

# 政策扰动加强，静待利润率见底

## ——房地产行业 2021 年中期投资策略

### 报告摘要：

#### ► 行业基本面：韧性仍足，不必过于悲观

自 18 年 7 月政治局会议强调“坚决遏制房价上涨”，乃至 20 年 8 月央行再次强调“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，其后“三条红线”出台，融资收紧、“两集中”实施，行业经历了一系列政策的洗礼，而基本面却表现出了极强的韧性，各项数据均持续超预期。展望未来，我国住宅需求仍较为旺盛，因此我们预测，2021 年全年销售面积增速为约 5% 左右，销售金额增速约 10% 左右，房地产投资增速约为 7%-8% 左右。

#### ► 板块表现：业绩稳定可期，估值仍处低位

2021 年一季度，板块整体业绩增速出现了一定的下滑，但头部房企表现相对较强，考虑到一系列调控政策更有利于行业平稳健康发展，有利于综合实力强的龙头房企提升市场份额，而其在未来受政策影响程度也相对较低，因此，我们持续看好稳健性较强的头部房企。此外，当前 A 股和 H 股地产板块估值仍旧处于历史较低水平，具备良好的长期投资价值。

#### ► 政策面：政策偏紧，以稳为主

由于销售持续超预期，中央层面对地产调控政策的定调趋紧，其施政思路目标上来说基本围绕“房住不炒”这一核心，力求做到“三稳”，即“稳房价、稳地价、稳预期”；而具体措施上“因城施策”和严控“三条红线”指标则成为了主基调，此外，集中供地政策可能短期对土地市场造成影响，但在未来各地方政府优化规则后，有望降低整体溢价率，带动房地产行业健康平稳增长。总体来说，我们认为，对于 2021 年下半年的调控政策，一定要紧抓“房住不炒”、“因城施策”和“三条红线”这几个关键点。

### 投资建议

房地产行业基本面韧性十足，板块估值仍处低位，业绩确定性强，股息高，销售超预期的背景下，值得重点关注，而巨大物管蓝海市场也同样值得重点关注。我们重点推荐业绩确定性强的龙头房企万科 A、保利地产、金科股份、中南建设、阳光城、招商蛇口、蓝光发展、华侨城 A 等。相关受益标的包括融创中国、龙湖集团、旭辉控股集团、中国金茂、龙光地产等。此外，物管行业发展空间广阔，景气度持续向好，重点推荐新大正、招商积余、永升生活服务、新城悦服、南都物业等，相关受益标的包括碧桂园服务、绿城服务等。

### 风险提示

调控政策继续收紧引发销售下滑；集中供地竞争激烈导致利润率下滑；计提过多存货跌价准备导致业绩不达预期。

### 评级及分析师信息

行业评级：推荐

### 行业走势图



### 分析师：由子沛

邮箱：youzp@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100005

联系电话：

### 研究助理：侯希得

邮箱：houxd@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

### 研究助理：肖峰

邮箱：xiaofeng@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

**盈利预测与估值**

重点公司											
股票 代码	股票 名称	收盘价 (元)	投资 评级	EPS (元)				P/E			
				2019A	2020A	2021E	2022E	2019A	2020A	2021E	2022E
000002.sz	万科A	23.52	增持	3.47	3.62	4.45	5.08	6.9	6.6	5.4	4.7
600048.sh	保利地产	11.80	增持	2.35	2.42	3.11	3.67	5.2	5.0	3.9	3.3
000656.sz	金科股份	5.01	买入	1.05	1.30	1.62	1.91	4.8	3.9	3.1	2.7
000961.sz	中南建设	5.29	增持	1.12	1.87	2.39	2.76	5.3	3.2	2.5	2.2

资料来源: Wind, 华西证券研究所

## 正文目录

1. 引言	5
2. 行业基本面：销售冲高后回落，基本面仍旧稳固	5
2.1. 房地产开发：行业数据表现强劲，复苏持续超预期	5
2.2. 销售或先扬后抑，政策扰动逐渐显现	6
2.3. 投资：增速高位趋降，景气度有望维持	8
2.4. 资金：到位资金持续改善，回款依赖度加强	9
2.5. 房价：整体趋于平稳	10
3. 上市公司：业绩稳健可期，估值仍处低位	11
3.1. 板块分析	11
3.2. 板块分析：涨幅落后大盘，估值处于历史低位	18
4. 政策面：集中供地实施，多项政策影响深远	20
4.1. “两集中”政策出台	20
4.2. 过往的几波融资收紧和触发条件	24
4.3. “三条红线”政策的核心逻辑内涵和演变思路	25
4.4. 为什么要用这三个指标？	26
4.5. “三条红线”推出前的信号及相关配套政策解读	27
4.6. 三个指标哪一个容易改正？	27
4.7. 表外融资的可行性	28
4.8. 各个融资渠道配合“三条红线”监管标准的措施有什么？	28
4.9. 行业会发生什么变化？	29
4.10. 政策展望：以稳为主，长效为基	30
4.11. “旧改”接替“棚改”，物管行业或迎新机	33
5. 投资建议	36
6. 风险提示	37

## 图表目录

图 1 房地产行业宏观数据汇总	5
图 2 各都市圈宏观数据汇总（2021 年 1-4 月，分城市月度数据滞后全国数据）	6
图 3 房地产销售面积与销售金额累计同比	6
图 4 30 大中城市成交面积同比（移动 8 周平均）	6
图 5 销售数据当月同比	7
图 6 各都市圈销售面积累计同比	7
图 7 库存总面积及同比增速	7
图 8 各类商品房库存面积同比增速	7
图 9 分地区销售面积增速（2021 年 1-5 月）	7
图 10 PSL 投放与累计同比增速	7
图 11 房地产开发投资完成额与新开工面积累计同比	9
图 12 土地购置与成交情况	9
图 13 100 大中城市住宅类用地成交溢价率	9
图 14 房屋新开工、施工、竣工面积累计同比	9
图 15 房地产开发到位资金累计同比	10
图 16 住房贷款利率走势	10
图 17 70 城房价指数当月同比	10
图 18 全国住宅库存比	10
图 19 M2 同比增速	11
图 20 板块营业收入及同比增速	12

图 21	15 家大中型房企营业收入及同比增速	12
图 22	板块归母净利润及同比增速	12
图 23	15 家大中型房企归母净利润及同比增速	12
图 24	板块销售商品、提供劳务收到的现金及增速	13
图 25	15 家大中型房企销售收到的现金及增速	13
图 26	板块销售毛利率及销售净利率	14
图 27	15 家大中型房企销售毛利率及销售净利率	14
图 28	板块期间费用率	14
图 29	15 家大中型房企期间费用率	14
图 30	板块少数股东损益及少数股东权益占比	15
图 31	15 家大中型房企少数股东损益及少数股东权益占比	15
图 32	板块货币资金及变动	16
图 33	15 家大中型房企货币资金及变动	16
图 34	板块现金短债比	16
图 35	15 家大中型房企现金短债比	16
图 36	板块资产负债率及剔除预收账款后的资产负债率	17
图 37	大中房企资产负债率及剔除预收款后的资产负债率	17
图 38	板块净负债率	17
图 39	15 家大中型房企净负债率	17
图 40	年初至今申万房地产板块与其他行业板块涨跌幅比较 (%)，2021/6/30	19
图 41	申万房地产板块估值变化	20
图 42	“稳预期”，“稳房价”，“稳地价”以及对应政策	22
图 43	各线城市单月全口径土地溢价率	23
图 44	各区域城市单月全口径土地溢价率	23
图 45	各城市溢价率大于 20%的地块数	23
图 46	按全口径溢价率分布的城市数目	23
图 47	按住宅溢价率分布的城市数目	23
图 48	集中供地结论	24
图 49	“三条红线”政策细则	26
图 50	红橙黄绿分档对应有息负债的增速	26
图 51	“三条红线”指标调整的难易程度	28
图 52	“三条红线”各渠道监管措施	29
图 53	“三条红线”政策对行业的负面打击及机遇	30
图 54	近年来历次政治局会议关于地产的表述	31
表 1	A 股 15 家大中型房企预收账款+合同负债保障倍数	18
表 2	年初至今申万房地产板块个股涨跌幅排名 (收盘价日期 2021/6/30)	19
表 3	两集中供地政策主要指导思想及含义	21
表 4	各代表城市集中供地规则	21
表 5	历年两会政府工作报告关于房地产的表述	34

## 1. 引言

房地产行业的形势判断与房地产板块的投资策略，离不开两个核心因素：行业基本面与行业政策，而这两个核心因素又是互为因果、互相反馈调节的，当行业基本面对过热，房价上涨过快时，政策出于防范风险的角度考虑，会不断收紧从而对行业估值形成压制，导致行业基本面数据下行；而当行业基本面数据下行到一定程度时，由于宏观经济维稳以及地方财政收入方面的考量，政策又会出现一定程度的宽松。因此，本篇房地产行业 2021 年年中投资策略，将首先分别从行业基本面与行业政策面两个维度进行回顾与展望，以此引出对房地产板块上市公司业绩与估值情况的分析和预测，并由此阐述我们对 2021 年下半年房地产行业形势的判断与投资的逻辑。

## 2. 行业基本面：销售冲高后回落，基本面仍旧稳固

### 2.1. 房地产开发：行业数据表现强劲，复苏持续超预期

从整体上来看，虽然自 18 年 7 月政治局会议强调“坚决遏制房价上涨”，乃至 20 年 8 月央行会议再次强调“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，并在 8 月下旬出台“三条红线”政策，此后，压缩了信托融资额度，并且银行集中贷款政策也在下半年推出，2021 年上半年行业又实施了“两集中”政策，行业经历了一系列政策的洗礼，但行业数据仍然表现出了极强的韧性：2021 年 1-5 月，商品房销售面积 66383 万平方米，同比增长 36.3%，商品房销售额 70534 亿元，同比上升 52.4%；同期，全国房地产开发投资完成额 54318 亿元，同比上升 18.3%，行业基本面数据表现强势。

图 1 房地产行业宏观数据汇总

指标	2021年1-4月				2021年1-5月				2021年4月			2021年5月		
	累计值	占比	累计同比	相比上月变化百分点	累计值	占比	累计同比	相比上月变化百分点	当月值	当月环比	当月同比	当月值	当月环比	当月同比
商品房销售面积 (万平方米)	50,305	100.0%	48.1%	-1.5	66,383	100.0%	36.3%	-1.1	14,298	-23.3%	19.2%	16,078	12.5%	9.2%
其中：住宅	45,203	89.9%	51.1%	-1.1	59,693	89.9%	39.0%	-1.1	12,871	-23.0%	20.5%	14,490	12.6%	11.2%
办公楼	771	1.5%	20.0%	-1.4	1,013	1.5%	10.5%	-0.9	196	-38.1%	-8.7%	242	23.5%	-11.8%
商业营业用房	2,126	4.2%	16.3%	-8.4	2,789	4.2%	8.2%	-8.4	602	-22.0%	-0.9%	663	10.2%	-11.5%
商品房销售金额 (亿元)	53,609	100.0%	68.2%	-2.0	70,534	100.0%	52.4%	-1.6	15,231	-20.8%	32.5%	16,925	11.1%	17.5%
其中：住宅	49,010	91.4%	73.2%	-2.2	64,570	91.5%	56.5%	-1.6	13,954	-20.4%	34.7%	15,561	11.5%	20.1%
办公楼	1,164	2.2%	11.9%	-1.2	1,485	2.1%	14.9%	-1.2	290	-38.7%	5.1%	320	10.3%	4.7%
商业营业用房	2,310	4.3%	20.3%	-3.5	3,025	4.3%	10.3%	-1.4	682	-14.4%	9.0%	714	4.8%	-13.1%
房地产开发投资完成额 (亿元)	40,240	100.0%	11.6%	-4.0	54,318	100.0%	18.3%	-3.0	12,664	-6.8%	13.7%	14,078	11.2%	9.8%
其中：住宅	30,162	75.0%	24.4%	-4.0	40,750	75.0%	20.7%	-3.0	9,538	-6.8%	16.0%	10,589	11.0%	11.1%
办公楼	1,694	4.2%	10.8%	-4.0	2,208	4.1%	8.2%	-1.0	504	-2.2%	2.0%	514	1.9%	-6.6%
商业营业用房	3,443	8.6%	9.5%	-4.0	4,591	8.5%	8.1%	-3.0	1,046	-8.7%	0.7%	1,147	9.7%	-3.0%
房屋新开工面积 (万平方米)	53,905	100.0%	2.8%	-1.5	74,349	100.0%	6.9%	-5.0	17,742	-7.2%	-9.3%	20,444	15.2%	-6.1%
其中：住宅	40,335	74.8%	4.4%	-1.5	55,515	74.7%	9.1%	-5.0	13,278	-7.3%	-8.1%	15,180	14.3%	-2.9%
办公楼	1,270	2.4%	7.3%	-1.4	1,733	2.3%	20.3%	-1.4	407	-1.1%	-27.7%	463	13.8%	-42.4%
商业营业用房	3,782	7.0%	2.3%	-0.9	5,160	6.9%	17.7%	-5.0	1,252	-1.0%	-17.2%	1,377	10.0%	-19.8%
土地购置面积 (万平方米)	3,301	100.0%	8.8%	-1.9	4,396	100.0%	17.5%	-1.9	1,000	17.8%	-15.4%	1,095	9.5%	-31.6%
土地成交价款 (亿元)	1,203	100.0%	29.2%	-1.1	1,931	100.0%	20.5%	8.7	394	84.6%	-45.4%	728	84.6%	-0.3%
房企到位资金 (亿元)	63,542	100.0%	35.2%	-6.2	81,380	100.0%	29.9%	-5.0	16,078	-4.9%	19.6%	17,838	10.9%	14.0%
其中：国内贷款	9,043	14.2%	8.6%	-3.0	10,873	13.4%	1.6%	-2.1	1,821	-9.9%	-9.6%	1,830	0.5%	-7.3%
利用外资	17	0.0%	28.3%	12.7	25	0.0%	26.5%	1.8	5	395.2%	32.7%	9	61.6%	-22.8%
自筹资金	17,167	27.0%	5.4%	-1.5	22,686	27.9%	22.8%	-2.1	4,152	-12.5%	0.8%	5,520	33.0%	5.5%
定金及预收款	24,362	38.3%	74.1%	-1.0	31,738	39.0%	62.9%	-1.1	6,603	-2.3%	48.5%	7,377	11.7%	34.4%
个人按揭贷款	10,738	16.9%	41.3%	-8.0	13,400	16.5%	32.0%	-9.0	2,894	0.4%	21.9%	2,663	-8.0%	4.3%

资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图2 各都市圈宏观数据汇总（2021年1-4月，分城市月度数据滞后全国数据）

指标	累计同比					当月同比					当月环比				
	京津冀	江浙沪	珠三角	中原	川渝	京津冀	江浙沪	珠三角	中原	川渝	京津冀	江浙沪	珠三角	中原	川渝
商品房销售面积	119.01%	123.73%	138.12%	131.71%	106.13%	119.01%	123.73%	138.12%	131.71%	106.13%	-63.50%	-4.41%	-14.23%	-58.45%	-11.69%
其中：住宅	46.51%	46.12%	50.45%	48.64%	32.30%	5.05%	9.86%	17.51%	19.52%	7.31%	28.06%	7.72%	8.64%	6.79%	19.75%
商品房销售金额	55.23%	62.90%	75.46%	66.09%	40.00%	9.15%	21.57%	32.06%	23.85%	17.71%	16.41%	10.97%	-0.46%	4.93%	28.25%
其中：住宅	149.03%	172.81%	199.50%	163.55%	124.83%	149.03%	172.81%	199.50%	163.55%	124.83%	-46.92%	25.66%	-12.53%	-59.07%	-9.85%
房地产开发投资完成额	14.18%	16.09%	18.79%	38.16%	13.27%	1.24%	10.35%	10.56%	22.93%	2.64%	22.65%	8.38%	15.93%	9.73%	1.66%
房屋新开工面积	24.13%	56.27%	27.60%	152.85%	42.40%	24.13%	56.27%	27.60%	152.85%	42.40%	-91.14%	-20.78%	-87.01%	-82.36%	-88.65%
其中：住宅	4.26%	-1.20%	5.34%	29.70%	1.47%	3.48%	-5.38%	4.57%	1.32%	-18.30%	47.10%	37.91%	9.92%	-2.55%	15.60%

资料来源：国家统计局，华西证券研究所

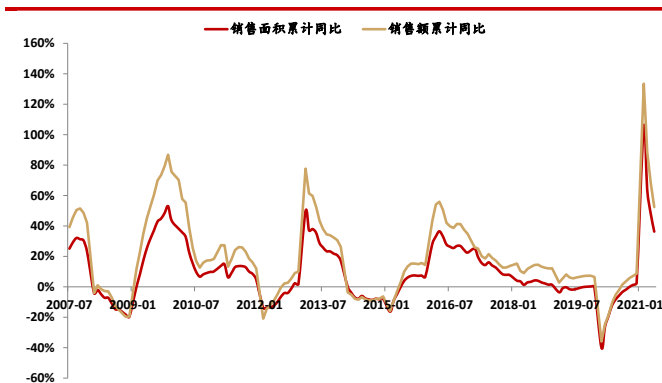
注：本报告中京津冀包含北京、天津、河北；江浙沪包含上海、江苏、浙江；珠三角包含广东；中原包含河南、湖北；川渝包含重庆、四川。

## 2.2. 销售或先扬后抑，政策扰动逐渐显现

### 2.2.1. 当年回顾：销售超预期，供需两旺持续演绎

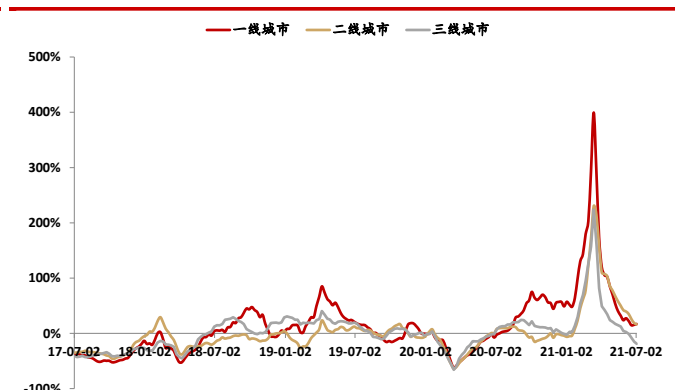
按照过往的规律，我国房地产市场的小周期一般为3年，本轮小周期从15年至今已近6年，且近年销售增速已有所放缓，因此市场普遍对未来销售预期颇为悲观，然而在疫情的影响下，2020年行业仍实现了稳定的增长，彰显出强大的韧性。2021年上半年，商品房销售仍持续超预期，但增速已出现下滑：由于受疫情影响，上年行业销售数据基数较低，1-4月，商品房销售面积增速达48.1%，销售金额增速达68.2%，而1-5月商品房销售面积增速已下滑至36.3%，销售金额增速已下滑至52.4%。回顾其中原因，由于疫情发生后，市场流动性宽裕叠加各地方政府在政策端有所放松，全国房地产市场持续回暖，此后，在房企高供给以及居民旺盛需求的带动下，并叠加上年的低基数，行业的销售数据超预期增长。但此后，受融资及集中供地政策影响，房企拿地减少导致行业供给端受到挤压，同时，需求端受调控政策以及银行按揭额度吃紧所拖累；整体来看，供需两端受阻或将对未来销售产生一定负面的影响。

图3 房地产销售面积与销售金额累计同比



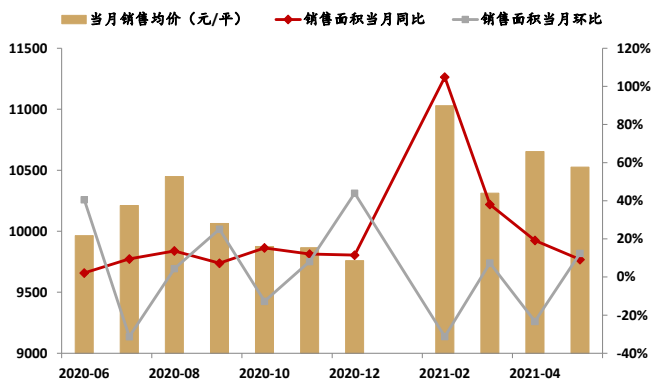
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图4 30大中城市成交面积同比（移动8周平均）



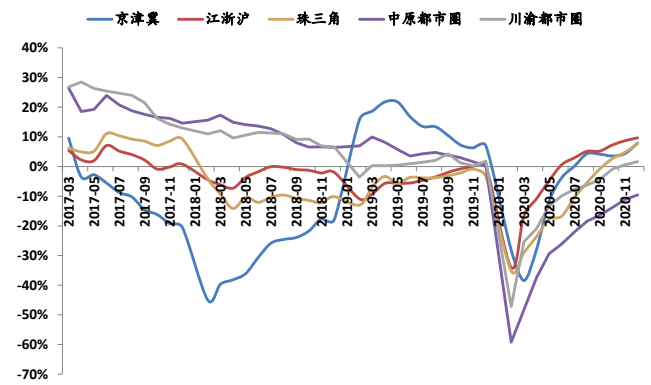
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图5 销售数据当月同比



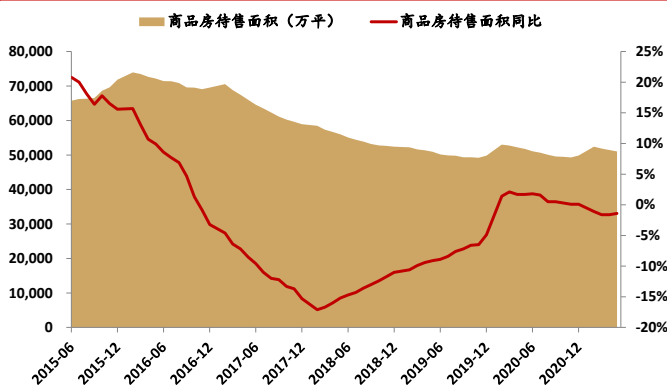
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图6 各都市圈销售面积累计同比



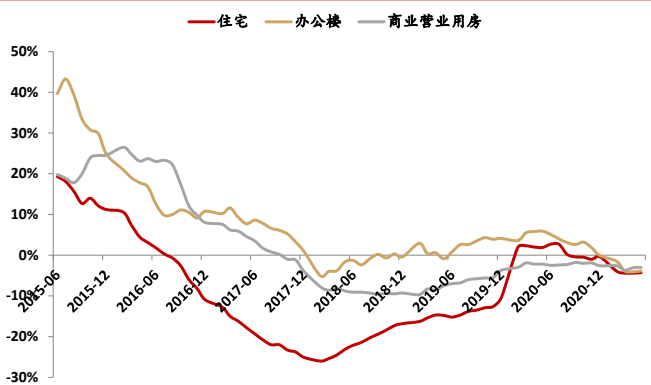
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图7 库存总面积及同比增速



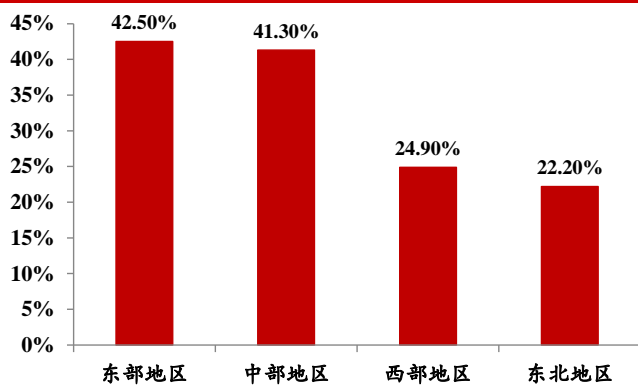
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图8 各类商品房库存面积同比增速



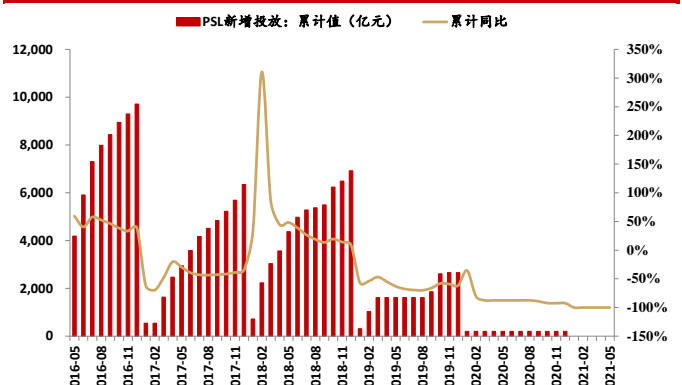
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图9 分地区销售面积增速（2021年1-5月）



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图10 PSL 投放与累计同比增速



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

### 2.2.2. 下半年展望：总量保持增长，销售或边际减弱

市场总量方面，参考我们 2020 年度的投资策略报告，其中我们从人口结构与住房需求这两个角度，对未来我国每年的住宅潜在需求总量做了测算。总结得出，2020-2030 年的住宅需求总量将基本围绕 12-15 亿平方米左右波动，也即在未来十年中，行业总需求依旧有较强的支撑。

销售方面，追根溯源，这一轮 6 年的地产周期持续保持韧性，棚改货币化安置、核心城市需求的外溢和宽松的货币政策均发挥了重要的作用。而未来在核心一二线城市调控常态化以及货币环境相对易松难紧的背景下，居民的购房需求预计将平稳释放。我们认为，2021 年下半年的全国商品房销售一方面受政策压制供需两端，从而难以出现大幅增长，但另一方面，由于上半年销售持续超预期，预计全年销售金额仍可保持稳定增长的态势。我们预测，2021 年行业销售端将先扬后抑，预计全年商品房销售面积增速约 5%左右，销售金额增速约 10%左右。

### 2.3. 投资：增速高位趋降，景气度有望维持

2021 年 1-5 月，全国房地产开发投资完成额 54318 亿元，同比上升 18.3%，增速较 2021 年 1-4 月下降 3.3pct，表现依旧强势，但增速有所下滑。受融资新政及集中供地影响，新开工及土地投资走弱，而建安投资仍可维持较高强度，正向拉动投资，预计房地产投资仍将保持较高的景气水平。分项来看，住宅、办公楼及商业营业用房投资增速分别为 20.7%、6.2%及 6.1%，住宅表现强于办公楼及商业营业用房。从增速绝对值来看，住宅投资也仍然是房地产开发投资的主要拉动点。

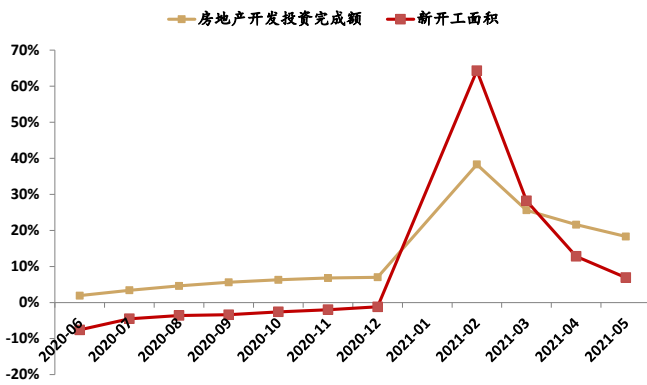
新开工面积方面，2021 年 1-5 月新开工增速同比增长 6.9%，较 2021 年 1-4 月下降 5.9pct，在开年补库存需求下，新开工大幅增长，但之后受拿地走弱的影响，增速趋于下滑。我们认为，受融资新政及集中供地影响，拿地减弱将对下半年新开工数据产生一定负面影响。

2021 年 1-5 月土地购置面积 4396 万平米，同比减少 7.5%，较 2021 年 1-4 月下降 12.3pct，2019 年以来复合增速为-7.8%；土地成交价款 1931 亿元，同比下降 20.5%，增速较 2021 年 1-4 月上升 8.7pct，2019 年以来复合增速为-7.8%。我们认为，受集中供地及融资政策影响，土地市场溢价率高企，拿地节奏有所变化，整体表现疲软。经过第一轮集中供地后，溢价率显著高企的城市有望进一步完善拍地规则，从而有效降低溢价率，提振房企拿地意愿，综合来看，我们预计未来一段时间土地市场的热度或将有所下滑。

2021 年 1-5 月竣工面积同比+16.4%，较 2021 年 1-4 月下降 1.5pct，单月增速由负转正，我们认为，随着房企结算高峰期的到来，以及后疫情时代停工减少，复工增加，预计未来竣工面积增速将持续回暖。

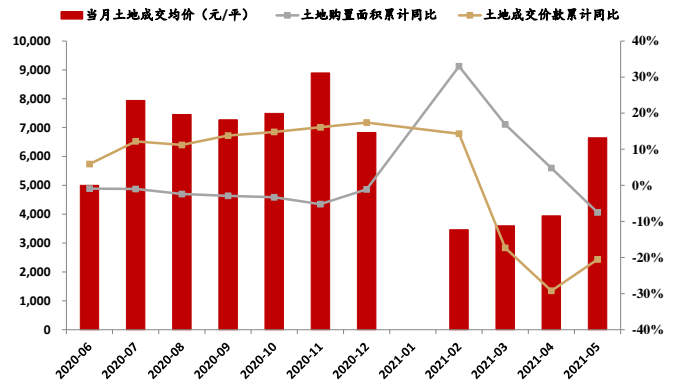


图 11 房地产开发投资完成额与新开工面积累计同比



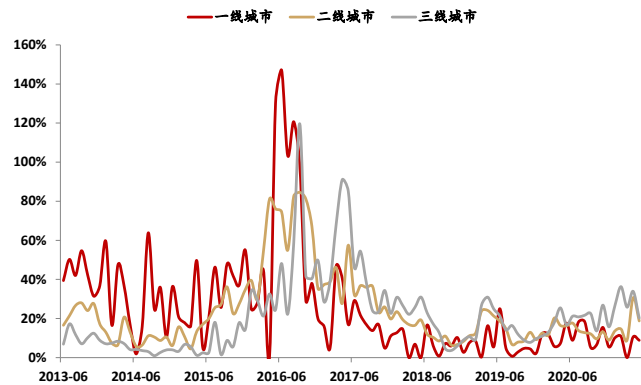
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 12 土地购置与成交情况



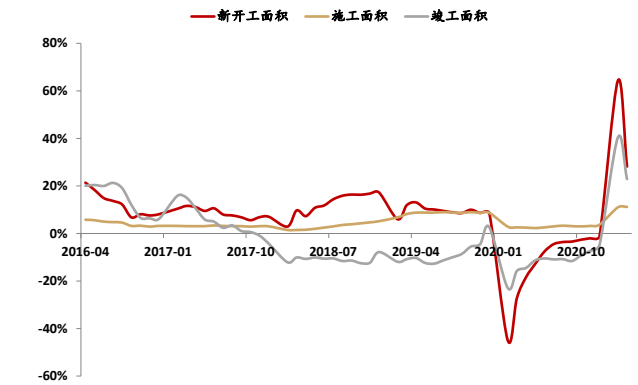
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 13 100 大中城市住宅类用地成交溢价率



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 14 房屋新开工、施工、竣工面积累计同比



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

我们认为，1-5 月投资增速表现强势的原因主要在于：(1) 上年疫情影响基数较低；(2) 前期库存持续下行叠加销售不断超预期，房企补库存意愿强烈，开年新开工增速仍高，同时，复工积极带动了建安的投资数据。

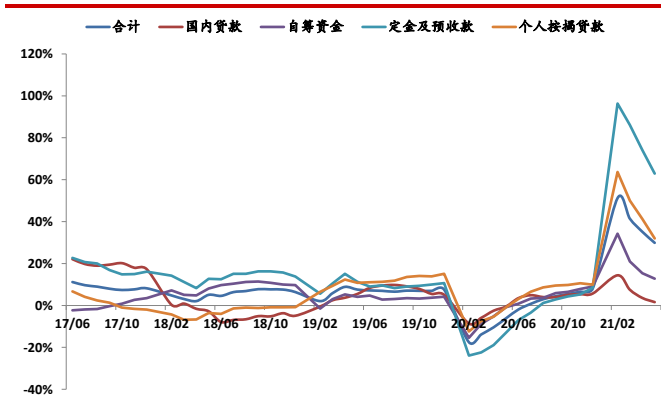
短期来看，土地购置及新开工弱势对投资增速形成了一定负面的影响，竣工回暖拉动投资。长期来看，在房地产融资政策的收紧后，房企资金来源受限制，进而影响未来房企的拿地意愿，对整体投资产生一定的负面影响，而竣工端将逐步兑现对投资形成一定支撑。综上，我们认为，房地产投资端仍将保持韧性，预计 2021 年全年地产投资增速在 7-8% 左右。

## 2.4. 资金：到位资金持续改善，回款依赖度加强

2021 年 1-5 月，房地产开发企业到位资金同比上升 29.9%，增速较 2021 年 1-4 月下月下降 5.3pct。分项来看，国内贷款、自筹资金、定金及预收款及个人按揭贷款增速分别为+1.6%、+12.8%、+62.9%及+32.0%，各项数据均持续改善，定金及预收款一项仍然是资金来源主要带动点，而个人按揭贷款因额度吃紧增速回落显著。我们认为，

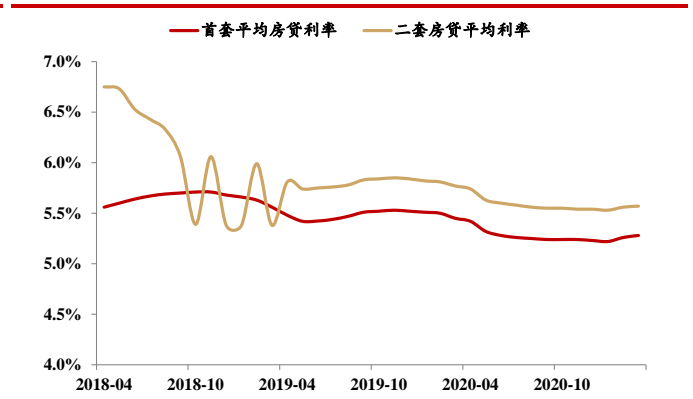
随着融资监管政策的推进以及集中供地政策的实施，未来销售回款对于房企到位资金的重要性将进一步显现。

图 15 房地产开发到位资金累计同比



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 16 住房贷款利率走势

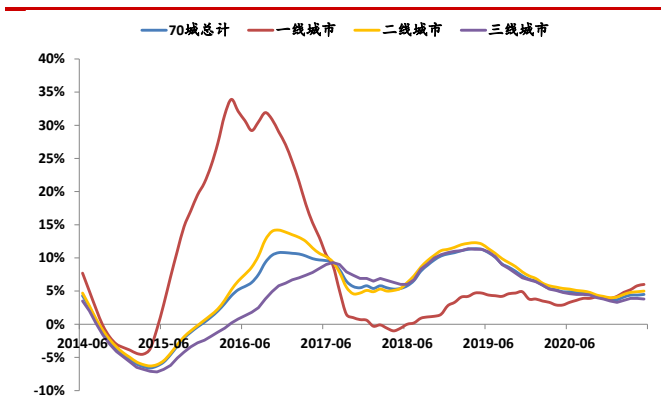


资料来源：国家统计局，华西证券研究所

## 2.5. 房价：整体趋于平稳

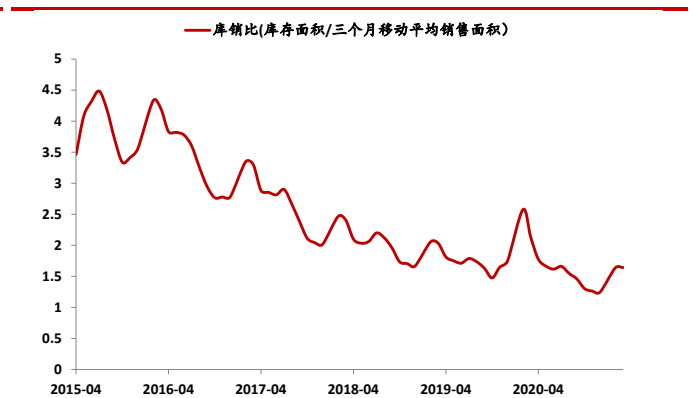
从近期 70 城市房价指数当月同比走势来看，房价平稳增长，一定程度上反映长效机制和因城施策正在发挥作用。房价快速上涨区域调控力度加强，房价有下行风险区域则适当放松，一城一策精准调控。短期由于销售向好导致全国住宅库销比维持低位，但整体仍然处于合理区间，同时，在中央贯彻“房住不炒”的方针，以及 M2 增速维持较高水平的情况下，我们预计 2021 年房价将保持整体平稳的态势。

图 17 70 城房价指数当月同比



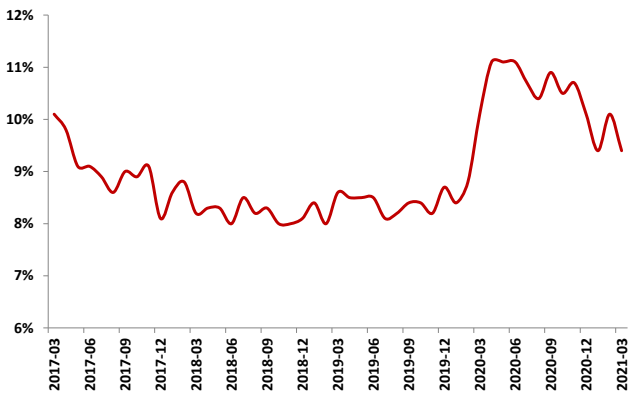
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 18 全国住宅库销比



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 19 M2 同比增速



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

### 3. 上市公司：业绩稳健可期，估值仍处低位

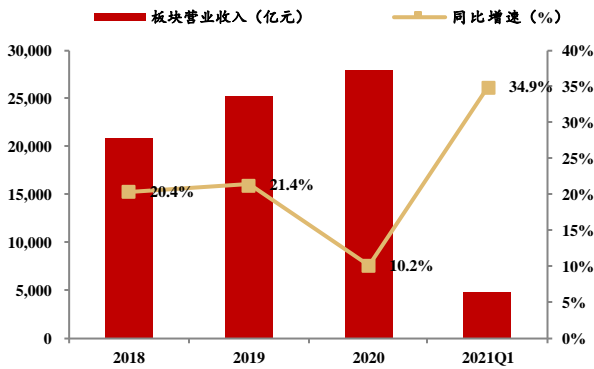
#### 3.1. 板块分析

为了总结上市房企的业绩情况，我们选取申万房地产板块的 138 家公司，以 2020 年年报和 2021 年一季报数据作为板块数据的样本，另选取 15 家 A 股上市公司中销售排名靠前的大中型房企，作为 15 家大中型房企进行着重分析，这 15 家包括：万科 A、保利地产、招商蛇口、新城控股、绿地控股、华夏幸福、金科股份、阳光城、大悦城、中南建设、华侨城 A、金地集团、蓝光发展、荣盛发展和首开股份。

##### 3.1.1. 疫情影响犹存，盈利能力有所下滑

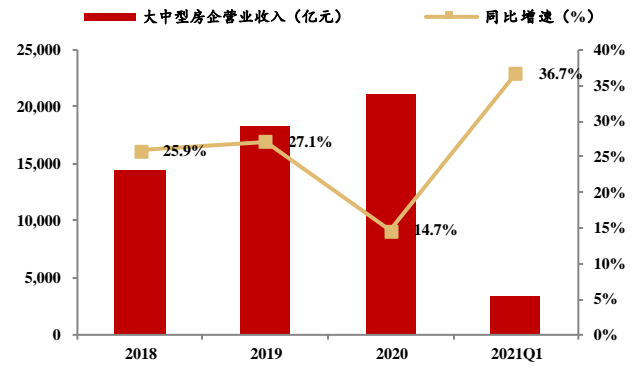
2020 年，板块整体营业收入同比增长 10.2%，归属母公司股东净利润同比下降 9.9%；15 家大中型房企营业收入增长 14.7%，归属母公司股东净利润同比下降 3.5%。2021 年一季度，板块整体营业收入同比增长 34.9%，归属母公司股东净利润同比下降 14.5%；15 家大中型房企营业收入增长 36.7%，归属母公司股东净利润同比下降 39.7%，主要系华夏幸福大幅亏损所致，若剔除其影响，14 家大中型房企同比归母净利润增速为 0.2%。从营收角度来看，由于疫情影响，上年的基数较低，所以行业营收增速较快；从净利润角度来看，2021 年一季度归母净利润增速远低于营收增速，主要原因系：1) 结算项目毛利率下滑；2) 存货减值准备计提增加；3) 合作开发导致少数股东损益占比提高。综合来看，行业利润率普遍下滑的情况下，大中型房企业绩表现更强，其受政策影响程度相对较低。

图 20 板块营业收入及同比增速



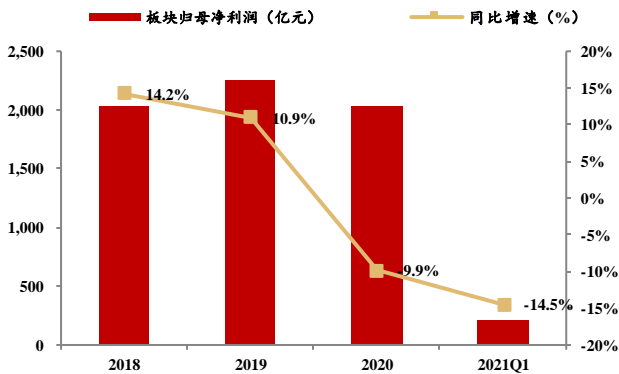
资料来源：WIND、华西证券研究所

图 21 15 家大中型房企营业收入及同比增速



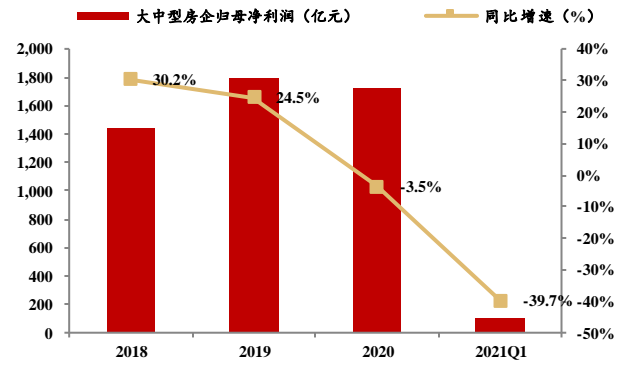
资料来源：WIND、华西证券研究所

图 22 板块归母净利润及同比增速



资料来源：WIND、华西证券研究所

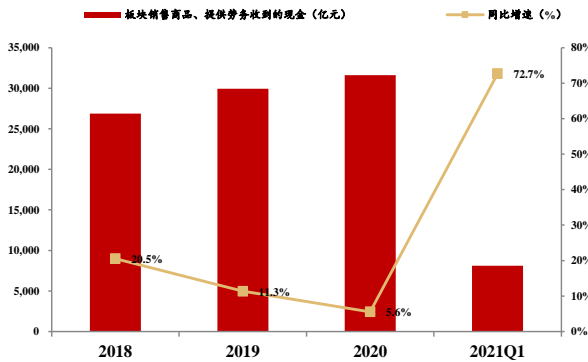
图 23 15 家大中型房企归母净利润及同比增速



资料来源：WIND、华西证券研究所

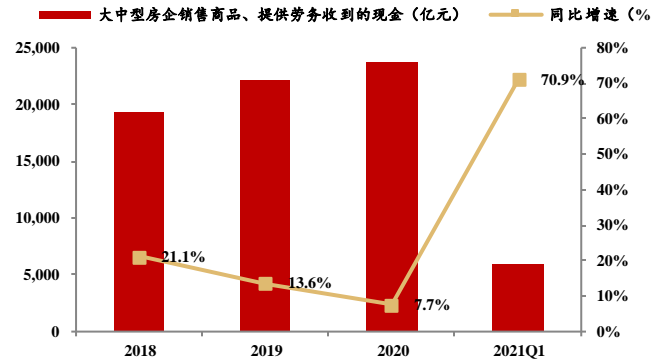
销售方面，我们通过“销售商品、提供劳务收到的现金”这个指标来观察整个板块的销售情况。2020 年，板块销售商品、提供劳务收到的现金为 31612 亿元，同比增加 5.6%；15 家大中型房企销售商品、提供劳务收到的现金为 23768 亿元，同比增长 7.7%。2021 年一季度，板块销售商品、提供劳务收到的现金为 8120 亿元，同比增加 72.7%；15 家大中型房企销售商品、提供劳务收到的现金为 6038 亿元，同比增长 70.9%。整体来看，2020 年大中型房企销售回款情况优于整体板块，而 2021 年一季度板块的表现更强。2021 年上半年，行业销售数据持续超预期，销售回款表现良好，但受政策扰动，在供需两端均受影响的情况下，我们预计下半年销售回款方面将承受一定压力。

图 24 板块销售商品、提供劳务收到的现金及增速



资料来源：WIND、华西证券研究所

图 25 15 家大中型房企销售收到的现金及增速

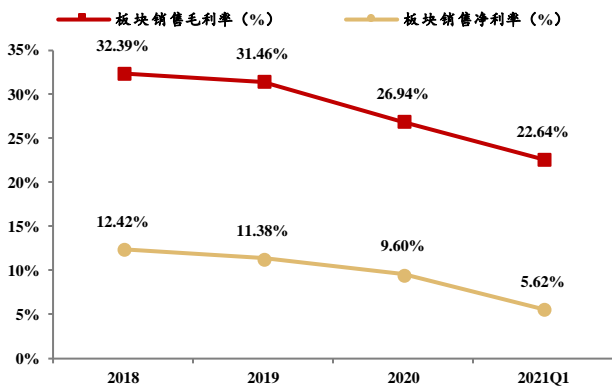


资料来源：WIND、华西证券研究所

从利润率情况来看，2020 年，板块整体销售毛利率为 26.94%，较 19 年降低 4.52 个百分点，板块整体盈利能力有所下滑；15 家大中型房企销售毛利率为 26.08%，较 19 年下降 4.50 个百分点。2021 年一季度，板块整体销售毛利率为 22.64%，较 20 年同期降低 7.93 个百分点，板块整体盈利能力有所下滑；15 家大中型房企销售毛利率为 19.84%，较 20 年同期下降 8.95 个百分点。其中华侨城 A、大悦城、华夏幸福及金地集团的销售毛利率分别为 57.21%、43.79%、42.44% 和 38.12%，均显著高于大中型房企的平均水平；大中型房企中绿地控股的销售毛利率为 14.14%，由于绿地控股营收占 15 家大中型房企的比例较大，且营收中低毛利率基建业务占比较大，导致 15 家大中型房企销售毛利率低于板块销售毛利率；若剔除绿地控股的影响，其余 14 家大中型房企销售毛利率为 30.72%，高于板块 3.23 个百分点，盈利能力显著强于板块。

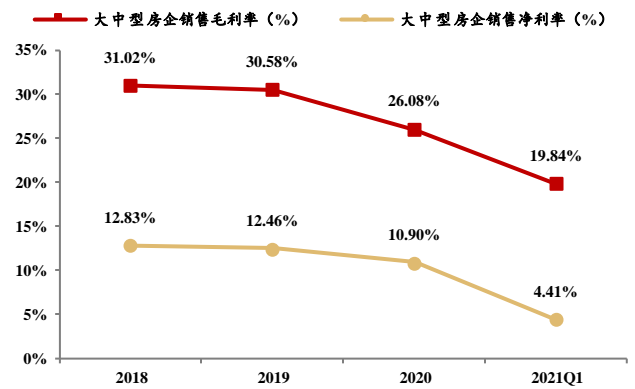
2020 年，板块整体销售净利润率为 9.60%，较 19 年下降 1.78 个百分点；15 家大中型房企销售净利润率为 10.9%，较 19 年下降 1.56 个百分点。2021 年一季度，板块整体销售净利润率为 5.62%，较 20 年同期下降 3.10 个百分点；15 家大中型房企销售净利润率为 4.41%，较 20 年同期下降 4.16 个百分点，净利率水平略低于板块，主要系绿地控股的低净利率基建业务影响；其中，金地集团、华侨城 A、保利地产及华夏幸福的销售净利率分别为 22.45%、16.28%、15.61% 及 14.19%，均显著高于大中型房企的平均水平。总体来看，大中型房企盈利能力及运营能力优于板块，而在限价政策和土地溢价率持续攀升的情况下，我们预计行业整体的利润率水平仍未见底，但向下空间有限。

图 26 板块销售毛利率及销售净利率



资料来源：WIND、华西证券研究所

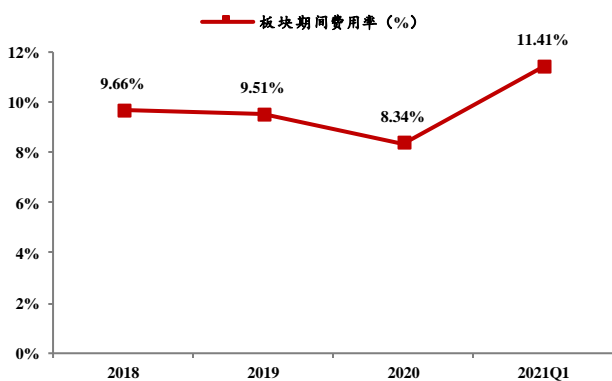
图 27 15 家大中型房企销售毛利率及销售净利率



资料来源：WIND、华西证券研究所

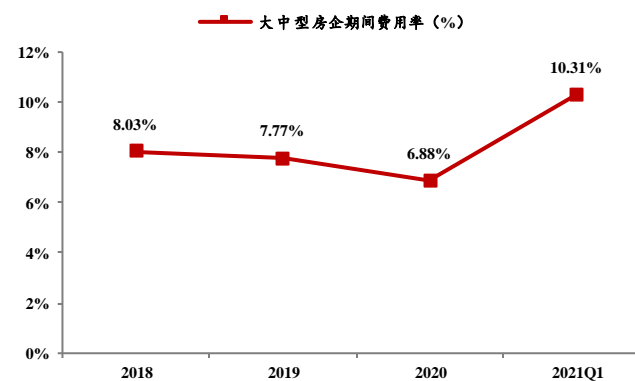
2020 年，板块期间费用率为 8.34%，较 19 年下降 1.17 个百分点；15 家大中型房企期间费用率为 6.88%，较 19 年同期下降 0.89 个百分点，低于整体板块 1.46 个百分点。2021 年一季度，板块期间费用率为 11.41%，较 20 年同期下降 1.96 个百分点；15 家大中型房企期间费用率为 10.31%，较 20 年同期下降 1.15 个百分点，低于整体板块 1.10 个百分点。整体来看，板块及大中型房企费用控制边际改善，期间费用率均实现了同比下降。

图 28 板块期间费用率



资料来源：WIND、华西证券研究所

图 29 15 家大中型房企期间费用率



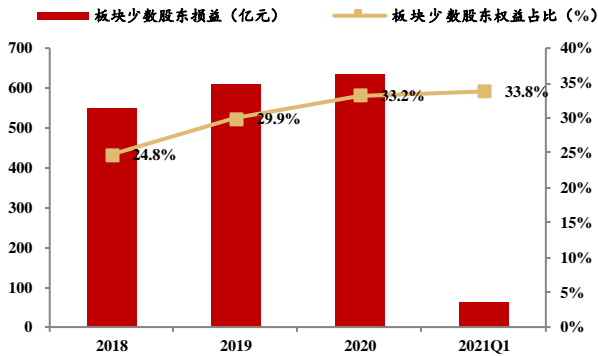
资料来源：WIND、华西证券研究所

2020 年，板块少数股东损益为 635 亿元，同比增长 3.97%，少数股东权益占比为 33.2%，较 19 年提升 3.3 个百分点；15 家大中型房企的少数股东损益为 568 亿元，同比增长 13.93%，少数股东权益占比为 41.4%，较上年同期提升 2.9 个百分点。2021 年一季度，板块少数股东损益为 64 亿元，同比增长 15.55%，少数股东权益占比为 33.8%，较 20 年同期提升 3.53 个百分点；15 家大中型房企的少数股东损益为 53 亿元，同比增长 2.15%，少数股东权益占比为 42%，较上年同期提升 2.93 个百分点。

房地产开发企业采取合作拿地的形式进行开发有以下几点原因：(1) 和其他公司形成优势互补，从而实现更大的收益。例如 A 房企产品设计能力较强，B 房企营销能力强，则可各自发挥优势，进行合作。(2) 房企在进行全国化扩张进入新城市时，通过与在当地经营多年的房企进行合作开发，可以降低进入新城市的经营风险。(3) 由于土地出让采取招拍挂的形式，房企进行合作开发可以降低竞争激烈程度，从而以较

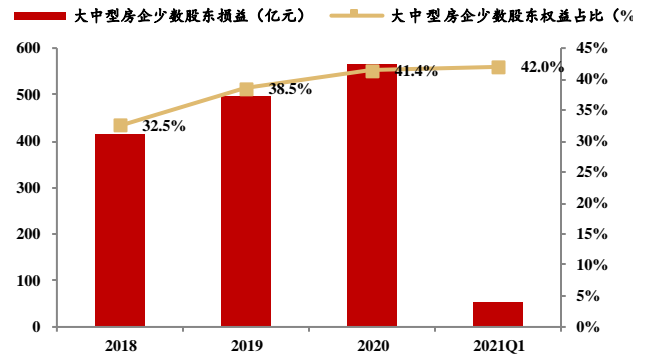
低的成本取得土地使用权。(4)当地块总价较高时,采取合作拿地的形式可以减轻单个房企拿地的资金压力。(5)当房企合同销售金额较大,销售排名较高时,其通常可以获取较低成本的贷款,从而降低融资成本。通过降低权益比,房企可以使销售金额规模提升得更快。基于以上几点原因,叠加当前集中供地政策的实施,因此房企加大了相互之间合作开发的比例,使少数股东权益比例持续上升。

图 30 板块少数股东损益及少数股东权益占比



资料来源: WIND、华西证券研究所

图 31 15 家大中型房企少数股东损益及少数股东权益占比

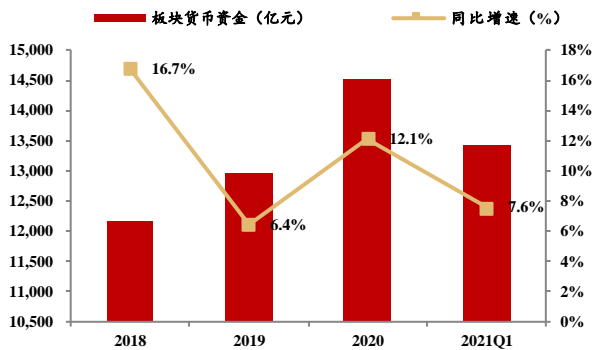


资料来源: WIND、华西证券研究所

### 3.1.2. 短债压力减小, 杠杆率持续改善

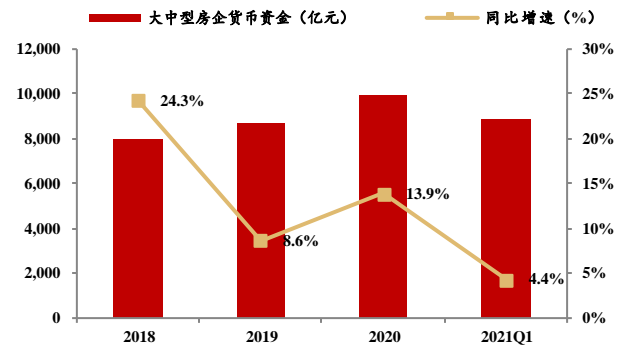
2020年,板块个股合计的货币资金为14532亿元,同比增加12.1%;15家大中型房企的货币资金为9929亿元,同比增长13.9%,增速高于板块1.8个百分点。2021年一季度,板块个股合计的货币资金为13424亿元,同比增加7.6%;15家大中型房企的货币资金为8914亿元,同比增长4.4%,增速低于板块3.2个百分点。从短期偿债的压力来看,2020年,板块的现金短债比为1.25,较19年上升0.2;大中型房企的现金短债比为1.49,较19年上升0.2。2021年一季度,板块的现金短债比为1.28,较20年同期上升0.3;大中型房企的现金短债比为1.53,较20年同期上升0.29。总体来看,在融资政策收紧后,房企采取高供给促回款的策略,同时2020年和2021年一季度行业销售持续超预期,使得房企整体的货币资金明显增加,并有效降低了短期偿债的风险,而大中型房企当前货币资金可充分覆盖短期债务,总体风险下降,短期还款能力也强于板块。

图 32 板块货币资金及变动



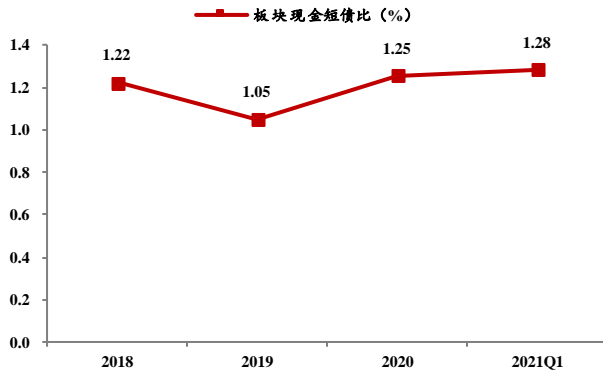
资料来源：WIND、华西证券研究所

图 33 15 家大中型房企货币资金及变动



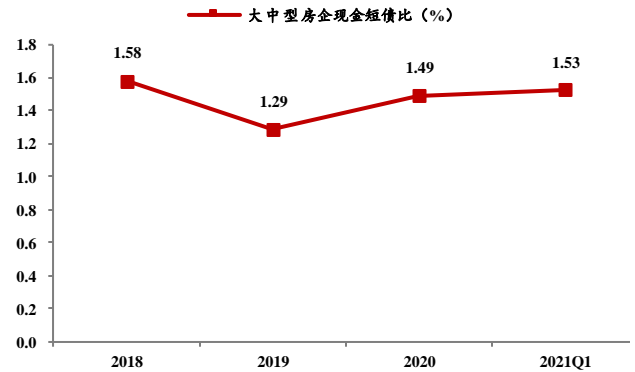
资料来源：WIND、华西证券研究所

图 34 板块现金短债比



资料来源：WIND、华西证券研究所

图 35 15 家大中型房企现金短债比

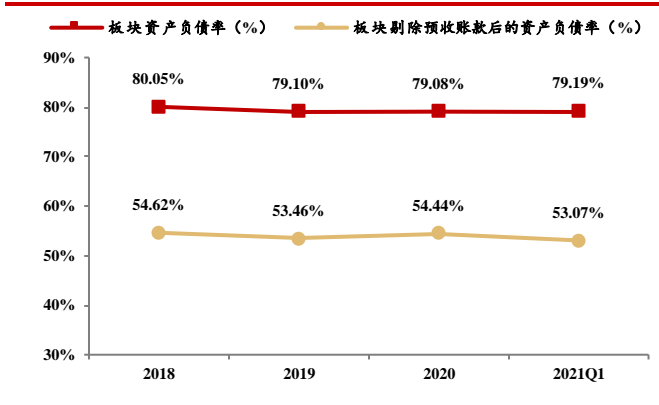


资料来源：WIND、华西证券研究所

2020 年，板块整体加权资产负债率为 79.08%，较 19 年下降 0.02 个百分点；15 家大中型房企的资产负债率为 80.74%，较 19 年下降 0.74 个百分点。2021 年一季度，板块整体加权资产负债率为 79.19%，较 20 年同期上升 0.09 个百分点；15 家大中型房企的资产负债率为 80.81%，较 20 年同期下降 0.73 个百分点；2020 年，板块剔除预收账款的资产负债率为 54.44%，较 19 年上升 0.98 个百分点；15 家大中型房企剔除预收账款的资产负债率为 52.52%，较 19 年上升 1.50 个百分点。2021 年一季度，板块剔除预收账款的资产负债率为 53.07%，较 20 年同期下降 0.25 个百分点；15 家大中型房企剔除预收账款的资产负债率为 50.96%，较 20 年同期上升 0.13 个百分点；2020 年，板块的净负债率为 75.22%，较 19 年下降 8.91 个百分点；15 家大中型房企的净负债率为 66.46%，较 19 年下降 10.58 个百分点。2021 年一季度，板块的净负债率为 78.7%，较 20 年同期下降 13.22 个百分点；15 家大中型房企的净负债率为 71.17%，较 20 年同期下降 14.69 个百分点；虽然大中型房企的资产负债率高于整体地产板块，但剔除预收账款后的资产负债率低于板块，大中型房企的杠杆率低于整体板块，同时板块及大中型房企的净负债率均实现了显著的下降，在“去杠杆”政策的指引下，房企的负债率普遍得到了改善。

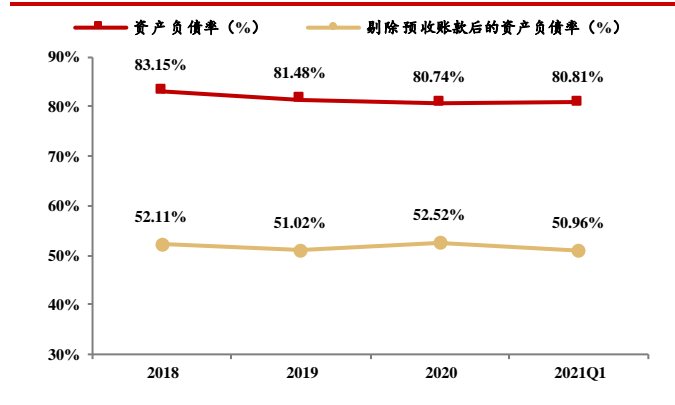


图 36 板块资产负债率及剔除预收账款后的资产负债率



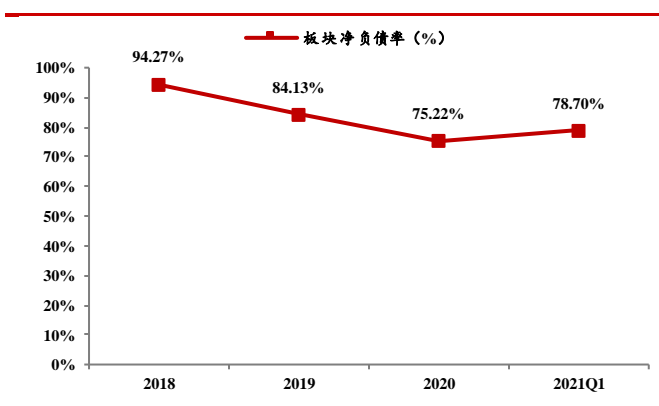
资料来源：WIND、华西证券研究所

图 37 大中房企资产负债率及剔除预收款后的资产负债率



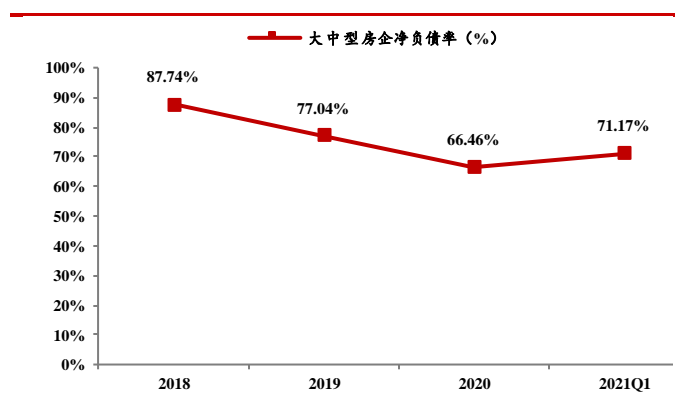
资料来源：WIND、华西证券研究所

图 38 板块净负债率



资料来源：WIND、华西证券研究所

图 39 15 家大中型房企净负债率



资料来源：WIND、华西证券研究所

### 3.1.3. 预收账款充足，未来业绩有保障

业绩方面，房地产公司的收入和利润主要取决于其前期的销售与结算的节奏。鉴于近年大中型房企销售规模持续扩大，2021 年大中型房企的业绩增速仍有较大保障。结算节奏方面，15 家大中型房企 2021 年一季度的预收账款与合同负债合计后对 2020 全年营收的覆盖倍数平均为 1.26 倍，未来的业绩仍有较强的确定性。其中金科股份、中南建设、首开股份的预收账款与合同负债合计后覆盖倍数分别为 1.54、1.53 和 1.52，显著高于大中型房企的平均水平。

表 1 A 股 15 家大中型房企预收账款+合同负债保障倍数

证券代码	证券简称	2020 营业收入 (亿元)	2021Q1 预收账 款 (亿元)	2021Q1 合同负 债 (亿元)	预收账款覆盖 倍数
000002.SZ	万科 A	4191	9	6307	1.51
000031.SZ	大悦城	384	3	380	1.00
000069.SZ	华侨城 A	819	4	882	1.08
000656.SZ	金科股份	877	0	1346	1.54
000671.SZ	阳光城	822	0	689	0.84
000961.SZ	中南建设	786	1	1203	1.53
001979.SZ	招商蛇口	1296	1	1297	1.00
002146.SZ	荣盛发展	715	6	832	1.17
600048.SH	保利地产	2431	7	3656	1.51
600340.SH	华夏幸福	1012	2	976	0.97
600376.SH	首开股份	442	1	673	1.52
600383.SH	金地集团	837	3	945	1.13
600466.SH	蓝光发展	430	0	790	1.84
600606.SH	绿地控股	4558	10	4214	0.93
601155.SH	新城控股	1455	6	2022	1.39

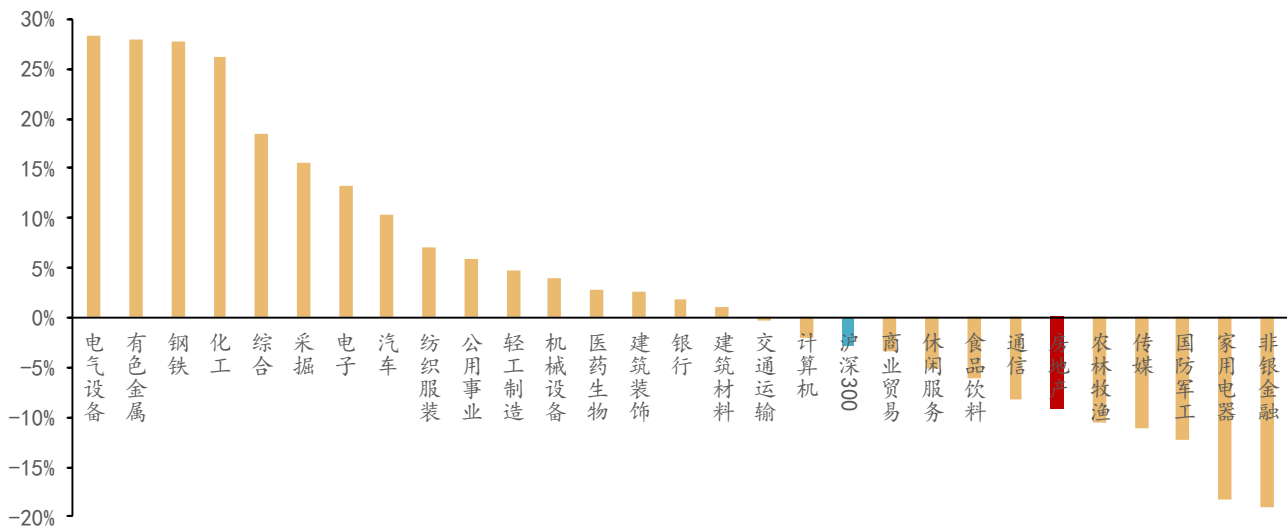
资料来源：WIND、华西证券研究所

### 3.2. 板块分析：涨幅落后大盘，估值处于历史低位

今年年初至 3 月 31 日，申万房地产板块下跌达-1.2%，跑赢沪深 300 指数 1.9 个百分点，涨幅在 28 个行业中排名第 16。我们重点关注的房企中，金科股份（涨幅 17.84%）、金地集团（涨幅 0.34%）、保利地产（涨幅-1.79%）表现优于板块。

从估值角度看，截止 2021 年 3 月 31 日，申万房地产板块市盈率（TTM，整体法，剔除负值）为 7.75 倍，相比年初 7.93 倍的 PE 下降了 0.18 倍，历史 PE 分位点为 3.81%，股息率为 3.56%，板块估值处于历史低位。

图 40 年初至今申万房地产板块与其他行业板块涨跌幅比较 (%，2021/6/30)



资料来源：WIND、华西证券研究所

表 2 年初至今申万房地产板块个股涨跌幅排名 (收盘价日期 2021/6/30)

公司名称	涨幅前 20	公司名称 2	跌幅前 20
*ST 新光	272.64%	华夏幸福	-56.07%
西藏城投	168.81%	美好置业	-55.93%
奥园美谷	142.76%	蓝光发展	-39.74%
苏宁环球	131.20%	*ST 绿景	-39.57%
*ST 松江	92.65%	*ST 中房	-39.33%
鲁商发展	70.84%	京能置业	-32.41%
*ST 基础	56.44%	中南建设	-32.39%
大连友谊	48.57%	*ST 中迪	-31.66%
ST 中珠	44.60%	泰禾集团	-30.58%
中国国贸	42.26%	天保基建	-26.84%
新大正	41.99%	招商积余	-25.67%
陆家嘴	36.79%	ST 粤泰	-23.90%
世联行	32.57%	电子城	-23.31%
陆家 B 股	32.03%	保利地产	-23.01%
卧龙地产	28.21%	金科股份	-22.24%

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

长春经开	27.76%	三湘印象	-22.02%
荣丰控股	26.94%	新黄浦	-21.79%
嘉凯城	23.77%	阳光城	-20.82%
万通发展	20.52%	南山控股	-20.77%
华联控股	19.60%	金地集团	-20.15%

资料来源：WIND、华西证券研究所

图 41 申万房地产板块估值变化



资料来源：WIND、华西证券研究所

## 4. 政策面：集中供地实施，多项政策影响深远

### 4.1. “两集中”政策出台

今年 2 月，自然资源开发利用司召开 2021 年住宅用地供应分类调控相关工作要点会议，指出科学编制实施住宅用地供应计划、坚持做好住宅用地信息公开、实行住宅用地集中出让、加强监测监管和考核评价四大工作要点。其中，对于实行住宅用地集中出让，会议指出各地要主动采取有效措施引导住宅用地市场理性竞争。住宅用地出让方案应当包括溢价率、竞价轮次和最高限价稳控预案，重点城市要合理安排招拍挂出让住宅用地的时序，实行“两集中”同步公开出让。

各地纷纷响应支持，相继发文表示，坚决落实关于住宅用地供应工作的要求，并陆续出台集中供地相关文件，有序开展集中供地活动。其中，北京首次引入房屋销售价格引导机制，上海也对地块设置更为合理的起始价、最高价和中止价，广州、深圳

也均出现通过竞配建、竞自持的方法出让，集中供地政策的推出势必导致土拍市场出现新格局。

表 3 两集中供地政策主要指导思想及含义

项目	内容
集中供地主要指导思想	重点抑制生产资料价格和房地产价格过快上涨。
“两集中”含义	集中发布出让公告。原则上发布出让公告全年不得超过 3 次，时间间隔和地块数量要相对均衡。首次公告时，应公布本年度公告的发布时序安排。 集中组织出让活动。同批次公告出让的土地以挂牌方式交易的，应当确定共同的挂牌起止日期；以拍卖方式交易的，应当连续集中完成拍卖活动。

资料来源：中央政策、华西证券研究所

表 4 各代表城市集中供地规则

项目	内容
北京	1、首次引入房屋销售价格指导机制，要求开发商销售不高于此价，同时要求保证品质标准；2、公布土地上限价格、竞建公租房上限面积、竞政府持有商品住宅产权预设份额（九成地块溢价未超 15%）；3、在户型限制上将“套型面积”调整为“套内面积”，近三分之二的项目设置了套内“70/90”户型要求。
上海	1、合理设定地块起始价格、中止价和最高报价，最高报价为起始价的 110%（溢价最高 10%）；2、先进行举牌竞价：设定中止价，低于中止价时价高者得；高于中止价，交易转入一次性报价环节。报价就取平均数，离平均数近者成入围竞标人（打破价高者得）；3、推出同一申请人概念，同一名申请人只能进行一次交易申请（含联合申请），约束马甲战术。
广州	通过限地价、竞配建、竞自持方式出让；在限定地价范围内价高者得；达到限价后竞配建，当超过限定配建面积后，开始进行摇号确定（部分地块采取限地价+摇号）。
深圳	1、限房价、限地价，竞自持，竞配建（当竞拍溢价达到 30%时锁定限价，转入竞报自持比例）；2、除 2 宗人才专用租赁住房外，所有地块均设置新房限价条件。
杭州	延用“限地价，竞自持，竞配建”的竞拍模式，除了 2 宗人才租赁用地，其余住宅用地均设置最高地价，达到最高限价后相继采用竞配建和社区养老服务总面积配比政策。杭州加强销售端限价政策，全部地块均设置新房限价，以保证杭州地产市场价格稳定。有所不同的是，在本次土地中，杭州降低在预公告阶段的保证金比例，降低开发商的拿地压力。
南京	1、限房价、竞地价，达到最高限价摇号确定竞得人的地块，预售条件提高至完成住宅部分投资额的 50%（此前 25%）；2、差异化设置房地产开发资质要求、溢价比例、竞买保证金比例等出让条件。
成都	中心城区商品住宅用地严格实行“集中公告、集中出让”，中心城区全面实施“限房价、定品质、竞地价”出让。

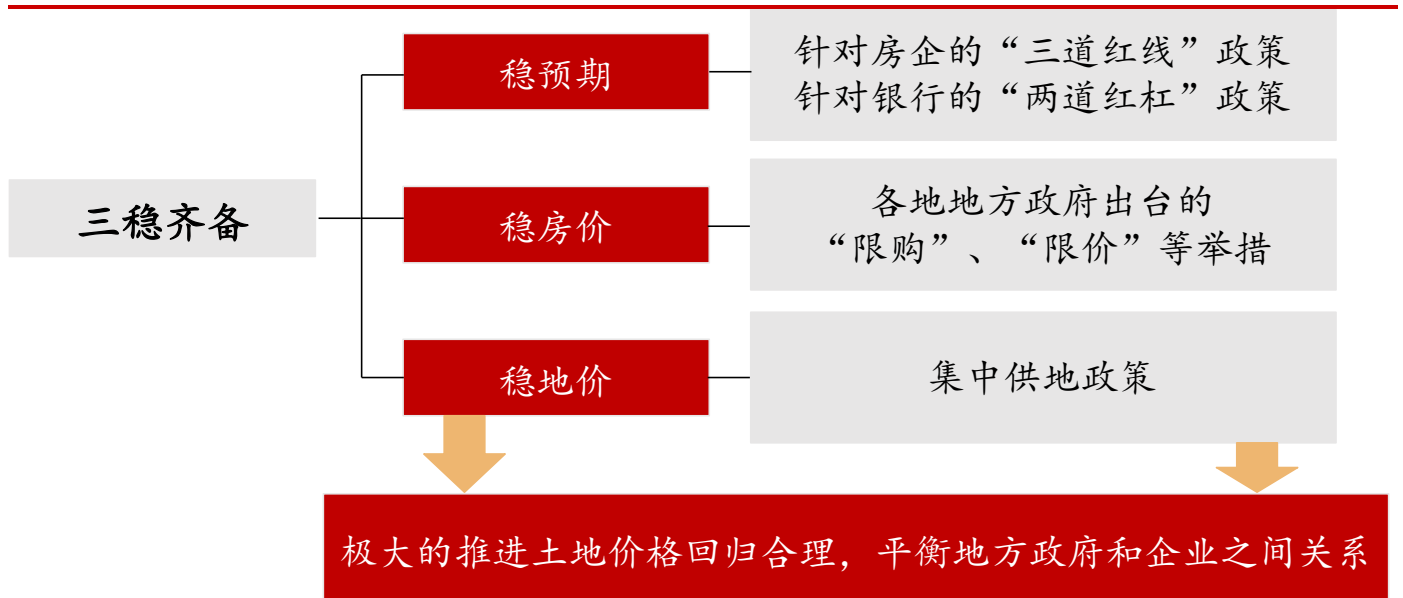
资料来源：地方政策，华西证券研究所

2021 年，中央多次在重要会议上强调坚持“房住不炒”的定位，明确“三稳”目标。稳预期方面，出台针对房企的“三道红线”政策以及针对银行的“两个集中度”

政策，从资金层面防止房企无序扩张；稳房价方面，各地方政府出台“限价”，“限购”的举措；2月出台的集中供地政策则是为了稳地价，从土地层面直接控制地价的溢价率从而进一步稳定房价水平。

“两集中”政策，即土地出让公告集中发布，出让活动集中组织，主要是为了进一步调控土地市场，降低供地预期，让土地价格回归理性，从土地的层面给房企无序扩张施加一定压力。土地集中出让改革将会极大的推进土地价格回归合理，平衡地方政府和企业之间关系，利好资金、布局、研究等综合能力强的头部公司。

图 42 “稳预期”，“稳房价”，“稳地价”以及对应政策

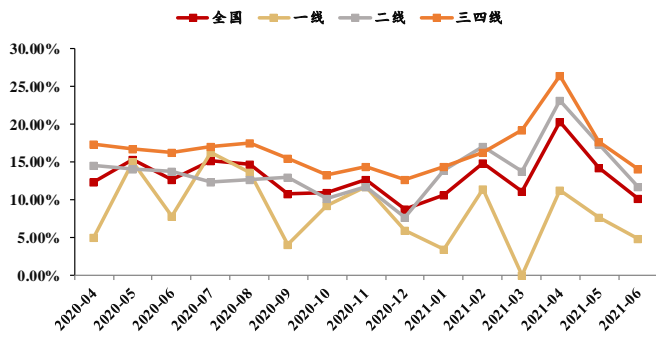


资料来源：中央政策，华西证券研究所

然而，两集中政策出台后，土地市场热度不减反增，竞争更为激烈，热点地块房企趋之若鹜、冷门地块无人问津。如北京 30 幅地块中就有 10 块触及溢价率上线进入竞配建、竞自持阶段，而青岛则是 61 块地中 60 块以底价成交。分区域来看，2021H1 长三角地区的溢价率相对高于其他区域，从单月数据来看，6 月环渤海、东北、长三角、珠三角、中西部溢价率分别为 7%、1%、13%、17%、11%，东北区域溢价率最低。从各城市溢价率大于 20% 的地块数来看，金华的溢价率大于 20% 的地块数超过 130 块。

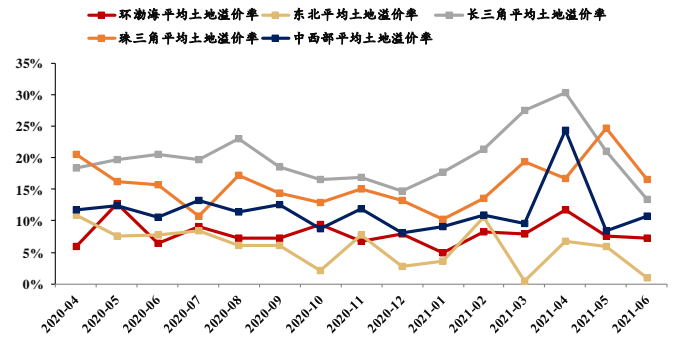
从高溢价率城市数目来看，2021 年 6 月，溢价率超过 25% 的城市数目较 5 月减少了 2 个城市。从全口径土地溢价率数据来看，6 月单月溢价率超过 25% 的城市数为 47 城（4 月、5 月分别为 42、49 城），溢价率超过 35% 的城市数为 22 城（4 月、5 月分别为 33、29 城）。从住宅土地溢价率数据来看，6 月单月溢价率超过 25% 的城市数为 58 城（4 月、5 月分别为 66、56 城），溢价率超过 35% 的城市数为 29 城（4 月、5 月分别为 47、35 城）。

图 43 各线城市单月全口径土地溢价率



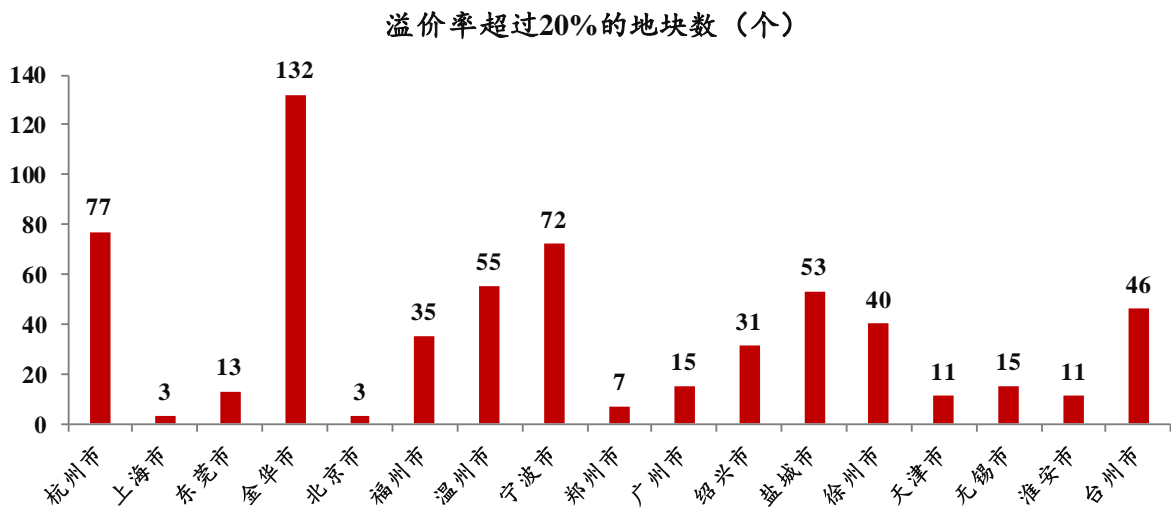
资料来源：中指研究院，华西证券研究所

图 44 各区域城市单月全口径土地溢价率



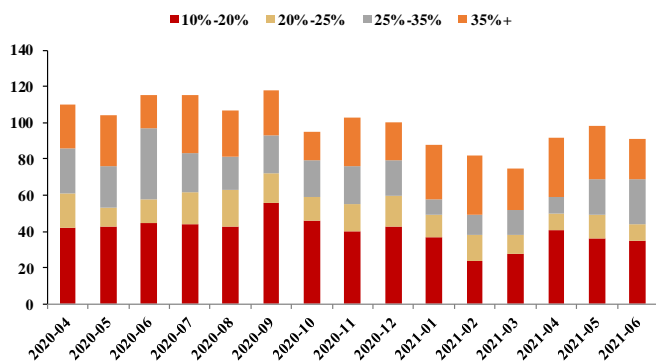
资料来源：中指研究院，华西证券研究所

图 45 各城市溢价率大于 20% 的地块数



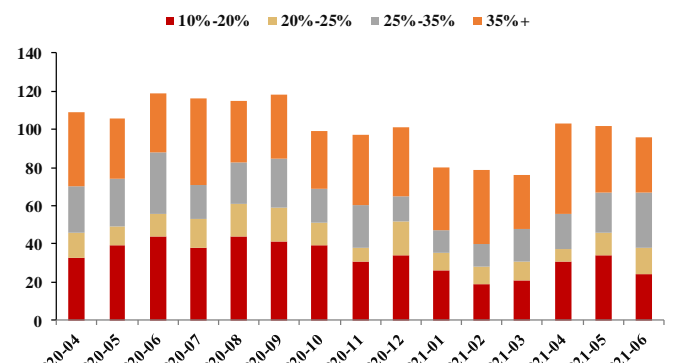
资料来源：中指研究院，华西证券研究所

图 46 按全口径溢价率分布的城市数目



资料来源：中指研究院，华西证券研究所

图 47 按住宅溢价率分布的城市数目



资料来源：中指研究院，华西证券研究所

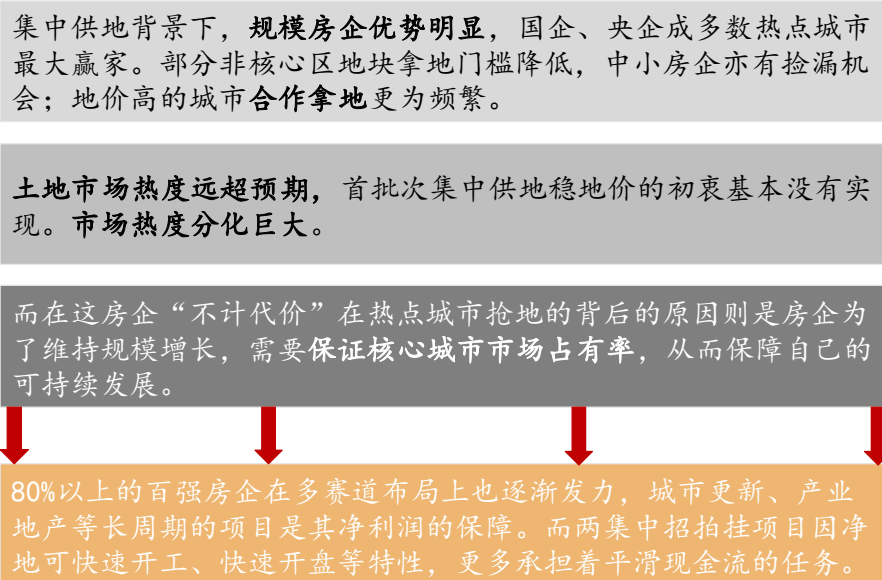
土地集中出让背景下，规模房企优势明显，资金优势强的国企、央企成多数热点城市最大赢家。部分非核心区地块拿地门槛降低，中小房企亦有捡漏机会；地价高的城市合作拿地更为频繁。但区域深耕型房企在各自深耕区域优势仍然较大（滨江：杭州 5 宗、绿城：宁波 6 宗、首开：北京 5 宗、越秀：广州 8 宗、金科：重庆 5 宗）。

首批次集中供地供应量仍然偏少，多数城市出现僧多粥少现象，加之仅首批次能为今年房企业绩作出贡献，土地市场热度远超预期，首批次集中供地稳地价的初衷基本没有实现。市场热度分化巨大，北方市场除北京外仍然较冷，南方市场仍受追捧，人口流向对房地产市场影响深远。同时多幅地块溢价率较高，多数项目面临盈利难题。

而在这房企“不计代价”在热点城市抢地的背后的原因则是房企为了维持规模增长，需要保证核心城市市场占有率，从而保障自己的可持续发展，并且一般房企核心城市的战略权重、业绩占比高；同时相比于棚改退潮的三四线城市，热点城市房地产市场需求坚挺，去化更有保障，在承担补充现金流，增加业绩方面的作用更为突出。

但目前 80% 以上的百强房企在多赛道布局上也逐渐发力，城市更新、产业地产等长周期的项目是其净利润的保障。而两集中招拍挂项目因净地可快速开工、快速开盘等特性，更多承担着平滑现金流的任务。

图 48 集中供地结论



资料来源：中指研究院，华西证券研究所

## 4.2. 过往的几波融资收紧和触发条件

### 一、第一波收紧（2010-2014）：

- 1) 2010 年是地产融资政策的一个大年，国十条政策收紧，银行端不支持拿地，以及 432 监管。
- 2) 2010 年到 2013 年资金绕道进信托，房地产信托规模上升至 3 万亿。虽然银行收紧，但是影子银行成为一个重要的投放渠道。
- 3) 2014 年银监 9 号文限制信托向地产投放能力，打击信托融资功能。



## 二、逐渐又收紧（2015-2017）：

1) 2015 年 1 月放开了公司债融资。地产公司可以发公司债，而且没有借新还旧限制。公司债发行极其蓬勃，很多公司包括恒大的核心融资做的第一笔都是在 2015 年做的。

2) 2016 年下半年开始对地产公司有 5 条标准分类，比如一二线占比、财务状况进行分类相应进行限制。在此之后，地产公司发债必须借新还旧。

## 三、整体收紧（2017-2019）

1) 2017 年是个重要节点，进入了真正长效机制即房住不炒的推进期。此后，就没有明显的政策上对融资放松。

2) 2019 年上半年流动性突然有一些放松，公司融资有所上升，但是政策没有放松。

3) 2019 年下半年，因 23 号文颁布，且各种事件频发，地产公司融资非常紧张，地产债被踩踏式卖出，部分企业进入限制发债名单。

## 四、最新进展分析（2020-2021）

受疫情影响，货币政策逆周期调节，调控边际放松。但实际上，除之前被限制企业恢复发债外，政策并无松动。地产作为高收益资产，在资产荒背景下，成为一个优质的资产方向，较多机构参投，而并非政策的放松。

实际上，2020 年上半年的地产债的审批时间周期并没有缩短，而且批准依然维持严格要求，整体依然收紧。5 月份出台资金信托新规征求意见稿，限制了资金信托占比，也限制了地产公司（发行人）跟信托公司合作的关联度。单一集中度不能超过信托公司净资产的 30%，对地产信托影响比较大。

总体来看，地产融资政策整体上，16 年 17 年之前是个比较大的周期，但是进入到 17 年之后和调控周期一样倾向于整体收紧，边际上可能略有放松或者收紧，波动范围在窄通道内的边际微调。

## 五、融资收紧的触发条件是什么？

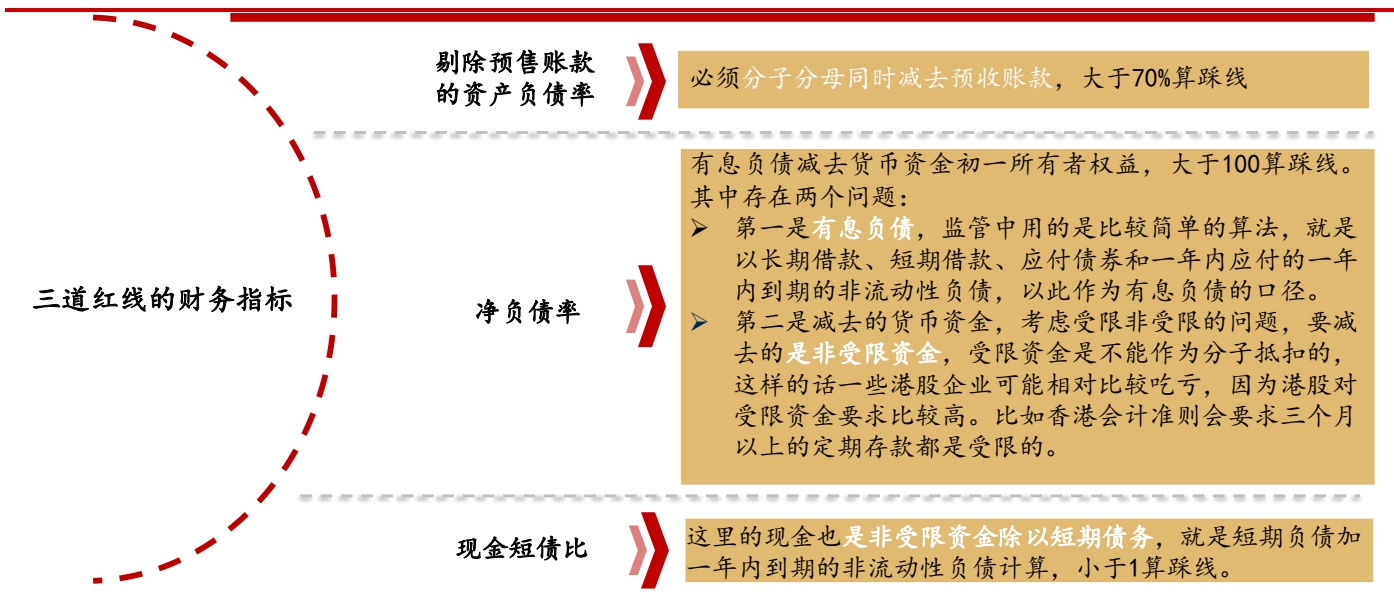
核心的触发条件是地价，如果整个土地成交价款的增速过高，过高的意思是连续三个季度持续保持增长，或者说超过了当地的整个财政收入的增速，就会触发地产融资收紧。这是整体的大背景，同时今年上半年一季度由于疫情拿地较弱，二季度开始有较大反弹，尤其是一二线成交了大量高溢价的地块。在这样的情况下，“三条红线”政策推出来防止土地市场相对过热。对地产融资的整体限制核心就是为了防止资金大量流入土地市场拿地，这个趋向收紧确实是能帮助政府稳定对地价的预期，从而稳定房价的预期。

### 4.3. “三条红线”政策的核心逻辑内涵和演变思路

**核心逻辑内涵：**综合金融审慎机制和地产长效机制的宏观理解来看，“三条红线”的红橙黄绿分档会进一步稳定房地产市场的稳定，并合理把控市场预期。此外，保持房价地价稳定既符合长效机制的内涵，也符合金融审慎机制的内涵，也意味着控制整个行业的风险，尤其是控制投向地产行业的风险，从而保证金融不会发生大的系统性风险。

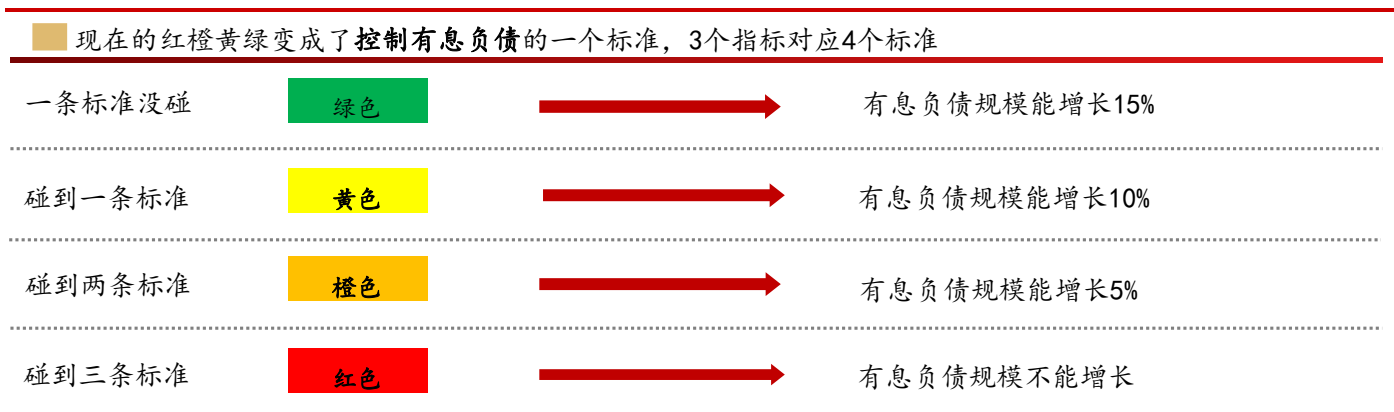
**背后的演变思路：**即从潜在提升发债额度，转变为限制有息负债增速。

图 49 “三条红线”政策细则



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 50 红橙黄绿分档对应有息负债的增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

#### 4.4. 为什么要用这三个指标？

即把公司的经营情况和负债情况联系在一起，同时考虑期限、经营性负债和有息负债一同进行监管。地产公司要考虑负债情况，但负债情况不是单一的负债情况。

**第一**，地产行业是大量有预收账款或者合同负债的，纯看资产负债率是不公平的，所以要剔除预收账款来看资产负债率。

**第二**，地产公司负债本身不是问题，需要考虑负债跟现金的抵减程度。

1) 净负债率中的现金可以抵减负债，也可以一一对应还款。

2) 地产融资以开发贷为主，项目的现金回款用来偿还该项目的负债，所有负债的第一还款来源都是项目现金回款，这是净负债率指标的核心逻辑。

**第三， 现金短债比主要是考虑公司的期限压力。**

1) 公司以长期负债为主压力较小，但如果短期负债多，公司偿债压力可能较大。所以用非受限货币资金除以短期内的要偿还的短期债反映期限压力。

2) 地产公司是有大量的经营性负债，而经营性负债未必是无息的，只不过不放到有息负债里。很多明股实债的技巧就是把有息负债转变成经营性负债，所以要考虑整体负债就要通过这两个指标来判断。

3) 有些公司有息负债率很低，但剔除预收账款的资产负债率很高，有一定的可能性就是把有息负债转到经营性负债里，这也是监管的意图。

监管的核心思路就是公司的经营情况，现金情况和负债情况是否匹配。这是核心问题，也是红橙黄绿的核心的演变思路和逻辑内涵。

## 4.5. “三条红线”推出前的信号及相关配套政策解读

**一、信号：每一次地产融资的收紧都是从信托开始的，信托是几波收紧的一个预示性信号。**

1) 2010 年大的收紧，14 年也是信托去限制，107 号文 9 号文限制了新增信托的投放的条件；

2) 2019 年融资收紧的标志就是 23 号文，核心限制了地产信托的投放以及交易架构；

3) 2020 年 5 月 8 号资金信托新规征求意见稿，限制了信托的非标比例。

**二、配套的政策：除了三道指标之外，还有其他相关配套政策。**

1) 在分档之后要每月报送数据，即基本的财务指标：三个指标涉及的 8 个财务科目，相关的拿地销售数据，此外，有息负债的结构也要求报送；

2) 需报告金融机构合作明细，如：信托的交易架构，合作项目占比多少，应承担的负债是多少；

3) 央行要求下属金融机构核实，报送机制严格。

**三、监控的另外两个指标：经营性现金流的净流入和权益拿地金额销售比**

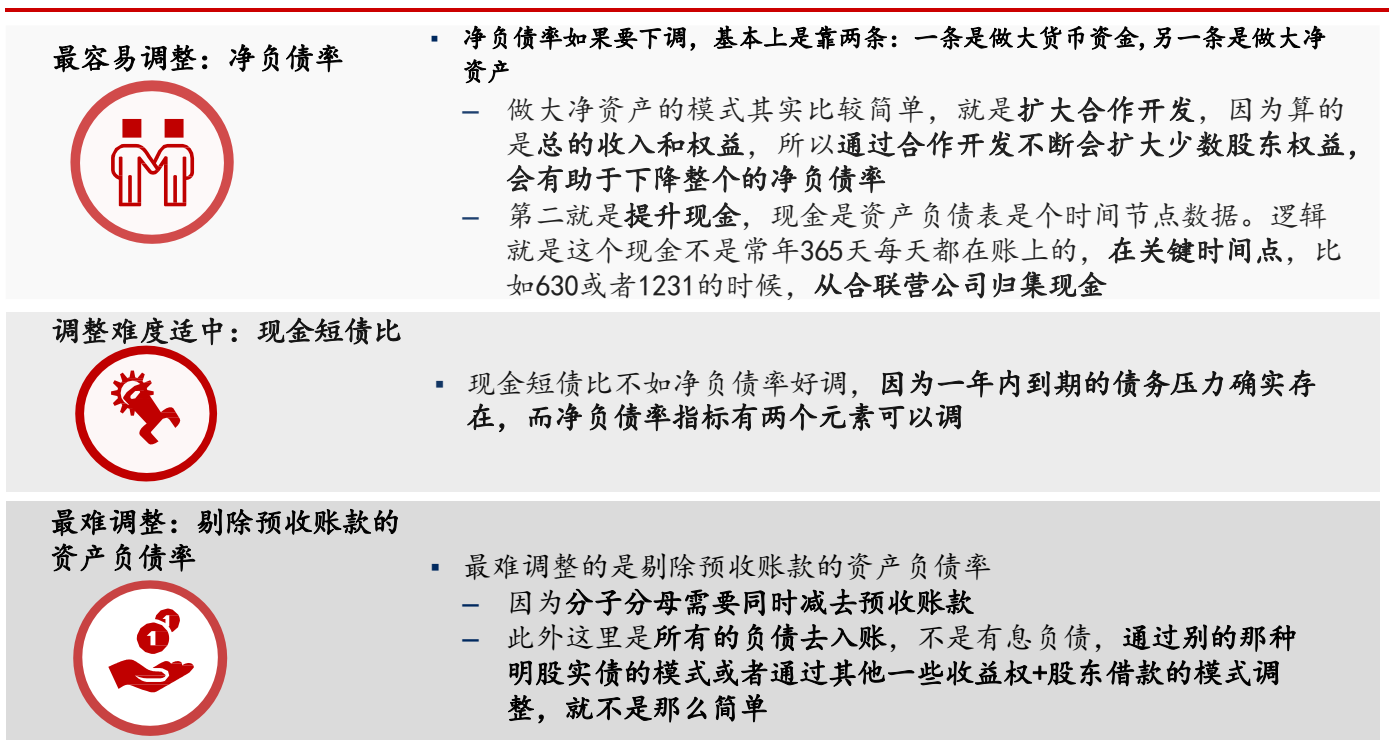
1) 经营性现金流的净流入是不是为正；

2) 此次监管指引是权益拿地销售比尽量不超过 40%，如果超过 40%要提供拿地的项目具体情况，作为红橙黄绿分档的配套。

## 4.6. 三个指标哪一个容易改正？

按难易程度排名：净负债率最容易，其次为现金短债比，最难的为剔除预收账款的资产负债率。

图 51 “三条红线”指标调整的难易程度



资料来源：Wind，华西证券研究所

## 4.7. 表外融资的可行性

自 2020 年 9 月开始，全国 12 家试点企业，需要给央行报送的包含所有跟金融机构的合作数据，其中包含了具体表外融资的数据。

在监管要求下，金融机构都需要汇报大量的表外表内的数据，其中包括了公司的信托，资管计划、保债计划。相当于所有和金融机构的合作都要报备。

因此，从表外绕开监管把数据进行改善并不合规，同时难度非常大。

## 4.8. 各个融资渠道配合“三条红线”监管标准的措施有什么？

“三条红线”的监管措施只是一个监管目标和监测过程，并不是实质的行政手段。各个融资渠道都会配合行政式手段或者执政式监管，比如交易所、协会，还有银保监、证监局。总体来看，基本上各个融资渠道都封堵住了。

图 52 “三条红线”各渠道监管措施

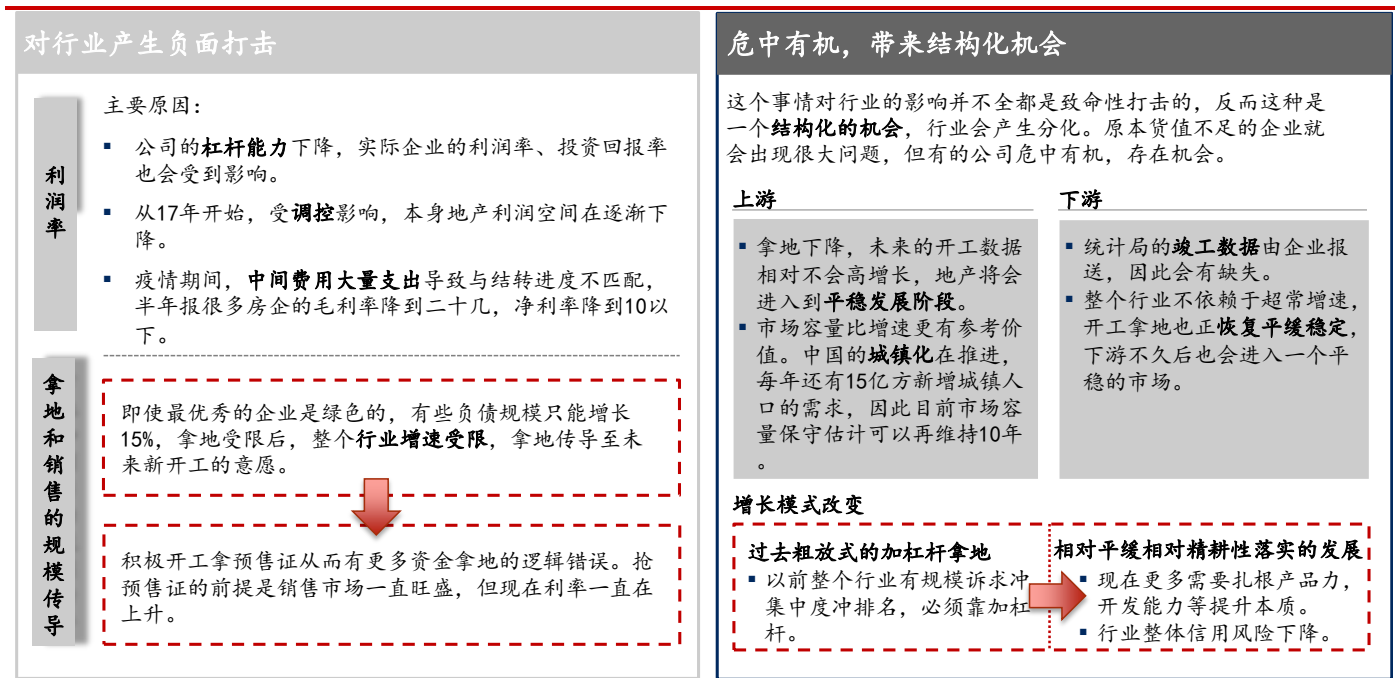
	银行开发贷渠道	信托融资渠道	债券融资渠道
监管措施	<ul style="list-style-type: none"> <li>开发贷，各个银行会自行排查重点风险企业的合作关系，同时限制整体开发贷额度，必须严格满足“432”的要求。</li> <li>通过国家统计局数据1~8月份数据看开发资金来源，国内贷款的增速是下降的，从7、8月份开始，开发贷的增量明显下降。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>5月8号资金信托新规征求意见稿要求集合资金信托规模中非标占比不得超过50%，其中涉及到40%，4万亿左右的下调。</li> <li>要求从2019年7月份开始，所有的地产信托存量规模不能超过2019年半年度的规模。迄今为止，规模已压降近0.5万亿。</li> <li>要求融资类信托压降20%。目前市场融资类信托全行业的规模为5万亿左右，地产占比30%多，整体融资类规模压降20%，分摊至地产，压降的程度比20%多。</li> <li>要求单一客户及其关联方与信托公司合作，不能超过该信托公司净资产30%。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>发改委企业债的资金用途，不允许用于住宅项目。</li> <li>银行间融资工具的借新还旧是打7~9折。</li> <li>公司债目前的借新还旧，比前期借新换旧的环境差，需要打85折。</li> <li>资管计划。最近保监会出台了相关规定：保险的资管计划，投放的资金不能跟保险公司关联方合作。因为险资参与地产公司很多，如果不能跟关联方合作，会造成很大问题。（需要参考具体关联方认定细节）</li> </ul>

资料来源：Wind，华西证券研究所

#### 4.9. 行业会发生什么变化？

“三条红线”政策的出台对行业有较为明显的负面影响，主要影响包括房企的利润率及拿地至销售的传导。但不可否认，政策市场化、规则化、透明化的融资规则，有利于房地产企业形成稳定的金融政策预期，可合理安排经营活动和融资行为，增强自身抗风险能力，也有利于推动房地产行业长期稳健运行，防范化解房地产金融风险，促进房地产市场持续平稳健康发展。

图 53 “三条红线”政策对行业的负面打击及机遇



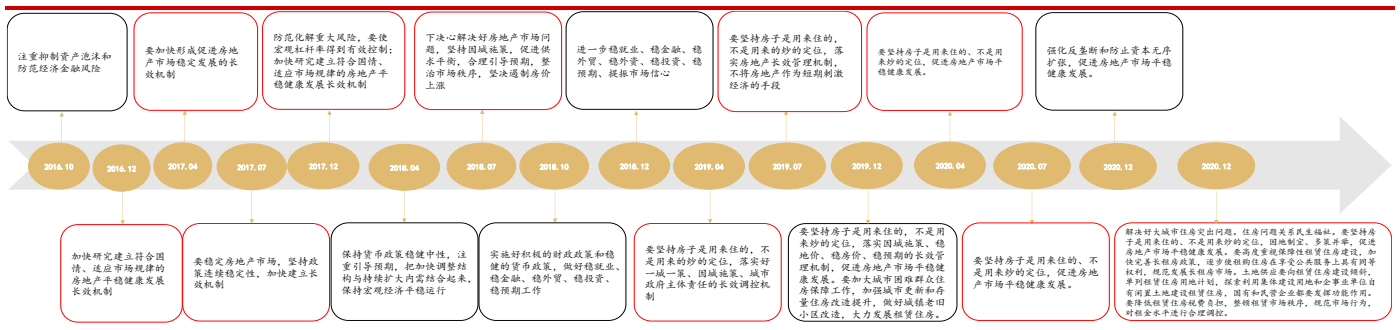
资料来源：Wind，华西证券研究所

#### 4.10. 政策展望：以稳为主，长效为基

自 2017 年以来，中央层面对地产调控政策的定调逐渐趋稳，基本保持了连续性和稳定性，其施政思路，目标上来说基本围绕“房住不炒”这一核心，力求做到“三稳”，即“稳房价、稳地价、稳预期”；而具体措施上“因城施策”则成为了主基调，且以市场预期管理作为中介目标。

具体来说，“房住不炒”实质上是政府对于房价的目标管控，政治局会议多次重申了“房住不炒”、“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”、“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。

图 54 近年来历次政治局会议关于地产的表述



资料来源：Wind，华西证券研究所

而“因城施策”则体现了政府在“稳增长”和“控风险”中寻求平衡的精准调控的思路：对于库存较低、销售火爆、房价上涨过快的城市，调控逐渐收紧；而对于库存过剩较多、销售较为冷清的地区，则调控较松或者不调控，实现对需求的合理引导和地区间的结构性平衡。

总体来看，在房地产长效机制尚在研究、还未完全建立之际，在房地产调控正在逐步由以行政措施为主向综合施策转变的关键期，中央层面不会允许任何放松原已建立的调控政策体系、任由房价上涨的做法；中央层面对调控的态度依然较为坚决，并未出现放松迹象。由于中央的严厉态度，从地方政府层面来看，也基本贯彻了“一城一策、因城施策”的思路，基本保持了各地房价的稳定。

展望 2021 年下半年，我们认为房地产相关政策的核心仍然将以“稳”字当头。之所以强调“稳”为核心，是因为在过去十余年的房地产调控中，政策一直没能较好的保持连续性与稳定性，导致房地产市场大起大落，也严重扰乱了市场的预期，各种极端观点诸如“房价永远涨”“房地产已经是夕阳产业没有未来”等轮番出现，甚至引发了多地的业主维权事件影响了社会稳定。因此，在当前错综复杂的内外部经济形势下，防止房价大起大落，实现房地产行业稳定健康发展将是房地产政策的首要目标。

从这个的角度，就可以理解中央以及地方政府因城施策，一方面针对热点城市采用“五限”等行政手段来对房价进行调控，另一方面对于库存较高的地区仍然继续稳妥推进货币化安置的目的，即希望通过行政手段来改变短期内房地产市场的供求关系，做到“稳房价、稳地价、稳预期”。实际上，这一差别化调控的方法在过去一段时间里已有收效。

然而，类似于“五限”等政策只可以作为短期控制房价的手段。虽然短期内该类政策对于房价确实有不错的抑制效果，但是限制手段不能做到长期有效，因为其并没有从根本上改变供需关系以及人们对房价的预期，只是短时间抑制了需求和潜在供给，其并不符合长效机制的要求。

理解长效机制，要从“长效”、“机制”两个关键词上来把握。长效是指长期有效，机制是使制度能够正常运行并发挥预期功能的配套制度。中央不断推动建立长效机制的根本目的是从根源上解决供需不平衡、房价过高的问题。从十九大报告开始的数次会议及文件的表述可见，现有的长效机制主要表现在税收制度改革、住房供给侧改革等方面，当然，目前不断推进的新型城镇化建设也属于对房地产行业有长期影响的政策，因此也可置于分析内容之中。

我们认为，长效机制首先意味着政策的长期施效，长期有效。所谓长效机制要能做到可以长期实行，并其效果可以长期存在两点。房地产税作为一个税收体制的改革，

对于整个国家一级城市来讲都非常重要，但中国城市众多，地区和城市间分化巨大，要立足平衡，因城施策，不宜“一刀切”。房地产税作为地方财政收入的主要来源，对于理顺中央和地方政府的关系、优化财税体系以及减少地方对土地的财政依赖和冲动具有重要意义，可以做到对房价的预期调整与管理，因此在长期施效条件下可以做到长期有效，并且对房价的控制也相对于“五限”等政策具备更长远的效应。城镇化就目前来看能在较长时间得到施行，并且城镇化带来的效应也可以长存；租售并举能在长期上改变房地产市场结构，从消费习惯的改变促成租赁行业的长期稳定发展，进而达到长期有效平滑房地产价格上升趋势的作用。

长效机制从目的上来说，是要让房地产市场健康平稳的发展，进而保持房地产市场在中国经济中流砥柱的作用，带动上下游产业的健康运作；是要让居民的住房得到保障，解决住房基本需求以及改善性需求；是要让地方政府在房地产业取得合理的税收，支持地方政府的发展。更具体来讲，我们认为，长效机制的目标可以分为以下几点：

(1) 完善房地产税收体制，并从调节收入差距，改善地方土地财政现状，调整房地产税收结构三方面来实现其价值。房地产税的主要作用是控制房价增长，促进社会公平，通过定向征税使得中低收入人群的住房问题得以解决；房地产税也将作为地方政府筹集财政收入，逐步改善土地财政依赖现状，满足公共服务需求的基础；其次房地产税亦将通过增加保有环节的税收，降低建设交易环节税收等来调整房地产税体系的相关税种，做到合理化、简化税收体系。

(2) 土地供应做到因城施策。各个城市根据自身的发展需求进行土地供应，从土地供应以及土地价格实现房价的合理化。目前一二线城市土地供应存在不足，三四线土地供应存在过量，这也是导致一二三四线房价分化的重要原因。长效机制应从根本解决这些土地供需问题，可以利用类似土地面积与人口数量挂钩等方式，控制土地供应数量随需求合理增减。

(3) 通过金融手段，可帮助信用良好的房企获取资金；银行信贷可以为居民的住房刚需提供信用支持。房企的对外部资金的依赖度很大，杠杆高，利用 REITs 等资产证券化手段可以让房企获取资金，并且可以使资金定向流向信用良好的企业，促进行业的健康发展。为了满足中低收入人群的住房刚需，银行可以加大对信用良好的中低收入人群的信贷额度，尤其在库存多、供过于求的地区，可以通过银行信贷额度的增加，使得中低收入人群的需求得以释放，进而平衡供需。

(4) 抑制投机需求，实现住房不炒。目前的限制性措施对投机需求起到了一定的作用，但从长期来看，需要由长效机制来使得行业健康发展，需求的合理释放，进而实现对投机的抑制，使得住房的投资属性减弱，真正实现住房不炒。

(5) 完善房地产业各层次立法。一套完整、全面并且正确合理的法律体系是推动长效机制建立的强有力根本，房地产税、租售并举的有效开展都需要建立在立法健全的基础上，因此长效机制建立的首要任务就是推动法律体系的建设。

总的来说，我们认为，对于 2021 年的调控政策，一定要紧抓“房住不炒”的核心，“因城施策”与“三条红线”这两个关键点。理解了这一点，我们对 2021 年的整体房地产市场表现便可以做到既不过分乐观，也不过分悲观，既不要期望房价会像之前一样出现报复性大幅上涨，也不必担忧房价会像日本、美国经济危机时一样全面崩盘，房地产的 2021 年，正如政策所表述的，将进一步迈向“平稳健康发展”。



#### 4.11. “旧改”接替“棚改”，物管行业或迎新机

上年两会政府工作报告指出：“新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个，支持加装电梯，发展用餐、保洁等多样社区服务”，报告内容不涉及棚改。旧改利好物管行业，在小区改造后，物管公司的引入有利于提升行业渗透率。旧改不仅是在物业管理方面进行提升，其对社区养老、托育、医疗、助餐等服务的需要，将拓宽物管公司发展增值服务的空间。

表 5 历年两会政府工作报告关于房地产的表述

年份	房地产相关政策
2005	重点抑制生产资料价格和房地产价格过快上涨。
2006	继续解决部分城市房地产投资规模过大和房价上涨过快的问题。要着力调整住房供应结构，严格控制高档房地产开发，重点发展普通商品房和经济适用房。
2007	房地产业对发展经济、改善人民群众住房条件有着重大作用，必须促进房地产业持续健康发展。加强房价监管和调控，抑制房地产价格过快上涨，保持合理的价格水平。
2008	坚持加强对房地产市场的调控和监管，规范和维护市场秩序，促进房地产业持续稳定健康发展。三要综合运用税收、信贷、土地等手段，完善住房公积金制度，增加住房有效供给，抑制不合理需求，防止房价过快上涨。四要加强市场监管，严格房地产企业市场准入和退出条件。依法查处闲置囤积土地、房源和炒地炒房行为。同时，要加强农村住房建设规划和管理，切实解决农村困难群众住房安全问题。我们要坚定不移地推进住房改革和建设，让人民群众安居乐业。
2009	促进房地产市场稳定健康发展。采取更加积极有效的政策措施，稳定市场信心和预期，稳定房地产投资，推动房地产业平稳有序发展。加快落实和完善促进保障性住房建设的政策措施，争取用三年时间，解决 750 万户城市低收入住房困难家庭和 240 万户林区、垦区、煤矿等棚户区居民的住房问题。中央财政将加大对廉租房建设和棚户区改造的投资支持力度，适当提高中西部地区补助标准；今年拟安排 430 亿元，用于补助低保住房困难家庭的实物廉租房建设。选择一些有条件的地区进行试点，把部分住房公积金闲置资金补充用于经济适用住房建设。积极发展公共租赁住房。落实好支持居民购买自住性和改善性住房的信贷、税收和其他政策。对符合条件的第二套普通自住住房购买者，比照执行首次贷款购买普通自住房的优惠政策；对住房转让环节营业税，按不同年限实行有区别的税收减免政策。促进普通商品住房消费和供给，加大对中小套型、中低价位普通商品房建设的信贷支持。加快发展二手房市场和住房租赁市场。鼓励引导各地因地制宜稳定和发展房地产市场，加强住房市场分类管理。继续整顿房地产市场秩序，规范交易行为。帮助进城农民工解决住房困难问题。扩大农村危房改造试点范围。深化城镇住房制度改革，满足居民多层次住房需求，努力实现居者有其屋的目标。
2010	促进房地产市场平稳健康发展。要坚决遏制部分城市房价过快上涨势头，满足人民群众的基本住房需求。一是继续大规模实施保障性安居工程。中央财政拟安排保障性住房专项补助资金 632 亿元，比上年增加 81 亿元。建设保障性住房 300 万套，各类棚户区改造住房 280 万套。扩大农村危房改造试点范围。各级政府要切实负起责任，严格执行年度建设计划，确保土地、资金和优惠政策落实到位。二是继续支持居民自住性住房消费。增加中低价位、中小套型普通商品房用地供应，加快普通商品房项目审批和建设进度。规范发展二手房市场，倡导住房租赁消费。盘活住房租赁市场。三是抑制投机性购房。加大差别化信贷、税收政策执行力度。完善商品房预售制度。四是大力整顿和规范房地产市场秩序。完善土地收入管理使用办法，抑制土地价格过快上涨。加大对囤地不建、捂盘惜售、哄抬房价等违法违规行为的查处力度。
2011	坚定不移地搞好房地产市场调控。加快健全房地产市场调控的长效机制，重点解决城镇中低收入家庭住房困难，切实稳定房地产市场价格，满足居民合理住房需求。一是进一步扩大保障性住房建设规模。今年要再开工建设保障性住房、棚户区改造住房共 1000 万套，改造农村危房 150 万户。重点发展公共租赁住房。中央财政预算拟安排补助资金 1030 亿元，比上年增加 265 亿元。各级政府要多渠道筹集资金，大幅度增加投入。抓紧

	<p>建立保障性住房使用、运营、退出等管理制度，提高透明度，加强社会监督，保证符合条件的家庭受益。二是进一步落实和完善房地产市场调控政策，坚决遏制部分城市房价过快上涨势头。制定并向社会公布年度住房建设计划，在新增建设用地计划中，单列保障性住房用地，做到应保尽保。重点增加中小套型普通商品住房建设。规范发展住房租赁市场。严格落实差别化住房信贷、税收政策，调整完善房地产相关税收政策，加强税收征管，有效遏制投机投资性购房。加强房地产市场监测和市场行为监管，严厉查处各类违法违规行为。三是建立健全考核问责机制。稳定房价和住房保障工作实行省级人民政府负总责，市县人民政府负直接责任。有关部门要加快完善巡查、考评、约谈和问责制度，对稳定房价、推进保障性住房建设工作不力，从而影响社会发展和稳定的地方，要追究责任。</p>
2012	<p>房地产市场调控处于关键阶段。继续搞好房地产市场调控和保障性安居工程建设。严格执行并逐步完善抑制投机、投资性需求的政策措施，进一步巩固调控成果，促进房价合理回归。继续推进保障性安居工程建设，在确保质量的前提下，基本建成 500 万套，新开工 700 万套以上。抓紧完善保障性住房建设、分配、管理、退出等制度。采取有效措施，增加普通商品住房供给。加快建设城镇住房信息系统，改革房地产税收制度，促进房地产市场长期平稳健康发展。</p>
2013	<p>加强房地产市场调控和保障性安居工程建设。坚决抑制投机、投资性需求，抓紧完善稳定房价工作责任制和房地产市场调控政策体系，健全房地产市场稳定健康发展长效机制。继续抓好保障性安居工程建设和管理，让老百姓住上放心房、满意房。今年城镇保障性住房基本建成 470 万套、新开工 630 万套，继续推进农村危房改造。</p>
2014	<p>完善住房保障机制。以全体人民住有所居为目标，坚持分类指导、分步实施、分级负责，加大保障性安居工程建设力度，今年新开工 700 万套以上，其中各类棚户区 470 万套以上，加强配套设施建设。提高大城市保障房比例。推进公租房和廉租房并轨运行。创新政策性住房投融资机制和工具，采取市场化运作方式，为保障房建设提供长期稳定、成本适当的资金支持。各级政府要增加财政投入，提高建设质量，保证公平分配，完善准入退出机制，年内基本建成保障房 480 万套，让翘首以盼的住房困难群众早日迁入新居。针对不同城市情况分类调控，增加中小套型商品房和共有产权住房供应，抑制投机投资性需求，促进房地产市场持续健康发展。做好房地产税立法相关工作。</p>
2015	<p>稳定住房消费。加大城镇棚户区 and 城乡危房改造力度。今年保障性安居工程新安排 740 万套，其中棚户区改造 580 万套，增加 110 万套，把城市危房改造纳入棚改政策范围。农村危房改造 366 万户，增加 100 万户，统筹推进农房抗震改造。住房保障逐步实行实物保障与货币补贴并举，把一些存量房转为公租房和安置房。对居住特别困难的低保家庭，给予住房救助。坚持分类指导，因地施策，落实地方政府主体责任，支持居民自住和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。</p>
2016	<p>推进城镇保障性安居工程建设和房地产市场平稳健康发展。今年棚户区住房改造 600 万套，提高棚改货币化安置比例。完善支持居民住房合理消费的税收、信贷政策，适应住房刚性需求和改善性需求，因城施策化解房地产库存。建立租购并举的住房制度，把符合条件的外来人口逐步纳入公租房供应范围。</p>
2017	<p>因城施策去库存。目前三四线城市房地产库存仍然较多，要支持居民自住和进城人员购房需求。坚持住房的居住属性，健全购租并举的住房制度，落实地方政府主体责任，加快建立和完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，以市场为主满足多层次需求，以政府为主提供基本保障。加强房地产市场分类调控，遏制热点城市房价过快上涨，房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地，规范开发、销售、中介等行为。目前城镇还有几千万人居住在条件简陋的棚户区，要持续进行改造。今年再完成棚户区住房改造</p>

	600 万套，继续发展公租房，因地制宜提高货币化安置比例，加强配套设施建设和公共服务，让更多住房困难家庭告别棚户区，让广大人民群众在住有所居中创造新生活。
2018	更好解决群众住房问题。启动新的三年棚改攻坚计划，今年开工 580 万套。加大公租房保障力度，对低收入住房困难家庭要应保尽保，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实地方主体责任，继续实行差别化调控，建立健全长效机制，促进房地产市场平稳健康发展。支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让广大人民群众早日实现安居宜居。健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法。
2019	深入推进新型城镇化。坚持以中心城市引领城市群发展。抓好农业转移人口落户，推动城镇基本公共服务覆盖常住人口。更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求。城镇老旧小区量大面广，要大力进行改造提升，更新水电路气等配套设施，支持加装电梯，健全便民市场、便利店、步行街、停车场、无障碍通道等生活服务设施。新型城镇化要处处体现以人为核心，提高柔性化治理、精细化服务水平，让城市更加宜居，更具包容和人文关怀。
2020	深入推进新型城镇化。发挥中心城市和城市群综合带动作用，培育产业、增加就业。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，让城市更宜业宜居。
2021	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。

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 5. 投资建议

我们认为，2021 年房地产板块投资的主线逻辑，主要有以下三方面：

1. 业绩为王。回顾 2021 年上半年，政策基调趋于收紧，行业利润率下滑趋势明显，此外，集中供地一定程度上扰乱了市场的预期，使得地产板块估值变化极为敏感。展望 2021 年下半年，一方面政策将以“房住不炒”、“因城施策”和“三条红线”为核心思路，另一方面，行业基本面韧性仍足，我们预计 2021 年下半年的政策仍将延续 2021 年上半年的态势。在这种情况下，板块的投资思路将继续聚焦业绩，有着一张靓丽财务报表的地产公司，无疑将更受到投资者的关注。

2. 从规模导向逐渐转向利润导向。在过去的几年中，由于市场的火爆和三四线的崛起，以及行业集中度的快速提升，诸多房企经历了规模的快速提升，很多中型房企也在努力冲销售规模和排名。在行业市场规模快速扩张、房价上涨的整体牛市阶段，采用高周转努力做大市场份额的确是行之有效的办法。然而当市场步入平稳发展期之后，利润率将逐渐取代销售规模成为投资者更关注的指标。在这种情况下，拥有优质土地资源或者低价获取土地能力、较高经营管理以及成本管控能力，能够做出优质而精细化产品的房地产企业，即便销售规模未能名列前茅，然而由于净利润方面的优势，也能够得到资本市场的青睐。

3. 行业集中度提升的逻辑仍将延续。过去几年中，受到三四线城市的火爆行情的吸引，一线房企纷纷下沉布局，依靠其本身强大的运营周转能力和品牌优势，降维打击般抢占了大批三四线城市当地小型房企的市场份额，这是之前行业集中度提升的最主要逻辑。展望 2021 年下半年，龙头房企在行业政策收紧后，在融资端和拿地端的优势更为显著，将继续享有较大优势。对于上市房企来说，过去几年的对手可能只是三四线本地的小型房企，不堪一击，然而未来将面临的对手可能将越来越强大，这对公司本身的运营管理、产品质量等综合能力也将提出全方位的考验，好的公司也将更有可能脱颖而出，走出  $\alpha$  行情。

4. 物管行业大有可为。我国物业管理行业规模巨大、增速高、龙头企业市占率较低，在竣工周期到来，叠加国家大力提倡后勤社会化的情况下，行业头部物管企业将充分受益，未来数年保持较高增速

综合上述分析，2021 年房地产板块因利润率下滑受到冲击，但行业数据表现持续超预期，基本面韧性十足，不必过于悲观。当前，行业估值仍处低位，业绩确定性高，股息高，值得重点关注。我们重点推荐业绩确定性强的龙头房企万科 A、保利地产、金科股份、中南建设、招商蛇口、华侨城 A 等。相关受益标的包括融创中国、龙湖集团、旭辉控股集团、中国金茂、龙光集团等。此外，物管行业发展空间广阔，景气度持续向好，相关受益标的包括碧桂园服务、绿城服务、金科服务、融创服务、永升生活服务、新城悦服务、合景悠活及星盛商业等。

## 6. 风险提示

调控政策继续大幅收紧引发销售大幅下滑。房地产行业长期受政策所影响，持续收紧的购房政策对房地产行业上市公司的销售造成较大波动，使销售端承压。

集中供地竞争激烈导致利润率下滑。集中供地政策导致有规模诉求的房企，高价拿地，致使主流城市拿地溢价率高企，从而压缩房企的利润率。

计提过多存货跌价准备导致业绩不达预期。受房地产调控政策影响，房地产公司的销售价格受到较大影响，致使部分项目出现亏损。

### 分析师与研究助理简介

由子沛：华西证券房地产行业首席分析师，同济大学及美国西北大学联合培养土木工程专业博士，获得三项国家发明专利，擅长房地产行业政策研究与数据分析，曾就职于民生证券研究院任房地产行业首席分析师；中国财富网“社区金融高峰论坛”特邀嘉宾，证券时报第二届中国证券分析师“金翼奖”房地产行业第三名，第八届Wind“金牌分析师”房地产行业第一名。

侯希得：悉尼大学硕士学位，曾就职于民生证券，2019年加入华西证券任房地产行业分析师。

肖峰：同济大学土木工程专业学士，上海财经大学金融硕士，2020年加入华西证券任房地产行业助理分析师。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。