

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

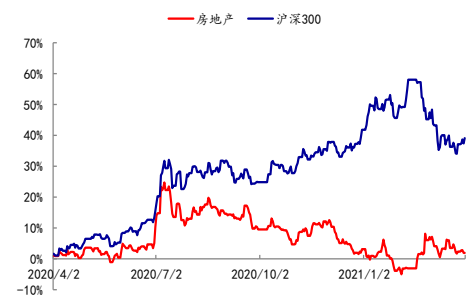
王秋蕻

☎: (8610) 8092 7726

✉: 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

【银河地产潘玮团队】行业动态报告-行业投资价值凸显,看好板块估值修复行情-2月行业动态报告

【银河地产潘玮团队】行业动态报告-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

【银河地产潘玮团队】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

【银河地产潘玮团队】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

【银河地产潘玮团队】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

销售热度维持高位,管理红利时代关注公司内功

——3月行业动态报告

核心观点:

- **3月市场销售热度维持高位。**2021年3月,30城新房销面积同比增速为89.89%,环比增速为88.55%。由于去年一季度疫情对楼市成交产生冲击,3月市场成交量同比增速继续处于高位,同比19年3月增长18.18%,3月销售热度处于高位,成交绝对值超1月。目前各地严查资金流入楼市,叠加部分热点城市政策调控,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,3月单月一、二、三线成交面积增量分别为119.38%/117.23%/34.06%,环比增速分别为77.74%/96.64%/76.32%,各线城市成交面积均实现高增长,同比增长主要由于去年同期的低基数,环比增长主要由于市场供需旺盛及2月自然日天数较短。在因城施策的精准调控下,未来一、二线房地产市场大概率平稳发展。
- **头部住宅开发企业业绩稳健,物管公司普遍实现高增长。**截至3月31日,已发布年报的A股住宅开发企业中近半数营业收入同比下降,平均降幅达23%,归母净利润增速普遍低于营收增速,限价及高地价项目进入结算周期对地产公司的盈利冲击较大。在行业由金融红利时代迈入管理红利时代的背景下,企业的经营管理能力的重要性愈发突显,行业集中度提升的逻辑再度加强,像万科、新城控股等头部企业的业绩稳健,确定性较强。A+H股物业公司营收及归母净利润均表现出较高增长,营收增速均值为42.56%,归母净利润增速为69.31%,其中营收在50亿以上的物管公司营收增速均值为48.03%,归母净利润增速为72.54%。物业管理行业处在发展的快车道,广阔市场空间下大有可为。
- **LPR连续11期持平,估值处于历史低位,在修复途中。**3月22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11期持平。2月我国首套房贷利率为5.28%,较上月上涨2BP。截至2021年3月31日,房地产行业PE(TTM)为7.9X,低于1年移动均值8.5X,低于3年移动均值9.4X,房地产行业PB(整体法)为1.1X,板块估值仍处于10以来的底部区域,未来修复空间较大。
- **投资建议:**我们看好行业当前的配置价值。政策方面已形成完整闭环,从土地端、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,有利于板块估值修复。当前地产行业估值处于近10年低位,龙头房企2021年市盈率5.5倍,2019年主流地产公司分红率均值31%,投资价值凸显。2020年全年行业表现略超预期,2021年1-2月房企总体销售情况继续取得亮眼成绩,基本面稳健。长效机制的不断完善推进有利于行业平稳健康发展大环境的形成,行业集中度提升逻辑不断得到强化,在行业迈入管理红利时代的背景下,企业的经营管理能力的重要性愈发重要,建议关注优质住宅开发行业龙头股:万科A、保利地产、中南建设;物业龙头招商积余;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。

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) 3 月市场销售热度维持高位	1
1、3 月市场销售表现亮眼	1
2、高销售下去化加快	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	3
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	3
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	4
3、现金流量表：销售强韧性对现金流形成支撑	5
4、头部住宅开发企业业绩稳健，物管公司普遍实现高增长	6
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	8
(一) 中国房地产将告别暴涨时代，进入平稳健康发展时期	8
1、人口增速放缓，老龄化结构开始凸显	8
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	9
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) 房地产长效机制逐步完善	11
1、2021 两会政府工作报告以“稳”为主，关注大城市住房问题，强调居住属性	11
2、土地集中出让机制助力稳地价，长效机制进一步完善	13
3、房地产贷款集中度管理新政影响可控	14
4、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
5、土地市场的改革是地产促供给侧改革的重要一环	17
三、房地产行业在资本市场中的表现情况	18
(一) 房企迎来平台化发展，“估值+业绩”双提升	18
1、房企布局呈现多元化，平台型房企将享受业绩+估值双提升	18
2、LPR 连 10 期持平，首套房贷利率上涨 4BP	20
(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	20
1、房地产板块 PE、PB 估值比较	20
2、房地产板块与各行业 PE、PB 估值比较	21
四、投资建议	21
五、风险提示	22
插图目录	23
表格目录	24

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。2020年我国全社会固定资产投资完成额为52.73万亿元，而房地产开发投资完成额为14.14万亿元，占当年全社会固定资产投资完成额的26.82%，同比增长7.0%。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）3月市场销售热度维持高位

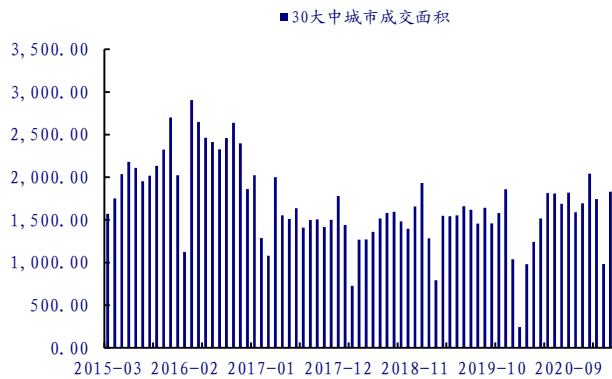
1、3月市场销售表现亮眼

2021年3月，30城新房销面积同比增速为89.89%，环比增速为88.55%。由于去年一季度疫情对楼市成交产生冲击，3月市场成交量同比增速继续处于高位，同比19年3月增长18.18%，3月销售热度处于高位，成交绝对值超1月。目前各地严查资金流入楼市，叠加部分热点城市政策调控，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。

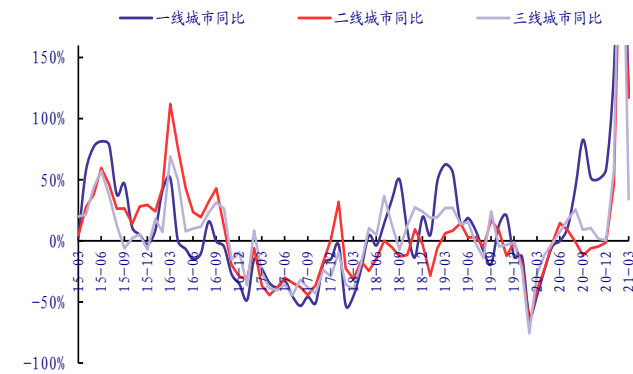
分一二三线城市来看，同比方面，3月单月一、二、三线成交面积增量分别为119.38%/117.23%/34.06%，环比增速分别为77.74%/96.64%/76.32%，各线城市成交面积均实现高速增长，同比增长主要由于去年同期的低基数，环比增长主要由于市场供需旺盛及2月自然日天数较短。在因城施策的精准调控下，未来一、二线房地产市场大概率平稳发展。

图 1: 30 大中城市新房成交面积情况



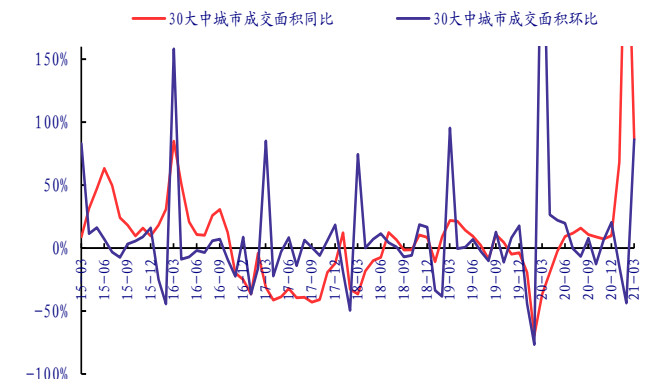
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 3: 重点一二三线城市成交面积同比



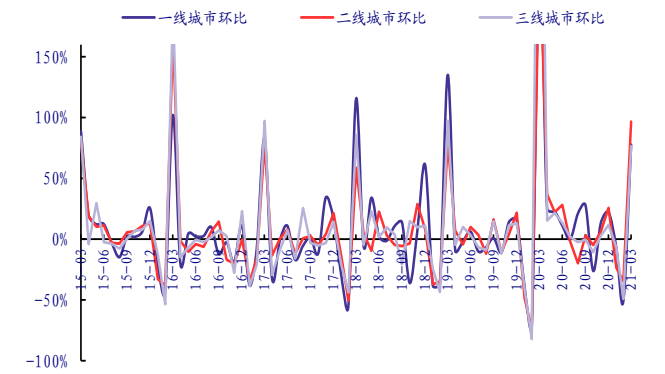
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 2: 30 大中城市新房成交面积同比及环比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 4: 重点一二三线城市成交面积环比

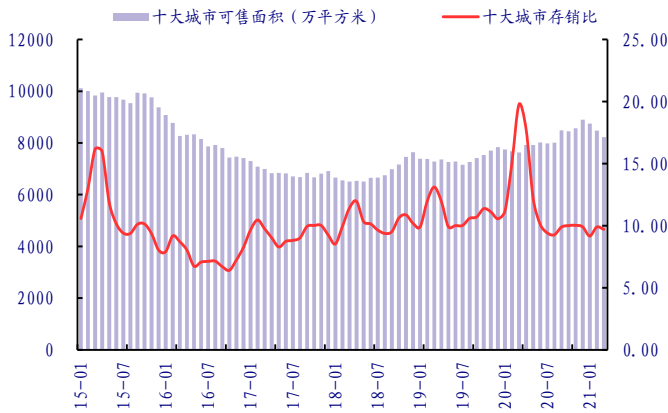


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

2. 高销售下去化加快

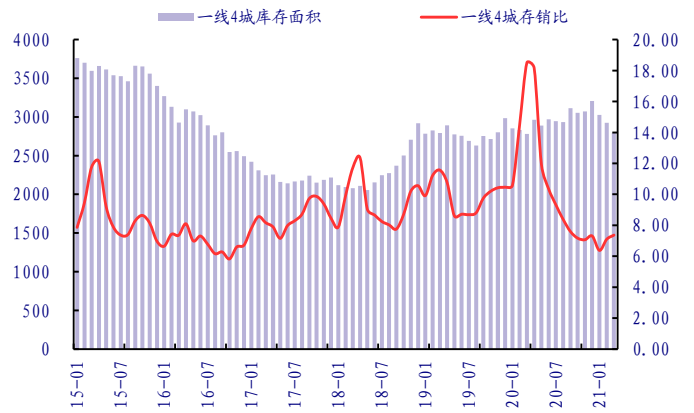
截至 2021 年 3 月，十大城市的存销比为 9.71，较上月-0.18，在持续的高销售下，去化周期处于下行通道。分线来看，一、二线城市存销比分别为 7.37、11.60 个月，分别较上月+0.27、-0.88 个月，一线城市去化周期显著低于二线城市。

图 5: 十大城市可售面积及存销比



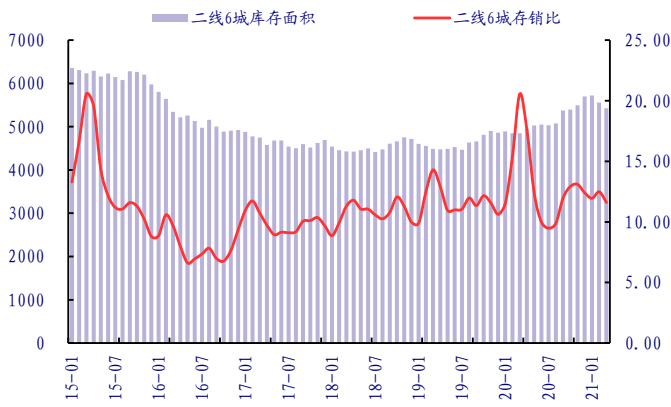
资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 6: 一线 4 城可售面积及存销比



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 7: 二线 6 城可售面积及存销比



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

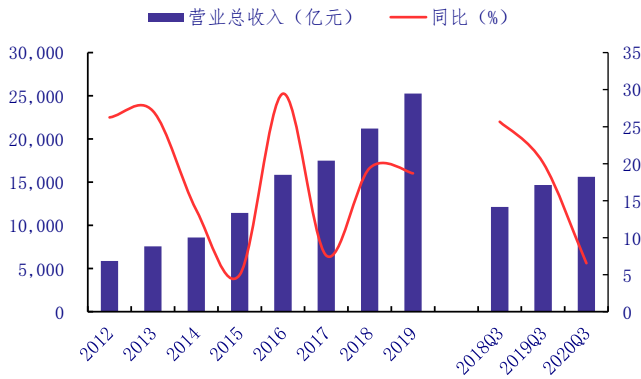
2020 年第三季度房地产行业总营业收入为 15,609.10 亿元，增速为 6.65%，同比-13.58pct；实现归母净利润 1,191.47 亿元，增速为-15.92%，同比-27.74pct。今年第三季度营收虽维持正增长但增幅明显收窄，归母净利润大幅下滑，主要系疫情影响了竣工节奏。融资新规叠加四季度房企销售业绩压力，加快销售和竣工结算两手抓，房企全年业绩或有保障。

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

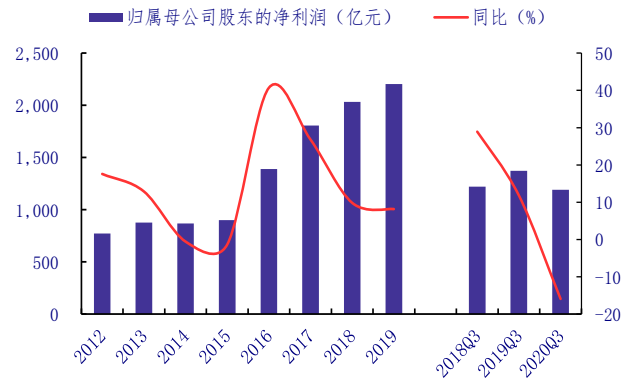
利率和净利率均下滑主要在于：(1)由于前几年土地市场景气度较高，房企整体拿地价格攀升，高土地成本项目现进入结转期间；(2)受“房住不炒”政策管控，行业利润空间被压缩，自18年来毛利率、净利率总体均呈下降趋势；(3)由于疫情影响，部分房企第一季度采取促销措施降低盈利水平。我们认为虽然短期内行业利润率水平仍有压力，但随着融资新规的逐步渗透，土地市场或回归理性，未来利润率水平将迎来改善。

图 8: 房地产行业 2020Q3 营业总收入及同比增速



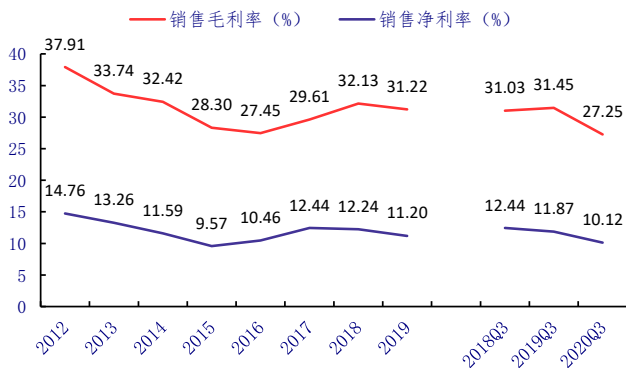
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 9: 房地产行业 2020Q3 归母净利润及同比增速



