

2023 年房地产行业投资策略——曙光金海 近，晴雪玉峰高

增持（维持）

投资要点

- 本轮行业下行周期演变及复苏路径推演：**本轮行业下行周期始于供给侧去杠杆，当前房地产泡沫化金融化势头已得到遏制。供给侧信用修复和供给主体资产负债表修复是行业复苏的先决条件。针对房地产困境已从供需两端发力，从地方到中央陆续出台多轮宽松政策，且力度与频次逐渐加强，供给侧在信贷融资、债务融资和股权融资三方面的通道均已打通，后续融资渐次落地将开始改善优质房企现金流情况。明年行业复苏将遵从“供给主体现金流恢复—需求侧刺激政策推进—各方市场主体预期扭转—销售回暖”的路径演绎，目前仍然处于第一阶段。
- 中长期房地产市场需求稳定，至 2030 年商品住宅仍能维持 12 亿平的销售规模中枢。**根据我们《未来中国房地产市场规模还有多少空间？》报告的测算，预计 2022 年我国每年新增城镇居住需求约 12.6 亿平方米，2030 年需求为 12 亿平方米。改善性需求将在 2026 年超越城镇常住人口增长带来的需求成为最大需求。
- 供给侧调整推动行业格局优化。**1) 销售：优质民企及龙头央国企销售企稳，预计明年二季度后全国销售回暖。未来市场或将不再“唯规模论”，继续扩张规模的将主要是龙头央国企及个别优质民企，注重区域深耕和产品品质的房企将行稳致远，大部分民企缩表存活后将成为区域型房企。2) 土拍：央国企及城投扩表，预计明年土地市场略滞后于销售回暖。2023 年土地市场真正迎回暖的关键在于民企拿地能力何时会恢复，民营房企作为过去土地市场拿地主力，根据过往历史周期经验，房地产投资能力恢复一般来说滞后于销售恢复 3-6 个月。3) 融资：央国企背靠信用优势具备更好的融资能力，相对融资优势将持续扩大，而民企信心复苏滞后于行业整体，资产负债表修复将需要更多的时间。
- 对投资适当乐观，对销售谨慎乐观，对新开工不悲观。**中性情景假设下，我们预计 2023 年全国房地产销售面积、新开工面积、投资金额、竣工面积分别同比为 -3.9%、-13.1%、-3.5%、-3.9%。
- 投资建议：**中国房地产行业已经进入到了全新的发展阶段，由高速发展向高质量发展转变、由“强者恒强”向“稳者恒强”转变、由解决基本居住需求向满足人民群众对美好居住品质的向往转变。近两年，房地产行业经历了大幅的波动，行业格局变化不断，无论在销售、拿地还是融资方面规模房企间的分化愈发明显，尤以央国企和民企的分化为甚。我们认为，这种分化的趋势很难在短期内发生改变，行业的新时代已来临，能够穿越这轮行业收缩期的房企都将迎来竞争环境明显优化的行业新格局。在此时点，我们建议关注：1) 开发业务：有扩张意愿和能力的进取型央国企以及绝处逢生的优质民企，如保利发展、招商蛇口、华润置地、金地集团、新城控股、绿城中国等。2) 代建业务：行业规模扩张，逆周期属性，现有龙头明显受益，如绿城管理控股。
- 风险提示：**行业下行压力超预期；模型测算偏差；疫情发展超预期；调控政策放松不及预期。

2022 年 12 月 29 日

证券分析师 房诚琦

执业证书：S0600522100002

fangcq@dwzq.com.cn

研究助理 白学松

执业证书：S0600121050013

baixs@dwzq.com.cn

行业走势



相关研究

《销售数据持续下跌，各地放松态势延续》

2022-12-26

《新房环比小幅下跌，中央经济工作会议重提“住房消费”》

2022-12-19

内容目录

1. 本轮行业下行周期演变及复苏路径推演	5
1.1. 始于供给侧去杠杆的地产下行周期	5
1.2. 供给侧信用修复方能推动销售复苏	12
1.3. 政策对症下药，效果仍需检验	13
2. 核心预期差：中长期房地产市场需求稳定，行业仍能维持 12 亿平的销售规模中枢	16
3. 供给侧调整推动行业格局优化	19
3.1. 销售：优质民企及龙头央国企销售企稳，预计明年二季度后全国销售回暖	19
3.2. 土拍：央国企及城投扩表，预计明年土地市场略滞后于销售回暖	24
3.3. 融资：央国企延续优势，优质民企逐步修复资产负债表	27
3.4. 行业中期格局展望：三大趋势孕育新机遇	32
4. 对投资适当乐观，对销售谨慎乐观，对新开工不悲观	35
4.1. 三种情景下的核心假设	35
4.2. 2023 年房地产核心指标预测	36
5. 结论及推荐标的	37
5.1. 开发：进取型央国企优势扩大，优质民企绝处逢生	38
5.2. 代建：行业规模扩张，逆周期属性，现有龙头明显受益	38
6. 风险提示	39

图表目录

图 1: 三道红线出台前民营房企净负债率处于高位.....	6
图 2: 2009-2019 民营房企扣预资产负债率上升明显.....	6
图 3: 2020 年后居民部门杠杆率企稳.....	6
图 4: 2020 年后房地产贷款余额逐步企稳.....	6
图 5: 房企的现金流入逐渐减少.....	7
图 6: 境内债券融资出现大幅收缩.....	7
图 7: 境外债券融资出现大幅收缩.....	7
图 8: 信托融资持续收缩.....	8
图 9: 信托规模和占比出现明显下滑.....	8
图 10: 2020 年后我国土地成交溢价率降至低位.....	10
图 11: 2022 年来全国土地市场成交低迷.....	10
图 12: 2022 年商品住宅累计销售面积下台阶.....	11
图 13: 2021 年后商品住宅单月销售面积同比持续下降.....	11
图 14: 我国新房价格指数 2022 年来缓慢下跌.....	11
图 15: 我国二手房价格指数 2022 年来缓慢下跌.....	11
图 16: 违约百强指数变化.....	12
图 17: 我国房地产停工面积增加.....	12
图 18: 房屋新开工、竣工及施工面积明显下滑.....	12
图 19: 收入预期指数震荡下滑.....	12
图 20: 危机解除路径推演.....	13
图 21: LPR 多次下调.....	14
图 22: 首套及二套房贷利率 2021 年后明显下降.....	14
图 23: 至 2030 年商品住宅能维持 12 亿平销售规模.....	17
图 24: 改善性需求是未来最大的需求.....	17
图 25: 中国城镇人均住房使用面积在国际较小.....	18
图 26: 近年中国家庭户规模小型化速度较快.....	18
图 27: 2021 年中国城镇住房成套率约 95%.....	19
图 28: 根据住建部棚户区开工数据计算 2015-2018 年拆迁率.....	19
图 29: 2022 年百强民企为“保现金流”抓紧加速去化.....	21
图 30: 2022 年央国企去化率基本维持在 100% 水平上.....	21
图 31: 2021 年华发股份去杠杆成效显著.....	22
图 32: 2022 年建发股份杠杆率水平低于红线要求.....	22
图 33: 2022 年 1-11 月珠海房企销售华发居首位	22
图 34: 2019-2021 建发深耕区域销售热度普遍高于全国	22
图 35: 2022 年二、三季度百强房企去化率同比上升.....	23
图 36: 2022 年民营房企缩量供应，加速销售去化.....	23
图 37: 2022 年央国企拿地规模明显较高.....	25
图 38: 2022 年房地产行业融资难度骤增，仅在 4 月、6 月总量提振明显.....	29
图 39: 2022 年融资能力分化，央国企融资总量远超民企.....	30
图 40: 2022 年 1-11 月央国企发债融资额占比 90%	30
图 41: 2022 年央企境内债券、银行借款融资利率.....	30
图 42: 2022 年民企境内债券、银行借款融资利率.....	30

图 43: TOP20 房企销售中, 央国企金额、增速领先	33
图 44: TOP20 房企境内债发行中, 央国企优势明显	33
图 45: “轻资产”的业务模式正在成长为部分房企穿越周期的力量	34
图 46: 代建业务收入保持 23%以上高速增长	39
图 47: 代建业务净利率水平在 25%左右	39
表 1: 2022 年前三季度各省城投托底拿地明显	9
表 2: 地方政府房地产放松政策分类梳理 (部分)	14
表 3: 中央房地产放松政策梳理 (部分)	16
表 4: 中国城镇常住人口年均居住需求拆分预测	17
表 5: 2000-2030 年中国城镇 2000 年底前建成住宅占比	19
表 6: 2022 年 1-11 月房企累计全口径销售金额排名, 央国企龙头、优质民企销售较稳健	21
表 7: 2022 年 1-11 月房企累计全口径销售金额排名, 央国企龙头、优质民企销售较稳健	24
表 8: 2022 年央企、地方国企拿地销售比居前, 拿地积极性更高	26
表 9: 2022 年前三批次集中供地各城市拿地普遍以央企、地方国企为主力	27
表 10: 2022 年前三批次集中供地各城市拿地普遍以央企、地方国企为主力	29
表 11: 2022 年 1-11 月主要发债房企 TOP30 有 21 家央国企	32
表 12: 2023 年房地产核心指标预测	36

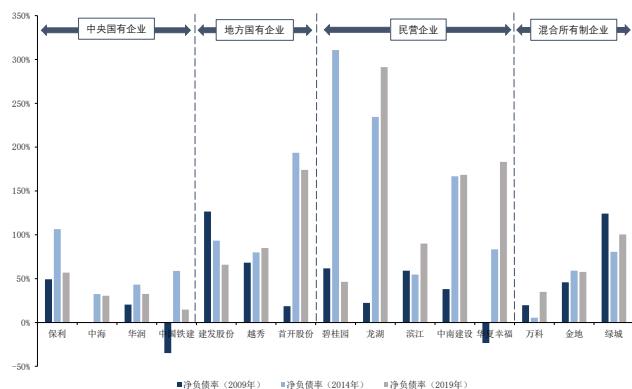
1. 本轮行业下行周期演变及复苏路径推演

1.1. 始于供给侧去杠杆的地产下行周期

本轮地产下行周期源于国家为防止房地产行业过度金融化实行的去杠杆政策，造成民营房企资金链的断裂。政策层面，近年三道红线、贷款集中度管理、预售资金监管收严等政策密集出台，各部门集中出台收紧措施，叠加疫情反复，信用风险事件频发。2014年以来，随着房地产上行周期的持续，多种标准化与非标债务融资纷纷进场，我国居民杠杆水平与房地产企业负债快速攀升；2016年，“房住不炒”首次提出；2017年12月，监管部门发布《关于规范银信类业务的通知》时强调，商业银行和信托公司开展银信类业务时不得将信托资金违规投向房地产，这一规定提升了房企通过信托进行融资的难度；2018年，央行在年度工作会议提出需要加强房地产金融的宏观审慎管理，并在2020年提出要加快建立房地产金融长效管理机制；2020年8月23日，住建部协同中国人民银行召开房地产企业座谈会，在前期广泛征求意见的基础上，形成了房地产企业融资管理规则，即“三条红线”政策；2020年9月27日，监管机构要求大型商业银行压低、控制个人按揭贷款等房地产贷款规模，新增居民住房贷款占比不得高于30%，这一规定对房企加速销售回款也形成了压制，2021年8月，自然资源部在《2021年住宅用地供应分类调控相关工作要点》中要求，在22个重点城市中实行住宅用地“两集中”同步公开出让。即集中发布出让公告，集中组织出让活动，企业拿地能力受到限制，叠加融资端收紧，拿地意愿进一步减弱。叠加各地相继加强对于预售金的监管，一系列严厉的融资紧缩政策触发了行业的此轮下行，且由于多地疫情封控对收入与房价上涨预期的负面影响，下行趋势进一步加速。

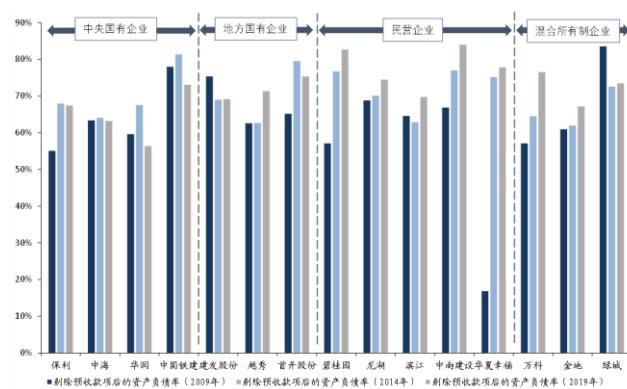
从成效来看，房地产泡沫化金融化势头得到遏制，经2年多的调整，居民杠杆率与房地产贷款占比开始企稳。截至2022Q3末，居民杠杆率稳至62.4%，与2021年同期的62.1%保持相对稳定，快速上涨的势头得到遏制。截至2022Q3末，房地产贷款余额53.3万亿，比上年末增速低4.7pcts，房地产贷款占金融机构所有贷款的比重降至24.5%。2022年3月，银保监会主席郭树清表示：“2021年，中国重点领域风险持续得到控制，宏观杠杆率下降了大约8个百分点，金融体系内的资产扩张恢复到较低水平。地方政府隐性债务状况趋于改善，房地产泡沫化金融化势头得到根本扭转”。

图1：三道红线出台前民营房企净负债率处于高位



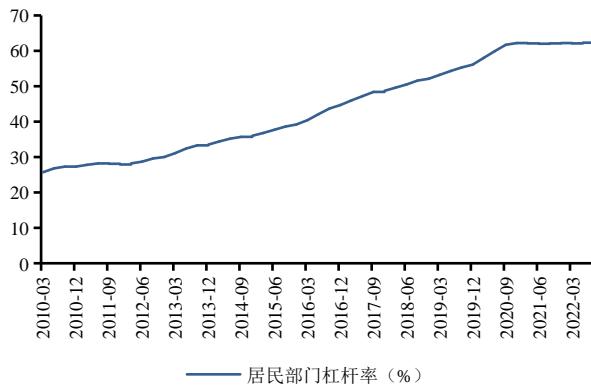
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图2：2009-2019 民营房企扣预资产负债率上升明显



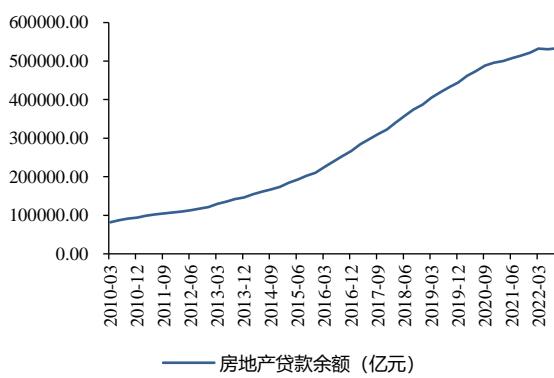
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图3：2020年后居民部门杠杆率企稳



