

# 吹尽狂沙始到金

调控周期趋于尾声，行业格局有望优化。监管对于弱化房地产行业金融属性决心坚定。房企被动降杠杆，但遭遇市场自发进入下行周期、部分房企信用风险事件暴露引发地方政府预售资金监管趋严，行业流动性危机开始蔓延。站在当前时点，本轮始于2020年8月“三线四档”融资规则的房地产金融政策调控周期，已到尾声并开始有所改善。但是行业最大的基本面即销售还在大幅下滑，故我们判断低信用高负债的房企难以很快走出危机。而对于那些经过本轮大浪淘沙后最终活下来的房企来说，竞争格局将改善，其生命周期也将拉得更长。

**2022年行业各核心指标预计延续下滑趋势，2021Q4~2022Q1将成地产板块最佳配置窗口。**预计2022年销售面积、新开工面积、投资增速分别为-5.0%、-5.0%、+1.1%。当前行业政策已经见底，并有所改善，而基本面数据处于继续下行过程中，尚未进入到恢复期。由于今年上半年增长高基数，明年上半年从数据层面依旧不乐观，预计到2022年3月开始的“小阳春”销售可能获得边际改善。故2021Q4~2022Q1基本面数据大概率继续下行，而政策暖意也会较为明显，这段时期是配置地产板块的最佳时期。

本轮行情结构分化特征将更为显著，行情表现上将出现明显的公司Alpha重于行业Beta的情况，部分优质公司将脱颖而出。1. 对于开发商板块，不同房企在本轮政策见底回暖过程中经营目标不同，一进一退之间分化加剧，信用分层特征更为明显。而现有政策框架下，规模掉队的房企难以东山再起，集中度将往财务稳健房企提升。以上是本轮房地产金融政策框架带来的与以往最大不同。继续推荐高信用开发商，尤其是央企。推荐A股：保利发展、招商蛇口、万科A、金地集团、万业企业；港股：华润置地、中国海外发展、龙湖集团、旭辉控股集团、中国金茂。

2. 对于物管板块，国内房地产规模足够大，将为物管行业整体发展提供基本面支撑。重点物企仍处于规模和利润双增的黄金发展期，成长速度远高于行业，因此将继续带来投资机会。但在当前行业变局下，我们认为关联开发商因子将成选股首要考虑因素，应当优选高信用开发商相关联的物企，或弱地产背景而受行业洗牌影响小的物企。推荐A股：招商积余、新大正；港股：碧桂园服务、旭辉永升服务、保利物业。

3. 对于商业板块，尽管近期国内社零增速低迷，但品牌购物中心的零售表现显著好于总体消费增速水平，而奢侈品零售增速更占优势。继续看好头部零售商业地产商和商管公司的表现。推荐A股：新城控股；港股：华润置地、龙湖集团、华润万象生活、宝龙商业。

**风险提示：**房地产政策调控超预期；市场下行幅度超预期；疫情反复导致购物中心运营受不利影响。

## 房地产

维持

强于大市

竺劲

zhujinbj@csc.com.cn

18621097792

SAC 执证编号：S1440519120002

SFC 中央编号：BPU491

尹欢科

yinhuanke@csc.com.cn

18616396058

SAC 执证编号：S1440520070004

发布日期：2021年11月16日

### 市场表现



### 相关研究报告

## 目录

1. 本轮房地产调控政策接近尾声 .....	1
1.1 金融政策收紧是本轮调控主线 .....	1
1.2 房企被动降杠杆，但开始面临市场自发下行.....	1
1.3 行业风险事件频发，地方政府预售资金监管趋严.....	2
1.4 金融政策见底，房地产长效政策框架逐步完善.....	4
2. 预计 2022 年核心指标延续下滑趋势，2021Q4-2022Q1 地产板块迎最佳配置时期.....	5
2.1 2022 年销售面积增速预计-5% .....	6
2.2 2022 年新开工面积增速预计-5% .....	7
2.3 2022 年投资增速预计+1.1% .....	8
2.4 2021Q4-2022Q1 将成地产板块最佳配置时期 .....	9
3. 本轮行情结构分化特征将更为显著 .....	10
3.1 开发商板块：推荐高信用房企，尤其是央企.....	10
3.2 物管板块：地产风险尚存，建议关注受关联开发商风险影响较小的物企.....	11
3.3 商管板块：购物中心表现好于整体消费，建议关注头部企业.....	13
4. 风险提示 .....	15

## 图表目录

图表 1： 本轮房地产政策的出台和调整集中在金融领域.....	1
图表 2： 红档、橙档房企数减少，黄档持平，绿档增多.....	1
图表 3： 2021H 净负债率较年初下降 .....	1
图表 4： 2021H 现金短债比较年初提升.....	2
图表 5： 2021H 扣除预收款后的资产负债率较年初下降.....	2
图表 6： 全国商品房销售金额增速快速回落 .....	2
图表 7： 百强房企销售金额增速快速回落 .....	2
图表 8： 今年以来行业风险事件频发 .....	2
图表 9： 中央和地方层面加强预售资金监管（个别放松） .....	3
图表 10： 9 月下旬以来政策暖风频吹 .....	4
图表 11： 房地产行业销售周期性波动程度趋于下降.....	5
图表 12： 2021~2022 年房地产行业核心指标预测值 .....	5
图表 13： 由于去年疫情，今年销售面积增速前高后低.....	6
图表 14： 由于去年疫情，今年销售金额增速前高后低.....	6
图表 15： 商品住宅销售均价继 2014 年下行周期以来连续 3 个月下跌.....	6
图表 16： 历史上新开工面积增速与土地购置面积增速走势一致.....	7
图表 17： 80 城库存去化周期 11.2 个月，仍处于合理水平.....	7
图表 18： 今年销售回款相关的定金及预收款、个人按揭贷款合计占到位资金比重提升明显.....	8
图表 19： 2021 年以来房企拿地增速趋降 .....	8
图表 20： 2021 年前三季度地方政府土地出让收入增速下滑.....	8

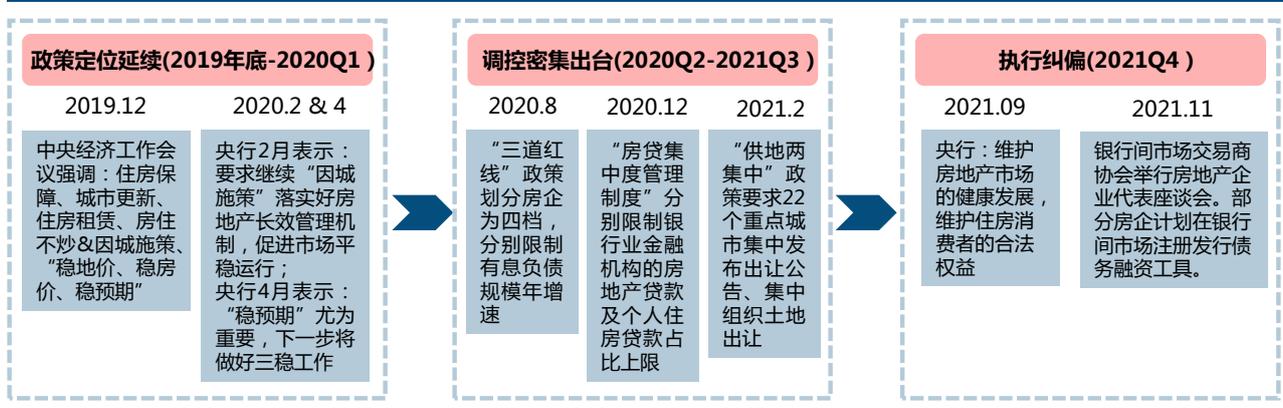
图表 21: 2016~2019 年新开工增速均处于较快水平, 但竣工在 2017~2020 年均较为低迷.....	9
图表 22: 政策见底到基本面恢复之间是最佳配置窗口期.....	9
图表 23: 国企销售表现好于非国企 .....	10
图表 24: 国企拿地力度提升且明显高于非国企, 非国企下降.....	10
图表 25: 国企净负债提升, 已高于非国企 .....	10
图表 26: 国企现金短债比下降, 但仍好于非国企 .....	10
图表 27: 国企扣除预收款后的资产负债率仍低于非国企.....	11
图表 28: 上半年国企的有息负债规模增速高于非国企.....	11
图表 29: TOP50 房企拿地金额中国央企和民企占比.....	11
图表 30: TOP50 房企中国央企和民企人均拿地金额.....	11
图表 31: 全国物业管理总面积及增速 .....	12
图表 32: 2018-2021H1 重点物企在管面积及同比增速 .....	12
图表 33: 2018-2021H1 重点物企总营收及同比增速 .....	12
图表 34: 2018-2021H1 重点物企归母净利及同比增速 .....	12
图表 35: 2018-2021H1 重点物企毛利率及归母净利率 .....	13
图表 36: 2018-2021H1 重点物企合约覆盖倍数 .....	13
图表 37: 2021 年上市物企重大收并购事件 .....	13
图表 38: 2014-2025E 中国购物中心总建筑面积.....	14
图表 39: 2014-2024E 中国购物中心运营服务总收入.....	14
图表 40: 宝龙商业 2019-2020 前 7 月单月同比增速 .....	14
图表 41: 华润万象生活 2018H1-2021H1 分级零售增速 .....	14
图表 42: 品牌购物中心表现好于整体消费 .....	15
图表 43: 主流商业运营企业运营数据对比 (截至 2020 年底) .....	15

