



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

2022年房地产热点解析系列三 (十问十答)

西南证券研究发展中心
房地产研究团队
2022年7月

Q1：新房销售恢复如何？

Q2：二手房恢复如何？

Q3：22-25年行业销售/投资/开竣工预期？

Q4：土拍市场情况如何？

Q5：地产板块的上涨因素和策略？

Q6：销售回暖，产业链是否有机会？

Q7：物业股投资策略？

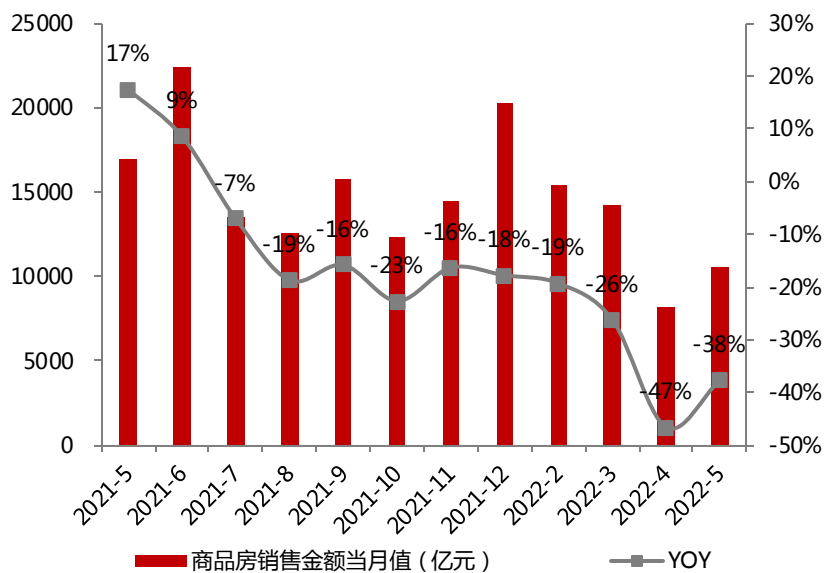
Q8：当下库存如何？

Q9：民企地产还有暴雷风险吗？

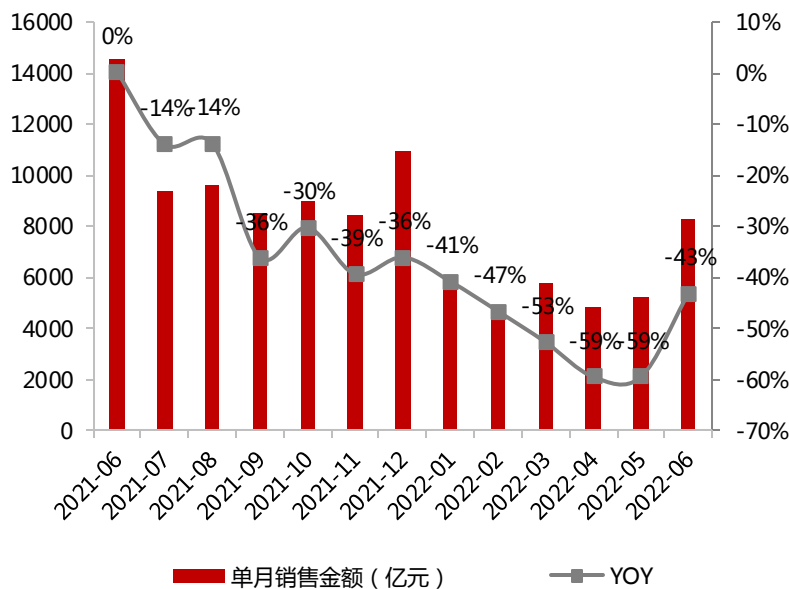
Q10：日本房地产危机爆发原因和启示？

- **6月销售降幅进一步收窄，市场恢复力度中等。**2022年5月商品房销售面积1.1亿方，同比下降32%，降幅较上月收窄7pp，销售额1.1万亿元，同比下降38%，降幅较上月收窄9pp。结合克尔瑞数据，百强房企6月单月实现销售面积4764万平方米，同比下降51%，5月降幅减少6pp；实现全口径销售金额8311亿元，环比增长59%，同比下降43%，较5月降幅减少17pp。
- **6月重点35城累计销售面积同比-5%，环比+69%。**其中一线城市同比-12%，环比+120%；二线同比+1%，环比+66%；三四线同比-17%，环比+48%。据CRIC监测，**6月克尔瑞监测重点30城成交面积环比+31%，同比-38%。**其中一线城市成交环比+85%，同比-17%；26个二三线城市市场整体回稳，但城市分化加剧，成交环比+24%，同比-41%。回暖原因一方面是政策刺激作用开始显现，另一方面也受节假日期间促销活动、部分城市优质项目集中热销的拉动，同时北上挤压性需求释放带动了短期成交量的上升。wind城数据与克尔瑞数据存在差异，主要由于部分城市数据中包含非市场性因素，如有**前期签约项目集中备案**等，尤其是青岛、广州、苏州和连云港等城市的数据都出现了明显的异动。

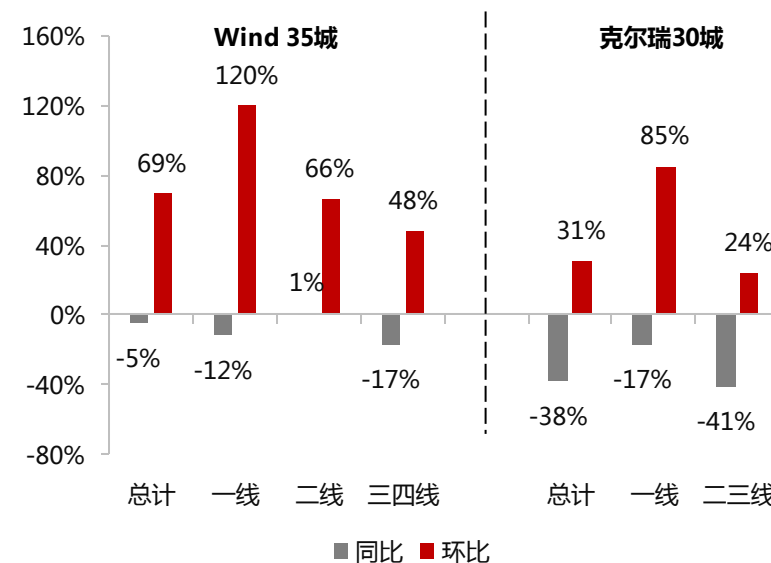
图：全国商品房单月销售金额及同比



图：百强房企单月销售金额及同比

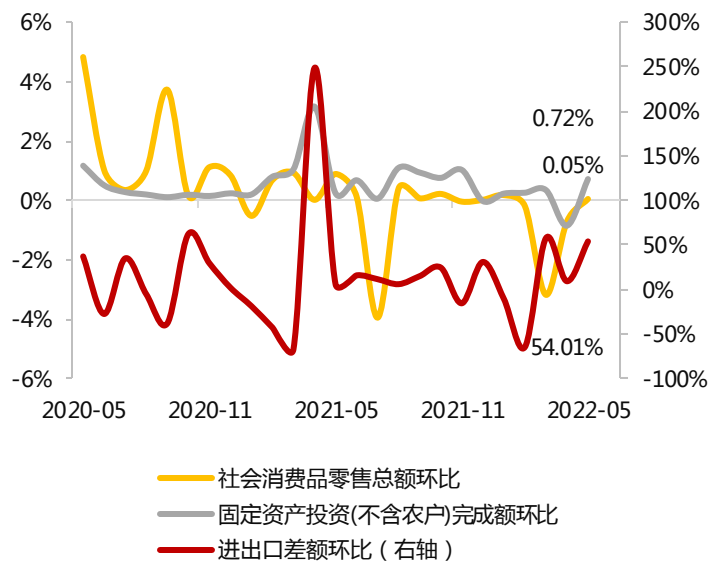


图：分能级城市销售表现

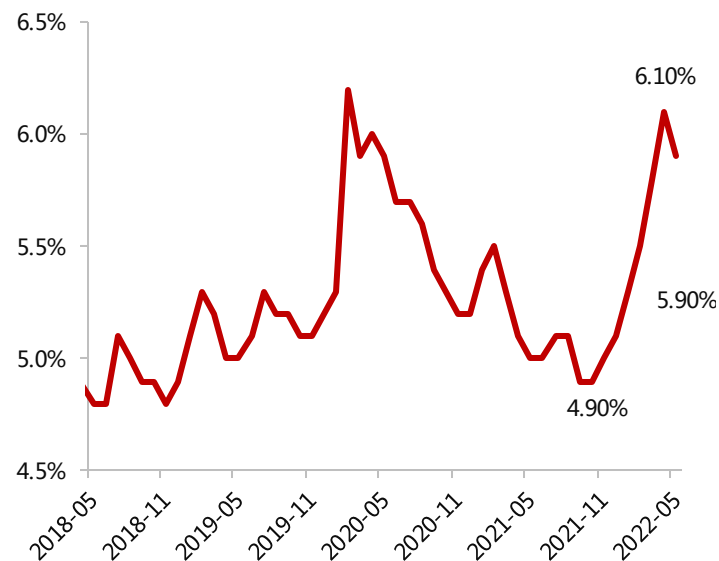


- **销售下行核心是购买力和购买意愿双降**，随着国内经济稳步复苏，疫情得到有效管控，叠加前期政策的持续宽松，预计下本年新房销售有望持续恢复：
- ✓ **1) 宏观经济复苏，收入预期转好，购买力边际恢复。**2022年5月份社会消费品零售总额，固定资产投资（不含农户）完成额和进出口差额分别环比增长0.72%，0.05%和54.01%，均呈现正向增长；5月份全国城镇调查失业率为5.9%，自2021年9月份以来首次下降；社会消费品零售总额，固定资产投资（不含农户）完成额和进出口差额增长，失业率下降，这些经济复苏的积极信号带动人们对未来收入预期转好，居民购买力开始边际恢复。
- ✓ **2) 暴雷房企数量减少，购房者对于项目交付担忧下降，购买意愿提升。**购买意愿和预期相关，随着21年下半年民营房企债务违约事件的集中爆发，近期房企暴雷数量逐渐减少，且目前剩余未暴雷房企以央国企为主，市场对于项目交付的担忧逐步缓解。

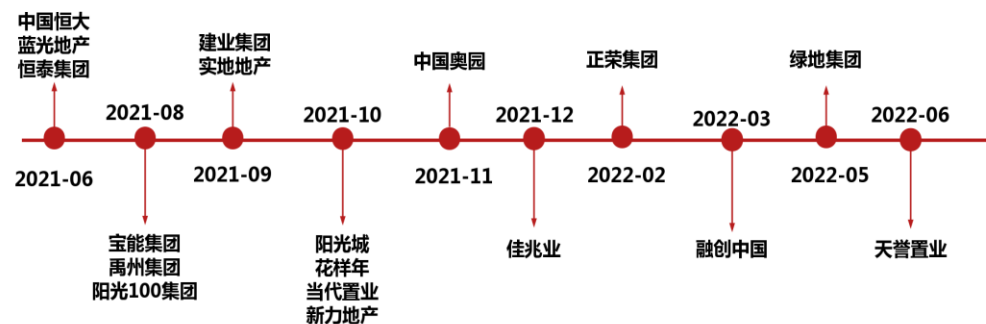
图：社零、投资、进出口环比增速



图：全国城镇调查失业率



图：主要房企暴雷时间



- **政策宽松预计仍将持续，但放松力度边际提升空间已不大。**从持续时间来看，目前销售和土拍并未出现大幅好转，在地方政府财政压力普遍较大的情况下，预计政策宽松在未来一段时间仍将持续。从放松力度来看，2022年央行降息3次，1年期LPR由3.7%下降至3.55%，5年期LPR由4.65%下降至4.45%，推动了房贷利率的降低，根据贝壳研究院103个重点城市监测数据，**6月份首套和二套房贷平均利率分别降至4.42%和5.09%**，均处于2016年来的最低时期，其中首套房较最低利率限制4.25%下降空间已不大。且自4月29日政治局会议明确提出两个支持以来，**地方政策陆续跟进，目前已放松到准一线城市**，预计一线城市放松可能性较小，政策放松力度提升空间已不大。

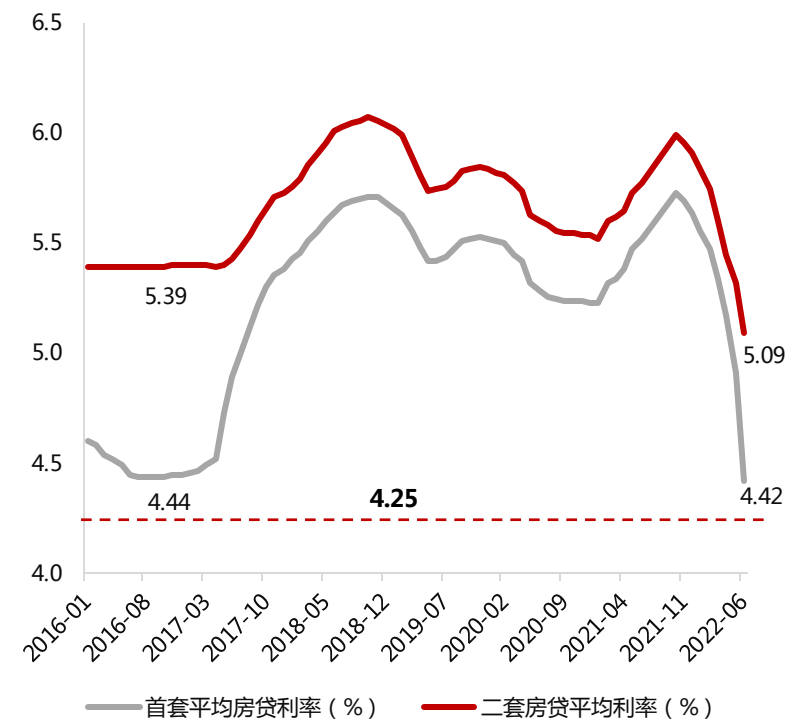
表：重点城市首套房贷利率

表：重点城市放松政策汇总

图：贝壳103城平均房贷利率

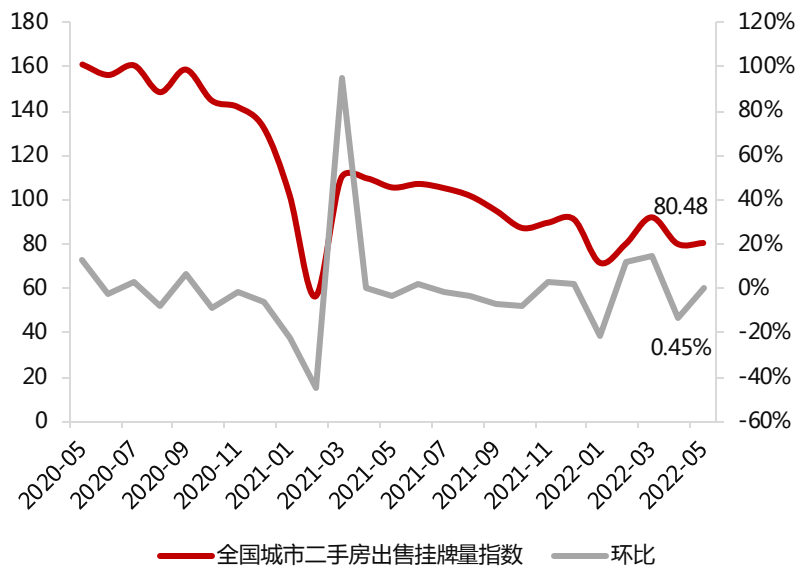
城市	首套利率	首套变化	城市	首套利率	首套变化
北京	5.00%	-0.15%	福州	4.25%	-0.65%
上海	4.80%	-0.15%	惠州	4.25%	-0.95%
广州	4.65%	-0.35%	济南	4.25%	-0.15%
深圳	4.75%	-0.15%	佛山	4.45%	-0.35%
杭州	4.45%	-0.55%	温州	4.25%	-0.45%
南京	4.25%	-0.55%	泉州	4.25%	-0.65%
武汉	4.80%	-0.40%	常州	4.25%	-0.45%
成都	4.45%	-0.15%	厦门	4.55%	-0.15%
青岛	4.25%	-0.15%	西安	4.70%	-0.45%
苏州	4.25%	-0.35%	重庆	4.25%	-0.95%

放松政策	参与城市
放松限购限售	武汉、漳州、聊城、北京、广州、宁波、江门、郑州、哈尔滨、福州、衢州、秦皇岛、苏州、长沙、合肥、烟台、济南、唐山
下调房贷利率	郑州、呼和浩特、廊坊
商业贷款首付比例下降	温州、郑州、济南、厦门、唐山、廊坊、呼和浩特
公积金贷款首付降低	北海、兰州、丽水、安庆、西安、温州
公积金贷款额度上调	南宁、衢州、中山、宣城、贵阳、南昌、兰州、丽水、无锡、扬州、安庆、绵阳、天津、遵义、温州、宁波
购房补贴/人才补贴/契税补贴	咸阳、宝鸡、淮安、宜宾、扬州、遂宁、保定、马鞍山、赣州、珠海、泸州、惠州、宜昌、扬州、乐山、厦门、义乌、泰州、贵港
放松落户政策	淄博、天津、杭州、上海
二、三孩增加购房名额	宁波、武汉、杭州、东莞、南京、沈阳、达州、无锡、台州