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图4：2020年后房地产贷款余额逐步企稳



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

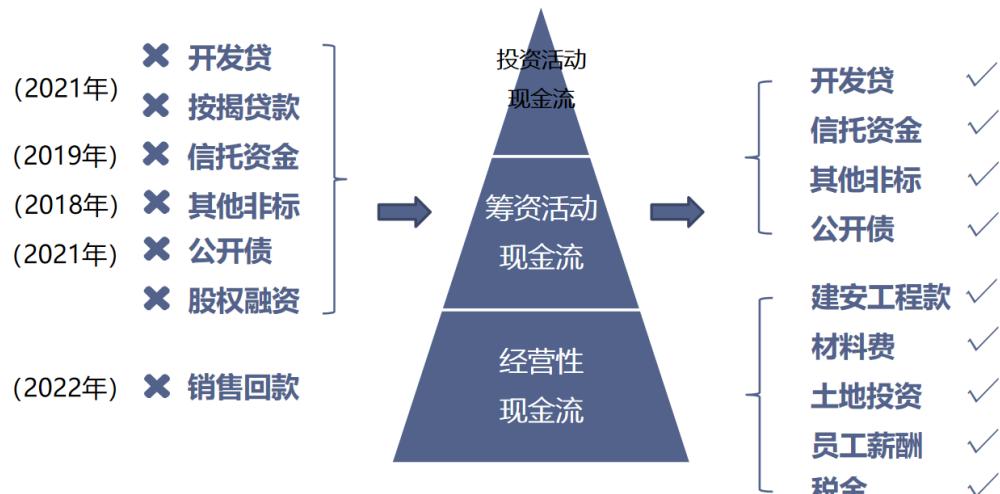
对监管层而言，房地产行业去杠杆已取得显著成效，但对于行业产生的负面影响仍在持续。

严苛融资限制下，房企借新还旧受阻，流动性风险导致信用违约潮愈演愈烈。行业信用下行周期蔓延的本质原因在于融资来源压降导致“借新还旧”受阻，叠加销售下滑与保交付政策下的监管压力，使得房企切实面临流动性风险，房企违约事件频发，根据Wind 房地产行业口径，截至 2022 年 11 月房地产行业违约债（包括私募债、公司债、一般中期票据等）总数达到 278 支（包括实质违约与展期），违约总金额为 2628.9 亿元，其中 2022 年 1-11 月房地产行业海内外违约债券 177 支，共计 1670.3 亿元。负面事件增多使得行业信用环境进一步下滑。

行业融资规模不断收缩，境内外债券与信托融资净额数月为负，2023 年偿还压力仍然较大。境内债券与境外债券连续多月净额为负，其中以境外债尤为明显，截至 2022 年 10 月末，房企海外债券净融资额为 -60.2 亿美元，存量环比下降 -3.2%，而同期境内债券净融资额为 -51.7 亿元，且房地产信托余额在 2019Q2 末达到 2.93 万亿的高点后迅速下

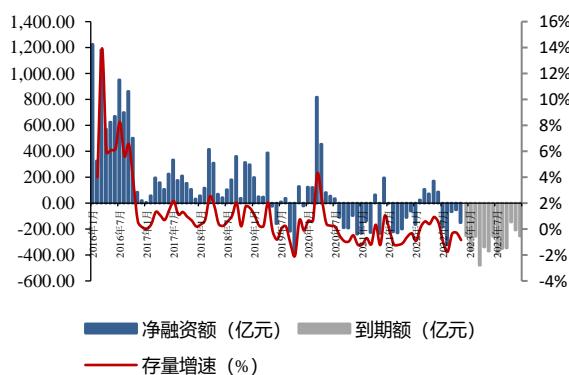
滑至 1.42 万亿，资金信托投向房地产占比跌至 9.5%。在融资规模陡降的行业背景下，房企未来偿债压力仍然较大。

图5：房企的现金流入逐渐减少



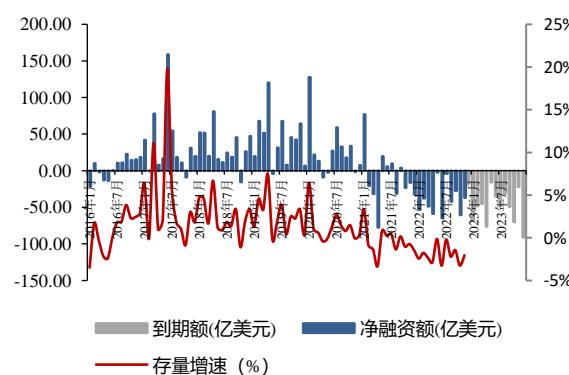
数据来源：东吴证券研究所绘制

图6：境内债券融资出现大幅收缩



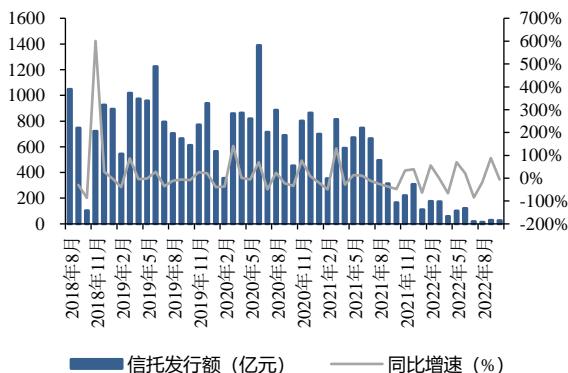
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：境外债券融资出现大幅收缩



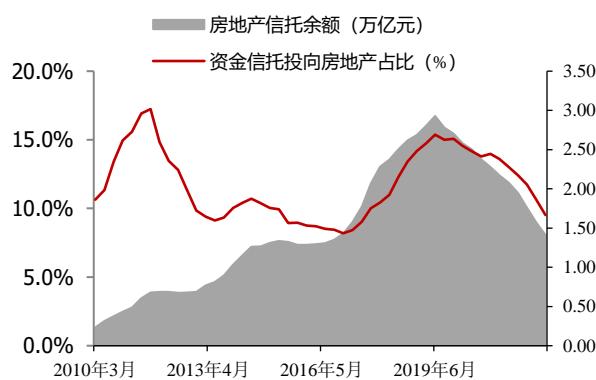
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：信托融资持续收缩



数据来源：Wind, 用益信托, 东吴证券研究所

图9：信托规模和占比出现明显下滑



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

“土地两集中”一定程度上起到了平抑土地市场热度，平稳行业波动的正向作用。

2021年2月，22个重点城市开始实行涉宅用地“两集中”政策，将以往零散出让的模式调整为集中放量。房企需要在短时间内根据各供地城市的统一安排，在相近时间段内参与不同城市的土拍，且面对高额的保证金要求，企业为了保证经营安全，需要做出相应取舍，将有限的资金投向投资回报更好的项目中去，这也对房企投资能力与资金实力提出更高要求。“两集中”政策有效的减少了“地王”现象的发生，随着各地信息披露的透明化，有利于房企与政府部门合理编排年度投资与供地计划，进一步帮助房企从“逢地必抢”的泥潭中实现有效脱身。

“两集中”供地模式在销售下行环境下进一步压缩民营房企生存空间，抬升土地投资压力，降低资金使用效率。在商品房销售预期出现下滑情况下，面对动辄30%以上的土地保证金与严苛的付款时限，除部分资金实力与信用资质较强的龙头房企，大多数房企为保证现金流充足与利润水平的保障，拿地意愿普遍下降，而由于为地方财政托底的需要，许多不具有专业开发与推货能力的国资平台频繁出手拿地，导致2022年目前整体入市率仅9%，左手倒右手的现象也使得国进民退的格局进一步深化，民营房企的生存空间进一步压缩。在资金使用效率方面，在集中供地新规下，供地时的保证金交付时点与房企销售项目的回款时点产生错配，大量资金进入空转状态，资金周转的效率下降使得房企进一步承压。

表1：2022年前三季度各省城投托底拿地明显

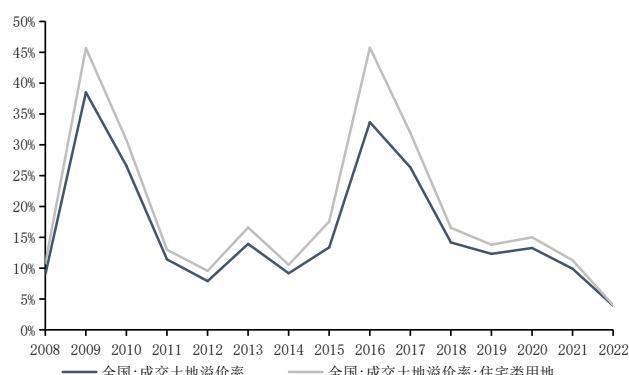
地区	城投成交金额 (亿元)	总成交金额 (亿 元)	城投成交金额占 比 (%)	城投成交规划建 面 (万方)	总成交规划建面 (万方)	城投成交建面占 比 (%)
天津	86.4	119.8	72.1%	121.6	185.2	65.7%
江苏	1899.2	3342.8	56.8%	3236.3	5263	61.5%
湖北	422.5	774.8	54.5%	1692	3313.4	51.1%
广西	83.9	190	44.2%	402	1469	27.4%
四川	528.3	1265.9	41.7%	1615.7	3894.6	41.5%
浙江	1755.2	4518.2	38.8%	2778.4	6087.8	45.6%
福建	496.6	1305.6	38.0%	880.8	2181.9	40.4%
湖南	272	780.9	34.8%	1368.6	3899.9	35.1%
上海	941.7	2712.7	34.7%	414.2	1038.4	39.9%
河南	263.7	764.1	34.5%	1462.2	4780.9	30.6%
山西	65.3	191.9	34.0%	281.4	1855.2	15.2%
广东	673.1	1989.5	33.8%	630	2029.7	31.0%
山东	520.5	1664	31.3%	1668	6762.3	24.7%
江西	223.5	718.9	31.1%	965.8	3391.3	28.5%
安徽	394.2	1351.2	29.2%	1478.1	4091.2	36.1%
辽宁	48.6	168.5	28.8%	145.2	958.3	15.2%
陕西	147.4	595.1	24.8%	464	2217.9	20.9%
北京	361.4	1480.1	24.4%	164.9	452.8	36.4%
重庆	73.3	300.5	24.4%	329.3	784.7	42.0%
新疆	27.7	141.9	19.5%	384.9	1987.9	19.4%
贵州	21.1	161.1	13.1%	248.5	2749.9	9.0%
河北	78.7	672	11.7%	258.7	3636.2	7.1%
云南	9.4	82	11.5%	103.6	906.7	11.4%
甘肃	6.9	66.3	10.4%	67.5	1088.1	6.2%
吉林	4.5	50.7	8.9%	30.4	608.4	5.0%
内蒙古	5.8	78.5	7.4%	54	705.7	7.7%
黑龙江	0.9	21.4	4.2%	9	433	2.1%
海南	0	90.5	0.0%	0	313.2	0.0%
青海	0	42.8	0.0%	0	290	0.0%
宁夏回族自治区	0	32.5	0.0%	0	214.6	0.0%

数据来源：中指数据库，Wind，东吴证券研究所

房企资金捉襟见肘，促回款需求压制拿地意愿，土地市场持续低迷加剧地价与房价

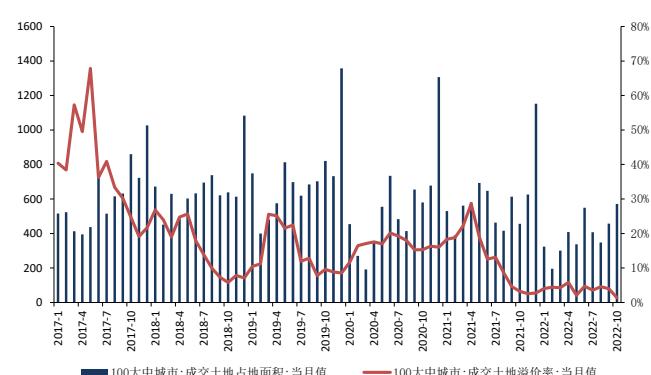
的负反馈循环。2017-2020 年间住宅用地出让溢价率分别高达 32.9%、16.5%、13.9%、15.2%，2021 年则降至 11.1%，而 2022 年第一轮土拍 22 城平均溢价率为 4.4%，第二轮集中土拍的整体溢价率为 3.53%，第三轮平均溢价率为 2.78%，与之并行的则是流拍率的逐渐上升，而在 2021 年三季度之后销售逐步下滑的大背景下，房企在外部融资受阻情况下更多依赖于自身造血能力，在经营端就是去库存，抓回款，在投资端则是谨慎拿地。如今，现金流已成为房企的生命线。房企谨慎拿地加大了流拍，使得土地市场形势更为低迷，也导致市场对于楼市未来预期更为悲观，形成地价和房价的负反馈循环。

图10：2020 年后我国土地成交溢价率降至低位



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：2022 年来全国土地市场成交低迷



数据来源：Wind，东吴证券研究所

房企迫于现金流压力打折销售导致资产价格震荡下探，高能级城市同样承压。10月份，一线城市新建商品住宅销售价格环比下降 0.1%，降幅与上月相同，70 城新房价格已连续 8 个月下跌，新建商品住宅和二手住宅销售价格环比下降城市分别有 58 个和 62 个，比 9 月分别增加 4 个和 1 个；二手住宅销售价格环比由上月持平转为下降 0.3%。二线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比分别下降 0.3% 和 0.5%，降幅环比扩大 0.1pct 和 0.2pct。三线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比分别下降 0.4% 和 0.5%，在销量下跌背景下，多地出台限购放松、购房补贴等需求侧宽松政策，但落地效果短期有限，由于房企现金流紧绷，加强了其营销端投入与去化要求，广泛推行打折降价等优惠措施，且促销覆盖面从二三线向一线重点区域扩散，高能级城市及区域同样面临去化压力。

图12：2022年商品住宅累计销售面积下台阶



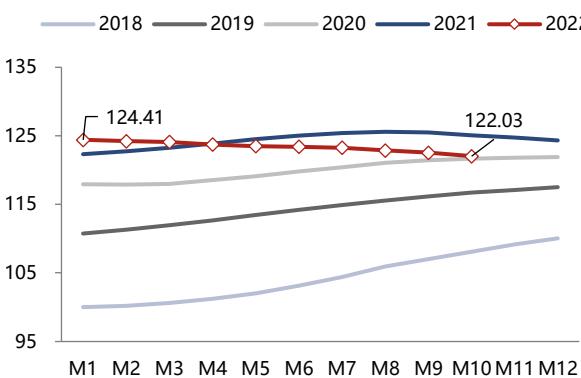
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图13：2021年后商品住宅单月销售面积同比持续下降



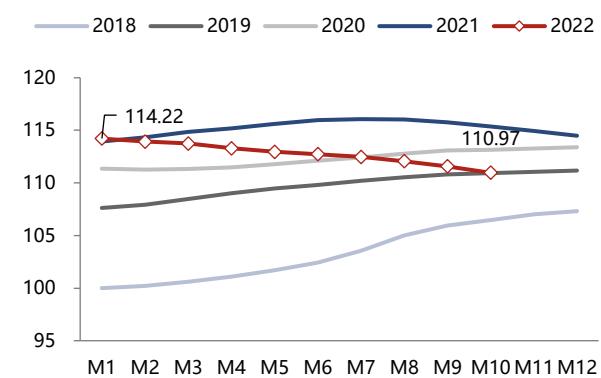
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图14：我国新房价格指数2022年来缓慢下跌



