

Real Estate Research Report

Real Estate Investment Strategy 2023: the dawn is coming
Outperform (Maintain)

12 January 2023

Research Analyst
Ruibin Chen(852) 3982 3212
chenrobin@dwzq.com.hk

Investment Thesis

- **Overview of this round of real estate downside cycle and recovery path.** As this round of real estate downside cycle began with deleveraging in the supply-side and housing bubble & financialization has been curbed currently, we believe that credit repair of supply-side and balance sheet repair of real estate enterprise are the prerequisites for industry recovery. Real estate policies from local to central authorities have played crucial roles in both supply and demand sides, while policy strength and frequency are gradually increasing. Moreover, the credit, bond, and equity financing channels for developers have been in the clear, and the upcoming financing will improve the cash flow of quality real estate enterprises. The industry recovery will follow the path of "cash flow recovery of developer - stimulus policies promotion in demand-side - expectation reverse of all parties- housing sales rebound", and we are still at the first stage.
- **The medium to long-term housing demand in China is stable, and we predict that commodity housing can still maintain a sales scale of 1.2 billion square meters by 2030.** According to our previous report "How much room is left for China's real estate market in the future", China's annual new urban residential demand is expected to be around 1.26 billion square meters in 2022 and 1.2 billion square meters in 2030. Demand for housing upgrade will overtake the demand for growing urban population, and become the largest housing demand in 2026.
- **Adjustment in the supply-side drives the optimization of the industry landscape.** 1) **Sales:** sales of quality private enterprises and leading central state-owned enterprises have stabilized, and nationwide sales are expected to pick up after 2Q23. The market may no longer be "scale-only" in the future, and those who continue to expand will mainly be leading central state-owned enterprises and a few high-quality private enterprises. The housing enterprises that focus on the regional markets and product quality will go further, and most private enterprises will become regional developers after surviving. 2) **Land auction:** as central state-owned enterprises and urban investment groups are expanding their balance sheets, we expect the land market to lag slightly behind housing sales in 2023. A real rebound for the land market in 2023 depends on the time when the land acquisition ability of private enterprises recovers. 3) **Financing:** central state-owned enterprises with credit advantages have better financing capacity and their relative financing advantage may continue to expand, while the confidence recovery of private enterprises lags behind the whole industry and it will take more time for them to repair the balance sheet.
- **We are modestly optimistic about investment, cautiously optimistic about sales, and not pessimistic about new construction.** Under the neutral scenario, we expect China's real estate sales area, new construction area, investment amount, and completed area to increase by -3.9%, -13.1%, -3.5%, and -3.9% YoY respectively in 2023.
- **Recommendations:** In the past two years, the real estate industry has experienced significant fluctuations and industry landscape changes. An obvious differentiation was seen among large-scale housing enterprises in sales, land acquisition, and financing, especially between central state-owned enterprises and private enterprises. We believe that this trend of differentiation is difficult to change in the short-term, and a new era is approaching for the industry. The developers who can survive from this period of industry contraction will enjoy a new industry pattern with a significantly optimized competitive environment. At this point, we recommend focusing on 1) **real estate development business:** the central state-owned enterprises with expansion willing & ability and quality private enterprises who can rescue from desperation, such as Poly Developments and Holdings Group, China Merchants Shekou Industrial Zone Holdings, China Res Land, Gemdale Corporation, Seazen Holdings, Greentown China and so on. 2) **agent-construction business:** as the industry is expanding with counter-cyclical attributes, current leaders such as Greentown Service Group will clearly benefit.

- **Risks:** More-than-expected downward pressure on the industry; model measurement bias; more-than-expected development of COVID-19; lower-than-expected policy easing.

请务必阅读正文之后的免责声明部分

Industry performance



Related reports

《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

Soochow Securities International Brokerage Limited would like to acknowledge the contribution and support provided by Soochow Research Institute, and in particular its employees **Chengqi Fang (房诚琦)** and **Xuesong Bai (白学松)**.

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）

2023 年 1 月 12 日

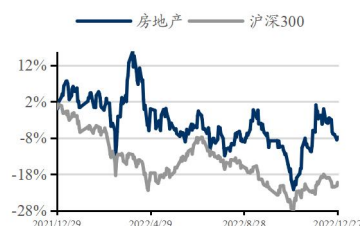
证券分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212
chenrobin@dwzq.com.hk

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放松政策，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。2023 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：优质民企及龙头央企销售企稳，预计 2023 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：央企及城投扩表，预计 2023 年土地市场略滞后于销售回暖。2023 年土地市场真正迎来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。

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

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢房城琦和白学松的指导。

1. 本轮行业下行周期演变及复苏路径推演

供给侧信用修复方能推动销售复苏。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，金融机构和居民信心扭转带来资产价格的下跌，最后传导到销售端。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。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，1) 亟需从供给端恢复房企短期融资能力，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，以维持其现金流基本平衡，阻止行业信用风险进一步扩大；2) 帮助现存房企修复现金流量表和资产负债表使其能够正常推进项目开工建设，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；3) 在市场信心逐渐修复并实现扭转后通过需求侧政策配合，在居民购房、交易的多个环节实行政策放松以刺激市场预期恢复，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。

政策对症下药，效果仍需检验。2022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放松政策，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。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，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。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，后续关注核心是“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2023年销售端的拐点何时出现。

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

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。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。

3. 供给侧调整推动行业格局优化

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城市较坚挺。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。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。近两年销售排名取得快速提升的公司拥有以下共同特征：1) 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。2) 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。3) 产品偏改善，产品力较突出，顺应近两年市场需求。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。

央国企及城投扩表，预计 2023 年土地市场略滞后于销售回暖。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。民企拿地态度整体偏谨慎，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。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。

央国企延续融资优势，优质民企逐步修复资产负债表。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。2022 年央国企凭借着良好的信用优势逆势融资，不仅相较民企融资能力明显居高，较 2021 年同期也有明显融资总量提升，民企融资总额则腰斩。2022 年 11 月以来，“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。预计 2023 年中报前后“三支箭”对房企的资产负债表修复显现，房企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。

行业中期格局展望：三大趋势孕育新机遇。**1) “国进民退”：**本轮回暖周期显著特征就是政策层面进行“房企优胜劣汰”，目前房企“国进民退”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。**2) “轻重并举”：**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。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。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成长期，成长潜力较大，其轻资产模式具备高盈利、抗周期特点。**3) “多层次供给体系”：**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。

4. 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**1) 销售：**整体房地产销售缓慢回暖，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%。**2) 新开工：**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。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%。**3) 竣工：**“保交楼”等政策正常落地，“烂尾”项目逐步交付，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%。**4) 投资：**房地产全链条各项投资逐步恢复，我们预计2023年房地产开发投资额同比增速为-3.5%。

表 1：2023 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

5. 结论及推荐标的

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最为甚。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。**1) 开发：进取型央国企优势扩大，优质民企绝处逢生。**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，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，建议关注：金地集团、新城控股、绿城中国等。**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，建议关注代建龙头企业：绿城管理控股。

6. 风险提示

行业下行压力超预期；模型测算偏差；疫情反复、发展超预期；调控政策放松不及预期、收紧超预期。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证(不论明示或默示)，于法律及 / 或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点, 本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

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。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

