万联证券 WANLIAN SECURITIES

檐流未滴梅花冻，雪后花开会有期

——2023 年房地产行业投资策略报告

强于大市（维持）

2023 年 01 月 17 日

行业核心观点：

房地产行业是我国国民经济支柱产业，在疫情管控放松的背景下，宏观经济的修复仍离不开地产的企稳，预计政策面仍以宽松为主。地产在经历了一年半快速下行期后，供给已降至接近中长期均衡水平，继续下降的空间有限，政策不断叠加下有望驱动行业走出困境。建议关注（1）均好型头部房企以及深耕高能级城市的区域类房企；（2）融资政策放松下具有资源整合或风险化解能力的房企；（3）优质的头部物业管理公司。

投资要点：

2022 年房地产板块相对收益显著： 2022 年房地产板块在政策的持续呵护下，相对收益显著（跑赢大盘 10.5pct），继 2015 年之后首次跑赢大盘。**基金重仓配置比例整体回升，仍处于低位。**2022 年三季末房地产行业基金重仓配置比例为 2%，低于标准配置 0.25pct，自 2021 年中期低点起整体处于回升态势。**目前部分重点蓝筹股估值不高，仍有向上空间。**

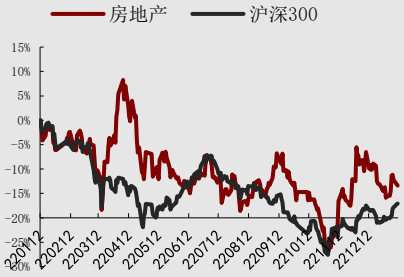
2022 年政策持续托底，展望 2023 年，在基本面未出现明显改善及行业风险处置的过程中，整体政策环境预计仍以宽松为主，政策将更加精准。供给端，“金融十六条”、“三支箭”等政策陆续落地，逐步改善行业信用环境，需求端，各城市因城施策频次加快，房贷利率持续下调，房价-房贷利率联动机制的出台为后续各城市带来更大的政策空间。我们预计 2023 年供需两端政策将不断优化，更加精准，需求端，房贷利率、四限等政策仍有调整空间，供给端，“保交楼”及围绕“三支箭”相关支持政策会持续优化等。

政策持续叠加以及低基数效应下，预计 2023 年行业基本面有望企稳：房地产行业基本面仍处于底部，在政策宽松力度和范围持续增大下，有望沿着“信用-融资-竣工-销售-拿地及新开工-投资”的传导路径逐步企稳，我们认为在融资相关支持政策的加持下行业信用环境已在改善，到位资金有望企稳向上；在“保交楼”政策目标驱动下，叠加销售与竣工剪刀差走阔，竣工端有望率先企稳，2023 年有望实现小幅正增长；销售端受制于 2022 年新开工下滑，预计 2023 年会小幅下滑或持平；预计 2023 年新开工仍然受制于销售与土地市场的表现而延续下滑；在“保交楼”政策支持以及新开工/土地成交较弱双向影响下，预计 2023 年投资增速仍会有一定幅度下滑，但下滑幅度会明显收窄。

竞争格局持续优化，关注具有资源整合或风险化解能力类企业交易性机会以及均好型房企的价值投资机会：目前，房地产行业仍处于逐步化解风险阶段，我们认为短期仍然是均好型优质头部房企或区域型房企率先修复，而部分处于债务违约边缘的民营房企，如其资产基础较好，或可成功化解债务危机，实现困境反转。部分具有集团资源重组优势的房企亦具有较大想象空间。

风险因素：消费者信心修复不及预期、政策放松力度不及预期、房价超预期下跌、房企盈利能力大幅下降等。

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

业绩承压，政策宽松持续

8 月百强销售表现仍较弱

5 年期 LPR 超预期下调，政策持续托底地产

分析师： 潘云娇

执业证书编号：S0270522020001

电话：02032255210

邮箱：panyj@wlzq.com.cn

正文目录

1 市场回顾.....4
1.1 绝对收益不佳，相对收益明显.....4
1.2 基金重仓配置比例仍处于低位.....4
1.3 板块主要个股估值有上行空间.....5
2 政策：“防风险”、“保交楼”、“促稳定”.....6
2.1 政策回顾：需求侧因城施策向供给侧全面松绑.....6
2.1 政策展望：供需两端政策仍将不断优化、精准.....13
3 基本面： 2023 年行业有望在政策推动下企稳.....14
3.1 信用与融资：信用环境改善，资金有望向上.....15
3.2 竣工与销售：销售有望企稳，竣工回升可期.....17
3.3 土地与新开工：土地成交大幅缩水压制新开工.....19
3.4 地产投资预测：房地产投资增速仍有一定压力.....21
4 竞争格局持续优化.....22
4.1 供给出清—历史包袱重的房企持续收缩规模.....23
4.2 拿地集中度提升—优质房企地位再巩固.....24
4.3 具有资源整合或债务化解能力的房企迎新机遇.....25
4.4 REITs 持续扩容或将利好于部分房企.....26
5 投资建议.....27

图表 1： A 股申万一级行业 2022 年市场涨跌幅情况（%）.....4
图表 2： 房地产行业基金重仓配置情况（%）.....4
图表 3： 2022 三季末基金重仓持有房地产行业市值排名前 30 的个股情况（%）....5
图表 4： 房地产板块主要个股估值情况（横轴为市盈率（倍数），纵轴为近十年或上市以来历史市盈率分位数（%））.....6
图表 5： 金融十六条主要内容.....6
图表 6： 本轮房地产行业政策宽松路径.....7
图表 7： “保交楼”专项借款进展情况.....7
图表 8： 商业银行给与房企意向授信额度进展情况.....8
图表 9： “第二支箭”进展情况.....9
图表 10： “第三支箭”发射后多家上市房企发布拟非公开发行股票相关的公告.....9
图表 11： 2022 年全国层面预售资金监管相关政策或核心会议.....10
图表 12： 2022 年因城施策下各月度政策频次.....11
图表 13： 2022 年 1-12 月各线城市政策发布次数.....11
图表 14： 近期核心城市政策发布情况.....11
图表 15： LPR 持续调降（%）.....12
图表 16： 房贷利率降至有数据以来新低（%）.....12
图表 17： 部分二手房相关的政策梳理.....12
图表 18： 二手房成交套数情况.....13
图表 19： 房地产行业债券违约或展期规模（亿元）.....15
图表 20： 房地产境内债券违约或展期规模变化情况.....15
图表 21： 近几年房地产行业境内债发债规模情况（亿元）.....15
图表 22： 房地产企业境内债发行规模（亿元）.....15
图表 23： 2023 年房企信用债到期规模情况（亿元）.....15

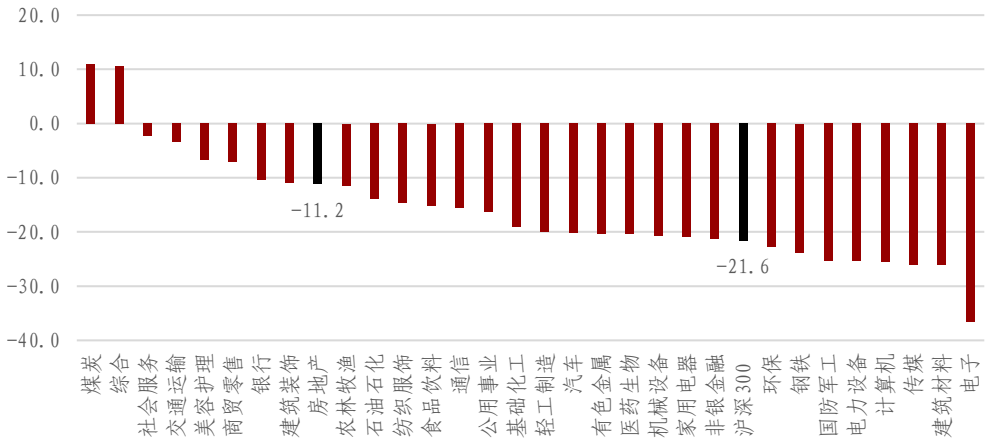
图表 24: 房地产行业中资离岸债净融资额或到期量（亿美元）.....16
图表 25: 房地产行业中资离岸债发行量与到期金额（亿美元）.....16
图表 26: 开发资金来源累计与当月同比增速（%）.....16
图表 27: 各类到位资金累计同比增速（%）.....17
图表 28: 房地产行业到位资金结构.....17
图表 29: 竣工面积与销售面积（左轴，万平米）及其剪刀差（右轴，万平米）..17
图表 30: 开竣工面积与土地成交面积累计同比增速情况（%）.....18
图表 31: 开竣工面积与销售面积累计同比增速情况（%）.....18
图表 32: 全国 100 城住宅用地推出与成交走势（万平方米）.....19
图表 33: 100 中大城市住宅用地成交楼面价（右轴，元/平）与溢价率（左轴，%）情况.....19
图表 34: 2022 年集中供地推出土地和成交土地整体规模明显下降.....20
图表 35: 历次集中供地推出土地和成交土地整体情况.....20
图表 36: 2022 年与 2021 年各城市集中供地成交溢价率情况.....20
图表 37: 房屋新开工面积与土地成交规划建面.....21
图表 38: 新开工与土地成交建面同比增速（%）.....21
图表 39: 土地购置费与土地成交价款累计同比增速（%）.....21
图表 40: 房地产开发投资额、土地购置费和建筑工程投资同比增速.....22
图表 41: 房企未来发展路径探析.....22
图表 42: 历年全国土地市场成交情况.....23
图表 43: 历年 100 城土地市场成交结构.....23
图表 44: 出险房企 2021 年操盘销售规模占比情况.....24
图表 45: 2021 年下半年以来拿地集中度远高于销售集中度.....24
图表 46: 部分房企 2021 年 7 月至 2022 年末新增土储面积与总土储面积的比重 ..25
图表 47: 各批次成交土地成交溢价率走低.....25
图表 48: 部分 A 股房企剔除预收账款后的资产负债率情况（2022 年三季末，%）.....25
图表 49: 已公告拟进行资产重组的上市房企的相关情况.....26
图表 50: A 股部分核心个股持有型物业情况.....26

1 市场回顾

1.1 绝对收益不佳，相对收益明显

尽管2022年房地产行业基本面依然处于底部，但在政策的持续呵护下，板块整体表现优于大盘，相对收益显著，继2015年之后首次跑赢大盘。2022年，房地产行业（申万一级行业）下跌11.2%，沪深300下跌21.6%，跑赢大盘10.5pct。

图表1：A股申万一级行业2022年市场涨跌幅情况（%）

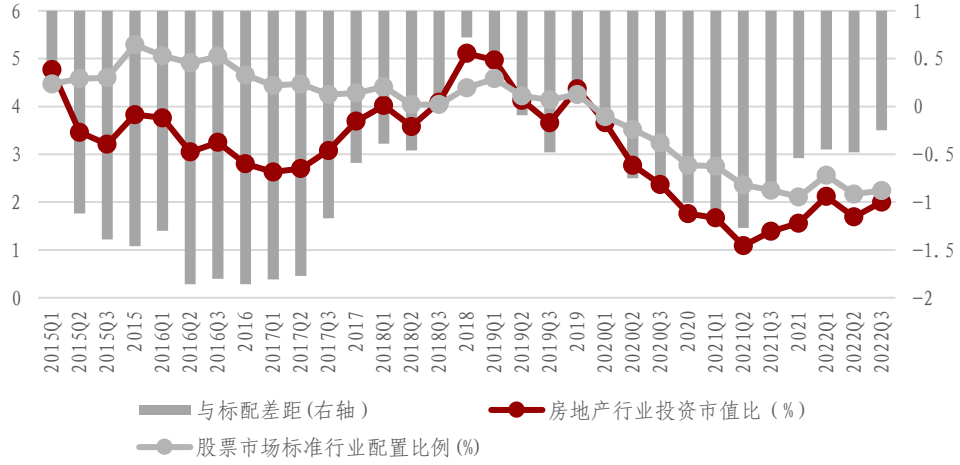


资料来源：同花顺，万联证券研究所，截止2022年12月31日。

1.2 基金重仓配置比例仍处于低位

基金重仓配置比例整体回升，仍处于低位。2022年三季末房地产行业基金重仓配置比例为2%，低于标准配置比例0.25pct，自2021年中期低点起整体处于回升态势。

图表2：房地产行业基金重仓配置情况（%）



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

公司持仓方面，二季度普遍遭到减仓，但三季度有加回。部分个股在2022年前三季度持仓持续提升，如中国海外发展、滨江集团、越秀地产、绿城中国、新城发展等，物业管理个股方面，碧桂园服务、招商积余2022年前三季度持仓亦持续提升，万业企业持仓持续下降。

图表3：2022三季末基金重仓持有房地产行业市值排名前30的个股情况（%）

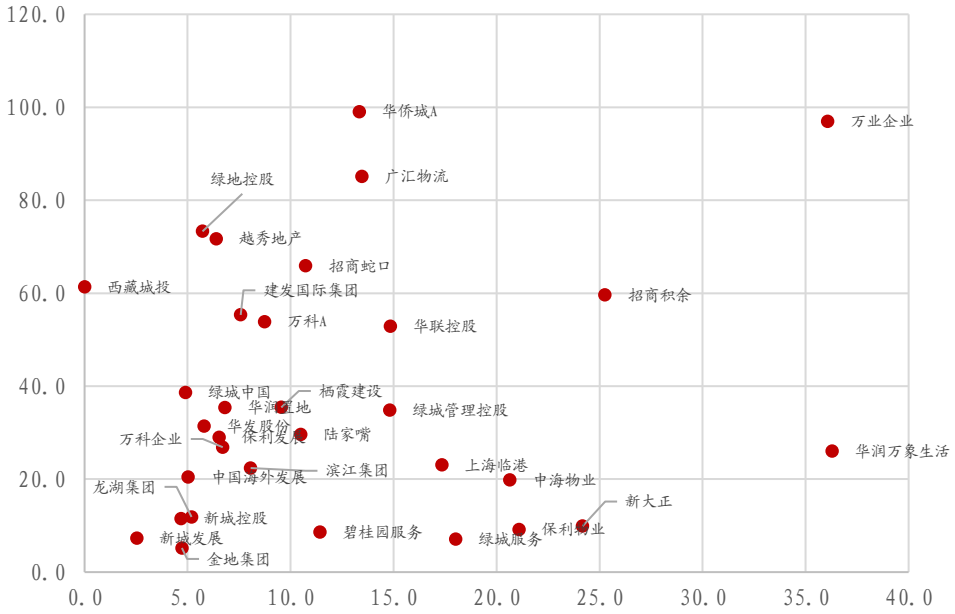
名称	2022年三季末持股总市值(万元)	季报持仓变动(万股)				持股占流通股比变动情况(%)			
		2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021年	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q4
保利发展	2940242.8	10822.3	-15976.6	34145.1	21676.5	0.9	-1.4	2.9	1.8
万科A	1566521.1	5994.2	3610.7	-3408.1	10653.1	0.6	0.4	-0.4	1.1
招商蛇口	894237.2	20150.2	-10530.2	7195.5	21856.9	2.6	-1.2	0.9	2.8
金地集团	841658.3	15588.5	-7425.0	14757.4	28268.0	3.5	-1.7	3.3	6.3
中国海外发展	364792.9	2827.6	4027.6	4278.5	1792.6	0.3	0.4	0.4	0.2
华发股份	269102.1	12051.2	-2688.9	4288.1	13347.5	5.7	-1.3	2.0	6.3
滨江集团	144212.0	1293.6	8847.0	2336.5	22.2	0.5	3.3	0.9	0.0
中海物业	123606.4	-575.2	250.5	508.8	1553.2	-0.2	0.1	0.2	0.5
碧桂园服务	113347.8	3229.0	1927.5	2750.7	-1982.6	1.0	0.6	0.8	-0.7
万科企业	110843.1	5612.6	-1594.0	2939.7	-484.2	2.9	-0.8	1.5	-0.3
越秀地产	101452.1	11358.3	321.6	140.6	0.1	3.7	0.1	0.1	0.0
新城控股	73670.5	-1267.3	-1807.6	3713.2	407.0	-0.6	-0.8	1.6	0.2
保利物业	72033.5	-607.0	45.1	857.2	745.0	-4.0	0.3	5.6	4.9
华润置地	69081.7	560.4	-989.8	485.2	-1988.0	0.1	-0.1	0.1	-0.3
华侨城A	66797.0	-3064.5	-5111.4	1063.6	5601.9	-0.4	-0.7	0.2	0.8
绿城中国	65916.4	562.4	2584.2	1215.1	576.1	0.2	1.0	0.5	
广汇物流	62421.5	4091.5	2539.3			3.3			
招商积余	52085.0	123.2	528.2	659.1	-8246.3	0.2	0.8	1.0	-12.4
上海临港	32910.2	-567.7	71.2	158.3	360.0	-1.1	0.0	0.1	0.2
陆家嘴	24153.8	2331.2	-1876.7	2053.6	-2103.3	0.8	-0.6	0.7	-0.7
西藏城投	21177.7	1182.5			-272.2				-0.3
新城发展	16282.6	3274.9	561.6	2094.5	1432.2	0.5	0.1	0.3	0.2
建发国际集团	15037.5	413.9	269.3	-20.1	40.6	0.2	0.2	0.0	0.0
新大正	14184.5	100.1	343.2	-322.0	-976.7	1.0	2.7	-4.6	-14.0
华联控股	9086.0	-26.2	1956.1	-1535.9	1435.9	0.0	1.3	-1.0	1.0
龙湖集团	8683.5	-158.8	355.2	163.7	-57.1	0.0	0.1	0.0	0.0
绿城管理控股	7657.1	1236.6	27.0			0.6			
华润万象生活	7650.3	30.7	-162.3	-790.3	-154.2	0.0	-0.1	-0.4	-0.1
栖霞建设	6620.8	1557.8							
万业企业	5609.5	-990.5	-2257.2	-5058.8	2590.5	-1.0	-2.4	-5.3	2.7

资料来源：wind，万联证券研究所

1.3 板块主要个股估值有上行空间

2022年度，房地产行业整体表现相对较好，尤其是部分信用良好、基本面扎实的重点蓝筹个股表现亮眼。

图表4：房地产板块主要个股估值情况（横轴为市盈率（倍数），纵轴为近十年或上市以来历史市盈率分位数（%））



资料来源：wind，万联证券研究所，截止20223年1月3日

2 政策：“防风险”、“保交楼”、“促稳定”

2.1 政策回顾：需求侧因城施策向供给侧全面松绑

自2021年下半年以来，房地产行业基本面持续下行，2021年9月央行提出“两维护”确立了政策底，在政策支持的第一个阶段主要以各城市需求侧边际放松政策为主，辅之以供给端并购融资等相关政策，至“金融十六条”发布以及“三支箭”的逐步落地，房地产行业供给侧迎来全面的政策宽松。

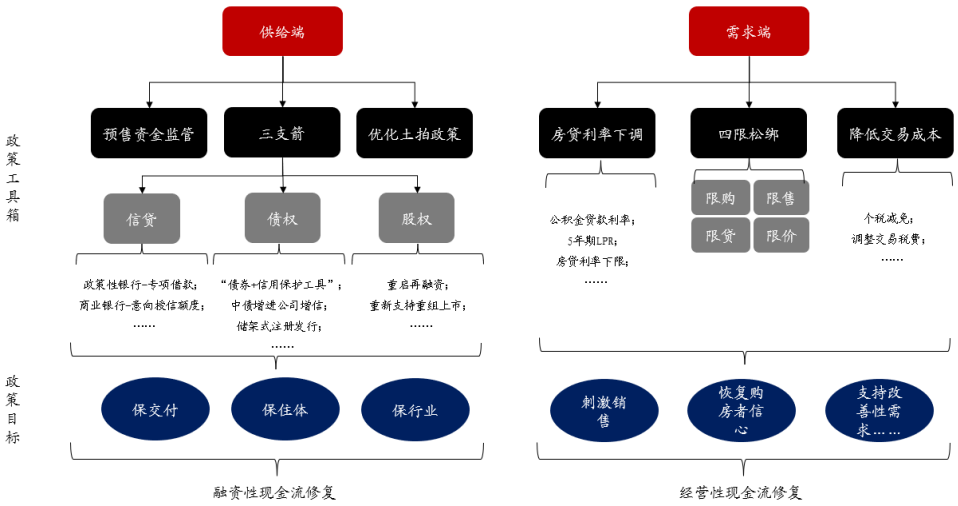
图表5：金融十六条主要内容

政策方向	细项
保持房地产融资平稳有序	稳定房地产开发贷款投放
	支持个人住房贷款合理需求
	稳定建筑企业信贷投放
	支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期
	保持债券融资基本稳定
	保持信托等资管产品融资稳定
积极做好“保交楼”金融服务	支持开发性政策性银行提供“保交楼”专项借款
	鼓励金融机构提供配套融资支持
积极配合做好受困房地产企业风险处置	做好房地产项目并购金融支持
	积极探索市场化支持方式
依法保障住房金融消费者合法权益	鼓励依法自主协商延期还本付息
	切实保护延期贷款的个人征信权益
阶段性调整部分金融管理政策	延长房地产贷款集中度管理政策过渡期安排
	阶段性优化房地产项目并购融资政

加大住房租赁金融支持力度	优化住房租赁信贷服务
	拓宽住房租赁市场多元化融资渠道

资料来源：央行官网，万联证券研究所

图表6：本轮房地产行业政策宽松路径



资料来源：万联证券研究所整理

本轮房地产调控以供需两端的融资限制为主要手段，“金融十六条”以“保交楼”、“保民生”、“保行业”为核心目标，全面涵盖了行业供需两端金融服务支持方向，对房地产企业各种融资方式均给与了阶段性的政策支持指示，通过存量债务展期以及支持融资稳主体，“保交楼”与个人信贷支持促进消费者信心修复，随着政策的逐步落地房企的资金压力有望得到一定程度的缓解。

供给端，以“三支箭”为核心，从房地产开发企业信贷、债券、股权三种核心融资方式入手，支持房企融资，缓解资金压力。

- **专项借款和银行战略合作逐步落地，**2022年7月初“停贷”事件持续发酵，此后中央多次出台相关政策支持各地加快“保交楼”，8月，住建部、央行等部门出台政策，通过政策性银行专项借款方式支持已售逾期难交付住宅项目建设交付。9月，全国2000亿专项借款资金启动后，郑州、沈阳、哈尔滨等城市均有相关资金到位，在当地“保交楼”中发挥了重要作用。11月以来商业银行对优质房企积极提供授信额度，截至2022年底，不完全统计下累计意向授信额度超3.18万亿元。

图表7：“保交楼”专项借款进展情况

时间	事件
7月初	“集体停贷”事件发酵
7月14-21日	银保监会多次强调“保交楼”
7月28日	中央政治局会议提及“压实地方政府责任，保交楼、稳民生”
8月19日	住建部等部门提及通过政策性银行专项借款方式支持已售逾期难交付住宅项目建设交付。
8月29日	支持“保交楼”2000亿元全国性专项借款启动
8月31日	国常会提及“灵活运用阶段性信贷政策和保交楼专项借款”
9月22日	国家开发银行向沈阳支付全国首笔“保交楼”专项借款

11 月 21 日	央行提及至 2023 年 3 月 31 日将向商业银行提供 2000 亿元免息再贷款，用于支持“保交楼”

资料来源：网络资料整理，万联证券研究所

图表8：商业银行给与房企意向授信额度进展情况

时间	银行	开发商	意向性授信额度（亿元）
2022年11月	中国银行	万科、金地、绿城、龙湖、碧桂园、美的等 10 家房企	>6000
	交通银行	万科、美的	1000+200
	中国工商银行	万科、金地、绿城中国、龙湖、碧桂园等 12 家全国性房企	6550
	中信银行	中海、招商、绿城、建发等 10 家房企	“总对总”战略合作
	兴业银行	万科、绿城、龙湖、中海、滨江等 10 家房企	4400
	中国农业银行	中海发展、华润置地、万科集团、等 5 家房企	战略合作
	邮储银行	万科、龙湖、绿城、碧桂园、美的置业	2800
	建设银行	万科、龙湖、美的、合生创展、大华等 8 家房企	银企战略合作
	恒丰银行	山东银丰、青岛青特等房企	达成签约意向
	广发银行	碧桂园集团、美的置业	300
	广西北部湾银行	广西荣和、桂林彰泰、广西洋浦、广西宝塔、广西金源 5 家本土优质民营房地产企业	>150
	上海农商银行	宝龙地产	50
	浙商银行	绿城中国	总对总战略合作
	上海银行	仁恒置地、滨江集团	400
	浦发银行	万科集团、碧桂园集团、龙湖集团等 16 家	5300
	邮储银行上海分行	旭辉控股（集团）有限公司、宝龙地产控股有限公司	200
2022年12月	交通银行	绿城中国、越秀地产、华发股份、龙湖集团、金地集团、大华集团、新希望地产以及君一控股集团 8 家	战略合作
	民生银行	万科、中海、中国金茂、绿城中国、金地集团、碧桂园、龙湖集团、美的置业、新城控股、金辉集团	全面战略合作
	北京银行	万科集团、中海地产、招商蛇口、华润置地、金隅集团、首开集团、城建集团、滨江集团等重点房企	2500
	浙商银行	保利置业、首开股份、信达地产、绿城中国、首创城发集团、五矿地产、越秀地产、滨江集团、美的置业等多家房企	1600
	平安银行	珠海华发、大华集团	300
	中国民生银行	电建地产、大悦城控股、五矿地产、华发股份、首创城发、联发集团、远洋集团、卓越集团、复地集团、华宇集团、中骏集团、京基地产	全面战略合作

资料来源：网络资料整理，中指研究院，万联证券研究所

◆ **“第二支箭”亦已逐步落地**，11月8日，银行间市场交易商协会表示继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。相较于5月份、8月份支持示范房企增信发债，只有个别6家民营房企受益，此次的支持范围扩大，落地速度加快，截至2022年底，我们可以看到像龙湖集团、美的置业、新城控股、金辉集团、碧桂园等民营房企中债增信中期票据均已落地。

图表9: “第二支箭”进展情况

公司名称	受理/申请时间	（意向）注册规模（亿元）	中债信用公司是否增信	发行时间和规模
龙湖集团	11.10	200	是	11.29 发行 20 亿元
美的置业	11.14	150	是	12.1 发行 15 亿元
新城控股	11.17	150	是	12.9 发行 20 亿元
万科	11.22	280	-	-
金地集团	11.22	150	-	-
金辉集团	-	20	是	12.1 发行 12 亿元
旭辉控股	11.25	150	是	-
绿城中国	11.29	110	-	-
碧桂园	-	50	是	12.22 发行 10 亿元

资料来源：wind，中国银行间市场交易商协会，万联证券研究所

◆ **再融资与并购重组松绑**，11月28日，证监会新闻发言人表示在上市房企股权融资方面调整优化5项措施，“第三支箭”股权融资正式落地，时隔四年房地产行业再融资重启，对行业托底支持力度较大，截至2022年底，我们跟踪到已经有19家上市房企公告拟进行定增，三家房企拟进行资产重组。“第三支箭”的落地预计将加速房地产行业不良资产的处置以及行业风险化解，加快行业供给侧整合。资产重组为房地产公司带来更多新的机会，如格力地产重启对珠海市免税企业集团的股权收购，招商蛇口拟通过发行股份进行收购以进一步扩大对前海项目的持股比例，陆家嘴拟将集团部分资产注入公司等。

图表10: “第三支箭”发射后多家上市房企发布拟非公开发行股票相关的公告

公司名称	非公开发行资金用途
福星股份	公司房地产项目开发
世茂股份	“保交楼、保民生”相关的房地产项目开发、偿还部分公开市场债务本息、以及符合上市公司再融资政策要求的补充流动资金等。
大名城	用于政策支持的房地产业务，包括公司“保交楼、保民生”相关的房地产项目开发建设，以及符合上市公司再融资政策要求的补充流动资金、偿还债务等
新湖中宝	拟用于公司与“保交楼、保民生”相关的房地产项目，棚户区改造或旧城改造项目开发建设，以及符合上市公司再融资政策要求的补充流动资金、偿还债务等
天地源	“保交楼、保民生”相关的房地产项目开发、符合上市公司再融资政策要求的补充流动资金、偿还债务等
万科	第一股东深铁提请董事会临时议案，即《关于提请股东大会给予董事会发行公司股份之一般性授权的议案》，同意公司发行、配发公司新增 A 股/H 股。
华夏幸福	资金拟用于与“保交楼、保民生”相关地产项目，以及符合上市公司再融资政策要求的补充流动资金、偿还债务等
冠城大通	投资满足公司转型需求的业务扩张和产业链上下游并购项目、与“保交楼、保民生”相关的房地产项目，以及符合上市公司再融资政策要求的补充流动资金、偿还债务等
外高桥	拟用于政策支持的房地产业务以及符合上市公司再融资政策要求的补充流动资金等
金科股份	用于公司“保交楼、保民生”相关的房地产项目开发、棚户区改造或旧城改造项目开发建设，偿还部分债务本息、以及符合上市公司再融资政策要求的补充流动资金等

嘉凯城	偿还有息负债及补充流动资金
绿地控股	“保交楼、保民生”相关的房地产项目开发建设，以及符合上市公司再融资政策要求的补充流动资金、偿还债务等用途
中华企业	“保交楼、保民生”相关的房地产项目开发建设，以及符合上市公司再融资政策要求的补充流动资金、偿还债务等用途
迪马股份	“保交楼、保民生”相关地产项目开发、以及符合上市公司再融资政策要求的补充流动资金和偿还债务等
西藏城投	“保交楼、保民生”相关的房地产项目开发建设，以及符合上市公司再融资政策要求的补充流动资金、偿还债务等用途
华发股份	与“保交楼、保民生”相关的房地产项目
荣盛发展	3 个房地产项目建设与补充流动资金
外高桥	拟投向 4 个房地产项目与补充公司流动资金
保利发展	用于部分房地产项目的开发建设

资料来源：wind，万联证券研究所

◆ **预售资金监管政策持续优化**：2022年11月14日，银保监会、住建部、央行再次释放政策利好，联合发布《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》，支持优质房地产企业合理使用预售监管资金，防范化解房地产企业流动性风险。《通知》对保函的额度和期限、商业银行开具置换预售监管资金具备的条件、房地产企业如何使用保函、商业银行如何防范风险等内容作了明确规定。

更加合理的和科学的预售资金监管制度既可以有效的保障“保交楼”，也可以保障开发商资金使用效率，2022年以来预售资金监管政策在持续优化，根据中指研究院统计显示，2022年全国已有超110省市调整预售资金监管政策，或放松资金监管为房企提供部分资金支持，或收紧政策保证项目建设资金安全。政策在行业动态变化中更加细化、更加合理，我们相信后续政策有望持续优化至在保障“保交楼”与资金使用效率中实现动态平衡。

图表11：2022年全国层面预售资金监管相关政策或核心会议

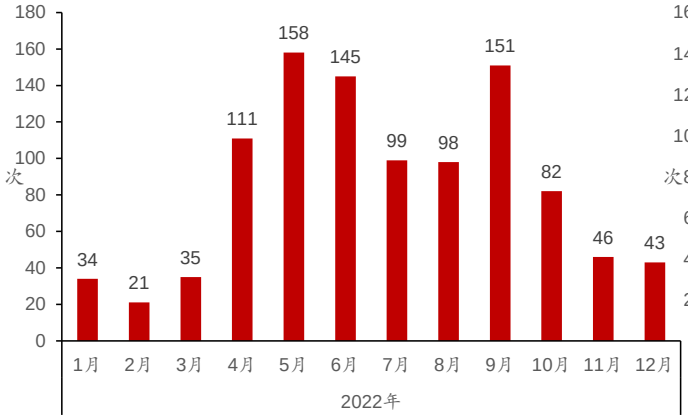
时间	部门/会议	文件	主要内容
2022/2/11	住建部、人民银行和银保监会	《关于规范商品房预售资金监管的意见》	商品房预售资金监管是商品房预售制度的重要组成部分。近期，部分城市商品房预售资金监管不到位，一些房地产开发企业违规挪用预售资金，严重侵害了购房人合法权益。而三部委制定《意见》的初衷是：为了保障房地产项目竣工交付，维护购房人合法权益，促进房地产市场平稳健康发展。《意见》明确，监管额度是监管账户中确保项目竣工交付所需的资金额度，由市、县住建部门根据商品房项目建设工程造价、施工合同金额以及项目交付条件等确定。同时规定，预售款包含购房人缴交的定金、首付款、按揭贷款和其他形式的购房款等，应当全部直接存入监管账户。监管账户内的资金达到监管额度后，超出部分可由房企提取使用。
2022/4/29	中央政治局会议		要支持各地从当地实际出发完善房地产政策、支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管、促进房地产市场平稳健康发展
2022/11/14	银保监会、住建厅、央行	《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》	对保函的额度和期限、商业银行开具置换预售监管资金具备的条件、房地产企业如何使用保函、商业银行如何防范风险等内容作了明确规定

资料来源：中国政府网，网络新闻资料整理，万联证券研究所

需求端政策，本轮房地产行业政策放松始终坚持“房住不炒，因城施策”的大原则，自2021年四季度以来各城市需求端放松政策不断，但是在疫情反复以及经济承压的大背景下，政策效果并不理想。从全国层面政策上来看，房贷利率下限不断下调，二手房交易成本调降，各个城市从多维度实施更为宽松的房地产行业政策。

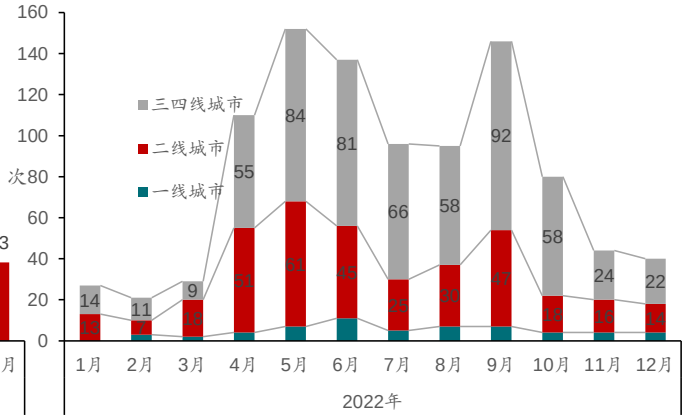
- **因城施策频次较高，并逐渐向高能级城市蔓延，**根据中指研究院的数据，四季度每月各城市政策发布次数环比持续下降，但是2022年整体发布政策次数达到1023次，近几月一线以及二线城市政策发布次数占比明显提升。

图表12：2022年因城施策下各月度政策频次



资料来源：中指研究院，万联证券研究所

图表13：2022年1-12月各线城市政策发布次数



资料来源：中指研究院，万联证券研究所

图表14：近期核心城市政策发布情况

时间	城市	政策调整相关内容
10月27日	上海	满足条件的非本市户籍人才，按规定在沪缴纳职工社会保险或个人所得税满1年及以上、且在本市无住房的，在新片区限购1套住房，同时购房资格由居民家庭调整为个人
10月27日	成都	成都举行全省稳定房地产市场工作会议，鼓励各地积极回应刚性和改善性住房需求。各地住建部门要在降低首付比例和贷款利率方面加强与人民银行、各商业银行对接，同时要充分用好优化生育等政策，逐步放宽二孩、三孩家庭等群体的购房资格条件
11月10日	杭州	在杭州市无住房且无未结清住房贷款记录的家庭最低首付比例为30%，为改善居住条件贷款购买第二套住房的家庭最低首付比例为40%，首套房贷款利率不低于相应期限贷款市场报价利率减20个基点，二套房贷款利率不低于相应期限贷款市场报价利率加60个基点
11月17日	成都	在成都东部新区、青白江区、新津区、简阳市、都江堰市、彭州市、邛崃市、崇州市、金堂县、大邑县、蒲江县区域内生活工作且无自有产权住房的非成都市户籍居民家庭，可在该区域内购买一套住房用于自住
12月12日	深圳	《关于既有非居住房屋改建保障性租赁住房的通知（试行）》，在对既有非居住房屋改建保障性租赁住房的工作中，应当合理选址、供需匹配，市场运作、政策支持，市级统筹、区级实施的三方面原则
12月13日	杭州	调整住房公积金贷款政策，职工家庭名下无住房，无住房贷款记录或有商业性住房贷款记录且相应贷款已结清，为改善居住条件申请住房公积金贷款购买普通自住住房的，执行首套房政策，贷款首付款比例不低于
12月13日	武汉	武汉都市圈住房公积金同城化业务服务平台正式上线。即日起，武汉都市圈9城的住房公积金缴存职工，均可使用本地缴存的住房公积金，以委托扣划方式直接偿还在“圈内”其他城市的住房公积金贷款

12 月 26 日	上海	《上海市激发重点群体活力带动城乡居民增收实施方案》要求，继续深化房屋价值市场化评估机制，规范房屋征收拆迁行为，全力保障居民在房屋征收、拆迁补偿中合法性财产收入不受侵害
12 月 28 日	重庆	《关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的通知》明确，要指导金融机构区分房地产项目风险与企业集团风险，保持房地产开发贷款平稳有序投放。鼓励金融机构与房地产企业在保证债权安全的前提下，遵循依法合规商业自愿原则，自主协商存量融资展期。从 11 月 11 日起，未来半年内到期的房地产融资，可在原规定基础上多展期 1 年

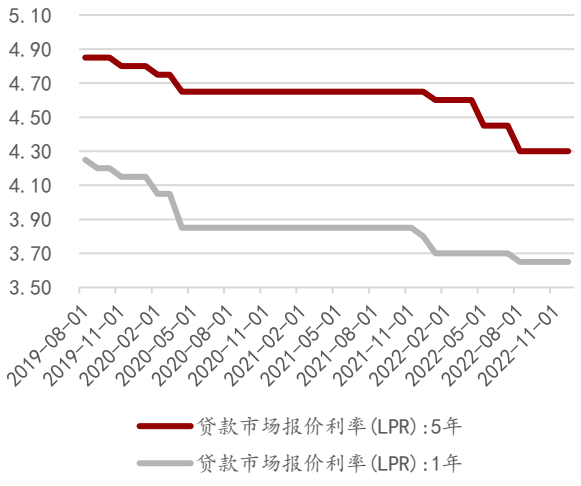
资料来源：网络新闻资料整理，万联证券研究所

- **房贷利率持续下调**，2022年以来5年期LPR累计下调了35BP，其中5月和8月5年期LPR均单边下调15BP，充分体现了政策对房地产行业的呵护。截至2022年11月首套平均房贷利率较上年同期累计下降了140BP至4.17%，个人住房公积金贷款利率（5年以上）也实现了自2015年以来的首次调降，降至3.1%。

  房价-房贷利率联动机制的建立降低了LPR调降的概率，加大了因城施策的空间。2023年1月5日，人民银行、银保监会发布通知，决定建立首套住房贷款利率政策动态调整机制。新建商品住宅销售价格环比和同比连续3个月均下降的城市，可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限。

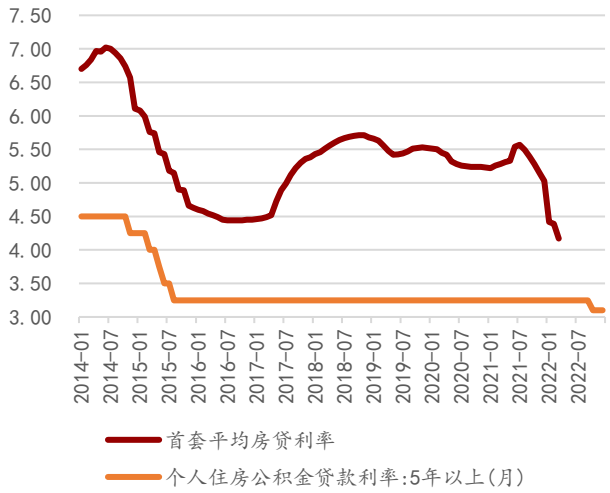
  据中指研究院监测数据，已有包括天津、石家庄等地在内近30城房贷利率降至4%以下，部分城市实际执行LPR-50bp首套按揭贷款利率。房地产行业尚处于底部，在“因城施策”的政策框架下，房价-房贷利率联动机制的建立有望让更多城市进一步调降新发生房贷利率至4%以下。

图表15：LPR持续调降（%）



资料来源：wind，万联证券研究所

图表16：房贷利率降至有数据以来新低（%）



资料来源：wind，万联证券研究所

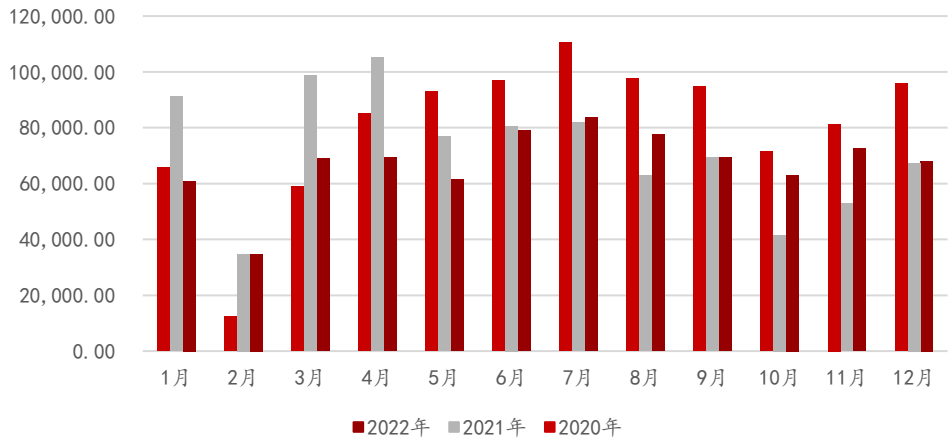
- **二手房交易成本调降**，二手房交易相关政策持续优化推动二手房市场回暖，有利于改善型需求或置换需求释放。

图表17：部分二手房相关的政策梳理

时间	城市	主要内容
4 月 11 日	苏州	苏州六大区二手房的限售时间正式改为三年，签约的二手房自取得不动产之日起满三年即可转让
8 月 17 日	济南	济南在全国首次创新推出二手房“带押过户”登记新模式
8 月 24 日	长沙	长沙市民购买二套房面积≤90 平方米契税税率为 1%，＞90 平方米按 2%执行。同时 2022 年 6 月 9 号（含 6 月 9 号）-8 月 23 号之间缴纳新房、二手房契税的，即刻可以办理退税手续
8 月 24 日	常州	2022 年 9 月 1 日起，常州市二手房全面取消限售。新建商品住房再次上市交易时间维持现有政策不变
9 月 23 日	北京	北京市住建委和市规自委印发《关于试行存量房交易“连环单”业务并行办理的通知》，表示为提高存量房屋交易效率，支持购房家庭合理住房需求，北京市试行存量房交易“连环单”业务并行办理
9 月 30 日	国税局	在 2022 年 10 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日期间，纳税人出售自有住房并在现住房出售后 1 年内，在同一城市重新购买住房的，可按规定申请退还其出售现住房已缴纳的个人所得税
10 月 11 日	重庆	重庆办理首个二手房双预告“带押过户”
12 月 27 日	广州	广州住房公积金管理中心发布《广州住房公积金管理中心关于调整存量房住房公积金贷款购房交易资金监管的通知》，明确广州市存量房住房公积金贷款不再试行购房交易资金监管，住房公积金贷款业务受托机构不得强制要求办理。

资料来源：网络新闻资料整理，万联证券研究所

图表18：二手房成交套数情况



资料来源：wind，万联证券研究所

2.1 政策展望：供需两端政策仍将不断优化、精准

中央经济工作会议定调“防风险”、“促稳定”：2022年12月15-16日召开中央经济工作会议，关于房地产方面提及“多渠道增加城乡居民收入，支持住房改善、新能源汽车、养老服务等消费。”“有效防范化解重大经济金融风险。要确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，同时要坚决依法打击违法犯罪行为。要因城施策，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住

房问题，探索长租房市场建设。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。”12月15日，国务院副总理刘鹤指出“**房地产是国民经济的支柱产业**，针对当前出现的下行风险，我们已出台一些政策，正在考虑新的举措，努力改善行业的资产负债状况，引导市场预期和信心回暖。未来一个时期，中国城镇化仍处于较快发展阶段，有足够需求空间为房地产业稳定发展提供支撑。”时隔一年，首次被高层提及房地产行业是国民经济的支柱产业，体现了房地产行业在未来稳定经济中的重要作用。

预计2023年政策面仍偏宽松：此次中央经济工作会议将“有效防范化解重大经济金融风险”、“要确保房地产市场平稳发展”放在首位，体现了2023年房地产行业政策方向核心在于“防风险”、“促稳定”，将“房住不炒”的相关表述放置在最后面，体现了在多年的政策定调和调控下，投机需求得到了有效遏制，但房住不炒仍是长期坚持的方向。当前房地产行业市场成交较弱，为实现“防风险”、“保交楼”、“促稳定”，预计2023年房地产行业整体的政策仍偏宽松，从供需两端的政策仍有进一步优化的空间和必要。

（1）供给端，尽管目前融资“三支箭”已经逐步落地，但是销售端仍显疲软，预计供给端政策仍有持续优化和加码空间。首先，“保交楼”仍是“防风险”中的重要一个方面，预计与“保交楼”相关的政策仍会进一步加码，比如专项借款、推动行业并购重组等；其次，着力保企业，化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，此前在融资端的相关限制性政策有望出现松动；再次，促进行业探索新的发展模式，租购并举的住房体系仍是长期建设的方向，预计保障性租赁住房建设仍是2023年的重要方面。另外，预计REITs将在房地产行业新发展模式中充当重要角色，近期证监会相关负责人表示将“加快打造REITs市场的保障性租赁住房板块，研究推动试点范围拓展到市场化的长租房及商业不动产等领域”，在第三支箭中也提及“进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用”；

（2）需求端，2022年在因城施策下，三四线城市放松的力度更大，也有逐步向强二线和一线城市倾斜，但整体比较克制，预计2023年需求端的政策会持续优化，更加精准。2023年1月5日，住房和城乡建设部部长倪虹接受采访时表示，因城施策、精准施策，提振市场信心。对于购买第一套住房的要大力支持。首付比、首套利率该降的都要降下来。对于购买第二套住房的，要合理支持。以旧换新、以小换大、生育多子女家庭都要给予政策支持。对于购买三套以上住房的，原则上不支持，就是不给投机炒房者重新入市留有空间。同时，增加保障性租赁住房的供给和长租房市场的建设，让新市民、青年人能够更好地安居，让他们放开手脚为美好生活去奋斗。用力推进保交楼保民生保稳定工作。着力化解房企风险，提高住房建设标准，为房屋提供全生命周期安全保障。我们认为2023年在**疫情防控政策持续优化的背景下，推动经济修复的宏观以及产业政策持续落地，居民收入预期将逐渐改善**；其次，**房贷利率仍有下调空间**。中央经济工作会议中提及“稳健的货币政策要精准有力。要保持流动性合理充裕，保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”，预计2023年我国货币政策仍有空间支持房贷利率继续下调；再次，高能级城市需求端相关政策有望进一步优化。

3 基本面：2023年行业有望在政策推动下企稳

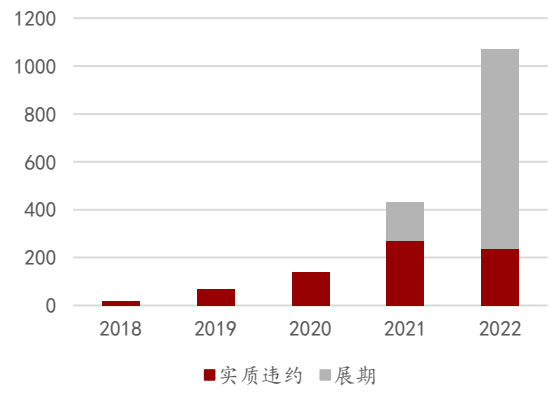
房地产行业仍处于供给收缩和需求观望的状态，在政策宽松力度和范围持续增大的情况下，有望沿着“信用-融资-竣工-销售-拿地及新开工-投资”的传导路径逐步企

稳，供需两端政策将持续优化，通过融资端政策的放松缓解房企现金流压力，通过需求端的放松政策恢复购房者信心，使得房企恢复自身的造血功能。

3.1 信用与融资：信用环境改善，资金有望向上

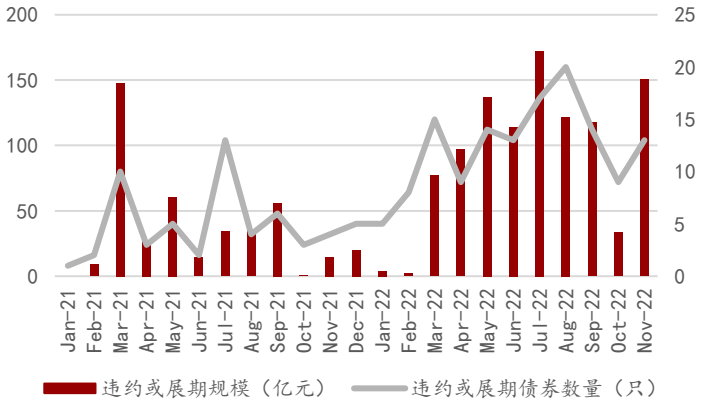
信用环境正逐渐改善：2021年下半年以来境内外地产债信用风险事件频发，包括多家大型房企在内接连出险，至2022年6月及7月，境内地产债违约规模和数量达到高峰，其后明显下降，同时，违约主体以此前出险房企为主，新增违约或展期主体较少，在“金融十六条”出台后，相关的融资支持政策陆续落地，整体信用环境正逐渐改善。

图表19：房地产行业债券违约或展期规模（亿元）



资料来源：wind，万联证券研究所，2022年为截至11月30日的数据。

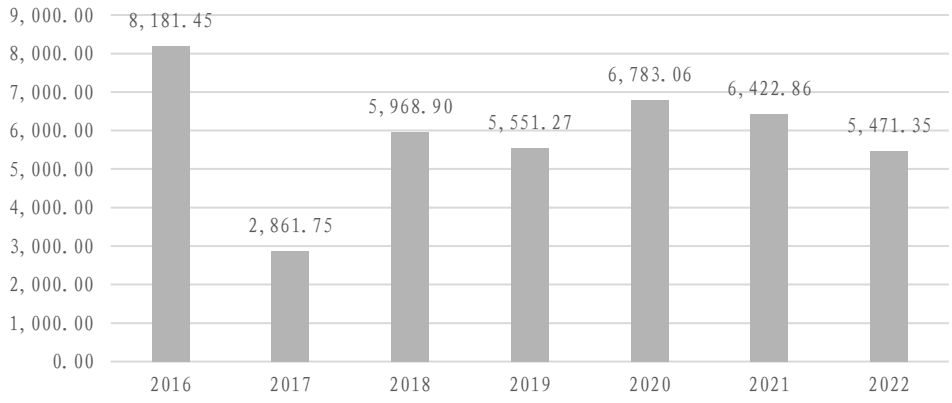
图表20：房地产境内债券违约或展期规模变化情况



资料来源：wind，万联证券研究所，2022年为截至11月30日的数据。

政策利好下融资状况有望改善：根据wind统计数据显示，2022年境内债券发行规模为5471.35亿元，较上年进一步下降，从结构上来看，政策驱动叠加低基数，下半年的整体发债规模相对上年同期略有改善，尤其在“三支箭”出台后，12月的发债规模明显放大。2023年地产行业信用债到期规模有所下降，整体压力减小，根据wind统计数据显示，2023年地产信用债到期规模3553.16亿元，略低于2022年，四个季度分别为975.27、945.69、1,078.29、553.91亿元，上半年相较上年偿债压力较大。境外债方面，2022年境外债持续处于净偿还状态，2023年整体境外债到期量为589.99亿美元，较2022年下降10%，从到期时间结构看，主要集中于上半年。

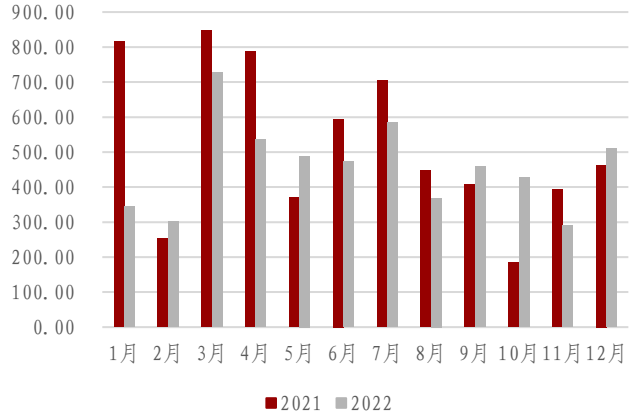
图表21：近几年房地产行业境内债发债规模情况（亿元）



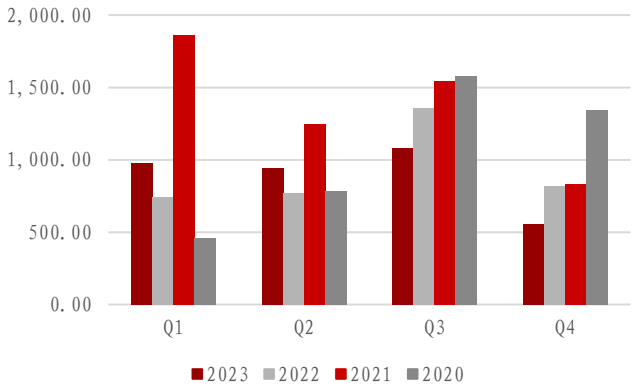
资料来源：wind，万联证券研究所

图表22：房地产企业境内债发行规模（亿元）

图表23：2023年房企信用债到期规模情况（亿元）

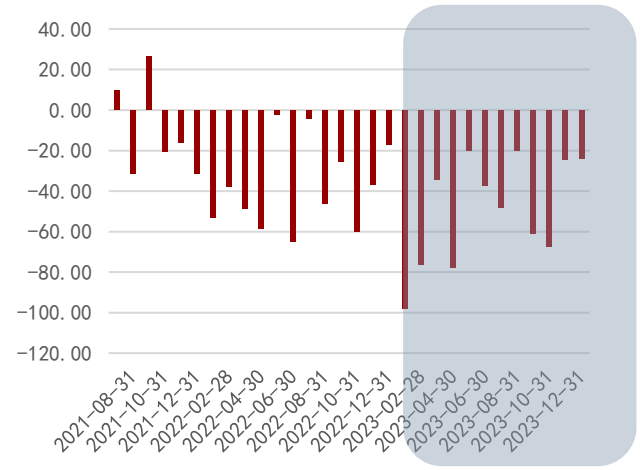


资料来源：wind，万联证券研究所



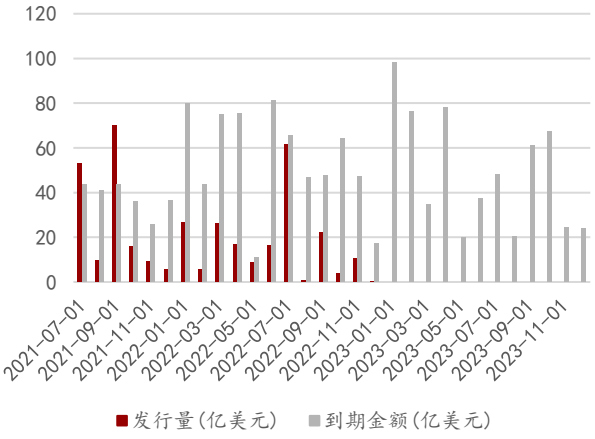
资料来源：wind，万联证券研究所

图表24：房地产行业中资离岸债净融资额或到期量（亿美元）



资料来源：wind，万联证券研究所

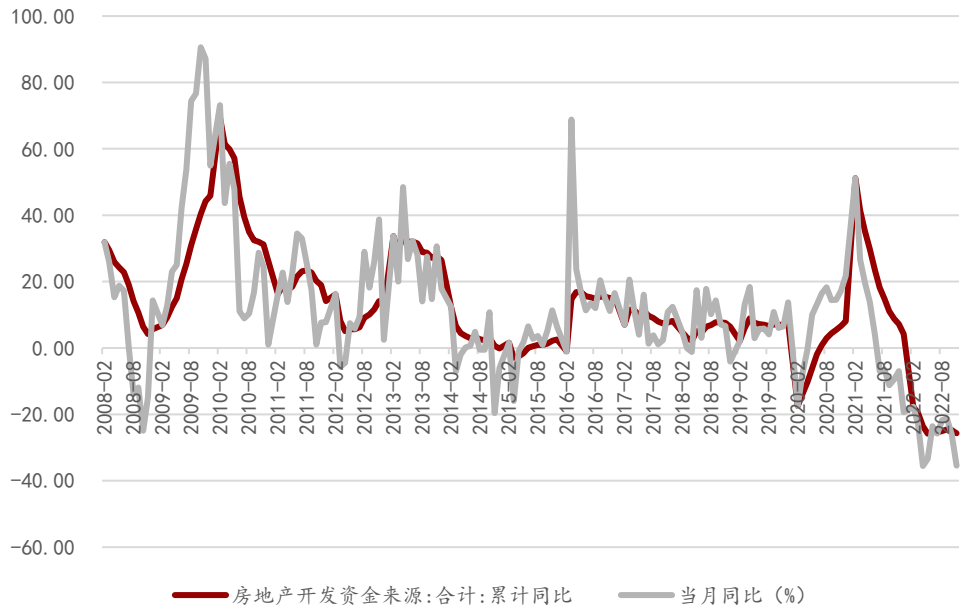
图表25：房地产行业中资离岸债发行量与到期金额（亿美元）



资料来源：wind，万联证券研究所

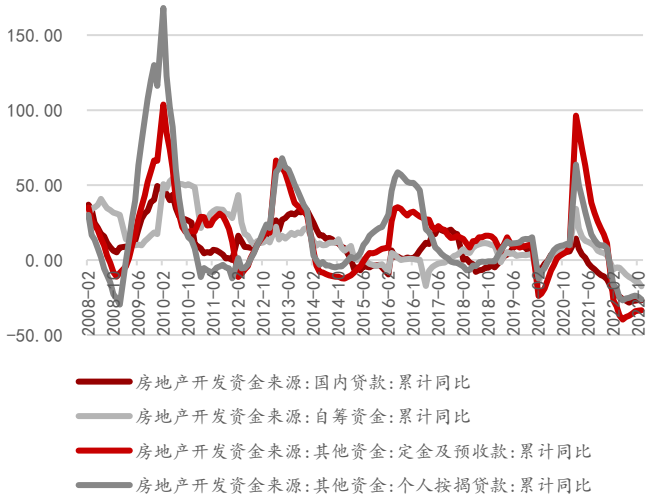
到位资金增速创历史低位，预计在融资端政策的持续叠加下有望触底回升。房地产开发企业到位资金增速持续回落，2022年1-11月到位资金来源13.6万亿元，同比下滑25.7%，下滑幅度达到历史最大降幅，其中国内贷款/自筹资金/定金及预收款/个人按揭同比分别-26.9%/-17.5%/-33.6%/-26.2%。从结构上看，2022年1-11月累计到位资金中国内贷款/自筹资金/定金及预收款/个人按揭占比分别为11.6%、35.9%、32.7%、16.0%，其中自筹资金的占比明显提升，其他占比均有一定下降。

图表26：开发资金来源累计与当月同比增速（%）



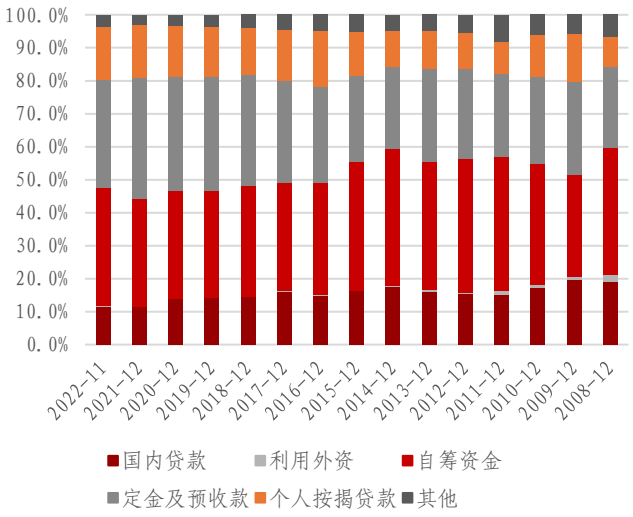
资料来源：wind，万联证券研究所

图表27：各类到位资金累计同比增速（%）



资料来源：wind，万联证券研究所

图表28：房地产行业到位资金结构

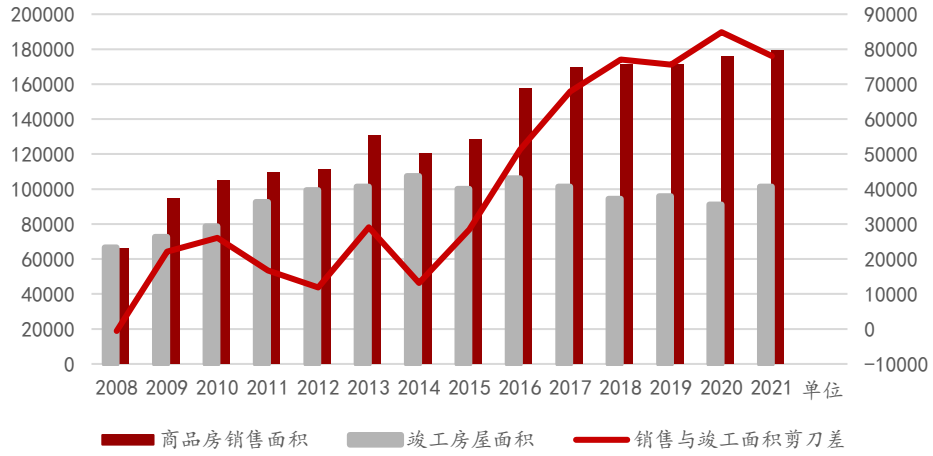


资料来源：wind，万联证券研究所

3.2 竣工与销售：销售有望企稳，竣工回升可期

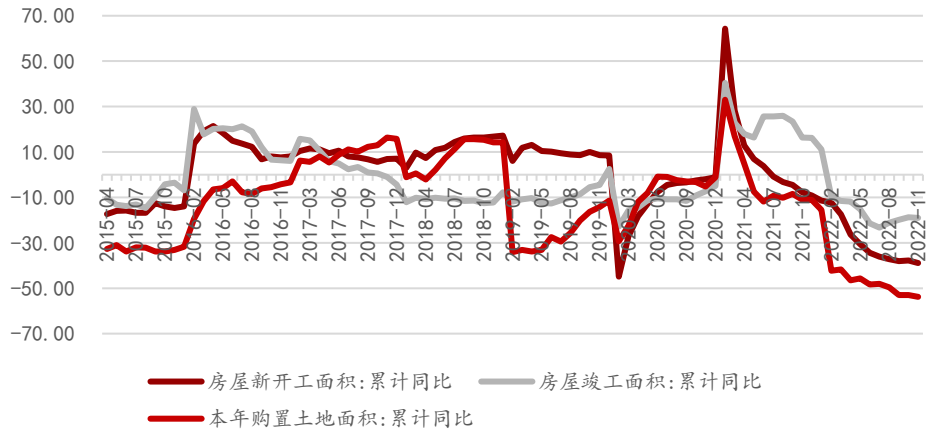
保交楼政策目标驱动下，预计竣工端率先企稳。受资金面限制，2022年房屋开竣工数据下滑幅度持续扩大，2022年1-11月全国竣工面积增速为-19%，我们预计受近几年竣工与销售剪刀差持续扩大影响，在保交付支持性资金逐步到位的情况下，2023年竣工端表现将相对较好，但是受2022年新开工较弱影响，竣工规模会受到一定限制，预计2023年竣工端或较2022年小个位数增长。

图表29：竣工面积与销售面积（左轴，万平米）及其剪刀差（右轴，万平米）



资料来源：wind，万联证券研究所

图表30：开竣工面积与土地成交面积累计同比增速情况（%）

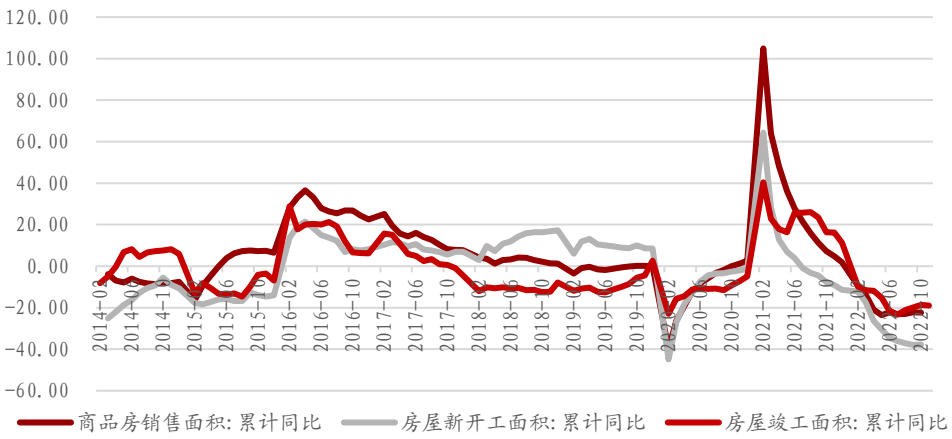


资料来源：wind，万联证券研究所

疫情影响减弱，销售有望企稳。截至2022年11月末，全国商品房销售面积和销售金额同比分别下滑23.3%和26.6%，自2021年7月以来持续下滑。尽管2022年以来房地产行业利好政策持续出台，但是疫情扰动下一定程度影响了政策效果，当前疫情影响减弱，行业供需两端放松政策持续叠加，预计政策效果会逐渐显现，但受上年新开工面积大幅下滑影响，销售增速会受限，预计2023年销售面积和销售金额会小幅下滑或持平。

中长期维度考量销售端已经基本触底。从中长期角度来看，2022年1-11月销售面积为12.13亿平，全年预计13.52亿平，与2013年的销售面积相当，我们此前在2022年中期策略报告中测算2022-2030年住宅销售面积中枢为11.04亿平，过去十年住宅销售面积占全国商品房销售面积比重稳定维持在85%-89%之间，以87%中枢估算2022-2030年全国商品房销售面积中枢为12.69亿平，当前的销售进一步下降的空间有限，我国居民杠杠水平与海外发达国家相比仍有空间，疫情管控放松居民收入预期有望逐步回升，我们认为2023年房地产销售在低基数基础上大概率会维持相对平稳状态。

图表31：开竣工面积与销售面积累计同比增速情况（%）



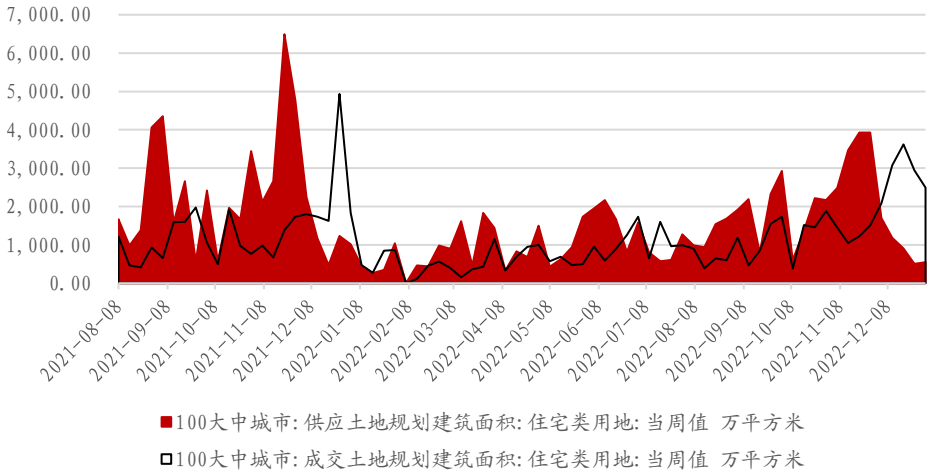
资料来源：wind，万联证券研究所

3.3 土地与新开工：土地成交大幅缩水压制新开工

2022年土地市场仍处低位，溢价率低位徘徊。2022年以来土地市场温度保持低位，全国100城住宅用地推出、成交量、溢价率均处于低位。从集中供地角度来看，2022年集中供地保持小规模多批次的节奏，从2022年前四次集中供地完成情况来看，整体较2021年明显下降，根据中指研究院数据，土地推出规划建面和成交规模分别下降54%和44%，从前三批次完成节奏上看，成交规模和推出规模保持均衡（目前2022年第四批次仅17城完成）。

2022年新开工下滑明显，预计2023年仍然受制于销售与土地市场的表现，会延续下滑。2022年1-11月新开工面积同比下降38.90%，创历史新低（不考虑2020年2月疫情影响的特殊情形）。新开工情况，一方面依赖于销售市场的表现，另一方面受2022年土地市场成交低迷压制，预计2023年新开工仍会有一定程度下滑。

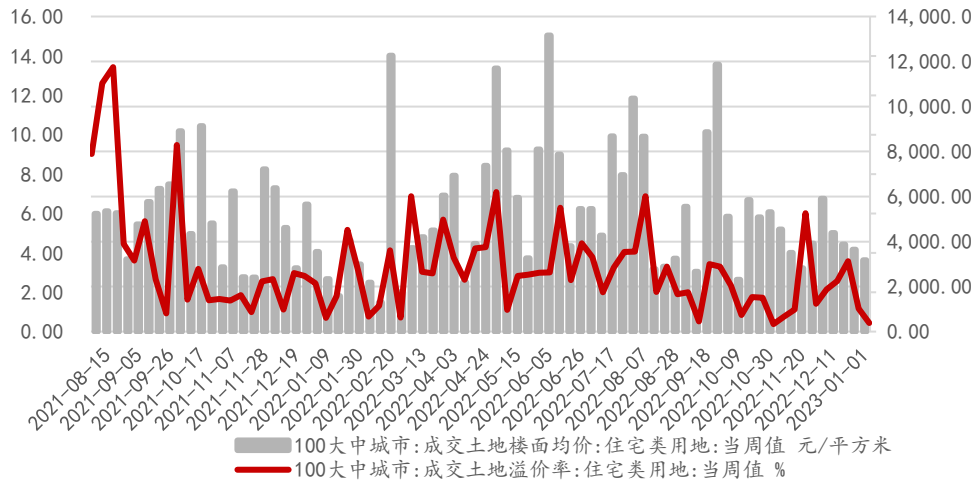
图表32：全国100城住宅用地推出与成交走势（万平方米）



资料来源：wind，万联证券研究所，截至2023年1月6日

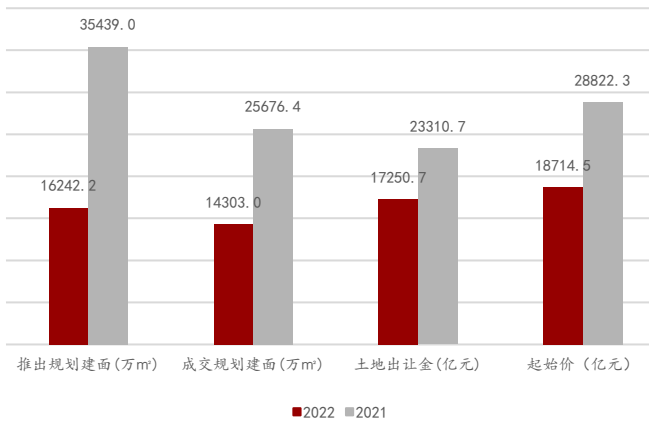
图表33：100中大城市住宅用地成交楼面价（右轴，元/平）与溢价率（左

轴，%）情况



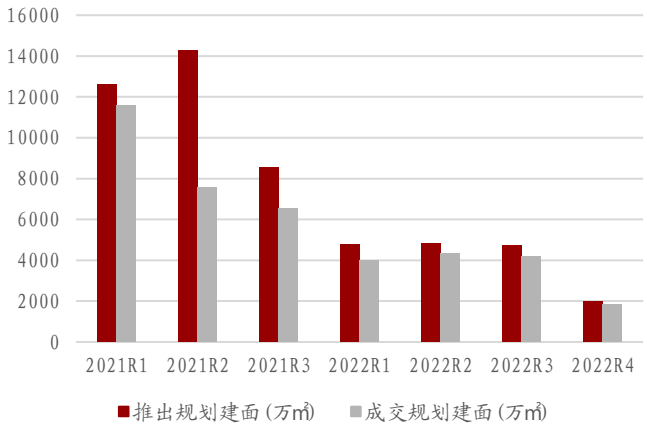
资料来源：wind，万联证券研究所，截至2023年1月6日

图表34：2022年集中供地推出土地和成交土地整体规模明显下降



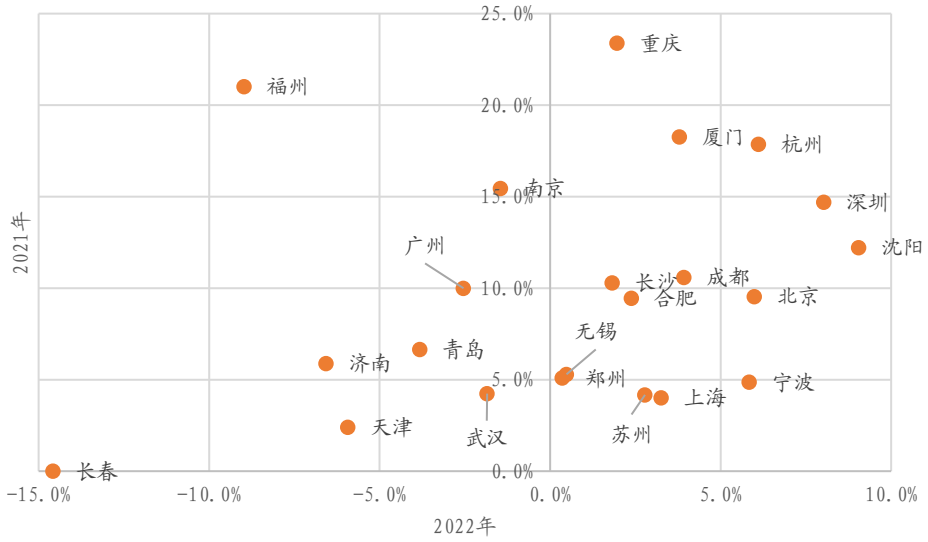
资料来源：中指研究院，万联证券研究所，2021年为2021年三批次集中供地汇总，2022年为2022年前四批次已完成的集中供地汇总；

图表35：历次集中供地推出土地和成交土地整体情况



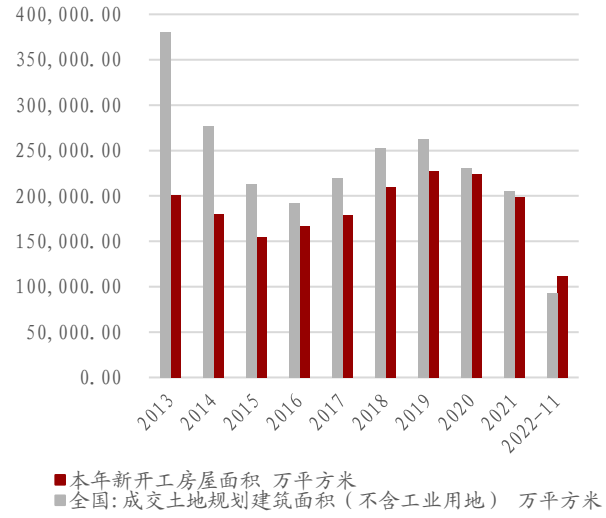
资料来源：中指研究院，万联证券研究所

图表36：2022年与2021年各城市集中供地成交溢价率情况



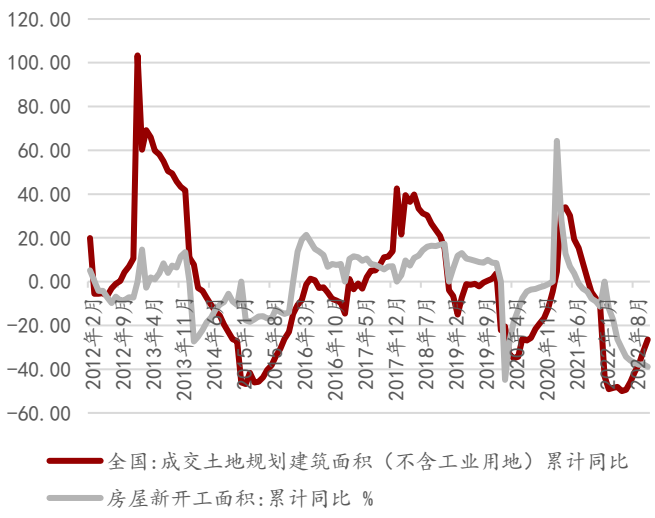
资料来源：中指研究院，万联证券研究所，各城市集中供地溢价率以成交楼面均价与推出楼面均价计算而得；

图表37：房屋新开工面积与土地成交规划建面



资料来源：wind，万联证券研究所

图表38：新开工与土地成交建面同比增速（%）

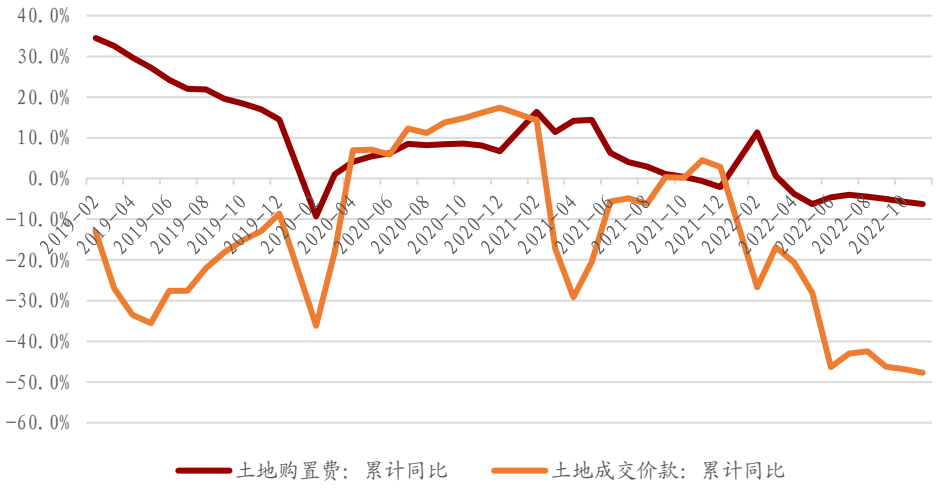


资料来源:wind，万联证券研究所

3.4 地产投资预测：房地产投资增速仍有一定压力

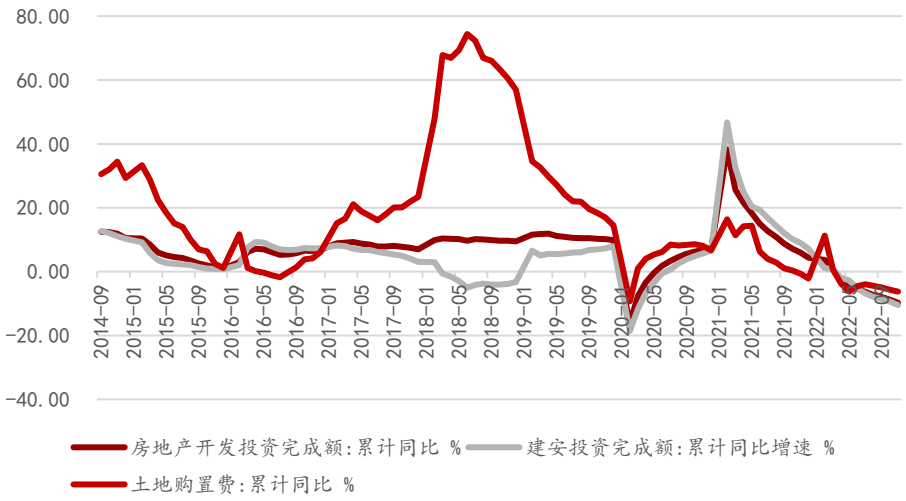
2022年投资增速下滑幅度超预期，预计2023年在“保交楼”政策支持下会有一定支撑，但受新开工和土地成交较弱影响，预计投资增速仍会有一定幅度下滑，但是整体的下滑幅度会明显收窄。2022年1-11月房地产开发投资增速为-9.8%，其中土地购置费同比下滑6.3%，而土地成交价款下滑47.7%，土地成交价款对土地购置费的影响具有一定滞后性，预计2023年土地购置费增速仍然承压，叠加预计新开工的表现仍不明朗，预计2023年房地产开发投资增速仍会有一定程度下滑，但下滑幅度会明显收窄。

图表39：土地购置费与土地成交价款累计同比增速（%）



资料来源：wind，万联证券研究所

图表40：房地产开发投资额、土地购置费和建筑工程投资同比增速

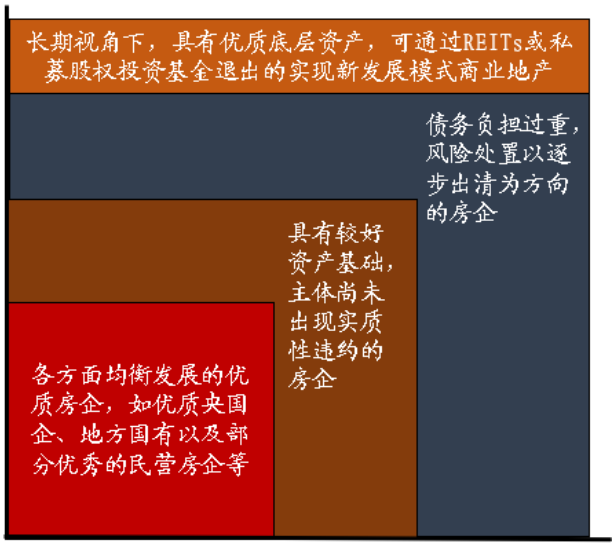


资料来源：wind，万联证券研究所

4 竞争格局持续优化

目前，房地产行业仍处于逐步化解风险阶段，我们认为短期仍然是各方面表现均好的优质头部房企或高能级区域型房企率先修复，而对于部分处于债务违约边缘的民营房企，如其资产基础较好，在融资政策不断放松的背景下，或可以成功化解债务危机，实现困境反转，这类房企的弹性将较大，另一类则是债务负担过重的民营房企，在债务风险处置中以出清为主要方向。此外，从长期维度来看，随着REITs和私募股权投资基金不断发展，具有优质底层资产的商业地产未来有较大机会走出来。

图表41：房企未来发展路径探析



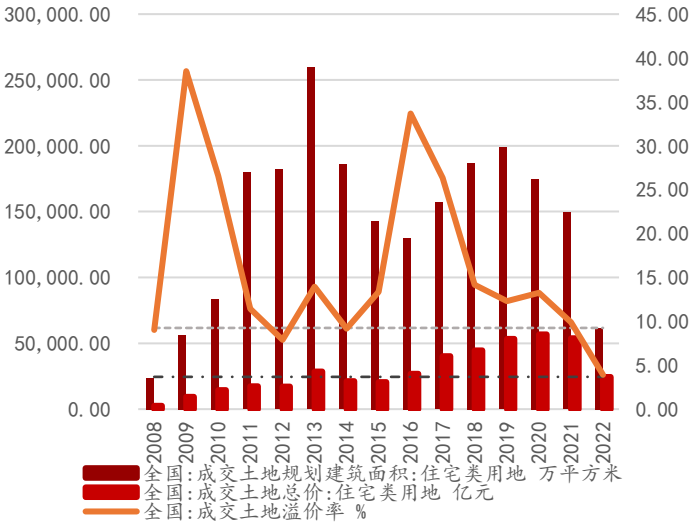
资料来源：万联证券研究所整理

4.1 供给出清—历史包袱重的房企持续收缩规模

销售规模接近未来十年预期均衡点。根据我们在2022年中期策略报告中测算的未来2022-2030年全国住宅销售中枢大约11.04亿平，全国商品房销售面积中枢12.69亿平方米，预计2022年全年13.56亿平左右，当前的销售规模已经阶段性触底。

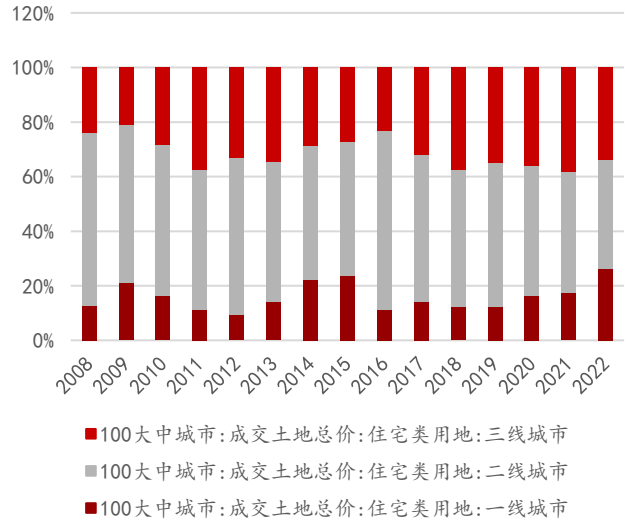
土地市场成交规模处于2009年以来最低位。2022年1-11月全国住宅类土地成交规划建筑面积仅相当于2021年四成，处于2009年以来最低位，2022年1-11月全国住宅类土地成交总价仅相当于2021年的46%，处于2015年以来的最低位。2022年一线城市土地成交金额占比明显提升，房企拿地向高能级城市聚集。

图表42：历年全国土地市场成交情况



资料来源：wind，万联证券研究所，2022年数据为1-11月

图表43：历年100城土地市场成交结构

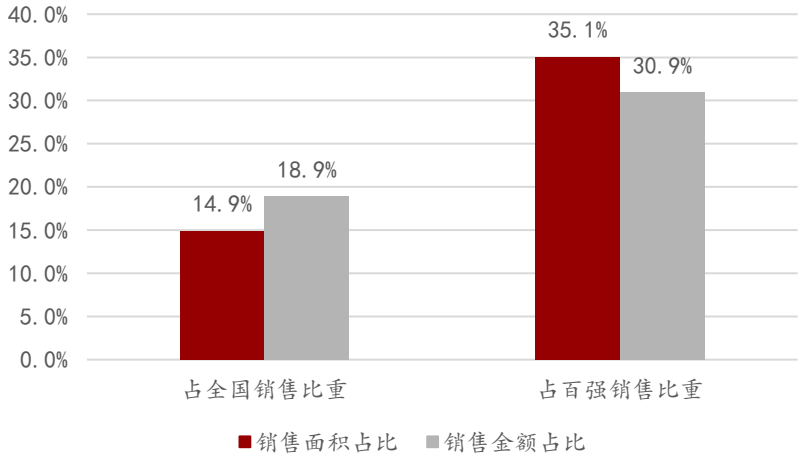


资料来源：wind，万联证券研究所，2022年数据为1-11月

根据我们对已出险房企的统计来看，出险房企销售面积和销售金额占全国销售比重为14.9%和18.9%（以2021年销售数据计算），其中出险的百强房企销售面积和销售金额占百强销售规模比重分别为35.1%和30.9%，这部分房企的流动性均承受较大的考验，

尽管当前融资端政策宽松，但是已经不太可能再次加杠杆扩规模，预计后续这类企业仍以解决当前的债务为主，同时收缩规模，保持财务健康运行。

图表44：出险房企2021年操盘销售规模占比情况



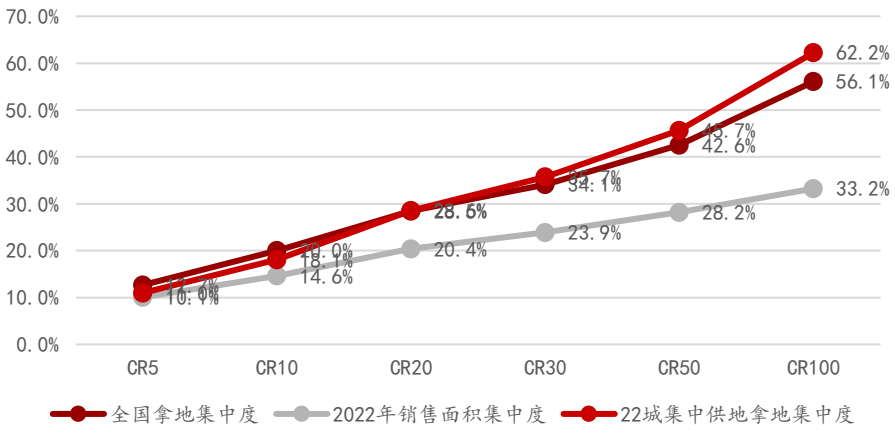
资料来源：wind，万联证券研究所，出险房企销售规模是以发债出现违约或展期的房企2021年操盘销售金额或销售面积进行统计。

4.2 拿地集中度提升—优质房企地位再巩固

拿地集中度显著高于销售集中度。2021年下半年以来房地产市场骤然降温，土地市场和商品房市场均持续下行，房企信用风险暴露，拿地集中度大幅提升，主要是财务稳健和信用良好的房企仍在逢低布局，也包括一部分城投和地方国企托底市场。根据中指研究院数据进行整理发现，22城集中供地城市中房企成交集中度与全国房企拿地集中度显著高于2022年销售集中度。

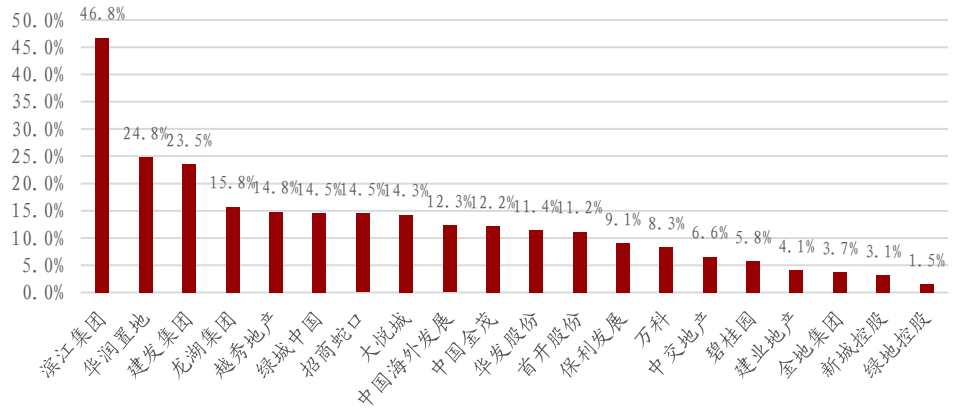
部分房企在2021年下半年市场走弱以来拿地相对积极，拿地规模占其总土储比重较高，在这期间土地溢价率持续走低，土地内在收益率趋势向好，为其后续成长奠定基础。

图表45：2021年下半年以来拿地集中度远高于销售集中度



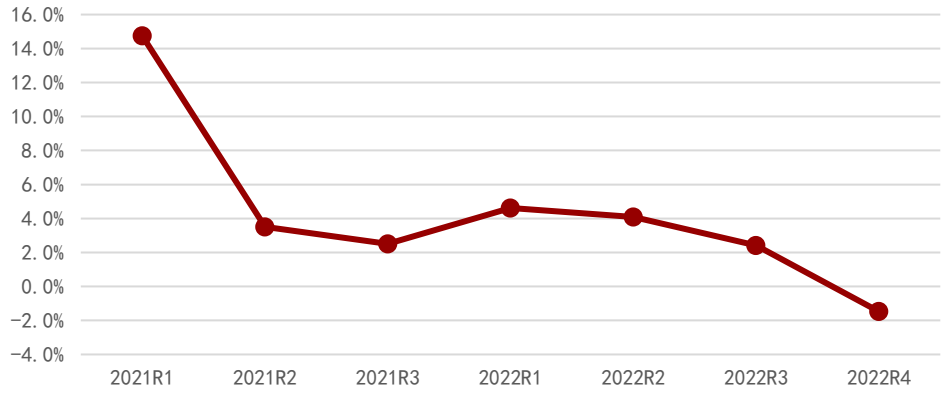
资料来源：wind，中指研究院，万联证券研究所

图表46：部分房企2021年7月至2022年末新增土储面积与总土储面积的比重



资料来源：中指研究院，克而瑞，万联证券研究所，各房企土储面积采用的是克而瑞2022年中期末百强土储面积；

图表47：各批次成交土地成交溢价率走低



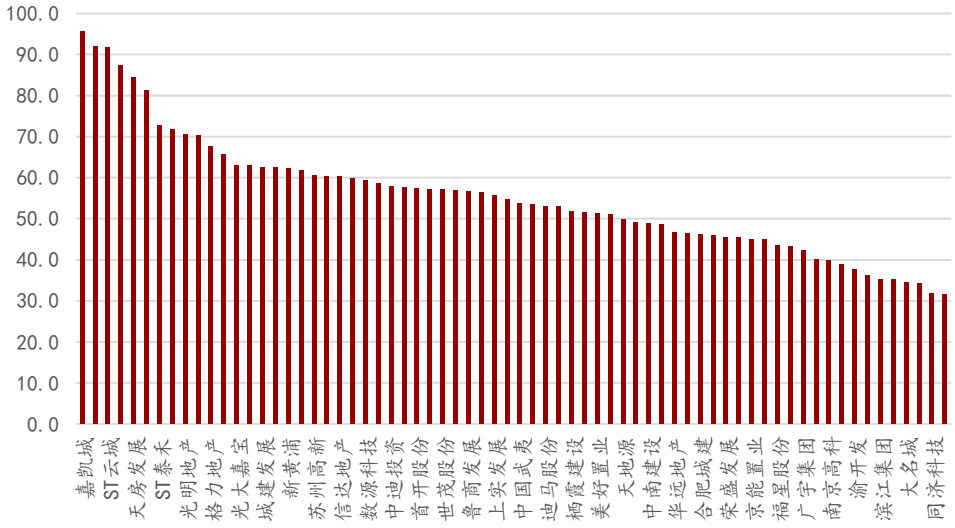
资料来源：中指研究院，万联证券研究所

4.3 具有资源整合或债务化解能力的房企迎新机遇

我们可以看到此轮地产行业信用危机以政策调控为导火索，但内在原因仍是部分开发商无序扩张，借助“三高”模式实现规模快速增长，在销售市场降温、融资端调控下资金链难以有效循环。2022年11月“金融十六条”、“三支箭”陆续落地，对于部分处于债务违约边缘的房企迎来了喘息机会。我们目前看到已经公布的信贷和债券融资获得支持房企仍以头部房企为主，对于部分具有优质抵押资产的房企，仍有较大机会获得融资，如后续房地产行业销售市场逐步企稳，这类房企有望逐步走出困境。

另外，房地产行业资产重组重新放开，对于部分具有集团背景的房企，或可通过资产重组的方式重新洗牌，摆脱之前的现金流困境。

图表48：部分A股房企剔除预收账款后的资产负债率情况（2022年三季末，%）



资料来源：wind，万联证券研究所

图表49：已公告拟进行资产重组的上市房企的相关情况

公司名称	资产重组情况
陆家嘴	拟以发行股份方式购买陆家嘴集团持有的昌邑公司 100%股权、东袤公司 30%股权，拟以支付现金方式购买前滩投资持有的耀龙公司 60%股权、企荣公司 100%股权。
格力地产	拟向珠海市国资委、城建集团发行股份并支付现金，购买其持有的免税集团 100%股权。
招商蛇口	拟通过发行股份购买深投控持有的南油集团 24%股权、招商局投资发展持有的招商前海实业 2.89%股权

资料来源：wind，万联证券研究所

4.4 REITs 持续扩容或将利好于部分房企

参考海外REITs发展经验来看，我国REITs未来发展空间广阔。我国房地产行业“房住不炒”的政策目标定位下，一直以来对商业不动产以及长租房等相关REITs的推动较为谨慎，但随着国内房地产行业供给端逐渐出清，行业逐步恢复稳态发展，企业杠杆水平恢复理性，整体行业环境终将逐步具备发展商业不动产REITs的条件。

2022年12月8日，证监会副主席李超在首届长三角REITs论坛暨中国REITs论坛2022年会上表示，将进一步扩大REITs试点范围，尽快覆盖到新能源、水利、新基建等基础设施领域，加快打造REITs市场的保障性租赁住房板块，研究推出试点范围拓展到市场化的长租房及商业不动产等领域。在行业底部企稳过程中，商业不动产REITs有望迎来破冰性进展。

我国较多地产开发商较早开始开展多元化业务，在长租公寓、商业不动产运营、仓储物流等领域均有积极布局，长期视角下，REITs有望的持续扩容中受益。

图表50：A股部分核心个股持有型物业情况

公司	持有型物业类型	主要城市	面积（万平）
万科	物流仓储	全国 47 个城市	901.4
	公寓	33 个城市	16.95 万间
	商业	全国布局	1,194.80
招商蛇口	长租公寓	全国 21 城	110.9
	酒店	深圳、北京、漳州、天津等	47.13
	园区	全国 15 个城市	219.68
	商业	深圳、上海、宁波、南京、成都等	134.81
	写字楼	深圳、北京、上海武汉等	91.6
保利发展	购物中心	广州、上海、武汉等 38 个城市	72.38
	酒店	广州等	4320 万套
	公寓	上海、广州、杭州、成都等	2299 间
	展馆	三亚	14.45
	写字楼	北京、上海、三亚、成都等	56.47
金地集团	写字楼+商业	北京、上海、深圳等	127.85
	产业	上海、成都、深圳等	109.45
新城控股	商业	全国 135 个城市	1,189.06
华发股份	商业	全国 16 个重点城市	51
金融街	写字楼、商业、酒店等	北京、上海、天津、重庆、武汉等	123.47

资料来源：各公司2022年中期报告或2021年年度报告，万联证券研究所

5 投资建议

房地产行业是我国国民经济支柱产业，在疫情管控放松的背景下，宏观经济的修复仍离不开地产的企稳，预计政策面仍以宽松为主。地产在经历了一年半快速下行期后，供给已降至接近中长期均衡水平，继续下降的空间有限，政策不断叠加下有望驱动行业走出困境。建议关注（1）均好型头部房企以及深耕高能级城市的区域类房企;（2）融资政策放松下具有资源整合或风险化解能力的房企;（3）优质的头部物业管理公司。

风险因素：消费者信心修复不及预期、政策放松力度不及预期、房价超预期下跌、房企盈利能力大幅下降等。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％至-10％之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10％以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15％以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5％至15％；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5％至5％；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5％以上。
基准指数 ： 沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责条款

本公司不会因接收人收到本报告而视
其为客户。
本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。
本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。
本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。
未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所
上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦
北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳福田区深南大道 2007 号金地中心
广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场