

房地产

报告原因：年度策略

2021年12月20日

地产板块近1年市场表现



相关研究

分析师：平海庆

执业登记编码：S0760511010003

电话：010-83496341

邮箱：pinghaiqing@sxzq.com

地址：

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心7层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

2022年投资策略

政策维稳 继续洗牌 关注龙头

维持评级

看好

行业研究/深度报告

➤ **政策：保障合理需求 维持市场稳定：**2021年，在新冠疫情持续、市场销售下滑、个别大型房企违约、银行信贷收紧等因素相互叠加影响下，国内房地产市场信心受挫。为稳定市场信心，2022年房地产行业相关政策预计将适度宽松，以“房住不炒”为主基调，保障合理需求，促进房地产业良性循环和健康发展。

➤ **销售下行 投资微增：**展望2022年，预计全国商品房销售面积同比下降5.8%，销售均价保持平稳；随着人口流向分化，预计一线以及长三角、珠三角、武汉、郑州、成都等二线城市成交上行，而其他西部和东北二线城市预计将底部徘徊，三四线城市预计将总体高位回落；土地购置面积和新开工预计同比下降，但在低库存和地方政府保交楼监管压力下，行业竣工周期或将延续，建筑工程投资仍对开发投资额形成支撑，全年房地产投资预计增长1.5%。

➤ **企业资金面维持紧平衡 加速洗牌：**2022年，房企融资环境将有所改善，但在销售下滑和银行端开发贷款总体偏紧的背景下，企业资金仍将维持紧平衡；行业将继续洗牌，央企和国企房企的资金优势和品牌优势将继续得到强化，市场份额将继续提升；而民营房企受资金限制，市场份额将继续下降。

➤ **给予行业“看好”评级：**2022年行业政策将以“稳”为主，同时坚持“房住不炒”的调控主基调，在货币政策边际宽松、“保交房”等政策保障下，行业销售总体将呈平稳下行趋势；企业资金紧张局面或有所缓解，行业集中度将继续提升，央企国企龙头市场份额预计继续上升；龙头企业估值将继续修复，整体带动行业估值回升。

➤ **2022年行业投资围绕两条主线：**1、重点关注具有央企和国企背景的行业龙头公司：招商蛇口、保利地产、金地集团、万科A；2、关注物管板块的龙头公司：招商积余。

风险提示：宏观经济政策变化风险；假设条件误差风险；行业政策调整风险；个别企业违约引发的市场情绪风险。

目录

1	政策：保障合理需求 维持市场稳定	1
1.1	2021 年国内房地产市场信心受挫	1
1.2	房企资金处于 2015 年以来最紧状况	4
1.3	2022 年政策“维稳”为主 房地产税展开试点	6
2	销售下行 投资微增	9
2.1	销售继续下行	9
2.2	城市加速分化 一线和部分二线上行	11
2.3	投资规模稳中有降	13
3	企业：资金面维持紧平衡 加速洗牌	16
3.1	企业资金继续维持紧平衡	16
3.2	行业继续洗牌	18
4	行业评级及投资策略	20
4.1	给与行业“看好”评级	20
4.2	重点关注央企国企龙头	20
4.3	物管板块关注行业龙头	21
5	风险提示	22
5.1	宏观经济政策变化风险	22
5.2	假设条件误差风险	22
5.3	行业政策调整风险	22
5.4	个别企业债务违约引发的市场情绪风险	23

图目录

图 1:	全国商品房单月销售面积及增速.....	1
图 2:	全国商品房单月销售金额及增速.....	1
图 3:	过去 6 年 10 月份单月销售面积.....	2
图 4:	过去 6 年 10 月份单月销售金额.....	2
图 5:	全国房屋单月新开工面积及增速.....	2
图 6:	过去 6 年 10 月份单月新开工面积.....	2
图 7:	全国房屋单月投资额及增速.....	3
图 8:	过去 6 年 10 月份单月新开工面积.....	3
图 9:	全国土地累计购置面积及增速.....	3
图 10:	全国土地单月购置面积及增速	3
图 11:	过去 6 年 10 月份全国土地单月购置面积.....	4
图 12:	百城土地单月购置面积及溢价率	4
图 13:	全国房企单月定金及预收款及增速	4
图 14:	全国房企单月按揭贷款及增速	4
图 15:	全国房企单月国内贷款及增速	5
图 16:	全国房企单月开发资金及增速	5
图 17:	全国房企单月资金充裕度	5
图 18:	全国房企近 7 年 10 月份单月资金充裕度.....	5
图 19:	全国商品房销售面积及增速	10
图 20:	全国商品房销售均价及增速	10
图 21:	全国商品房销售金额及增速	10
图 22:	2020 年我国人口自然增长率和出生率均为 1978 年以来最低值.....	11

图 23:	过去 10 年我国人口加速向长三角、珠三角、沿海及特大城市流动.....	11
图 24:	广东各城市 2010 年与 2020 年人口占比.....	12
图 25:	浙江各城市 2010 年与 2020 年人口占比.....	12
图 26:	安徽各城市 2010 年与 2020 年人口占比.....	12
图 27:	陕西各城市 2010 年与 2020 年人口占比.....	12
图 28:	过去 20 年全国土地购置及增速	14
图 29:	全国商品房库存处近 10 年较低水平	14
图 30:	2018 年以来新开工面积增速总体下行.....	14
图 31:	全国房屋计划总投资超过 100 万亿元.....	15
图 32:	2018 年以来房地产投资增速逐渐收窄.....	15
图 33:	2021 年房地产行业超短融发行情况	16
图 34:	2021 年房地产行业私募债发行情况	16
图 35:	2021 年房地产行业一般公司债发行情况.....	17
图 36:	2021 年房地产行业一般中票发行情况.....	17
图 37:	2021 年房地产行业各类债券发行情况.....	17
图 38:	11 月国内房企贷款额度下降幅度减缓.....	17
图 39:	11 月国内房企收到按揭贷款额度明显上升.....	17
图 40:	11 月份国内房企资金充裕度明显好转.....	17
图 41:	国资背景房企相对民营房企具有明显的资金成本优势.....	18
图 42:	2021 年 1-11 月与 2020 年同期拿地金额对比国资背景房企明显高于民营房企.....	19
图 43:	TOP10 国资房企销售金额市占率	19
图 44:	TOP10 民营房企销售金额市占率	19

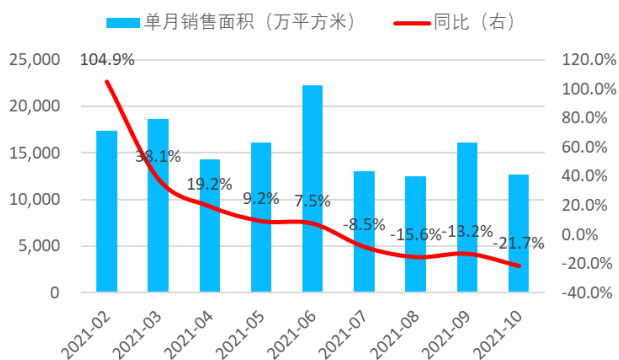
1 政策：保障合理需求 维持市场稳定

2021年，在新冠疫情持续、市场销售下滑、个别大型房企违约、银行信贷收紧等因素相互叠加影响下，国内房地产市场信心受挫。为稳定市场信心，2022年房地产行业相关政策预计将适度宽松，以“房住不炒”为主基调，保障合理需求，促进房地产业良性循环和健康发展。

1.1 2021年国内房地产市场信心受挫

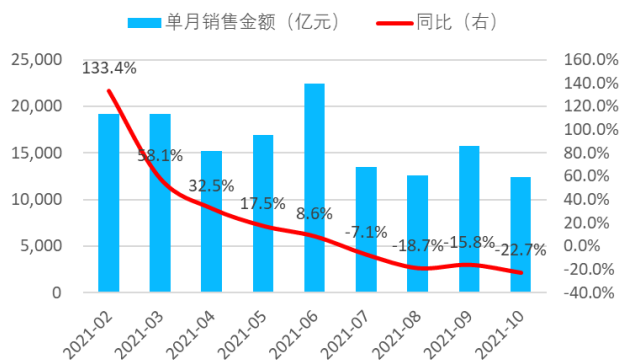
2021年，在新冠疫情、房企违约事件频发、国内人口增速下降、银行信贷收紧等因素相互叠加影响下，国内房地产市场信心严重受挫，全国商品房销售面积和销售金额增速连续下降，下半年，销售面积和销售金额增速均由正转负，10月份，全国市场延续低温态势，商品房销售面积同比下降21.7%，销售额同比下降22.6%，降幅均进一步扩大。纵向对比来看，10月份全国商品房销售面积为近6年来同期最低，销售金额为近3年来同期最低。

图1： 全国商品房单月销售面积及增速



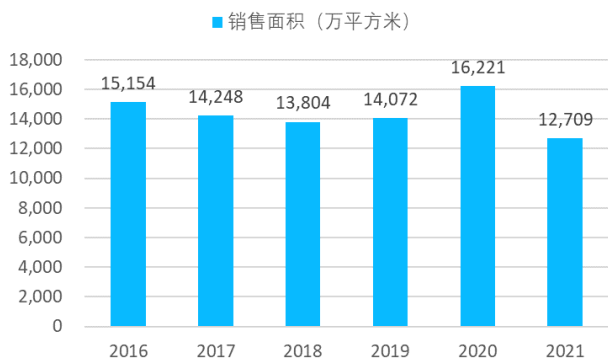
资料来源：wind，山西证券研究所

图2： 全国商品房单月销售金额及增速



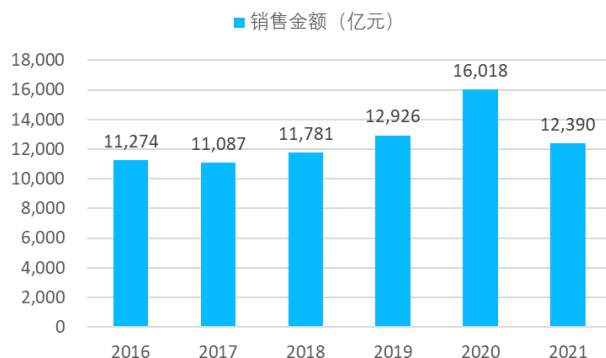
资料来源：wind，山西证券研究所

图3：过去6年10月份单月销售面积



资料来源：wind，山西证券研究所

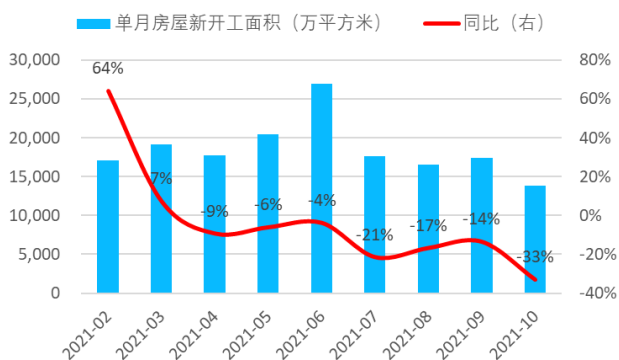
图4：过去6年10月份单月销售金额



资料来源：wind，山西证券研究所

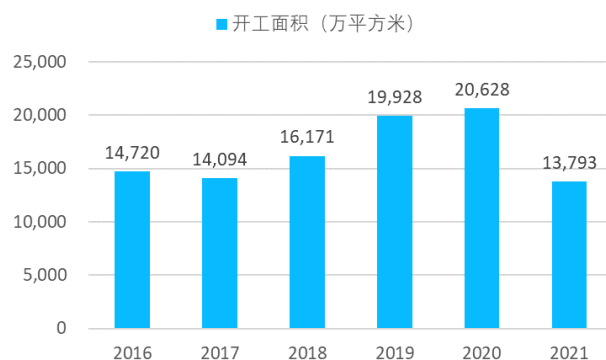
投资方面，2021年1-10月，全国房屋单月新开工面积增速呈连续下降趋势，受疫情影响，2月份增速高达64%，下半年开始同比下降，10月份同比下降33%；房地产单月投资增速全年呈下降趋势，2月份高达38%，9月份开始负增长，10月份降幅继续扩大至5%。纵向来看，10月份，单月新开工面积为近6年最低，市场信息明显不足。

图5：全国房屋单月新开工面积及增速



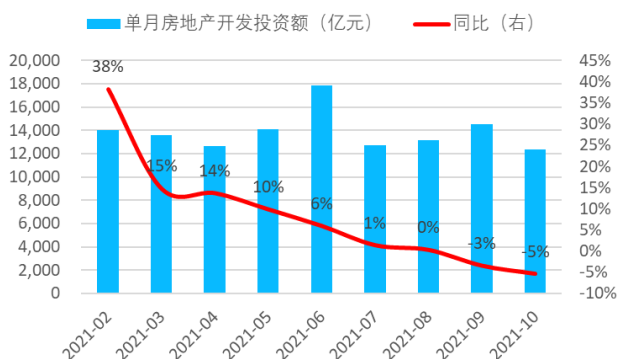
资料来源：wind，山西证券研究所

图6：过去6年10月份单月新开工面积



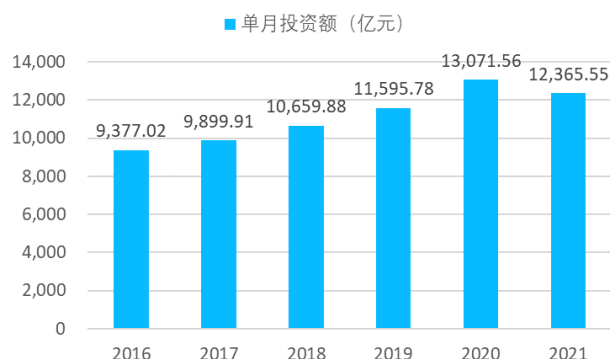
资料来源：wind，山西证券研究所

图7： 全国房屋单月投资额及增速



资料来源：wind，山西证券研究所

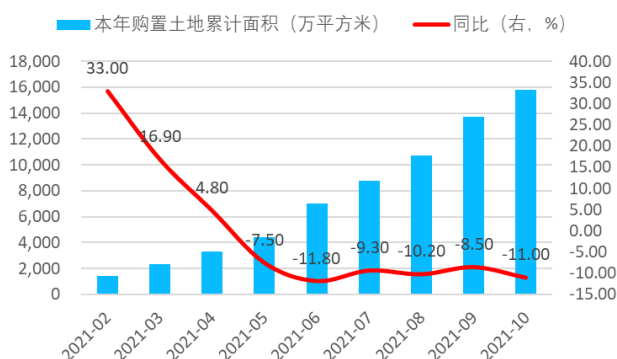
图8： 过去6年10月份单月新开工面积



资料来源：wind，山西证券研究所

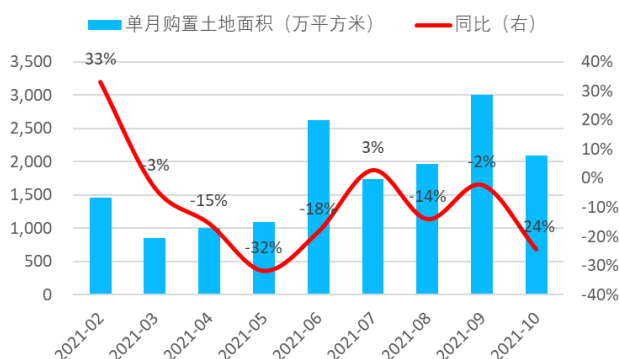
土地购置方面，2021年1-10月，全国土地购置面积1.58亿平方米，同比下降11%；10月份单月土地购置面积2094.11万平方米，同比下降24%，为近5年来最低值，全年单月土地购置面积增速呈震荡下行趋势。从全国100个大中城市看，2021年1-10月，百城土地单月成交溢价率也在不断收窄。

图9： 全国土地累计购置面积及增速



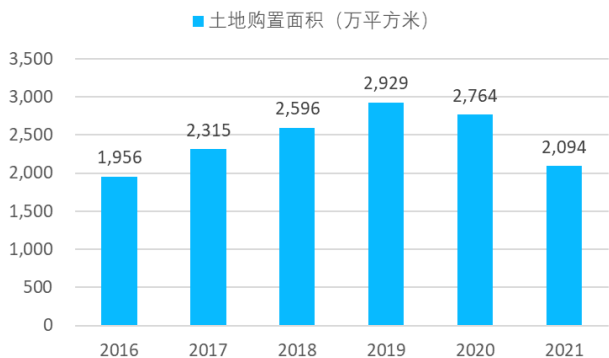
资料来源：wind，山西证券研究所

图10： 全国土地单月购置面积及增速



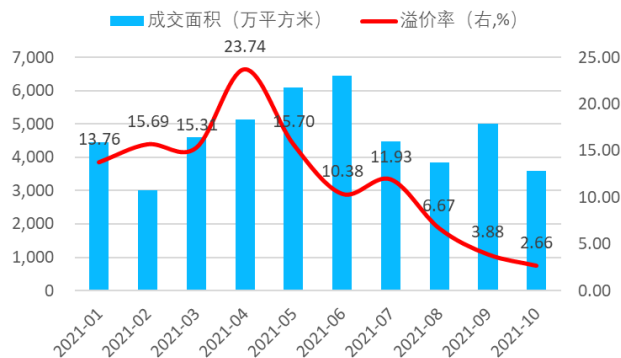
资料来源：wind，山西证券研究所

图11：过去6年10月份全国土地单月购置面积



资料来源：wind，山西证券研究所

图12：百城土地单月购置面积及溢价率



资料来源：wind，山西证券研究所

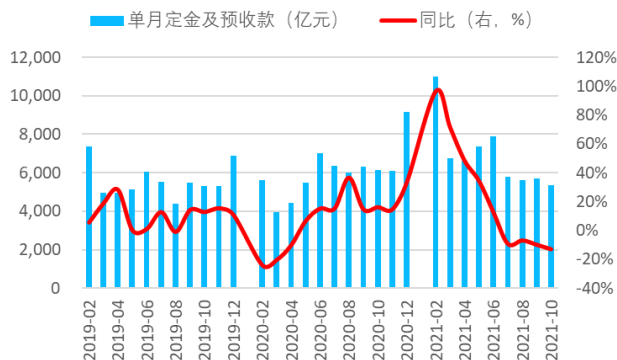
1.2 房企资金处于2015年以来最紧状况

受销售下滑影响，2021年国内房企单月定金及预收款增速一路下行；购房者单月按揭贷款增速从年初的64%下降至7月份的-13%，尽管四季度按揭贷款政策有所放松，增速有所回升，但10月份仅增长1%，仍处于非常低水平。

房企开发贷款2021年始终处于收紧态势，国内房企单月开发贷款增速从2月份的14%下降至10月份的-27%。

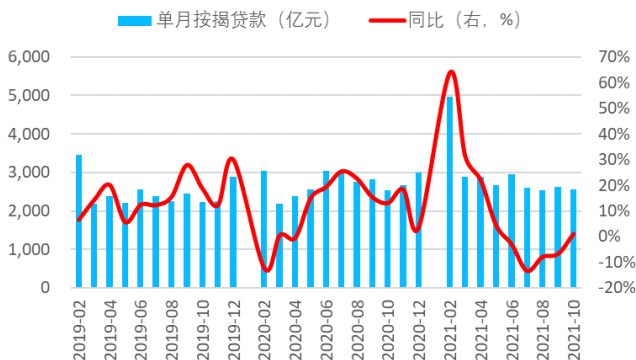
受此影响，国内房企单月开发资金增速总体呈下行趋势，7月份增速由正转负，且降幅扩大，10月份受按揭贷款政策放松影响，降幅有所缓和，但仍同比下降9%。

图13：全国房企单月定金及预收款及增速



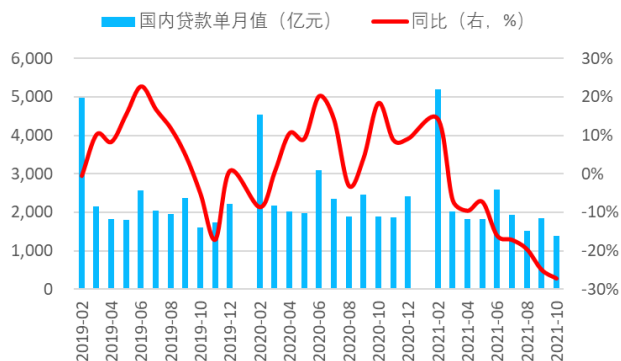
资料来源：wind，山西证券研究所

图14：全国房企单月按揭贷款及增速



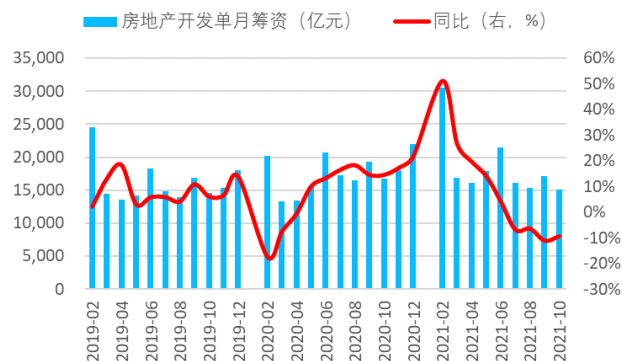
资料来源：wind，山西证券研究所

图15： 全国房企单月国内贷款及增速



资料来源：wind，山西证券研究所

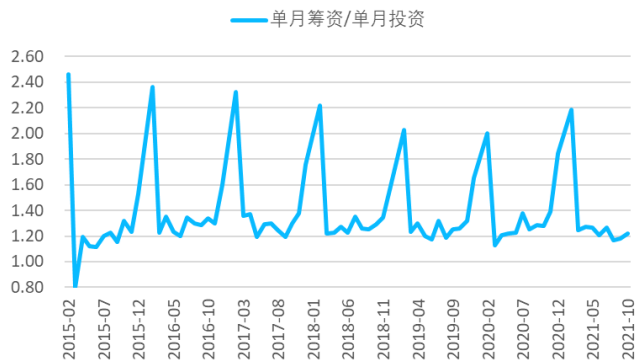
图16： 全国房企单月开发资金及增速



资料来源：wind，山西证券研究所

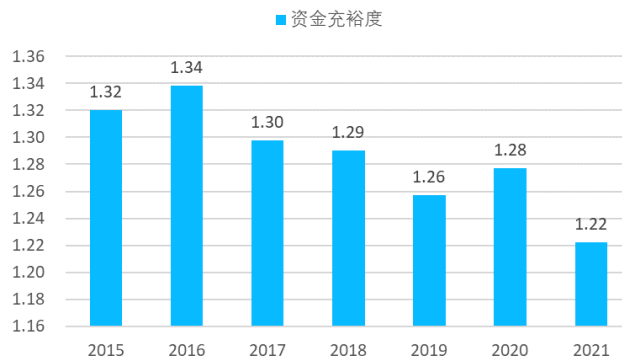
我们用单月筹集资金/单月投资作为国内房企开发资金充裕程度，2021年10月该值为1.22，为2015年以来同期最低值，反映了国内房企开发资金处于近7年来最紧张程度。

图17： 全国房企单月资金充裕度



资料来源：wind，山西证券研究所

图18： 全国房企近7年10月份单月资金充裕度



资料来源：wind，山西证券研究所

1.3 2022 年政策“维稳”为主 房地产税展开试点

2021 年房地产行业销售下行和部分企业资金链断裂使整个行业的信心受到较大挫折，也对国内金融和经济稳定造成一定影响，因此，2022 年国内房地产市场需要相对宽松的政策来稳定信心，房地产行业的相关政策也以稳为主，即“促进房地产业良性循环和健康发展”，但“房住不炒”仍是整个行业政策的主基调。

货币政策方面，根据 2021 年中央经济工作会议精神，2022 年，货币政策边际宽松已基本确立。会议删除了“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”、“保持宏观杠杆率基本稳定”的表述，用“灵活适度”的表述替代“灵活精准、合理适度”，具有较为明显的边际宽松意味。

具体到房地产行业：个人住房按揭贷款政策，将继续以“保障合理需求、抑制投资需求”的基调贯彻落实，总体将会较 2021 年有所宽松；针对房企的政策方面，在银行端“两道红线”监管下开发贷款大幅放松的可能性较小，但在预售资金监管和发债方面可能会适度调整，在保交楼与提高企业资金使用效率方面寻求新的平衡。

总体来看，楼市“双向”调节模式或贯穿全年，部分房价韧性较强的城市若市场出现明显升温，调控政策亦将迅速跟进，建立二手房成交参考价格发布机制、收紧信贷等政策均为有效工具；