数据来源：Wind, 国家统计局, 东吴证券研究所

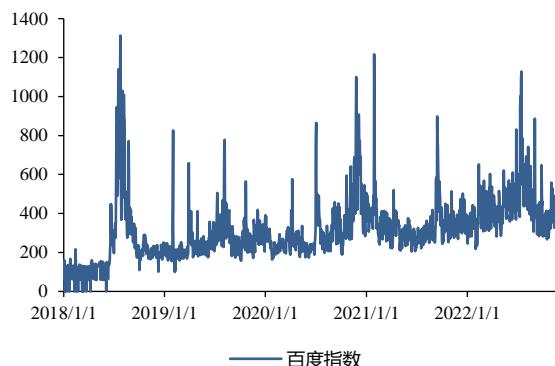
图15：我国二手房价格指数2022年来缓慢下跌



数据来源：Wind, 国家统计局, 东吴证券研究所

个别房企违约、停贷风波、收入预期下降等因素导致民众信心不足，需求侧边际恶化。2021年9月，恒大集团因无法获得足够的融资来源而引发流动性下行周期，资金链因此断裂，一时间债务下行周期开始集中出现，多个城市项目面临烂尾。恒大违约之后，多家房企接连出现债务违约。进入2022年，违约依旧没有停止，截止至11月30日，百强房企中有近三分之一出现债务违约，导致大量项目进度缓慢甚至停工，截止至2022年10月末，房屋新开工面积累计同比下滑37.8%，房屋竣工面积累计同比下滑18.7%。2022年7月，多地烂尾楼业主发布声明，要强制停止偿还贷款，直至相关项目完全复工为止，涉及的城市包括河南、山西、江西、湖南、湖北、广西、陕西等多个省份。同时疫情零星散发带来的封控也对民众收入预期造成负面影响，截至2022年10月，收入预期指数同比下滑23.3%；除此之外，民众所固有的房价上涨预期也在逐渐被改变，在统计局10月公布的70城商品房销售住宅变动情况中，仅有12城保持缓慢上涨势头，新建商品住宅和二手住宅销售价格环比下降城市分别有58个和62个，比9月分别增加4个和1个。总体来看，楼市负面事件频发与收入预期不足导致需求侧持续边际恶化。

图16：违约百度指数变化



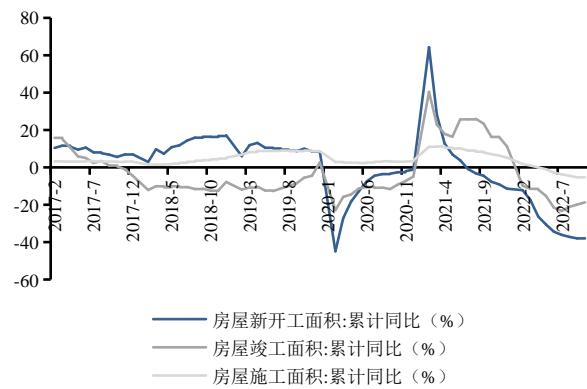
数据来源：Wind, 百度指数, 东吴证券研究所

图17：我国房地产停工面积增加



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图18：房屋新开工、竣工及施工面积明显下滑



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图19：收入预期指数震荡下滑



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

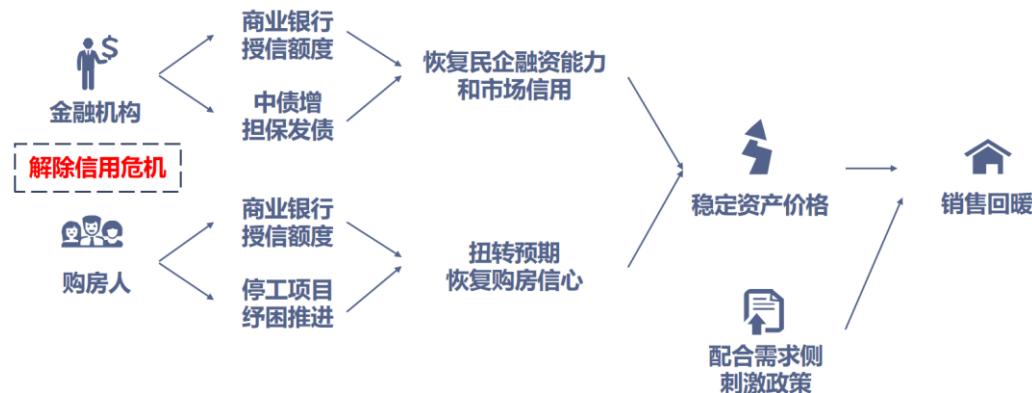
1.2. 供给侧信用修复方能推动销售复苏

这一轮地产下行周期的开端，是供给侧过快去杠杆造成民营房企资金链的断裂，金融机构和居民信心的扭转带来资产价格的下跌，最后传导到销售端，带来金融行业和房企现在的进一步恶化，因此，本轮下行周期要解除，需要从融资与销售的供需两端进行松绑，并在途中发挥其实体经济属性，避免其金融属性死灰复燃；实现既能通过短期措施促进房地产市场稳定，又能通过长期制度建设促进房地产市场健康发展。

从节奏与顺序来看，我们认为本轮地产下行周期的破局之道在于：供给端信用修复和供给主体资产负债表修复是行业复苏的先决条件，因此亟需从供给端恢复房企短期的融资能力，通过金融机构信贷支持与股债融资等措施为房企打开外部输血通道，以维持其现金流的基本平衡，阻止行业信用风险的进一步扩大化；第二步则是通过帮助现存房企现金流量表和资产负债表的修复，使其能够正常推进项目的开工建设，进而使现存项目交付预期正常化，带动居民端预期修复与市场情绪的回升；第三步则是在市场信心逐渐修复并实现扭转后通过需求侧政策的配合，在居民购房、交易的多个环节实行宽松政

策以刺激市场预期的恢复，稳定资产价格确保各地房价不再下跌，推动房企逐步减少或取消降价促销活动，使其逐步回归其正常利润水平。在行业短期得到改善的同时，需要对“三条红线”“两集中”等政策进行评估与必要的调整，在政策效果已经基本达成的前提下逐步放宽限制，让房地产回归实体经济和居住属性，实现软着陆，促进长期平稳健康发展。

图20：危机解除路径推演



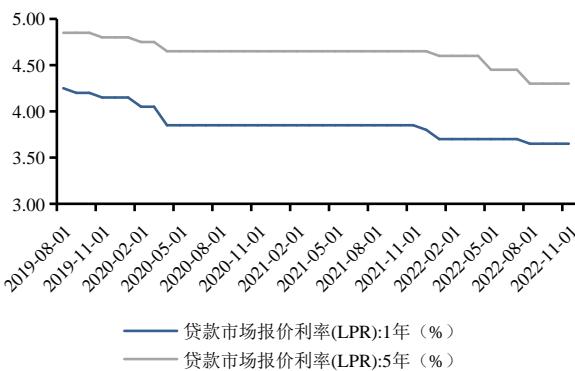
数据来源：东吴证券研究所绘制

1.3. 政策对症下药，效果仍需检验

今年以来，我国针对房地产困境从供需两端发力，从地方到中央陆续出台多轮宽松政策，且力度与频次逐渐加强，尤其是伴随着“三支箭”与金融十六条的落地，供给端对于房企信用与融资的托底可谓空前，但“房住不炒，因城施策”的总基调仍然存在，短期来看市场仍将惯性下滑，长期来看，救助效果有待检验，遇困房企能否恢复仍取决于销售侧是否修复。

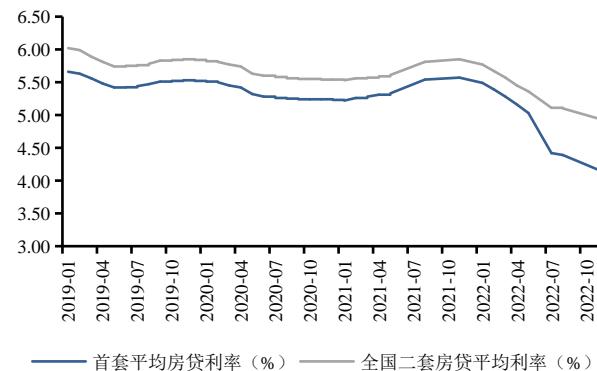
从需求端来看，各地政策放松频次与多样性不断增加，城市能级不断增强。除陆续放松限购、限贷、限售、限价外，各地更加注重政策的多样化与引导性，包括“带押过户”“多孩家庭放开限购”等措施与国家方向更为契合；从放松力度来看，年初开始，仅部分三四线城市推出放松政策，二季度以来，政策已蔓延至济南、杭州等核心二线城市，整体呈现出“因城施策，小步快跑”的特点；5年期LPR从年初4.65%连续多次下调，10月已降至4.3%，9月底政策再度密集加码（930政策），包括允许符合条件的城市差别化下调住房信贷利率下限、下调首套个人住房公积金贷款利率、购房退个人所得税，三大政策有利于减少居民利息支出，精准扶贫刚性和改善性需求，我们认为需求端的放松政策主要在于预期的企稳，政策的累计效应仍在持续，后续效果需进一步观察。

图21：LPR 多次下调



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图22：首套及二套房贷利率 2021 年后明显下降



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

表2：地方政府房地产放松政策分类梳理（部分）

政策类型	地区	日期	内容
放松限购、限售	福州	2022/3/30	外地户籍在福州主城区内购房已无需提供社保或纳税证明或落户，并且已经可以办理过户手续。
	厦门	2022/5/24	非户籍人口持有半年以上劳动合同即可在岛外区域购房。
	青岛	2022/6/3	青岛西海岸新区、高新区和城阳区分别发文，全面取消区域住房限购政策
	青岛	2022/3/4	新房网签满5年便可交易，二手房拿证2年即可交易
	宜昌	2022/4/14	明确新建商品房住房网签备案2年内上市交易不再受限制
	哈尔滨	2022/5/23	废止限售政策，即日起，购房人完成不动产权属登记，取得不动产权证即可上市交易
提高公积金贷款限额	丽水	2022/4/6	提高公积金贷款最高额度，双缴存职工最高限额由50万元调整为70万元，单缴存职工最高限额由25万元调整为35万元；职工首套房最低首付款比例降为20%。
	昆明	2022/4/16	加大住房公积金对首套房、改善性住房等合理购房需求的支持力度，适度调高住房公积金贷款额度，降低购买二套住房首付款比例。
	天津	2022/5/22	发布《关于调整住房公积金有关政策的通知》，住房公积金首套贷款最高限额上调至80万元。
首付比下调	南通	2022/2/25	首次购房、首次申请住房贷款的购房人首付比例从之前最低30%，降至最低20%。
	德州	2022/3/4	首套房首付比由之前的最低30%降至最低20%。
	昆明	2022/3/4	部分客户首套房的首付比例最低可以申请到20%。
下调房贷利率	苏州	2022/3/22	多家银行的首套房最低贷款利率由2月末的4.8%进一步下调至当前的4.6%，苏州成为全国首个房贷利率“无加点”的地区。
	杭州	2022/3/27	多家银行二手房房贷利率从月初时首套房利率5.6%和二套房利率5.7%分别降到5.3%和5.5%。
	合肥	2022/6/20	首套房利率从5.03%下调至4.25%，二套房利率从5.62%降至5.52%
购房补贴	淮北	2022/4/13	明确个人或家庭购买家庭首套房，给予600元/平方米奖励（最高不超过6万元）；购买家庭非首套一手商品房，给予400元/平方米奖励（最高不超过4万元）；个人、家庭或者企业购买新建非住宅商品房的，给予150元/平方米奖励（最高不超过3万元）
	固原	2022/7/15	在市区购买新建商品房和二手房（含住宅、非住宅），购房面积144平方米以下的首套房按购房合同价款的10%给予补贴，二套房屋按购房合同价款的5%给予补贴。
	徐州	2022/7/18	在市区（含铜山区、高新区、贾汪区、经开区、港务区）范围内，家庭购买新建普通商品住宅（单套建筑面积在144平方米以下，不含定销商品房），可获得合同价格1%补贴。
多孩家庭住房扶持	扬州	2022/5/9	在扬生育二孩及以上家庭在市区购房的，可不适用现行限购政策。
	遂宁	2022/5/23	符合政策生育二孩、三孩的家庭，在市主城区购买新建商品住房和办理了不动产登记证书的，按建筑面积给予每平方米50元的财政补贴，单户补贴最高不超过6000元
	厦门	2022/5/24	厦门户籍的二孩及以上家庭可在全市范围内购买第三套住房（面积180平方米以下），但二孩中有一人需为未成年人
一人购房全家帮	珠海	2022/6/1	珠海市缴存职工可提取账户余额的90%帮助其直系亲属（配偶、父母、子女）购房支付首付款，也可按还贷提取逐月提取公积金用于帮助其直系亲属（配偶、父母、子女）偿还购房贷款
	唐山	2022/7/15	凡是在唐山市区域内，单身职工贷款购房，其父母可作为共同还款人提供还贷帮助；已婚职工贷款购房，双方父母可作为共同还款人提供还贷帮助。
	资阳	2022/9/26	缴存职工在资阳市行政区域内购买自住住房，可申请提取父母或子女住房公积金用于支付购房款；缴存职工与父母或子女在资阳市行政区域内共同购买自住住房，申请住房公积金贷款的，不受缴存职工占该共同购买房屋产权份额的限制。
二手房带押过户	昆明	2022/8/3	举行了存量房“带抵押过户”合并登记工作启动仪式，成功办理云南首笔二手房“带抵押过户”合并登记业务。
	济南	2022/8/17	济南市自然资源和规划局协同市住房公积金中心和银行、公证等机构历时近半年积极探索，在全国首次创新推出二手房“带押过户”登记新模式。
	南京	2022/9/21	南京将全面推行二手房“带押过户”（即存在抵押的房产不用提前还贷就能完成过户）模式，并深入指导中国建设银行形成全流程闭环模式，进一步优化业务办理流程。

数据来源：各地方政府网站，东吴证券研究所

供给端来看，国家对房企的融资支持与信用保护持续加码，从“保项目”到“保（部分）主体”转变。针对停工项目与断贷风波，7月中共中央政治局会议首次指出“压实地方政府责任，保交楼，稳民生”。8月住建部等部门推出政策性银行专项借款，支持已售逾期楼盘交付。9月国开行向沈阳支付全国首笔保交楼专项借款。各地方政府作为责任压实主体，在积极推动保交楼方面出台了“成立纾困基金”、“加强项目账户款项监管”、“返还资金弥补流动性缺口”、“通过政府购买转为保障性租赁住房”四类政策，该类前期政策主要还是立足于“保项目”；而2022年10月开始，中债增为房企提供增信支持并全额担保，中国银行间市场交易商协会宣布继续支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资，随后的11月，中国人民银行、银保监会公布了《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》，推出16条金融举措，各项措施紧密相继落地，六家国有大行相继宣布和房企建立战略合作关系；11月28日晚间，证监会对房企股权融资方面推出调整优化5项措施。整体来看，从交易商协会和中债增支持民营企业融资、央行和银保监发布的金融支持房地产十六条，到各大国有银行和房企签约授信额度，再到当前证监会支持房地产企业股权融资等，“三支箭”依次落地，形成了信贷、债务融资、股权融资的多维度融资支持政策体系，意味着政策导向彻底扭转，保市场主体的思路彻底明确。后续需要关注的核心是“三支箭”涉及的资金何时落地，即房企资产负债表和现金流的真实改善情况，以及明年销售端的拐点何时出现。

