

本报告的主要看点:

1. 一二线城市中长期市场有支撑，短期或率先企稳回暖。
2. 调控宽松对改善市场的利好影响更大，本轮市场恢复或由改善市场牵引。
3. 综合分析改善型房企在城市深耕、品牌溢价等方面的优势。

相关报告

1. 《步入良性循环正轨，布局地产正当时-地产行业专题研究报告》，2022.4.5

杜昊旻 分析师 SAC 执业编号: S1130521090001
duhaomin@gjzq.com.cn

王祎馨 联系人
wangyixin@gjzq.com.cn

改善需求引领复苏，品牌房企或有超额收益

基本结论

- **改善需求的释放或带动本轮市场的恢复。**房地产行业正经历“房改”以来的第三次低谷。中长期看，城镇化率的稳步增长仍是行业持续发展的支撑；短期来看，宽松政策持续落地，此前被抑制或错杀的改善型需求受益更大，如北京、上海、南京等城市二手房/新房成交面积比超过 0.6，限购限售的放宽将促进置换改善需求的释放，或成为本轮市场恢复的牵引。我们认为本轮行业周期中具有突出核心竞争力的改善型房企或将跻身行业前茅。
- **深耕一二线，业绩确定性高。**中长期看，一二线城市经济、人口体量大，45 个一二线城市 GDP 占全国 51.6%，常住人口占全国 35.4%，是中国房地产行业的主战场。短期来看，一二线城市销售抗跌能力较强，杭州、上海等优质城市在售库存低于 7 个月，且多数重点城市一二手房价倒挂明显，新房需求有支撑，预计优质一二线城市销售有望率先企稳回暖。典型改善房企深耕一二线城市，绿城中国 74%、建发国际 64% 土储位于一二线城市，滨江集团 60% 土储位于杭州，业绩增长确定性较高。
- **现金流安全稳健，错峰拿地有望改善利润水平。**当前土拍市场热度相对温和，土拍政策宽松，房企拿地利润空间较高，正是投资拿地好时机。典型改善房企整体土储去化周期较短，资产流动性较强，有拿地需求和动力；同时典型改善房企财务结构稳健，债务压力较低，现金流安全，有错峰拿地的实力。2022 年 1-4 月，绿城中国、建发国际、滨江集团积极在北京、杭州、厦门等城市拿地，权益投资金额均位列行业前五，且整体拿地利润率在 8% 以上，有望改善未来结算利润率。
- **产品服务力强，助力区域深耕和品牌溢价。**改善型产品销售受市场下行影响相对较小，2022 年重点城市改善型产品销售比例均有提升且销售前十榜单中改善型项目数量增加。绿城中国、建发国际、滨江集团主打中高端改善项目，产品服务力强，城市深耕效果显著，绿城中国、滨江集团在杭州市占率均超过 10%，建发国际在厦门市占率超过 20%，深耕也助力改善房企获得更高的品牌溢价，销售流速、单价、费用管控等均有行业领先水平，为业绩增长提供持续动能。

投资建议

- 我们预计基本面好的一二线、长三角城市有望先于行业整体企稳回暖，且改善需求或是本轮市场回暖的牵引。首推销售投资逆势增长、业绩确定性较强，且重点布局优质城市、拥有高质量产品服务力的房企，如绿城中国、建发国际、滨江集团等或将获得超额收益。稳健选择推荐财务结构健康、现金流安全的头部国企央企，如保利发展、招商蛇口，主要布局位于一二线重点城市，有一定比例改善产品，也将受益于改善型需求的释放。

风险提示

- 宽松政策对市场提振不佳；疫情影响市场恢复；多家房企出现债务违约

内容目录

改善需求的释放或带动本轮市场的恢复.....	4
市场恢复有中长期和短期的基础.....	4
本轮市场的恢复或由改善需求的释放带动.....	5
回归经营本质，看好核心竞争力突出的改善型房企.....	7
深耕一二线城市，业绩确定性高.....	7
一二线城市中长期需求有支撑、市场空间大.....	7
短期优质一二线城市销售有望率先企稳回暖.....	9
典型改善房企深耕一二线城市.....	11
现金流安全稳健，错峰拿地有望改善利润水平.....	13
当前拿地利润空间较高，正是投资好时机.....	13
土储流动性高，有新增投资动力.....	14
现金流安全稳健，有新增投资实力.....	15
典型改善房企积极错峰拿地，有望改善利润水平.....	16
产品服务力强，助力区域深耕和品牌溢价.....	17
改善型产品销售受市场下行影响相对较小.....	17
绿城、建发、滨江是改善型房企的标杆.....	19
高质量的产品服务助力房企深耕，获得品牌溢价.....	22
投资建议.....	23
风险提示.....	25

图表目录

图表 1: 1998-2021 年全国商品房销售金额及同比走势.....	4
图表 2: 全国商品房销售金额累计同比及单月同比.....	4
图表 3: TOP100 房企累计全口径销售金额及同比.....	4
图表 4: 2022 年 4 月中旬以来重点城市房地产调控政策及事件.....	5
图表 5: 2021 年典型城市新房与二手房成交面积比值.....	7
图表 6: 一二线城市 GDP 与人口基本面情况.....	7
图表 7: 2021 年一线、新一线城市人口净流动情况.....	9
图表 8: 2020 年一线、新一线城市商品房销售金额及面积.....	9
图表 9: 2022 年 1-4 月各能级城市新房销售面积同比.....	10
图表 10: 2022 年 1-4 月各能级城市二手房销售面积同比.....	10
图表 11: 截至 2022 年 3 月，全国重点 20 城在售库存及去化周期.....	10
图表 12: 2021 年典型城市新房与二手房成交均价情况.....	11
图表 13: 2021 年绿城中国销售金额能级分布.....	11
图表 14: 2021 年绿城中国销售金额城市群分布.....	11
图表 15: 2021 年建发国际销售前十城市.....	11
图表 16: 2021 年滨江集团重点城市销售情况.....	11

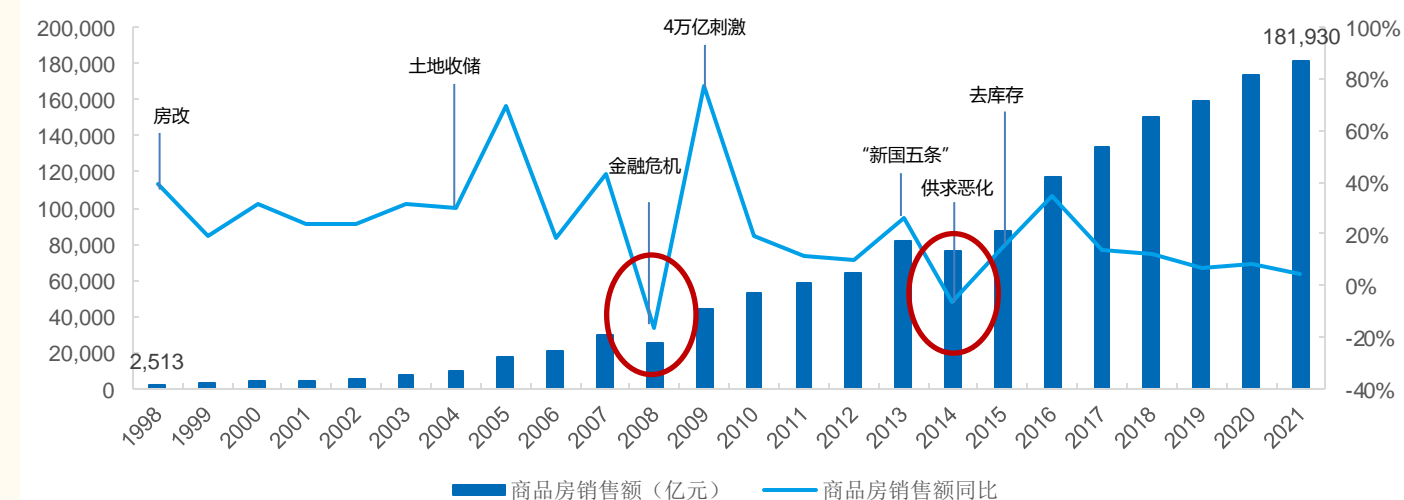
图表 17: 26 家典型房企 2021 年营业收入和归母净利润同比.....	12
图表 18: 2020 年、2021 年、2022 年 1-4 月改善型房企销售排名	12
图表 19: 截至 2021 年末改善型房企土储货值结构.....	13
图表 20: 全国 300 城月度累计供求及同比走势.....	13
图表 21: 全国 300 城宅地月度成交溢价率&流拍率走势.....	14
图表 22: 26 家典型房企土储去化时间（年）	14
图表 23: 截至 2021 年 26 家典型房企三道红线情况.....	15
图表 24: 2021 年末典型房企短期有息负债占比.....	16
图表 25: 2020-2021 年末典型房企融资成本对比.....	16
图表 26: 2020 年、2021 年、2022 年 1-4 月权益拿地金额前 20	16
图表 27: 北京 2021、2022 年 1-3 月总价段成交结构.....	17
图表 28: 上海 2021、2022 年 1-3 月总价段成交结构.....	17
图表 29: 深圳 2021、2022 年 1-3 月总价段成交结构.....	18
图表 30: 杭州 2021、2022 年 1-3 月总价段成交结构.....	18
图表 31: 北京、上海 2021 年和 2022 年 1-4 月销售前十项目榜单.....	18
图表 32: 深圳、杭州 2021 年和 2022 年 1-4 月销售前十项目榜单.....	19
图表 33: 2021 年度房地产企业产品力 TOP100.....	19
图表 34: 绿城中国产品系列	20
图表 35: 建发房产四大产品系列	20
图表 36: 滨江集团五大产品系列	21
图表 37: 滨江、绿城、万科在杭州销售市占率情况.....	22
图表 38: 建发在厦门销售市占率情况.....	22
图表 39: 2021 年典型房企销管费用占营业收入比例.....	22
图表 40: 2021 年典型房企销管费用占销售金额比例.....	22
图表 41: 厦门 2021 年、2022 年 1-4 月销售金额 TOP10 项目.....	23
图表 42: 2022 年 1-4 月滨江集团开盘去化和杭州主城区整体开盘去化对比..	23
图表 43: A 股地产 PE-TTM.....	24
图表 44: 港股地产 PE-TTM.....	24
图表 45: 港股物业股 PE-TTM.....	24
图表 46: 覆盖公司估值情况.....	25

改善需求的释放或带动本轮市场的恢复

市场恢复有中长期和短期的基础

- 中国房地产行业在 1998 年住房体制改革后快速发展，商品房销售金额从 1998 年的 2513 亿元增长至 2021 年的 181930 亿元。二十余年期间，行业先后经历了 2008-2009 年（金融危机下房地产行业受到冲击）和 2014-2015 年（市场供求严重恶化）两轮低谷，当前在“房住不炒”、房企“三道红线”、银行“两道红线”和供地两集中的政策背景下，房地产行业持续去杠杆，部分高负债房企债务违约频现，行业再次进入低谷，我们在外发报告《步入良性循环正轨，布局地产正当时》中也已经提出当前房地产行业正在经历“房改”以来的第三次低谷。