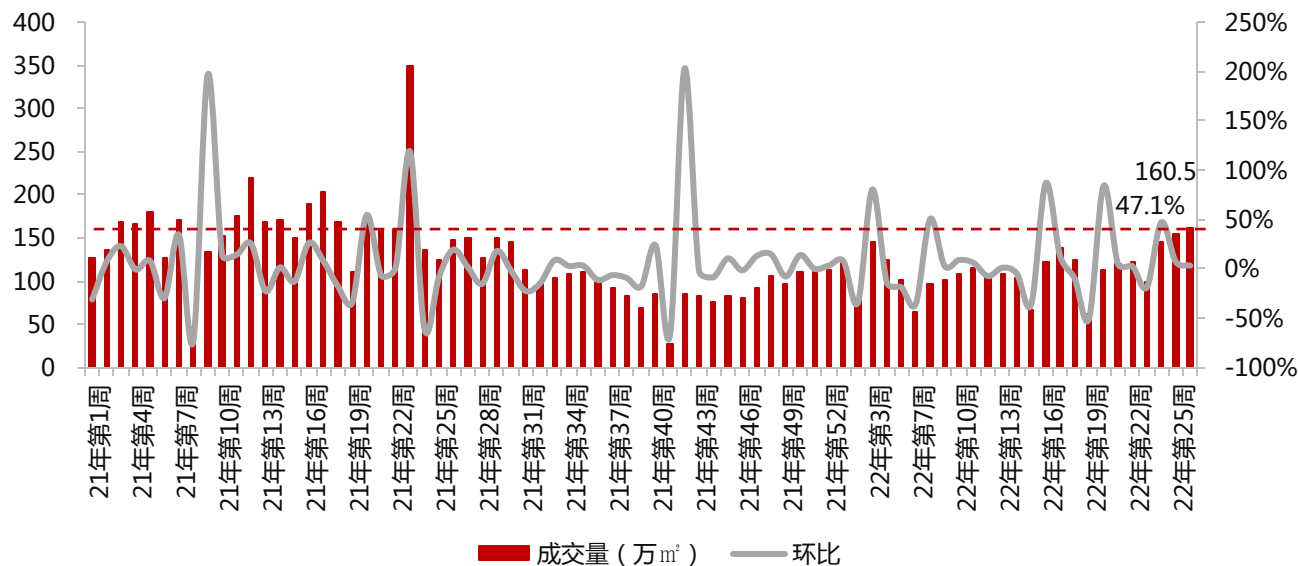


- **二手房成交呈现筑底回升，6月成交量已恢复至21年上半年水平。**全国城市二手房出售挂牌量指数2022年4月份由于疫情影响出现回落，5月份有回升趋势，全国城市二手房出售挂牌量指数较4月份环比上涨0.45%。根据重点监测11城二手房成交数据，2022年第24周（6月6日至6月12日）二手房成交量环比激增，环比增长幅度达47.1%，此后两周，二手房成交保持环比增长趋势；2022年第26周（6月20日至6月26日），11城二手房成交量160.5万 m^2 ，创年内单周新高，环比增长3.1%，其中一线城市环比增幅较大，北京和深圳成交规模分别环比增长8.1%和10%。根据经验来看，购房者卖旧房买新房，二手房恢复一般领先新房3-6个月回暖。

图：全国城市二手房出售挂牌量指数及同比

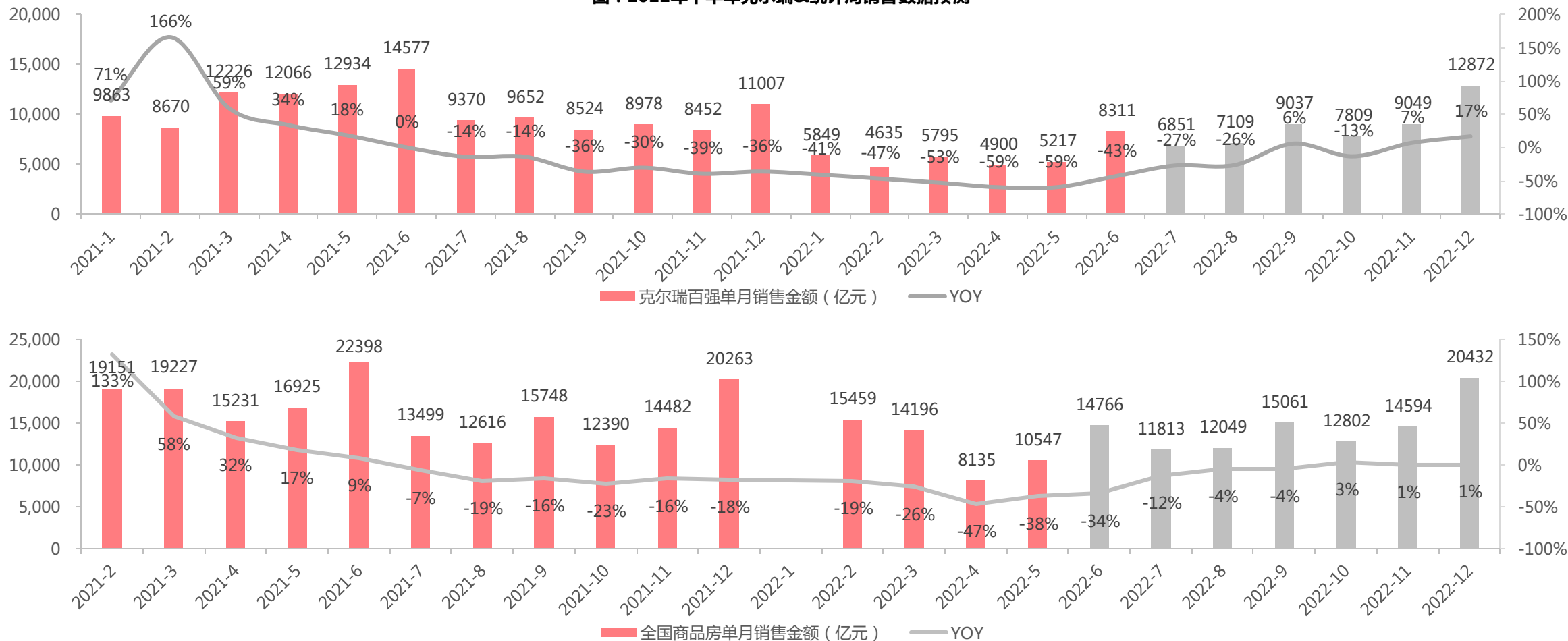


图：11城二手房成交量及环比



- **预计下半年销售持续修复，至Q4增速实现转正。**21年7-12月是购房者对行业预期存在分歧，百强单月销售额9000+亿左右；22年1-5月是购房者行业预期明显转弱，收入预期也转弱，单月销售额下一个台阶到5000+亿；预计6-12月先恢复到去年下半年的水平，半年时间逐渐恢复到9000+亿。同时认为行业整合背景下，百强略好于行业整体，销售占比微增。由于上半年行业下滑较为剧烈，叠加疫情影响，销售季节性变化削弱，因此关注环比变化，7月以后随着销售的复苏应重点关注同比数据。

图：2022年下半年克尔瑞&统计局销售数据预测



➤ 对于行业回暖的节奏给予三种假设：

- ✓ **假设1：**中性假设下，7月销售降幅收窄至-12.5%，8月销售降幅收窄至-4.5%，**增速于Q4实现转正**，略高于0，**全年销售面积和金额分别同比-13.7%和-17.6%**。
- ✓ **假设2：**乐观假设下，7月销售降幅收窄至个位数（-8%），**于Q3末转正**，实现个位数增长，**全年销售面积和金额分别同比-11.9%和-15.7%**。
- ✓ **假设3：**悲观假设下，7月销售降幅收窄至-16.5%，8月销售降幅收窄至-9%，**年末降幅收窄至0附近**，**全年增速未实现转正**，**全年销售面积和金额分别同比-15.6%和-20.2%**。

表：2021-2022房地产基本面预测

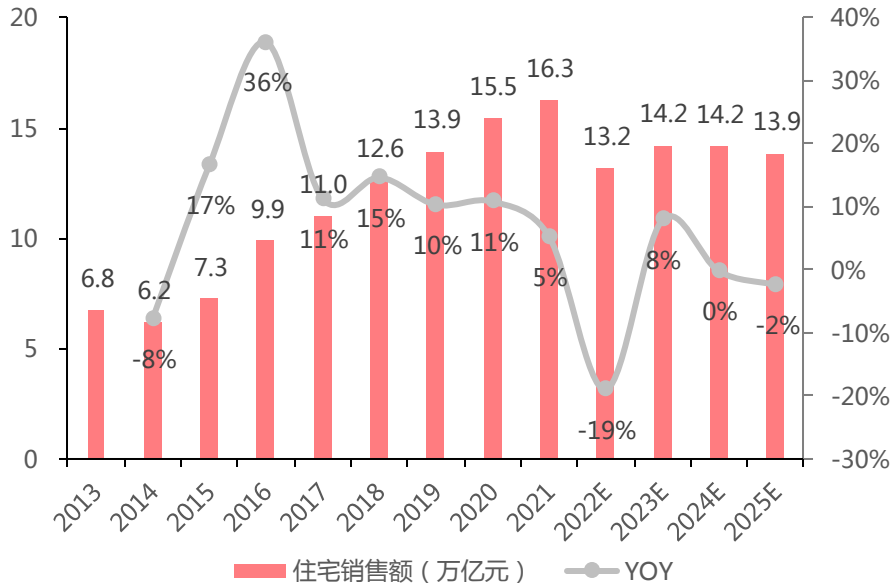
时间	销售面积 (亿平米)	销售面积同比	销售金额 (万亿元)	销售金额同比	投资金额 (万亿元)	投资金额同比	新开工面积 (亿平米)	新开工面积同比	竣工面积 (亿平米)	竣工面积同比
2005	5.4	-	1.7	-	1.59	-	6.81	-	5.34	-
2006	6.2	14.8%	2.1	23.5%	1.94	22.0%	7.93	16.4%	5.58	4.5%
2007	7.7	24.2%	3	42.9%	2.53	30.4%	9.54	20.3%	6.06	8.6%
2008	6.6	-14.3%	2.5	-16.7%	3.12	23.3%	10.26	7.5%	6.65	9.7%
2009	9.5	43.9%	4.4	76.0%	3.62	16.0%	11.64	13.5%	7.27	9.3%
2010	10.5	10.5%	5.3	20.5%	4.83	33.4%	16.36	40.5%	7.87	8.3%
2011	10.9	3.8%	5.9	11.3%	6.18	28.0%	19.12	16.9%	9.26	17.7%
2012	11.1	1.8%	6.4	8.5%	7.18	16.2%	17.73	-7.3%	9.94	7.3%
2013	13.1	18.0%	8.1	26.6%	8.6	19.8%	20.12	13.5%	10.14	2.0%
2014	12.1	-7.6%	7.6	-6.2%	9.5	10.5%	17.96	-10.7%	10.75	6.0%
2015	12.8	5.8%	8.7	14.5%	9.6	1.1%	15.45	-14.0%	10	-7.0%
2016	15.7	22.7%	11.8	35.6%	10.26	6.9%	16.69	8.0%	10.61	6.1%
2017	16.9	7.6%	13.4	13.6%	10.98	7.0%	17.87	7.1%	10.15	-4.3%
2018	17.2	1.8%	15	11.9%	12.03	9.6%	20.93	17.1%	9.36	-7.8%
2019	17.2	0.0%	16	6.7%	13.22	9.9%	22.72	8.6%	9.59	2.5%
2020	17.6	2.3%	17.4	8.7%	14.14	7.0%	22.44	-1.2%	9.12	-4.9%
2021	17.9	1.9%	18.2	4.8%	14.76	4.4%	19.89	-11.4%	10.14	17.9
2022E (中性)	15.5	-13.7%	15.0	-17.6%	14.54	-1.5%	15.37	-22.7%	8.58	-15.4%
2022E (乐观)	15.8	-11.9%	15.3	-15.7%	14.81	0.3%	16.18	-18.6%	8.80	-13.2%
2022E (悲观)	15.1	-15.6%	14.5	-20.2%	14.26	-3.4%	14.78	-25.7%	8.41	-17.1%

➤ **预计“十四五”期间年均住房销售面积约13.5亿平，年均销售额为14.3万亿元，长周期受城市化率、人均居住面积提升等因素影响，短期销售不会断崖下降。**根据社科院发布的《人口与劳动绿皮书：中国人口与劳动问题报告》，我国城镇化将在“十四五”期间放缓，2035年后进入相对稳定阶段，城镇化率峰值大概率出现在75%至80%，报告预计“十四五”期间中国城镇化率平均每年提高1.03pp，带来住房刚性需求。据住建部统计，2019年底我国城镇居民人均住房面积达39.8平方米，较上年增加0.8平方米，我们假定“十四五”期间人均住房面积每年提升0.65平米，由此产生改善性需求。此外，我国棚改力度自2019年开始下滑，2020年为209套，仅为2018年的1/3，住建部明确2021年年起3类房子继续“全拆重建”，包括违法建筑、危房、影响城市规划的房子，我们假定“十四五”期间年均拆迁重建房屋为210万套，每套按100平米计算，由此产生更新需求。租赁住房对商品房市场产生一定的冲抵，根据央行统计，我国城镇人口住房自有率为96%，随着租赁住房市场的发展，租赁住房占比将会提升，我们假定新增住房需求中由租赁抵扣5%。房住不炒的主基调下，预计房价增速趋缓，假定年均增速为4%。

表：“十四五”期间年均住房销售面积测算

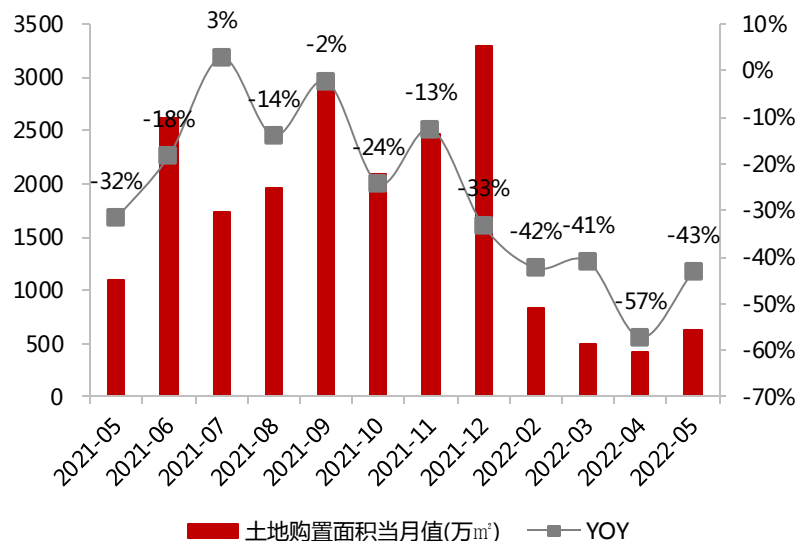
指标	测算值
年均新增城镇人口	总人口（取2020年末总人口）*城镇化率提升=141212万人*1.03%=1454万人
城镇化产生的年均刚性住房需求	年均新增城镇人口*人均住房面积=1454万人*40平米/平=58179万平
2025年末城镇人口	90220万人+1454万人*5=97490万人
年均住房面积提升产生的改善需求	城镇人口（取2025年末城镇人口）*人均改善面积=97490万人*0.65平米/人=63369万平
更新建面	年均拆迁套数*每套面积=210万套*100平米/套=21000万平
年均住房总需求	58179万平+63369万平+21000万平=142548万平
租赁住房冲抵	住房总需求面积*租赁冲抵比例=142548万平*5%=7127万平
年均住房销售面积	142548万平-7127万平=135420万平