## 1. 本轮房地产调控政策接近尾声

### 1.1 金融政策收紧是本轮调控主线

本轮房地产金融政策的调控始于2020年8月央行的“三线四档”融资管理规则，对开发商直接提出降负债、满足指标红线要求；2020年末，央行出台的房地产集中度管理制度，对银行金融机构提出压降房地产贷款、满足红线要求的要求；2021年7月，住建部联合8部门出台房地产3年整治行动文件，提及重点整治“挪用交易监管资金”突出问题，地方政府层面跟进加强预售资金监管。房地产行业正面临深刻的变局，而去金融化是本轮调控的核心主旨。

图1：本轮房地产政策的出台和调整集中在金融领域

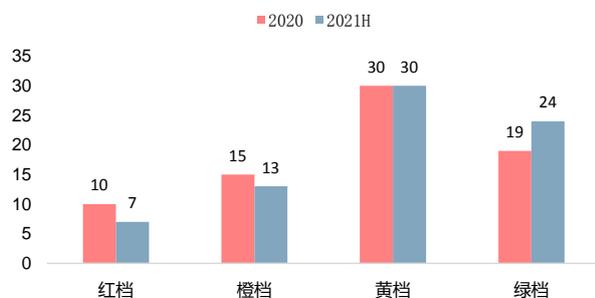


资料来源：政府官网，中信建投

### 1.2 房企被动降杠杆，但开始面临市场自发下行

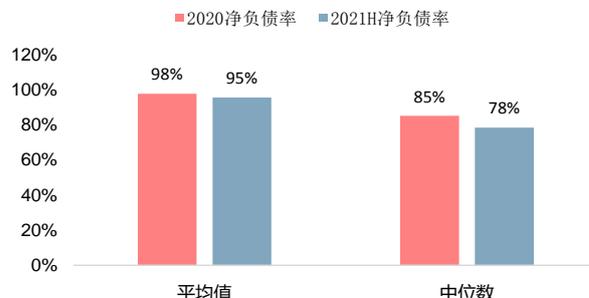
在“三线四档”融资管理新规之下，房企开始被动降负债。销售百强上市房企来看，2021年中期末较年初，绿档房企数量增加，同时红档、橙档房企数量减少，降负债出现成效。净负债率、现金短债比、扣除预收款后的资产负债率三项指标2021年中期末较年初均出现改善。房地产行业降负债有序进行中。

图2：红档、橙档房企数减少，黄档持平，绿档增多



资料来源：公司公告，中信建投

图3：2021H净负债率较年初下降



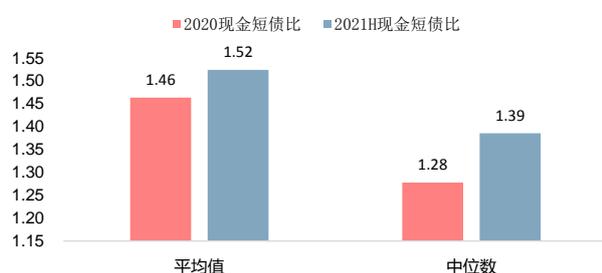
资料来源：公司公告，中信建投

注：以上公司样本取自2020年克而瑞销售百强且已上市的房企。后同。

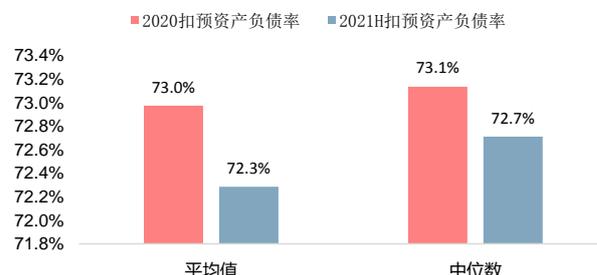
请参阅最后一页的重要声明

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群(18610100296)同步分享更新

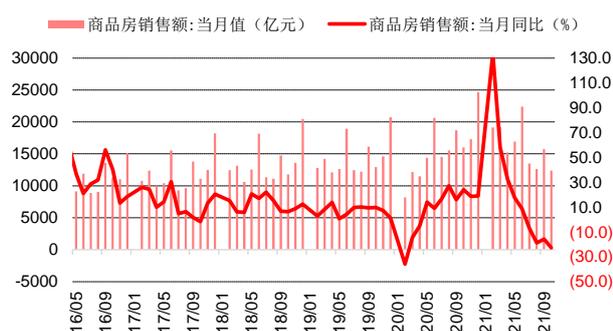
**图表4： 2021H 现金短债比较年初提升**


资料来源：公司公告，中信建投

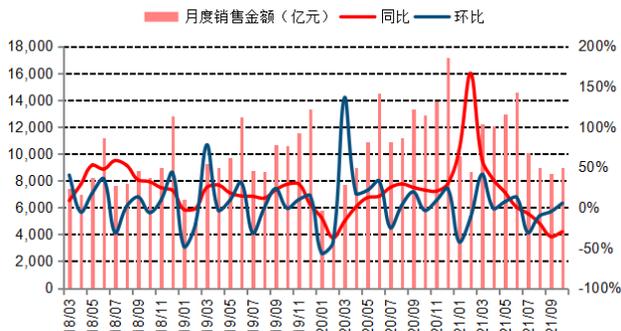
**图表5： 2021H 扣除预收款后的资产负债率较年初下降**


资料来源：公司公告，中信建投

但从今年7月份开始，无论是全国商品房，还是百强房企，单月销售均开始出现负增长，房地产市场步入下行期。近期房地产市场单月下跌幅度还有扩大趋势，10月全国商品房销售金额同比下降22.6%，增速较上月下滑6.8个百分点。房被动降负债但遇上市场出现下行，流动性普遍较为紧张。

**图表6： 全国商品房销售金额增速快速回落**


资料来源：wind，中信建投

**图表7： 百强房企销售金额增速快速回落**


资料来源：wind，中信建投

### 1.3 行业风险事件频发，地方政府预售资金监管趋严

今年以来部分开发商集中出险，流动资金尚不足以维持正常运转，预售制下购房者权益将无法得到保障。为维护购房者合法权益，各地开始加强预售资金监管，开发商集团资金调配能力和资金使用效率出现下降。前期风控意识和社会责任意识薄弱的部分房企在遭遇严格监管后，资金面开始变得更为紧张。

**图表8： 今年以来行业风险事件频发**

房企	最初风险暴露时间	最初风险暴露事件	风险事件定性
中国恒大	2020/9/24	网传一份恒大向广东省政府提出的《恒大集团有限公司关于恳请支持重商票兑付逾期、理财产品暂停支大资产重组项目的情况报告》，其中提到若恒大地产本次重组未如期完付、债券利息兑付逾期成，可能引发一系列系统风险	
	2021年初	众多供应商的商票兑付逾期	
华夏幸福	2021/1/15	两支信托计划实质性逾期，当日到期本息1.279亿元	未按时偿还银行贷款、信托贷款等债务；债券实质性违约