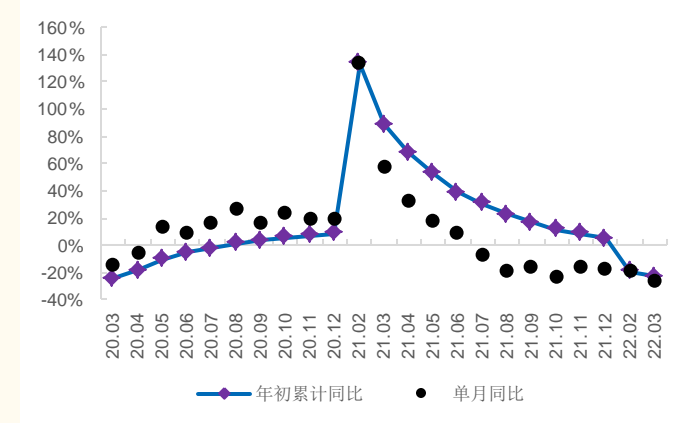
图表 1：1998-2021 年全国商品房销售金额及同比走势



来源：国家统计局，国金证券研究所

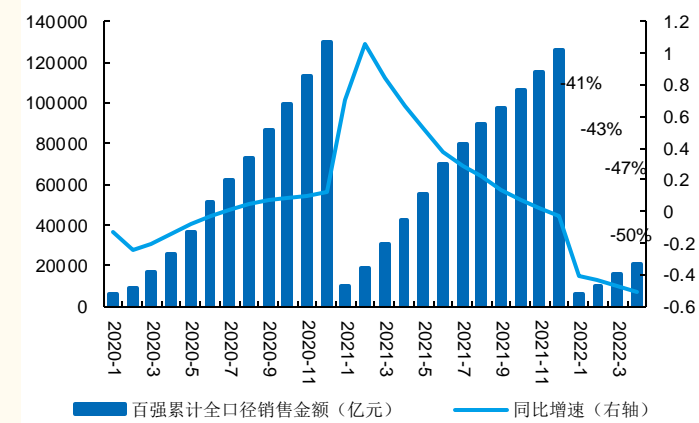
- 行业短期承压下行，政策定调提振信心。短期来看，市场销售延续低迷态势，2022 年 1-3 月全国商品房销售金额 29655 亿元，同比下降 22.7%，3 月单月同比下降 26.2%；1-4 月全国百强房企全口径销售金额 21203 亿元，同比下降 50%，4 月单月同比下降 59%。而 4 月 29 日中央政治局会议已经对房地产调控给出积极定调，首次提出“支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求”，同时多城市也相继出台了放宽限购限售、降低首付比例、降低房贷利率等政策促进购房需求，我们预计在中维度、大范围、大力度宽松政策持续出台后，市场信心将逐步恢复，市场销售也将逐步企稳回暖。

图表 2：全国商品房销售金额累计同比及单月同比



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 3：TOP100 房企累计全口径销售金额及同比



来源：克而瑞，国金证券研究所

- **中长期发展有支撑，迈入高质量发展新周期。**过去二十年内，房地产行业凭借人口红利、城镇化红利、土地红利、金融红利等快速发展，随着这些红利空间的逐步收缩，但并不意味行业的衰退，行业与中国经济同频，也在从高速度发展阶段向高质量发展转变。房地产行业的中长期发展仍有支撑：**城镇化率的稳步增长**（预计每年将有 1200 万左右城镇人口的增加）、**家庭小型化**（中国目前家庭户均人口 2.62 人，美国家庭户均人口为 2.6 人，日本为 1.9 人）、**人均住宅面积增加**（中国目前人家住宅面积 39.8 方，而美国人均住宅面积达 67 方）将衍生出新市民的住房需求，我们预计 3 亿新市民将产生 8000 万套左右的商品住宅需求在 8-10 年释放，成为行业高质量发展新周期的需求支撑。

本轮市场的恢复或由改善需求的释放带动

- **此前合理的改善型需求或被抑制错杀。**在 2014-2015 年的上一轮市场恢复中，去库存、棚改刺激影响明显，对三四线楼市促进力度大，需求的释放主要是刚需客群。而随着 2016 年以来房地产调控措施的逐步完善，“房住不炒”已成为调控主基调，为抑制恶意炒房，较长一段时间内重点城市的限购限售限价限贷等政策执行严格，在打击炒房的同时，部分合理的改善型需求或被抑制错杀：限购方面，大部分高能级城市二套房购买条件严苛；限售方面，多城市均是 2 年限售起步，苏州等城市则是 5 年（买第一套房后，不能再短时间内置换）；限贷方面，重点城市二套房首付比例普遍在 5 成以上，南京等城市二套房首付比例达 8 成，一系列的调控使得合理的改善型需求在购买资格和购买能力均有受阻。
- **本轮调控宽松或给改善型需求的释放带来更大的空间。**本轮在需求端的调控宽松政策主要在放松限购限售、降低首付比例、降低房贷利率、提高贷款额度、提供住房补贴等方面，这些宽松政策对刚需和改善型需求有一定的差异化影响。对于刚需群体，调控力度程度一直相对较低，本轮的放松，主要降低了刚需的购房门槛（如减少社保缴纳时长、取消本地户籍限制等），首付比例和房贷利率也有所降低，对刚需购房的释放预计会起到积极提振的效果。而对于改善型需求（大部分是置换改善），此前的调控相对严格，本轮的调控宽松不仅给改善型需求提供和刚需相当的信贷优惠，同时在限购限售方面给予改善型需求更大的空间，如长三角重点城市苏州、南京、无锡相继对二套房的限购、新房&二手房的限售，一方面更多客户拥有二套房甚至多套房的购房资格，另一方面将加快存量房的流动性，置换改善客户的购买力将获得较大力度提升。

图表 4：2022 年 4 月中旬以来重点城市房地产调控政策及事件

时间	城市	政策/事件	类别
4 月 11 日	苏州	1、限购局部松绑：非苏州户口购房由 3 年内连续满 24 个月改为累计 24 个月、卖房后 2 年内无需社保或税单可直接购房； 2、限售局部放松：二手房限售时间由 5 年改为 3 年（4 月 11 日起执行），新房仍然 3 年限售。	限购、限售
4 月 12 日	东莞	1、新建商品房根据可售楼面价 2 万元/m ² 以上、1-2 万元/m ² 、1 万元/m ² 以下划分三档，对提升品质增加的建造成本，限价适当提高； 2、新建商品住宅均价可在限价基础上适当提高； 3、实施特色品质的住宅，限价可适当提高。	限价
4 月 14 日	宜昌	1、首套房贷款首付款比例不低于 20%，二套房贷款首付款比例不低于 30%，对拥有一套住房并已结清贷款的家庭，再次再次购房按首套房贷政策。 2、新建商品住房网签备案 2 年内上市交易不再受限制，促进商品住房一、二手房市场良性循环。	限贷、限售、公积金
4 月 15 日	盐城	1、调整公积金贷款最高限额。家庭由 40 万元调整至 60 万元，个人由 20 万元调整至 30 万元； 2、恢复第二次购房公积金贷款支持政策。首次公积金贷款结清的，新购买、建造、翻建、大修自住普通住房的，可以再次申请公积金贷款，利率按 1.1 倍执行； 3、调整公积金贷款额度。家庭由 15 万元调整至 20 万元，个人由 8 万元调整至 10 万元。	公积金
4 月 18 日-26 日	无锡	1、生育二孩及以上本市户籍居民家庭，可以在限购区域新增购买一套商品住房；	限购、公积金、房贷利率

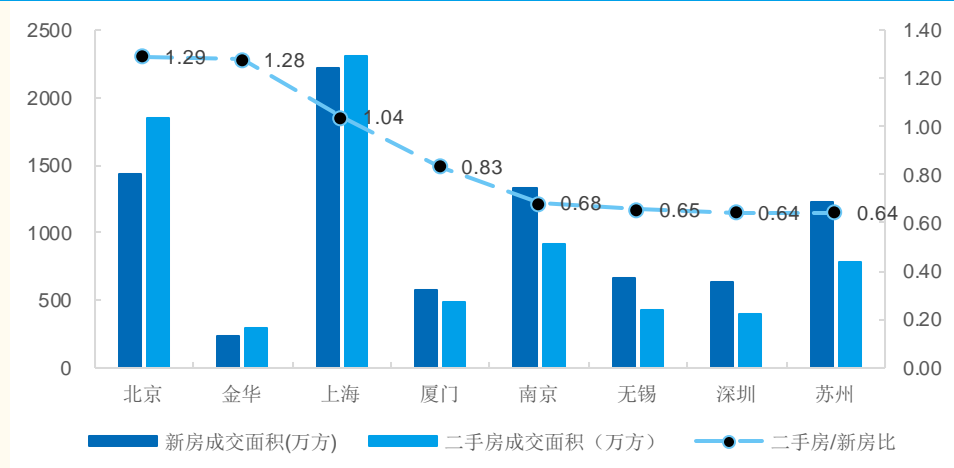
		2、人贷款最高额度由 30 万元提高到 50 万元，家庭最高额度由 60 万元提高到 80 万元，其中针对二孩或三孩本地户籍家庭，公贷最高额度提高至个人 60 万元、夫妻 100 万元； 3、首房首贷利率最低已经降至 4.6%，二套房贷款最低降至 5.2%。	
4 月 26 日	沈阳	个人住房转让增值税免征年限按国家规定执行，由 5 年调整为 2 年	限售
4 月 26 日	佛山	1、契税或不动产证满 5 年的商品住房，家庭在办理购房资格校验时，该商品住房不计入居民家庭拥有住房套数； 2、契税或不动产证满 5 年的商品住房，在进行买卖合同网签、赠与、司法拍卖等转让手续时，无需进行购房资格校验。	限购
4 月 27 日	南京	1、溧水区、六合区限购松绑，非本地户籍凭身份证可直接开首套购房证明； 2、南京非本市户籍居民家庭 1 年内累计缴纳 6 个月社保可申请购房，此前要求为 3 年内累计缴纳 24 个月社保	限购
4 月 29 日	南阳	南阳市人民政府办公室印发《南阳市促进中心城区房地产市场平稳健康发展的若干措施（试行）》，新市民购房补 1 万，公积金最高可贷 80 万元	公积金
4 月 29 日	洛阳	发布《洛阳市促进房地产市场持续平稳健康发展的若干措施》，监管措施与企业信用等级挂钩，放宽优质企业预售条件与资金监管标准；土地出让分期缴纳土地款，延缓城市基础设施配套费缴纳，降低装配式建筑配建面积；加大对合理消费的信贷支持，提高公积金贷款额度；首套首付最低比例为 20%，二套 30%，促进利率适当下行。	限购、限贷
4 月 29 日	沈阳	非沈阳户籍居民家庭在我市限购区域内购买新建商品住房的，执行沈阳户籍居民家庭购房政策，不再提供自购房申请之日起 2 年内在市连续缴纳 6 个月及以上个人所得税或社会保险证明。缴存住房公积金外地职工家庭在我市购买自住住房的，可按规定在我市申请住房公积金购房贷款。	限购、限贷
4 月 29 日	株洲	印发关于《关于促进房地产业良性循环和健康发展的若干措施》，首次购房给予 1 万元购房补贴，契税补贴 50%，降低贷款首付比例，第 2 次办理住房公积金贷款，且购买家庭名下第 2 套有效住房的，最低首付款比例由 50%降低至 30%	限贷
4 月 29 日	连云港	首套房首付比例按 20%执行。引导商业银行逐步下调房贷利率、缩短审批放贷周期。	限贷
4 月 30 日	上饶	印发《关于有效应对疫情不利影响促进中心城区房地产市场健康发展的若干措施》，实施阶段性购房补贴，下调个人住房按揭贷款首付比例，首套房最低首付比例下调至 20%，二套房最低首付比例下调至 30%，并合理下行商业性个人住房按揭贷款利率。	限贷
5 月 1 日	无锡	发布《关于调整个人住房转让增值税免征年限的通知》，明确无锡市区个人住房转让增值税免征年限由 5 年调整为 2 年。	限售
5 月 1 日	梅州	金融机构要落实好居民家庭首套房个贷首付比例不低于 25%；已拥有 1 套且贷款未结清的居民家庭，为改善居住条件再次申请商业贷款的，首付比例不低于 30%。同时，梅州市还将二套房公积金贷款首付比例，从三成降至二成。	限贷
5 月 4 日	嘉兴	在嘉兴市正常缴存住房公积金的职工，首次申请住房公积金贷款购买家庭首套自住住房，其单人最高贷款额度由 30 万元上浮至 40 万元，双人及以上最高贷款额度由 60 万元上浮至 80 万元。符合保底贷款条件的职工，其单人最高贷款额度由 15 万元上浮至 20 万元。	公积金
5 月 9 日	苏州	新房限制转让时间由 3 年调整为 2 年，二手房对限制转让时间由原来的 3 年调整为不再限制转让年限。非限购区域房产不再计入家庭限购套数。购房以后，家庭若有新出生人口（二孩及以上），那么出售新房时也不受转让年限制约。非本市户籍居民家庭购房条件从原来的三年内累计缴纳 24 个月社保调整为连续缴纳 6 个月社保。	限购、限售
5 月 9 日	扬州	取消大专及以上人才、二孩及以上家庭市区买房限购政策；对于来扬大专及以上人才购买首套住房，给予契税 50%补贴	限购

来源：各地政府官网，财联社，国金证券研究所注：截至 2022 年 5 月 9 日

- **改善型市场或先于刚需市场好转。**在房地产市场相对发达成熟的城市，二手房成交量已经与新房成交量相当，如北京、上海二手房/新房成交量比超过 1.0，厦门、南京等城市二手房/新房成交量比也超过了 0.6。一二线、长三角重点城市对限售条件的放宽，时间内二手房的挂牌量预计会有较大幅度的增加，将会对新房市场产生一定影响：①刚需新房，二手房供应量的

加大，大概率将分流新房市场的刚需客户，短期将产生一定程度的负面影响。②改善型新房，二手房流动性增强，置换（卖一套买另一套）改善客群的购买力将得到大幅的提升，改善型市场由此受益。因此，我们预计本轮市场的恢复或主要由改善需求的释放带动。

图表 5：2021 年典型城市新房与二手房成交面积比值



来源：Wind，国金证券研究所注：二手房/新房比为二手房与新房成交面积的比例

回归经营本质，看好核心竞争力突出的改善型房企

- 本轮行业周期中具有突出核心竞争力的改善型房企或将跻身行业前茅。我们在外发报告《步入良性循环正轨，布局地产正当时》中已经提出“每一轮行业周期的转换都将孕育新发展模式”的观点。2008-2009 年，万科、保利发展、华润置地等凭借金融红利，销售规模大幅提升；2014-2015 年，碧桂园、中国恒大举债扩张下沉，抓住三四线棚改市场机会，成为行业龙头；而本轮的行业周期中，外部红利空间缩小，以前高负债、高杠杆、高周转的老路是行不通的，需要房企回归经营本质，拿好地、做好产品、提供好服务，全面提升自身竞争力。我们认为拥有稳健财务结构、良好区域布局区域、高质量产品服务、精细化管理等核心竞争力的房企能够在本轮周期中实现弯道超车，跻身行业前茅。

深耕一二线城市，业绩确定性高

一二线城市中长期需求有支撑、市场空间大

- 一二线城市经济发达、人口量级大。2021 年，49 个一二线城市（4 个一线城市、15 个新一线城市、30 个二线城市）合计创造 GDP 总值为 590014 亿元，占全国 GDP 总值的 51.6%；合计拥有常住人口 49946 万人，占全国常住人口的 35.4%。从人口变动来看，2010-2021 年间，49 个一二线城市常住人口从 40768 万人增至 49946 万人，增幅为 22.5%，高于全国人口总数增幅（3.1%），其中有 47 个城市常住人口呈增长态势（哈尔滨、保定常住人口减少），深圳、成都、广州三城在 11 年间常住人口增加超过 600 万人。人口的持续增长为一二线城市的住房需求提供有力支撑。

图表 6：一二线城市 GDP 与人口基本面情况

城市	城市能级	2021 年 GDP (亿元)	2021 年 GDP 实际 增速 (%)	2021 年常住人口 (万人)	2010 年六普常住 人口 (万人)	人口增减 (万人)
上海	一线城市	43215	8.1	2489	2302	188
北京	一线城市	40270	8.5	2189	1961	227
深圳	一线城市	30665	6.7	1768	1036	732
广州	一线城市	28232	8.1	1881	1270	611
重庆	新一线城市	27894	8.3	3212	2885	328

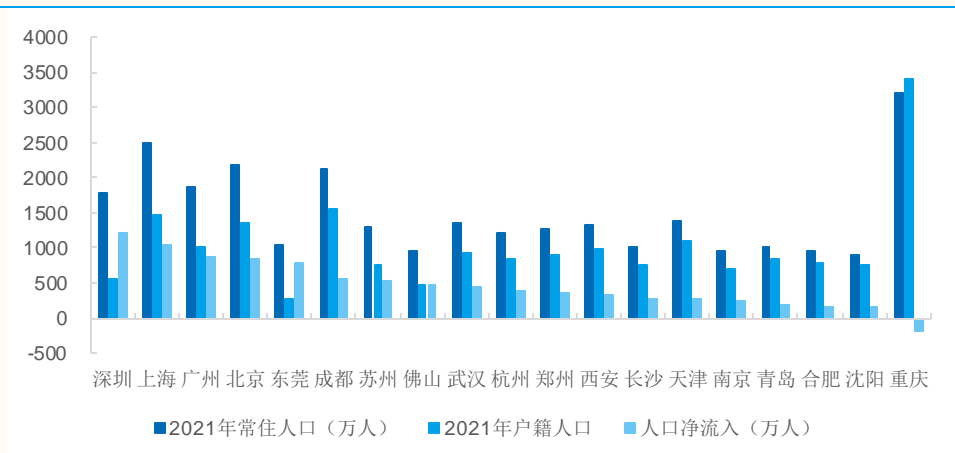
苏州	新一线城市	22718	8.7	1285	1046	239
成都	新一线城市	19917	8.6	2119	1405	714
杭州	新一线城市	18109	8.5	1220	870	350
武汉	新一线城市	17717	12.2	1365	979	386
南京	新一线城市	16355	7.5	942	800	142
天津	新一线城市	15695	6.6	1373	1294	79
青岛	新一线城市	14136	8.3	1011	872	139
长沙	新一线城市	13271	7.5	1024	704	320
郑州	新一线城市	12691	4.7	1260	863	397
佛山	新一线城市	12157	8.3	950	720	230
合肥	新一线城市	11413	9.2	947	570	376
东莞	新一线城市	10855	8.2	1054	822	232
西安	新一线城市	10688	4.6	1316	847	470
沈阳	新一线城市	7250	7	912	811	101
宁波	二线城市	14595	8.2	954	761	194
无锡	二线城市	14003	8.8	748	637	111
济南	二线城市	11432	7.2	934	681	252
福州	二线城市	11324	8.4	842	712	130
泉州	二线城市	11304	8.1	878	813	65
南通	二线城市	11027	8.9	773	728	45
常州	二线城市	8808	9.1	535	459	76
烟台	二线城市	8712	8	710	697	13
徐州	二线城市	8117	8.7	908	858	51
大连	二线城市	7826	8.2	745	669	76
温州	二线城市	7585	7.7	957	912	45
昆明	二线城市	7223	3.7	846	643	203
长春	二线城市	7103	6.2	907	767	139
厦门	二线城市	7034	8.1	516	353	163
绍兴	二线城市	6795	8.7	534	491	42
南昌	二线城市	6651	8.7	644	504	139
石家庄	二线城市	6490	6.6	1064	1016	48
嘉兴	二线城市	6355	8.5	552	450	101
台州	二线城市	5786	8.3	666	597	69
金华	二线城市	5355	9.8	712	536	176
哈尔滨	二线城市	5352	5.5	1001	1064	-63
太原	二线城市	5122	9.2	530	420	110
南宁	二线城市	5121	7.9	874	666	208
惠州	二线城市	4977	10.1	607	460	147
贵阳	二线城市	4711	6.6	599	432	166
珠海	二线城市	3882	6.9	244	156	88
保定	二线城市	3725	7.2	924	1119	-195
中山	二线城市	3566	8.2	442	312	130
廊坊	二线城市	3553	3.5	546	436	111
兰州	二线城市	3231	6.1	436	362	74
合计		590014		49946	40768	9178

来源：各地政府官网，第一财经，国金证券研究所 注：城市按 2020 年第一财经能级划分

- 一线、新一线城市多为人口净流入城市。19 个一线、新一线城市中仅重庆市为人口净流出（主要由于重庆市幅员较为辽阔，部分下辖区县距离主城区较远，跨省流动的外出务工人员较多，但主城区人口仍为净流入），深圳、

上海、广州、北京人口净流入超过 800 万人，东莞、成都、苏州、佛山、武汉、杭州、郑州、西安等 8 个城市人口净流入也超过 300 万人，净流入的人口将产生“新市民”的住房需求，支撑未来房地产行业的持续发展。

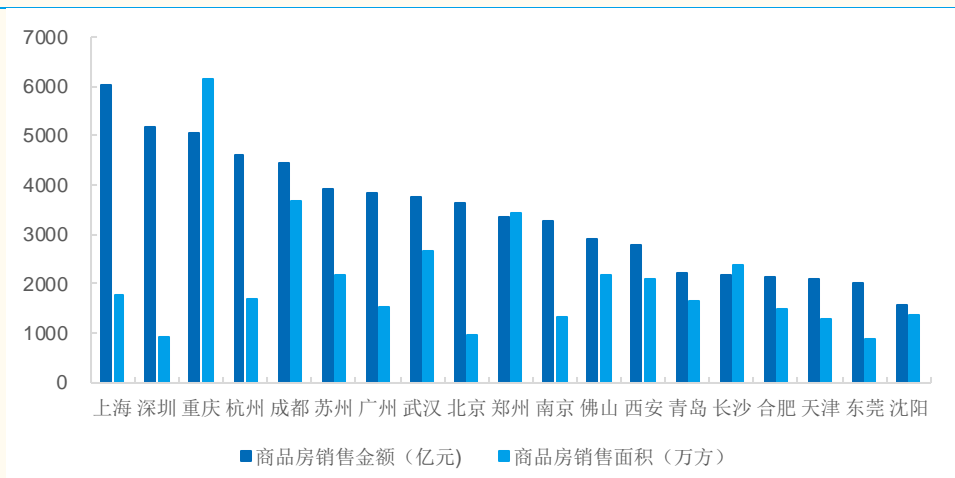
图表 7：2021 年一线、新一线城市人口净流动情况



来源：各地政府官网，国金证券研究所 注：部分城市 2021 年户籍人口未公布用 2020 年数据替代

- **一二线城市房地产市场容量大，是房地产行业主战场。**19 个一线、新一线城市 2020 年商品房销售金额合计 65093 亿元，占全国商品房销售金额的 37.5%，高于 GDP（32.6%）和常住人口（20.0%）占比。其中上海、深圳、重庆、杭州、成都 5 城商品房销售金额超过 4000 亿元，目前且未来一段时间都将是房地产行业的主战场。

图表 8：2020 年一线、新一线城市商品房销售金额及面积

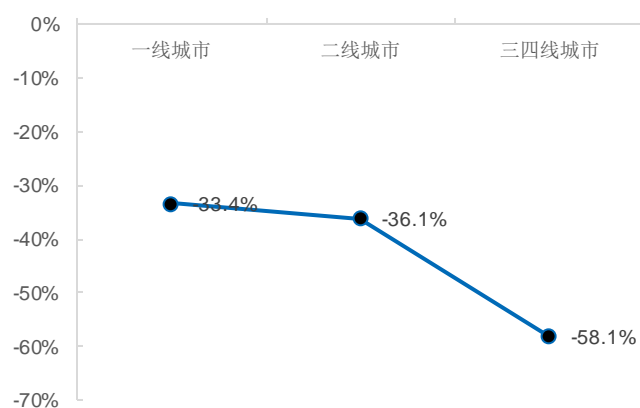


来源：国家统计局，国金证券研究所 注：统计范围为全市，包含下辖区县

短期优质一二线城市销售有望率先企稳回暖

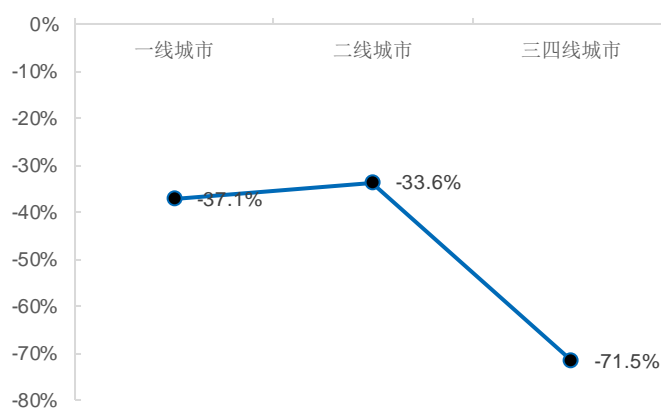
- **一二线城市销售抗跌能力较强。**从 Wind40 个典型城市新房销售数据看，2022 年 1-4 月 40 城合计新房销售面积同比下滑 39.8%，一线、二线、三四线城市分别同比下滑 33.4%、36.1%和 58.1%。从 Wind17 个典型城市二手房销售数据看，2022 年 1-4 月 17 城合计二手房销售面积同比下滑 37.1%，一线、二线、三四线城市分别同比下滑 37.1%、33.6%和 71.5%。无论是新房还是二手房市场，一二线城市销售抗跌能力和稳定性均更强。
- **优质一二线、长三角城市在售库存低。**从在售库存方面看，截至 2022 年 3 月底，全国重点二十个城的新房在售库存平均去化周期 11.4 个月，杭州、上海、合肥、深圳、南京五城新房库存去化周期低于 7 个月，此类优质的一二线、长三角城市销售有望先于市场恢复，进而带动全国市场的企稳回暖，而重点布局优质一二线城市的房企也将率先受益。

图表 9: 2022 年 1-4 月各能级城市新房销售面积同比



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 10: 2022 年 1-4 月各能级城市二手房销售面积同比



来源: Wind, 国金证券研究所

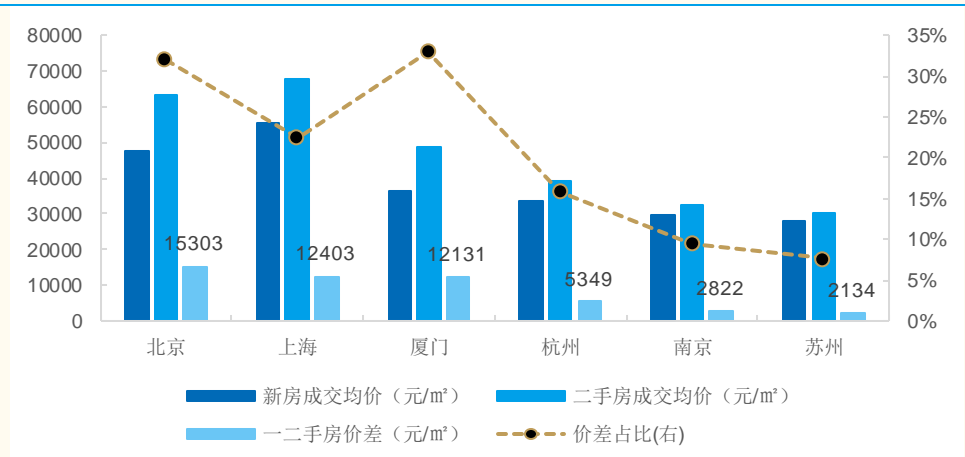
图表 11: 截至 2022 年 3 月, 全国重点 20 城在售库存及去化周期

城市	在售库存 (万 m ²)	近五年低位 (万 m ²)	近五年高位 (万 m ²)	去化周期 (月)	近五年低位 (月)	近五年高位 (月)
杭州	215	184	688	1.8	1.4	8.5
上海	503	454	789	6.0	4.8	13.1
合肥	430	430	872	6.3	5.3	14.5
深圳	229	159	362	6.6	3.6	16.3
南京	606	258	697	6.6	3.1	8.0
郑州	901	490	1079	7.1	4.2	13.7
西安	578	486	983	7.4	4.5	10.6
长沙	728	413	767	7.6	3.2	7.6
重庆	1236	746	1365	9.6	3.3	9.6
苏州	900	485	933	10.3	5.7	11.7
成都	1539	1215	1852	10.4	7.1	13.2
武汉	1793	633	2063	10.4	3.4	11.2
温州	731	347	789	11.2	5.9	11.2
广州	1095	627	1105	12.1	5.2	12.1
北京	1129	430	1200	14.6	7.5	25.2
沈阳	1709	1676	2368	16.2	11.5	23.0
青岛	2133	972	2201	17.9	6.8	18.0
天津	2067	862	2180	21.7	5.5	21.7
福州	1571	170	1604	22.3	11.9	35.6
长春	1198	706	1245	22.5	8.0	22.8

来源: 中指研究院, 国金证券研究所 注: 在售库存口径为商品住宅 (不含保障性住房), 杭州统计范围包含萧山、余杭, 苏州统计范围包含吴江

- **重点城市一二房价依然存在倒挂, 新房需求有支撑。**自 2016 年以来, 重点城市新房限价严格, 一二手房价倒挂现象突出, 2021 年, 北京、上海、厦门等城市一二手房价差超过 10000 元/m², 杭州、南京、苏州等城市一二手房价差也在 2000 元/m²以上。一二手房价倒挂反应了城市房地产市场的供求关系相对良好, 新房市场有支撑: 房价倒挂一方面在刚需端促使客户积极参与新房市场, 另一方面在改善需求端, 提高了置换改善客户的购买能力, 在限售放宽后, 有望带动改善市场回暖。

图表 12: 2021 年典型城市新房与二手房成交均价情况

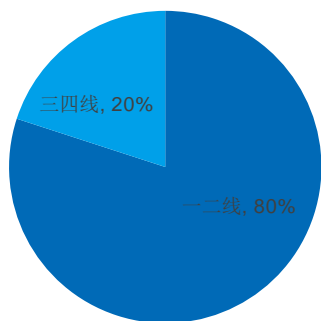


来源: 中指研究院, 冰山指数, 国金证券研究所

典型改善房企深耕一二线城市

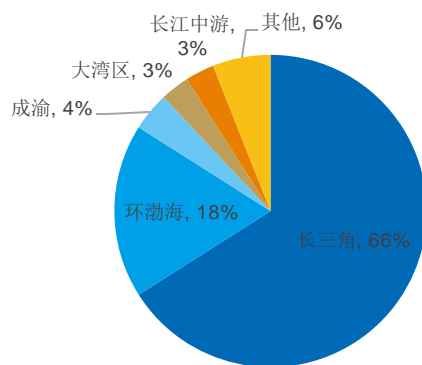
- **改善房企销售主要来自一二线城市。** 绿城中国持续聚焦一二线和长三角城市, 2021 年一二线城市合同销售额 2139 亿元, 占比 80%, 长三角合同销售额 1765 亿元, 占比 66%; 深耕能力持续提升, 北京、杭州、宁波多城市销售金额位居当地前十。建发国际深耕海西、长三角城市群, 2021 年销售占比分别为 50%和 31%; 销售前十城市合计签约金额 1152 亿元, 占比达 70%, 厦门、漳州、福州、无锡、宁德等多城市进入当地销售榜单前十。滨江集团专注杭州市场, 2021 年于杭州销售额达 1068 亿元, 占比达 63%。

图表 13: 2021 年绿城中国销售金额能级分布



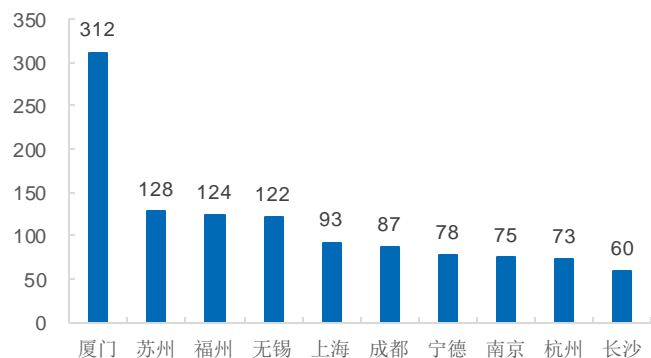
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 14: 2021 年绿城中国销售金额城市群分布



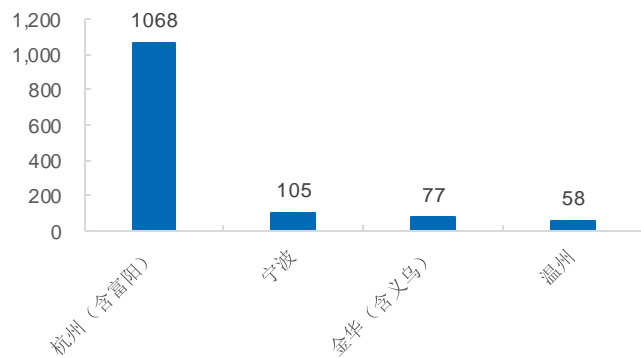
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 15: 2021 年建发国际销售前十城市



来源: 公司公告, 国金证券研究所

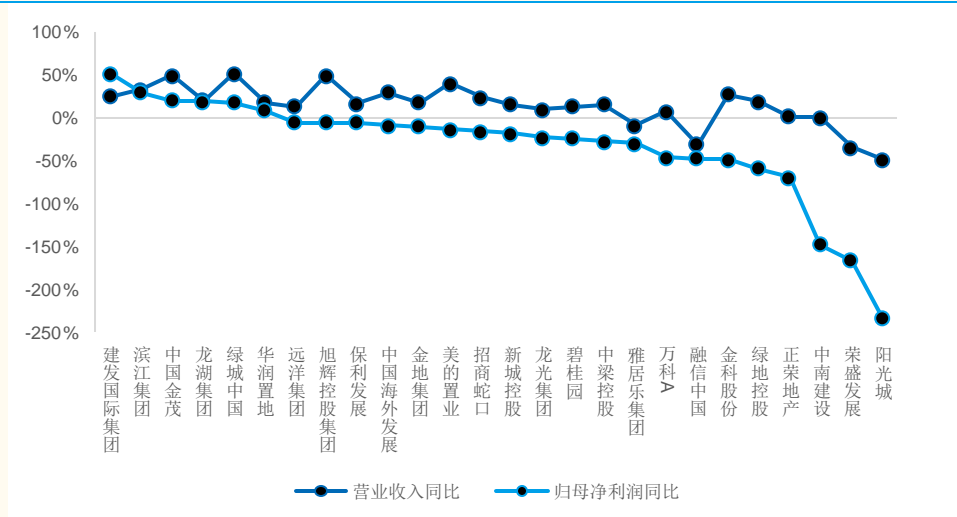
图表 16: 2021 年滨江集团重点城市销售情况



来源: 克而瑞, 国金证券研究所

- **对重点城市的深耕为改善房企的业绩带来增长动能。**受 2017 年后的高价地项目逐步结转和市场下行影响，2021 年行业整体营收增速放缓、归母净利润增速为负。在 26 家典型房企中，22 家房企营业收入增速为正，6 家房企归母净利润增速为正，作为改善型房企代表的绿城中国、建发国际和滨江集团凭借深耕核心重点城市、高质量的产品和服务取得了营收和归母净利润的双双增长，2021 年营业收入分别同比增长 52.4%、25.0%和 32.8%，归母净利润分别同比增长 17.7%、51.5%和 30.1%。中国金茂、龙湖集团和华润置地也实现了营收和利润双增长。

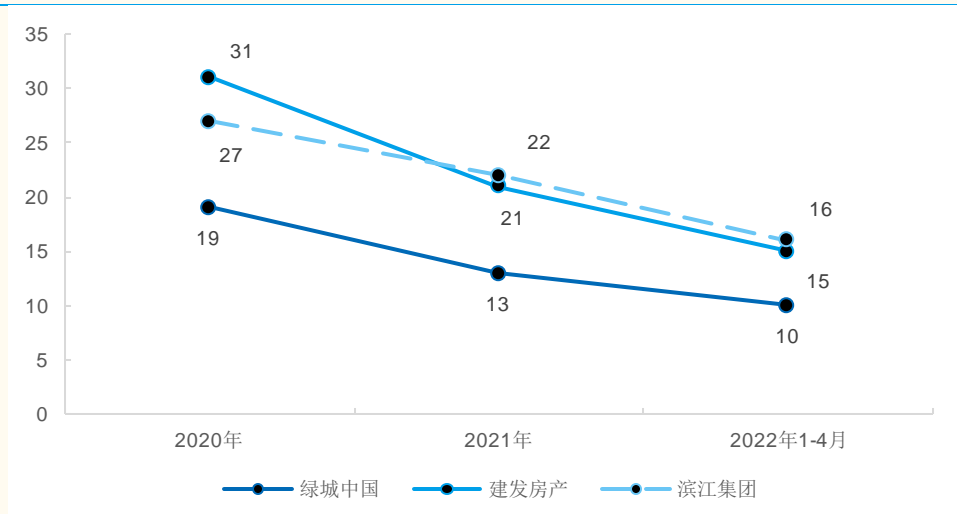
图表 17：26 家典型房企 2021 年营业收入和归母净利润同比



来源：公司公告，国金证券研究所

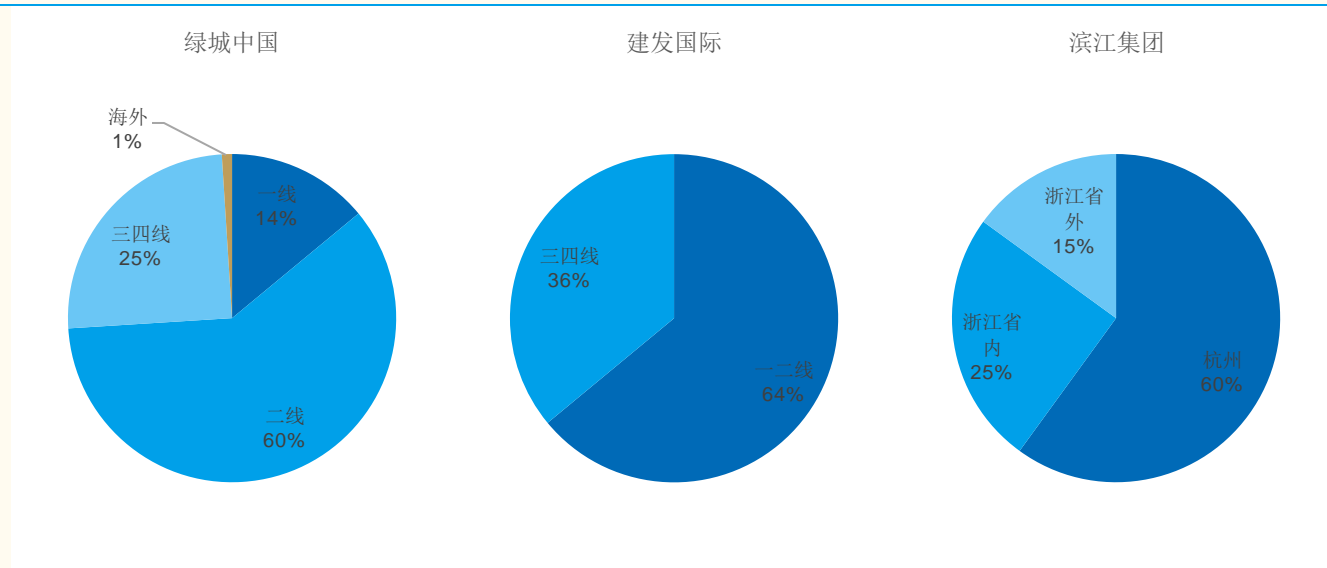
- **逆势增长的销售金额和优质的土储布局为改善型房企带来较高的业绩增长确定性。**2021 年在行业整体销售承压背景下，改善型房企销售规模仍能逆势增长，即使 2022 年 1-4 月销售规模均有下滑，但其销售排名也能呈稳步增长态势，销售规模的提高提高了未来 2-3 年结算业绩增长的确定性。从土储布局来看，截至 2021 年末，绿城中国一二线城市土储货值占比 74%，其中杭州 1130 亿元、宁波 956 亿元、北京 727 亿元，货值主要位于高能级城市；建发国际一二线城市货值占比 64%，主要位于厦门、上海、成都、杭州等城市；滨江集团土储货值 60%位于杭州、25%位于浙江省内其他城市、15%位于浙江省外城市。优质的土储布局是未来高质量销售的支撑。

图表 18：2020 年、2021 年、2022 年 1-4 月改善型房企销售排名



来源：克而瑞，国金证券研究所 注：绿城中国不含代建销售规模

图表 19: 截至 2021 年末改善型房企土储货值结构



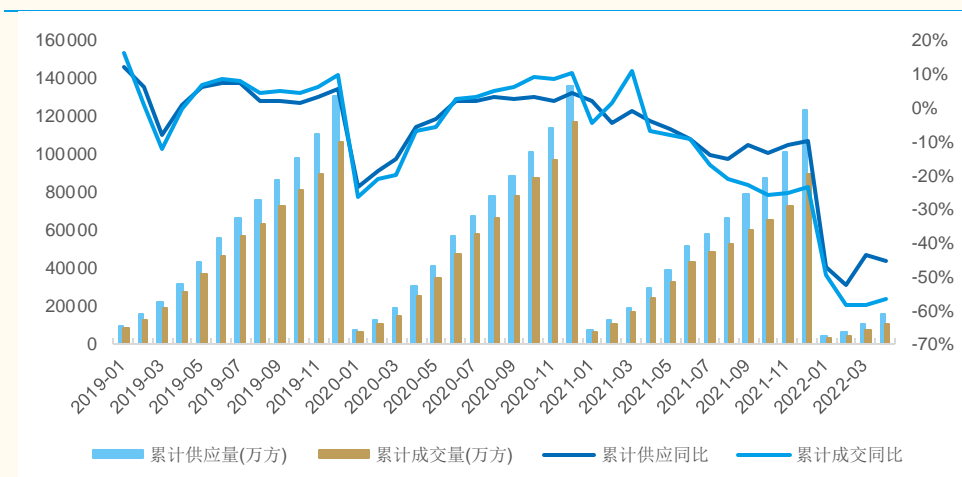
来源: 公司公告, 国金证券研究所

现金流安全稳健, 错峰拿地有望改善利润水平

当前拿地利润空间较高, 正是投资好时机

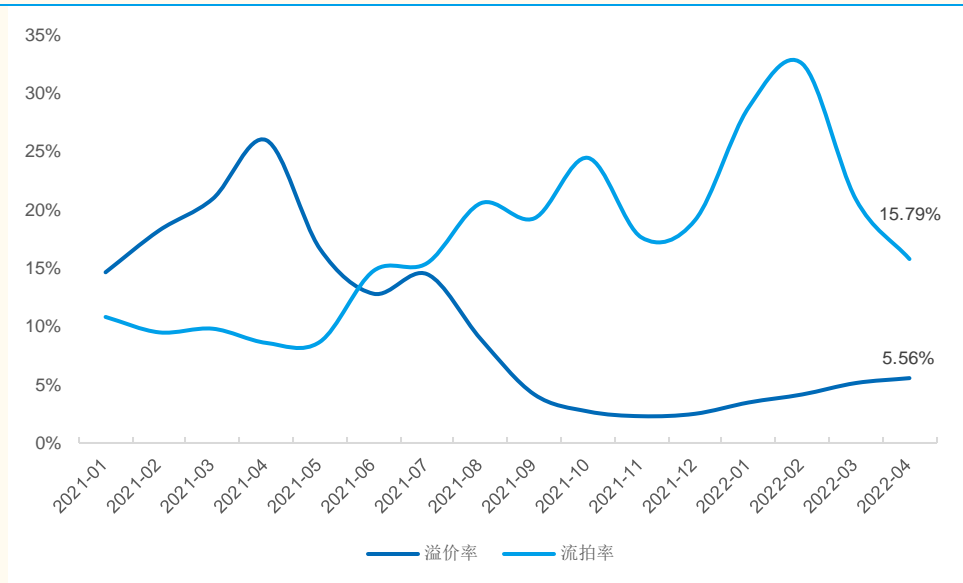
- **土拍热度持续低温。**随着 2021 年下半年住宅市场的持续下滑, 房企现金流吃紧, 拿地意愿减弱, 土拍市场热度也应声下滑。从成交量上看, 全国 300 城 2021 年土地成交面积同比下滑 23.4%, 2022 年 1-4 月土地成交面积同比下滑 56.5%。从成交溢价和流拍情况来看, 自 2021 年 7 月起, 全国 300 城成交溢价率下滑、流拍率上涨, 溢价率连续 9 个月低于 10% (最低为 2.29%), 而流拍率连续 11 个月高于 10% (最高达 32.6%)。近期虽然受杭州、深圳等城市的集中土拍影响, 土拍热度有所恢复, 但整体依然处于低温状态。

图表 20: 全国 300 城月度累计供求及同比走势



来源: 中指研究院, 国金证券研究所

图表 21: 全国 300 城宅地月度成交溢价率&流拍率走势



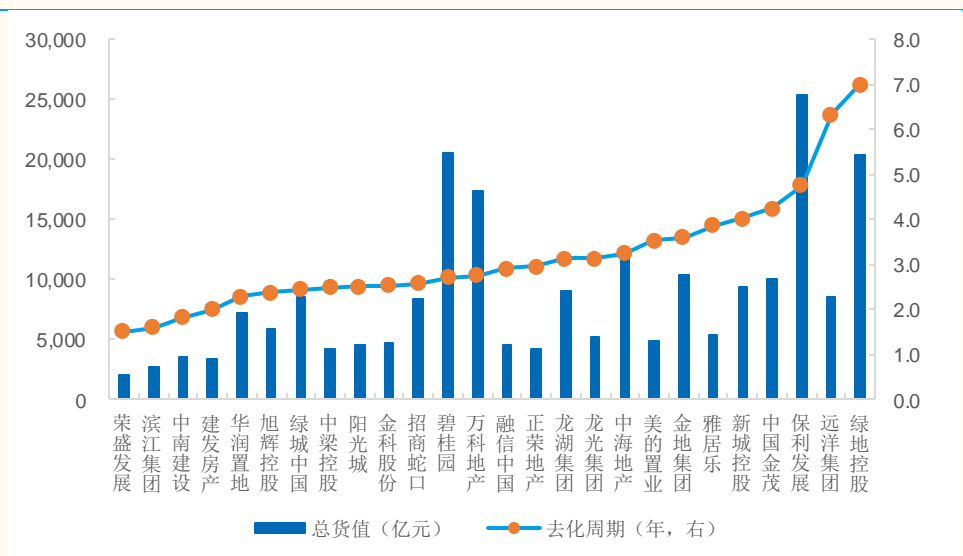
来源: 中指研究院, 国金证券研究所

- **土拍政策调整, 拿地利润空间有所提升。**在经历 2021 年第一批次火热的集中土拍后, 二三批次集中土拍热度骤降, 多地调整土拍政策, 让利房企, 以提升房企拿地意愿, 包括但不限于设置封顶地价、最高溢价率不超过 15%、适度提升住宅限价、降低起始地价、降低保证金比例、延长土地出让金缴纳时间等, 拿地利润空间有所上涨, 但房企整体拿地意愿依然相对低迷, 土地市场竞争环境宽松, 此时正是投资拿地的好时机。

土储流动性高, 有新增投资动力

- **改善型房企整体土储去化周期较短, 流动性高。**据克而瑞数据, 截至 2021 年末, 26 家典型房企的土储货值平均去化周期为 3.2 年, 而绿城中国、建发国际、滨江集团的货值去化周期分别为 2.4、2.0 和 1.6 年, 且其土储主要位于重点城市的核心板块, 去化有保障, 土储流动性高, 对资金的占用相对较小。此外, 由于去化周期较短, 改善型房企有补货的需求和动力, 有意愿在当前土拍低竞争的态势下积极获取高利润土地。

图表 22: 26 家典型房企土储去化时间 (年)



来源: 克而瑞, 国金证券研究所

现金流安全稳健，有新增投资实力

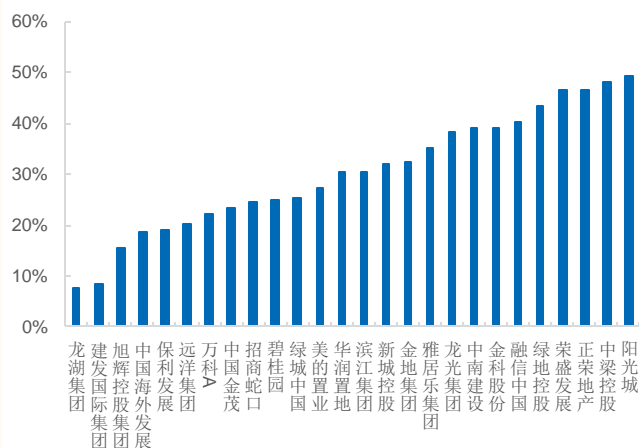
- **改善型房企拥有积极投资的现金流和财务结构保障。**有拿地的机会和拿地的意愿，也需要拿地的实力作为支撑。从三道红线水平看，26家典型房企整体档位从2020年的黄档降至2021年的绿档，2021年14家位居绿档、8家位居黄档、3家橙档、1家红档，绿城中国位居黄档（剔除预收款后的资产负债率未达标），建发国际、滨江集团均位于绿档，财务结构健康。从短期偿债压力来看，典型房企短期有息负债占有息负债的平均比重为27.1%，绿城中国、建发国际、滨江集团的短期有息负债占比分别为25.1%、8.4%和30.6%，现金短债比均大于1.5，短期偿债压力均较小。

图表 23：截至 2021 年 26 家典型房企三道红线情况

股票简称	2021 年				2020 年			
	剔除预收款后的资产负债率	净负债率	现金短债比	档位	剔除预收款后的资产负债率	净负债率	现金短债比	档位
中国海外发展	53.6%	31.1%	2.93	绿	53.3%	31.2%	2.52	绿
招商蛇口	60.1%	35.5%	1.83	绿	57.4%	28.1%	1.49	绿
华润置地	60.4%	25.1%	1.96	绿	59.7%	29.5%	2.52	绿
滨江集团	65.9%	65.9%	1.51	绿	69.7%	83.6%	1.69	绿
雅居乐集团	67.1%	50.8%	1.30	绿	72.3%	61.0%	1.32	绿
龙湖集团	67.4%	46.7%	6.11	绿	66.9%	46.5%	4.24	绿
金地集团	67.6%	53.4%	1.62	绿	68.5%	62.6%	1.32	绿
建发国际集团	67.6%	55.7%	6.72	绿	68.2%	67.5%	8.55	绿
保利发展	68.0%	55.1%	2.65	绿	68.7%	56.6%	2.26	绿
远洋集团	68.0%	85.2%	1.45	绿	69.0%	54.8%	1.69	绿
中国金茂	68.0%	63.0%	1.58	绿	66.8%	48.0%	1.75	绿
万科 A	68.4%	29.7%	2.55	绿	70.4%	18.1%	2.35	黄
旭辉控股集团	69.7%	62.8%	2.63	绿	72.5%	64.0%	2.74	黄
新城控股	69.9%	35.7%	1.92	绿	74.1%	35.6%	2.61	黄
金科股份	67.8%	66.5%	0.91	黄	69.5%	73.7%	1.34	绿
融信中国	66.3%	66.4%	0.97	黄	69.9%	82.8%	1.20	绿
龙光集团	71.0%	83.7%	1.03	黄	69.8%	64.4%	1.76	绿
绿城中国	71.1%	52.0%	2.23	黄	71.9%	63.8%	2.01	黄
美的置业	73.6%	46.3%	2.23	黄	77.6%	79.2%	2.19	黄
正荣地产	74.9%	85.5%	1.14	黄	76.6%	64.7%	2.20	黄
碧桂园	75.7%	45.4%	2.29	黄	80.5%	55.6%	1.91	黄
中梁控股	75.8%	34.5%	1.44	黄	79.9%	65.8%	1.44	黄
荣盛发展	77.2%	80.2%	0.76	橙	74.1%	80.2%	1.23	黄
中南建设	80.5%	93.2%	0.92	橙	78.7%	97.3%	1.41	黄
绿地控股	82.9%	96.4%	0.80	橙	83.4%	142.6%	0.93	红
阳光城	82.9%	166.6%	0.42	红	78.6%	94.9%	1.53	黄
合计	69.3%	50.0%	1.78	绿	70.8%	52.1%	1.84	黄

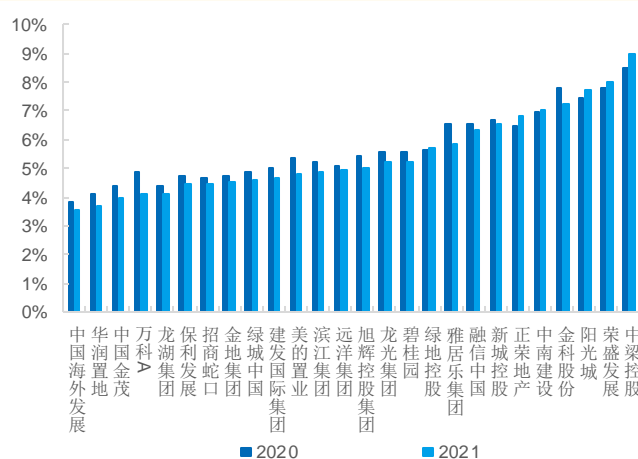
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 24: 2021 年末典型房企短期有息负债占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 25: 2020-2021 年末典型房企融资成本对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **改善型房企拥有行业领先的融资能力。**26 家典型房企 2021 年平均融资成本 5.49% (较 2020 年下降 21BP), 中海地产、华润置地、中国金茂 2021 年融资成本低于 4%。绿城中国、建发国际、滨江集团的融资成本分别为 4.60%、4.69%和 4.90%, 均低于行业平均融资成本, 且较 2020 年均有所下降, 尤其是滨江集团能以区域性民营房企的背景比肩国企央企的融资水平, 2022 年 1-4 月, 三家改善型房企公开市场发债的票价利率均不超过 4%, 良好的融资能力保障企业的现金流安全。

典型改善房企积极错峰拿地, 有望改善利润水平

- 当前是拿地的好时机, 改善型房企有拿地的动力和需求, 也有拿地的实力, 积极的错峰拿地自然水到渠成。绿城中国、建发国际和滨江集团在近几年一直保持较高的投资强度, 尤其是在 2022 年 1-4 月, 在其他房企拿地意愿和能力不足的低竞争土拍市场上, 错峰获取较高利润水平的土地: 绿城中国在杭州、北京、宁波等城市获取 15 宗地块, 权益投资金额 283 亿元, 位列权益拿地榜首; 建发国际于厦门、漳州、福州、杭州等城市获取 14 宗地块, 权益投资金额 280 亿元, 位列权益拿地榜第二; 滨江中国于杭州一批次土拍大放光彩, 在成交的 59 宗地块中, 获取 11 宗, 总投资金额达 184 亿元, 1-4 月累计权益投资达 182 亿元, 位列权益拿地版第五。

图表 26: 2020 年、2021 年、2022 年 1-4 月权益拿地金额前 20

排行	2020 年		2021 年		2022 年 1-4 月	
	企业名称	权益金额(亿元)	企业名称	权益金额(亿元)	企业名称	权益金额(亿元)
1	保利发展	1481	保利发展	1273	绿城中国	283
2	万科	1436	万科	1214	建发房产	280
3	中海地产	1312	中海地产	1147	华润置地	228
4	碧桂园	1180	华润置地	997	中海地产	191
5	龙湖集团	1089	绿城中国	892	滨江集团	182
6	中国恒大	1049	碧桂园	867	上海地产	135
7	华润置地	1004	招商蛇口	839	保利发展	99
8	绿城中国	882	龙湖集团	787	万科	96
9	招商蛇口	826	建发房产	648	大家房产	83
10	绿地控股	816	中国铁建	576	武汉城建集团	77

11	金地集团	785	融创中国	525	北京兴创投资	66
12	新城发展	735	金地集团	485	保利置业	63
13	建发房产	687	中国金茂	485	龙湖集团	61
14	融创中国	662	越秀地产	428	金地集团	49
15	旭辉集团	579	中国中铁	419	中国铁建	45
16	华发股份	541	滨江集团	371	中国中铁	44
17	滨江集团	516	卓越置业	349	众安集团	43
18	中南建设	449	龙光集团	319	伟星房产	42
19	金科股份	445	中海宏洋	313	成都城投置地	42
20	阳光城集团	443	新城发展	311	大悦城	42

来源：中指研究院，国金证券研究所

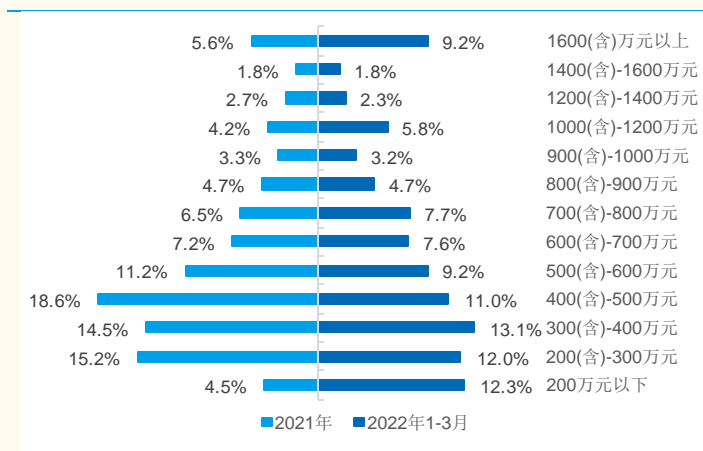
- 错峰获取利润空间相对较高的地块，有望改善未来结算利润率。由于土拍政策的放宽以及竞争环境的宽松，2021年下半年以来的土地利润空间相对较高。据调研，绿城中国、建发国际、滨江集团2022年1-4月期间获取的地块平均拿地版利润率均在8%及以上，后期随着这些项目的销售结转，企业的利润水平有望提升。

产品服务力强，助力区域深耕和品牌溢价

改善型产品销售受市场下行影响相对较小

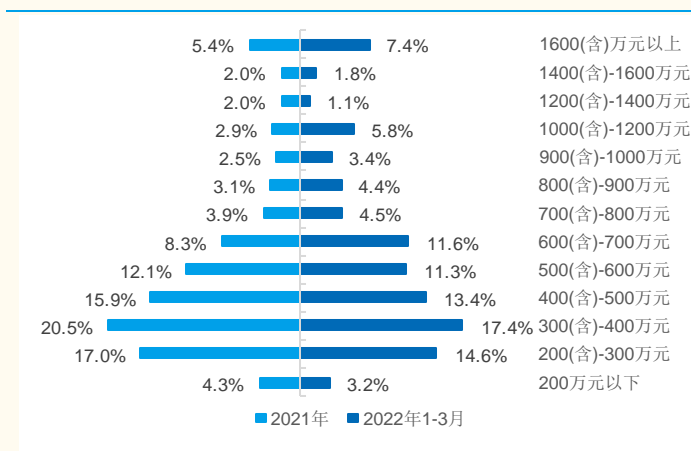
- 改善型产品销售比例提升。2022年一季度，整体市场持续低迷，但不同的项目产品销售表现却有差异，改善型项目的去化相较普通刚需刚改产品去化情况更好：从典型城市成交结构来看，北京2022年1-3月总价600万以上的住宅成交套数占比42.3%，较2021年全年提升6.3pct；上海2022年1-3月总价600万以上的住宅成交套数占比40.0%，较2021年全年提升9.9pct；深圳2022年1-3月总价600万以上的住宅成交套数占比50.5%，较2021年全年提升15.5pct；深圳2022年1-3月总价400万以上的住宅成交套数占比39.2%，较2021年全年提升8.1pct。

图表 27：北京 2021、2022 年 1-3 月总价段成交结构



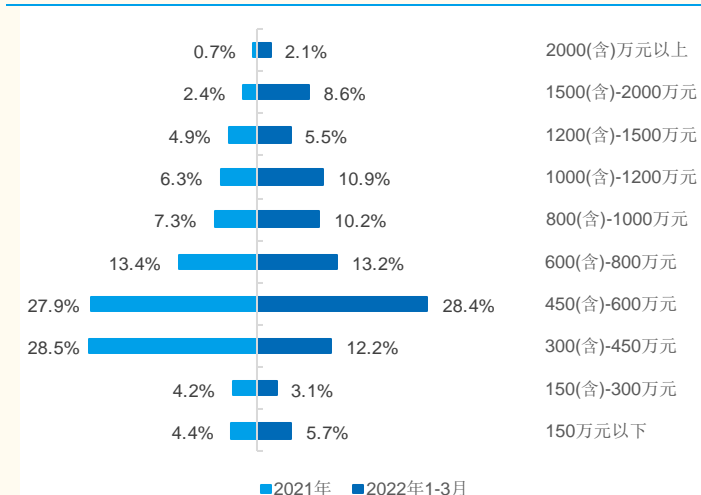
来源：中指研究院，国金证券研究所

图表 28：上海 2021、2022 年 1-3 月总价段成交结构



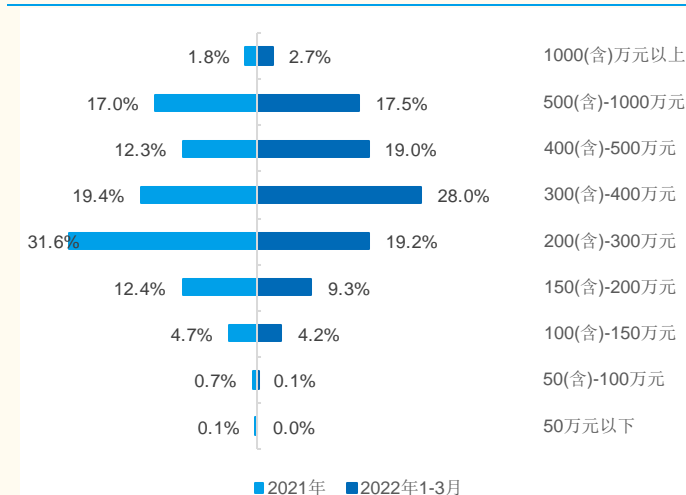
来源：中指研究院，国金证券研究所

图表 29: 深圳 2021、2022 年 1-3 月总价段成交结构



来源: 中指研究院, 国金证券研究所

图表 30: 杭州 2021、2022 年 1-3 月总价段成交结构



来源: 中指研究院, 国金证券研究所

- **多地销售前十榜单中改善型项目数量增加。**在典型城市的销售榜单中, 改善型项目的上榜数量增加: 北京 2022 年 1-4 月销售前十项目中单价超 80000 元/m²的数量有 5 个, 而 2021 年全年前十榜单中仅 3 个; 上海 2022 年 1-4 月销售前十项目中单价超 100000 元/m²的数量有 6 个, 而 2021 年全年前十榜单中仅 3 个, 且前十项目的平均售价提升了 14%; 深圳 2022 年 1-4 月销售前十项目中单价超 80000 元/m²的数量有 4 个, 而 2021 年全年前十榜单中有 6 个, 略有下降; 杭州 2022 年 1-4 月销售前十项目中单价超 60000 元/m²的数量有 2 个, 而 2021 年全年前十榜单中为 0 个。
- 从典型城市成交结构和销售 TOP 榜单整体看, 改善型项目受市场下行的影响较普通刚需项目更小。

图表 31: 北京、上海 2021 年和 2022 年 1-4 月销售前十项目榜单

北京				上海			
2021 年		2022 年 1-4 月		2021 年		2022 年 1-4 月	
项目名称	成交价格 (元/m ²)	项目名称	成交价格 (元/m ²)	项目名称	成交价格 (元/m ²)	项目名称	成交价格 (元/m ²)
海淀幸福里	80397	学府壹号院	89692	中粮瑞虹海景壹号	115451	融创未来金融城	68242
誉天下	63555	圆明天颂	115586	古北中央公园	108979	中粮瑞虹海景壹号	115441
奥森 ONE	57757	永佑嘉园	89061	老西门新苑	142622	珠江安康苑	126690
合生·东叁金茂府	107069	北京城建·天坛府	106413	上海蟠龙天地	61506	碧云尊邸	112071
京投发展·岚山	55213	中海寰宇天下天賦	70221	招商虹桥公馆	60283	九庐	135305
融创香山壹号院	113038	龙湖云璟	57830	融创未来金融城	68048	仁恒海上源	114716
亦庄橡树湾	38879	海淀幸福里	82325	浦开仁恒金桥世纪	70294	悦城	33179
绿城·奥海明月生活美学馆	58861	绿城沁园	65219	绿地东上海	61588	浦东紫薇花园	67615
龙湖·云河玉陛	52173	中海京叁號院	66078	融信旭辉世纪古美	82526	金地丰盛道	53744
中海首开拾光里	73562	康璟家园	17523	金地峯范	45838	新湖明珠城	103778
平均	70050		75995		81714		93078

来源: 中指研究院, 国金证券研究所

图表 32: 深圳、杭州 2021 年和 2022 年 1-4 月销售前十项目榜单

深圳				杭州			
2021 年		2022 年 1-4 月		2021 年		2022 年 1-4 月	
项目名称	成交价格 (元/㎡)	项目名称	成交价格 (元/㎡)	项目名称	成交价格 (元/㎡)	项目名称	成交价格 (元/㎡)
华润城	132005	华润城	132320	锦尚和品府	51583	万科星潮映象府 SKP	44993
前海天境花园	112053	前海润峯府	112060	蜀惠朝闻花城	29722	杭城未来中心	36103
万丰海岸城	57526	益田御龙天地	85944	云帆未来社区	19307	海潮望月城	70048
星河天地	51896	深铁懿府	103238	禹洲宋都望林府	43400	湖印光年府	30089
深铁懿府	102935	深铁瑞城	50366	理想臻品	29066	溪悦云和园	32345
尖岗山壹号花园	88483	鸿荣源博誉府	75561	滨康天曜城	51518	德信钱塘云庄	41251
半山臻境	101400	榕江壹号院	77973	保利天汇	51500	杭望云潮城	29998
鸿荣源·壹成中心	67998	合正方州	48820	前湾国际社区	29720	中骏鼎湖未来云城	28605
信城·缙山府	89767	鹏瑞·颐璟府	55137	滨江·滨涛映月	37497	栖江揽月轩	66000
康达尔山海上城	69653	万科启城家园	56486	万科·日耀之城	47000	滨望雅庭	28513
平均	87371.6		79790.5		39031.3		40794.5

来源: 中指研究院, 国金证券研究所

绿城、建发、滨江是改善型房企的标杆

- 改善型房企主打中高端项目, 产品力排名行业前茅、特征鲜明。据克而瑞发布的 2021 年中国房地产企业产品力榜单, 绿城中国、滨江集团、建发房产分列第 2、14、19 位。

图表 33: 2021 年度房地产企业产品力 TOP100

排名	企业	排名	企业
1	融创中国	11	华润置地
2	绿城中国	12	仁恒置地
3	中国金茂	13	世茂集团
4	万科地产	14	滨江集团
5	中海地产	15	绿地控股
6	龙湖集团	16	阳光城
7	金地集团	17	星河湾
8	旭辉集团	18	金科集团
9	保利发展	19	建发房产
10	招商蛇口	20	东原地产

来源: 克而瑞, 国金证券研究所

- 绿城中国: 连续多年排名中国房地产产品力和品牌价值百强榜 TOP10, 多个项目获得“鲁班奖”“中国建筑艺术奖”“金块奖”等荣誉。针对不同物业类型制定相应的标准化体系, 居住物业分为典藏、尊享、优享、悦居、安居五档, 分别对应桃花源系、凤起系等 9 个产品系列, 特色物业中, TOD 项目对应郡系产品。

图表 34: 绿城中国产品系列

品牌 IP 序列		低密物业	多层高层
居住物业	典藏 Top	桃花源系	凤起系
	尊享 Super	庐系、玫瑰园系	晓风系
	优享 Wonderful	春风系	桂语系、园系
	悦居 Joy	/	明月系
	安居 Cozy	/	/
特色物业	TOD 类	郡系	
	小镇类	XX 小镇	
	运动类	XX 村	

来源: 公司官网, 国金证券研究所

- **建发国际:** 建发房产主打新中式(王府中式、禅境中式)中高端产品, 建立精粹系、城央系、远见系和自然系四大产品标准, 分别对应专属定制、高端、中高端、低密类的产品。

图表 35: 建发房产四大产品系列

产品类型	定位	典型项目	
精粹系	建发房产新中式产品线中专属定制的顶级之作, 仅以“央玺”命名, 每一个“央玺”项目都代表建发房产在当地的最高水平, 是专为城市高端人群量身打造的终极置业居所。	上海央玺	
城央系	建发房产新中式产品高端系列, 以“央著”“玺院”等项目名称为代表。位于城市核心地段, 为建发房产最擅长的高端改善型项目。	厦门武地&建发央著	
远见系	建发房产新中式产品的中高端系列, 以“府”或“郡”字命名。更以独特眼光聚焦城市中发展潜力最佳的新兴区域, 为城市潜力人群打造性价比最高的中式居所。	合肥建发雍龙府	
自然系	建发房产新中式产品系中代表最惬意最闲适生活方式的产品系列, 以“山”“湾”等字命名。依附城市稀缺的自然资源, 打造自然天地山水与人居生活完美交融, 力求给现代城市中打拼的每一个人打造最佳放松身心之居所。	苏州建发独墅湾	

来源: 公司官网, 国金证券研究所

- **滨江集团：**建立涵盖“A+、A、B+、B、C”等五大产品类型，在每个产品类型中又各划分3个系列（A+细分为定制、豪华、经典，A-C细分为豪华、经典、舒适），并将标准化体系进一步延伸到小区配套及专业服务等房产各相关领域。不同系列产品以满足消费者差异化需求的各类住宅产品，能够覆盖各层次消费者。

图表 36：滨江集团五大产品系列

产品类型	定位	典型项目
“A+” 系列产品	国际一流精装修住宅	<div> <div>武林壹号 湘湖壹号 上海湘府三期</div> <div>  <p>湘湖壹号</p> </div> <div>  <p>武林壹号</p> </div> </div>
“A” 系列产品	国内一流精装修住宅	<div> <div>华家池公寓 锦绣之城 上海公园壹号</div> <div>  <p>上海公园壹号</p> </div> <div>  <p>锦绣之城</p> </div> </div>
“B+” 系列产品	高品质毛坯住宅（幕墙立面）	<div> <div>金色黎明 凯旋门 金色江南</div> <div>  <p>金色黎明</p> </div> <div>  <p>凯旋门</p> </div> </div>
“B” 系列产品	高品质毛坯住宅（面砖或真石漆立面）	<div> <div>江南之星 东方星城 平湖万家花城</div> <div>  <p>江南之星</p> </div> <div>  <p>东方星城</p> </div> </div>
“C” 系列产品	公建类产品	<div> <div>临安天目山小镇 千岛湖滨江希尔顿酒店 武林壹号写字楼</div> <div>  <p>临安天目山小镇</p> </div> <div>  <p>武林壹号写字楼</p> </div> </div>

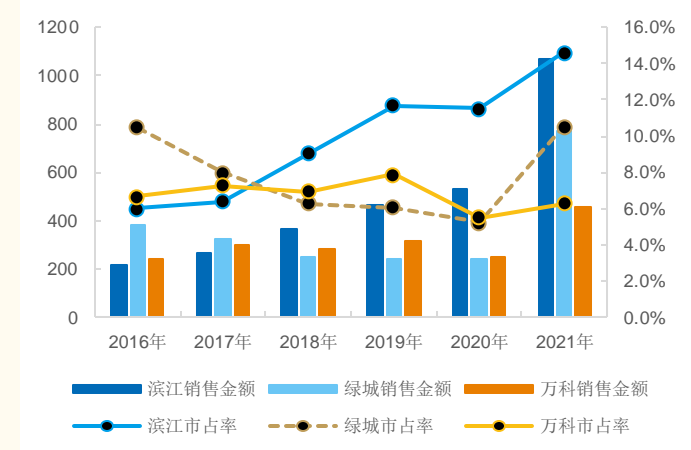
来源：公司官网，国金证券研究所

- **产品力和服务力二者相辅相成。**好的产品好的服务才能获得客户的满意和口碑，才能获得持续发展的动力。在服务力方面，据中指研究院 2021 中国城市居民居住满意度调查报告显示，绿城中国在杭州、苏州、郑州、合肥、济南、青岛、西安、大连、宁波等 14 座城市拿下总体满意度第一；滨江集团在其深耕的杭州居民居住满意度第二（仅次于绿城中国）。

高质量的产品服务助力房企深耕，获得品牌溢价

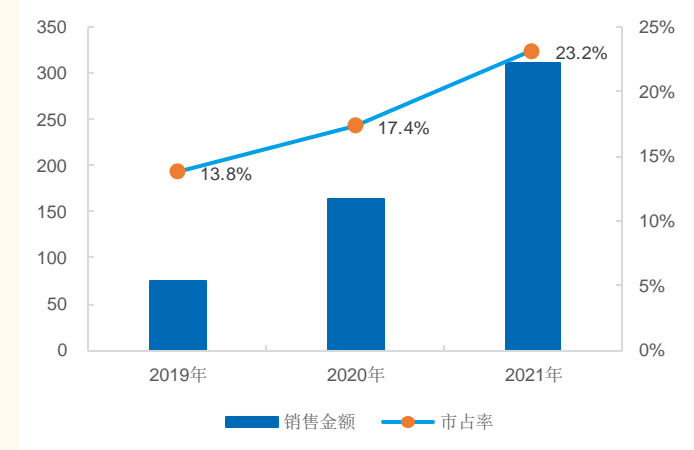
- 好的产品服务助力房企实现区域深耕。绿城中国与滨江集团凭借良好的产品与服务，长期深耕浙江，并连续多年位居杭州销售榜 TOP5，其中滨江集团连续 4 年位居杭州销售榜第一，单城市销售市占率水平高，2021 年绿城中国和滨江集团在杭州的市占率分别为 10.5% 和 14.6%。建发房产扎根厦门，2019 年起始终位于厦门销售榜第一，且市占率持续提升，从 2019 年的 13.8% 提升至 23.2%。房企只有通过产品和服务在市场上树立良好的品牌和口碑，才能实现在当地市场区域深耕，否则若劣质产品和不良服务频出，是不可能持续发展的。

图表 37：滨江、绿城、万科在杭州销售市占率情况



来源：公司公告，克而瑞，国金证券研究所

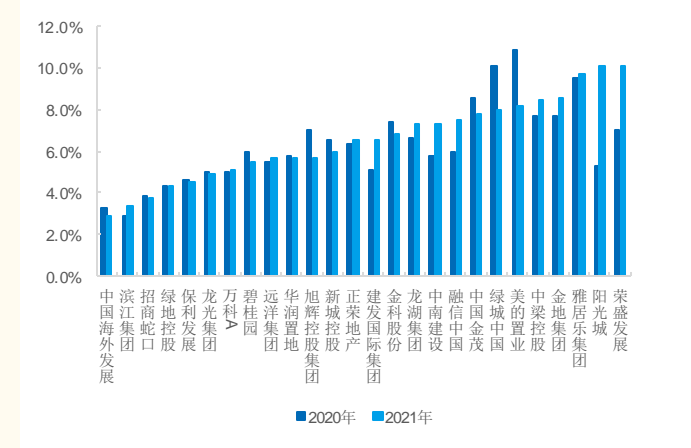
图表 38：建发在厦门销售市占率情况



来源：公司公告，克而瑞，国金证券研究所

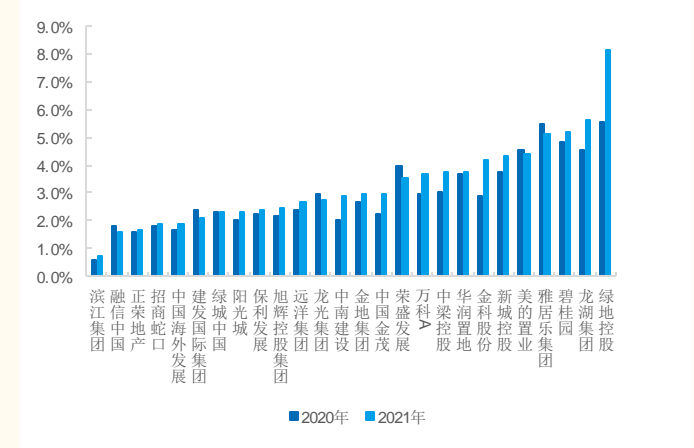
- 深耕规模化有利于提高精细化水平，降低费率。借助区域深耕的规模化，房企可以建立属地的产品标准化、管理标准化，打通本土产业链上下游渠道，提高企业精细化管理水平。同时，在实现区域深耕后，企业产品品牌在本土的知名度可以大大的提升，有效的降低销售费用，如：在其他条件相同的情况下，绿城中国或滨江集团相较新进企业在杭州销售项目，可以在拓客、渠道、宣传、分销等多方面节省销售费用，据调研，滨江集团在杭州的绝大部分项目销售不使用分销（分销提点一般在 1.5% 以上）。从财报数据上看，2021 年绿城中国、建发国际、滨江集团销管费用占营业收入的比例分别为 3.4%、6.6% 和 8.0%，滨江集团销管费用占营业收入比例处于行业第一梯队，绿城中国和建发国际销管费用占营业收入比例相对较高，主要由于销售规模增长较快，费用支出较高，但其销管费用占销售金额的比例水平则是在行业相对领先水平（绿城中国、建发国际、滨江集团销管费用占销售金额的比例分别为 0.8%、2.1% 和 2.3%）。

图表 39：2021 年典型房企销管费用占营业收入比例



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 40：2021 年典型房企销管费用占销售金额比例



来源：公司公告，国金证券研究所

- **好的产品服务助力企业实现品牌溢价（价格或流速）。**绿城中国桂冠东方城项目先后于 2021 年 8 月 25 日、8 月 26 日和 9 月 1 日三次开盘，合计推出 2697 套住宅，均价 47000 元/平，每开每罄。厦门 2021 年的销售金额前十项目中有 4 个项目由建发房产开发，2022 年 1-4 月的销售金额前十项目中有 3 个项目由建发房产开发。杭州主城区 2022 年 1-4 月新开盘/加推项目当日去化率为 81.4%，滨江集团分别于 2、3 月推出的两个项目均是每开每罄。

图表 41：厦门 2021 年、2022 年 1-4 月销售金额 TOP10 项目

排名	2021 年		2022 年 1-4 月	
	项目	成交金额 (亿元)	项目	成交金额 (亿元)
1	中骏天禧	87.1	中海国贸上城	12.8
2	国贸学原	66.3	建发五缘樾月	12.2
3	建发缦云	47.9	建发缦玥长滩	9.1
4	中交国贸鹭原	39.8	特房樾琴湾	7.5
5	中骏天荟	39.0	宝龙旭辉城	7.3
6	旭辉恒基铂悦五缘湾上	38.6	中骏天禧	7.0
7	建发五缘樾月	34.3	国贸学原	6.1
8	中骏天盈	31.9	公元九里	5.9
9	建发书香府邸	30.2	建发叁里云庐	5.9
10	建发五缘映月	27.4	融创创潮府	5.7

来源：克而瑞，国金证券研究所

图表 42：2022 年 1-4 月滨江集团开盘去化和杭州主城区整体开盘去化对比

项目名称	区域	开盘时间	认购率	推出套数 (套)	认购套数 (套)
栖江揽月轩	上城区	2022/03/20	100%	181	181
宁望府	萧山区	2022/02/25	99.03%	206	204
2022 年 1-4 月 合计	-	-	81.4%	10320	8396

来源：克而瑞，国金证券研究所 注：统计范围不含临安和富阳

投资建议

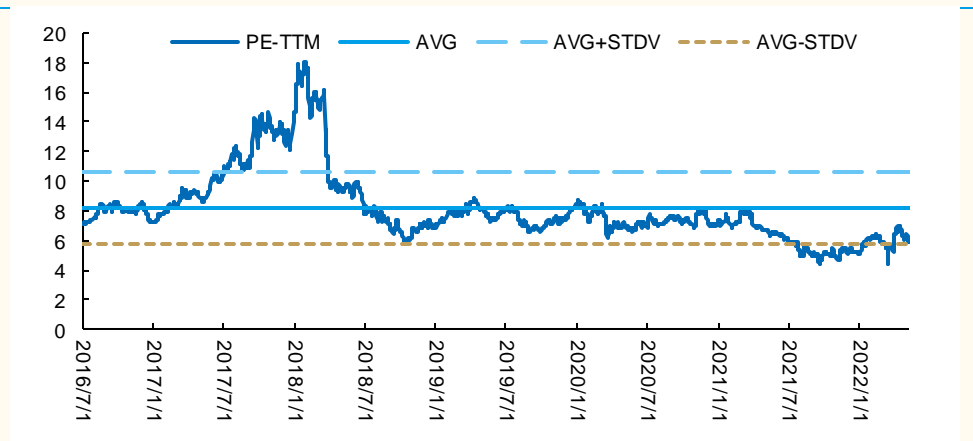
- 房地产行业正经历“房改”以来的第三轮周期低谷，每一轮行业周期的转换都将孕育新的发展模式，本轮行业洗牌预计也将持续 2-3 年，我们认为拥有稳健财务结构、良好区域布局区域、高质量产品服务、精细化管理等核心竞争力的房企能够在本轮周期中实现弯道超车。目前中央已经对行业调控积极定调，预计宽松政策将持续出台，基本面好的一二线、长三角城市有望先于行业整体企稳回暖，且改善型需求或是本轮市场回暖的牵引。
- 首推销售投资逆势增长、业绩确定性较强，且重点布局优质城市、拥有高质量产品服务力的房企，如绿城中国、建发国际（包括间接受益的建发股份）、滨江集团。稳健选择推荐财务结构健康、现金流安全的头部国企央企，如保利发展、招商蛇口、中国海外发展、华润置地，主要布局一二线重点城市，有一定比例的改善产品，也将受益于本轮改善型需求的释放。

图表 43: A 股地产 PE-TTM



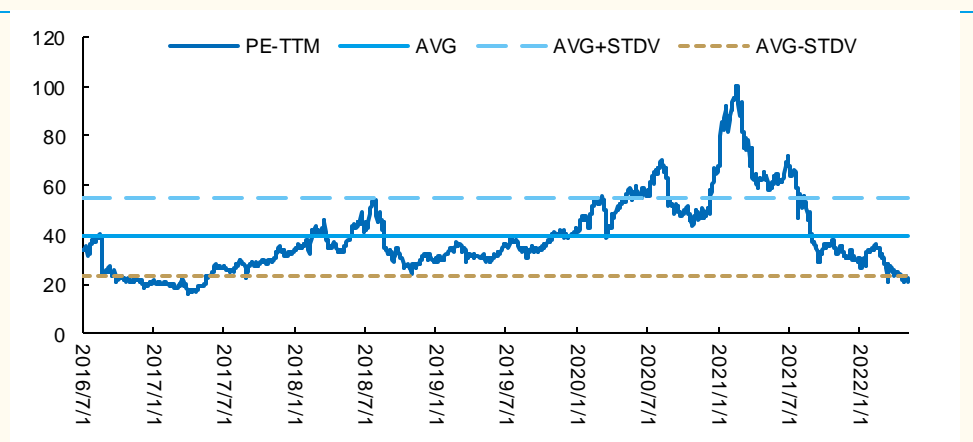
来源: Wind, 国金证券研究所 注: 3 月 31 日由于部分企业公布年报业绩有所下滑, 导致 EPS 下降

图表 44: 港股地产 PE-TTM



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 45: 港股物业股 PE-TTM



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 46: 覆盖公司估值情况

股票代码	公司	评级	市值 (亿元)	PE			归母净利润 (亿元)			归母净利润同比增速		
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
000002.SZ	万科 A	增持	2,081	9.2	9.0	8.3	225.2	231.8	250.1	-46%	3%	8%
600048.SH	保利发展	买入	1,948	7.1	6.3	5.5	273.9	307.1	355.8	-5%	12%	16%
001979.SZ	招商蛇口	买入	1,097	10.6	10.1	8.5	103.7	108.4	129.7	-15%	5%	20%
002244.SZ	滨江集团	买入	261	8.6	6.5	5.0	30.3	40.3	52.8	30%	33%	31%
3900.HK	绿城中国	买入	279	6.2	4.7	2.8	44.7	59.5	100.7	18%	33%	69%
1908.HK	建发国际集团	买入	217	6.2	4.8	3.0	35.2	45.7	71.8	57%	30%	57%
9666.HK	金科服务	买入	118	11.1	7.5	5.0	10.6	15.6	23.3	71%	48%	49%
9983.HK	建业新生活	买入	43	6.9	4.9	3.8	6.2	8.7	11.3	45%	40%	30%
6098.HK	碧桂园服务	买入	812	20.1	13.3	9.3	40.3	61.3	87.0	50%	52%	42%
1209.HK	华润万象生活	买入	707	41.0	31.5	24.9	17.2	22.5	28.4	111%	30%	26%
平均值			756	12.7	9.9	7.6	78.7	90.1	111.1	32%	29%	35%
中位值			493	8.9	7.0	5.3	37.8	52.6	79.4	38%	32%	30%

来源: Wind, 国金证券研究所注: 1) 数据截至 2022 年 5 月 9 日; 2) 预测数据为国金预测

风险提示

- **宽松政策对市场提振不佳。**目前房地产调控宽松基调已定, 各地均陆续出台房地产利好政策, 若政策利好对市场信心的提振不及预期, 市场销售将较长一段时间处于低迷态势。
- **疫情影响市场恢复。**若疫情持续发酵失控, 将大幅延缓宽松政策落地时间, 同时将持续抑制购房需求, 影响市场销售恢复。
- **多家房企出现债务违约。**若在宽松政策出台期间, 多家房企出现债务违约, 将对市场信心产生更大的冲击, 房企自救意愿低落、消费者观望情绪加剧、金融机构挤兑债务等, 房地产业良性循环实现难度加大。



START YOUR FINANCE



起点财经，网罗天下报告