

杜昊昊  
分析师 SAC 执业编号: S1130521090001  
duhaomin@gjzq.com.cn

王祎馨  
联系人  
wangyixin@gjzq.com.cn

## 关于地产行业最关切问题的解答

### 核心观点

#### ■ Q1: 怎么看待全国性商品房预售资金监管办法出台?

■ A1: 我们在 1 月 26 日外发的《安徽发改委引导降首付, 需求侧积极信号明显》这一报告中指出, 考虑到近期工程款纠纷事件频发, 预售资金监管合理化调整有必要性。当前全国各地对预售资金的监管比例和执行的严格程度差异较大, 在这方面给予统一指示更有利于短期维稳。2022 年 2 月 10 日, 财联社报道全国性商品房预售资金监管办法的出台, 正好印证了我们此前的判断。我们认为这一调整对地产行业是实质性利好, 也是短期缓解众多房企现金流压力的最有效办法。从受益对象来看, 这一调整对部分尚未暴雷但现金流极其紧张的民营房企改善最大。我们认为后续市场的关注重心会从稳健为主的国企切换到高弹性的民企。根据我们的调研, 近期部分省份已经在预售资金监管的执行层面出现了点对点口头放松, 不再像此前那样超额监管, 开始允许部分企业按照施工进度提取监管资金去支付工程款。随着本次全国性商品房预售资金监管办法的出台, 我们预计后续会有更多城市在执行层面跟进落地, 调整监管方式。

#### ■ Q2: 怎么看地产行业的销售情况?

■ A2: 整体销售仍未企稳, 百强房企 2022 年 1 月全口径销售金额同比-41%。不同能级城市之间销售已有分化。今年春节期间一二线城市销售同比转正, 三线城市则保持大幅下滑态势。我们认为这主要是因为一二线城市库存相对不足, 部分城市去年 12 月下调房贷利率带动需求回升, 叠加按揭发放提速, 因而销售有所好转。而三线城市当前购房信心依然不足, 我们认为主要因为当前政策力度尚且不够扭转信心。我们预计需求侧实质性改善政策还会陆续出台, 诸如下调房贷利率、放开限购限贷、下调首付比例等方面会有更多政策落地。

#### ■ Q3: 为什么改善政策的效果似乎还不明显?

■ A3: 因为合力尚未形成。具体内容详见正文。

#### ■ Q4: 怎么看地产债的后续走势?

■ A4: 本次全国性预售资金监管意见的出台, 对房企短期的现金流改善有直接利好, 地产债或有一波反弹机会。但根本解决债务困境, 还需销售回暖。如果后续需求端政策落地速度不够快, 或是力度不够, 我们认为房企的债务违约风险还没有解除。

#### ■ Q5: 民企地产公司如何破局?

■ A5: ①现金流状况相对较好的民企正常运营。②现金流紧张, 但仍具有运营能力的民企, 可以通过变卖资产熬到销售转暖后度过本轮危机, 或者寻求国企入股变成混合所有制企业的方式脱困, 我们认为后者或是一个见效更快的出路。③现金流已很紧张甚至出现债务违约, 逐渐丧失运营能力的民企, 可能会在不断变卖资产后瘦身为一个子公司, 或者最终破产重组。

#### ■ Q6: 地产行业“国进民退”会到什么程度?

■ A6: 民企不会“团灭”, 存活概率和数量会超市场预期。主要因为: 第一, 仅 40 家上市民营房企的 2020 年销售金额占全国的比重 35%。第二, 国企地产商受限于杠杆率和运营能力, 无法填补民企全部份额。

#### ■ Q7: 对下游产业链的影响是什么?

■ A7: ①部分下游公司对中国恒大以外的房企客户应收账款计提金额的估计可能不足。②与地产销售关联较大的产业链下游公司, 短期收入方面或仍承压。③基于稳增长的目标, 预计一季度基建将有明显发力, 叠加预售监管资金的调整, 大宗商品的需求较有支撑。

### 投资建议

■ 我们认为市场关注重心会逐渐从稳健为主的国企切换到高弹性的民企, 比如融创中国。此外, 我们也依然看好以绿城中国为代表的 2021-22 年销售实现逆势增长的房企。物业板块, 我们看好拥有管理规模或密度, 在增值服务方面发展较好的优质民营物管公司, 比如碧桂园服务、金科服务和建业新生活。

### 风险提示

■ 房地产改善政策出台速度不及预期; 房地产改善政策落地效果不及预期

## 内容目录

Q1: 怎么看待全国性商品房预售资金监管办法出台? .....	3
Q2: 怎么看地产行业的销售情况? .....	3
Q3: 为什么改善政策的效果似乎还不明显? .....	6
Q4: 怎么看地产债的后续走势? .....	7
Q5: 民企地产公司如何破局? .....	8
Q6: 地产行业“国进民退”会到什么程度? .....	8
Q7: 对下游产业链的影响是什么? .....	8
投资建议 .....	10
风险提示 .....	12

