

2021 年 06 月 23 日

看好

# 跨越转轨周期，重估长期主义

——房地产行业 2021 年中期投资策略

## 相关研究

"行业数据高位放缓，黑石收购 SOHO 中国 - 房地产行业周报 (2021/6/12-2021/6/18)" 2021 年 6 月 20 日

"进军商管案例增加，上市物企陆续派息 - 物业管理行业周报 (2021/6/12-2021/6/18)" 2021 年 6 月 20 日

## 证券分析师

袁豪 A0230520120001  
yuanhao@swsresearch.com  
曹曼 A0230520120003  
caoman@swsresearch.com  
曹一凡 A0230518110002  
caoyf@swsresearch.com

## 联系人

邓力  
(8621)23297818×转  
dengli@swsresearch.com

## 本期投资提示：

- **政策面：住宅业务全面调控，多元业务频获支持。**年初至今新一轮住宅地全方面、全主体收紧政策陆续出台，包括：购房者（限购等）、房企（三条红线）、金融机构（贷款集中度管理）、地方政府（集中供地）。其中，需求端，调控已达到历史最严阶段，但需求依然保持韧性，并随着人口年龄结构上移、高等教育人口占比提升、以及家庭小型化加剧，房地产消费将出现结构性红利，同期多元业务也频获政策支持（物管、商业、REITs 等），供给端，调控也不断升级，资金端的三条红线和贷款集中度管理抑制行业过度加杠杆冲动，土地端的集中供地意在降低土地市场热度，供给的持续调整导致周期规律变化。我们认为，供需两端的变化将重塑行业格局，行业将由杠杆驱动向运营驱动转变，具备永续经营能力的优质企业将获得更大成长空间，而稳健企业融资集中度大幅提升则是印证。
- **基本面：销售强劲高位放缓，投资前端弱后端强。**销售端，上半年销售表现强劲，并呈现去化率改善、房价上涨趋势，其中拿地少、开工少、销售多则造成了低库存下的深度去库存；展望下半年，综合考虑前 5 月靓丽销售的好基础、以及信贷收紧和基数快速走高，预计后续销售增速将逐步放缓、但仍将保持一定韧性，我们上调 2021 年销售面积同比预测至+5.6%、销售金额同比预测至+12.2%。投资端，上半年投资保持强势，并呈现出拿地开工偏弱、施工竣工偏强，符合我们年初“投资前端偏弱、投资后端偏强”的判断；展望下半年，三条红线扩围背景下我们维持年初判断，拿地开工偏弱、施工竣工偏强，但考虑到低库存下补库存需求加强或推动 Q3 开工阶段性修复，我们上调 2021 年投资同比预测至+10.8%，其中上调新开工同比预测至+1.9%、维持竣工同比预测为+12.0%。
- **两集中：意在降温但收效甚微，政策亟待回归初衷。**上半年，集中供地政策本意为降低土地市场热度，但从目前第一批集中供地来看，收效甚微；大部分城市地价创新高，溢价率进一步升至 15%、隐含毛利率则进一步降至 17%，土地市场的火热并没有得到抑制，“三稳”也没得到实现。值得关注的是，商业地产的拿地优势明显，华润、龙湖、新城等房企拿地毛利率均超 21%。展望下半年，我们认为，一方面，预计后续地方政府“价高者得”的供地政策或将向“非价高者得”转变，如北京和上海等规则，另一方面，房企拿地需求和房企资金阶段性双旺的局面，随着房企资金地进一步趋紧以及中尾部企业的出清，预计后续行业内卷化的格局也将有所改善，综合之下，预计今年第二批、第三批集中供地的地价将有所控制、房企毛利率也将有所改善，真正达到房住不炒的意图。
- **多元化：多元业务焕发光彩，基本面政策面共振。**我们认为，目前房地产多元化业务进入了基本面和政策面共振发展的阶段，预计后续也将更焕发光彩。其中我们看好：1) 物业管理：行业的职能正由传统基础服务逐步演化为同时具备准公共服务、消费、资产管理三大属性的综合角色，并且上述三大属性也将分别赋予物业管理行业持续政策支持、持续成长性、打开提价空间三大优势；2) 商业地产：我们测算得到 2030E 中国购物中心销售额 11.9 万亿元/GRA9.1 亿平/租管费 1.8 万亿元，分别相当于 2020 年的 3.1 倍/1.9 倍/3.9 倍，乘风消费长风、发展空间巨大；3) 物流地产：我国目前人均物流地产面积仅 0.7 平，是美国的 1/5，并且我国电商销售体量大、增速高，这将推动高端仓储需求持续释放，而公募 REITs 推出也将助力发展，预计后续物流地产发展空间广阔。
- **投资建议：跨越转轨周期，重估长期主义，维持“看好”评级。**我们认为，三条红线等供给端调控的不断升级推动房地产行业呈现新周期规律，同时人口结构的多维度变化则正推动房地产需求呈现结构性红利，供需两端的变化将重塑行业格局，也决定了行业处于转轨周期阶段，具备永续经营能力的优质企业或能穿越周期、获得更大成长空间。我们维持房地产板块“看好”评级，推荐：1) 购物中心：新城控股、龙湖集团、华润置地、宝龙商业，关注：华润万象、新城发展、宝龙地产；2) 物业管理：碧桂园服务、融创服务、绿城服务、永升生活服务、中海物业，关注：新大正、新城悦服务；3) 住宅开发：万科 A、旭辉控股、中海发展、融创中国、金科股份、金地集团、保利地产。
- **风险提示：房地产调控超预期收紧，销售去化率不及预期。**



申万宏源研究微信服务号

# 投资案件

## 结论和投资建议

我们认为，三条红线等供给端调控的不断升级推动房地产行业呈现新周期规律，同时人口结构的多维度变化则正推动房地产需求呈现结构性红利，供需两端的变化将重塑行业格局，也决定了行业处于转轨周期阶段，具备永续经营能力的优质企业或能穿越周期、获得更大成长空间。我们维持房地产板块“看好”评级，推荐：1）购物中心：新城控股、龙湖集团、华润置地、宝龙商业，关注：华润万象、新城发展、宝龙地产；2）物业管理：碧桂园服务、融创服务、绿城服务、永升生活服务、中海物业，关注：新大正、新城悦服务；3）住宅开发：万科 A、旭辉控股、中海发展、融创中国、金科股份、金地集团、保利地产。

## 原因及逻辑

**1）政策面：住宅业务全面调控，多元业务频获支持。**年初至今新一轮住宅地产全方位、全主体收紧政策陆续出台，包括：购房者（限购等）、房企（三条红线）、金融机构（贷款集中度管理）、地方政府（集中供地）。其中，需求端，调控已达到历史最严阶段，但需求依然保持韧性，并人口结构的多维度变化正推动着房地产消费需求呈现结构性红利，同期多元业务也频获政策支持（物管、商业、REITs 等）；供给端，调控也不断升级，资金端的三条红线和贷款集中度管理抑制行业过度加杠杆冲动，土地端的集中供地意在降低土地市场热度，供给端调整持续深化。

**2）基本面：销售强劲高位放缓，投资前端弱后端强。**销售端，展望下半年，综合考虑前 5 月靓丽销售的好基础、以及信贷收紧和基数快速走高，预计后续销售增速将逐步放缓、但仍将保持一定韧性，我们上调 2021 年销售面积同比预测至+5.6%、销售金额同比预测至+12.2%。展望下半年，三条红线扩围背景下我们维持年初判断，拿地开工偏弱、施工竣工偏强，但考虑到低库存下补库存需求加强或推动 Q3 开工阶段性修复，我们上调 2021 年投资同比预测至+10.8%，其中上调新开工同比预测至+1.9%、维持竣工同比预测为+12.0%。

**3）两集中：意在降温但收效甚微，政策亟待回归初衷。**上半年，集中供地政策本意为降低土地市场热度，但从目前第一批集中供地来看，大部分城市地价创新高，土地市场的火热并没有得到抑制。展望下半年，一方面，预计后续地方政府“价高者得”的供地政策或将向“非价高者得”转变，如北京和上海等规则，另一方面，房企拿地需求和房企资金阶段性双旺的局面，随着房企资金进一步趋紧以及中尾部企业的出清，预计后续行业内卷化的格局也将有所改善，综合之下，预计今年第二批、第三批集中供地的地价将有所控制、房企毛利率也将有所改善。

**4）多元化：多元业务焕发光彩，基本面政策面共振。**1）物业管理：物管行业兼具准公共服务、消费、资产管理三大属性，将分别赋予持续政策支持、持续成长性、打开提价空间三大优势；2）商业地产：我们测算得到 2030E 中国购物中心销售额 11.9 万亿元/GRA9.1 亿平/租管费 1.8 万亿元，分别相当于 2020 年的 3.1 倍/1.9 倍/3.9 倍，购物中心发展空间巨大；3）物流地产：我国目前人均物流地产面积仅 0.7 平，是美国的 1/5，并且我国电商销售体量大、增速高，这将推动高端仓储需求持续释放，而公募 REITs 推出也将助力发展，预计后续物流地产发展空间广阔。

## 有别于大众的认识

市场按照传统框架研究分析房地产行业，但很多经验规律失效，而我们根据小周期延长框架分析行业，并且我们认为：1）行业判断：维持年初“投资前端偏弱、投资后端偏强”的判断，其中拿地开工偏弱、施工竣工偏强，其中低库存下补库存需求加强或推动 Q3 开工阶段性修复；2）集中供地：后续地方政府“价高者得”的供地政策或将向“非价高者得”转变，同时房企拿地需求和房企资金阶段性双旺的局面也将逐步弱化，因而预计今年后续集中供地的地价将有所控制；3）多元业务：目前房地产多元化业务进入了基本面和政策面共振发展的阶段，预计后续也将焕发光彩，其中我们看好物业管理、商业地产以及物流地产。

## 目录

### 1. 政策面：住宅业务全面调控，多元业务频获支持 ..... 10

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 1.1 住宅开发：全方位全主体调控，行业新格局加速成型.....      | 10 |
| 1.1.1 购房者：中央坚持房住不炒，地方调控严上加严.....      | 10 |
| 1.1.2 房企：三条红线持续扩围，房企融资冰火两重天.....      | 13 |
| 1.1.3 金融机构：中央推贷款集中度管理，地方严查违规行业信贷..... | 17 |
| 1.1.4 地方政府：集中供地和税务征土地款意在稳地价和降依赖.....  | 20 |
| 1.2 多元业务：物管、商业、REITS 支持政策逐步推进.....    | 22 |
| 1.3 人口政策：人口结构性红利来临，老龄化加速三胎政策.....     | 23 |
| 1.3.1 人口普查：城镇化率再提升，人口总量红利向结构红利转变..... | 23 |
| 1.3.2 三胎政策：应对老龄化、优化人口结构，促进改善型需求.....  | 25 |
| 1.4 政策面小结：住宅业务全面调控，多元业务频获支持.....      | 26 |

### 2. 基本面：销售强劲高位放缓，投资前端弱后端强 ..... 27

|  |    |
|--|----|
| 2.1 销售端：全国销售高位放缓，但料全年仍将创新高.....        | 27 |
| 2.1.1 销售：全国销售高位放缓，但料全年仍将创新高.....       | 27 |
| 2.1.2 库存：各库存指标均处低点，行业低库存下深度去库存.....    | 31 |
| 2.1.3 去化：今年去化率有所改善，一二线城市好于三四线.....     | 34 |
| 2.1.4 价格：一二手房价持续上行，东部一二线涨幅明显.....      | 35 |
| 2.2 投资端：投资保持强势，拿地开工偏弱、施工竣工趋强.....      | 37 |
| 2.2.1 拿地：土地供应成交偏弱，集中供地下溢价率走高.....      | 37 |
| 2.2.2 开工：三条红线下开工偏弱，补库存下或将阶段性修复.....    | 39 |
| 2.2.3 竣工：开工传导和三条红线影响，竣工处于中期释放阶段.....   | 41 |
| 2.2.4 施工：三条红线下深度去库存，复工走强带动施工走强.....    | 42 |
| 2.2.5 投资：施工投资正向拉动，推动投资保持强势.....        | 44 |
| 2.3 指标预测：上调销量预测至+5.6%、投资预测至+10.8%..... | 44 |
| 2.4 基本面小结：销售强劲高位放缓，投资前端弱后端强.....       | 47 |

### 3. 公司面：拿地及融资分化，稳健企业融资集中度大升..... 47

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 3.1 房企销售：主流房企销售靓丽，目前目标完成率 39%.....    | 47 |
| 3.1.1 房企销售：主流房企销售靓丽，显著好于 19 年同期.....  | 47 |
| 3.1.2 销售计划：前 5 月主流房企销售目标完成率达 39%..... | 50 |
| 3.2 拿地：三道红线下企业拿地分化，绿档较强、红档趋弱.....     | 52 |
| 3.3 三重集中度：集中度分化，稳健企业融资集中度大升.....      | 56 |
| 3.4 公司面小结：拿地及融资分化，稳健企业融资集中度大升.....    | 57 |

## **4 . 两集中：意在降温但收效甚微，政策亟待回归初衷..... 58**

- 4.1 新政概况：土地两集中新规出台，28 城推集中供地制度 ..... 58
- 4.2 供地计划：25 城供地计划同比+11%，首批占比计划 33% ..... 59
- 4.3 土拍结果：地价和溢价率走高，隐含毛利率再下行 ..... 60
- 4.4 城市维度：成交南北分化，竞拍规则显著影响利润率 ..... 62
- 4.5 企业维度：龙头房企活跃度高，商业地产拿地优势强 ..... 66
- 4.6 两集中小结：意在降温但收效甚微，政策亟待回归初衷 ..... 69

## **5. 多元化：多元业务焕发光彩，基本面政策面共振 ..... 70**

- 5.1 物业管理：集公共、消费、资管三大属性，拓更广发展空间 ..... 70
- 5.2 商业地产：购物中心乘风消费长风，奔向星辰大海 ..... 72
- 5.3 物流地产：乘风电商及消费发展，公募 REITs 促换挡加速 ..... 74
- 5.4 多元化小结：多元业务焕发光彩，基本面政策面共振 ..... 77

## **6. 投资建议：跨越转轨周期，重估长期主义，维持“看好”评级 ..... 77**

## **7. 风险提示：调控超预期收紧，销售去化率不及预期 ..... 79**

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1：目前房地产行业全方位、全主体调控 .....                         | 10 |
| 图 2：2021 年初至今各省市分类房地产调控收紧政策次数 .....                | 13 |
| 图 3：行业境内历年发债金额 .....                               | 17 |
| 图 4：行业境内单月发债金额 .....                               | 17 |
| 图 5：按揭余额及同比 .....                                  | 19 |
| 图 6：开发贷余额及同比 .....                                 | 19 |
| 图 7：行业开发贷和按揭占比各项贷款余额 .....                         | 19 |
| 图 8：行业开发贷和按揭净增额占比各项贷款净增额 .....                     | 19 |
| 图 9：全国首套和二套房贷利率 .....                              | 19 |
| 图 10：我国人口总量及年复合增速 .....                            | 23 |
| 图 11：我国城镇化率走势 .....                                | 23 |
| 图 12：我国各年龄段人口比例 .....                              | 24 |
| 图 13：我国出生率和死亡率 .....                               | 24 |
| 图 14：我国受教育结构 .....                                 | 24 |
| 图 15：我国家庭户数以及户均人口 .....                            | 24 |
| 图 16：全国商品房累计销售面积及同比 .....                          | 27 |
| 图 17：全国商品房累计销售金额及同比 .....                          | 27 |
| 图 18：全国商品房月度销售面积及同比 .....                          | 28 |
| 图 19：全国商品房月度销售金额及同比 .....                          | 28 |
| 图 20：2015-2021 年全国商品房月度销售面积 .....                  | 28 |
| 图 21：2015-2021 年全国商品房月度销售金额 .....                  | 28 |
| 图 22：2015-20 年前 5 月销售面积占比当年及 21 年前 5 月占比 20 年全年 .. | 29 |
| 图 23：2019-2021 季度销售面积及同比 .....                     | 30 |
| 图 24：M2 的走势 .....                                  | 30 |
| 图 25：10 年期国债收益率的走势 .....                           | 30 |
| 图 26：商品房销售面积与 M2 相关性 .....                         | 30 |
| 图 27：商品房销售面积与国债收益率相关性 .....                        | 30 |



|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 图 28：全国累计已开工未售库存 .....              | 32 |
| 图 29：全国待售面积库存（已竣工未售库存） .....        | 32 |
| 图 30：5 城可售面积走势（已拿证未售库存） .....       | 32 |
| 图 31：各维度库存水平较峰值下降情况 .....           | 33 |
| 图 32：4 种库存水平之间的关系 .....             | 33 |
| 图 33：克而瑞 49 城成交/推盘比仍处于较健康水平 .....   | 34 |
| 图 34：一二线城市成交/推盘比更高 .....            | 34 |
| 图 35：万得 15 城商品房成交/推盘比情况 .....       | 35 |
| 图 36：百城一手住宅价格同比、环比走势 .....          | 36 |
| 图 37：70 城二手住宅价格同比、环比走势 .....        | 36 |
| 图 38：百城分能级一手住宅价格同比走势 .....          | 36 |
| 图 39：70 城分能级二手住宅价格同比走势 .....        | 36 |
| 图 40：主流 70 城前 5 月一手房房价涨幅前十城市 .....  | 37 |
| 图 41：主流 70 城前 5 月一手房房价涨幅后十城市 .....  | 37 |
| 图 42：主流 70 城前 5 月二手房房价涨幅前十城市 .....  | 37 |
| 图 43：主流 70 城前 5 月二手房房价涨幅后十城市 .....  | 37 |
| 图 44：300 城土地供应建面 .....              | 38 |
| 图 45：300 城土地成交建面 .....              | 38 |
| 图 46：2018-2021 年 300 城分能级供应同比 ..... | 38 |
| 图 47：2018-2021 年 300 城分能级成交同比 ..... | 38 |
| 图 48：2014-2021 年 300 城溢价率 .....     | 39 |
| 图 49：2018-2021 年 300 城分能级溢价率 .....  | 39 |
| 图 50：商品房单月新开工面积及同比 .....            | 40 |
| 图 51：2QMA 新开工滞后 2QMA 土地成交 2Q .....  | 40 |
| 图 52：商品房单月竣工面积及同比 .....             | 41 |
| 图 53：开工对竣工的传导 .....                 | 42 |
| 图 54：商品房施工面积累计同比 .....              | 42 |
| 图 55：施工面积预测的逻辑框架 .....              | 43 |
| 图 56：商品房新开工和施工面积同比 .....            | 43 |
| 图 57：商品房房地产开发投资累计同比和单月同比 .....      | 44 |

|   |    |
|---|----|
| 图 58 : 2021 年房地产开发投资数据单季度同比预测 .....         | 46 |
| 图 59 : 2021 年房地产开发投资数据同比预测 .....            | 47 |
| 图 60 : 50 家房企月度销售金额及同比 .....                | 48 |
| 图 61 : 50 家房企月度销售面积及同比 .....                | 48 |
| 图 62 : 22 家主流房企 5M2021 销售额计划完成率和销售额同比 ..... | 52 |
| 图 63 : Top50 房企新增货值同比 .....                 | 52 |
| 图 64 : Top50 房企新增土地建面同比 .....               | 52 |
| 图 65 : 单季度不同规模房企新增货值同比 .....                | 53 |
| 图 66 : 单季度不同规模房企新增土地建面同比 .....              | 53 |
| 图 67 : 单季度 top50 企新增货值/销售额 .....            | 53 |
| 图 68 : 单季度不同规模房企拿地面积/销售面积 .....             | 53 |
| 图 69 : 单季度不同档房企新增货值同比增速 .....               | 54 |
| 图 70 : 单季度不同档房企新增拿地面积同比增速 .....             | 54 |
| 图 71 : 单季度不同档房企新增货值/销售额 .....               | 54 |
| 图 72 : 单季度不同档房企新增拿地面积/销售面积 .....            | 54 |
| 图 73 : top50 房企新增货值/销售额 vs 净负债率 .....       | 54 |
| 图 74 : 三重集中度情况 .....                        | 56 |
| 图 75 : AH 板块及 15 家房企有息负债净增额情况 .....         | 56 |
| 图 76 : 2019 年之后相对稳健房企融资集中度提升 .....          | 57 |
| 图 77 : 2019 年之后相对激进房企融资集中度下降 .....          | 57 |
| 图 78 : 试点城市首批供地/21 年供地计划 .....              | 60 |
| 图 79 : 21 年供地出让金额/20 全年占比较高 .....           | 60 |
| 图 80 : 试点城市 21/20 年溢价率情况对比 .....            | 61 |
| 图 81 : 试点城市 21 年/20 年流拍率情况对比 .....          | 61 |
| 图 82 : 试点城市地价房价比对比 .....                    | 61 |
| 图 83 : 试点城市 21 年隐含毛利率情况 .....               | 61 |
| 图 84 : 试点城市 2020/2021 年土地成交楼面价对比 .....      | 62 |
| 图 85 : 试点城市集中供地成交案例中配建+自持面积占比 .....         | 62 |
| 图 86 : 南北城市土拍分化差异较大 .....                   | 63 |
| 图 87 : 不同竞拍规则显著影响拿地利润率 .....                | 65 |

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图 88：试点城市不同毛利率水平项目个数分布 .....          | 65 |
| 图 89：企业性质分类.....                      | 66 |
| 图 90：按是否上市分类 .....                    | 66 |
| 图 91：按销售规模分类 .....                    | 67 |
| 图 92：20 城供地下重点房企销售拿地分布 .....          | 68 |
| 图 93：物业管理行业的本质与价值.....                | 70 |
| 图 94：物业管理服务范围由传统基础服务向各领域延伸.....       | 71 |
| 图 95：各国物业费/人均收入 .....                 | 72 |
| 图 96：各国物业费/各国房价 .....                 | 72 |
| 图 97：实体商店的价值 .....                    | 73 |
| 图 98：过去/现在商场的功能 .....                 | 73 |
| 图 99：商场的商业模式 .....                    | 73 |
| 图 100：两种方法平均后的 2030E 中国商场行业的空间估算..... | 74 |
| 图 101：中国社会物流总额及增速 .....               | 74 |
| 图 102：我国人均物流地产面积相对较低 .....            | 75 |
| 图 103：我国现代物流地产面积占比仍较低.....            | 75 |
| 图 104：2019 年国内物流地产市占率情况.....          | 76 |
| 表 1：2021 年年初至今中央层面部分重点房地产调控政策 .....   | 11 |
| 表 2：2018 年至今提及房地产税相关会议、部门、发言及政策 ..... | 12 |
| 表 3：2021 年年初至今各城市房地产调控政策收紧情况 .....    | 13 |
| 表 4：三条红线及相关城市落实情况 .....               | 14 |
| 表 5：2020 年末房企三条红线分档情况.....            | 14 |
| 表 6：2020 年末分档房企个数和三条红线均值.....         | 16 |
| 表 7：部分房企近期融资与出售项目情况 .....             | 17 |
| 表 8：房地产贷款集中度管理要求 .....                | 18 |
| 表 9：22 城集中供地拍卖细则 .....                | 20 |
| 表 10：税务部门征收土地出让收入通知的内容 .....          | 21 |
| 表 11：细分行业（物管、商业、REITS 等）支持政策概况 .....  | 22 |
| 表 12：近年鼓励生育政策频出 .....                 | 25 |



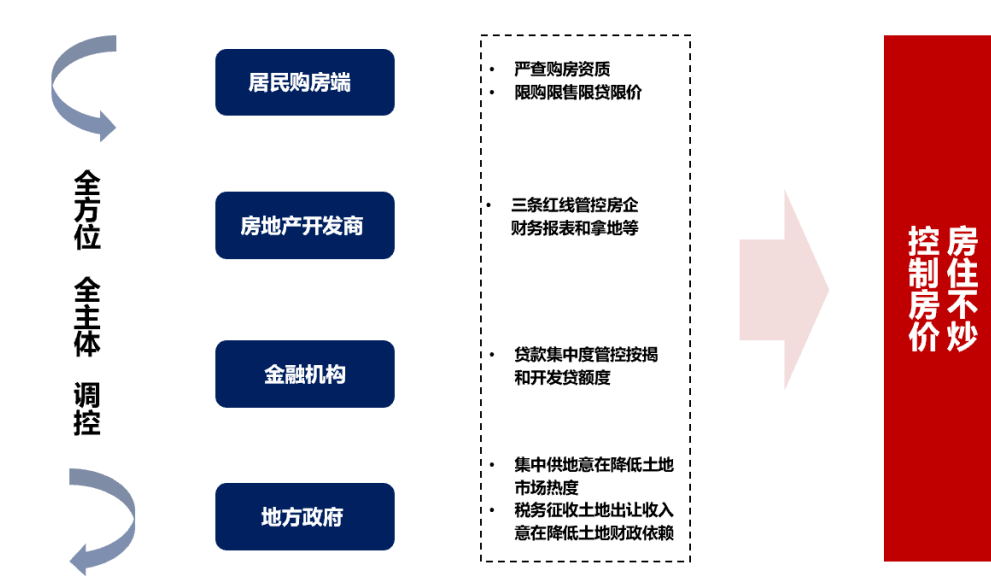
|  |    |
|--|----|
| 表 13 : 2021 年 6-12 月销售面积同比对应全年销售面积同比敏感性分析.....   | 29 |
| 表 14 : 2021 年房地产开发投资数据单季度预测情况表.....              | 45 |
| 表 15 : 2021 年房地产开发投资数据预测汇总表.....                 | 46 |
| 表 16 : 2021 年 5 月 50 家房企销售排名 (按累计销售金额降序排序) ..... | 49 |
| 表 17 : Top30 房企 2018 年以来销售额排名变化 (单位: 亿元) .....   | 50 |
| 表 18 : 主流 22 家房企 2021E 销售目标及完成率 .....            | 51 |
| 表 19 : Top30 房企 2018 年以来新增货值排名变化 (单位: 亿元) .....  | 55 |
| 表 20 : 22 城集中供地节奏 .....                          | 58 |
| 表 21 : 加入集中供地的非试点城市 .....                        | 59 |
| 表 22 : 首批集中供地的成交分析 .....                         | 60 |
| 表 23 : 试点城市土拍南北分化显著 .....                        | 63 |
| 表 24 : 试点城市土拍南北分化显著 .....                        | 64 |
| 表 25 : 试点城市竞拍集中度较高 .....                         | 67 |
| 表 26 : 20 城集中供地中主流房企拿地毛利率分析 (按拿地金额排序) .....      | 68 |
| 表 27 : 现代集约物流仓储与传统仓库的区别对比 .....                  | 75 |
| 表 28 : 主流 AH 上市房企估值表 .....                       | 77 |
| 表 29 : 主流 AH 上市物业管理企业估值情况 .....                  | 78 |

# 1. 政策面：住宅业务全面调控，多元业务频获支持

## 1.1 住宅开发：全方位全主体调控，行业新格局加速成型

2021 年年初至今，住宅地产板块政策再一次全面升级，实现全方位、全主体调控。其中，中央主要从四方面参与主体进行调控，即购房者、房地产开发商、金融机构和地方政府。而从供需方面来看，需求端仍然偏紧，一二线限购限售等政策频繁出台；供给端的调控则再度升级，房地产税试点、大力支持租赁、集中供地和税务征收土地出让收入是年内重点支持新政，延续了行业抑投机、去杠杆、稳预期、运营驱动的趋势。

图 1：目前房地产行业全方位、全主体调控



资料来源：申万宏源研究

### 1.1.1 购房者：中央坚持房住不炒，地方调控严上加严

从购房者端来看，调控政策进一步收紧，进一步约束购买行为。中央层面来看，十四五规划和 2035 远景目标、两会政府工作报告、央行和住建部等重点部门发声中例行提及“房住不炒”、“稳地价、稳房价、稳预期”、“因城施策促进房地产市场平稳健康发展”等内容，另有两大近期频繁提及的政策：

- 1) **推进房地产税试点而非立法。**2020 年末至今财政部部长半年内三次发文提及房地产税，“按照‘立法先行、充分授权、分步推进’的原则，积极稳妥推进房地产税立法”；2021 年 5 月 11 日，财政部等四部门在京主持召开房地产税改革试点工作座谈会，这也是官方首次提及房地产税试点。我们认为，房地产税试点说明立法

基础尚未完善，并且考虑到出台背景在于管控房价、抑制投机炒房行为；因此开征房地产税或会考虑居民基本居住权，并有一定征收门槛。

- 2) 加大租赁政策支持力度。十四五规划着重提出，“加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，...有力有序扩大城市租赁住房供给，完善长租房政策，逐步使租购住房在享受公共服务上具有同等权利”；两会政府工作报告指出“切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给，规范发展长租房市场”；后续租购并举、完善租赁住房供应仍是中央和地方控制房价的大方向。

表 1：2021 年年初至今中央层面部分重点房地产调控政策

| 部门       | 日期         | 摘要  | 内容  |
|----------|------------|---|---|
| 央行、银保监会  | 2020/12/31 | 央行和银保监会将银行分档，设定贷款集中度管理要求。                         | 人民银行、银保监会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，将根据银行业金融机构的资产规模、机构类型等因素，分 5 档设定房地产贷款集中度管理要求，分别管控房地产贷款和个人住房贷款占比上限。   |
| 央行       | 2021/1/15  | 央行强调坚持“房住不炒”定位，租购并举，因城施策，保持房地产金融政策连续性、一致性、稳定性     | 国务院新闻办就 2020 年金融统计数据举行新闻发布会。 <b>央行强调坚持“房住不炒”定位，租购并举，因城施策，保持房地产金融政策连续性、一致性、稳定性，稳妥实施好房地产金融审慎管理制度，加大住房租赁市场发展的金融支持，促进房地产市场平稳健康发展。</b>   |
| 中共中央、国务院 | 2021/1/31  | 开展土地指标跨区域交易试点，探索农村集体土地入市                          | 中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《建设高标准市场体系行动方案》，提及要推动经营性土地要素市场化配置， <b>完善建设用地市场体系，开展土地指标跨区域交易试点，在劳动力要素流动方面推动户籍准入年限同城化累计互认。</b>  |
| 自然资源部    | 2021/2/25  | 22 城宅地供应“两集中”，青岛、天津、郑州等每年供地不超 3 次                 | 自然资源部明确今年将推行住宅用地“集中供地”模式。涉及到的 22 个重点城市包括北京、上海、深圳、广州、南京、苏州、杭州、厦门、福州、重庆、成都、武汉、郑州、青岛、济南、合肥、长沙、沈阳、宁波、长春、天津、无锡。  |
| 国务院      | 2021/3/5   | 两会政府工作报告坚持房住不炒和三稳预期，因城施策促进房地产市场平稳健康发展解决好大城市住房突出问题 | 2021 两会政府工作报告提出加大城镇老旧小区改造力度， <b>因城施策促进房地产市场平稳健康发展。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给，规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难。</b>  |
| 中央人民政府   | 2021/3/13  | 中国中央人民政府发布《十四五五年规划和 2035 年远景目标纲要》                 | 实施房地产市场平稳健康发展长效机制，促进房地产与实体经济均衡发展。 <b>推进房地产税立法，健全地方税体系，逐步扩大地方财政管理权。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居、职住平衡。坚持因地制宜、多策并举，夯实城市政府主体责任，稳定地价、房价和预期。</b> 建立住房和土地联动机制，加强房地产金融调控，发挥住房税收调节作用，支持合理自住需求，遏制投资投机性需求。加快培育和发展住房租赁市场，有效盘活存量住房资源，有力有序扩大城市租赁住房供给，完善长租房政策，逐步使租购住房在享受公共服务上具有同等权利。 |
| 中共中央     | 2021/4/30  | 政治局会议指出坚持“房住不炒”防止以学区房等名义炒作房价                      | 中共中央政治局 4 月 30 日召开会议，指出要 <b>坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，增加保障性租赁住房和共有产权住房供给</b> ，防止以学区房等名义炒作房价。   |

|     |           |                                |  |
|-----|-----------|--------------------------------|--|
| 央行  | 2021/5/11 | 央行货币政策报告指出牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位 | 央行发布 2021 年第一季度中国货币政策执行报告： <b>牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性，实施好房地产金融审慎管理制度，加大住房租赁金融支持力度。</b>                         |
| 财政部 | 2021/5/11 | 财政部等 4 部门在京召开房地产税改革试点工作座谈会     | <b>财政部、全国人大常委会预算工委、住房城乡建设部、税务总局负责同志在京主持召开房地产税改革试点工作座谈会</b> ，听取部分城市人民政府负责同志及部分专家学者对房地产税改革试点工作的意见。   |
| 财政部 | 2021/6/4  | 国有土地使用权出让收入等划转税务部门征收           | 财政部网站公布《关于将国有土地使用权出让收入、矿产资源专项收入、海域使用金、无居民海岛使用金四项政府非税收入划转税务部门征收有关问题的通知》。《通知》明确， <b>原本由自然资源部门负责征收的国有土地使用权出让收入等四项政府非税收入，全部划转给税务部门负责征收。</b> 并自 2021 年 7 月起，在上海等七地先期试点。 |

资料来源：相关政府官网，财联社，观点地产网，申万宏源研究

表 2：2018 年至今提及房地产税相关会议、部门、发言及政策

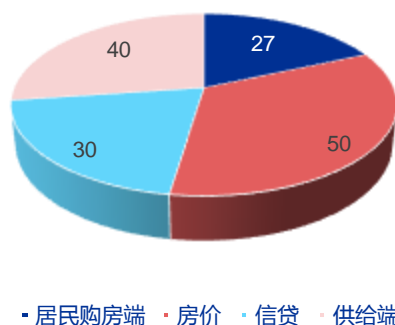
| 时间         | 会议/部门  | 内容  |
|------------|--|---|
| 2018/9/7   | 十三届全国人大常委会立法规划公布   | 房地产税被列入立法规划的第一类项目中：“条件比较成熟、任期内拟提请审议的法律草案”，即房地产税将在 2018 年 3 月-2023 年 3 月间本届全国人大常委会任期内提请审议。                       |
| 2019/3/5   | 全国政协第十三届全国委员会第二次会议（政府工作报告）   | 健全地方税体系， <b>稳步推进房地产税立法。</b>   |
| 2019/3/8   | 十三届全国人大二次会议第二次全体会议   | 委员长栗战书： <b>集中力量落实好党中央确定的重大立法事项</b> ，包括审议民法典，制定刑法修正案（十一）、 <b>房地产税法</b> 、出口管制法，修改证券法、长江保护法等立法调研、起草，都要加紧工作，确保如期完成。 |
| 2020/5/11  | 中共中央国务院发布《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》  | <b>稳妥推进房地产税立法。</b> 健全地方税体系，调整完善地方税税制，培育壮大地方税税源，稳步扩大地方税管理权。  |
| 2020/11/1  | 财政部部长刘昆在《〈中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标的建议〉辅导读本》中撰写了《建立现代财税体制》一文 | 详解“十四五”时期财税改革任务。其在文章中谈及进一步完善现代税收制度时提到， <b>按照“立法先行、充分授权、分步推进”的原则，积极稳妥推进房地产税立法和改革。</b>                            |
| 2020/12/23 | 财政部部长刘昆在《人民日报》上发布了《建立现代财税体制》一文   | 文章指出， <b>按照“立法先行、充分授权、分步推进”的原则，积极稳妥推进房地产税立法。</b>  |
| 2021/3/13  | 中国中央人民政府发布《“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要》  | <b>推进房地产税立法</b> ，健全地方税体系，逐步扩大地方税管理权。  |
| 2021/4/7   | 国新办举行贯彻落实“十四五”规划纲要，加快建立现代财税体制发布会。  | 财政部税政司司长王建凡在发布会上表示，“十四五”期间将进一步完善综合与分类相结合的个人所得税制度， <b>积极稳妥推进房地产税立法和改革。</b>                                       |
| 2021/5/6   | 财政部部长刘昆在经济日报撰文《建立健全有利于高质量发展的现代财税体制》。                                     | 进一步完善综合与分类相结合的个人所得税制度， <b>积极稳妥推进房地产税立法和改革。</b>  |
| 2021/5/11  | 财政部等 4 部门在京召开房地产税改革试点工作座谈会   | 财政部、全国人大常委会预算工委、住房城乡建设部、税务总局负责同志在京主持 <b>召开房地产税改革试点工作座谈会</b> ，听取部分城市人民政府负责同志及部分专家学者对房地产税改革试点工作的意见。               |

资料来源：相关政府官网，财联社，观点地产网，申万宏源研究

而从各城市层面来看，我们统计年初至今重点省市居民购房端（限购限售收紧等，27条）、严控房价（50条）、严查信贷（30条）、供给端土地管理和土拍审查（40条）等调控政策合计147条，今年以来地方政府的房地产调控进一步严上加严。政策收紧原因主要由于年初至今部分一二线城市房价大涨（如上海等），倒逼地方政府不断出台政策，整治市场、控制房价。

图2：2021年初至今各省市分类房地产调控收紧政策次数

2021年初至今各省市房地产调控收紧政策次数



资料来源：相关政府官网，财联社，观点地产网，申万宏源研究

表3：2021年年初至今各城市房地产调控政策收紧情况

| 调控政策概要         | 重点覆盖城市                      |
|----------------|-----------------------------|
| 人才购房&落户收紧      | 杭州、深圳、青岛、广州、佛山、南京           |
| 限购限售收紧         | 深圳、杭州、西安、嘉兴、宁波、南京、义乌、佛山     |
| 整顿房地产市场        | 上海、嘉兴、合肥、东莞、北京、厦门、广州、海南、陕西省 |
| 严审购房资质&严控假离婚   | 上海、广州、合肥、深圳、西安、杭州           |
| 发布二手房成交参考价     | 深圳、无锡、宁波、成都                 |
| 强调新房销售细则&预售款管理 | 常州、武汉、长春、西安、合肥              |
| 加强中介机构管理       | 上海、杭州、银川、深圳、东莞              |
| 严控房价&加强新房售价指导  | 绍兴、深圳、南通、广州、东莞、金华、南平        |
| 严控信贷&严查违规地产贷款  | 上海、北京、广东省、深圳、绍兴、河南、广州、天津、贵阳 |
| 加强土地端管理&严控土拍资格 | 郑州、济南、湖州、成都、成都、西安、南昌、东莞     |

资料来源：相关政府官网，财联社，观点地产网，申万宏源研究

### 1.1.2 房企：三条红线持续扩围，房企融资冰火两重天

从房企端来看，三条红线持续扩围，进一步约束房企拿地融资行为。继住建部和央行20年8月公布首批三条红线12家试点企业（碧桂园、恒大、万科、融创、中梁、保利、新城、中海、华侨城、绿地、华润和阳光城）后，财联社报道指出，21年1月重点房企与央行、住建部座谈会亦包括了部分去年未参加试点的房企，三条红线试点持续扩围。

**部分城市也限制三条红线超标的房企拿地。**如成都 3/22 新政提出，将加强对于土地竞买主体的资格审查，超出房地产开发企业“三道红线”、存在重大失信行为的竞买人，不得参与成都的土地竞拍，6/7 再次发文强调上述内容；西安 3/30 出台新政，存在重大失信行为、超出“三道红线”管理要求的竞买人，不得参与土地竞拍。

**表 4：三条红线及相关城市落实情况**

| 时间        | 会议/部门   | 主要内容   |
|-----------|---|--|
| 2020/8/20 | 央行、住建部与 12 家房企在京座谈，9 月融资“三条红线”新规在 12 家房企试点实施，要求试点房企在 2023 年 6 月 30 日前完成降负债目标。 | <b>“三条红线”总体上是限制房企的有息负债规模。</b> 此外，对于近一年拿地销售比超过 40% 或过去三年经营活动产生的现金流量净额连续为负的房地产企业，需提供最近半年购地资金来源情况说明和后续购地缴款资金安排，进一步削减其信用债发行规模，或在其核心指标阶段性控制目标未实现之前暂缓发行债券，并对其信托融资、资管产品、海外融资等予以限制。  |
| 2021/1/5  | 财联社报道三条红线试点企业有望扩围。  | 财联社报道， <b>近日央行、住建部召集重点房企举行座谈会，与会房企除了去年 9 月已参与融资新规试点房企，亦包括部分去年未参与试点的房企。</b> 融资“三条红线”试点有望扩围。   |
| 2021/3/23 | 成都发布新政，明确红档房企不得拿地。  | 成都发布《房地产市场平稳健康发展领导小组办公室关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的通知》。内容包括：增加住宅用地供应，2021 年度全市住宅用地供应总量增长 20% 以上，占经营性用地比例不低于 65%，单列租赁住房用地计划，保障性住房用地“应保尽保”。中心城区商品住宅用地严格实行集中公告、集中出让，合理制定土地出让方案， <b>坚决遏制非理性拿地，切实稳定地价和市场预期。加强土地竞买主体资格审查，超出房地产开发企业“三道红线”、存在重大失信行为的竞买人，不得参与我市土地竞拍。</b> |
| 2021/3/31 | 西安发布新政，超出“三道红线”管理要求的竞买人，不得参与土地竞拍。   | 西安市人民政府办公厅发布《关于建立房地联动机制促进房地产市场平稳健康发展的通知》，内容包括：在“集中供地”方面，每年按季度集中发布住宅用地出让公告，集中组织国有建设用地公开出让； <b>而存在重大失信行为、超出“三道红线”管理要求的竞买人，不得参与土地竞拍。</b>  |
| 2021/6/7  | 成都第二次强调，限制同踩“三道红线”房企在当地拿地。  | 成都市发布《关于房地产开发企业参与我市商品房建设用地竞买的主体资格审查办法（试行）》（以下简称“《办法》”），其中提到， <b>同踩“三道红线”和发生严重失信情形的开发企业，将由市级相关部门纳入竞买资格限制名单，推送市公共资源交易中心。进入限制名单的企业将直接无法在土地竞买中报名。</b>  |

资料来源：央行，住建部，各地方政府网站，申万宏源研究

**企业层面总体资金偏紧、分化加剧，暂缓拿地企业持续增加、甚至包括部分一二线房企。**一方面，5M2021 全国房企发债 2,433 亿元，同比-1.9%，暂未体现整体性收紧；但部分二线房企海外发债利率显著上行，同时如中国恒大、泰禾集团、华夏幸福、蓝光发展等部分一二线房企陆续出现融资瓶颈、放缓拿地、甚至开始整体出售项目。

另一方面，龙头房企发债利率持续创新低，5 月保利发债 25 亿元/3+2 年/3.39%、万科发债 10 亿元/3+2 年/3.40%。我们统计的头部 69 家房企中，20 年末红橙黄绿四档企业个数分别为 9、10、29、21 个，绿档房企数量较 2020H1/Q3 末的 8 个大幅提升。

**表 5：2020 年末房企三条红线分档情况**

| 2020 年末分档 |           |    |      | 2019/12/31 |      |       | 2020/12/31 |      |       | 超出为 1 | 超出为 1 | 小于为 1 |    |
|-----------|-----------|----|------|------------|------|-------|------------|------|-------|-------|-------|-------|----|
| 销售排名      | 股票代码      | 分档 | 公司名称 | 剔除预负债率     | 净负债率 | 现金短债比 | 剔除预负债率     | 净负债率 | 现金短债比 | 70.0  | 100.0 | 1.0   | 合计 |
| 5         | 600048.SH | 绿色 | 保利地产 | 65.9       | 80.6 | 2.3   | 69.9       | 56.6 | 2.3   | 0     | 0     | 0     | 0  |



|     |           |    |        |      |       |     |      |       |     |   |   |   |   |
|-----|-----------|----|--------|------|-------|-----|------|-------|-----|---|---|---|---|
| 6   | 0688.HK   | 绿色 | 中国海外发展 | 53.6 | 28.5  | 6.6 | 53.3 | 27.1  | 3.9 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 8   | 0813.HK   | 绿色 | 世茂集团   | 68.1 | 56.6  | 1.6 | 68.5 | 50.3  | 1.9 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 9   | 1109.HK   | 绿色 | 华润置地   | 61.0 | 34.8  | 3.1 | 59.7 | 31.3  | 2.5 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 10  | 001979.SZ | 绿色 | 招商蛇口   | 68.7 | 45.0  | 1.8 | 58.2 | 26.3  | 1.6 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 11  | 0960.HK   | 绿色 | 龙湖集团   | 64.2 | 53.1  | 3.8 | 66.9 | 46.9  | 4.2 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 13  | 600383.SH | 绿色 | 金地集团   | 68.1 | 48.0  | 4.0 | 69.4 | 58.0  | 1.3 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 14  | 0817.HK   | 绿色 | 中国金茂   | 65.2 | 94.5  | 0.8 | 66.8 | 50.0  | 1.6 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 16  | 000656.SZ | 绿色 | 金科股份*  | 75.5 | 136.5 | 1.1 | 69.9 | 74.5  | 1.3 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 22  | 龙光集团      | 绿色 | 龙光集团   | 76.0 | 63.9  | 2.1 | 69.8 | 53.8  | 2.4 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 30  | 3377.HK   | 绿色 | 远洋地产   | 71.6 | 72.9  | 2.8 | 69.0 | 54.8  | 1.7 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 33  | 600153.SH | 绿色 | 建发股份   | 67.7 | 54.6  | 2.6 | 69.0 | 39.5  | 3.4 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 37  | 1966.HK   | 绿色 | 中骏集团控股 | 72.3 | 60.6  | 1.9 | 68.7 | 64.0  | 1.6 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 42  | 0123.HK   | 绿色 | 越秀地产   | 68.7 | 73.2  | 3.8 | 69.2 | 61.6  | 1.7 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 44  | 9993.HK   | 绿色 | 金辉控股   | 77.7 | 170.9 | 0.6 | 69.0 | 91.5  | 1.1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 49  | 1996.HK   | 绿色 | 弘阳地产   | 73.0 | 94.2  | 0.8 | 69.4 | 62.3  | 1.3 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 51  | 1238.HK   | 绿色 | 宝龙地产   | 71.6 | 101.6 | 1.1 | 69.9 | 73.9  | 1.4 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 86  | 6111.HK   | 绿色 | 大发地产   | 73.5 | 108.1 | 1.0 | 68.6 | 75.4  | 1.2 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 91  | 0754.HK   | 绿色 | 合生创展集团 | 55.9 | 69.6  | 0.6 | 64.4 | 88.9  | 1.1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 92  | 600657.SH | 绿色 | 信达地产   | 72.7 | 79.1  | 1.2 | 69.5 | 68.1  | 1.1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 93  | 2768.HK   | 绿色 | 佳源国际控股 | 75.6 | 161.6 | 0.6 | 67.8 | 59.8  | 1.5 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 平均值 |           |    |        | 68.9 | 80.4  | 2.1 | 67.0 | 57.8  | 1.9 |   |   |   |   |
| 1   | 2007.HK   | 黄色 | 碧桂园    | 83.7 | 50.0  | 1.9 | 80.5 | 55.6  | 1.9 | 1 | 0 | 0 | 1 |
| 3   | 000002.SZ | 黄色 | 万科 A   | 77.0 | 25.0  | 2.4 | 71.7 | 18.9  | 2.3 | 1 | 0 | 0 | 1 |
| 4   | 1918.HK   | 黄色 | 融创中国   | 85.9 | 149.4 | 1.3 | 78.7 | 96.0  | 1.4 | 1 | 0 | 0 | 1 |
| 12  | 601155.SH | 黄色 | 新城控股   | 75.9 | 35.3  | 3.5 | 75.5 | 31.7  | 3.0 | 1 | 0 | 0 | 1 |
| 15  | 0884.HK   | 黄色 | 旭辉控股集团 | 74.9 | 67.2  | 3.3 | 72.5 | 64.0  | 2.7 | 1 | 0 | 0 | 1 |
| 17  | 000671.SZ | 黄色 | 阳光城    | 79.6 | 181.5 | 0.8 | 79.1 | 88.5  | 1.7 | 1 | 0 | 0 | 1 |
| 18  | 000961.SZ | 黄色 | 中南建设   | 84.4 | 191.5 | 1.1 | 79.8 | 97.3  | 1.4 | 1 | 0 | 0 | 1 |
| 19  | 3900.HK   | 黄色 | 绿城中国   | 71.8 | 63.4  | 2.5 | 71.9 | 85.9  | 1.3 | 1 | 0 | 0 | 1 |
| 20  | 2772.HK   | 黄色 | 中梁控股   | 90.7 | 67.5  | 1.6 | 79.9 | 93.4  | 1.1 | 1 | 0 | 0 | 1 |
| 21  | 3301.HK   | 黄色 | 融信中国   | 74.5 | 114.2 | 0.9 | 69.9 | 96.6  | 0.9 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| 23  | 6158.HK   | 黄色 | 正荣地产   | 74.0 | 78.0  | 1.1 | 76.6 | 84.6  | 1.8 | 1 | 0 | 0 | 1 |
| 25  | 002244.SZ | 黄色 | 滨江集团   | 69.0 | 88.7  | 2.0 | 71.7 | 72.7  | 2.3 | 1 | 0 | 0 | 1 |
| 26  | 3383.HK   | 黄色 | 雅居乐集团  | 73.2 | 79.1  | 1.3 | 72.3 | 61.0  | 1.3 | 1 | 0 | 0 | 1 |
| 27  | 1638.HK   | 黄色 | 佳兆业集团  | 80.9 | 238.0 | 1.3 | 69.7 | 100.5 | 1.8 | 0 | 1 | 0 | 1 |
| 29  | 3990.HK   | 黄色 | 美的置业   | 80.6 | 110.4 | 1.4 | 77.6 | 79.3  | 2.2 | 1 | 0 | 0 | 1 |
| 35  | 002146.SZ | 黄色 | 荣盛发展   | 74.2 | 87.9  | 1.1 | 74.7 | 73.3  | 1.4 | 1 | 0 | 0 | 1 |
| 38  | 1813.HK   | 黄色 | 合景泰富   | 81.6 | 66.4  | 3.3 | 75.1 | 61.7  | 1.8 | 1 | 0 | 0 | 1 |
| 39  | 600466.SH | 黄色 | 蓝光发展   | 72.9 | 102.7 | 1.7 | 74.1 | 88.6  | 1.1 | 1 | 0 | 0 | 1 |
| 43  | 1233.HK   | 黄色 | 时代中国控股 | 70.6 | 62.6  | 3.8 | 78.6 | 68.3  | 2.0 | 1 | 0 | 0 | 1 |
| 48  | 000031.SZ | 黄色 | 大悦城    | 80.0 | 171.2 | 1.9 | 71.8 | 86.3  | 1.7 | 1 | 0 | 0 | 1 |
| 56  | 0832.HK   | 黄色 | 建业地产   | 83.2 | 28.7  | 2.9 | 85.5 | 14.1  | 1.9 | 1 | 0 | 0 | 1 |
| 66  | 1777.HK   | 黄色 | 花样年控股  | 76.1 | 89.7  | 1.8 | 72.4 | 90.1  | 1.4 | 1 | 0 | 0 | 1 |

|     |           |    |        |      |       |     |      |       |     |    |    |    |   |
|-----|-----------|----|--------|------|-------|-----|------|-------|-----|----|----|----|---|
| 72  | 1107.HK   | 黄色 | 当代置业   | 79.3 | 81.9  | 1.1 | 82.0 | 95.7  | 1.4 | 1  | 0  | 0  | 1 |
| 75  | 000069.SZ | 黄色 | 华侨城 A  | 69.1 | 84.3  | 1.3 | 70.0 | 73.3  | 2.2 | 1  | 0  | 0  | 1 |
| 80  | 000517.SZ | 黄色 | 荣安地产   | 66.8 | 67.1  | 1.2 | 75.6 | 69.8  | 1.7 | 1  | 0  | 0  | 1 |
| 83  | 1622.HK   | 黄色 | 力高集团   | 76.2 | 53.5  | 1.2 | 78.1 | 48.7  | 2.1 | 1  | 0  | 0  | 1 |
| 84  | 1997.HK   | 黄色 | 九龙仓置业  | 19.8 | 14.4  | 0.9 | 24.1 | 24.8  | 0.4 | 0  | 0  | 1  | 1 |
| 88  | 6900.HK   | 黄色 | 上坤地产   | 87.8 | 330.1 | 0.5 | 72.1 | 57.5  | 2.2 | 1  | 0  | 0  | 1 |
| 90  | 1862.HK   | 黄色 | 景瑞控股   | 79.8 | 68.0  | 1.9 | 80.1 | 90.7  | 1.2 | 1  | 0  | 0  | 1 |
| 平均值 |           |    |        | 75.6 | 98.2  | 1.8 | 73.9 | 71.3  | 1.7 |    |    |    |   |
| 32  | 1628.HK   | 橙色 | 禹洲集团   | 78.8 | 67.0  | 1.8 | 77.9 | 109.5 | 1.4 | 1  | 1  | 0  | 2 |
| 34  | 2103.HK   | 橙色 | 新力控股集团 | 86.5 | 245.0 | 1.1 | 73.2 | 98.3  | 0.8 | 1  | 0  | 1  | 2 |
| 36  | 600325.SH | 橙色 | 华发股份   | 77.5 | 215.0 | 0.5 | 76.5 | 147.5 | 1.1 | 1  | 1  | 0  | 2 |
| 41  | 600376.SH | 橙色 | 首开股份   | 76.5 | 160.7 | 0.9 | 75.4 | 153.2 | 1.4 | 1  | 1  | 0  | 2 |
| 54  | 000736.SZ | 橙色 | 中交地产   | 82.1 | 113.0 | 1.9 | 83.4 | 204.8 | 1.4 | 1  | 1  | 0  | 2 |
| 55  | 2868.HK   | 橙色 | 首创置业   | 75.0 | 170.7 | 0.9 | 74.3 | 126.8 | 1.1 | 1  | 1  | 0  | 2 |
| 64  | 0119.HK   | 橙色 | 保利置业集团 | 72.3 | 109.4 | 1.3 | 76.5 | 105.2 | 1.7 | 1  | 1  | 0  | 2 |
| 67  | 2183.HK   | 橙色 | 三盛控股   | 87.4 | 382.9 | 0.3 | 83.1 | 169.1 | 1.8 | 1  | 1  | 0  | 2 |
| 77  | 000402.SZ | 橙色 | 金融街    | 73.1 | 184.3 | 1.2 | 74.4 | 172.4 | 1.3 | 1  | 1  | 0  | 2 |
| 89  | 6968.HK   | 橙色 | 港龙中国地产 | 87.9 | 782.2 | 0.1 | 82.2 | 87.6  | 0.8 | 1  | 0  | 1  | 2 |
| 平均值 |           |    |        | 79.7 | 243.0 | 1.0 | 77.7 | 137.4 | 1.3 |    |    |    |   |
| 2   | 3333.HK   | 红色 | 中国恒大   | 81.8 | 153.6 | 0.6 | 83.4 | 153.6 | 0.5 | 1  | 1  | 1  | 3 |
| 7   | 600606.SH | 红色 | 绿地控股   | 84.4 | 171.8 | 0.9 | 84.1 | 135.1 | 1.0 | 1  | 1  | 1  | 3 |
| 24  | 2777.HK   | 红色 | 富力地产   | 78.6 | 184.1 | 0.7 | 76.7 | 134.5 | 0.6 | 1  | 1  | 1  | 3 |
| 28  | 3883.HK   | 红色 | 中国奥园   | 76.2 | 79.7  | 1.4 | 78.9 | 115.9 | 1.0 | 1  | 1  | 1  | 3 |
| 46  | 600340.SH | 红色 | 华夏幸福   | 79.9 | 161.1 | 1.9 | 76.6 | 181.1 | 0.3 | 1  | 1  | 1  | 3 |
| 79  | 0185.HK   | 红色 | 正商实业   |      |       |     | 82.0 | 142.8 | 0.6 | 1  | 1  | 1  | 3 |
| 82  | 000732.SZ | 红色 | 泰禾集团   | 84.5 | 384.6 | 0.3 | 87.6 | 442.3 | 0.1 | 1  | 1  | 1  | 3 |
| 85  | NA        | 红色 | 光明地产   | 79.2 | 194.8 | 0.7 | 79.3 | 188.5 | 0.5 | 1  | 1  | 1  | 3 |
| 100 | 0059.HK   | 红色 | 天誉置业   | 73.9 | 98.8  | 1.1 | 75.6 | 133.2 | 0.9 | 1  | 1  | 1  | 3 |
| 平均值 |           |    |        | 79.8 | 178.5 | 1.0 | 80.5 | 180.8 | 0.6 |    |    |    |   |
| 合计  |           |    |        | 76.0 | 150.0 | 1.5 | 74.7 | 111.9 | 1.4 | 45 | 18 | 13 |   |

资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

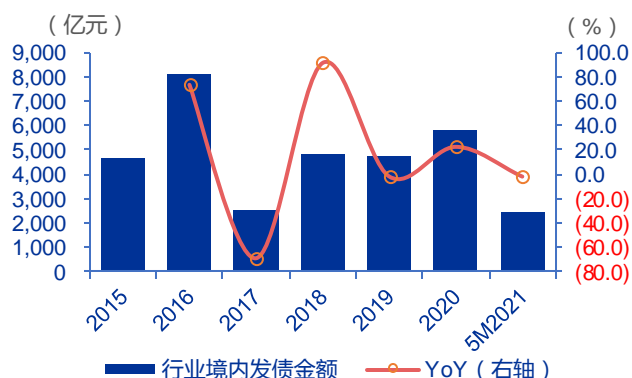
注：金科股份 2020 年末剔除预负债率采取公司年报公布口径值 69.9%，为绿档。其余指标为计算所得。

表 6：2020 年末分档房企个数和三条红线均值

|    | 2020 | 2019/12/31 |       |       | 2020/12/31 |      |       |
|----|------|------------|-------|-------|------------|------|-------|
| 分档 | 踩线个数 | 剔除预负债率     | 净负债率  | 现金短债比 | 剔除预负债率     | 净负债率 | 现金短债比 |
| 红色 | 9    | 79.8       | 178.5 | 1.0   | 80.5       | 181  | 0.6   |
| 橙色 | 10   | 79.7       | 243.0 | 1.0   | 77.7       | 137  | 1.3   |
| 黄色 | 29   | 75.6       | 98.2  | 1.8   | 73.9       | 71   | 1.7   |
| 绿色 | 21   | 68.9       | 80.4  | 2.1   | 67.0       | 58   | 1.9   |
| 均值 |      | 76.0       | 150.0 | 1.5   | 74.7       | 112  | 1.4   |
| 红线 |      | 70.0       | 100.0 | 1.0   | 70.0       | 100  | 1.0   |

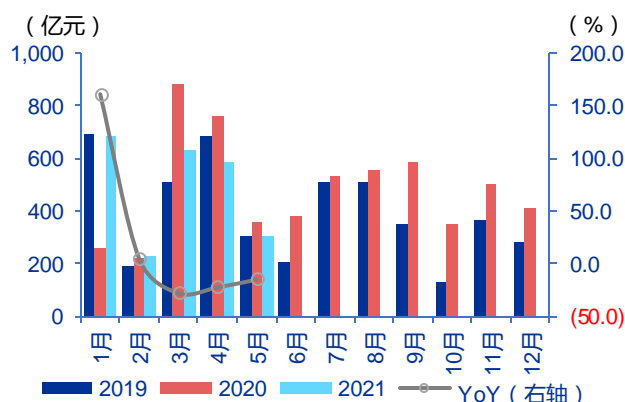
资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

图 3：行业境内历年发债金额



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 4：行业境内单月发债金额



资料来源：Wind，申万宏源研究

表 7：部分房企近期融资与出售项目情况

| 公司名称    | 事件内容   |
|---------|--|
| 华夏幸福    | 2021 年 1 月 12 日，公司多只美元债、境内债连续两日价格大幅下跌。2 月 26 日，公司发布公告新增未能如期偿还本息金额 58.17 亿元。截至 6 月 11 日，公司累计未偿还债务 635.72 亿。   |
| 中国恒大    | 2020 年 9 月 24 日，财联社报道恒大集团有限公司关于恳请支持重大资产重组项目的情况报告。  |
| 蓝光发展    | 标普在 5 月末将公司长期发行人信用评级从“B+”下调至“B-”，未偿付的有担保美元债券的长期发行评级从“B”下调至“CCC+”。<br>2020 年 7 月 31 日，公告将无法按期完成公司债券“18 泰禾 01”本期利息及回售本金的兑付，本次本息合计 15.55 亿元。<br>2020 年 8 月 24 日，公告将无法按期完成公司债券“18 泰禾 01”本息的兑付，“18 泰禾 02”本金为 15 亿元，票面利率 7.50%，本息应兑付 16.125 亿元。    |
| 泰禾集团    | 2020 年 9 月 23 日，公告控股股东泰禾投资集团有限公司所持有的 12.19 亿股公司股份被轮候冻结。根据通知函，泰禾投资上述股份被轮候冻结的原因为泰禾投资为下属公司提供担保而履行担保义务所致，泰禾投资作为主债务人和因履行担保义务所涉及的已到期未归还本息负债金额共计 74.74 亿元，其中涉及诉讼的为 41.63 亿元。<br>2021 年 1 月 4 日，泰禾集团股份有限公司公告称，收到两份诉讼。泰禾因未能偿债收到四川信托、浙商金汇信托诉讼，涉案 54 亿。 |
| 红星地产    | 2021 年 3 月 28 日，红星美凯龙宣布与远洋资本签署战略合作协议。红星地产将引入远洋资本作为战略投资者。本次交易完成后，远洋资本将获得红星地产 18% 的股权。<br>2021 年 6 月 2 日，红星美凯龙公告称，出售 7 家物流子公司全部股权及全部借款债权转让给天津远川投资有限公司（由远洋地产持股 49%）。  |
| 彰泰集团    | 2021 年 4 月 16 日，融创中国公告与彰泰集团订立合作框架协议，双方拟通过组成合资公司的方式合作开发目标项目。融创持股合资公司 80%、投资 99.1 亿元；彰泰持股 20%。   |
| SOHO 中国 | 2021 年 6 月 16 日，SOHO 中国公告称，已经收到黑石集团发出的全面收购要约，收购价格为每股 5 港元，总额 236.58 亿港元（约 195 亿元人民币、30 亿美元）。交易完成后，黑石将取得 SOHO 中国控股权，SOHO 中国现有控股股东将保留 9% 的股权，SOHO 中国将继续在香港证券交易所上市。   |

资料来源：公司公告，财联社，证券之星，申万宏源研究

### 1.1.3 金融机构：中央推贷款集中度管理，地方严查违规行业信贷

从金融机构端来看，中央的贷款集中度管理政策和地方的房地产行业违规信贷严查也在进一步收紧行业资金。20 年年末出台的贷款集中度管理\*已经逐步体现在银行房贷业务实操中。全国来看，按揭和开发贷余额增速继续缓慢回落，21Q1 末分别达到 35.7 万亿

(+14.4%，较20年末+0.2pct)和12.4万亿(+4.5%，较20年末-1.7pct)；占比金融机构各项贷款余额分别为19.8%和6.9%，较20年末分别-0.2pct和-0.0pct。5年期LPR自20年4月以来已经连续14个月维持在4.65%不变，各地房贷主要以浮动调整为主；全国首套房贷利率在21年1月达到底部后小幅缓慢抬升，5月末达到5.33%、较1月+11bp。

城市方面来看，一方面，部分房价上涨过快的一二线城市（杭州多家银行等）房贷利率有所提升；另一方面，一二线城市严查消费贷、企业经营贷等乱象，部分城市公积金（佛山等）和商贷（广州等）额度从紧、审批和放款周期大幅延长，也有部分城市（贵阳等）收紧二套房公积金贷款额度和利率。在新一轮的政策严控之下，部分城市（上海等）楼市交易热度较年初已有所下降。

注：对于贷款集中度的详细分析，请参考我们申万房地产团队于2021年1月4日发布的报告——《房地产行业政策点评：贷款新规影响有限，好学生时代来临》。

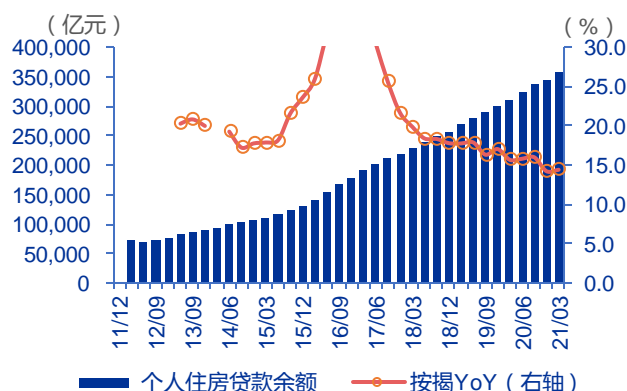
表8：房地产贷款集中度管理要求

| 银行业金融机构分档类型   | 房地产贷款<br>占比上限 | 个人住房贷款<br>占比上限 |
|---|---------------|----------------|
| <b>第一档：中资大型银行</b>   |               |                |
| 中国工商银行、中国建设银行、中国农业银行、中国银行、国家开发银行、交通银行、中国邮政储蓄银行  | 40%           | 32.50%         |
| <b>第二档：中资中型银行</b>   |               |                |
| 招商银行、农业发展银行、浦发银行、中信银行、兴业银行、中国民生银行、中国光大银行、华夏银行、进出口银行、广发银行、平安银行、北京银行、上海银行、江苏银行、恒丰银行、浙商银行、渤海银行 | 27.50%        | 20%            |
| <b>第三档：中资小型银行和非县域农合机构</b>   |               |                |
| 城市商业银行、民营银行、大中城市和城区农合机构   | 22.50%        | 17.50%         |
| <b>第四档：县域农合机构</b>   |               |                |
| 县域农合机构  | 17.50%        | 12.50%         |
| <b>第五档：村镇银行</b>   |               |                |
| 村镇银行  | 12.50%        | 7.50%          |

资料来源：央行，申万宏源研究

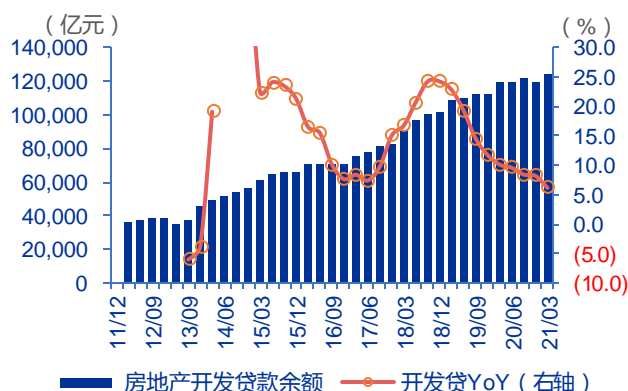
注：2020年12月31日，央行和银保监会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，对银行分五档分别设置房地产贷款余额占比和个人住房贷款余额占比两个上限，对超过上限的机构设置过渡期，并建立区域差别化调节机制。其中，大型和中型银行房地产贷款和按揭贷款余额占比上限分别为40%和32.5%、27.5%和20%；后三类银行上限分别为22.5%和17.5%、17.5%和12.5%、12.5%和7.5%。自2020年12月末，两项指标超出上限2pct以内，过渡期2年；超出上限2pct及以上，过渡期4年。

图 5：按揭余额及同比



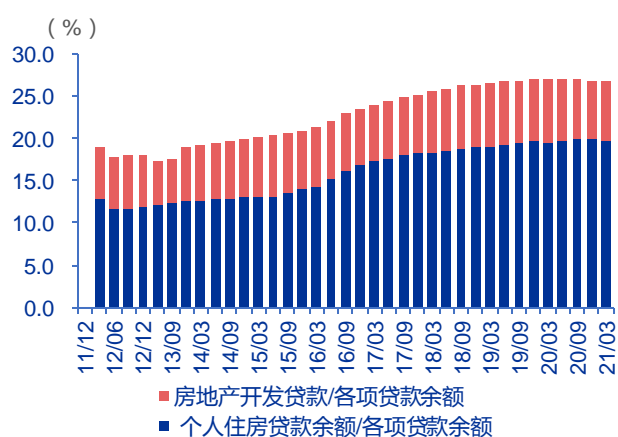
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 6：开发贷余额及同比



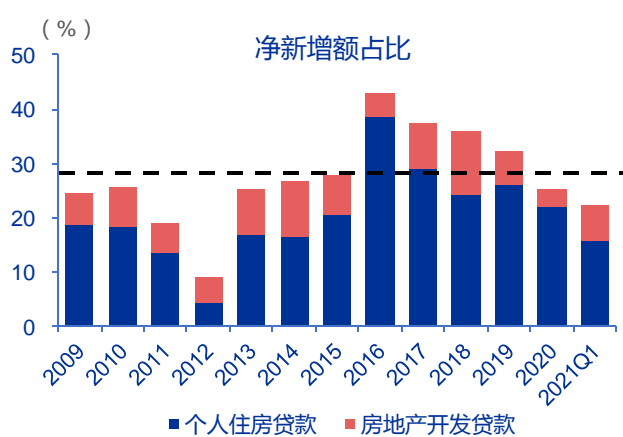
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 7：行业开发贷和按揭占比各项贷款余额



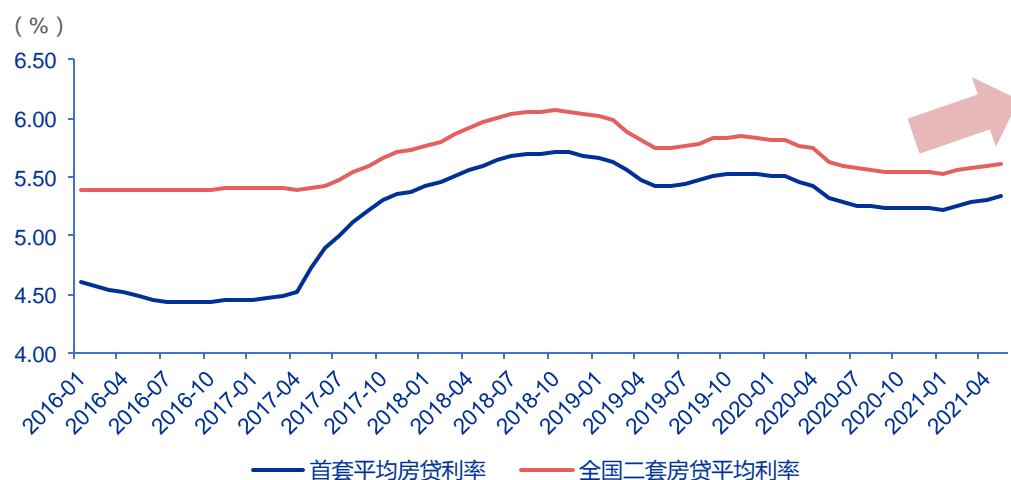
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 8：行业开发贷和按揭净增额占比各项贷款净增额



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 9：全国首套和二套房贷利率



资料来源：Wind，申万宏源研究

### 1.1.4 地方政府：集中供地和税务征土地款意在稳地价和降依赖

从政府端来看，22 城集中供地和土地出让金划转税务征收是今年的新变化。

关于集中供地政策，22 城全年 3 次集中供地本意为降低土地市场热度，但从目前 2021Q1 的第一批集中供地来看，收效甚微、甚至事与愿违；大部分城市地价创新高，土地市场的火热并没有得到抑制，“三稳”也并没有得到实现。

集中供地政策失效的主要原因在于：

1) 一方面，2021Q2 各城市陆续首次推出集中供地、无经验可循，并且在疫情过后地方财政压力加剧背景下，导致部分城市只竞地价、竞配建的方法呈现“价高者得”的结果（我们会在后文进行详细分析），22 城中大部分地方政府的“价高者得”供地政策是本次地价大幅上涨的重要原因之一；不过，值得注意的是，部分城市（如上海、北京等）也推出了摇号、竞方案等“非价高者得”的方法则从客观上进行地价和配建封顶。

2) 另一方面，在三条红线后的 2020Q4 以及集中供地下的 2021Q1 中，房企主动和被动地拿地减少，造成了行业库存进一步下降，导致了 2021Q2 开始房企拿地需求大增，并且 2021 年年初至今销售大超预期、房企账上现金处于相对充裕阶段，共同造成了 2021Q2 拿地需求和房企资金双旺的局面，该房企阶段性背景因素也是本次地价大幅上涨的重要原因之一。

我们认为，一方面，预计后续地方政府“价高者得”的供地政策或将向“非价高者得”的供地政策转变，另一方面，拿地需求和房企资金阶段性双旺的局面，随着房企资金的进一步趋紧以及中尾部企业的出清，预计后续行业内卷化的格局将有所改善，综合之下，预计今年第二批（Q3）、第三批（Q4）集中供地的地价有所控制、房企毛利率也将有所改善，真正达到供给端调控、房住不炒的意图。

表 9：22 城集中供地拍卖细则

| 城市 | 供地规则                       | 分类               |
|----|----------------------------|------------------|
| 北京 | 限房价、竞地价、到顶竞配建面积、到顶竞高标准建设方案 | 竞政府能力/竞产品力       |
| 上海 | 限房价、限地价、竞中间价               | 竞不确定性/竞政府能力/竞产品力 |
| 广州 | 限地价、竞地价、到顶竞配建面积、到顶摇号       | 竞不确定性/政府能力/竞产品力  |
| 深圳 | 限地价、限房价、竞地价、到顶竞配建面积        | 竞价格              |
| 成都 | 限地价、限房价、竞地价、到顶竞自持          | 竞价格              |
| 天津 | 限地价、竞地价、到顶竞配建面积            | 竞价格              |
| 杭州 | （部分）限房价、竞地价、到顶竞配建面积        | 竞价格              |
| 苏州 | 一次报价竞中间价                   | 竞不确定性            |
| 青岛 | 限地价、竞地价、到顶竞配建面积            | 竞价格/竞政府能力        |
| 济南 | 限地价、竞地价、到顶竞自持              | 竞价格              |
| 合肥 | 限地价、竞地价、到顶竞自持+摇号           | 竞不确定性/政府能力/竞产品力  |
| 长沙 | 限地价、竞地价、到顶竞自持              | 竞价格              |
| 宁波 | 限地价、限房价、竞地价、到顶竞自持          | 竞价格              |



|    |                                      |                 |
|----|--------------------------------------|-----------------|
| 无锡 | 限地价、竞地价、到顶竞配建面积或限地价、竞地价、到顶摇号         | 竞不确定性/政府能力/竞产品力 |
| 重庆 | 竞地价                                  | 竞价格             |
| 南京 | 限房价、竞地价、到顶摇号                         | 竞不确定性/政府能力/竞产品力 |
| 福州 | 限地价、限房价、竞地价、到顶竞配建面积或限地价、限房价、竞地价、到顶摇号 | 竞价格/竞不确定性       |
| 厦门 | 限房价、限地价、竞地价、到顶竞配建面积                  | 竞价格             |
| 沈阳 | 限房价、限地价、竞地价、到顶竞配建面积                  | 竞价格/竞政府能力       |
| 长春 | 限地价、竞地价、到顶竞配建面积                      | 竞价格/竞政府能力       |
| 郑州 | 限地价、竞地价、到顶竞自持                        | 竞价格/竞政府能力       |
| 武汉 | 待定                                   | 待定              |

资料来源：相关地方政府官网，申万宏源研究

关于税务征土地款方面，本次税务部门征收土地出让收入等非税收入延续了 2018 年以来的大趋势，并非突发行为；本意或在降低地方政府土地财政依赖，提高土地出让金对于中央政府的透明度。土地出让金的分配权仍然在地方政府手里，因此短期并不涉及财权上收，但长期或意在降低地方政府土地财政依赖，后续影响仍需观察。

长期来看，土地收入的透明化、规范化也将土地金融向土地财政的转变。地方政府以往主要靠卖地的一次性收入或土地抵押贷款获益，因而以前地方政府对于土地市场的操作更准确地应称之为土地金融，而土地金融并不持续，而后续土地支出的透明化将倒逼地方政府提升持续性收入，也就是税收，这才将推动地方政府进入到更为持续地真正土地财政阶段；通过引入企业的经营提升土地财政，当然也将有利于物业管理、商业地产、物流地产等持有型业态的发展。

表 10：税务部门征收土地出让收入通知的内容

| 政策标题  | 发布日期     | 政策内容  |
|---|----------|---|
| 关于将国有土地使用权出让收入、矿产资源专项收入、海域使用金、无居民海岛使用金四项政府非税收入划转税务部门征收有关问题的通知 | 2021/6/4 | <p>一、将由自然资源部门负责征收的国有土地使用权出让收入、矿产资源专项收入、海域使用金、无居民海岛使用金四项政府非税收入（以下简称四项政府非税收入），<b>全部划转给税务部门负责征收</b>。自然资源部（本级）按照规定负责征收的矿产资源专项收入、海域使用金、无居民海岛使用金，同步划转税务部门征收。</p> <p>二、<b>先试点后推开</b>。自 2021 年 7 月 1 日起，选择在河北、内蒙古、上海、浙江、安徽、青岛、云南省（自治区、直辖市、计划单列市）以省（区、市）为单位开展征管职责划转试点，探索完善征缴流程、职责分工等，为全面推开划转工作积累经验。暂未开展征管划转试点地区要积极做好四项政府非税收入征收划转准备工作，自 2022 年 1 月 1 日起全面实施征管划转工作。</p> <p>三、四项政府非税收入划转给税务部门征收后，以前年度和今后形成的应缴未缴收入以及按规定分期缴纳的收入，由税务部门负责征缴入库，有关部门应当配合做好相关信息传递和材料交接工作。</p> <p>四、税务部门按照属地原则征收四项政府非税收入。具体征收机关由国家税务总局有关省（自治区、直辖市、计划单列市）税务局按照“便民、高效”原则确定。</p> <p>五、自然资源部门与使用权人签订出让、划拨等合同后，应当及时向税务部门和财政部门传递相关信息，<b>确保征管信息实时共享</b>。税务部门应会同财政、自然资源、人民银行等部门做好业务衔接和信息互联互通工作并将计征、缴款等明细信息通过互联互通系统传递给财政、自然资源、人民银行等相关部门，确保征管信息实时共享，账目清晰无误。同时，向财政部门报送征收情况，并附文字说明材料。</p> |

资料来源：财政部，申万宏源研究

## 1.2 多元业务：物管、商业、REITS 支持政策逐步推进

在细分行业方面，政府主要采取了各类鼓励政策，包括：

- 1) **物管方面，十部委加强和改进住宅物管工作**：包括融入基层社会治理体系，健全业主委员会治理结构，利于收缴率提升和行业集中度提升；扩大物业管理覆盖范围，完善物业服务价格形成机制，消减物业费提升阻力；加强智慧物业管理服务能力建设，促进线上线下服务融合发展，打开行业二次成长空间。
- 2) **商业方面，国务院部署加强县域商业体系建设**：包括加强县域商业体系建设，鼓励三四线消费需求释放；充分发挥市场主体作用，支持建设多业态融合的商场；给予用地和金融政策支持，利好三四线布局商业龙头。
- 3) **REITS 方面，首批九只 REITs 产品上市**：底层资产覆盖基础设施、高速公路、物流园、产业园等业态 其中包括中金普洛斯物流 REITs、博时招商蛇口产业园 REITs，后续或将进一步扩围至各类持有型物业。REITs 的出台有利于盘活存量不动产，拓宽权益融资渠道，有助于行业降杆杆。

表 11：细分行业（物管、商业、REITS 等）支持政策概况

| 时间        | 会议/部门   | 主要内容   |
|-----------|---|--|
| 2021/1/5  | 住房和城乡建设部、中央政法委、中央文明办等 10 部门联合印发《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》 | 坚持和加强党对物业管理工作的领导，推动物业管理融入基层社会治理体系。推动业主委员会、物业服务企业成立党组织，建立党建引领下的社区居民委员会、业主委员会、物业服务企业协调运行机制。鼓励“两代表一委员”参选业主委员会成员。 <b>完善物业服务价格形成机制，建立动态调整机制。</b> 完善物业管理招标投标制度，强化市场退出机制，建立物业服务企业红黑名单制度，推动形成优胜劣汰的市场环境。        |
| 2021/4/27 | 国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，部署加强县域商业体系建设                    | 改善县域消费环境、促进农村消费，是拉动内需、支持乡村振兴的重要举措，潜力巨大。要把县域作为统筹农村商业发展的重要切入点，充分发挥市场主体作用， <b>支持改造提升县城商业设施，促进县乡村商业网络连锁化。支持改造提升县城商业设施，支持有条件的乡镇建设购物、娱乐、休闲等业态融合的商贸中心。</b> 鼓励企业开发适合农民需要的产品和服务， <b>完善对县域商业设施建设的用地、金融等政策支持。</b> |
| 2021/5/17 | 首批 9 只 REITs 获证监会审批通过                               | 首批 9 只 REITs 获证监会审批通过 其中包括 <b>中金普洛斯 REITs、博时招商蛇口产业园 REITs。</b>   |
| 2021/5/19 | 国新办举行加强县域商业体系建设国务院政策例行吹风会                           | 一是设施升级。“十四五”时期，对县城、乡镇和村三级商业设施，进行“三个一批”改造升级。 <b>在县城，重点改造升级一批综合商贸服务中心和物流配送中心，强化县城综合商业服务能力。在乡镇，重点改造升级一批乡镇商贸中心，增加生活服务功能，推动购物、娱乐、休闲等业态融合。</b> 在村里，要把一批“夫妻老婆店”改造升级为新型连锁便利店，同时，鼓励因地制宜丰富快递收发、农产品经销等业务。         |

2021/6/11

商务部等 17 部门关于加强县域商业体系建设，促进农村消费的意见。

“十四五”时期，实施“县域商业建设行动”，建立完善县域统筹、以县城为中心、乡镇为重点、村为基础的农村商业体系。包括：完善县城商业设施。把县域作为统筹农村商业发展的重要切入点，强化县城综合商业服务能力，推动县乡村商业联动。**改造提升县城综合商贸服务中心和物流配送中心。鼓励企业通过自建、合作等方式，建设改造一批乡镇商贸中心，推动购物、娱乐、休闲等业态融合，改善乡镇消费环境。**引导乡镇商贸中心向周边农村拓展服务，满足农民消费升级需求。

资料来源：相关政府官网，申万宏源研究

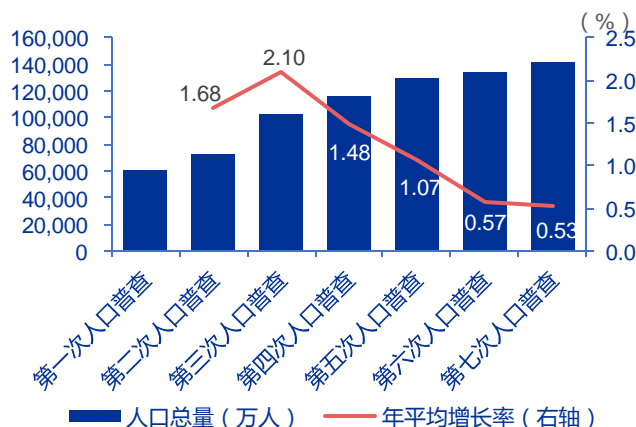
## 1.3 人口政策：人口结构性红利来临，老龄化加速三胎政策

### 1.3.1 人口普查：城镇化率再提升，人口总量红利向结构红利转变

**人口整体仍处增长态势，但年均增速进一步放缓。**根据第七次人口普查数据，2020 年我国总人口数量为 14.1 亿人，整体较 2010 年增长 7,206 万人，增长 5.38%，2016-2020 年间年均增长率为 0.53%，较 2011-2015 年间的 0.57% 进一步放缓。

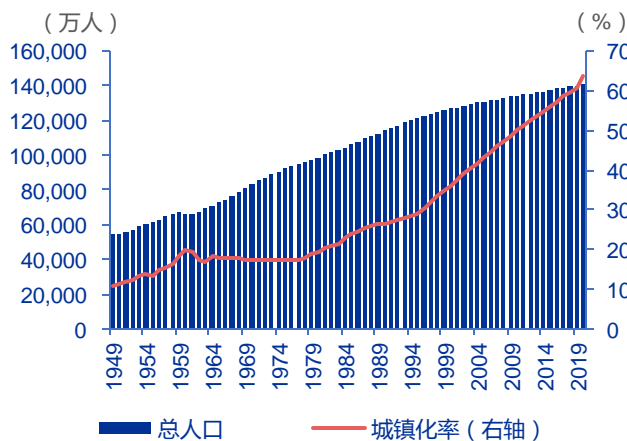
**城镇化率进一步提升，有力支撑住房需求。**2020 年我国城镇化率进一步提升至 63.9%，参考全球主要经济体的 2018 年末的城市化率均超过 80%（美国 82%、英国 83%、法国 80%、日本 91%、韩国 81%），我国后续城镇化率仍有较大提升空间，有力支撑住房需求。

图 10：我国人口总量及年复合增速



资料来源：国家统计局、申万宏源研究

图 11：我国城镇化率走势

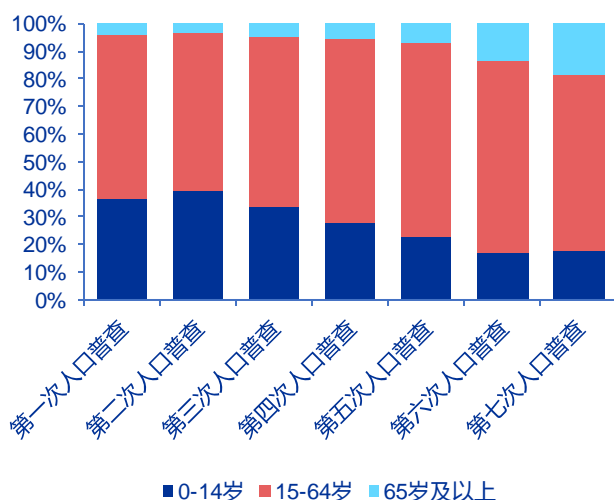


资料来源：国家统计局、申万宏源研究

**生育率持续下降导致我国老龄化程度进一步加深。**2020 年，我国 60 岁及以上人口数量已经超过 2.6 亿人，占总人口的 18.7%。预计在“十四五”期间，我国老龄人口将突破 3 亿人，正式进入中度老龄化社会，这也意味着生育政策亟需放开。

**人口年龄结构的上移表示着房地产需求的转型升级。**一方面，房地产的需求升级化，从基础型消费需求到升级型消费需求；另一方面，房地产的消费需求多样化：物业管理、商业地产、物流地产、养老地产、文旅地产等等。

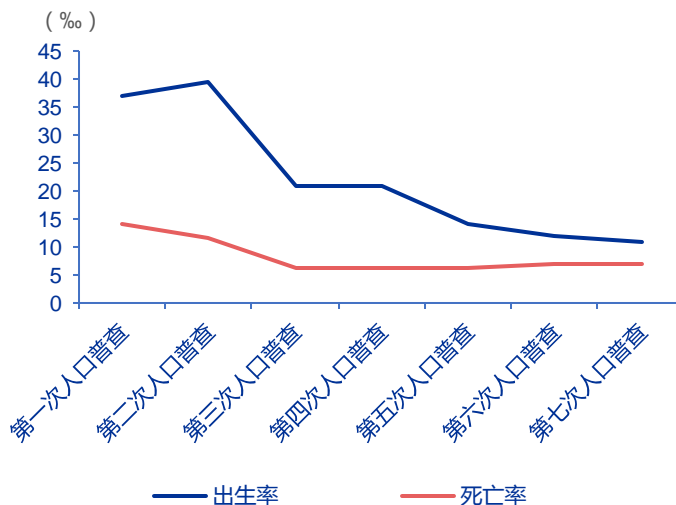
图 12：我国各年龄段人口比例



资料来源：国家统计局、申万宏源研究

注：六普七普年龄统计口径变更为 0-14 岁、15-60 岁、61 岁以上。

图 13：我国出生率和死亡率

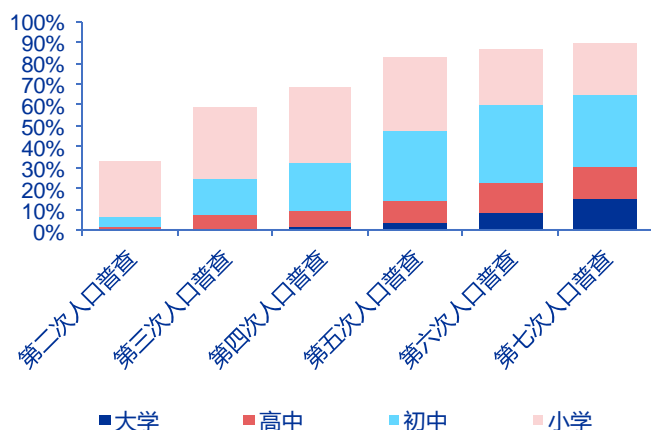


资料来源：国家统计局、申万宏源研究

**高等教育人口数量不断提高，更注重产品质量及服务。**2020 年，我国具有大学文化程度的人口为 21,836 万人。与 2010 年相比，每 10 万人中具有大学文化程度的由 8,930 人上升为 15,467 人，15 岁及以上人口的平均受教育年限由 9.08 年提高至 9.91 年，文盲率由 4.08% 下降为 2.67%。

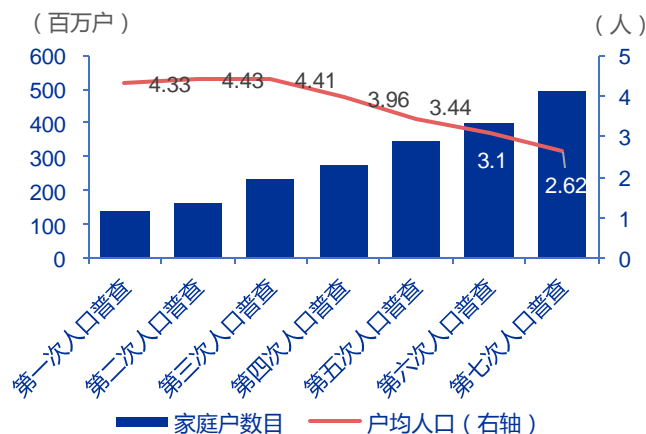
**婚姻观、生育观和养老观的转变加速家庭给小型化。**2020 年，我国共有家庭户 49,416 万户，家庭户人口为 129,281 万人。平均每个家庭户的人口为 2.62 人，比 2010 年的 3.10 人减少 0.48 人。家庭给小型化也一定程度上将支撑住房需求的结构性释放。

图 14：我国受教育结构



资料来源：国家统计局、申万宏源研究

图 15：我国家庭户数目以及户均人口



资料来源：国家统计局、申万宏源研究

综上所述，我国目前虽然总人口虽然仍处于增长趋势，但由于出生率的下降以及老龄化的加深，目前人口增速进一步放缓，并且考虑到城镇化率较以往已经有了较大的提升，因而我国的人口总量红利可能将逐步走弱。

但同时我们也需要关注到，随着我国人口年龄结构的上移、高等教育人口占比提升、以及家庭给小型化加剧，这将预示着房地产消费需求的转变和升级，逐步从基础型消费需求到升级型消费需求转变升级，也逐步从单一化住宅消费向多样化房地产需求转变升级，包括：物业管理、商业地产、物流地产、养老地产、文旅地产等等。

因而我们认为，从人口角度而言，我国将逐步从人口总量红利向结构红利转变，与此相对应房地产消费需求也将对应出现转型升级。

### 1.3.2 三胎政策：应对老龄化、优化人口结构，促进改善型需求

2021年5月，在我国老龄化加深地背景下，中共中央政治局会议发布《《关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定》，其中提到：1）要贯彻落实积极应对人口老龄化国家战略，加快建立健全相关政策体系和制度框架；2）实施一对夫妻可以生育三个子女政策及配套支持措施；3）各级党委和政府依法组织实施三孩生育政策，促进生育政策和相关经济社会政策配套衔接，如加强税收、住房等支持政策等。

自2010年计生委提出要稳妥开展实行“夫妻一方为独生子女的家庭可以生育第二个孩子”的政策试点工作开始，开启了国家鼓励生育、优化人口结构的趋势。2013年的单独二孩、2015年全面二孩、2021年全面三胎政策，后续将对改善人口结构起到一定正面作用；有助于释放中高收入群体释放生育潜力，促进改善型住房消费需求。

表 12：近年鼓励生育政策频出

| 时间      | 部门/会议     | 文件                      | 具体内容   |
|---------|-----------|-------------------------|--|
| 2021.5  | 中共中央政治局会议 | 《关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定》 | 1）要贯彻落实积极应对人口老龄化国家战略，加快建立健全相关政策体系和制度框架；2）实施一对夫妻可以生育三个子女政策及配套支持措施；3）各级党委和政府依法组织实施三孩生育政策，促进生育政策和相关经济社会政策配套衔接，如加强税收、住房等支持政策等。   |
| 2020.12 | 国务院办公厅    | 《关于促进养老托育服务健康发展的意见》     | 就促进养老托育服务健康发展提出四个方面 23 项举措：<br>1）健全老有所养、幼有所育的政策体系。强化用地保障和存量资源利用。2）扩大多方参与、多种方式的服务供给。优化居家社区服务，发展集中管理运营的社区养老和托育服务网络。3）打造创新融合、包容开放的发展环境。加强宜居环境建设，推动形成一批具有示范意义的活力发展城市和社区。 |



|         |         |                            |  |
|---------|---------|----------------------------|--|
| 2020.1  | 国家发改委   | 《关于建立积极应对人口老龄化重点联系城市机制的通知》 | 鼓励有特点和代表性的区域，探索多领域、多维度的系统创新，以点带面形成示范带动效应   |
|         |         |                            | 1) 促进服务体系创新。推动居家社区机构养老服务协调发展，支持家庭承担养老功能。   |
|         |         |                            | 2) 促进要素支持创新。在土地利用年度计划中优先安排新增养老服务设施建设用地，并结合实际安排在合理区位。多种方式支持利用存量资源发展养老，在城市居住社区建设补短板 and 城镇老旧小区改造中统筹推进养老服务设施建设，鼓励支持空置公租房、国企业等无偿或低偿用于养老用途。                                   |
| 2019.11 | 国务院     | 《国家积极应对人口老龄化中长期规划》         | 3) 促进适老环境创新。推动居家适老化改造，对城乡老旧小区、老旧楼房以及公共场所、公共交通等设施设备进行适老化改造。   |
|         |         |                            | 给出应对人口老龄化的具体应对措施   |
|         |         |                            | 1) 夯实应对人口老龄化的社会财富储备。2) 改善人口老龄化背景下的劳动力有效供给。3) 打造高质量为老服务和产品供给体系。健全以居家为基础、社区为依托、机构充分发展、医养有机结合的多层次养老服务体系，多渠道、多领域扩大适老产品和服务供给，提升产品和服务质量。4) 强化应对人口老龄化的科技创新能力。五是构建养老、孝老、敬老的社会环境。 |
| 2017.3  | 国务院     | 《“十三五”国家老龄事业发展和养老体系建设规划》   | 明确了“十三五”时期促进老龄事业发展和养老体系建设的指导思想、基本原则、发展目标和主要任务  |
|         |         |                            | 1) 健全完善社会保障体系。2) 健全养老服务体系。夯实居家社区养老服务基础，推动养老机构提质增效，加强农村养老服务。3) 健全健康支持体系。4) 繁荣老年消费市场。5) 推进老年宜居环境建设。6) 丰富老年人精神文化生活。7) 扩大老年人社会参与。8) 保障老年人合法权益。                               |
|         |         |                            | 明确了今后一段时期我国人口发展的总体要求、主要目标、战略导向和工作任务  |
| 2017.1  | 国务院     | 《国家人口发展规划（2016-2030年）》     | 1) 未来十几年特别是 2021-2030 年，我国人口发展进入关键转折期。根据预测，人口总量将在 2030 年前后达到峰值，劳动年龄人口波动下降，老龄化程度不断加深，人口流动仍然活跃，家庭呈现多样化趋势。  |
|         |         |                            | 2) 要以促进人口均衡发展为主线，坚持计划生育基本国策，鼓励按政策生育，充分发挥全面两孩政策效应，综合施策，创造有利于发展的人口总量势能、结构红利和素质资本叠加优势，促进人口与经济社会、资源环境协调可持续发展。  |
|         |         |                            |  |
| 2015.12 | 十八届五中全会 | 《中华人民共和国人口与计划生育法修正案》       | 决定于 2016 年 1 月 1 日起全面实施全面二孩政策，一对夫妇可以生育两个子女   |
| 2013.11 | 十八届三中全会 | 《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》    | 正式启动单独生育二孩的政策，允许一方是独生子女的夫妇生育两个子女   |
| 2010.1  | 国家人口计生委 | 《国家人口发展“十二五”规划思路(征求意见稿)》   | 提出要“稳妥开展实行‘夫妻一方为独生子女的家庭可以生育第二个孩子’的政策试点工作。”   |

资料来源：政府官方网站，申万宏源研究

## 1.4 政策面小结：住宅业务全面调控，多元业务频获支持

年初至今新一轮住宅地产全方位、全主体收紧政策陆续出台，包括：购房者（限购等）、房企（三条红线）、金融机构（贷款集中度管理）、地方政府（集中供地）。其中，需求端，调控已达到历史最严阶段，但需求依然保持韧性，并随着人口年龄结构上移、高等教育人口占比提升、以及家庭小型化加剧，房地产消费将出现结构性红利，同期多元业务也频获政策支持（物管、商业、REITs等）；供给端，调控也不断升级，资金端的三条红线和贷款集中度管理抑制行业过度加杠杆冲动，土地端的集中供地意在降低土地市场热度，供给的持续调整导致周期规律变化。我们认为，供需两端的变化将重塑行业格局，行业将由



杠杆驱动向运营驱动转变，具备永续经营能力的优质企业将获得更大成长空间，而稳健企业融资集中度大幅提升则是印证。

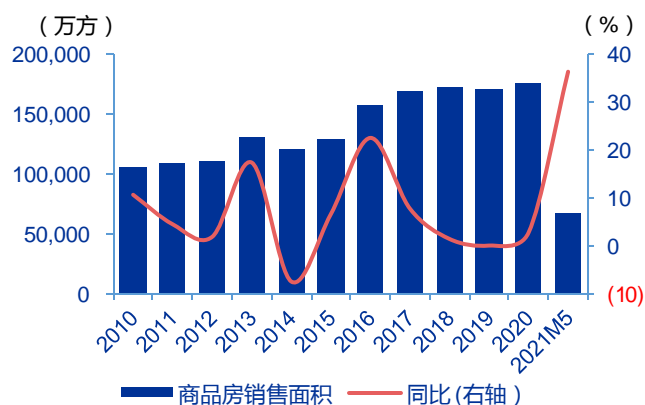
## 2. 基本面：销售强劲高位放缓，投资前端弱后端强

### 2.1 销售端：全国销售高位放缓，但料全年仍将创新高

#### 2.1.1 销售：全国销售高位放缓，但料全年仍将创新高

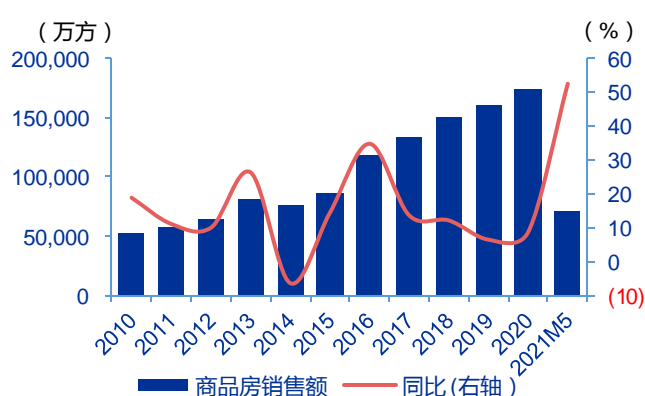
2021 年年初至今房地产行业销售表现靓丽。从 2021 年 1-5 月来看，全国商品房销售面积为 6.6 亿平方米，同比增长 36.3%；销售额为 7.1 万亿元，同比增长 52.4%；商品房销售均价 10,625 元/平米，同比+11.8%。从 5 月单月来看，销售面积同比+9.1%；销售金额同比+17.5%；销售均价同比+7.6%。

图 16：全国商品房累计销售面积及同比



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

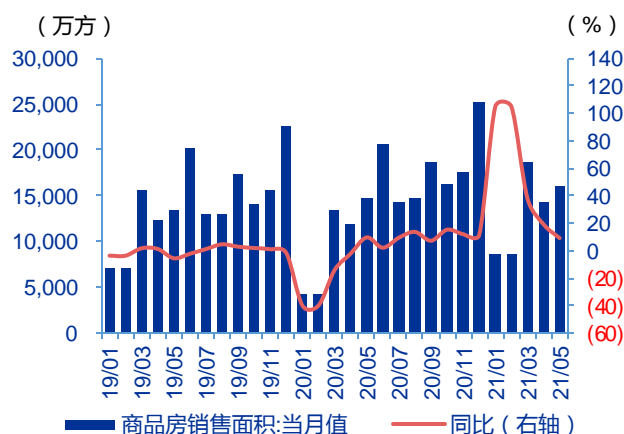
图 17：全国商品房累计销售金额及同比



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

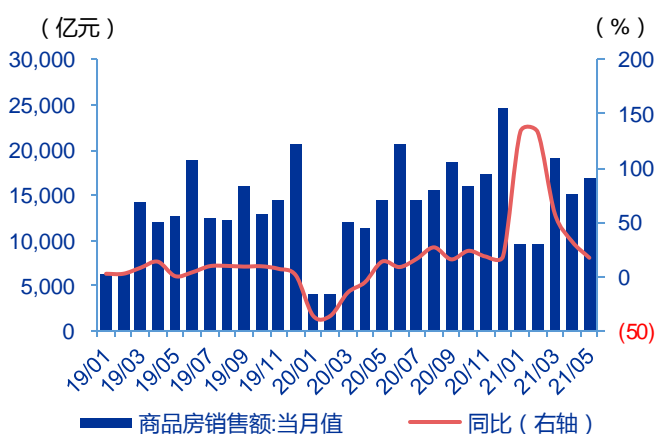
即使剔除 2020 年的低基数效应，2021 年全国商品房销售表现依然靓丽。这从以下两方面数据中可见一斑：1) 对比 2019 年数据来看，2021 年 1-5 月商品房销售面积较同期增长 19.6%；商品房销售额较同期增长 36.2%；2) 对比 2015-2020 年平均值来看，2021 年 1-5 月商品房销售面积较同期增长 33.0%；商品房销售额较同期增长 68.2%。

图 18：全国商品房月度销售面积及同比



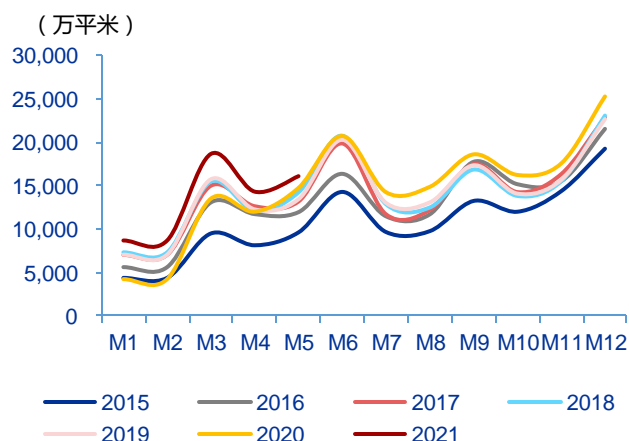
资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 19：全国商品房月度销售金额及同比



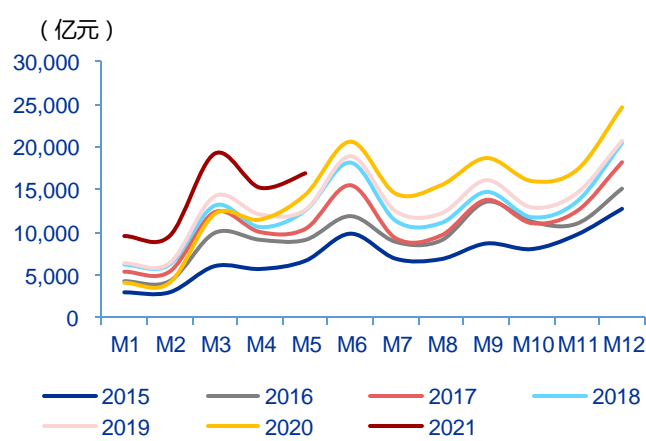
资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 20：2015-2021 年全国商品房月度销售面积



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 21：2015-2021 年全国商品房月度销售金额



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

**展望 2021 年全年，我们认为全年商品房销售面积会超市场预期，但同时销售面积的同比表现也将在今年后续 7 个月中逐月走弱。**

一方面，2021 年前 5 月销售面积占比 2020 年全年销售面积达 38%，而 2015-2020 年前 5 月销售面积占比当年销售面积平均为 31%，从今年前 5 月销售情况来看，销售表现已经超市场预期，因此全年销售预计也将显著超市场预期。

图 22 : 2015-20 年前 5 月销售面积占比当年及 21 年前 5 月占比 20 年全年



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

注：2015-2020 年为前 5 月销售面积占比当年销售面积，2021 年为 2021 年前 5 月占比 2020 年全年销售面积。

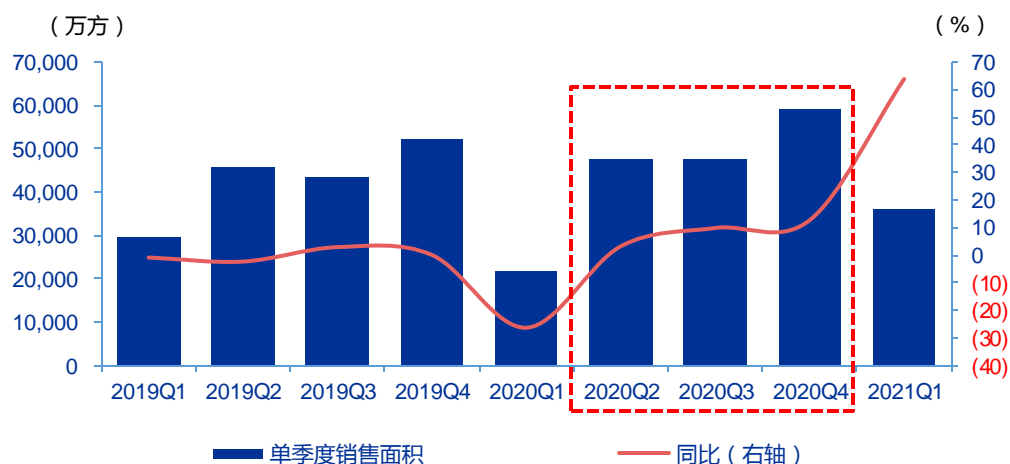
表 13 : 2021 年 6-12 月销售面积同比对应全年销售面积同比敏感性分析

| 6-12 月销售同比 (%) | 前 5 月销售面积 (万方) | 6-12 月销售面积 (万方) | 全年销售面积 (万方) | 全年同比 (%) |
|----------------|----------------|-----------------|-------------|----------|
| (15.0)         | 66,383         | 108,276         | 174,659     | (0.8)    |
| (10.0)         | 66,383         | 114,645         | 181,028     | 2.8      |
| (5.0)          | 66,383         | 121,014         | 187,397     | 6.4      |
| 0.0            | 66,383         | 127,383         | 193,766     | 10.0     |
| 5.0            | 66,383         | 133,752         | 200,135     | 13.7     |
| 10.0           | 66,383         | 140,122         | 206,505     | 17.3     |

资料来源：国家统计局，申万宏源研究

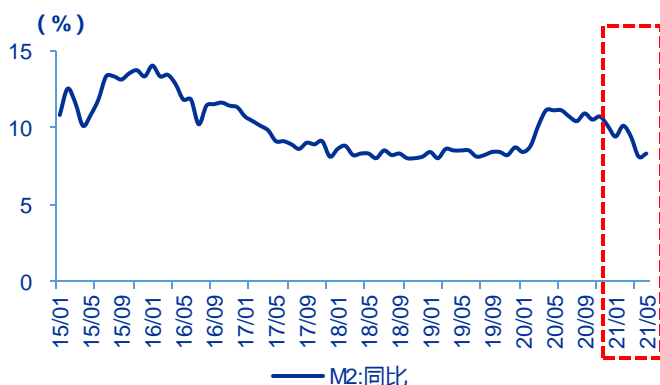
另一方面，2021 年 5 月，我国 M2 同比+8.3%，增速较年初走低；10 年期国债收益率达 3.12%，无风险利率自 2020Q2 起逐步上行，同时按揭以及消费贷等收紧、按揭利率的上行，综合导致购买力下降，并且下半年基数逐步走高，从而综合造成后续销售的下行趋势。因此，虽然 1-5 月销售超预期，奠定了比较好的基础，但因为购买力下降以及基数的快速走高，预计 6-12 月销售下行趋势也将比较明显，尤其是 4 季度的下行趋势更为明显。

图 23 : 2019-2021 季度销售面积及同比



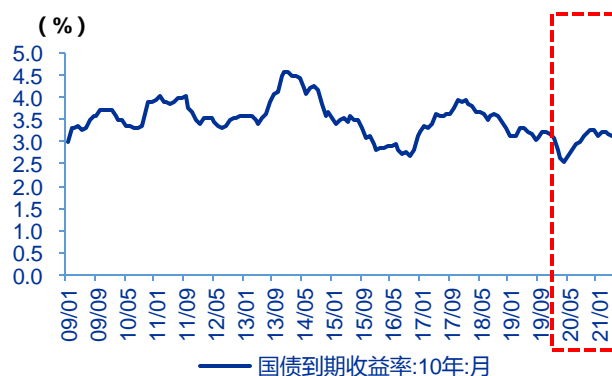
资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 24 : M2 的走势



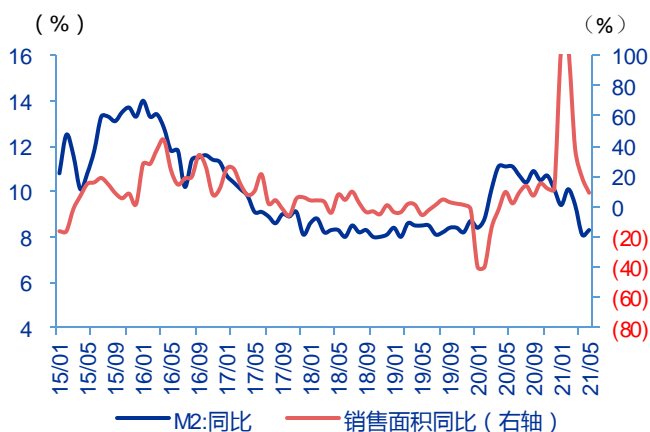
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 25 : 10 年期国债收益率的走势



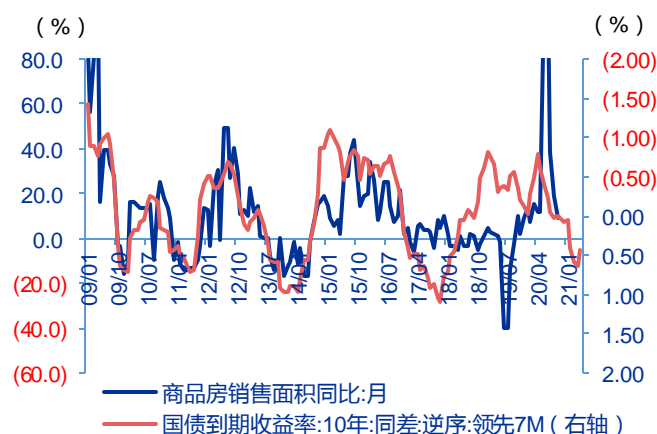
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 26 : 商品房销售面积与 M2 相关性



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 27 : 商品房销售面积与国债收益率相关性



资料来源：Wind，申万宏源研究

展望 2021 年，我们认为 GDP 修复推动购买力提升、三条红线要求房企加速回款、银行贷款新政对按揭的压降、集中供地导致的看涨预期、地方调控政策的进一步收紧等多方面正负因素，预计 2021 年全国销售增速将逐步放缓、但全年仍将保持一定韧性，并且考虑前 5 月销售端数据超我们年初预期，我们将 2021 年销售面积同比预测由 0%上调至 +5.6%、销售金额同比预测由 +3.0%上调至 +12.2%，销售均价同比预测由 +3.0%上调至 +6.3%。

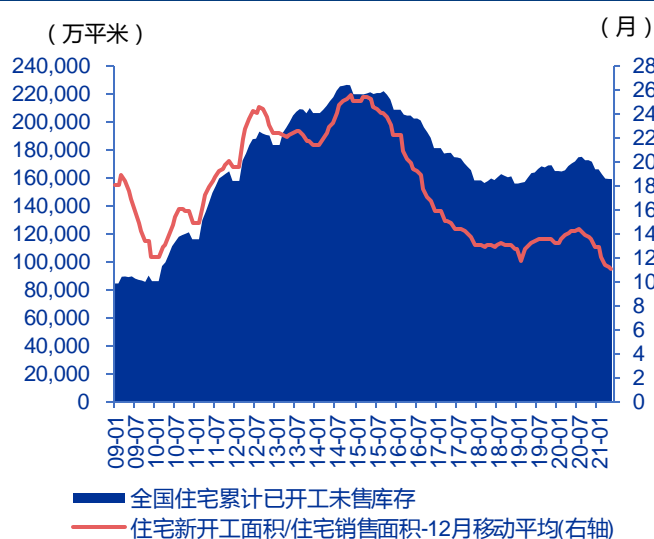
## 2.1.2 库存：各库存指标均处低点，行业低库存下深度去库存

从全国的库存指标来看，目前全国住宅库存水平依然保持在历史较低水平、甚至仍在低库存水平上进一步的去库存阶段。

从全国中期库存来看（已开工未售库存面积），目前我国进入到了低库存下的深度去库存阶段。全国中期库存在 2014 年 10 月达到历史最高，为 22.6 亿平米，对应去化月数高达 25.2 个月，而在经历 2015 年后的持续去库存之后，历经 52 个月去库存，至 2019 年 1 月末库存已降至 15.6 亿平米，对应去化月数 12.6 个月，相当于 2011 年的水平。之后行业进入到小幅度的加库存阶段，至 2020 年 7 月末，库存升至 17.4 亿平米，对应去化月数 14.3 个月，不过 2020 年 8 月开始在三条红线的影响之下，行业又再次开始去库存，至 2021 年 5 月末，库存再次下降至 15.9 亿平米，对应去化月数 11.1 个月，库存分别在较 2014 年 10 月和 2020 年 7 月下降 29.6%、8.6%，去化月数分别较 2014 年 10 月和 2020 年 7 月下降 14.1、3.2 个月。

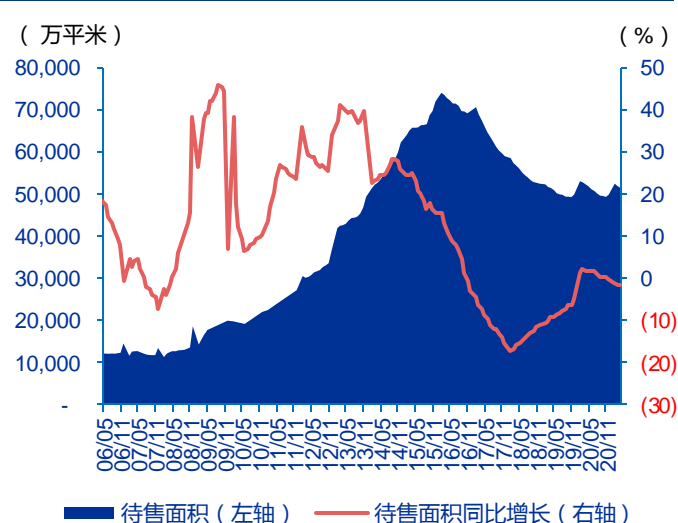
从全国现房库存来看（待售面积，已竣工未售库存面积，即现房未售面积），目前我国进入到了低库存下的低波动库存修复阶段。全国现房库存在 2016 年 2 月达到历史最高，为 7.4 亿平米，而在经历本轮小周期持续去库存之后，至 2019 年 10 月末库存已降至 4.9 亿平米。之后行业进入到小幅度的加库存阶段，至 2020 年 3 月末，库存升至 5.3 亿平米，不过 2020 年 8 月开始在三条红线的影响之下，行业又再次开始去库存，至 2020 年 11 月末，库存再次下降至 4.9 亿平米，而至 2021 年 5 月末，库存逐步修复至 5.1 亿平米，库存分别在较 2016 年 2 月和 2020 年 3 月下降 31.1%、3.8%，现房库存目前处于低库存之下修复阶段，但可以发现，目前修复阶段同样较为纠结，并且现房库存波动较小。

图 28：全国累计已开工未售库存



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

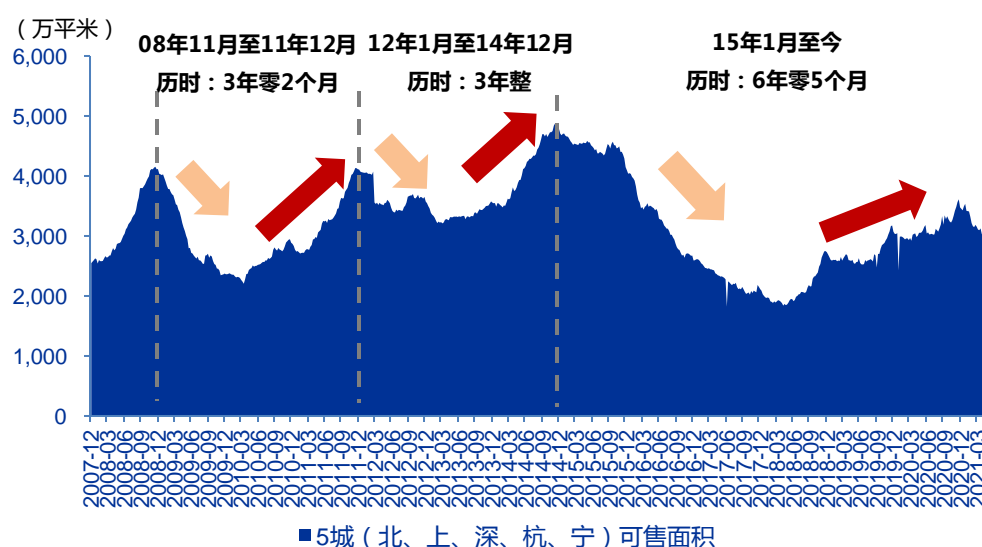
图 29：全国待售面积库存（已竣工未售库存）



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

从城市短期库存来看（可售面积，已拿证未售库存面积），目前我国进入到了低库存下的深度去库存阶段。主流 5 城可售面积在 2014 年 12 月达到历史最高，为 4,870 万平方米，而在经历本轮小周期持续去库存之后，至 2018 年 5 月末库存已降至 1,830 万平方米。之后行业进入到小幅度的加库存阶段，至 2020 年 12 月末，库存升至 3,600 万平方米，不过在三条红线的影响之下，行业又再次开始去库存，至 2021 年 6 月初，库存逐步降至 2,800 万平方米，库存分别在较 2014 年 12 月和 2020 年 12 月下降 43.1%、22.2%。

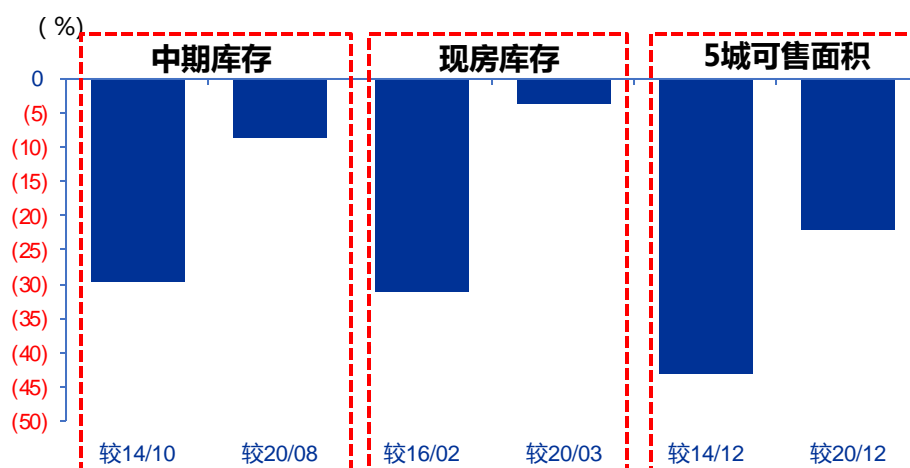
图 30：5 城可售面积走势（已拿证未售库存）



资料来源：国家统计局，申万宏源研究



图 31：各维度库存水平较峰值下降情况



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 32：4 种库存水平之间的关系



**远期库存（已拿地未售面积）：**没有数据，但因为去杠杆拿地下降，所以该库存只降不增，意味着少拿地

**中期库存（已开工未售面积）：**低库存下的深度去库存阶段，意味着少开工，多销售。

**近期库存（已拿证未售面积）：**低库存下的小幅纠结加库存，意味着多推盘，多销售。

**现房库存（已竣工未售面积）：**低库存下稳定，现房库存波动不大，库存已无法进一步下降。

资料来源：国家统计局，申万宏源研究

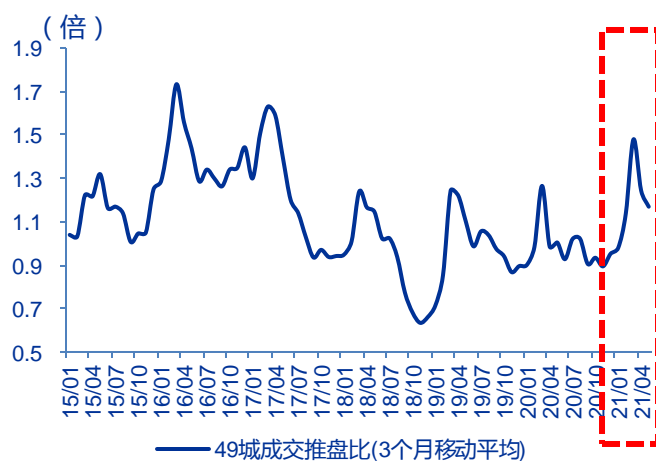
从全国的库存指标指标来看，目前全国住宅库存水平依然保持在历史较低水平、甚至仍在低库存水平上进一步的去库存阶段。从全国中期库存来看（已开工未售库存面积）和城市短期库存来看（可售面积，已拿证未售库存面积），目前我国进入到了低库存下的深度去库存阶段。而从全国现房库存来看（待售面积，已竣工未售库存面积，即现房未售面积），目前我国进入到了低库存下的低波动库存修复阶段。综合来看，在行业经历了本轮小周期持续的去库存之后，目前行业库存持续维持低位，并各维度正进行着进一步深度去库存，意味着未来的供需情况较难扭转，房价韧性也将持续较强。

### 2.1.3 去化：今年去化率有所改善，一二线城市好于三四线

从克而瑞 49 城数据来看，2021 年 1-5 月三个月移动平均成交/推盘比（类似于去化率的指标）分别为 0.98、1.14、1.48、1.24、1.17 倍，显著好于 2020 年 4 季度的 0.93、0.89、0.95 倍，显示出今年前 5 月的房地产销售市场去化率较去年 4 季度呈现改善的趋势。

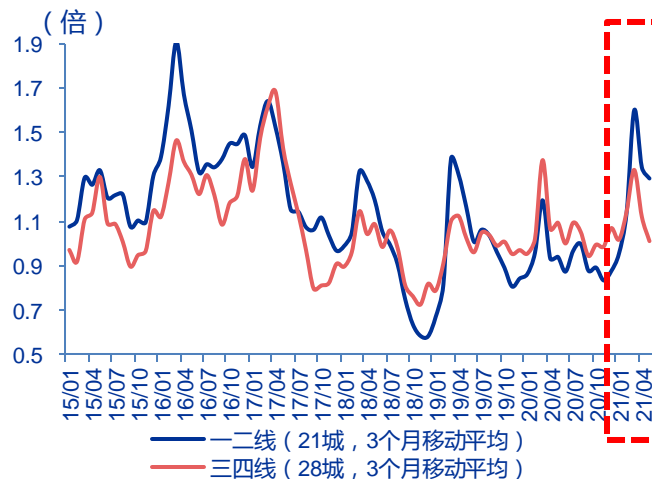
分城市能级来看，一二线城市 3-5 月成交推盘比分别为 1.60、1.34、1.29 倍，好于去年同期的 1.19、0.93、0.94 倍；三四线城市 3-5 月成交推盘比分别为 1.33、1.12、1.01 倍，较去年同期的 1.38、1.07、1.09 倍处于相近水平。总体来看，一二线城市的成交推盘比高于三四线城市，显示出目前一二线城市的去化水平整体优于三四线城市。

图 33：克而瑞 49 城成交/推盘比仍处于较健康水平



资料来源：克而瑞，Wind，申万宏源研究

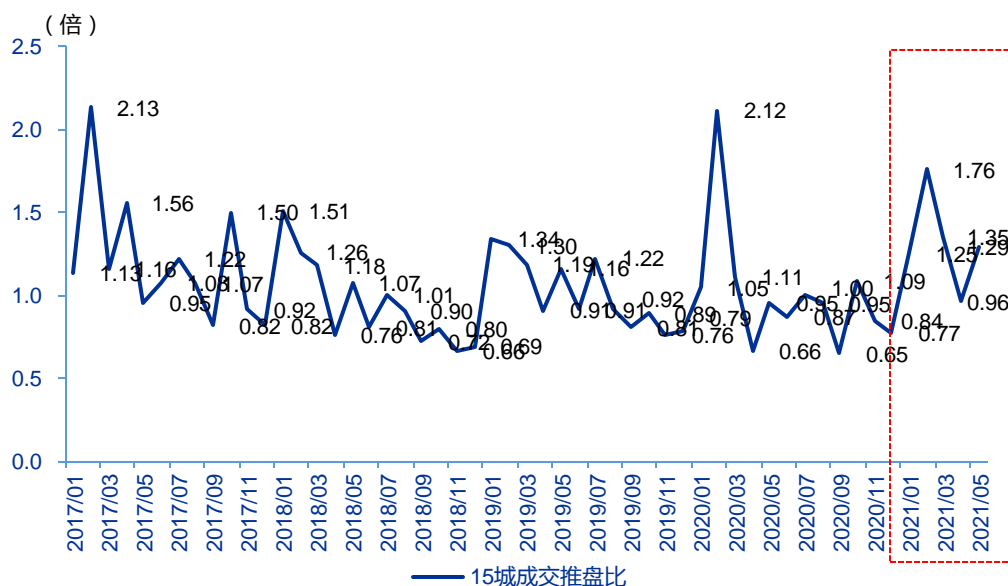
图 34：一二线城市成交/推盘比更高



资料来源：克而瑞，Wind，申万宏源研究

从万得 15 城成交/推盘比来看，2021 年 1-5 月，15 城成交/推盘比分别为 1.25、1.76、1.35、0.96、1.29，显著高于 2020 年 4 季度的 1.09、0.84、0.77 倍，1-3 月成交/推盘比持续处于较高水平，4 月虽略有回落，但仍处于 1.0 倍区间，并 5 月快速修复至 1.29 倍，总体来看，同样也显示出今年前 5 月的房地产销售市场去化率较去年 4 季度呈现改善的趋势。

图 35：万得 15 城商品房成交/推盘比情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

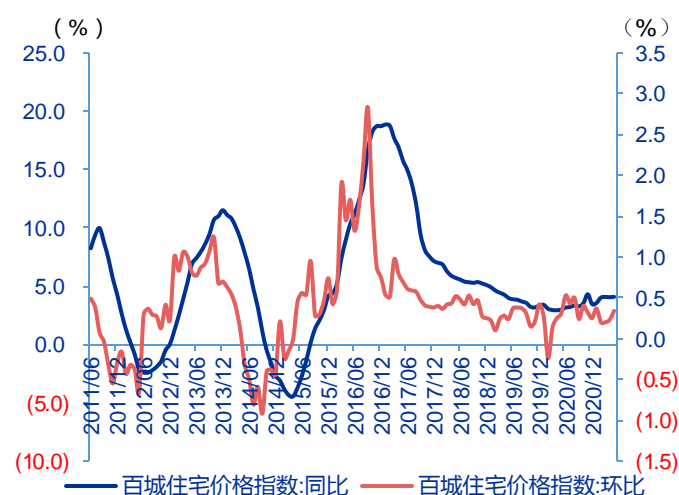
注：城市包括：4 个一线城市北京、上海、广州、深圳，7 个二线城市杭州、南京、青岛、苏州、厦门、福州、泉州；4 个三线城市：泉州、惠州、江阴、莆田。

### 2.1.4 价格：一二手房价持续上行，东部一二线涨幅明显

房价统计方面，对于一手住宅房价数据，鉴于统计局 70 城房价主要为网签口径房价、由于一手房限价政策导致房价数据会有所失真，因而我们采用为合同口径房价的中指院百城价格数据进行分析，更能反映当前房价波动情况。而对于二手住宅房价数据，我们则依然采用统计 70 城房价数据进行分析。

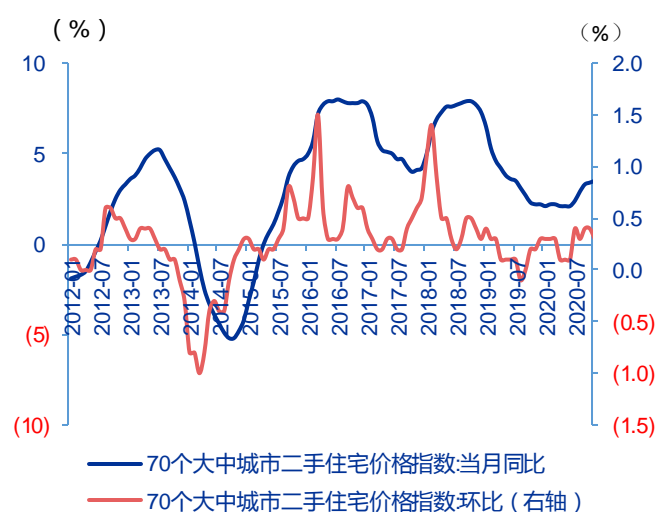
从最近的数据来看，一手住宅方面，2021 年 5 月，百城一手住宅销售价格环比+0.3%，同比+4.1%；其中，一线、二线、三线城市分别同比+3.2%、+3.9%、+5.2%。二手住宅方面，2021 年 5 月，70 城二手住宅销售价格环比+0.3%，同比+3.5%；其中，一线、二线、三线城市分别同比+10.8%、+3.5%、+2.6%。一手住宅价格环比自 2020 年 2 月受疫情影响短暂回调后，目前已实现了连续 15 个月的上涨，显示出受市场成交持续保持热度的情况下，房价也同步展现出较强韧性。

图 36：百城一手住宅价格同比、环比走势



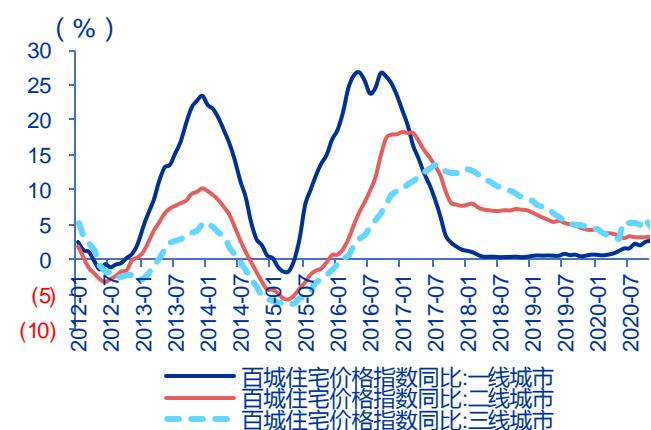
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 37：70 城二手住宅价格同比、环比走势



资料来源：Wind，申万宏源研究

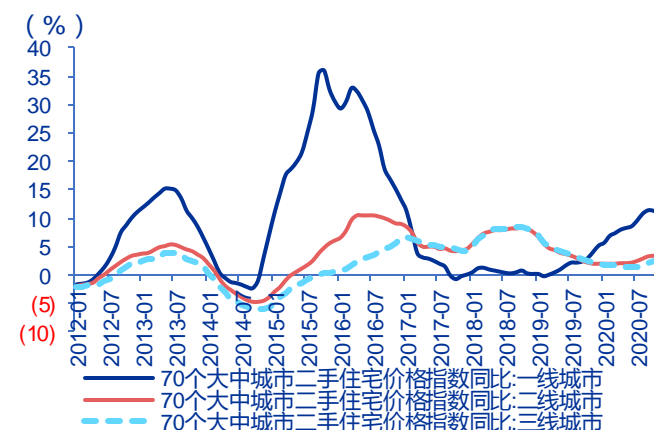
图 38：百城分能级一手住宅价格同比走势



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：一线城市：北京、上海、广州、深圳；二线城市：天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州，共 22 个；三线城市：百城中除一线城市、二线城市之外的其它 74 个城市。

图 39：70 城分能级二手住宅价格同比走势

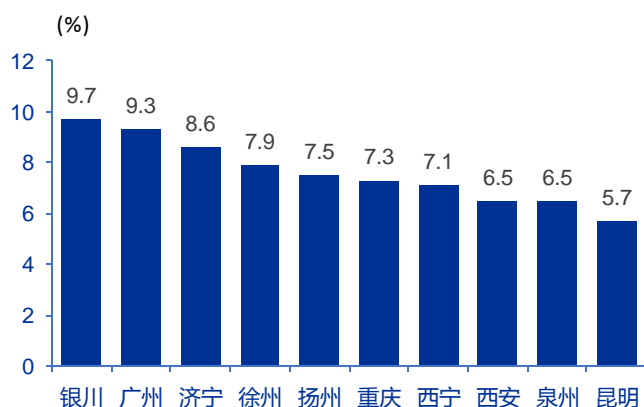


资料来源：Wind，申万宏源研究

注：一线城市：北京、上海、广州、深圳；二线城市：天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州，共 22 个；三线城市：百城中除一线城市、二线城市之外的其它 44 个城市。

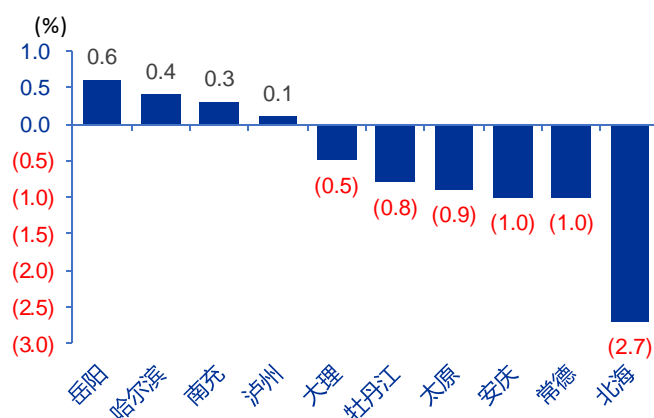
分城市来看，主流 70 城 2021 年前 5 月一手房价涨幅前五的城市为银川、广州、济宁、徐州、扬州，二手房房价涨幅前五的城市为广州、徐州、北京、深圳、上海。一手房价涨幅靠前的城市主要为三四线城市，区域上集中在东部地区；二手房房价涨幅靠前的城市主要为一线城市，区域上集中在东部地区。区域上来看，东部地区一二手房房价涨幅领先，能级上一二手房出现分化主要源于一线城市新房限价。

图 40：主流 70 城前 5 月一手房房价涨幅前十城市



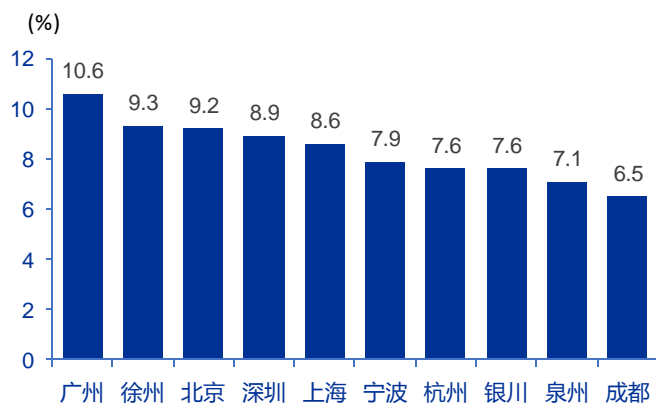
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 41：主流 70 城前 5 月一手房房价涨幅后十城市



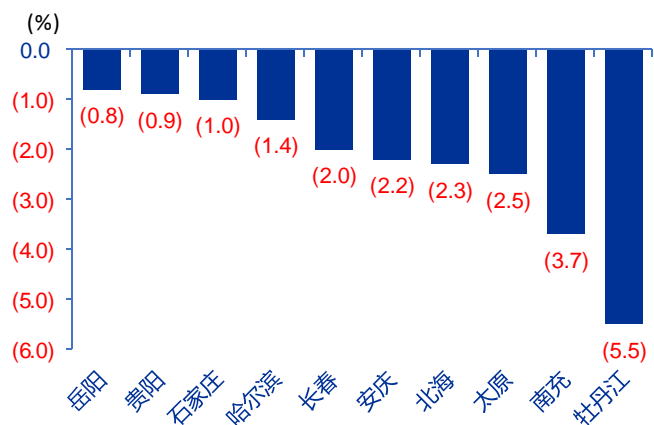
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 42：主流 70 城前 5 月二手房房价涨幅前十城市



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 43：主流 70 城前 5 月二手房房价涨幅后十城市



资料来源：Wind，申万宏源研究

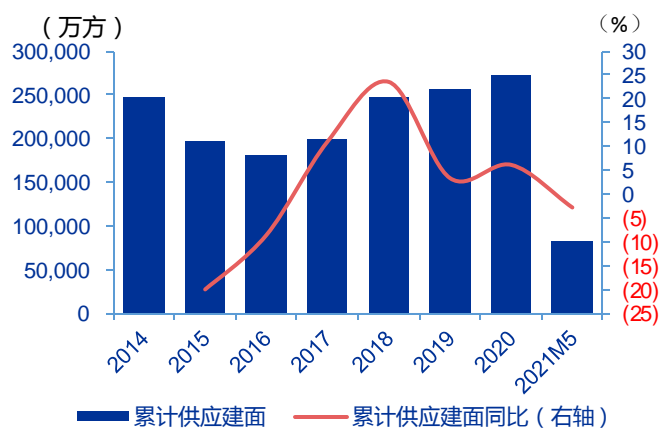
## 2.2 投资端：投资保持强势，拿地开工偏弱、施工竣工趋强

### 2.2.1 拿地：土地供应成交偏弱，集中供地下溢价率走高

根据中指院的数据，土地供应方面，2021 年 1-5 月，300 城土地供应建面累计同比 -2.8%，较 2019 年同期 -5.8%。其中，一线、二线、三四线土地供应建面累计同比 +35.0%、-4.4%、-4.3%，较 2019 年同期分别 +47.1%、-8.0%、-7.5%。

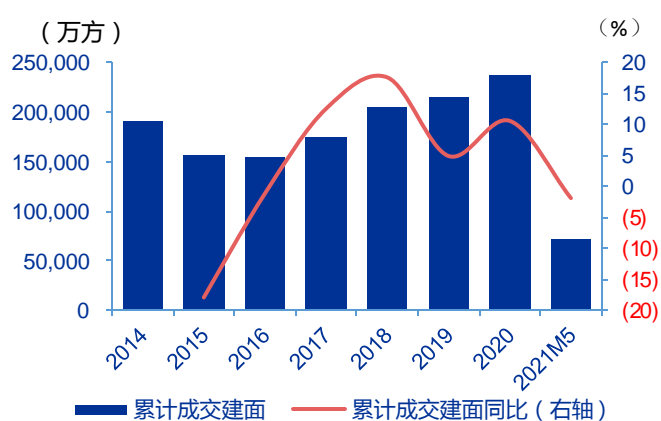
土地成交方面，2021 年 1-5 月，300 城土地成交建面累计同比 -1.9%，较 2019 年同期 -6.5%。其中，一线、二线、三四线土地成交建面累计同比 +30.7%、-8.2%、+0.1%，较 2019 年同期分别 +49.5%、-11.7%、-6.3%。

图 44：300 城土地供应建面



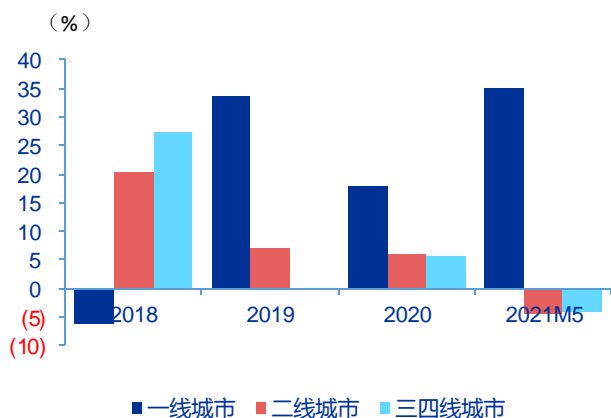
资料来源：中国指数研究院，申万宏源研究

图 45：300 城土地成交建面



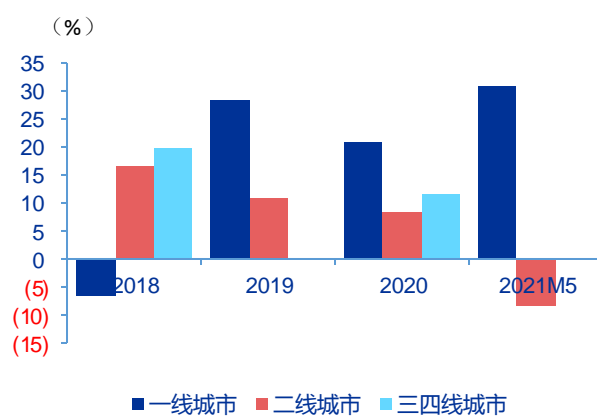
资料来源：中国指数研究院，申万宏源研究

图 46：2018-2021 年 300 城分能级供应同比



资料来源：中国指数研究院，申万宏源研究

图 47：2018-2021 年 300 城分能级成交同比

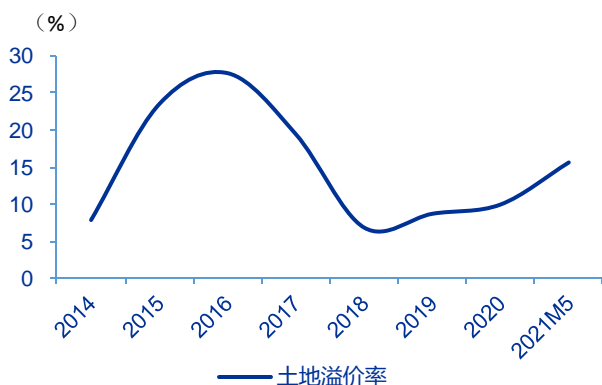


资料来源：中国指数研究院，申万宏源研究

溢价率方面，2021 年 1-5 月，300 城土地成交溢价率为 15.6%，较 2019-2020 年有所走高，但较 1-4 月-8.3pct。其中，一线、二线、三四线土地成交溢价率分别为 7.6%、17.3%、18.3%，分别较 1-4 月-3.6pct、-6.5pct、-13.4pct。

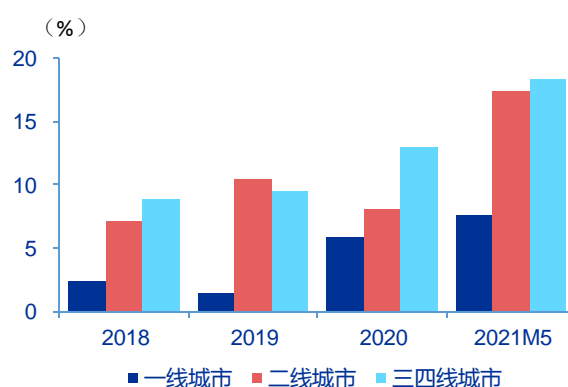


图 48 : 2014-2021 年 300 城溢价率



资料来源：中国指数研究院，申万宏源研究

图 49 : 2018-2021 年 300 城分能级溢价率



资料来源：中国指数研究院，申万宏源研究

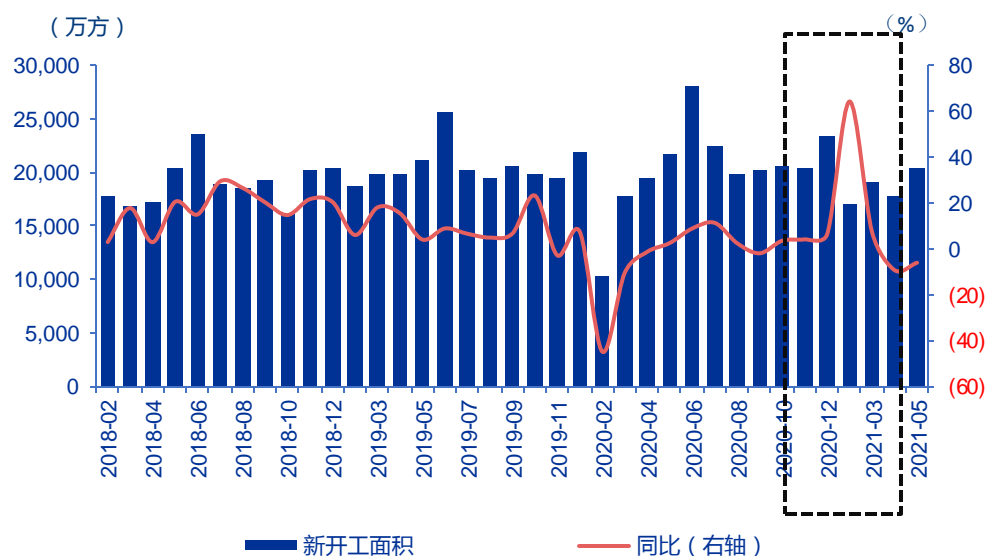
今年年初以来，土地市场的供应和成交有所偏弱，主要源于集中供地导致了总体的市场供地有所滞后，同时也因为三条红线下房企降低拿地所致，不过由于年初以来销售持续向好、房企补库存需求旺盛、集中供地部分政策加剧“价高者得”等因素，推动今年土地市场升温，地价和溢价率有所走高，但预计年内后续随着第二、第三批次集中供地释放，同时考虑地方政府集中供地政策或存在调整可能以及房企资金日益趋紧，预计后续土地市场将有所降温、土地溢价率也将相应有所下行。

### 2.2.2 开工：三条红线下开工偏弱，补库存下或将阶段性修复

新开工方面 2021 年 1-5 月的商品房新开工面积同比增长 6.9% 较 1-4 月下降 5.9pct。其中，5 月单月商品房新开工面积同比下降 6.1%，涨幅较 4 月上升 3.2pct。为了剔除 2020 年疫情造成的低基数影响，对比 2019 年数据来看，1-5 月的商品房新开工面积较 2019 年同期下降 6.8%。

正如我们年初判断房地产投资将呈现前端偏弱、后端偏强的走势，三条红线、贷款集中度管理、以及 2020Q4 拿地少将综合导致今年上半年开工偏弱，尤其三条红线监管日趋变严，房企只能更多采取少开工、多销售，也就对应了上述行业库存进一步下降的事实。我们目前从全年角度来看，还是维持房地产投资前端偏弱、后端偏强的判断，不过考虑到 2021Q2 中拿地的阶段性修复可能也将再 2021Q3 中带动开工阶段性修复。

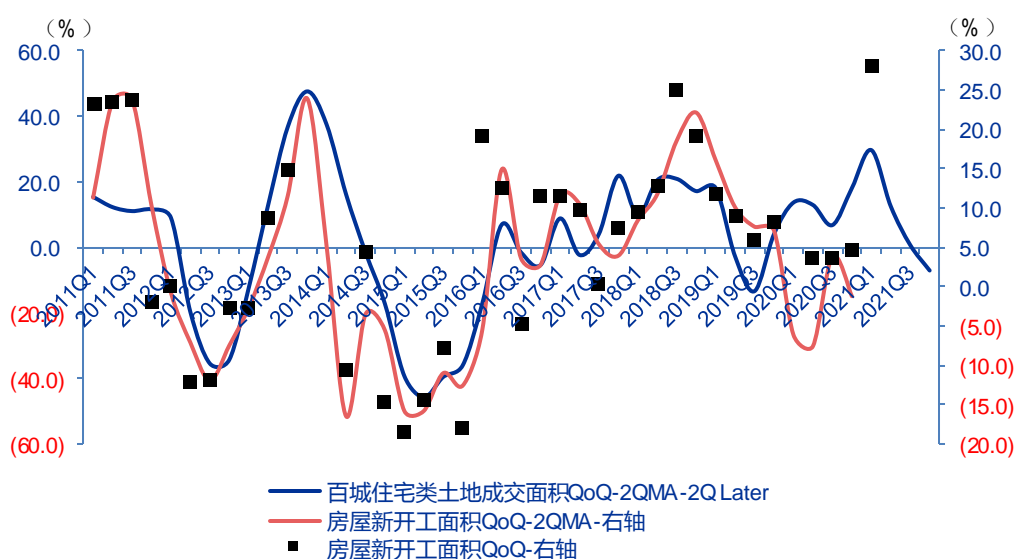
图 50：商品房单月新开工面积及同比



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

对于新开工的预测逻辑，我们通常通过拿地来预测新开工。其预测逻辑为，从拿地和开工的关系来看，2017 年年初之前，房屋新开工单月同比增速滞后于百城住宅类土地成交面积（拿地）单月同比增速约 6 个月，而在 2017 年年初之后，新开工增速滞后于拿地增速延长至 9 个月左右。一方面，拿地到开工的先后关系延长在一定程度上可以理解为拿地到开工实际时间的延长，另一方面，这个过程中由于限价、资金等因素，导致开工对于拿地项目的覆盖时间更长，从而传导关系更为平滑。

图 51：2QMA 新开工滞后 2QMA 土地成交 2Q



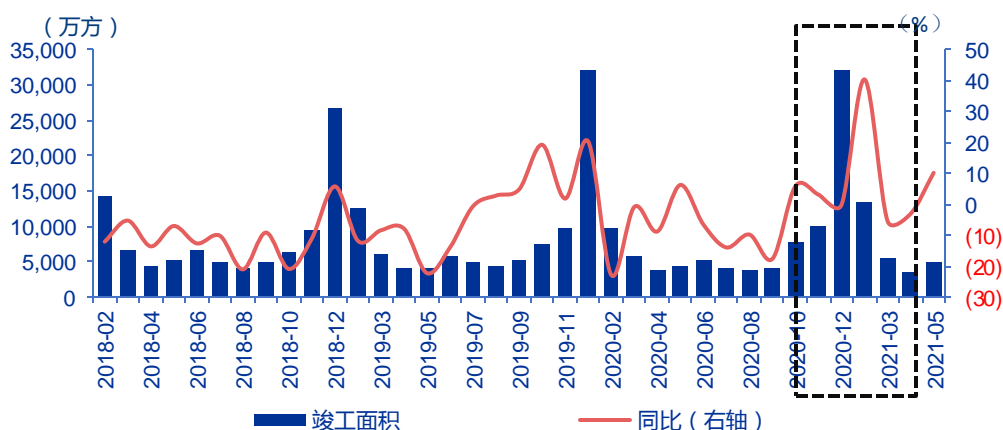
资料来源：国家统计局，申万宏源研究

展望 2021 年，一方面，考虑到三条红线、贷款集中度管理、以及 2020Q4-2021Q1 拿地少将综合导致今年开工偏弱，另一方面，也考虑到行业低库存背景将赋予补库存需求，尤其是今年库存进一步下降的背景下补库存较强，以及我们考虑到 2021Q2 中拿地的阶段性修复可能也将再 2021Q3 中带动开工阶段性修复，我们将 2021 年新开工同比预测由-1.0% 上调至+1.9%。其中，预计 Q2、Q3、Q4 新开工面积单季度同比分别为-7%、+7%、-5%。

### 2.2.3 竣工：开工传导和三条红线影响，竣工处于中期释放阶段

竣工方面，从开工和竣工的传导关系来看，商品房竣工同比大约滞后于商品房新开工同比 10 个季度。从近期的数据来看，1-5 月的商品房竣工面积同比增长 16.4%，较 1-4 月下降 1.4pct。为了剔除 2020 年疫情造成的低基数影响，对比 2019 年数据来看，1-5 月的商品房竣工面积较 2019 年同期增长 3.3%。总体而言，竣工数据符合我们年初“投资前端偏弱、投资后端偏强”的结构性判断。

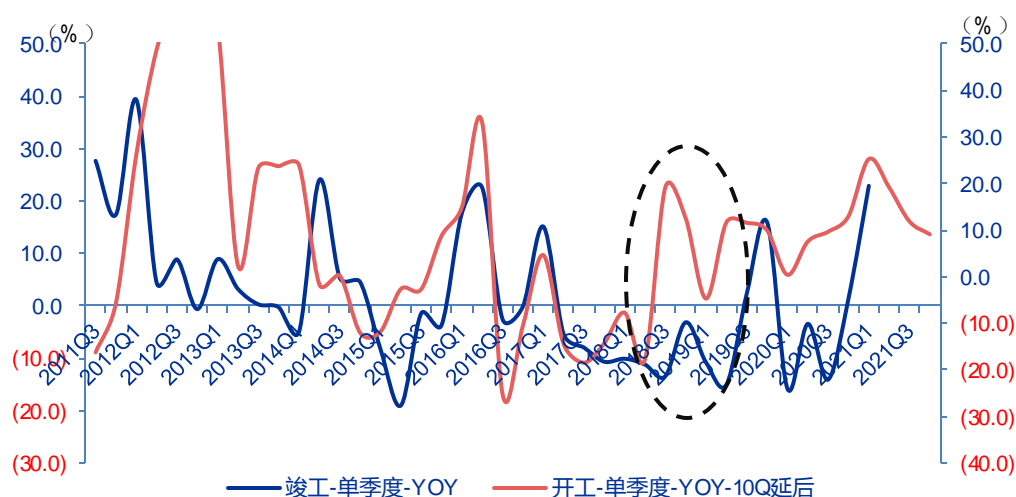
图 52：商品房单月竣工面积及同比



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

对于竣工的预测逻辑，我们通常通过开工来预测竣工。其预测逻辑为，从统计局数据来看，在 2010-2015 年，商品房竣工同比大约滞后于商品房新开工同比 10 个季度（约 2.5 年时间），但从 2016 年开始，这个 10 个季度的传导关系有所延长，主要源于 2018Q3 棚改资金收紧、精装修比例提升以及 2020 年新冠疫情等综合影响，导致了开工传到竣工的时间延长到约 3-4 年左右时间。

图 53：开工对竣工的传导



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

展望 2021 年，一方面，考虑到开工到竣工的传导 3-4 年的带动，目前正是 2016-2019 年开工强传导 2019-2023 年竣工释放的阶段，另一方面，也考虑到三条红线监管下，施工、竣工走强有利于改善负债率，因此我们维持 2021 年竣工同比预测为 +12.0%。

## 2.2.4 施工：三条红线下深度去库存，复工走强带动施工走强

施工方面，1-5 月的商品房施工面积同比增长 10.1%，较 1-4 月下降 0.4pct。为了剔除 2020 年疫情造成的低基数影响，对比 2019 年数据来看，1-5 月的商品房施工面积较 2019 年同期增长 12.7%。总体而言，施工数据符合我们年初“投资前端偏弱、投资后端偏强”的结构性判断。

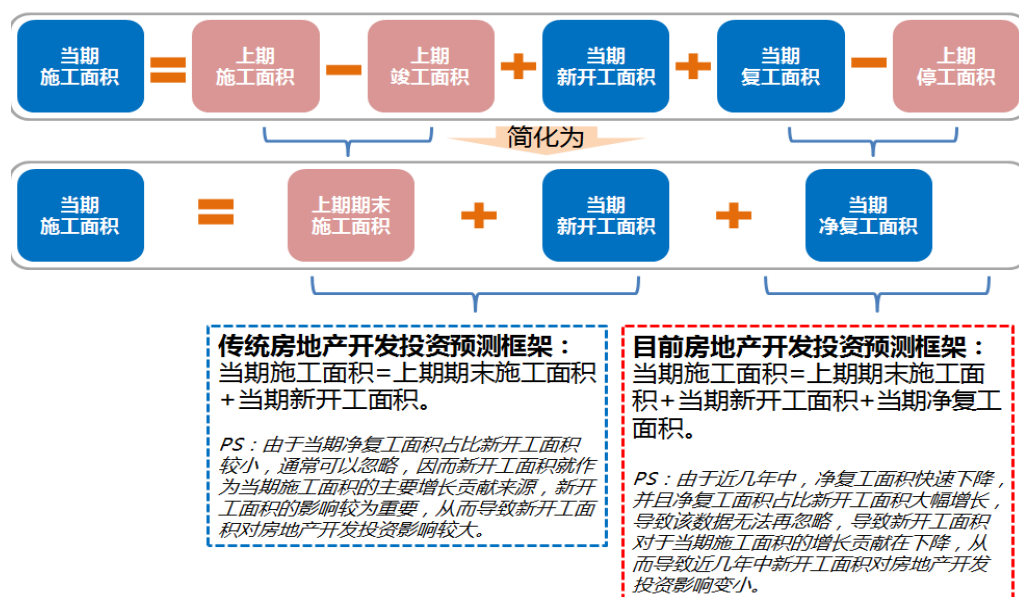
图 54：商品房施工面积累计同比



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

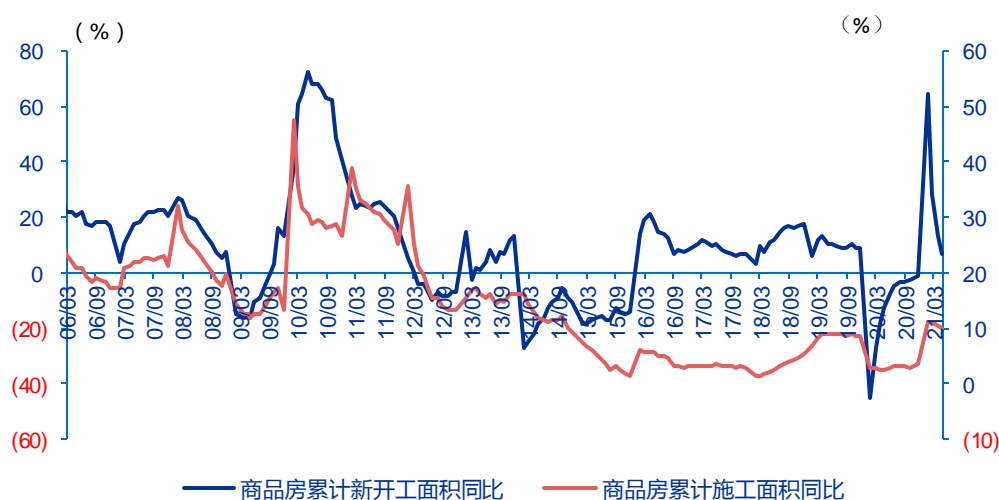
对于施工的预测逻辑，我们通常通过开工、竣工、净复工来预测施工。其预测逻辑为，当期施工面积=上期期末施工面积+当期新开工面积+当期净复工面积（其中，正数为复工，负数为停工）；在过往小周期中，新开工作为施工的最敏感的边际变量，并且新开工累计同比和施工累计同比同向变化，因而通过新开工的变化趋势往往被作为施工的变化趋势的指引；但是自 2017 年开始，新开工和施工之间的关系有所钝化，并且尤其到了 2019 年 4 月开始新开工和施工之间的走势开始背离，在开工逐步走弱的过程中，施工却反常的保持了较强的韧性，这种反常的背离来自于复工的干扰。

图 55：施工面积预测的逻辑框架



资料来源：申万宏源研究

图 56：商品房新开工和施工面积同比



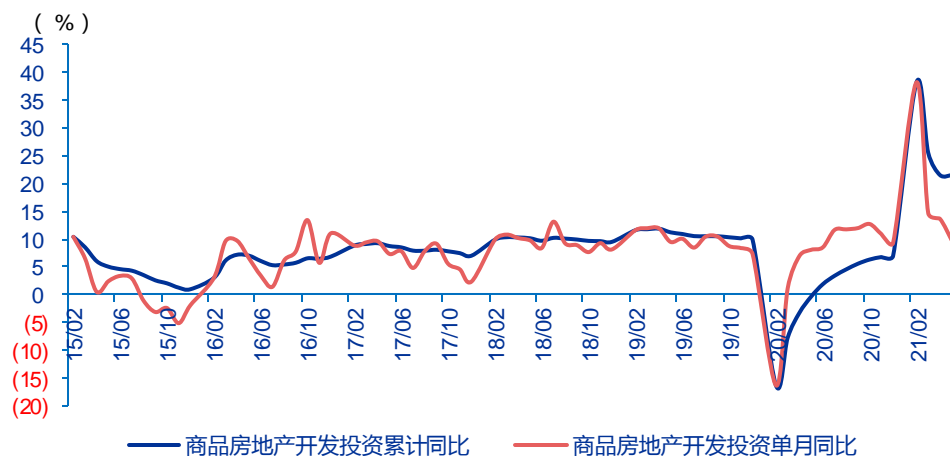
资料来源：国家统计局，申万宏源研究

展望 2021 年，基于我们预计 2021 年新开工面积同比+1.9%、竣工面积同比+12.0%，并考虑到 2021 年后疫情时代复工的影响，综合之下，我们略微上调 2021 年施工面积预计至同比+6.8%。

### 2.2.5 投资：施工投资正向拉动，推动投资保持强势

2021 年 1-5 月，全国完成房地产开发投资 54,318 亿元，同比增长 18.3%，较 2021 年 1-4 月下降 3.3pct。其中，2021 年 5 月单月商品房投资增速 9.8%，较 4 月下降 3.8pct。为了剔除 2020 年疫情造成的低基数影响，对比 2019 年数据来看，1-5 月房地产开发投资较 2019 年同期增长 17.9%，住宅投资较 2019 年同期增长 20.6%。

图 57：商品房地产开发投资累计同比和单月同比



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

展望 2021 年，考虑到前端拿地及开工偏弱、而后端施工及竣工走强、同时后疫情时代停工减少并复工增加，将综合推动土地投资逐步放缓，施工投资逐步正向拉动，并且考虑前 5 月投资端数据超我们年初预期，我们将 2021 年投资同比预测由+7.1%上调至+10.8%。

## 2.3 指标预测：上调销量预测至+5.6%、投资预测至+10.8%

展望 2021 年，销售端来看，我们认为 GDP 修复推动购买力提升、三条红线要求房企加速回款、银行贷款新政对按揭的压降、集中供地导致的看涨预期、地方调控政策的进一步收紧等多方面正负因素，预计 21 年全国销售增速将逐季度放缓，但仍将保持一定韧性，同时前 5 月销售端数据超我们年初预期，我们预计 21Q3、21Q4 销售面积增速逐步放缓，分别同比+0.0%、-15.0%，销售均价相应逐步放缓，分别同比+5.0%、+0.0%，对应销售



金额同比+0.0%、-15.0%。综合之下 我们将 2021 年销售面积同比预测由 0%上调至+5.6%、销售金额同比预测由+3.0%上调至+12.2%。

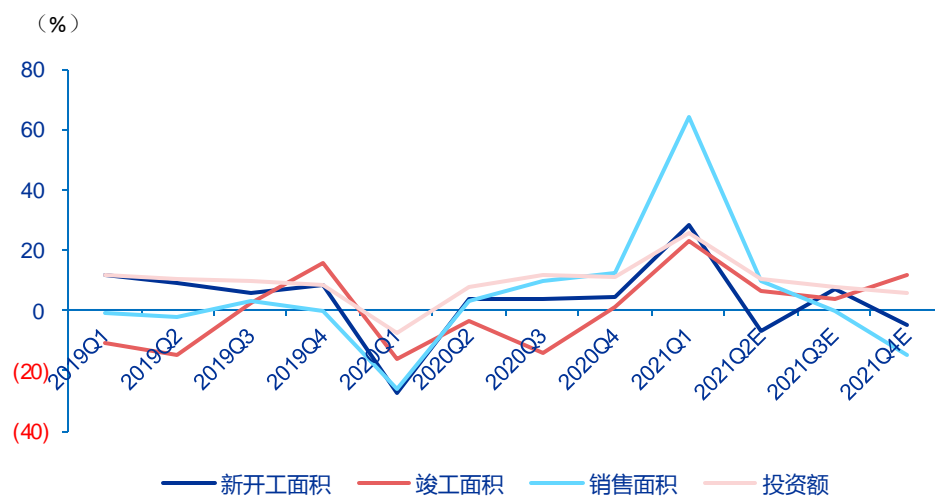
投资端来看，行业低库存背景将赋予加库存需求，三条红线、银行贷款新政和集中供地新政将综合导致拿地及开工偏弱、但又将促房企去库存而导致施工及竣工走强、同时后疫情时代停工减少并复工增加，将综合推动土地投资逐步放缓，施工投资逐步正向拉动，并且 5 月投资端数据超我们年初预期。我们预计 21Q3 开工季节性偏强，21Q4 竣工持续修复、同时开工下行，预计 21Q3、21Q4 新开工面积分别同比+7.0%、-5.0%，竣工面积分别同比+4.0%、+12.0%，投资逐步放缓，分别同比+8.0%、+6.0%。综合之下，我们将 2021 年投资同比预测由+7.1%上调至+10.8% 其中 2021 年新开工同比预测由-1.0%上调至+1.9%、竣工同比预测维持为+12.0%。

表 14：2021 年房地产开发投资数据单季度预测情况表

| 季度<br>绝对值 | 新开工面积<br>(万平米) | 竣工面积<br>(万平米) | 投资额<br>(亿元) | 销售额<br>(亿元) | 销售面积<br>(万平米) | 销售均价<br>(元/平米) |
|-----------|----------------|---------------|-------------|-------------|---------------|----------------|
| 2019Q1    | 38,728         | 18,474        | 23,803      | 27,039      | 29,829        | 9,065          |
| 2019Q2    | 66,780         | 13,952        | 37,806      | 43,659      | 45,957        | 9,500          |
| 2019Q3    | 60,198         | 14,323        | 36,398      | 40,793      | 43,393        | 9,401          |
| 2019Q4    | 61,447         | 49,193        | 34,187      | 48,234      | 52,379        | 9,209          |
| 2020Q1    | 28,203         | 15,557        | 21,963      | 20,365      | 21,978        | 9,266          |
| 2020Q2    | 69,333         | 13,473        | 40,818      | 46,530      | 47,425        | 9,811          |
| 2020Q3    | 62,554         | 12,308        | 40,704      | 48,753      | 47,669        | 10,227         |
| 2020Q4    | 64,343         | 49,880        | 37,959      | 57,965      | 59,014        | 9,822          |
| 2021Q1    | 36,163         | 19,122        | 27,576      | 38,378      | 36,007        | 10,658         |
| 2021Q2E   | 64,509         | 14,338        | 44,951      | 55,979      | 52,111        | 10,742         |
| 2021Q3E   | 66,932         | 12,801        | 43,960      | 51,190      | 47,669        | 10,739         |
| 2021Q4E   | 61,126         | 55,866        | 40,236      | 49,271      | 50,162        | 9,822          |
| 同比(%)     | 新开工面积          | 竣工面积          | 投资额         | 销售额         | 销售面积          | 销售均价           |
| 2019Q1    | 11.9           | (10.8)        | 11.8        | 5.6         | (0.9)         | 6.6            |
| 2019Q2    | 9.1            | (15.0)        | 10.4        | 5.6         | (2.3)         | 8.1            |
| 2019Q3    | 6.0            | 2.3           | 9.9         | 9.7         | 2.9           | 6.6            |
| 2019Q4    | 8.3            | 16.0          | 8.2         | 5.2         | 0.1           | 5.1            |
| 2020Q1    | (27.2)         | (15.8)        | (7.7)       | (24.7)      | (26.3)        | 2.2            |
| 2020Q2    | 3.8            | (3.4)         | 8.0         | 6.6         | 3.2           | 3.3            |
| 2020Q3    | 3.9            | (14.1)        | 11.8        | 19.5        | 9.9           | 8.8            |
| 2020Q4    | 4.7            | 1.4           | 11.0        | 20.2        | 12.7          | 6.7            |
| 2021Q1    | 28.2           | 22.9          | 25.6        | 88.5        | 63.8          | 15.0           |
| 2021Q2E   | (7.0)          | 6.4           | 10.1        | 20.3        | 9.9           | 9.5            |
| 2021Q3E   | 7.0            | 4.0           | 8.0         | 5.0         | 0.0           | 5.0            |
| 2021Q4E   | (5.0)          | 12.0          | 6.0         | (15.0)      | (15.0)        | 0.0            |

资料来源：统计局，申万宏源研究

图 58：2021 年房地产开发投资数据单季度同比预测



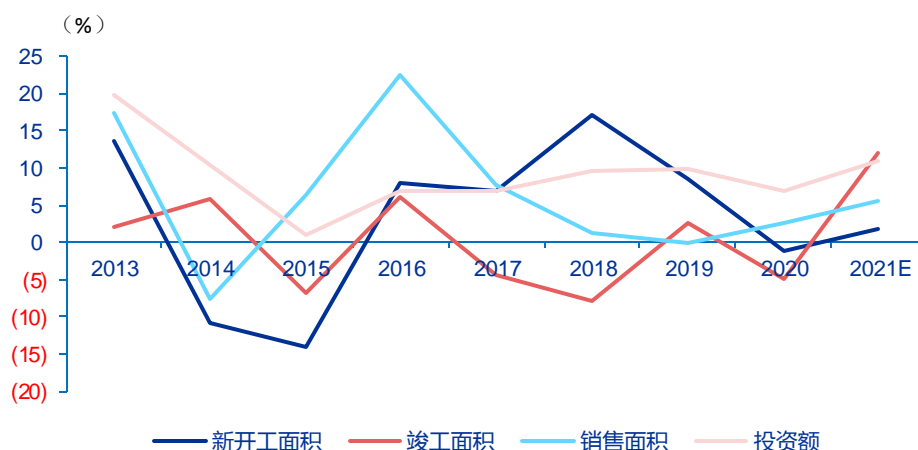
资料来源：国家统计局，申万宏源研究

表 15：2021 年房地产开发投资数据预测汇总表

| 年份    | 施工面积<br>(万平方米) | 新开工面积<br>(万平方米) | 竣工面积<br>(万平方米) | 土地购置费<br>(亿元) | 投资额<br>(亿元) | 销售额<br>(亿元) | 销售面积<br>(万平方米) | 销售均价<br>(元/平方米) |
|-------|----------------|-----------------|----------------|---------------|-------------|-------------|----------------|-----------------|
| 2013  | 665,572        | 201,208         | 101,435        | 13,502        | 86,013      | 81,428      | 130,551        | 6,237           |
| 2014  | 726,482        | 179,592         | 107,459        | 17,459        | 95,036      | 76,292      | 120,649        | 6,324           |
| 2015  | 735,693        | 154,454         | 100,039        | 17,675        | 95,979      | 87,281      | 128,495        | 6,793           |
| 2016  | 758,975        | 166,928         | 106,128        | 18,779        | 102,581     | 117,627     | 157,349        | 7,476           |
| 2017  | 781,484        | 178,654         | 101,486        | 23,169        | 109,799     | 133,701     | 169,408        | 7,892           |
| 2018  | 822,300        | 209,342         | 93,550         | 36,387        | 120,264     | 149,973     | 171,654        | 8,737           |
| 2019  | 893,821        | 227,154         | 95,942         | 41,675        | 132,194     | 159,725     | 171,558        | 9,310           |
| 2020  | 926,759        | 224,433         | 91,218         | 44,452        | 141,443     | 173,613     | 176,086        | 9,860           |
| 2021E | 990,098        | 228,730         | 102,126        | 45,962        | 156,724     | 194,817     | 185,949        | 10,477          |
| 同比(%) | 施工面积           | 新开工面积           | 竣工面积           | 土地购置费         | 投资额         | 销售额         | 销售面积           | 销售均价            |
| 2013  | 16.1           | 13.5            | 2.0            | 11.6          | 19.8        | 26.3        | 17.3           | 7.7             |
| 2014  | 9.2            | (10.7)          | 5.9            | 29.3          | 10.5        | (6.3)       | (7.6)          | 1.4             |
| 2015  | 1.3            | (14.0)          | (6.9)          | 1.2           | 1.0         | 14.4        | 6.5            | 7.4             |
| 2016  | 3.2            | 8.1             | 6.1            | 6.2           | 6.9         | 34.8        | 22.5           | 10.1            |
| 2017  | 3.0            | 7.0             | (4.4)          | 23.4          | 7.0         | 13.7        | 7.7            | 5.6             |
| 2018  | 5.2            | 17.2            | (7.8)          | 57.0          | 9.5         | 12.2        | 1.3            | 10.7            |
| 2019  | 8.7            | 8.5             | 2.6            | 14.5          | 9.9         | 6.5         | (0.1)          | 6.6             |
| 2020  | 3.7            | (1.2)           | (4.9)          | 6.7           | 7.0         | 8.7         | 2.6            | 5.9             |
| 2021E | 6.8            | 1.9             | 12.0           | 3.4           | 10.8        | 12.2        | 5.6            | 6.3             |

资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 59：2021 年房地产开发投资数据同比预测



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

## 2.4 基本面小结：销售强劲高位放缓，投资前端弱后端强

销售端，上半年销售表现强劲，并呈现去化率改善、房价上涨趋势，其中拿地、少开工少、销售多则造成了低库存下的深度去库存；展望下半年，综合考虑前 5 月靓丽销售的好基础、以及信贷收紧和基数快速走高，预计后续销售增速将逐步放缓、但仍将保持一定韧性，我们上调 2021 年销售面积同比预测至+5.6%、销售金额同比预测至+12.2%。投资端，上半年投资保持强势，并呈现出拿地开工偏弱、施工竣工偏强，符合我们年初“投资前端偏弱、投资后端偏强”的判断；展望下半年，三条红线扩围背景下我们维持年初判断，拿地开工偏弱、施工竣工偏强，但考虑到低库存下补库存需求加强或推动 Q3 开工阶段性修复，我们上调 2021 年投资同比预测至+10.8%，其中上调新开工同比预测至+1.9%、维持竣工同比预测为+12.0%。

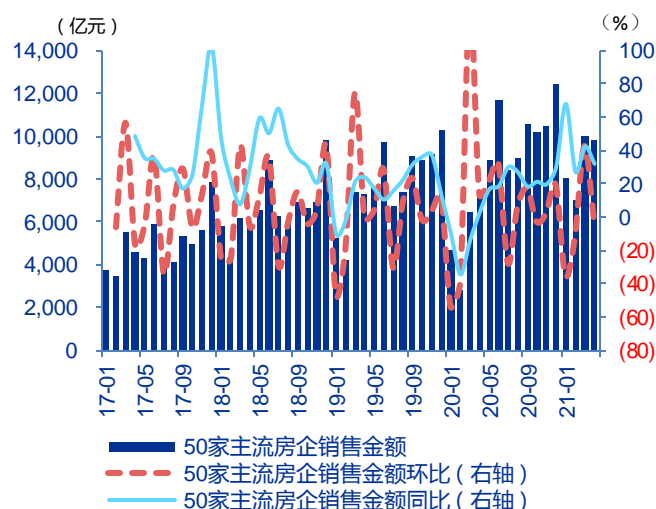
## 3. 公司面：拿地及融资分化，稳健企业融资集中度大升

### 3.1 房企销售：主流房企销售靓丽，目前目标完成率 39%

#### 3.1.1 房企销售：主流房企销售靓丽，显著好于 19 年同期

2021 年 1-5 月，主流 50 家房企累计销售金额 45,485 亿元，较 2020 年同期同比+48%、较前值-14pct，较 19 年同比+43%；累计销售面积为 31,204 万方，较 2020 年同期同比+36%、较前值-11pct，较 2019 年同期同比+35%。值得关注的是，前 5 月主流房企销售也显著好于 2019 年前 5 月水平，表明剔除低基数因素外，今年开年销售本身也非常靓丽。

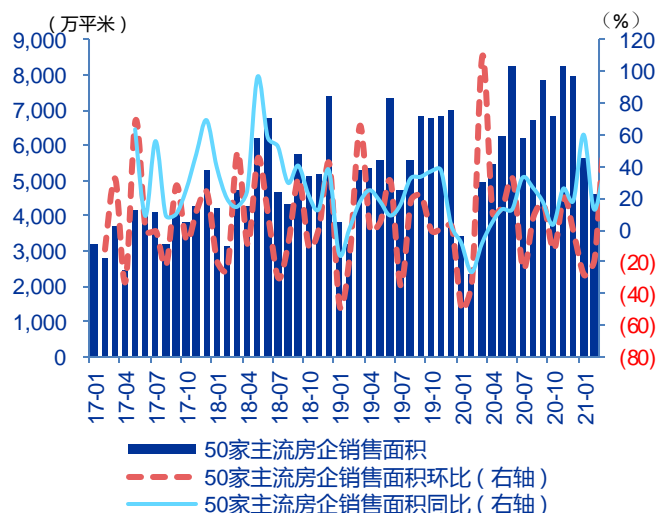
图 60：50 家房企月度销售金额及同比



资料来源：克而瑞，亿翰智库，申万宏源研究

注：50 家房企采用固定房企名单。

图 61：50 家房企月度销售面积及同比



资料来源：克而瑞，亿翰智库，申万宏源研究

注：50 家房企采用固定房企名单。

从主流房企 5 月单月销售来看，碧桂园销售排名第一，融创、恒大分别位列二三。其中，如融创、绿城、建发、招蛇、中海、世茂、龙湖等房企单月销售同比录得 30% 以上增长。从主流房企 5 月累计销售来看，碧桂园位列第一，万科、恒大位列二三。其中，如建发、绿城、旭辉、金地、融创、招蛇、金茂、华润、中南、世茂、保利、等房企累计销售同比录得 50% 以上增长。

表 16：2021 年 5 月 50 家房企销售排名（按累计销售金额降序排序）

| 公司      | 20年1-5月<br>销售金额 | 20年5月单<br>月销售金额 | 21年1-5月<br>销售金额 | 21年5月单<br>月销售金额 | 累计销售金<br>额同比 | 5月单月销<br>售金额同比 | 20年1-5月<br>销售面积 | 20年5月单月<br>销售面积 | 21年1-5月<br>销售面积 | 21年5月单月<br>销售面积 | 累计销售<br>面积同比 | 5月单月销<br>售面积同比 |
|---------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|--------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|--------------|----------------|
| 碧桂园*    | 2,913           | 798             | 3,541           | 805             | 22           | 1              | 3,349           | 917             | 4,070           | 925             | 22           | 1              |
| 万科地产    | 2,471           | 613             | 2,872           | 580             | 16           | (5)            | 1,575           | 387             | 1,771           | 358             | 12           | (8)            |
| 恒大地产    | 2,728           | 602             | 2,868           | 655             | 5            | 9              | 3,008           | 637             | 3,372           | 770             | 12           | 21             |
| 融创中国    | 1,407           | 452             | 2,415           | 705             | 72           | 56             | 1,022           | 320             | 1,827           | 475             | 59           | 48             |
| 保利地产    | 1,557           | 471             | 2,335           | 580             | 50           | 23             | 1,052           | 318             | 1,396           | 347             | 33           | 9              |
| 中海地产    | 1,145           | 268             | 1,570           | 359             | 37           | 34             | 627             | 148             | 767             | 175             | 22           | 18             |
| 招商蛇口    | 781             | 224             | 1,328           | 311             | 70           | 39             | 336             | 101             | 588             | 142             | 75           | 40             |
| 绿城中国*   | 604             | 190             | 1,293           | 315             | 114          | 66             | 285             | 95              | 555             | 147             | 95           | 54             |
| 金地集团    | 678             | 228             | 1,285           | 282             | 90           | 24             | 311             | 100             | 570             | 125             | 83           | 24             |
| 华润置地    | 790             | 212             | 1,261           | 251             | 60           | 18             | 454             | 127             | 679             | 99              | 50           | (22)           |
| 世茂集团    | 803             | 220             | 1,218           | 290             | 52           | 32             | 458             | 126             | 687             | 163             | 50           | 29             |
| 绿地集团*   | 938             | 230             | 1,137           | 235             | 21           | 2              | 784             | 210             | 966             | 193             | 23           | (8)            |
| 龙湖集团    | 823             | 221             | 1,118           | 295             | 36           | 33             | 485             | 129             | 651             | 172             | 34           | 33             |
| 中国金茂    | 652             | 201             | 1,102           | 233             | 69           | 16             | 379             | 120             | 661             | 119             | 74           | (1)            |
| 旭辉集团    | 556             | 202             | 1,101           | 269             | 98           | 33             | 334             | 114             | 639             | 538             | 91           | 373            |
| 新城控股    | 715             | 224             | 945             | 241             | 32           | 7              | 654             | 204             | 915             | 230             | 40           | 13             |
| 中南建设    | 554             | 185             | 885             | 201             | 60           | 9              | 430             | 141             | 611             | 134             | 42           | (5)            |
| 金科集团*   | 598             | 185             | 848             | 188             | 42           | 2              | 618             | 149             | 857             | 194             | 39           | 30             |
| 阳光城     | 631             | 181             | 813             | 172             | 29           | (5)            | 562             | 149             | 513             | 133             | (9)          | (11)           |
| 中梁控股    | 430             | 150             | 758             | 137             | 76           | (9)            | 374             | 142             | 605             | 109             | 62           | (23)           |
| 龙光集团    | 416             | 142             | 757             | 138             | 82           | (3)            | 277             | 95              | 383             | 145             | 38           | 53             |
| 建发房产*   | 248             | 99              | 739             | 175             | 198          | 76             | 146             | 64              | 361             | 88              | 147          | 37             |
| 佳兆业     | 357             | 119             | 700             | 142             | 96           | 19             | 272             | 91              | 503             | 102             | 85           | 12             |
| 滨江集团*   | 403             | 137             | 697             | 114             | 73           | (17)           | 122             | 36              | 153             | 22              | 26           | (40)           |
| 正荣集团    | 419             | 127             | 692             | 145             | 65           | 14             | 296             | 88              | 416             | 89              | 41           | 2              |
| 美的地产*   | 360             | 119             | 690             | 160             | 92           | 34             | 335             | 109             | 584             | 131             | 74           | 20             |
| 融信集团    | 407             | 128             | 681             | 139             | 67           | 9              | 192             | 71              | 332             | 61              | 72           | (13)           |
| 雅居乐     | 402             | 138             | 609             | 101             | 52           | (27)           | 274             | 100             | 391             | 71              | 43           | (28)           |
| 中国铁建*   | 170             | 55              | 546             | 125             | 221          | 126            | 130             | 35              | 321             | 25              | 146          | (30)           |
| 祥生集团    | 362             | 126             | 545             | 142             | 51           | 12             | 309             | 109             | 429             | 110             | 39           | 2              |
| 华发股份*   | 303             | 68              | 539             | 143             | 78           | 110            | 123             | 34              | 212             | 59              | 72           | 77             |
| 中国奥园    | 333             | 103             | 526             | 115             | 58           | 12             | 325             | 102             | 459             | 97              | 41           | (4)            |
| 富力地产*   | 392             | 113             | 524             | 121             | 34           | 7              | 336             | 99              | 395             | 89              | 17           | (10)           |
| 卓越集团    | 326             | 92              | 516             | 151             | 58           | 63             | 159             | 43              | 240             | 65              | 51           | 51             |
| 首开股份    | 300             | 130             | 485             | 135             | 62           | 4              | 105             | 47              | 150             | 35              | 44           | (26)           |
| 新力地产    | 327             | 93              | 468             | 119             | 43           | 28             | 210             | 60              | 311             | 83              | 48           | 39             |
| 荣盛发展    | 333             | 124             | 467             | 157             | 40           | 27             | 306             | 106             | 390             | 125             | 27           | 18             |
| 合景泰富    | 287             | 92              | 459             | 113             | 60           | 23             | 171             | 51              | 238             | 64              | 39           | 25             |
| 蓝光发展*   | 352             | 140             | 447             | 99              | 27           | (29)           | 354             | 139             | 473             | 104             | 34           | (25)           |
| 宝龙地产    | 212             | 74              | 425             | 94              | 100          | 28             | 138             | 48              | 272             | 58              | 97           | 19             |
| 禹洲集团    | 307             | 108             | 417             | 104             | 36           | (3)            | 191             | 64              | 235             | 62              | 23           | (3)            |
| 越秀地产    | 258             | 112             | 410             | 82              | 59           | (27)           | 101             | 42              | 148             | 30              | 47           | (30)           |
| 远洋地产    | 318             | 82              | 405             | 100             | 28           | 22             | 166             | 45              | 222             | 55              | 34           | 21             |
| 时代地产*   | 246             | 75              | 373             | 90              | 51           | 20             | 182             | 58              | 193             | 47              | 6            | (19)           |
| 大悦城集团   | 200             | 104             | 354             | 91              | 77           | (12)           | 58              | 30              | 150             | 42              | 161          | 39             |
| 仁恒置地    | 216             | 81              | 319             | 42              | 48           | (48)           | 62              | 20              | 96              | 16              | 53           | (23)           |
| 首创置业*   | 197             | 88              | 306             | 54              | 56           | (39)           | 63              | 25              | 142             | 29              | 128          | 15             |
| 海伦堡地产*  | 174             | 71              | 284             | 86              | 63           | 20             | 160             | 65              | 227             | 63              | 42           | (3)            |
| 东原地产*   | 205             | 68              | 221             | 48              | 8            | (30)           | 117             | 41              | 171             | 31              | 46           | (24)           |
| 俊发地产*   | 152             | 44              | 191             | 41              | 25           | (7)            | 91              | 19              | 112             | 21              | 22           | 9              |
| 平均      | 615             | 182             | 910             | 209             | 48           | 15             | 457             | 131             | 624             | 151             | 36           | 15             |
| 主流10家合计 | 14,996          | 3,982           | 19,503          | 4,589           | 30           | 15             | 12,590          | 3,294           | 15,710          | 3,644           | 25           | 11             |
| 主流20家合计 | 20,903          | 5,756           | 28,997          | 6,747           | 39           | 17             | 16,368          | 4,417           | 21,191          | 5,289           | 29           | 20             |
| 主流50家合计 | 30,758          | 9,109           | 45,485          | 10,469          | 48           | 15             | 22,867          | 6,567           | 31,204          | 7,564           | 36           | 15             |

注：10家、20家、50家主流房企采用固定房企名单，同比和环比数据为历史可比；其中，10家主流房企为：碧桂园、恒大地产、万科地产、保利地产、融创中国、中海地产、绿地集团、龙湖集团、中国金茂；上月销售和上月同月销售优先采用房企公告数据计算同比和环比；标注星号房企为一直沿用克而瑞数据。

资料来源：克而瑞，亿翰智库，统计局，申万宏源研究

注：10家、20家、50家房企采用固定房企名单，同比和环比数据为历史可比；其中，10家房企为：碧桂园、恒大地产、万科地产、保利地产、融创中国、中海地产、绿地集团、龙湖集团、中国金茂；上月销售和上月同月销售优先采用房企公告数据计算同比和环比；标注星号房企为一直沿用克而瑞数据。

表 17 : Top30 房企 2018 年以来销售额排名变化 (单位 : 亿元)

| 销售额排名 | 2018 |       | 2019 |       | 2020 |       | 2021 年 1-5 月 |       | 分档 |
|-------|------|-------|------|-------|------|-------|--------------|-------|----|
| 1     | 碧桂园  | 7,287 | 碧桂园  | 7,715 | 碧桂园  | 7,888 | 碧桂园          | 3,541 | 黄色 |
| 2     | 万科地产 | 6,069 | 万科地产 | 6,312 | 中国恒大 | 7,035 | 万科地产         | 2,872 | 绿色 |
| 3     | 中国恒大 | 5,511 | 中国恒大 | 6,080 | 万科地产 | 7,011 | 中国恒大         | 2,868 | 红色 |
| 4     | 融创中国 | 4,600 | 融创中国 | 5,556 | 融创中国 | 5,750 | 融创中国         | 2,415 | 黄色 |
| 5     | 保利发展 | 4,050 | 保利发展 | 4,702 | 保利发展 | 5,028 | 保利发展         | 2,335 | 绿色 |
| 6     | 绿地控股 | 3,812 | 绿地控股 | 3,880 | 中海地产 | 3,634 | 中海地产         | 1,570 | 绿色 |
| 7     | 中海地产 | 2,688 | 中海地产 | 3,301 | 绿地控股 | 3,567 | 招商蛇口         | 1,328 | 绿色 |
| 8     | 新城控股 | 2,204 | 新城控股 | 2,748 | 世茂集团 | 3,003 | 金地集团         | 1,285 | 绿色 |
| 9     | 华润置地 | 2,106 | 世茂集团 | 2,608 | 华润置地 | 2,850 | 华润置地         | 1,261 | 绿色 |
| 10    | 龙湖集团 | 2,007 | 华润置地 | 2,430 | 招商蛇口 | 2,780 | 世茂集团         | 1,218 | 绿色 |
| 11    | 世茂集团 | 1,761 | 龙湖集团 | 2,425 | 龙湖集团 | 2,706 | 绿地控股         | 1,137 | 红色 |
| 12    | 招商蛇口 | 1,705 | 招商蛇口 | 2,206 | 新城控股 | 2,522 | 龙湖集团         | 1,118 | 绿色 |
| 13    | 华夏幸福 | 1,680 | 阳光城  | 2,110 | 金地集团 | 2,426 | 中国金茂         | 1,102 | 绿色 |
| 14    | 阳光城  | 1,628 | 金地集团 | 2,106 | 旭辉集团 | 2,310 | 旭辉集团         | 1,101 | 黄色 |
| 15    | 旭辉集团 | 1,625 | 旭辉集团 | 2,090 | 中国金茂 | 2,237 | 绿城中国         | 1,033 | 黄色 |
| 16    | 金地集团 | 1,624 | 中南置地 | 1,980 | 金科集团 | 2,235 | 新城控股         | 945   | 黄色 |
| 17    | 绿城中国 | 1,564 | 金科集团 | 1,803 | 中南置地 | 2,232 | 中南置地         | 885   | 黄色 |
| 18    | 中南置地 | 1,521 | 中国金茂 | 1,609 | 阳光城  | 2,180 | 金科集团         | 848   | 黄色 |
| 19    | 富力地产 | 1,415 | 中梁控股 | 1,527 | 绿城中国 | 2,146 | 阳光城          | 813   | 黄色 |
| 20    | 泰禾集团 | 1,303 | 华夏幸福 | 1,510 | 中梁控股 | 1,688 | 中梁控股         | 758   | 黄色 |
| 21    | 正荣集团 | 1,303 | 富力地产 | 1,493 | 融信集团 | 1,552 | 龙光集团         | 757   | 绿色 |
| 22    | 金科集团 | 1,291 | 融信集团 | 1,413 | 正荣集团 | 1,530 | 建发房产         | 739   | 绿色 |
| 23    | 中梁控股 | 1,289 | 正荣集团 | 1,408 | 龙光集团 | 1,497 | 佳兆业          | 700   | 黄色 |
| 24    | 中国金茂 | 1,280 | 绿城中国 | 1,354 | 富力地产 | 1,497 | 滨江集团         | 697   | 黄色 |
| 25    | 融信集团 | 1,219 | 远洋地产 | 1,300 | 佳兆业  | 1,435 | 正荣集团         | 692   | 黄色 |
| 26    | 远洋地产 | 1,095 | 雅居乐  | 1,185 | 雅居乐  | 1,382 | 美的置业         | 690   | 黄色 |
| 27    | 蓝光发展 | 1,042 | 奥园集团 | 1,181 | 滨江集团 | 1,364 | 融信集团         | 681   | 黄色 |
| 28    | 祥生地产 | 1,029 | 祥生地产 | 1,159 | 荣盛发展 | 1,358 | 雅居乐          | 609   | 黄色 |
| 29    | 雅居乐  | 1,026 | 佳兆业  | 1,153 | 奥园集团 | 1,330 | 中国铁建         | 546   | NA |
| 30    | 荣盛发展 | 1,005 | 荣盛发展 | 1,131 | 祥生地产 | 1,306 | 祥生地产         | 545   | 黄色 |

资料来源 : 克而瑞、申万宏源研究

### 3.1.2 销售计划 : 前 5 月主流房企销售目标完成率达 39%

2021 年房地产行业销售仍具韧性，房企销售计划也相对积极。我们统计的主流 22 家房企 2021 年平均销售额计划增速 13%，略高于 2020 年计划的 11%；2020 年实际销售额增速 17%。

具体来看，宝龙地产、招商蛇口、美的置业 2021 年计划销售金额同比分别增长 29%、20%、19%、19%，在主流房企中较为积极。从前 5 月累计销售来看，主流 22 家年房企销售计划完成率平均为 39%，其中，美的置业、金地集团、中国金茂分别完成全年计划的



46%、46%、44%。考虑到房企普遍下半年推盘力度较大,按目前销售进度,主流房企 2021 年全年销售计划预计能顺利完成。

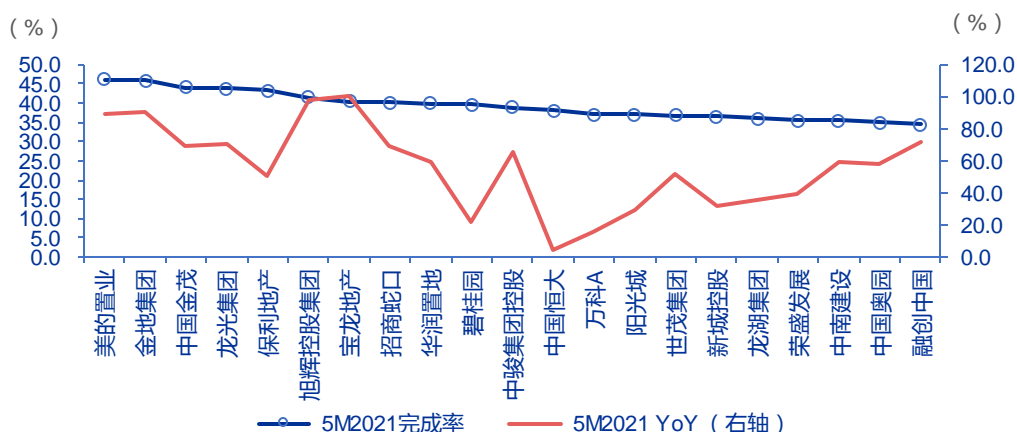
表 18 : 22 家房企 2021E 销售目标及完成率

| 销售额 ( 亿元 ) |           |        |       |        |       |       |         |            |         |         |
|------------|-----------|--------|-------|--------|-------|-------|---------|------------|---------|---------|
| 序号         | 代码        | 公司名称   | 2021E | 5M2021 | 2020A | 2019A | 21E YoY | 5M2021 完成率 | 20E YoY | 20A YoY |
| 1          | 2007.HK   | 碧桂园*   | 6,300 | 2,498  | 5,707 | 5,522 | 10%     | 40%        | 10%     | 10%     |
| 2          | 000002.SZ | 万科 A   | 7,746 | 2,868  | 7,042 | 6,308 | 10%     | 37%        | 3%      | 12%     |
| 3          | 3333.HK   | 中国恒大   | 7,500 | 2,852  | 7,232 | 6,011 | 4%      | 38%        | 8%      | 20%     |
| 4          | 1918.HK   | 融创中国   | 7,000 | 2,418  | 5,753 | 5,562 | 22%     | 35%        | 8%      | 3%      |
| 5          | 600048.SH | 保利地产   | 5,431 | 2,349  | 5,028 | 4,619 | 8%      | 43%        | 6%      | 9%      |
| 6          | 0813.HK   | 世茂集团   | 3,300 | 1,218  | 3,003 | 2,601 | 10%     | 37%        | 15%     | 15%     |
| 7          | 001979.SZ | 招商蛇口   | 3,300 | 1,326  | 2,776 | 2,205 | 19%     | 40%        | 13%     | 26%     |
| 8          | 1109.HK   | 华润置地   | 3,150 | 1,261  | 2,850 | 2,425 | 11%     | 40%        | 8%      | 18%     |
| 9          | 0960.HK   | 龙湖集团   | 3,100 | 1,118  | 2,706 | 2,425 | 15%     | 36%        | 7%      | 12%     |
| 10         | 600383.SH | 金地集团   | 2,800 | 1,288  | 2,427 | 2,106 | 15%     | 46%        | 9%      | 15%     |
| 11         | 0884.HK   | 旭辉控股集团 | 2,650 | 1,101  | 2,310 | 2,006 | 15%     | 42%        | 15%     | 15%     |
| 12         | 601155.SH | 新城控股   | 2,600 | 946    | 2,510 | 2,708 | 4%      | 36%        | -8%     | -7%     |
| 13         | 0817.HK   | 中国金茂   | 2,500 | 1,102  | 2,311 | 1,608 | 8%      | 44%        | 24%     | 44%     |
| 14         | 000961.SZ | 中南建设   | 2,500 | 887    | 2,238 | 1,961 | 12%     | 35%        | 15%     | 14%     |
| 15         | 000656.SZ | 金科股份   | 2,500 | 849    | 2,232 | 1,860 | 12%     | 34%        | 18%     | 20%     |
| 16         | 000671.SZ | 阳光城    | 2,200 | 813    | 2,180 | 2,110 | 1%      | 37%        | -5%     | 3%      |
| 17         | 3380.HK   | 龙光集团   | 1,448 | 636    | 1,207 | 915   | 20%     | 44%        | 20%     | 32%     |
| 18         | 3883.HK   | 中国奥园   | 1,500 | 526    | 1,330 | 1,181 | 13%     | 35%        | 12%     | 13%     |
| 19         | 3990.HK   | 美的置业   | 1,500 | 691    | 1,262 | 1,012 | 19%     | 46%        | 20%     | 25%     |
| 20         | 002146.SZ | 荣盛发展   | 1,300 | 462    | 1,271 | 1,154 | 2%      | 36%        | 5%      | 10%     |
| 21         | 1966.HK   | 中骏集团控股 | 1,200 | 466    | 1,015 | 805   | 18%     | 39%        | 16%     | 26%     |
| 22         | 1238.HK   | 宝龙地产   | 1,050 | 425    | 816   | 604   | 29%     | 40%        | 24%     | 35%     |
| 平均值        |           |        |       |        |       |       | 13%     | 39%        | 11%     | 17%     |

资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：碧桂园、龙光集团为公告权益口径销售额。万科 A、保利地产 21E 销售额增速来自我们估算。

图 62：22 家房企 5M2021 销售额计划完成率和销售额同比



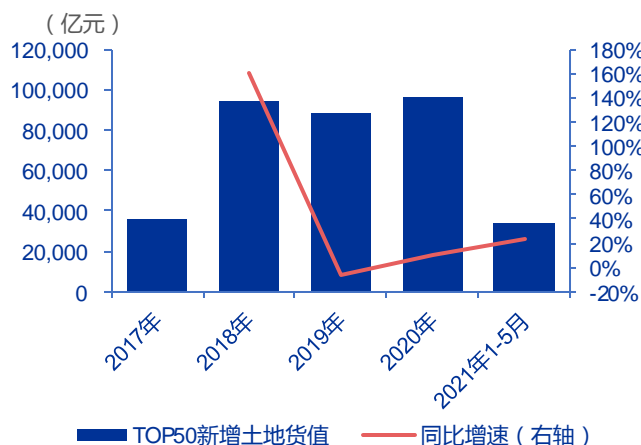
资料来源：Wind，申万宏源研究

### 3.2 拿地：三道红线下企业拿地分化，绿档较强、红档趋弱

2020 年以来，新冠疫情、三条红线、集中供地等多方面因素，影响了房企的正常节奏。总体呈现了，2020 年由于疫情导致上半年拿地偏弱，2020Q3 拿地开始修复，但因为三条红线和集中供地导致 2020Q4-2021Q1 拿地又再次走弱，而 2021Q2 又因为集中供地导致了拿地开始走强。

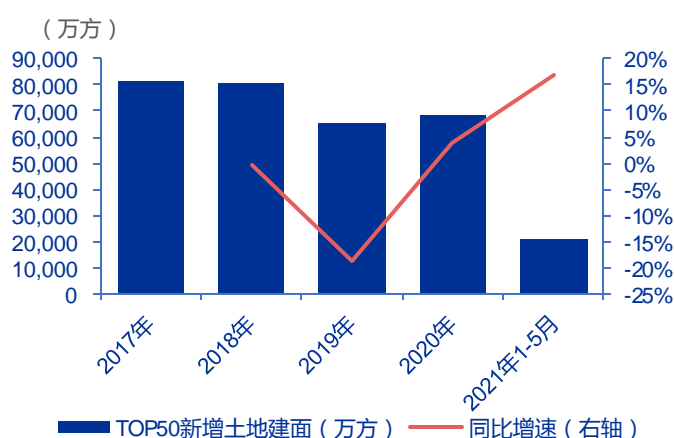
从拿地同比来看，Top50 房企 2019-2021 年 1-5 月新增拿地建面同比增速分别为 -18.8%、+4.0%、+16.8%，新增货值同比增速分别为 -6.9%、+9.6%、+23.4%。从拿地强度来看，Top50 房企 20Q1、20Q2、20Q3、20Q4 以及 21Q1、21Q2（4-5 月）新增拿地面积/销售面积分别为 56%/77%/116%/70%/44%/77%，新增货值/销售额分别为 65%/87%/112%/72%/45%/92%。

图 63：Top50 房企新增货值同比



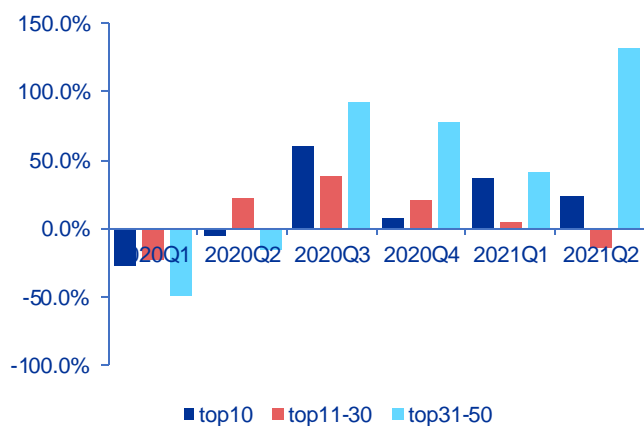
资料来源：克而瑞、申万宏源研究

图 64：Top50 房企新增土地建面同比



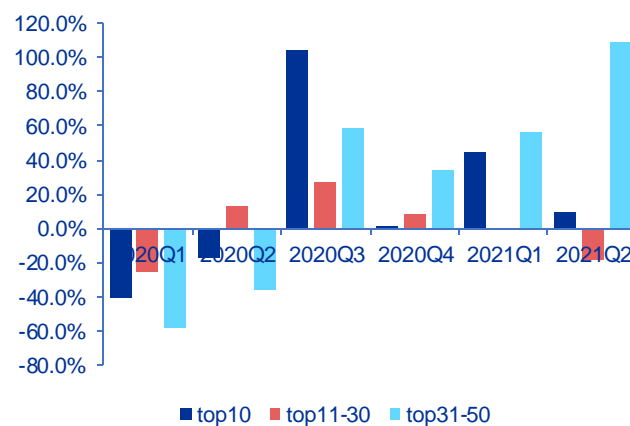
资料来源：克而瑞、申万宏源研究

图 65：单季度不同规模房企新增货值同比



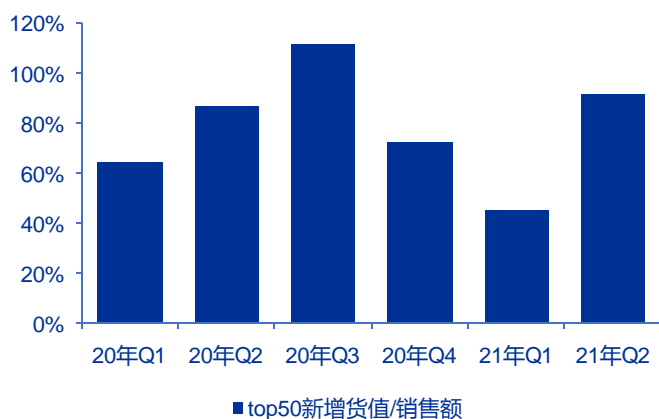
资料来源：克而瑞、申万宏源研究

图 66：单季度不同规模房企新增土地建面同比



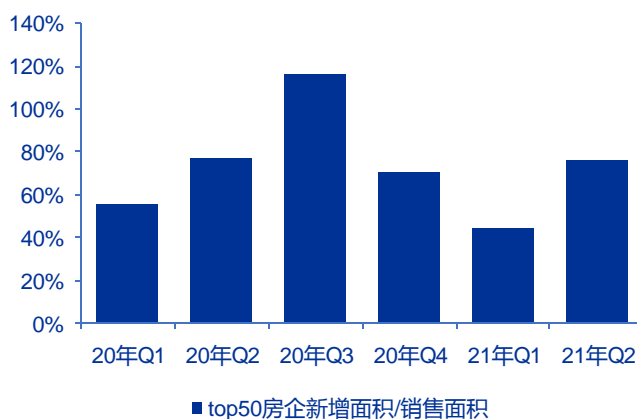
资料来源：克而瑞、申万宏源研究

图 67：单季度 top50 企新增货值/销售额



资料来源：克而瑞、申万宏源研究

图 68：单季度不同规模房企拿地面积/销售面积



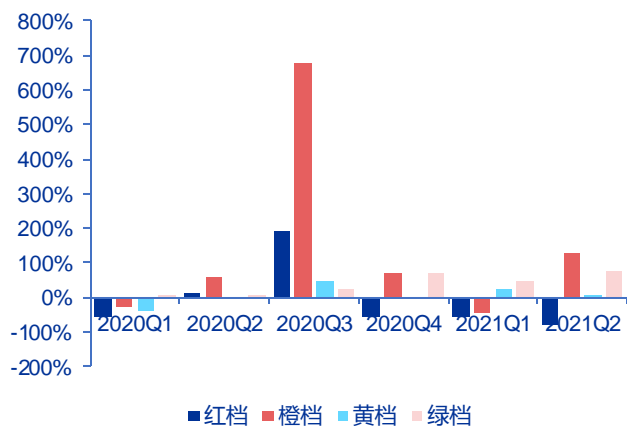
资料来源：克而瑞、申万宏源研究

2021 年以来，三道红线影响下，绿档企业维持较强拿地力度，而红档企业基本均处于收缩状态。2021 年前 5 月，Top50 房企中拿地较积极的有：招商蛇口（绿档、117%）、华润置地（绿档、112%）、碧桂园（黄档、95%）、绿城中国（绿档、142%）、新城控股（黄档、109%）、中南置地（黄档、107%）、卓越集团（绿档、196%）、越秀地产（绿档、129%）、中骏集团（黄档、129%）；拿地较少的有：万科（绿档、68%）、世茂集团（绿档、67%）、中国恒大（红档、65%）、雅居乐（黄档、53%）、富力地产（红档、39%）、新希望地产（32%）、华夏幸福（红档、0%）、融侨集团（黄档、0%）。

从分档观察的结果看，2020 年下半年以来，绿档企业明显处于拿地加仓状态，而红档拿地收缩态势明显。绿档房企 20Q1、20Q2、20Q3、20Q4 以及 21Q1、21Q2 新增货值/销售额，新增拿地面积/销售面积分别为 69%、74%、99%、100%、57%、117%；64%、64%、95%、99%、60%、100%。2020Q4 以来，绿档企业无论是金额还是面积，在拿地强度上都位列四档第一。而红档企业 6 个季度的新增货值/销售额，新增拿地面积/销售

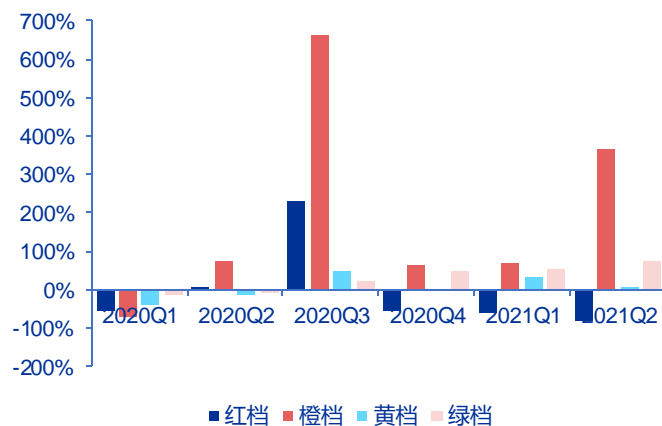
面积分别为 38%、95%、173%、20%、13%、23%；34%、76%、191%、21%、12%、17%，2020Q4 以来拿地强度均位于四档末尾。

图 69：单季度不同档房企新增货值同比增速



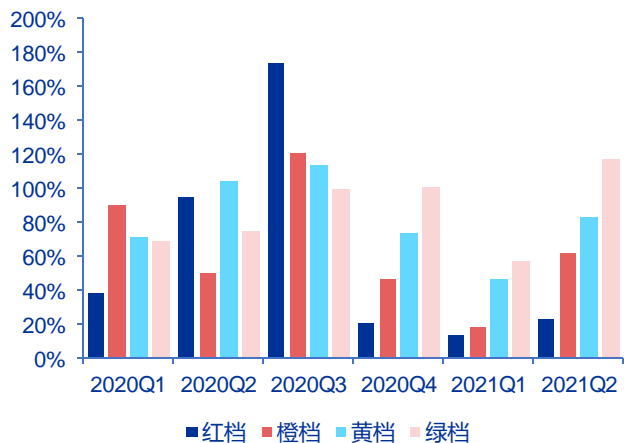
资料来源：克而瑞、申万宏源研究

图 70：单季度不同档房企新增拿地面积同比增速



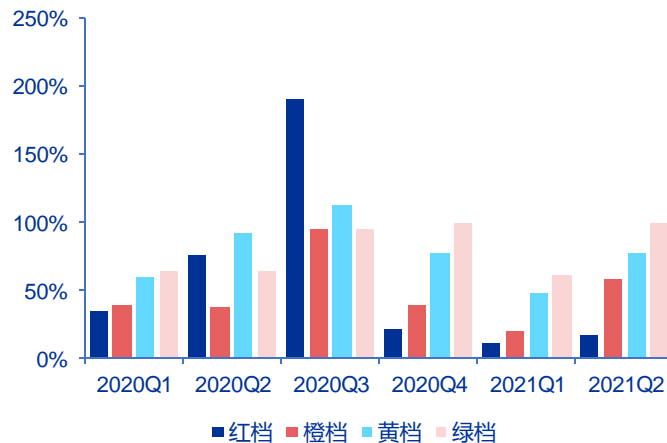
资料来源：克而瑞、申万宏源研究

图 71：单季度不同档房企新增货值/销售额



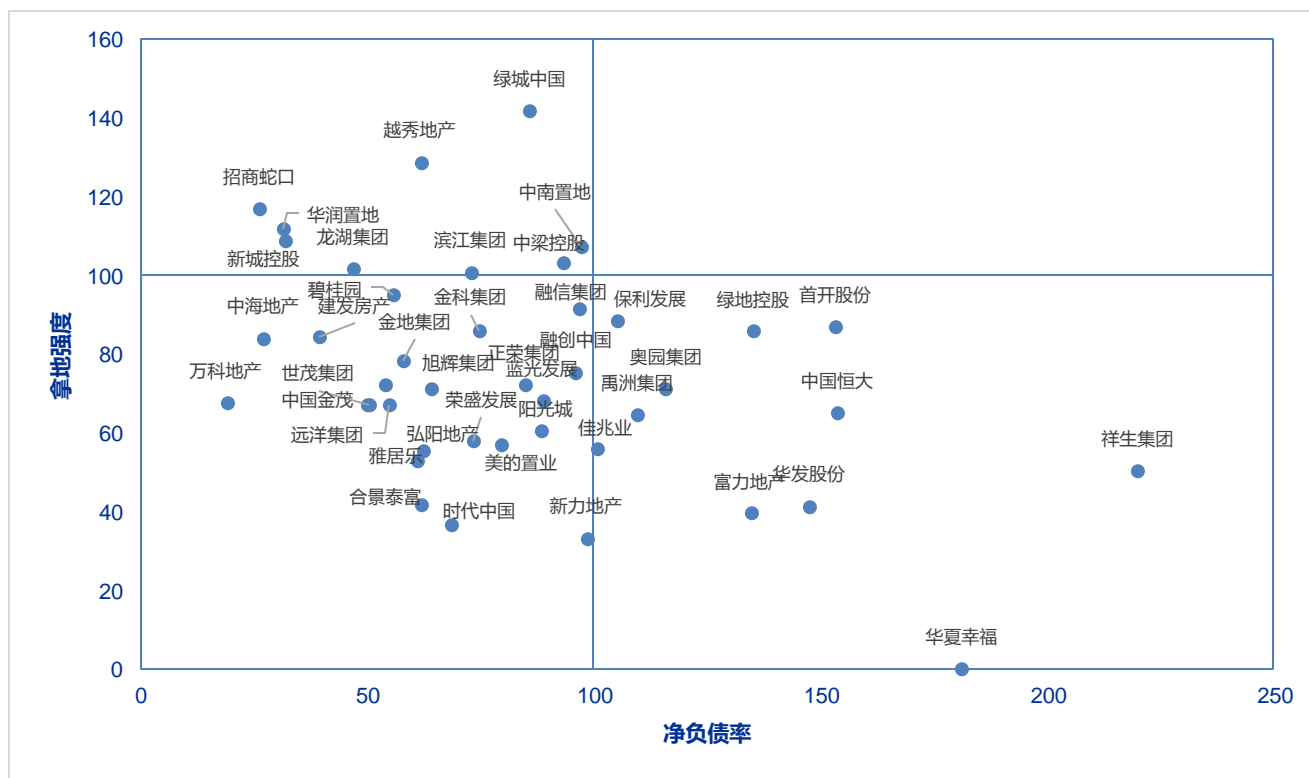
资料来源：克而瑞、申万宏源研究

图 72：单季度不同档房企新增拿地面积/销售面积



资料来源：克而瑞、申万宏源研究

图 73：top50 房企新增货值/销售额 vs 净负债率



资料来源：克而瑞、申万宏源研究

除了跟企业横向对比外，纵向对比，相较 2020 年拿地强度下降较多的有中国恒大、世茂集团、绿地控股、富力地产等房企，除了世茂集团为绿档，其余均为红档企业。而招商蛇口、绿城中国、建发国际、融信中国等企业 2021 年拿地强度较高，除了融信中国外均为国企。

表 19：Top30 房企 2018 年以来新增货值排名变化（单位：亿元）

| 新增货值排名 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 年 1-5 月 | 分档 |
|--------|------|------|------|--------------|----|
| 1      | 碧桂园  | 碧桂园  | 碧桂园  | 碧桂园          | 黄色 |
| 2      | 融创中国 | 融创中国 | 中国恒大 | 万科地产         | 绿色 |
| 3      | 中国恒大 | 万科地产 | 万科地产 | 保利发展         | 绿色 |
| 4      | 万科地产 | 绿地控股 | 保利发展 | 招商蛇口         | 绿色 |
| 5      | 保利发展 | 保利发展 | 融创中国 | 融创中国         | 黄色 |
| 6      | 绿地控股 | 华润置地 | 绿地控股 | 华润置地         | 绿色 |
| 7      | 华润置地 | 中海地产 | 中海地产 | 绿城中国         | 黄色 |
| 8      | 中海地产 | 龙湖集团 | 绿城中国 | 中海地产         | 绿色 |
| 9      | 新城控股 | 招商蛇口 | 龙湖集团 | 金地集团         | 绿色 |
| 10     | 旭辉集团 | 世茂集团 | 新城控股 | 龙光集团         | 绿色 |
| 11     | 龙湖集团 | 中国恒大 | 华润置地 | 龙湖集团         | 绿色 |
| 12     | 中梁控股 | 新城控股 | 招商蛇口 | 建发房产         | 绿色 |
| 13     | 富力地产 | 金科集团 | 中南置地 | 新城控股         | 黄色 |
| 14     | 招商蛇口 | 绿城中国 | 世茂集团 | 绿地控股         | 红色 |

|    |       |       |      |       |      |       |      |     |    |
|----|-------|-------|------|-------|------|-------|------|-----|----|
| 15 | 中南置地  | 1,854 | 中梁控股 | 2,013 | 金科集团 | 2,187 | 中国铁建 | 656 | NA |
| 16 | 金地集团  | 1,736 | 中国金茂 | 2,007 | 金地集团 | 2,007 | 融信集团 | 655 | 黄色 |
| 17 | 世茂房地产 | 1,611 | 金地集团 | 1,953 | 中梁控股 | 1,907 | 旭辉集团 | 649 | 黄色 |
| 18 | 正荣集团  | 1,568 | 旭辉集团 | 1,812 | 旭辉集团 | 1,780 | 中梁控股 | 621 | 黄色 |
| 19 | 金科集团  | 1,535 | 中南置地 | 1,504 | 中国金茂 | 1,769 | 滨江集团 | 562 | 黄色 |
| 20 | 中国金茂  | 1,248 | 奥园集团 | 1,480 | 滨江集团 | 1,518 | 中南置地 | 516 | 黄色 |
| 21 | 阳光城   | 1,193 | 阳光城  | 1,453 | 阳光城  | 1,477 | 正荣集团 | 479 | 黄色 |
| 22 | 远洋地产  | 1,184 | 富力地产 | 1,277 | 融信集团 | 1,390 | 中国金茂 | 475 | 绿色 |
| 23 | 绿城中国  | 1,168 | 雅居乐  | 1,157 | 奥园集团 | 1,322 | 金科集团 | 461 | 黄色 |
| 24 | 蓝光发展  | 906   | 荣盛发展 | 1,033 | 正荣集团 | 1,123 | 祥生地产 | 380 | 黄色 |
| 25 | 雅居乐   | 903   | 融信集团 | 945   | 佳兆业  | 1,051 | 阳光城  | 340 | 黄色 |
| 26 | 祥生地产  | 769   | 正荣集团 | 834   | 龙光集团 | 912   | 美的置业 | 284 | 黄色 |
| 27 | 荣盛发展  | 617   | 祥生地产 | 682   | 雅居乐  | 834   | 雅居乐  | 222 | NA |
| 28 | 融信集团  | 498   | 佳兆业  | 523   | 富力地产 | 798   | 中国恒大 | 213 | 红色 |
| 29 | 泰禾集团  | 209   | 远洋地产 | 408   | 荣盛发展 | 753   | 佳兆业  | 141 | 黄色 |
| 30 | 华夏幸福  | NA    | 华夏幸福 | NA    | 祥生地产 | 551   | 世茂集团 | 121 | 绿色 |

资料来源：克而瑞、申万宏源研究

### 3.3 三重集中度：集中度分化，稳健企业融资集中度大升

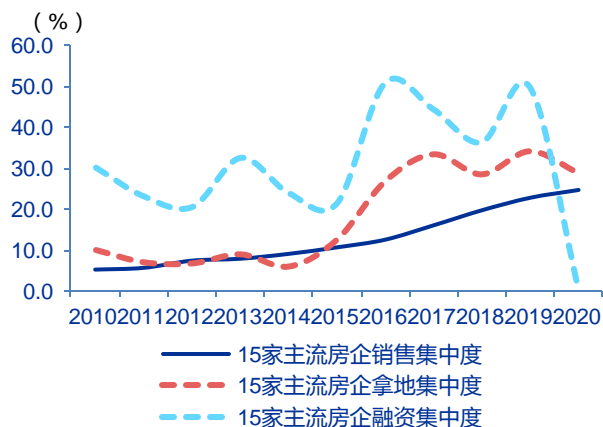
从结构而言，2020 年行业集中度出现分化。15 家主流企业的销售集中度达到 24.7%，同比+1.9pct，继续保持提升趋势。拿地集中度略有放缓、为 28.9%，同比-5.2pct，主要由于集中供地导致的土地市场火热、利润率低位，龙头拿地行为分化。融资集中度则从 19 年末的 49.8%大幅下降至 20 年末的 0.8%，而其中相对稳健和相对积极的企业分化大幅加剧；我们统计相对稳健的 8 家房企融资集中度大幅提升至 111%，而 7 家相对激进的房企大幅降至-110%（主要由于我们样本房企中融创、恒大、富力有息负债规模大幅压降），呈现净融资收缩的态势。

面向未来，我们仍然认为行业集中度有望进一步提升。2017 年的集中度提升是杠杆驱动的为导向的集中度提升，而本轮集中度提升将是运营驱动的集中度提升，是更注重业绩集中度提升。由于陆续出现的资管新规、融资新规、贷款集中管理、集中供地等调控政策，导致了集中度的结果有所波动；但是目前稳健企业能够获得更多的融资支持，后续土地市场恢复理性后，也可以促进拿地集中度的提升；并且未来的集中度提升，更多是以利润为导向的健康的集中度提升。

图 74：三重集中度情况

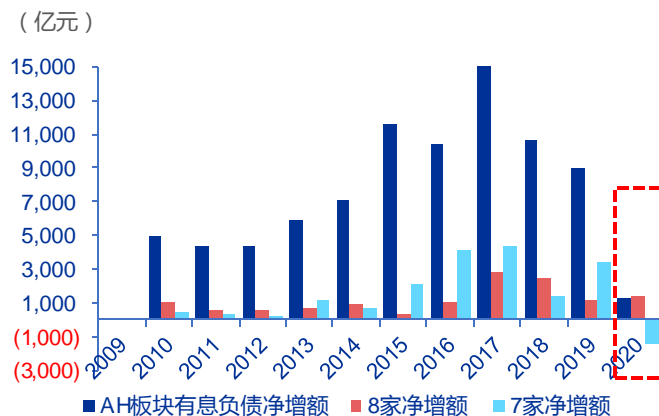
图 75：AH 板块及 15 家房企有息负债净增额情况





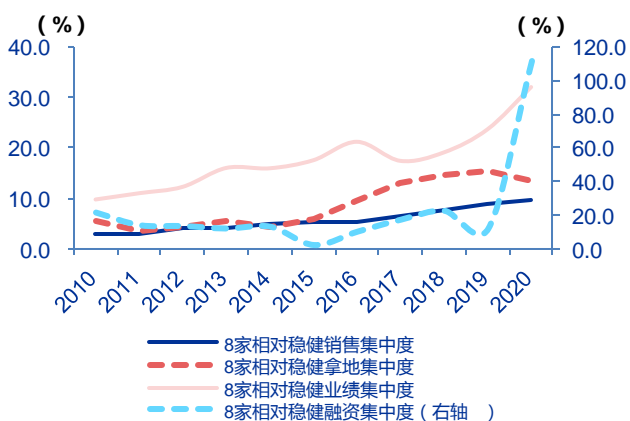
资料来源：Wind，申万宏源研究

注：融资集中度为有息负债净增额集中度。



资料来源：Wind，申万宏源研究

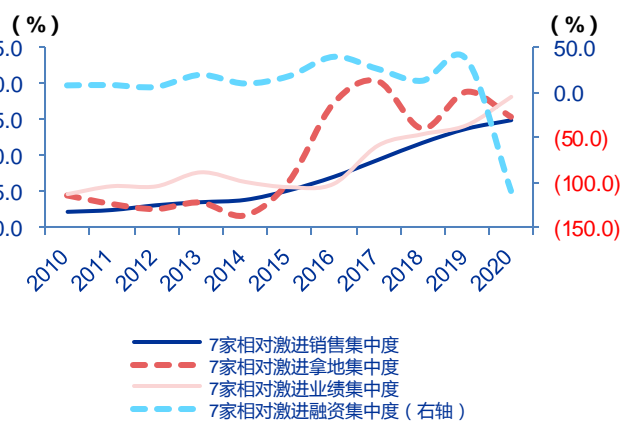
图 76：2019 年之后相对稳健房企融资集中度提升



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：融资集中度为有息负债净增额集中度。

图 77：2019 年之后相对激进房企融资集中度下降



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：融资集中度为有息负债净增额集中度。

### 3.4 公司面小结：拿地及融资分化，稳健企业融资集中度大升

销售端来看，主流房企销售靓丽，并显著好于 19 年同期，21E 平均销售计划同比+13%，5 月累计完成 39%、料全年能顺利完成目标。拿地端来看，20 年末三条红线导致拿地力度下降，而 21 年初的地方政府集中供地和房企销售超预期导致拿地需求和账上现金相对双旺的局面，拿地力度较 20 年末有所回升、但总体中性略降；其中绿档房企拿地相对积极。融资端来看，主流房企融资集中度已出现显著分化，相对稳健房企净融资额大幅提升、而相对激进房企不断压降有息负债，对应相对稳健房企的融资集中度也大幅提升，展望未来，资金端的分化必然将延续到未来的拿地、销售和业绩的分化；未来财务和运营稳健的房企能够在全方位调控的行业背景中获得较强增长。

## 4 . 两集中：意在降温但收效甚微，政策亟待回归初衷

### 4.1 新政概况：土地两集中新规出台，28 城推集中供地制度

2021Q1，根据自然资源部《2021 年住宅用地供应分类调控相关工作》要求，重点城市将施行住宅用地供应“两集中”新规，即集中发布出让公告、集中组织出让活动，并全年将分 3 批次集中统一发布住宅用地的招拍挂公告并实施招拍挂出让活动。北上广深等 22 个重点城市在列，分别为北京、上海、广州、深圳、南京、杭州、苏州、厦门、福州、重庆、成都、武汉、郑州、青岛、济南、合肥、长沙、沈阳、宁波、长春、天津、无锡。此外，还有西安、湖州、徐州、嘉兴、盐城、南通等 6 个非试点城市也开始实施集中供地制度。

表 20：22 城集中供地节奏

| 城市 | 21 年供地推出建面（万平） |     |      |           |     |     |     |      |      |      | 首批供地占<br>21 年计划比 |
|----|----------------|-----|------|-----------|-----|-----|-----|------|------|------|------------------|
|    | 3 月            | 4 月 | 5 月  | 6 月       | 7 月 | 8 月 | 9 月 | 10 月 | 11 月 | 12 月 |                  |
| 北京 |                |     | 345  |           | 第二批 |     |     |      | 第三批  |      | 22.0%            |
| 深圳 |                |     | 91   |           | 第二批 |     |     | 第三批  |      |      | 6.6%             |
| 杭州 |                |     | 759  | 第二批       |     |     |     |      |      | 第三批  | 32.3%            |
| 天津 |                |     | 542  | 第二批       |     |     | 第三批 |      |      |      | 36.1%            |
| 长春 | 584            |     |      | 第二批       |     | 第三批 |     |      |      |      | 18.3%            |
| 广州 |                | 929 |      | 第二批       |     |     | 第三批 |      |      |      | 42.6%            |
| 福州 |                |     | 91   |           | 第二批 |     |     | 第三批  |      |      | 21.1%            |
| 重庆 |                | 609 |      |           | 第二批 |     | 第三批 |      |      |      | 28.7%            |
| 厦门 |                |     | 53   | 142(第二批 ) |     | 第三批 |     |      |      |      | 10.9%            |
| 无锡 |                | 170 |      | 第二批       |     |     | 第三批 |      |      |      | 28.2%            |
| 沈阳 |                | 366 |      |           | 第二批 |     |     | 第三批  |      |      | 32.4%            |
| 南京 |                |     | 735  |           | 第二批 |     |     | 第三批  |      |      | 37.0%            |
| 宁波 |                |     |      | 302       | 第二批 |     |     | 第三批  |      |      | 28.4%            |
| 苏州 |                |     |      | 416       | 第二批 |     |     | 第三批  |      |      | 43.5%            |
| 长沙 |                |     |      | 908       | 第二批 |     |     | 第三批  |      |      | 45.8%            |
| 上海 |                |     |      | 517       |     | 第二批 |     | 第三批  |      |      | 0.0%             |
| 成都 |                |     |      | 469       |     | 第二批 |     | 第三批  |      |      | 21.8%            |
| 武汉 |                |     | 1037 |           |     | 第二批 |     | 第三批  |      |      | NA               |
| 郑州 |                |     |      | 720       | 第二批 |     |     | 第三批  |      |      | 24.8%            |
| 青岛 |                |     | 290  |           | 第二批 |     |     | 第三批  |      |      | 20.1%            |
| 济南 |                |     | 514  |           | 第二批 |     |     | 第三批  |      |      | 29.9%            |
| 合肥 |                |     |      | 169       |     | 第二批 |     | 第三批  |      |      | 14.5%            |

资料来源：政府网站、申万宏源研究

表 21：加入集中供地的非试点城市

| 城市 | 集中供地宗数 | 总出让面积<br>(万平方米) | 总建筑面积<br>(万平方米) | 2020 年供应土地规划<br>建面 (万平方米) | 占 20<br>年比例 | 竞拍规则                        |
|----|--------|-----------------|-----------------|---------------------------|-------------|-----------------------------|
| 西安 | 21     | 110             | 316             | 3,611                     | 8.7%        | 限房价+限地价+竞自持+竞自持年限+竞配建       |
| 湖州 | 15     | 67              | 118             | 1,571                     | 7.5%        | 限房价+限地价+竞配建，首个配建到顶者竞得       |
| 徐州 | 20     | 87              | 179             | 2,197                     | 8.1%        | 限房价+限地价+摇号，摇号地块地价为最高限价加竞价幅度 |
| 嘉兴 | 13     | 63              | 128             | 885                       | 14.5%       | 限地价+竞配建                     |
| 南通 | 29     | 201             | 412             | 1,572                     | 26.2%       | 限房价+限地价+摇号                  |
| 盐城 | 6      | 37              | 91              | 1,903                     | 4.8%        | 限地价+限竞拍轮次，超出最高价部分作为保障房建设资金  |

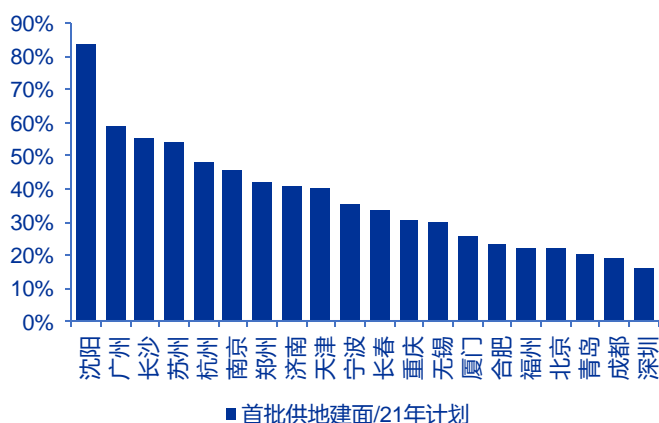
资料来源：政府网站、申万宏源研究

## 4.2 供地计划 25 城供地计划同比+11% ,首批占比计划 33%

从 22 城 2021 年供地计划来看，商品住宅供应土地总面积为 1.4 亿平，对应建面 3.0 亿平，较 2020 年计划同比+7%；首批集中供地占 2021 年供地计划 37%；整体看供地计划较 2020 年力度有所加强。若按照一年三次集中出让的节奏来看，首批次供地力度中等偏上水平。此外，考虑上述 20 城以及 5 个非试点城市后（5 城包括湖州、徐州、嘉兴、南通、盐城，西安仍未公布全年计划），25 城 2021 年全年计划供地建面较 2020 年计划同比+11%，首批供地建面占全年计划 33%左右。

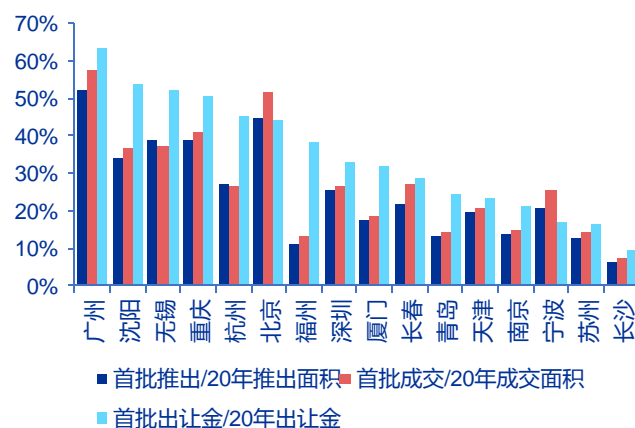
在首批完成集中供地的城市中，高能级城市供地量占比 2021 年全年供地计划较高。如沈阳（84%）、广州（59%）、南京（46%）、郑州（42%）、济南（41%）、天津（40%）、长沙 55% 等。其中，深圳该比例最低，仅为 16%。其余供地比例较低的城市有北京（22%）、福州（23%）、厦门（26%）、青岛（20%）。

图 78：试点城市首批供地/21 年供地计划



资料来源：政府网站、申万宏源研究

图 79：21 年供地出让金额/20 全年占比较高



资料来源：政府网站、申万宏源研究

### 4.3 土拍结果：地价和溢价率走高，隐含毛利率再下行

从土拍结果看，截至 2021 年 6 月前两周除了武汉和上海，试点 22 城中的其余 20 个城市均已经完成首批集中供地，20 个城市共成交 826 宗地块，总供地建面 1.06 亿平，土地成交总金额约为 9,016 亿元，对应建面 9,584 亿平，2021 年平均地价房价比 55.3%，较 20 年上升了 12.3pct。据我们测算，平均隐含毛利率为 16.9%，而 2020 年 AH 房企年报结算毛利率 26.9%，首轮集中供地的隐含毛利率低于主流房企 2020 年结算毛利率。

土拍热度上，剔除工业类用地后，平均溢价率为 15.3%，较 2020 年对应的溢价率上升 2.0pct，溢价率有所上升显示土地市场升温，并且考虑到本次集中供地城市大多设置了竞配建的环节，而实际配建比例高达 8.8%，则实际溢价率可能更高。而对应流拍率则下降 1.8pct 至 3.0%。

因而，22 城全年 3 次集中供地本意为降低土地市场热度，但从目前 2021Q1 的第一批集中供地来看，收效甚微、甚至事与愿违；大部分城市地价创新高，土地市场的火热并没有得到抑制，“三稳”也并没有得到实现。

表 22：首批集中供地的成交分析

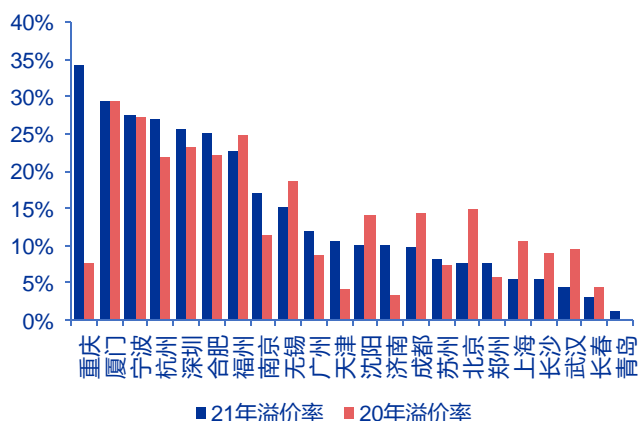
| 城市 | 建筑面积 (m²) | 成交价 (万元) | 平均成交楼面价 (元/m²) | 平均溢价率 | 流拍率   | 地价/房价比 | 隐含实际毛利率 | 竞拍集中度   |
|----|-----------|----------|----------------|-------|-------|--------|---------|---------|
| 北京 | 345       | 1,110    | 32,203         | 7.3%  | 0.0%  | 70.4%  | 15.2%   | 69.14%  |
| 广州 | 929       | 906      | 9,758          | 13.6% | 12.5% | 55.7%  | 23.4%   | 30.35%  |
| 深圳 | 91        | 138      | 15,209         | 22.5% | 0.0%  | 57.3%  | 21.2%   | 100.00% |
| 成都 | 469       | 355      | 7,563          | 6.9%  | 0.0%  | 57.6%  | 15.2%   | 36.44%  |
| 天津 | 542       | 499      | 9,207          | 10.9% | 0.0%  | 48.8%  | 22.5%   | 45.89%  |
| 杭州 | 759       | 1,188    | 15,646         | 25.7% | 0.0%  | 72.9%  | 7.7%    | 47.14%  |
| 苏州 | 416       | 424      | 10,183         | 7.0%  | 0.0%  | 50.6%  | 19.7%   | 53.07%  |
| 青岛 | 290       | 119      | 4,114          | 1.2%  | 3.2%  | 34.3%  | 24.1%   | 54.62%  |

|    |     |     |        |       |       |       |       |         |
|----|-----|-----|--------|-------|-------|-------|-------|---------|
| 济南 | 515 | 229 | 4,447  | 8.5%  | 5.2%  | 41.7% | 18.5% | 38.86%  |
| 合肥 | 169 | 164 | 9,680  | 27.7% | 0.0%  | 70.3% | 6.2%  | 67.07%  |
| 长沙 | 908 | 381 | 4,199  | 7.8%  | 8.3%  | 44.2% | 20.7% | 35.96%  |
| 宁波 | 302 | 358 | 11,842 | 22.2% | 0.0%  | 62.2% | 11.4% | 63.97%  |
| 无锡 | 170 | 256 | 15,060 | 15.9% | 0.0%  | 66.5% | 12.9% | 61.72%  |
| 重庆 | 609 | 635 | 10,424 | 43.8% | 0.0%  | 59.2% | 12.1% | 44.41%  |
| 南京 | 735 | 993 | 13,499 | 20.0% | 0.0%  | 63.5% | 14.9% | 38.38%  |
| 福州 | 92  | 84  | 9,093  | 17.0% | 13.0% | 55.4% | 19.4% | 69.52%  |
| 厦门 | 53  | 190 | 35,823 | 33.5% | 0.0%  | 82.8% | 2.1%  | 100.00% |
| 沈阳 | 366 | 198 | 5,407  | 9.7%  | 12.0% | 39.6% | 24.1% | 76.26%  |
| 长春 | 584 | 194 | 3,330  | 2.0%  | 5.0%  | 35.4% | 17.1% | 51.78%  |
| 郑州 | 720 | 414 | 5,751  | 3.0%  | 0.0%  | 38.0% | 28.6% | 44.93%  |
| 平均 | 453 | 442 | 11,622 | 15.3% | 3.0%  | 55.3% | 16.9% | 56.48%  |

资料来源：中指、申万宏源研究

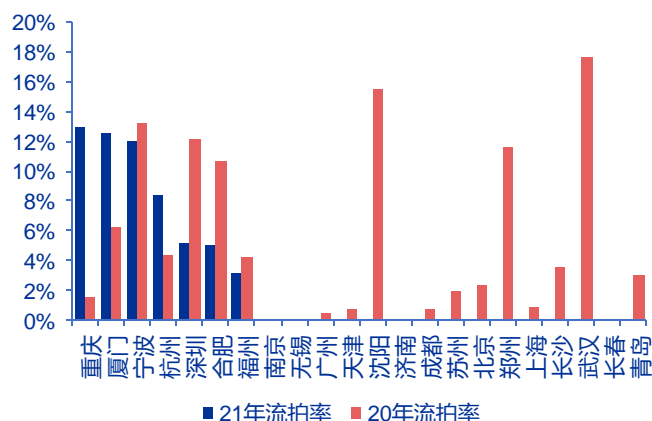
备注：竞拍集中度指该城市拿地 top5 企业成交金额/总成交金额

图 80：试点城市 21/20 年溢价率情况对比



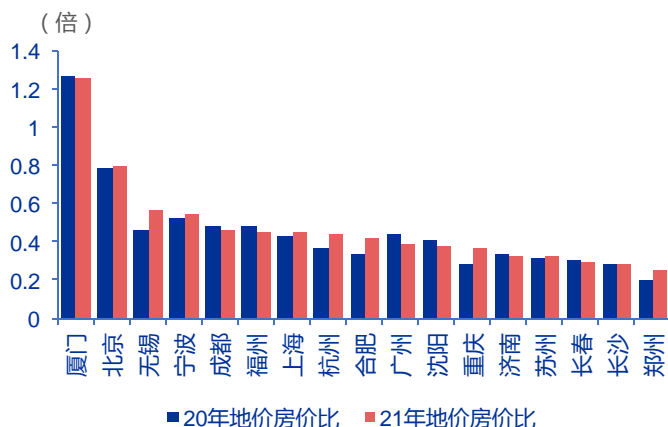
资料来源：中指、申万宏源研究

图 81：试点城市 21 年/20 年流拍率情况对比



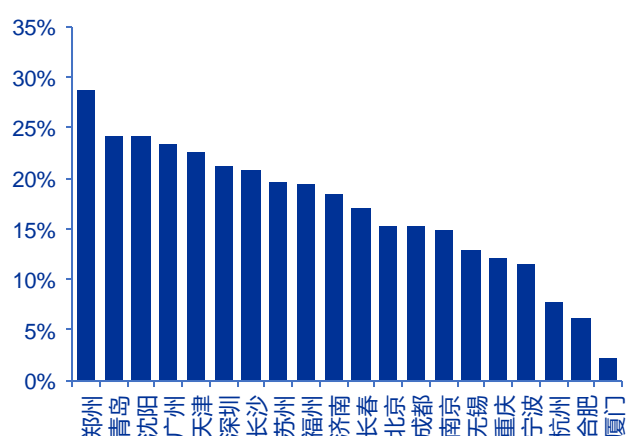
资料来源：中指、申万宏源研究

图 82：试点城市地价房价比对比



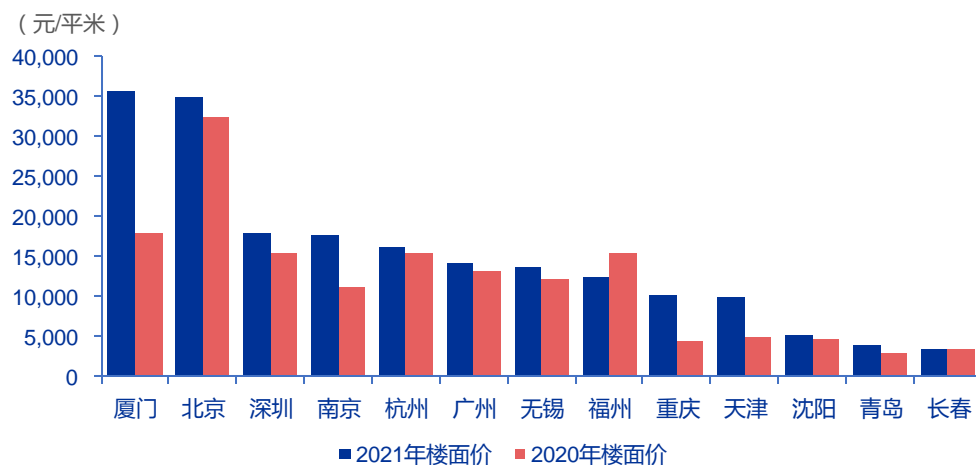
资料来源：中指、申万宏源研究

图 83：试点城市 21 年隐含毛利率情况



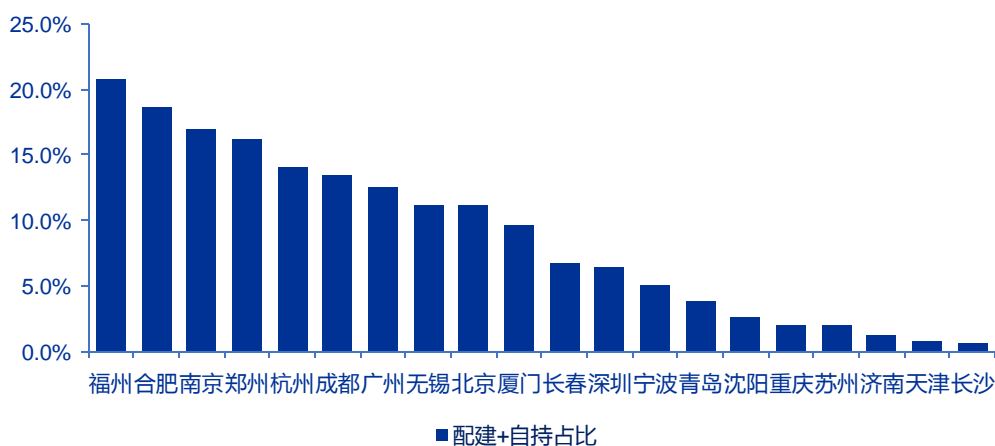
资料来源：中指、申万宏源研究

图 84：试点城市 2020/2021 年土地成交楼面价对比



资料来源：政府网站，申万宏源研究

图 85：试点城市集中供地成交案例中配建+自持面积占比



资料来源：中指，申万宏源研究

#### 4.4 城市维度：成交南北分化，竞拍规则显著影响利润率

“供地两集中”下虽然试点城市地价普涨，然而不同区域的城市的市场供给和热度分化也很显著。从全国各区域来看，20城“供地两集中”首批供地呈现出力度不均的态势。供给方面，由于本次长三角地区入选试点城市数量最多，供给规模最大，对应成交价格3,379亿，成交建面2,533万方。而海西（厦门、福州）供地相对不积极，首批供地仅211万方，成交144万方。

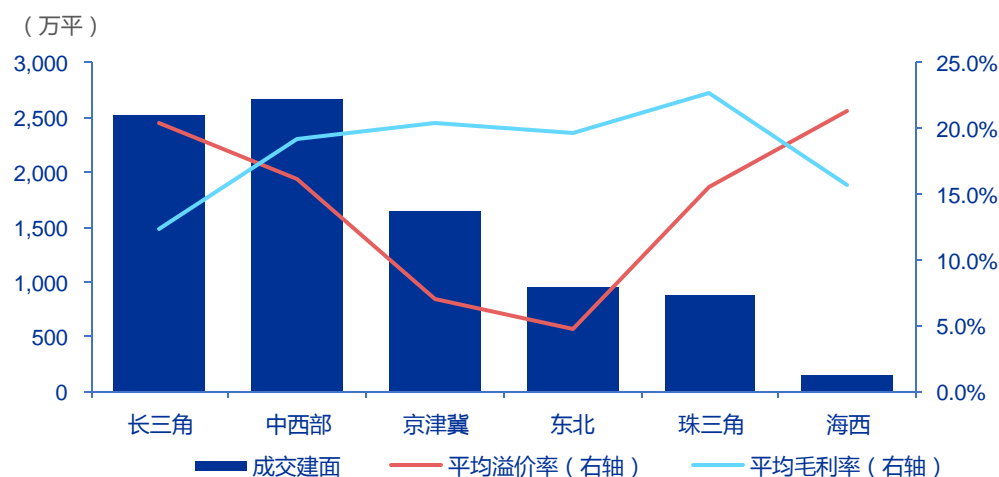
土拍热度上，珠三角、长三角、中西部、海西热度较高，溢价率分别为20.5%、15.6%、16.2%和21.4%，其中中西部主要因为重庆溢价率达到42%所致。而东北和京津冀溢价率较低，分别为4.8%和7.0%。

表 23：试点城市土拍南北分化显著

| 区域  | 城市数量(已供地) | 出让宗数 | 成交总价(亿元) | 成交建面(万平) | 平均溢价率 | 平均毛利率 | 区域所含城市               |
|-----|-----------|------|----------|----------|-------|-------|----------------------|
| 长三角 | 6         | 194  | 3,379    | 2,533    | 20.5% | 12.3% | 无锡、杭州、南京、宁波、苏州、合肥、上海 |
| 珠三角 | 2         | 54   | 1,044    | 890      | 15.6% | 22.7% | 广州、深圳                |
| 中西部 | 4         | 169  | 1,784    | 2,675    | 16.2% | 19.2% | 重庆、长沙、成都、郑州、武汉       |
| 京津冀 | 4         | 204  | 1,951    | 1,654    | 7.0%  | 20.4% | 北京、青岛、天津、济南          |
| 东北  | 2         | 61   | 395      | 950      | 4.8%  | 19.6% | 沈阳、长春                |
| 海西  | 2         | 23   | 295      | 144      | 21.4% | 15.7% | 福州、厦门                |

资料来源：中指，申万宏源研究

图 86：南北城市土拍分化差异较大



资料来源：中指，申万宏源研究

除了区域分化外，竞拍规则也是决定土拍热度和利润率的重要因素。本次集中供地基本都以限地价作为底层规则，部分城市也有限房价，核心差别在于竞拍封顶后的措施。如重庆不设上限，则平均溢价率是所有城市中最高。有的城市进一步竞配建，有的则是封顶摇号，还有的则是以中间价成交或者竞建设方案。

因此我们整体上将竞拍规则分为四类：竞价格、竞不确定性、竞政府能力、竞产品力。其中，在需求较好的城市，竞价格是对利润率压制最严重的规则。如重庆、杭州、厦门等。

**竞价格：**“限地价+竞配建/竞自持/竞政府权益比”。这种竞拍规则下，由于地块周边售价确定或给房价限价，本质上都是压缩了房企的可售货值，扭曲了土地价格，压缩房企利润空间，提高了真实成本，但不能阻止这部分成本最终反映到房价预期上。因此实质上还是以价格决定。

**竞不确定性：**试点城市中多数城市均采用这种竞拍方法达限通过摇号或猜最终成交价方式决定竞得方，具有较大的不确定性。上海、苏州、长沙、南京、郑州均采用此种竞拍



规则。相对来说，竞中间价可以更好的控制地价水平，引导房价预期，并客观上给予房企一定的利润空间，而单纯的摇号偶然性更强。竞中间价后续有可能在更多城市推广。

**竞政府能力和竞产品力：**这两种竞拍方式某种程度上有重叠之处。政府能力较强的房企往往可能也是因为自己的产品力较强，如华润、龙湖、新鸿基等企业的多元业务能力，在拿地的时候也能够有一定的议价能力。而在土拍相对不活跃的市场，如青岛、沈阳、长春等，政府能力也能发挥较大的作用。此外像北京要求竞拍房企报“高标准商品住宅建设方案”确定竞得方，针对建筑品质和专业设计进行评分，这种竞拍方式是更纯粹的比拼产品力。

**表 24：试点城市土拍南北分化显著**

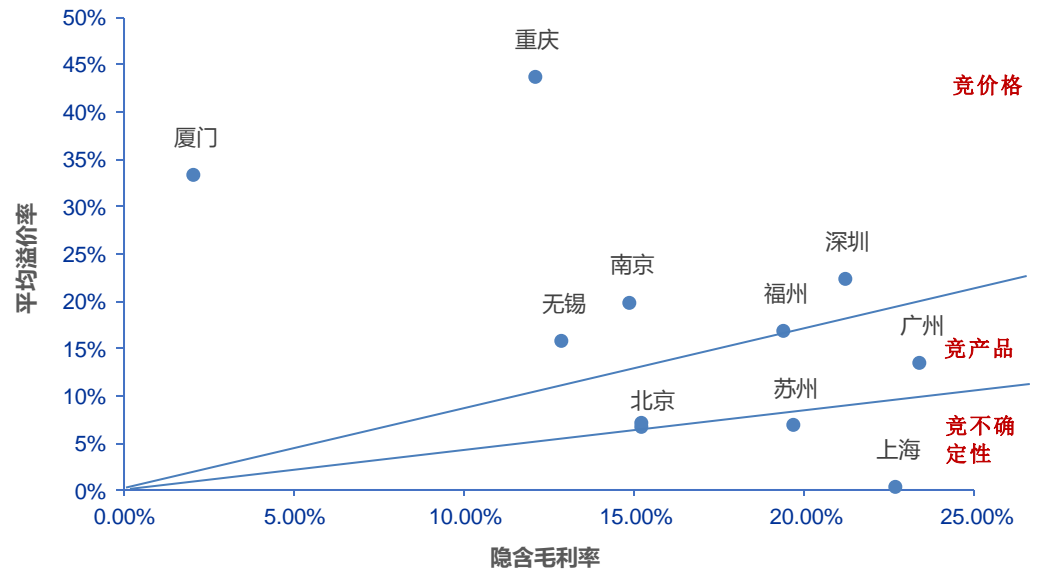
| 城市 | 供地规则                                 | 分类               | 隐含实际毛利率 | 平均溢价率 |
|----|--------------------------------------|------------------|---------|-------|
| 北京 | 限房价、竞地价、到顶竞配建面积、到顶竞高标准建设方案           | 竞政府能力/竞产品力       | 15.2%   | 7.3%  |
| 上海 | 限房价、限地价、竞中间价                         | 竞不确定性/竞政府能力/竞产品力 | 22.7%   | 0.5%  |
| 广州 | 限地价、竞地价、到顶竞配建面积、到顶摇号                 | 竞不确定性/政府能力/竞产品力  | 23.4%   | 13.6% |
| 深圳 | 限地价、限房价、竞地价、到顶竞配建面积                  | 竞价格              | 21.2%   | 22.5% |
| 成都 | 限地价、限房价、竞地价、到顶竞自持                    | 竞价格              | 15.2%   | 6.9%  |
| 天津 | 限地价、竞地价、到顶竞配建面积                      | 竞价格              | 22.5%   | 10.9% |
| 杭州 | （部分）限房价、竞地价、到顶竞配建面积                  | 竞价格              | 7.7%    | 25.7% |
| 苏州 | 一次报价竞平均价                             | 竞不确定性            | 19.7%   | 7.0%  |
| 青岛 | 限地价、竞地价、到顶竞配建面积                      | 竞价格/竞政府能力        | 24.1%   | 1.2%  |
| 济南 | 限地价、竞地价、到顶竞自持                        | 竞价格              | 18.5%   | 8.5%  |
| 合肥 | 限地价、竞地价、到顶竞自持+摇号                     | 竞不确定性/政府能力/竞产品力  | 6.2%    | 27.7% |
| 长沙 | 限地价、竞地价、到顶竞自持+摇号                     | 竞价格              | 20.7%   | 7.8%  |
| 宁波 | 限地价、限房价、竞地价、到顶竞自持                    | 竞价格              | 11.4%   | 22.2% |
| 无锡 | 限地价、竞地价、到顶竞配建面积或限地价、竞地价、到顶摇号         | 竞不确定性/政府能力/竞产品力  | 12.9%   | 15.9% |
| 重庆 | 竞地价                                  | 竞价格              | 12.1%   | 43.8% |
| 南京 | 限房价、竞地价、到顶摇号                         | 竞不确定性/政府能力/竞产品力  | 14.9%   | 20.0% |
| 福州 | 限地价、限房价、竞地价、到顶竞配建面积或限地价、限房价、竞地价、到顶摇号 | 竞价格/竞不确定性        | 19.4%   | 17.0% |
| 厦门 | 限房价、限地价、竞地价、到顶竞配建面积                  | 竞价格              | 2.1%    | 33.5% |
| 沈阳 | 限房价、限地价、竞地价、到顶竞配建面积                  | 竞价格/竞政府能力        | 24.1%   | 9.7%  |
| 长春 | 限地价、竞地价、到顶竞配建面积                      | 竞价格/竞政府能力        | 17.1%   | 2.0%  |
| 郑州 | 限地价、竞地价、到顶竞自持                        | 竞价格/竞政府能力        | 28.6%   | 3.1%  |

资料来源：中指，申万宏源研究

广州虽然没有竞建设方案但是因为本身出让地块的复杂性较高、对综合开发能力要求高，因此我们也归类为竞产品力/政府关系。**毫无疑问，无论是竞不确定性、还是竞产品力，均是能有效管控地价并给房企利润空间的规则，两种方式都是对稳房价预期行之有效的**

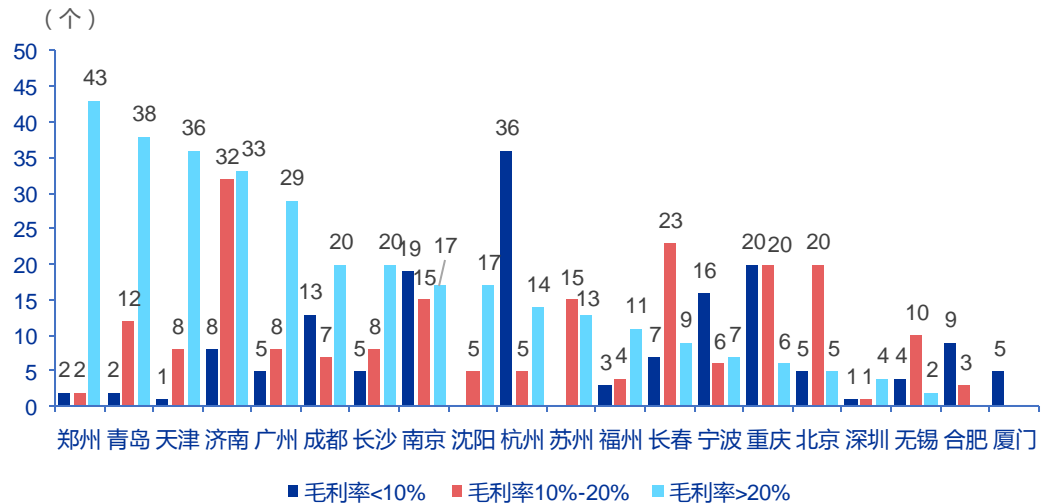
方案，前者相对更看运气，但是溢价率更低，后者政府管控能力更强，均有可能在后续城市推广。

图 87：不同竞拍规则显著影响拿地利润率



资料来源：中指，申万宏源研究

图 88：试点城市不同毛利率水平项目个数分布



资料来源：中指，申万宏源研究

总体来看，毛利率的水平首先仍然取决于市场需求本身，如长三角城市以及厦门、深圳等供给稀缺城市普遍处于低毛利率状态，而在同能级的城市竞拍规则可以显著影响地块利润率水平，如北京的毛利率水平显著好于深圳。而即使考虑到某些城市由于土拍市场不

活跃因此较少设置土拍限制的关系，整体上竞价格城市的毛利率仍然较低（14.6%），而其余规则下的城市拍地毛利率可达到18.9%。

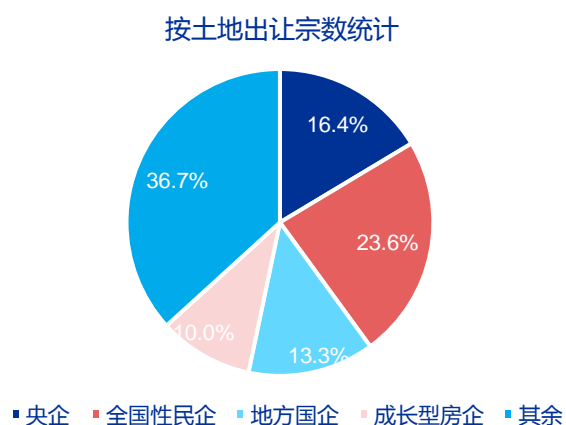
#### 4.5 企业维度：龙头房企活跃度高，商业地产拿地优势强

从企业维度观察，龙头房企20城土拍话语权仍占主导，且企业之间存在明显分化。

从企业性质看，央企和全国性房企是试点城市拿地主力，央企/全国性民企/地方国企/成长型房企/其余房企拿地占比分别为16%/24%/13%/10%/37%。

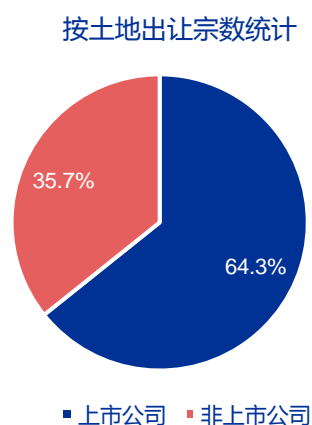
上市企业拿地占比呈现压倒性的优势，平均占比达到64%。规模企业在拿地上的表现，则是TOP11-30的企业补货最为积极，平均拿地占比达到24%，TOP10拿地占比为18%，TOP31-50为10%。

图 89：企业性质分类



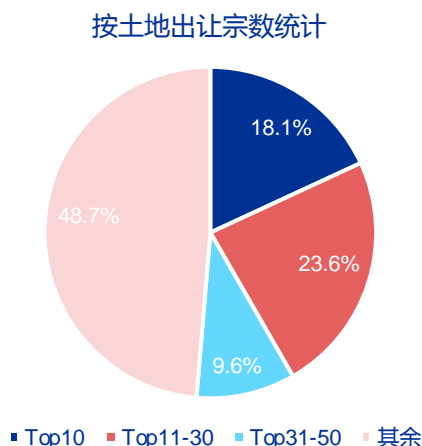
资料来源：中指，申万宏源研究

图 90：按是否上市分类



资料来源：中指，申万宏源研究

图 91：按销售规模分类



资料来源：中指，申万宏源研究

从 20 城拿地前 30 的房企来看（全口径），拿地最多的 5 家房企分别是融创、华润、招蛇、万科和保利，并且融创在 4 个城市拿地金额第一，除融创外，拿地较多的均为老牌绿档的全国性企业，且在多元化业务均有不错的表现，体现出综合开发能力在试点城市拿地的重要性。

20 城土拍 TOP5 成交金额占比达到 55%，尤其在南方城市，基本 TOP5 土拍占比达到三分之二以上的水平，基本上热度较高城市土拍集中度已经达到较高水平。

因此，另一类打法是专注深耕核心城市的企业，在其他城市参与较少，比如越秀（广州）、融信（杭州）、滨江（杭州）、卓越（北京）、首开（北京）等。而福建龙头房企建发除了在厦门继续保持拿地优势以外，在长三角地区拿地也非常积极，20 城拿地中排名第九，近 200 亿拿地金额。

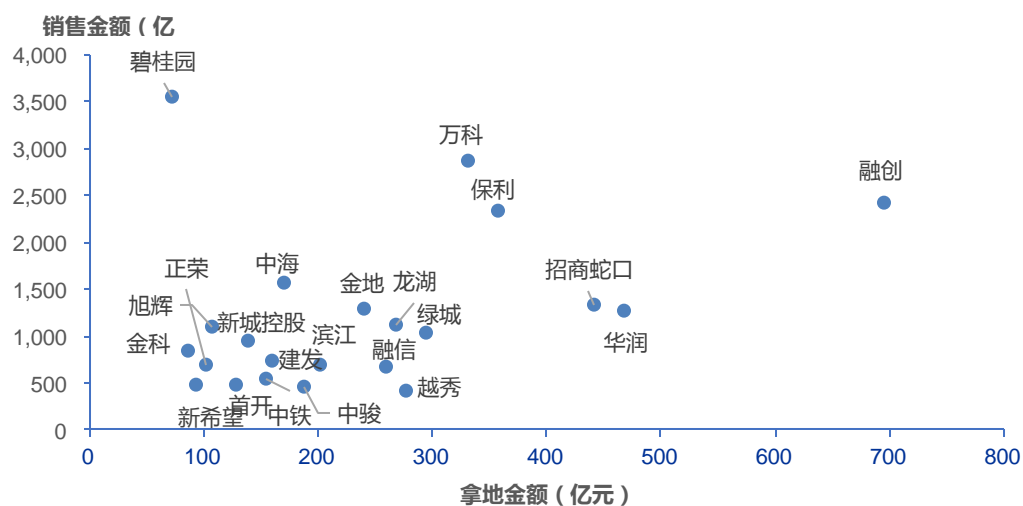
表 25：试点城市竞拍集中度较高

| 城市 | TOP5 拿地房企                       | 城市总成交金额 | TOP5 成交金额 | 占比     |
|----|---------------------------------|---------|-----------|--------|
| 北京 | 融创、卓越、金地、城建、首开                  | 1,105   | 764       | 69.1%  |
| 上海 | 保利地产、卓越、上海复地、中建二局等              | 478     | 326       | 68.2%  |
| 广州 | 中国旅游集团、新鸿基、融创+国贸、招商蛇口、联发集团+广州增立 | 906     | 275       | 30.4%  |
| 深圳 | 佳兆业、中铁、人才安居集团（本次只有 4 家房企竞得土地）   | 138     | 138       | 100.0% |
| 无锡 | 融创中国、仁恒、万科、招商蛇口、绿地等             | 256     | 158       | 61.7%  |
| 沈阳 | 华润置地、万科、保利地产、招商蛇口、旭辉控股          | 198     | 151       | 76.3%  |
| 重庆 | 龙湖集团、融创中国、中交地产、重庆广阳岛生态城投资、保利地产  | 635     | 282       | 44.4%  |
| 杭州 | 融信、融创中国、华润置地、中骏集团、融信            | 1,188   | 560       | 47.1%  |
| 福州 | 融信、建发国际、鑫鹏凯佳、福州城投、新城控股          | 105     | 73        | 69.5%  |
| 厦门 | 中海+国贸、联发地产、建发国际、正荣集团等           | 190     | 190       | 100.0% |
| 长春 | 中铁、长春长润、长春万龙、长春清泉、吉林晰晰          | 197     | 102       | 51.8%  |
| 青岛 | 海尔、和达集团、金地集团、保利地产、青岛国泰大成        | 119     | 65        | 54.6%  |

|    |                                 |     |     |       |
|----|---------------------------------|-----|-----|-------|
| 天津 | 融创中国、大连同岳、中交地产、新城控股、招商蛇口        | 499 | 229 | 45.9% |
| 南京 | 招商蛇口、新城控股、华润置地、大悦城+新希望、万科       | 990 | 380 | 38.4% |
| 宁波 | 绿城集团、荣安+德信、华侨城+龙湖、万科+宁波城投、世茂集团  | 358 | 229 | 64.0% |
| 苏州 | 华侨城、南京安居、复地集团、苏州高新、绿地+恒力        | 424 | 225 | 53.1% |
| 长沙 | 保利地产、绿城集团、绿地、长沙城发、湖南利富东方        | 381 | 137 | 36.0% |
| 济南 | 万科、中海、建发国际、绿地、大华集团              | 229 | 89  | 38.9% |
| 成都 | 人才安居集团、德商+电建、龙湖集团、中瑞天悦等         | 354 | 129 | 36.4% |
| 合肥 | 中骏集团、联发地产、佳兆业、建发国际、佳源           | 164 | 110 | 67.1% |
| 郑州 | 华润+建杭置业、一帆城市运营管理、中国金茂、开创地产、融创中国 | 414 | 186 | 44.9% |

资料来源：中指，申万宏源研究

图 92：20 城供地下重点房企销售拿地分布



资料来源：中指，申万宏源研究

从本次拿地较为积极的 24 家主要房企来看，平均拿地金额为 202 亿元，平均溢价率为 18%，对应平均毛利率 16%。其中，24 家企业拿地中商业地产拿地占比平均为 28%（仅统计自持业态）。长三角、珠三角、京津冀的区域成交金额占比为 39%、12%、24%。

拿地金额最高的三家企业分别是融创、华润置地及招商蛇口。分别拿地 35、11 和 15 宗，对应毛利率为 18%、18%和 16%，华润依托商业等业态的经营优势，商业地产项目占比达 47%，且平均毛利率为 21%，因此在本轮集中供地中毛利率控制较好。

A 股传统万科、保利、金地、新城控股等龙头房企，毛利率控制在 20%左右的水平，对于拿地的利润率控制也较严。多元业态优势的企业，如商业地产+住宅开发等复合拿地模式下，优势明显，毛利率相对更高，比如：华润、龙湖、新城等。

表 26：20 城集中供地中主流房企拿地毛利率分析（按拿地金额排序）

| 公司名称 | 拿地金额 | 拿地溢价率 | 拿地平均毛利 | 不同区域成交金额占比 |
|------|------|-------|--------|------------|
|------|------|-------|--------|------------|

|        | (亿元) |        | 率      | 长三角     | 珠三角    | 京津冀     | 其余     |
|--------|------|--------|--------|---------|--------|---------|--------|
| 融创中国   | 695  | 15.20% | 17.60% | 27.70%  | 10.80% | 41.10%  | 20.40% |
| 华润置地   | 468  | 19.60% | 21.00% | 49.70%  | 4.60%  | 28.30%  | 17.50% |
| 招商蛇口   | 442  | 27.40% | 15.70% | 38.20%  | 17.50% | 34.20%  | 10.10% |
| 保利地产   | 357  | 15.80% | 17.30% | 20.20%  | 4.30%  | 39.00%  | 36.50% |
| 万科 A   | 331  | 20.20% | 18.60% | 47.70%  | 0.00%  | 19.50%  | 32.70% |
| 绿城中国   | 294  | 28.20% | 10.80% | 40.10%  | 0.00%  | 37.70%  | 22.20% |
| 越秀地产   | 276  | 15.00% | 20.20% | 19.10%  | 64.30% | 16.60%  | 0.00%  |
| 龙湖集团   | 268  | 17.10% | 21.70% | 37.10%  | 0.00%  | 6.40%   | 56.50% |
| 卓越地产   | 261  | 10.70% | 13.10% | 16.80%  | 11.50% | 71.70%  | 0.00%  |
| 融信中国   | 260  | 22.10% | 5.20%  | 88.80%  | 0.00%  | 0.00%   | 11.20% |
| 金地集团   | 239  | 6.30%  | 24.40% | 4.00%   | 24.70% | 61.20%  | 10.10% |
| 滨江集团   | 201  | 29.70% | -1.50% | 100.00% | 0.00%  | 0.00%   | 0.00%  |
| 中骏集团控股 | 188  | 10.60% | 21.90% | 68.60%  | 0.00%  | 28.40%  | 3.00%  |
| 中交地产   | 187  | 18.20% | 15.20% | 0.00%   | 0.00%  | 74.40%  | 25.60% |
| 中国海外发展 | 170  | 12.60% | 13.60% | 19.10%  | 0.00%  | 15.10%  | 65.80% |
| 建发国际集团 | 160  | 23.50% | 9.70%  | 25.40%  | 12.60% | 14.30%  | 47.70% |
| 中铁地产   | 154  | 4.50%  | 21.20% | 0.00%   | 40.30% | 33.10%  | 26.50% |
| 新城控股   | 138  | 13.00% | 21.50% | 68.10%  | 0.00%  | 22.80%  | 9.20%  |
| 华侨城 A  | 133  | 18.30% | 13.20% | 100.00% | 0.00%  | 0.00%   | 0.00%  |
| 首开股份   | 128  | 10.30% | 16.60% | 0.00%   | 0.00%  | 92.10%  | 7.90%  |
| 城建发展   | 119  | 15.00% | 12.60% | 0.00%   | 0.00%  | 100.00% | 0.00%  |
| 旭辉控股集团 | 107  | 18.10% | 19.50% | 27.00%  | 0.00%  | 39.30%  | 33.70% |
| 正荣地产   | 102  | 22.30% | 13.80% | 40.20%  | 35.00% | 6.40%   | 18.40% |
| 佳兆业集团  | 92   | 35.20% | 10.40% | 24.90%  | 27.50% | 17.80%  | 29.80% |
| 新希望    | 92   | 24.90% | 16.90% | 79.40%  | 0.00%  | 0.00%   | 20.60% |
| 金科股份   | 86   | 35.20% | 16.90% | 24.50%  | 0.00%  | 19.80%  | 55.80% |
| 碧桂园    | 71   | 2.90%  | 23.10% | 0.00%   | 5.40%  | 57.60%  | 36.90% |

资料来源：Wind，申万宏源研究

## 4.6 两集中小结：意在降温但收效甚微，政策亟待回归初衷

上半年，集中供地政策本意为降低土地市场热度，但从目前第一批集中供地来看，收效甚微，大部分城市地价创新高，溢价率进一步升至15%、隐含毛利率则进一步降至17%，土地市场的火热并没有得到抑制，“三稳”也没得到实现。值得关注的是，商业地产的拿地优势明显，华润、龙湖、新城等房企拿地毛利率均超21%。展望下半年，我们认为，一方面，预计后续地方政府“价高者得”的供地政策或将向“非价高者得”转变，如北京和上海等规则，另一方面，房企拿地需求和房企资金阶段性双旺的局面，随着房企资金地进一步趋紧以及中尾部企业的出清，预计后续行业内卷化的格局也将有所改善，综合之下，预计今年第二批、第三批集中供地的地价将有所控制、房企毛利率也将有所改善，真正达到房住不炒的意图。

## 5. 多元化：多元业务焕发光彩，基本面政策面共振

### 5.1 物业管理：集公共、消费、资管三大属性，拓更广发展空间

我们认为，物业管理行业的职能正由传统基础服务逐步演化为同时具备准公共服务、消费、资产管理三大属性的综合角色，并且上述三大属性也将分别赋予物业管理行业持续政策支持、持续成长性、打开提价空间三大优势。

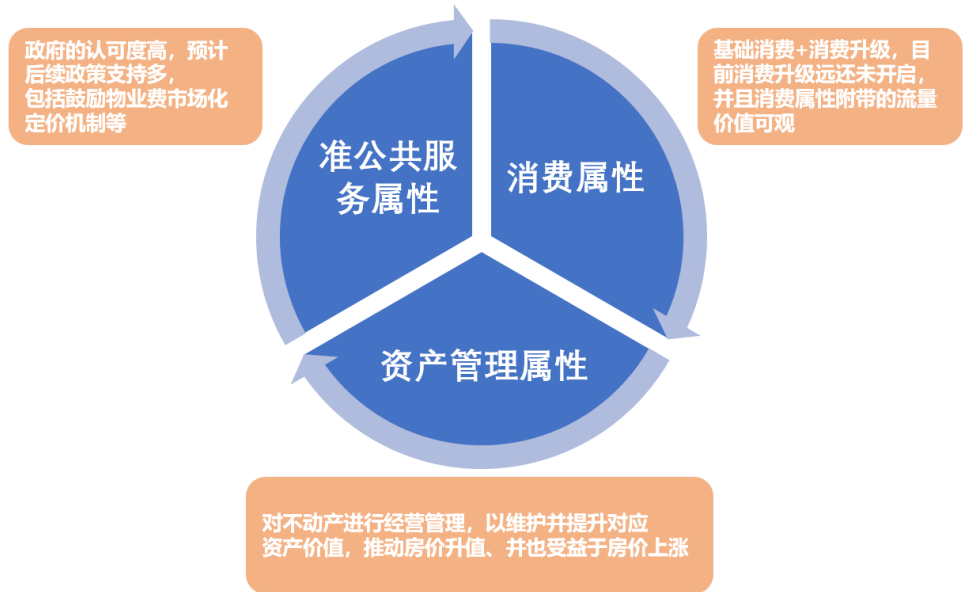
**1) 准公共服务属性（面对政府）：**相比海外，我国人口众多、面积更大、区域差异化也更大，而我国物业管理独有的围墙属性提供了网格化的管理机制，并且政府也愿意把一些公共服务的管理职能和服务职能逐步开放出来，让社会企业参与，随着物管公司运营服务能力的提升，机构类物业的管理范围正逐步由政府办公楼、学校、医院等业态再进一步扩围至城市市政服务等更为广义的空间，也体现出物管公司逐步充当公共服务的职能。

**2) 消费属性（面对住户）：**相对海外来说，我国物业费支出在整个居民消费中占比很低，我国 2020 年物业费/人均收入仅 3.9%，美国 2015 年物业费/人均收入 13.1%，韩国、日本、新加坡 2018 年物业费/人均收入分别为 10.3%、9.5%、9.8%。随着住房改善型需求的逐步释放，居民对于品质物管的诉求逐步增加，物业费提价抗力有望逐步消减。此外，消费升级也将推动物管行业在供应和需求两端的变化，在消费升级的背景下，物业管理行业有望挖掘全产业链条价值，催生更多元化增值服务萌芽，实现物管流量经济的高效变现。

**3) 资产管理属性（面对业主）：**海外的物业管理包括物业管理（PM）、设施管理（FM）、资产管理（AM）三种形态。而类似于 CBRE、First Service 等海外物业公司，其业务范围除传统物业管理外，也涵盖持有及投资、咨询顾问服务等资产管理的业务。相对海外来说，目前我国物业费占比全国房屋售价仍处于较低水平，中长期来看，国内的物业服务或将具备资产管理属性，拥有物业管理的小区相比没有物业管理的同类型小区拥有一定溢价，而高品质的物业管理的小区相对低品质的物业管理小区也将存在一定溢价。

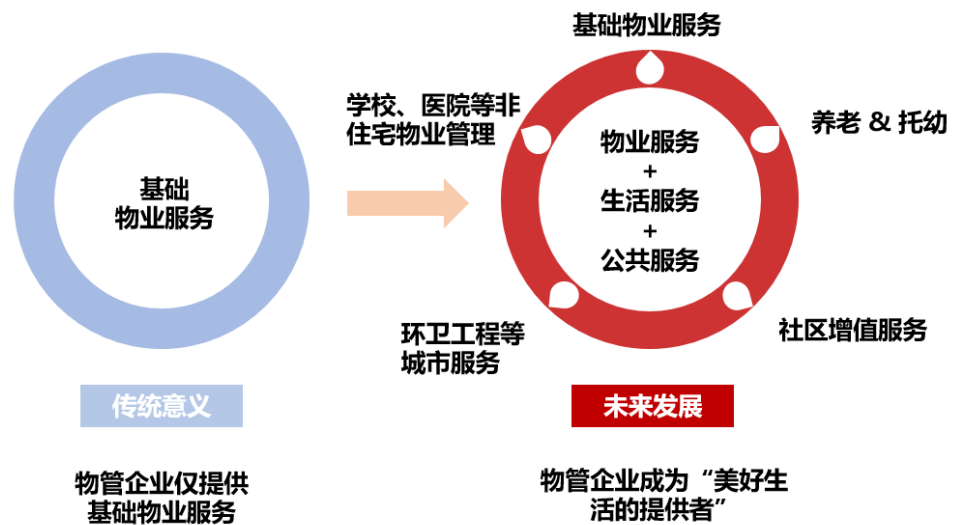
图 93：物业管理行业的本质与价值





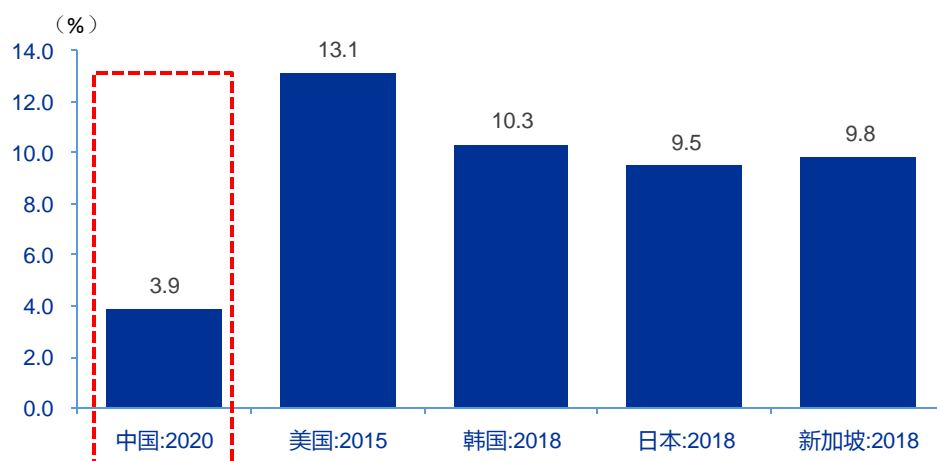
资料来源：申万宏源研究

图 94：物业管理服务范围由传统基础服务向各领域延伸



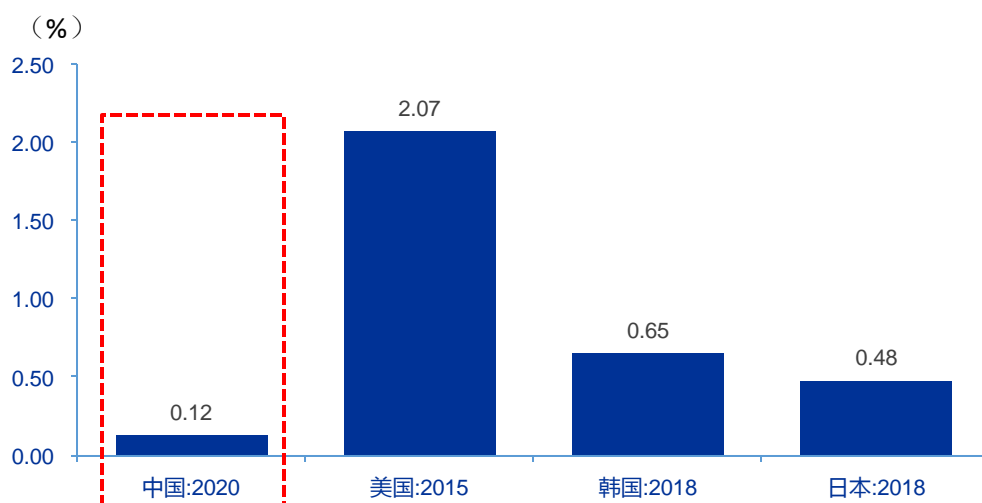
资料来源：各公司官网，业主招标结果公告，申万宏源研究

图 95：各国物业费/人均收入



资料来源：Wind，K-apr，日本政府，相关网站，申万宏源研究

图 96：各国物业费/各国房价



资料来源：Wind，韩国国土交通部，相关网站，申万宏源研究

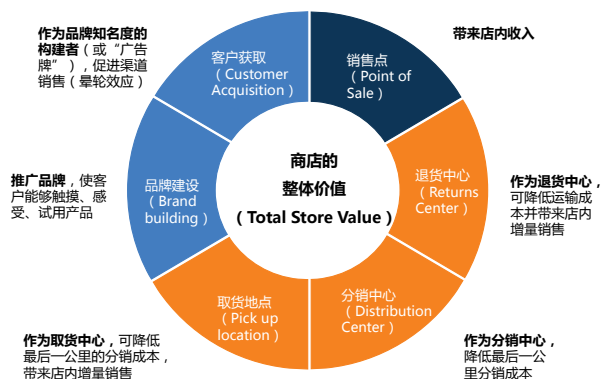
## 5.2 商业地产：购物中心乘风消费长风，奔向星辰大海

商场（即：购物中心）\*的定义为统一管理的一站式多功能体验中心，主要以餐饮、零售、儿童、配套娱乐等业态构成。

横向对比来看，购物中心的功能相较于百货商场、社区商业、沿街商铺等商业形态在商业体量、空间设计、业态侧重、经营方式等方面有着很大的不同。具体来讲，购物中心的商业体量要求更大、空间设计要求更高、业态更侧重体验业态、经营方面更强调统一管理分散经营。而这些不同也都源于购物中心更重视体验，这也是购物中心能在线上电商蚕食线下零售份额大背景下冲出重围的关键，并仍能保持快速发展的势头。

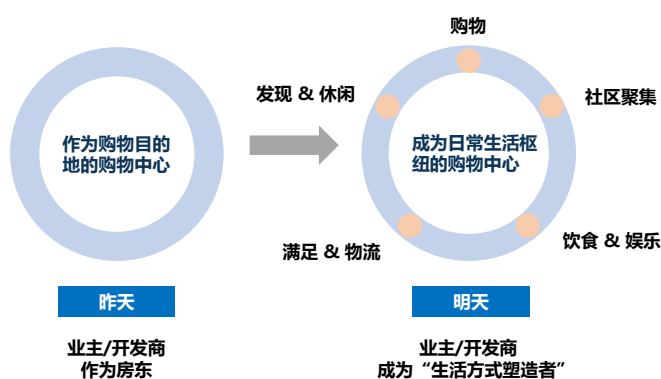
而纵向对比来看，随着时代的变迁，购物中心的功能也在逐步变革和进化。过去的购物中心更多是作为购物目的地，业主（或开发商）更多作为房东的角色，而未来的购物中心将会逐步进化成为日常生活的枢纽，业主（或开发商）也将进化为居民生活方式的塑造者，承担的是购物、休闲、娱乐、社区聚集、饮食等多种功能。

图 97：实体商店的价值



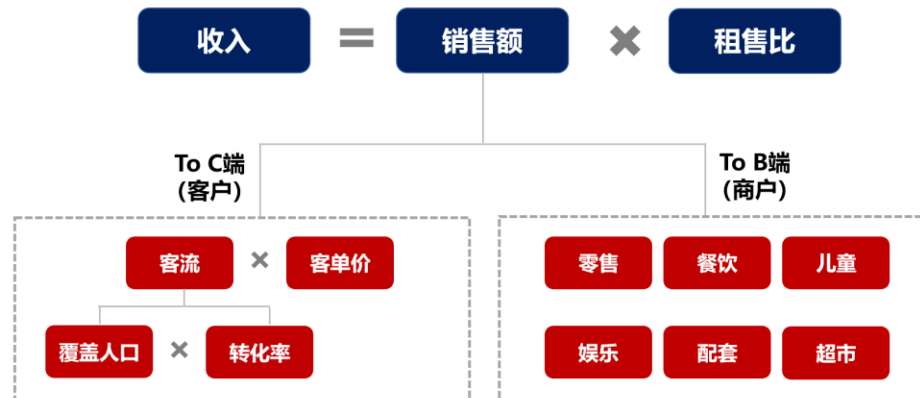
资料来源：Brookfield，申万宏源研究

图 98：过去/现在商场的功能



资料来源：Brookfield，申万宏源研究

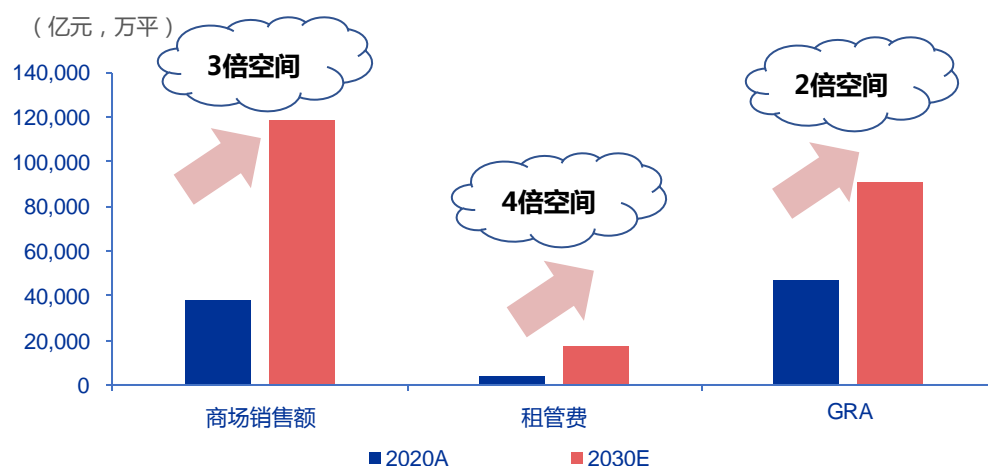
图 99：商场的商业模型



资料来源：申万宏源研究

我们分别：1) 通过渗透率法测算了 2030E 中国商场销售额为 12.8 万亿元、对应 GRA 为 9.8 亿平、对应租管费为 1.9 万亿元；2) 通过收入支出法测算了 2030E 中国商场销售额为 11.1 万亿元、对应 GRA 为 8.5 亿平、对应租管费为 1.7 万亿元。因此，我们将两种方法平均之后可以得到 2030E 中国商场销售额为 11.9 万亿元、对应 GRA 为 9.1 亿平、对应租管费为 1.8 万亿元，分别相当于 2020 年的 3.1 倍、1.9 倍和 3.9 倍，显示了未来我国商场行业巨大的成长空间。

图 100：两种方法平均后的 2030E 中国商场行业的空间估算

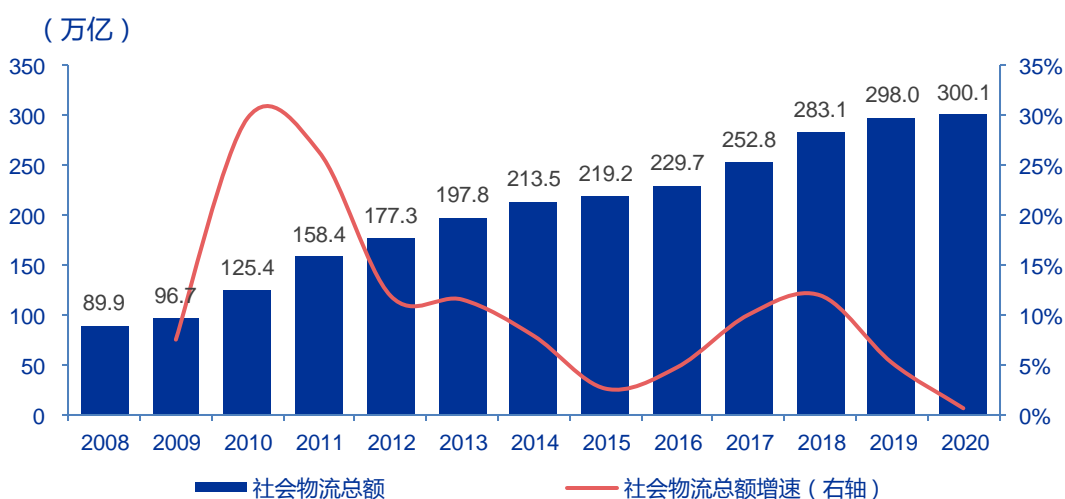


资料来源：Wind，ICSC，赢商网，申万宏源研究

### 5.3 物流地产：乘风电商及消费发展，公募 REITs 促换挡加速

2008 年我国社会物流总额为 89.9 万亿元，到 2020 年增长至 300.1 万亿元，12 年复合增速 10.6%。并且伴随我国经济继续发展，物流行业需求仍将继续高增。据我国物流与采购联合会预测，预计到 2024 年，我国社会物流总额将超过 430 万亿元，较 2019 年末增长 43%。

图 101：中国社会物流总额及增速

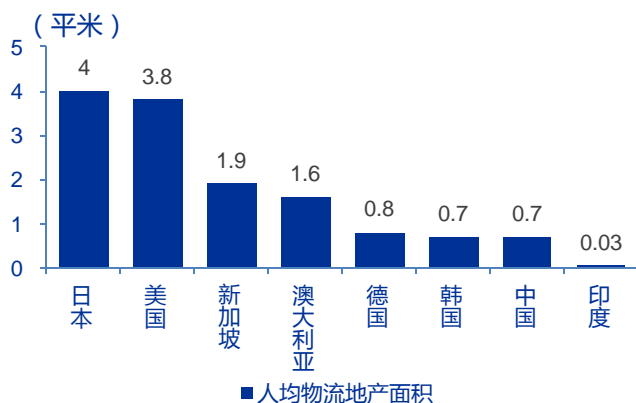


资料来源：Wind、申万宏源研究

我国物流设施近年来虽已取得长足发展，但和发达国家相比，整体规模相较我国庞大经济体量和人口规模而言仍然很小。根据仲量联行数据，截至 2019 年末，我国人均物流地产面积仅 0.7 平方米，横向对比日本（4.0 平方米）、美国（3.8 平方米）、新加坡（1.9 平方米）、

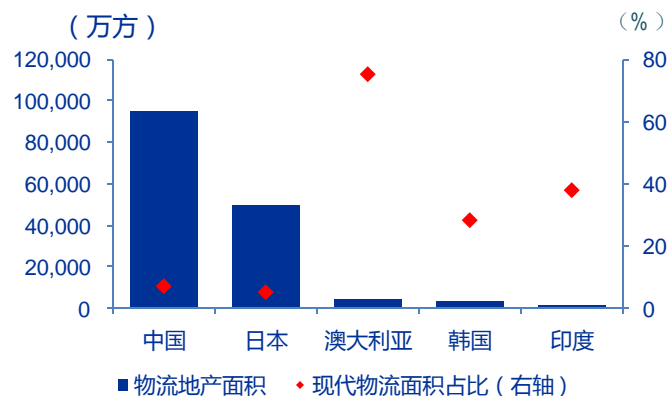
澳大利亚（1.6 平米），人均设施面积与欧美、日本等发达市场相比差距仍较大；从结构来看，截至 2019 年末，我国拥有现代高标物流面积 6,685 万平米，占比总物流地产面积仅 7%，大幅落后于澳大利亚的 75%、韩国的 28%、甚至印度的 38%，相对于我国巨大的电商销售体量，高标物流设施供需关系更为紧张。

图 102：我国人均物流地产面积相对较低



资料来源：仲量联行，申万宏源研究

图 103：我国现代物流地产面积占比仍较低



资料来源：仲量联行，申万宏源研究

目前，中国物流市场主要面临两个问题，仓储需求的快速增长亟需物流行业降本增效，结构矛盾突出，高标库供不应求。国内广义上的整体仓储市场仍以非高标库为主。根据戴德梁行数据显示，截至 2019 年末，我国拥有物流地产面积 9.55 亿平。同时，根据仲量联行数据，即使考虑到自持型物业体量和非核心市场的高标库存量，高标库规模目前大约仅占中国仓储总体量的 7%，大幅落后于澳大利亚的 75%、韩国的 28%、甚至印度的 38%。

中国非高标库规模仍然高达数亿平米，升级需求潜力巨大。在全渠道零售背景下，中国消费者对商品交付时效性的要求日益提高。但是，部分非高标库的交付标准往往会显著影响效率，例如货车作业空间和回车场面积不足等问题。而中国的生鲜电商等零售领域市场规模仍然呈现快速增长，需求的压力下越来越多租户开始自发升级到高标库，以提升各项配送效率。

表 27：现代集约物流仓储与传统仓库的区别对比

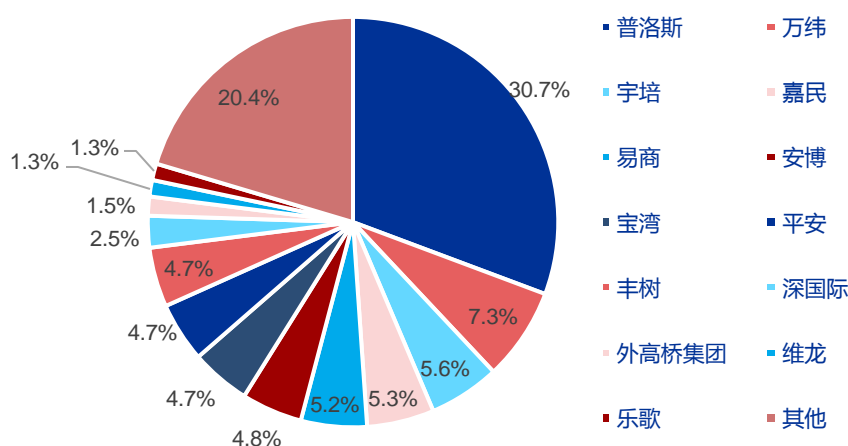
| 类型   | 现代集约物流仓储         | 传统仓库          |
|------|------------------|---------------|
| 选址   | 交通枢纽及城市中心区域      | 位于工业园区和港口     |
| 面积   | 10,000 平方米以上     | 100~2,000 平方米 |
| 土地性质 | 预留物流用地，权属清晰      | 工业用地，权属不清晰    |
| 建设成本 | 2,000~3,000 元/平米 | 500 元/平米      |
| 租金   | 约为传统仓库的 2~5 倍    | 租金费用较低        |
| 投资周期 | 10 年以上           | 3~5 年         |

|    |      |   |                                       |
|----|------|---|---------------------------------------|
| 设备 | 主体架构 | 柱高，柱距充足，满足 5 层以上立体货架安装，物品布置统一标准，布局空间灵活                            | 框架柱或钢结构，操作空间简陋，仅能提供堆放物品，无法布置标准货架或立体货架 |
|    | 卸货装置 | 标准规格专用卸货区：高效电动提升门与大型货车匹配的自动卸货平台；配备防御设置                            | 缺乏大型集卡、拖挂货柜车匹配的卸货平台，数量短缺影响装卸货效率       |
|    | 安全措施 | 仓库全封闭管理，人货分离，门禁验证系统；全自动监控设备，消防警报器和灭火装置                            | 无有效监控以及防火防盗系统                         |
|    | 物业管理 | 信息网络辅助库存管理，服务效率高  | 货品无规范堆放规则，效应速度较慢                      |
|    | 配套设施 | 配备住宿、餐厅、便利店等公共生活设施  | 无相关配套                                 |
|    | 智能化  | 具备无人库房，智能货架，装卸机器人、自动分拣、智能叉车、自动分拣，智能控温系统等辅助设施，数据共享信息化，如高标仓代表中的冷链仓库 | 无现代科技管理系统                             |

资料来源：中国物流协会，申万宏源研究

从行业竞争格局上看，普洛斯是中国境内最大的现代物流及工业基础设施提供商和服务商，在现代仓储领域具有绝对的领先地位。根据戴德梁行数据显示，2019 年物流地产行业前五为普洛斯、万纬、宇培、嘉民、易商，市占率分别为 30.7%、7.3%、5.6%、5.3% 和 5.2%。普洛斯是中国最早的物流地产商之一，先发优势明显，2017 年完成私有化。万纬是万科 2015 年推出的独立物流品牌。宇培是安邦保险等公司的物流仓储开发平台，成立于 2000 年。嘉民是全球综合地产集团，2001 年开始进入中国市场。易商是亚太区领先物流地产平台，在中日韩、澳大利亚、新加坡和印度都有大量的物流地产。国内物流地产行业整体呈现出一超多强的企业竞争格局。

图 104：2019 年国内物流地产市占率情况



资料来源：戴德梁行，申万宏源研究

## 5.4 多元化小结：多元业务焕发光彩，基本面政策面共振

我们认为，目前房地产多元化业务进入了基本面和政策面共振发展的阶段，预计后续也将更焕发光彩。其中我们看好：1）物业管理：行业的职能正由传统基础服务逐步演化为同时具备准公共服务、消费、资产管理三大属性的综合角色，并且上述三大属性也将分别赋予物业管理行业持续政策支持、持续成长性、打开提价空间三大优势；2）商业地产：我们测算得到 2030E 中国购物中心销售额 11.9 万亿元/GRA9.1 亿平/租管费 1.8 万亿元，分别相当于 2020 年的 3.1 倍/1.9 倍/3.9 倍，乘风消费长风、发展空间巨大；3）物流地产：我国目前人均物流地产面积仅 0.7 平，是美国的 1/5，并且我国电商销售体量大、增速高，这将推动高端仓储需求持续释放，而公募 REITs 推出也将助力发展，预计后续物流地产发展空间广阔。

## 6. 投资建议：跨越转轨周期，重估长期主义，维持“看好”评级

我们认为，三条红线等供给端调控的不断升级推动房地产行业呈现新周期规律，同时人口结构的多维度变化则正推动房地产需求呈现结构性红利，供需两端的变化将重塑行业格局，也决定了行业处于转轨周期阶段，具备永续经营能力的优质企业或能穿越周期、获得更大成长空间。我们维持房地产板块“看好”评级，推荐：1）购物中心：新城控股、龙湖集团、华润置地、宝龙商业，关注：华润万象、新城发展、宝龙地产；2）物业管理：碧桂园服务、融创服务、绿城服务、永升生活服务、中海物业，关注：新大正、新城悦服务；3）住宅开发：万科 A、旭辉控股、中海发展、融创中国、金科股份、金地集团、保利地产。

表 28：主流 AH 上市房企估值表

| 公司代码      | 公司简称 | 收盘价      | EPS   |       |       | 市盈率 PE |       |       | 市净率 PB | 归母净利润 (百万元) |        |        | 归母净利润增速 |        |       |
|-----------|------|----------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------------|--------|--------|---------|--------|-------|
|           |      | 6 月 23 日 | 2020A | 2021E | 2022E | 2020A  | 2021E | 2022E | 2020A  | 2020A       | 2021E  | 2022E  | 2020A   | 2021E  | 2022E |
| 000002.SZ | 万科 A | 24.23    | 3.6   | 3.9   | 4.2   | 6.7    | 6.2   | 5.7   | 1.2    | 41,516      | 45,419 | 49,312 | 15.1%   | 9.4%   | 8.6%  |
| 600048.SH | 保利地产 | 12.3     | 2.4   | 2.7   | 3.0   | 5.1    | 4.6   | 4.2   | 0.8    | 28,948      | 31,793 | 35,469 | 47.9%   | 9.8%   | 11.6% |
| 001979.SZ | 招商蛇口 | 11.03    | 1.5   | 1.8   | 2.1   | 7.6    | 6.0   | 5.3   | 0.9    | 12,253      | 14,561 | 16,633 | 5.2%    | 18.8%  | 14.2% |
| 601155.SH | 新城控股 | 43.76    | 6.8   | 8.2   | 9.4   | 6.5    | 5.4   | 4.7   | 1.9    | 15,256      | 18,455 | 21,215 | 20.6%   | 21.0%  | 15.0% |
| 600383.SH | 金地集团 | 10.18    | 2.3   | 2.6   | 2.9   | 4.4    | 3.9   | 3.5   | 0.8    | 10,398      | 11,653 | 13,010 | 24.4%   | 12.1%  | 11.6% |
| 000671.SZ | 阳光城  | 5.08     | 1.2   | 1.5   | 1.8   | 4.3    | 3.3   | 2.9   | 0.7    | 5,220       | 6,362  | 7,341  | 33.2%   | 21.9%  | 15.4% |
| 600376.SH | 首开股份 | 5.61     | 1.1   | 1.3   | 1.5   | 5.0    | 4.4   | 3.8   | 0.5    | 3,140       | 3,271  | 3,854  | -12.9%  | 4.2%   | 17.8% |
| 000961.SZ | 中南建设 | 5.97     | 1.9   | 2.3   | 2.7   | 3.2    | 2.6   | 2.2   | 0.8    | 7,078       | 8,928  | 10,451 | 89.8%   | 26.1%  | 17.1% |
| 600340.SH | 华夏幸福 | 5.22     | 1.0   | 3.7   | 4.0   | 5.4    | 1.4   | 1.3   | 0.4    | 3,665       | 14,474 | 15,826 | 24.4%   | 294.9% | 9.3%  |
| 600466.SH | 蓝光发展 | 3.04     | 1.0   | 1.2   | 1.4   | 3.1    | 2.5   | 2.3   | 0.5    | 3,302       | 3,654  | 4,086  | 55.5%   | 10.7%  | 11.8% |
| 000656.SZ | 金科股份 | 5.56     | 1.3   | 1.6   | 1.8   | 4.3    | 3.5   | 3.0   | 0.8    | 7,030       | 8,384  | 9,803  | 46.1%   | 19.3%  | 16.9% |



|           |        |       |      |     |     |       |     |     |     |        |        |        |        |        |       |
|-----------|--------|-------|------|-----|-----|-------|-----|-----|-----|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 002146.SZ | 荣盛发展   | 5.7   | 1.7  | 2.2 | 2.5 | 3.3   | 2.6 | 2.3 | 0.5 | 7,501  | 9,640  | 10,816 | 20.6%  | 28.5%  | 12.2% |
| 600606.SH | 绿地控股   | 5.46  | 1.2  | 1.4 | 1.5 | 4.4   | 3.9 | 3.6 | 0.7 | 14,998 | 16,961 | 18,663 | 29.6%  | 13.1%  | 10.0% |
| 000069.SZ | 华侨城 A  | 7.56  | 1.6  | 1.9 | 2.2 | 4.8   | 4.0 | 3.4 | 0.8 | 12,685 | 15,496 | 18,036 | 16.5%  | 22.2%  | 16.4% |
| 600266.SH | 北京城建   | 5.03  | 0.4  | 0.7 | 0.7 | 11.4  | 7.6 | 7.0 | 0.4 | 1,234  | 1,483  | 1,628  | 69.7%  | 20.2%  | 9.8%  |
| 000031.SZ | 大悦城    | 3.7   | -0.1 | 0.4 | 0.4 | -41.1 | NA  | 8.6 | 0.9 | -387   | 1,573  | 1,854  | 71.3%  | 306.6% | 17.9% |
| 000402.SZ | 金融街    | 7     | 0.8  | 1.0 | 1.2 | 8.3   | 6.7 | 5.7 | 0.6 | 2,498  | 3,095  | 3,658  | 5.3%   | 23.9%  | 18.2% |
| 600622.SH | 光大嘉宝   | 3.07  | 0.3  | NA  | NA  | 11.0  | NA  | NA  | 0.7 | 412    | NA     | NA     | -48.8% | NA     | NA    |
| 1918.HK   | 融创中国   | 27.5  | 7.8  | 7.9 | 8.8 | 3.0   | 3.0 | 2.7 | 0.9 | 35,644 | 36,912 | 41,069 | 57.1%  | 3.6%   | 11.3% |
| 0884.HK   | 旭辉控股   | 6.04  | 1.0  | 1.1 | 1.3 | 5.1   | 4.5 | 3.9 | 1.2 | 8,032  | 9,277  | 10,687 | 19.0%  | 15.5%  | 15.2% |
| 0960.HK   | 龙湖集团   | 43.4  | 3.4  | 4.2 | 4.9 | 10.8  | 8.8 | 7.5 | 2.1 | 20,002 | 25,269 | 29,781 | 12.9%  | 26.3%  | 17.9% |
| 0813.HK   | 世茂集团   | 20.1  | 3.6  | 4.2 | 4.9 | 4.7   | 4.1 | 3.5 | 0.7 | 12,628 | 14,800 | 17,244 | 23.3%  | 17.2%  | 16.5% |
| 3990.HK   | 美的置业   | 16.24 | 3.5  | 4.4 | 5.1 | 3.9   | 3.1 | 2.7 | 0.8 | 4,326  | 5,397  | 6,310  | 34.1%  | 24.8%  | 16.9% |
| 3883.HK   | 中国奥园   | 6.7   | 2.2  | 2.5 | 2.9 | 2.6   | 2.3 | 2.0 | 0.8 | 5,908  | 6,599  | 7,881  | 74.4%  | 11.7%  | 19.4% |
| 0817.HK   | 中国金茂   | 2.64  | 0.3  | 0.6 | 0.7 | 7.0   | 3.9 | 3.1 | 0.6 | 3,881  | 7,413  | 9,168  | 23.8%  | 91.0%  | 23.7% |
| 1238.HK   | 宝龙地产   | 6.82  | 1.5  | 1.6 | 1.9 | 3.9   | 3.6 | 3.0 | 0.7 | 6,093  | 6,652  | 7,946  | 42.4%  | 9.2%   | 19.5% |
| 2007.HK   | 碧桂园    | 8.95  | 1.6  | 1.9 | 2.2 | 4.7   | 4.0 | 3.5 | 1.0 | 35,022 | 42,374 | 48,614 | 14.2%  | 21.0%  | 14.7% |
| 0688.HK   | 中国海外发展 | 18.76 | 4.0  | 4.3 | 4.7 | 4.0   | 3.7 | 3.4 | 0.6 | 43,904 | 47,072 | 51,912 | -7.3%  | 7.2%   | 10.3% |
| 1109.HK   | 华润置地   | 32.95 | 4.2  | 4.4 | 5.0 | 6.7   | 6.3 | 5.6 | 1.0 | 29,810 | 31,684 | 35,413 | 18.3%  | 6.3%   | 11.8% |
| 平均值       |        |       | 2.2  | 1.2 | 3.1 | 5.5   | 4.3 | 3.9 | 0.8 | 13,172 | 16,023 | 18,131 | 28.7%  | 39.2%  | 14.7% |

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：盈利预测均为 Wind 一致预期，港股市值按 0.85 汇率计算。取 2021/06/23 收盘价。

表 29：主流 AH 上市物业管理企业估值情况

| 公司代码      | 公司简称   | 收盘价   | EPS   |       |       | 市盈率 PE |       |       | 市净率   | 归母净利润（百万元） |       |       |       | 归母净利润增速 |       |  |
|-----------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|------------|-------|-------|-------|---------|-------|--|
|           |        |       |       |       |       |        |       |       | PB    |            |       |       |       |         |       |  |
|           |        | 6月22日 | 2020A | 2021E | 2022E | 2020A  | 2021E | 2022E | 2020A | 2020A      | 2021E | 2022E | 2020A | 2021E   | 2022E |  |
| 001914.SZ | 招商积余   | 17.83 | 0.41  | 0.64  | 0.86  | 43.45  | 27.69 | 20.71 | 2.28  | 435        | 683   | 913   | 52%   | 57%     | 34%   |  |
| 002968.SZ | 新大正    | 44.39 | 1.22  | 1.12  | 1.57  | 36.39  | 39.80 | 28.20 | 8.45  | 131        | 182   | 256   | 26%   | 38%     | 41%   |  |
| 603506.SH | 南都物业   | 15.26 | 1.03  | 0.90  | 1.07  | 14.82  | 16.96 | 14.30 | 3.51  | 138        | 169   | 200   | 21%   | 23%     | 19%   |  |
| 1516.HK   | 融创服务   | 26.95 | 0.25  | 0.40  | 0.64  | 91.63  | 57.03 | 35.63 | 7.27  | 601        | 1247  | 1996  | 123%  | 107%    | 60%   |  |
| 0873.HK   | 世茂服务   | 25.15 | 0.34  | 0.55  | 0.90  | 62.88  | 39.17 | 23.66 | 7.76  | 693        | 1290  | 2136  | 80%   | 86%     | 66%   |  |
| 6098.HK   | 碧桂园服务  | 81.05 | 0.98  | 1.26  | 1.90  | 70.57  | 54.78 | 36.26 | 15.07 | 2686       | 4048  | 6114  | 61%   | 51%     | 51%   |  |
| 2869.HK   | 绿城服务   | 12.06 | 0.23  | 0.30  | 0.40  | 44.57  | 34.55 | 25.56 | 4.83  | 710        | 962   | 1301  | 49%   | 35%     | 35%   |  |
| 2669.HK   | 中海物业   | 7.36  | 0.18  | 0.28  | 0.37  | 34.90  | 22.37 | 16.99 | 11.26 | 700        | 919   | 1210  | 30%   | 31%     | 32%   |  |
| 1995.HK   | 永升生活服务 | 19.66 | 0.24  | 0.37  | 0.55  | 68.88  | 45.14 | 30.43 | 9.55  | 390        | 618   | 917   | 74%   | 58%     | 48%   |  |
| 1755.HK   | 新城悦服务  | 22.65 | 0.55  | 0.76  | 1.10  | 35.00  | 25.29 | 17.45 | 12.97 | 452        | 664   | 962   | 60%   | 47%     | 45%   |  |
| 3319.HK   | 雅生活服务  | 35.1  | 1.32  | 1.62  | 2.14  | 22.60  | 18.39 | 13.96 | 5.70  | 1754       | 2304  | 3035  | 43%   | 31%     | 32%   |  |
| 1778.HK   | 彩生活    | 3.12  | 0.35  | NA    | NA    | 7.60   | NA    | NA    | 0.88  | 502        | NA    | NA    | 1%    | NA      | NA    |  |
| 2606.HK   | 蓝光嘉宝服务 | 51.65 | 2.99  | 4.07  | 5.16  | 14.68  | 10.79 | 8.51  | 3.03  | 533        | 725   | 919   | 24%   | 36%     | 27%   |  |
| 3662.HK   | 奥园健康   | 5.97  | 0.34  | 0.52  | 0.76  | 14.72  | 9.85  | 6.69  | 3.52  | 250        | 374   | 551   | 54%   | 49%     | 47%   |  |
| 9909.HK   | 宝龙商业   | 27.6  | 0.49  | 0.68  | 0.95  | 47.76  | 34.29 | 24.57 | 6.95  | 305        | 441   | 615   | 71%   | 44%     | 40%   |  |
| 2168.HK   | 佳兆业美好  | 30    | 1.51  | 2.11  | 3.24  | 16.89  | 12.11 | NA    | 3.11  | 222        | 324   | 499   | 35%   | 46%     | NA    |  |
| 9983.HK   | 建业新生活  | 7.94  | 0.38  | 0.49  | 0.70  | 17.76  | 13.83 | 9.67  | 3.12  | 427        | 613   | 877   | 82%   | 44%     | 43%   |  |
| 1538.HK   | 中奥到家   | 0.8   | 0.16  | NA    | NA    | 4.33   | NA    | NA    | 0.71  | 132        | NA    | NA    | 21%   | NA      | NA    |  |

|         |        |      |      |      |      |       |       |       |      |     |      |      |      |      |     |
|---------|--------|------|------|------|------|-------|-------|-------|------|-----|------|------|------|------|-----|
| 1922.HK | 银城生活   | 5.02 | 0.25 | 0.34 | 0.46 | 17.07 | 12.72 | 9.21  | 6.51 | 67  | 90   | 124  | 103% | NA   | NA  |
| 0697.HK | 首程控股   | 1.72 | 0.08 | 0.10 | 0.11 | 18.06 | 14.66 | 12.77 | 1.07 | 659 | 727  | 835  | 49%  | 10%  | 15% |
| 3913.HK | 合景悠活   | 9.12 | 0.19 | 0.33 | 0.57 | 40.80 | 23.20 | 13.64 | 5.24 | 323 | 674  | 1147 | 75%  | 109% | 70% |
| 1502.HK | 金融街物业  | 5.32 | 0.33 | 0.42 | 0.50 | 13.83 | 10.76 | 9.13  | 1.57 | 104 | 157  | 185  | -1%  | 50%  | 18% |
| 1209.HK | 华润万象生活 | 49.9 | 0.48 | 0.63 | 0.87 | 87.49 | 67.35 | 48.97 | 7.69 | 818 | 1438 | 1977 | 124% | 76%  | 38% |
| 平均值     |        |      | 0.62 | 0.85 | 1.18 | 35.94 | 28.13 | 20.32 | 5.74 | 567 | 888  | 1275 | 55%  | 52%  | 40% |

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：盈利预测均为 Wind 一致预期，港股市值按 0.85 汇率计算。取 2021/06/22 收盘价。

## 7. 风险提示：调控超预期收紧，销售去化率不及预期

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

|    |     |              |  |
|----|-----|--------------|--|
| 华东 | 陈陶  | 021-23297221 | <a href="mailto:chentao1@swhysec.com">chentao1@swhysec.com</a>   |
| 华北 | 李丹  | 010-66500631 | <a href="mailto:lidan4@swhysec.com">lidan4@swhysec.com</a>       |
| 华南 | 陈左茜 | 755-23832751 | <a href="mailto:chenzuoxi@swhysec.com">chenzuoxi@swhysec.com</a> |

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                   |                            |
|-------------------|----------------------------|
| 买入 (Buy)          | ：相对强于市场表现 20% 以上；          |
| 增持 (Outperform)   | ：相对强于市场表现 5% ~ 20%；        |
| 中性 (Neutral)      | ：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5% 以下。           |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                  |                 |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight)  | ：行业超越整体市场表现；    |
| 中性 (Neutral)     | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。    |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明