

强于大市

房地产行业 2022 年 11 月月报

整体市场持续“探底”，政策效果仍需观察

11 月高频数据新房成交同比降幅扩大，二手房成交同比增速下滑，需求端持续走弱。供需端政策持续推进，金融支持政策力度显著加强。

核心观点

- **新房：新房成交同比降幅持续扩大，更多呈现强政策预期弱销售基本面。**11 月 38 个城市新房成交面积 1277 万平，环比-5.1%，同比-37.4%，同比降幅扩大 11.9pct；1-11 月新房成交面积 1.74 亿平，同比-32.9%。一、二、三线城市环比增速 3.8%、8.3%、16.1%，同比增速-23.6%、-30.1%、-30.7%。从“第二支箭”、金融 16 条到“第三支箭”，政策“强心剂”落地效果仍有待观察。我们认为短期市场低迷状态预计持续，需求端的修复最早会在明年 3、4 月份显现，主要是疫情导致刚需购房无法释放。长期需求端要下一个台阶，短期的波动回升也是存在的，但目前来看，居民购房信心显然不足，可能更多要等待整体经济修复后，销售才能有真正的持续性回暖。
- **二手房：二手房成交同比仍能保持两位数增长，但增速显著下滑。**11 月 14 个重点城市二手房成交面积环比上升 14.1%，同比上升 29.7%，同比增速缩小 31.5pct；1-11 月累计同比降幅为 10.8%。一、二、三线城市环比增速 0.4%、16.8%、15.5%，同比增速-5.4%、47.8%和 64.9%。今年以来二手房成交表现显著好于新房，主要原因有：1) 二手房能够提供的安全性和确定性是新房没有的，当前强一二线优质新房供应稀缺、弱三四线新房交付困难；2) 前期政策面上二手房放松的程度远大于新房；3) 过去两年新房交付量较大，增加了市场上的次新房供应，为市场提供了比较好的选择。
- **库存与去化：整体库存、去化周期环比均上行。**截止到 11 月末，14 个城市新房库存面积 1.05 亿平，环比上升 1.5%，同比上升 1.7%；去化周期为 13.2 个月，环比上升 0.1%，同比上升 23.9%。一、二、三线城市库存面积环比 3.9%、1.4%、-4.8%，同比 13.4%、-7.1%、-18.8%；去化周期分别为 10.9、11.5 和 13.7 个月，环比-2.5%、2.7%、-0.5%，同比 25.7%、18.1%、11.6%。超过三线城市库存环比有所下降，超四线城市去化周期有所减少。北京、苏州和南宁等城市库存面积环比下降；上海、杭州、苏州、宁波去化周期在 12 个月以内。
- **开盘去化率：31 个重点城市平均开盘去化率由 10 月的 36%微幅提升至 11 月的 38%。**各城市分化格局延续：福州、北京去化率均在 7 成以上；三分之一的典型城市中去化率尚在 30%以下。1) 前期热点城市上海、北京、长沙等热点城市仍然保持相对较高的热度，去化率在 60%以上。2) 成都、西安、合肥等前期热度较高的城市去化率有所回调。3) 无锡、东莞、珠海等部分三四线城市去化率有所回升主要是由于单盘热销拉动的，实际市场难言回暖，购房者观望情绪犹在。4) 金华、常州等部分三四线城市去化长期低迷，不足 10%。
- **土地市场：临近年末，11 月部分城市的土地供应与出让节奏都有所加快，北京、深圳、杭州、南京、长沙、武汉等多个城市先后完成第四轮土拍潮，在此支撑下，百城土地市场成交规模达到年内单月最高水平，但地价因城市成交结构变动再度下调。**热度方面，虽然武汉、南京、长沙、郑州等集中土拍依旧以底价成交为主，但受北京（溢价率 10%）、杭州（溢价率 8.4%）供地质量提升的影响，土拍热度小幅回温，带动本月住宅类用地溢价率小幅上涨至 3.34%。
- **房企：1) 单月销售同比降幅收窄。**百强房企 11 月单月权益口径销售额同比-24.5%（前值-30.7%）；累计权益销售额同比-43.6%（前值-45.0%），同比降幅仍维持在较高水平。TOP20 房企中超过三分之一房企单月销售额增速为正，除越秀地产（+8.5%）外，其余房企累计销售额同比均下滑。2) **拿地金额与强度均下降。**百强房企 11 月拿地金额同比-56.3%（前值-49.9%）；拿地强度从 10 月的 14%下降至 9%；累计拿地金额同比-57.2%（前值-57.4%），累计拿地强度为 23%。具体来看，拿地较多的为龙头央企和优质民企。11 月万科、滨江、保利拿地金额均超过 50 亿元；保利、华润、中海、滨江、招蛇累计拿地金额 1199、990、872、785、738 亿元，拿地强度分别为 30%、39%、34%、59%、30%。3) **融资：**11 月行业国内债券、海外债、信托、ABS 发行规模 465 亿元，同比-26%，环比-18%，平均发行利率 3.76%，同比-0.98pct，环比+0.19pct。11 月华润、保利、龙湖发行规模最大，分别为 80、25、20 亿元。行业年内国内外债券到期规模 331 亿元，23 年上半年 5454 亿元，其中 1、3、4 月为偿债小高峰，分别到期 1194、1042、1164 亿元。

投资建议

- 近期虽然市场政策端和房企融资端释放利好，但受制于居民购房意愿与需求仍然较弱，叠加防疫政策放开后疫情集中爆发，新房到访量大幅下滑，年末销售预计将持续低迷态势。我们认为后续房地产行业信用风险或将不断化解，部分头部民企受到整体信心提振、实际的资金支持，带来信用修复。具体标的，我们建议关注两条主线：1) 主流的央国企和区域深耕型房企，稳健经营的同时仍能保持一定拿地强度，行业见底复苏后带来 β 行情：招商蛇口、保利发展、建发国际集团、越秀地产、华发股份、滨江集团；2) 边际受益于政策利好的优质民企、及混合所有制房企：新城控股、金地集团、万科 A、绿地控股、龙湖集团。

风险提示：

- 房地产调控升级；销售超预期下行；融资收紧。

相关研究报告

《房地产行业 2023 年度策略——弩箭已离弦，能否冰解的破？》（2022/12/18）

《房地产 2022 年 11 月统计局数据点评：核心指标再度“探底”；房企到位资金持续承压》（2022/12/16）

《房地产 2022 年 10 月统计局数据点评：销售与投资持续低迷；房企非房款到位资金降幅收窄》（2022/11/15）

《银保监会允许保函置换预售资金规定的点评：允许保函置换预售监管资金，优质房企流动性压力或将进一步缓解》（2022/11/15）

《房地产行业 2022 年 10 月月报：需求端仍然低迷；民企资金支持力度加大》（2022/11/14）

《房地产行业 2022 年三季报综述：行业业绩、利润率、现金流持续承压；房企分化加剧，头部与区域深耕型房企优势显著》（2022/11/4）

《中国真实住房需求还有多少？（2022 版）》（2022/8/3）
《凡益之道，与时偕行——关于短期博弈与长期格局的思考》（2022/6/15）

《2022 年，五问房地产行业》（2021/12/6）

《从历史复盘探讨本轮地产调控放松的最佳路径与当前房企的生存法则》（2022/3/31）

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

房地产行业

证券分析师：夏亦丰

(8621)20328348

yifeng.xia@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070005

证券分析师：许佳璐

(8621)20328710

jialu.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110002

目录

1 新房成交同比降幅持续扩大，二手房成交同比增速下滑	6
1.1 11 月新房成交：新房成交同比降幅持续扩大，市场持续筑底	6
1.2 11 月二手房成交环比上升，同比增速较 10 月有所下降	7
1.3 去化周期同环比提升，重点城市开盘去化率微增	8
2 集中土拍下地市成交规模维持相对高位，北京、杭州土拍热度小幅回升	11
3 房企：百强房企销售降幅微幅扩大，拿地强度减弱	14
3.1 销售：11 月百强房企销售同比降幅有所收窄	14
3.2 2022 年 1-11 月行业集中度低于过去两年水平，百强房企市占率降至不到四成	15
3.3 拿地：头部房企、央企拿地仍相对积极	15
3.4 房企融资与债务到期：11 月发行量同环比均下降，明年 1-4 月或仍将面临偿债小高峰 ...	17
4 政策：金融支持力度显著提升，热点城市需求端政策持续出台	19
5 11 月地产板块大幅跑赢大盘；当前板块估值 13.4X	21
6 投资建议	22
7 风险提示	23

图表目录

图表 1. 11 月 38 个城市新房成交面积为 1277.1 万平, 环比下降 5.1%, 同比下降 37.4%	6
图表 2. 11 月 17 个大中城市新房成交面积 987.5 万平, 环比上升 7.9%, 同比下降 28.4%	6
图表 3. 11 月一二三线新房成交面积同比增速分别为-23.6%、-30.1%和-30.7%	6
图表 4. 11 月其余 21 个城市新房成交面积 289.6 万平, 环比下降 32.9%, 同比下降 56.1%	6
图表 5. 11 月有超 4 成城市新房成交环比下降	7
图表 6. 11 月 14 个城市二手房成交面积为 566.9 万平, 环比上升 14.1%, 同比上升 29.7%	7
图表 7. 11 月 11 个大中城市二手房成交面积 499.0 万平, 环比上升 12.3%, 同比上升 31.6%	7
图表 8. 11 月一二三线二手房成交面积同比增速分别为-5.4%、47.8%和 64.9%	8
图表 9. 其余 3 个城市二手房成交面积 67.9 万平, 环比上升 29.0%, 同比增长 17.1%	8
图表 10. 11 月重点城市中 8 成城市环比上升, 除北京、南京、厦门同比下降外, 其余城市同比上升	8
图表 11. 截至 11 月末, 14 个城市新房库存面积 1.05 亿平, 环比上升 1.5%, 同比增长 1.7%	9
图表 12. 截至 11 月末, 9 个大中城市新房库存面积 7398.8 万平, 较 10 月底下降 1.9%, 同比下降 0.1%	9
图表 13. 截至 11 月末, 一二三线城市新房库存面积环比增速分别为 3.9%、1.4%和 -4.8%	9
图表 14. 截至 11 月末, 其余 5 个城市新房库存面积 3092.6 万平, 环比上升 0.5%, 同比上升 6.1%	9
图表 15. 截至 11 月末, 14 个城市整体新房库存去化周期 13.2 个月, 环比上升 0.1%, 同比上升 23.9%	9
图表 16. 截至 11 月末, 一、二、三线城市新房库存去化周期环比增速分别为-2.5%、2.7%和-0.5%	9
图表 17. 截至 11 月底, 近 5 成城市去化周期有所减少	10
图表 18. 31 个重点城市平均开盘去化率由 10 月的 36%微幅提升至 11 月的 38%	10
图表 19. 北京、无锡、上海 11 月开盘去化率在 60%以上	10
图表 20. 11 月百城成交土地建面 3.47 亿平, 同比增长 15.3%	11
图表 21. 11 月一、二、三线城市成交土地规划建面同比增速分别为-58.5%、-7.8%、22.7%	11
图表 22. 11 月百城住宅类用地成交建面 11455.1 万平, 同比下降 4.0%	11
图表 23. 11 月一、二、三线城市住宅类用地成交规划建面同比增速分别为-83.8%、	

-42.5%、13.6%.....	11
图表 24. 11 月百城成交土地平均楼面价为 1207 元/平，同比下降 23.3%.....	12
图表 25. 11 月百城成交土地平均溢价率为 3.74%，较去年同期上升了 0.56 个百分点	12
图表 26. 11 月一、二、三线城市成交土地楼面价同比增速分别为-20.1%、-49.8%、-4.1%	12
图表 27. 11 月一、二、三线城市成交土地平均溢价率分别为 6.07%、2.02%和 3.06%.....	12
图表 28. 11 月百城住宅类用地成交平均楼面价为 2598 元/平，同比下降 14.8%.....	13
图表 29. 11 月百城住宅类用地成交平均溢价率为 3.34%，较去年同期上升了 0.44 个百分点	13
图表 30. 11 月一、二、三线城市住宅类用地成交楼面价同比增速分别为 89.7%、-32.0%、5.6%.....	13
图表 31. 11 月一二三线城市住宅类用地平均土地溢价率分别为 7.81%、1.92%和 2.00%	13
图表 32. 百强房企 11 月单月权益口径销售额 4303 亿元，同比下降 24.5%(前值 30.7%)	14
图表 33. 11 月 CR5、CR10、CR20、CR50 单月权益口径销售额增速分别为-17.2%、-8.8%、-11.9%、-23.2%.....	14
图表 34. 2022 年 11 月 CR5、CR10、CR20、CR50 销售额单月降幅均收窄.....	14
图表 35. TOP20 房企中近五成房企单月销售额增速为正.....	15
图表 36. 2022 年 1-11 月行业集中度明显下滑	15
图表 37. 11 月单月土地投资强度提升至 42.7%.....	16
图表 38. 百强房企 11 月单月全口径拿地金额 519 亿元，同比下降 56.3%(前值-49.9%)	16
图表 39. 11 月 CR5、CR10、CR20 拿地强度分别为 18%、16%、13%，明显高于排名 20 名以后的房企.....	16
图表 40. 11 月拿地排名靠前的是万科、滨江、保利，单月拿地金额均超过 50 亿元	16
图表 41. 从累计来看保利、华润、中海、滨江、招蛇排名前五，均超过 730 亿元	16
图表 42. 2022 年 11 月房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS 发行规模合计 465 亿元，同比下降 26%.....	17
图表 43. 2022 年 11 月房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS 平均发行利率 3.76%，同比下降 0.98pct.....	17
图表 44. 主流房企中 2022 年 11 月华润、保利、龙湖发行国内债券规模最大，分别为 80、25、20 亿元，平均发行利率分别为 2.8%、2.4%、3.0%	17
图表 45. 2022 年 12 月国内债券+海外债到期规模为 331 亿元，2023 年上半年到期规模为 5454 亿元	18
图表 46. 12 月以下主流房企面临债务到期压力：富力、绿地、首开	18
图表 47. 近期对房企金融支持力度显著提升，形成了信贷、债券、信托、预售资金、股权融资等多维度的房企融资端支持政策体系	20

图表 48. 房地产行业 11 月绝对收益为 27.8%.....	21
图表 49. 房地产行业 11 月相对收益为 18.0%.....	21
图表 50. 截至 11 月 30 日，房地产板块 PE 为 14.34X.....	21
图表 51. 报告中提及上市公司估值表	22

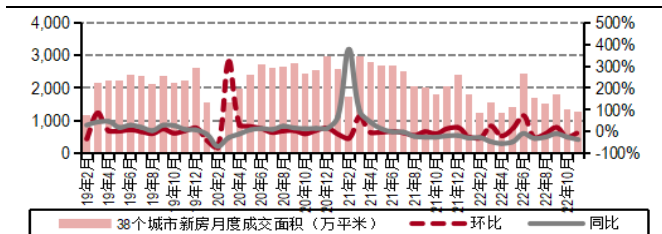
1 新房成交同比降幅持续扩大，二手房成交同比增速下滑

1.1 11月新房成交：新房成交同比降幅持续扩大，市场持续筑底

11月新房成交同比降幅持续扩大，整体市场继续探底，更多呈现强政策预期弱销售。我们跟踪的38个城市11月成交面积为1277.1万平，环比下降5.1%，同比下降37.4%，较10月同比降幅扩大11.9个百分点；前十一月累计同比下降32.9%。其中17个大中城市¹新房成交面积为987.5万平，环比上升7.9%，同比下降28.4%；一、二、三线城市新房成交面积环比增速分别为3.8%、8.3%和16.1%，同比增速分别为-23.6%、-30.1%和-30.7%。其余21个城市新房成交面积为289.6万平，环比下降32.9%，同比下降56.1%。从“第二支箭”、金融16条到“第三支箭”，政策“强心剂”落地效果仍有待观察。我们认为短期市场低迷状态预计持续，需求端的修复最早会在明年3、4月份显现，主要是疫情导致刚需刚改无法释放。长期需求端要下一个台阶，短期的波动回升也是存在的，但目前来看，居民购房信心显然不足，可能更多要等待整体经济修复后，销售才能有真正的持续性回暖。

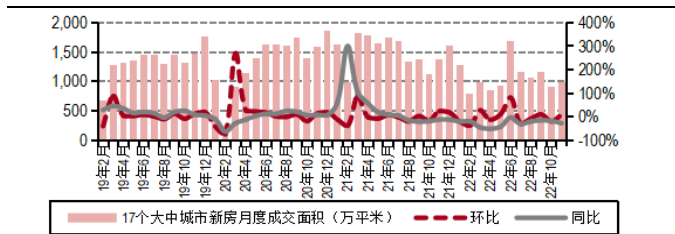
分城市能级来看，二、三线城市韧性相对较弱，同比降幅相对较大。一线城市11月单月成交279.6万平，环比上升3.8%，同比下降23.6%，增速下降6.1个百分点。除上海外，其他一线城市成交量同环比均下降。上海在新盘入市的带动下，新房成交面积同环比出现了26%、94%的增长；北京受疫情影响，新房成交面积环比下降36.2%，同比下降34.3%；深圳也面临下跌趋势，同环比分别下降45.3%、21.9%；广州整体成交量尚属低位徘徊，未见明显起色，同比仍有70.7%的下降。二线城市新房成交面积环比上升8.3%，同比下降30.1%，同比降幅扩大12.6个百分点。武汉、苏州、福州同环比均下降；南京、成都、厦门环比明显增长。三线城市新房成交面积环比上升16.1%，同比下降30.7%，较10月同比降幅扩大了5.1个百分点。

图表 1. 11月38个城市新房成交面积为1277.1万平，环比下降5.1%，同比下降37.4%



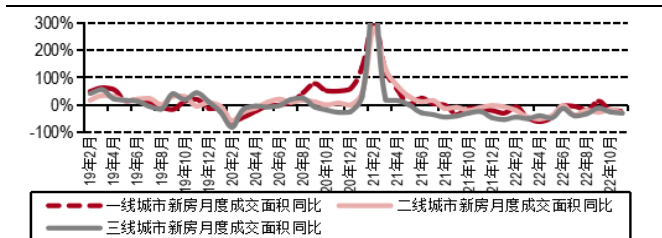
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 11月17个大中城市新房成交面积987.5万平，环比上升7.9%，同比下降28.4%



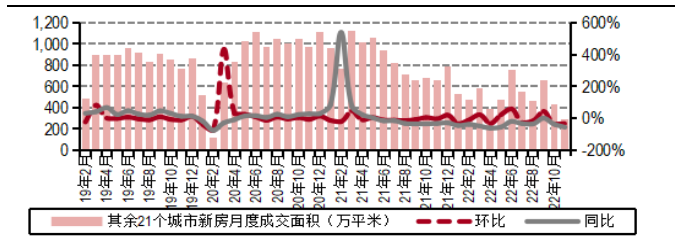
资料来源：万得，中银证券

图表 3. 11月一二三线城市新房成交面积同比增速分别为-23.6%、-30.1%和-30.7%



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 11月其余21个城市新房成交面积289.6万平，环比下降32.9%，同比下降56.1%



资料来源：万得，中银证券

¹ 17城为北京、上海、广州、深圳、杭州、南京、武汉、成都、青岛、苏州、福州、厦门、无锡、惠州、扬州、韶关、南宁。
4个一线城市为北京、上海、广州、深圳，8个二线城市为杭州、南京、武汉、成都、青岛、苏州、福州、厦门，5个三线城市为无锡、惠州、扬州、韶关、南宁。

图表 5. 11 月有超 4 成城市新房成交环比下降

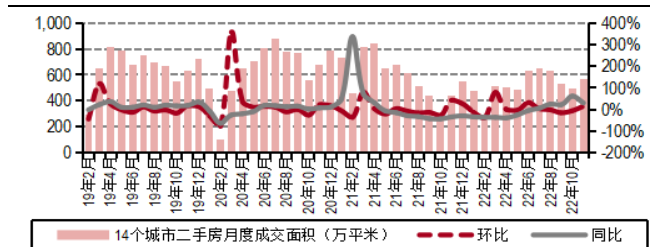
2022年11月全国重点城市新房成交面积 (单位: 万平)									
能级	城市	成交面积	环比	同比	能级	城市	成交面积	环比	同比
一线	北京	59	-36%	-34%	三线	无锡	34	16%	14%
	上海	166	94%	26%		惠州	14	17%	-3%
	广州	28	-51%	-71%		扬州	23	38%	31%
	深圳	26	-22%	-45%		韶关	6	-24%	-42%
	合计	280	4%	-24%		南宁	51	15%	-55%
二线	杭州	98	9%	-40%	总计	合计	127	16%	-31%
	南京	57	44%	-22%		总计	988	8%	-28%
	武汉	90	-16%	-57%					
	成都	147	22%	-13%					
	青岛	95	18%	-10%					
	苏州	54	-4%	-20%					
	福州	7	-66%	-77%					
	厦门	34	45%	114%					
	合计	581	8%	-30%					