## 图表目录

图表 1: 百强房企 2022 年销售同比下滑 41%.....	3
图表 2: 全国商品房销售金额同比增速和房贷利率走势.....	4
图表 3: 2021 年 12 月 50 城房贷利率.....	4
图表 4: 春节期间 30 大中城市中一、二、三线商品房成交面积情况.....	5
图表 5: 部分城市在 2021 年 12 月首套房利率下调.....	6
图表 6: 2021 年 Q4 定金及预收款和按揭贷款同比增速走势背离.....	6
图表 7: 2022 年房企境内外到期债务规模.....	7
图表 8: 2020 年 40 家上市民企销售额占全国的比例达 35%.....	8
图表 9: 地产产业链公司对恒大的应收账款情况.....	9
图表 10: 建材家居景气指数同比增速与商品房销售同比增速走势基本一致.....	9
图表 11: 部分省份 2022 重大项目投资计划出台时间早于去年.....	10
图表 12: 南华商品指数一路走高.....	10
图表 13: A 股地产公司 PE 走势.....	11
图表 14: 港股地产公司 PE 走势.....	11
图表 15: 港股物业公司 PE 走势.....	11
图表 16: 覆盖公司估值情况.....	12

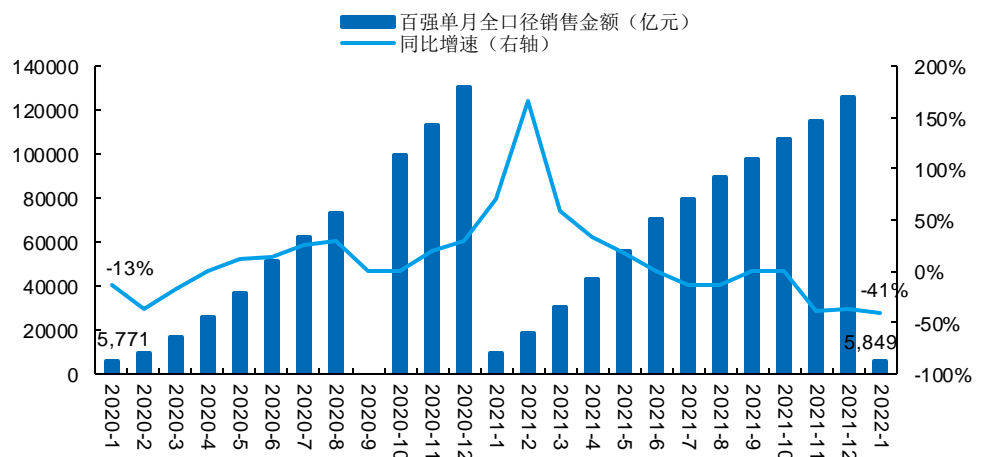
## Q1: 怎么看待全国性商品房预售资金监管办法出台?

- A: 我们在 1 月 26 日外发的《安徽发改委引导降首付，需求侧积极信号明显》这一报告中指出，短期供给端政策调整仍有必要，考虑到近期工程款纠纷事件频发，预售资金监管合理化调整有必要性。当前全国各地对预售资金的监管比例和执行的严格程度差异较大，在这方面给予统一指示更有利于短期维稳。2022 年 2 月 10 日，根据财联社报道，全国性商品房预售资金监管办法的出台正好印证了我们的判断。
- 我们认为这一调整对地产行业是实质性利好，也是短期缓解众多房企现金流压力的最有效办法。从受益对象来看，这一调整对部分尚未暴雷但现金流极其紧张的民营房企改善最大。我们认为后续市场的关注重心会从稳健为主的国企切换到高弹性的民企。
- 根据我们的调研，近期部分省份已经在预售资金监管的执行层面出现了点对点口头放松，不再像此前那样超额监管，开始允许部分企业按照施工进度提取监管资金去支付工程款。随着本次全国性商品房预售资金监管办法的出台，预计后续会有更多城市在执行层面跟进落地，调整监管方式。

## Q2: 怎么看地产行业的销售情况?

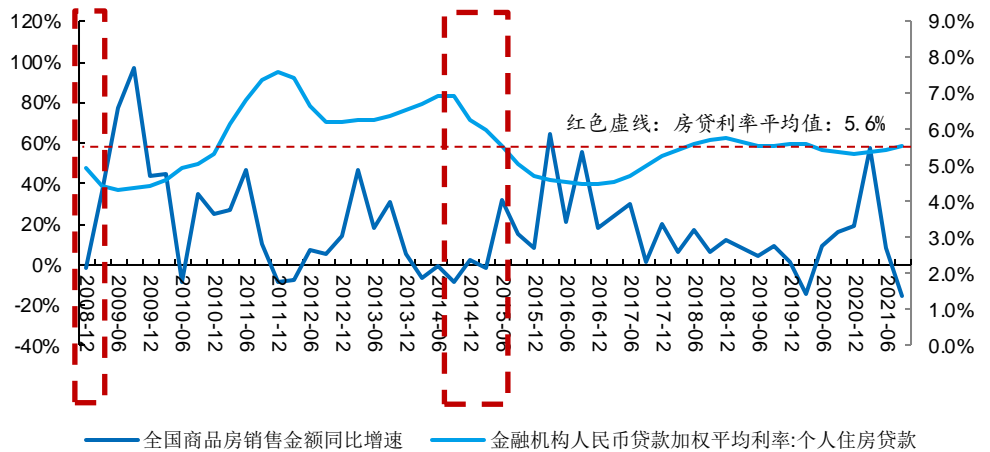
- A: 整体销售仍未企稳，预计需求侧实质性改善政策还会陆续出台。百强房企 2022 年 1 月销售数据仍保持大幅下行趋势。克而瑞数据显示，2022 年 1 月，百强房企全口径销售金额 5,849 亿元，绝对值回落至 2020 年 1 月疫情期间的体量，相较 2021 年同比增速为-41%，相较 2020 年 1 月小幅增长 1.4%。我们预计全国今年 1 月销售情况也仍会是负增长。也就是说，自 2021 年 7 月以来，全国销售已连续 7 个月负增长。从历史上来看，连续这么长时间的销售负增长阶段（比如 2008 年和 2014 年），房贷利率都会迎来一段连续下降周期。2022 年 1 月公布的 5 年期 LPR 已下调 5BP，我们预计最近会有更多的城市的房贷利率加入下调行列。此前我们预判南京这类首套房利率还维持在 6.15% 高位的城市，大概率会下调。2022 年 2 月 9 日，365 淘房网报道了南京多家银行下调了房贷利率，平均下调了 20BP，印证了这一判断。我们依然认为，后续在下调房贷利率、放开限购限贷、下调首付比例等方面会有更多政策落地。