而部分房地产市场调整压力较大的城市，亦将适度调整政策稳定市场预期。

房地产税试点

2021年10月19日，第十三届全国人民代表大会常务委员会第三十一次会议决定：授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作。12月13日，中国人大网发布财政部部长刘昆于2021年10月19日在第十三届全国人民代表大会常务委员会第三十一次会议上对《关于授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作的决定（草案）》的说明。房地产税改革试点预计将再2022年展开。

2011年，上海市、重庆市展开个人住房房产税改革试点以来，房地产税立法工作已取得阶段性成果，现已进入立法准备阶段，但因缺乏对个人和家庭征税的经验和基础、相关配套制度和条件尚不完善、现行税收征管法也需调整等，在未来的试点中将主要在上述方面积累经验。

从内容看，借鉴国际以及我国上海、重庆房产税试点经验，“房住不炒”仍是主基调，预计税基及税率的设定将因城施策，自住和刚性需求预计将会有一定的税收减免力度，影响较小；投资和投机需求将会加大征税力度，试点城市预计将对空置房和多套房实行超额累进税率。

从城市来看，预计一二三线城市预计将全部展开试点，并分



批推进，核心一二线城市因市场韧性强、住房供求矛盾突出等因素，或更适合进行首批试点。

短期来看，试点城市市场成交可能受到一定冲击，房价也会出现阶段性回调，但为了平抑市场波动，预计试点城市将出台促进合理住房需求释放的对冲政策。同时，在综合评估首批城市试点效果并总结经验后，试点范围有望逐步扩大。中长期看，房地产税的影响偏中性，预期稳定后，征收房地产税有利于引导住房合理消费和资源有效利用，促进房地产市场平稳健康运行。

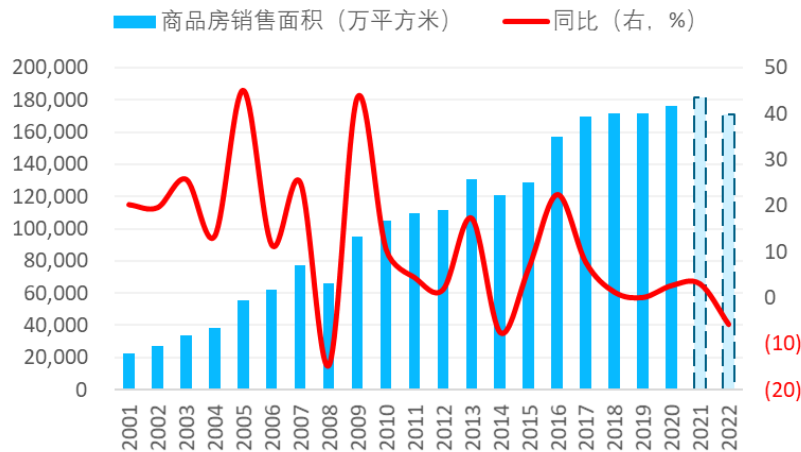
2 销售下行 投资微增

展望 2022 年，预计全国商品房销售面积同比下降 5.8%，销售均价保持平稳；随着人口流向分化，预计一线以及长三角、珠三角、武汉、郑州、成都等二线城市成交上行，而其他西部和东北二线城市预计将底部徘徊，三四线城市预计将总体高位回落；土地购置面积和新开工预计同比下降，但在低库存和地方政府保交楼监管压力下，行业竣工周期或将延续，建筑工程投资仍对开发投资额形成支撑，全年房地产投资预计增长 1.5%。

2.1 销售继续下行

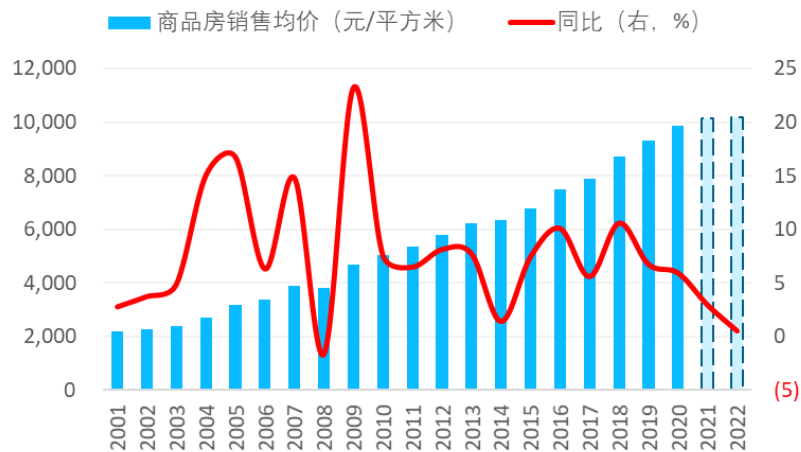
展望 2022 年，货币政策边际可能会有所放松，房贷政策预计也会较 2021 年有所松动，但“房住不炒”的调控主基调不变，叠加房地产税试点城市和政策落地后对市场预期或造成一定冲击，预计 2022 年全年商品房销售面积将下降 5.8%；销售均价在土地价格上涨、一二线城市成交规模占比提升等因素影响下仍将总体保持微涨，预计全年涨幅 0.5%；在销售面积和销售均价均下行的情况下，预计 2022 年全国商品房销售金额预计同比下降 5.33%。

图19： 全国商品房销售面积及增速



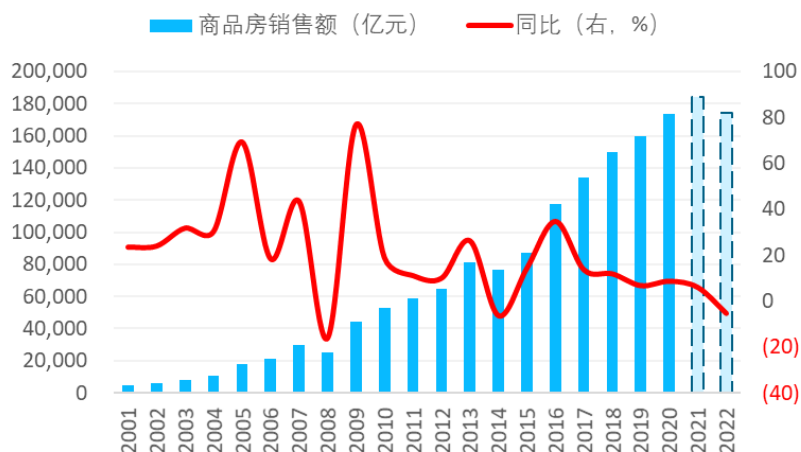
资料来源：wind，山西证券研究所

图20： 全国商品房销售均价及增速



资料来源：wind，山西证券研究所

图21： 全国商品房销售金额及增速

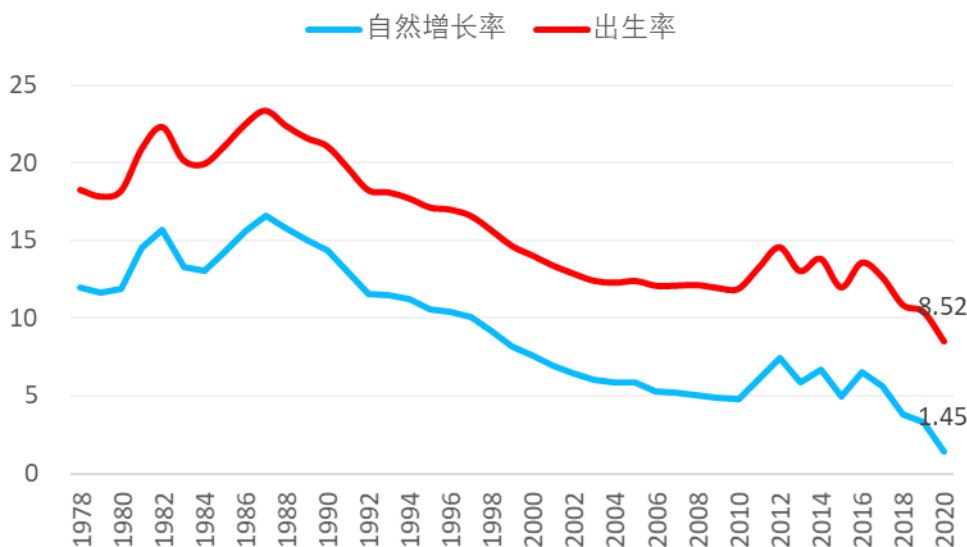


资料来源：wind，山西证券研究所

2.2 城市加速分化 一线和部分二线上行

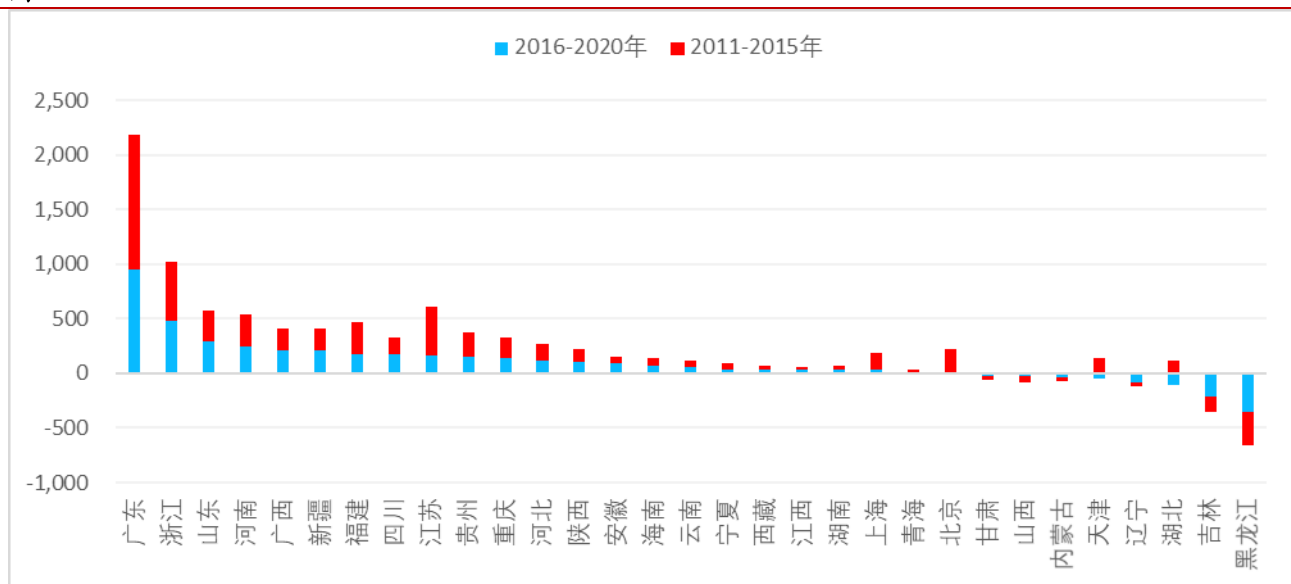
城市方面，随着我国人口增长率快速下降和城市人口加速向一线城市周边、长三角、珠三角、沿海及特大城市流动，未来我国不同城市以及城市中不同区域的房地产市场将继续加速分化。

图22： 2020年我国人口自然增长率和出生率均为1978年以来最低值



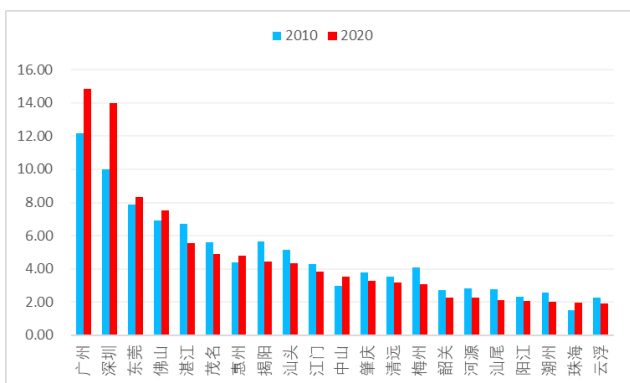
资料来源：wind，山西证券研究所

图23： 过去10年我国人口加速向长三角、珠三角、沿海及特大城市流动



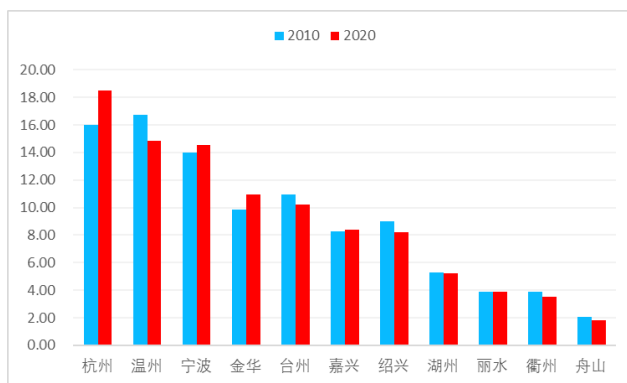
资料来源：wind，山西证券研究所

图24： 广东各城市 2010 年与 2020 年人口占比



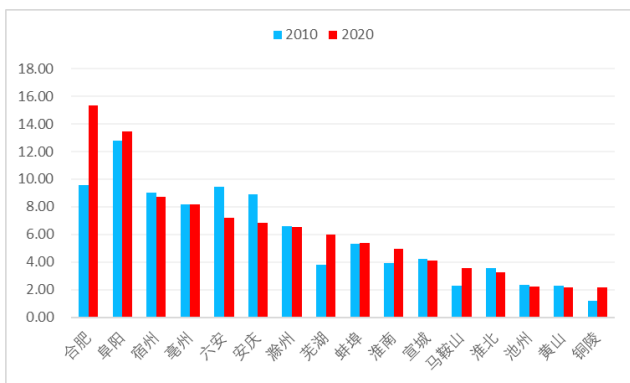
资料来源：wind，山西证券研究所

图25： 浙江各城市 2010 年与 2020 年人口占比



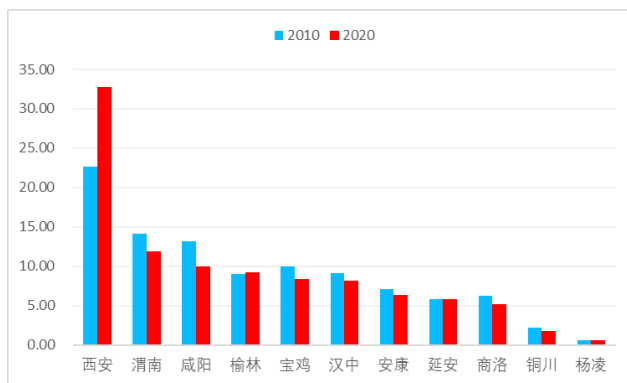
资料来源：wind，山西证券研究所

图26： 安徽各城市 2010 年与 2020 年人口占比



资料来源：wind，山西证券研究所

图27： 陕西各城市 2010 年与 2020 年人口占比



资料来源：wind，山西证券研究所

分城市来看，由于经济保持较快增长，以及良好的就业、医疗、教育资源，一线城市人口总体保持稳定，叠加 2021 年较低的基数，预计 2022 年一线城市商品房成交规模将有小幅增长。

随着人口流向分化，二线城市商品房市场将延续分化态势，长三角、珠三角、东部沿海、以及郑州、武汉、成都等城市，随着信贷环境的逐步改善，预计 2022 年市场有望保持稳定，部分城市全年市场规模或将提升；而昆明、南宁、沈阳等部分西部、东

北部二线城市近几年市场连续调整，2022 年市场有望底部企稳。

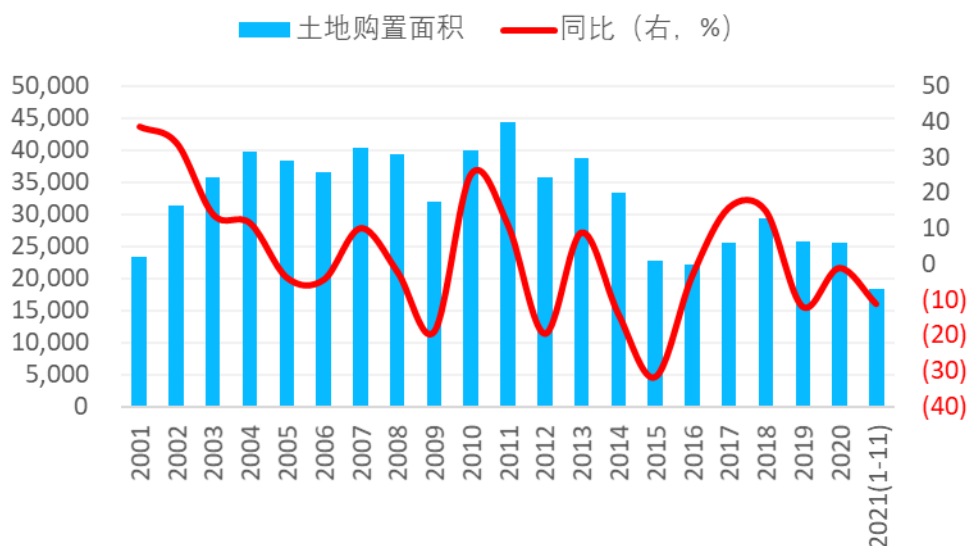
三四线城市市场规模高位回落。2021 年，三四线城市商品房销售规模市场规模仍保持高位，特别是长三角地区城市，市场规模明显提升。预计 2022 年，在没有较大利好带动下，东部热点三四线城市市场规模继续向上拓展的空间较小，市场大概率回调，另外大多数省份三四线城市亦处在市场调整期，全国三四线城市成交规模仍将整体回落。

2.3 投资规模稳中有降

土地成交方面，2021 年受重点城市供地“两集中”政策影响，2021 年 1-11 月 300 城住宅用地供求规模明显缩量。上半年土地市场热度较高，重点城市首批集中供地高价地频现；下半年重点城市后两批集中供地土拍规则有所调整，稳地价效果显现，交易市场调整和资金压力下房企拿地意愿降低，全国土地市场出现明显降温，流拍和撤牌情况较为严重。一线城市加大供地下宅地成交规模稳中有增，二线和三四线城市宅地供求规模明显缩量，成交楼面价结构性上涨，热点城市高价地数量冲高回落，流拍撤牌率明显上升。

随着销售下行、企业资金仍普遍处于相对紧平衡状态，预计 2022 年全国土地市场仍呈总体下行趋势，土地购置面积仍将保持负增长。

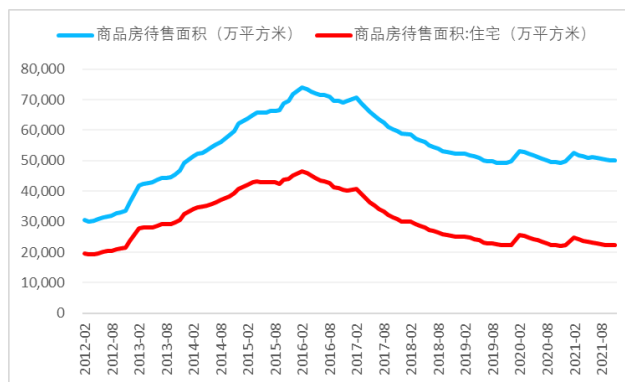
图28：过去20年全国土地购置及增速



资料来源：wind，山西证券研究所

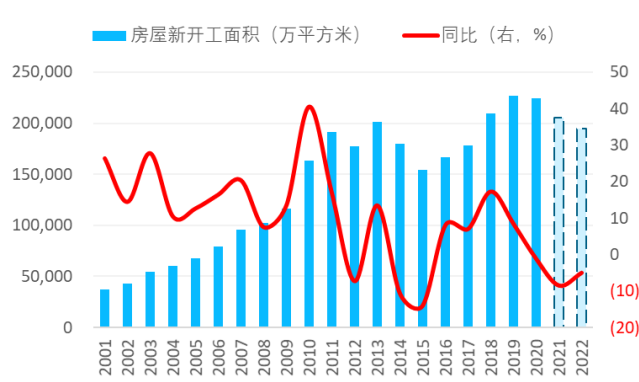
新开工方面，土地缩量仍将拖累房企新开工规模，市场活跃度不足、资金压力较大也会降低部分企业开工意愿，但整体市场可售存量处于近几年相对低位，低库存或是支撑新开工规模的重要因素，总体来看，2022年新开工规模将继续呈下行趋势，预计全年新开工面积同比下降5%。

图29：全国商品房库存处近10年较低水平



资料来源：wind，山西证券研究所

图30：2018年以来新开工面积增速总体下行

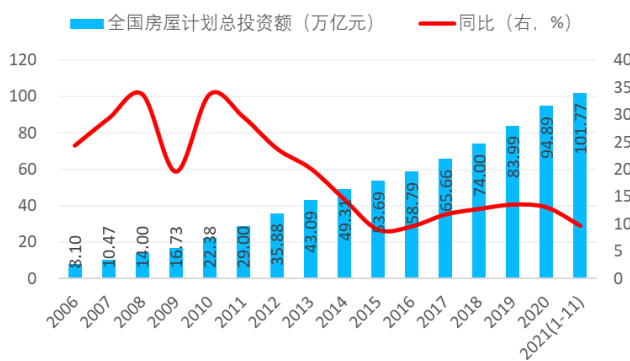


资料来源：wind，山西证券研究所

投资方面，庞大的在施工程规模下，地方政府保交楼监管力

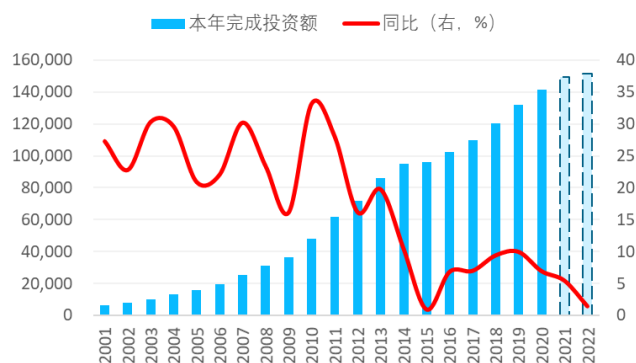
度将有所强化，行业竣工周期或将延续，建筑工程投资仍对开发投资额形成支撑，但考虑到土地购置费存在较大调整压力，全年开发投资额增速或收窄至低速区间，全年投资增速预计同比增长1.5%。

图31： 全国房屋计划总投资超过 100 万亿元



资料来源：wind，山西证券研究所

图32： 2018 年以来房地产投资增速逐渐收窄



资料来源：wind，山西证券研究所

3 企业：资金面维持紧平衡 加速洗牌

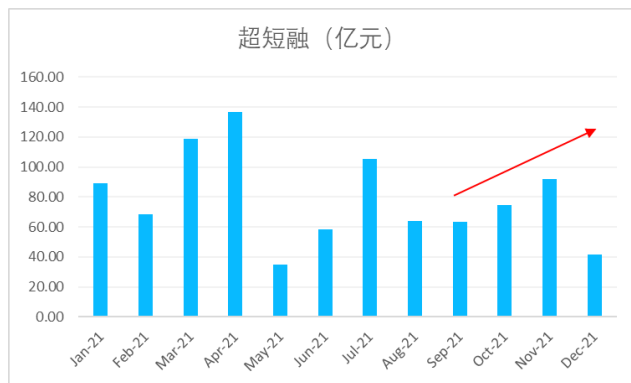
2022 年，房企融资环境将有所改善，但在销售下滑和银行端开发贷款总体偏紧的背景下，企业资金仍将维持紧平衡；行业将继续洗牌，央企和国企房企的资金优势和品牌优势将继续得到强化，市场份额将继续提升；而民营房企受资金限制，市场份额将继续下降。

3.1 企业资金继续维持紧平衡

为缓解恒大债务危机影响，10 月份以来，国内房企发债环境明显好转，超短融、私募债、一般公司债、中票融资额度逐月呈上升趋势；同时个人按揭贷款放款额度明显上升，11 月份国内房企资金状况明显好转，资金充裕度达到下半年以来最好水平。

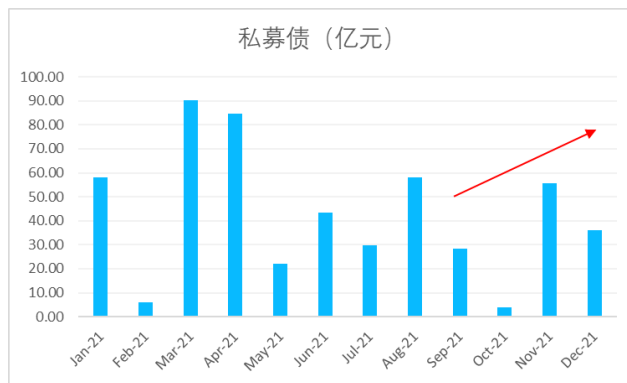
展望 2022 年，在央行货币政策边际宽松和“两维护”背景下，预计自住需求的按揭贷款将基本得到保证，同时在“保交房”政策稳定下，房企融资环境将有所改善，但在销售下滑和银行端开发贷款总体偏紧的背景下，企业资金仍将维持紧平衡。

图33： 2021 年房地产行业超短融发行情况



资料来源：wind，山西证券研究所

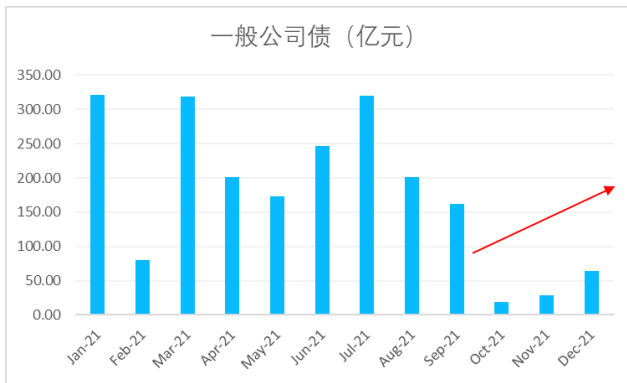
图34： 2021 年房地产行业私募债发行情况



资料来源：wind，山西证券研究所

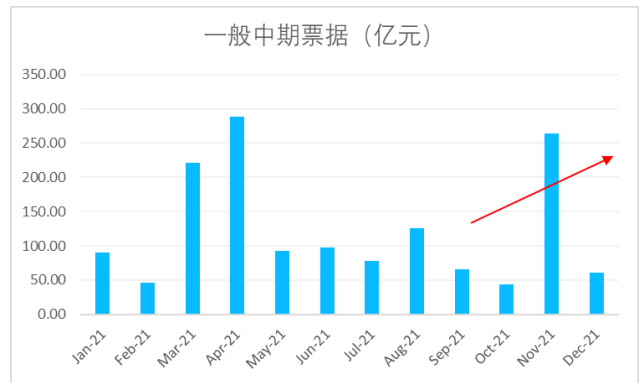


图35： 2021年房地产行业一般公司债发行情况



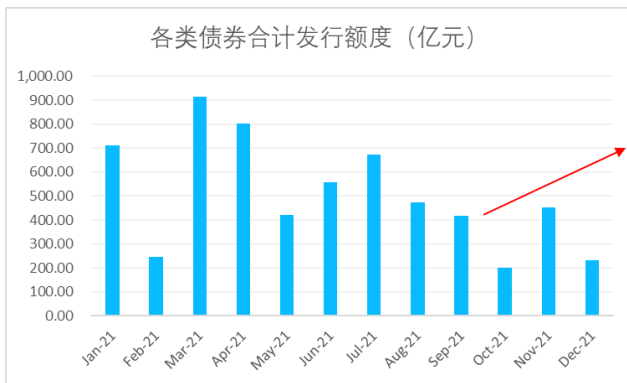
资料来源：wind，山西证券研究所

图36： 2021年房地产行业一般中期票据发行情况



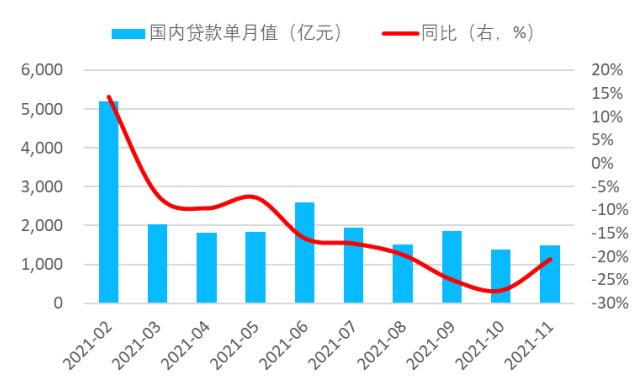
资料来源：wind，山西证券研究所

图37： 2021年房地产行业各类债券发行情况



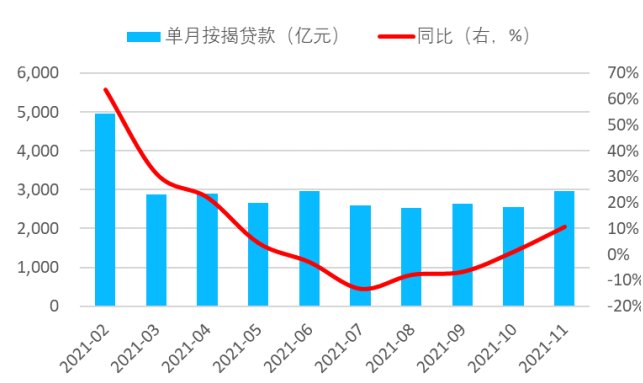
资料来源：wind，山西证券研究所

图38： 11月国内房企贷款额度下降幅度减缓



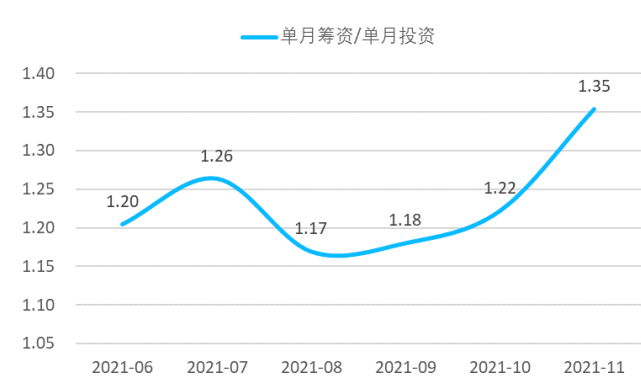
资料来源：wind，山西证券研究所

图39： 11月国内房企收到按揭贷款额度明显上升



资料来源：wind，山西证券研究所

图40： 11月份国内房企资金充裕度明显好转



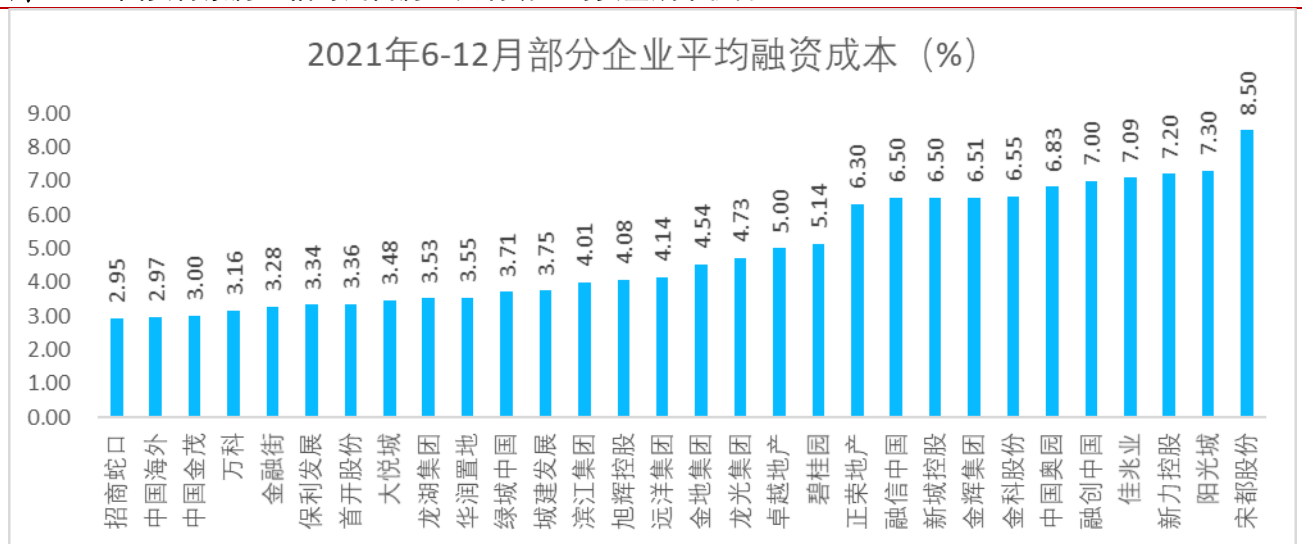
资料来源：wind，山西证券研究所

3.2 行业继续洗牌

2021年上半年，在同期低基数和需求集中释放的推动下，房企销售取得了较好的业绩，但下半年随着恒大债务危机出现，叠加之前华夏幸福、泰禾集团债务违约事件影响，整个行业对民营房地产企业信心普遍下降，民营房企在融资和拿地方面均受到限制，而同期央企和国企房企则在融资成本和融资额度等方面展现出较强的优势，凭借资金优势，央企和国企房企在土地市场表现也强于民营房企。

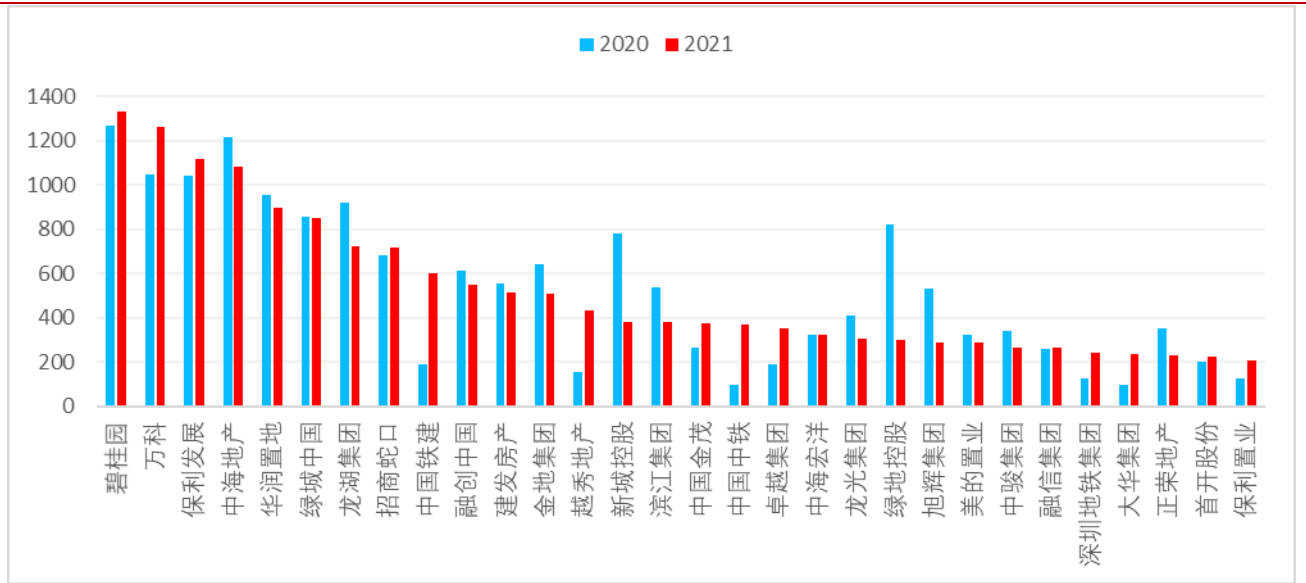
展望2022年，行业将继续洗牌，央企和国企房企的资金优势和品牌优势将继续得到强化，市场份额将继续提升；而民营房企受资金限制，市场份额将继续下降。

图41： 国资背景房企相对民营房企具有明显的资金成本优势



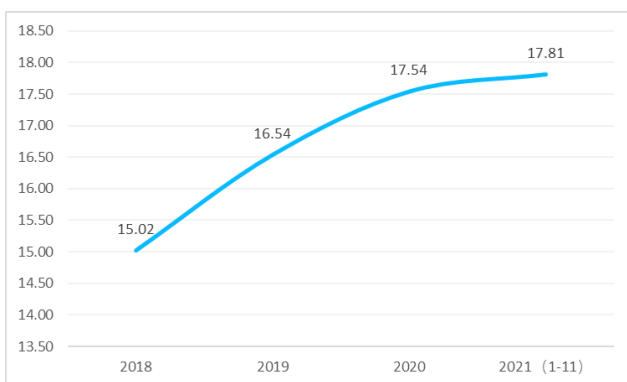
资料来源：wind，山西证券研究所

图42： 2021年1-11月与2020年同期拿地金额对比国资背景房企明显高于民营房企



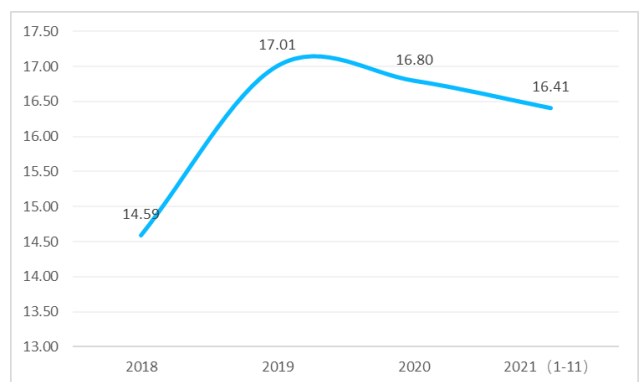
资料来源：wind，山西证券研究所

图43： Top10 国资房企销售金额市占率



资料来源：wind，山西证券研究所

图44： Top10 民营房企销售金额市占率



资料来源：wind，山西证券研究所

4 行业评级及投资策略

基于以上分析，我们给与房地产行业“看好”评级。

2022 年行业投资围绕两条主线：1、重点关注具有央企和国企背景的行业龙头公司：招商蛇口、保利地产、金地集团、万科 A；2、关注物管板块的龙头公司：招商积余；

4.1 给与行业“看好”评级

2022 年行业政策将以“稳”为主，同时坚持“房住不炒”的调控主基调，在货币政策边际宽松、“保交房”等政策保障下，行业销售总体将呈平稳下行趋势；企业资金紧张局面或有所缓解，行业集中度将继续提升，央企国企龙头市场份额预计继续上升；龙头企业估值将继续修复，整体带动行业估值回升。给与行业整体“看好”评级。

4.2 重点关注央企国企龙头

随着货币政策和行业政策的边际改善，国资背景房企凭借资金和品牌方面的优势，销售市场份额将继续提升，土地市场优势也将继续扩大，将为之后持续稳定发展奠定基础。同时，较低的估值水平将使龙头国资背景房企具有一定的估值修复空间，建议关注：招商蛇口、保利地产、金地集团、万科 A。

4.3 物管板块关注行业龙头

2021 年，受房地产行业开发规模下行影响，叠加华夏幸福、泰禾集团、恒大集团债务危机引发的整个行业资金链的紧张状况，以及物管行业频发的并购事件，引发了市场对物管板块公司存续性的担忧，物管类上市公司估值不断下行。

从基本面看，根据中国物业管理协会统计，2020 年国内物业在管面积达 259 亿平方米，物业管理总收入达 6232 亿元，未来随着行业政策推动，物管公司业务范围的拓展和服务水平的提升，行业总收入预计将超万亿元，仍有较大的市场空间。

同时，房地产行业资金紧张也为龙头物管企业提供了利用资金和品牌优势迅速扩大规模的机会，2022 年龙头物管公司将通过并购继续提升规模；同时，行业资金面的改善也将使龙头公司估值回升，建议关注行业龙头：招商积余。

5 风险提示

本文的分析推论基于对国家经济形势、政策导向、行业及公司本身的历史研究和未来发展判断，如果用于推断宏观、行业及公司未来发展的这些假设条件发生了较大的变化，将给我们的结论及盈利预测结果带来较大的偏差。请投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险。

我们提醒投资者应注意以下风险：

5.1 宏观经济政策变化风险

2022 年国际国内宏观形势仍存在诸多不确定性，国内宏观经济政策可能会有调整风险，可能对行业政策产生一定影响。

5.2 假设条件误差风险

报告中涉及房地产投资、销售、价格等数据推算，因存在较多假定条件，部分数据假设为一定区间范围，存在一定误差，相关数据仅供参考，请注意风险。

5.3 行业政策调整风险

房地产行业涉及面非常广，不同城市市场差异较大，行业总体政策和因城施策在执行层面会存在一些差异，会对行业发展产生不同影响，相关部门会根据行业发展情况对部分政策做出调整。



5.4 个别企业债务违约引发的市场情绪风险

2022 年行业资金面整体仍保持紧平衡，同时房地产市场收到多种因素的影响，如果个别企业不能有效应对，仍有资金断裂可能，这将对市场情绪产生一定负面影响。

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

