



房地产行业：一线超二线 园区为最佳



本报告导读：

价格信号是资产衰退、负债刚性之后的当前行业主要矛盾，资产重估后的净资产增长是核心，有效供给不足不代表供给不足，库存高压仍然限制着价格弹性空间。

摘要：

和 2022 年年初的流动性危机完全不同，当前因房价引起的资产衰退，在刚性负债的背景下，净资产为负的现象将在行业愈演愈烈。由于行业的高杠杆运行，相比于资产和负债，净资产偏小是行业特性，假设 80% 的行业平均负债率水平，假设房价/地价比为 2，以往净利润率为 5%，若房价下跌 15%，则潜在净资产已告急。

债务展期、去化好转已经不是行业主要矛盾，需要价格出现较为明显的上涨。在上述这种情况下，即便债务能展期、或者能够以当前已经下跌的房价做去化，对净资产为负的企业来说，并不会带来根本性差异。也即，当前行业已经面临着和 2022 年年初完全不同的背景，房价是当前的行业主要矛盾，需要通过房价上涨带来资产重估、并使得净资产为正，则才有价值。

在《车位，解密库存——地产论道之库存篇（十八）》中，我们已经提到，当前真实库存水平更可能是处于高位、而非低位，仅仅是因为出现了如上情况导致有效供给不足，中期的库存压力会抑制行业的弹性。在报

告中，我们提出假设，由于以车位和仓库为主的地下面积可能并不在新开工面积的统计范围内，然而，销售面积则包含，如是，行业面临的是新开工面积被低估、抑或销售面积被高估的情况，那么，真实库存水平更匹配当下仍处于几乎是历史最高水平的行业杠杆率。

因价格带来的短期有效供给不足，在需求催化的背景下能够带来房价反弹，然而，如果没有外力，则无论是土地市场、还是未来的楼市恢复持续性，都将面临挑战。

关注一线央国企，和园区类公司，是 2023 年的核心主旋律。我们认为，2023 年的主旋律，将从 2022 年的二线央国企成长，切换为一线央国企反转，核心推荐招商蛇口。同时，关注园区类公司，将是未来的产业变化的核心载体，而已经明确的工商业分布式光伏，最好的落地点就是园区，推荐中新集团。其他公司，受益成长性的中交地产、建发股份，同时推荐龙湖集团、万科 A、保利发展、金地集团等。

风险提示：政府重新放开前融再走土地金融模式，市场需求加速下行。

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_52630

