

中国平安 PINGAN

专业·价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

小阳春冷热不均，核心地块项目高热

月酝知风之地产行业

地产行业月报

行业评级：地产 强于大市（维持）

平安证券研究所地产团队

2024年4月15日

请务必阅读正文后免责条款



平安证券

核心摘要

- **本月观点：**整体看，3-4月小阳春楼市推盘成交均不及往年同期，但土拍及项目销售亦不乏“点状高热”，结合多地土拍取消地价上限、容积率限制，深圳取消“7090”政策等，我们认为“保障+市场”供给新体系正加速构建，伴随各种限制性政策打开，核心城市或迎来局部结构性点状复苏，叠加后续高基数影响减弱，销售降幅亦有望收窄。投资建议方面，建议拥抱土储质量佳、增长确定性强、积极优化发展模式房企如保利发展、招商蛇口、越秀地产、华发股份、中国海外发展、滨江集团、万科A等；同时关注物管（招商积余、保利物业等）、代建（绿城管理控股）、经纪（贝壳）等细分领域龙头及城中村改造等主题性机会。
- **政策：完善“保障+市场”住房体系，京深杭优化楼市政策。**2024年3月涉房类政策20项，其中偏松类政策19项。两会及住建部答记者问从供需延续支持，完善商品房相关基础性制度及“保障+市场”住房体系，预计未来在地产开发、融资、销售（现房销售）模式，房屋体检、养老金及保险制度等方面进一步完善优化。地方层面，3月以来杭州全面取消二手房限购，北京取消离婚三年内购房限制，深圳取消“7090”政策；多地开展商品房“以旧换新”，打通置换链条的同时兼顾保障性租赁住房的建设筹集工作，房企亦能实现项目快速去化，政策效力可一举多得。
- **资金：境内融资成本创近年新低，多地进入第二批“白名单”项目报批阶段。**3月M2同比增长增速环比回落0.4pct，社融存量同比增速环比下降0.3pct，居民中长期贷款同比少增1832亿。3月房企境内债融资规模549亿元，环比增长192.5%，仍以国央企为主，平均发行利率2.98%，环比降0.02pct，年初以来房企境内信用债发行成本较上年末明显降低；广州，海口、武汉、兰州等城市已进入第二批“白名单”项目审批和推送阶段。
- **楼市：4月新房成交环比回落，二手表现好于新房。**4月（截至14日）50个重点城市新房日均成交环比降30.1%，受上年高基数影响，同比下滑46.8%，同比降幅较上月扩大3.9pct；重点20城二手房日均成交同比降18.2%，环比下滑1.4%，表现好于新房。随着年中高基数影响逐步减弱，预计二季度重点城市新房成交同比降幅有望收窄，二手房“以价换量”延续，有望持续保持活跃。
- **地市：成交季节性回升，多地核心区域现高价项目。**3月百城土地供应建面环比降27.4%，百城成交建面环比升43.5%。3月多地核心区域现高溢价土地项目，百城土拍溢价率上升至5.12%，环比升1.6pct。3月27日苏州、厦门和宁波拍出3个高价项目，其中苏州土拍市场中，绿城中国以6.5万元/平米刷新苏州土拍楼面价纪录。但高热度仅限于核心板块优质地块，整体土地市场分化仍在加剧，土地市场回温仍有赖于楼市销售端恢复。
- **房企：百强销售延续弱复苏态势，全国单盘最高销售纪录刷新。**2023年3月百强房企累计销售金额同比下降49.1%，累计销售面积同比下降50.7%，其中3月单月销售金额同比下降47.4%，销售面积同比下降49.9%。3月上海新天地板块中海·顺昌玖里项目刷新全国商品房单次开盘最高销售额纪录。我们认为短期内楼市延续弱复苏走势，房企整体去化仍有较大压力，但伴随各种限制性政策打开，核心城市或迎来局部结构性点状复苏。
- **板块表现：**3月申万地产板块跌3.78%，跑输沪深300（0.61%）；截至2024年4月12日，地产板块PE（TTM）12.04倍，估值处于近五年69.3%分位。
- **风险提示：**1) 若后续货量供应由于新增土储不足而遭受冲击，将对行业销售、开工、投资等产生负面影响；2) 若楼市去化压力超出预期，销售持续以价换量，将带来部分前期高价地减值风险；3) 政策呵护力度有限，行业调整幅度、时间超出预期，将对行业发展产生负面影响。



