

房地产行业专题研究

房地产行业的研究方法论

中信证券研究部
房地产及物业服务组
陈聪 张全国
2022年8月16日

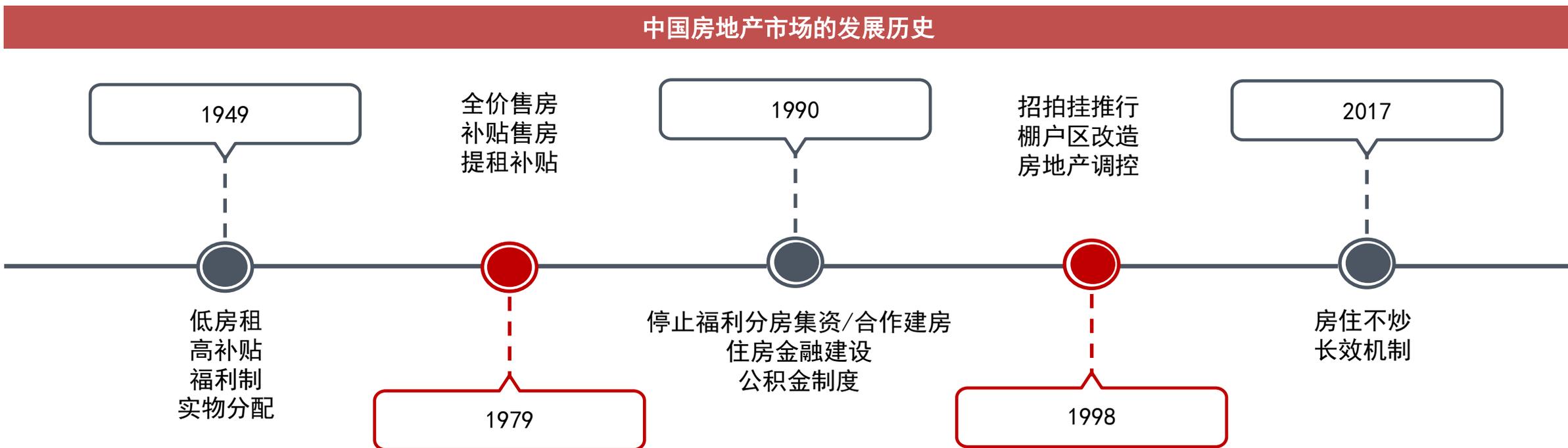
I. 总量和政策视野下的房地产业研究

- I. 房地产行业是一个特殊的行业，其研究目的本身就超越股票研究。
- II. 房地产行业的运行现状，不仅和宏观经济及政策密切相关，更直接成为判断宏观经济走向和政策变化的重要起点。
- III. 对产业运行态势的研究，对产业结构的分析，权益市场的研究，固收相关的信用研究，从方法论上，是相互关联，不可分割的。

I.I 总量视野下的房地产研究

■ 行业发展的四个阶段：

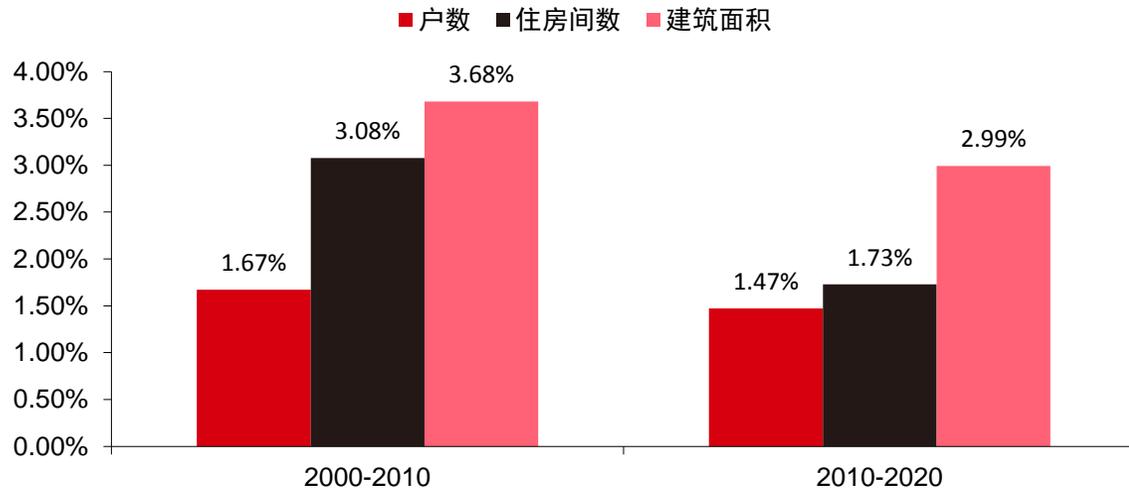
- 1949-1978年：实物配给的福利住房制度；1979-1998年：改革探索，最终确立市场化制度；1999-2016年：市场化全面确立，周期性的大繁荣，政策往复；2017至今：房住不炒阶段。



资料来源：中国政府网，人民网，中信证券研究部

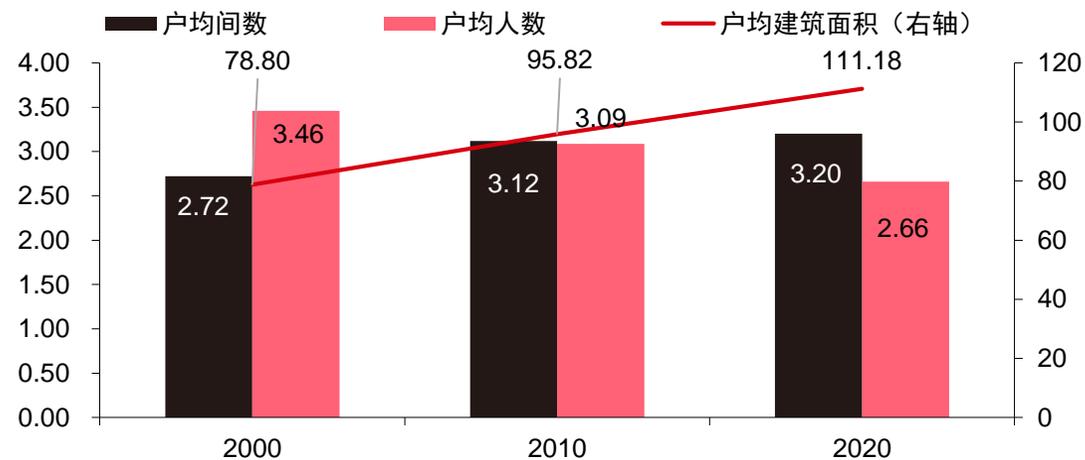
- 从2000年至2020年，中国的房地产市场迅猛发展，住房存量大幅增长。
 - 期间全国住房总建筑面积从268亿平方米增长至517亿平方米（按照人均住房面积推算，因为不计算空关房可能存在低估，此处包含农村的住房总建筑面积），其中城镇住房面积从91亿平米上升到295亿平米。
 - 总建筑面积增速放缓，户均建筑面积仍在提升。

2000-2020年户数、住房间数和建筑面积年均复合增长率



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

2000-2020年户均间数、户均人数及户均建筑面积（平方米）

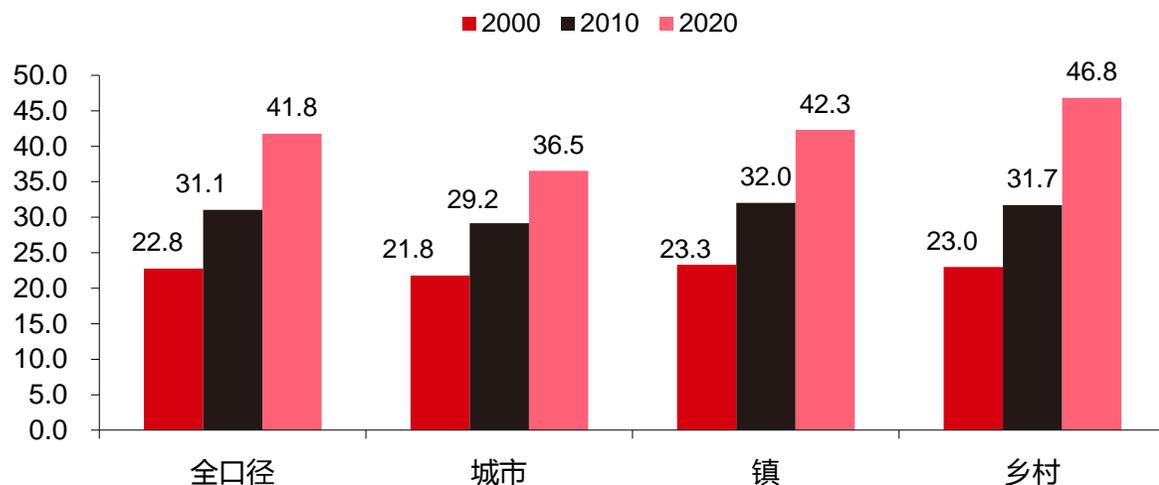


资料来源：国家统计局，中信证券研究部

■ 人均住房面积持续提升，居住质量持续改善。

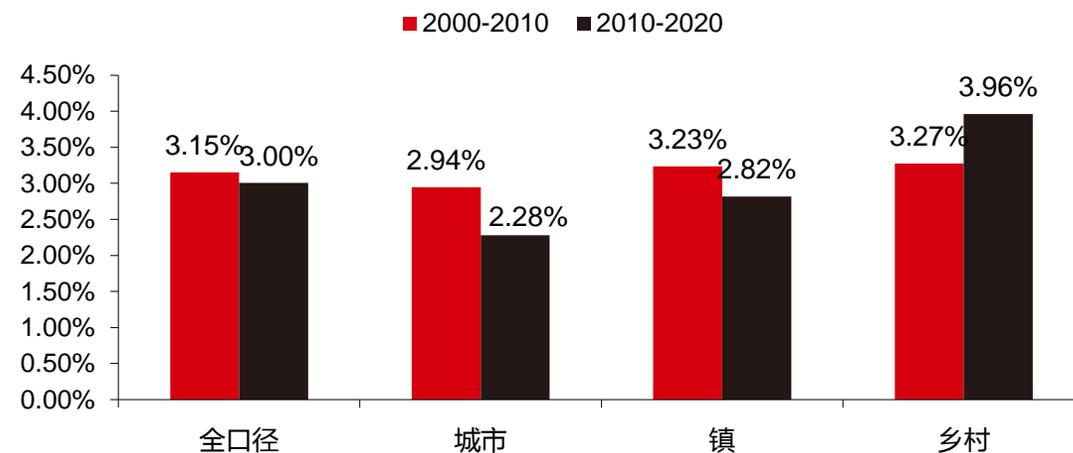
- 2020年，全国全口径（包括城市、镇和乡村）的人均住房建筑面积为41.8平方米/人，较2000年的22.8平方米/人及2010年的31.1平方米/人分别扩大了83.4%、34.4%。在收入水平和容积率相似的国家比较而言，我国人均住房面积位居前列。
- 从增长速度来看，2000-2010年期间的年均复合增长率为3.15%，而2010-2020年期间的年均复合增长率为3.00%，有小幅下降。

2000-2020年全国人均住房建筑面积（平方米）



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

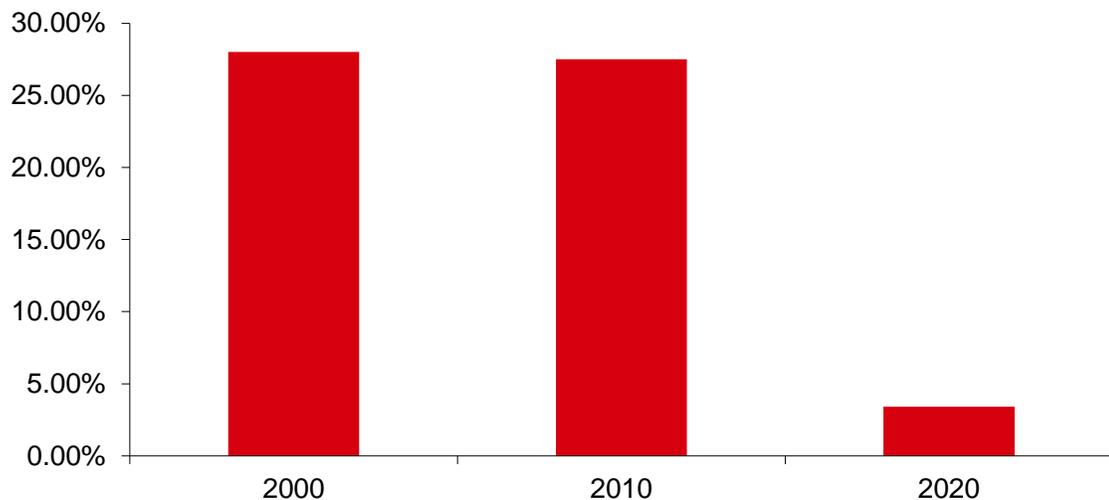
2000-2020年全国人均住房建筑面积年均复合增长率



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

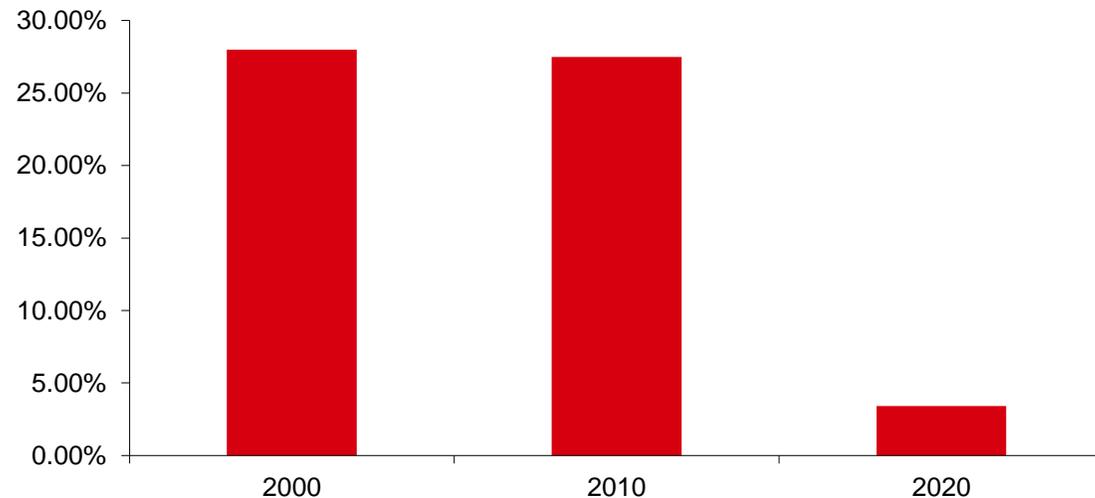
- 居住质量的提升不仅体现为房屋数量的提升，也体现为房屋质量的提升。
 - 2020年，没有厕所的房屋占比为3.4%，没有厨房的房屋占比为3.5%，较历史水平有较大幅度的下降，这说明我国的房屋存量品质已经有了显著的提升。

无厕所的房屋占比



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

无厨房的房屋占比

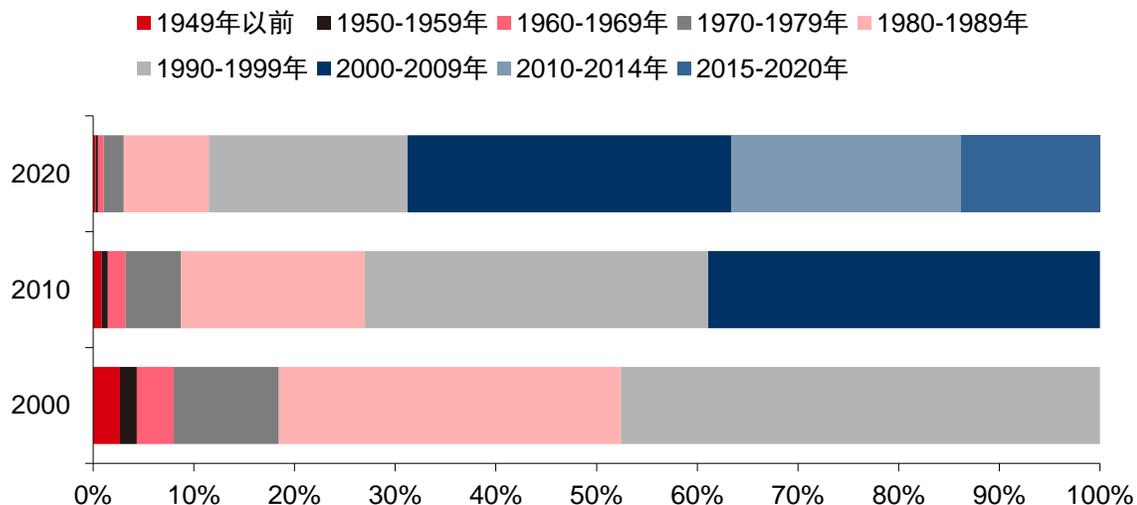


资料来源：国家统计局，中信证券研究部

■ 房龄变老，拆迁提速。

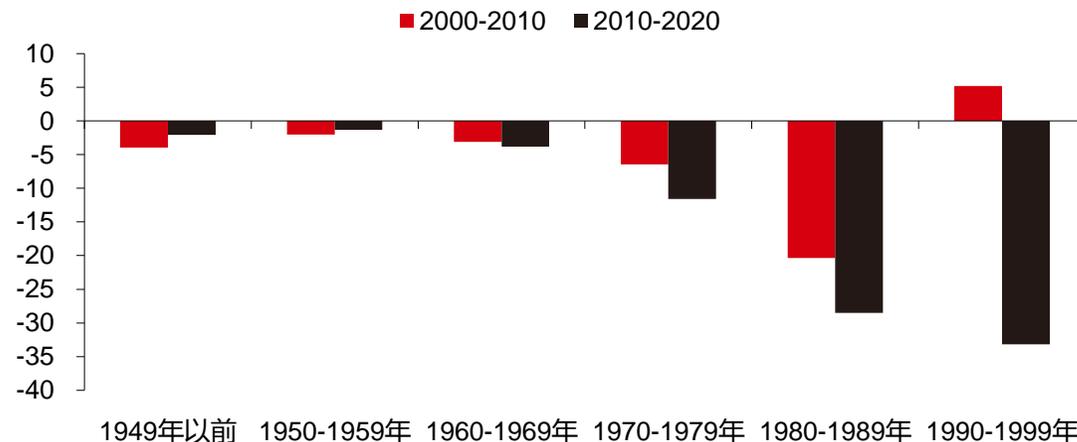
- 2010-2020年，我们测算老房拆迁规模总计80.4亿平米，这较之2000-2010年净增加了44.5亿平米。货币化安置等刺激拆旧建新的举措和大量信贷的投入，是十年来住房拆迁速度明显加快的关键原因。
- 我们结合2020年全国家庭户住房房龄结构，2020-2030年在中性情形下，预计全国城镇地区平均每年仍有5.5亿平米的房屋拆毁搬迁需求，比之前十年下降不少，但仍处于高位。如果人均住房面积不再增长，住房商品化率不再变化，这基本可以视为未来十年商品房销售额的下限。
- 和2000年相比，2020年居住在房龄30年以上的老旧住宅中的家庭户占比由11%上升到了14%。我们估计，全社会的平均楼龄，2020年为17.4年，较之2000年增加超过2年。房屋养护需求不断提升。

全国家庭住房按建成年代分建筑面积占比



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

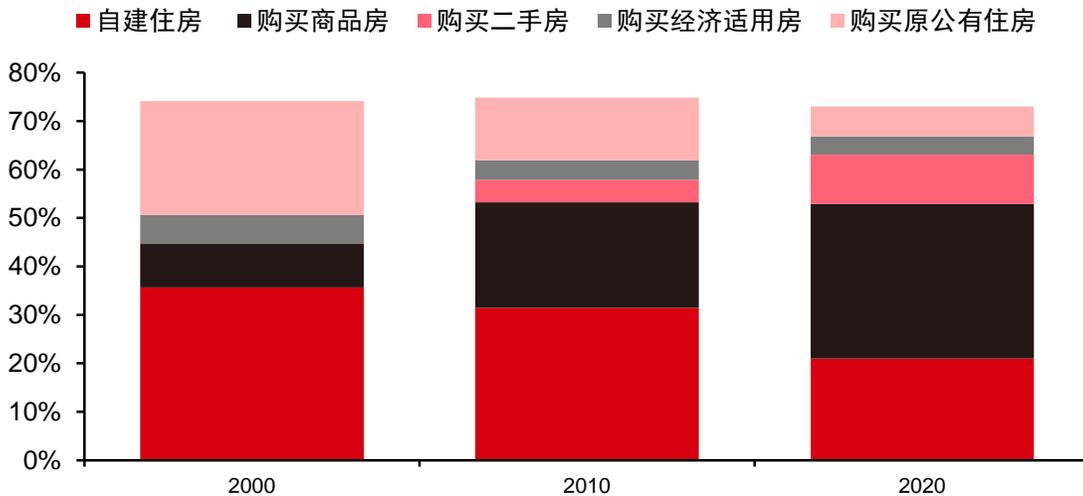
2000-2020年不同建成年份房屋家庭户住房建筑面积变化（亿平米）



资料来源：国家统计局，中信证券研究部，注：部分老房面积增加可能存在统计方法和口径不同的原因 7

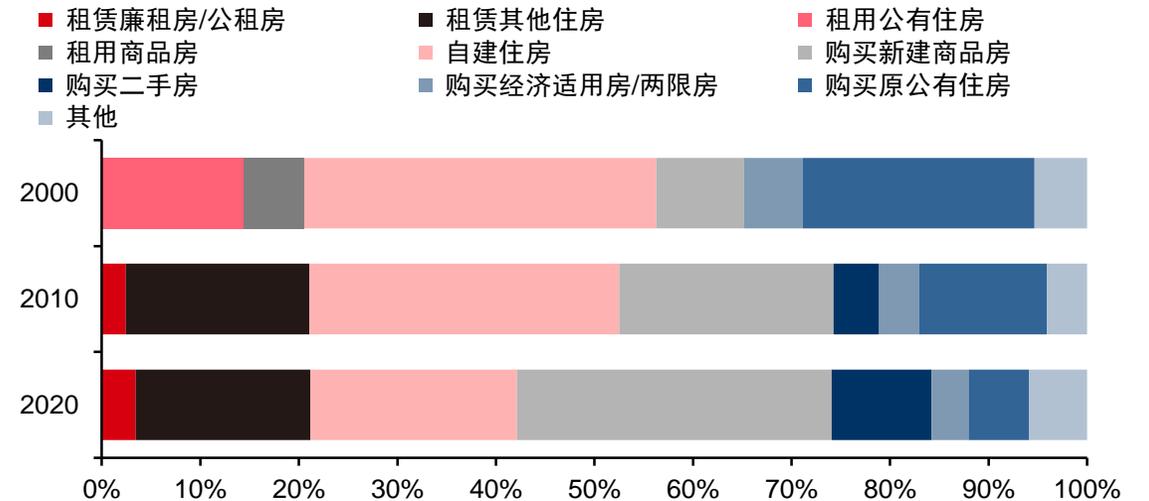
- 2020年，按我国独有的住房自有率算法（含非商品房但业主自有，如老公房等），我国的住房自有率73%，在国际上处于较高水平。
 - 纯商品房率在2020年达到42%，房改使得全社会大量成员拥有稳定的不动产财富。
 - 住房换手率明显提升。居住于自有二手房的家庭达到2,936万户，较2010年的年化复合增速达到12.2%；居住于自有新建商品房的家庭达到9,249万户，相比于2010年的年化复合增速为7.9%。以二手房解决居住问题的家庭占纯商品房购置家庭的比列，从2010年的18%提升至2020年的24%。

2000-2020年全国狭义住房自有率



资料来源：国家统计局，中信证券研究部，住房自有率定义为社会非空置住房中，业主自住的比例，或近似相当于，社会成员中拥有住房的比例。

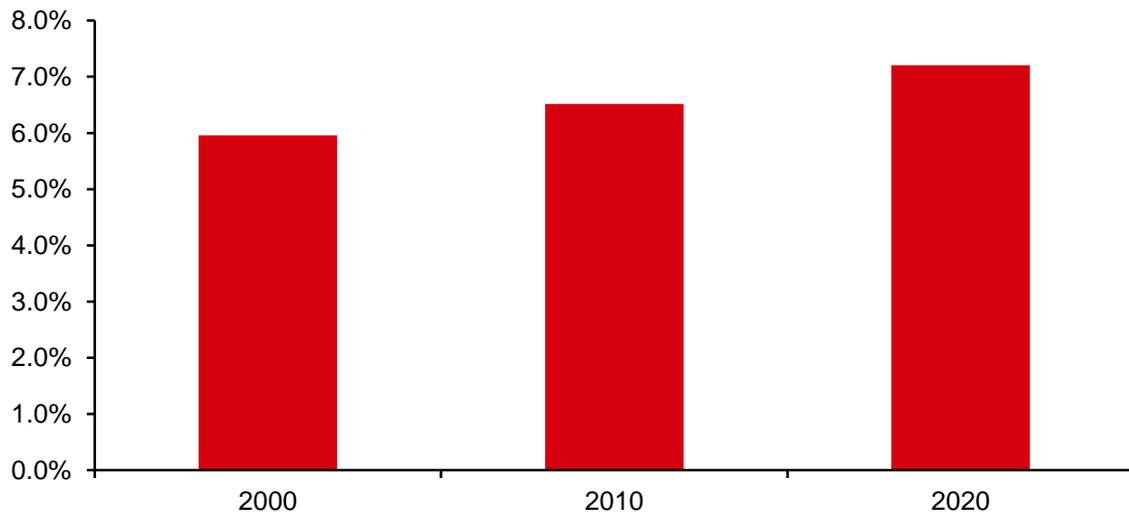
2000-2020全国家庭住房来源结构



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

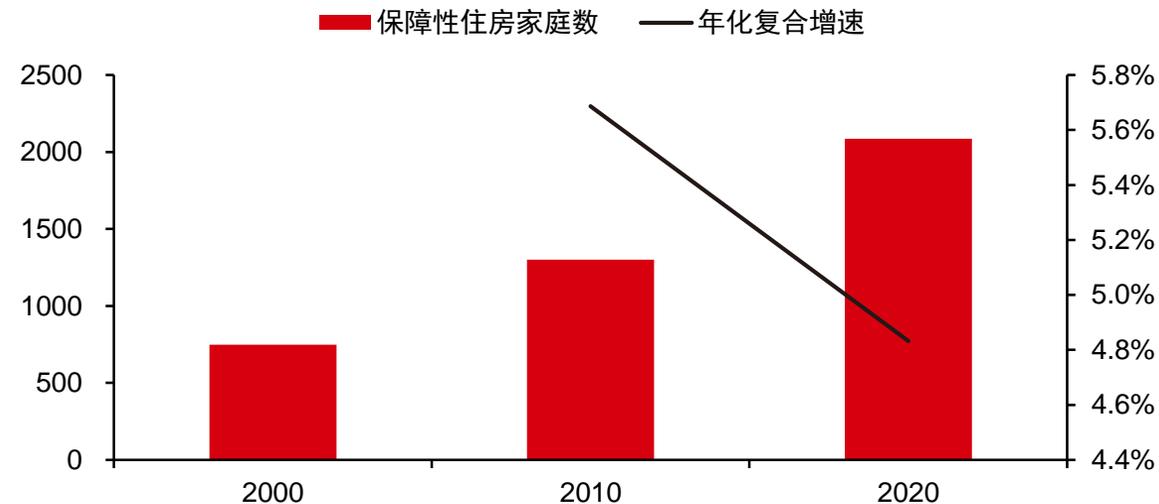
- 保障性住房覆盖率逐渐提升。
 - 2020年，全国居住于保障性住房的家庭达到2,086万户，2010-2020年间的年化复合增速为4.8%。
 - 2020年，我国保障性住房覆盖率为7.2%，相比2010年提升0.7个百分点。租赁性质的保障住房发展更快。
- 2020年所有家庭户中租住的比例达到21.1%，国家积极发展保障性租赁住房覆盖夹心层和新市民。

2000-2020年全国保障性住房覆盖率（含购买和租赁）



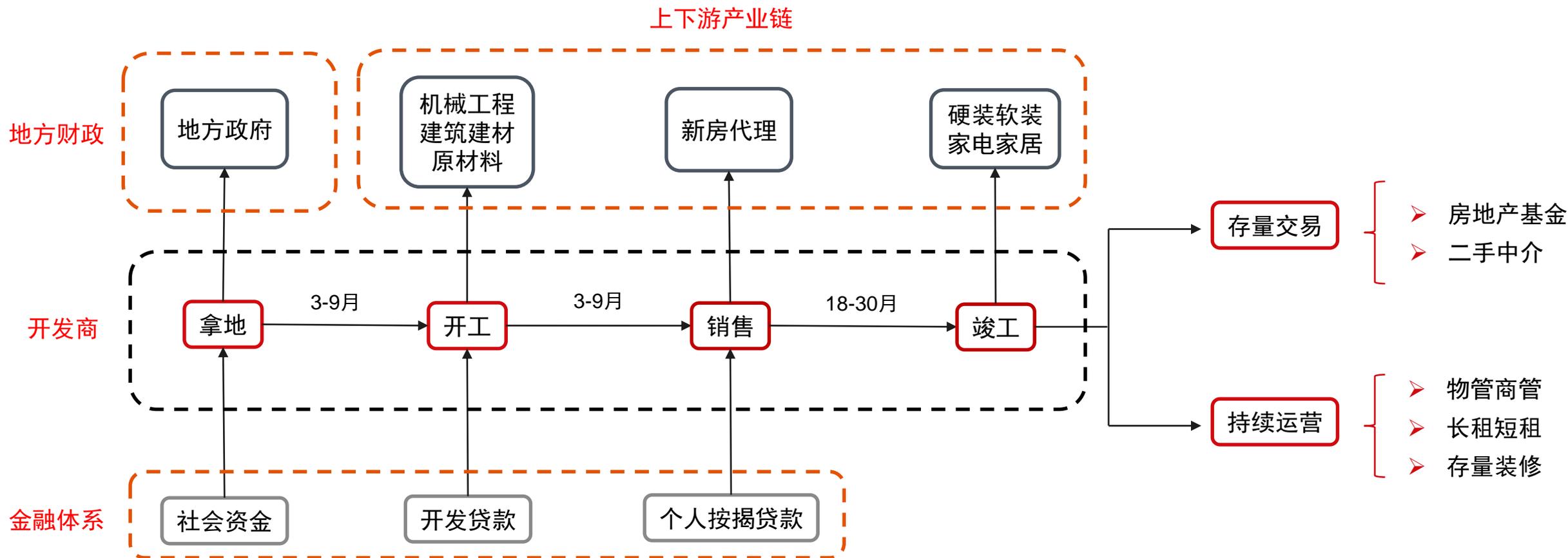
资料来源：国家统计局，中信证券研究部测算，保障性住房覆盖率=（租赁公租房/廉租房、购买经济适用房/两限房的家庭数量）/总家庭数量

2000-2020年全国保障性住房家庭数量



资料来源：国家统计局，中信证券研究部测算

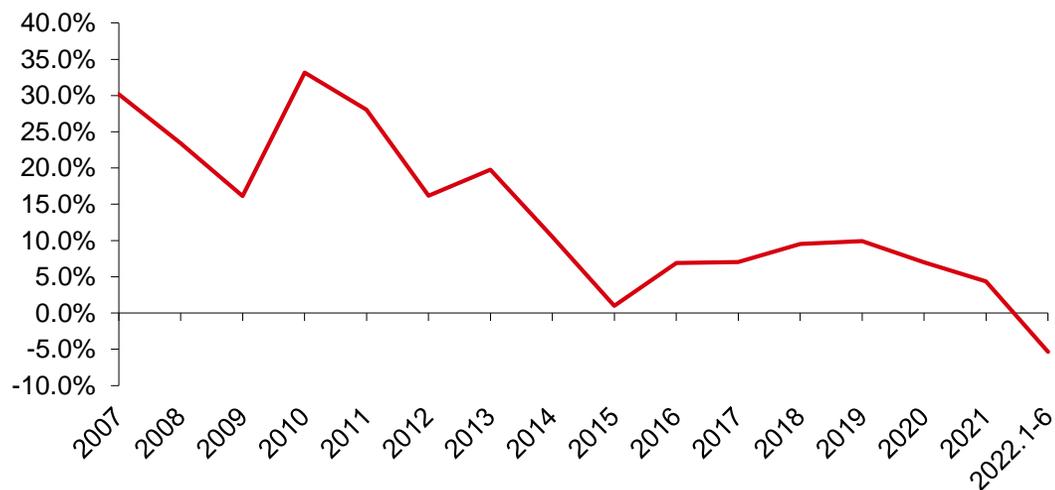
开发链条涉及产业链、地方政府和金融体系等多方部门



资料来源：中信证券研究部绘制

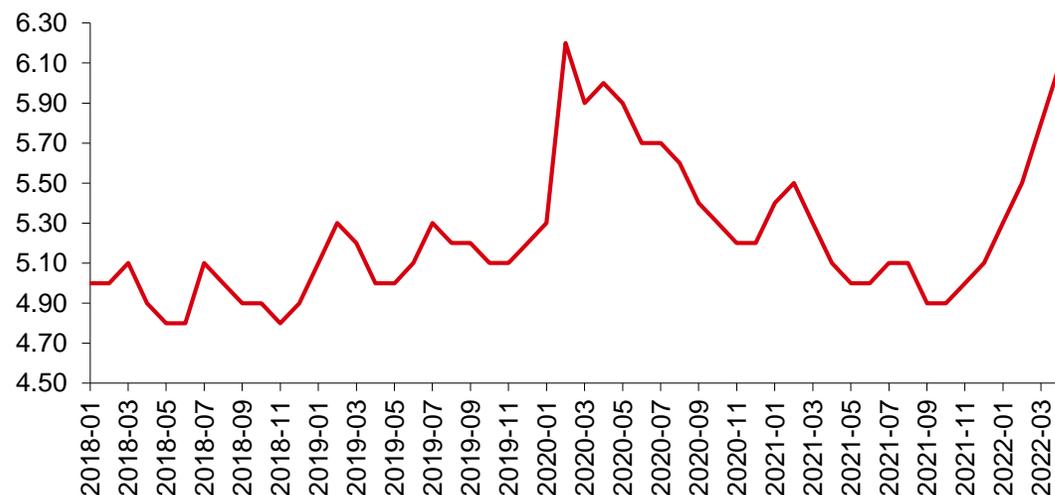
- 根据中信证券研究部宏观研究团队测算，2020年，房地产及相关产业链总贡献约17.7%的GDP份额。
- 房地产是居民资产负债表的核心组成部分，房地产价格的波动影响居民的消费。

房地产开发投资同比增速 (%)



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

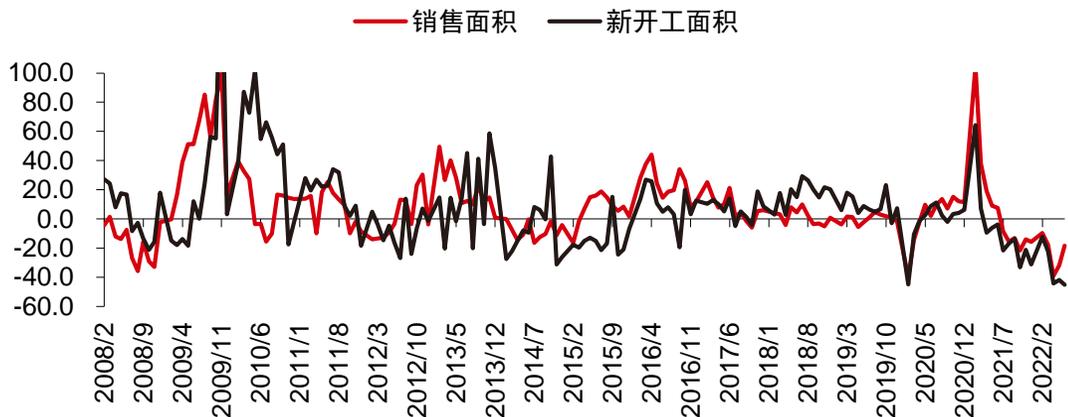
城镇调查失业率 (%)



资料来源：国家统计局，中信证券研究部，注：2022年为前四月

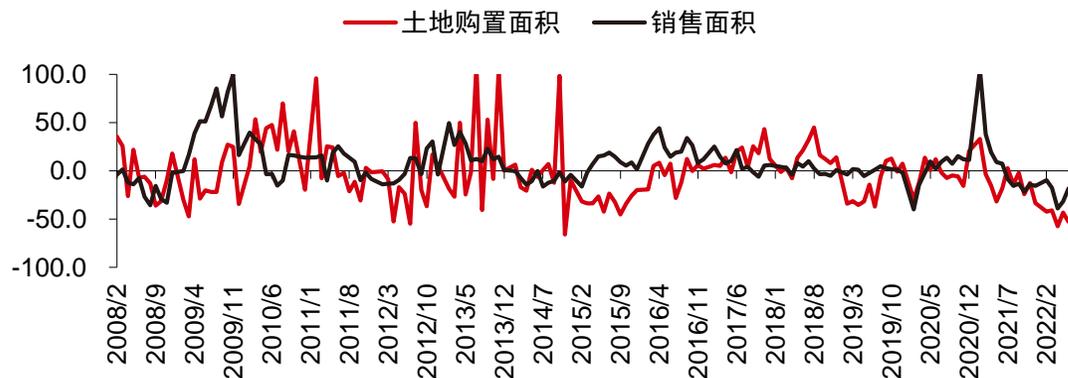
■ 房地产行业走势影响房地产产业链。

商品房销售面积和新开工面积单月同比 (%)



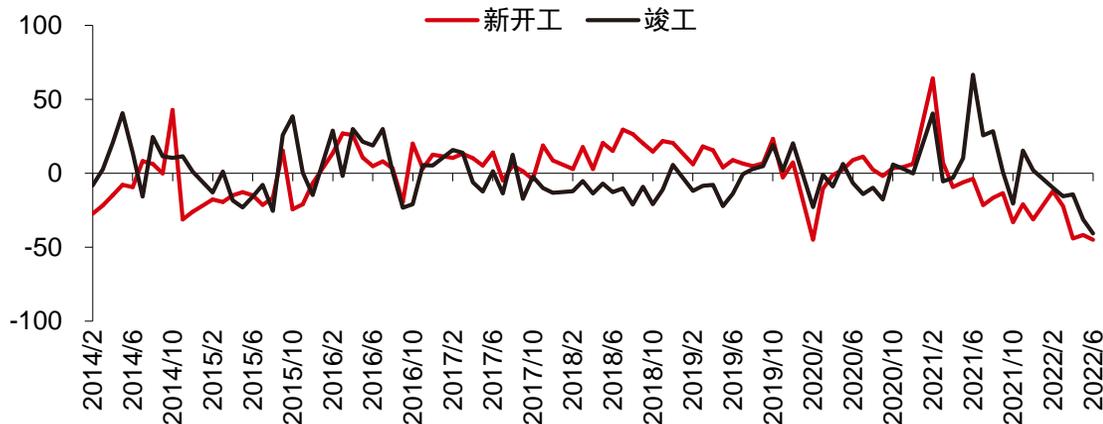
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

商品房销售面积和土地购置面积单月同比 (%)



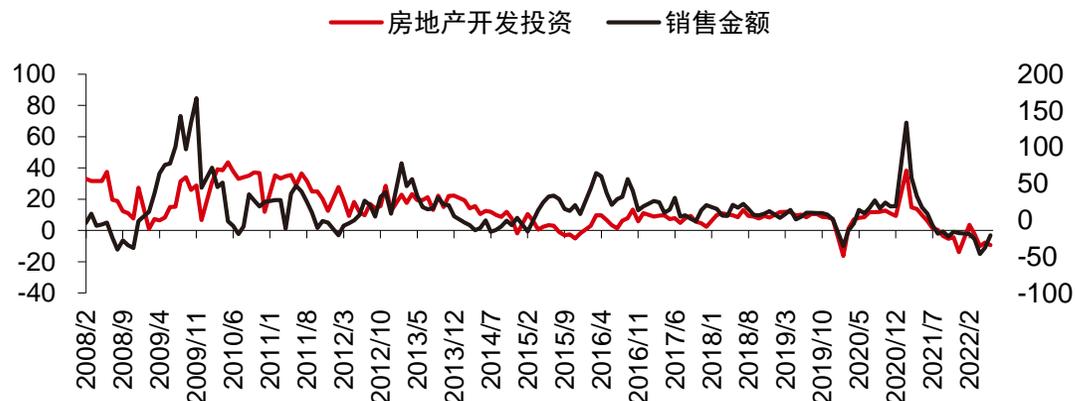
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

房屋新开工和竣工面积单月同比 (%)



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

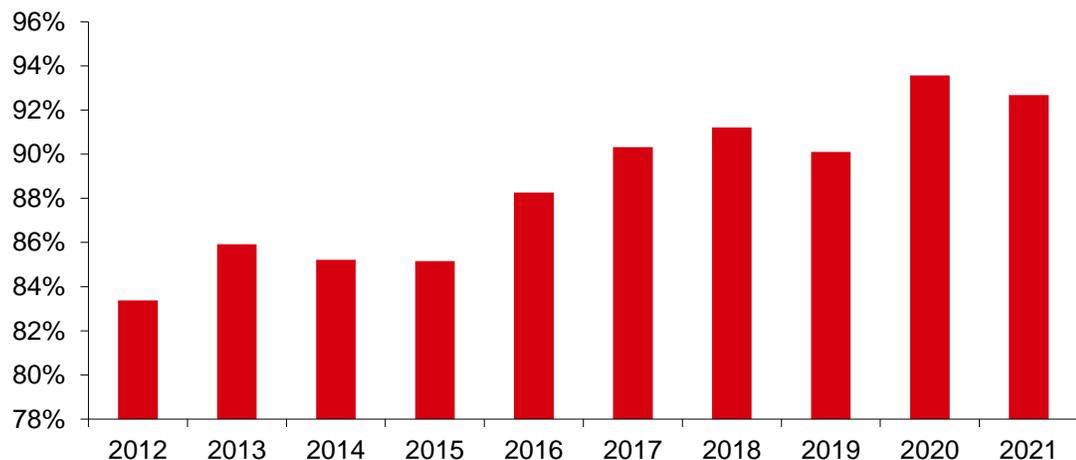
商品房销售额和房地产开发投资额单月同比 (%)



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

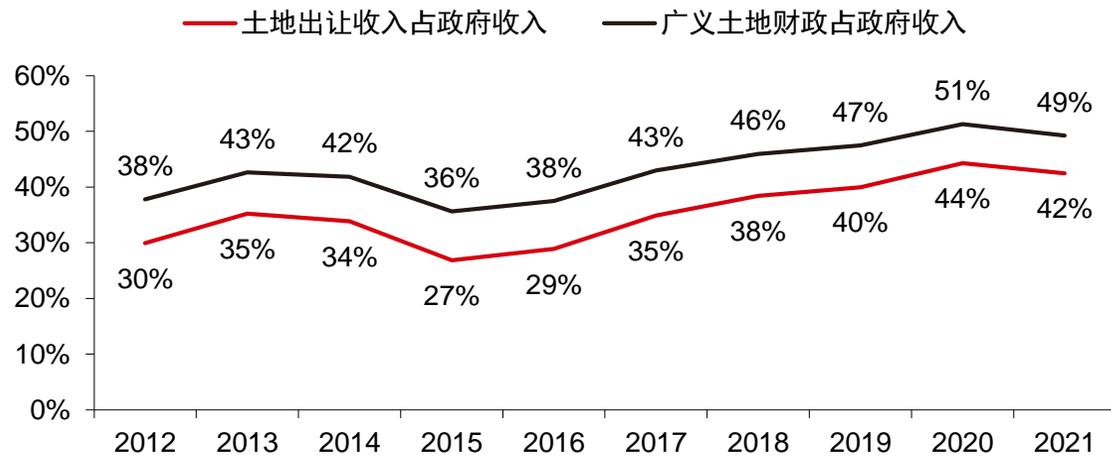
- 土地财政收入和其他房地产相关税收，依然是地方财政的重要收入来源
 - 2021年土地出让收入占地方财政收入比例为41%
 - 广义的土地财政收入占地方财政收入的49%。
 - 广义的土地财政收入，包括土地出让收入和税收收入（契税、土地增值税、房产税、耕地占用税、城镇土地使用税）
 - 地方财政收入，主要指地方政府本级政府性基金收入+本级财政收入

土地出让收入占地方本级政府性基金收入比例



资料来源：wind，中信证券研究部

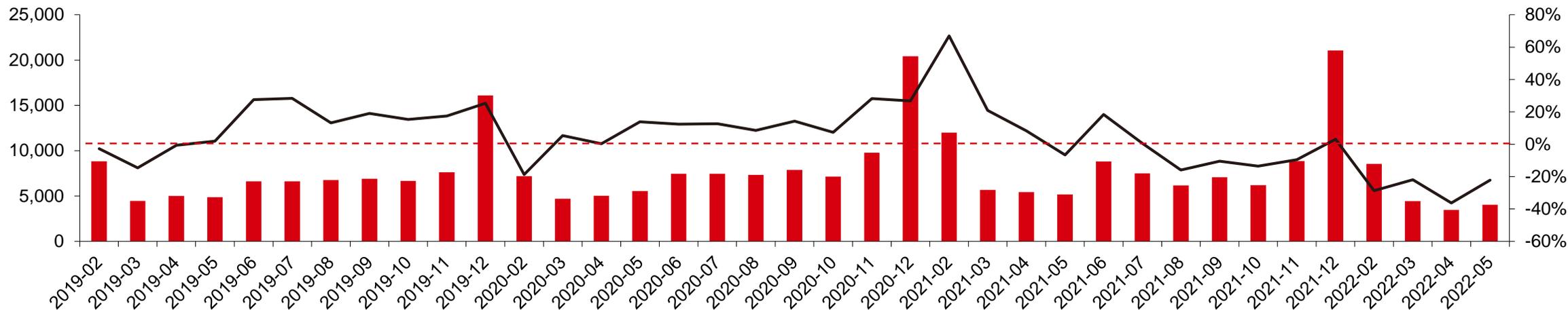
土地财政依赖度



资料来源：wind，中信证券研究部

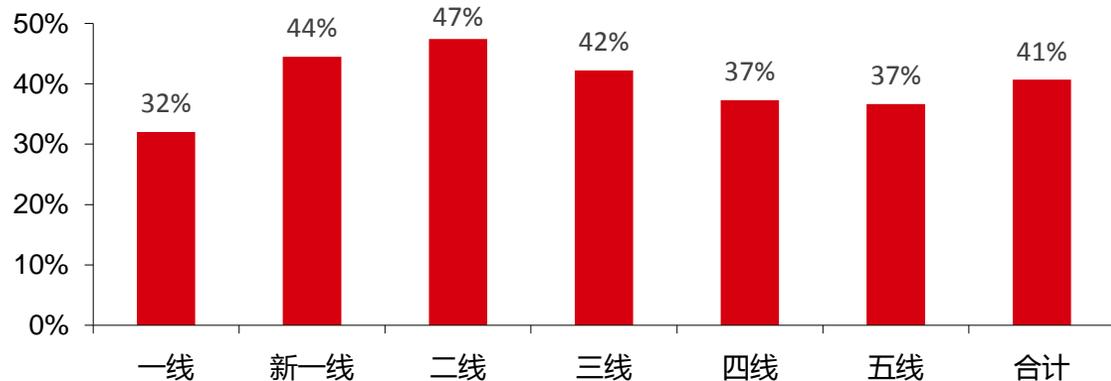
地产下行背景下，地方本级政府性基金收入自2021年下半年开始负增长

■ 地方本级政府性基金收入（单月，亿元） — YoY



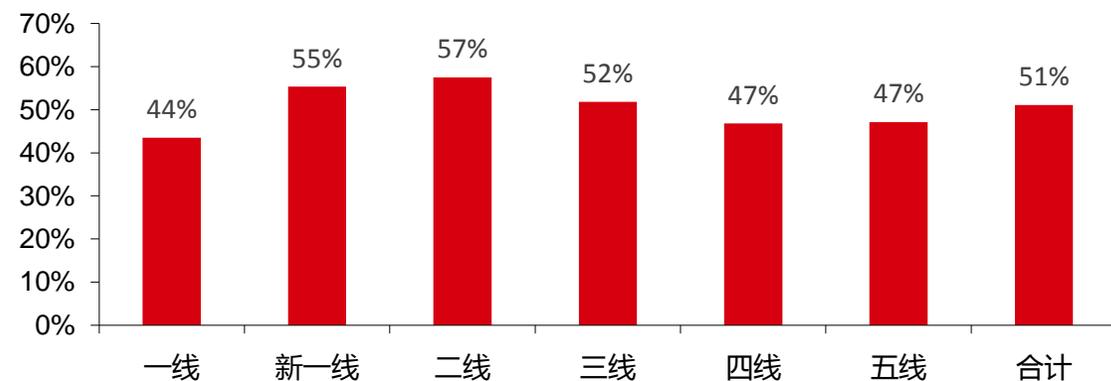
资料来源：Wind，中信证券研究部

分线城市看，2020年土地出让收入占政府收入



资料来源：Wind，中信证券研究部

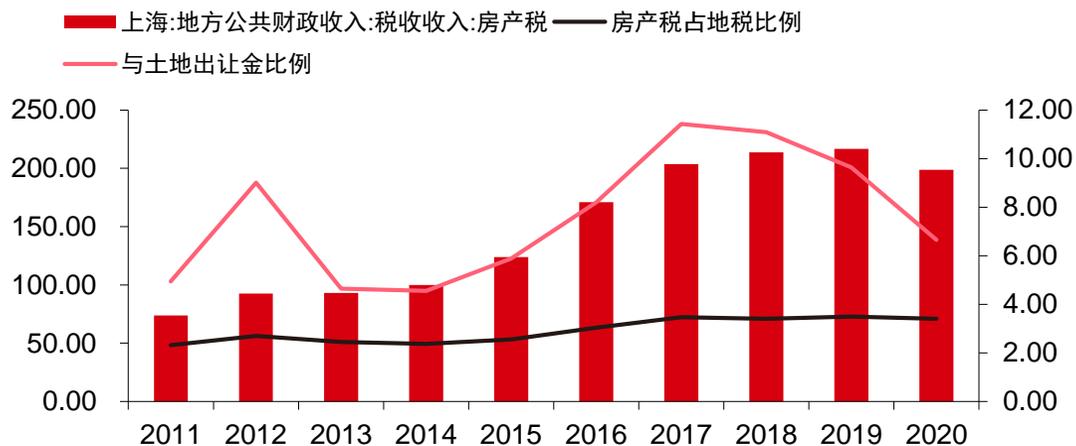
分线城市看，2020年广义土地财政收入占政府收入



资料来源：Wind，中信证券研究部

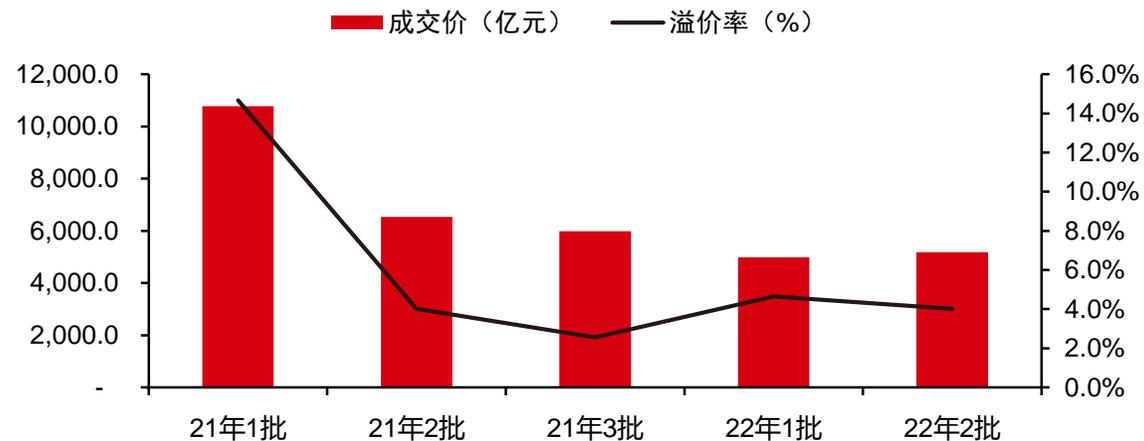
- 政府性基金收入不仅占比较大，且性质上有别于税收，即不具有强制性。
- 税收如果要部分替代政府性基金收入，须考虑强制性特点。短期来看，政府性基金收入难以被替代。
- 稳定政府性基金收入，需要稳定房地产市场。

上海房地产税占地税及相当于土地出让金比例（亿元，%）



资料来源: Wind, 中信证券研究部

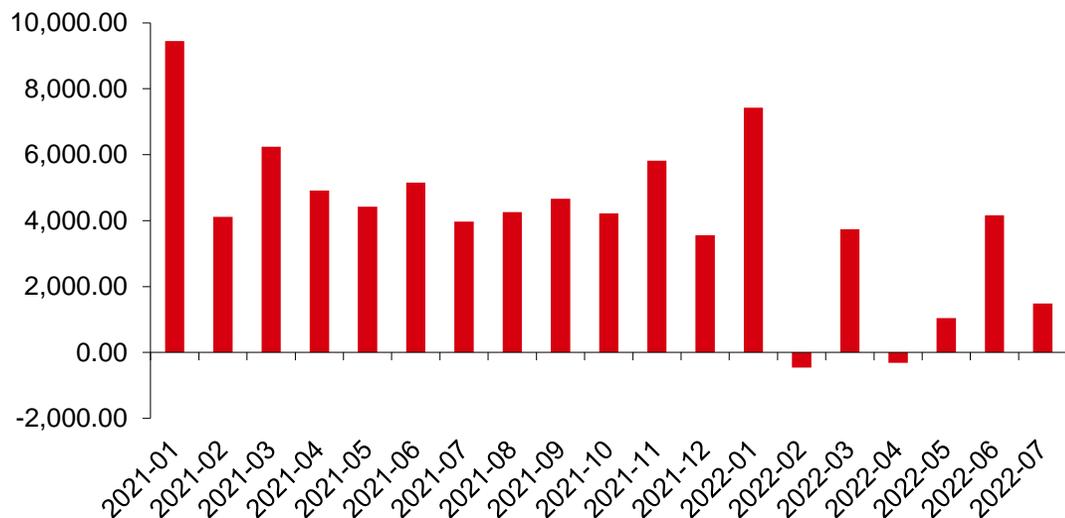
土地集中出让下，土地市场的出让情况



资料来源: Wind, 中信证券研究部

- 房地产类贷款主要包括购房贷款和开发贷款，是商业银行重要的资产。
- 住房信贷投放的力度增加有助于提振销售额，对于销售市场的冷却措施也会导致住房信贷额度的下滑。
- 不动产是银行重要的抵押物，房价事关银行资产的价值稳定性。

新增居民户中长期贷款（亿元）



资料来源：wind，中信证券研究部

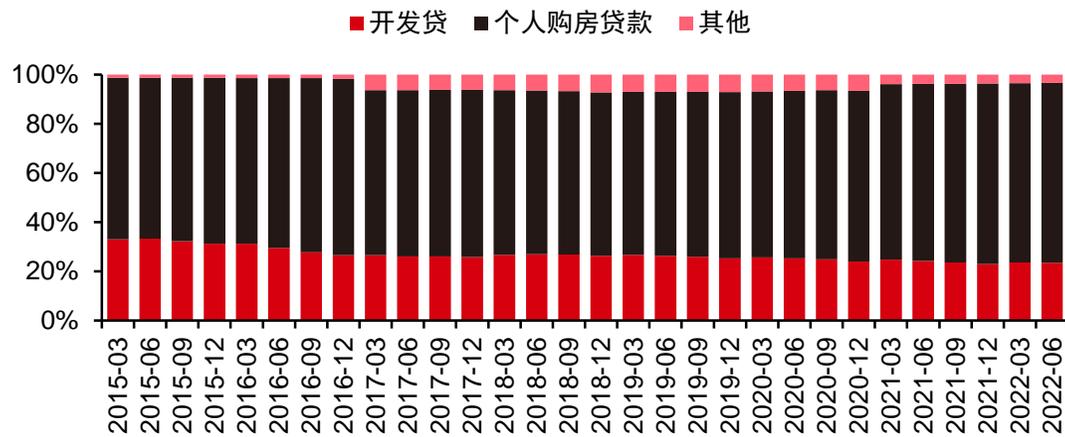
房地产贷款在各银行的占比

银行	房地产贷款占比	个人住房贷款占比	
中资大型银行	工商银行	35.3%	30.8%
	建设银行	37.8%	34.0%
	农业银行	35.4%	30.5%
	中国银行	35.1%	30.7%
	交通银行	29.1%	22.7%
	邮储银行	35.8%	33.6%
中资中型银行	招商银行	31.9%	24.7%
	中信银行	25.3%	19.4%
	浦发银行	25.8%	18.9%
	兴业银行	32.9%	25.3%
	民生银行	23.6%	14.7%
	光大银行	23.1%	17.1%
	平安银行	18.6%	9.1%
	江苏银行	24.2%	17.7%
	上海银行	25.5%	12.8%

资料来源：各企业公告，中信证券研究部

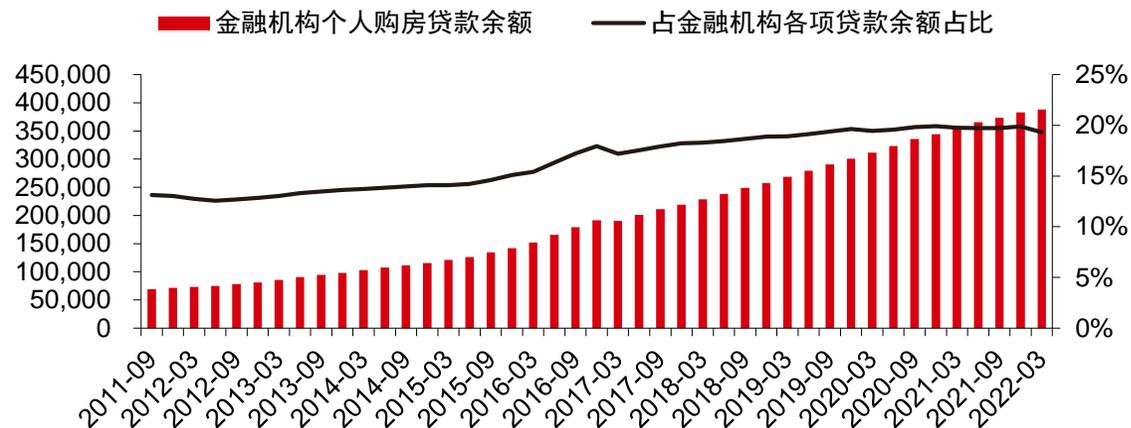
房地产行业在金融体系的重要性

房地产贷款余额结构中，按揭贷占比超过70%



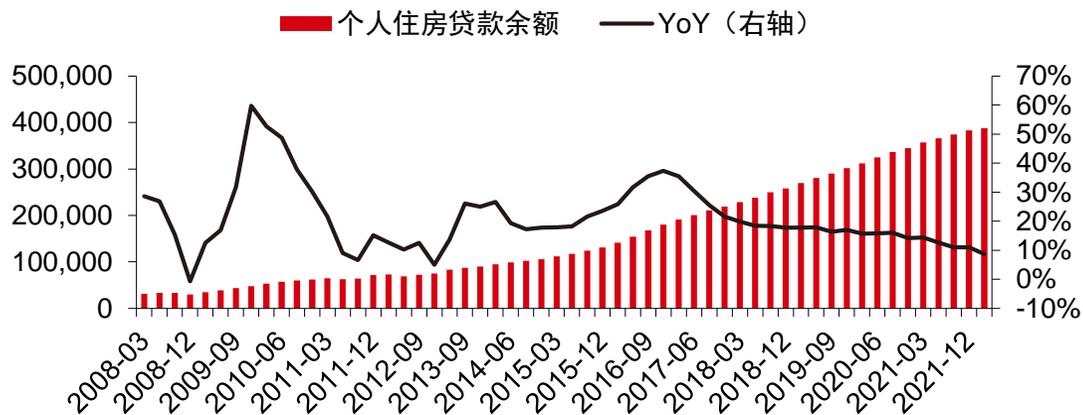
资料来源: wind, 中信证券研究部

按揭贷在金融机构贷款余额占比接近20% (亿元)



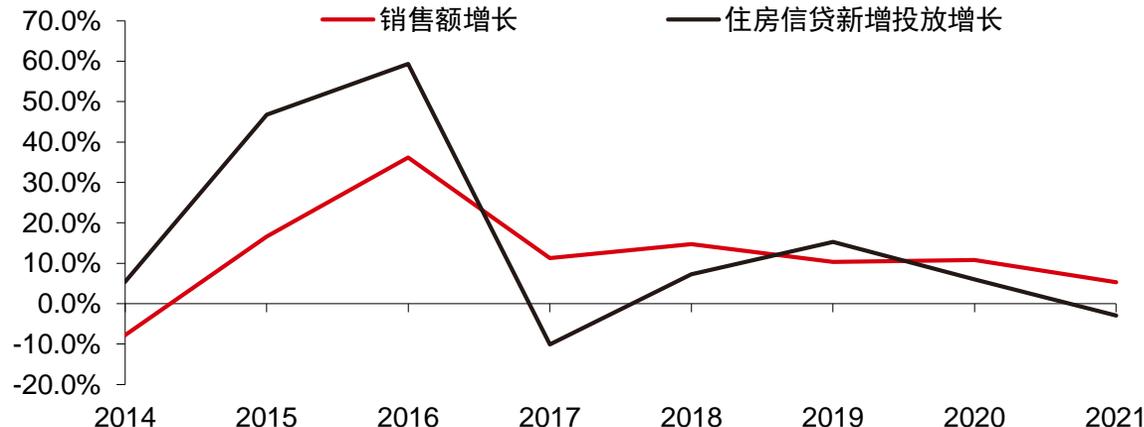
资料来源: Wind, 中信证券研究部, 单位: 亿元

个人住房贷款余额同比下滑至10%以下



资料来源: wind, 中信证券研究部, 单位: 亿元

销售额增长和住房信贷投放增长高度同步 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

1.11 房地产政策研究的基本脉络

历次中央政治局会议对房地产行业的表述

日期	房地产表述
2012年12月4日	加强房地产市场调控和住房保障工作
2013年7月31日	积极稳妥推进以人为核心的新型城镇化，促进房地产市场平稳健康发展
2013年12月3日	做好住房保障和房地产市场调控工作
2015年4月30日	建立房地产健康发展的长效机制
2015年12月14日	要化解房地产库存，通过加快农民工市民化，推进以满足新市民为出发点的住房制度改革，扩大有效需求，稳定房地产市场。
2016年4月29日	要按照加快提高户籍人口城镇化率和深化住房制度改革的要求，有序消化房地产库存，注重解决区域性、结构性问题，实行差别化的调控政策。
2016年12月9日	加快研究建立符合国情、适应市场规律的房地产平稳健康发展长效机制。
2017年4月25日	要加快形成促进房地产市场稳定发展的长效机制。
2017年7月24日	要稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制。
2019年7月30日	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。
2020年4月17日	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展。
2020年7月30日	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展。
2020年12月11日	促进房地产市场平稳健康发展
2021年4月30日	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，增加保障性租赁住房和共有产权住房供给，防止以学区房等名义炒作房价。
2021年7月30日	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期，促进房地产市场平稳健康发展。加快发展租赁住房，落实用地、税收等支持政策。
2021年12月6日	要推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环。
2022年4月29日	要有效管控重点风险，守住不发生系统性风险底线。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展。
2022年7月28日	要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生。

不同阶段的房地产政策一般有不同的重心

民生

- 2019年底，政治局会议：“确保民生特别是困难群众基本生活得到有效保障和改善。……要加大城市困难群众住房保障工作，加强城市更新和存量住房改造提升，做好城镇老旧小区改造，大力发展租赁住房。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展。”
- 当房地产话题放在保民生的章节去谈论时，意味着当时房地产市场的主要矛盾，不是房地产和经济金融体系的运转问题，而是房价过高可能带来的民生问题。这种情况之下，意味着房地产政策很可能从严从紧。

稳经济

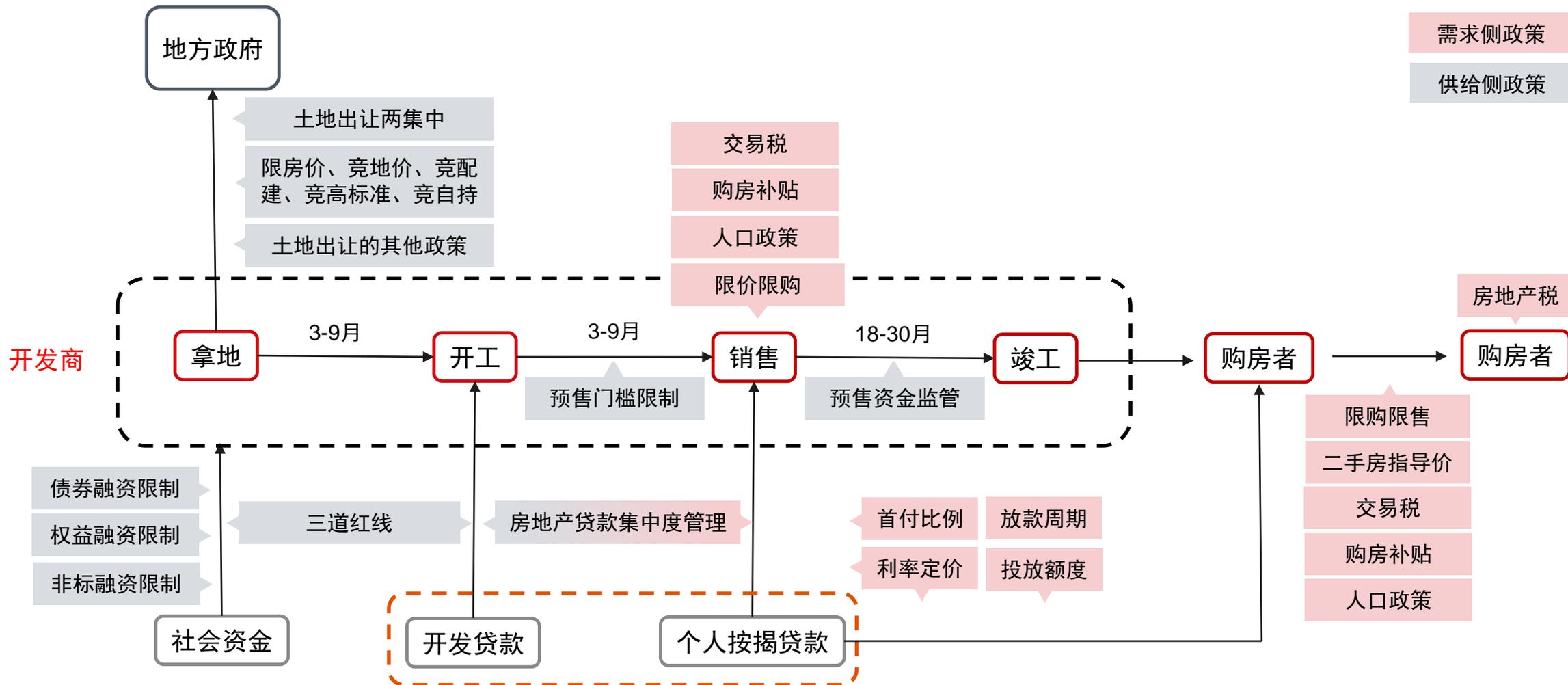
- 2021年底，政治局会议“会议强调，明年经济工作要稳字当头、稳中求进。……要推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环。……”
- 当房地产被放置于稳经济的语境中来说时，意味着房地产市场可能面临托底的要求，但这种要求并不算十分急迫。房地产政策可能面临变化。

防范风险

- 2022年7月，政治局会议：“会议指出，要全方位守住安全底线。……要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生。……”
- 当房地产被置于防范风险的语境中来说时，意味着房地产市场所面临的风险亟待化解。稳房价，稳地价，稳预期要求十分迫切。这可能意味着，政策可能进入高潮期。

多方管理之下的房地产政策组合框架

开发链条之下的房地产政策框架



地产政策工具箱（红色字为需求侧政策）

央行、银保监会、证监会等金融体系

- 三道红线、贷款两集中
- 企业融资：
 - 开发贷、并购贷额度
 - CDS, 债券发行
 - 发行股份和并购
- 按揭贷款：利率和额度、首套房认定标准

住房和城乡建设部等

- 预售资金监管
- 住房保障举措
 - 棚改、货币化安置
 - 保障性租赁住房
- 限购、限售、限价（新房和二手房）
- 商品房建设、交易等流程的监管和规范

自然资源部等

- 土地出让计划、节奏等
 - 集中供地政策
- 土地出让规则
 - 限房价、竞地价、竞配建、竞高标准、竞自持
 - 保证金比例
 - 土地顶价和底价、溢价率上限控制

财政体系等

- 财税部门：
 - 房地产税
 - 其他房地产相关税费
- 其他部门：
 - 人口政策
 - 区域和城市规划

面对交付问题，地方还需新的政策工具

- 因城施策，LTV调整。
- 首付比例要求的直接调整和认房标准变化的间接调整。
- 现阶段政策的效果主要就是降低按揭贷款利率和首付比例，增加居民可贷款额度，降低居民的购房负担，从而刺激需求。

部分城市取消认房又认贷政策

城市	日期	政策
连云港	8月9日	对拥有一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的，银行业金融机构执行首套房贷款政策。
苏州	8月12日	下有一套住房且贷款已结清，二套房首付最低30%
无锡	8月12日	如贷款还清，则二套房贷款可以执行3成首付，房贷未还清则可以6成首付。
滁州	7月13日	对拥有一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购买普通商品住房申请贷款的，金融机构可参照首套房贷款政策执行。
樟树	7月8日	对拥有一套住房并已结清购房贷款的家庭，为改善居住条件再次购买普通商品住房，住房贷款可执行首套房贷款政策。
信阳	7月6日	对拥有一套住房并已结清相应购房贷款的家庭，再次申请贷款购买普通商品住房的，执行首套房贷款政策。
黄冈	6月18日	对拥有一套住房并已结清购房贷款的家庭，在黄冈市区域内购买改善性住房再次申请商业贷款或公积金贷款，可执行首套房贷款政策。
郑州	6月15日	对拥有一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。

资料来源：各地方政府网站，华夏时报，中国证券网，中信证券研究部

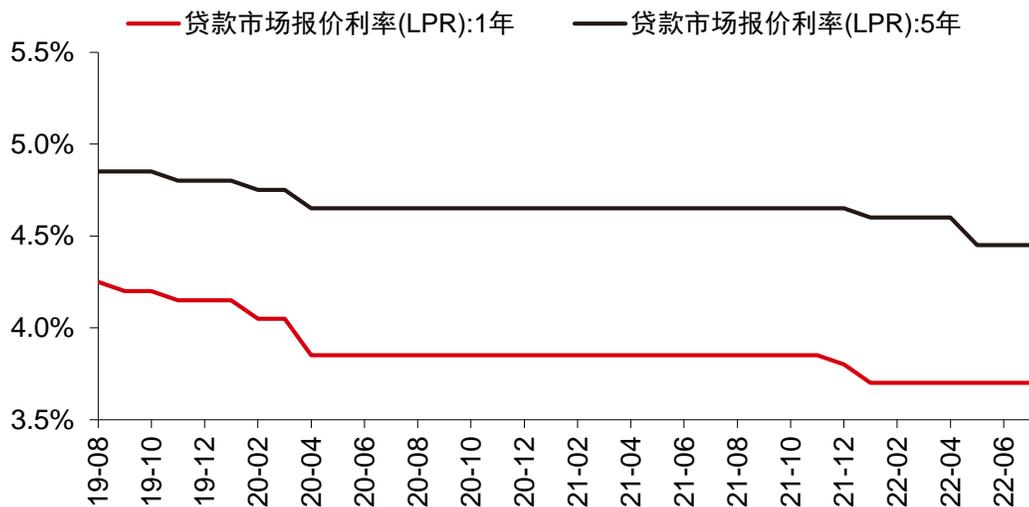
近期调整首付比例的相关城市

城市	日期	规定
济南	8月12日	在济南市行政区域内购买第二套普通自住住房申请住房公积金贷款，最低首付款比例由60%调整至40%。
无锡	8月12日	名下有一套住房但未结清贷款的购房者，购买二套商品住房的，最低首付50%；名下有一套住房且贷款已结清的购房者，购房第二套商品住房首付最低30%。
兰溪	7月26日	按揭贷款首套房首付比例降至20%，二套房首付比例降至30%。
承德	7月25日	普通住宅首套房首付20%、二套房30%。
韶关	7月22日	对于符合住房公积金贷款条件的，购买首套房或第二套改善型住房，购房人公积金缴存地和所购房产面积均不设限制，最低首付比例均为20%。
长沙	7月22日	职工家庭购买第二套改善性自住房，首付款比例不得低于购房总价的60%调整为40%。
遵义	7月21日	在2022年7月1日至2023年6月30日期间，缴存职工家庭购买第二套自住住房申请住房公积金个人住房贷款的，最低首付款比例由30%降低至20%。

资料来源：各地方政府网站，财联社，中信证券研究部

- 按揭定价以及受按揭定价影响严重的居民支付能力，是决定短期需求起落的关键。
 - 以30年还款期限为例，若按揭贷款利率由去年高点水平5.74%下降至当前的LPR水平4.45%，购房者月供负担将下降13.6%。
- 按揭利率下降预计将推动市场复苏。
 - 2022年5月20日，5年期LPR利率下调至4.45%，首套房按揭贷款利率定价下限（LPR-20bps）下调到4.25%。
 - 首套房按揭贷款利率定价下限距离2021年底个人住房贷款加权平均利率，低了138个基点。6月底，按揭贷款的平均利率水平距离最高点下降了99个BP。

历史首次只调5Y不调1Y LPR



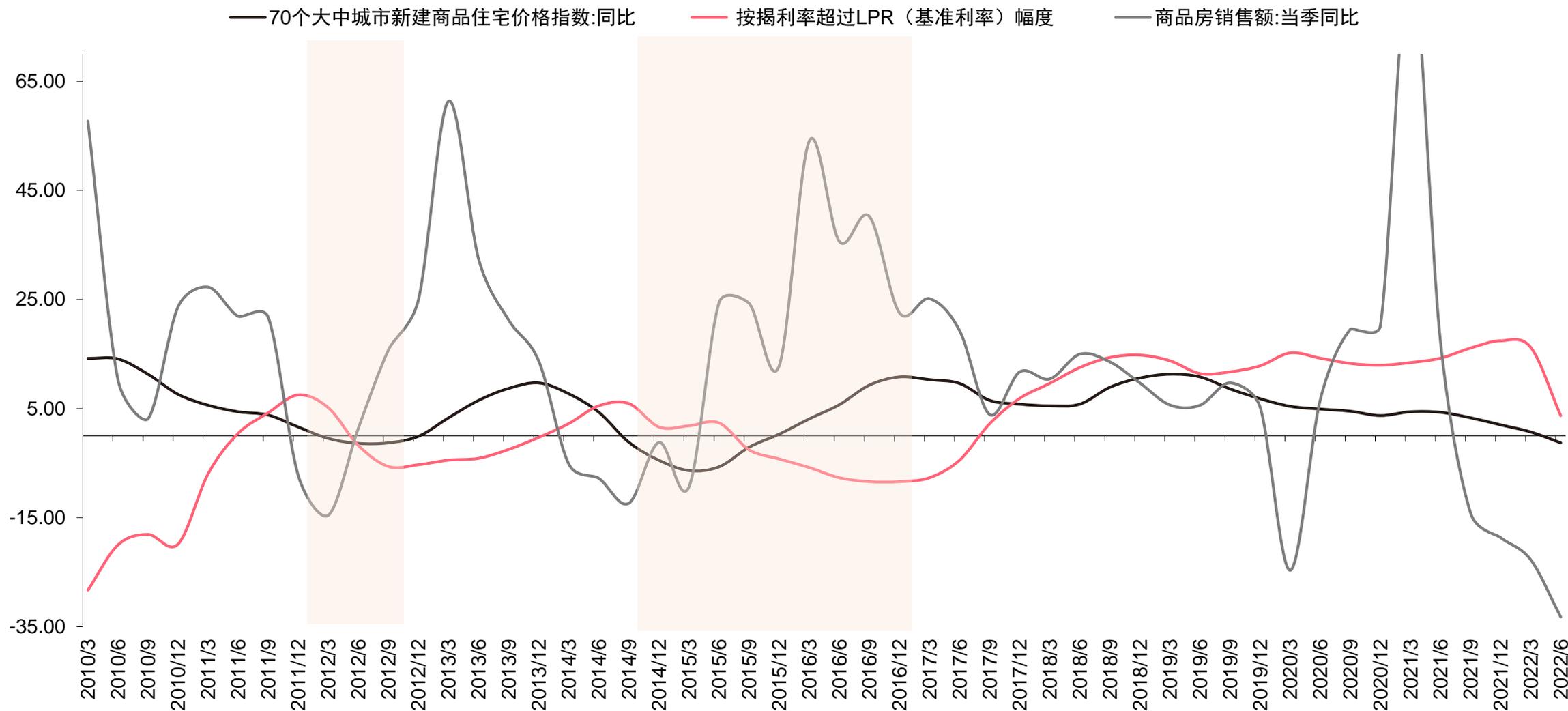
个人住房贷款政策中住房贷款利率最低要求的变化历史

日期	规定
2008.10	个人住房贷款利率下限扩大到基准利率的0.7倍。
2010.04	二套贷款利率不得低于基准利率的1.1倍。
2014.09	首套贷款利率下限为贷款基准利率的0.7倍。
2019.08	自2019年10月8日起，新发放商业性个人住房贷款利率以最近一个月相应期限的贷款市场报价利率为定价基准加点形成。首套商业性个人住房贷款利率不得低于相应期限贷款市场报价利率，二套商业性个人住房贷款利率不得低于相应期限贷款市场报价利率加60个基点。
2022.05	对于贷款购买普通自住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减20个基点，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行。

资料来源：wind，中信证券研究部

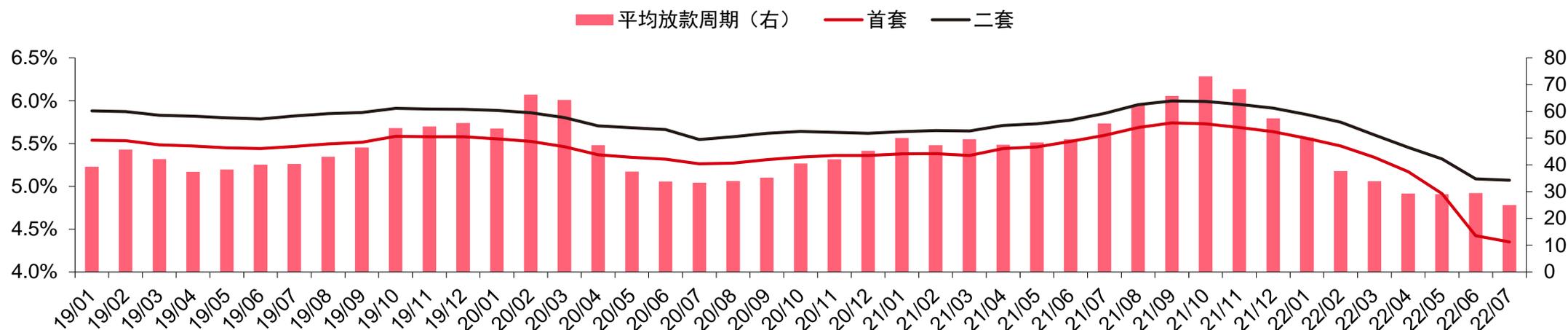
资料来源：wind，中信证券研究部

历史上按揭利率下降和销售的关系 (%)



- 2022年6月，中国人民银行统计个人住房贷款加权平均利率为4.62%，较LPR加点17个BP
- 2022年7月，贝壳统计重点城市首套按揭利率下降到4.35%。
 - 因为研究方法的原因，我们认为贝壳的数据较实际情况略偏低。
- 我们认为按揭利率还有明显的下降空间。
 - LPR的小幅下降的可能、加点的持续下降和利率下限的进一步打开的可能（预计短期有50个BP空间）。

重点城市按揭利率水平



资料来源：贝壳研究院，中信证券研究部

其他需求刺激政策：放开限购

- 主要在热点城市存在限购。
- 松绑模式包括：废除限购政策、调整限购门槛。
- 从历史上看，限购为代表的需求限制政策放开，一般是先局部，后整体，呈现加速趋势。

近期调整限购政策的城市

模式	城市	内容
放松标准	廊坊	取消户籍、社保（个税）等方面不适当当前房地产市场形势的限制性购房资格条件。对招才引智高端人才、招商引资企业高管、北京非首都功能疏解随迁人员购买首套时，按照本地户籍对待。对“北三县”和环雄安新区周边县（市）等重点区域，取消非本地户籍居民家庭的住房限售年限要求。
放松标准	嘉兴	对于非本市户籍居民家庭，凭以下资料享受本市户籍居民家庭购房政策：（1）嘉兴市范围内的劳动合同或营业执照；（2）在长三角地区（包括：上海市、江苏省、安徽省、浙江省）缴纳过社保的记录证明。
区域调整	东莞	住房限购区域调整为莞城街道、东城街道、南城街道、万江街道、松山湖高新技术产业开发区。
放松标准	合肥	户籍登记在市区的集体户、投靠亲友家庭户籍，与市区户籍家庭具有相同购房资格；限购资格查询时，非限购区域住房（新站区、瑶海区、新桥产业园）不再计为家庭住房套数，刚需资格认定标准不变。
放松标准	南京	在南京连续缴纳6个月社保，即可开具购房证明，且目前不再区分社保征缴方式，当事人可以以个人参保方式补缴。（原为1年内在南京累计缴纳6个月个人所得税或社保，补缴不算）
区域调整	珠海	仅香洲区（南屏镇和湾仔街道除外）和横琴粤澳深度合作区这两个区实施限购，此前是全市各区都限购。
放松标准、区域调整	青岛	住房限购区域由市南区、市北区、李沧区、崂山区、黄岛区、城阳区（含高新区）调整为市南区、市北区、李沧区、崂山区除王哥庄街道以外区域，将黄岛区、城阳区（含高新区）、崂山区王哥庄街道调出限购区域。非本市户籍居民家庭在中心城区仍限购1套住房，但将购房条件调整为非本市户籍居民家庭在中心城区无住房、且能提供在本市缴纳12个月以上个人所得税纳税证明或社会保险缴纳证明（原为能够提供从购房申请之日起前2年内在本市连续缴纳12个月以上个人所得税纳税证明或社会保险缴纳证明）。
区域调整	佛山	商品住房限购区域调整为禅城区祖庙街道，南海区桂城街道，顺德区大良街道。
放松标准	广州	非本市户籍的居民家庭提供购房之日前5年，在本市连续缴纳社保或者个人所得税证明的，允许除起止月外有累计不超过3个月的断缴或补缴记录。

- 限价又分为一手限价和二手限价。
- 一手限价也就是预售指导价。
 - 一手限价又分为事前限价和事后限价，所谓事前限价，就是在土地出让时限房价、限竞地价。
 - 事后限价，就是在开发企业拿地之后的某一个时间段，规定企业的销售价格不能超过某一个水平。
- 放宽限价意味着开发企业盈利的提升，以及土地市场活跃程度的提升。

深圳2022年第一批次土地限价出现提升

地块名称	地块编号	限售均价（万元/平米）	批次
光明区凤凰街道	A503-0095	4.89	2022第一批次
光明区凤凰街道	A503-0093	4.44	2021第二批次
光明区凤凰街道	A646-0083	4.89	2021第一批次
光明玉塘街道	A607-0888	4.71	2022第一批次
光明玉塘街道	A602-0258	4.34	2021第三批次
光明玉塘街道	A602-0990	4.34	2021第二批次
宝安新安街道	A012-0112	8.75	2022第一批次
宝安新安街道	A004-0175	8.55	2021第三批次
龙华区民治街道	A818-0478	7.22	2022第一批次
龙华区民治街道	A817-0614	6.98	2021第二批次
深汕鹅埠镇	E2021-0001	1.1	2022第一批次
深汕鹅埠镇	E2021-0002	1.02	2021第二批次

资料来源：深圳市规划和自然资源局，中信证券研究部

其他需求刺激政策：放开限售

- 松绑模式包括：废除限售政策、缩短限售时间、放开限售标准、推行房证同交。
- 限售影响较为复杂，关键在于城市潜在需求和购买力。
 - 短期增加二手的市场供给；
 - 长期保护交易权的完整性，活跃交易，启动卖旧买新需求。

调整限售政策的城市举例

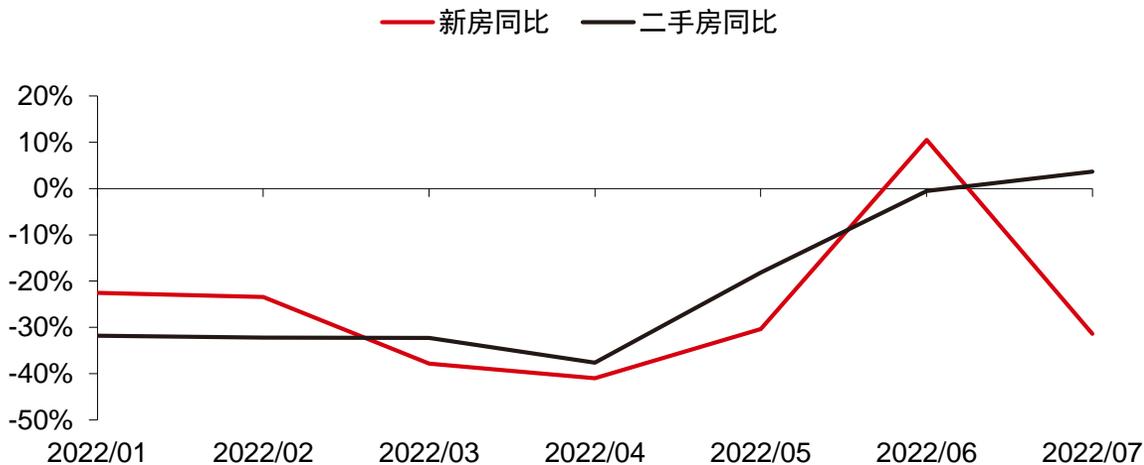
模式	城市	内容
取消限售	哈尔滨	发布《关于废止〈哈尔滨市人民政府办公厅关于进一步加强房地产市场调控工作的通知〉的通知》，购房人完成不动产权属登记，取得不动产权证即可上市交易。
缩短年限	苏州	二手房限售缩短至3年（原为5年）。
取消限售	芜湖	正式取消“新房和二手房2年限售”政策。具体为2017年5月8号的“新房限售2年”政策取消；2021年9月3日的“二手房限售2年”政策取消；2021年9月3日的“摇号项目（取证后）3年限售”政策保持不变。
取消限售	宜昌	取消2年内限售限制，
修改标准	绍兴	限售调整为网签备案后3年，此前为取证起算；
取消限售、修改标准	苏州	二手限售全部取消（原限售3年），新房限售取证3年改2年，二孩及以上家庭，出售房屋时不受限售约束；
修改标准	扬州	限售放松：1)本地二套、非户籍首套房限售3年时间从取证缩短为备案。2)支持拆迁户购买改善型住房，拆迁户现有住房不限售。
取消限售	三明	取消限售，此前规定户籍家庭在市区购买第二套及以上商品住房、非三明市区户籍居民在市区购买第一套及以上商品住房，需取得不动产证满三年才能交易。
取消限售	德州	在全市范围内取消新购住房限制转让措施，原规定新房、二手房取证满2年后方可上市交易，非本地居民购房限制转让时间不少于3年。
修改标准	秦皇岛	为落实“放管服”改革要求，购买存量房的购房人申请购房资格核验时仅需提供本人有效身份证件。

资料来源：各地政府网站，中信证券研究部

交付疑虑的表现，应对和可能的解决方案

- 交付问题是局部的，个别的，但交付问题的影响是广泛的。交付问题的影响，主要表现为新房销售明显弱于二手房销售，极个别的交付问题被媒体放大之后，成为居民的普遍担心。
- 解决交付问题不仅需要夯实地方主体责任，也需要顶层设计安排，以便全面综合改善消费者担心。在这个过程中，土地出让方，房地产开发企业，金融机构和购房人，都可能承担一定成本，以便推动问题的解决。
- 交付问题和销售，投资，信用问题都是关联的，解决交付问题不仅需要传统的政策工具（例如下调利率），也需要新的协同政策手段。

二手房和新房的销售同比



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：样本城市包含北京、深圳、杭州、南京、成都、青岛、无锡、扬州、南宁、佛山、江门

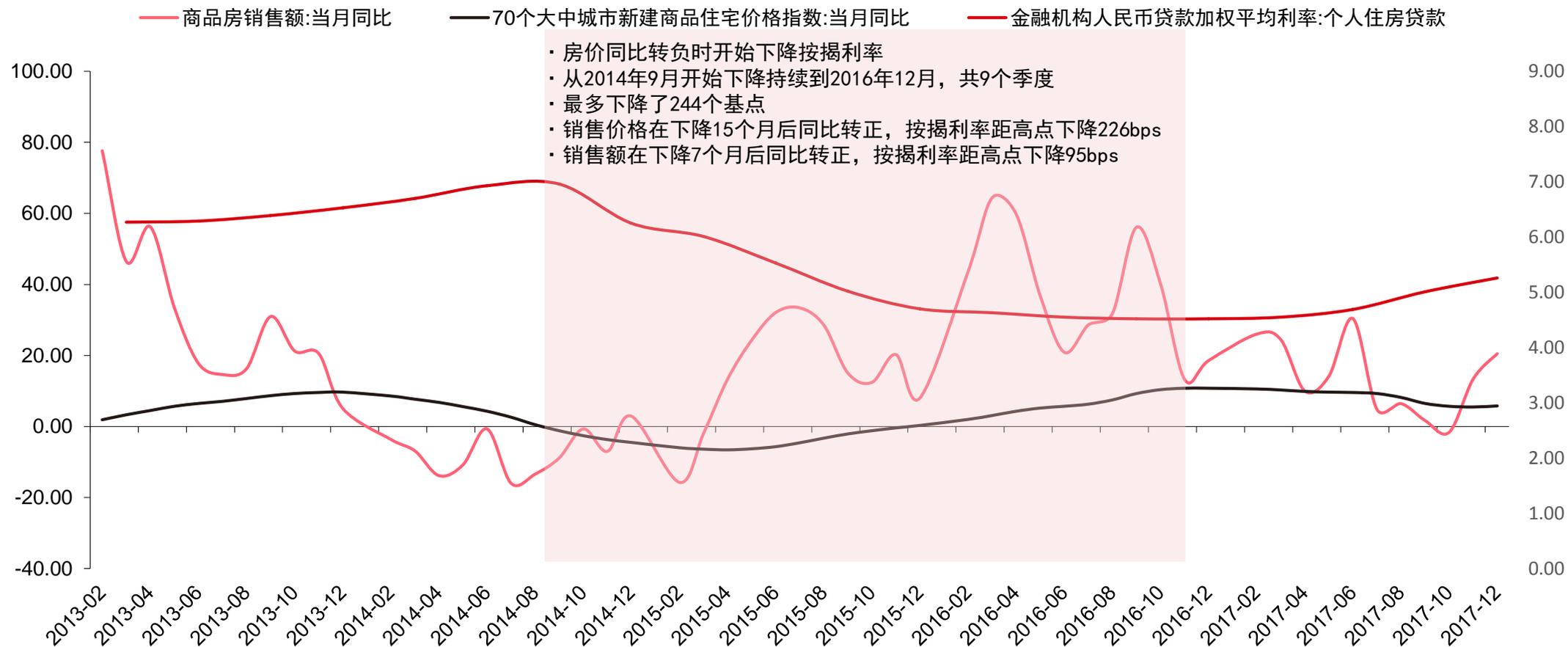
亚洲中资美元房地产债券指数



资料来源：Wind，中信证券研究部

- 2014-15年的宽松周期，按揭利率最多下降了244个基点。
- 按揭利率下降确实对房地产市场起到正面作用。

2014-15年按揭利率下降情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

- 2014年，需求侧政策集中发力，以放松限购、棚改货币化安置和按揭利率的下调为核心。
 - 2014年6月呼和浩特的政策放开，距离8月包括二线城市在内的政策放开，有2个月的时间。
 - 从2014年秋天房地产政策明显放开，到销售单月增速回正，则又有约半年的时间。

2014年各城市放松限购的时间

时间	城市
6月	呼和浩特
7月	济南、长春、海口、温州、宁波、长沙、成都
8月	福州、徐州、金华、合肥、太原、绍兴、佛山、郑州、南昌、昆明、厦门、哈尔滨、台州、银川、杭州、无锡、衢州
9月	青岛、贵阳、西安、大连、兰州、西宁、沈阳、舟山、南京、武汉、珠海、石家庄、苏州
10月	南宁、天津、乌鲁木齐

资料来源：链家研究院，中信证券研究部

2014年以PSL为核心启动货币化安置

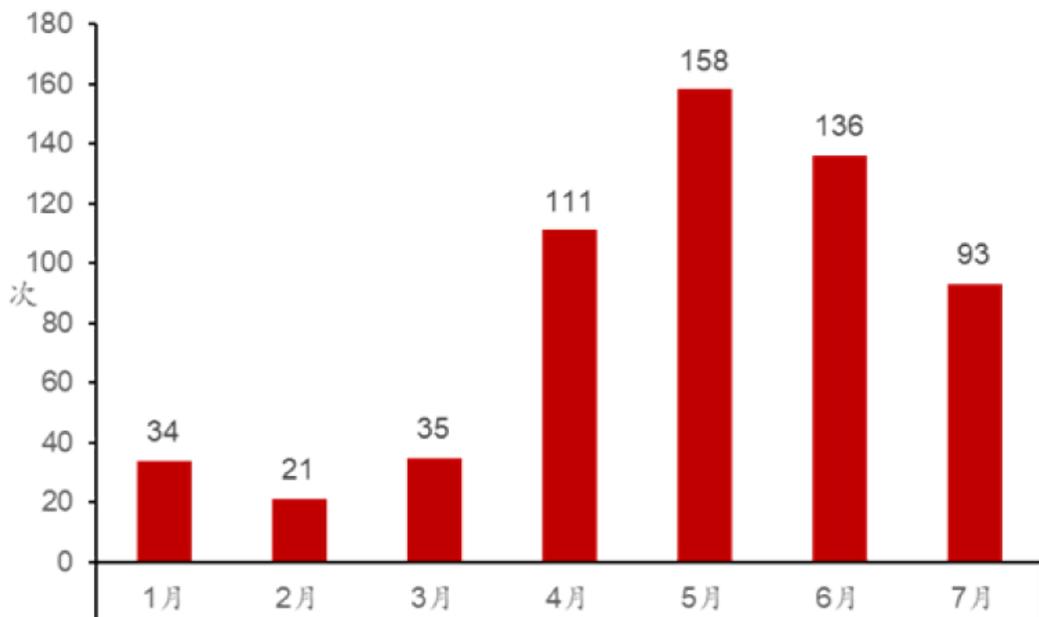
时间	机构	政策或事件	内容
2014年3月	国务院	《国家新型城镇化规划（2014~2020年）》	明确到2020年基本完成城市棚户区改造的任务。
2014年4月	央行	创立抵押补充贷款（PSL）	为支持国家开发银行加大对“棚户区改造”重点项目的信贷支持力度，2014年4月，中国人民银行创设抵押补充贷款（Pledged Supplemental Lending, PSL）为开发性金融支持棚改提供长期稳定、成本适当的资金来源。
2015年6月	国务院	《关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》	抓紧摸清存量商品住房底数， 制定推进棚改货币化安置的指导意见和具体安置目标，完善相关政策措施 ，督促市、县抓好落实，加快安置棚户区居民。
2015年8月	住建部、国开行	《关于进一步推进棚改货币化安置的通知》	要求货币化安置比例不低于50%。

资料来源：住建部，中国政府网，中国指数研究院，中信证券研究部

历史阶段不同，政策空间仍然不小

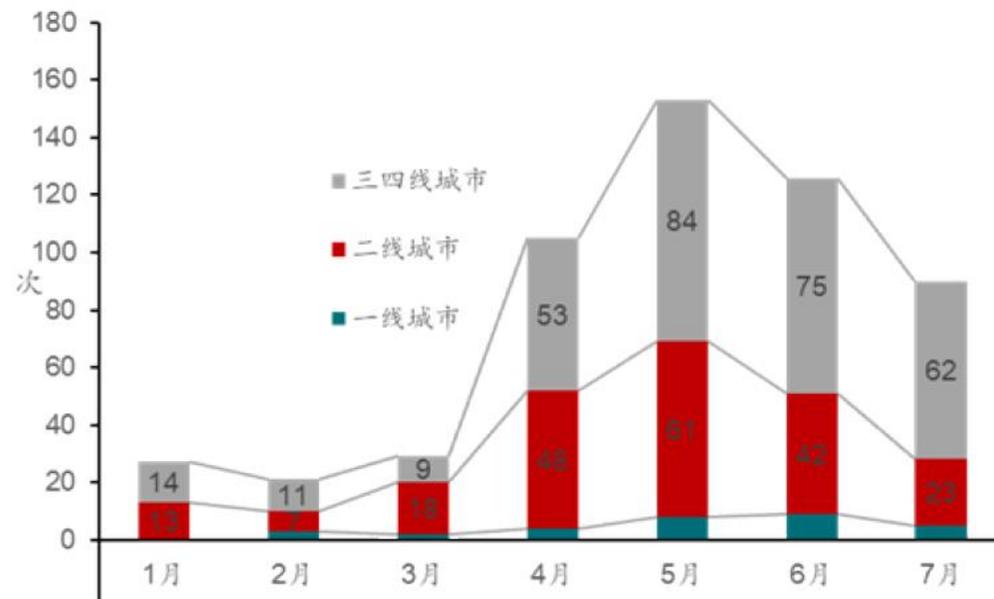
- 今年以来，全国已有约220个省市放松了房地产调控政策，政策出台频次近600次。
- 当前的问题更加复杂。2014年周期虽然有房价下降，但没有信用问题蔓延，也基本没有交付担心。过去几年信用债的流行，企业总部和区域之间资金调度难度更大。
- 我们对政策发力，解决当前行业所面临的问题，推动销售、信用和投资的复苏，有充足的信心。

2022年各月政策发布次数



资料来源：中指院

2022年各线城市政策发布次数



资料来源：中指院

I.III 基本面数据跟踪的基本手段

- **全国数据：**
 - 新开工、销售、竣工、施工、房地产开发投资、70大中城市房价等，每月中旬由国家统计局披露。
- **城市数据：**
 - 各城市披露的定期网签数据，各第三方研究机构披露的房价数据（百城新房价格等）、土地市场数据
- **企业数据：**
 - 企业披露的销售数据、拿地数据、经营数据等。
- **其他数据：**
 - 销售去化率、按揭利率、按揭贷款增速、企业公开市场融资，二手挂牌数据、土地市场情况等。

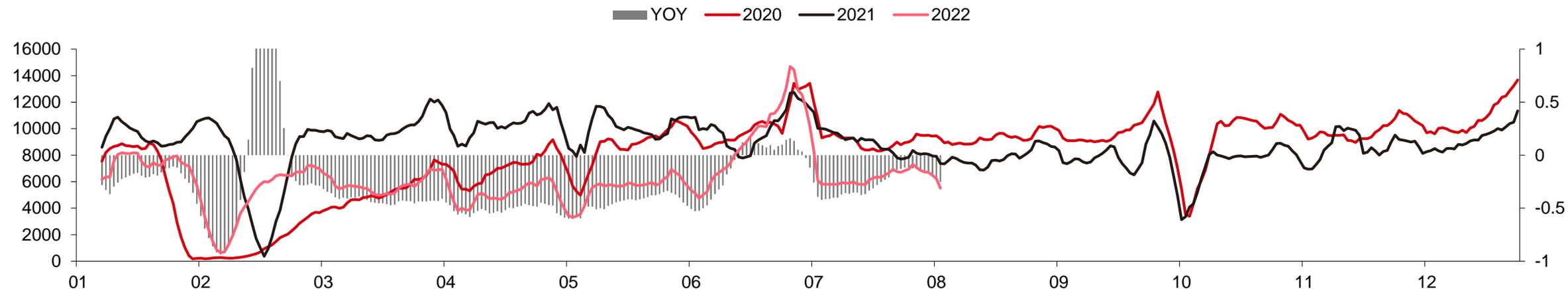
2022年房地产行业分季度预判

时间	商品房销售面积	商品房销售额	商品房销售面积	商品房销售额	房地产投资	新开工面积	施工面积	竣工面积
2022E	-11.2%	-14.2%	-11.2%	-14.2%	-3.0%	-20.0%	1.9%	-10.0%
2022Q1	-13.8%	-22.7%	-13.8%	-22.7%	0.7%	-17.5%	1.0%	-11.5%
2022Q2	-28.0%	-33.2%	-22.2%	-28.9%	-5.4%	-34.4%	-2.8%	-21.5%
2022Q3E	-1.9%	-4.2%	-15.7%	-21.2%	-7.7%	-29.6%	-0.5%	-18.4%
2022Q4E	0.5%	6.7%	-11.3%	-14.0%	-3.0%	-20.0%	1.9%	-10.0%
数据口径	单季度同比	单季度同比	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	期末累计值同比	期末累计值同比

资料来源：国家统计局，中信证券研究部预测

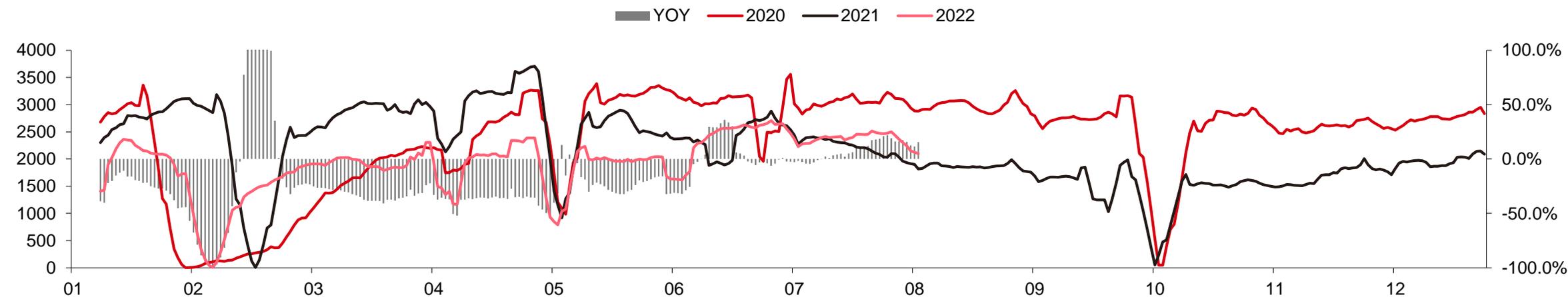
■ 销售恢复的过程从二手向一手传导，从高线城市向低线城市传导。

42个样本城市的新房网签套数：七日移动平均



资料来源：Wind，中信证券研究部

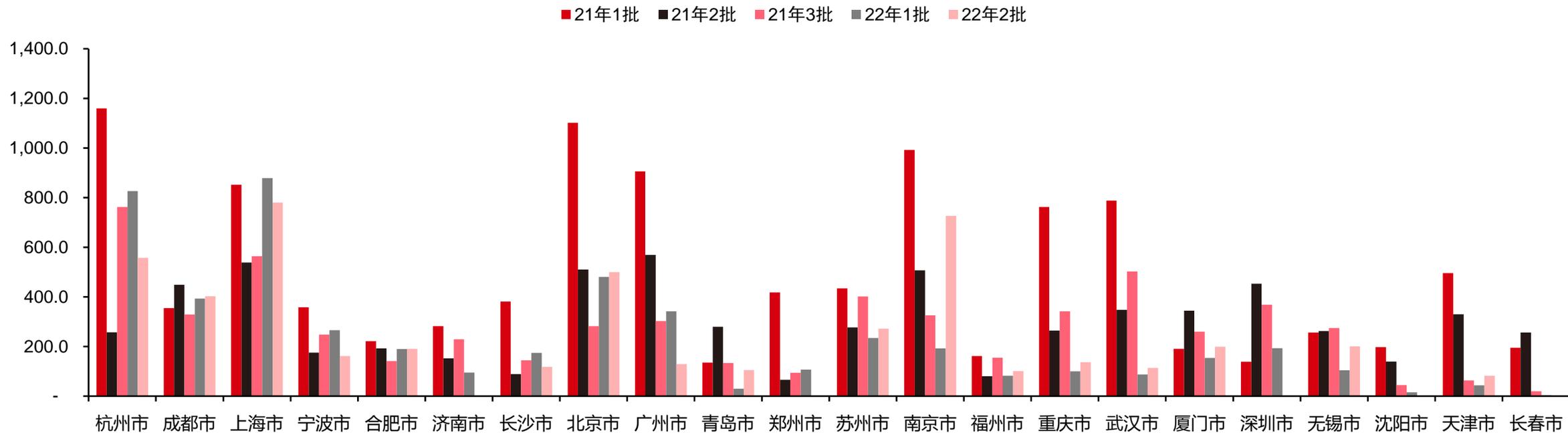
12个样本城市的二手房网签套数：七日移动平均



资料来源：Wind，中信证券研究部

- 销售的艰难修复，也进一步压制了地产开发企业的拿地积极性。
- 从22城土地出让结果来看，大部分城市土地成交数据表现都有所下滑。

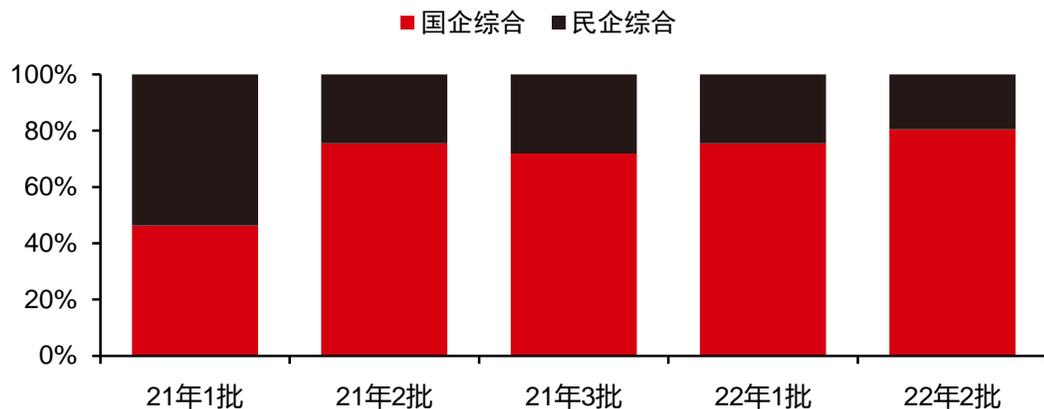
22城土地集中出让各批次已成交土地价格（亿元）



资料来源：中指数据，中信证券研究部

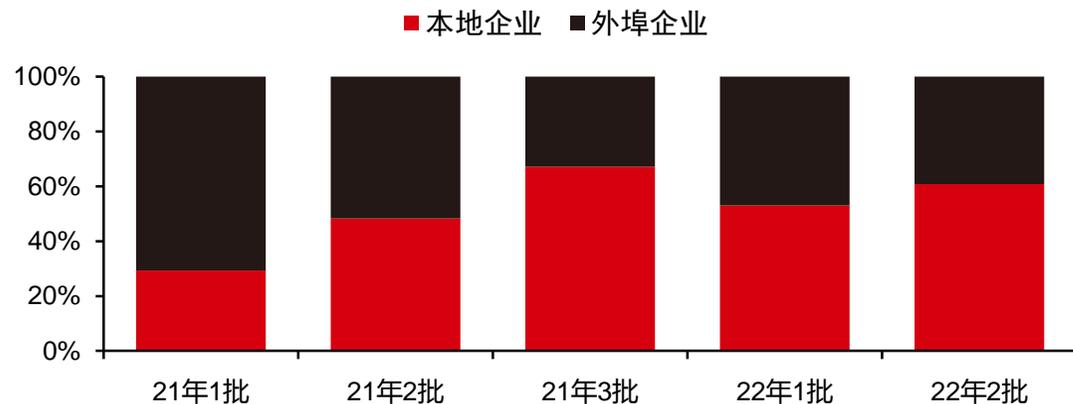
■ 土地市场的结构性变化：国企拿地占比提升，本地企业拿地占比提升。

商品房销售面积和新开工面积单月同比 (%)



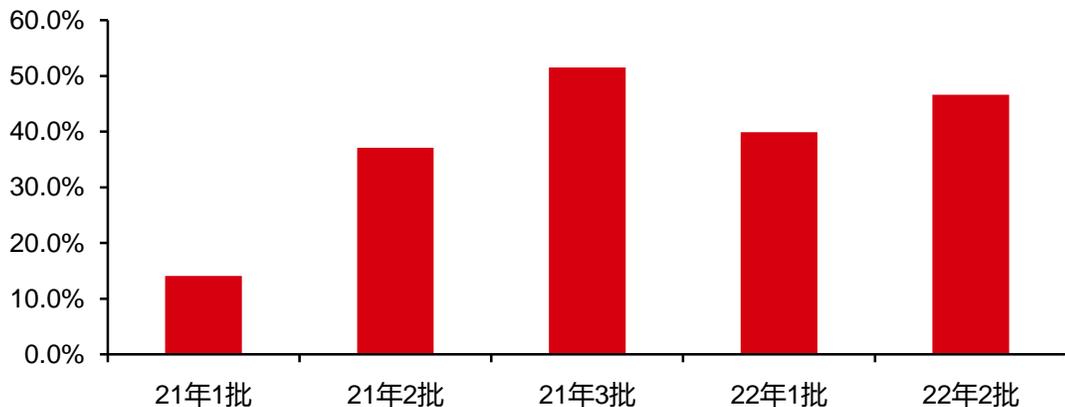
资料来源：中指数据，中信证券研究部 注：2022年2批次仅包含已完成土地出让的部分城市数据

各批次土地集中出让已成交地块金额结构 (按企业位置)



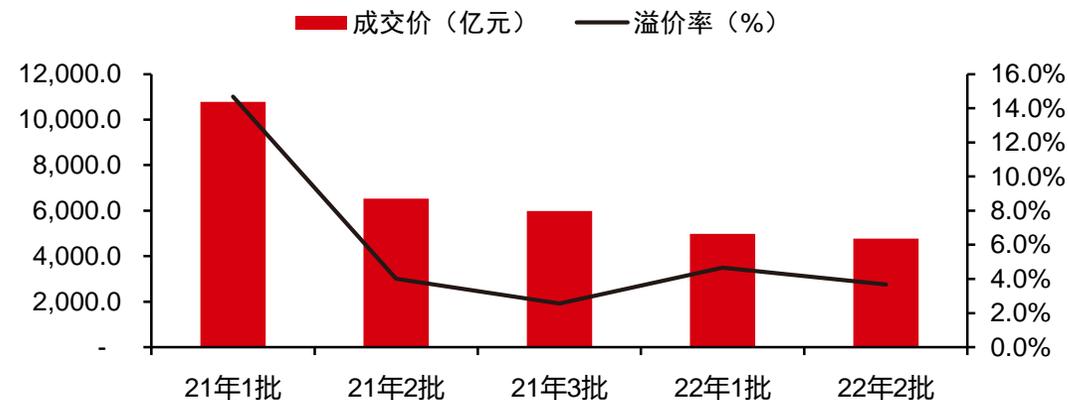
资料来源：中指数据，中信证券研究部 注：2022年2批次仅包含已完成土地出让的部分城市数据

22城土地出让中各城市本地国企拿地金额占总成交金额比重



资料来源：中指数据，中信证券研究部 注：2022年2批次仅包含已完成土地出让的部分城市数据

22城2021年以来各批次土地集中出让成交价及溢价率变化



资料来源：中指数据，中信证券研究部 注：2022年2批次仅包含已完成土地出让的部分城市数据

重点企业7月销售情况（亿元，万平方米）

公司	1-7月	7月	1-7月	7月	1-7月	7月	1-7月	7月
	金额	金额	面积	面积	金额同比	金额同比	面积同比	面积同比
碧桂园	2,855	385	3,623	461	-43%	-48%	-36%	-48%
万科A	2,473	320	1,483	192	-39%	-38%	-41%	-38%
融创中国	1,236	108	934	81	-67%	-78%	-63%	-77%
保利发展	2,432	330	1,512	205	-26%	-22%	-24%	-34%
中海地产	1,570	185	710	84	-32%	-19%	-38%	-19%
绿城中国	1,401	273	658	119	-28%	20%	-23%	-9%
世茂集团	506	68	313	42	-71%	-69%	-68%	-66%
华润置地	1,490	280	693	106	-21%	22%	-37%	-18%
招商蛇口	1,428	240	597	109	-28%	18%	-30%	26%
龙湖集团	1,040	182	628	120	-36%	-4%	-33%	5%
新城控股	762	110	763	106	-43%	-35%	-39%	-32%
金地集团	1,191	185	496	77	-37%	-28%	-43%	-37%
旭辉集团	792	161	528	114	-50%	-23%	-41%	13%
中国金茂	804	105	427	59	-46%	-40%	-51%	-51%
越秀地产	554	65	201	24	5%	26%	1%	20%
滨江集团	797	113	152	30	-21%	-11%	-31%	31%
建发房产	732	112	374	62	-30%	-1%	-27%	40%
华发股份	581	88	202	23	-18%	28%	-27%	-2%
合计	22,644	3,308	14,294	2,013	-38.9%	-28.7%	-39.7%	-36.1%

资料来源：亿翰数据，中信证券研究部

重点城市新开盘项目去化率



资料来源：中国指数研究院，中信证券研究部

II. 报表阅读和企业信用研究

■ 资产负债表的负债端：

- ✓ 融资结构分析：净负债率，有息负债率，短期债务负担；
- ✓ 融资渠道分析：公司债，银行贷款，中期票据，美元债务，非标融资，产业占款；
- ✓ 融资成本分析：加权平均融资成本，分类平均融资成本，信用评级展望；
- ✓ 监管要求：三条红线。

■ 资产负债表的资产端：

- ✓ 存货：编制房地产项目表，了解企业每个项目可结算面积、权益比、计划总投资、房价、单位建安成本、土地价格、单方成本、销售结算进度等信息。
- ✓ 汇总比较：城市分布，建筑面积，存货跌价准备。
- ✓ 投资性房地产：记账模式、收益情况、项目业态、分布城市。

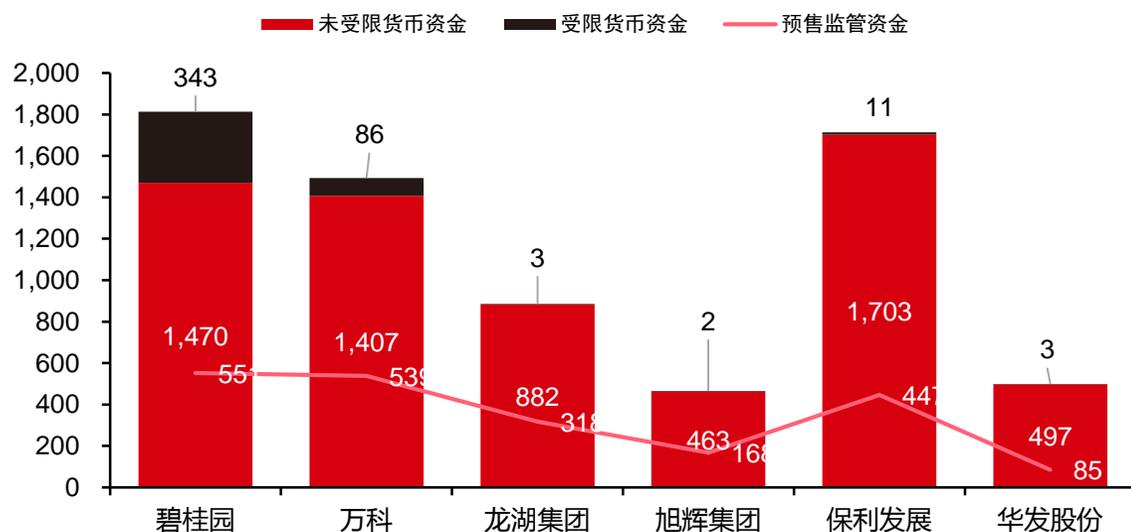
■ 利润表：

- ✓ 当期费用和滞后的收入；
- ✓ 财务费用：利息资本化；
- ✓ 盈利能力；
- ✓ 权益比：跟投、联合拿地、合作开发、代建。

■ 货币资金的异化：

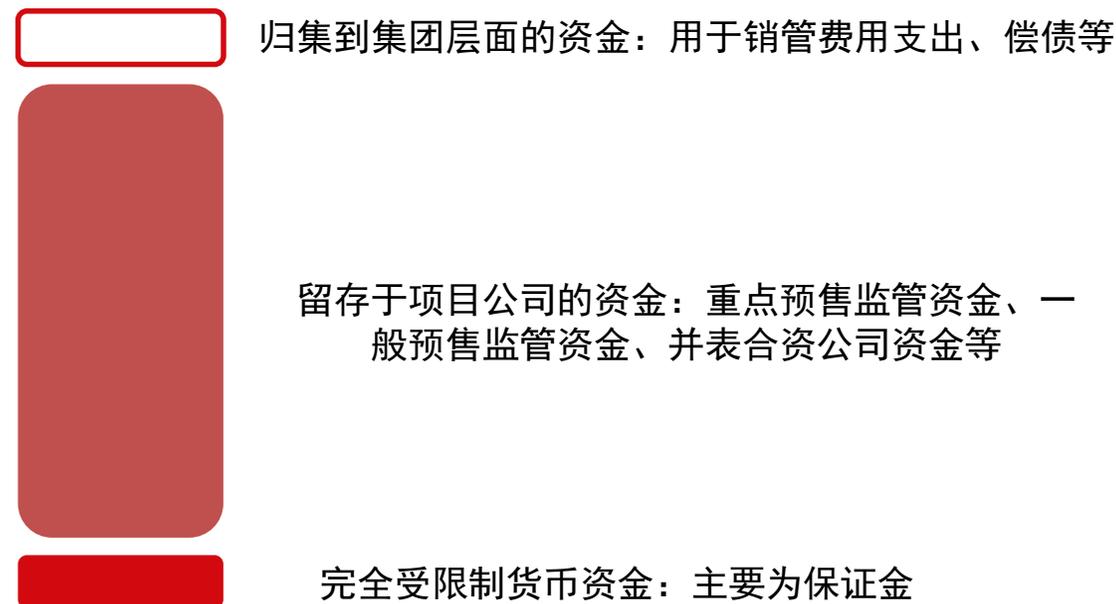
- 房企披露的受限资金主要为保证金，少部分房企会算上重点预售监管资金。部分房企会披露货币资金中的预售监管资金。
- “非受限”货币资金包含了大量预售监管资金和留在并表合资子公司的资金。一旦地方政府预售资金监管收紧或合作项目封闭管理，集团层面就难以归集调用这部分资金。
- 受限制和非受限本身并没有完全精确的边界，限制是一个递增的程度，不是一个两分的状态。

2021年报部分房企货币资金披露情况（亿元）



资料来源：各公司公告、中信证券研究部

房企货币资金构成

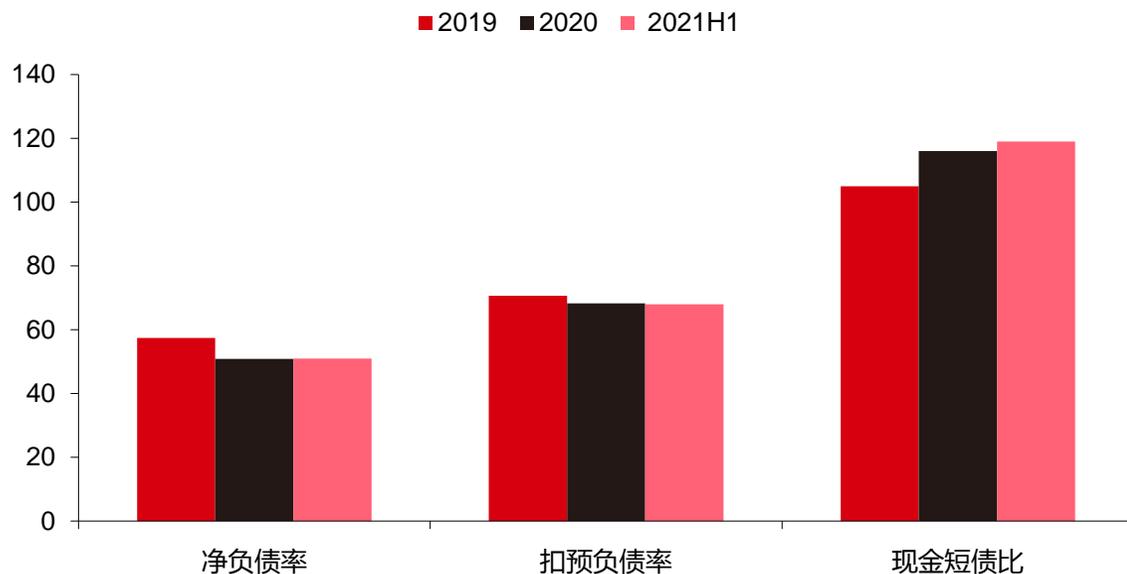


资料来源：中信证券研究部绘制

■ 杠杆率的异化——房企杠杆率被表外债务扭曲：

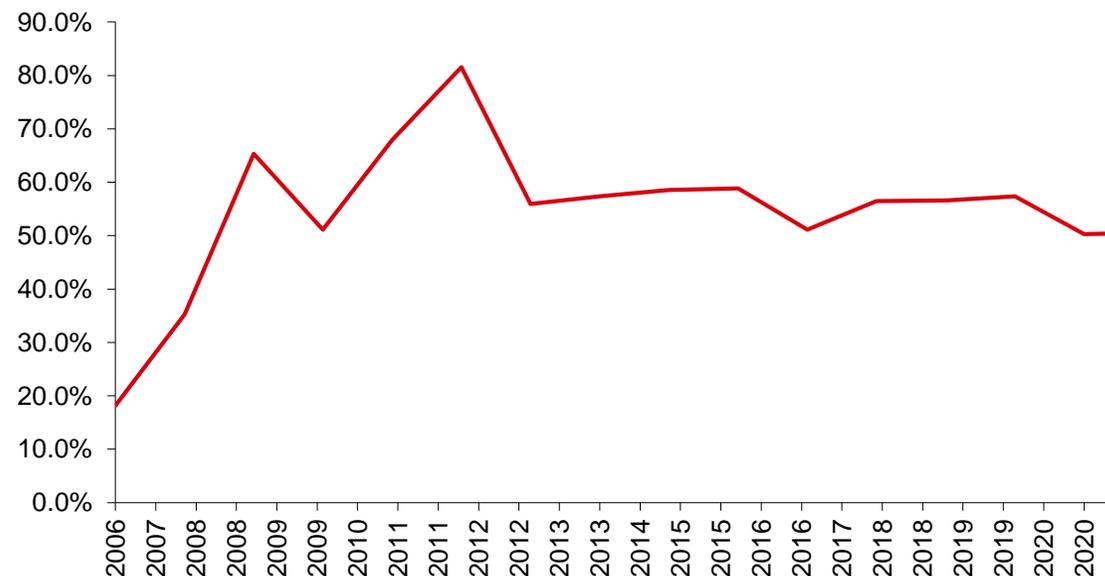
- 信用债市场的“意外”：原本表内杠杆率稳健的公司突然表示资金压力较大，甚至展期公开债务。
- 例如世茂集团的资产负债表看上去非常健康。截至2021年中报，公司净负债率50.9%，扣预负债率68.0%。
- 表外负债、明股实债、关联交易、预售款监管等问题，公司资金回笼和总部资金归集存在双重“闸门”。

世茂集团的三道红线情况（监管口径）



资料来源：世茂集团公告、中信证券研究部

世茂集团的历史净负债率

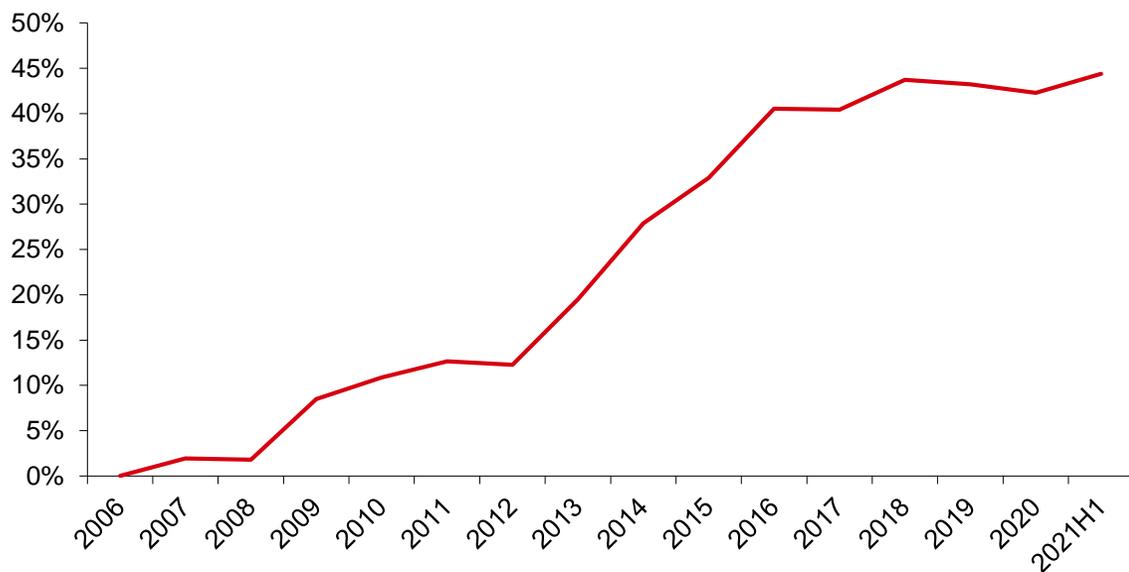


资料来源：世茂集团公告、中信证券研究部

■ 杠杆率的异化——房企表外项目难以研究：

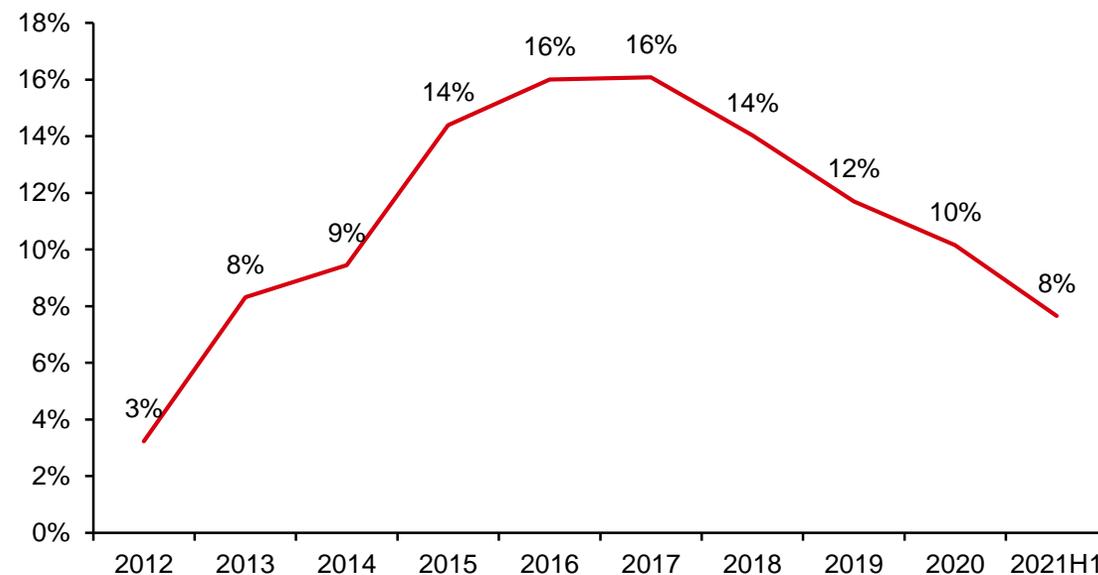
- 公司无义务披露表外项目情况：例如，世茂在2017-2020年经历拿地高峰期，当时土地市场竞争激烈，新增土地储备质量低。公司相当一部分招拍挂和并购拿地放在表外的合联营公司，因此外部分析者很难评估公司拿地质量问题。
- “意外”展期后，投资者审视调整地产债研究框架，在表外情况披露并不清晰的情况下，全盘相信又容易变为全盘不信，过分在意合作项目的风险。表内项目实际的股东隐性责任，也经历从毫不关心到过于担心的过程。投资者很难知晓企业到底有多少项目和出险公司有合作，潜在后续资金缺口有多少。

世茂集团少数股东权益比



资料来源：世茂集团公告、中信证券研究部

世茂集团的应付关联方款项占比

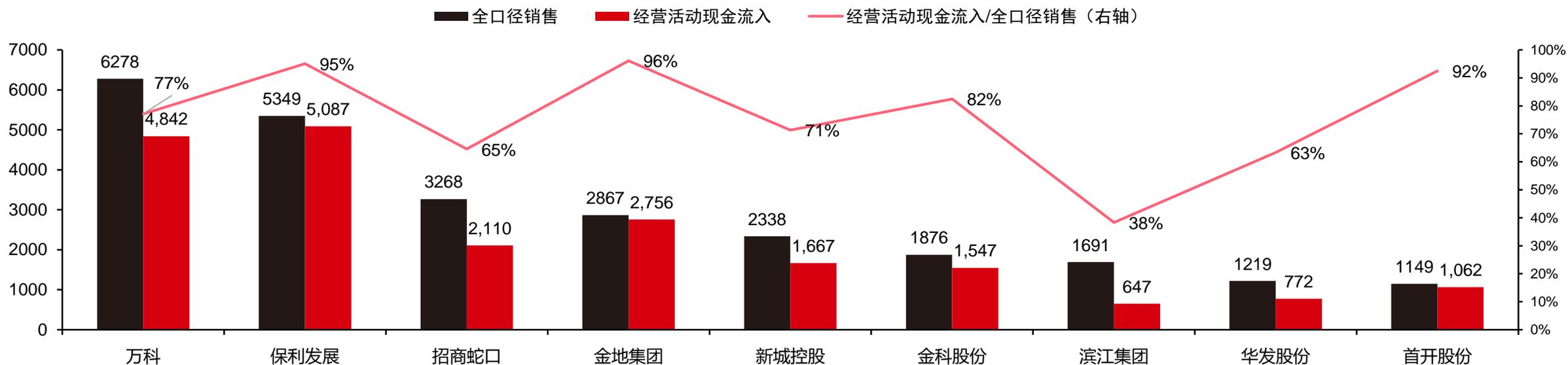


资料来源：世茂集团公告、中信证券研究部

■ 销售与回款的异化——房企的销售回款难以验证：

- 房企一般公布协议（全口径）销售金额或权益销售金额，两者都不等于并表销售金额。
- 房企的当期并表销售也不等于当期回款，且两者都不在审计报告列示。
- 房企的销售主要列入合同负债和营业收入，当期并表销售估计=当期营业收入+当期合同负债净增加。
- A股房企的销售回款部分列在现金流量表的经营活动现金流入中，但不一定包含所有非并表回款。

主要A股房企全口径销售及经营活动现金流入情况（亿元）



资料来源：各公司公告、中信证券研究部

■ 境内债券收益率/价格：

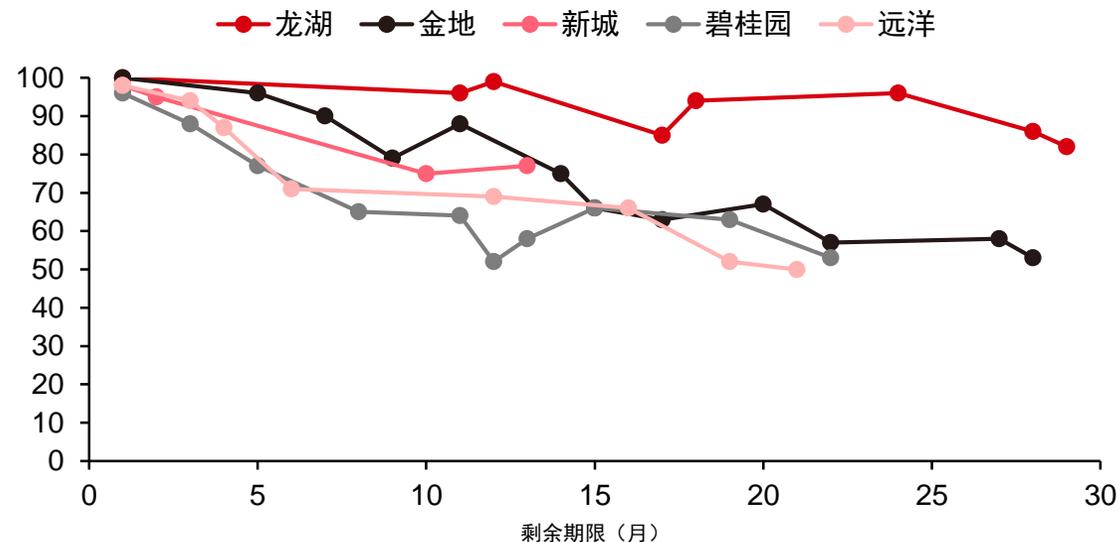
- 债券收益率-国债收益率=信用风险溢价+流动性溢价等。短期内，债券收益率的变化主要来自信用风险的变化；同一时期，横向对比不同房企债券收益率的差异可以评估房企信用风险的区别。
- 票面利率：主要反映了房企发行债券时的信用风险大小。
- 二级市场债券成交收益率/成交价格：主要反映了成交时房企的信用风险大小。

2021年部分房企债券发行票面利率

发行人	债券名称	发行日期	发行期限	票面利率
保利发展	21保利07	2021/7/14	3+2年	3.17%
万科	21万科05	2021/7/22	3+2年	3.19%
龙湖集团	21龙湖03	2021/5/19	3+2年	3.50%
美的置业	21美置02	2021/1/29	3+2年	4.60%
碧桂园	21碧地02	2021/6/10	3+2年	4.80%
新城控股	21新城控股 MTN001	2021/4/19	2+2年	6.30%

资料来源：Wind、中信证券研究部

2022年7月末头部民企境内公募债券成交价格分布（元）

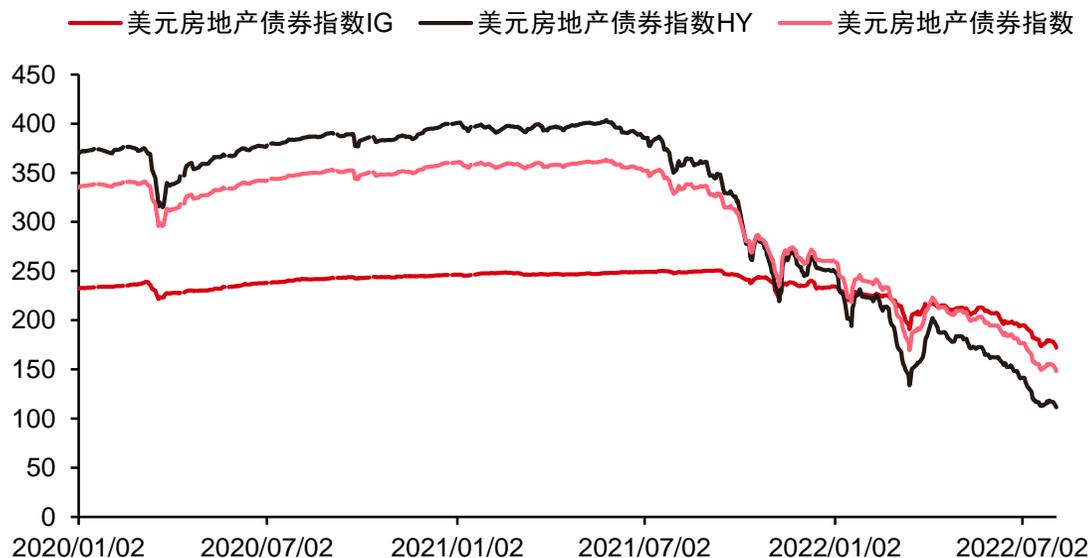


资料来源：Wind、中信证券研究部

■ 美元债券收益率/价格：

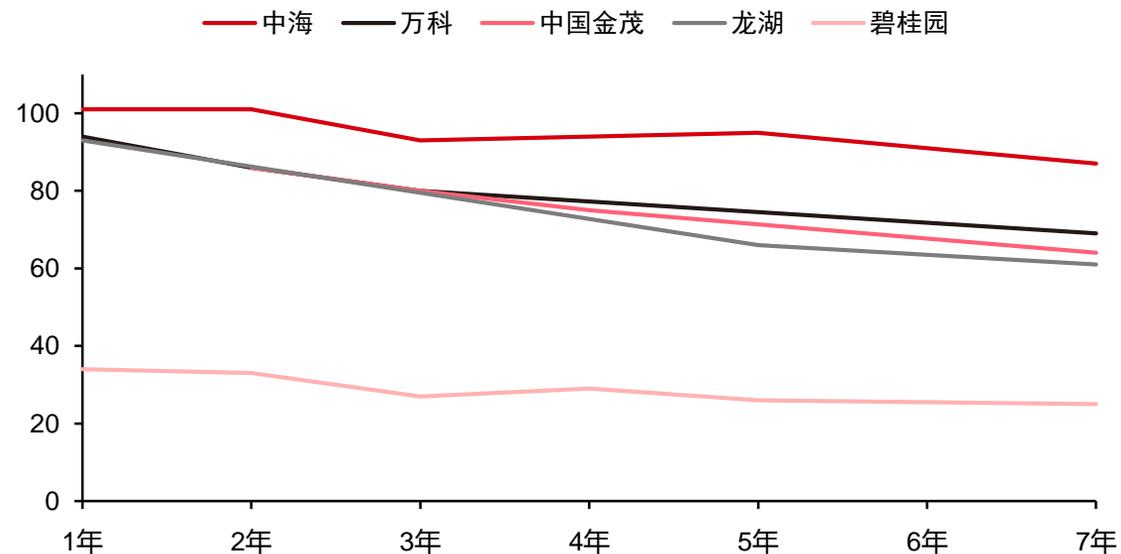
- 许多房企也会发行境外美元债券，房企债券之前一直是中资美元债市场的极其重要的组成部分。
- 由于流动性、做空机制、投资者结构等因素，房企美元债交易往往对消息反应更迅速，先于境内债券出现价格波动，价格的波动性也远大于境内债券。
- 2021年以来，由于民营地产企业持续频繁暴雷，房企美元债价格一路走低。

亚洲中资美元房地产债券指数



资料来源：Wind、中信证券研究部，注：IG指投资级房企，HY指投机级房企

2022年7月末主要房企美元债成交价格（元）

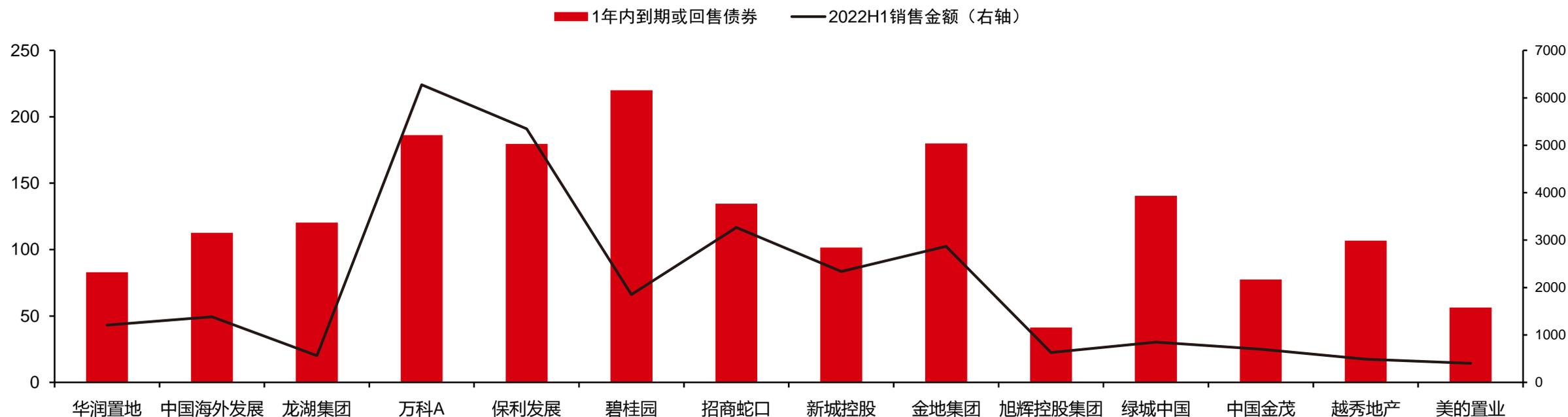


资料来源：Wind、中信证券研究部

■ 到期偿债规模：

- 房企债务到期的期限结构也是评价房企信用资质的重要的财务指标。
- 短期债务占比较高的房企面临债务再融资或偿还的压力更大，且可能融资能力较差，进行长周期融资较为困难。
- 我们也需要考虑短期债务（尤其公开市场债券）的绝对规模，以及销售金额的覆盖程度。

2022年7月底部分房企1年内到期或回售债券（不包含供应链ABS）规模及2022年1-6月销售金额（亿元）



注：龙湖集团、碧桂园披露的是权益口径销售金额，其余公司为（全口径）合同销售金额
资料来源：各企业公告，中信证券研究部

■ 杠杆率指标：

- 2020年8月，监管推出了房企杠杆率“三道红线”监管，指标分别为去预收资产负债率、净负债率和现金短债比。这三个指标确实能够较好衡量房企的杠杆水平。其次，并表销售对短期债务的覆盖程度等指标也可以评估房企的偿债压力。
- 如前所述，房企会用项目出表、发行永续债等方式降低表内杠杆水平，因此需要对指标进行一定调整。

房地产企业主要杠杆率指标说明

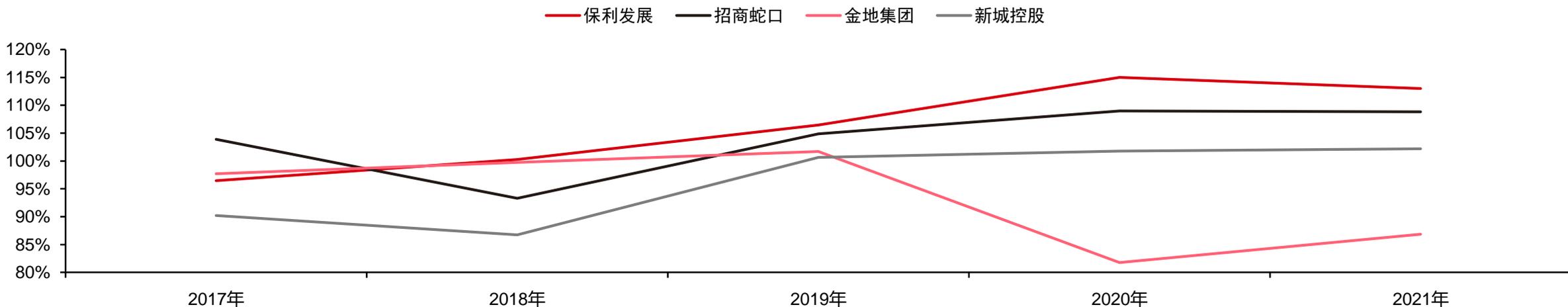
指标	计算公式	调整备注
去预收资产负债率	去预收资产负债率= (总负债-合同负债) / (总资产-合同负债)	净资产中永续债、少数股东权益中疑似明股实债的部分需要调整至总负债中；如果能找到表外项目的财务数据，则一起计算。
净负债率	净负债率= (总有息负债-货币资金) / 净资产	净资产中永续债、少数股东权益中疑似明股实债的部分需要调整至有息负债中；分子加上房企对外非按揭担保余额；如果能找到或合理估计表外债务，则合并计算。
现金短债比	现金短债比=可自由动用现金/短期债务	需合理估计可自由动用现金，不宜直接用报表披露的非受限货币资金；如果能找到表外短期债务，则一并计算。
并表销售对短期债务覆盖倍数	并表销售对短期债务覆盖倍数= (营业收入+期末合同负债-期初合同负债) / 短期债务	对于将杠杆率较高的项目出表的房企而言，这个指标低估了其短期偿债压力；同时我们需要考虑销售金额中建安支出比例的差异。

资料来源：中国人民银行，中信证券研究部

■ 现金回款情况：

- 如前所述，房企的销售回款无法通过审计报告准确获取。
- 销售回款率：房企一般会在年报或业绩发布会等时点公布销售回款率，即当期销售回款/当期销售金额。销售回款率较高的房企一般销售质量和运营效率更好，流动性压力更小。
- A股房企并表项目和非并表项目的销售回款一般分别记在“销售商品、提供劳务收到的现金”“收到其他与经营活动有关的现金”中，因此可除以估计的并表销售金额来估算并表销售回款率。
- 如下图，房企一些年份并表销售回款率大于100%可能因为跨年收款、计入了非并表项目回款等因素，但纵向比较同一个房企的估算并表回款率，可以评估其回款情况的年度变化。

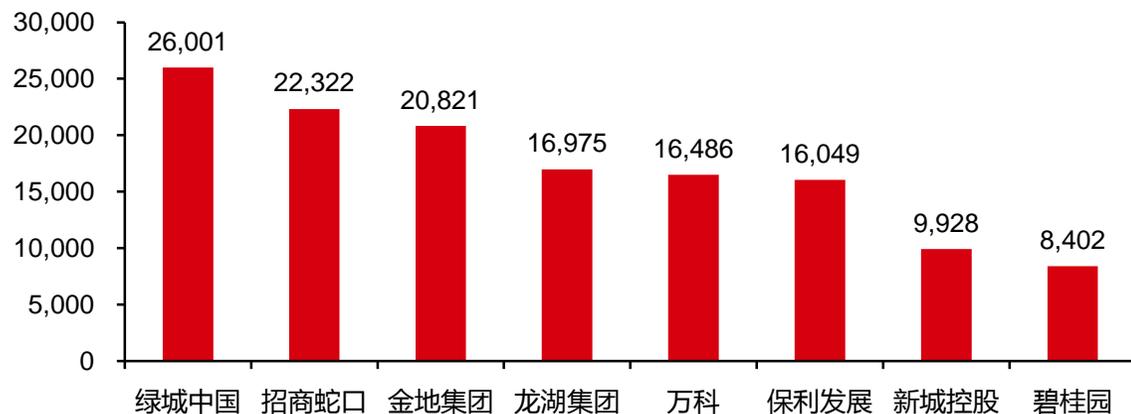
2017-2021年部分房地产企业并表销售回款率估算



■ 项目质量的评估

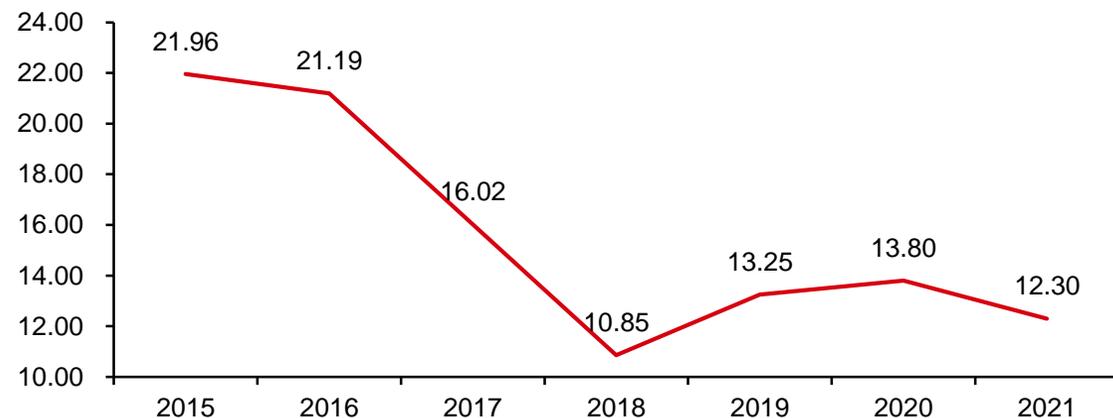
- 从信用角度来看项目质量：包括关注项目大小、项目区位，能级，来源，关注项目去化可能要远超关注盈利能力。
- 越大的项目开发销售周期越长，项目现金流回正所需时间越长，一般来说小盘更为有利。
- 高线高房价项目的去化相对确定，销售均价高低和信用呈现一定的关联度。
- 并购拿地，旧改拿地，相比招拍挂拿地的确定性要低。合作拿地，相比独资拿地的销售确定性低。
- 以上指标都不能作为唯一的依据，企业综合开发能力超越任何一个单项的指标。

2021年部分房企销售均价（元/平方米）



资料来源：各公司公告、中信证券研究部

2015-2021年碧桂园新获取项目平均面积（万平方米）



资料来源：碧桂园公告、中信证券研究部

■ 项目质量——项目“干净”程度：

- 招拍挂项目公开信息充足，不会有隐性债务；并购项目、旧改项目大多披露信息不足，透明度不高，可能藏有隐性债务。
- 招拍挂项目现金流回正速度快且确定性高，而旧改项目普遍开发周期长、资金沉淀多、开发进度受许多因素干扰，因此与招拍挂项目相比有很大劣势。

招拍挂项目：

- 没有隐性债务；
- 投资者容易找到土地面积、出让价格和位置等信息；
- 开发周转速度快；

并购项目：

- 可能有隐性债务，真实收购对价不明；
- 可能不披露拿地价格、面积等信息；
- 可能有诉讼等影响开发销售的问题；

旧改项目：

- 公司一般不公告拿地协议，真实对价不明，土地信息不明；
- 开发进度受拆迁、政策影响很大，开发的不确定性很大；
- 开发周期长、资金沉淀多；

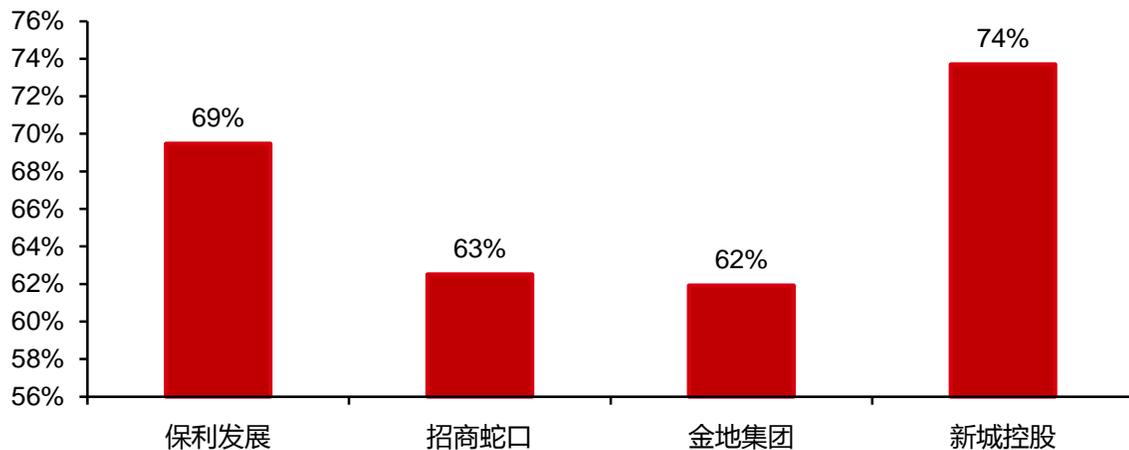
← 透明度高

透明度低 →

■ 项目质量——项目合作方情况：

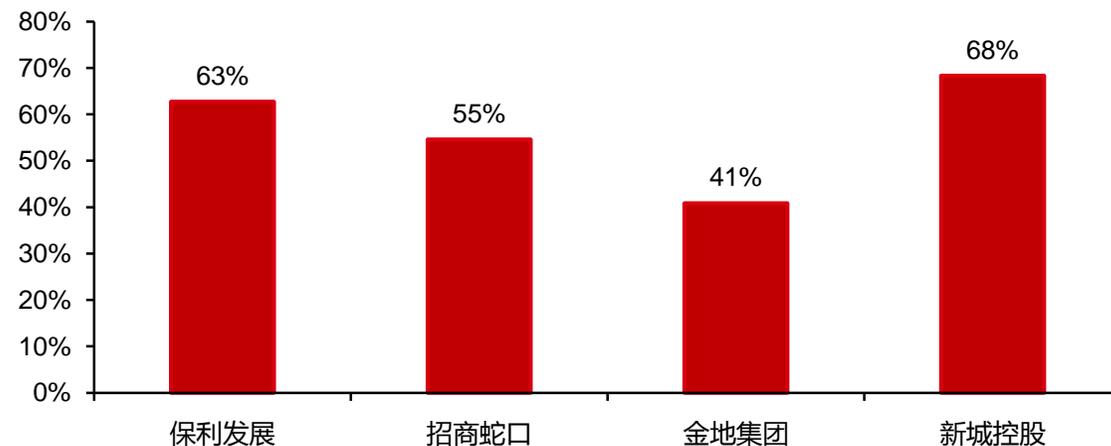
- 项目合作开发是房企常用的开发模式，可以减轻房企在一二线城市的拿地资金压力、分散单一项目开发失败的风险等。
- 然而合作开发也会带来许多问题，比如如果合作方资金链断裂，则可能影响合作项目的开发和销售进度；合作项目的销售回款可能无法快速分配归集到房企总部等。而且这些问题往往在房地产行业景气度低，地产公司暴雷增加的时期才凸显出来，让房企在下行的行业环境中雪上加霜地面临更大的压力。
- 我们可以用房企销售权益比或并表比例来评估合作项目占比的高低，但还需详细梳理重要项目的合作方股东以排查风险。

2021年部分房企克而瑞权益销售金额/全口径销售金额



资料来源：各公司公告、克而瑞、中信证券研究部

2021年部分房企估算并表销售金额/全口径销售金额

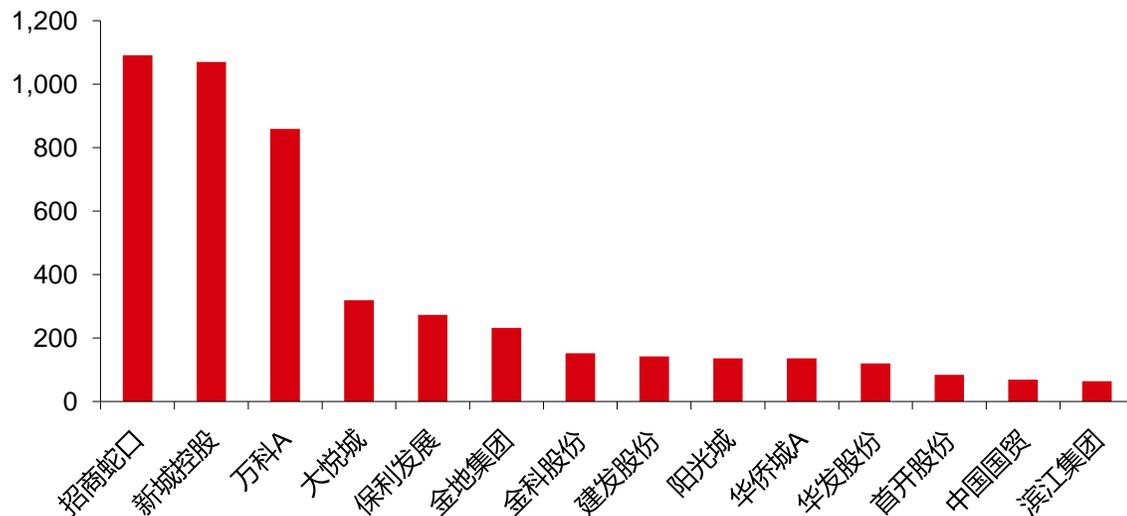


资料来源：各公司公告、克而瑞、中信证券研究部

■ 出租物业的收入可以部分补充偿债资金：

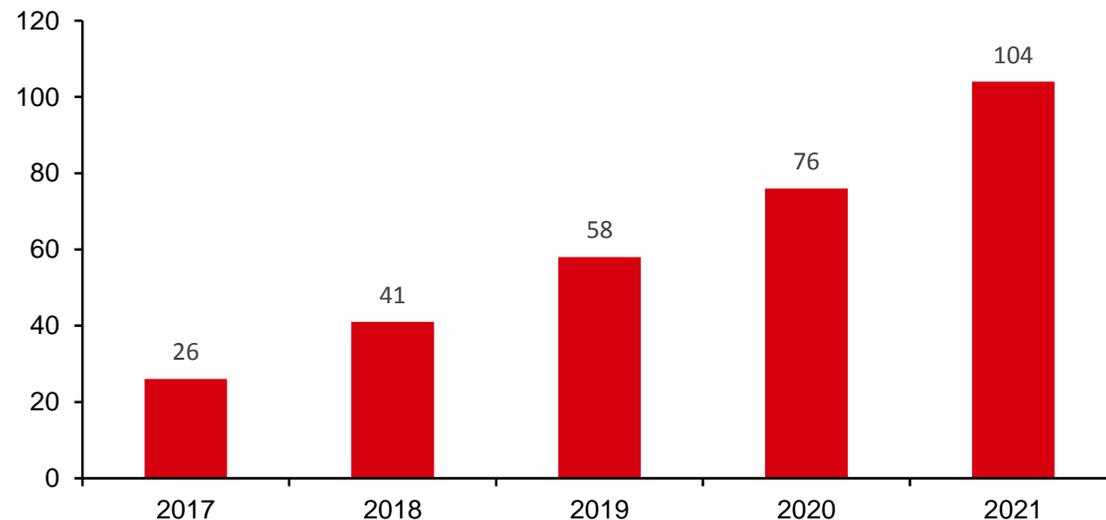
- 部分房地产企业有较多商场、办公楼、酒店等持有型物业，其租金可以作为偿债资金的补充来源。
- 在常规的租金收入外，企业还可以通过用投资性房地产进行抵押融资、或者处置投资性房地产来增加现金流入。

2021年底部分企业投资性房地产净值（亿元）



资料来源：各公司公告、中信证券研究部

2017-2021年龙湖集团租金收入（亿元）



资料来源：龙湖集团公告、中信证券研究部

■ 实际控制人性质：

- 央国企与民企。央企在银行融资支持、融资规范性、土储布局能级等方面优于民企，本轮房企暴雷受影响较小。
- 一些民企实控人在表外有其他资产，有将优质项目输送给自己表外公司的道德风险，甚至在财务困难时可能出现逃废债情况。

	央国企	民企
公司治理	有国资委监督，重视风控，经营策略上更加保守；更换管理层对公司影响较小；管理层表外资产较少	激励较好；管理层大多有表外资产
业务经营	更容易获得优质土储、一般土储布局能级更高、但需要承担一定社会责任如保障房建设等	经营效率、费用管控、周转速度等方面有优势
财务情况	国资委监管杠杆水平；融资更加规范、粉饰报表现象较少；银行融资支持力度大、综合融资成本低	资金的使用效率更高；稳健民企会控制杠杆水平和融资成本
外部支持	央企和财力较强地区的国企可能获得较大外部支持	无

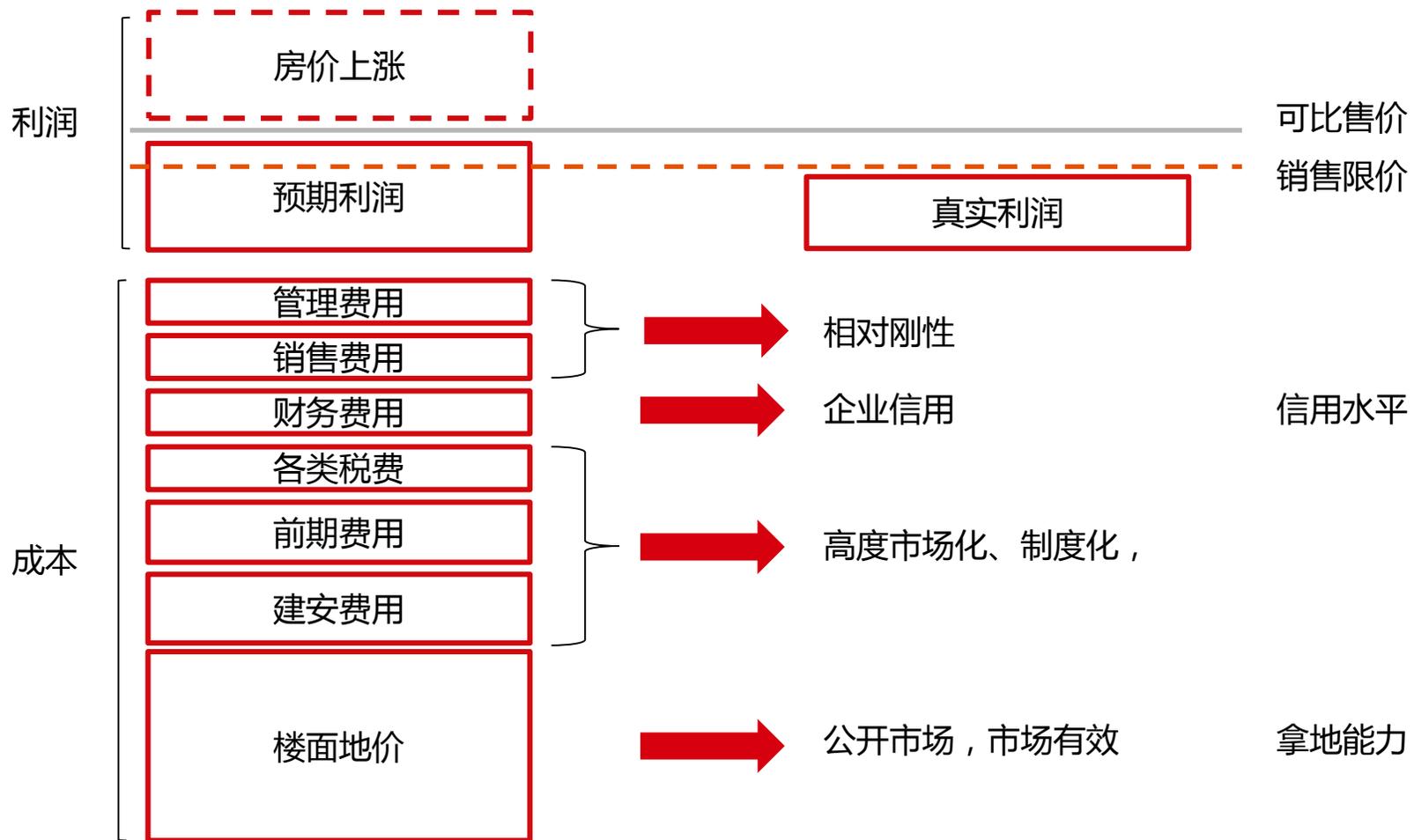
资料来源：中信证券研究部

■ 公司治理情况：

- 公司管理层之间、管理层与股东之间、股东与股东之间的关系是否存在不良记录。
- 公司内部制度是否完善，集团总部对子公司的控制力是否足够。比如，如果集团总部能有效监督和控制子公司的经营、投资、财务、融资，那么往往公司的风险控制、经营效率会更好，财务安全性也更高。
- 公司重要管理层频繁离任则需要警惕。这可能说明公司内部经营出了问题，甚至是债务违约的先兆。

II.1 企业盈利模型的构建要素

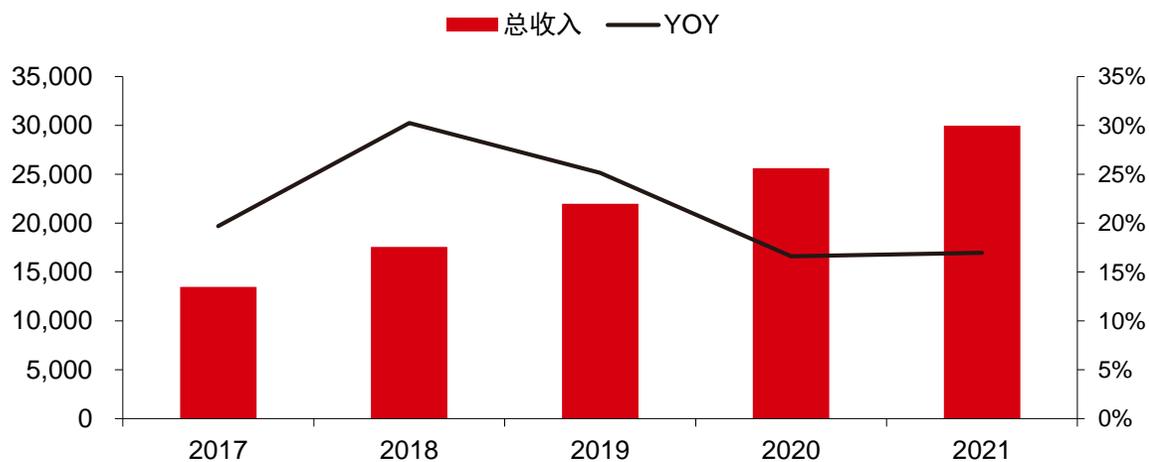
利润对于房价、信用水平和拿地能力的弹性



结算收入开始下滑

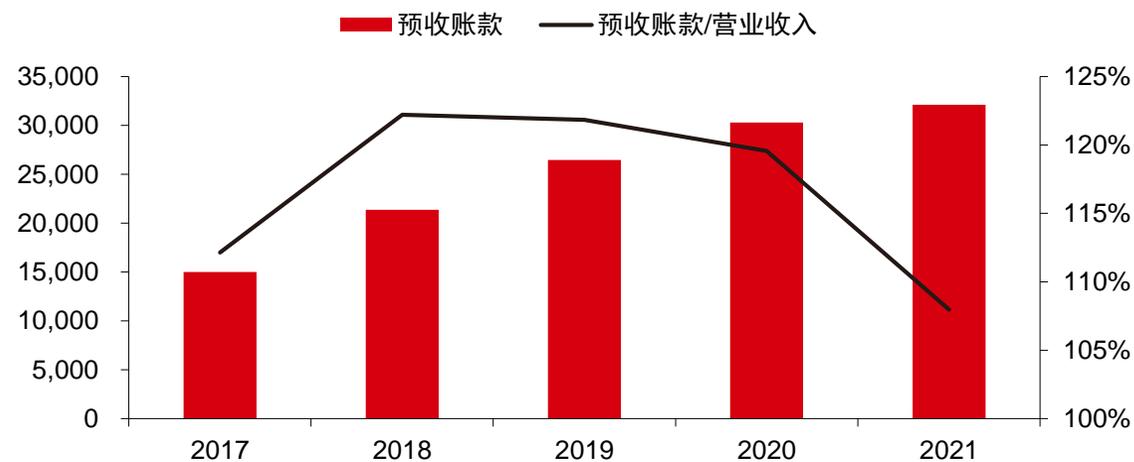
- 样本企业（上市房企）2021年实现收入3.0万亿元，同比增长17.0%，增速和2020年基本持平。
- 2021年末，企业账面预售账款占当年营业收入的比例为108.0%，明显低于2018-2020年的水平，企业未来结算规模增速不容乐观。

样本企业营业收入及增速：亿元



资料来源：Wind，相关公司公告，中信证券研究部

样本企业预收账款及其对营业收入的覆盖度（亿元）



资料来源：Wind，相关公司公告，中信证券研究部

收入大幅下滑的原因

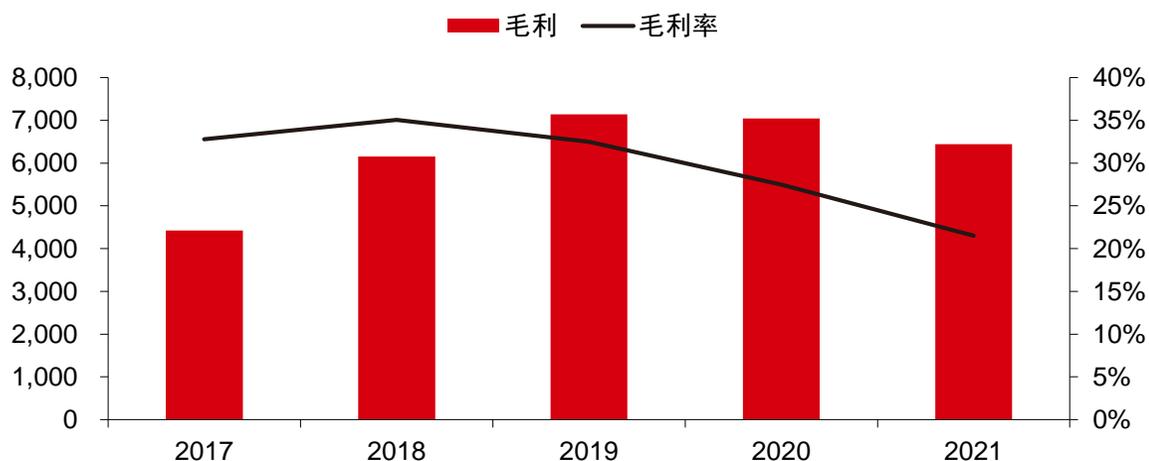
- 我们统计公司2022年中报预减企业的主要原因，在销售和结算端，是由于**市场原因和新冠疫情**所导致的房地产去化困难、交付延迟，也有部分企业表示是由于**交付节奏**的原因。
- 对于部分有经营性房地产业务的企业，**租金补贴**也是中报预减的主要原因。

企业声称的预减收入端原因一览

行标签	市场环境	新冠疫情	交付节奏	租金减免	行标签	市场环境	新冠疫情	交付节奏	租金减免
深物业A				√	世茂股份	√	√		
宋都股份	√				万通发展		√		
光明地产		√			新华联		√		
合肥城建			√		阳光城	√	√		
华联控股	√				渝开发		√		
华远地产	√				粤泰股份	√			
美好置业		√			张江高科	√	√		
南山控股			√		中南建设	√	√		
荣盛发展	√				珠江股份			√	
上实发展		√	√		金科股份	√	√		
ST云城	√	√			大悦城				√
大龙地产	√	√			格力地产	√			
深赛格				√	合计	12	12	4	4

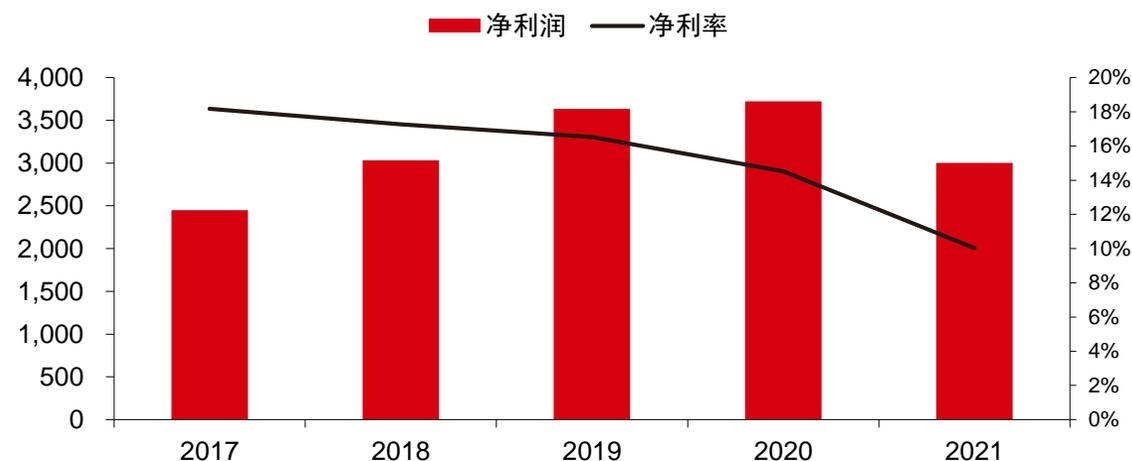
- 样本企业2021年实现净利润3,004亿元，同比下降19.3%。行业毛利率为21.5%，净利率为10.0%，均持续下滑。
- 行业结算增收不增利的现象明显，2018年之后获得的高价土地恶果开始在财务上体现。

样本企业毛利及毛利率：亿元



资料来源：Wind，相关公司公告，中信证券研究部

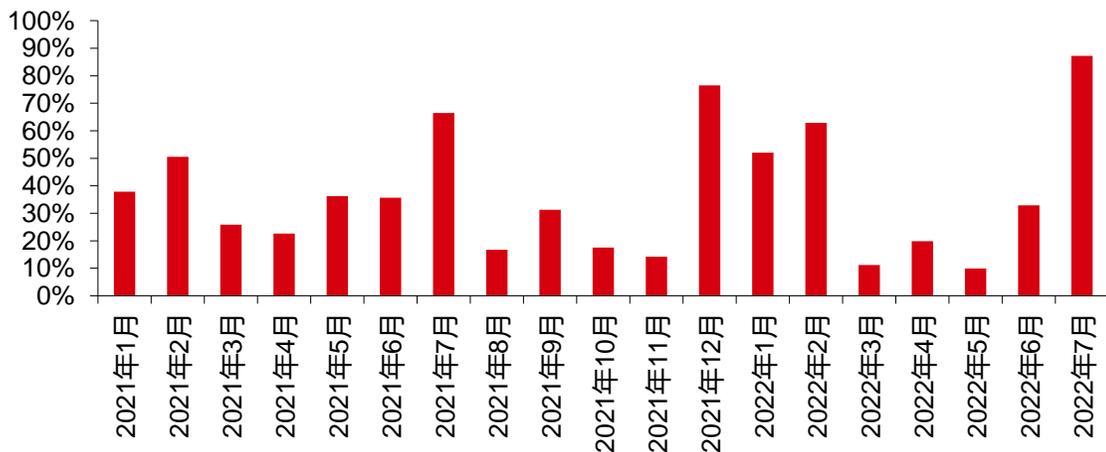
样本企业净利润及净利率：亿元



资料来源：Wind，相关公司公告，中信证券研究部

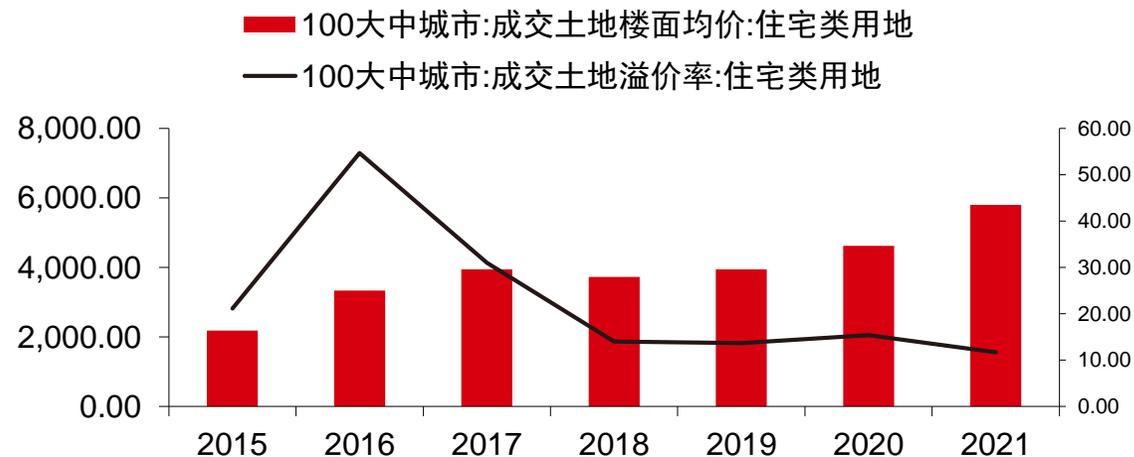
- 地产开发企业已经在很长一段时间内，勉强增加规模，而土地盈利能力下降的问题则在积累。
- 2021年底，伴随信用问题一起，表现为企业盈利的大幅下滑。
- 企业在2021年底存量项目的盈利能力比较低，应该是普遍性的问题。但部分公司可以通过2021年下半年之后的拿地逐渐推动整体项目盈利能力的恢复。可持续发展才能解决货值质量问题。

保利发展拿地销售金额比



资料来源：保利发展公告，中信证券研究部

100大中城市住宅类用地成交土地均价和溢价率（元/平米）



资料来源：Wind，中信证券研究部

盈利能力开始下滑

企业声称的预减利润端原因一览

企业	结算毛利率较低	财务支出增加	计提减值	金融资产公允价值损益	销售费用增加	汇兑损失	结算权益比下降
ST泰禾						√	
财信发展			√		√		
城建发展				√			
合肥城建		√					
京能置业	√						
美好置业	√						
荣盛发展	√						
世茂股份			√				
宋都股份	√						
天房发展		√					
万通发展				√			
新华联		√					
阳光城			√				
粤泰股份	√						
张江高科				√			
招商蛇口	√						
珠江股份			√				
金科股份	√				√		
首开股份	√						
华远地产					√		
ST云城		√					
大悦城							√
合计	8	4	4	3	3	1	1

- 2022年中期业绩预告显示，在利润端，出现次数最多的原因是**结算毛利率下降（或权益比下降）**，但**财务支出增加、销售费用增加、计提减值**也是影响企业净利率下滑的重要原因。

优质房企资金成本持续下降

- 流动性并不紧张，但信用逐渐收紧，白名单不断收窄。
- 个别优秀企业融资成本下降，盈利能力上升，市场份额上升。

部分开发企业近年资金成本

企业	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
华润置地	4.60%	4.20%	4.20%	4.50%	4.50%	4.08%	3.71%
万科A	-	-	-	-	-	-	4.11%
龙湖集团	5.70%	4.90%	4.50%	4.60%	4.50%	4.39%	4.14%
越秀地产	5.00%	4.60%	4.30%	4.80%	4.90%	4.62%	4.26%
华侨城A	-	-	-	-	4.60%	4.48%	4.46%
招商蛇口	4.90%	4.50%	4.80%	4.90%	4.90%	4.70%	4.48%
绿城中国	7.30%	5.90%	5.40%	5.40%	5.30%	4.90%	4.60%
美的置业	-	-	-	5.90%	5.90%	5.33%	4.82%

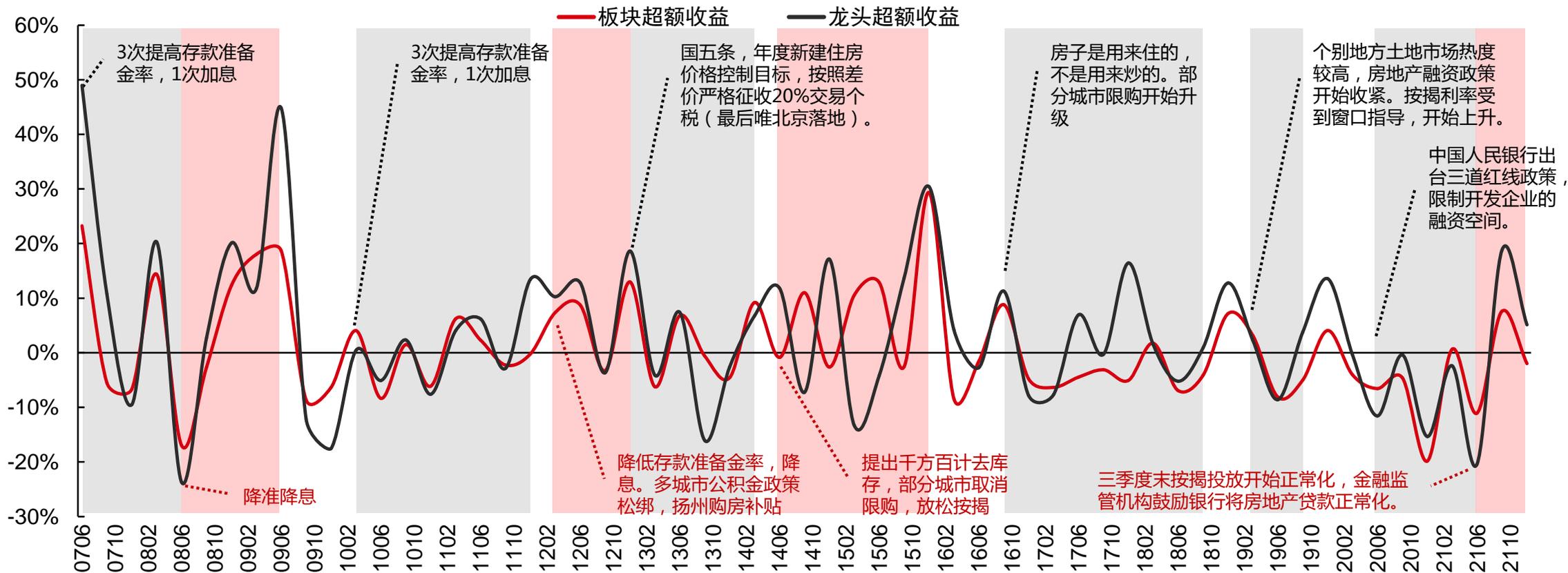
资料来源：各企业公告，中信证券研究部

II.II 权益估值：从政策面到基本面，从 β 到 α

周期复盘：从政策面到基本面

- 从历史复盘看，在政策放松周期，地产板块和龙头地产股的超额收益都非常显著。

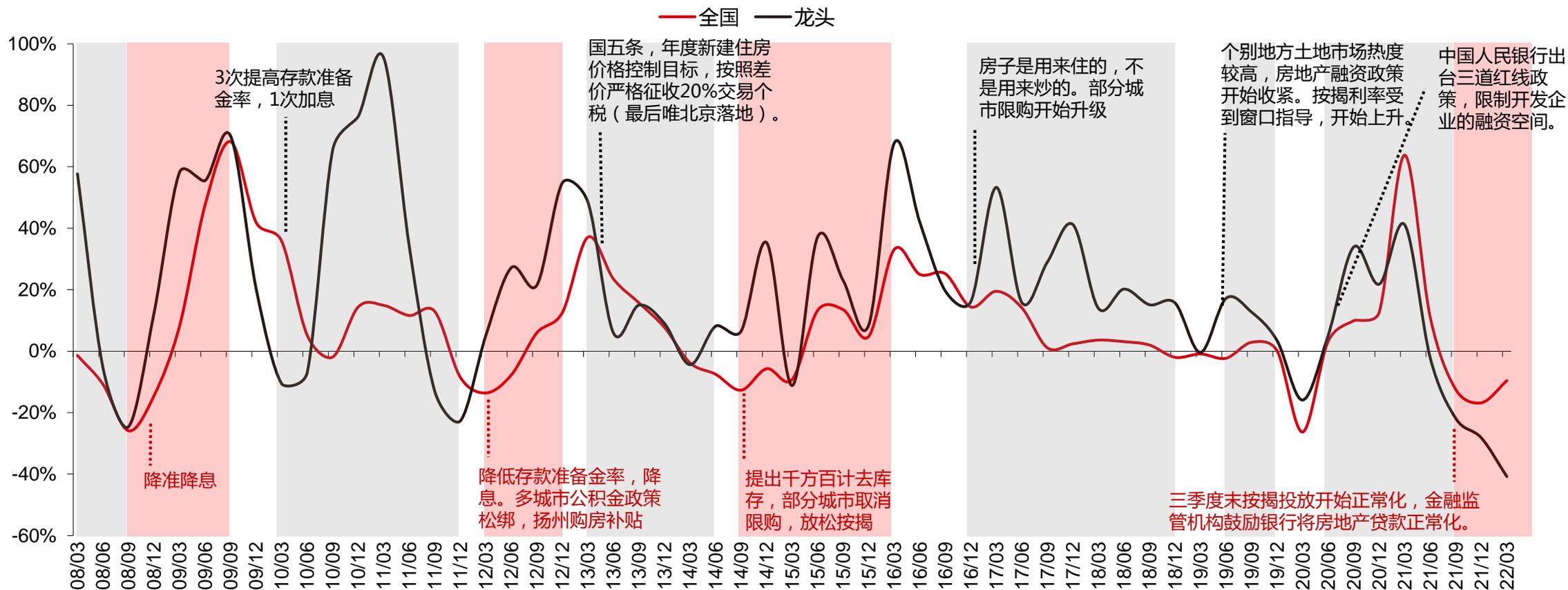
历史周期复盘（单季度超额收益）



资料来源: Wind, 各级政府机构官网, 中信证券研究部

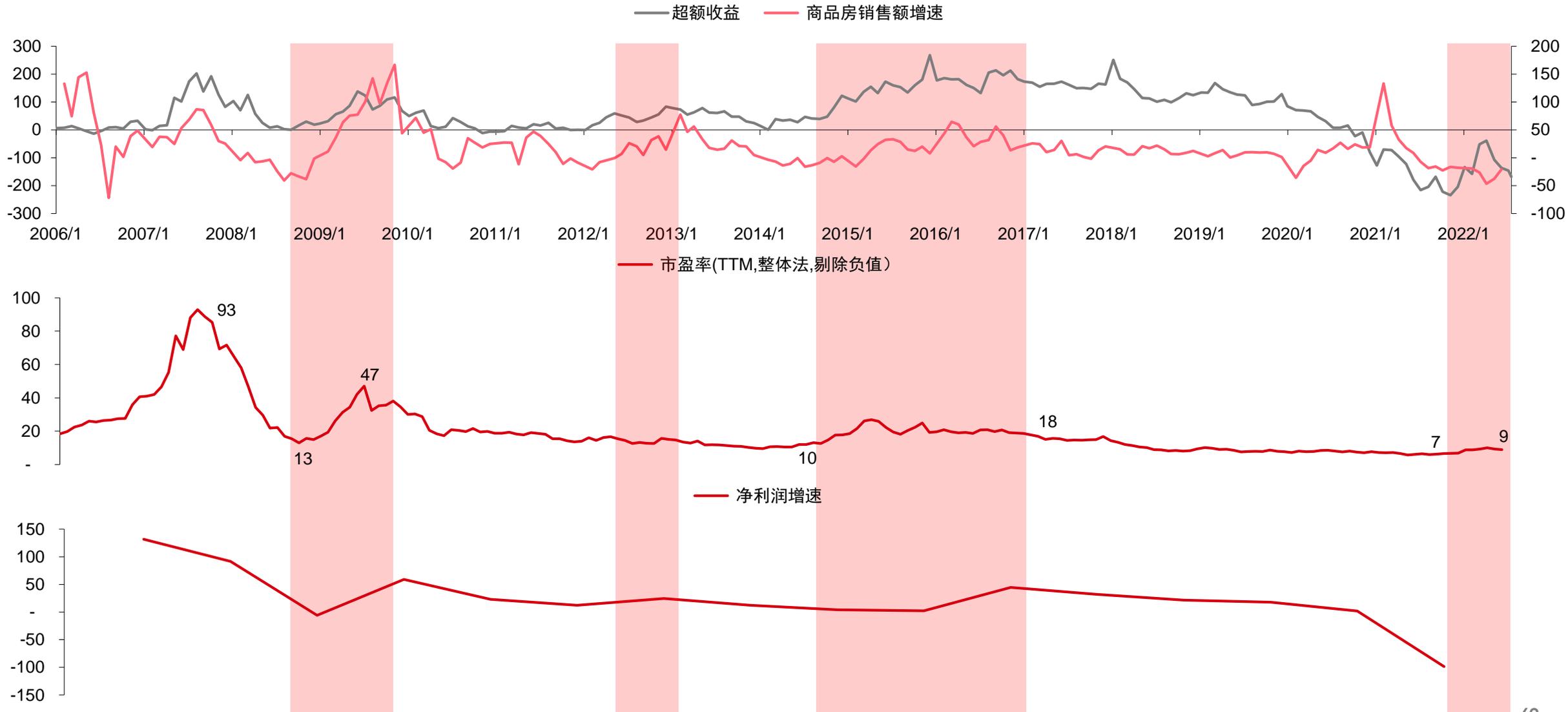
- 从历史复盘看，在政策放松周期，销售有明显的提升。

历史周期复盘（销售面积同比）



周期复盘：从政策面到基本面

历史宽松周期的地产板块情况 (%)



资料来源：Wind，中信证券研究部，注：超额收益左轴，销售额增速右轴

当前位置：蓝筹企业当前估值所处历史位置不高

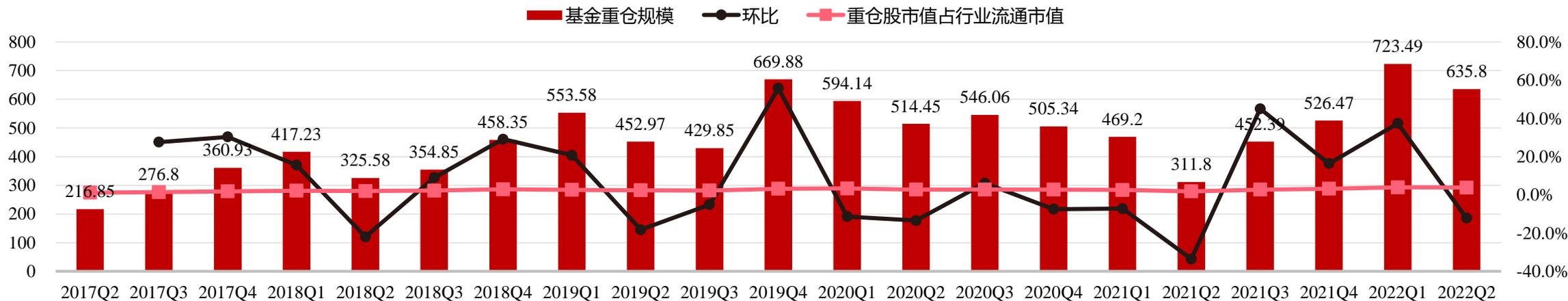
- 当前蓝筹地产企业在过去十年所处的估值位置并不高。
- 许多企业当前PB估值水平在最近十年的不足50%分位数。

各企业当前估值在历史所处位置 (%)						
企业	近五年PE分位数	近五年PB分位数	近十年PE分位数	近十年PB分位数	PE (TTM)	PB (MRQ)
保利发展	21.1	12.4	20.2	7.8	6.4	1.00
金地集团	7.7	0.5	3.9	0.3	4.7	0.71
万科A	37.1	0.1	32.7	0.1	8.3	0.79
招商蛇口	48.4	18.6	36.6	14.0	9.8	1.18
华润置地	2.0	0.5	1.2	0.2	5.5	0.83
龙湖集团	0.0	0.0	0.0	0.1	4.4	0.88
绿城中国	41.3	88.0	56.0	78.9	9.1	0.90
美的置业	0.1	0.0	0.1	0.0	2.5	0.42
越秀地产	55.9	48.8	49.7	50.1	6.6	0.54
建发国际集团	40.9	53.2	35.5	62.0	7.1	1.96
华发股份	36.4	45.7	18.2	43.4	5.0	0.95

当前位置：基金连续9个季度低配

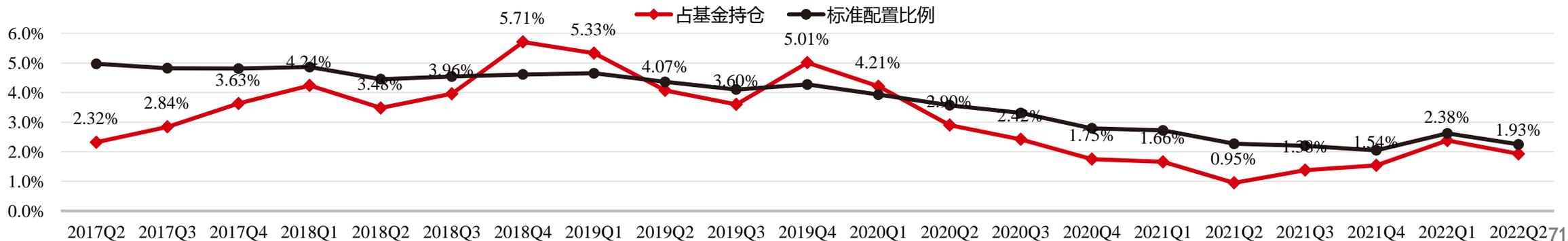
■ 2022Q2基金持仓房地产行业流通盘比例较2017Q2增长2.67pcts：2017Q2-2022Q2房地产行业基金重仓股市值占行业流通市值比例分别为1.17%、2.05%、2.41%、2.76%、1.86%、3.84%。

房地产行业基金重仓规模分析



资料来源：Wind、中信证券研究部

房地产行业基金重仓配置比例与标配比例分析

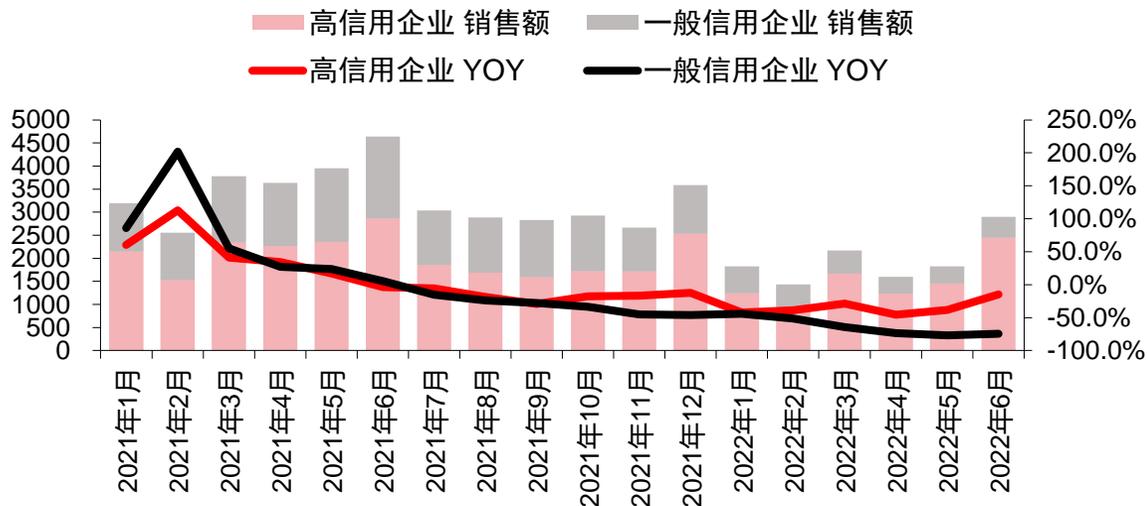


资料来源：Wind、中信证券研究部

开发行业格局剧变：销售下滑，信用暴露

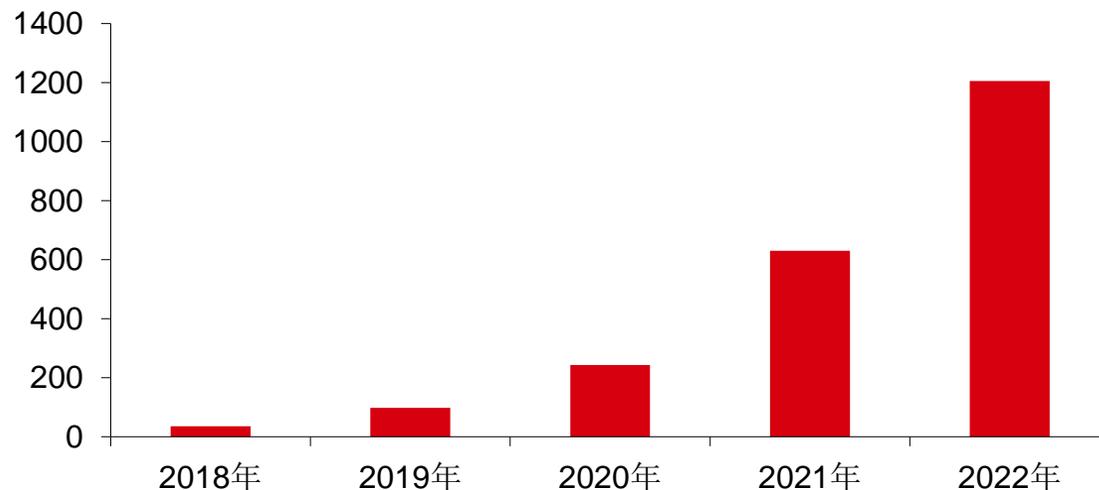
- 在销售下行的大背景之下，高信用企业和其他企业的分化逐渐加剧。
 - 今年六月份在政策支持、需求释放、集中推货的因素下，一些高信用企业率先实现了单月销售同比回正。
 - 资金流紧张的企业由于供应链款项不足难以大规模动工推货，即便推货，消费者也更加担心交付问题。
- 从去年开始，有接近40家开发企业出现了债务展期或违约。
 - 从权益研究的角度，仅在开发行业关注少数的公司。

不同企业销售额出现分化（亿元）



资料来源：各企业公告，中信证券研究部

房地产行业境内债券展期违约情况（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

开发行业格局剧变：格局变化才刚刚开始——从拿地说起

- 我们认为，行业格局的空前调整才刚刚开始，因为有一部分企业最近9个月因为资金问题很少拿地，未来这些公司货值结构会进一步恶化，去化会格外困难。
- 信用的复苏比投资的复苏更晚。

不同时期开发企业销售排名

排名	2018	2019	2020	2021	2022H1
1	碧桂园	碧桂园	碧桂园	碧桂园	碧桂园
2	万科地产	万科地产	中国恒大	万科地产	保利发展
3	中国恒大	中国恒大	万科地产	融创中国	万科地产
4	融创中国	融创中国	融创中国	保利发展	中海地产
5	保利发展	保利发展	保利发展	中国恒大	华润置地
6	绿地集团	绿地集团	中海地产	中海地产	招商蛇口
7	中海地产	中海地产	绿地集团	绿城中国	绿城中国
8	新城控股	新城控股	世茂集团	招商蛇口	融创中国
9	华润置地	世茂房地产	华润置地	华润置地	金地集团
10	龙湖集团	华润置地	绿城中国	绿地集团	龙湖集团
11	世茂房地产	龙湖集团	招商蛇口	龙湖集团	中国金茂
12	招商蛇口	招商蛇口	龙湖集团	金地集团	绿地集团
13	华夏幸福	阳光城	新城控股	世茂集团	滨江集团
14	阳光城	金地集团	金地集团	旭辉集团	新城控股
15	旭辉集团	旭辉集团	中国金茂	中国金茂	旭辉集团
16	金地集团	绿城中国	旭辉集团	新城控股	建发房产
17	绿城中国	中南置地	金科集团	中南置地	华发股份
18	中南置地	金科集团	中南置地	金科集团	越秀地产
19	中梁控股	中国金茂	阳光城	阳光城	首开股份
20	正荣集团	正荣集团	中梁控股	中梁控股	金科集团

资料来源：亿翰智库，中信证券研究部

2022年1-6月开发企业新增货值排行榜（亿元）

排名	企业	全口径新增货值	权益新增货值
1	滨江集团	912	625
2	华润置地	764	710
3	中国铁建	713	636
4	建发房产	710	543
5	保利发展	671	434
6	招商蛇口	603	441
7	绿城中国	594	531
8	中海地产	588	562
9	广州地铁	483	483
10	万科	411	326

资料来源：中国指数研究院，中信证券研究部

机遇期拿地有利于高信用公司的盈利能力修复

- 历过去几年，由于土地市场竞争激烈，近两年结算毛利率较低。
- 而2021年9月至今年年底，可以说是拿地机遇期。在机遇期拿地，不仅十分有利于公司盈利能力的修复，也十分有利于公司维持稳定的推货节奏，保持销售的稳定增长。
- 而能够在机遇期拿地的企业，也通常是现金流较为充裕的高信用企业。

各企业拿地金额占当期销售比例

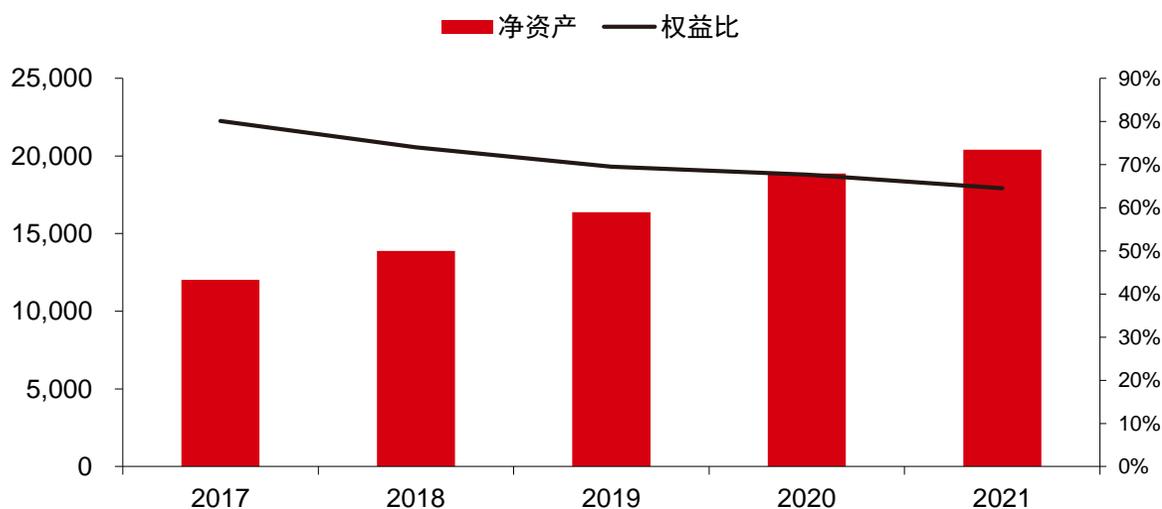
日期	龙湖集团	中海发展	万科A	金地集团	保利发展	招商蛇口	旭辉集团	新城控股	滨江集团
2021Q1	14%	32%	24%	17%	36%	45%	22%	34%	25%
2021Q2	68%	39%	43%	45%	32%	85%	26%	43%	53%
2021Q3	61%	101%	38%	10%	38%	51%	21%	18%	33%
2021Q4	48%	40%	17%	3%	34%	70%	38%	0%	28%
2022Q1	39%	34%	16%	7%	38%	18%	18%	0%	20%
2022Q2	15%	40%	20%	5%	22%	123%	2%	0%	97%

资料来源：各企业公告，中信证券研究部，注：无法统计诸如合作项目并购等因素；可能存在拿地在月报披露不及时问题。

开发行业格局剧变：高信用企业的权益比预计也将有所提升

- 信用和企业销售规模脱钩，企业不需要做大全口径销售额。
- 合作方可能存在资金链问题，会拖累企业的发展。
- 土地市场拿地由于竞争激烈程度下降，权益比可能也有所提升。

样本企业归母净资产（亿元）及权益比



资料来源：Wind，中信证券研究部

企业收购合作方项目的案例

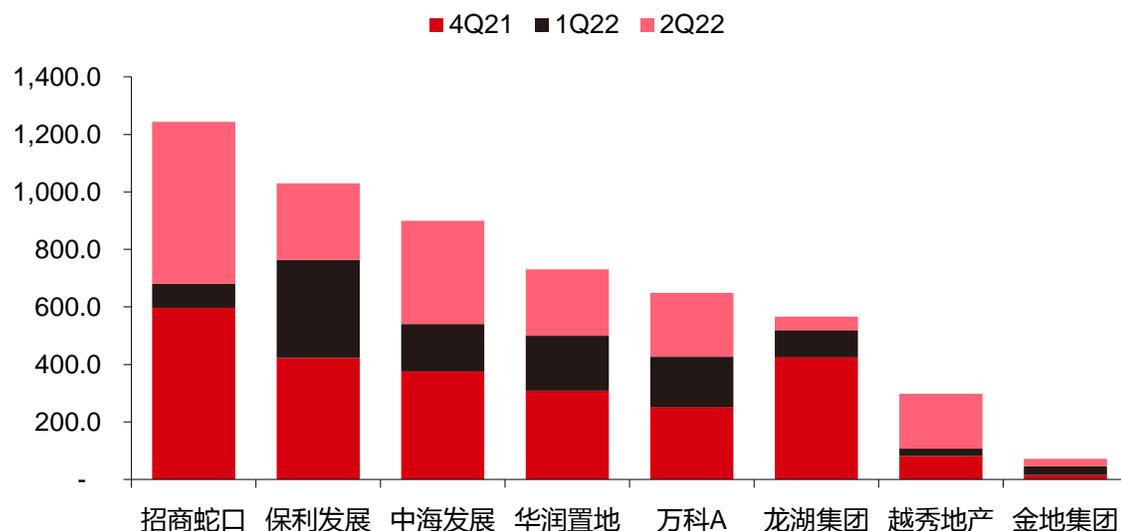
公告时间	买方	卖方	收购标的/项目	收购股权	收购总对价 (亿元)
2022/3/13	美的置业	金科股份	南京科宸房地产开发有限公司	53.0%	9.07
			南京山河宸园企业管理有限公司	50.0%	
2022/3/13	金科股份	美的置业	柳州同鑫房地产开发有限公司	34.0%	1.00
2022/3/13	金科股份	美的置业	岳阳县鼎岳房地产开发有限公司	50.1%	0.84
2022/1/25	中海	雅居乐	亚运城项目	26.7%	18.44
2022/1/25	中海	世茂集团	亚运城项目	26.7%	18.45

资料来源：各公司公告，中信证券研究部

开发行业格局剧变：从销售结算的分化到盈利能力的分化

- 在21Q4以及22年优质土储进入结算、以及权益比提升、资金成本优化等多重原因下，我们预计高信用的优质房企有望在2023年实现盈利能力的见底，而部分更具效率企业可能在2024年迎来盈利能力的修复。

各企业自去年四季度的拿地金额（亿元）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部，注：龙湖集团2022年起为权益口径

部分开发企业近年资金成本

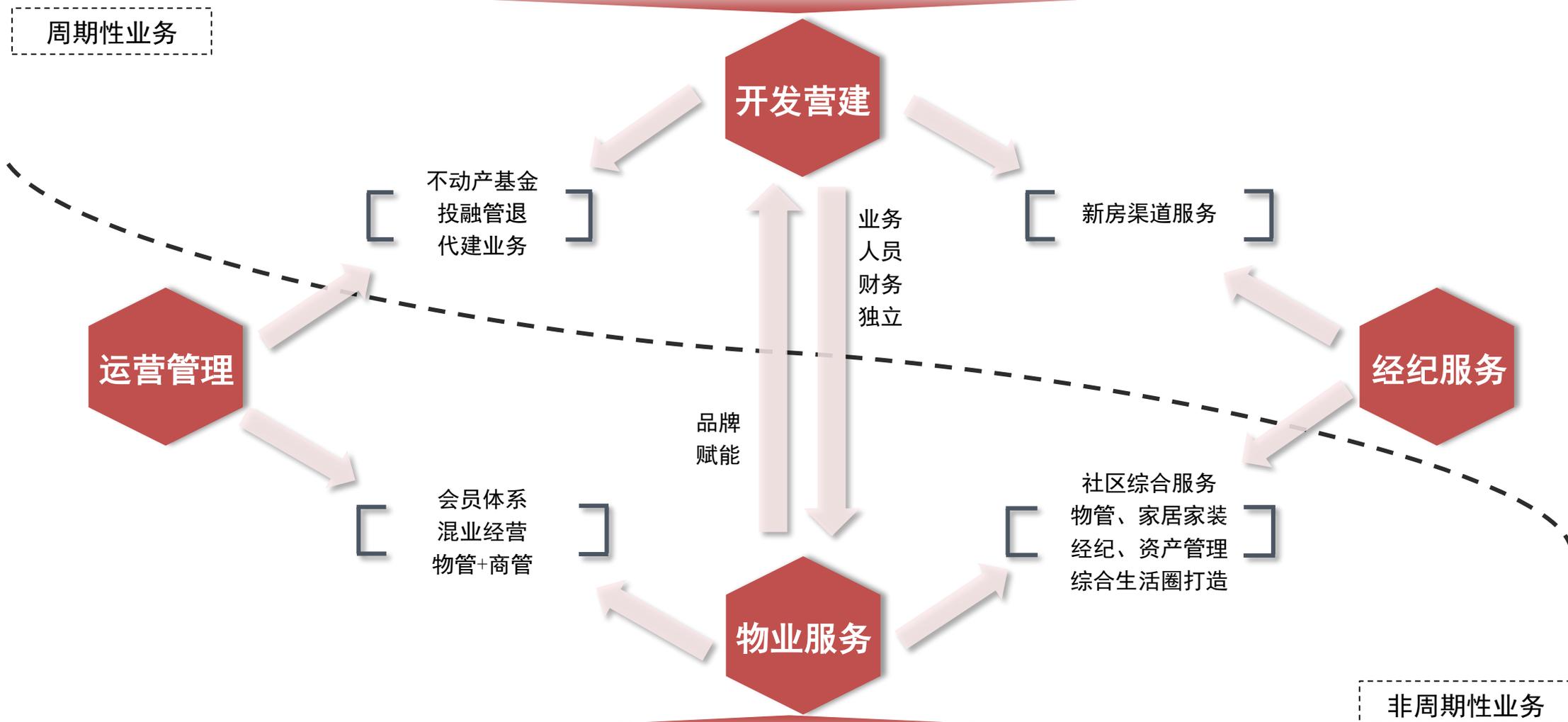
企业	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
华润置地	4.60%	4.20%	4.20%	4.50%	4.50%	4.08%	3.71%
万科A	-	-	-	-	-	-	4.11%
龙湖集团	5.70%	4.90%	4.50%	4.60%	4.50%	4.39%	4.14%
越秀地产	5.00%	4.60%	4.30%	4.80%	4.90%	4.62%	4.26%
华侨城A	-	-	-	-	4.60%	4.48%	4.46%
招商蛇口	4.90%	4.50%	4.80%	4.90%	4.90%	4.70%	4.48%
绿城中国	7.30%	5.90%	5.40%	5.40%	5.30%	4.90%	4.60%
美的置业	-	-	-	5.90%	5.90%	5.33%	4.82%

资料来源：各公司公告，中信证券研究部

III. 新视野：从房地产开发到房地产服务

扩大视野，从房地产开发到房地产服务

资金利用提效

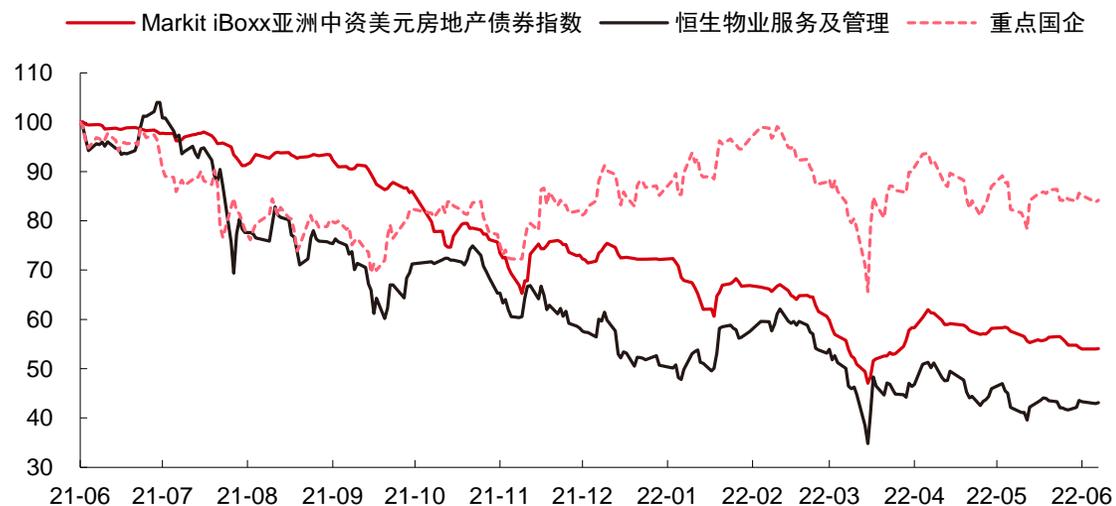


科技赋能提效

物业服务：短期主要问题是独立性挑战

- 2022年上半年，物业服务行业所面临的最大挑战来自于物业管理公司的独立性。
- 地产行业迎来前所未有的信用问题，行业独立运营时间很短，人员、战略、财务、考核各方面的独立性问题暴露出来。即便存在具备高度独立性的公司，市场也不免担心关联方出险后公司运营问题，担心股票被处置。
- 市场不担心国有企业的关联方出险。

地产信用表现和物业管理板块的关系



资料来源：Wind，中信证券研究部；注：重点国企为：保利物业、华润万象生活、招商积余、中海物业。

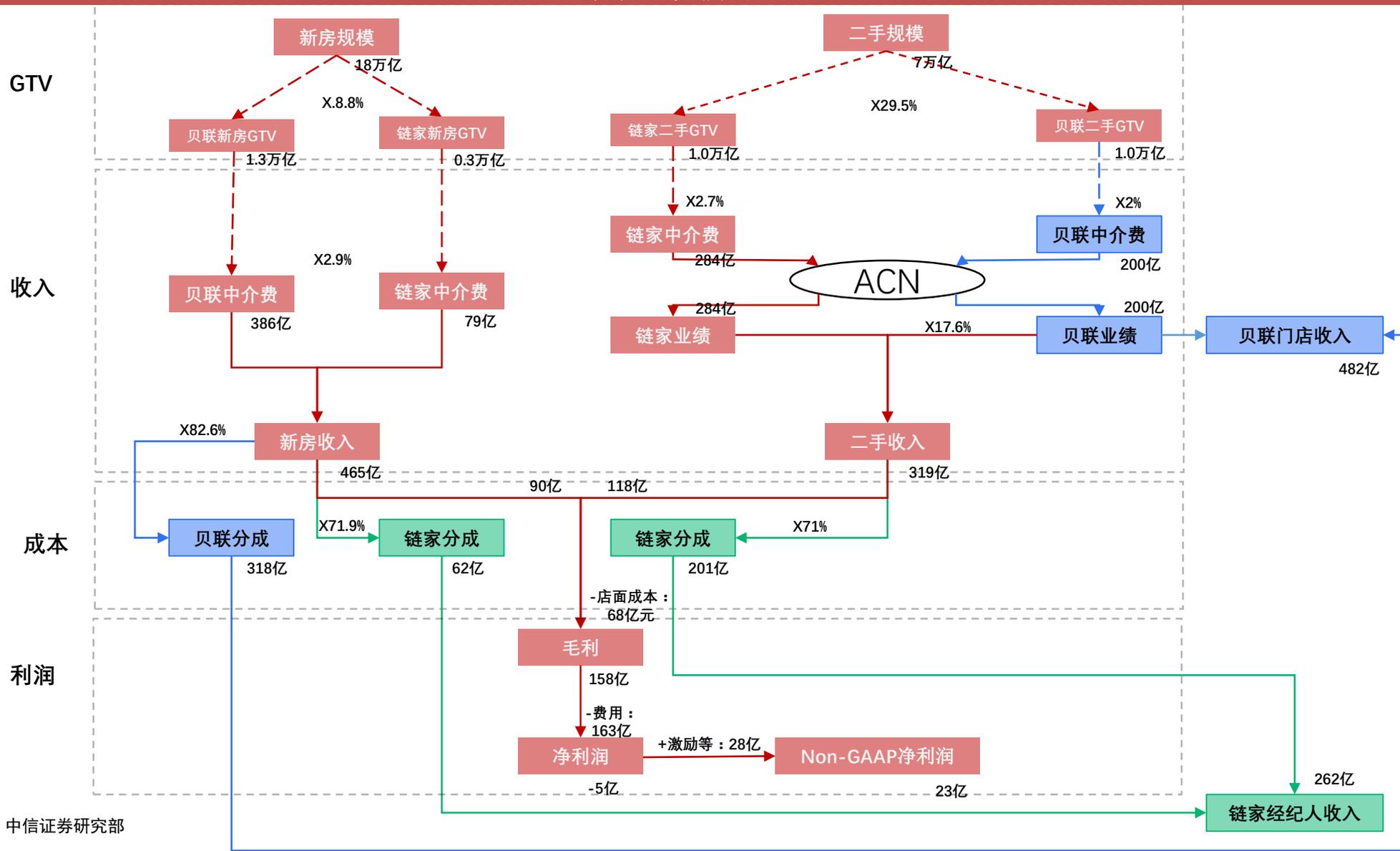
地产信用表现和物业管理板块的关系（超额收益）



资料来源：Wind，中信证券研究部；重点国企为：保利物业、华润万象生活、招商积余、中海物业。超额基准为恒生指数。

- **好行业，大空间：**2022年上半年更多是股东层面的问题和公司治理的问题，经过时间积淀，公司治理良好的企业还是会脱颖而出。行业的成长空间仍然巨大。
- **央企市占率提升：**物管行业并没有太多资金约束，且地方国企更愿意开展和大公司的合作。央企还往往受到基层青睐，并可以通过成立合资公司方式拓盘。几个央企物管公司在股权激励方面也不落后于民企。
- **并购市场从极寒逐渐转暖：**2022年上半年，并购市场一度走向极寒，自2022年1月华润万象并购中南服务和禹佳服务之后，市场就没有出现中等规模的并购。
 - 股权融资环境丧失，增量资金来源不足，协同整合需要时间，被并购方底层资产复杂，潜在风险普遍不小——故而潜在并购方普遍放慢速度。
 - 经过一段时间的蛰伏，我们认为并购市场将逐渐回暖。招商积余并购新中物业有标志意义，这不仅意味着并购交易价格并未明显下降，更意味着好企业愿意沿着固有战略方向不断前进。
- **股票供给压力逐渐下降：**地产系股东潜在处置股票的可能性，和悬而未决的新IPO股票供给，影响了2022年上半年板块股价表现。我们认为，随着信用风险逐渐平息，相信物管板块的股票供给压力也会有所下降。

贝壳业务模式



二手毛利率的弹性

季度	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
二手房交易：收入	61	59	34	92	88	92	102	96	61	60	62
二手房交易：成本	37	37	28	49	51	52	61	56	44	40	38
二手房交易：毛利	23	22	5	43	37	39	41	40	17	20	23
二手房交易：毛利率	38.80%	37.20%	16.30%	46.80%	42.00%	43.00%	40.00%	41.40%	28.40%	33.70%	37.8%
新房交易：收入	57	81	35	105	111	129	99	139	113	113	59
新房交易：成本	43	66	28	76	91	102	80	113	91	91	48
新房交易：毛利	14	15	6	29	19	27	19	26	22	22	11
新房交易：毛利率	24.70%	18.50%	18.20%	27.30%	17.60%	21.00%	19.40%	18.60%	19.70%	19.50%	18.3%
新兴业务：收入	3	4	3	4	6	6	6	7	6	5	5
新兴业务：成本	1	1	0	1	1	1	1	1	1	1	3
新兴业务：毛利	2	3	2	4	5	5	5	5	5	4	2
新兴业务：毛利率	81.40%	78.70%	84.50%	86.00%	84.20%	81.90%	81.40%	82.20%	78.20%	74.10%	44.4%
合计：收入	120	144	71	201	205	227	207	242	181	178	125
合计：成本	80	104	57	126	144	155	142	171	136	132	89
合计：店面和其他成本	10	13	9	10	18	17	17	18	17	16	14
毛利	29	27	5	66	44	54	48	53	28	30	22
毛利率	24.40%	19.10%	7.00%	32.50%	21.30%	23.90%	23.30%	22.10%	15.20%	16.80%	17.7%
净利润	4	-31	-12	28	1	11	11	11	-18	-9	-6
NonGAAP净利润	6	4	-11	30	19	20	15	16	-9	0	0

资料来源：贝壳公告，中信证券研究部

影响公司毛利表现的业务指标趋势判断

指标	短期判断	长期判断
新房交易额	↑	↓
二手房交易额	↑	↑
新房市场份额	↑	↑
二手房市场份额	↑	→
新房中介费率	↑	↑
二手房中介费率	→	↑
平台费、加盟费及增值服务比例	→	↑
新房业务中公司分成比例	→	↑
二手房业务中公司分成比例	→	↑

资料来源：中信证券研究部预测

- 房屋经纪、家装家居、物业管理是社区三大核心空间业务，三个业务领域的重要公司本身都试图互相渗透。
- 公司在整装大家居领域的投入是业内最大的。2022年4月，公司以39.2亿元及以股权0.44亿股A类普通股的总对价完成收购圣都家装。贝壳2021年推出了自有的Home SaaS家装家居系统，2021年，被窝家装已向客户交付超过3,500个项目。
- 整装大家居的服务流程复杂，劳动者提效空间大，是适合贝壳深耕的领域。贝壳选择先难后易，先家装后家居，先解决最难的交付、供应链，现场管理等问题，后切入更高毛利率的领域。对整个整装家居领域，公司的投入是和第一赛道的业务收入规模、公司的现金规模相匹配的。
- 相对竞争对手，贝壳的家装业务与交易业务存在天然的协同，获客成本有望显著降低。贝壳在技术方面的积累也有望赋能家装领域的服务者。

公司

贝壳家装家居领域的投入

投入	具体内容
Home SaaS家装家居系统	AI及智能设计管理 可视化及标准化的施工管理 可视化及标准化的施工管理
精工学堂	强制性的岗前培训 强制性的岗前培训 领导力训练营

资料来源：贝壳公告，中信证券研究部

圣都的服务承诺



资料来源：圣都家装官网

- 政策出台未及预期，市场进一步下行的风险；
- 局部疫情反复，影响新房销售的风险；
- 开发投资信心低落，产业链需求萎缩和债务问题累积的风险。



感谢您的信任与支持！

THANK YOU

陈聪（首席基地产业分析师）
执业证书编号：S1010510120047

张全国（房地产行业联席首席分析师）
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：本研究报告归属于营销文件，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。