

## 7月销售市场降温，物管板块回调带来布局机会

### ——7月行业动态报告

#### 核心观点:

- **7月市场销售降温。**2021年7月,30城新房销售面积同比增速-5.19%,环比增速为-4.62%。销售连续两个月降温,市场销售表现逐步验证我们年初对销售的判断。分一二三线城市来看,同比方面,7月单月一、二、三线成交面积增量分别为4.84%/4.46%/-25.04%;环比方面,一、二、三线增速分别为-16.01%/-3.39%/3.38%,一线城市较6月幅度变化显著,成交面积大幅下降,二线城市成交面积处于相对稳定,相比之下,三线城市活跃度上升,但较去年同期成交面积大幅削减。
- **去化周期连续两个月上行。**截至2021年7月,十大城市的存销比为8.53,较上月+0.39,去化周期环比+4.79%,同比-9.45%,随着市场销售降温,去化周期开始上行,但仍处于2017年以来的较低水平。分线来看,一、二线城市存销比分别为7.87、8.93,分别较上月+0.05、+0.61,一线城市去化周期显著低于二线城市,在信贷政策收缩和各城不断升级限购政策等背景下,市场后续可能出现降温趋势,存销比反弹。
- **两城开启第二批集中供地,土拍热度分化依旧。**6月10日,厦门成为首个开启第二批土拍的城市,6月17日,长春紧随其后。两城第二批集中供地热度分化明显,厦门热度依旧,长春再次遇冷。两城比较,长春第二批集中供地溢价率仅为0.4%,厦门23.62%。
- **政治局政策基调偏紧,未来目标依旧是市场平稳健康发展。**730中央政治局会议重申“房住不炒”定位和三稳目标,加快发展租赁住房并落实用地、税收等支持工作。7月23日八部门联发《关于持续整治规范房地产市场秩序的通知》提出力争用3年左右时间,实现房地产市场秩序明显好转,未来动态调控或成常态。
- **政策对物管支持的大方向未变,板块回调带来布局机会。**恒生物业服务及管理(HSPSM.HI)指数本月跌幅为24.68%,物业板块出现较大幅度的下跌,主要是受《关于持续整治规范房地产市场秩序的通知》的政策波及,我们认为《通知》中提到的整治内容,对运营规范、品牌认可度强的物管公司不构成实质影响,政策对行业支持的大方向未变,高增长仍是未来主旋律。目前,头部物管公司21年对应PE在16-55倍区间,均值为28倍,当前估值处于合理区间,具备较高的投资价值。
- **投资建议:**在行业供给侧改革的大环境下,对于优质住宅开发房企是风险也是机遇,行业估值处于历史最低水平,具备足够的安全边际;物业管理行业全面迎来黄金时代,万亿级市场空间助飞跃,行业进入基本面与政策面共振的阶段。目前行业正处于快速扩张阶段,科技赋能加速行业发展,高业绩指引和企业品牌力为估值提升创造想象空间。我们建议关注优质住宅开发行业龙头股:万科A(000002)、保利地产(600048)、新城控股(601155);优质物业管理公司:碧桂园服务(6098)、华润万象生活(1209)、金科服务(9666)、旭辉永升服务(1995)、招商积余(001914)、新大正(002968)。
- **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

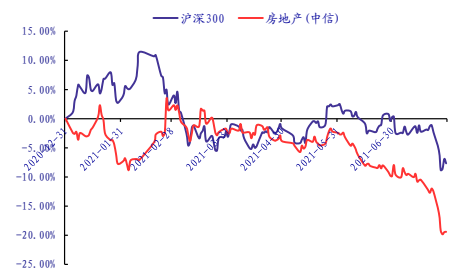
王秋衡

☎: (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】行业动态报告-6月销售降温符合预期,第二批土地集中供应拉开帷幕-6月行业动态报告

【银河地产】行业动态报告-5月销售热度环比微降,首批土拍城市热度分化-5月行业动态报告

【银河地产】行业动态报告-市场销售热度微降,一季度杠杆率下降-4月行业动态报告

【银河地产】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

【银河地产】行业动态报告-行业投资性价比凸显,看好板块估值修复行情-2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) 7 月市场销售降温，下半年市场将逐步回归理性 .....	1
1、7 月市场销售降温持续 .....	1
2、去化周期连续两个月上行 .....	2
(三) 财务分析：一季度增收不增利，长期来看行业杠杆有望继续下降 .....	3
1、利润表：板块一季度“增收不增利”，营收两年 CAGR+25.01%，归母净利润两年 CAGR-30.51%，短期内毛利率进入下行通道 .....	3
2、资产负债表：预收账款小幅上涨，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
5、2021H1 中报拉开帷幕 .....	9
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 .....	9
(一) 中国房地产将告别暴涨时代，进入平稳健康发展时期 .....	9
1、人口增速放缓，老龄化结构加剧，三胎政策放开 .....	9
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 .....	10
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 .....	11
(二) 房地产长效机制逐步完善 .....	12
1、理性看待土地出让收入划转税务部门征收的影响 .....	12
2、坚持“房住不炒”定位，防止以学区房等名义炒作房价 .....	13
3、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 .....	13
4、22 城首批土地集中出让落幕，长效机制进一步完善 .....	15
5、坚持“房住不炒”定位，金融审慎管理制度出台是最大新变局 .....	18
6、地方政府加码房地产政策响应中央，稳定市场预期 .....	20
7、土地市场的改革是地产促供给侧改革的重要一环 .....	21
8、规范行业秩序，政策对物管行业的支持大方向未变 .....	21
(三) 物业管理行业迎来“黄金时代” .....	22
1、物管政策助推行业快速规范发展 .....	22
2、物管企业上市热潮持续，进程或将放缓。 .....	22
三、房地产行业在资本市场中的表现情况 .....	23
(一) 房企迎来平台化发展，“估值+业绩”双提升 .....	23
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 .....	23
2、LPR 连 15 期持平 .....	25
(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 .....	25
1、房地产板块 PE、PB 估值比较 .....	25
2、房地产板块与各行业 PE、PB 估值比较 .....	26
3、物业管理板块市场表现 .....	27
4、物管个股表现 .....	27

---

四、投资建议.....	28
五、风险提示.....	28
插图目录.....	29
表格目录.....	30

## 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。

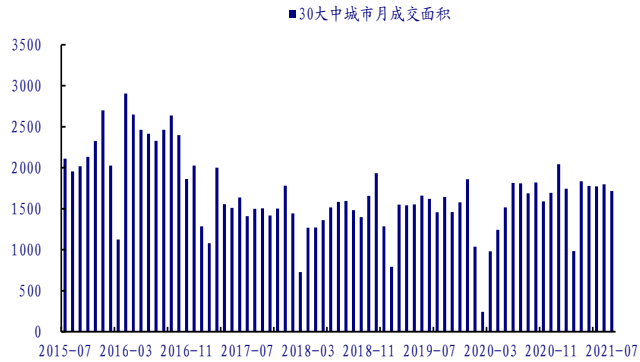
### （二）7月市场销售降温，下半年市场将逐步回归理性

#### 1、7月市场销售降温持续

2021年7月，30城新房销售面积为1715.58万平方米，同比增速-5.19%，环比增速-4.62%，成交套数为159843套，同比增速为-6.80%，环比增速为-4.00%。销售连续两个月降温，市场销售表现逐步验证我们年初对销售的判断：前高后低，下半年热度回落逐渐回归平稳。本月成交面积和套数环比上月略有下降。分一二三线城市来看，同比方面，7单月一、二、三线成交

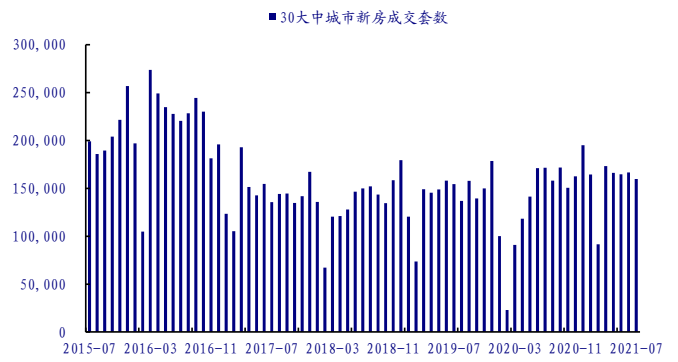
面积同比增长分别为 4.84%/4.46%/-25.04%；环比方面，一、二、三线增速分别为 -16.01%/-3.39%/3.38%，一线城市较 6 月幅度变化显著，成交面积大幅下降，二线城市成交面积处于相对稳定，相比之下，三线城市活跃度上升，但较去年同期成交面积大幅削减。

图 1: 30 大中城市新房成交面积情况 (万平方米)



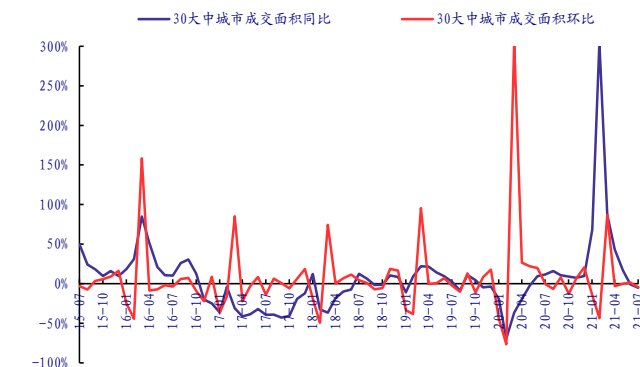
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 2: 30 大中城市新房成交套数情况 (套)



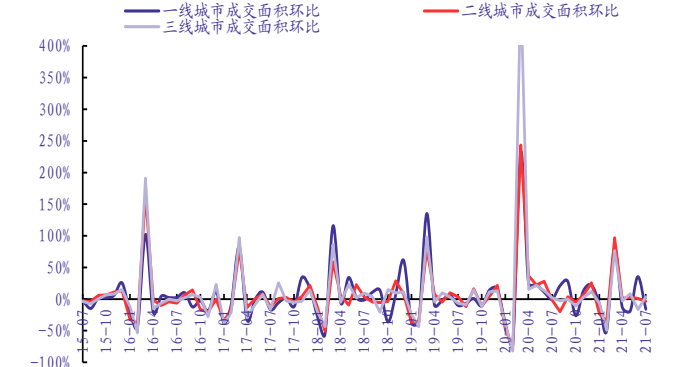
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 3: 30 大中城市月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 (%)



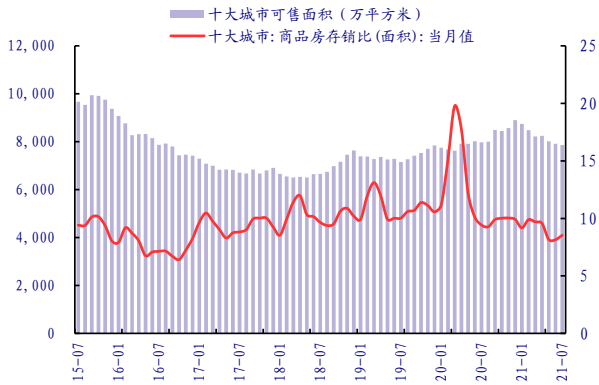
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

## 2. 去化周期连续两个月上行

截至 2021 年 7 月，十大城市的存销比为 8.53，较上月+0.39，去化周期环比+4.79%，同比-9.45%，随着市场销售降温，去化周期开始上行，但仍处于 2017 年以来的较低水平。分线来看，一、二线城市存销比分别为 7.87、8.93，分别较上月+0.05、+0.61，一线城市去化周期显著低于二线城市，在信贷政策收缩和各城不断升级限购政策等背景下，市场后续可能出现降温趋势，存销比反弹。

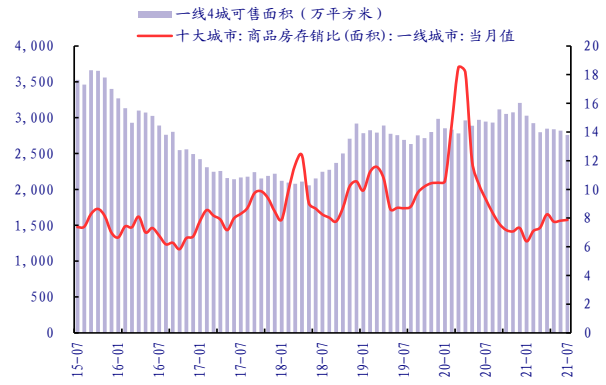


图 5: 十大城市可售面积及存销比



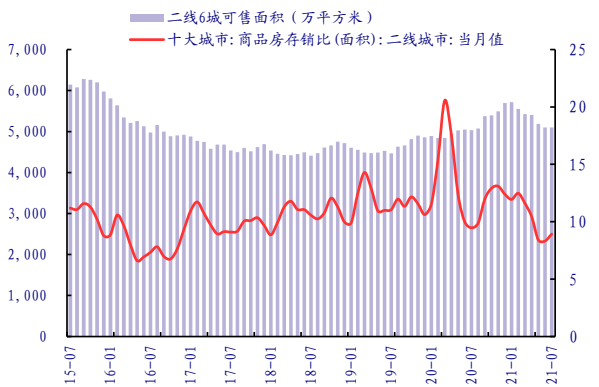
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

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：一季度增收不增利，长期来看行业杠杆有望继续下降

#### 1、利润表：板块一季度“增收不增利”，营收两年 CAGR+25.01%、归母净利润两年 CAGR-30.51%，短期内毛利率进入下行通道

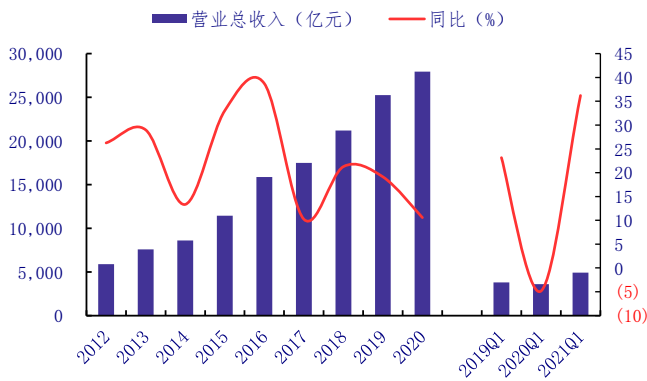
2021Q1 房地产行业总营业收入为 4916.38 亿元，由于去年疫情影响，同比数据可比性较弱，与 2019Q1 相比增速为 29.61%，两年 CAGR 为 25.01%；实现归母净利润 194.49 亿元，与 2019Q1 相比增速为-51.71%，两年 CAGR 为-30.51%。今年第一季度营收同比大增，主要受去年疫情造成的去年同期低基数影响，归母净利润在去年疫情前提下仍同比下滑，“增收不增利”主要系限价政策收紧、高地价项目及资本化利息进入结算期导致。

第一季度房地产行业销售费用率、管理费用率、财务费用率为 2.94%、4.64%、4.01%，同比+0.02pct、-0.91pct、-0.86pct。整体三费率为 11.59%，同比-1.75pct，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以及在去杠杆的大背景下财务费用率降低。

2021Q1 销售毛利率为 22.65%，同比-7.34pct；实现销售净利率 5.42%，同比-2.85pct。毛

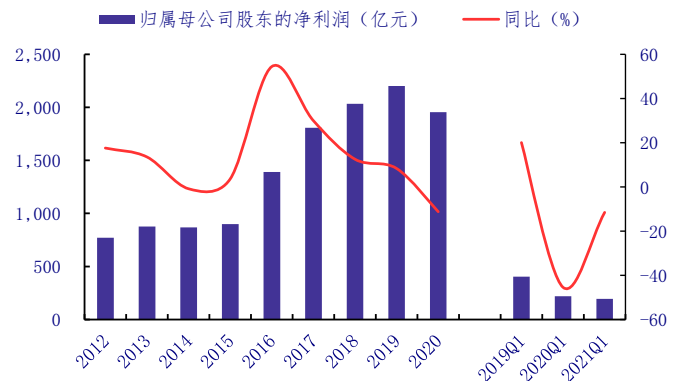
利率和净利率均下滑主要在于：(1)由于前几年土地市场景气度较高，房企整体拿地价格攀升，高土地成本项目现进入结转期间；(2)受“房住不炒”政策管控，行业利润空间被压缩，自18年来毛利率、净利率总体均呈下降趋势；(3)部分房企第一季度采取促销措施降低盈利水平。我们认为虽然短期内行业利润率水平仍有压力，但随着融资新规的逐步渗透，土地市场或回归理性，期待未来利润率水平迎来改善。

图 8: 房地产行业 2021Q1 营业总收入及同比增速



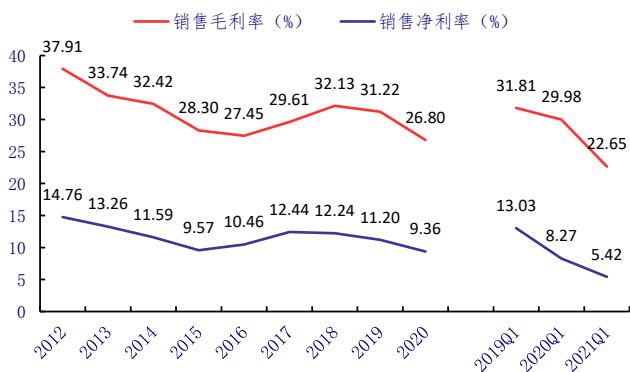
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 9: 房地产行业 2021Q1 归母净利润及同比增速



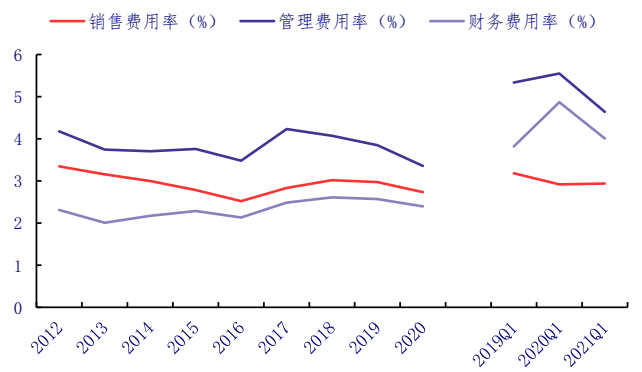
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 10: 房地产行业 2021Q1 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 2021Q1 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

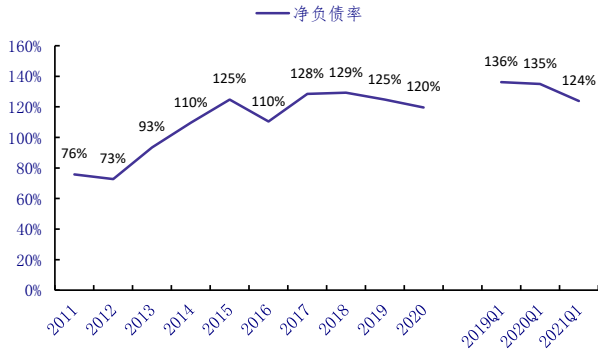
## 2、资产负债表: 预收账款小幅上涨, 行业杠杆率水平有望继续下降

房地产行业 2021Q1 含合同负债的预收账款为 35769.57 亿元, 同比增长 13.98%, 增速较去年同期+2.19pct, 覆盖 2020 营收的 1.28 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, 虽然增速进入下行通道, 但延续了一直以来的增长态势, 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, 预计未来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维持理性增长, 预收账款将继续增加。

截至 2021Q1, 行业净负债率为 123.83%, 同比-11.11pct; 资产负债率为 79.24%, 同比+0.09pct, 一季度行业杠杆略微下降。整体来看, 行业净负债率、资产负债率均处于历史较高

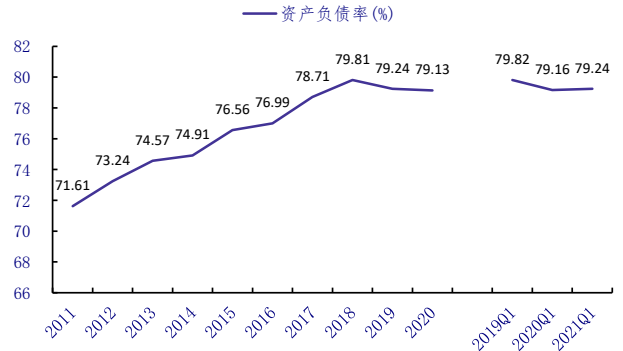
水平。在“三条红线”的融资监管下，房企开始积极降低杠杆水平，预计年末行业杠杆率还将迎来更大幅度的下降。

图 12: 房地产行业 2021Q1 净负债率



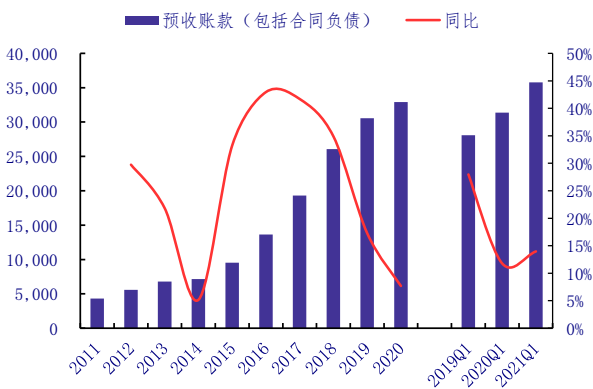
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 13: 房地产行业 2021Q1 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 2021Q1 预收账款及同比增速



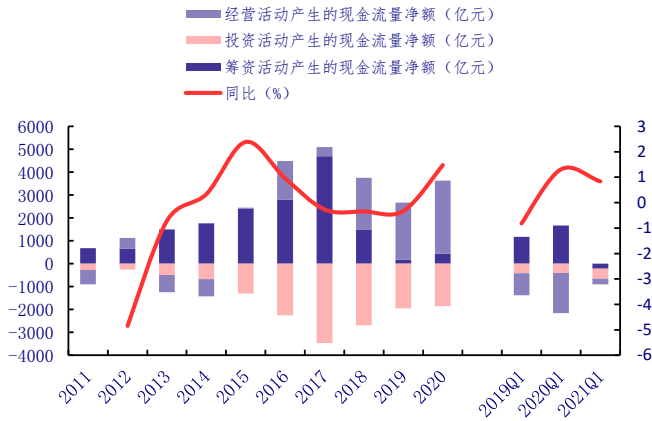
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

### 3、现金流量表: 销售强韧性对现金流形成支撑

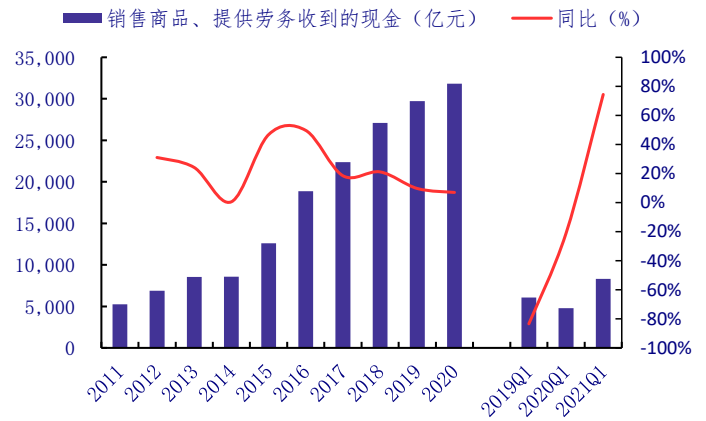
2021Q1 房地产行业的销售商品、提供劳务收到的现金达 8323.86 亿元, 同比+74.45%, 主要受去年低基数影响, 与 2019Q1 相比, 增幅达 37.51%, 年复合增长率为 17.27%, 超 2018-2020 全年平均增速 8.36%, Q1 销售态势强劲。我们认为在目前的融资监管环境下, 年内房企有较强的动力积极推盘促回款, 加速竣工结算, 来降低杠杆水平。并且随着年中及年末销售旺季的到来, 预计全年销售商品收入的现金将持续上涨。

2021Q1 现金流净额为-905.82 亿元, 表现为现金净流出, 流出额同比增加 83.76%。分类来看, 经营活动现金流净流出 249.27 亿元, 2020Q1 为净流出 1750.19 亿元, 主要由于疫情影响, 2020Q1 销售基本停滞导致回款大幅减少, 2021Q1 回升到以前年度水平; 投资活动净流出 440.06 亿元, 同比增加 8.28%; 筹资活动现金流净流出 216.49 亿元, 较去年同期大幅减少 113.01%, 主要由于 2021Q1 融资环境趋紧, 房企融资额大幅削减, 随着下半年政策稳中偏紧的基调持续, 下半年融资环境预计仍将维持。



**图 15: 房企 2021Q1 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 2021Q1 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 4 月 30 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 4 月 30 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 72.45%，归母净利润增速为 59.62%，其中营收在 50 亿以上的物管公司营收增速均值为 41.77%，归母净利润增速为 59.82%。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 4 月 30 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
泰禾集团	4 月 30 日	36.15	-84.70%	-49.99	-1171.83%	-2.0087	-29.25%
绿景控股	4 月 30 日	0.15	-9.67%	-0.18	-104.31%	-0.10	-9.80%
宋都股份	4 月 30 日	71.61	71.86%	3.52	-40.08%	0.27	7.41%
苏州高新	4 月 30 日	100.41	9.88%	3.02	-14.51%	0.13	2.15%
华夏幸福	4 月 30 日	1012.09	-3.80%	36.65	-74.91%	0.97	7.27%
格力地产	4 月 30 日	63.89	52.38%	5.59	6.17%	0.30	6.88%
福星股份	4 月 30 日	75.01	-21.59%	3.06	-48.73%	0.32	2.72%
京能置业	4 月 30 日	3.13	37.22%	-0.71	-469.09%	-0.16	-4.34%
滨江集团	4 月 29 日	285.97	14.60%	23.28	42.69%	0.75	13.32%
荣盛发展	4 月 28 日	715.11	0.85%	75.01	-17.75%	1.73	15.97%
新黄浦	4 月 28 日	11.94	-6.42%	2.69	148.58%	0.40	6.39%
云南城投	4 月 27 日	43.93	-9.61%	-25.86	-	-1.63	-286.30%

中南建设	4月27日	786.01	9.43%	70.78	70.01%	1.87	28.18%
美好置业	4月27日	42.07	14.95%	0.95	41.58%	0.04	1.32%
绿地控股	4月27日	4557.53	6.53%	149.98	1.73%	1.23	18.57%
大名城	4月24日	148.37	13.75%	4.48	-39.73%	0.18	3.43%
华发股份	4月24日	510.06	53.87%	29.02	4.28%	1.16	16.78%
光明地产	4月24日	149.84	6.49%	1.07	-79.38%	-0.03	-0.68%
保利地产	4月20日	2430.95	3.04%	289.48	3.54%	2.42	17.10%
金地集团	4月17日	839.82	32.42%	103.98	3.20%	2.30	18.55%
首开股份	4月17日	442.26	-7.18%	31.40	13.84%	1.13	11.42%
大龙地产	4月16日	9.87	8.15%	1.05	3.84%	0.13	4.41%
阳光城	4月15日	821.71	34.60%	52.20	29.85%	1.20	20.76%
南国置业	4月15日	40.25	-36.80%	0.20	105.75%	0.01	0.50%
顺发恒业	4月13日	5.81	-64.75%	2.48	-59.19%	0.10	3.81%
蓝光发展	4月12日	429.57	9.60%	33.02	-4.53%	1.00	18.60%
万通发展	4月10日	13.62	-7.99%	0.51	-91.59%	0.03	0.66%
苏宁环球	4月9日	42.87	9.25%	10.38	-15.66%	0.34	12.50%
南山控股	4月9日	112.32	55.09%	13.01	222.37%	0.48	14.16%
金科股份	4月2日	877.04	29.41%	70.30	23.86%	1.30	23.26%
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 5 月 30 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)
中奥到家	4月29日	17.52	15.30%	1.31	21.10%	0.157
宋都服务	4月29日	2.57	15.39%	0.33	-7.07%	0.01
我爱我家	4月28日	95.75	-14.60%	3.12	-62.30%	0.13
佳兆业美好	4月27日	17.32	37.18%	2.22	35.42%	1.51
滨江服务	4月27日	9.62	36.85%	2.2	91.44%	0.79
融创服务	4月26日	46.24	63.46%	6.01	122.63%	0.25
南都物业	4月24日	14.13	13.58%	1.38	21.01%	1.03
特发服务	4月24日	11.09	24.40%	0.99	52.01%	1.32
浦江中国	4月23日	7.65	57.87%	0.26	47.23%	0.06
世茂服务	4月22日	50.37	101.86%	6.93	80.21%	0.34
金科服务	4月22日	33.59	44.20%	6.17	68.53%	1.24
合景悠活	4月22日	15.18	34.88%	3.23	74.75%	0.19
彩生活	4月21日	35.99	-6.44%	5.02	0.63%	0.35
时代邻里	4月16日	17.6	62.66%	2.33	141.51%	0.25
建业新生活	4月15日	26.55	51.34%	4.27	82.34%	0.38
兴业物联	4月15日	2.13	15.79%	0.44	23.68%	0.11
华润万象生活	3月30日	67.79	15.52%	81.77	124.07%	0.48
新大正	3月30日	13.18	25.01%	1.31	25.61%	1.22
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
中海物业	3月25日	65.45	19.75%	70	30.15%	0.18
卓越商企服务	3月25日	25.25	37.53%	32.5	82.06%	0.337
金融街物业	3月25日	11.31	13.43%	10.4	-0.79%	0.327
和泓服务	3月25日	4.16	67.50%	5.64	308.59%	0.12
保利物业	3月24日	80.37	34.70%	67.35	37.31%	1.22
招商积余	3月23日	86.35	42.07%	4.35	52.03%	0.41
永升生活服务	3月23日	31.2	66.13%	39.04	74.39%	0.24
银城生活服务	3月23日	9.62	38.27%	6.73	103.15%	0.25
弘阳服务	3月23日	7.68	52.66%	6.98	18.10%	0.2
碧桂园服务	3月22日	156	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

第一服务控股	3月22日	7.72	23.55%	9.48	22.69%	0.1188
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%	264.8	184.66%	0.26
新城悦服务	3月12日	28.66	41.62%	45.24	60.41%	0.55
蓝光嘉宝服务	3月10日	27.34	30.17%	53.32	24.15%	2.99

资料来源:Wind、中国银河证券研究院

## 5、2021H1 中报拉开帷幕

截至7月31日,住宅开发企业和物业管理企业将逐渐进入发布中报高峰,统计情况如下:

表 3: 2021H1A 股住宅开发企业年报业绩情况(截至7月31日)

A股住宅开发企业	中报发布时间	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
陆家嘴	7月30日	57.77	-12.83%	20.57	22.52%	0.51	8.91%

资料来源:Wind、中国银河证券研究院

表 4: 2021H1A+H 物业管理企业年报业绩情况(截至7月31日)

物业服务企业	中报发布时间	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)
新大正	7月22日	8.96	58.0%	0.74	38.4%	0.46
绿城服务	7月29日	10.81	32.64%	0.27	101.16%	0.14

资料来源:Wind、中国银河证券研究院

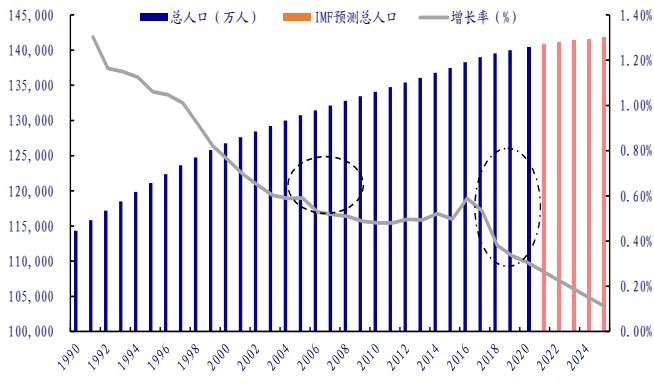
## 二、房地产行业处于成熟调整期,市场转向中速高质量发展阶段

### (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,老龄化结构加剧,三胎政策放开

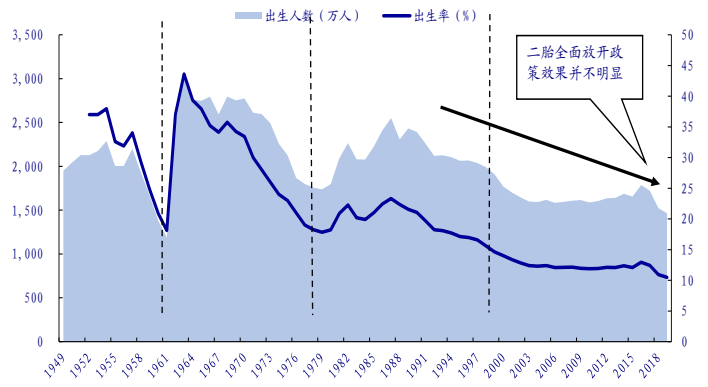
人口增长拐点将至,出生率逐年下降。自20世纪90年代以来,人口总量虽呈现每年增加的趋势,2008年、2019年作为两个拐点将增长速度划分为三个阶段,2008年之前,人口增长率均维持在0.5%以上的高位增长水平,2008年之后十年人口增长较为平稳,在0.4%-0.5%的范围内波动。据5月11日发布的第七次全国人口普查数据显示,2020年全国人口14.12亿人,同2010年的六普相比,年平均增长率为0.53%,较2020年至2010年的年均增加率-0.04pct,人口增速放缓;从出生人口看,建国以来,我国已经历了三次婴儿潮,1950-1957年、1962-1975年、1981-1993年每年出生人口均在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,5月中共中央政治局5月31日召开会议,会议指出,进一步优化生育政策,实施一对夫妻可以生育三个子女政策及配套支持措施,其政策落地及执行效果未来有待观察。

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

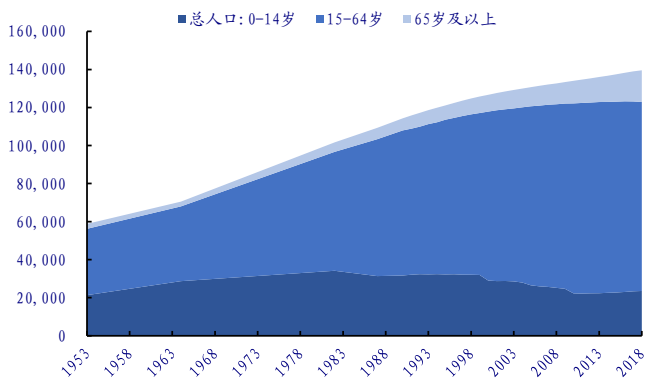
图 18: 中国 1949-2019 年出生人口数及出生率



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

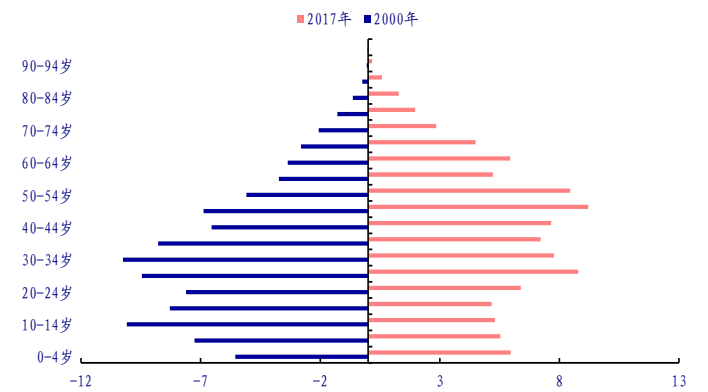
**劳动力人口数量下降, 社会老龄化趋势明显。**15-65 周岁的劳动年龄人口自 2014 年达到峰值 100557 万人后, 开始逐年减少, 2018 年劳动力人口为 99394 万人, 占总人口比重 71.24%。虽然总量上看人口红利变动不明显, 但结构问题不容小觑, 对比 2000 年与 2017 年的人口年龄分布, 我国劳动年龄人口已从小于 40 岁为主转变为 40 岁以上为主, 1962-1975 年出生的人口在未来五年后将快速退出劳动力市场。人口老龄化比例从 1984 年的 5%, 到 2014 年已突破 10%, 仅耗时 30 年, 甚至快于日本的 35 年。目前, 根据七普数据, 我国 65 岁及以上人口占 13.5%, 人口老龄化进一步加剧。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: 中国人口年龄段 2017 年、2000 年分布



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%, 2020 年达到 63.89%。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, 我国城市化仍有空间, 2020 年城镇化率 63.89%, 与 2010 年六普相比, 实现增长 14.21pct。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

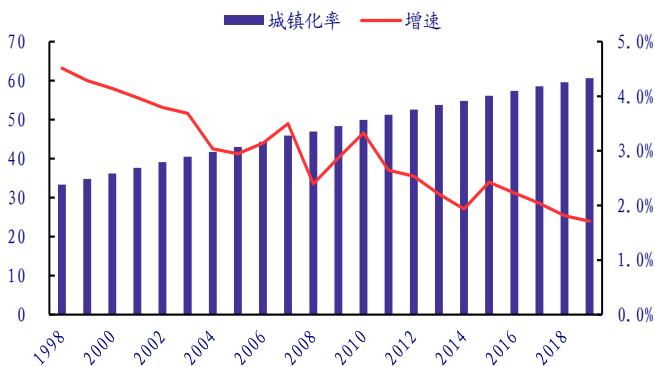


的住房刚性需求较高，但高房价的存在反过来会成为人才引进的壁垒，有碍于城市的进一步扩张。

**区域发展不均衡，人口向东部集中，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。**第七次全国人口普查数据显示，2020年东部地区人口占比达39.93%，较2010年上升2.15%，其中较2019年，广东省净流入1080万人，浙江净流入607万人，人口向东部经济发达地区聚集趋势显著。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。

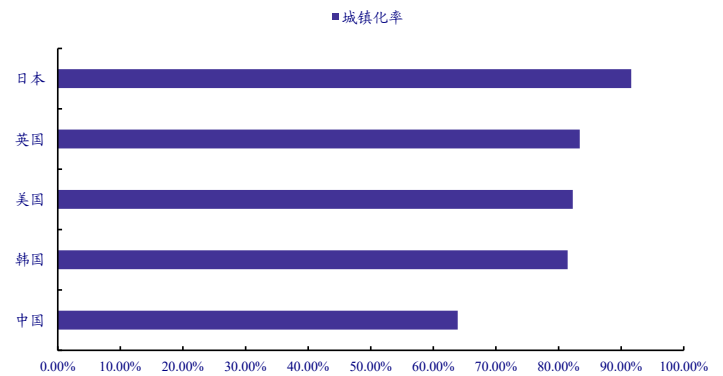
**城镇化转向都市化，打造京津冀、沪宁杭、粤港澳城市群。**受技术革新、要素流动、产业更替的影响，区域发展正由传统的省域、行政区向城市群转变。打造三大“世界级”都市圈进程中，城市群中二线城市有望受益于城市化发展，成为新增长点。

图 21: 中国城镇化率变化情况 (%)



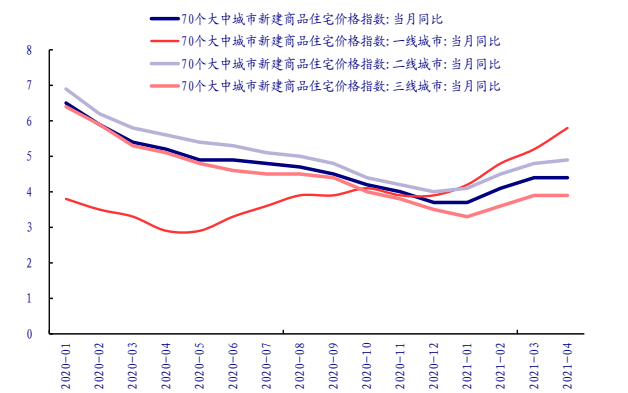
资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 22: 主要国家城镇化 (%)



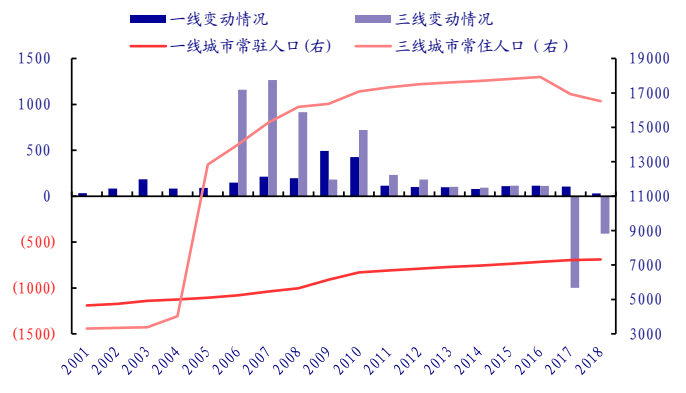
资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

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



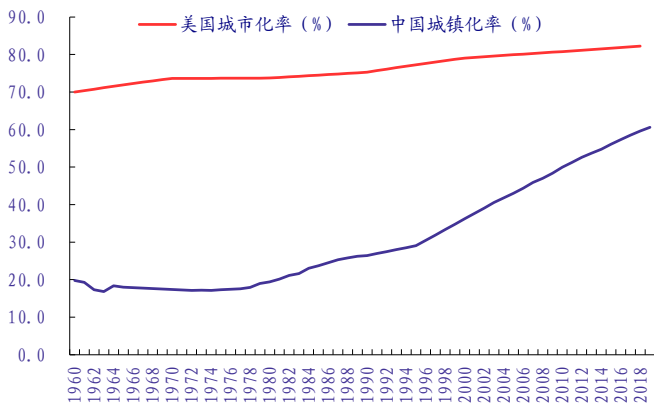
资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

### 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%。

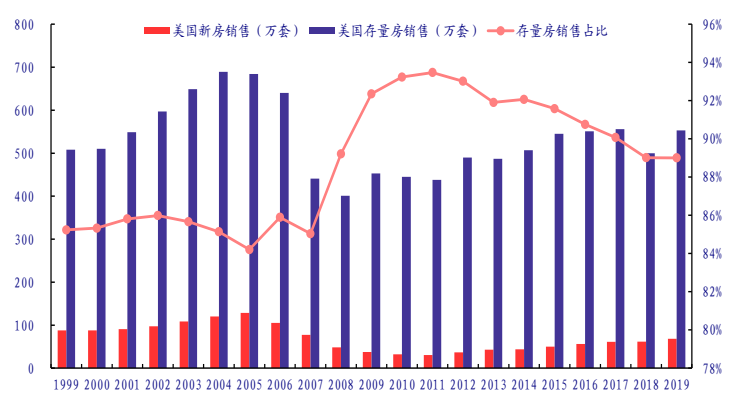
相比于发达国家的都市化水平，我国城市化虽仍有较大发展空间，随之带来的住房需求是推动地产行业维持繁荣的重要驱动力。根据 CIC 的报告，2019 年，中国新房销售量 13.9 万亿元，二手房交易量 6.7 万亿元，二手房占住房销售总销售额的比重仅为 32.5%，我们观察到，在中国经济比较发达的一些一二线城市（如上海、北京、深圳、南京、广州），城镇化进程较快，这些城市住宅市场已经出现存量房交易超过或接近新房交易量的现象。预计这一趋势将逐步扩大和延续，未来主流城市地产市场将逐步成熟，迈入存量阶段，存量房交易占比还有较大提升空间。

图 25: 美国城市化率及中国城镇化率 (%) 变化趋势



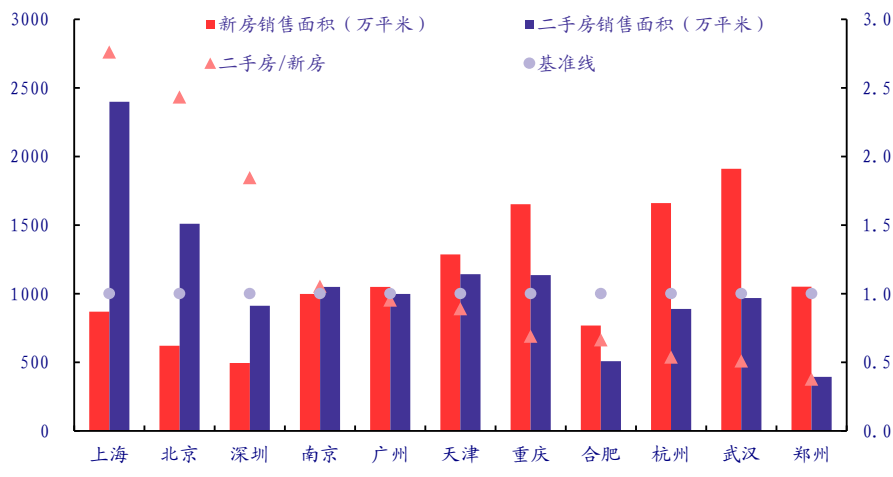
资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

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、理性看待土地出让收入划转税务部门征收的影响

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。

2021年6月4日，财政部、自然资源部、税务总局、人民银行联合发布财综〔2021〕19号文，要求将国有土地使用权出让收入等4项非税收收入划转税务部门征收，2021年7月1日起先在河北等7省市试点，2022年1月在全国全面实施。

**该政策对土地出让金的影响主要是征管工作职能的划转，不改变资金的分配格局，不宜过度解读。**根据文件第八条：“除本通知规定外，四项政府非税收收入的征收范围、对象、标准、减免、分成、使用、管理等政策，继续按照现行规定执行”。对于土地出让金，文件隐含的意思是，土地出让金的归属不变，仍全额纳入地方政府性基金预算管理，且通过地方政府性基金预算安排支出，但是一个直接影响是土地出让金的收支会变得更加规范和严格。

**政策有利于中央政府对土地出让金更为及时准确和直接的了解，后期分配机制值得关注。**根据文件第九条：“自然资源部门与使用权人签订出让、划拨等合同后，应当及时向税务部门和财政部门传递相关信息，确保征管信息实时共享。税务部门应会同财政、自然资源、人民银行等部门做好业务衔接和信息互联互通工作，并将计征、缴款等明细信息通过互联互通系统传递给财政、自然资源、人民银行等相关部门，确保征管信息实时共享，账目清晰无误。”该政策强化了中央对资金使用范围的监管，一定程度上将推动地方政府降低土地财政的依赖度，促进“乡村振兴战略”取得实质进展。

## 2、坚持“房住不炒”定位，防止以学区房等名义炒作房价

中共中央政治局4月30日召开会议，明确指出要防止以学区房等名义炒作房价，并重申要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，增加保障性租赁住房 and 共有产权住房供给。学区房将成为未来热点城市调控的重中之重，体现出楼市调控的精细化。严控哄抬学区房行为与增加保障性租赁住房 and 共有产权住房都意味着对于房屋居住属性及民生保障的强调。4月，多个热点城市相继出台针对学区房的新政，如北京市住建委印发《关于进一步加强房地产市场秩序整治工作的通知》，并已在热点学区展开重点整治工作，合肥房管局印发“新皖八条”针对学区房“定向限购”。随着政策加压力下，多城市学区房和二手房价格相继出现回落。

## 3、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。”

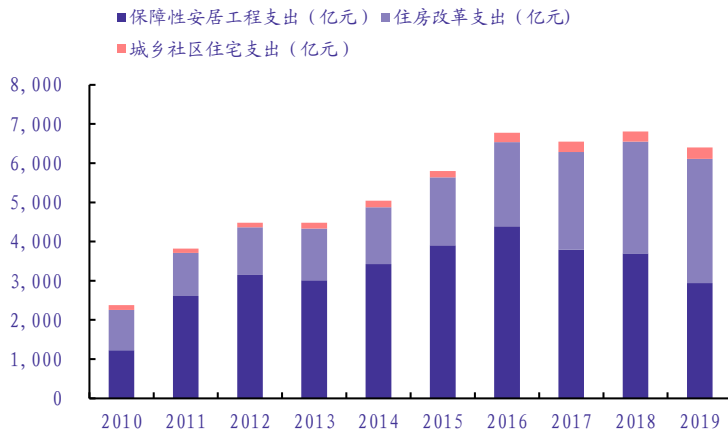
政府工作报告对房地产的表述延续之前“以稳为主”的基调，强调“房住不炒”，较去年增加了“三稳”政策。从2016年中央经济工作会议首次提出“房住不炒”开始，政策基调一直是“稳”字当头，今年“房住不炒”第三次出现在政府工作报告中，前两次分别在2020年和2018年，显示出政策的连贯性和中央对稳定房地产市场的决心。从2020年开始，房地产长效机制在加速完善，现在已经形成从房企、银行、土地三方面对市场进行监测和调控的政策闭环，预计在未来很长的一段时间内“稳”市场的政策目标不变，不断的动态调节市场将成为常态。

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。

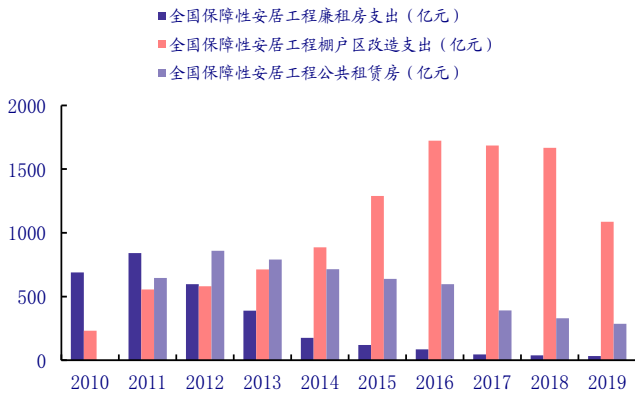
图 28: 全国公共财政住房保障支出组成部分



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

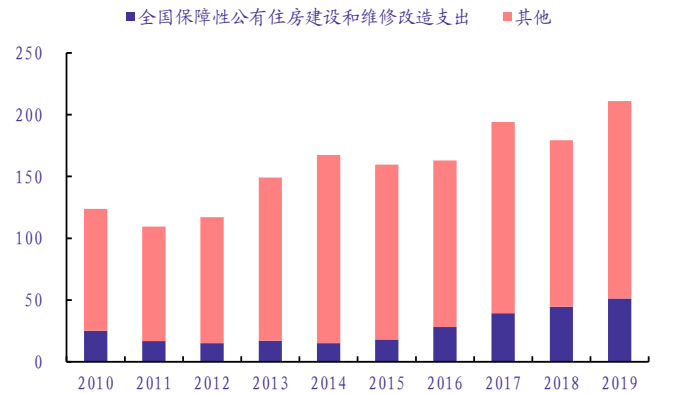
图 29: 保障性安居工程部分组成支出



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

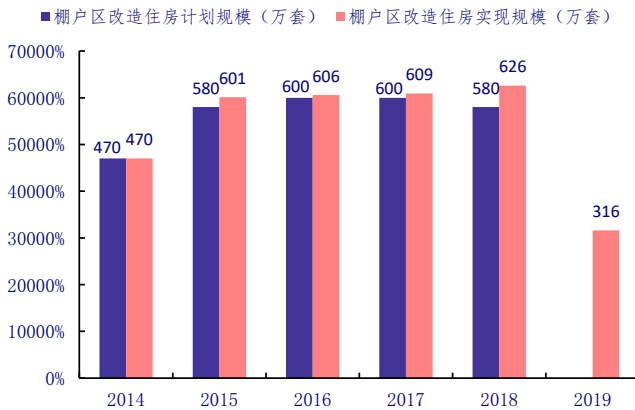


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

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

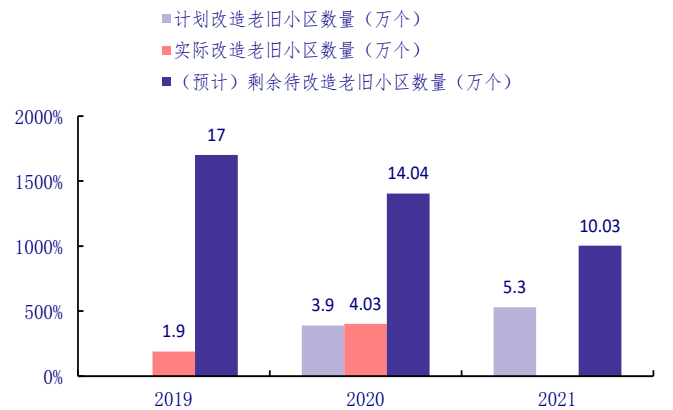
**棚改渐进式退出, 旧改重要性提升。**从 15 年实行“棚改货币化”开始到 2018 年的 4 年间, 全国棚改开工量一直维持在 600 万套以上, 而 2018 年的政府工作报告中对棚改的态度开始转向, 不再强调三四线去库存且压缩棚改套数, 19、20、21 年的报告中再未提到棚改, 取而代之的是老旧小区改造。城镇老旧小区改造的推行意味着政府更加关注城市的宜居宜业, 促进住宅开发从“提速”向“提质”转变, 报告中提出“新开工改造城镇老旧小区 5.3 万个”, 较 20 年计划改造量 3.9 万个增加 35.9%, 较 20 年实际改造量 4.03 万个增加 31.5%。老旧小区的加速改造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

#### 4、22 城首批土地集中出让落幕, 长效机制进一步完善

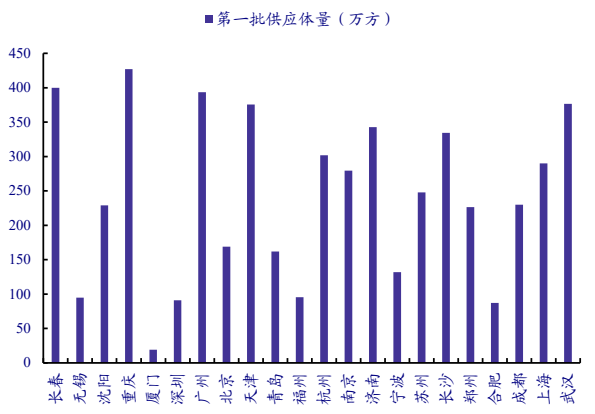
全国 22 个重点城市执行集中供地政策, 包括北京、上海、广州、深圳四个一线城市和南京、苏州、杭州、厦门、福州、重庆、成都、武汉、郑州、青岛、济南、合肥、长沙、沈阳、宁波、长春、天津、无锡 18 个二线城市。此后, 各城陆续发布相关红头文件。至 6 月 29 日, 22 城首批集中供地土拍收官。



**集中出让热度分化，供需两端共促高溢价。**至6月29日，2021年22城首批供地平均溢价率为13.35%，较2020年22城全年年均水平+1.81pct，热点城市地块竞争激烈程度并未下降，冷门城市交易依旧平淡，重庆、深圳、厦门、合肥、杭州和宁波6城平均溢价率超25%，分别高达43.8%/30.9%/29.4%/27.7%/25.7%/25%，长春、青岛市场则较为冷淡，平均溢价率分别为3.3%/1.9%。

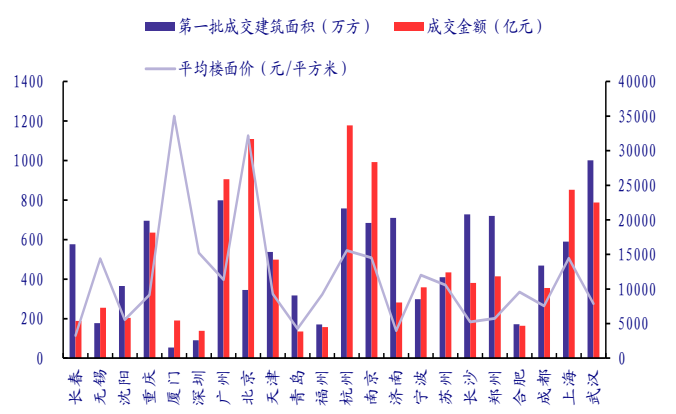
此次土拍中，有3城引导土拍政策实现地价调控，主动实现溢价率回撤，分别为长沙、成都和上海，首批土拍溢价率较2020年-5.11pct/-6.61pct/-2.06pct。该3城调控政策具有一个共同点：多数地块溢价上限为10%，严格控制地块价格。除此之外，北京调控地价预期效果显著，首批土地溢价率较2020年-10.57pct，是目前集中供地城市中溢价率下降幅度最大的城市，各地虽可借鉴北京此次集中供地土拍政策以稳定地价，但一线城市能脱离土地财政的影响、做到低溢价率，是因为其城市的土地财政依赖度低，而其他大多数参与集中供地的城市难减对土地财政的依赖，加之部分城市房地产市场成交持续走高，房企供应量处于低位，急需补足库存，供需双端实际诉求共同推高土拍市场热度。

图 33: 22 城第一批集中供地供应量



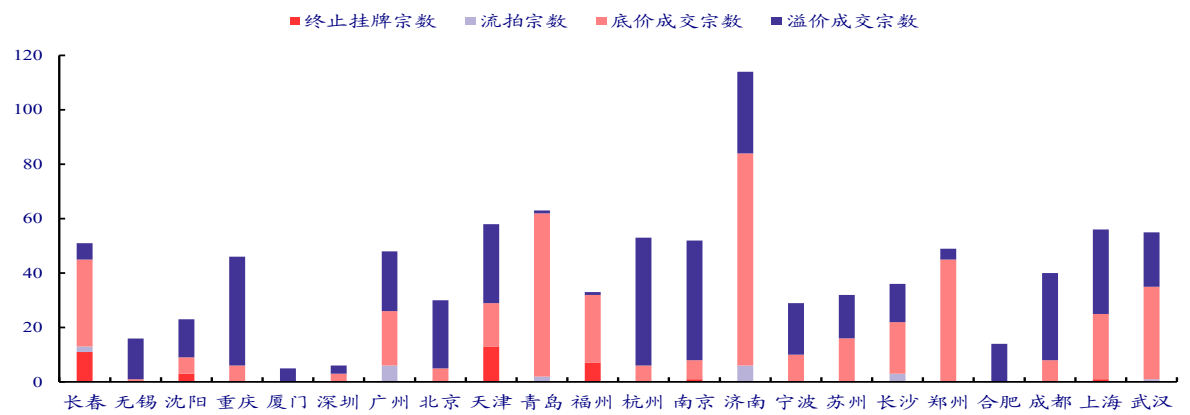
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 34: 22 城第一批集中供地成交情况 (1)



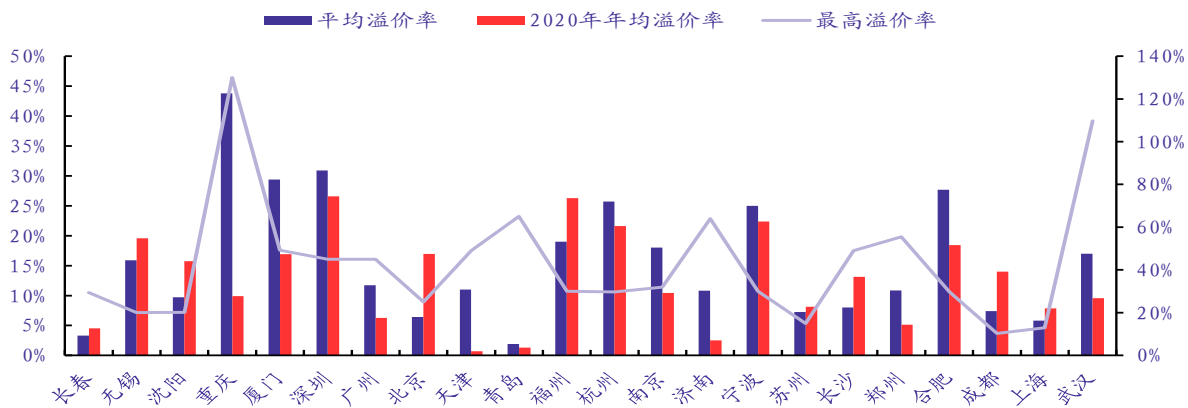
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 35: 22 城第一批集中供地成交情况 (2)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 36: 22 城第一批集中供地溢价率情况对比 (%)

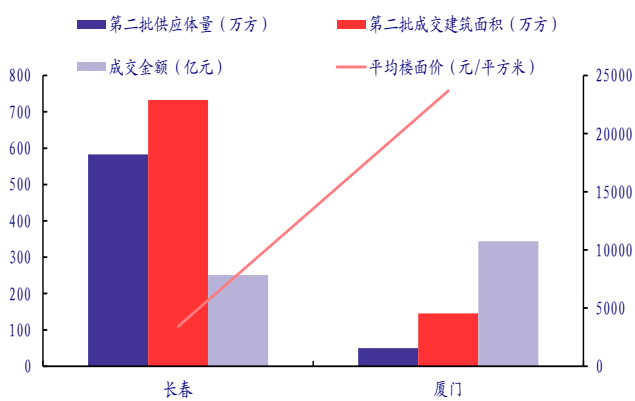


资料来源: wind, 中国银河证券研究院, 中指研究院

两城开启第二批集中供地，土拍热度分化依旧。6 月 10 日，厦门成为首个开启第二批土拍的城市，6 月 17 日，长春紧随其后。两城二批次集中供地热度分化明显，厦门热度依旧，长春再次遇冷。两城比较，长春第二批集中供地溢价率仅为 0.4%，厦门 23.62%。此次供应，长春整体供应量远大于厦门，分别供应 583 万方/49.5 万方，但在长春挂牌的 60 宗地中，18 宗流拍，39 宗底价成交，仅有 3 宗溢价；厦门虽仅供应 11 宗地，全部溢价成交，最高溢价率 40.18%。

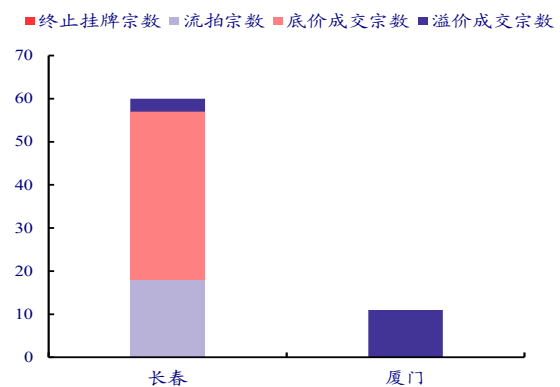
除城市间对比外，以城市自身为中心，纵览两次土拍，厦门的土地供应量有限，较首批土拍，第二批土拍平均溢价率+5.75pct，土拍热度升级，土地市场供不应求；而长春市场冷淡程度升级，流拍与底价成交更为高频，较首批土拍，第二批土拍流拍率+26.1pct，溢价成交率-8.7pct。房企对长春土拍的相对消极态度，反映出对该地房地产市场的下行预期。

图 37: 2 城第二批集中供地成交情况 (1)



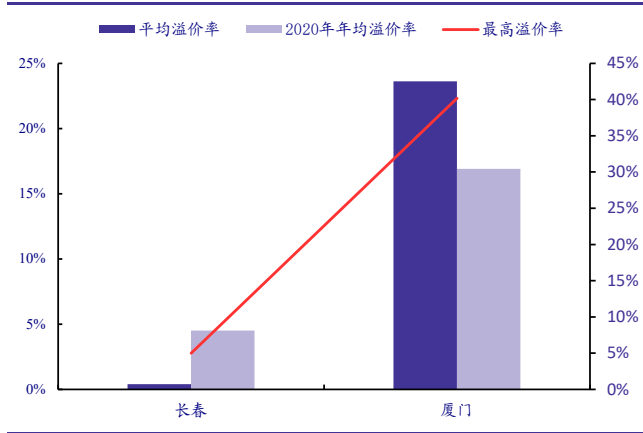
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 38: 2 城第二批集中供地成交情况 (2)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 39: 2 城第二批集中供地溢价率情况对比 (3) (%)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院, 中指研究院

## 5、坚持“房住不炒”定位，金融审慎管理制度出台是最大新变局

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 家园区截止到 2021 年一季报的净负债率、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，三条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 5: 2021Q1 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
<b>园区</b>				
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

## 6、地方政府加码房地产政策响应中央，稳定市场预期

7月30日，中央政治局会议重申“房住不炒”定位和三稳目标，加快发展租赁住房并落实用地、税收等支持工作，为下半年的房地产调控政策定下基调。各城持续因城施策，加码楼市调控新政策。其中，政府针对土地市场的购地门槛和房地产市场的预售和价格备案等角度做出指导意见；同时，多项物业行业指导政策发布，引领物业发展方向。

表 6: 各城房地产政策推行一览

时间	部门	政策	内容
2021年7月2日	国务院办公厅	《关于加快发展保障性租赁住房的意见》	保障性租赁住房主要解决符合条件的新市民、青年人等群体的住房困难问题，租金低于同地段同品质市场租赁住房租金，准入和退出的具体条件、小户型的具体面积由城市人民政府按照保基本的原则合理确定。
2021年7月8日	西安市住房和城乡建设局	《关于建立二手住房成交参考价格发布机制的通知》	以住宅小区为单位，充分参考二手住房网签成交价格、评估价格等因素，经调查分析，形成二手住房成交参考价格。
2021年7月13日	温州市住房和城乡建设局	《关于严禁炒作学区房，恶意哄抬房价行为的通知》	规范和加强房地产经纪机构管理，坚持“房住不炒”，严禁炒作学区房。
2021年7月20日	厦门市人民政府办公厅	《关于加快发展保障性租赁住房的意见》	由政府提供土地、税收、财政、金融等相关政策支持。重解决新市民群体住房困难，保障性租赁住房租金接受政府指导。
2021年7月20日	衢州市房地产市场持续健康发展协调小组办公室	《关于进一步规范市区房地产市场秩序的通知》	对144m <sup>2</sup> 以下新建商品房自网签日限售5年；严格落实商品房价格备案制度；市区新出让土地实行“限房价、限地价、竞配建”。
2021年7月26日	无锡市房地产调控领导小组办公室	《关于建立二手住房成交参考价格发布机制的通知》	以二手住房网签备案价格为基础，剔除异常和非典型性的交易记录，形成部分住宅小区的二手住房成交参考价格，并在无锡市住房和城乡建设局门户网站、微信公众号等平台发布。



## 7、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 7: 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

## 8、规范行业秩序，政策对物管行业的支持大方向未变

7月23日，住房和城乡建设部等八部门联发《关于持续整治规范房地产市场秩序的通知》，该通知涉及开发、销售、租赁、物业，主要目的是促进房地产市场平稳健康发展，增强人民群众的获得感、幸福感、安全感。本次《通知》目标明确，提出力争用3年左右时间，实现房地产市场秩序明显好转。

《通知》对住宅开发、销售、租赁中出现的乱象进行整治，动态调控或成常态。《通知》中整治的内容对管理规范、经营合规的优质房企不构成实质性的影响，但在行业调控的大环境下，整体利润空间被压缩，平台型房企需要加速新业务的孵化。《通知》中提到整治“未按房屋买卖合同约定如期交付”，竣工周期回归逻辑进一步加强，物业公司将继续收益。今年

国家接连发布支持保障性租赁住房的支持政策，引导住房回归居住属性是大趋势。

**政策支持大方向未变，利好运营标准化的品牌物管公司。**《通知》中提出要整治包括：未按规定公示收费、业主共有收益、维修资金使用等信息，未按合同收费，侵占、挪用业主共有部分经营收益，不退出物业服务项目等情况。我们认为《通知》中的整治措施将进一步规范物业管理市场，加速行业中经营不规范公司的出清，利好运营标准化的品牌物管公司。大多数上市物管企业对公共资源收入采取的处理方式严谨，对公共资源收入严格按照授权比例获取收益或目前这项未确认收入，《通知》中提到的整治内容，对运营规范、品牌认可度强的物管公司不构成实质影响。《通知》是进一步加强行业的规范发展，政策对物管行业的支持大方向未变，今年年初 10 部门联合发布的《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》对完善物业费市场定价、扩大物管公司管理范围、发展增值服务、建设智慧物业等方面都给予了大力支持，物业管理服务的内容贯穿人民日常生活的各个方面，是实现人民美好生活必不可少的服务主体，预计未来政策也将继续支持行业规范健康发展。

### （三）物业管理行业迎来“黄金时代”

#### 1、物管政策助推行业快速规范发展

在住房和城乡建设部等 10 部门联合印发《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》引领下，一系列自上而下的物管政策对全国住宅物业行业的管理、水平和效能提出要求。多地物管条例制定不断更新推进，物业制度体系日益完善。现有政策对物管行业提出的种种要求，在打开了行业空间的同时，力求行业的规范化发展，最终高品质服务的物管企才能在竞争中突围。

表 8: 各城物业管理政策推行一览

时间	部门	政策	内容
2021 年 7 月 8 日	国家发展改革委、住房和城乡建设部	《关于推进非居民厨余垃圾处理计量收费的指导意见》	完善配套政策。加快理顺非居民厨余垃圾收集、运输、处置管理和运行机制。尽快实现非居民厨余垃圾计量收费，逐步建立超定额累进加价机制。
2021 年 7 月 9 日	榆林市市场监督管理局	《榆林市物业服务收费管理实施细则（试行）》	规定按照物业服务的不同性质、特点和阶段，分别实行政府指导价和市场调节价。
2021 年 7 月 12 日	湖北省住房和城乡建设厅	《关于进一步加强住宅小区物业管理工作的通知》	建立信息公开公示制度。加强物业市场全过程监管。提升物业服务质量和从业人员素质。构建智慧物业管理服务平台。
2021 年 7 月 13 日	西安市住房和城乡建设局	《关于规范物业服务公开公示制度的通知》	规范物业服务，增强物业服务透明度，促进物业服务公开公示规范化、统一化。公开公示特定内容；设置“一牌一箱四栏”。
2021 年 7 月 27 日	北京市物业管理行业协会	《北京市住宅小区物业服务成本计价规则（试行）》	明确了物业服务人提供的一般物业服务，包括五大类、110 项物业服务事项，进一步明确住宅小区物业服务的边界。

#### 2、物管企业上市热潮持续，进程或将放缓。

联交所刊发主板 IPO 盈利新要求，中小型物管公司上市进程或受阻。港交所全资附属公司联交所刊发有关主板盈利规定的咨询文件，提高了主板 IPO 的盈利要求。由近一财年盈利 2000 万元增加至 5000 万元或 6000 万元，近两财年盈利 3000 万元增加至 7500 万元或 9000 万元，同时也提出了过渡安排。我们认为主板盈利要求的提升，一方面将对中小型物管公司的上市进程造成冲击，部分盈利未达到新要求的物管公司将推迟或取消上市计划；另一方面头部物

管公司的并购机会增加，将进一步提升管理规模、提高市场地位。

表 9: 头部物业公司上市情况一览

排名	企业名称	是否上市	排名	企业名称	是否上市
1	碧桂园服务控股有限公司	已上市	14	深圳市卓越物业管理有限责任公司	已上市
2	绿城物业服务集团有限公司	已上市	14	山东省诚信行物业管理有限公司	未上市
3	保利物业发展股份有限公司	已上市	14	合生活科技集团有限公司	未上市
4	雅居乐雅生活服务股份有限公司	已上市	15	鲁能物业服务集团有限公司	未上市
5	恒大金碧物业(金碧物业有限公司)	已上市	15	南都物业服务集团股份有限公司	已上市
6	彩生活服务集团	已上市	15	广东中奥物业管理有限公司	已上市
7	龙湖物业服务集团有限公司	未上市	15	山东明德物业管理集团有限公司	未上市
8	深圳市金地物业管理有限公司	未上市	15	广东龙光集团物业管理有限公司	未上市
9	招商局积余产业运营服务股份有限公司	已上市	15	广州奥园物业服务集团有限公司	已上市
10	金科物业服务集团有限公司	已上市	16	金融街物业股份有限公司	已上市
11	华润物业科技服务有限公司	已上市	16	上海高地物业管理有限公司	未上市
11	四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司	已上市	16	财信智慧生活服务集团有限公司	未上市
11	幸福基业物业服务集团有限公司	未上市	17	广州越秀物业发展有限公司	上市聆讯
11	新城悦服务集团有限公司	已上市	17	合景泰富物业	已上市
11	佳兆业美好集团有限公司	已上市	18	亿达服务集团有限公司	未上市
12	北京首开鸿城实业有限公司	未上市	18	江苏银河物业管理有限公司	未上市
12	河南建业新生活服务有限公司	已上市	18	重庆天骄爱生活服务股份有限公司	未上市
12	世茂天成物业服务集团有限公司	已上市	19	荣万家生活服务股份有限公司	已上市
12	上海永升物业管理有限公司	已上市	19	正荣物业服务集团有限公司	已上市
12	时代邻里控股有限公司	已上市	20	阳光城物业服务集团有限公司	未上市
13	远洋亿家物业服务股份有限公司	已上市	20	融信物业服务集团有限公司	上市聆讯
13	富力物业服务集团	上市聆讯			

资料来源: 中国指数研究院, 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 10: 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空间的重构，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”。



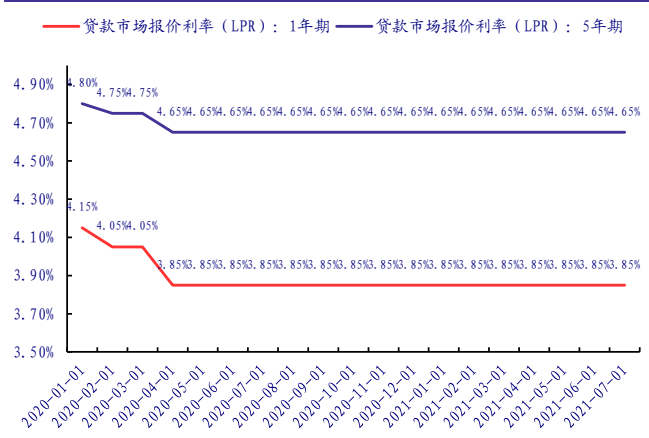
阳光城	以房地产开发为主业的全国化品牌企业，业务涵盖地产开发、商业运营、物业服务三大领域。以“缔造品质生活”为企业使命，以“最受尊敬的成长性房地产企业”为愿景，阳光城集团定位“高成长性精品地产运营商”。
中南置地	作为美好生活服务商，中南置地倡导“美好就现在”的企业理念，认为健康是美好生活的核心。
绿城中国	公司以“理想生活综合服务商”为愿景，致力于成为中国房地产开发模式的改变者，传承绿城理想主义精神，聚焦轻资产领域的探索与实践。

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 15 期持平

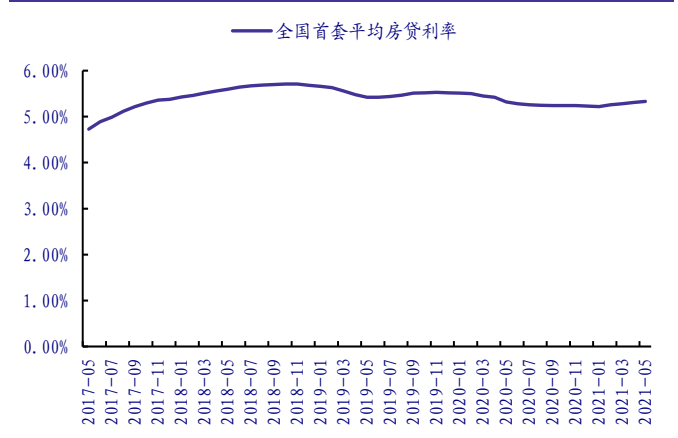
**LPR 连续 15 期持平，首套房贷利率连续 4 个月上行。**7 月 20 日，全国银行间同业拆借中心公布，1 年期 LPR 为 3.85%，5 年期以上 LPR 为 4.65%，连续 15 期持平。5 月我国首套房贷利率为 5.33%，较上月上涨 2BP。在房地产贷款集中度管理制度的规定下，部分银行按揭贷款额度紧张，按揭贷款的利率也随之上浮，在房贷利率稳中趋涨的趋势下，未来居民的购房需求也逐步趋稳。

图 40：每月 lpr 变化情况（%）



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

图 41：近三年首套房贷利率（%）



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

**一二线城市部分城市房贷利率持续上涨，房贷呈现收缩态势。**一线城市中深圳、广州房贷利率上调。其中，从 7 月 24 日开始，上海首套房贷利率从 4.65% 调整至 5%，上涨 35pct。深圳自 2020 年 6 月起，首套房贷平均利率保持 4.98% 直至 2021 年 5 月，上涨 +0.05pct。广州自 2021 年 1 月起，连续多次上调首套房平均利率，5 月为 5.35%，较 1 月 +0.45pct；6 月，除了外资行外，各家银行首套房利率普遍高于 5.4%，最高可到 5.85%，二套房甚至破 6%。二线则有苏州、绍兴、杭州等地出现利率上涨情况。苏州的 6 月首套房贷平均利率为 5.7%，较上月 +0.65pct，苏州因此成为本月增幅最大城市。此次加息的城市，都在今年经历了相对火热的楼市，房价与交易量一路走高，房贷利率上调趋势应运而生。“两条红线”政策同时限制资金从银行流入房市。多地房贷额度紧张致使放款周期延迟。其中，广州 6 月房贷周期较 5 月延长 14 天至 98 天，大湾区部分城市房贷周期超过 100 天，上海则延长至六个月之后。

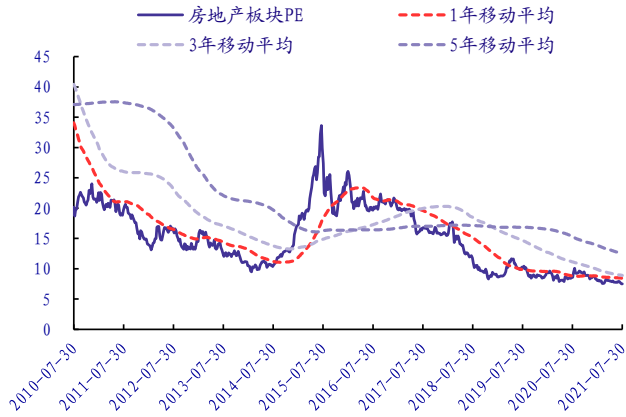
## （二）目前房地产行业 PE 处于历史底部区域，向上修复空间较大

### 1、房地产板块 PE、PB 估值比较



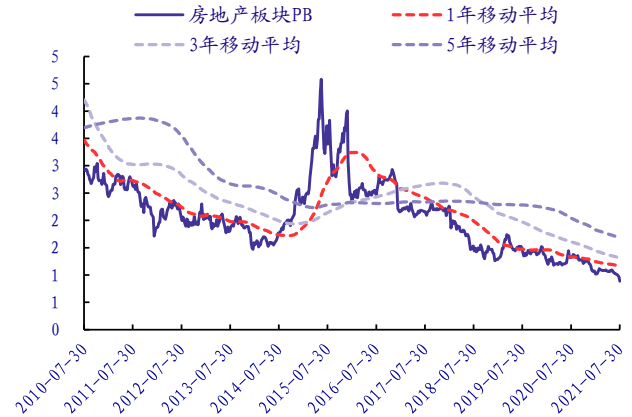
房地产板块估值目前处于历史底部区域，修复空间较大。截至 2021 年 7 月 30 日，房地产行业 TTM 市盈率（历史整体法）为 6.4X，7 月估值下滑幅度较大。目前房地产板块 PE 估值低于 1 年移动均值 8.2X，低于 3 年移动均值 8.9X，地产板块目前处于历史底部水平，向上修复空间较大；房地产行业 PB（整体法）为 0.8X，低于 1 年移动均值 1.1X，低于 3 年移动均值 1.3X，市净率仍处于 10 年以来的底部区域，未来修复空间较大。

图 42: 房地产板块 PE



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 43: 房地产板块 PB

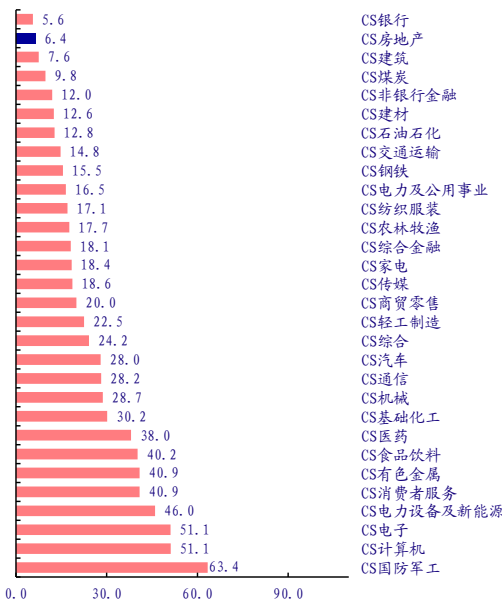


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

## 2、房地产板块与各行业 PE、PB 估值比较

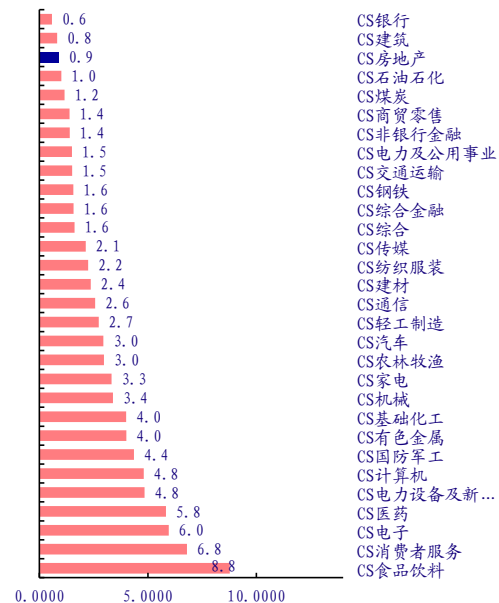
截止到 2021 年 7 月 30 日，PE 最低的是银行行业 5.6X)，房地产行业 PE 为 6.4X，排名倒数第二位，在所有行业分类中房地产的市盈率是偏低的。PB 最低的是银行业，仅 0.5 倍 PB，其次是建筑行业，房地产行业排倒数第三，市净率为 0.8X，从行业纵比的角度来看房地产的市净率也是偏低的。

图 44: 行业 PE 比较



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 45: 行业 PB 比较

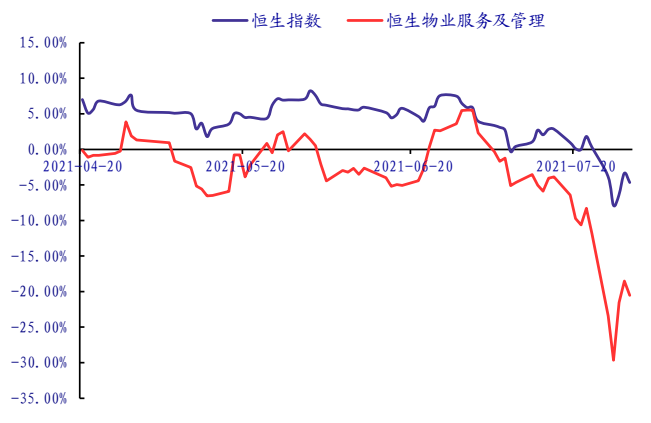


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

### 3、物业管理板块市场表现

恒生物业服务及管理指数是由恒生指数公司于4月19日推出，旨在提供一个参考基准以反映在香港上市的30家最大物业管理及相关服务公司股价的整体走势。截止2021年7月30日，恒生指数(HSI.HI)和恒生物业服务及管理(HSPSM.HI)本月涨幅分别为-9.94%和-24.68%，物管指数弱于大盘指数。本月物业板块出现较大幅度的下跌，主要是受《关于持续整治规范房地产市场秩序的通知》的政策波及，我们认为《通知》中提到的整治内容，对运营规范、品牌认可度强的物管公司不构成实质影响，政策对行业支持的大方向未变，高增长仍是未来主旋律。

图 46: 恒生指数与恒生物业服务及管理指数

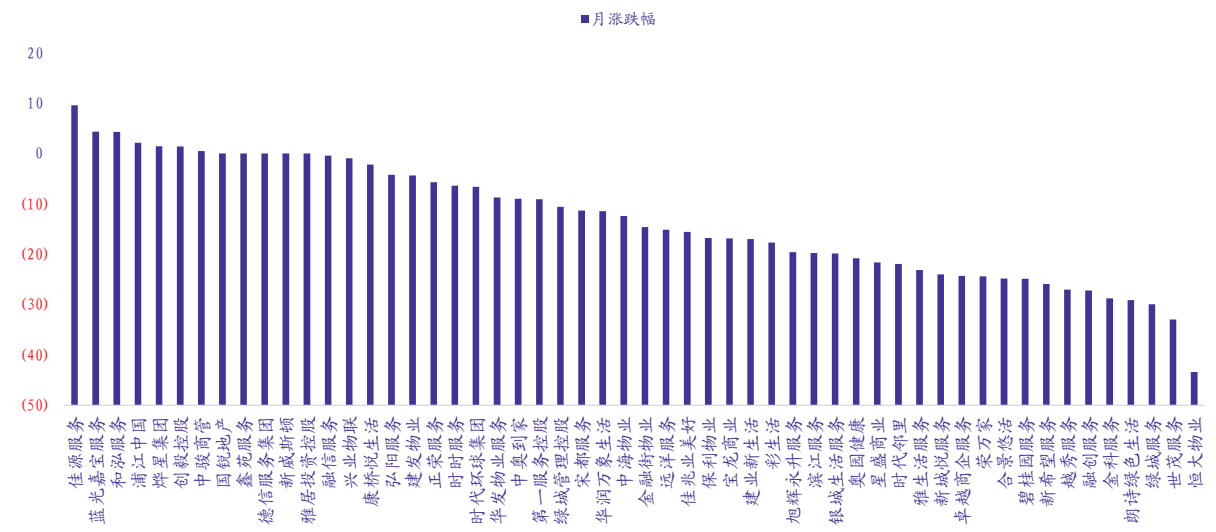


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

### 4、物管个股表现

7月，佳源服务、蓝光嘉宝服务、和泓服务、浦江中国和烨星集团领涨H股物管上市企业，涨幅分别为9.56%、4.34%、4.31%、2.13%和1.45%。跌幅前五的物管企业则为恒大物业、世茂服务、绿城服务、朗诗绿色生活和金科服务，跌幅分别为-43.38%、-32.96%、-29.93%、-29.11%和-28.76%。本月头部物管表现受市场影响较大。

图 47: 7月港股物业公司涨跌幅(%)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

## 四、投资建议

在行业供给侧改革的大环境下，对于优质住宅开发房企是风险也是机遇，行业估值处于历史最低水平，具备足够的安全边际；物业管理行业全面迎来黄金时代，万亿级市场空间助飞跃，行业进入基本面与政策面共振的阶段。目前行业正处于快速扩张阶段，科技赋能加速行业发展，高业绩指引和企业品牌力为估值提升创造想象空间。我们建议关注优质住宅开发行业龙头股：万科A（000002）、保利地产（600048）、新城控股（601155）；优质物业管理公司：碧桂园服务（6098）、华润万象生活（1209）、金科服务（9666）、旭辉永升服务（1995）、招商积余（001914）、新大正（002968）。

## 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 (万平方米) .....	2
图 2: 30 大中城市新房成交套数情况 (套) .....	2
图 3: 30 大中城市月成交面积同比及环比 (%) .....	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 2021Q1 营业总收入及同比增速 .....	4
图 9: 房地产行业 2021Q1 归母净利润及同比增速 .....	4
图 10: 房地产行业 2021Q1 销售毛利率及销售净利率 .....	4
图 11: 房企 2021Q1 销售费用率、管理费用率及财务费用率 .....	4
图 12: 房地产行业 2021Q1 净负债率 .....	5
图 13: 房地产行业 2021Q1 资产负债率 .....	5
图 14: 房地产行业 2021Q1 预收账款及同比增速 .....	5
图 15: 房企 2021Q1 现金流量及同比增速 .....	6
图 16: 房企 2021Q1 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 .....	10
图 18: 中国 1949-2019 出生人口数及出生率 .....	10
图 19: 中国人口结构分布 .....	10
图 20: 中国人口年龄段 2017 年、2000 年分布 .....	10
图 21: 中国城镇化率变化情况 (%) .....	11
图 22: 主要国家城镇化 (%) .....	11
图 23: 70 城房价指数 (%) .....	11
图 24: 城市人口变动情况 .....	11
图 25: 美国城市化率及中国城镇化率 (%) 变化趋势 .....	12
图 26: 美国存量住房销售占住房销售市场的主导地位 .....	12
图 27: 中国主流城市二手房及新房交易情况 (2019.11-2020.10) .....	12
图 28: 全国公共财政住房保障支出组成部分 .....	14
图 29: 保障性安居工程部分组成支出 .....	15
图 30: 全国保障性城乡社区住宅支出 .....	15
图 31: 棚户区改造计划规模及实现规模 .....	15
图 32: 城镇老旧小区改造数量 .....	15
图 33: 22 城第一批集中供地供应量 .....	16
图 34: 22 城第一批集中供地成交情况 (1) .....	16
图 35: 22 城第一批集中供地成交情况 (2) .....	16
图 36: 22 城第一批集中供地溢价率情况对比 (%) .....	17
图 37: 2 城第二批集中供地成交情况 (1) .....	17
图 38: 2 城第二批集中供地成交情况 (2) .....	17

图 39: 2 城第二批集中供地溢价率情况对比 (3) (%) .....	18
图 40: 每月 lpr 变化情况 (%) .....	25
图 41: 近三年首套房贷利率 (%) .....	25
图 42: 房地产板块 PE .....	26
图 43: 房地产板块 PB .....	26
图 44: 行业 PE 比较 .....	26
图 45: 行业 PB 比较 .....	26
图 46: 恒生指数与恒生物业服务及管理指数 .....	27
图 47: 7 月港股物业公司涨跌幅 (%) .....	27

## 表格目录

表 1: 2020A 股住宅开发企业年报业绩情况 (截至 4 月 30 日) .....	6
表 2: 2020A+H 物业管理企业年报业绩情况 (截至 5 月 30 日) .....	8
表 3: 2021H1A 股住宅开发企业年报业绩情况 (截至 7 月 31 日) .....	9
表 4: 2021H1A+H 物业管理企业年报业绩情况 (截至 7 月 31 日) .....	9
表 5: 2021Q1 房企“三道红线”指标梳理 .....	19
表 6: 各城房地产政策推行一览 .....	20
表 7: 土地市场改革政策一览 .....	21
表 8: 各城物业管理政策推行一览 .....	22
表 9: 头部物业公司上市情况一览 .....	23
表 10: 头部房企战略定位 .....	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：王秋霁，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，并不构成对客户的投资咨询建议，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

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

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：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn