

销售同、环比均改善，一行两会释放积极信号

——11 月行业动态报告

核心观点:

- **11 月销售同比降幅收窄、环比回正，城市销售分化明显。**2021 年 11 月，30 城新房销售面积同比增速-20.08%，环比增速为 14.19%。分一二三线城市来看，同比方面，11 月一、二、三线成交面积增量分别为-13.63%/ -10.87%/ -37.85%；环比方面，一、二、三线增速分别为 12.06%/ 25.35%/ -1.13%。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，12 月市场销售将继续修复，但由于受到行业风险事件尚未出清、房地产税试点细则尚未出台等因素的影响，未来销售修复的速度将较以往慢一些。
- **去化周期持续上行，处于四年内较高位。**十大城市的存销比 18.24，较上月+5.21，去化周期环比+81.85%，同比+39.98%，市场销售低迷，去化周期持续上行，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 12.21、19.09，分别较上月+3.08、+2.06。
- **二轮土拍落幕，民企拿地收缩，第三批土拍规则放松。**22 个重点城市第二批土拍与 11 月底收官，平均溢价率为 4.0%，较 2020 年平均溢价率-6.88pct，较首批平均溢价率-11.27pct，整体热度下降。在第二轮土拍中，中央、地方性国企拿地活跃，权益面积占总面积比重及权益金额占总金额比重分别为 74.08%、84.32%，分别较首批增长 15.97pct 和 25.40pct。国企和民企拿地数量都出现了收缩，本轮土拍国企控场，国企拍地数量占比增长至 77.90%，较第一轮提高 19.58pct。综合前两批集中供地来看，房企拿地呈现出“国增民减”的整体特征。11 月第三批土拍已陆续开展，从目前已发布的公告来看，部分城市放宽竞拍规则，下调保证金比例，本轮竞拍门槛边际放松。
- **一行两会传递积极信号，从供需两侧托底市场。**一行两会集中对房地产行业及恒大问题进行全面和详细的表态，关于需求层面，银保监会本次新增强调了“重点满足改善型住房按揭需求”，之前的表态中主要集中于对首套房的信贷支持，上次对改善性住房的表述还要追溯到 2015 年 3 月的政府工作报告。预计之后对首套和改善型住房的首付比例、利率、放宽周期等政策进行调整，有助于提振市场整体的需求。关于融资层面，两会表示“合理发放房地产开发贷款、并购贷款，支持房地产企业合理正常融资”，房企信贷环境逐步改善，并且房企之间并购活动将增多，加速行业优胜劣汰，行业格局将进一步优化。
- **投资建议：**当前市场处于“基本面底部区域”+“政策底”的组合，政策不断释放积极信号，供需两侧信贷环境逐步改善，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。行业在风险事件暴露过程中加速优胜劣汰，行业格局重塑利好国企和具有护城河的优质民企。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）、招商蛇口（001979）、新城控股（601155）、金科股份（000656）；建议关注优质物业管理公司：旭辉永升服务（1995.HK）、金科服务（9666.HK）、新大正（002968）、招商积余（001914）。
- **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

特别鸣谢：实习生 张曦

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-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

【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

目 录

一、行业基本面情况跟踪	1
(一) 11 月销售同比降幅收窄、环比回正，城市销售分化明显	1
1、11 月市场销售同比下降，环比上升，一二线销售改善，三线压力继续放大	1
2、去化周期持续上行，处于四年内较高位	2
(二) 二轮土拍落幕，民企拿地收缩，第三批土拍规则放松	3
(三) 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”，营收两年 CAGR+14.52%，归母净利润两年 CAGR-22.77%，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) 政策逐步修正和改善	12
1、一行两会传递积极信号，从供需两侧托底市场	12
2、多地出台“限跌令”并放宽预售条件，维稳意图明显	13
3、调控基调未变，“两维护”仍是政策主线	13
4、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	14
5、理性看待土地出让收入划转税务部门征收的影响	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	17
(一) 房企迎来平台化发展，“估值+业绩”双提升	17
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	17
2、LPR 连 19 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	19
1、房地产板块 PE、PB 估值比较	19
2、房地产板块与各行业 PE、PB 估值比较	20
3、物业管理板块市场表现	20
4、物管个股表现	21
四、投资建议	21
五、风险提示	22
插图目录	23
表格目录	24

一、行业基本面情况跟踪

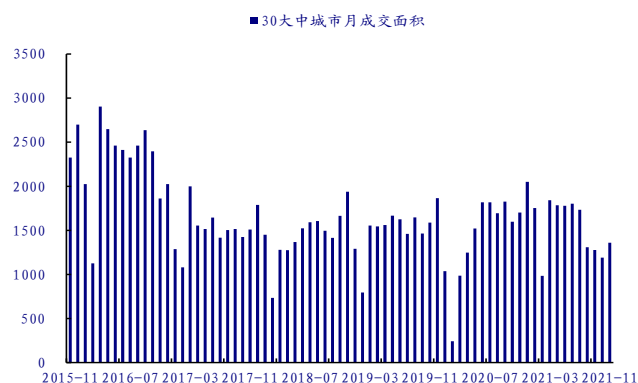
（一）11月销售同比降幅收窄、环比回正，城市销售分化明显

1、11月市场销售同比下降，环比上升，一二线销售改善，三线压力继续放大

2021年11月，30城新房销售面积为1359.54万平方米，同比增速-20.08%，环比增速14.19%，成交套数为137801套，同比增速为-15.48%，环比增速为18.69%。本月成交面积和套数同比下降，但幅度较上月有所收窄，环比有较大幅度的改善，由负转正。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，12月市场销售将继续修复，但由于受到行业风险事件尚未出清、房地产税试点细则尚未出台等因素的影响，未来销售修复的速度将较以往慢一些。

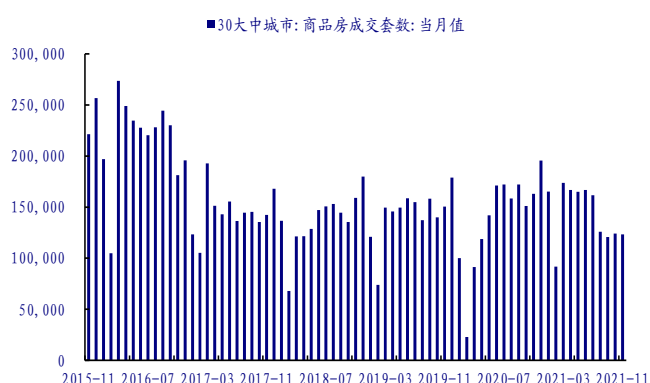
分一二三线城市来看，同比方面，11月单月一、二、三线成交面积同比增长分别为-13.63%/-10.87%/-37.85%；环比方面，一、二、三线增速分别为12.06%/25.35%/-1.13%，一、二线城市成交环比由负转正，成交较10月有所修复，但一线同比增速扩大、二线降幅收窄，销售修复还有一段路要走，而三线的销售压力最大，同环比增速均变差，未来区域间的分化将继续拉开。

图 1：30 大中城市新房成交面积情况（万平方米）



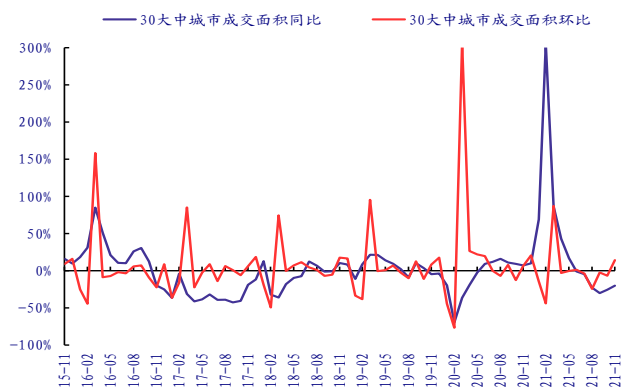
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 2：30 大中城市新房成交套数情况（套）



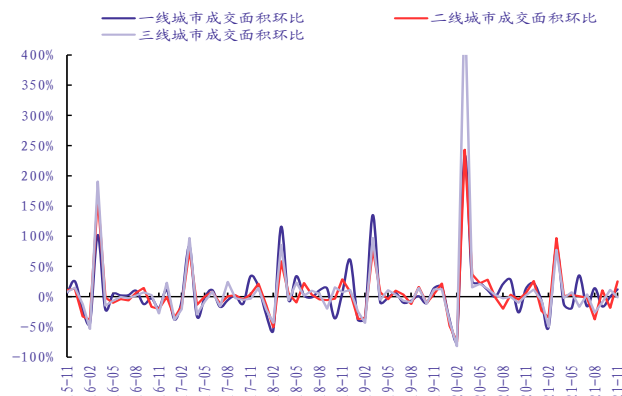
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

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 (%)

