

1月销售表现强劲，关注房企未来业绩表现

——1月行业动态报告

核心观点：

- **1月市场销售在低基数下表现强劲。**从我们跟踪的重点城市高频数据来看，37城2021年1月新房销量同比增速为64.2%，1月市场销量表现强劲主要系去年在疫情影响下基数较低，叠加房企仍保持一个高的推盘量，市场供需仍较旺。我们认为在房地产贷款集中度管理制度下，银行按揭贷款额紧张使购房需求承压，叠加部分热点城市的政策调控，未来销售或受到压力。但考虑到去年一季度基数较低，21年销售增速大概率前高后低。分一二三线城市来看，1月单月一、二、三线成交量同比分别为115.6%/49.7%/53.3%，一线销售较去年同期翻倍，二、三线也实现了高增长。部分热点城市近日出台了调控政策来抑制房价的非理性上涨，未来一、二线房地产市场大概率平稳发展，三四线城市的市场由于就地过年的政策鼓励下，返乡置业或将受到一定影响。
- **去化周期处于下行通道，一线城市去化效果最佳。**截至2021年1月，从我们重点跟踪的15城的去化周期为9.8个月，较上月减少0.2个月，在持续的高销售下，去化周期处于下行通道。分线来看，一二三线城市去化周期分别为6.1、9.4、16.2个月，分别较上月-0.7、+0.4、-0.1个月，一、三线城市去化周期自20年下半年起一直处于下行通道，二线城市则小幅上升。
- **2020年业绩预告：成长类房企业绩预计高增长。**截至2021年2月4日，共有65家地产公司披露业绩快报或者业绩预告。其中，业绩预增的公司有22家，包括金科股份、阳光城、南山控股、张江高科、阳光股份、中南建设、鲁商发展、滨江集团、招商积余、特发服务、阳光城、保利地产等，主流房企业绩增长稳定，其中中南建设、滨江集团、阳光城预计实现30%以上的高增长。
- **LPR连续9期持平，估值处于历史低位。**1月20日，全国银行间同业拆借中心公布，1年期LPR为3.85%，5年期以上LPR为4.65%，连续9期持平。12月我国首套房贷利率为5.22%，较上月下降1BP。截至2021年2月4日，房地产行业PE(TTM)为7.5X，低于1年移动均值8.6X，低于3年移动均值9.8X，房地产行业PB(整体法)为1.1X，市盈率和市净率仍处于10以来的底部区域，未来修复空间较大。
- **投资建议：**当前行业估值处于历史低位，公募基金配置比例持续走低，房地产长效机制逐步成形，从居民端、房企以及银行三个维度对房地产市场的稳定进行监测和调控，有利于板块价值重估。预计2021年政策面保持稳定，供给侧改革不断深化，利好注重内部运营与具备融资优势、财务稳健的企业。我们看好当前住宅开发行业、物业管理行业以及经纪服务行业三个细分领域头部企业投资机会。建议关注低估值、高股息的优质住宅开发行业龙头股：万科A、保利地产、金地集团；销售提速、弹性较大的优质成长型个股：阳光城、金科股份、中南建设；A股物业行业龙头公司招商积余；经纪服务行业标的我爱我家。
- **风险提示：**行业面临经济及行业下行压力的风险，销售超预期下行的风险，政策调控不确定性的风险。

房地产行业

推荐 (维持评级)

分析师

潘玮

☎：(8610) 8092 7613

✉：panwei@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130511070002

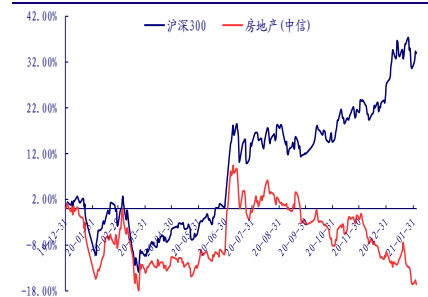
王秋蘅

☎：(8610) 8092 7611

✉：wangqiuhe_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520050006

相对沪深300表现图



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

相关研究

【银地地产潘玮团队】行业动态报告-房地产行业-全年销售表现靓丽，长效机制逐步成形-12月行业动态报告

【银地地产潘玮团队】行业动态报告-房地产行业-11月销售韧性犹存，关注“估值+业绩”双提升的投资机会-11月行业动态报告

【银地地产潘玮团队】行业动态报告-房地产行业-三季度杠杆水平下降，仓位估值双筑底为板块打开空间-10月行业动态报告

【银地地产潘玮团队】行业动态报告-房地产行业-9月销售热度稍有降温，关注板块四季度表现-9月行业动态报告

【银地地产潘玮团队】行业动态报告-房地产行业-销售超预期增长，资金监管下优质房企将迎来新机遇-8月行业动态报告



目录

一、房地产市场迈入新阶段.....	1
(一) 房地产行业是我国经济的压舱石.....	1
1、房地产业的健康发展对我国经济增长具有重要推动力.....	1
2、房地产经历了快速发展的黄金十五年，未来也将保持15万亿左右的规模.....	1
(二) 1月市场销售表现强劲，去化周期处于下行通道.....	1
1、1月市场销售在低基数下表现强劲.....	1
2、去化周期处于下行通道，一线城市去化效果最佳.....	2
(三) 财务分析：三季度杠杆水平下降明显，长期来看行业利润率有望迎来改善.....	4
1、利润表：板块三季度营收增幅收窄，归母净利润下降，长期行业利润率有望迎来改善.....	4
2、资产负债表：预收账款小幅上涨，增速放缓，行业杠杆率水平有望继续下降.....	5
3、现金流量表：销售强韧性对现金流形成支撑.....	6
4、2020年业绩预告：成长类房企业绩预计实现高增长.....	7
二、房地产行业处于成熟调整期，市场转向中速高质量发展阶段.....	7
(一) 中国房地产将告别暴涨时代，进入平稳健康发展时期.....	7
1、人口增速放缓，老龄化结构开始凸显.....	7
2、中国城市化已进入后半程，市场转向中速高质量发展阶段.....	8
3、房地产市场逐渐向存量阶段过渡，存量市场规模大，机遇丰富.....	10
(二) 房地产贷款集中管理新政影响可控.....	11
1、房地产贷款集中度管理新政影响可控.....	11
2、“房住不炒”总基调延续，支持城市更新和租赁住房的发展.....	12
3、坚持“房住不炒”定位，金融审慎管理制度出台是最大新变局.....	15
4、土地市场的改革是地产促供给侧改革的重要一环.....	17
5、三道红线促行业降杠杆，房企进入从增量到提质的发展阶段.....	17
三、房地产行业在资本市场中的表现情况.....	19
(一) 房企迎来平台化发展，“估值+业绩”双提升.....	19
1、房企融资成本持续下行.....	19
2、房企布局呈现多元化，平台型房企将享受业绩+估值双提升.....	20
3、物业管理板块在资本市场中的“新”变化.....	21
4、LPR连9期持平，首套房贷利率下降1BP.....	23
(二) 目前房地产行业PE处于历史底部区域，向上修复空间较大.....	23
1、房地产板块PE、PB估值比较.....	23
2、房地产板块与各行业PE、PB估值比较.....	24
四、投资建议.....	25
五、风险提示.....	25
插图目录.....	26
表格目录.....	27

一、房地产市场迈入新阶段

（一）房地产行业是我国经济的压舱石

房地产业是我国经济中具有先导性和基础性的重要产业，同时也是一个资金密集型和劳动密集型的产业，具有产业链长、关联产业多、行业带动效应明显、与居民生活水平密切相关等特点。房地产行业无论是从宏观层面、中观层面还是从微观层面看，都对我国国民经济、关联产业发展、居民福利等方面具有重要影响。

1、房地产业的健康发展对我国经济增长具有重要推动力

从宏观层面看，房地产业的健康发展对我国经济增长具有重要推动力，同时在经济周期中扮演重要角色。2019 年我国全社会固定资产投资完成额为 56.09 万亿元，而房地产开发投资完成额为 13.22 万亿元，占当年全社会固定资产投资完成额的 23.57%，仅次于制造业。从中观层面来看，房地产业自身产业链长，关联产业多，与数十个产业存在密切关联性。房地产业的稳步发展，不但通过原材料需求推动了上游建材产业（如，钢铁、水泥、玻璃等）的发展，同时通过产品生产及销售环节，为下游诸多产业（如，家电、装饰装修和批发零售业等）带来广阔的需求空间。从微观层面来看，在我国商品房既是居民生活的基本需求，但同时成为了不少居民的投资或投机的对象。房地产业发展至今，在改善居民住房水平方面起到关键的作用，城镇居民自有住房拥有率已经大大提高，总体上居民居住条件和居住环境也得到极大改善，从无房、租房向有房、住好房转变。

2、房地产经历了快速发展的黄金十五年，未来也将保持 15 万亿左右的规模

房地产业自“招拍挂”制度推出后迎来快速发展的黄金十五年，现今已成为了在中国经济中地位举足轻重的一部分，从 GDP、财政、投资多个方面影响着中国。在中国经济开始走向新时代的大背景下，“房住不炒”的指导思想更是决定了未来房地产市场的发展方向，这一系列的改变影响着房地产开发商们的战略决策与业务模式。自 2004 年经营性用地全面实行“招拍挂”制度以来，中国房地产市场经历了快速发展的黄金十五年。作为中国经济的重要增长点，房地产不仅对 GDP 增长产生了巨大的推动作用，更改善了人民生活，促进了城市化进程，推动了上下游产业的共同发展。在中国发展的新时代，房地产行业已经迈上新的平台，正跨过新的起跑线，无疑将呈现出新的趋势和特点。近一年多来，房地产政策趋严不松动，投机需求逐步离场，市场预期正在转变，销售额增幅会逐渐降低，但也将保持 15 万亿左右的规模，这是个巨大的成熟市场。

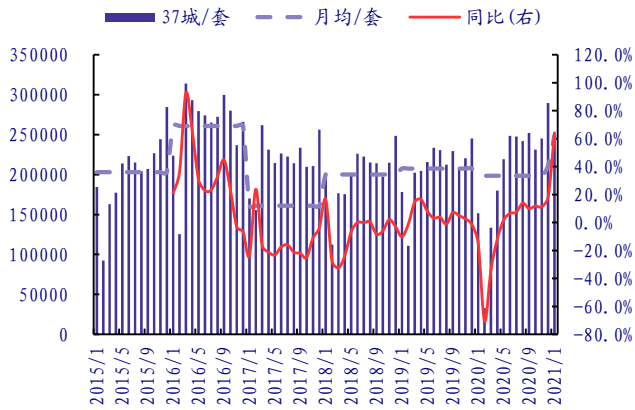
（二）1 月市场销售表现强劲，去化周期处于下行通道

1、1 月市场销售在低基数下表现强劲

从我们跟踪的重点城市高频数据来看，37 城 2021 年 1 月新房销量同比增速为 64.2%，较 12 月增速增加 46.1pct，1 月市场销量表现强劲主要系去年在疫情影响下基数较低，叠加房企仍保持一个高的推盘量，市场供需仍较旺。我们认为在房地产贷款集中度管理制度下，银行按揭贷款额紧张使购房需求承压，叠加部分热点城市的政策调控，未来销售或受到压力。但

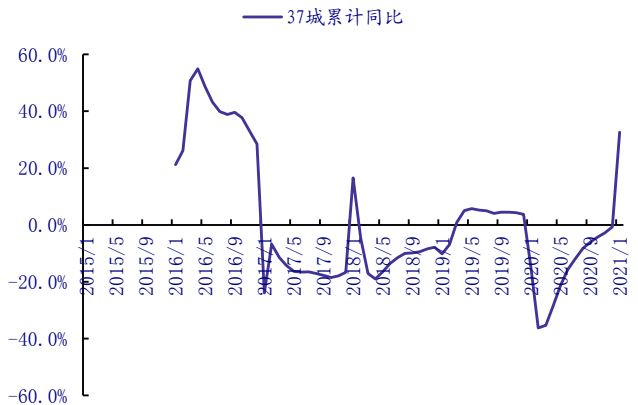
考虑到去年一季度基数较低，21年销售增速大概率前高后低。分一二三线城市来看，同比方面，1月单月一、二、三线成交量同比分别为115.6%/49.7%/53.3%，较去年12月成交增速分别+60.4pct、+42.0pct、+34.1pct，一线销售较去年同期翻倍，二、三线也实现了高增长。上海、深圳以及部分热点城市近日出台了调控政策来抑制房价的非理性上涨，未来一、二线房地产市场大概率平稳发展，三四线城市的市场由于就地过年的政策鼓励下，返乡置业将会受到一定影响。

图 1: 重点 37 城新房成交情况



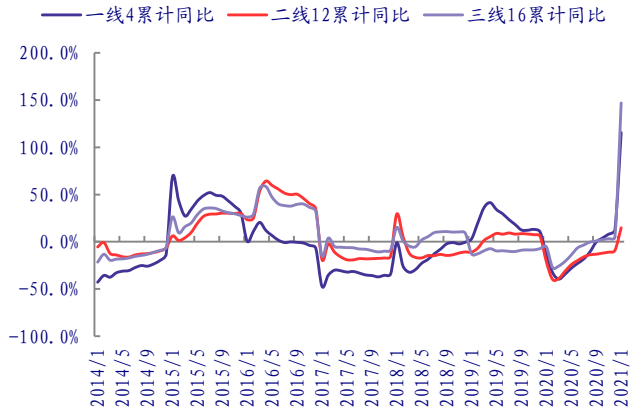
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 2: 重点 37 城新房成交累计同比



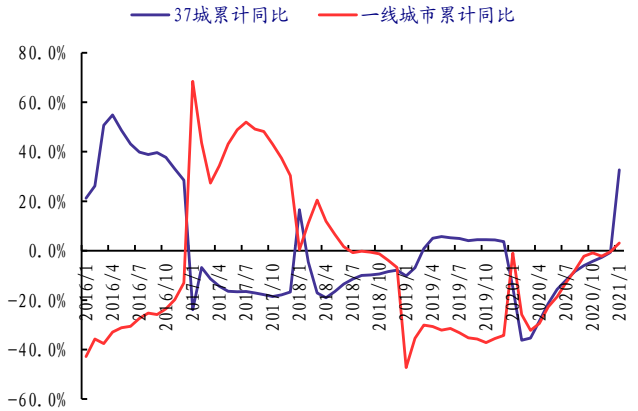
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 3: 重点一二三线城市新房成交量累计同比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 4: 重点城市新房成交累计同比

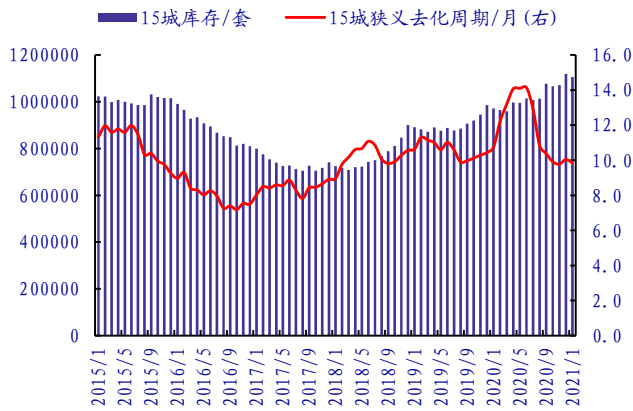


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

2. 去化周期处于下行通道，一线城市去化效果最佳

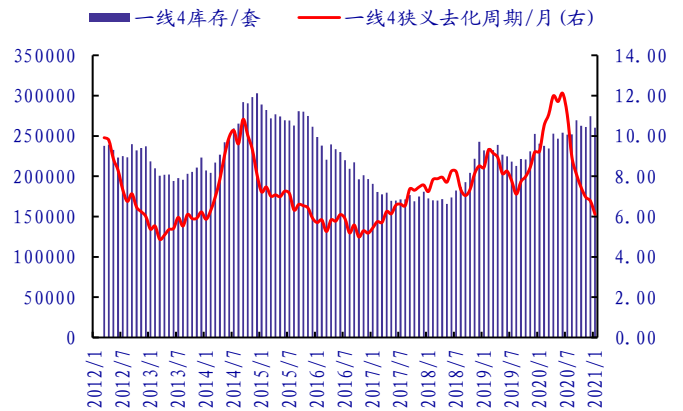
截至 2021 年 1 月，从我们重点跟踪的 15 城的去化周期为 9.8 个月，较上月减少 0.2 个月，在持续的高销售下，去化周期处于下行通道。分线来看，一二三线城市去化周期分别为 6.1、9.4、16.2 个月，分别较上月-0.7、+0.4、-0.1 个月，一、三线城市的去化周期自 20 年下半年起一直处于下行通道，二线城市则微幅上升。一线城市中，上海去化周期最短，为 3.4 个月，深圳、广州和北京分别为 5.2 个月、5.7 个月和 12.3 个月；二线城市中，宁波、南宁、南京去化速度较快，去化周期分别为 4.4、6.5、7.5 个月；三四线城市普遍去化周期较长。

图 5: 重点 15 城库存 (套) 及去化周期



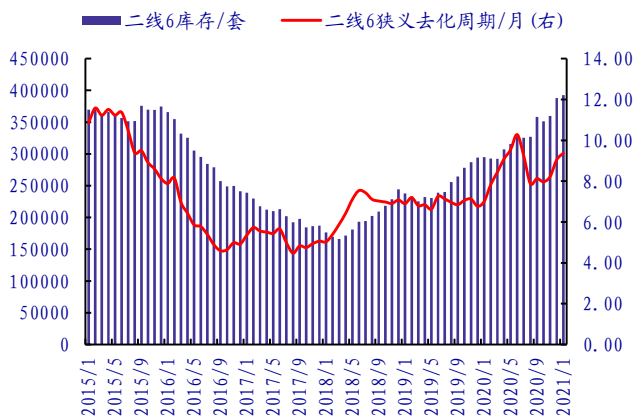
资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 6: 一线 4 城库存 (套) 及去化周期



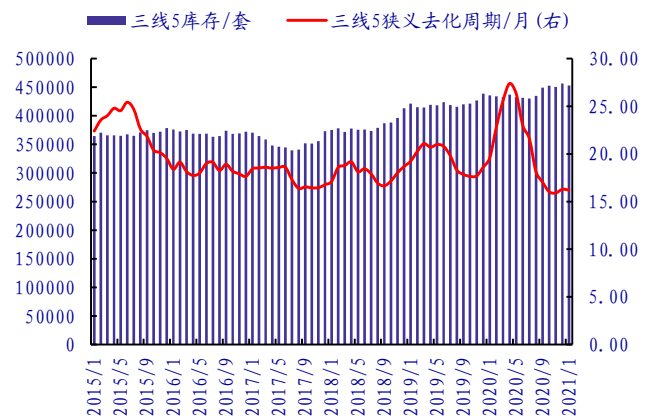
资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 7: 二线 6 城库存 (套) 及去化周期



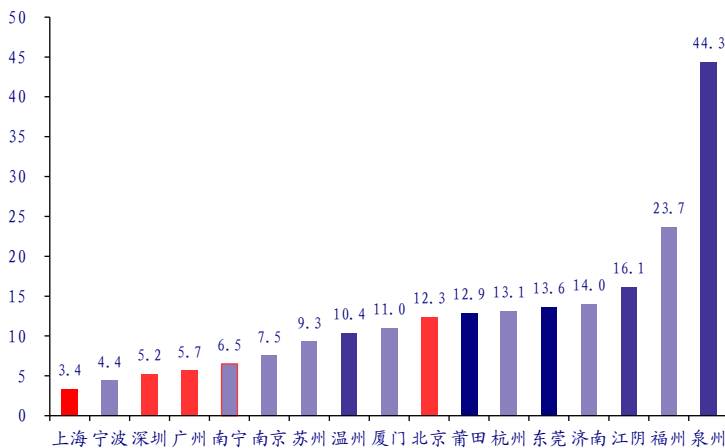
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 8: 三线 5 城库存 (套) 及去化周期



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 9: 重点城市去化周期 (月)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

（三）财务分析：三季度杠杆水平下降明显，长期来看行业利润率有望迎来改善

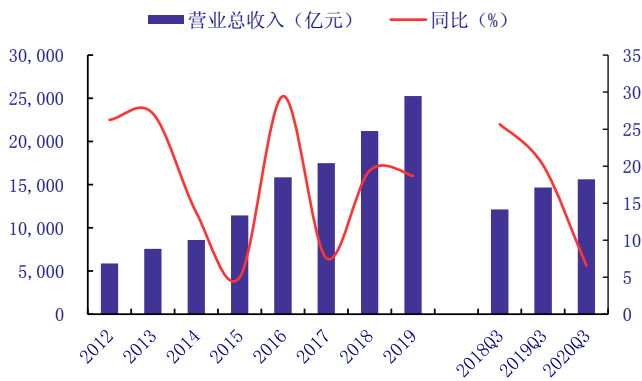
1、利润表：板块三季度营收增幅收窄、归母净利润下降,长期行业利润率有望迎来改善

2020年第三季度房地产行业总营业收入为15,609.10亿元，增速为6.65%，同比-13.58pct；实现归母净利润1,191.47亿元，增速为-15.92%，同比-27.74pct。今年第三季度营收虽维持正增长但增幅明显收窄，归母净利润大幅下滑，主要系疫情影响了竣工节奏。融资新规叠加四季度房企销售业绩压力，加快销售和竣工结算两手抓，房企全年业绩或有保障。

第三季度房地产销售费用率、管理费用率、财务费用率为2.78%、4.09%、3.32%，同比-0.20pct、-0.29pct、+0.00pct。整体三费率为10.18%，同比-0.49pct，近年来伴随着企业经营水平的提高，行业整体费用控制水平良好，主要得益于对于管理费用率的持续降低。

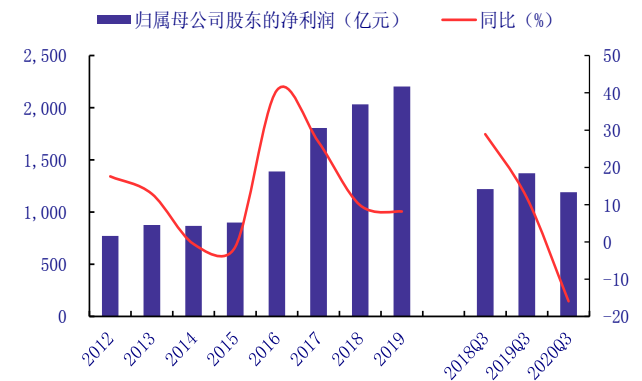
2020Q3销售毛利率为27.25%，同比-4.21pct；实现销售净利率10.12%，同比-1.75pct。毛利率和净利率均下滑主要在于：（1）由于前几年土地市场景气度较高，房企整体拿地价格攀升，高土地成本项目现进入结转期间；（2）受“房住不炒”政策管控，行业利润空间被压缩，自18年来毛利率、净利率总体均呈下降趋势；（3）由于疫情影响，部分房企第一季度采取促销措施降低盈利水平。我们认为虽然短期内行业利润率水平仍有压力，但随着融资新规的逐步渗透，土地市场或回归理性，未来利润率水平将迎来改善。

图 10：房地产行业 2020Q3 营业总收入及同比增速



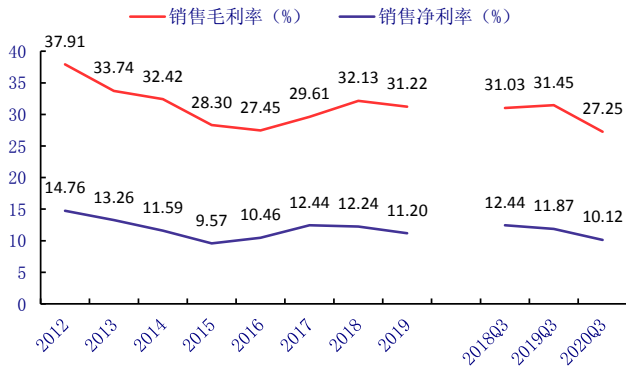
资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 11：房地产行业 2020Q3 归母净利润及同比增速



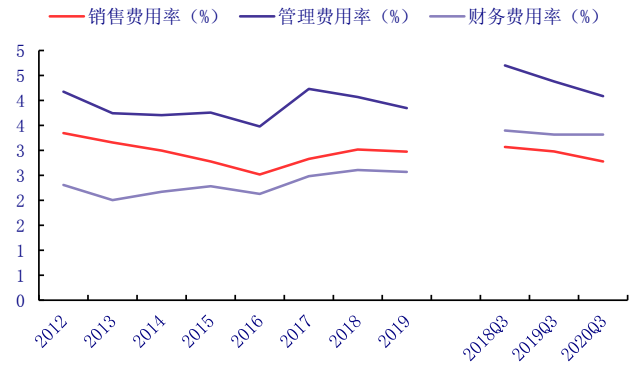
资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 12: 房地产行业 2020Q3 销售毛利率及销售净利率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 13: 房企 2020Q3 销售费用率、管理费用率及财务费用率



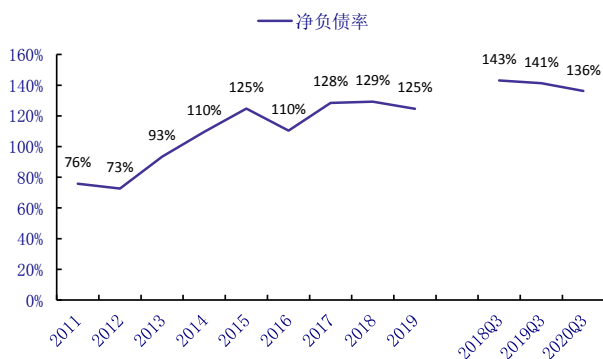
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

2、资产负债表: 预收账款小幅上涨, 增速放缓, 行业杠杆率水平有望继续下降

房地产行业 2020 年第三季度预收账款为 35,371.96 亿元, 同比增长 8.62%, 增速较去年同期-11.65pct, 覆盖 2019 年全年营收的 1.4 倍。当前国内商品房销售普遍采取期房预售制度, 预收账款即为未来利润的蓄水池, 2020 第三季度虽然增速放缓, 但延续了 18 年以来的增长态势, 房企未来业绩仍有保障。行业面临融资调控叠加全年销售目标压力, 预计年末房企仍将加大推盘及销售回款力度, 供给持续放量将为成交提供一定支撑, 但由于热点城市调控、银行信贷额度紧张以及前期需求释放超预期, 预计未来两个月销售将回归理性增长, 年末预收账款将继续增加。

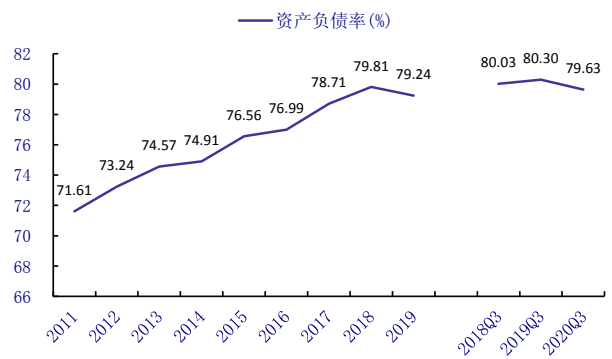
截至 2020 年第三季度, 行业净负债率为 136.20%, 同比-5.06pct; 资产负债率为 79.63%, 同比-0.66pct, 三季度行业杠杆下降明显。整体来看, 行业净负债率、资产负债率均处于历史较高水平。在“三条红线”的融资监管下, 房企开始积极降低杠杆水平, 预计年末行业杠杆率还将迎来更大幅度的下降。

图 14: 房地产行业 2020Q3 净负债率



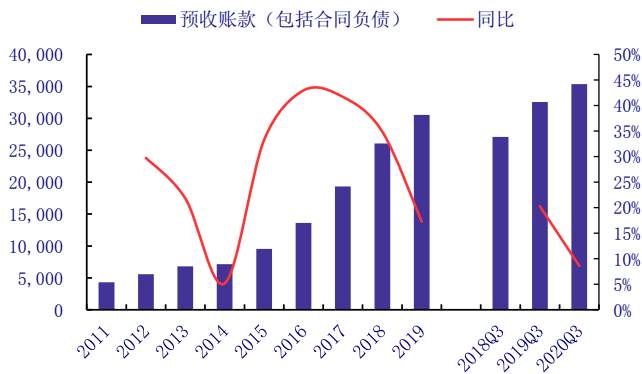
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 15: 房地产行业 2020Q3 资产负债率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 16: 房地产行业 2020Q3 预收账款及同比增速



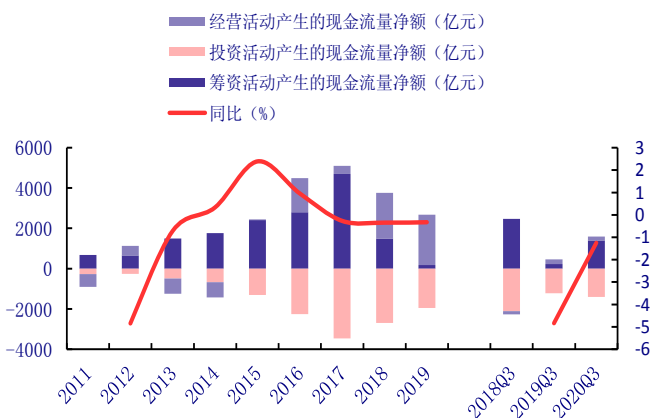
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

3、现金流量表: 销售强韧性对现金流形成支撑

2020 年三季度房地产行业的销售商品、提供劳务收到的现金达 20,976.16 亿元, 同比下降 1.64%, 增速较 2019 年三季度-11.79pct。2020Q3 同比增速下降, 主要是年初疫情对销售的影响较大, 但从 5 月份以来销售热度持续在高位, 显示出较强的韧性。我们认为在目前的融资监管环境下, 年内房企有较强的动力积极推盘促回款, 加速竣工结算, 来降低杠杆水平。并且随着销售旺季的到来, 预计年末销售商品收入的现金将持续上涨。

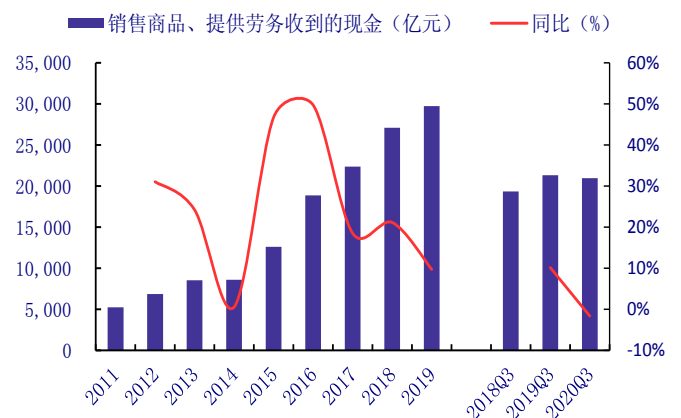
2020Q3 现金流净额为 188.95 亿元, 表现为现金净流入, 流入额同比增加 124.81%。分类来看, 经营活动现金流净流入 191.72 亿元, 2019Q3 为净流入 222.65 亿元, 尽管由于疫情的影响, 上半年销售基本停滞导致回款大幅减少, 伴随着下半年销售热度持续高位, 2020Q3 销售额的同比转正, 三季度业绩显著回升到以前年度水平; 投资活动净流出 1,400.51 亿元, 同比增加 15.26%; 筹资活动现金流净流入 1,397.73 亿元, 较去年同期大幅增加 505.46%, 主要得益于上半年友好的融资环境, 房企融资额大幅增加, 但随着下半年政策收紧, 融资环境难现上半年的宽松。

图 17: 房企 2020Q3 现金流量及同比增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 18: 房企 2020Q3 销售商品、提供劳务收到的现金及增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

4、2020 年业绩预告：成长类房企业绩预计实现高增长

截至 2021 年 2 月 4 日，共有 65 家地产公司披露业绩快报或者业绩预告。其中，业绩预增的公司有 22 家，包括金科股份、阳光城、南山控股、张江高科、阳光股份、中南建设、鲁商发展、滨江集团、招商积余、特发服务、阳光城、保利地产等，主流房企业绩增长稳定，其中中南建设、滨江集团、阳光城预计实现 30% 以上的高增长。

表 1：已披露业绩预告公司一览表（截至 2021 年 2 月 4 日）

证券代码	证券简称	预告日期	预告类型	预告摘要（归母净利润口径）
000667.SZ	美好置业	2021-01-29	预增	净利润约 9000 万元~11500 万元,增长 34.55%~71.92%
000961.SZ	中南建设	2021-01-13	预增	净利润约 600000 万元~800000 万元,增长 44.12%~92.17%
600133.SH	东湖高新	2021-01-21	预增	净利润约 59800 万元~68800 万元,增长 227%~276%
600223.SH	鲁商发展	2021-01-07	预增	净利润约 55121 万元~65451 万元,增长 60%~90%
600683.SH	京投发展	2021-01-27	预增	净利润约 50000 万元,增长 551%左右
001914.SZ	招商积余	2021-01-29	预增	净利润约 42000 万元~45000 万元,增长 46.74%~57.22%
000616.SZ	海航投资	2021-01-30	预增	净利润约 24984.5 万元~37476.75 万元,变动幅度为:733.04%~1149.56%
002244.SZ	滨江集团	2020-10-29	预增	净利润约 228371.23 万元~260995.7 万元,增长 40.00%~60.00%
600895.SH	张江高科	2021-01-29	预增	净利润约 167828 万元~186070 万元,增长 188%~219%
002314.SZ	南山控股	2020-12-29	预增	净利润约 110000 万元~145000 万元,增长 172.63%~259.38%
002285.SZ	世联行	2021-02-01	略增	净利润约 9833.08 万元~12291.35 万元,增长 20%~50%
300917.SZ	特发服务	2020-12-02	略增	净利润约 8500 万元~9000 万元,增长 30.11%~37.76%
000608.SZ	阳光股份	2021-01-26	扭亏	净利润约 5000 万元~7500 万元
600638.SH	新黄浦	2021-01-30	扭亏	净利润约 27477 万元
002305.SZ	南国置业	2021-01-26	扭亏	净利润约 2000 万元~3000 万元,增长 105.64%~108.46%
000691.SZ	亚太实业	2021-01-30	扭亏	净利润约 1700 万元~2200 万元
600463.SH	空港股份	2021-01-30	扭亏	净利润约 1100 万元~1500 万元,增长 146.03%~162.77%
002077.SZ	*ST 大港	2021-01-12	扭亏	净利润约 10000 万元~13000 万元
000006.SZ	深振业 A	2021-01-14	预增	86391 万元, 增长 7.83%
000671.SZ	阳光城	2021-01-16	预增	528330 万元, 增长 31.42%
600048.SH	保利地产	2021-01-19	预增	2890793 万元, 增长 3.39%
000656.SZ	金科股份	2021-02-02	预增	702017 万元, 增长 23.69%

资料来源:Wind、中国银河证券研究院

二、房地产行业处于成熟调整期，市场转向中速高质量发展阶段

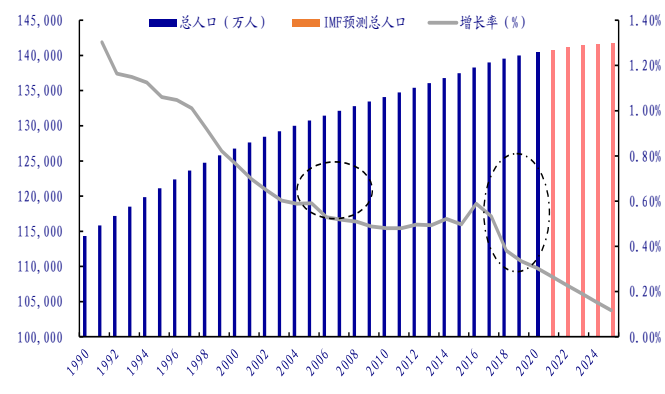
（一）中国房地产将告别暴涨时代，进入平稳健康发展时期

1、人口增速放缓，老龄化结构开始凸显

人口增长拐点将至，出生率逐年下降。自 20 世纪 90 年代以来，人口总量虽呈现每年增加的趋势，2008 年、2019 年作为两个拐点将增长速度划分为三个阶段，2008 年之前，人口增长率均维持在 0.5% 以上的高位增长水平，2008-2018 年这十年人口增长较为平稳，在

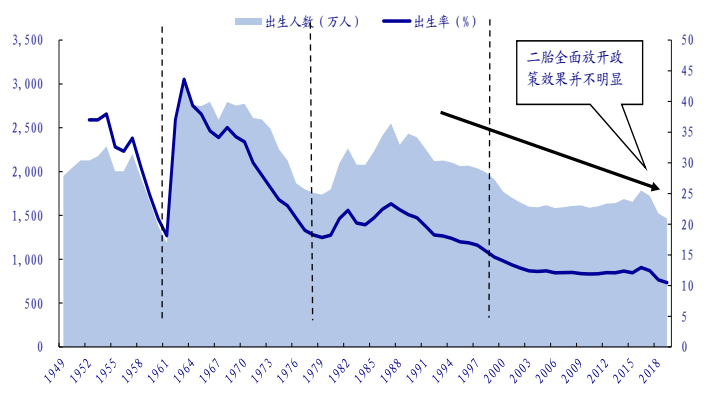
0.4%-0.5%的范围内波动，根据 IMF 的预测，2020 年后我国人口增速将呈现明显下滑。从出生人口看，建国以来，我国已经历了三次婴儿潮，1950-1957 年、1962-1975 年、1981-1993 年每年出生人口均在 2000 万人以上。出生率已从上世纪 80 年代的 20% 以上，下降到 12% 左右，2014 年单独二胎放开、2016 年全面放开二胎政策效果并不显著，难以形成第四轮婴儿潮。

