

二批集中供地基本完成，年末销售压力较大

——10月行业动态报告

核心观点：

- **“银十”销售同环比均下降，年末销售压力仍较大。** 2021年10月，30城新房销售面积同比增速-26.15%，环比增速为-7.60%。分一二三线城市来看，同比方面，10月一、二、三线成交面积增量分别为-12.79%/-24.62%/-37.72%；环比方面，一、二、三线增速分别为-12.57%/-24.75%/-30.03%。行业销售拐点从7月份就已经确立，开始进入负增长区间，但基本面还未触底，我们认为随着房贷回归合理投放，部分城市购房政策有所松动，11月市场销售或略有回暖，但考虑到新增按揭贷款规模具有不确定性，年末销售仍面临较大压力。
- **去化周期持续上行，处于四年内较高位。** 十大城市的存销比13.04，较上月+2.19，去化周期环比+30.27%，同比+20.18%，随着市场销售降温，去化周期开始上行，已处于2017年以来的较高水平。其中一、二线城市存销比分别为9.16、17.03，分别较上月+0.71、+4.11。
- **第二批集中供地基本完成，多因素叠加致市场降温。** 20个重点城市完成第二批次地块出让，平均溢价率为4.1%，较2020年平均溢价率-6.80pct，较首批集中供地平均溢价率-11.20pct，整体热度下降。10月新完成二轮土拍的杭州、北京、上海、武汉、长沙平均溢价率分别为4.6%/4.1%/3.4%/0.4%/0.0%。市场降温归因于：1) 三季度房地产政策调控频繁，涉及限购、限售和二手房成交参考价格等方面，叠加银行按揭额度吃紧，市场观望情绪上升，房企拿地预期下降；2) 中央持续完善房地产金融审慎管理，银行按揭额度吃紧下放周期延长，影响房企回款节奏，个别企业违约事件也在一定程度上影响房企的正常融资，叠加第二批供地严格购地自有资金审查等，拿地意愿受到抑制。
- **Q3净利润、结算毛利率承压，拿地毛利率企稳。** 2021Q3 房地产板块营收同比增速为23.14%，归母净利润同比增速为-31.48%；结算毛利率为20.60%，同比-6.65pct，实现销售净利率6.17%，同比-3.96pct，土拍政策的调整将带动土地溢价率下行，房企的盈利空间得到保障，未来行业毛利率的拐点到来可期；含合同负债的预收账款同比增长7.61%，房企未来业绩仍有保障。销售商品、提供劳务收到的现金同比+17.37%，随着下半年销售逐渐遇冷，预计全年销售商品收入的现金上涨有限。
- **投资建议：** 当前市场处于“基本面底部区域”+“政策底”的组合，政策已经释放维稳信号，信贷侧面放松可期，根据以往经验，政策对板块估值弹性的影响大于业绩，板块估值一般在基本面处于底部区域开始抬升。行业在信用风险暴露的过程中加速“优胜劣汰”的进程，逐步出清，待风险事件落地之后，行业信用格局重构，集中度进一步提升，利好经营稳健、融资成本低、杠杆结构健康的头部房企。我们建议关注优质住宅开发行业龙头股：万科A（000002）、保利地产（600048）、金地集团（600383）、新城控股（601155）、金科股份（000656）；建议关注优质物业管理公司：金科服务（9666.HK）、旭辉永升服务（1995.HK）、新大正（002968）。
- **风险提示：** 风险事件发酵超预期、融资环境改善不及预期的风险。

房地产行业

推荐（维持评级）

分析师

王秋衡

☎：(8610) 8092 7726

✉：wangqiuhe_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520050006

相对沪深300表现图



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

相关研究

【银河地产】行业动态报告-“金九”销售旺季转淡，央行释放维稳信号-9月行业动态报告

【银河地产】行业动态报告-8月销售同、环比均大幅下降，二次集中供地将迎来高峰-8月行业动态报告

【银河地产】行业动态报告-7月销售市场降温，物管板块回调带来布局机会-7月行业动态报告

【银河地产】行业动态报告-6月销售降温符合预期，第二批土地集中供应拉开帷幕-6月行业动态报告

【银河地产】行业动态报告-5月销售热度环比微降，首批土拍城市热度分化-5月行业动态报告

【银河地产】行业动态报告-市场销售热度微降，一季度杠杆率下降-4月行业动态报告

【银河地产】行业动态报告-销售热度维持高位，管理红利时代关注公司内功-3月行业动态报告

【银河地产】行业动态报告-行业投资性价比凸显，看好板块估值修复行情-2月行业动态报告



目录

一、房地产市场迈入新阶段	1
(一) 房地产行业是我国经济的压舱石	1
1、房地产业的健康发展对我国经济增长具有重要推动力	1
2、房地产经历了快速发展的黄金十五年，未来也将保持 15 万亿左右的规模	1
(二) “银十”销售持续降温，符合预期	1
1、10 月市场销售同、环比均下降	1
2、去化周期持续上行，处于四年内较高位	2
(三) 第二批土拍基本落幕，整体趋冷城市间分化显著	3
(四) 财务分析：Q3 增收不增利，土拍政策调整将带来盈利修复	5
1、利润表：板块三季度“增收不增利”，毛利率短期依旧承压，但拐点到来可期	5
2、资产负债表：预收账款小幅上涨，行业杠杆率水平有望继续下降	6
3、现金流量表：销售强韧性对现金流形成支撑	9
二、房地产行业处于成熟调整期，市场转向中速高质量发展阶段	9
(一) 中国房地产将告别暴涨时代，进入平稳健康发展时期	9
1、人口增速放缓，老龄化结构加剧，三胎政策放开	9
2、中国城市化已进入后半程，市场转向中速高质量发展阶段	10
3、房地产市场逐渐向存量阶段过渡，存量市场规模大，机遇丰富	12
(二) 房地产长效机制逐步完善	12
1、理性看待土地出让收入划转税务部门征收的影响	12
2、坚持“房住不炒”定位，防止以学区房等名义炒作房价	13
3、2021 两会政府工作报告-以“稳”为主，关注大城市住房问题，强调居住属性	13
4、地方政府加码房地产政策响应中央，稳定市场预期	15
5、房地产税试点工作或将加速落地	15
6、规范行业秩序，政策对物管行业的支持大方向未变	16
(三) 物业管理行业迎来“黄金时代”	16
1、物管政策助推行业快速规范发展	16
2、物管企业上市热潮持续，进程或将放缓	17
三、房地产行业在资本市场中的表现情况	18
(一) 房企迎来平台化发展，“估值+业绩”双提升	18
1、房企布局呈现多元化，平台型房企将享受业绩+估值双提升	18
2、LPR 连 18 期持平	19
(二) 目前房地产行业 PE 处于历史底部区域，向上修复空间较大	20
1、房地产板块 PE、PB 估值比较	20
2、房地产板块与各行业 PE、PB 估值比较	20
3、物业管理版块市场表现	21
4、物管个股表现	21
四、投资建议	22
五、风险提示	22
插图目录	23
表格目录	24

一、房地产市场迈入新阶段

（一）房地产行业是我国经济的压舱石

房地产业是我国经济中具有先导性和基础性的重要产业，同时也是一个资金密集型和劳动密集型的产业，具有产业链长、关联产业多、行业带动效应明显、与居民生活水平密切相关等特点。房地产行业无论是从宏观层面、中观层面还是从微观层面看，都对我国国民经济、关联产业发展、居民福利等方面具有重要影响。

1、房地产业的健康发展对我国经济增长具有重要推动力

从宏观层面看，房地产业的健康发展对我国经济增长具有重要推动力，同时在经济周期中扮演重要角色。2020年我国全社会固定资产投资完成额为52.73万亿元，而房地产开发投资完成额为14.14万亿元，占当年全社会固定资产投资完成额的26.82%，同比增长7.0%。从中观层面来看，房地产业自身产业链长，关联产业多，与数十个产业存在密切关联性。房地产业的稳步发展，不但通过原材料需求推动了上游建材产业（如，钢铁、水泥、玻璃等）的发展，同时通过产品生产及销售环节，为下游诸多产业（如，家电、装饰装修和批发零售业等）带来广阔的需求空间。从微观层面来看，在我国商品房既是居民生活的基本需求，但同时成为了不少居民的投资或投机的对象。房地产业发展至今，在改善居民住房水平方面起到关键的作用，城镇居民自有住房拥有率已经大大提高，总体上居民居住条件和居住环境也得到极大改善，从无房、租房向有房、住好房转变。

2、房地产经历了快速发展的黄金十五年，未来也将保持15万亿左右的规模

房地产业自“招拍挂”制度推出后迎来快速发展的黄金十五年，现今已成为了在中国经济中地位举足轻重的一部分，从GDP、财政、投资多个方面影响着中国。在中国经济开始走向新时代的大背景下，“房住不炒”的指导思想更是决定了未来房地产市场的发展方向，这一系列的改变影响着房地产开发商们的战略决策与业务模式。自2004年经营性用地全面实行“招拍挂”制度以来，中国房地产市场经历了快速发展的黄金十五年。作为中国经济的重要增长点，房地产不仅对GDP增长产生了巨大的推动作用，更改善了人民生活，促进了城市化进程，推动了上下游产业的共同发展。在中国发展的新时代，房地产行业已经迈上新的平台，正跨过新的起跑线，无疑将呈现出新的趋势和特点。近一年多来，房地产政策趋严不松动，投机需求逐步离场，市场预期正在转变，销售额增幅会逐渐降低，但也将保持15万亿左右的规模，这是个巨大的成熟市场。

（二）“银十”销售持续降温，符合预期

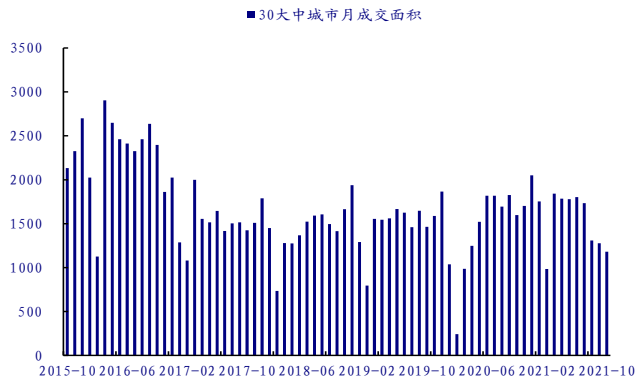
1、10月市场销售同、环比均下降

2021年10月，30城新房销售面积为1180.05万平方米，同比增速-26.15%，环比增速-7.60%，成交套数为115237套，同比增速为-23.77%，环比增速为-4.49%。本月成交面积和套数同、环比均有一定幅度的下滑。行业销售拐点从7月份就已经确立，开始进入负增长区间，但基本面还未触底，我们认为随着房贷回归合理投放，部分城市购房政策有所松动，11月市场销售或

略有回暖，但考虑到新增按揭贷款规模具有不确定性，年末销售仍面临较大压力。

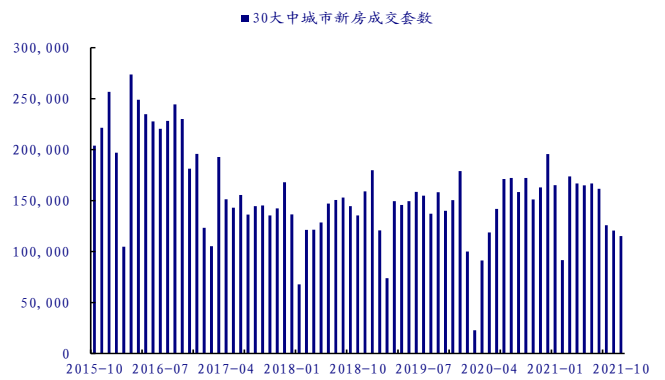
分一二三线城市来看，同比方面，10月单月一、二、三线成交面积同比增长分别为-12.79%/-24.62%/-37.72%；环比方面，一、二、三线增速分别为-12.57%/-24.75%/-30.03%，一、二、三线城市成交均走低，其中三线的销售压力最大，未来区域间的分化将继续拉开。

图 1: 30 大中城市新房成交面积情况 (万平方米)



