

中性

房地产行业 9 月月报

楼市成交降幅持续扩大；信贷政策有望迎来结构性调整

核心观点

新房：成交跌幅持续扩大，一、三线同环比持续下跌，二线环比增长、同比降幅收窄。52个城市新房成交面积为2106.1万平，环比下降4.8%，同比下降31.1%。一、二、三线城市环比增速分别为-17.9%、12.7%和-19.3%，同比增速分别为-36.6%、-9.6%和-54.0%。我们认为，受二季度新开工持续乏力的影响，预期10月部分市场仍然供应较去年同期下降，进而使得销售节点期销售表现不及往年的“金九银十”。

二手房：成交五连降至-44%，一方面因为基数较高，另一方面严苛调控持续。18个城市二手房成交面积为474.4万平，环比下降14.8%，同比下降44.0%。一、二、三线城市环比增速分别为-21.0%、-11.4%和-10.0%，同比增速分别为-44.1%、-44.8%和-52.3%。南京环比增长28.8%，重点城市均有不同幅度的下调。我们认为当前全国主要城市二手房市场已进入全面调控的时代，“二手房指导价”、“信贷收紧”等严苛调控持续加码，不过考虑到当前成交规模已处于较低水平，预计后续将保持稳中微跌的态势。

库存与去化：整体库存和去化周期环比均提升，上海、深圳去化周期小于6个月。截至9月末，15个城市新房库存面积为1.05亿平，较8月底上升5.3%，同比下降0.8%；去化周期11.9个月，环比上升19.0%，同比上升22.5%。一、二、三线城市库存面积环比增速分别为10.6%、5.9%和1.4%，同比增速分别为-3.4%、1.1%和6.6%；去化周期分别为8.9、10.6和17.1个月，环比增速分别为22.8%、23.2%和12.7%，同比增速分别为19.5%、-3.7%和90.0%。

房企销售：百强房企单月销售降幅再扩大，连续3个月同比下跌。百强房企9月单月权益口径销售额5981亿，同比-36.3%（前值-17.2%）；累计6.91万亿元，同比+10.5%（前值+18.8%）。TOP20房企中仅阳光城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68.2%。

土地市场：量跌价升，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下滑至5.2%。本月百城成交土地总建面7455.3万平，环比减少7.5%，同比减少47.3%；一、二、三线城市环比增速分别为146.6%、90.2%和-52.6%，同比增速分别为-4.7%、-36.8%和-62.0%。百城成交土地楼面均价4638元/平，环比上升100.9%，同比上升53.5%；平均溢价率7.4%，4.1%，较上月下降了2.4pct，较去年同期下降了9.2pct。二、三线楼面均价环比增速分别为93.5%和-11.3%，一、二、三线同比增速分别为14.7%、32.0%和10.6%；平均溢价率分别为5.7%、2.6%和8.3%，一线城市较上月上升了5.7pct，二线城市较上月下降了4.1pct，三线城市基本无变化。

二批集中供地：累计15个城市完成二批集中土地出让，整体呈现出低溢价率、高流拍率和预期利润率回升三大特征。合计成交446宗地，总建面4845万平，成交总价4339亿元；楼面均价为8954元/平，与首批基本持平；平均溢价率大幅下降11.9pct至4.51%，供地规则调整后进行调整的12个城市的平均溢价率仅3.31%；底价成交率提升27.7pct至62%，触顶成交率下降23.5pct至14%，预期毛利率提升4.8pct，符合我们此前土地市场降温、利润率改善的猜想，供地政策优化调整实施效果符合预期。同时，流拍与主动撤牌的情况增多，流拍率提升7pct至9%，另有106宗地终止出让（占总挂牌数的19.2%），其中沈阳、长春、重庆和成都的中止及流拍比例分别高达50%、46%、39%和35%，由于“三道红线”融资收紧的大背景以及近期销售下行，整体房企拿地动力不足，但溢价率得到有效控制。整体TOP30房企拿地率为23%，其中中海地产、保利地产、龙湖集团、绿城中国拿地金额超百亿，分别为531、208、118和101亿元。

投资建议

从地产行业基本面来看，8月房地产销售与投资数据，销售、投资等核心指标继续全面回落，投融端严监管+集中供地断档双重压力下新开工再现双位数负增长。不过，随着9月第二批集中供地逐步开展，一定程度上缓解了近期土拍和新开工下行带来的市场悲观情绪。判断下月，我们认为信贷政策边际调整+二批集中土拍市场热度下降、利润率回升+个别头部房企信用风险缓释，整体地产板块有估值修复的预期。我们建议关注：1) 开发板块：金地集团、保利地产、万科A、龙湖集团、华润置地。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39周周报（9月25日-10月1日）：央行季度例会首提“房地产”；预期房地产需求端政策较难放松，但信贷方面可能会按需调整》20211003

《房地产行业第38周周报（9月18日-9月24日）：物企百亿规模并购再起，行业正处于去伪存真的关键阶段》20210926

《房地产2021年8月统计局数据点评：销售降幅扩大，投资动能持续减弱；投融端严监管+集中供地断档双重压力下新开工再现双位数负增长》20210915

《房地产行业第37周周报（9月11日-9月17日）：地产基本面持续下行，重点城市地价溢价强管控下百城土地溢价率降至3.4%》20210919

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

jjialu.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	5
1.1 9月新房成交：整体同比降幅扩大，一三线同比持续下跌，二线环比增长.....	5
1.2 9月二手房成交规模持续快速回落，多地持续二手房严苛的监管政策.....	6
1.3 9月新房库存及去化周期均提升，上海、深圳去化周期小于6个月.....	7
1.4 9月百强房企销售降幅再扩大，连续三月同比下跌.....	9
1.5 1-8月行业集中度略低于过去两年同期水平.....	11
2 二轮集中土拍转冷，呈现低溢价率+高流拍率+利润率回升三大特征	12
2.1 9月地市成交量跌价升，溢价率为5.2%.....	12
2.2 供应减少+房企投融资端监管收紧，8月土地投资强度持续减弱.....	15
3 百亿物企并购再起，行业资源整合加速；政策面预期需求端较难放松，但信贷或按需调整	17
4 9月地产板块跑赢沪深300 4个百分点；板块估值有所修复，但仍处于历史低位	18
5 投资建议	20
6 风险提示	21

图表目录

图表 1.9 月 52 个城市新房成交面积为 2106.1 万平, 环比下降 4.8%, 同比下降 31.1%	5
图表 2.9 月 21 个大中城市新房成交面积为 1389.1 万平, 环比下降 0.9%, 同比下降 26.2%	5
图表 3.9 月一、二、三线新房成交面积同比增速分别为-36.6%、-9.6%和-54.0%	5
图表 4.9 月其余 31 个城市新房成交面积 717.0 万平方米, 环比下降 11.5%, 同比下降 39.0%	5
图表 5.9 月除杭州新房成交同比正增长外, 其余一、二、三线城市均出现了不同幅度的下跌	6
图表 6.9 月 18 个城市二手房成交面积 474.4 万平, 环比下降 14.8%, 同比下降 44.0%	6
图表 7.9 月 13 个大中城市二手房成交面积 389.1 万平, 环比下降 14.7%, 同比下降 46.0%	6
图表 8.8 月一、二、三线二手房成交面积同比增速分别为-44.1%、-44.8%和-52.3%	7
图表 9. 其余 5 个城市二手房成交面积 85.3 万平, 环比下降 22.3%, 同比下降 30.0%	7
图表 10.9 月深圳二手房成交面积同比下降 79%, 除南京环比增长 28.8%, 重点城市均有不同幅度的下调	7
图表 11. 截至 9 月末, 15 个城市新房库存面积为 1.05 亿平, 较 8 月底上升 5.3%, 同比下降 0.8%	8
图表 12. 截至 9 月末, 10 个大中城市新房库存面积为 7627.0 万平, 较 8 月底提升 6.8%, 同比提升 0.2%	8
图表 13. 截至 9 月末, 一二线城市新房库存面积环比增速分别为 10.6%、5.9%	8
图表 14. 截至 9 月末, 其余 5 个城市新房库存面积为 2883.9 万平, 环比上升 1.5%, 同比下降 3.6%	8
图表 15. 截至 9 月末, 15 个城市整体新房库存去化周期环比略有提升	8
图表 16. 截至 9 月末, 一、二、三线城市新房库存去化周期有所提升	8
图表 17. 截至 9 月底, 上海和深圳去化周期小于 6 个月	9
图表 18. CR5、CR10、CR20、CR50 单月全口径销售额增速分别为-42.0%、40.3%、-36.0%、-35.4%	9
图表 19. CR5、CR10、CR20、CR50 单月权益口径增速分别为-49.1%、-44.6%、-38.6%、-35.7%	9
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	10
图表 21. TOP20 房企中仅阳光城单月销售额增速仍然保持正增长, 其余房企均出现不同幅度的下跌	11
图表 22.1-8 月行业集中度	11

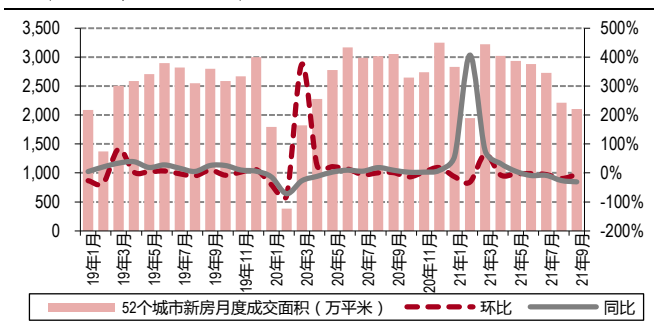
图表 23. 9 月百城成交土地建面 7455.3 万平，同比减少 47.3%.....	12
图表 24. 9 月一、二、三线城市成交土地规划建面同比增速分别为-4.7%、-36.8%和-62.0%.....	12
图表 25. 9 月百城住宅类用地成交建面 4053.6 万平，同比减少 43.2%.....	12
图表 26. 9 月一、二、三线城市住宅类用地成交规划建面同比增速分别为 86.3%、-31.7%和-67.8%.....	12
图表 27. 9 月百城成交土地平均楼面价为 4638 元/平，同比上升 53.5%.....	13
图表 28. 9 月百城成交土地平均溢价率为 4.1%，较上月下降了 2.4 个百分点，较去年同期下降了 9.2 个百分点.....	13
图表 29. 9 月一、二、三线城市成交土地楼面价同比增速分别为 22.9%、33.7%和-1.7%.....	13
图表 30. 9 月一、二、三线城市成交土地平均溢价率分别为 5.23%、2.58%和 6.79%.....	13
图表 31. 9 月百城住宅类用地成交平均楼面价为 7806 元/平，同比增长 52.0%.....	14
图表 32. 9 月百城住宅类用地成交平均溢价率为 4.3%，较上月下降了 3.8 个百分点，.....	14
图表 33. 9 月一、二、三线城市住宅类用地成交楼面价同比增速分别为 14.7%、32.0%和 10.6%.....	14
图表 34. 9 月一、二、三线城市住宅类用地平均土地溢价率分别为 5.7%、2.6%和 8.3%.....	14
图表 35. 22 城二批集中土地出让情况梳理.....	15
图表 36. 8 月单月土地投资强度下降至 13.6%.....	15
图表 37. 8 月万科、招商蛇口拿地强度相对较大.....	15
图表 38. Top30 房企在二批集中土地出让中拿地金额超百亿的有中海地产、保利地产、龙湖集团和绿城中国.....	16
图表 39. 房地产行业年初以来绝对收益为-11.3%.....	18
图表 40. 房地产行业年初以来相对收益为-4.7%.....	18
图表 41. 房地产行业 9 月绝对收益为 5.3%.....	18
图表 42. 房地产行业 8 月相对收益为 4.0%.....	18
图表 43. 9 月房地产行业涨幅排名前三的公司分别为广宇发展、京投发展和铁岭新城.....	19
图表 44. 截至 9 月 30 日，房地产板块 PE 为 7.67X.....	19
图表 45. 报告中提及上市公司估值表.....	20

1 重点城市调控持续，城市与房企成交降幅均扩大

1.1 9月新房成交：整体同比降幅扩大，一三线同比持续下跌，二线环比增长

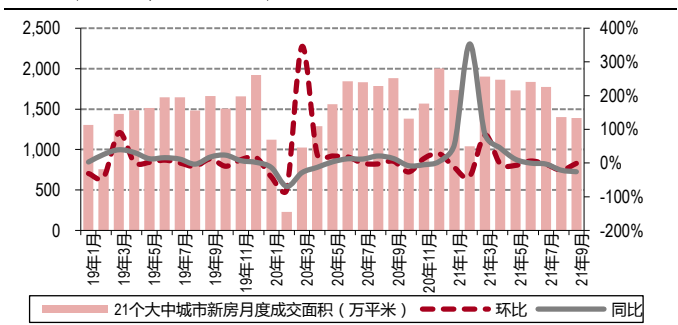
9月重点城市新房成交跌幅持续扩大，一、三线同环比持续下跌，二线环比增长、同比降幅收窄。从我们跟踪的城市成交数据来看，52个城市新房成交面积为2106.1万平，环比下降4.8%，同比下降31.1%，连续4个月出现负增长，降幅较上月扩大了4.5个百分点。其中21个大中城市¹新房成交面积为1389.1万平，环比下降0.9%，同比下降26.2%；一、二、三线城市新房成交面积分别为320.9、887.3和180.8万平方米，环比增速分别为-17.9%、12.7%和-19.3%，同比增速分别为-36.6%、-9.6%和-54.0%。其余31个城市²新房成交面积为717.0万平方米，环比下降11.5%，同比下降39.0%。一线城市受政策影响，新房成交降幅持续显著扩大35.4个百分点至-36.6%。深圳发布房屋交易管理业务调整的通知，9月13日起住房公积金管理中心推出房屋交易资格审查、房屋买卖合同网签备案等业务，新房成交面积同比下跌31.4%。广州由于调控政策发力市场仍处于降温状态，但相比8月有所回暖（环比增速：+9.3%）。受制于新增供应规模不足，购房需求难以充分释放，北京、上海同比增速持续下跌至-30.7%和-30.1%。热点二线回调程度下降，整体同比增速从上月的-16.7%转-9.6%；三线城市降幅小幅扩大至0.7个百分点至-51.4%。我们跟踪的二三线城市中超过九成的城市出现同比下跌，但有近五成的城市环比上涨。南京、武汉环比上升；而南宁、岳阳、江阴等市场低迷城市下行加剧，仅杭州一个城市稳步放量，9月成交量同环比仍能保持正增长。我们认为，受二季度新开工持续乏力的影响，预期10月部分市场仍然供应较去年同期下降，进而使得销售节点期销售表现不及往年的“金九银十”。

图表 1.9月52个城市新房成交面积为2106.1万平，环比下降4.8%，同比下降31.1%



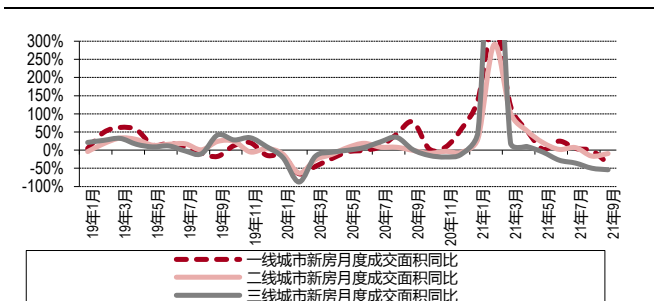
资料来源：万得，中银证券

图表 2.9月21个大中城市新房成交面积为1389.1万平，环比下降0.9%，同比下降26.2%



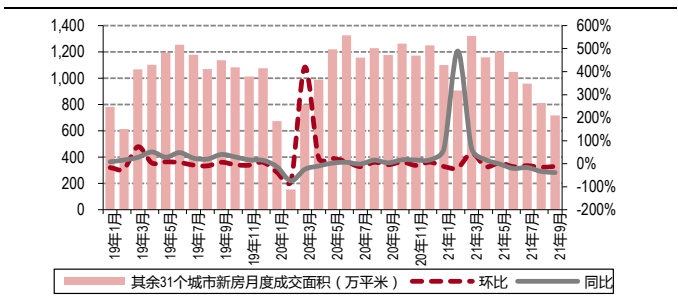
资料来源：万得，中银证券

图表 3.9月一、二、三线新房成交面积同比增速分别为-36.6%、-9.6%和-54.0%



资料来源：万得，中银证券

图表 4.9月其余31个城市新房成交面积717.0万平方米，环比下降11.5%，同比下降39.0%



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 5.9 月除杭州新房成交同比正增长外，其余一、二、三线城市均出现了不同幅度的下跌

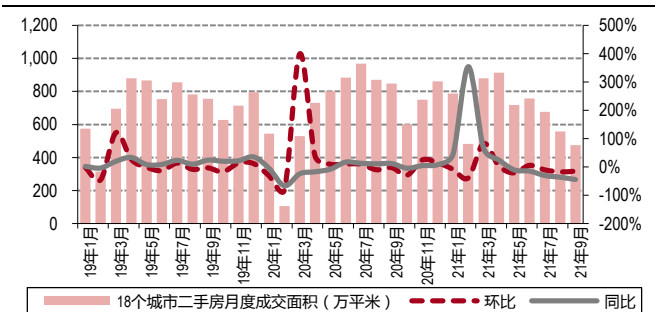
2021年9月全国重点城市新房成交面积 (单位: 万平)									
能级	城市	成交面积	环比	同比	能级	城市	成交面积	环比	同比
一线	北京	84	0%	-31%	三线	无锡	40.4	-34%	-12%
	上海	119	-28%	-30%		东莞	27.4	-9%	-65%
	广州	85	9%	-52%		惠州	18.1	23%	-48%
	深圳	33	-48%	-31%		岳阳	0.6	-96%	-97%
	合计	321	-18%	-37%		韶关	9.5	10%	-41%
二线	杭州	129	24%	56%		合计	173	-23%	-51%
	南京	70	62%	-6%		总计	1382	-1%	-25%
	武汉	201	37%	-16%					
	成都	245	21%	-1%					
	青岛	112	-10%	-28%					
	苏州	93	26%	-10%					
	福州	27	-48%	-53%					
	厦门	11	-74%	-50%					
合计	887	13%	-10%						

资料来源: 万得, 中银证券

1.2 9月二手房成交规模持续快速回落，多地持续二手房严苛的监管政策

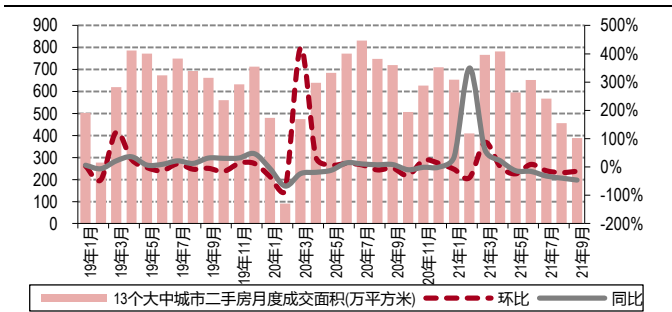
整体二手房成交同比连续 5 个月出现负增长，降幅持续扩大至-44%，一方面是基于去年同期二手房市场行情较好，另一方面是因为全国二手房市场监控加码，多地出台二手房价监管政策，整体市场热度仍在持续走低。18 个城市二手房成交面积为 474.4 万平，环比下降 14.8%，同比下降 44.0%，降幅较上月扩大了 8 个百分点。其中 13 大中城市³二手房成交面积 389.1 万平，环比下降 14.7%，同比下降 46.0%；一、二、三线城市成交面积分别为 132.4、191.1 和 65.7 万平，环比增速分别为-21.0%、-11.4% 和-10.0%，同比增速分别为-44.1%、-44.8%和-52.3%。其余 5 个城市⁴二手房成交面积为 85.3 万平，环比下降 22.3%，同比下降 30.0%。具体到城市来看，12 城同环比表现普遍回落，除南京环比增长 28.8%，重点城市均有不同幅度的下调；受二手房指导价的影响，深圳二手房市场持续低迷，同比再度锐减 79%。我们认为当前全国主要城市二手房市场已进入全面调控的时代，“二手房指导价”、“信贷收紧”等严苛调控持续加码，不过考虑到当前成交规模已处于较低水平，预计后续将保持稳中微跌的态势。

图表 6.9 月 18 个城市二手房成交面积 474.4 万平，环比下降 14.8%，同比下降 44.0%



资料来源: 万得, 中银证券

图表 7.9 月 13 个大中城市二手房成交面积 389.1 万平，环比下降 14.7%，同比下降 46.0%

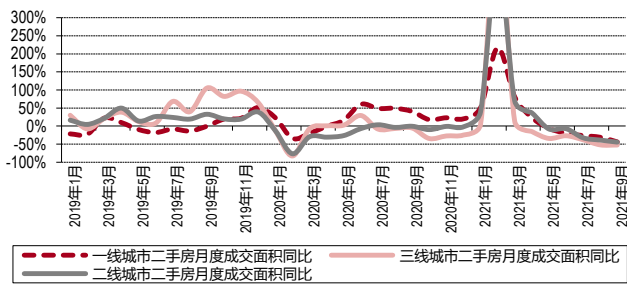


资料来源: 万得, 中银证券

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。

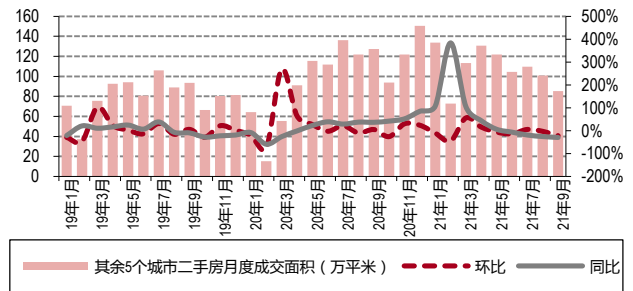
⁴ 其余 5 城为佛山、金华、江门、清远、桂林。

图表 8. 8月一、二、三线二手房成交面积同比增速分别为-44.1%、-44.8%和-52.3%



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 85.3 万平，环比下降 22.3%，同比下降 30.0%



资料来源：万得，中银证券

图表 10. 9月深圳二手房成交面积同比下降79%，除南京环比增长28.8%，重点城市均有不同幅度的下调

2021年9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	116.1	-22%	-27%	三线	无锡	28.9	-18%	-45%
	深圳	16.3	-14%	-79%		东莞	21.8	-12%	-30%
	合计	132.4	-21%	-44%		扬州	3.9		-76%
二线	杭州	22.8	-20%	-61%		南宁	11.2	-14%	-63%
	南京	71.5	29%	-32%		合计	65.7	-10%	-50%
	成都	25.5	-23%	-38%		总计	389.1	-15%	-46%
	青岛	17.2	-28%	-69%					
	苏州	43.5	-12%	-23%					
	厦门	10.7	-58%	-65%					
	合计	191.1	-11%	-45%					

资料来源：万得，中银证券

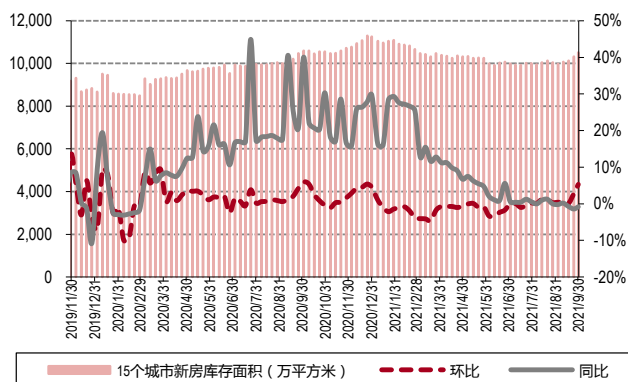
1.3 9月新房库存及去化周期均提升，上海、深圳去化周期小于6个月

整体库存环比提升，去化周期有所提升；上海、深圳去化周期小于6个月。截止到9月30日，15个城市新房库存面积为1.05亿平，较8月底上升5.3%，同比下降0.8%。其中，10个大中城市⁵新房库存面积为7627.0万平，较8月底提升6.8%，同比提升0.2%；一、二、三线城市新房库存面积分别为2986.6、3171.0和1469.3万平，环比增速分别为10.6%、5.9%和1.4%，同比增速分别为-3.4%、1.1%和6.6%。其余5个城市⁶新房库存面积为2883.9万平，环比上升1.5%，同比下降3.6%。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11.9个月，较8月底上升了19.0%，同比上升22.5%。其中10个大中城市新房库存面积去化周期为10.6个月，环比上升20.9%，同比上升18.8%，其中一、二、三线城市新房库存面积去化周期分别为8.9、10.6和17.1个月，环比增速分别为22.8%、23.2%和12.7%，同比增速分别为19.5%、-3.7%和90.0%。其他5个城市新房库存面积去化周期为17.4个月，环比上升13.8%，同比上升40.4%。**9成城市去化周期有所拉长，不过近4成仍在12个月以内。**部分城市新房销售有所降温，如北京、广州、南京、南宁、温州等去化周期同环比均增长，超过1年。上海、深圳等则仍处于存货紧缺阶段，去化周期也低于6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。

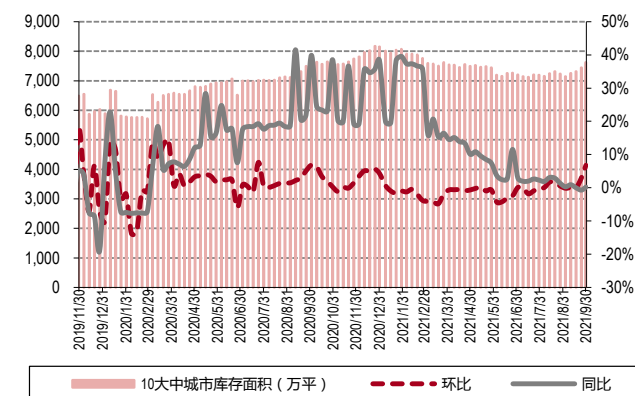
⁶ 其余5城为温州、泉州、宁波、莆田、宝鸡。

图表 11. 截至 9 月末, 15 个城市新房库存面积为 1.05 亿平, 较 8 月底上升 5.3%, 同比下降 0.8%



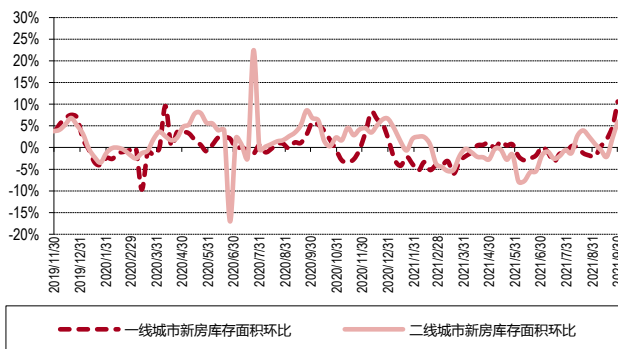
资料来源: 万得, 中银证券

图表 12. 截至 9 月末, 10 个大中城市新房库存面积为 7627.0 万平, 较 8 月底提升 6.8%, 同比提升 0.2%



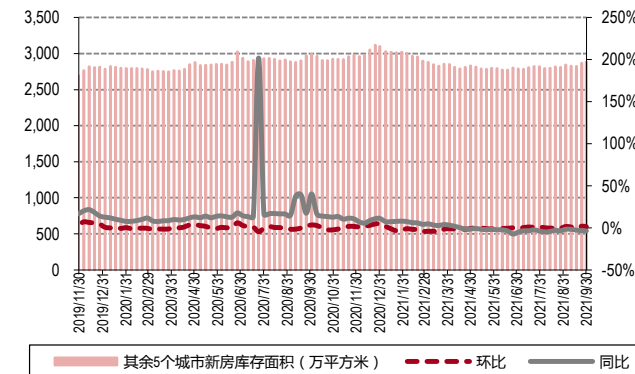
资料来源: 万得, 中银证券

图表 13. 截至 9 月末, 一二线城市新房库存面积环比增速分别为 10.6%、5.9%



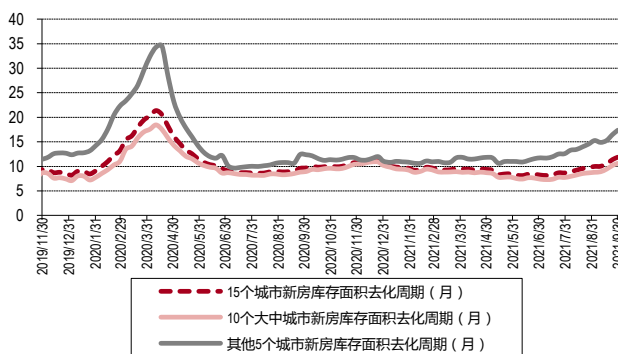
资料来源: 万得, 中银证券

图表 14. 截至 9 月末, 其余 5 个城市新房库存面积为 2883.9 万平, 环比上升 1.5%, 同比下降 3.6%



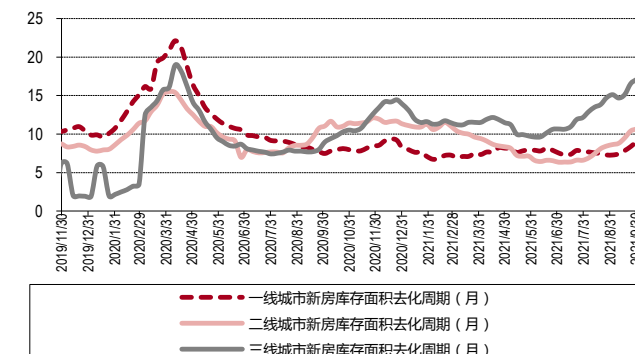
资料来源: 万得, 中银证券

图表 15. 截至 9 月末, 15 个城市整体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. 截至 9 月末, 一、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 9 月底，上海和深圳去化周期小于 6 个月

2021年9月全国重点城市新房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	1180.1	4.2%	-2.5%	14.1	23.2%	5.9%
上海	482.7	4.9%	-34.2%	3.5	14.5%	-24.9%
广州	1095.6	15.8%	20.3%	14.6	29.3%	108.1%
深圳	228.2	38.1%	-12.3%	5.1	10.8%	-20.5%
杭州	904.0	5.3%	-17.8%	8.2	10.5%	-42.5%
南京	761.8	13.6%	11.6%	13.1	60.4%	66.6%
苏州	897.4	6.8%	20.6%	10.5	37.0%	21.8%
福州	607.7	-3.1%	-3.7%	14.5	10.0%	-15.3%
南宁	1013.9	2.6%	11.6%	12.7	4.4%	80.4%
温州	1151.0	2.7%	-2.2%	15.8	15.8%	21.1%
宁波	375.5	5.7%	31.3%	6.5	15.3%	91.8%
莆田	198.4	3.0%	-19.7%	16.7	45.5%	-25.3%
宝鸡	483.1	0.3%	-16.8%	17.9	-0.4%	-3.9%

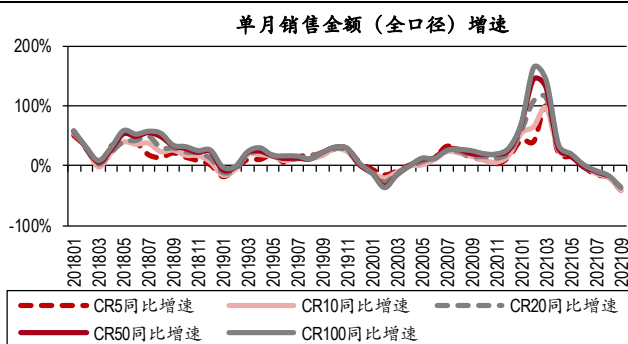
资料来源：万得，中银证券

1.4 9月百强房企销售降幅再扩大，连续三月同比下跌

百强房企销售降幅再度扩大 19.4 个百分点，7-9 月连续三个月单月销售同比下跌，且 9 月同比跌幅进一步扩大。百强房企 9 月单月实现全口径销售额 8524 亿元，同比-35.9%（前值：-16.5%），权益口径 5981 亿元，同比-36.3%（前值-17.2%）。一方面，去年同期基数较高，另一方面，下半年以来受市场整体降温的影响，百强房企销售表现欠佳。从累计表现来看，前三季度百强房企全口径销售金额 9.79 万亿，同比+13.1%（前值：+22.1%），权益口径 6.91 万亿元，同比+10.5%（前值：+18.8%），累计增速也在加速放缓。

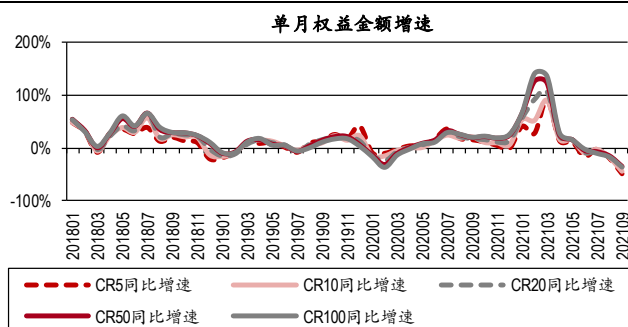
各梯队全口径增速均放缓。CR5、CR10、CR20、CR50 单月全口径销售额增速分别为-42.0%、-40.3%、-36.0%、-35.4%，较上月降幅分别扩大了 22.3、21.7、18.9、19.8 个百分点；权益口径增速分别为-49.1%、-44.6%、-38.6%、-35.7%。

图表 18. CR5、CR10、CR20、CR50 单月全口径销售额增速分别为-42.0%、-40.3%、-36.0%、-35.4%



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-49.1%、-44.6%、-38.6%、-35.7%



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 9 月	2021 年 8 月	2021 年 9 月	2020 年 9 月	2021 年 8 月	2021 年 9 月
CR5	3441	2271	1996	13.3%	-19.7%	-42.0%
CR10	5206	3399	3108	16.4%	-18.6%	-40.3%
CR20	7479	5122	4789	16.2%	-17.1%	-36.0%
CR50	11126	7785	7192	20.7%	-15.6%	-35.4%
CR100	13301	9143	8524	24.9%	-16.5%	-35.9%
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 9 月	2021 年 8 月	2021 年 9 月	2020 年 9 月	2021 年 8 月	2021 年 9 月
CR5	2712	1641	1379	15.5%	-19.8%	-49.1%
CR10	4071	2512	2257	21.1%	-18.5%	-44.6%
CR20	5600	3667	3438	17.2%	-17.1%	-38.6%
CR50	8056	5507	5180	18.9%	-15.9%	-35.7%
CR100	9381	6454	5981	20.4%	-17.2%	-36.3%
房企梯队	累计全口径销售 (亿元)			累计全口径销售增速		
	2020 年 1-9 月	2021 年 1-8 月	2021 年 1-9 月	2020 年 1-9 月	2021 年 1-8 月	2021 年 1-9 月
CR5	23880	22318	24131	7.3%	9.2%	1.1%
CR10	34471	33302	36201	5.3%	13.8%	5.0%
CR20	49503	48996	53684	7.3%	16.6%	8.5%
CR50	71748	73797	80888	7.5%	21.3%	12.7%
CR100	86512	89357	97882	7.4%	22.1%	13.1%
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 1-9 月	2020 年 1-8 月	2020 年 1-9 月	2021 年 1-9 月	2021 年 1-8 月	2021 年 1-9 月
CR5	17921	16295	17532	9.8%	6.6%	-2.2%
CR10	26335	24656	26804	6.7%	10.5%	1.8%
CR20	36444	35143	38515	6.6%	13.7%	5.7%
CR50	52047	52423	57504	6.4%	18.5%	10.5%
CR100	62549	63060	69094	5.5%	18.8%	10.5%

资料来源：克而瑞，中银证券

2021 年 9 月，百强房企中绝大多数的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七成。TOP20 房企单月全口径销售额平均增速为-31.4%（前值-20.1%），其中仅阳光城单月销售额增速仍然保持正增长，增速为 11.3%，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 10.6%（前值：19.0%）；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 9 月末的销售目标完成度均值在 68.2%，其中金地集团已经完成了 81.7% 的销售目标，其余房企销售目标完成率多在 65~75% 之间。

图表 21. TOP20 房企中仅阳光城单月销售额增速仍然保持正增长，其余房企均出现不同幅度的下跌

销售排名	公司	原订全口径金额	同比	销售目标	销售目标增速	销售目标完成率	9月单月全口径金额	同比	8月单月全口径金额	同比	9月单月权益金额	同比	8月单月权益金额	同比	9月单月全口径面积	同比	8月单月全口径面积	同比
1	碧桂园	6173	0.7%	6277(权益)	10.0%	70.6%	567	-34.1%	598	-26.2%	432	-33.1%	443	-27.3%	688	-30.4%	687	-26.2%
2	万科	4810	-2.4%	7900	12.2%	60.9%	360	-33.9%	370	-36.9%	234	-33.5%	251	-35.4%	213	-42.7%	219	-48.1%
3	融创中国	4616	21.3%	6400	11.2%	72.1%	465	-32.6%	451	-29.8%	255	-45.5%	262	-39.2%	334	-32.0%	322	-29.6%
4	中国恒大	4440	-25.0%	7500	3.7%	59.2%	71	-95.0%	381	-26.0%	67	-91.3%	348	0.7%	160	-90.3%	534	0.3%
5	保利地产	4092	11.4%				350	-30.4%	469	6.8%	248	-35.4%	338	13.3%	243	-30.1%	312	10.6%
6	中海地产	2769	7.7%				200	-42.6%	250	-13.1%	187	-44.0%	223	-8.2%	110	-30.0%	135	-1.7%
7	招商蛇口	2413	26.9%	3300	18.9%	73.1%	238	-20.0%	204	-24.1%	162	-16.5%	122	-46.3%	96	-12.3%	82	-25.9%
8	绿地控股	2302	7.0%				216	-55.5%	215	7.1%	194	-55.5%	194	7.1%	195	-51.3%	179	17.9%
9	华润置地	2300	20.4%	3150	10.5%	73.0%	220	-24.2%	202	-25.7%	210	-10.9%	93	-9.0%	115	-1.4%	106	-15.2%
10	金地集团	2287	34.5%	2800	15.4%	81.7%	212	-17.8%	190	-12.2%	131	-16.6%	118	-11.7%	100	-19.6%	90	-16.7%
11	世茂集团	2215	10.1%	3300	9.9%	67.1%	226	-29.9%	240	-18.7%	158	-29.9%	168	-18.4%	130	-29.7%	136	-19.8%
12	龙湖集团	2019	9.2%	3100	14.6%	65.1%	202	-32.8%	201	-17.1%	141	-33.2%	141	-17.5%	117	-33.7%	116	-19.2%
13	绿城中国	2002	24.6%	3100	7.2%	64.6%	253	-5.8%	372	50.0%	176	98.4%	145	56.5%	76	-35.3%	152	17.8%
14	旭辉控股	1931	25.1%	2650	14.7%	72.8%	160	-38.5%	200	-21.8%	94	-9.8%	118	-34.1%	91	-53.3%	113	-37.9%
15	中国金茂	1758	8.6%	2500	8.2%	70.3%	138	-13.8%	144	-33.3%	95	-13.8%	99	-33.3%	60	-28.8%	64	-37.1%
16	新城控股	1705	4.6%	2600	3.6%	65.6%	188	-21.5%	177	-13.9%	144	-22.4%	126	-16.6%	196	-14.0%	182	-11.0%
17	阳光城	1539	4.5%	2200	0.9%	70.0%	210	11.3%	191	-6.3%	148	20.1%	134	1.4%	135	23.6%	122	-2.0%
18	中南建设	1531	7.0%	2500	11.7%	61.3%	127	-46.1%	142	-30.0%	94	-34.2%	91	-31.4%	91	-49.8%	103	-34.4%
19	金科股份	1471	2.0%	2500	12.0%	58.9%	163	-30.7%	124	-35.1%	116	-35.9%	86	-18.7%	197	-10.7%	125	-30.6%
20	中梁控股	1311	14.3%	1800	6.6%	72.8%	121	-33.5%	120	-29.0%	85	-33.5%	84	-28.9%	97	-33.4%	96	-30.2%
CR5		24131	1.1%				1996	-42.0%	2271	-19.7%	1379	-49.1%	1641	-19.8%	1674	-48.6%	2047	-14.9%
CR10		36201	5.0%				3108	-40.3%	3399	-18.6%	2257	-44.6%	2512	-18.5%	2490	-44.5%	2809	-17.5%
CR20		53684	8.5%				4789	-36.0%	5122	-17.1%	3438	-38.6%	3667	-17.1%	3518	-41.7%	3802	-19.5%
CR50		80888	12.7%				7192	-35.4%	7785	-15.6%	5180	-35.7%	5507	-15.9%	5001	-40.5%	5441	-18.2%
CR100		97882	13.1%				8524	-35.9%	9143	-16.5%	5981	-36.3%	6454	-17.2%	5675	-42.7%	6301	-19.2%

资料来源：克而瑞，公司公告，中银证券

1.5 1-8 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 22.1-8 月行业集中度

	权益口径销售金额集中度		
	2019 年 1-8 月	2020 年 1-8 月	2021 年 1-8 月
CR5	14.7%	15.8%	13.7%
CR10	22.4%	23.0%	20.7%
CR20	30.8%	31.9%	29.5%
CR50	44.3%	45.6%	44.0%
CR100	54.0%	54.8%	53.0%

资料来源：克而瑞，中银证券

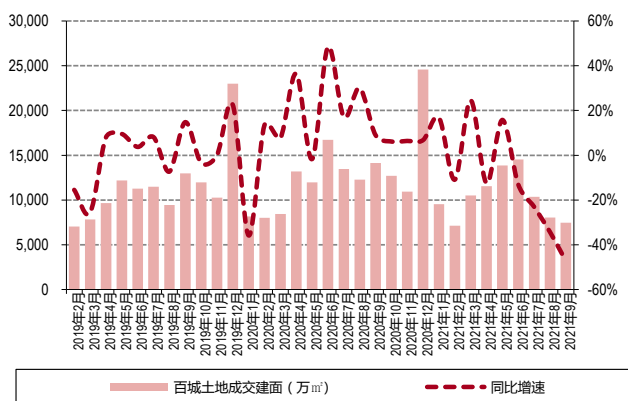
⁷ 由于行业集中度数据依据国家统计局发布的全国商品房销售数据进行计算，9 月统计局数据未公布，因此目前讨论 1-8 月的集中度情况

2 二轮集中土拍转冷，呈现低溢价率+高流拍率+利润率回升三大特征

2.1 9月地市成交量跌价升，溢价率为5.2%

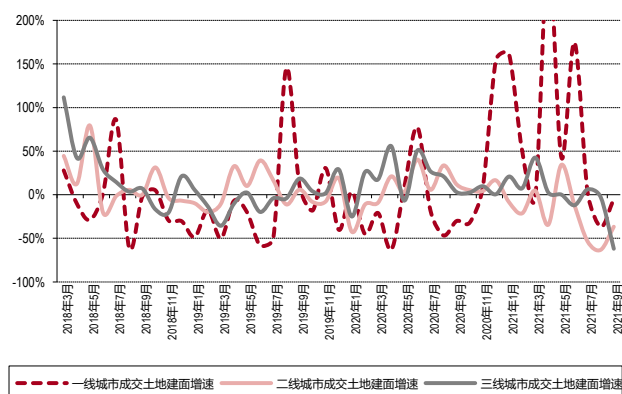
从成交量来看，本月百城土地成交量同环比均有所下降。本月百城成交土地规划总建筑面积为7455.3万平，环比减少7.5%，同比减少47.3%；一、二、三线城市成交土地规划建筑面积环比增速分别为146.6%、90.2%和-52.6%，同比增速分别为-4.7%、-36.8%和-62.0%。单看住宅用地，百城住宅类成交土地建面4053.6万平，环比增加49.1%。同比减少43.2%；其中一线城市（上月无集中土拍活动）同比增速为86.3%，二三线城市住宅类土地成交建面环比增速分别为797.2%和-56.7%，同比增速分别为-31.7%和-67.8%。

图表 23. 9月百城成交土地建面7455.3万平，同比减少47.3%



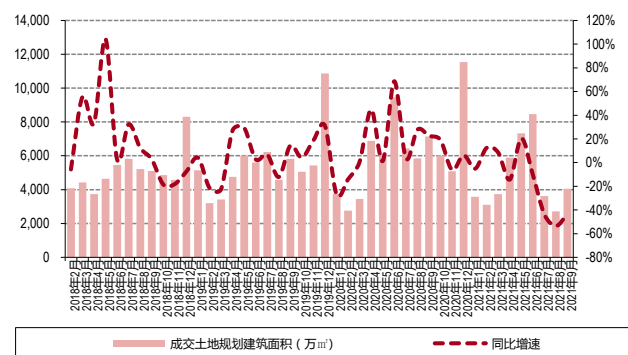
资料来源：万得，中银证券

图表 24. 9月一、二、三线城市成交土地规划建面同比增速分别为-4.7%、-36.8%和-62.0%



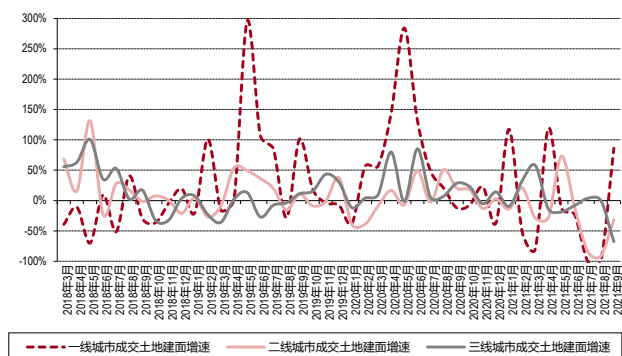
资料来源：万得，中银证券

图表 25. 9月百城住宅类用地成交建面4053.6万平，同比减少43.2%



资料来源：万得，中银证券

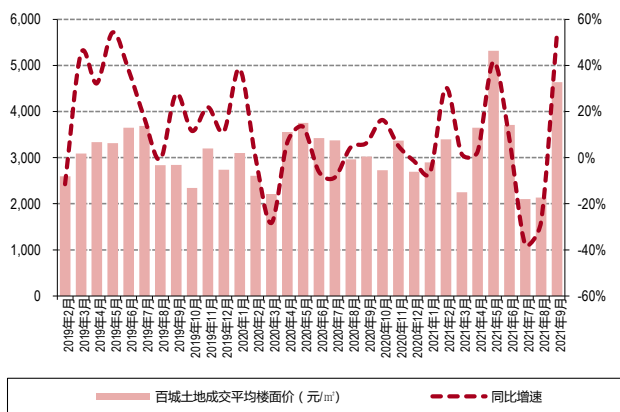
图表 26. 9月一、二、三线城市住宅类用地成交规划建面同比增速分别为86.3%、-31.7%和-67.8%



资料来源：万得，中银证券

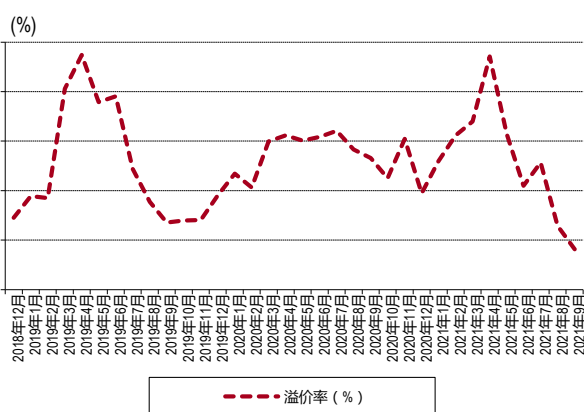
从市场热度来看，由于热点城市进一步加强了溢价、地价的管控，因此本月溢价率较上月小幅下滑，环比减少 2.4 个百分点，降至 4.1%，一、二、三线城市均降至 10% 以下。9 月百城成交土地平均楼面价 4638 元/平，环比上升 100.9%，同比上升 53.5%；平均土地溢价率为 4.1%，较上月下降了 2.4 个百分点，较去年同期下降了 9.2 个百分点。一、二、三线城市成交土地楼面均价分别为 11574、4726 和 2107 元/平，环比增速分别为 273.7%、362.9%和-14.7%，同比增速分别为 22.9%、33.7%和-1.7%；平均溢价率分别为 5.23%、2.58%和 6.79%，一线城市较上月上升了 4.6 个百分点，二、三线城市较上月分别下降了 2.3、0.4 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 7806 元/平，环比增长 67.1%，同比增长 52.0%；平均土地溢价率为 4.3%，较上月下降了 3.8 个百分点，较去年同期下降了 10.0 个百分点。一、二、三线城市住宅类用地平均楼面价为 15972、7264 和 4228 元/平，二三线城市环比增速分别为 93.5%和-11.3%，同比增速分别为 14.7%、32.0%和 10.6%；平均土地溢价率分别为 5.7%、2.6%和 8.3%，环比分别变化了 5.7、-4.1 和 0 个百分点，较去年同期分别变化了 0.5、-8.6、-15.2 个百分点。

图表 27.9 月百城成交土地平均楼面价为 4638 元/平，同比上升 53.5%



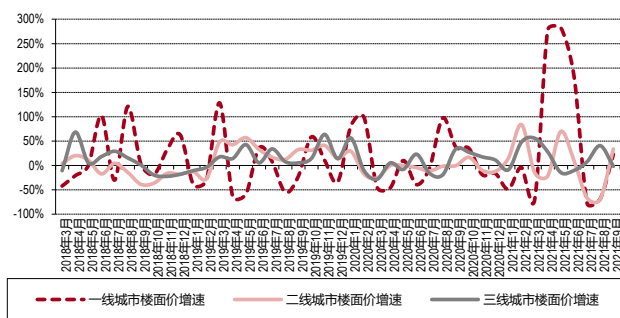
资料来源：万得，中银证券

图表 28.9 月百城成交土地平均溢价率为 4.1%，较上月下降了 2.4 个百分点，较去年同期下降了 9.2 个百分点



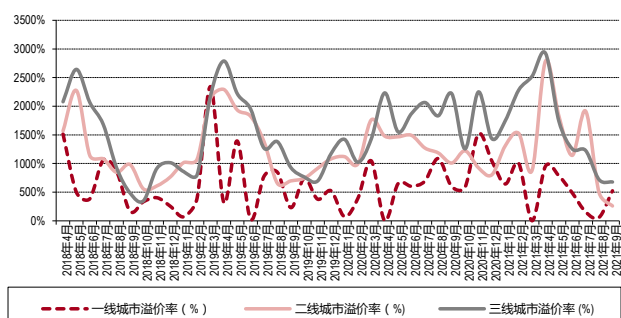
资料来源：万得，中银证券

图表 29.9 月一、二、三线城市成交土地楼面价同比增速分别为 22.9%、33.7%和-1.7%



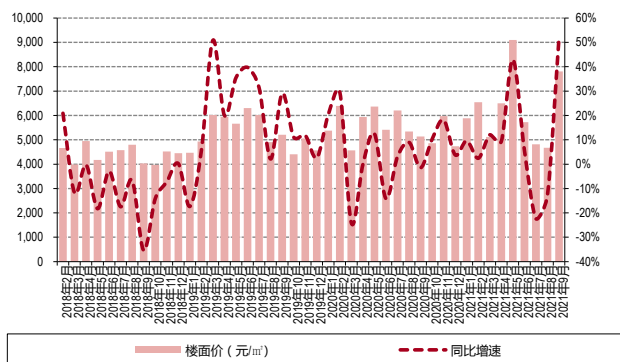
资料来源：万得，中银证券

图表 30.9 月一、二、三线城市成交土地平均溢价率分别为 5.23%、2.58%和 6.79%



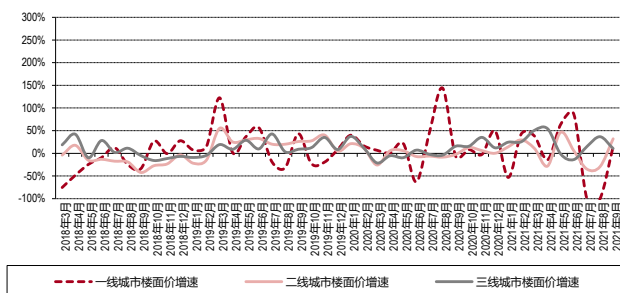
资料来源：万得，中银证券

图表 31.9 月百城住宅类用地成交平均楼面价为 7806 元/平，同比增长 52.0%



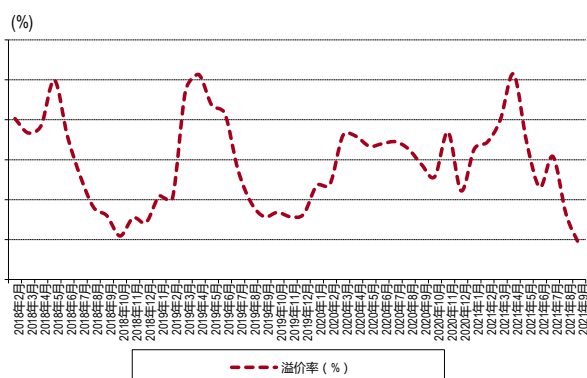
资料来源：万得，中银证券

图表 33.9 月一、二、三线城市住宅类用地成交楼面价同比增速分别为 14.7%、32.0%和 10.6%



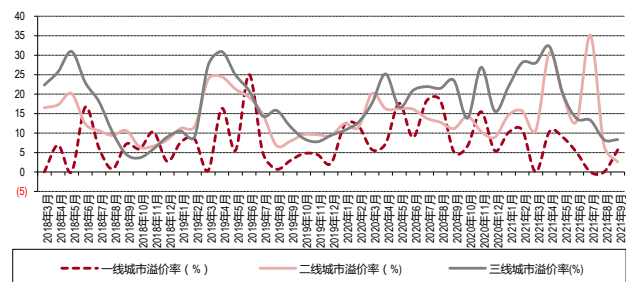
资料来源：万得，中银证券

图表 32.9 月百城住宅类用地成交平均溢价率为 4.3%，较上月下降了 3.8 个百分点，



资料来源：万得，中银证券

图表 34.9 月一、二、三线城市住宅类用地平均土地溢价率分别为 5.7%、2.6%和 8.3%



资料来源：万得，中银证券

本月共 12 个城市、累计 15 个城市完成二批集中土地出让，整体呈现出低溢价率、高流拍率和预期利润率回升三大特征。从已经完成的 15 城二批集中土地成交来看，合计成交 446 宗地，总建面 4845 万平，成交总价 4339 亿元；楼面均价为 8954 元/平，与首批基本持平；不过平均溢价率大幅下降了 11.9 个百分点至 4.51%，供地规则调整后进行出让的 12 个城市的平均溢价率仅为 3.31%；底价成交率提升了 27.7 个百分点至 62%，触顶成交率下降了 23.5 个百分点至 14%，预期毛利率提升了 4.8 个百分点，符合我们此前土地市场降温、利润率改善的猜想，供地政策优化调整实施效果符合预期。同时，值得注意的是，我们还可以看到流拍与主动撤牌的情况增多，流拍率提升 7 个百分点至 9%，另有 106 宗地终止出让（占总挂牌数的 19.2%），其中沈阳、长春、重庆和成都的中止及流拍比例分别高达 50%、46%、39%和 35%，由于“三道红线”融资收紧的大背景以及近期销售下行，整体房企拿地动力不足，但溢价率得到有效控制。

图表 35. 22 城第二批集中土地出让情况梳理

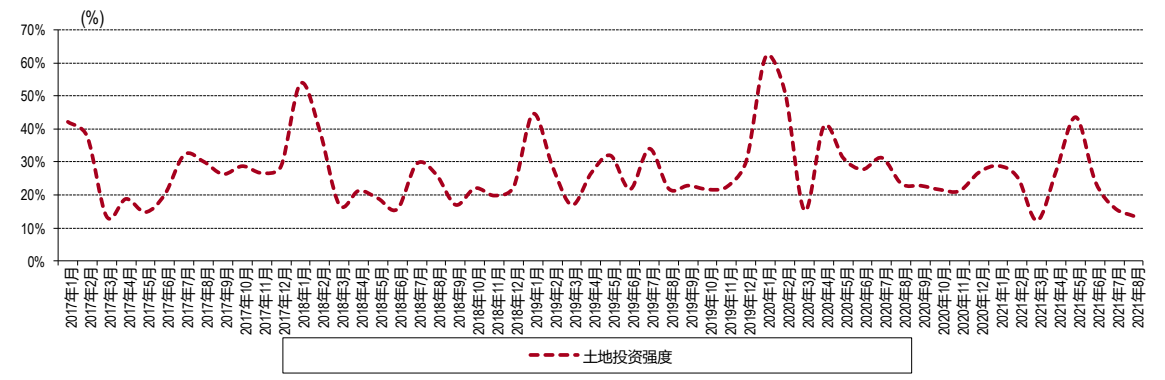
城市	起拍均价 (元/平)		最高限制溢价率		保证金比例		成交总价 (亿元)		成交土地宗数 (宗)		流拍宗数 (宗)		中止出让宗数 (宗)		流拍率		中止出让率		成交土地建面 (万平)		楼面均价 (元/平)		平均溢价率		底价成交率		触顶成交率		TOP30房企拿地率		预期毛利率	
	二社	较前社变动	二社	较前社变动	二社	较前社变动	二社	较前社变动	二社	较前社变动	二社	较前社变动	二社	较前社变动	二社	较前社变动	二社	较前社变动	二社	较前社变动	二社	较前社变动	二社	较前社变动	二社	较前社变动	二社	较前社变动	二社	较前社变动	二社	较前社变动
厦门	49570	-30%	46%	6.6pct	20%	0pct	34	81%	11	120%	0	0	0	0%	0%	26.2pct	16%	733	17%	3403	9%	0%	-9.8pct	0%	0.0pct	9%	-50.9pct	46%	5.5pct	24%	3.8pct	
长春	3390	14%	36%	-0.7pct	29%	7.0pct	49	28%	42	5%	18	8	0%	0%	30%	20.2pct	16%	733	17%	3403	9%	0%	-9.8pct	0%	0.0pct	9%	-50.9pct	46%	5.5pct	24%	3.8pct	
无锡	11115	-17%	12%	-4.4pct	24%	0.8pct	26	2%	22	38%	1	0	0	4%	4.3pct	0%	120	29%	1046	-21%	4%	-11.8pct	52%	31.8pct	41%	-52.9pct	14%	-55.2pct	27%	-11.8pct		
福州	4772	5%	6%	-14.3pct	20%	-5.3pct	75	-52%	13	-59%	2	0	0	13%	13.3pct	0%	61	-52%	4859	0%	4%	-6.8pct	15%	-7.7pct	46%	31.8pct	41%	-52.9pct	14%	-55.2pct		
青岛	4771	18%	13%	-	20%	-12.2pct	42	100%	68	15%	0	7	0%	1.8pct	10%	301	72%	4811	17%	1%	-6.7pct	98%	-1.3pct	6%	4.5pct	38%	-12.6pct	36%	-8.4pct			
济南	4039	-4%	5%	-	59%	15.5pct	124	-46%	42	-42%	0	17	0%	-3.2pct	39%	307	-34%	4039	-16%	0%	-8.5pct	100%	37.0pct	0%	-	10%	22.0pct	53%	10.7pct			
天津	528	10%	5%	-26.7pct	21%	-10.3pct	33	-34%	40	-11%	2	13	5%	4.8pct	25%	419	-22%	276	-15%	1%	-9.5pct	83%	44.7pct	0%	-8.8pct	38%	-21.4pct	41%	6.4pct			
成都	8705	24%	12%	-3.3pct	34%	-1.4pct	446	26%	52	50%	6	17	10%	10.3pct	-2%	502	7%	884	17%	2%	-5.1pct	73%	53.1pct	0%	-	8%	-22.3pct	24%	-7.8pct			
苏州	11878	28%	14%	-1.0pct	48%	14.8pct	275	-35%	19	-32%	1	2	5%	5.0pct	10%	229	-46%	1209	21%	1%	-5.8pct	84%	41.3pct	5%	-	16%	-19.9pct	44%	4.2pct			
沈阳	4773	-3%	5%	-1.7pct	21%	0.0pct	108	-46%	17	-23%	0	17	0%	-12.0pct	50%	223	-39%	4821	-11%	0%	-10.3pct	88%	56.4pct	0%	-50.0pct	25%	-29.5pct	38%	1.0pct			
重庆	6134	-6%	5%	-	21%	-0.7pct	163	-74%	28	-39%	5	8	15%	15.2pct	24%	263	-62%	6187	-32%	0%	-43.8pct	96%	83.4pct	0%	-	7%	-49.4pct	27%	12.0pct			
南京	13426	30%	13%	-11.5pct	11%	6.8pct	507	49%	41	-20%	1	11	2%	0.5pct	21%	376	-56%	14229	16%	4%	-15.7pct	61%	45.3pct	2%	-68.1pct	24%	-14.8pct	36%	11.5pct			
广州	15801	56%	5%	-28.9pct	21%	-0.8pct	569	-37%	23	-45%	25	0	52%	39.6pct	0%	357	-55%	15831	41%	2%	-13.1pct	78%	30.7pct	4%	-17.1pct	22%	-6.8pct	39%	6.5pct			
深圳	15801	29%	5%	-30pct	50%	5.0pct	453	227%	21	250%	1	0	5%	4.8pct	0%	263	189%	1724	13%	1%	-10.4pct	19%	-31.0pct	71%	37.5pct	43%	-7.14pct	57%	10.5pct			
合肥	552	15%	5%	-35.6pct	32%	-7.4pct	192	17%	12	0%	0	5	0%	-	29%	247	26%	778	-7%	4%	-23.9pct	17%	16.7pct	0%	-41.7pct	33%	0pct	45%	3.5pct			
合计/均值	9468	6%	17%	-12.6pct	20%	1.0pct	439	-21%	446	-12%	62	106	9%	7.0pct	16%	4845	-22%	8954	1%	5%	-11.8pct	62%	27.7pct	14%	-23.5pct	23%	-16.2pct	39%	4.8pct			
待成交	13575	10%	15%	-12.6pct	20%	-0.7pct																										
成交	27828	-7%	15%	5.2pct	20%	0.1pct																										
待成交	13575	10%	15%	-12.6pct	20%	-0.7pct																										
成交	27828	-7%	15%	5.2pct	20%	0.1pct																										

资料来源：各地国土资源局，中银证券

2.2 供应减少+房企投融资端监管收紧，8月土地投资强度持续减弱

8月单月整体行业土地投资强度持续减弱，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8月单月土地投资强度明显减弱至13.6%，较7月下降了2.5个百分点，较去年同期下降了9.8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，8月万科、招商蛇口拿地强度相对较大，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，前三季度拿地积极的房企Q4或将放缓拿地节奏。

图表 36. 8 月单月土地投资强度下降至 13.6%



资料来源：万得，国家统计局，中银证券

图表 37. 8 月万科、招商蛇口拿地强度相对较大

房企	8月拿地建面 (万平)	8月拿地金额 (亿元)	8月土地投资强度	1-8月累计拿地建面 (万平)	1-8月累计拿地金额 (亿元)	1-8月土地投资强度
万科	349	192	52%	2190	1539	35%
保利地产	133	79	17%	2063	1322	35%
中海地产	135	53	21%	1314	902	35%
绿地控股	12	1	1%	707	347	17%
招商蛇口	51	128	63%	979	1420	65%
金地集团	12	0.29	0.2%	798	574	28%
新城控股	173	39	22%	1405	571	37%
阳光城	18	3	2%	575	286	22%
中南建设	40	18	13%	747	314	22%

资料来源：公司公告，中银证券

从 TOP30 房企在 15 个城市二批次集中拿地的情况来看，整体 TOP30 房企拿地率为 23%，各房企的平均溢价率多在 10% 以下。其中厦门、深圳和福州 TOP30 房企拿地率较高，分别为 46%、43% 和 31%。中海地产、保利地产、龙湖集团、绿城中国拿地金额超百亿，是 TOP30 房企中拿地最多的四家，拿地金额分别为 531、208、118 和 101 亿元，拿地建面分别为 300、168、122 和 99 万平。从均价与溢价率来看，中海地产由于在一线城市拿地 7 宗，楼面均价最高（17737 元/平）；正荣地产由于在厦门获得的一宗土地溢价率高达 40.2% 拉高了整体溢价率（高达 24.2%），其余房企溢价率均位于 10% 以下。

图表 38. Top30 房企在二批集中土地出让中拿地金额超百亿的有中海地产、保利地产、龙湖集团和绿城中国

Top30 房企	拿地数量	拿地建面 (万平)	拿地金额 (亿元)	楼面均价 (元/平)	溢价率	预期毛利率	
1	碧桂园	1	6	7	10500	0.0%	32.9%
2	中国恒大	1	23	6	2581	0.0%	34.4%
3	万科	4	72	26	3631	1.3%	42.1%
4	融创中国	2	11	6	5959	0.0%	48.8%
5	保利地产	12	168	208	12393	8.0%	34.2%
6	中海地产	22	300	531	17737	5.1%	28.8%
7	绿地控股	2	11	3	2703	0.0%	
8	世茂集团						
9	华润置地	6	68	80	11703	7.9%	39.7%
10	招商蛇口	1	12	11	8754	2.7%	35.6%
11	龙湖集团	15	122	118	9689	4.1%	25.8%
12	新城控股	1	5	2	4530	0.0%	41.6%
13	金地集团	4	45	57	12780	5.1%	44.8%
14	旭辉控股	2	24	23	9564	0.0%	46.1%
15	中国金茂	6	53	68	12814	6.4%	39.6%
16	金科股份						
17	中南建设						
18	阳光城						
19	绿城中国	10	99	101	10140	1.8%	40.3%
20	中梁控股	1	14	10	7004	0.1%	32.0%
21	融信集团						
22	正荣集团	3	14	22	16076	24.2%	42.8%
23	龙光集团						
24	富力地产						
25	佳兆业						
26	雅居乐						
27	滨江集团	1	13	18	13798	0.0%	47.5%
28	荣盛发展						
29	奥园集团						
30	祥生集团						

资料来源：公司公告，中银证券

3 百亿物企并购再起，行业资源整合加速；政策面预期需求端较难放松，但信贷或按需调整

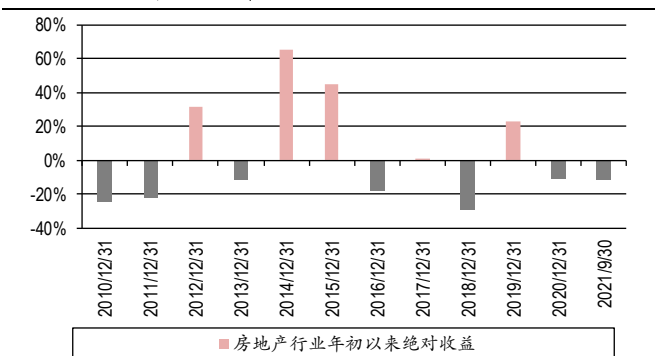
百亿物企并购再起，物管行业格局利于具备实力的头部物企加速整合优质资源。本月，碧桂园服务宣布收购富良环球（富力物业）100%股权，合计对价不超过100亿元，第一阶段对价不超过70亿元，对应0.86亿平在管面积，是碧桂园服务当前在管规模的27%；第二阶段对价不超过30亿元，将涵盖未来0.66亿平面积的交付。2021年以来，物管行业大中型物业并购频发，其中最大的两起均由碧桂园服务主导。我们可以看到，三道红线不仅影响了房企的格局，也迫使很多现金流较为紧张的公司从原先拟分拆物业上市转为出售物业以补充现金流。最新消息也显示，合生创展拟收购恒大物业约51%的股份，将获得恒大物业控股权，交易金额或超400亿港元。部分上市物管公司由于具备充足的现金流以及收购整合大型标的的经验，未来在并购与规模拓展上先发优势将更加凸显。

本月央行的季度例会首次提到房地产，具体内容为“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”。一方面体现出近期成交下滑、部分项目降价销售、开发商资金压力较大等问题，释放出四季度信贷政策可能有微调的信号；另一方面，维护住房消费者的合法权益，因为近期某些头部企业出现了流动性风险，对于购房者保交付保竣工的压力会比较大，政府要求开发商确保项目交付。结合9月银保监会提及“督促银行机构在贷款首付比例、利率等方面对刚需群体进行差异化支持”，我们认为刚需按揭可能会成为短期内政策边际变化的起点，催化剂有四：1) 2021年Q2以来房贷额度收紧、房贷利率上浮、银行放款时间拉长对部分合理需求释放形成误伤。更精准地配置信贷资源，满足刚需住房需求，是更加符合政策主基调的。2) “三道红线”政策以来，行业降杠杆成效显著，但房企到位资金连续两个月出现负增长，部分房企现金流紧张，面临较大的财务和经营压力，近期个别头部房企信用风险暴露也体现了这一点。我们认为，从刚需按揭开始的边际调整会带来行业整体销售回款端资金的改善，叠加开发商融资方面可能的边际调整，一定程度上会缓解房企的压力。3) 房贷集中管理制度实施以来，多数银行房地产贷款占比、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。4) 从地产行业基本面与政策来看，市场正处于“基本面”与“政策”双重底部，政策维稳预期进一步加强，对于房企信贷及居民按揭贷款有调整的预期。

4 9月地产板块跑赢沪深 300 4 个百分点；板块估值有所修复，但仍处于历史低位

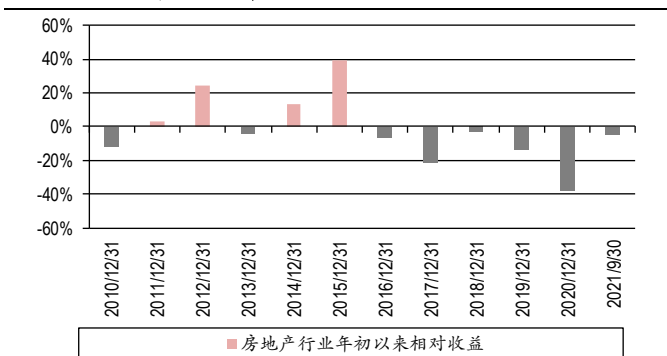
9月地产板块涨跌幅 5.3%，相对于沪深 300 跑赢 4.0 个百分点。年初至今地产板块涨幅-11.3%，跑输沪深 300 4.7 个百分点。个股方面，9月板块涨幅靠前的个股为广宇发展、京投发展、铁岭新城、招商蛇口和保利地产。本月地产估值有所修复，截至 2021 年 9 月 30 日，房地产板块 PE 为 7.67X，较 8 月末提升了 0.49X，不过仍处于历史相对低位。近期由于经营性负债违约、销售回款恶化以及出售股权受阻三重因素叠加，个别头部企业风险暴露，在短期内可能会影响板块的市场情绪，但风险不会蔓延至整个行业，整体行业估值在本月持续修复。主要原因在于信贷政策边际调整+二批集中土拍市场热度下降、利润率回升+个别头部房企风险暴露后，部分标的超跌。

图表 39. 房地产行业年初以来绝对收益为-11.3%



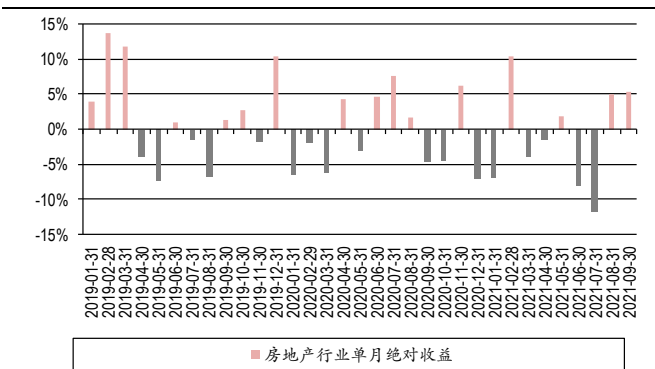
资料来源：万得，中银证券

图表 40. 房地产行业年初以来相对收益为-4.7%



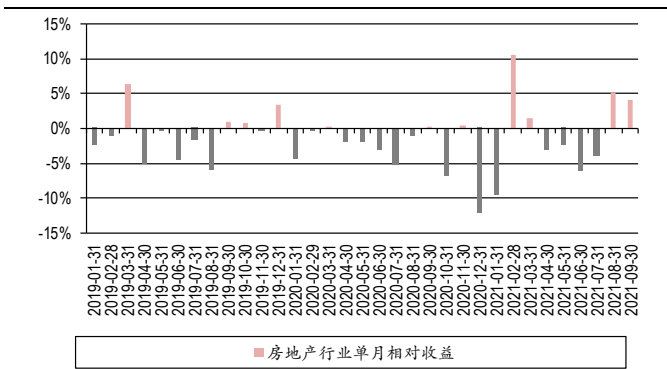
资料来源：万得，中银证券

图表 41. 房地产行业 9 月绝对收益为 5.3%



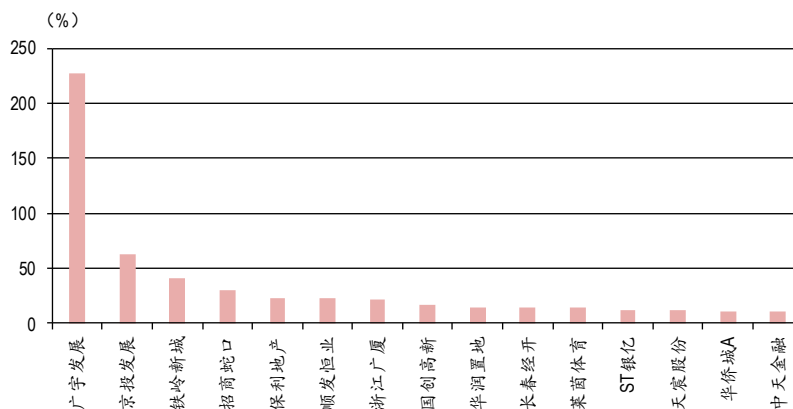
资料来源：万得，中银证券

图表 42. 房地产行业 8 月相对收益为 4.0%



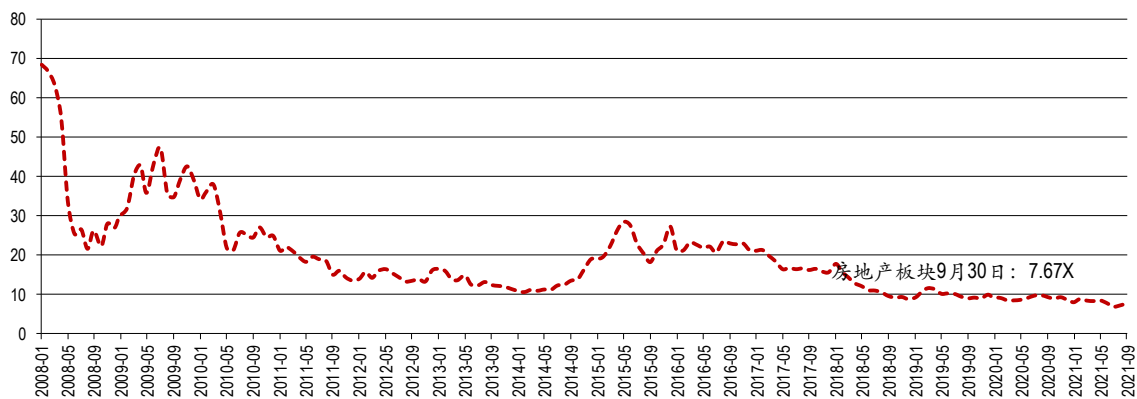
资料来源：万得，中银证券

图表 43. 9月房地产行业涨幅排名前三的公司分别为广宇发展、京投发展和铁岭新城



资料来源：万得，中银证券

图表 44. 截至 9 月 30 日，房地产板块 PE 为 7.67X



资料来源：万得，中银证券

5 投资建议

从地产行业基本面来看，8月房地产销售与投资数据，销售、投资等核心指标继续全面回落，投融资端严监管+集中供地断档双重压力下新开工再现双位数负增长。不过，随着9月第二批集中供地逐步开展，一定程度上缓解了近期土拍和新开工下行带来的市场悲观情绪。判断下月，我们认为信贷政策边际调整+第二批集中土拍市场热度下降、利润率回升+个别头部房企信用风险缓释，整体地产板块有估值修复的预期。我们建议关注：1) 开发板块：金地集团、保利地产、万科A、龙湖集团、华润置地。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 45. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产 (元/股)
					2020A	2021E	2020A	2021E	
600383.SH	金地集团	未有评级	11.20	505.63	2.30	2.50	4.87	4.48	12.72
000002.SZ	万科A	未有评级	21.31	2477.37	3.62	3.66	5.89	5.82	19.32
600048.SH	保利地产	未有评级	14.03	1,679.41	2.42	2.60	5.80	5.39	13.37
0960.HK	龙湖集团	未有评级	35.90	2178.01	3.41	4.30	10.53	8.36	17.88
1109.HK	华润置地	未有评级	32.85	2,342.51	4.18	4.45	7.86	7.37	28.53
6098.HK	碧桂园服务	未有评级	61.50	1978.56	0.98	1.30	63.00	47.38	4.97
1516.HK	融创服务	未有评级	16.10	499.21	0.25	0.41	64.40	38.89	3.12
1209.HK	华润万象生活	未有评级	43.25	987.18	0.49	0.67	89.18	64.71	5.46
1995.HK	永升生活服务	未有评级	15.52	259.25	0.24	0.38	63.97	41.35	1.73
1755.HK	新城悦服务	未有评级	16.64	145.17	0.55	0.77	30.25	21.57	1.56
9909.HK	宝龙商业	未有评级	18.20	117.04	0.49	0.70	37.05	26.12	3.34
6668.HK	星盛商业	未有评级	3.63	37.05	0.17	0.18	21.47	19.98	0.16

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日9月30日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

6 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