



# 房地产和物业服务行业跟踪 报告：不一样的周期：现实 的压力测试



政策的重心旨在活化行业现金流，保护消费者利益，避免硬着陆。我们相信，逆周期的调节工具，将有效避免金融的系统性风险。但和历史上每一轮周期不同，我们认为开发企业的盈利能力很难恢复。开发企业的现金流改善，产业周期启稳，对涉及房地产运营和服务的公司十分有利。

监管机构频繁对房地产行业表态，政策发力避免系统性风险。基本面持续下行，企业风险持续暴露，监管机构也积极回应社会关切，对房地产行业密集表态。我们预计，银行按揭将有力支持合理自住需求，企业贷款将发力支持正常施工。个别公司的信用风险虽然没有结束，但我们坚信不存在系统性风险。

政策重心的变化：从聚焦投资和地方财力，到关注信用和消费者权益。以往周期中，房地产扮演者拉动经济增长、贡献土地出让金的重要角色。随着行业大周期演变，本轮逆周期调节则更关注消费者利益，重视金融系统稳定性。房地产销售中 80%-90%是期房。2021 年中期，样本企业有息负债为 2.94 万亿元，开发贷存量规模为 12.4 万亿元。我们相信，政策成为一种现实的压力测试，监管将从多元的政策组合中寻求足以托底的政策工具，实现系统的软着陆。

预计后续基本面高度敏感。当前基本面仍在明显下行通道，但消费者和企业都在紧密留意资金投放情况。我们相信，企业投资行为和消费者购房行为相对于贷款投放都是异常敏感的。一旦逆周期调节政策真正传导到基层（我们预计在四季度），则销售、投资等都有望好转。

政策效用的变化：从改善盈利到改善现金流。供给和需求侧的政策确实会改善房地产开发企业的现金流。但限价政策预计会继续限制企业盈利能力（哪怕市场房价上涨）。和历史上每一轮周期不同，我们认为开发企业的盈利能力仍没有明显恢复的空间。不限价的三四线城市越来越少，且那里的需求并不持久。

风险因素：按揭贷款的投放速度低于预期的风险。

开发搭台，服务唱戏。表面看，逆周期的调控政策历史上多次发生，但实际上今天的房地产政策和历史并不会相同。我们认为，政策无意挽救任何一家具体的、经营管理不善的房地产企业，也没有意向透过救助房地产来刺激经济增速，扩大投资规模。这并不只是因为决策者的判断，在根本上这是因为中国房地产开发业务所处的历史阶段决定。但是，政策又会果断活化行业经营性现金流，避免信用风险不断集聚，从而客观上有利于住房销售渠道和存量房屋运营服务。对开发企业而言，我们推荐龙湖集团、保利发展、万科和华润置地，即我们仍然认为信用记录和盈利能力高度重要，并适当兼顾仍在开发企业体内的运营服务板块价值。

**预览已结束，完整报告链接和二维码如下：**

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_28090](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_28090)

