

围绕稳增长主旋律，政策持续纠偏，看好行业估值修复

——2021年9月以来行业重点政策总结

✉ : 杨凡 执业证书编号: S1230521120001
✉ : yangfan02@stocke.com.cn

行业评级

房地产 看好

报告导读

9月以来的房地产金融调控政策持续纠偏，地方政策在供需两方面有保有压。本篇报告集中梳理9月以来中央及地方供需两端政策情况。整体来看，我们认为以“三稳”为主的稳增长主旋律不变，政策纠偏将会持续，行业基本面有望触底回升，看好板块后续估值修复。

投资要点

□ 中央层面频繁发声，维稳成为主基调

- (1) 9月中央两次释放维稳信号，拉开此次政策托底序幕。
- (2) 10月政策表态更加密集，一行两会、发改委、外汇管理局及中国房地产协会纷纷针对近期房企债务违约事件及信贷政策发表声明。
- (3) 进入11月以来中央政策指向性更强，金融政策面终现底部，再提房地产支柱性产业地位。

□ 地方政策根据当地情况有保有压，因城施策加速施行

地方政府除跟随中央政策方向外，亦根据各地具体情况从供需两端进行政策微调，因城施策空间不断打开，并呈现出先紧后松的趋势：前期收紧主要体现在升级预售资金监管政策并整治规范房地产市场秩序，后期随着市场下行压力不断增大，各地纷纷优化土拍政策，出台限跌令和购房补贴政策。

□ 投资建议

- (1) 结合短期政策纠偏受益程度以及长期发展机会，我们认为高信用房企值得关注：A股：万科A、保利发展、招商蛇口、金地集团、华侨城A等；H股：华润置地、中国海外发展、龙湖集团、旭辉控股集团、建发国际等。
- (2) 物业板块估值修复可期、长期发展前景广阔，建议关注关联房企为高信用国企和优质民企的物业公司：A股：招商积余；H股：碧桂园服务、华润万象生活、保利物业、中海物业、旭辉永升服务、金科服务、远洋服务等。
- (3) 2022年疫情修复带来消费回暖，我们认为商业管理类标的也值得关注：H股：华润万象生活、宝龙商业、星盛商业。

□ 风险提示

- (1) 2022H1 房企境内外到期债务偿还仍有压力，个别房企风险事件干扰板块估值修复；
- (2) 2022Q1 春节、疫情反复等问题导致销售和投资增速较低；
- (3) 房地产税试点方案推出影响短期购房者信心；
- (4) 2022H1 个别房企风险事件出现，带动地产和物业估值震荡；
- (5) 大举收购标的物业公司可能会出现被收购标的协作不良的问题；
- (6) 商誉较高的物企，如收购标的业绩不达标，商誉有减值风险。

相关报告

2021.12.20 《行业风险逐步化解，估值修复信心增强》

报告撰写人：杨凡

联系人：杨凡

感谢王逸枫对本报告的贡献

正文目录

| | |
|---|-----------|
| 1. 中央层面频繁发声，维稳成为主基调 | 4 |
| 2. 地方政策根据当地情况有保有压，因城施策加速施行 | 8 |
| 2.1. 紧：升级预售资金监管、整治规范房地产市场秩序 | 8 |
| 2.1.1. 供应端：预售资金监管升级，房企受限资金占比上升 | 8 |
| 2.1.2. 需求端：持续完善二手房成交参考价格制度、整治规范房地产市场秩序 | 9 |
| 2.2. 松：优化三批次土拍规则、出台购房补贴政策 | 10 |
| 2.2.1. 供应端：土拍规则进一步优化，房企利润端迎来修复 | 10 |
| 2.2.2. 需求端：购房补贴政策跟随限跌令出台 | 12 |
| 3. 投资建议 | 15 |
| 3.1.1. 房企标的：政策纠偏持续，稳增长主旋律不变，优选高信用龙头 | 15 |
| 3.1.2. 物业行业：美好生活的赛道，业绩增长确定性仍在，行业集中度提升还有空间 | 15 |
| 4. 风险提示 | 17 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 房地产开发资金来源增速降幅收窄 | 6 |
| 图 2: 房地产开发资金来源中个人按揭贷款当月同比增速转正 | 6 |
| 图 3: 11 月房地产企业境内发债环比大幅回升 | 7 |
| 图 4: 11 月以来国企发债显著增多, 优质民企紧随其后 | 7 |
| 图 5: 本轮调整周期政策着力点为行业去杠杆 | 7 |
| 图 6: 中央号召持续整治规范房地产市场秩序, 各地政府纷纷响应 | 9 |
| 图 7: 22 城第二、三批次集中土拍成交溢价率明显下降 | 12 |
| 图 8: 22 城第二、三批次集中土拍流拍率明显上升 | 12 |
| 图 9: 地方政策有保有压, 贯穿房地产产业链条 | 14 |
| 表 1: 央行释放维稳信号, 9 月两次提及两个维护 | 4 |
| 表 2: 10 月中央各部委释放积极信号 | 4 |
| 表 3: 11-12 月政策指向个人按揭、房企发债、收并购等方面 | 5 |
| 表 4: 各地政府加强预售资金监管政策, 房企资金腾挪受到限制 | 8 |
| 表 5: 各地政府第二批次集中供地土拍规则加码 | 11 |
| 表 6: 第三批次集中供地多数城市土拍规则出现放松迹象 | 11 |
| 表 7: 部分城市发布“限跌令”以稳定市场预期 | 12 |
| 表 8: 部分城市出台购房补贴政策, 刺激购房消费 | 13 |
| 表 9: 重点关注公司估值情况 | 16 |

1. 中央层面频繁发声，维稳成为主基调

2021 年下半年以来，房企债务违约事件接二连三出现，金融机构风险偏好趋于紧缩，叠加销售市场不断探底，房企回款压力加剧，房地产行业流动性风险加大。在此背景下，围绕“稳房价、稳预期、稳地价”三稳的发展方向，房地产金融政策开始出现边际放松。

9 月中央两次释放维稳信号。9 月 24 日人民银行货币政策委员会 2021 年第三季度例会首提“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”；9 月 29 日人民银行联合银保监会召开房地产金融座谈会，对与会的金融部门和机构提出精细化要求，旨在稳定市场预期，但会议重申“房住不炒”和坚持“不将房地产作为短期刺激工具”。

表 1：央行释放维稳信号，9 月两次提及两个维护

| 日期 | 部门 | 会议/文件 | 政策内容 |
|----------|-----------|---------------------------------------|---|
| 9 月 24 日 | 人民银行 | 货币政策委员会 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。 会议强调坚持稳中求进工作总基调，稳字当头，深化供给侧结构性改革，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，灵活精准实施货币政策。 |
| 9 月 29 日 | 人民银行、银保监会 | 房地产金融工作座谈会（住建部、证监会相关部门及全国 24 家主要银行参会） | 会议要求金融机构要按照法治化、市场化原则，配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益。 |

资料来源：中指研究院，浙商证券研究所

10 月政策表态更加密集，一行两会、发改委、外汇管理局及中国房地产协会纷纷针对近期房企债务违约事件及信贷政策发表声明。央行提出个别房企风险事件为行业个别现象，而房地产行业总体发展健康。对于房地产融资政策，发改委和外汇管理局从 10 月底开始在外债备案登记、资金出境等方面满足企业合理合规的外债置换和偿付需求，以化解境外债券本息兑付的风险。

表 2：10 月中央各部委释放积极信号

| 日期 | 部门 | 会议/文件 | 政策内容 |
|-----------|------|---------------------|---|
| 10 月 15 日 | 人民银行 | 2021 年第三季度金融统计数据发布会 | 会议指出部分金融机构对于“三线四档”融资管理规则存在一些误解，将要求“红档”企业有息负债余额不得新增，误解为银行不得新发放开发贷款。 针对恒大问题，会议指出恒大集团的问题在房地产行业是个别现象。近年来，恒大经营管理不善，未能根据市场形势变化审慎经营，反而盲目多元化扩张，造成经营和财务指标严重恶化，最终爆发风险。大多数房地产企业经营稳健，财务指标良好，房地产行业总体是健康的。 |

| | | | |
|--------|--------------------|-------------|---|
| 10月15日 | 中国房地产协会 | 房地产企业座谈会 | 会议召集保利、中海、万科、融创、金地、龙湖、中梁、新城、绿城及旭辉等10家房企，住建部相关官员在会上听取了房企意见。 |
| 10月20日 | 北京市政府与一行两会、国家外汇管理局 | 2021金融街论坛年会 | 国务院副总理刘鹤表示“目前房地产市场出现了个别问题，但风险总体可控，合理的资金需求正在得到满足，房地产市场健康发展的整体态势不会改变”。 央行副行长潘功胜重申“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”。 |
| 10月26日 | 发改委、国家外汇管理局 | 房地产企业外债座谈会 | 会议指出，将继续在外债备案登记、资金出境等方面满足企业合理合规的外债置换和偿付需求，同时要求企业不断优化外债结构，严格按照批准用途使用外债募集资金，自觉遵守财务纪律和市场规则，积极主动做好境外债券本息兑付准备，共同维护企业自身信誉和市场整体秩序。 |

资料来源：公开信息、中指研究院，浙商证券研究所

进入11月以来中央政策指向性更强，再提房地产支柱性产业地位。个人住房贷款方面，央行从11月开始连续两月单独公布个人住房贷款月度数据，个人住房贷款投放有序增加。境内发债方面，银行间市场交易商协会召开座谈会后，房企境内发债渠道打开，优质房企融资环境得到松动。最后在并购贷方面，中央及各部门发声鼓励房企注册债务融资工具和发行并购贷款，进行行业兼并收购。我们认为，行业收并购有利于出险房企进行资产变现，且利好头部房企集中度再次提升。

表 3: 11-12月政策指向个人按揭、房企发债、收并购等方面

| 日期 | 部门 | 会议/文件 | 政策内容 |
|--------|------------|----------------------|--|
| 11月9日 | 银行间市场交易商协会 | 房企代表座谈会 | 招商蛇口、保利发展、碧桂园、龙湖集团、佳源创盛、美的置业等公司近期均有计划在银行间市场注册发行债务融资工具。 |
| 11月10日 | 人民银行 | 《2021年10月个人住房贷款统计数据》 | 首次公布个人住房贷款月度数据，2021年10月末，个人住房贷款余额37.7万亿元，当月增加3481亿元，较9月多增1013亿元。 |
| 11月19日 | 人民银行 | 2021年第三季度中国货币政策执行报告 | 央行指出目前房地产市场风险总体可控，房地产市场健康发展的整体态势不会改变。 同时保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性，实施好房地产金融审慎管理制度，加大住房租赁金融支持力度，配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者的合法权益。 |
| 12月10日 | 银行间市场交易商协会 | 房地产企业代表座谈会 | 会议表示将优先支持符合房地产调控政策的企业注册债务融资工具用于并购项目或已售在建项目建设 |

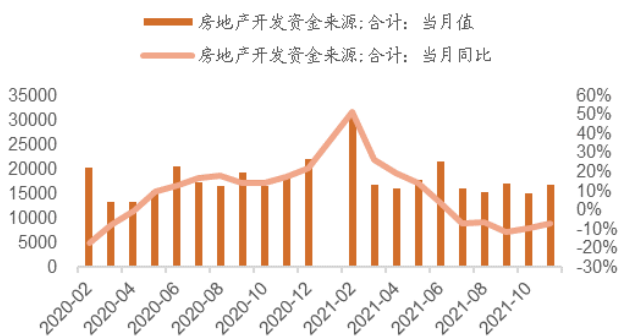
| | | | |
|--------|------------|-------------------------------|---|
| 12月11日 | 中国国际经济交流中心 | 2021-2022 中国经济年会 | 国家发展改革委副主任兼国家统计局局长宁吉喆表示，要加强居民基本住房保障，房地产是支柱产业，住房更是居民的消费。 中央财经委员会办公室分管日常工作的副主任韩文秀指出房地产对于经济金融稳定和风险防范具有重要的系统性影响。 |
| 12月13日 | 人民银行 | 《2021年11月个人住房贷款统计数据》 | 2021年11月末，个人住房贷款余额38.1万亿元，当月增加4013亿元，较10月多增532亿元。 |
| 12月21日 | 央行主管金融时报 | 《房地产风险化解迎关键信号 监管鼓励银行发放项目并购贷款》 | 文章指出，央行、银保监会近期出台《关于做好重点房地产企业风险处置项目并购金融服务的通知》，鼓励银行稳妥有序开展并购贷款业务，重点支持优质的房地产企业兼并收购出险和困难的大型房地产企业的优质项目。 |

资料来源：公开信息、中指研究院，浙商证券研究所

在中央密集的政策支持和引导下，房地产开发资金增速企稳。截至11月房地产开发资金累计值18.34万亿元，同比增速+7.2%，11月当月值1.68万亿元，同比增速-7.0%，较上月上升2.5pct，增速降幅收窄。各项开发资金来源中，11月个人按揭贷款2,955亿元，同比增速+10.6%，较上月上升9.6pct。受益于中央政策纠偏个人按揭贷款放款明显提速，我们认为个人按揭贷款有望得到持续修复。

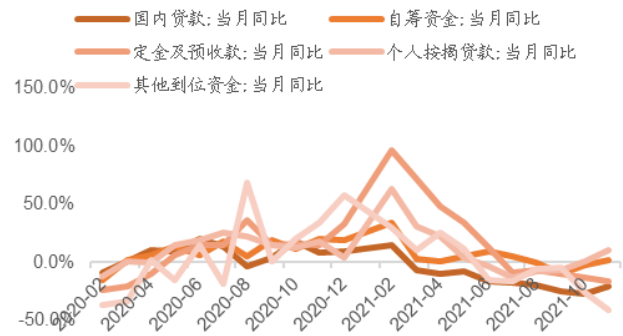
央企背景房企率先打开境内融资渠道，部分优质民企紧随其后。以招商蛇口、中国海外发展、保利发展、金地集团、华润置地为代表的国企，充分发挥自身融资优势率先发行境内债，且发行利率普遍较低，加权平均发行利率区间3.05%-4.11%。政策逐步推进下，发债范围逐渐扩展至以碧桂园、龙湖集团、滨江集团为代表的优质民企，但相较国企融资成本略高，加权平均发行利率区间3.7%-6.3%。

图 1：房地产开发资金来源增速降幅收窄



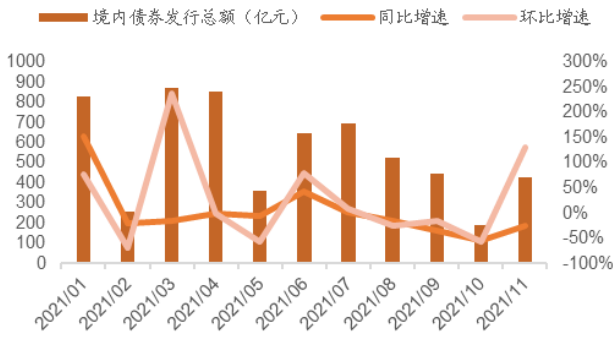
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：房地产开发资金来源中个人按揭贷款当月同比增速转正



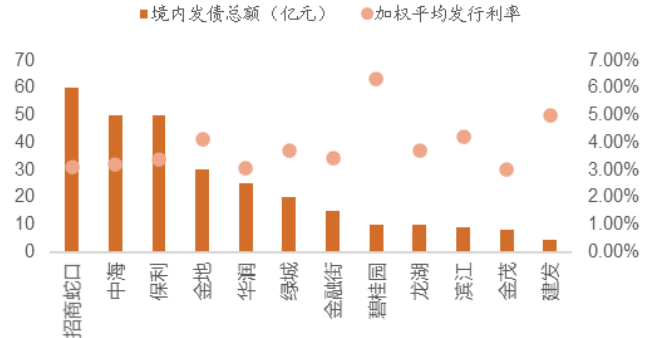
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3: 11 月房地产企业境内发债环比大幅回升



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

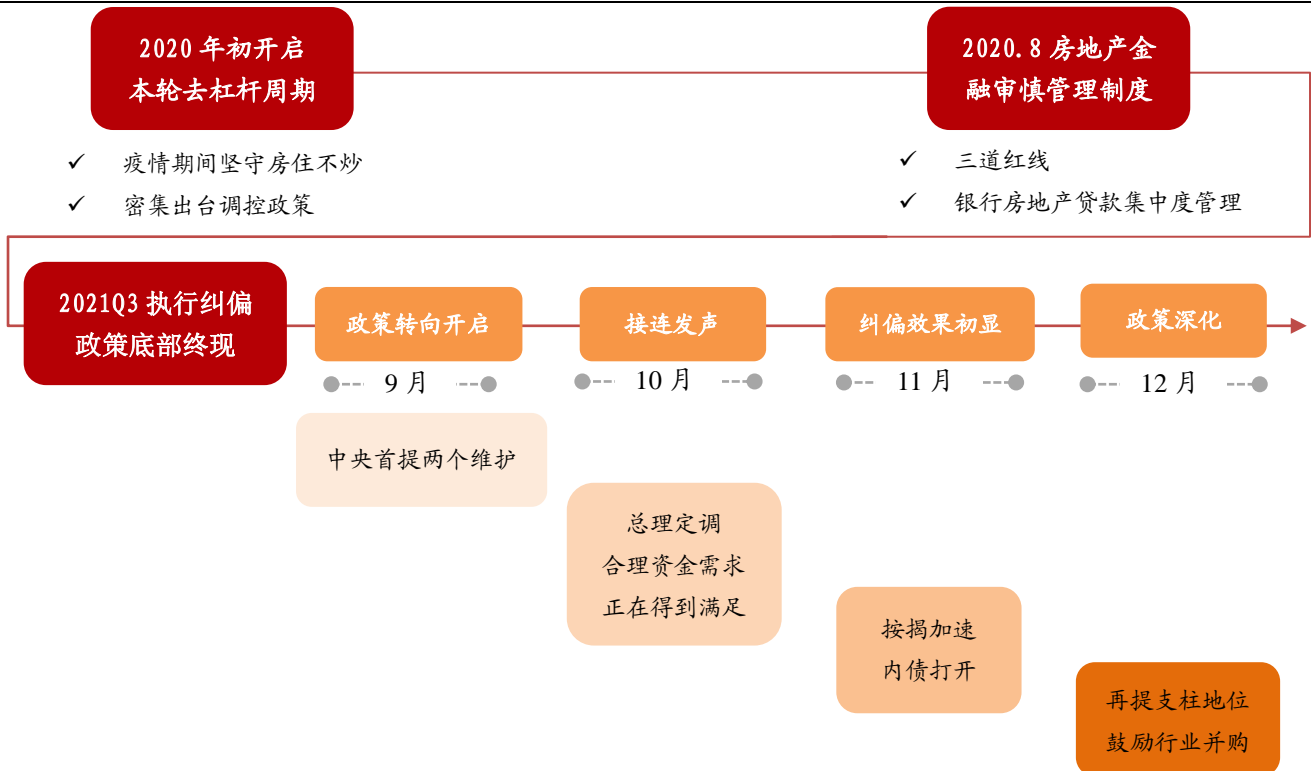
图 4: 11 月以来国企发债显著增多, 优质民企紧随其后



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

自 2020 年进入本轮调控周期以来, 为扭转行业普遍追寻的高杠杆、高负债、高增长的发展模式, 行业金融政策不断收紧, 引导行业去金融化, 回归运营本质。2020 年 8 月提出三道红线管控, 要求房企主动降杠杆, 限制行业有息负债增速; 2020 年 12 月提出银行房地产贷款集中度管理制度, 压降银行房地产贷款规模; 2021 年初施行集中土拍政策, 对房企精细化管理提出更高要求; 2021 年 10 月宣布进行房地产税改革试点, 至此房地产长效调控机制基本补全; 2021 年三季度以来, 面对行业信用危机事件、不断下行的市场形式、和房企流动性紧张造成诸多问题的恶性循环, 政策基调开始转向。

图 5: 本轮调整周期政策着力点为行业去杠杆



资料来源: 浙商证券研究所

2. 地方政策根据当地情况有保有压，因城施策加速施行

地方政府除跟随中央政策方向外，亦根据各地具体情况从供需两端进行政策微调，因城施策空间不断打开，并呈现出先紧后松的趋势。

- 收紧：预售资金监管升级加剧房企流动性压力、联合开展整治规范房地产市场秩序行动；
- 放松：土拍规则不断优化改善房企利润空间、购房补贴政策搭配限跌令刺激居民房地产消费。

2.1. 紧：升级预售资金监管、整治规范房地产市场秩序

9月以来地方政府收紧房地产调控政策主要体现在升级预售资金监管政策和发文开展房地产市场秩序整治行动，从供需两端促进房地产市场健康稳定发展。

2.1.1. 供应端：预售资金监管升级，房企受限资金占比上升

为保障购房者合法权益，地方政府升级预售资金监管压力，房企受限资金占比增加。我国商品房预售制度下，一旦房企出现流动性压力，建设项目无法实现顺利交付，购房者合法权益将难以得到保障，为应对部分房企流动资金紧张局面，部分城市升级预售资金监管政策，确保购房资金优先用于项目的开发建设。主要方式为：升级预售条件、提高资金监管额度、限制房企支取次数及额度、加强节点管理等。

表 4：各地政府加强预售资金监管政策，房企资金腾挪受到限制

| 日期 | 出台城市 | 政策 | 政策内容 |
|--------|------|------------------------|---|
| 7月30日 | 天津 | 《天津市新建商品房预售资金监管办法》 | 新建商品房预售资金监管遵循政府监管、多方参与、专户专存、专款专用的原则，监管资金应当用于该商品房项目的工程建设，不得挪作他用。 新建商品房预售资金应当全部存入监管账户，房地产开发企业不得直接收存房价款。 |
| 9月22日 | 重庆 | 《关于加强房地产开发项目预售资金监管的通知》 | 房地产开发项目预售资金首付款监管全部按照预售总额35%核定；不再执行此前有关文件明确的降低预售资金监管比例的规定。并规定一个自然年度提前使用次数不超过3次，每次使用金额不超过监管账户余额的1/3。 |
| 10月21日 | 青岛 | 《青岛市商品房预售资金监管暂行实施细则》 | 监管账户是预售资金收存的唯一账户，预售人销售商品房时，应当将预售资金监管相关规定告知承购人，并将承办银行、监管账号等信息在商品房销售场所显著位置公示和记载于《商品房预售合同》。承购人须将全部预付购房款直接存入监管账户。预售人不得直接收存购房款，不得提供任何其它预售资金收存账户。 |
| 11月4日 | 北京 | 《北京市商品房预售资金监督管理办法》 | 《办法》提出①预售资金由监管银行重点监管，银行与相关单位共享网签信息等，动态掌握销售情况和入账资 |

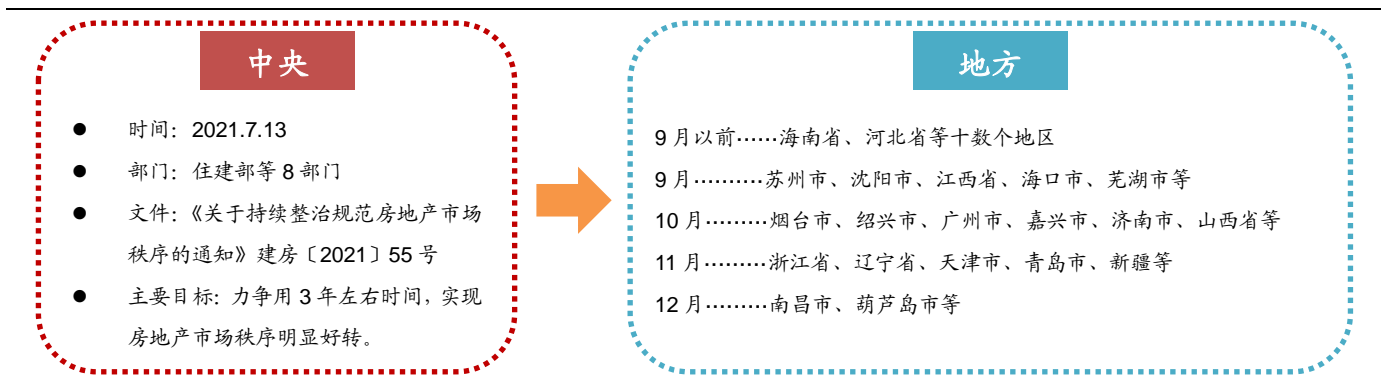
| | | | |
|--------|------|----------------------------|--|
| | | (2021年修订) | 金; ②监管额度每平方米不低于5000元具体根据企业信用水平、经营状况等综合确定; ③预售项目存在重大风险时, 区住建部应全面接管监管账户, 实施封闭管理, 优先用于工程建设。 |
| 11月7日 | 石家庄 | 《关于调整石家庄市商品房项目预售许可形象进度的公告》 | 传统建筑预售许可形象进度由设计总层数的三分之一提高至主体封顶。 |
| 11月9日 | 福建漳州 | 《市直管项目商品房预售资金监管实施细则》 | 明确商品房预售资金指购房人依商品房买卖合同约定应支付的定金、首付款、分期付款、一次性付款、银行按揭贷款、住房公积金贷款等全部房价款。商品房买卖合同应明确约定预售资金全部直接缴入商品房预售资金监管专用账户。预售人应当按照施工完成节点及规定额度申请支取监管额度内资金。 |
| 11月15日 | 厦门 | 《厦门市商品房预售管理规定(修订草案征求意见稿)》 | 商品房预售资金应当全部存入预售资金监管专用账户, 纳入监管。商品房预售资金监管专用账户内初始留存资金额度按照预售项目工程造价及风险金(工程造价的20%)核定, 后续留存资金额度按照预售项目的工程形象进度确定, 以保证项目竣工。 |

资料来源: 公开信息、中指研究院, 浙商证券研究所

2.1.2. 需求端: 持续完善二手房成交参考价格制度、整治规范房地产市场秩序

地方响应中央号召出台持续整治规范房地产市场秩序的通知, 促进行业健康有序经营, 整治行动周期较长, 具体施行上存在一定政策调整空间。7月13日, 住建部联合发改委、公安部、自然资源部等8部门发布《关于持续整治规范房地产市场秩序的通知》, 力争用3年左右时间, 实现房地产市场秩序明显好转。各地纷纷响应, 联合多部门从房地产开发、房屋买卖、住房租赁、物业服务等领域规范市场秩序, 有效开展整治工作, 维护房地产市场平稳健康发展。

图 6: 中央号召持续整治规范房地产市场秩序, 各地政府纷纷响应



资料来源: 各地政府官网、中指研究院, 浙商证券研究所

9月至10月初，部分城市依然收紧五限调控政策，10月下旬以来，政策收紧的城市逐渐减少，部分城市预售资金监管亦出现边际放松。政策收紧主要集中在加强价格备案、建立二手房交易参考价格等方面，11月长春、成都先后放松预售资金监管政策：

- 9月2日，三亚发布《关于进一步加强商品房销售价格备案管理的通知》；
- 9月3日，芜湖发布《关于进一步促进我市房地产市场平稳健康发展的通知》；
- 9月18日，厦门发布《关于进一步加强房地产市场调控的通知》；
- 10月8日，东莞市住房和城乡建设局发布《关于建立二手住房交易参考价格发布机制的通知》；
- 10月14日，西安发布了第二批二手住房成交参考价；
- 11月5日，长春发布《关于办理在建建筑物抵押、商品房预售等业务的通知》，允许房企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，允许房企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；
- 11月23日，成都发布《关于精准应对疫情冲击全力实现年度目标的通知》，缩短放款时限5个工作日内完成审核、设置现金保函机制、设置预售款监管基准外支取等方式保证预售资金具备一定灵活性。

2.2. 松：优化三批次土拍规则、出台购房补贴政策

销售疲软下地方政府开始进行政策微调，供应端优化土拍政策，需求端发布限跌令和出台购房补贴政策。上半年调控政策密集出台，热点城市通过升级五限调控政策、出台二手房成交参考价等措施，引导市场预期下行，按揭贷款额度超额压降使得购房者资金受限，而后个别房企债务违约事件造成的负面情绪快速蔓延到销售市场，叠加房地产税试点细则发布冲击短期购房需求，购房者观望情绪上升，销售端走弱。三季度以来，为应对不断下行的市场压力，地方政府在坚持“房住不炒”总基调下，开始因城施策进行政策微调，以稳定市场预期，防止市场加速下行。

2.2.1. 供应端：土拍规则进一步优化，房企利润端迎来修复

今年实行集中供地政策以来，土地市场出现了较为明显的上冷下热现象，各地土拍规则也随市场情况逐次改变。今年年初中央提出土地出让形式改革，在北上广深四个一线城市以及南京、苏州、杭州、厦门、福州、重庆、成都、武汉、郑州等18个热点二线城市实行“两集中”土地出让方式，即集中发布出让公告，集中组织出让活动，每年不超过3次。政策旨在“稳地价、稳房价、稳预期”，建立健全房地产长效调控机制。

首批次集中供地调控效果收效甚微，二批次土拍规则加码，热度明显下调。4至6月完成的首批次集中供地成交结果来看，多数城市土拍热度依然较高，成交溢价率不降反升，三稳政策收益不明显。各地政府紧急调整二批次土拍规则，主要集中在限制土地最高溢价率、加强竞买人资金审核、增加摇号机制、限制参拍马甲等方面，成交结果显示，较第一批次集中供地热度明显下降，多数城市成交溢价率下滑、流拍率上升，并且由于地方政府平台公司多次出手兜底土地成交，实际流拍率更高。

表 5: 各地政府第二批次集中供地土拍规则加码

| | 政策调整方向 | 城市 |
|--------|------------|-------------------|
| 稳地价 | 新增地价封顶限制 | 重庆、武汉 |
| | 降低地价上限 | 杭州、苏州、福州、深圳 |
| | 新增摇号机制 | 天津、济南、无锡、宁波、福州、深圳 |
| 提升竞拍门槛 | 新增准入资格、限马甲 | 福州、苏州、济南、青岛、深圳 |
| | 严查购地资金来源 | 成都、福州、苏州、济南、青岛、深圳 |

资料来源：各城自然资源和规划局，浙商证券研究所

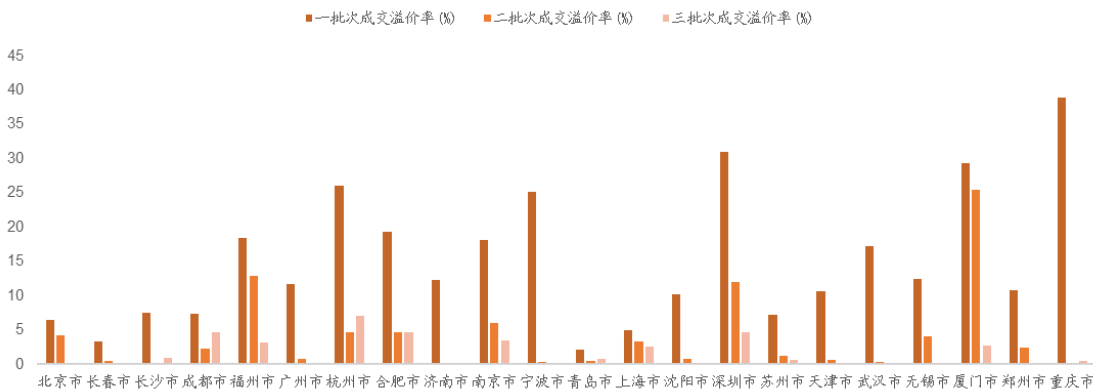
三批次集中供地土拍规则出现较大力度放松，虽热度冷热不均，但利好拿地房企利润端修复。由于预售资金监管升级叠加市场销售下滑，房企在手资金仍不宽裕，整体拿地积极性较低，地方政府为提振土地市场信心，再次调整土拍政策，以降低参拍门槛、提升项目利润空间为主吸引房企拿地。截至 12 月 22 日，已完成第三批次集中拍地的城市成交结果来看，整体热度依然较冷，底价或低溢价成交地块占主导，成都、重庆、厦门、长春等城市流拍率再度走高。杭州第三次土拍市场回暖显著。相较第二次土拍，杭州第三次土拍规则从房企报名限制、保证金缴纳、参拍门槛、交房要求、出让金缴纳周期延长（8 个月延长到 12 个月）等方面减轻房企拿地负担。杭州第三次土拍结果来看，平均溢价率从第二轮 5% 提升到 7%，国企获得地块数量占比 33%，本土品牌民营房企和浙系中小房企斩获丰富，土拍市场出现回暖。

表 6: 第三批次集中供地多数城市土拍规则出现放松迹象

| 城市 | 下调 保证金比例 | 取消 联合竞买限制 | 下调 参拍资格 | 放松 土地出让金支付 | 降低 配建要求 |
|----|-------------|--------------|------------|---------------|------------|
| 苏州 | √ | | | √ | |
| 南京 | √ | √ | √ | | |
| 无锡 | √ | | | √ | |
| 福州 | √ | | √ | | |
| 广州 | √ | | | √ | √ |
| 合肥 | | | | √ | √ |
| 重庆 | | | | √ | |
| 成都 | √ | | | | √ |
| 长沙 | √ | | | | √ |
| 杭州 | | | √ | | |
| 济南 | √ | | | | |

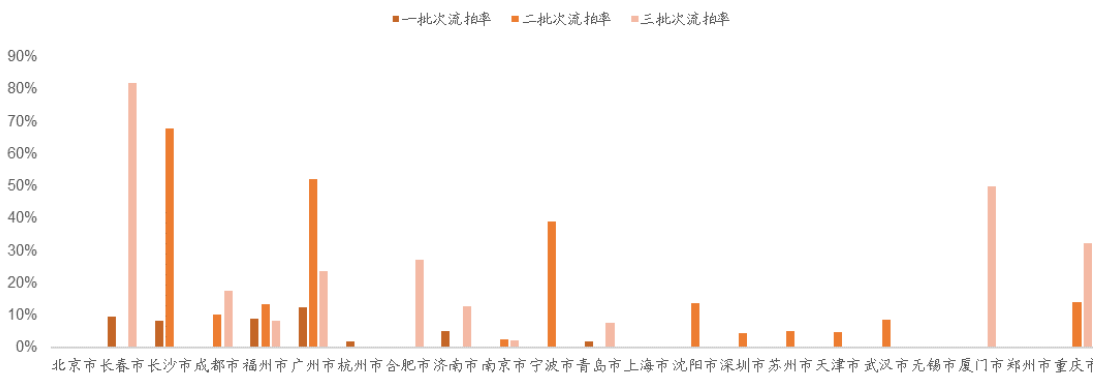
资料来源：各城自然资源和规划局、中指研究院，浙商证券研究所

图 7：22 城第二、三批次集中土拍成交溢价率明显下降



资料来源：中指研究院，浙商证券研究所

图 8：22 城第二、三批次集中土拍流拍率明显上升



资料来源：中指研究院，浙商证券研究所；注：北京、宁波、沈阳、天津、郑州三批次暂未开启

2.2.2. 需求端：购房补贴政策跟随限跌令出台

8 月以来，部分市场急速降温的三四线城市率先推出“限跌令”，开启逆向调控。“三道红线”和银行房地产贷款集中度管理高压下，房企对外融资受限，销售回款成为房企缓解短期流动性压力的主要手段，但面临自发下行的销售市场，为促进销售回款，部分房企被动进行降价跑量。部分地方政府为防止恶意降价扰乱市场竞争秩序，通过发布行政命令、约谈项目负责人、限制网签备案等手段，打击房企恶意降价行为，以稳定市场预期。

表 7：部分城市发布“限跌令”以稳定市场预期

| 月份 | 城市 | 政策内容 |
|-----|----|--|
| 8 月 | 岳阳 | 住建局发布了《关于房地产市场新建商品住房网签成交价格限制的通知》，对中心城区新建商品住房销售实施价格备案。新建商品住房销售价格备案后，商品住房销售的实际成交价格不得高于备案价格，也不得低于备案价格的 85%。新建商品住房销售价格备案后，6 个月后方可申请调整。 |

| | | |
|-----|-----|--|
| 9月 | 桂林 | 桂新区区长主持召开紧急会议，要求各房企抱团自律，坚决抵制恶性扰乱市场、恶意抛售行为。 |
| | 株洲 | 住建局对存在采取大幅降低销售价格并明显低于市场正常价格销售行为的企业项目负责人进行约谈，要求停止违规销售行为，强化建筑施工质量，确保楼盘品质，同时，下架所有涉嫌低价销售的房源信息。 |
| | 张家口 | 发布新政，要求新取得预售许可证的项目不得低于备案价格85%进行销售。 |
| 10月 | 孝感 | 要求楼盘在取得商品房预售许可后，拟销售价格（实际成交价格）调整幅度超过备案价10%的浮动，均需要重新备案。 |
| | 湖州 | 低于备案价85折无法网签。 |

资料来源：公开信息、中指研究院，浙商证券研究所

为刺激疲软的购房消费，稳定市场预期，部分去库存压力较大的城市出台购房补贴政策。11月以前就有部分城市发放购房补贴，但发放对象仅限于符合要求的人才，主要为配合当地人才引进政策。11月以来，更多城市开始发放购房补贴，补贴对象从人才扩大到普通购房者，以刺激购房消费。

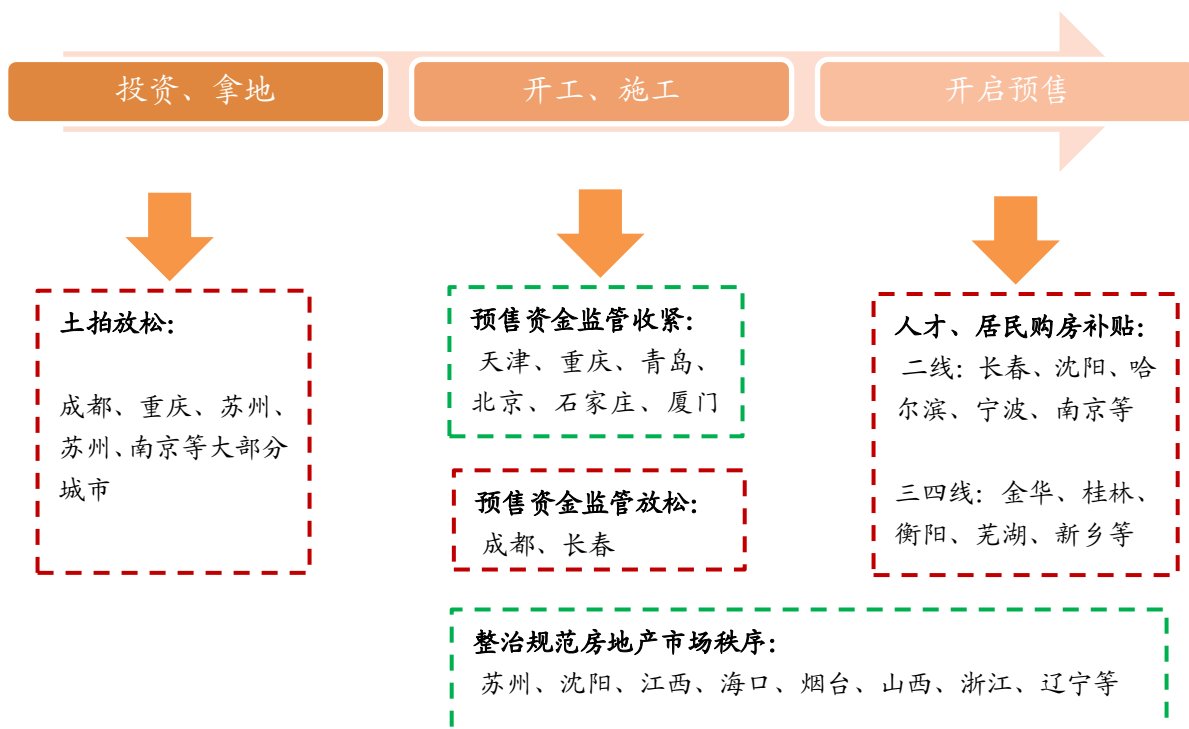
表 8：部分城市出台购房补贴政策，刺激购房消费

| 日期 | 城市 | 政策文件 | 内容 |
|--------|------|------------------------------------|--|
| 9月13日 | 长春 | 《购房补贴和购房消费券办理流程》 | 为首次90m ² 以下购房的人才和农民提供购房补贴。 |
| 9月28日 | 沈阳 | 《高校毕业生和高新技术企业人才首次购房补贴实施细则（新修订）》 | 博士毕业生补贴由6万元提高到7万元，硕士毕业生由3万元提高到4万元，本科毕业生和技师由1万元提高到2万元。 |
| 10月10日 | 哈尔滨 | 《关于促进哈尔滨市房地产市场平稳健康发展的实施意见》 | 在提升购房需求上，实施意见提出对人才、新市民给予购房补贴，放宽二手房公积金贷款房龄年限和降低公寓居住成本等政策 |
| 10月11日 | 宁波 | 《宁波市奉化区人才购房补贴申请公告》 | 符合条件的大专学历或初级职称人才，可获最高8万元购房补贴；符合条件的本科、硕士、博士可获购房补贴分别为16万元、20万元、40万元；而通过奉化申报入选或全职新引进的国家级人才，最高可获100万元补贴。 |
| 11月3日 | 南京 | 《关于做好南京市高层次人才购房补贴发放有关工作的通知（征求意见稿）》 | 按照高层次人才认定的类别分类实施首次购房补贴，对A、B、C、D、E各类人才分别予以200万元、120万元、60万元、40万元、20万元购房补贴。 |
| 11月5日 | 河南新乡 | 《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。 |
| 11月26日 | 金华武义 | 《武义县民营工业企业新居民购房券实施意见（试行）》 | 纳税双百中的民营工业企业外来员工，凭“购房券”可兑换一定额度的购房补助。 |
| 12月6日 | 重庆万州 | 《重庆日报》 | 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。 |
| 12月9日 | 桂林 | 《桂林市加大重点行业扶持力度冲刺四季度经济工作若干奖励措施的通知》 | 按成交合同额的1%发放消费券补贴购房者 |
| 12月10日 | 衡阳 | 《衡阳市城区新建商品住房和地下车位财政购房补贴实施方案》 | 2021年12月1日起至2022年5月31日止的6个月时间,在衡阳城区购买新建商品住房或地下车位,并办理了网签备案并缴纳契税,根据情况不同享受不同的财政补贴额度。 |
| 12月20日 | 黑龙江 | 省住建厅召开调度会议 | 落实优惠政策。要落实各类购房补贴优惠政策,有效激发群众购房需求,释放消费潜能。 |
| 12月22日 | 吉林 | 省委经济工作会议新闻发布会实录 | 鼓励和引导各市县开展购房补贴和贷款贴息工作。 |

资料来源:公开信息、中指研究院,浙商证券研究所

图 9: 地方政策有保有压,贯穿房地产产业链条



资料来源: 浙商证券研究所

3. 投资建议

3.1.1. 房企标的：政策纠偏持续，稳增长主旋律不变，优选高信用龙头

我们认为进入 2022 年后，房地产竞争格局将会开启新篇章。

首先，我们认为以稳为主的调控依然会存在。在此基础上 2021 年供给端和需求端过紧的政策会在 2022 年持续纠偏，纠偏的力度和节奏需要看 2022H1 房企境内外到期债偿还情况，我们认为会围绕减少行业暴雷风险来进行调节。在此阶段，我们认为行业政策会持续性的回暖，行业估值有望持续修复，板块 Beta 收益显著。

其次，政策调节过程中，我们认为房企受益程度会分化。国企和优质民企资金较为充足者，能够保持拿地销售节奏，依然能够维持稳增长。与此同时，这些企业更有可能获得金融机构并购贷，通过并购贷实现行业结构优化。我们认为寻找合适并购标的的不易，需要考虑收购标的布局、利润、负债、潜在风险等问题，因此行业并购整合、结构优化时间过程至少会持续 2-3 年。长期来看，我们认为行业格局优化后龙头企业绝对竞争优势会更加凸显，估值较行业平均会有溢价，龙头企业长期更具有 Alpha 收益。

结合短期政策纠偏受益程度以及长期发展机会，我们认为高信用房企值得关注：

A 股：万科 A、保利发展、招商蛇口、金地集团、华侨城 A 等

H 股：华润置地、中国海外发展、龙湖集团、旭辉控股集团、建发国际等。

3.1.2. 物业行业：美好生活的赛道，业绩增长确定性仍在，行业集中度提升还有空间

7 月 23 日八部委发布《关于持续整治规范房地产市场秩序的通知》，其中对物业服务方面提出“整治未按照物业服务合同约定内容和标准提供服务，擅自利用业主共有部分开展经营活动，侵占、挪用业主共有部分经营收益等问题。”随后 7 月房地产行业销售和投资基本面双双走弱，房企风险事件陆续曝出。出险房企关联物业公司估值持续下行，物业整体板块估值也受到了牵连。

我们认为，物业板块估值在 2022 年有望持续回暖。

首先，伴随房地产政策纠偏持续推进、房企流动性风险逐步化解，我们认为物业板块整体估值有望跟随房企一同回暖。

其次，本轮部分物业公司估值下行和企业基本面有显著背离。物业公司在疫情期间奋斗在小区抗疫一线的功劳还让人记忆犹新。物业服务与业主生活质量息息相关，基础服务和增值服务均围绕业主的“美好生活”而展开。物业需求长期会一直存在。

第三，行业竞争格局上来看目前市场集中度提升进程还没有完成，物业企业单个成长空间仍然广阔。进入成熟期后，完善的增值服务体系 and 科技赋能带来的降本增效，会让物业公司从粗狂成长向精细化运营转变，利润率的改善也会有空间。

综合以上三点，我们认为物业板块估值修复可期、长期发展前景广阔。考虑到 2022 年房地产行业修复过程中可能会出现风险，我们建议关注关联房企为高信用国企和优质民企的物业公司：

A 股：招商积余；**H 股：**碧桂园服务、华润万象生活、保利物业、中海物业、旭辉永升服务、金科服务、远洋服务等

物业板块中，2022 年疫情修复带来消费回暖，我们认为商业管理类标的也值得关注

H 股：华润万象生活、宝龙商业、星盛商业

表 9：重点关注公司估值情况

| 代码 | 公司简称 | 市值 (亿元) | 年初收盘价 (元) | 最新收盘价 (元) | 年内累计涨幅 (%) | 每股收益 (元/股) | | | PE (倍) | | | PEG |
|-----------|-------|------------|--------------|--------------|---------------|------------|-------|-------|--------|-------|-------|------|
| | | | | | | 2020A | 2021E | 2022E | 2020A | 2021E | 2022E | |
| A 股房企 | | | | | | | | | | | | |
| 000002.SZ | 万科 A | 2309 | 28.70 | 19.86 | -31% | 3.62 | 3.98 | 4.20 | 5.49 | 4.99 | 4.73 | 0.65 |
| 600048.SH | 保利地产 | 1853 | 15.82 | 15.48 | -2% | 2.42 | 2.65 | 2.96 | 6.40 | 5.83 | 5.23 | 0.55 |
| 600383.SH | 金地集团 | 501 | 13.50 | 11.09 | -18% | 2.30 | 2.58 | 2.88 | 4.82 | 4.30 | 3.85 | 0.36 |
| 001979.SZ | 招商蛇口 | 1030 | 13.29 | 13.00 | -2% | 1.46 | 1.84 | 2.11 | 8.90 | 7.06 | 6.16 | 0.35 |
| 000069.SZ | 华侨城 A | 562 | 7.09 | 6.85 | -3% | 1.55 | 1.67 | 1.86 | 4.42 | 4.10 | 3.68 | 0.43 |
| A 股物业 | | | | | | | | | | | | |
| 001914.SZ | 招商积余 | 195 | 21.53 | 18.43 | -14% | 0.41 | 0.64 | 0.86 | 39.56 | 25.34 | 18.86 | 0.57 |

| 代码 | 公司简称 | 市值 (亿港元) | 年初收盘价 (港元) | 最新收盘价 (港元) | 年内累计涨幅 (%) | 每股收益 (港元) | | | PE (倍) | | | PEG |
|---------|--------|-------------|---------------|---------------|---------------|-----------|-------|-------|--------|-------|-------|------|
| | | | | | | 2020A | 2021E | 2022E | 2020A | 2021E | 2022E | |
| H 股房企 | | | | | | | | | | | | |
| 1109.HK | 华润置地 | 2332 | 32.00 | 32.70 | 2% | 4.18 | 4.46 | 5.00 | 6.88 | 6.45 | 5.76 | 0.69 |
| 0688.HK | 中国海外发展 | 2018 | 16.86 | 18.44 | 9% | 4.01 | 4.30 | 4.75 | 4.05 | 3.77 | 3.42 | 0.43 |
| 0960.HK | 龙湖集团 | 2244 | 45.40 | 36.95 | -19% | 3.41 | 4.16 | 4.88 | 9.54 | 7.82 | 6.66 | 0.40 |
| 2007.HK | 碧桂园 | 1616 | 10.72 | 6.98 | -35% | 1.62 | 1.92 | 2.20 | 3.79 | 3.20 | 2.79 | 0.19 |
| 0884.HK | 旭辉控股集团 | 401 | 6.57 | 4.56 | -31% | 1.00 | 1.12 | 1.29 | 4.01 | 3.57 | 3.11 | 0.26 |
| 1908.HK | 建发国际集团 | 207 | 12.00 | 15.02 | 25% | 1.92 | 2.39 | 3.05 | 6.88 | 5.53 | 4.34 | 0.21 |
| H 股物业 | | | | | | | | | | | | |
| 6098.HK | 碧桂园服务 | 1635 | 52.45 | 48.55 | -7% | 0.98 | 1.26 | 1.90 | 43.77 | 33.97 | 22.49 | 0.86 |
| 6049.HK | 保利物业 | 325 | 61.10 | 58.65 | -4% | 1.22 | 1.58 | 2.04 | 42.30 | 32.71 | 25.32 | 1.12 |
| 2669.HK | 中海物业 | 262 | 4.04 | 7.98 | 98% | 0.18 | 0.23 | 0.31 | 39.17 | 30.18 | 22.92 | 0.98 |
| 1995.HK | 旭辉永升服务 | 210 | 17.02 | 11.96 | -30% | 0.24 | 0.37 | 0.55 | 43.38 | 28.43 | 19.17 | 0.56 |
| 9666.HK | 金科服务 | 208 | 62.40 | 31.85 | -49% | 1.24 | 1.63 | 2.53 | 22.60 | 17.25 | 11.06 | 0.40 |
| 6677.HK | 远洋服务 | 44 | 5.55 | 3.71 | -33% | 0.29 | 0.36 | 0.53 | 11.26 | 9.07 | 6.16 | 0.26 |
| 6098.HK | 碧桂园服务 | 1635 | 52.45 | 48.55 | -7% | 0.98 | 1.26 | 1.90 | 43.77 | 33.97 | 22.49 | 0.86 |

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：年初收盘价为 2021 年 1 月 1 日，最新收盘价为 2021 年 12 月 22 日

4. 风险提示

房企投资风险提示:

- 1) 2022H1 房企境内外到期债务偿还仍有压力, 个别房企风险事件干扰板块估值修复;
- 2) 2022Q1 春节、疫情反复等问题导致销售和投资增速较低;
- 3) 房地产税试点方案推出, 降低短期购房者购房信心。

物业投资风险提示:

- 1) 2022H1 个别房企风险事件出现, 带动地产和物业估值震荡;
- 2) 大举收并购的物业公司在梳理收购标的业务和管理架构时, 可能会出现被收购标的协作不良的问题;
- 3) 商誉较高的物企, 如收购标的业绩不达标, 商誉有减值风险。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>