图表 1: 百强房企 2022 年销售同比下滑 41%



来源: 克而瑞, 国金证券研究所

图表 2: 全国商品房销售金额同比增速和房贷利率走势



来源: wind, 国金证券研究所

图表 3: 2021 年 12 月 50 城房贷利率

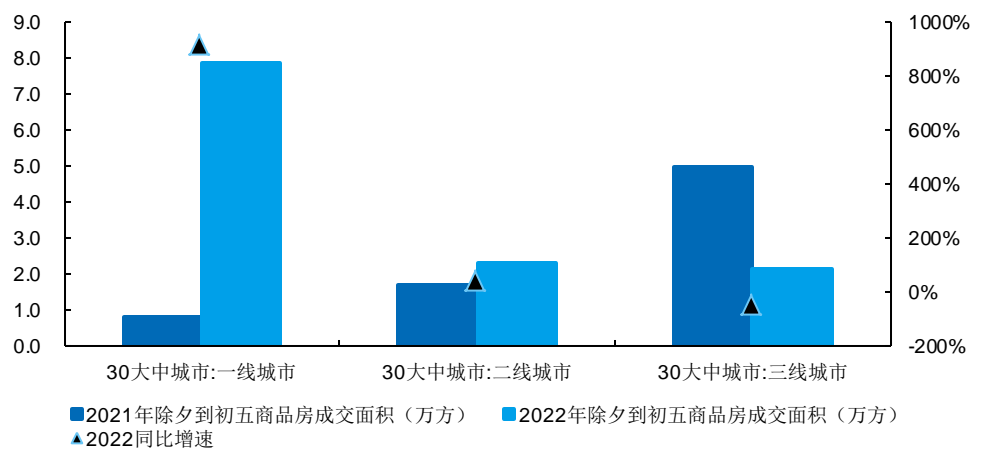
城市	首套主流利率	二套主流利率
北京	5.20%	5.70%
上海	5.00%	5.70%
广州	5.85%	6.00%
深圳	5.10%	5.60%
重庆	5.85%	6.05%
苏州	5.50%	6.00%
杭州	5.85%	5.95%
南京	6.15%	6.35%
天津	4.95%	5.25%
成都	5.64%	6.13%
武汉	5.73%	5.98%
宁波	5.45%	5.70%
佛山	6.00%	6.20%
无锡	6.00%	6.15%
东莞	5.75%	5.95%
长沙	5.64%	5.88%
温州	5.50%	5.70%
西安	5.85%	6.05%
青岛	5.45%	5.75%
郑州	5.63%	5.88%
济南	5.55%	5.80%
合肥	5.88%	6.37%
厦门	4.95%	5.45%
珠海	5.80%	6.10%
绍兴	5.50%	5.70%
常州	5.70%	5.90%
泉州	5.30%	5.50%
福州	5.30%	5.45%
嘉兴	5.70%	5.80%

沈阳	5.35%	5.60%
南通	5.40%	5.60%
石家庄	5.25%	5.39%
大连	5.60%	5.80%
昆明	5.40%	5.80%
绵阳	5.90%	6.37%
烟台	5.40%	5.60%
中山	5.70%	5.80%
南昌	5.88%	6.13%
哈尔滨	5.00%	5.25%
呼和浩特	5.25%	5.35%
徐州	5.75%	5.95%
芜湖	5.88%	6.37%
惠州	5.80%	6.30%
洛阳	5.88%	6.37%
太原	5.35%	5.45%
贵阳	5.65%	5.88%
兰州	5.50%	5.60%
廊坊	5.39%	5.69%
银川	4.95%	5.35%
长春	5.00%	5.25%

来源：贝壳研究院，国金证券研究所

- 但不同能级城市之间已经开始分化。今年春节期间一二线城市销售同比转正，三线城市则保持大幅下滑态势。从 30 大中城市商品房成交面积来看，从除夕到今年初五，一、二、三线城市的成交面积分别为 7.9 万方、2.3 万方和 2.1 万方，较去年除夕到初五的成交面积同比增速分别为+914%、+33%和-57%。我们认为这主要是因为一二线城市库存相对不足，部分城市去年 12 月下调房贷利率带动需求回升，叠加按揭发放提速，销售有所好转。而三线城市当前购房信心依然不足，我们认为当前的政策力度尚且不够扭转信心。

图表 4：春节期间 30 大中城市中一、二、三线商品房成交面积情况



来源：中指院，国金证券研究所 注：春节期间指的是除夕到初五

图表 5: 部分城市在 2021 年 12 月首套房利率下调

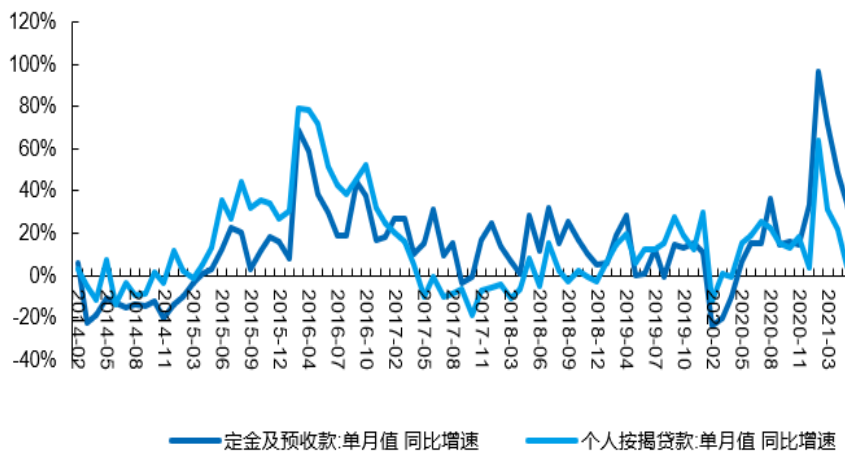
城市	12 月利率	环比变化
中山	5.70%	-0.25%
洛阳	5.88%	-0.25%
郑州	5.63%	-0.22%
惠州	5.80%	-0.20%
绍兴	5.50%	-0.20%
苏州	5.50%	-0.20%
银川	4.95%	-0.15%
泉州	5.30%	-0.10%
常州	5.70%	-0.10%
哈尔滨	5.00%	-0.10%
杭州	5.85%	-0.05%
福州	5.30%	-0.05%
济南	5.55%	-0.05%
武汉	5.73%	-0.05%

来源: 贝壳研究院, 国金证券研究所

### Q3: 为什么改善政策的效果似乎还不明显?

- A: 当前陆续出台的改善政策, 积极信号是明确的, 但对销售改善的效果不甚明显, 我们认为其原因在于合力尚未形成。
- 一方面, 以央行为代表的金融部门, 对地产的态度已十分积极。无论是按揭, 并购贷, 还是保障性租赁住房的贷款, 都出现了正向反馈, 按揭加快了放款速度, 并购贷不计入三条红线, 保障房贷款不计入银行两集中范围。但金融始终只是润滑剂, 当前消费者的购房信心依然不足, 这主要是由于经济下行带来了收入下降的悲观预期, 以及房价转跌和烂尾现象增多等原因。国家统计局的数据显示, 房企开发资金来源中的定金部分, 去年 10-12 月同比持续下滑, 而 11 月的按揭增速是有改善的, 12 月继续恶化。这意味着按揭额度的增加也无法切实改善房企的现金状况, 因为需求不足。