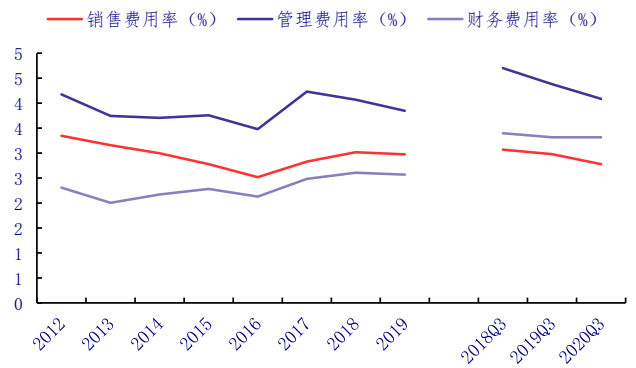
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 10: 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 11: 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

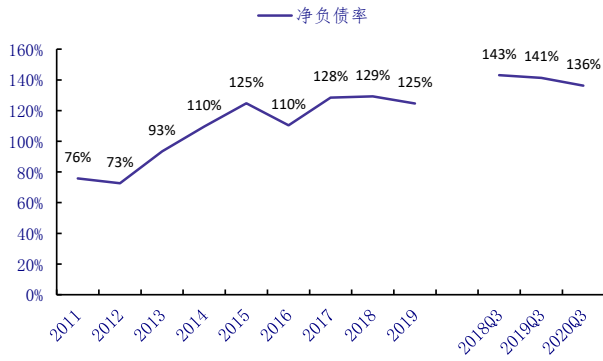
2、资产负债表：预收账款小幅上涨，增速放缓，行业杠杆率水平有望继续下降

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%，

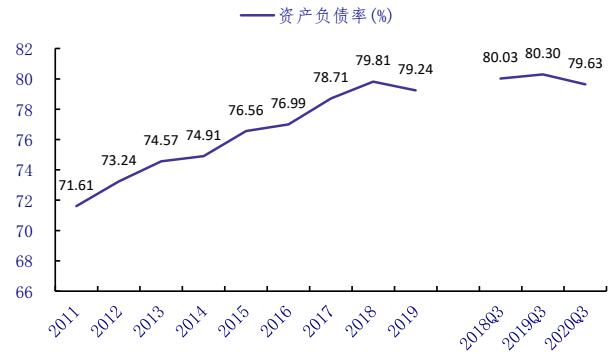
同比-0.66pct，三季度行业杠杆下降明显。整体来看，行业净负债率、资产负债率均处于历史较高水平。在“三条红线”的融资监管下，房企开始积极降低杠杆水平，预计年末行业杠杆率还将迎来更大幅度的下降。

图 12: 房地产行业 2020Q3 净负债率



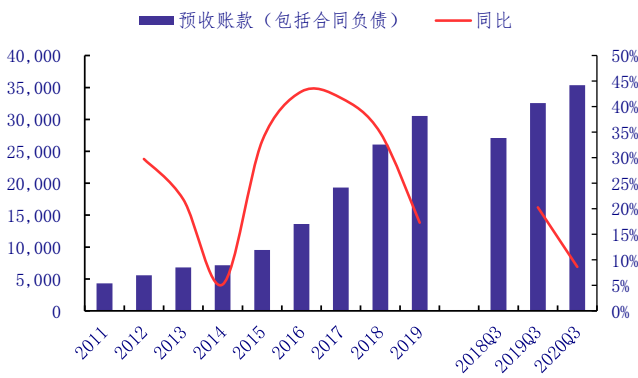
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 13: 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 14: 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

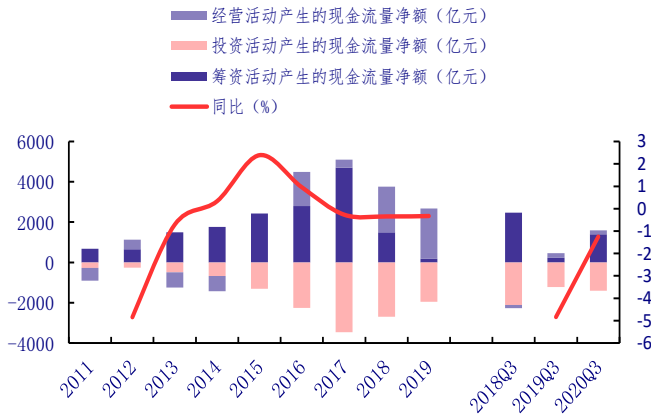
3、现金流量表: 销售强韧性对现金流形成支撑

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

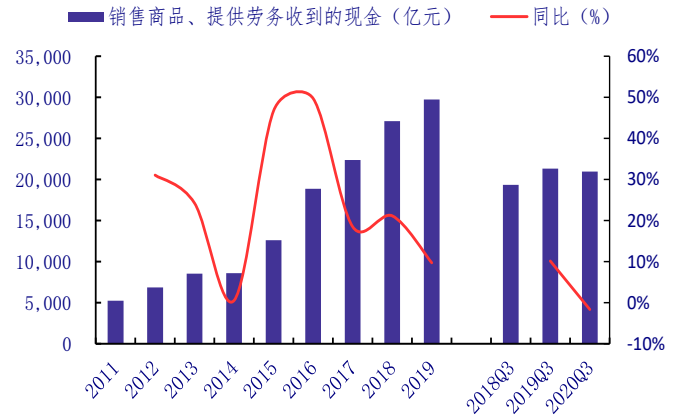
于上半年友好的融资环境，房企融资额大幅增加，但随着下半年政策收紧，融资环境难现上半年的宽松。

图 15: 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 16: 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、头部住宅开发企业业绩稳健，物管公司普遍实现高增长

截至 3 月 31 日，已发布年报的 A 股住宅开发企业中近半数营业收入同比下降，平均降幅达 23%，归母净利润增速普遍低于营收增速，限价及高地价项目进入结算周期对地产公司的盈利冲击较大。在行业由金融红利时代迈入管理红利时代的背景下，企业的经营管理能力的重要性愈发突显，并且行业集中度提升的逻辑再度加强，像万科、新城控股等头部企业的业绩稳健，确定性较强。

我们统计了截至 3 月 31 日发布年报的 A+H 股物业公司的情况，营收及归母净利润均表现出较高增长，营收增速均值为 42.56%，归母净利润增速为 69.31%，其中营收在 50 亿以上的物管公司营收增速均值为 48.03%，归母净利润增速为 72.54%。物业管理行业处在发展的快车道，广阔市场空间下大有可为。

表 1: 2020A 股住宅开发企业年报业绩情况 (截至 3 月 31 日)

A 股住宅开发企业	年报发布时间	营业收入 (亿元)	营业收入同比	归母净利润(亿元)	归母净利润同比	基本每股收益 (元/股)	加权平均净资产收益率
金融街	3 月 31 日	181.21	-30.79%	24.98	-27.41%	0.84	7.02%
嘉凯城	3 月 31 日	10.00	-39.47%	-12.61	-1202.64%	-0.70	-42.97%
阳光股份	3 月 31 日	5.70	134.85%	1.07	不适用	0.14	3.56%
津滨发展	3 月 31 日	18.42	43.65%	2.01	15.62%	0.12	15.21%
深振业 A	3 月 31 日	29.35	-21.35%	8.65	7.92%	0.64	12.26%
万科 A	3 月 31 日	4191.12	13.92%	415.16	6.80%	3.62	20.13%
外高桥	3 月 31 日	101.51	13.53%	7.22	-17.55%	0.64	6.70%
陆家嘴	3 月 31 日	144.75	-2.02%	40.12	9.10%	0.99	21.24%
华侨城 A	3 月 30 日	818.68	36.39%	126.85	2.80%	1.56	17.47%

大悦城	3月27日	384.45	13.76%	-3.87	-118.88%	-0.09	-2.06%
信达地产	3月27日	258.64	32.78%	15.02	-35.13%	0.53	6.68%
新城控股	3月27日	1454.75	69.46%	152.56	20.56%	6.79	33.89%
上实发展	3月27日	80.49	-9.21%	8.18	4.59%	0.41	7.03%
沙河股份	3月27日	3.47	-20.88%	0.04	-0.79%	0.02	0.49%
卧龙地产	3月26日	22.81	18.77%	4.84	-5.13%	0.69	16.30%
渝开发	3月26日	6.24	-27.92%	1.34	-49.35%	0.16	4.02%
凤凰股份	3月26日	8.94	-31.31%	0.58	-32.24%	0.06	1.00%
北辰实业	3月25日	179.96	-10.57%	2.71	-83.62%	0.04	0.87%
世茂股份	3月25日	217.05	1.19%	15.50	-36.20%	0.41	5.90%
中华企业	3月25日	115.52	-13.02%	13.78	-41.11%	0.23	8.88%
荣安地产	3月23日	65.65	80.18%	7.70	27.04%	0.30	3.93%
天保基建	3月23日	8.20	-32.59%	0.95	-49.78%	0.09	1.78%
招商蛇口	3月23日	1296.21	32.71%	122.53	-23.58%	1.46	14.40%
深深房A	3月20日	16.15	-36.63%	2.90	-47.47%	0.29	7.81%
迪马实业	3月12日	212.71	7.99%	18.03	25.89%	0.76	18.11%
冠城大通	3月3日	88.92	14.18%	3.12	-25.43%	0.22	3.95%

资料来源:Wind、中国银河证券研究院

表 2: 2020A+H 物业管理企业年报业绩情况 (截至 3 月 31 日)

物业服务企业	年报发布时间	营业收入(人民币亿元)	营业收入同比	归母净利润(人民币亿元)	归母净利润同比	每股盈利(元/股)
华润万象生活	3月30日	67.79	15.52%	81.77	124.07%	0.48
佳源服务	3月29日	6.15	35.22%	6.54	30.29%	0.14
正荣服务	3月28日	11.03	53.97%	17.16	62.92%	0.19
绿城服务	3月26日	101.06	17.75%	71.04	48.81%	0.23
建发物业	3月26日	10.29	28.36%	10.61	55.64%	0.09
卓越商企服务	3月25日	25.25	37.53%	32.50	82.06%	0.337
和泓服务	3月25日	4.16	67.50%	5.64	308.59%	0.12
金融街物业	3月25日	11.31	13.43%	10.40	-0.79%	0.327
中海物业	3月25日	65.45	19.75%	70.00	30.15%	0.18
金科服务	3月24日	33.59	44.31%	61.76	68.53%	1.24
保利物业	3月24日	80.37	34.70%	67.35	37.31%	1.22
永升生活服务	3月23日	31.20	66.13%	39.04	74.39%	0.24
弘阳服务	3月23日	7.68	52.66%	6.98	18.10%	0.2
银城生活服务	3月23日	9.62	38.27%	6.73	103.15%	0.25
第一服务控股	3月22日	7.72	23.55%	9.48	22.69%	0.1188
碧桂园服务	3月22日	156.00	61.75%	268.61	60.78%	0.98
雅生活服务	3月22日	100.26	95.54%	17.54	42.50%	1.32
远洋服务	3月21日	20.23	10.59%	25.76	24.76%	0.29

恒大物业	3月16日	105.09	43.31%	264.80	184.66%	0.26
世茂服务	3月15日	50.26	101.91%	1.09	不适用	0.34
新城悦服务	3月12日	28.66	41.62%	45.24	60.41%	0.55
融创服务	3月11日	46.23	63.49%	60.09	122.63%	0.25
蓝光嘉宝服务	3月10日	27.34	30.17%	53.32	24.15%	2.99
新大正	3月30日	13.18	25.01%	1.31	25.61%	1.22
招商积余	3月23日	86.35	42.07%	4.35	52.03%	0.41

资料来源:Wind、中国银河证券研究院

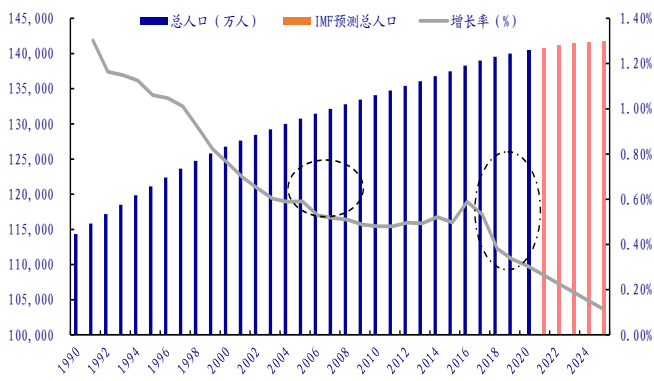
二、房地产行业处于成熟调整期，市场转向中速高质量发展阶段

(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

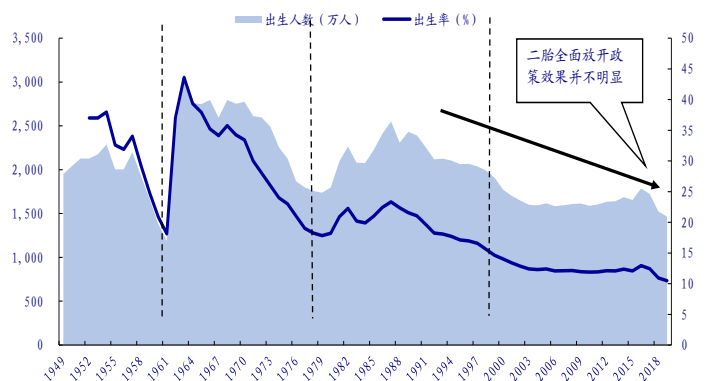
人口增长拐点将至，出生率逐年下降。自20世纪90年代以来，人口总量虽呈现每年增加的趋势，2008年、2019年作为两个拐点将增长速度划分为三个阶段，2008年之前，人口增长率均维持在0.5%以上的高位增长水平，2008-2018年这十年人口增长较为平稳，在0.4%-0.5%的范围内波动，根据IMF的预测，2020年后我国人口增速将呈现明显下滑。从出生人口看，建国以来，我国已经历了三次婴儿潮，1950-1957年、1962-1975年、1981-1993年每年出生人口均在2000万人以上。出生率已从上世纪80年代的20%以上，下降到12%左右，2014年单独二胎放开、2016年全面放开二胎政策效果并不显著，难以形成第四轮婴儿潮。

图 17: 中国总人口增长情况



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 18: 主要国家家庭户均规模

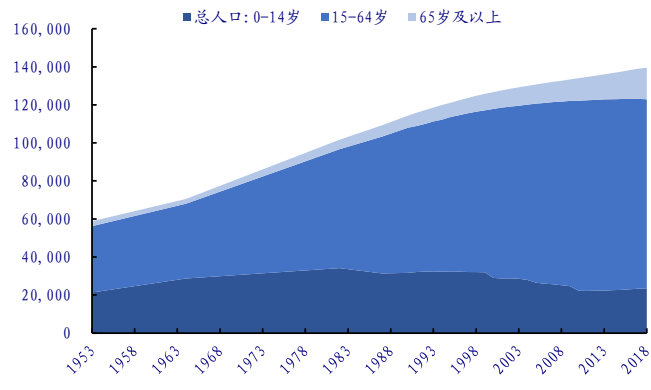


资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

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年劳动年龄人口为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

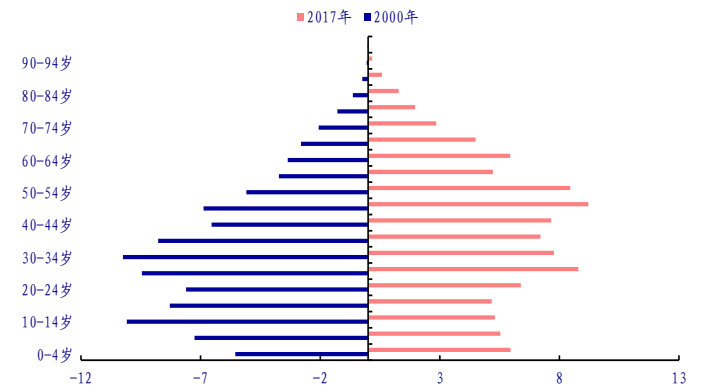
与购房能力的潜在人群，新增人口下降、老龄人口比重提高促使置业人群开始萎缩，房地产需求受影响。

图 19: 中国人口结构分布



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

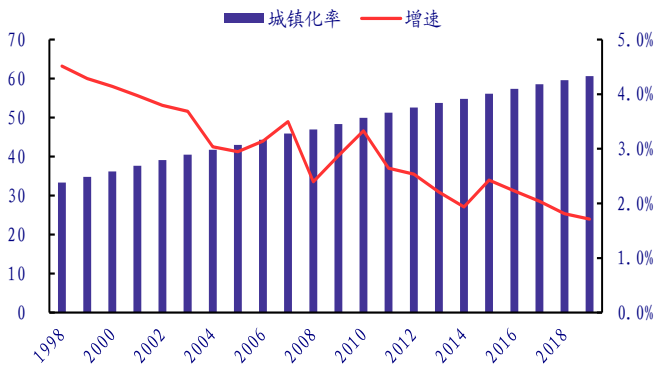
2、中国城市化已进入后半程，市场转向中速高质量发展阶段

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，一线城市每年常驻人口增长约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。

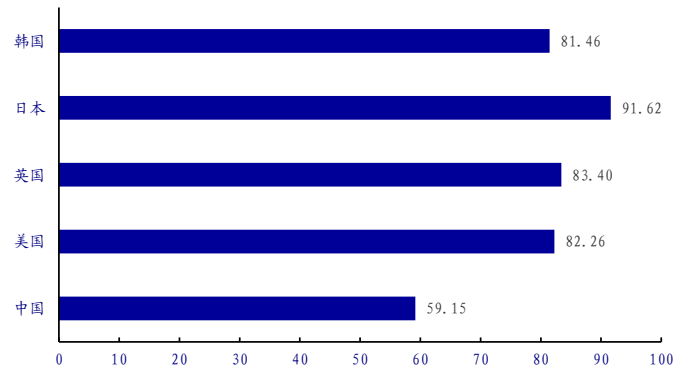
城镇化转向都市化，打造京津冀、沪宁杭、粤港澳城市群。受技术革新、要素流动、产业更替的影响，区域发展正由传统的省域、行政区向城市群转变。打造三大“世界级”都市圈进程中，城市群中二线城市有望受益于城市化发展，成为新增长点。

图 21: 中国城镇化率变化情况



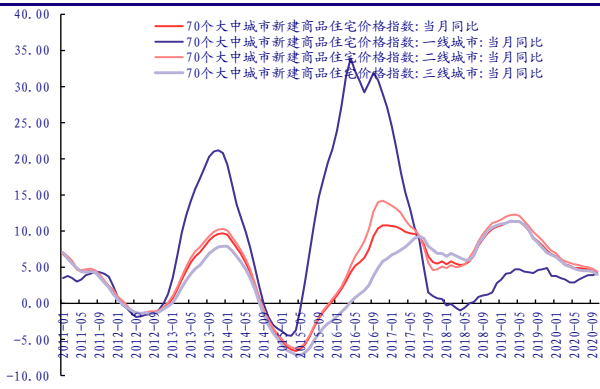
资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 22: 主要国家家庭户均规模



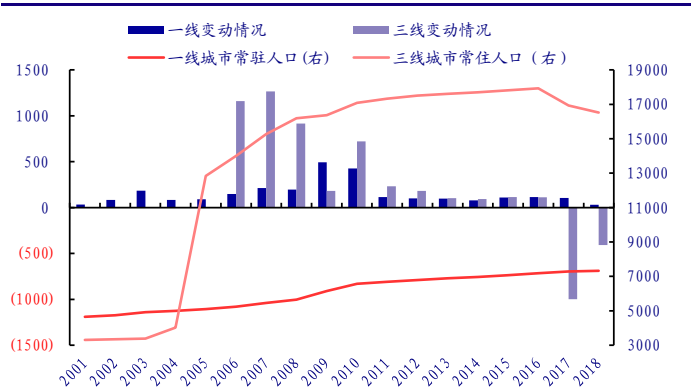
资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 23: 70 城房价指数



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 24: 城市人口变动情况



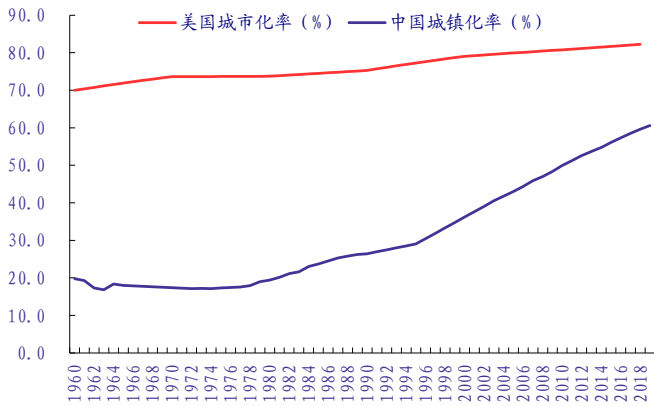
资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

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%。

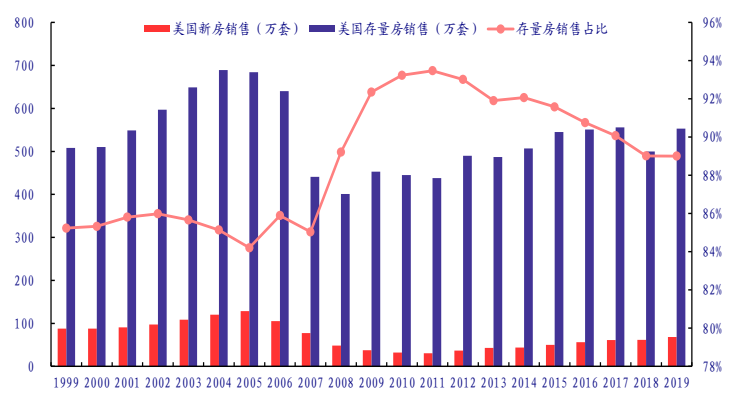
相比于发达国家的都市化水平，我国城市化虽仍有较大发展空间，随之带来的住房需求是推动地产行业维持繁荣的重要驱动力。根据 CIC 的报告，2019 年，中国新房销售量 13.9 万亿元，二手房交易量 6.7 万亿元，二手房占住房销售总销售额的比重仅为 32.5%，我们观察到，在中国经济比较发达的一些一二线城市（如上海、北京、深圳、南京、广州），城镇化进程较快，这些城市住宅市场已经出现存量房交易超过或接近新房交易量的现象。预计这一趋势将逐步扩大和延续，未来主流城市地产市场将逐步成熟，迈入存量阶段，存量房交易占比还有较大提升空间。

图 25: 美国城市化率及中国城镇化率 (%) 变化趋势



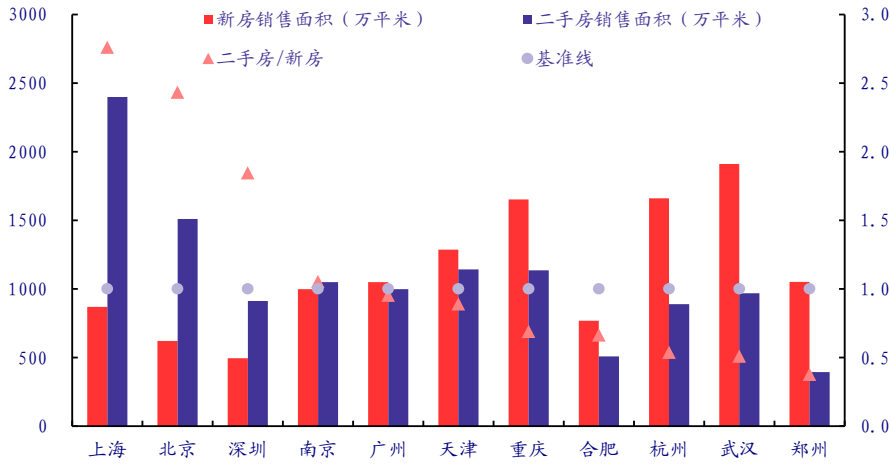
资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 26: 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 27: 中国主流城市二手房及新房交易情况 (2019.11-2020.10)



资料来源: 克而瑞信息集团、中国银河证券研究院

(二) 房地产长效机制逐步完善

1、2021 两会政府工作报告-以“稳”为主，关注大城市住房问题，强调居住属性

2021 年 3 月 5 日，国务院发布政府工作报告，其中关于房地产的直接表述为“保障好群众住房需求。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。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给，规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难。”

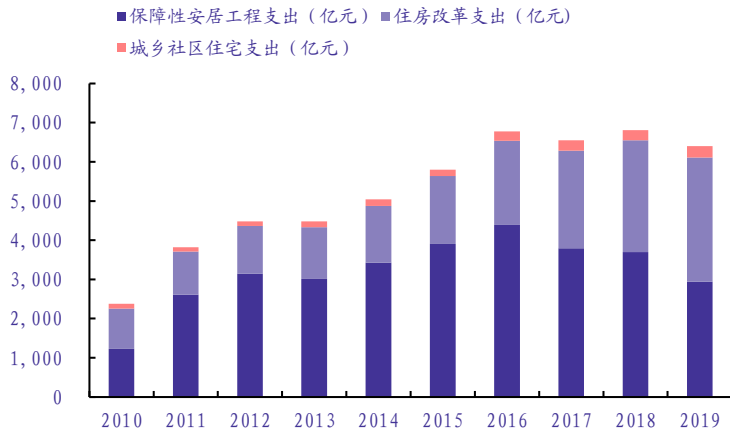
政府工作报告对房地产的表述延续之前“以稳为主”的基调，强调“房住不炒”，较去年增加了“三稳”政策。从 2016 年中央经济工作会议首次提出“房住不炒”开始，政策基调一直是“稳”字当头，今年“房住不炒”第三次出现在政府工作报告中，前两次分别在 2020 年和 2018 年，显示出政策的连贯性和中央对稳定房地产市场的决心。从 2020 年开始，房地产长效机制在加速完善，现在已经形成从房企、银行、土地三方面对市场进行监测和调控的政策闭

环, 预计在未来很长的一段时间内“稳”市场的政策目标不变, 不断的动态调节市场将成为常态。

今年强调保障性住房的重要性, 引导住房回归居住属性。我们整理了从2013年至今的政府工作报告关于房地产的相关内容, 几乎每年都会提及保障性住房, 而今年对保障性住房和长租公寓着墨较多, 并首次聚焦特定群体——新市民及青年人的住房需求, 预计大城市租赁住房的发展将加速, 引导住房回归居住属性, 抑制市场投机行为。从历史数据来看, 2016-2019年的全国公共财政住房保障支出均值在6600亿左右, 保障性安居工程中的公共租赁住房支出从14年开始逐年降低(2019年的支出为286亿), 主要由于同时期棚改力度较大挤占了部分额度, 随着棚改的渐进式退出, 公共租赁住房在国家的大力支持下将有较大的增长空间。

再次提及大城市住房问题, 因城施策下政策“打补丁”将成为常态, 行业周期性减弱, 有助于整体利润率止跌企稳。在继20年12月中央经济会议中首次提及“解决好大城市住房突出问题”之后, 政府工作报告又再次提及, 显示出中央对解决由大城市房价上涨带来一系列问题的决心。今年深圳、上海、杭州等房价上涨过快的城市相继出台了调控政策, 对过热的房地产市场进行精准降温, 我们认为后续“因城施策”将会继续演绎, 房价上涨过快的城市进行政策“打补丁”的情况将成为常态, 有助于形成稳定预期。在房地产长效机制的不断完善下, 房价、地价和预期的波动性将减小, 行业周期性减弱, 内卷现象缓解, 有助于行业整体利润率止跌企稳, 利好头部优质企业。

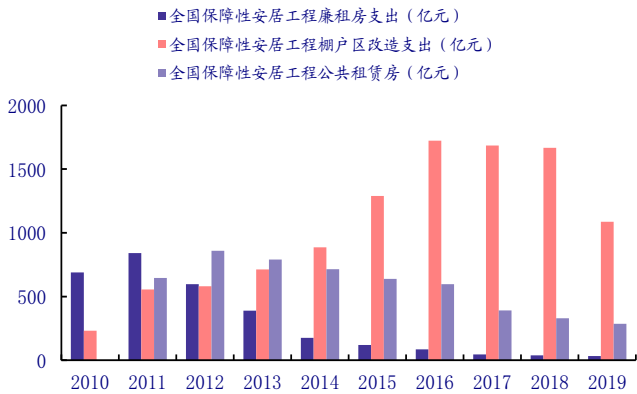
图 28: 全国公共财政住房保障支出组成部分



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

注: 全国公共财政住房保障支出=保障性安居工程支出+住房改革支出+城乡社区支出

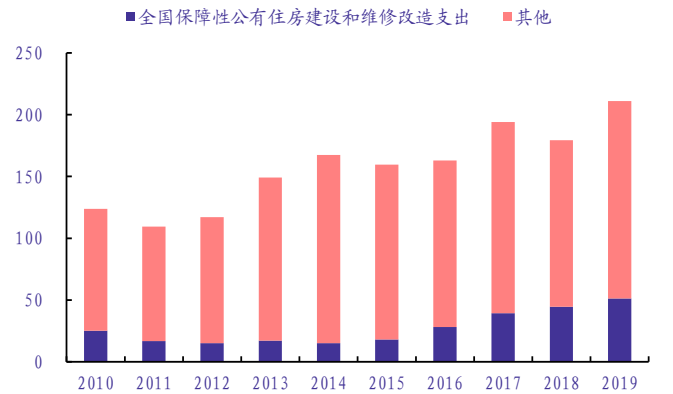
图 29: 保障性安居工程部分组成支出



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

注: 保障性安居工程支出包括: 廉租房支出、棚户区改造支出、公共租赁住房支出, 等等

图 30: 全国保障性城乡社区住宅支出

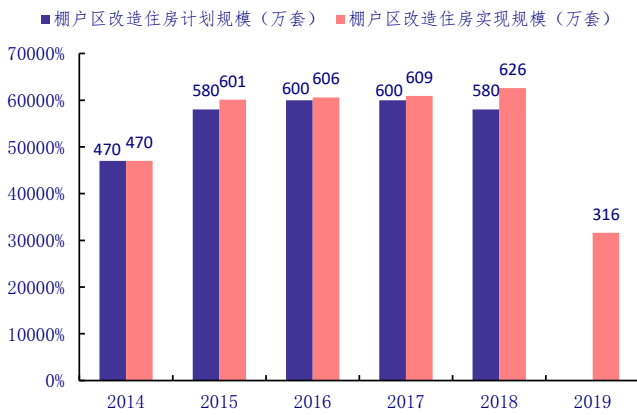


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

注: 全国保障性城乡社区住宅支出=公有住房建设和维修支出+其他支出

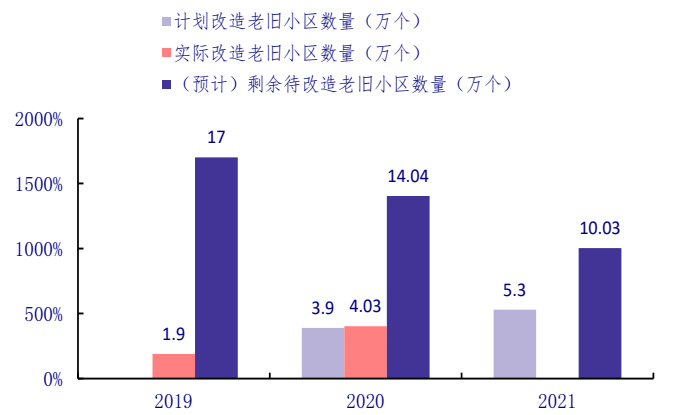
棚改渐进式退出, 旧改重要性提升。从 15 年实行“棚改货币化”开始到 2018 年的 4 年间, 全国棚改开工量一直维持在 600 万套以上, 而 2018 年的政府工作报告中对棚改的态度开始转向, 不再强调三四线去库存且压缩棚改套数, 19、20、21 年的报告中再未提到棚改, 取而代之的是老旧小区改造。城镇老旧小区改造的推行意味着政府更加关注城市的宜居宜业, 促进住宅开发从“提速”向“提质”转变, 报告中提出“新开工改造城镇老旧小区 5.3 万个”, 较 20 年计划改造量 3.9 万个增加 35.9%, 较 20 年实际改造量 4.03 万个增加 31.5%。老旧小区的加速改造扩大了物业管理行业的市场空间, 利好品牌效应强、管理服务优质的物管企业。

图 31: 棚户区改造计划规模及实现规模



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 32: 城镇老旧小区改造数量



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

2、土地集中出让机制助力稳地价, 长效机制进一步完善

2 月 24 日, 青岛自然资源和规划局发布通知, 部署 2021 年住宅用地供应工作, 重点提到, 严格实行住宅用地“两集中”同步公开出让, 即集中发布出让公告、集中组织出让活动, 全年将分 3 批次集中统一发布住宅用地的招拍挂公告并实施招拍挂出让活动, 引导市场

理性竞争。另据新浪网报导，全国 22 个重点城市都要执行集中供地政策，包括北京、上海、广州、深圳四个一线城市，和南京、苏州、杭州、厦门、福州、重庆、成都、武汉、郑州、青岛、济南、合肥、长沙、沈阳、宁波、长春、天津、无锡 18 个二线城市。预计这 22 个城市近期将陆续响应或发布“两集中”政策。

土地集中出让机制是对地产长效机制的进一步完善和补充。与金融审慎管理制度“三道红线”、房地产贷款集中度管理制度“两道红线”一起，最新出台的土地集中出让机制是对地产长效机制的进一步完善和补充，前两个制度是从房企端和银行端规范房地产融资规模，土地集中出让机制是从土地端对政府土地出让节奏和房企的拿地行为进行限制，至此，政策已经形成完整闭环，有利于地产行业平稳健康发展大环境的形成。

土地集中出让有利于稳定土地价格，稳定房价预期。可以预计的是，同时期大量集中供应土地，将会分流竞拍资金，抑制土地成交溢价率和地价的走高；同时期供应土地未来入市时间也将相对集中，楼盘的集中供应将会对部分地区过快上涨的房价形成抑制，有利于稳定房价预期。

政策更有利于资金实力强的龙头房企获取土地储备。土地出让节奏集中，要求房企短期内拿出更多资金参与土地竞拍，对房企挑战加大，但同时也是资金实力雄厚的龙头房企的机会。该制度将影响开发商的运营节奏，对房企的经营管理和资金使用能力要求更高，更加考验房企的内部管理经营水平，增强未来行业集中度进一步提升逻辑，有利于资金实力强的龙头房企获取更多土地储备。

3、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 3: 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		按揭超标		房地产开		房地产贷		房地产贷款	
金融机构 (行业)		1693665	335900	152400	488300	19.80%	占比	占比	发贷占比	款占比	超标占比	占比	占比	占比	占比
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

4、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。

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，行业格局趋于稳定、集中度显著增强，行业将进入从增量到提质的发展阶段。

表4：2020Q3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

5、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，城乡统一的土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

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 6: 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，

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。



	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。

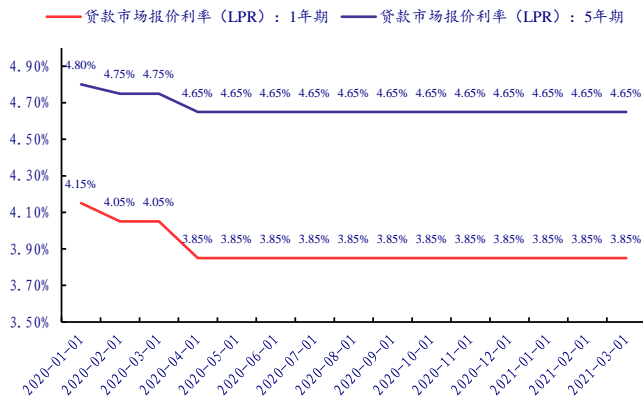
绿城中国 公司以“理想生活综合服务商”为愿景，致力于成为中国房地产开发模式的改变者，传承绿城理想主义精神，聚焦轻资产领域的探索与实践。

资料来源：各公司官网、公司公告、中国银河证券研究院

2、LPR 连 10 期持平，首套房贷利率上涨 4BP

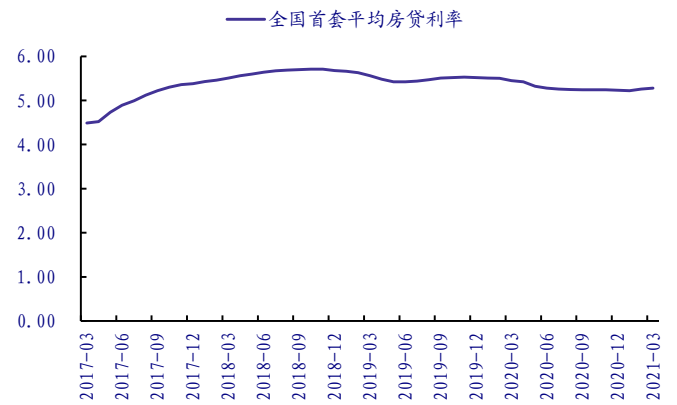
LPR 连续 11 期持平，首套房贷利率连续 3 个月上行。3 月 22 日，全国银行间同业拆借中心公布，1 年期 LPR 为 3.85%，5 年期以上 LPR 为 4.65%，连续 11 期持平。3 月我国首套房贷利率为 5.28%，较上月上涨 2BP。在房地产贷款集中度管理制度的规定下，部分银行按揭贷款额度紧张，按揭贷款的利率也随之上浮，在房贷利率稳中趋涨的趋势下，未来居民的购房需求也逐步趋稳。

图 33：每月 lpr 变化情况 (%)



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

图 34：近三年首套房贷利率 (%)



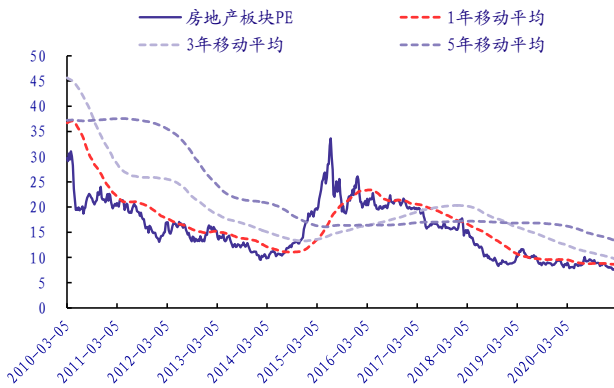
资料来源：WIND，中国银河证券研究院

(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

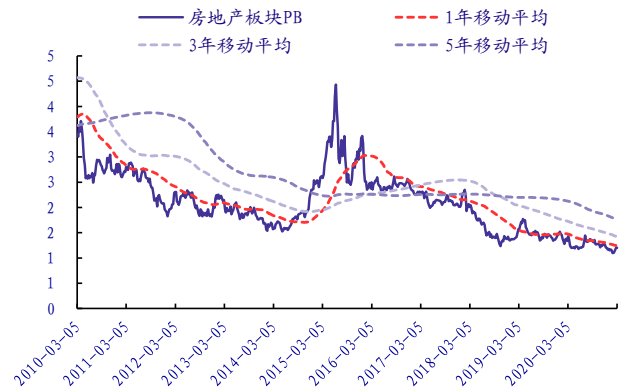
房地产板块估值目前处于历史底部区域，修复空间较大。截至 2021 年 3 月 31 日，房地产行业 TTM 市盈率（历史整体法）为 7.9X，3 月估值整体呈向下态势，目前低于 1 年移动均值 8.5X，低于 3 年移动均值 9.4X，地产板块目前处于历史底部水平，向上修复空间较大；房地产行业 PB（整体法）为 1.12X，低于 1 年移动均值 1.24X，低于 3 年移动均值 1.40X，市净率仍处于 10 以来的底部区域，未来修复空间较大。

图 35: 房地产板块 PE



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 36: 房地产板块 PB

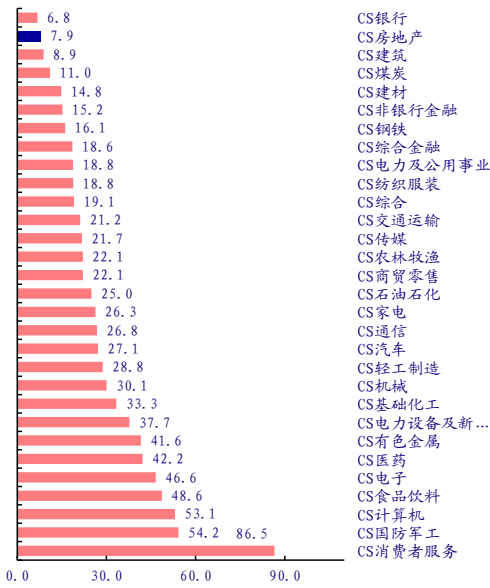


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

2、房地产板块与各行业 PE、PB 估值比较

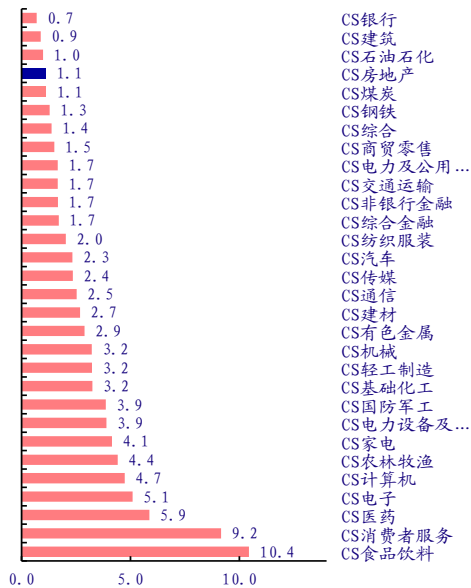
截止到 2021 年 3 月 31 日, PE 最低的是银行行业 (6.8X), 房地产行业 PE 为 7.9X, 排名倒数第二位, 在所有行业分类中房地产的市盈率是偏低的。PB 最低的是银行业, 仅 0.69 倍 PB, 其次是建筑和石油石化行业, 房地产行业排倒数第四, 市净率为 1.1X, 从行业纵比的角度来看房地产的市净率也是偏低的。

图 37: 行业 PE 比较



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 38: 行业 PB 比较



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

四、投资建议

我们看好行业当前的配置价值。政策方面已形成完整闭环, 从土地端、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, 有利于板块估值修复。当前地产行业估值处于近 10 年低位, 龙头房企 2021 年市盈率 5.5 倍, 2019 年主流地产公司分红率均值 31%, 投资性价比凸显。2020 年全年行业表现略超预期, 2021 年 1-3 月房企总体销售情况继续取

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

得亮眼成绩，基本面稳健。长效机制的不断完善推进有利于行业平稳健康发展大环境的形成，行业集中度提升逻辑不断得到强化，在行业迈入管理红利时代的背景下，企业的经营管理能力闲的愈发重要，建议关注优质住宅开发行业龙头股：万科A、保利地产、中南建设；物业龙头招商积余；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。

插图目录

图 1: 30 大中城市新房成交面积情况	2
图 2: 30 大中城市新房成交面积同比及环比	2
图 3: 重点一二三线城市成交面积同比	2
图 4: 重点一二三线城市成交面积环比	2
图 5: 十大城市可售面积及存销比	3
图 6: 一线 4 城可售面积及存销比	3
图 7: 二线 6 城可售面积及存销比	3
图 8: 房地产行业 2020Q3 营业总收入及同比增速	4
图 9: 房地产行业 2020Q3 归母净利润及同比增速	4
图 10: 房地产行业 2020Q3 销售毛利率及销售净利率	4
图 11: 房企 2020Q3 销售费用率、管理费用率及财务费用率	4
图 12: 房地产行业 2020Q3 净负债率	5
图 13: 房地产行业 2020Q3 资产负债率	5
图 14: 房地产行业 2020Q3 预收账款及同比增速	5
图 15: 房企 2020Q3 现金流量及同比增速	6
图 16: 房企 2020Q3 销售商品、提供劳务收到的现金及增速	6
图 17: 中国总人口增长情况	8
图 18: 主要国家家庭户均规模	8
图 19: 中国人口结构分布	9
图 20: 主要国家家庭户均规模	9
图 21: 中国城镇化率变化情况	10
图 22: 主要国家家庭户均规模	10
图 23: 70 城房价指数	10
图 24: 城市人口变动情况	10
图 25: 美国城市化率及中国城镇化率 (%) 变化趋势	11
图 26: 美国存量住房销售占住房销售市场的主导地位	11
图 27: 中国主流城市二手房及新房交易情况 (2019.11-2020.10)	11
图 28: 全国公共财政住房保障支出组成部分	12
图 29: 保障性安居工程部分组成支出	13
图 30: 全国保障性城乡社区住宅支出	13
图 31: 棚户区改造计划规模及实现规模	13
图 32: 城镇老旧小区改造数量	13
图 33: 每月 lpr 变化情况 (%)	20
图 34: 近三年首套房贷利率 (%)	20
图 35: 房地产板块 PE	21
图 36: 房地产板块 PB	21
图 37: 行业 PE 比较	21
图 38: 行业 PB 比较	21

表格目录

表 1: 2020A 股住宅开发企业年报业绩情况 (截至 3 月 31 日)	6
表 2: 2020A+H 物业管理企业年报业绩情况 (截至 3 月 31 日)	7
表 3: 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)	15
表 4: 2020Q3 房企“三道红线”指标梳理	16
表 5: 土地市场改革政策一览	18
表 6: 头部房企战略定位	18

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