资料来源: 万得, 中银证券

1.2 11 月二手房成交环比上升, 同比增速较 10 月有所下降

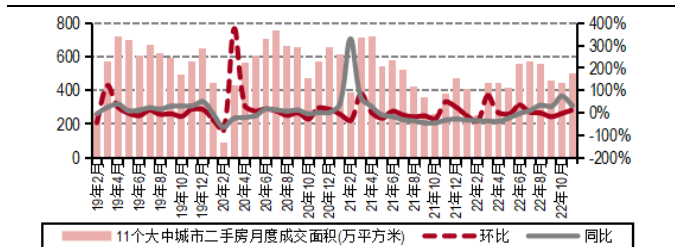
11 月二手房成交环比上升, 同比增速有所下降。整体来看, 11 月 14 个重点城市二手房成交量为 566.9 万平, 环比上升 14.1%, 同比上升 29.7%, 但同比增速较 10 月下降了 31.5 个百分点。1-11 月累计同比降幅为 10.8%。其中 11 大中城市二手房成交面积 499.0 万平, 环比上升 12.3%, 同比上升 31.6%; 一、二、三线城市二手房成交面积环比增速分别为 0.4%、16.8%和 15.5%, 同比增速分别为-5.4%、47.8%和 64.9%。其余 3 个城市二手房成交面积为 67.9 万平, 环比上升 29.0%, 同比增长 17.1%。具体到城市来看, 除北京、南京、厦门外, 七成的城市均出现不同程度的同比上升; 仍有八成城市环比上升。杭州、成都同环比明显回升, 主要系疫情后的补涨。今年以来二手房成交表现显著好于新房, 我们认为主要原因有: 1) 二手房能够提供的安全性和确定性是新房没有的, 当前强一二线优质新房供应稀缺、弱三四线新房交付困难; 2) 前期政策面上二手房放松的程度远大于新房, 主要涉及: 限售年限的缩短或取消; 二手房增值税免征年限的减少; 930 财政部推出“1 年内换房退个税”政策; 二手房限购方面的放松力度也较大, 如杭州、南京等地对二手房的购买门槛和限购套数都有不同程度的放松; “带押过户”简化二手房的交易程序等; 3) 过去两年新房交付量较大, 增加了市场上的次新房供应, 为市场提供了比较好的选择。

图表 6. 11 月 14 个城市二手房成交面积为 566.9 万平, 环比上升 14.1%, 同比上升 29.7%



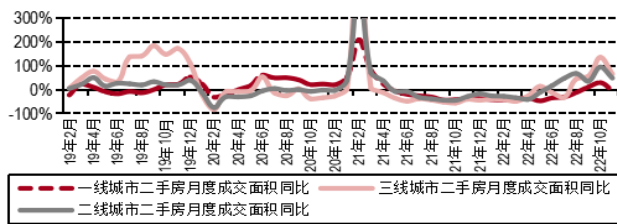
资料来源: 万得, 中银证券

图表 7. 11 月 11 个大中城市二手房成交面积为 499.0 万平, 环比上升 12.3%, 同比上升 31.6%



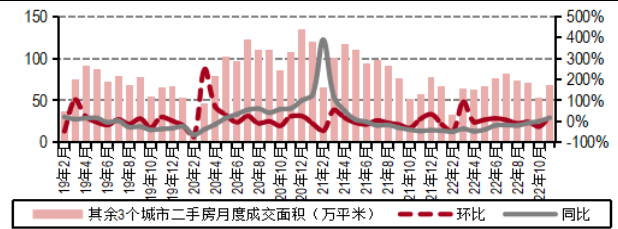
资料来源: 万得, 中银证券

图表 8. 11 月一二三线二手房成交面积同比增速分别为 -5.4%、47.8%和 64.9%



资料来源：万得，中银证券

图表 9. 其余 3 个城市二手房成交面积 67.9 万平，环比上升 29.0%，同比增长 17.1%



资料来源：万得，中银证券

图表 10. 11 月重点城市中 8 成城市环比上升，除北京、南京、厦门同比下降外，其余城市同比上升

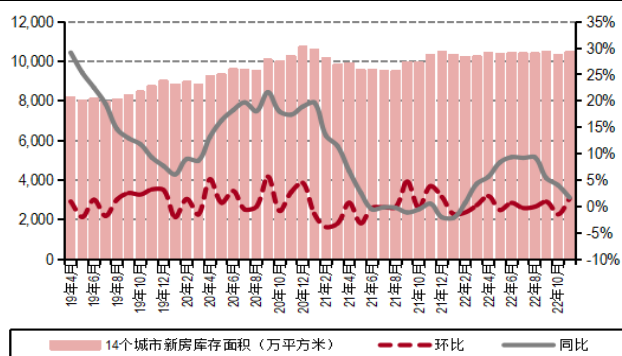
2022年11月全国重点城市二手房成交面积（单位：万平）									
能级	城市	成交面积	环比	同比	能级	城市	成交面积	环比	同比
一线	北京	98	-4%	-8%	三线	东莞	23	4%	67%
	深圳	21	25%	12%		扬州	14	18%	135%
	合计	119	0%	-5%		南宁	16	34%	30%
二线	杭州	28	33%	48%		合计	53	15%	65%
	南京	60	28%	-1%	总计		499	12%	32%
	成都	131	12%	146%					
	青岛	36	-1%	110%					
	苏州	55	31%	4%					
	厦门	17	6%	-8%					
	合计	327	17%	48%					

资料来源：万得，中银证券

1.3 去化周期同环比提升，重点城市开盘去化率微增

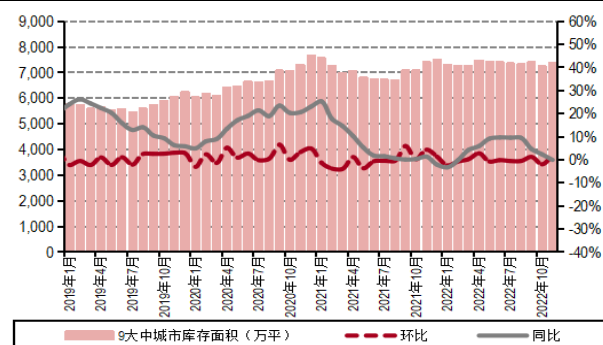
整体库存、去化周期环比均上行。截至 11 月末，我们跟踪的 14 个城市新房住宅库存面积为 1.05 亿平，环比上升 1.5%，同比增长 1.7%；去化周期为 13.2 个月，环比上升 0.1%，同比上升 23.9%。一、二、三线城市库存环比增速分别为 3.9%、1.4%和-4.8%，同比增速分别为 13.4%、-7.1%和-18.8%；一、二、三线城市去化周期分别为 10.9、11.5 和 13.7 个月，环比增速分别为-2.5%、2.7%和-0.5%，同比增速分别为 25.7%、18.1%和 11.6%。具体来看，超过 6 成城市库存环比小幅下降，近 4 成城市去化周期有所减少。北京、苏州、南宁等城市库存面积环比下降；上海、杭州、苏州、宁波去化周期在 12 个月以内。以项目开盘去化率来看，31 个重点城市平均开盘去化率由 10 月的 36%微幅提升至 11 月的 38%。各城市分化格局延续：福州、北京去化率均在 7 成以上；三分之一的典型城市中去化率尚在 30%以下。1) 前期热点城市上海、北京、长沙等热点城市仍然保持相对较高的热度，去化率在 60%以上。2) 成都、西安、合肥等前期热度较高的城市去化率有所回调。3) 无锡、东莞、珠海等部分三四线城市去化率有所回升主要是由于单盘热销拉动的，实际市场难言回暖，购房者观望情绪犹在。4) 金华、常州等部分三四线城市去化长期低迷，不足 10%。

图表 11. 截至 11 月末, 14 个城市新房库存面积 1.05 亿平, 环比上升 1.5%, 同比增长 1.7%



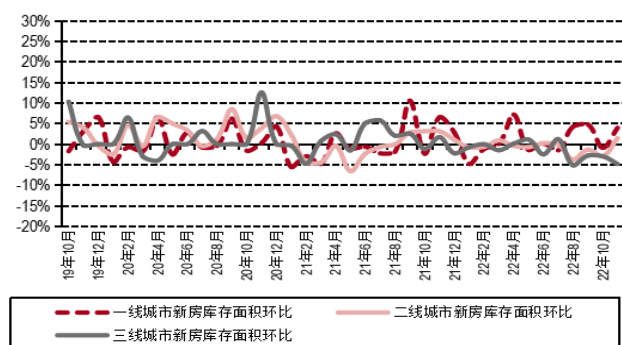
资料来源: 万得, 中银证券

图表 12. 截至 11 月末, 9 个大中城市新房库存面积 7398.8 万平, 较 10 月底下降 1.9%, 同比下降 0.1%



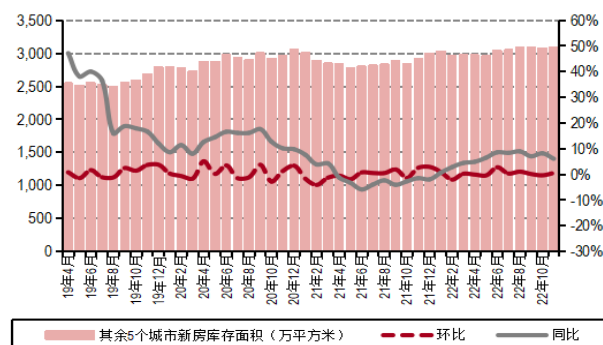
资料来源: 万得, 中银证券

图表 13. 截至 11 月末, 一二三线城市新房库存面积环比增速分别为 3.9%、1.4% 和 -4.8%



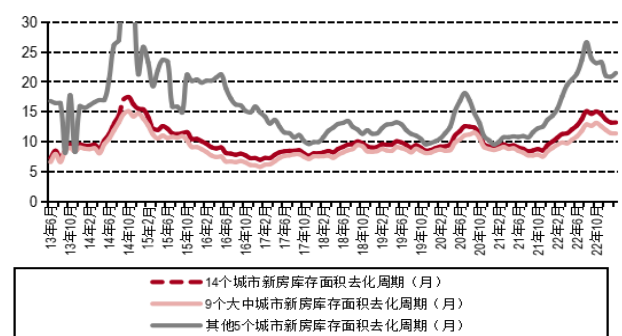
资料来源: 万得, 中银证券

图表 14. 截至 11 月末, 其余 5 个城市新房库存面积 3092.6 万平, 环比上升 0.5%, 同比上升 6.1%



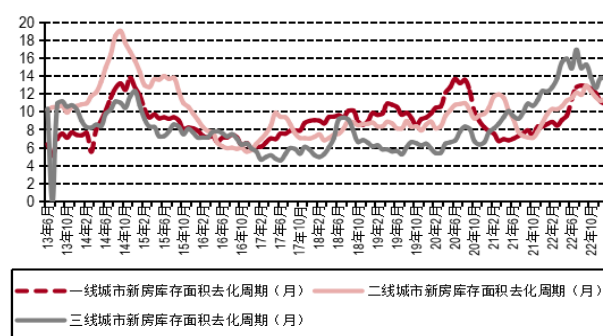
资料来源: 万得, 中银证券

图表 15. 截至 11 月末, 14 个城市整体新房库存去化周期 13.2 个月, 环比上升 0.1%, 同比上升 23.9%



资料来源: 万得, 中银证券

图表 16. 截至 11 月末, 一、二、三线城市新房库存去化周期环比增速分别为 -2.5%、2.7% 和 -0.5%



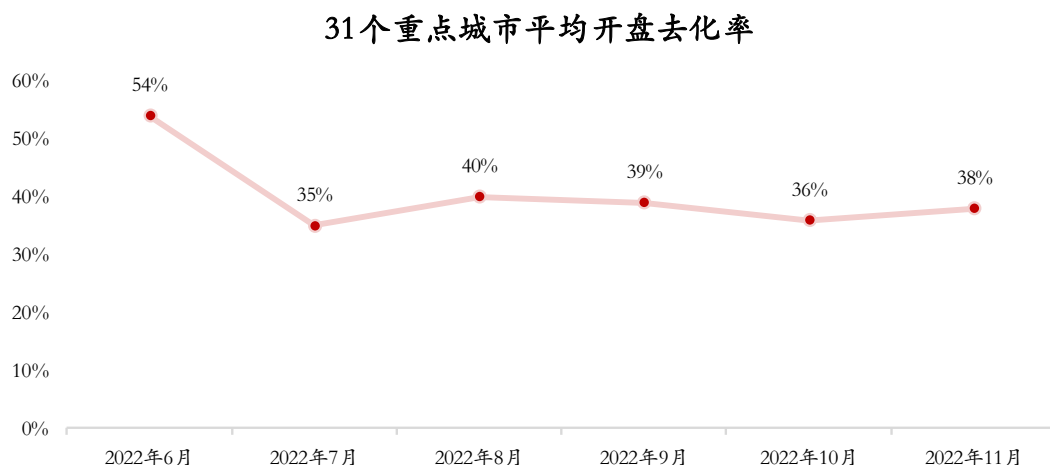
资料来源: 万得, 中银证券

图表 17. 截至 11 月底，近 5 成城市去化周期有所减少

2022年11月全国重点城市新房库存面积及去化周期（单位：万平、月）						
城市	库存面积	环比	同比	去化周期	环比	同比
北京	1272.2	-1%	6%	17.6	-3%	37%
上海	589.2	17%	12%	3.9	-3%	7%
广州	1253.4	1%	14%	17.7	13%	36%
深圳	412.8	13%	47%	13.0	8%	79%
杭州	840.1	3%	-6%	8.6	-1%	24%
南京	933.5	2%	7%	15.8	6%	40%
苏州	735.5	-1%	-19%	8.1	1%	-19%
福州	534.6	2%	-12%	32.7	18%	113%
南宁	827.6	-5%	-19%	13.7	-1%	12%
温州	1286.5	4%	11%	15.6	5%	23%
宁波	439.6	2%	14%	11.6	-1%	70%
莆田	154.5	-13%	-20%	28.3	-18%	85%
宝鸡	525.4	-2%	5%	32.8	17%	61%

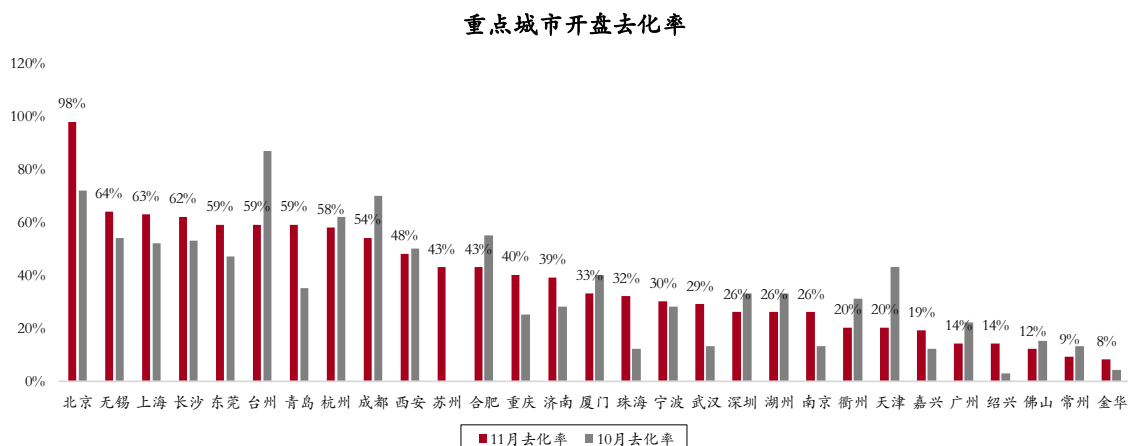
资料来源：万得，中银证券

图表 18. 31 个重点城市平均开盘去化率由 10 月的 36% 微幅提升至 11 月的 38%



资料来源：克而瑞，中银证券

图表 19. 北京、无锡、上海 11 月开盘去化率在 60% 以上



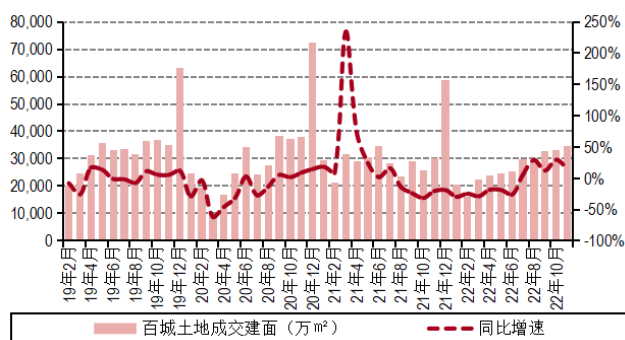
资料来源：克而瑞，中银证券

2 集中土拍下地市成交规模维持相对高位，北京、杭州土拍热度小幅回升

临近年末，11月部分城市的土地供应与出让节奏都有所加快，北京、深圳、杭州、南京、长沙、武汉等多个城市先后完成了年内的第四轮土拍潮，在此支撑下，百城土地市场成交规模达到年内最高水平，但平均地价因城市成交结构变动再度下调。热度方面，虽然武汉、南京、长沙、郑州等大部分重点城市本轮集中土拍依旧以底价成交为主，但受北京、杭州供地质量提升的影响，土拍热度小幅回温，在此带动之下，本月住宅类用地溢价率小幅上涨至3.34%。

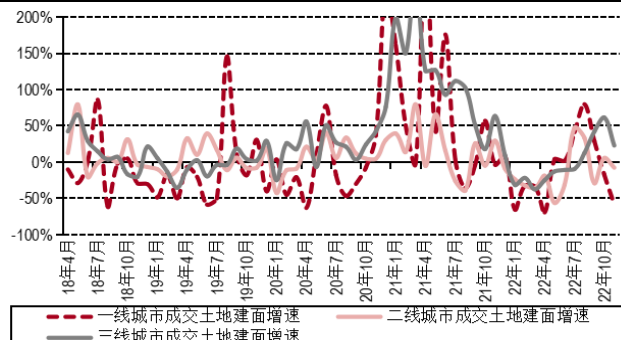
从成交量来看，11月百城住宅类用地成交量环比持续正增长。11月百城成交土地规划总建筑面积为3.47亿平，环比上升5.0%，同比增长15.3%，同比增速较10月缩小了14.1个百分点；一、二、三线城市成交土地规划建筑面积环比增速分别为-61.1%、-17.1%和8.9%，同比增速分别为-58.5%、-7.8%、22.7%。单看住宅用地，百城住宅类成交土地建面11455.1万平，环比上升9.2%，同比下降4.0%，同比增速较10月下滑22.9个百分点，但从成交规模来看，为今年以来的单月最高；一、二、三线城市住宅类土地成交建面环比增速分别为-76.3%、-44.9%和9.7%，同比增速分别为-83.8%、-42.5%、13.6%。

图表 20. 11 月百城成交土地建面 3.47 亿平，同比增长 15.3%



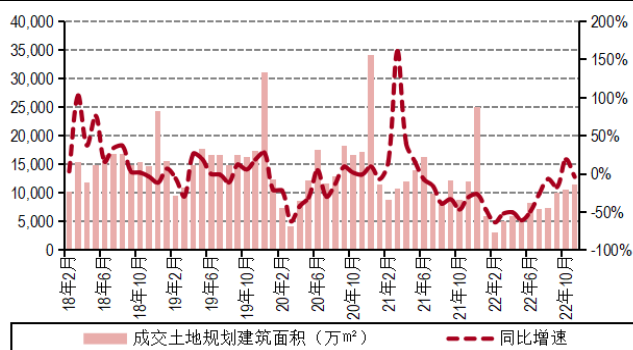
资料来源：万得，中银证券

图表 21. 11 月一、二、三线城市成交土地规划建面同比增速分别为 -58.5%、-7.8%、22.7%



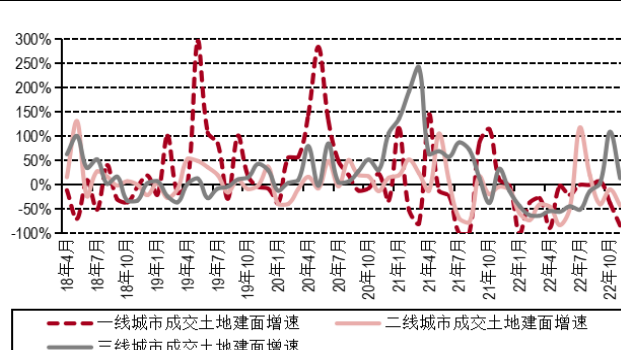
资料来源：万得，中银证券

图表 22. 11 月百城住宅类用地成交建面 11455.1 万平，同比下降 4.0%



资料来源：万得，中银证券

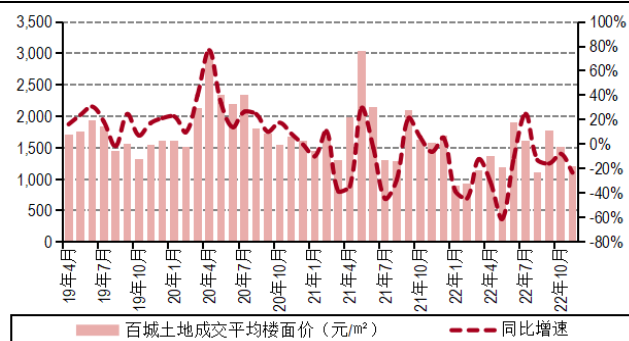
图表 23. 11 月一、二、三线城市住宅类用地成交规划建面同比增速分别为 -83.8%、-42.5%、13.6%



资料来源：万得，中银证券

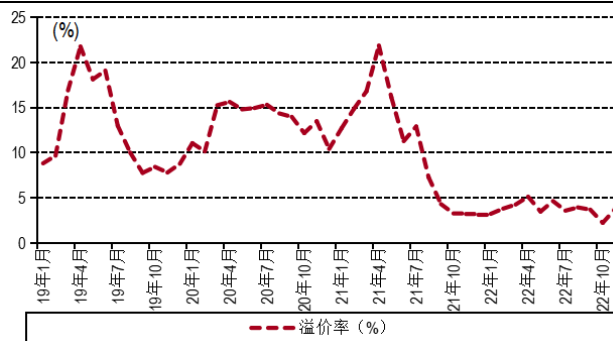
从市场热度来看，受北京、杭州供地质量提升的影响，土拍热度小幅回温。从全类型土地来看，11月百城成交土地平均楼面价1207元/平，环比下降19.8%，同比下降23.3%；平均土地溢价率为3.74%，恢复平均水平，较上月上升了1.54个百分点，较去年同期上升了0.56个百分点。一、二、三线城市成交土地楼面均价分别为5892、1359、1418元/平，环比增速分别为-7.2%、-48.9%、-4.2%，同比增速分别为-20.1%、-49.8%、-4.1%；平均溢价率分别为6.07%、2.02%和3.06%，分别较上月上升了5.6、0.9、0.4个百分点。从住宅类用地来看，百城住宅类用地成交平均楼面价为2598元/平，环比下降28.2%，同比下降14.8%，楼面价下行主要是由于本月三四线城市成交占比提升。本月百城住宅类用地平均溢价率环比提升了1.73个百分点至3.34%。一、二、三线城市住宅类用地平均楼面价为20665、4296和2929元/平，同比增速分别为89.7%、-32.0%、5.6%，环比增速分别为59.9%、-35.3%、-10.3%；平均土地溢价率分别为7.81%、1.92%和2.00%，环比分别上升7.3、1.0、0.6个百分点，较去年同期分别上升了4.3、0.4、-0.5个百分点。11月土拍溢价率仍在低位，但小幅修复。具体来看，虽然武汉、南京、长沙、郑州等大部分重点城市本轮集中土拍依旧以底价成交为主，但受北京、杭州供地质量提升的影响，土拍热度小幅回温，在此带动之下，本月整体溢价率小幅上涨。北京、杭州等城市第四轮土拍持续回温，尤其是北京，第四轮整体溢价率达到10%，不仅是今年溢价率最高的一轮，也是第四轮集中供地整体溢价率最高的城市，杭州第四轮土拍溢价率也高达8.4%；而无锡、长沙、南京等城市持续低温，所有地块均底价成交。

图表 24. 11 月百城成交土地平均楼面价为 1207 元/平，同比下降 23.3%



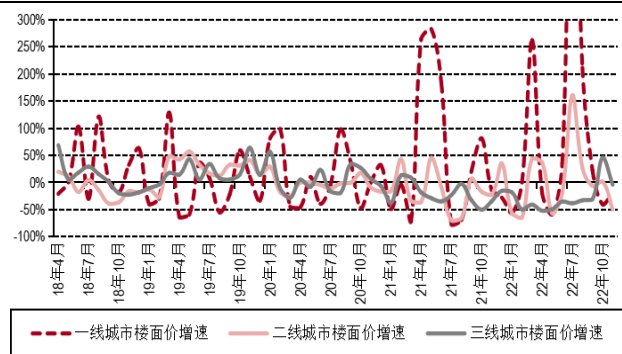
资料来源：万得，中银证券

图表 25. 11 月百城成交土地平均溢价率为 3.74%，较去年同期上升了 0.56 个百分点



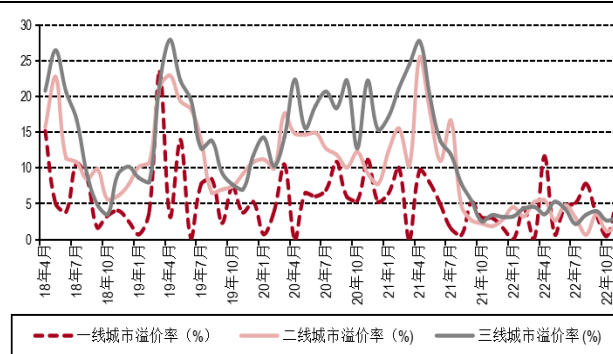
资料来源：万得，中银证券

图表 26. 11 月一、二、三线城市成交土地楼面价同比增速分别为 -20.1%、-49.8%、-4.1%



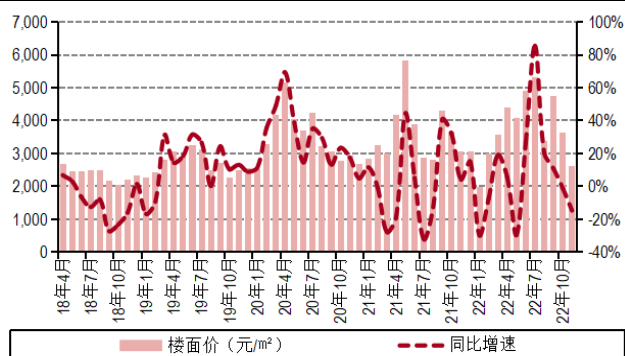
资料来源：万得，中银证券

图表 27. 11 月一、二、三线城市成交土地平均溢价率分别为 6.07%、2.02% 和 3.06%



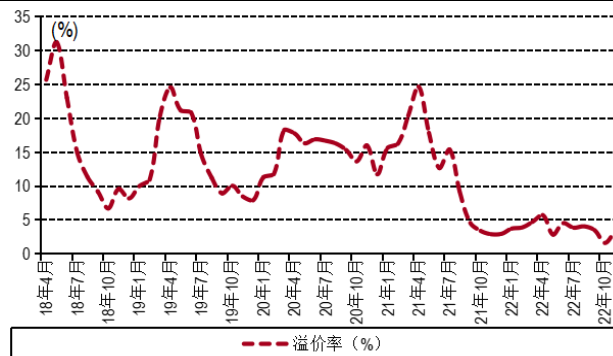
资料来源：万得，中银证券

图表 28. 11 月百城住宅类用地成交平均楼面价为 2598 元/平，同比下降 14.8%



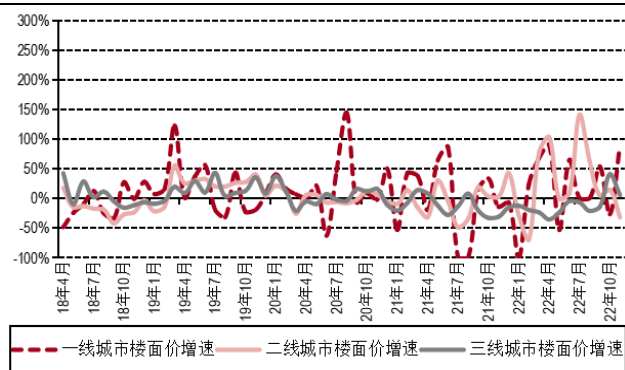
资料来源：万得，中银证券

图表 29. 11 月百城住宅类用地成交平均溢价率为 3.34%，较去年同期上升了 0.44 个百分点



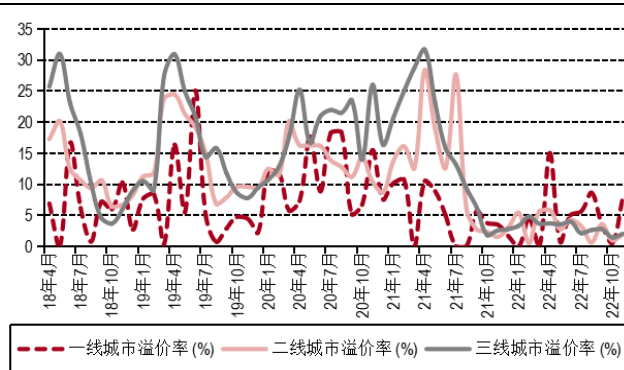
资料来源：万得，中银证券

图表 30. 11 月一、二、三线城市住宅类用地成交楼面价同比增速分别为 89.7%、-32.0%、5.6%



资料来源：万得，中银证券

图表 31. 11 月一二三线城市住宅类用地平均土地溢价率分别为 7.81%、1.92%和 2.00%



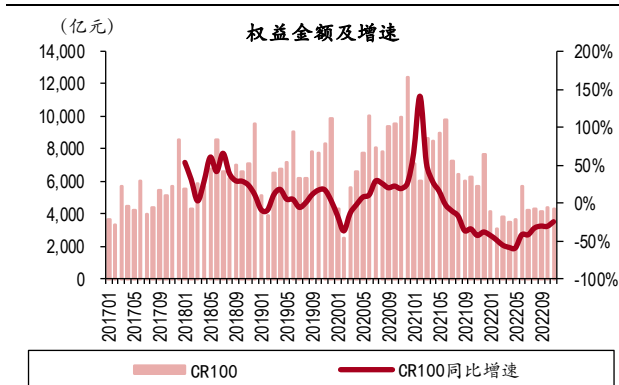
资料来源：万得，中银证券

3 房企：百强房企销售降幅微幅扩大，拿地强度减弱

3.1 销售：11 月百强房企销售同比降幅有所收窄

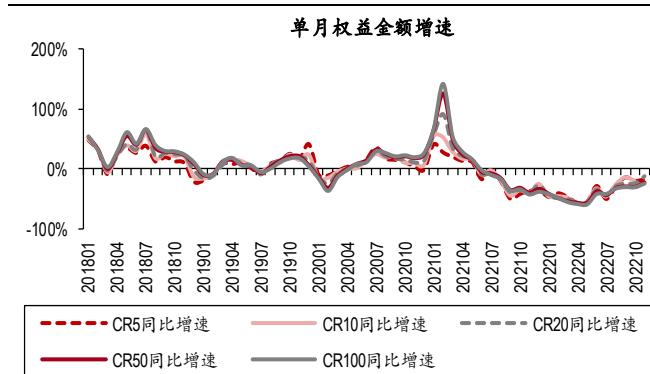
百强房企单月销售同比降幅缩小，累计降幅持续收窄。百强房企 11 月单月实现全口径销售额 6036 亿元，同比-28.4%（前值：-30.7%）；权益口径 4303 亿元，同比-24.5%（前值-30.7%）。1-11 月百强房企累计权益销售额 4.57 万亿元，同比下降 43.6%（前值：-45.0%），同比降幅仍维持在较高水平。目前行业下行压力持续，市场信心及购买力尚处在低位，年末房企整体的去化压力仍然较大。各梯队销售单月权益口径销售额同比降幅均有所收窄。CR5、CR10、CR20、CR50 单月权益口径销售额增速分别为-17.2%、-8.8%、-11.9%、-23.2%，降幅较上月分别收窄了 2.8、11.0、11.8、7.4 个百分点。TOP20 房企中超过三分之一的房企单月销售额增速为正，分别为建发国际（198.2%）、华发股份（60.4%）、中国铁建（27.0%）、滨江集团（10.6%）、华润置地（9.4%）、绿城中国（5.5%）、金地集团（4.1%）。除越秀地产外（同比+8.5%），其余房企累计销售额同比均下滑，华发股份、建发国际、华润置地、中国铁建仅个位数负增长。

图表 32. 百强房企 11 月单月权益口径销售额 4303 亿元，同比下降 24.5%（前值 30.7%）



资料来源：克而瑞，中银证券

图表 33. 11 月 CR5、CR10、CR20、CR50 单月权益口径销售额增速分别为-17.2%、-8.8%、-11.9%、-23.2%



资料来源：克而瑞，中银证券

图表 34. 2022 年 11 月 CR5、CR10、CR20、CR50 销售额单月降幅均收窄

房企梯队	单月全口径销售（亿元）			单月全口径销售增速		
	2021 年 11 月	2022 年 10 月	2022 年 11 月	2021 年 11 月	2022 年 10 月	2022 年 11 月
CR5	2114	1771	1546	-29.8%	-20.9%	-26.9%
CR10	3201	2822	2648	-32.1%	-15.8%	-17.3%
CR20	4801	3894	3952	-34.1%	-22.4%	-17.7%
CR50	7375	5435	5401	-36.3%	-29.8%	-26.8%
CR100	8430	6243	6036	-38.8%	-30.6%	-28.4%
房企梯队	单月权益口径销售（亿元）			单月权益口径销售增速		
	2021 年 11 月	2022 年 10 月	2022 年 11 月	2021 年 11 月	2022 年 10 月	2022 年 11 月
CR5	1420	1305	1176	-36.2%	-19.4%	-17.2%
CR10	2138	1971	1950	-40.8%	-19.8%	-8.8%
CR20	3255	2710	2868	-39.7%	-23.7%	-11.9%
CR50	4988	3781	3832	-40.5%	-30.6%	-23.2%
CR100	5702	4343	4303	-42.7%	-30.7%	-24.5%

资料来源：克而瑞，中银证券

图表 35. TOP20 房企中近五成房企单月销售额增速为正

销售排名	公司	2022年1-11月 全年全口径金额 (亿元)	同比	11月单月 全口径金额 (亿元)	同比	10月单月 全口径金额 (亿元)	同比	11月单月 权益金额 (亿元)	同比	10月单月 权益金额 (亿元)	同比	11月单月 全口径面积 (万平)	同比	10月单月 全口径面积 (万平)	同比
1	碧桂园	4413	-39.5%	380	-28.2%	420	-28.6%	297	-29.4%	331	-30.2%	452	-26.8%	520	-31.4%
2	保利发展	4001	-19.7%	370	-2.6%	430	-15.7%	255	-22.2%	288	-22.2%	225	-7.7%	45	-87.0%
3	万科	3768	-34.4%	306	-45.3%	332	-10.4%	199	-45.3%	216	-10.4%	190	-44.9%	219	-6.4%
4	中海地产	2587	-21.7%	247	-10.8%	315	21.7%	231	-10.8%	294	21.7%	116	-9.6%	166	19.7%
5	华润置地	2517	-7.0%	222	9.4%	274	35.6%	179	18.6%	175	26.2%	117	-3.6%	99	-21.5%
6	招商蛇口	2496	-11.7%	229	-9.2%	251	53.2%	139	-7.9%	156	43.1%	78	-28.4%	51	-28.2%
7	金地集团	2014	-23.2%	180	4.1%	205	25.2%	112	4.1%	127	25.2%	99	-5.8%	103	35.9%
8	绿城中国	1856	-23.4%	233	5.5%	189	-6.0%	146	30.5%	122	26.5%	85	7.8%	73	14.1%
9	龙湖集团	1832	-26.8%	175	-22.3%	202	-22.3%	109	-30.5%	107	-41.2%	146	21.7%	121	-24.9%
10	融创中国	1611	-70.7%	82	-77.8%	97	-81.0%	44	-80.1%	52	-82.1%	60	-77.4%	72	-80.3%
11	建发国际	1449	-2.1%	243	198.2%	204	29.4%	152	137.1%	150	26.3%	89	202.7%	96	27.2%
12	中国金茂	1375	-35.6%	143	-19.2%	132	-34.3%	99	-19.1%	91	-34.4%	51	-42.3%	59	-39.4%
13	滨江集团	1335	-13.6%	153	10.6%	132	9.3%	71	-13.2%	78	34.1%	32	12.9%	31	29.2%
14	绿地控股	1179	-55.8%	103	-33.5%	73	-65.2%	93	-33.5%	66	-65.2%	95	-32.6%	69	-35.0%
15	旭辉控股	1176	-47.9%	42	-74.5%	91	-44.1%	25	-74.5%	53	-44.1%	19	-79.8%	72	-28.3%
16	新城控股	1100	-48.4%	68	-63.8%	87	-63.7%	47	-66.5%	60	-67.9%	66	-66.5%	99	-64.5%
17	中国铁建	1058	-9.4%	235	27.0%	134	78.0%	195	52.6%	90	47.2%	192	64.1%	47	25.7%
18	越秀地产	1031	8.5%	119	-14.1%	112	20.1%	119	-13.0%	111	21.4%	40	-25.7%	29	-12.8%
19	华发股份	1024	-0.2%	183	60.4%	111	18.6%	93	11.1%	58	-5.4%	41	-11.2%	35	10.8%
20	远洋集团	895	-25.7%	108	-28.0%	96	-41.1%	70	-28.0%	62	-41.1%	65	-21.6%	58	-35.8%

资料来源：克而瑞，中银证券

3.2 2022 年 1-11 月行业集中度低于过去两年水平，百强房企市占率降至不到四成

相较于 2020、2021 年同期，2022 年 1-11 月的行业集中度明显下滑。百强房企权益销售金额口径的市占率由过去两年同期的近六成下降至不到四成。我们认为主要是因为从 2020 年下半年开始“三道红线”、房贷集中管理相继推出且主要针对大中型房企，叠加销售景气度明显下行、行业利润率走低，通过高杠杆、高周转实现快增长的旧模式在当前市场环境下已经难以为继，规模增长已经不是房企最主要的诉求，大中型房企更加追求现金流安全和稳健经营，短期内拿地和新开工意愿都有所下滑，导致 CR100 的销售集中度有所下滑。此外，风险房企的销售降幅相对较大，其短期内销售急促下滑影响了整体百强房企销售。我们认为，行业竞争格局将优化。过去从销售规模来看，民企的占比较高；但我们预计未来的行业格局会变为，民企从过去 70% 的市占率下降至 10~20%，部分民企会退出房地产开发行业，剩下的民企改做代建，或寻求与央国企合作。

图表 36.2022 年 1-11 月行业集中度明显下滑

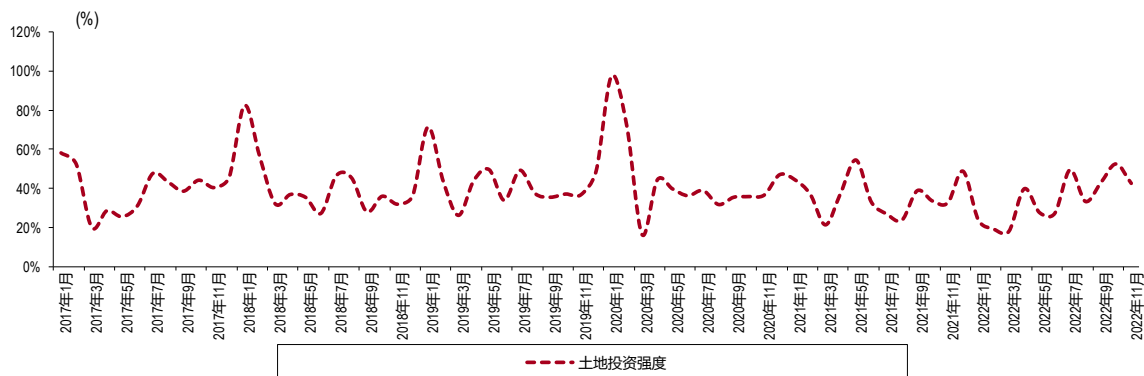
	权益口径销售金额集中度		
	2020 年 1-11 月	2021 年 1-11 月	2022 年 1-11 月
CR5	15.4%	12.4%	10.7%
CR10	22.6%	19.1%	15.8%
CR20	31.4%	27.8%	22.7%
CR50	45.8%	41.9%	31.7%
CR100	55.0%	50.1%	38.6%

资料来源：克而瑞，中银证券

3.3 拿地：头部房企、央企拿地仍相对积极

由于 11 月非集中土拍集中进行期，单月整体行业土地投资强度下降。我们以百城土地成交总金额/全国商品房销售金额来作为行业土地投资强度数据作为衡量，我们发现 11 月单月土地投资强度下降至 42.7%，较 10 月下降了 10.0 个百分点，较去年同期提升了 10.0 个百分点。

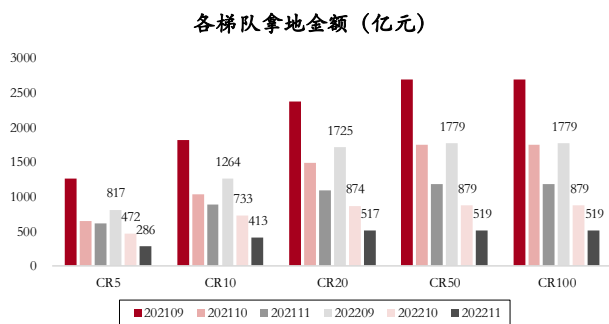
图表 37. 11 月单月土地投资强度提升至 42.7%



资料来源：万得，国家统计局，中银证券

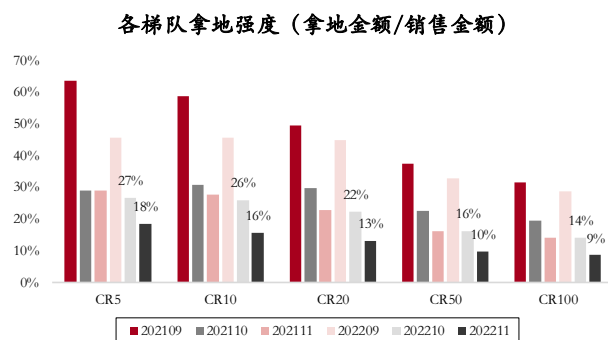
受供地节奏影响，11 月百强房企拿地量与拿地强度均同环比均下滑。百强房企 11 月单月全口径拿地金额 519 亿元，同比下降 56.3%（前值-49.9%），与整体供地节奏有关。1-11 月百强房企累计全口径拿地金额 1.50 万亿元，同比下降 57.2%（前值：-57.4%），同比降幅仍维持在较高水平。11 月百强房企拿地强度（拿地金额/销售金额）从 10 月的 14% 下降至 9%，但与去年 11 月相比下降了 5 个百分点；1-11 月百强房企拿地强度为 23%（前值：24%）。11 月 CR5、CR10、CR20 拿地强度分别为 18%、16%、13%，明显高于排名 20 名以后的房企。具体来看，拿地较多的为龙头央企和优质民企：11 月拿地排名靠前的是万科、滨江、保利，单月拿地金额均超过 50 亿元；从累计来看保利、华润、中海、滨江、招蛇排名前五，1-11 月累计拿地金额分别为 1199、990、872、785、738 亿元，拿地强度分别为 30.0%、39.3%、33.7%、58.8%、29.6%。

图表 38. 百强房企 11 月单月全口径拿地金额 519 亿元，同比下降 56.3%（前值-49.9%）



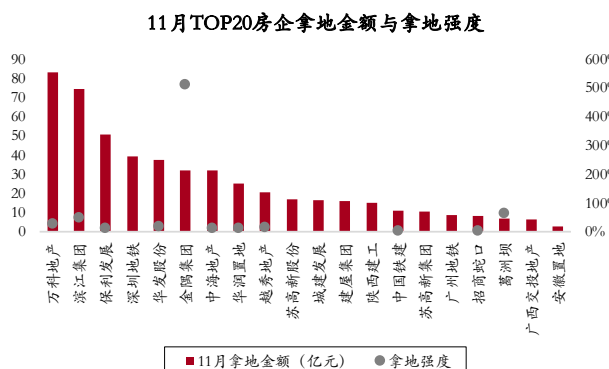
资料来源：克而瑞，中银证券

图表 39. 11 月 CR5、CR10、CR20 拿地强度分别为 18%、16%、13%，明显高于排名 20 名以后的房企



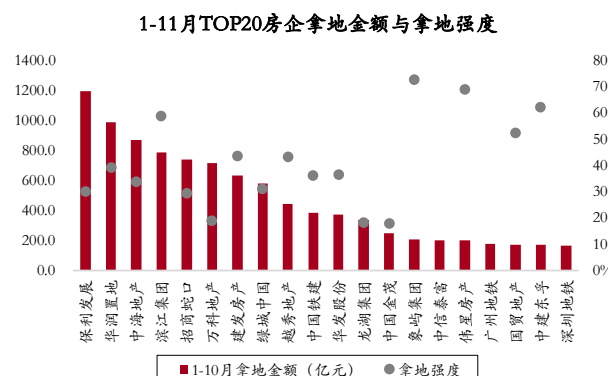
资料来源：克而瑞，中银证券

图表 40. 11 月拿地排名靠前的是万科、滨江、保利，单月拿地金额均超过 50 亿元



资料来源：克而瑞，中银证券

图表 41. 从累计来看保利、华润、中海、滨江、招蛇排名前五，均超过 730 亿元

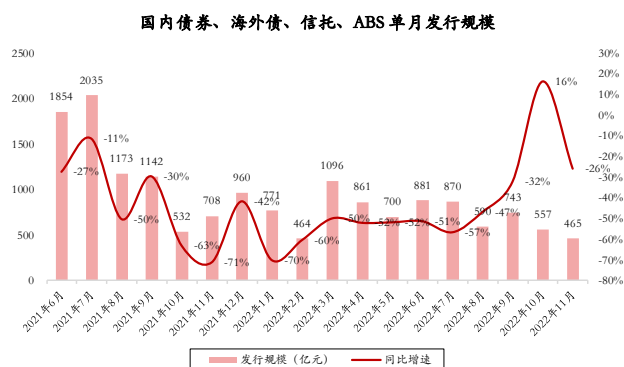


资料来源：克而瑞，中银证券

3.4 房企融资与债务到期：11 月发行量同环比均下降，明年 1-4 月或仍将面临偿债小高峰

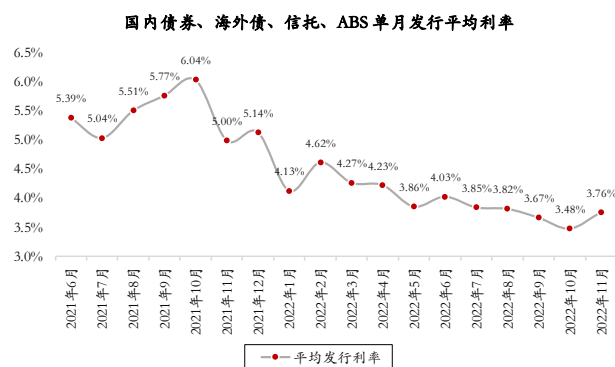
11 月国内外债券、信托、ABS 发行规模同环比均下降。2022 年 11 月房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS 发行规模合计 465 亿元，同比下降 26%，环比下降 18%，平均发行利率 3.76%，同比下降 0.98 个百分点，环比提升 0.19 个百分点。其中国内债券、信托、ABS 发行规模分别为 226、41、197 亿元，同比增速分别为 -38%、-71%、80%，平均发行利率分别为 3.33%、7.95%、3.37%。本月无海外债发行。主流房企中华润、保利、龙湖、招蛇发行国内债券规模最大，分别为 80、25、20、13.6 亿元，平均发行利率分别为 2.8%、2.4%、3.0%、2.8%。

图表 42. 2022 年 11 月房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS 发行规模合计 465 亿元，同比下降 26%



资料来源：中指院，中银证券

图表 43. 2022 年 11 月房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS 平均发行利率 3.76%，同比下降 0.98pct



资料来源：中指院，中银证券

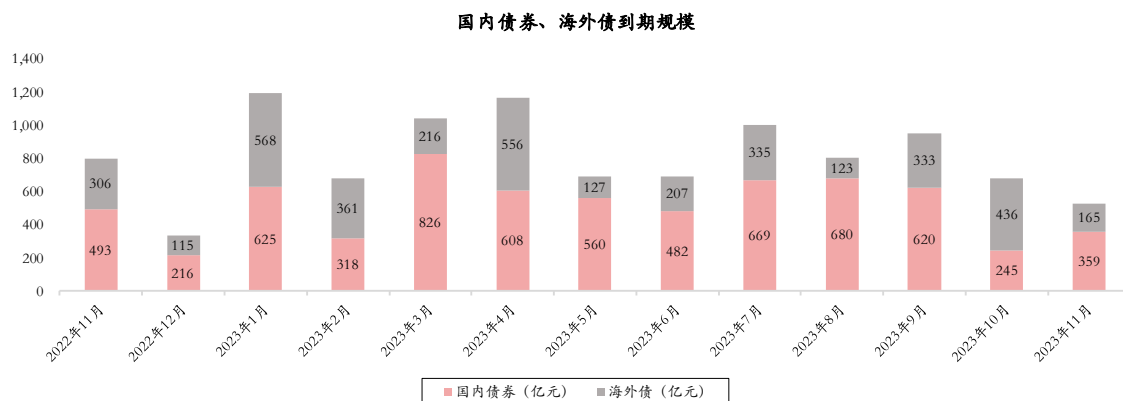
图表 44. 主流房企中 2022 年 11 月华润、保利、龙湖发行国内债券规模最大，分别为 80、25、20 亿元，平均发行利率分别为 2.8%、2.4%、3.0%

典型企业融资		
企业名称	国内债券(亿元)	平均利率(%)
华润置地	80.0	2.8
保利发展	25.0	2.4
龙湖集团	20.0	3.0
招商蛇口	13.6	2.8
首创置业	12.6	5.0
苏州新区高新	10.0	2.7
电建地产	9.0	3.8
滨江集团	8.0	5.8
光明房地产	8.0	5.5
苏高新	6.0	2.5
信达地产	6.0	5.0
苏州新建元	3.3	3.0
安徽高速	3.3	4.2
南京高科	2.5	2.1

资料来源：中指院，中银证券

房企当前仍然面临较大的资金压力，明年 1-4 月或仍将面临偿债小高峰。11 月国内债券当月发行/当月到期为 46%，较 10 月下降 33.6 个百分点。2022 年 12 月国内债券+海外债到期规模为 331 亿元，2023 年上半年到期规模为 5454 亿元，其中 1、3、4 月为偿债小高峰，到期规模分别为 1194、1042、1164 亿元。具体来看，12 月以下主流房企面临债务到期压力：富力（40 亿元）、绿地（36 亿元）、首开（25 亿元）、德信（25 亿元）。

图表 45. 2022 年 12 月国内债券+海外债到期规模为 331 亿元，2023 年上半年到期规模为 5454 亿元



资料来源：中指院，中银证券

图表 46. 12 月以下主流房企面临债务到期压力：富力、绿地、首开

企业名称	总债券余额 (亿元)	海外债 (亿元)		国内债券 (亿元)	
		2022 年 12 月到期	2023 年到期	2022 年 12 月到期	2023 年到期
恒大	161		48		43
碧桂园	162		72		195
中海	948		196		74
华润	927			7	14
万科	823		116		56
富力	762		15	4	80
首开	713			25	186
融创	650		142		19
龙湖	633		21		97
远洋	618			13	126
金茂	62				55
保利	587			1	122
佳兆业	586		188		10
世茂	545		21		124
招商蛇口	492				13
旭辉	484		34		47
金地	45				26
龙光	442		7		14
禹洲	438		127		34
绿城	432				99
合景泰富	45		50	8	75
金融街	380				15
华发股份	38		14		168
首创	357				95
建发	345			4	47
阳光城	332		89		47
雅居乐	331				37
中国铁建	313				88
时代中国	39		57		83
正荣	38		14		47
信达地产	298				128
新城	278		46		59

