内地房地产周度观察

国有及民营房企业绩分化研究

强于大市

(维持)

微信公众号

蔡鸿飞
分析师
+852 3958 4629
caihongfei@cwghl.com
SFC CE Ref: BPK 909

诸葛莲昕
分析师
+852 3958 4600
zhugelianxin@cwghl.com
SFC CE Ref: BPK 789

专题研究：

宏观背景变化，行业融资难度提升。过去充足的城镇化红利、经济增长诉求等带动房地产行业蓬勃发展，房企融资较为顺畅；随着前述红利逐渐消退、金融风险防控重要性提升，行业融资监管持续趋严，房企的融资难度也有所提升。2013 年至 2020 年中，房地产贷款余额同比增速持续高于金融机构各项贷款余额整体，其后则低于整体；2015 年中起境内房地产信用债发行规模明显上升、2017 年起内房海外债发行规模有所提升，2021 年来发行规模则均稳中有降。

国有房企融资优势显著，经营更趋积极，业绩表现更佳。1）国有房企融资优势显著：2021 年，26 家主流上市房企开展的各类债权类融资中，国有房企的融资规模占比明显提升（2020 年前 8 月及 2021 年前 8 月占比分别为 15%和 29%），且平均融资成本降幅更大。国有与民营房企经营的差别为重要原因：民营房企普遍对规模增长拥有更强诉求，国有房企则更注重综合性考核；上述差别也反映为国有房企更低的杠杆率（2021H 净负债率均值低于民企 22pct）、更充足的流动性（2021H 现金短债比均值高于民企 0.3x）和 2019 年后更平稳的利润率（2018A/2021H 国有与民营房企平均毛利率差额分别为-0.4%/+2.4%）。**2）国有房企经营更趋积极：**市值逐步纳入国企考核提振了国有房企的增长意愿，体现于当前行业环境下仍提出了较高增长目标、与集团及其他国企合作更为积极、集团资源进一步注入等。**在融资更为顺畅、增长意愿提升的共同作用下，国有房企的经营成果亦表现更佳：**2019 年后销售排名提升更为明显，2021 年上半年土储建面增长更快（国有/民营房企分别平均较 2020 年末增长 13.6%/2.1%），2020 年下半年起营收、业绩增速快于民企。

政策环境或难见大幅宽松，国有房企有望继续保持优势。在城镇化和人口红利逐渐减弱、经济增长路径切换、金融风险防范重要性提升的背景下，行业政策环境或难见大幅宽松。在此环境下，国有房企有望继续保持优势。出于对政策的担忧和部分房企的风险暴露，板块估值处于较低位置，部分估值水平偏低的国有房企具备一定的投资价值。

数据要点：

截至 9 月 24 日，本周 42 个主要城市新房成交面积环比下降 30%，2021 年累计成交面积同比上升 15%。

截至 9 月 24 日，本周 13 个主要城市可售面积（库存）环比上升 3%；平均去化周期 39.7 个月，平均环比上升 12%。

截至 9 月 24 日，本周 15 个主要城市二手房交易建面环比下降 28%，2021 年累计交易面积同比上升 1%。

投资建议：

随着土拍规则和行业基本面等因素的变化，目前已开展的第二轮土拍热度明显下降，首轮土拍中热度最高的重庆在第二轮土拍中流拍率明显提升、绝大多数地块以低价成交；公司层面上，民营房企在第二轮土拍中的参与度进一步下降，央企及国企的比较优势仍较为显著。维持行业“强于大市”评级。

1. 国有及民营房企业绩分化研究

2021 年以来，国有房企在土地市场的表现更为活跃。哪些原因导致了上述变化？国有及民营房企业绩是否分化？本文以 50 家上市房企为分析对象，以公司经营机制划分国有及民营房企，对上述问题进行简要分析。

表 1：本文包含个股范围

包含个股范围						
国有	中国海外发展	华润置地	绿城中国	远洋集团	中国金茂	中国海外宏洋集团
	招商蛇口	保利地产	绿地控股	越秀地产	深圳控股	建发国际集团
民营	碧桂园	中国恒大	融创中国	世茂集团	龙湖集团	旭辉控股集团
	富力地产	融信中国	正荣地产	雅居乐集团	中国奥园	佳兆业集团
	龙光集团	合景泰富集团	时代中国控股	宝龙地产	万科 A	新城控股
	金地集团	金科股份	中南建设	阳光城	荣盛发展	蓝光发展
	华夏幸福	合生创展集团	禹洲集团	中骏集团控股	花样年控股	美的置业
	弘阳地产	建业地产	德信中国	新力控股集团	中梁控股	新力控股集团
	祥生控股集团	金辉控股				

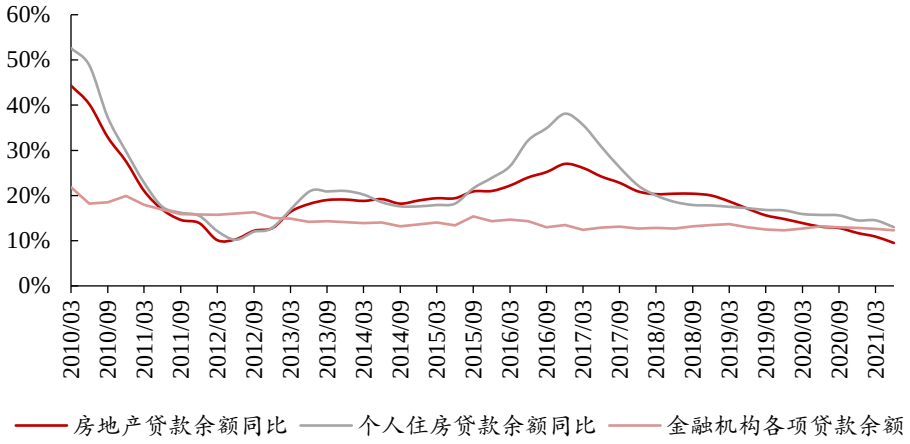
数据来源：中达证券研究；注：以公司经营机制划分

1.1 宏观背景逐渐变化，行业融资监管趋严

过去充足的城镇化红利、经济增长诉求等带动房地产行业蓬勃发展，房企融资较为顺畅。过去，城镇化红利为商品房市场提供了充足的需求，同时，经济增长的诉求也为房地产行业的发展提供了相对温和的政策环境。此阶段，房企的融资整体而言较为顺畅：银行方面，2013 年至 2020 年中，房地产贷款余额同比持续快于金融机构各项贷款余额整体，房企在银行端的融资较为顺畅；其他渠道方面，2015 年中起境内房地产信用债发行规模明显上升、2017 年起内房海外债发行规模有所提升。

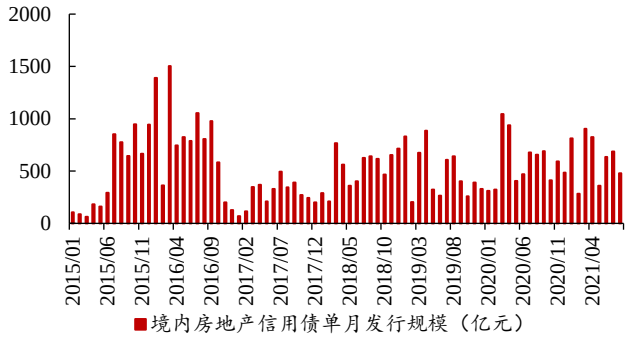
行业融资监管趋严，房企融资逐渐受阻。随着前述红利逐渐消退、金融风险防控重要性提升，行业融资监管持续趋严，房企的融资难度也有所提升。2020 年二季度起，房地产贷款余额增速低于金融机构各项贷款余额增速，近期境内房地产信用债、内房海外债券发行规模亦呈现稳中有降的趋势。

图 1：房地产贷款余额增速 2013-2020 年中快于整体贷款余额增速



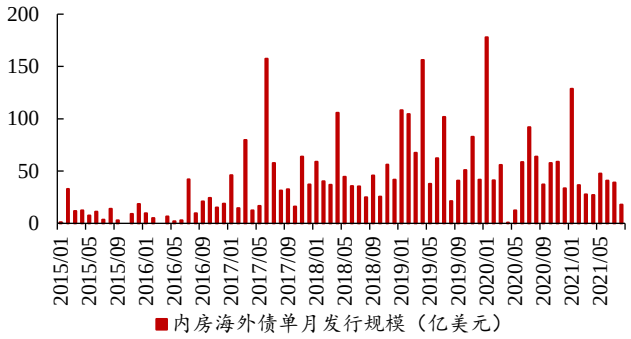
数据来源：中国人民银行，中达证券研究

图 2：境内房地产信用债发行规模近期有所下降



数据来源：Wind，中达证券研究

图 3：内房海外债券发行规模近期有所下降



数据来源：Wind，中达证券研究

1.2 民营房企受融资管控影响更大，国有房企经营更趋积极

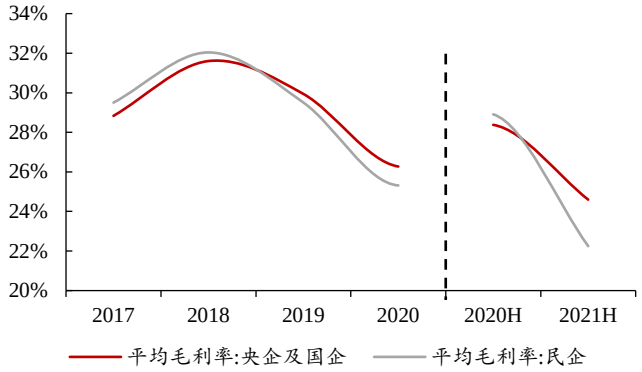
1.2.1 房企融资难度提升，稳健房企更为从容

民营房企规模诉求相对更强，国有房企更注重综合性考核。民营房企普遍对规模增长拥有更强的诉求，在经营的灵活性、公司治理和决策制定的复杂度、激励机制等方面具备比较优势。相对地，国有房企则更注重综合性考核，除公司成长性外，股东回报、财务稳健性、社会责任等亦为重要的经营考量。**经营模式的差别导致了当前国有及民营房企在融资和业绩表现等方面的分化。**

民企对规模增长的诉求一定程度上导致民营房企 2019 年后结算利润率下滑更快。与关注股东回报的国有房企不同，部分民营房企的规模诉求相较于利润更强，

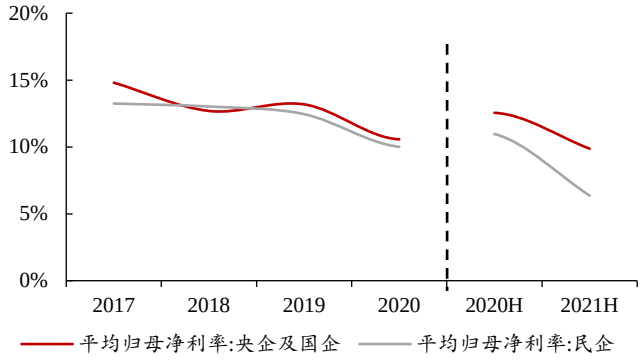
因而在 2016-2018 年商品房市场景气度较高时投资强度更大、获取了相对更多的低毛利项目，导致民营房企平均毛利率自 2019 年起下滑更快，与国有房企盈利能力的差距持续扩大。2021 年上半年，央企及国企/民营房企的平均毛利率分别约 24.6%/22.2%，分别同比下滑 3.8pct/6.7pct；平均归母净利率分别约 9.9%/6.4%，分别同比下滑 2.7/4.6 个百分点。

图 4：2019 年起民营房企毛利率下滑更快



数据来源：Wind，中达证券研究；注：仅包含已披露 2017 至今财务数据的上市房企

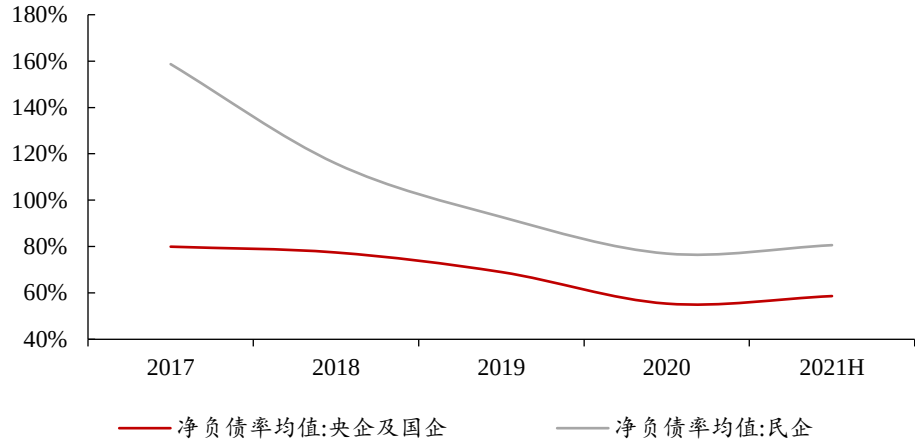
图 5：2019 年起国有房企归母净利率相对更高



数据来源：Wind，中达证券研究；注：仅包含已披露 2017 至今财务数据的上市房企

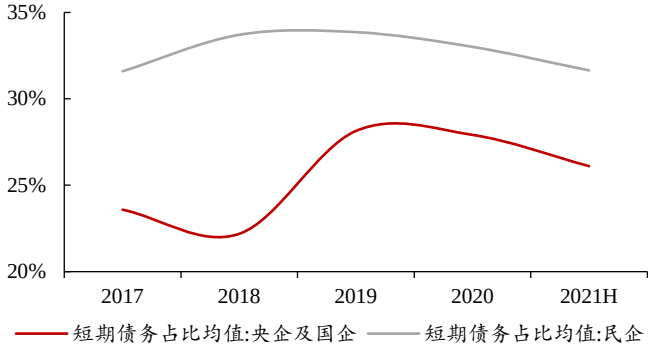
部分民营房企在快速扩张阶段，积极使用杠杆撬动增长，杠杆水平相对较高、流动性相对较弱。在房企融资相对顺畅的行业阶段，众多民营房企积极使用杠杆撬动增长，通过快速开发、强调周转的模式充分释放其增长诉求；中国恒大、融创中国、金科股份、中南建设、阳光城等民营房企的净负债率在 2016-2019 年均大于 100%，民营房企净负债率均值持续高于国有房企。国有房企的杠杆水平则保持稳健，2016 年至 2021 年中期，国有房企净负债率均值持续低于 85%，2021 年中期国有房企净负债率均值仅约 58.6%。国有房企的资金管控亦更为审慎，短债占比持续低于民营房企，在手现金对短期债务的占比也更为充裕。

图 6：民营房企净负债率均值持续高于央企及国企



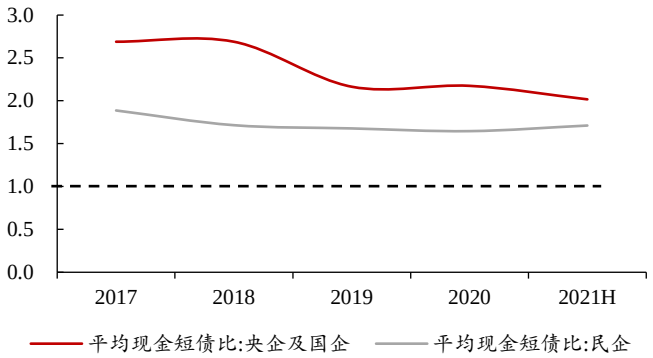
数据来源：公司公告，中达证券研究；注：仅包含已披露 2017 至今财务数据的上市房企

图 7：国有房企短债占比相对更低



数据来源：Wind，中达证券研究；注：仅包含已披露 2017 至今财务数据的上市房企

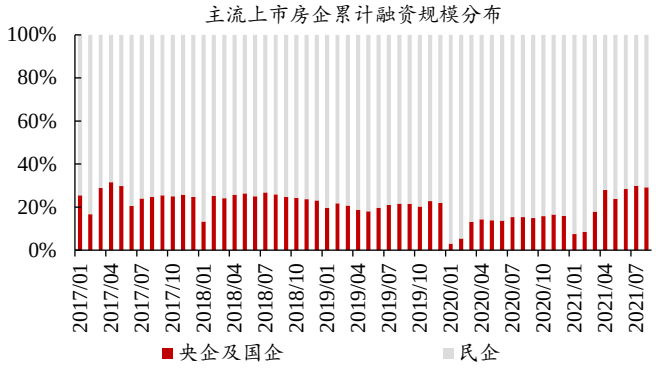
图 8：国有房企现金对短债的覆盖更为充裕



数据来源：Wind，中达证券研究；注：仅包含已披露 2017 至今财务数据的上市房企；包含受限制现金

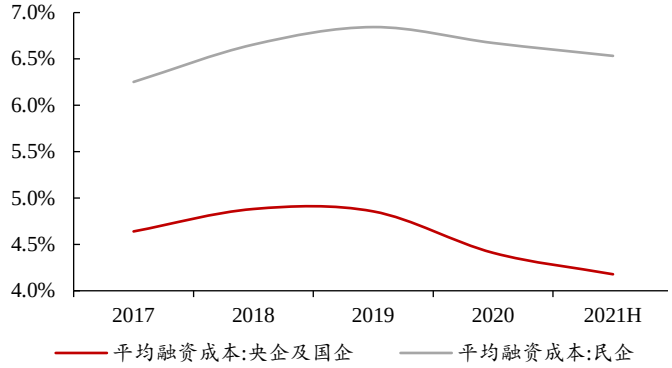
融资管控趋严环境下，国有房企资金优势显著。根据 26 家主流上市房企的公告，上市房企通过公司债、中票、短融、ABS 类、海外债等方式开展的融资总额自 2019 年融资管控趋严后明显有所减少，2020 年后行业信用风险逐步暴露，市场风险偏好下行，2021 年上市房企融资规模进一步下降，前 8 月累计融资规模与 2019 和 2020 年前 8 月相比均下降 45%。从房企属性来看，在整体流动性相对宽松的 2020 年，央企及国企的融资规模占比有所下降；2021 年后，央企及国企的融资规模占比明显上升。另外，2020 年后，国有房企的融资成本降幅也相对民营房企更大。**在行业融资难度增大的环境下，经营稳健的国有房企在融资上更受青睐，民营房企受融资管控的影响更大。**

图 9：2021 年后央企国企融资规模占比明显提升



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 10：2021 年上半年，央企、国企融资成本降幅更大



数据来源：公司公告，中达证券研究

1.2.2 国企考核体系生变，国有房企经营更趋积极

多地国资改革探索将市值纳入考核体系，国有房企经营更趋积极。2021 年，国资委下发《关于做好央企控股上市公司 2021 年投资者沟通工作有关事项的通知》，《上海证券报》称“上述通知被视为国资委关注国企市值指标的重要表态”，多地已提出将上市公司市值纳入国企考核体系。**考核体系的变化使部分国有房企的扩张意愿和对资本市场管理的重视程度有所提升，并驱动部分国有房企的经营更趋积极。**

部分国有房企扩张意愿有所提升，在当前环境下提出了相对较高的增长目标。2021 年举行的两次业绩发布会中，多数民营房企在目前行业环境下的规划以稳为重，部分国有房企则提出了更高的增长目标。例如，越秀集团提出“十四五”期间迈向世界 500 强的目标，而越秀地产将为其主要营收来源；华润置地提出“十四五”末期将在 2020 年基础上实现权益签约额和租金收入双翻番；绿城中国提出未来三年努力做到营收利润倍增等。

表 2：部分国有房企在目前行业环境下仍提出了更高的增长目标

公司	增长目标
华润置地	华润置地预计“十四五”末期将在 2020 年基础上实现权益签约额和租金收入双翻番。
绿城中国	未来三年要把发展和关注点更加集中在营收和利润上，未来三年希望也努力做到营收和利润像前三年的销售和投资一样，实现倍增的计划。
越秀集团	越秀集团的“十四五”战略目标是高质量迈向世界 500 强，并相对应设定了“12345”战略目标，即：资产规模超过 1 万亿元，营业收入超 2000 亿元，利润总额 300 亿元，四大主业，利税总额超 500 亿元。这个目标是在现在基础上再翻一番，营收是现在的 3 倍，资产和利润是现在的 2 倍。

数据来源：公司 2020 年度业绩发布会及 2021 年中期业绩发布会，广州市人民政府网站，中达证券研究

部分国有房企近年加深与集团及地方政府的合作，积极推动扩张。在提出更高增长目标之外，国有房企也在经营层面上更趋积极。例如，部分国有房企通过与其他国有企业合作，开拓特有的扩张模式：越秀地产 2019 年引入广州地铁成为战略股东，2020 年越秀集团与长沙轨道交通集团、广州地铁集团等签署战略合作框架，越秀地产也借助 TOD 模式快速增长（2020 年 TOD 项目贡献了越秀地产广州销售业绩的 30.5%，2021 年中期 TOD 项目建面占越秀地产湾区土储的 26.5%和总土地储备的 14.5%）。

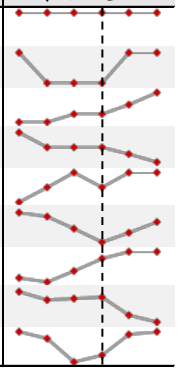
股东的土地及产业资源更为丰厚，助力国有房企快速增长。部分国有房企的大股东在多个产业领域均有所布局，国企考核体系的变化也使得部分股东有更强的意愿将相关产业资源注入地产开发业务的上市平台。例如，厦门国有房企建发国际集团的控股股东建发房产在旧改、基础设施建设、公共配套建设、城市运营、军产置换等领域均具备丰富经验，其所属的厦门建发集团旗下也拥有供应链运营、旅游酒店、投资、会展等多元产业，近年来建发国际集团的快速发展与大股东的资产注入模式存在紧密关联。

随着国有房企扩张意愿有所提升、公司经营更趋积极，国有房企在销售、土储增长、营收、业绩等方面均已呈现出一定的比较优势。

销售：2016 年至今，多数国有房企销售排名维持稳定或有所提升。根据克而瑞的数据，近五年来多数国有房企的销售排名有所提升，央企、国企的销售增长并不弱于民企。9 家销售规模较大的国有房企中，2016 年至 2021 年前 8 月，3 家全口径销售排名保持稳定（保利地产、中国海外发展、越秀地产），3 家的排名有所提升（招商蛇口由第 14 名提升至第 7 名、华润置地由第 11 名提升至第 9 名、中国金茂由第 27 名提升至第 15 名）。**2019 年后央企及国企的销售排名提升更为明显**，中国海外发展、绿城中国、越秀地产的全口径销售排名在 2016-2019 年实际有所下降，2019 年后则有所回升。

表 3：2019 年后，国有房企销售排名保持提升更为明显

公司	代码	2016	2017	2018	2019	2020	2021年1-8月	克而瑞全口径销售金额排名变动
保利地产	600048.SH	5	5	5	5	5	5	
中国海外发展	0688.HK	6	7	7	7	6	6	
招商蛇口	001979.SZ	14	14	12	12	10	7	
绿地控股	600606.SH	4	6	6	6	7	8	
华润置地	1109.HK	11	10	9	10	9	9	
绿城中国	3900.HK	9	11	17	24	19	14	
中国金茂	0817.HK	27	29	24	18	15	15	
远洋集团	3377.HK	22	27	26	25	36	40	
越秀地产	0123.HK	45	47	54	52	46	45	



数据来源：克而瑞，中达证券研究

土储：2020 年起，国有房企土储建面平均增速快于民营房企。从 38 家可比历史土储数据完善的上市房企土地储备变化情况来看：1）2018-2019 年民营房企土储建面整体而言增速更快：2018 年，央企及国企/民企开发商土储建面同比增速均值分别为 42.5%/24.8%（若剔除由低基数、集团支持等带动土储建面同比增长 305.6%的建发国际集团，则增速均值为 16.2%/24.8%），2019 年分别为 10.4%/19.3%。2）2020 年后，民营房企土储建面增速快速放缓、央企及国企土储建面平均增速相对更快：2020 年央企及国企/民企土储建面平均同比增速分别为 10.4%/8.6%。2021 年上半年增速差距进一步增大，2021 年上半年，央企及国企土储建面的平均增速明显快于民企，分别平均较 2020 年末增长 13.6%和 2.1%。

表 4：2021 年上半年，央企及国企土储建面平均增速更快

公司	证券代码	2021年中期土地储备建筑面积			2020年同比	2019年同比	2018年同比
		数据口径	（万平）	较2020年末增长			
深圳控股	0604.HK	计容建筑面积	490	48.9%	0.6%	-30.0%	-1.9%
建发国际集团	1908.HK	总可供销售建筑面积	1809	46.8%	31.8%	67.9%	305.6%
绿城中国	3900.HK	总建筑面积	6034	18.8%	31.1%	19.3%	7.1%
越秀地产	0123.HK	总建筑面积	2809	14.5%	2.8%	23.0%	19.3%
中国海外宏洋集团	0081.HK	总楼面面积	3284	9.1%	25.4%	12.5%	12.2%
招商蛇口	001979.SZ	可售面积	5708	7.7%	14.0%	10.3%	25.0%
保利地产	600048.SH	推算未竣工可售计容建面	14051	5.0%	3.1%	4.9%	13.2%
华润置地	1109.HK	总建筑面积	7098	4.2%	-0.9%	15.3%	21.6%
远洋集团	3377.HK	总土地储备面积	3796	-0.2%	2.1%	-7.9%	18.6%
绿地控股	600606.SH	在建+待开发项目推算计容建面	16373	-0.9%	9.7%	6.4%	37.3%
中国海外发展	0688.HK	总楼面面积（不含中海宏洋）	5940	-3.9%	-5.3%	-7.0%	10.0%
央企及国企平均				**13.6%**	**10.4%**	**10.4%**	**42.5%**
金地集团	600383.SH	总土地储备面积	6729	11.5%	15.3%	18.9%	15.8%
融信中国	3301.HK	总建筑面积	3162	10.1%	6.5%	6.1%	10.0%
佳兆业集团	1638.HK	总建筑面积	3114	8.3%	7.3%	11.7%	9.1%
融创中国	1918.HK	确权总土地储备	27820	7.9%	10.1%	41.0%	16.9%
佳源国际控股	2768.HK	总建筑面积	1867	5.8%	27.4%	49.9%	30.8%
中骏集团控股	1966.HK	总规划建筑面积	3967	5.3%	17.4%	33.4%	54.5%
新城控股	601155.SH	总建筑面积	15000	4.9%	15.3%	13.2%	62.5%
弘阳地产	1996.HK	总建筑面积	2101	4.7%	18.5%	29.4%	16.3%
龙湖集团	0960.HK	总建筑面积	7717	4.3%	8.6%	2.7%	21.6%
建业地产	0832.HK	总建筑面积	5621	3.9%	6.2%	10.5%	44.5%
宝龙地产	1238.HK	总建筑面积	3775	3.4%	22.8%	40.2%	50.4%
旭辉控股集团	0884.HK	已确权土储建筑面积	5841	3.3%	11.5%	23.1%	32.9%
正荣地产	6158.HK	总建筑面积	2930	3.0%	8.8%	6.5%	104.7%
阳光城	000671.SZ	剩余可售建面	4371	2.8%	3.7%	-7.2%	15.3%
金科股份	000656.SZ	总可售面积	7311	2.8%	6.2%	63.4%	24.2%
花样年控股	1777.HK	已确权建筑面积	1749	2.1%	3.0%	10.1%	14.8%
万科A	000002.SZ	在建及规划中项目总建筑面积	16066	1.4%	1.2%	4.7%	13.5%
碧桂园	2007.HK	权益建面	27880	1.3%	6.4%	7.4%	-14.6%
时代中国控股	1233.HK	总建筑面积	2166	0.3%	-6.2%	25.0%	9.3%
龙光集团	3380.HK	总建筑面积	3930	0.2%	6.9%	1.1%	32.2%
合生创展集团	0754.HK	可供销售面积	3048	0.1%	-2.2%	6.5%	-0.4%
雅居乐集团	3383.HK	总建筑面积	5295	-0.1%	6.3%	37.6%	6.2%
荣盛发展	002146.SZ	土储建面	3741	-2.5%	2.9%	3.1%	3.4%
禹洲集团	1628.HK	可供销售建筑面积	2200	-4.8%	14.8%	15.8%	46.7%
中国奥园	3883.HK	总建筑面积	5358	-6.3%	27.0%	32.1%	37.1%
中国恒大	3333.HK	总规划建面	21400	-7.4%	-21.2%	-3.3%	-2.9%
世茂集团	0813.HK	总计划建筑面积	7283	-10.9%	6.5%	38.7%	15.6%
民企平均				**2.1%**	**8.6%**	**19.3%**	**24.8%**
合计平均				**5.4%**	**9.1%**	**16.7%**	**30.0%**

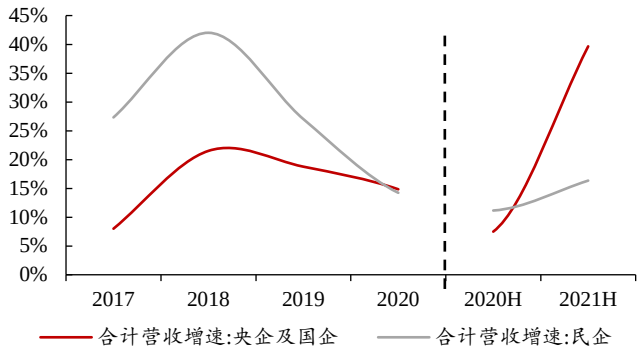
数据来源：公司公告，中达证券研究

营收：2020 年下半年起，国有房企营收增速高于民营房企。多数央企及国企的销售排名在 2019 年后明显提升，一定程度上带动了 2021 年上半年结算收入增长，同时，更为稳健的经营也保障了国有房企项目的工程和交付进度。2020 年下半年起，国有房企营收增速开始快于民营房企（2020年上半年/2020年全年央

企及国企整体营收增速分别为 7.5%/14.8%，民营房企则分别为 11.2%/14.2%），2021 年上半年该趋势继续延续、且分化加剧，房地产行业央企及国企/民企整体营收增速分别为 39.7%/16.3%。

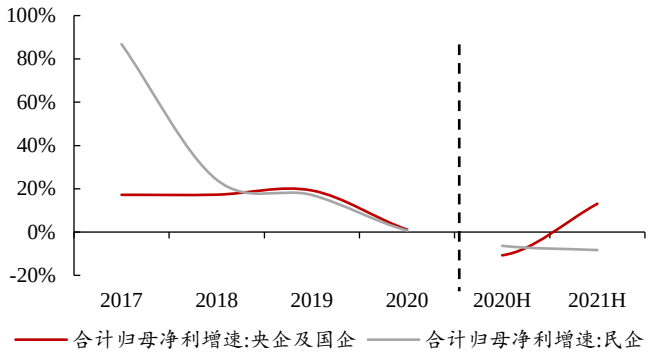
利润：2021 年上半年，国有房企合计归母净利增速回正，民营房企增速继续下行。2019 及 2020 年，国有房企的归母净利总额增速略快于民营房企；2021 年上半年国有与民营房企业绩增速的差距明显扩大，国有房企归母净利润增速回正（同比+13.1%）、民营房企则较 2020 年上半年增速进一步下滑 1.9 个百分点至-8.3%。差距扩大的原因除营收增速的差异外，更包含国有及民营房企盈利能力上的差别。

图 11：2021 年上半年国有房企营收增速更快



数据来源：Wind，中达证券研究；注：货币单位均转换为人民币，以整体法计算；仅包含已披露 2017 至今财务数据的上市房企

图 12：2021 年上半年国有房企归母净利增速回正



数据来源：Wind，中达证券研究；注：货币单位均转换为人民币，以整体法计算；仅包含已披露 2017 至今财务数据的上市房企

1.3 展望：国有房企有望继续保持优势

行业环境变化使融资能力、资源禀赋对房企当前的土储及销售增长更为关键。在过去行业融资较为宽松的环境下，部分民营房企更强的扩张意愿能够驱动更快速的扩张。随着行业融资监管持续趋严，房企的规模增长更由融资能力、资源禀赋等带来的扩张能力所决定，国有房企更具优势。

国企考核制度改革驱动国有房企经营更趋积极，经营成果有所显现。随着市值逐渐纳入国企考核范围，国有房企的增长意愿有所提升，体现在当前行业环境下仍相对较高的增长目标、与集团及其他国企的积极合作、集团资源的进一步注入等方面。从拿地、销售和营收利润增速等方面来看，国有房企更趋积极的经营已取得一定成果。

政策环境或难见大幅宽松，国有房企有望继续保持优势。在城镇化和人口红利逐渐减弱、经济增长路径切换、金融风险防范重要性提升的背景下，行业政策环境或难见大幅宽松。在此环境下，国有房企有望继续保持优势。

风险偏好等带动部分国有房企估值较低，实际具备投资价值。出于对政策的担忧和部分房企的风险暴露，板块估值处于较低位置，部分港股上市国有房企的估值水平偏低。如前所述，国有房企受融资监管政策影响相对较小、信用情况维持良好、且经营和业绩增长态势较民营房企更为良好，目前具备一定的投资价值。

表 5：上市房企公司估值表

	公司名称	股票代码	股价（人民币）	21E EPS	21E PE	22E EPS	22E PE	23E EPS	23E PE	2021E NP（人民币亿元）	YoY	2022E NP（人民币亿元）	YoY	2023E NP（人民币亿元）	YoY	市值（人民币亿元）	总股本（亿股）	股息率
港股上市央企及国企	华润置地	1109.HK	25.13	3.81	6.60	4.38	5.73	5.06	4.96	271.40	12.4%	312.50	15.1%	361.16	15.6%	1791.67	71.31	5.0%
	中国海外发展	0688.HK	14.17	4.49	3.16	4.87	2.91	5.35	2.65	491.35	14.8%	532.63	8.4%	585.27	9.9%	1550.86	109.45	6.9%
	中国金茂	0817.HK	1.99	0.48	4.15	0.59	3.35	0.73	2.73	60.89	-13.8%	75.39	23.8%	92.70	23.0%	252.90	126.87	10.8%
	绿城中国	3900.HK	9.05	1.22	7.40	1.38	6.54	1.65	5.47	30.50	-12.9%	34.55	13.3%	41.27	19.5%	225.88	24.95	3.9%
	越秀地产	0123.HK	5.86	1.47	4.00	1.71	3.44	1.95	3.01	45.38	12.9%	52.86	16.5%	60.25	14.0%	181.57	30.96	8.5%
	建发国际集团	1908.HK	11.31	2.35	4.82	3.04	3.72	3.57	3.17	29.97	31.5%	38.81	29.5%	45.54	17.4%	144.46	12.77	8.1%
	中国海外宏洋集团	0081.HK	3.63	1.46	2.49	1.70	2.14	2.00	1.82	49.91	14.1%	58.19	16.6%	68.30	17.4%	124.26	34.23	8.1%
	远洋集团	3377.HK	1.20	0.34	3.51	0.37	3.21	0.39	3.05	25.96	16.6%	28.42	9.5%	29.86	5.1%	91.09	76.16	10.1%
港股上市民企	龙湖集团	0960.HK	27.41	3.67	7.46	4.30	6.37	5.03	5.45	222.80	19.2%	261.06	17.2%	305.05	16.9%	1662.89	60.67	5.2%
	碧桂园	2007.HK	6.22	1.61	3.87	1.78	3.50	1.94	3.20	360.94	11.5%	399.62	10.7%	436.95	9.3%	1398.50	224.80	7.4%
	融创中国	1918.HK	11.88	6.87	1.73	7.67	1.55	8.48	1.40	320.36	-10.1%	357.52	11.6%	395.43	10.6%	553.71	46.62	13.9%
	世茂集团	0813.HK	11.41	3.90	2.93	4.37	2.61	4.88	2.34	137.66	12.1%	154.52	12.2%	172.50	11.6%	403.27	35.34	13.1%
	龙光集团	3380.HK	6.16	2.46	2.50	2.78	2.22	2.97	2.08	135.95	5.8%	153.45	12.9%	163.74	6.7%	340.27	55.21	13.6%
	旭辉控股集团	0884.HK	3.99	1.08	3.69	1.23	3.25	1.40	2.86	90.33	12.5%	102.59	13.6%	116.74	13.8%	333.48	83.65	8.4%
	新城发展	1030.HK	5.10	1.63	3.12	1.83	2.79	2.08	2.45	101.45	18.5%	113.58	12.0%	129.02	13.6%	316.70	62.10	8.1%
	中国恒大	3333.HK	1.96	1.04	1.88	1.26	1.56	1.42	1.38	138.22	-54.1%	166.83	20.7%	188.12	12.8%	259.73	132.50	7.8%
	雅居乐集团	3383.HK	6.06	2.38	2.55	2.51	2.41	2.68	2.26	93.06	11.5%	98.49	5.8%	105.07	6.7%	237.50	39.17	15.1%
	宝龙地产	1238.HK	4.53	1.12	4.06	1.38	3.29	1.64	2.76	46.17	-23.5%	57.00	23.5%	67.95	19.2%	187.42	41.40	8.3%
	合景泰富集团	1813.HK	5.72	2.33	2.45	2.69	2.13	3.09	1.85	74.22	13.9%	85.62	15.4%	98.23	14.7%	182.16	31.83	15.8%
	富力地产	2777.HK	4.18	1.58	2.64	1.83	2.28	2.08	2.01	59.27	-27.3%	68.65	15.8%	78.12	13.8%	156.77	37.52	17.4%
	美的置业	3990.HK	10.52	3.96	2.66	4.50	2.33	5.21	2.02	48.87	16.6%	55.59	13.8%	64.30	15.7%	129.80	12.34	12.6%
	中梁控股	2772.HK	3.32	1.16	2.86	1.31	2.53	1.48	2.24	41.54	8.5%	47.02	13.2%	53.01	12.8%	119.00	35.82	12.2%
	佳兆业集团	1638.HK	1.68	0.93	1.80	1.15	1.46	1.34	1.26	65.34	53.6%	80.49	23.2%	93.67	16.4%	117.70	70.15	7.4%
	时代中国控股	1233.HK	5.28	2.74	1.93	3.12	1.70	3.50	1.51	54.36	1.2%	61.81	13.7%	69.50	12.4%	104.81	19.84	14.6%
	中国奥园	3883.HK	3.22	2.09	1.54	2.38	1.35	2.59	1.24	56.27	-4.8%	64.21	14.1%	69.95	8.9%	86.88	26.96	24.1%
	融信中国	3301.HK	2.97	0.66	4.49	0.69	4.28	0.77	3.87	11.11	-54.2%	11.67	5.0%	12.91	10.6%	49.92	16.83	14.0%
A股上市央企	保利地产	600048.SH	13.42	2.60	5.15	2.86	4.70	3.15	4.26	311.80	7.7%	342.10	9.7%	377.06	10.2%	1606.39	119.70	5.4%
	招商蛇口	001979.SZ	12.27	1.76	6.95	2.00	6.13	2.25	5.45	139.80	14.1%	158.63	13.5%	178.51	12.5%	972.18	79.23	5.1%
A股上市民企	万科A	000002.SZ	20.32	3.68	5.53	3.95	5.15	4.33	4.70	427.30	2.9%	458.72	7.4%	502.98	9.6%	2285.76	116.25	6.2%
	新城控股	601155.SH	36.57	8.16	4.48	9.35	3.91	10.53	3.47	184.50	20.9%	211.46	14.6%	238.04	12.6%	826.70	22.61	5.6%
	金地集团	600383.SH	11.10	2.49	4.45	2.76	4.02	3.06	3.62	112.63	8.3%	124.62	10.6%	138.35	11.0%	501.12	45.15	6.3%
	金科股份	000656.SZ	4.75	1.50	3.17	1.71	2.78	1.95	2.43	79.98	13.8%	91.32	14.2%	104.38	14.3%	253.64	53.40	9.5%
	荣盛发展	002146.SZ	4.81	1.72	2.79	1.79	2.69	1.97	2.45	74.98	0.0%	77.77	3.7%	85.46	9.9%	209.15	43.48	7.3%
	阳光城	000671.SZ	4.29	1.50	2.87	1.75	2.45	1.97	2.17	61.95	18.7%	72.36	16.8%	81.75	13.0%	177.62	41.40	8.8%
	中南建设	000961.SZ	4.50	2.21	2.04	2.53	1.78	2.86	1.57	84.61	19.5%	96.95	14.6%	109.39	12.8%	172.20	38.27	12.4%
	蓝光发展	600466.SH	2.10	1.19	1.76	1.32	1.59	1.45	1.45	36.25	9.8%	40.10	10.6%	43.91	9.5%	63.73	30.35	0.0%

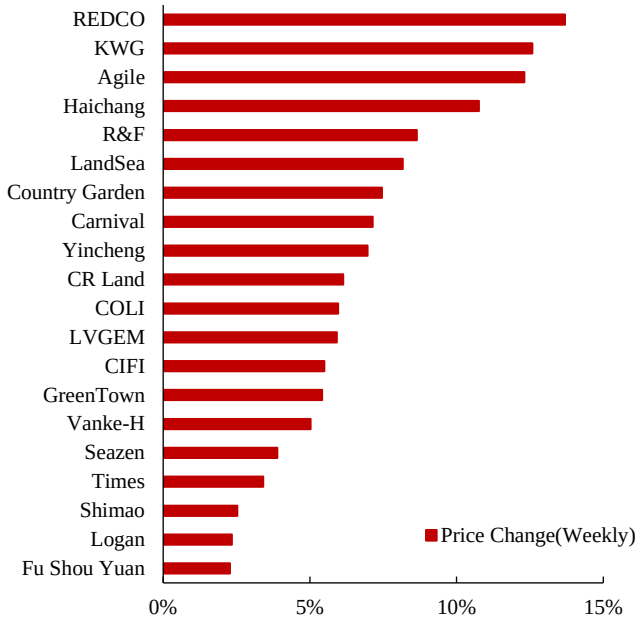
数据来源：Bloomberg 一致预期，中达证券研究；注：数据截至 2021 年 9 月 24 日，货币单位已统一为人民币

2.行业表现

2.1 地产开发行业表现

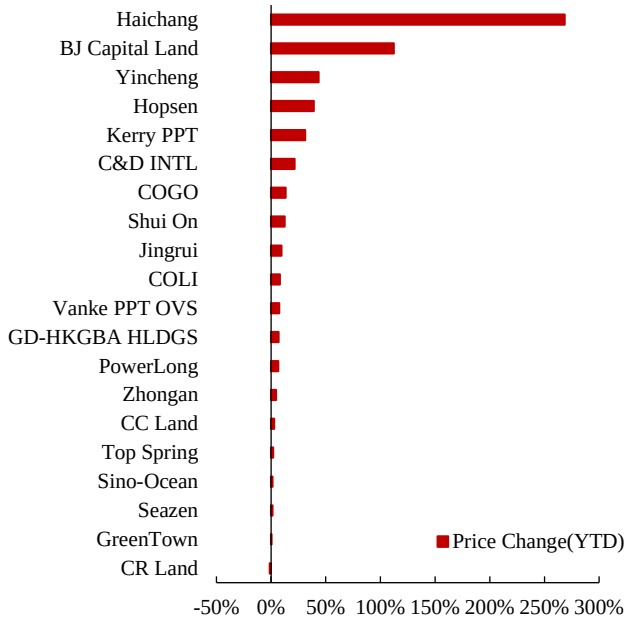
本周，力高集团、合景泰富集团、雅居乐集团涨幅居前。海昌海洋公园、首创置业、银城国际控股年初至今涨幅居前。

图 13：力高集团、合景泰富集团、雅居乐集团本周涨幅居前



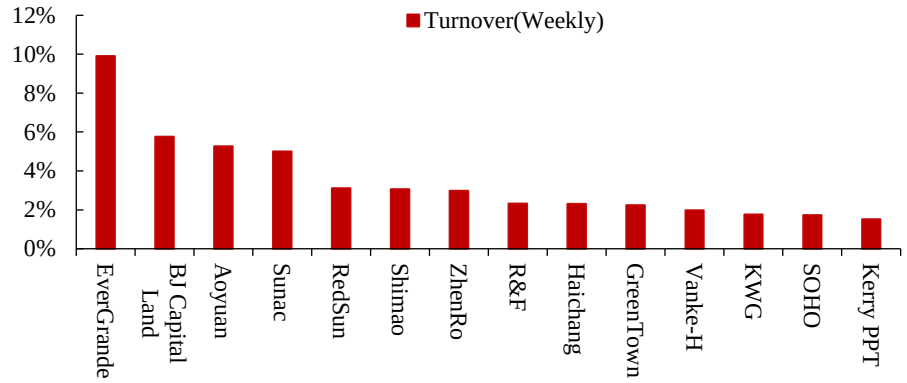
数据来源：Wind，中达证券研究

图 14：海昌海洋公园、首创置业、银城国际控股年初至今涨幅居前



数据来源：Wind，中达证券研究

图 15：中国恒大、首创置业、中国奥园本周换手率居前

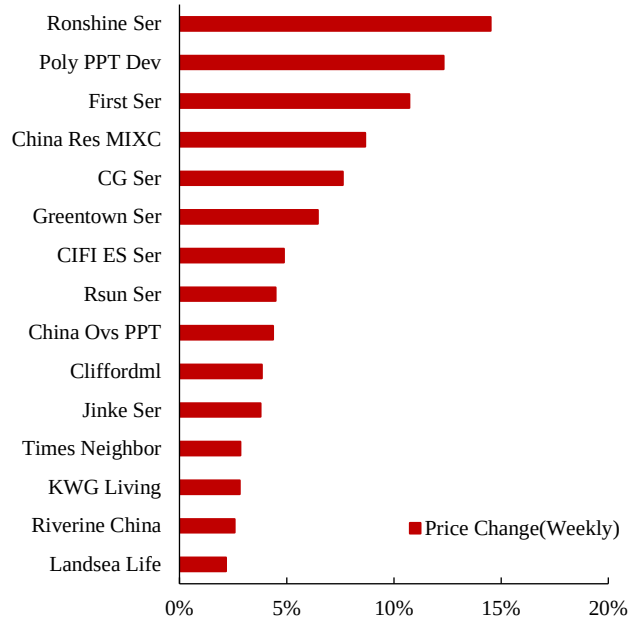


数据来源：Wind，中达证券研究

2.2 物业管理行业表现

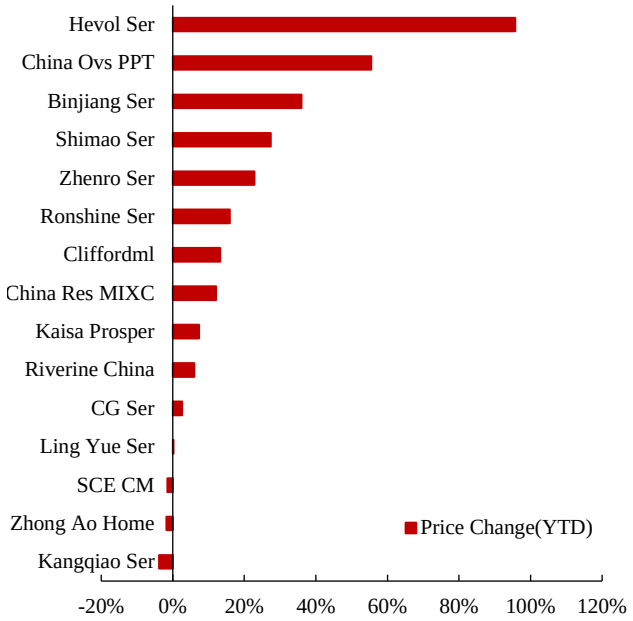
本周，融信服务、保利物业、第一服务控股涨幅居前。和泓服务、中海物业、滨江服务年初至今涨幅居前。

图 16：融信服务、保利物业、第一服务控股本周涨幅居前



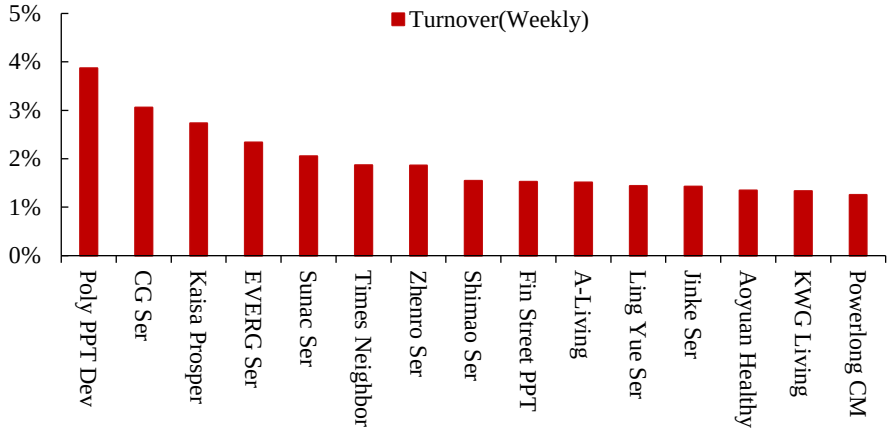
数据来源：Wind，中达证券研究

图 17：和泓服务、中海物业、滨江服务年初至今涨幅居前



数据来源：Wind，中达证券研究

图 18：保利物业、碧桂园服务、佳兆业美好本周换手率居前



数据来源：Wind，中达证券研究

3.主要城市成交表现

3.1 新房成交数据

表 6：主要城市交易量情况，本周新房成交环比下降

城市 / 区域	过去7日 平方米	过去7日 环比	过去7日 同比	过去30日 千平方米	过去30日 环比	过去30日 同比	本月截至 9-24 千平方米	本月截至 9-24 环比	本月截至 9-24 同比	本年截至 9-24 千平方米	本年截至 9-24 同比
北京	62,843	-70%	-79%	664	-25%	-37%	520	-24%	-34%	7,353	46%
上海	274,200	-10%	-48%	1,304	-15%	-27%	1,018	-24%	-27%	12,124	29%
广州	227,352	44%	-58%	804	12%	-45%	587	8%	-51%	8,866	28%
深圳	57,290	-11%	-49%	449	-9%	-8%	280	-39%	-34%	3,641	29%
一线城市	**621,685**	**-16%**	**-58%**	**3,221**	**-11%**	**-33%**	**2,405**	**-20%**	**-37%**	**31,984**	**33%**
二线城市	**1,618,944**	**-38%**	**-40%**	**9,436**	**8%**	**-18%**	**7,651**	**11%**	**-18%**	**97,102**	**19%**
三线城市	**1,141,538**	**-21%**	**-53%**	**6,416**	**-10%**	**-41%**	**4,816**	**-12%**	**-41%**	**83,243**	**5%**
北京	62,843	-70%	-79%	664	-25%	-37%	520	-24%	-34%	7,353	46%
青岛	261,452	15%	-33%	1,134	-7%	-24%	828	-11%	-29%	11,515	7%
济南	166,929	-19%	-21%	924	-11%	1%	702	-13%	0%	9,281	19%
东营	32,147	-25%	-66%	218	-1%	-41%	176	-2%	-38%	2,005	-45%
环渤海	**523,370**	**-24%**	**-47%**	**2,941**	**-13%**	**-23%**	**2,226**	**-14%**	**-24%**	**30,155**	**11%**
上海	274,200	-10%	-48%	1,304	-15%	-27%	1,018	-24%	-27%	12,124	29%
南京	147,236	11%	-10%	675	58%	-7%	571	74%	-8%	9,771	45%
杭州	207,645	11%	105%	929	8%	28%	775	12%	19%	9,273	46%
苏州	109,021	-32%	-55%	703	-9%	-26%	566	-4%	-26%	8,588	4%
海门	652	-82%	-98%	11	5%	-93%	8	-5%	-93%	458	-64%
江阴	-	-	-	83	-27%	-76%	44	-47%	-81%	2,114	0%
温州	93,920	-34%	-61%	601	11%	-26%	476	14%	-24%	6,848	3%
金华	15,418	-63%	-47%	202	-6%	1%	155	-12%	10%	2,056	21%
常州	23,732	34%	-35%	112	-53%	-57%	88	-41%	-50%	1,942	-13%
淮安	44,904	-48%	-55%	295	4%	-27%	236	13%	-27%	3,732	16%
连云港	57,020	-6%	-58%	453	-23%	-34%	309	-38%	-44%	6,255	34%
绍兴	21,897	-73%	-48%	128	97%	-53%	119	120%	-49%	1,567	-17%
镇江	68,047	-23%	-46%	410	25%	-46%	294	14%	-48%	4,822	8%
嘉兴	-	-	-	68	-44%	-80%	53	-48%	-79%	1,191	-50%
芜湖	63,526	-20%	2%	284	-25%	-7%	242	-25%	-5%	5,142	227%
盐城	13,374	-16%	-87%	80	-35%	-81%	49	-47%	-83%	2,353	-12%
舟山	11,945	-10%	-46%	60	-39%	-44%	44	-43%	-35%	988	4%
池州	11,176	-19%	3%	51	-22%	-3%	39	-22%	1%	732	18%
宁波	109,443	-28%	-35%	599	-2%	-26%	508	5%	-25%	6,117	4%
长三角	**1,273,156**	**-20%**	**-45%**	**7,048**	**-5%**	**-31%**	**5,596**	**-6%**	**-30%**	**86,070**	**18%**
广州	227,352	44%	-58%	804	12%	-45%	587	8%	-51%	8,866	28%
深圳	57,290	-11%	-49%	449	-9%	-8%	280	-39%	-34%	3,641	29%
福州	48,831	-5%	-69%	332	-26%	-36%	203	-46%	-54%	3,829	105%
东莞	30,942	-56%	-81%	288	-13%	-59%	215	-4%	-57%	3,658	-21%
泉州	414	-82%	-99%	18	-61%	-91%	14	-44%	-92%	700	-56%
莆田	3,028	-68%	-88%	64	-52%	-41%	49	-50%	-35%	1,476	29%
惠州	26,227	-37%	-52%	159	2%	-40%	133	10%	-37%	2,043	5%
韶关	22,821	16%	-26%	91	14%	-41%	60	10%	-47%	981	-21%
佛山	94,852	-32%	-69%	540	-22%	-55%	386	-17%	-60%	8,599	1%
珠海	151,183	72%	91%	418	14%	16%	326	16%	25%	4,700	100%
清远	44,348	-12%	-57%	212	3%	-50%	147	-7%	-56%	2,230	-25%
江门	19,153	-6%	-46%	87	62%	-34%	60	14%	-41%	1,142	20%
珠三角及南部其它城市	**726,440**	**2%**	**-56%**	**3,462**	**-7%**	**-43%**	**2,459**	**-14%**	**-49%**	**41,866**	**13%**
泰安	34,615	-22%	-52%	184	-2%	-52%	146	-4%	-51%	1,902	6%
北部	**34,615**	**-22%**	**-52%**	**184**	**-2%**	**-52%**	**146**	**-4%**	**-51%**	**1,902**	**6%**
武汉	239,595	-58%	-53%	1,679	32%	-19%	1,368	47%	-16%	18,638	67%
岳阳	-	-	-	41	-75%	-76%	6	-95%	-95%	1,443	-13%
宝鸡	38,844	-27%	-39%	237	-16%	-27%	182	-23%	-27%	2,858	16%
中部	**278,440**	**-55%**	**-55%**	**1,957**	**14%**	**-24%**	**1,556**	**22%**	**-23%**	**22,939**	**50%**
成都	379,568	-58%	-32%	2,435	24%	11%	2,102	25%	12%	17,945	11%
柳州	81,367	6%	-50%	385	16%	-39%	272	4%	-37%	3,683	-19%
南宁	85,211	-48%	-62%	662	-17%	-50%	516	-23%	-51%	7,770	-18%
西部	**546,146**	**-52%**	**-42%**	**3,482**	**13%**	**-16%**	**2,890**	**10%**	**-14%**	**29,398**	**-3%**
总计	**3,382,167**	**-30%**	**-49%**	**19,073**	**-2%**	**-30%**	**14,872**	**-4%**	**-30%**	**212,329**	**15%**
上升城市数目		**8**	**4**		**16**	**5**		**15**	**5**		**28**
下降城市数目		**31**	**35**		**26**	**37**		**27**	**37**		**14**

数据来源：各地房管局，中达证券研究；注：数据截至 2021/9/24

表 7：主要城市新房库存与去化周期情况，本周主要城市平均去化周期约 39.7 个月

城市	可售面积(千平方米)	环比	同比	去化周期(月)	上期	环比	同比
北京	11,563	3%	-1%	17.4	14.0	24%	57%
上海	4,807	0%	-36%	3.7	3.3	11%	-13%
广州	9,946	0%	15%	12.4	13.5	-8%	110%
深圳	2,199	10%	-15%	4.9	3.4	46%	-7%
一线城市		**3%**	**-9%**	**9.6**	**8.5**	**18%**	**37%**
杭州	2,011	-1%	-54%	2.2	2.5	-12%	-64%
南京	7,602	4%	16%	11.3	12.1	-7%	25%
苏州	8,779	6%	20%	12.5	10.8	16%	63%
福州	6,158	-1%	-2%	18.5	14.6	27%	53%
南宁	10,009	0%	17%	15.1	13.6	12%	132%
温州	11,460	1%	-1%	19.1	18.3	4%	34%
泉州	6,761	0%	-6%	384.5	302.6	27%	1006%
宁波	3,814	13%	40%	6.4	5.4	18%	90%
东营	1,720	0%	-1%	7.9	7.6	4%	67%
平均		**3%**	**-1%**	**39.7**	**32.4**	**12%**	**119%**

数据来源：各地房管局，中达证券研究；注：数据截至 2021/9/24；平均环比及平均同比为各城市变动平均值

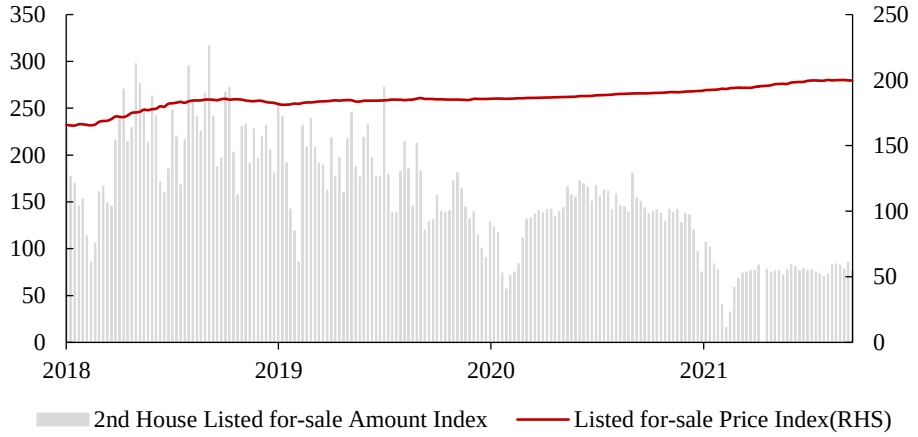
3.2 二手房成交及价格数据

表 8：主要城市二手房成交量情况，北京、金华本年至今涨幅较大

	过去7日			过去30日			本月至今			本年至今	
城市	平方米	环比	同比	千平方米	环比	同比	千平方米	环比	同比	千平方米	同比
北京	195,230	-24%	-46%	1,139	-26%	-26%	841	-29%	-30%	13,820	38%
深圳	31,648	-17%	-82%	159	-22%	-80%	128	-19%	-80%	2,950	-54%
杭州	31,129	-24%	-79%	159	-39%	-73%	123	-32%	-73%	4,159	1%
南京	126,526	-24%	-48%	753	64%	-25%	572	53%	-29%	7,269	0%
成都	46,165	-24%	-43%	249	-25%	-38%	194	-30%	-40%	2,842	-23%
青岛	30,220	-23%	-76%	167	-30%	-70%	129	-35%	-71%	4,158	6%
无锡	50,632	-20%	-57%	288	-20%	-57%	219	-23%	-47%	4,105	-13%
苏州	83,420	-21%	-38%	424	-14%	-22%	348	-17%	-21%	5,212	22%
厦门	744	-97%	-99%	142	-47%	-55%	100	-52%	-61%	3,077	24%
清远	15,340	-16%	-60%	82	-12%	-47%	64	-16%	-49%	955	-12%
东莞	32,949	-39%	-55%	211	-14%	-28%	162	-18%	-35%	1,537	-28%
南宁	9,764	-67%	-85%	110	-13%	-63%	83	-19%	-65%	1,258	-37%
佛山	73,235	-17%	-60%	413	-30%	-45%	317	-32%	-48%	5,324	21%
金华	19,962	-58%	-63%	283	53%	29%	216	36%	29%	2,432	28%
江门	10,341	-18%	-51%	57	-10%	-33%	42	-19%	-37%	641	7%
总计	**757,305**	**-28%**	**-60%**	**4,637**	**-15%**	**-44%**	**3,538**	**-18%**	**-45%**	**59,738**	**1%**
上升城市数目		**0**	**0**		**2**	**1**		**2**	**1**		**9**
下降城市数目		**15**	**15**		**13**	**14**		**13**	**14**		**6**

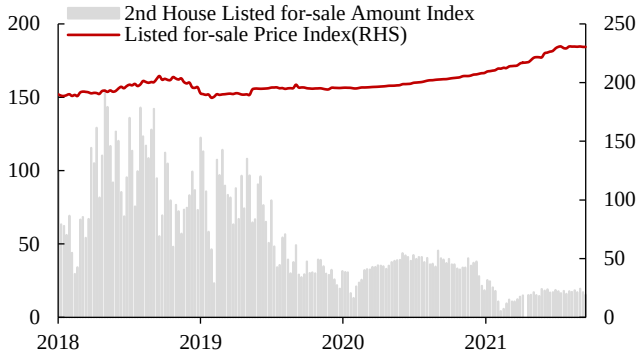
数据来源：各地房管局，中达证券研究；注：数据截至 2021/9/24

图 19：二手房挂牌出售价格指数近期稳中微升



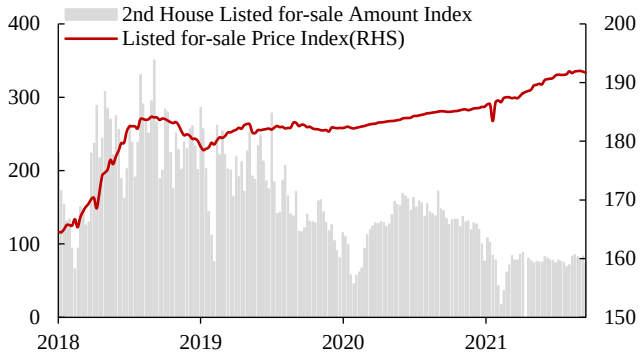
数据来源：Wind，中达证券研究；注：截至 2021/9/19

图 20：一线城市二手房价格指数有所提升



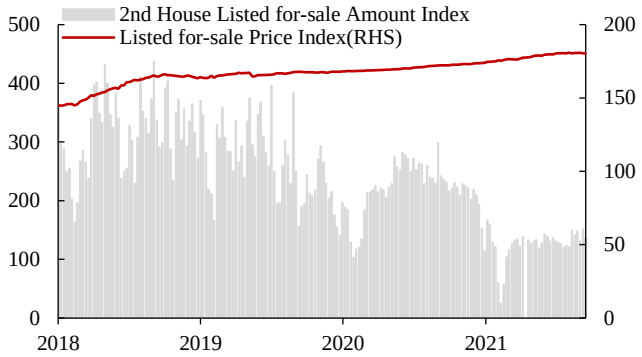
数据来源：Wind，中达证券研究；注：截至 2021/9/19

图 21：二线城市二手房价格指数略有提升



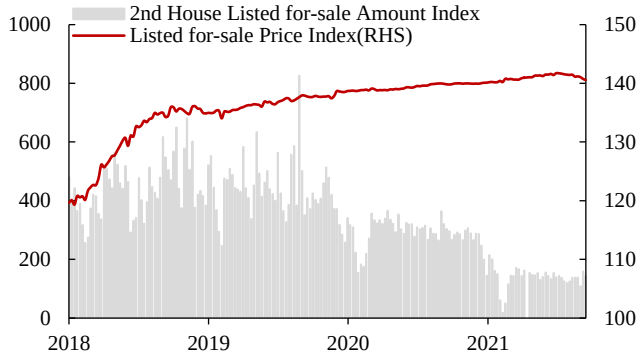
数据来源：Wind，中达证券研究；注：截至 2021/9/19

图 22：三线城市二手房价格指数有所提升



数据来源：Wind，中达证券研究；注：截至 2021/9/19

图 23：四线城市二手房价格指数缓慢上涨



数据来源：Wind，中达证券研究；注：截至 2021/9/19

4.重要政策及动态

4.1 本周重要行业政策与新闻

表 9：本周要闻：厦门岛内新房限售 5 年

日期	地区/部门	简述
2021-09-18	厦门	参与竞买“法拍房”的人员，应当事先确定在厦门市具有购房资格；在岛内新购买的一手住房，需取得产权证后满 5 年方可上市交易；开发企业在办理预售许可时，需承诺半年内不调整价格。
2021-09-18	江西	在全省范围内开展持续整治规范房地产市场秩序三年行动。
2021-09-19	重庆	加强房地产开发项目预售资金监管，首付款监管全部按照预售总额 35%核定。

数据来源：Wind，政府网站，中达证券研究

4.2 本周重点公司新闻及公告

表 10：本周公司动态：碧桂园服务拟以不超过人民币 100 亿元的代价收购富良环球 100%股权

日期	对象	简述
2021-09-20	碧桂园服务	拟以不超过人民币 100 亿元的代价收购富良环球 100%股权。截至 2020 年 12 月 31 日，富力物业（持有及通过富良环球集团）总在管面积约 6940 万平方米，其中住宅 5810 万方、商业 1120 万方。
2021-09-20	富力地产	主要股东李思廉博士及张力先生为支持本集团将提供约港币 80 亿元的股东资金，并预计于未来一至两个月内完成。
2021-09-22	阳光城	于公开市场回购 2024 年 4 月 15 日到期的境外债券 XS2203986927，回购本金合计 1000 万美元；回购 2025 年 2 月 17 日到期的境外债券 XS2248032653，回购本金合计 300 万美元。
2021-09-23	禹洲集团	发行于 2022 年到期金额为 1.2 亿美元的 8.50%绿色优先票据。
2021-09-24	富力地产	回购合共本金额 2500 万美元 2022 年及 2023 年到期的优先票据，回购注销完成后，2023 年票据及 2022 年票据尚未偿还的本金额分别为 5.87 亿美元及 2.88 亿美元。
2021-09-25	阳光城	于公开市场回购 2024 年 4 月 15 日到期的境外债券 XS2203986927，回购本金合计 700 万美元。

数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究

风险提示：

1.行业调控及融资政策或存在一定不确定性，影响上市公司销售业绩；

2.宏观经济波动可能对行业内企业经营造成一定影响；

3.疫情控制具有不确定性。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：
（1）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了该分析师个人对标的公司及其股票的看法；
（2）该分析师所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点或我司投资银行部相联系；
（3）该分析师未直接或间接地受我司投资银行部授意或向我司投资银行部报告；
（4）标的公司不处于证监会操守准则16.5(g)定义的安静期内；
（5）该分析师未于本研究报告涉及的上市公司任高级职员；
（6）该分析师及/或其助理与本研究报告涉及的上市公司无利益关系。

评级说明

报告中涉及的评级以报告发布后12个月内市场表现为比较标准，A股市场以沪深300指数为基准，港股市场以恒生指数为基准。
1）股票评级：
买入——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
增持——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%～20%之间；
持有——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间；
卖出——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。
2）行业评级：
强于大市——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间；
弱于大市——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明

中达证券投资有限公司与本报告所涵盖的公司或有业务往来。因此，投资者应该意识到公司可能存在利益冲突，这可能会影响报告的客观性。投资者在做出投资决策时，应仅将本报告视为参考因素之一。

本研究报告所提供的任何资料仅供参考，并不考虑任何特定接受者的投资目标、财务状况或风险承受能力，也不构成任何招标或买卖任何证券或任何其他金融工具的要约。本报告并未经香港证监会审核。投资有风险，在签订任何投资合同之前，个人应在必要时做出判断或寻求专业意见。

本报告所载资料来自中达证券投资有限公司认为可靠的来源，但在本报告所载材料的准确性、完整性或可靠性方面，中达证券投资有限公司不提供任何明示或暗示的表述或保证。所有与价格相关的信息均为指导性信息，本报告中提到的投资价值和来自这些信息的收入可能会波动。本报告所载资料随时可能有所改变，中达证券投资有限公司不承诺就该等更改发出通知。

过往业绩不能代表未来表现，未来回报不可保证，并可能发生本金的损失。中达证券投资有限公司及其附属公司、高级职员、董事和雇员可能不时买卖本报告中提到的证券、认股权证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具。

在任何情况下，本报告中的信息或意见均不构成对任何人的投资建议。中达证券投资有限公司或中达证券投资有限公司的任何其他成员在任何情况下均不对依赖本报告内容发生的任何第三方的作为或不作为造成的任何直接、间接、后果或附带损失承担责任。

本报告不会发送或打算发送给任何处于此种发送、公布、提供或使用将违反任何法律、条例、规则或其他登记或执照要求的任何地方、国家或其他管辖范围内的个人或实体使用。

本报告在香港只向专业投资者（定义见《证券及期货条例》（香港法律第 571 章）及在香港颁布的任何法规）以及不违反香港证券法的情况下分发。

未经中达证券投资有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、发送或出版本报告。中达证券保留所有权利。