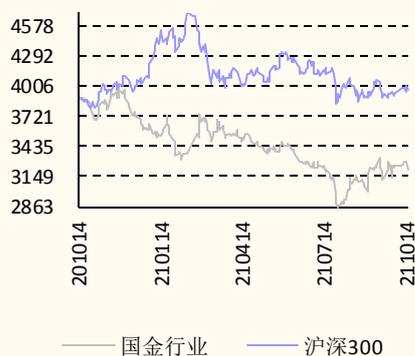


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金房地产指数	3214
沪深300指数	4914
上证指数	3558
深证成指	14341
中小板综指	13414



相关报告

- 1.《物业整合加速，哈尔滨政策改善力度超预期-地产周报》，2021.10.10
- 2.《百强9月销售加速下滑，板块反弹初见端倪-地产周报》，2021.10.3
- 3.《央行表态维稳房地产市场，按揭或边际改善-地产行业点评》，2021.9.30
- 4.《销售下行继续承压，民企土拍持观望态度-地产周报》，2021.9.26
- 5.《静待流动性边际改善，吹响反弹号角-地产行业点评》，2021.9.21

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

至暗时刻已过，建议超配地产

核心观点

- 我们认为地产政策调控最严时期已经过去，坚定看好地产板块 Q4 行情。
- 全国商品房销售连续 3 月同比下滑，二次供地土地流拍率上升。我们预计全国商品房销售额 7-9 月连续同比下滑，趋势与 2008 年、2014 年类似。100 大中城市未成交土地占比自 7 月以来逐月上升，2021 年 9 月达到 66% 的高位。从二次集中供地成交地块归属来看，民营房企更多持观望态度，央企和地方国企托底现象较为明显。
- 房企债务兑付困难频现，多家房企被下调信用评级，部分优质房企迅速展开美元债回购。恒大财富挤兑事件爆发更是对房企的融资和销售均产生进一步影响，近期房企信用风险开始不断暴露。10 月 4 日-11 日，花样年、新力控股出现债务兑付困难，当代置业寻求即将到期的债务展期，这使得投资人对中资地产美元债的担忧上升。中资地产美元债价格普遍下跌。部分房企已迅速展开美元债回购。此外，9 月以来，穆迪和标普等评级机构下调了多家房企的信用评级。我们认为房企信用风险若进一步发酵，可能会影响到其他优质房企在境外市场上的信用声誉。
- 基于上述地产行业基本面的持续边际恶化，我们认为监管部门未来大概率会出台相应措施加以缓和，确保不让系统性风险发生。我们认为地产政策层面全方位严格调控的最艰难时期已经过去，未来地产股估值受到压制的最大因素将有边际改善，坚定看好地产板块 Q4 行情。
- 政策边际改善已有初步迹象。①9 月 24 日举行的央行例会指出，要“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”。9 月 29 日，人民银行、银保监会联合召开房地产金融工作座谈会上再次提及这一点。②10 月以来，广州、佛山、苏州等地的国有银行，已出现房贷利率下调。苏州部分额度充足的银行放贷速度加快。③10 月 9 日，哈尔滨市住建局联合多部门制定的《关于促进我市房地产市场平稳健康发展的实施意见》在市场上公布。《意见》在土地款缴纳期限、预售条件、购房门槛等多个方面有所放松。本次政策放松力度与去年疫情期间相当。值得一提的是，《意见》自 2021 年 10 月 1 日开始执行，该政策至今尚未被调整。我们预计未来会有更多销售下滑严重，房价呈下跌趋势的城市会以此为样本，基于“房住不炒，一城一策”的总基调，在供给和需求多个维度选择与自身城市相适应的政策。

投资建议

- 地产估值处于历史底部区间，看好板块估值修复的 β 行情。当前 A 股地产板块平均 PE (ttm) 和港股地产板块平均 PE (ttm) 分别为 5 倍和 4 倍，均处于历史底部区间。我们看好政策边际改善后，整个板块的估值修复行情。
- 优质民营房企有望获得超额收益。当前房企估值分化明显，民营房企和国企平均 2021PE 分别为 3.6x 和 5.3x。我们认为资产流动性较好的民营房企未来更有望获得超额收益。比如融创中国、新城控股。

风险提示

- 房地产调控定力超预期；销售下滑幅度超预期；大量房企债务违约

内容目录

全国商品房销售持续下滑	3
9月居民中长期贷款同比下滑	3
土地流拍率上升，成交土地国企托底现象严重	4
多家房企被下调信用评级	4
房企债务兑付困难频现	5
预计政策改善将近	6
政策边际改善已有初步迹象	6
投资建议	7
风险提示	9

图表目录

图表 1: 商品房销售额连续同比下滑，趋势与 2008 年、2014 年类似	3
图表 2: 克而瑞百强房企单月销售金额同比增速	3
图表 3: 克而瑞百强房企累计销售金额同比增速	3
图表 4: 9月金融机构居民中长期新增贷款同比下滑	4
图表 5: 100 大中城市土地未成交数量占比	4
图表 6: 重庆二批次土拍房企拿地情况	4
图表 7: 多家房企被下调信用评级	5
图表 8: 部分房企发生债务兑付困难	5
图表 9: 部分房企回购美元债	6
图表 10: 哈尔滨放松政策对比	7
图表 11: A 股地产公司 PE 走势	8
图表 12: 港股地产公司 PE 走势	8
图表 13: 港股物业公司 PE 走势	8
图表 14: 覆盖公司估值情况	9

全国商品房销售持续下滑

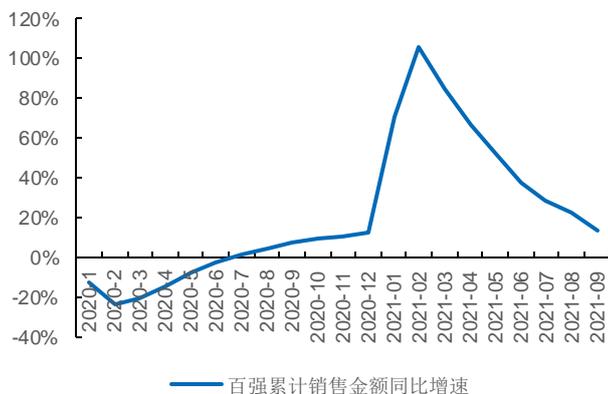
- 统计局数据显示，2021年8月商品房销售金额为1.23万亿元，同比-18.7%。克而瑞数据显示，9月百强房企销售金额同比下滑36%，我们预计全国9月商品房销售金额同比增速仍为负，即今年7-9月连续3个月销售金额同比下滑。这一现象，除了去年2-4月因为疫情导致同比连续下滑以外，与历史上的2008年、2010年、2014年的连续下滑情况颇为相似。

图表 1: 商品房销售额连续同比下滑，趋势与 2008 年、2014 年类似



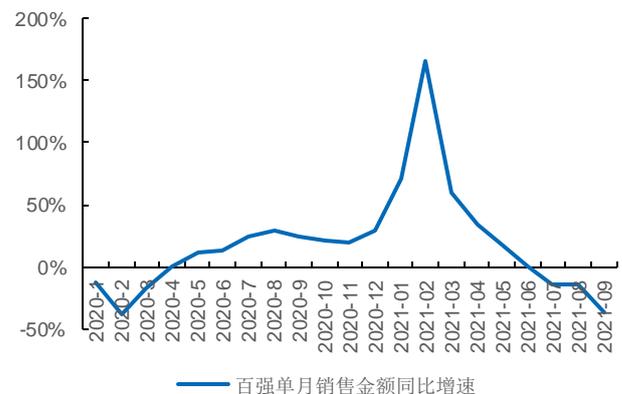
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 2: 克而瑞百强房企单月销售金额同比增速



来源：克而瑞，国金证券研究所

图表 3: 克而瑞百强房企累计销售金额同比增速

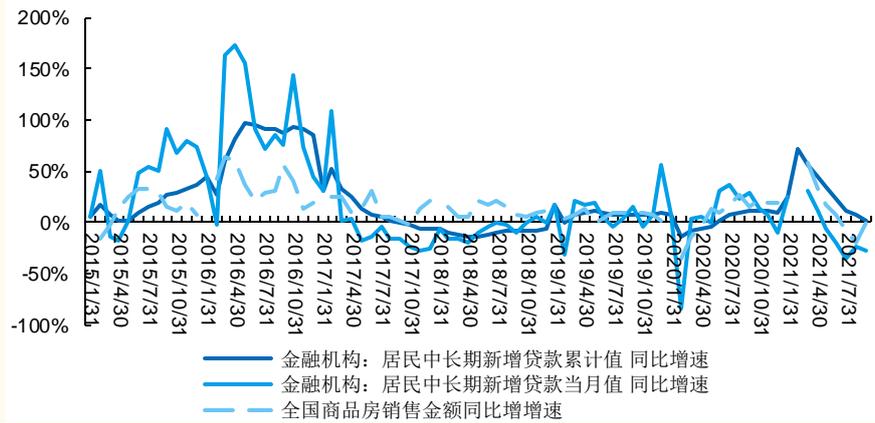


来源：克而瑞，国金证券研究所

9月居民中长期贷款同比下滑

- 10月13日央行公布的金融数据显示，9月金融机构新增人民币贷款中的居民中长期贷款为4,667亿元，相较于去年同期减少1695亿元，同比减少27%，2021年1-9月居民中长期贷款累计金额为4.7万亿元，同比增幅收窄至2.6%。我们认为这一数据也支撑了全国9月商品房数据同比将呈现下滑趋势的预判。

图表 4: 9月金融机构居民中长期新增贷款同比下滑

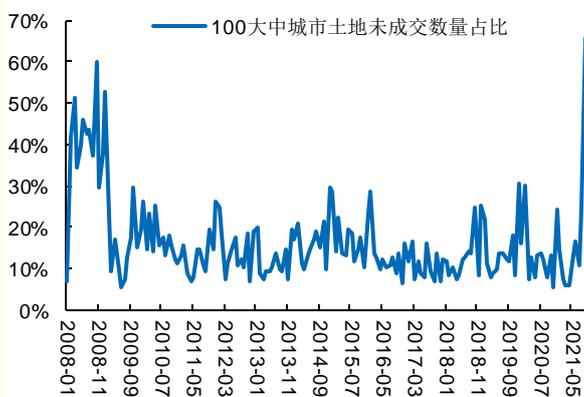


来源: 国家统计局, 国金证券研究所

土地流拍率上升, 成交土地国企托底现象严重

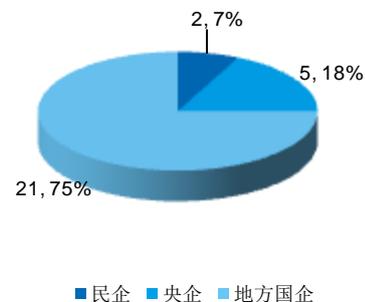
- Wind 数据显示, 100 大中城市未成交土地占比自 7 月以来逐月上升, 2021 年 9 月更是达到了 66% 的高位。从二批次成交地块归属来看, 民营房企更多持观望态度, 央企和地方国企托底现象较为明显。以重庆二次土拍为例, 成交的 28 宗地块中, 仅 2 宗为民企获得, 其余均为央企和地方国企。

图表 5: 100 大中城市土地未成交数量占比



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: 重庆二批次土拍房企拿地情况



来源: CRIC, 国金证券研究所

多家房企被下调信用评级

- 9 月以来, 穆迪和标普等评级机构下调了多家房企的信用评级, 包括新力控股、花样年、绿地控股、当代置业、中南建设、荣盛发展、富力地产等。其中花样年被惠誉在两天内连续 2 次下调评级。

图表 7: 多家房企被下调信用评级

日期	企业名称	评级机构	目前评级	上次评级	评级类型
2021/9/14	荣盛发展	标普	B	B+	长期外币发行评级
2021/9/16	花样年	惠誉	B	B+	高级无担保
2021/9/16	融信中国	穆迪	B3	B2	高级无担保
2021/9/23	新力控股	穆迪	Caa2	B2	企业家族评级
2021/9/27	花样年	穆迪	Caa1	B3	高级无担保
2021/10/4	花样年	惠誉	ccc-	B	高级无担保
2021/10/5	花样年	惠誉	c	ccc-	高级无担保
2021/10/8	富力地产	标普	B-	B	长期外币发行评级
2021/10/11	当代置业	穆迪	Caa3	B3	高级无担保
2021/10/12	中南建设	标普	B	B+	长期外币发行评级
2021/10/13	新力控股	穆迪	Ca	Caa2	长期企业家族评级
2021/10/13	绿地控股	标普	B+	BB	长期外币发行评级

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

房企债务兑付困难频现

- 2021年9月恒大财富挤兑事件爆发,这对房企的融资和销售均产生进一步影响。近期房企信用风险开始不断暴露,10月已有多家房企出现债务兑付困难。10月4日,花样年发布公告宣布未能偿还到期的优先票据;10月11日,新力控股发布公告宣布有若干逾期付款;10月11日,当代置业也发布公告寻求即将到期的中期票据展期。地产美元债违约事件频发,致使最近一周中资地产美元债集体下跌。部分房企已迅速开展动作,回购美元债以稳定境外市场表现,比如融创中国、建业地产、世茂集团。我们认为房企信用风险若进一步发酵,可能会影响到我国其他优质房企在境外市场上的信用声誉。

图表 8: 部分房企发生债务兑付困难

时间	公司	公告内容
2021/10/4	花样年	2021年到期的7.375%优先票据中剩余未偿还本金2.06亿美元,该笔票据于2021年10月4日到期,公司未在该日付款。
2021/10/11	新力控股	公司若干附属公司有若干逾期付款。公司持续与有关贷款人积极进行协商,以期就还款安排达成一致。
2021/10/11	当代置业	寻求2021年到期的12.85厘优先票据展期。公司董事会主席张雷先生和公司总裁张鹏先生有意向集团提供8亿元人民币股东贷款,预计2-3个月内完成。

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 9：部分房企回购美元债

时间	公司	公告内容
2021/9/27	融创中国	公司已于公开市场回购合计 7,860 万美元的票据，分别为(i)本金总额 5,580 万美元的 2020 年 7 月票据；及(ii)本金总额 2,280 万美元的 2020 年 8 月票据。
2021/10/12	建业地产	公司从公开市场上购回部分 2021 年 11 月票据，本金总额为 14,280,000 美元，占 2021 年 11 月票据初始本金总额 3.57%。
2021/10/13	世茂集团	赎回于 2021 年到期之 6.375% 优先票据，公司已按票据尚未偿还本金额 820,000,000 资金悉数存入于受托人指定银行账户。
2021/10/14	正荣集团	公司于公开市场回购部分优先票据，合计 3,300 万美元。

来源：公司公告，国金证券研究所

预计政策改善将近

- 基于上述地产行业基本面的持续边际恶化，我们认为监管部门未来大概率会出台相应措施加以缓和，确保不让系统性风险发生。我们认为若政策仍持续保持严厉，10 月新房销售或将继续下滑，届时三批次集中供地时，国企开发商或也将无充裕现金托底。若年底再进行政策调整，彼时所需力度或更大。我们认为地产政策层面全方位严格调控的最艰难时期已经过去，未来地产股估值受到压制的最大因素将有边际改善，坚定看好地产板块 Q4 行情，建议超配。

政策边际改善已有初步迹象

- 2021 年 9 月 24 日举行的央行例会上，明确指出要“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”。9 月 29 日，人民银行、银保监会联合召开房地产金融工作座谈会上再次提及这一点，并指出会议要求金融机构配合地方政府做好维护工作。
- 10 月以来，广州、佛山、苏州等地的国有银行，已出现房贷利率下调。苏州部分额度充足的银行放贷速度加快。
- 10 月 9 日，哈尔滨市住建局联合多部门制定的《关于促进我市房地产市场平稳健康发展的实施意见》在市场上公布。《意见》在土地款缴纳期限、监管资金、预售条件、购房门槛和补贴等多个方面有所放松，这些均有利于房企现金流的改善。本次政策放松力度与疫情期间相当。值得一提的是，《意见》自 2021 年 10 月 1 日开始执行，该政策至今尚未被调整。我们预计未来会有更多销售下滑严重，房价呈下跌趋势的城市会以此为样本，基于“房住不炒，一城一策”的总基调，在供给和需求多个维度选择与自身城市相适应的政策。

图表 10: 哈尔滨放松政策对比

	《关于促进我市房地产市场平稳健康发展的实施意见》	《关于应对新冠肺炎疫情影响推进我市房地产平稳发展的通知》
出台时间	2021年10月	2020年5月
土地款缴纳	自2021年10月1日起,新出让的土地项目(以发布土地出让公告时间为准),缴纳土地出让起始价的20%作为竞买保证金,土地出让合同签订后,一个月内缴纳土地成交价款的50%,六个月内缴齐剩余土地成交价款,并按照规定缴纳相应利息	房地产开发项目土地招拍挂出让竞买保证金按20%比例缴纳,对于已签订《土地出让合同》,重新约定缴纳土地出让金期限为自疫情消除后的1个月内缴纳(延长期不计利息、滞纳金和违约金)交付土地和开、竣工时间照此顺延
预售条件	高层达到一层工程主体施工形象、多层达到二层工程主体施工形象的,企业可按栋申请商品房预售许可证	高层达到工程主体一层施工形象、多层达到二层工程主体施工形象的,企业可按栋申报商品房预售许可,对取得预售许可的楼盘,应将准售房源全部公开,不得分期分批销售,线上方式销售,对线上销售的商品房,加大网签备案支持力度
购房补贴	对原籍不在当地,因工作或上学等各种原因来哈的新市民,在哈购置首套商品房时即可享受购房补贴,购房补贴以货币形式一次性发放,发放标准为1万元,购房人出具经网签确认的商品房买卖合同后,市财政将资金拨付资金申请部门负责发放	大中专以上学历的人才在哈购房可获得购房补贴。其中具体的补贴金额为:全日制博士生10万元、全日制硕士生5万元、全日制本科生3万元、大中专生(含技工院校)2万元,购房补贴以货币形式一次性发放
公积金贷款	放宽二手房公积金贷款房龄年限,由20年提高到30年,贷款年限与房龄之和不超过50年	2020年1-6月份未能按时足额缴存住房公积金的,期间缴存时间连续计算,不影响缴存人申请住房公积金贷款。
审批效能	建立在哈建筑企业白名单制度,在哈建筑企业在本市行政区域内无信访、投诉、举报和上级督办事项的,原则上免于市级建筑市场监督管理,属地执法部门在日常监督检查中相应降低检查频率	全面推行“不见面”办理,提供“网上办”“预约办”等方式,自2020年3月1日起,对房地产开发三级和四级以及暂定级、建筑业企业工程勘察劳务、工程监理丙级及事务所等资质延续办理推行告知承诺制
监管资金	监管资金入账金额在扣除5%留存监管资金后仍有余额的,在返还各阶段监管资金的基础上,每阶段提高原来应返额度的20%,以减轻企业流动资金压力	按照每阶段提高原来应返额的20%比例予以返还,以减轻企业流动资金压力,但需确保最后阶段监管资金比例不少于5%
纳税	自2021年10月1日起,全市普通标准住宅、非普通标准住宅、其他类型房地产土地增值税预征率分别按1.5%、2%、2.5%执行	2020年内对于确有特殊困难不能按期缴纳税款的房地产企业,可向税务机关申请,由税务机关依照规定办理不超过三个月的延期缴纳税款

来源: 哈尔滨日报, 国金证券研究所

投资建议

- **地产估值处于历史底部区间,看好板块估值修复的β行情。**当前A股地产板块平均PE(ttm)和港股地产板块平均PE(ttm)分别为5倍和4倍,均处于历史底部区间。我们看好政策边际改善后,整个板块的估值修复行情。
- **优质民营房企有望获得超额收益。**当前房企估值分化明显,民营房企和国企平均2021PE分别为3.6x和5.3x。我们认为资产流动性较好的民营房企未来有望获得超额收益。比如港股的融创中国,A股的新城控股。

图表 11: A 股地产公司 PE 走势



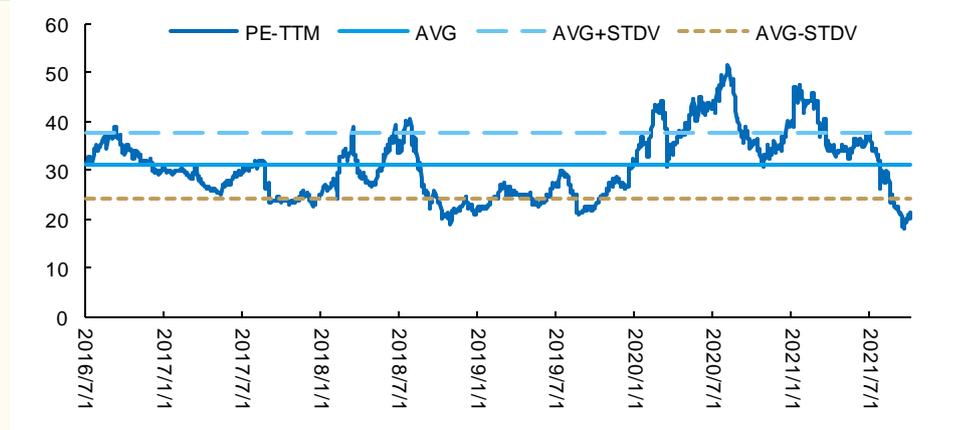
来源: Wind, 国金证券研究所

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	2,410	3.57	2.70	5.8	5.2	415	463	7.5%	11.4%
保利地产	600048.SH	买入	1,616	2.42	2.71	5.6	5.0	289	324	3.5%	12.0%
招商蛇口	001979.SZ	买入	960	1.46	1.69	7.8	7.2	123	134	-23.6%	9.2%
建发国际	1908.HK	买入	149	1.75	2.53	6.8	4.7	22	32	35.1%	44.2%
龙光集团	3380.HK	买入	374	2.34	2.84	3.4	2.4	111	157	36.7%	41.2%
金科服务	9666.HK	买入	245	1.70	2.57	22.1	14.6	11	17	68.5%	80.2%
华润万象生活	1209.HK	增持	822	0.36	0.64	126.5	58.7	6.5	14	76.7%	116.3%
平均值			940	1.94	2.24	25.4	14.0	140	163	29.2%	44.9%
中位值			822	1.75	2.57	6.8	5.2	111	134	35.1%	41.2%

来源: wind, 国金证券研究所 注: 1) 数据截至 2021 年 10 月 14 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

- 房地产调控定力超预期。
- 销售数据下滑幅度超预期。
- 大量房企债务违约。

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

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

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