图 19: 中国总人口增长情况



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

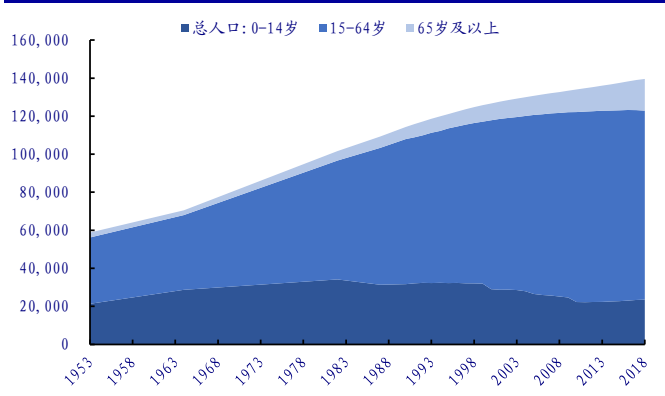
图 20: 主要国家家庭户均规模



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

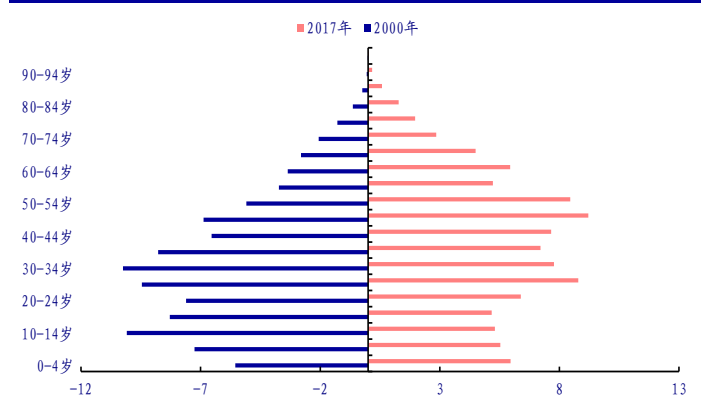
劳动力人口数量下降，社会老龄化趋势明显。15-65 周岁的劳动年龄人口自 2014 年达到峰值 100557 万人后，开始逐年减少，2018 年劳动力人口为 99394 万人，占总人口比重 71.24%。虽然总量上看人口红利变动不明显，但结构问题不容小觑，对比 2000 年与 2017 年的人口年龄分布，我国劳动年龄人口已从小于 40 岁为主转变为 40 岁以上为主，1962-1975 年出生的人口在未来五年后将快速退出劳动力市场。人口老龄化比例从 1984 年的 5%，到 2014 年已突破 10%，仅耗时 30 年，甚至快于日本的 35 年。由于 20-60 岁的劳动力是具备住房需求与购房能力的潜在人群，新增人口下降、老龄人口比重提高促使置业人群开始萎缩，房地产需求受影响。

图 21: 中国人口结构分布



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 22: 主要国家家庭户均规模



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

2、中国城市化已进入后半程，市场转向中速高质量发展阶段

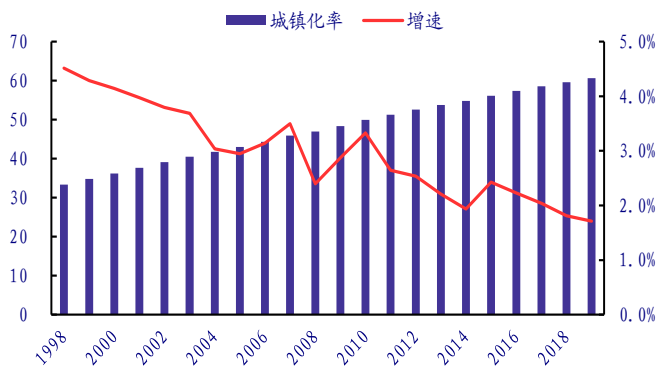
城镇化率高增速不再，发展进入后半程。1998 年-2019 年，城镇化率在 20 年内从 33.35% 增长至 60.60%，平均每年上升 1.3%。2018 年美国、英国、日本、韩国的城市化率分别为

82.26%、83.40%、91.62%、81.46%。相比于发达国家的都市化水平，我国城市化虽仍有空间，但发展速度已大幅下降，2018 年增速仅为 1.81%。城镇化带来的住房需求是推动房地产业繁荣的重要力量，而人才在向城市聚集过程中，定居带来的住房刚性需求较高，但高房价的存在反过来会成为人才引进的壁垒，有碍于城市的进一步扩张。

区域发展不均衡，一线城市常住人口增量放缓，部分三线城市已发生人口净流出。2006-2010 年是中大型城市人口流入的高峰期，一线城市每年常住人口增长约 300 万人，三线城市增长 850 万人，2011 年后人口增量明显下降，2018 年一线城市人口流入不足 30 万人，同比下降 72%，三线城市从 17 年起人口变动已转为净流出。根据不同城市之间的房地产价格变化可将房地产市场划分为两个阶段，在 2015 年以前，一二三线城市房地产价格变动始终同步调节，2015 年以后，不同城市的住宅价格指数同比呈现排浪式变化，一线引领二三线趋势明显。

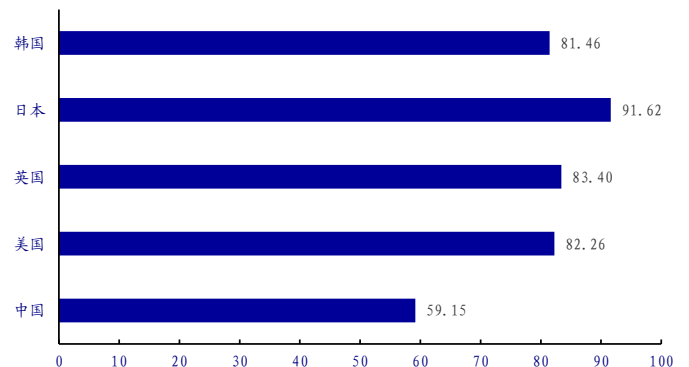
城镇化转向都市化，打造京津冀、沪宁杭、粤港澳城市群。受技术革新、要素流动、产业更替的影响，区域发展正由传统的省域、行政区向城市群转变。打造三大“世界级”都市圈进程中，城市群中二线城市有望受益于城市化发展，成为新增长点。

图 23: 中国城镇化率变化情况



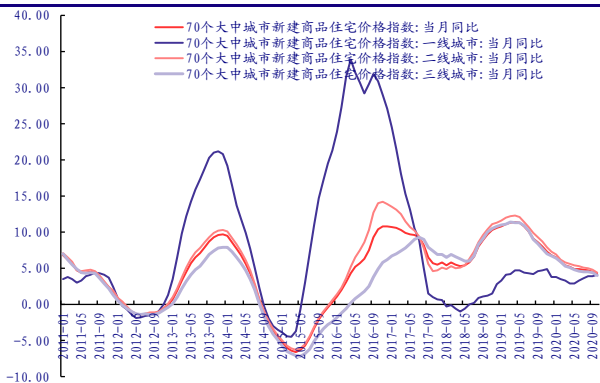
资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 24: 主要国家家庭户均规模



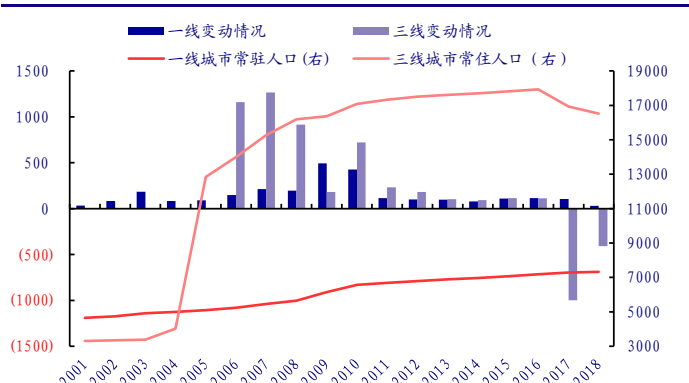
资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 25: 70 城房价指数



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 26: 城市人口变动情况



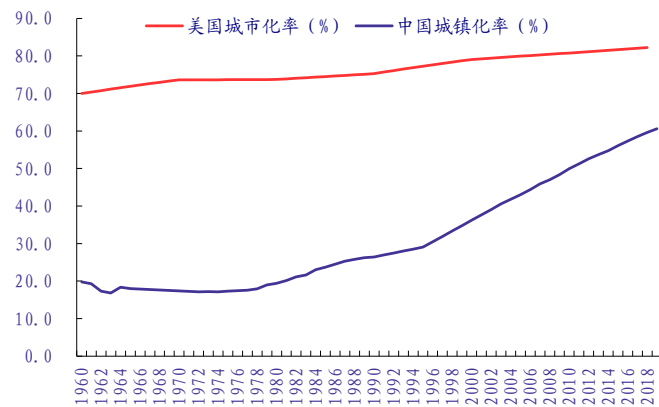
资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

3、房地产市场逐渐向存量阶段过渡，存量市场规模大，机遇丰富

对标美国住宅市场发展路径，存量市场规模将不断扩大并占主导地位。美国 1950 年城市化率 64%，相当于我国当前水平，2005 年，美国城市化率达到 80% 并之后维持在这一水平。美国作为成熟的房地产交易市场，存量住房交易占全美住房市场交易规模的比例接近 90%。

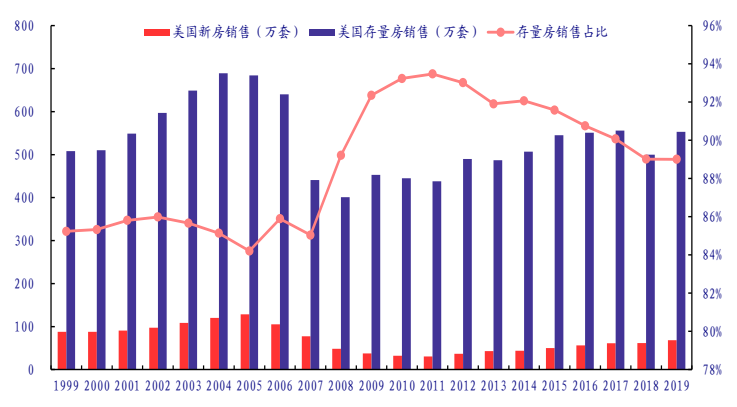
相比于发达国家的都市化水平，我国城市化虽仍有较大发展空间，随之带来的住房需求是推动地产行业维持繁荣的重要驱动力。根据 CIC 的报告，2019 年，中国新房销售量 13.9 万亿元，二手房交易量 6.7 万亿元，二手房占住房销售总销售额的比重仅为 32.5%，我们观察到，在中国经济比较发达的一些一二线城市（如上海、北京、深圳、南京、广州），城镇化进程较快，这些城市住宅市场已经出现存量房交易超过或接近新房交易量的现象。预计这一趋势将逐步扩大和延续，未来主流城市地产市场将逐步成熟，迈入存量阶段，存量房交易占比还有较大提升空间。

图 27：美国城市化率及中国城镇化率（%）变化趋势



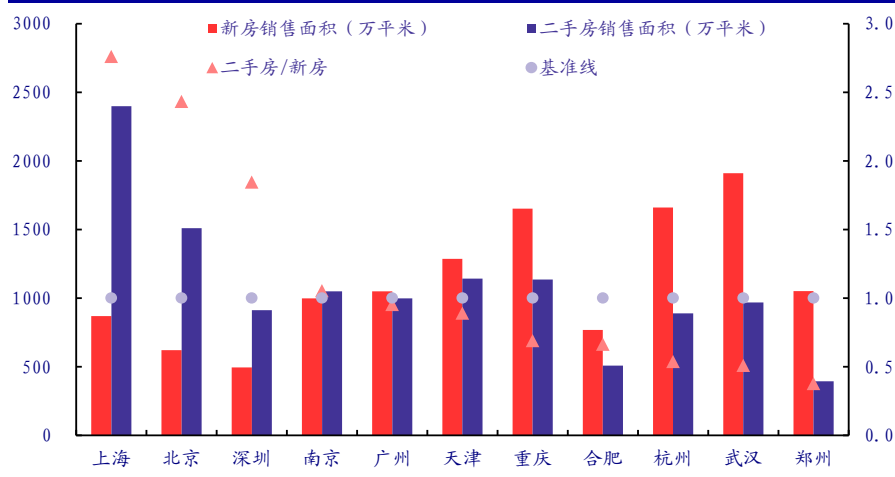
资料来源：WIND，中国银河证券研究院

图 28：美国存量住房销售占住房销售市场的主导地位



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

图 29：中国主流城市二手房及新房交易情况（2019.11-2020.10）



资料来源：克尔瑞信息集团，中国银河证券研究院

(二) 房地产贷款集中度管理新政影响可控

1、房地产贷款集中度管理新政影响可控

2020年12月31日下午，人民银行、银保监会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，将根据银行业金融机构的资产规模、机构类型等因素，分档设定房地产贷款集中度管理要求。相较于三道红线制度从房企端规范融资，此次房地产贷款集中度管理则是从资金供给端进行控制。

该政策对地产贷款总量的影响偏中性。根据我们的测算，截至2020年年中，大型银行（第一档）房地产贷款占比均未超标，而且大型银行房地产贷款总量占行业总量比例较高，仅建设银行及邮储银行按揭贷款占比略高于标准，但均不超过2个百分点；中型银行及小型银行部分银行需要调整相关贷款比例，但其体量占比不高，对房地产行业总体贷款增量的影响有限。

新政对房地产行业的影响在可控范围。根据详细拆分测算，我们预计，相关比例达标的银行的贷款富余额度，按揭贷为2.8万亿元，相关比例不达标的银行贷款需要压降的额度，按揭贷为8444亿元，富余额度与需压降额度之差为2万亿元；房地产贷款富余额度与需压降额度之差为2.8万亿元。总体来看，新政对行业影响可控，有利于龙头企业，加速行业出清。

新政策鼓励房企转向长期经营模式。人民银行、银保监会表示，为支持大力发展住房租赁市场，住房租赁有关贷款暂不纳入房地产贷款占比计算。新政策鼓励房企从高周转高杠杆模式向长期经营模式转变。

表 2: 主要上市银行房地产相关贷款余额及占比 (截至 2020 年 6 月 30 日)

2020H1 (亿元)		贷款总额		按揭贷款余额		房地产开发贷款		按揭占比		按揭超标占比		房地产开发贷款占比		房地产贷款占比		房地产贷款超标占比	
金融机构 (行业)		1693665	335900	152400	488300	19.80%		9%	28.0%								
第一档	601398.SH 工商银行	179757	54866	9537	64402	30.5%		5.3%	35.8%								
	601288.SH 农业银行	145108	44226	7912	52138	30.5%		5.5%	35.9%								
	601988.SH 中国银行	140008	42259	11663	53923	30.2%		8.3%	38.5%								
	601939.SH 建设银行	164305	56452	7673	64125	34.4%	1.9%	4.7%	39.0%								
	601328.SH 交通银行	57295	11968	3207	15175	20.9%		5.6%	26.5%								
	601658.SH 邮储银行	54811	18441	826	19267	33.6%	1.1%	1.5%	35.2%								
占比上限						32.5%			40.0%								
第二档	600036.SH 招商银行	48517	12004	4125	16129	24.7%	4.7%	8.5%	33.2%								5.7%
	600000.SH 浦发银行	41822	8074	3607	11681	19.3%		8.6%	27.9%								0.4%
	601998.SH 中信银行	42145	8342	2921	11262	19.8%		6.9%	26.7%								
	601166.SH 兴业银行	37708	9704	3016	12720	25.7%	5.7%	8.0%	33.7%								6.2%
	600016.SH 民生银行	37985	4751	5031	9782	12.5%		13.2%	25.8%								
	601818.SH 光大银行	29216	4408	2326	6735	15.1%		8.0%	23.1%								
	600015.SH 华夏银行	20396	2457	1626	4083	12.0%		8.0%	20.0%								
	000001.SZ 平安银行	25084	4567	2793	7361	18.2%		11.1%	29.3%								1.8%
	601169.SH 北京银行	15296	2690	1559	4249	17.6%		10.2%	27.8%								0.3%
	601229.SH 上海银行	10289	1051	1489	2540	10.2%		14.5%	24.7%								
	600919.SH 江苏银行	11387	2017	856	2872	17.7%		7.5%	25.2%								
601916.SH 浙商银行	11262	669	1612	2281	5.9%		14.3%	20.3%									
占比上限						20.0%			27.5%								
第三档	002142.SZ 宁波银行	6265	67	325	392	1.1%		5.2%	6.3%								
	601009.SH 南京银行	6552	697	192	889	10.6%		2.9%	13.6%								
	600926.SH 杭州银行	4526	651	477	1128	14.4%		10.5%	24.9%								2.4%
	601997.SH 贵阳银行	2146	169	169	338	7.9%		7.9%	15.8%								
	601838.SH 成都银行	2544	662	249	911	26.0%	8.5%	9.8%	35.8%								13.3%
	601577.SH 长沙银行	2918	451	76	528	15.5%		2.6%	18.1%								
	002936.SZ 郑州银行	2156	397	311	709	18.4%	0.9%	14.4%	32.9%								10.4%
	002948.SZ 青岛银行	2028	403	237	640	19.9%	2.4%	11.7%	31.6%								9.1%
	600928.SH 西安银行	1650	195	137	332	11.8%		8.3%	20.1%								
	002966.SZ 苏州银行	1805	241	64	305	13.3%		3.6%	16.9%								
	601860.SH 紫金银行	1158	185	63	248	16.0%		5.5%	21.4%								
	002958.SZ 青农商行	2022	241	366	607	11.9%		18.1%	30.0%								7.5%
	601077.SH 渝农商行	4735	801	72	873	16.9%		1.5%	18.4%								
601187.SH 厦门银行	1247	234	101	335	18.8%	1.3%	8.1%	26.9%								4.4%	
占比上限						17.5%			22.5%								
第四档	600908.SH 无锡银行	942	103	11	114	10.9%		1.2%	12.1%								
	002807.SZ 江阴银行	768	70	3	73	9.1%		0.4%	9.6%								
	601128.SH 常熟银行	1255	98	14	112	7.8%		1.1%	8.9%								
	603323.SH 苏农银行	735	65	17	83	8.9%		2.4%	11.2%								
	002839.SZ 张家港行	785	73	9	82	9.3%		1.2%	10.5%								
占比上限						12.5%			17.50%								
第五档						7.50%			12.50%								

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2、“房住不炒”总基调延续，支持城市更新和租赁住房的发展

12月21日，全国住房和城乡建设工作会议在京召开，会议要求2021年要重点抓好以下工作：1) 全力实施城市更新行动，推动城市高质量发展；2) 稳妥实施房地产长效机制方案，促进房地产市场平稳健康发展；3) 大力发展租赁住房，解决好大城市住房突出问题，等等。内容与12月12日召开的中央经济工作会议对房地产的表述一脉相承。中央经济工作会议的对房地产的总基调依旧是“房住不炒”，促进房地产市场平稳健康发展，未提“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。相较于去年对房地产的新提法包括：1) 解决好大城市住房突出问题；2) 住房问题关系民生福祉；3) 要高度重视保障性租赁住房建设；4) 要降低租赁住房税费负

担，对租金水平进行合理调控。同时还提出实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造。

表3: 十九大以来中央重大会议及重要媒体关于房地产的表述

时间	会议	关于房地产的主要表述
2017.10.18	十九大报告	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居。
2017.12.08	中央政治局会议	加快住房制度改革和长效机制建设。
2017.12.20	中央经济工作会议	加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度。要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控。
2017.12.23	全国住房城乡建设工作会议	深化住房体制改革，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。抓好房地产市场分类调控，促进房地产市场平稳健康发展。
2018.03.05	国务院政府工作报告	更好解决群众住房问题。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健全长效机制。加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。
2018.04.23	中共中央政治局会议	要推动信贷、股市、债市、汇市、楼市健康发展，及时跟进监督，消除隐患。
2018.5	《住房城乡建设部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》	重申坚持房地产调控目标不动摇、力度不放松，并对进一步做好房地产调控工作提出明确要求：一是加快制定实施住房发展规划。二是抓紧调整住房和用地供应结构。三是切实加强资金管控。四是大力整顿规范市场秩序。五是加强舆论引导和预期管理。六是进一步落实地方调控主体责任。
2018.7	中共中央政治局会议	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。
2018.7	住建部吹风会	因地制宜推进棚改货币化安置。商品住房库存不足，房价上涨压力较大的地方，应针对性地及时调整棚改安置政策。因地制宜推进棚改货币化安置，商品住房库存量较大的地方，可以继续推进棚改货币化安置。
2018.10	国务院例会	明确提出要调整完善棚改货币化安置政策，商品住房库存不足、房价上涨压力大的市县，要尽快取消货币化安置优惠政策。
2018.12	中央经济工作会议	要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。要推动城镇发展，抓好已经在城镇就业的农业转移人口的落户工作，督促落实2020年1亿人落户目标，提高大城市精细化管理水平。
2019.2	中央一号文件	在修改相关法律的基础上，完善配套制度，全面推开集体经营性建设用地入市改革。
2019.3	政府工作报告	强调首次将“市场体系”和“保障体系”并列，这个变化代表了对房地产更清晰的定位：市场的归市场，保障的归保障。要把稳低价、稳房价、稳预期的责任落到实处，只有百姓对房地产市场的预期稳了，建设市场长效机制才能赢得时间和空间。



2019.4	中共中央政治局会议	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。
2019.7	中共中央政治局会议	会议强调，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。“不将房地产作为短期刺激经济的手段”的提法属于历史首次。
2019.11	2019年第三季度中国货币政策执行报告	重申按照“因城施策”的基本原则，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。
2019.11	中国人民银行《中国金融稳定报告（2019）》	2018年，我国住户部门债务水平上升趋势有所放缓，个人住房贷款的较快增长势头得到一定程度的抑制，短期消费贷款在经历2017年的异常增长后企稳回落，经营贷款增速小幅回升，互联网金融行业个人贷款增速有所放缓。下一步，应坚持从宏观审慎视角密切关注住户部门债务风险变化，防范住户部门债务水平的过快上涨。
2019.12	中共中央政治局会议	12月6日召开的中央政治局会议指出“国内经济结构性矛盾凸显，经济下行压力较大”，在政策层面则要求“宏观政策要稳、微观政策要活”。作为中国经济的支柱产业， 房地产没有被提及 。
2020.2	中共中央政治局会议	要更好地发挥积极的财政政策作用，同时也要保持稳健的货币政策灵活适度， 未特别提及房地产 。
2020.3	中央政治局会议	会议提出要加大宏观政策调节和实施力度。要抓紧研究提出积极应对的一揽子宏观政策措施，适当提高财政赤字率，发行特别国债，增加地方政府专项债券规模，引导贷款市场利率下行等。 房地产没有被提及 。
2020.4	中共中央政治局会议	中共中央政治局4月17日会议指出， 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 。同时指出要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕。
2020.5	政府工作报告	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展 。完善便民设施，让城市更宜居业安居。
2020.6	国务院常务会议	引导金融机构进一步向企业合理让利，助力稳住经济基本盘。会议要求加快降费政策落地见效，为市场主体减负。 房地产没有被提及 。
2020.7	房地产工作座谈会	要坚持从全局出发，进一步提高认识、统一思想，牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策，从各地实际出发，采取差异化调控措施，及时科学精准调控，确保房地产市场平稳健康发展。
2020.7	中央政治局会议	会议重申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 。
2020.8	重点房地产企业座谈会	为进一步落实房地产长效机制，实施好房地产金融审慎管理制度，增强房地产企业融资的市场化、规则化和透明度，人民银行、住房城乡建设部会同相关部门在前期广泛征求意见的基础上，形成了重点房地产企业资金监测和融资管理规则。
2020.11	十四五规划建议	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，租购并举、因城施策，促进房地产市场平稳健康发展 。有效增加保障性住房供给，完善土地出让收入分配机制，探索支持利用集体建设用地按照规划建设租赁住房，完善长租房政策，扩大保障性租赁住房供给。 未提及房产税 。

2020.12	中央经济工作会议	解决好大城市住房突出问题。住房问题关系民生福祉。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因地制宜、多策并举，促进房地产市场平稳健康发展。要高度重视保障性租赁住房建设，加快完善长租房政策，逐步使租购住房在享受公共服务上具有同等权利，规范发展长租房市场。要降低租赁住房税费负担，整顿租赁市场秩序，规范市场行为，对租金水平进行合理调控。
2020.12	住建部工作会议	全力实施城市更新行动，推动城市高质量发展；稳妥实施房地产长效机制方案，促进房地产市场平稳健康发展；大力发展租赁住房，解决好大城市住房突出问题等。

资料来源：WIND，中国银河证券研究院

3、坚持“房住不炒”定位，金融审慎管理制度出台是最大新变局

近期，中共中央发布《关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标的建议》。其中提到，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，租购并举、因城施策，促进房地产市场平稳健康发展。

文件指出，坚持房住不炒定位，租购并举，因城施策，促进地产市场平稳健康发展。“房住不炒”于2016年年底的中央经济工作会议上首次提出，此后，相关部门陆续出台了与之相配套的政策，涉及房企融资、购房者信贷等方面。本次写入十四五规划建议，意义重大，是对中央地产调控政策方针的延续，关键点是“平稳健康发展”，未提及房产税。提法中性偏正面。预计未来地产行业将进入平稳期，将更加考验房企的管理运营能力。

文件中提到，推动生活性服务业向高品质和多样化升级，加快发展健康、养老、育幼、文化、旅游、体育、家政、物业等服务业，加强公益性、基础性服务业供给。推进服务业标准化、品牌化建设。十三五规划中服务业的内容没有提及物业行业，十四五规划首次提及物业行业，其重要性凸显，随着地产进入存量时代，优质物业管理公司将引领新的消费需求，成为扩内需，促消费的重要抓手。预计未来该细分赛道在政策支持下，随着科技赋能，服务品质提升，将诞生一批优秀的标杆企业。

11月25日，国务院副总理刘鹤在《人民日报》刊发了署名文章《加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局》，其中，对房地产的阐述为，房地产业影响投资和消费，事关民生和发展。要坚持“房住不炒定位，坚持租购并举、因城施策，完善长租房政策，促进房地产市场平稳健康发展”。

“房住不炒”定位至今已经坚持了四年，并且仍将是下个阶段地产政策的主基调。当前行业最大的新变局在于2020年8月份房地产行业金融审慎管理制度的出台，这从供给端对行业整体进行规范和指导，化解房地产金融风险，继承和延续了“房住不炒”精神，有助于行业出清，优化竞争格局，利好龙头优质企业。

表4：十三五规划建议及十四五规划建议对地产相关内容表述的对比

	十三五规划建议（地产相关内容表述）	十四五规划建议（地产相关内容表述）
主要目标	就业比较充分，就业、教育、文化、社保、医疗、住房等公共服务体系更加健全，基本公共服务均等化水平稳步提高。	建议目标中未具体提及房地产。

构建发展新格局	没有类似表述。	1、畅通国内大循环。推动金融、房地产同实体经济均衡发展，实现上下游、产供销有效衔接。 2、全面促进消费。促进住房消费健康发展。
区域发展	以区域发展总体战略为基础，以“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带建设为引领，形成沿海沿江沿线经济带为主的纵向横向经济轴带。发挥城市群辐射带动作用，优化发展京津冀、长三角、珠三角三大城市群，形成东北地区、中原地区、长江中游、成渝地区、关中平原等城市群。	布局建设综合性国家科学中心和区域性创新高地，支持北京、上海、粤港澳大湾区形成国际科技创新中心。 推动区域协调发展。推动西部大开发形成新格局，推动东北振兴取得新突破，促进中部地区加快崛起，鼓励东部地区加快推进现代化。支持革命老区、民族地区加快发展，加强边疆地区建设，推进兴边富民、稳边固边。推进京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设、长三角一体化发展，打造创新平台和新增长极。 优化行政区划设置，发挥中心城市和城市群带动作用，建设现代化都市圈。推进成渝地区双城经济圈建设。推进以县城为重要载体的城镇化建设。
地产行业定位及纲领	未提及定位。	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，租购并举、因城施策，促进房地产市场平稳健康发展。有效增加保障性住房供给，完善土地出让收入分配机制，探索支持利用集体建设用地按照规划建设租赁住房，完善长租房政策，扩大保障性租赁住房供给。
生活性服务业	未提及物业行业。	推动生活性服务业向高品质和多样化升级，加快发展健康、养老、育幼、文化、旅游、体育、家政、物业等服务业，加强公益性、基础性服务业供给。推进服务业标准化、品牌建设。
新型城镇化及户籍制度改革	推进以人为核心的新型城镇化。提高城市规划、建设、管理水平。加大城镇棚户区 and 城乡危房改造力度。 深化户籍制度改革，促进有能力在城镇稳定就业和生活的农业转移人口举家进城落户，并与城镇居民有同等权利和义务。实施居住证制度，努力实现基本公共服务常住人口全覆盖。健全财政转移支付同农业转移人口市民化挂钩机制，建立城镇建设用地增加规模同吸纳农业转移人口落户数量挂钩机制。	推进以人为核心的新型城镇化。实施城市更新行动，推进城市生态修复、功能完善工程，统筹城市规划、建设、管理，合理确定城市规模、人口密度、空间结构，促进大中小城市和小城镇协调发展。 深化户籍制度改革，完善财政转移支付和城镇新增建设用地规模与农业转移人口市民化挂钩政策，强化基本公共服务保障，加快农业转移人口市民化。
人口政策	促进人口均衡发展。坚持计划生育的基本国策，完善人口发展战略。全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策。	制定人口长期发展战略，优化生育政策，增强生育政策包容性。
城乡统一建设用地市场	维护进城落户农民土地承包权、宅基地使用权、集体收益分配权，支持引导其依法自愿有偿转让上述权益。深化住房制度改革。	健全城乡统一的建设用地市场，积极探索实施农村集体经营性建设用地入市制度。建立土地征收公共利益用地认定机制，缩小土地征收范围。探索宅基地所有权、资格权、使用权分置实现形式。保障进城落户农民土地承包权、宅基地使用权、集体收益分配权，鼓励依法自愿有偿转让。

资料来源：新华社、中国银河证券研究院

4、土地市场的改革是地产促供给侧改革的重要一环

土地市场的改革是地产促供给侧改革的重要一环。2020年11月3日，中共中央发布《关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标的建议》。规划建议中提到，健全城乡统一的建设用地市场，积极探索实施农村集体经营性建设用地入市制度。建立土地征收公共利益用地认定机制，缩小土地征收范围。探索宅基地所有权、资格权、使用权分置实现形式。保障进城落户农民土地承包权、宅基地使用权、集体收益分配权，鼓励依法自愿有偿转让。未来，城乡统一的建设用地市场建设或将提速，但预期不会太快，对楼市的实质影响偏中性。并且，建立土地征收公共利益用地认定机制，缩小土地征收范围，鼓励依法自愿有偿转让等建议，也将对楼市构成支撑。

2020年以来，国家颁布了一系列土地改革相关的政策和文件，对土地改革的步伐加快，对土地要素的改革将改变土地供应的节奏和数量，将成为房地产市场促供给侧改革的重要一环。

表 5: 土地市场改革政策一览

时间	政策	内容
2020.3.12	《国务院关于授权和委托用地审批权的决定》	1.将国务院可以授权的永久基本农田以外的农用地转为建设用地审批事项授权各省、自治区、直辖市人民政府批准；2.试点将永久基本农田转为建设用地和国务院批准土地征收审批事项委托部分省、自治区、直辖市人民政府批准。
2020.4.9	《2020年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务》	改革建设用地计划管理方式。推动建设用地资源向中心城市和重点城市群倾斜。鼓励盘活低效存量建设用地。全面推开农村集体经营性建设用地直接入市。
2020.4.9	《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》	建立健全城乡统一的建设用地市场。全面推开农村土地征收制度改革，扩大国有土地有偿使用范围。加快修改完善土地管理法实施条例。全面推开农村土地征收制度改革。
2020.11.3	《关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标的建议》	健全城乡统一的建设用地市场，积极探索实施农村集体经营性建设用地入市制度。建立土地征收公共利益用地认定机制，缩小土地征收范围。保障进城落户农民土地承包权、宅基地使用权、集体收益分配权，鼓励依法自愿有偿转让。

资料来源：政府网站、中国银河证券研究院

5、三道红线促行业降杠杆，房企进入从增量到提质的发展阶段

我们统计了重点跟踪的30家住宅开发、4家商业地产、10家园区2020Q3的截止到2020年三季报的净负债率、扣除预收账款后的资产负债率以及现金短债比的情况。在30家住宅开发企业中，三条红线均未踩的只有7家，分别为保利地产、招商蛇口、金地集团、华侨城A、信达地产、中华企业、上实发展，只踩了一条红线的企业有6家，踩两条红线的企业有8家，踩三条红线的企业有9家。相较于2020上半年，分别+3、+2、+1、-4家，住宅开发企业积极降杠杆成效初现，预计伴随去杠杆政策的深化，年末三年红线均未踩企业将稳步增加。中小企业想通过高杠杆快周转的方式来实现弯道超车的可能性已经不大，行业格居趋于稳定、集中度显著增强，行业将进入从增量到提质的发展阶段。



表 6: 2020Q3 房企“三道红线”指标梳理

证券代码	证券简称	净负债率 (%)	扣除预收账款的资产负债率 (%)	货币资金/短期债务
住宅开发				
600606.SH	绿地控股	183.51	82.38	0.69
000002.SZ	万科 A	28.51	74.20	1.96
600048.SH	保利地产	70.87	67.03	1.71
601155.SH	新城控股	42.54	77.69	1.83
001979.SZ	招商蛇口	36.83	59.11	1.02
600340.SH	华夏幸福	190.43	76.48	0.37
000656.SZ	金科股份	112.23	72.71	0.84
000961.SZ	中南建设	136.01	82.51	0.81
002146.SZ	荣盛发展	97.25	75.26	0.75
000671.SZ	阳光城	108.35	79.21	1.37
600325.SH	华发股份	148.37	78.54	1.18
600383.SH	金地集团	66.99	69.91	1.09
600376.SH	首开股份	169.93	75.35	1.02
600466.SH	蓝光发展	97.64	70.58	0.71
000031.SZ	大悦城	97.01	72.07	2.62
002244.SZ	滨江集团	103.00	69.76	1.35
000069.SZ	华侨城 A	96.44	69.61	1.10
600657.SH	信达地产	82.42	69.03	1.46
000537.SZ	广宇发展	149.21	73.09	0.39
000736.SZ	中交地产	227.94	84.69	1.54
600675.SH	中华企业	22.47	59.40	2.86
600748.SH	上实发展	57.92	60.36	1.23
600223.SH	鲁商发展	97.24	85.37	0.74
600266.SH	城建发展	144.41	75.05	1.44
000517.SZ	荣安地产	53.16	77.43	1.77
000926.SZ	福星股份	73.06	66.13	0.56
600185.SH	格力地产	197.26	75.34	0.45
000732.SZ	泰禾集团	279.99	81.96	0.05
600708.SH	光明地产	211.86	77.88	0.48
002314.SZ	南山控股	132.45	75.17	0.81
商业地产				
000402.SZ	金融街	195.84	74.58	0.55
000608.SZ	阳光股份	37.00	41.19	0.31
600007.SH	中国国贸	13.03	34.21	0.00
600823.SH	世茂股份	23.02	65.15	2.01
园区				
600463.SH	空港股份	49.23	51.18	0.32
600515.SH	海航基础	51.71	60.13	0.37

600604.SH	市北高新	91.41	55.98	0.26
600639.SH	浦东金桥	55.77	56.38	1.04
600648.SH	外高桥	117.99	66.67	0.34
600663.SH	陆家嘴	120.34	66.89	0.26
600736.SH	苏州高新	92.34	62.98	1.46
600895.SH	张江高科	70.98	52.55	0.54
601512.SH	中新集团	1.29	39.39	3.62
600848.SH	上海临港	50.81	55.58	1.33

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

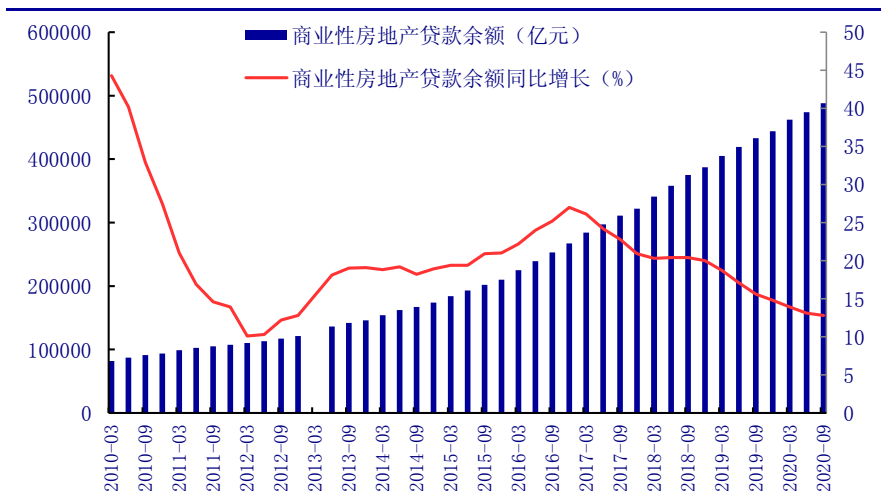
三、房地产行业在资本市场中的表现情况

(一) 房企迎来平台化发展, “估值+业绩” 双提升

1、房企融资成本持续下行

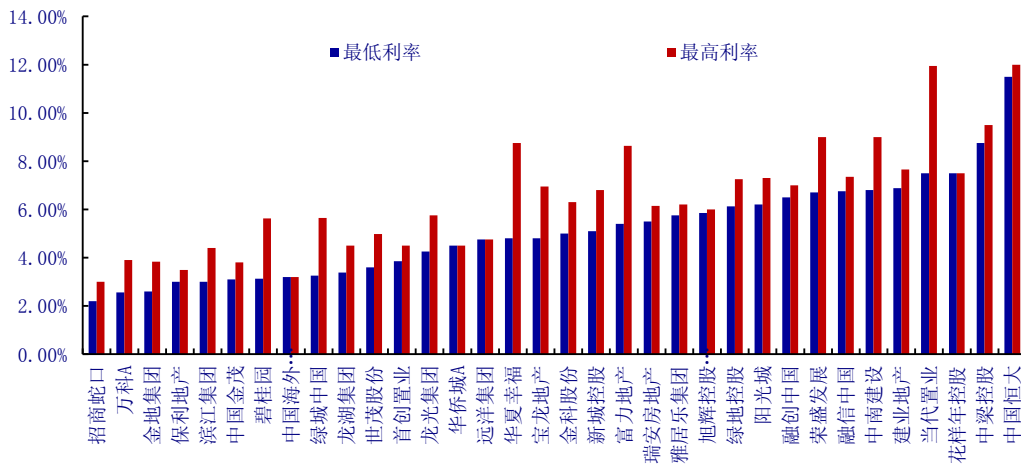
房地产贷款余额同比增速从2016年12月的27%(近10年最高点)开始一路下滑至2020年第三季度的12.8%。房企融资需求不旺盛, 融资成本有所下降。根据同策研究院对40家典型上市房企监测的数据, 2020年8、9、10月份, 40家房企共完成融资额为827、402、570亿元, 对比7月的991亿元处于低位, 融资需求有所下降。同策对34家房企融资利率进行统计的结果显示, 1-10月份, 公开披露融资利率的共150笔, 5%以下的58笔, 5%-7%之间的58笔, 7-10%之间的25笔, 10%以上的9笔。而2019年大部分融资利率均在10%以上, 由此可以看出, 2020年房企融资成本呈现下降趋势

图 30: 房地产贷款余额(亿元)及同比增速(%)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 31: 1-10 月份 40 典型房企融资利率区间（按最低利率排序）



资料来源：同策研究院、中国银河证券研究院

2、房企布局呈现多元化，平台型房企将享受业绩+估值双提升

从头部企业的战略定位描述来看，发展多元化业务、从单一的地产开发企业向平台型企业过渡是行业普遍趋势。龙头公司除了在原有的房地产开发、物业管理等领域发展，多元化平台化的主要方向包括商业、物流、会展、装修、建筑、教育、医疗、养老等产业。布局多元化业务的房企，可以通过多样化的产品、服务为主业赋能，并且能够突破单一房地产开发行业的估值天花板，享受未来多元化资产价值重估的先机，享受业绩+估值双提升。

表 7: 头部房企战略定位

战略定位	
碧桂园	我们是为全世界创造美好生活产品的高科技综合性企业，企业发展的三驾马车包括：地产、机器人、现代农业，是中国新型城镇化进程的身体力行者。展望未来，集团将聚焦城镇化带来的住宅及相关需求，挖掘房地产价值链内业务及资产价值，打造覆盖客户全生命周期的资源整合平台。
中国恒大	公司将继续坚定不移实施高增长、控规模、降负债发展战略，夯实房地产基础，扩大旅游集团盈利规模，加速推进新能源汽车、新能源科技集团的产品研发及生产销售，力争 3-5 年建成世界规模最大、实力最强的新能源汽车集团，不断巩固民生地产为基础，文化旅游、健康养生为两翼，新能源起车为龙头的产业格局，实现集团持续稳健发展。
万科地产	公司定位已经升级迭代为“城乡建设与生活服务商”，公司当前业务范围包括：住宅开发、物业服务、商业开发和运营、租赁住宅、物流仓储服务、标准办公与产业园、冰雪度假、教育等。
融创中国	围绕“地产+”全面布局，成为中国家庭美好生活整合服务商。
保利发展	公司致力于打造“不动产生态发展平台”，以扎实的不动产投资、开发、运营、资本运作能力为基础，提供基于行业生态系统的综合服务，与客户美好生活同行，立志成为家国建设的先锋队、美好生活的同行者、行业新生态的开拓者。
中海地产	公司定位于成为卓越的国际化不动产开发运营集团，历经 41 年的发展，公司建立起“住宅开发”“城市运营”“创意设计 & 现代服务”三大产业群。
绿地控股	公司坚持产业经营与资本运作双轮驱动，坚持“走出去”与“引进来”同步发展，在全球范围内形成以房地产、基建为主业，金融、消费等综合产业并举发展的格局。

世茂集团	业务版图涉及地产、酒店、商业、主题娱乐、物管、文化、金融、教育、健康、高科技、海外投资等领域，形成了多元化业务并举的“可持续发展生态圈”。与城市共成长，与人民同幸福。
华润置地	坚持“品质给城市更多改变”的品牌理念，逐步转向“城市综合投资开发运营商”，以开发物业与投资物业为主导，积极探索“2+X”创新业务。除了地产之外，将重心放在城市更新、物业服务、康养地产、长租公寓、产业基金、产业小镇、文化体育等领域。
招商蛇口	招商蛇口致力于成为“美好生活承载者”，目前业务覆盖教育、文化、写字楼、园区、文创、特色产城、长租公寓、住宅、酒店、综合体、商业、邮轮、健康、养老等业务板块，输出25条标杆型产品线，360度启航美好生活新方式。
龙湖集团	龙湖将秉承“空间即服务(SaaS, Space as a Service)”战略，以客户为视角，以技术为驱动，深度参与城市空间和服务的重构，不断升级空间营造和服务的能力，打造有生命的空间，有温度的服务，持续践行善待你一生的理念，为消费者和合作伙伴提供更加多元的服务和发展空间，成为以客户为中心的空间营造服务企业。
新城控股	坚持住宅地产和商业地产双轮驱动的长期战略模式，逐步完成全国中心城市和重点城市群的深耕布局，横跨房地产开发、投资、商业运营管理、康养服务等领域，形成产品协同及战略纵深。聚焦“资本回报率”，确保规模有质量、可持续的增长。
金地集团	金地集团将以价值创造为目的，以效益与规模的平衡均好发展为导向，向“做中国最有价值的国际化企业”的宏伟愿景持续迈进。
中国金茂	中国金茂以“释放城市未来生命力”为己任，始终坚持高端定位和精品路线，在以品质领先为核心的“双轮两翼”战略基础上，聚焦“两驱动、两升级”的城市运营模式，致力于成为中国领先的城市运营商。
旭辉集团	旭辉围绕为客户提供美好生活的出发点，开展多元化业务，推动房地产生态圈的打造，借助房地产主业的优势，不断开拓创新，业务和关联公司的业务遍及社区生活服务、长租公寓、教育、养老、商业管理、建筑产业化、基金管理、工程建设、装配式装修等。
金科集团	形成了以民生地产开发、科技产业投资运营、生活服务、文化旅游康养等相关多元化产业四位一体协同发展的大型企业集团，具备强大的综合竞争力，是城市发展进程中领先的“美好生活服务商”。
阳光城	以房地产开发为主业的全国化品牌企业，业务涵盖地产开发、商业运营、物业服务三大领域。以“缔造品质生活”为企业使命，以“最受尊敬的成长性房地产企业”为愿景，阳光城集团定位“高成长性精品地产运营商”。
中南置地	作为美好生活服务商，中南置地倡导“美好就现在”的企业理念，认为健康是美好生活的核心。
绿城中国	公司以“理想生活综合服务商”为愿景，致力于成为中国房地产开发模式的改变者，传承绿城理想主义精神，聚焦轻资产领域的探索与实践。

资料来源：各公司官网、公司公告、中国银河证券研究院

3、物业管理板块在资本市场中的“新”变化

2020年迎来IPO潮，预计今年上市数量和前五年总和相当。自2018年以来，房企分拆物业赴港股上市成为热潮。截止2020年12月8日，全年共计13家物业公司赴港上市，根据香港联交所相关公开信息显示，今年仍有8家物业公司排队上市，包括恒大物业、华润万象等大型物业公司。预计2020年末赴港上市物业公司总数将达到21家，是2018年的3.5倍，与前五年上市总和相当。

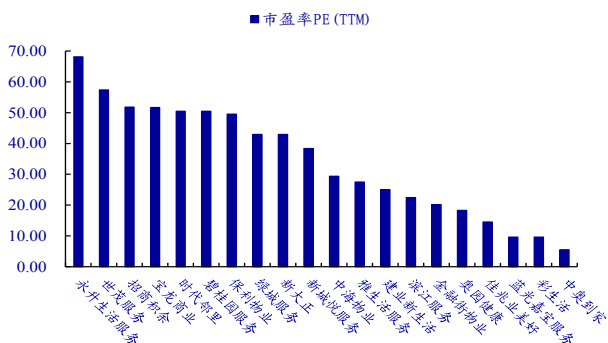
图 32: 物业管理公司上市情况



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

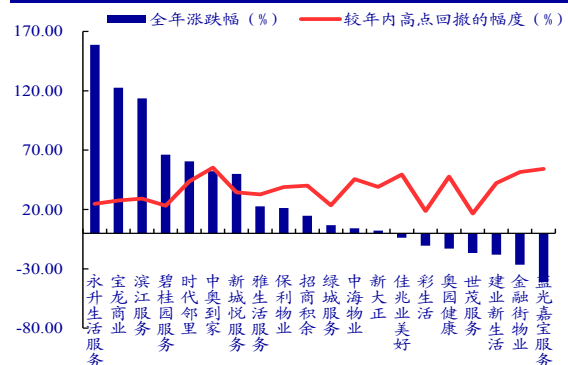
板块估值分化，8 月份以来进入调整期，部分新股赚钱效应减弱。我们统计了重点跟踪的 20 家“A+H”物业管理公司截至 11 月 30 日的估值水平、全年涨幅及较年内高点回撤幅度。大部分已上市物业股目前市盈率在 20-40 倍，在 20 家物管公司中，大于 40 倍市盈率的物业公司有 9 家，分别为碧桂园服务、绿城服务、保利物业、新城悦服务、永升生活服务、宝龙商业、时代邻里、招商积余、新大正；小于 20 倍市盈率的物业公司有 6 家，分别为彩生活、蓝光嘉宝服务、中奥到家、佳兆业美好、金融街物业、奥园健康。8 月以来板块进入了调整期，截至 11 月 30 日在我们重点跟踪的 20 家物管公司中，中奥到家、蓝光嘉宝服务和金融街服务较年内高点的回撤幅度高达 50%以上，而碧桂园服务、绿城服务、永生生活服务显示出较强的韧性，回撤幅度为 20%左右。随着板块稀缺性降低及行业的发展，物业管理公司的估值水平逐渐分化，关联公司实力雄厚、品牌力强、业务拓展增速快的公司更能得到市场的认可。

图 33: 20 家物业管理公司目前的估值水平



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 34: 20 家物业管理公司全年涨幅及较年内高点回撤幅度



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

部分新股出现破发现象，赚钱效应减弱。随着上市企业增多，物管行业赛道逐渐拥挤，同质性增强、稀缺性降低，新股的赚钱效应减弱，部分新股甚至出现了破发的现象。随着近两年物管公司在二级市场的高热度，后期上市的物管公司在一级市场的定价也相应抬升，因此留给二级市场的空间有限。从 2018 年 12 月以来上市的 10 家物业管理公司可以看出，在规模类似的情况下，近期上市的物业公司首发市盈率普遍高于前期上市的公司。比如，时代邻里首

发市盈率为 65x，是在管面积相近但是早上市一年的永升生活服务的 3 倍；今年 10 月上市的世茂服务首发市盈率为 91x，更是远超规模相似、去年同期上市的蓝光嘉宝服务（19x），是行业龙头保利物业首发市盈率的近 2 倍。

表 8: 物业管理公司首发市盈率及在管面积和签约面积对比

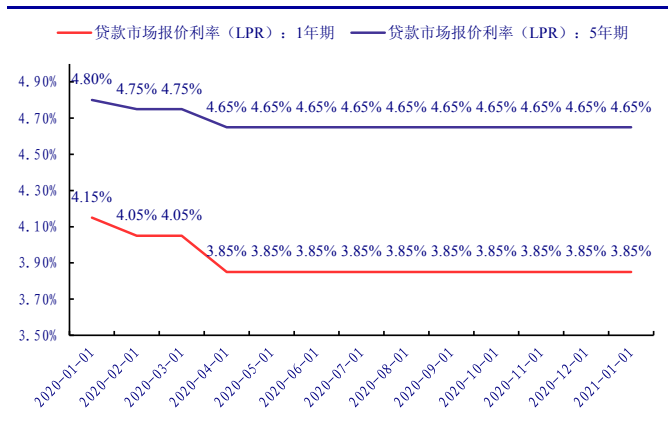
证券代码	证券简称	首发上市日期	首发市盈率(摊薄)	在管面积(百万平方米)	签约面积(百万平方米)
1995.HK	永升生活服务	2018 年 12 月	29.1970	77.2	142.8
2168.HK	佳兆业美好	2018 年 12 月	15.3654	48.8	59.2
3316.HK	滨江服务	2019 年 3 月	27.1394	16.8	30.2
2606.HK	蓝光嘉宝服务	2019 年 10 月	19.2339	89.9	140.7
6049.HK	保利物业	2019 年 12 月	48.8071	316.8	493.4
9928.HK	时代邻里	2019 年 12 月	64.5476	79	105.9
9909.HK	宝龙商业	2019 年 12 月	37.4548	7	9.9
9983.HK	建业新生活	2020 年 5 月	31.4733	70.1	144
1502.HK	金融街物业	2020 年 7 月	22.5577	21.6	23.9
0873.HK	世茂服务	2020 年 10 月	90.9891	85.7	125.5

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

4、LPR 连 9 期持平，首套房贷利率下降 1BP

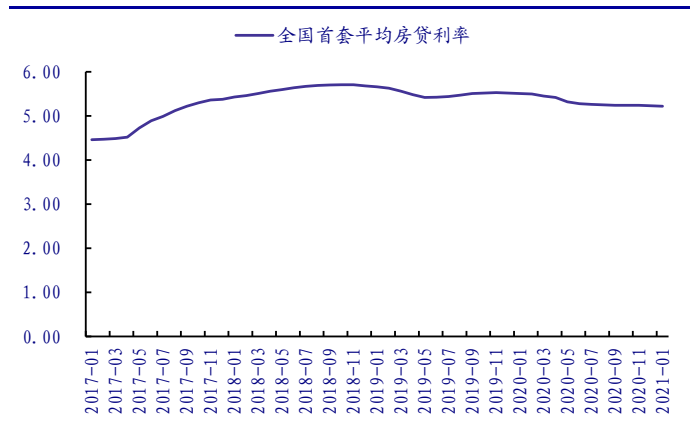
LPR 连续 9 期持平，首套房贷利率连续两个月下行。1 月 20 日，全国银行间同业拆借中心公布，1 年期 LPR 为 3.85%，5 年期以上 LPR 为 4.65%，连续 9 期持平。12 月我国首套房贷利率为 5.22%，较上月下降 1BP，连续两个月下行。在房地产贷款集中度管理制度的规定下，部分银行按揭贷款额度紧张，按揭贷款的利率也随之上浮，在房贷利率稳中趋涨的趋势下，未来居民的购房需求也逐步趋稳。

图 35: 2020 每月 lpr 变化情况 (%)



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

图 36: 近三年首套房贷利率 (%)



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

(二) 目前房地产行业 PE 处于历史底部区域，向上修复空间较大

1、房地产板块 PE、PB 估值比较

房地产板块估值目前处于历史底部区域，修复空间较大。截至 2021 年 2 月 4 日，房地产

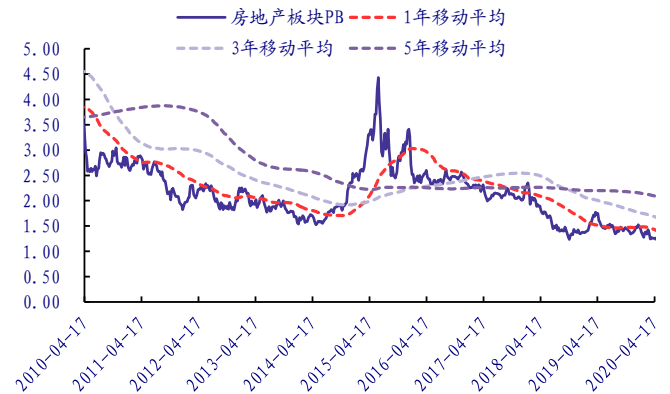
行业 TTM 市盈率（历史整体法）为 7.5X，低于 1 年移动均值 8.6X，低于 3 年移动均值 9.8X，地产板块目前处于历史底部水平，向上修复空间较大；房地产行业 PB（整体法）为 1.1X，低于 1 年移动均值 1.3X，低于 3 年移动均值 1.5X，市净率仍处于 10 以来的底部区域，未来修复空间较大。

图 37: 房地产板块 PE



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 38: 房地产板块 PB

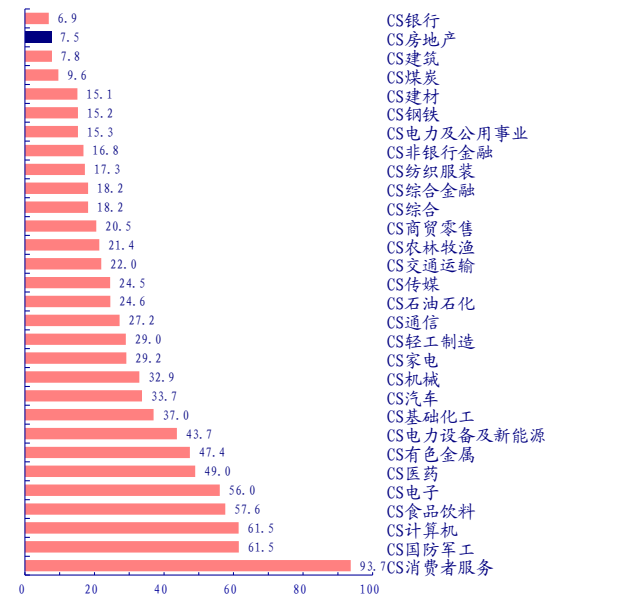


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

2、房地产板块与各行业 PE、PB 估值比较

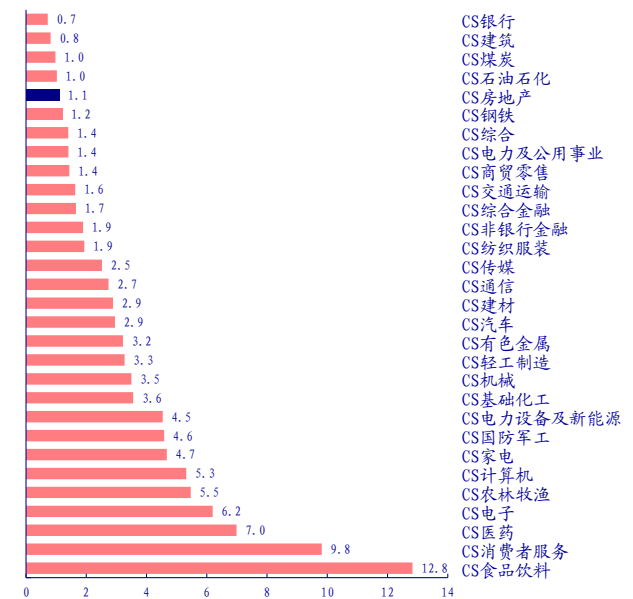
截止到 2021 年 1 月 7 日，PE 最低的是银行行业（6.9X），房地产行业 PE 为 7.5X，排名倒数第二位，在所有行业分类中房地产的市盈率是偏低的。PB 最低的是银行行业，仅 0.7 倍 PB，其次是建筑和煤炭行业，房地产行业排倒数第六，市净率为 1.1X，从行业纵比的角度来看房地产的市净率也是偏低的。

图 39: 行业 PE 比较



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 40: 行业 PB 比较



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

四、投资建议

当前行业估值处于历史低位，公募基金配置比例持续走低，房地产长效机制逐步成形，从居民端、房企以及银行三个维度对房地产市场的稳定进行监测和调控，有利于板块价值重估。预计 2021 年政策面保持稳定，供给侧改革不断深化，利好注重内部运营与具备融资优势、财务稳健的企业。我们看好当前住宅开发行业、物业管理行业以及经纪服务行业三个细分领域头部企业投资机会。建议关注低估值、高股息的优质住宅开发行业龙头股：万科 A、保利地产、金地集团；销售提速、弹性较大的优质成长型个股：阳光城、金科股份、中南建设；A 股物业行业龙头公司招商积余；经纪服务行业标的我爱我家。

五、风险提示

行业面临销售超预期下行的风险，政策调控不确定性的风险

插图目录

图 1: 重点 37 城新房成交情况	2
图 2: 重点 37 城新房成交累计同比	2
图 3: 重点一二三线城市新房成交量累计同比	2
图 4: 重点城市新房成交累计同比	2
图 5: 重点 15 城库存 (套) 及去化周期	3
图 6: 一线 4 城库存 (套) 及去化周期	3
图 7: 二线 6 城库存 (套) 及去化周期	3
图 8: 三线 5 城库存 (套) 及去化周期	3
图 9: 重点城市去化周期 (月)	3
图 10: 房地产行业 2020Q3 营业总收入及同比增速	4
图 11: 房地产行业 2020Q3 归母净利润及同比增速	4
图 12: 房地产行业 2020Q3 销售毛利率及销售净利率	5
图 13: 房企 2020Q3 销售费用率、管理费用率及财务费用率	5
图 14: 房地产行业 2020Q3 净负债率	5
图 15: 房地产行业 2020Q3 资产负债率	5
图 16: 房地产行业 2020Q3 预收账款及同比增速	6
图 17: 房企 2020Q3 现金流量及同比增速	6
图 18: 房企 2020Q3 销售商品、提供劳务收到的现金及增速	6
图 19: 中国总人口增长情况	8
图 20: 主要国家家庭户均规模	8
图 21: 中国人口结构分布	8
图 22: 主要国家家庭户均规模	8
图 23: 中国城镇化率变化情况	9
图 24: 主要国家家庭户均规模	9
图 25: 70 城房价指数	9
图 26: 城市人口变动情况	9
图 27: 美国城市化率及中国城镇化率 (%) 变化趋势	10
图 28: 美国存量住房销售占住房销售市场的主导地位	10
图 29: 中国主流城市二手房及新房交易情况 (2019.11-2020.10)	10
图 30: 房地产贷款余额 (亿元) 及同比增速 (%)	19
图 31: 1-10 月份 40 典型房企融资利率区间 (按最低利率排序)	20
图 32: 物业管理公司上市情况	22
图 33: 20 家物业管理公司目前的估值水平	22
图 34: 20 家物业管理公司全年涨幅及较年内高点回撤幅度	22
图 35: 2020 每月 lpr 变化情况 (%)	23
图 36: 近三年首套房贷利率 (%)	23
图 37: 房地产板块 PE	24
图 38: 房地产板块 PB	24



图 39: 行业 PE 比较 24
图 40: 行业 PB 比较 24

表格目录

表 1: 已披露业绩预告公司一览表 (截至 2021 年 2 月 4 日) 7
表 2: 主要上市银行房地产相关贷款余额及占比 (截至 2020 年 6 月 30 日) 12
表 3: 十九大以来中央重大会议及重要媒体关于房地产的表述 13
表 4: 十三五规划建议及十四五规划建议对地产相关内容表述的对比 15
表 5: 土地市场改革政策一览 17
表 6: 2020Q3 房企“三道红线”指标梳理 18
表 7: 头部房企战略定位 20
表 8: 物业管理公司首发市盈率及在管面积和签约面积对比 23

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：潘玮，房地产行业分析师，清华大学管理学硕士。2008年进入银河证券研究部，曾获新财富、东方财富、金融界等多个分析师评选奖项。2013年团队获得新财富最佳分析师房地产行业第五名；2019年获得东方财富最佳分析师榜单房地产行业第一名。

分析师：王秋蘅，房地产行业分析师，英国杜伦大学金融学硕士，北京交通大学金融学学士，2018年5月加入中国银河证券研究院至今，主要从事房地产行业及上下游相关产业链的研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦15层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤淼 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn