

地产杂谈系列之十八

困局之下，地产政策及行业走向思考

中性（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业动态跟踪报告*地产*地产杂谈系列之十七：房贷新规效果显现，后续监管高压或将缓和》 2021-09-15

《行业动态跟踪报告*地产*地产杂谈系列之十六：社区增值服务模式初探》 2021-09-11

《行业动态跟踪报告*地产*地产杂谈系列之十五：业绩多维高成长，拓展运营双提效》 2021-09-06

《行业动态跟踪报告*地产*地产杂谈系列之十四：结算毛利率持续探底，积极降档优化财务》 2021-09-01

《行业深度报告*地产*地产杂谈系列之十三：细说物业管理第三方拓展之道》 2021-08-18

《行业动态跟踪报告*地产*地产杂谈系列之十二：两大隐忧制约板块估值，优选财务稳健龙头》 2021-08-09

《行业动态跟踪报告*地产*地产杂谈系列之十一：首次集中供地与 50 强房企上半年拿地观察》 2021-07-29

证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号
S1060514080002
BQV514
YANGKAN034@pingan.com.cn

郑茜文 投资咨询资格编号
S1060520090003
ZHENGXIWEN239@pingan.com.cn



平安观点：

- **行业发展面临挑战，资金端为当前症结所在：**在资金趋紧背景下，房企投资及拿地意愿明显下降，8月地产投资、开工及销售全面回落，同时在第二批土拍拿地毛利率改善背景下，流拍率（含中止）不降反升，房企拿地意愿低于预期。2021年7月中诚信下调房地产行业评级至负面，9月以来国际评级机构接连下调多家房企评级，未来展望亦偏负面，行业信用风险担忧持续升温。
- **政策难有大幅松动，关注融资端可能的政策缓和：**尽管历史上行业及经济下行，政策端大多有所放松，但“房住不炒”定位下，我们认为当前政策大幅松动可能性不大。但考虑当前房企面临销售端增速下行及回款速度放缓；融资端面临金融机构投放“厌恶”。若无明显外力，销售回款及融资端持续恶化，叠加部分房企信用事件发酵可能引发行业更大的流动性风险。结合近期监管表态及2020年疫情期间政策思路，未来政策若有调整，可能方向或仍在融资层面。考虑资金方的放款偏好，资金或难流入有困境的房企，后续仍需重点关注按揭端放款额度及利率的变化。
- **短期行业将迎来阵痛期，基本面仍将承压：**考虑短期融资端仍无明显改善，销售端下行趋势有所加大，短期行业将迎来阵痛期，未来不排除部分流动性紧张的房企被动出清，部分“幸存”房企或面临规模增速放缓甚至下滑。同时“紧资金+库存累积”组合下，预计短期投资及开工增速仍将延续下行，房企拿地意愿将维持低位，央企及国企凭借其稳健的财务状况，或成为市场拿地的主力。
- **投资建议：短期优选资金稳健房企，中期关注“幸存”房企的投资机会。**近期地产产业链出现大幅调整，但我们认为短期行业阵痛期有望加速房企优胜劣汰，未来“幸存”房企无论经营、财务将更加稳健，拥有品牌、管理、融资等优势的企业有望持续享受更高利润率水平。投资建议方面，由于行业流动性担忧尚未消除，短期建议优选财务稳健、现金流健康、销售高增的行业龙头，如金地集团、保利地产、万科A、招商蛇口等；中期来看，若后续个别房企信用风险逐步释放，关注财务状况好转，具备估值弹性的潜在“幸存”房企，如融创中国等。物业管理方面，上游销售、竣工受影响将导致行业内部竞争加剧，同时关联房企经营难度加大或弱化第三方协同拓展、增值服务及智能化等方面支持。但由于行业存量属性突出，整体受影响程度预计相对有限。考虑行业空间广阔、自主发展强化以及具备抗周期能力，看好物管行业中长期发展，建议关注综合实力突出，关联房企经营及财务稳定性较高企业，如碧桂园服务、保利物业等。
- **风险提示：**1) 房地产短期波动超出预期风险；2) 个别房企流动性问题发酵、连锁反应超出预期风险；3) 政策改善及时性低于预期风险。

正文目录

一、	前言	4
二、	“资金”困局之下，行业隐忧持续升温	4
	2.1 投资销售快速回落，新开工持续走低	4
	2.2 第二批集中拍地如期降温，房企参拍积极性低于预期	5
	2.3 多家房企评级被下调，行业信用端担忧升温	7
三、	政策是否会迎来放松	7
	3.1 历史上行业及经济下行，政策端大多有所放松	7
	3.2 “房住不炒”定位长期化，当前大幅放松可能性不大	9
	3.3 关注融资端可能的政策微调，按揭贷款为关键	10
四、	未来房地产行业将如何演变	12
	4.1 短期地产行业将迎来阵痛期，加速房企出清	12
	4.2 投资&开工短期难见拐点，后续仍需关注融资端变化	13
	4.3 土地市场将延续降温，央企&国企或成为拿地主力	15
五、	投资建议	17
六、	风险提示	17

图表目录

图表 1 全国房地产投资单月增速逐步回落.....	44
图表 2 全国销售额、销售面积单月增速逐步回落.....	44
图表 3 全国新开工单月增速维持低位.....	44
图表 4 22 城首批集中供地平均楼面价、溢价率及较 2020 年变化情况（元/平米） 错误!未定义书签。	5
图表 5 自然资源部明确集中供地要求，溢价率不得超过 15%.....	55
图表 6 主要城市首批 VS 第二批集中供地政策对比.....	65
图表 7 已完成第二批集中供地城市土拍成交大幅低于供应.....	76
图表 8 2021 年以来多家房企评级被下调.....	77
图表 9 楼市下行周期，政策中性偏宽松.....	87
图表 10 经济下行周期，政策中性偏宽松.....	88
图表 11 房地产调控持续完善，“房住不炒”、“三稳”思路明确.....	99
图表 12 近期仍有地方调控边际收紧.....	109
图表 13 2021H1 全国新增房贷占比显著降低.....	1010
图表 14 2021 年上半年个人房贷利率持续上行.....	1110
图表 15 2021 上半年上市银行多数符合房贷集中度新规.....	1211
图表 16 2020 年 50 强房企“三道红线”均值有所改善.....	1312
图表 17 “资金+库存”组合下房企行为组合.....	1313
图表 18 当前商品房库存逐步累积，去化周期接近 2011 与 2018 年.....	1414
图表 19 对比前两轮单月投资增速走势图.....	1414
图表 20 对比前两轮单月新开工增速走势图.....	1514
图表 21 资金端缓和为投资及开工的催化剂.....	错误!未定义书签。 15
图表 22 8 月 50 强房企拿地销售比持续下降.....	1616
图表 23 8 月 50 强房企中国企拿地销售面积比明显高于民企.....	1616

一、前言

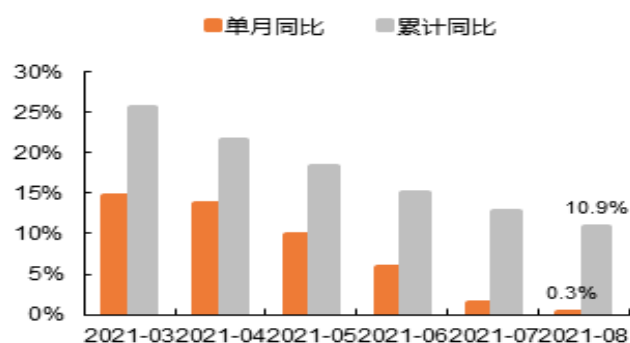
近期全国房地产投资销售快速走弱，第二批集中供地房企参拍积极性低于预期，个别头部房企信用事件引发的行业信用风险担忧持续升温，那么后续政策是否会迎来松动，行业基本面又将如何走向？本文主要针对市场普遍关心的行业担忧、政策走向、基本面演变，提出我们的分析和看法。

二、“资金”困局之下，行业隐忧持续升温

2.1 投资销售快速回落，新开工持续走低

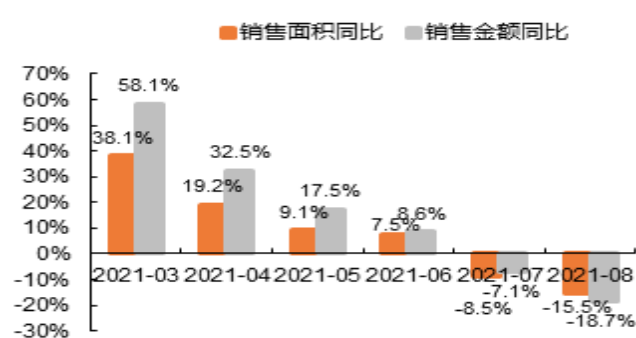
从地产投资数据来看，8月单月全国地产投资同比增长0.3%，环比7月降1.1个百分点，增速处2016年以来第二低，仅高于2020年2月。8月全国销售面积、销售额同比降15.5%、18.7%，降幅环比7月扩大7个、11.6个百分点，连续两个月大幅负增长。8月单月新开工同比降16.8%，自4月以来连续5个月负增长，且7、8单月降幅明显放大。考虑目前楼市、地市逐步降温，叠加房企资金吃紧，短期投资、开工下行趋势仍将延续。

图表1 全国房地产投资单月增速逐步回落



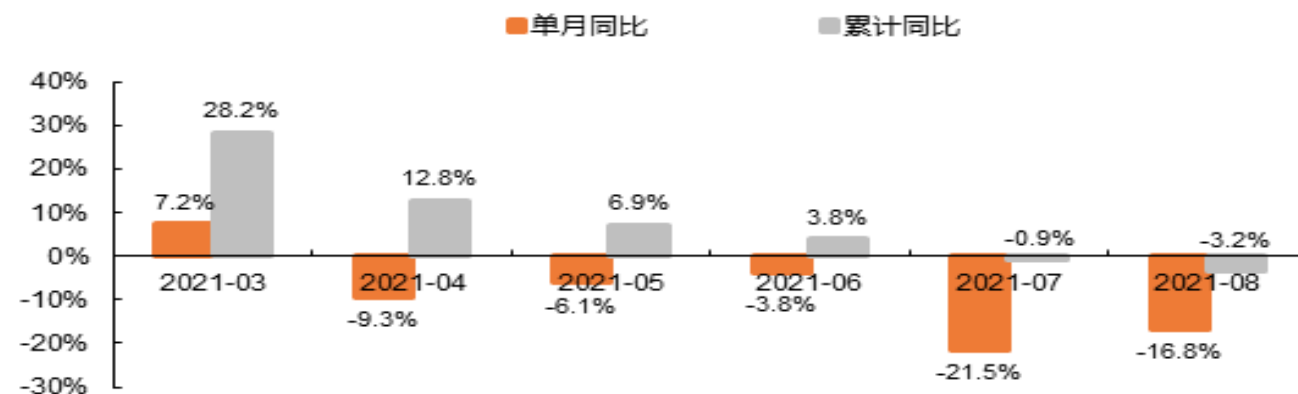
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表2 全国销售额、销售面积单月增速逐步回落



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表3 全国新开工单月增速维持低位



资料来源：Wind，平安证券研究所

2.2 第二批集中拍地如期降温，房企参拍积极性低于预期

首批集中土拍热度较高，不符合“稳地价”初衷。从首批推地 22 城来看，地市整体呈现较高热度。重庆、杭州、厦门首批平均溢价率达 39%、26%和 29%，与政府“稳地价”初衷相违背。

图表4 22 城首批集中供地平均楼面价、溢价率及较 2020 年变化情况（元/平米）

城市	溢价率	较2020年变化	楼面价	较2020年变化	城市	溢价率	较2020年变化	楼面价	较2020年变化
重庆	39%	31%	5827	85%	广州	12%	3%	11337	-15%
深圳	31%	8%	15212	2%	郑州	11%	5%	5653	93%
厦门	29%	9%	35823	71%	天津	11%	7%	9207	37%
杭州	26%	4%	15567	14%	沈阳	10%	-4%	5397	22%
宁波	25%	-2%	11841	30%	长沙	7%	-2%	4821	57%
合肥	19%	-3%	8962	70%	成都	7%	-7%	7565	21%
福州	18%	-6%	9291	16%	苏州	7%	0%	10084	21%
南京	18%	7%	13861	28%	北京	6%	-9%	32167	12%
武汉	17%	8%	8161	33%	上海	5%	-6%	14549	-6%
无锡	12%	-6%	15060	72%	长春	4%	-1%	3267	15%
济南	12%	9%	4794	9%	青岛	2%	2%	4129	24%

资料来源：中指，平安证券研究所

多城市第二批集中供地制度改善。在“稳地价、稳房价、稳预期”的政策定位下，稳地价是实现稳房企和稳预期的基础，若地价不稳，成本上行带来房价上涨预期；若严格限房价，地价上涨而限价背景下毛利率空间压缩，压成本背景下或导致房屋建筑质量下降。“控房价、稳地价、提品质”目标下，8月自然资源部从拿地资质、资金来源、溢价率、品质等方面要求各地完善供地制度。

图表5 自然资源部明确集中供地要求，溢价率不得超过 15%

方面	规定
资质	参加宅地竞拍企业需具有房地产开发资质。
资金	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。参与土地竞买的主体必须提供资金来源证明
控地价	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，否则将严肃公开处理，严控城市楼面地价新高。
提品质	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

资料来源：政府网站，平安证券研究所

图表6 主要城市首批 VS 第二批集中供地政策对比

城市	首批集中供地	二批集中供地	调整总结
杭州	1、限地价+限房价，达到地价上限后，转为竞自持。 2、最高土地溢价率约 30%。 3、保证金比例 20%，其中一宗为 80%，勾地保证金上限 5000 万。	1、10 宗宅地试水“竞品质”，获得资格后进入竞地价程序。 2、除“竞品质”地块外，同一集团成员企业最多只能参与 5 宗地块竞买。 3、一般地块溢价率上限调整为 15%， “竞品质”试点地块溢价率上限调整为 5%。 4、出让地块达到上限价格后，转为摇号竞得。 5、关联公司不参加同一宗地竞买。 6、取消预告公告，暂停单宗地 5000 万勾地模式。 7、严格规范购地资金来源、竞买人开发资质。	
深圳	1、限地价+限房价，达到地价上限后，转为竞配建。 2、最高土地溢价率约 45%	1、土地溢价率上限统一由 45%调整为 15%。 2、出让地块达到上限价格后，转为摇号竞得。 3、关联公司不参加同一宗地竞买。 4、新房销售限价在原限价基础上下调 3%-9.2%不等。	1、调低土地溢价率上限至 15%，深圳下调新房限价，福州下调部分地块起拍价
南京	1、限地价+限房价，达到地价上限后，转为摇号。 2、最高土地溢价率约 30%。 3、保证金比例以 20%为主。 4、限马甲。 5、摇号后成交的地块商品住宅预售条件为完成住宅部分投资额的 50%。	1、实行“限房价、定品质、竞地价”全新出让模式。 2、土地溢价率上限下调至 15%。 3、竞得土地后 6 个月内商品住宅不得上市。 4、部分地块不得合作开发，限制拿地房企转让项目。 5、同一竞买人在同一批次报名地块不得超过本次公告土地总量的 30%（不含高淳、溧水）。 6、“一地一策”，提高部分地块竞买门槛，部分地块保证金比例不低于 50%，成交价款须在成交后一个月内全部付清。	2、从竞配建、竞自持转为摇号或竞品质 3、设置“禁马甲”规则 4、提高竞拍门槛，如取消勾地、提高保证金比例等 5、限制单一房企参拍土地数量
天津	1、限地价，达到地价上限后，转为竞配建。 2、最高土地溢价率约 49%。	1、土地溢价率上限下调至 15%。 2、严格规范购地资金来源、竞买人开发资质。 3、出让地块达到上限价格后，转为摇号竞得。	6、严格规范购地资金及参拍企业资质
福州	1、限地价+限房价（部分）、达到地价上限后，竞自持社会租赁住房建筑面积/竞限价商品住房建筑面积/摇号 2、宅地最高土地溢价率约 49%	1、出让地块达到上限价格后，转为摇号竞得。 2、土地溢价率上限下调至 15%。 3、禁止房企“马甲”拍地。 4、部分地块调低起拍价，如红光村地块出让底价调整为 149000 万元，下调 1300 万元。 5、取消竞配建，对部分地块初始配建进行调控，明确配建面积及售价。	

资料来源：政府网站，平安证券研究所

第二批集中供地降温明显，拿地毛利率有所回升。从已完成第二批集中供地的 11 座城市来看，11 城平均成交楼面价 9015 元/平米、平均溢价率 5.1%，低于首次集中供地（10065 元/平米、11.8%）。溢价率控制效果明显，土拍市场如期降温。

第二批供地流拍率（含中止）明显上升，房企拿地意愿低于预期。市场普遍预期第二批集中供地由于溢价率得到控制，拿地毛利率将企稳，理论也将提升房企参拍积极性。从实际效果来看，多城市第二批集中拍地成交地块数量大幅低于供应，流拍率（含中止出让）明显高于首批集中供地，房企拿地需求及意愿低于预期。如合肥原计划供应 17 宗土地，经调整后缩减为 8 宗；天津供应的 61 宗土地中，最终成交 40 宗；成都供应的 75 宗土地中，17 宗因故终止出让，历时 3 天最终实现 52 宗土地成交；杭州供应的 10 宗竞品质地块中，9 宗因有效申请未达到规定门槛导致“流拍”。

图表7 已完成第二批集中供地城市土拍成交大幅低于供应

	第一次				第二次			
	供应(宗)	成交(宗)	成交溢价率(%)	成交楼面价(元/平米)	供应(宗)	成交(宗)	成交溢价率(%)	成交楼面价(元/平米)
天津	58	45	10.7	9207	61	40	0.7	7948
沈阳	25	22	10.2	5397	46	19	0.8	5364
长春	53	40	3.3	3070	75	49	0.4	3289
无锡	16	16	12.4	15060	23	22	4.1	11944
苏州	32	32	7.0	9351	23	20	1.3	11912
合肥	18	17	19.3	7866	17	8	6.5	8819
福州	33	29	18.1	9151	26	17	14.7	8510
厦门	5	5	29.4	35823	11	11	25.4	24280
济南	114	108	10.8	3972	101	76	0.0	3318
青岛	63	61	1.9	4253	187	76	0.5	4670
成都	40	40	7.4	7565	75	52	2.2	9105
平均	42	38	11.8	10065	59	35	5.1	9015

资料来源：中指，平安证券研究所

注：土地类型包括住宅用地、综合用地(含住宅)、商业/办公用地、工业用地及其他

2.3 多家房企评级被下调，行业信用端担忧升温

2021年7月中诚信下调房地产行业评级至负面，9月以来国际评级机构接连将多家房企评级展望调整为负面，行业信用风险担忧持续升温。同时9月14日恒大公告由于负面舆论影响购房者信心，预计9月公司销售持续大幅下降，将导致公司销售回款持续恶化，进一步对公司现金流和流动性产生压力，市场对恒大流动性问题的担忧亦进一步升温。加上7、8月销售大幅下行、按揭端放缓，引发市场对房企销售下行、资金吃紧、评级下调的负循环担忧。

图表8 2021年以来多家房企评级被下调

房企	调整后评级	调整后展望	调整前评级	调整前展望	主体评级/展望下调时间	评级机构
华夏幸福	C	—	CCC	负面	2021-03-04	大公国际
协信远创	C	—	B	负面	2021-05-10	联合资信
泰禾集团	C	—	BB	负面	2020-07-06	联合资信
蓝光发展	C	—	B	—	2021-07-12	中诚信
建业地产	Ba3	负面	Ba3	稳定	2021-09-03	穆迪(MOODYS)
荣盛发展	Ba3	负面	Ba3	稳定	2021-09-04	穆迪(MOODYS)
富力地产	B+	负面	B+	稳定	2021-09-13	惠誉国际
新力控股	B+	负面	B+	稳定	2021-09-15	惠誉国际

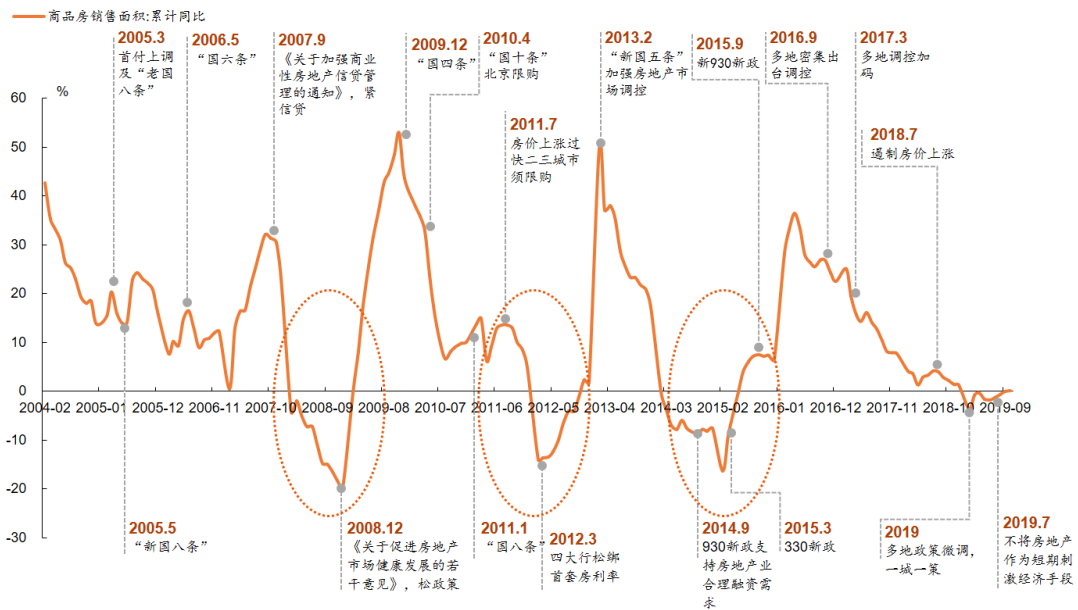
资料来源：Wind，平安证券研究所

三、政策是否会迎来放松

3.1 历史上行业及经济下行，政策端大多有所放松

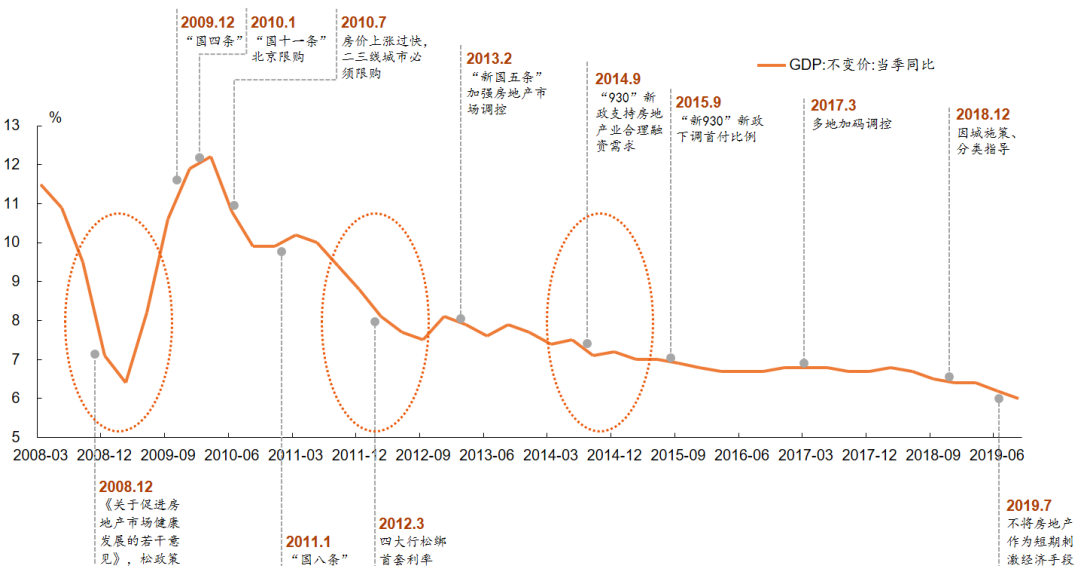
当前房地产投资开工持续走弱、楼市及地市亦快速降温，同时从社零增速来看，8月单月社零同比仅增长2.5%，显示消费端亦偏疲软。从历史经验来看，尽管政策松紧程度不一，但房地产调控往往遵循经济及楼市下行政策偏松、经济企稳及楼市升温政策趋紧规律。目前楼市投资快速下行、个别房企流动性问题引发的行业信用风险持续升温，叠加消费端疲软，市场对房地产行业政策放松预期有所升温。

图表9 楼市下行周期，政策中性偏宽松



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 经济下行周期，政策中性偏宽松



资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.2 “房住不炒”定位长期化，当前大幅放松可能性不大

“房住不炒”定位下，政策大幅松动可能性不大。从 2014 年首次提出构建房地产市场调控长效机制、2016 年及 2018 年先后明确“房住不炒”、以“三稳”为发展目标，再到房企融资“三条红线”、房地产贷款“两条红线”、土地供应“两集中”、二手房成交参考价等多维度调控手段建立，房地产调控趋于常态化，长效机制建设逐步成型。尽管当前房地产行业发展及经济下行压力逐步显现，但面对长远发展目标，政府或具备较高短期波动容忍度。

2020 年疫情期间，政策亦保持定力。以 2020 年上半年为例，尽管遭受新冠疫情冲击，但房地产行业“房住不炒”、“三稳”调控底线明确。边际改善仅存在于供给端，本质属于疫情影响下的纾困行为，包括延缓土地出让金缴纳、调整预售条件、预售金监管额度等。而降低首付比例、放松限购等需求端刺激则基本面临“一日游”。尽管当前楼市持续承压，行业信用风险有所加大，但需求端政策放开可能性不大。

图 11 房地产调控持续完善，“房住不炒”、“三稳”思路明确

时间	文件/会议	内容
2014 年 3 月	《国家新型城镇化规划（2014-2020 年）》	调整完善住房、土地、财税、金融等方面政策，共同构建房地产市场调控长效机制
2016 年 12 月	中央经济工作会议	房子是用来住的，不是用来炒的
2018 年 12 月	全国住房和城乡建设工作会议	以稳地价稳房价稳预期为目标，促进房地产市场平稳健康发展
2020 年 8 月	住建部、央行召开房地产企业座谈会	形成重点房地产企业资金监测和融资管理规则
2020 年 11 月	《关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》	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
2020 年 12 月	《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中管理制度》	分档设置房地产贷款余额占比和个人住房贷款余额占比两个上限，对超过上限的机构设置过渡期，并建立区域差异化调节机制
2021 年 2 月	《深圳市房地产和城市建设发展研究中心关于发布深圳市住宅小区二手住房成交参考价格的通告》	发布深圳市住宅小区二手住房成交参考价格
2021 年 8 月	国新办“努力实现全体人民住有所居”新闻发布会	重申“房住不炒”、“三稳”长期定位不变，“十四五”期间将以发展保障性租赁住房为重点，努力实现全体人民住有所居

资料来源：政府网站，平安证券研究所

从近期各地城市政策来看，部分城市仍在收紧调控。如 9 月 18 日厦门发布《关于进一步加强房地产市场调控的通知》，内容涉及深化房价地价联动机制、加强商品住房价格管理、加强住房限购限售管理、加强住房金融管理、加强市场秩序整治等，意味着政策风向并未发生大的变化。

图表12 近期仍有地方调控边际收紧

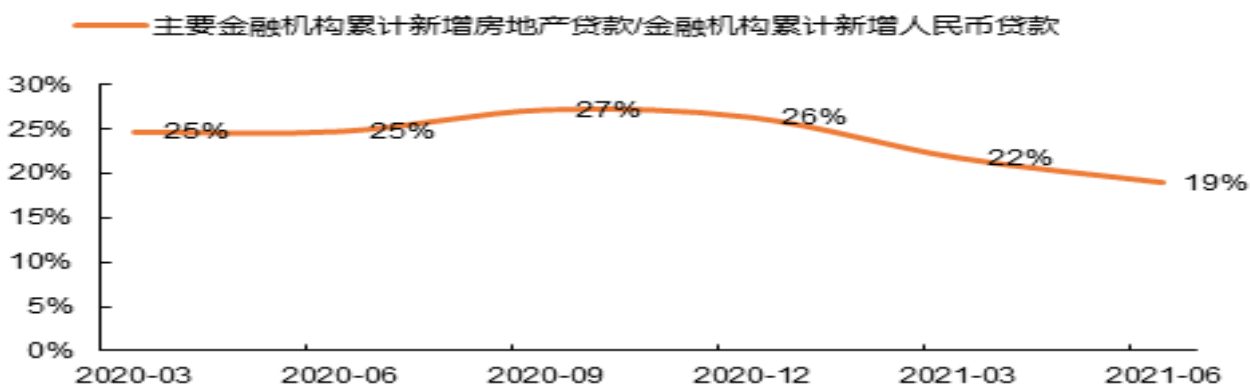
时间	城市	文件/会议	内容
2021年9月 2日	三亚	《关于进一步加强商品房销售价格备案管理的通知》	2021年9月1日前已经备案的项目，须将未网签房源重新进行价格备案，整体备案均价不得超过该项目近期网签价格。初次申报商品住房销售价格备案的新建商品住房项目，整体备案均价不得超过同地段、同品质、同类型项目近期网签价格。申报非商品住房销售价格备案的，销售价格应控制在合理区间。
2021年9月 3日	芜湖	《关于进一步促进我市房地产市场平稳健康发展的通知》	从增强住宅土地供应、严格住房价格备案管理、严禁利用学区炒作房价、完善商品住房限售政策等9个方面推出楼市新政；确保热点学区严格实行同一套住宅房小学6年内、中学3年内只安排一名学生入学；摇号所购新房3年限售，非摇号所得新房、二手房2年限售。
2021年9月 18日	厦门	《关于进一步加强房地产市场调控的通知》	深化房价地价联动机制、加强商品住房价格管理、加强住房限购限售管理、加强住房金融管理、加强市场秩序整治。

资料来源：政府网站，平安证券研究所

3.3 关注融资端可能的政策微调，按揭贷款为关键

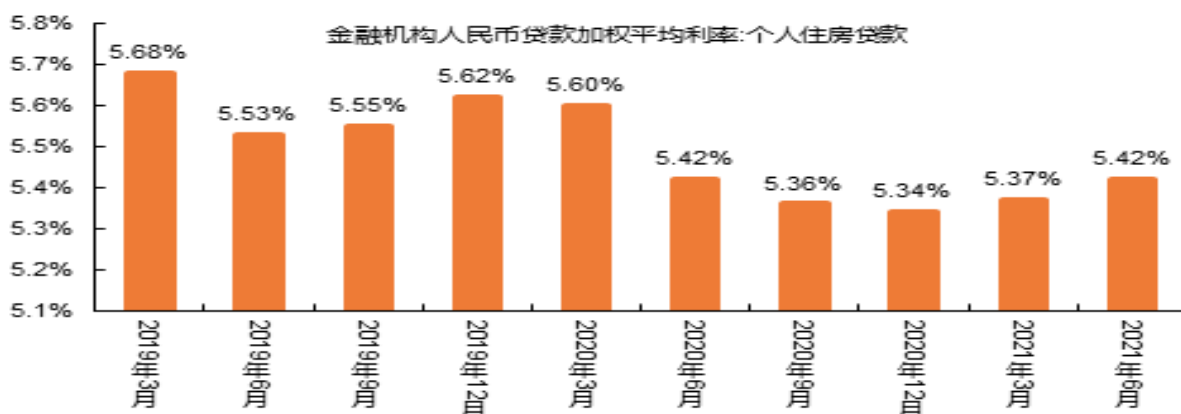
流动性吃紧为行业当前困境症结所在。无论投资、销售下行，还是开工及拿地放缓，核心在过往一年“三条红线”、“房贷集中度管理”政策下，融资端收紧给整个行业带来的压力。2021年上半年，主要金融机构新增房地产贷款2.42万亿元，同比下降19.1%，占新增总贷款比重降至19.0%。2021Q2金融机构个人住房贷款加权平均利率为5.42%，连续两个季度回升，房贷额度的收紧及按揭回款速度下降亦将通过影响现金流制约房企投资。

图表13 2021H1全国新增房贷占比显著降低



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表 14 2021 年上半年个人房贷利率持续上行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

行业风险逐步加大，政策微调或有一定必要性。房企主要资金来源为销售回款和外部融资，当前行业面临的困境在于，销售端面临增速下行及回款速度放缓；融资端面临金融机构投放“厌恶”。若短期无明显外力，一方面按揭放缓叠加部分房企信用风险将持续影响购房信心、销售回款；另一方面，行业整体评级下调、部分房企流动性问题发酵可能引发资金端对房地产行业整体的融资“厌恶”，带来融资难度进一步提升，由此导致的连锁反应可能引发行业更大的流动性风险。

关注融资端可能的政策微调，按揭贷款为关键。9月10日，《经济参考报》刊发文章《强化房地产金融监管促楼市平稳健康发展》，表示“货币信贷政策要继续坚持稳健的基调，在支持增长与防范风险之间寻求平衡；特别是要加强预期管理和引导，不向房地产市场发出错误信号；此外，也要防止政策调整误伤合理的市场需求”。同时参考2020年疫情思路，未来政策若有调整，可能方向或仍在资金层面。2021H1末37家上市银行中，26家房地产贷款占比、个人住房贷款占比已压降至监管要求上限及以内，整体存在一定调节空间。对比来看，通过放宽按揭助力销售回款，作用或相对更大，如放宽按揭贷款审批条件、缩短按揭贷款放款周期等（目前新房放款周期普遍3-6个月，二手房更长），将带来行业整体销售回款端资金改善。放宽房企融资虽有望缓和行业流动性，但出于资金安全考量，金融机构或更倾向与资金本就相对充裕的国企、财务优质民企合作，而具有真实纾困需求民企则较难受益。

图表15 2021上半年上市银行多数符合房贷集中度新规

监管标准	银行	房地产贷款占比	房地产贷款占比上限	房地产贷款占比较年初变化(pct)	房地产贷款过渡期	个人住房贷款占比	个人住房贷款占比上限	个人住房贷款占比较年初变化(pct)	个人按揭贷款过渡期
第一档	工商银行	35.2%	40.0%	-0.75		30.2%	32.5%	-0.59	
	建设银行	38.5%	40.0%	-1.33		33.8%	32.5%	-1.34	2年
	农业银行	35.1%	40.0%	-0.97		29.9%	32.5%	-0.91	
	中国银行	37.8%	40.0%	-1.34		29.9%	32.5%	-1.21	
	交通银行	27.9%	40.0%	-0.19		21.9%	32.5%	-0.26	
	邮储银行	35.1%	40.0%	-0.18		33.0%	32.5%	-0.65	2年
第二档	招商银行	32.2%	27.5%	-0.90	4年	24.7%	20%	-0.64	4年
	兴业银行	34.6%	27.5%	0.05	4年	25.9%	20%	-0.61	4年
	浦发银行	26.2%	27.5%	-0.20		18.9%	20%	0.16	
	中信银行	26.6%	27.5%	-0.36		20.3%	20%	-0.23	2年
	民生银行	24.1%	27.5%	-0.67		13.7%	20%	0.38	
	光大银行	23.5%	27.5%	-0.31		16.6%	20%	0.20	
	平安银行	19.1%	27.5%	-0.04		9.0%	20%	0.02	
	华夏银行	20.9%	27.5%	0.72		13.9%	20%	1.06	
	浙商银行	20.5%	27.5%	0.38		7.0%	20%	0.68	
	北京银行	29.8%	27.5%	-0.88	4年	20.7%	20%	-0.21	2年
	江苏银行	25.4%	27.5%	-0.63		17.8%	20%	-0.83	
	上海银行	26.7%	27.5%	1.19		12.2%	20%	0.89	
第三档	南京银行	14.8%	20%-25%	0.54		10.5%	15%-20%	-0.30	
	宁波银行	8.8%	20%-25%	0.13		4.3%	15%-20%	0.89	
	杭州银行	22.0%	20%-25%	-2.37		14.3%	15%-20%	-0.59	
	长沙银行	20.6%	20%-25%	0.17		16.6%	15%-20%	0.19	
	成都银行	29.4%	20%-25%	-5.20	4年	22.2%	15%-20%	-3.60	4年
	郑州银行	27.5%	20%-25%	-0.41	4年	14.6%	15%-20%	-0.50	
	贵阳银行	14.2%	20%-25%	-0.06		6.9%	15%-20%	-0.39	
	青岛银行	28.3%	20%-25%	-1.48	4年	18.7%	15%-20%	-0.93	2年
	苏州银行	36.3%	20%-25%	0.73	4年	14.9%	15%-20%	0.70	
	西安银行	20.6%	20%-25%	-0.77		14.2%	15%-20%	0.30	
	厦门银行	24.9%	20%-25%	-1.98	4年	18.7%	15%-20%	-0.82	2年
	重庆银行	18.1%	20%-25%	0.26		13.9%	15%-20%	1.25	
	渝农商行	18.6%	20%-25%	-0.47		17.7%	15%-20%	-0.33	2年
	青农商行	27.8%	20%-25%	-1.26	4年	13.7%	15%-20%	0.64	
无锡银行	15.1%	20%-25%	2.71		14.3%	15%-20%	2.94		
苏农银行	11.5%	20%-25%	-0.36		9.6%	15%-20%	0.17		
第四档	常熟银行	9.2%	15%-20%	0.44		8.4%	10%-15%	0.67	
	张家港行	10.9%	15%-20%	0.02		10.1%	10%-15%	0.11	
	江阴银行	11.2%	15%-20%	0.57		11.0%	10%-15%	0.73	
合计		32.3%		-0.72		26.0%		-0.59	

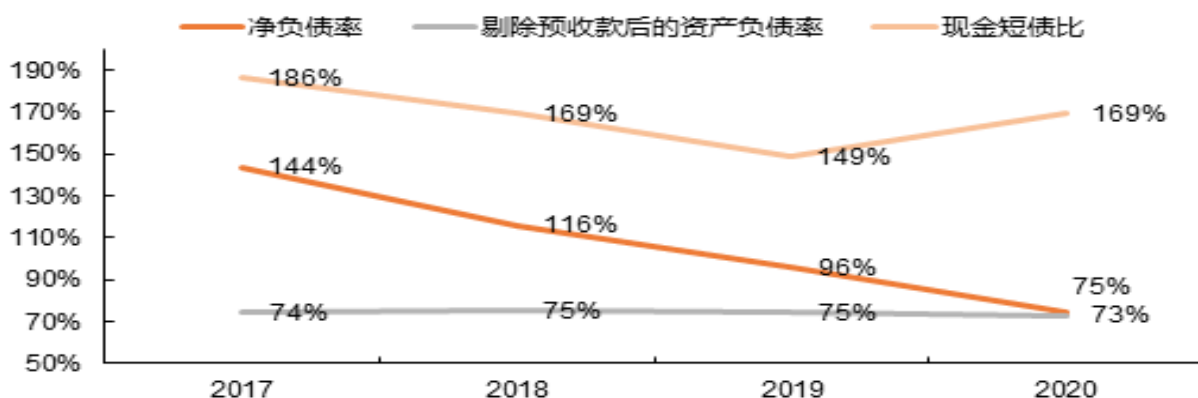
资料来源：公司公告，平安证券研究所

四、未来房地产行业将如何演变

4.1 短期地产行业将迎来阵痛期，加速房企出清

大规模信用风险释放概率较小，但短期将迎来阵痛期。尽管个别房企信用风险暴露，2020H1以来地产行业负债率已持续改善，我们认为大规模爆发信用风险的可能性较小。截至2020年末，50强房企平均净负债率、剔除预收款后资产负债率、现金短债比分别为75%、73%、169%，较2019年降21个、降2个、升20个百分点；50强整体有息负债同比增5%，增速较2019年下降11个百分点。但考虑当前融资端仍无明显改善，销售端下行趋势有所加大，短期行业将迎来阵痛期，未来不排除部分房企将被动出清，逐步退出。

图表16 2020年50强房企“三道红线”均值有所改善



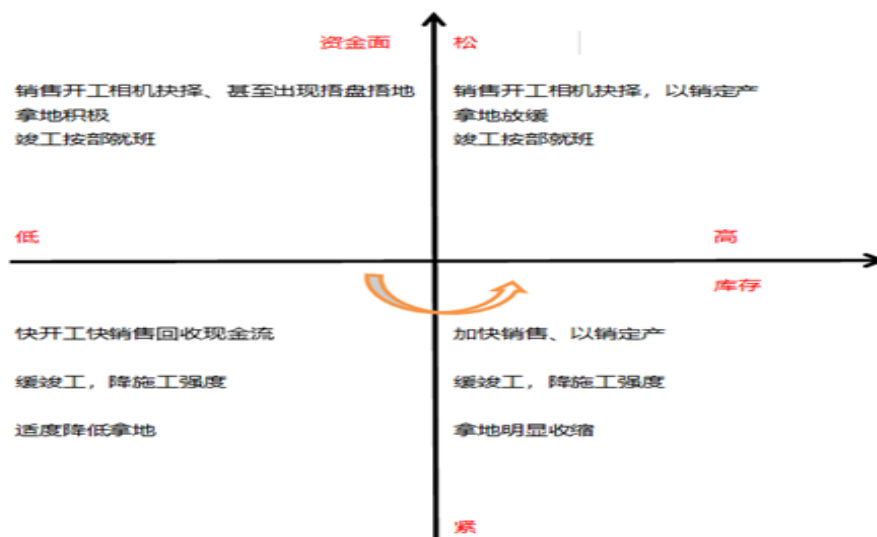
资料来源：公司公告，平安证券研究所

收缩投资背景下，部分“幸存”房企或面临规模增速放缓甚至下滑。由于房企更加注重财务安全，不排除下半年部分资金偏紧房企收缩拿地投资、加快推盘销售、甚至“以价换量”，收缩投资意味着未来该类“幸存”房企的规模增速将有所放缓，甚至面临下滑。

4.2 投资&开工短期难见拐点，后续仍需关注融资端变化

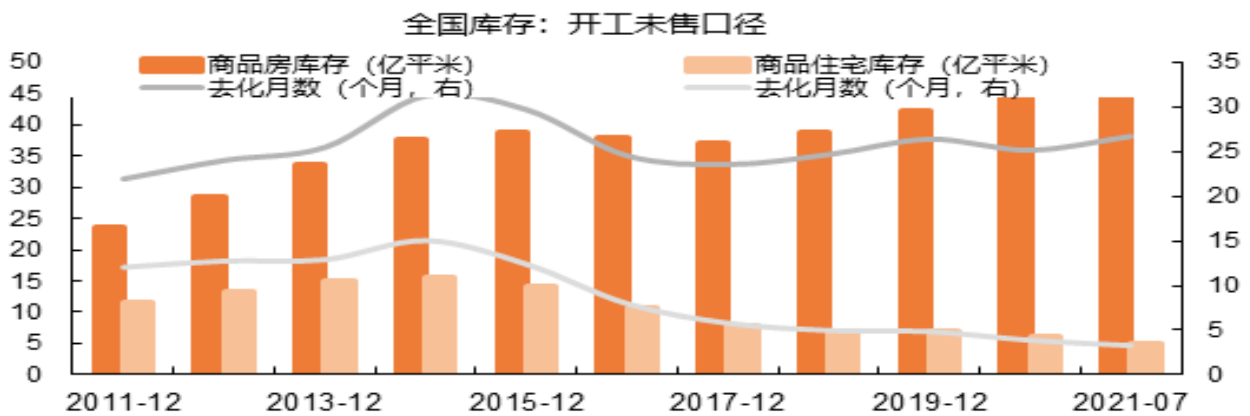
“紧资金+库存累积”组合下，投资及开工短期仍面临下行压力。根据我们的“资金+库存”分析框架，当前资金端持续收紧、库存逐步累积，类比同样处于“紧资金+库存累积”的2011和2018年下半年，短期资金端未见改善背景下，投资及开工仍面临下行压力。

图表17 “资金+库存”组合下房企行为组合



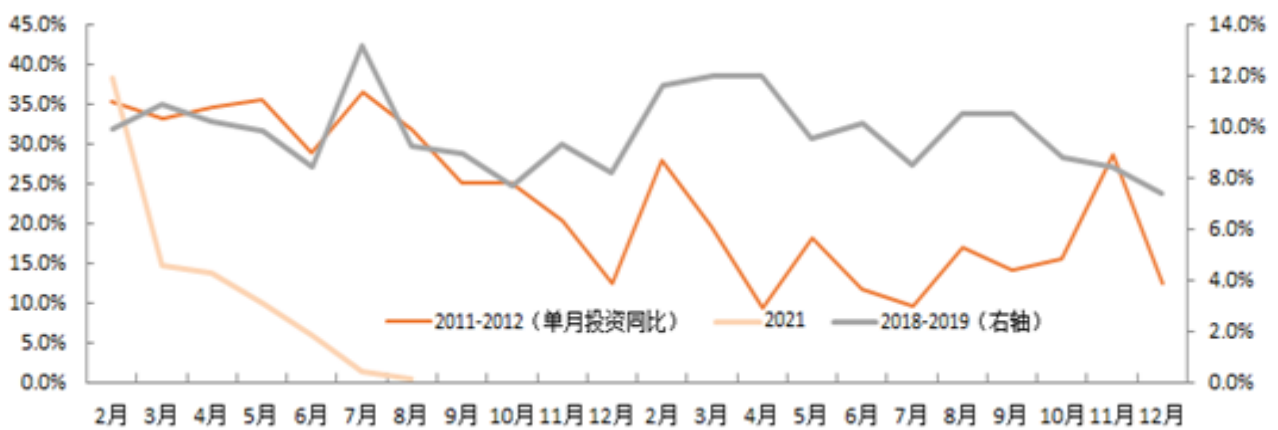
资料来源：平安证券研究所

图表18 当前商品房库存逐步累积，去化周期接近2011与2018年



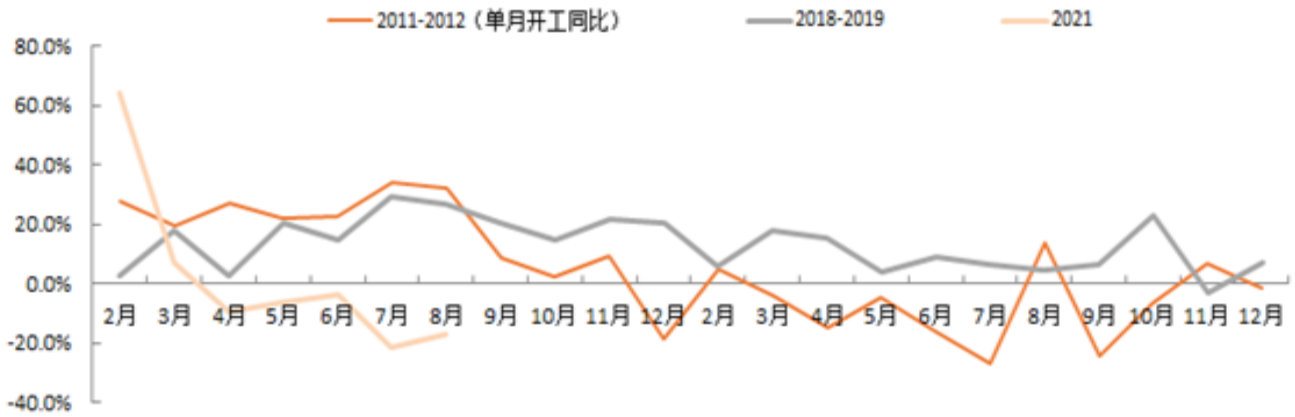
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表19 对比前两轮单月投资增速走势图



资料来源: Wind, 平安证券研究所

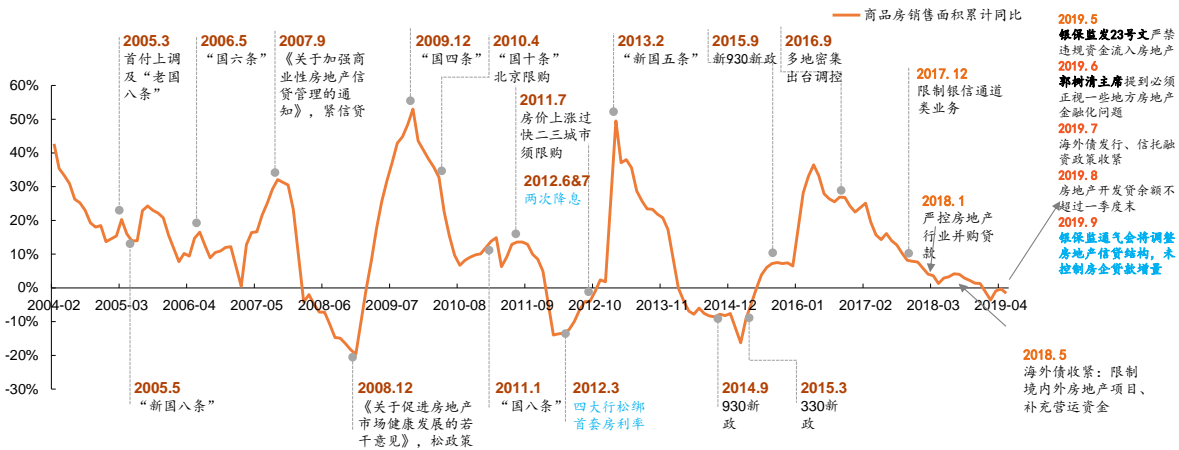
图表20 对比前两轮单月新开工增速走势图



资料来源: Wind, 平安证券研究所

资金端&库存(销售)改善为前两轮投资&开工边际改善的催化剂。2012年3月四大行松绑首套房利率,6月及7月两次降息,带来资金端改善;2018年-2019年初行业资金端改善&信用担忧下降,部分民企发债成本明显下降,加上热点城市限价放松带来2019年春节后核心城市楼市复苏,2019年3、4单月投资增速、新开工达双位数增长。尽管均是“紧资金+库存累积”阶段,2018-2019年投资及开工下行斜率好于2011-2012年,主要因2018-2019年市场整体未售住宅库存相对更低,楼市景气度恢复得更高。

图表21 资金端缓和为投资及开工的催化剂



资料来源: Wind, 平安证券研究所

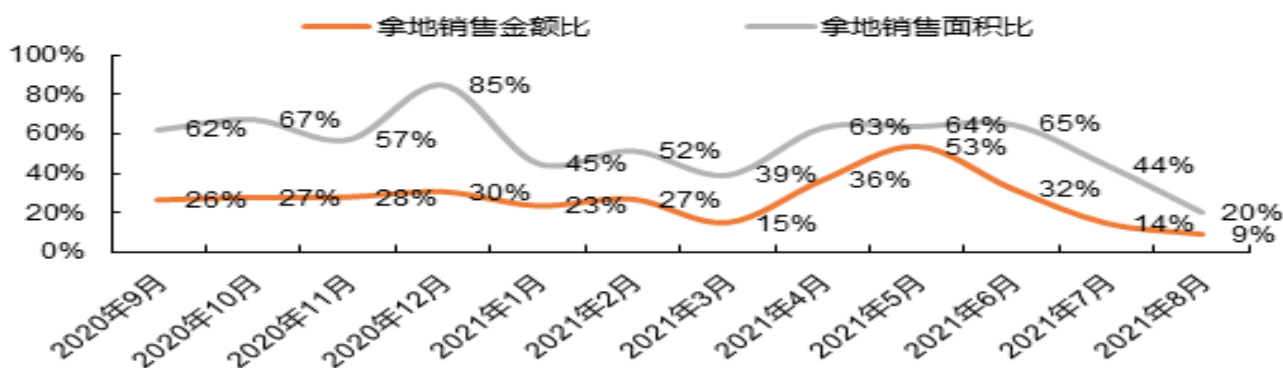
展望2021年四季度及明年,投资及开工仍将承压,关注融资端变化。在当前资金紧张、销售走弱及库存累积的背景下,若后续无融资端政策改善,预计投资及开工仍将承压。同时部分头部房企流动性吃紧背景下大概率将放缓开工,亦对行业整体新开工形成负面冲击。展望四季度及明年,仍需密切关注融资端政策可能的变化及房企资金端的走向。

4.3 土地市场将延续降温,央企&国企或成为拿地主力

资金端安全重要性提升,房企短期拿地意愿将维持低位。信用事件频发叠加民企发债难度加大背景下,房企加快降档,主流

房企如金科、佳兆业、融创 2021 年中报均达到绿档。预计房企将弱化规模诉求、强化财务安全重要性，必然将导致下半年拿地收缩以及土地市场的降温。8 月 50 强房企拿地销售面积比、拿地销售金额比分别降至 20%和 9%，创过去一年单月最低水平。

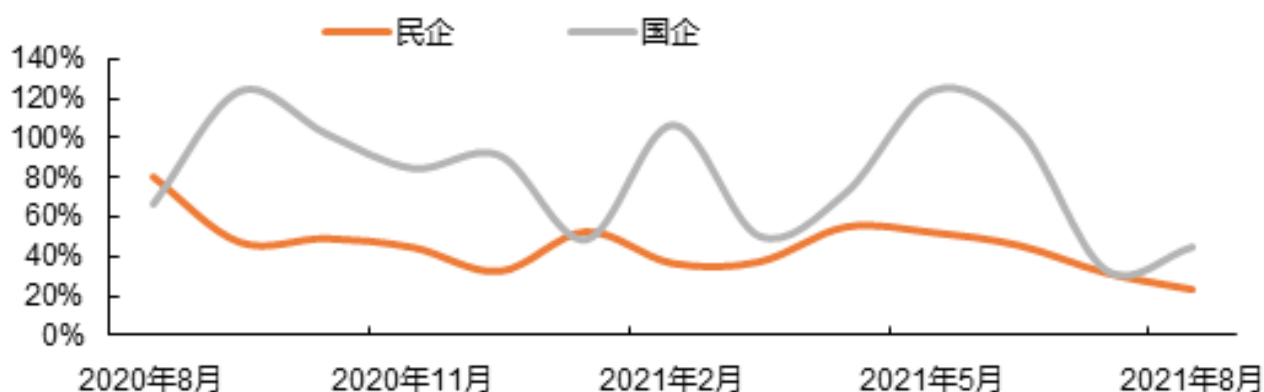
图表 22 8 月 50 强房企拿地销售比持续下降



资料来源：中指，平安证券研究所

央企及国企凭借其稳健的财务状况，短期或成为市场拿地的主力。一方面，多数城市第二批集中供地才刚刚开始，后续还有第三批集中供地，土地供应相对充足；另一方面，随着土拍制度调整及热度下降，拿地端毛利率有望改善，亦为部分资金充裕房企提供较好的拿地契机。8 月 50 强房企中国企拿地销售面积比达 45%，明显高于民企（23%）。从苏州及福州的第二批集中供地成交来看，苏州成交 20 宗地块，国企及央企拿地 15 宗，拿地金额占总成交金额比例 85%；福州成交 17 宗地块，国企及央企拿地 6 宗，拿地金额占总成交金额比例 61.4%。

图表 23 8 月 50 强房企中国企拿地销售面积比明显高于民企



资料来源：中指，平安证券研究所

五、投资建议

由于投资销售持续走弱，第二批集中供地房企参拍积极性较低，个别大型房企流动性问题引发行业信用风险担忧，近期地产产业链出现大幅调整；但中长期在城镇化率提升、存量物业更新等背景下，潜在住房需求依旧有支撑。我们认为短期行业的阵痛有望加速房企间优胜劣汰，未来“幸存”的房企无论经营、财务将更加稳健，拥有品牌、管理、融资等优势房企有望享受更高的利润率水平。投资建议方面，短期情绪修复在于流动性问题解决方案明朗，中长期关注行业出清后“幸存”房企的投资机会。由于行业流动性担忧尚未消除，短期建议优选财务稳健、现金流健康、销售高增的行业龙头，如金地集团、保利地产、万科 A、招商蛇口等；中期来看，若后续个别房企信用风险逐步释放，关注财务状况好转，具备估值弹性的潜在“幸存”房企，如融创中国等。

物业管理方面，上游销售、竣工受影响将导致行业内部竞争加剧，同时关联房企经营难度加大或弱化第三方协同拓展、增值服务及智能化等支持能力。但由于物管行业存量属性突出，除上游开发带来的增量市场之外，行业参与者还可通过探索存量市场、发展多元业务保障增长，受影响程度相对有限。建议关注综合实力突出，关联房企经营及财务稳定性较高企业，如碧桂园服务、保利物业等。

六、风险提示

- 1) 房地产行业短期波动超出预期风险：若后续行业下行程度超出预期，各房企规模发展受到影响，将导致业绩表现不及预期风险。
- 2) 个别房企流动性问题发酵、连锁反应超出预期风险：房企信用事件发生除影响自身发展之外，也可能对行业销售、融资带来负面影响，进而影响房地产行业整体发展环境。若个别房企流动性问题持续发酵，带来超出预期的连锁反应，可能导致行业波动加剧，不利于行业持续稳定发展。
- 3) 政策改善及时性低于预期风险：若后续房地产行业波动加大，而政策改善及时性较低，可能导致调整幅度及时间超出预期风险。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033