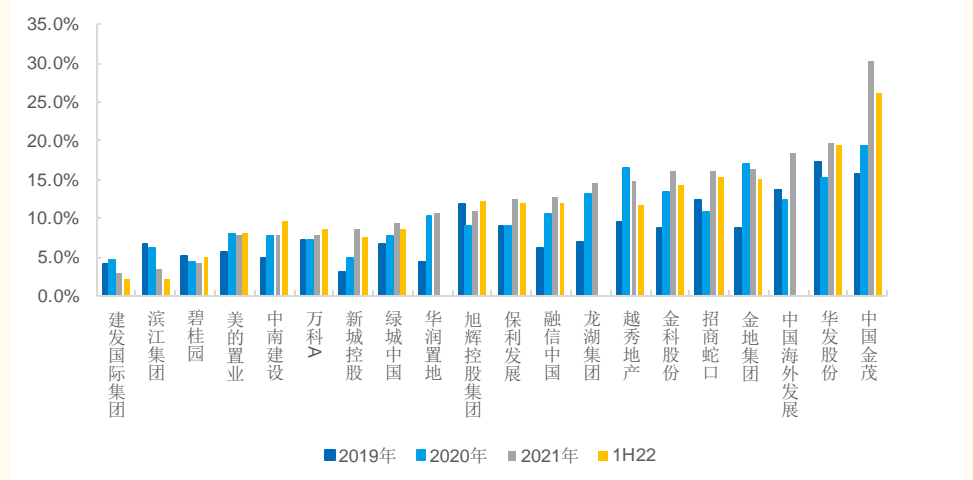
图表 55: 2017 年至 2022.1-11 月 TOP30 中各类型房企分布



来源: 克而瑞, 国金证券研究所

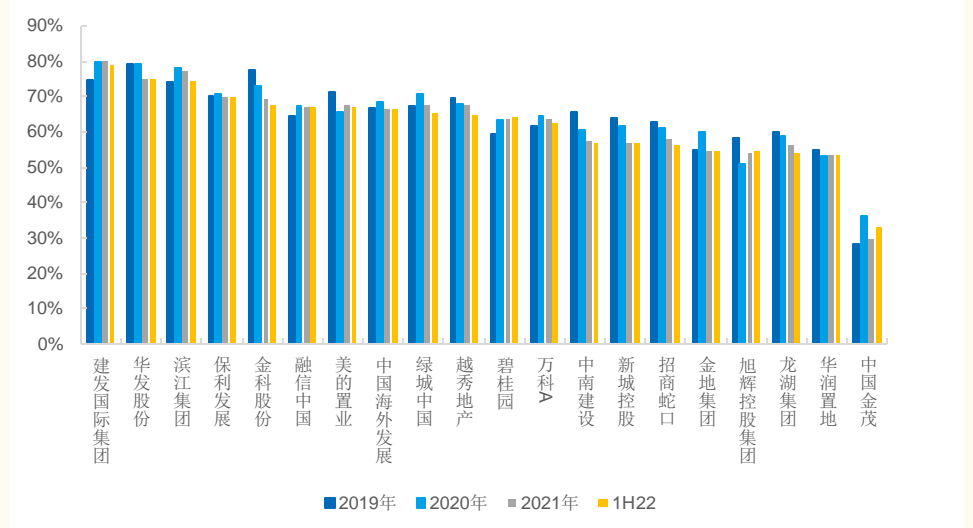
- 头部央国企和改善型房企拥有良好的资产质量, 保障公司的持续稳健发展。从存货结构看, 已竣工但未售的存货比例越低, 说明房企去化的流动性更高, 如建发、滨江和绿城竣工存货占总存货比例均小于 10%, 存货结构健康。从资产结构来看, 货币资金和存货这类流动性高的资产占比越高, 公司周转效率越高, 如建发、滨江、保利等房企资产流速 (货币资金和存货占总资产比例) 在 70% 以上。从投入产出比来看, 我们将有息负债、其他权益工具和应付账款及票据视为待偿负债 (现金流出项), 销售额 (现金流入项) 对其的覆盖倍数越高, 则偿债能力越高, 同时投入产出比高, 如滨江、绿城待偿负债覆盖倍数在 1.5 倍以上 (每借 1 元债务, 可产生 1.5 元以上销售额)。优质的资产质量让房企能实现有质量的高周转, 快速去化、持续拿地, 进入良性循环发展。

图表 56: 典型房企竣工存货占总存货比例



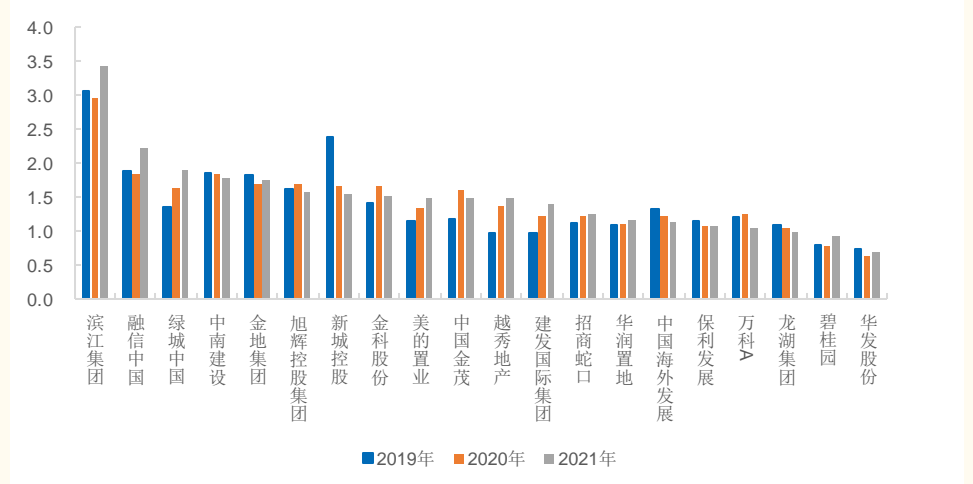
来源: 公司公告, 国金证券研究所注: 华润置地、龙湖集团、中国海外发展未公布 2022 年半年存货明细

图表 57: 典型房企资产流速比例



来源: 公司公告, 国金证券研究所注: 资产流速 = (存货 + 货币资金) / 总资产

图表 58: 典型房企 2019-2021 年待偿负债覆盖倍数



来源: 公司公告, 国金证券研究所注: 将应付账款及票据、其他权益工具等视为待偿负债, 待偿负债覆盖倍数 = 销售额 / (有息负债 + 其他权益工具 + 应付账款及票据)

2.3 利润水平逐步改善，板块估值有望重塑

■ 房价有望企稳向上，利润率回升带动估值修复。

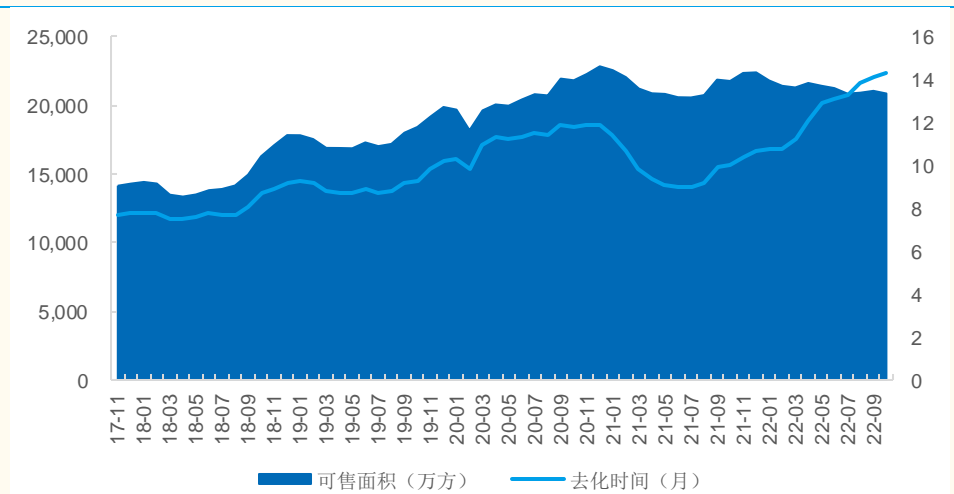
- 1) 从需求端看，随着管控的放松和宽松政策持续的落地，市场预期和信心或将逐步修复。而从供给端来看：①2021、2022 年土地成交量大幅下滑（2022 年同比下滑 36.4%）；②拿地企业中地方国资平台 2022 年在 22 城集中供地中拿地占比达 43%；③从 2021 年三个批次的集中土拍来看，央国企 2021 年获取的项目入市率为 44%、混合所有制的项目入市率为 69%，地方国资获取的项目由于自身开发能力不足或开发诉求不高，入市率仅 9%；④从在售库存方面来看，截至 2022 年 10 月底，全国重点 20 城在售库存去化周期 14.3 个月，呈上行趋势（主要成交量下降），而库存绝对量较 2021 年末下降 6.9%，若供应下降而需求逐步恢复，去化周期能快速下降。因此我们认为 2023 年入市项目面临的竞争压力相对较小，同时有效供给或产生缺口支撑房价企稳向上，入市项目利润率或将回升。

图表 59：22 城 2021 年各类型房企集中拿地项目入市情况

企业类型	2021 年一批次			2021 年二批次			2021 年三批次			合计		
	成交宅地数	入市项目数	入市率	成交宅地数	入市项目数	入市率	成交宅地数	入市项目数	入市率	成交宅地数	入市项目数	入市率
央国企	230	124	54%	198	94	47%	136	29	21%	564	247	44%
混合所有制	71	51	72%	19	9	47%	8	8	100%	98	68	69%
地方国资	85	11	13%	154	13	8%	191	14	7%	430	38	9%
民企	438	209	48%	238	70	29%	223	36	16%	899	315	35%
合计	824	395	48%	609	186	31%	558	87	16%	1991	668	34%

来源：中指研究院，国金证券研究所

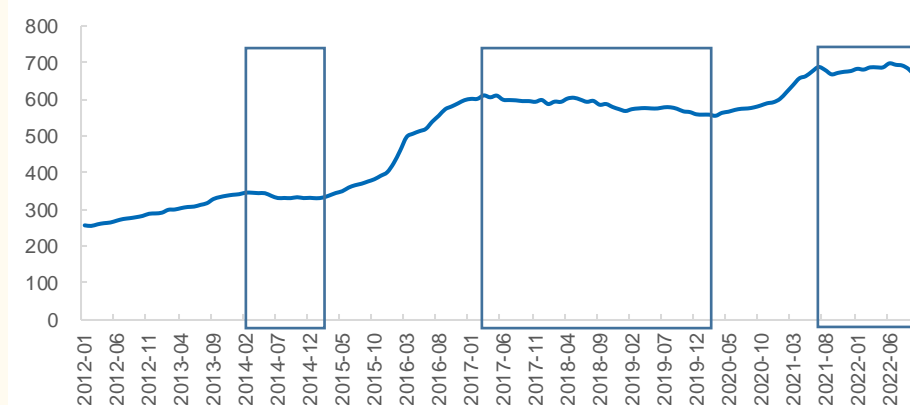
图表 60：全国重点 20 城合计在售库存和去化周期



来源：中指研究院，国金证券研究所

- 2) 而从二手房价格走势来看，以上海为例，近 10 年上海二手房报价指数经历了 3 次下跌：第一次 2014 年下跌 11 个月，跌幅 3.83%；第二次 2017 年下跌 22 个月，跌幅 6.96%；第三次 2021 年 7 月至今，已下跌 16 个月，跌幅 5.29%。即使对标 2017 年，上海的二手房市场在 2023 年二季度后也能企稳。

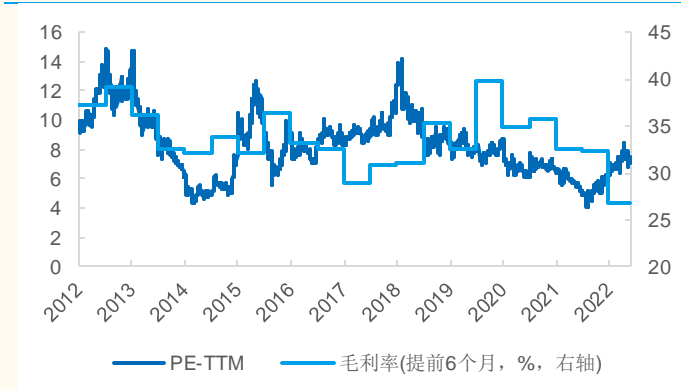
图表 61: 上海二手房报价指数



来源: 中原地产, 国金证券研究所

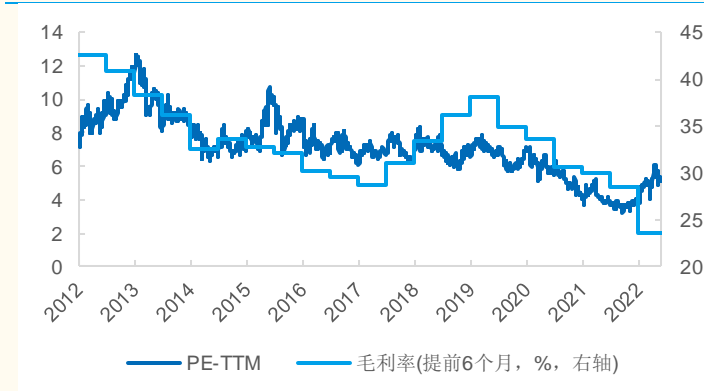
- 3) 房地产板块的估值和毛利率水平的变化关联度较高, 2019 年以来随着行业毛利率的下降, 企业估值也呈下行趋势。我们预计 2022-2023 年行业整体毛利率仍将承压, 而 2023 年二季度后市场将逐步企稳回暖, 且近一年来拿地利润空间也相对明确, 随着 2021 年下半年以来的优质地块逐步入市销售并结转, 整体利润率有望逐步恢复至 2016-17 年的水平, 相应估值水平也将提升。

图表 62: 保利发展 PE-TTM 和毛利率走势对比



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 63: 中国海外发展 PE-TTM 和毛利率走势对比



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 64: 头部国企央企 2012-21 年毛利率 (%) 走势

企业名称	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
保利发展	36.19	32.16	32.03	33.20	29.10	31.05	32.48	34.96	32.56	26.78
招商蛇口	50.69	42.59	39.56	37.68	34.54	37.66	39.49	34.65	28.69	25.47
中国海外发展	38.29	32.52	32.70	30.19	28.76	33.36	38.20	33.66	30.05	23.54
华润置地	37.64	28.17	30.60	31.24	33.74	40.25	43.39	37.91	30.86	26.97
平均值	40.70	33.86	33.72	33.08	31.54	35.58	38.39	35.30	30.54	25.69

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 房企“第三支箭”股权融资的放开, 对板块估值有提振效果。股权融资的放开能在不增加资产负债率的背景下为房地产行业注入优质资产或流动资金, 缓解部分房企面临的现金流困境, 防止当前行业风险扩散, 为后续拿地发展也提供了基础, 利于行业健康发展。同时当前开展股权增发逻辑较强的房企以中小央国企为主, 这类房企需要考虑避免国有资产流失, 其进行增发时通常要求市净率在 1.0 倍以上, 而当前大部分房地产公司 PB 都小于 1。因此我们预计股权融资的开放, 或将拉动板块整体的估值提升。

图表 65: 各类性质上市房企市值及 PB 估值情况

序号	代码	股票简称	市值 (亿元)	企业属性	大股东名称	大股东持股比例 (%)	PB	资产负债率 (%)
1	000736.SZ	中交地产	123	中央国有企业	中交房地产集团有限公司	52.3	4.03	87.7
2	002305.SZ	南国置业	53	中央国有企业	中国电建地产集团有限公司	22.4	2.20	87.6
3	000537.SZ	广宇发展	242	中央国有企业	鲁能集团有限公司	76.1	1.47	54.2
4	001979.SZ	招商蛇口	1,131	中央国有企业	招商局集团有限公司	59.5	1.37	69.3
5	002314.SZ	南山控股	126	中央国有企业	中国南山开发(集团)股份有限公司	58.0	1.36	76.4
6	600048.SH	保利发展	1,910	中央国有企业	保利南方集团有限公司	37.7	1.05	77.5
7	1109.HK	华润置地	2,201	中央国有企业	CRH (Land) Limited	59.5	0.95	69.6
8	000031.SZ	大悦城	176	中央国有企业	明毅有限公司	49.3	0.96	76.2
9	600657.SH	信达地产	162	中央国有企业	信达投资有限公司	55.0	0.67	70.3
10	0688.HK	中国海外发展	2,037	中央国有企业	中国海外集团有限公司	51.3	0.55	59.0
11	000069.SZ	华侨城 A	471	中央国有企业	华侨城集团有限公司	47.0	0.61	74.3
12	0817.HK	中国金茂	226	中央国有企业	中化香港(集团)有限公司	35.3	0.42	74.2
13	1186.HK	中国铁建	1,066	中央国有企业	中国铁道建筑集团有限公司	51.1	0.28	75.6
14	0119.HK	保利置业集团	66	中央国有企业	Congratulations Company Ltd.	28.8	0.19	79.3
15	3377.HK	远洋集团	72	中央国有企业	中国人寿保险股份有限公司	29.6	0.13	72.8
16	3366.HK	华侨城(亚洲)	7	中央国有企业	Pacific Climax Limited	70.9	0.23	52.9
17	600675.SH	中华企业	205	地方国有企业	上海地产(集团)有限公司	64.7	1.39	70.3
18	000797.SZ	中国武夷	60	地方国有企业	福建建工集团有限责任公司	34.3	1.16	76.1
19	1908.HK	建发国际集团	299	地方国有企业	益能国际有限公司	61.3	2.51	82.2
20	600325.SH	华发股份	210	地方国有企业	珠海华发集团有限公司	24.2	1.20	72.8
21	600153.SH	建发股份	439	地方国有企业	厦门建发集团有限公司	45.1	1.01	79.7
22	600748.SH	上实发展	68	地方国有企业	上实地产发展有限公司	48.6	0.70	73.8
23	600376.SH	首开股份	153	地方国有企业	北京首都开发控股(集团)有限公司	47.1	0.61	78.4
24	0123.HK	越秀地产	264	地方国有企业	Bosworth International Limited	27.1	0.54	76.2
25	600606.SH	绿地控股	461	地方国有企业	上海格林兰投资企业(有限合伙)	27.2	0.48	87.5
26	600708.SH	光明地产	60	地方国有企业	光明食品(集团)有限公司	35.2	0.56	81.2
27	600683.SH	京投发展	38	地方国有企业	北京市基础设施投资有限公司	38.9	1.28	78.9
28	000402.SZ	金融街	175	地方国有企业	北京金融街投资(集团)有限公司	31.1	0.45	71.6
29	2009.HK	金隅集团	246	地方国有企业	北京国有资本运营管理有限公司	44.9	0.21	65.4
30	601588.SH	北辰实业	65	地方国有企业	北京北辰实业集团有限责任公司	34.5	0.55	77.0
31	600383.SH	金地集团	503	混合所有制企业	富德生命人寿保险股份有限公司	21.7	0.79	76.0
32	000002.SZ	万科 A	2,183	混合所有制企业	深圳市地铁集团有限公司	27.9	0.94	79.2
33	3900.HK	绿城中国	298	混合所有制企业	CCCG Holding (HK) Limited (中文)	24.0	0.80	79.7
34	0535.HK	金地商置	94	混合所有制企业	润安有限公司	40.2	0.42	68.0
35	000926.SZ	福星股份	44	集体企业	福星集团控股有限公司	24.6	0.39	71.8
36	600340.SH	华夏幸福	107	民营企业	华夏幸福基业控股股份公司	13.8	8.62	95.4
37	002244.SZ	滨江集团	298	民营企业	杭州滨江投资控股有限公司	45.4	1.36	83.4
38	000540.SZ	中天金融	114	民营企业	金世旗国际控股股份有限公司	39.0	1.57	95.1
39	0960.HK	龙湖集团	1,448	民营企业	美贤国际有限公司	43.5	1.12	74.6
40	601155.SH	新城控股	500	民营企业	富城发展集团有限公司	61.0	0.82	81.2
41	000671.SZ	阳光城	84	民营企业	福建阳光集团有限公司	16.0	0.71	89.4
42	600208.SH	新潮中宝	236	民营企业	浙江新潮集团股份有限公司	32.4	0.57	67.6
43	3990.HK	美的置业	147	民营企业	美的发展控股(BVI)有限公司	73.4	0.57	82.4
44	000732.SZ	ST 泰禾	37	民营企业	泰禾投资集团有限公司	38.2	0.56	94.2
45	000961.SZ	中南建设	93	民营企业	中南城市建设投资有限公司	51.1	0.43	88.1

46	0169.HK	万达酒店发展	13	民营企业	万达商业地产海外有限公司	65.0	0.59	40.0
47	2007.HK	碧桂园	645	民营企业	必胜有限公司	56.2	0.31	84.0
48	000656.SZ	金科股份	116	民营企业	黄红云	10.5	0.38	78.8
49	0754.HK	合生创展集团	255	民营企业	新达置业有限公司	53.8	0.29	65.5
50	2019.HK	德信中国	22	民营企业	德欣国际有限公司	68.2	0.33	80.5
51	002146.SZ	荣盛发展	106	民营企业	荣盛控股股份有限公司	24.9	0.29	85.2
52	0884.HK	旭辉控股集团	123	民营企业	林中,林伟,林峰	51.5	0.28	74.2
53	6968.HK	港龙中国地产	14	民营企业	华兴发展有限公司	31.0	0.33	79.2
54	0832.HK	建业地产	15	民营企业	思辉投资有限公司	70.1	3.17	95.8
55	0106.HK	朗诗绿色管理	8	民营企业	Greensheid Corporation	42.6	0.28	81.9
56	3383.HK	雅居乐集团	110	民营企业	Top Coast Investment Limited	58.2	0.19	69.4
57	2772.HK	中梁控股	34	民营企业	梁中国际有限公司	78.8	0.25	85.5
58	2599.HK	祥生控股集团	14	民营企业	Shinlight Limited	78.1	0.19	89.2
59	1233.HK	时代中国控股	36	民营企业	丰亚企业有限公司	59.2	0.19	77.3
60	1966.HK	中骏集团控股	43	民营企业	新升控股有限公司	39.3	0.19	79.4
61	1813.HK	合景泰富集团	67	民营企业	晋得顾问有限公司	40.8	0.15	74.0
62	3380.HK	龙光集团	80	民营企业	Junxi Investments Limited	59.8	0.17	78.4
63	2777.HK	富力地产	72	民营企业	李思康	28.4	0.11	80.1
64	1238.HK	宝龙地产	70	民营企业	天龙控股有限公司	43.6	0.16	73.7
65	1996.HK	弘阳地产	20	民营企业	弘阳地产集团(控股)有限公司	71.9	0.13	74.6
66	6158.HK	正荣地产	20	民营企业	RoYue Limited	47.6	0.12	84.8
67	1628.HK	禹洲集团	33	民营企业	学润有限公司	29.3	0.13	76.1
68	3301.HK	融信中国	20	民营企业	Dingxin Company Limited	66.8	0.14	80.9
69	2768.HK	佳源国际控股	20	民营企业	明源集团投资有限公司	63.0	0.09	71.1
70	6900.HK	上坤地产	2	民营企业	YongHeng Holdings Limited	36.4	0.10	83.8
71	6111.HK	大发地产	2	民营企业	Splendid Sun Limited	43.7	0.08	81.9
72	6999.HK	领地控股	5	民营企业	Yue Lai Investment Limited	22.7	4.17	82.5

来源: wind, 国金证券研究所注: 数据截至 2022 年 12 月 13 日

- **REITs 范围有望扩大, 盘活存量资产, 助力估值重塑。**2022 年 12 月 8 日, 证监会副主席李超在首届长三角 REITs 论坛暨中国 REITs 论坛 2022 年会上表示, 将研究推动试点范围拓展到市场化的长租房及商业不动产等领域。这一讲话打破了《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点项目申报工作的通知》针对酒店、商场、写字楼、公寓、住宅等禁止纳入 REITs 试点的政策禁令。我们认为若能实质性落地, 对于房企而言能够①盘活存量资产, 优化资产负债结构; ②拓宽股权融资渠道, 降低对传统债权融资的依赖和违约风险; ③保交楼房源可试点转为长租房 REITs 的底层资产。REITs 范围扩大后, 房企原有的重资产项目可以转化为收入(此前只是视为账面价值), 房企这部分资产需重新进行估值, 有望提升整体板块的估值。

图表 66: 重点房企投资性房地产概况

房企	计量方法	2021 投资性房地产 账面价值 (亿元)	1H22 投资性房地产 账面价值 (亿元)	2021 租赁收入 (亿元)	1H22 租赁收入 (亿元)
华润置地	公允价值法	2175	2224	174	76
龙湖集团	公允价值法	1748	1805	104	59
新城控股	公允价值法	1070	1123	81	44
万科 A	成本法	860	878	76	40

宝龙地产	公允价值法	783	796	17	9
世茂股份	公允价值法	555	556	14	7
金融街	公允价值法	387	393	16	7
陆家嘴	成本法	385	388	35	17
大悦城	成本法	319	330	28	10
中国金茂	公允价值法	316	316	16	7
绿地控股	成本法	208	193	15	6

来源：各公司公告，国金证券研究所

2.4 物业展望：回归公司自身发展能力

- 2023 年随着地产行业逐渐复苏，我们预计物业板块的重点将在地产企稳后，重新回归物业公司自身的发展能力。
 - 基础物管方面，我们预计各大上市物管公司仍会积极扩大自身的管理规模。从项目来源来看，在关联房企的交付面积方面，国企物管因关联房企的销售较好而相对更有保障；在第三方项目上，预计外拓市场上的竞争仍将较为激烈，服务品质好的物业公司将更有持续竞争能力。
 - 并购方面，我们预计在手现金充裕的物业公司仍会在这方面有所收获，帮助自身实现深耕区域的密度加深，或者增强或补足多元业态的管理能力，但总体并购规模预计将有减少。
 - 社区增值服务方面，我们预计随着明年经济的好转，以及疫情放开带来的服务场景的恢复，整体进展会好于今年。
 - 非业主增值服务方面，由于和地产行业关联性较强，预计此前毛利率较高的公司在这方面或有较大压力，而本身就市场化运营的公司，仍可维持持续增长。
 - 其他业务方面，预计物业公司仍会积极探索，实现自身的可持续增长。

三、投资建议

3.1 地产板块：强者恒强，首选头部央国企和改善房企

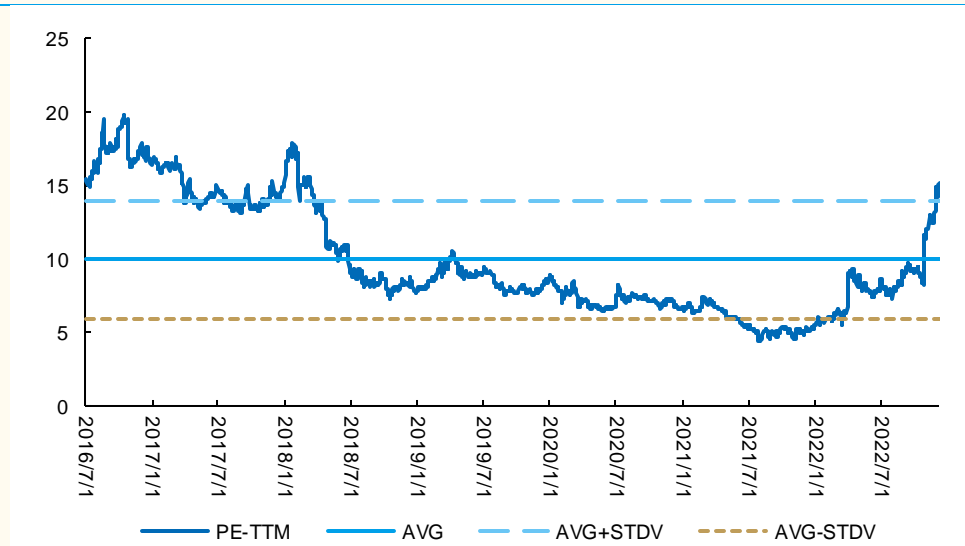
- 行业洗牌中估值将重塑：本轮周期中凭借高负债、高杠杆发展的民营房企在持续出清，而稳健的央国企和改善型房企市场地位在不断的提升。展望未来，2021 年下半年以来积极拿地的房企在 2023 年或将面临较小的竞争，利润水平得以兑现，拉动整体板块估值的修复。我们坚定的认为拥有稳健财务结构、良好区域布局、高质量产品服务、精细化管理等核心竞争力的房企能够在本轮周期中把握机遇，巩固强者恒强的地位。
 - 首推销售投资逆势增长、布局优质重点城市、主打改善产品的房企，如绿城中国、建发国际、滨江集团。推荐理由为规模业绩双增长，ROE 有望稳步提升：其土储主要位于一二线长三角城市的主城区，去化有确定性，流动性高；在 2021 年下半年以来积极补充优质土储，这类项目上市后竞争小，可实现较高利润率；产品服务力强，深耕自身重点布局区域，市占率高，销管费率控制良好。
 - 稳健选择头部央国企，如保利发展、招商蛇口、中国海外发展、华润置地、华发股份、越秀地产等。推荐理由为安全稳健有确定性，毛利率回归引导估值提升：财务结构稳健，融资优势明显；2022 年销售增速跑赢行业整体水平（华发、越秀 1-11 月累计销售已转正）；保持一定拿地强度，主要在一线城市获取优质土储；毛利率或将随行业整体逐步修复。

3.2 物业板块：把握物业公司独特性，抓住分化中的机遇

- **当前地产仍是物业板块的定价核心，我们认为物业公司自身的独特性并未被充分定价。**而每一类公司中都有具备自身独特性的优秀公司，这其中蕴含着投资机会。
 - 在关联房企公开债已展期的民营物管公司中，我们看好金科服务和旭辉永升服务。因为他们的股权结构相较其他民营房企具有特殊性。金科服务的第一大股东已经由金科股份变为博裕投资（独立的第三方投资机构），这可以消除市场对关联房企挪用物业账面现金的担忧。旭辉永升服务目前的第一大股东旭辉集团拟将其持有的 23.26%永升的股权出售，交易完成后，永升的大股东也或将变为独立的第三方，有助于增强永升在经营管理上的独立性。
 - 在关联房企公开债未展期的民营物管公司中，我们认为滨江服务或被低估。相较其他民营物管公司的关联房企，滨江服务的关联房企滨江集团今年的销售表现更为优秀且积极拿地。根据克而瑞数据，滨江集团 2022 年 1-11 月销售金额 1335 亿元，同比增速-14%，远好于百强房企-43%的下滑幅度。根据中指院数据，2022 年 1-11 月，滨江集团总权益拿地金额 403 亿元，在全国位列第七，在民营房企中位列第一。此外，滨江服务今年的业绩增速（我们预计其 2022 年归母净利润增速为 36%）和确定性都较高，不逊色于国企物管公司，但其当前 2022 年 PE 为 12x，仅为国企物管公司的一半，具备较大修复空间。
 - 在国企物管公司中，我们看好业绩增速较高的建发物业，以及有股权激励的保利物业，和在外拓方面边际改善明显的中海物业。此外，越秀服务作为国企物管公司，当前账面净现金超过市值，其公司价值或被低估。
 - 在商管公司中，随着疫情放开，线下消费场景再度活跃，商管类公司迎来边际改善，我们看好在商管领域有深厚护城河的华润万象生活，建议关注宝龙商业（估值仍较低有修复空间的）。

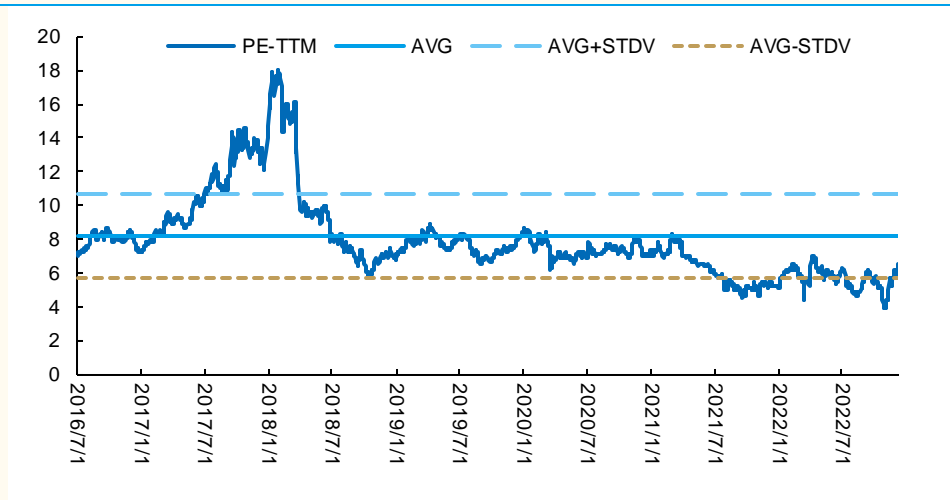
3.3 行业估值

图表 67：A 股地产 PE-TTM



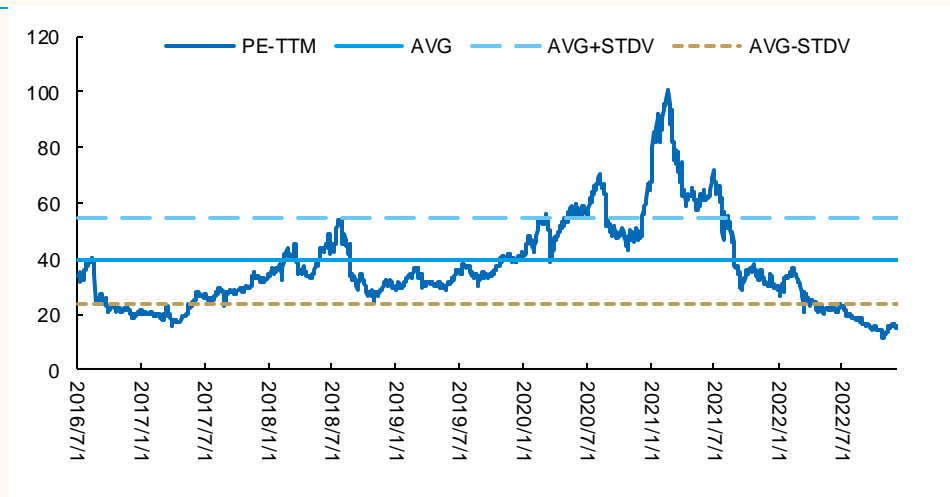
来源：Wind，国金证券研究所

图表 68: 港股地产 PE-TTM



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 69: 港股物业股 PE-TTM



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 70: 覆盖公司估值情况

股票代码	公司	评级	市值 (亿元)	PE			归母净利润 (亿元)			归母净利润同比增速		
				2021 A	2022 E	2023 E	2021 A	2022 E	2023 E	2021 A	2022 E	2023 E
000002.SZ	万科 A	增持	2,171	9.6	9.2	8.4	225.2	235.5	257.1	-46%	5%	9%
600048.SH	保利发展	买入	1,918	7.0	6.4	5.6	273.9	301.8	345.3	-5%	10%	14%
001979.SZ	招商蛇口	买入	1,131	10.9	12.2	9.3	103.7	93.0	121.4	-15%	-10%	31%
600153.SH	建发股份	买入	441	7.2	6.8	5.7	61.0	65.1	76.9	35%	7%	18%
002244.SZ	滨江集团	买入	297	9.8	7.4	5.6	30.3	40.1	52.9	30%	32%	32%
0688.HK	中国海外发展	买入	2,077	5.2	5.1	4.7	401.6	409.1	440.0	-9%	2%	8%
3900.HK	绿城中国	买入	309	6.9	5.5	3.5	44.7	56.0	88.2	18%	25%	58%
1908.HK	建发国际集团	买入	314	9.9	6.5	4.4	31.7	48.5	72.1	42%	53%	49%
2423.HK	贝壳*	买入	1,271	55.4	82.8	24.8	22.9	15.4	51.2	-60%	-33%	233%
9666.HK	金科服务	买入	88	8.3	10.8	8.9	10.6	8.2	9.9	71%	-23%	21%
9983.HK	建业新生活	买入	45	7.2	6.5	5.7	6.2	6.9	7.8	45%	11%	14%

6098.HK	碧桂园服务	买入	604	15.0	11.7	9.3	40.3	51.8	65.2	50%	28%	26%
1209.HK	华润万象生活	买入	789	45.7	35.1	27.8	17.2	22.5	28.4	111%	30%	26%
1995.HK	旭辉永升服务	买入	82	13.2	9.9	7.9	6.2	8.2	10.4	58%	33%	26%
3316.HK	滨江服务	买入	52	16.0	11.8	8.9	3.2	4.4	5.8	47%	35%	33%
6626.HK	越秀服务	买入	47	13.0	11.6	10.6	3.6	4.0	4.4	116%	158%	210%
2156.HK	建发物业	买入	54	34.2	23.0	16.0	1.6	2.4	3.4	88%	278%	245%
	平均值		824	15.1	15.4	9.4	91.1	97.3	116.2	23%	12%	40%
	中位值		523	9.7	8.3	6.8	36.0	50.2	68.7	33%	11%	26%

来源：Wind，国金证券研究所注：1) 数据截至 2022 年 12 月 16 日；2) 预测数据为国金预测；贝壳的利润数据为 Non-GAAP 净利润口径。

风险提示

- **宽松政策对市场提振不佳。**目前房地产调控宽松基调已定，各地均陆续出台房地产利好政策，若政策利好对市场信心的提振不及预期，市场销售将较长一段时间处于低迷态势。
- **三四线城市恢复力度弱。**目前一二线城市销售已有企稳复苏迹象，而三四线城市成交量依然在低位徘徊，而本轮市场周期中三四线城市缺少棚改等利好刺激，市场恢复力度相对较弱。
- **多家房企出现债务违约。**若在宽松政策出台期间，多家房企出现债务违约，将对市场信心产生更大的冲击，房企自救意愿低落、消费者观望情绪加剧、金融机构挤兑债务等，房地产业良性循环实现难度加大。
- **增值服务发展不顺。**增值服务的发展有其可行性，但也考验物业公司的品牌力和打通供应链的能力，若部分物业公司能力不足，或无法实现较好增长。
- **应收账款坏账超预期。**当前地产行业尚未恢复良性循环，房企现金压力仍然很大，地方政府财政压力也不轻，若应收账款回收不利，物业公司或要加大坏账拨备，这会影业绩增长。
- **商誉减值风险。**目前暂无任何一家上市物业公司在商誉方面有减值拨备。但随着并购的持续，未来若有部分并购标的整合不顺或影响公司正常运营，未来或有商誉减值风险。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；

中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%-15%；

中性：预期未来 3-6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%-5%；

减持：预期未来 3-6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402