图表 6: 2021 年 Q4 定金及预收款和按揭贷款同比增速走势背离



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

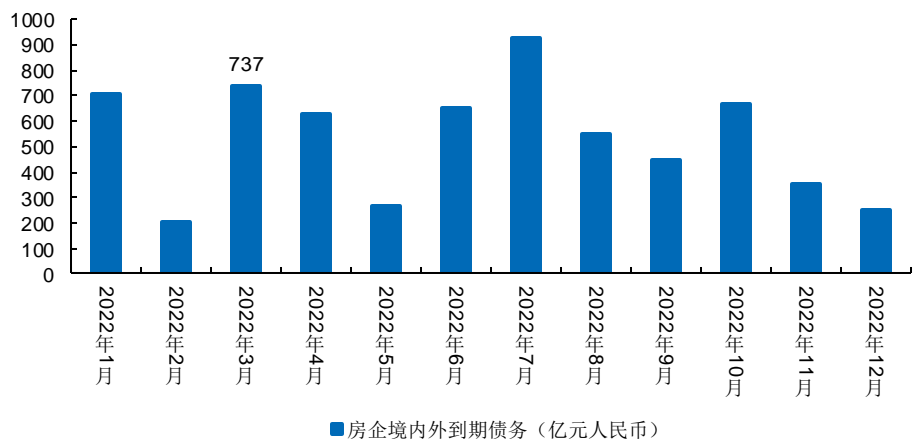


- 另一方面，住建部当前的核心诉求是保交付。在恒大暴雷后，预售资金监管变得尤为重要，毕竟这是在房企没有现金去施工的情况下，能够保障已售住房得以交付的托底资金。当然，此前的监管因为过于严苛，实际上反而加重了房企现金流的恶化。在极严苛的监管措施下，即使是优质房企，也不仅无法按照以往的节点和额度提取监管资金，还需要从别处腾挪资金来完成项目的竣工，最终才能释放部分被监管住的现金。这种过于严苛的监管带来的负面影响已被看到，但保交付的 KPI 又至关重要，于是就出现了不同城市对预售资金监管松紧复现的状况。我们此前就强调，目前很多房企已经到了无法腾挪资金去完成施工的时候，监管账户里的资金释放，才能顺利完成一些项目的竣工，只要保证监管资金的用途不被挪作他用，释放监管账户里的资金是应当且合理的。2022 年 2 月 10 日，财联社报道全国性商品房预售资金监管办法已于近日出台，印证了这一判断。
- 最后，以上海为代表的一二线热点城市，因为当前库存并不算充足，如若放松，房价会有上涨压力，这也在一定程度上掣肘了一些放松政策的出台。

#### Q4：怎么看地产债的后续走势？

- A：预售资金监管放松有利于短期信心恢复，但根本解决困境还需销售企稳。根据我们此前的调研，因为销售的持续下行，和尚未纠偏的预售资金监管，部分未出险房企的现金流状况也十分紧张。部分房企大比例裁员进度放缓，并非经营状况改善，而是因为无法一次性支付大规模的裁员赔偿。2022 年 2 月 10 日，根据财联社报道，全国性商品房预售资金监管的意见已于近日出台，最新文件明确预售资金监管额度由市、县级住房城乡建设部门根据项目合同、工程造价等核定，以确保项目竣工所需资金，达到监管额度之后的剩余资金则可以由房企提取使用。我们认为这一调整对房企短期的现金流改善有直接利好，地产债或有一波反弹机会。但根本解决债务困境，还需销售回暖。如果后续需求端政策落地速度不够快，或是力度不够，我们认为房企的债务违约风险还没有解除。原因有 3 点：①1 月销售表现依然不好。而且后续若销售需求部分转暖，届时因为房企会加快推出供给，那供给的短期暴增，产品力不行的房企销售改善幅度也会落后。②融资能力的恢复，只惠及了国企和部分头部民企，出险和潜在出险房企的融资尚未完全恢复。③央国企通过并购化解房企风险的量级和速度赶不上房企债务到期的速度。根据中指院的不完全统计，3 月份房企到期的海内外债务合计 737 亿元人民币。

图表 7：2022 年房企境内外到期债务规模



来源：中指院，国金证券研究所

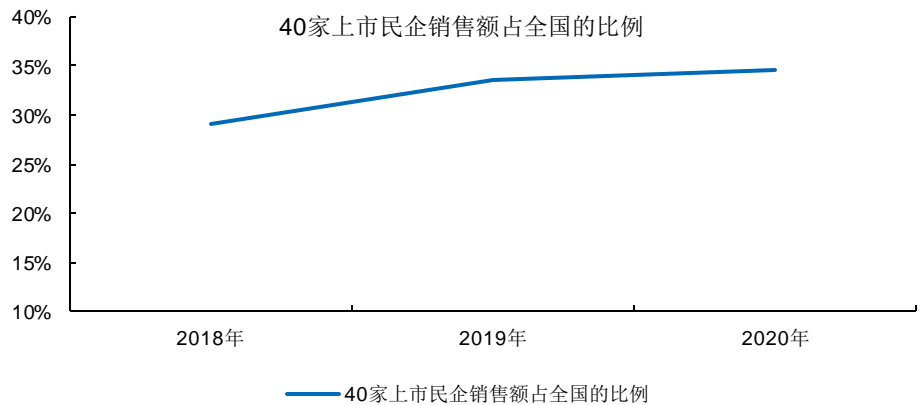
### Q5: 民企地产公司如何破局?

- A: 我们认为当前的民营房企大致可以分为三类:
- 第一类, 现金流状况相对较好, 还能投资拿地的民企, 预计会按照原先的节奏继续推进正常运行, 还是可以很好发展, 销售甚至还可能有增长。
- 第二类, 现金流很紧张, 但仍具有运营能力的民企, 可以通过变卖资产熬到销售转暖后度过本轮危机, 或者寻求国企入股变成混合所有制企业的方式脱困, 我们认为后者或是一个见效更快的出路。
- 第三类, 现金流已很紧张甚至出现债务违约, 逐渐丧失运营能力的民企, 可能会在最好的资产变卖后, 瘦身为一个小公司, 或者最终破产重组。

### Q6: 地产行业“国进民退”会到什么程度?

- A: 国进民退是正在发生的事实, 但我们依然强调, 民企不会“团灭”。民企是地产行业不可或缺的一份力量, 存活概率和数量会超市场预期, 随着各项纠偏政策的落地, 民企也将迎来转机。以上判断基于以下两点原因: 第一, 根据我们的统计, 仅 40 家上市民营房企的 2020 年销售金额占全国的比重 35%。如果这部分企业在今年出现集体暴雷, 则今年的商品房销售下滑幅度或将在 30% 以上。我们认为, “房地产行业的健康平稳发展”需要民企的积极参与, 当前民企整体陷入危机的局面一定会有改变, 预计未来民营房企的融资将迎来改善。第二, 国企地产商受限于杠杆率和运营能力, 无法填补民企全部份额。① 国企的杠杆率本身也受到严格控制, 无法在短期内大加杠杆填补上民企让出的份额。② 国企的运营效率不及民企, 尤其是三四线的项目更依靠运营能力, 国企短期内替代不了。