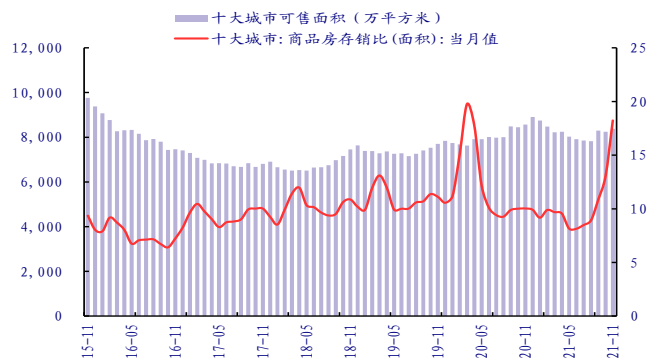


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2. 去化周期持续上行, 处于四年内较高位

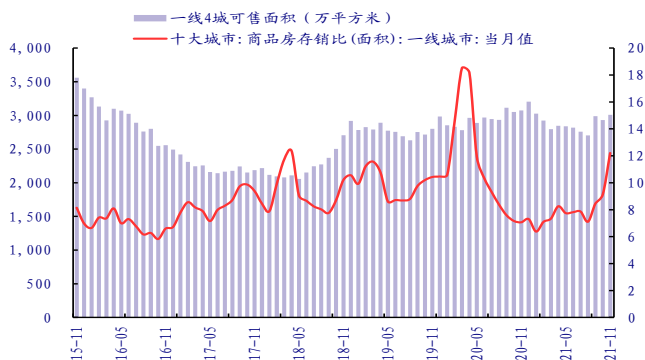
截至 2021 年 11 月 30 日, 十大城市的存销比为 18.24, 较上月+5.21, 去化周期环比+81.85%, 同比+39.98%, 随着市场销售降温, 去化周期开始上行, 已处于 2017 年以来的较高水平。分线来看, 一、二线城市存销比分别为 12.21、19.09, 分别较上月+3.08、+2.06, 一线城市去化周期显著低于二线城市。

图 5: 十大城市可售面积及存销比



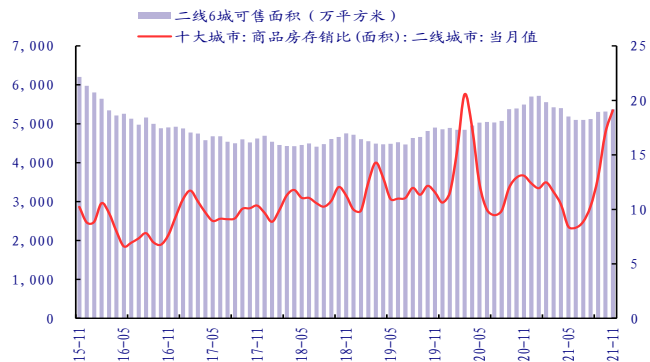
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

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

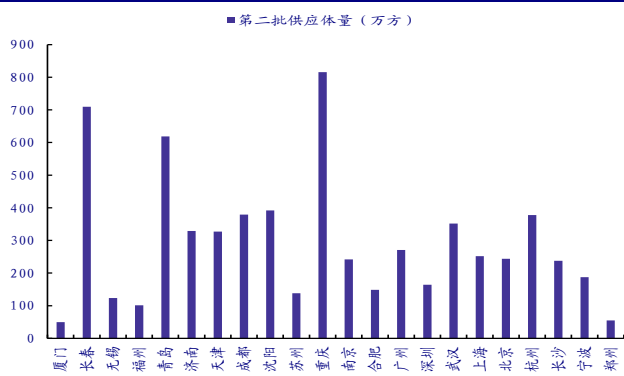


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 二轮土拍落幕，民企拿地收缩，第三批土拍规则放松

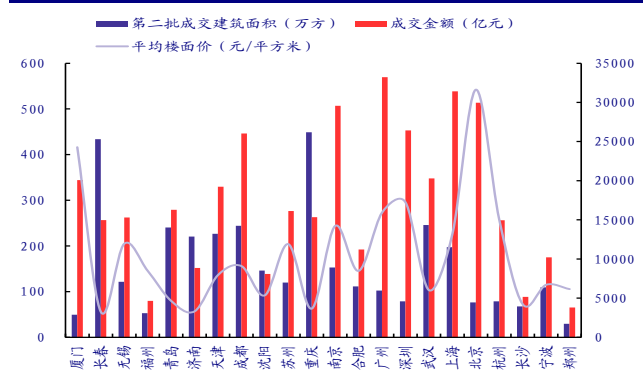
二轮土拍结束，整体热度降温。截至 11 月 30 日，22 个重点城市全部完成第二批次地块出让，平均溢价率为 4.0%，较 2020 年平均溢价率-6.88pct，较首批集中供地平均溢价率-11.27pct，整体热度下降。各重点城市中，厦门地块由于在土拍规则调整之前完成出让，整体溢价率较高（25.4%），福州、深圳、南京热度处中位，优质地块吸引力仍在，其余 16 个城市较为冷淡，平均溢价率均低于 5%。

图 8：22 城第二批集中供地供应量



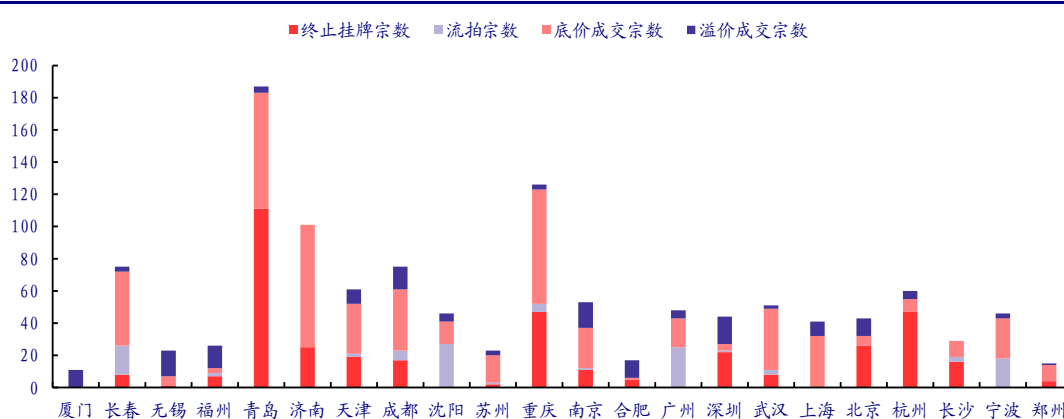
资料来源：中指研究院，中国银河证券研究院

图 9：22 城第二批集中供地成交情况（1）



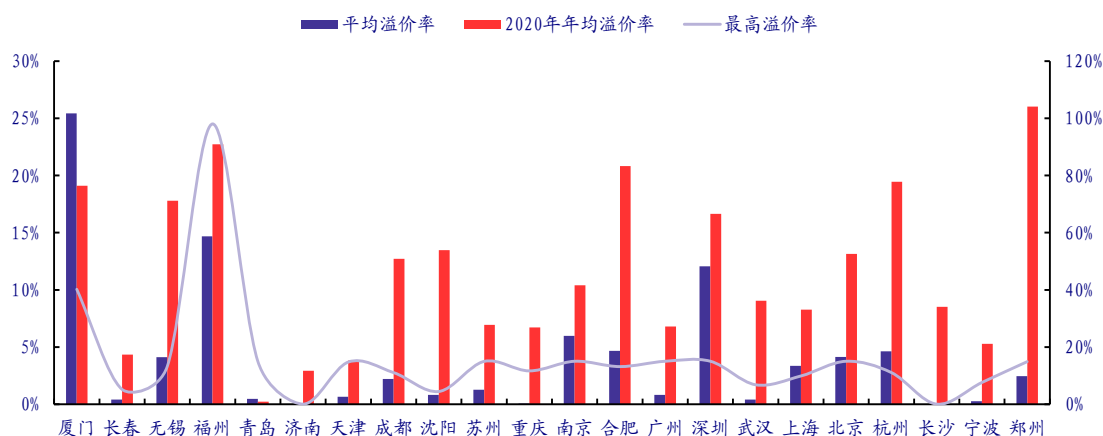
资料来源：中指研究院，中国银河证券研究院

图 10：22 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

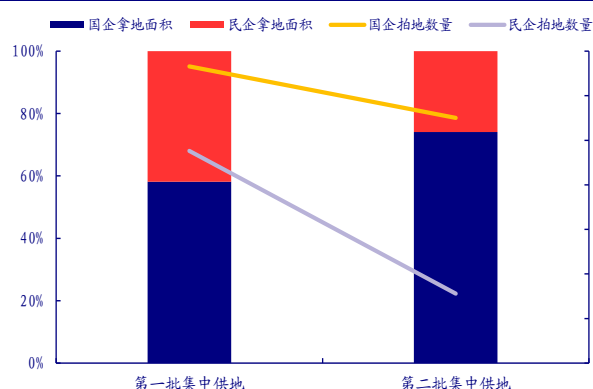
图 11: 22 城第二批集中供地溢价率情况对比 (%)



资料来源：中指研究院，中国银河证券研究院

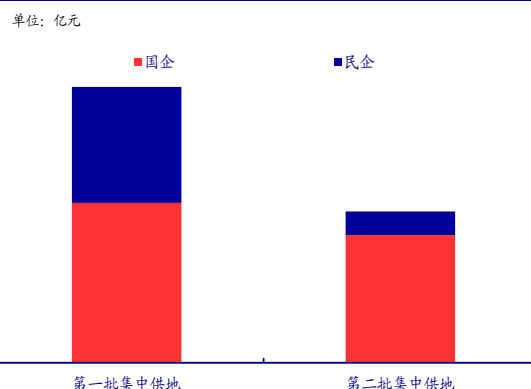
民企拿地收缩，国企扩充土地储备。在第二批土拍中，中央性、地方性国企拿地活跃，拿地份额明显提升，本轮国企拿地权益面积占总面积比重及权益金额占总金额比重分别为 74.08%、84.32%，分别较第一批集中供地的 58.11%、58.92% 增长 15.97pct 和 25.40pct。民营企业拿地明显谨慎，下降至 25.93%、15.68%。从拿地数额来看，国企和民企拿地数量都出现了收缩，竞拍热度大幅下降，较第一批集中供地分别减少 58、160 宗；从拿地数量的占比来看，本轮土拍国企控场，国企拿地数量占比增长至 77.90%，较第一轮提高 19.58pct。综合前两批集中供地来看，房企拿地呈现出“国增民减”的整体特征，国企积极扩充优质的土地储备，在“三道红线”带来的资金压力以及市场热度降温等因素影响下，民企拿地积极性下降。

图 12: 国企、民企拿地权益面积及数量



资料来源：中指研究院，中国银河证券研究院

图 13: 国企、民企拿地权益金额



资料来源：中指研究院，中国银河证券研究院

市场转冷，第三批土拍规则放松。第三批土拍已陆续开展，从目前已发布的公告来看，除武汉、厦门、重庆新增“摇号”的规则外，大部分城市在第二轮的基础上进行了微调，本轮土拍政策呈现放松态势。其中成都、无锡、济南、苏州、广州、南京等下调了保证金比例，部分城市在付款节奏上也有一定的放慢。受制于基本面低迷的影响，本轮竞拍门槛边际放松。

表 1: 第三轮竞拍规则

规则变动类型	城市	第二批土拍增持	第三批土拍政策	第二批保证金比例	第三批保证金比例
下调保证金比例	成都	限房价+限地价+定品质+竞销售型	限房价+限地价+定品质+竞销售型	平均 24%	平均 23%
	无锡	限地价+摇号+1 宗限房价	限地价+摇号	平均 25%	平均 20%
	济南	限地价+摇号	限地价+竞建设品质和建设速度	平均 50%	平均 35%
	苏州	限地价+一次报价	限地价+一次报价	平均 45%	平均 30%
	广州	限房价+限地价+定品质+竞自持	限房价+限地价+定品质	约 20%-50%	20%
	南京	限房价+限地价+摇号	限房价+限地价+摇号	大部分 20%，部分 30%、50%	大部分 20%，部分 30%
增加“摇号”	武汉	限房价+限地价+定品质+竞销售型+竞自持+竞全装修面积	限房价+限地价+竞一次性付款+竞自持+摇号	约 20%-50%	-
	厦门	限房价+限地价+竞配建	限房价+限地价+竞配建+竞品质+摇号	平均 20%	平均 20%
	重庆	限地价+竞自持+竞高品质住宅	限地价+竞自持+竞高品质住宅+摇号	大部分 20%	-
基本保持不变	上海	限地价+一次报价+限房价	限地价+一次报价+限房价	20%	20%
	福州	限地价+摇号+限房价	限地价+摇号+限房价	大部分 20%	大部分 20%
	合肥	限房价+限地价+摇号+竞品质	限房价+限地价+摇号+竞品质	平均 22%	平均 22%
	深圳	限房价+限地价+摇号+竞自持	限房价+限地价+摇号+竞公共住房面积	50%	50%
	北京	限地价+竞自持+竞高品质住宅+竞现房+竞保障房+竞配建	限地价+竞自持+竞高品质住宅+竞现房+竞保障房	20%	20%

资料来源：地方房管局官网，中指研究院，中国银河证券研究院

（三）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”，营收两年 CAGR+14.52%、归母净利润两年 CAGR-22.77%，毛利率短期依旧承压，但拐点到来可期

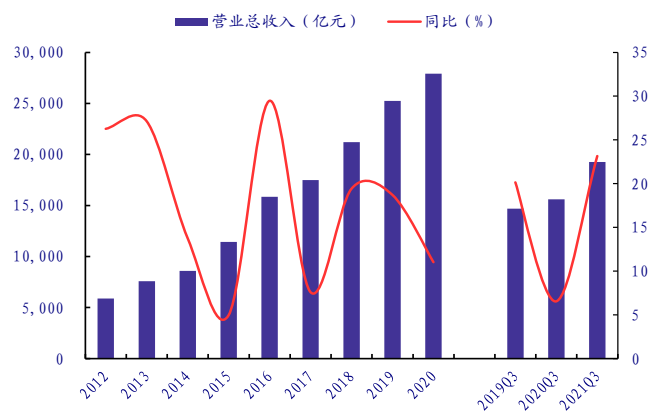
2021Q3 房地产行业总营业收入为 19252.30 亿元，同比增速为 23.14%，与 2019Q3 相比增速为 31.15%，两年 CAGR 为 14.52%；实现归母净利润 817.97 亿元，同比增速为-31.48%，与 2019Q3 相比增速为-40.36%，两年 CAGR 为-22.77%。今年三季度营收同比大增，主要受去年疫情造成的去年同期低基数影响，归母净利润同比下滑，“增收不增利”主要系限价政策收紧、高地价项目及资本化利息进入结算期导致。

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

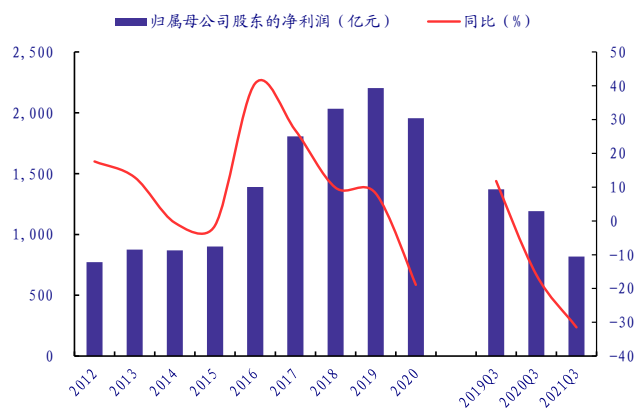
们认为虽然短期内行业利润率水平仍有压力，还未触底，但近期土拍政策的调整将带动土地溢价率下行，房企的盈利空间得到保障，未来行业毛利率的拐点到来可期。

图 14: 房地产行业 2021Q3 营业总收入及同比增速



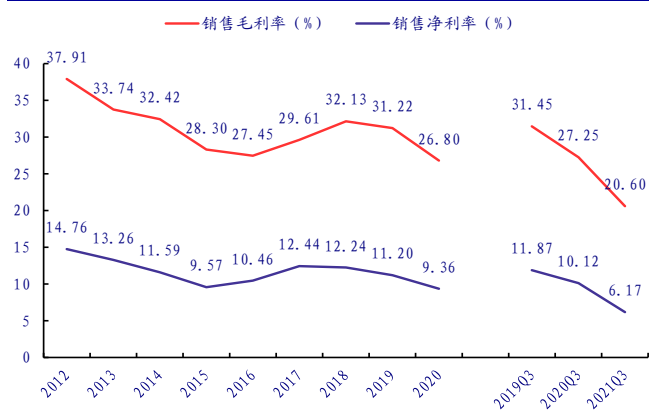
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 15: 房地产行业 2021Q3 归母净利润及同比增速



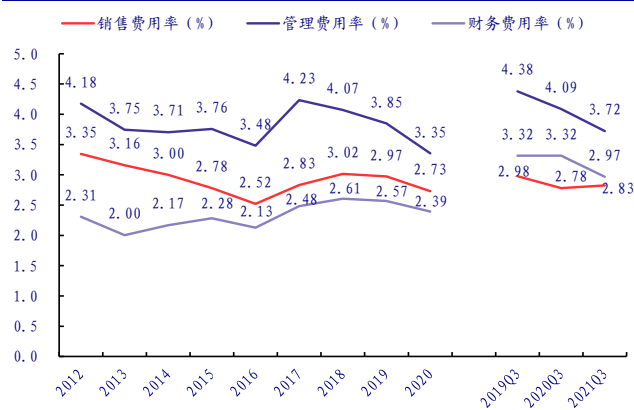
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 16: 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 17: 房企 2021Q3 销售费用率、管理费用率及财务费用率



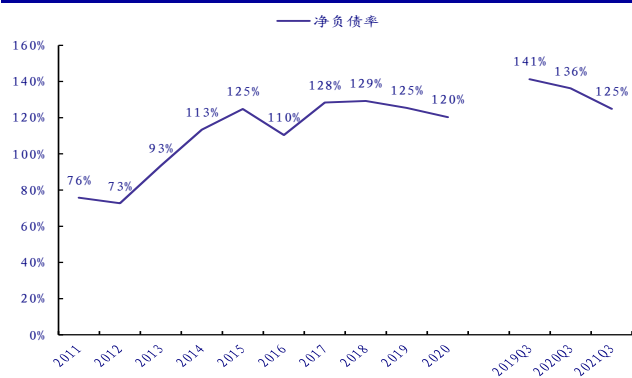
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

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。

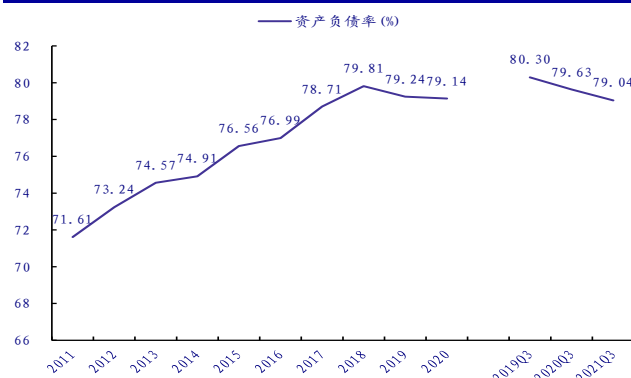
截至 2021Q3, 行业净负债率为 124.92%, 同比-11.28pct, 较 2020 年末增加 4.60pct; 资产负债率为 79.04%, 同比-0.59pct, 较 2020 年末减少 0.10pct。目前行业杠杆水平在不断下降, 在“三条红线”的融资监管下, 房企积极降低杠杆水平, 预计年末行业杠杆率还将迎来更大幅度的下降。

图 18: 房地产行业 2021Q3 净负债率



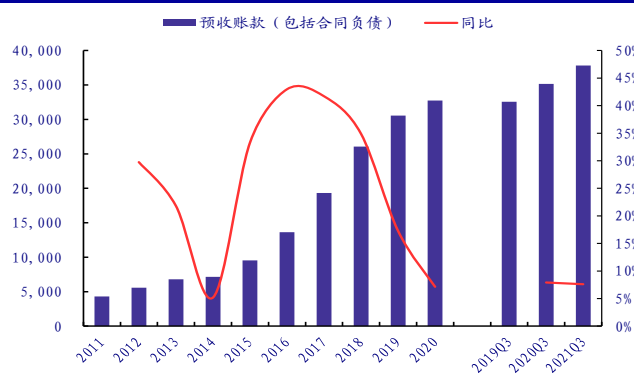
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 19: 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 20: 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 2: 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

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。

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

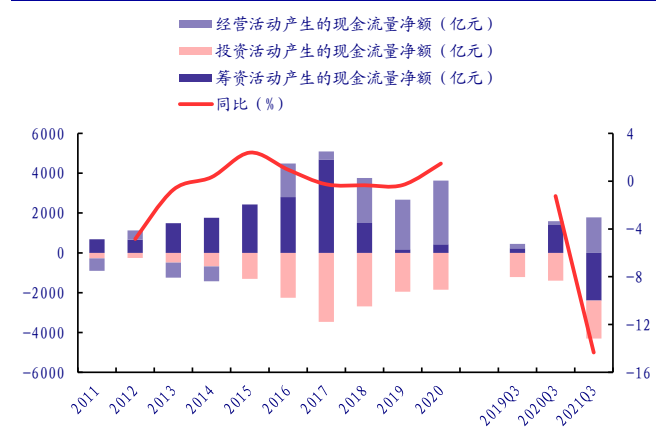
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

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。

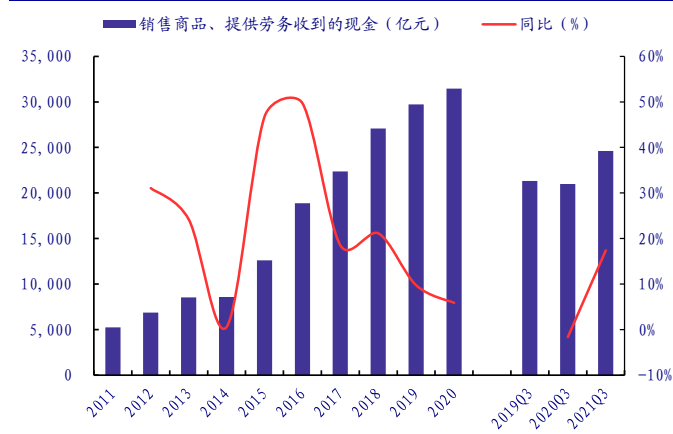
2021Q3 现金表流净额为-2521.94 亿元，为现金净流出，与 2019Q3 相比，增幅为 231.14%，年复合增长率为 81.97%。分类来看，经营活动现金流为 1781.92 亿元，后疫情时期，销售回款逐渐恢复，2021Q3 回升到近三年最高水平；投资活动净流出 1903.84 亿元，同比增加 35.94%；筹资活动现金净流出 2400.02 亿元，较去年同期大幅增加 271.71%，主要由于 2021Q3 融资环境趋紧，房企融资额大幅削减，融资额度受到限制。

图 21：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 22：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

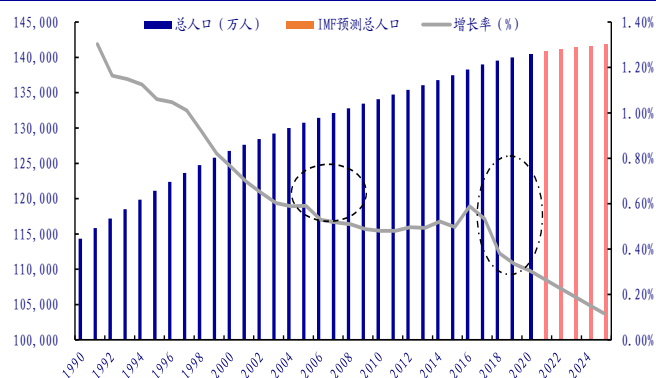
二、房地产行业处于成熟调整期，市场转向中速高质量发展阶段

（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

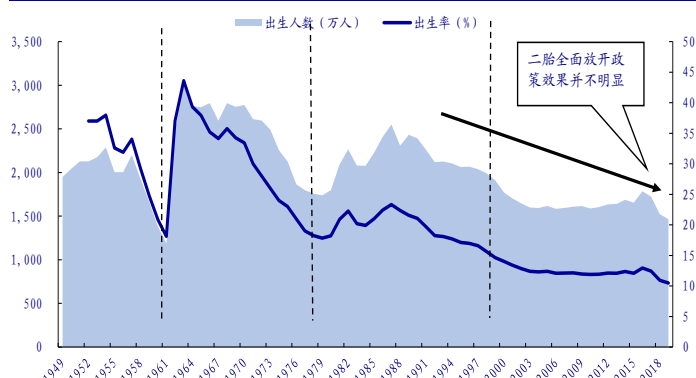
人口增长拐点将至，出生率逐年下降。自 20 世纪 90 年代以来，人口总量虽呈现每年增加的趋势，2008 年、2019 年作为两个拐点将增长速度划分为三个阶段，2008 年之前，人口增长率均维持在 0.5% 以上的高位增长水平，2008 年之后十年人口增长较为平稳，在 0.4%-0.5% 的范围内波动。据 5 月 11 日发布的第七次全国人口普查数据显示，2020 年全国人口 14.12 亿人，同 2010 年的六普相比，年平均增长率为 0.53%，较 2020 年至 2010 年的年均增加率-0.04pct，人口增速放缓；从出生人口看，建国以来，我国已经历了三次婴儿潮，1950-1957 年、1962-1975 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 年单独二胎放开、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 23: 中国总人口增长情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

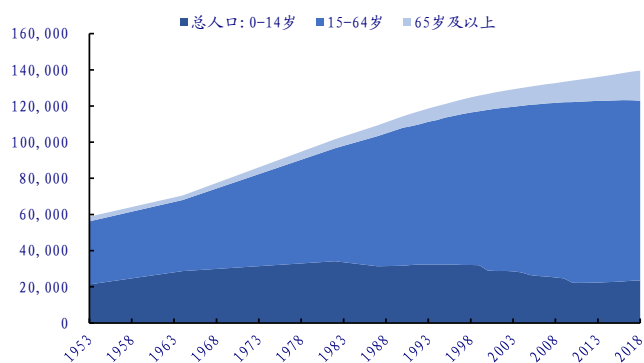
图 24: 中国 1949-2019 出生人口数及出生率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

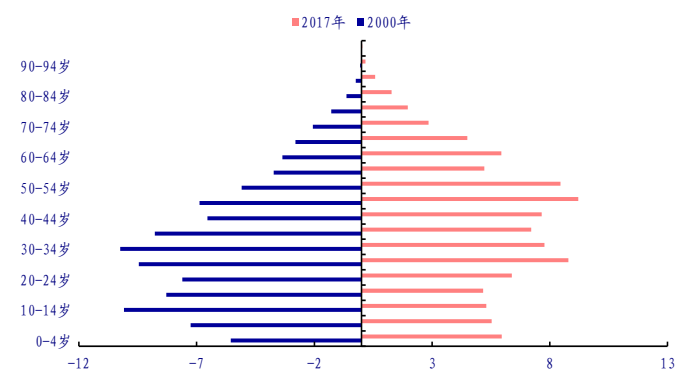
劳动力人口数量下降，社会老龄化趋势明显。15-65 周岁的劳动年龄人口自 2014 年达到峰值 100557 万人后，开始逐年减少，2018 年劳动力人口为 99394 万人，占总人口比重 71.24%。虽然总量上看人口红利变动不明显，但结构问题不容小觑，对比 2000 年与 2017 年的人口年龄分布，我国劳动年龄人口已从小于 40 岁为主转变为 40 岁以上为主，1962-1975 年出生的人口在未来五年后将快速退出劳动力市场。人口老龄化比例从 1984 年的 5%，到 2014 年已突破 10%，仅耗时 30 年，甚至快于日本的 35 年。目前，根据七普数据，我国 65 岁及以上人口占 13.5%，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 25: 中国人口结构分布



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 26: 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

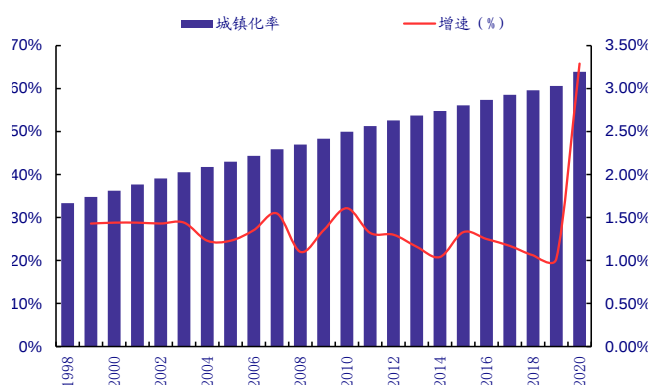
2、中国城市化已进入后半程，市场转向中速高质量发展阶段

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 年是大中型城市人口流入的高峰期，一线城市每年常驻人口增长约 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。

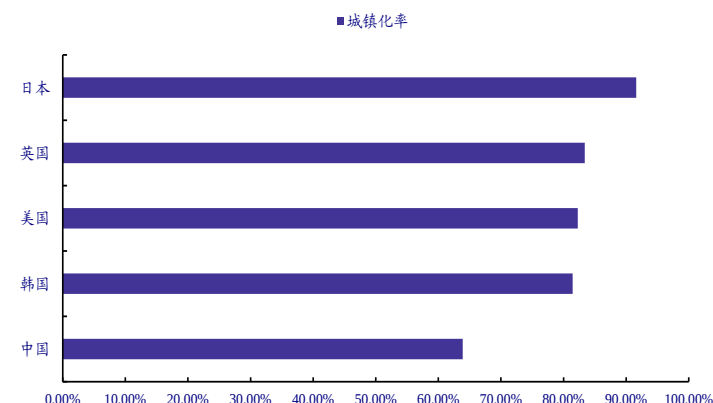
城镇化转向都市化，打造京津冀、沪宁杭、粤港澳城市群。受技术革新、要素流动、产业更替的影响，区域发展正由传统的省域、行政区向城市群转变。打造三大“世界级”都市圈进程中，城市群中二线城市有望受益于城市化发展，成为新增长点。

图 27：中国城镇化率变化情况（%）



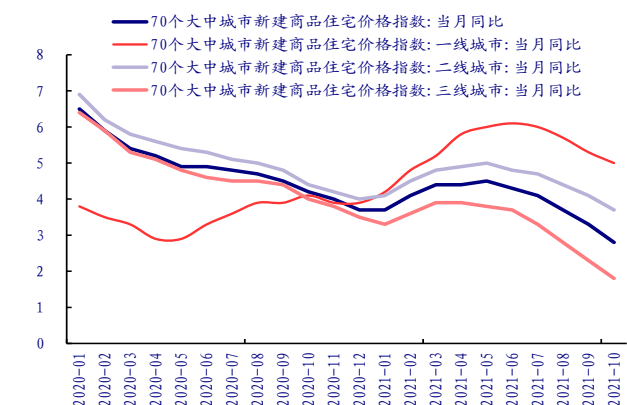
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 28：主要国家城镇化（%）



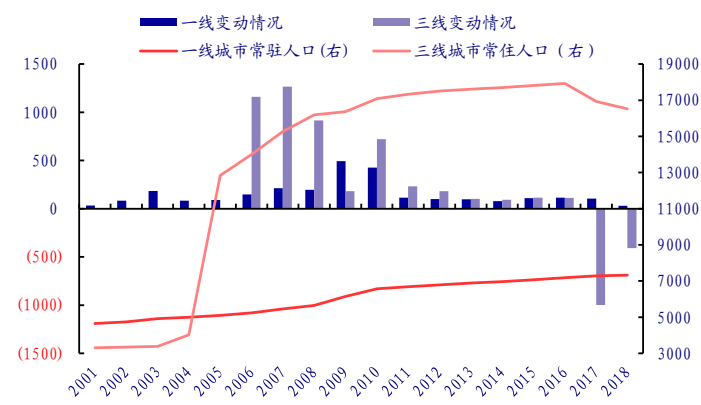
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 29：70 城房价指数（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 30：城市人口变动情况



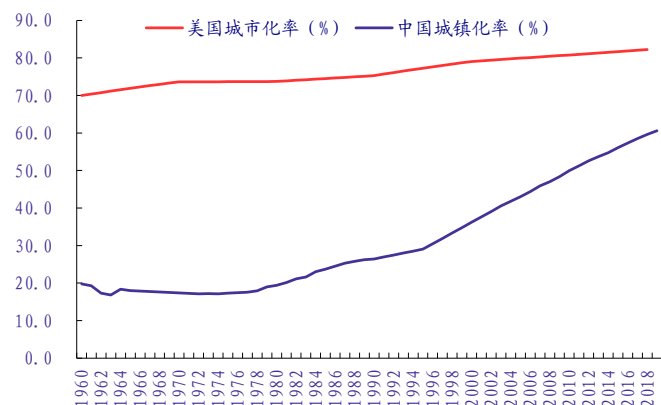
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

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%。

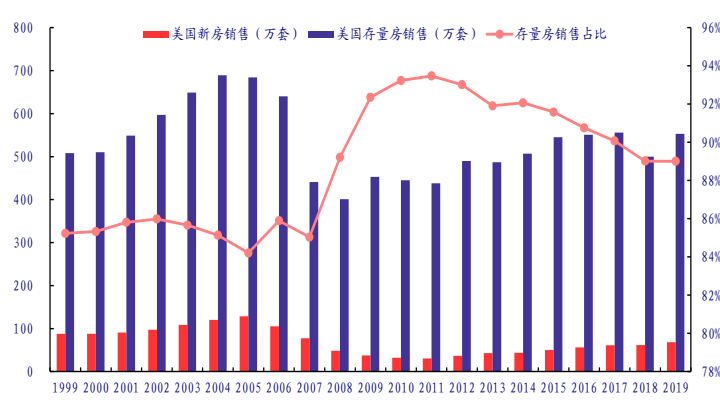
相比于发达国家的都市化水平，我国城市化虽仍有较大发展空间，随之带来的住房需求是推动地产行业维持繁荣的重要驱动力。根据 CIC 的报告，2019 年，中国新房销售量 13.9 万亿元，二手房交易量 6.7 万亿元，二手房占住房销售总销售额的比重仅为 32.5%，我们观察到，在中国经济比较发达的一些一二线城市（如上海、北京、深圳、南京、广州），城镇化进程较快，这些城市住宅市场已经出现存量房交易超过或接近新房交易量的现象。预计这一趋势将逐步扩大和延续，未来主流城市地产市场将逐步成熟，迈入存量阶段，存量房交易占比还有较大提升空间。