表3：中央房地产放松政策梳理（部分）

日期	部门/文件	内容
2022/4/29	中央政治局	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	中国人民银行	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；各城市根据，因城施策'的原则，自主确定辖区内各城市首套和二套住房商业性个人住房贷款利率加点下限。
2022/5/20	中国人民银行	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%
2022/7/28	中央政治局	要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生
2022/8/22	中国人民银行	一年期贷款市场报价利率（LPR）从 3.70%下调至 3.65%；将五年期贷款市场报价利率（LPR）从 4.45%下调至 4.30%
2022/8/24	国务院常务会议	允许地方，一城一策'运用信贷等政策，合理支持刚性和改善性住房需求
2022/9/29	人民银行、银保监会	《关于阶段性调整差别化住房信贷政策的通知》1) 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。2) 按照“因城施策”原则，符合上述条件的城市政府可根据当地房地产市场形势变化及调控要求，自主决定阶段性维持、下调或取消当地首套住房商业性个人住房贷款利率下限，人民银行、银保监会派出机构指导省级市场利率定价自律机制配合实施。
2022/9/30	财政部和税务总局	《关于支持居民换购住房有关个人所得税政策的公告》2022 年 10 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日，对出售自有住房并在现住房出售后 1 年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。
2022/9/30	中央人民银行	自 2022 年 10 月 1 日起，下调首套个人住房公积金贷款利率 0.15 个百分点，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上利率分别调整为 2.6% 和 3.1%。
2022/10/20	中央人民银行	中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布最新贷款市场报价利率（LPR）。其中，1 年期 LPR 为 3.65%，5 年期以上 LPR 为 4.3%。以上 LPR 在下一次发布 LPR 之前有效。
2022/10/21	证监会	允许满足特定条件的涉房地产企业在 A 股市场融资。
2022/10/28	国常会	因城施策支持刚性和改善性住房需求。
2022/11/2	中债增进公司	中债增进公司正推进十余家房企发债支持，涉及金额约 200 亿元。
2022/11/9	中债增进公司	发布《关于接收民营企业债券融资支持工具房企增信业务材料的通知》。
2022/11/11	中国银保监会、住房和城乡建设部、人民银行	联合印发《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》。
2022/11/21	人民银行、银保监会	用好民营企业债券融资支持工具支持民营房企发债融资。
2022/11/21	中央人民银行	央行拟向商业银行提供 2000 亿元免息再贷款
2022/11/25	中央人民银行	决定于 2022 年 12 月 5 日降低金融机构存款准备金率 0.25 个百分点。
2022/11/28	证监会	在支持房地产企业股权融资方面提出 5 条举措，包括恢复涉房上市公司并购重组及配套融资与恢复上市房企和涉房上市公司再融资

数据来源：政府网站，东吴证券研究所

2. 核心预期差：中长期房地产市场需求稳定，行业仍能维持 12 亿平的销售规模中枢

我们在《未来中国房地产市场规模还有多少空间？》报告中指出，综合考虑城镇化进程、改善性需求、城市更新等，中国房地产市场未来仍有较大发展空间，房地产销售不会出现大幅下降，房地产开发仍有巨量的市场空间，未来很长一段时间依旧是支柱产业，将逐步从高速转向中速、高质量发展阶段。近一年房地产市场低迷源于经济增速放缓、疫情反复、地产调控政策等多因素叠加，短期市场主体缺少调整时间窗口和缓冲空间。根据我们的测算，预计 2022 年我国每年新增城镇居住需求约 12.6 亿平方米，城镇常住人口增长、居住条件改善、城市更新需求分别占总需求的 36.7%、33.1%、30.2%，2030 年需求为 12 亿平方米，城镇常住人口增长、居住条件改善、城市更新需求分别占总需求的 26%、41.8%、32.2%。改善性需求将在 2026 年超越城镇常住人口增长带来的需求成为最大的需求。整体来看，至 2030 年商品住宅依旧能维持 12 亿平的销售规模中

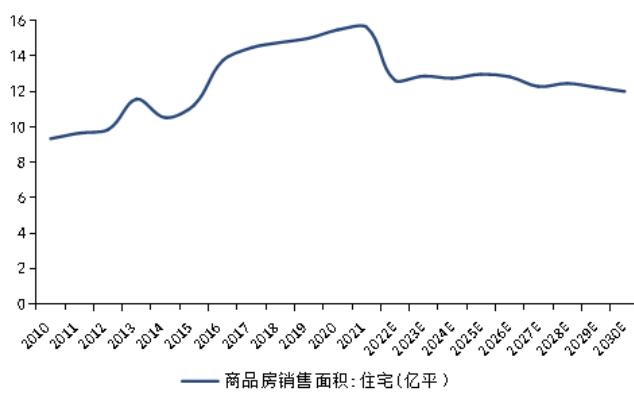
枢，是 2015 年的销售水平。

表4：中国城镇常住人口年均居住需求拆分预测

年份/(亿平方米)	城镇新增居住需求总量	城镇常住人口增加的居住需求	城市更新的居住需求	改善性居住需求	行政区划变动的面积
2022E	12.6	7.6	3.8	4.2	3.0
2023E	12.9	7.7	3.8	4.3	3.0
2024E	12.8	7.5	3.9	4.4	3.0
2025E	13.0	7.6	3.9	4.5	3.0
2026E	12.8	7.3	3.9	4.6	3.0
2027E	12.3	6.6	3.9	4.7	3.0
2028E	12.5	6.7	3.9	4.8	3.0
2029E	12.2	6.4	3.9	4.9	3.0
2030E	12.0	6.1	3.9	5.0	3.0

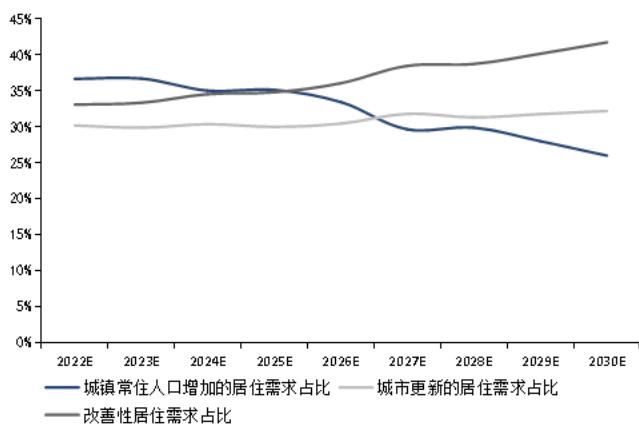
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图23：至 2030 年商品住宅能维持 12 亿平销售规模



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图24：改善性需求是未来最大的需求

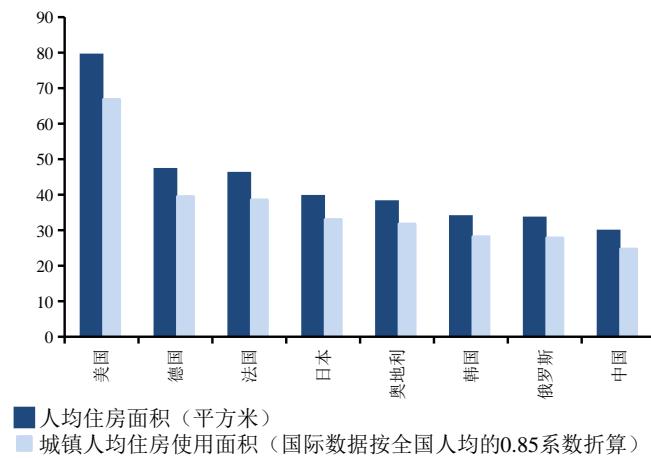


数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

1) 预计至 2030 年新增城镇人口约 1.1 亿人，带来住房需求年均 7.6-6.1 亿平方米，新增城镇常住人口的居住需求=城镇常住人口增量*城镇人均住房面积。其中，每年约 3 亿平方米属于因行政区划变动产生的就地城镇化（农民带房入城）住房面积。城镇人口自然增长、农村人口进城均产生新的居住需求，而因行政区划变动产生的就地城镇化人口（农民带房入城）不产生城镇新增居住需求。我们观察到现有研究很少关注到就地城镇化现象，并未对它进行单独剔除，这将导致明显偏差。未来我国人口增速、城镇化率增速持续放缓，未来城镇常住人口增加的居住需求将平稳下降。

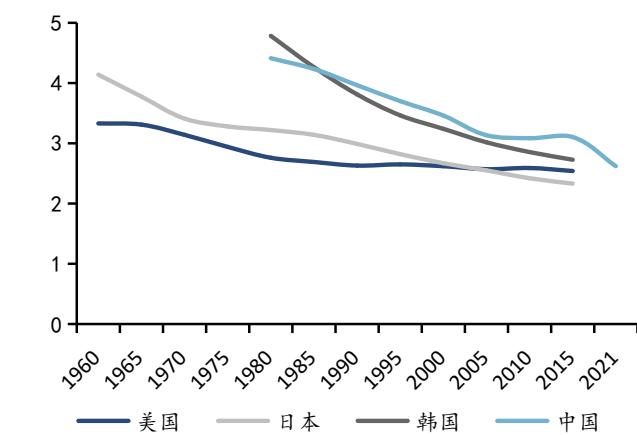
2) 预计 2022-2030 年城镇人均住房面积由 34.7 平方米增加到 38.3 平方米, 由此带来的改善性居住需求年均 4.2-5 亿平方米, 生活条件提升带来的改善性需求=城镇常住人口数量*人均面积增量。一方面, 未来中国向高收入经济体行列迈进, 城镇居民对人均住房面积的需求还将进一步增加。2021 年中国城镇人均住房建筑面积按 0.7 系数折合为人均使用面积不足 30 平, 低于日本的 32.9 平、德国的 37.9 平、法国的 34 平。另一方面, 中国家庭户规模迅速小型化, 带来更多的住房和更大的人均住房面积需求。因生育率下滑、晚婚不婚率提高、年轻人婚后独立居住等因素, 家庭规模小型化是世界各国人口发展普遍趋势。此外, 需要注意的是, 部分非户籍人群由于购房门槛限制无法购买商品住宅, 会使改善性居住需求的估算存在一定程度的低估。随着后续户籍制度改革推进, 户籍管理政策会逐渐放开, 此类群体的改善性需求将会有效释放。

图25: 中国城镇人均住房使用面积在国际较小



数据来源: 各国统计部门, 东吴证券研究所

图26: 近年中国家庭户规模小型化速度较快



数据来源: 各国统计部门, 东吴证券研究所

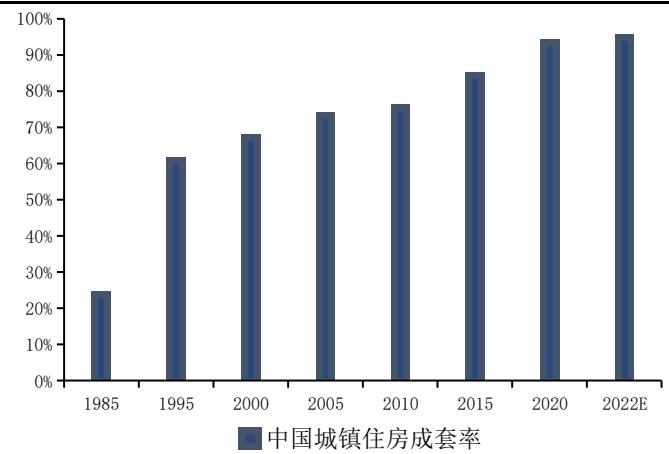
3) 城市更新将主要以旧改代替棚改, 预计未来棚改效应将逐步减弱, 预计 2022-2030 年拆迁改造带来的住房需求约 3.8-3.9 亿平方米, 城市更新需求=城镇存量*拆迁率。中国现有城镇住房成套率(一套房子同时拥有厨房和卫生间)约 95%, 并且尚有 12% 的家庭居住在条件较差的平房, 存在住房更新需求。2014-2018 年间我国棚户区改造已完成大部分拆迁工作, 2020 年底政策例行吹风会上, 住建部明确表示: 未来城市规划中要摒弃急功近利和大拆大建。根据 2017-2018 年拆迁率变化趋势, 我们假设从 2019 年开始拆迁率在 2018 年拆迁率基础上每年下降 0.03pct, 2022 拆迁率约 1.15%, 2030 年拆迁率线性降至 0.91%。

表5：2000-2030年中国城镇2000年底前建成住宅占比

	2000-2030年各房龄住宅占比					
	1949年以前	1950-1959年	1960-1969年	1970-1979年	1980-1989年	1990-1999年
2000	3.0%	1.6%	2.7%	9.2%	37.9%	45.6%
2005	1.4%	0.8%	1.4%	5.2%	24.9%	42.8%
2010	0.6%	0.5%	1.0%	3.7%	15.9%	35.0%
2015	0.4%	0.3%	0.6%	2.4%	11.8%	26.5%
2020	0.2%	0.1%	0.3%	1.3%	7.1%	17.6%
2022E	0.1%	0.1%	0.3%	1.0%	5.4%	13.3%
2023E	0.1%	0.1%	0.2%	0.8%	4.5%	11.1%
2024E	0.1%	0.1%	0.2%	0.7%	3.6%	9.0%
2025E	0.1%	0.1%	0.2%	0.5%	2.8%	8.0%
2026E	0.1%	0.1%	0.2%	0.4%	1.9%	7.1%
2027E	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	1.0%	6.1%
2028E	0.1%	0.0%	0.1%	0.3%	0.7%	5.2%
2029E	0.1%	0.0%	0.1%	0.2%	0.5%	4.2%
2030E	0.1%	0.0%	0.1%	0.2%	0.4%	3.3%

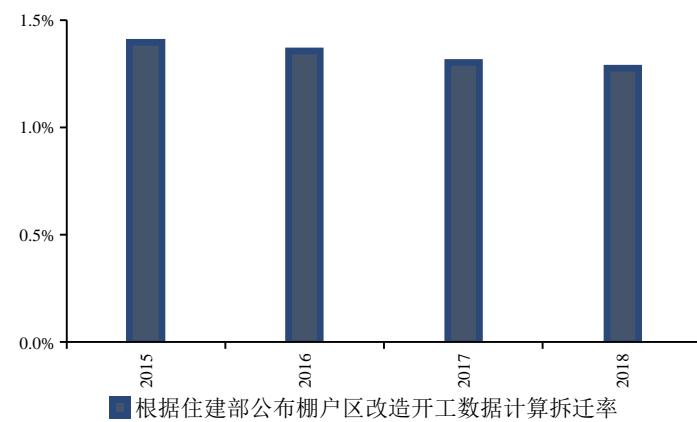
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图27：2021年中国城镇住房成套率约95%



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图28：根据住建部棚户区开工数据计算2015-2018年拆迁率



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

3. 供给侧调整推动行业格局优化

3.1. 销售：优质民企及龙头央国企销售企稳，预计明年二季度后全国销售回暖

2022年延续低迷态势，金九银十不及预期。房地产销售呈现分城市能级分化态势，人口持续流入的一线市场较坚挺。根据国家统计局数据，2022年1-11月商品房累计销售面积同比下降22.3%，相比1-10月份的跌幅持平。2022年11月百强房企全口径销售金额为6127亿元，同比下降27.5%，降幅较上月缩小4.2pct，环比降低0.1%。“金九银十”黯然失色，11月房地产销售也未见明显起色，销售低迷主要源于行业下行压力持续，市场信心不足。分城市能级看，根据Wind的60城新房销售数据，2022年1-11月一线、二线、三四线城市成交面积分别同比下降19.7%、33.1%、50.3%，人口持续流入、

购房需求稳定的一线市场较坚挺，成交同比下滑相对较少。二线销售略显低迷，但 11 月较 9、10 月同比跌幅有所收窄，源于部分城市房企加大推盘促销力度，叠加需求端政策放松刺激了销售，如 11 月成都放松限购区域、杭州松绑“认房又认贷”等。

综合考虑近期密集出台的政策落地仍需时间、市场预期和信心不足具备惯性，预计销售未来几个月继续磨底，磨底期或最早将在 2023 年二季度结束。2022 年 11 月以来，从交易商协会和中债增支持民营企业融资、央行和银保监发布的金融支持房地产十六条，到各大国有银行和房企签约授信额度，再到证监会支持房地产企业股权融资等，“三支箭”依次落地，形成了信贷、债务融资、股权融资的多维度融资支持政策体系，政策导向彻底扭转，有望缓解市场对民营房企信用风险的担忧，随着悲观预期修复及房企现金流压力缓解，经营稳健的优质房企有望迎来销售反弹。房地产行业仍是经济支柱，其平稳发展是经济稳定发展的基石，在市场需求信心不足、供给偏弱的压力下，2023 年仍会出台宽松政策直至市场达到平稳期。我们预计，2023 年一季度在行业惯性下滑的压力下同比小幅负增长，二季度出现单月销售回正、房地产销售迎来关键拐点的可能性增大。分城市能级看，预计 2023 年房地产市场销售分化态势或延续，随着购房信心的逐步恢复，北京、上海新房销售将呈明显恢复态势，广州政策发力后市场或逐渐企稳，深圳则更是新房成交规模回升的领头羊；二线城市基本面弹性不容小觑，随着热点二线城市政策持续优化放松，如杭州、成都、苏州等部分城市在稳定的需求支撑下有望与形成“政策销量共振”，市场信心修复或略微滞后于一线城市。三四线城市市场情绪仍有较大上升空间，受热点都市圈城市群带动的区域情绪会率先转暖。

分房企性质看，2022 年末头部房企销售出现企稳迹象，民企、央国企销售热度分化加剧，民企供给侧大幅缩量，龙头房企表现欠佳但仍优于行业平均水平。2022 年 1-11 月央国企如华润置地、招商蛇口、保利发展的累计销售金额同比降幅为 6.9%、11.8%、21.1%；优质民企如滨江集团、龙湖集团同比降幅约为 13.6%、26.7%，降幅较龙头央企表现欠佳但依旧优于行业平均水平；其他已违约的民营房企则面临推货不足和信用缺失的双重打击，销售的同比降幅普遍处于 50-70%区间。从销售规模排名看，根据中指院数据，2022 年 1-11 月我国房企全口径销售金额 TOP20 中仅有 6 家民企，较 2021 年减少 5 家。从单月房企去化率（当月销售面积/上市面积）看，2022 年民营房企为“保生存、保现金流”抓住时机加速去化、同时减少新上市楼盘面积。央国企则背靠稳定的购房者购买认可度，在行业下行期也去化明显。根据中指院数据，2022 年 9-11 月百强房企中，央国企去化率分别为 98.1%、156.6%、104.4%，同比提升了 19.6、63.5、46.0pct；民企去化率分别为 164.2%、221.8%、129.2%，同比提升 56.6、91.8、52.9pct，民企单月去化率提升的主要原因，一方面是借金九银十等传统销售旺季对现有楼盘促销，保障现金流有稳定的回款补充；另一方面是在此期间民企大幅减少了新楼盘的上市面积，百强房企中 31 家民企在 10 月、11 月楼盘上市面积仅 233、205 万平，远比去年同期的 645、745 万平规模下降，也不及百强房企中前 31 家央国企的 435、444 万平规模。民企供给侧大幅缩量，也侧面说明需求侧对央国企和民企的购买热情产生了较大分化。

图29：2022年百强民企为“保现金流”抓紧加速去化



数据来源：中指院，东吴证券研究所

图30：2022年央国企去化率基本维持在100%水平上



数据来源：中指院，东吴证券研究所

我们对 2022 年的房企销售情况进行复盘可以发现，部分房企的排名出现了明显的提升，如滨江集团、建发房产、华发股份等房企在 TOP20 房企中排名明显提升，分别较去年同期提升了 7、11、16 名。

表6：2022年1-11月房企累计全口径销售金额排名，央国企龙头、优质民企销售较稳健

2022年1-11月销售榜排名	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
企业名称	碧桂园	保利发展	万科	绿城中国	中海地产	华润置地	招商蛇口	金地集团	龙湖集团	融创中国
企业性质	民营房企	中央国有	混合所有制	混合所有制	中央国有	中央国有	中央国有	混合所有制	民营房企	民营房企
较去年排名变化	0	+2	-1	+3	+1	+3	+1	+3	+4	-7
2022年1-11月销售榜排名	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
企业名称	建发房产	中国金茂	滨江集团	绿地控股	旭辉集团	新城控股	中国铁建	越秀地产	华发股份	远洋集团
企业性质	地方国有	中央国有	民营房企	地方国有	民营房企	民营房企	中央国有	地方国有	地方国有	混合所有制
较去年排名变化	+11	+3	+7	-4	-1	0	+12	+21	+16	+7

数据来源：中指院，东吴证券研究所

复盘这些在近两年销售排名取得快速提升的公司，我们可以发现这些公司拥有几个共同的特征：

第一，在上一轮周期中没有过度使用杠杆，因此在近两年反而拥有逆市提升杠杆率的能力。如华发股份在 2021 年去杠杆成效显著，年末有息负债总额同比下降 13.8%，其中一年内到期负债总额同比下降 40.4%；建发股份 2021 年末剔除预收款后的资产负债率、净负债率、现金短债比分别为 66.3%、18.4%、3.6，均稳定处于三道红线中的绿档，未来有适度的加杠杆空间。

图31：2021年华发股份去杠杆成效显著



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

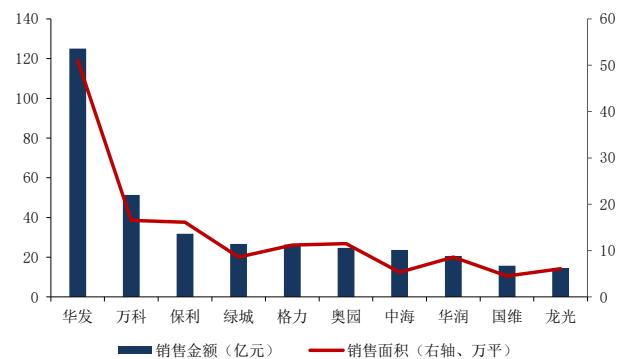
图32：2022年建发股份杠杆率水平低于红线要求



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

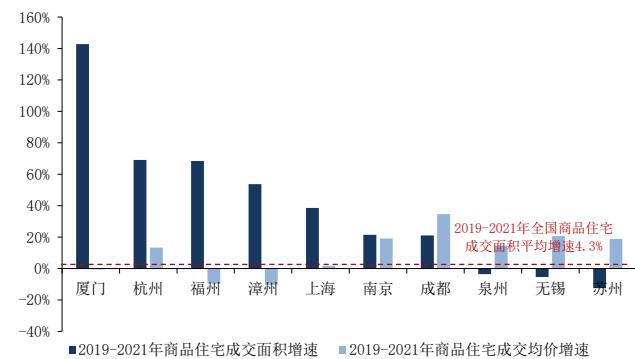
第二，拥有一个市占率有绝对优势的城市或区域作为基本盘，同时布局其他优质的新一线、二线城市。如华发股份作为背靠珠海最大的国有综合企业集团，长期占据珠海市场领导地位，2021年在珠海地区销售面积92万平，约为第二名企业的四倍，占珠海地区销售前十企业总额的41.8%。同时，“立足珠海、布局全国”，57%的土储位于新一线和二线城市，华中、华南、北方大区的贡献销售及收入占比稳步提升。而建发股份专注房地产业务的孙公司，建发国际深耕厦门、福州区域。2021年公司在厦门、漳州、福州、无锡、宁德等共9个城市的合约销售金额排名当地第一，且2021年公司合约销售前十的城市，合计实现合约销售金额1152亿元，占公司总合约销售的69.9%，厦门、福州、成都等重点布局城市的销售热度也居当地前列，增厚了公司销售的安全垫。

图33：2022年1-11月珠海房企销售华发居首位



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图34：2019-2021建发深耕区域销售热度普遍高于全国



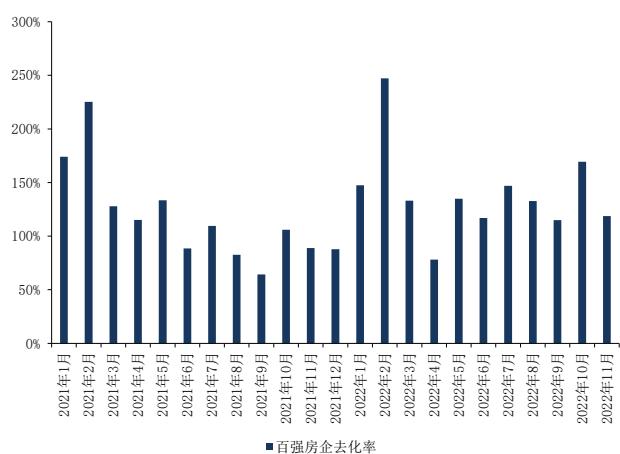
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

第三，产品偏改善，产品力较突出，顺应近两年市场需求。以滨江集团为例，从2022年上半年房企销售表现来看，操盘销售金额榜TOP30房企中，滨江的产品售价位列第一，仁恒、越秀、华发、金地位列2-5位。滨江集团产品以改善型为主，顺应了改善型逐步主导的市场环境，客户的产品认知度高。

我们认为，未来房地产市场或将不再“唯规模论”，继续扩张规模的将主要是龙头

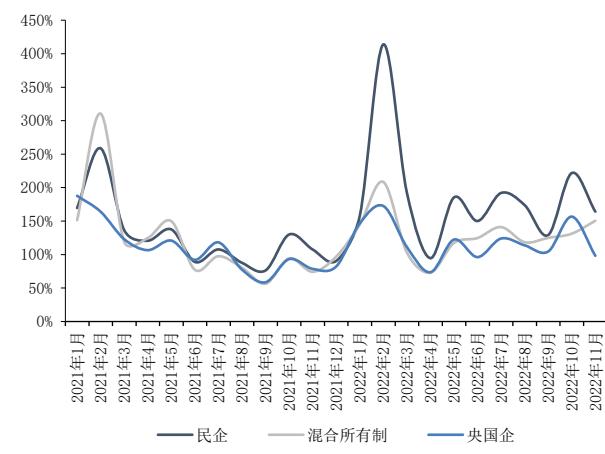
央国企及个别优质民企；注重区域深耕和产品品质的房企将行稳致远，而大部分民企缩表存活后将成为区域型房企。未来稳健经营的央国企、以及受困于短期流动性压力的优质民企有望迎来销售反弹，成为房地产市场中为数不多的能够超越行业、扩张规模的房企成员。随着房地产行业规模飞跃，“高周转”加高杠杆共同推动房企快速扩张的时代一去不复返，房企追求规模的意愿正在降低，质量增长成为优先诉求。注重城市、区域深耕和产品品质打磨，重视融资成本和债务结构的优化，而非主要博弈市场周期的房企将行稳致远，在此趋势下，大部分勉强存活的民企也将在缩表、瘦身、降规模后成为深耕地区的区域型房企。

图35：2022年二、三季度百强房企去化率同比上升



数据来源：中指院，东吴证券研究所

图36：2022年民营房企缩量供应，加速销售去化



数据来源：中指院，东吴证券研究所

表7：2022年1-11月房企累计全口径销售金额排名，央国企龙头、优质民企销售较稳健

2022年 1-11月 销售榜 排名	企业名称	企业性质	2022年		2021年		2022年 1-11月 销售面积 (万平)	2021年 1-11月 销售面积 (万平)	销售面积 同比 (%)	2021年		较去年 排名变化
			1-11月 全口径销 售额 (亿元)	1-11月 全口径销 售额 (亿元)	1-11月 销售额同 比(%)	1-11月 销售面积 (万平)				1-11月 销售榜 排名		
1	碧桂园	民营房企	4373.5	7290.0	-40.0%	5383.5	7939.8	-32.2%	1	0		
2	保利发展	中央国有	4001.0	5069.0	-21.1%	2401.7	3194.4	-24.8%	4	2		
3	万科	混合所有制	3767.0	5740.7	-34.4%	2356.0	3524.5	-33.2%	2	-1		
4	绿城中国	混合所有制	2630.2	3190.4	-17.6%	1228.2	1417.9	-13.4%	7	3		
5	中海地产	中央国有	2597.0	3353.4	-22.6%	1218.0	1689.1	-27.9%	6	1		
6	华润置地	中央国有	2517.0	2705.0	-7.0%	1172.7	1483.0	-20.9%	9	3		
7	招商蛇口	中央国有	2495.8	2828.1	-11.7%	1159.9	1226.0	-5.4%	8	1		
8	金地集团	混合所有制	2014.0	2623.0	-23.2%	1114.6	1249.0	-10.8%	11	3		
9	龙湖集团	民营房企	1832.7	2500.0	-26.7%	1100.5	1452.1	-24.2%	13	4		
10	融创中国	民营房企	1611.0	5495.0	-70.7%	1084.1	3822.0	-71.6%	3	-7		
11	建发房产	地方国有	1448.6	1470.8	-1.5%	946.0	696.6	35.8%	22	11		
12	中国金茂	中央国有	1375.0	2136.2	-35.6%	918.0	1181.9	-22.3%	15	3		
13	滨江集团	民营房企	1335.1	1545.7	-13.6%	857.0	321.3	166.7%	20	7		
14	绿地控股	地方国有	1179.1	2667.0	-55.8%	801.7	2152.0	-62.7%	10	-4		
15	旭辉集团	民营房企	1175.8	2257.0	-47.9%	800.4	1300.0	-38.4%	14	-1		
16	新城控股	民营房企	1099.8	2130.4	-48.4%	689.0	2101.5	-67.2%	16	0		
17	中国铁建	中央国有	1057.5	1167.8	-9.4%	664.7	727.0	-8.6%	29	12		
18	越秀地产	地方国有	1044.0	955.0	9.3%	593.0	353.5	67.8%	39	21		
19	华发股份	地方国有	1024.0	1026.0	-0.2%	590.5	396.8	48.8%	35	16		
20	远洋集团	混合所有制	895.1	1204.0	-25.7%	497.1	666.0	-25.4%	27	7		

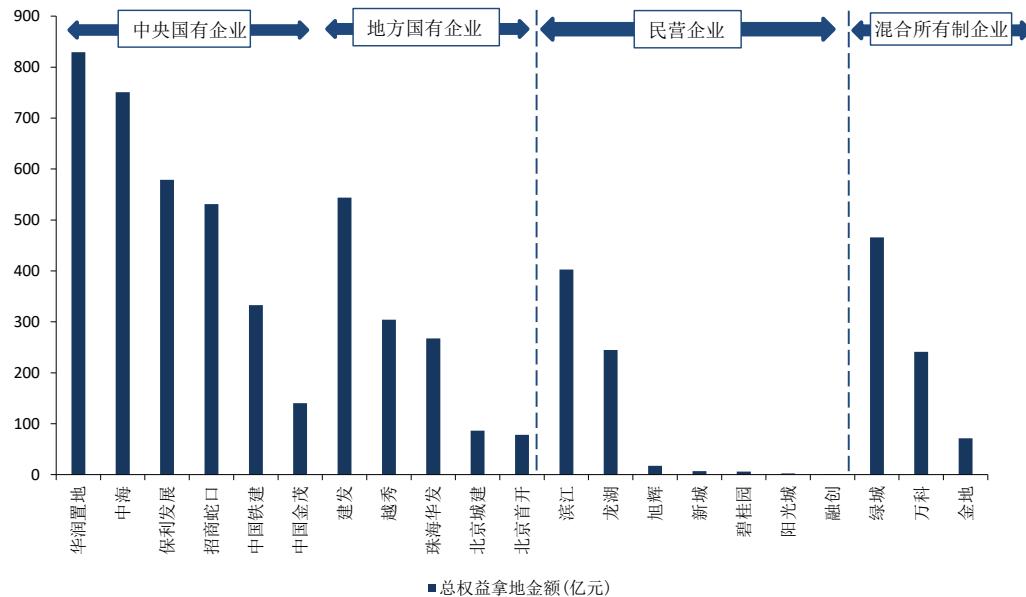
数据来源：中指院，东吴证券研究所

3.2. 土拍：央国企及城投扩表，预计明年土地市场略滞后于销售回暖

国企扩充土地储备，民企拿地持续收缩。拿地企业类型来看，2022年以来22城拿地企业仍以央国企、地方国资为主，部分城市地方国资托底明显。民企拿地态度整体谨慎，在2022年行业下行期以获得销售回款、开源节流作为第一要务，在销售明显回暖前不采取过度拿地的扩张策略。在第一轮集中土拍中，中央、地方国企拿地活跃，拿地份额明显提升，央国企及地方城投拿地权益面积占总面积比重及权益金额占总金额比重分别为70.3%、70.5%，分别较2021第一轮集中供地增加12.2、11.6pct。第二轮集中土拍中，央国企及地方城投拿地权益面积占比及权益金额占比分别为81.2%、82.5%，分别较2022第一轮集中供地增加10.9、12pct。其中苏州、北京、广州、济南、深圳、成

都国央企拿地比例超过八成；青岛、合肥、杭州、武汉、宁波、长沙国央企拿地比例在30%-50%之间。纵向看，仅长沙、宁波、合肥等地地方民企表现仍有活跃，但观察民企拿地较为活跃的几个城市，除杭州外，参与拿地的民企大多是本地规模较小的企业。房企拿地呈现出“国增民减”的整体特征，央国企及地方城投积极扩充优质土地储备，在资金压力以及市场热度降温等因素影响下，民企拿地积极性下降。

图37：2022年央国企拿地规模明显较高



数据来源：中指院，东吴证券研究所

从拿地规模看，2022年土地市场普遍以央企、地方国企为拿地主力，民营房企投资拿地规模明显较低。从拿地销售比看，2022年拿地积极度较高的房企仍以央国企为主，积极拿地有助于提升明年销售潜力。根据中指院数据，华润、中海、保利、招商蛇口等央企在2022年1-12月份期间总权益拿地金额829.1、750.9、578.5、531.0亿元；建发、越秀、华发作为地方国企同期拿地权益金额为543.7、304.4、267.3亿元；旭辉、新城、碧桂园等龙头民企同期权益拿地金额仅为17.5、6.8、5.9亿元。从拿地销售比看，2022年拿地销售比TOP10的主流房企中，建发、华发、越秀、华润、中海、招商蛇口、保利等央国企占据了八成席位，仅滨江一家民营房企依然保持着投资拿地定力。另外，与2019-2021年间相比，各大主流房企的拿地销售比由平均0.89、0.83、0.57的较高水平逐渐下降至2022年的0.32水平，房企拿地逐渐趋于理性，行业过去过度加杠杆、无序拍地的不良竞争格局已经转变，土地端供给侧改革成效明显。

表8：2022年央企、地方国企拿地销售比居前，拿地积极性更高

企业名称	2022拿地销售比	2021拿地销售比	2020拿地销售比	2019拿地销售比	企业性质
建发房产	0.91	0.83	1.58	1.63	地方国有
滨江	0.78	0.70	1.25	1.08	民营房企
中国铁建	0.70	1.22	0.58	1.17	中央国有
华发股份	0.61	0.37	1.73	1.33	地方国有
华润置地	0.58	0.73	0.90	1.07	中央国有
越秀地产	0.55	0.80	0.62	0.42	地方国有
中海地产	0.51	0.53	0.80	0.80	中央国有
绿城中国	0.45	0.64	1.06	0.85	混合所有制
招商蛇口	0.45	0.74	0.94	0.83	中央国有
保利发展	0.34	0.52	0.68	0.71	中央国有
中国金茂	0.31	0.81	0.64	1.13	中央国有
首开股份	0.28	0.45	0.55	0.44	地方国有
保利置业	0.28	0.63	0.49	1.14	中央国有
龙湖	0.23	0.55	0.96	0.77	民营房企
万科	0.13	0.41	0.54	0.60	混合所有制
仁恒置地	0.09	0.54	0.13	0.30	民营房企
金地	0.09	0.48	0.93	0.86	混合所有制
华侨城	0.06	0.36	0.49	1.16	中央国有
旭辉	0.05	0.34	1.07	1.00	民营房企
绿地控股	0.03	0.31	0.83	1.22	地方国有
新城控股	0.01	0.40	1.01	0.46	民营房企
碧桂园	0.00	0.53	1.00	0.86	民营房企

数据来源：中指院，东吴证券研究所

2021年下半年以来拿地较积极的房企，销售出现企稳复苏的趋势更明显。民营房企作为过去土地市场拿地主力，2023年民企拿地能力恢复是土地市场企稳的关键。我们预计土地市场将在民企销售回振后的2023年三、四季度呈现转暖趋势。根据中指院数据，中海、华润、保利等央国企和绿城、建发、滨江等改善型房企在2021年下半年和2022年上半年积极拿地，2022年下半年再加大推货的能力，销售复苏力度较大，而且放松限购限售限价限贷的宽松政策更加利好改善需求的释放，因此这类房企的销售拐点率先出现。我们认为，2023年土地市场真正迎回来的关键在于民企的拿地能力何时会恢复，民营房企作为过去土地市场拿地主力，根据过往历史周期经验，房地产投资能力恢复一般来说滞后于销售恢复3-6个月。而2023年二季度是本轮周期出现房地产销售拐点的重要时刻，因此预计土地市场将在2023年三、四季度呈现转暖趋势。

表9：2022年前三批次集中供地各城市拿地普遍以央企、地方国企为主力

集中供地城 市	2022年前三批次							
	央企		地方国企		民企		混合所有	
	拿地金额 (亿元)	金额占比	拿地金额 (亿元)	金额占比	拿地金额 (亿元)	金额占比	拿地金额 (亿元)	金额占比
北京	1027.6	69.4%	266.6	18.0%	58.1	3.9%	127.9	8.6%
青岛	48.4	16.2%	161.0	53.9%	86.0	28.8%	3.4	1.1%
上海	1294.6	47.7%	967.4	35.7%	324.5	12.0%	126.1	4.6%
杭州	229.8	12.7%	375.8	20.7%	840.3	46.3%	368.6	20.3%
宁波	194.9	36.9%	220.8	41.8%	97.4	18.4%	15.0	2.8%
苏州	158.7	25.1%	433.9	68.6%	39.8	6.3%	-	-
无锡	-	-	313.3	73.8%	111.3	26.2%	-	-
合肥	181.0	31.0%	165.6	28.4%	216.5	37.1%	21.0	3.6%
广州	517.2	50.2%	494.3	48.0%	18.8	1.8%	-	-
深圳	425.6	66.6%	178.2	27.9%	-	-	35.3	5.5%
福州	77.0	26.6%	202.5	69.9%	10.1	3.5%	-	-
厦门	339.5	63.9%	167.9	31.6%	9.5	1.8%	14.6	2.7%
武汉	142.1	29.4%	258.0	53.4%	82.8	17.1%	-	-

数据来源：中指院，东吴证券研究所

3.3. 融资：央国企延续优势，优质民企逐步修复资产负债表

伴随2021年下半年以来行业温度骤降市场情绪低迷，民营房企信用风险不断显现，房地产行业融资难度骤增。总体来看，根据中指院数据，2022年1-11月房企融资总量15.2万亿，同比2021年1-11月下降了4.2%，其中境内债券融资1.9万亿、境外债融资0.3万亿、银行借款12.5万亿、信托融资0.4万亿。从构成上看，银行借款相对稳定，而境内债、境外债和信托发行规模下滑严重，房企债券端借新还旧筹资较难，房企偿债压力需持续关注。面对第四季度的偿债高峰，有资质的优质房企积极融资“借新还旧”，但已出险或资金紧张的房企很难实现再融资，也是导致9月至11月融资总量未能明显上涨的主要原因。

分企业类型融资看，2022年央国企凭借着良好的信用优势逆势融资，民金融资总额腰斩。2022年1-11月央企融资总量22901.5亿，同比增加23.1%；地方国金融资总量11.8万亿，同比增加3.7%；民金融资总量9902.8亿，同比减少55.3%。混合所有制企业融资总量1318.8亿元，同比减少68.3%。在2022年央国企不仅相较民金融资能力明显居高，和去年同期相比也有明显融资总量提升，央国企凭借着良好的信用优势逆势融资，在2022年享受了宏观流动性宽松的红利，其融资规模均大于去年同期。

从债券融资结构看，2022年1-11月央企新发行境内债+境外债规模4035亿元，占比房企债券融资总额的17.9%；地方国企新发行境内债+境外债规模16272.2亿元，占比72.1%；民企新发行境内债+境外债规模1808.6亿元，占比8%；混合所有制企业新发行境内债+境外债规模467.5亿元，占比2.1%。综合来看，央国企发债融资总额占据了全

行业的 89.9%，较去年同期的 82%明显提升，而 2022 年民企债券融资占比仅 8%，且较去年同期的 15%明显下降。

从债券融资利率看，2022 年 1-11 月央企境内债融资利率在 1.9%-4.0%区间，较去年同期的 2.3%-4.2%区间走低，境外债融资利率 2.9%；地方国企境内债融资利率在 1.7%-7.1%区间，较去年同期的 2.0%-7.3%区间走低，境外债融资利率 4.1%；民企境内债融资利率在 2.6%-5.1%区间，较去年 2.4%-7.3%区间融资成本下限抬升、上限降低，境外债融资利率 6.6%；混合所有制企业境内债融资利率在 3.1%-3.8%区间，境外债融资利率 4.3%。综合来看，2022 年全年国央企融资渠道保持畅通，有息负债规模稳定增长，境内外债券融资利率下限较低，在上半年相对宽松的资金环境下，新增融资的成本也持续走低。

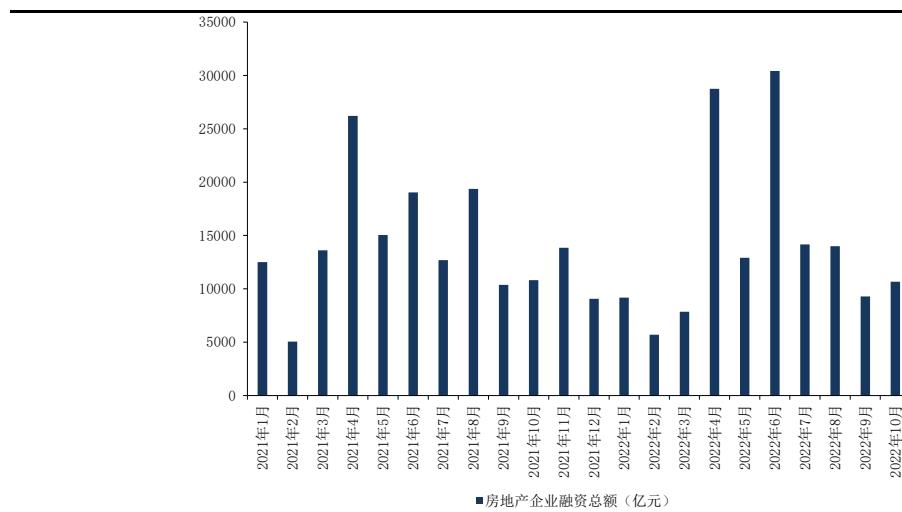
从银行借款看，2022 年 1-11 月央企获得银行借款总额 18727.8 亿元，同比增加 33.9%，银行借款利率约 4.4%；地方国企获得银行借款总额 97916.3 亿元，同比增加 6.9%，银行借款利率约 4.8%；民企获得银行借款总额 7824.7 亿元，同比减少 50.5%，银行借款利率约 4.9%。混合所有制企业获得银行借款总额 819.8 亿元，同比减少 74.8%。

表10：2022 年前三批次集中供地各城市拿地普遍以央企、地方国企为主力

	央国企融资总额				央国企融资额占比			
	境内债	境外债	银行借款	信托融资	境内债	境外债	银行借款	信托融资
2022年1月	1750.7	180.4	6304.8	155.9	89.6%	47.8%	94.7%	86.9%
2022年2月	1164.3	116.4	3747.8	194.1	86.7%	100.0%	93.6%	84.9%
2022年3月	2374.6	172.5	4231.1	369.9	93.8%	64.3%	90.6%	95.3%
2022年4月	2144.3	250.4	25578.6	166.1	96.5%	71.8%	98.3%	98.2%
2022年5月	1135.8	205.7	10191.8	273.2	94.6%	79.9%	91.5%	86.1%
2022年6月	1760.0	292.7	24880.3	551.6	97.5%	77.2%	90.1%	91.0%
2022年7月	1575.3	216.2	10423.7	261.7	90.6%	33.7%	90.7%	87.7%
2022年8月	1941.2	176.1	10185.3	395.8	92.6%	98.7%	90.1%	96.2%
2022年9月	1663.3	255.1	5852.6	686.8	94.4%	79.6%	90.3%	95.8%
2022年10月	1476.8	83.0	8043.3	481.1	96.1%	74.3%	94.5%	95.3%
2022年11月	1194.6	177.7	7204.8	186.2	99.3%	94.5%	97.6%	91.6%
民企融资总额				民企融资额占比				
	境内债	境外债	银行借款	信托融资	境内债	境外债	银行借款	信托融资
2022年1月	147.9	168.5	342.5	23.4	7.6%	44.6%	5.1%	13.1%
2022年2月	102.2	0.0	243.1	34.6	7.6%	-	6.1%	15.1%
2022年3月	97.6	95.9	436.3	16.7	3.9%	35.7%	9.3%	4.3%
2022年4月	62.0	84.2	406.5	3.0	2.8%	24.1%	1.6%	1.8%
2022年5月	50.0	51.9	736.8	44.2	4.2%	20.1%	6.6%	13.9%
2022年6月	16.0	81.6	2713.2	54.4	0.9%	21.5%	9.8%	9.0%
2022年7月	98.7	425.0	655.3	6.8	5.7%	66.3%	5.7%	2.3%
2022年8月	135.9	0.0	1072.7	15.8	6.5%	-	9.5%	3.8%
2022年9月	79.0	65.2	620.4	30.0	4.5%	20.4%	9.6%	4.2%
2022年10月	20.0	8.5	434.0	23.6	1.3%	7.6%	5.1%	4.7%
2022年11月	8.0	10.4	164.1	17.0	0.7%	5.5%	2.2%	8.4%

数据来源：中指院，东吴证券研究所

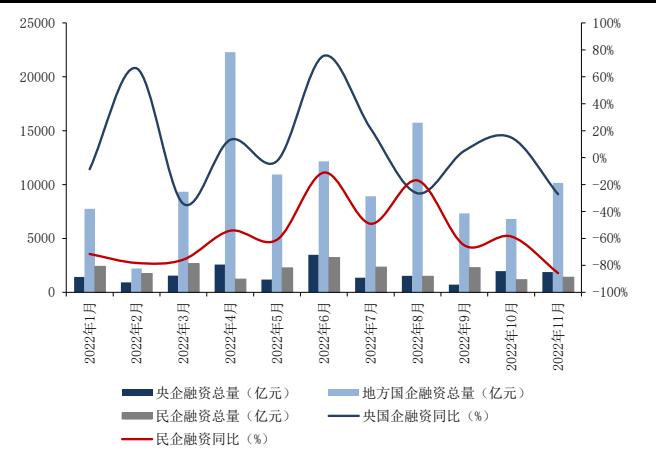
图38：2022 年房地产行业融资难度骤增，仅在 4 月、6 月总量提振明显



数据来源：中指院，东吴证券研究所

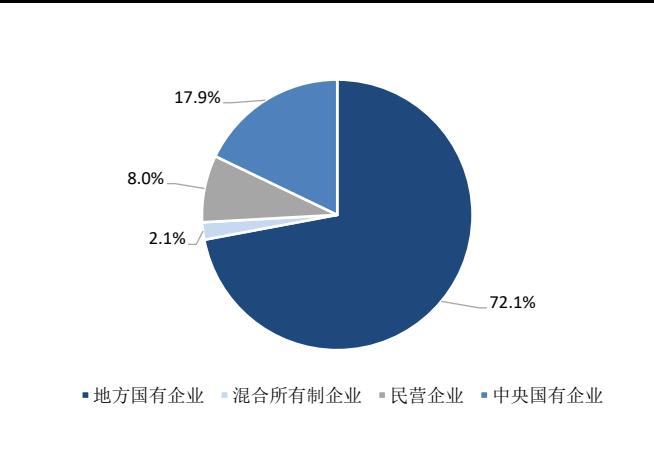
2022年11月以来，融资端利好政策持续落地，从交易商协会和中债增支持民营企业融资、央行和银保监发布的金融支持房地产十六条，到各大国有银行和房企签约授信额度，再到当前证监会支持房地产企业股权融资等，“三支箭”依次落地，形成了信贷、债务融资、股权融资的多维度融资支持政策体系，意味着政策导向彻底扭转，保市场主体的思路彻底明确。我们认为，11月融资政策风向扭转边际最利好优质民企，而央国企融资优势依旧，行业正常融资需求逐步恢复，但不改变供给侧出清的大趋势。其中，“第一支箭”签约房企主要包括碧桂园、美的置业等尚未出险、信用资质良好的民营房企，也包括保利发展、招商蛇口、中海发展等央国企；第三支箭明确表示“支持实施改善优质房企资产负债表”；房企定向增发能否顺利，也取决于参与定增的投资人视企业性质、财务安全和具体定增用途的判断；保函置换预售监管资金则表示“支持优质房地产企业合理使用预售监管资金、与优质房地产企业开展保函置换预售监管资金业务”等。融资政策放松，直指下行周期中坚挺自救的优质房企，行业供给侧出清大趋势不变，新城控股、龙湖集团等优质房企或率先受益，受益形式以与大型国有银行签署战略合作协议，获得综合授信支持等为主。

图39：2022年融资能力分化，央国企融资总量远超民企



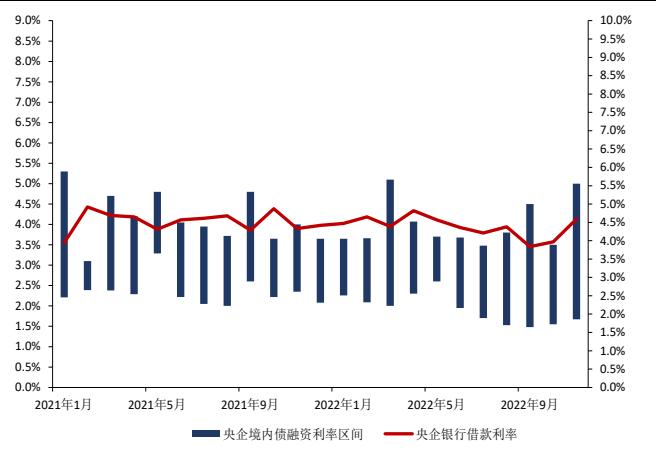
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图40：2022年1-11月央国企发债融资额占比90%



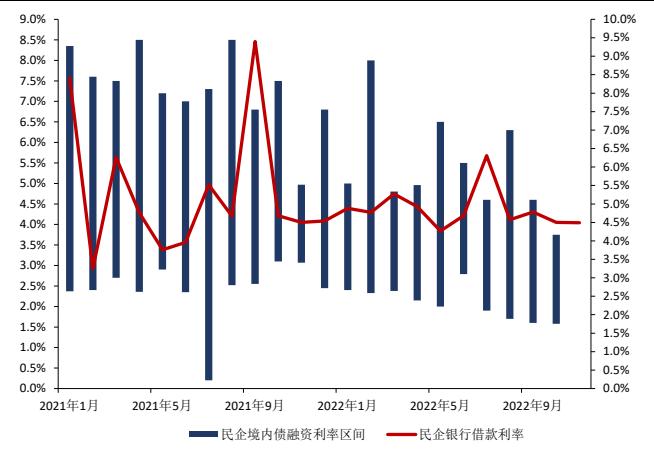
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图41：2022年央企境内债券、银行借款融资利率



数据来源：中指院，东吴证券研究所

图42：2022年民企境内债券、银行借款融资利率



数据来源：中指院，东吴证券研究所

预计 2023 年中报前后“三支箭”对房企的资产负债表修复显现，房金融资能力得到初步恢复。央国企背靠信用优势具备更好的融资能力，相对融资优势将持续扩大，而民企信心复苏滞后于行业整体，资产负债表修复将需要更多的时间。11 月第二支箭、第三支箭、金融 16 条、保函置换预售监管资金等政策密集出台，房地产融资环境正在改善。我们认为，“三支箭”涉及的资金落地将是打开行业复苏局面的关键点，预计“三支箭”对房企的资产负债表修复将在 2023 年中报前后显现，房金融资能力得到初步恢复，引发市场对房地产行业供给主体的信心修复，与因城施策空间逐步打开下的销售复苏在 2023 年二、三季度形成共振，实现市场最终恢复正常循环。但民营类型房企的信用修复需政策持续出台以及资金方、优质房企等多方合力巩固，资产负债表的修复也将需要更多的时间。

表11：2022年1-11月主要发债房企TOP30有21家央国企

2022年1-11月主要发债房企TOP30	房企简称	企业类型	2022年1-11月境内债发行面额(亿元)	2021年1-11月境内债发行面额(亿元)	企业名称	2022年同期增速(%)
			11月境内债发行面额(亿元)	月境内债发行面额(亿元)		
			额(亿元)	元)		
1	华润置地	中央国有	425.0	150.0	华润置地控股有限公司	183.3%
2	招商蛇口	中央国有	285.3	235.4	招商局蛇口工业区控股股份有限公司	21.2%
3	万科	混合所有制	238.9	249.3	万科企业股份有限公司	-4.2%
4	首开股份	地方国有	233.9	218.8	北京首都开发股份有限公司	6.9%
5	保利发展	中央国有	223.0	195.8	保利发展控股集团股份有限公司	13.9%
6	苏高新	地方国有	203.5	166.0	苏州苏高新集团有限公司	22.6%
7	中国金茂	中央国有	180.1	66.0	上海金茂投资管理集团有限公司	172.8%
8	中海地产	中央国有	175.0	124.0	中海企业发展集团有限公司	41.1%
9	中国铁建	中央国有	138.0	57.1	中国铁建房地产集团有限公司	141.7%
10	绿城中国	混合所有制	131.0	108.8	绿城房地产集团有限公司	20.4%
11	上海临港	地方国有	112.0	80.0	上海临港控股股份有限公司	40.0%
12	中国电建	中央国有	105.3	62.6	中国电建地产集团有限公司	68.2%
13	华发股份	地方国有	101.8	83.5	珠海华发实业股份有限公司	21.9%
14	广州城建	地方国有	98.4	60.0	广州市城市建设开发有限公司	64.0%
15	建发股份	地方国有	98.1	54.7	建发房地产集团有限公司	79.5%
16	北京城建	地方国有	88.0	100.5	北京城建投资发展股份有限公司	-12.4%
17	龙湖集团	民营房企	85.0	90.0	重庆龙湖企业拓展有限公司	-5.6%
18	首创集团	地方国有	75.0	80.8	北京首创城市发展集团有限公司	-7.2%
19	美的置业	民营房企	60.0	28.1	美的置业集团有限公司	113.5%
20	滨江集团	民营房企	53.2	67.9	杭州滨江房产集团股份有限公司	-21.6%
21	中交集团	中央国有	44.6	36.9	中交房地产集团有限公司	20.9%
22	金融街	地方国有	43.1	91.6	金融街控股股份有限公司	-52.9%
23	陆家嘴	地方国有	40.0	83.8	上海陆家嘴(集团)有限公司	-52.3%
24	信达地产	中央国有	38.8	67.0	信达地产股份有限公司	-42.1%
25	旭辉集团	民营房企	27.0	63.2	旭辉集团股份有限公司	-57.3%
26	金地集团	混合所有制	24.9	165.1	金地(集团)股份有限公司	-84.9%
27	张江高科	地方国有	23.0	88.8	上海张江高科技园区开发股份有限公司	-74.1%
28	黑牡丹	地方国有	22.1	13.1	黑牡丹(集团)股份有限公司	69.0%
29	新城控股	民营房企	20.0	26.4	新城控股集团股份有限公司	-24.2%
30	远洋集团	混合所有制	20.0	26.4	远洋控股集团(中国)有限公司	-24.2%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.4. 行业中期格局展望：三大趋势孕育新机遇

这轮调整周期对行业中长期格局的影响是极为重大的，我们判断经过这轮周期后房地产行业未来将表现出三大趋势：

1、“国进民退”：本轮回暖周期较长，而且显著特征就是政策层面进行“房企的优胜劣汰”。我们认为，目前房企“国进民退”的格局已清晰，央国企优势扩大，优质民

企“以退为进”收缩投资，行业加快完成供给侧调整，未来房企整合的速度将大幅度加快，市场或将进入“剩者为王”时代。

土地供给“两集中”后，供给侧改革闭环形成，出清开始。随着2021年2月，自然资源部要求22个重点城市实行住宅用地“两集中”同步公开出让开始，土地供应“两集中”政策结合“三道红线”及房贷集中度管理两项融资政策，共同构成了房地产供给侧改革的闭环，改变行业过去过度加杠杆、无序拍地的不良竞争格局，行业转向更加有序的良性竞争。2020年以来房地产行业的这轮供给侧改革给行业乃至企业带来的深刻变化，房地产融资出现历史上第一次净偿还、房地产成交规模快速收缩、民营房企面临较大的现金流压力等。2022年本轮下行周期以来，不同于以往周期中央一刀切的调控放松，本轮周期城市间政策宽松力度有所分化，低能级城市放松力度较大，高能级城市宽松较为克制，叠加疫情对于收入预期负面影响，市场对政策的有效性存疑，供给侧因此持续出清。

供给侧改革期间，“国进民退”的格局已清晰，央国企优势扩大，优质民企“以退为进”收缩调整。供给侧出清开始，在销售去化不畅，融资渠道收紧的背景下，房企高周转、高负债、高去化的三高模式难以维系。叠加2022年房地产行业将迎来偿债高峰，海外债偿债高峰集中在上半年，信用债集中在3-9月，房企现金流风险持续暴露，导致供给侧加速出清。一方面各房企风险化解能力、稳健经营能力得以展现；另一方面，在经历了2021-2022年的集中违约后，投资者风险厌恶情绪加重。因此，2022年资金流向出现两极分化情况：融资更多地向财务稳健、信用等级较高的央国企、优质民企归集，而中小型房企、经营激进的民营房企的融资空间受到进一步压缩，投资拿地也因此大幅缩水。直至2022年11月，央行和银保监发布的金融支持房地产十六条，其中房地产开发贷“对国有、民营等各类房地产企业融资一视同仁”，通过融资输血，将有助于民企恢复经营“造血”能力，帮扶民企通过自身努力改善经营困境，对民企政策的转向意味着房企供给侧改革正在加速完成，央国企、优质民企经营将逐渐回归正轨，问题房企仍将有序出清。央国企、优质民企作为供给侧改革的受益者，有望持续收获业绩份额持续提升的良机。

图43：TOP20 房企销售中，央国企金额、增速领先

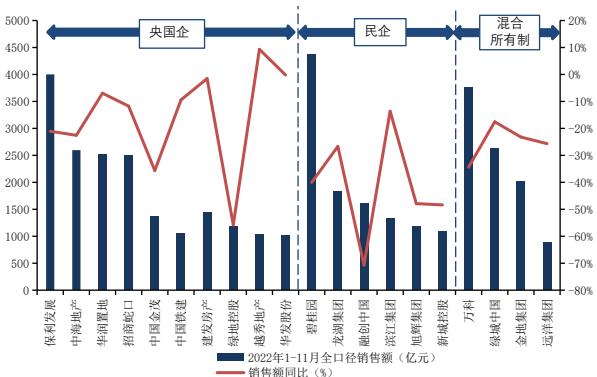
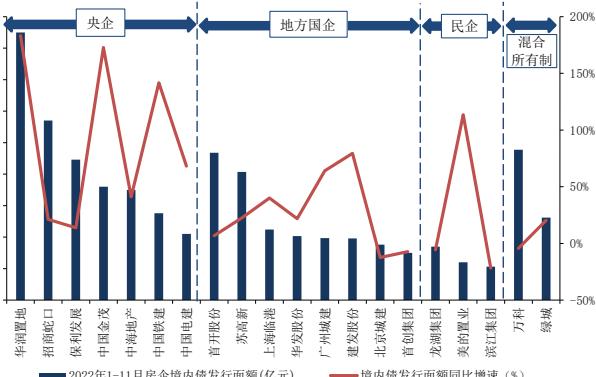


图44：TOP20 房企境内债发行中，央国企优势明显

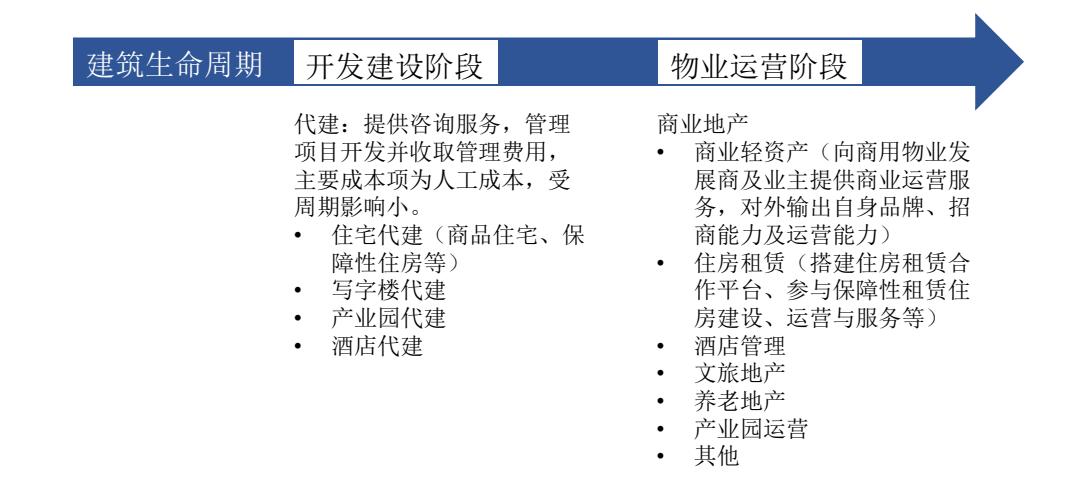


数据来源：中指院，东吴证券研究所

数据来源：中指院，东吴证券研究所

2、“轻重并举”：在本轮行业下行周期，2022年上半年各房企业绩分化加剧，轻重并举的发展模式将是未来行业主流趋势。上半年个别龙头企业实现了业绩增长，其中包括万科、保利发展、龙湖集团等6家房企实现了营收和利润的双增长。而很多公司则出现了业绩双降，甚至亏损的情况。就业绩分化的原因来看，营收利润双增的房企，主要是由于此前投资决策影响期内，房地产开发结算规模增长以及发展经营性业务收入增加。而业绩下滑的企业除了大环境影响销售规模外，资产减值以及资产处置等方面的影响是影响利润的主要因素。随着本轮供给侧改革的成效渐显，为行业发展模式的变革提供了操作空间，“轻重并举”的房企业务模式得到了市场和周期的考验，能持续提供稳健现金流的经营性业务收入，正在成长为部分房企穿越周期的力量。相对于相对开发业务的“重”，广义的“轻”笼统来说包括所有可以持续性经营的资产和业务模式。按建筑生命周期顺序看，在开发建设阶段，轻资产业务以房地产代建为主，主要为住宅代建，包括各类商品住宅、保障性住房等，目前亦在向写字楼、产业园区、酒店等领域进行延伸。在物业运营阶段，轻资产涵盖领域较广，目前房企在住房租赁、商业、产业园区的探索较多，此外，部分房企亦积极探索酒店管理、养老地产、文旅地产等轻资产业务。

