

房地产开发行业2023年投资策略

政策破解恶性循环，时间消化不良资产

陈聪 张全国

中信证券研究部 房地产和物业服务组

2022年11月

■ 行业经历非传统周期，不良资产成为根本性问题。

- 2019年之后，行业竞争误入歧途。各家企业的负债风险持续增加，隐性杠杆盛行，普通债权人分析企业资产负债表难度很大；
- 房地产企业的管理能力，逐渐无法驾驭不断增长的规模；
- 高价拿地在每一轮地产周期见顶时很常见，但历史上从未出现过2019-2022年那么长时间周期的，企业持续高价拿地。

■ 资产质量问题以恶性循环的方式演化发展。

- 房地产行业渐渐进入一个销售、信用、交付的恶性循环，亟待外力干预。

■ 更加有为和协同的政策组合积极打破恶性循环。

- 我们预计，按揭贷款利率将进一步下降，对房企，尤其是民营房企的流动性支持会进一步加码，预售监管和专项借款等政策有利于推动项目尽快交付，一些不合时宜的行政限制也会陆续退出。

■ 分情况多步骤化解不良资产问题，预计行业基本面在2023年走稳。

- 我们预计2023年商品房销售额，房地产开发投资将分别同比下降1.6%和9.7%，新开工面积同比下降25%，竣工面积预计同比持平，一二线城市房价基本走稳。

■ 风险提示：

- 房价继续下降的风险；部分房地产企业货值不足和盈利能力下降的风险。

CONTENTS

目录

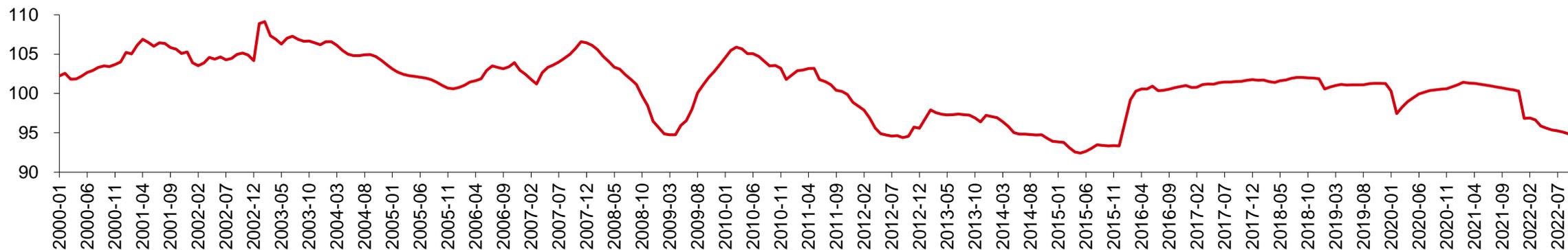
1. 非传统周期——地产业不良资产问题的形成
2. 资产质量问题演变为行业恶性循环
3. 协同合力，打破恶性循环
4. 期待打破恶性循环，分层化解不良资产
5. 保租房：最确定的机会，规模迅速增长
6. 风险提示
7. 供给侧改革之下的投资机会

1. 非传统周期——地产业不良资产问题的形成

2022年以来，房地产开发景气持续下行

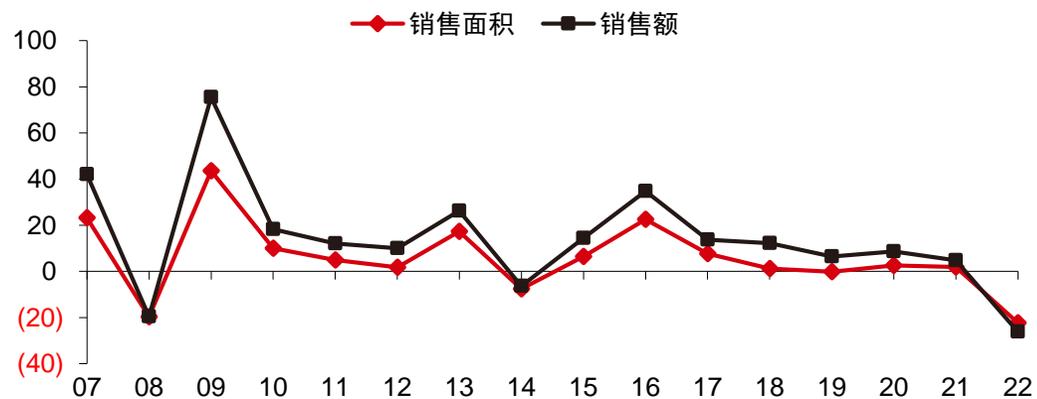
- 这一轮行业景气的下行，既有传统下行周期的表征（销售疲弱，投资热情消退），又伴随着过去十几年来从未有过的图景（行业竞争格局剧变，信用问题持续）。

全国房地产开发景气指数变化



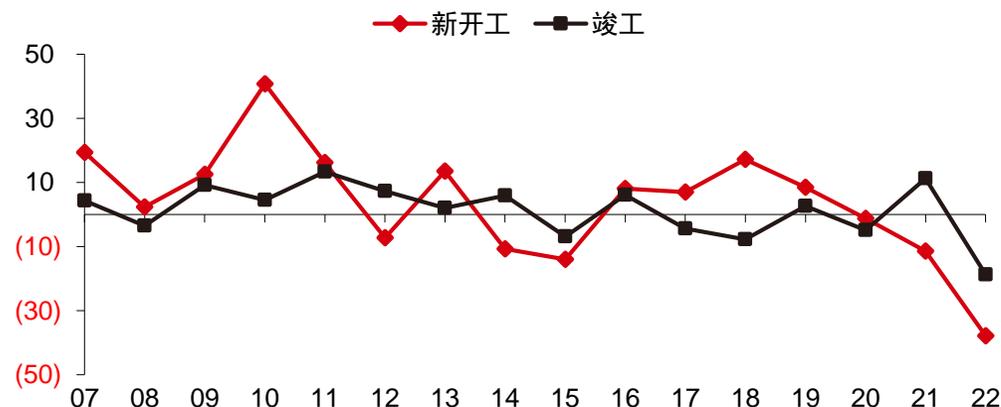
资料来源：Wind，中信证券研究部

全国商品房销售面积及销售额同比增速 (%)



资料来源：国家统计局，中信证券研究部 注：2022年截至10月

全国房地产新开工及竣工面积同比增速 (%)

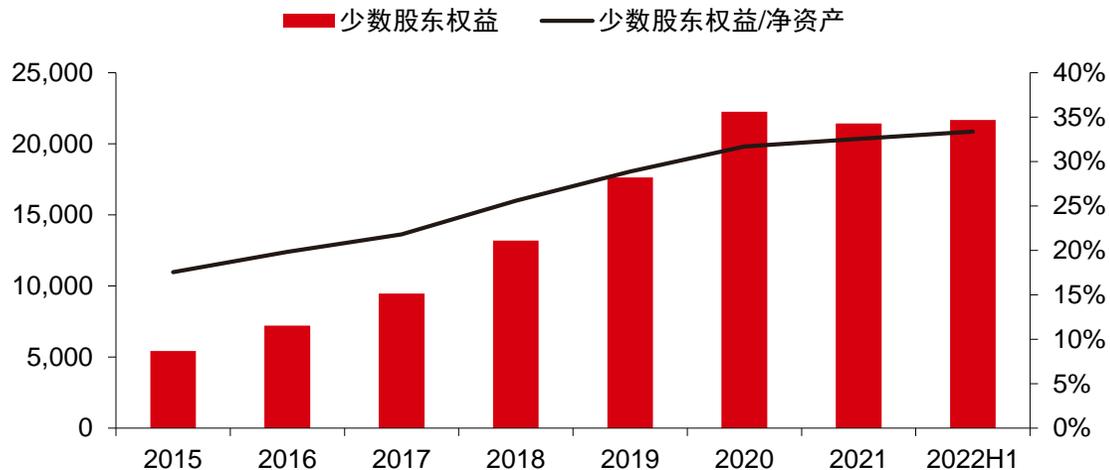


资料来源：国家统计局，中信证券研究部 注：2022年截至10月

行业竞争误入歧途之一——负债风险持续增加

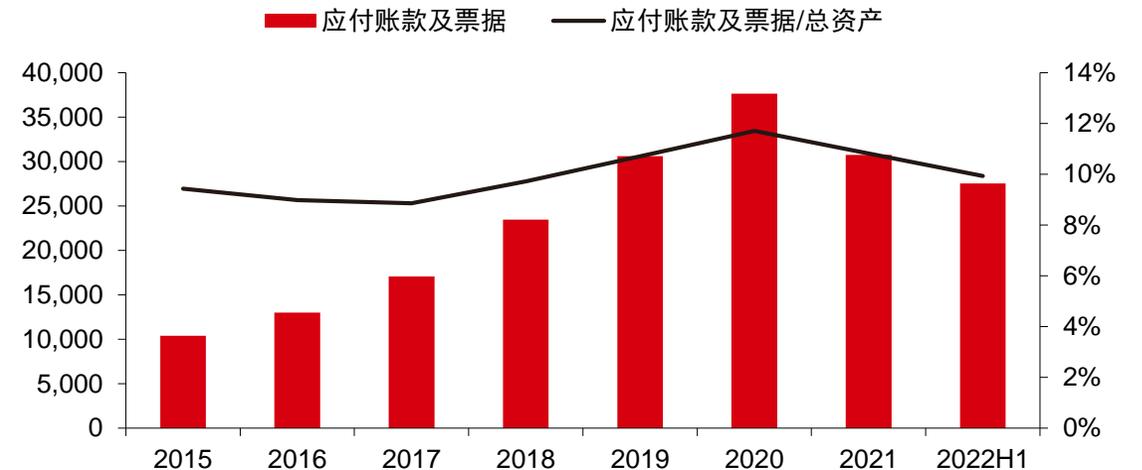
- 各类遏制房地产行业加杠杆的政策，本意是控制风险。但一些房企却改变杠杆种类，寻求利用更隐性，代价更高的杠杆。
 - 这种隐性杠杆可能计入少数股东权益，也可能无法在三张表中直接观察到。
 - 供应链融资本身是有益的，但这种融资的具体细节观察起来也容易晦暗不明。
- 虽然我们相信三道红线规则发布后监管对房企的杠杆情况掌握更加充分，但绝大多数市场的参与者并不能洞悉房企的负债全貌。在投资者信息不充分不完全的情况下，信心恢复就需要更长的时间。

房地产开发行业少数股东权益（亿元）及其占净资产比例



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：行业范围采用Wind房地产开发行业分类

房地产开发行业应付账款及票据（亿元）及其占总资产比例

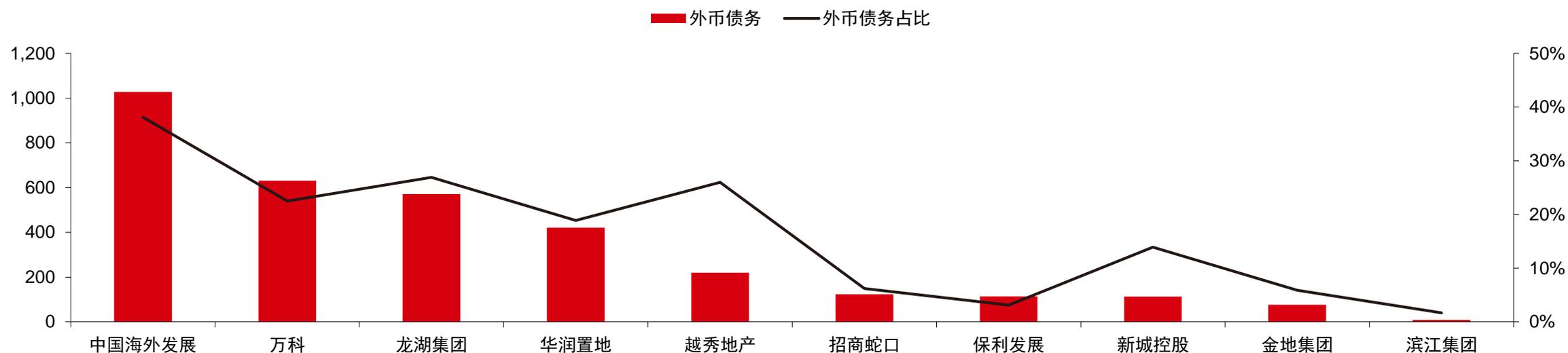


资料来源：Wind，中信证券研究部 注：行业范围采用Wind房地产开发行业分类

利用境外负债，也增加了行业潜在风险

- 房地产的供求两头在境内，利用境外负债不仅要承受人民币汇率的风险，还要承受境外债权人不同于境内的信用评价。
- 历史上，低利率的美元借款看似为部分开发企业提供了成本低廉的资金来源，但美元资金成本的变化和更难恢复的境外融资市场，则又增加了房地产行业走稳的难度。

截至2022年6月样本企业外币债务金额（亿元）及其占有息负债比例

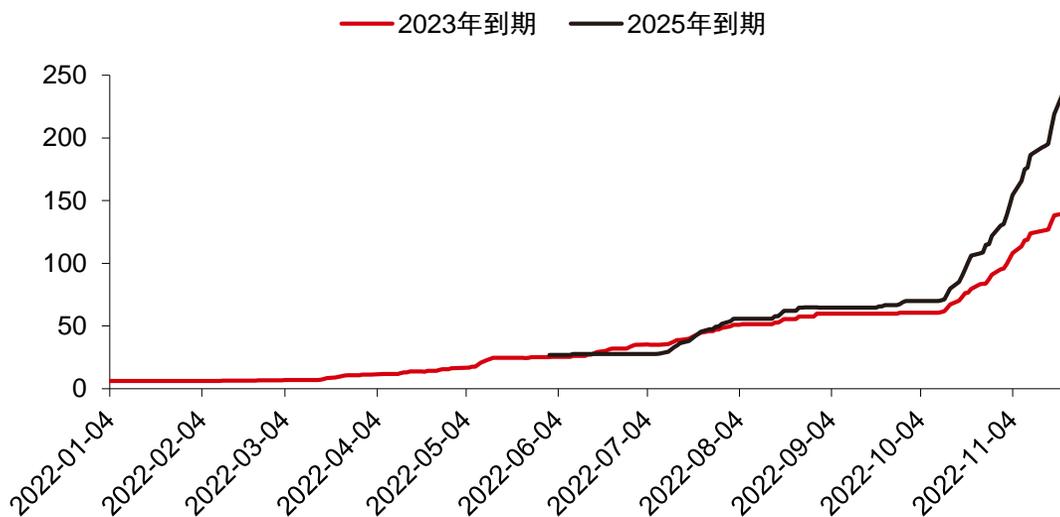


资料来源：各公司公告，中信证券研究部

除了财务杠杆之外，尚有经营杠杆的利用

- 企业的财技在周期上行期扩张了企业可支配的资源，但在周期下行时则增加了风险。负债的长期化虽然降低了企业短期偿付的压力，但却没有办法减少负债的规模。
 - 当前的房地产债，尤其是中低信用的房企债券期限利差明显走阔，这也暗示一些房企虽然短期偿债压力尚可，但长期却面临挑战。
- 利用产业链竞争优势适当占款是合理的，但把盈利的希望大量寄托在压制服务和产品的提供方上，最终可能形成恶性循环。
 - 2018年之后，紧绷的财表使得房企不断压制产业链，物极必反，现在大量的建筑建材、家装园林公司，反而提出了一些低信用房企更高的付款要求。

碧桂园不同到期日典型债券中债估值变化 (%)



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：统计截至2022年11月21日

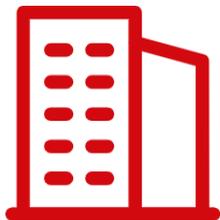
新城控股不同到期日典型债券中债估值变化 (%)



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：统计截至2022年11月21日

- 房企管理者和资本市场，对房地产的非标属性是严重低估的。
 - 所谓非标属性，就是不同地方的房地产资产可谓千差万别。制造业企业扩大一条生产线，则往往可以规模化大生产，服务业公司开设新的门店，往往又标准化操作的流程。唯地产行业各项目高度非标。
 - 这几年房地产项目的非标程度又有所增加，因为近几年强调因城施策，各区域又有限购等条件约束。

房地产是非标产品



房地产：非标产品

房地产项目因条件不同而显著非标，影响因素包括：

规划条件，开工许可标准，当地施工的环保要求，地方发放预售证标准，预售监管和保函提取规定，交房规定，不同股东诉求，资产可变现性，消费者画像，销售渠道……

资料来源：中信证券研究部绘制



工业：标准产品

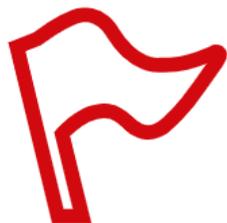
建设标准生产线：

控制原材料统一，生产标准产品

基于融资，而不是运营的规模优势是不稳固的

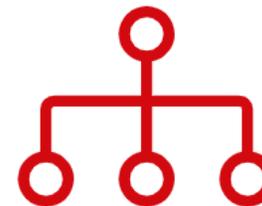
- 大房地产企业的规模，很多都是被融资“吹胀”的。房地产开发行业的规模经济，经常不是来自于经营优势，而是来自于大企业的融资优势。
 - 即大房地产公司并不比小房地产公司更省建安成本，也不比小地产公司更善于造房子，而是比小地产公司更擅长融资，尤其是获得长周期，低成本的债券融资。
- 许多新问题不断在周期下行中涌现，逆转了规模经济优势，加快了部分企业的管理失控。
 - 例如，管理层和股东之间的委托代理问题，总部和区域之间不同的利益导向。

集团总部和区域公司不同的利益立场



集团总部

规模和盈利的均衡
可持续的现金流
加强融资能力



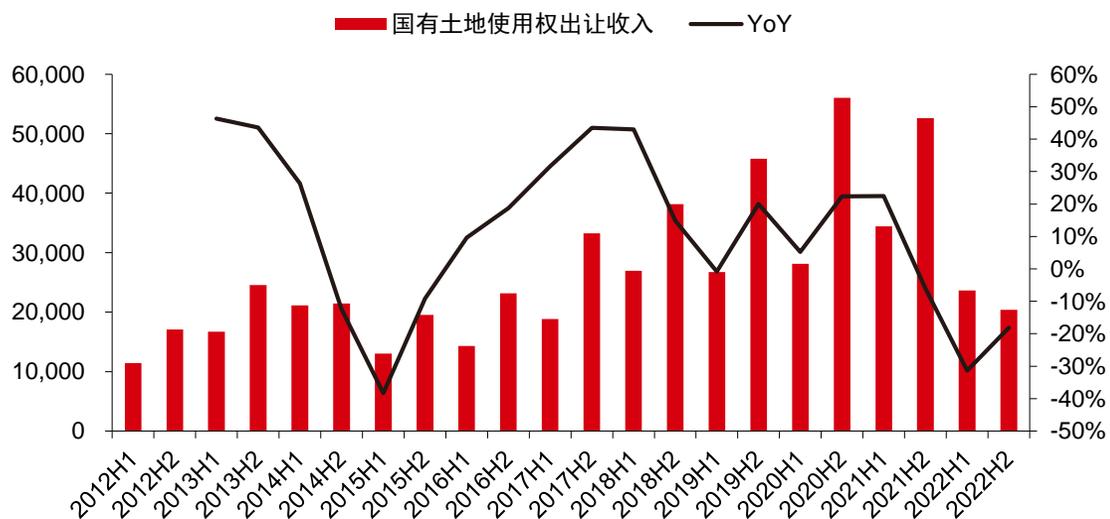
区域公司

尽可能获得总部的资金支持
最大限度做大做强
不断优化当期报表盈利能力
宁可拿错地，不能不拿地

资产质量问题的形成——不利的外部环境

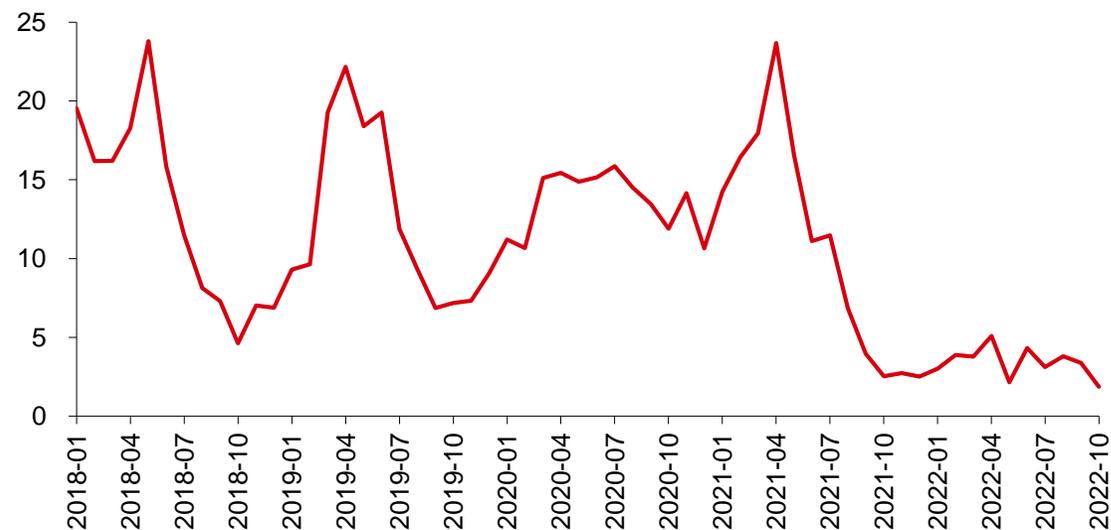
- 本轮房地产问题区别于以往，在一段很长的时间里头，大多数房地产企业都在获得劣质的土地储备，从而伤害了整个行业的资产质量。
 - 2019年到2021年中期，企业既没有盼到房价上涨，却又迎来地价上涨，反而将原有的低价储备大量消耗，使得整个资产负债表格外虚弱。
 - 由于历史成本计价的做法，这一问题当时被掩盖起来，也很少有企业提取存货跌价准备。
- 坚决贯彻房住不炒的政策，房价不涨本属当然。但房价不涨的同时地价持续上涨，则和部分房地产开发企业负债和运营失控以及地方出让土地时过于积极都有关系。

全国国有土地使用权出让收入（亿元）及同比



资料来源：Wind，财政部，中信证券研究部 注：2022H2仅包含7-10月数据，同比数据做相应调整

100个大中城市成交土地溢价率（%）

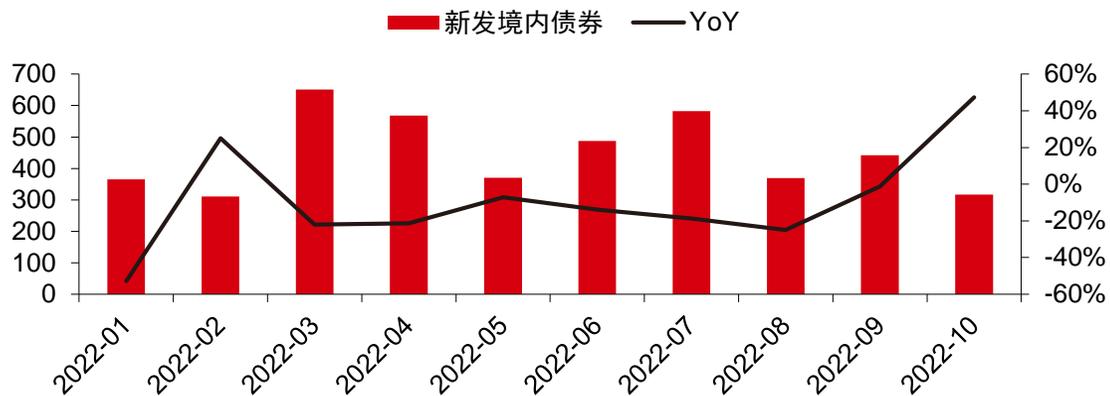


资料来源：Wind，中信证券研究部

2. 资产质量问题演变为行业恶性循环

■ 房企融资渠道不畅，很多企业不能顺利借新还旧，债券收益率居高不下。

2022年以来房地产行业新发境内债券（亿元）及同比



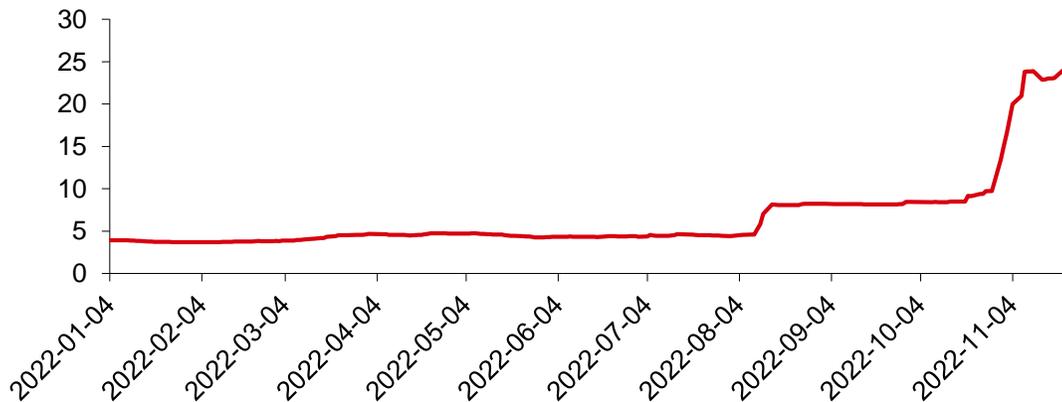
资料来源: Wind, 中信证券研究部

2022年以来房地产行业新发境外债券（亿美元）及同比



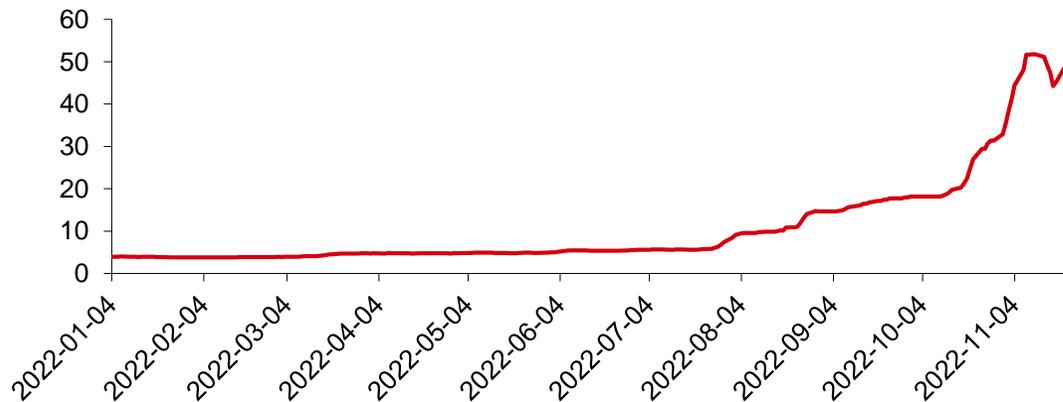
资料来源: 国家统计局, 中信证券研究部 注: 已剔除新增的交换要约境外债券

“21龙湖05”2022年以来中债估值变化 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 统计截至2022年11月21日

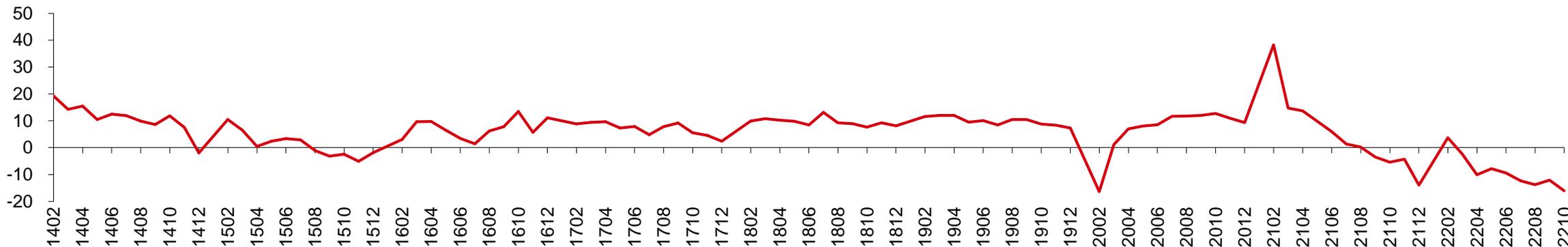
“21金地03”2022年以来中债估值变化 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 统计截至2022年11月21日

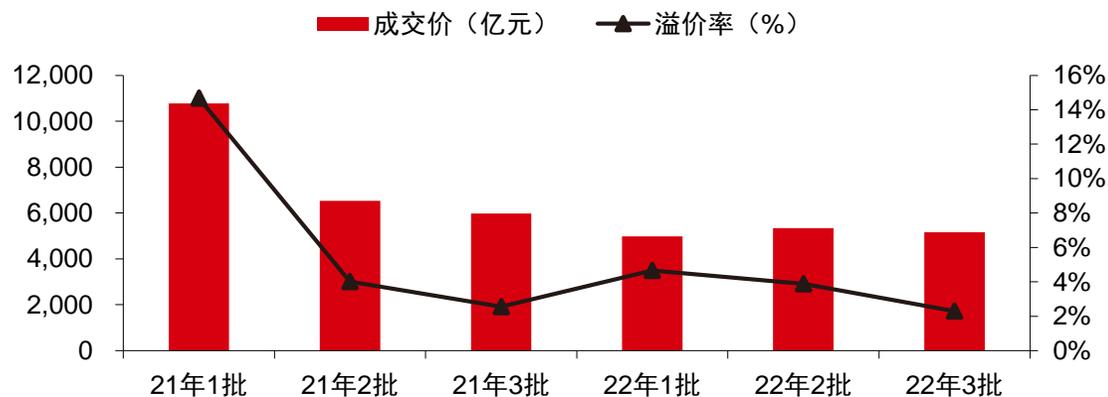
- 随着开发企业资金链收紧，产业链条信用个别断裂，企业不能如期交付的案例也逐渐增多。地方政府夯实主体责任，金融机构重视社会责任和大局稳定，但交付问题仍然是现阶段房地产市场面临的核心挑战。

全国房地产开发投资单月同比增速 (%)



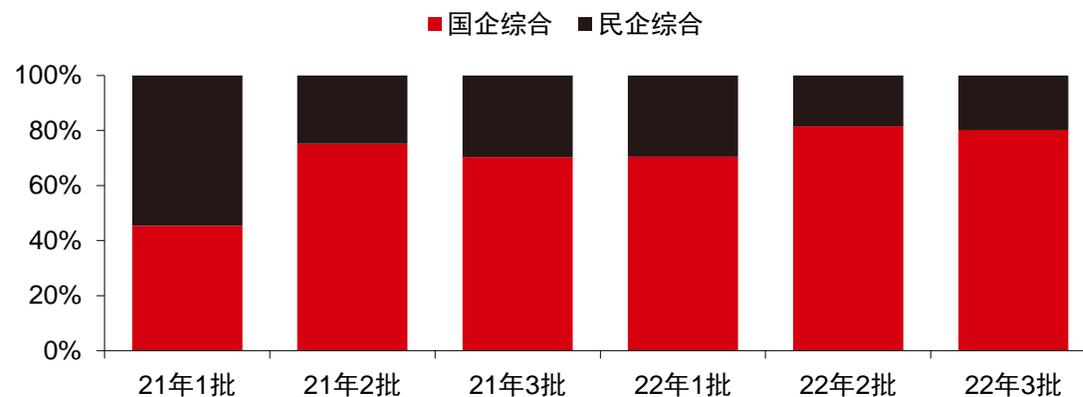
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

22城集中供地各批次成交土地总金额及溢价率



资料来源：中指研究院，中信证券研究部 注：“22年3批”包含“第3批及以后各批次”已成交城市统计数据；截至11月22日已完成“第3批及以后各批次”土地出让的城市共计18个

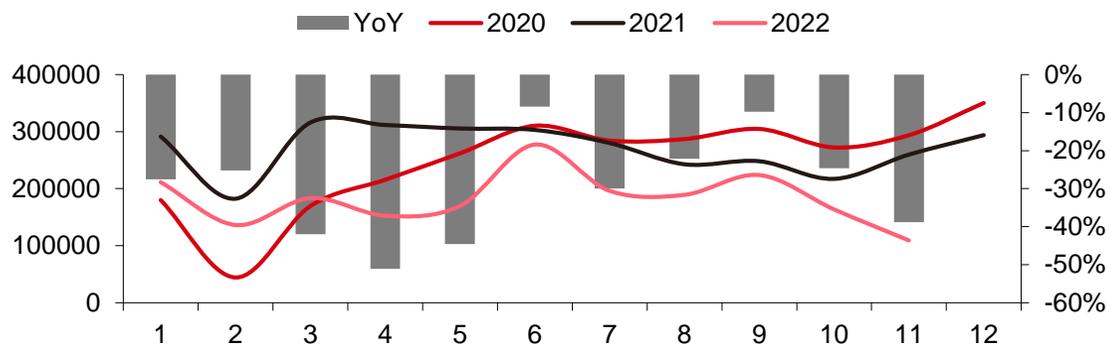
22城集中供地各批次成交土地总金额企业类型占比



资料来源：中指研究院，中信证券研究部 注：“22年3批”包含“第3批及以后各批次”已成交城市统计数据；截至11月22日已完成“第3批及以后各批次”土地出让的城市共计18个

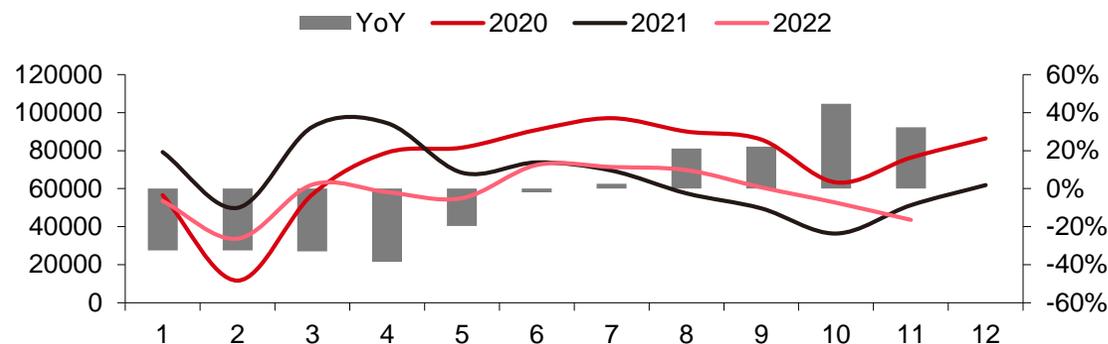
- 2022年11月前21天，重点城市新房和二手房（城市样本不同）网签套数同比分别下降38.8%和增长32.3%，10月则分别同比下降了24.6%和增长了44.6%。
- 2022年10月，70个大中城市中新建商品住宅和二手住宅房价环比下降的分别有58个和62个。

42个样本城市新房网签套数及同比（最新一月同比为修正值）



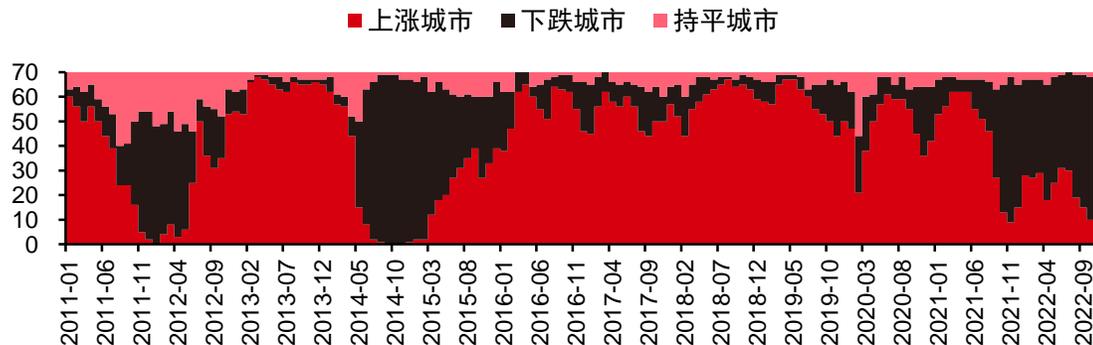
资料来源：Wind，中信证券研究部 注：11月为前21日数据

14个样本城市二手房网签套数及同比（最新一月同比为修正值）



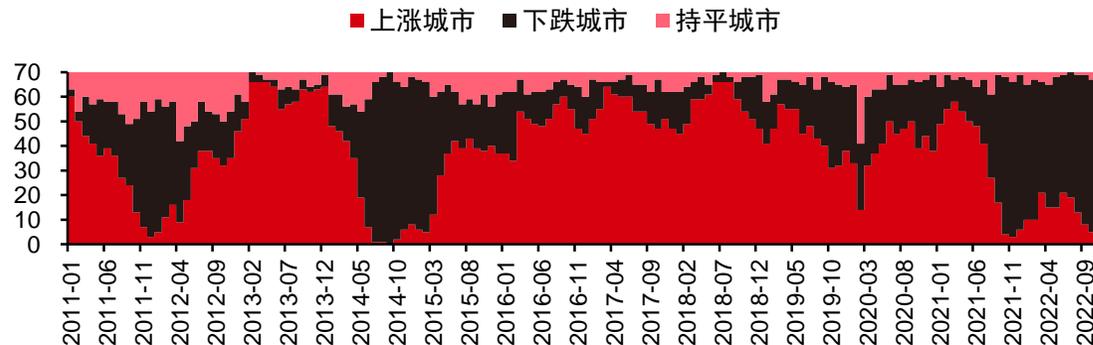
资料来源：Wind，中信证券研究部 注：11月为前21日数据

70个大中城市中新房价环比上涨、下跌、持平城市数



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

70个大中城市中二手房价格环比上涨、下跌、持平城市数



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

问题合流形成恶性循环

- 销售、交付和信用问题互相关联，使得任何解决问题的办法都需要从全局上把握，多角度用力。大量的合作项目存在和债权人信心问题，使得这些问题不会局限于个别公司的个别项目。
- 这次恶性循环的形成不同于历史上房地产周期的调整，一是土地市场繁荣的时间过长，二是项目层面合作异常发达，三是房企的运营成本普遍偏高。如果只有常规的周期性放松，可能不足以扭转恶性循环的趋势，行业风险有不断积累的可能性。

销售、信用、交付构成恶性循环

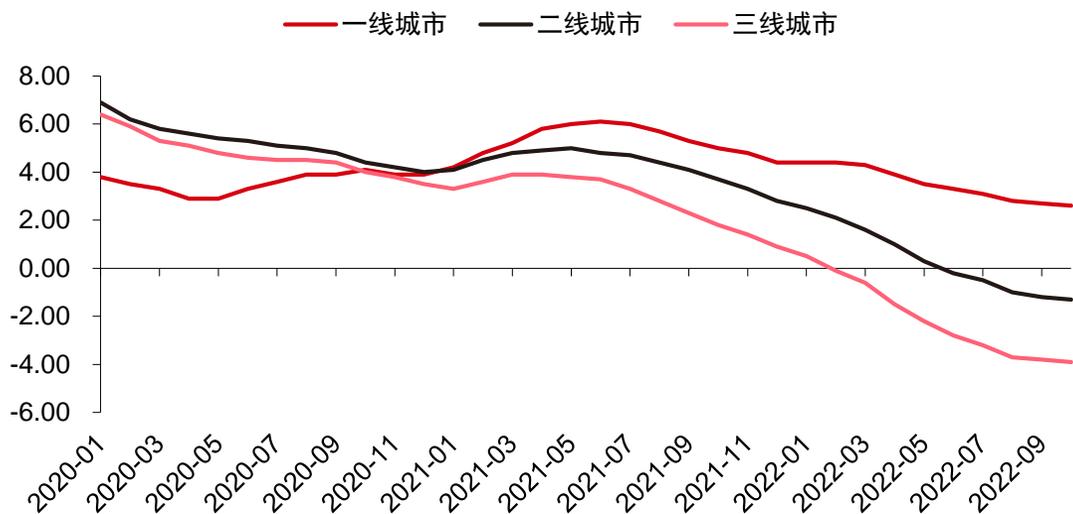
投资及拿地快速下行



3. 协同合力，打破恶性循环

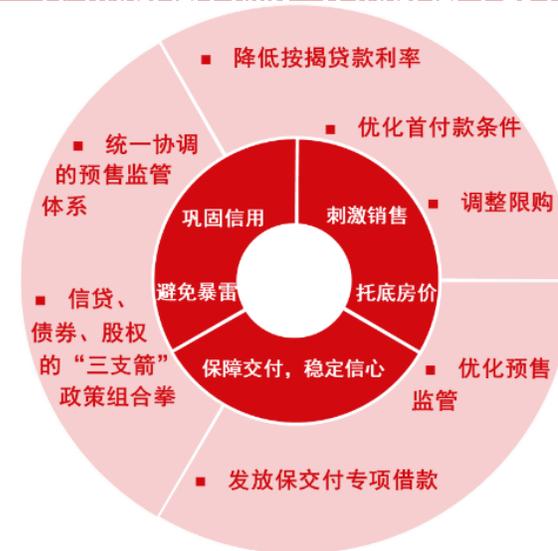
- 房地产问题不是一个局部的问题，是一个全局的问题。房地产政策不能只强调因城施策，更需要强调地方有效协同，部门之间有效协同，监管和市场的有效协同。
 - 例如，预售监管涉及项目资源的使用灵活度政策是住建部门和金融监管部门协作的标杆。房地产问题牵连民生和金融稳定，**跨部门的协同才能求得整体的解决方案**。而这种解决方案又需要市场主体的参与，即商业银行按照市场化、法治化原则落实。
 - 再如，**地方和中央之间也要形成合力**。相比财政和金融系统，住建系统的上下协同历史上相对少，各地更加强调地方的差异。虽然当前全国性政策的细节和此前很多地方的政策有类似之处，但这里体现的体系化，流程化，公开化解决问题的决心则不同。

70个大中城市分线新房价格指数同比 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

针对不同目标交叉作用的政策体系
(内圈政策目标, 外圈政策手段)

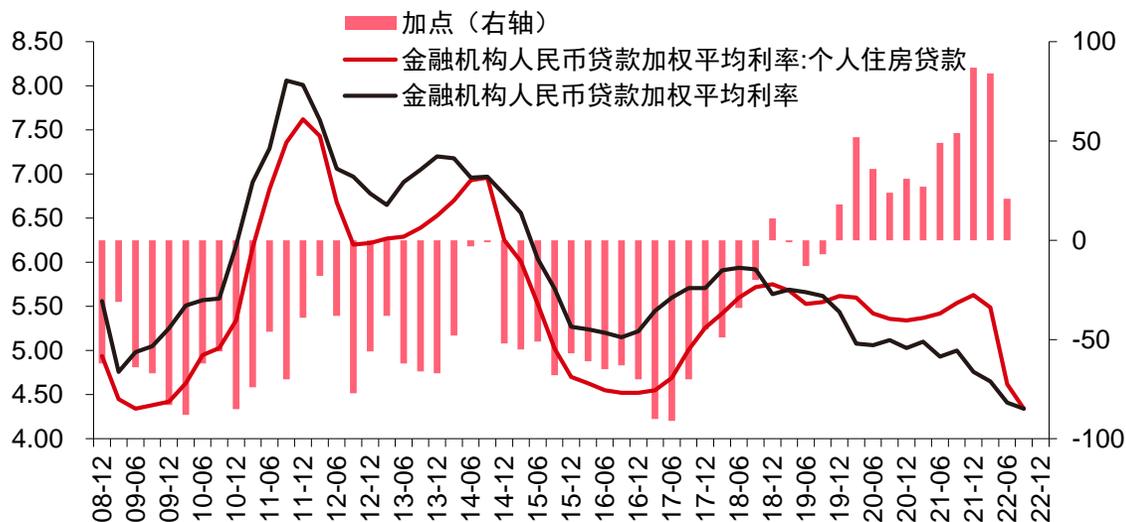


资料来源: 中信证券研究绘制

■ 2022年以来按揭利率明显下降。

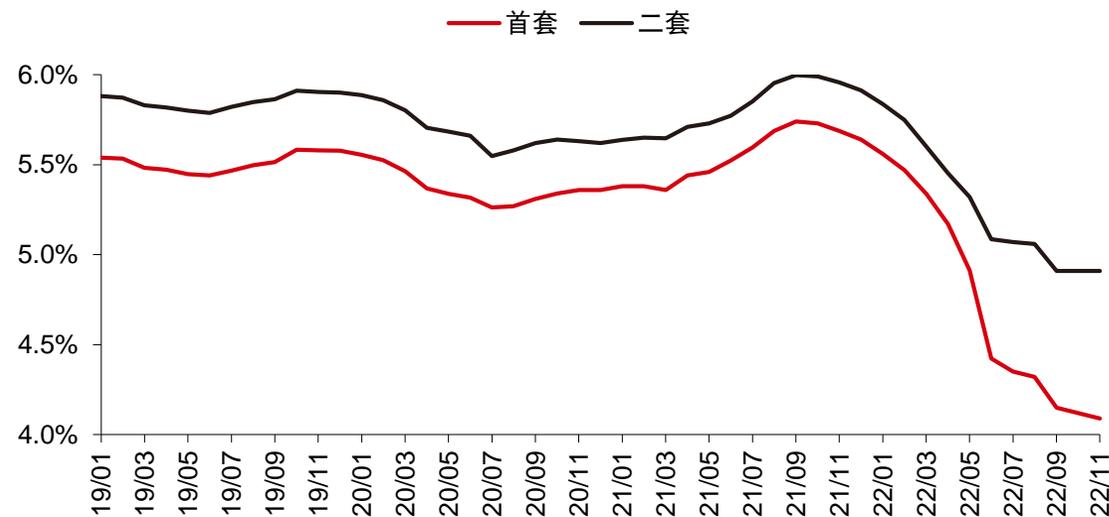
- 据中国人民银行数据，截至2022年9月全国住房按揭贷款平均利率为4.34%，较2021年底高点下降129个BP，较人民币贷款平均利率的加点数由高点87BP下降至0BP。
- 10月个人住房公积金贷款利率自2015年7月以来首次下调，5年以上及以下利率均下降15个BP至3.1%和2.6%。
- 据贝壳研究院统计，11月重点城市主流首套房利率为4.09%，许多城市的按揭利率水平已经达到了4%以下。

个人住房贷款和人民币贷款加权平均利率（%）及按揭贷款利率加点（BP）



资料来源：中国人民银行，中信证券研究部

贝壳研究院统计重点城市首套及二套平均房贷利率

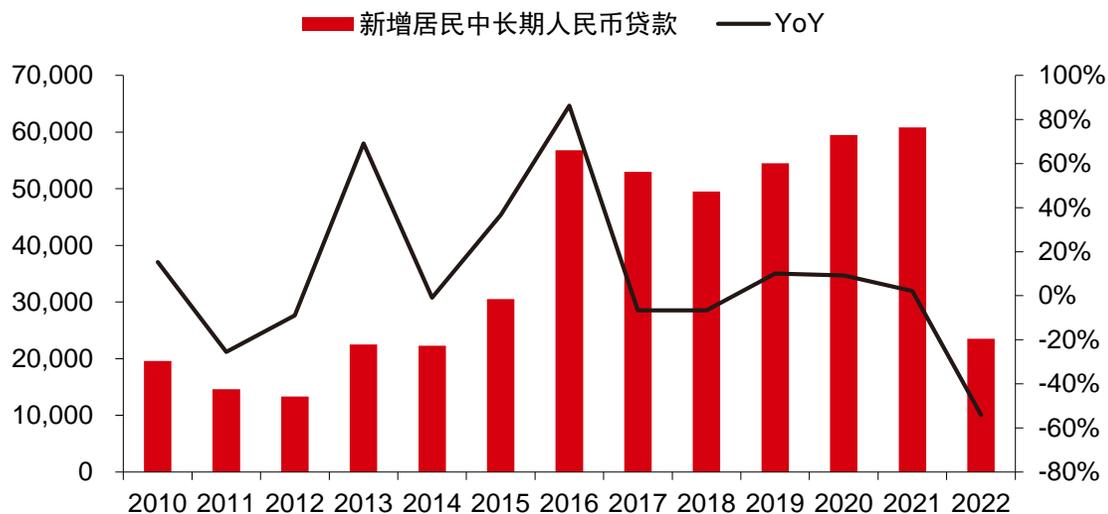


资料来源：贝壳研究院，中信证券研究部 注：贝壳研究院统计的重要城市按揭贷款平均利率通常低于中国人民银行公布的按揭贷款平均利率

预计2023年全年按揭贷款利率平均达到3.9%

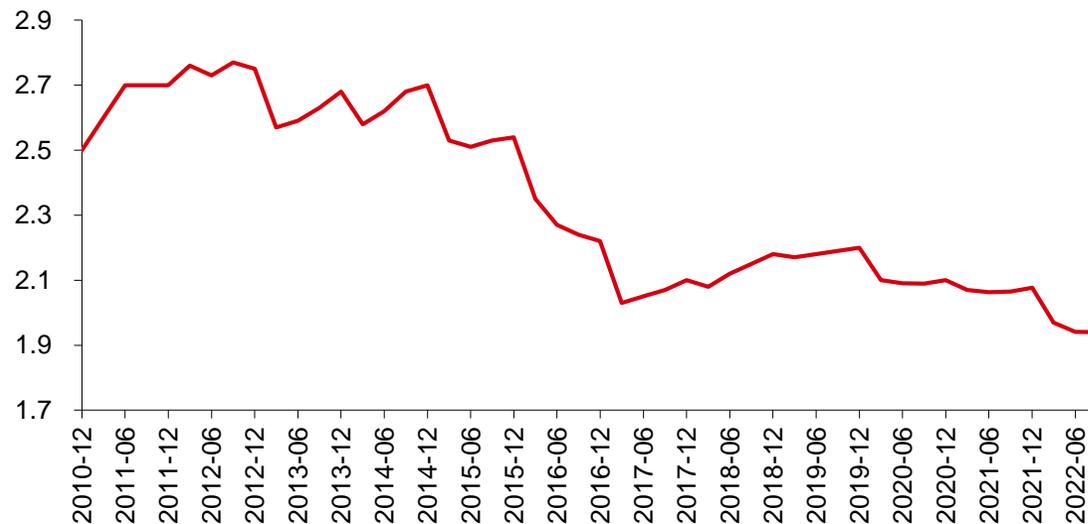
- 在房价下降的背景之下，居民购房意愿仍然受到影响，信贷缩表的威胁仍然存在。
 - 2022年10月，住户贷款减少180亿元，居民中长期贷款也只增加332亿元，可以看出在房贷额度十分充裕的情况下，居民置业意愿显著不足，提前偿还按揭的动力很高。
- 我们判断，2023年按揭贷款定价仍将继续下降，预计2023年全年按揭贷款利率平均将达到3.9%。

金融机构新增按揭贷款（亿元）及同比



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2022年新增按揭贷款及同比数据均为前10月

商业银行净息差变化（%）

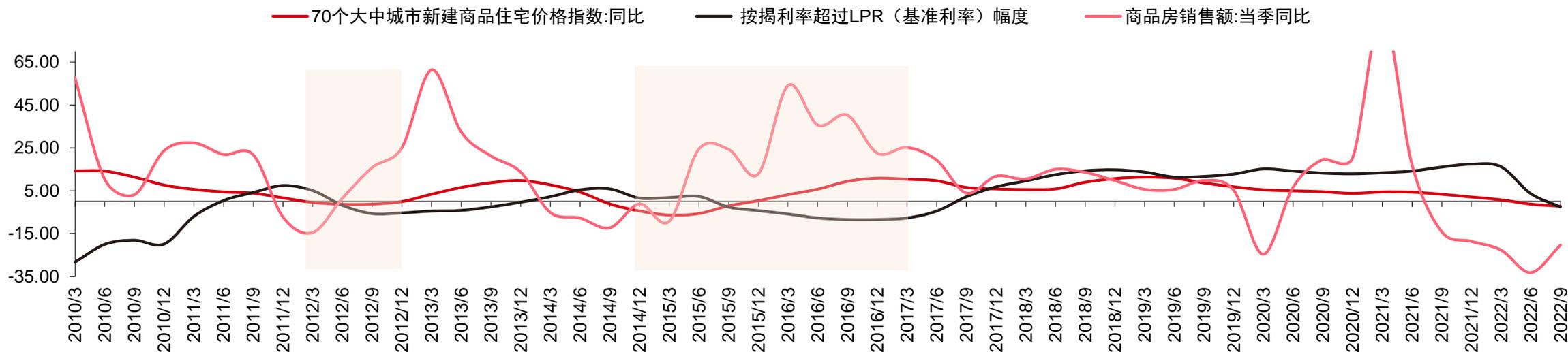


资料来源：Wind，中信证券研究部

后续按揭贷款利率继续下降对需求的影响预计会更为显著

- 在2011年和2014年两轮房地产周期中，平均按揭贷款利率分别较高点下降了142和241BP，其中基准利率分别下降了50和165BP。
- 利率作为调控房地产市场供需的重要手段，在地产销售仍未显著复苏的前提下，截至9月，按揭贷款利率较高点已下降129个BP至4.34%。
- 后续按揭贷款利率继续下降对需求的影响预计将更为显著。

按揭贷款利率加点幅度与商品房价格和销售额同比（%）变化



资料来源: Wind, 中信证券研究部

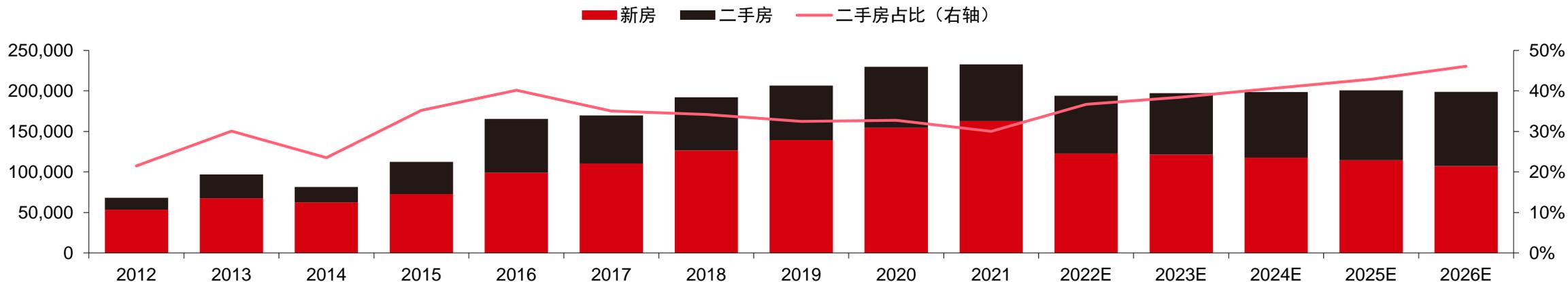
- 二手交易不会是对信访市场分流的力量，而是在信访市场兑现改善性需求的基石。一些鼓励流转的政策，也起到了推动整个房地产市场复苏的作用。

部分地区和全国二手房市场支持性政策

支持政策	主要内容	主要影响
带押过户	免去了过去二手房交易中提前还贷及注销抵押登记环节，实现贷款资金到账、产权过户登记及抵押权变更登记同步办理。	有效降低交易风险，节省交易成本，简化交易流程。
连环单并发交易	针对在同一时期先出售现有住房、并再次购买新住房的居民，连环单交易只需完成房屋卖出网签程序即可启动购房资格核验，已网签但未完成登记的房屋不计入居民名下房产套数。	节省数周交易时间，提前锁定交易，支持改善性置业需求。
房证同交和退出限售	交房及交证，同时多地取消、放松新房及二手房限售政策。	有效增加了存量房市场容量，客观上提升了存量房流转效率，盘活存量资产。
个人所得税退税	全国范围内，在2023年底前，对出售自有住房并在出售后1年内重新购买住房的纳税人，部分或全部退还已缴纳的，因其出售原自有住房而产生的个人所得税。	专门保护卖一买一需求，叠加明确的政策有效期限，预计将有效提升存量房屋流通率，释放居民换房需求。

资料来源：各地政府机构官网，中信证券研究部

全国住宅新房及二手房销售额（亿元）及预测



资料来源：国家统计局，贝壳研究院，中信证券研究部预测

- 中国人民银行指导下，交易商协会推进并扩大民营企业债券融资工具，支持房地产企业在内的民营企业发债融资。
 - 已有龙湖集团、美的置业、新城控股合计500亿元储架式发行中期票据的申请被交易商协会受理。另金地集团已递交150亿元储架式注册发行申请，万科则向交易商协会表达了280亿元储架式注册发行意向。
 - 11月23日，中债增进公司出具对龙湖集团、美的置业、金辉集团三家民营房企发债信用增进函，拟首批分别支持三家企业发行20亿元、15亿元、12亿元中期票据。

部分地区和全国二手房市场支持性政策

分类	主体	代表债券（剩余期限1年左右）	到期/行权日	剩余期限（年）	收益率	净价
展期主体	荣盛发展	荣盛发展 9.5 2023-03-16	2023/3/16	0.31	1820.8	6.2
	阳光城	阳光城 8.25 2023-11-25	2023/11/25	1.01	1266.4	1.9
	绿地控股	绿地集团 6.125 2023-04-22	2023/9/26	0.84	924.5	20.8
	宝龙地产	宝龙地产 6.95 2023-07-23	2023/7/23	0.67	841.1	11.4
	金科股份	20金科03	2023/5/28	0.51	378.4	36.0
	旭辉控股集团	21旭辉03	2023/9/14	0.81	279.6	31.0
	中南建设	中南建设 11.5 2024-04-07	2023/4/7	0.37	199.3	25.3
中收益主体	碧桂园	19碧地02	2023/8/1	0.69	168.8	46.8
	金地集团	20金地01	2023/10/12	0.89	50.3	72.1
	雅居乐地产	雅居乐集团 6.05 2025-10-13	2025/1/2	2.12	50.2	36.2
	新城控股	20新控04	2023/9/1	0.78	35.4	82.6
	龙湖集团	21龙湖03	2024/5/21	1.50	25.9	75.0
低收益主体	中国海外发展	中国海外发展 5.375 2023-10-29	2023/10/29	0.93	5.9	99.5
	美的置业	20美置05	2023/8/21	0.75	6.4	98.9
	滨江集团	21滨江01	2023/7/9	0.63	5.6	98.9
	华发股份	20华发实业MTN003	2023/9/29	0.85	5.0	99.5
	万科A	20万科07	2023/11/13	0.98	3.7	99.8
	保利发展	20保利05	2023/9/29	0.85	2.9	100.6
	华润置地	20润置01	2023/8/14	0.73	2.9	100.2
	招商蛇口	20招商蛇口MTN002A	2023/8/20	0.74	2.8	100.5
	越秀地产	20穗建01	2023/3/17	0.32	2.6	100.1

资料来源：DM，中信证券研究部 注：统计截至2022年11月22日，部分债券无当日数据，取最近可用数据

- 银保监会、住建部、人民银行发布《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作通知》。
 - 为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，促进房地产市场平稳健康发展，允许商业银行按市场化、法治化原则，在充分评估房地产企业信用风险、财务状况、声誉风险等的基础上进行自主决策，与优质房地产企业开展保函置换预售监管资金业务。
- 对预售监管体系的改革，并不是权衡保交付和保信用哪个更加重要的问题，也不是人为把消费者和金融机构利益对立。预售监管体系之可以优化，关键在于精准厘清某个区域需要的预售监管资金多少，并以金融手段，在不牺牲购房人利益的情况下，允许企业适当支配一部分资金，保证企业总部的正常运转。
- 我们相信，在较为统一的标准之下，政策有望更精准厘清预售监管的必要尺度，从而达到遏制系统性风险的效果。

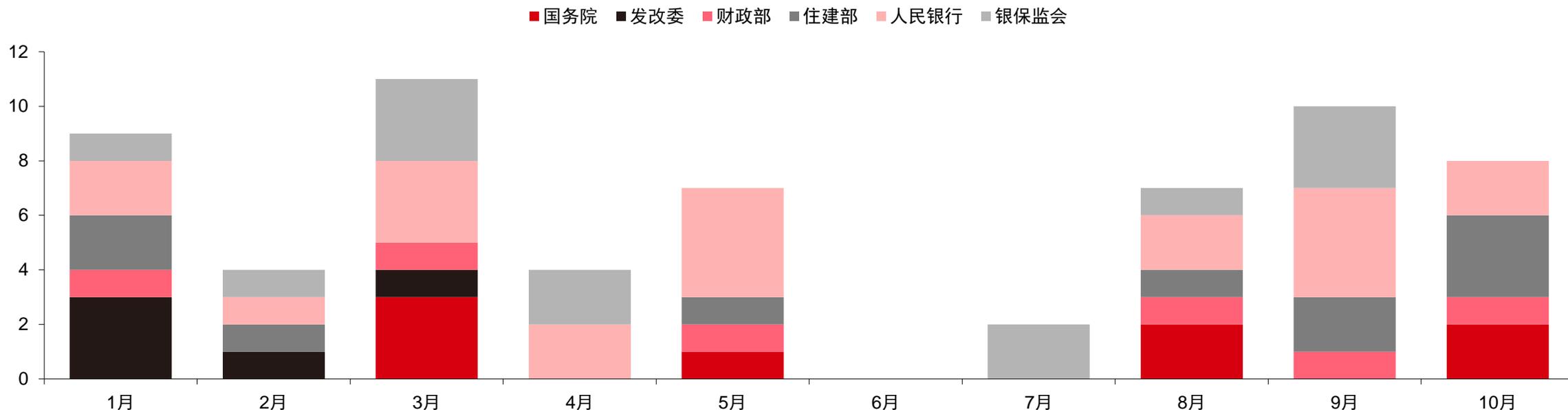
近期部分地方出台的有关加强预售资金监管的政策

时间	地区	政策	主要内容
6月28日	深圳市龙岗区	《龙岗区关于进一步加强房地产项目全周期监管的指导意见》	加强预售资金监管，对预售资金的收存和使用情况全面核查，严格按比例留存，确保项目建设竣工交付。
6月29日	成都	《成都市商品房预售款监管办法实施细则》	预售款监管额度与开发企业信用等级挂钩并根据信用等级动态调整监管额度，对于预收款将实行专户存储、全程监管，如果开发商违反相关规定，在其整改期间将暂停预售商品房网签备案系统使用权限。
7月14日	西安	《关于防范商品房延期交房增量问题的工作措施》	提出严格执行土地出让规定、实施项目建设全过程监管、加强商品房预售许可管理、强化商品房预售资金监管、规范商品房交付行为、健全房地产信用管理等六个方面具体措施
8月2日	东莞	《关于进一步规范商品房预售款收存管理和使用的通知（征求意见稿）》	明确银行擅自拨付或转移商品房预售监管资金的，应负责追回；房企在拿申请预售许可证前，需按照一个预售许可证对应一个监管账户的原则新设银行账户；购房者可通过网上银行转账等方式缴纳购房款等具体要求。
8月8日	长沙	《关于进一步加强商品房预售资金监管的通知》	明确长沙市将对房地产项目预售资金实行“政府监管、银行监控”，所有预售资金必须进入指定监管账户，监管银行不得擅自扣划，房地产开发企业不得擅自将资金挪作他用。
9月13日	武汉	《武汉市新建商品房预售资金监管办法（征求意见稿）》	明确项目竣工验收之前，交付标准为毛坯的项目监管账户余额不得低于监管额度的5%，交付标准为全装修的项目监管账户余额不得低于监管额度的10%。
9月17日	贵阳	《贵阳市商品房预售资金监督管理操作规程》	明确对新建商品房预售资金实行全额监管，对用于支付工程建设等费用的预售资金实行重点监管。

预计其他政策也会陆续出台

- **政策工具箱丰富，政策目标清晰。9月以来房地产行业迎来新一轮政策出台高峰期：**
 - 全国性政策聚焦于加强信贷支持政策，打通地产融资通道，完善住房保障体系、落实保交楼、支持合理住房需求等。
 - 地方层面限购、限贷、限售等需求限制性措施进一步退出，首套房认定标准持续放宽，首付比例及按揭贷款利率持续下行，多地推行购房补贴政策。
- **预期2023年政策环境将持续宽松，直至相关重大风险得到有效遏制。我们预计未来政策将进一步支持改善性住房需求释放，降低购房成本，解决交付担忧，优化交易流程，加强二手房市场交易活跃度并传导促进新房市场销售恢复。**

2022年前10月部分中央部门出台或表态房地产支持性政策的数量



4. 期待打破恶性循环，分层化解不良资产

政策对冲之下，2023年基本面预计走向稳定

- 我们认为2023年，既有行业周期性下滑的惯性因素，尤其是销售和融资收缩，对企业投资心态的影响，又有政策不断发力对冲的因素。

房地产开发投资分年度预测（同比）

时间	房地产投资	新开工面积	施工面积	竣工面积	商品房销售额	商品房销售面积
2014	10.5%	-10.7%	9.2%	5.9%	-6.3%	-7.6%
2015	1.0%	-14.0%	1.3%	-6.9%	14.4%	6.5%
2016	6.9%	8.1%	3.2%	6.1%	34.8%	22.5%
2017	7.0%	7.0%	3.0%	-4.4%	13.7%	7.7%
2018	9.5%	17.2%	5.2%	-7.8%	12.2%	1.3%
2019	9.9%	8.5%	8.7%	2.6%	6.5%	-0.1%
2020	7.0%	-1.2%	3.7%	-4.9%	8.7%	2.6%
2021	4.4%	-11.4%	5.2%	11.2%	4.8%	1.9%
2022E	-9.4%	-40.0%	-1.9%	-15.0%	-24.0%	-21.9%
2023E	-9.7%	-25.0%	-4.8%	0.0%	-1.6%	-4.9%

房地产开发投资分季度预测

时间	房地产投资	新开工面积	施工面积	竣工面积	商品房销售额	商品房销售面积
	期末累计值同比	期末累计值同比	期末累计值同比	期末累计值同比	单季度同比	单季度同比
2022E	-9.4%	-40.0%	-1.9%	-15.0%	-24.0%	-21.9%
2022Q4E	-9.4%	-40.0%	-1.9%	-15.0%	-17.6%	-21.1%
2023Q1E	-11.6%	-40.0%	12.9%	-3.3%	-5.7%	-8.8%
2023Q2E	-10.8%	-39.4%	3.2%	-3.7%	-4.4%	-7.5%
2023Q3E	-10.4%	-24.4%	-2.1%	-0.9%	-0.7%	-4.1%
2023Q4E	-9.7%	-25.0%	-4.8%	0.0%	3.3%	0.0%

■ 我们认为投资和拿地复苏迟缓的原因主要包括：

- 本轮信用的调整是空前的，债权人对行业的认识经历了重建的过程，大多数企业恢复融资能力需要时间。而具备持续融资能力的企业已经拿地不少，即便加杠杆亦不能在短期填补空缺。
- 境外市场不仅面临房地产行业的信用冲击，也面临美元升值趋势，境外美元（港元）融资的环境大幅持续恶化。

重点企业拿地销售金额比

	碧桂园	龙湖集团	中海发展	华润置地	万科A	金地集团	保利发展	越秀地产	招商蛇口	中南建设	旭辉集团	新城控股	滨江集团
1Q21	18%	14%	32%	41%	24%	17%	36%	64%	45%	15%	22%	34%	25%
2Q21	39%	68%	40%	62%	43%	45%	32%	179%	85%	36%	26%	43%	53%
3Q21	30%	61%	100%	29%	38%	10%	38%	80%	51%	6%	21%	18%	33%
4Q21	8%	48%	36%	36%	17%	3%	34%	19%	70%	0%	38%	0%	28%
1Q22	5%	43%	36%	42%	16%	7%	38%	19%	18%	0%	18%	0%	20%
2Q22	1%	17%	40%	31%	20%	5%	22%	54%	79%	0%	2%	0%	97%
3Q22	0%	18%	54%	60%	12%	3%	57%	110%	47%	0%	0%	2%	19%
1Q21-3Q21	30%	50%	52%	47%	35%	26%	35%	106%	64%	20%	23%	33%	36%
4Q21至今	4%	34%	41%	40%	18%	4%	38%	53%	57%	0%	16%	0%	42%
1-10M21	28%	54%	52%	47%	34%	24%	33%	98%	68%	18%	24%	29%	36%
1-10M22	2%	26%	43%	41%	18%	4%	39%	70%	52%	0%	5%	0%	46%

资料来源：各公司公告，中指数据，亿翰数据，中信证券研究部 注：统计截至2022年10月

■ 投资和拿地复苏迟缓的原因主要包括：

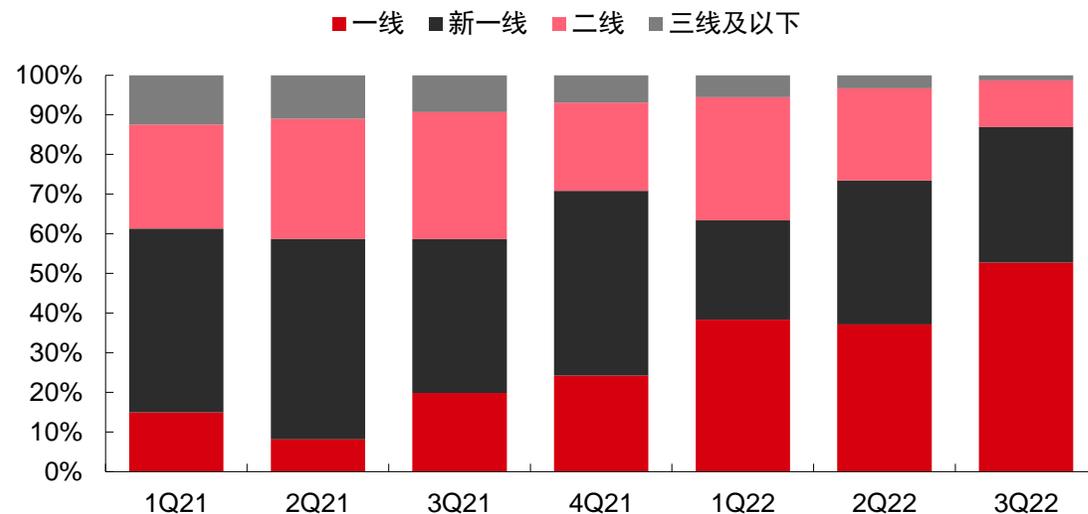
- 对高信用公司来说，加大拿地和开工也并非急务，因为原材料和产品价格并无明显涨价的苗头。
- 2022年以来拿地金额相当偏向于一二线城市。在一二线城市，同样规模的土地出让投入无法带动同样的建安开支。

100城土地出让成交总价中一线城市占比



资料来源：Wind，中信证券研究部

样本企业新增土储总价分线城市统计



资料来源：各公司公告，中指研究院，中信证券研究部 注：样本企业包括保利发展、中海发展、华润置地、招商蛇口、万科A、龙湖集团

“换牌”消化不良资产问题

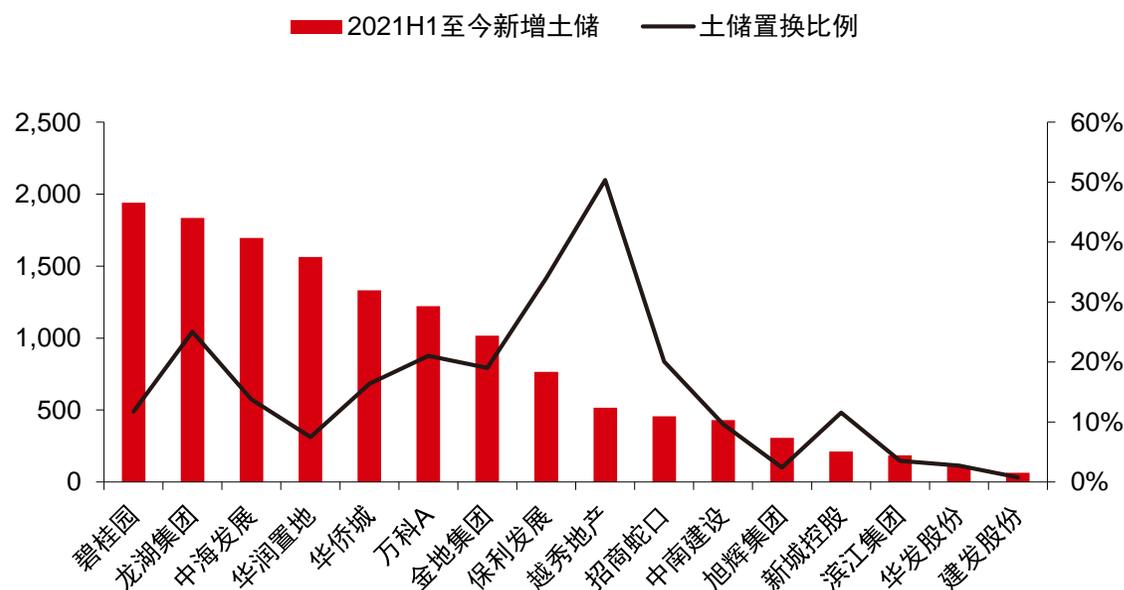
- 房地产行业在2019-2021年累积了相当数量的不良资产，这些不良资产最大的问题还是成本线高，潜藏项目层面亏损，其具体规模则很难统计。
- 企业可以通过不断新增土地储备，消化旧有土地储备，以逐渐提升资产的平均质量。
- 换牌的条件是具备的，因为全国土地市场的潜在盈利水平在2021年下半年之后显著提升。我们测算保利发展2022年第二季度新增土储潜在毛利率达到28.9%，较2021年同期提升了6.8个百分点。

北京市朝阳区2021年至今土地出让市场各批次代表性地块盈利情况测算 (部分)

地块编号	板块	规划建筑面积 (平方米)	集中供地批次	预测毛利率
京土整储挂(朝)[2021]003号	机场高速五环外沿线	50639	2021年第1批次	15.6%
京土整储挂(朝)[2021]002号	机场高速五环外沿线	74111	2021年第1批次	15.6%
京土整储挂(朝)[2021]034号	东南四至五环沿线	68416	2021年第2批次	16.8%
京土整储挂(朝)[2021]095号	双桥农场	47764	2021年第3批次	19.4%
京土储挂(朝)[2022]002号	东南四至五环沿线	92122	2022年第1批次	21.4%
京土储挂(朝)[2022]024号	来广营、清河营	56712	2022年第2批次	21.5%
京土储挂(朝)[2022]022号	东南四至五环沿线	86256	2022年第2批次	25.0%
京土储挂(朝)[2022]025号	来广营、清河营	93514	2022年第2批次	25.1%
京土储挂(朝)[2022]021号	太阳宫	75711	2022年第2批次	23.7%

资料来源：中指数据，中信证券研究部测算

样本企业2021H2至今新增土储面积（万平米）和土储置换比例（%）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部测算 注：土储置换比例=2021H2至今新增土储/(2021年6月土储总量-2021H2至今销售面积)，统计截至2022年10月，中海发展数据含中海宏洋，碧桂园数据为权益口径，其余公司数据均为全口径数据。

“不换牌” 走向低位稳定

- 如果企业没有能力或意愿换牌（前者是绝大多数），企业的新开工和货值可能会持续下降。
- 如果企业本身不存在资不抵债的问题，且信用支持工具足够强大，企业就会出现持续的业绩下行，资产规模下行，最终达到一个低位运营的局面。

样本企业新开工情况

公司	实际新开工（万平方米）			2022H1 同比变 动	2022年计 划新开工 （万平米）	2022年计 划新开工 /2021年实 际新开工	2022年中 期调 整后计划新 开工（万平 米）
	2020	2021	2022H1				
金科股份	2,964	1,485	115	-87.7%	未披露	/	未披露
新城控股	2,622	3,169	345	-80.8%	1,502	30.6%	970
中南建设	1,357	989	115	-78.8%	360	36.4%	未披露
招商蛇口	1,356	1,810	306	-63.9%	1,400	77.3%	未披露
金地集团	1,582	1,843	331	-59.7%	634	28.1%	517
保利发展	4,630	5,155	1,122	-59.7%	4,010	77.8%	未披露
建发股份	809	1,680	480	-47.0%	未披露	/	未披露
万科A	3,960	3,265	1,069	-38.9%	1,920	58.8%	未披露
华发股份	740	523	185	-32.3%	未披露	/	未披露
首开股份	610	481	246	27.4%	277	57.6%	未披露
越秀地产	630	736	587	55.2%	775	105.3%	未披露

资料来源：各公司公告，中信证券研究部 注：建发股份新开工面积包含建发房产和联发房产，均为权益口径。

样本企业新增货值按年变化

	2021	2022E	2022E YoY
新增土储对应货值（亿元）			
保利发展	3,783	3,790	0%
招商蛇口	3,643	2,808	-23%
万科A	3,976	1,403	-65%
金地集团	1,255	190	-85%
新城控股	1,332	1	-100%
新开工面积对应货值（亿元）			
保利发展	7,398	7,787	5%
招商蛇口	3,579	3,563	0%
万科A	4,765	3,392	-29%
金地集团	3,324	1,021	-69%
新城控股	3,102	1,141	-63%

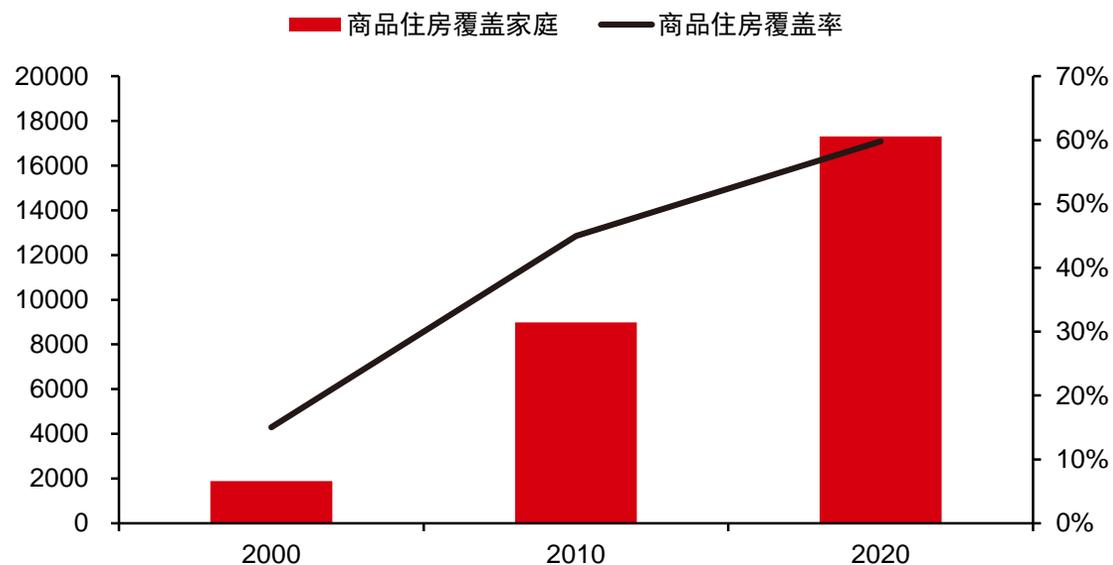
资料来源：各公司公告，中信证券研究部预测

5. 保租房：最确定的机会，规模迅速增长

当前全国保障性住房体系尚有短板

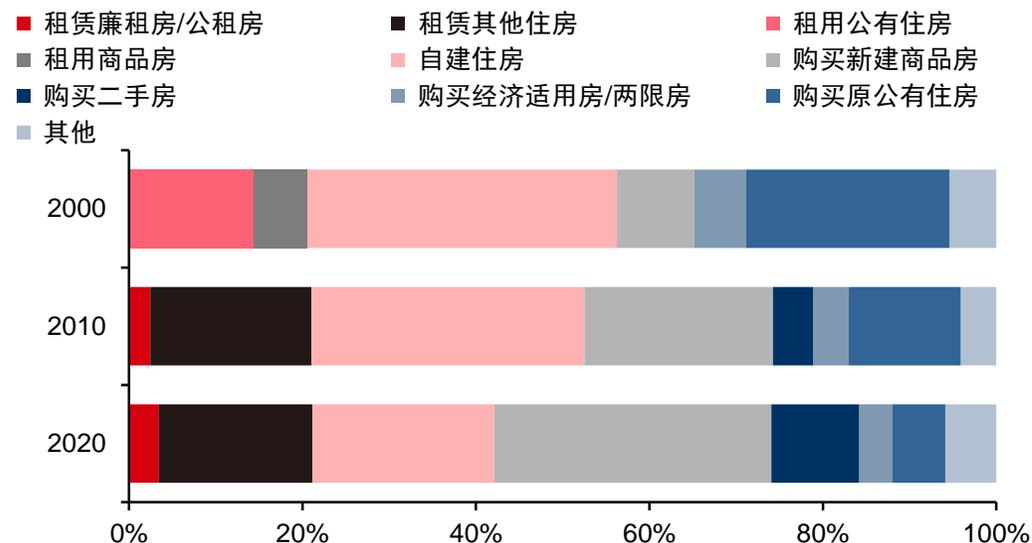
- 二十大报告强调的建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，打开了保租房建设的新局面。
- 到2020年，我国商品住房覆盖1.7亿家庭户，覆盖率近60%，租赁廉租房/公租房家庭户仅占比3.4%，且针对本地低收入人群，夹心层、年轻人和新市民缺乏保障。
- 租房人群的租约不稳定，房屋质量参差不齐，法律法规有待进一步完善。

2000-2020年商品住房覆盖情况



资料来源：国家统计局，中信证券研究部 注：商品住房覆盖家庭包括租赁商品房和购买商品房的家庭

2000-2020全国家庭住房来源结构



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

保租房是租购并举多主体住房供给体系的建设重点

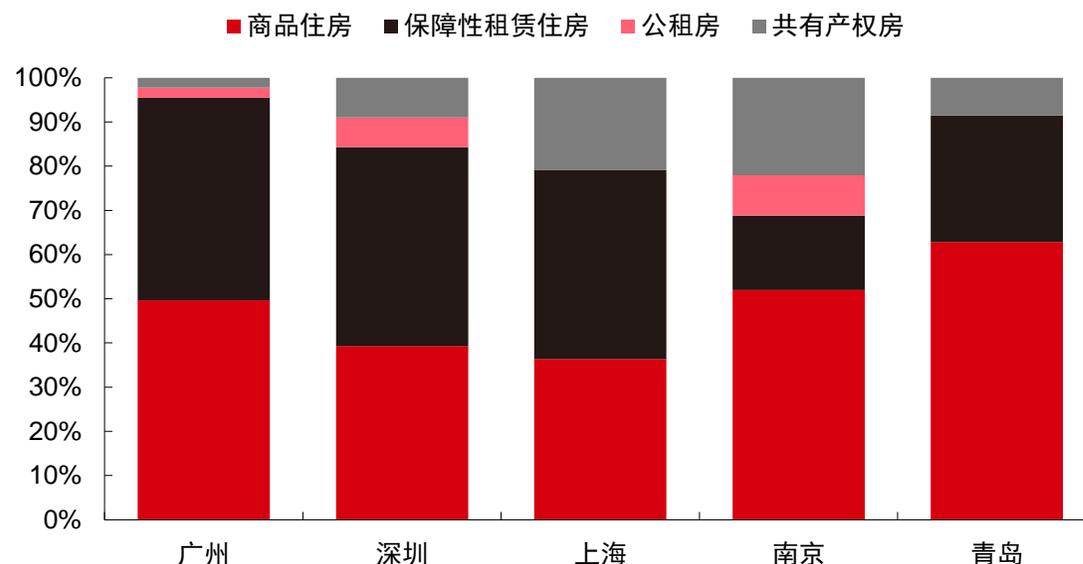
- 保租房主要针对人口净流入的一二线城市有住房困难的新市民、新青年等，收入和户籍限制少，覆盖面广泛，租金更贴近市场化水平。
- 在已公布“十四五”住房规划的城市中，广州、深圳、上海规划新增的保障性租赁住房分别占新增住房供应的46%、45%和43%，占新增保障性住房供应的91%、74%和67%。

中国的住房保障体系

类型	方式	保障范围	房源来源	参与主体
公租房	租赁	城镇中等偏下及以下收入住房困难家庭	主要来自于划拨的公租房土地的新建，部分也来自多渠道筹措。	公租房管理机构
保障性租赁住房	租赁	符合条件的新市民、青年人等群体	集体经营性建设用地、企事业单位自有闲置土地、产业园区配套用地和存量闲置房屋建设，适当利用新供应国有建设用地建设	市场化机构
共有产权房	产权	住房困难群体供应，优先供应无房家庭	主要来自土地出让中的共有产权住房供应	国有产权代持机构

资料来源：中国政府网，中信证券研究部

部分城市“十四五”期间规划新增各类住房供应量的比例



资料来源：各地政府官网，中信证券研究部

- 在供地，运营和筹资政策方面，保租房领域的利好不断。
- 到2022年以来，保租房已经建立起成熟的盈利模型，各大开发企业不仅力促存量租赁房纳保，也积极参与保租房开发建设。

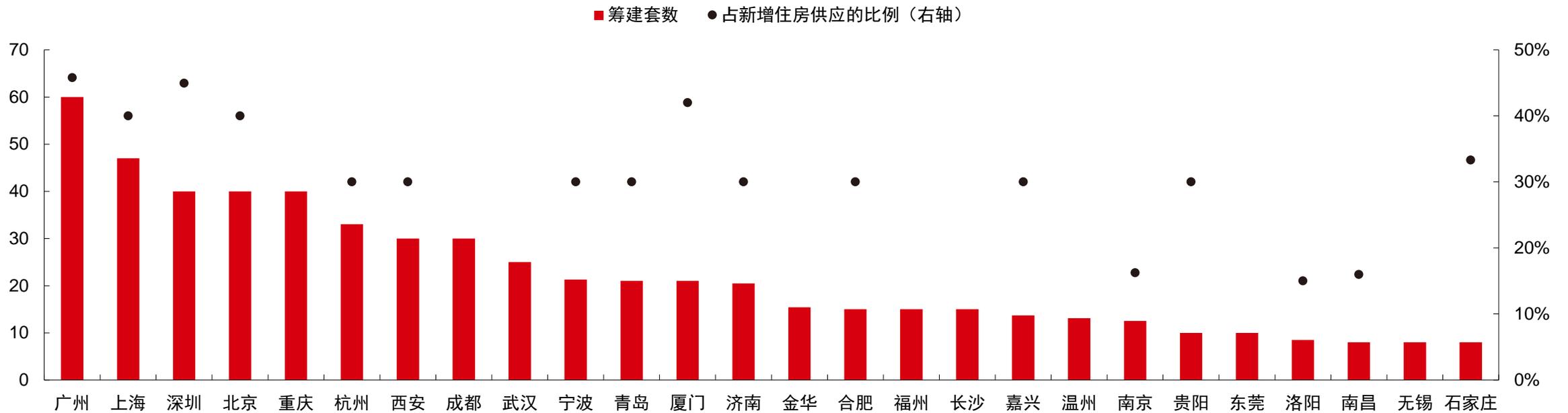
《关于加快发展保障性租赁住房的意见》中部分支持性政策

项目	内容
进一步完善土地支持政策	可探索利用集体经营性建设用地建设保障性租赁住房；支持利用城区、靠近产业园区或交通便利区域的集体经营性建设用地建设保障性租赁住房；农村集体经济组织可通过自建或联营、入股等方式建设运营保障性租赁住房；建设保障性租赁住房的集体经营性建设用地使用权可以办理抵押贷款。
	企事业单位依法取得使用权的土地，允许用于建设保障性租赁住房，并变更土地用途，不补缴土地价款，原划拨的土地可继续保留划拨方式；允许土地使用权人自建或与其他市场主体合作建设运营保障性租赁住房。
	可将产业园区中工业项目配套建设行政办公及生活服务设施的用地面积占项目总用地面积的比例上限由7%提高到15%，提高部分主要用于建设宿舍型保障性租赁住房，严禁建设成套商品住宅。
	对闲置和低效利用的商业办公、旅馆、厂房、仓储、科研教育等非居住存量房屋，允许改建为保障性租赁住房；用作保障性租赁住房期间，不变更土地使用性质，不补缴土地价款。
高住宅用地中保障性租赁住房用地供应比例，允许出让价款分期收取	
简化审批流程	各地要精简保障性租赁住房项目审批事项和环节，构建快速审批流程，提高项目审批效率。探索将工程建设许可和施工许可合并为一个阶段。实行相关各方联合验收。
给予中央补助资金支持	中央通过现有经费渠道，对符合规定的保障性租赁住房建设任务予以补助。
降低税费负担	综合利用税费手段，加大对发展保障性租赁住房的支持力度。
执行民用水电气价格	利用非居住存量土地和非居住存量房屋建设保障性租赁住房，取得保障性租赁住房项目认定书后，用水、用电、用气价格按照居民标准执行。
进一步加强金融支持	加大对保障性租赁住房建设运营的信贷支持力度。
	支持银行业金融机构发行金融债券，募集资金用于保障性租赁住房贷款投放。支持企业发行企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具等公司信用类债券，用于保障性租赁住房建设运营。企业持有运营的保障性租赁住房具有持续稳定现金流的，可将物业抵押作为信用增进，发行住房租赁担保债券。支持商业保险资金按照市场化原则参与保障性租赁住房建设。

保租房是核心城市“十四五”期间新增住房供应的重要组成部分

- 住建部表示将进一步扩大保障性租赁住房供给，40个重点城市初步计划于“十四五”期间新增650万套（间）。
- 当前已公布建设规划的地区中，广东、浙江规划建设总量居前，均超120万套，四个一线城市保租房新增套数均超过“十四五”期间规划总新增住房供应套数的40%，其余城市大多占比也达到30%的高水平。

部分城市“十四五”期间规划新增保障性租赁住房（万套）及占新增住房供应的比例



资料来源：各地政府官网，中信证券研究部

未来两年预计将迎来保租房落成高峰

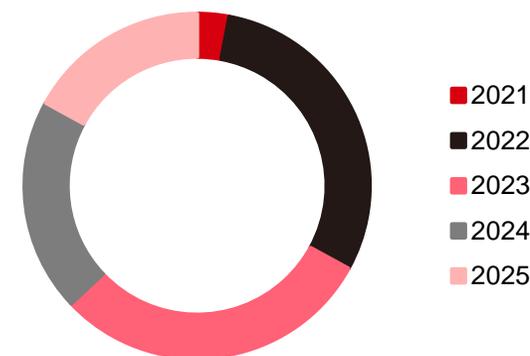
- 据住建部统计预测，2022年全国将建设保租房240万套，较2021年全国40个重点城市累计建设94万套增长超1.5倍。
- 在各地公布的建设规划中，2022-2023年深圳计划建成20.7万套保障性租赁住房，占“十四五”规划总量的52%；东莞占比达60%；上海也提出2022年之前完成“十四五”规划目标的一半以上。

深圳“十四五”期间保障性租赁住房规划建设节奏



资料来源：深圳市住建局，中信证券研究部

东莞“十四五”期间保障性租赁住房规划建设节奏



资料来源：东莞市住建局，中信证券研究部

部分地区2022年保障性住房筹建进度

省/市	2022年预定目标	2022年完成情况
浙江省	30万套（间）	上半年筹集建设31.9万套（间），完成率106%
嘉兴市	4.6万套（间）	截至8月已建设筹集4.74万套（间），完成率103%
温州市	4万套（间）	上半年已超年度计划，完成率102%
杭州市	14万套（间）	截至8月底，以筹集10.8万套（间），年度完成率77%
河北省	4.54万套（间）	截至7月底已筹建4.14万套（间），完成率91%
江苏省	新开工14.8万套（间），基本建成7.3万套（间）	上半年，新开工11.6万套（间），基本建成7.1万套（间），分别完成年度目标任务的79%、97%。
上海市	17.3万套（间）	截至6月底完成建设筹措12.4万套（间），完成率71%，2022年争取完成18万套（间）

资料来源：各地政府官网，中信证券研究部

- 长期而言，我们测算，仅在全国19个核心城市，保障性租赁住房的需求就达到近2000万套，总投资金额近6万亿元。

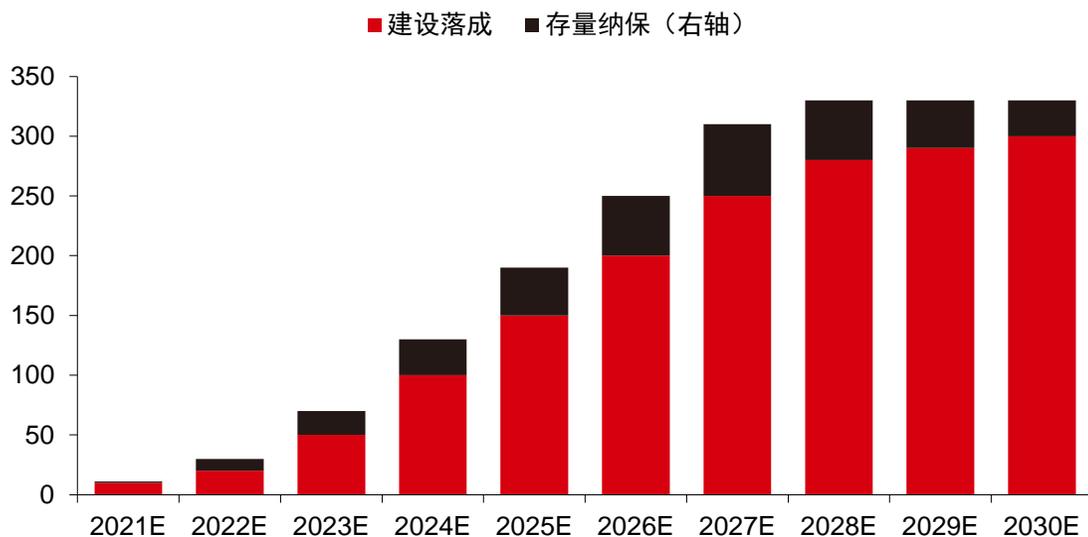
样本核心城市保租房市场空间测算

项目	数据	假设依据
样本城市人口数（万人）	28,357	19个样本城市包括北京、上海、深圳、广州、重庆、杭州、合肥、天津、成都、西安、青岛、沈阳、苏州、南京、长沙、武汉、郑州、东莞、佛山，人口数为2021年末常住人口数。
保租房目标人群占比	30%	2020年第七次全国人口普查全国15-59岁人口占比为63%，人户分离人口占比为34%，保租房目标覆盖人群为新市民、新青年，且核心城市目标人群显著集中，保守假设保租房目标人群占核心城市总人口30%
无自有住房比例	70%	2020年第七次全国人口普查全国住房自有率为73%，其中包含农村自建房、城市原公有住房、经济适用房、两限房等，考虑到核心城市住房自有率偏低，且保租房覆盖人群非特殊产权房屋持有人，假设保租房目标人群中自有住房人口比例为30%。
预期保租房覆盖比例	50%	2020年第七次全国人口普查保障性住房总家庭户覆盖率为7.2%，考虑到保租房作为未来我国住房保障体系的核心供给且整体保障力度有望提升，假设保租房覆盖无自有住房目标人群比例为50%，对应总人口覆盖率为10.5%。
套均人口（人/套）	1.5	第七次全国人口普查全国户均人口数为2.6人，且核心城市更低，考虑到保租房目标人群以新青年、新市民为主，且保租房建设以小户型为主，假设套均人口数为1.5人。
保租房需求（万套）	1,985	
户均面积（平米）	50	保租房以小户型为主，一般要求不超过70平米，保守假设户均面积50平米。
单位面积投资金额（元/平米）	6,000	当前住宅单平米建安成本约4000-5000元，考虑到保租房建设通常有地价优惠，我们保守假设总投资金额6000元/平米。
总投资金额（亿元）	59,550	

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

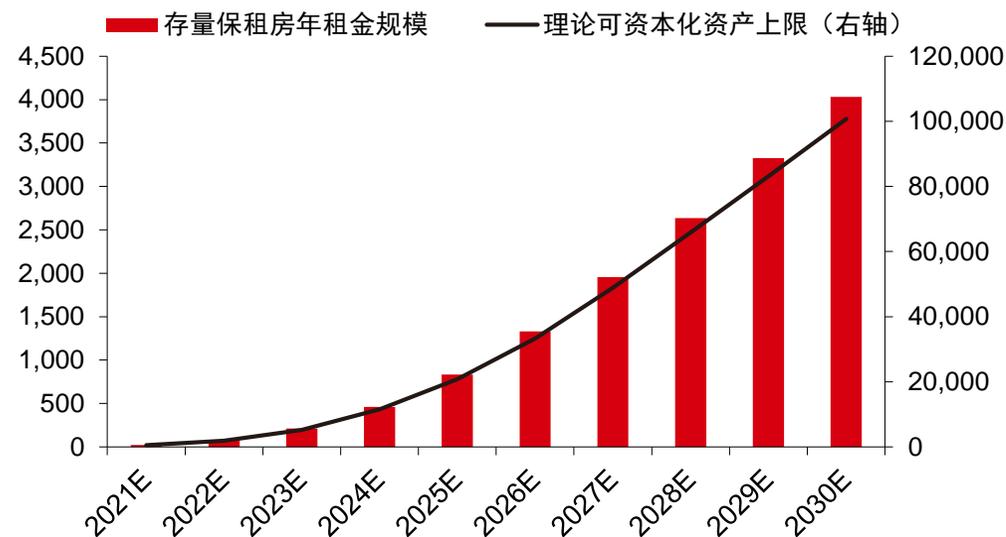
- 预计到2030年时，仅核心城市保租房的年总租金就能超过4000亿元，保租房资本化价值可能突破10万亿元。

样本核心城市年新增保租房建设和纳保规模预测（万套）



资料来源：中信证券研究部预测 注：样本核心城市包括北京、上海、深圳、广州、重庆、杭州、合肥、天津、成都、西安、青岛、沈阳、苏州、南京、长沙、武汉、郑州、东莞、佛山

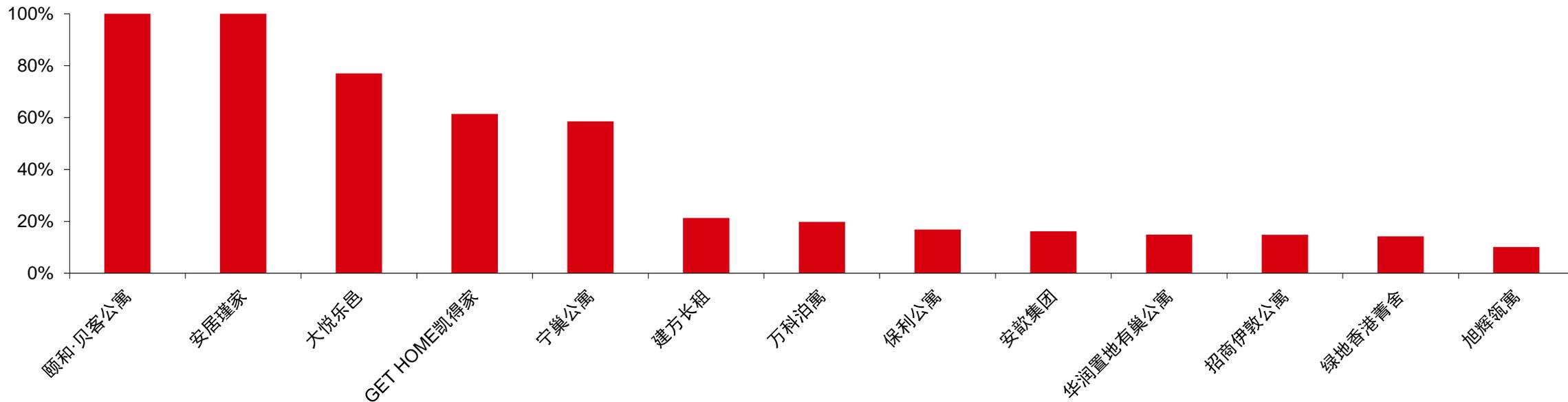
样本核心城市保租房年租金规模和资本化价值预测（亿元）



资料来源：中信证券研究部预测 注：样本核心城市包括北京、上海、深圳、广州、重庆、杭州、合肥、天津、成都、西安、青岛、沈阳、苏州、南京、长沙、武汉、郑州、东莞、佛山

- 和此前的保障房不同，我们认为保租房的市场化运行的模型更加成熟，各类主体参与保租房建设的热情更为踊跃，原因包括：
 - 更市场化的租金定价机制。保租房并不是针对最困难人群的项目，其租金较之市场租金的折价，往往可以只有10%。
 - 通畅的退出通道。保障性租赁住房是基础设施REITs的合规底层资产，当前已经有3单保租房REITs上市，截至2022年11月22日，2023年预期现金分派率仅3.2%。
 - 自愿纳保的机制，鼓励存量房变更为保障性租赁住房，鼓励了存量房业主，包括长租公寓运营方参与。

部分住房租赁企业开业长租公寓中纳入保障性租赁住房的比例（截至2022年6月）



6. 风险提示

- I. **房价继续下降的风险。**房价是对房地产企业利润和资产负债表安全影响甚大的因素。目前来看，大多数城市的房价仍然呈现下降趋势。这种势头如继续下去，则全行业可能面临亏损的风险；
- II. **部分房地产企业的盈利能力下降，货值不足的风险。**一些企业在2022年迄今拿地少，开工少，预计2022年之后即使可以维持信用，也可能面临盈利能力和市场份额双下降的风险。

7. 供给侧改革之下的投资机会

- 行业所面临的供给侧改革，是融资渠道较为通畅，对境外融资依赖度较低的企业崛起的机会，是行业盈利能力和业绩增速出现显著分化的改革。当然，开发能力仍然重要，因为即便在房地产行业的黄金期，仍有一些企业盈利能力极低。估值仍然重要，但盈利预测的确定性更加重要。失去“换牌”机会的企业，盈利可能出现大幅下降。区域布局不佳，融资渠道不畅，开发能力不强，都有可能成为企业业绩大幅低于预期的催化剂。
- 我们重点推荐保利发展、万科A，也看好绿城中国、华润置地、越秀地产、华发股份、滨江集团、招商蛇口等公司。

地产开发产业重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	代码	收盘价 (交易币种)	EPS				PE				评级
			21	22E	23E	24E	21	22E	23E	24E	
保利发展	600048.SH	15.72	2.29	2.29	2.63	3.09	7	7	6	5	买入
万科A	000002.SZ	15.60	1.94	2.10	2.26	2.54	8	7	7	6	买入
华润置地	1109.HK	32.05	3.73	4.14	4.53	4.93	8	7	6	6	买入
招商蛇口	001979.SZ	14.28	1.34	0.94	0.97	1.02	11	15	15	14	买入
绿城中国	3900.HK	11.24	2.28	2.80	3.09	3.59	5	4	3	3	买入
越秀地产	0123.HK	8.48	1.34	1.41	1.65	2.02	6	6	5	4	买入
华发股份	600325.SH	9.77	1.51	1.65	1.81	1.82	6	6	5	5	买入
滨江集团	002244.SZ	10.73	0.97	1.17	1.40	1.69	11	9	8	6	买入
建发股份	600153.SH	13.57	2.03	2.19	2.58	2.88	7	6	5	5	买入
中国国贸	600007.SH	14.40	1.02	1.09	1.21	1.38	14	13	12	10	买入
金融街	000402.SZ	5.11	0.55	0.58	0.63	0.68	9	9	8	8	买入
陆家嘴	600663.SH	9.61	1.07	0.81	0.82	0.94	9	12	12	10	买入

- **销售恢复快于行业，市占率稳步提升。**公司1-10月实现签约销售金额3631亿元，销售面积2182万平米，分别同比下降21.1%和23.8%，10月单月公司实现签约销售金额430亿元，销售面积261万平米，分别同比下降13.9%和下降17.9%。公司凭借稳健交付的口碑和高质均衡的货值分布，实现优于行业销售表现。未来公司或将继续受益于行业需求侧政策托底和供给侧出清改革，逐步扩大领先优势，我们预计2030年公司市场占有率有望达到3.8%，对应近400亿元2022-2030年稳态年化归母净利润。
- **投资能力持续在线，土储结构显著优化。**面对格局剧变的土地市场，公司保持定力，着重补充高质量土地，深耕核心城市，1-10月新增拿地总建面868万平米，拓展总金额达1411亿元，权益比66%，其中一线及新一线城市占比达70%（按拿地金额计算）。新增土储质量显著提升，我们测算2022年第二季度公司新增土储潜在毛利率达28.9%，较2021年同期提升6.8个百分点。作为行业下行周期中少数具备持续投资能力的企业之一，公司准确把握发展机遇，优化土储质量，未来盈利能力有望实现进一步提升。
- **信用水平行业标杆，融资成本优势突出。**公司凭借高信用在行业波动的前提下保持了顺畅的融资渠道，1-10月公司发行公司债券98亿元，中期票据100亿元，加权平均融资成本仅2.87%，在当前行业竞争格局中具备突出的成本优势。我们相信持续低成本融资渠道将助力公司在变革期提升财务安全边界，紧抓市场调整机遇，进一步巩固行业龙头地位。
- **风险因素：**房地产行业销售恢复不及预期风险；公司部分三四线城市存量项目去化困难的风险。
- **盈利预测、估值与评级：**我们认为公司凭借长期稳定的低成本融资渠道和不断优化的土储结构，有望持续取得优于行业的销售表现，在中长期维度稳定提升市场占有率和盈利能力，巩固公司行业龙头地位。我们维持公司2022/2023/2024年2.29/2.63/3.09元的EPS预测，参考万科、招商蛇口等高信用企业2022年7-15倍PE的估值水平（中信证券研究部预测），以及公司当前所处的历史估值位置（公司当前PE估值水平处于过去十年的31%分位，PB估值水平处于过去十年的8%分位），我们给予公司2022年10倍PE的估值，维持23元的目标价，维持“买入”的投资评级。

保利发展：长期主义硕果累累，行业龙头更进一步

保利发展（600048.SH）盈利预测与估值表

项目/年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	243,208	285,024	322,782	371,598	428,384
营业收入增长率YoY	3.1%	17.2%	13.2%	15.1%	15.3%
净利润(百万元)	28,948	27,388	27,461	31,528	37,047
净利润增长率YoY	3.5%	-5.4%	0.3%	14.8%	17.5%
每股收益EPS(基本)(元)	2.42	2.29	2.29	2.63	3.09
毛利率	32.6%	26.8%	24.9%	24.4%	24.9%
净资产收益率ROE	16.1%	14.0%	12.7%	13.2%	13.9%
每股净资产（元）	15.06	16.34	18.05	20.00	22.30
PE	6.5	6.9	6.9	6.0	5.1
PB	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7
PS	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为2022年11月22日收盘价

- **销售逐渐转好，新开工保持稳定。**2022年1-10月，公司实现销售面积2136万平米，销售金额3468亿元，同比分别下降33.4%和33.5%，降幅较前三季度所有收敛。我们预计随着各地尤其是一二线城市限购限贷的进一步放松，公司销售表现有望持续转好。在困难的市场环境之下，公司在今年前三季度仍然维持了1277万平米的新开工面积，按照同期销售均价测算，对应货值超过2000亿元。
- **增加结算保障当期业绩，拿地聚焦高能级城市追求销售确定性。**2022年前三季度，公司实现营业收入3377亿元，同比增长24.4%；实现归母净利润171亿元，同比增长2.2%。公司积极结算，结算面积同比增长21.7%，从而推动归母净利润在盈利能力阶段性下行情况下保持正增长。2022年前10月公司拿地/销售面积为24.3%，拿地/销售金额为18.3%，低于2020年及2021年30%左右的水平。公司拿地聚焦于高能级城市，这些城市的政策放松空间大，需求稳定，部分城市还存在一二手倒挂现象，新房销售确定性强。我们认为，随着开发行业大量竞争对手出现信用风险，土地市场机会可能长期存在，一旦销售好转，我们相信公司拿地能力将会很快恢复。
- **新业务的价值正在凸显。**2022年三季度末，公司按成本计价投资性房地产949.0亿元；前三季度，经营服务业务全口径收入376.1亿元，同比增长29.5%，保持快速发展。公司是行业中比较早开始应对开发行业规模下滑风险的企业，新业务培育起步早，发展快，物业板块万物云已经实现分拆上市。我们预计公司物流、商业、长租公寓等板块价值将逐步得到资本市场认可。
- **风险因素：**房地产行业销售恢复不及预期风险；公司多元化业务发展不及预期拖累公司盈利能力的风险。
- **盈利预测、估值与评级：**公司是具备国企股东背景的混合所有制企业，我们认可公司稳健经营、多元发展的战略，相信公司将长期保持良好的信用形象，并通过提升土储质量，强化公司长期发展竞争力。我们维持公司2022/2023/2024年EPS预测2.10/2.26 /2.54元，公司当前PE估值水平处于过去10年19%分位，PB估值水平处于过去10年最低分位，参考保利发展、招商蛇口等高信用企业2022年7-15倍PE估值水平（中信证券研究部预测），我们给予公司2022年10倍PE的估值，对应21元的目标价，维持“买入”的投资评级。

万科A：稳守信用比弯道超车更加重要

万科A（000002.SZ）盈利预测与估值表

项目/年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	419,112	452,798	471,961	513,018	558,761
营业收入增长率YoY	13.9%	8.0%	4.2%	8.7%	8.9%
净利润(百万元)	41,516	22,524	24,452	26,274	29,532
净利润增长率YoY	6.8%	-45.7%	8.6%	7.5%	12.4%
每股收益EPS(基本)(元)	3.57	1.94	2.10	2.26	2.54
毛利率	29.2%	21.8%	20.2%	20.0%	20.2%
净资产收益率ROE	18.5%	9.6%	9.8%	9.9%	10.3%
每股净资产(元)	19.31	20.30	21.43	22.95	24.70
PE	4.4	8.0	7.4	6.9	6.1
PB	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
PS	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为2022年11月22日收盘价



感谢您的信任与支持！

THANK YOU

陈聪（首席基础设施和现代服务产业分析师）

执业证书编号：S1010510120047

张全国（房地产和物业服务联席首席分析师）

执业证书编号：S1010517050001

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯塔克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问<https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA（CLSA Americas, LLC除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由CLSA Europe BV分发；在英国由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由CLSA Limited分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第571章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA客户应联系CLSA Limited的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA（CLSA Americas, LLC除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则界定且CLSA Americas, LLC提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及CLSA的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就CLSA Singapore Pte Ltd.可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd豁免遵守《财务顾问法》（第110章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA业务条款的新加坡附件中证券交易服务C部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。

英国：本研究报告属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的CLSA Europe BV分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于1994年11月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA及其关联方在过去12个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解CLSA India“关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@cls.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券2022版权所有。保留一切权利。