

杜昊昊 王祎馨
 分析师 SAC 执业编号: S1130521090001 联系人

按揭改善销售下行，地产投资仍承压

事件

- 2021年12月15日，国家统计局发布2021年11月全国房地产数据。

评论

- 全国商品房销售金额11月下月速度放缓，与百强房企趋势背离。**统计局数据显示，2021年11月单月全国商品房销售金额为1.4万亿元，同比-16%；全国商品房销售面积为1.5亿方，同比-14%。11月全国商品房销售金额和面积同比下滑幅度相较10月均有所放缓。2021年11月销售均价9,597元/平方米，环比-1.6%，同比-2.7%，房企降价跑量回笼资金的态势仍在继续。克而瑞数据显示，2021年11月百强房企全口径销售金额同比增速为-39%，权益口径销售金额同比增速为-42%，相较10月下滑幅度进一步扩大。11月百强全口径销售金额为8,452亿元，占全国商品房销售金额的58%。11月全国商品房销售和百强房企销售同比走势出现较大背离。
- 我们认为百强房企的销售增速或更能反应真实情况。**主要因为：①10月以来，花样年、新力控股、当代置业、佳兆业等房企接连暴雷，这些房企11月销售同比均大幅下滑。根据克而瑞数据，花样年、当代置业和佳兆业的11月销售金额同比增速分别为-63%、-86%、-93%。②头部国企即使信誉更好，当前销售也较为困难，并不能在短期补上暴雷房企让出的销售份额。根据各公司公告，保利发展、中国海外发展、招商蛇口等头部国企的2021年11月销售金额同比增速分别为-5.6%、-21.8%和-13.6%，也是下滑的。我们认为当前商品房销售市场仍较为低迷，若持续下滑或将逐渐扩大为全行业销售危机。当前已有多个城市出台了购房优惠政策，深圳部分银行也下调了房贷利率，我们预计未来会有更多城市出台放松政策以维护销售市场平稳发展。
- 开发到位资金下滑幅度放缓，主因国内贷款改善和按揭发放提速。**2021年11月，房地产开发到位资金1.7万亿元，同比-7.0%。其中国内贷款1492亿元，同比-20.5%，下滑幅度相较10月的-27%有所收窄，而且环比增长8%，这验证了我们此前关于开发贷发放会提量提速的预判。11月开发到位资金来源中，个人按揭贷款2,955亿元，同比+10.6%，环比+15.7%，说明按揭发放明显提速。我们维持此前判断，预计未来几个月国内贷款会随着开发贷项目的加速落地继续环比改善。
- 开发投资、新开工、施工均维持下滑态势。**2021年11月，房地产开发投资完成额、新开工面积、施工面积同比增速分别为-4.3%、-21.0%、-24.7%，相较10月跌幅有小幅收窄，但仍保持下滑态势。我们认为这主要因为房企对未来销售前景的判断仍偏悲观，叠加融资尚未明显改善，地产行业投资和新开工均承压。2021年11月，房屋竣工面积同比+15.4%，扭转了10月的下滑态势，我们认为这主要是因为临近年末，上市房企有收入结算压力加速竣工所致。

投资建议

- 11月数据显示，地产行业基本面仍未扭转，叠加近期世茂事件的影响，市场对民营房企以及行业的担忧都进一步上升，板块股价大幅回调。我们维持后续会有更大力度边际改善政策落地的判断，也仍然看好后续地产板块行情。当前阶段，推荐经营稳健的国企，比如保利发展、建发国际。我们预计明年春节过后，部分民营房企会迎来一波估值修复。因为届时行业偿债高峰已过，民营房企中谁是剩者以及行业格局均会更为明朗。我们认为弹性较大的是融创中国和新城控股。

风险提示

- 房地产政策改善效果不及预期；销售数据下滑幅度超预期

内容目录

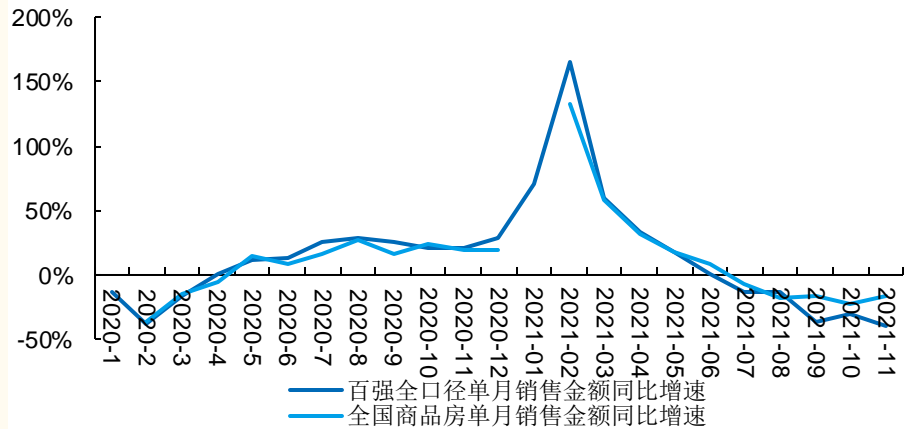
| | |
|------------|---|
| 图表附录 | 3 |
| 风险提示 | 8 |

图表目录

| | |
|--------------------------------------|---|
| 图表 1: 全国商品房销售金额和百强全口径销售金额同比增速对比..... | 3 |
| 图表 2: 暴雷房企 11 月销售金额同比增速均大幅下滑..... | 3 |
| 图表 3: 房企未来 12 个月到期债务情况..... | 3 |
| 图表 4: 近期出台的多个城市关于购房优惠的政策梳理..... | 4 |
| 图表 5: 11 月房地产开发投资金额单月同比-4.3% | 4 |
| 图表 6: 11 月房地产开发到位资金单月同比-7.0% | 4 |
| 图表 7: 11 月各地区房地产开发投资额单月同比增速..... | 5 |
| 图表 8: 11 月各业态房地产开发投资金额单月同比增速..... | 5 |
| 图表 9: 11 月房地产新开工面积单月同比-21%..... | 5 |
| 图表 10: 11 月各业态新开工面积单月同比增速..... | 5 |
| 图表 11: 11 月房屋施工面积同比-24.7%..... | 5 |
| 图表 12: 11 月各业态房屋施工面积单月同比增速..... | 5 |
| 图表 13: 11 月房屋竣工面积单月同比+15.4%..... | 6 |
| 图表 14: 11 月各业态房屋竣工面积单月同比增速..... | 6 |
| 图表 15: 11 月全国商品房销售额同比-16.3%..... | 6 |
| 图表 16: 11 月各业态商品房销售额同比增速..... | 6 |
| 图表 17: 11 月商品房销售面积同比-14.0%..... | 6 |
| 图表 18: 11 月各业态商品房销售面积单月同比增速..... | 6 |
| 图表 19: 11 月土地成交价款同比+24.2%..... | 7 |
| 图表 20: 11 月土地购置面积同比-12.5%..... | 7 |
| 图表 21: A 股地产 PE 走势 | 7 |
| 图表 22: 港股地产 PE 走势..... | 7 |
| 图表 23: 港股物业 PE 走势..... | 8 |
| 图表 24: 覆盖公司估值情况..... | 8 |

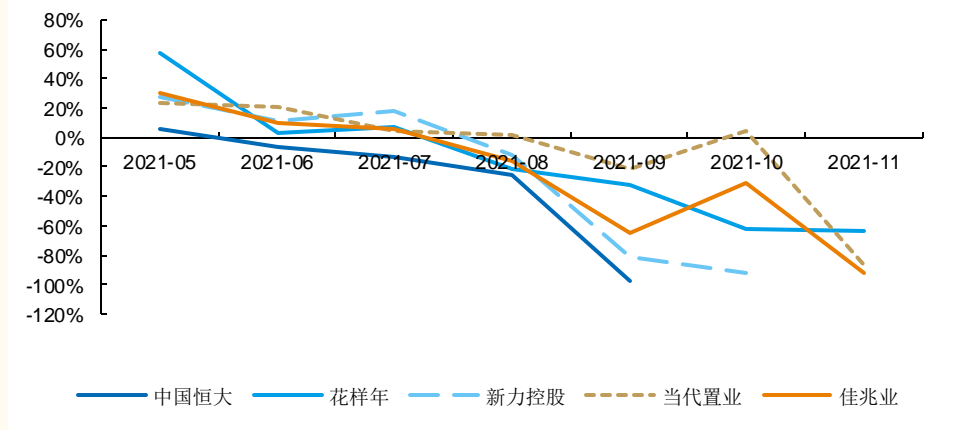
图表附录

图表 1: 全国商品房销售金额和百强全口径销售金额同比增速对比



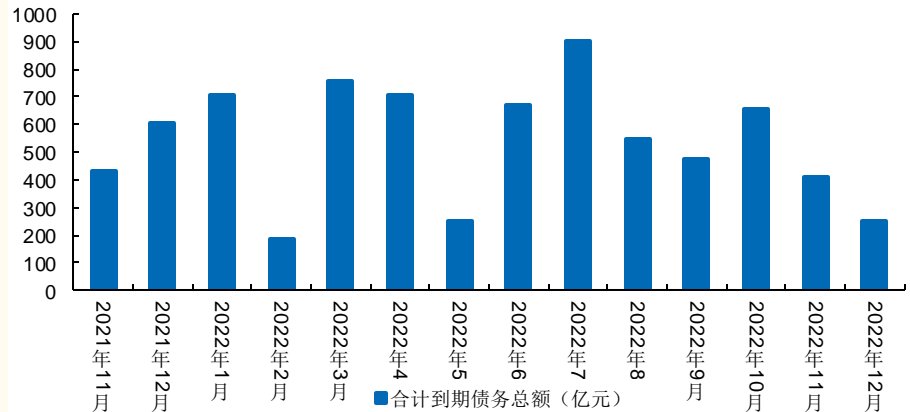
来源: 国家统计局, 克而瑞, 国金证券研究所

图表 2: 暴雷房企 11 月销售金额同比增速均大幅下滑



来源: 公司公告, 克而瑞, 国金证券研究所

图表 3: 房企未来 12 个月到期债务情况



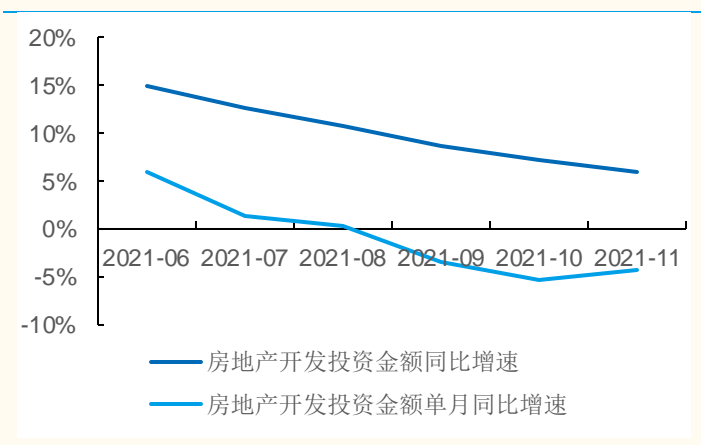
来源: 中指院, 国金证券研究所 注: 到期债务包括信用债和海外债

图表 4: 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，最高按每平方米 600 元标准给予购房补贴。对于子女未满 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 日举行。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。 |

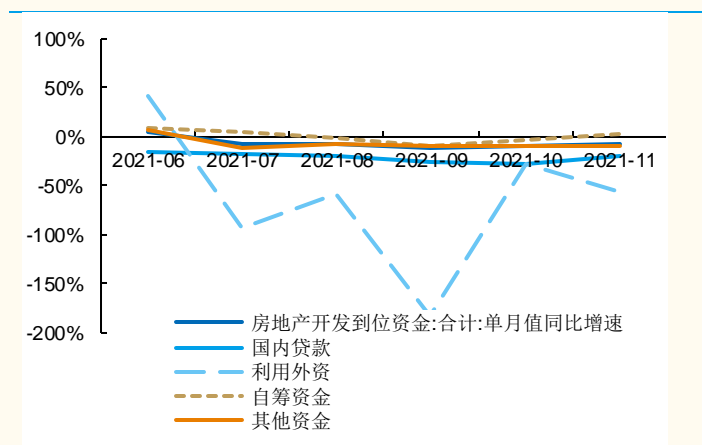
来源：各城市政府官网，国金证券研究所

图表 5: 11 月房地产开发投资金额单月同比-4.3%



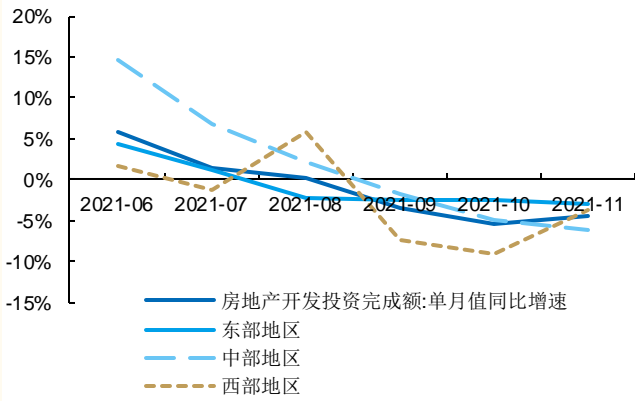
来源：Wind，国金证券研究所

图表 6: 11 月房地产开发到位资金单月同比-7.0%



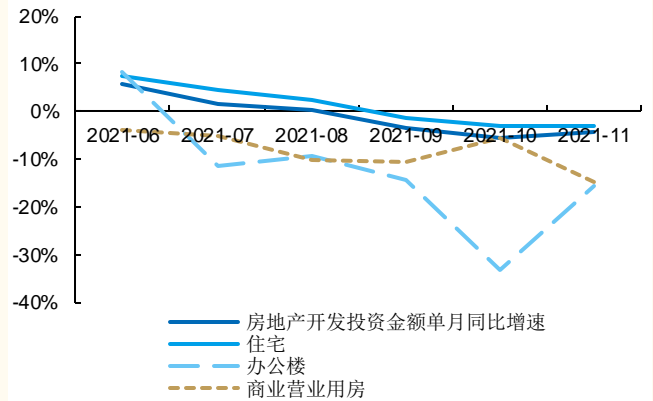
来源：Wind，国金证券研究所

图表 7: 11月各地区房地产开发投资额单月同比增速



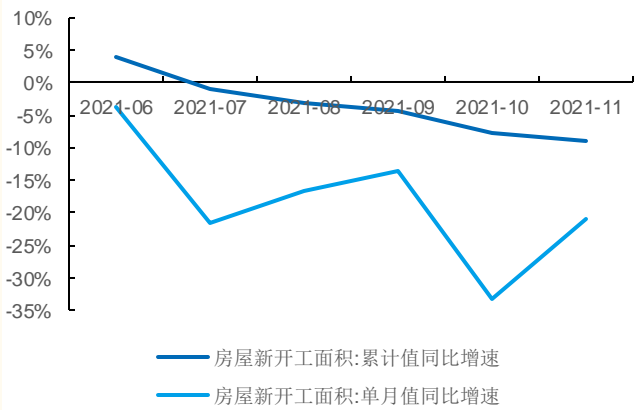
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 8: 11月各业态房地产开发投资金额单月同比增速



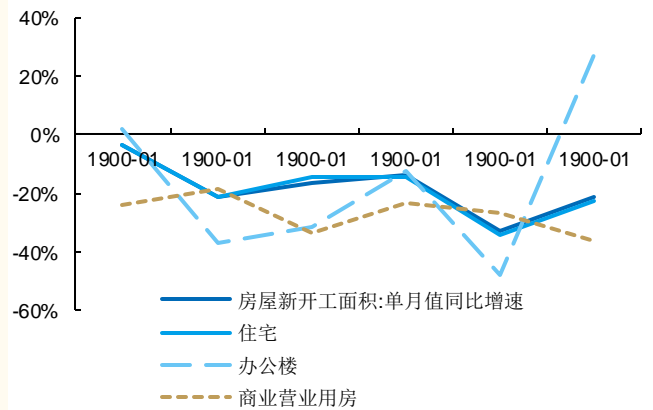
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 9: 11月房地产新开工面积单月同比-21%



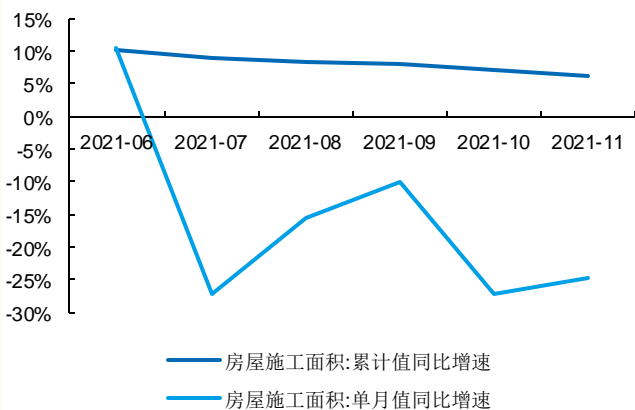
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 10: 11月各业态新开工面积单月同比增速



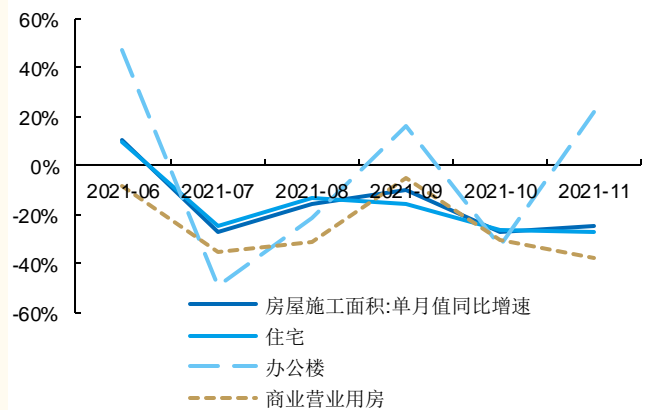
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 11: 11月房屋施工面积同比-24.7%



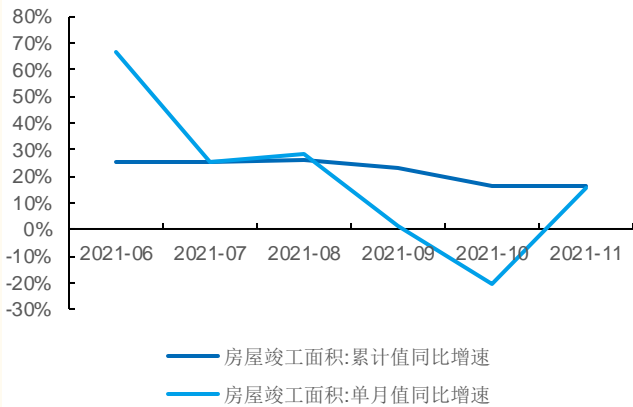
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 12: 11月各业态房屋施工面积单月同比增速



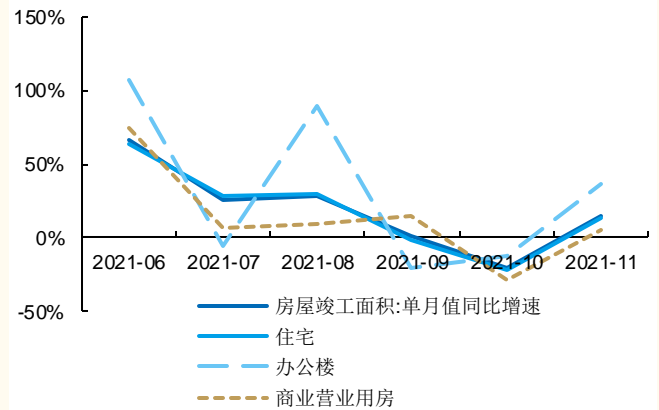
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 13: 11 月房屋竣工面积单月同比+15.4%



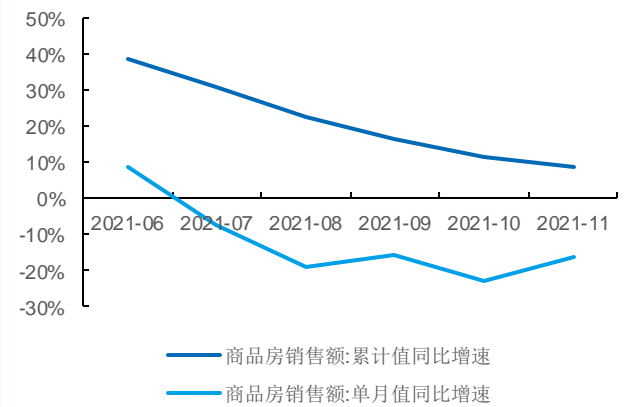
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 14: 11 月各业态房屋竣工面积单月同比增速



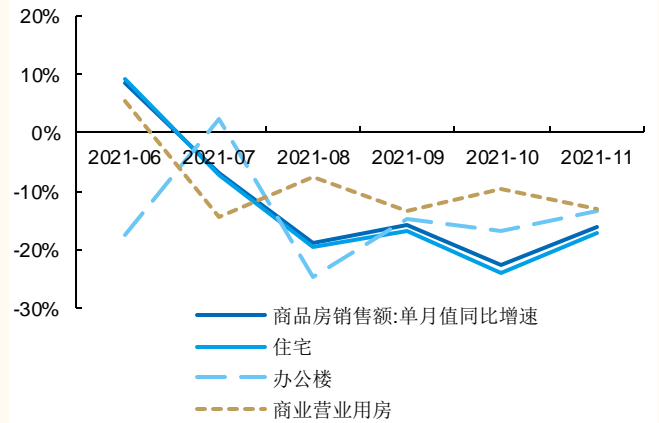
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 15: 11 月全国商品房销售额同比-16.3%



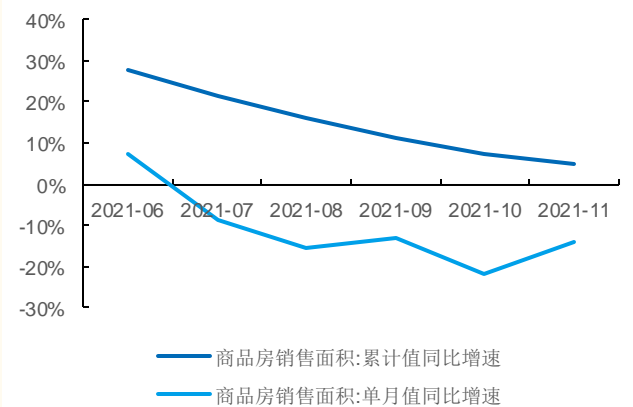
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 16: 11 月各业态商品房销售额同比增速



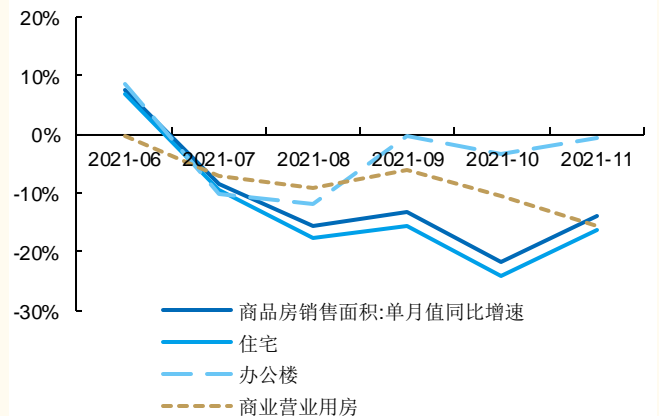
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 17: 11 月商品房销售面积同比-14.0%



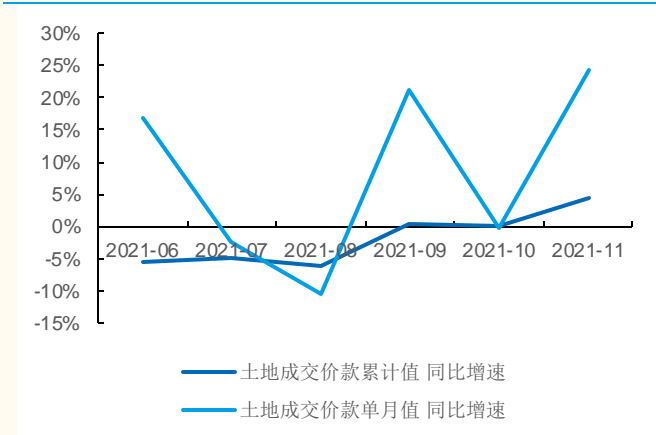
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 18: 11 月各业态商品房销售面积单月同比增速

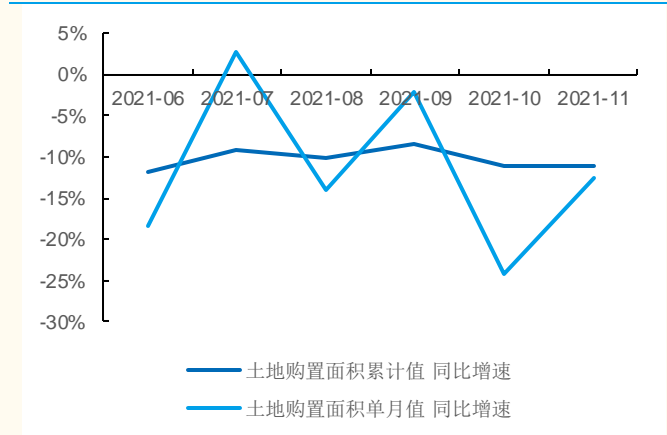


来源: Wind, 国金证券研究所

图表 19: 11 月土地成交价款同比+24.2%



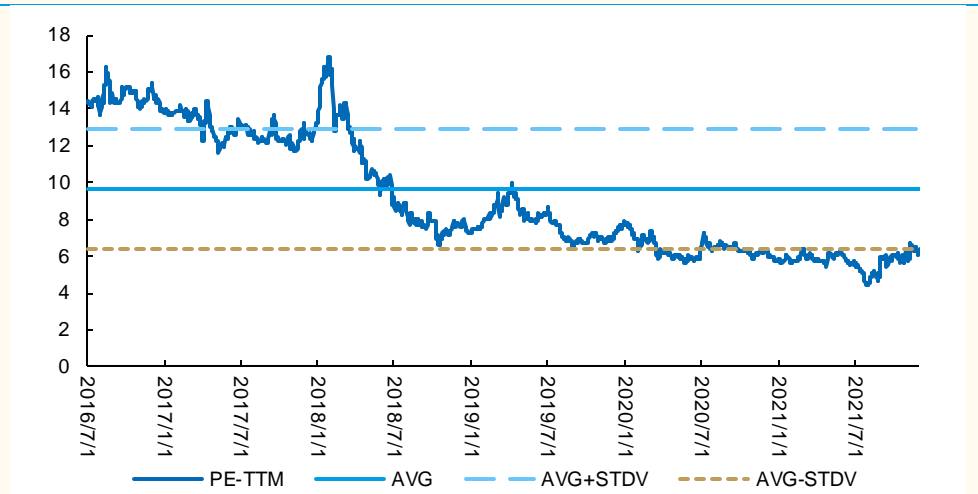
图表 20: 11 月土地购置面积同比-12.5%



来源: Wind, 国金证券研究所

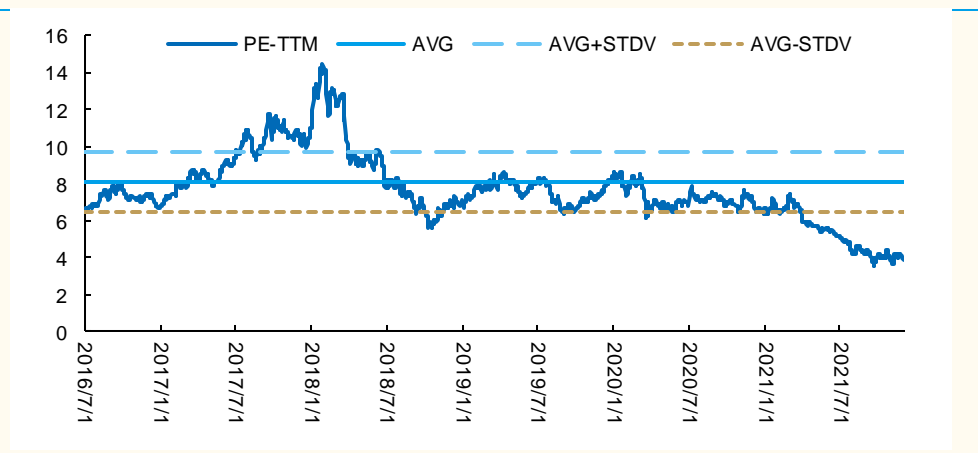
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 21: A 股地产 PE 走势



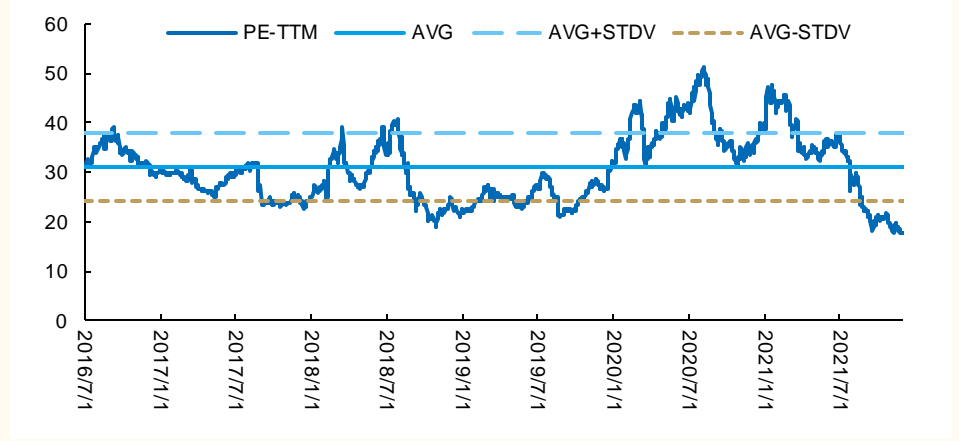
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 22: 港股地产 PE 走势



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 23: 港股物业 PE 走势



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 24: 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 | 2,181 | 3.6 | 2.7 | 5.3 | 4.7 | 415 | 463 | 7.5% | 11.4% |
| 保利地产 | 600048.SH | 买入 | 1,673 | 2.4 | 2.7 | 5.8 | 5.6 | 289 | 324 | 3.5% | 12.0% |
| 招商蛇口 | 001979.SZ | 买入 | 984 | 1.5 | 1.7 | 8.0 | 7.7 | 123 | 134 | -23.6% | 9.2% |
| 建发国际 | 1908.HK | 买入 | 175 | 1.8 | 2.5 | 8.0 | 5.5 | 22 | 32 | 35.1% | 44.2% |
| 龙光集团 | 3380.HK | 买入 | 271 | 2.3 | 2.8 | 2.4 | 1.7 | 111 | 157 | 36.7% | 41.2% |
| 金科服务 | 9666.HK | 买入 | 145 | 1.7 | 2.6 | 13.0 | 8.7 | 11 | 17 | 68.5% | 80.2% |
| 建业新生活 | 9983.HK | 买入 | 53 | 1.7 | 2.6 | 12.5 | 8.6 | 11 | 17 | 68.5% | 80.2% |
| 华润万象生活 | 1209.HK | 增持 | 711 | 0.4 | 0.6 | 109.5 | 50.8 | 6.5 | 14 | 76.7% | 116.3% |
| 平均值 | | | 774 | 1.9 | 2.2 | 20.6 | 11.7 | 140 | 163 | 29.2% | 44.9% |
| 中位值 | | | 491 | 1.8 | 2.6 | 8.0 | 6.6 | 111 | 134 | 35.1% | 41.2% |

来源: wind, 国金证券研究所 注: 1) 数据截至 2021 年 12 月 14 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

- 房地产政策改善效果不及预期。
- 销售数据下滑幅度超预期。

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