

中性

房地产行业 11 月月报

楼市地市成交持续承压；政策表态开始关注销售不景气的核心矛盾

核心观点

新房：成交持续低位运行；一、二线城市环比回升，三线持续回调。46 个城市新房成交面积为 2101.3 万平，环比上升 9.0%，同比下降 25.1%。一、二、三线城市环比增速分别为 +12.1%、+27.4% 和 -2.5%，同比增速分别为 -13.6%、-9.8% 和 -38.8%。一线城市环比回升，同比降幅小幅扩大 0.8pct；二线回调程度收窄。我们认为，12 月年末收官月或迎来一小波放量，但需求仍然承压，整体成交仍将低位运行。

二手房：成交规模环比回升，同比降幅收窄。16 个城市二手房成交面积为 464.9 万平，环比上升 40.7%，同比下降 37.3%。一、二、三线城市环比增速分别为 +36.7%、+53.2% 和 +45.9%，同比增速分别为 -38.0%、-29.4% 和 -50.1%。12 城均出现不同程度的环比上升，成都、苏州同比回升，而深圳、杭州等城市同比降幅收窄。东莞环比大幅增长 126%，或与本月降低了二手房交易税率有关。我们认为，近期部分热点城市按揭贷款有松动的迹象，前期二手房监管严苛，成效显著，市场已经得到了良性抑制部分，二手房市场低迷的城市有调整预期。

库存与去化：受成交持续低迷的影响，整体库存、去化周期同环比均上升，上海去化周期小于 6 个月。截止到 11 月 30 日，14 个城市新房库存面积为 10319.8 万平，环比 +3.8%，同比 +0.5%；去化周期 10.7 个月，环比 +6.4%，同比 +16.7%。一、二、三线城市库存面积环比增速分别为 +6.5%、+3.1% 和 +1.7%，同比增速分别为 +1.2%、-1.6% 和 +12.5%；去化周期分别为 8.6、9.8 和 12.3 个月，环比增速分别为 +3.4%、+11.2% 和 -0.5%，同比增速分别为 +10.3%、-7.0%、和 +58.4%。

房企销售：百强房企单月销售持续降温，权益口径累计增速转负。百强房企 11 月单月权益口径销售额 5702 亿，同比 -42.7%（前值 -34.0%）；累计 8.1 万亿元，同比 -1.14%（前值：+4.6%）。TOP20 房企中仅金地集团单月销售仍保持正增长，其余均出现了下滑；平均销售目标完成率 80%。我们认为，年末房企销售将继续承压，目前预期的市场底尚未真正到来，短期内房地产市场仍难言乐观。

土地市场：1) 量价齐跌，成交建面同比 -15.2%，楼面均价 -17.5%；尽管三批次集中土拍规则略有松绑，但仍未扭转溢价率的低位运行，本月溢价率仅 2.9%。2) 从二批到三批集中土拍，土拍热度持续下降，利润率持续改善，政府适当降低保证金比例。11 月有 4 个城市（无锡、苏州、南京、深圳）完成了三批集中土地出让，三批四城保证金比例较二批下降了 5.7pct 至 31%；土地溢价率较二批再度下降 3.4pct 至 2%，底价成交率较二批再提升 31.7pct 至 80%，触顶成交率较二批再下降 29pct 至 10%。三批预期毛利率较二批提升了 6.3pct，较首批提升了 12.3pct。

投资建议

我们认为，今年年末明年年初或是一个较好的投资时点，其主要原因有：1) 地产“政策底”或已初步出现，中央持续释放地产利好信号，此前主要聚焦在房企资金压力方面的缓释，不过 12 月 6 日中央政治局会议提及要更好满足购房者合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环，关注到了目前销售不景气需求较弱的核心矛盾，我们看好后续需求端政策的进一步松动。2) 地产各主体对市场信心的修复仍需要时间，后续行业基本面仍有下行压力，投资增速也有继续回落的压力，基于地产对全国 GDP 和地方财政的贡献度均较大，Q4 经济增速和地方财政均将面临一定压力，政策调整预期进一步加强。3) 三批集中土拍或通过适当降低土地保证金比例与首次付款比例、适当放宽土地出让金缴纳期限、适度取消指导价或房价限制等方式缓解房企短期现金流压力、保障房企盈利空间以适度提高房企的参与度，一定程度上能够解决目前房地产行业利润率走低的核心矛盾之一。

我们建议关注：1) **开发板块：**保利发展、金地集团、万科 A、龙湖集团、华润置地。2) **物业板块：**碧桂园服务、旭辉永升服务、华润万象生活、新城悦服务、宝龙商业。

风险提示

房地产调控持续升级；销售超预期下行；融资持续收紧。

相关研究报告

《房地产行业 2022 年年度策略：2022 年，五问房地产行业》20211204

《房地产行业第 47 周周报（11 月 20 日-11 月 26 日）：成交同比回正一周后再度转负，土地溢价率持续下行》20211129

《碧桂园服务：规模制胜成就行业巨头，多元并举领航新时代物业》20211125

《房地产行业第 46 周周报（11 月 13 日-11 月 19 日）：新房二手房环比回正；统计局核心指标全面下行》20211122

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

房地产行业

证券分析师：夏亦丰

(8621)20328348

yifeng.xia@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070005

证券分析师：许佳璐

(8621)20328710

jialu.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110002

目录

1 新房市场延续低位运行，二手房同比降幅显著收窄	5
1.1 11 月新房成交：整体环比上升同比下跌，一二线环比增加，三线持续回调.....	5
1.2 11 月二手房成交规模环比回升，同比降幅收窄	6
1.3 11 月新房库存、去化周期同环比均上升，上海去化周期小于 6 个月	7
1.4 11 月百强房企销售持续降温，累计权益销售额转负	9
1.5 1-10 月行业集中度略低于过去两年同期水平.....	11
2 土地市场持续较冷，溢价率仍处于低位	12
2.1 11 月地市成交量价齐跌，溢价率仅 2.9%.....	12
2.2 10 月土地投资强度明显回调，部分主流房企 Q4 拿地明显减少.....	14
2.3 从二批到三批集中土拍，土拍热度持续下降，预期毛利率进一步改善.....	15
3 政策：融资出现微调，部分城市加强预售资金监管.....	17
4 11 月地产板块跑赢沪深 300 3.7 百分点；板块估值处于历史低位	18
5 投资建议	20
6 风险提示	21

图表目录

图表 1. 11 月 46 个城市新房成交面积 2101.3 万平, 环比上升 9.0%, 同比下降 25.1%	5
图表 2. 11 月 18 个大中城市新房成交面积 1390.5 万平, 环比上升 18.1%, 同比下降 16.3%	5
图表 3. 11 月一二三线新房成交面积同比增速分别为-13.6%、-9.8%和-38.8%	5
图表 4. 11 月其余 28 个城市新房成交面积 710.8 万平方米, 环比下降 5.3%, 同比下降 37.8%	5
图表 5. 11 月除上海和部分三线城市新房成交环比下降外, 其余城市均出现不同幅度的环比上升	6
图表 6. 11 月 16 个城市二手房成交面积 464.9 万平, 环比上升 40.7%, 同比下降 37.3%	6
图表 7. 11 月 12 个大中城市二手房成交面积 398.1 万平, 环比上升 46.7%, 同比下降 35.7%	6
图表 8. 11 月一二三线二手房成交面积同比增速分别为-38.0%、-29.4%和-50.1%	7
图表 9. 其余 4 个城市二手房成交面积 66.8 万平, 环比上升 13.5%, 同比下降 45.4%	7
图表 10. 11 月所有重点城市环比均上升, 除成都、苏州同比上升外, 其余城市同比持续下降	7
图表 11. 截至 11 月末, 14 个城市新房库存面积 10319.8 万平, 较 10 月底上升 3.8%, 同比上升 0.5%。	8
图表 12. 截至 11 月末, 9 个大中城市新房库存面积 7404.3 万平, 较 10 月底上升 4.3%, 同比上升 1.3%	8
图表 13. 截至 11 月末, 一二三线城市新房库存面积环比增速分别为+6.5%、+3.1%和+1.7%	8
图表 14. 截至 11 月末, 其余 5 个城市新房库存面积 2915.5 万平, 环比上升 2.6%, 同比下降 1.5%	8
图表 15. 截至 11 月末, 14 个城市整体新房库存去化周期环比上升	8
图表 16. 截至 11 月末, 一、二、三线城市新房库存去化周期环比上升	8
图表 17. 截至 11 月底, 上海去化周期小于 6 个月	9
图表 18. CR5、CR10、CR20、CR50 单月全口径销售额增速分别为-29.8%、-32.1%、-34.1%、-36.3%	9
图表 19. CR5、CR10、CR20、CR50 单月权益口径增速分别为-36.2%、-40.8%、-39.7%、-40.5%	9
图表 20. 2021 年 11 月各梯队房企单月全口径销售额均出现负增长	10
图表 21. TOP20 房企中仅金地集团单月销售额增速仍然保持正增长	11
图表 22. 1-10 月行业集中度	11
图表 23. 11 月百城成交土地建面 11121.6 万平, 同比减少 15.2%	12

图表 24. 11 月一二三线城市成交土地规划建面同比增速分别为-13.7%、-26.5%和-9.5%	12
图表 25. 11 月百城住宅类用地成交建面 4549.6 万平，同比减少 26.1%	12
图表 26. 11 月一二三线城市住宅类用地成交规划建面同比增速分别为+5.6%、-31.2%和-27.8%	12
图表 27. 11 月百城成交土地平均楼面价为 2552 元/平，同比下降 17.5%	13
图表 28. 11 月百城成交土地平均溢价率为 2.9%，较去年同期下降了 12.5 个百分点	13
图表 29. 11 月一二三线城市成交土地楼面价同比增速分别为-8.9%、+9.9%和-34.8%	13
图表 30. 11 月一二三线城市成交土地平均溢价率分别为 3.1%、2.0%和 3.9%	13
图表 31. 11 月百城住宅类用地成交平均楼面价为 5080 元/平，同比下降 4.9%	14
图表 32. 11 月百城住宅类用地成交平均溢价率为 2.2%，较去年同期下降了 16.4 个百分点	14
图表 33. 11 月一二三线城市住宅类用地成交楼面价同比增速分别为-13.6%、+21.4%和-27.4%	14
图表 34. 11 月一二三线城市住宅类用地平均土地溢价率分别为 3.6%、1.7%和 1.9%	14
图表 33. 10 月单月土地投资强度下降至 25.0%	14
图表 34. 10 月万科、中海地产和招商蛇口拿地强度相对较大	15
图表 35. 22 城二批集中土地出让情况梳理	15
图表 36. 11 月三批集中土地出让情况梳理	16
图表 37. 房地产行业年初以来绝对收益为-17.4%	18
图表 38. 房地产行业年初以来相对收益为-10.1%	18
图表 39. 房地产行业 11 月绝对收益为 2.2%	18
图表 40. 房地产行业 11 月相对收益为 3.7%	18
图表 41. 截至 10 月 31 日，房地产板块 PE 为 7.00X	19
图表 42. 报告中提及上市公司估值表	20

