

2021 年 09 月 07 日

看好**相关研究**

"销售走弱，限跌令增多，房企回购增持 - 房地产行业周报 (2021/08/30-2021/09/5)" 2021 年 9 月 5 日

"物企中报靓丽收官，主流公司持续回购 - 物业管理行业周报 (2021/8/30-2021/9/3)" 2021 年 9 月 5 日

证券分析师

袁豪 A0230520120001
yuanhao@swsresearch.com

曹曼 A0230520120003
caoman@swsresearch.com

联系人

曹曼
(8621)23297818×转
caoman@swsresearch.com

结算加速业绩降，毛利率底部区域

—— 2021H1 房地产行业财报综述

本期投资提示：

- **21H1 板块营收加速、业绩下降，源于结算毛利率进一步下降。**21H1 板块营收同比+28%，较 20 年+16pct，竣工结算有所加速，并预计随着房企应对三条红线考核结算需求增加，后续竣工将继续修复；从房企结构来看：二线+36%>一线+28%>三线+16%。21H1 净利润同比-25%（剔除蓝光发展和华夏幸福后+9%），较 20 年-10pct，业绩进一步走弱，板块营收增长、业绩下降更多源于结转毛利率下行、三项费用率和少数股东损益占比提升；从房企结构来看：三线+24%>一线+1%>二线-75%，其中二线房企业绩下降较多。展望后续，鉴于预收款仍处相对高位、三条红线推动竣工结算修复、三项费用率边际改善、结算毛利率已处于底部区域和税金及附加的对冲等因素，预计将综合推动 21 年板块业绩更趋平稳。
- **21H1 毛利率和净利率下行，三项费用率和少数股东损益比提升。**21H1 板块毛利率 23.9%，较 20 年-5.1pct，源于房企一般结算周期滞后于拿地 2.5-3 年，目前正结算 18 年前后高价拿地并限价严格阶段的项目；从房企结构来看：三线 27%>一线 26%>二线 20%。21H1 年税金及附加占比 4.9%，较 20 年-1.5pct。21H1 三项费用率 10.7%，较 20 年+1.7pct，主要由于结算销售错配，预计后续费用率仍将优化；21H1 少数股东损益占比为 29.6%，较 20 年+5.1pct。毛利率下降、税金及附加下降、费用率提升和少数股东损益比提升综合导致 21H1 净利率降至 5.4%，较 20 年-2.5pct；从房企结构来看：一线 8%>三线 7%>二线 2%。展望后续，鉴于集中供地政策优化，预计优质房企的毛利率或将见底改善。
- **21H1 末净负债率略升、现金短债比下降，源于集中供地下补库存。**21H1 末板块资产负债率为 78.6%、较 20 年末+0.2pct；剔除预收款后负债率为 71.1%、较 20 年末-0.5pct；净负债率 73.0%、较 20 年末+1.8pct，源于 21H1 集中供地下土地市场相对较热，部分企业进行了补库存拿地，不过房企间拿地行为有所分化。房企未售库存占比总资产进一步下行至 34%、创历史新低，表明目前行业库存处于低位，后续行业仍有补库存需求；21H1 末板块现金短债比为 1.28 倍，较 20 年的 1.34 倍有所下降，但仍好于 11 年和 14 年的 0.9 倍，其中一线房企现金短债比 2.21 倍，仍远好于二三线房企的 0.80、1.25 倍。
- **21H1 销售回款增速提升，预收款锁定率提升、助力 21 年营收稳增。**21H1 板块销售回款同比大幅提升，表现为销售商品及劳务的现金流入同比由 20 年+6%提升至 21H1 的 +35%，源于 20H1 疫情影响下低基数以及 21H1 房企普遍销售靓丽；但考虑到下半年开始市场有所降温，预计后续销售增速走弱回款也将有所回落。21H1 末行业销售商品及劳务的现金流入对营收覆盖水平仍在相对高位，21H1 末达 147%，较 20 年+30pct；21H1 末预收账款同比+11.0%，较 20 年+3.0pct，但预收账款锁定率也仍在高位，19-21H1 分别为 1.30、1.25 和 1.41 倍，高预收款锁定率望助力 21 年营收稳增。
- **投资建议：结算加速业绩降，毛利率底部区域，维持“看好”评级。**我们认为，三条红线等供给端调控将重塑行业格局，有利于推动行业更长期稳健地发展，但在供给端和需求端政策持续高压之下，目前市场投资和销售都开始显著走弱，不利于房地产市场的“三稳”目标，因而我们认为供给端政策亟需修复。此外，近期中央要求“稳地价”，集中供地迎来大范围、统一步调的优化调整，行业毛利率触底改善可期。我们维持房地产板块“看好”评级，推荐：1）住宅开发：A 股：新城控股、金地集团、保利地产、招商蛇口、万科 A、金科股份；H 股：龙湖集团、华润置地、中海发展、旭辉控股、融创中国、碧桂园，关注：新城发展、宝龙地产；2）物业管理：融创服务、华润万象、碧桂园服务、旭辉永升、中海物业、宝龙商业、新城悦服务、绿城服务，关注：新大正。
- **风险提示：房地产调控政策超预期收紧，市场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将重塑行业格局，有利于推动行业更长期稳健地发展，但在供给端和需求端政策持续高压之下，目前市场投资和销售都开始显著走弱，不利于房地产市场的“三稳”目标，因而我们认为供给端政策亟需修复。此外，近期中央要求“稳地价”，集中供地迎来大范围、统一步调的优化调整，行业毛利率触底改善可期。我们维持房地产板块“看好”评级，推荐：1）住宅开发：A股：金地集团、新城控股、保利地产、万科A、招商蛇口、金科股份；H股：龙湖集团、华润置地、中海外发展、旭辉控股、融创中国、碧桂园，关注：新城发展、宝龙地产；2）物业管理：融创服务、华润万象、碧桂园服务、旭辉永升、中海物业、宝龙商业、新城悦服务、绿城服务，关注：新大正。

原因及逻辑

展望后续，鉴于预收款仍处相对高位、三条红线推动竣工结算修复、三项费用率边际改善、结算毛利率已处于底部区域和税金及附加的对冲等因素，预计将综合推动21年板块业绩更趋平稳。

有别于大众的认识

市场认为地产行业面临量价双杀，而我们认为，三条红线等供给端调控将重塑行业格局，有利于推动行业更长期稳健地发展，但在供给端和需求端政策持续高压之下，目前市场投资和销售都开始显著走弱，不利于房地产市场的“三稳”目标，因而我们认为供给端政策亟需修复。此外，近期中央要求“稳地价”，集中供地迎来大范围、统一步调的优化调整，行业毛利率触底改善可期。

目录

1 . 21H1 板块营收加速、业绩下降，源于结算毛利率下行	5
1.1 21H1 营收同比+28%、较 20 年提升，结构：二线+36%>一线+28%>三线+16%.....	5
1.2 21H1 净利润同比-25%、较 20 年下降，结构：三线+24%>一线+1%>二线-75%.....	5
2 . 21H1 毛利率和净利率下降，三项费用率和少数股东损益比提升	6
2.1 21H1 板块毛利率为 24%、继续下行，结构：三线 27% > 一线 26% > 二线 20%.....	6
2.2 21H1 板块净利率 5%、继续下降，结构：一线 8%>三线 7% > 二线 2%.....	7
2.3 21H1 三项费用率为 11%、较 20 年提升，结构：一线 7%<二线 12%<三线 14%.....	8
2.4 21H1 少数股东损益占比为 30%、较 20 年提升，结构：二线 48% > 一线 31%>三线 14%..	8
3 . 21H1 末净负债率微升、现金短债比略降，源于集中供地下补库存	9
3.1 21H1 末剔预负债率为 71%、较 20 年下降，主要源于三条红线下结算加速.....	9
3.2 21H1 末净负债率为 73%、较 20 年微升，源于集中供地下补库存.....	11
3.3 21H1 现金短债比为 1.3 倍、较 20 年略降，但仍处于相对高位.....	12
4 . 21H1 销售回款增速提升，预收账款锁定率提升、助力 21 年营收稳定增长	14
4.1 21H1 销售回款同比+35%、源于低基数+好销售，一二三线均增长.....	14
4.2 21H1 末预收账款锁定率为 1.4 倍、较 20 年提升，结构：一线 1.6 倍>二线 1.4 倍>三线 1.0 倍.....	15
5. 投资建议：结算加速业绩降，毛利率底部区域，维持“看好”评级	16
6. 风险提示：房地产调控政策超预期收紧，市场销售去化率不及预期	16

图表目录

图 1 : 2010-2021H1 房地产板块营业收入增长率	5
图 2 : 2010-2021H1 房地产板块净利润增长率	6
图 3 : 2015-2021H1 房地产板块毛利率水平	7
图 4 : 2015-2021H1 房地产板块净利率水平	7
图 5 : 2014-2021H1 房地产板块三项费用率水平	8
图 6 : 2015-2021H1 房地产板块少数股东损益占比	9
图 7 : 2010-2021H1 房地产板块资产负债率	10
图 8 : 2010-2021H1 房地产板块预收款/总资产	10
图 9 : 2010-2021H1 房地产板块剔除预收资产负债率	11
图 10 : 2010-2021H1 房地产板块净负债率	11
图 11 : 2010-2021H1 房地产板块未售存货同比走势	12
图 12 : 2010-2021H1 房地产板块未售存货占比总资产情况	12
图 13 : 2010-2021H1 房地产板块现金短债比情况	13
图 14 : 2013-2020 年房地产板块 EBITDA 利息覆盖倍数情况	13
图 15 : 2008-2021H1 房地产板块销售商品及劳务的现金流入累计同比	14
图 16 : 2010-2021H1 房地产板块销售商品及劳务的现金流入对营业收入覆盖水平	15
图 17 : 2010-2021H1 房地产板块预收帐款锁定率情况	15
图 18 : 2013-2021H1 房地产板块机构配置情况	16
表 1 : 重点公司估值表	17

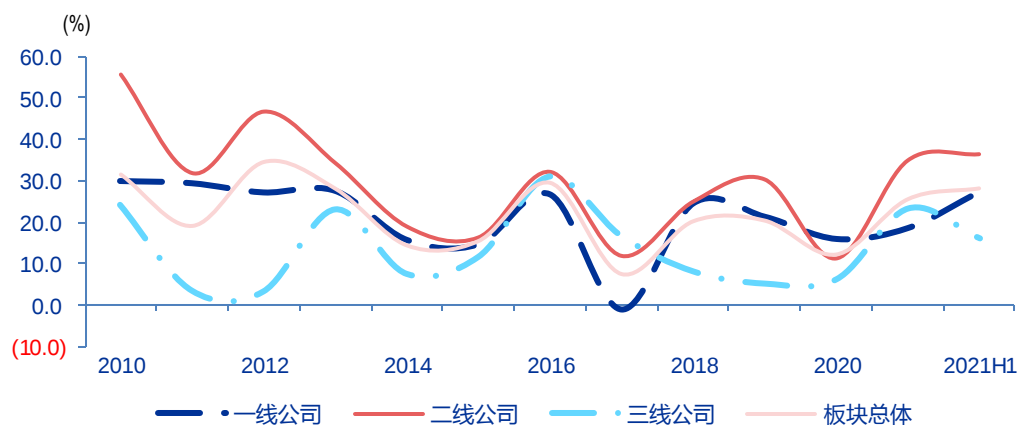
1. 21H1 板块营收加速、业绩下降，源于结算毛利率下行

1.1 21H1 营收同比+28%、较 20 年提升，结构：二线+36%>一线+28%>三线+16%

2021H1，房地产板块整体主营业务收入同比+28.2%，较 2020 年+16.0pct。其中，一线房企营业收入同比+27.6%，较 2020 年+11.5pct；二线房企营业收入同比+36.4%，较 2020 年+25.2pct；三线房企营业收入同比+16.1%，较 2020 年+9.8pct。

2021H1 房地产板块营业收入增速提升，主要由于：1) 2018-19 年房企销售额快速增长；2) 加速结算充实净资产，优化 BS 表及负债结构。从结构来看，营收增速整体呈现二线>一线>三线的现象，其中，一二线房企在疫情影响下仍能保持相对较快增长。其中，一线房企中，招商蛇口和金地集团分别录得 84%和 73%的高增速，领跑一线房企。二线房企中，泛海控股(+1,177%)、北京城建(+213%)、新城控股(+110%)，领跑二线房企。

图 1：2010-2021H1 房地产板块营业收入增长率



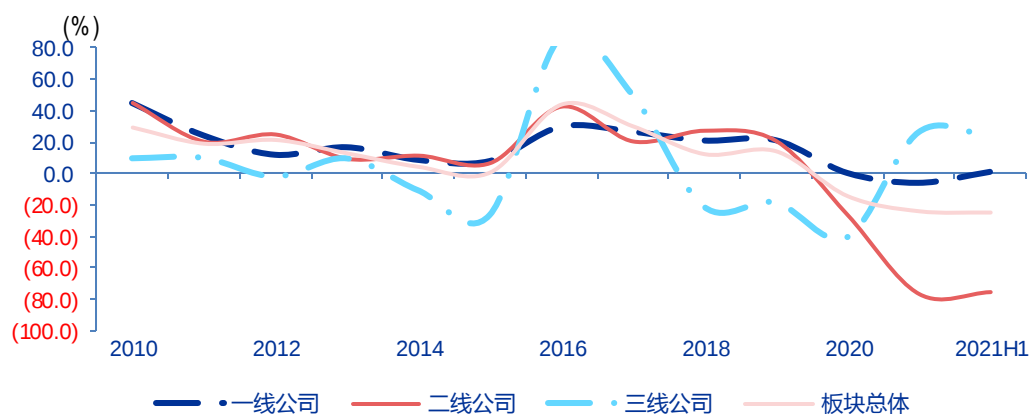
资料来源：Wind，申万宏源研究

1.2 21H1 净利润同比-25%、较 20 年下降，结构：三线+24%>一线+1%>二线-75%

2021H1，房地产板块整体净利润同比-24.8%，较 2020 年-10.4pct。其中，一线房企净利润同比+1.2%，较 2020 年+0.7pct；二线房企净利润同比-75.4%，较 2020 年-49.0pct；三线房企净利润同比+24.1%，较 2020 年+64.8pct。

2021H1，房地产板块净利润同比下降，主要由于结算毛利率下行。从结构来看，净利润增速整体呈现三线>一线>二线，其中，一线房企中，招商蛇口净利润录得+365%的增速，领跑一线房企。二线房企中，北京城建(+146%)、金融街(+140%)、滨江集团(+46%)、新城控股(+34%)均实现较高增速，领跑二线房企。

图 2：2010-2021H1 房地产板块净利润增长率



资料来源：Wind，申万宏源研究

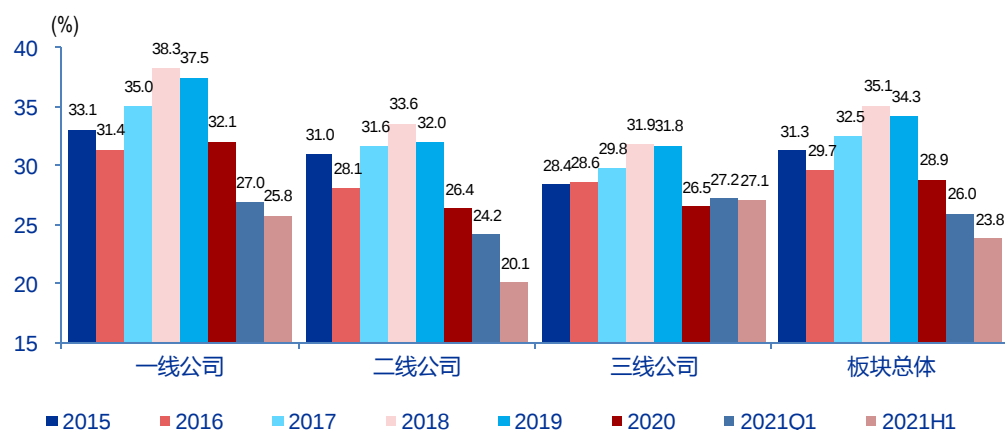
2. 21H1 毛利率和净利率下降，三项费用率和少数股东损益比提升

2.1 21H1 板块毛利率为 24%、继续下行 结构 三线 27% > 一线 26% > 二线 20%

2021H1，房地产板块整体毛利率为 23.9%，较 2020 年-5.1pct。其中，一线房企毛利率为 25.8%，较 2020 年-6.3pct；二线房企毛利率为 20.1%，较 2020 年-6.3pct；三线房企毛利率为 27.1%，较 2020 年+0.6pct。

2021H1，房地产板块结算毛利率继续下行。从结构来看，毛利率整体呈现三线>一线 > 二线。三线房企毛利率较高，主要源于其大多采取囤地模式，土地成本相对更低；一线房企毛利率相对较高主要源于其拿地模式多样并且拿地成本管控能力较强；二线房企由于其扩张意愿较强，在利润率和扩规模之间更多倾向于后者，故销售毛利率相对更低。在我们重点关注的一二线房企中，2021H1 结算毛利率仍保持较高水平的企业大多具有开发模式的稀缺性或具有较强的区域资源优势，包括：苏宁环球（64%）、泛海控股（74%）、世茂股份（39%）等。

图 3：2015-2021H1 房地产板块毛利率水平



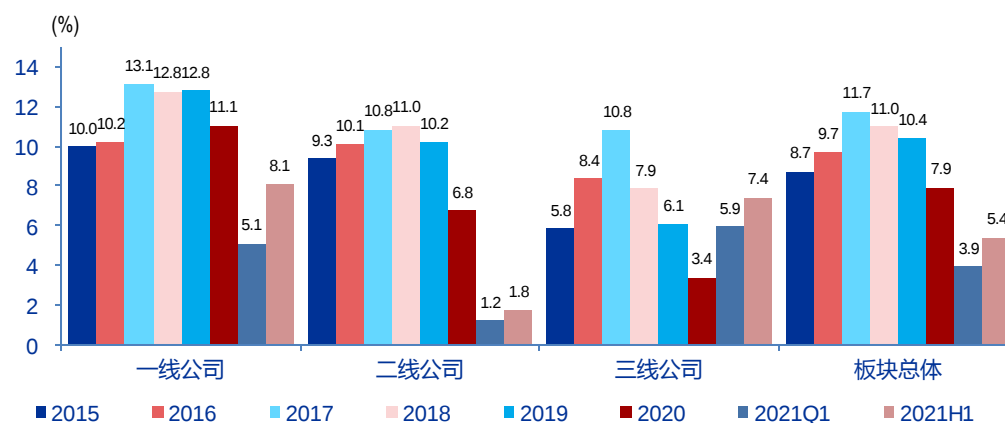
资料来源：Wind，申万宏源研究

2.2 21H1 板块净利率 5%、继续下降，结构：一线 8%> 三线 7% > 二线 2%

2021H1，房地产板块整体净利率为 5.4%，较 2020 年-2.5pct。其中，一线房企净利率为 8.1%，较 2020 年-3.0pct；二线房企净利率为 1.8%，较 2020 年-5.0pct；三线房企净利率为 7.4%，较 2020 年+4.0pct。

2021H1，房地产板块整体净利率均有所下降。从结构来看，净利率整体呈现一线>三线>二线。一线房企的毛利率相对更高和费用率控制相对更好，推动了其净利率优于二三线房企。在我们重点关注的一二线房企中，2021H1 年净利率较高的房企包括：苏宁环球（37%）、新湖中宝（27%）、金融街（11%）等。

图 4：2015-2021H1 房地产板块净利率水平



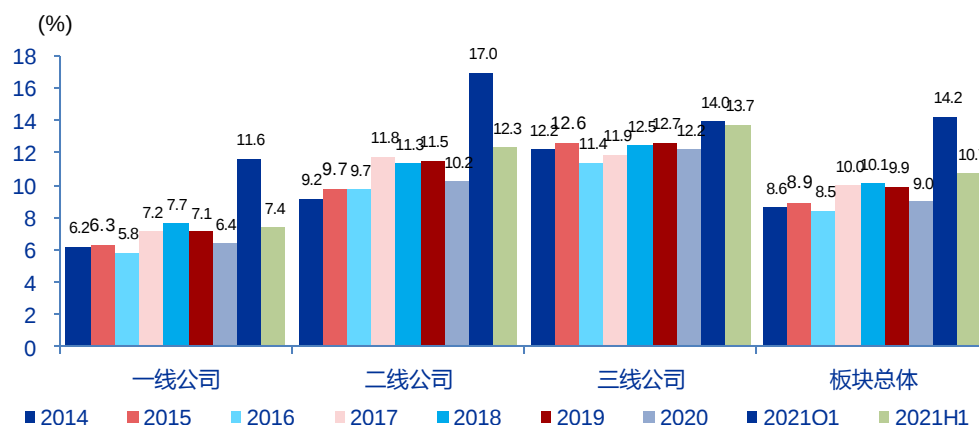
资料来源：Wind，申万宏源研究

2.3 21H1 三项费用率为 11%、较 20 年提升，结构：一线 7%<二线 12%<三线 14%

2021H1，房地产板块整体三项费用率为 10.7%，较 2020 年+1.7pct。其中，一线房企三项费用率为 7.4%，较 2020 年+1.0pct；二线房企三项费用率为 12.3%，较 2020 年+2.1pct；三线房企三项费用率为 13.7%，较 2020 年+1.6pct。

2021H1，销售和结算错配推动房地产板块整体三项费用率阶段性上行，预计后续将有所改善。从结构来看，费用率整体呈现一二线房企费用控制优于三线。一线房企由于融资集中度增长且融资渠道多样，在三费控制能力方面大幅领先于二三线房企，这也反映在了一线房企相对高净利率和高毛利率上。在我们重点关注的一二线房企中，2021H1 三费控制能力较好的房企包括：滨江集团（5.3%）、万科（6.6%）等。

图 5：2014-2021H1 房地产板块三项费用率水平



资料来源：Wind，申万宏源研究

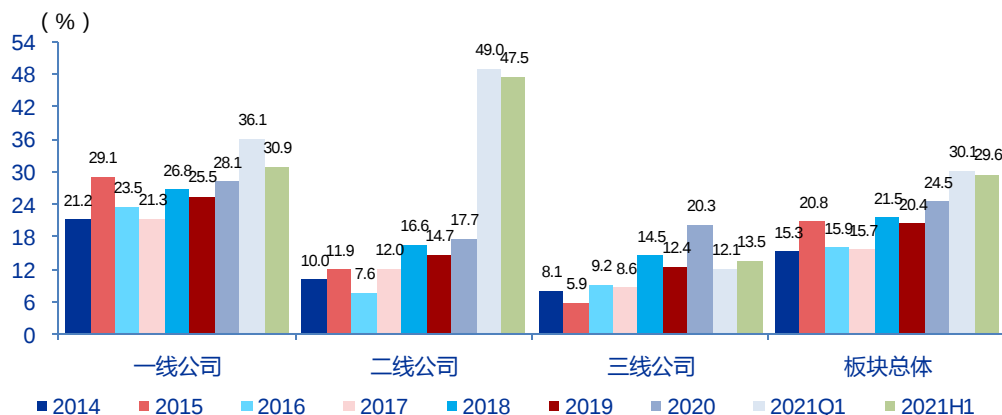
2.4 21H1 少数股东损益占比为 30%、较 20 年提升，结构：二线 48% > 一线 31% > 三线 14%

2021H1，房地产板块整体少数股东损益占比净利润为 29.6%，较 2020 年+5.1pct。其中，一线房企少数股东损益占比为 30.9%，较 2020 年+2.7pct；二线房企少数股东损益占比为 47.5%，较 2020 年+29.8pct；三线房企少数股东损益占比为 13.5%，较 2020 年-6.8pct。

2021H1，房地产板块整体少数股东损益占比继续提升。从结构来看，少数股东损益占比整体呈现二线>一线>三线。三线房企由于扩张速度较慢，少数股东权益占比有所下降。考虑到目前一二线城市土地门槛持续处于高位，出于分担项目风险以及拿地增长的考虑，近两年来房企联合拿地行为持续增加，并且从主流公司的拿地权益来看，少数股东权益占

比已经普遍超 30%；因此预计后续少数股东损益占比仍将呈现小幅提升趋势；但同时考虑到自 2020 年开始部分主流房企已开始提升拿地权益比，因而后续少数股东损益比提升空间有限，虽然仍将对净利率有一定的侵蚀，但幅度也预计有限。在我们重点关注的一二线房企中，2021H1 少数股东损益较高的房企包括：首开股份（50%）、世茂股份（48%）、大悦城（47%）。

图 6：2015-2021H1 房地产板块少数股东损益占比



资料来源：Wind，申万宏源研究

3. 21H1 末净负债率微升、现金短债比略降，源于集中供地下补库存

3.1 21H1 末剔除预负债率为 71%、较 20 年下降，主要源于三条红线下结算加速

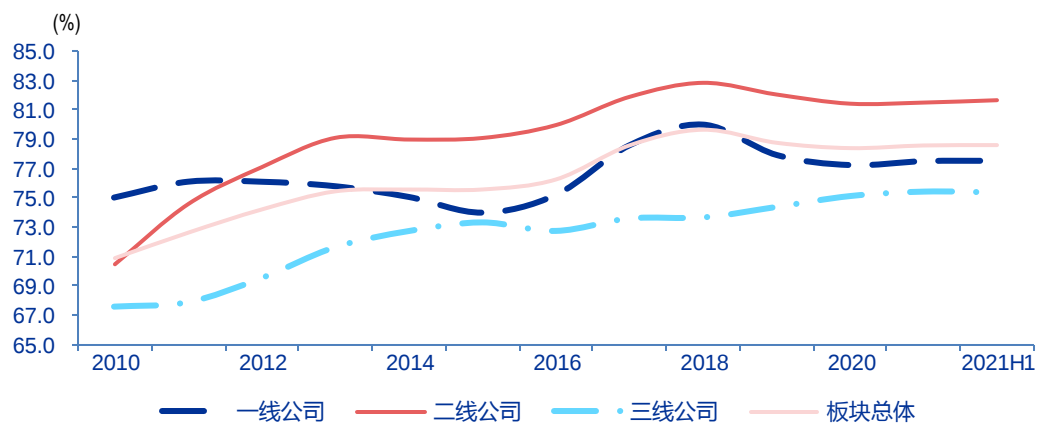
2021H1 末，房地产板块整体资产负债率 78.6%，较 2020 年末+0.2pct。其中，一线房企资产负债率为 77.5%，较 2020 年末+0.3pct；二线房企资产负债率为 81.7%，较 2020 年末+0.2pct；三线房企资产负债率为 75.4%，较 2020 年末+0.2pct。

2021H1 末，房地产板块整体剔除预负债率 71.1%，较 2020 年末-0.5pct。其中，一线房企剔除预负债率为 67.8%，较 2020 年末-0.7pct；二线房企剔除预负债率为 75.3%，较 2020 年末+0.0pct；三线房企剔除预负债率为 69.9%，较 2020 年末-0.6pct。

2021H1 末，房地产板块整体资产负债率较 20 年末微升，剔除预收款后较 20 年末下降。从结构来看，一三线剔除预负债率下降、二线持平微升。2021H1 末，房地产板块整体资产负债率为 78.6%，较 2020 年末+0.2pct；板块预收账款占比总资产 26.0%，较 2020 年末+1.9pct，因而推动了剔除预负债率的下降。三条红线之下，主流房企 2021H1 拿地分化，绿档房企和国企央企较为积极，从拿地/销售金额比来看，万科（32%）、保利地产（34%）、

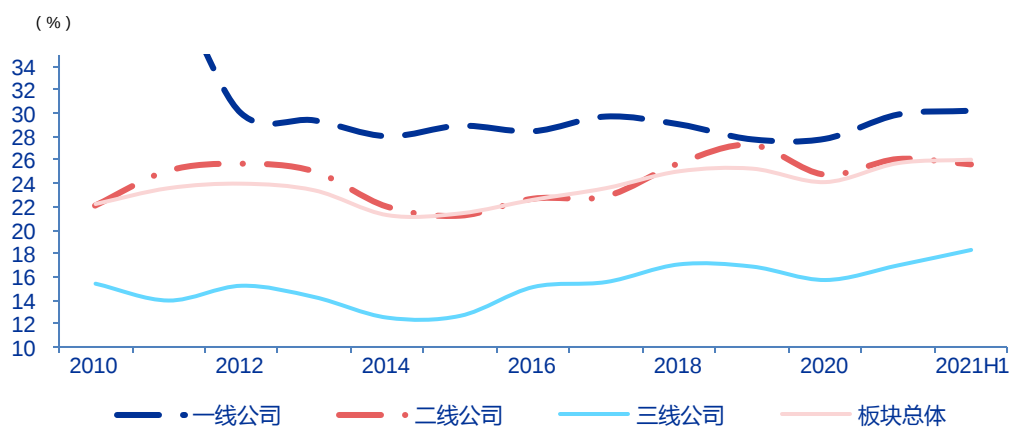
金地集团 (57%)、招商蛇口 (69%)、新城控股 (53%)、金科股份 (35%)、中南建设 (27%)、阳光城 (20%)。在我们重点关注的一二线城市房企中，2021H1 末剔除预负债率较高的房企包括：泰禾集团 (89%)、蓝光发展 (84%)、中南建设 (79%) 等。

图 7：2010-2021H1 房地产板块资产负债率



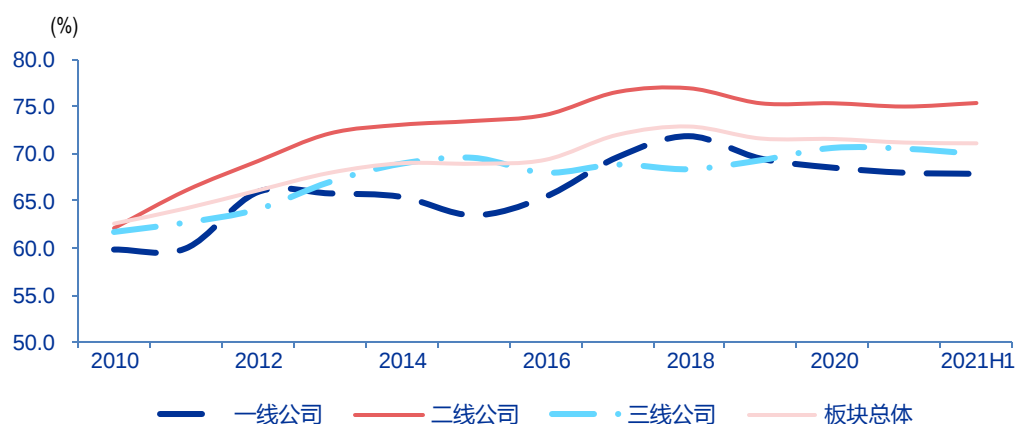
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 8：2010-2021H1 房地产板块预收款/总资产



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 9：2010-2021H1 房地产板块剔除预资产负债率



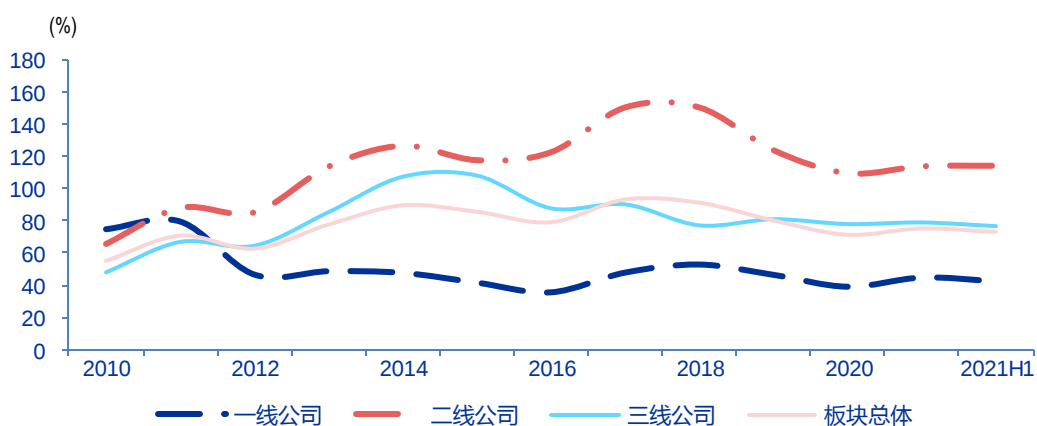
资料来源：Wind，申万宏源研究

3.2 21H1 末净负债率为 73%、较 20 年微升，源于集中供地下补库存

2021H1 末，房地产板块净负债率 73.0%，较 2020 年末+1.8pct。其中，一线房企净负债率为 42.3%，较 2020 年末+3.4pct；二线房企净负债率为 113.7%，较 2020 年末+4.6pct；三线房企净负债率为 76.6%，较 2020 年末-1.3pct。

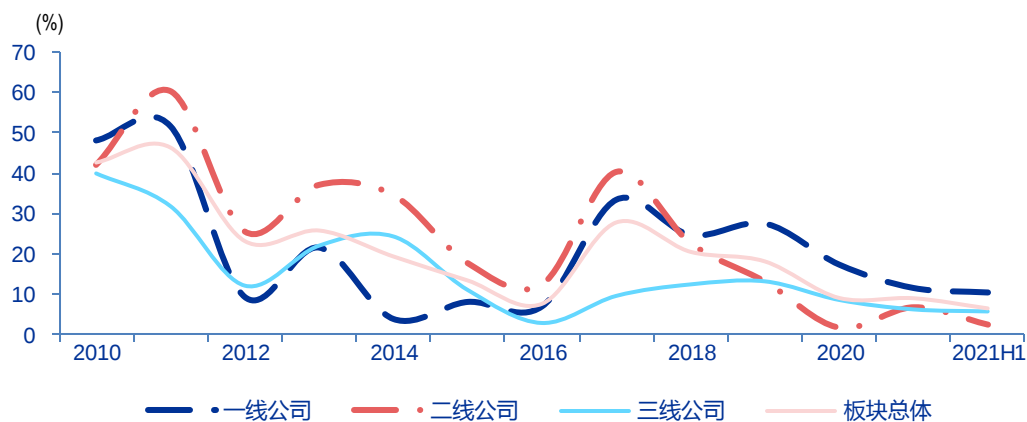
2021H1 末，房地产板块整体净负债率较 20 年末微升，其中一二线上升、三线下降，主要由于 21H1 集中供地下市场较热、同时房企拿地行为分化；但后续我们认为房企在三条红线降档压力下仍将管控净负债率在合理水平。从房企未售库存同比增速的连续放缓以及未售库存占比总资产的持续下行至历史新低来看，房企的补库存需求仍较大。从结构来看，净负债率整体呈现二线>三线>一线。在我们重点关注的一二线上市房企中，2021H1 末净负债率较高的房企包括：泰禾集团(484%)、蓝光发展(228%)、华夏幸福(208%)、城建发展(172%)、金融街(164%)等。

图 10：2010-2021H1 房地产板块净负债率



资料来源：Wind，申万宏源研究

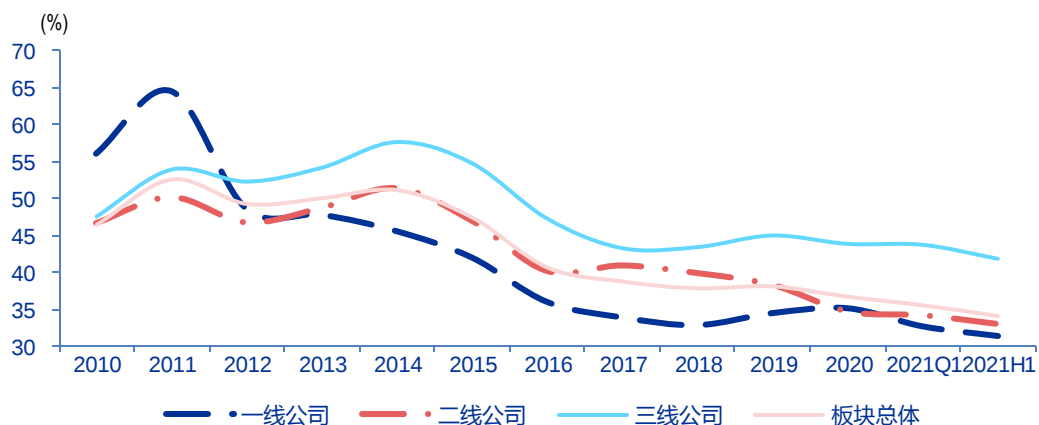
图 11：2010-2021H1 房地产板块未售存货同比走势



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：未售存货=存货-预收帐款*成本率

图 12：2010-2021H1 房地产板块未售存货占比总资产情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

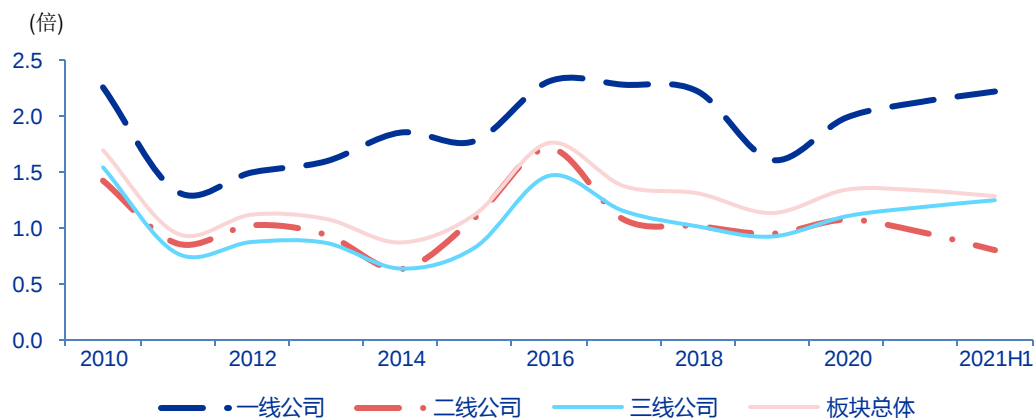
3.3 21H1 现金短债比为 1.3 倍、较 20 年略降，但仍处于相对高位

2021H1 末，房地产板块整体现金短债比为 1.3 倍，较 2020 年末-4%。其中，一线公司现金短债比为 2.2 倍，较 2020 年末+12%；二线公司现金短债比为 0.8 倍，较 2020 年末-25%；三线公司现金短债比为 1.3 倍，较 2020 年末+13%。

2021H1 末，房地产板块整体现金短债比略有下降，其中主要是二线下降，但相对仍处于高位。一方面由于三条红线达标压力促使房企留存账上现金；另一方面，由于三条红线下房企加速推盘、促回款，从而导致了现金短债比相对高位。二线房企由于需要同时补

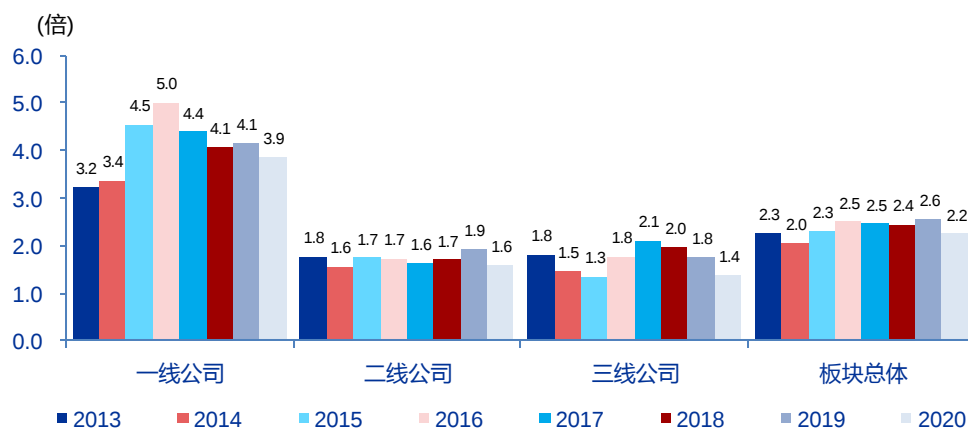
库存的需求较大,导致现金短债比有所下降。从结构来看,现金短债比整体呈现一线>三线>二线。在我们重点关注的一二线上市房企中,2021H1 现金短债比较高的房企包括:华侨城(3.18倍)、世茂股份(2.58倍)、保利地产(2.59倍)、滨江集团(2.36倍)等。

图 13 : 2010-2021H1 房地产板块现金短债比情况



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 14 : 2013-2020 年房地产板块 EBITDA 利息覆盖倍数情况



资料来源: Wind, 申万宏源研究

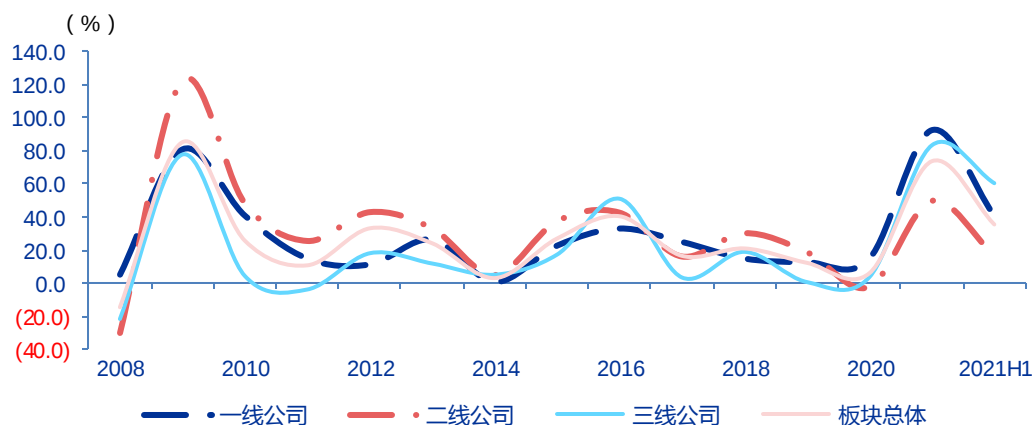
4 .21H1 销售回款增速提升 ,预收账款锁定率提升、助力 21 年营收稳定增长

4.1 21H1 销售回款同比+35%、源于低基数+好销售，一二三线均增长

2021H1，房地产板块整体销售商品及劳务的现金流入累计同比+35.4%，较 2020 年+26.3pct。其中，一线房企同比+41.0%，较 2020 年+26.3pct；二线房企同比+16.9%，较 2020 年+19.1pct；三线房企同比+60.3%，较 2020 年+56.7pct。

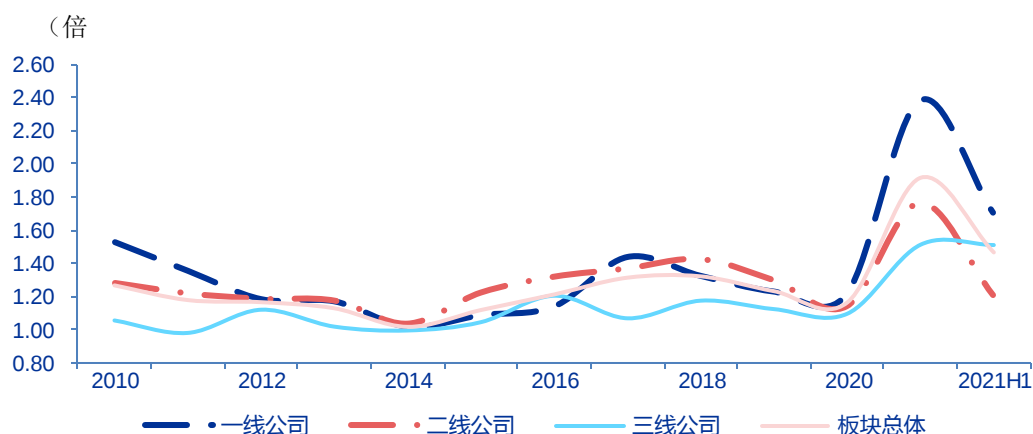
2021H1，房企销售回款增速较 20 年有所增长，源于 20H1 疫情影响下低基数以及 21H1 房企普遍销售靓丽。21H1 主流房企销售商品及劳务的现金流入同比实现同比+35.4%，同时板块销售商品及劳务的现金流入对营业收入覆盖水平达仍在高位，达到 1.47 倍。

图 15：2008-2021H1 房地产板块销售商品及劳务的现金流入累计同比



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 16：2010-2021H1 房地产板块销售商品及劳务的现金流入对营业收入覆盖水平



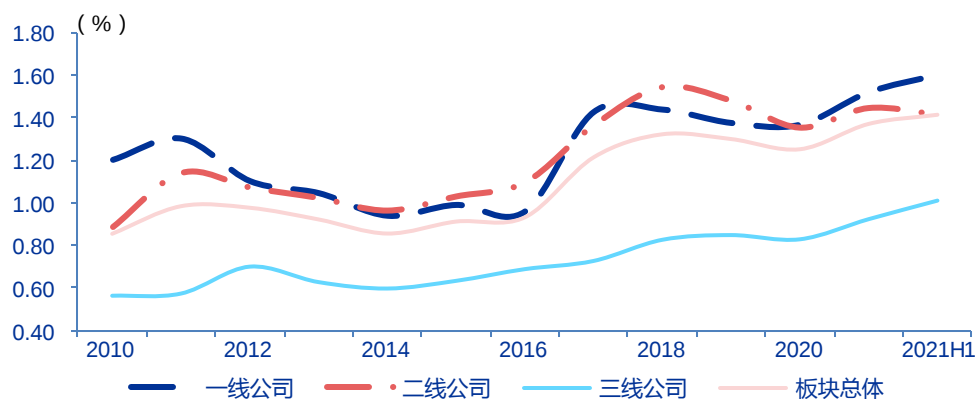
资料来源：Wind，申万宏源研究

4.2 21H1 末预收账款锁定率为 1.4 倍、较 20 年提升，结构：一线 1.6 倍>二线 1.4 倍>三线 1.0 倍

2021H1 末，房地产板块整体预收账款锁定率为 141%，较 2020 年末+16.2pct。其中，一线房企预收账款锁定率 160%，较 2020 年末+23.6pct；二线房企预收账款锁定率 141%，较 2020 年末+6.1pct；三线房企预收账款锁定率 101%，较 2020 年末+18.2pct。

2021H1，房地产板块整体预收账款锁定率有所提升，其中一线>三线>二线，一线房企销售增速更快，三线则由于基数较低。预计下半年销售增速走低将推动预收款走弱，但全年来看预收账款仍将稳定增长，其中依然是一二线房企表现更好。从结构来看，预收账款锁定率整体呈现一线>二线>三线。在我们重点关注的一二线城市上市房企中，预收账款锁定率较高的房企包括：滨江集团（286%）、保利地产（182%）、新湖中宝（182%）、万科（166%）等。

图 17：2010-2021H1 房地产板块预收帐款锁定率情况



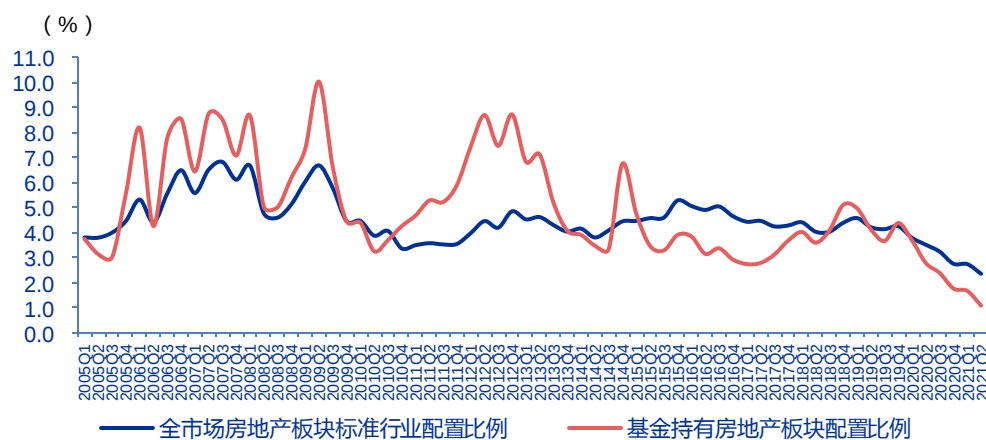
资料来源：Wind，申万宏源研究

注：预收账款锁定率=当年预收账款/当年营业收入，其中 2021H1 的预收账款锁定率=当前预收账款/上年营业收入。

5. 投资建议：结算加速业绩降，毛利率底部区域，维持“看好”评级

我们认为，三条红线等供给端调控将重塑行业格局，有利于推动行业更长期稳健地发展，但在供给端和需求端政策持续高压之下，目前市场投资和销售都开始显著走弱，不利于房地产市场的“三稳”目标，因而我们认为供给端政策亟需修复。此外，近期中央要求“稳地价”，集中供地迎来大范围、统一步调的优化调整，行业毛利率触底改善可期。我们维持房地产板块“看好”评级，推荐：1) 住宅开发：A 股：金地集团、新城控股、保利地产、万科 A、招商蛇口、金科股份；H 股：龙湖集团、华润置地、中海发展、旭辉控股、融创中国、碧桂园，关注：新城发展、宝龙地产；2) 物业管理：融创服务、华润万象、碧桂园服务、旭辉永升、中海物业、宝龙商业、新城悦服务、绿城服务，关注：新大正。

图 18：2013-2021H1 房地产板块机构配置情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

6. 风险提示：房地产调控政策超预期收紧，市场销售去化率不及预期

表 1：重点公司估值表

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		
		9月6日	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	2020A	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
000002.SZ	万科 A	20.55	3.62	3.68	3.95	5.7	5.6	5.2	1.1	41,516	42,730	45,872	6.8%	2.9%	7.4%	
600048.SH	保利地产	12.04	2.42	2.60	2.86	5.0	4.6	4.2	0.9	28,948	31,180	34,210	3.5%	7.7%	9.7%	
001979.SZ	招商蛇口	10.36	1.46	1.77	2.02	7.1	5.8	5.1	1.0	12,253	14,055	16,004	-23.6%	14.7%	13.9%	
601155.SH	新城控股	36.88	6.78	8.16	9.35	5.4	4.5	3.9	1.6	15,256	18,450	21,146	20.6%	20.9%	14.6%	
600383.SH	金地集团	11.37	2.30	2.50	2.77	4.9	4.5	4.1	1.0	10,398	11,285	12,488	3.2%	8.5%	10.7%	
000671.SZ	阳光城	4.69	1.19	1.50	1.75	3.9	3.1	2.7	0.7	5,220	6,195	7,236	29.9%	18.7%	16.8%	
600376.SH	首开股份	5.33	1.13	1.23	1.41	4.7	4.3	3.8	0.5	3,140	3,175	3,640	13.8%	1.1%	14.6%	
000961.SZ	中南建设	4.86	1.87	2.21	2.53	2.6	2.2	1.9	0.7	7,078	8,461	9,695	70.0%	19.5%	14.6%	
600466.SH	蓝光发展	2.14	0.99	1.19	1.32	2.2	1.8	1.6	0.6	3,302	3,625	4,010	-4.5%	9.8%	10.6%	
000656.SZ	金科股份	4.94	1.30	1.50	1.72	3.8	3.3	2.9	0.8	7,030	8,032	9,207	23.9%	14.3%	14.6%	
002146.SZ	荣盛发展	4.99	1.73	1.72	1.79	2.9	2.9	2.8	0.5	7,501	7,498	7,777	-17.8%	0.0%	3.7%	
000069.SZ	华侨城 A	7.27	1.56	1.84	2.11	4.7	3.9	3.4	0.8	12,685	15,125	17,286	2.8%	19.2%	14.3%	
600266.SH	北京城建	5.09	0.44	0.67	0.75	11.5	7.6	6.8	0.5	1,234	1,505	1,697	-40.9%	21.9%	12.8%	
000031.SZ	大悦城	3.51	-0.09	0.36	0.41	-39.0	9.9	8.6	0.8	-387	1,522	1,744	-116.3%	293.5%	14.6%	
000402.SZ	金融街	6.71	0.84	0.99	1.16	8.0	6.8	5.8	0.6	2,498	2,952	3,478	-27.4%	18.2%	17.8%	
1918.HK	融创中国	19.90	7.82	7.98	8.92	2.2	2.1	1.9	0.6	35,644	37,197	41,594	36.9%	4.4%	11.8%	
0884.HK	旭辉控股	5.10	1.00	1.10	1.26	4.3	3.9	3.4	1.0	8,032	9,212	10,537	24.8%	14.7%	14.4%	
0960.HK	龙湖集团	35.40	3.41	4.15	4.86	8.8	7.3	6.2	1.7	20,002	25,163	29,461	9.1%	25.8%	17.1%	
0813.HK	世茂集团	16.28	3.62	4.07	4.61	3.8	3.4	3.0	0.5	12,628	14,397	16,325	15.9%	14.0%	13.4%	
3883.HK	中国奥园	4.71	2.19	2.38	2.86	1.8	1.7	1.4	0.6	5,908	6,427	7,713	40.6%	8.8%	20.0%	
1238.HK	宝龙地产	6.14	1.47	1.55	1.86	3.5	3.4	2.8	0.6	6,093	6,403	7,703	50.8%	5.1%	20.3%	
2007.HK	碧桂园	8.62	1.62	1.83	2.06	4.5	4.0	3.5	0.9	35,022	41,041	46,412	-11.4%	17.2%	13.1%	
0688.HK	中国海外发展	18.04	4.01	4.20	4.61	3.8	3.6	3.3	0.5	43,904	45,990	50,464	5.5%	4.8%	9.7%	
1109.HK	华润置地	29.80	4.18	4.45	4.96	6.1	5.7	5.1	0.9	29,810	31,765	35,404	4.0%	6.6%	11.5%	
	平均值		2.37	2.65	3.00	4.8	4.2	3.7	0.8	14,780	16,391	18,379	5.0%	23.8%	13.4%	

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：估值按照盈利预测一致预期计算，A 股公司股价单位为元，港股公告股价单位为港元。取 2021/9/6 收盘价。

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 索取有关披露资料或登录 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 A 组	陈陶	021-23297221	chentao1@swsresearch.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swsresearch.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swsresearch.com
华南组	陈左茜	0755-23832751	chenzuoxi@swsresearch.com

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

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。