资料来源：中指院，中银证券

4 政策：金融支持力度显著提升，热点城市需求端政策持续出台

2022 年 11 月以来，金融机构对房企支持力度显著提升，已经初步形成了信贷、债券、股权融资、预售资金等多维度的房企融资端支持政策体系，多方位解决短期内房企面临的流动性问题。1) **银行贷款**：28 家银行密集给予多家房企大额授信，为其流动性提供支持，目前已给予 78 家房企的意向性授信额度超 3.74 万亿元。2) **债券融资**：11 月 8 日“第二支箭”支持民企债券融资 2500 亿元，并指出后续可视情况进一步扩容；目前龙湖、新城、美的、万科、金地、绿城、旭辉、金辉合计 1190 亿储架式中票均获受理；中债增出具对龙湖、美的、金辉、碧桂园、新城五家民企发债信用增进函，合计拟发行 77 亿元中期票据；央地增进民企债券发行也在稳步推进，新希望、美的、碧桂园 3 家民营房企合计发行公司债融资 34.3 亿元。3) **非标信托**：11 月 11 日“金融 16 条”提出“支持信托贷款等存量融资合理展期”。4) **预售资金**：11 月 14 日，银保监会、住建部、央行发布允许商业银行与优质房地产企业开展保函置换预售监管资金业务的规定。将银行信用注入到房地产项目当中，帮助优质房企缓解流动性压力，提升预售资金使用效率；此前预售资金监管政策、保函置换预售监管资金多为地方性政策，本次为全国范围内的规定，范围更广、影响更大，更有利于市场预期的改善。5) **股权融资**：11 月 21 日证监会主席易会满在金融街论坛上表示“支持有一定比例涉房业务的企业开展股权融资”；11 月 28 日证监会发布房地产行业股权融资调整优化措施，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。截至 12 月 25 日，碧桂园、雅居乐、建发、旭辉公告进行配股融资，万科、世茂股份、福星股份、北新路桥、大名城、新潮中宝、天地源、陆家嘴、华夏幸福、金科股份、华发股份、东百集团、嘉凯城、绿地控股、迪马股份等发布筹划非公开发行股票融资公告。

从近期融资宽松政策的受益企业来看：“第一支箭”银行贷款的宽松对于央国企、经营稳健的民企利好更多，因为银行仍然是会对于主体信用要求比较苛刻。建议关注：招商蛇口、保利发展、华发股份、滨江集团、越秀地产、建发国际集团。“第二支箭”国内债券融资放松对优质民企、混合所有制房企利好显著，有些受前期市场情绪影响的债券跌幅较大的标的有机会获得更多的资金支持。建议关注：金地集团、龙湖集团、绿地控股、新城控股。“第三支箭”股权融资支持对 A 股的利好大于港股，四类房企受益显著：第一，当前仍有增发预案处于进程中的房企，例如新城控股。第二，自身稳健经营、同时具备收并购动力的央国企，例如招商蛇口、保利发展。第三，低 PB、高净负债率、历史曾有大额增发的国企，例如首开股份、上实发展、城建发展、光明地产。第四，有再融资意愿和动力的房企，例如万科 A、绿地控股、金地集团、金科股份。

图表 47. 近期对房企金融支持力度显著提升，形成了信贷、债券、信托、预售资金、股权融资等多维度的房企融资端支持政策体系



资料来源：银保监会，住建部，央行，证监会，交易商协会，中银证券

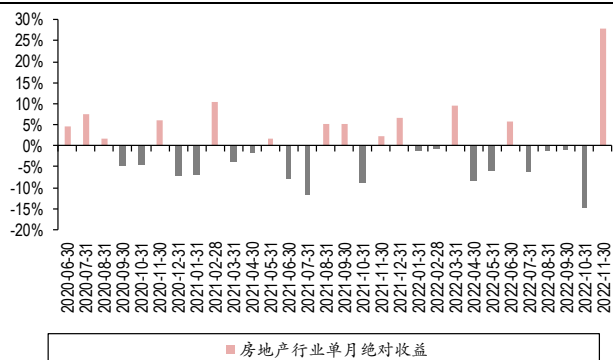
地方层面，热点城市需求端政策持续出台。随着“金融 16 条”政策的出台，国常会再提房地产释放托底信号，各地需求端政策有望进一步调整，市场预计进入新一轮的政策出台期。1) 热点二线城市限购措施继续放松。11 月北京、杭州、西安、武汉、厦门等城市放松限购政策，主要涵盖放松限购区域范围，对本地户籍和非本地户籍放宽购房条件，对多孩家庭、相关人才以及投靠家庭提供购房支持等政策，例如武汉二环外解除限购、厦门岛外限购调整。佛山、东莞全城全域取消限购。2) 限贷政策持续优化。杭州、钦州和孝感等城市限贷政策逐步宽松，主要涵盖降低首套二套房贷款首付比例，降低个人住房贷款利率下限，第二套贷款认贷不认房等相关措施，南京二套房首付比例也出现了下调。3) 多城优化公积金政策。南宁、宜宾和成都等城市优化公积金政策，主要涵盖降低公积金贷款首付比例，提高公积金贷款最高额度，支持商转公贷款，公积金异地贷款等相关举措。4) 部分城市继续发放购房补贴，包括南京、南昌和衢州等多地。

当前，政策环境处于整体宽松阶段，供需两端政策均有优化空间，但在多地疫情政策放开后疫情集中爆发，政策起效和市场改善均需要时间。我们认为，需求端政策释放有望进一步加强，核心一二线城市有望继续降低购房成本和购房门槛。供给端“金融 16 条”的配套政策或将逐步落地，近期的强金融支持有望延续，“保交楼”资金及相关政策预计将持续落位，从而带动购房置业预期好转。

5 11 月地产板块大幅跑赢大盘；当前板块估值 13.4X

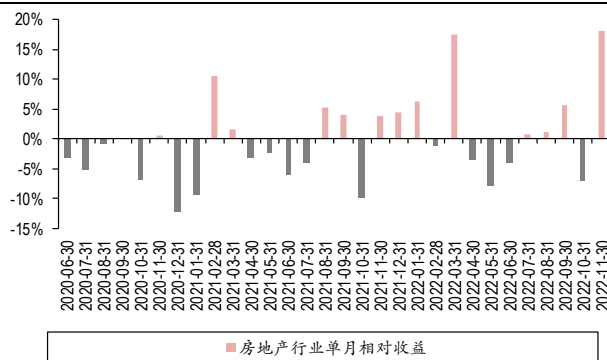
11 月地产板块绝对收益 27.8%，大幅跑赢沪深 300 收益率 18.0 个百分点；截至 11 月末，地产板块 PE 为 14.34X，较 10 月末提升 3.73X，截至 12 月 26 日小幅回落至 13.42X，估值仍处于 2018 年 4 月以来的最高位。本月地产板块明显跑赢沪深 300，主要受益于 11 月房地产行业金融支持政策的密集出台，房地产行业已经初步形成了信贷、债券、股权融资、预售资金等多维度的房企融资端支持政策体系，各类融资渠道的同步放松也是首次发生的。

图表 48. 房地产行业 11 月绝对收益为 27.8%



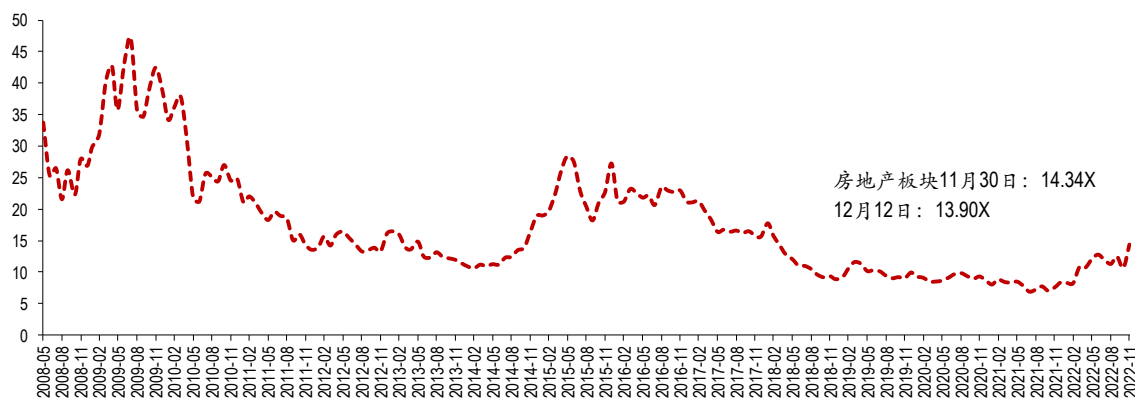
资料来源：万得，中银证券

图表 49. 房地产行业 11 月相对收益为 18.0%



资料来源：万得，中银证券

图表 50. 截至 11 月 30 日，房地产板块 PE 为 14.34X



资料来源：万得，中银证券

6 投资建议

近期虽然市场政策端和房企融资端释放利好，但受制于居民购房意愿与需求仍然较弱，叠加防疫政策放开后疫情集中爆发，新房到访量大幅下滑，年末销售预计将持续低迷态势。我们认为后续房地产行业信用风险或将不断化解，部分头部民企受到整体信心提振、实际的资金支持，带来信用修复。具体标的，我们建议关注两条主线：1) 主流的央国企和区域深耕型房企，稳健经营的同时仍能保持一定拿地强度，行业见底复苏后带来 β 行情：招商蛇口、保利发展、建发国际集团、越秀地产、华发股份、滨江集团；2) 边际受益于政策利好的优质民企、及混合所有制房企：新城控股、金地集团、万科A、绿地控股、龙湖集团。

图表 51. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产 (元/股)
					2021A	2022E	2021A	2022E	
001979.SZ	招商蛇口	未有评级	13.06	1,010.73	1.16	1.20	11.26	10.88	10.67
600048.SH	保利发展	买入	15.66	1,874.57	2.29	2.31	6.84	6.78	14.78
1908.HK	建发国际集团	买入	20.66	338.33	2.54	3.03	8.13	6.82	8.79
002244.SZ	滨江集团	买入	9.47	294.65	0.97	1.15	9.76	8.23	6.61
600325.SH	华发股份	未有评级	9.56	202.40	1.34	1.15	7.13	8.31	8.00
0960.HK	龙湖集团	未有评级	19.84	1,246.51	4.05	4.19	4.90	4.73	20.57
600383.SH	金地集团	买入	10.57	477.19	2.08	2.19	5.08	4.83	13.94
601155.SH	新城控股	未有评级	20.93	472.10	5.59	4.31	3.74	4.85	26.24
600606.SH	绿地控股	未有评级	3.08	432.87	0.48	0.52	6.42	5.88	7.04
000002.SZ	万科A	未有评级	18.78	2,184.25	1.94	2.09	9.68	9.00	20.30

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 12 月 26 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

7 风险提示

房地产调控升级；销售超预期下行；融资收紧。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371