图 31：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 32：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）政策逐步修正和改善

1、一行两会传递积极信号，从供需两侧托底市场

12 月 3 号一行两会就恒大问题答记者问，发言的要点主要包括：1）恒大集团出现风险主要源于自身经营不善、盲目扩张，属于个案风险。我国房地产行业总体保持健康发展，大多数房地产企业坚守主业、经营稳健；2）境内房地产销售、购地、融资等行为已逐步回归常态。要根据各地不同情况，重点满足首套房、改善性住房按揭需求，合理发放房地产开发贷款、并购贷款；3）证监会将继续保持市场融资功能的有效发挥，支持房地产企业合理正常融资。

一行两会集中对房地产行业及恒大问题进行全面和详细的表态，为历史首次，向市场传递了积极信号。关于行业风险，一行两会的口径一致，肯定了房地产行业总体仍旧保持健康发展，个别房企的外溢风险有限。关于需求层面，银保监会本次新增强调了“重点满足改善型住房按揭需求”，之前的表态中主要集中于对首套房的信贷支持，已经多年未出现对改善型住房支持的直接表述，上次还要追溯到 2015 年 3 月的政府工作报告。预计之后对首套和改善型住房的首付比例、利率、放宽周期等政策进行调整，有助于提振市场整体的需求。关于融资层面，银

保监会表示“合理发放房地产开发贷款、并购贷款”，证监会表示“支持房地产企业合理正常融资”，较此前新增了对并购贷和债券融资的支持，房企的合理融资需求在逐步得到满足，并且房企之间并购活动将增多，加速行业优胜劣汰，行业格局将进一步优化。

2、多地出台“限跌令”并放宽预售条件，维稳意图明显

房地产的政策调整的核心逻辑在于“保经济”与“保民生”之间的博弈，本年度，政治局会议、两会等高层会议延续“房子是用来住的不是用来炒”的表态，遏制房地产行业泡沫化，使房价回归理性预期。在多维度严格调控下，市场销售爆冷。多地政府纷纷出台“限跌令”，要求在限制成交价格不得超过备案价的同时，也不能低于备案价的85%-92%；还有部分政府通过降低预售条件及放松预售款支取条件，鼓励项目加快上市，维稳房地产市场的意图明显。

10月10日，为缓解房企流动资金压力和释放购房需求，促进房地产市场平稳健康发展，哈尔滨住建部等9部门联合出台《关于促进房地产市场平稳健康发展实施意见》。11月，永州、成都、长春等地随之表态。

表 3：近期各地出台“限跌令”和扶持政策

时间	部门	文件	内容
2021/10/10	哈尔滨住建局等9部门	《关于促进房地产市场平稳健康发展实施意见》	主要从缓解房企流动资金压力和促进购房需求释放两个方面平稳房地产市场。
2021/11/1	永州住房和城乡建设局	《关于严禁低价倾销的通知》	要求房地产开发企业不得以任何理由私自低价(如低于成本价、变相降价)等倾销扰乱该区房地产正常秩序，否则将依法依规进行惩处。
2021/11/1	成都市住建局	《关于进一步明确商品房预售款监管有关事项的通知》	通知指出将优化预售款支取条件并要求承办银行需按协议收存、支取预售款，通报开发企业违规行为。
2021/11/1	长春市住房保障和房地产管理局	《关于办理在建建筑物抵押、商品房预售等业务的通知》	允许房地产开发企业在土地使用权或在建建筑物抵押期间办理商品房预售许可证及进行商品房预售并允许房地产开发企业在取得商品房预售许可证后对未预售商品房进行在建建筑物抵押。
2021/11/23	成都市住房和城乡建设局	《关于精准应对疫情冲击全力实现年度目标的通知》	为促进房地产平稳健康发展，要求提高房地产审批效率、鼓励项目加快上市销售、提高预售资金监管使用效率以及协调金融机构加大支持力度。

资料来源：政府网站，中国银河证券研究院

3、调控基调未变，“两维护”仍是政策主线

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。在风险因素不断积累的趋势下，中央政策虽有缓和，但基调未变，“两维护”仍是政策主线，各城持续因城施策。

表 4：中央和各城房地产政策推行一览

时间	文件/会议	类别	内容
2021/10/20	2021金融街论坛年会	中央	潘功胜重申“两个维护”，表示“下一步，金融部门将积极配合住房和城乡建设部和地方政府坚定的维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”。

2021/11/5	《关于推动金融服务业 新发展格局的指导意 见》	深圳	严控房地产业务风险。落实“房住不炒”的定位，严格执行房地产金融监管要求，防止资金违规流入房地产市场，抑制居民杠杆率过快增长，推动辖内房地产市场健康稳定发展。
2021/11/10	《在高质量发展中促进 共同富裕》	中央	坚持“房住不炒”。积极稳妥推进房地产税立法和改革，做好试点工作。
2021/11/12	人民银行党委会	中央	坚决遏制金融服务业领域的垄断和资本无序扩张，维护房地产市场平稳健康发展。

资料来源：政府网站，中国银河证券研究院

4、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

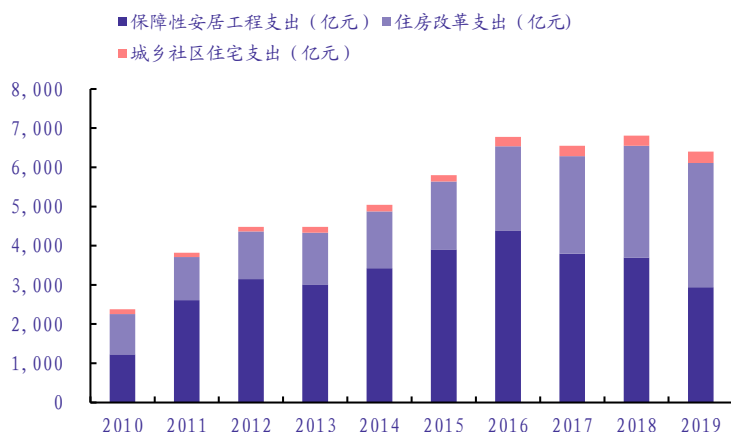
2021 年 3 月 5 日，国务院发布政府工作报告，其中关于房地产的直接表述为“保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给，规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难。”

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。

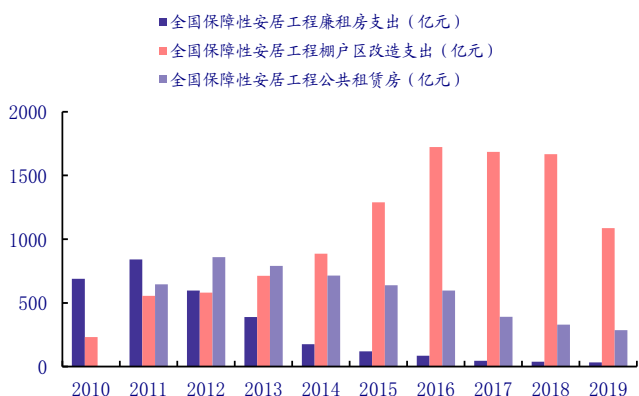
图 33：全国公共财政住房保障支出组成部分



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

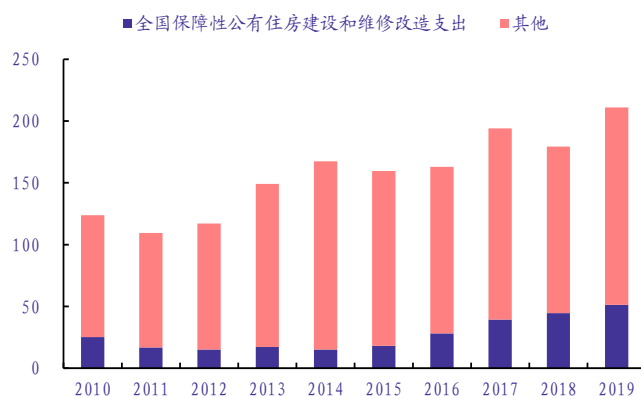
图 34: 保障性安居工程部分组成支出



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 35: 全国保障性城乡社区住宅支出

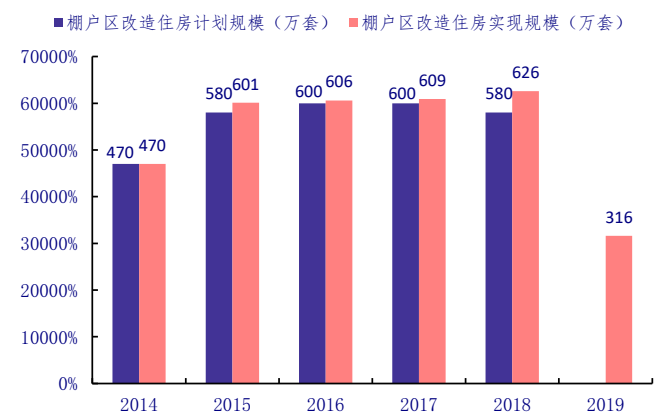


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

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

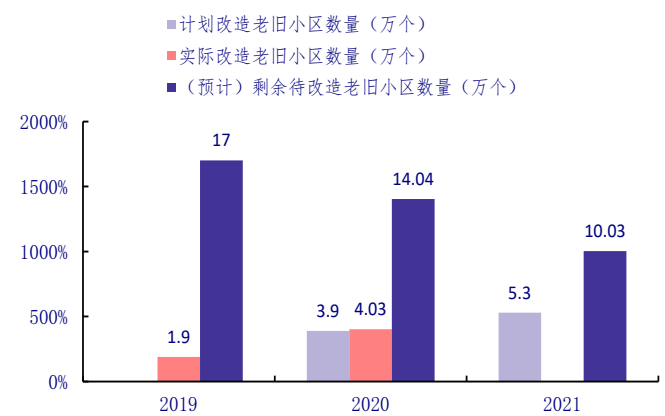
棚改渐进式退出, 旧改重要性提升。从 15 年实行“棚改货币化”开始到 2018 年的 4 年间, 全国棚改开工量一直维持在 600 万套以上, 而 2018 年的政府工作报告中对棚改的态度开始转向, 不再强调三四线去库存且压缩棚改套数, 19、20、21 年的报告中再未提到棚改, 取而代之的是老旧小区改造。城镇老旧小区改造的推行意味着政府更加关注城市的宜居宜业, 促进住宅开发从“提速”向“提质”转变, 报告中提出“新开工改造城镇老旧小区 5.3 万个”, 较 20 年计划改造量 3.9 万个增加 35.9%, 较 20 年实际改造量 4.03 万个增加 31.5%。老旧小区的加速改造扩大了物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 36: 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 37: 城镇老旧小区改造数量



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

5、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，继续按照现行政规执行”。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和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。

（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 5: 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住房和共有产权住房使用监管办法的通知	提高运营和物业服务意识和水平,减少相关纠纷、投诉、信访
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
2021/10/15	雄安新区	《雄安新区住宅物业服务等级标准》	明确了新区物业服务市场企业经营范围,同时对物业服务企业及其服务进行监督、指导和考核,规范新区物业服务市场秩序。

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。

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行业的估值天花板, 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 6: 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”“创意设计与现代服务”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務的重构，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。

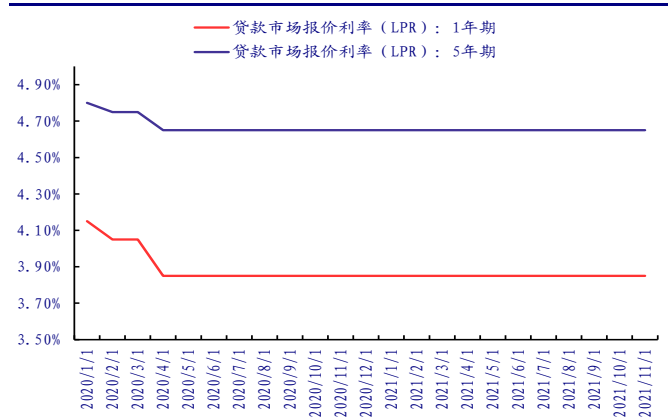
资料来源：各公司官网、公司公告、中国银河证券研究院

2、LPR 连 19 期持平

LPR 连续 19 期持平。11 月 22 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 19 期持平。据贝壳研究院数据，11 月主流首套房贷利率为 5.69%，均较上月-4bp，二套利率为 5.96%，均较上月-3bp，房贷利率再度下调。居民的购房需求逐步趋稳，信贷环境改善，房地产市场的合理资金需求正得到满足，平均房贷利率下降或是利率松动的体现。

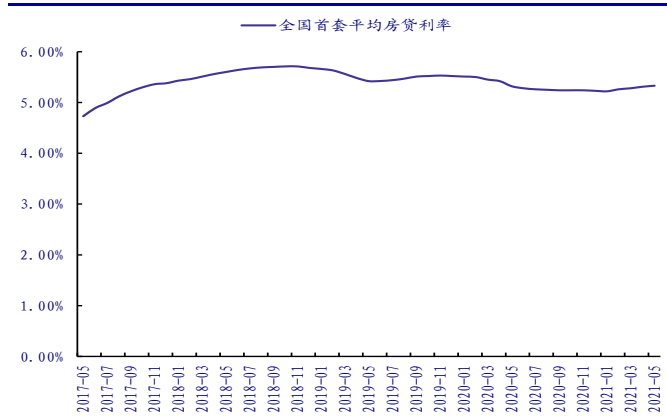
央行释放维护刚需消费信号，年末房贷利率或进一步下调。9 月 24 日，央行货币政策委员会召开 2021 年第三季度例会，会议提出“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”，维护刚需消费信号发出后，在全国房贷利率整体上升的基调中，局部地区出现银行和市场博弈的反转信号，根据监测数据，11 月重点城市房贷利率再次出现环比下降，下调范围较上月有所扩大，主要覆盖长三角城市群、粤港澳大湾区，如嘉兴、盐城、湖州、南通、惠州、东莞、佛山、中山等城市利率出现下调情况，信贷环境改善信号相对明显，房贷利率上行态势或出现拐点。11 月有超过 60% 的城市放款周期缩短。其中柳州、南通、北海等城市放款周期较上月缩短 20 天以上。盐城、绍兴、东莞、中山等利率下降的城市放款周期也同步缩短。

图 38：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 39：近三年首套房贷利率（%）



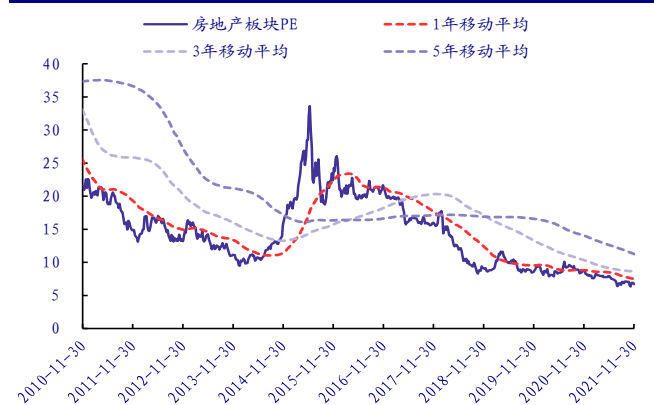
资料来源：融 360，中国银河证券研究院

（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

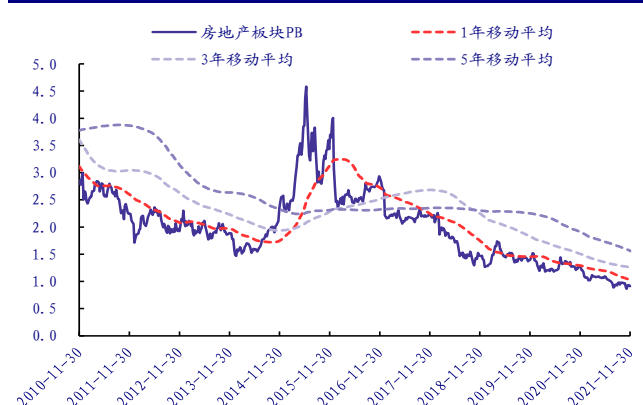
房地产板块估值目前处于历史底部区域，修复空间较大。截至 2021 年 11 月 30 日，房地产行业 TTM 市盈率（历史整体法）为 6.7X，11 月估值略有下滑。目前房地产板块 PE 估值低于 1 年移动均值 7.5X，低于 3 年移动均值 8.6X，地产板块目前处于历史底部水平，向上修复空间较大；房地产行业 PB（整体法）为 0.9X，低于 1 年移动均值 1.0X，低于 3 年移动均值 1.3X，市净率仍处于 10 年以来的底部区域，未来修复空间较大。

图 40: 房地产板块 PE



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 41: 房地产板块 PB

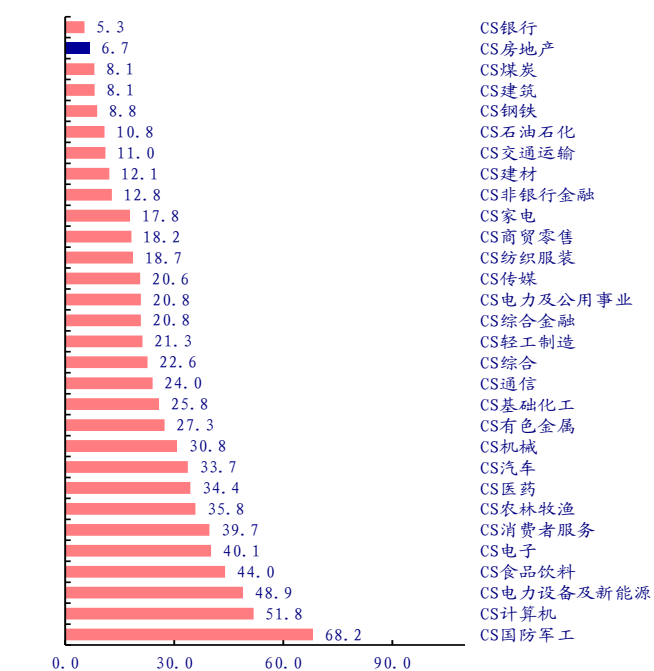


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2、房地产板块与各行业 PE、PB 估值比较

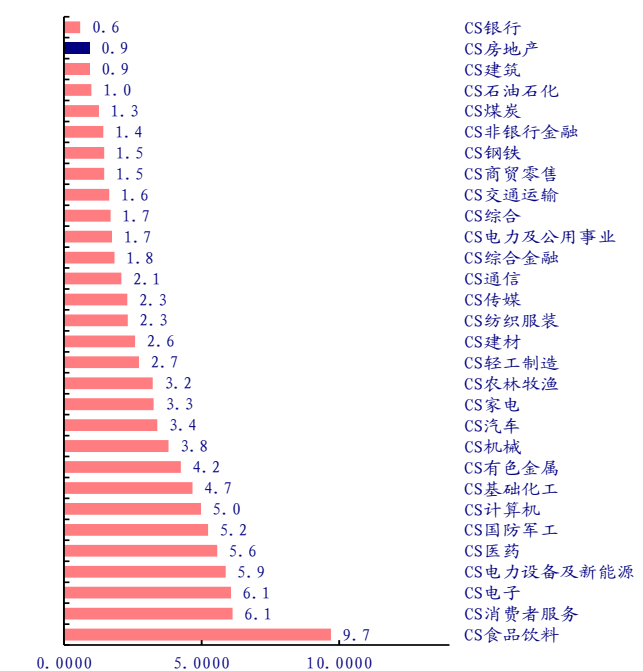
截止到 2021 年 11 月 30 日, PE 最低的是银行行业 5.3X, 房地产行业 PE 为 6.7X, 排名倒数第二位, 在所有行业分类中房地产的市盈率是偏低的。PB 最低的是银行业, 仅 0.6 倍 PB, 房地产行业排倒数第二, 市净率为 0.9X, 从行业纵比的角度来看房地产的市净率也是偏低的。

图 42: 行业 PE 比较



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 43: 行业 PB 比较



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

3、物业管理版块市场表现

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 11 月 30

日，恒生指数（HSI.HI）和恒生物业服务及管理（HSPSM.HI）涨幅分别为-13.79%和-40.92%，物管指数弱于大盘指数。

图 44：恒生指数与恒生物业服务及管理指数

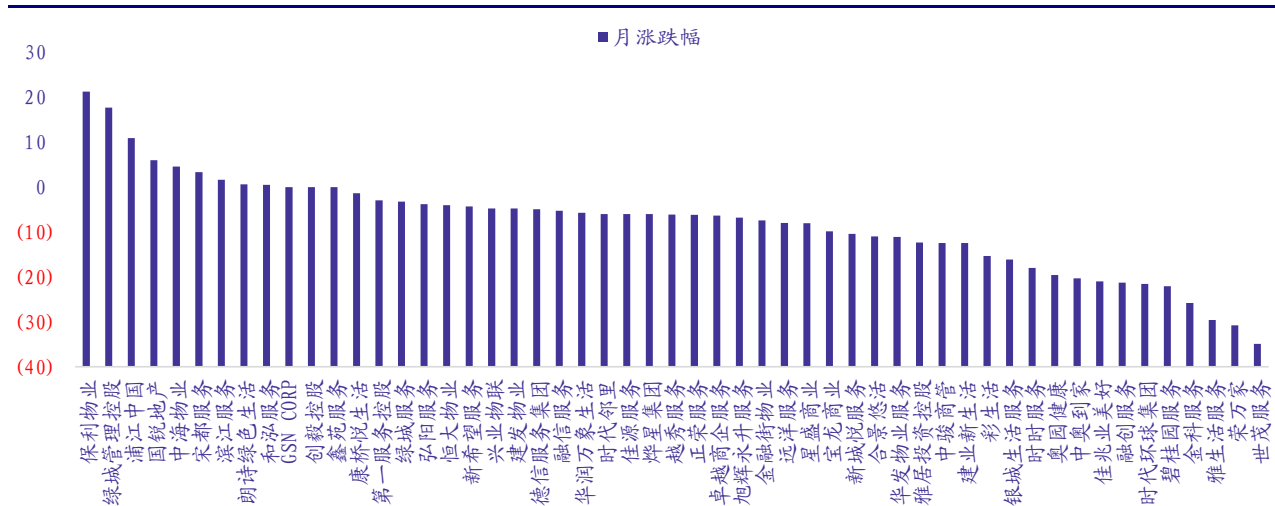


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

4、物管个股表现

11 月，保利物业、绿城管理控股、浦江中国、国锐地产、中海物业、宋都服务领涨 H 股物管上市企业，涨幅分别为 21.28%、17.71%、10.91%、6.00%、4.57%和 3.36%。跌幅前五的物管企业则为世茂服务、荣万家、雅生活服务、金科服务、碧桂园服务，跌幅分别为-34.91%、-30.75%、-29.58%、-25.77%和-22.07%。

图 45：11 月港股物业公司涨跌幅（%）



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，政策不断释放积极信号，供需两侧信贷环境逐步改善，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。行业在风险事件暴露过程中加速优胜劣汰，行业格局重塑利好国企和具有护城河的优质民企。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）、招商蛇口（001979）、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）、招商积余（001914）。

五、风险提示

风险事件发酵超预期、疫情发展不确定性、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)	1
图 2: 30 大中城市新房成交套数情况 (套)	1
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	2
图 6: 一线 4 城可售面积及存销比	2
图 7: 二线 6 城可售面积及存销比	2
图 8: 22 城第二批集中供地供应量	3
图 9: 22 城第二批集中供地成交情况 (1)	3
图 10: 22 城第二批集中供地成交情况 (2)	3
图 11: 22 城第二批集中供地溢价率情况对比 (%)	4
图 12: 国企、民企拿地权益面积及数量	4
图 13: 国企、民企拿地权益金额	4
图 14: 房地产行业 2021Q3 营业总收入及同比增速	6
图 15: 房地产行业 2021Q3 归母净利润及同比增速	6
图 16: 房地产行业 2021Q3 销售毛利率及销售净利率	6
图 17: 房企 2021Q3 销售费用率、管理费用率及财务费用率	6
图 18: 房地产行业 2021Q3 净负债率	7
图 19: 房地产行业 2021Q3 资产负债率	7
图 20: 房地产行业 2021Q3 预收账款及同比增速	7
图 21: 房企 2021Q3 现金流量及同比增速	9
图 22: 房企 2021Q3 销售商品、提供劳务收到的现金及增速	9
图 23: 中国总人口增长情况	10
图 24: 中国 1949-2019 出生人口数及出生率	10
图 25: 中国人口结构分布	10
图 26: 中国人口年龄段 2017 年、2000 年分布	10
图 27: 中国城镇化率变化情况 (%)	11
图 28: 主要国家城镇化 (%)	11
图 29: 70 城房价指数 (%)	11
图 30: 城市人口变动情况	11
图 31: 美国城市化率及中国城镇化率 (%) 变化趋势	12
图 32: 美国存量住房销售占住房销售市场的主导地位	12
图 33: 全国公共财政住房保障支出组成部分	14
图 34: 保障性安居工程部分组成支出	15
图 35: 全国保障性城乡社区住宅支出	15
图 36: 棚户区改造计划规模及实现规模	16
图 37: 城镇老旧小区改造数量	16
图 38: 每月 lpr 变化情况 (%)	19
图 39: 近三年首套房贷利率 (%)	19
图 40: 房地产板块 PE	20

图 41: 房地产板块 PB.....	20
图 42: 行业 PE 比较.....	20
图 43: 行业 PB 比较.....	20
图 44: 恒生指数与恒生物业服务及管理指数.....	21
图 45: 11 月港股物业公司跌涨幅 (%).....	21

表格目录

表 1: 第三轮竞拍规则.....	5
表 2: 2021Q3 房企“三道红线”指标梳理.....	7
表 3: 近期各地出台“限跌令”和扶持政策.....	13
表 4: 中央和各城房地产政策推行一览.....	13
表 5: 各城物业管理政策推行一览.....	17
表 6: 头部房企战略定位.....	17

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：王秋菊，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）向其客户提供。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。

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资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。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分，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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

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