本月报告精选之一：购物中心现状&趋势&现金流解析

报告主要观点：

- **购物中心历经多轮发展，存量规模持续扩张：**国内购物中心发展经历起步、成形、成长、成熟四个阶段，2023年末存量规模增至5.17亿平米；按辐射范围可分为都市型、区域型、社区型，按主题主要包括精品时尚、生活配套、家庭娱乐等。购物中心运营模式为租赁模式主要收取租金、物业管理费、固定推广费、多经及广告费、停车费等，其中租金为收入核心；运营支出涵盖物业管理及维修保养、运营管理费及折旧成本、各类税费等，主要岗位涉及招商、市场策划、运营等。行业竞争格局相对稳定，2011年以来前五企业份额维持17.9%-21%区间。
- **短期供需压力犹存，“存量改造+轻资产+重运营”趋势增强：**2023年消费修复主要受益于场景约束解除，城镇居民消费倾向回升，但距离2019年仍有差距。尽管新增供应触顶回落，但存量规模仍维持相对高位，叠加短期宏观预期偏弱制约居民消费意愿及能力，购物中心整体发展面临一定压力。中长期随着城镇化进一步推进、电商渗透率趋稳、线下业态持续创新，线下消费需求仍将具备一定韧性。存量时代下行业关注点由购物中心数量增长向质量提升转变，存量项目改造、轻资产扩规模、深度运营成为行业参与者重要发力方向。
- **所处区位及后期运营影响购物中心现金流：**租金收入为购物中心主要现金流来源，受单位租金、出租率直接影响，但从购物中心本质而言，决定商户是否入驻、能否承受较高租金主要在于项目客流吸引、销售转化能力。进一步细分来看，购物中心所处商圈与交通可达性奠定客流基础，项目设计与细节保障客流舒适度，业态丰富性打造利于消费需求释放，主力店、首店引进有助于树立品牌差异，会员体系建立构筑私域流量运营空间、助力复购意愿提升。除此之外，租约集中到期、租金催收及免租等行为亦将对租金稳定性产生影响。
- 更多报告内容参见：《收租资产系列报告之购物中心：购物中心现状&趋势&现金流解析》



本月报告精选之二：保障房“厦门蓝本”有何经验

报告主要观点：

- **首提“社会性保障房”概念，住房保障体系日臻完善。**为解决两大“夹心层”住房保障问题，2006年厦门首次提出“社会性保障房”概念，推出配租的保障租赁房和配售的保障商品房，并在2009年出台了全国首部住房保障地方性法规《厦门市社会保障性住房管理条例》，且针对过程中发现的新问题及时代的新变化，不断完善各项制度，仅保障性商品房管理办法就历经三次大幅修订，在申请门槛、配售定价、退出机制等方面持续优化，已形成分层次、全覆盖的住房保障体系。严准入与重管理，配售与回购定价相对合理。厦门保障性商品房采取多级审核公示制度，对5年内拥有房产转让行为等六大类人群限制申请，最大限度让真正需要保障人群受益。基于保本销售原则，按照项目市场评估价45%定价，测算可覆盖项目基准地价及建设成本，且厦门双职工工作5年左右仅靠公积金可基本覆盖70平保障性商品房首付、每月公积金可基本覆盖贷款月供，实现项目资金可平衡、工薪收入群体可负担。从退出机制来看，5年内封闭管理，可申请由政府按照1.43%年折旧率（对应70年产权）回购，考虑厦门1%-2%的租金房价比，回购价格具有一定合理性；满5年可上市交易，但应当按原购房价与提交申请时房屋市场指导价的差价的55%缴交土地收益等相关价款。
- **推出规模与申购率受楼市景气度影响。**根据以需定建、充分发挥保障性商品房市场调节功能的原则，厦门历年保障性商品房推出规模与商品房市场走势呈现一定负相关。如在2018H1和2021H1楼市走弱后，2019年和2022年社会批次保障性商品房推出规模为0。同时尽管保障性商品房定价仅为评估价的45%，但申请户数仍受楼市景气度影响，如楼市降温的2018年，9000套保障性商品房首批次申请通过仅2835户，有效申购率仅31.5%。
- **对商品房市场影响不明显，短期或有所加大。**2017-2023年厦门合计推出配售的保障商品房（社会批次）2.1万套，仅占同期厦门商品房成交套数的6.3%，规模相对有限，加上厦门常住人口持续增加，厦门楼市量价走势与全国趋势基本一致，并未因保障性商品房政策出台，走出独立行情。根据厦门“十四五”保障性住房建设规划，估算2022-2025年保障性商品房开工规模分别约为1.3万套、2.6万套、1.95万套和0.65万套，按照开工到预售1年估算，随着2023、2024年保障性商品房开工项目逐步入市，短期对商品房市场的分流及冲击或将有所加大。
- **更多报告内容参见：《保障性住房系列报告之二：保障房“厦门蓝本”有何经验》**



本月报告精选之三：从公募REITs视角看仓储物流运营稳定性

报告主要观点：

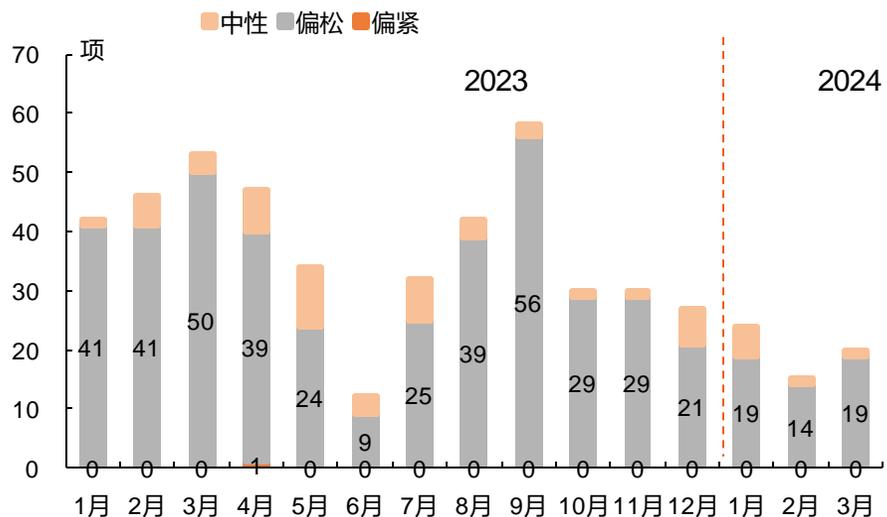
- **仓储物流REITs属产权类REITs，其租约等运营情况直接挂钩其财务表现：**公募REITs主要分为经营类与产权类REITs两大类，兼具股性与债性，相比之下产权类REITs股性更强；产权类REITs中仓储物流、产业园主要通过出租获得运营现金流，定价市场化，受宏观环境影响更为明显，相对而言仓储物流运营条件简单，短期内可达到稳定运营期。我们此前报告中提及，建议关注一线城市及周边核心卫星城优质高标仓项目，首先关注项目地段（区位及交通）、是否为高标仓、运营效率、剩余使用年限等指标；我们认为细化去看，还需关注出租率、预期租金增长率、租约到期期限结构、租户行业分布、潜在租户储备、租户集中度、扩募资产质量与储备（如红土盐田港REIT因扩募资产更优，2023年二级市场表现跑赢指数）、项目公司资产负债率、关联客户占比、关联客户合同是否符合市场定价水平等，以上指标均与仓储物流REITs运营收益兑现度、未来可分配金额、二级市场表现密切挂钩。
- **“嘉实京东仓储REIT降租续约”与“华安张江产业园REIT主力租户退租事件”启示：**1月4日嘉实京东仓储REIT公告，武汉项目自2024年1月起承租人续租净有效租金较2023年降低13.16%，引发市场对于仓储物流REITs租约情况的信任担忧。由于仓储物流类项目租户会在前期大量投入，提前退租的摩擦成本相较产业园更高，因而客户稳定性更强，但考虑仓储物流项目与产业园同属产权类项目，需观测的核心运营与财务指标相对接近，我们认为“华安张江REIT主力租户提前退租事件”同样具备启示意义，还需关注现金流分散度（如租户行业分布，此前华安张江REIT底层资产张润大厦租户产业结构过于集中，租约稳定性易受单一行业周期波动影响）、储备外部租户是否充足、风险缓释措施（如租约保证金）等方面。待上市的华夏深国际仓储物流REIT就租户相对集中风险已被深交所要求信息进行补充，亦反映监管对底层资产审查更加细致。
- **尚有四单待上市仓储物流REITs，节后反弹叠加政策利好或为一级市场发行创造窗口期：**目前华夏深国际REIT、华泰宝湾物流REIT、中航易商仓储物流REIT、华夏万纬REIT相继获证监会与交易所受理，原始权益人均均为运营经验丰富的专业物流地产商，在手物流资产丰富，为扩募奠定基础，部分拟上市项目的折现率与已上市REITs底层资产亦存在可比性。但2023年以来已上市的三单仓储物流REITs阶段性处于破发状态，当前仅红土创新盐田港REIT相较发行价表现平稳，一二级价格倒挂下，预计将增加未来四单仓储物流REITs发行难度。我们认为部分REITs价格破发或为市场情绪过度悲观所致，底层资产基本面无重大变化，节后二级市场价格超跌反弹，叠加长线资金落地及政策面会计记账方式调整等利好，公募REITs长期配置价值依旧值得期待。
- **更多报告内容参见：**《从公募REITs视角看仓储物流运营稳定性——收租资产系列报告之物流地产（二）》