图45：“轻资产”的业务模式正在成长为部分房企穿越周期的力量



数据来源：东吴证券研究所绘制

其中，我们尤其看好代建行业在房地产发展新模式中将占据一席之地。中国代建行业处于快速增长期，成长潜力较大，其轻资产模式具备高盈利、抗周期特点。根据中指院数据，2010-2020年中国房地产代建市场单年新签合约项目数量及建筑面积，年复合增速均超24%，代建行业总收入由2015年的27.4亿元快速增加至2019年的90.6亿元（年复合增速为34.9%）。考虑到中小型房企及金融机构、安置房、闲置地块等对代建服务的潜在需求，预计2025年代建市场收入将进一步增至316.7亿元，2020-2025年代建潜在市场面积将由6.8亿平增至9.1亿平，其中商业代建市场规模将由3.5亿平增至6.2亿平。

3、“多层级供给体系”：我国房地产市场未来供给侧改革的方向，或将主要致力于补全住房保障体系、租房市场、共有产权住房的三大短板。目前中国住房供给结构呈现“重购置、轻租赁，重市场、轻保障”的不均衡状态。《2021年国民经济和社会发展统计公报》显示，2021年全国保障性租赁住房开工建设和筹集94万套，发改委印发的《保障性租赁住房中央预算内投资专项管理暂行办法》规定保障性租赁住房以建筑面积不超过70平方米小户型为主，从各地实践来看，套均面积或在40-60平方米范围，因此我们估算，2021年全国保障性租赁住房开工建设和筹集约0.38-0.56亿平，远低于2021年商品住宅新开工面积的14.6亿平。循序渐进地打造多层次住房供给体系，是实现全体人民住有所居的根本目标。针对不同群体多层次的住房需求，将以多样化的方式满足。对于中低收入住房困难家庭、以及新时代下的新市民，政府作为提供保障的主体，最终目标是构建以共有产权住房、公租房、保障性租赁住房为主的保障性住房体系，满足这一部分群体的住房需求。对于非住房困难家庭，要靠市场发挥其主体作用，引导住房需求的合理释放以及满足。在党的二十大报告“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”的基调下，一方面，购房者的刚需及改善型住房需求将进一步得到满足。另一方面，租购并举模式下，热点城市租赁及保障性住房用地供应有望增加，有利于提前布局长租公寓等的房企打造新的增长模式、有利于布局代建保障房业务的轻资产企业。

4. 对投资适当乐观，对销售谨慎乐观，对新开工不悲观

4.1. 三种情景下的核心假设

展望2023年，在宏观大环境仍存在不确定的情况下，我们综合考虑多个维度，如国际时事的变化，房企、居民信心修复等，采取乐观、中性、悲观三个视角去呈现未来房地产的趋势如何。

情景假设：

乐观情景：宏观上，2023年疫情对经济影响逐步结束，超预期利好政策出台，经济将步入内外需增长动能转换期，发展面临的内外部环境和条件改善，GDP增速回归正常区间，居民收入企稳。房地产行业上，从供给端看，优质房企融资端利好政策继续加码，各地“烂尾”项目的处置明显提速，“保障房”项目加速推进，多数房企信心恢复快，拿地积极性上升。从需求端看，一线城市外围区和主要二线城市主要核心区因城施策放松限购等，房贷利率进一步降低，居民端的观望情绪得以扭转，销售端大幅提升，去化周期缩短。供给、需求端共同发力促进房地产行业全链条资金流动加快。

悲观情景：宏观上，2023年整体不确定性依旧存在，政策维持现状，经济步入较慢增长区间，居民收入或有进一步下降的可能。房地产行业上，从供给端看，房企融资政策维持现状或部分收紧，房企信心继续减弱，拿地积极性进一步下降。从需求端看，各地出台的房地产政策未超预期或维持现状，居民收入和信心均未修复，观望情绪延续，

新房和二手房销售、房价进一步下降或底部波动，房产去化周期进一步拉长等。

中性情景：介于乐观和悲观情况之间，宏观上，2023年经济政策不及预期，但存在小幅加码情况等，经济步入恢复区间。房地产行业上，从供给端看，纾困房金融资的政策落地快，但无超预期加码，优质房企信心修复，拿地较积极。从需求端看，部分一二线城市放松居民端限制措施，部分城市“烂尾”情况缓解，部分居民信心修复，人口流入的城市销售回暖或小幅提升，去化周期小幅缩短等。

4.2. 2023年房地产核心指标预测

基于上文的三种情景的核心假设，我们对2023年房地产行业的几大核心指标（销售、新开工、投资、竣工）做出如下判断和预测：

表12：2023年房地产核心指标预测

指标	2021年	2022E	2023E		
			乐观情景	中性情景	悲观情景
销售面积（万平方米）	179433	143407	143551	137886	132221
yoy	1.9%	-20.1%	0.1%	-3.9%	-7.8%
销售金额（亿元）	181930	133213	132947	127552	122156
yoy	4.8%	-26.8%	-0.2%	-4.3%	-8.3%
新开工面积（万平方米）	198895	139204	126398	120969	115540
yoy	-11.4%	-30.0%	-9.2%	-13.1%	-17.0%
开发投资额（亿元）	147602	108273	108684	104393	98947
yoy	4.4%	-26.6%	0.4%	-3.5%	-8.5%
竣工面积（万平方米）	101412	84172	84593	80889	77186
yoy	11.2%	-17.0%	0.5%	-3.9%	-8.3%

数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

一、销售

在乐观情景下，房地产行业逐步恢复到正轨，一二线城市销售回暖明显。考虑2022年低基数因素等，我们预计2023年商品房销售面积、销售额、销售均价同比分别为0.1%、-0.2%、-0.3%，其中住宅销售面积、销售额同比分别为0%、-0.1%。

在悲观情景下，房地产行业各项将进一步下滑，考虑2022年低基数等因素，我们预计2023年商品房销售面积、销售额、销售均价同比增速分别为-7.8%、-8.3%、-0.5%，其中住宅销售面积、销售额同比增速分别为-8.0%、-8.4%。

在中性情景下，整体房地产销售缓慢回暖，考虑2022年低基数因素等，叠加预测的乐观和悲观情景结果，我们预计2023年商品房销售面积、销售额、销售均价同比分别上升-3.9%、-4.3%、-0.4%，其中住宅销售面积、销售额同比分别为-4.0%、-4.3%。

二、新开工

在乐观情景下，整体销售大幅改观，去化缩短，房企各项产业活动加快，拿地积极，

叠加“保障房”等项目加速推进，开工意愿提升。考虑 2022 年低基数和前期整体拿地量少等因素，我们预计 2023 年新开工面积同比增速-9.2%，其中住宅新开工面积增速为-9.5%。

在悲观情景下，整体销售依旧低迷，去化拉长，房企各项产业活动变慢，拿地不积极，开工意愿低。考虑 2022 年低基数和前期整体拿地量少等因素，我们预计 2023 年新开工面积同比增速-17.0%，其中住宅新开工面积增速为-17.2%。

在中性情景下，整体销售慢速回暖，房企采取“以销定产”投资策略，叠加“保障房”等项目推进，开工意愿回暖。考虑 2022 年低基数和前期整体拿地量少等因素，叠加预测的乐观和悲观情景结果，我们预计 2023 年新开工面积同比增速-13.1%，其中住宅新开工面积增速为-13.4%。

三、竣工

在乐观情景下，“保交楼”等政策落地加快，综合考虑前期停工、基数低等因素，我们预计 2023 年房屋竣工面积同比增速为 0.5%，其中住宅竣工面积同比增速为 0.8%。

在悲观情景下，“保交楼”等政策落地，但速度或不及预期，综合考虑前期停工、基数低等因素，我们预计 2023 年房屋竣工面积同比增速为-8.3%，其中住宅竣工面积同比增速为-8.7%。

在中性情景下，“保交楼”等政策正常落地，“烂尾”项目逐步交付，综合考虑前期停工、基数低等因素，叠加预测的乐观和悲观情景结果，我们预计 2023 年房屋竣工面积同比增速为-3.9%，其中住宅竣工面积同比增速为-4.0%。

四、投资

在乐观情景下，随着房地产全链条资金流动速度加快，投资加速恢复。根据上文预测的销售数据和房地产开发资金来源的细分数据等进行测算，我们预计 2023 年房地产开发投资额同比增速为 0.4%。

在悲观情景下，房地产全链条资金流动速度依旧较慢，投资低迷。根据上文预测的销售数据和房地产开发资金来源的细分数据等进行测算，我们预计 2023 年房地产开发投资额同比增速为-8.5%。

在中性情景下，房地产全链条各项投资逐步恢复，根据上文预测的销售数据和房地产开发资金来源的细分数据等进行测算，叠加预测的乐观和悲观情景结果，我们预计 2023 年房地产开发投资额同比增速为-3.5%。

5. 结论及推荐标的

中国房地产行业已经进入到了全新的发展阶段，由高速发展向高质量发展转变、由“强者恒强”向“稳者恒强”转变、由解决基本居住需求向满足人民群众对美好居住品

质的向往转变。近两年，房地产行业经历了大幅的波动，行业格局变化不断，无论在销售、拿地还是融资方面规模房企间的分化愈发明显，尤以央国企和民企的分化为甚。我们认为，这种分化的趋势很难在短期内发生改变，行业的新时代已来临，能够穿越这轮行业收缩期的房企都将迎来竞争环境明显优化的行业新格局。

5.1. 开发：进取型央国企优势扩大，优质民企绝处逢生

从房地产开发业务看，未来具备交付信用优势、融资优势、拿地优势的进取型头部国央企市占率将提升。当前购房者对民企开发的楼盘持谨慎、观望态度，会选择转向拥有较好信用的国央企楼盘，所以部分国央企销售出现逆势上涨的情况。后续进取型国央企有望将融资优势转化为拿地和销售优势，并将优势进一步扩大。**建议关注：保利发展、招商蛇口、华润置地等。**

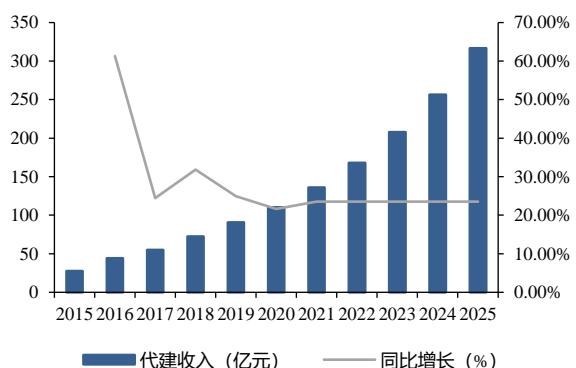
在多维度稳楼市政策出台的背景下，稳健经营的优质民营房企迎来绝处逢生的机会，资金压力减弱，助力其与进取型国央企重组整个行业。2022年，稳楼市“三箭齐发”，形成了信贷、债券、股权等三大融资政策支持体系，从保交楼到保房企三好生，优质民企率先迎来融资窗口期，其可借此融资机会快速修复其资产负债表，厘清需偿还债务的资金头寸后，及早重新开启土地投资，为开发业务的恢复奠定基础。**建议关注：金地集团、新城控股、绿城中国等。**

5.2. 代建：行业规模扩张，逆周期属性，现有龙头明显受益

代建业务作为有别于传统开发的新兴赛道，具有逆周期、高毛利、轻资产的多维属性。代建模式不拿地、不垫资的特性避开传统开发企业的痛点；代建新签约建面与商品房销售建面呈现出逆周期波动，行业投资下行时，中小开发商具有快速开发与去化的需求，在投资上行时，投资量和开工量的增加则会催生更多的代建需求，逆周期特性保证了其需求韧性；代建业务的服务费收入模式确保其受到销售下行影响有限，总体盈利水平大幅高于传统开发，平均毛利率达到40%以上。

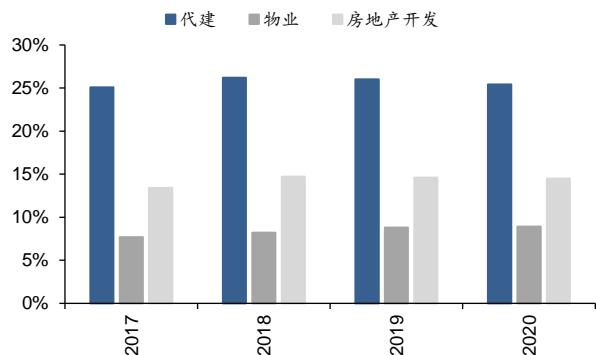
代建业务空间广阔、投资价值显著，受益于长短期需求的催化，其行业空间有着较大提升空间。主要源于：1、土地市场国进民退背景下，部分城投等不具有专业开发能力的国有投资方对代建需求增加。2、房企流动性下行周期蔓延，短期内融资支持政策对中小房企的帮助有限，出于自身经营安全与快速去化回款的要求，对商业代建需求增加。3、重点城市“十四五”期间650万套保障性租赁住房筹建需求对政府代建有短期促进作用。4、部分项目由于资金链断裂，在地方政府与金融机构协调下进行复工与资产盘活，“保交楼”对代建行业的短期纾困需求。**建议关注代建龙头企业：绿城管理控股。**

图46：代建业务收入保持 23%以上高速增长



数据来源：中指院，东吴证券研究所

图47：代建业务净利率水平在 25%左右



数据来源：中指院，东吴证券研究所

6. 风险提示

- 1) 行业下行压力超预期：若供给端政策优化不足，房企信用环境或将持续恶化，造成需求端信心持续不足，行业下行压力加大；
- 2) 模型测算偏差：由于测算中包含众多假设，假设和实际数据或存在一定程度偏差，导致最终测算结果偏差；
- 3) 疫情反复、发展超预期：新冠病毒持续变异，传染性增强或导致疫情反复、发展超预期，对住房建设进度、房地产市场产生负面影响；
- 4) 调控政策放松不及预期、收紧超预期。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出自为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>