

地产杂谈系列之十九

“资金+库存”框架下，房企投资如何演绎

强于大市（上调）

行情走势图



相关研究报告

《行业动态跟踪报告*地产*地产杂谈系列之十八：困局之下，地产政策及行业走向思考》

-----2021-09-22

《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

证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号

S1060514080002

BQV514

YANGKAN034@pingan.com.cn

研究助理

郑南宏 一般证券从业资格编号

S1060120010016

ZHENGNAHONG873@pingan.com.cn

cn



平安观点：

■ **资金及库存共同影响房企投资行为：**房地产属于资金密集型行业、对资金周转要求高。外部融资收紧及销售回款放缓，均将影响房企投资行为；库存为市场景气度的晴雨表，可侧面反映销售预期。在资金放松初期（高库存、去化回升），房企拿地开工相对保守，注重库存去化，随着库存持续降低、楼市热度延续，房企通常加大拿地力度，新开工整体提速。反之，在资金收紧前期（低库存、去化尚可），房企通常加快开工推盘、增加销售回款、放缓竣工，但资金收紧后期（库存累积、去化下降），房企将减少开工以降低现金流流出。

■ **复盘 2011/2018 年，投资开工如何演绎：**当前类似 2011-2012&2018-2019 年“紧资金+库存累积”阶段。从资金端看，2020H2 以来房地产资金端持续偏紧，2021 年 7、8 月全国销售连续 2 个月负增长，而 2011 年调控收紧叠加多次加息，销售曾连续 8 个月负增长；2018 年资管新规出台，销售连续 3 个月负增长。从库存看，当前库存逐步累积，2021 年 3 月以来商品房去化周期增加 5 个月，2011 年库存周期最多增 11 个月，2018 年库存周期最多增 4 个月。从前两轮房企投资表现来看，短期投资及开工均呈现不同程度下行，资金、库存改善均为后续投资开工逐步企稳的催化剂。

■ **我们对未来地产投资开工怎么看：**2021 年 8 月单月到位资金同比降 6.5%，连续两个月负增长，商办类库存持续累积，市场正逐步向“紧资金+较高库存”演变，参照历史演变路径，短期房企投资及开工均将面临压力。同时流动性吃紧下房企拿地意愿下降，将制约未来房企可供开工货量；部分出现流动性危机房企短期大概率放缓开工，亦将拖累全国新开工表现。回顾前两轮，资金、库存改善均为投资开工边际改善催化剂，从近期监管表态来看，未来融资端或存在缓和迹象，叠加相对较低的住宅未售库存，或将为新开工提供一定缓冲，但短期下行仍将不可避免。

■ **投资建议：**当前类比 2011-2012&2018-2019 年“紧资金+库存累积”阶段，市场向“紧资金+较高库存”演变。若行业流动性环境无明显改观，四季度及明年投资及开工仍将承压。若后续资金端压力缓和，叠加住宅库存低，将对投资、开工形成一定支撑。投资建议方面，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、融资等优势房企有望持续享受更高利润率水平。同时短期楼市快速下行及房企流动性压力的加大，亦有望带动政策端的边际缓解，将行业评级由“中性”上调至“强于大市”。个股方面，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，如金科股份、新城控股、融创中国、龙光集团、佳兆业集团等。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、融创服务、金科服务、新城悦服务、星盛商业等。

- **风险提示：**1) 房地产行业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) 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。

正文目录

一、前言	5
二、资金及库存共同影响房企行为	5
2.1 资金为房企投资行为的最大制约，库存侧面反映楼市景气度.....	5
2.2 松资金环境下，库存由高转低带动投资开工逐步积极.....	6
2.3 紧资金环境下，库存由低转高下开工由积极转向保守.....	7
三、复盘 2011/2018 年，开工投资如何演绎	8
3.1 当前类比 2011-2012&2018-2019 年“紧资金+库存累积”阶段.....	8
3.2 资金端&库存改善为前两轮投资&开工边际改善的催化剂.....	11
四、我们对未来地产投资开工怎么看	12
4.1 市场向“紧资金+较高库存”演变，短期投资、开工下行压力犹存.....	12
4.2 当前住宅库存仍低，或为新开工提供一定支撑.....	15
4.3 短期投资开工压力仍在，关注融资端可能的政策微调.....	16
五、投资建议	16
六、风险提示	17

图表目录

图表 1 房企到位资金来源中定金及预收款、个人按揭款合计占比近半.....	5
图表 2 “资金+库存”组合下房企行为分析.....	6
图表 3 理论上资金宽松背景下房企行为.....	6
图表 4 2009 年下半年新开工增速回升.....	7
图表 5 理论上资金收紧背景下房企行为.....	7
图表 6 2018 年下半年新开工增速逐步下滑.....	8
图表 7 2018 年“低库存+紧资金”下房企快开工、快回款、缓竣工 <.....	8
图表 8 2021 年下半年单月销售面积连续 2 个月负增长.....	9
图表 9 当前商品房库存去化周期接近 2011 年与 2018 年.....	10
图表 10 2021 年 8 月单月房地产投资增速降至 0.3%.....	10
图表 11 2021 年新开工连续 5 个月负增长.....	11
图表 12 2004 年以来主要房地产调控措施.....	11
图表 13 2021H1 全国新增房贷占比显著降低.....	12
图表 14 2021 年以来房企整体到位资金增速持续下降.....	12
图表 15 商写类项目新开工增速远低于住宅.....	13
图表 16 2021H1 主要金融机构新增房地产贷款同比降 19.1%.....	13
图表 17 东部及西部新开工走势相对偏弱.....	14
图表 18 前八个月百城土地供应建面同比降 15%.....	14
图表 19 已完成二批供地城市地块成交热度明显下降.....	15
图表 20 恒大与华夏幸福近两年开工情况.....	15
图表 21 当前竣工未售库存较低.....	16
图表 22 近期政府或媒体对房地产表态.....	16

一、前言

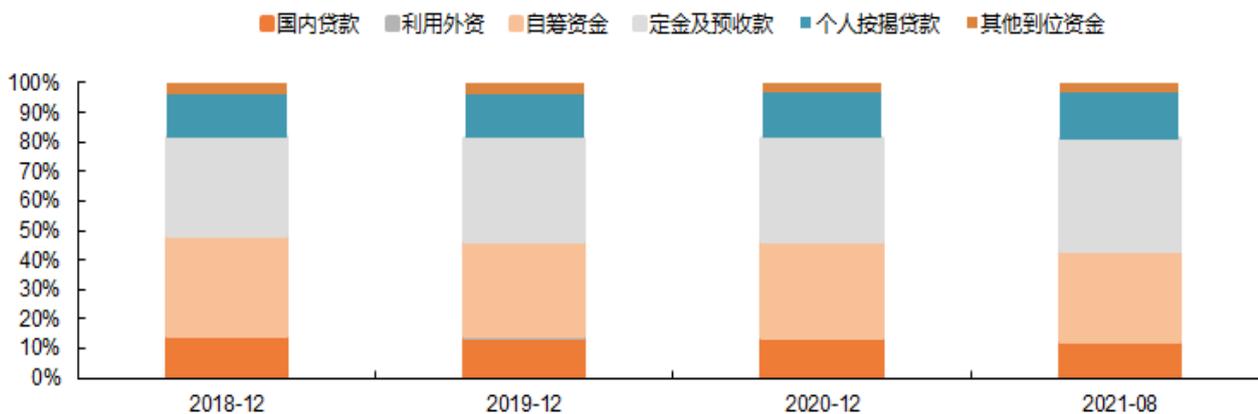
1-8月全国房地产投资额同比增10.9%，新开工同比降3.2%，单月投资、开工增速持续承压。我们此前在《地产杂谈系列之四：2021年新开工持续低迷之惑》中分析了市场对新开工低迷的三种主流解释，包括优先拿地及复工、销售难言持续乐观，我们认为拿地及复工解释有限，中长期销售预期谨慎或是主因。近期随着部分房企信用事件持续发酵，各项投资数据全面下行，市场对未来房地产投资、开工趋势等讨论再次升温。本篇报告从方法论的角度出发，我们认为资金为影响房企行为的核心因素，为此我们搭建“资金+库存”分析框架，通过复盘及对比历史走势，从方法论角度去预判投资及开工未来趋势。

二、资金及库存共同影响房企行为

2.1 资金为房企投资行为的最大制约，库存侧面反映楼市景气度

房地产行业为资金密集型行业，资金松紧影响房企投资热情。房地产行业属于资金密集型行业，对资金周转速度要求高，资金来源包括国内贷款、销售回款等。当资金环境偏松时，房企销售、开工将相机抉择，或是加大开工推盘力度，或是捂盘惜售、暂缓开工；当资金环境偏紧时，债务压力迫使房企“开源节流”，包括减少拿地支出、放缓竣工节奏，但开工既能带来销售回款、亦将增加现金流出，因此需结合楼市景气度维度分析。

图表1 房企到位资金来源中定金及预收款、个人按揭款合计占比近半



资料来源：Wind, 平安证券研究所

库存为市场景气度的晴雨表，可侧面反映销售预期。因销售规模受供给量影响、不能反映楼市热度，去化率数据难以获取，而库存水平受供给、销售双向影响，一定程度上可作为市场景气度的晴雨表。可售库存低状态下房企为补充货值，往往选择加快开工备货；高库存下房企往往减少开工、减少资金占用。同时较低库存通常意味着市场销售较好，某种意义上也能反映销售回款端资金状况。

图表2 “资金+库存”组合下房企行为分析



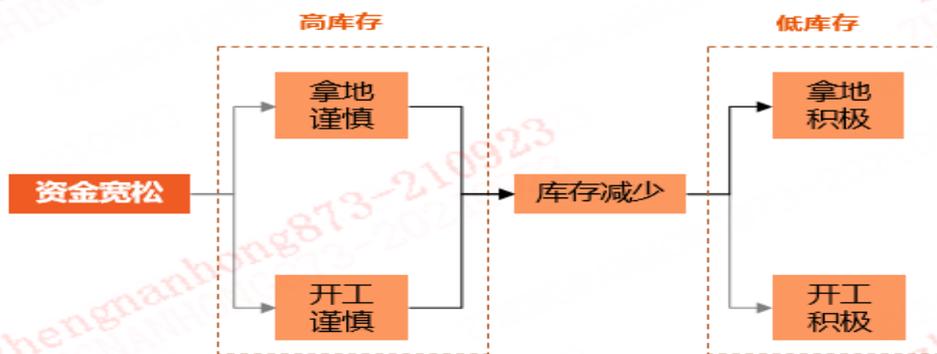
资料来源: 平安证券研究所

2.2 松资金环境下, 库存由高转低带动投资开工逐步积极

资金端放松第一阶段(高库存、去化回升), 房企拿地开工相对保守、加速库存去化。当房地产资金环境偏松时, 尽管销售去化回暖, 但受高库存制约, 房企整体开工推盘节奏或延续平稳, 谨慎预期下拿地力度不大, 竣工则按部就班推进。

资金端放松第二阶段(低库存、去化较好), 房企加大拿地力度, 新开工整体提速。随着销售热度持续, 库存持续降低, 乐观预期下房企拿地力度显著加大, 整体开工推盘节奏有所提速、支撑销售规模增长, 部分房企或选择捂盘囤地, 竣工则稳步推进。

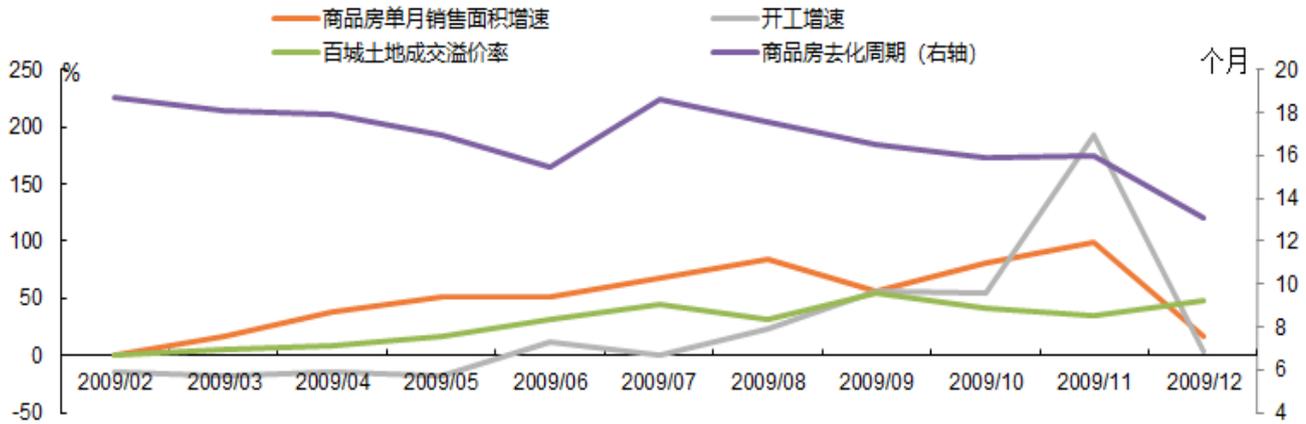
图表3 理论上资金宽松背景下房企行为



资料来源: 平安证券研究所

以 2009 年为例，随着央行降息、楼市调控放松，3 月单月全国商品房销售面积增速转正，6 月增速高达 51%，但因库存仍高，房企拿地、开工相对谨慎，百城土地溢价率 1-4 月不超过 10%。随着库存持续走低，下半年房企拿地开工积极，百城土地溢价率超过 30%，6 月新开工单月增速环比提高 30pct 至 12%。

图表4 2009 年下半年新开工增速回升



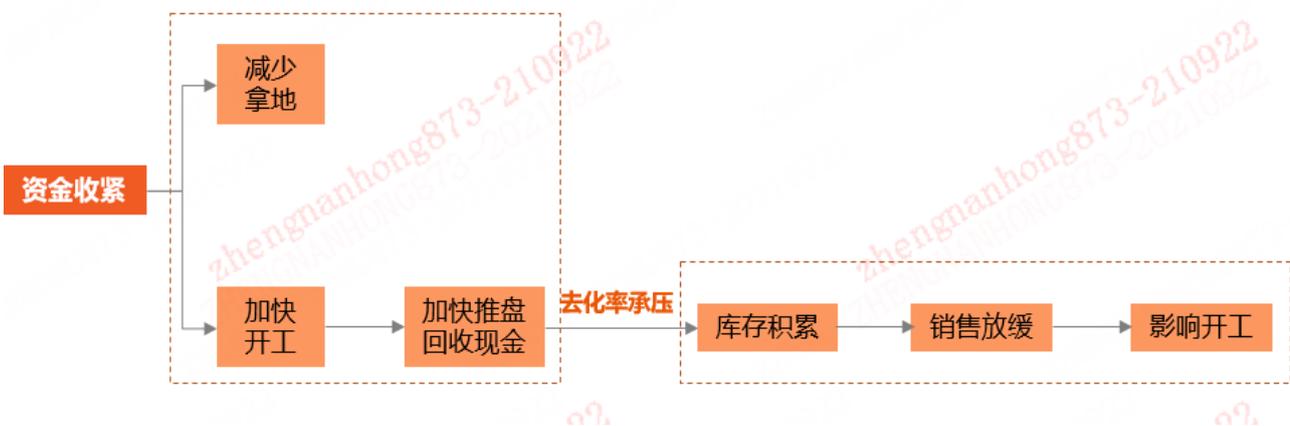
资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.3 紧资金环境下，库存由低转高下开工由积极转向保守

资金端收紧第一阶段（低库存、去化尚可），房企通常加快开工推盘、增加销售回款。 房地产资金环境收紧前期，由于楼市热度延续，库存水平低，销售去化尚可，此时房企为应对资金端压力，通常选择适度降低拿地力度、放缓竣工节奏以减少现金流流出，同时紧抓去化尚可契机、加快新开工推盘，以回收销售现金流，从而应对债务压力。

资金端收紧第二阶段（库存累计、去化下降），房企将减少开工以降低现金流流出。 随着楼市热度显著降温，市场进入资金收紧第二阶段，即库存逐步累积、去化速度下降，考虑推盘后收回现金流未必能覆盖开工支出、叠加债务压力下资金“捉襟见肘”，此时房企在继续收缩拿地、放缓施工以减少现金流流出的同时，亦将减少开工降低现金流流出。

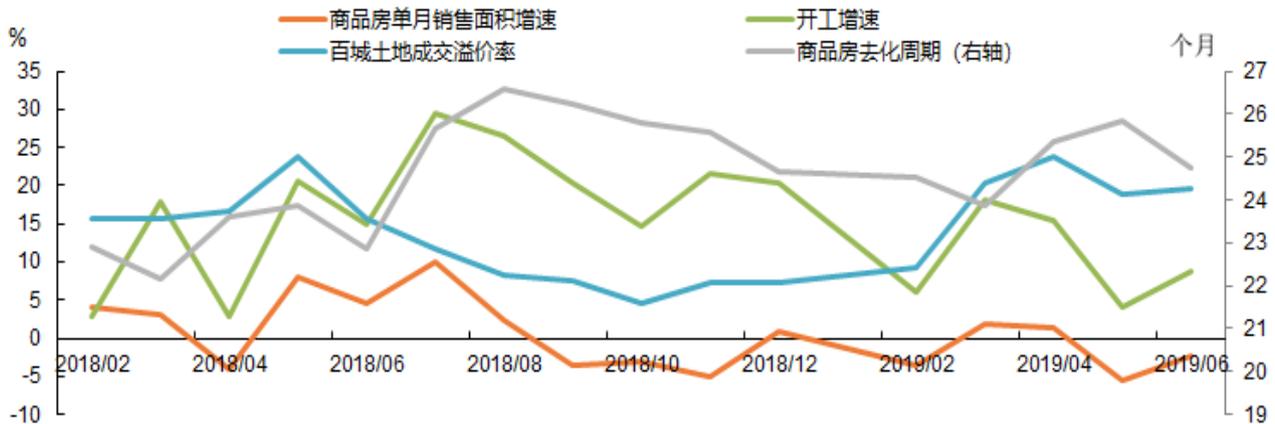
图表5 理论上资金收紧背景下房企行为



资料来源: 平安证券研究所

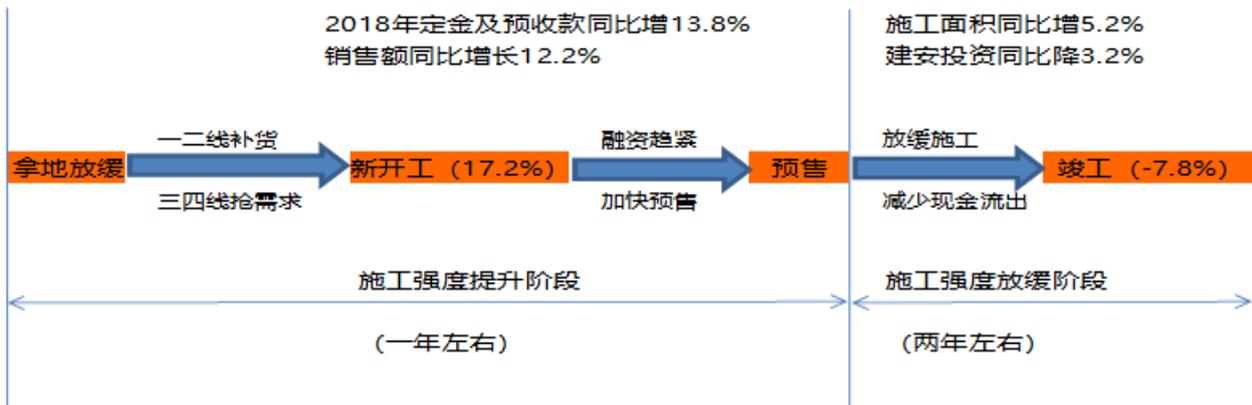
以 2018 年为例，随着资管新规出台、去杠杆政策推进，行业资金环境收紧，4 月全国商品房销售面积一度出现负增长，但由于库存仍低、销售去化尚可（5-8 月单月销售面积维持正增长），房企开工延续积极，7 月单月新开工增速一度攀升至 29%。随着库存累计、楼市热度趋冷，下半年新开工增速逐步回落，10 月单月增速降至 14.7%，百城土地成交溢价率从 5 月 24% 高点降至 10 月 4%，全年竣工面积同比降 7.8%。

图表6 2018 年下半年新开工增速逐步下滑



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 2018 年“低库存+紧资金”下房企快开工、快回款、缓竣工 <



资料来源: 平安证券研究所

三、 复盘 2011/2018 年，开工投资如何演绎

3.1 当前类比 2011-2012&2018-2019 年“紧资金+库存累积”阶段

从资金层面看，2020H2 以来房地产行业资金端持续偏紧，类似 2011 年调控阶段和 2018 年资管新规出台。

2011 年调控收紧叠加多次加息，销售连续 8 个月负增长。2011 年 1 月国务院发布“国十条”，要求提高二套房首付、增加

土地供应等；7月要求房价上涨过快的二三城市必须限购。调控密集出台叠加当年多次加息，楼市迅速降温，2011年8月单月全国商品房销售面积增速转负（-9.9%），销售负增长持续至2012年6月。

2018年资管新规出台，销售连续3个月负增长。2018年资管新规出台，清理“影子银行”、压缩非标；同年7月政治局会议提出“遏制房价上涨”，带动楼市逐步降温，9月至12月商品房单月销售面积持续负增长，2019年上半年销售延续低迷表现。

2020年下半年以来融资持续收紧，销售连续2个月负增长。2020年下半年以来中央陆续出台“三条红线”政策、房贷集中度新规，行业资金端持续偏紧，同时各地调控密集出台。2021年8月单月商品房销售面积、销售额分别同比降15.5%、18.7%，降幅环比扩大7.0pct、11.6pct；8月单月销售面积增速为2015年3月以来第二低，仅高于2020年2月。9月克而瑞百强房企销售额同比下降36%，降幅较8月扩大16.4个百分点。

图表8 2021年下半年单月销售面积连续2个月负增长



资料来源: Wind, 平安证券研究所

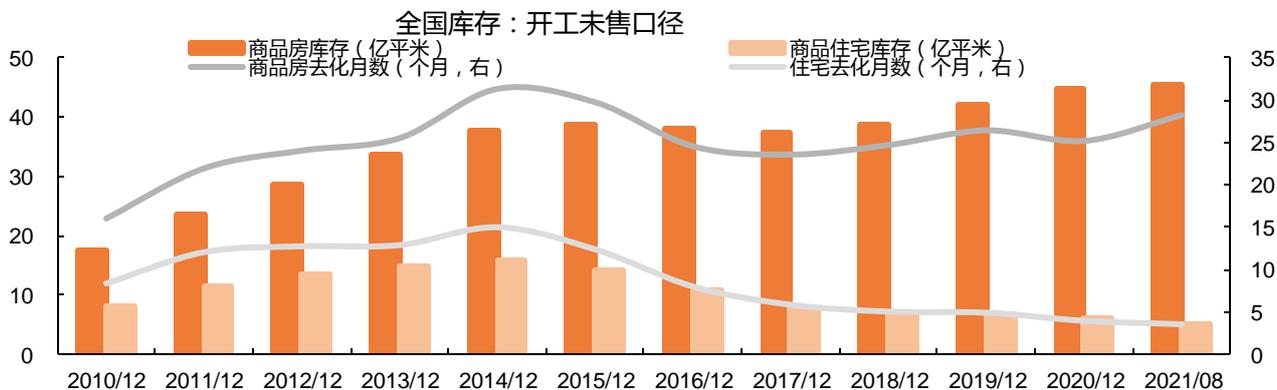
从库存维度看，当前库存逐步累积、销售端承压，与2011年、2018年下半年楼市环境类似。

2011年库存去化周期最多增加11个月：2011年2月至8月，全国商品房已开工未售库存从18.4亿平升至23.3亿平，去化周期从16.4个月升至27.1个月，房企库存压力大幅增加。

2018年库存去化周期最多提高4个月：2018年3月至8月，已开工未售库存从37.3亿平升至38.9亿平，去化周期从22.2个月升至26.6个月。

2021年3月以来去化周期增加5个月：2021年3月至8月，已开工未售库存从44.4亿平升至45.5亿平，去化周期从23.4个月提升至28.2个月。

图9 当前商品房库存去化周期接近 2011 年与 2018 年



资料来源: Wind, 平安证券研究所

从投资开工看,当前房地产投资、开工持续承压,2011-2012年、2018-2019年亦出现类似情形。

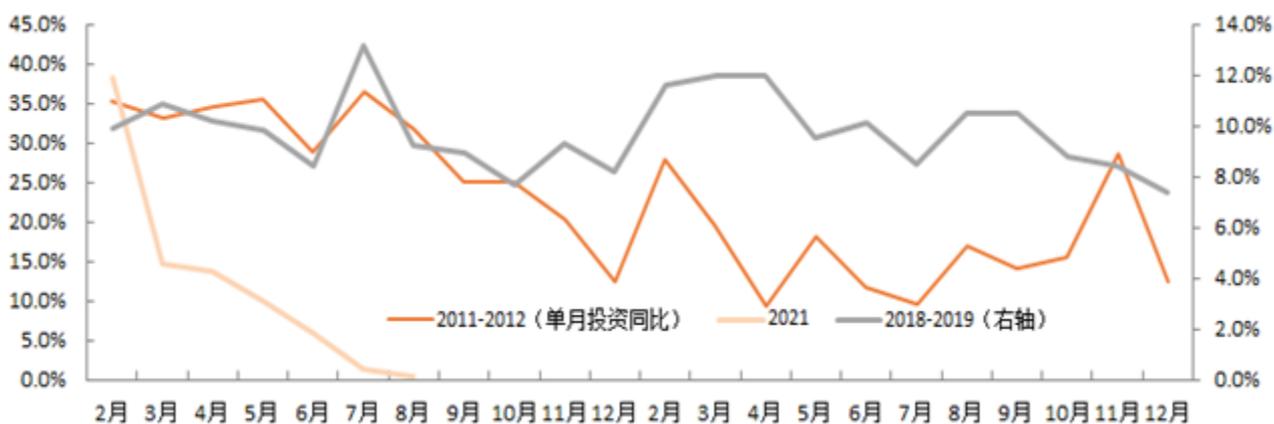
2011年7月至12月,房地产投资单月增速从36.5%降至12.3%,新开工单月增速从34.0%降至-18.9%,2012年新开工多月仍出现负增长。

2018年7月至10月,房地产投资单月增速从13.2%降至7.7%,新开工单月增速从29.4%降至14.7%。

2021年3月至8月,房地产投资单月增速从14.7%持续降至0.3%,新开工单月增速从7.2%降至-16.8%,连续5个月新开工负增长。

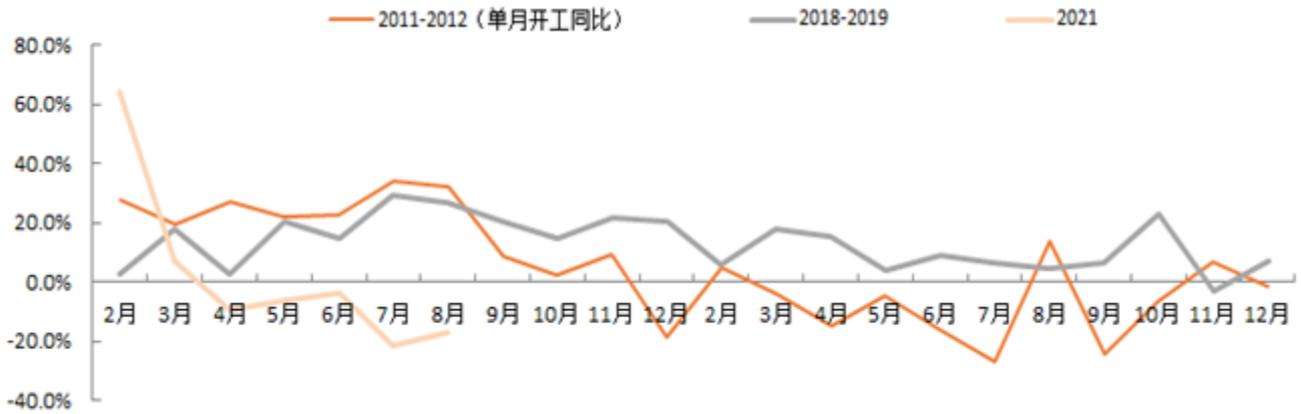
值得一提的是,尽管均是“紧资金+库存累积”阶段,2018-2019年投资及开工下行斜率好于2011-2012年,主要因2018-2019年市场整体住宅库存相对更低,楼市景气度恢复更快。

图10 2021年8月单月房地产投资增速降至0.3%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表11 2021年新开工连续5个月负增长



资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.2 资金端&库存改善为前两轮投资&开工边际改善的催化剂

2011-2012年、2018-2019年投资、开工如何实现企稳? 我们认为,资金端与库存改善为前两轮投资开工边际改善的催化剂。

图表12 2004年以来主要房地产调控措施



资料来源: 平安证券研究所

2012年降息带动资金端改善,库存持续降低,带动投资开工修复。2012年3月四大行松绑首套房利率,6月及7月两次降息,行业资金端得以改善。2012年下半年全国商品房销售面积同比增10%(上半年同比降10%),带动已开工未售库存去化周期从8月34.6个月降至12月的24.0个月。受此影响,8月单月新开工增速由负转正,单月投资增速此后亦保持双位

数增长。

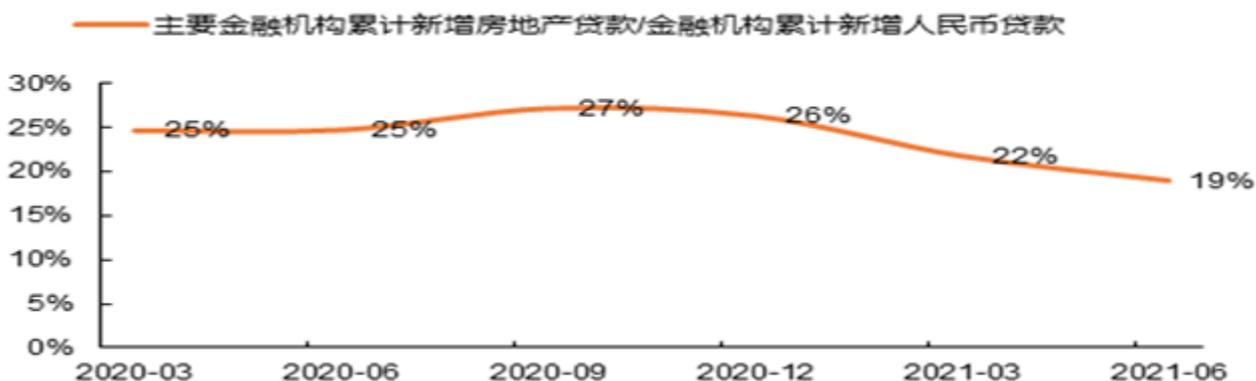
2018年降准叠加调控松动，库存回落，带动投资开工修复。2018年10月央行开启降准，行业资金端改善、信用担忧下降，带动部分民企发债成本降低；同时楼市调控有所松动，成都等热点城市限价放松，厦门、杭州等地落户政策亦相继放宽，带动2019年春节后核心城市楼市复苏。全国已开工未售库存从2018年8月26.6个月降至2019年3月23.9个月，2019年3月、4月单月投资、新开工均实现双位数高增长。

四、我们对未来地产投资开工怎么看

4.1 市场向“紧资金+较高库存”演变，短期投资、开工下行压力犹存

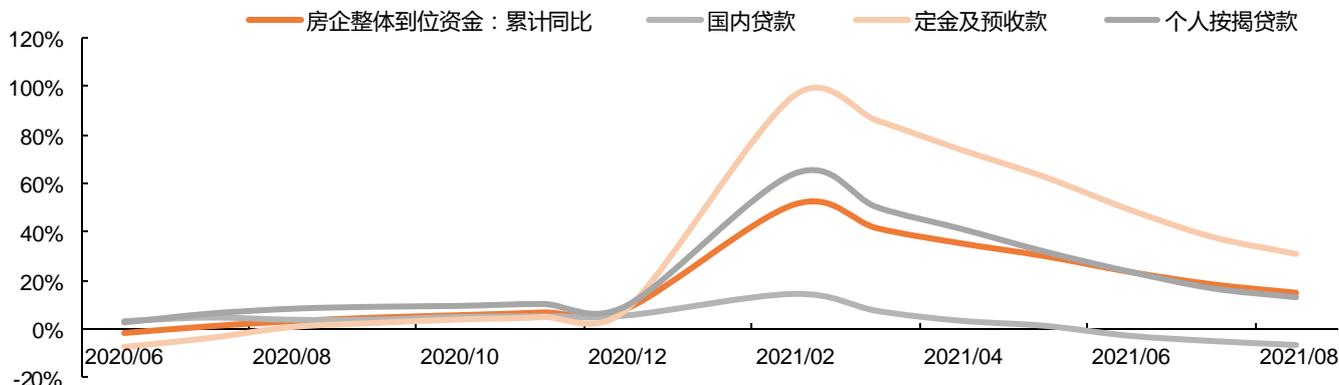
当前市场正逐步向“紧资金+较高库存”演变。2021H1全国新增房贷2.42万亿，同比降19%，占同期新增人民币贷款比例为19%，较2020年全年降7pct。2021年前8月房企整体到位资金增速降至14.8%，8月单月到位资金同比降6.5%，连续两个月负增长。同时随着8、9月销售的逐步降温，库存逐步累积，当前市场正向“紧资金+较高库存”演变。

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年以来房企整体到位资金增速持续下降

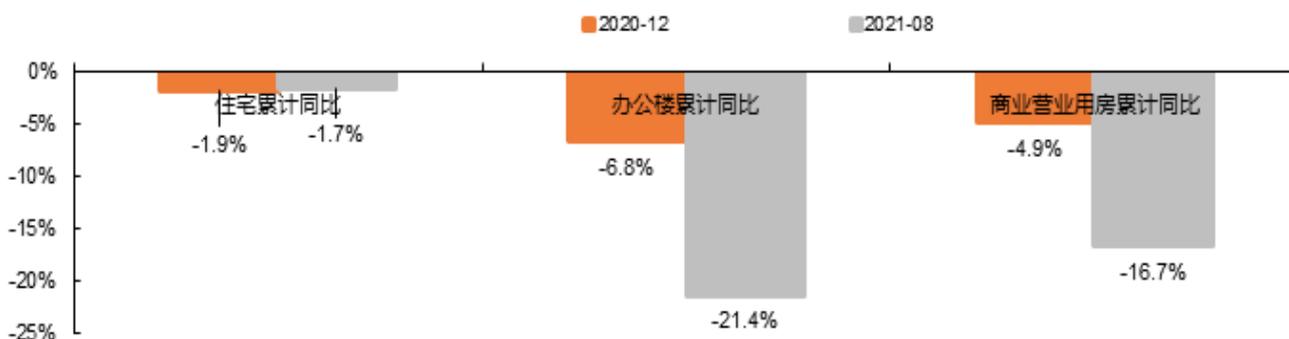


资料来源：Wind，平安证券研究所

展望 2021 年四季度及明年，按照前文分析，投资及开工将逐步承压，短期投资、开工下行压力犹存。

第一，商办业态高库存制约新开工增速。全国房屋新开工面积中约 75% 为住宅，其它 25% 为商办类。2021 年 8 月末商办类已开工未售库存高达 40.5 亿平米，远高于住宅库存 5.1 亿平米，尽管商办项目中许多为房企自持，但整体高库存将一定程度制约其开工，进而拖累整体商品房开工。

图表 15 商写类项目新开工增速远低于住宅



资料来源: Wind, 平安证券研究所

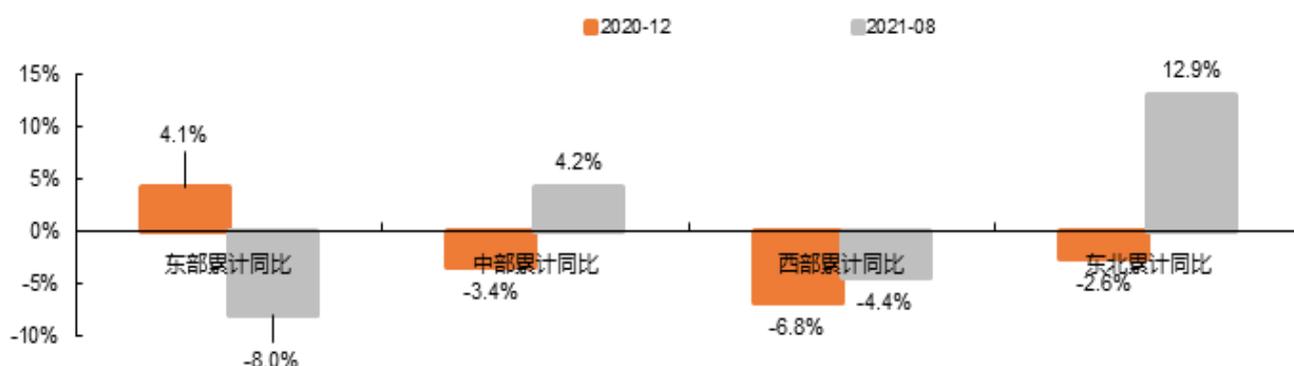
第二，全国销售走弱从资金、库存两个维度制约新开工表现。随着各地调控效果显现、按揭利率持续上行、部分房企信用事件影响居民购房信心，全国商品房销售增速显著放缓，8 月单月销售面积、销售额分别同比降 15.5%、18.7%，尤其部分西部三四线销售走弱、库存累积将制约其新开工，1-8 月西部地区新开工面积同比降 4.4%。同时销售走弱亦将影响开发商销售回款，进一步抑制其投资热情。

图表 16 2021H1 主要金融机构新增房地产贷款同比降 19.1%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

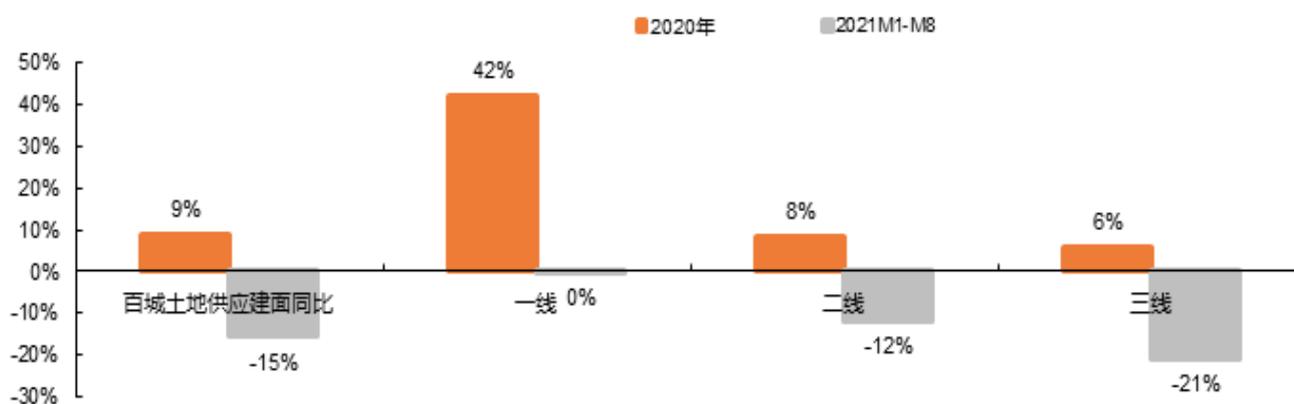
图表17 东部及西部新开工走势相对偏弱



资料来源: Wind, 平安证券研究所

第三，集中供地节奏变化影响可开工货量，短期房企拿地意愿下滑制约未来可开工量。受集中供地政策调整影响，2021年前8个月百城土地供应建面同比下滑15%。尽管核心城市如长三角销售表现尚可，但土地出让较少制约房企开工能力，1-8月东部累计开工降8%。往后看，尽管第二、三批集中供地陆续到来，但楼市逐步降温叠加资金吃紧，房企拿地意愿已显著降低，亦将制约房企未来可开工货量。截止9月末，14城中7城土地底价成交占比过半，首批供地较热的成都、苏州土地底价成交占比亦达到50.7%、72.7%。

图表18 前八个月百城土地供应建面同比降15%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

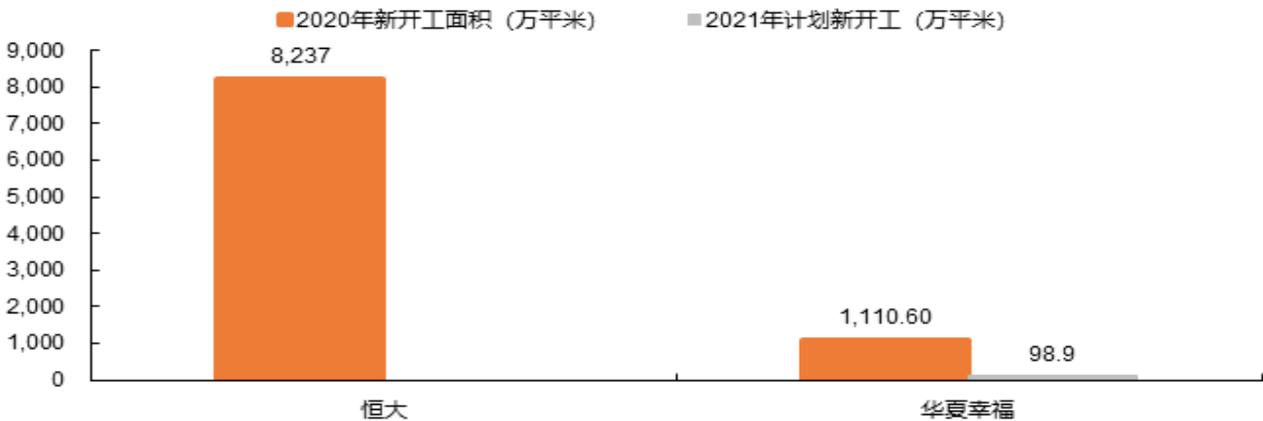
图表19 已完成二批供地城市地块成交热度明显下降



资料来源：各地自然资源局官网，平安证券研究所

第四，部分房企流动性吃紧背景下大概率将放缓开工，亦对行业新开工形成负面冲击。以恒大为例，2020年公司新开工面积达 8237 万平米，占全国新开工面积 3.7%。近期公司流动性承压，在保交付的背景下，新开工计划大概率将明显放缓，也将一定程度上拖累全国新开工表现。

图表20 恒大与华夏幸福近两年开工情况



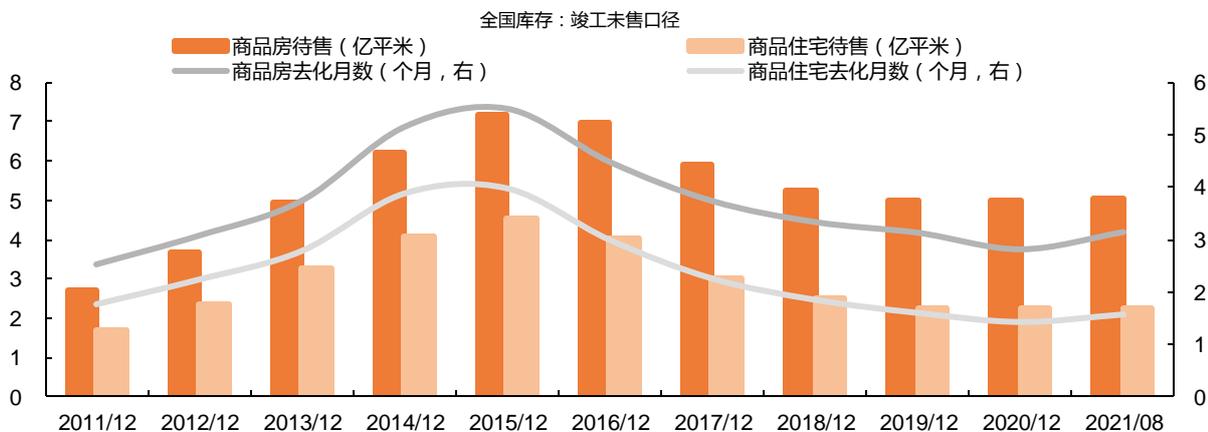
资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：华夏幸福2020年新开工为公司年初预估值，恒大未披露2021年新开工计划

4.2 当前住宅库存仍低，或为新开工提供一定支撑

当前住宅库存去化周期低于 2011 及 2018 年，或将为新开工提供一定支撑。从开工未售库存看，2021 年 8 月末，商品住宅已开工未售库存仅 5.1 亿平米，对应去化周期约 3.5 个月，对比之下，2011 年末分别为 11.5 亿平米、12.1 个月，2018 年末分别为 6.8 亿平米、5.0 个月。从竣工未售库存看，8 月末商品住宅已竣工未售库存仅 2.3 亿平米，对应去化周期约 1.6 个月，对比之下，2011 年末分别为 1.7 亿平米、1.8 个月，2018 年末分别为 2.5 亿平米、1.9 个月。当前住宅库存仍低，表明市场供需结构相对平衡，房企仍存在补库存需求的可能性，同时全国房价大幅度下跌可能性亦不大。

图表21 当前竣工未售住宅库存较低



资料来源：Wind，平安证券研究所 注：商品房去化月数=商品房待售面积过去6个月商品房平均销售面积；商品住宅去化月数=商品住宅待售面积/过去6个月商品住宅平均销售面积

4.3 短期投资开工压力仍在，关注融资端可能的政策微调

在“房住不炒”总基调下，我们认为当前政策大幅松动可能性不大，即使2020年疫情期间政策亦保持定力，需求侧放松政策基本面临“一日游”。但考虑部分房企已出现流动性风险，叠加销售下滑及回款放缓，而同时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。从前2011、2018年周期来看，资金端改善是投资、开工企稳的重要触发因素，若后续融资端环境有所缓解，有望适度缓和投资及开工下行压力。

图表22 近期政府或媒体对房地产表态

时间	媒体/政府部门	主要内容
2021-9-7	银保监会	我们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。截至7月末，个人按揭贷款首套房占比达到92%，住房租赁市场贷款同比增长29%。
2021-9-10	经济参考报	“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”
2021-9-22	经济日报	相关部门可利用大数据等先进技术手段，对调控范围内购房人群作出区分，并探索在持有环节做做文章，对调控政策在不同群体中可能造成的影响作出更充分更精准的预判，尽最大能力防止“误伤”刚需群体。
2021-9-24	央行	维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益。
2021-9-29	央行、银保监会	稳妥实施房地产金融审慎管理制度，保持房地产金融政策连续稳定；金融机构要按照法治化、市场化原则，配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益。

资料来源：经济日报、经济参考报、银保监会官网，平安证券研究所

五、投资建议

当前类比2011-2012&2018-2019年“紧资金+库存累积”阶段，市场向“紧资金+较高库存”演变，展望2021年四季度及明年，投资及开工仍将承压，若后续资金端压力缓和，叠加住宅库存低，将对开工形成一定支撑。投资建议方面，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。同时短期楼市快速下行及房企流动性压力的加大，亦有望带动政策端的边际缓解，我们将行业评级由“中性”上调至“强于大市”。个股方面，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，如金科股份、新城控股、融创中国、龙光集团、佳兆业集团等。

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、融创服务、金科服务、新城悦服务、星盛商业等。

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