政策：两会从供需延续支持，完善“保障+市场”住房体系

- 据不完全统计，2024年3月涉房类政策（含中央及地方）20项，其中出台偏松类政策19项。
- 两会及住建部答记者问从供需延续支持，完善“保障+市场”住房体系。两会从供需两端延续支持态度，防风险同时加速供给侧出清，充分赋予城市调控自主权；完善商品房相关基础性制度，预计未来在地产开发、融资、销售（现房销售）模式，房屋体检、养老金及保险制度等方面进一步完善优化；以政府为主保障工薪收入群体刚性住房需求，以市场为主满足居民多样化改善性住房需求的“保障+市场”住房供应体系定位日渐清晰。

涉房类政策以偏松政策为主



中央层面主要政策、会议

时间	文件/会议/出台部门名称	主要内容
3月5日	2024年国务院政府工作报告	因城施策优化房地产调控，推动降低房贷成本，积极推进保交楼工作；标本兼治化解房地产风险、对不同所有制房企合理融资需求要一视同仁给予支持；适应新型城镇化发展趋势和房地产市场供求关系变化，加快构建房地产发展新模式；完善商品房相关基础性制度；满足居民刚性住房需求和多样化改善性住房需求
3月9日	十四届全国人大二次会议住房和城乡建设部部长倪虹就住房问题答中外记者提问	在供给方面，要改革完善商品房开发、融资、销售等基础性制度，有力有序推进现房销售。在使用方面，要加快建立房屋体检、房屋养老金、房屋保险等专项制度；谁能为群众建设好房子谁就有未来；严重资不抵债、失去经营能力的房企，该破产破产、该重组重组；充分赋予城市调控的自主权
3月22日	国务院常务会议	要进一步优化房地产政策，持续抓好保交楼、保民生、保稳定工作，进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，系统谋划相关支持政策，有效激发潜在需求，加大高品质住房供给，促进房地产市场平稳健康发展。要适应新型城镇化发展趋势和房地产市场供求关系变化，加快完善“市场+保障”的住房供应体系，改革商品房相关基础性制度，着力构建房地产发展新模式。

资料来源：各政府网站，平安证券研究所



政策：京深杭优化楼市政策，多地开展商品房“以旧换新”

- 杭州全面取消二手房限购；北京取消离婚三年内购房限制，进一步优化房地产政策，有效激发潜在需求；深圳取消“7090”政策，结合多地土拍取消地价上限、容积率限制后不乏高价地拍出，“保障+市场”供给新体系加速构建。
- 4月以来，多地开展促进房地产市场“卖旧买新、以旧换新”工作，旨在为置换群体提供便利；郑州将收购二手房与保障性租赁住房需求相结合，打通置换链条的同时兼顾保障性租赁住房的建设筹集工作，房企亦能实现项目快速去化，政策效力可一举多得。

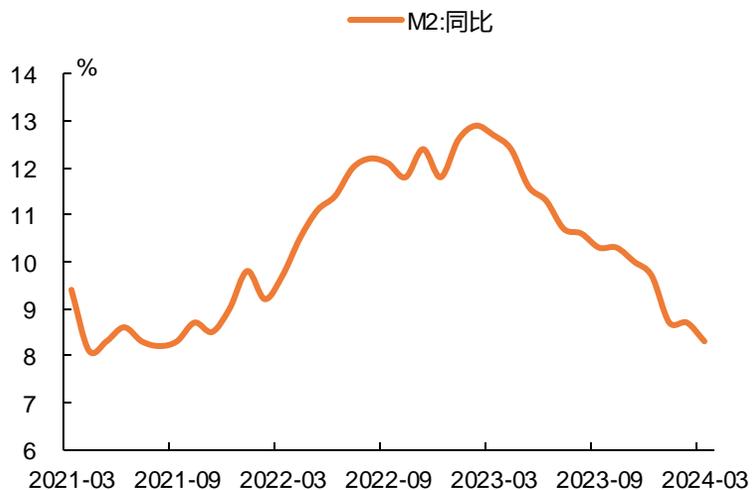
◆ 近期地方楼市调控政策汇总

时间	城市	主要内容
3月14日	杭州	市内二手房全面取消限购，个人出售住房的增值税征免年限统一调整为2年
3月26日	深圳	已审议正式取消“7090”政策
3月27日	北京	废止“离异3年内不得京内购房”文件
4月1日	郑州	促进房产市场“卖旧买新、以旧换新”，可通过两种方式实现：一是通过郑州城市发展集团有限公司（政府国有平台公司）收购二手房，促成购买改善性新房；二是在政府政策鼓励下，通过市场自行交易实现“卖旧买新、以旧换新”，对2024年内通过“卖旧买新、以旧换新”购买新房的群众，现行契税补贴30%政策延续到2024年12月31日
4月2日	无锡	梁溪区启动商品房“以旧换新”政策 收购二手房并一对一置换
4月8日	北京	购买二星级及以上绿色建筑、装配式建筑或超低能耗建筑，住房公积金最高贷款额度可上浮，最高可上浮40万元，最高贷款额度不超过160万元
4月8日	广州	使用住房公积金贷款购买自住住房的，一人申请贷款的最高额度调整至70万元，两人或两人以上购买同一套自住住房共同申请贷款的最高额度调整至120万元

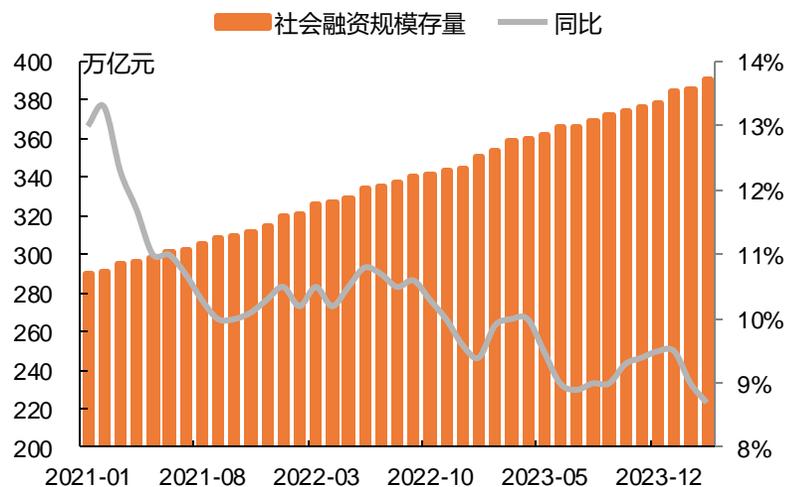
资金：高基数下社融增速环比下滑，居民中长期贷款同比少增

- 3月M2同比增长8.3%，增速环比回落0.4pct；受上年高基数影响，社融存量同比增长8.7%，增速环比下降0.3pct。
- 3月20日1年期LPR、5年期及以上LPR最新报价3.45%、3.95%，较上月持平；居民中长期贷款同比少增1832亿。

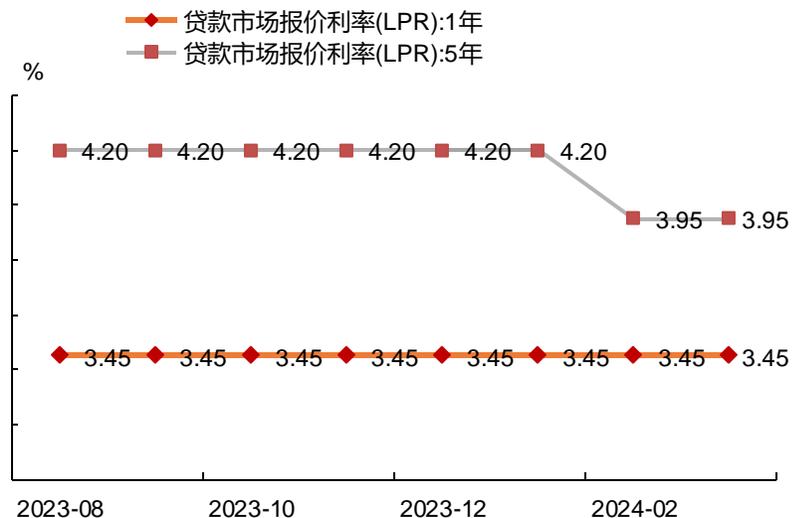
M2同比增速



社融存量同比增速



1年期、5年期LPR报价

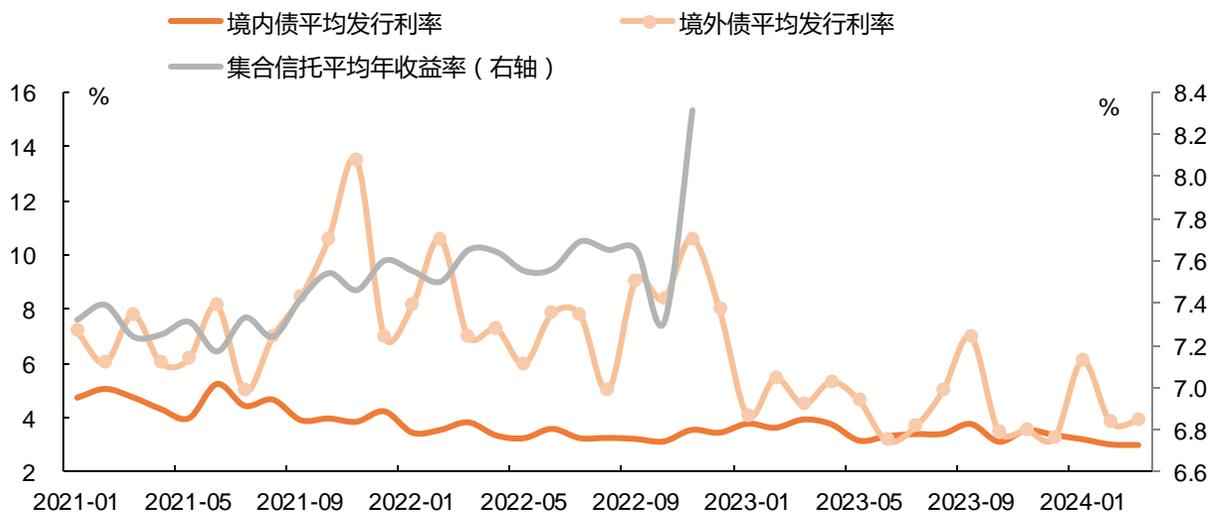




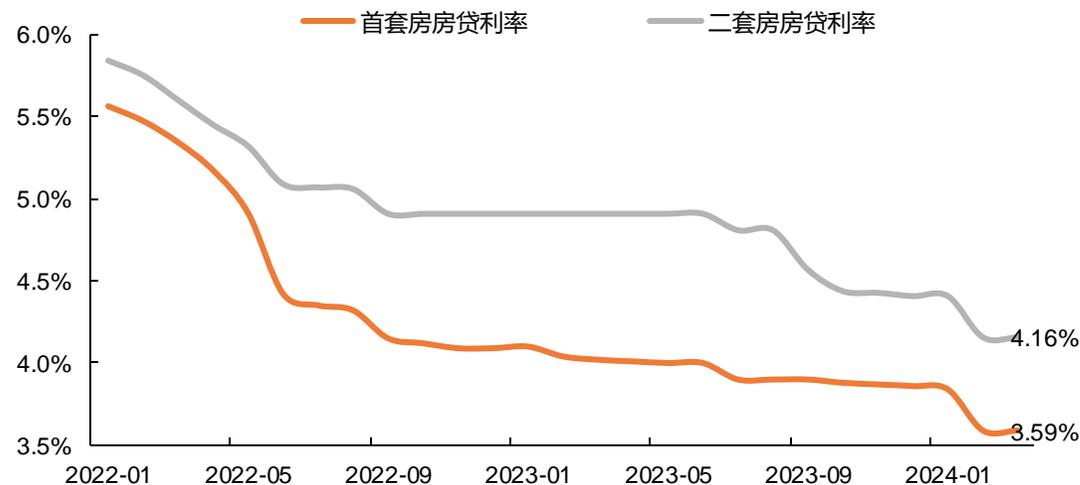
资金：境内融资成本创近年新低，房贷利率环比持平

- 3月单月境内债、境外债平均发行利率分别为2.98%、3.9%，环比分别降0.02pct、升0.04pct，年初以来房企信用债发行成本较上年末明显降低。
- 据贝壳研究院监测显示，2024年3月百城首套主流房贷利率平均为3.59%，二套主流房贷利率平均为4.16%，均较上月持平；据不完全统计，福州、南昌等多个城市自4月起阶段性取消首套住房商业性个人住房贷款利率下限。

◆ 房企境内债、境外债与信托发行成本



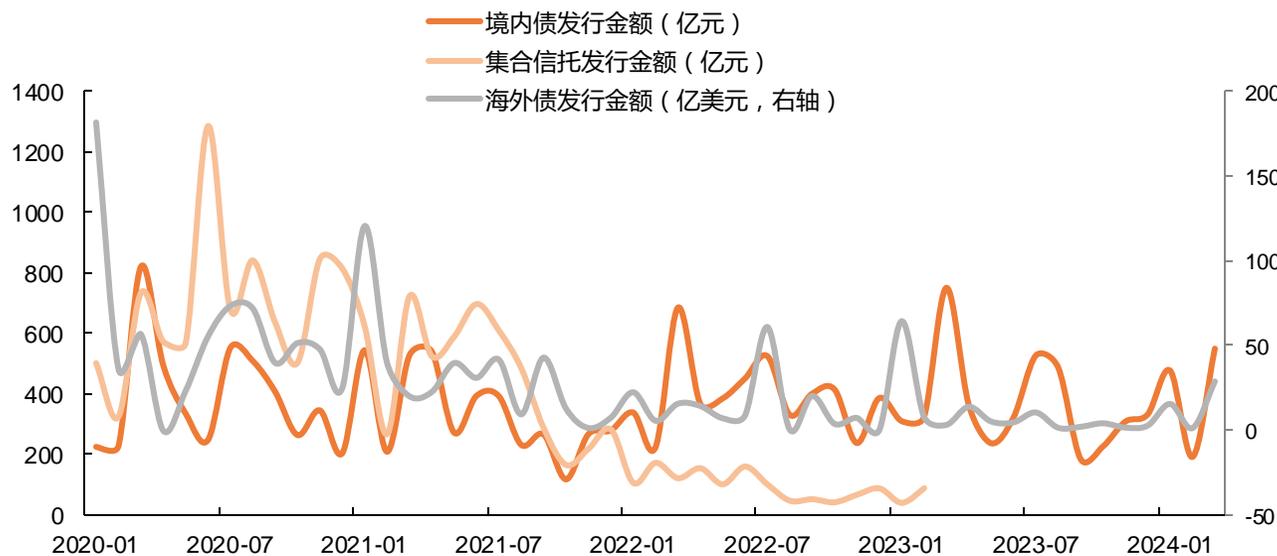
◆ 重点城市首套房贷利率、二套房贷利率 (贝壳研究院)



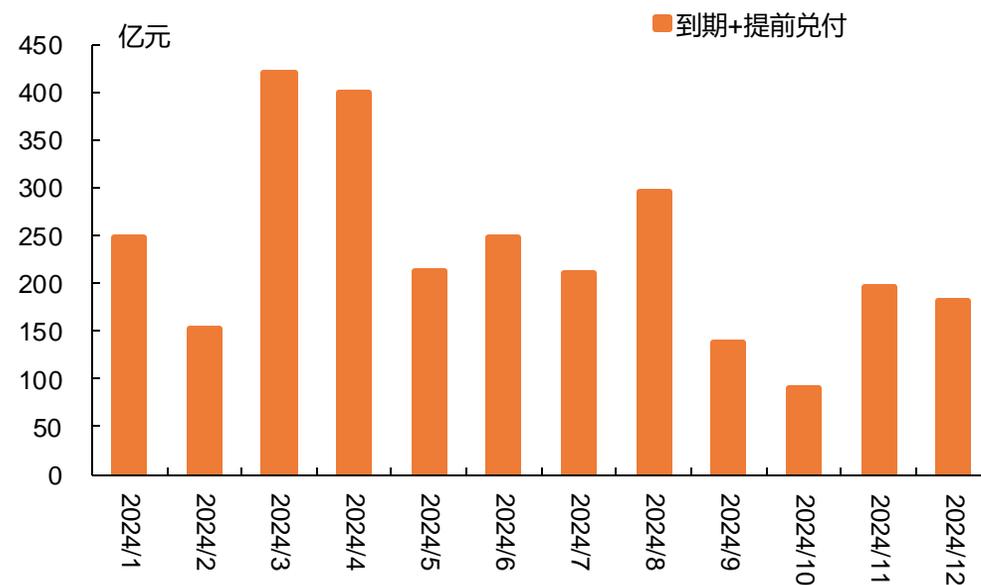
资金：3月房企融资回暖，多地进入第二批“白名单”项目报批阶段

- 3月房企融资回暖，房企境内债融资规模549亿元，环比增长192.5%，仍以国央企为主；境外债融资规模环比大增，主要系部分出险房企境外债重组置换。
- 在首批“白名单”项目落地后，广州，海口、武汉、兰州等城市已进入第二批项目审批和推送阶段。

◆ 房地产债券及信托发行规模走势（月）



◆ 房企信用债到期规模



以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/958043115020006062>