



房地产行业跟踪点评：地产 见底复苏路线图



行业所面临的信用、交付、销售等问题错综复杂，呈现逆循环势头。我们预计，在现有政策框架基础上，政策有望进一步扩围和深化，从而推动市场基本面复苏。市场将沿着销售复苏、投资复苏和信用恢复的链条演绎，唯境外债务仍可能成为一些企业的长期困扰。

既有政策的大范围推广和深化，销售有望见底回升。我们相信，过去一段时间的政策探索，重新定义首套房标准，推动货币化安置，部分放开限购等手段，将在不同城市探索。当前需求侧政策空间较大，不少地方房价下降幅度已经不小，我们认为市场在 3 月份后有复苏可能。

居民中长期贷款罕见月度净下降，贷款需求严重不足，意味着按揭贷款利率定价可能继续快速下降。2022 年 2 月，中国人民银行公告住户中长期贷款减少 459 亿元，这是历史上罕见的，月度居民中长期贷款净减少。这说明，尽管监管对投放按揭持积极态度，但按揭贷款较之其他类别贷款定价明显偏贵，其利率有显著的快速下降空间。历史证明，按揭贷款利率和销售表现紧密相关。

信贷环境持续好转，但境外债务可能成为长期负担。我们认为，金融体系对房地产信贷投放相对积极。资金方可能最大限度回避风险，但总额度毕竟充足。如果二季度开始销售回款恢复，相信境内信用环境会有所缓解。唯境外负债的问题可能长期持续。对全球配置的投资人而言，一些企业展期和违约，可能导致其对于中国地产业离岸高收益债整体存疑。即便销售恢复，这种疑虑也很难化解。长期而言，我们相信不少企业需要对存

量境外债作出偿付安排，而负债端海外债占比较低的企业或持续占据优势。

从合作项目并购出发，企业信心结构性恢复。当前，我们认为企业的信心处于冰点，而我们相信一些因素会推动土地市场在下半年复苏。1、销售可能在二季度见底反弹；2、较高的政府性基金收入要求之下，地方可能推出质素较高的核心区域土地；3、除境外债，我们相信房地产大中型企业信用有望在下半年稳住；4、信贷本身不稀缺，高信用企业也充裕的资金可供支配。

风险提示：部分企业盈利能力大幅下行的可能性；疫情管控对项目开盘的影响。

投资建议：以短期化解长期问题，在调整中遇见新未来。我们认为，板块调整之所以剧烈，是因为在一个很短的时间，大量问题一同暴露。这里不仅包括表外负债的问题，预售监管导致的项目资金无法归集问题，盈利能力明显下降问题，更包括深层次的，如职业经理人和股东之间互信问题，狼性快跑的员工团队无从适应市况调整的问题，外包文化之下高成本高费用问题.....这是一次极短时间内问题的集中爆发，表现为一部分企业债务违约，另外不少企业业绩明显低于预期。

我们相信，只有在今天保住信用，才有企业未来可言。我们建议，特殊时期，辨别公司信用与其主要看资产负债表，不如首先观察以下指标：1、是否有稳健内生、文化包容度高的中高管团队，在危机面前高管是否愿意和公司整体共进退。

换言之，公司核心管理层是否由公司自身培养，在公司服务多年？2、公司的债务结构中境内负债是否占绝对多数。或者如果境外负债较多，长远来看其境内负债有无希望大量替换境外债务？3、公司实控人是否愿意在关键时刻有所担当？

我们深信，信用风险尚未完全终结，但有足够多的蓝筹企业能够冲过险滩，在未来迎来新的发展。我们推荐保利发展、金地集团、美的置业、万科 A（万科企业）、华润置地、招商蛇口、绿城中国和龙湖集团。

关键词：疫情

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_39455

