



房地产行业研究

买入（维持评级）

行业点评
证券研究报告

房地产组

分析师：杜昊旻（执业 S1130521090001） 分析师：王祎馨（执业 S1130523090003） 联系人：方鹏
duhaomin@gjzq.com.cn wangyixin@gjzq.com.cn fang_peng@gjzq.com.cn

经营物业贷政策完善，地产迎底部布局机遇

事件

2024年1月24日，央行和金融监管总局联合印发《关于做好经营性物业贷款管理的通知》（下称《通知》），细化了商业银行经营性物业贷款业务管理口径、期限、额度、用途等要求，经营性物业贷款除用于与物业本身相关的经营性资金需求、置换建设购置物业形成的贷款和股东借款等外，还可用于偿还房地产开发企业及其集团控股公司（含并表子公司）存量房地产领域的相关贷款和公开市场债券。同日国务院国资委表示将进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核。

点评

房企融资支持持续落地，已有部分成果显现。自2022年11月“三支箭”到2023年中央金融工作会议，支持房企现金流改善的措施持续落地。①信贷层面，截至3Q23房地产开发贷余额13.17万亿，同比+4%，占金融机构各项贷款余额5.61%，较22年末下滑0.29pct；②债券融资层面，2023年中债增和地方国资支持房企发债融资规模合计约200亿元，龙湖集团、新城控股、美的集团、碧桂园等民营房企获增信发债规模在15亿元以上；③股权融资方面，截至2024年1月，已有招商蛇口、华发股份、陆家嘴、福星股份4家上市房企在A股完成股权融资，合计募资301亿元，另有5家房企股权融资方案已获证监会批复。

经营性物业贷政策完善，改善房企流动性吃紧现状。经营性物业贷的重点在于可抵押物资质、抵押年限、抵押率和使用范围等，此次《通知》明确：①经营性物业贷款额度原则上不得超过承贷物业评估价值的70%；②经营性物业贷款期限一般不超过10年，最长不得超过15年；③经营性物业贷款可用于偿还房企及控股公司存量房地产贷款和债券。拥有优质持有运营资产（如华润置地、龙湖集团、新城控股）、抵押率较低（如招商蛇口、万科A等）的房企能更加受益。经营性物业贷政策能在短期改善房企的资金状况，但金融机构放款仍需看项目和房企资质，部分民营房企融资或仍需担保增信，同时房企持续经营现金流的改善关键还是在于销售的企稳。

国资委考核市值管理，地产央国企价值凸显。当前受行业量价齐跌影响，房企毛利率下行和计提减值增多，短期业绩承压探底；而在经营层面央国企投销表现依然良好，建发房产、华发股份、越秀地产等2023年销售同比增速在10%以上；经营健康的央国企通过多种渠道增强市场信心，如提高分红比例（保利发展将分红比例从2020-2022年平均28%提升至2023-2025年的40%及以上，2023年股息率约4.5%，预计其他央国企也将跟随）、大股东增持、公司回购等。当前A股地产板块PB估值已降至0.65倍，部分典型央国企PB估值已降至0.5倍的历史底部，在行业格局持续优化、多措施提振市场信心背景下，央国企价值凸显。

投资建议

地产板块正处于业绩&估值双重底部，政策催化或迎布局机遇。经营性物业贷款政策的完善能在一定程度上改善房企现金流状况，而行业的平稳健康发展关键在销售的企稳，仍需宽松政策的持续支持。推荐直接受经营性物业贷政策利好的具有优质持有资产房企，如**华润置地、招商蛇口**等；推荐受益于行业格局优化的改善性央国企，如**建发国际集团、越秀地产、华发股份**等。

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。



图表附录

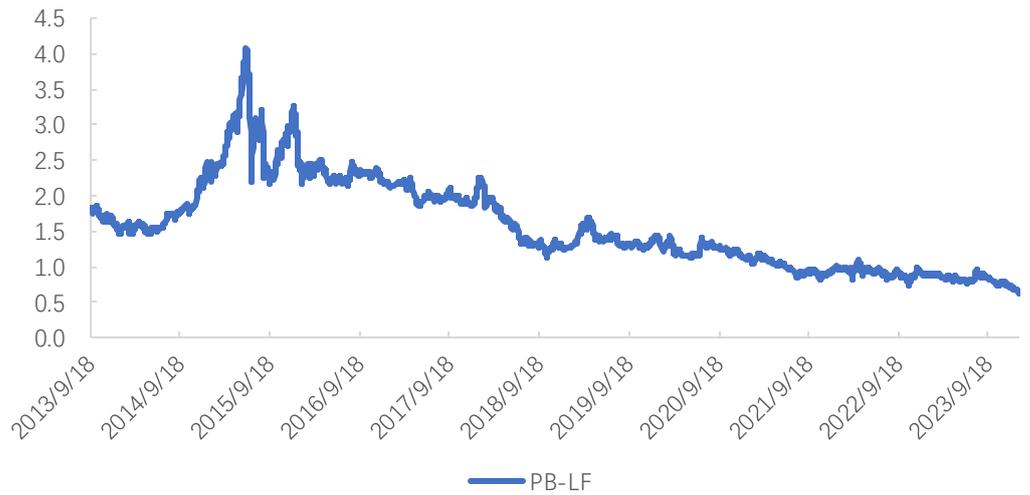
图表1：典型房企投资性房地产及抵押情况

代码	房企简称	市值	投资性房地产/市值	计量方法	2022 投资性房地产	1H23 投资性房地产	1H23 总资产	投资性房地产/总资产	投资性房地产抵押规模	投资性房地产抵押比例
600663.SH	陆家嘴	356	112%	成本法	393	399	1,317	30%	182	46%
601155.SH	新城控股	227	515%	公允价值法	1,159	1,171	4,378	27%	814	70%
000402.SZ	金融街	101	390%	公允价值法	394	395	1,505	26%	198	50%
0960.HK	龙湖集团	532	362%	公允价值法	1,877	1,926	7,746	25%	791	41%
0688.HK	中国海外发展	1,171	166%	公允价值法	1,902	1,947	9,208	21%	493	25%
1109.HK	华润置地	1,490	170%	公允价值法	2,379	2,535	12,065	21%	842	33%
000031.SZ	大悦城	121	279%	成本法	338	338	2,060	16%	177	52%
001979.SZ	招商蛇口	759	160%	成本法	1,199	1,217	9,476	13%	109	9%
0817.HK	中国金茂	76	485%	公允价值法	371	369	4,312	9%	130	35%
000002.SZ	万科 A	1,038	103%	成本法	986	1,071	16,842	6%	125	12%
600383.SH	金地集团	186	143%	公允价值法	252	266	4,260	6%	149	56%
600325.SH	华发股份	183	122%	公允价值法	168	224	4,470	5%	179	80%
0123.HK	越秀地产	172	77%	公允价值法	111	132	3,794	3%	43	32%
600048.SH	保利发展	1,075	29%	公允价值法	308	307	14,318	2%	109	35%

来源：wind，公司公告，国金证券研究所 注：由于披露原因，投资性房地产抵押规模 A 股取 1H23 年数据，港股取 2022 年数据；截至 2024 年 1 月 24 日；单位亿元

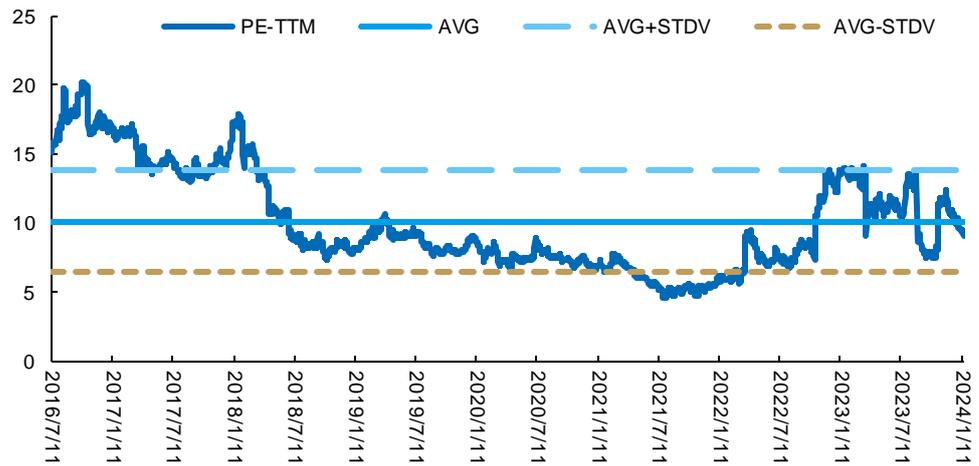


图表2: A股地产PB-LF



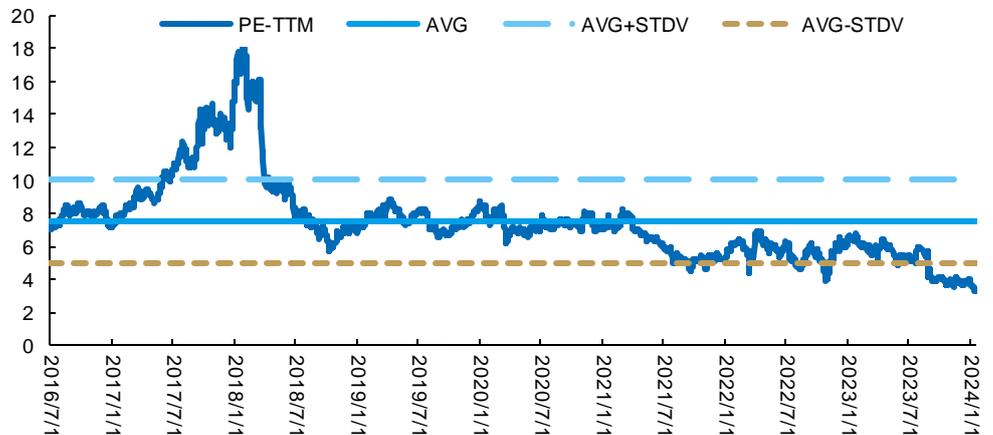
来源: wind, 国金证券研究所

图表3: A股地产PE-TTM



来源: wind, 国金证券研究所

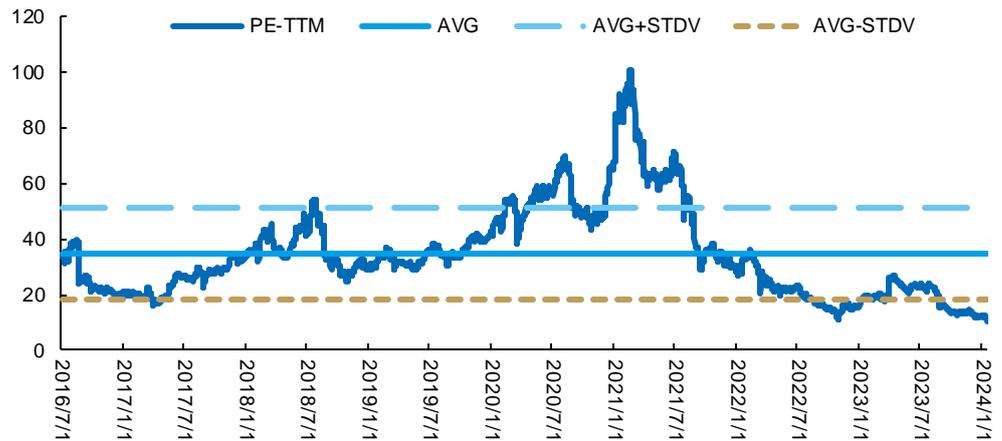
图表4: 港股地产PE-TTM



来源: wind, 国金证券研究所



图表5: 港股物业股 PE-TTM



来源: wind, 国金证券研究所

图表6: 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		
				2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
000002.SZ	万科 A	增持	1,038	4.6	5.1	4.8	226.2	203.4	218.1	0%	-10%	7%
600048.SH	保利发展	买入	1,075	5.9	8.9	7.5	183.5	120.4	144.3	-33%	-34%	20%
001979.SZ	招商蛇口	买入	759	17.8	11.5	7.1	42.6	66.3	107.3	-59%	55%	62%
600153.SH	建发股份	买入	291	4.6	1.8	3.9	62.8	158.6	75.1	3%	152%	-53%
002244.SZ	滨江集团	买入	207	5.5	4.4	3.4	37.4	47.2	61.4	24%	26%	30%
600325.SH	华发股份	买入	183	7.1	6.5	5.9	25.8	28.1	31.2	-19%	9%	11%
0688.HK	中国海外发展	买入	1,171	5.0	4.5	3.8	232.6	260.0	307.3	-42%	12%	18%
3900.HK	绿城中国	买入	138	5.0	2.7	2.3	27.6	50.8	61.2	-38%	84%	21%
1908.HK	建发国际集团	买入	227	4.6	3.6	2.7	49.3	62.3	85.1	40%	26%	37%
0123.HK	越秀地产	买入	172	4.3	4.2	3.6	39.5	41.0	47.1	10%	4%	15%
9979.HK	绿城管理控股	买入	82	11.1	8.5	7.1	7.4	9.7	11.5	32%	30%	19%
2423.HK	贝壳*	买入	1,252	44.0	13.2	11.5	28.4	95.1	108.6	24%	234%	14%
9666.HK	金科服务	买入	48	N.A.	11.3	9.9	-18.2	4.2	4.8	-272%	123%	14%
6098.HK	碧桂园服务	买入	163	8.4	4.0	3.6	19.4	40.3	44.7	-52%	107%	11%
1209.HK	华润万象生活	买入	478	21.7	17.1	14.2	22.1	28.0	33.6	28%	27%	20%
3316.HK	滨江服务	买入	38	9.3	7.3	5.7	4.1	5.2	6.7	28%	27%	29%
6626.HK	越秀服务	买入	34	8.1	7.0	6.0	4.2	4.8	5.6	16%	16%	16%
2156.HK	建发物业	买入	38	15.4	11.1	8.1	2.5	3.4	4.7	55%	39%	36%
平均值			195	7.1	6.7	5.8	28.0	44.1	54.2	7%	27%	19%

来源: wind, 国金证券研究所 注: 1) 数据截至 2024 年 1 月 24 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迹象, 而三四线城市成交量仍在低位徘徊, 而本轮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。



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。

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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究