



房地产行业研究

买入（维持评级）

行业点评
证券研究报告

房地产组

分析师：杜昊旻（执业 S1130521090001） 联系人：王祎馨
duhaomin@gjzq.com.cn wangyixin@gjzq.com.cn

联系人：方鹏
fang_peng@gjzq.com.cn

供求发生重大变化，适时优化地产政策

事件

2023年7月24日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。会议指出，要切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。

点评

政治局会议首提房地产市场供求关系发生重大变化。房地产行业自1998年住房体制改革以来的20余年，已经经历了2008-2009年和2014-2016年两轮较大的政策宽松周期，本轮周期自2021年下半年起还在延续。而在历年历次的中央政治局，2023年7月首次提出中国房地产市场处于“供求关系发生重大变化”的新形势，此前有与之类似的提法是2015年12月的“要化解房地产库存”和2016年4月的“有序消化房地产库存”。在2014-2016年的上一轮周期中，除一线和三亚外其他城市限购均松绑，房贷利率下滑至4%左右水平且“认房又认贷”有优化；而当前房地产形势较2014年更为严峻，2022年商品房销售面积同比-24.3%，2014年同比-7.6%，民营房企违约事件频出，部分国企和混合所有制房企也面临资金压力，预计本轮在延续上轮部分宽松的基础上，支持范围或更广。

地产基本面持续承压，期待高能级城市政策优化。2021年下半年以来，房地产市场持续下行，2023年一季度经历短暂“小阳春”后，二季度持续回落。2023年1-6月，商品房销售面积累计59515万方，累计同比-5.3%；商品房销售额63092亿元，累计同比+1.1%；6月单月，商品房销售面积13075万方，同比-18.2%，商品房销售额13305亿元，同比-19.2%（追溯调整）；而7月至今新房高频销售面积同比-30.9%。在销售持续承压的背景下，过去在市场长期过热阶段陆续出台的政策存在边际优化空间，在政治局会议定调“适时调整优化房地产政策”后，预计各地在需求端的宽松政策将持续发力，我们在6、7月份外发的《金融支持逐步落地，政策仍存优化空间》等多篇报告中提及政策放松的预期：未来高能级城市支持置换改善需求、优化远郊限购等措施或有望出台落地。

积极推动城中村改造，协同宽松政策提振需求。2023年4月政治局会议中提出“积极推动城中村改造”，7月21日国常会审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》，此次会议再次强调，预计未来城中村改造将是地产新发展模式中的重要赛道。对标2014-2016年周期中棚改货币化去库存，当前城镇化率、居民杠杆等已发生较大变化，城中村改造对房地产投资和需求的提振或较为温和，与供求两端的宽松政策协同，促进房地产行业回归平稳发展状态，较难出现与房住不炒相悖的“暴涨”情况。值得注意的是，无论是未来政策宽松的边际变化，还是城中村改造的推进，都主要是在一二线城市和支持改善型需求方面，一二线和改善产品占比高的房企更加受益。

投资建议

政治局会议首提房地产市场供求关系发生重大变化，适时调整优化房地产政策，预计后续高能级城市将逐步落地支持置换改善需求、优化远郊限购等措施；同时城中村改造和宽松政策的边际变化都主要位于一二线城市，推荐重点布局优质一二线城市、改善产品占比高的头部央国企和改善型房企，如中国海外发展、华润置地、招商蛇口、越秀地产、滨江集团等。

