



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

金融支持“三箭齐发”，政策利好持续落地

事件

2023年8月31日，中国人民银行、国家金融监督管理总局联合发布《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》和《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》：①统一全国商业性个人住房贷款最低首付款比例政策下限。不再区分实施“限购”城市和不实施“限购”城市，首套住房和二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例政策下限统一为不低于20%和30%。②将二套住房利率政策下限调整为不低于5年期LPR加20个基点；首套住房利率政策下限仍为不低于5年期LPR减20个基点。③自2023年9月25日起，存量首套住房商业性个人住房贷款的借款人可向承贷金融机构提出申请，由该金融机构新发放贷款置换存量首套住房商业性个人住房贷款。

点评

统一房贷首付比例下限，限购城市政策空间打开。此前房贷首付比例下限标准自2016年起实施，在非“限购”城市，首套住房和二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例政策下限为20%和30%；在“限购”城市，首套和二套住房最低首付款比例政策下限为30%和40%。本次统一首付比例，为执行限购城市打开了政策空间，继“认房不认贷”后再度降低居民购房门槛。8月29日广州作为一线城市的代表明确实施认房不认贷，随后深圳、厦门、中山、武汉、惠州、江苏省等相继跟进。从现行各城市首套、二套房首付比例看，一线城市二套房普遍有2-4成下降空间，重点二线城市也有1成的下降空间，政策更利好限购的一线和强二线城市的需求释放。

下调二套住房贷款利率下限，更好满足改善性住房需求。本次将二套住房利率政策下限从LPR+60BP调整为LPR+20BP，整体有40BP的下降空间。据贝壳研究院数据，2023年8月百城首套房贷利率为3.9%（LPR-30BP，多城市阶段性突破利率下限），二套房贷利率为4.81%（LPR+61BP）。从当前重点城市首套和二套房贷款利率看，首套房除一线城市外均已达到利率下限或突破下限，二套房贷利率多数城市已至LPR+60BP（北京和上海为LPR+105BP）。预计在央行定调后，各城市将相继跟进下调二套房贷利率，主要能降低购买改善性住房居民的成本。

存量房贷利率可置换调降，为居民减负、扩大消费和投资。从央行公布的个人住房加权贷款利率看，2023年二季度末为4.11%（LPR-9BP），而最近的高点在2021年末，该值为5.63%（LPR+98BP），剔除LPR的变化，仅加点层面即有超过100BP的差距。本次存量房贷利率可置换调降，为居民明显减负，虽调整后的利率不能低于原贷款发放时所在城市的首套住房贷款利率政策下限，但对房贷利率高加点时期的购房者而言也能有一定幅度的降低，能促进居民的消费和投资。

金融支持“三箭齐发”，配套宽松政策支持房地产企稳。当前各能级城市销售均持续承压，中央层面自上而下推进“认房不认贷”、首付比例下限下调、房贷利率下限下调、存量房贷利率调降等措施，预计能为促进刚性和改善性需求的释放。而房地产市场的销售企稳，还需求各城市配套需求端的宽松措施，形成政策“组合拳”，未来可能的政策包括但不限于放松远郊区域限购限售、放宽非普通住宅的认定标准等。

投资建议

金融端首付比例下限下调、房贷利率下限下调、存量房贷利率调降“三箭齐发”，同时预计未来高能级城市将有更多配套宽松政策出台，支持房地产市场企稳回暖。宽松政策主要利好重点布局一线和强二线城市的主流房企，如**建发国际集团、绿城中国、越秀地产、招商蛇口、中国海外发展**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: 2008年至今个人住房贷款政策变化

实施时间	首套最低首付比例	二套最低首付比例	首套认定标准	房贷利率
2008/10/22	20%	根据各种风险因素在下限以上区别确定		不低于贷款基准利率 0.7 倍
2009/6/19	-	严格遵守第二套房贷的有关政策不动摇, 不得以任何手段降低首付款的比例成数	-	-
2010/1/12	-	40%	-	-
2010/4/17	90 m ² 以下:20% 90 m ² 以上:30%	50%	-	二套不低于基准利率 1.1 倍
2010/5/26	-	-	认贷又认房	-
2010/9/29	30%	50%	-	二套不低于基准利率 1.1 倍
2011/1/27	-	60%	-	二套不低于基准利率 1.1 倍
2013/3/4	-	对房价上涨过快的城市,可进一步提高第二套住房贷款的首付款比例	-	对房价上涨过快的城市,可进一步提高第二套住房贷款的贷款利率
2014/9/30	30%	-	认贷不认房	首套不低于贷款基准利率 0.7 倍
2015/3/30	-	40%	-	-
2015/9/30	非限购城市 25% 限购城市 30%	-	-	-
2016/2/2	非限购城市 20% 限购城市 30%	非限购城市 30% 限购城市 40%	-	-
2019/8/25	-	-	-	房贷利率锚定 LPR,首套房贷利率不低于 LPR、二套房贷利率不低于 LPR+60BP
2022/5/15	-	-	-	首套房贷利率不低于 LPR-20BP、二套房贷利率不低于 LPR+60BP
2022/9/29	-	-	-	符合条件的城市允许下调或取消首套房贷利率下限
2023/8/25	-	-	认房不认贷	-
2023/8/31	20%	30%	-	首套房贷利率不低于 LPR-20BP, 二套房贷利率不低于 LPR+20BP

来源: 中国人民银行, 国金证券研究所



图表2: 重点城市现行首付比例及房贷利率

城市名称	商贷最低首付比例(首套)		房贷利率(首套)	商贷最低首付比例(二套)		房贷利率(二套)
	普通住宅	非普通住宅		普通住宅	非普通住宅	
北京	35%	40%	4.75%	60%	80%	5.25%
上海	35%	40%	4.55%	50%	70%	5.25%
广州	30%		4.20%	50%	70%	4.80%
深圳	30%		4.50%	70%	80%	4.80%
天津	30%		3.80%	40%		4.60%
重庆	20%	40%	4.00%	40%		4.80%
杭州	30%	50%	4.00%	40%	50%	4.80%
南京	30%	50%	4.00%	50%		4.80%
武汉	30%	70%	3.80%	50%	70%	4.60%
沈阳	30%		3.70%	40%		4.80%
成都	20%		4.00%	30%		4.80%
西安	30%		4.00%	40%		4.80%
大连	20%	30%	3.80%	30%		4.80%
青岛	30%		4.00%	40%		4.80%
宁波	30%		4.00%	40%		4.80%
长沙	30%		4.00%	40%		4.80%
济南	30%		4.00%	40%		4.80%
厦门	30%		3.70%	40%		5.00%
长春	20%		3.80%	30%		4.80%
哈尔滨	20%		3.70%	30%		4.80%
太原	30%		3.80%	40%		4.80%
郑州	20%		3.70%	30%		4.80%
合肥	30%		4.00%	40%		4.80%
南昌	20%		4.00%	30%		4.80%
福州	30%		3.70%	40%		4.80%

来源: 财联社, 国金证券研究所

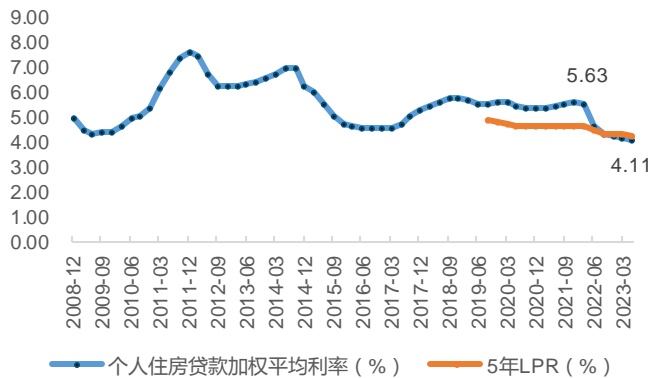


图表3: 2019年以来重点城市首套房贷利率政策下限与全国不一致的情况

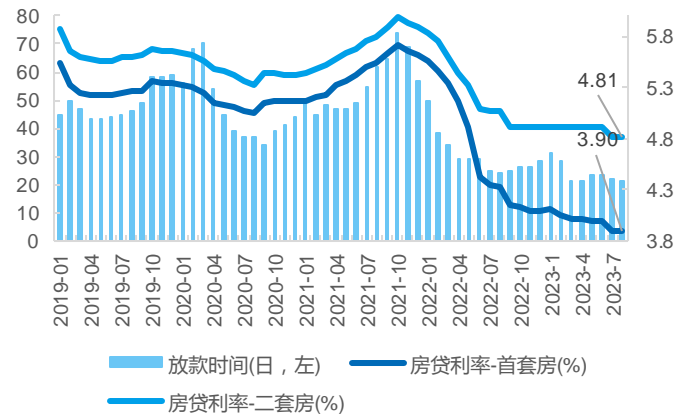
城市	时间段	当地执行的利率下限水平
北京	2019.10 至今	LPR+55BP
上海	2019.10.8-2019.11.20	LPR-20BP
	2019.11.21-2020.2.20	LPR-15BP
	2020.2.21-2020.4.20	LPR-10BP
	2021.7 至今	LPR+35BP
广州	2022.5 至今	LPR
深圳	2019.10 至今	LPR+30BP
杭州	2022.5-2022.11	LPR
长春	2019.10-2022.5	LPR+5BP
厦门	2019.10-2022.5	LPR+30BP
	2022.5-2022.8	LPR+10BP
成都	2022.5-2023.1	LPR
郑州	2019.10-2022.5	LPR+5BP

来源: 财联社, 国金证券研究所

图表4: 个人住房贷款加权平均利率走势



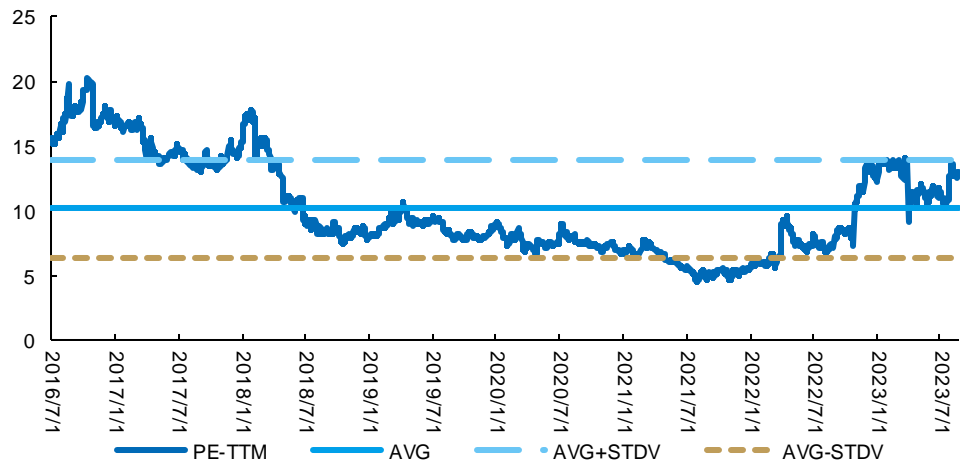
图表5: 百城房贷利率及放款周期走势



来源: 中国人民银行, 国金证券研究所

来源: 贝壳研究院, 国金证券研究所

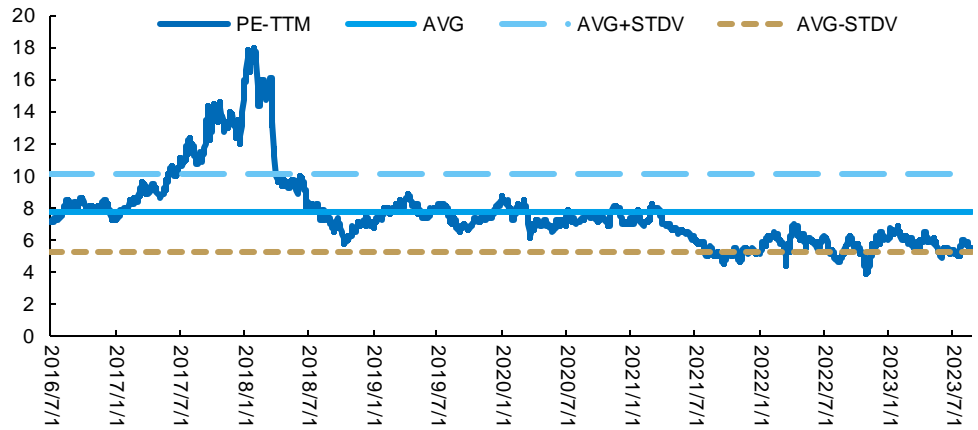
图表6: A股地产PE-TTM



来源: wind, 国金证券研究所

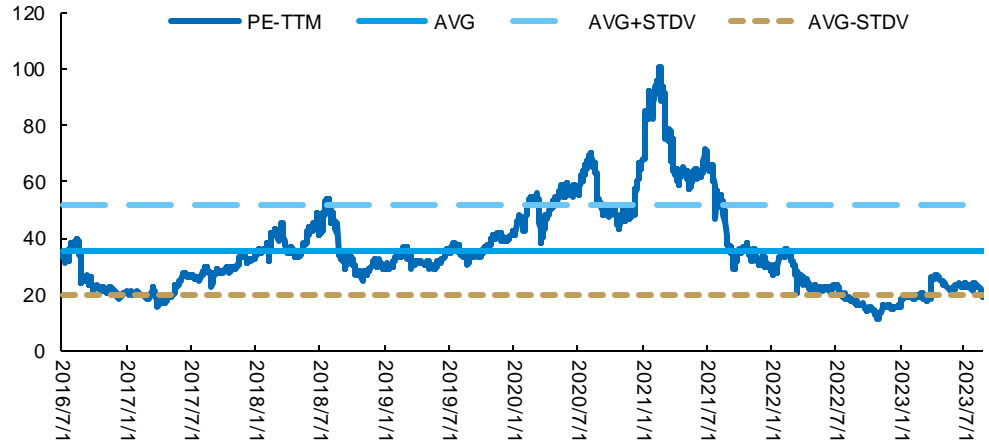


图表7: 港股地产 PE-TTM



来源: wind, 国金证券研究所

图表8: 港股物业股 PE-TTM



来源: wind, 国金证券研究所

图表9: 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	1,511	6.7	6.3	5.8	226.2	238.2	259.6	0%	5%	9%
600048.SH	保利发展	买入	1,673	9.1	7.4	6.0	183.5	227.1	279.3	-33%	24%	23%
001979.SZ	招商蛇口	买入	1,139	26.7	17.3	10.7	42.6	65.9	106.5	-59%	55%	62%
600153.SH	建发股份	买入	326	5.2	4.2	3.7	62.8	77.1	88.6	3%	23%	15%
002244.SZ	滨江集团	买入	326	8.7	6.9	5.3	37.4	47.2	61.4	24%	26%	30%
0688.HK	中国海外发展	买入	1,657	7.1	6.4	5.4	232.6	260.0	307.3	-42%	12%	18%
3900.HK	绿城中国	买入	216	7.8	4.3	3.5	27.6	50.8	61.2	-38%	84%	21%
1908.HK	建发国际集团	买入	337	6.8	5.4	4.0	49.3	62.3	85.1	40%	26%	37%
2423.HK	贝壳*	买入	1,379	48.5	17.8	14.0	28.4	77.4	98.7	24%	172%	28%
9666.HK	金科服务	买入	61	N.A.	14.4	12.6	-18.2	4.2	4.8	-272%	123%	14%
6098.HK	碧桂园服务	买入	279	14.3	6.9	6.2	19.4	40.3	44.7	-52%	107%	11%
1209.HK	华润万象生活	买入	707	32.1	25.3	21.1	22.1	28.0	33.6	28%	27%	20%



3316.HK	滨江服务	买入	44	10.7	8.5	6.6	4.1	5.2	6.7	28%	27%	29%
6626.HK	越秀服务	买入	44	10.6	9.1	7.9	4.2	4.8	5.6	16%	16%	16%
2156.HK	建发物业	买入	45	18.4	13.2	9.7	2.5	3.4	4.7	55%	39%	36%
平均值			611	14.5	9.8	7.8	58.1	74.9	91.0	-18%	49%	24%
中位值			326	9.1	7.1	6.1	28.0	49.0	61.3	2%	26%	20%

来源: wind, 国金证券研究所 注: 1) 数据截至 2023 年 8 月 31 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