**图表 8: 2020 年 40 家上市民企销售额占全国的比重达 35%**



来源: Wind, 国金证券研究所

### Q7: 对下游产业链的影响是什么?

- A: 地产产业链上市公司, 对中国恒大的应收账款大多有计提准备, 一些公司已发布业绩预减公告, 表明恒大的应收账款需要计提信用减值损失, 市场对此预期也较为充分。但当前地产行业销售拐点尚未出现, 其他一些大中型房企现金流危机犹存, 市场或对中国恒大以外的大中型房企应收账款的计提金额估计可能不足。预售资金监管的调整, 短期对下游产业链公司现金流也是利好。



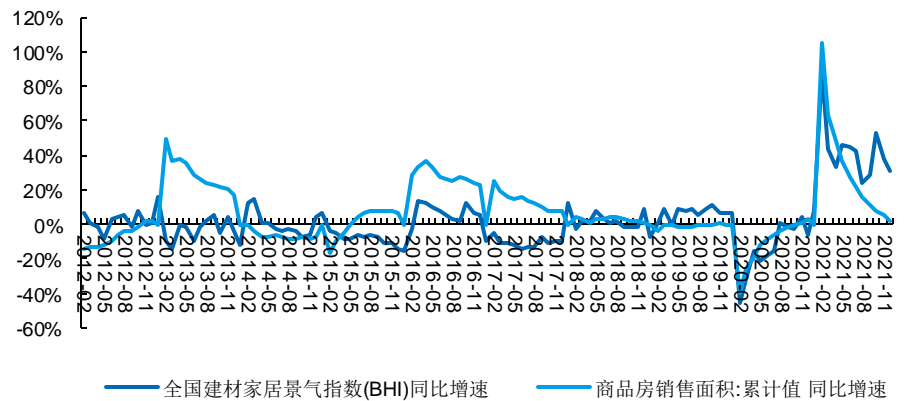
- 此外，建材类企业与地产销售和施工的相关性较强。因为地产销售目前尚未企稳，与地产销售关联较大的产业链下游公司，短期收入方面或也仍承压。

图表 9: 地产产业链公司对恒大的应收账款情况

上市公司	1H21 恒大相关应收账款或票据 (万元)	2020 年净利润 (万元)	1H21 恒大应收款占 2020 净利润的比例
我乐家居	4925.7	21955.3	22.4%
皮阿诺	15000.0	19693.9	76.2%
索菲亚	20219.3	119224.8	17.0%
建艺集团	90876.0	(2459.9)	N.A.
江山欧派	67795.9	42579.1	159.2%
喜临门	7135.5	31340.5	22.8%
广田集团	271509.0	(78427.5)	N.A.

来源: wind, 国金证券研究所

图表 10: 建材家居景气指数同比增速与商品房销售同比增速走势基本一致



来源: wind, 国金证券研究所

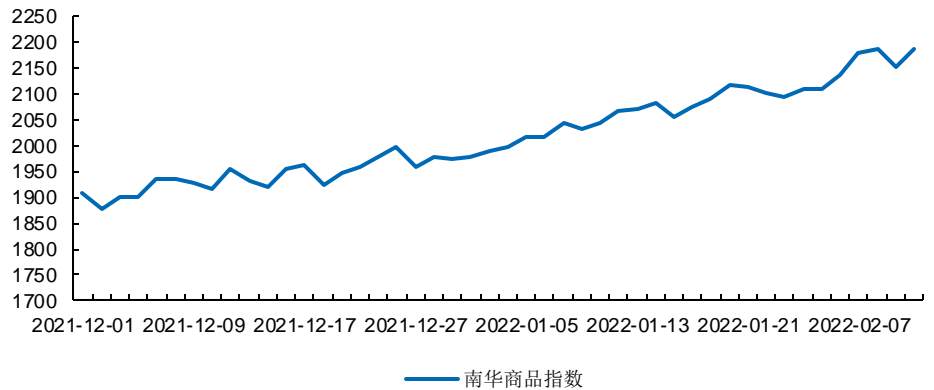
- 基于稳增长的目标，我们预计一季度基建将有明显发力。从重大项目落地情况来看，安徽、河北、四川、厦门、浙江等多个省份今年的投资计划出台时间早于去年。此外，根据我们的调研，因为稳增长的需求，一些非涉房的建筑类央企国企，会在 Q1 提前释放订单量。叠加昨天全国性预售资金监管调整文件的出台，后续施工和竣工的情况会有所好转，这都会对部分大宗商品的需求有所支撑。南华商品指数最近 2 个月一路走高，这也表明需求强劲的市场预期。

图表 11: 部分省份 2022 重大项目投资计划出台时间早于去年

地区	时间	2022年重大项目投资计划	涉及领域	2021年时间
广东	2021年12月23日	初步安排2022年重点项目投资计划9000亿元,比2021年增加1000亿元。	将加快推进在建工程,抓紧新开工一批成熟项目,提前开工建设一批重大交通、能源水利、城市管网等重点项目	2021年1月24日
安徽	2022年1月4日	2022年第一批全省重大项目集中开工动员会,集中开工重大项目731个,总投资3760.6亿元,年度计划投资1262.5亿元。	涉及战略性新兴产业、交通、社会事业等领域	2021年1月17日
河北	2022年1月4日	2022年河北重点建设项目共安排695项,总投资1.12万亿元,年内预计完成投资2500亿元以上。	涉及战略性新兴产业项目,产业链现代化提升项目,数字基础设施及应用项目,现代服务业项目,重大基础设施项目及民生补短板项目。	2021年2月2日
四川	2022年1月4日	2022年第一季度重大项目集中开工,共组织10亿元以上重大项目100个,总投资2322亿元。	涉及基础设施、现代产业、民生及社会事业等领域。	2021年3月29日
浙江	2022年1月5日	358个项目集中开工,总投资6386亿元,年度计划投资921亿元,计划3月底前全部实质性开工建设。	以清洁能源、轨道交通、安澜工程;公共卫生、基础教育、文化旅游点;保障性住房、老旧小区改造、地下管网改造为重点;数字经济、新材料、生物医药为重点。	2021年3月17日
广西	2022年1月10日	一季度集中开工项目共649个,总投资3319亿元,其中新开工项目395个,竣工项目254个。	项目涵盖产业发展、基础设施、社会民生等领域。	2021年3月30日
山东	2022年1月20日	2022年山东省重大项目共600个,包括449个实施类项目和151个准备类项目,总投资2.14万亿元。	新能源整车产业链、物联网显示器、高铁、清洁能源基地、现代水网设施、高能创新平台、生态修复、养老育儿	2021年3月4日
湖北	2022年1月14日	全省重大交通运输项目集中开工,共89个项目,总投资847亿元,确保一季度交通运输项目建设“开门红”。	涉及高速公路、国省干线、水运物流等领域	2021年2月22日
陕西	2022年2月7日	全省2022年第一季度重点项目集中开工活动举行共46个项目,总投资1012亿元。预计年内完成投资251亿元,13个项目可建成。	聚焦创新驱动、先进制造、产业升级等领域	2022年2月19日
长沙	2022年2月7日	长沙市一季度集中开工项目5000万以上的共计256个,预估总投资1778亿元,本年度计划投资476亿元。	涉及先进制造业、科技创新等产业,基础设施、社会民生和生态环保等项目	2022年2月20日
福建	2022年2月7日	此次集中开工的重大项目涉及产业项目147个,总投资1766亿元,基础设施项目53个,社会民生项目30个。	聚焦传统基础设施、新型基础设施、传统产业改造升级、战略性新兴产业	2022年3月2日

来源: 各政府官网, 国金证券研究所

图表 12: 南华商品指数一路走高

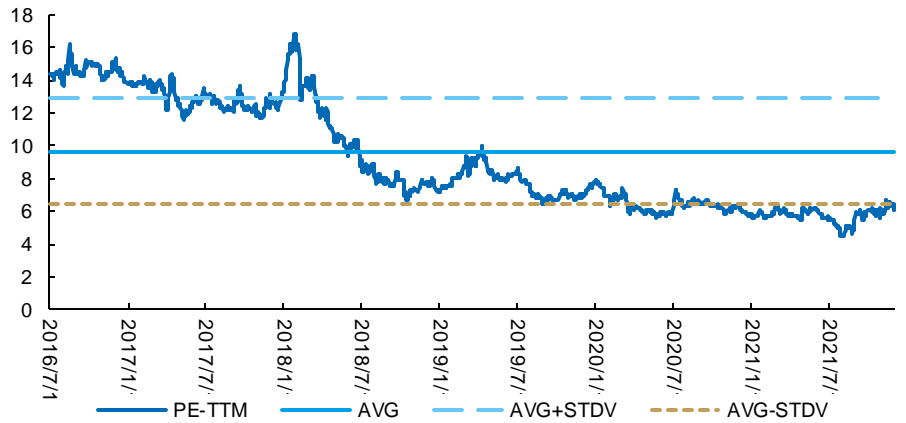


来源: wind, 国金证券研究所

## 投资建议

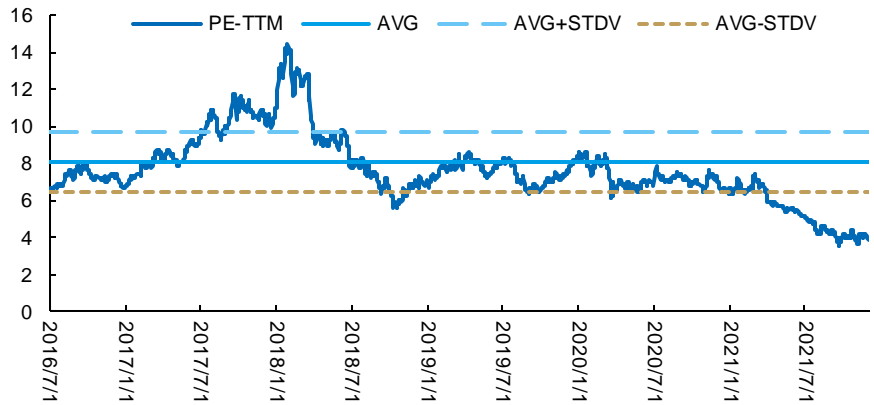
- 我们在 1 月 26 日的《安徽发改委引导降首付, 需求侧积极信号明显》这一报告中明确提到, 短期供给端政策调整仍有必要。昨日全国性预售资金监管调整办法的出台也印证了我们这一判断。我们认为, 后续民营房企的处境将有边际改善, 市场关注重心也会逐渐从稳健为主的国企切换到高弹性的民企, 比如融创中国、新城控股。此外, 我们也依然看好以绿城中国为代表的 2021-22 年销售实现逆势增长的房企。
- 物业板块, 地产政策的边际改善, 物业的估值修复会更快, 幅度会更大。因为物业的业绩相对地产更有保障, 且物业公司自身的运营能力将愈发有所体现。在地产行业风险没有完全出清的阶段, 国企物管公司因为关联房企稳健而享有更高确定性和估值。我们看好已经出台股权激励计划的保利物业和具备商管平台输出能力的华润万象生活。中长期来看, 物管公司自身的运营效率高将决定其估值高低。在这一点上, 我们认为民营物业公司更有可能胜出。主要看好两类: 第一, 受益于物业行业整合加速, 规模大幅提升, 增值服务方面探索出成熟产品线后能快速起量的头部物管公司, 推荐碧桂园服务。第二, 基础物管密度高, 口碑好, 且在增值服务方面发展有方的区域龙头物业公司。这些物业公司的关联房企流动性危机解除后, 未来估值修复弹性较大。推荐金科服务、建业新生活。

图表 13: A 股地产公司 PE 走势



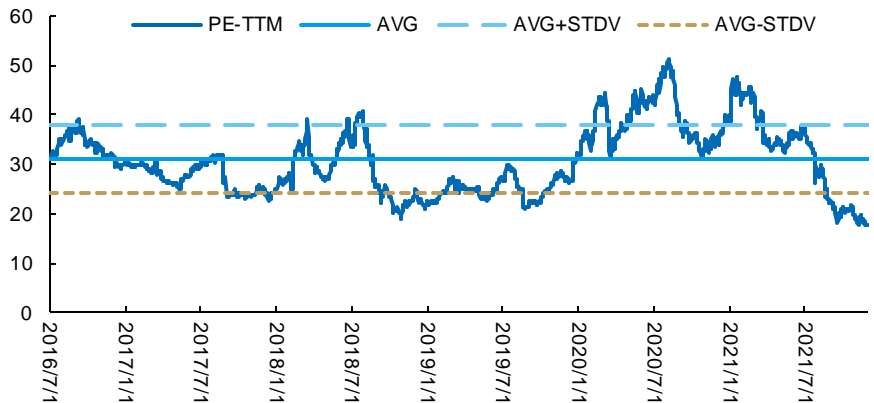
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 14: 港股地产公司 PE 走势



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 15: 港股物业公司 PE 走势



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 16: 覆盖公司估值情况

股票代码	公司名称	评级	市值 (亿元)	EPS		PE		归母净利润 (亿元)		归母净利润 增速	
				2020A	2021E	2020A	2021E	2020A	2021E	2020A	2021E
000002.SZ	万科 A	买入	2,346	3.6	2.7	5.7	5.1	415	463	8%	11%
600048.SH	保利地产	买入	1,918	2.4	2.5	6.6	6.4	289	300	4%	4%
001979.SZ	招商蛇口	买入	1,130	1.5	1.6	9.2	8.8	123	129	-24%	5%
1908.HK	建发国际	买入	175	1.8	2.5	7.9	5.5	22	32	35%	44%
3380.HK	龙光集团	买入	220	2.3	2.8	2.0	1.4	111	157	37%	41%
9666.HK	金科服务	买入	205	1.7	2.6	18.5	12.2	11	17	69%	80%
9983.HK	建业新生活	买入	55	0.3	0.5	13.0	8.9	4	6	45%	43%
6098.HK	碧桂园服务	买入	1,416	0.8	1.2	52.7	35.0	27	40	61%	51%
1209.HK	华润万象生活	增持	851	0.4	0.6	131.0	60.8	7	14	77%	116%
	平均值		924	1.6	1.9	27.4	16.0	112	129	34%	44%
	中位值		851	1.7	2.5	9.2	8.8	27	40	37%	43%

来源: wind, 国金证券研究所 注: 1) 数据截至 2022 年 2 月 10 日; 2) 预测数据均为国金预测

### 风险提示

- **房地产改善政策出台速度不及预期。**我们预计未来有更多更大力度改善政策出台。若届时政策尚未出台，房企销售或将继续恶化，后续可能会有更多房企暴雷，原先较为稳健安全的房企可能也会面临一定危险。
- **房地产改善政策落地效果不及预期。**政策落地需要时间，基层工作人员推进工作自有其流程，购房者观望态度扭转也需要一定时间，若政策落地的效果不及预期，上市房企业绩或受到影响。

**公司投资评级的说明：**

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；  
中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；  
减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；  
增持：预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%-15%；  
中性：预期未来 3-6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%-5%；  
减持：预期未来 3-6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402