风险提示

宽松政策对市场提振不佳；三四线城市恢复力度弱；多家房企出现债务违约



图表附录

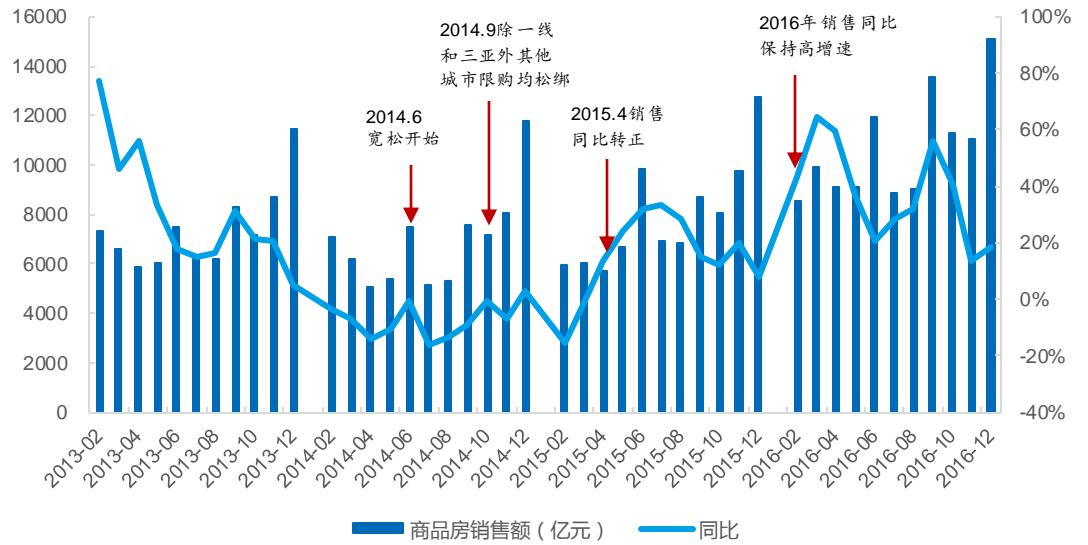
图表1：2014-2023年历次中央政治局会议对房地产的表述

时间	内容
2023年7月	要切实防范化解重点领域风险， 适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策 ，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。
2023年4月	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，支持刚性和改善性住房需求， 做好保交楼、保民生、保稳定工作 ，促进房地产市场平稳健康发展， 推动建立房地产业发展新模式。在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设 。规划建设保障性住房。
2022年12月	——
2022年7月	要稳定房地产市场 ，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求， 压实地方政府责任，保交楼、稳民生 。
2022年4月	要有效管控重点风险，守住不发生系统性风险底线 。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位， 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，优化商品房预售资金监管 ，促进房地产市场平稳健康发展。
2021年12月	要推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求， 促进房地产业健康发展和良性循环 。
2021年7月	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位， 稳地价、稳房价、稳预期，促进房地产市场平稳健康发展 。加快发展租赁住房，落实用地、税收等支持政策
2021年4月	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，增加保障性租赁住房 and 共有产权住房供给， 防止以学区房等名义炒作房价 。
2020年12月	促进房地产市场平稳健康发展。
2020年7月	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展。
2020年4月	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展。
2019年12月	——
2019年7月	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位， 落实房地产长效机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段 。
2019年4月	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位， 落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制 。
2018年12月	——
2018年7月	下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序， 坚决遏制房价上涨 。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。
2018年4月	——
2017年12月	加快住房制度改革和长效机制建设。
2017年7月	要稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性， 加快建立长效机制 。
2017年4月	要加快形成促进房地产市场稳定发展的长效机制。
2016年12月	加快研究建立符合国情、适应市场规律的房地产平稳健康发展长效机制。
2016年7月	去库存和补短板的指向要同有序 引导城镇化进程和农民工市民化 有机结合起来
2016年4月	要按照加快提高户籍人口城镇化率和深化住房制度改革的要求， 有序消化房地产库存 ，注重解决区域性、结构性问题，实行差别化的调控政策。
2015年12月	要化解房地产库存，通过加快农民工市民化 ，推进以满足新市民为出发点的住房制度改革，扩大有效需求，稳定房地产市场。
2015年7月	——
2015年4月	要完善市场环境，盘活存量资产，建立房地产健康发展的长效机制。
2014年12月	——
2014年7月	——
2014年4月	更好运用开发性金融指出棚户区改造。
2013年12月	做好住房保障和房地产市场调控工作。

