资源与环境研究中心

房地产行业研究　　买入　（维持评级）　　行业点评

杜昊旻
分析师 SAC 执业编号：S1130521090001

政策调整预判逐步验证，重申看好地产行情

事件

- 2021 年 11 月 10 日，财联社记者报道，对于地产收并购，近期部分央企国企向监管部门反映，如果要做一些承债式收购，“三条红线”就会被突破，建议监管部门对“三条红线”相关指标予以调整。
- 2021 年 11 月 10 日，中国人民银行公布，截至 2021 年 10 月末，个人住房贷款余额 37.7 万亿元，当月增加 3,481 亿元，较 9 月多增 1,013 亿元。

评论

- **按揭放款加速得到验证。**2021 年 10 月居民中长期贷款 4,221 亿元，同比增长 4%，为 5 月以来首次转正。主要因为个人住房贷款增长较快，2021 年 10 月个人住房贷款新增 3,481 亿元，相较 9 月多增 1,013 亿元，环比增长 41%，这验证了我们此前关于按揭放款加速的预判。
- **重申开发贷发放提量提速的判断。**在 10 月中旬发布的统计局数据点评报告中，我们就曾预判开发贷发放有望回归正常。近期市场对开发贷提速感受不明显，主要因为金融机构的执行人员挖掘和落地新项目需要时间，叠加部分房企债务违约引发恐慌，基层执行或遇到一定风控阻力。我们认为开发贷的提量提速，是适当缓解房企现金流压力的合理手段，预计 10-12 月的开发贷增量规模将呈现环比提升趋势。
- **国企向监管部门反映情况，“三条红线”指标或有调整可能。**近期国企在地产收并购上对监管部门提出了一些建议，**我们认为这一事件的重点在于“三条红线”或有调整可能，而不是短期大量并购项目落地。**首先，我们承认通过并购消化部分房企的存量项目是一个相对更安全的行业出清方式。房企的存量项目大多都带有负债，这就使得收购方不敢冒然并购，因为怕抬升自身负债水平，进而触及三条红线。若监管部门同意不将并购项目的负债纳入三条红线考核范围，那么遇到现金流困境的房企可以通过出售项目回笼资金，去收购项目的房企也可以不用担心突破“三条红线”。**但是，我们认为地产存量项目并购雷点较多，短期落地很难。而且，未来如若地产行业真的出现“市场化”并购机会，也更可能是头部民营房企成为买方。**我们认为国企在并购上缺乏效率。这一点从物业行业的并购案例中也可以看出，实现并购的公司大多是民企。
- **我们认为预售资金监管放松是未来需着重观察的信号。**虽然国企在融资方面相较民营房企仍有较大优势，但在二批次的土拍过程中，国企拿地较多，现金支出也比民企多。我们认为当前阶段，现金流紧张是国企和民企的共同处境。从三批次土拍得主中国企身影的减少，更多是地方城投托底这一现象中也可以看出这一点。我们认为预售资金的监管调整是维持后续房地产市场平稳发展的重要一环。从逻辑上来看，这是大概率事件。我们认为预售资金监管的边际拐点后续需要重点观察。
- **最后，重申“哈尔滨十六条”将是未来各地政策调整的参考模板。**今日沈阳的相关调整，也印证了这一点。“哈尔滨十六条”详细内容，请参阅我们 10 月 16 日发布的报告《稳发展政策转暖》。

投资建议

- 我们之前对地产政策的调整有过 4 个预判：按揭放款加速、开发贷发放提量、土地款允许缓缴、预售资金监管放松，目前均在逐步验证。我们仍然看好地产板块的行情，认为优质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。同时，也推荐经营稳健的头部房企，比如保利发展、万科、建发国际。

风险提示

- 房地产调控政策改善不及预期；开发贷发放阻力大于预期

内容目录

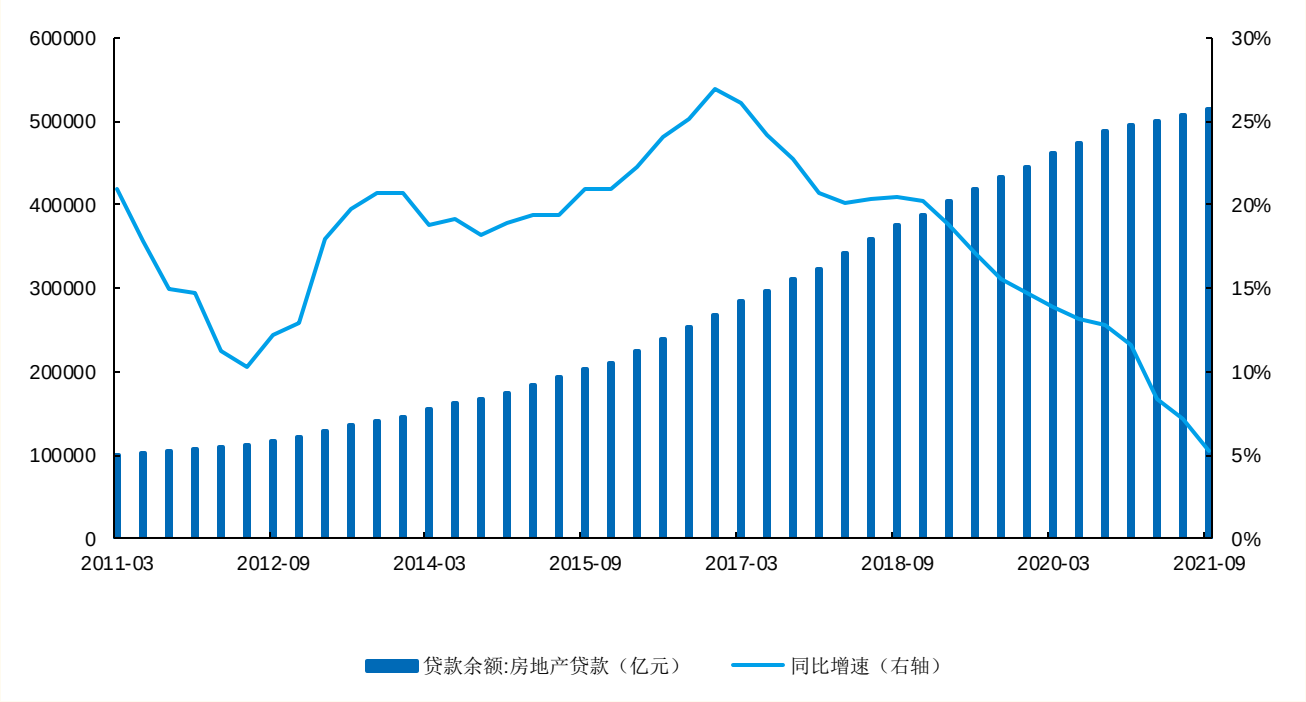
图表附录 3
风险提示 6

图表目录

图表 1：贷款余额：房地产贷款（亿元）及同比增速.....3
图表 2：新增人民币贷款：居民户：中长期贷款当月值（亿元）及同比增速 ...3
图表 3：当季新增贷款：房地产贷款（亿元）及同比增速.....4
图表 4：A 股地产公司 PE 走势 4
图表 5：港股地产公司 PE 走势.....5
图表 6：港股物业公司 PE 走势.....5
图表 7：覆盖公司估值情况.....5

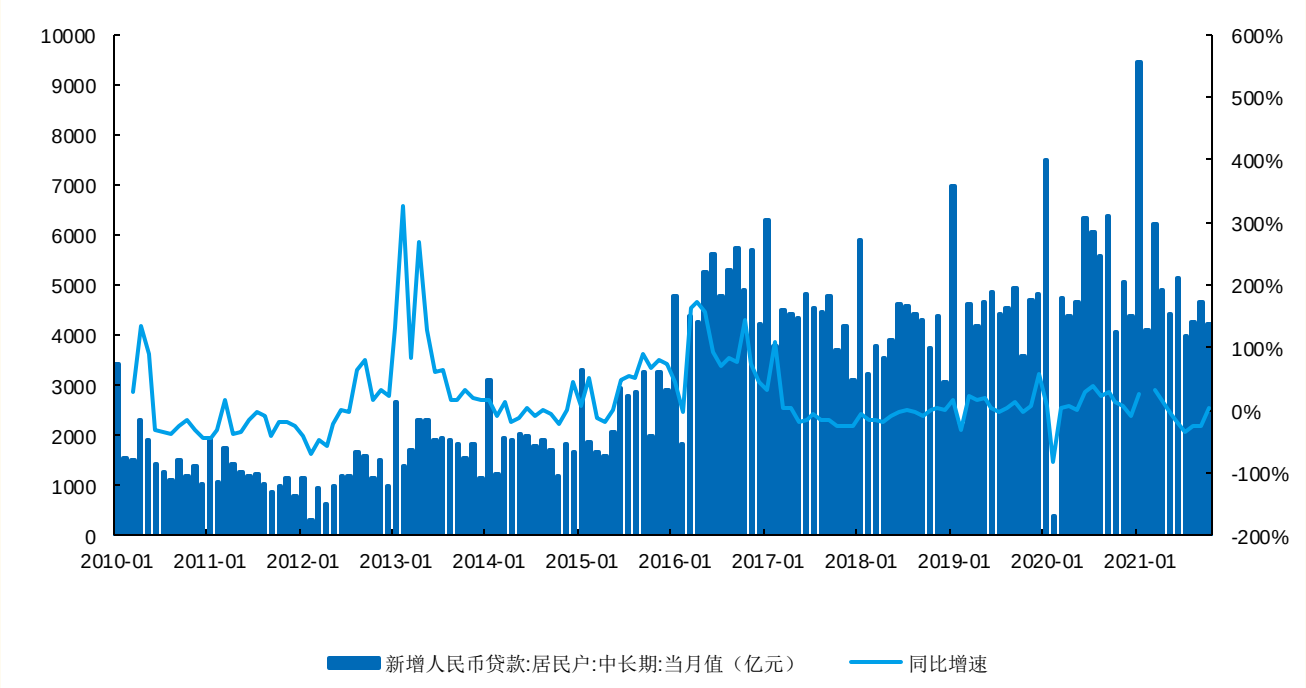
图表附录

图表 1：贷款余额：房地产贷款（亿元）及同比增速



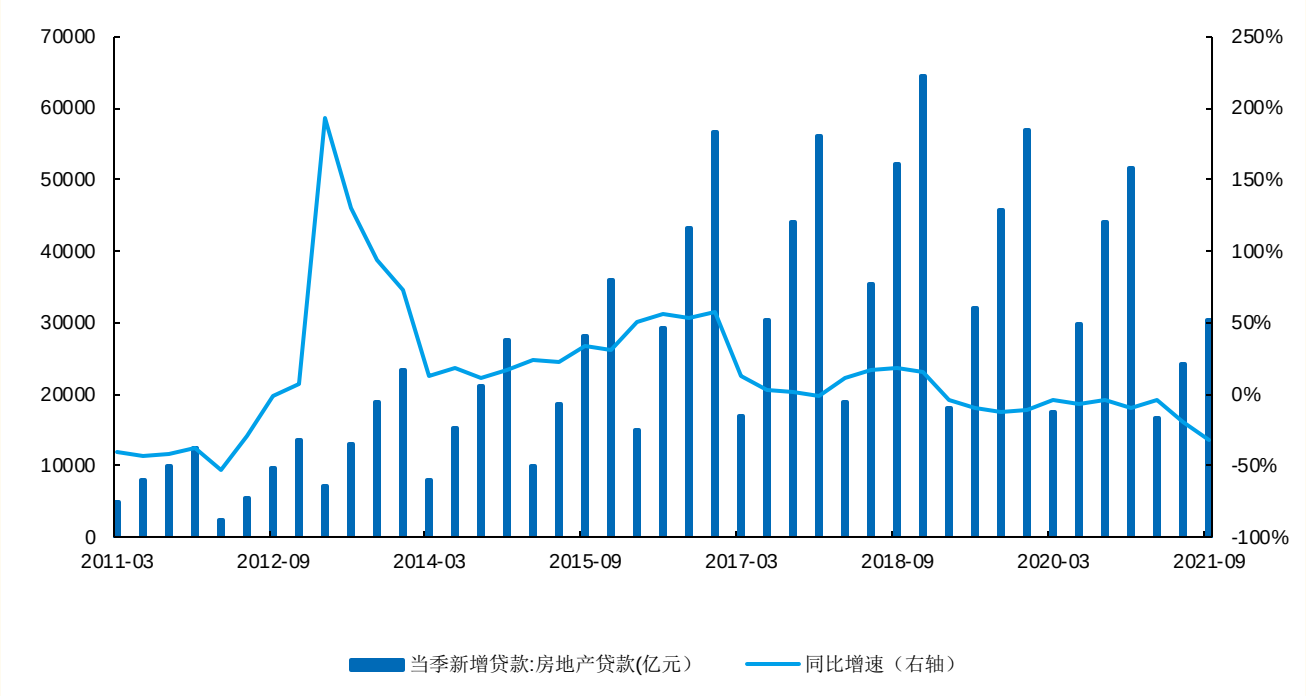
来源：wind，国金证券研究所

图表 2：新增人民币贷款：居民户：中长期贷款当月值（亿元）及同比增速



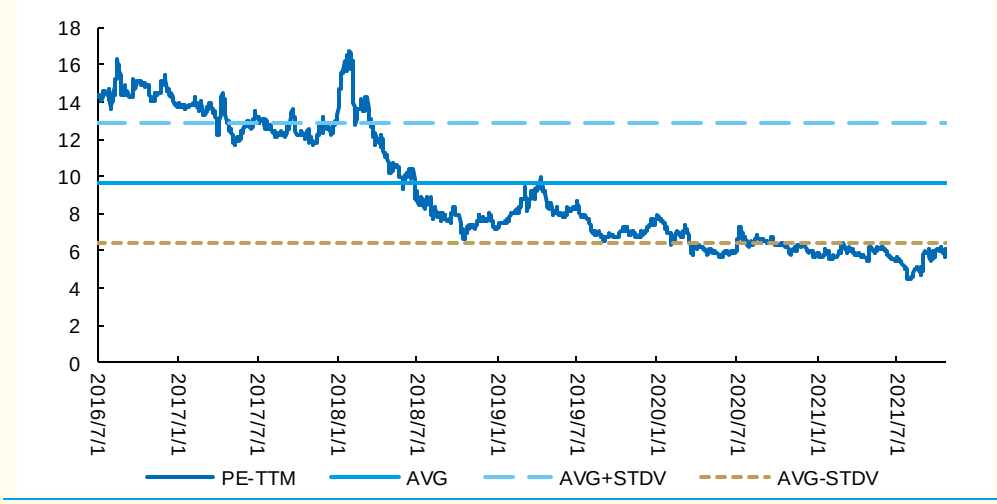
来源：wind，国金证券研究所

图表 3：当季新增贷款：房地产贷款（亿元）及同比增速



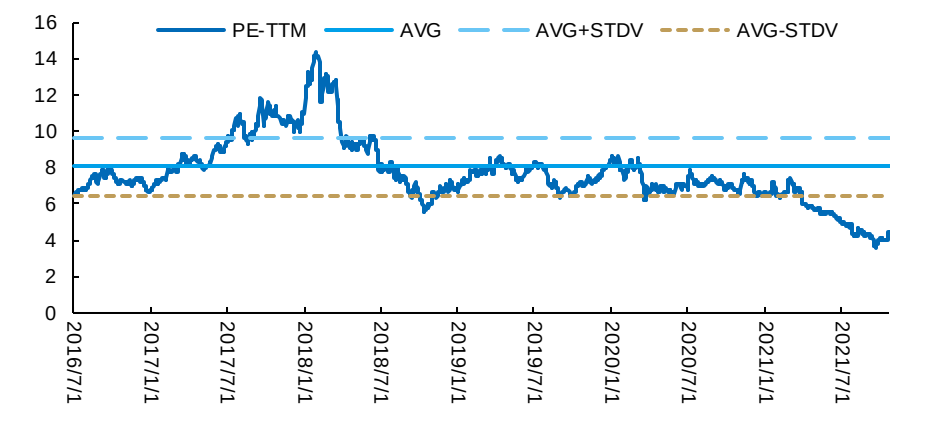
来源：wind，国金证券研究所

图表 4：A 股地产公司 PE 走势



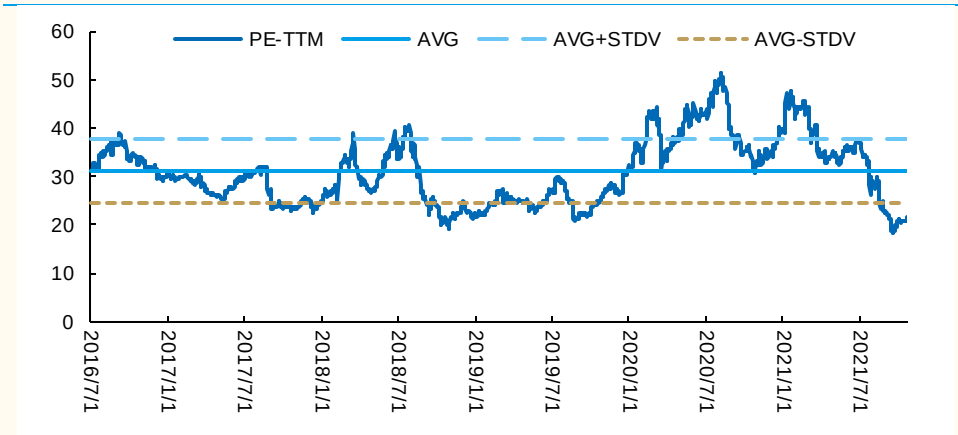
来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：港股地产公司 PE 走势



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：港股物业公司 PE 走势



来源：Wind，国金证券研究所

图表 7：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	2,145	3.57	2.7	5.2	4.6	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	783	1.46	1.69	6.4	5.8	123	134	-23.6%	9.2%
建发国际	1908.HK	买入	159	1.75	2.53	7.2	5.0	22	32	35.1%	44.2%
龙光集团	3380.HK	买入	353	2.34	2.84	3.2	2.2	111	157	36.7%	41.2%
金科服务	9666.HK	买入	204	1.7	2.6	18.4	12.2	11	17	68.5%	80.2%
华润万象生活	1209.HK	增持	758	0.36	0.64	116.6	54.1	6.5	14	76.7%	116.3%
平均值			**860**	**1.9**	**2.2**	**23.2**	**12.7**	**140**	**163**	**29.2%**	**44.9%**
中位值			**758**	**1.8**	**2.6**	**6.4**	**5.0**	**111**	**134**	**35.1%**	**41.2%**

来源：wind，国金证券研究所 注：1）数据截至 2021 年 11 月 10 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

- 房地产调控政策改善不及预期。
- 开发贷发放阻力大于预期。

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