

A 股房地产行业 2021 年三季报综述：行业下行趋势延续，关注存量市场机会

——房地产行业深度报告

同步大市 (维持)

2021 年 11 月 05 日

行业核心观点：

房地产行业基本面仍处于向下阶段，当前政策上已经开始纠偏，预计将逐渐恢复至正常水平。A 股房地产各板块估值处于低位，其中物业管理板块盈利稳定性较高，当前时点主要受制于开发板块的信用风险事件影响，随着开发板块风险逐渐释放，估值修复可期，同时建议关注财务状况与信用较好的头部优质房企估值修复机会。

投资要点：

物业管理板块营业收入与利润保持稳定增长，在房地产行业各细分领域中表现相对较好：A 股物业管理板块营业总收入增速为 31.6%，较中期提升 3.3pct，A 股主要的物业管理公司招商积余 (+27%)、南都物业 (+15%)、新大正 (+61.7%)、特发服务 (+58.9%)。2021 年前三季度住宅开发板块营业总收入同比增速为 22.4%，较中期回落 6.7pct，主要是一方面房地产调控力度持续加强下，2021 年房地产开发企业资金面紧张，三季度竣工增速持续回落，另一方面 2020 年基数影响；

房企盈利水平遇到挑战，整体呈现下行趋势：2021 年前三季度，住宅开发板块毛利率水平为 20%，较中期下降 1pct；商业地产毛利率水平为 24.8%，较中期下降 1.2pct；产业地产毛利率为 22.6%，较中期提升 1.1pct；物业管理板块毛利率水平为 17.5%，较中期下降 0.9pct；房产租赁经纪毛利率为 19.6%，较中期下降 0.9pct。

三季度房地产市场销售低迷，现金回款增速较中期均出现不同程度下滑，房企回款压力仍然较大：2021 年前三季度，住宅开发板块销售商品、提供劳务收到的现金同比增速为 19.3%，较中期增速下滑 21pct；商业地产销售商品、提供劳务收到现金同比增速为 13.6%，较中期增速下降 17.3pct；产业地产销售商品、提供劳务收到现金同比增速下滑 21.3%，较中期增速下降 5pct；服务类板块收到现金较中期增速均有一定下滑，但整体仍维持相对较高增速，物业管理和房产租赁经纪板块销售商品、提供劳务收到现金同比增速分别为 26.5% 和 15.8%，较中期增速分别下降 3.3pct 和 12.2pct；

基金重仓配置比例有所回升，但仍处于低位：2021 年三季末房地产行业基金重仓配置比例为 1.39%，低于标准配置比例 0.9pct，环比 +0.3pct。开发类板块公司持仓情况出现分化，央企、国企背景等高信用公司获得明显增持，如保利发展、金地集团、招商蛇口等；部分民营房企遭到减持，如新城控股、金科股份、碧桂园等。保利发展持仓总市值超过万科 A，居于房地产行业基金重仓持股首位。物管公司：招商积余、中海物业、华润万象生活、保利物业、新大正等个股增持明显，持股占流通市值比分别提升

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

坚持构建房地产健康发展长效机制，房地产税试点渐行渐近

万联证券研究所 20200824-行业周观点-AAA-基本面彰显韧性，估值有待修复

万联证券研究所 20200817-行业周观点-AAA-7月地产数据超预期，低估值修复临近

分析师：徐飞

执业证书编号：S0270520010001

电话：021-60883488

邮箱：xufei@wlzq.com.cn

+11.14pct、+1.63pct、+0.38pct、+1.51pct 和+2.07pct。

风险因素：行业基本面持续快速下行、持续大幅收紧房地产信贷政策。

正文目录

1 物业管理板块营业收入与利润保持稳定增长，在房地产行业各细分领域中表现较好	4
1.1 A 股房地产各细分领域营业收入增长情况表现不一.....	4
1.2 A 股房地产行业各细分领域中物业管理与商业地产盈利能力表现突出.....	4
2 房企盈利能力延续下行趋势	6
2.1 毛利率与净利率水平：整体呈现下行趋势.....	6
2.2 期间费用率：各板块业务特点不同导致期间费用率表现差异较大.....	7
3 资产负债比率变动幅度不大，回款压力仍在	9
3.1 资产负债比率变动幅度不大.....	9
3.2 住宅开发板块现金短债比有所改善.....	11
3.3 房地产销售持续低迷，相关板块回款压力上升.....	11
3.4 预收账款对营收覆盖度保持相对稳定.....	12
4 基金重仓配置比例有所回升，但仍处于低位	14
5 板块估值与投资建议	15

图表 1: A 股房地产行业各子板块营收增速情况 (%).....	4
图表 2: 房地产行业各子板块营业利润同比增速 (%).....	5
图表 3: 房地产行业各子板块归母净利润同比增速 (%) (房产租赁经纪归母净利润增速--右轴).....	5
图表 4: A 股房地产租赁经纪个股利润增速情况 (%).....	5
图表 5: A 房地产行业各子板块毛利率 (%).....	6
图表 6: A 房地产行业各子板块净利率 (%).....	6
图表 7: A 股房地产行业重点个股盈利能力变动情况 (%).....	6
图表 8: A 股房地产行业各子板块期间费用率 (%).....	7
图表 9: A 股房地产行业各子板块管理费用率 (%).....	7
图表 10: A 股房地产行业各子板块销售费用率 (%).....	8
图表 11: A 股房地产行业各子板块财务费用率 (%).....	8
图表 12: A 股房地产行业各子板块净负债率.....	9
图表 13: A 股房地产行业各子板块剔除预收款项后的资产负债率(算术平均) (%).....	9
图表 14: A 股房地产行业各子板块资产负债率 (%).....	9
图表 15: A 股部分房企负债率情况 (%).....	10
图表 16: A 股房地产行业各子板块现金短债比 (%).....	11
图表 17: 销售商品提供劳务收到的现金/营业收入(整体法) (%).....	11
图表 18: A 股房地产行业各子板块销售商品、提供劳务收到的现金同比增速.....	12
图表 19: 预收账款同比增速.....	12
图表 20: 预收账款/营业收入.....	12
图表 21: 房地产行业各细分板块基金重仓配置情况 (%).....	14
图表 22: 2021 三季末基金重仓持有房地产行业主要个股情况 (%).....	14
图表 23: A 股房地产各板块估值情况.....	15
图表 24: A 股房地产板块主要个股估值情况 (%).....	16

我们以申万行业分类(2021)中房地产板块三级分类对A股房地产行业各细分领域(住宅开发、商业地产、产业地产、物业管理、房产租赁经纪)2021年前三季度业绩整理如下:

1 物业管理板块营业收入与利润保持稳定增长, 在房地产行业各细分领域中表现较好

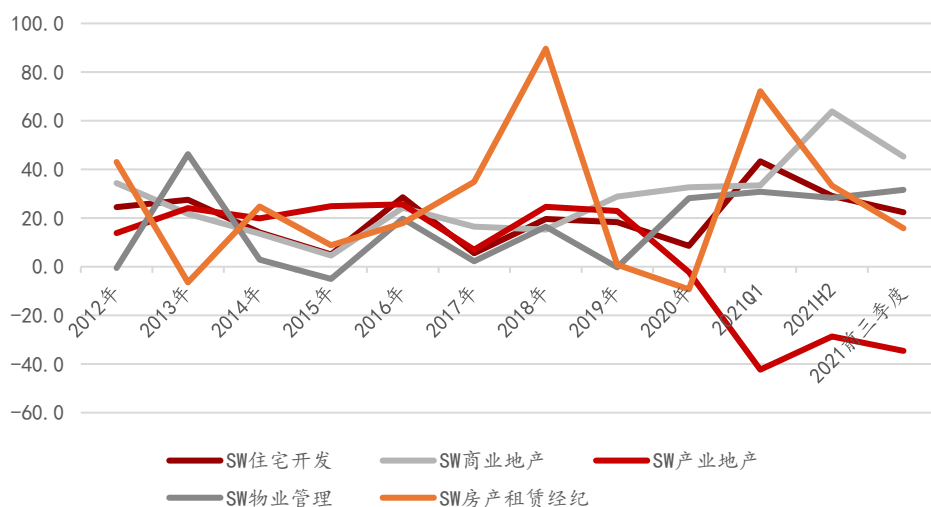
1.1 A股房地产各细分领域营业收入增长情况表现不一

各细分板块中仅物业管理板块营收增速较中期有所提升: 2021年前三季度, 住宅开发板块营业总收入同比增速为22.4%, 较中期回落6.7pct; 商业地产板块营业总收入同比增速为45.3%, 较中期回落18.5pct; 产业地产同比增速-34.5%, 较中期下滑幅度扩大5.9pct; 物业管理板块营业总收入增速为31.6%, 较中期提升3.3pct; 房产租赁经纪板块营业总收入同比增速为15.8%, 较中期下降17.5pct。

住宅开发板块结算收入增速持续回落: 2021年前三季度住宅开发板块营业总收入同比增速为22.4%, 较中期回落6.7pct, 主要是一方面房地产调控力度持续加强下, 2021年房地产开发企业资金面紧张, 三季度竣工增速持续回落, 另一方面2020年基数影响。

物业管理板块业绩稳定特性突出: A股主要的物业管理公司招商积余(+27%)、南都物业(+15%)、新大正(+61.7%)、特发服务(+58.9%)。

图表1: A股房地产行业各子板块营收增速情况(%)

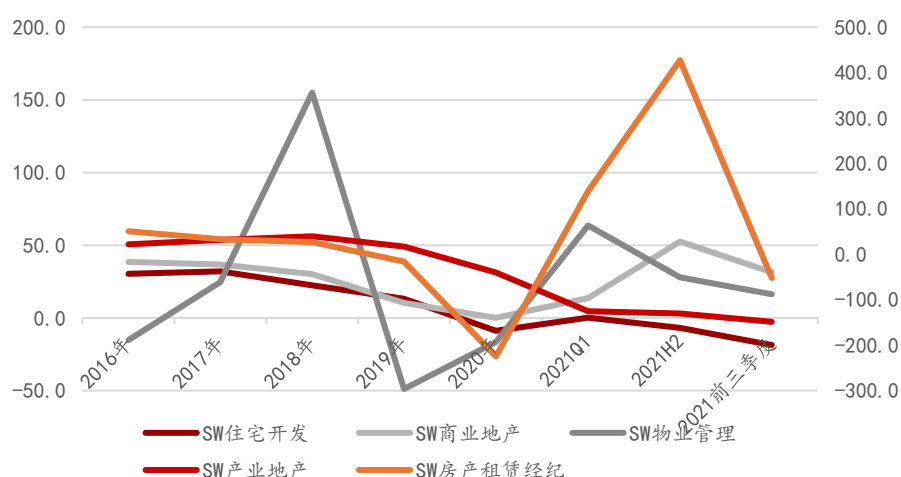


资料来源: wind, 万联证券研究所

1.2 A股房地产行业各细分领域中物业管理与商业地产盈利能力表现突出

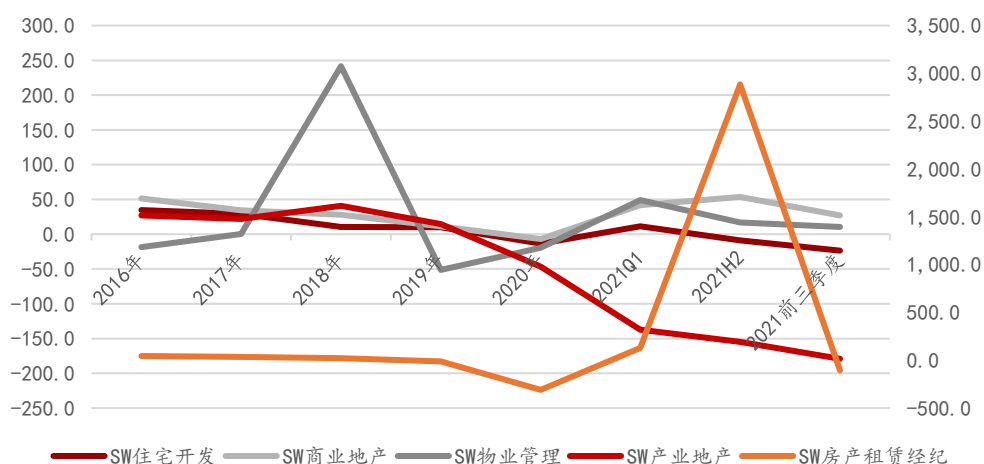
各细分板块中仅物业管理与商业地产板块利润增速保持正向: 2021年前三季度, 住宅开发板块归母净利润同比增速-23.6%, 较中期下滑幅度扩大14.6pct; 商业地产归母净利润同比增速为26.9%, 较中期下滑26.7pct; 产业地产板块下滑179.1%, 较中期下滑幅度扩大24.5pct; 物业管理板块归母净利润同比增速为10.3%, 较中期回落6.4pct; 房产租赁经纪板块归母净利润同比下滑106%, 主要是该板块成分股仅三个个股且规模小, 受国创高新业务扩张导致成本上升以及计提大额商誉减值导致整体板块数据表现不佳, 我爱我家与世联行三季度业绩增速表现相对较好。

图表2: 房地产行业各子板块营业利润同比增速 (%)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表3: 房地产行业各子板块归母净利润同比增速 (%) (房产租赁经纪归母净利润增速--右轴)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表4: A股房地产租赁经纪个股利润增速情况 (%)

证券代码	证券简称	2021 三季 营业利润 (亿元)	2021 三季 归母净利 润(亿 元)	2021 三季营 业利润(同比 增长率) (%)	2021 三季 净利润(同 比增长率) (%)
000560.SZ	我爱我家	6.4	4.8	85.7	80.2
002285.SZ	世联行	2.0	1.1	766.0	283.4
002377.SZ	国创高新	-6.1	-6.1	-699.6	-819.8

资料来源: wind, 万联证券研究所

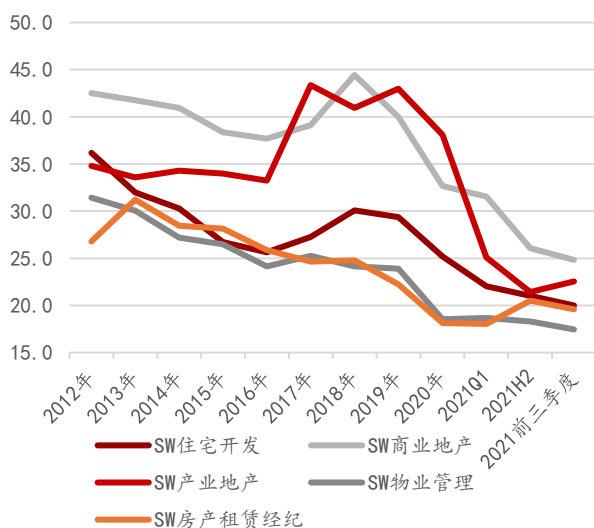
2 房企盈利能力延续下行趋势

2.1 毛利率与净利率水平：整体呈现下行趋势

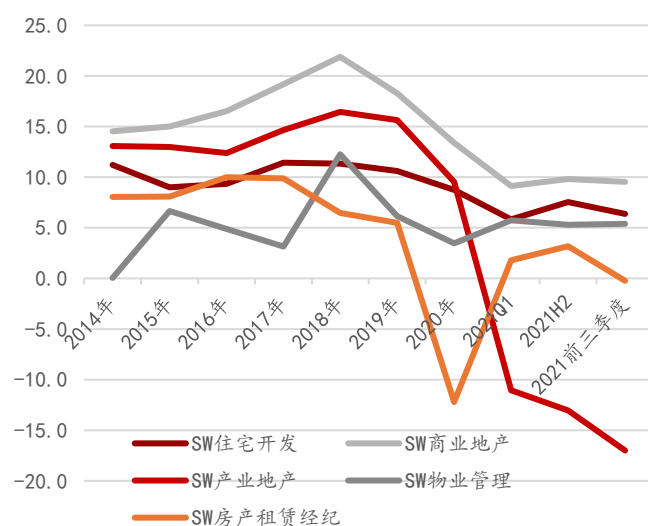
毛利率：在房地产“稳房价、稳地价、稳预期”的政策调控方向下，房企盈利水平遇到挑战，整体呈现下行趋势。2021年前三季度，住宅开发板块毛利率水平为20%，较中期下降1pct；商业地产毛利率水平为24.8%，较中期下降1.2pct；产业地产毛利率为22.6%，较中期提升1.1pct；物业管理板块毛利率水平为17.5%，较中期下降0.9pct；房产租赁经纪毛利率为19.6%，较中期下降0.9pct。

净利率：2021年前三季度，住宅开发板块净利率水平为6.4%，较中期下降1.2pct；商业地产净利率水平为9.5%，较中期下降0.3pct；产业地产净利率为-17%，较中期下降3.9pct；物业管理板块净利率水平为5.4%，较中期提升0.1pct；房产租赁经纪净利率为-0.2%，较中期下降3.4pct。

图表5：A房地产行业各子板块毛利率（%）



图表6：A房地产行业各子板块净利率（%）



资料来源：wind，万联证券研究所

资料来源：wind，万联证券研究所

图表7：A股房地产行业重点个股盈利能力变动情况（%）

住宅开发板块主要公司毛利率与净利率情况

证券代码	证券简称	毛利率（%）			销售净利率（%）		
		2020年	2021中报	2021 三季度	2020年	2021中报	2021 三季度
000002.SZ	万科A	29.2	22.9	22.1	14.1	9.7	9.1
600048.SH	保利发展	32.6	32.5	29.8	16.5	16.3	14.0
600606.SH	绿地控股	14.4	11.9	11.5	4.6	3.9	3.5
600383.SH	金地集团	32.9	17.4	18.1	18.2	8.5	10.6
600641.SH	万业企业	45.3	54.3	53.9	31.7	46.1	46.8
000656.SZ	金科股份	23.2	20.1	19.5	11.1	11.1	9.5
000961.SZ	中南建设	17.3	16.3	15.5	9.9	5.3	5.1
002244.SZ	滨江集团	27.0	22.1	22.9	12.4	10.2	9.3

600376.SH	首开股份	28.0	17.0	17.2	9.5	5.1	4.2
600823.SH	世茂股份	35.4	38.6	37.4	15.0	18.3	15.9
600325.SH	华发股份	24.3	29.6	27.7	8.9	11.4	9.8
商业地产板块主要公司毛利率与净利率情况							
001979.SZ	招商蛇口	28.7	25.8	21.9	13.0	13.0	10.7
601155.SH	新城控股	23.5	19.6	19.8	11.3	6.1	6.2
000069.SZ	华侨城A	49.9	33.3	30.0	19.2	10.3	11.1
000031.SZ	大悦城	31.4	30.2	31.3	2.9	8.2	8.3
600007.SH	中国国贸	53.5	57.1	56.7	26.7	29.2	29.1
物业管理板块主要公司毛利率与净利率情况							
002968.SZ	新大正	21.4	19.3	18.2	10.0	8.3	8.1
603506.SH	南都物业	21.8	23.7	24.3	10.3	11.7	12.0
300917.SZ	特发服务	20.8	16.6	16.2	9.8	7.6	7.3
001914.SZ	招商积余	13.6	13.5	12.8	4.7	4.4	4.5
房产租赁经纪板块主要公司毛利率与净利率情况							
000560.SZ	我爱我家	26.2	30.2	29.1	3.4	6.3	5.1
002285.SZ	世联行	11.9	11.0	12.7	2.0	2.2	2.6

资料来源: wind, 万联证券研究所

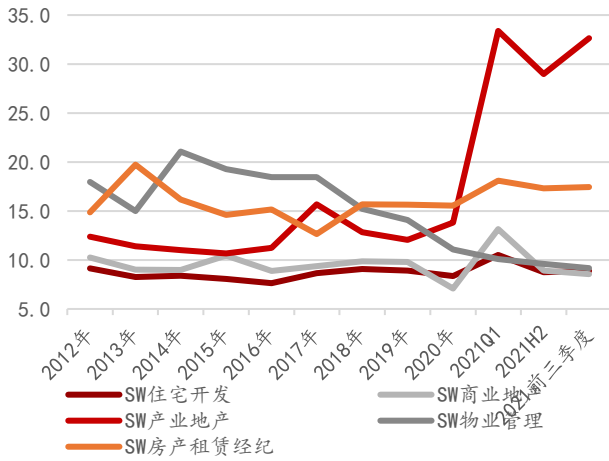
2.2 期间费用率: 各板块业务特点不同导致期间费用率表现差异较大

期间费用率方面, 除物业管理外其他房地产细分领域较去年均有不同程度提升, 但较中期变动幅度不大: 2021年前三季度住宅开发期间费用率为8.9%, 较去年末上升0.5pct, 较中期上升0.1pct; 商业地产期间费用率为8.6%, 较去年末上升1.5pct, 较中期下降0.4pct; 产业地产期间费用率为32.6%, 较去年提升18.8%, 较中期提升3.7pct; 物业管理期间费用率为9.2%, 较去年下降1.9pct, 较中期下降0.4pct; 房产租赁经纪期间费用率为17.5%, 较去年上升1.9pct, 较中期上升0.1pct;

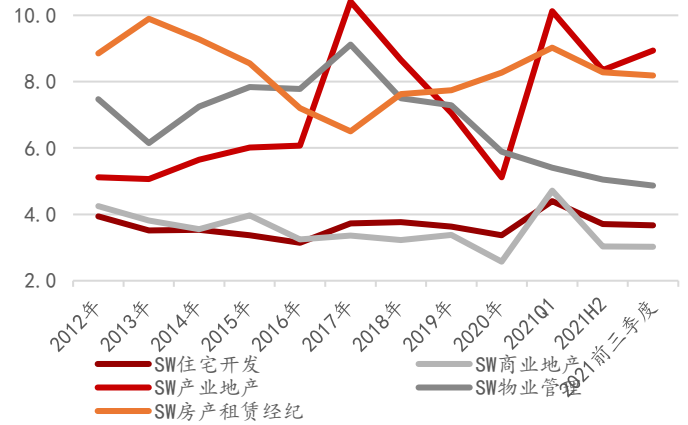
各板块业务特点不同导致期间费用率表现差异较大: 房产租赁经纪板块由于中介服务性质导致销售费用率和管理费用率偏高, 整体期间费用率处于较高水平; 产业地产板块由于2021年华夏幸福业绩暴雷财务费用率大幅提升导致板块表现异常, 如剔除华夏幸福该板块2021年前三季度财务费用率为8% (可比口径下2020年财务费用率为6%); 物业管理板块期间费用率从较长维度来看, 整体表现出下行趋势, 企业提效降费成果有所显现, 预计未来随着科技应用整体仍有一定费控的空间; 住宅开发领域受销售与结算期限错配影响下, 费用率出现阶段性的波动, 预计从年度维度来看整体保持相对稳定的状态。

图表8: A股房地产行业各子板块期间费用率 (%)

图表9: A股房地产行业各子板块管理费用率 (%)

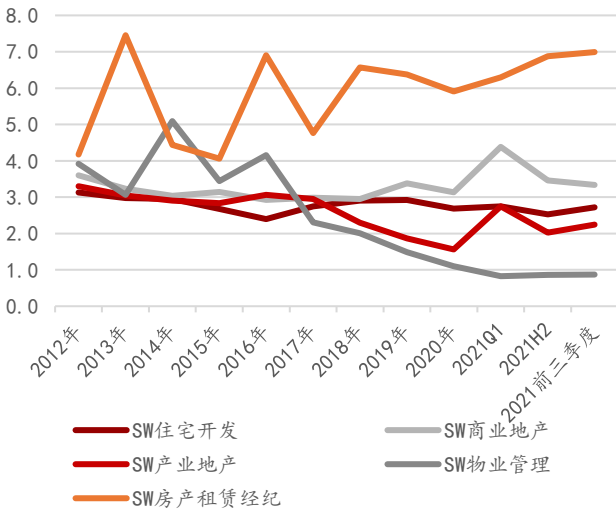


资料来源: wind, 万联证券研究所



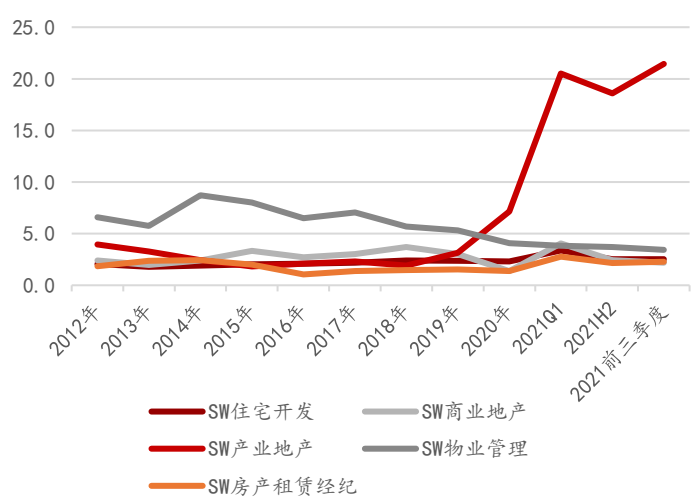
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表10: A股房地产行业各子板块销售费用率 (%)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表11: A股房地产行业各子板块财务费用率 (%)



资料来源: wind, 万联证券研究所

3 资产负债比率变动幅度不大，回款压力仍在

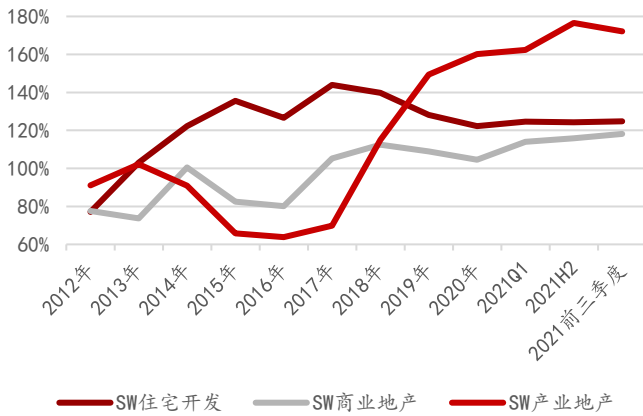
3.1 资产负债比率变动幅度不大

净负债率（净债务/归属母公司股东的权益（整体法））：2021年前三季度，住宅开发板块净负债率为125%，较去年末上升了3pct，较中期上升1pct；商业地产板块净负债率为118%，较去年末上升14pct，较中期上升2pct；产业地产净负债率为172%，较去年末上升12pct，较中期下降4pct。

剔除预收账款后的资产负债率：2021年前三季度，商业地产板块剔除预收账款后的资产负债率为57.6%，较去年末下降0.2pct，较中期下降0.1pct；住宅开发板块剔除预收账款后的资产负债率为63.1%，较去年末上升0.2pct，较中期上升0.4pct；产业地产板块剔除预收账款后的资产负债率为57.4%，较中期上升0.8pct，较中期上升0.2pct。

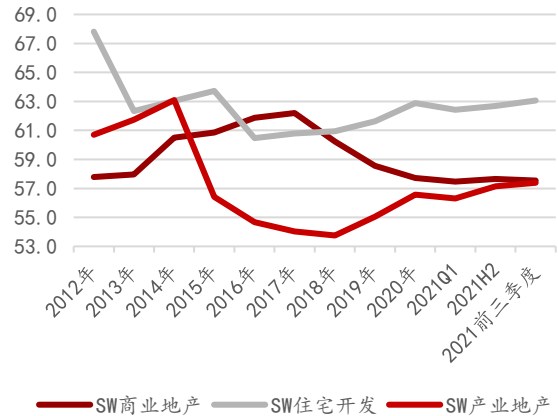
资产负债率：2021年前三季度，住宅开发板块资产负债率为80.5%，较去年末下降0.2pct，较中期下降0.1pct；商业地产板块资产负债率为74.5%，较去年末上升0.4pct，较中期下降0.4pct；产业地产板块资产负债率为75.4%，较中期上升1.2pct，较中期下降0.1pct；服务类板块保持较低负债率，环比有所改善，物业管理和房产租赁经纪板块资产负债率均为52.0%，较去年末分别上升0.9pct和4pct，较中期分别下降0.1pct和1pct。

图表12: A股房地产行业各子板块净负债率



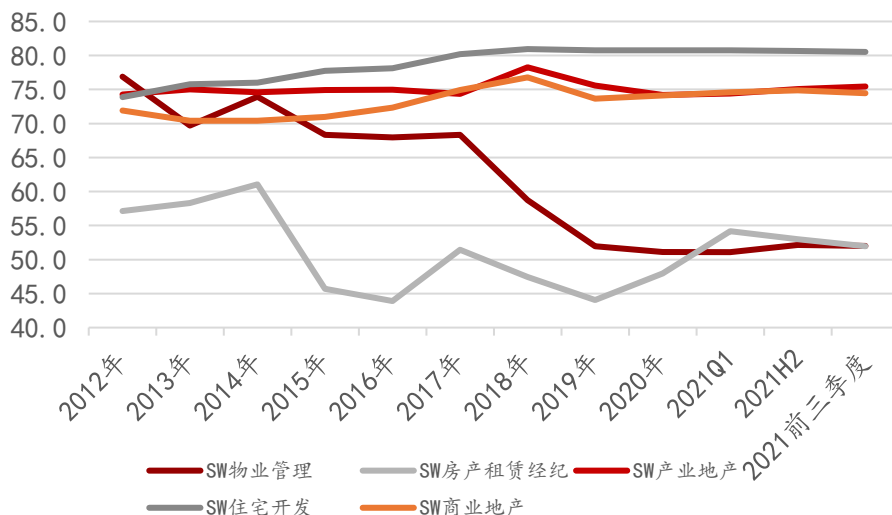
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表13: A股房地产行业各子板块剔除预收款项后的资产负债率(算术平均)(%)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表14: A股房地产行业各子板块资产负债率(%)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图15: A股部分房企负债率情况 (%)

证券代码	证券简称	资产负债率 (%)			剔除预收款项后的资产负债率 (公告口径) (%)			净负债率 (%)		
		2020	2021H1	2021 三季度	2020	2021H1	2021 三季度	2020	2021H1	2021 三季度
		住宅开发								
000002.SZ	万科 A	81.3	81.4	80.9	47.5	45.8	45.4	18.9	21.0	32.9
600048.SH	保利发展	78.7	78.0	77.9	49.4	45.9	45.0	56.6	58.7	67.6
600606.SH	绿地控股	88.9	88.2	87.7	58.7	57.1	53.9	136.1	117.3	100.6
600383.SH	金地集团	76.6	78.1	78.3	53.0	52.0	51.2	58.0	66.3	65.6
600641.SH	万业企业	13.5	10.2	9.2	9.2	9.3	8.1	-33.0	-28.5	-30.4
000656.SZ	金科股份	80.7	80.4	80.1	45.4	44.3	43.2	74.5	74.7	74.2
000961.SZ	中南建设	86.5	86.0	85.1	53.0	51.4	50.4	97.3	95.3	77.6
002244.SZ	滨江集团	83.7	83.7	84.4	41.3	40.3	38.8	83.6	91.3	80.5
600376.SH	首开股份	80.4	79.7	79.7	59.9	60.9	59.3	153.2	142.0	146.9
600823.SH	世茂股份	66.6	64.9	64.8	63.2	60.9	59.8	17.5	16.2	22.8
600325.SH	华发股份	80.3	79.9	79.0	64.0	61.2	59.0	158.7	127.8	117.1
商业地产										
001979.SZ	招商蛇口	65.6	67.9	67.8	47.8	47.2	47.6	28.1	33.2	34.0
601155.SH	新城控股	84.7	84.7	84.1	47.0	50.0	48.5	31.7	53.0	59.1
000069.SZ	华侨城 A	75.8	76.3	75.6	56.4	53.2	54.1	73.4	74.8	75.2
000031.SZ	大悦城	77.2	76.9	76.9	58.0	56.9	56.3	86.3	91.6	92.1
600007.SH	中国国贸	33.7	33.4	33.4	32.7	32.5	32.2	10.0	5.8	-0.9
产业地产										
600340.SH	华夏幸福	81.3	82.7	83.3	61.3	62.7	63.0	183.7	211.1	211.9
600604.SH	市北高新	56.2	58.1	59.8	55.9	57.6	59.4	91.4	98.2	102.1
600639.SH	浦东金桥	63.4	63.1	62.2	47.8	47.1	46.5	62.4	61.4	55.5
600648.SH	外高桥	71.4	71.7	71.3	68.6	64.5	62.3	110.8	94.1	98.5
600848.SH	上海临港	57.7	60.0	59.3	53.3	56.4	55.4	45.0	65.2	47.4
600895.SH	张江高科	55.8	56.6	58.6	53.1	56.4	58.0	96.8	83.5	86.3

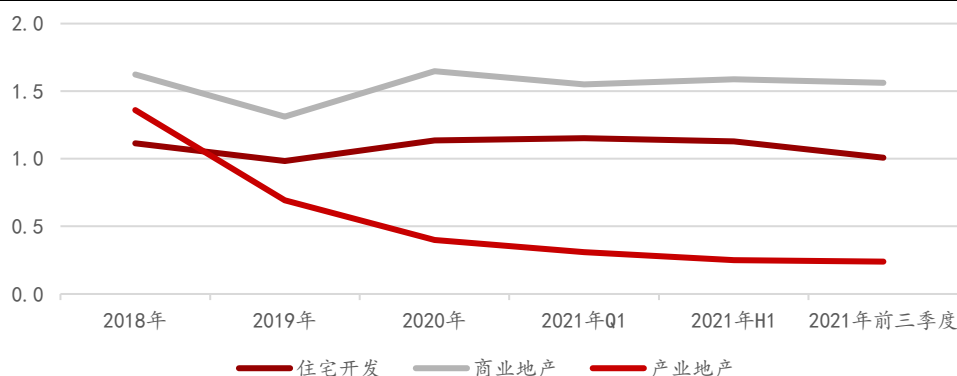
601512.SH	中新集团	41.7	42.7	43.1	37.5	37.4	37.9	6.8	9.8	15.6
-----------	------	------	------	------	------	------	------	-----	-----	------

资料来源: wind, 万联证券研究所

3.2 住宅开发板块现金短债比有所改善

现金短债比 (货币资金 / (短期借款+一年内到期非流动负债+应付票据)): 2021年前三季度, 住宅开发板块现金短债比为1倍, 较中期下降0.1倍; 商业地产现金短债比为1.6倍, 与中期持平; 产业地产现金短债比为0.2倍, 与中期持平。

图表16: A股房地产行业各子板块现金短债比 (%)



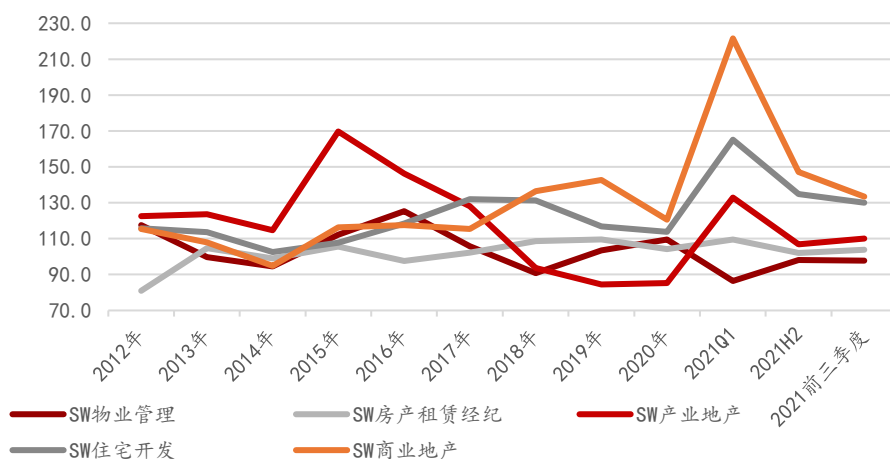
资料来源: wind, 万联证券研究所

3.3 房地产销售持续低迷, 相关板块回款压力上升

现金回款增速较中期均出现不同程度下滑, 回款压力仍然较大: 2021年前三季度, 住宅开发板块销售商品、提供劳务收到的现金同比增速为19.3%, 受三季度房地产市场销售低迷影响, 较中期增速下滑21pct, 较去年全年增速提升14pct; 商业地产板块销售商品、提供劳务收到现金同比增速为13.6%, 较中期增速下降17.3pct, 较去年全年提升1.6pct; 产业地产销售商品、提供劳务收到现金同比增速下滑21.3%, 较去年增速下降近20pct, 较中期增速下降5pct; 服务类板块收到现金较中期增速均有一定下滑, 但整体仍维持相对较高增速, 物业管理和房产租赁经纪板块销售商品、提供劳务收到现金同比增速分别为26.5%和15.8%, 较中期增速分别下降3.3pct和12.2pct。

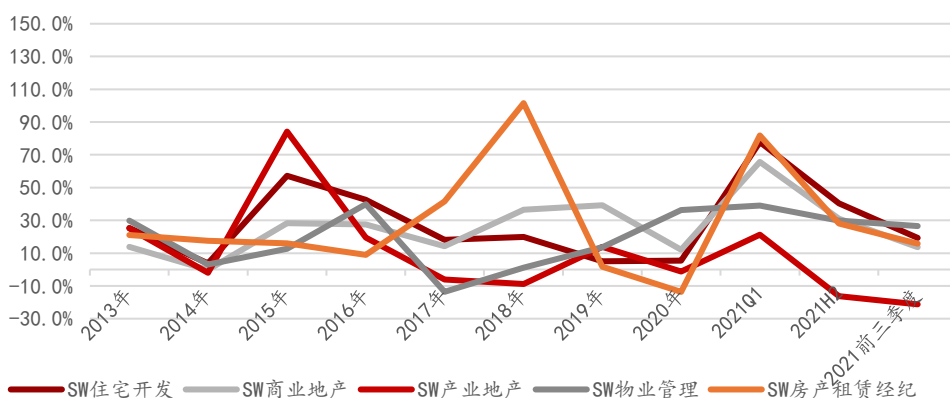
销售回款对营收覆盖程度 (销售商品提供劳务收到的现金/营业收入): 2021年前三季度, 住宅开发、商业地产、产业地产销售商品提供劳务收到的现金/营业收入分别为130.0%、133.5%和110.1%, 较中期分别变动-4.9pct、-13.7pct、+3.3pct, 较去年末变动+16.1pct、+12.9pct、+24.9pct。物业管理与房产租赁经纪销售商品提供劳务收到的现金/营业收入分别为97.8%和103.7%, 较中期变动-0.3pct和+1.7pct, 较去年变动-11.7pct和-0.5pct。

图表17: 销售商品提供劳务收到的现金/营业收入(整体法) (%)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表18: A股房地产行业各子板块销售商品、提供劳务收到的现金同比增速



资料来源: wind, 万联证券研究所

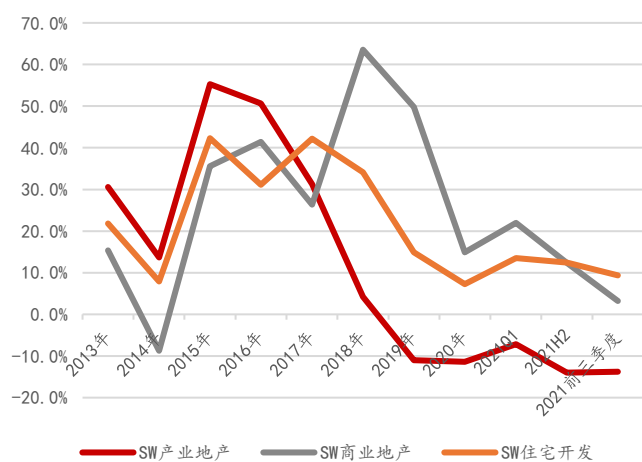
3.4 预收账款对营收覆盖度保持相对稳定

三季度市场销售持续下行, 预收账款增速下降: 2021年前三季度, 住宅开发板块预收账款同比增速为9.4%, 较中期增速下降3.1pct, 较去年末增速+2.1pct; 商业地产预收账款同比增速为3.2%, 较中期增速下滑9.1pct, 较去年末增速下降11.7pct; 产业地产预收账款同比增速为-13.8%, 较中期增速+0.2pct, 较去年下滑幅度扩大2.4pct。

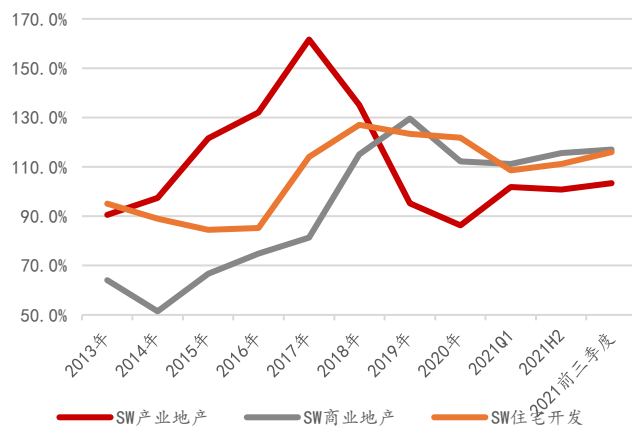
预收账款/营业收入保持在一倍以上: 截止2021年三季度末, 住宅开发、商业地产、产业地产板块的预收账款/2020年营业收入分别为116%、117%、103.5%, 与期中水平持平, 较去年末变动甚微。

图表19: 预收账款同比增速

图表20: 预收账款/营业收入



资料来源: wind, 万联证券研究所

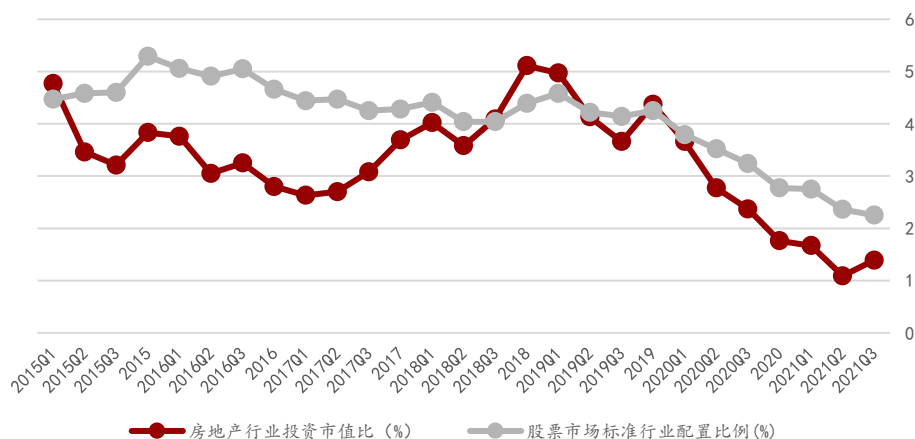


资料来源: wind, 万联证券研究所

4 基金重仓配置比例有所回升，但仍处于低位

基金重仓配置比例有所回升，但仍处于低位。2021年三季度末房地产行业基金重仓配置比例为1.39%，低于标准配置比例0.9pct，环比+0.3pct。

图表21: 房地产行业各细分板块基金重仓配置情况 (%)



资料来源: wind, 万联证券研究所

开发板块: 公司持仓情况出现分化, 央企、国企背景等高信用公司获得明显增持, 如保利发展、金地集团、招商蛇口等; 部分民营房企遭到减持, 如新城控股、金科股份、中南建设等。保利发展持仓总市值超过万科A, 居于房地产行业基金重仓持股首位。

物管公司: 招商积余、中海物业、华润万象生活、保利物业、新大正等个股增持明显, 较中期分别增加7,429.98万股、5,339.50万股、882.54万股、230.28万股、144.35万股, 对应持股占流通市值比分别提升+11.14pct、+1.63pct、+0.38pct、+1.51pct和+2.07pct。

图表22: 2021 三季度末基金重仓持有房地产行业主要个股情况 (%)

名称	2021 三季度末		季报持仓变动(万股)				持股占流通股比变动情况 (%)		
	持股总市值(万元)	2021 三季度	2021Q2	2021Q1	2020Q4	2021 三季度	2021Q2	2021Q1	
保利发展	1,584,807.70	55,461.41	-11408.52	-8459.66	298.38	4.64	-0.96	-0.7	
万科A	1,518,069.53	10,599.66	-26047.17	5520.75	1163.51	1.09	-2.68	0.57	
金地集团	248,253.27	10,093.44	-2161.54	-581.79	-7670.2	2.24	-0.48	-0.13	
招商蛇口	208,776.64	11,144.58	1978.06	1082.12	342.06	1.41	0.25	0.14	
万业企业	161,534.09	5,840.17	164.81	-	37.9	6.1	-	-	
华润置地	120,759.81	479.66	-4342.6	3828.15	2493.75	0.07	-0.61	0.54	
新城控股	118,149.77	-84.42	959.45	810.9	-818	-0.03	0.42	0.36	
华侨城A	115,339.03	5,756.57	4151.65	536.1	2267.41	0.81	0.59	0.08	
中国海外发展	100,605.49	2,073.30	1152.13	3575.02	0.2	0.19	0.1	0.33	
金科股份	87,982.34	-1,082.25	-10281.89	419.43	855.57	-0.21	-1.93	0.08	
中南建设	50,111.37	-8,385.71	-6241.67	-19784.71	2701	-2.2	-1.65	-5.2	
绿地控股	44,611.23	201.46	-659.68	43	411.13	-0.02	-0.06	-0.03	
上海临港	41,576.04	207.22	527.13	-113.53	46.41	0.15	0.08	-0.09	
万科企业	37,197.10	2,061.43	-2449.69	2484.69		1.08	-1.29		

广宇发展	34,629.71	2,261.90						
陆家嘴	23,957.05	195.77	1863.48	-2804.09	-197.15	0.07	0.63	-0.95
阳光城	20,783.43	-2,225.39	-3983.59	-4693.87	-3765.66	-0.55	-0.98	-1.16
新城发展	12,564.90	1,499.60	-299.6	1181	40	0.24	-0.05	0.19
苏宁环球	11,948.24	-1,789.63	1698.86	-185.75	2174.93	-0.78	0.74	-0.08
融创中国	10,572.11	699.4	-1157.2	1194.9	-1017.2	0.15	-0.25	0.25
西藏城投	8,974.96	-7.3	94.11	251.74		-0.05	0.12	
世茂集团	6,556.85	27.35	-63.95	170.6	181.35	0.01	-0.02	0.05
滨江集团	5,608.19	409.23	623.27	242.09		0.15	0.23	
华夏幸福	4,641.69	198.84	956.63	-737.12	-2780.67	0.05	0.25	-0.19
中国宏泰发展	4,622.48	-257.8	-391.1	-223.8	2387.2	-0.16	-0.23	-0.14
龙湖集团	3,804.15	-94.2	-98.5	316.95	-552	-0.02	-0.01	0.05
旭辉控股集团	2,994.91	414.51	-235.55	349.6	-125.05	0.05	-0.03	0.04
荣盛发展	2,485.77	-40.62	-1356.39	693.45	-1188.38	-0.01	-0.35	0.18
华发股份	1,888.31	316.65	-891.33	671.8	-102.41	0.15	-0.42	0.32
中国国贸	1,772.57	26.29	94.53	0.01		0.03	0.09	
物业管理公司								
碧桂园服务	250,646.28	-4,896.36	468.36	3767.9	-1264.3	-1.52	-0.07	1.22
招商积余	161,339.95	7,429.98	-464.94	-1166.36	-2562.4	11.14	-0.69	-1.75
中海物业	98,311.36	5,339.50	7149	5781.5	-	1.63	2.17	-
旭辉永升服务	61,674.54	989	-705.2	3918	568.4	0.6	-0.43	2.35
绿城服务	55,896.81	-1,698.00	-1303.18	-386.09	51.2	-0.53	-0.41	-0.13
新大正	54,261.89	144.35	496.22	429.09	8.25	2.07	1.03	9.23
华润万象生活	48,877.37	882.54	474.04	-	-	0.38	-	-
保利物业	33,700.93	230.28	228.22	-295.94	666.36	1.51	1.48	-1.93
新城悦服务	9,462.28	71.7	604.4			0.08		
世茂服务	5,252.24	-68.3	274.4			-0.02		
金科服务	3,989.28	109.59				0.17		
融创服务	2,650.26	93.5	104.1			0.03		
特发服务	1,717.00	-215.21	287.21			-7.33		

资料来源: wind, 万联证券研究所

5 板块估值与投资建议

目前房地产行业基本面仍处于向下阶段,目前政策上已经开始纠偏,政策调控逐渐恢复至正常水平,A股房地产各板块估值处于低位,尤其物业管理板块目前的整体估值水平22.9倍PE,处于近十年历史2%分位,板块盈利确定性相对较高,目前主要受制于开发板块的信用风险事件影响,随着开发板块风险逐渐释放,估值修复可期,同时建议关注财务状况与信用较好的头部优质房企。

图表23: A股房地产各板块估值情况(%)

房地产行业各子板块	对应 2021 年市盈率(整体法)	近十年历史分位点
CS 住宅物业开发	4.8	26.1%
CS 非住宅物业开发和运营	5.3	8.4%
CS 园区综合开发	7.6	7.4%
CS 物业经纪服务	18.4	47.8%
CS 物业管理服务	22.9	2.0%

资料来源: wind, 万联证券研究所, 截止2021年11月3日

图表24: A股房地产板块主要个股估值情况(%)

证券代码	证券简称	对应 2021 年市盈率	近十年历史分位数 (%)	股息率 (%)
000002.SZ	万科 A	5.2	0.6	6.9
600048.SH	保利发展	5.0	7.7	5.7
600606.SH	绿地控股	3.3	0.6	6.1
600383.SH	金地集团	4.1	7.9	7.0
600641.SH	万业企业	75.3	95.9	0.3
000656.SZ	金科股份	2.9	0.0	10.6
000961.SZ	中南建设	1.9	0.5	14.4
002244.SZ	滨江集团	4.4	1.7	5.6
600376.SH	首开股份	3.9	4.8	8.4
600823.SH	世茂股份	5.8	21.9	5.5
600325.SH	华发股份	3.3	0.1	8.4
001979.SZ	招商蛇口	5.7	0.0	6.5
601155.SH	新城控股	4.0	0.0	6.4
000069.SZ	华侨城 A	3.6	2.9	6.7
600007.SH	中国国贸	13.4	0.8	2.9
001914.SZ	招商积余	22.2	70.1	1.0
002968.SZ	新大正	32.7	4.0	1.5
300917.SZ	特发服务	22.4	2.5	1.5
603506.SH	南都物业	15.5	0.5	2.1

资料来源: wind, 万联证券研究所, 截止2021年11月3日

风险因素: 行业基本面持续快速下行、持续大幅收紧房地产信贷政策。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场