

发布时间：
2023年2月1日

撰写人
刘诗绮、陈思敏、李莹
莉、郜宇鸿
0755-82873966
gaoyh@cspengyuan.com

林心平
0755-82872814
linxp@cspengyuan.com

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008号阳光高尔夫大厦
3楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

信用展望 2023|房地产行业：政策暖风解寒，信用风险边际修复

主要内容：

- ◆ **房地产行业中期展望：**受负面事件冲击、消费者悲观预期等因素影响，2022年以来我国商品房销售大幅下降，行业投资、新开工持续低迷。我们认为，我国房地产市场已由高速发展全面转入降速提质阶段，本轮地产深度调整引发系统性金融风险的可能性低，预计2023年上半年房地产销售仍处于筑底阶段，中期内在首置及改善需求的带动下房企销售有望逐步回归合理中枢，预测“十四五”期间内商品房年销售中枢约12.74亿平方米。
- ◆ **本轮房地产调控政策特征及未来政策空间：**对比2008和2014年两轮地产调控周期，本轮地产周期下中央层面政策主要围绕定向支持刚性、改善性住房需求群体展开，在“一城一策”框架下，各能级城市调控力度不一。预计未来部分城市房贷利率仍有下探空间，一线及强二线城市调控政策将局部放松，弱二线及三四线城市有望全面取消“四限”和降低首付比例。供给端方面以“保交楼”为核心，政策层面主要惠及央国企和优质民企。
- ◆ **重点房企情况：**我们选取市场关注度较高的房企作为样本房企，基于样本数据研究房地产行业企业经营及财务表现，对重点房企的偿债压力进行测算。2022年民营企业销售下滑最为严峻，筹资活动现金大幅流出，在销售和融资等资源的倾斜下，以招商蛇口、中海、保利发展为代表的央企安全边际高，地方国有企业中万科、越秀地产及民营企业中滨江集团、龙湖、新希望地产销售回款对到期公开债券的保障程度较好。
- ◆ **2023年房地产行业投资策略：**随着房地产行业调控长效机制全面落实，以及在强政策预期的加持下，地产信用风险蔓延的趋势已经得到遏制，行业整体信用风险边际修复。短期内投资逻辑依然是流动性为王，央企及财务风格稳健的国有房企确定性高；部分负债经营水平偏高的国有房企利差有所走阔，风险收益性价比更高；民营房企受到流动性冲击更甚，短期内可关注纾困政策落地情况，在融资情况有明显改善、行业销售企稳后可择优介入。

一、2022年房地产市场回顾

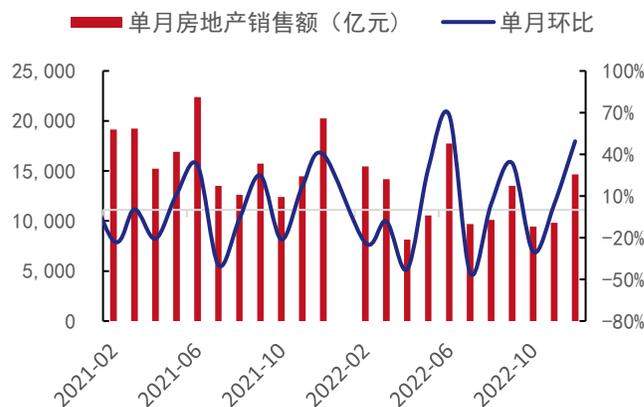
1.1 需求端

受负面事件冲击、消费者悲观预期等因素影响，2022年全国商品房销售大幅下降，不同能级城市量价齐跌。2022年商品房销售同比降幅快速走阔，整体悲观预期浓厚。受房地产供给侧改革影响，房企暴雷频发，叠加预售资金收紧，烂尾、断贷风波不断；购房者信心不足导致预期转弱，销售持续下滑，进一步加剧房企流动性问题，形成负反馈循环。此外，2022年疫情多点爆发叠加经济增速放缓，居民收入预期降低，压制购房意愿。2022年全国商品房累计销售面积13.58亿方，同比下降24.30%；累计销售金额13.33万亿元，同比下降26.70%，累计降幅已超过2008年及2014年。

全年各能级城市商品房销售“量价齐跌”。2022年，30大中城市中一线城市商品房累计成交面积同比下降24.26%，二、三线代表城市累计同比分别下降41.26%和26.07%；分月看，一线城市和二线城市2022年4-9月成交面积有所修复，四季度降幅再度扩大，四季度三线代表城市累计成交面积同比呈现修复态势。价格方面，较上年来看，全年商品住宅销售价格总体延续下降态势，其中二手住宅下降幅度较大。截至2022年底，70大中城市新建商品住宅和二手住宅价格指数同比分别下降2.29%和下降3.76%，其中新建住宅和二手住宅价格同比下降城市分别为53个和64个，较2021年末价格下降城市数量大幅增长。

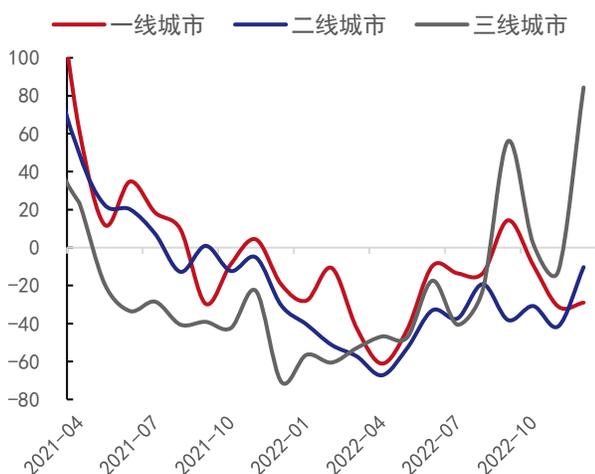
受2022年销售弱势影响，商品房库存被动走阔，去化周期进一步延长。截至2022年末，商品房待售面积56,366万方，累计同比增长10.50%，绝对值达2018年以来的高位；狭义房屋去化周期4.98个月，广义房屋去化周期为79.95个月。中证鹏元预计未来房屋库存去化周期将有所回落，受房企资金面紧张影响，房企削减非必要开工，同时减少土地招拍挂支出，2022年施工面积及新开工面积均有所下降，后续房企推销量或有所减少。

图1 2022年商品房销售大幅下滑（单位：万方，%） 图2 单月商品房销售额及环比变化（单位：亿元，%）

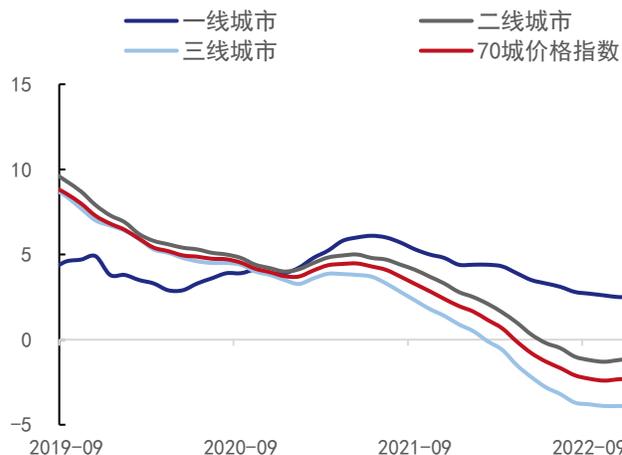


资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

图3 30城当月商品房成交面积同比变动分化（%）


资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

图4 70城市新建商品房住宅价格指数同比变化


资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

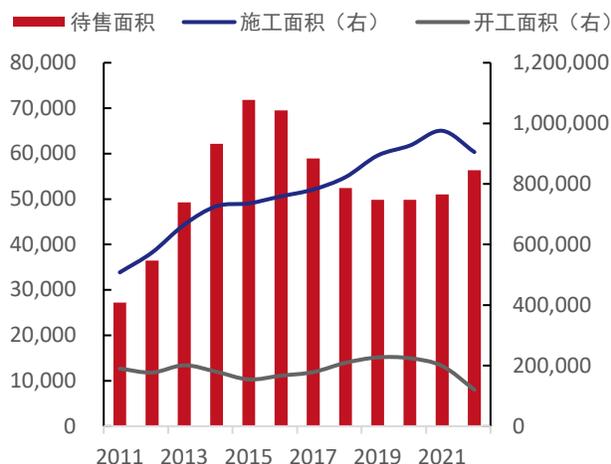
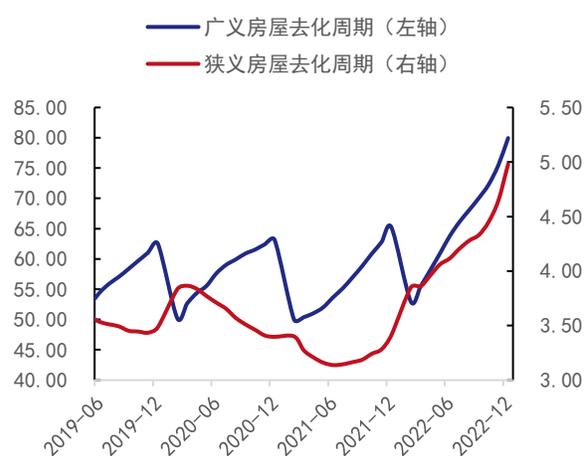
图5 待售、施工及开工面积变化（单位：万方）

 注：2022年数据为2022年11月数据
 资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

图6 广义与狭义房屋去化周期（单位：月）

 注：（1）狭义房屋去化周期=商品房待售面积/连续12个月销售面积；（2）广义房屋去化周期=房屋施工面积/连续12个月销售面积。
 资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

1.2 供给端

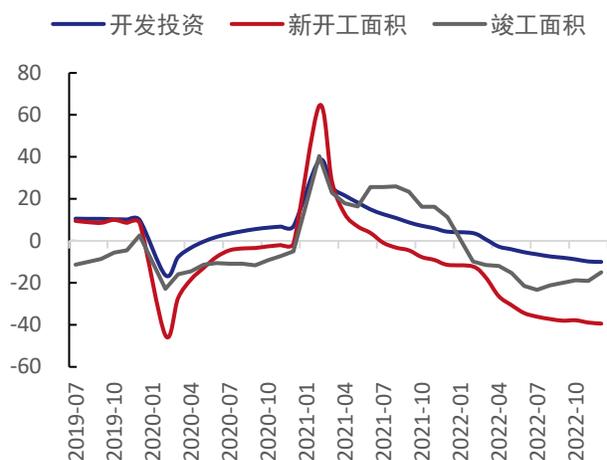
受地产销售尚未企稳影响，2022年以来房地产行业投资降幅扩大，新开工、竣工持续低迷，房企土地购置消极。2022年四季度以来，政策端“三箭齐发”助力房企融资，但短期内政策效果尚未在企业投资端显现。当前房企仍以争取融资和存量项目去化为主要任务，投资端的复苏更加缓慢。

受资金链紧张影响，2022年房企开工动力不足，对外投资金额降至近年低点，土地购置腰斩。2022年累计新开工面积120,587万方，同比下降39.40%；三季度以来受“保交楼”政策影响，竣工面积同比增速有所修复，累计竣工面积86,222万方，同比下降15%。2022年全国房地产开发投资额132,895亿元，同比下降

10%，其中11-12月单月投资额均不足1万亿，为2018年4月以来最低（春节期间除外）。2022年以来房企在流动性压力下，优先保障存量项目交付，新开工承压，销售端疲软情况下房企补库存意愿不强，未来房地产投资增速下行压力较大。

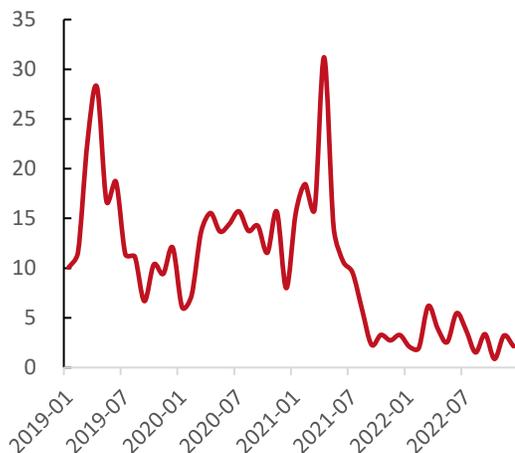
土地购置方面，2022年累计土地购置面积10,052万方，同比下降53.40%；累计土地成交价款9,166亿元，同比下降48.4%。2022年土地市场持续低迷，各城市间流拍率分化严重，熔断地块、溢价地块占比大幅下降，百城土地溢价率低位波动。土拍参与主体结构变化明显，上半年以国央企拿地为主，民企拿地大幅减少；下半年起国央企拿地有所降低，地方国资/城投平台进场托底，显示央国企可能也有所透支、担心后续的去化和利润面临考验。供应方面，部分城市降低土地出让门槛，在土地出让保证金缴纳比例、土地价款付款期限等方面给予利好，同时多个城市或放宽集中供地限制，苏州、南京、无锡等城市进行第五批次集中出让，长沙提出将土地推介方式更改为年度常态化更新。

图7 房地产开发投资、竣工及新开工面积同比增速（%）



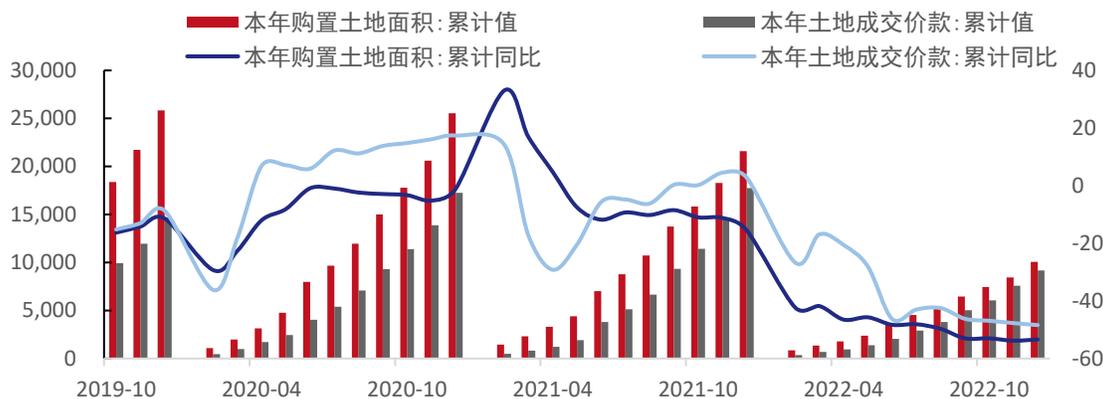
资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

图8 百城土地溢价率（单位：%）



资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

图9 土地购置面积与成交价款（万方、亿元、%）



资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

二、本轮房地产行业调控特征及政策空间展望

本轮房地产下行周期始于 2020 年下半年以来的行业严调控，以商品房销售表现来看，本轮地产行业调整幅度已超过 2008 和 2014 年，且受房地产企业频繁违约影响，在房企信用受到挑战的背景下，需求修复周期显著拉长。2022 年以来，房地产市场依然处于深度调整阶段，稳增长压力陡增，我国经济发展和地方财政面临很大的压力。在此背景下，地产调控政策逐步放松。中央层面重申房地产行业的国民经济支柱地位，明确将有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债情况等。

2023 年 1 月 10 日，央行、银保监会联合召开主要银行信贷工作座谈会，明确了“改善优质头部房企资产负债表”的核心内容，同时继续强调落实保交楼金融支持、金融 16 条、差异化住房信贷政策等内容。优质头部房企的标准为“聚焦专注主业、合规经营、资质良好、具有一定系统重要性”，将开展“资产激活”“负债接续”“权益补充”“预期提升”四项行动。其中“具有一定的系统重要性”的表述较为宽泛，预计规模较大的头部民营房企的纾困支持有望加速落地。

在强政策暖风的加持下，我们认为地产信用风险蔓延的趋势已经得到遏制，房地产行业信用风险边际改善。为了解未来地产行业调整政策走向，我们亦将本轮下行周期下的调控手段与 2008 年及 2014 年的两轮下行周期进行对比研究，结果如下：

本轮地产下行周期中，中央层面未像 2008 年、2014-2016 年出台强力度的政策刺激需求，而主要围绕定向支持刚性、改善性住房需求群体展开。2008 年及 2014 年两轮调整周期中，中央在首付比例、税收减免等方面均有较大力度扶持，详见表 2。在本轮调整中，2022 年，4 月中央政治局会议强调“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”，7 月中央政治局会议和 12 月中央经济工作会议均再次提及。政策措施主要围绕定向支持刚性、改善性住房需求群体展开，并依然坚持“房住不炒”的基调。

房贷利率方面，2008-2009 年央行连续降息 5 次，5 年期存款基准利率和贷款基准利率分别累计下降 225BP 和 189BP；连续降准 4 次，大型和中小型金融机构分别累计下调 200BP 和 400BP。2014-2015 年央行连续 6 次下调基准利率，存贷款基准利率累计分别下调 150BP 和 165BP；连续降准 5 次，大型和中小型金融机构均累计下降 300BP。2022 年央行三次下调 5 年期以上 LPR 共计 35 个基点；5 月首套商贷利率下限调整为不低于 5 年期以上 LPR 减 20 个基点，9 月允许部分城市阶段性下调或取消首套商贷利率下限。对比而言，本轮周期内房贷利率下调幅度暂不及 2008 年及 2014 年两轮。2023 年 1 月 5 日央行、银保监会发布通知，决定建立首套住房贷款利率政策动态调整机制，新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均下降的城市，可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限，目前 70 个大中城市里已有 38 城符合降低首套房贷利率的标准，未来部分城市房贷利率仍有下探空间。

从全面刺激到“因城施策”，本轮周期下各能级城市调控力度不一。2008年及2015年“因城施策”的调控模式尚未得到推广实施，两轮降首付政策均为央行宣布。在现行一城一策的框架下，调控主导权由中央下放到地方。从本轮地方调整政策来看，各能级城市在调控力度的把控上有所差异。**一线城市主要政策措施为局部放松限购、放松落户政策等，放松力度相对较弱。**例如，广州于8月更新引进人才入户细则，全日制本科生参保即可落户；上海于8月局部放松限购，在临港新片区工作的非本市户籍人才缴纳个税或社保满1年及以上，在临港新片区可购买1套住房；11月8日，北京发布新政，台湖、马驹桥两地商品住房不再实施通州“双限”政策。**强二线城市多区域性调整住房限购，放松力度中等，政策措施主要包括放松限购、放松限售、放松公积金贷款政策和提升额度等。**例如，青岛、济南、苏州、天津、成都、西安、南京、厦门等核心二线城市相继缩窄限购区域，宁波、佛山及东莞已全面取消限购；重庆、长春、东莞等城市首套房最低首付比例已经降至2成，苏州、济南等支持改善性需求释放，调降二套房首付比例，苏州首付最低30%；杭州、郑州、兰州等执行认房不认贷，促进置换需求入市。**弱二线及三四线城市放松力度最大，放松限购、放松限贷、放松限售、放松公积金、住房补贴等政策均有涉及。**

预计在“因城施策”背景下，未来一线及强二线城市调控政策将局部放松，以带动整体的地产预期及投资回暖的前景，如去化压力较大的远郊区域局部放松限购，定向优化二孩、三孩家庭以及各类人才购房资格等；弱二线及三四线城市有望全面取消“四限”，目前佛山、东莞已全面取消限购，预计部分弱二线及三四线城市或将效仿，以便支持刚性和改善性需求，促进市场尽快回稳。

表1 部分城市“因城施策”主要措施一览

项目	放松限购	放松限售	放松限贷	放松限价	放松落户政策
一线	上海、北京、广州	-	北京、深圳	广州、深圳	上海、广州
强二线	南京、苏州、宁波、郑州、合肥、成都、杭州、长沙、武汉、西安、青岛、天津、东莞、佛山、厦门、大连、无锡、福州、南昌、沈阳、	大连、苏州、青岛、南京、杭州、重庆、东莞、西安、济南、	重庆、郑州、南京、杭州、苏州、武汉、成都、大连、宁波、天津、西安、佛山、厦门、温州、无锡、沈阳、合肥、济南、福州、	郑州、长沙、东莞、温州、大连、福州	长沙、天津、海口、杭州、徐州
弱二线及三、四线	兰州、银川、济南、太原、衢州、秦皇岛、廊坊、中山、惠州、淮安、绍兴、扬州、嘉兴、九江、泸州、赣州、句容、淄博、唐山、张家口、珠海等	兰州、哈尔滨、海口、银川、西宁、衢州、芜湖、宜昌、绍兴、徐州、三明、德州、常州、六安、扬州、泰州、金华、唐山、张家口、江门、嘉兴、廊坊等	兰州、南宁、贵阳、长春、海口、石家庄、银川、西宁、呼和浩特、太原、昆明、菏泽、赣州、宜昌、廊坊、南阳、连云港、洛阳、惠州、徐州、唐山、遵义、淮南、蚌埠、宜春、鄂州、宝鸡、临沂、漳州、广水、焦作、瑞金、宜宾、襄阳等	洛阳、绵阳、赤峰、宿州、六安、淮南、中山、巴中、大理、绍兴、诸暨、梧州、保定等	-

资料来源：公开信息，中证鹏元整理

供给端方面，三箭齐发全面支持优质房企融资，预计央国企及优质民企更将显著受益。受累于长期以来的高杠杆经营策略及融资政策的收紧，本轮地产下行周期中房企信用风险暴露程度远远超出历史水平，各地“停贷”事件更是进一步引发市场担忧情绪。2022年11月以来，央行、银保监会及证监会等部门，从信贷、债券、股权三方面“三箭齐发”全面支持房企融资，同时，预售资金监管优化，帮助优质房企恢复经营“造血”功能，供给端政策支持力度持续加大。2022年11月23日，人民银行、银保监会发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，内容涉及保持房地产融资平稳有序、积极做好“保交楼”金融服务、积极配合做好受困房地产企业风险处置、依法保障住房金融消费者合法权益、阶段性调整部分金融管理政策、加大住房租赁金融支持力度六个方面，提出16条具体举措。目前信贷、债券、股权三箭齐发全面支持优质房企融资，而在实际执行层面，经营稳健的央国企和优质民企为主要受益群体。出险房企仍需去杠杆、降负债，逐步将杠杆率、负债率降到相对安全的水平，政策层面或仍将给予一定支持，但主要以“保交楼”为核心，对一些销售及回款能力较好的优质项目，给予一定的融资支持。

表2 历次房地产调整政策对比

类别	措施	2008-2009	2014-2015	2021-2022
宏观政策	降息	5次降息，5年期存款基准利率和贷款基准利率分别累计下降225BP和189BP	6次下调基准利率，存贷款基准利率分别累计下调150BP和165BP	4次降息，1年期LPR从3.85%下调至3.65%，累计下降20BP，5年期LPR从4.65%下调至4.3%，累计下降35BP
	降准	4次降准，大型和中小型金融机构分别累计下调200BP和400BP	5次降准，大型和中小型金融机构均累计下降300BP	2次降准，大型和中小型金融机构均累计下降75BP
	其他宏观政策	国常会推出总规模高达 4万亿的“扩内需，促经济”十项措施 ，包括4000亿元保障性住房建设计划	2014年4月，央行创设创新型货币政策工具 抵押补充贷款(PSL) ， 用于为棚户区改造提供资金支持 ，2014年7月，国家开发银行从央行获得3年期1万亿PSL，PSL资金利率较当时市场利率低约1个百分点，2014年12月第一批PSL资金到位。2014年至2016年间，PSL累计发行2.05万亿。	3万亿减税降费，要求六大行“6千亿”投向楼市
需求端	限贷政策-下调房贷利率	商贷：降至房贷利率的0.7倍 公积金：五年期以下(含)、五年期以上分别下调27BP	商贷：首套房降至房贷利率的0.7倍 公积金：下调5次，五年期以下(含)、五年期以上均累计下调125BP	商贷：首套房下限调整为5年期LPR减20个基点，约0.95倍；部分城市可阶段性下调或取消首套房下限 公积金：五年期以下(含)、五年期以上分别下调15BP
	限贷政策-下调首套房首付	购买首套普通自住房最低首付比例调整为20%	购买首套房最低首付比例调整为30%；公积金购买首付最低20%；不实施限购城市首套房最低首付比例调整为20%，各地可向下浮动5BP	2022年至今超过60个城市下调至20%，部分城市调整公积金贷款首付比，或配合人才、多孩政策实施
	限贷政策-下调二套房首付	对于人均住房面积低于当地平均水平、再申请贷款购买第二套的居民，执行首套房政策，首付比例20%	购买二套房最低首付款比例调整为40%；公积金购买首付最低30%，若首套结清贷款，则进一步下降至20%；不实施限购城市二套房最低首付比例降至30%	2022年至今超过40个城市下调，约33城下调至30%，部分城市下调公积金贷款首付比，或放松首套房认定标准
	限购政策	-	除北上广深外，绝大多数城市取消限购	2022年至今超过40个城市优化限购政策
	购房税负	个人首次购买90平方米及以下普通住房的契税率率暂统一下调到1%，免征个人住房销售/购买环节印花税、个人住房销售环节土地增值税	调整个人住房转让营业税政策，对购买2年以上(含2年)的普通住房对外销售的，免征营业税；对购房交易环节的契税、营业税给与政策优惠。	2022年至今超过20个城市下调契稅、土增稅等，或通过直接补贴部分契稅；超过100个城市通过发放购房补贴降低购房成本；对其出售已缴纳的个稅予以退稅优惠
供给端	开发贷	将房地产项目开发最低资本金比例要求由35%下调为“保障性住房和普通商品房项目最低20%，其他房地产开发项目最低30%”。	保障性住房和普通商品房项目的最低资本金比例维持20%不变，其他房地产开发项目由30%调整为25%。	11月23日开始，为落实信贷工作座谈会和“16条”新政要求，六大国有银行先后与数家优质房企，通过授信额度、签订战略合作协议等方式，在开发/个人住房按揭/并购贷款、供应链融资、债

券投资等方面，为房地产企业提供多元化融资服务。

股权融资
 2006年5月股权分置改革完成，2007-2009年，房地产企业在A股市场首发及增发募集资金连续三年快速增加，由2006年的182亿元攀升至2008年的664亿元，年复合增长53.9%。

2014年4月重启房地产企业A股定增，住宅开发类项目定增重启；2015年1月证监会宣布房地产再融资业务取消国土部事前审查。

11月28日，证监会新闻发言人就资本市场支持房地产市场平稳健康发展答记者问称，恢复上市房企和涉房上市公司再融资。

债券融资
 2009年房企发行公司债和企业债的名单大幅扩容，全年房企信用债净融资规模达到588亿元，创下1990年以来的新高。

(1) 2012年9月和12月美联储先后加大放松货币政策的力度，2013-2014年出现了一波中国房企赴海外发债的高潮。

(2) 2014年9月29日，《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》提出“支持符合条件的房地产企业在银行间债券市场发行债务融资工具”。

(3) 2015年1月15日，《公司债券发行与交易管理办法》，将发行主体范围由境内外上市公司扩大为所有公司制法人。

11月8日交易商协会发文表示“继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具，支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资”后，截至12月7日，已有龙湖集团、美的置业、新城控股等多家企业申请储架式注册发行。

非标融资
 (1) 2008年12月4日，银监会下发《银行与信托公司业务合作指引》，银行理财资金借道信托进入实体经济，尤其是房地产行业。
 (2) 2009年3月25日，银监会发布《关于支持信托公司创新发展有关问题的通知》，首次提出最近一年监管评级2C级（含）以上且经营稳健的信托公司可向仅取得“三证”的房地产开发项目发放贷款，且允许信托公司以投资附加回购承诺的方式对房地产开发项目进行间接融资。

2013年起，国家及地方层面出台了一系列政策加强对影子银行，资金池业务，的政策监管，但是由于2014-2015年国内经济稳增长的压力陡然增大，在实际执行层面对影子银行的监管力度并不是特别严格。因此，虽然信托贷款及委托贷款增量规模在2013-2015年之间逐年下降，但2014-2015年年均新增规模依然是2006-2009年平均新增规模的3.4倍。

资料来源：公开信息，中证鹏元整理

三、 房地产行业中期展望及复苏路径推演

3.1 房地产行业发展阶段及中期展望

本轮房地产行业深度调整诱发系统性危机的可能性低，预计2023年上半年房地产销售仍处于筑底阶段，中期内销售将逐步回归合理中枢。自2021年以来，长期依赖高杠杆、高周转模式的大量房企流动性风险逐渐暴露，本轮房企违约本息金额也远远超出历史水平，引发了极高的市场关注度。从行业高频数据来看，月度销售数据、金融数据及土拍数据均显示行业仍处于筑底阶段，引发民众对房地产市场的广泛担忧情绪。

为了解我国房地产市场发展阶段，我们研究对比了主要发达国家市场发展历程。受人口年龄结构、城镇化进程及经济发展阶段影响，各国房地产市场一般会经历高速发展、降速提质及存量市场三个发展阶段。2000-2013年我国房地产开发投资完成额年均增速达23.89%，房地产开发投资额占GDP总量的比重由5%提升至15%，房地产开发建设经历了蓬勃发展期。而随着经济增速换挡、置业人口见顶，自2014年以来，房地产行业投资逐渐降速，2014-2020年房地产开发投资完成额年均增速下降至7.40%，商品房销售面积同比增速自2017年以来显著放缓，全国房地产市场已进入降速提质阶段。

从国际经验来看，房地产市场由第二至第三阶段的发展过渡期一般为10年以上，我国距离全面进入存

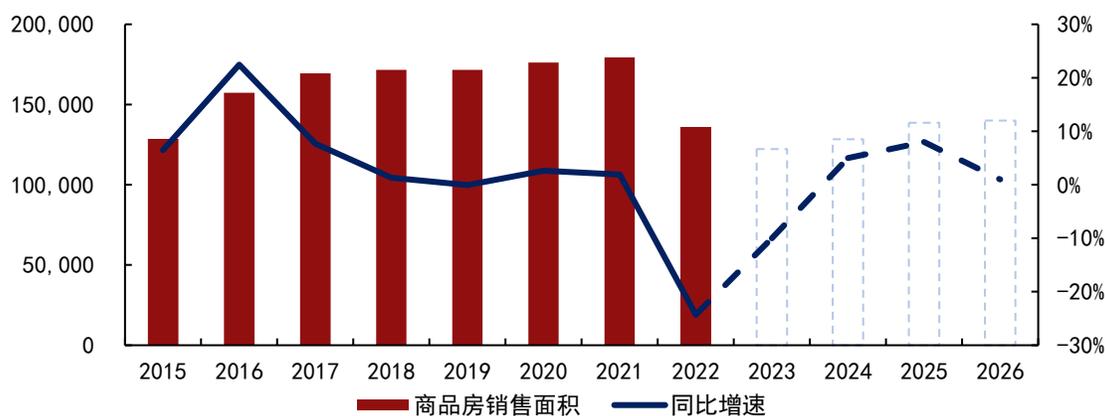
量房阶段仍有一定距离。但从现阶段情况来看，我国 25-44 岁人口数量已在 2013 年左右见顶，人口抚养比于 2011 年步入上升通道，置业人口的减少及老龄化人口增加导致的劳动人口抚养负担加重对长期购房需求中枢产生制约。而从城镇化进程来看，截至 2021 年末我国的城镇化率为 64.72%，根据社科院发布的《人口与劳动绿皮书：中国人口与劳动问题报告》“十四五”期间我国将出现城镇化由高速推进向逐步放缓的“拐点”，“十四五”期间直至 2035 年，城镇化推进速度将不断放缓，预计城镇化率的峰值为 75%~80%。考虑人口结构及文化背景与我国相似的日本、韩国的发展经验，自目前的城镇化水平到 75% 以上的稳定期仍需 8-10 年时间。

表3 我国房地产行业发展阶段与发达国家对比

项目	美国	日本	韩国
对比区间	1950-1980	1962-1973	1985-1992
城镇化率年均提升	0.32%	0.91%	1.82%
总人口年均增长率	1.17%*	1.22%	1.00%
GDP 年均增长率	3.86%	8.80%	9.72%

注：因数据可得性限制，美国可比总人口年均增长率统计区间为 1960-1980 年。
 数据来源：Wind，中证鹏元整理

图10 全国商品房销售面积及同比增速（单位：万平方米）



数据来源：Wind、中证鹏元整理

据社科院预测，在“十四五”期间，我国城镇化率平均每年提高 1.03 个百分点。根据第七次人口普查，我国总人口数量（144,350 万人）、城镇化率增速及城市家庭人均居住面积（36.52 平方米）测算，预计“十四五”期间内年均首置需求量将继续保持在 5.43 亿平方米左右，中期内由农村到城镇的人口迁徙将形成对首置需求的主要支撑。此外，随着收入水平提高及居民对住房品质要求提升，改善性住房需求得到持续释放，从成交商品房面积/套数比例来看，近年来重点城市成交商品房大户型趋势愈发明显，人均居住面积持续提升。根据国家统计局发布的《中国人口普查年鉴-2020》，2010-2020 十年间我国城镇人均住房面积从由

30.3 平方米增至 38.6 平方米，年均增长 0.83 平方米，以当前城镇人口数量及人均改善面积测算，预计“十四五”期间内我国改善性住房需求将在 7.31 亿平方米。在首置及改善性需求支撑下，中期内商品房年销售中枢将保持在 12.74 亿平方米。

尽管在经济下行压力及房企暴雷的影响下，2021年以来国内地产出现了量缩价跌的情形，但对比相同发展阶段下的发达国家房地产市场来看，引发房地产行业危机的首要因素为地产过度金融化，而非住房需求中枢的自然减少。因此我们认为，本轮调整诱发房地产行业系统性危机的可能性低，中期内我国房地产行业将仍处于降速提质阶段，新建商品房仍将是满足居民住房需求的主要市场。而经过本轮调整，高杠杆的房企出清对行业供给端形成优化，新房供应增长趋缓，未来行业供需将在新的均衡点附近窄幅波动，全国平均房价指数将在短期回落后趋于稳定。

3.2 本轮地产周期复苏路径推演

我们认为，未来房地产行业的改善和修复需经历如下过程：**纾困政策落地后，逐步稳定优质房企主体资质——稳定销售和房价预期——销售逐步企稳回升——行业投资好转，市场化地产主体正常拿地开工，带动经济发展。**

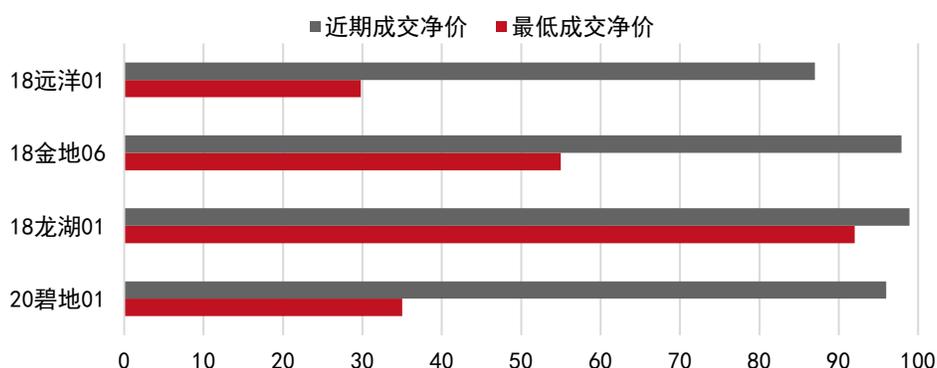
图11 房地产行业复苏路径推演



资料来源：中证鹏元整理

通过政策的落地和传导，防止违约范围进一步扩大、停止房企“暴雷潮”，维持优质主体资质稳定，是房地产行业复苏的第一阶段。自 2021 年中开始，房地产风险持续蔓延，行业陷入负向循环，亟需政府部门出台措施进行救助。2021 年 12 月末，房地产政策开始由强监管转向放松。自 2022 年 3 月郑州开始的二线城市需求端的放松持续了接近一年，但受到多重因素的冲击，效果甚微，地方层面仍是一城一策，整体尚未形成统一。而从 2022 年 9 月底开始，政策开始走向了新阶段，9 月 30 日三大全国性政策出台欲提振市场信心，而后 11 月人民银行、银保监会发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，出台 16 条金融政策支持房地产市场平稳健康发展，从顶层划定政策框架，自上而下进行纾困。行业政策面积积极信号持续强化，支持对象进一步扩容，投资者信心得到提振，优质房企的债券价格逐步回升企稳。

图12 部分民营房企一年内到期或进入回售期的地产债价格反弹迅速（单位：元）



资料来源：中证鹏元整理

随着疫情防控的态势好转，经济开始复苏，居民对收入预期有所改善，将逐步进入到预期恢复的阶段。随着保交楼专项借款、央行再贷款等纾困政策逐步落实，且在地方因城施策的累积下，重点城市刚需和改善累积需求有望得到释放，防疫政策的优化也将有助于经济复苏和居民收入预期的改善，重建购买信心。购房者恢复预期之后，才能进入到销售复苏、企稳的过程中。随着销售的复苏，市场化房企才会重新回归到土拍行列中，房地产行业的投资才能够显著好转，恢复到行业市场化融资顺畅，房企主动信用扩张，投资趋于稳定，不再拖累经济的阶段。但从目前来看，行业复苏尚未完成前两个阶段，房地产行业实现主动信用扩张仍需时间。

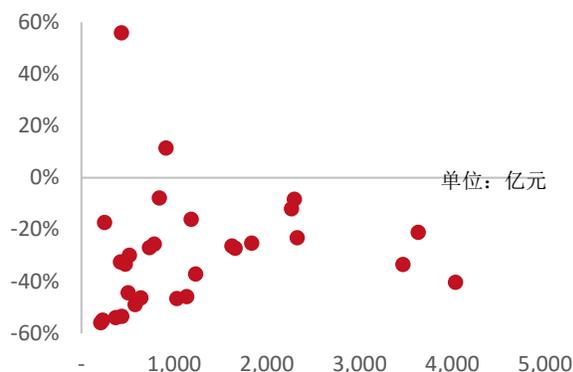
四、重点房企情况

我们选取了 29 家市场关注度较高的样本房企（具体见附录一），基于样本房企数据研究房地产行业企业 2022 年以来的财务表现。此外，我们对样本房企 2023 年销售及融资情况进行了测算，并分析可偿债现金流对到期债务的覆盖情况。

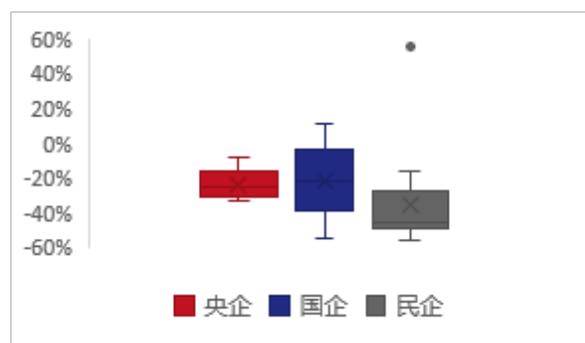
4.1 房企销售端表现

行业格局进一步分化，民企销售同比降幅显著高于国有企业，购房者对民营房企的信心扭转仍需时间，预计销售端向央国企倾斜的趋势仍将持续

2022 年 1-10 月，全国商品房累计销售额同比下降 26.10%，从样本房企 2022 年 1-10 月全口径销售额看，下降幅度高于全国平均水平。除万达商管和越秀地产实现正增长外，其余样本房企销售额均出现不同程度的下滑，中位数下降 32.90%，平均数下降 33.59%，其中以中小民营企业销售下滑最为严峻。

图13 2022年1-10月样本房企全口径销售额及同比


资料来源：公开资料、克而瑞数据，中证鹏元整理

图14 不同性质房企销售额变化情况


资料来源：公开资料、克而瑞数据，中证鹏元整理

我们按照2022年1-10月全口径累计销售金额将样本房企分为4个样本组，各样本组合同销售额区间分别为(0, 500]、(500, 1,000]、(1,000, 2,000]以及2000亿元以上。销售额在2,000亿元以上的房企中，多数为龙头房地产企业，销售额同比变动-8%到-40%，其中碧桂园以4,032.9亿元销售额位列第一，但受负面舆情影响，销售额同比减少40.35%；万科销售额3,467.70亿元，同比下降33.45%；华润置地和招商蛇口表现尚可，销售额同比降幅8.28%和12.02%。销售额在1,000-2,000亿元区间房企，主要为全国性房地产企业，旭辉控股、新城控股、中国金茂表现较弱，同比降幅35%以上，金地集团、龙湖集团和绿城中国降幅在25%左右，滨江集团销售额下降16%。销售额在500-1,000亿元区间主要为地区龙头房地产企业，分化明显，越秀地产销售额实现增长，华发股份降幅较小，其余销售额均出现较大程度下滑。销售额在0-500亿元区间，多为区域性房企，商品房销售受当年推盘计划影响波动很大，新希望地产、金辉控股、首创置业、建业地产下降幅度超过50%。

从企业性质看，样本企业共有中央企业9家，2022年1-10月销售额区间在400-3,600亿元不等，同比降幅介于8%-33%不等，平均降幅为23.57%，低于全国平均水平；地方国有企业6家，销售额主要位于200-900亿元区间，销售额降幅介于8%-55%不等，平均降幅为21.48%，其中越秀地产表现最好，销售额同比增长11.5%；民营房企14家，销售额主要位于200-2,000亿元区间，平均降幅为34.66%，除万达商管外，其余企业降幅介于46%-56%区间，其中新希望地产、建业地产、金辉股份、雅居乐等9家企业销售额同比下降40%以上。总体来看，受烂尾断贷风波、房企持续暴雷等负面舆情影响，市场对民营房企信心不足，民营房企销售收入下滑幅度大于国有企业和中央企业，购房者对民营房企的信心扭转仍需时间，预计销售端向央国企倾斜的趋势在未来一段时间内仍将持续。

4.2 房企现金流趋势演变及2023年偿债压力测算

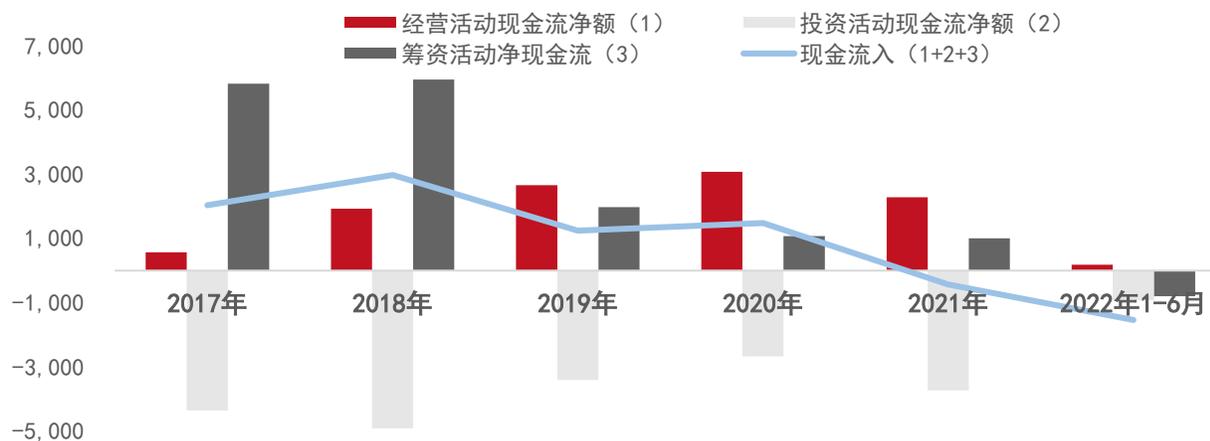
2022年现金加速流出房企，随着融资政策松动，预计未来房企现金加速流出现象或有所改善，但流动

性压力显著改善仍有待行业基本面回暖

2021 年以来在“房住不炒”的长效机制下叠加疫情降低居民消费意愿，房地产市场热度有所降低，房企销售增速下滑，房企继续积极推盘，加快回款；同时房企融资政策维持高压态势，年底部分地区出台预售资金监管政策，部分房企流动性收到较大挑战，现金净流量首次转负。2022 年 1-6 月，融资持续流动性高压下，部分高杠杆房企暴雷，受“烂尾楼”、“断供断贷”等负面舆情及居民消费意愿低迷影响，房企销售跳水式下跌，经营活动现金净流量受预收资金监管影响大幅下滑，房企投资意愿较低，筹资难度较大，现金持续流出企业。样本房企合计流出现金 1,538.13 亿元，筹资现金流首次转负，流动性压力加剧，民营企业筹资活动现金大幅流出。

预计未来房企现金加速流出现象或有所改善，但流动性压力改善仍有待行业基本面回暖。自 2022 年下半年以来，土地购置热度大幅下滑，多地集中供地以底价成交，房企投资意愿降至冰点，预计在销售未能回暖前房企仍将维持谨慎投资。房企融资政策有所松动，监管层面“三箭齐发”，多层次多角度稳定房企融资，筹资活动有望企稳。此外，三部门发文支持保函置换预售监管资金，一定程度上给予优质房企资金使用灵活性，将有效缓解房企流动性压力。目前房企的流动性压力的边际改善主要依赖于监管层面的定向纾困政策，且受益房企以优质民营企业为主，而行业整体流动性压力改善仍有待于行业基本面回暖。

图15 样本房企筹资现金流首次呈现净流出（单位：亿元）



注：以上为 29 家样本房企现金流量合计数，上市主体采用上市主体财务报表，如无上市主体，采用主要发债主体财务报表。

资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

我们根据样本房企 2022 年 1-6 月融资情况及 2023 年公开债务到期（含行权）规模，并结合 2022 年 1-10 月销售金额综合分析房企短期偿债压力。根据房地产企业性质，将样本企业分为中央企业、地方国有企业和私营企业，分别为 9 家、6 家和 14 家。我们选取 2022 年 1-6 月房地产企业筹资活动现金流量净额作为房企 2022 年上半年融资情况参考指标。中央企业筹资活动净额分布在 -101.13 亿元至 192.05 亿元，平均值为 52.88 亿元，约 67% 的企业净融资额为正，仅远洋集团、中交地产和华侨城筹资活动现金流量为净流出。地

方国有企业筹资活动现金流量净额结余-82.04 亿元至 53.13 亿元之间，平均值为-18.35 亿元，其中首开股份、万科筹资活动现金流出较高。民营企业筹资活动净额分布在-326.06 亿元至 136.68 亿元之间，平均值为-82.81 亿元，其中碧桂园、旭辉集团、新城控股、雅居乐集团筹资活动流出金额较高，龙湖集团、中国金茂和滨江集团筹资活动现金流入。

在销售和融资等资源的重点倾斜下，以招商蛇口、中海、保利发展为代表的央企安全边际高。地方国有企业中万科、华发股份、首开股份以及民营企业中碧桂园、金地集团、万达商管的到期及行权债券规模较大。我们根据企业性质、2021 年及 2022 年 1-6 月融资情况、负面舆情等实际情况，赋予房企不同的融资弹性系数，并利用融资弹性系数与 2022 年 1-10 月销售情况测算企业可偿债现金流，计算偿债现金流对 2023 年到期公开债务覆盖情况。地方国有企业中万科、越秀地产及民营企业中滨江集团、龙湖、新希望地产，销售回款对到期公开债券的保障程度较好。

图16 中央国企到期债券规模及覆盖倍数情况
(单位: 亿元)

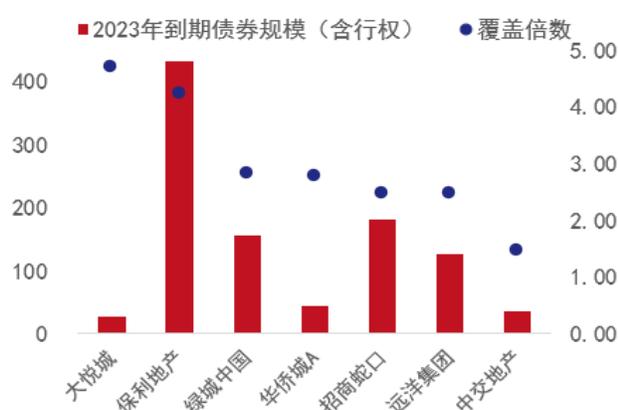
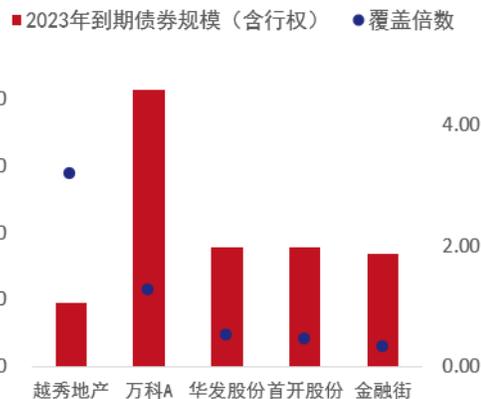


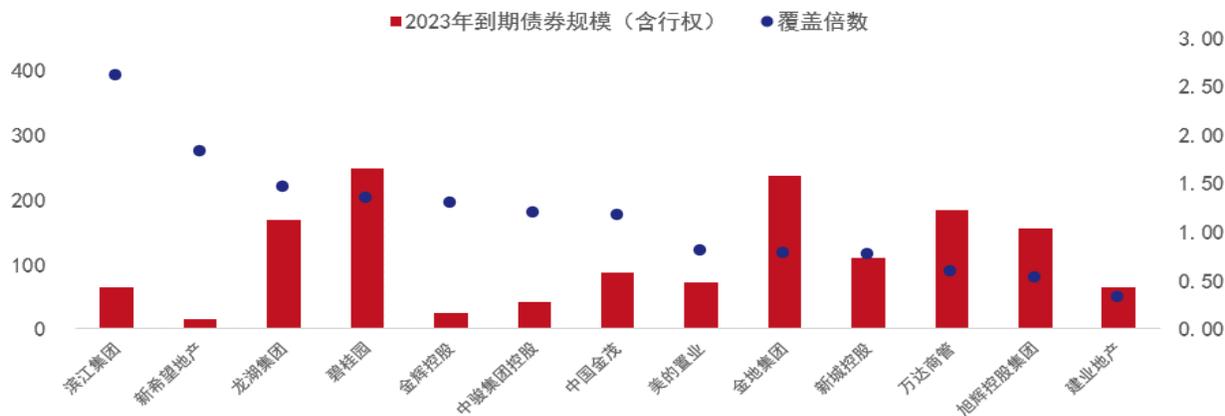
图17 地方国企到期债券规模及覆盖倍数情况
(单位: 亿元)



资料来源: 同花顺 iFinD, 中证鹏元整理

资料来源: 同花顺 iFinD, 中证鹏元整理

图18 民营房企到期债券规模及覆盖倍数情况 (单位: 亿元)



资料来源: 同花顺 iFinD, 中证鹏元整理

4.3 重点房企利差走势及投资策略

自 2022 年末以来，行业政策积极信号持续强化，纾困支持对象进一步扩容，投资者信心得到提振，优质房企的价格逐步回升，房地产境内债券高等级利差有明显收窄，但部分弱资质地方房企利差仍在走扩。根据 DM 数据，截至 2023 年 1 月 15 日，剔除已出险后的房企主体信用利差（公募）主要分布于 36.33bp 至 4316.15bp。其中，央企背景房企利差区间为 36.33 至 273.04bp，地方国有房企利差区间为 60.22 至 566.60bp，民营房企利差区间为 265.82 至 3014.06bp。截至 2023 年 1 月 15 日，样本房企中 AAA、AA+和 AA 评级可比口径下利差均值分别自最高点收窄 30.88bp、1.94bp 和 10.67bp。个券方面，碧桂园、远洋控股、万达商管、龙湖等利差收窄幅度较大。

我们认为，随着房地产行业调控长效机制全面落实，在强政策预期的加持下，预计 2023 年销售有望自底部区间持续复苏，中期内新建商品房市场仍将是满足居民住房需求的主要市场，首置及改善需求的带动下房企销售将逐步回归合理中枢。融资层面，自 2022 年 9 月以来，房企融资“三箭”齐发，近期中国金稳委亦要求对具有系统重要性的地产企业给予更多融资支持。**随着房地产行业调控长效机制全面落实，在监管引导下，强政策预期的加持有望带动行业整体信用风险边际修复。**短期内投资逻辑依然是流动性为王，央企及财务风格稳健的国有房企信用资质高，但利差亦已压缩至相对低位；部分负债经营水平偏高的国有房企受近期市场调整影响利差有所走阔，风险收益性价比更高；在本轮地产下行周期内，民营房企受到流动性冲击更甚，明确受到政策支持的系统重要性的民营房企优信用资质改善情况仍值得期待，短期内可关注纾困政策落地情况，在融资情况有明显改善、行业销售企稳后可择优介入。

此外，可持续关注与城投公司合作、成功拓展代建业务机会的房企。财政部 9 月底 126 号文件中提出“严禁通过举债储备土地，不得通过国企购地等方式虚增土地出让收入”，城投平台可以通过引入优质民营房企代建或合作开发的形式间接完成托市拿地，更能解决项目的实质性开发问题，所形成的有效回款也能提升城投的造血能力。“十四五”期间重点城市计划筹建大量保障性租赁住房，为房企提供了业务发展机会。目前证监会正在研究将 REITS 的试点范围扩展到商业地产，有望扩大到市场化长租房，为房企参与市场长租业务提供了有效的退出渠道。在当前阶段，**优质商业物业可以作为重要的反担保抵押品，具备优质商业物业的房企融资优势更大。**

附录一 样本房企主要经营及财务数据（单位：亿元）

证券简称	2022年1-10月销售金额	2023年到期公开债务规模（含行权）	企业性质	2022年1-6月筹资活动现金流量净额	少数股东权益占比
碧桂园	4,032.90	247.61	私营	-326.06	34.83%
保利地产	3,631.14	431.26	中央企业	100.87	38.09%
万科 A	3,467.70	413.68	地方国有企业	-67.38	40.20%
中国海外发展	2,325.94	163.71	中央企业	161.45	4.88%
华润置地	2,295.30	35.00	中央企业	192.05	25.87%
招商蛇口	2,265.46	181.20	中央企业	12.56	63.66%
金地集团	1,833.90	236.21	私营	-52.76	44.49%
龙湖集团	1,657.70	168.32	私营	136.68	45.18%
绿城中国	1,624.00	155.52	中央企业	150.17	66.76%
中国金茂	1,231.80	87.19	私营	18.88	54.18%
滨江集团	1,182.30	63.80	私营	114.72	48.08%
旭辉控股集团	1,133.80	155.00	私营	-228.39	60.29%
新城控股	1,029.50	109.07	私营	-197.65	36.16%
越秀地产	911.14	94.74	地方国有企业	9.19	38.78%
华发股份	840.70	178.35	地方国有企业	53.13	80.03%
远洋集团	786.30	126.18	中央企业	-29.58	27.13%
首开股份	733.98	178.31	地方国有企业	-82.04	56.15%
美的置业	640.20	71.03	私营	-75.75	51.13%
雅居乐集团	577.70	12.00	私营	-220.19	38.27%
中交地产	517.30	35.08	中央企业	-23.37	81.79%
中骏集团控股	502.39	41.28	私营	-68.40	45.45%
华侨城 A	472.10	42.40	中央企业	-101.13	34.21%
新希望地产	434.50	15.49	私营	-88.99	48.59%
万达商管	431.50	183.34	私营	-83.86	1.37%
大悦城	421.80	26.38	中央企业	12.94	63.86%
金辉控股	370.40	24.50	私营	-88.62	32.50%
金融街	248.40	167.91	地方国有企业	-23.03	12.34%
建业地产	206.98	64.40	私营	1.06	45.59%

资料来源：同花顺 iFinD、公开信息，克而瑞数据，中证鹏元整理

免责声明

- 本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
 - 本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。
 - 本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。
 - 本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。
-

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳	北京	上海
地址：深圳市深南大道 7008 号 阳光高尔夫大厦（银座国际） 三楼	地址：北京市朝阳区建国路世 茂大厦 C 座 23 层	地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室
电话：0755-82872897 传真：0755-82872090	电话：010-66216006 传真：010-66212002	总机：021-51035670 传真：021-51035670
湖南	江苏	四川
地址：湖南省长沙市雨花区湘 府东路 200 号华坤时代 2603	地址：南京市建邺区江东中路 108 号万达西地贰街区商务区 15 幢 610 室	地址：成都市高新区天府大道北 段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号
电话：0731-84285466 传真：0731-84285455	电话：025-87781291 传真：025-87781295	电话：028-89102569
山东	吉林	陕西
地址：山东自由贸易试验区济 南片区经十路华润中心 SOHO 办公楼 1 单元 4315 室	地址：吉林省长春市南关区人 民大街 7088 号伟峰国际商务广 场 2005 室	地址：西安高新区唐延路 22 号 金辉国际广场 902 室
总机：0531-88813809 传真：0531-88813810	电话：0431-85962598 传真：0431-85962596	电话：029-88626679 传真：029-88626679
香港		
地址：香港中环皇后大道中 39 号丰盛创建大厦 10 楼 1002 室 电话：+852 36158343 传真：+852 35966140		