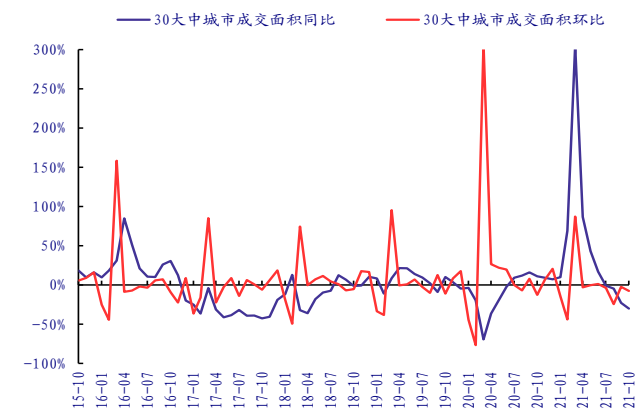
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 2: 30 大中城市新房成交套数情况 (套)



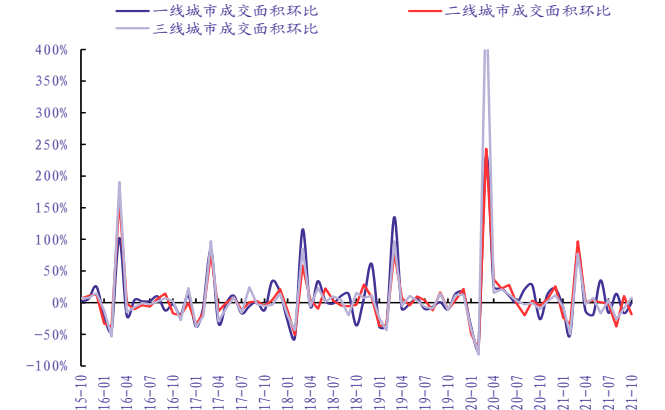
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 3: 30 大中城市月成交面积同比及环比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 4: 重点一二三线城市成交面积环比 (%)

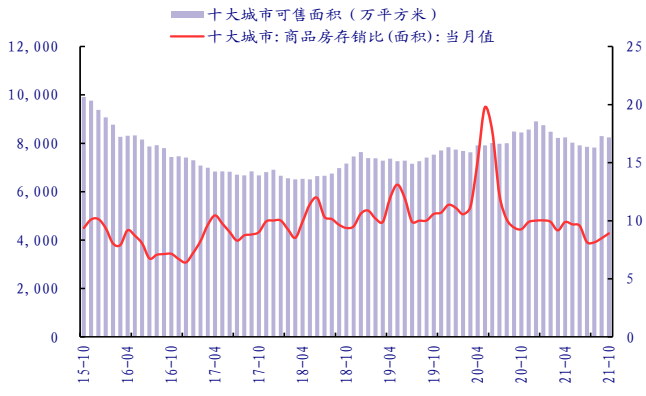


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2. 去化周期持续上行，处于四年内较高位

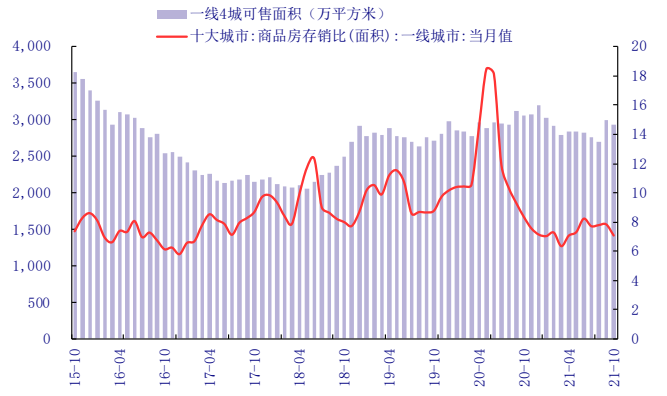
截至 2021 年 10 月 31 日，十大城市的存销比为 13.04，较上月+2.19，去化周期环比+30.27%，同比+20.18%，随着市场销售降温，去化周期开始上行，已处于 2017 年以来的较高水平。分线来看，一、二线城市存销比分别为 9.16、17.03，分别较上月+0.71、+4.11，一线城市去化周期显著低于二线城市。

图 5：十大城市可售面积及存销比



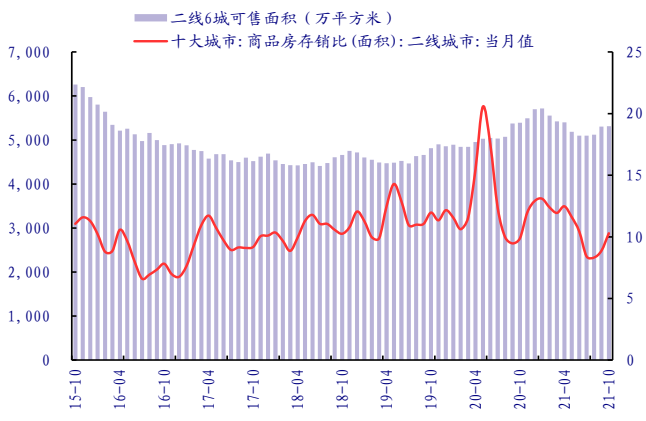
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 6：一线 4 城可售面积及存销比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 7：二线 6 城可售面积及存销比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（三）第二批土拍基本落幕，整体趋冷城市间分化显著

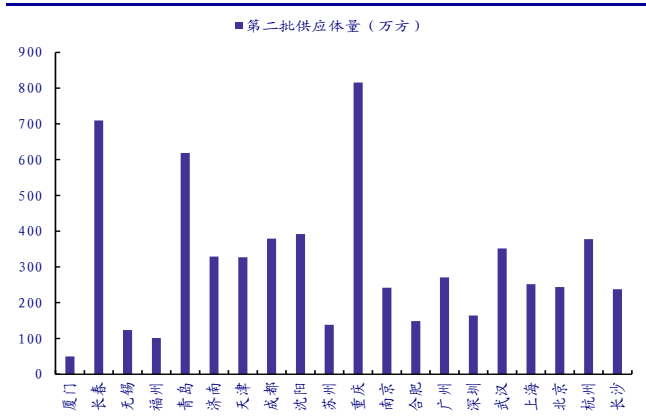
第二批集中供地节奏放缓，挂牌和出让时间有所延期。为响应中央加快完善“稳地价”要求，多数城市延期挂牌出让，并调整土拍规则，一方面加强购地自有资金监管来提高房企土拍门槛，另一方面通过严控溢价和取消“竞配建”等出让方式降低企业拿地成本。第二批次地块原计划在 7 月份集中挂牌，受土拍规则调整影响，多数城市在 8 月份挂牌并于 9-10 月集中成交。截至 10 月 31 日，22 个重点城市中 21 个城市正式发布挂牌公告，其中深圳、青岛和杭州中止后再度挂牌，沈阳、福州等 5 个城市挂牌后延期出让并调整土拍规则，成都、北京等城市调整土拍规则后延期挂牌，宁波尚未挂牌。

整体热度降温，城市间市场分化持续显著。截至 10 月 31 日，武汉、上海、北京、杭州等 20 个重点城市完成第二批次地块出让，平均溢价率为 4.1%，较 2020 年平均溢价率-6.80pct，较首批集中供地平均溢价率-11.20pct，整体热度下降。各重点城市中，厦门地块由于在土拍规则调整之前完成出让，整体溢价率较高（25.4%），福州、深圳、南京热度处中位，优质地块吸引力仍在，平均溢价率分别为 14.7%/12.1%/6.0%，其余 16 城市场较为冷淡，平均溢价率均低于 5%，其中 10 月新完成二轮土拍的杭州、北京、上海、武汉、长沙平均溢价率分别为

4.6%/4.1%/3.4%/0.4%/0.0%。

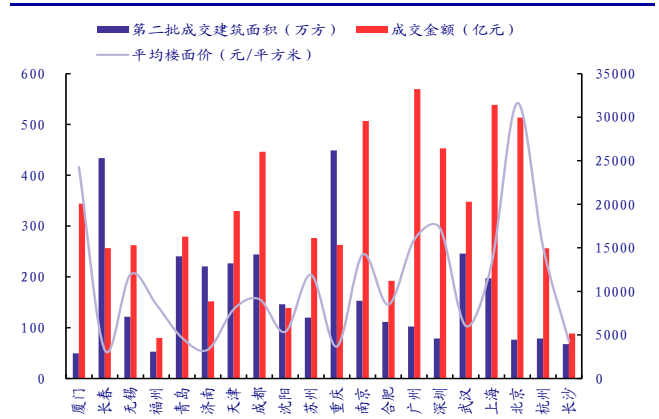
重点城市第二批供地市场明显降温，房企谨慎拿地，主要归因于：1) 年内重点城市政策调控延续常态化，三季度房地产政策调控频繁，涉及限购、限售和二手房成交参考价格等方面，叠加银行按揭额度吃紧，市场观望情绪上升，多数城市调整压力增加下市场活跃度下滑明显，房企拿地预期下降；2) 中央持续完善房地产金融审慎管理，房企资金端持续承压，银行按揭额度吃紧下放款周期延长，影响房企回款节奏，个别企业违约事件也在一定程度上影响房企的正常融资，叠加第二批供地严格购地自有资金审查等，房企拿地意愿受到抑制。

图 8: 20 城第二批集中供地供应量



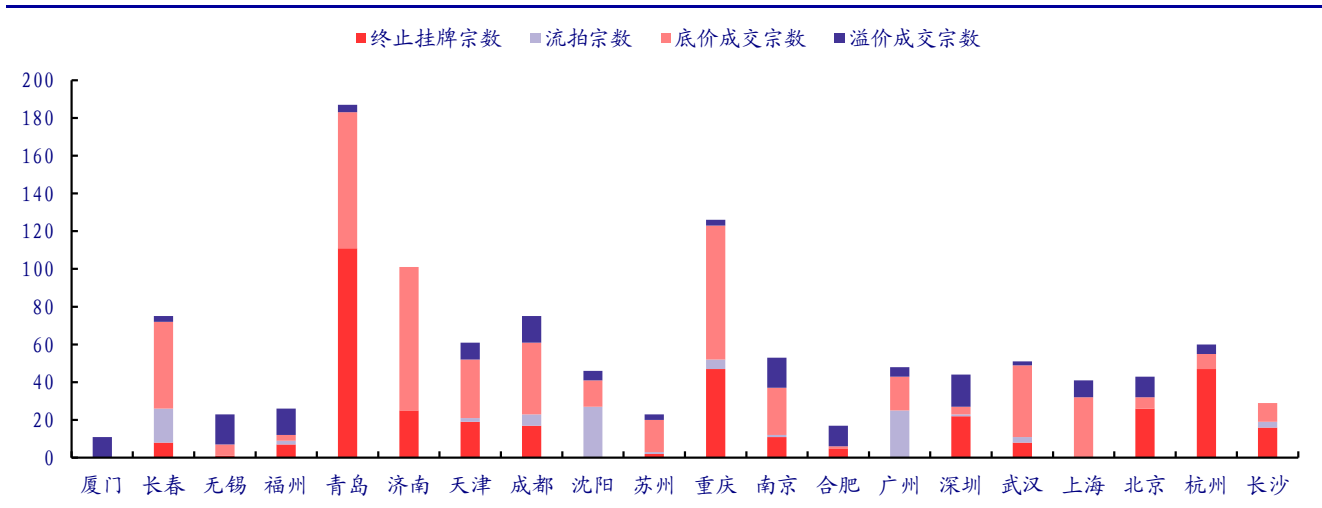
资料来源: 中指研究院, 中国银河证券研究院

图 9: 20 城第二批集中供地成交情况 (1)



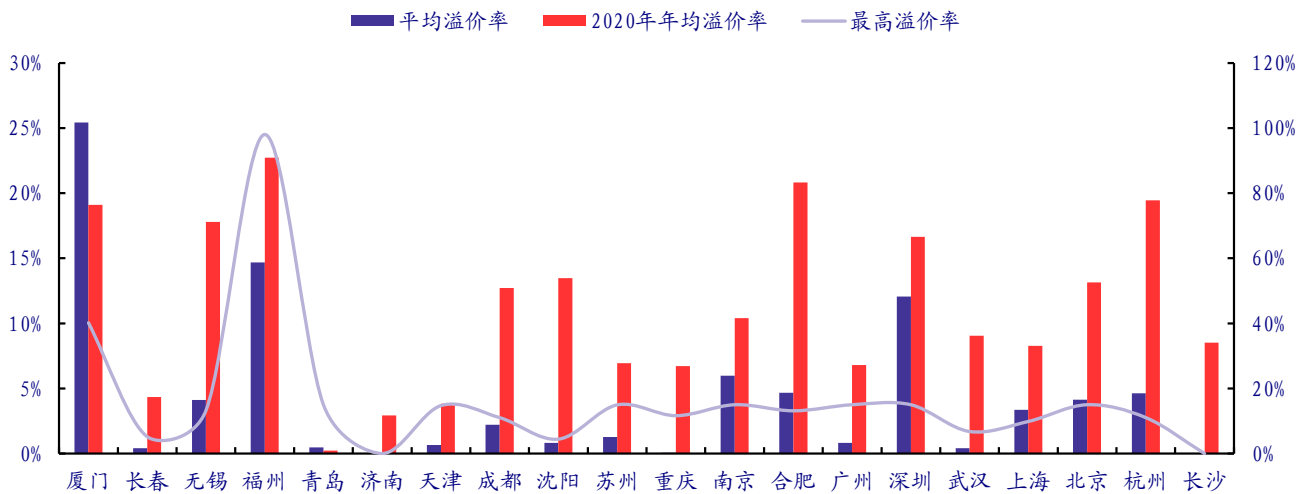
资料来源: 中指研究院, 中国银河证券研究院

图 10: 20 城第二批集中供地成交情况 (2)



资料来源: 中指研究院, 中国银河证券研究院

图 11: 20 城第二批集中供地溢价率情况对比 (%)



资料来源: 中指研究院, 中国银河证券研究院

(四) 财务分析: Q3 增收不增利, 土拍政策调整将带来盈利修复

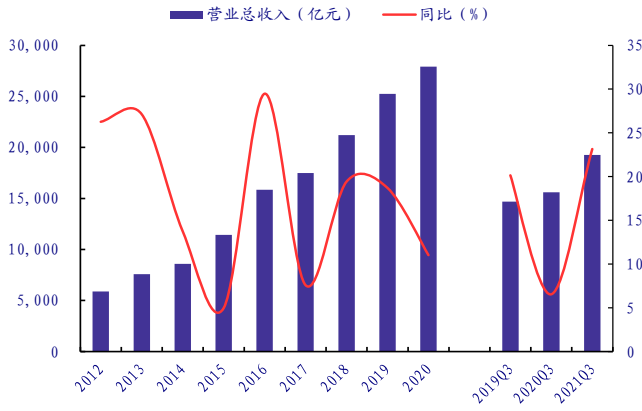
1、利润表: 板块三季度“增收不增利”, 毛利率短期依旧承压, 但拐点到来可期

2021Q3 房地产行业总营业收入为 19252.30 亿元, 同比增速为 23.14%, 与 2019Q3 相比增速为 31.15%, 两年 CAGR 为 14.52%; 实现归母净利润 817.97 亿元, 同比增速为 -31.48%, 与 2019Q3 相比增速为 -40.36%, 两年 CAGR 为 -22.77%。今年三季度营收同比增加, 主要受去年疫情造成的去年同期低基数影响, 归母净利润同比下滑, “增收不增利”主要系限价政策收紧、高地价项目及资本化利息进入结算期导致。

2021 年 Q3 房地产行业销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 2.83%、3.72%、2.97%, 同比 +0.05pct、-0.37pct、-0.35pct。整体三费率为 9.51%, 同比 -0.67pct, 近年来伴随着企业经营水平的提高, 行业整体费用控制水平良好, 主要得益于对于管理费用率的持续降低以及在去杠杆的大背景下财务费用率降低。

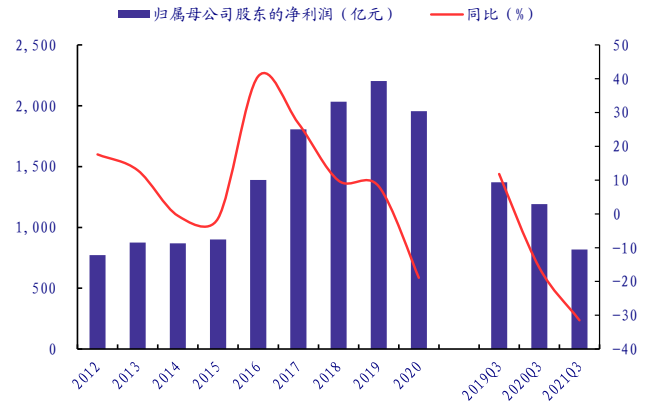
2021 年 Q3 销售毛利率为 20.60%, 同比 -6.65pct; 实现销售净利率 6.17%, 同比 -3.96pct。毛利率和净利率均下滑主要在于: (1) 由于前几年土地市场景气度较高, 房企整体拿地价格攀升, 高土地成本项目现进入结转期间; (2) 受“房住不炒”政策管控, 行业利润空间被压缩, 自 18 年来毛利率、净利率总体均呈下降趋势; (3) 部分房企采取促销措施降低盈利水平。我们认为虽然短期内行业利润率水平仍有压力, 还未触底, 但土拍政策的调整将带动土地溢价率下行, 房企的盈利空间得到保障, 未来行业毛利率的拐点到来可期。

图 12: 房地产行业 2021Q3 营业总收入及同比增速



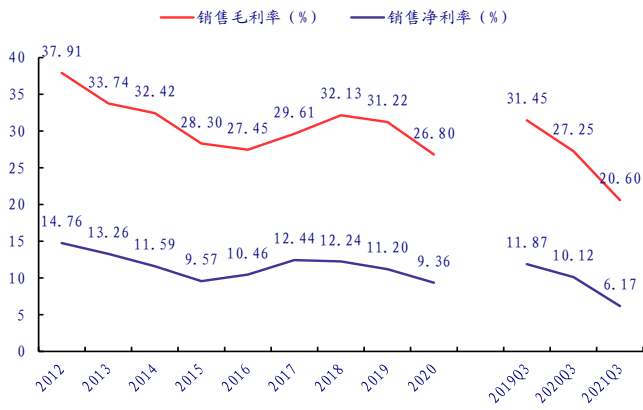
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 13: 房地产行业 2021Q3 归母净利润及同比增速



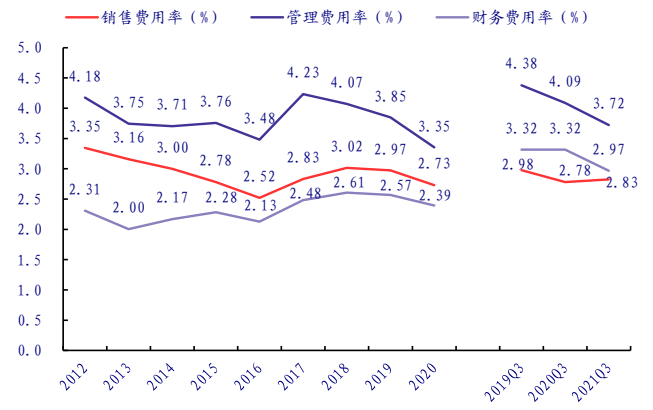
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 14: 房地产行业 2021Q3 销售毛利率及销售净利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 15: 房企 2021Q3 销售费用率、管理费用率及财务费用率

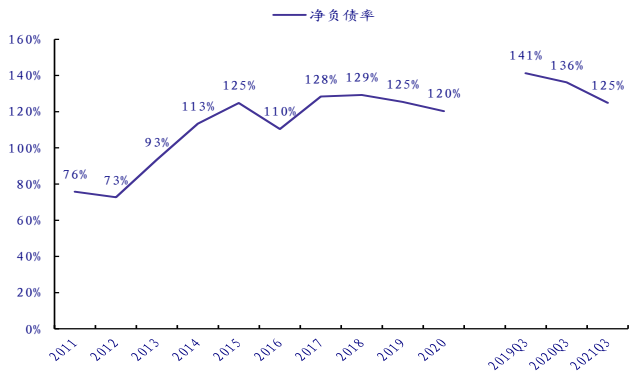


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

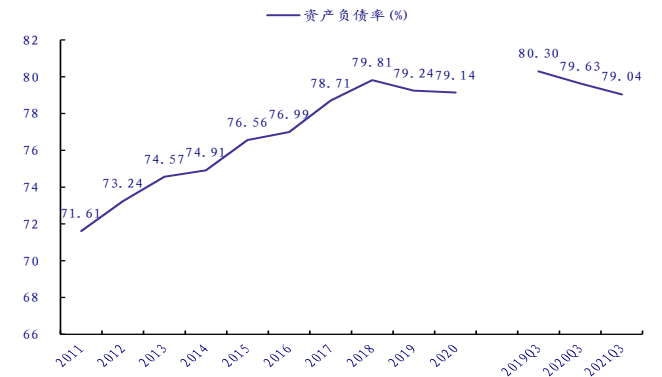
2、资产负债表: 预收账款小幅上涨, 行业杠杆率水平有望继续下降

房地产行业 2021Q3 含合同负债的预收账款为 37819.97 亿元, 同比增长 7.61%, 增速较去年同期-0.31pct。当前国内商品房销售普遍采取期房预售制度, 预收账款即为未来利润的蓄水池, 虽然增速进入下行通道, 但延续了一直以来的增长态势, 房企未来业绩仍有保障。

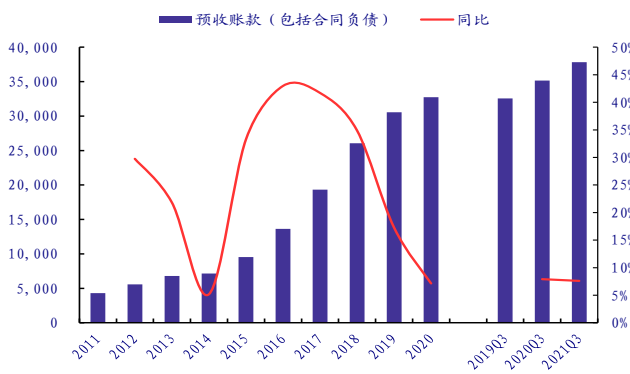
截至 2021Q3, 行业净负债率为 124.92%, 同比-11.28pct, 较 2020 年末增加 4.60pct; 资产负债率为 79.04%, 同比-0.59pct, 较 2020 年末减少 0.10pct。目前行业杠杆水平在不断下降, 在“三条红线”的融资监管下, 房企积极降低杠杆水平, 预计年末行业杠杆率将继续下降。

图 16: 房地产行业 2021Q3 净负债率


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 17: 房地产行业 2021Q3 资产负债率


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 18: 房地产行业 2021Q3 预收账款及同比增速


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三道红线促行业降杠杆，房企进入从增量到提质的发展阶段。我们统计了重点跟踪的 30 家住宅开发、4 家商业地产、10 家园区截止到 2021 年三季报的净负债率、扣除预收账款后的资产负债率以及现金短债比的情况。在 30 家住宅开发企业中，三条红线均未踩的有 11 家，较二季度增加 1 家，分别为华侨城 A、奥园美谷、苏宁环球、招商蛇口、保利发展、信达地产、北辰实业、中国国贸、世茂股份、中新集团、上海临港，只踩了一条红线的企业有 15 家，较二季度减少 4 家，踩两条红线的企业有 11 家，较二季度增加 2 家，踩三条红线的企业有 7 家，较二季度增加 1 家。住宅开发企业积极降杠杆成效初现，预计伴随去杠杆政策的深化，三条红线均未踩企业将稳步增加。中小企业想通过高杠杆快周转的方式来实现弯道超车的可能性已经不大，行业格局趋于稳定、集中度显著增强，行业将进入从增量到提质的发展阶段。

表 1: 2021Q3 房企“三道红线”指标梳理

证券代码	证券简称	净负债率 (%)	扣除预收账款的资产负债率 (%)	货币资金/短期债务
住宅开发				
000002.SZ	万科 A	32.85	70.44	1.79
000031.SZ	大悦城	92.11	70.92	1.69
000069.SZ	华侨城 A	75.22	68.90	2.60
000517.SZ	荣安地产	59.45	70.49	1.14
000615.SZ	奥园美谷	24.50	43.62	2.43

000656.SZ	金科股份	74.20	68.47	0.93
000667.SZ	美好置业	43.17	72.14	0.48
000671.SZ	阳光城	94.28	79.45	0.96
000718.SZ	苏宁环球	19.17	38.39	1.33
000732.SZ	泰禾集团	478.34	89.05	0.03
000736.SZ	中交地产	265.08	83.68	0.99
000926.SZ	福星股份	53.85	61.56	0.41
000961.SZ	中南建设	77.61	77.15	0.86
001979.SZ	招商蛇口	34.02	59.62	1.79
002146.SZ	荣盛发展	63.56	70.72	0.72
002244.SZ	滨江集团	80.52	71.38	3.12
002314.SZ	南山控股	63.66	71.17	4.50
600048.SH	保利发展	67.62	67.10	1.85
600077.SH	宋都股份	-2.14	80.17	3.35
600162.SH	香江控股	63.87	73.92	0.94
600185.SH	格力地产	174.27	71.01	0.26
600325.SH	华发股份	117.08	73.71	1.62
600340.SH	华夏幸福	211.94	78.99	0.11
600376.SH	首开股份	146.92	74.45	1.37
600383.SH	金地集团	65.62	70.21	1.44
600466.SH	蓝光发展	236.81	84.55	0.18
600606.SH	绿地控股	100.58	81.43	0.94
600657.SH	信达地产	93.45	66.46	1.26
601155.SH	新城控股	59.10	75.30	1.38
601588.SH	北辰实业	87.34	69.69	1.09
商业地产				
000402.SZ	金融街	166.99	73.06	1.64
000608.SZ	阳光股份	23.20	35.05	0.29
600007.SH	中国国贸	-0.91	32.57	176.91
600823.SH	世茂股份	22.82	62.95	1.87
园区				
600463.SH	空港股份	57.53	51.51	0.16
600515.SH	*ST基础	198.04	83.84	0.15
600604.SH	市北高新	102.14	59.66	0.33
600639.SH	浦东金桥	55.49	55.17	0.76
600648.SH	外高桥	98.53	68.47	0.60
600663.SH	陆家嘴	124.76	65.08	0.27
600736.SH	苏州高新	107.00	66.31	0.91
600895.SH	张江高科	86.26	58.38	0.64
601512.SH	中新集团	15.56	39.99	2.82
600848.SH	上海临港	47.36	57.63	3.36

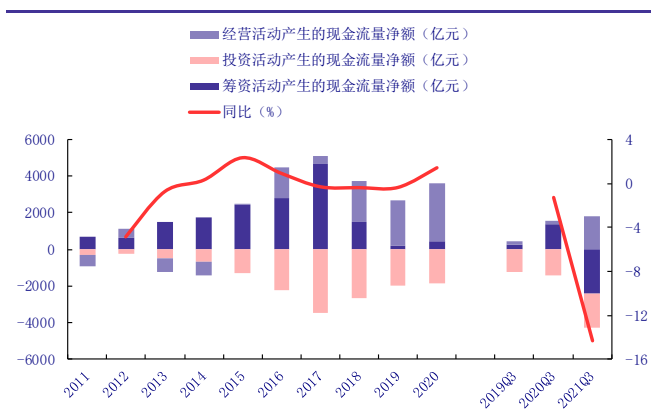
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

3、现金流量表: 销售强韧性对现金流形成支撑

2021Q3 房地产行业的销售商品、提供劳务收到的现金达 24618.78 亿元, 同比+17.37%, 主要受去年低基数影响, 与 2019Q3 相比, 增幅达 15.45%, 年复合增长率为 7.45%, 随着下半年销售逐渐遇冷, 预计全年销售商品收入的现金上涨有限。

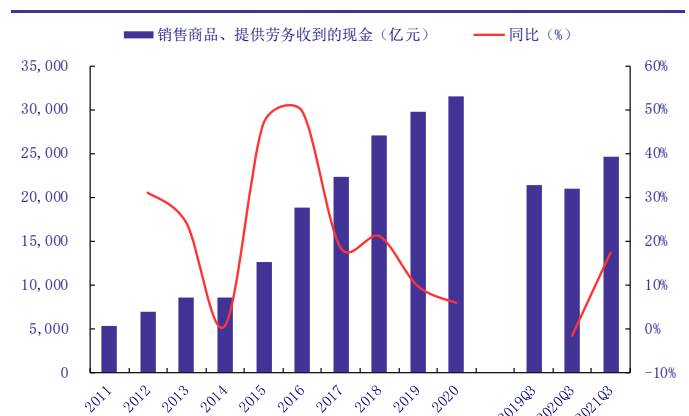
2021Q3 现金表流净额为-2521.94 亿元, 为现金净流出, 与 2019Q3 相比, 增幅为 231.14%, 年复合增长率为 81.97%。分类来看, 经营活动现金流为 1781.92 亿元, 后疫情时期, 销售回款逐渐恢复, 2021Q3 回升到近三年最高水平; 投资活动净流出 1903.84 亿元, 同比增加 35.94%; 筹资活动现金流净流出 2400.02 亿元, 较去年同期大幅增加 271.71%, 主要由于 2021Q3 融资环境趋紧, 房企融资额大幅削减, 融资额度受到限制。

图 19: 房企 2021Q3 现金流量及同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 20: 房企 2021Q3 销售商品、提供劳务收到的现金及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、房地产行业处于成熟调整期, 市场转向中速高质量发展阶段

(一) 中国房地产将告别暴涨时代, 进入平稳健康发展时期

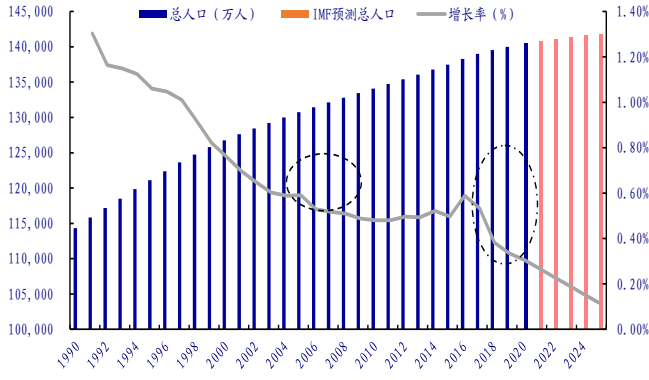
1、人口增速放缓, 老龄化结构加剧, 三胎政策放开

人口增长拐点将至, 出生率逐年下降。自 20 世纪 90 年代以来, 人口总量虽呈现每年增加的趋势, 2008 年、2019 年作为两个拐点将增长速度划分为三个阶段, 2008 年之前, 人口增长率均维持在 0.5% 以上的高位增长水平, 2008 年之后十年人口增长较为平稳, 在 0.4%-0.5% 的范围内波动。据 5 月 11 日发布的第七次全国人口普查数据显示, 2020 年全国人口 14.12 亿人, 同 2010 年的六普相比, 年平均增长率为 0.53%, 较 2020 年至 2010 年的年均增加率-0.04pct, 人口增速放缓; 从出生人口看, 建国以来, 我国已经历了三次婴儿潮, 1950-1957 年、1962-1975 年、1981-1993 年每年出生人口均在 2000 万人以上。出生率已从上世纪 80 年代的 20% 以上, 下降到 12% 左右, 2014 年单独二孩放开、2016 年全面放开二胎政策效果并不显著, 5 月中共中央政治局 5 月 31 日召开会议, 会议指出, 进一步优化生育政策, 实施一对夫

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

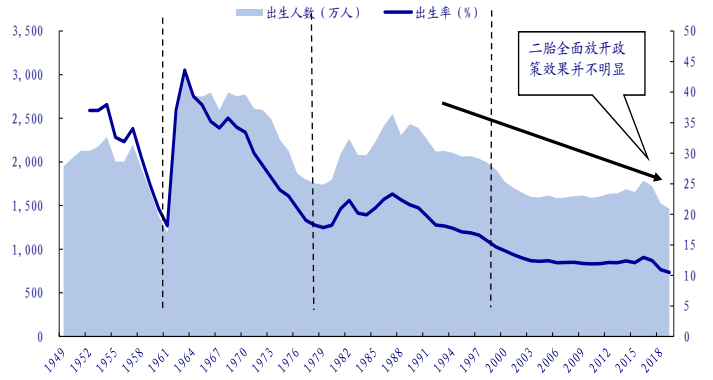
妻可以生育三个子女政策及配套支持措施，其政策落地及执行效果未来有待观察。

图 21: 中国总人口增长情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

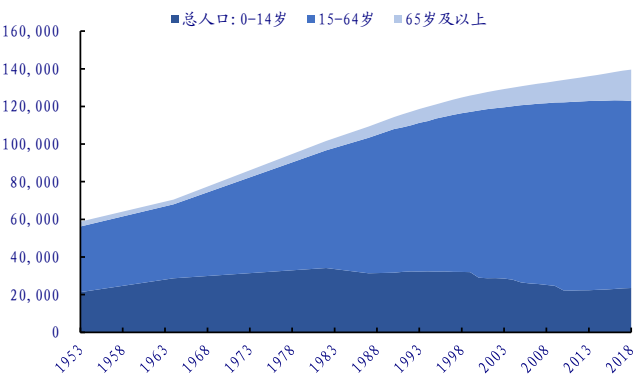
图 22: 中国 1949-2019 年出生人口数及出生率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

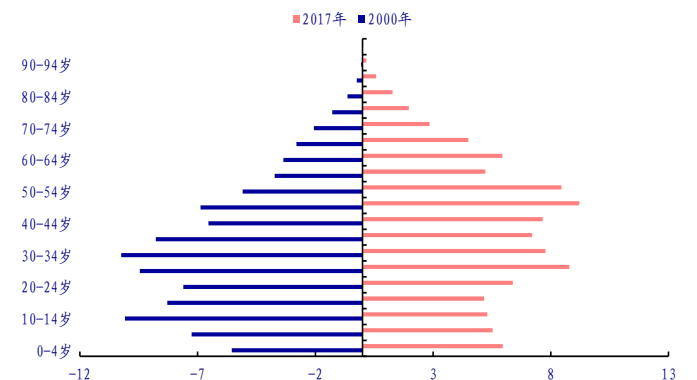
劳动力人口数量下降，社会老龄化趋势明显。15-65 周岁的劳动年龄人口自 2014 年达到峰值 100557 万人后，开始逐年减少，2018 年劳动力人口为 99394 万人，占总人口比重 71.24%。虽然总量上看人口红利变动不明显，但结构问题不容小觑，对比 2000 年与 2017 年的人口年龄分布，我国劳动年龄人口已从小于 40 岁为主转变为 40 岁以上为主，1962-1975 年出生的人口在未来五年后将快速退出劳动力市场。人口老龄化比例从 1984 年的 5%，到 2014 年已突破 10%，仅耗时 30 年，甚至快于日本的 35 年。目前，根据七普数据，我国 65 岁及以上人口占 13.5%，人口老龄化进一步加剧。由于 20-60 岁的劳动力是具备住房需求与购房能力的潜在人群，新增人口下降、老龄人口比重提高促使置业人群开始萎缩，房地产需求受影响。

图 23: 中国人口结构分布



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 24: 中国人口年龄段 2017 年、2000 年分布



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2、中国城市化已进入后半程，市场转向中速高质量发展阶段

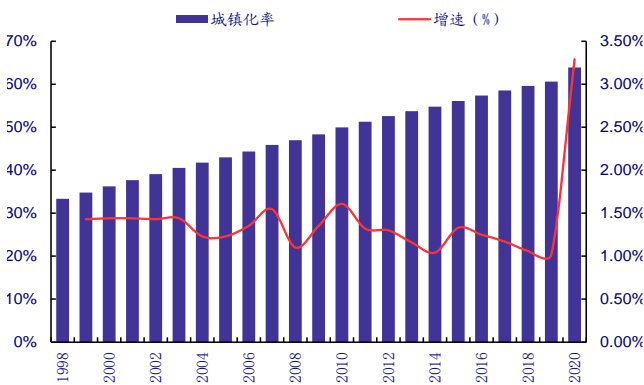
城镇化率高增速不再，发展进入后半程。1998 年-2019 年，城镇化率在 20 年内从 33.35% 增长至 60.60%，平均每年上升 1.3%，2020 年达到 63.89%。2018 年美国、英国、日本、韩国的城市化率分别为 82.26%、83.40%、91.62%、81.46%。相比于发达国家的都市化水平，我国城市化仍有空间，2020 年城镇化率 63.89%，与 2010 年六普相比，实现增长 14.21pct。城镇

化带来的住房需求是推动房地产业繁荣的重要力量，而人才在向城市聚集过程中，定居带来的住房刚性需求较高，但高房价的存在反过来会成为人才引进的壁垒，有碍于城市的进一步扩张。

区域发展不均衡，人口向东部集中，一线城市常住人口增量放缓，部分三线城市已发生人口净流出。第七次全国人口普查数据显示，2020年东部地区人口占比达39.93%，较2010年上升2.15%，其中较2019年，广东省净流入1080万人，浙江净流入607万人，人口向东部经济发达地区聚集趋势显著。2006-2010年是中大型城市人口流入的高峰期，一线城市每年常住人口增长约300万人，三线城市增长850万人，2011年后人口增量明显下降，2018年一线城市人口流入不足30万人，同比下降72%，三线城市从17年起人口变动已转为净流出。根据不同城市之间的房地产价格变化可将房地产市场划分为两个阶段，在2015年以前，一二三线城市房地产价格变动始终同步调节，2015年以后，不同城市的住宅价格指数同比呈现排浪式变化，一线引领二三线趋势明显。

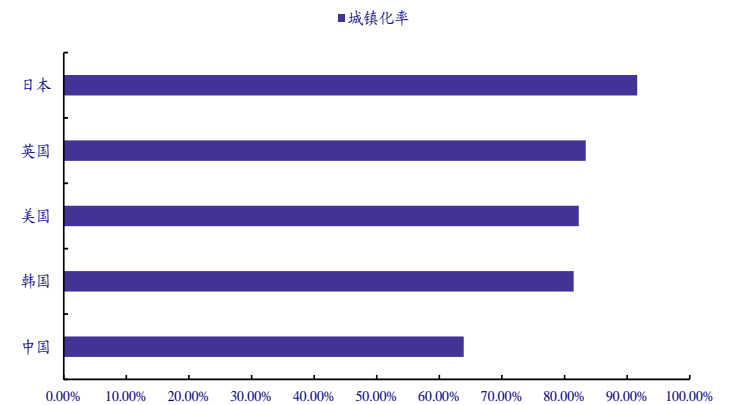
城镇化转向都市化，打造京津冀、沪宁杭、粤港澳城市群。受技术革新、要素流动、产业更替的影响，区域发展正由传统的省域、行政区向城市群转变。打造三大“世界级”都市圈进程中，城市群中二线城市有望受益于城市化发展，成为新增长点。

图 25: 中国城镇化率变化情况 (%)



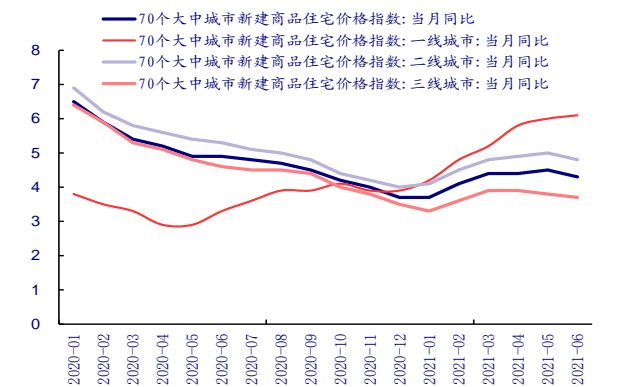
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 26: 主要国家城镇化 (%)



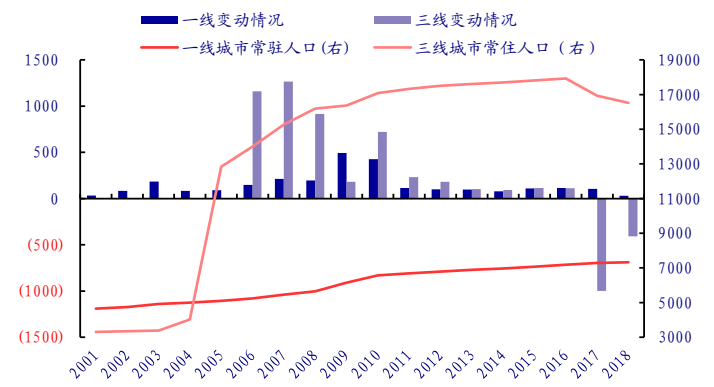
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 27: 70 城房价指数 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 28: 城市人口变动情况



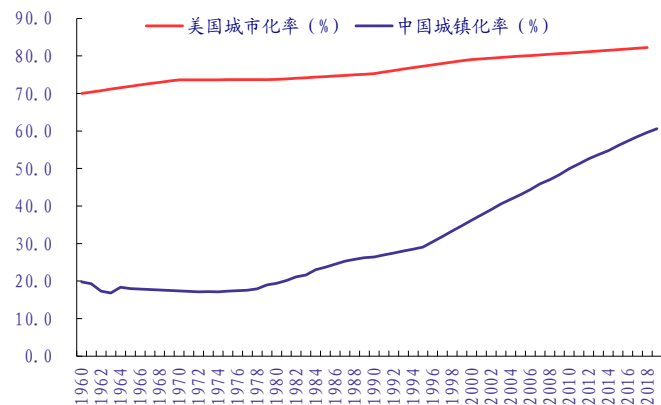
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

3、房地产市场逐渐向存量阶段过渡，存量市场规模大，机遇丰富

对标美国住宅市场发展路径，存量市场规模将不断扩大并占主导地位。美国 1950 年城市化率 64%，相当于我国当前水平，2005 年，美国城市化率达到 80% 并之后维持在这一水平。美国作为成熟的房地产交易市场，存量住房交易占全美住房市场交易规模的比例接近 90%。

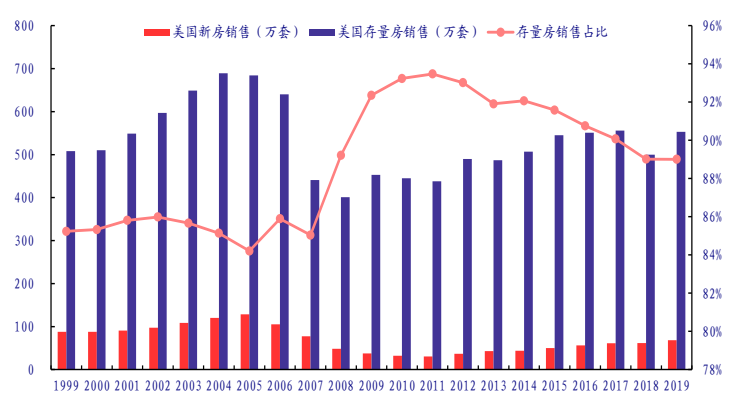
相比于发达国家的都市化水平，我国城市化虽仍有较大发展空间，随之带来的住房需求是推动地产行业维持繁荣的重要驱动力。根据 CIC 的报告，2019 年，中国新房销售量 13.9 万亿元，二手房交易量 6.7 万亿元，二手房占住房销售总销售额的比重仅为 32.5%，我们观察到，在中国经济比较发达的一些一二线城市（如上海、北京、深圳、南京、广州），城镇化进程较快，这些城市住宅市场已经出现存量房交易超过或接近新房交易量的现象。预计这一趋势将逐步扩大和延续，未来主流城市地产市场将逐步成熟，迈入存量阶段，存量房交易占比还有较大提升空间。

图 29：美国城市化率及中国城镇化率（%）变化趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 30：美国存量住房销售占住房销售市场的主导地位



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）房地产长效机制逐步完善

1、理性看待土地出让收入划转税务部门征收的影响

2021 年 6 月 4 日，财政部、自然资源部、税务总局、人民银行联合发布财综〔2021〕19 号文，要求将国有土地使用权出让收入等 4 项非税收收入划转税务部门征收，2021 年 7 月 1 日起先在河北等 7 省市试点，2022 年 1 月在全国全面实施。

该政策对土地出让金的影响主要是征管工作职能的划转，不改变资金的分配格局，不宜过度解读。根据文件第八条：“除本通知规定外，四项政府非税收收入的征收范围、对象、标准、减免、分成、使用、管理等政策，继续按照现行规定执行”。对于土地出让金，文件隐含的意思是，土地出让金的归属不变，仍全额纳入地方政府性基金预算管理，且通过地方政府性基金预算安排支出，但是一个直接影响是土地出让金的收支会变得更加规范和严格。

政策有利于中央政府对土地出让金更为及时准确和直接的了解，后期分配机制值得关注。根据文件第九条：“自然资源部门与使用权人签订出让、划拨等合同后，应当及时向税务部门 and 财政部门传递相关信息，确保征管信息实时共享。税务部门应会同财政、自然资

源、人民银行等部门做好业务衔接和信息互联互通工作，并将计征、缴款等明细信息通过互联互通系统传递给财政、自然资源、人民银行等相关部门，确保征管信息实时共享，账目清晰无误。”该政策强化了中央对资金使用范围的监管，一定程度上将推动地方政府降低土地财政的依赖度，促进“乡村振兴战略”取得实质进展。

2、坚持“房住不炒”定位，防止以学区房等名义炒作房价

中共中央政治局4月30日召开会议，明确指出要防止以学区房等名义炒作房价，并重申要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。学区房将成为未来热点城市调控的重中之重，体现出楼市调控的精细化。严控哄抬学区房行为与增加保障性租赁住房和共有产权住房都意味着对于房屋居住属性及民生保障的强调。4月，多个热点城市相继出台针对学区房的新政，如北京市住建委印发《关于进一步加强房地产市场秩序整治工作的通知》，并已在热点学区展开重点整治工作，合肥房管局印发“新皖八条”针对学区房“定向限购”。随着政策加压下，多城市学区房和二手房价格相继出现回落。

3、2021两会政府工作报告-以“稳”为主，关注大城市住房问题，强调居住属性

2021年3月5日，国务院发布政府工作报告，其中关于房地产的直接表述为“保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给，规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难。”

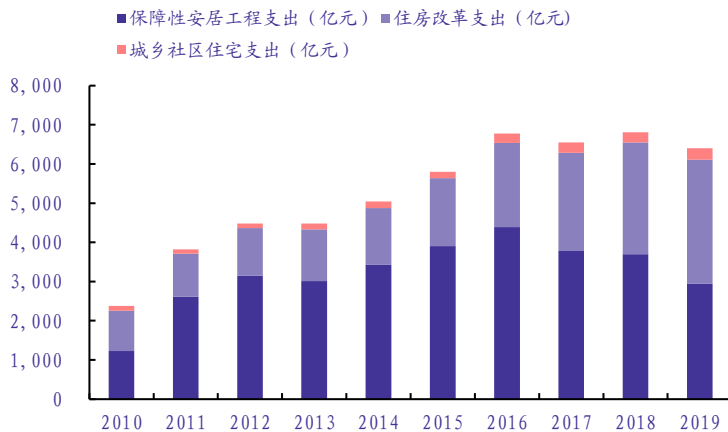
政府工作报告对房地产的表述延续之前“以稳为主”的基调，强调“房住不炒”，较去年增加了“三稳”政策。从2016年中央经济工作会议首次提出“房住不炒”开始，政策基调一直是“稳”字当头，今年“房住不炒”第三次出现在政府工作报告中，前两次分别在2020年和2018年，显示出政策的连贯性和中央对稳定房地产市场的决心。从2020年开始，房地产长效机制在加速完善，现在已经形成从房企、银行、土地三方面对市场进行监测和调控的政策闭环，预计在未来很长的一段时间内“稳”市场的政策目标不变，不断的动态调节市场将成为常态。

今年强调保障性住房的重要性，引导住房回归居住属性。我们整理了从2013年至今的政府工作报告关于房地产的相关内容，几乎每年都会提及保障性住房，而今年对保障性住房和长租公寓着墨较多，并首次聚焦特定群体——新市民及青年人的住房需求，预计大城市租赁住房的发展将加速，引导住房回归居住属性，抑制市场投机行为。从历史数据来看，2016-2019年的全国公共财政住房保障支出均值在6600亿左右，保障性安居工程中的公共租赁住房支出从14年开始逐年降低（2019年的支出为286亿），主要由于同时期棚改力度较大挤占了部分额度，随着棚改的渐进式退出，公共租赁住房在国家的大力支持下将有较大的增长空间。

再次提及大城市住房问题，因城施策下政策“打补丁”将成为常态，行业周期性减弱，有助于整体利润率止跌企稳。在继20年12月中央经济会议中首次提及“解决好大城市住房突出问题”之后，政府工作报告又再次提及，显示出中央对解决由大城市房价上涨带来一系列问题的决心。今年深圳、上海、杭州等房价上涨过快的城市相继出台了调控政策，对过热的房地产市场进行精准降温，我们认为后续“因城施策”将会继续演绎，房价上涨过快的城市进行政策“打补丁”的情况将成为常态，有助于形成稳定预期。在房地产长效机制的不断

完善下，房价、地价和预期的波动性将减小，行业周期性减弱，内卷现象缓解，有助于行业整体利润率止跌企稳，利好头部优质企业。

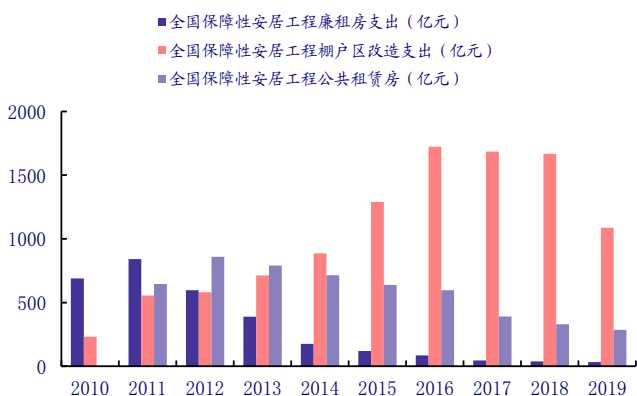
图 31: 全国公共财政住房保障支出组成部分



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注: 全国公共财政住房保障支出=保障性安居工程支出+住房改革支出+城乡社区支出

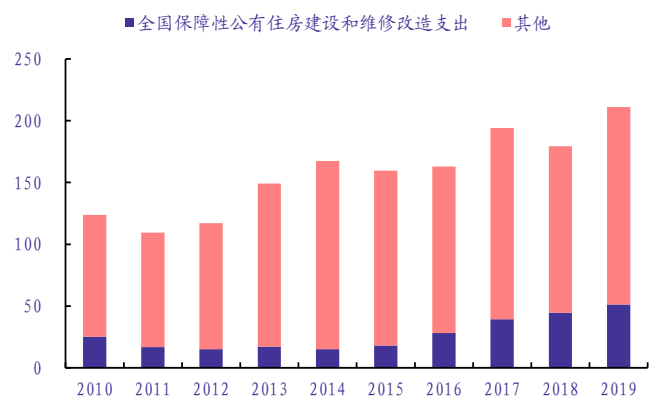
图 32: 保障性安居工程部分组成支出



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注: 保障性安居工程支出包括: 廉租房支出、棚户区改造支出、公共租赁住房支出, 等等

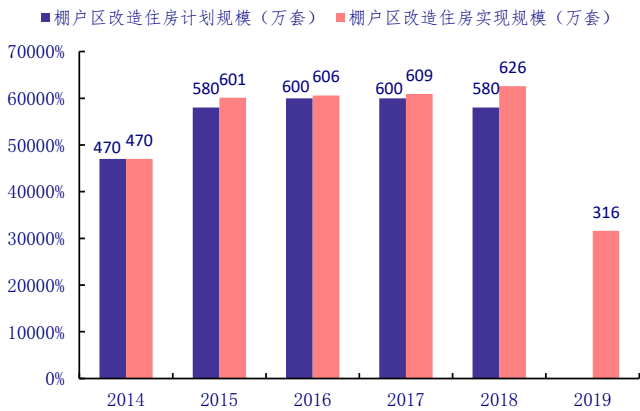
图 33: 全国保障性城乡社区住宅支出



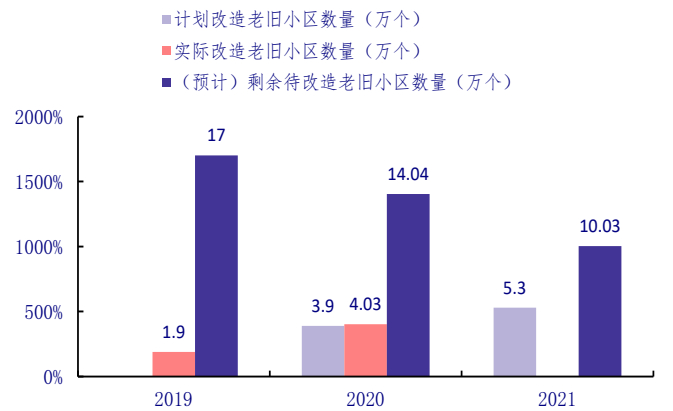
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注: 全国保障性城乡社区住宅支出=公有住房建设和维修支出+其他支出

棚改渐进式退出，旧改重要性提升。从 15 年实行“棚改货币化”开始到 2018 年的 4 年间，全国棚改开工量一直维持在 600 万套以上，而 2018 年的政府工作报告中对棚改的态度开始转向，不再强调三四线去库存且压缩棚改套数，19、20、21 年的报告中再未提到棚改，取而代之的是老旧小区改造。城镇老旧小区改造的推行意味着政府更加关注城市的宜居宜业，促进住宅开发从“提速”向“提质”转变，报告中提出“新开工改造城镇老旧小区 5.3 万个”，较 20 年计划改造量 3.9 万个增加 35.9%，较 20 年实际改造量 4.03 万个增加 31.5%。老旧小区的加速改造扩大了物业管理行业的市场空间，利好品牌效应强、管理服务优质的物管企业。

图 34: 棚户区改造计划规模及实现规模


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 35: 城镇老旧小区改造数量


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

4、地方政府加码房地产政策响应中央, 稳定市场预期

7月30日, 中央政治局会议重申“房住不炒”定位和三稳目标, 加快发展租赁住房并落实用地、税收等支持工作, 为下半年的房地产调控政策定下基调。各城持续因城施策, 加码楼市调控新政策。

表 2: 各城房地产政策推行一览

时间	部门	文件	内容
2021/10/1	河北省住房和城乡建设厅、河北省财政厅、国家税务总局河北省税务局	《关于明确河北省专业化规模化住房租赁企业标准的通知》	从事住房租赁经营业务的企业被认定为专业化规模化住房租赁企业的, 按规定享受相关税收优惠
2021/10/1	财政部、国家税务总局、住房和城乡建设部	《关于完善住房租赁有关税收政策的公告》	明确有关税收政策, 进一步支持住房租赁市场发展
2021/10/8	东莞市住房和城乡建设局	《东莞关于建立二手房交易参考价格发布机制的通知》	加大二手房交易信息公开力度, 规范二手房市场交易秩序, 随通知同步发布东莞市成交活跃住宅小区二手房交易参考价格表
2021/10/22	湖南省住房和城乡建设厅、湖南省发展和改革委员会	《关于推进非住宅商品房去库存的若干意见》	从严格控制非住宅用地增量、促进非住宅商品房租售、鼓励非住宅商品房自持等10个方面, 全力化解公寓、写字楼、商铺等非住宅去库存

资料来源: 政府网站, 中国银河证券研究院

5、房地产税试点工作或将加速落地

今年5月, 财政部等4部门已召开房地产税改革试点工作座谈会, 听取了部分城市政府负责人及部分专家学者对房地产税改革试点工作的意见。8月, 财政部指出下一步将健全地方税、直接税体系, 积极稳妥推进房地产税立法和改革, 配合做好增值税法、消费税法、关税法等立法审核工作。10月15日, 习近平总书记在《求是》发表文章《扎实推进共同富裕》,

进一步强调“积极稳妥推进房地产税立法和改革，做好试点工作”。在扎实推进共同富裕的当下，房地产税或将在规范和调节高收入中发挥更加重要的作用。

10月23日，为积极稳妥推进房地产税立法与改革，引导住房合理消费和土地资源节约集约利用，促进房地产市场平稳健康发展，第十三届全国人民代表大会常务委员会第三十一次会议决定：“授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作”。

6、规范行业秩序，政策对物管行业的支持大方向未变

7月23日，住房和城乡建设部等八部门联发《关于持续整治规范房地产市场秩序的通知》，该通知涉及开发、销售、租赁、物业，主要目的是促进房地产市场平稳健康发展，增强人民群众的获得感、幸福感、安全感。本次《通知》目标明确，提出力争用3年左右时间，实现房地产市场秩序明显好转。

《通知》对住宅开发、销售、租赁中出现的乱象进行整治，动态调控或成常态。《通知》中整治的内容对管理规范、经营合规的优质房企不构成实质性的影响，但在行业调控的大环境下，整体利润空间被压缩，平台型房企需要加速新业务的孵化。《通知》中提到整治“未按房屋买卖合同约定如期交付”，竣工周期回归逻辑进一步加强，物业公司将继续收益。今年国家接连发布支持保障性租赁住房的支持政策，引导住房回归居住属性是大趋势。

政策支持大方向未变，利好运营标准化的品牌物管公司。《通知》中提出要整治包括：未按规定公示收费、业主共有收益、维修资金使用等信息，未按合同收费，侵占、挪用业主共有部分经营收益，不退出物业服务项目等情况。我们认为《通知》中的整治措施将进一步规范物业管理市场，加速行业中经营不规范公司的出清，利好运营标准化的品牌物管公司。大多数上市物管企业对公共资源收入采取的处理方式严谨，对公共资源收入严格按照授权比例获取收益或目前这项未确认收入，《通知》中提到的整治内容，对运营规范、品牌认可度强的物管公司不构成实质影响。《通知》是进一步加强行业的规范发展，政策对物管行业的支持大方向未变，今年年初10部门联合发布的《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》对完善物业费市场定价、扩大物管公司管理范围、发展增值服务、建设智慧物业等方面都给予了大力支持，物业管理服务的内容贯穿人民日常生活的各个方面，是实现人民美好生活必不可少的服务主体，预计未来政策也将继续支持行业规范健康发展。

（三）物业管理行业迎来“黄金时代”

1、物管政策助推行业快速规范发展

在住房和城乡建设部等10部门联合印发《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》引领下，一系列自上而下的物管政策对全国住宅物业行业的管理、水平和效能提出要求。多地物管条例制定不断更新推进，物业制度体系日益完善。现有政策对物管行业提出的种种要求，在打开了行业空间的同时，力求行业的规范化发展，最终高品质服务的物管企才能在竞争中突围。

表3：各城物业管理政策推行一览

时间	部门	文件	内容
2021/10/9	广州市住房和城乡建设局	关于印发广州市公共租赁住房租赁和共有产权住房	提高运营和物业服务意识和水平,减少相关纠纷、投诉、信访

使用监管办法的通知

2021/10/14	深圳市房地产中介协会	关于试行《深圳市住房租赁经纪行业从业规范》的通知	各住房租赁经纪机构下辖经纪人员发布虚假、不实信息，损害、诋毁同行业声誉；宣传有悖行业公平竞争广告的，机构应配合协会责令违规人员在一个工作日内整改，停止违规行为，撤销所发布信息
------------	------------	--------------------------	---

资料来源：政府网站，中国银河证券研究院

2、物管企业上市热潮持续，进程或将放缓

联交所刊发主板 IPO 盈利新要求，中小型物管公司上市进程或受阻。港交所全资附属公司联交所刊发有关主板盈利规定的咨询文件，提高了主板 IPO 的盈利要求。由近一财年盈利 2000 万元增加至 5000 万元或 6000 万元，近两财年盈利 3000 万元增加至 7500 万元或 9000 万元，同时也提出了过渡安排。我们认为主板盈利要求的提升，一方面将对中小型物管公司的上市进程造成冲击，部分盈利未达到新要求的物管公司将推迟或取消上市计划；另一方面头部物管公司的并购机会增加，将进一步提升管理规模、提高市场地位。

表 4：头部物业公司上市情况一览

排名	企业名称	是否上市	排名	企业名称	是否上市
1	碧桂园服务控股有限公司	已上市	14	深圳市卓越物业管理有限责任公司	已上市
2	绿城物业服务集团有限公司	已上市	14	山东省诚信行物业管理有限公司	未上市
3	保利物业发展股份有限公司	已上市	14	合生活科技集团有限公司	未上市
4	雅居乐雅生活服务股份有限公司	已上市	15	鲁能物业服务集团有限公司	未上市
5	恒大金碧物业（金碧物业有限公司）	已上市	15	南都物业服务集团股份有限公司	已上市
6	彩生活服务集团	已上市	15	广东中奥物业管理有限公司	已上市
7	龙湖物业服务集团有限公司	未上市	15	山东明德物业管理集团有限公司	未上市
8	深圳市金地物业管理有限公司	未上市	15	广东龙光集团物业管理有限公司	未上市
9	招商局积余产业运营服务股份有限公司	已上市	15	广州奥园物业服务集团有限公司	已上市
10	金科物业服务集团有限公司	已上市	16	金融街物业股份有限公司	已上市
11	华润物业科技服务有限公司	已上市	16	上海高地物业管理有限公司	未上市
11	四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司	已上市	16	财信智慧生活服务集团有限公司	未上市
11	华夏幸福基业物业服务集团有限公司	未上市	17	广州越秀物业发展有限公司	已上市
11	新城悦服务集团有限公司	已上市	17	合景泰富物业	已上市
11	佳兆业美好集团有限公司	已上市	18	亿达服务集团有限公司	未上市
12	北京首开鸿城实业有限公司	未上市	18	江苏银河物业管理有限公司	未上市
12	河南建业新生活服务有限公司	已上市	18	重庆天骄爱生活服务股份有限公司	未上市
12	世茂天成物业服务集团有限公司	已上市	19	荣万家生活服务股份有限公司	已上市
12	上海永升物业管理有限公司	已上市	19	正荣物业服务集团有限公司	已上市
12	时代邻里控股有限公司	已上市	20	阳光城物业服务集团有限公司	未上市
13	远洋亿家物业服务股份有限公司	已上市	20	融信物业服务集团	已上市
13	富力物业服务集团	上市聆讯			

资料来源：中国指数研究院，中国银河证券研究院

三、房地产行业在资本市场中的表现情况

(一) 房企迎来平台化发展, “估值+业绩”双提升

1、房企布局呈现多元化, 平台型房企将享受业绩+估值双提升

从头部企业的战略定位描述来看, 发展多元化业务、从单一的地产开发企业向平台型企业过渡是行业普遍趋势。龙头公司除了在原有的房地产开发、物业管理等领域发展, 多元化平台化的主要方向包括商业、物流、会展、装修、建筑、教育、医疗、养老等产业。布局多元化业务的房企, 可以通过多样化的产品、服务为主业赋能, 并且能够突破单一房地产开发业的估值天花板, 享受未来多元化资产价值重估的先机, 享受业绩+估值双提升。

表 5: 头部房企战略定位

	战略定位
碧桂园	我们是为全世界创造美好生活产品的高科技综合性企业, 企业发展的三驾马车包括: 地产、机器人、现代农业, 是中国新型城镇化进程的身体力行者。展望未来, 集团将聚焦城镇化带来的住宅及相关需求, 挖掘房地产价值链内业务及资产价值, 打造覆盖客户全生命周期的资源整合平台。
中国恒大	公司将继续坚定不移实施高增长、控规模、降负债发展战略, 夯实房地产基础, 扩大旅游集团盈利规模, 加速推进新能源汽车、新能源科技集团的产品研发及生产销售, 力争 3-5 年建成世界规模最大、实力最强的新能源汽车集团, 不断巩固民生地产为基础, 文化旅游、健康养生为两翼, 新能源起车为龙头的产业格局, 实现集团持续稳健发展。
万科地产	公司定位已经升级迭代为“城乡建设与生活服务商”, 公司当前业务范围包括: 住宅开发、物业服务、商业开发和运营、租赁住宅、物流仓储服务、标准办公与产业园、冰雪度假、教育等。
融创中国	围绕“地产+”全面布局, 成为中国家庭美好生活整合服务商。
保利发展	公司致力于打造“不动产生态发展平台”, 以扎实的不动产投资、开发、运营、资本运作能力为基础, 提供基于行业生态系统的综合服务, 与客户美好生活同行, 立志成为家国建设的先锋队、美好生活的同行者、行业新生态的开拓者。
中海地产	公司定位于成为卓越的国际化不动产开发运营集团, 历经 41 年的发展, 公司建立起“住宅开发”“城市运营”“创意设计 & 现代服务”三大产业群。
绿地控股	公司坚持产业经营与资本运作双轮驱动, 坚持“走出去”与“引进来”同步发展, 在全球范围内形成以房地产、基建为主业, 金融、消费等综合产业并举发展的格局。
世茂集团	业务版图涉及地产、酒店、商业、主题娱乐、物管、文化、金融、教育、健康、高科技、海外投资等领域, 形成了多元化业务并举的“可持续发展生态圈”。与城市共成长, 与人民同幸福。
华润置地	坚持“品质给城市更多改变”的品牌理念, 逐步转向“城市综合投资开发运营商”, 以开发物业与投资物业为主导, 积极探索“2+X”创新业务。除了地产之外, 将重心放在城市更新、物业服务、康养地产、长租公寓、产业基金、产业小镇、文化体育等领域。
招商蛇口	招商蛇口致力于成为“美好生活承载者”, 目前业务覆盖教育、文化、写字楼、园区、文创、特色产城、长租公寓、住宅、酒店、综合体、商业、邮轮、健康、养老等业务板块, 输出 25 条标杆型产品线, 360 度启航美好生活新方式。
龙湖集团	龙湖将秉承“空间即服务(SaaS, Space as a Service)”战略, 以客户为视角, 以技术为驱动, 深度参与城市空间和服务的重构, 不断升级空间营造和服务的能力, 打造有生命的空间, 有温度的服务, 持续践行善待你一生的理

	念，为消费者和合作伙伴提供更加多元的服务和发展空间，成为以客户为中心的空间营造服务企业。
新城控股	坚持住宅地产和商业地产双轮驱动的长期战略模式，逐步完成全国中心城市和重点城市群的深耕布局，横跨房地产开发、投资、商业运营管理、康养服务等领域，形成产品协同及战略纵深。聚焦“资本回报率”，确保规模有质量、可持续的增长。
金地集团	金地集团将以价值创造为目的，以效益与规模的平衡均好发展为导向，向“做中国最有价值的国际化企业”的宏伟愿景持续迈进。
中国金茂	中国金茂以“释放城市未来生命力”为己任，始终坚持高端定位和精品路线，在以品质领先为核心的“双轮两翼”战略基础上，聚焦“两驱动、两升级”的城市运营模式，致力于成为中国领先的城市运营商。
旭辉集团	旭辉集团围绕为客户提供美好生活的出发点，开展多元化业务，推动房地产生态圈的打造，借助房地产主业的优势，不断开拓创新，业务和关联公司的业务遍及社区生活服务、长租公寓、教育、养老、商业管理、建筑产业化、基金管理、工程建设、装配式装修等。
金科集团	形成了以民生地产开发、科技产业投资运营、生活服务、文化旅游康养等相关多元化产业四位一体协同发展的大型企业集团，具备强大的综合竞争力，是城市发展进程中领先的“美好生活服务商”。
阳光城	以房地产开发为主业的全国化品牌企业，业务涵盖地产开发、商业运营、物业服务三大领域。以“缔造品质生活”为企业使命，以“最受尊敬的成长性房地产企业”为愿景，阳光城集团定位“高成长性精品地产运营商”。
中南置地	作为美好生活服务商，中南置地倡导“美好就现在”的企业理念，认为健康是美好生活的核心。
绿城中国	公司以“理想生活综合服务商”为愿景，致力于成为中国房地产开发模式的改变者，传承绿城理想主义精神，聚焦轻资产领域的探索与实践。

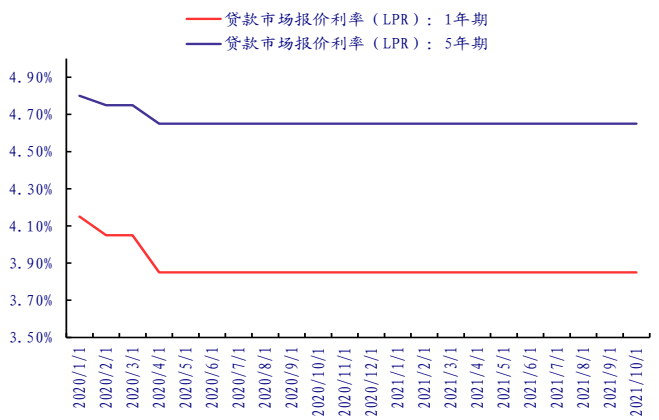
资料来源：各公司官网、公司公告、中国银河证券研究院

2、LPR 连 18 期持平

LPR 连续 18 期持平。10 月 20 日，全国银行间同业拆借中心公布，1 年期 LPR 为 3.85%，5 年期以上 LPR 为 4.65%，连续 18 期持平。据贝壳研究院数据，10 月主流首套房贷利率为 5.73%，二套利率为 5.99%，均较上月-1bp，为年内首次下降。居民的购房需求逐步趋稳，叠加年底房贷紧张，市场热度不高，部分城市二手房成交量腰斩，平均房贷利率下降或是利率松动的体现。

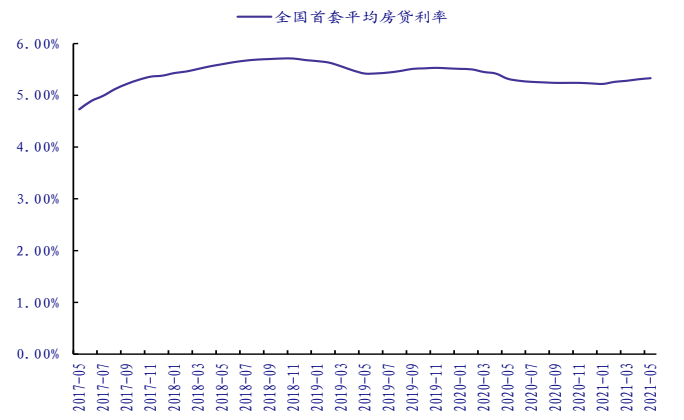
央行释放维护刚需消费信号，四季度房贷利率或有下调。9 月 24 日，央行货币政策委员会召开 2021 年第三季度例会，会议提出“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”，维护刚需消费信号发出后，在全国房贷利率整体上升的基调中，局部地区出现银行和市场博弈的反转信号，根据监测数据，10 月重点城市房贷利率出现环比下降，深圳、广州、中山、无锡、湖州、肇庆等城市利率出现下调情况，信贷环境改善信号相对明显，房贷利率上行态势或有转变。其中，广州、佛山等地的部分国有大行和股份行房贷利率均有所下调，广州光大银行的首套房利率下降 40bp 至 5.60%，广州银行首套房利率下降 10bp 至 5.45%，佛山农业银行首套房利率下降 20bp 至 6.00%。

图 36: 每月 lpr 变化情况 (%)



资料来源: 全国银行间同业拆借中心, 中国银河证券研究院

图 37: 近三年首套房贷利率 (%)



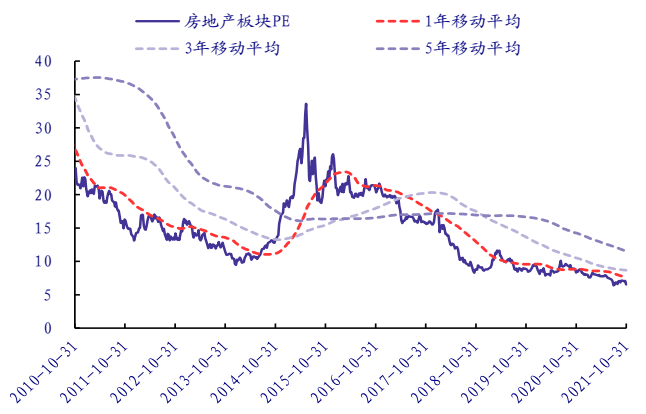
资料来源: 融 360, 中国银河证券研究院

(二) 目前房地产行业 PE 处于历史底部区域, 向上修复空间较大

1、房地产板块 PE、PB 估值比较

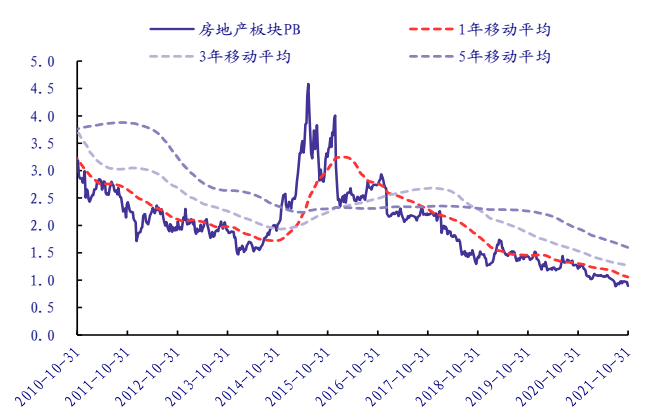
房地产板块估值目前处于历史底部区域, 修复空间较大。截至 2021 年 10 月 31 日, 房地产行业 TTM 市盈率 (历史整体法) 为 6.5X, 10 月估值略有下滑。目前房地产板块 PE 估值低于 1 年移动均值 7.7X, 低于 3 年移动均值 8.7X, 地产板块目前处于历史底部水平, 向上修复空间较大; 房地产行业 PB (整体法) 为 0.9X, 低于 1 年移动均值 1.1X, 低于 3 年移动均值 1.3X, 市净率仍处于 10 年以来的底部区域, 未来修复空间较大。

图 38: 房地产板块 PE



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 39: 房地产板块 PB

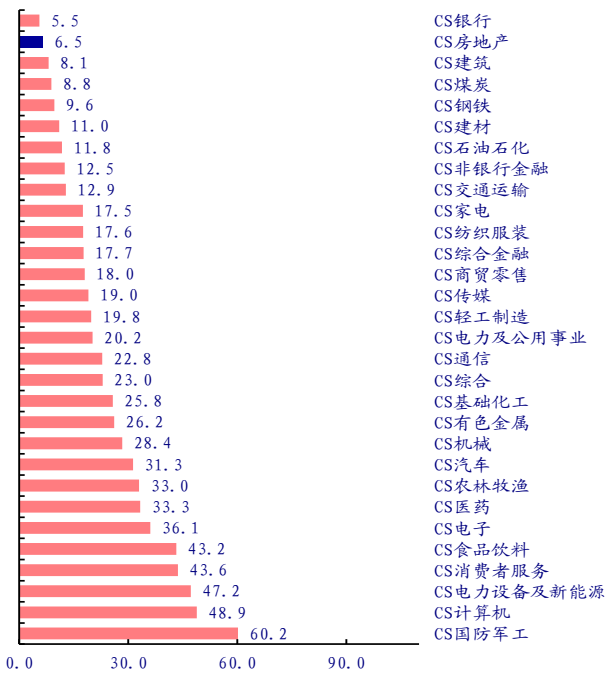


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2、房地产板块与各行业 PE、PB 估值比较

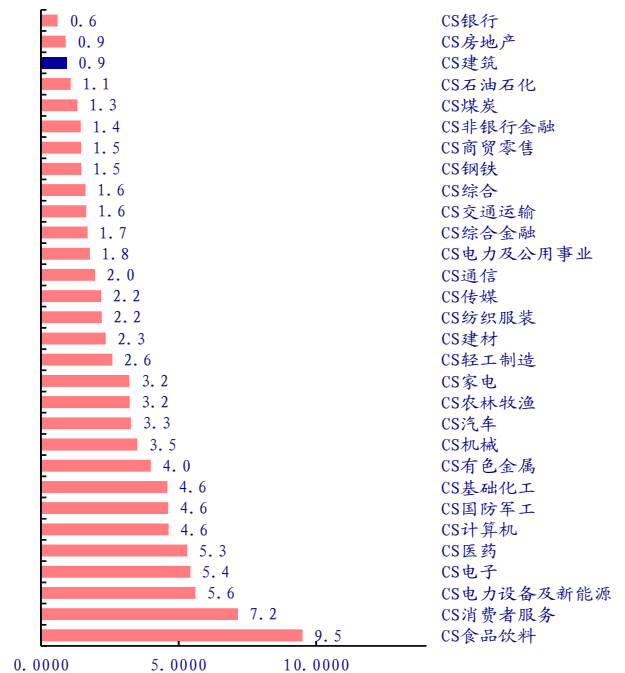
截止到 2021 年 10 月 31 日, PE 最低的是银行行业 5.5X, 房地产行业 PE 为 6.5X, 排名倒数第二位, 在所有行业分类中房地产的市盈率是偏低的。PB 最低的是银行业, 仅 0.6 倍 PB, 房地产行业排倒数第二, 市净率为 0.9X, 从行业纵比的角度来看房地产的市净率也是偏低的。

图 40: 行业 PE 比较



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 41: 行业 PB 比较



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

3、物业管理板块市场表现

恒生物业服务及管理指数是由恒生指数公司于4月19日推出,旨在提供一个参考基准以反映在香港上市的30家最大物业管理及相关服务公司股价的整体走势。截止2021年10月31日,恒生指数(HSI.HI)和恒生物业服务及管理(HSPSM.HI)涨幅分别为-6.81%和-32.12%,物管指数弱于大盘指数。

图 42: 恒生指数与恒生物业服务及管理指数



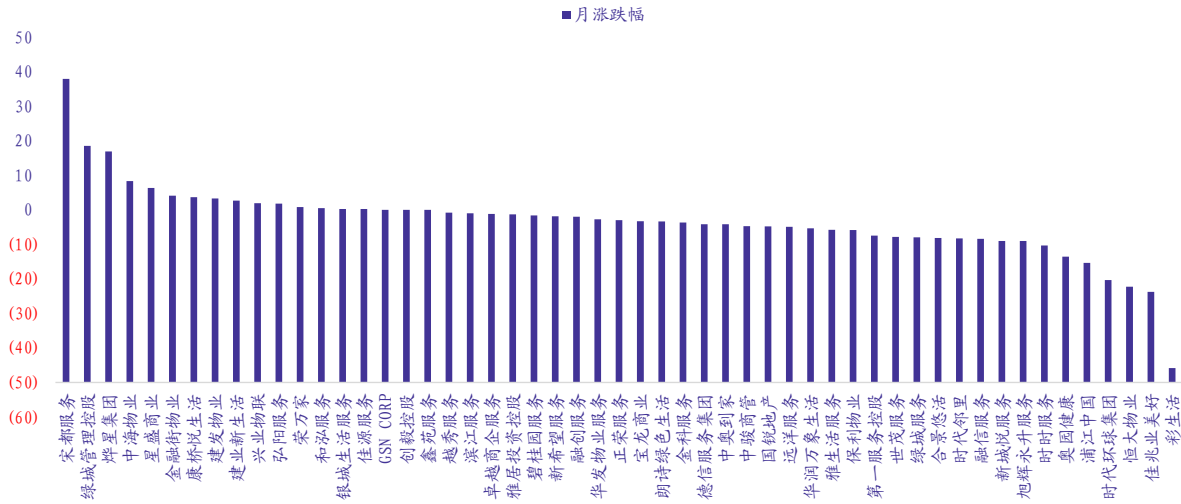
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

4、物管个股表现

10月,宋都服务、绿城管理控股、烨星集团、中海物业和星盛商业领涨H股物管上市企业,涨幅分别为37.96%、18.52%、16.90%、8.36%和6.3%。跌幅前五的物管企业则为彩生活、

佳兆业美好、恒大物业、时代环球集团和浦江中国，跌幅分别为-45.85%、-23.79%、-22.27%、-20.31%和-15.38%。

图 43: 10 月港股物业公司跌涨幅 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

四、投资建议

住宅开发: 当前市场处于“基本面底部区域”+“政策底”的组合，政策已经释放维稳信号，信贷侧面放松可期，根据以往经验，政策对板块估值弹性的影响大于业绩，板块估值一般在基本面处于底部区域开始抬升。行业在信用风险暴露的过程中加速“优胜劣汰”的进程，逐步出清，待风险事件落地之后，行业信用格局重构，集中度进一步提升，利好经营稳健、融资成本低、杠杆结构健康的头部房企。我们建议关注优质住宅开发行业龙头股：万科 A (000002)、保利地产 (600048)、金地集团 (600383)、新城控股 (601155)、金科股份 (000656)。

物业管理: 物业管理行业全面迎来黄金时代，市场空间足够广阔，预计 2030 年市场规模可达 2.5 万亿，行业进入基本面与政策面共振的阶段，科技赋能加速行业发展，高业绩指引和企业品牌力为估值提升创造想象空间，我们长期看好行业未来的发展以及头部企业的投资机会。建议关注优质物业管理公司：金科服务 (9666.HK)、旭辉永升服务 (1995.HK)、新大正 (002968)。

五、风险提示

风险事件发酵超预期、融资环境改善不及预期的风险。

插图目录

图 1: 30 大中城市新房成交面积情况 (万平方米)	2
图 2: 30 大中城市新房成交套数情况 (套)	2
图 3: 30 大中城市月成交面积同比及环比 (%)	2
图 4: 重点一二三线城市成交面积环比 (%)	2
图 5: 十大城市可售面积及存销比	3
图 6: 一线 4 城可售面积及存销比	3
图 7: 二线 6 城可售面积及存销比	3
图 8: 20 城第二批集中供地供应量	4
图 9: 20 城第二批集中供地成交情况 (1)	4
图 10: 20 城第二批集中供地成交情况 (2)	4
图 11: 20 城第二批集中供地溢价率情况对比 (%)	5
图 12: 房地产行业 2021Q3 营业总收入及同比增速	6
图 13: 房地产行业 2021Q3 归母净利润及同比增速	6
图 14: 房地产行业 2021Q3 销售毛利率及销售净利率	6
图 15: 房企 2021Q3 销售费用率、管理费用率及财务费用率	6
图 16: 房地产行业 2021Q3 净负债率	7
图 17: 房地产行业 2021Q3 资产负债率	7
图 18: 房地产行业 2021Q3 预收账款及同比增速	7
图 19: 房企 2021Q3 现金流量及同比增速	9
图 20: 房企 2021Q3 销售商品、提供劳务收到的现金及增速	9
图 21: 中国总人口增长情况	10
图 22: 中国 1949-2019 出生人口数及出生率	10
图 23: 中国人口结构分布	10
图 24: 中国人口年龄段 2017 年、2000 年分布	10
图 25: 中国城镇化率变化情况 (%)	11
图 26: 主要国家城镇化 (%)	11
图 27: 70 城房价指数 (%)	11
图 28: 城市人口变动情况	11
图 29: 美国城市化率及中国城镇化率 (%) 变化趋势	12
图 30: 美国存量住房销售占住房销售市场的主导地位	12
图 31: 全国公共财政住房保障支出组成部分	14
图 32: 保障性安居工程部分组成支出	14
图 33: 全国保障性城乡社区住宅支出	14
图 34: 棚户区改造计划规模及实现规模	15
图 35: 城镇老旧小区改造数量	15
图 36: 每月 lpr 变化情况 (%)	20
图 37: 近三年首套房贷利率 (%)	20
图 38: 房地产板块 PE	20

图 39: 房地产板块 PB	20
图 40: 行业 PE 比较	21
图 41: 行业 PB 比较	21
图 42: 恒生指数与恒生物业服务及管理指数	21
图 43: 10 月港股物业公司跌涨幅 (%)	22

表格目录

表 1: 2021Q3 房企“三道红线”指标梳理	7
表 2: 各城房地产政策推行一览	15
表 3: 各城物业管理政策推行一览	16
表 4: 头部物业公司上市情况一览	17
表 5: 头部房企战略定位	18

分析师承诺及简介

本人承诺，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本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：王秋薇，房地产行业分析师，英国杜伦大学金融学硕士，北京交通大学金融学学士，2018年5月加入中国银河证券研究院至今，主要从事房地产行业及上下游相关产业链的研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn