

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

王祎馨
联系人
wangyixin@gjzq.com.cn

方鹏
联系人
fang_peng@gjzq.com.cn

“第三支箭”落地，地产信心终修复

事件

- 2022年11月28日，证监会新闻发言人就资本市场支持房地产市场平稳健康发展答记者问，恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；恢复上市房企和涉房上市公司再融资；调整完善房地产企业境外市场上市政策，与境内A股政策保持一致，恢复以房地产为主业的H股上市公司再融资；进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用；积极发挥私募股权投资基金作用。

评论

- 房企股权融资再开放，板块迎来重大利好。**A股市场地产再融资自2016年起基本停滞；直至2022年10月出现松动，允许部分存在少量涉房业务但不以房地产为主业的企业在A股市场融资；11月21日，证监会主席易会满在2022金融街论坛年会上表示支持涉房企业开展并购重组及配套融资。我们外发的《供需两端政策齐发力，托底楼市销售信心》等报告中已多次提及可期待“第三支箭”股权融资的放开，此次新政措施的快速落地，或将为房地产行业注入较大规模的增量资金和资产，促进行业平稳健康发展。
- 恢复房企及涉房企业股权融资，母公司有涉房资产的房企和头部央国企或受益最大。**允许房企重组上市、发行股份或支付现金购买涉房资产，并配套融资，我们认为此政策对母公司有优质涉房资产利好最大，如中交地产、中华企业、华发股份、建发股份、首开股份、南山控股等，且低PB估值、自身资产负债率较高的房企边际收益更大。板块估值将受益于政策整体提升，头部央国企估值稳步修复，且能通过并购重组扩大土储，如保利发展、中国海外发展、招商蛇口、华润置地等。混合所有制和优质民营房企亦能通过股权融资缓解资金压力，渡过当前的现金流困境，如新城控股、美的置业、金地集团等。
- 资金主要用于“保交付”和防范风险扩散。**配套融资募集资金主要用于存量涉房项目和支付交易对价、补充流动资金、偿还债务等，不能用于拿地拍地、开发新楼盘等；而再融资的募集资金也用于政策支持的房地产业务，包括与“保交楼、保民生”相关的房地产项目等。我们认为放开股权融资的目的主要是“保交付”和防范当前风险扩散，有利于整体市场预期的修复，同时对地产后周期行业如建筑建材、物业管理等也有明显利好。
- 发挥REITs和私募股权投资基金作用，盘活存量资产。**推动保障性租赁住房REITs常态化发行，鼓励优质房地产企业发行基础设施REITs，或为已上市基础设施REITs的扩募，利好已发行REITs的房企，如招商蛇口、越秀地产、万科A等。允许设立不动产私募投资基金，促进房企盘活经营性不动产，可为行业带来新的资金并探索新发展模式。

投资建议

- “第三支箭”的快速落地，为行业注入新的资金用于保交付和防风险，对地产行业信心有明显提振，整体板块估值将得以修复。首推母公司有优质涉房资产的房企和拥有并购重组逻辑的头部央国企，如**建发股份、中国海外发展、招商蛇口**等；推荐受益于板块估值修复的优质房企，如**万科A、绿城中国**。

风险提示

- 市场对宽松政策反应钝化；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: 各类性质上市房企市值及 PB 估值情况	3
图表 2: A 股地产公司 PE 走势	4
图表 3: 港股地产公司 PE 走势	5
图表 4: 港股物业公司 PE 走势	5
图表 5: 覆盖公司估值情况	5

图表附录
图表 1: 各类性质上市房企市值及 PB 估值情况

序号	代码	股票简称	市值 (亿元)	企业属性	大股东名称	大股东持 股比例 (%)	PB- 1H22	资产负 债率(%)
1	000736.SZ	中交地产	118	中央国有企业	中交房地产集团有限公司	52.3	3.55	87.7
2	002305.SZ	南国置业	51	中央国有企业	中国电建地产集团有限公司	22.4	1.97	87.6
3	000537.SZ	广宇发展	270	中央国有企业	鲁能集团有限公司	76.1	1.67	54.2
4	001979.SZ	招商蛇口	1,155	中央国有企业	招商局集团有限公司	59.5	1.18	69.3
5	002314.SZ	南山控股	103	中央国有企业	中国南山开发(集团)股份有限公司	58.0	1.10	76.4
6	600048.SH	保利发展	1,955	中央国有企业	保利南方集团有限公司	37.7	0.98	77.5
7	1109.HK	华润置地	2,170	中央国有企业	CRH (Land) Limited	59.5	0.95	69.6
8	000031.SZ	大悦城	159	中央国有企业	明毅有限公司	49.3	0.85	76.2
9	600657.SH	信达地产	169	中央国有企业	信达投资有限公司	55.0	0.70	70.3
10	0688.HK	中国海外发展	1,990	中央国有企业	中国海外集团有限公司	51.3	0.56	59.0
11	000069.SZ	华侨城 A	415	中央国有企业	华侨城集团有限公司	47.0	0.52	74.3
12	0817.HK	中国金茂	206	中央国有企业	中化香港(集团)有限公司	35.3	0.40	74.2
13	1186.HK	中国铁建	980	中央国有企业	中国铁道建筑集团有限公司	51.1	0.35	75.6
14	0119.HK	保利置业集团	59	中央国有企业	Congratulations Company Ltd.	28.8	0.18	79.3
15	3377.HK	远洋集团	63	中央国有企业	中国人寿保险股份有限公司	29.6	0.12	72.8
16	3366.HK	华侨城(亚洲)	6	中央国有企业	Pacific Climax Limited	70.9	0.07	52.9
17	600675.SH	中华企业	189	地方国有企业	上海地产(集团)有限公司	64.7	1.27	70.3
18	000797.SZ	中国武夷	61	地方国有企业	福建建工集团有限责任公司	34.3	1.17	76.1
19	1908.HK	建发国际集团	287	地方国有企业	益能国际有限公司	61.3	1.11	82.2
20	600325.SH	华发股份	218	地方国有企业	珠海华发集团有限公司	24.2	1.08	72.8
21	600153.SH	建发股份	431	地方国有企业	厦门建发集团有限公司	45.1	0.76	79.7
22	600748.SH	上实发展	64	地方国有企业	上实地产发展有限公司	48.6	0.65	73.8
23	600376.SH	首开股份	177	地方国有企业	北京首都开发控股(集团)有限公司	47.1	0.60	78.4
24	0123.HK	越秀地产	262	地方国有企业	Bosworth International Limited	27.1	0.56	76.2
25	600606.SH	绿地控股	434	地方国有企业	上海格林兰投资企业(有限合伙)	27.2	0.46	87.5
26	600708.SH	光明地产	54	地方国有企业	光明食品(集团)有限公司	35.2	0.45	81.2
27	600683.SH	京投发展	39	地方国有企业	北京市基础设施投资有限公司	38.9	0.43	78.9
28	000402.SZ	金融街	159	地方国有企业	北京金融街投资(集团)有限公司	31.1	0.42	71.6
29	000926.SZ	福星股份	43	地方国有企业	福星集团控股有限公司	24.6	0.38	71.8
30	2009.HK	金隅集团	239	地方国有企业	北京国有资本运营管理有限公司	44.9	0.36	65.4
31	601588.SH	北辰实业	63	地方国有企业	北京北辰实业集团有限责任公司	34.5	0.31	77.0
32	600383.SH	金地集团	512	混合所有制企业	富德生命人寿保险股份有限公司	21.7	0.83	76.0
33	000002.SZ	万科 A	1,920	混合所有制企业	深圳市地铁集团有限公司	27.9	0.82	79.2
34	3900.HK	绿城中国	289	混合所有制企业	CCCG Holding (HK) Limited	24.0	0.81	79.7
35	0535.HK	金地商置	90	混合所有制企业	润安有限公司	40.2	0.42	68.0
36	600340.SH	华夏幸福	102	民营企业	华夏幸福基业控股股份公司	13.8	2.45	95.4
37	002244.SZ	滨江集团	340	民营企业	杭州滨江投资控股有限公司	45.4	1.56	83.4
38	000540.SZ	中天金融	113	民营企业	金世旗国际控股股份有限公司	39.0	1.21	95.1
39	0960.HK	龙湖集团	1,194	民营企业	美贤国际有限公司	43.5	0.97	74.6
40	601155.SH	新城控股	481	民营企业	富域发展集团有限公司	61.0	0.78	81.2
41	000671.SZ	阳光城	86	民营企业	福建阳光集团有限公司	16.0	0.59	89.4
42	600208.SH	新潮中宝	232	民营企业	浙江新潮集团股份有限公司	32.4	0.57	67.6

43	3990.HK	美的置业	134	民营企业	美的发展控股(BVI)有限公司	73.4	0.54	82.4
44	000732.SZ	ST泰禾	35	民营企业	泰禾投资集团有限公司	38.2	0.45	94.2
45	000961.SZ	中南建设	96	民营企业	中南城市建设投资有限公司	51.1	0.44	88.1
46	0169.HK	万达酒店发展	8	民营企业	万达商业地产海外有限公司	65.0	0.39	40.0
47	2007.HK	碧桂园	692	民营企业	必胜有限公司	56.2	0.35	84.0
48	000656.SZ	金科股份	116	民营企业	黄红云	10.5	0.31	78.8
49	0754.HK	合生创展集团	236	民营企业	新达置业有限公司	53.8	0.28	65.5
50	2019.HK	德信中国	18	民营企业	德欣国际有限公司	68.2	0.28	80.5
51	002146.SZ	荣盛发展	103	民营企业	荣盛控股股份有限公司	24.9	0.27	85.2
52	0884.HK	旭辉控股集团	107	民营企业	林中,林伟,林峰	51.5	0.25	74.2
53	6968.HK	港龙中国地产	10	民营企业	华兴发展有限公司	31.0	0.25	79.2
54	0832.HK	建业地产	8	民营企业	恩辉投资有限公司	70.1	0.24	95.8
55	0106.HK	朗诗绿色管理	5	民营企业	Greensheid Corporation	42.6	0.18	81.9
56	3383.HK	雅居乐集团	93	民营企业	Top Coast Investment Limited	58.2	0.16	69.4
57	2772.HK	中梁控股	19	民营企业	梁中国际有限公司	78.8	0.15	85.5
58	2599.HK	祥生控股集团	10	民营企业	Shinlight Limited	78.1	0.14	89.2
59	1233.HK	时代中国控股	23	民营企业	丰亚企业有限公司	59.2	0.13	77.3
60	1966.HK	中骏集团控股	26	民营企业	新升控股有限公司	39.3	0.12	79.4
61	1813.HK	合景泰富集团	50	民营企业	晋得顾问有限公司	40.8	0.12	74.0
62	3380.HK	龙光集团	46	民营企业	Junxi Investments Limited	59.8	0.10	78.4
63	2777.HK	富力地产	62	民营企业	李思廉	28.4	0.10	80.1
64	1238.HK	宝龙地产	39	民营企业	天龙控股有限公司	43.6	0.09	73.7
65	1996.HK	弘阳地产	14	民营企业	弘阳地产集团(控股)有限公司	71.9	0.09	74.6
66	6158.HK	正荣地产	13	民营企业	RoYue Limited	47.6	0.08	84.8
67	1628.HK	禹洲集团	20	民营企业	学润有限公司	29.3	0.08	76.1
68	3301.HK	融信中国	11	民营企业	Dingxin Company Limited	66.8	0.08	80.9
69	2768.HK	佳源国际控股	13	民营企业	明源集团投资有限公司	63.0	0.06	71.1
70	6900.HK	上坤地产	1	民营企业	YongHeng Holdings Limited	36.4	0.06	83.8
71	6111.HK	大发地产	1	民营企业	Splendid Sun Limited	43.7	0.04	81.9
72	6999.HK	领地控股	3	民营企业	Yue Lai Investment Limited	22.7	0.04	82.5

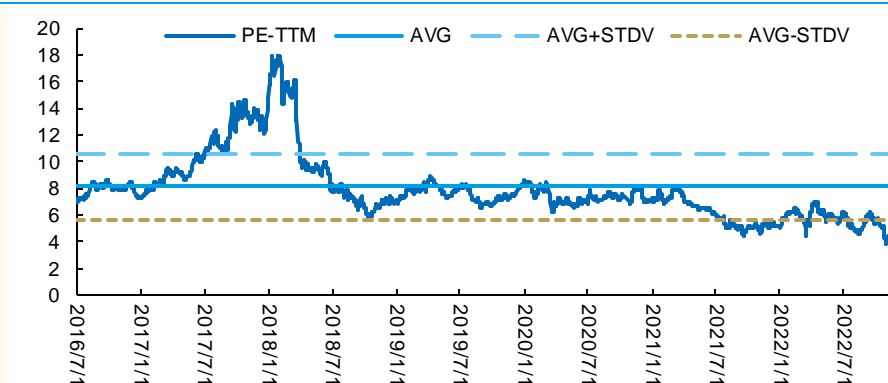
来源: Wind, 国金证券研究所注: 1) 数据截至 2022 年 11 月 28 日; 2) PB 对应 2022 年 6 月底的净资产。

图表 2: A 股地产公司 PE 走势



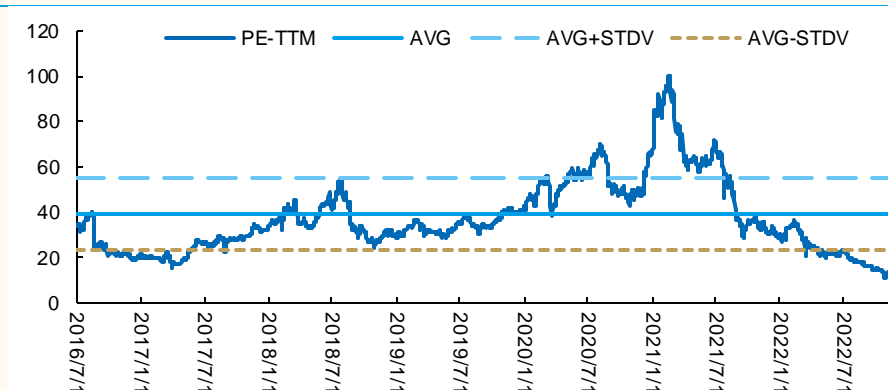
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 3: 港股地产公司 PE 走势



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 4: 港股物业公司 PE 走势



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 5: 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	1,920	8.5	8.1	7.5	225.2	235.5	257.1	-46%	5%	9%
600048.SH	保利发展	买入	1,955	7.1	6.5	5.7	273.9	301.8	345.3	-5%	10%	14%
001979.SZ	招商蛇口	买入	1,155	11.1	12.4	9.5	103.7	93.0	121.4	-15%	-10%	31%
600153.SH	建发股份	买入	431	7.1	6.6	5.6	61.0	65.1	76.9	35%	7%	18%
002244.SZ	滨江集团	买入	340	11.2	8.5	6.4	30.3	40.1	52.9	30%	32%	32%
0688.HK	中国海外发展	买入	1,990	5.0	4.9	4.5	401.6	409.1	440.0	-9%	2%	8%
3900.HK	绿城中国	买入	289	6.5	5.2	3.3	44.7	56.0	88.2	18%	25%	58%
1908.HK	建发国际集团	买入	287	9.1	5.9	4.0	31.7	48.5	72.1	42%	53%	49%
2423.HK	贝壳*	买入	1,297	56.5	84.4	25.3	22.9	15.4	51.2	-60%	-33%	233%
9666.HK	金科服务	买入	84	7.9	10.2	8.4	10.6	8.2	9.9	71%	-23%	21%
9983.HK	建业新生活	买入	38	6.1	5.5	4.8	6.2	6.9	7.8	45%	11%	14%
6098.HK	碧桂园服务	买入	525	13.0	10.1	8.0	40.3	51.8	65.2	50%	28%	26%
1209.HK	华润万象生活	买入	722	41.8	32.1	25.4	17.2	22.5	28.4	111%	30%	26%
1995.HK	旭辉永升服务	买入	71	11.6	8.7	6.9	6.2	8.2	10.4	58%	33%	26%
3316.HK	滨江服务	买入	41	12.8	9.4	7.1	3.2	4.4	5.8	47%	35%	33%
	平均值		793	14.5	14.9	9.0	91.1	97.3	116.2	23%	12%	40%
	中位值		478	8.8	8.3	6.7	36.0	50.2	68.7	33%	11%	26%

来源: Wind, 国金证券研究所注: 1) 数据截至 2022 年 11 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

- **市场对宽松政策反应钝化。**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