图：“十四五”期间住房销售金额预测

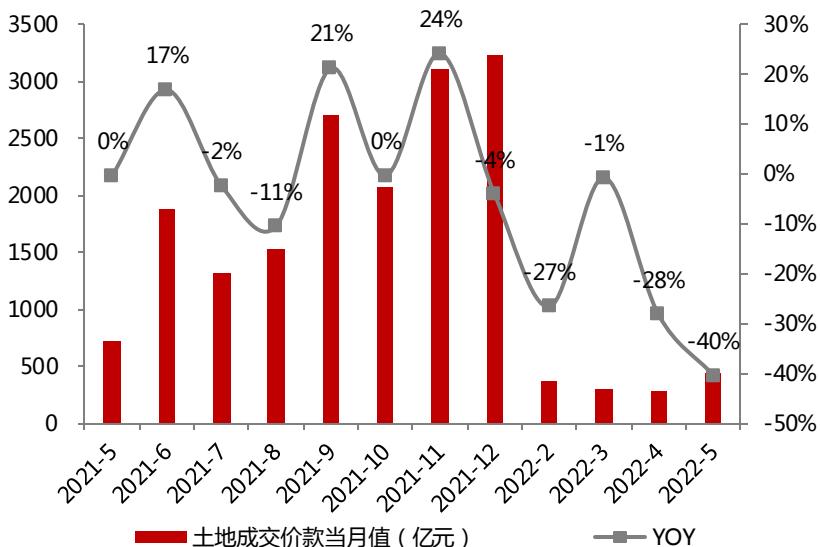


- **1-5月土地成交价款累计同比下降28%，土地购置面积累计同比下降46%，土地溢价率处于低位。**根据统计局数据，2-5月房地产业单月土地购置面积分别为838万 m^2 ，501万 m^2 ，427万 m^2 ，623万 m^2 ，同比分别下降42%，41%，57%和43%，同比下降幅度均超过40%，土地购置面积累计值同比下降46%。2-5月房地产业单月土地成交价款分别为269亿元，303亿元，283亿元，434亿元，分别同比下降27%，1%，28%，40%，土地成交价款累计值同比下降28%。2022年1-5月土拍溢价率分别为3.5%，3.7%，4.2%，4.7%和3.8%，均处于历史低位。

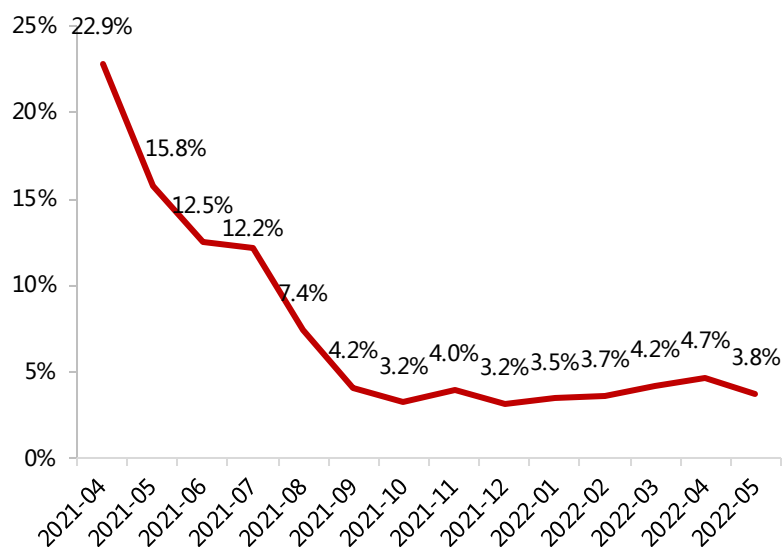
图：房地产业单月土地购置面积及同比



图：房地产业单月土地成交价款及同比

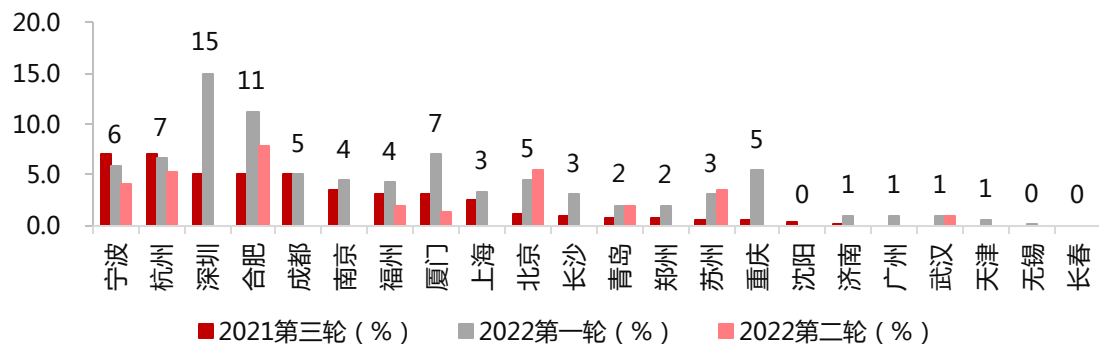


图：全国成交土地平均溢价率

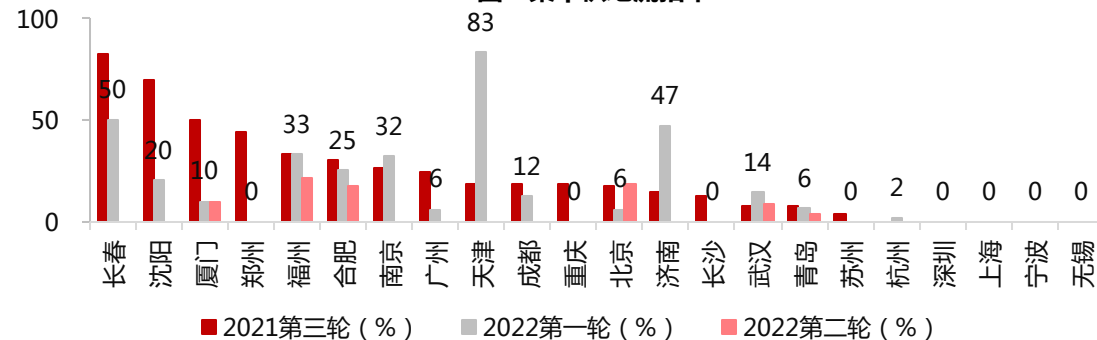


- **首轮集中供地整体流拍率为15.4%，多数城市土地溢价率均未超过5%，二轮供地整体热度仍较低。**第一轮集中供地整体流拍率为15.4%，城市间分化明显，深圳和合肥热度较高，深圳8块地块均触顶成交，未出现流拍，整体溢价率达15%，合肥土地溢价率11.2%，多数城市土地溢价率均未超过5%，天津的流拍率高达83%。底价成交地块占比高，22城中17城底价成交地块占比超过50%，其中沈阳和长春底价成交地块占比100%。与首轮集中供地相比，目前已经完成二轮集中供地的9城中有5城溢价率下降，青岛和武汉持平，北京和苏州小幅上升；二轮集中供地土地流拍率下降，9城中仅北京的土地流拍率上升。
- **近半数城市地方平台拿地占比超过50%，国央企仍是拿地主力。**2022年首轮供地中南京、北京、厦门，深圳和重庆5个城市国央企拿地占比超5成；民企拿地意愿低，长春和沈阳首轮供地地块少，民企虽拿地占比高，但均只竞得1块地块，其余城市中除合肥外的19城民企拿地占比均未超过50%，南京，深圳和苏州首轮供地中民企颗粒无收；近半数城市地方平台拿地占比超过50%，其中无锡高达75%。

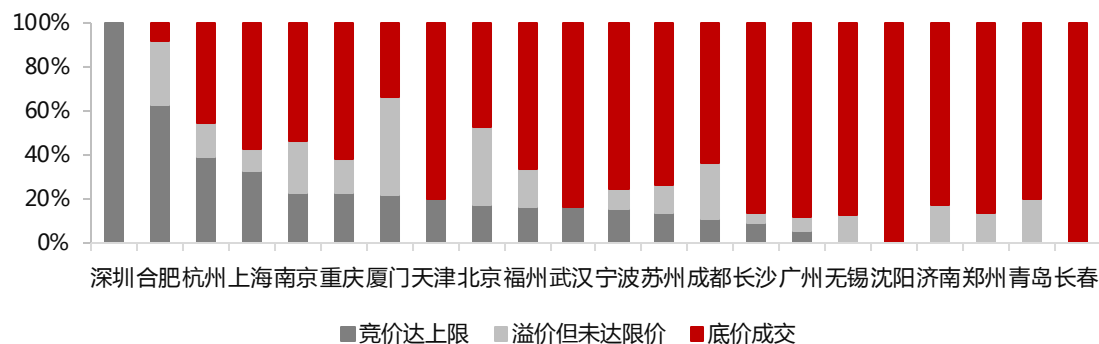
图：集中供地溢价率



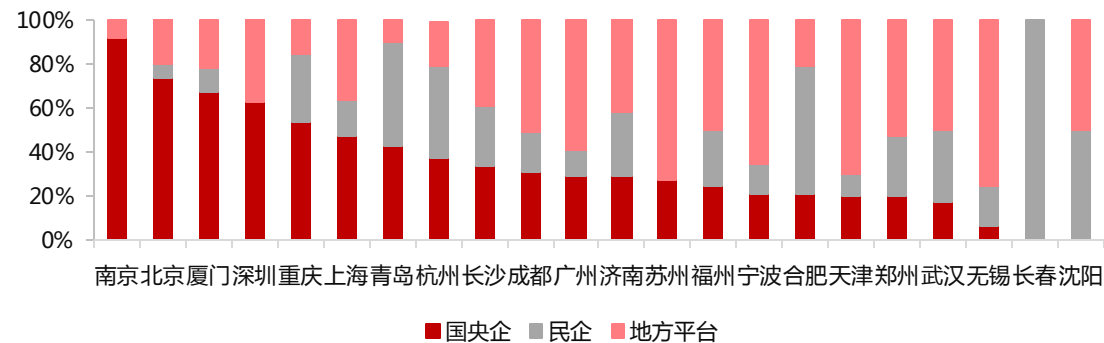
图：集中供地流拍率



图：2022年首轮集中供地地块占比

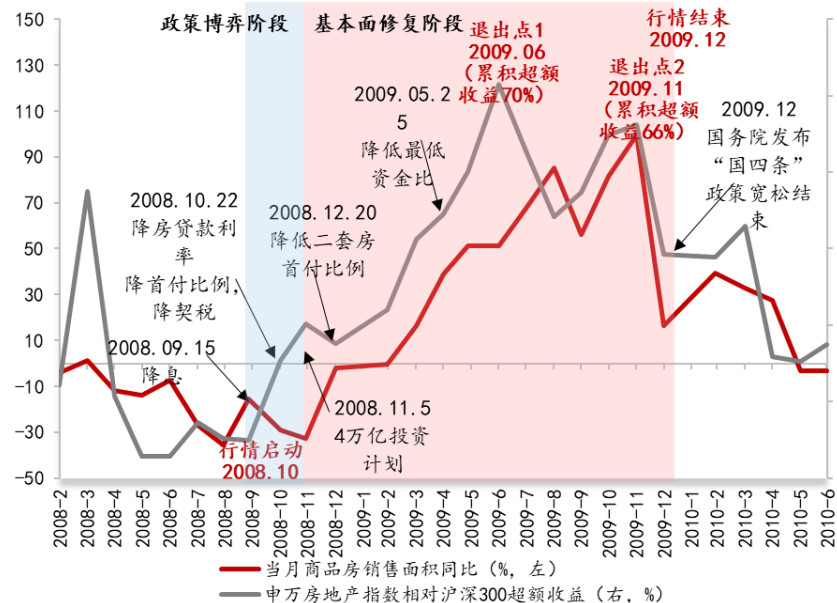


图：2022年首轮集中供地企业拿地占比

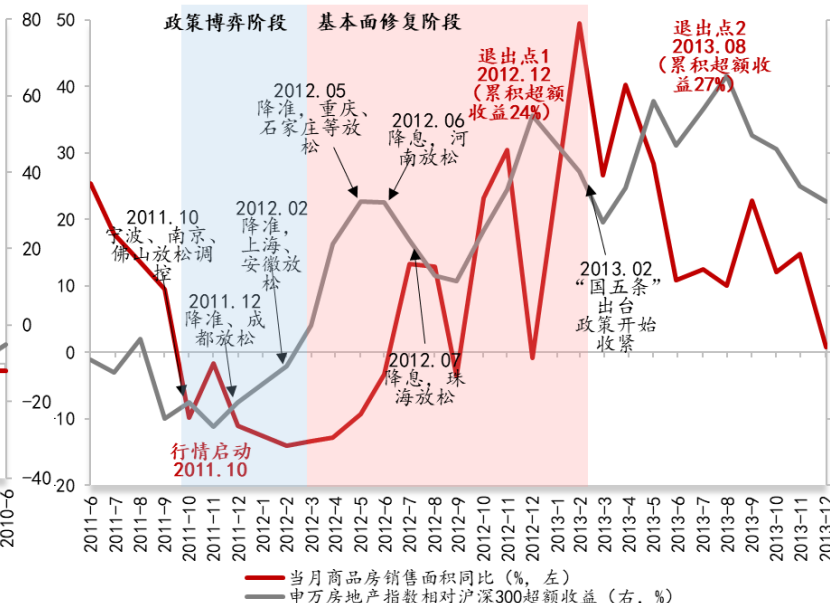


- 复盘历次房地产行业的复苏过程，板块超额收益可分为政策博弈和基本面修复两个阶段。复盘08-09、11-13、14-16三次房地产行业的复苏过程可以发现，地产板块超额收益呈现出以下特征：
- ✓ **1) 行情于政策放松时开始启动，政策博弈阶段在逐渐拉长。**08-09、11-13、14-16三次行情启动时间均是在政策进入宽松期前后，但政策博弈阶段的时间呈现逐步拉长，这一方面由于随着历史经验的积累，市场的预期越来越超前；另一方面也因为随着行业发展趋于成熟，基本面见底复苏所需的政策发酵期更长。经统计三轮地产周期中政策博弈阶段的时间占比分别为2/14、3/13、12/22，超额收益占比分别为25%、20%、23%。
 - ✓ **2) 随着基本面见底，行情进入基本面复苏阶段，对应行情主升浪，持续至政策收紧前。**08-09、11-13、14-16三次基本出现拐点至销售增速达到最大值分别经历12个月、12个月、14个月，期间行情走势与销售恢复呈现出较强相关性，单月销售面积增速最大值分别为99.6%、49.5%、44.1%，板块累计超额收益最大值为70%、24%、88%。

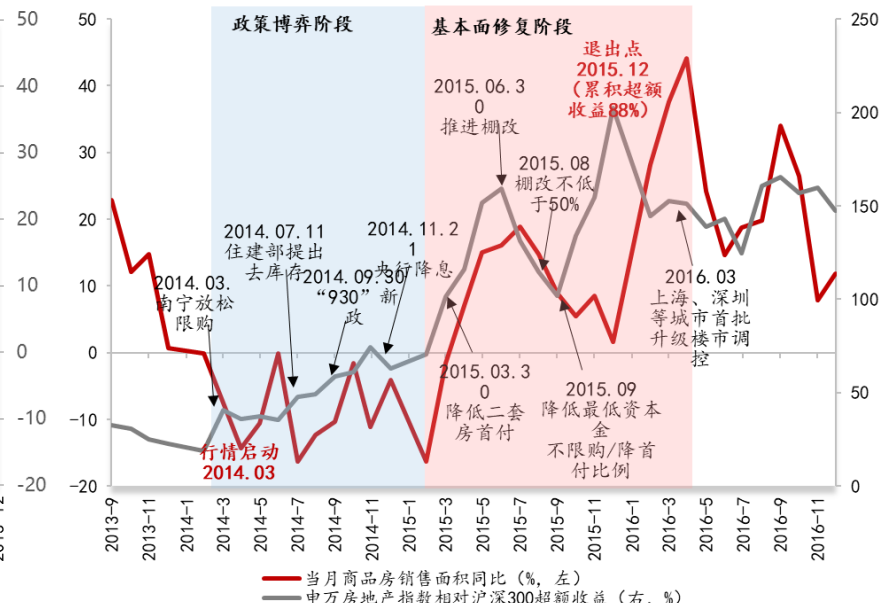
图：08-09年地产超额收益表现



图：11-13年地产超额收益表现

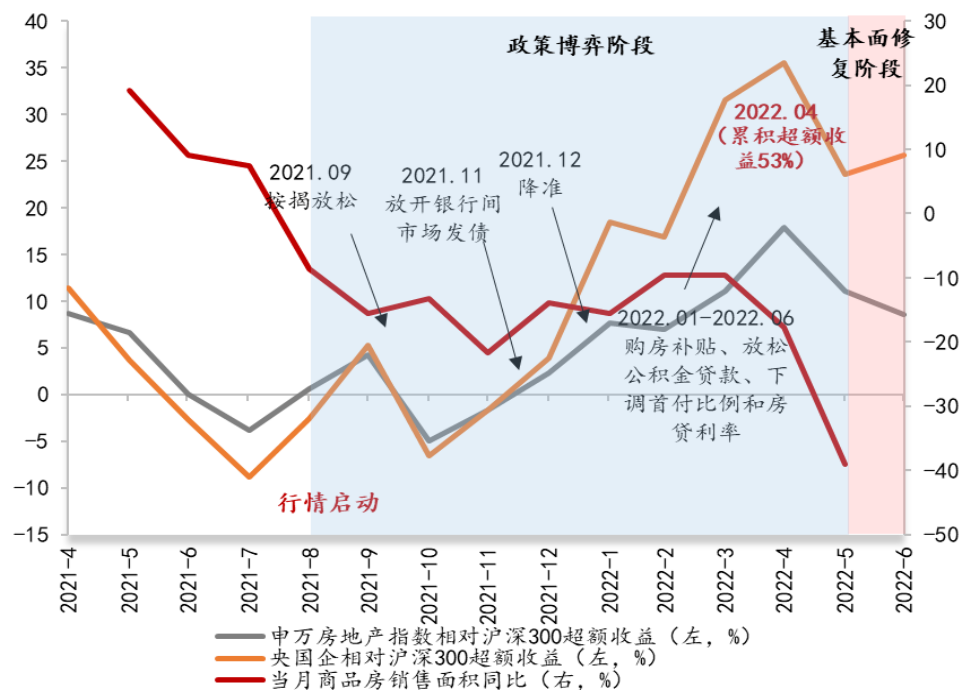


图：14-16年地产超额收益表现



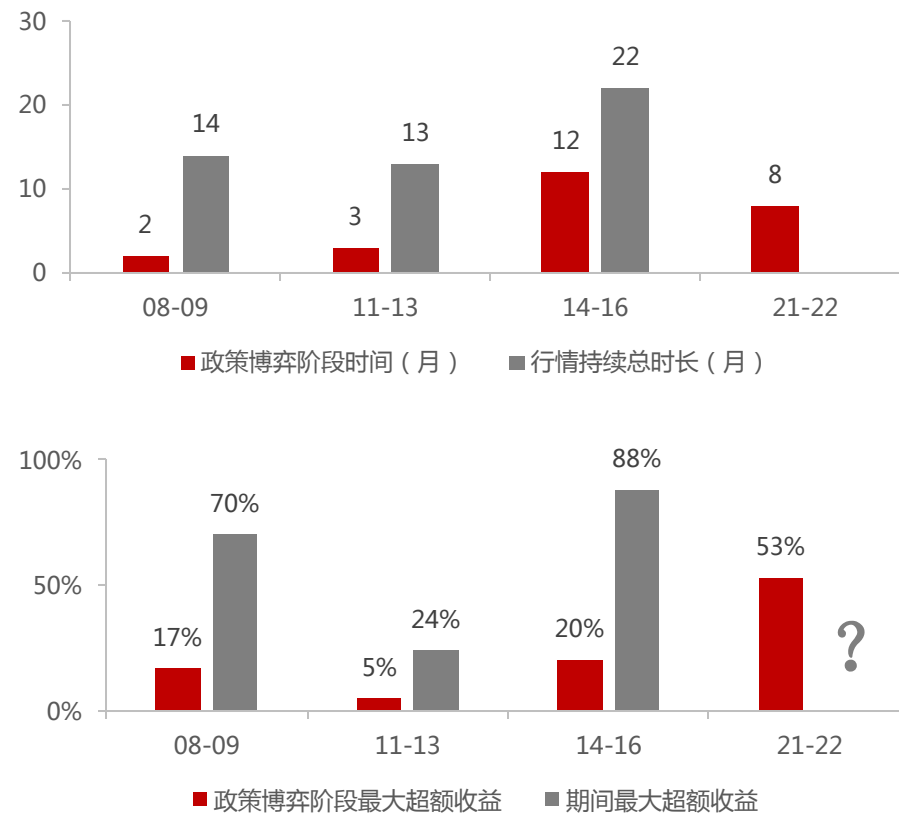
- 此轮行情呈现结构化，央国企超额收益明显，政策博弈阶段持续8个月且涨幅较大，预计基本面修复阶段持续时间较短。此轮板块行情8月开始启动，板块超额收益于4月达到最大值18%，政策博弈阶段持续时间约8个月，此轮行情结构化较为明显，以15家央国企为样本进行统计，至2022年4月区间超额收益53%，高于板块整体水平。此轮政策博弈时间长，涨幅大，大部分行情已经表现，预计基本面修复阶段行情仍会有所表现，但持续时间较短。

图：21-22年地产超额收益表现



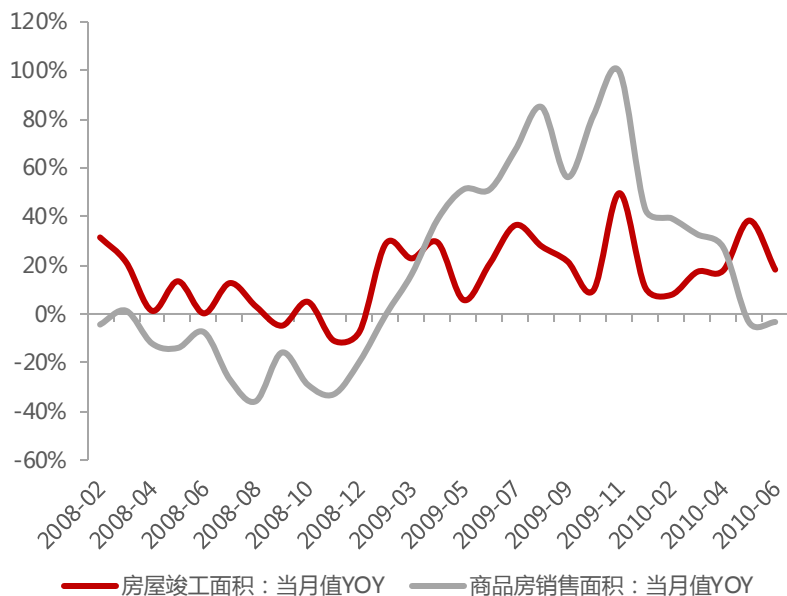
注：央国企指数包含保利发展、招商蛇口、华发股份、建发股份、华侨城A、绿地控股、中国海外发展、华润置地、中国金茂、越秀地产、万科A、绿城中国、金地集团、首开股份、中交地产等15家房企（央国企及混合制房企）

图：4轮行情表现对比

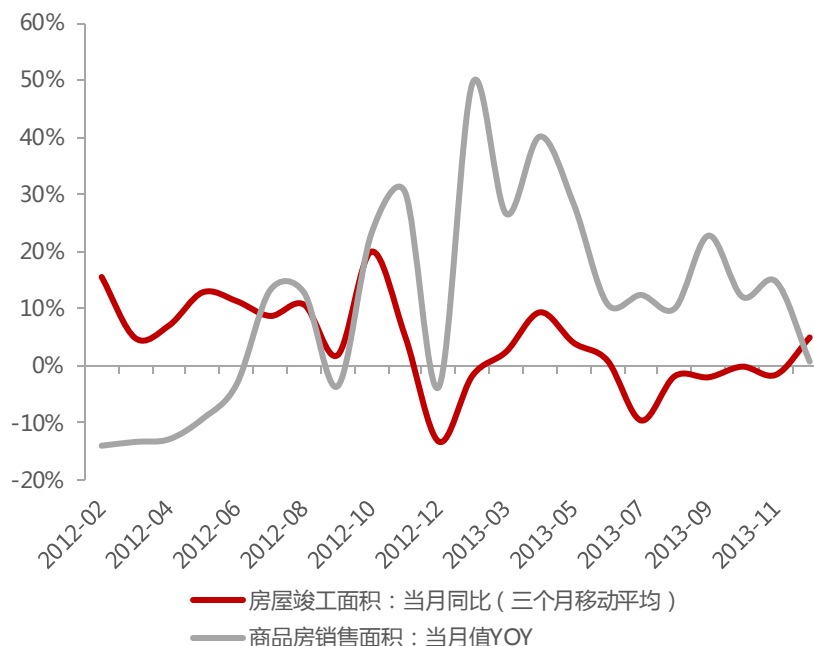


- **复盘历次房地产行业的复苏过程，竣工恢复的时间较销售滞后性逐渐延长，二者同步性减弱。**复盘08-09、11-13、14-16三次房地产行业的复苏过程可以发现，早期销售与竣工数据的恢复时间呈现较强的同步性，08年竣工与销售几乎呈现同步恢复；而二者同步性逐渐减弱，11-13年竣工恢复滞后于销售大约3个月左右，14-16年滞后时间约为4个月，可以看出，竣工恢复的时间较销售滞后性逐渐延长。我们认为这一现象产生的原因可能有两个方面：一是08年-16年正是行业快速扩张的阶段，随着房企布局城市的增加，施工规模的上升，由市场复苏向施工端传导的反应时间本身会延长；二是08-16年行业杠杆呈现大幅上升，房企出于谨慎态度，更愿意看到销售恢复的确定性后再追加施工投入。
- **由于此次行业下行不仅是销售下滑，同时伴随房企现金流压力，预计竣工恢复滞后时间或更长。**由于当前房企普遍存在现金流压力，下半年偿债压力仍普遍存在（详见Q10），只有当销售明显好转后，流动性压力得到缓解，竣工才可能有明显起色。因此我们认为此次竣工恢复的滞后期不会少于14-16年的4个月，竣工数据的修复至少要在年末才能看到。

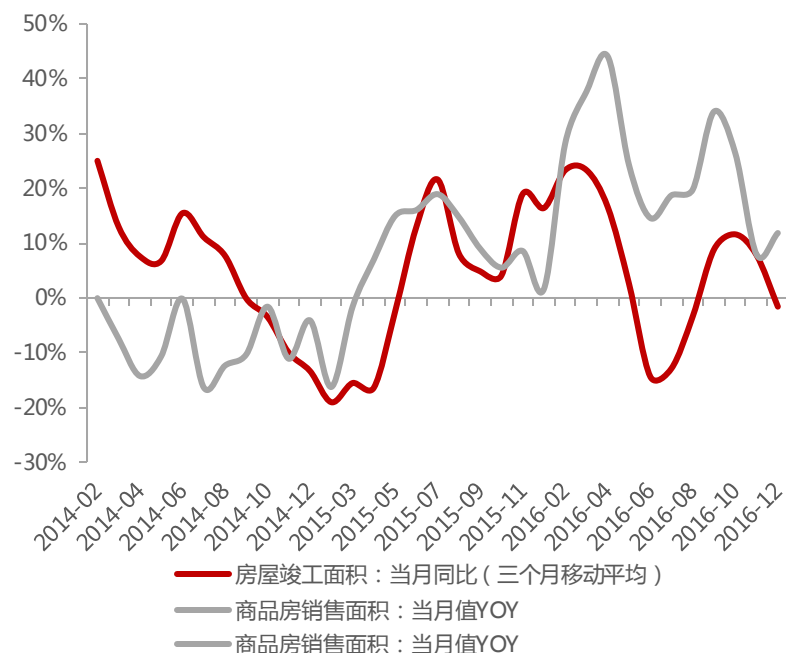
图：08-09年销售与竣工恢复情况



图：11-13年销售与竣工恢复情况

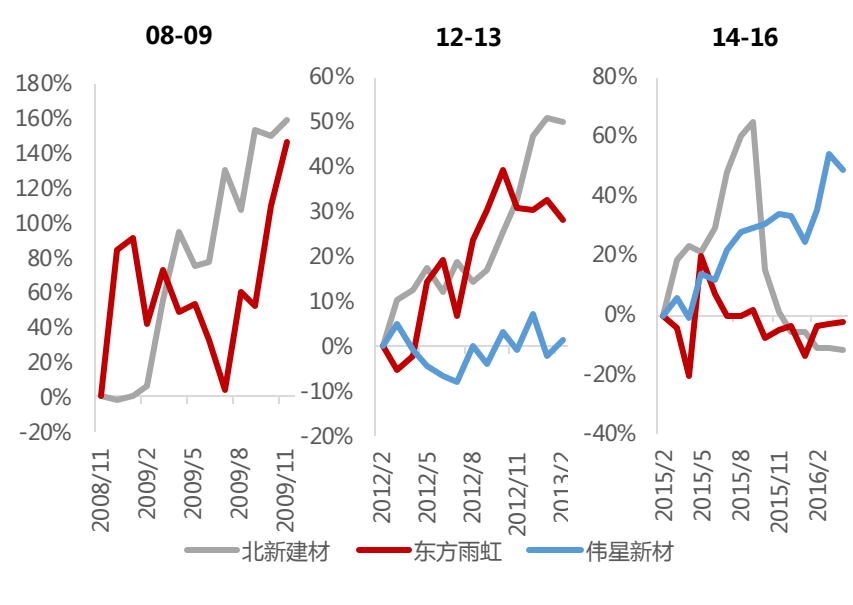


图：14-16年销售与竣工恢复情况

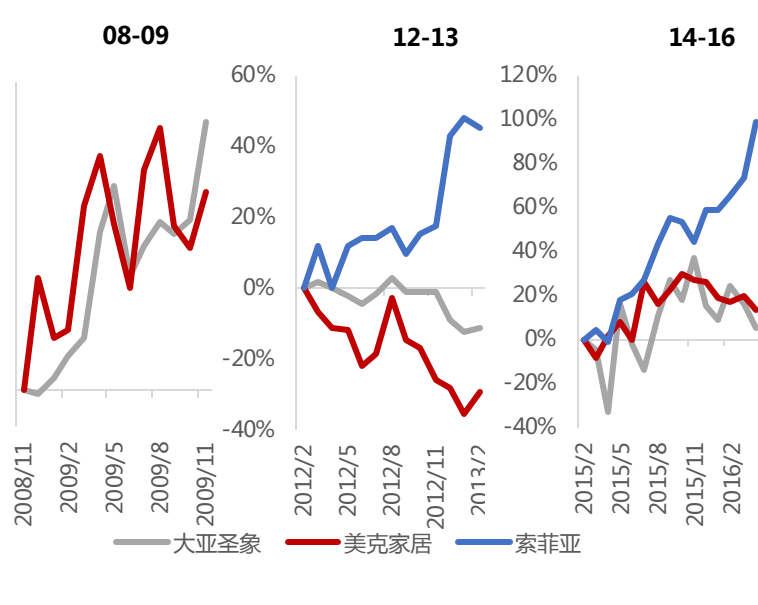


- 房地产销售回暖可带动下游相关产业链需求复苏，相关龙头标的多取得超额收益。具体来看
- ✓ 1) 建材：选取北建建材、东方雨虹、伟星新材三家作为样本，板块行情启动较早，房地产销售回暖早期斜率较高，但至房地产复苏中期开始呈现回落。
- ✓ 2) 家居：选取大亚圣象、美克家居、索菲亚三家作为样本（多数龙头企业早期未上市），行情可覆盖整个地产回暖过程，但个股分化较为明显，龙头表现较好。
- ✓ 3) 家电：选取美的集团、老板电器、苏泊尔三家作为样本，行情可覆盖整个地产回暖过程，板块贝塔行情较强。

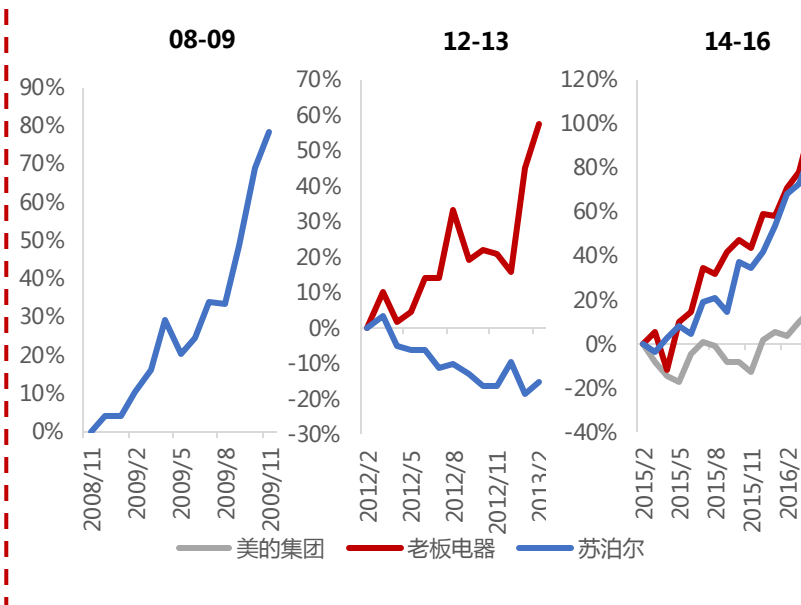
图：房地产销售复苏阶段建材超额收益



图：房地产销售复苏阶段家居超额收益



图：房地产销售复苏阶段家电超额收益



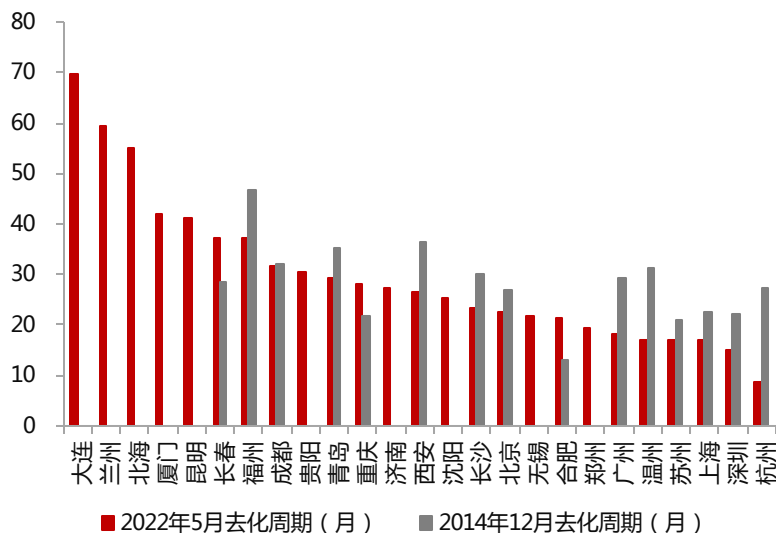
- 复盘过去两年物业股的表现，在政策影响、地产暴雷等因素影响下，物业股行情由起到落再复苏，共经历四个阶段：1) 20年末-21年末，物业企业上市潮结束，投资者购入龙头企业股票，物业股股价大幅上升。在此期间，华润万象生活、融创服务股价涨幅超过100%，碧桂园服务、永升生活服务、金科服务、合景悠活涨幅分别达到37%、69%、54%、86%，均居于高位。2) 21年2月-21年6月，前期涨幅相对较小且业绩超预期的个股表现较好。世茂服务、滨江服务股价涨幅达到100%左右，绿城服务、中海物业涨幅分别为30%、54%，对比上阶段的-4%、10%差异显著。3) 21年6月底-22年6月初，房地产出现暴雷，物业企业受关联房企影响下行，央企表现稳健。在此期间，重点企业中仅有中海物业股价保持正增长，且达到13%，保利物业、招商积余、华润万象跌幅较小，为-3%、-1%、-29%。4) 22年6月初-22年7月，行业基本面复苏，民企龙头弹性较强。碧桂园服务、旭辉永升服务、金科服务股价涨幅分别达到14%、10%、6%，涨幅开始回正，目前三家PEG分别为0.27，0.29和0.11，均处于较低水平，市场对于关联开发商的担忧已经充分反映。物业行情短期内会随着销售回暖引起的情绪冷热产生波动，中期向上趋势确定性较强。

表：物业股行情表现复盘

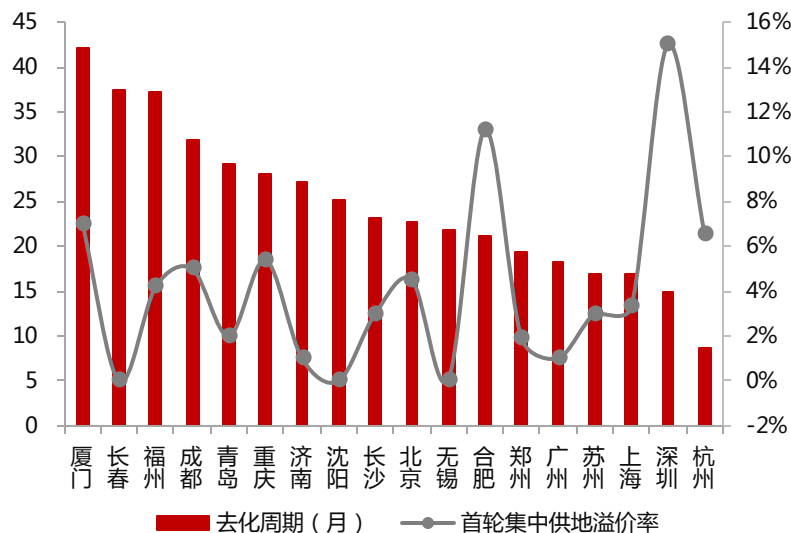
代码	公司	性质	期间涨幅				PE		PEG					归母净利润增速			
			2020/12/9-2021/2/19	2021/2/19-6/30	2021/6/30-2022/6/1	2022/6/1-今	2021年	2022年	2020/12/9	2021/2/19	2021/6/30	2022/7/1	22年末	2019	2020	2021E	2022E
1209.HK	华润万象生活	央企	114%	14%	-29%	1%	52	37	0.31	0.67	0.96	0.68	0.97	-14%	124%	75%	39%
6098.HK	碧桂园服务	民企	37%	32%	-64%	14%	20	14	0.68	0.93	1.12	0.40	0.27	81%	61%	51%	51%
1995.HK	旭辉永升服务	民企	69%	-16%	-54%	10%	21	14	0.65	1.10	0.77	0.35	0.29	123%	74%	58%	48%
9666.HK	金科服务	民企	54%	-5%	-74%	6%	10	6	0.49	0.76	0.53	0.14	0.11	127%	69%	72%	56%
1516.HK	融创服务	民企	101%	12%	-85%	13%	9	6	0.35	0.71	0.57	0.08	0.09	175%	123%	108%	60%
3913.HK	合景悠活	民企	86%	2%	-75%	0%	6	4	0.31	0.58	0.23	0.06	0.05	132%	75%	109%	70%
0873.HK	世茂服务	民企	6%	98%	-84%	-10%	6	4	0.40	0.42	0.48	0.07	0.06	163%	80%	86%	66%
3316.HK	滨江服务	民企	15%	117%	-29%	-1%	17	11	0.16	0.19	0.42	0.30	0.20	63%	91%	56%	54%
2869.HK	绿城服务	民企	-4%	30%	-30%	12%	22	17	0.68	0.65	0.89	0.62	0.47	-1%	49%	35%	35%
2669.HK	中海物业	央企	10%	54%	13%	-7%	27	21	0.63	0.70	0.77	0.88	0.65	33%	30%	31%	32%
6049.HK	保利物业	央企	3%	-4%	-3%	-3%	27	21	0.99	1.02	0.95	0.92	0.73	49%	37%	30%	29%
001914.SZ	招商积余	央企	-25%	-5%	-1%	4%	27	20	1.13	0.85	0.48	0.47	0.59	-67%	52%	57%	34%
1755.HK	新城悦服务	民企	16%	22%	-65%	10%	9	6	0.42	0.49	0.56	0.20	0.14	85%	60%	47%	45%
9909.HK	宝龙商业	民企	9%	15%	-77%	-14%	8	5	0.53	0.58	0.74	0.17	0.14	34%	71%	46%	40%
3319.HK	雅生活服务	民企	9%	12%	-67%	1%	6	5	0.47	0.51	0.63	0.21	0.15	54%	43%	31%	32%
6989.HK	卓越商企服务	民企	4%	-10%	-55%	3%	8	6	0.27	0.28	0.31	0.14	0.14	42%	82%	56%	41%
9983.HK	建业新生活	民企	17%	4%	-58%	17%	6	4	0.18	0.21	0.31	0.13	0.09	-	82%	44%	43%
9928.HK	时代邻里	民企	-6%	1%	-74%	-2%	4	2	0.17	0.16	0.17	0.04	0.05	52%	142%	78%	49%
	综合		29%	21%	-51%				0.5	0.6	0.6	0.6		67%	75%	59%	46%

- **库存压力主要集中在三四线城市，城市内部分布也不均匀，集中在外围区域。**以商品住宅库存面积除以12个月移动平均成交面积计算去化周期，可以看出一二线城市中库存压力也存在较大差异。1) 一线城市库存相对较低，去化压力较小；2) 二线城市分化明显。苏州、杭州等城市库存消化周期低于20个月，供求相对平衡，弱二线城市库存消化周期特别长。3) 城市内部分布不均，对于核心城市如成都、西安等外围区域库存量很大，中心区域供不应求。与2014年底相比，当前库存整体较低，多数城市去化周期低于2014年，其中杭州、温州等城市库存消化周期降低10个月以上，合肥、长春、重庆等城市当前去化周期略高于2014年底。
- **库存较高的城市销售和土拍表现较差。**从重点城市去化周期和首轮土拍溢价率的关系来看，深圳、杭州等库存压力较小的城市土拍溢价率更高，长春、青岛、济南、沈阳等库存压力较大的城市溢价率相对较低。从重点城市去化周期和首轮土拍溢价率的关系来看，厦门、福州等库存压力较大的城市5月成交面积环比增速相对较低，市场恢复较慢。

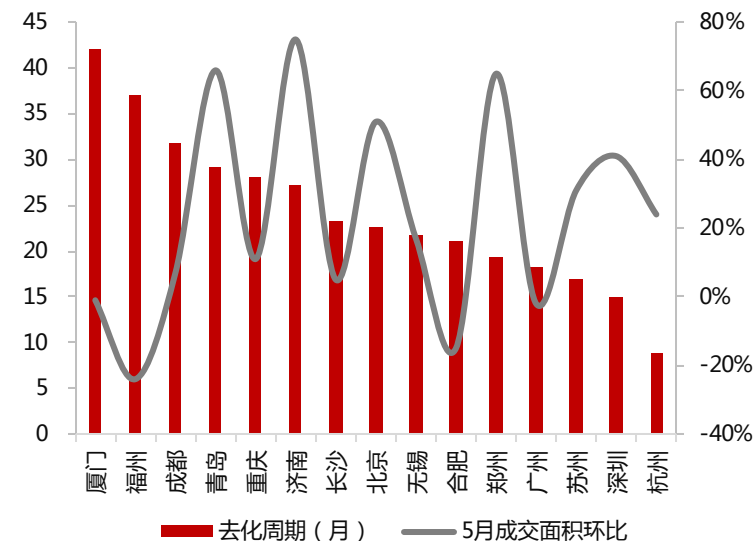
图：重点城市5月末商品住宅去化周期



图：重点城市去化周期和首轮土拍溢价率对比

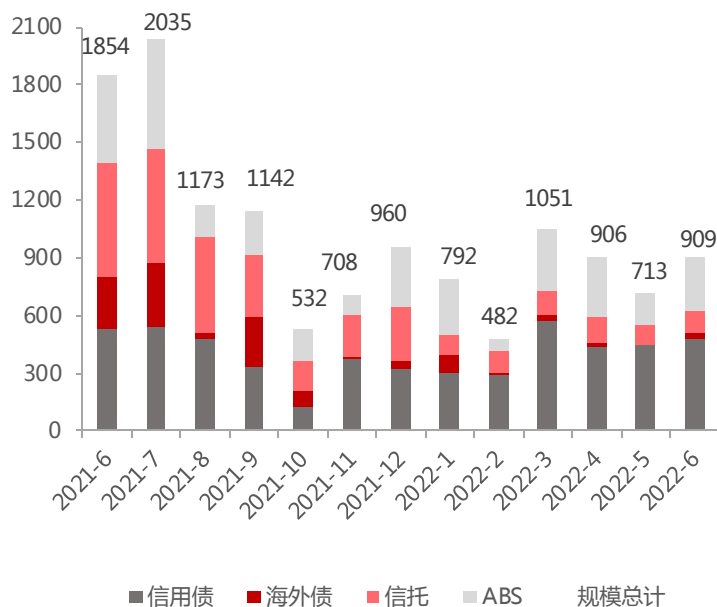


图：重点城市去化周期和成交面积环比

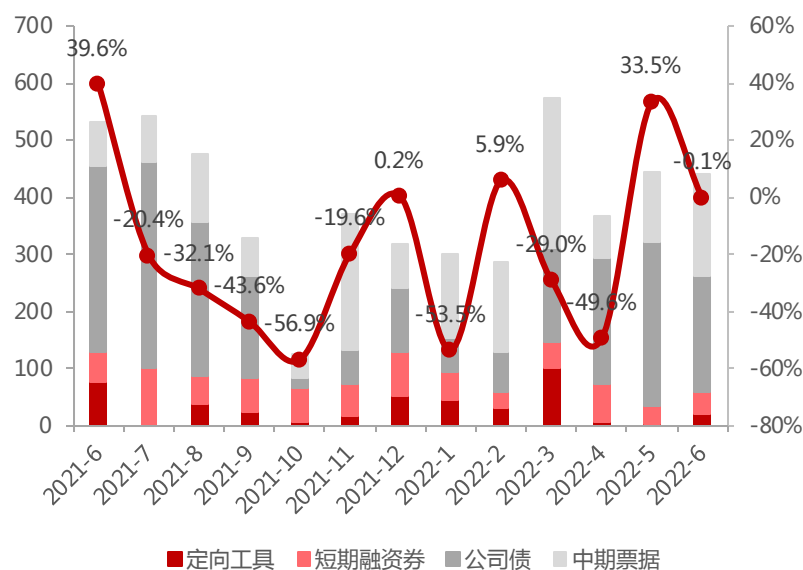


- **房企各渠道融资总规模维持低位，信托发行规模占比降低。**2022年6月房企债务发行总规模为908.9亿元，较去年同比下降51%，1-6月房企债务累计发行4825.5亿元，较去年同比下降54.9%。从发行结构看，2022年6月信用债、海外债、信托、ABS发行占比分别为52.7%、2.9%、13.4%和31%。2022年单月信托发行规模在115亿元左右波动，6月回升至121.8亿元，1-6月信托累计发行规模占比为14.3%，环比-0.2pp，同比-17.4pp。
- **房企债券发行规模明显下降，海外债发行规模锐减。**2022年1-6月房企信用债累计发行2518亿元，较去年同期同比下降24.2%。自去年下半年开始，房企违约事件频发，对房企债务发行规模产生了较强的负面影响，国内信用债发行规模长期低于每月500亿元。从发行结构看，6月发行的信用债中，企业债、公司债、中期票据、短期融资券和定向工具约各占8%、42%、38%、8%和4%。从单月融资情况来看，6月份发行的信用债479亿元，同比-10%，但较1-5月有所增加。海外债发行陷入困境，2022年1-6月房企海外债共发行195亿元，同比下降90%，其中2022年2-6月发行规模为15.8亿，28.6亿，28.8亿，0亿和26.5亿，均未超过30亿元。

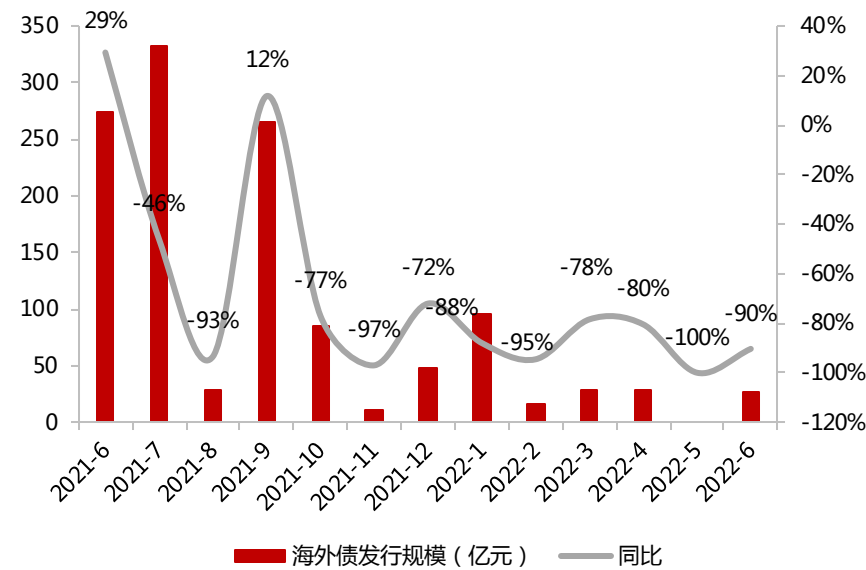
图：债务发行总规模（亿元）



图：信用债发行规模及同比

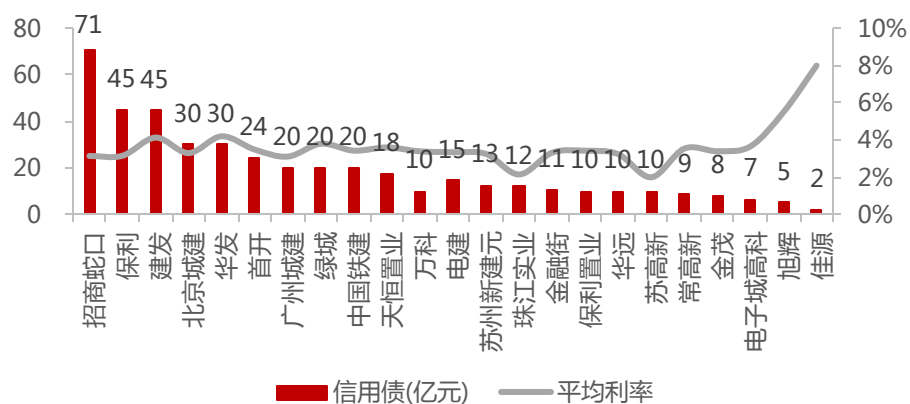


图：海外债发行规模及同比

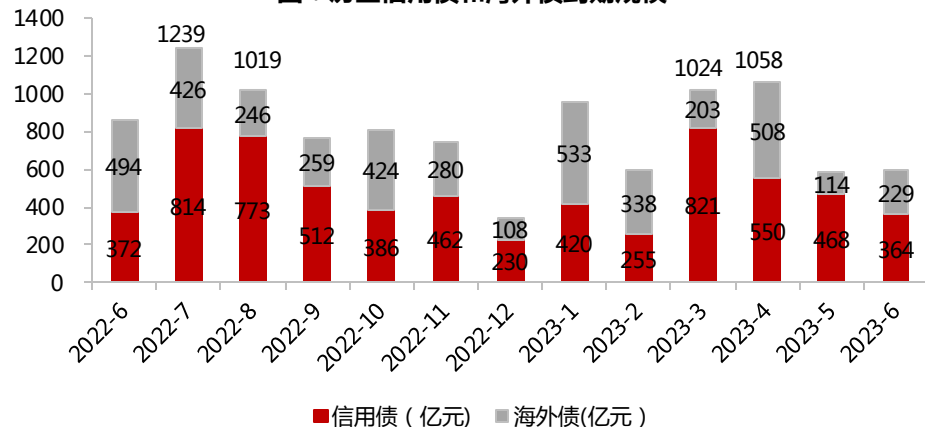


- **企业融资能力差距扩大。**在债务规模整体收缩的情况下，国央企的融资表现明显优于民企。2022年6月份的信用债发行中，TOP10多为国央企，并且发行规模大幅领先于民企，国企招商蛇口发展排名第一，信用债发行71亿元，而在民企中排名靠前的旭辉控股集团仅发行5亿元信用债。
- **房企近期债务到期规模较大，6-8月迎来年内第二次偿债高峰。**2022年7-12月信用债到期规模3177亿元，海外债到期规模1743亿元，房企下半年平均每月到期债务超过800亿，而2022年1-6月房企债务发行规模（信用债和海外债）平均每月仅448亿元。7-8月为年内第二次偿债高峰，月均到期金额超过千亿，偿债压力依然普遍存在，部分民企仍有暴雷或展期风险，但市场实际上有一定预期。

图：重点房企6月信用债发行规模及利率



图：房企信用债和海外债到期规模



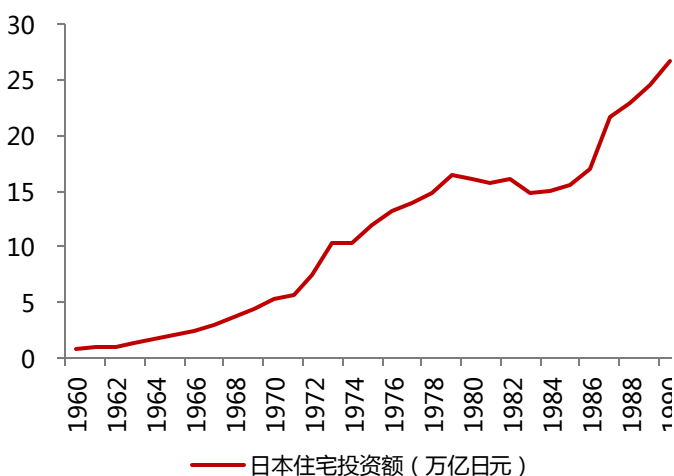
表：2022下半年重点房企信用债和海外债到期规模（亿元）

证券简称	信用债月度到期						海外债月度到期						合计债务到期						下半年合计
	7月	8月	9月	10月	11月	12月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	
恒大集团	127	0	0	0	90	25	0	0	0	134	43	0	127	0	0	134	133	25	419
佳兆业集团	0	0	0	0	0	0	13	0	20	67	0	0	13	0	20	67	0	0	100
保利发展	0	30	35	25	25	1	0	0	0	0	0	0	0	30	35	25	25	1	116
融信集团	38	23	0	0	5	0	0	0	0	47	0	0	38	23	0	47	5	0	113
合景泰富	0	18	0	10	7	8	0	0	60	0	0	0	0	18	60	10	7	8	103
金地集团	55	0	0	27	0	0	13	0	0	0	0	0	68	0	0	27	0	0	95
绿地控股	0	0	0	0	0	0	0	23	13	0	25	33	0	23	13	0	25	33	95
富力地产	0	0	0	11	0	40	19	0	0	0	24	0	19	0	0	11	24	40	95
华夏幸福	0	19	13	40	0	0	0	0	22	0	0	0	0	19	35	40	0	0	94
融创中国	0	21	13	0	0	0	0	40	0	0	0	0	0	61	13	0	0	0	74
招商蛇口	19	30	0	10	27	0	0	0	0	0	0	0	19	30	0	10	27	0	86
雅居乐	15	0	0	15	0	0	0	40	0	0	0	0	15	40	0	15	0	0	70
宝龙地产	6	20	0	0	0	0	13	0	0	7	20	0	19	20	0	7	20	0	66
新城控股	2	0	5	22	0	0	0	13	13	0	0	0	2	13	18	22	0	0	56
龙湖集团	25	0	0	0	0	0	30	0	0	0	0	0	55	0	0	0	0	0	55
远洋集团	0	15	0	0	10	0	0	0	0	23	0	0	0	15	0	23	10	0	48
中海发展	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	47	0	0	0	0	0	47	0	47
碧桂园	0	0	0	0	0	0	45	0	0	0	0	0	45	0	0	0	0	0	45
绿城中国	0	14	16	5	10	0	0	0	0	0	0	0	0	14	16	5	10	0	45
滨江集团	10	9	0	6	9	9	0	0	0	0	0	0	10	9	0	6	9	9	43
金科地产	7	20	8	0	0	0	0	0	0	0	0	0	7	20	8	0	0	0	35
时代中国	0	16	11	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	16	11	0	0	0	27
旭辉控股	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

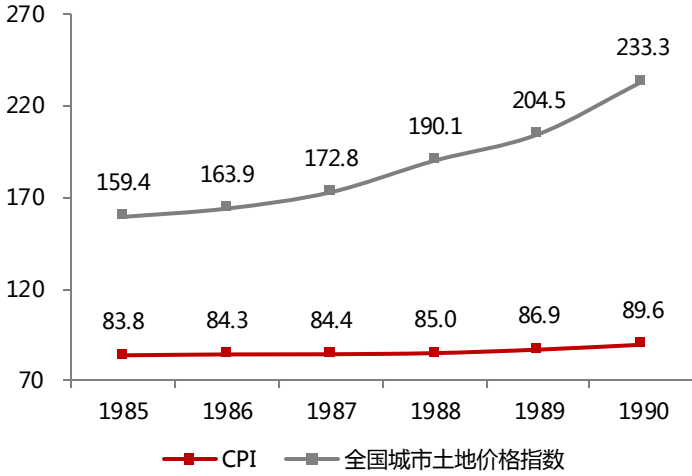
Q10 日本房地产危机爆发原因和启示？

- 日本房地产泡沫自1983年开始萌芽，1986-1989年间日本土地资产增长高达86.1%，而名义GDP仅增长19.2%，商业用地和住宅用地价格的年上涨率一度超过76%，这一房地产泡沫于1991年开始破裂，至1997年，全国平均地价比1991年下降12.8%，商业地价下降34.1%，土地市值缩水30%以上。**日本爆发房地产泡沫的原因如下：**
- ✓ **1) 购房适龄人口下降叠加城镇化进程趋缓。**1950-1981年日本购房适龄人口大幅增长，1982年出现拐点，此后持续下降；同时，日本城市化进程于1976年后开始趋缓，1950-1975年日本城市化率从53.4%增至75.7%，而1975-2000年仅上升了2.9个百分点。
- ✓ **2) 经济向内需主导转型引发房地产过度投资。**《广场协议》后日本出口金额在1985-1986年急速下降，经济开始向内需主导型转型，日本政府出台利好不动产投资的优惠政策，故1986-1990年住宅投资额大幅攀升，增速明显高于消费和出口。
- ✓ **3) 不当的货币政策催生资产价格泡沫。**《广场协议》后，日本银行在1986年M1-1987年M2连续5次下调贴现率，同时多次放松银根，甚至在“黑色星期一”后仍持续增大货币供给量。1984-1989年日经指数从不到10000点上升到突破38000点，涨幅超过3.8倍，1980-1990年日本土地价格指数从100上升至626。
- ✓ **4) 金融自由化下金融机构风控弱化。**1984年日本开始金融自由化和国际化改革，金融企业之间竞争加剧，中小机构趋于冒险。在日本银行发放的贷款中，不动产的占比明显上升，同时企业房地产贷款占“住专”贷款余额的比重从1985年的33.3%快速增长为1990年的78.7%。
- ✓ **5) 企业和家庭部门的投机行为。**1987-1990年，日本企业土地的投资规模达到30.8万亿日元，其中大企业的土地投资规模为8.5万亿日元，中小企业达22.3万亿日元，且多通过借款购入；同期家庭住宅贷款增速达到10%以上，在1989年最高值达到15.75%。

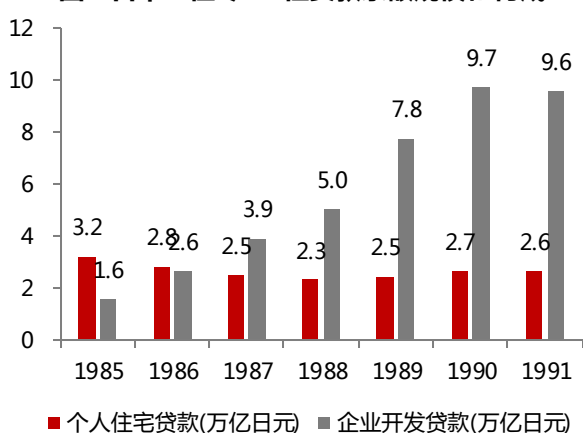
图：1986-1990年间日本住宅投资额逐年增加



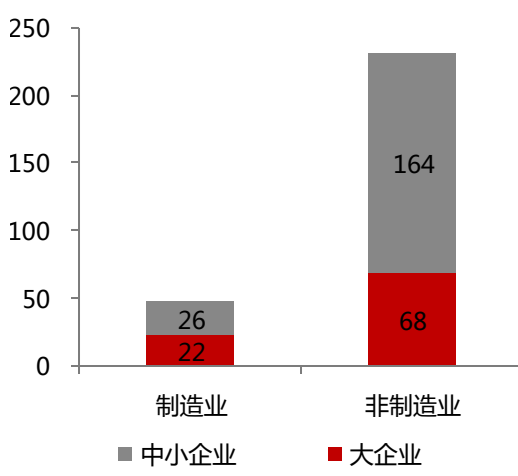
图：1985-1990年日本地价指数和CPI差距逐年扩大



图：日本“住专”7社贷款余额规模和构成

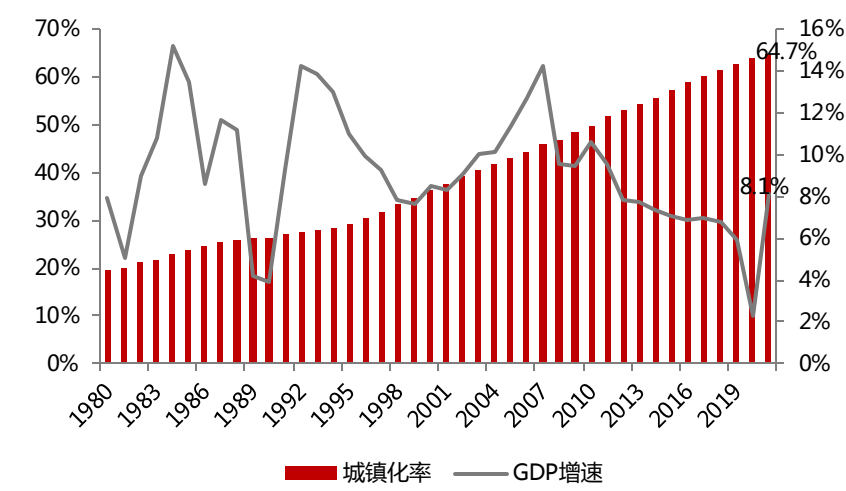


图：1984-1990年企业持有土地增加额

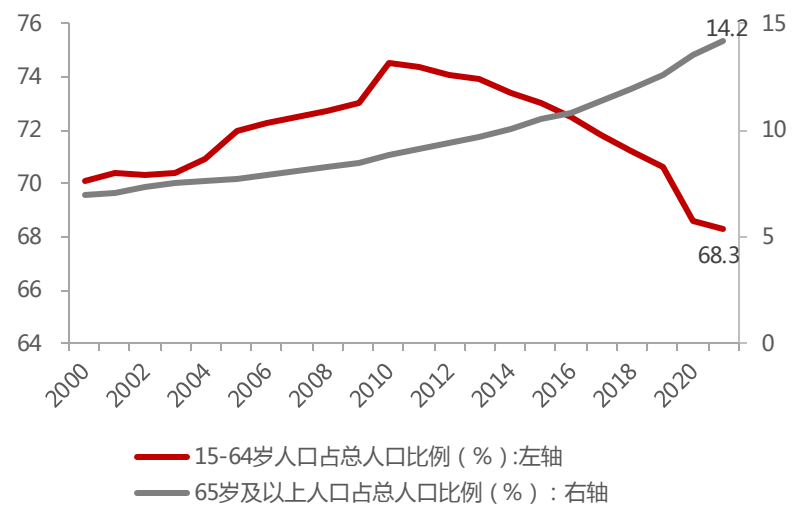


- 日本房地产泡沫破裂后，企业经营困难，银行坏账激增，居民财富缩水，日本的房地产泡沫发展过程对我国房地产调控具有参考意义。**日本房地产危机爆发启示如下：**
- ✓ **1) 适龄劳动力是住房需求的支柱，老龄化问题突出带来住房需求走弱。**对比中日人口结构，1983-1990日本劳动人口占比由67.8%上升到69.7%，泡沫破灭后不断下降，2020年为59.2%；与之类似，我国劳动人口占比在2011年达到过74.4%，2021年为68.3%。1971年日本65岁以上人口占比达到7%，泡沫经济时期超过10%，2020年高达28.4%；2021年我国65岁以上人口占比为14.2%，同年我国政府开放“三胎”政策，并于“十四五”提出积极应对老龄化，这一趋势有望缓解。
 - ✓ **2) 房价收入比和居民部门杠杆率应控制在合理水平。**从大城市房价收入比来看，1990年日本京都府房价收入比为18.1倍；2020年我国深圳、上海和北京的房价收入比分别为33.9、26.7和23.4倍。从杠杆率来看，1990年日本非金融企业部门杠杆率为139.3%，2021年中国非金融企业部门杠杆率为154.8%；2021年中国居民部门的杠杆率为62.2%，尚低于1990年日本的68.4%。
 - ✓ **3) 以GDP增速和城镇化率衡量，目前中国消化房地产泡沫能力要高于上世纪80年代的日本。**1990年日本城镇化率达到77.4%，后续增长空间不大；而2021年我国城镇化率为64.7%，尚处于城镇化快速发展阶段，“十四五”规划提出要将常住人口城镇化率提高到65%，未来几年我国城镇化率将继续上升。从GDP增速来看，2021年我国GDP增速为8.1%，高于日本1990年的5.3%，且在当年世界主要经济体中表现最佳。待完成的城镇化和较快的经济增长能够有效消化部分房价泡沫。
 - ✓ **4) 从房地产政策管控情况来看，中国政府的政策管控能力显著强于楼市崩盘后的日本。**当前我国政府坚持“稳字当头”、“因城施策”、“房住不炒”，针对风险防范采取多样措施，有效抑制房价崩盘现象的出现，如采取预售证管理一手房价格，收紧预售资金监管力促“保交楼”，出台“二手住房成交参考价”政策，严格执行企业端“三道红线”和银行端“两条红线”等。

