

中性

房地产行业 8 月月报

房企中报业绩承压，三费率与负债率显著改善； 地市在强管控下溢价率走低

核心观点

新房：整体同比降幅扩大，一二线同比转跌，三线持续回调。52个城市新房成交面积2198.2万平，环比下降19.5%，同比下降27.1%。一、二、三线城市环比增速分别为+14.1%、-32.0%和-19.3%，同比增速分别为-1.2%、-16.7%和-50.7%。一线城市韧性相对较强，但同比转微跌；热点二线加入回调；三线降幅持续显著扩大15pct。我们认为，9月虽是传统销售旺季，但二三线整体成交动能难出现改善。

二手房：成交同比连续4个月出现负增长，主因多地出台二手房价监管政策。18个城市二手房成交面积557.1万平，环比下降17.7%，同比下降36.0%。一、二、三线城市环比增速分别为-19.6%、-10.5%和-21.8%，同比增速分别为-31.2%、-39.0%和-51.8%。仅北京、东莞同比分别增长2%和24%，其余重点城市均有不同幅度的下调。我们认为，当前二手房调控持续加码叠加“金九银十”的到来，新房市场供应不减，预计后续将保持稳中有降。

库存与去化：整体库存和去化周期环比均提升，上海、深圳、宁波去化周期小于6个月。截至8月末，15个城市新房库存面积1.00亿平，较7月底上升0.3%，同比持平；去化周期9.8个月，环比上升12.8%，同比上升8.8%。一、二、三线城市库存面积环比增速分别为-1.8%、2.5%和1.0%，同比增速分别为-8.6%、5.2%和16.5%。去化周期分别为7.3、8.4和14.7个月，环比增速分别为-5.5%、28.2%和21.4%，同比增速分别为-15.8%、-0.9%和89.5%。

房企销售：百强房企单月销售降幅进一步扩大，系热点城市持续调控。百强房企8月单月权益口径销售额6454亿，同比-17.2%（前值-10.2%）；累计6.3万亿元，同比+18.8%（前值+25.9%）。TOP20房企中仅保利地产和绿地控股单月销售仍保持正增长，其余均出现了下滑；平均销售目标完成率61.7%。我们认为随着9月传统销售旺季到来，房企将加大供货力度，但在热点城市调控持续下，成交整体的回升幅度将明显受限。

土地市场：量价再度齐跌，由于热点城市进一步加强了溢价、地价的管控，因此本月溢价率较上月大幅下滑至7.4%。本月百城成交土地总建面4827万平，环比减少43.5%，同比减少60.7%；一、二、三线城市环比增速分别为-61.2%、-37.8%和-48.0%，同比增速分别为-38.1%、-72.2%和-58.1%。百城成交土地楼面均价2242元/平，环比下降1.0%，同比下降24.3%；平均溢价率7.4%，较上月下降了4.1pct，较去年同期下降了6.8pct。一、二、三线楼面均价环比增速分别为214.4%、-16.5%和1.6%，同比增速分别为26.3%、-73.4%和25.9%；平均溢价率分别为10.37%、5.08%和8.93%，一线城市较上月上升了7.0pct，二、三线城市较上月分别下降了11.6、2.1pct。

房企中报综述：行业利润率+负债率下行，龙头房企表现显著优于行业整体。2021H1房地产板块实现营收1.26万亿元，同比+28.9%；归母净利润684亿元，同比-19.2%。行业盈利能力承压，提升成本费用管控能力成为共识。2021H1板块毛利率、净利率、归母净利润率分别为21.6%、7.3%和5.5%，同比分别下降7.0、3.6和3.2pct，因为此前楼市最热时期房企高价拿地项目进入结算期，利润空间受到挤压。三项费用率同比下降了0.8pct至9.4%。一方面是因为行业进入管理红利时代，尤其在毛利率下降的背景下，销管费用的控制已经成为挖掘利润空间的有效途径；另一方面，因为有息负债规模下降，财务费用率明显下降。在利润率下滑的压力下，行业ROE同比下降1.2pct至3.6%。行业有息负债增速明显收窄；房企积极降杠杆，从整体来看两项指标达标。板块有息负债3.59万亿元，同比-0.5%；剔除预收账款后的资产负债率、净负债率和现金短债比分别为71.8%、76.0%和1.23X。行业持续关注现金流管理，在手现金稳定充裕。截至6月末，合计现金持有量1.38万亿元，同比+5.8%。龙头房企中2500-5000亿销售规模房企的财务指标表现优异，TOP30房企中30%的房企已成为绿档房企，60%为黄档房企。

投资建议

判断9月，我们认为地产核心指标有持续回落的可能，但并不意味着中期维度政策预期的转向。集中供地政策的优化调整令市场悲观情绪有所缓解，9月需紧密关注多城市即将开始的二批次集中土拍，行业利润率有望迎来自底部向上的拐点。加之目前估值低（截至9月8日，地产板块PE 7.63X），认为地产股的估值有持续修复的可能，持续看好板块。后续集中土地出让对于房企资质及购地资金的审核更加严格，竞品质、定品质的方式也对房企的产品力提出了更高的要求，我们认为选股层面可以更加关注资金、市场研判、运营管理、产品力、营销能力等综合实力强劲的头部房企，当前阶段估值向上的修复空间会比较显著。我们建议关注：1) 开发板块：金地集团、万科A、保利地产、龙湖集团、佳兆业集团。2) 物业板块：碧桂园服务、永升生活服务、华润万象生活、融创服务、新城悦服务、宝龙商业、星盛商业。

风险提示

房地产调控持续升级；销售超预期下行；融资持续收紧。

相关研究报告

《房地产行业第35周周报（8月28日-9月3日）：8月房企销售持续承压，龙头房企中报业绩平稳增长》20210906

《房地产行业第34周周报（8月21日-8月27日）：各地二批集中供地陆续挂牌，百城土地溢价率连续6周同比负增长》20210831

《房地产行业第33周周报（8月14日-8月20日）：多地集中供地延期调整，新房二手房持续负增长》20210826

《房地产2021年7月统计局数据点评：销售单月增速转负，新开工降幅扩大，土地+建安双降拉低投资》20210817

《房地产行业第32周周报（8月7日-8月13日）：集中供地政策调整，房企利润率有望回升，地产估值有望修复》20210816

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

房地产行业

证券分析师：夏亦丰

(8621)20328348

yifeng.xia@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070005

联系人：许佳璐

(8621)20328710

jialu.xu@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300121070048

目录

1 重点城市调控持续，城市与房企成交降幅均扩大	7
1.1 8月新房成交：整体同比降幅扩大，一二线同比转跌，三线持续回调	7
1.2 8月二手房成交规模持续快速回落，多地出台二手房价监管政策.....	8
1.3 8月新房库存及去化周期均提升，上海、深圳、宁波去化周期小于6个月	9
1.4 8月百强房企销售降幅扩大，系热点城市持续调控	11
1.5 1-7月行业集中度略低于过去两年同期水平	13
2 集中供地空窗期叠加房企投资融资端监管收紧，土地市场再度量价齐跌，房企拿地力度明显缓和	14
2.1 8月地市成交再度量价齐跌，溢价率低至7.4%	14
2.2 供应减少+房企投融资端监管收紧，7月土地投资强度明显减弱	16
3 政策端热点城市调控持续，集中供地政策向“控实际地价”调整	18
4 地产板块中报综述：行业利润率+负债率下行，龙头房企表现显著优于行业整体	19
4.1 地产板块业绩与盈利能力受到挤压，积极降杠杆是行业共识.....	19
4.2 龙头房企中2500~5000亿销售规模房企的财务指标表现优异	22
5 8月地产板块跑赢沪深300 5.1个百分点；板块估值有所修复，但仍处于历史低位	30
6 投资建议	32
7 风险提示	33

图表目录

图表 1. 8 月 52 个城市新房成交面积 2198.2 万平，环比下降 19.5%，同比下降 27.1%	7
图表 2. 8 月 21 个大中城市新房成交面积 1397.8 万平，环比下降 21.1%，同比下降 21.7%	7
图表 3. 8 月一二三线新房成交面积同比增速分别为-1.2%、-16.7%和-50.7%	7
图表 4. 8 月其余 31 个城市新房成交面积 800.4 万平方米，环比下降 16.5%，同比下降 34.9%	7
图表 5. 8 月除杭州、福州和厦门新房成交同比正增长外，其余二三线城市均出现了不同幅度的下跌	8
图表 6. 8 月 18 个城市二手房成交面积 557.1 万平，环比下降 17.7%，同比下降 36.0%	8
图表 7. 13 个大中城市二手房成交面积 456.3 万平，环比下降 19.6%，同比下降 39.1%	8
图表 8. 8 月一二三线二手房成交面积同比增速分别为-31.2%、-39.0%和-51.8%	9
图表 9. 其余 5 个城市二手房成交面积 100.8 万平，环比下降 8.1%，同比下降 17.3%	9
图表 10. 8 月深圳二手房成交面积同比下降 81%，除北京、东莞同比分别增长 2%和 24%，重点城市均有不同幅度的下调	9
图表 11. 截至 8 月末，15 个城市新房库存面积 1.00 亿平，较 7 月底上升 0.3%，同比持平	10
图表 12. 截至 8 月末，10 个大中城市新房库存面积 7231.7 万平，较 7 月底提升 0.5%，同比提升 1.4%	10
图表 13. 截至 8 月底，一二线城市新房库存面积环比增速分别为-1.8%和 2.5%	10
图表 14. 截至 8 月末，其余 5 个城市新房库存面积 2811.0 万平，环比下降 0.3%，同比下降 3.5%	10
图表 15. 8 月末，新房库存去化周期环比略有提升	10
图表 16. 二三线城市新房库存去化周期有所提升	10
图表 17. 截至 8 月底，上海、深圳和宁波去化周期小于 6 个月	11
图表 18. CR5、CR10、CR20、CR50 单月全口径销售额增速分别为-19.7%、-18.6%、-17.1%和-15.6%	11
图表 19. CR5、CR10、CR20、CR50 单月权益口径增速分别为-19.8%、-18.5%、-17.1%和-15.9%	11
图表 20. 2021 年 8 月各梯队房企单月全口径销售额均出现负增长	12
图表 21. TOP20 房企中仅保利地产和绿地控股单月销售额增速仍然保持正增长	13
图表 22. 1-7 月行业集中度	13
图表 23. 8 月百城成交土地建面 4825.8 万平，同比减少 60.7%	14

图表 24. 8 月一二三线城市成交土地规划建面同比增速分别为-38.1%、-72.2%和-58.1%	14
图表 25. 8 月百城住宅类用地成交建面 1246.5 万平，同比减少 78.7%	14
图表 26. 8 月二三线城市住宅类用地成交规划建面同比增速分别为-46.5%和-57.5%	14
图表 27. 8 月百城成交土地平均楼面价为 2242 元/平，同比下降 24.3%	15
图表 28. 8 月百城成交土地平均溢价率为 7.38%，较上月下降了 4.1 个百分点，较去年同期下降了 6.8 个百分点	15
图表 29. 8 月一二三线城市成交土地楼面价同比增速分别为 26.3%、-73.4%和 25.9%	15
图表 30. 8 月一二三线城市成交土地平均溢价率分别为 10.37%、5.08%和 8.93%	15
图表 31. 8 月百城住宅类用地成交平均楼面价为 5863 元/平，同比增长 9.7%	16
图表 32. 8 月百城住宅类用地成交平均溢价率为 9.8%，较去年同期下降了 6.5 个百分点	16
图表 33. 8 月二三线城市住宅类用地成交楼面价同比增速分别为-32.1%和 81.5%	16
图表 34. 8 月二三线城市住宅类用地平均土地溢价率分别为 6.3%和 10.3%	16
图表 35. 7 月单月土地投资强度下降至 14.3%	16
图表 36. 7 月保利地产、中海地产和阳光城拿地强度相对较大	17
图表 37. 2021H1 房地产板块实现营业收入 1.26 万亿元，同比增长 28.9%	19
图表 38. 2021H1 房地产板块实现归母净利润 684 亿元，同比下降 19.2%	19
图表 39. 2021H1 预收账款/2020 年营业收入为 1.32，与去年同期基本保持一致	19
图表 40. 2021H1 房地产板块毛利率、净利率、归母净利润率分别为 21.6%、7.3%和 5.5%	20
图表 41. 2021H1 房地产板块三费率为 9.4%，较 2020 年同期下降了 0.8 个百分点	20
图表 42. 2021H1 房地产板块 ROE 为 3.6%，较 2020 年同期下降了 1.2 个百分点	20
图表 43. 2021H1 房地产板块净负债率和剔除预收账款后的资产负债率分别为 76.0%和 71.8%	21
图表 44. 截至 2021 年 6 月末，房地产板块有息负债 3.59 万亿元，同比下降 0.5%，有息负债率为 25.6%	21
图表 45. 2021H1 房地产板块现金短债比为 1.23X	21
图表 46. 2021H1 房地产板块资产周转率和存货周转率分别为	22
图表 47. 截至 2021 年 6 月末，房地产板块货币资金 1.38 亿元，同比增长 5.8%	22
图表 48. 2021H1 房地产板块经营性现金流净额为 829 亿元，与 2020 年同期相比增长了 1431 亿元	22
图表 49. 2021H1 房地产板块销售商品、提供劳务取得的现金为 1.71 万亿元，同比增长 36.9%	22
图表 50. 2021H1 房地产板块购买商品、接受劳务支付的现金为 1.25 万亿元，同比增长 33.7%	22
图表 51. TOP30 房企分类	23

图表 52. 2021H1 TOP30 房企中 A 股与内房股的营业收入同比增速分别为 36.6%和 17.9%	23
图表 53. 2021H1 TOP30 房企中销售规模 1500-2500 亿的房企营业收入增速最高, 达 43.1%	23
图表 54. 2021H1 TOP30 房企中 A 股与内房股的归母净利润同比增速分别为 4.7%和 13.8%	23
图表 55. 2021H1 TOP30 房企中销售规模 5000 亿以上的房企归母净利润增速最高, 达 15.6%	23
图表 56. 2021H1 TOP30 房企中 A 股与内房股的预收账款/上年营业收入分别为 1.41X 和 1.01X.....	24
图表 57. 2021H1 TOP30 房企中销售规模 1500~2500 亿的房企预收账款/上年营业收入 比值最高, 达 1.45X.....	24
图表 58. 2021H1 TOP30 房企中 A 股与内房股的毛利率分别为 21.1%和 22.3%.....	24
图表 59. 2021H1 TOP30 房企中销售规模 2500~5000 亿、1300~1500 亿的房企毛利率最 高, 均为 24.8%.....	24
图表 60. 2021H1 TOP30 房企中 A 股与内房股的归母净利润率分别为 6.8%和 9.9%...25	
图表 61. 2021H1 TOP30 房企中销售规模 2500~5000 亿的房企归母净利润率最高, 为 10.8%	25
图表 62. 2021H1 TOP30 房企中 A 股与内房股的 ROE 分别为 6.3%和 7.9%.....	25
图表 63. 2021H1 TOP30 房企中销售规模 1300~1500 亿的房企 ROE 最高, 为 8.0%	25
图表 64. 2021H1 TOP30 房企中 A 股与内房股的有息负债增速分别为 2.0%和-5.4% ..25	
图表 65. 2021H1 TOP30 房企中销售规模 5000 亿以上的有息负债增速最低, 为-13.0%25	
图表 66. 2021H1 TOP30 房企中 A 股与内房股的剔除预收账款后的资产负债率基本一 致.....	26
图表 67. 2021H1 TOP30 房企中销售规模 2500~5000 亿元的房企剔除预收账款后的资 产负债率最低.....	26
图表 68. 2021H1 TOP30 房企中 A 股与内房股的净负债率分别为 70.9%和 67.6%	26
图表 69. 2021H1 TOP30 房企中销售规模 2500~5000 亿元的房企净负债率最低, 仅 51.7%	26
图表 70. 2021H1 TOP30 房企中 A 股与内房股的现金短债比分别为 1.98 和 1.34X.....	27
图表 71. 2021H1 TOP30 房企中销售规模 2500~5000 亿房企的现金短债比最高, 达 2.26X	27
图表 72. 2021H1 TOP30 房企中 60%为黄档房企, 30%为绿档房企.....	27
图表 73. 2021H1 TOP30 房企三道红线情况	28
图表 74. 2021H1 TOP30 房企中 A 股与内房股的资产周转率分别为 0.11 和 0.09.....	28
图表 75. 2021H1 TOP30 房企中销售规模 2500~5000 亿的房企资产周转率最高, 达 0.12	28
图表 76. 2021H1 TOP30 房企中 A 股与内房股的存货周转率分别为 0.16 和 0.15	29

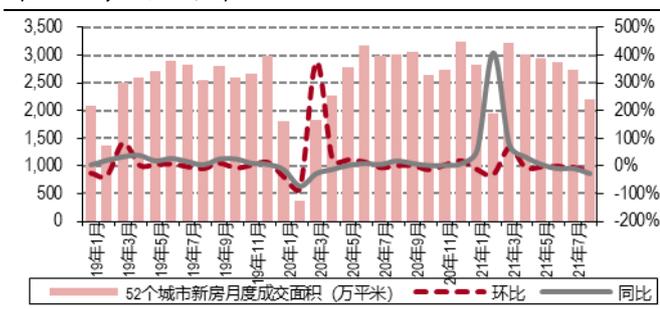
图表 77. 2021H1 TOP30 房企中销售规模 2500~5000 亿的房企存货周转率最高, 达 0.18	29
图表 78. 2021H1 TOP30 房企中 A 股与内房股的货币资金同比增速分别为 5.9%和 11.4%	29
图表 79. 2021H1 TOP30 房企中销售规模 1300~1500 亿房企货币资金同比增速最高, 达 29.4%	29
图表 80. 房地产行业年初以来绝对收益为-15.7%	30
图表 81. 房地产行业年初以来相对收益为-7.9%	30
图表 82. 房地产行业 8 月绝对收益为 5.0%	30
图表 83. 房地产行业 8 月相对收益为 5.1%	30
图表 84. 8 月房地产行业涨幅排名前三的公司分别为中迪投资、西藏城投、绿城中国	31
图表 85. 截至 8 月 31 日, 房地产板块 PE 为 7.18X	31
图表 86. 报告中提及上市公司估值表	32

1 重点城市调控持续，城市与房企成交降幅均扩大

1.1 8月新房成交：整体同比降幅扩大，一二线同比转跌，三线持续回调

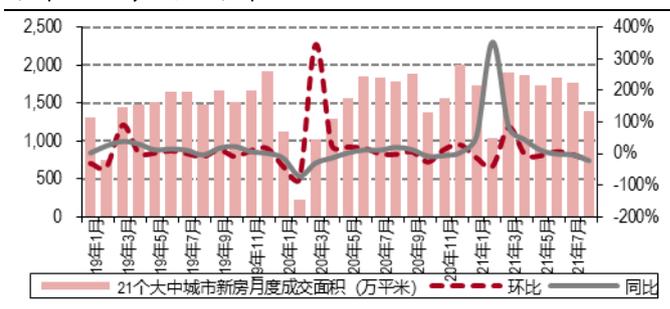
8月重点城市新房成交热度持续回落，一二线城市同比转跌，三线城市持续回调。从我们跟踪的城市成交数据来看，52个城市新房成交面积为2198.2万平，环比下降19.5%，同比下降27.1%，连续3个月出现负增长，降幅较上月扩大了18.4个百分点。其中21个大中城市¹新房成交面积为1397.8万平，环比下降21.1%，同比下降21.7%；一、二、三线城市新房成交面积分别为391.0、787.2和219.5万平方米，环比增速分别为14.1%、-32.0%和-19.3%，同比增速分别为-1.2%、-16.7%和-50.7%。其余31个城市²新房成交面积为800.4万平方米，环比下降16.5%，同比下降34.9%。一线城市韧性相对较强，但同比转微跌。上海出台二手房“三价就低”原则，8月21日新房集中拿证预售第四批次42个项目官宣，缓解了购房者悲观情绪，新房成交面积同比仍有11%的增长。广州调控政策持续发力，南沙、黄埔相继收紧乃至取消人才购房政策，市场降温明显，新房成交创年内次新低（同比增速：-30%）。北京逐渐回归理性，同比增速回调至11%。热点二线加入回调，整体同比增速从上月的6.7%转-16.7%；三线城市新房成交降幅持续显著扩大15个百分点至50.7%。我们跟踪的二三线城市中超过7成出现了同环比下跌。南京、无锡等受疫情影响回落显著；而南宁、韶关、江阴等市场低迷城市下行加剧，仅杭州、厦门、福州等少数城市稳步放量，8月成交量同比仍能保持正增长。我们认为，9月虽是传统销售旺季，但二三线整体成交动能难出现改善，尤其是前期出台调控的热点城市或将延续低迷走势。

图表 1.8月52个城市新房成交面积2198.2万平，环比下降19.5%，同比下降27.1%



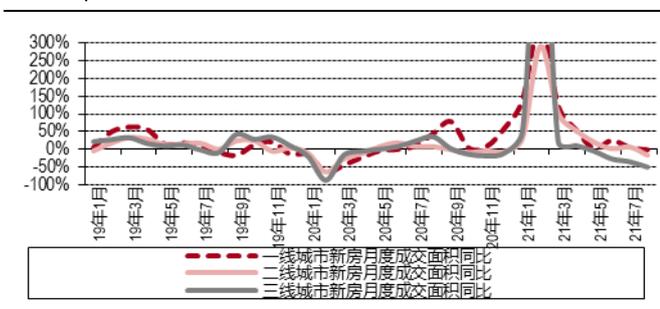
资料来源：万得，中银证券

图表 2.8月21个大中城市新房成交面积1397.8万平，环比下降21.1%，同比下降21.7%



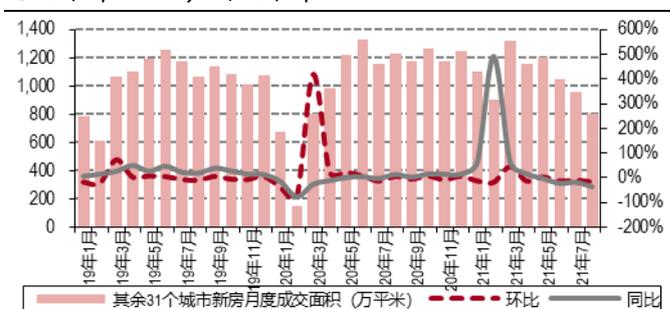
资料来源：万得，中银证券

图表 3.8月一二三线新房成交面积同比增速分别为-1.2%、-16.7%和-50.7%



资料来源：万得，中银证券

图表 4.8月其余31个城市新房成交面积800.4万平方米，环比下降16.5%，同比下降34.9%



资料来源：万得，中银证券

¹ 21城为北京、上海、广州、深圳、杭州、南京、武汉、成都、青岛、苏州、福州、厦门、长春、无锡、东莞、惠州、扬州、岳阳、韶关、南宁、江阴。4个一线城市为北京、上海、广州、深圳，9个二线城市为杭州、南京、武汉、成都、青岛、苏州、福州、厦门、长春，8个三线城市为无锡、东莞、惠州、扬州、岳阳、韶关、南宁、江阴。

² 其余31城为济南、佛山、吉林、嘉兴、温州、金华、泉州、赣州、珠海、常州、淮安、连云港、柳州、绍兴、泰州、镇江、宁波、淮南、江门、莆田、肇庆、泰安、芜湖、盐城、湛江、宝鸡、舟山、池州、抚州、海门、清远。

图表 5.8 月除杭州、福州和厦门新房成交同比正增长外，其余二三线城市均出现了不同程度的下跌

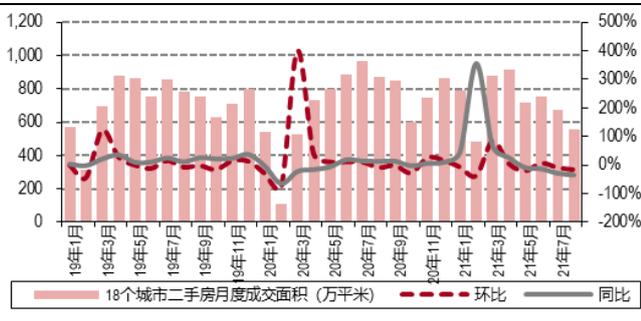
2021年8月全国重点城市新房成交面积 (单位: 万平)									
能级	城市	成交面积	环比	同比	能级	城市	成交面积	环比	同比
一线	北京	84	-18%	-11%	三线	无锡	61.0	47%	-29%
	上海	166	25%	11%		东莞	30.0	-34%	-65%
	广州	77	-5%	-30%		惠州	15.0	-39%	-54%
	深圳	64	147%	56%		岳阳	15.0	-33%	-34%
	合计	391	14%	-1%		韶关	9.0	-14%	-43%
二线	杭州	104	-19%	32%		合计	220	-19%	-51%
	南京	43	-50%	-52%		总计	1398	-21%	22%
	武汉	146	-64%	-37%					
	成都	202	-8%	-14%					
	青岛	125	-11%	-15%					
	苏州	74	-32%	-8%					
	福州	51	14%	76%					
	厦门	41	49%	106%					
	合计	787	-32%	-17%					

资料来源: 万得, 中银证券

1.2 8月二手房成交规模持续快速回落，多地出台二手房价监管政策

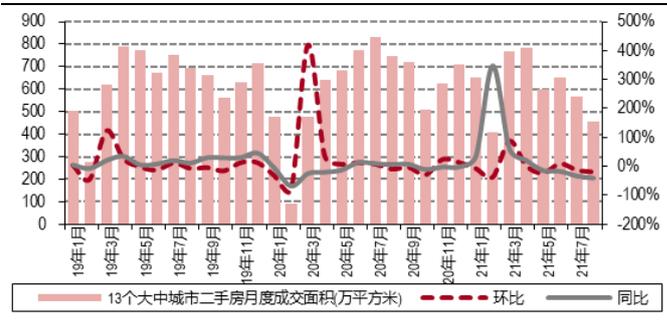
整体二手房成交同比连续 4 个月出现负增长，主要是基于全国二手房市场监管加码，多地出台二手房价监管政策。18 个城市二手房成交面积为 557.1 万平，环比下降 17.7%，同比下降 36.0%，降幅较上月扩大了 5 个百分点。其中 13 大中城市³二手房成交面积 456.3 万平，环比下降 19.6%，同比下降 39.1%；一、二、三线城市成交面积分别为 167.6、215.8 和 73.0 万平，环比增速分别为-10.5%、-21.8% 和-29.9%，同比增速分别为-31.2%、-39.0%和-51.8%。其余 5 个城市⁴二手房成交面积为 100.8 万平，环比下降 8.1%，同比下降 17.3%。具体到城市来看，12 城同环比表现普遍回落，仅北京、东莞同比分别增长 2%和 24%，重点城市均有不同幅度的下调，深圳同比再度锐减 81%。我们认为，当前重点城市二手房市场持续降温，调控持续加码叠加“金九银十”的到来，新房市场供应不减，预计后续将保持稳中有降。

图表 6.8 月 18 个城市二手房成交面积 557.1 万平，环比下降 17.7%，同比下降 36.0%



资料来源: 万得, 中银证券

图表 7.13 个大中城市二手房成交面积 456.3 万平，环比下降 19.6%，同比下降 39.1%

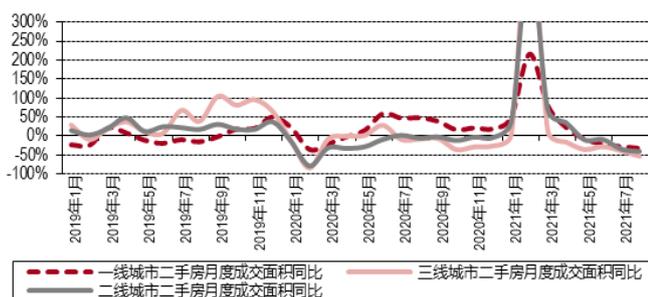


资料来源: 万得, 中银证券

³ 13 城为北京、深圳、杭州、南京、成都、青岛、苏州、厦门、无锡、东莞、扬州、岳阳、南宁。2 个一线城市为北京、深圳，6 个二线城市为杭州、南京、成都、青岛、苏州、厦门，5 个三线城市为无锡、东莞、扬州、岳阳、南宁。

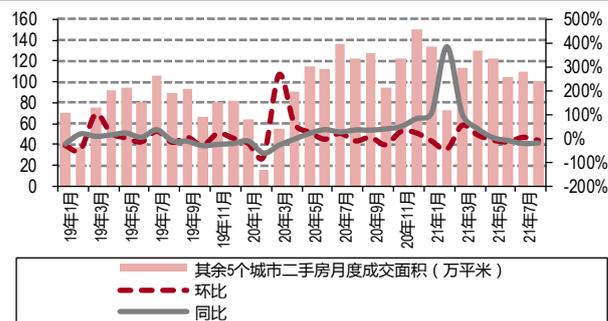
⁴ 其余 5 城为佛山、金华、江门、清远、桂林。

图表 8. 8月一二三线二手房成交面积同比增速分别为-31.2%、-39.0%和-51.8%



资料来源：万得，中银证券

图表 9. 其余 5 个城市二手房成交面积 100.8 万平，环比下降 8.1%，同比下降 17.3%



资料来源：万得，中银证券

图表 10. 8月深圳二手房成交面积同比下降 81%，除北京、东莞同比分别增长 2%和 24%，重点城市均有不同幅度的下调

2021年8月全国重点城市二手房成交面积（单位：万平）									
能级	城市	成交面积	环比	同比	能级	城市	成交面积	环比	同比
一线	北京	148.7	-9%	2%	三线	无锡	35.2	-27%	-55%
	深圳	18.9	1%	-81%		东莞	24.8	-6%	24%
	合计	167.6	-11%	-31%		扬州	0.0	-100%	-100%
二线	杭州	28.6	-33%	-50%	南京	13.0	-25%	-57%	
	南京	55.5	-29%	-48%	合计	73.0	-30%	-52%	
	成都	33.2	-5%	-21%	总计	456.3	-20%	-39%	
	青岛	23.8	-37%	-58%					
	苏州	49.6	0%	-13%					
	厦门	25.2	-23%	-29%					
	合计	215.8	-22%	-39%					

资料来源：万得，中银证券

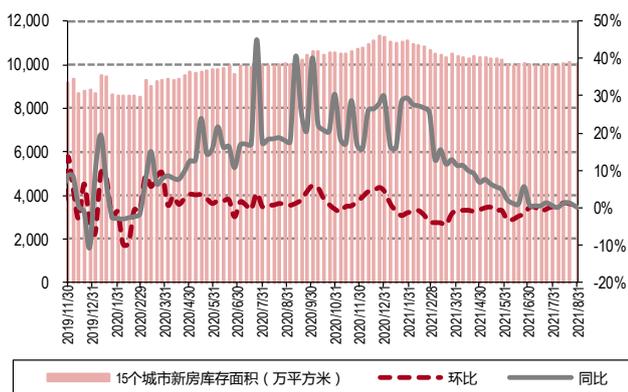
1.3 8月新房库存及去化周期均提升，上海、深圳、宁波去化周期小于 6 个月

整体库存环比提升，去化周期有所提升；上海、深圳、宁波去化周期小于 6 个月。截止到 8 月 31 日，15 个城市新房库存面积为 1.00 亿平，较 7 月底上升 0.3%，同比持平。其中，10 个大中城市⁵新房库存面积为 7231.7 万平，较 7 月底提升 0.5%，同比提升 1.4%；一、二、三线城市新房库存面积分别为 2715.7、3073.5 和 1442.5 万平，环比增速分别为-1.8%、2.5%和 1.0%，同比增速分别为-8.6%、5.2%和 16.5%。其余 5 个城市⁶新房库存面积为 2811.0 万平，环比下降 0.3%，同比下降 3.5%。在新房库存面积去化周期方面，15 个城市新房库存面积去化周期为 9.8 个月，较 7 月底上升了 12.8%，同比上升 8.8%。其中 10 个大中城市新房库存面积去化周期为 8.7 个月，环比上升 12.2%，同比上升 2.7%，其中一、二、三线城市新房库存面积去化周期分别为 7.3、8.4 和 14.7 个月，环比增速分别为-5.5%、28.2%和 21.4%，同比增速分别为-15.8%、-0.9%和 89.5%。其他 5 个城市新房库存面积去化周期为 14.5 个月，环比上升 15.6%，同比上升 36.4%。部分城市新房销售有所降温。如广州、南宁、温州、宝鸡等去化周期同环比均增长，超过 1 年。上海、宁波、深圳等则仍处于存货紧缺阶段，去化周期也低于 6 个月。杭州受益于本月新政后新盘集中补货入市，供求关系略有缓解，但去化周期仍仅有 7.4 个月。

⁵ 10 城为北京、上海、广州、深圳、杭州、南京、苏州、福州、南宁、江阴。4 个一线城市为北京、上海、广州、深圳，4 个二线城市为杭州、南京、苏州、福州，2 个三线城市为南宁、江阴。

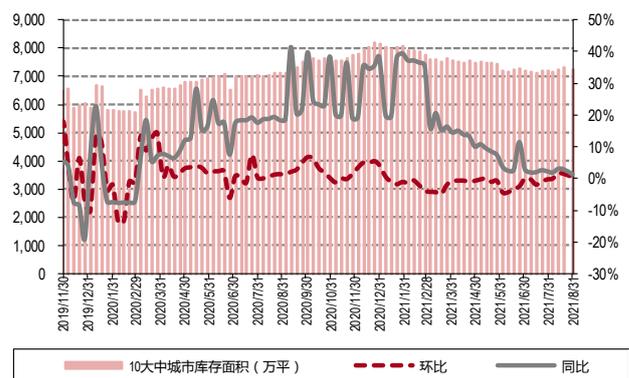
⁶ 其余 5 城为温州、泉州、宁波、莆田、宝鸡。

图表 11. 截至 8 月末, 15 个城市新房库存面积 1.00 亿平, 较 7 月底上升 0.3%, 同比持平



资料来源: 万得, 中银证券

图表 12. 截至 8 月末, 10 个大中城市新房库存面积 7231.7 万平, 较 7 月底提升 0.5%, 同比提升 1.4%



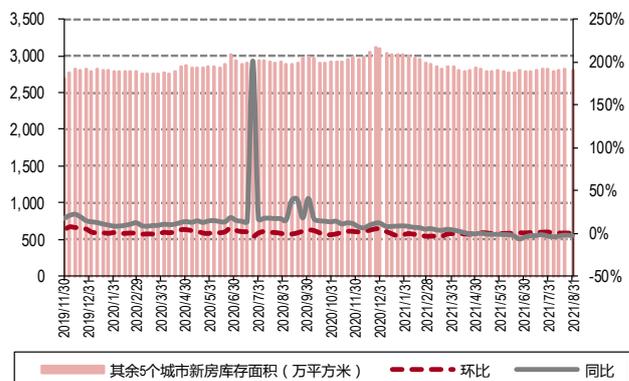
资料来源: 万得, 中银证券

图表 13. 截至 8 月底, 一二线城市新房库存面积环比增速分别为 -1.8% 和 2.5%



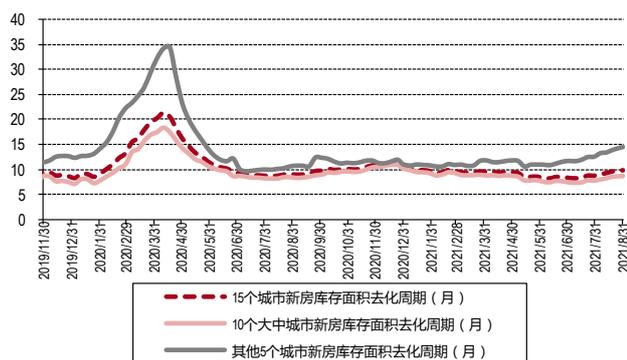
资料来源: 万得, 中银证券

图表 14. 截至 8 月末, 其余 5 个城市新房库存面积 2811.0 万平, 环比下降 0.3%, 同比下降 3.5%



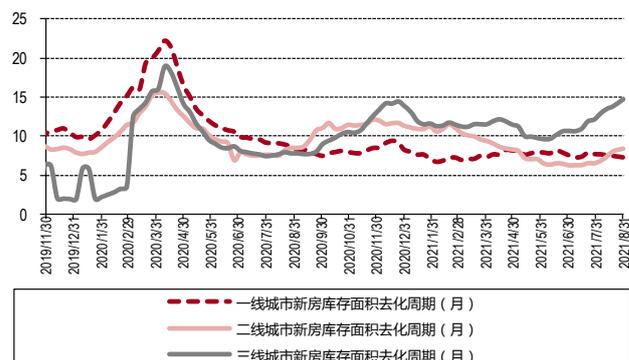
资料来源: 万得, 中银证券

图表 15. 8 月末, 新房库存去化周期环比略有提升



资料来源: 万得, 中银证券

图表 16. 二三线城市新房库存去化周期有所提升



资料来源: 万得, 中银证券

图表 17. 截至 8 月底，上海、深圳和宁波去化周期小于 6 个月

2021年8月全国重点城市新库存面积及去化周期（单位：万平、月）						
城市	库存面积	环比	同比	去化周期	环比	同比
北京	1132.9	-2.0%	-2.4%	11.4	-1.0%	-27.7%
上海	460.1	-16.0%	-35.4%	3.1	-22.0%	-44.1%
广州	945.7	8.0%	15.7%	11.3	18.0%	40.7%
深圳	165.2	-10.0%	-31.9%	4.6	-31.0%	-34.9%
杭州	858.3	5.0%	-13.1%	7.4	39.0%	-21.0%
南京	670.6	-4.0%	12.2%	8.2	39.0%	22.7%
苏州	840.3	2.0%	22.0%	7.7	20.0%	40.4%
福州	627.2	-5.0%	-1.8%	13.2	10.0%	-55.7%
南宁	988.7	2.0%	25.4%	12.2	16.0%	113.1%
温州	1120.8	0.6%	0.7%	13.6	18.9%	30.9%
宁波	355.1	4.5%	26.0%	5.6	12.8%	89.8%
莆田	192.6	-3.6%	-19.5%	11.5	8.4%	-40.1%
宝鸡	481.9	1.3%	-11.6%	18.0	21.1%	13.2%

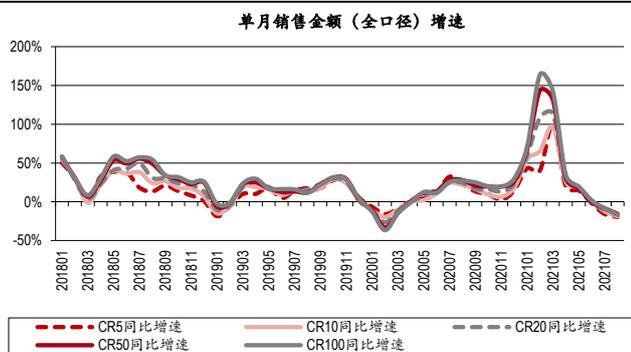
资料来源：万得，中银证券

1.4 8 月百强房企销售降幅扩大，系热点城市持续调控

百强房企销售增速快速回落，单月降幅明显扩大 8 个百分点。百强房企 8 月单月实现全口径销售额 9143 亿元，同比-16.5%（前值：-8.5%），权益口径 6454 亿元，同比-17.2%（前值-10.2%）；1-8 月累计实现全口径销售金额 8.94 万亿，同比+22.1%（前值：+29.6%），权益口径 6.31 万亿元，同比+18.8%（前值：+25.9%），增速自二季度以来也呈持续放缓趋势。8 月仍是传统销售淡季，受部分热点城市政策调控持续升级影响，销售降幅较上月明显扩大，低位运行。预计 9 月随着传统销售旺季“金九银十”的到来，房企将加大供货力度，销售企稳回升，但在整体政策趋紧、短期内热点城市调控持续的背景下，成交整体的回升幅度将明显受限。

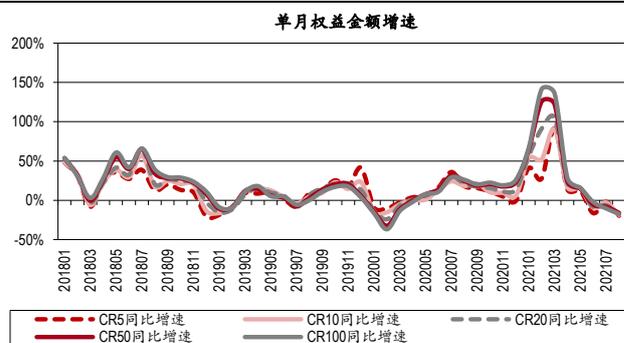
各梯队全口径增速均放缓。CR5、CR10、CR20、CR50 单月全口径销售额增速分别为-19.7%、-18.6%、-17.1%和-15.6%，较上月降幅分别扩大了 3.8、6.4、7.0 和 7.2 个百分点；权益口径增速分别为-19.8%、-18.5%、-17.1%和-15.9%。

图表 18. CR5、CR10、CR20、CR50 单月全口径销售额增速分别为-19.7%、-18.6%、-17.1%和-15.6%



资料来源：克而瑞，中银证券

图表 19. CR5、CR10、CR20、CR50 单月权益口径增速分别为-19.8%、-18.5%、-17.1%和-15.9%



资料来源：克而瑞，中银证券

图表 20. 2021 年 8 月各梯队房企单月全口径销售额均出现负增长

房企梯队	单月全口径销售 (亿元)			单月全口径销售增速		
	2020 年 8 月	2021 年 7 月	2021 年 8 月	2020 年 8 月	2021 年 7 月	2021 年 8 月
CR5	2827	2615	2271	23.0%	-15.8%	-19.7%
CR10	4177	3832	3399	21.7%	-12.3%	-18.6%
CR20	6178	5559	5122	24.3%	-10.1%	-17.1%
CR50	9223	8426	7785	27.8%	-8.4%	-15.6%
CR100	10955	10024	9143	27.2%	-8.5%	-16.5%
房企梯队	单月权益口径销售 (亿元)			单月权益口径销售增速		
	2020 年 8 月	2021 年 7 月	2021 年 8 月	2020 年 8 月	2021 年 7 月	2021 年 8 月
CR5	2047	2292	1641	18.0%	-2.1%	-19.8%
CR10	3083	3210	2512	18.2%	-2.9%	-18.5%
CR20	4425	4352	3667	21.2%	-6.3%	-17.1%
CR50	6550	6267	5507	24.8%	-8.0%	-15.9%
CR100	7791	7218	6454	26.2%	-10.2%	-17.2%
房企梯队	累计全口径销售 (亿元)			累计全口径销售增速		
	2020 年 1-8 月	2021 年 1-7 月	2021 年 1-8 月	2020 年 1-8 月	2021 年 1-7 月	2021 年 1-8 月
CR5	20440	20047	22318	6.3%	13.8%	9.2%
CR10	29276	29984	33302	3.0%	19.2%	13.8%
CR20	42040	43918	48996	5.8%	22.5%	16.6%
CR50	60827	66062	73797	5.4%	27.8%	21.3%
CR100	73186	80376	89357	4.7%	29.6%	22.1%
房企梯队	累计权益口径销售 (亿元)			累计权益口径销售增速		
	2020 年 1-8 月	2021 年 1-7 月	2021 年 1-8 月	2021 年 1-8 月	2020 年 1-7 月	2021 年 1-8 月
CR5	15294	14654	16295	9.4%	9.3%	6.6%
CR10	22306	22215	24656	4.5%	15.4%	10.5%
CR20	30903	31532	35143	5.1%	19.0%	13.7%
CR50	44226	46973	52423	4.7%	24.4%	18.5%
CR100	53079	56792	63060	3.2%	25.9%	18.8%

资料来源: 克而瑞, 中银证券

2021 年 8 月, 百强房企中绝大多数企业单月销售同比出现负增长; TOP20 房企中超半数房企销售目标完成度超六成。TOP20 房企单月全口径销售额平均增速为-20.1%, 其中仅保利地产和绿地控股单月销售额增速仍然保持正增长, 同比增速分别为 7.0%和 7.1%, 其余房企均出现了不同程度的下滑。从累计情况来看, TOP20 房企累计全口径销售额增速均值 19.0%, 仍保持一定韧性; 从销售目标完成度来看, TOP20 房企中披露了销售目标的房企截至到 8 月末的销售目标完成度均值在 61.7%, 其中金地集团已经完成了 74.1%的销售目标, 金科股份仅过半 (52.3%), 其余房企销售目标完成率多在 55%~65%之间。

图表 21. TOP20 房企中仅保利地产和绿地控股单月销售额增速仍然保持正增长

销售排名	公司	累计全口径销售额	同比	销售目标	销售目标增速	销售目标完成率	8月单月全口径销售额	同比	7月单月全口径销售额	同比	8月单月权益金额	同比	7月单月权益金额	同比	8月单月全口径面积	同比	7月单月全口径面积	同比
1	碧桂园	5806	6.4%	6277(权益)	10.0%	63.7%	598	-26.2%	744	-2.1%	443	-27.3%	543	0.0%	687	-26.2%	855	-2.1%
2	万科	4450	1.5%	7900	12.2%	58.3%	386	-34.3%	515	-12.7%	251	-35.4%	336	-15.1%	226	-46.7%	307	-22.1%
3	中国恒大	4369	-3.0%	7500	3.7%	58.2%	366	-29.0%	438	-13.0%	348	0.7%	800	29.3%	458	-13.9%	544	0.9%
4	融创中国	4151	33.2%	6400	11.2%	64.9%	452	-29.6%	494	-5.6%	262	-39.2%	288	-18.4%	324	-29.1%	351	-5.8%
5	保利地产	3742	18.0%				470	7.0%	422	-13.3%	338	13.3%	304	-24.2%	351	24.5%	313	-2.9%
6	中海地产	2569	15.6%				239	-17.1%	227	5.6%	223	-8.2%	258	0.3%	107	-21.6%	103	-15.7%
7	招商蛇口	2174	35.6%	3300	18.9%	65.9%	201	-25.1%	203	-11.2%	122	-46.3%	137	-17.0%	85	-23.1%	87	-16.4%
8	绿地控股	2086	25.2%				215	7.1%	230	61.8%	194	7.1%	207	61.7%	179	17.9%	97	82.3%
9	华润置地	2080	28.4%	3150	10.5%	66.0%	202	-25.8%	230	-4.0%	93	-9.0%	116	-29.1%	110	-12.1%	130	14.6%
10	金地集团	2075	43.8%	2800	15.4%	74.1%	190	-12.3%	256	22.4%	118	-11.7%	161	24.6%	91	-15.0%	122	13.9%
11	世茂集团	1989	17.7%	3300	9.9%	60.3%	240	-18.7%	221	-23.8%	168	-18.4%	155	-24.0%	135	-20.6%	124	-24.5%
12	龙湖集团	1817	17.4%	3100	14.6%	58.6%	201	-17.1%	190	-9.3%	141	-17.5%	133	-9.9%	121	-15.8%	115	-7.1%
13	旭辉控股	1771	38.0%	2650	14.7%	66.8%	200	-21.8%	209	-5.0%	118	-34.1%	123	1.8%	108	-40.8%	101	-34.3%
14	绿城中国	1748	30.0%	3100	7.2%	56.4%	232	-6.5%	220	19.6%	145	56.5%	76	10.8%	75	-42.0%	132	41.9%
15	中国金茂	1620	11.1%	2500	8.2%	64.8%	144	-33.3%	175	-18.3%	99	-33.3%	121	-18.3%	64	-37.0%	119	-1.1%
16	新城控股	1517	9.1%	2600	3.6%	58.4%	171	-16.8%	169	-19.4%	126	-16.6%	116	-33.9%	196	-4.1%	155	-21.5%
17	中南建设	1404	17.5%	2500	11.7%	56.2%	141	-30.7%	177	-0.8%	91	-31.4%	118	-3.2%	102	-35.0%	129	5.1%
18	阳光城	1329	3.5%	2200	0.9%	60.4%	191	-6.3%	125	-30.5%	134	1.4%	88	-13.0%	114	-8.5%	74	-32.6%
19	金科股份	1309	8.4%	2500	12.0%	52.3%	121	-36.9%	166	-16.0%	86	-18.7%	119	-25.3%	131	-27.3%	141	-34.5%
20	中梁控股	1190	23.3%	1800	6.6%	66.1%	120	-29.1%	120	0.8%	84	-28.9%	80	-4.3%	47	-65.9%	95	2.0%

资料来源：克而瑞，公司公告，中银证券

1.5 1-7 月行业集中度⁷略低于过去两年同期水平

相较于 2019、2020 年同期，集中度小幅下滑。我们认为主要是因为从 2020 年下半年开始“三道红线”、房贷集中管理相继推出且主要针对大中型房企，大中型房企短期内拿地和新开工意愿都有所下滑，推演至今年年初的销售，CR100 的销售集中度有所下滑。

图表 22.1-7 月行业集中度

	权益口径销售金额集中度		
	2019 年 1-7 月	2020 年 1-7 月	2021 年 1-7 月
CR5	15.0%	16.5%	13.8%
CR10	22.6%	23.6%	20.9%
CR20	30.9%	32.6%	29.6%
CR50	44.6%	46.4%	44.1%
CR100	54.3%	55.4%	53.4%

资料来源：克而瑞，中银证券

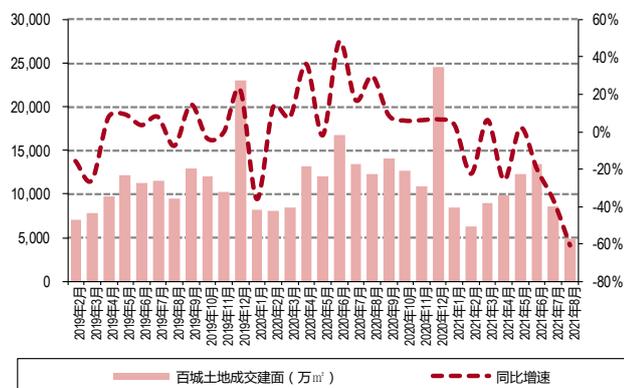
⁷ 由于行业集中度数据依据国家统计局发布的全国商品房销售数据进行计算，8 月统计局数据未公布，因此目前讨论 1-7 月的集中度情况

2 集中供地空窗期叠加房企投资融资端监管收紧，土地市场再度量价齐跌，房企拿地力度明显缓和

2.1 8月地市成交再度量价齐跌，溢价率低至7.4%

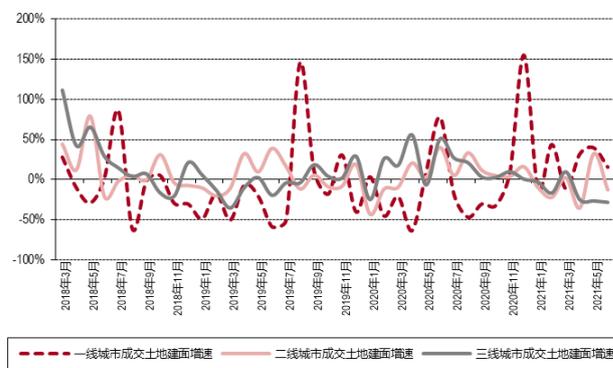
从成交量来看，本月百城成交土地成交量再度显著下降，主因22城已于6月末完成了首批的集中土地出让活动，本月无住宅类用地集中土拍活动。本月百城成交土地规划总建筑面积为4825.8万平，环比减少43.5%，同比减少60.7%；一二三线城市成交土地规划建筑面积环比增速分别为-61.2%、-37.8%和-48.0%，同比增速分别为-38.1%、-72.2%和-58.1%。单看住宅用地，百城住宅类成交土地建面1246.5万平，环比减少56.0%。同比减少78.7%；其中一线城市无住宅类用地成交（本月无集中土拍活动），二三线城市住宅类土地成交建面环比增速分别为-46.5%和-57.5%，同比增速分别为-19.1%和12.5%。

图表 23. 8月百城成交土地建面 4825.8 万平，同比减少 60.7%



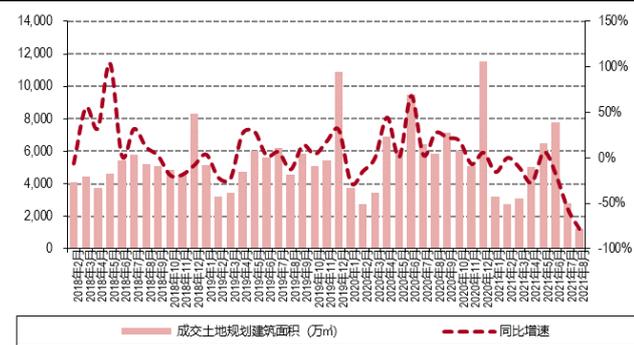
资料来源：万得，中银证券

图表 24. 8月一二三线城市成交土地规划建面同比增速分别为-38.1%、-72.2%和-58.1%



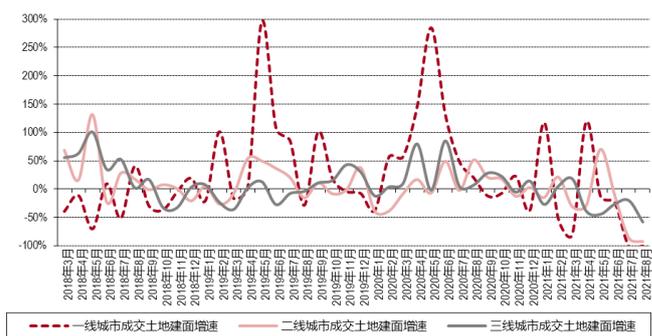
资料来源：万得，中银证券

图表 25. 8月百城住宅类用地成交建面 1246.5 万平，同比减少 78.7%



资料来源：万得，中银证券

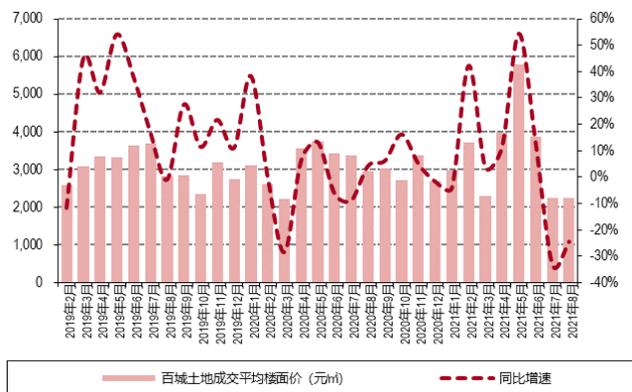
图表 26. 8月二三线城市住宅类用地成交规划建面同比增速分别为-46.5%和-57.5%



资料来源：万得，中银证券

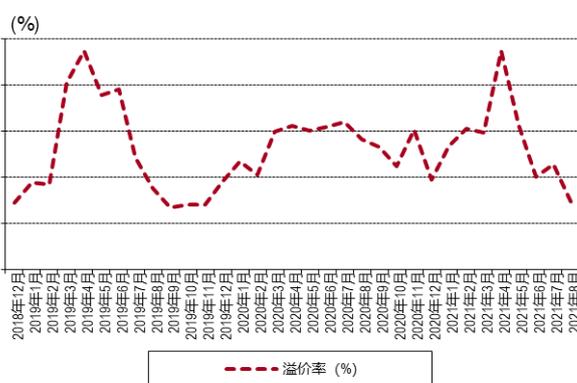
从市场热度来看，由于热点城市进一步加强了溢价、地价的管控，因此本月溢价率较上月大幅下滑，环比减少 4.1 个百分点，降至 7.4%，二三线城市均降至 10% 以下。8 月百城成交土地平均楼面价 2242 元/平，环比下降 43.9%，同比下降 24.3%；平均土地溢价率为 7.38%，较上月下降了 4.1 个百分点，较去年同期下降了 6.8 个百分点。一二三线城市成交土地楼面均价分别为 11519、1016 和 2811 元/平，环比增速分别为 214.4%、-16.5% 和 1.6%，同比增速分别为 26.3%、-73.4% 和 25.9%；平均溢价率分别为 10.37%、5.08% 和 8.93%，一线城市较上月上升了 7.0 个百分点，二、三线城市较上月分别下降了 11.6、2.1 个百分点。从住宅类用地来看，百城住宅类用地成交平均楼面价为 5863 元/平，环比增长 7.3%，同比增长 9.7%；平均土地溢价率为 9.8%，较上月下降了 3.8 个百分点，较去年同期下降了 6.5 个百分点。二三线城市住宅类用地平均楼面价为 3608 和 6333 元/平，环比增速分别为 -19.1% 和 12.5%，同比增速分别为 -32.1% 和 81.5%；平均土地溢价率分别为 6.3% 和 10.3%，环比分别下降了 25.5 和 1.4 个百分点，较去年同期分别下降了 6.5 和 11.2 个百分点。

图表 27. 8 月百城成交土地平均楼面价为 2242 元/平，同比下降 24.3%



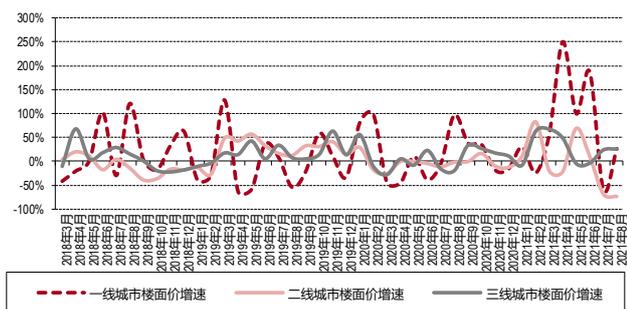
资料来源：万得，中银证券

图表 28. 8 月百城成交土地平均溢价率为 7.38%，较上月下降了 4.1 个百分点，较去年同期下降了 6.8 个百分点



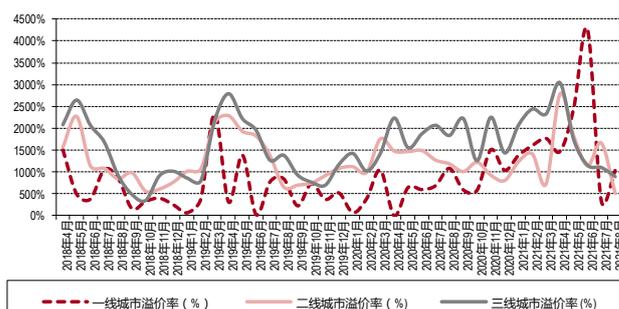
资料来源：万得，中银证券

图表 29. 8 月一二三线城市成交土地楼面价同比增速分别为 26.3%、-73.4% 和 25.9%



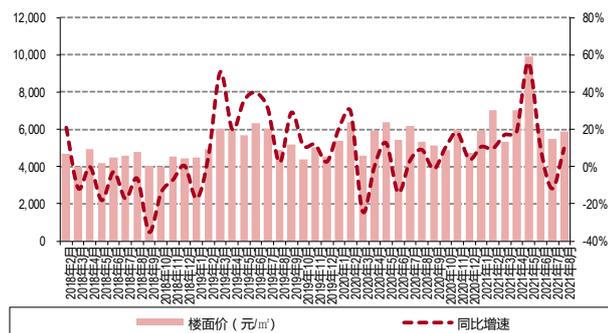
资料来源：万得，中银证券

图表 30. 8 月一二三线城市成交土地平均溢价率分别为 10.37%、5.08% 和 8.93%



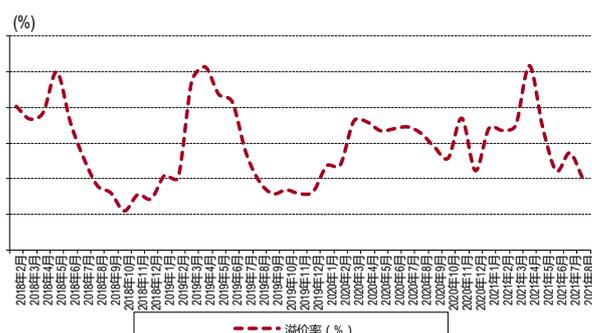
资料来源：万得，中银证券

图表 31. 8 月百城住宅类用地成交平均楼面价为 5863 元/平，同比增长 9.7%



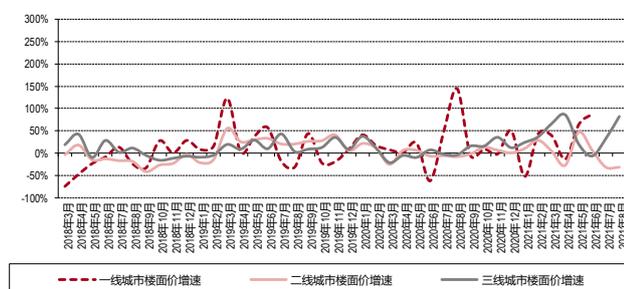
资料来源：万得，中银证券

图表 32. 8 月百城住宅类用地成交平均溢价率为 9.8%，较去年同期下降了 6.5 个百分点



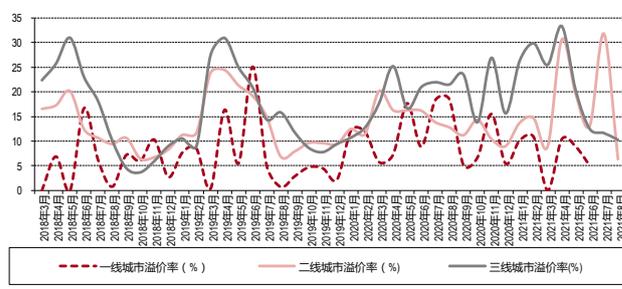
资料来源：万得，中银证券

图表 33. 8 月二三线城市住宅类用地成交楼面价同比增速分别为 -32.1% 和 81.5%



资料来源：万得，中银证券

图表 34. 8 月二三线城市住宅类用地平均土地溢价率分别为 6.3% 和 10.3%



资料来源：万得，中银证券

2.2 供应减少+房企投融资端监管收紧，7 月土地投资强度明显减弱

7 月单月整体行业土地投资强度明显减弱，受到集中供地断档期土地供应减少以及房企投融资端监管收紧影响。我们以百城土地成交总金额/全国商品房销售金额来作为行业土地投资强度数据作为衡量，我们发现 7 月单月土地投资强度明显减弱至 14.3%，较 6 月下降了 8.9 个百分点，较去年同期下降了 13.5 个百分点，处于 2017 年以来的历史低位。从披露了拿地数据的具体房企来看，7 月保利地产、中海地产和阳光城拿地强度相对较大，从累计数据来看，招商蛇口土地投资强度较大，拿地金额/销售金额为 65%，超过了 40% 的拿地销售比红线，预计下半年会适当减缓拿地强度。我们认为，在投资端房企拿地逻辑将加速向“以销定投”、审慎理性拿地转变，上半年拿地积极的房企下半年或将放缓拿地节奏。

图表 35. 7 月单月土地投资强度下降至 14.3%



资料来源：万得，国家统计局，中银证券

图表 36. 7月保利地产、中海地产和阳光城拿地强度相对较大

	7月拿地建面 (万平)	7月拿地金额 (亿元)	7月土地投资强度	1-7月累计拿地建面 (万平)	1-7月累计拿地金额 (亿元)	1-7月土地投资强度
万科	197	149	 29%	1842	1346	 33%
保利地产	280	280	 66%	1931	1243	 38%
中海地产	146	105	 46%	1178	849	 37%
绿地控股	12	9	 4%	702	345	 18%
招商蛇口	44	64	 31%	928	1292	 65%
金地集团	60	37	 14%	785	573	 31%
新城控股	127	57	 34%	1232	532	 39%
阳光城	108	85	 68%	557	283	 25%
中南建设	7	7	 4%	707	296	 23%

资料来源：公司公告，中银证券

3 政策端热点城市调控持续，集中供地政策向“控实际地价”调整

当前房地产市场调控政策仍处于趋紧状态，热点城市调控持续；集中供地政策调整向“控实际地价”调整，预计二三次集中土拍热度将下降，房企盈利空间有望改善。本月部分重点城市房地产调控持续，杭州限购政策全面升级，上海发布了“合同价、核验价、银行评估价取最低”的房贷新标准，成都加强了赠与管理，东莞法拍房列入限购范围内，衢州限购升级等。8月12日，自然资源部对未来的集中供地试点城市的供地部门作出新的部署，明确要求：a) 参加宅地竞拍的企业需具有房地产开发资质；b) 建立有效的购地审查制度，加强对房地产企业购地资金的来源审查。c) 单宗地溢价率不得超过15%，绝不允许通过提高起拍价格调整溢价率，严控城市楼面地价新高。d) 在达到地价或溢价率上限的时候，不得以竞配建等方式增加实际地价，可通过一次性合理报价、摇号、竞更高更优品质建设方案等方式确定竞得人。且政策不限于22个重点城市。我们可以看到，新政最大的改变是调控由首轮的“控表面地价”向“控实际地价”转变，在一定层面上降低了房企的拿地成本，使得首批集中供地以“竞配建”、“竞自持”等方式压缩的利润空间得到一定的释放。同时房企拿地将更加理性，叠加中央加强购地企业资格和资金审查，参拍企业的数量及要求会受到一定限制，土拍热度得到一定的抑制。

重点城市多地第二批集中供地延期，目前已陆续挂牌。截至目前，厦门、无锡和长春3城已经结束了二批土地出让，沈阳、杭州、福州、青岛、天津、南京、济南、苏州、合肥和成都10城二批次集中供地已经挂牌。从限定竞得方式角度来看，沈阳、杭州、青岛、南京、合肥、成都六城对产品品质提出了要求；整体而言，响应了8月初自然资源部对二三次集中土地出让最高溢价率低于15%的要求，按照各城市最高限制地价计算出来的平均最高溢价率为13.7%（若考虑长春、厦门、无锡三个已成交的城市，则为17.0%），远低于首批的31.1%。沈阳、厦门二批次出地量较首批翻番，青岛、合肥、成都二批次出地量较首批增长60%以上。

4 地产板块中报综述：行业利润率+负债率下行，龙头房企表现显著优于行业整体

4.1 地产板块业绩与盈利能力受到挤压，积极降杠杆是行业共识

我们选取了申万房地产板块 128 只 A 股股票对整体房地产行业进行财务数据分析：

业绩受到挤压，未来业绩持续释放有保障。1) 成长速度：2021H1 房地产板块实现营业收入 1.26 万亿元，同比增长 28.9%，增速较过去 4 年中报期均有所提升；归母净利润 684 亿元，同比下降 19.2%，降幅较去年同期扩大了 2.2 个百分点。2018 年以来，在“房住不炒”政策主基调下，整体规模增速明显放缓；而伴随着销售增速的放缓，规模房企的结算在近两年也受到影响。同时今年上半年疫情反复给企业开工复工、交楼结算的节奏带来了严峻的考验，营收和利润压力增大。2) 业绩保障程度：2021H1 预收账款/2020 年营业收入的比例基本稳定在 1.32，未来业绩保障程度稳中见强。

图表 37. 2021H1 房地产板块实现营业收入 1.26 万亿元，同比增长 28.9%



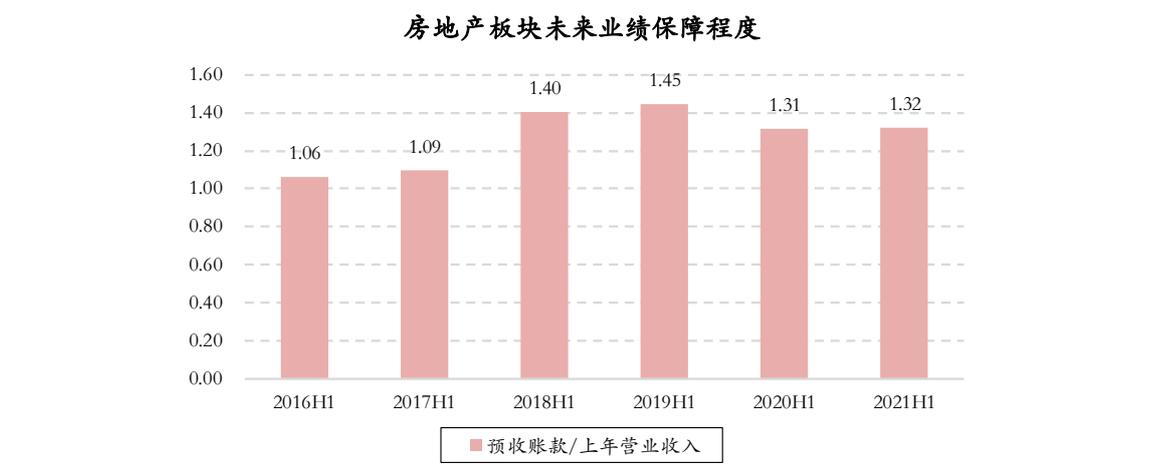
资料来源：万得，中银证券

图表 38. 2021H1 房地产板块实现归母净利润 684 亿元，同比下降 19.2%



资料来源：万得，中银证券

图表 39. 2021H1 预收账款/2020 年营业收入为 1.32，与去年同期基本保持一致



资料来源：万得，中银证券

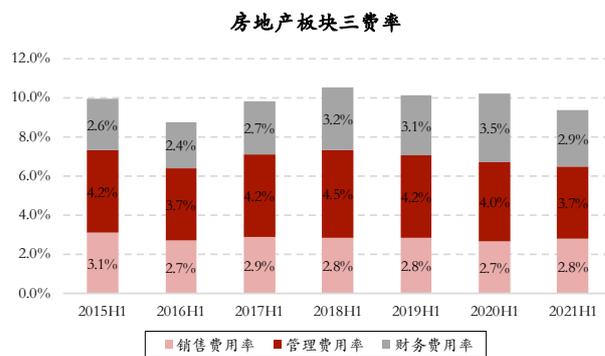
行业盈利能力承压，提升成本费用管控能力及内部经营效率成为共识。1) 盈利能力指标持续下行：2021年上半年房地产板块毛利率、净利率、归母净利润率分别为21.6%、7.3%和5.5%，较2020年同期分别下降了7.0、3.6和3.2个百分点。盈利指标下降主要是因为此前楼市最热时期房企高价拿地项目进入结算期，利润空间受到挤压，行业利润率的拐点已在2019年得到确认，今年上半年结算利润率水平已达到历史低位。我们认为今年上半年首批集中土地出让并没有出现预期中的利润率改善的情况，同时高配建和高自持比例进一步拉低了静态毛利率，叠加越来越多的城市提出了“竞品质”、“定品质”方面的要求，短期内行业利润率水平还将承压。但随着二、三批次集中供地对政策的调整，行业利润率有望触底反弹。2) 三费率得到明显改善：2021年上半年三项费用率为9.4%，较2020年同期下降了0.8个百分点，其中销售费用率基本持平，管理费用率和财务费用率分别下降了0.3和0.6个百分点。我们认为，一方面是因为房地产行业进入到管理红利的时代，房企更加重视管理效益和费用管控能力的提升，尤其是在毛利率下降的背景下，销管费用直接影响利润，对其的控制已经成为行业挖掘利润空间的有效途径；另一方面，因为降杠杆成效显著，房企对自身的有息负债规模进行了严格的控制，财务费用率出现了明显的下降。3) 在利润率下滑的压力下，行业ROE同比下降了1.2个百分点至3.6%。

图表 40. 2021H1 房地产板块毛利率、净利率、归母净利润率分别为 21.6%、7.3%和 5.5%



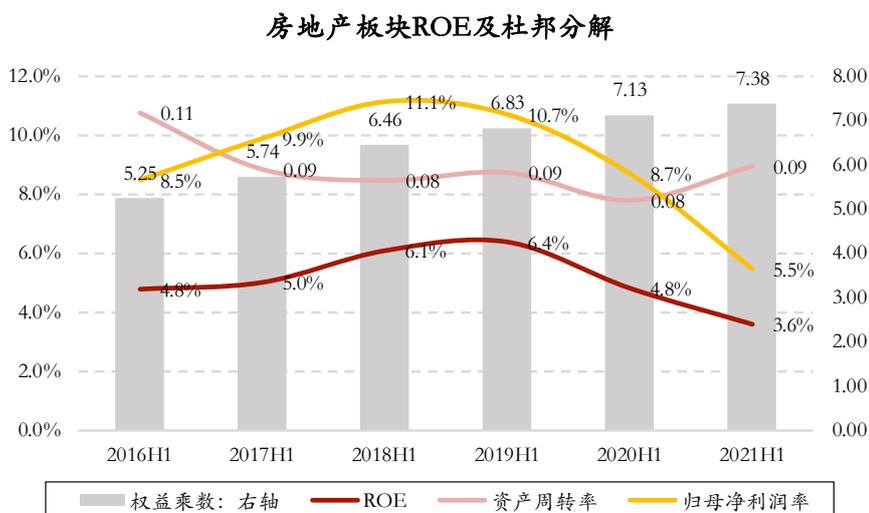
资料来源：万得，中银证券

图表 41. 2021H1 房地产板块三费率为 9.4%，较 2020 年同期下降了 0.8 个百分点



资料来源：万得，中银证券

图表 42. 2021H1 房地产板块 ROE 为 3.6%，较 2020 年同期下降了 1.2 个百分点



资料来源：万得，中银证券

行业有息负债增速明显收窄；房企积极降杠杆，从整体来看两项指标达标。1) 有息负债增速明显收窄：截至2021年6月末，房地产板块有息负债3.59万亿元，同比下降0.5%，其中短期有息负债同比大幅下降了14.1%至1.12万亿元；有息负债率同比下降了3.3个百分点至25.6%。2) 短期偿债能力提升：短期有息负债规模下降的同时，企业通过加大销售回款等方式增加现金流入，从而使得行业现金短债比较2020年同期优化23个基点至1.23。3) 净负债率同比下降14个百分点，2018H1后连续三年下降，累计下降了24个百分点。三条红线出台后，由于净负债率需低于100%的红线要求，房企积极进行降杠杆，一方面通过出售项目、加大现金回款率等多种方式促进现金增长，现金同比增长了5.8%；同时，减少有息负债增加额，在此消彼长的情况下，房企的整体净负债率得到较大的改善。剔除预收款后的资产负债率相对较为稳定，2021年上半年为71.8%，较2020年同期微幅下降0.3个百分点，略超“三道红线”70%的指标要求。

图表 43. 2021H1 房地产板块净负债率和剔除预收账款后的资产负债率分别为 76.0% 和 71.8%



资料来源：万得，中银证券

图表 44. 截至 2021 年 6 月末，房地产板块有息负债 3.59 万亿元，同比下降 0.5%，有息负债率为 25.6%



资料来源：万得，中银证券

图表 45. 2021H1 房地产板块现金短债比为 1.23X



资料来源：万得，中银证券

行业持续关注现金流管理，在手现金稳定充裕。1) 周转率稳中有升：2021年上半年房地产板块资产周转率和存货周转率分别为0.09和0.13，实现了稳中有升。从今年集中供地的土拍规则来看，强调产品品质，二三批次部分城市部分项目试点“现房销售”，我们认为会对房企未来的周转率产生一定的压力，但整体行业在调整下更趋完善，利好产品力突出的龙头房企。2) 持续关注现金流管理：截至2021年6月末，128家A股房企的现金持有量为1.38万亿元，同比增长5.8%，处于相对稳定的区间。2021年上半年房地产板块经营性现金流净额为829亿元，较2020年同期增长了1431亿元；其中销售商品、提供劳务取得的现金（销售回款为主）为1.71万亿元，同比增长36.9%；购买商品、接受劳务支付的现金（土地投资+施工建安投资）为1.25万亿元，同比增长33.7%。

图表 46. 2021H1 房地产板块资产周转率和存货周转率分别为



资料来源：万得，中银证券

图表 47. 截至 2021 年 6 月末，房地产板块货币资金 1.38 亿元，同比增长 5.8%



资料来源：万得，中银证券

图表 48. 2021H1 房地产板块经营性现金流净额为 829 亿元，与 2020 年同期相比增长了 1431 亿元



资料来源：万得，中银证券

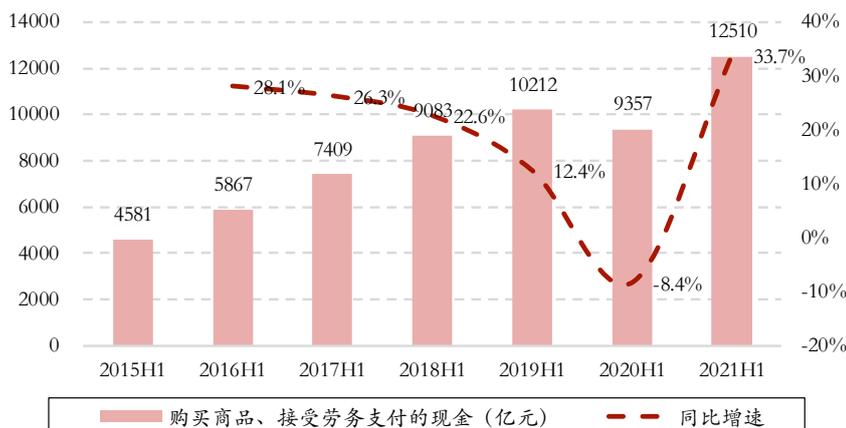
图表 49. 2021H1 房地产板块销售商品、提供劳务取得的现金为 1.71 万亿元，同比增长 36.9%



资料来源：万得，中银证券

图表 50. 2021H1 房地产板块购买商品、接受劳务支付的现金为 1.25 万亿元，同比增长 33.7%

房地产板块购买商品、接受劳务支出的现金及增速



资料来源：万得，中银证券

4.2 龙头房企中 2500~5000 亿销售规模房企的财务指标表现优异

我们选取了 TOP30 房企财务数据，并从两个维度进行统计分析：1) 按照年度销售规模分为 5000 亿元以上 (TOP5)、2500-5000 亿元 (TOP6~12)、1500-2500 亿元 (TOP13~22)、1300-1500 亿元 (TOP23~30) 四个梯队。2) 按照股票类型为 TOP30 房企中的 A 股 (11 家) 和 TOP30 房企中的内房股 (19 家)。

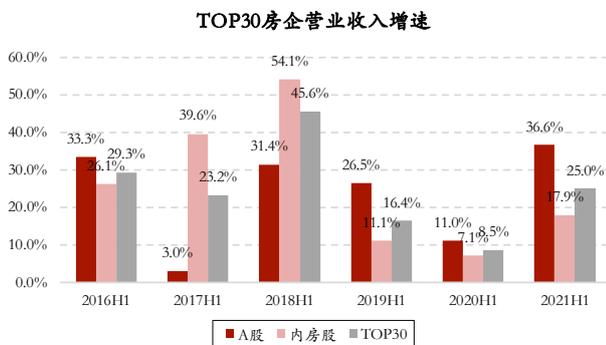
图表 51. TOP30 房企分类

按照年销售规模划分		按照股票类型划分	
销售规模 5000亿元以上	碧桂园、中国恒大、万科A、融创中国、保利地产	A股	万科A、保利地产、绿地控股、招商蛇口、新城控股、金地集团、金科股份、中南建设、阳光城、滨江集团、荣盛发展
销售规模 2500-5000亿元	中国海外发展、绿地控股、世茂集团、华润置地、招商蛇口、龙湖集团、新城控股		
销售规模 1500-2500亿元	金地集团、旭辉控股集团、中国金茂、金科股份、中南建设、阳光城、绿城中国、中梁控股、融信中国、正荣地产	内房股	碧桂园、中国恒大、融创中国、中国海外发展、世茂集团、华润置地、龙湖集团、旭辉控股集团、中国金茂、绿城中国、中梁控股、融信中国、正荣地产、龙光集团、富力地产、佳兆业集团、雅居乐集团、滨江集团、荣盛发展、中国奥园、祥生控股集团
销售规模 1300-1500亿元	龙光集团、富力地产、佳兆业集团、雅居乐集团、滨江集团、荣盛发展、中国奥园、祥生控股集团		

资料来源：克而瑞，中银证券

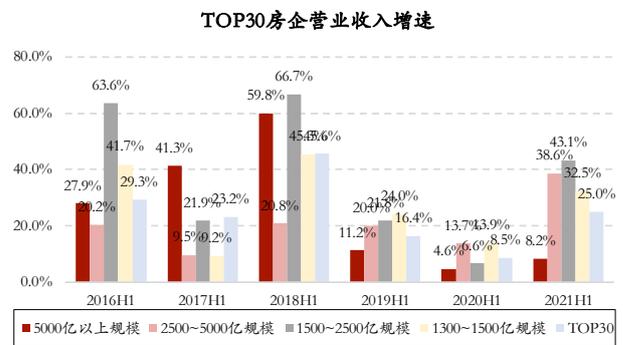
与行业整体业绩同比负增长相反，TOP30 房企的业绩增速仍保持稳定正增长。2021 年上半年 TOP30 房企的营业收入合计 2.1 万亿元，同比增长 25.0%，略低于行业整体增速（28.9%）；归母净利润合计 1739 亿元，同比增长 11.0%，同期行业增速为-19.2%。从销售规模划分来看，头部房企（销售规模在 5000 亿以上）更加注重发展的质量，近两年来适当放缓了规模增速，2021 年上半年营业收入同比增速是各梯队中最低的，仅 8.2%；而销售规模在 2500~5000 亿元、1500~2500 亿元的两个梯队房企注重规模增长，营业收入同比增速高达 38.6%和 43.1%。业绩表现方面，头部规模房企仍显著优于二三梯队房企，销售规模在 5000 亿以上、2500~5000 亿元的两个梯队的归母净利润增速最高，分别为 15.6%和 15.4%，销售规模在 1300~1500 亿元梯队的房企归母净利润出现负增长（-0.4%）。从股票类型来看，A 股营收增速高于内房股，归母净利润增速不及内房股。

图表 52. 2021H1 TOP30 房企中 A 股与内房股的营业收入同比增速分别为 36.6%和 17.9%



资料来源：万得，中银证券

图表 53. 2021H1 TOP30 房企中销售规模 1500-2500 亿的房企营业收入增速最高，达 43.1%



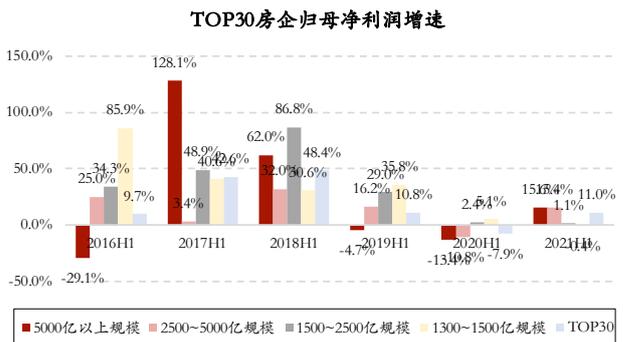
资料来源：万得，中银证券

图表 54. 2021H1 TOP30 房企中 A 股与内房股的归母净利润同比增速分别为 4.7%和 13.8%



资料来源：万得，中银证券

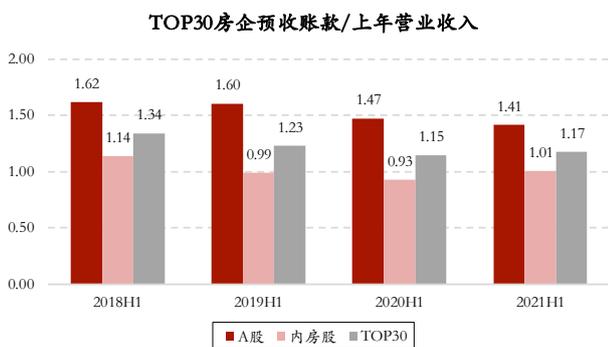
图表 55. 2021H1 TOP30 房企中销售规模 5000 亿以上的房企归母净利润增速最高，达 15.6%



资料来源：万得，中银证券

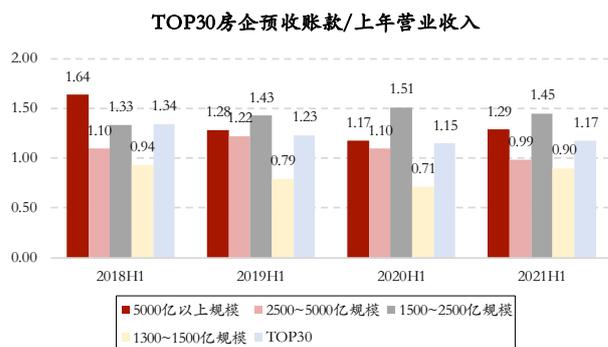
从未来业绩保障程度来看，截至到 2021 年 6 月末，TOP30 房企预收账款合计 5.24 万亿元，同比增长 16.4%，预收账款/上年营业收入为 1.17X，较 2020 年同期基本持平。从销售规模划分来看，销售规模在 1500~2500 亿元的梯队预收账款/上年营业收入达 1.45X，未来业绩保障程度最高，1300~1500 亿元的梯队最低，不足 1X。从股票类型划分来看，A 股未来业绩保障程度高于内房股，预收账款/上年营业收入为 1.41X。

图表 56. 2021H1 TOP30 房企中 A 股与内房股的预收账款/上年营业收入分别为 1.41X 和 1.01X



资料来源：万得，中银证券

图表 57. 2021H1 TOP30 房企中销售规模 1500~2500 亿的房企预收账款/上年营业收入比值最高，达 1.45X

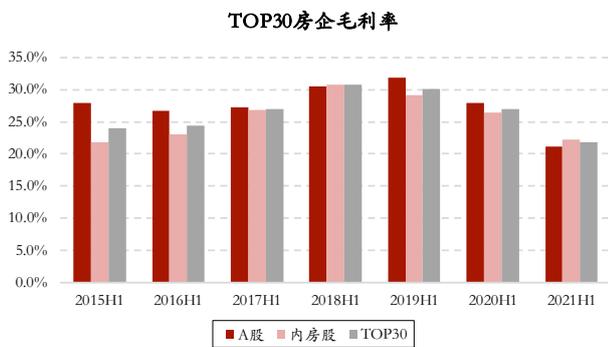


资料来源：万得，中银证券

从盈利能力来看，2021 年上半年 TOP30 房企的毛利率和归母净利润率分别为 21.9% 和 8.8%，高于整体行业的 21.6% 和 5.5%，与去年同期相比分别下降了 5.1 和 2.6 个百分点。从销售规模划分来看，销售规模在 2500~5000 亿元的房企利润率水平相对最高，毛利率和归母净利润率分别为 24.8% 和 10.8%，销售规模在 1500~2000 亿元的房企利润率水平相对最低，毛利率和归母净利润率分别为 17.5% 和 7.1%。从股票类型划分来看，内房股的盈利能力普遍优于 A 股房企，毛利率和归母净利润率分别较 A 股房企高 1.2 和 3.1 个百分点。

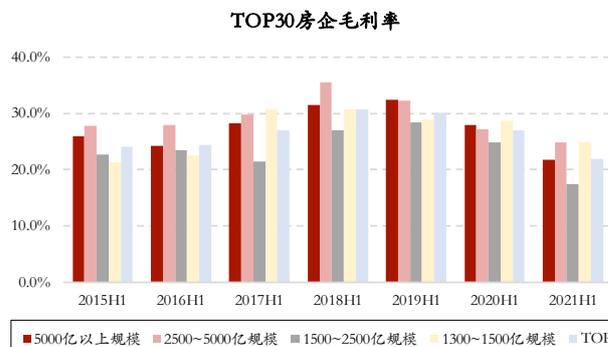
在利润率下滑和房企主动降杠杆的双重影响下，2021 年上半年 TOP30 房企整体 ROE 为 7.3%，较 2020 年同期下滑了 0.6 个百分点，不过仍是行业整体 ROE (3.6%) 的两倍有余。从销售规模划分来看，销售规模在 1300~1500 亿元的房企 ROE 是最高的，达 8.0%，主要是该梯队房企的盈利能力和杠杆普遍较高。而归母净利润率和周转率最高的销售规模在 2500~5000 亿的房企 ROE 反而不高，仅 6.8%，主要是因为这个梯队的房企注重降杠杆，权益乘数相对较低。从股票类型划分来看，内房股的 ROE 普遍优于 A 股房企，达 7.9%。

图表 58. 2021H1 TOP30 房企中 A 股与内房股的毛利率分别为 21.1% 和 22.3%



资料来源：万得，中银证券

图表 59. 2021H1 TOP30 房企中销售规模 2500~5000 亿、1300~1500 亿的房企毛利率最高，均为 24.8%



资料来源：万得，中银证券

图表 60. 2021H1 TOP30 房企中 A 股与内房股的归母净利润率分别为 6.8%和 9.9%



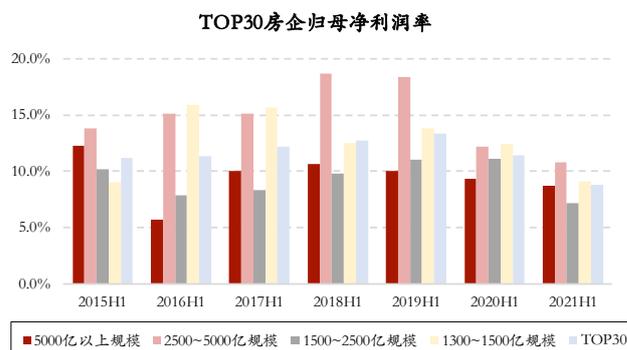
资料来源：万得，中银证券

图表 62. 2021H1 TOP30 房企中 A 股与内房股的 ROE 分别为 6.3%和 7.9%



资料来源：万得，中银证券

图表 61. 2021H1 TOP30 房企中销售规模 2500~5000 亿的房企归母净利润率最高，为 10.8%



资料来源：万得，中银证券

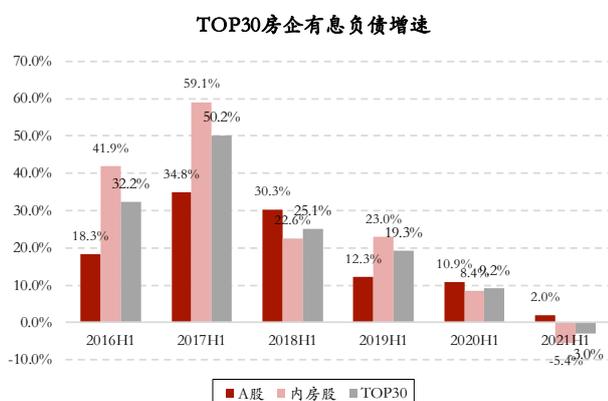
图表 63. 2021H1 TOP30 房企中销售规模 1300~1500 亿的房企 ROE 最高，为 8.0%



资料来源：万得，中银证券

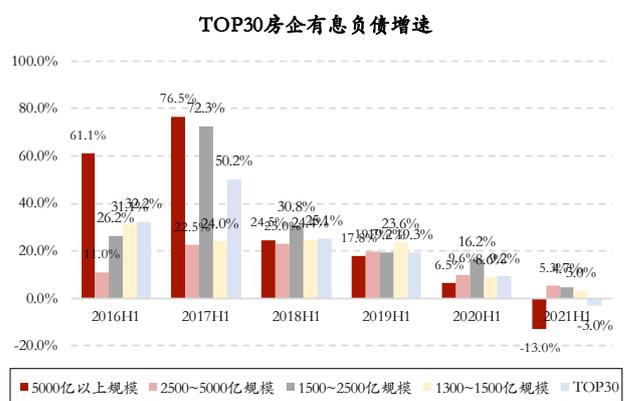
从有息负债情况来看，截至 2021 年 6 月末，TOP30 房企有息负债规模 4.70 万亿元，同比下降 3.0%。头部房企和内房股有息负债规模下降明显。从销售规模划分来看，头部房企（销售规模在 5000 亿以上的房企）有息负债规模增速为-13.0%；从股票类型来看，A 股房企的有息负债规模出现正增长(2.0%)，内房股有息负债规模同比下降 5.4%。

图表 64. 2021H1 TOP30 房企中 A 股与内房股的有息负债增速分别为 2.0%和 -5.4%



资料来源：万得，中银证券

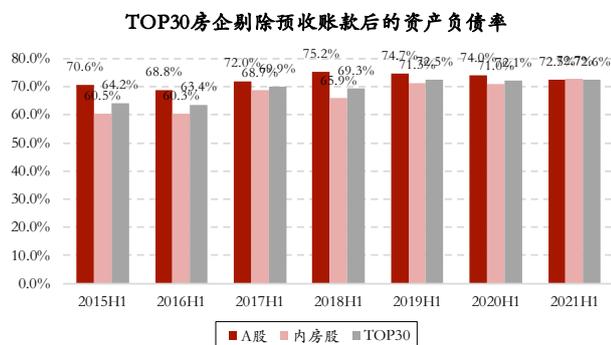
图表 65. 2021H1 TOP30 房企中销售规模 5000 亿以上的有息负债增速最低，为 -13.0%



资料来源：万得，中银证券

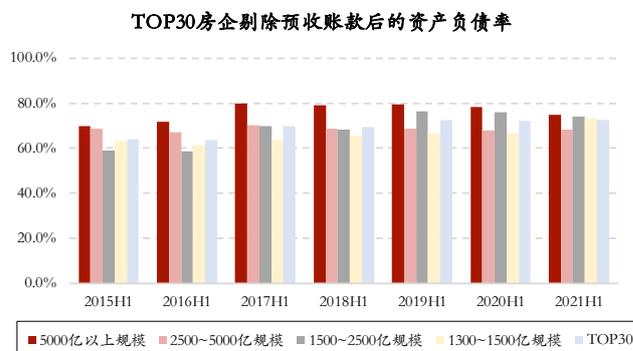
从三道红线指标来看，截至2021年6月末，TOP30房企剔除预收账款后的资产负债率、净负债率和现金短债比分别为72.6%、68.8%和1.53X。其中剔除预收账款后的资产负债率与去年同期基本持平，净负债率大幅下降了26.4个百分点，现金短债比改善了0.4个基点。从销售规模划分来看，销售规模在2500~5000亿元的房企杠杆水平最低，其剔除预收账款后的资产负债率和净负债率均是最低的，分别仅为68.1%和57.1%，现金短债比高达2.26X；其余梯队剔除预收账款后的资产负债率均值相差不大，但都超过了70%的红线；净负债率方面1300~1500亿元销售规模梯队的房企相对较高，达89.2%；各梯队现金短债比均超过1。从去杠杆的幅度来看，销售规模在5000亿元以上的房企以及销售规模在1500~2500亿元的房企剔除预收账款后的资产负债率同比分别下降了3.5和2.2个百分点，其余梯队略有上升；而净负债率分别大幅下降了41.9和39.4个百分点，负债率的改善幅度明显优于其他梯队。从股票类型来看，A股和内房股剔除预收账款后的资产负债率基本持平，A股的净负债率略高于内房股，而现金短债比A股明显高于内房股。

图表 66. 2021H1 TOP30 房企中 A 股与内房股的剔除预收账款后的资产负债率基本一致



资料来源：万得，中银证券

图表 67. 2021H1 TOP30 房企中销售规模 2500~5000 亿元的房企剔除预收账款后的资产负债率最低



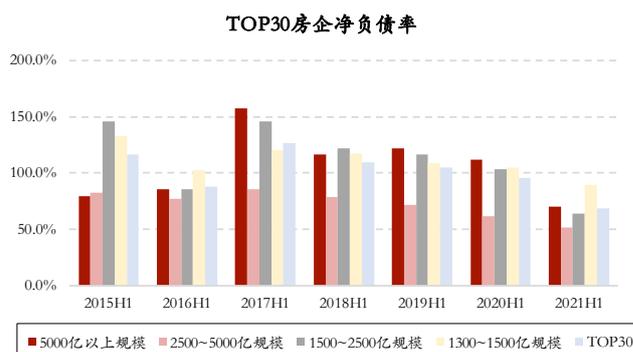
资料来源：万得，中银证券

图表 68. 2021H1 TOP30 房企中 A 股与内房股的净负债率分别为 70.9% 和 67.6%



资料来源：万得，中银证券

图表 69. 2021H1 TOP30 房企中销售规模 2500~5000 亿元的房企净负债率最低，仅 51.7%



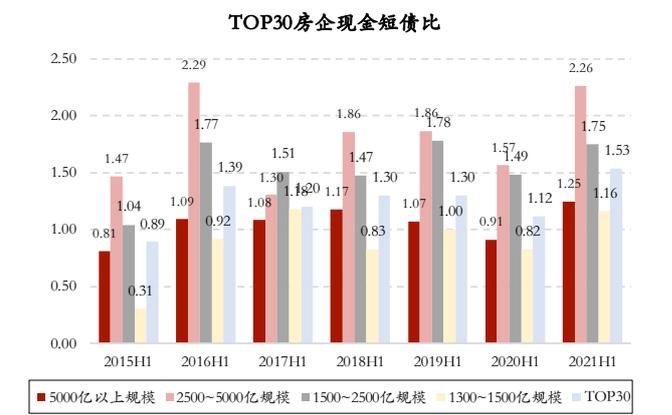
资料来源：万得，中银证券

图表 70. 2021H1 TOP30 房企中 A 股与内房股的现金短债比分别为 1.98 和 1.34X



资料来源：万得，中银证券

图表 71. 2021H1 TOP30 房企中销售规模 2500~5000 亿房企的现金短债比最高，达 2.26X

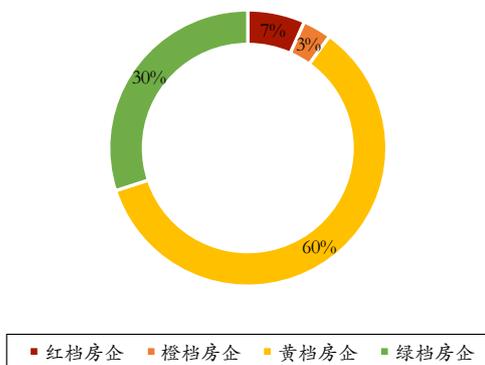


资料来源：万得，中银证券

房企纷纷积极优化“三道红线”指标或保持绿档不触红线、主动降杠杆。从具体房企来看，TOP30 房企中 30% 已成为绿档房企，60% 为黄档房企。中国恒大和富力地产仍踩三道红线，绿地控股为橙档房企，其余黄档房企的踩线指标仅仅略高于央行要求（平均高 5 个百分点），我们认为在房企主动降杠杆不断推进下，仍有改善预期，部分房企或在 2021 年年内实现由黄转绿。保利地产、中国海外发展、世茂集团、华润置地、招商蛇口、龙湖集团、金科股份、龙光集团和雅居乐集团已经成为绿档房企。

图表 72. 2021H1 TOP30 房企中 60% 为黄档房企，30% 为绿档房企

TOP30 房企三道红线情况



资料来源：万得，中银证券

图表 73. 2021H1 TOP30 房企三道红线情况

公司名称	剔除预收账款后的资产负债率	净负债率	现金短债比	有息负债同比增速
中国恒大	81.0%	118.0%	0.36	-32%
富力地产	74.9%	144.8%	0.23	-24%
绿地控股	82.8%	117.3%	1.34	-15%
碧桂园	78.5%	56.3%	1.93	-5%
万科A	71.1%	21.0%	2.24	-1%
融创中国	76.5%	97.2%	1.11	-5%
新城控股	76.6%	52.9%	2.18	29%
金地集团	70.4%	66.3%	1.50	20%
旭辉控股集团	72.1%	60.5%	2.67	5%
中国金茂	75.7%	55.4%	1.26	-1%
中南建设	78.6%	95.3%	1.29	-2%
阳光城	78.8%	92.2%	1.65	-15%
绿城中国	73.5%	79.7%	1.87	14%
中梁控股	79.3%	56.1%	1.53	3%
融信中国	69.7%	96.1%	0.85	4%
正荣地产	72.4%	57.2%	2.19	12%
佳兆业集团	69.6%	104.9%	1.53	2%
滨江集团	71.2%	91.3%	2.36	20%
荣盛发展	71.9%	76.7%	1.31	-3%
中国奥园	83.1%	95.1%	1.17	8%
祥生控股集团	79.4%	96.6%	1.23	-
保利地产	67.6%	58.7%	2.59	11%
中国海外发展	60.2%	28.7%	3.65	10%
世茂集团	68.3%	55.1%	1.68	16%
华润置地	60.9%	28.5%	2.27	4%
招商蛇口	59.5%	33.2%	1.94	12%
龙湖集团	68.3%	46.3%	5.46	14%
金科股份	69.3%	74.7%	1.34	-14%
龙光集团	69.0%	47.3%	3.50	12%
雅居乐集团	68.8%	57.1%	1.18	-1%

资料来源：万得，中银证券

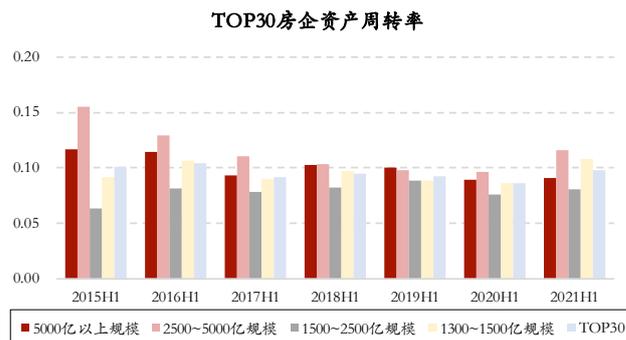
从周转率来看，TOP30 房企 2021 年上半年资产周转率和存货周转率均值分别为 0.10 和 0.15，较去年同期分别提升了 0.01 和 0.03。从销售规模划分来看，销售规模在 2500-5000 亿的房企周转速度最快，资产周转率和存货周转率分别为 0.12 和 0.18，较 2020 年同期分别提升了 0.02 和 0.04，提升幅度也相对较大；从股票类型来看，A 股与内房股的周转率无明显差异。

图表 74. 2021H1 TOP30 房企中 A 股与内房股的资产周转率分别为 0.11 和 0.09



资料来源：万得，中银证券

图表 75. 2021H1 TOP30 房企中销售规模 2500-5000 亿的房企资产周转率最高，达 0.12



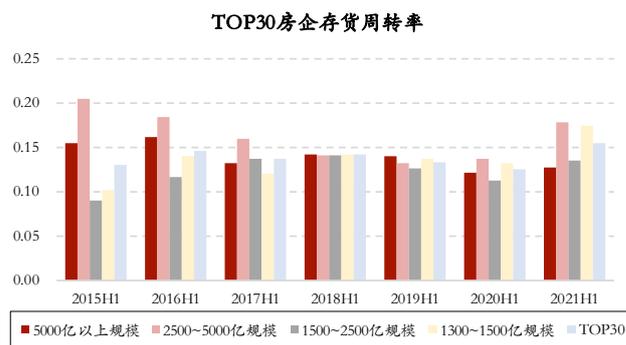
资料来源：万得，中银证券

图表 76. 2021H1 TOP30 房企中 A 股与内房股的存货周转率分别为 0.16 和 0.15



资料来源：万得，中银证券

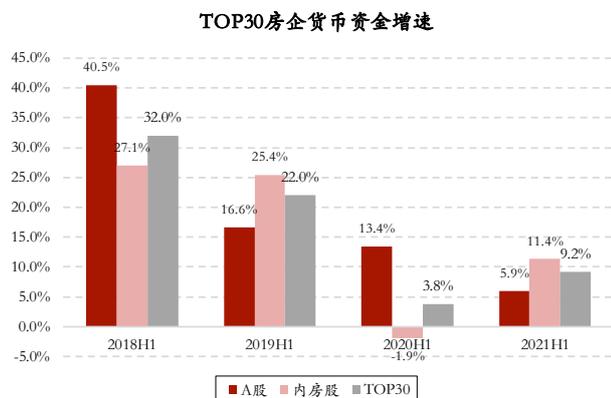
图表 77. 2021H1 TOP30 房企中销售规模 2500~5000 亿的房企存货周转率最高，达 0.18



资料来源：万得，中银证券

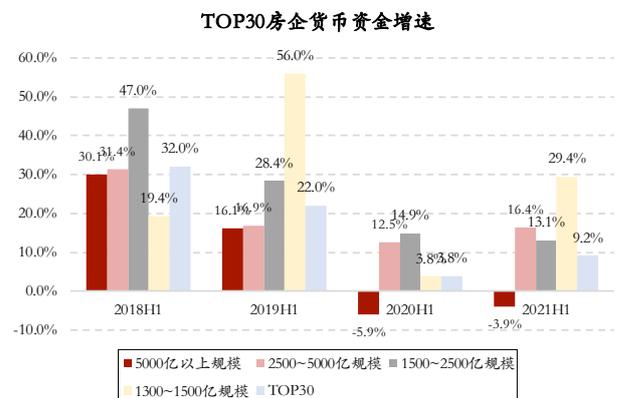
在手现金稳步增长，受恒大影响头部房企货币资金规模整体缩减，中型房企在手资金明显增长。截至 2021 年 6 月末，TOP30 房企在手现金 2.01 万亿元，同比增长 9.2%；上半年经营性活动现金流净额合计 X 亿元。从销售规模划分来看，头部房企货币资金除了负增长 (-3.9%)，主要是受到恒大现金大幅减少的影响；1300~1500 亿元的房企在手现金同比大增 29.4%。从股票类型来看，内房股货币资金增速明显高于 A 股，达 11.4%。

图表 78. 2021H1 TOP30 房企中 A 股与内房股的货币资金同比增速分别为 5.9% 和 11.4%



资料来源：万得，中银证券

图表 79. 2021H1 TOP30 房企中销售规模 1300~1500 亿房企货币资金同比增速最高，达 29.4%



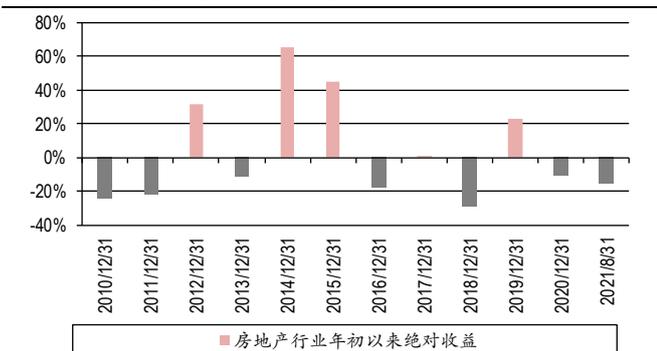
资料来源：万得，中银证券

5 8 月地产板块跑赢沪深 300 5.1 个百分点；板块估值有所修复，但仍处于历史低位

8 月地产板块涨跌幅 5.0%，相对于沪深 300 跑赢 5.1 个百分点。年初至今地产板块涨幅-15.7%，跑输沪深 300 7.9 个百分点。个股方面，8 月板块涨幅靠前的个股为中迪投资、西藏城投、绿城中国、财信发展和格力地产。本月地产估值有所修复，截至 2021 年 8 月 31 日，房地产板块 PE 为 7.18X，较 7 月末提升了 0.35X，不过仍处于历史相对低位。

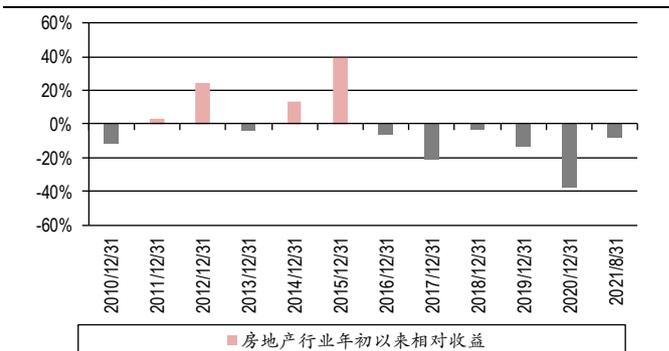
我们认为这一波行情出现的原因主要有四：1) 本周自然资源部对未来的集中供地试点城市作出新的部署，明确提出了“单宗地溢价率不得超过 15%”的同时“不得以竞配建等方式增加实际地价”。我们可以看到，新政最大的改变是调控由首轮的“控表面地价”向“控实际地价”转变，在一定层面上降低了房企的拿地成本，使得首批集中供地以“竞配建”、“竞自持”等方式压缩的利润空间将得到一定的释放。同时房企拿地将更加理性，叠加中央加强购地企业资格和资金审查，参拍企业的数量及要求会受到一定限制，土拍热度得到一定的抑制。截至目前沈阳、青岛、深圳、天津、上海、福州、苏州、济南、杭州二轮土拍均延期落实供地政策的调整。我们认为二、三批次的集中土拍或成为行业利润率企稳回升的拐点出现的契机。2) 市场对行业整体的信用风险担忧有所缓解。恒大通过出售资产包、旗下上市公司股权等方法进行自救，解决流动性风险。3) 保利集团及高管同步增持保利地产，充分显示出大型央企认为当前股价被低估，这一行为增强了市场信心。4) 8 月是房企中报集中发布时期，龙头房企业绩确定性强，带来估值修复机会。

图表 80. 房地产行业年初以来绝对收益为-15.7%



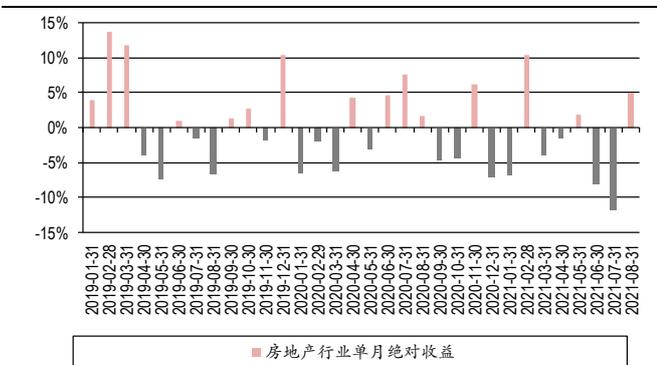
资料来源：万得，中银证券

图表 81. 房地产行业年初以来相对收益为-7.9%



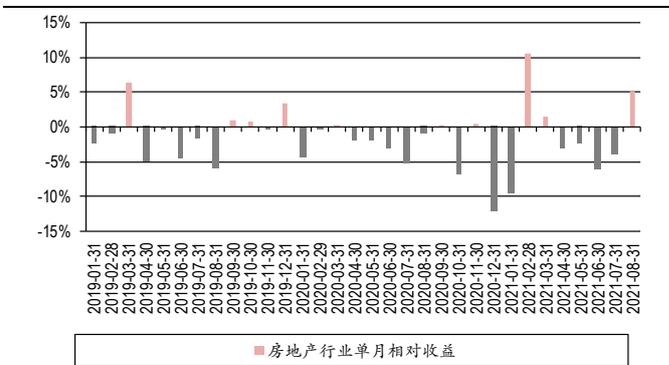
资料来源：万得，中银证券

图表 82. 房地产行业 8 月绝对收益为 5.0%



资料来源：万得，中银证券

图表 83. 房地产行业 8 月相对收益为 5.1%



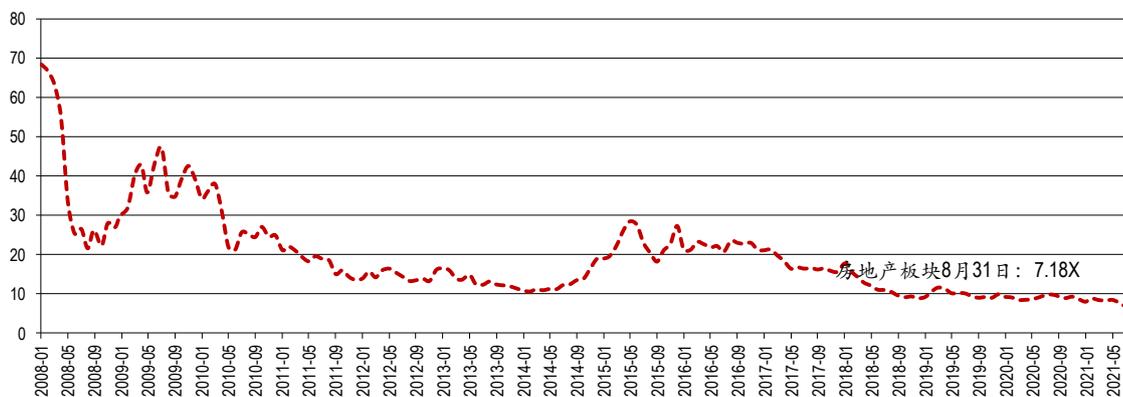
资料来源：万得，中银证券

图表 84. 8 月房地产行业涨幅排名前三的公司分别为中迪投资、西藏城投、绿城中国



资料来源：万得，中银证券

图表 85. 截至 8 月 31 日，房地产板块 PE 为 7.18X



资料来源：万得，中银证券

6 投资建议

从地产行业基本面来看，7月单月销售年内首次出现负增长，Q3预计将持续承压；土地和建安投资双下滑造成开发投资动能减弱；投融资严管+二三批集中出让延后，使得新开工大幅走弱；竣工仍保持高速增长，我们维持今年是竣工大年的判断。尽管行业数据整体表现欠佳，但本月地产板块绝对收益+5.0%，仍跑赢沪深300 5.1个百分点。

判断9月，我们认为地产核心指标有持续回落的可能，但并不意味着中期维度政策预期的转向。集中供地政策的优化调整令市场悲观情绪有所缓解，9月需紧密关注多城市即将开始的二批次集中土拍，行业利润率有望迎来底部向上的拐点。加之目前估值低（截至9月8日，地产板块PE 7.63X），认为地产股的估值有持续修复的可能，持续看好板块。后续集中土地出让对于房企资质及购地资金的审核更加严格，竞品质、定品质的方式也对房企的产品力提出了更高的要求，我们认为选股层面可以更加关注资金、市场研判、运营管理、产品力、营销能力等综合实力强劲头部房企，当前阶段估值向上的修复空间会比较显著。

我们建议关注：1) 开发板块：金地集团、万科A、保利地产、龙湖集团、佳兆业集团。2) 物业板块：碧桂园服务、永升生活服务、华润万象生活、融创服务、新城悦服务、宝龙商业、星盛商业。

图表 86. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产
			(元)	(亿元)	2020A	2021E	2020A	2021E	(元/股)
600383.SH	金地集团	未有评级	11.26	508.34	2.30	2.49	4.90	4.51	12.72
000002.SZ	万科A	未有评级	20.33	2363.44	3.62	3.68	5.62	5.53	19.32
600048.SH	保利地产	未有评级	11.92	1,426.84	2.42	2.60	4.93	4.58	13.37
0960.HK	龙湖集团	未有评级	34.60	2099.14	3.41	4.16	10.15	8.32	17.88
1638.HK	佳兆业集团	未有评级	2.40	168.37	0.89	0.93	2.69	2.57	5.27
6098.HK	碧桂园服务	未有评级	62.05	2002.58	0.98	1.30	63.56	47.83	4.97
1516.HK	融创服务	未有评级	19.04	590.37	0.25	0.41	76.16	46.44	3.12
1209.HK	华润万象生活	未有评级	40.40	922.13	0.49	0.67	83.30	60.51	5.46
1995.HK	永升生活服务	未有评级	15.40	257.24	0.24	0.37	63.48	41.13	1.73
1755.HK	新城悦服务	未有评级	17.02	148.43	0.55	0.77	30.95	22.21	1.56
9909.HK	宝龙商业	未有评级	20.85	134.27	0.49	0.70	42.45	29.94	3.34
6668.HK	星盛商业	未有评级	3.98	40.62	0.17	0.18	23.54	21.90	0.16

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日9月8日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

7 风险提示

房地产调控持续升级；销售超预期下行；融资持续收紧。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371