



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

金融支持房地产融资，底部布局地产央国企

事件

2024年1月25日，国家金融监管总局在新闻发布会上介绍金融服务经济社会高质量发展有关情况，表明近期将重点开展四项工作：一是加快推进城市房地产融资协调机制落地见效；二是指导金融机构落实好经营性物业贷款管理要求；三是要继续做好个人住房贷款金融服务；四是指导和要求银行等金融机构大力支持“平急两用”重大基础设施、城中村改造等“三大工程”建设，并且要求尽快形成实物工作量。

点评

金融口多条线支持房地产融资，促进市场平稳健康发展。2022年以来上至中央经济工作会议、住建部、人民银行、金融监管总局，下至地方政府、银行，各方均高度重视房地产融资健康，明确了“金融16条”支持措施、实施“认房不认贷”、确立首套房贷利率动态调整机制、下调二套房利率下限、降低存量首套房利率等。银行对房地产融资支持力度持续加大：2023年发放开发贷3万亿元，住房按揭贷款6.4万亿元；截至2023年末银行购买房企债券余额4275亿元，同比增长15%；2023年银行向房企提供并购贷款、存量展期贷款合计超过1万亿元。近期央行、金融监管总局频频发声支持房地产融资，并表示金融业支持房地产责无旁贷，体现了中央对房地产市场平稳健康发展的高度重视和支持决心，预计后续如“三支箭”、利率调整机制、经营物业贷等相关政策将加速落地。

进一步优化首付比例、贷款利率，满足刚性和改善性住房融资需求。在政策支持下，房贷利率已有一定调降，据贝壳研究院数据，2024年百城首套房利率3.84%，二套房利率4.41%，较2021年高点分别下降190bp和159bp；多数城市首付比例也均经历了下调，尤其是2023年12月北京、上海将二套房首付比例从7-8成下调至4-5成。而房贷利率和首付比例下调的效果尚未在基本面销售有明显体现，我们预计需要对其有大幅的调降，才能带来销售的向好，如2008年、2014年的房地产下行周期，全国首套房贷利率下限均调整至不低于贷款基准利率的0.7倍，当前部分城市房贷利率仍有加点的下调空间。

地产央国企处估值&业绩双底，布局价值显现。估值层面看，当前A股地产板块PB估值已降至0.65倍，典型央国企如A股保利发展PB估值0.59倍、港股中国海外发展PB估值0.34倍、华润置地PB估值0.66倍，均已降至历史底部；业绩层面看，受房企毛利率下行和计提减值增多，房企短期业绩承压探底，但优质央国企如建发、华发、越秀在经营端投销仍有同比正增长的表现，支持未来业绩改善。国资委将考核央企市值管理，预计优质的央国企将通过如提高分红比例（在低估值现状下提高股息率）、大股东增持、公司回购等方式提振市场信心，底部布局的价值显现。

投资建议

中央重视房地产融资健康，金融业大力支持房地产责无旁贷，后续将进一步优化首付比例、贷款利率，融资端的支持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，仍需供需两端的综合宽松政策支持。推荐当前估值底部、经营状况良好、受益于行业格局优化的改善性央国企，如**华润置地、招商蛇口、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

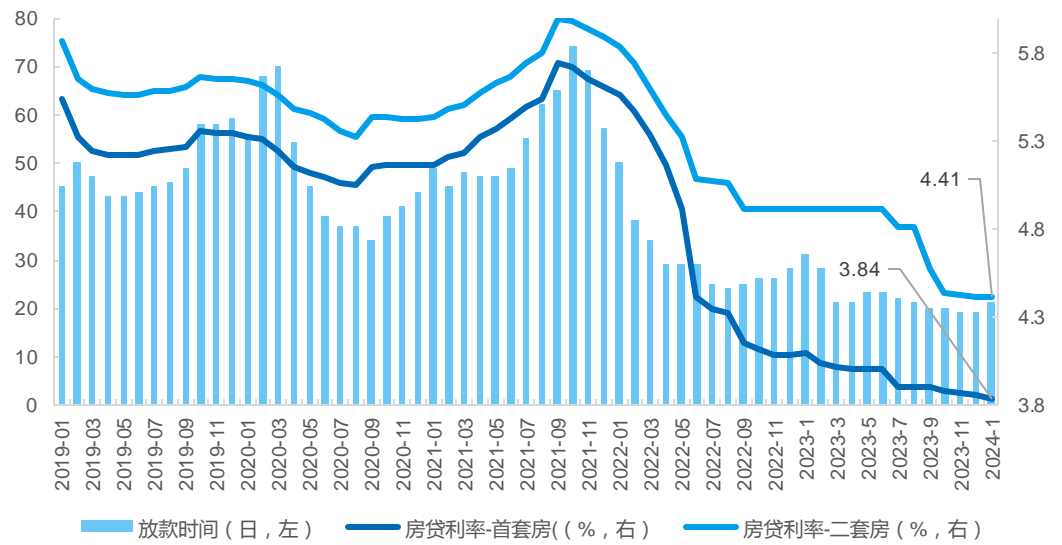
图表1: 重点城市现行首付比例及房贷利率

城市	商贷最低首付比例(首套)	房贷利率(首套)	商贷最低首付比例(二套)	房贷利率(二套)
北京	30%	城六区 LPR+10BP 城六区外 LPR	城六区 50% 城六区外 40%	城六区 LPR+60BP 城六区外 LPR+55BP
上海	30%	LPR-10BP	主城区 50% 五大新城及临港 40%	主城区 LPR+30BP 五大新城及临港 LPR+20BP
广州	30%	LPR-10BP	40%	LPR+30BP
深圳	30%	LPR-10BP	40%	LPR+30BP
天津	20%	LPR-40BP	30%	LPR+20BP
重庆	20%	LPR-20BP	30%	已结清 LPR-20BP 未结清 LPR+20BP
杭州	限购区 25% 非限购区 20%	LPR-20BP	限购区 35% 非限购区 30%	限购区 LPR+30BP 非限购区 LPR+20BP
南京	主城四区 25% 其余 20%	LPR-30BP	主城四区 35% 其余 30%	LPR+20BP
武汉	20%	LPR-40BP	30%	LPR+20BP
沈阳	20%	LPR-50BP	30%	LPR+20BP
成都	20%	LPR-20BP	30%	LPR+20BP
西安	20%	LPR-20BP	30%	LPR+20BP
大连	20%	LPR-50BP	30%	LPR+20BP
青岛	20%	LPR-20BP	30%	LPR+20BP
宁波	20%	LPR-20BP	30%	LPR+20BP
长沙	20%	LPR-20BP	30%	LPR+20BP
济南	20%	LPR-20BP	30%	已结清 LPR-20BP 未结清 LPR+20BP
厦门	岛内 25% 岛外 20%	岛内 LPR-50BP 岛外 LPR-50BP	岛内 35% 岛外 30%	岛内 LPR+30BP 岛外 LPR+20BP
长春	20%	LPR-50BP	30%	LPR+20BP
哈尔滨	20%	LPR-50BP	30%	LPR+20BP
太原	20%	LPR-50BP	30%	LPR+20BP
郑州	20%	LPR-50BP	30%	LPR+20BP
合肥	20%	LPR-20BP	30%	LPR+20BP
南昌	20%	LPR-20BP	30%	已结清 LPR-20BP 未结清 LPR+20BP
福州	25%	五城区 LPR-50BP 闽侯 LPR-50BP	35%	五城区已结清 LPR-50BP 未结清 LPR+30BP 闽侯已结清 LPR-50BP 未结清 LPR+20BP

来源: 中国人民银行, 政府官网, 国金证券研究所 注: 截至 2024 年 1 月 25 日

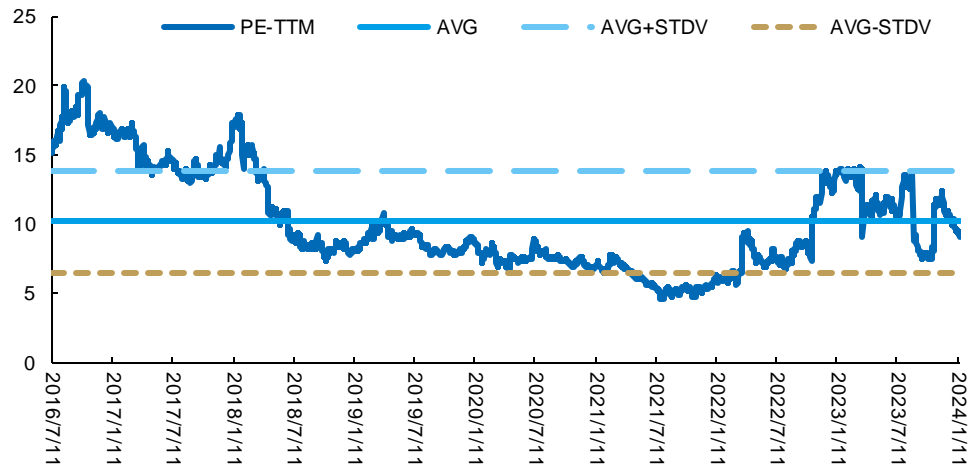


图表2: 百城房贷利率及放款周期走势



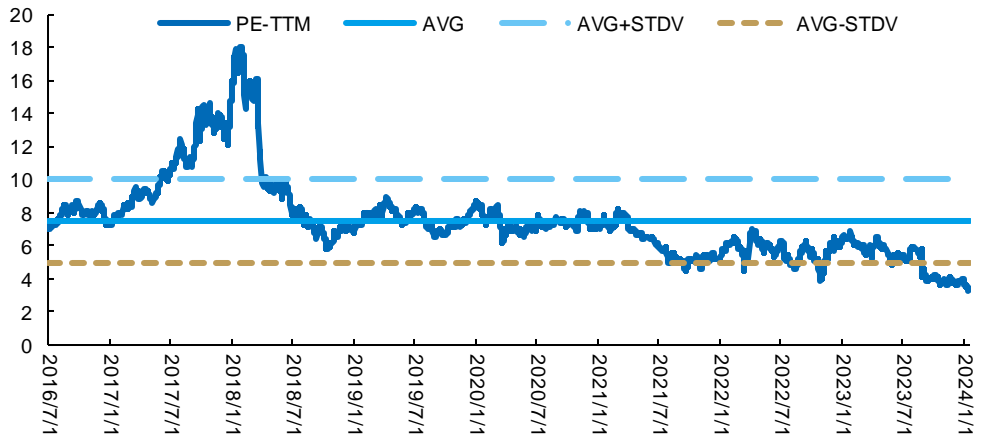
来源: 贝壳研究院, 国金证券研究所

图表3: A股地产PE-TTM



来源: wind, 国金证券研究所

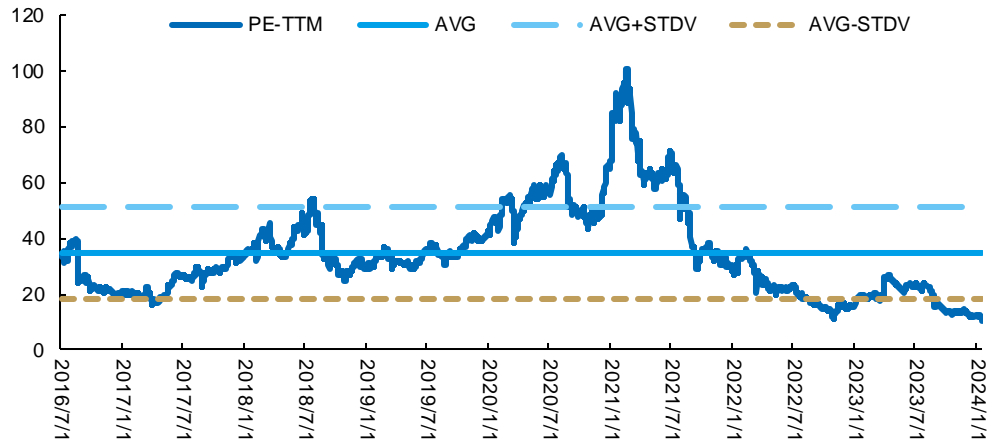
图表4: 港股地产PE-TTM



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	1,099	4.9	5.4	5.0	226.2	203.4	218.1	0%	-10%	7%
600048.SH	保利发展	买入	1,149	6.3	9.5	8.0	183.5	120.4	144.3	-33%	-34%	20%
001979.SZ	招商蛇口	买入	810	19.0	12.2	7.5	42.6	66.3	107.3	-59%	55%	62%
600153.SH	建发股份	买入	308	4.9	1.9	4.1	62.8	158.6	75.1	3%	152%	-53%
002244.SZ	滨江集团	买入	221	5.9	4.7	3.6	37.4	47.2	61.4	24%	26%	30%
600325.SH	华发股份	买入	192	7.4	6.8	6.1	25.8	28.1	31.2	-19%	9%	11%
0688.HK	中国海外发展	买入	1,215	5.2	4.7	4.0	232.6	260.0	307.3	-42%	12%	18%
3900.HK	绿城中国	买入	147	5.3	2.9	2.4	27.6	50.8	61.2	-38%	84%	21%
1908.HK	建发国际集团	买入	235	4.8	3.8	2.8	49.3	62.3	85.1	40%	26%	37%
0123.HK	越秀地产	买入	186	4.7	4.5	3.9	39.5	41.0	47.1	10%	4%	15%
9979.HK	绿城管理控股	买入	88	11.8	9.1	7.7	7.4	9.7	11.5	32%	30%	19%
2423.HK	贝壳*	买入	1,289	45.3	13.6	11.9	28.4	95.1	108.6	24%	234%	14%
9666.HK	金科服务	买入	51	N.A.	12.1	10.6	-18.2	4.2	4.8	-272%	123%	14%
6098.HK	碧桂园服务	买入	175	9.0	4.3	3.9	19.4	40.3	44.7	-52%	107%	11%
1209.HK	华润万象生活	买入	486	22.0	17.4	14.5	22.1	28.0	33.6	28%	27%	20%
3316.HK	滨江服务	买入	39	9.5	7.5	5.8	4.1	5.2	6.7	28%	27%	29%
6626.HK	越秀服务	买入	36	8.6	7.4	6.4	4.2	4.8	5.6	16%	16%	16%
2156.HK	建发物业	买入	40	16.1	9.4	8.2	2.5	4.2	4.8	55%	71%	15%
平均值			206	7.4	7.1	6.0	28.0	44.1	54.2	7%	27%	17%

来源: wind, 国金证券研究所 注: 1) 数据截至 2024 年 1 月 25 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