

房地产行业深度报告

鉴古知今：如何获取地产股的超额收益？

增持（维持）

2023年03月10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

投资要点

■ **2008-2009年：次贷危机爆发，政策刺激楼市拉动经济。**2005-2007年为稳定楼市出台系列调控政策，2008年美国次贷危机引起全球金融危机，加剧房地产景气度下行。2008年10月放松政策出台，随后迎来板块行情第一轮主升浪，2008年11月4日-2009年2月23日，Wind房地产指数上涨79.8%，相对Wind全A超额收益22.1%；2009年2月销售回暖预期落地，放松政策持续加码，迎来第二轮主升浪，2009年2月23日-7月24日，Wind房地产指数上涨78.5%，相对Wind全A超额收益28.8%；在第二轮主升浪末期及随后3-4个月，市场在过热后回归冷静，出现政策收紧预期，股市迎来震荡区间。本轮周期成长型民企涨幅高于龙头房企，原因在于初期民企融资紧张，基本面受损更严重，股价下跌相对更多，放松周期内，投资拿地强度高，销售增速快于龙头房企，其反转弹性及收益率更高。

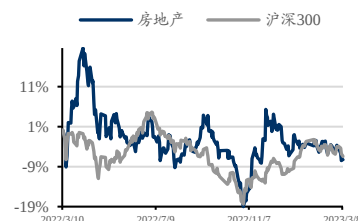
■ **2014-2016年：去库存，货币宽松、棚改货币化助力救市。**2012-2014年，中国经济发展进入新常态，增速预期降至中高速增长，商品房限购政策陆续出台，房地产库存迅速累积。2014年初，放松政策出台，迎来板块行情第一轮主升浪，2014年2月26日-7月31日，Wind房地产指数上涨27.8%，相对Wind全A超额收益17.6%；2014年7月，销售回暖预期落地，放松政策持续加码，迎来板块行情第二轮主升浪，2014年7月31日-2015年6月15日，Wind房地产指数上涨191.3%，相对Wind全A超额收益12.3%；在第二轮主升浪末期及随后的8个月，市场经历了过热及回归冷静，市场预期收紧政策往往会在此阶段出台，此阶段股市迎来震荡区间。本轮周期，龙头房企涨幅更高，原因在于头部房企融资优势能够更快加杠杆，进而实现销售规模大幅提升。

■ **2022-2023年：形成信贷、债务、股权的多维融资支持体系。**2022年11月，“金融16条”发布，支持房地产融资“三支箭”先后落地，与前期出台的需求端放松政策形成合力，房地产指数迎来第一轮主升浪，2022年11月1日-12月9日，Wind房地产指数上涨26.9%，相对Wind全A超额收益16.5%。本轮销售恢复将是一个温和、持续时间较长的过程，短期或维持震荡上行，随着政策持续落地催化，下一轮行情将出现在“销售同比降幅拐点出现”至“销售增速同比转正出现”之间，当前是加仓地产股迎接第二轮上涨的最佳时机。

■ **投资建议：**房地产行业格局变化不断，销售、拿地、融资多方面规模房企间的分化愈发明显，尤以国央企和民企分化为甚。我们认为，未来房地产市场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。当前行业逻辑已开始从困境反转向销售复苏转变，我们认为当前板块正处于第二轮上涨阶段的初期。第二轮上涨阶段的核心驱动要素已不再是政策，而是销售的增长情况。因此，选股逻辑也应挑选未来仍能实现较快销售增速的公司，建议优先配置央国企公司，兼配优质民企公司，我们推荐保利发展、招商蛇口、滨江集团、金地集团、新城控股，建议关注华发股份、越秀地产等。

■ **风险提示：**行业下行压力超预期；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

《销售环比继续回暖，各地放松态势延续》

2023-02-27

《楼市点状复苏迹象明显，二手房表现优于新房》

2023-02-20

内容目录

1. 2008-2009 年：次贷危机爆发，政策刺激楼市拉动经济	4
1.1. 周期背景	4
1.2. 政策回顾	6
1.3. 投资机会	9
1.3.1. 板块行情	9
1.3.2. 个股表现	11
2. 2014-2016 年：去库存，货币宽松、棚改货币化助力救市	13
2.1. 周期背景	13
2.2. 政策回顾	14
2.3. 投资机会	17
2.3.1. 板块行情	18
2.3.2. 个股表现	19
3. 2022-2023 年：形成信贷、债务、股权的多维融资支持体系	21
3.1. 周期背景	21
3.2. 政策回顾	23
3.3. 投资机会	25
3.3.1. 板块行情	25
3.3.2. 个股表现	26
4. 投资建议：进取型国央企优势扩大，优质民营和混合所有制房企困境反转	27
5. 风险提示	28

图表目录

图 1:	GDP 同比增速从 2007 年第二季度开始持续下降.....	4
图 2:	CPI 从 2008 年 2 月持续降至 2009 年 7 月	4
图 3:	2008 年中国商品房销售连续 9 个月同比负增长.....	5
图 4:	2008 年 1 月后新房、二手房价增速持续下滑.....	5
图 5:	2008-2009 年 M1、M2 同比迎来集中高增区间	7
图 6:	2009-2010 年新增居民中长期贷款规模快速增长	7
图 7:	2008-2009 年周期演绎过程	10
图 8:	重点房企较对应指数实现超额收益排行及涨跌幅.....	11
图 9:	成长型民企销售增速恢复、增长更快.....	12
图 10:	成长型民企投资拿地强度更高.....	12
图 11:	2013-2015 年中国 GDP 季度增速持续下降	13
图 12:	2013-2014 年 CPI 当月同比增速下降 2.44 pct.....	13
图 13:	2015 年 2 月商品住宅待售面积达到历史顶峰的 4.2 亿平.....	14
图 14:	2014-2015 年 5 年期贷款基准利率连续下调 5 次	15
图 15:	2015 年央行连续四次降准.....	15
图 16:	2014-2016 年新增居民中长期贷款规模翻 4 倍	16
图 17:	2014-2016 年房企债券融资规模翻 6 倍	16
图 18:	2014-2016 年周期演绎过程	18
图 19:	重点房企较对应指数实现超额收益排行及涨跌幅.....	20
图 20:	融创中国等龙头房企资产负债率上升明显.....	21
图 21:	中国恒大等龙头房企权益乘数提升更快.....	21
图 22:	2014-2017 年龙头房企销售增速相对更高	21
图 23:	2022 年 12 月中国 GDP 季度增速降至 2.9%	22
图 24:	2020 年后我国土地成交溢价率降至低位.....	22
图 25:	2018-2022 年房企的现金流入逐渐减少	23
图 26:	危机解除路径推演.....	24
图 27:	2022-2023 年周期演绎过程	25
图 28:	60 城新房成交套数.....	26
图 29:	60 城新房成交面积.....	26
图 30:	重点房企较对应指数实现超额收益排行及涨跌幅.....	27
表 1:	2005-2008 年房地产调控政策（部分）	6
表 2:	2008-2009 年周期中央出台房地产放松政策（部分）	9
表 3:	2011-2013 年中央房地产收紧政策梳理（部分）	14
表 4:	2014-2016 年中央房地产放松政策梳理（部分）	17
表 5:	2022 年 8 月份以来上市房企获中债增担保增信发行债券情况.....	24

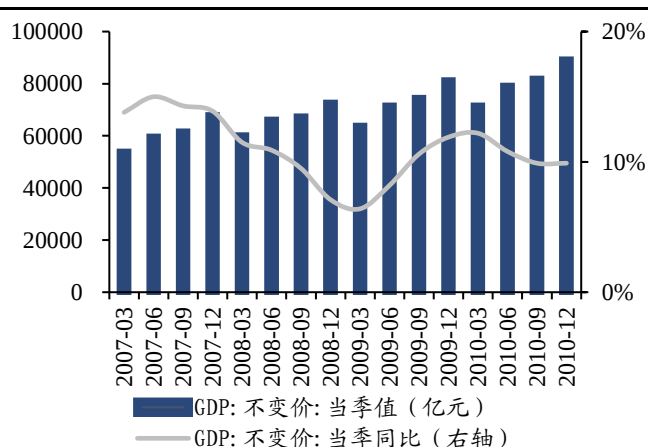
房地产是周期之母，房地产通过投资、消费既直接带动建材、家电等制造业，也明显带动金融、商务服务等第三产业。在历史周期中，2008-2009 年和 2014-2016 年为两轮典型放松周期，2022 年至今开始了新一轮放松周期，尽管几轮周期的时代背景不同，地产板块的上涨节奏也不同，但蕴含着相似的演绎逻辑。通过复盘房地产周期，我们意在解决如下疑惑：第一，各轮周期从怎样的背景开始？房地产政策如何放松，力度如何？本轮地产宽松政策演绎到什么阶段？第二，地产板块行情如何演绎？历史周期的上涨行情从哪个信号开始？期间随着政策出台与销售回暖，有几波上涨行情？本轮行情演绎到哪个阶段？未来迎来行情加速上扬的节点在哪，行情持续性如何？第三，上涨行情中获得超额收益的个股有哪些？由哪些因素驱动？

1. 2008-2009 年：次贷危机爆发，政策刺激楼市拉动经济

1.1. 周期背景

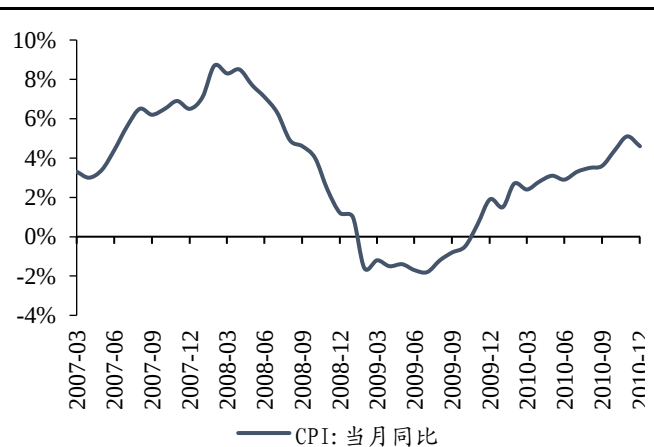
1) 宏观背景：2008 年美国次贷危机引起全球金融危机，国际金融市场动荡，国内经济增速放缓。2005 年中国经济高速增长、信贷扩张，股价、房价大幅上涨。2007 年为应对流动性过剩和通胀压力，央行 6 次上调存贷款基准利率。2008 年美国次贷危机引起全球金融危机，国内外经济金融形势骤变，我国季度 GDP 同比增速从 2007 年第二季度的峰值 15.0% 迅速降至 2009 年第一季度的 6.4%，CPI 由 2008 年 2 月的 8.7% 迅速降至 2009 年 7 月的 -8.2%。2009 年 9 月，为应对国际金融危机，央行开启降息：5 次下调贷款利率，4 次下调存款利率。中国宏观调控基调由 2008 年初的“双防”（防通胀和经济过热）到年中的“一保一控”（保增长和控通胀），到 9 月的“保增长”，以及 11 月的“保增长、扩内需”，再到 12 月中央经济工作会议上，基调被完善为“保增长、扩内需、调结构”。

图1：GDP 同比增速从 2007 年第二季度开始持续下降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：CPI 从 2008 年 2 月持续降至 2009 年 7 月

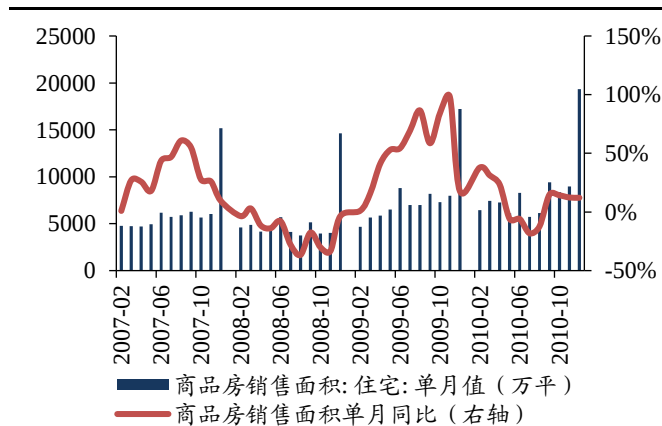


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2) 行业背景：2005-2007 年我国为稳定楼市出台系列调控政策，2008 年美国次贷

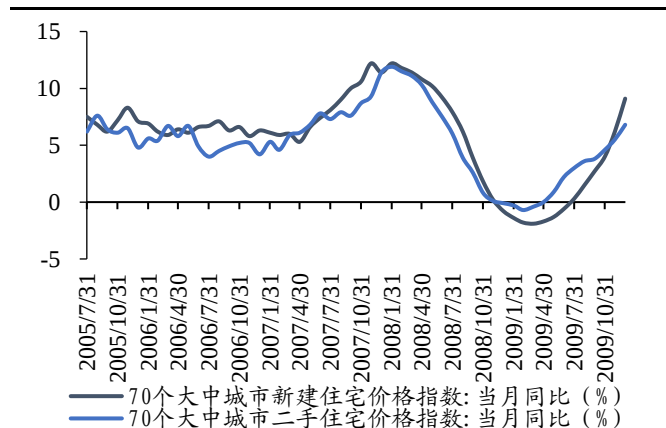
危机加剧房地产景气度下行。2005年3月“国八条”开启全面收紧，房地产过快增长势头得到一定控制，如2005年上海新房价格增速仅4.6%，远低于2004年的23.8%。针对少数大城市房价上涨过快、住房供应结构矛盾突出等问题，2006年出台“国十五条”，要求购买90平方米以上自住住房房贷首付比例不得低于30%等。2007年，房地产调控进一步收紧。2007年9月，央行和银监会通知加强商业性房地产信贷管理，对已利用贷款购买住房、又申请购买第二套(含)以上住房的，贷款首付款比例不得低于40%，且贷款利率不得低于基准利率的1.1倍。2008年美国次贷危机，加剧房地产景气度下行，商品房销售面积急转直下。2008年4-12月，销售面积连续9个月同比负增长，单月最大降幅达36.6%。2008年1月，新房、二手房价当月同比增速开始了为期14个月的下滑，分别由12.2%、11.9%降至2009年3月的-1.9%、-0.4%。

图3：2008年中国商品房销售连续9个月同比负增长



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：2008年1月后新房、二手房价增速持续下滑



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表1: 2005-2008 年房地产调控政策 (部分)

时间	政策名称	具体内容
2005 年 3 月 26 日	国务院办公厅《关于切实稳定住房价格的通知》(老国八条)	1. 明确“省级人民政府对本地区稳定住房价格工作负总责”。 2. 着力增加普通商品住房、经济适用住房和廉租住房供给。 3. 严格控制被动性住房需求, 2005 年城镇房屋拆迁总量要控制在去年水平之内。
2005 年 5 月 9 日	国务院办公厅转发建设部等部门《关于做好稳定住房价格工作意见的通知》(新国八条)	1. 调整住房转让环节营业税政策, 购买住房不足 2 年转手交易的, 按售房收入全额征收营业税, 购买普通住房超过 2 年(含 2 年)免征营业税, 购买非普通住房超过 2 年(含 2 年)按其售房收入减去购房价款的差额征收营业税。 2. 加强经济适用住房建设, 建设单位利润要控制在 3% 以内。
2006 年 5 月 29 日	建设部、发展改革委等九部委《关于调整住房供应结构稳定住房价格的意见》	1. 明确新建住房结构比例、加大普通住宅供应 2. 将房屋转让免征营业税优惠要求的持有年限从 2 年提高到 5 年。 3. 继续抑制开放商囤地, 对项目资本金比例达不到 35% 等贷款条件的房地产企业, 商业银行不得发放贷款。 4. 个人住房按揭贷款首付款比例不得低于 30%。考虑到中低收入群众的住房需求, 对购买自住住房且套型建筑面积 90 平方米以下的仍执行首付款比例 20% 的规定。
2006 年 7 月 24 日	建设部、央行等六部委《关于规范房地产市场外资准入和管理的意见》	“外资限炒令”: 规范外资房地产市场准入以及外资机构、个人购房。
2006 年 7 月 18 日	国税局《关于个人住房转让所得征收个人所得税有关问题的通知》(“108 号文件”)	1. 个人转让住房应缴纳的个人所得税, 应与转让环节应缴纳的营业税、契税、土地增值税等税收一并办理; 2. 纳税人未提供完整、准确的房屋原值凭证, 不能正确计算房屋原值和应纳税额的, 税务机关可对其实行核定征税。具体比例由地方在住房转让收入 1%-3% 的幅度内确定。
2007 年 9 月 27 日	央行、银监会《关于加强商业性房地产信贷管理的通知》	1. 贷款首付款比例: 90 平方米以下首套 20%, 90 以上 30%, 第二套 40% 2. 对已利用贷款购买住房、又申请购买第二套(含)以上住房的, 贷款首付款比例不得低于 40%, 贷款利率不得低于中国人民银行公布的同期同档次基准利率的 1.1 倍 3. 禁止土地抵押贷款(除政府外) 4. 开发贷需资本金 35% 以上并证照齐全
2007 年 12 月 11 日	央行、银监会《加强商业性房地产信贷管理通知补充通知》	1. 进一步严格住房消费贷款管理 2. 以家庭为单位认定房贷次数, 人均住房面积低于平均水平可比照首套房贷执行等

资料来源: 政府网站, 东吴证券研究所

1.2. 政策回顾

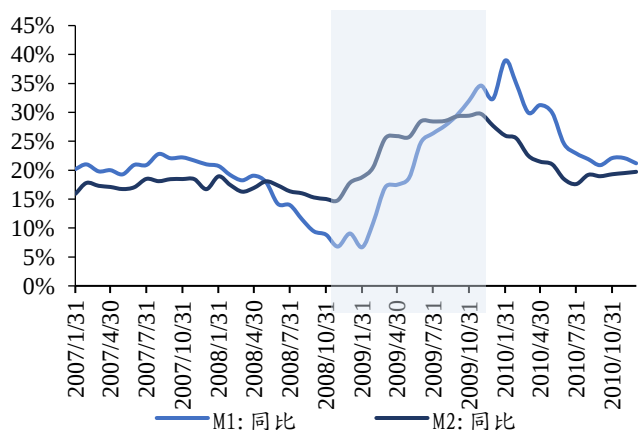
从政策看, 政策宽松启动于 2008 年 10 月央行《关于扩大商业性个人住房贷款利率下浮幅度等有关问题的通知》, 结束于 2009 年 12 月, 房价经历快速上涨后, 国务院常务会议提出“国四条”: 要求就促进房地产市场健康发展提出增加供给、抑制投机、加强监管、推进保障房建设等四大举措。

1) 宏观政策: 以 4 次降准、4 次降息和“四万亿投资计划”为主。2008 年 10 月降

准降息、货币政策与行业政策同步性较强。2008 年 10 月 22 日央行发布《中国人民银行关于扩大商业性个人住房贷款利率下浮幅度等有关问题的通知》，商业性个人住房贷款利率的下限扩大为贷款基准利率的 0.7 倍。这是自 2006 年 4 月开始持续加息后的第一次的降息，并分别于 2008 年 10 月-12 月连续进行 4 次降息，一年期存款基准利率和一年期贷款基准利率分别下降至 2.25%、5.31%；2008 年 10 月进行降准，这是自 2006 年 7 月开始持续上调存款准备金率后的第一次降准，并于 10 月和 12 月连续 3 次降准，存款准备金率由 17.5%持续下降至 15.5%。2008 年 11 月，国务院常委会提出扩大内需、促进经济增长的十项措施，以及四万亿投资，并适度宽松货币，标志着中央政策放松。

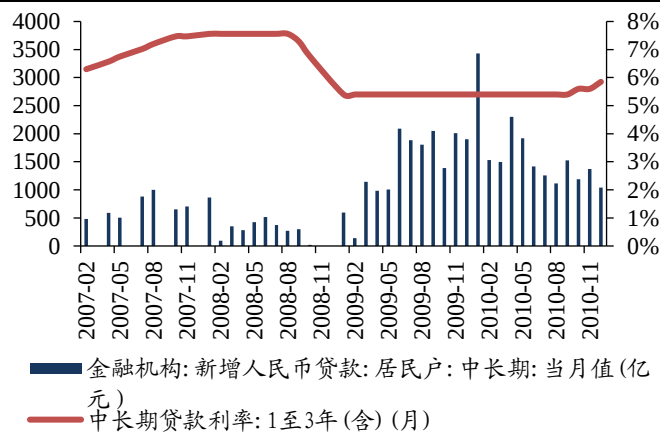
系列刺激政策推出后，我国信贷规模迅速上升，新增居民中长期贷款长期保持高位。2009 年 3 月-2010 年 2 月连续 12 个月 M2 同比增速超过 25%。2009 年新增信贷都维持在较高水平，全年新增人民币贷款 9.6 万亿元，远超 2018 年的 4.9 万亿元，其中 4 个月超 1 万亿元。以购房按揭为主的居民中长期贷款也呈现类似趋势：2009 年 3 月新增居民中长期贷款开始突破 1000 亿元，之后 30 个月始终保持在 1000 亿元以上，2010 年 1 月达 3433 亿元，同比增长 479%。新增居民中长期贷款/新增居民总贷款也由 2009 年 1 月的 48.9%增至 2009 年 10 月的 87.9%

图5：2008-2009 年 M1、M2 同比迎来集中高增区间



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2009-2010 年新增居民中长期贷款规模快速增长



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2) 行业政策：需求端，最低首付比降至 20%、房贷利率 7 折等；供给端，拓宽房企融资渠道，鼓励信托资金支持房地产、降低资本金比率至 20%等。

（一）降低首付比和房贷利率：2008 年 10 月 22 日以央行《关于扩大商业性个人住房贷款利率下浮幅度等有关问题的通知》为标志，房地产行业政策由调控转为放松，“商业性个人住房贷款利率的下限扩大为贷款基准利率的 7 折；最低首付比例由 30%降至 20%。下调个人住房公积金贷款利率，五年期以下（含）由 4.32%调整为 4.05%，五年期以上由 4.86%调整为 4.59%，分别下调 0.27 个百分点。”

（二）全面降低购房税负：2008 年 10 月，财政部、国家税务总局发布《关于调整房地产交易环节税收政策的通知》，将个人首次购买普通住房（90 平以下）的契税比例

从 1.5%-4%统一下调到 1%，对个人销售或购买住房暂免征收印花税等。2008 年 12 月，国务院办公厅《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》（国三条）制定了为期 1 年的税收优惠政策，个人转让普通住宅免征营业税年限从 5 年改为 2 年。

（三）**给予二套房购房优惠**：2008 年 12 月，国务院《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》中将改善型需求定义为“已贷款购买一套住房，但人均住房面积低于当地平均水平”，执行“可比照执行首次贷款购买普通自住房的优惠政策”由于各地人均住房面积缺乏明确标准，该政策实际上全面放松了二套房的首付比及贷款利率。

（四）**加强对房企融资端支持**。2009 年 3 月 25 日银监会《关于支持信托公司创新发展有关问题的通知》降低了监管评级 2C 以上的信托公司向房地产开发项目发放贷款的标准，由此前要求的“四证”变为“三证”即可。2009 年 5 月国务院《关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》将房地产项目开发中最低资本金比例要求由此前的 35% 降至普通商品住房项目的 20%。

表2: 2008-2009 年周期中央出台房地产放松政策 (部分)

时间	政策名称	具体内容
2008 年 10 月 22 日	央行《关于扩大商业性个人住房贷款利率下浮幅度等有关问题的通知》	1. 商业性个人住房贷款利率下限扩大为贷款基准利率 0.7 倍, 最低首付款比例调整为 20%。 2. 居民首次购买普通自住房和改善型普通自住房贷款需求, 金融机构可在贷款利率和首付款比例上按优惠条件给予支持。 3. 下调个人住房公积金贷款利率。
2008 年 10 月 22 日	财政部、国家税务总局《关于调整房地产交易环节税收政策的通知》	1. 对个人首次购买 90 平方米及以下普通住房的, 契税率暂统一调到 1% (此前为 1.5%); 2. 对个人销售或购买住房暂免征收印花税, 销售住房暂免征收土地增值税。
2008 年 11 月 5 日	国务院常委会: 扩大内需、促进经济增长的十项措施	4 万亿投资, 适度宽松货币: 要求实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策, 加大金融对经济增长的支持力度, 取消对商业银行的信贷规模限制, 合理扩大信贷规模。
2008 年 12 月 13 日	国务院《关于当前金融促进经济发展的若干意见》	1. 开展房地产信托投资基金试点, 拓宽房地产企业融资渠道。 2. 发挥债券市场避险功能, 稳步推进债券市场交易工具和相关金融产品创新。开展项目收益债券试点
2008 年 12 月 20 日	国务院办公厅《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》(国三条)	1. 给出改善型二套房的明确定义为“已贷款购买一套住房, 但人均住房面积低于当地平均水平” 2. 降低二套房贷款利率、首付比例 3. 将个人购买普通住房超过 5 年 (含 5 年) 转让免征营业税, 改为超过 2 年 (含 2 年) 转让免征营业税 4. 将个人购买普通住房不足 2 年转让的, 由按其转让收入全额征收营业税, 改为按其转让收入减去购买住房原价的差额征收营业税。
2009 年 3 月 25 日	银监会《关于支持信托公司创新发展有关问题的通知》	降低了监管评级 2C 以上的信托公司向房地产开发项目发放贷款的标准, 由此前要求的“四证”变为“三证”即可。
2009 年 5 月 25 日	国务院《关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》	将房地产开发商在项目开发中最低资本金比例由之前的 35% 下调至 “保障性住房和普通商品住房项目的最低资本金比例为 20%, 其他房地产开发项目的最低资本金比例为 30%”
2009 年 12 月 14 日	国务院常务会议 (国四条)	稳定市场预期, 遏制部分城市房价过快上涨的势头。

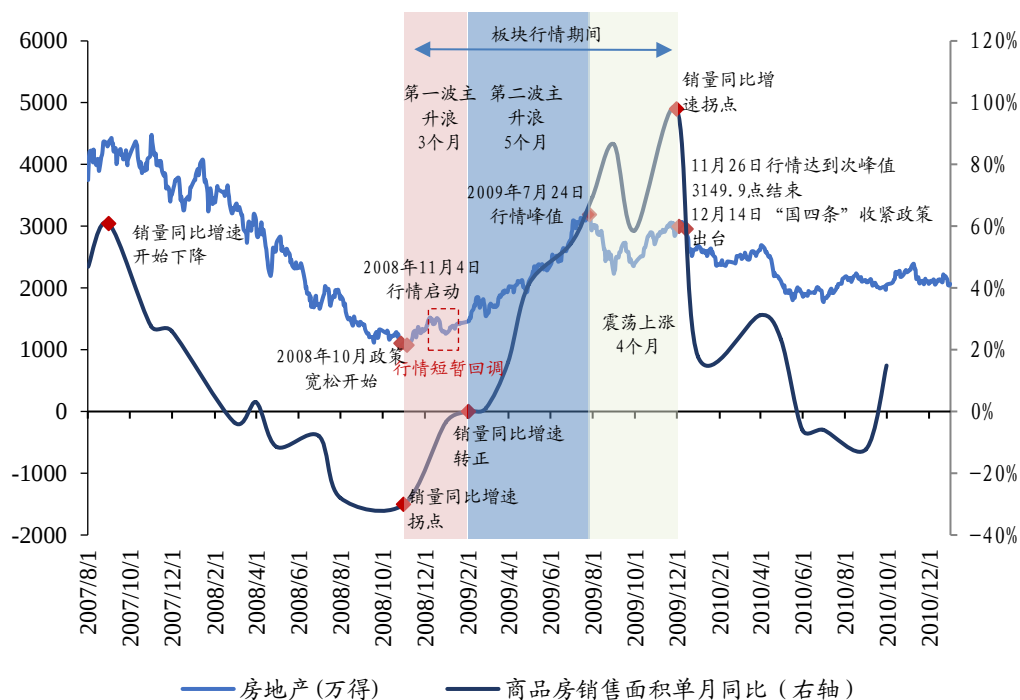
资料来源: 政府网站, 东吴证券研究所

1.3. 投资机会

1.3.1. 板块行情

整体看, 此轮行情启动时间为 2008 年 11 月, 与政策开始放松时间相一致, 结束时间为 2009 年 11 月, 彼时政策宽松接近结束(12 月“国四条”后结束), 持续时间 12 个月, 区间最大涨幅 220.9%, 相对 Wind 全 A 区间最大累积超额收益 84.7% (超额收益率=相同时间区间内, 房地产板块涨幅-相比较的指数涨幅)。房地产板块 PB (LF) 从 2008 年 11 月 1.7 倍的周期低点, 持续涨至 2009 年 7 月 4.8 倍的峰值, 上涨幅度 182.4%。

图7：2008-2009 年周期演绎过程



1)放松政策出台，迎来板块行情第一轮主升浪（2008年11月4日-2009年2月23日，Wind 房地产指数上涨 79.8%，相对 Wind 全 A 超额收益 22.1%）。2008 年房地产放松周期起始于 2008 年 10 月央行《关于扩大商业性个人住房贷款利率下浮幅度等有关问题的通知》出台，市场信心受放松政策出台提振，开始建立销售改善预期，行情迅速于 2008 年 11 月开启。放松政策与销售面积同比增速呈强相关性。2007 年 8 月商品房销售面积同比增速开始下行，2008 年 2 月销售面积增速转负，2008 年 11 月增速见底。直至 2009 年 2 月销售面积增速转正，销售回暖落地，行情第一轮主升浪结束。房价趋势整体滞后于销售面积约 4 个月。2008 年 1 月，70 大中城市新建住宅价格指数增速开始下行，2008 年 12 月价格同比增速转负，2009 年 3 月，价格增速降幅收窄。随着时间推移，市场对政策持续性和后续力度产生担忧，在 2008 年 12 月-2009 年 2 月，板块指数在平台位置持续盘亘，并穿插着短暂的回调。

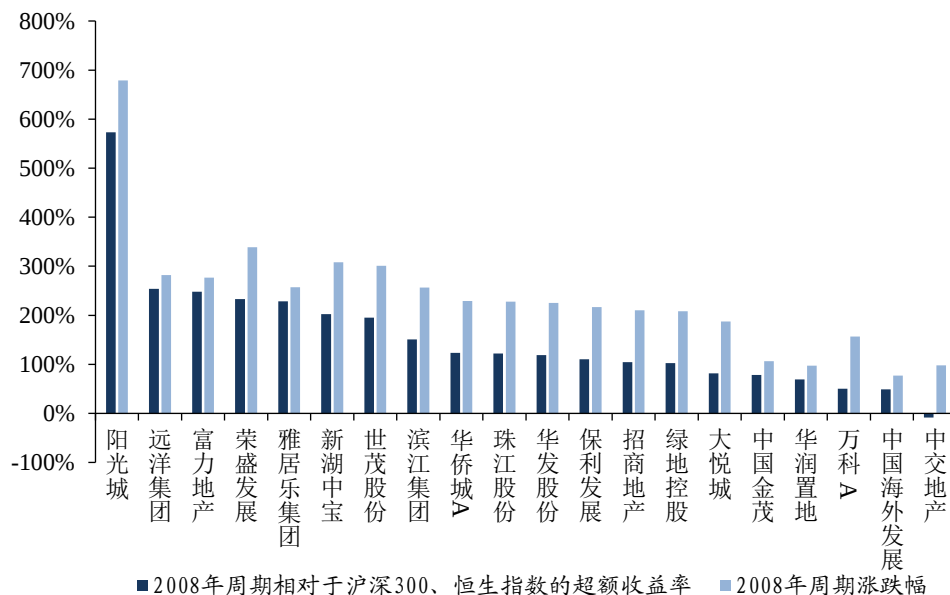
2)房地产销售回暖预期落地，放松政策持续加码，迎来板块行情第二轮主升浪（2009 年 2 月 23 日-7 月 24 日，Wind 房地产指数上涨 78.5%，相对 Wind 全 A 超额收益 28.8%）。2009 年 2 月，房地产单月销售同比增速 1.09%，销售增速回正，销售面积开始增长且逐步加速，市场对房地产市场销售回暖预期落地。同时，2008 年 12 月“国三条”、2009 年 3 月支持房地产公司融资政策陆续持续出台，市场信心稳固，推动房地产股行情迎来第二轮主升浪至 2009 年 7 月的行情峰值。2009 年 2-7 月，70 大中城市新建价格指数同比增速从-1.8%增至 0.3%，完成增速回暖并转正。

3)在第二轮主升浪末期及随后的3-4个月期间，市场在过热后回归冷静，出现政策收紧预期，此阶段股市迎来震荡区间（Wind 房地产指数由2009年7月24日3247.1点的峰值，震荡至2009年11月26日的3149.9点，行情结束）。2009年7月销售面积单月同比增速由69.4%继续升至2009年11月的97.9%，增速涨幅放缓并见顶，行情经历了前两轮主升浪长达8个月的上涨后逐渐回归冷静，板块行情呈现震荡趋势。行情震荡至2009年11月26日的3149.9点，早于12月14日“国四条”收紧政策出台前结束。房价回暖继续滞后政策、销售约4个月，2009年7月价格增速刚刚转正，并于2010年4月房价增速见顶。

1.3.2. 个股表现

从股价涨幅规律看，本轮行情个股表现上，成长型民企涨幅高于国央企：本轮周期中（2008年11月-2009年11月），相对于沪深300指数、恒生指数实现超额收益最大的6家公司为阳光城、远洋集团、富力地产、荣盛发展、雅居乐集团、新湖中宝，分别实现超额收益573.2%、253.8%、248.1%、233.1%、228.7%、202.4%；地产股绝对收益排名靠前的公司分别为阳光城、荣盛发展、新湖中宝、世茂股份、远洋集团、富力地产，分别实现绝对收益679.2%、339.1%、308.4%、301.1%、282.2%、276.5%。本轮周期中相对收益及绝对收益靠后的公司以大悦城、中国金茂、华润置地、万科A、中国海外发展、中交地产等央国企为主。

图8：重点房企较对应指数实现超额收益排行及涨跌幅

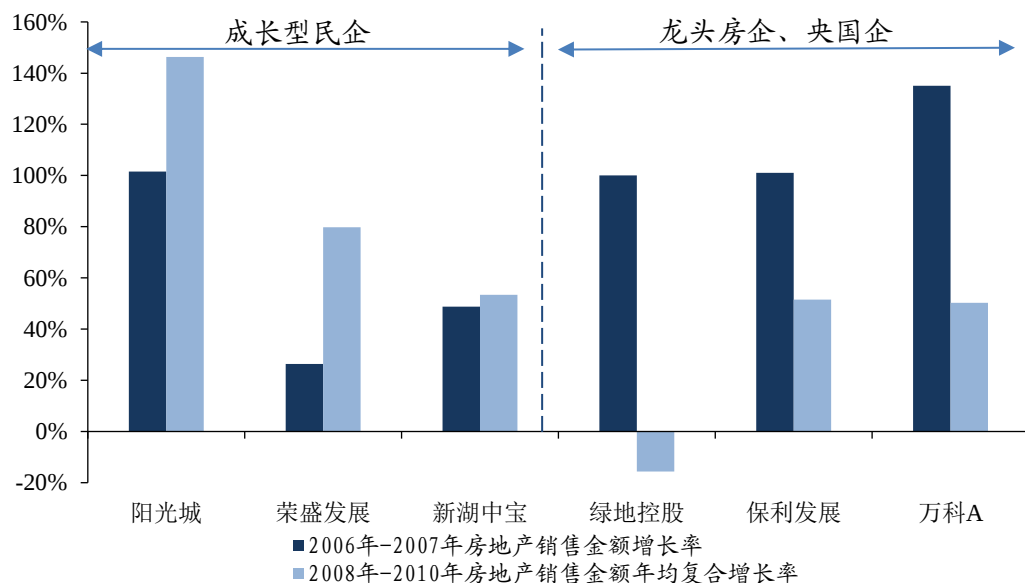


数据来源：Wind，东吴证券研究所

本轮行情成长型民企涨幅高于国央企，原因在于初期民企融资紧张，基本面受损更严重，股价下跌相对更多，进入扩张周期后投资强度高，带来更高的销售增速。相较于国央企及龙头房企，成长型民营房企在下行期资金链更紧张，基本面受损更严重。2006-2007年，成长型民企代表阳光城、荣盛发展、新湖中宝的销售增速分别为101.5%、

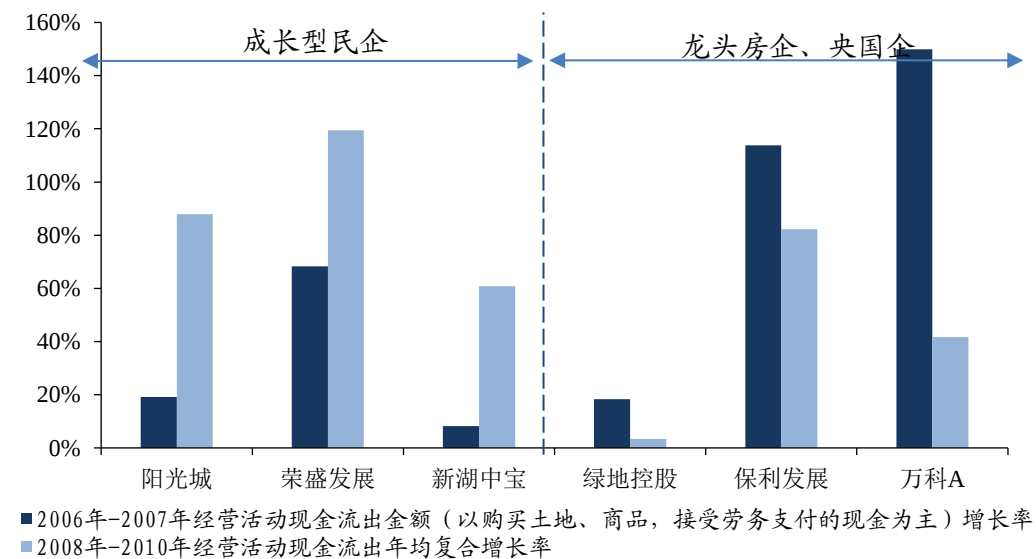
26.4%、48.8%，而同期龙头房企代表绿地控股、保利发展、万科 A 销售额增速分别为 100.0%、101.9%、135.0%，高于成长型民企。2008-2009 年放松周期内，得益于系列地产放松政策及融资的大幅宽松，成长型民营房企加大拿地投资强度，并由此推动销售规模快速提升。2008-2010 年，阳光城、荣盛发展、新湖中宝销售额年均增速分别为 146.3%、79.8%、53.4%，超过绿地控股、保利发展、万科 A 同期-15.6%、51.5%、50.3%的年均增速。

图9：成长型民企销售增速恢复、增长更快



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：成长型民企投资拿地强度更高



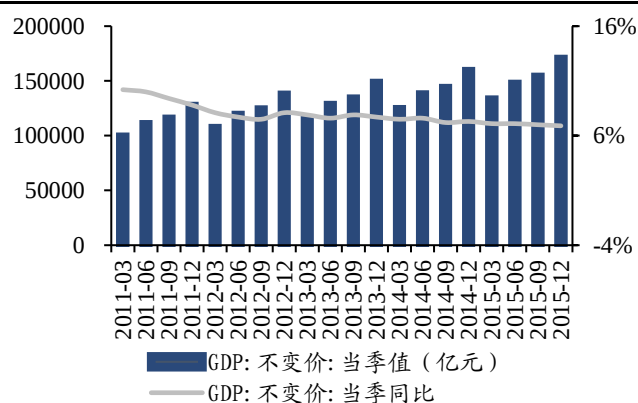
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 2014-2016 年：去库存，货币宽松、棚改货币化助力救市

2.1. 周期背景

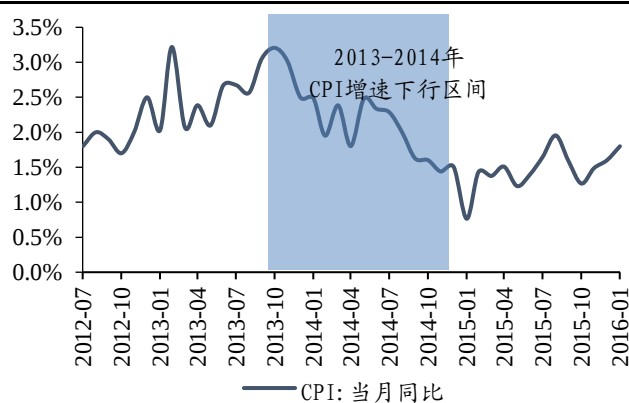
1) 宏观背景：中国经济发展进入新常态，增速预期由高速增长降至中高速增长。2012 年底我国经济实现“软着陆”，此后增速持续呈现“L”形探底。2013 年第四季度开始，国内经济下行压力再次加大，季度 GDP 同比增速由 2013 年第三季度的 7.9% 持续下滑至 2016 年第二季度的 6.8%，CPI 同比增速也在 2013 年 10 月-2015 年 1 月呈持续下降趋势。2013 年 12 月 13 日经济工作会议定调“经济运行存在下行压力”，要求经济工作“坚持稳中求进、改革创新”。2014 年 GDP 增速 7.4%，未达政府工作报告 7.5% 增速目标。2014 年 12 月，中央经济工作会议指出“中国经济发展进入新常态，正从高速增长转向中高速增长”。

图 11：2013-2015 年中国 GDP 季度增速持续下降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 12：2013-2014 年 CPI 当月同比增速下降 2.44 pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

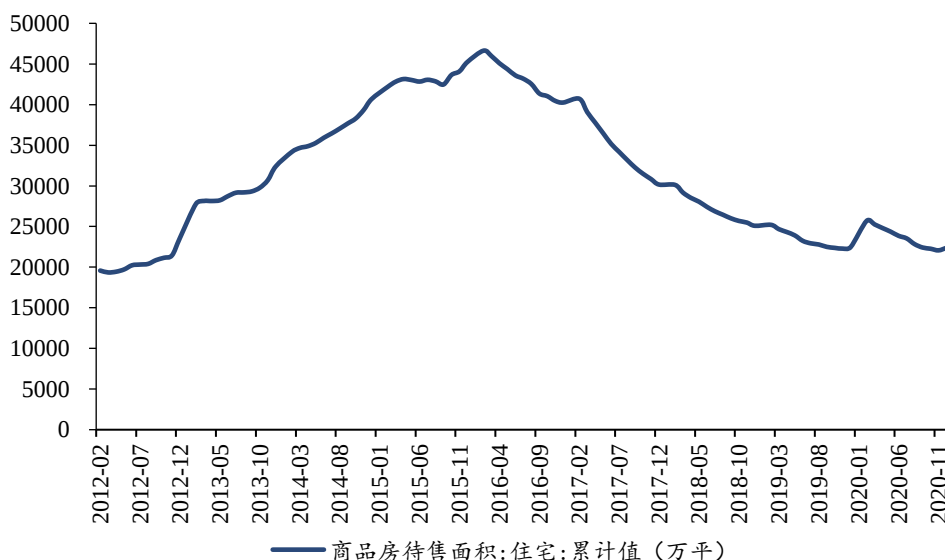
2) 行业背景：2011 年后，商品房限购政策陆续出台，房地产库存迅速累积，行业基本面迅速下行。2011 年 7 月 12 日国务院常务会议要求，“房价上涨过快的二三线城市也采取必要的限购措施”，标志着新一轮的限购收紧，绝大部分省会城市和计划单列城市均在此轮调控中开始限购。2012 年 7 月，中央对地产的调控政策趋紧，7 月 24 日，国务院发文称决定开始对 16 个省（市）落实检查住房限购措施执行情况，差别化住房信贷政策执行情况，住房用地供应和管理情况，税收政策执行和征管情况。2013 年 2 月，国常会发布“新国五条”，提出“坚决抑制投机投资性购房，严格执行商品住房限购措施”，标志着地产调控显著收紧。在“新国五条”指引下，热点城市加大限购力度，收紧公积金贷款政策、提高贷款门槛。此背景下，房地产库存迅速累积，从 2013 年 2 月的 2.8 万平持续升至 2015 年 2 月的历史峰值 4.2 亿平。

表3: 2011-2013 年中央房地产收紧政策梳理 (部分)

时间	部门	具体内容
2011 年 7 月 12 日	国务院常务会议	1. 明确各地要从严把握和执行房价控制目标, 进一步贯彻落实国务院确定的各项调控政策, 房价过高的地区要加大调控力度, 着力改善供求关系, 促进房价合理回归。 2. 已实施住房限购措施的城市要继续严格执行相关政策, 房价上涨过快的二三线城市也要采取必要的限购措施。
2005 年 5 月 9 日	国务院	对 16 个省(市)落实检查住房限购措施执行情况, 差别化住房信贷政策执行情况, 住房用地供应和管理情况, 税收政策执行和征管情况
2013 年 2 月 20 日	国务院常务会议 《新国五条》	1. 坚决抑制投机投资性购房。严格执行商品住房限购措施 2. 重申坚持执行以限购限贷为核心的调控政策 3. 二手房交易中个税按个人所得税的 20% 征收

资料来源: 政府网站, 东吴证券研究所

图13: 2015 年 2 月商品住宅待售面积达到历史顶峰的 4.2 亿平



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

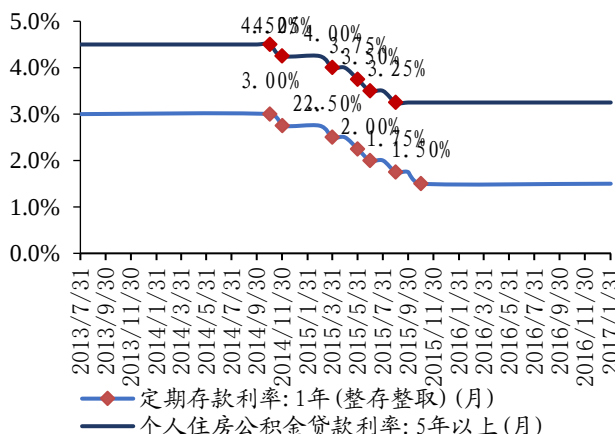
2.2. 政策回顾

在 2014 年房地产销售下行, 购房者观望情绪浓重、房地产库存快速上升背景下。2014 年 3 月政府工作报告提出了分类施策, 对库存和房价下行压力较大的城市有意进行政策放松。

1) 宏观政策: 仍以多次降息降准为主, 货币宽松、房贷利率下行、棚改货币化助力房地产市场回暖。2014 年 4 月央行开展定向降准, 下调县域农村商业银行、合作银行人民币存款准备金率。同年 6 月, 央行将定向降准扩大至部分股份制商业银行。2015 年全年央行降准 4 次。2014 年 11 月, 央行公告降低存款基准利率和贷款基准利率, 并在 2015 年全年共计 5 次降低利率, 1 年期贷款基准利率由 6.00% 下降至 4.35%, 1 年期存款基准利率由 3.00% 下降至 1.50%。

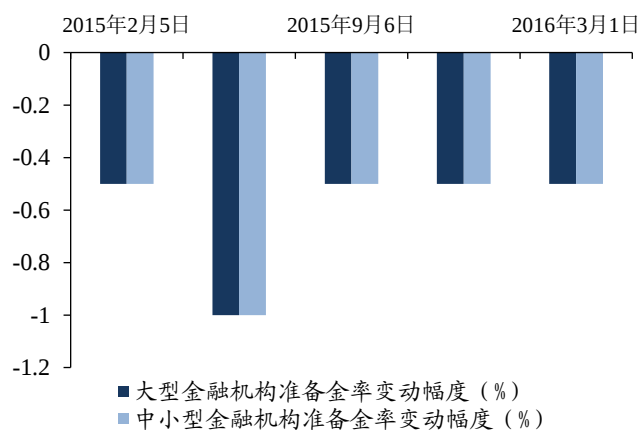
棚改货币化安置是这一时期的重要去库存手段，2015 年 6 月，国务院发布《关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》，首次明确积极推进棚改货币化安置，缩短安置周期。2014 年 7 月，国家开发银行从央行获得 3 年期的 1 万亿元抵押补充贷款（PSL），支持棚户区改造、安居工程及三农和小微经济，效果类似于定向降准，PSL 资金利率较当时市场利率低约 1pct，2014 年共发放棚改贷规模 4086 亿元，规模是 2013 年的四倍，惠及棚户区居民近 875 万户。2015、2016 年新增 PSL 合计 6981 亿元、9750 亿元，同比增速 70.9%和 39.7%。

图14：2014-2015 年 5 年期贷款基准利率连续下调 5 次



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图15：2015 年央行连续四次降准



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2) 行业政策：需求端，重启首套利率 7 折、“认房不认贷”、各地方放松限购等；供给端，大力支持房企债券融资与合理资金满足。

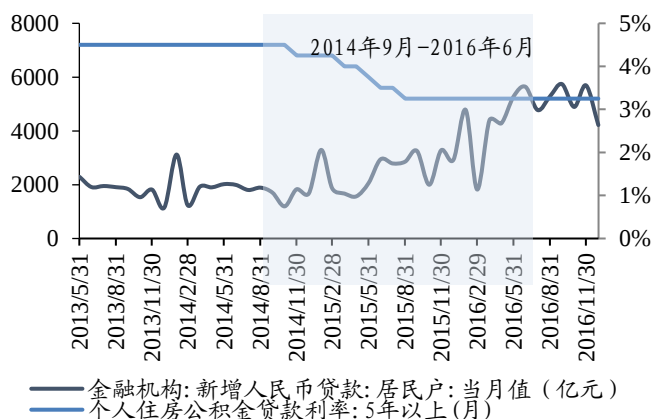
(一) 房贷利率下调。2014 年 9 月，央行、银监会发布 930 新政，重启首套利率 7 折、二套参考首套执行、放开三套以上贷款、认房不认贷等改善性住房需求，标志着本次调控放松周期正式开启。全国首套房贷、二套房贷平均利率分别从 2014 年 8 月的 6.94%、7.48%降至 2015 年 11 月的 4.66%、4.38%。在基准利率下行、房贷利率优惠政策下，居民按揭贷款快速增长。2014 - 2015 年月均新增居民中长期贷款由 1858 亿增至 2542 亿。

(二) 取消限购。2014 年 7 月，全国住房城乡建设工作会议提出，“各地可根据当地实际出台平稳房地产的相关政策，其中库存量较大的地方要千方百计消化商品房待售面积”。截至 2014 年年底，除北上广深及三亚外，绝大部分的二三线限购城市均对限购政策做出放松。

(三) 930 新政放松二套房贷认定标准，大幅下调房贷首付比。2014 年 9 月央行、银监会《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》（2014 年“930 新政”），让二套房的标准由“认房又认贷”变为“认贷不认房”，此前大部分城市执行二套房首付比例 60%的规定，只要结清之前的购房贷款，可按照首套房执行首付比例只需 30%的标准，极大地提高改善型购房需求。2015 年 9 月 30 日不限购城市首付比例进一步下调至 25%。

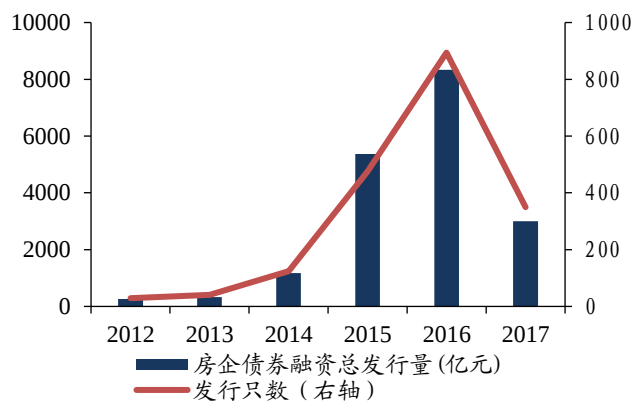
（四）房企融资环境改善，房企债券融资获支持：2014 年“930 新政”提出：“支持房地产开发企业的合理融资需求。”2015 年 1 月 15 日证监会《公司债券发行与交易管理办法》提出：“扩大发行主体范围。将原来限于境内证券交易所上市公司、发行境外上市外资股的境内股份有限公司、证券公司的发行范围扩大至所有公司制法人。”房地产债券发行规模在政策支持、国内利率下行共同作用下快速上升，由 2014 年的 1199 亿元增至 2015 年、2016 年的 5260、8390 亿元。

图16：2014-2016 年新增居民中长期贷款规模翻 4 倍



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图17：2014-2016 年房企债券融资规模翻 6 倍



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表4: 2014-2016 年中央房地产放松政策梳理 (部分)

时间	部门或文件	具体内容
2014 年 3 月 5 日	政府工作报告	1. 坚持分类指导、分步实施、分级负责 2. 针对不同城市情况分类调控 , 增加中小套型商品房和共有产权住房供应, 鼓励抑制投机投资性需求, 促进房地产市场持续健康发展
2014 年 5 月 12 日	住房金融专题座谈会	提出“ 合理配置信贷资源, 优先满足居民家庭首次购买自住普通商品住房的贷款需求 ”。
2014 年 7 月 11 日	全国住房城乡建设工作会议座谈会	1. 坚决抑制投机投资性购房。严格执行商品住房限购措施 2. 重申坚持执行以限购限贷为核心的调控政策 3. 二手房交易中个税按个人所得的 20% 征收
2014 年 9 月 30 日	央行、银监会 《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》 (930 新政)	1. 二套房认定标准由“认房又认贷”改为“认贷或认房” 。对拥有 1 套住房并已结清相应购房贷款的家庭, 为改善居住条件再次申请贷款购买普通商品住房, 银行业金融机构执行首套房贷款政策 2. 对于贷款购买首套普通自住住房的家庭, 贷款最低首付款比例为 30%, 贷款利率下限为贷款基准利率的 0.7 倍 (此前执行 0.85 倍)
2014 年 10 月 9 日	住房城乡建设部、财政部、央行 《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》	1. 将公积金申请条件放宽至连续缴存 6 个月, 不再要求累计缴存满 2 年 2. 住房公积金个人住房贷款发放率低于 85% 的设区城市可适当提高首套自住住房贷款额度 3. 优化贷款办理流程。房屋产权登记机构应在受理抵押登记申请之日起 10 个工作日内完成抵押权登记手续; 住房公积金管理中心应在抵押登记后 5 个工作日内完成贷款发放
2015 年 3 月 30 日	央行、住建部、银监会 《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》	对拥有 1 套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭, 为改善居住条件再次申请商业性个人住房贷款购买普通自住住房, 最低首付款比例调整为不低于 40%
2015 年 6 月 30 日	国务院《关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》	1. 积极推进棚改货币化安置 2. 央行拟发行提供 PSL 作为推行棚改货币化安置的重要资金来源
2015 年 9 月 9 日	国务院《关于调整和完善固定资产投资项目的资本金制度的通知》	保障性住房和普通商品住房项目的最低资本金比例维持 20% , 其他房地产开发项目由 30% 调整为 25%
2015 年 9 月 30 日	央行、银监会 《关于进一步完善差别化住房信贷政策有关问题的通知》	不实施“限购”措施城市, 首套房最低首付款比例调整为不低于 25%

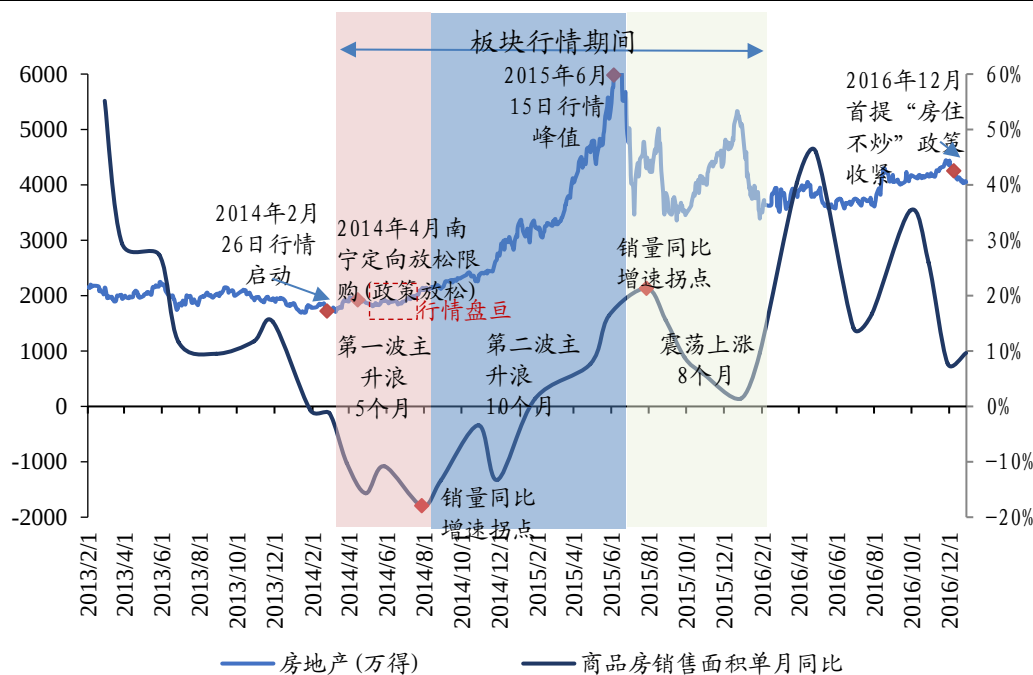
资料来源: 政府网站, 东吴证券研究所

2.3. 投资机会

2.3.1. 板块行情

整体看，此轮行情启动时间为 2014 年 2 月，结束时间为 2016 年 2 月，彼时政策宽松接近结束(12 月中央经济工作会议首提“房住不炒”后结束)，持续时间 24 个月，区间最大涨幅 280.2%，相对 Wind 全 A 区间最大累积超额收益 62.7%。房地产板块 PB(LF) 则从 2014 年 5 月 1.5 倍的周期低点，持续涨至 2015 年 6 月 4.3 倍的峰值，上涨幅度 186.7%。

图18: 2014-2016 年周期演绎过程



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1) 放松政策出台，迎来第一轮主升浪（2014 年 2 月 26 日-7 月 31 日，Wind 房地产指数上涨 27.8%，相对 Wind 全 A 超额收益 17.6%）。2014 年房地产放松周期起始于 2014 年 3 月 5 日政府工作会议提出“分类指导、分步实施、分级负责，针对不同城市情况分类调控”。市场启动时间为 2014 年 2 月 26 日，略早于 4 月各地房地产限购放松。2014 年 2 月正值上轮收紧周期末期，2013 年 2 月开始商品房销售面积单月同比增速开始下行，并连续下降 12 个月转负，降幅达 56.4pct。因此 2014 年初市场对政府出台放松政策抱有较大预期。2014 年 4 月政策落地，正式开启第一轮行情主升浪。直至 2014 年 7 月销售面积增速触底，销售回暖步伐开始，行情第一轮主升浪结束。房价趋势整体滞后于销售面积约 7-8 个月。

2) 房地产销售回暖预期落地，放松政策持续加码，迎来第二轮主升浪（2014 年 7 月 31 日-2015 年 6 月 15 日，Wind 房地产指数上涨 191.3%，相对 Wind 全 A 超额收益 12.3%）。2014 年 7 月销售面积增速触底开始，市场对房地产市场销售回暖预期落地，直至 2015 年 3 月，房地产单月销售同比增速回正，销售面积开始正增长且逐步加速。

同时，此阶段放松政策持续出台，如 2014 年 9 月的“930 新政”；2015 年 4 月，央行下发的《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》，将二套房贷首付比例下限从 60%-70% 降至 40%；2015 年 6 月明确积极推进棚改货币化安置等，销售回暖+政策放松，合力推动房地产股行情迎来第二轮主升浪至 2015 年 6 月的行情峰值。

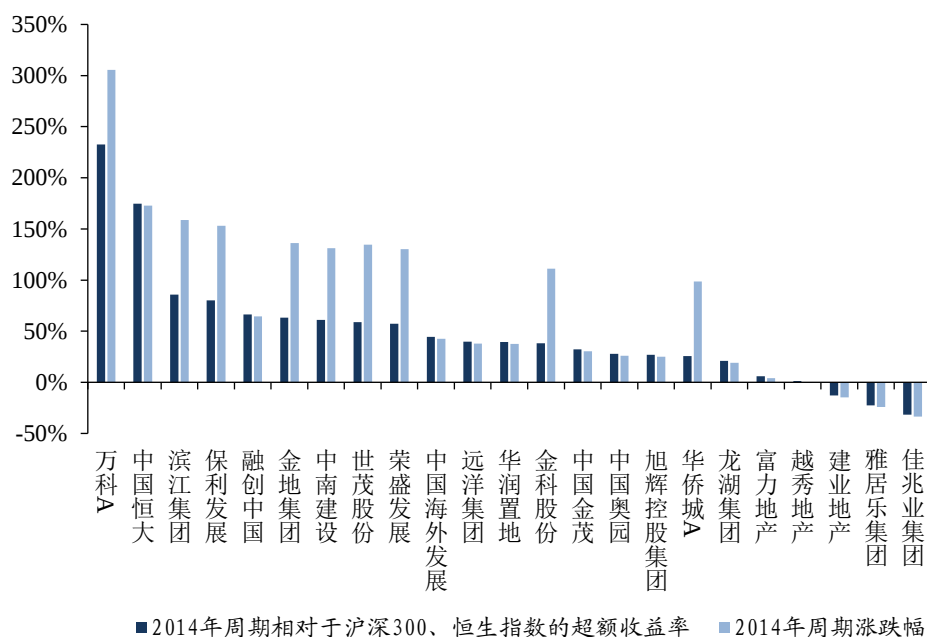
从大环境看，2014 年 5 月，证监会放宽创业板首发条件以及建立创业板再融资制度，杠杆资金环境宽松。2015 年央行为应对经济放缓、融资成本过高等降息降准，叠加中国移动互联网浪潮的爆发，上证指数由 2015 年 2 月 9 日的 3049.1 点持续涨至 2015 年 6 月 12 日的 5178.2 点。行情期间，融资融券、场外配资、民间借贷等纷纷入市，叠加其它杠杆工具，成为此轮牛市的主要推手。

3) 在第二轮主升浪末期及随后的 8 个月期间，市场经历了过热及回归冷静，市场预期收紧政策往往会在此阶段出台，此阶段股市迎来震荡区间（Wind 房地产指数由 2015 年 6 月 15 日 6216.8 点的峰值，波动降至 2016 年 2 月 1 日的 3503.5 点，行情结束）。从房地产销售看，2015 年 7 月至 2016 年 2 月，房地产销售面积单月同比增速由 21.3% 逐渐降到 1.4%，后在 2016 年 2 月又震荡涨至 30.5%，行情经历了前两轮主升浪长达 15 个月的上涨后逐渐回归冷静，在此期间市场出现政策收紧预期，地产销售、板块行情均迎来震荡区间。本轮行情震荡式增长至 2016 年 2 月，于 2016 年 12 月中央经济工作会议首提“房住不炒”的十个月前结束。价格方面，房价回暖继续滞后政策、销售约 8 个月，2015 年 12 月房价增速转正。2016 年 2 月行情结束时房价增速仍在上涨区间，至 2016 年 11 月才涨至增速峰值。

2.3.2. 个股表现

从股价涨幅规律看，本轮行情个股表现上，龙头房企涨幅更高。本轮周期中（2014 年 2 月-2016 年 2 月），相对于沪深 300 指数、恒生指数实现超额收益最大的 6 家公司为万科 A、中国恒大、滨江集团、保利发展、融创中国、金地集团，分别实现超额收益 232.6%、174.7%、85.8%、80.2%、66.3%、63.4%；地产股绝对收益排名靠前的公司分别为万科 A、中国恒大、滨江集团、保利发展、金地集团、世茂股份，分别实现涨幅 305.5%、172.9%、158.7%、153.1%、136.3%、134.6%；本轮周期中相对收益和绝对收益排名靠后的公司为华侨城 A、富力地产、建业地产、雅居乐集团、佳兆业集团等。

图19: 重点房企较对应指数实现超额收益排行及涨跌幅

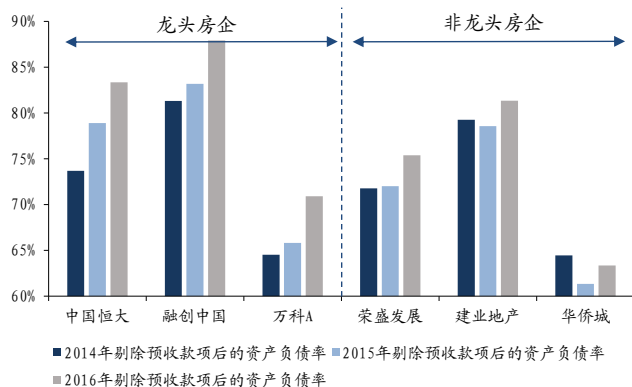


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

本轮周期进入房地产行业集中度提升阶段, 龙头房企借助融资优势和经营优势快速提升杠杆和周转效率, 实现销售规模的大幅提升, 获得比行业更快的扩张速度, 更优的成长性匹配更高的相对收益。从销售增速看, 2014-2016年, 万科A、中国恒大、融创中国等龙头房企分别实现了年均29.6%、68.5%、47.3%的销售增速, 远高于当时的行业平均增速。根据中指院数据, 2014-2016年TOP10房企销售金额集中度由16.9%增至18.4%、TOP20房企集中度由22.8%增至24.7%, 头部房企行业龙头地位愈加显著。从净资产收益率(ROE)看, 2014-2017年万科A、中国恒大、融创中国等龙头房企ROE分别由19.1%、25.3%、21.5%上升至22.8%、30.7%、32.8%。而同期非龙头房企的ROE则有所下滑。

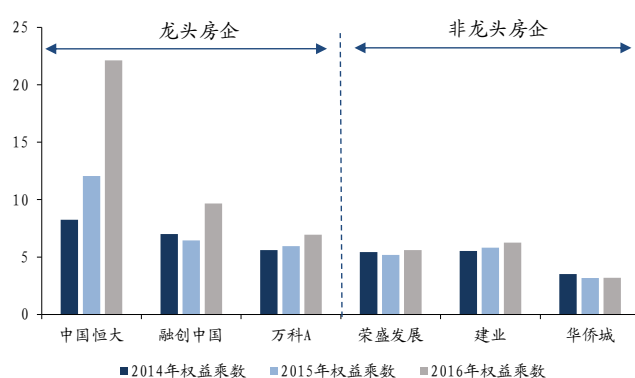
梳理排名居前、居后样本房企财务数据, 龙头、非龙头房企ROE增速差异在于龙头房企采用“高周转、高杠杆”模式, 两类企业销售净利率变化并不明显。从权益乘数看, 2014-2016年以万科A、中国恒大、融创中国为代表的龙头房企权益乘数分别由6.0、8.3、7.0升至6.8、22.1、9.7, 同期非龙头房企荣盛发展、华侨城A权益乘数分别由5.4、3.5变至5.6、3.2, 财务杠杆率提升不明显。从剔除预收款项后的资产负债率看, 2014-2016年, 万科A、中国恒大、融创中国分别提升了6.4、9.7、6.6pct, 高于非龙头房企。从资产周转率看, 2014-2016年万科A、保利发展、滨江集团等龙头房企均有所提升, 而同期非龙头房企荣盛发展、华侨城A周转率略有下降。2014-2016年, 无论是积极扩张的大型房企还是规模较小的非龙头房企, 两类企业的销售净利率变化不明显。

图20: 融创中国等龙头房企资产负债率上升明显



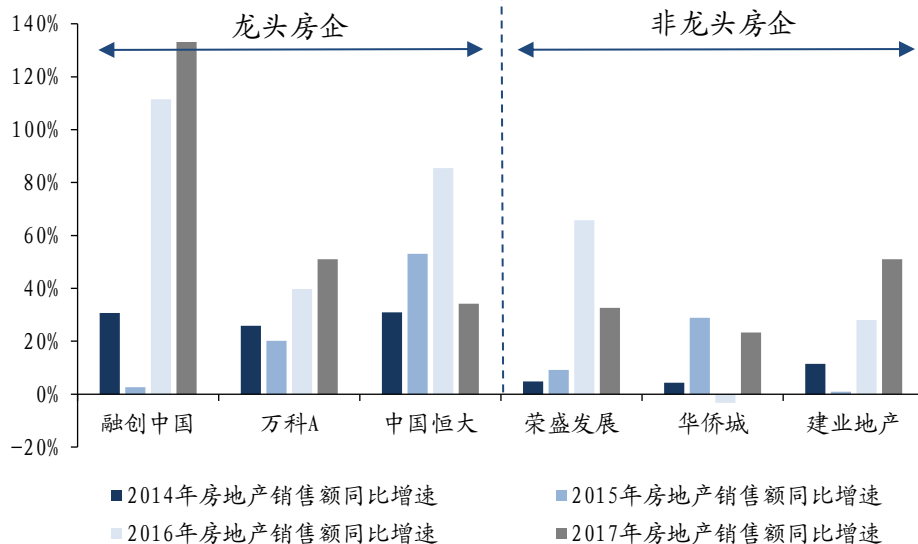
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图21: 中国恒大等龙头房企权益乘数提升更快



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图22: 2014-2017年龙头房企销售增速相对更高



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

3. 2022-2023年: 形成信贷、债务、股权的多维融资支持体系

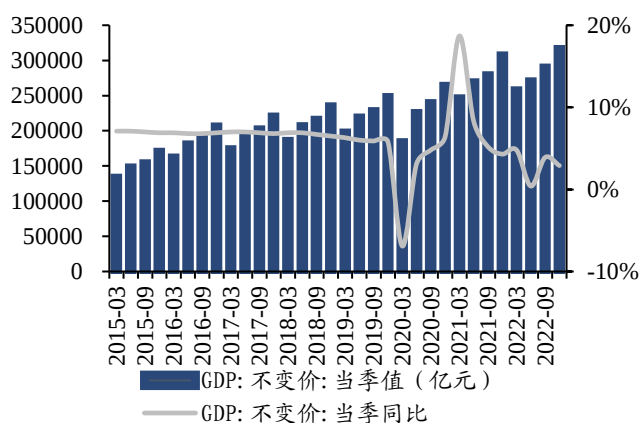
3.1. 周期背景

1) 宏观背景: 近年国家为防止过度金融化、防范和化解债务风险, 实行“去杠杆”政策。2015年底, 中央经济工作会议首次提出“去杠杆”, 并将其作为供给侧结构性改革的重点任务之一。2016年出台《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》, 标志着正式提出企业“去杠杆”的政策主张。2018年和2019年均出台《降低企业杠杆率工作要点》, 以进一步部署企业“去杠杆”工作。2021年以来, 我国GDP同比增速整体处于下行趋势, 其中2021年一季度同比增长18.3%, 二季度增长7.9%, 三季度增长4.9%,

四季度增长 4.0%。2022 年以来，在俄乌冲突、全球经济疲软、国内多地疫情反复等因素影响下，中国经济发展面临需求收缩转弱、供给冲击的多重压力，短期内经济下行压力加大。

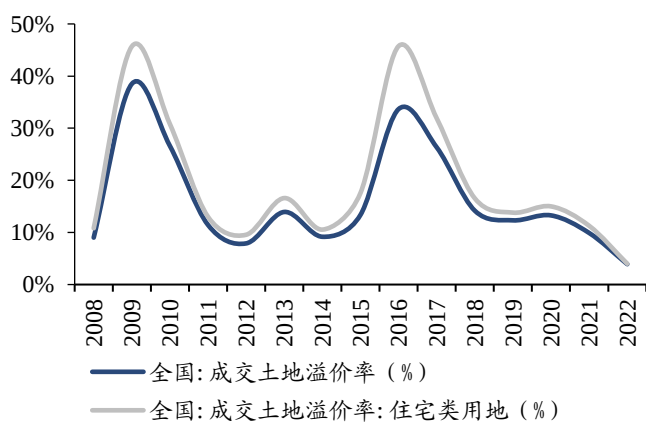
2) 行业背景：三道红线、贷款集中度管理、预售资金监管收严等政策密集出台，行业信用风险事件频发。2017 年 12 月，监管部门发布《关于规范银信类业务的通知》强调，商业银行和信托公司开展银信类业务时不得将信托资金违规投向房地产，提升了房企通过信托融资的难度；2018 年，央行提出要加强房地产金融宏观审慎管理，2020 年提出加快建立房地产金融长效机制；2020 年 8 月，住建部协同中国人民银行召开房地产企业座谈会，形成房地产企业融资管理规则，即“三条红线”政策；2020 年 9 月，监管机构要求大型商业银行压降、控制个人按揭贷款等房地产贷款规模，新增居民住房贷款占比不得高于 30%，这一规定对房企加速销售回款也形成了压制。严苛融资限制下，房企资金捉襟见肘，流动性风险导致 2022 年信用违约愈演愈烈，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。

图23：2022 年 12 月中国 GDP 季度增速降至 2.9%



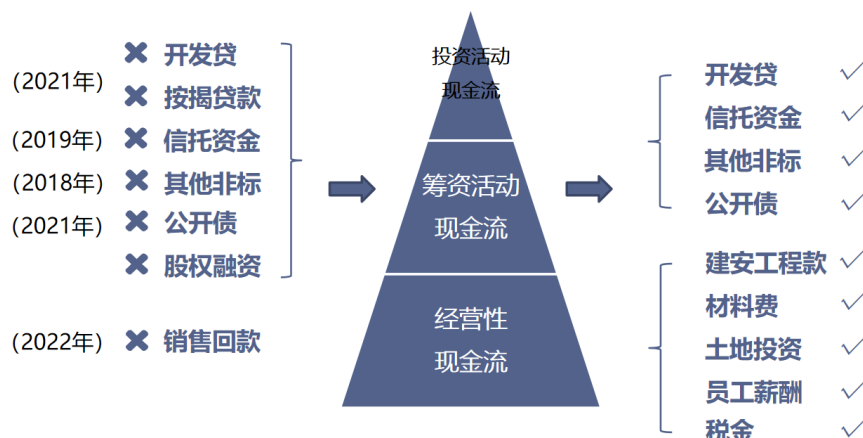
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图24：2020 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25：2018-2022 年房企的现金流入逐渐减少



数据来源：东吴证券研究所绘制

3.2. 政策回顾

2022 年以来，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”与金融十六条落地，供给端对房企信用与融资托底。但“房住不炒，因城施策”的总基调仍然存在，短期看市场或将惯性下滑，长期看，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。

1) 宏观政策：2022 年以来，1 年期 LPR 调降两次，共 15 个基点，5 年期以上 LPR 调降了三次，共 35 个基点。2022 年 1 月，5 年期以上 LPR 下降 5 个基点至 4.60%；5 月，5 年期以上 LPR 大幅下调 15 个基点至 4.45%；8 月，5 年期以上 LPR 继续下降 15 个基点至 4.30%。伴随着 5 年期 LPR 下调，2022 年 9 月底政策再度密集加码（930 政策），允许符合条件的城市差异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等；2023 年 1 月，央行、银保监会决定建立首套住房贷款利率动态调整机制。房价连续 3 个月下降的城市可阶段性下调、取消当地首套房贷利率下限。贝壳研究院数据显示，2023 年 1 月，首套、二套房贷主流利率平均分别为 4.10%、4.91%，同比分别回落 146、93 个基点。

2) 行业政策：需求端，各地政策放松频次与多样性不断增加，城市能级不断增强；供给端，形成信贷、债务、股权的多维度融资支持体系。

需求端，2022 年以来，全国多城放松需求端政策，前期主要集中在三四线城市，主要有：下调首付比、下调房贷利率、公积金贷款政策放松、购房补贴等。多数城市首套房首付比例降至 20%，公积金贷款的二套房首付比例降至 30%-40%。部分城市在“四限”政策上也有所松动，包括郑州、哈尔滨、苏州、南京六合、上海临港等，不乏二线和一线城市郊区。此外，更加注重政策多样化与引导性，除放松限购、限贷、限售外，还包括“带押过户”“多孩家庭放开限购”等措施与国家方向更契合。2022 年二季度以来，政策已蔓延至苏州、杭州等核心二线城市，呈现出“因城施策，小步快跑”的特点。

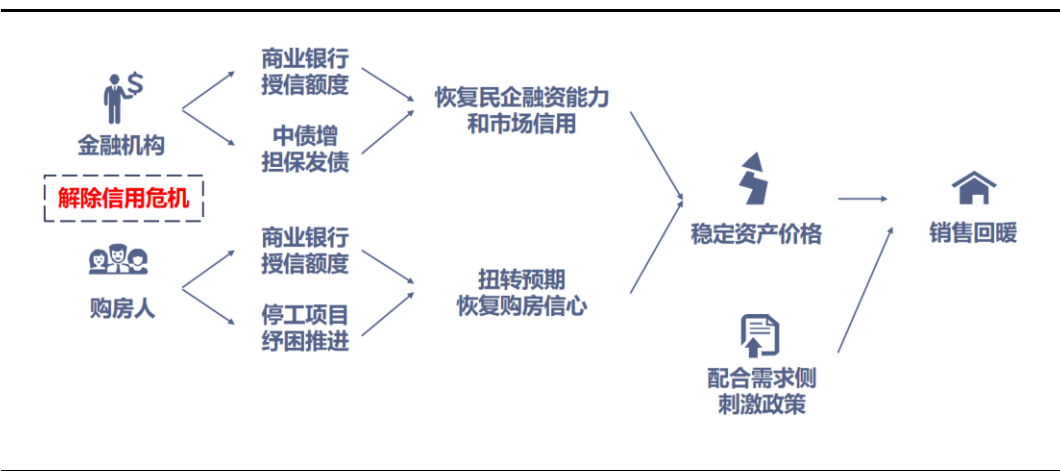
供给端，2022 年以来融资通道逐一开启，地产融资利好政策持续落地，形成信贷、债务、股权多维度融资支持体系，政策导向彻底扭转，保市场主体（部分）思路彻底明确。额度看，银行授信额度近 5 万亿，规模大、市场信心提振作用明显；覆盖范围看，股权融资对出险房企包容度更高，覆盖面更广；申请速度看，信贷融资涉及参与者少、申请速度更快。落地进展看，第一支箭”银行授信规模大，合计近 5 万亿，落地进度与房企投资及预售相关；“第二支箭”正逐步落地，中债增担保的中期票据合计超百亿元；“第三只箭”预计开放窗口期较短，目前上市房企积极响应，已公告再融资预案对应的金额合计超 300 亿。

表5：2022 年 8 月份以来上市房企获中债增担保增信发行债券情况

上市房企获中债增担保增信发行债券情况（截止至 2023 年 2 月 17 日）						
公司名称	证券代码	企业性质	储架式额度 (亿元)	当前进度	中票发行金额 (亿元)	当前进度
龙湖集团	0960. HK	民营房企	200	交易商协会已受理	35	已发行
美的置业	3990. HK	民营房企	150	交易商协会已受理	25	已发行
新城控股	601155. SH	民营房企	150	交易商协会已受理	30	已发行
碧桂园	2007. HK	民营房企	-	-	25	已发行
旭辉集团	0884. HK	民营房企	150	向交易商协会表达发行意向	12	已发行
金辉集团	9993. HK	民营房企	20	交易商协会已受理	12	已发行
宝龙地产	1238. HK	民营房企	40	已申报	15	已受理
雅居乐集团	3383. HK	民营房企	20	已申报	18	待上会
中骏集团控股	1966. HK	民营房企	30	已申报	15	待上会
万科 A	000002. SZ	混合所有制	280	交易商协会已受理	-	
金地集团	600383. SH	混合所有制	150	交易商协会已受理	-	
绿城中国	3900. HK	混合所有制	110	拟报送注册发行计划	-	

资料来源：公司公告整理，东吴证券研究所

图26：危机解除路径推演

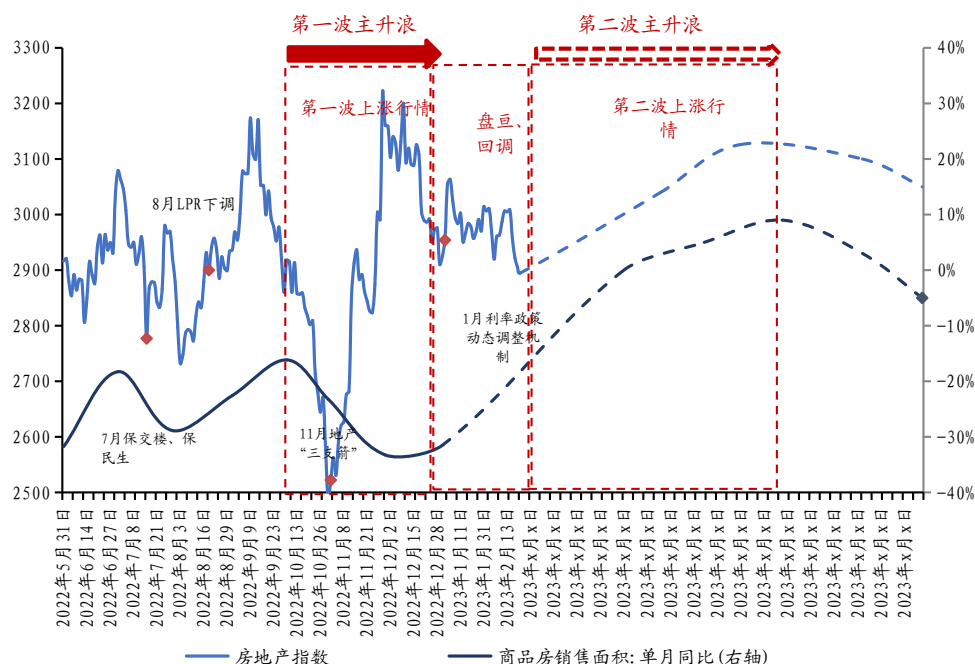


数据来源：东吴证券研究所绘制

3.3. 投资机会

3.3.1. 板块行情

图27：2022-2023 年周期演绎过程



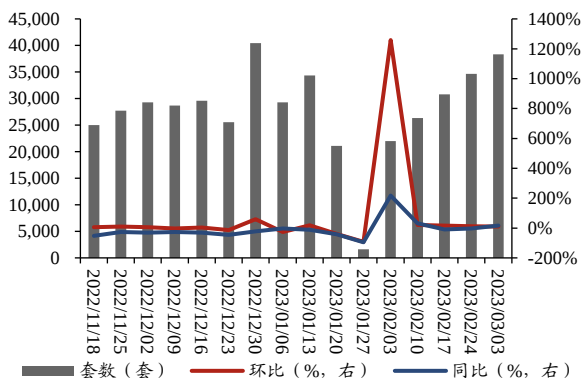
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2022年11月，“金融16条”发布，支持房地产融资“三支箭”先后落地，与前期出台的需求端放松政策形成合力，房地产指数迎来第一轮主升浪。2022年11月1日-12月9日，Wind房地产指数上涨26.9%，相对Wind全A超额收益16.5%。此轮上涨以政策催化为主，销售量价方面仍处于低位区间。从销售面积看，2022年11月房地产销售单月同比增速约为-33.3%，处于磨底期；从价格看，2022年11月70大中城市新房、二手房指数同比增速约为-2.3%、-3.7%，增速降幅与2022年9月、10月处于同一水平，同样处于磨底期。

当前行业逻辑处于从困境反转向销售复苏转变阶段，短期或维持震荡上行，随着政策持续落地催化，下一轮行情将出现在“销售同比降幅拐点出现”至“销售增速同比转正出现”之间，当前是加仓地产股迎接第二轮上涨的最佳时机。2023年2月以来，全国多地房地产销售热度已经开始上升，销售同比下降的低点已经过去。从二手房看，春节后的三周，20城二手房累计成交面积同比2022年增长56%、较2019年增长31.5%。从新房看，新房同比仍为负，但降幅开始收窄，处于“销售增速拐点”到“销售增速同比转正”之间。春节后的三周，北京、杭州等核心城市楼市率先回暖，商品房累计销售面积分别同比2022年增长18.3%、4.1%，较2019年增长47.2%、65.3%。综合考虑近期各地方“四限”放松等政策虽密集出台但落地仍需时间、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，2023年三

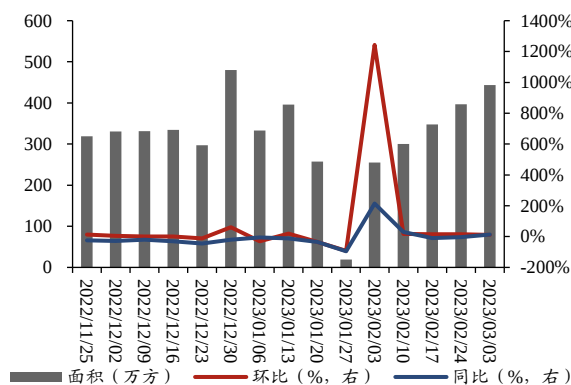
季度正式迎来销售回暖。从过去两轮周期看，板块第二轮上涨的启动时点处于“销售同比降幅的拐点出现”至“销售增速同比转正出现”之间，当前正处于此区间，是加仓地产股迎接第二轮上涨的最佳时机。

图28: 60城新房成交套数



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图29: 60城新房成交面积



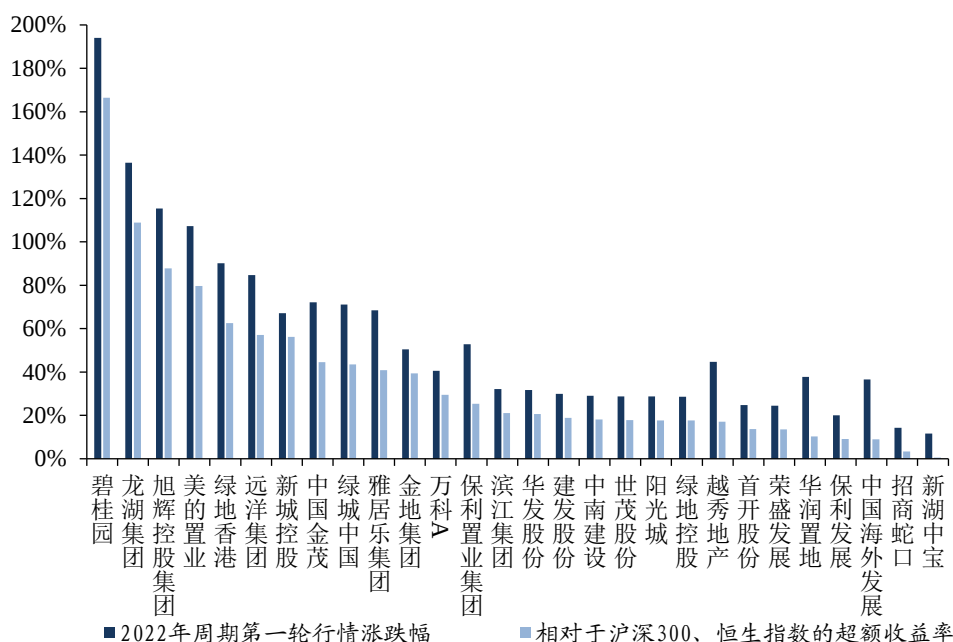
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3.3.2. 个股表现

从股价涨幅规律看，在本轮周期的第一轮上涨中，优质民营和混合所有制房企的超额收益率更高。2022年11月1日-12月9日，A股区间超额收益最大的5家为新城控股、金地集团、万科A、滨江集团、华发股份，分别相对于沪深300指数实现超额收益56.2%、39.4%、29.5%、21.1%、20.6%，分别实现67.2%、50.4%、40.5%、32.1%、31.7%的绝对收益。H股区间超额收益最大的5家为碧桂园、龙湖集团、旭辉控股集团、美的置业、绿城中国分别相对恒生指数实现超额收益166.5%、108.9%、87.8%、79.7%、62.6%，分别实现194.1%、136.5%、115.4%、107.3%、90.1%的绝对收益。整体看，在此轮行情中表现较好的基本为民营和混合所有制企业。

民企及混合所有制公司获得更高收益的原因在于在多维度稳楼市政策出台的背景下，融资“三支箭”相继落地意味着政策导向彻底扭转，保市场主体思路明确，优质民营和混合所有制房企困境反转，融资格局持续改善。11月初，房地产行业迎来重大融资端利好政策，交易商协会推进“第二支箭”延期并扩容，联合中债增支持民营企业债券融资；央行和银保监会发布金融支持房地产十六条；证监会恢复房企和涉房上市公司再融资。2022年11月至2023年1月，新城控股、龙湖集团、美的置业、碧桂园等信用资质良好的民营房企均受到6家及以上银行授信，并陆续开展储架式注册发行工作，用于补充流动性。房企融资能力得到初步恢复，市场对房地产行业供给主体的信心修复。

图30：重点房企较对应指数实现超额收益排行及涨跌幅



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 投资建议：进取型国央企优势扩大，优质民营和混合所有制房企困境反转

中国房地产行业已经进入到全新的发展阶段，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，尤以国央企和民企的分化为甚。我们认为，未来房地产市场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。未来稳健经营的国央企以及优质民企有望迎来销售反弹，成为房地产市场为数不多的能够超越行业、扩张规模的房企。

当前行业逻辑已开始从困境反转向销售复苏转变，我们认为当前板块正处于第二轮上涨阶段的初期。第二轮上涨阶段的核心驱动要素已不再是政策，而是销售的增长情况。因此，选股逻辑也应挑选未来仍能实现较快销售增速的公司，建议优先配置央国企公司，兼配优质民企公司：

1) 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。我们推荐保利发展、招商蛇口，建议关注华发股份、越秀地产。

2) 在多维度稳楼市政策出台的背景下，稳健经营的优质民营和混合所有制房企困境反转，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。我们推荐滨江集团、新城控股、金地集团。

5. 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) 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；

3) 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 Wind，东吴证券研究所同意，并注明出处为 Wind，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。

Wind，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>