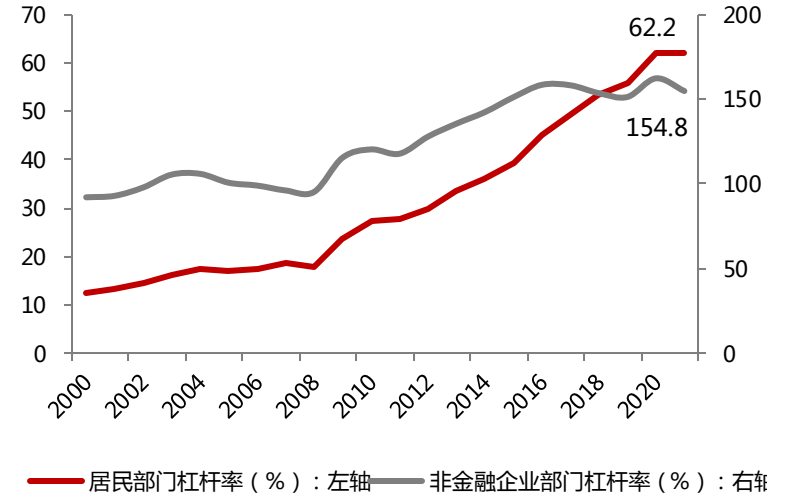
图：1980-2021年间中国GDP增速、城镇化率



图：2000-2021年间中国人口结构变化

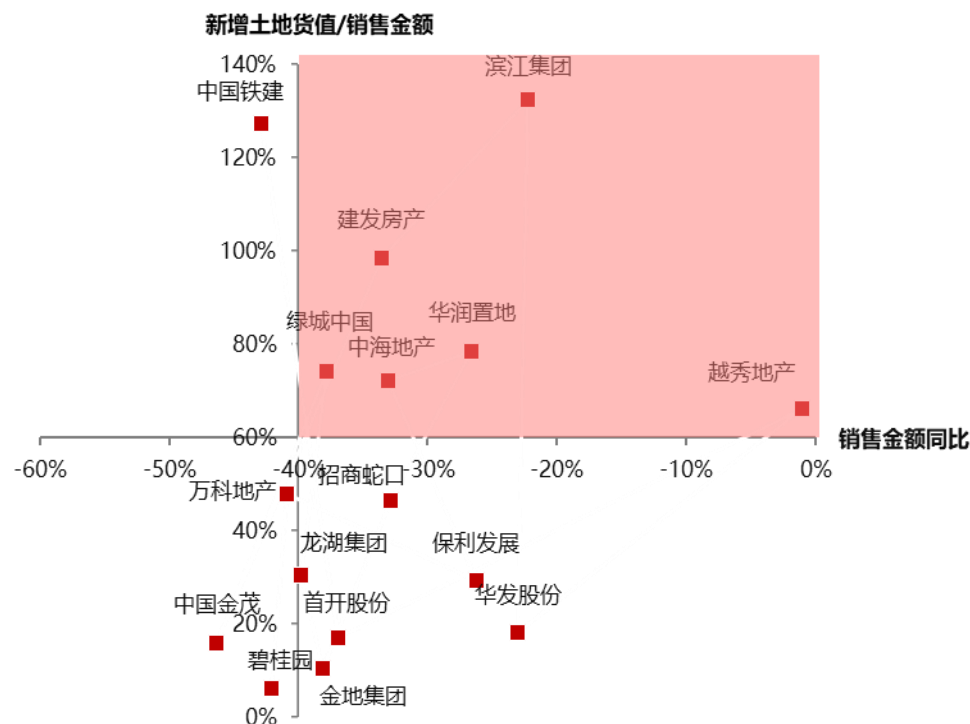


图：2000-2021年中国居民、企业部门杠杆率



- **板块逻辑逐渐由政策博弈转价投。**前期地产行情主要是博弈行情，博弈行情当前已明显结束，板块逻辑应向基本面转换，可关注开发龙头、物管龙头和经纪龙头。个股推荐：**1）房企：**保利发展、滨江集团、建发股份、华发股份、天健集团、南山控股；**2）物企：**碧桂园服务、华润万象生活。
- **风险提示：**市场销售恢复不及预期；政策放松力度不及预期；行业现金流状况不及预期。

图：重点公司销售及拿地坐标



数据来源：wind，西南证券整理

表：重点公司估值表

股票代码	股票名称	当前价格 (元)	投资评级	EPS (元)				PE (倍)			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
房企											
600048.SH	保利发展	17.42	买入	2.29	2.41	2.61	2.80	7.6	7.2	6.7	6.2
002244.SZ	滨江集团	9.23	买入	0.97	1.12	1.33	1.54	9.5	8.3	6.9	6.0
600153.SH	建发股份	13.35	买入	2.03	2.23	2.51	2.82	6.6	6.0	5.3	4.7
600325.SH	华发股份	7.79	买入	1.51	1.70	1.85	1.99	5.2	4.6	4.2	3.9
000090.SZ	天健集团	6.67	买入	1.03	1.23	1.52	2.02	5.7	5.4	4.4	3.3
002314.SZ	南山控股	4.04	买入	0.36	0.36	0.43	0.50	11.2	11.2	9.4	8.1
物企											
6098.HK	碧桂园服务	28.55	买入	1.20	1.81	2.57	3.59	33.3	15.8	11.1	7.9
1209.HK	华润万象生活	33.33	买入	0.76	1.05	1.35	1.67	41.0	31.6	24.7	20.0

备注：港股上市公司以人民币为单位，截至2022年7月4日收盘价。数据来源：wind，西南证券

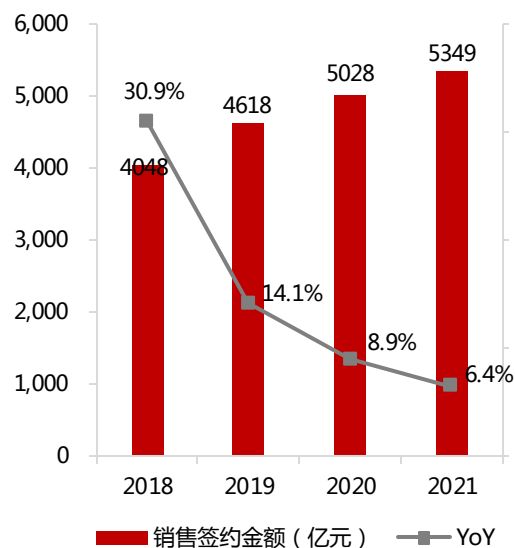
- **投资逻辑：**1）公司合约销售稳健增长，6月单月销售同比增速转正，稳居行业前五，央企第一，深耕战略效果显著，单城签约过百亿城市17个；2）公司拿地量入为出，土储丰富且质地优良，2022年6月新增土地货值排名提升至第6位，38个核心城市储备资源占比在70%以上；3）财务稳健，连续4年保持经营活动现金流为正，综合融资成本4.46%保持业内领先优势。
- **业绩预测与投资建议：**预计公司2022-2024年归母净利润复合增速为6.9%，考虑到公司融资成本较低、拿地强度较大、多元业务发展迅猛，给予公司2022年业绩10倍PE，目标价为24.10元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**竣工交付低于预期、拿地和销售回款低于预期、地产调控风险等。

表：公司2022-2024年盈利预测

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	285024	315355	343776	371955
增长率	17.19%	10.64%	9.01%	8.20%
归属母公司净利润（百万元）	27388	28790	31219	33565
增长率	-5.39%	5.12%	8.44%	7.51%
每股收益EPS（元）	2.29	2.41	2.61	2.80
净资产收益率ROE	12.28%	11.62%	11.37%	11.12%
PE	7.6	7.2	6.7	6.2
PB	0.69	0.62	0.56	0.51

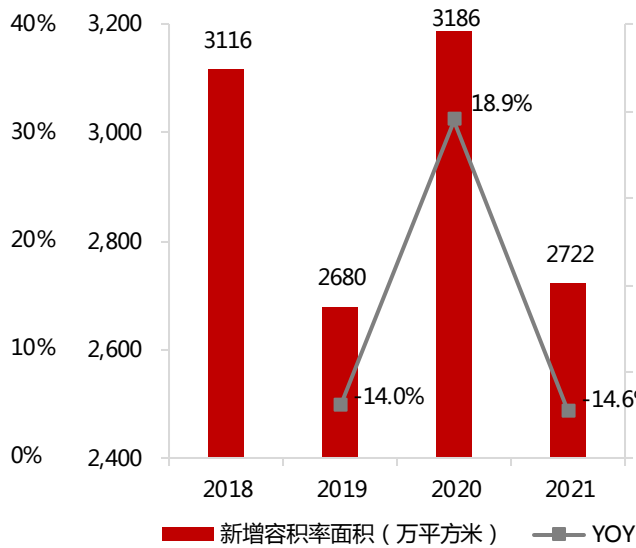
数据来源：wind，西南证券

图：公司销售签约金额

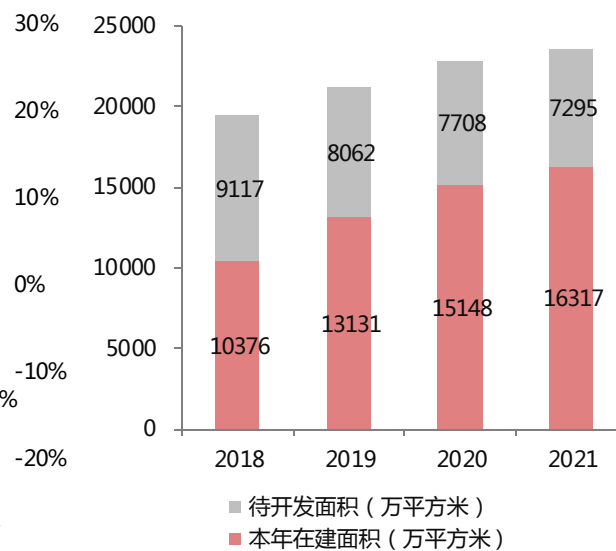


数据来源：wind，西南证券整理

图：公司新增容积率面积



图：公司国内在建及待开发面积



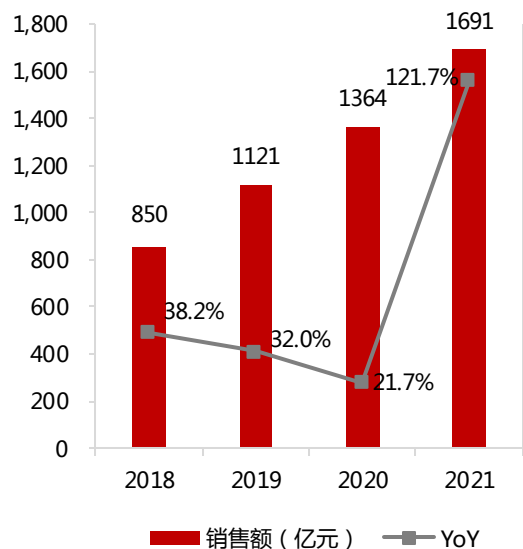
- **投资逻辑**：1）销售金额高速增长，2022年6月排名居于第23位，6月单月同比回正至29%，产品优质溢价卓越。2）积极拿地土储充沛，2022年6月新增土储货值排名提升至第4位，聚焦浙杭稳步开拓，核心城市贡献突出。公司聚焦杭州、深耕浙江，并眼华东稳步扩张。3）三道红线维持绿档，融资渠道多样，平均融资成本为4.9%，不动产生态产业多元化发展。
- **业绩预测与投资建议**：预计公司2022-2024年归母净利润复合增速为16.5%，考虑到公司销售增长强劲，核心城市拿地强度较大，融资成本较低，维持“买入”评级。
- **风险提示**：竣工交付低于预期、拿地和销售回款低于预期、地产调控风险等。

表：公司2022-2024年盈利预测

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	37976	47089	56564	65130
增长率	32.80%	24.00%	20.12%	15.15%
归属母公司净利润（百万元）	3027	3473	4137	4789
增长率	30.06%	14.72%	19.12%	15.77%
每股收益EPS（元）	0.97	1.12	1.33	1.54
净资产收益率ROE	13.16%	12.73%	13.29%	13.47%
PE	9.5	8.3	6.9	6.0
PB	0.77	0.68	0.60	0.52

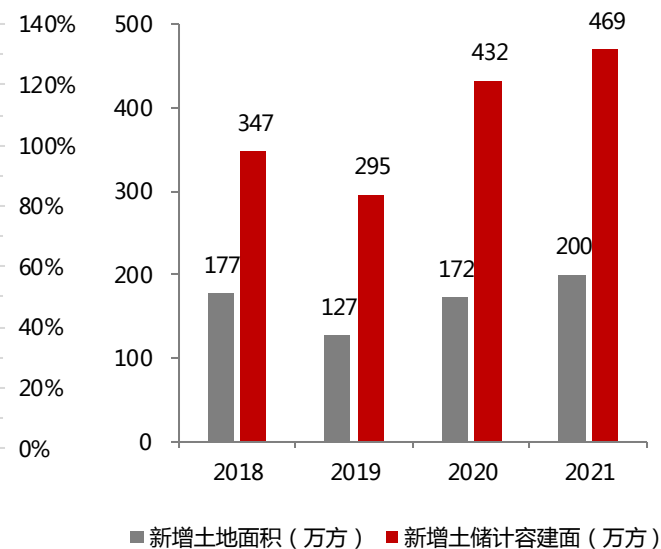
数据来源：wind，西南证券

图：公司合同销售金额

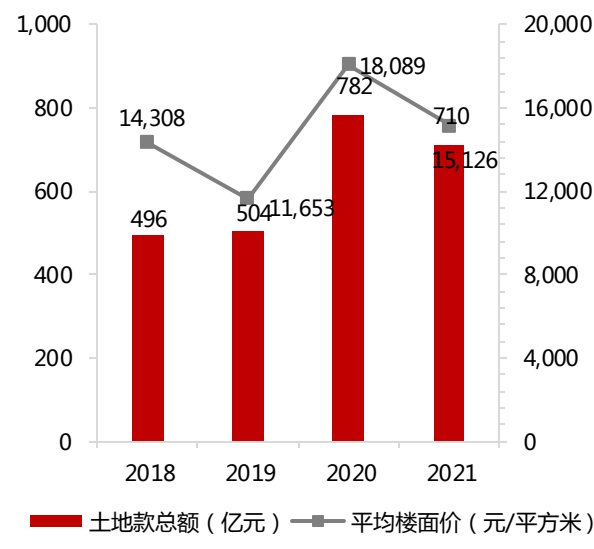


数据来源：wind，西南证券整理

图：公司新增土储面积



图：公司土地款总额



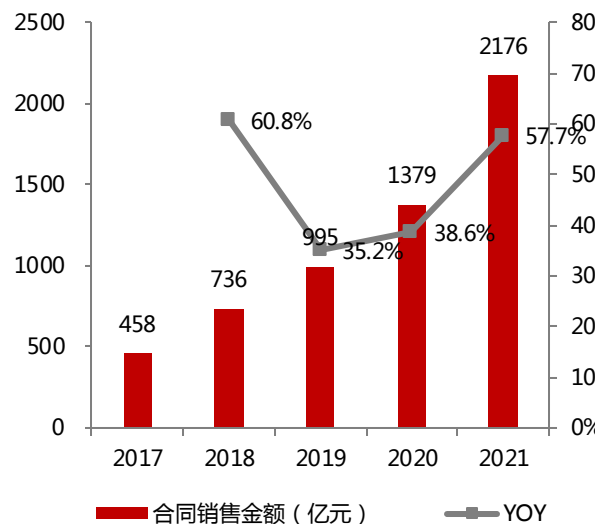
- **投资逻辑：**1）6月销售额同比跌幅收窄至-20%，地产业务逆势增长，优质产品享受溢价，权益土储面积2187万方，一二线城市货值占比超70%；2）供应链业务规模增速行业领先，打造LIFT服务体系，模式先进；3）负债结构健康，地产子公司“三条红线”全部达标，平均融资成本维持在4.5%-5.0%。
- **业绩预测与投资建议：**预计公司2022-2024年归母净利润复合增速11.7%，综合考虑房地产开发业务和供应链业务的分部估值，公司总市值为570.77亿元，对应目标价19.17元，给予“买入”评级。
- **风险提示：**项目结算不及预期、政策调控风险、供应链业务拓展不及预期等。

表：公司2022-2024年盈利预测

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	707844	810313	901145	975783
增长率	63.49%	14.48%	11.21%	8.28%
归属母公司净利润（百万元）	6098	6715	7550	8487
增长率	35.40%	10.11%	12.45%	12.41%
每股收益EPS（元）	2.03	2.23	2.51	2.82
净资产收益率ROE	8.01%	8.51%	8.82%	9.12%
PE	6.6	6.0	5.3	4.7
PB	0.29	0.28	0.26	0.24

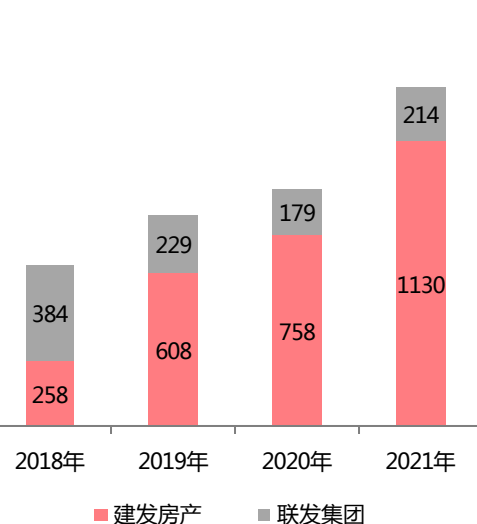
数据来源：wind，西南证券

图：公司合同销售金额

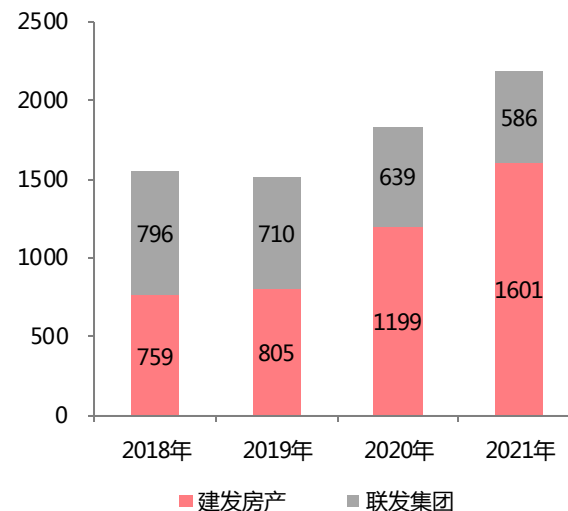


数据来源：wind，西南证券整理

图：公司新增计容建筑面积（万平）



图：公司权益土地储备面积（万平）



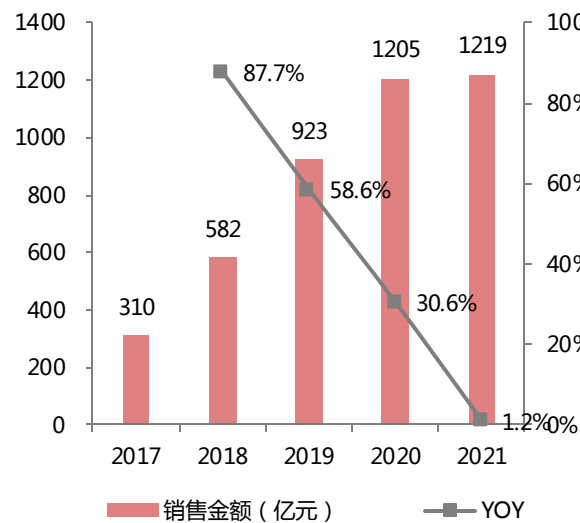
- **投资逻辑：**1) 销售规模稳中有进，2022年6月销售额同比回正，较去年同期增长41%，优质产品提升溢价，销售均价位于行业前列；2) 财务持续优化，三道红线达标转绿，融资成本持续降至5.8%；3) 两翼业务加速拓展，涵盖商业地产、品牌经营的产品生态体系愈加成熟，上下游产业链实现协同发展。
- **业绩预测与投资建议：**预计公司2022-2024年归母净利润复合增速为9.7%，考虑到公司营业收入稳健增长且财务稳健，给予公司2022年7倍PE，对应目标价11.90元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**业绩结算不及预期、政策调控风险等。

表：公司2022-2024年盈利预测

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	51241	59545	66285	72399
增长率	0.46%	16.21%	11.32%	9.22%
归属母公司净利润（百万元）	3195	3594	3922	4212
增长率	10.09%	12.50%	9.12%	7.39%
每股收益EPS（元）	1.51	1.70	1.85	1.99
净资产收益率ROE	4.88%	5.32%	5.50%	5.65%
PE	5.2	4.6	4.2	3.9
PB	0.17	0.16	0.16	0.15

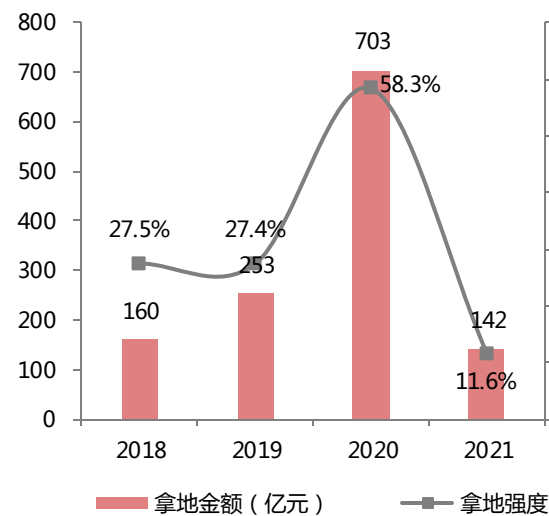
数据来源：wind，西南证券

图：公司合同销售金额

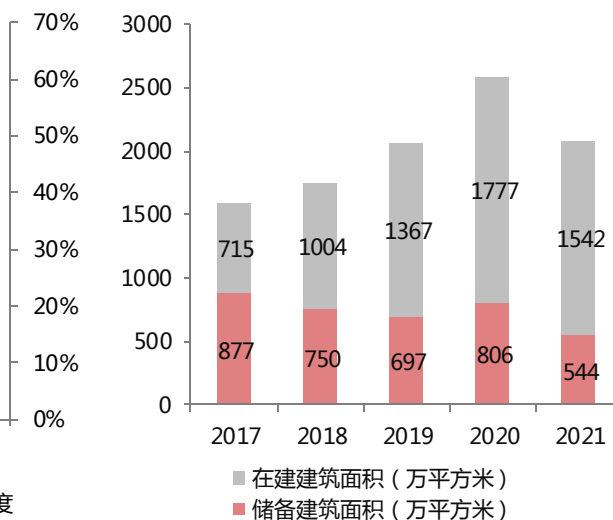


数据来源：wind，西南证券整理

图：公司拿地金额



图：公司储备及在建建筑面积



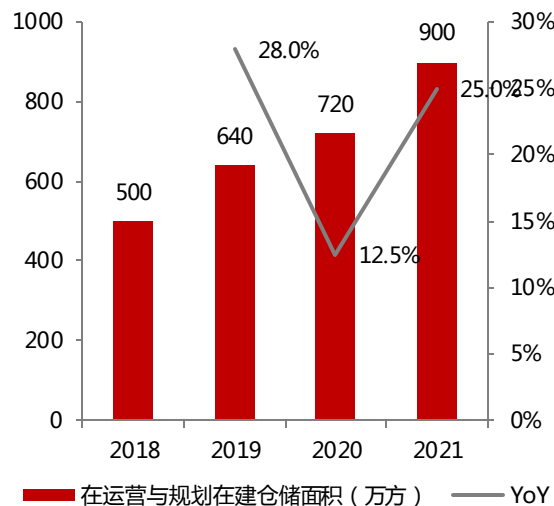
- **投资逻辑：**1）高端仓储行业领先，物流园区运营成熟，布局全国稳中求进，21年末运营、管理和规划在建（含待建项目）仓储面积达900万平方米。2）销售金额高速增长，2021年全口径销售金额达218亿元，同比增长122.7%，拿地积极土储充沛，背靠南山资源优质。3）增发收购布局新能源产业，积极开发光伏业务，自有屋顶资源可实现近1GW装机量，打造营收增长新窗口。
- **业绩预测与投资建议：**预计公司2022-2024年归母净利润复合增速为9.8%，综合考虑开发业务、物流仓储及光伏业务的分部估值，公司总市值为197.9亿元，对应目标价7.31元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**竣工交付低于预期、地产调控风险、物流仓储出租不及预期等。

表：公司2022-2024年盈利预测

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	11180	13636	16161	18000
增长率	-0.46%	21.97%	18.51%	11.38%
归属母公司净利润（百万元）	976	977	1160	1350
增长率	-24.97%	0.07%	18.78%	16.39%
每股收益EPS（元）	0.36	0.36	0.43	0.50
净资产收益率ROE	5.32%	5.57%	6.11%	6.79%
PE	11.2	11.2	9.4	8.1
PB	0.62	0.59	0.57	0.53

数据来源：wind，西南证券

图：公司在运营和规划在建仓储面积

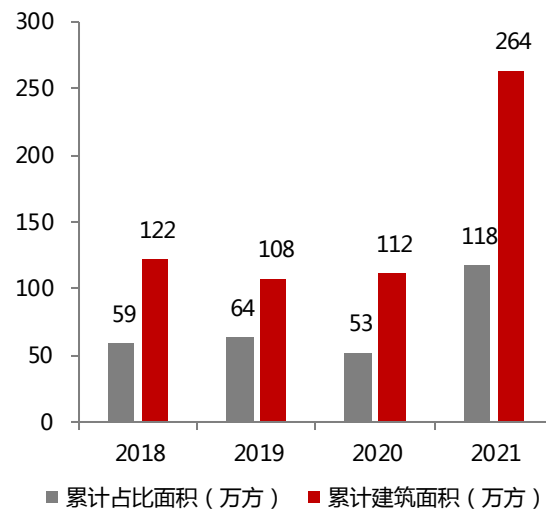


数据来源：wind，西南证券整理

图：公司全口径销售金额



图：公司土储面积



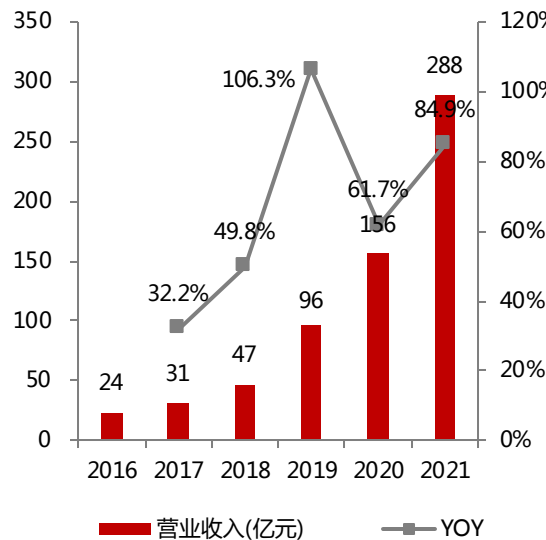
- **投资逻辑：**1) 经营业绩高速增长，2021公司实现营收收入288.4亿元（+84.9%），管理规模快速扩张，2021年在管面积7.7亿方（+103%），合同管理面积14.4亿方（+75%）。2) 多元业务齐头并进，2021年社区增值服务收入33.3亿元（+92.2%），城市服务收入45.3亿元（+412%），保持快速增长。3) 物业管理品牌优势助力项目拓展，2021年招标中标率超50%，远高于行业平均水平；社区增值完善生态服务，社区传媒业务自营媒体点位数量突破50万，覆盖全国超260个城市；城市服务开启全业态发展，截至2021年底，公司服务项目超100个，建筑面积超500万平方米。
- **业绩预测与投资建议：**预计公司2022-2024年归母净利润复合增速为44.2%，考虑到公司管理规模快速增长，增值服务拓展性强，维持“买入”评级。
- **风险提示：**在管面积增长不及预期，增值服务发展不及预期等。

表：公司2022-2024年盈利预测

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	28843	40252	54488	70367
增长率	84.77%	39.55%	35.37%	29.14%
归属母公司净利润（百万元）	4033	6092	8663	12084
增长率	50.16%	51.05%	42.20%	39.49%
每股收益EPS（元）	1.20	1.81	2.57	3.59
净资产收益率ROE	11.15%	14.41%	17.01%	19.17%
PE	33.3	15.8	11.1	7.9
PB	3.50	2.14	1.78	1.44

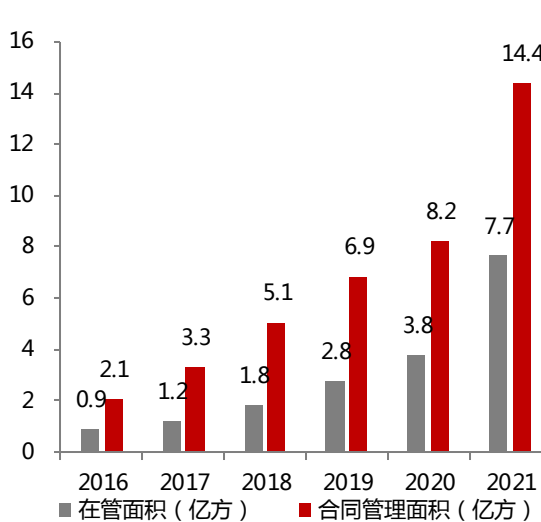
数据来源：wind，西南证券

图：公司营业收入

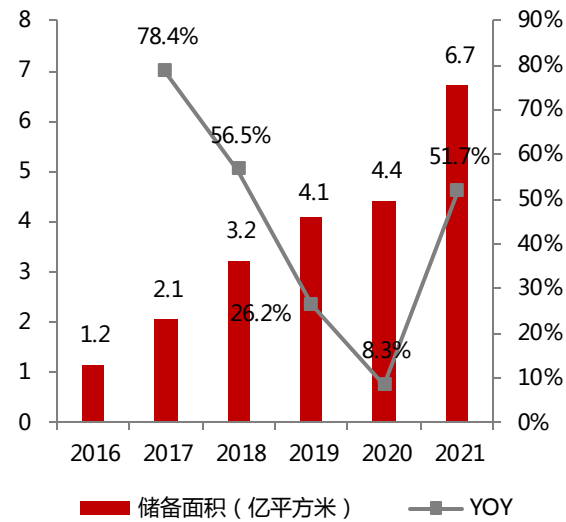


数据来源：wind，西南证券整理

图：公司在管面积与合同管理面积



图：公司储备面积



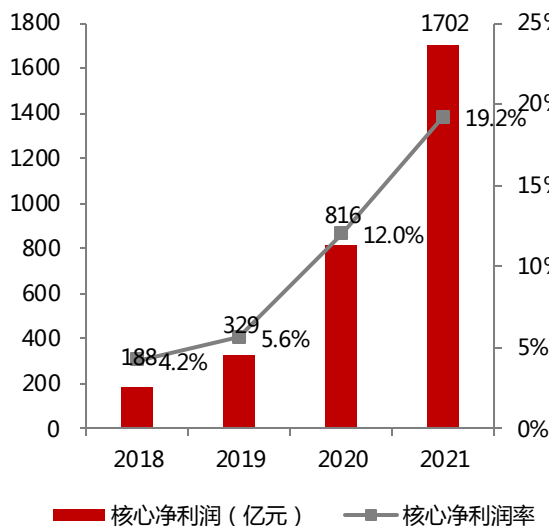
- **投资逻辑：**1) 盈利能力大幅提升，2021年公司实现核心利润17亿元（+108.5%），基于运营效率提升和成本管控，2021年公司毛利润提升4.1pp至31.1%。2) 住宅物业规模提升，2021年公司在管建筑面积1.5亿平，客户满意度高，2021年公司收缴率提升至94.4%，合同续约率98.7%。3) 商业管理龙头傲立，极具稀缺性，2021年公司购物中心在营数增至71个，已开业建筑面积760万平，同比增长18.8%，平均出租率96.9%，54个项目零售额排名当地市场TOP3，8个在营重奢购物中心排名行业TOP1。
- **业绩预测与投资建议：**预计公司2022-2024年净利润复合增速为30.1%，考虑公司是上市商管公司中的稀缺标的，给予华润万象生活2022年业绩40倍PE，目标价为42.00元（相当于51.78港元），维持“买入”评级。
- **风险提示：**在管面积增长不及预期、商业运营发展不及预期等。

表：公司2022-2024年盈利预测

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	8888	12397	16583	20816
增长率	31.01%	39.49%	33.77%	25.52%
归属母公司净利润（百万元）	1725	2402	3075	3802
增长率	110.95%	39.27%	28.00%	23.63%
每股收益EPS（元）	0.76	1.05	1.35	1.67
净资产收益率ROE	12.42%	14.75%	15.88%	16.41%
PE	41.0	31.6	24.7	20.0
PB	5.10	4.66	3.92	3.28

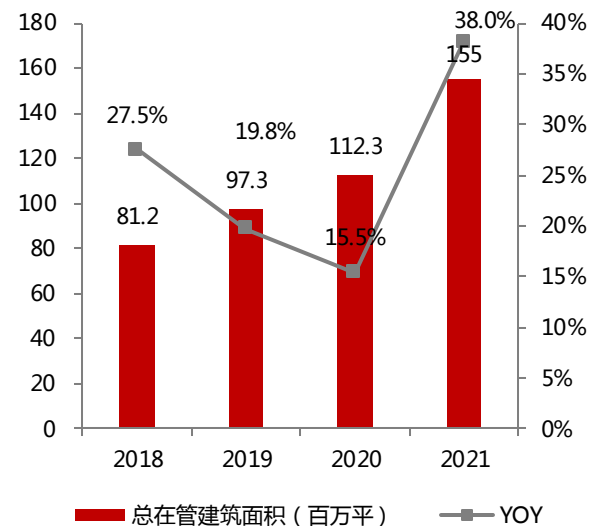
数据来源：wind，西南证券

图：公司核心净利润及利润率

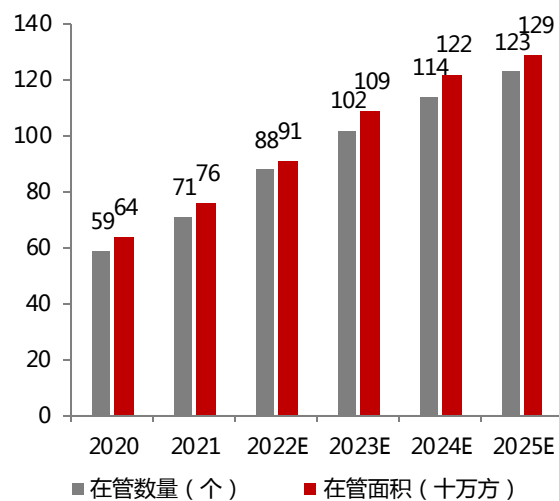


数据来源：wind，西南证券整理

图：公司总在管建筑面积



图：公司购物中心规模





分析师：王颖婷

执业证号：S1250515090004

电话：023-67610701

邮箱：wyting@swsc.com.cn

联系人：池天惠

电话：13003109597

邮箱：cth@swsc.com.cn

联系人：刘洋

电话：18019200867

邮箱：ly21@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

上海
地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼
邮编：200120
北京
地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼
邮编：100033

深圳
地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼
邮编：518040
重庆
地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼
邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	黄滢	高级销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn