



房地产行业：融资好转 结构分化



摘要：

销售增速筑底，分化仍在继续。1) 本月销售仍保持弱势，剔除风险房企销售面积同比下滑 28.6%，销售额同比下滑 29.7%，增速基本见底，但大幅好转仍难出现；2) 背后主要是维稳政策发力，当前支持按揭贷、开发贷等政策仅能防止进一步下滑，防止负反馈持续，但去杠杆环境仍然未变，难有大规模宽松，市场不具备大幅反转的能力；3) 分房企看，居民对民企交房风险的担忧仍在，即使部分头部优质民企，销售增速下滑仍然显著高于国央企，这种情况可能延续。

融资端好转已有体现，但目前仅国央企受益，2022 年一季度有望扩散至优质民企。本月公开市场发债大幅反弹，尤其是银行间市场中票发行量明显改善，但融资主体主要为国央企。我们认为此轮融资放松与历次有较大不同，无论是银行贷款还是公开市场债券融资，金融机构很难再会支持风险偏高的房企，具有信用污点的房企很难再回到行业中，融资端的出清已经开始。而近期政策对于收并购贷款的放松，也将促使行业出清加快到来。由于 2022 年一季度为偿债高峰期，我们预计相关融资政策仍将继续边际改善，优质民企将受益。由于优质民企的运营效率远高于国央企，一旦受益，则存在较大机会。

土地市场继续下滑，偏弱将是未来的常态。11 月土地市场进一步下滑，拿地金额、溢价率等不见起色。如果以预收账款监管的角度考虑，当前房企仍需降土储，而 2021 年下半年市场的下行，无疑降低了降杠杆的节奏。

当前结构性放松融资的政策，让优质房企在收并购市场有更多机会，预计土地市场仍难有起色。地价的稳定甚至下行也将对楼市的反转也是较大抑制，但房企挑优质地块的概率将大幅提升。

多数企业难以完成年初销售目标，2022 年战略也将重新调整。前 11 个月销售目标完成率仅 81.9%，远低于低于历年，多数企业将难以完成销售目标。新格局下，2022 年将是房企重新反思经营战略的一年。

布局长周期估值修复的房企。去杠杆大格局下，短期的维稳将是房企再去杠杆的时机，2022 年楼市供给弹性仍大于需求弹性。博弈政策的胜率较低，当前的结构性政策强化了我们基于经营周期拉长的逻辑，推荐基于 DCF 模型的估值修复机会，推荐港股中的中国金茂、融创中国，受益旭辉控股集团，A 股标的推荐中南建设、万科 A、保利地产、金地集团、招商蛇口等，同时推荐物业板块，受益招商积余、碧桂园服务，推荐中海物业、宝龙商业。

风险提示：政府重新放开前融、再走土地金融模式。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_31643

