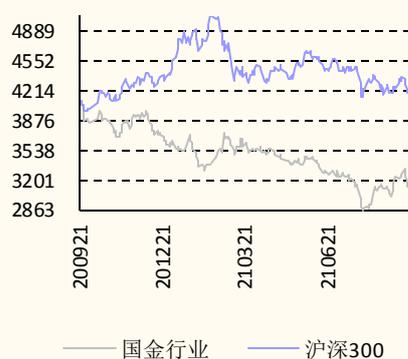


## 市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金房地产指数	3131
沪深300指数	4856
上证指数	3614
深证成指	14359
中小板综指	13790



## 相关报告

1. 《销售继续下行，二次供地流拍率上升-地产周报》，2021.9.12
2. 《成长属性未改，估值修复可期-物业行业2021中报综述》，2021.9.11
3. 《房住不炒仍是主基调，下半年销售预计走弱-地产周报》，2021.9.6
4. 《毛利率见底回升，销售下行亟待政策修复-地产行业2021年中报综述》，2021.9.5
5. 《结算毛利率仍在下行，销售毛利率有望企稳-房地产行业周报》，2021.4.27

杜昊旻 分析师 SAC 执业编号: S1130521090001  
duhaomin@gjzq.com.cn

## 静待流动性边际改善，吹响反弹号角

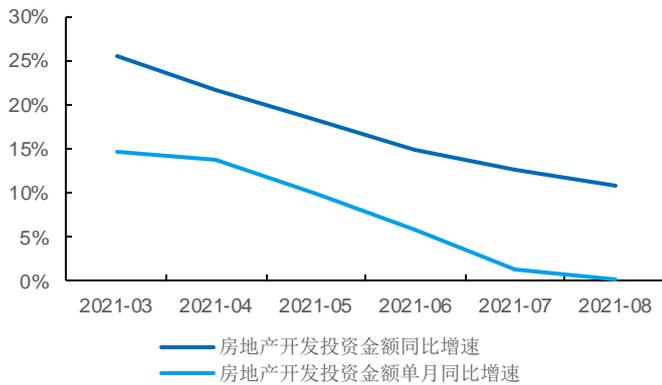
## 核心观点

- 为什么我们认为近期地产板块流动性或有边际改善可能？
- 我们认为房住不炒政策总基调尚未改变，但在短期也要兼顾地方财政压力和地产下行风险。我们预计未来短期地产流动性方面或有改善可能，主要基于3方面原因：①近期房地产销售持续下滑。2021年8月全国商品房销售额同比-18.7%。40城一手房9月累计销售面积同比-16%，17城二手房9月累计成交面积同比-35%。②土地流拍率上升，地方政府财政压力加大。房企现金流紧张，已传导至土拍市场。8月全国土地成交价同比-10.5%，1-8月累计同比-6.2%。土拍收入减少，地方政府财政压力加大。以去年土拍规模排名前列的杭州为例。杭州2020年住宅类土地成交总价2,138亿元，此外还新发行了超过1,300亿元的城投债。今年1-8月杭州住宅类土地成交金额为998亿元，仅为去年的47%。而今年1-8月，杭州新发城投债规模为1,171亿元，已达去年的90%。土拍收入减少，发债规模已是高位，这使得承办亚运会的城市压力加大。③头部房企负面新闻爆发，行业信用风险蔓延。某头部房企现金流问题不仅影响了房企的信用融资，也影响了民众对部分房企品牌的信任，这会进一步影响销售，并传导至拿地、开工、竣工等环节。而且风险会进一步传导至产业链下游。截至1H21，江山欧派有某房企应收票据6.8亿元，该规模是其2020年全年净利润的1.6倍。地产流动性问题若得不到解决，部分房企和以工程渠道为主的下游公司或都将陷入困境。
- 为什么我们认为地产板块已处于超跌阶段或迎反弹？①估值位于历史底部区间。②地产流动性或有改善可能。③旭辉、中国金茂等公司股东或高管开始增持。④行业出清后，资产流动性好、产品力优秀的房企发展前景仍较好。
- 后续地产选股思路是什么？我们认为若流动性一直紧张，未来或有房企暴雷，行业将进一步出清。此时保利发展、万科、华润置地等头部房企，和龙湖、旭辉等资质好的头部民企将更有机会。若流动性有转向信号，则弹性较大的标的更有机会，比如融创中国，按wind一致预期计算，其2021PE仅为1.4x，已处于历史最低估值区间。
- 为什么我们认为物业板块现在是底部区间？①估值已大幅回调。物管板块PE估值自1月高点已经回调50%以上，当前板块PE(ttm)平均值为19x。②上市物业公司回购不断。碧桂园服务、融创服务、新城悦服务、建业新生活等公司自7月以来回购金额合计已经超过7.5亿港元。③地产开发规模受限，物业战略地位反而提升。我们认为民营房企未来在开发方面不会再激进扩规模，反而会将更多重心放到物业板块。地产的出清，也有利于物业行业加速整合。比如碧桂园服务并购了关联房企遭遇困境的蓝光嘉宝服务和富力物业；龙湖物业虽未上市，今年已在一级市场并购了亿达服务和九龙仓物业。④政策依然友好。政策依然鼓励行业往质价相符的方向发展，鼓励物业公司开展增值服务。⑤物业板块的高增速业绩相较于当期估值已有较大吸引力。
- 后续物业选股思路是什么？我们认为民营物企战略地位高，激励足执行力强，业绩增速更有保障。部分房企遭遇困境，物业行业整合反而加速。我们看好外拓能力强，社区增值发展快的物管公司，推荐金科服务、华润万象生活，建议关注碧桂园服务和建业新生活。

## 风险提示

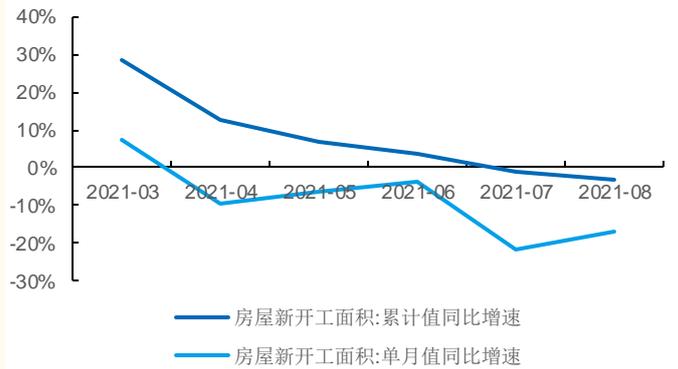
- 房地产调控继续收紧；销售数据下滑幅度超预期；增值服务发展不及预期

图表 1: 房地产开发投资金额 8 月同比+0.3%



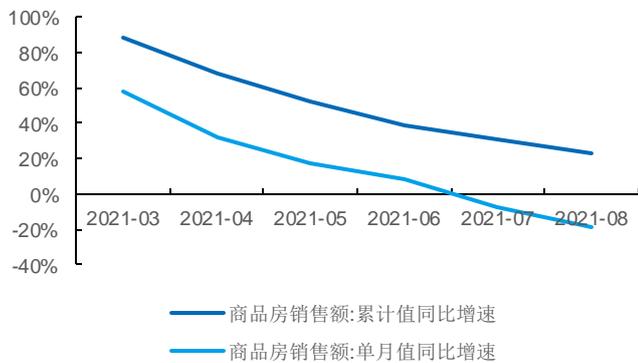
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 2: 房屋新开工面积 8 月同比-18.7%



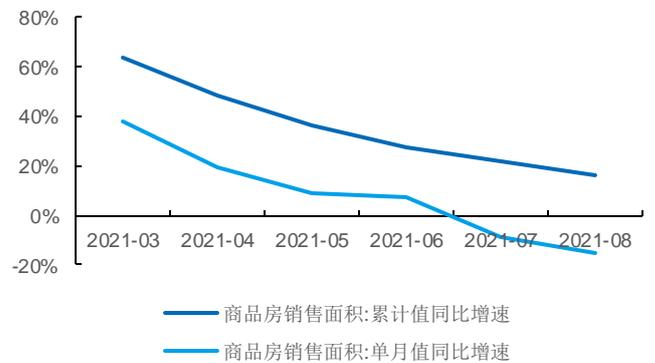
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 3: 商品房销售额 8 月同比-18.7%



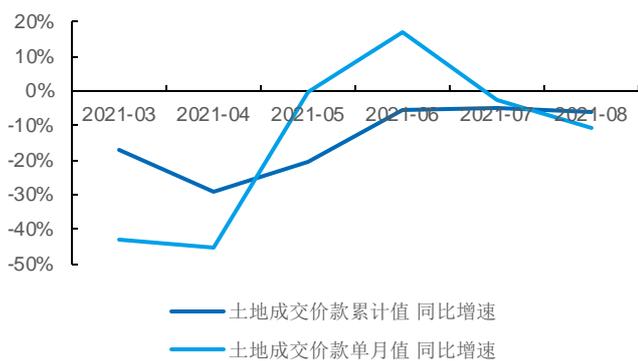
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 4: 商品房销售面积 8 月同比-15.6%



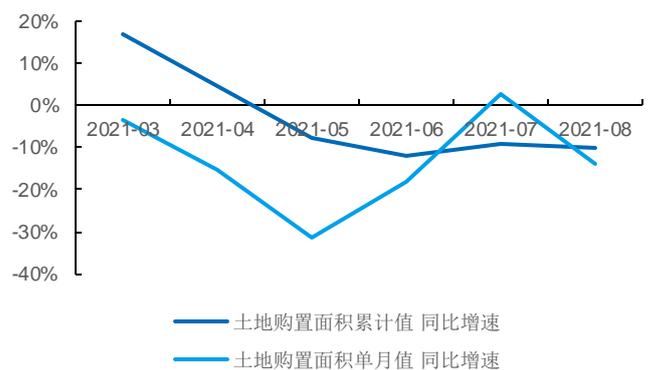
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 5: 土地成交价款 8 月同比-10.5%



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: 土地购置面积 8 月同比-13.9%



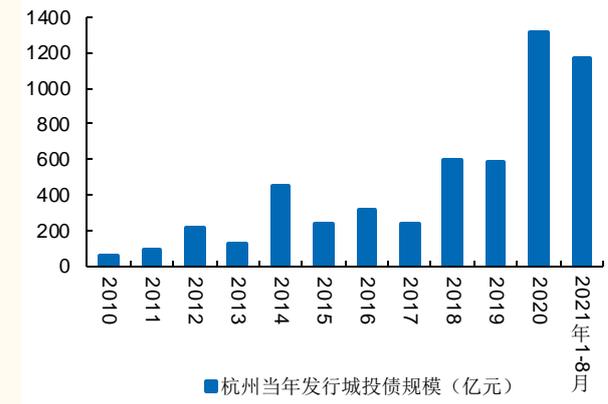
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7: 杭州 2021 年 1-8 月住宅土地成交价仅为 2021 年的 47%



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 8: 土地购置面积 8 月同比-13.9%



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 9: 恒大产业链上市公司中来自恒大的应收账款或应收票据情况

证券代码	公司简称	1H21 来自恒大的应收账款或 应收票据余额 (万元)	2020 年归母净利润 (万元)	1H21 应收款/2020 归母净利润
603326.SH	我乐家居	4,926	21,955	22%
002853.SZ	皮阿诺	15,000	19,694	76%
002789.SZ	建艺集团	90,876	-2,460	-
603208.SH	江山欧派	67,796	42,579	159%
002482.SZ	广田集团	271,509	-78,428	-

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

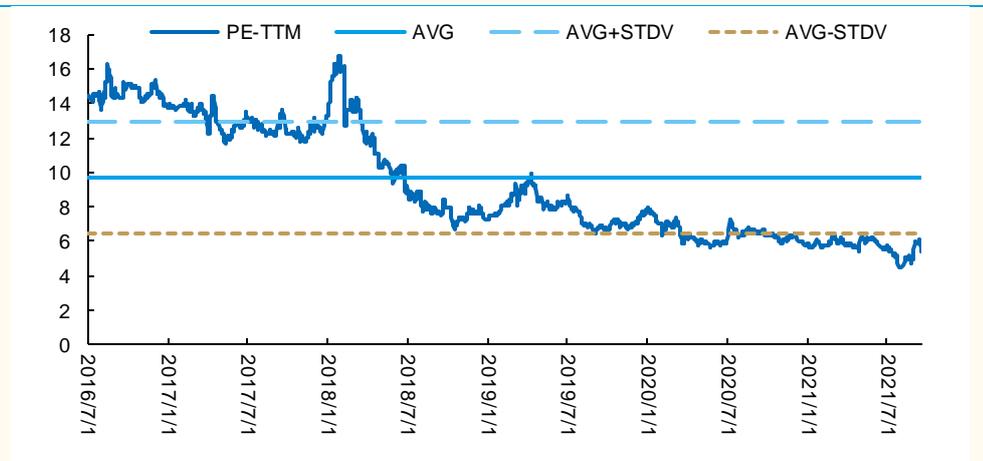
图表 10: 上市地产和物管公司回购或增持统计

公司简称	日期	回购或增持股份数 (万股)	对应金额 (万港元)
地产公司			
旭辉控股	2021/9/16	993	4,604
中国金茂	2021/9/17	160	-
建业地产	2021/9/15-9/17	410	640
金地集团	2021/9/16	10	-
物业公司			
碧桂园服务	2021/8/27	339	20,388
	2021/8/30	54	3,250
	2021/8/31	40	2,384
	2021/9/1	42	2,513
	2021/9/2	37	2,311
	2021/9/3	39	2,440
融创服务	2021/7/27	282	5,127
	2021/9/9	100	1,748
	2021/9/10	100	1,760
	2021/9/14	300	4,857
	2021/9/15	300	4,695
	2021/9/16	200	2,619
新城悦服务	2021/7/6	258	5,830

	2021/7/7	42	960
	2021/7/16	65	1,359
	2021/7/19	64	1,334
	2021/7/20	71	1,486
	2021/8/23	20	342
	2021/8/24	30	547
	2021/8/26	30	534
	2021/8/27	30	528
	2021/8/30	30	525
	2021/9/1	50	872
	2021/9/2	30	546
	2021/9/3	85	1,536
	2021/9/13	14	231
	2021/9/14	16	268
	2021/9/15	25	385
	2021/9/16	30	441
	2021/9/17	20	299
卓越商企服务	2021/8/27	32	202
	2021/8/26	32	204
	2021/7/23	69	499
建业新生活	2021年7月2日-7月9日	58	420
	2021/9/14	34	191
	2021/9/17	35	184
时代邻里	2021/7/26	158	826
	2021/8/20	123	626
	2021/7/27	65	310
星盛商业	2021/8/27	20	79
	2021/8/30	20	82
	2021/8/31	20	83
物业合计		3409	75821

来源：Wind，国金证券研究所

图表 11: A 股地产公司 PE 走势



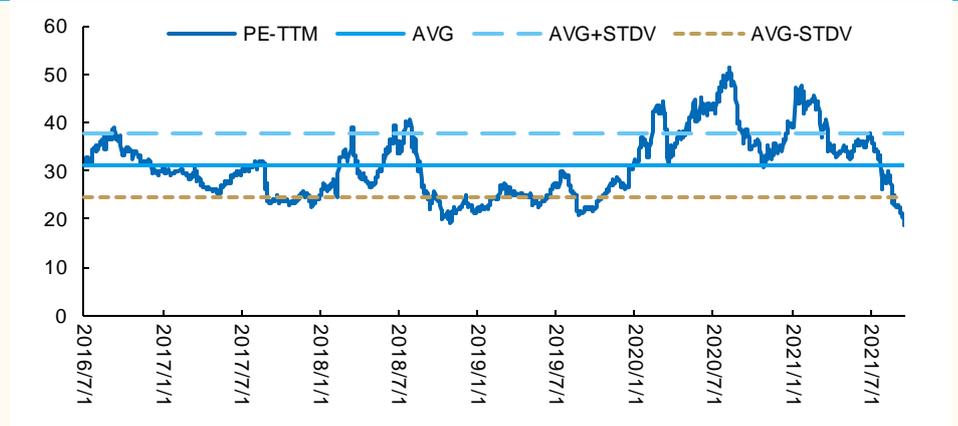
来源：Wind，国金证券研究所

图表 12: 港股地产公司 PE 走势



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 13: 港股物业公司 PE 走势



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 14: 覆盖公司估值情况

公司	代码	评级	市值 (亿元)	EPS		PE		归母净利润 (亿元)		归母净利润 同比增速	
				2020A	2021E	2020A	2021E	2020A	2021E	2020A	2021E
万科 A	000002.SZ	买入	2,156	3.57	2.70	5.2	4.7	415	463	7.5%	11.4%
保利地产	600048.SH	买入	1,553	2.42	2.71	5.4	4.8	289	324	3.5%	12.0%
招商蛇口	001979.SZ	买入	849	1.46	1.69	6.9	6.3	123	134	-23.6%	9.2%
建发国际	1908.HK	买入	135	1.75	2.53	6.1	4.2	22	32	35.1%	44.2%
龙光集团	3380.HK	买入	323	2.34	2.84	2.9	2.1	111	157	36.7%	41.2%
金科服务	9666.HK	买入	208	1.70	2.57	18.7	12.4	11.1	16.8	68.5%	80.2%
华润万象生活	1209.HK	增持	705	0.36	0.64	108.4	50.3	6.5	14.0	76.7%	116.3%
<b>平均值</b>			<b>847</b>	<b>1.94</b>	<b>2.24</b>	<b>22.0</b>	<b>12.1</b>	<b>139.7</b>	<b>163.0</b>	<b>29.2%</b>	<b>44.9%</b>
<b>中位值</b>			<b>705</b>	<b>1.75</b>	<b>2.57</b>	<b>6.1</b>	<b>4.8</b>	<b>111.0</b>	<b>134.0</b>	<b>35.1%</b>	<b>41.2%</b>

来源: wind, 国金证券研究所 注: 1) 数据截至 2021 年 9 月 21 日; 2) 预测数据均为国金预测; 3) 以上货币单位均为人民币

## 风险提示

- 房地产调控继续收紧。
- 销售数据下滑幅度超预期。
- 增值服务发展不及预期。

**公司投资评级的说明：**

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；  
中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；  
减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；  
增持：预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%-15%；  
中性：预期未来 3-6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%-5%；  
减持：预期未来 3-6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦7楼	地址：中国北京西城区长椿街3号4层	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号 嘉里建设广场T3-2402