来源：政府官网，国金证券研究所

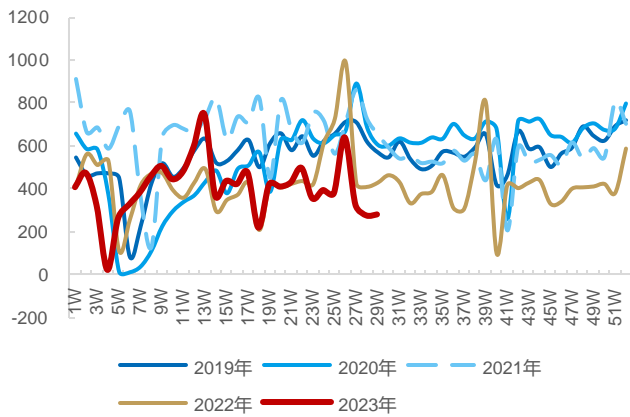


图表2: 2013-2016年全国月度商品房销售额及同比



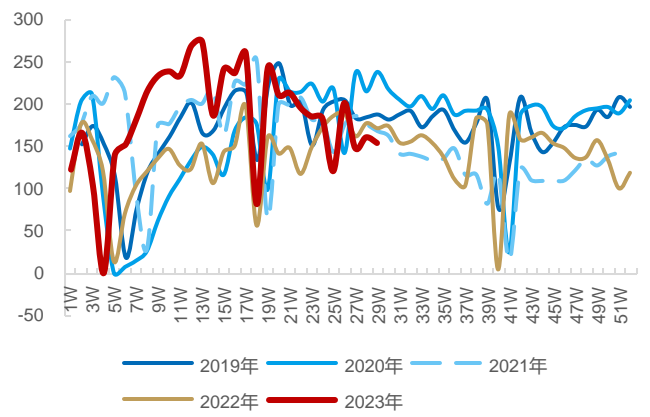
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表3: Wind35城新房成交面积



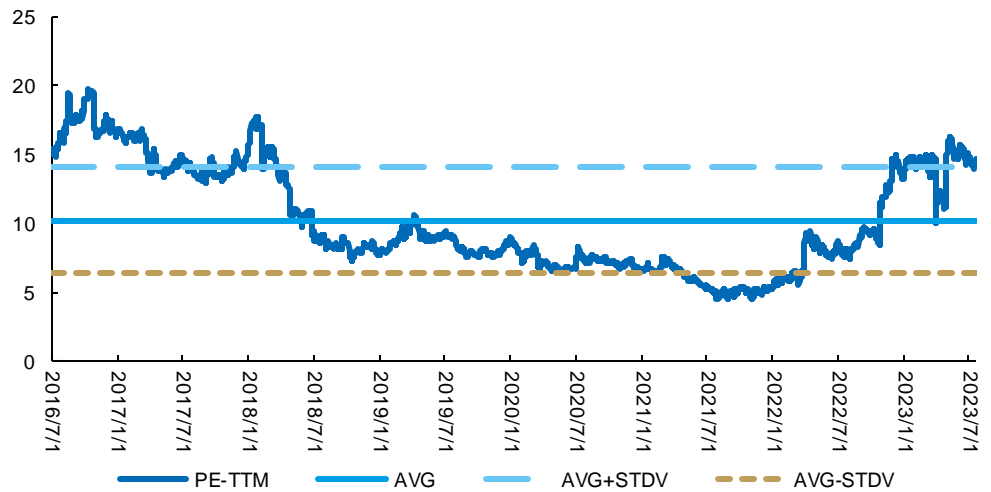
来源: Wind, 国金证券研究所

图表4: Wind15城二手房成交面积



来源: Wind, 国金证券研究所

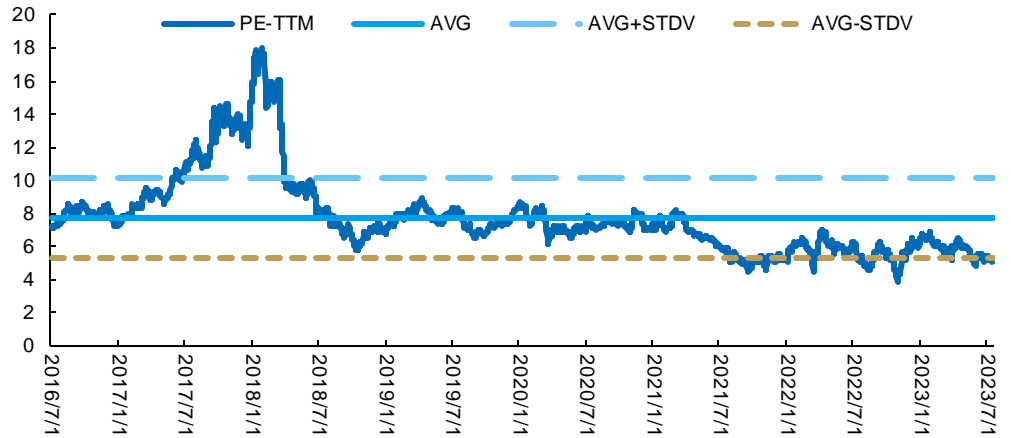
图表5: A股地产PE-TTM



来源: wind, 国金证券研究所

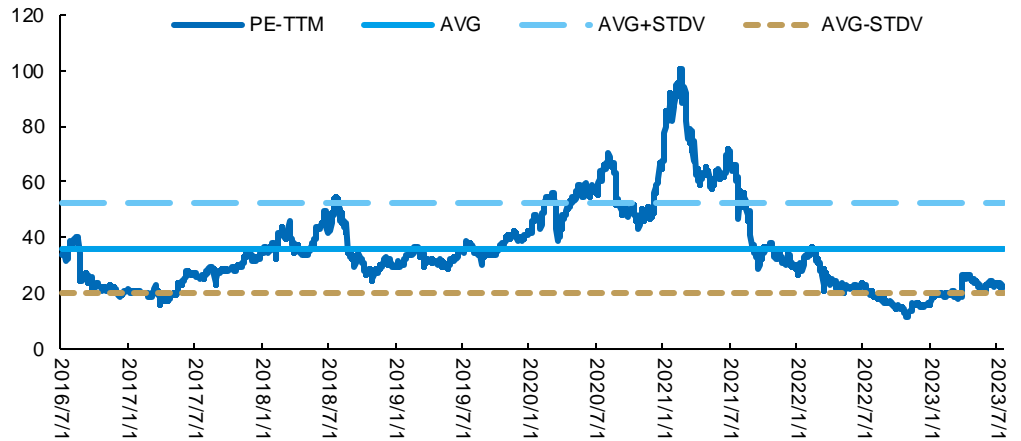


图表6: 港股地产 PE-TTM



来源: wind, 国金证券研究所

图表7: 港股物业股 PE-TTM



来源: wind, 国金证券研究所

图表8: 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		
				2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
000002.SZ	万科 A	增持	1,531	6.8	6.4	5.9	226.2	238.2	259.6	0%	5%	9%
600048.SH	保利发展	买入	1,509	8.2	6.6	5.4	183.5	227.1	279.3	-33%	24%	23%
001979.SZ	招商蛇口	买入	1,037	24.3	15.7	9.7	42.6	65.9	106.5	-59%	55%	62%
600153.SH	建发股份	买入	276	4.4	3.6	3.1	62.8	77.1	88.6	3%	23%	15%
002244.SZ	滨江集团	买入	273	7.3	5.8	4.5	37.4	47.2	61.4	24%	26%	30%
0688.HK	中国海外发展	买入	1,581	6.8	6.1	5.1	232.6	260.0	307.3	-42%	12%	18%
3900.HK	绿城中国	买入	169	6.5	2.7	2.5	25.8	61.6	68.5	-21%	138%	11%
1908.HK	建发国际集团	买入	314	6.4	5.0	3.7	49.3	62.4	85.1	40%	26%	36%
2423.HK	贝壳*	买入	1,281	45.1	16.6	13.0	28.4	77.4	98.7	24%	172%	28%
9666.HK	金科服务	买入	70	N.A.	13.9	11.6	-18.2	5.1	6.1	-272%	128%	19%
9983.HK	建业新生活	买入	30	5.3	4.4	3.8	5.6	6.8	7.8	-9%	21%	14%
6098.HK	碧桂园服务	买入	228	11.8	10.2	8.5	19.4	22.3	26.9	-52%	15%	20%
1209.HK	华润万象生活	买入	735	33.3	26.3	21.9	22.1	28.0	33.6	28%	27%	20%



3316.HK	滨江服务	买入	50	12.2	9.5	7.5	4.1	5.3	6.7	28%	28%	28%
6626.HK	越秀服务	买入	38	9.2	7.9	6.8	4.2	4.8	5.6	16%	16%	16%
2156.HK	建发物业	买入	46	18.7	13.4	9.8	2.5	3.4	4.7	55%	39%	36%
平均值			573	13.7	9.6	7.7	58.0	74.5	90.4	-17%	47%	24%
中位值			275	8.2	7.3	6.4	27.1	54.4	64.9	2%	26%	20%

来源：wind，国金证券研究所 注：1) 数据截至 2023 年 7 月 24 日；2) 预测数据为国金预测；贝壳的利润数据为 Non-GAAP 净利润口径。

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。

三四线城市恢复力度弱。目前一二线城市销售已有企稳复苏迹象，而三四线城市成交量依然在低位徘徊，而本轮市场周期中三四线城市缺少棚改等利好刺激，市场恢复力度相对较弱。

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。



行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究