

杜昊昊

分析师 SAC 执业编号: S1130521090001

王祎馨

联系人

“稳”字当头，压实责任保交楼

事件

- 2022年7月28日，中共中央政治局召开会议，强调要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生。同日，银保监会表明要稳步推进银行业保险业改革化险工作，支持地方做好“保交楼”工作，促进房地产市场平稳健康发展；配合防范化解地方政府隐性债务风险，坚决打击非法金融活动。

评论

- “稳定房地产市场”放首位，表明中央对行业严峻形势的重视。**①房地产对经济增长贡献为负，全国房地产业增加值连续四个季度同比为负，2Q22 房地产对 GDP 累计同比贡献率为-13.56%，对 GDP 累计同比的拉动为-0.34pct。②销售规模大幅下滑，2022年1-6月全国商品房销售金额同比下滑28.9%，克而瑞百强房企销售金额同比下滑50.7%。③房企开工拿地意愿持续低迷，2022年1-6月全国房屋新开工面积同比下滑34.4%，房屋竣工面积同比下滑21.5%，全国300城宅地成交面积同比下滑54.5%，地方本级国有土地使用权出让收入同比降幅达31.4%。④房企违约事件频出，2021年以来超过30家百强房企出现债务违约或展期。当前房地产行业正陷入“不良循环”，出现不稳定因素，会议将“稳定房地产市场”首次放在“房住不炒”之前，充分体现中央对行业的重视，亟需通过系列措施让房地产业回归良性循环和健康稳定发展。
- 应对近期竣工交付风险事件，首次提出“保交楼、稳民生”。**由于部分房地产企业出现流动性危机，多地项目施工进度缓慢甚至停工，导致按期竣工交付预期降低，烂尾担忧加剧，引发业主强制“断贷”，事件发生后银保监会、地方政府等多方响应积极应对，会议也首次提出要“压实地方政府责任，保交楼、稳民生”，显示了中央保交楼的决心，且银保监会表态支持地方做好保交楼工作，预计后续地方政府、金融机构和房地产企业将联合协同保障竣工交付（单方的手段解决风险难以有成效）。同时我们预计在供给侧设立专项基金集中解决烂尾楼问题是大概率事件，带动市场信心的修复提升；而此类基金主要用于盘活项目、保交楼，并不直接作用于房企层面，民营房企的债务问题依然存在，其若能获得如存货、商业、车位抵押贷款等流动资金的补充，才能在一定程度改变现状。
- 用足用好政策工具箱，预计需求侧宽松政策将持续出台。**2022年3月以来，除4个一线城市外，各地方政府相继出台取消限购限售、降低首付比例、降低房贷利率等政策促进购房需求释放，市场销售在2022年6月出现企稳态势，而进入7月后由于传统淡季和竣工交付风险事件的影响，再度下滑。会议指出要因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，我们预计需求侧的宽松力度将加大，而当下大部分三四线城市再落地宽松促进政策的难度较大，预计后续一线城市的政策将出现松动，如上海2022年第二批次的入市房源已经出现突破房地联动价的项目，差异化购房政策或加速落地。需要注意的是，并非所有房企都能享受系列宽松政策带来的利好，当前拿地积极、销售回款明显改善、具备良好产品服务力的房企才能真正吃到红利。

投资建议

- 此次会议再度明确了宽松的基调，预计三季度房地产相关政策会进一步宽松，利好有优质货值储备的房企。首推积极布局重点城市核心板块、拥有高质量产品服务力的房企，如绿城中国、建发国际、滨江集团等，能把握强者恒强的机遇，行业地位或将进一步提升。稳健选择推荐财务结构健康、现金流安全的头部国企央企，销售相对稳定，也能保持一定拿地强度，如保利发展、中国海外发展。

风险提示

- 宽松政策对市场提振不佳；三四线城市恢复力度弱；多家房企出现债务违约

内容目录

图表附录	3
风险提示	6

图表目录

图表 1: 2019-2022 年历次中央政治局会议对房地产相关的表述	3
图表 2: 房地产业增加值当季同比（不变价，%）	4
图表 3: 房地产业对 GDP 累计同比贡献率和拉动	4
图表 4: 全国商品房销售金额累计及单月同比走势	4
图表 5: TOP100 房企累计全口径销售金额及同比走势	4
图表 6: 全国 300 城月度累计供求及同比走势	4
图表 7: 地方本级国有土地使用权出让收入累计值及同比	4
图表 8: A 股地产公司 PE 走势	5
图表 9: 港股地产公司 PE 走势	5
图表 10: 港股物业公司 PE 走势	5
图表 11: 覆盖公司估值情况	6

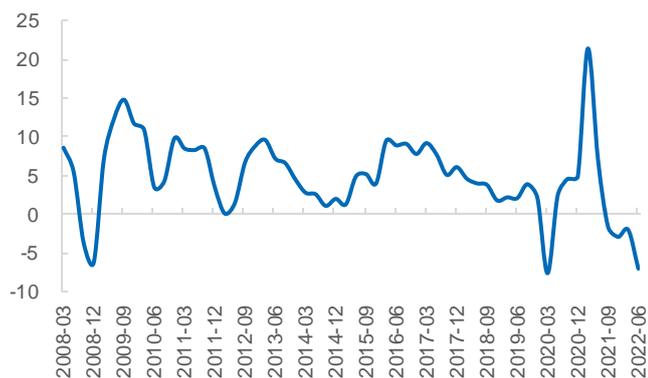
图表附录

图表 1: 2019-2022 年历次中央政治局会议对房地产相关的表述

时间	中央政治局会议对房地产的表述
2019 年 4 月	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制。
2019 年 7 月	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。
2019 年 12 月	——
2020 年 4 月	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展。
2020 年 7 月	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展。
2020 年 12 月	促进房地产市场平稳健康发展。
2021 年 4 月	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，增加保障性租赁住房 and 共有产权住房供给，防止以学区房等名义炒作房价。
2021 年 7 月	要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 ，促进房地产市场 平稳健康发展 。加快发展租赁住房，落实用地、税收等支持政策
2021 年 12 月	要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， 促进房地产业健康发展和良性循环 。
2022 年 4 月	要有效管控重点风险，守住不发生系统性风险底线 。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展。
2022 年 7 月	要稳定房地产市场 ，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求， 压实地方政府责任，保交楼、稳民生 。

来源：政府官方网站，国金证券研究所

图表 2: 房地产业增加值当季同比 (不变价, %)



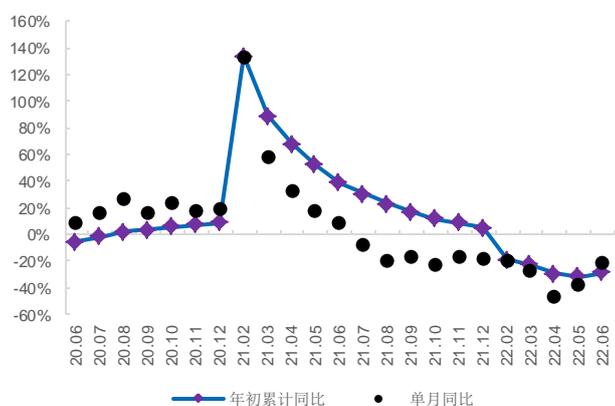
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 3: 房地产业对 GDP 累计同比贡献率和拉动



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 4: 全国商品房销售金额累计及单月同比走势



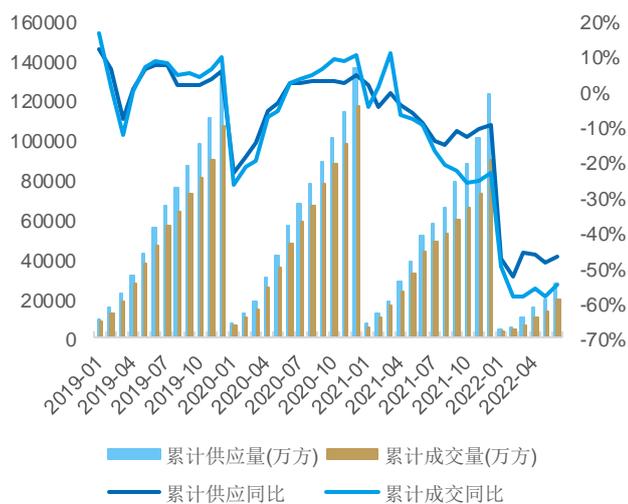
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 5: TOP100 房企累计全口径销售金额及同比走势



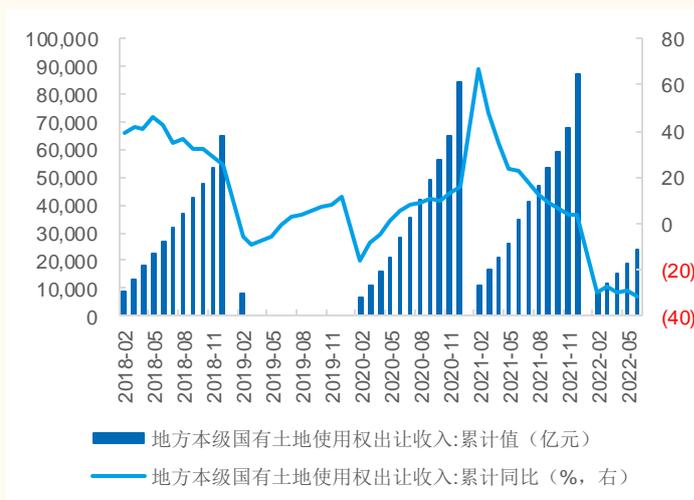
来源: 克而瑞, 国金证券研究所

图表 6: 全国 300 城月度累计供求及同比走势



来源: 中指研究院, 国金证券研究所

图表 7: 地方本级国有土地使用权出让收入累计值及同比



来源: 国家统计局, 国金证券研究所 注: 2019 年财政部未公布国有土地使用权出让收入月度绝对值

图表 8: A 股地产公司 PE 走势



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 9: 港股地产公司 PE 走势



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 10: 港股物业公司 PE 走势



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 11: 覆盖公司估值情况

股票代码	公司	评级	市值 (亿元)	PE			归母净利润 (亿元)			归母净利润同比增速		
				2021 A	2022 E	2023 E	2021 A	2022 E	2023 E	2021 A	2022 E	2023 E
000002.SZ	万科 A	增持	1,969	8.7	8.5	7.9	225.2	231.8	250.1	-46%	3%	8%
600048.SH	保利发展	买入	2,033	7.4	6.6	5.7	273.9	307.1	355.8	-5%	12%	16%
001979.SZ	招商蛇口	买入	1,051	10.1	9.7	8.1	103.7	108.4	129.7	-15%	5%	20%
600153.SH	建发股份	买入	352	5.8	5.4	4.6	61.0	65.1	76.9	35%	7%	18%
002244.SZ	滨江集团	买入	305	10.1	7.5	5.8	30.3	40.3	52.8	30%	33%	31%
3900.HK	绿城中国	买入	348	7.8	5.8	3.5	44.7	59.5	100.7	18%	33%	69%
1908.HK	建发国际集团	买入	265	7.5	5.8	3.7	35.2	45.7	71.8	57%	30%	57%
2423.HK	贝壳*	买入	1,241	54.1	80.8	24.2	22.9	15.4	51.2	-60%	-33%	233%
9666.HK	金科服务	买入	91	8.6	5.8	3.9	10.6	15.6	23.3	71%	48%	49%
9983.HK	建业新生活	买入	37	6.0	4.3	3.3	6.2	8.7	11.3	45%	40%	30%
6098.HK	碧桂园服务	买入	537	13.3	8.8	6.2	40.3	61.3	87.0	50%	52%	42%
1209.HK	华润万象生活	买入	708	41.0	31.5	24.9	17.2	22.5	28.4	111%	30%	26%
1995.HK	旭辉永升服务	买入	91	14.8	10.7	7.9	6.2	8.5	11.6	58%	38%	35%
	平均值		694	15.0	14.7	8.4	67.5	76.1	96.2	27%	23%	49%
	中位值		352	8.7	7.5	5.8	35.2	45.7	71.8	35%	30%	31%

来源: Wind, 国金证券研究所注: 1) 数据截至 2022 年 7 月 28 日; 2) 预测数据为国金预测; 贝壳的利润数据为 Non-GAAP 净利润口径。

风险提示

- **宽松政策对市场提振不佳。**目前房地产调控宽松基调已定, 各地均陆续出台房地产利好政策, 若政策利好对市场信心的提振不及预期, 市场销售将较长一段时间处于低迷态势。
- **三四线城市恢复力度弱。**目前一二线城市销售已有企稳复苏迹象, 而三四线城市成交量依然在低位徘徊, 而本轮市场周期中三四线城市缺少棚改等利好刺激, 市场恢复力度相对较弱。
- **多家房企出现债务违约。**若在宽松政策出台期间, 多家房企出现债务违约, 将对市场信心产生更大的冲击, 房企自救意愿低落、消费者观望情绪加剧、金融机构挤兑债务等, 房地产业良性循环实现难度加大。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

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