



# 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：池天惠（执业 S1130524080002） 联系人：何裕佳

chitianhui@gjzq.com.cn

heyujia@gjzq.com.cn

## 十万亿支持地方化债，收储有望加速落地

### 事件

2024年10月17日，十四届全国人大常委会第十二次会议审议通过近年来力度最大的化债举措：增加地方政府债务限额6万亿元，用于置换存量隐性债务；从2024年开始连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元，补充政府性基金财力，专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元。两者合计直接增加地方化债资源10万亿元。

### 点评

**财政发力，正当其时。**本周特朗普当选新一任美国总统，他曾在竞选时表示，如果再次当选，将对所有从中国进口的商品征收60%以上的关税。我们认为后续若外贸承压，则需要内需来挑大梁以稳定经济。因此本周人大常委会进一步加大财政化债力度，保障地方财政平稳运行，支持推动高质量发展，具有重要意义。同时房地产的产业链长、涉及面广，是稳内需的重要抓手，我们认为后续地产政策仍有望继续加码。

**地方政府化债，有助于地产链公司经营改善及楼市企稳。**本次通过大幅增加地方政府债务限额置换存量隐性债务，可以减轻地方政府化债的财政压力，保障地方财政平稳运行，释放更多的财政资金用于实体开支，或有望：①释放出更多的资源及政策空间，用于城市更新、物业开发及基础设施建设，地产链公司有望获得新的业务增量；②加快地产、建筑、物业等公司的合同应收款项的回收，进而提升资产质量、改善ROE和现金流状况；③将更多精力用于促进发展、改善民生，尽管目前首付比例及房贷利率已经降至历史低位，但当前收入和就业预期不稳等因素或对居民购房需求形成掣肘，预期稳定后，居民住房需求的释放路径将更加畅通。

**房地产政策接力，提振市场信心。**财政部部长蓝佛安介绍，支持房地产市场健康发展的相关税收政策，已按程序报批，近期即将推出；专项债券支持回收闲置存量土地、新增土地储备，以及收购存量商品房用作保障性住房方面，财政部正在配合相关部门研究制定政策细则，推动加快落地。我们认为：①近期房地产交易所涉的相关税率或有望迎来下调，降低居民购房及置换的成本，进一步释放需求；②财政部10月提出的允许地方政府发行专项债来收储土地、收购存量商品房正处于政策细则的制定阶段，待政策明确后，各地收储有望加速落地并形成实物量，加快地产的企稳进程。

### 投资建议

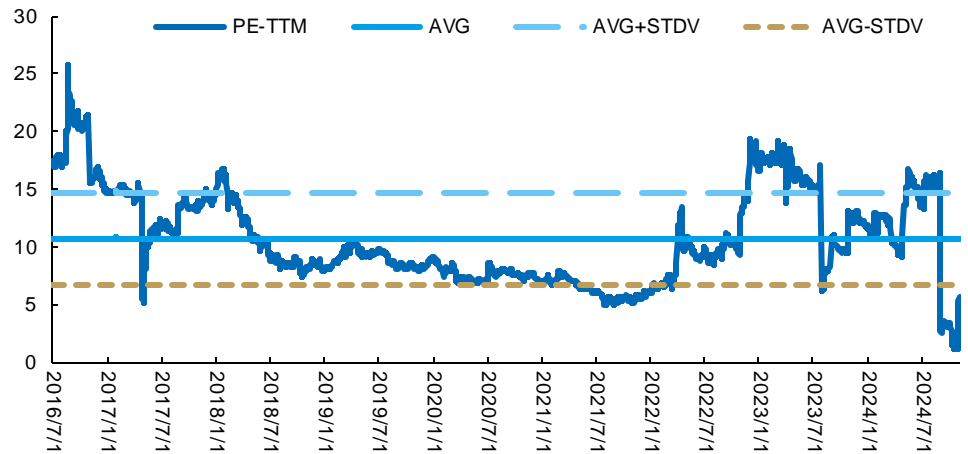
目前地方政府的化债工作已经起步，后续稳经济稳地产的逻辑或将更加顺畅。对于地产而言，积极的因素正在积累，需跟进收储加速落地的进程及所带来的催化，同时需关注年底政治局会议及中央经济工作会议给地产带来的潜在政策窗口期。持续推荐稳健经营且政策敏感形标的：建筑企业推荐与母公司充分开展业务协同，且直接受益于地方政府化债的**建发合诚**；房开企业推荐重点布局深耕一线及核心二线城市，主打改善性产品，具备持续拿地能力的房企，如**绿城中国**、**招商蛇口**等。中介推荐受益于政策利好不断落地，一二手房市场活跃度提升，拥有核心竞争力的中介平台**贝壳**；物企推荐物管稳健发展、商管绝对龙头、积极分红的**华润万象生活**。建议关注城市服务业务占比较大，地方政府应收款较多的物业公司；关注地方基建业务占比较大，地方政府应收款较多的建筑公司；关注受益于地方化债的城投公司。

### 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；房企出现债务违约

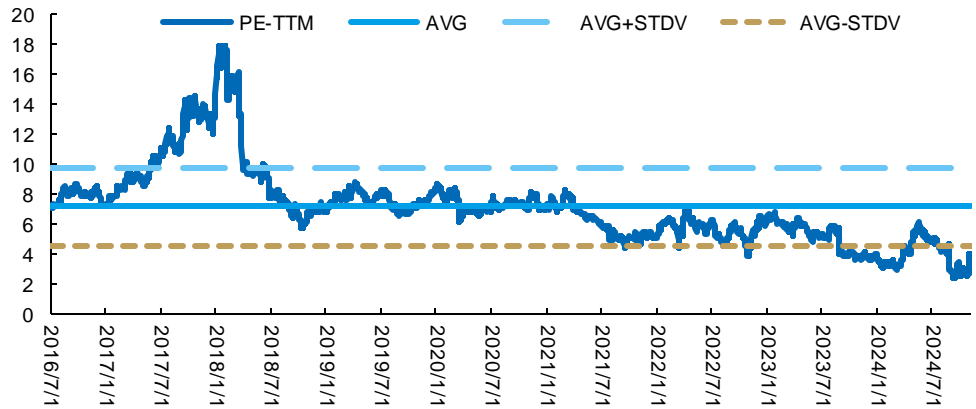


图表1: A股地产 PE-TTM



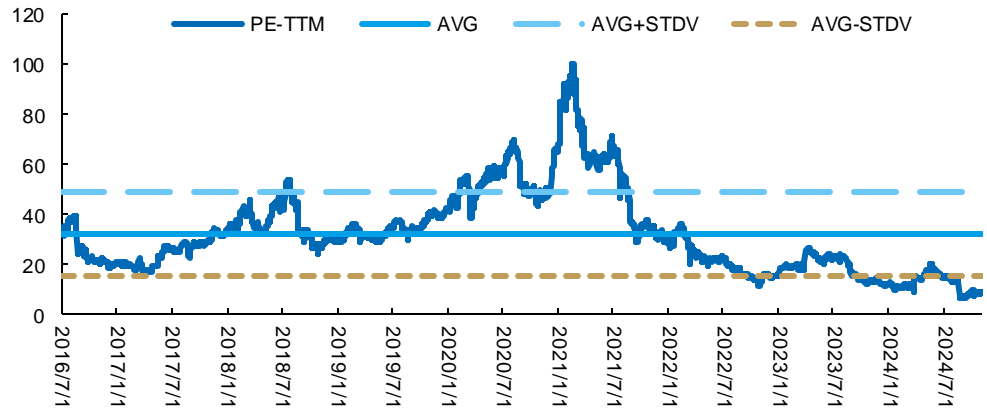
来源: wind, 国金证券研究所

图表2: 港股地产 PE-TTM



来源: wind, 国金证券研究所

图表3: 港股物业股 PE-TTM



来源: wind, 国金证券研究所



图表4: 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		
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
000002.SZ	万科A	中性	1,087	8.9	-7.7	-51.7	121.6	-140.7	-21.0	-46%	N/A	-85%
600048.SH	保利发展	买入	1,338	11.1	12.4	11.9	120.7	108.0	112.9	-34%	-11%	5%
001979.SZ	招商蛇口	买入	1,088	17.2	17.2	14.1	63.2	63.4	76.9	48%	0%	21%
600153.SH	建发股份	买入	289	2.2	4.3	3.4	131.0	67.6	84.0	109%	-48%	24%
002244.SZ	滨江集团	买入	319	12.6	12.1	9.7	25.3	26.3	32.9	-32%	4%	25%
600325.SH	华发股份	买入	191	10.4	11.2	9.4	18.4	17.0	20.3	-29%	-7%	19%
600007.SH	中国国贸	买入	230	18.3	17.8	17.0	12.6	12.9	13.6	13%	3%	5%
603909.SH	建发合诚	买入	25	30.6	25.3	21.1	0.8	1.0	1.2	24%	21%	20%
0688.HK	中国海外发展	买入	1,545	6.0	6.4	5.9	256.1	242.5	260.0	10%	-5%	7%
3900.HK	绿城中国	买入	240	7.7	7.2	6.1	31.2	33.4	39.2	13%	7%	17%
1908.HK	建发国际集团	买入	284	5.6	5.3	4.7	50.3	53.4	60.2	2%	6%	13%
0123.HK	越秀地产	买入	256	8.0	8.0	7.3	31.9	32.0	34.9	-19%	0%	9%
9979.HK	绿城管理控股	买入	64	6.5	5.2	4.2	9.7	12.2	15.3	31%	26%	25%
2423.HK	贝壳*	买入	1,987	20.3	20.6	19.5	98.0	96.6	102.0	245%	-1%	6%
9666.HK	金科服务	买入	43	-4.5	8.0	7.5	-9.5	5.4	5.8	48%	N/A	8%
6098.HK	碧桂园服务	增持	183	62.7	12.5	9.7	2.9	14.6	18.9	-85%	400%	30%
1209.HK	华润万象生活	买入	710	24.2	19.7	16.9	29.3	36.0	42.1	33%	23%	17%
3316.HK	滨江服务	买入	50	10.1	8.8	7.4	4.9	5.6	6.7	20%	14%	19%
6626.HK	越秀服务	买入	45	9.2	8.0	7.1	4.9	5.6	6.4	17%	15%	14%
2156.HK	建发物业	买入	33	7.0	7.0	5.9	4.7	4.7	5.6	89%	0%	19%
平均值			<b>500</b>	<b>13.7</b>	<b>10.5</b>	<b>6.9</b>	<b>50.4</b>	<b>34.9</b>	<b>45.9</b>	<b>23%</b>	<b>25%</b>	<b>11%</b>
中位值			<b>248</b>	<b>9.6</b>	<b>8.4</b>	<b>7.4</b>	<b>27.3</b>	<b>21.7</b>	<b>26.6</b>	<b>15%</b>	<b>3%</b>	<b>17%</b>

来源: wind, 国金证券研究所 注: 1) 数据截至 2024 年 11 月 8 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。

房企出现债务违约。若在宽松政策出台期间, 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, 或导致房地产业良性循环实现难度加大。



**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。

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：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	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