

杜昊昊

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

## 最大变化是从“稳市场”到“稳行业”

### 事件

- 2021年12月8日至10日，中央经济工作会议在北京举行。会议提及，“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。”

### 评论

- “房住不炒”总基调未变，但不代表后续要对地产悲观。2018年以来的中央经济工作会议都提到了“房住不炒”，本次再次提及属于符合预期。我们认为“房住不炒”是本轮地产调控的总基调，这不会改变，但并不代表后续就要对地产悲观。
- 最大变化是从“稳市场”到“稳行业”。我们认为本次中央经济工作会议对地产表述中的最大变化，是从“促进房地产市场平稳健康发展”转变为“促进房地产业健康发展和良性循环”，这反映了政府工作重心从“稳市场”转到了“稳行业”。今年以前的调控，比如限购限贷，都是针对市场的调控，核心是为了房价能够平稳。今年，尤其是下半年以来，房企接连暴雷。这一方面是因为部分房企老板低估了中央对“房住不炒”的决心，没有真正执行降杠杆，把负债从表内转移到表外。另一方面，本轮调控中央可能也高估了房企的资产质量，部分调控措施过急过紧。二者叠加，加速了房企暴雷。在融资端调控收紧之后，不断暴雷使得重信贷的地产行业出现了信用紧缩，目前正逐渐转化为销售危机。我们认为本次表述变为“稳行业”，其核心在于维护销售不再加速下滑，允许正常融资重启，进而使得“躺平”房企愿意继续参与土拍，促进整个行业平稳健康发展。
- “支持满足购房者合理需求”，允许因城施策，再次验证调控态度转暖。本次会议再次提到了“支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”，我们认为这一方面是中央和地方已经统一认知，对地产态度转暖；另一方面也说明中央已允许地方放松。最近已有厦门、荆门、南通、开封、保定等多个城市推出购房优惠政策。我们预计未来会有更多城市出台边际放松政策，正如我们10月中旬报告中预判的那样，哈尔滨“十六条”会成为越来越多城市的模板。
- “良性循环”需要土拍正常化运行。当前土拍市场降温明显，这不仅会影响到明年的整体供给，带来房价上涨的压力，也会加大地方政府财政压力。我们预计未来在销售、融资和资产盘活三方面，会陆续有支持政策出台以帮助优质房企恢复正常运行。2021年12月10日，宝龙地产成功发行1.3亿美元的美元债，说明民营房企境外再融资功能已开始恢复，我们预计接下来会有更多民营房企境外再融资得以开展。
- 保障住房建设无法对明年新开工产生很大支撑。北京和上海是提供保障性租赁住房的主要城市。上海明确在“十四五”期间，将计划新增建设筹措保障性租赁住房47万套以上，其中在2021-2022年计划建设筹措保障性租赁住房24万套。我们认为今年和明年这24万套新增租赁住房供应，无法全部通过新建去满足。因为一方面，通过规定住宅类土地自持15%提供保障性住房，会影响房企拿地热情。而通过出让专门租赁用地，也会减少当年住宅类用地数量，因为租赁用地指标也包含在全年供地总指标内。另一方面，通过新建提供足量保障性住房，在建设速度上也来不及。因此我们觉得完成计划需要靠存量转化，比如商办改租、社会性租房的到期由政府转接、过去几年的自持竣工等等。我们预计存量的比例会接近一半。而存量转化是无法拉动新开工的，所以我们认为保障性租赁住房对明年新开工的支撑并不大。

### 投资建议

- 我们维持对地产和物业板块行情看好的判断。因为：①货币未来很可能边际宽松；②预计更多城市在政策上会有边际改善。推荐融创中国、保利发展。此外，随着地产政策改善，我们认为物业板块的估值也会修复，反弹力度或大于地产。推荐金科服务、建业新生活，建议关注碧桂园服务。

### 风险提示

- 房地产改善政策落地效果不及预期；全国商品房销售下滑幅度超预期

## 内容目录

|            |   |
|------------|---|
| 图表附录 ..... | 3 |
| 风险提示 ..... | 6 |

## 图表目录

|   |   |
|---|---|
| 图表 1: 2012-2021 年历年中央经济工作会议中对房地产相关的表述 ..... | 3 |
| 图表 2: 哈尔滨《关于促进我市房地产市场平稳健康发展的实施意见》 .....     | 4 |
| 图表 3: 近期出台的多个城市关于购房优惠的政策梳理 .....            | 4 |
| 图表 4: A 股地产公司 PE 走势 .....                   | 5 |
| 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 .....                    | 6 |
| 图表 7: 覆盖公司估值情况 .....                        | 6 |

图表附录

图表 1: 2012-2021 年历年中央经济工作会议中对房地产相关的表述

| 时间     | 中央经济工作会议中对房地产的表述  |
|--------|---|
| 2013 年 | 要抓好保障性住房投融资、建设、运营、管理工作，逐步解决城镇低收入群众、新就业职工、农民工住房困难。要坚持房地产调控政策不动摇，促进房价合理回归，加快普通商品住房建设，扩大有效供给，促进房地产市场健康发展。  |
| 2014 年 | 推进城镇化健康发展是优化经济发展空间格局的重要内容，要有历史耐心，不要急于求成。要加快规划体制改革，健全空间规划体系，积极推进市县“多规合一”。  |
| 2015 年 | 第三，化解房地产库存。要按照加快提高户籍人口城镇化率和深化住房制度改革的要求，通过加快农民工市民化，扩大有效需求，打通供需通道，消化库存，稳定房地产市场。要落实户籍制度改革方案，允许农业转移人口等非户籍人口在就业地落户，使他们形成在就业地买房或长期租房的预期和需求。要明确深化住房制度改革方向，以满足新市民住房需求为主要出发点，以建立购租并举的住房制度为主要方向，把公租房扩大到非户籍人口。要发展住房租赁市场，鼓励自然人和各类机构投资者购买库存商品房，成为租赁市场的房源提供者，鼓励发展以住房租赁为主营业务的专业化企业。要鼓励房地产开发企业顺应市场规律调整营销策略，适当降低商品住房价格，促进房地产业兼并重组，提高产业集中度。要取消过时的限制性措施。 |
| 2016 年 | 第四，促进 <b>房地产市场</b> 平稳健康发展。要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。要在宏观上管住货币，微观信贷政策要支持合理自住购房，严格限制信贷流向投资投机性购房。要落实人地挂钩政策，根据人口流动情况分配建设用地指标。要落实地方政府主体责任，房价上涨压力大的城市要合理增加土地供应，提高住宅用地比例，盘活城市闲置和低效用地。特大城市要加快疏解部分城市功能，带动周边中小城市发展。要加快住房租赁市场立法，加快机构化、规模化租赁企业发展。加强住房市场监管和整顿，规范开发、销售、中介等行为。    |
| 2017 年 | 七是加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度。要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持 <b>房地产市场</b> 调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控。  |
| 2018 年 | 要构建 <b>房地产市场</b> 健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。  |
| 2019 年 | 要加大城市困难群众住房保障工作，加强城市更新和存量住房改造提升，做好城镇老旧小区改造，大力发展租赁住房。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，促进 <b>房地产市场</b> 平稳健康发展。   |
| 2020 年 | 七是解决好大城市住房突出问题。住房问题关系民生福祉。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因地制宜、多策并举，促进 <b>房地产市场</b> 平稳健康发展。要高度重视保障性租赁住房建设，加快完善长租房政策，逐步使租购住房在享受公共服务上具有同等权利，规范发展长租房市场。土地供应要向租赁住房建设倾斜，单列租赁住房用地计划，探索利用集体建设用地和企事业单位自有闲置土地建设租赁住房，国有和民营企业都要发挥功能作用。要降低租赁住房税费负担，整顿租赁市场秩序，规范市场行为，对租金水平进行合理调控。   |
| 2021 年 | 要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进 <b>房地产业</b> 良性循环和健康发展。  |

来源：政府官方网站，国金证券研究所

**图表 2: 哈尔滨《关于促进我市房地产市场平稳健康发展的实施意见》**

| 类别    | 《关于促进我市房地产市场平稳健康发展的实施意见》中的内容   |
|-------|--|
| 出台时间  | 2021 年 10 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。 |
| 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。   |
| 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。             |
| 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。   |
| 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、举报和上级转办督办事项的, 原则上免于市级建筑市场监督管理检查, 属地执法部门在日常监督检查中相应降低检查频率。                                     |
| 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。  |
| 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。   |

来源: wind, 国金证券研究所

**图表 3: 近期出台的多个城市关于购房优惠的政策梳理**

| 时间        | 城市   | 内容  |
|-----------|------|---|
| 2021/12/7 | 湖北荆门 | 荆门市出台《关于促进中心城区房地产市场持续健康发展的若干意见》, 对毕业 5 年内, 并承诺在中心城区连续最低工作服务年限不少于 5 年, 且未享受本市住房保障优惠政策的大学生 (含博士生、全日制硕士研究生、大学本科生、专科生), 从《意见》施行之日起一年内, 在中心城区首次购买唯一新建商品住房、网签商品住房买卖合同、取得契税完税证明的, 以家庭为单位一次性给予购房补贴。具体的补贴办法正在制定当中, 近期将会通过本报对外发布。从《意见》施行之日起一年内, 对居民首次在中心城区购买新建商业用房以及地下车位、取得契税完税证明的, 按照商品房买卖合同成交额的 1.5% 给予一次性购房补贴, 补贴金额最高不超过 5 万元。 |
| 2021/12/7 | 江苏南通 | 2021 海安房博会新闻发布会上发布购房惠民补贴政策。此次政策主要涉及人才购房、改善居住条件的购房群体, 其中关于人才购房, 最高给予按每平方米 600 元标准给予购房补贴。对子女未满 18 周岁 (截止 2022 年 2 月 28 日) 的二孩、三孩家庭, 购房时凭户口本或出生证明, 在市场价格基础上二孩家庭给予每平方米 200 元、三孩家庭给予每平方米 400 元的优惠。   |
| 2021/12/6 | 重庆   | 2021 年重庆市万州区冬季网上房交会将于 2021 年 12 月 10 日至 2022 年 1 月 25 日盛大举行, 历时 47 天。凡在房交会期间购买参展开发企业商品住宅、非住宅 (含商业、门面)、停车用房并网签成功的 (仅限首次网签购房), 实行契税减半补贴。  |

|            |      |   |
|------------|------|---|
| 2021/12/1  | 河南开封 | 开封开展商品住房契税缴纳补贴工作，自本通告发布之日起至2021年12月23日期间缴纳商品住房契税且符合补贴范围的，按照契税总额的12%给予补贴。契税补贴采取“先征后补”的方式，每套住房只能享受一次补贴。 |
| 2021/11/30 | 河北保定 | 保定市住建局官网消息，对被动式超低能耗建筑商品房项目，取消销售价格限制；使用住房公积金贷款购买被动式超低能耗建筑自住住宅的，贷款额度上浮20%；优先保障被动式超低能耗建筑建设用地             |
| 2021/11/8  | 河南新乡 | 新乡出台《关于商品房契税缴纳政府补贴办法的通告》，凡在2021年11月8日至2021年12月20日缴纳商品房契税，且符合补贴范围的，按照缴纳契税总额的20%给予补贴。                   |

来源：各城市政府官网，国金证券研究所

图表 4: A 股地产公司 PE 走势



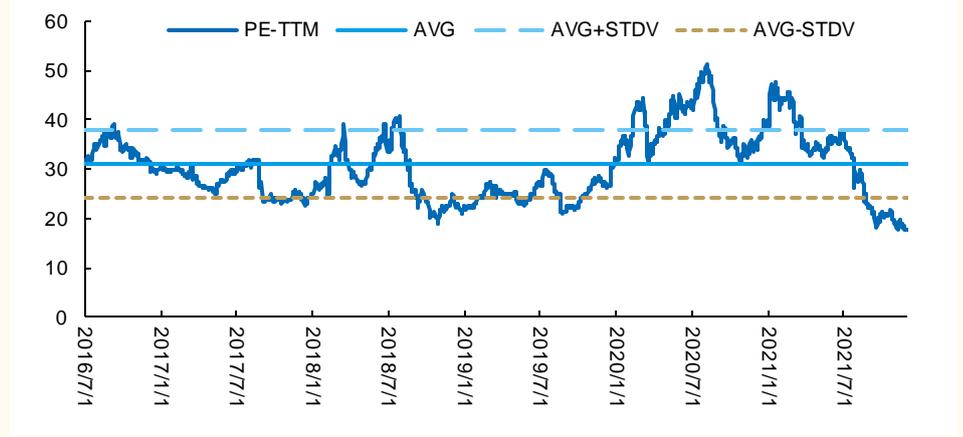
来源：Wind，国金证券研究所

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<br>(亿元) | EPS        |            | PE          |             | 归母净利润<br>(亿元) |            | 归母净利润<br>同比增速 |              |
|------------|-----------|----|------------|------------|------------|-------------|-------------|---------------|------------|---------------|--------------|
|            |           |    |            | 2020A      | 2021E      | 2020A       | 2021E       | 2020A         | 2021E      | 2020A         | 2021E        |
| 万科 A       | 000002.SZ | 买入 | 2,259      | 3.6        | 2.7        | 5.4         | 4.9         | 415           | 463        | 7.5%          | 11.4%        |
| 保利地产       | 600048.SH | 买入 | 1,792      | 2.4        | 2.7        | 6.2         | 6.0         | 289           | 324        | 3.5%          | 12.0%        |
| 招商蛇口       | 001979.SZ | 买入 | 1,000      | 1.5        | 1.7        | 8.2         | 7.8         | 123           | 134        | -23.6%        | 9.2%         |
| 建发国际       | 1908.HK   | 买入 | 174        | 1.8        | 2.5        | 7.9         | 5.4         | 22            | 32         | 35.1%         | 44.2%        |
| 龙光集团       | 3380.HK   | 买入 | 309        | 2.3        | 2.8        | 2.8         | 2.0         | 111           | 157        | 36.7%         | 41.2%        |
| 金科服务       | 9666.HK   | 买入 | 178        | 1.7        | 2.6        | 16.0        | 10.6        | 11            | 17         | 68.5%         | 80.2%        |
| 华润万象生活     | 1209.HK   | 增持 | 755        | 0.4        | 0.6        | 116.2       | 53.9        | 6.5           | 14         | 76.7%         | 116.3%       |
| <b>平均值</b> |           |    | <b>924</b> | <b>1.9</b> | <b>2.2</b> | <b>23.2</b> | <b>12.9</b> | <b>140</b>    | <b>163</b> | <b>29.2%</b>  | <b>44.9%</b> |
| <b>中位值</b> |           |    | <b>755</b> | <b>1.8</b> | <b>2.6</b> | <b>7.9</b>  | <b>6.0</b>  | <b>111</b>    | <b>134</b> | <b>35.1%</b>  | <b>41.2%</b> |

来源: wind, 国金证券研究所 注: 1) 数据截至 2021 年 12 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

- 房地产改善政策落地效果不及预期;
- 全国商品房销售下滑幅度超预期。

**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