请参阅最后一页的重要声明

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

协信地产	2021/1/18	子公司启迪协信被列为被执行人，旗下 8 家企业股权被冻结	债券实质性违约
泛海控股	2021/2/27	核心子公司武汉中央商务区公司的 13 亿元借款逾期	未按时偿还借款；债券实质性违约
蓝光发展	2021/7/12	19 蓝光 MTN001 实质性违约，应付本息金额 9.675 亿元	未按时偿还银行贷款、信托贷款等债务；债券实质性违约
阳光 100 中国	2021/8/11	2021 到期的一笔 2 亿美元债券发生兑付违约	债券实质性违约
新力控股集团	2021/9/18	未能按期偿付债务，本息合计 3874 万元与 7542 美元	境内债券本息展期；境外美元债技术性违约
花样年控股	2021/10/4	总额为 2.056 亿美元的票据未能如期支付	债券实质性违约
当代置业	2021/10/26	2021 到期的 2.5 亿美元票据未能按时兑付本息	债券实质性违约
阳光城	2021/11/1	计划对旗下 3 只美元债交换要约及 1 只国内私募债进行展期	存在债券违约风险
佳兆业集团	2021/11/8	公司担保的财富产品出现兑付逾期	理财产品兑付逾期

资料来源：公司公告，中信建投

**图表9：中央和地方层面加强预售资金监管（个别放松）**

时间	政策名称	出台城市	出台部门	政策主要内容
2021/7/23	《住房和城乡建设部等 8 部门关于持续整治规范房地产市场秩序的通知》	中央	住房和城乡建设部等 8 部门	力争用 3 年左右时间，实现房地产市场秩序明显好转。提及重点整治突出问题包括“挪用交易监管资金”。
2021/8/4	《天津市新建商品房预售资金监管办法》	天津	天津市住房和城乡建设委员会	房地产开发企业不得直接收存房价款。
2021/9/14	《关于加强商品房预售款收存管理的通知》	东莞	东莞市住建局	将商品房预售资金，包括购房人按照认购协议、合同约定支付的全部房价款（含定金、首付款、分期款、全款及按揭贷款等所有预售款）全部存入预售款专用账户。
2021/9/19	《关于加强房地产开发项目预售资金监管的通知》	重庆	重庆住建委	全市房地产开发项目预售资金首付款监管全部按照预售总额的 35% 核定。
2021/10/11	长沙市住建局在问政平台上对市民关于恒大预售资金问题的答复	长沙	长沙市住建局	已就恒大地产预售资金监管问题下达整改通知。
2021/10/21	《青岛市商品房预售资金监管暂行实施细则》	青岛	青岛市住建局	承购人须将全部预付购房款直接存入监管账户。预售人不得直接收存购房款，不得提供任何其它预售资金收存账户。
2021/10/21	《市住房城乡建设委人民银行天津分行天津银保监局关于明确新建商品房预售资金监管工作有关要求的通知》	天津	天津住建委	房地产开发企业应当按幢或者多幢建立新建商品房预售资金监管专用账户。
2021/11/3	《成都市房地产市场平稳健康发展领导小组办公室关于进一步明确商品房预售款监管有关事项的通知》	成都	成都住建局	需优化预售款支取条件，预售商品房项目的监管分户账内资金达到监管额度后，开发企业可申请支取多余部分资金。
2021/11/4	《北京市商品房预售资金监督管理办法》	北京	北京住建委	新修订的《办法》主要包括：总则、一般规定、资金收存支取、监督管理四个部分 31 条。

请参阅最后一页的重要声明

**找报告，上“数据理河”**

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

时间	政策名称	出台城市	出台部门	政策主要内容
2021/11/7	《关于调整石家庄市商品房项目预售许可形象进度的公告》	石家庄	石家庄住建局	传统建筑预售许可形象进度由设计总层数的三分之一提高至主体封顶。

资料来源：政府官网，中信建投

## 1.4 金融政策见底，房地产长效政策框架逐步完善

行业去金融化并非一蹴而就，政策调整也因时而变。由于面临市场下行，占开发商资金来源比重最高的销售回款出现较为明显的下滑，融资政策继续执行较严可能引发行业更多风险事件。9月下旬，央行开始对政策做出调整，加快信贷投放以满足购房者和开发商的合理资金需求。本轮金融收紧政策见底，融资政策开始暖风频吹。

图表10：9月下旬以来政策暖风频吹

时间	部门	政策文件/会议	具体内容
2021/9/24	中国人民银行	货币政策委员会召开 2021年第三季度例会	维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益。
2021/9/29	央行、银保监会（住建部、证监会及全国24家主要银行有出席）	房地产金融工作座谈会	金融机构要按照法治化、市场化原则，配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益。
2021/10/15	中国人民银行	2021年第三季度金融统计数据新闻发布会	恒大事件是房地产行业的个别现象，其盲目多元化扩张造成的经营财务指标恶化导致风险爆发，但其总负债中金融负债不到三分之一，债权人分散，风险对金融行业外溢性可控，各部门地方正督促其恢复项目建设。地产行业大多数企业经营稳健、指标良好、发展健康；部分金融机构对“三线四档”融资管理规则有误解，造成原本应合理支持的新开工项目得不到贷款，造成一些企业的资金紧绷。
2021/10/15	中国房地产协会	房企座谈会	中国房地产协会召集保利、中海、万科、融创、金地、龙湖、中梁、新城、绿城、旭辉10家房企在京座谈，听取企业意见；人民银行、银保监会已于9月底召开座谈会，指导主要银行保持房地产信贷平稳有序投放。
2021/10/20	副总理刘鹤	2021年金融街论坛年会 开幕式上的书面致辞	目前房地产市场出现了个别问题，但风险总体可控，合理的资金需求正在得到满足，房地产市场健康发展的整体态势不会改变。
2021/11/9	银行间交易商协会	座谈会	举行房地产企业代表座谈会。招商蛇口、保利发展、碧桂园、龙湖集团、佳源创盛、美的置业等公司近期均有计划在银行间市场注册发行债务融资工具。
2021/11/10	央行	10月金融数据	2021年10月末，个人住房贷款余额37.7万亿元，当月增加3481亿元，较9月多增1013亿元。

资料来源：政府官网，中信建投

本轮房地产金融政策见底，但跨周期调节背景下不可期待大反转。房地产长效机制正在逐步形成和完善，人民住有所居、金融机构不发生系统性风险、地方政府财权和事权匹配、房企则有合理利润稳健经营并发挥住房供应主体作用，四者将实现平衡，最终是有利于房地产行业平稳健康发展的。而对于那些最终活下来的房企，竞争格局将改善，其生命周期也将拉得更长。

请参阅最后一页的重要声明

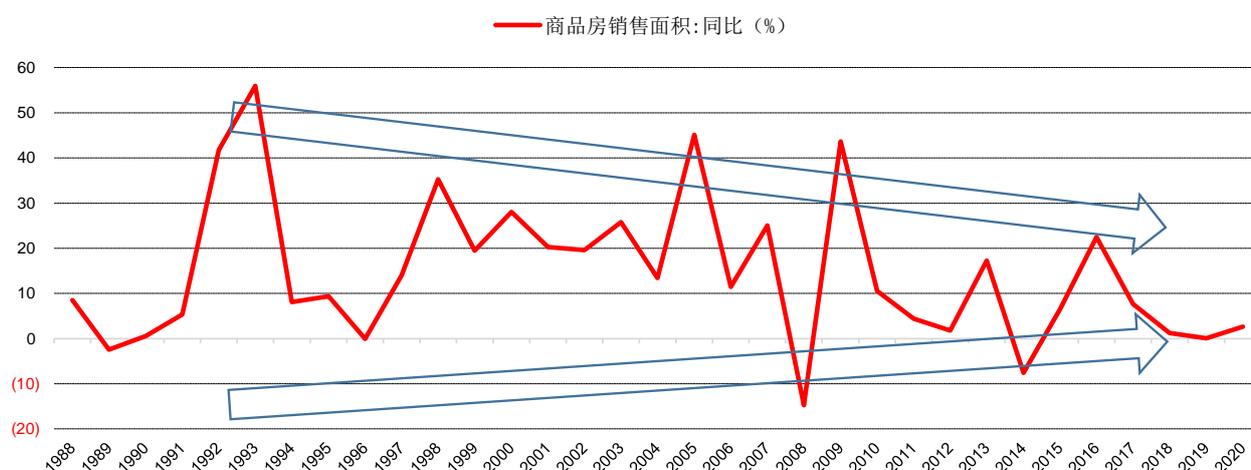
找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

## 2. 预计 2022 年核心指标延续下滑趋势，2021Q4-2022Q1 地产板块迎最佳配置时期

基于前述我们对于整体行业政策框架的判断，对 2022 年房地产行业核心指标进行预测。预测的主要背景假设为：1. 房地产行业融资管控态势会延续，大的政策转向概率极低；2. 目前房地产市场波动相较于以往弱周期特征明显，因此在没有量价明显上涨的背景下，量价出现大幅下跌的可能性也较小。

**图表11： 房地产行业销售周期性波动程度趋于下降**



资料来源: wind, 中信建投

我们整体判断房地产行业各核心指标增速在 2022 年会延续下行趋势，预计 2021 年、2022 年，销售面积增速分别为+2.4%、-5.0%，新开工面积增速分别为-8.5%、-5.0%，投资增速分别为+5.8%、+1.1%。预测依据的主要逻辑见后文。

**图表12： 2021~2022 年房地产行业核心指标预测值**

增速	2019	2020	2021E	2022E
销售金额	6.8%	8.7%	6.5%	-3.1%
销售面积	0.1%	2.6%	2.4%	-5.0%
销售均价	6.7%	5.9%	4.0%	2.0%
新开工面积	8.4%	-1.2%	-8.5%	-5.0%
竣工面积	2.6%	-4.9%	18.0%	10.0%
土地购置面积	-11.9%	-1.1%	-11.0%	-11.0%
投资额	10.0%	7.0%	5.8%	1.1%

资料来源: 统计局, 中信建投

请参阅最后一页的重要声明

找报告, 上“数据理河”

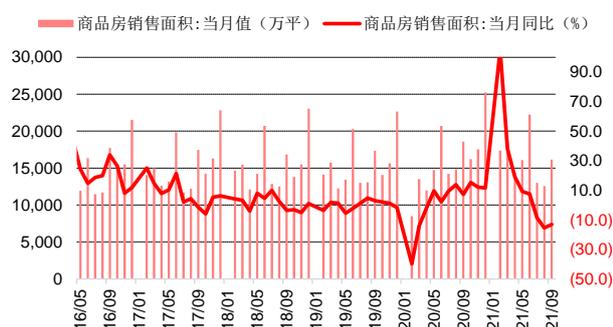
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (18610100296) 同步分享更新

## 2.1 2022 年销售面积增速预计-5%

销售面积来看，一方面，由于 2021 年房企拿地的减少、部分大中型房企出现风险事件、房地产税出台预期增加投资需求的观望，2022 年销售有向下的压力；另一方面，融资继续强管控，抢抓销售回款仍是房企工作重点，快开工回款将对 2022 年销售产生向上的承托。综合判断明年销售将出现下滑，但幅度不会过大。

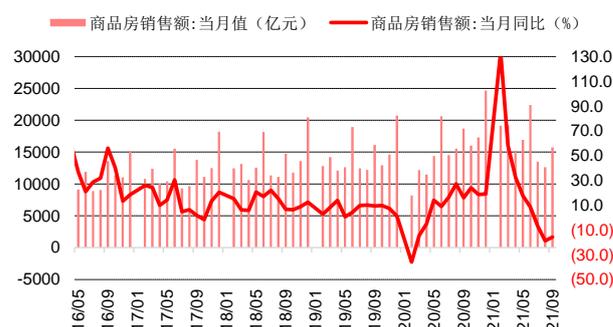
节奏来看，由于今年上半年高基数，销售增速将呈现前低后高的特征。

图表13： 由于去年疫情，今年销售面积增速前高后低



资料来源：wind，中信建投

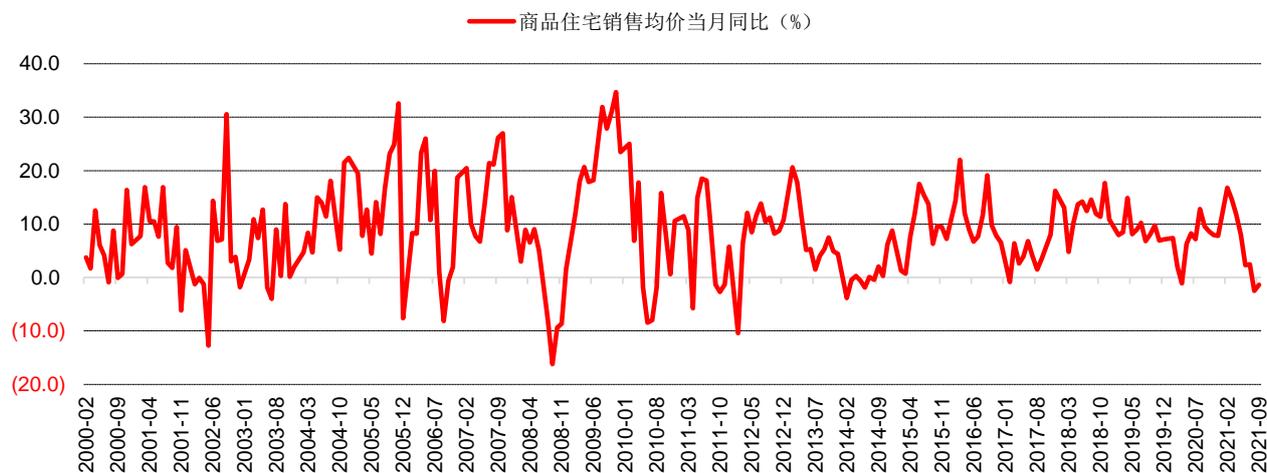
图表14： 由于去年疫情，今年销售金额增速前高后低



资料来源：wind，中信建投

均价来看，由于高杠杆、低信用房企降价回款策略会带动竞品价格向下压力，预计 2022 年房价涨幅出现一定压力。2000 年 1 月以来到今年 9 月共计 239 个月，仅 36 个月出现房价下跌，占比 15%，2000 年来第 4 次连续三个月出现价格下跌。我们认为本轮房企加快回款而形成的降价周期会持续较长时间，商品房价格上涨存在一定压力。

图表15： 商品住宅销售均价继 2014 年下行周期以来连续 3 个月下跌



资料来源：wind，中信建投

请参阅最后一页的重要声明

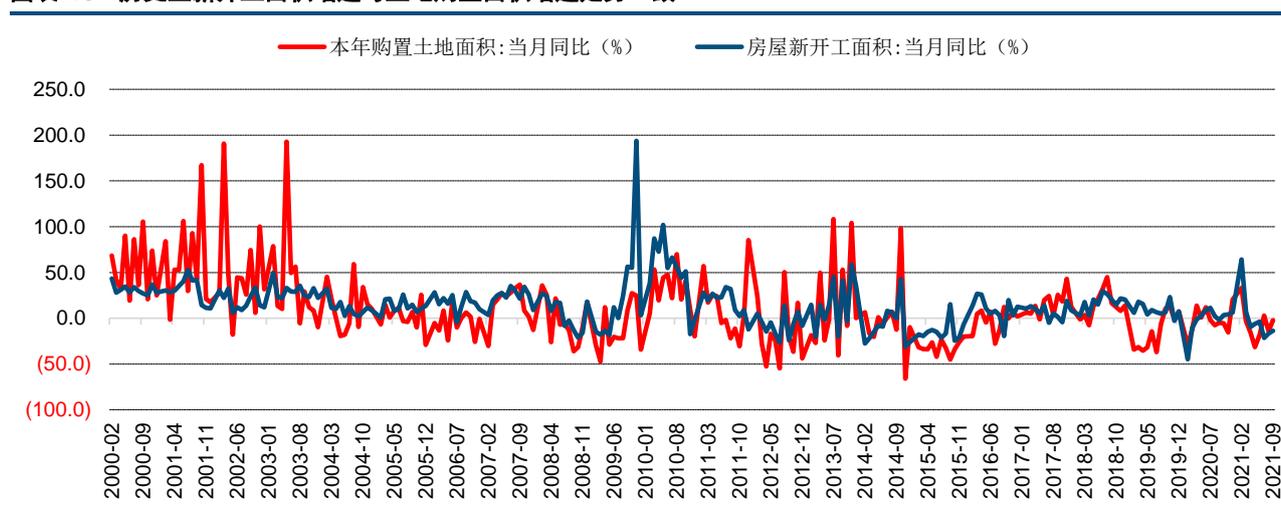
找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

## 2.2 2022 年新开工面积增速预计-5%

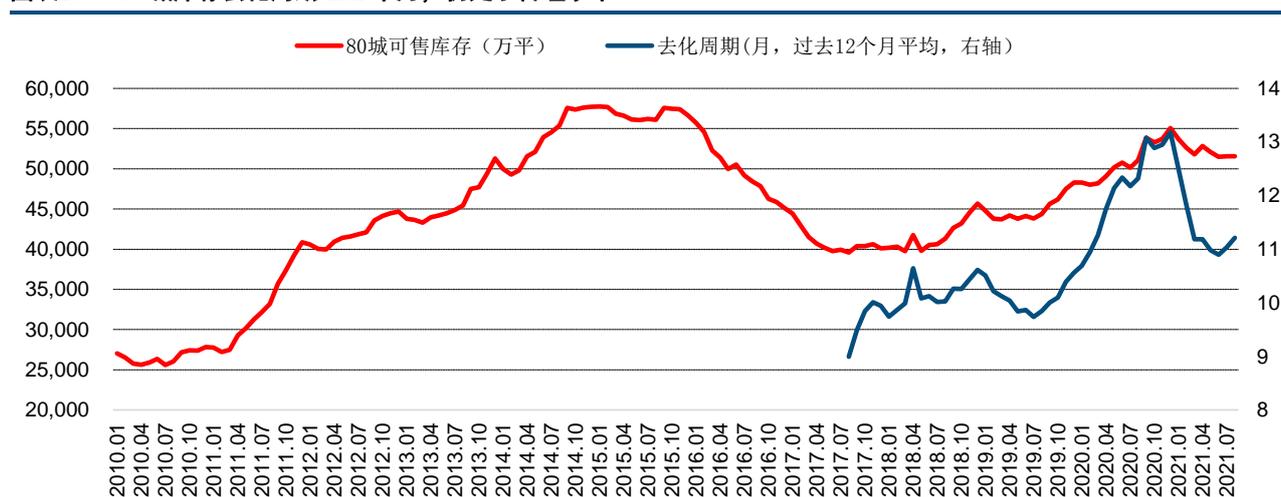
新开工来看，由于历史上看新开工面积与土地购置面积增速走势一致，因此当前拿地减少将影响新开工；但也有快开工回款的承托，且当前库存对应去化周期仍处于相对合理水平，预计 2021 年销售面积将较 2015 年增长四成左右，但当前库存并未回到 2015 年高点。预计在今年新开工低基数之上，2022 年新开工将继续下跌，但跌幅继续扩大的可能性较小。

图表16：历史上新开工面积增速与土地购置面积增速一致



资料来源：wind，中信建投

图表17：80 城库存去化周期 11.2 个月，仍处于合理水平



资料来源：克而瑞，中信建投

请参阅最后一页的重要声明

找报告，上“数据理河”

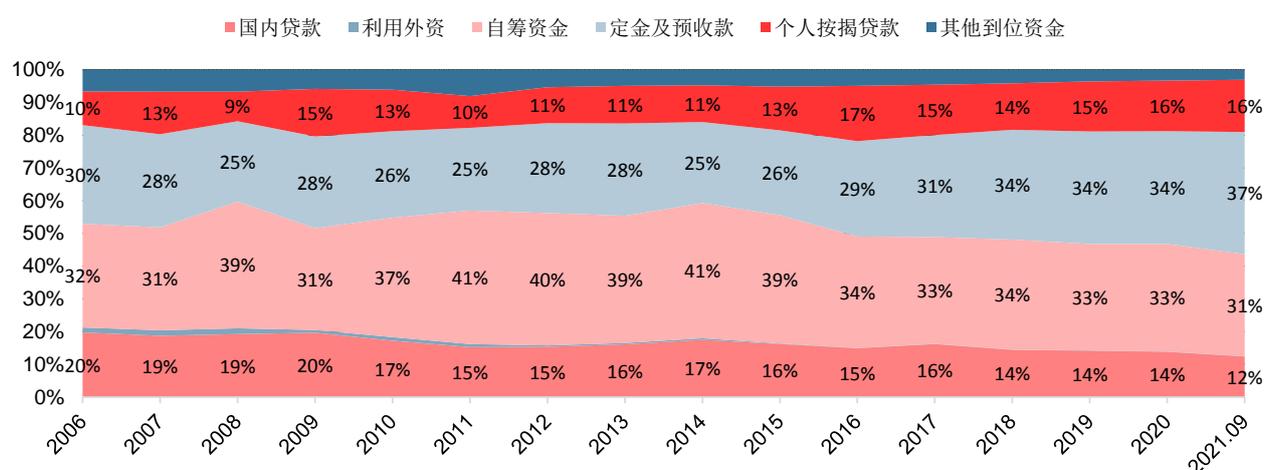
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

## 2.3 2022 年投资增速预计+1.1%

### 2.3.1 方法一：通过投资占到位资金比重预测

10月以来，行业融资渠道有所放松，预计行业到位资金中，国内贷款及自筹资金两项有所改善，但是回款仍是重中之重，定金及预收款、个人按揭贷款两项占比仍将高企。截至2021年9月，定金及预收款、个人按揭贷款两项合计占到位资金比重已达53%，已处于历史高点。

图表18：今年销售回款相关的定金及预收款、个人按揭贷款合计占到位资金比重提升明显



资料来源: wind, 中信建投

### 2.3.2 方法二：通过拆分土地投资和工程投资预测

首先拿地来看，行业融资环境依旧较紧、行业部分拿地主体出现风险事件，当前环境存活比发展更重要，拿地需求将继续减弱。其次，由前述分析，新开工在拿地减弱的情况下也将趋于减弱。

图表19：2021年以来房企拿地增速趋降



资料来源: wind, 中信建投

图表20：2021年前三季度地方政府土地出让收入增速下滑



资料来源: wind, 中信建投

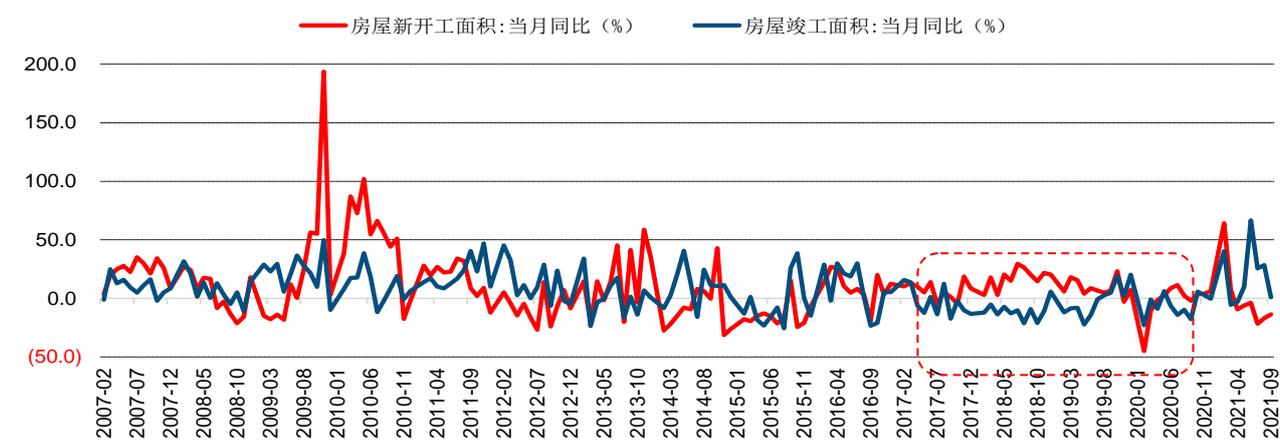
请参阅最后一页的重要声明

找报告, 上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群(18610100296)同步分享更新

再次，竣工来看，2016~2019 年新开工均处于较快水平，但竣工增速在 2017~2020 年均较为低迷，由于交房有固定期限，竣工将会陆续到来，2021 年竣工出现明显增速，预计 2022 年竣工量继续维持高位，但增速很可能有所下滑。

图表21： 2016~2019 年新开工增速均处于较快水平，但竣工在 2017~2020 年均较为低迷



资料来源: wind, 中信建投

## 2.4 2021Q4-2022Q1 将成地产板块最佳配置时期

回顾政策、行业基本面、二级市场估值三者的关系，可以得出“行业政策见底——二级市场估值向上——基本面见底回升”先后顺序的演变规律。本轮行情的演变也遵照了这一规律：8 月初第二轮土拍两集中开始修改规则，叠加保利管理层增持，市场预期政策见底，行业表现开始向上；9 月底央行“双维护”表态确认了政策见底，11 月初银行间交易商协会债务融资工具注册发行放开口子、央行罕见披露 10 月个人住房贷款数据表明信贷投放力度加大，政策进一步见底回升，二级市场情绪也转好。而这一过程中伴随行业基本面数据继续下行，基本面底尚未到来。

图表22： 政策见底到基本面恢复之间是最佳配置窗口期



资料来源: wind, 中信建投

请参阅最后一页的重要声明

找报告, 上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (18610100296) 同步分享更新

我们认为，当前行业政策已经见底，并有所改善，而基本面数据处于继续下行过程中，尚未进入到恢复期。由于今年上半年增长高基数，明年上半年从数据层面依旧不乐观，预计到2022年3月开始的“小阳春”销售可能获得边际改善。因此预计2021Q4-2022Q1期间基本面数据将继续下行，而政策暖意也会较为明显，这段时期是配置地产板块的最佳时期。

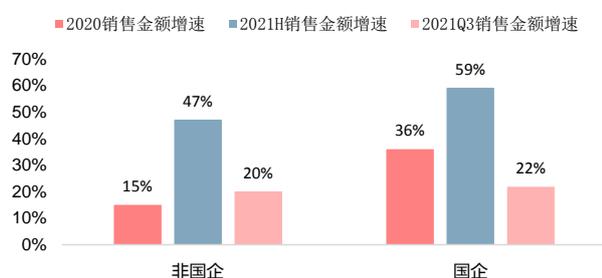
### 3. 本轮行情结构分化特征将更为显著

#### 3.1 开发商板块：推荐高信用房企，尤其是央企

不同房企在本轮政策见底回暖过程中经营目标不同，导致分化继续扩大。高杠杆低信用房企趁政策窗口期继续降杠杆，努力维护现金流在新形势下的平衡。而财务稳健的高信用房企则流动资金相对充裕，可趁窗口期获取优质项目。一进一退之间，房企之间差距将会拉大，信用分层特征更为明显。而现有政策框架下，规模掉队的房企难以东山再起，集中度将往财务稳健房企提升。以上是本轮房地产金融调控带来的与以往最大的不同。

国企和非国企之间的比较可以较好地从业信用分层维度来观察本轮调控过程中的结构分化。国企由于存在信用背书，融资渠道较为畅通，且整体满足“三道红线”指标，在本轮发展余地更大。今年前三季度国企拿地力度好于非国企，并且高于去年水平，有息负债增速也取得了较非国企更高的水平。

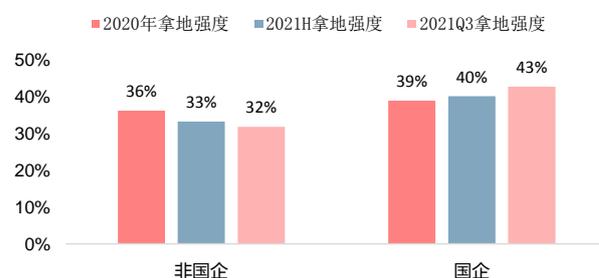
**图表23： 国企销售表现好于非国企**



资料来源：公司公告，中信建投

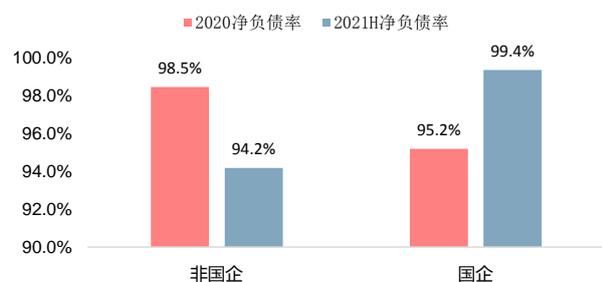
注：样本为销售百强的上市房企，非国企包括民企和公众企业。

**图表24： 国企拿地力度提升且明显高于非国企，非国企下降**



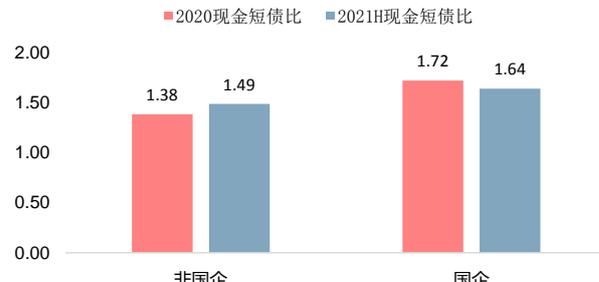
资料来源：公司公告，中信建投

**图表25： 国企净负债提升，已高于非国企**

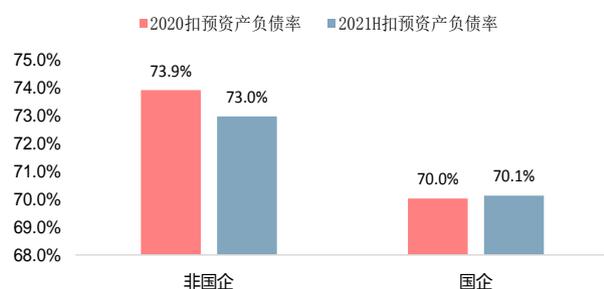


资料来源：公司公告，中信建投

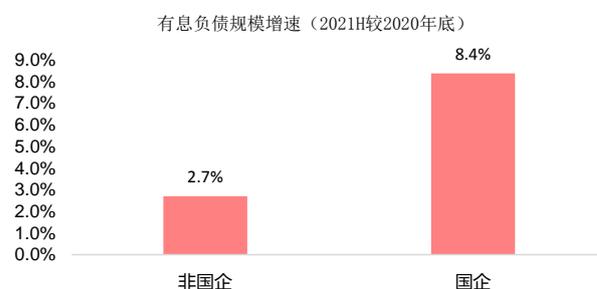
**图表26： 国企现金短债比下降，但仍好于非国企**



资料来源：公司公告，中信建投

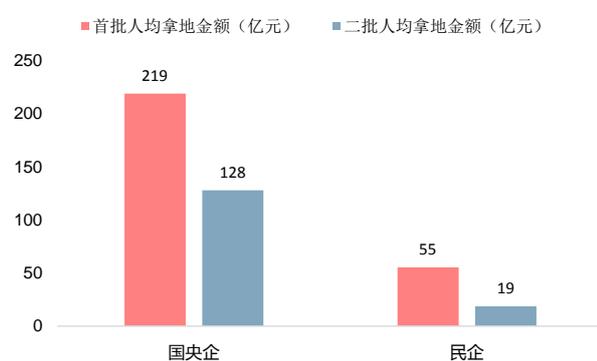
**图表27： 国企扣除预收款后的资产负债率仍低于非国企**


资料来源：公司公告，中信建投

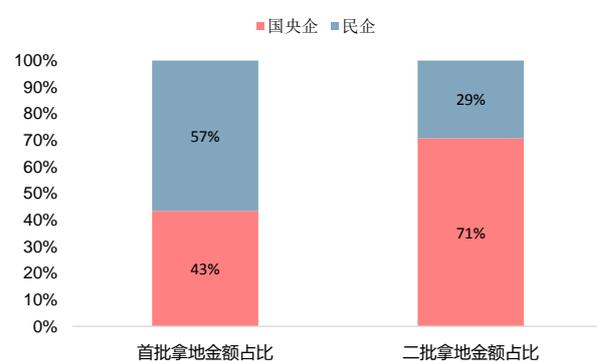
**图表28： 上半年国企的有息负债规模增速高于非国企**


资料来源：公司公告，中信建投

此外，国企在土拍两集中第二批中拿地市占率明显提升，而第二批土拍两集中最能考验房企的流动性充裕程度。TOP50 房企二批次集中拍地中，国企共 13 家有斩获，民企共 26 家有斩获，民企是国企数的两倍。但拿地金额占比来看，国企占 71%，占比较首批提升 28 个百分点，民企占 29%。国企相对民企的投资力度和规模，二批次较首批明显提升。

**图表29： TOP50 房企拿地金额中国央企和民企占比**


资料来源：各地公共资源交易中心，中信建投

**图表30： TOP50 房企中国央企和民企人均拿地金额**


资料来源：各地公共资源交易中心，中信建投

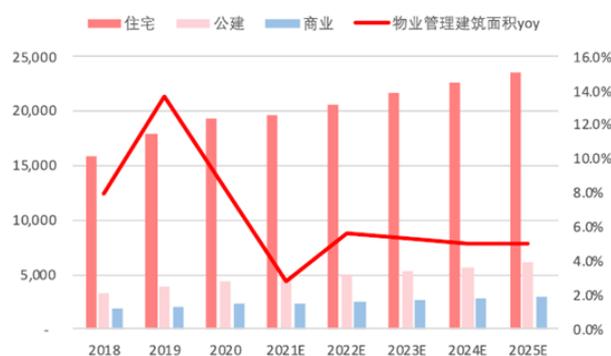
我们认为，国企和非国企之间的分化，是高信用房企和低信用房企之间分化的缩影，未来高信用房企活下来的可能性更大，并将分享低信用房企退出的市场份额。故对于本轮房地产开发板块的行情，我们认为也将是仅限于高信用房企表现的行情。我们继续推荐高信用开发商，尤其是央企。A 股：保利发展、招商蛇口、万科 A、金地集团；港股：华润置地、中国海外发展、龙湖集团、旭辉控股集团、中国金茂。此外，具备核心竞争力的转型标的万业企业，我们也予以继续重点推荐。

### 3.2 物管板块：地产风险尚存，建议关注受关联开发商风险影响较小的物企

国内房地产规模足够大，将为物管行业整体发展提供基本面支撑。作为“类收租”模式下能够提供稳定现金流收入的细分行业，物管板块的整体发展情况与其所管理的物业面积规模高度相关。根据中指院的测算，截至 2020 年底，国内的物业管理总建筑面积达到 259.1 亿平方米（其中住宅物业管理建筑面积达到 193.0 亿平方米，公建物业管理建筑面积达到 43.5 亿平方米，商业物业管理建筑面积达到 22.6 亿平方米），同比增速达 8.2%，

市场整体保持较高的规模增长态势，预计 2021 年至 2025 年，物业管理的建筑面积规模每年仍将保持 4%-6% 左右的同比增长水平。

重点物企的成长速度远高于行业。根据我们对于 A+H 股 25 家重点物企的统计，2021 上半年其共实现在管面积 42.3 亿平方米，相比去年同期增长 53.3%，高于 2020 年全年的增速 44.5%，也显著高于全国物业管理面积的同比增速，主要是由于重点物企外拓力度的加大与行业收并购的持续活跃，引致行业资源向头部企业的进一步集中。

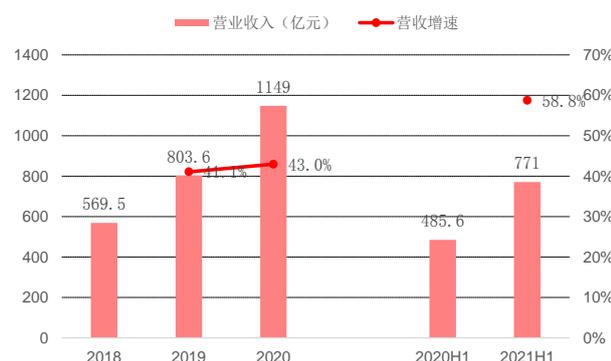
**图表31： 全国物业管理总面积及增速**


资料来源：中指研究院，中信建投

**图表32： 2018-2021H1 重点物企在管面积及同比增速**


资料来源：公司公告，中信建投

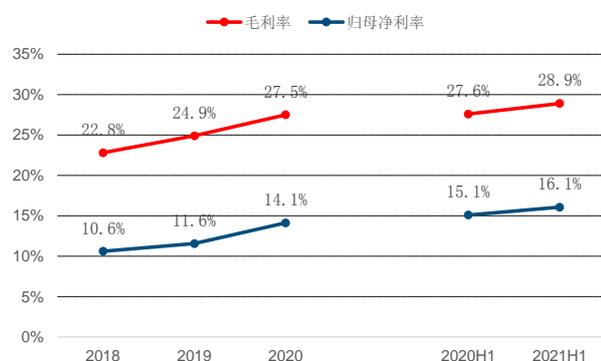
重点物企仍处于规模和利润双增的黄金发展期，将带来投资机会。2021 上半年，25 家重点物企的总营收达 771 亿元，相比去年同期增长 58.8%；总归母净利润达 123.9 亿元，相比去年同期增长 69.0%；毛利率水平增长 1.3pct 至 28.9%，归母净利率水平增长 1.0pct 至 16.1%。同时，重点物企所掌握的合约面积也为未来在管面积的增加提供确定性保障，合约覆盖倍数达致 1.43。

**图表33： 2018-2021H1 重点物企总营收及同比增速**


资料来源：公司公告，中信建投

**图表34： 2018-2021H1 重点物企归母净利润及同比增速**


资料来源：公司公告，中信建投

**图表35： 2018-2021H1 重点物企毛利率及归母净利率**


资料来源：公司公告，中信建投

**图表36： 2018-2021H1 重点物企合约覆盖倍数**


资料来源：公司公告，中信建投

开发商遇行业变局洗牌，背靠稳健的高信用开发商的物企将在行业出清中胜出。近期，部分房企因行业融资政策收紧带来的现金流紧张而风险频发，与这些房企相关联的物企成为其处置用以度过流动性危机的优质资产。2021年物管行业已出现多宗规模较大的收并购事件，行业在进一步整合的过程中。

**图表37： 2021年上市物企重大收并购事件**

上市公司	时间	并购标的	对价 (百万人民币)	收购股权比例
合景悠活	17/1/2021	雪松智联科技集团有限公司	1316	70.00%
恒大物业	29/1/2021	宁波市雅太酒店物业服务有限公司	1500	100.00%
碧桂园服务	26/2/2021	四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司	4846	64.60%
碧桂园服务	20/9/2021	富良环球有限公司	10000	100.00%
碧桂园服务	28/9/2021	邻里乐控股集团	3300	100.00%
旭辉永升服务	15/10/2021	上海美凯龙物业管理服务有限公司	696	80.00%
融创服务	1/11/2021	第一服务控股有限公司	693	32.20%

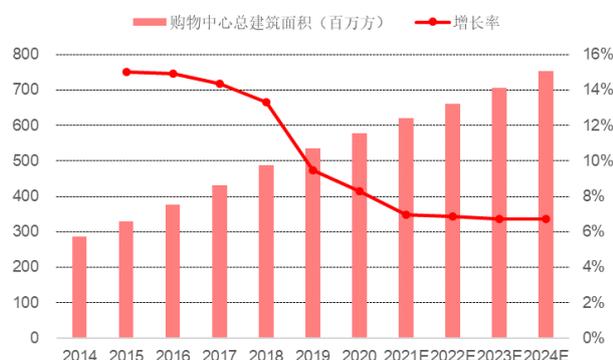
资料来源：公司公告，中信建投

物管板块的估值经历一段时间的调整，估值已下降至较低水平，具备中期配置价值。我们认为，开发商洗牌仍在进行，关联开发商因子将成选股首要考虑因素，应当优选高信用开发商相关联的物企，或弱地产背景而受行业洗牌影响小的物企。推荐 A 股：招商积余、新大正；港股：碧桂园服务、旭辉永升服务、保利物业。

### 3.3 商管板块：购物中心表现好于整体消费，建议关注头部企业

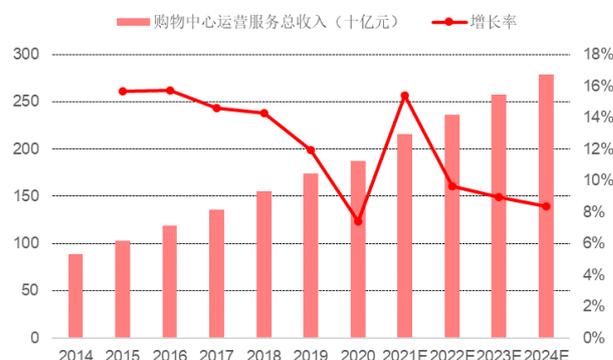
国内购物中心商业运营体量将继续稳定增长。根据弗若斯特沙利文，截至 2020 年底，国内购物中心总面积同比增长 8.3% 至 578.8 百万方，运营服务总收入同比增长 7.4% 至 186.8 亿元。未来 5 年中国购物中心的总建筑面积将保持每年 7%~10% 左右的同比增速，至 2024 年底将达到 753.7 百万方；未来 4 年中国购物中心的运营服务总收入将保持每年 8%~15% 左右的同比增速，至 2024 年底将达到 2789 亿元。总的来说，未来中国购物中心体量和运营收入取得的稳定增长，主要源自各地每年新开业购物中心带来的增量提升，以及存量商场运营效率提升带来的单店运营指标增长。

图表38： 2014-2025E 中国购物中心总建筑面积



资料来源: Frost & Sullivan, 中信建投

图表39： 2014-2024E 中国购物中心运营服务总收入

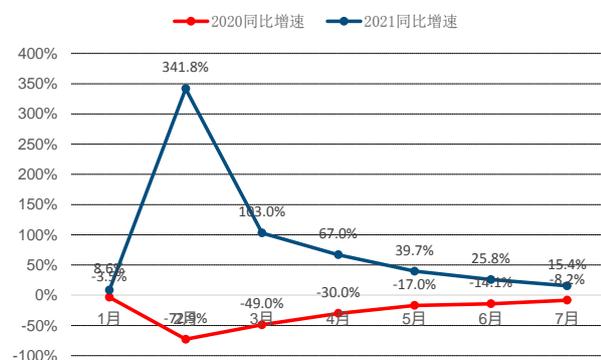


资料来源: Frost & Sullivan, 中信建投

品牌购物中心的零售表现显著好于总体消费增速水平，奢侈品零售增速更占优势。总体上看，品牌购物中心在今年以来的零售增速水平要明显好于总体的社会消费增速水平，主要因为各品牌的新开门店、单店效益提升带来的需求提振。随着疫情常态化防控机制的确立，国内各大城市的商场运营已全面恢复正常。且据国家文旅部的数据，2021年十一黄金周期间国内游出游 5.15 亿人次，同比减少 1.5%，按可比口径恢复至疫情前同期的 70.1%，国内个别区域零星爆发的区域性疫情，使人们更倾向于减少节假日期间去外地游玩的频次，此时各城市内购物中心提供的丰富线下文娱、购物体验将满足广大群众的假期团聚和出游需求。根据宝龙商业的购物中心单店零售额月度统计，自 2021 年初以来虽然同比增速呈现一定的下降态势，但是从数值的绝对量上看，7 月份的购物中心单店零售增速仍然高达 15.4%，大幅优于社会整体消费增速水平。

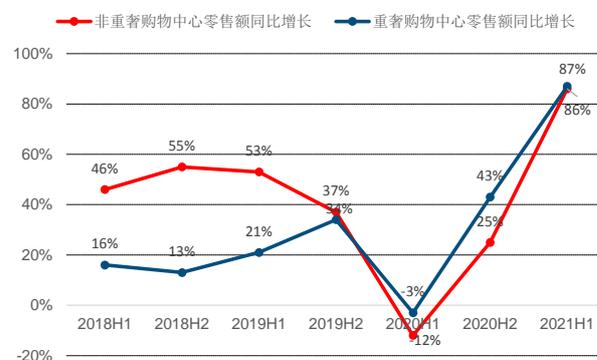
自 2020 年初新冠肺炎疫情爆发以来，出境旅游一直处于被限制状态，国内中高收入群体每年的奢侈品购置需求因而更多的由国内市场满足。以华润万象生活为代表的商管运营品牌，旗下的重奢购物中心也在社会从疫情复苏的过程中，取得了相比于普通购物中心更高的增速表现。2020 至 2021 上半年，华润万象生活在管的重奢购物中心零售额增速持续高于非重奢购物中心的零售额增速，2021 上半年同比增速达 87%。

图表40： 宝龙商业 2019-2020 前 7 月单月同比增速



资料来源: 公司公告, 中信建投

图表41： 华润万象生活 2018H1-2021H1 分级零售增速



资料来源: 公司公告, 中信建投

**图表42： 品牌购物中心表现好于整体消费**

	2019	2020	2021H
龙湖零售额增速（同店口径）	14%	-7%	60%
龙湖零售额增速（整体口径）	25%	14%	100%
华润零售额增速（同店口径）	18%	--	--
华润零售额增速（整体口径）	37%	14%	87%
赢商网统计 23 个样本项目（同店口径）	16%	8%	--
社会消费品零售总额增速	8%	-4%	23%

资料来源：赢商网、公司公告，中信建投

注：1、社零增速应当与整体口径比较，此处汇报同店口径是为说明品牌购物中心即使在同店口径下也有较好表现；2、赢商网统计的 23 个样本项目来源于北京、上海、深圳、杭州、南京、厦门、福州、青岛、郑州、重庆 10 个城市。

基于品牌购物中心业态持续丰富、知名度提升带来的渗透率及集中度提升，我们认为购物中心单店的经营效率将会得到持续提高，并带动购物中心业绩增速持续优于社会总体零售消费增速，购物中心持有和运营细分赛道将有突出表现。未来拥有丰富运营经验、品牌影响力高的国内头部零售商业地产商和商管公司将从中受益。  
**推荐 A 股：新城控股；港股：华润置地、龙湖集团、华润万象生活、宝龙商业。**

**图表43： 主流商业运营企业运营数据对比（截至 2020 年底）**

	市占率（以在管建筑面积 衡量）	在管项目数量	在管建筑面积（百万 平方米）	出租率	覆盖城市数量	日均客流量（千人）
万达商管	8.30%	368	52.8	97.80%	202	27
新城控股	1.40%	95	9	99.50%	73	19
万科印力	1.10%	89	7.2	87.40%	58	16
华润万象生活	1.00%	57	6.4	94.00%	35	46.1
宝龙商业	0.90%	68	5.9	88.10%	35	19.7

资料来源：公司公告，中信建投

## 4. 风险提示

1. 房地产政策调控超预期。本次房地产金融政策见底回暖可能是短暂的，房地产长效机制建立仍处完善过程中。
2. 市场下行幅度超预期。当前商品房销售快速下行，可能引发开发商新一轮流动性危机。
3. 疫情反复导致购物中心运营受不利影响。疫情因素尚未完全消除，不排除对线下实体运营产生不利影响。

请参阅最后一页的重要声明

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

## 分析师介绍

**竺劲：**房地产和建筑行业首席分析师，北京大学国家发展研究院金融学硕士，专注于房地产、物业管理等行业研究，10年证券从业经验。

连续三年（2018-2020）荣获最佳行业金牛分析师奖（房地产行业），获得2020年新财富最佳分析师（房地产行业）入围奖，2020年机构投资者·财新资本市场分析师成就奖（房地产行业）大陆区入围奖，2020年卖方分析师水晶球奖（房地产行业）第5名。

**尹欢科：**房地产组研究助理，主要研究领域为房地产开发及存量地产领域。浙江大学金融学学士，复旦大学金融学硕士。2020年2018/2020年水晶球最佳行业分析师奖团队成员，2020年金牛奖最佳行业分析团队（房地产），2020年新财富最佳分析师（房地产）入围团队成员，2018-2020年连续三年Wind金牌分析师。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层  
电话:(8610) 8513-0588  
联系人:李祉瑶  
邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室  
电话:(8621) 6882-1600  
联系人:翁起帆  
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层  
电话:(86755) 8252-1369  
联系人:曹莹  
邮箱:caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
中环交易广场2期18楼  
电话:(852) 3465-5600  
联系人:刘泓麟  
邮箱:charleneliu@csci.hk