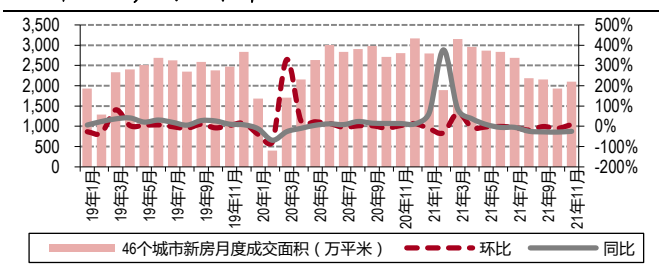
1 新房市场延续低位运行，二手房同比降幅显著收窄

1.1 11月新房成交：整体环比上升同比下跌，一二线环比增加，三线持续回调

11月新房市场成交持续低迷，高能级城市环比有所回升，低能级城市持续回调。从我们跟踪的城市成交数据来看，46个城市新房成交面积为2101.3万平，环比上升9.0%，同比下降25.1%，同比降幅较上月小幅收窄了3.7个百分点。其中18个大中城市¹新房成交面积为1390.5万平，环比上升18.1%，同比下降16.3%；一、二、三线城市新房成交面积分别为365.9、829.2和195.4万平方米，环比增速分别为+12.1%、+27.4%和-2.5%，同比增速分别为-13.6%、-9.8%和-38.8%。其余28个城市²新房成交面积为710.8万平方米，环比下降5.3%，同比下降37.8%。

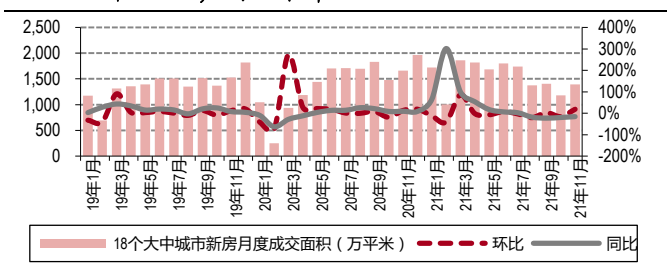
分城市能级来看，一线城市环比回升，同比降幅仍扩大。一线城市新房成交面积365.9万平，环比增速+12.1%，同比增速-13.6%，较上月同比降幅扩大了0.8个百分点，较2019年同期增长29.9%。北京、广州、深圳成交上升，环比增速分别为+19%、+24%、+37%，同比仍然呈负增长，同比增速分别为-5%、-31%和-22%。仅上海一城成交同比实现了3%的增长。二线回调程度收窄，整体同比增速从上月的-20.4%转至-9.8%；三线城市新房成交降幅扩大9.0个百分点至-38.8%。我们跟踪的二线城市均出现环比上升，三线城市超过七成的城市出现同环比下跌。仅杭州、苏州、南宁等城市稳步放量，11月成交量同环比均能保持正增长。我们认为，12月年末收官月或迎来一小波放量，但需求仍然承压，整体成交仍将低位运行。

图表 1. 11月 46个城市新房成交面积 2101.3 万平，环比上升 9.0%，同比下降 25.1%



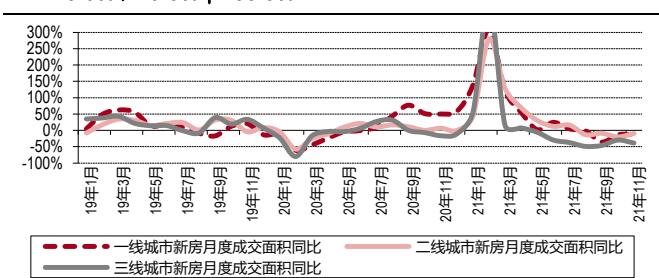
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 11月 18个大中城市新房成交面积 1390.5 万平，环比上升 18.1%，同比下降 16.3%



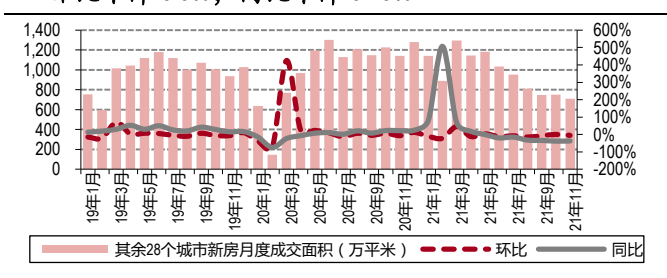
资料来源：万得，中银证券

图表 3. 11月一二三线新房成交面积同比增速分别为 -13.6%、-9.8%和-38.8%



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 11月其余 28个城市新房成交面积 710.8 万平方米，环比下降 5.3%，同比下降 37.8%



资料来源：万得，中银证券

¹ 18城为北京、上海、广州、深圳、杭州、南京、武汉、成都、青岛、苏州、福州、厦门、无锡、东莞、惠州、扬州、韶关、南宁。4个一线城市为北京、上海、广州、深圳，8个二线城市为杭州、南京、武汉、成都、青岛、苏州、福州、厦门，6个三线城市为无锡、东莞、惠州、扬州、韶关、南宁。

² 其余28城为济南、佛山、嘉兴、温州、金华、泉州、赣州、珠海、常州、淮安、连云港、柳州、绍兴、泰州、镇江、宁波、淮南、江门、莆田、泰安、芜湖、盐城、宝鸡、舟山、池州、抚州、海门、清远。

图表 5. 11 月除上海和部分三线城市新房成交环比下降外，其余城市均出现不同幅度的环比上升

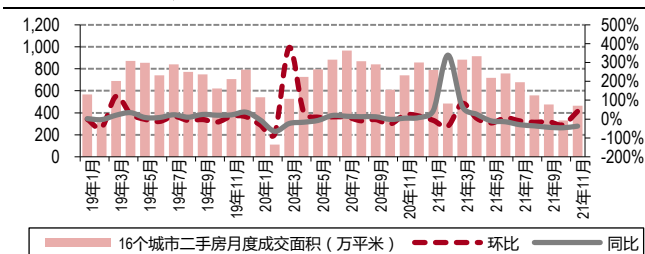
2021年11月全国重点城市新房成交面积（单位：万平）									
能级	城市	成交面积	环比	同比	能级	城市	成交面积	环比	同比
一线	北京	90	19%	-5%	三线	无锡	30	-27%	-54%
	上海	132	-5%	3%		东莞	13	-77%	-84%
	广州	96	24%	-31%		惠州	14	28%	-66%
	深圳	47	37%	-22%		扬州	18	0%	-46%
	合计	366	12%	-14%		韶关	10	-34%	-14%
二线	杭州	160	59%	98%	三线	南宁	112	78%	21%
	南京	74	16%	-29%		合计	195	-3%	-39%
	武汉	208	25%	-28%	总计				
	成都	169	36%	-5%					
	青岛	105	11%	-27%					
	苏州	68	19%	13%					
	福州	29	0%	-2%					
	厦门	16	6%	-54%					
	合计	829	27%	-10%					

资料来源：万得，中银证券

1.2 11 月二手房成交规模环比回升，同比降幅收窄

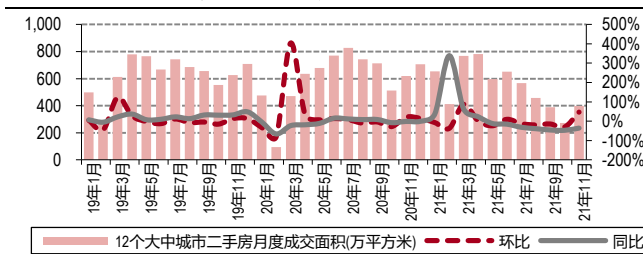
整体二手房成交环比回升 40.7%，同比降幅收窄至 37.3%，主要是基于近期多城陆续放松按揭贷款。16 个城市二手房成交面积为 464.9 万平，环比上升 40.7%，环比增速止步四连降，同比下降 37.3%，降幅较上月收窄了 8.6 个百分点。其中 12 个大中城市³二手房成交面积 398.1 万平，环比上升 46.7%，同比下降 35.7%；一、二、三线城市成交面积分别为 125.9、221.0 和 51.3 万平，环比增速分别为+36.7%、+53.2%和+45.9%，同比增速分别为-38.0%、-29.4%和-50.1%。其余 4 个城市⁴二手房成交面积为 66.8 万平，环比上升 13.5%，同比下降 45.4%。具体到城市来看，12 城均出现不同程度的环比上升。同比来看，12 城中大部分城市下跌，仅成都、苏州同比回升，而深圳、杭州等城市同比降幅收窄。东莞环比大幅增长 126%，或与本月降低了二手房交易税率有关。我们认为，近期部分热点城市按揭贷款有松动的迹象，前期二手房监管严苛，成效显著，市场已经得到了良性抑制部分，二手房市场低迷的城市有调整预期。

图表 6. 11 月 16 个城市二手房成交面积 464.9 万平，环比上升 40.7%，同比下降 37.3%



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 11 月 12 个大中城市二手房成交面积 398.1 万平，环比上升 46.7%，同比下降 35.7%

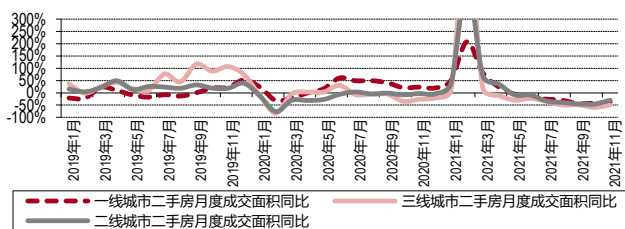


资料来源：万得，中银证券

³ 12 城为北京、深圳、杭州、南京、成都、青岛、苏州、厦门、无锡、东莞、扬州、南宁。2 个一线城市为北京、深圳，6 个二线城市为杭州、南京、成都、青岛、苏州、厦门，4 个三线城市为无锡、东莞、扬州、南宁。

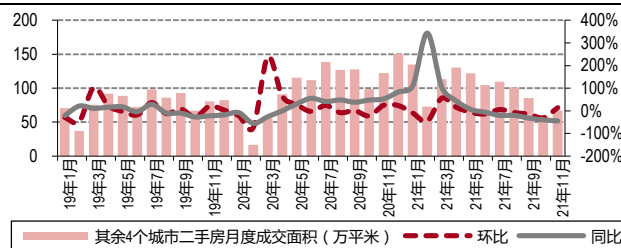
⁴ 其余 4 城为佛山、金华、江门、清远。

图表 8. 11 月一二三线城市二手房成交面积同比增速分别为 -38.0%、-29.4%和-50.1%



资料来源：万得，中银证券

图表 9. 其余 4 个城市二手房成交面积 66.8 万平，环比上升 13.5%，同比下降 45.4%



资料来源：万得，中银证券

图表 10. 11 月所有重点城市环比均上升，除成都、苏州同比上升外，其余城市同比持续下降

2021年11月全国重点城市二手房成交面积（单位：万平）									
能级	城市	成交面积	环比	同比	能级	城市	成交面积	环比	同比
一线	北京	107	27%	-31%	三线	无锡	19	22%	-61%
	深圳	19	140%	-61%		东莞	14	126%	-30%
	合计	126	37%	-38%		扬州	6	12%	-56%
二线	杭州	19	27%	-69%		南宁	13	52%	-41%
	南京	60	27%	-26%		合计	51	46%	-50%
	成都	53	167%	65%	总计		398	47%	-36%
	青岛	17	77%	-66%					
	苏州	53	45%	1%					
	厦门	18	18%	-47%					
	合计	221	53%	-29%					

资料来源：万得，中银证券

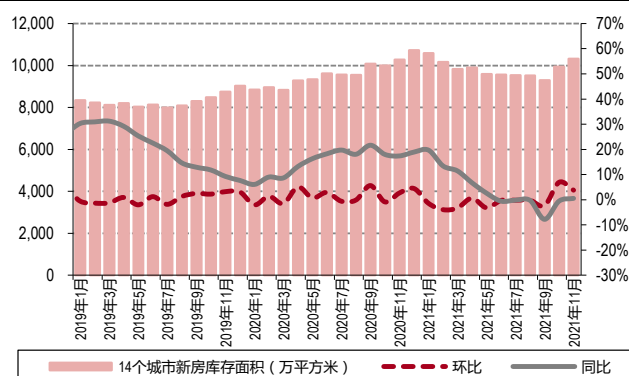
1.3 11 月新房库存、去化周期同环比均上升，上海去化周期小于 6 个月

受成交持续低迷的影响，整体库存、去化周期同环比均上升；仅上海去化周期小于 6 个月。截止到 11 月 30 日，14 个城市新房库存面积为 10319.8 万平，较 10 月底上升 3.8%，同比上升 0.5%。其中，9 个大中城市⁵新房库存面积为 7404.3 万平，较 10 月底上升 4.3%，同比上升 1.3%；一、二、三线城市新房库存面积分别为 3110.6、3275.1 和 1018.6 万平，环比增速分别为+6.5%、+3.1%和+1.7%，同比增速分别为+1.2%、-1.6%和+12.5%。其余 5 个城市⁶新房库存面积为 2915.5 万平，环比上升 2.6%，同比下降 1.5%。在新房库存面积去化周期方面，14 个城市新房库存面积去化周期为 10.7 个月，较 10 月底上升 6.4%，同比上升 16.7%。其中 9 个大中城市新房库存面积去化周期为 9.5 个月，环比上升 6.2%，同比上升 7.5%，其中一、二、三线城市新房库存面积去化周期分别为 8.6、9.8 和 12.3 个月，环比增速分别为+3.4%、+11.2%和-0.5%，同比增速分别为+10.3%、-7.0%、和+58.4%。其他 5 个城市新房库存面积去化周期为 15.5 个月，环比上升 8.1%，同比上升 55.0%。**9 成城市去化周期有所拉长，有超过 4 成仍在 12 个月以内。**就库存与去化周期而言，多数热点城市库存积压情况有所恶化。除莆田外其余城市库存面积环比均有不同幅度上升，除南宁外其余城市去化周期也有不同幅度的增加。上海处于存货紧缺阶段，去化周期低于 6 个月。

⁵ 9 城为北京、上海、广州、深圳、杭州、南京、苏州、福州、南宁。4 个一线城市为北京、上海、广州、深圳，4 个二线城市为杭州、南京、苏州、福州，1 个三线城市为南宁。

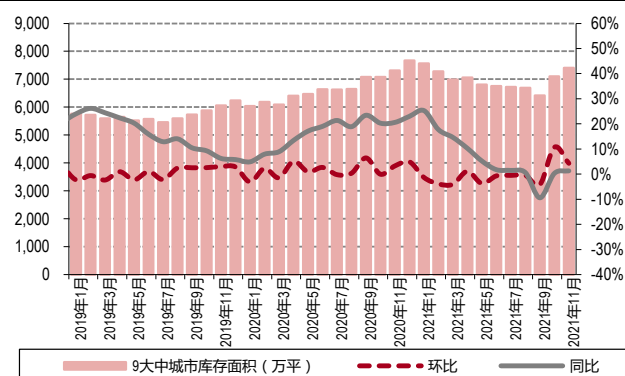
⁶ 其余 5 城为温州、泉州、宁波、莆田、宝鸡。

图表 11. 截至 11 月末, 14 个城市新房库存面积 10319.8 万平, 较 10 月底上升 3.8%, 同比上升 0.5%。



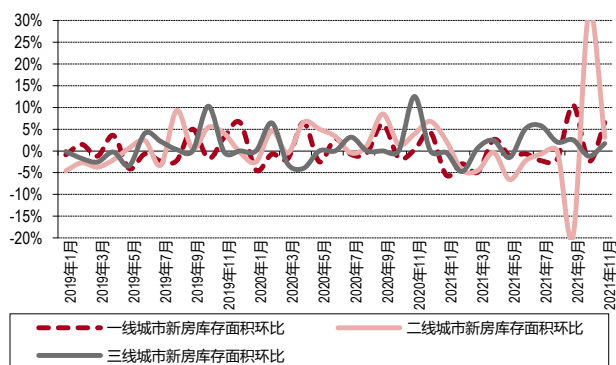
资料来源: 万得, 中银证券

图表 12. 截至 11 月末, 9 个大中城市新房库存面积 7404.3 万平, 较 10 月底上升 4.3%, 同比上升 1.3%。



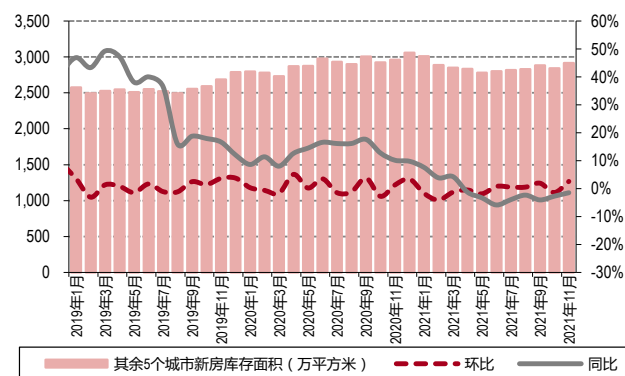
资料来源: 万得, 中银证券

图表 13. 截至 11 月末, 一二三线城市新房库存面积环比增速分别为+6.5%、+3.1%和+1.7%



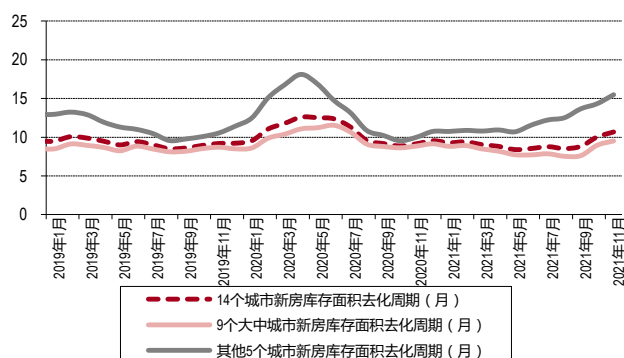
资料来源: 万得, 中银证券

图表 14. 截至 11 月末, 其余 5 个城市新房库存面积 2915.5 万平, 环比上升 2.6%, 同比下降 1.5%



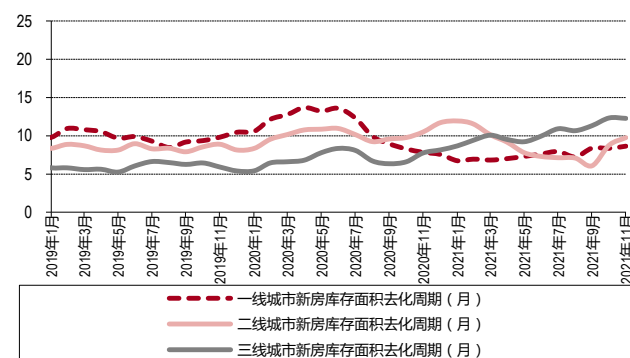
资料来源: 万得, 中银证券

图表 15. 截至 11 月末, 14 个城市整体新房库存去化周期环比上升



资料来源: 万得, 中银证券

图表 16. 截至 11 月末, 一、二、三线城市新房库存去化周期环比上升



资料来源: 万得, 中银证券

图表 17. 截至 11 月底，上海去化周期小于 6 个月

2021 年 11 月全国重点城市新房库存面积及去化周期（单位：万平、月）						
城市	库存面积	环比	同比	去化周期	环比	同比
北京	1200.3	7%	-2%	12.9	1%	-15%
上海	526.1	9%	-22%	3.7	6%	-23%
广州	1103.7	2%	21%	13.0	4%	80%
深圳	280.5	23%	6%	7.2	12%	20%
杭州	889.4	1%	-20%	7.0	2%	-41%
南京	873.5	9%	22%	11.3	25%	46%
苏州	907.0	1%	7%	10.0	11%	20%
福州	605.2	1%	-8%	15.4	14%	-32%
南宁	1018.6	2%	13%	12.3	0%	58%
温州	1154.5	2%	-7%	12.7	1%	28%
泉州	679.9	1%	-2%	177.7	46%	745%
宁波	384.7	6%	43%	6.9	17%	117%
莆田	193.8	-3%	-14%	15.3	4%	13%
宝鸡	502.6	5%	-6%	20.4	18%	41%

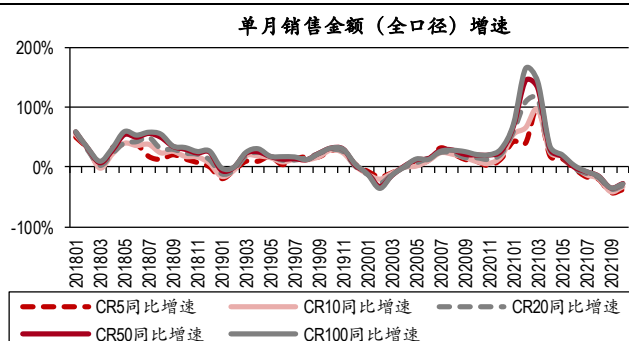
资料来源：万得，中银证券

1.4 11 月百强房企销售持续降温，累计权益销售额转负

百强房企销售持续降温，累计权益销售额转负。百强房企 11 月单月实现全口径销售额 8430 亿元，同比-38.8%（前值：-29.3%），权益口径 5702 亿元，同比-42.7%（前值-34.0%）。受下半年市场明显降温的影响，11 月单月销售同比延续了自 7 月以来的下跌趋势，降幅进一步扩大。权益累计销售增速转负，1-11 累计实现全口径销售金额 11.53 万亿，同比+1.8%（前值：+7.6%），权益口径 8.10 万亿元，同比-1.1%（前值：+4.6%）。我们认为，年末房企销售将继续承压，目前预期的市场底尚未真正到来，短期内房地产市场仍难言乐观。

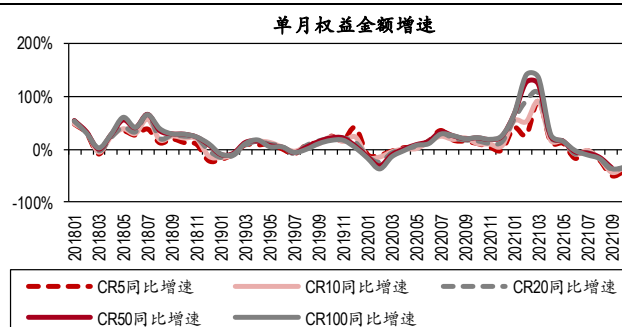
CR5、CR10 单月降幅收窄，CR20、CR50 单月降幅扩大。CR5、CR10、CR20、CR50 单月全口径销售额增速分别为-29.8%、-32.1%、-34.1%、-36.3%；权益口径增速分别为-36.2%、-40.8%、-39.7%、-40.5%。

图表 18. CR5、CR10、CR20、CR50 单月全口径销售额增速分别为-29.8%、-32.1%、-34.1%、-36.3%



资料来源：克而瑞，中银证券

图表 19. CR5、CR10、CR20、CR50 单月权益口径增速分别为-36.2%、-40.8%、-39.7%、-40.5%



资料来源：克而瑞，中银证券

图表 20. 2021 年 11 月各梯队房企单月全口径销售额均出现负增长

房企梯队	单月全口径销售 (亿元)			单月全口径销售增速		
	2020 年 11 月	2021 年 10 月	2021 年 11 月	2020 年 11 月	2021 年 10 月	2021 年 11 月
CR5	3013	2239	2114	2.7%	-36.9%	-36.2%
CR10	4713	3352	3201	6.6%	-32.2%	-40.8%
CR20	7282	5019	4801	13.2%	-30.3%	-39.7%
CR50	11584	7745	7375	19.6%	-28.0%	-40.5%
CR100	13766	9001	8430	19.5%	-29.3%	-42.7%
房企梯队	单月权益口径销售 (亿元)			单月权益口径销售增速		
	2020 年 11 月	2021 年 10 月	2021 年 11 月	2020 年 11 月	2021 年 10 月	2021 年 11 月
CR5	2228	1618	1420	4.6%	-41.2%	-36.2%
CR10	3612	2459	2138	9.4%	-35.8%	-40.8%
CR20	5399	3550	3255	11.0%	-34.2%	-39.7%
CR50	8387	5445	4988	17.7%	-32.2%	-40.5%
CR100	9944	6265	5702	19.3%	-34.0%	-42.7%
房企梯队	累计全口径销售 (亿元)			累计全口径销售增速		
	2020 年 1-11 月	2021 年 1-10 月	2021 年 1-11 月	2020 年 1-11 月	2021 年 1-10 月	2021 年 1-11 月
CR5	30415	26098	27929	7.4%	-4.9%	-8.2%
CR10	43923	39167	42057	6.1%	-0.5%	-4.3%
CR20	63546	58458	62967	9.0%	3.1%	-0.9%
CR50	93573	88428	95510	10.4%	7.4%	2.1%
CR100	113275	106860	115312	10.3%	7.6%	1.8%
房企梯队	累计权益口径销售 (亿元)			累计权益口径销售增速		
	2020 年 1-11 月	2020 年 1-10 月	2020 年 1-11 月	2021 年 1-11 月	2021 年 1-10 月	2021 年 1-11 月
CR5	22872	18897	20021	10.3%	-8.6%	-12.5%
CR10	33605	28991	30941	7.8%	-3.9%	-7.9%
CR20	46757	41923	44937	8.2%	0.4%	-3.9%
CR50	68154	62818	67660	9.8%	4.7%	-0.7%
CR100	81972	75327	81038	8.8%	4.6%	-1.1%

资料来源：克而瑞，中银证券

2021 年 10 月，百强房企中逾半数单月同比降幅超 30%；TOP20 房企中平均销售目标完成率为 80%。TOP20 房企单月全口径销售额平均增速为-29.4%（前值：-23.1%），其中仅金地集团单月销售额保持正增长，增速为 12.2%，其余 TOP20 房企单月销售额同比均出现不同幅度的下滑。恒大因退房以及工改房进程不畅，11 月单月销售持续为负，具体数据以公司公告为准。从累计情况来看，TOP20 房企累计全口径销售额增速均值 1.1%，其中近半数房企累计销售同比转负；从销售目标完成度来看，TOP20 房企中披露了销售目标的房企截至到 11 月末的销售目标完成度均值在 80%，其中金地集团已经完成了 93.7%的销售目标，其余房企销售目标完成率多在 80~90%之间，整体来讲相比往年完成率略低。

图表 21. TOP20 房企中仅金地集团单月销售额增速仍然保持正增长

销售排名	公司	累计全口径金额	同比	销售目标	销售目标增速	销售目标完成率	11月单月全口径金额	同比	10月单月全口径金额	同比	11月单月权益金额	同比	10月单月权益金额	同比	11月单月全口径面积	同比	10月单月全口径面积	同比
1	碧桂园	7290	-5.1%	6277(权益)	10.0%	84.8%	529	-33.9%	588	-21.6%	420	-26.4%	458	-15.0%	617	-32.9%	758	-9.1%
2	万科	5741	-4.7%	7900	12.2%	72.7%	530	-7.9%	420	-19.8%	364	0.4%	241	-31.4%	326	-17.3%	258	-29.5%
3	融创中国	5495	5.6%	6400	11.2%	85.9%	367	-47.1%	510	-27.6%	221	-52.7%	291	-38.8%	255	-50.6%	362	-28.9%
4	保利地产	4982	7.6%				380	-5.7%	500	-9.8%	126	-56.0%	370	-6.7%	236	-10.1%	318	-22.9%
5	中国恒大	4421	-40.2%	7500	3.7%	58.9%	(7)		(11)		(7)		(11)		(9)		(15)	
6	中海地产	3305	3.0%				280	-19.6%	272	-6.0%	259	-17.2%	242	-7.2%	141	-18.3%	126	-26.4%
7	招商蛇口	2828	15.2%	3300	18.9%	85.7%	253	-13.5%	165	-36.4%	151	-26.1%	109	-41.4%	110	-13.7%	78	-35.9%
8	华润置地	2705	10.0%	3150	10.5%	85.9%	203	-29.9%	201	-22.8%	151	-30.4%	139	6.8%	44	-72.7%	126	-28.0%
9	绿地控股	2667	-2.6%				155	-55.7%	210	-10.9%	140	-55.7%	189	-10.8%	141	-54.5%	106	-55.3%
10	金地集团	2623	27.8%	2800	15.4%	93.7%	171	12.2%	165	-17.5%	107	14.7%	101	-20.7%	81	2.5%	100	-2.9%
11	世茂集团	2569	-1.1%	3300	9.9%	78.8%	181	-42.7%	203	-32.4%	126	-42.8%	142	-32.4%	107	-40.4%	118	-31.4%
12	龙湖集团	2504	3.8%	3100	14.6%	80.8%	226	-20.7%	259	-7.5%	157	-21.6%	182	-7.7%	131	-23.9%	141	-15.4%
13	绿城中国	2424	4.9%	3100	7.2%	78.2%	221	-36.7%	273	-22.9%	112	-21.7%	97	-30.9%	79	-13.2%	105	-48.3%
14	旭辉集团	2258	12.9%				165	-35.7%	162	-19.1%	97	-34.6%	96	-41.1%	89	-44.8%	108	-21.0%
15	中国金茂	2136	6.6%	2500	8.2%	85.4%	177	-11.3%	201	8.6%	122	-11.3%	139	8.7%	89	15.2%	98	12.9%
16	新城控股	2130	-3.1%	2600	3.6%	81.9%	201	-30.7%	221	-20.5%	139	-41.2%	188	-5.2%	219	-13.3%	249	-7.4%
17	中南建设	1820	-6.7%	2500	11.7%	72.8%	118	-55.9%	165	-34.5%	81	-45.2%	98	-31.7%	60	-69.4%	134	-32.1%
18	金科股份	1747	-9.2%	2500	12.0%	69.9%	130	-42.4%	154	-39.8%	89	-46.7%	107	-40.2%	204	-8.2%	201	-22.4%
19	阳光城	1737	-7.6%	2200	0.9%	79.0%	92	-48.7%	106	-53.5%	65	-44.8%	75	-49.9%	56	-47.2%	65	-55.7%
20	中梁控股	1555	4.6%	1800	6.6%	86.4%	122	-32.2%	122	-23.8%	85	-32.1%	85	-23.8%	132	-8.6%	118	-6.4%

资料来源：克而瑞，公司公告，中银证券

备注：

- 1) 2021 年 10 月数据中全口径销售额和面积为公司公告（除碧桂园、绿地控股为克而瑞数据）；权益金额为克而瑞（除碧桂园为公司公告数据）。
- 2) 2021 年 11 月数据均为克而瑞（计算方式为 1-11 月克而瑞数据减去 1-10 月公司公告披露数据，其中碧桂园、绿地控股、绿城中国为 1-11 月克而瑞数据减 1-10 月克而瑞数据）。
- 3) 碧桂园销售目标及完成率为权益口径。

1.5 1-10 月行业集中度⁷略低于过去两年同期水平

相较于 2019、2020 年同期，集中度小幅下滑。我们认为主要是因为从 2020 年下半年开始“三道红线”、房贷集中管理相继推出且主要针对大中型房企，大中型房企短期内拿地和新开工意愿都有所下滑，推演至今年年初的销售，CR100 的销售集中度有所下滑。此外，我们统计了百强房企中信用风险暴露的房企销售额的占比为 11%，风险房企的销售降幅相对较大，其短期内销售急促下滑影响了整体百强房企销售。

图表 22.1-10 月行业集中度

	权益口径销售金额集中度		
	2019 年 1-10 月	2020 年 1-10 月	2021 年 1-10 月
CR5	15.1%	15.7%	12.8%
CR10	22.6%	22.9%	19.7%
CR20	31.2%	31.7%	28.5%
CR50	44.5%	45.6%	42.7%
CR100	53.8%	54.7%	51.2%

资料来源：克而瑞，中银证券

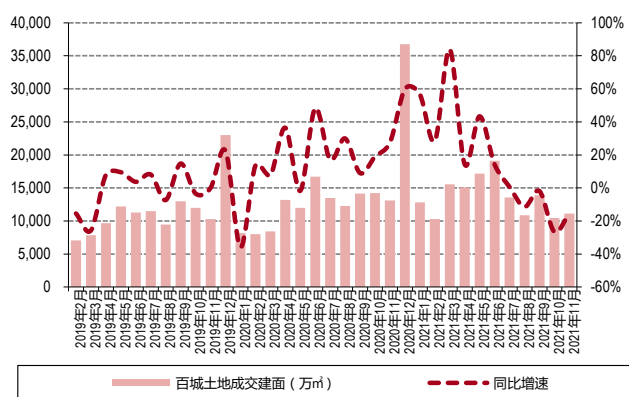
⁷ 由于行业集中度数据依据国家统计局发布的全国商品房销售数据进行计算，11 月统计局数据未公布，因此目前讨论 1-10 月的集中度情况

2 土地市场持续较冷，溢价率仍处于低位

2.1 11月地市成交量价齐跌，溢价率仅2.9%

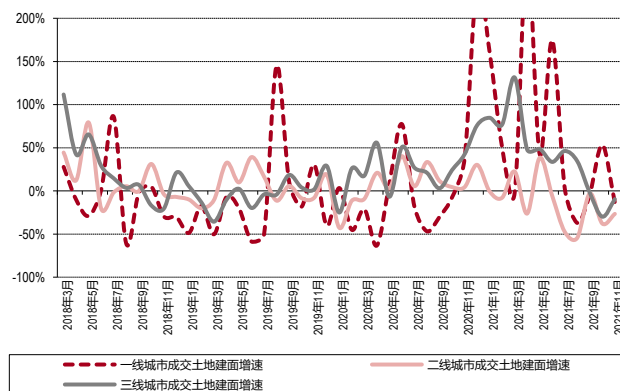
从成交量来看，本月百城成交土地成交量因集中土拍环比略有增加，但因土地市场较冷，整体成交同比增速已经连续4个月负增长。本月百城成交土地规划总建筑面积为11121.6万平，环比增加6.4%，同比减少15.2%；一二三线城市成交土地规划建筑面积环比增速分别为-29.1%、-17.7%和+33.0%，同比增速分别为-13.7%、-26.5%和-9.5%。单看住宅用地，百城住宅类成交土地建面4549.6万平，环比增加23.4%，同比减少26.1%；一二三线城市住宅类土地成交建面环比增速分别为-13.0%、-17.6%和+75.2%，同比增速分别为+5.6%、-31.2%和-27.8%。

图表 23. 11月百城成交土地建面 11121.6 万平，同比减少 15.2%



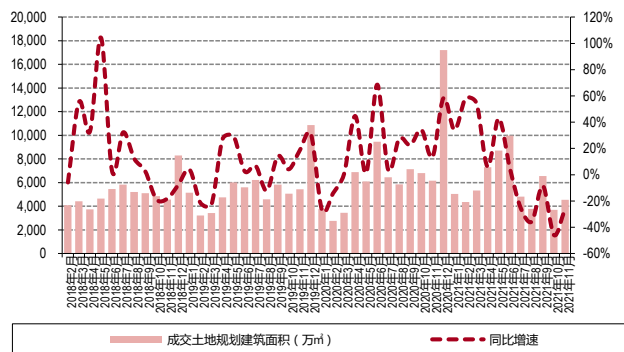
资料来源：万得，中银证券

图表 24. 11月一二三线城市成交土地规划建面同比增速分别为-13.7%、-26.5%和-9.5%



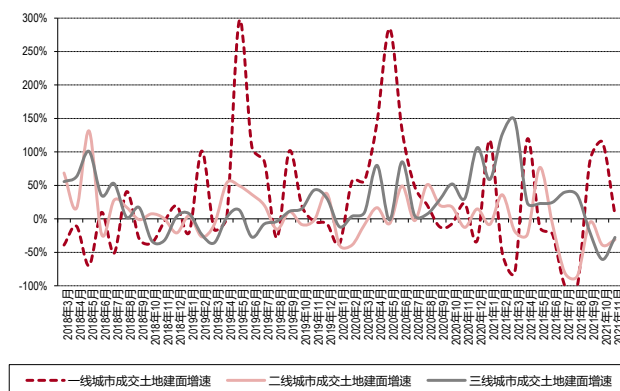
资料来源：万得，中银证券

图表 25. 11月百城住宅类用地成交建面 4549.6 万平，同比减少 26.1%



资料来源：万得，中银证券

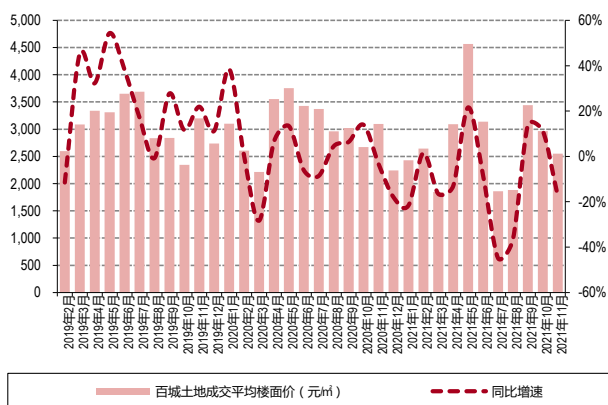
图表 26. 11月一二三线城市住宅类用地成交规划建面同比增速分别为+5.6%、-31.2%和-27.8%



资料来源：万得，中银证券

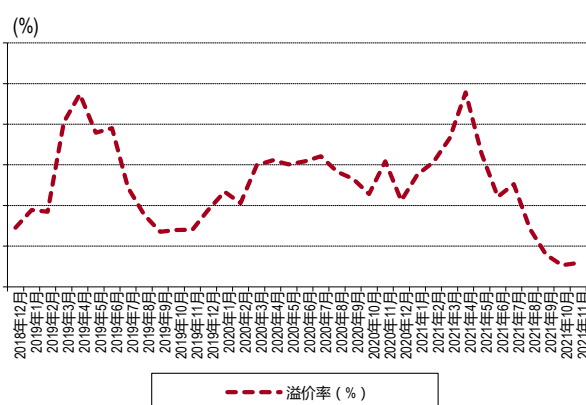
从市场热度来看，尽管三批次集中土拍规则略有松绑，但仍未扭转溢价率的低位运行，本月溢价率仅 2.9%。11 月百城成交土地平均楼面价 2552 元/平，环比下降 14.0%，同比下降 17.5%；平均土地溢价率为 2.9%，较上月小幅上升了 0.3 个百分点，但仍处于低位，较去年同期下降了 12.5 个百分点。一二三线城市成交土地楼面均价分别为 7792、3852 和 1473 元/平，环比增速分别为-28.3%、+9.6%和 +40.6%，同比增速分别为-8.9%、+9.9%和-34.8%；平均溢价率分别为 3.1%、2.0%和 3.9%，一线城市较上月上升了 0.1 个百分点，二线城市较上月下降了 0.3 个百分点，三线城市较上月上升了 1.2 个百分点。从住宅类用地来看，百城住宅类用地成交平均楼面价为 5080 元/平，环比下降 24.0%，同比下降 4.9%；平均土地溢价率为 2.2%，较上月下降了 0.59 个百分点，较去年同期下降了 16.4 个百分点。一二三线城市住宅类用地平均楼面价为 10974、7519 和 2920 元/平，环比增速分别为-37.7%、+7.3%和 +26.6%，同比增速分别为-13.6%、+21.4%和-27.4%；平均土地溢价率分别为 3.6%、1.7%和 1.9%，环比分别变化了-0.1、-0.6 和+0.3 个百分点，较去年同期分别下降了 11.9、8.7、24.1 个百分点。

图表 27. 11 月百城成交土地平均楼面价为 2552 元/平，同比下降 17.5%



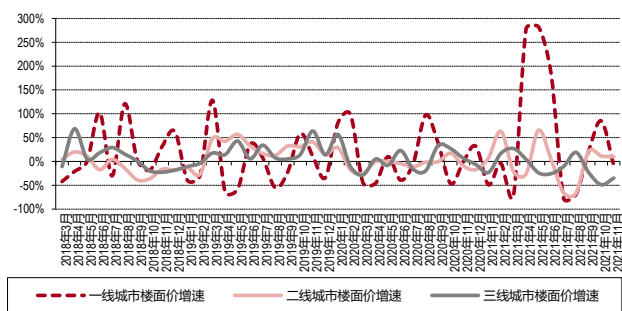
资料来源：万得，中银证券

图表 28. 11 月百城成交土地平均溢价率为 2.9%，较去年同期下降了 12.5 个百分点



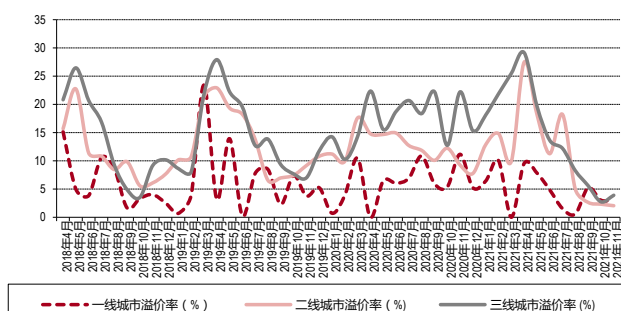
资料来源：万得，中银证券

图表 29. 11 月一二三线城市成交土地楼面价同比增速分别为-8.9%、+9.9%和-34.8%



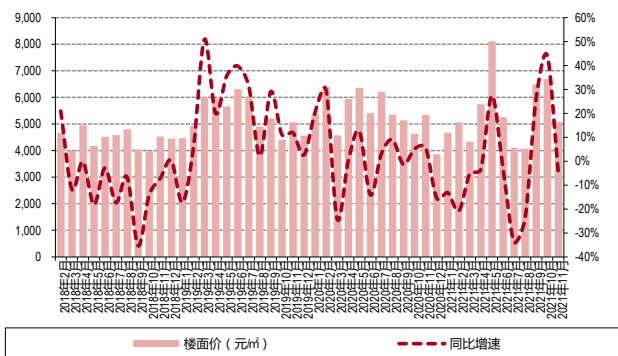
资料来源：万得，中银证券

图表 30. 11 月一二三线城市成交土地平均溢价率分别为 3.1%、2.0%和 3.9%



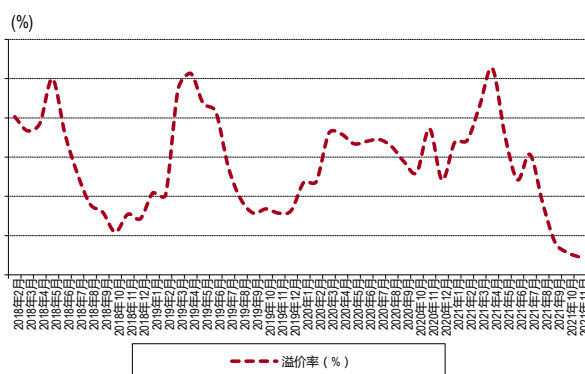
资料来源：万得，中银证券

图表 31. 11 月百城住宅类用地成交平均楼面价为 5080 元/平，同比下降 4.9%



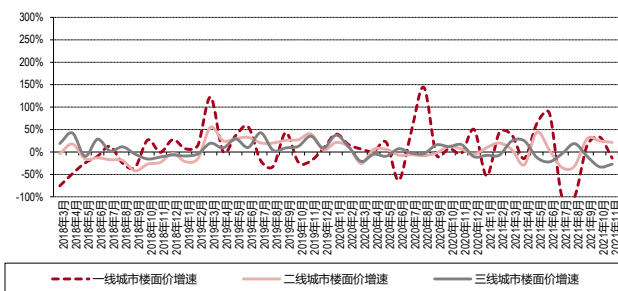
资料来源：万得，中银证券

图表 32. 11 月百城住宅类用地成交平均溢价率为 2.2%，较去年同期下降了 16.4 个百分点



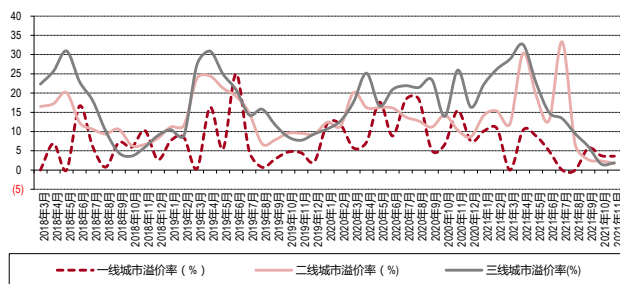
资料来源：万得，中银证券

图表 33. 11 月一二三线城市住宅类用地成交楼面价同比增速分别为 -13.6%、+21.4% 和 -27.4%



资料来源：万得，中银证券

图表 34. 11 月一二三线城市住宅类用地平均土地溢价率分别为 3.6%、1.7% 和 1.9%

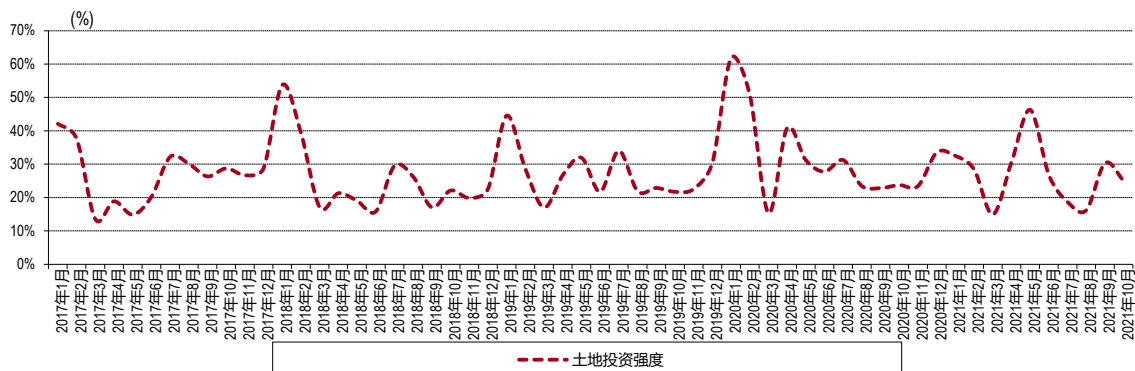


资料来源：万得，中银证券

2.2 10 月土地投资强度明显回调，部分主流房企 Q4 拿地明显减少

10 月单月整体行业土地投资强度明显回调，部分主流房企没有参与土拍。我们以百城土地成交总金额/全国商品房销售金额来作为行业土地投资强度数据作为衡量，我们发现 10 月单月土地投资强度明显下降至 25.0%，较 9 月下降了 5.3 个百分点，较去年同期上升了 1.3 个百分点。从披露了拿地数据的具体房企来看，10 月中海地产和招商蛇口拿地强度相对较大，主要是因为参与了二批集中土拍，金地集团、新城控股、阳光城和中南建设没有参与土拍。从累计数据来看，招商蛇口土地投资强度较大，拿地金额/销售金额为 69%，超过了 40% 的拿地销售比红线，预计年末会减缓拿地强度。

图表 33. 10 月单月土地投资强度下降至 25.0%



资料来源：万得，国家统计局，中银证券

图表 34. 10 月万科、中海地产和招商蛇口拿地强度相对较大

	10月拿地建面 (万平)	10月拿地金额 (亿元)	10月土地投资强度	1-10月累计拿地建 面 (万平)	1-10月累计拿地金 额 (亿元)	1-10月土地投资强度
万科	308	148	35%	2688	1825	35%
保利地产	94	88	18%	2278	1522	33%
中海地产	71	126	46%	1828	1564	52%
绿地控股	51	21	10%	868	391	16%
招商蛇口	185	217	131%	1266	1770	69%
金地集团	0	0	0%	836	601	25%
新城控股	0	0	0%	1409	573	30%
阳光城	0	0	0%	575	286	17%
中南建设	0	0	0%	747	314	18%

资料来源：公司公告，中银证券

2.3 从二批到三批集中土拍，土拍热度持续下降，预期毛利率进一步改善

从二批集中土拍到三批集中土拍，土地市场持续较冷，可以看到土拍热度持续下降，利润率持续改善，政府适当降低保证金比例。11月二批集中土地出让全部结束，22个重点城市二批集中土拍成交建面较首批下降36%，楼面均价较首批下降了6%至9441元/平，土拍溢价率较首批下降了11.8个百分点至4%，底价成交率较首批提升了31.1个百分点至67%，触顶成交率较首批下降27.1个百分点至14%，另有288宗土地流拍或中止出让（占总供应量的32%）。同时，我们看到了利润率的明显改善，二批集中土地出让预期毛利率较首批提升了7.9个百分点。11月有4个城市（无锡、苏州、南京、深圳）完成了三批集中土地出让，我们可以看到政府适度下调了保证金比例，三批四城保证金比例较二批下降了5.7个百分点至31%。三批四城的成交建面较二批提升了8%，较首批仍有23%的下降；楼面均价较二批下降了15%，较首批下降了2%。土拍热度持续下降，三批四城的土地溢价率较二批再度下降3.4个百分点至2%，底价成交率较二批再提升31.7个百分点至80%，触顶成交率较二批再下降29个百分点至10%。利润率方面，我们可以用看到四城的毛利率较二批提升了6.3个百分点，较首批提升了12.3个百分点。

图表 35. 22 城二批集中土地出让情况梳理

状态	城市	起拍均价 (元/平)		最高限制 溢价率		保证金比例		成交总价 (亿元)		成交土地宗数 (宗)		流拍宗数 (宗)		中止出 让宗数 (宗)		流拍率		中止出 让率		成交土地建面 (万平)		楼面均价 (元/平)		平均溢价率		底价成交率		触顶成交率		TOP30房企 拿地率		预期毛利率	
		二批	较首批 变动	二批	较首批 变动	二批	较首批 变动	二批	较首批 变动	二批	较首批 变动	二批	较首批 变动	二批	较首批 变动	二批	较首批 变动	二批	较首批 变动	二批	较首批 变动	二批	较首批 变动	二批	较首批 变动	二批	较首批 变动	二批	较首批 变动	二批	较首批 变动	二批	较首批 变动
已成交	厦门	19296	-30%	49%	-0.5pct	20%	0.0pct	346	81%	11	120%	0	0	0%	0.0pct	0%	142	168%	2429	-32%	24%	-0.8pct	0%	0.0pct	9%	-5.0pct	46%	5.5pct	24%	3.8pct			
	长春	3383	14%	30%	-14.6pct	39%	6.9pct	249	28%	40	5%	18	8	30%	26.2pct	12%	733	17%	3403	9%	0%	-3.2pct	0.0pct	15.4pct	0%	-5.0pct	49%	11.5pct	44%	1.3pct			
	无锡	1136	-17%	22%	2.2pct	24%	0.0pct	262	2%	22	38%	1	0	4%	4.3pct	0%	220	29%	1946	-21%	4%	-11.8pct	27%	27.3pct	41%	-52.2pct	14%	-53.2pct	20%	-2.4pct			
	福州	8272	8%	25%	-16.0pct	21%	-2.8pct	75	-52%	13	-50%	2	4	13%	13.3pct	21%	81	-52%	9289	0%	12%	-6.8pct	15%	-7.7pct	77%	46.1pct	31%	7.7pct	57%	16.2pct			
	青岛	4771	18%	25%	-	76%	-14.7pct	242	100%	63	15%	0	7	0%	-1.8pct	10%	808	72%	4811	17%	1%	-0.7pct	94%	-1.3pct	6%	4.5pct	28%	-12.6pct	50%	-8.4pct			
	济南	4014	-6%	25%	-	84%	10.5pct	124	-46%	43	-41%	0	17	0%	-5.2pct	25%	10	-33%	4014	-16%	0%	-8.5pct	100%	37.0pct	8%	-	14%	-17.5pct	53%	10.7pct			
	天津	7828	10%	25%	-35.0pct	23%	-7.7pct	33	-34%	40	-11%	2	19	5%	4.8pct	31%	449	-22%	7876	-15%	1%	-0.5pct	78%	39.7pct	8%	-1.4pct	28%	-21.4pct	41%	6.4pct			
	成都	8909	26%	11%	-4.1pct	24%	-0.8pct	446	26%	52	30%	6	17	10%	10.3pct	23%	490	4%	9105	20%	2%	-5.2pct	73%	53.1pct	17%	-	8%	-22.3pct	31%	14.9pct			
	苏州	11878	28%	25%	0.0pct	48%	13.5pct	28	-33%	19	-32%	1	2	5%	5.0pct	9%	229	-46%	12009	21%	1%	-5.8pct	64%	41.3pct	5%	-	16%	-19.9pct	44%	4.2pct			
	沈阳	5322	8%	25%	-5.0pct	20%	-0.2pct	139	-30%	19	-14%	3	22	14%	1.6pct	80%	259	-29%	5365	-1%	0%	-10.3pct	74%	41.9pct	0%	-5.0pct	28%	-28.2pct	38%	-0.4pct			
	重庆	6134	-6%	25%	-	21%	-1.0pct	163	-74%	28	-39%	5	9	15%	15.2pct	21%	263	-62%	6187	-32%	0%	-43.8pct	96%	83.4pct	0%	-	7%	-49.4pct	27%	12.0pct			
	南京	11426	30%	25%	-15.4pct	39%	5.1pct	507	-49%	41	-20%	1	11	2%	0.5pct	21%	356	-56%	14229	16%	4%	-15.7pct	61%	45.3pct	27%	-43.8pct	24%	-14.8pct	36%	11.5pct			
	广州	15801	56%	25%	-30.0pct	20%	-1.0pct	569	-37%	23	-45%	25	0	52%	39.6pct	0%	357	-55%	15931	41%	2%	-13.1pct	78%	30.7pct	4%	-17.1pct	22%	-6.9pct	39%	6.5pct			
	深圳	15866	32%	25%	-30.0pct	30%	5.0pct	453	227%	12	250%	1	0	5%	4.8pct	0%	263	189%	1741	13%	12%	-10.4pct	19%	-31.0pct	81%	47.6pct	43%	-7.1pct	57%	10.5pct			
	合肥	7431	13%	25%	-117.7pct	22%	-7.3pct	192	17%	12	0%	0	5	0%	0.0pct	29%	247	28%	1778	-7%	4%	-23.9pct	17%	16.7pct	8%	-33.4pct	33%	0.0pct	45%	3.5pct			
	武汉	6291	-10%	25%	-	26%	7.3pct	32	-58%	32	-35%	3	8	9%	8.6pct	19%	319	-46%	6309	-23%	0%	-18.8pct	97%	39.8pct	0%	-	3%	-21.4pct	34%	-1.6pct			
	杭州	14445	13%	25%	-15.0pct	20%	-0.7pct	257	-78%	14	-75%	0	17	0%	0.0pct	38%	174	-77%	14795	-5%	3%	-23.0pct	64%	53.8pct	0%	-71.9pct	28%	-3.0pct	24%	10.8pct			
长沙	4235	-7%	25%	-5.0pct	20%	-1.3pct	538	-30%	41	32%	0	7	0%	0.0pct	15%	385	0%	13184	-30%	2%	-4.3pct	78%	45.8pct	0%	-	10%	-22.5pct	61%	14.5pct				
宁波	3062	0%	25%	-10.0pct	20%	-0.1pct	813	-54%	17	-43%	0	26	0%	0.0pct	80%	162	-53%	31623	-2%	4%	-3.3pct	35%	22.0pct	24%	-49.8pct	29%	-3.0pct	36%	4.2pct				
郑州	6688	-29%	25%	-15.0pct	23%	2.6pct	175	-51%	28	-3%	18	0	39%	39.1pct	0%	261	-14%	4235	-11%	0%	-7.8pct	100%	42.4pct	0%	-36.4pct	11%	-34.1pct	65%	35.8pct				
徐州	6015	16%	25%	-88.0pct	30%	0.0pct	65	-84%	11	-78%	0	4	0%	0.0pct	2%	106	-85%	6162	7%	1%	-1.7pct	91%	3.1pct	9%	9.1pct	9%	-31.7pct	81%	3.3pct				
合计/均值		9048	5%	17%	-24.4pct	30%	-0.1pct	6336	-39%	602	-23%	89	199	10%	8.2pct	22%	6712	-36%	9441	-6%	4%	-11.8pct	67%	31.1pct	14%	-27.1pct	21%	-18.6pct	42%	7.5pct			

数据说明：1) 待成交的城市为供应数据，已成交的城市为实际成交数据。
2) 用地类型：住宅/商业用地
3) 预期毛利率=1-（楼面均价+建安成本）/（三公里范围内的楼盘销售均价，数据来源为中国指数研究院）
4) 保证金比例指根据各地地保规定/起拍价计算的保证金占总价均值计算
5) 最高限制溢价率=最高限制溢价/起拍价
6) 底价成交率=以起拍价成交的土地宗数/总成交土地宗数
7) 触顶成交率=以最高限制溢价成交的土地宗数/总成交土地宗数（仅限于限制地价的城市）
8) 中止出让率=中止出让宗数/（成交土地宗数+流拍宗数+中止出让宗数）
9) 流拍率=流拍宗数/（成交土地宗数+流拍宗数）

资料来源：各地国土资源局，中银证券

图表 36. 11 月三批集中土地出让情况梳理

状态	城市	起拍均价 (元/平)			最高限制 溢价率			保证金比例			成交总价 (亿元)			成交土地宗数 (宗)			流拍宗数 (宗)	中止出让 宗数 (宗)	流拍率			中止出 让率
		三批	较首批 变动	较二批 变动	三批	较首批 变动	较二批 变动	三批	较首批 变动	较二批 变动	三批	较首批 变动	较二批 变动	三批	较首批 变动	较二批 变动	三批	三批	三批	较首批 变动	较二批 变动	三批
	无锡	13180	-2%	18%	15%	-5.0pct	-7.2pct	22%	-1.6pct	-2.4pct	274	7%	5%	20	25%	-9%	0	0	0%	0.0pct	-4.3pct	0%
	苏州	10856	17%	-9%	15%	0.0pct	0.0pct	30%	-1.5pct	-15.0pct	402	-5%	46%	25	-11%	32%	0	1	0%	0.0pct	-5.0pct	4%
	南京	8158	-21%	-39%	15%	-15.4pct	0.0pct	24%	-0.3pct	-5.4pct	325	-67%	-36%	45	-12%	10%	1	15	2%	0.3pct	-0.2pct	25%
	深圳	18367	58%	19%	15%	-30.0pct	0.0pct	50%	5.0pct	0.0pct	368	166%	-19%	11	83%	-48%	0	0	0%	0.0pct	-4.8pct	0%
合计/均值		11621	11%	-12%	15%	-12.6pct	-1.8pct	31%	0.4pct	-5.7pct	1369	-2.4%	-9%	101	0%	-2%	1	16	1%	0.1pct	-3.6pct	7%
	城市	成交土地建面			楼面均价			平均溢价率			底价成交率			触顶成交率			TOP30房企			预期毛利率		
		三批	较首批 变动	较二批 变动	三批	较首批 变动	较二批 变动	三批	较首批 变动	较二批 变动	三批	较首批 变动	较二批 变动	三批	较首批 变动	较二批 变动	三批	较首批 变动	较二批 变动	三批	较首批 变动	较二批 变动
	无锡	208	22%	-6%	13186	-12%	10%	0%	-15.7pct	-3.9pct	85%	85.0pct	57.7pct	0%	-93.8pct	-40.9pct	0%	-68.8pct	-13.6pct	28%	5.4pct	7.8pct
	苏州	368	-14%	61%	10921	10%	-9%	0%	-6.5pct	-0.7pct	92%	49.1pct	7.8pct	0%	-	-5.3pct	0%	-35.7pct	-15.8pct	43%	2.8pct	-1.4pct
	南京	386	-52%	8%	8435	-31%	-41%	2%	-18.1pct	-2.4pct	78%	62.1pct	16.8pct	11%	-89.5pct	-15.7pct	4%	-34.8pct	-19.9pct	48%	23.8pct	12.3pct
	深圳	192	111%	-27%	19222	26%	11%	5%	-17.1pct	-6.7pct	64%	13.6pct	44.6pct	27%	-6.1pct	-53.7pct	0%	-50.0pct	-42.9pct	63%	17.0pct	6.5pct
合计/均值		1153	-23%	8%	11877	-2%	-15.3%	2%	-14.4pct	-3.4pct	80%	52.5pct	31.7pct	10%	-56.3pct	-28.9pct	1%	-47.3pct	-23.1pct	45%	12.3pct	6.3pct

资料来源：各地国土资源局，中银证券

3 政策：融资出现微调，部分城市加强预售资金监管

中观来看，本月房企融资出现了微调，但是从微观上来看，不同性质的房企在融资放松上有明显的不对称性。11月9日，中国银行间市场交易商协会举行房企代表座谈会，房企银行间发债的相关政策出现了松动，增量融资的渠道的打开对房企的流动性改善将起到很大的作用，2021年11月，包括保利发展、招商蛇口、金地集团、北京城投等在内的超过20家房企在银行间市场发债，融资总金额285亿元，平均发行利率为4.21%，其中国企发行规模占比高达90%。政策的利好范围仅限于央企类房企，民营房企并未迎来债券融资以及银行融资的信贷松动窗口，民营房企的融资难和销售难仍旧没有得到实质改善。

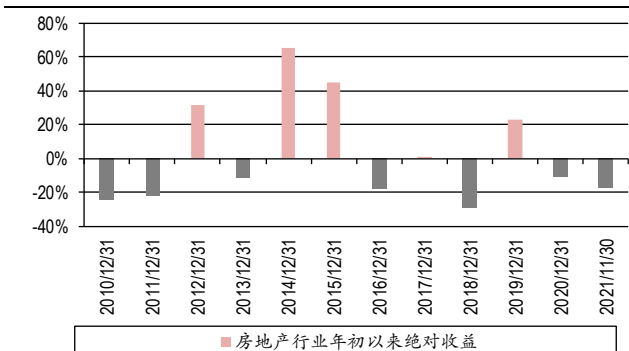
本月，部分地方政府出于对工程建设和竣工交付的担忧，提高了预售资金的监管比例。近期在部分房企发生信用危机后，部分城市加大了预收资金监管的执行力度，实际主要目的均是防止出现房地产开发项目烂尾，保证工程建设，是维护购房者权益的有效措施，增强上下游企业以及购房者信心。例如北京加强了预售资金监管，加强入账管理和监管银行审核，将预售资金重点监管额度提升43%至每平方米5000元；宿州和泉州都增加了预售监管资金的拨付节点，保障工程稳步推进。不过预售资金监管的加强，虽然一定程度上保障了工程进度和交付确定性，但销售所得的款项专款专用，不能调回总部让总部用于还债，房企实际可动用的资金更少了，资金压力进一步加大。

12月以来，全面降准+五部委集体发声+政治局会议+中央经济工作会议表态持续释放利好信号。1) 央行于12月6日发布了年内第二次全面降准。我们认为，部分房企信用风险暴露、地产周期下行带来的稳增长压力，加速了降准托底经济的落地，宏观政策上的松动符合我们的预期。在降准的大背景下，银行对于按揭贷款、开发贷款投放的力度均有增强的可能，对房地产市场释放了一定的利好。2) 12月以来，央行、证监会、银保监会和住建部齐发声，增强市场信心。住建部表示，广东省政府向恒大派出工作组，有利于风险化解、保护购房者合法权益；央行也提出将配合广东省政府的风险化解工作；证监会表示，当前我国房地产行业总体保持健康发展，大多数房企坚守主业、经营稳健，恒大事件对资本市场稳定运行的外溢影响可控。多部门对于恒大事件再度发声，增强市场信心。银保监会则提及了重点满足首套房、改善性住房按揭需求，其中改善性住房按揭需求的满足是年内首次提及，是对此前保障刚需按揭后的进一步补充。3) 12月6日中央政治局会议提及要更好满足购房者合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环，除了此前房企资金压力的关注外，开始关注到了目前销售不景气需求较弱的核心矛盾，我们看好后续需求端政策的进一步松动。4) 12月10日中央经济工作会议再提房地产，明确“房住不炒”主基调，尤其是在央行刚刚发布降准消息之后，此举避免了市场对于降准的过分解读，稳健的货币政策并未改变，降准也绝不意味着“大水漫灌”的救市行动，从而加强对居民理性购房预期的引导；另一方面，强调多元化供给，保障性租赁住房供应比例有望加大；此外，新提法“探索新的发展模式”是最大亮点之一，或将推动未来行业新发展模式的诞生及房企探索转型发展之路。在中央政治局会议的基础上，中央经济工作会议指出，要因城施策促进房地产业良性循环和健康发展，新增“因城施策”的表述，我们认为对于基本面较弱、房价下滑迅速、去库存压力较大的城市，政策或适度宽松，对于房价上涨压力大、基本面较好的城市，则要基于良性循环的发展更好落实稳定的政策。

4 11 月地产板块跑赢沪深 300 3.7 个百分点；板块估值处于历史低位

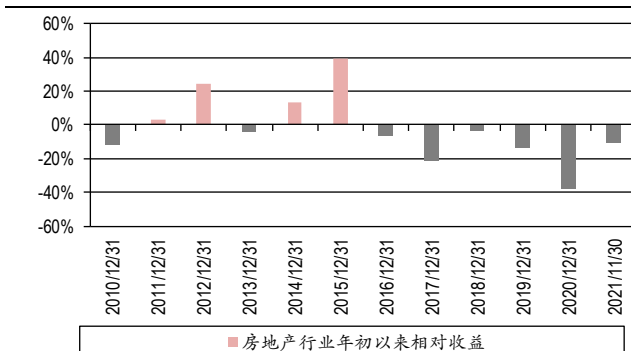
11 月地产板块绝对收益 2.2%，跑赢沪深 300 收益率 3.7 个百分点，主要得益于 1) 自 10 月以来，中央多次释放地产融资与信贷调整的信号，地产“政策底”已初步出现，政策调整预期不断增强；2) 房企融资段出现松动。年初至今地产板块涨幅-17.4%，跑输沪深 300 10.1 个百分点。个股方面，11 月板块涨幅靠前的个股为财信发展、长春经开、万里股份、西藏城投与万业企业。截至 2021 年 11 月 30 日，地产板块 PE 7.5X，较 9 月末提升 0.5X。

图表 37. 房地产行业年初以来绝对收益为-17.4%



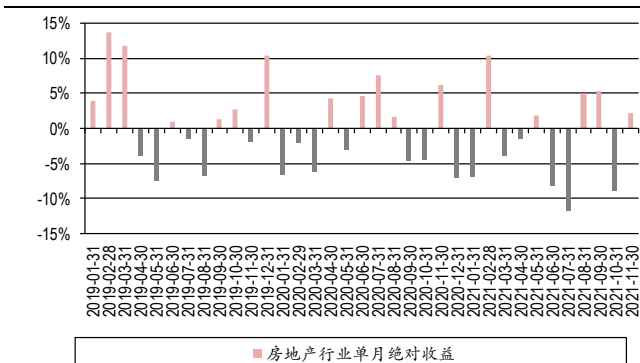
资料来源：万得，中银证券

图表 38. 房地产行业年初以来相对收益为-10.1%



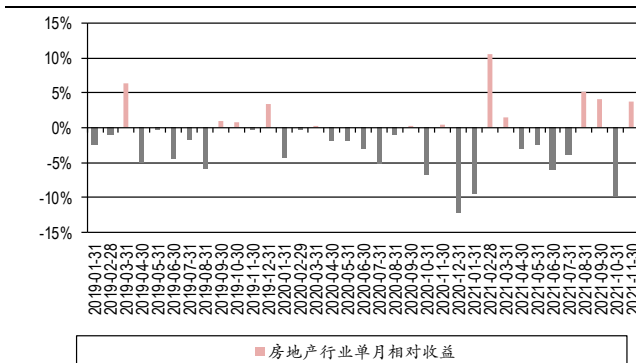
资料来源：万得，中银证券

图表 39. 房地产行业 11 月绝对收益为 2.2%



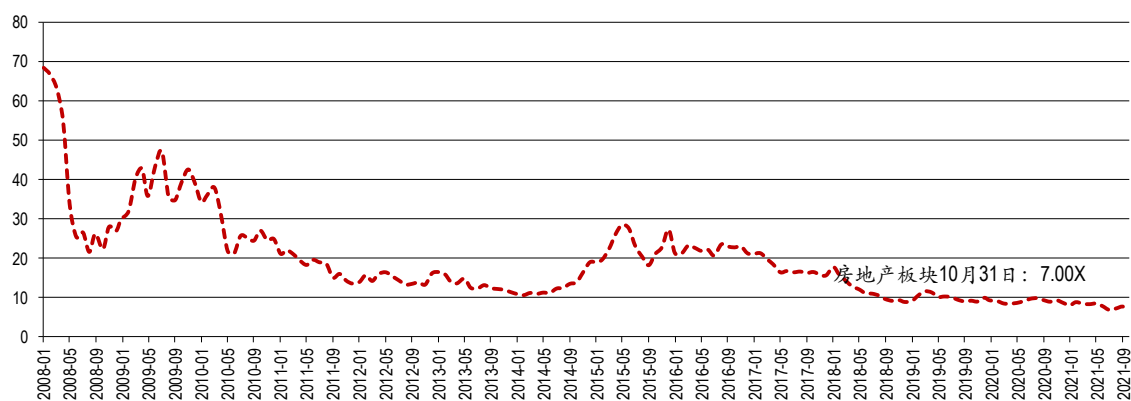
资料来源：万得，中银证券

图表 40. 房地产行业 11 月相对收益为 3.7%



资料来源：万得，中银证券

图表 41. 截至 10 月 31 日，房地产板块 PE 为 7.00X



资料来源：万得，中银证券

5 投资建议

我们认为，今年年末明年年初或是一个较好的投资时点，其主要原因有：1) 地产“政策底”或已初步出现，中央持续释放地产利好信号，此前主要聚焦在房企资金压力方面的缓释，不过12月6日中央政治局会议提及要更好满足购房者合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环，关注到了目前销售不景气需求较弱的核心矛盾，我们看好后续需求端政策的进一步松动。2) 地产各主体对市场信心的修复仍需要时间，后续行业基本面仍有下行压力，投资增速也有继续回落的压力，基于地产对全国GDP和地方财政的贡献度均较大，Q4经济增速和地方财政均将面临一定压力，政策调整预期进一步加强。3) 三批集中土拍或通过适当降低土地保证金比例与首次付款比例、适当放宽土地出让金缴纳期限、适度取消指导价或房价限制等方式缓解房企短期现金流压力、保障房企盈利空间以适度提高房企的参与度，一定程度上能够解决目前房地产行业利润率走低的核心矛盾之一。

我们建议关注：1) 开发板块：保利发展、金地集团、万科A、龙湖集团、华润置地。2) 物业板块：碧桂园服务、旭辉永升服务、华润万象生活、新城悦服务、宝龙商业。

图表 42. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产
			(元)	(亿元)	2020A	2021E	2020A	2021E	(元/股)
600383.SH	金地集团	未有评级	11.22	506.54	2.30	2.47	4.88	4.55	12.72
000002.SZ	万科A	未有评级	20.16	2343.68	3.62	3.44	5.57	5.86	19.32
600048.SH	保利地产	未有评级	14.97	1,791.93	2.42	2.57	6.19	5.83	13.37
0960.HK	龙湖集团	未有评级	33.21	2017.28	3.41	4.18	9.74	7.94	17.88
1109.HK	华润置地	未有评级	28.50	2,031.96	4.18	4.56	6.82	6.25	27.50
6098.HK	碧桂园服务	买入	44.20	1488.65	0.98	1.33	45.28	33.30	4.97
1209.HK	华润万象生活	未有评级	33.21	758.02	0.49	0.67	68.47	49.53	5.46
1995.HK	旭辉永升服务	未有评级	11.97	209.98	0.24	0.36	49.35	33.39	1.73
1755.HK	新城悦服务	未有评级	11.09	96.44	0.55	0.78	20.16	14.26	1.56
9909.HK	宝龙商业	未有评级	12.76	82.05	0.49	0.69	25.98	18.37	3.34

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日12月10日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

6 风险提示

房地产调控持续升级；销售超预期下行；融资持续收紧。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371