

地产Q4板块修复逻辑、空间、标的

2022.10.25 《鉴以往知未来之房地产周期底部特征研究》

行业评级：看好
2022年11月13日

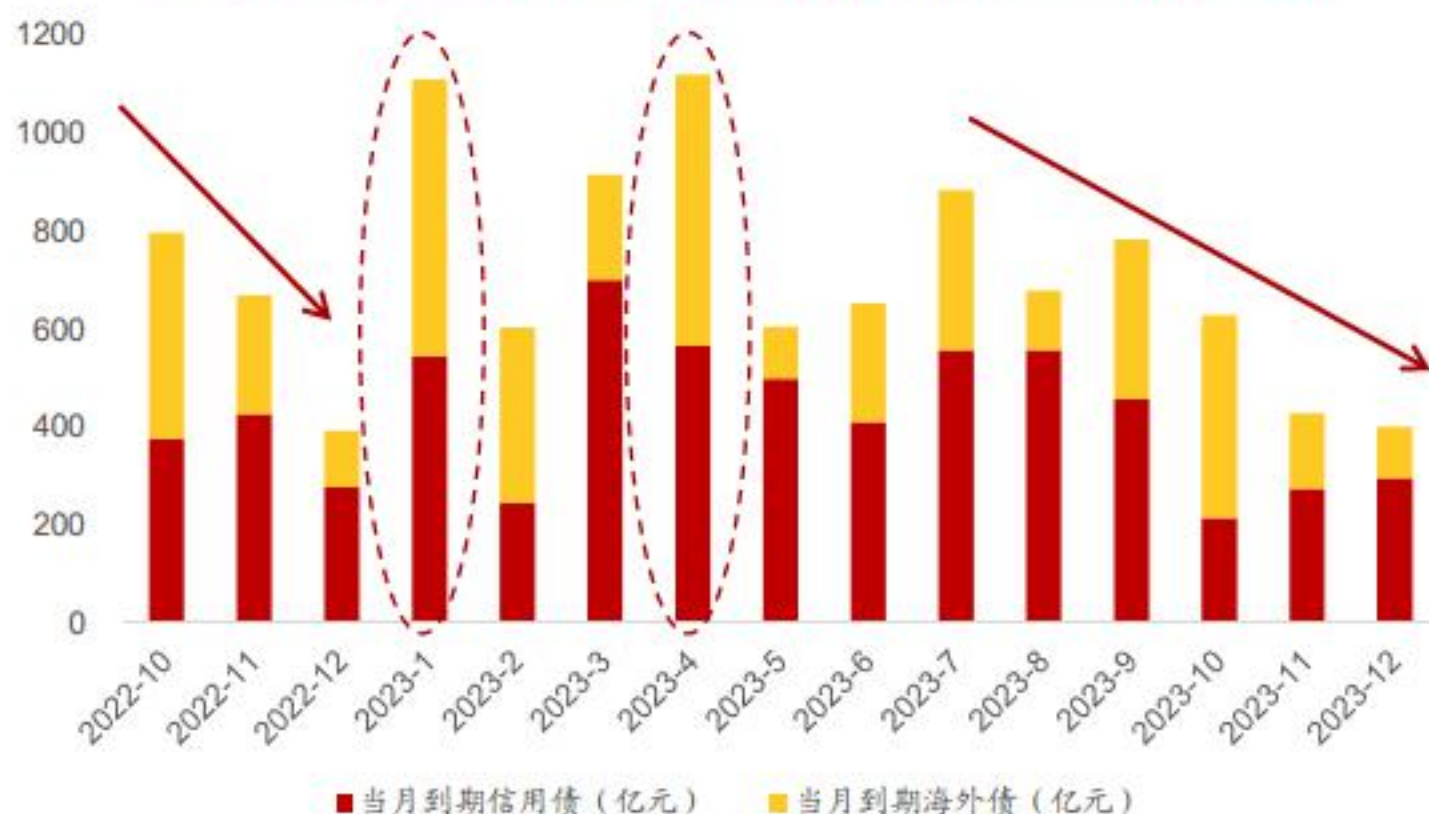
作者	杨凡
证书编号	S1230521120001
邮箱	yangfan02@stock.com.cn
电话	13916395118

历史周期复盘：对比2008-2009年与本轮周期基本面情况

本轮周期房企在2023年1-4月仍然面临较大债务到期压力

- 2022年10-12月房企债务规模逐渐减少，房企年内到期压力逐渐释放。从债务到期量来看，2022年10-12月房企债务融资到期规模约2656亿元，2022年10-12月每月债务到期规模逐级降低。结合我们的判断，即2022年9-10月销售金额绝对值逐级增加，我们认为Q4房企债务偿还风险敞口总体可控。
- 2023年房企到期债务规模约8806亿元，Q1债务到期压力集中。从月度到期债务规模来看，2023年1月债务到期量为1111.3亿元，4月债务融资规模达到1119.7亿元，分别是2023年债务到期两个高分时点。2023年债券到期量超过150亿元的房企有14个。

图：房企不同类型债务一年内到期量(统计日期始于2022年10月1日)



表：2023年债券到期量超过150亿元房企统计

房企	2023年债券到期量 (亿元)	占总债券余额比例 (%)	占2023年债券到期总 量比例 (%)	2023年债券到期高峰
中国恒大	744.6	41.7%	8.5%	2023年1月
中国海外发展	269.5	27.3%	3.1%	2023年1月
碧桂园	267.1	25.2%	3.0%	2023年1月和9月
融创	254.3	39.7%	2.9%	2023年4月
富力	219.5	27.6%	2.5%	2023年2月
金地	205.7	43.1%	2.3%	2023年6月
佳兆业	195.8	27.3%	2.2%	2023年1月和7月
首开	186.4	26.8%	2.1%	2023年2月
华发股份	182.2	52.1%	2.1%	2023年1月、2月和9月
龙光	177.9	40.3%	2.0%	2023年2月、6月和7月
万科	171.1	21.5%	1.9%	2023年4月
远洋	161.9	23.5%	1.8%	2023年2月和6月
融信	152.5	57.9%	1.7%	2023年1月、6月和7月
金融街	150.3	39.6%	1.7%	2023年3月和8月
合计	3338.8	-	37.9%	-

数据来源：Wind，中指院，浙商证券研究所；注：境外债单位已按最新汇率折算为人民币。

历史周期复盘：对比2008-2009年与本轮周期基本面情况

本轮周期下行阶段，房地产基本面情况较2008年更差

从投资和需求两端数据来看，本轮周期基本面降幅较2008年周期底部更大，修复时间更长：

- 1) 需求端：截至2022年8月，本轮周期中商品房销售面积累计同比增速已持续17个月下滑，降幅最大值为-23.1%，已超过2008年周期-19.7%的最大降幅；2) 投资端：截至2022年8月，本轮周期中房地产开发投资完成额累计同比增速已持续14个月下滑，下行时间已远超2008年的7个月，降幅最大值为-7.4%，当前已连续5个月为负增长，而2008年周期底部房地产开发投资完成额累计同比增速仍能维持1%的正增长。
- 对比2008-2009年，我们认为本轮周期的人口与经济背景会导致需求修复时间更长：1) 总人口增速接近0%，人口红利接近尾声；2) 2022年上半年的GDP同比增速仅2.5%，处于近20年低位水平；3) 2022年8月失业率较2021年末上涨0.2个百分点。



数据来源：Wind，浙商证券研究所

本轮周期中，货币政策、财政政策、房地产调控政策的放松力度均不及以往周期

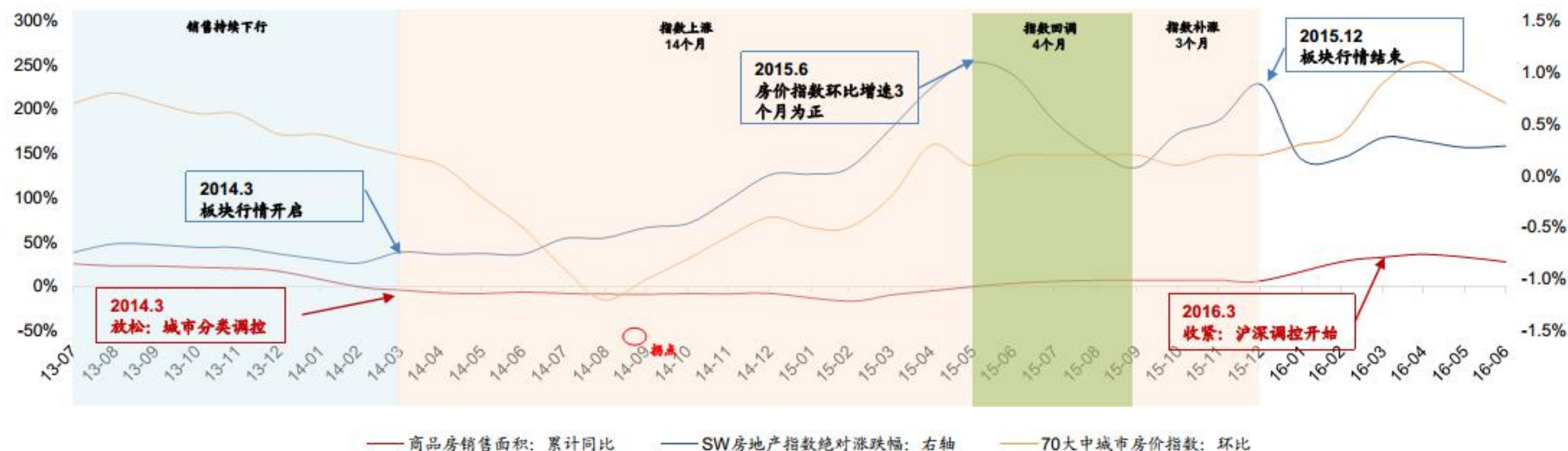
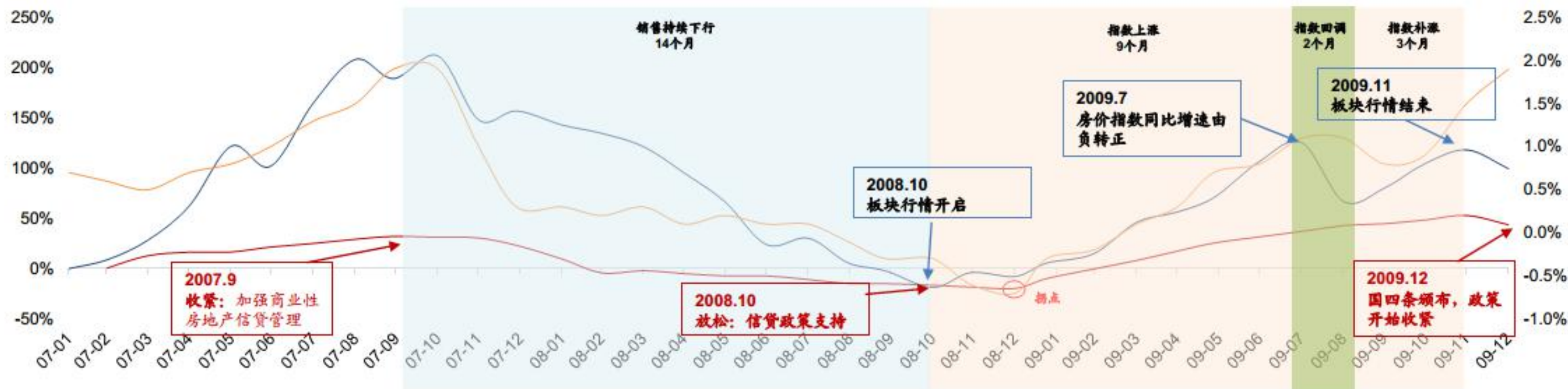
政策类型		2008-2009年周期		2014-2015年周期		2021-2022年周期	
		部门	政策力度	部门	政策力度	部门	政策力度
货币 政策	降息	央行	5次降息，五年以上贷款基准利率从7.74%下调至5.94%，累计下降 216BP	央行	6次降息，五年以上贷款基准利率从6.55%下调至4.9%，累计下降 165BP	央行	4次降息，1年期LPR从3.85%下调至3.65%，累计下降 20BP ，5年期LPR从4.65%下调至4.3%，累计下降 35BP
	降准		4次降准，大型金融机构累计下降 200BP ，中小型金融机构累计下降 400BP		5次降准，大型和中小型金融机构均累计下降 300BP		2次降准，大型和中小型金融机构均累计下降 75BP
限贷 政策	下调 房贷利率	央行	商贷：降至房贷利率的 0.7倍 公积金：五年期以下（含）、五年期以上分别下调 27BP	央行	商贷：首套房降至房贷利率的 0.7倍 公积金：下调5次，五年期以下（含）、五年期以上均累计下调 125BP	央行	商贷：首套房下限调整为5年期LPR 减20个基点，约0.95倍 ；部分城市可阶段性 下调或取消 首套房下限 公积金：五年期以下（含）、五年期以上分别下调 15BP
	下调 首套房首付		购买首套普通自住房最低首付比例调整为 20%		购买首套房最低首付比例调整为 30% ；公积金购买首付最低 20% ；不实施限购城市首套房最低首付比例调整为 20% ，各地可 向下浮动5BP		地方
	下调 二套房首付	国务院	对于人均住房面积低于当地平均水平、再申请贷款购买第二套的居民，执行首套房政策，首付比例 20%	购买二套房最低首付款比例调整为 40% ；公积金购买首付最低 30% ，若首套结清贷款，则进一步下降至 20% ；不实施限购城市二套房最低首付比例降至 30%	地方	2022年至今超过40个城市下调， 约33城下调至30% ，部分城市下调公积金贷款首付比，或放松首套房认定标准	
限购政策		/	/	地方	除北上广深外， 绝大多数城市取消限购	地方	2022年至今 超过40个城市优化限购政策
财政政策		国常会	4万亿投资计划	央行	向国开行发放1万亿元抵押补充贷款	国常会 央行	3万亿减税降费 要求六大行“6千亿”投向楼市

本轮周期中，货币政策、财政政策、房地产调控政策的放松力度均不及以往周期

政策类型	2008-2009年周期		2014-2015年周期		2021-2022年周期		
	部门	政策力度	部门	政策力度	部门	政策力度	
财税政策	契税、印花税和土增税减少	财政部 国税局	首次购买90平及以下，契税税率下调到 1% ；个人销售或购买住房暂 免征 印花稅；个人销售住房暂 免征 收土增稅	财政部 国税局	首次购买90平以上按 1.5% 稅率征收契稅，（除北上广深外）二套房90平及以下按 1% 稅率征收契稅；90平以上的按 2% 的稅率征收契稅	地方	2022年至今 超过20个城市下调契稅、土增稅等，或通过直接补贴部分契稅；超过100个城市通过发放购房补贴降低购房成本
	营业税减少	国务院	对住房转让环节营业税暂定一年实行 减免政策	/	/	/	/
	个人所得税减少	/	/	/	/	财政部	对出售自有住房并在出售1年内重新购房的納稅人，对 其出售已繳納的个稅予以退稅优惠
供给端政策	支持房企合理融资需求	央行 银监会	支持資信較好的房地產企业发行企业債券和开展房地產投資信託基金试点	央行	在住房金融服務专题会上要求保证正常房地產融資需求	央行 外匯局	鼓励金融机构加大优质项目支持力度，禁止“一刀切”，无具体措施；上交所对碧桂园、美的、龙湖、新城、旭輝5家民企发債支持，首发額度5-10億元
	预售资金监管放松	国务院	开发项目最低资本金比例由35%下调为：保障性住房和普通商品住房项目最低 20% 、其他房地产开发项目最低 30%	国务院	下调除保障性住房和普通商品住房以外的房地產开发项目的最低资本金比例至 25%	中央政治局会议	中央提出优化预售资金監管；2022年以来 超过30个城市放松预售资金監管政策
	土拍规则放松	/	/	/	/	地方	2022年至今， 超过30个城市放松土拍规则 ，以三四线城市为主
其他特殊政策	/	/	国务院	棚改货币化安置 ：“去库存”成为房地產工作重点之一，制定“棚改三年计划”	国务院	“保交樓” ：允许地方一城一策用好政策工具箱，灵活运用阶段性信貸政策和保交樓专项借款	

分类来看可以还放松的政策有哪些？

- **降息：还有130-180BP下调空间。**2008年5次降息，五年以上贷款基准利率从7.74%下调2.16个百分点到5.94%；2014-15年6次降息，五年以上贷款基准利率从6.55%下调1.65个百分点到4.9%；2022年4次降息，五年以上贷款基准利率从4.65%下调0.35个百分点到4.3%。
- **降准：还有125-225BP下调空间。**2008年4次降准，大型/中小型金融机构准备金率下调2/4个百分点；2015年5次降准，各金融机构准备金率下调3个百分点；2022年2次降准，各金融机构准备金率下调0.75个百分点。
- **公积金贷款利率：还有110-120BP下调空间。**2008年五年期以上公积金贷款利率下调1.35个百分点；2014-15年五年期以上公积金贷款利率下调1.25个百分点；2022年五年期以上公积金贷款利率下调0.15个百分点。
- **房贷利率打折空间，二套房利率下限还未放松。**2008年、14年首套房贷款利率下限均为LPR的0.75倍；2022年下限为5年期LPR减20个基点，约0.95倍。
- **财政政策具体形式待观望：**2008年，国常会宣布四万亿投资计划，其中保障性住房投入预算四千亿元；2014年，国开行获一万亿抵押补充贷款支持棚户区改造；2022年第四季度，六大行将投入六千亿地产贷款。
- **需求端交易税、限购政策、首付比例超过200个城市未优化。**2008年、14年下调首付比至20%-30%，下调契税至1%-2%，2014年几乎全面取消限购政策；2022年采取“因城施策”，目前只有不到100个城市分别出台放松首付比、放松限购和下调契税等政策。
- **供给端房企融资暂无有效政策出台。**2008年，支持对房企的合理融资需求，调整房地产开发项目最低资本金比例为30%；2014年，要求保证房地产正常融资需求，下调房地产开发项目最低资本金比例为25%；2022年，仅鼓励加大优质项目支持力度，无相关最低资本金比例调整。



2.1 2008-2009年周期



地产板块持续时间: 2008.10-2009.07 约10个月。2009年7月二套房贷政策收紧后板块回调, 但后续随市场热度继续上涨。直到国务院明确发出信号开始新一轮政策收紧。

2008-2009年涨幅最高的前十个标的 (2008.10-2009.7)

	上市公司标的	整体涨幅
1	阳光城	418%
2	中南建设	400%
3	金科股份	369%
4	西藏城投	346%
5	首开股份	300%
6	信达地产	294%
7	渝开发	274%
8	阳光股份	257%
9	蓝光发展	243%
10	荣盛发展	240%

2022年目前关注标的在2008-2009年的表现

	上市公司标的	整体涨幅
1	建发股份	194%
2	滨江集团	191%
3	金地集团	176%
4	华发股份	127%
5	万科A	115%
6	保利发展	93%
7	天健集团	80%
8	招商蛇口	未上市

2.2 2014-2015年周期



地产板块持续时间: 2014.03-2015.12约22个月。2014年3月政府工作报告指出“分类调控而不是一刀切”标志着本轮宽松周期开启。2015年6月, 板块回调, 2015年10月, 地产板块再次补涨, 直至2015年12月70大中城市房价指数出现本轮周期中的首次同环比同时转正, 地产板块行情结束。2016年3月25日, 深圳和上海同一天出台调控政策, 本轮宽松周期正式结束。

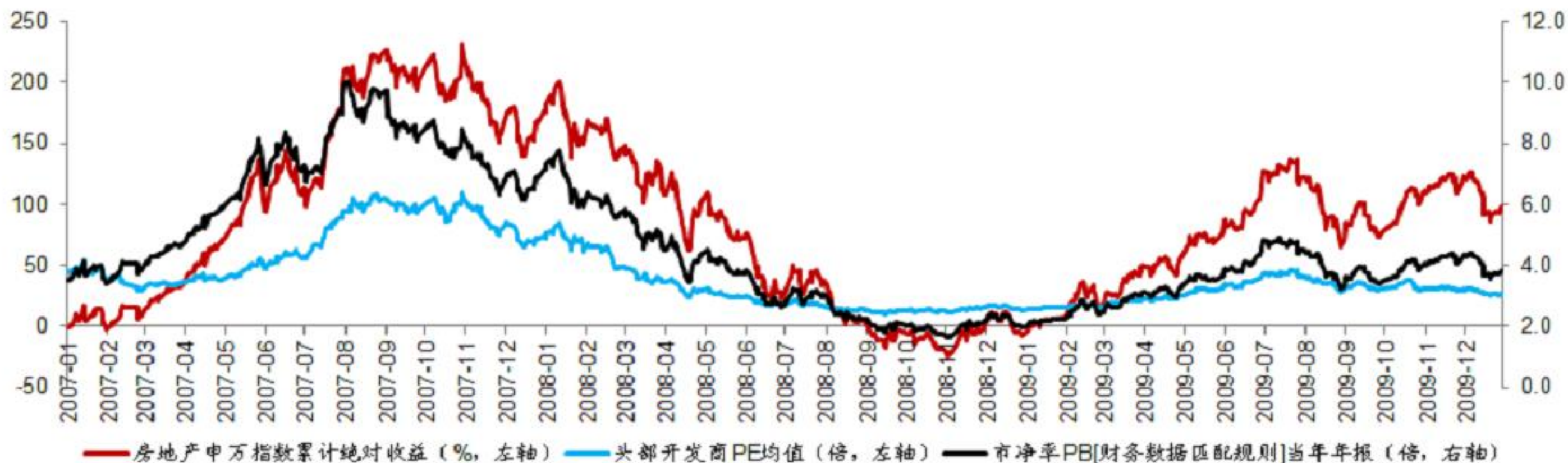
2014-2015年涨幅最高的前十个标的 (2014.3.5 – 2015.6.30)

	上市公司标的	整体涨幅
1	大悦城	483%
2	中国武夷	450%
3	首开股份	372%
4	绿地控股	367%
5	张江高科	335%
6	海德股份	296%
7	ST泰禾	293%
8	深深房A	284%
9	格力地产	275%
10	天健集团	246%

2022年目前关注标的在2014-2015年的表现

	上市公司标的	整体涨幅
1	天健集团	246%
2	滨江集团	198%
3	华发股份	183%
4	建发股份	160%
5	万科A	115%
6	金地集团	103%
7	保利发展	72%
8	招商蛇口	2015.12上市

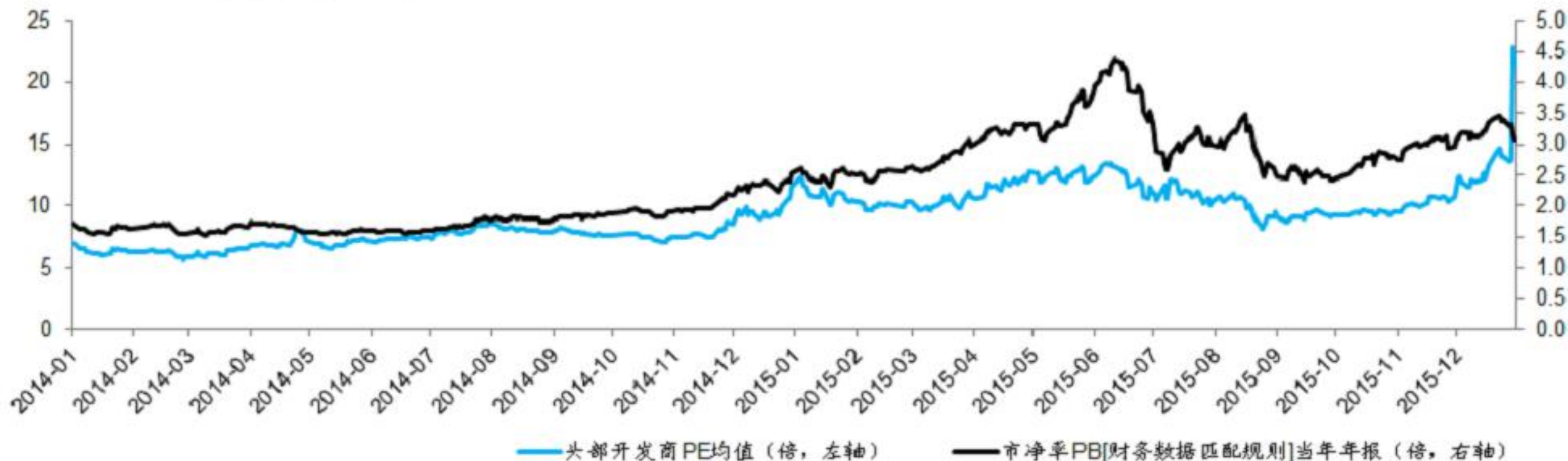
2.3 2008-2009年周期底部PE、PB和板块收益



	申万房地产指数 882011.WI	招商蛇口 001979.SZ	保利发展 600048.SH	万科A 000002.SZ	金地集团 600383.SH	华发股份 600325.SH	建发股份 600153.SH	滨江集团 002244.SZ	天健集团 000090.SZ
08-09年PE最高值 (2009.07)	43	-	42	38	49	29	29	39	53
08-09年PB最高值 (2009.07)	4.7	-	3.8	4.2	2.6	3.8	3.8	7.1	1.5
当年收入- 亿元 (同比增速 - %)	-	-	230 (+48%)	489 (+19%)	121 (+24%)	40 (+15%)	406 (+20%)	28 (+24%)	27 (-6%)
净利润 - 亿元 (同比增速 - %)	-	-	35 (+57%)	53 (+32%)	18 (+111%)	7 (+4%)	11 (+71%)	6 (+7%)	0.6 (-150%)
毛利率% (同比变化pct) / 净利率% (同比变化pct)	-	-	37% (-3.98) / 17% (-2.17)	13% (+1.83) / 14% (+1.61)	16% (+4.77) / 12% (+2.79)	38% (+0.74) / 17% (-1.36)	9% (+2.84) / 3% (+1.23)	42% (-3.47) / 22% (-3.72)	9% (-0.25) / 2% (+6.19)
ROE% (同比变化pct)	-	-	14.03 (-1.87)	14.26 (+1.61)	11.83 (+2.79)	13.34 (-1.13)	22.89 (+10.73)	18.92 (-2.02)	2.19 (+7.7)
土地储备面积 (万平)	-	-	1401	2281	1548	500	-	299	17
土地储备潜力=土储面积/当年 销售面积	-	-	5.4	4.1	7.9	3.5	-	-	1.7

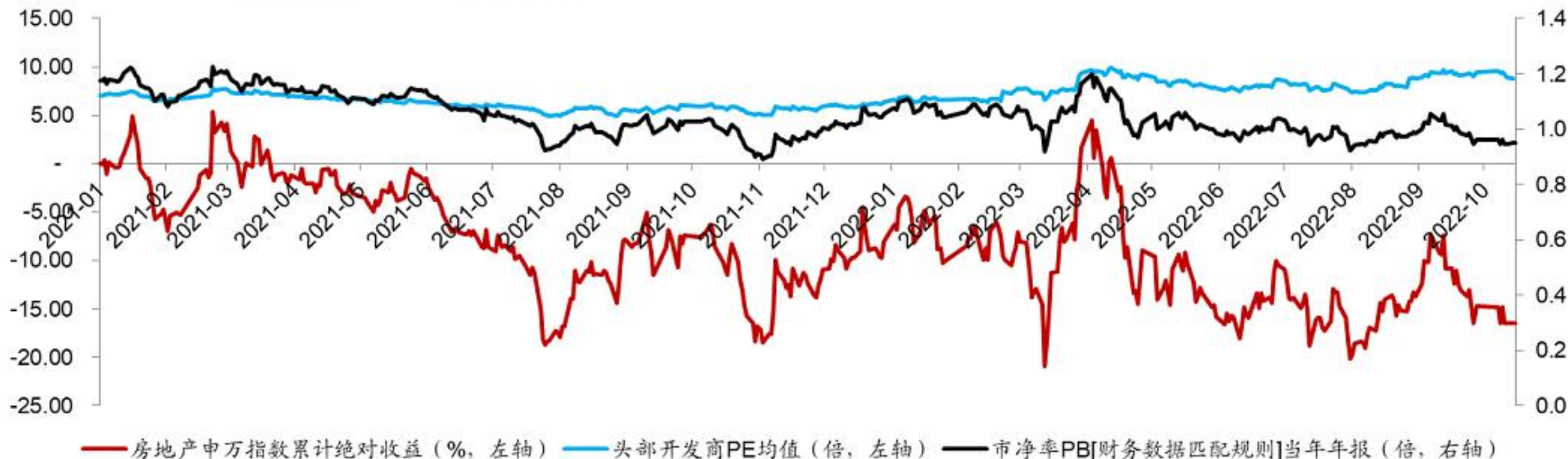
资料来源：Wind，公司年报，浙商证券研究所；注：建发股份未公布2009年土储面积，滨江集团未公布2009年销售面积，招商蛇口2009年末上市。

2.3 2014-2015年周期底部PE和PB



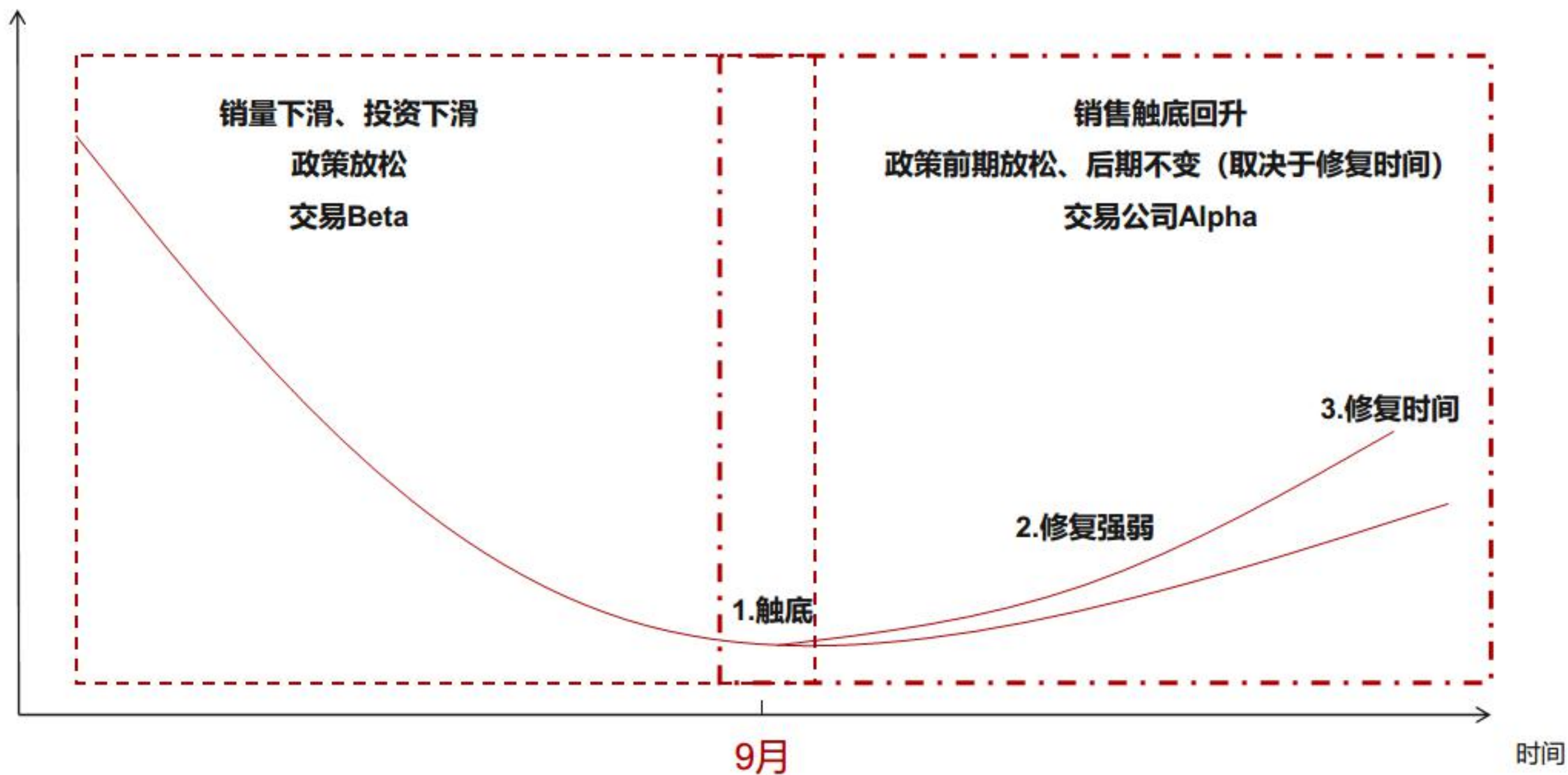
	申万房地产指数 882011.WI	招商蛇口 001979.SZ	保利发展 600048.SH	万科A 000002.SZ	金地集团 600383.SH	华发股份 600325.SH	建发股份 600153.SH	滨江集团 002244.SZ	天健集团 000090.SZ
14-15年PE最高值 (2015.06)	14	-	12	12	17	23	23	33	40
14-15年PB最高值 (2015.06)	4.2	-	2.1	1.8	2.0	1.4	3.0	2.9	3.0
当年收入- 亿元 (同比增速 - %)	-	492 (+8%)	1,234 (+13%)	1,955 (+34%)	328 (-28%)	83 (+17%)	1,281 (+6%)	126 (+7%)	63 (+19%)
净利润 - 亿元 (同比增速 - %)	-	80 (+22%)	168 (+18%)	259 (+35%)	48 (-2%)	7 (+10%)	36 (+6%)	15 (+87%)	4 (-7%)
毛利率% (同比变化pct) / 净利率% (同比变化pct)	-	38% (-1.88) 16% (+1.87)	33% (+1.16) 14% (+0.58)	29% (-0.59) 13% (+0.09)	29% (-0.34) 15% (+3.92)	30% (-4.75) 8% (-0.59)	10% (+1.25) 3% (-0.01)	32% (+9.78) 12% (+5.06)	21% (+1.01) 6% (-1.74)
ROE% (同比变化pct)	-	10.40 (-8.66)	17.26 (-2.60)	18.09 (+0.23)	9.53 (-3.17)	6.04 (-3.31)	13.83 (-0.85)	11.44 (+1.03)	6.37 (-5.06)
土地储备面积 (万平)	-	348	5482	8122	2600	836	817	300	104
土地储备潜力=土储面积/当年 销售面积	-	1.0	4.5	3.9	5.8	4.0	3.8	3.9	8.0

2.3 2021-2022年周期底部PE、PB和板块收益



	申万房地产指数 882011.WI	招商蛇口 001979.SZ	保利发展 600048.SH	万科A 000002.SZ	金地集团 600383.SH	华发股份 600325.SH	建发股份 600153.SH	滨江集团 002244.SZ	天健集团 000090.SZ
当前PE最高值 (2022.10.19)	9	15	7	8	5	7	7	11	6
当前PB最高值 (2022.10.19)	0.9	1.5	1.1	0.8	0.7	1.3	1.0	1.6	1.1
21年收入- 亿元 (同比增速 - %)	-	1,606 (+24%)	2,850 (+17%)	4,528 (+8%)	992 (+18%)	512 (+0.5%)	7,078 (+63%)	380 (+33%)	233 (+36%)
净利润 - 亿元 (同比增速 - %)	-	152 (-10%)	372 (-7%)	381 (-36%)	130 (-15%)	47 (+3%)	110 (+34%)	49 (+39%)	20 (+31%)
毛利率% (同比变化pct) / 净利率% (同比变化pct)	-	25% (-3.22) 9% (-3.59)	27% (-5.78) 13% (-3.42)	22% (-7.42) 8% (-5.74)	21% (-11.68) 13% (-5.13)	26% (+1.50) 9% (+0.19)	4% (-1.87) 2% (-0.34)	25% (-2.21) 13% (+0.55)	20% (-4.08) 8% (-0.31)
ROE% (同比变化pct)	-	9.54 (-2.54)	14.00 (-2.06)	9.55 (-8.94)	14.94 (-3.15)	15.35 (+1.50)	11.99 (+0.26)	14.71 (+2.04)	15.22 (+1.65)
土地储备面积 (万平)	-	1905	18064	4522	2923	544	2187	1501	269
土地储备潜力=土储面积/当年销 售面积	-	1.3	5.4	1.2	2.1	1.7	1.9	-	7.0

资料来源：Wind，公司年报，浙商证券研究所；注：滨江集团未公布2021年销售面积。



地产行业长期向好发展，逆势布局更利于未来市占率提升。

- 截止至2022年9月，华润置地、招商蛇口、保利发展凭借在市场拿地力度相对较强，新增货值的市占率显著大于销售市占率，销售市占率提升潜力在样本房企中排名前三。滨江集团市占率提升排名第五，是为数不多的2022年能够积极补充土储的民营企业。
- 我们认为房企当前土地资料仍然是房企重要的生产要素，能够决定房企未来2-3年的开发和销售。对于房企而言拿地决定未来销售，新增货值的市占率和销售市占率的差值可以大概预测未来房企销售市占率的提升空间。

公司	全口径销售操盘金额排名			全口径销售操盘金额市占率			新增货值排名			新增货值市占率			市占率提升空间预估
	2021.1-9	2022.1-9	同比变化	2021.1-9	2022.1-9	同比变化	2021.1-9	2022.1-9	同比变化	2021.1-9	2022.1-9	同比变化	
华润置地	11	6	5	1.6%	2.1%	0.5%	6	1	5	7.0%	12.0%	5.0%	9.8%
招商蛇口	10	7	3	1.8%	2.1%	0.3%	9	3	6	5.9%	10.1%	4.3%	8.0%
保利发展	5	3	2	3.2%	3.4%	0.3%	3	2	1	9.2%	11.3%	2.1%	7.8%
建发房产	19	11	8	1.0%	1.1%	0.1%	16	5	11	4.1%	6.4%	2.4%	5.3%
滨江集团	22	12	10	0.9%	1.1%	0.2%	21	7	14	2.9%	6.4%	3.4%	5.3%
越秀地产	38	16	22	0.6%	0.9%	0.3%	14	8	6	4.3%	5.8%	1.5%	4.9%
中海地产	6	5	1	2.2%	2.2%	0.0%	4	4	0	9.0%	6.6%	-2.4%	4.4%
绿城中国	7	4	3	2.2%	2.3%	0.1%	5	6	-1	7.6%	6.4%	-1.2%	4.1%
华发股份	34	18	16	0.7%	0.8%	0.1%	91	11	80	0.5%	4.2%	3.7%	3.4%
中国金茂	15	14	1	1.3%	1.1%	-0.2%	11	16	-5	4.7%	2.8%	-1.9%	1.7%
万科地产	2	2	0	4.0%	3.6%	-0.4%	2	10	-8	9.6%	5.1%	-4.4%	1.6%
龙湖集团	12	10	2	1.5%	1.5%	0.0%	8	17	-9	6.3%	2.8%	-3.6%	1.3%
金地集团	8	8	0	1.9%	1.8%	-0.1%	13	37	-24	4.4%	1.5%	-3.0%	-0.3%
绿地控股	9	13	-4	1.8%	1.1%	-0.7%	20	-	-	3.0%	-	-	-
新城控股	18	17	1	1.1%	0.9%	-0.3%	7	-	-	6.4%	-	-	-
美的置业	23	22	1	0.9%	0.6%	-0.3%	34	-	-	1.8%	-	-	-
远洋集团	36	20	16	0.6%	0.6%	0.0%	32	-	-	2.1%	-	-	-
旭辉集团	14	15	-1	1.4%	1.1%	-0.4%	15	-	-	4.2%	-	-	-
碧桂园	1	1	0	4.9%	4.0%	-0.9%	1	-	-	15.8%	-	-	-

资料来源：Wind，中指院，克尔瑞，浙商证券研究所；销售操盘金额数据来源克尔瑞，2022.1-9房企新增货值数据来源中指院，2021.1-9新增货值来源克尔瑞，全国口径新增货值为土地购置面积与全国商品房销售均价估算得到，容积率假设为3.0。

坚守两条投资主线，优选高信用龙头和确定性强的区域小而美

- 我们认为，本轮周期需求修复偏弱，Q4房企风险未完全出尽，Q4政策还有推进空间。2022年房企利好政策虽持续放出，但行业基本面未出现明确拐点。我们认为行业基本面企稳可能促进2022年Q4放松政策再次推进。从销售和投资增速下降幅度和持续时间来看，地产板块基本面弱于2008年但政策力度偏小。对比2008年政策，目前地产政策还有继续放松空间，包括在降息降准、贷款利率、首付比例等方面。
- 2022年抱紧K型分化思路，政策和需求分化均利好头部和小而美房企。我们认为本轮周期和以往周期相比，购买潜力不同、政策和需求利好分化态势明显，利好偏向央国企和区域型稳健的小而美公司。
- 选股方面，逆势扩张和市占率提升逻辑仍然是主线，抱紧K型分化思路。1) 综合能力最优的龙头公司，销售恢复具备弹性，重点推荐：A股 - 保利发展、万科A、招商蛇口；H股 - 中国海外发展、华润置地、绿城中国。2) 优质区域具备率先修复的预期，区域聚焦且基本面扎实的小而美企业具备销售率先复苏的潜力，重点推荐：A股 - 滨江集团、华发股份、天健集团、建发股份；H股 - 越秀地产。3) 二手房标的贝壳继续看好。

			市值	年初收盘价	最新收盘价	年内累计涨幅	每股收益 (元/每股)				PE (倍)				PB	ROIC
A股房企			(亿元)	(元)	(元)	(%)	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E		2021
龙头	招商蛇口	001979.SZ	1,183	13.34	15.29	14.6%	1.16	1.31	1.43	1.59	13.18	11.68	10.68	9.60	1.45	3.78
	保利发展	600048.SH	2,007	15.63	16.77	7.3%	2.29	2.40	2.59	2.84	7.32	6.98	6.47	5.91	1.11	6.56
	万科A	000002.SZ	1,803	19.76	16.19	-18.1%	1.94	2.14	2.34	2.57	8.35	7.58	6.92	6.29	0.80	6.44
	金地集团	600383.SH	434	12.97	9.61	-25.9%	2.08	2.18	2.35	2.51	4.62	4.41	4.09	3.83	0.70	6.11
	平均										8.37	7.66	7.04	6.41	1.02	5.72
区域小而美	天健集团	000090.SZ	104	5.87	5.58	-4.9%	0.96	1.21	1.40	1.60	5.81	4.61	4.00	3.49	1.04	7.32
	华发股份	600325.SH	229	6.02	10.80	79.4%	1.34	1.63	1.75	1.92	8.06	6.64	6.16	5.63	1.31	2.25
	建发股份	600153.SH	435	9.07	14.48	59.6%	2.07	2.18	2.50	2.80	7.00	6.63	5.79	5.18	1.03	5.63
	滨江集团	002244.SZ	342	4.66	10.98	135.6%	0.97	1.17	1.38	1.61	11.32	9.40	7.95	6.82	1.62	7.09
	平均										8.05	6.82	5.97	5.28	1.25	5.57
H股房企			亿港元	港元	港元	元										
龙头	华润置地	1109.HK	2,221	32.80	31.15	-5.0%	4.54	4.67	5.15	5.78	5.56	5.40	4.90	4.36	0.86	8.21
	中国海外发展	0688.HK	2,238	18.46	20.45	10.8%	3.67	3.67	3.85	4.17	4.51	4.52	4.30	3.97	0.54	7.37
	绿城中国	3900.HK	291	12.56	11.48	-8.6%	1.31	2.07	2.55	2.91	7.10	4.49	3.65	3.20	0.70	2.69
	平均										5.72	4.80	4.28	3.84	0.70	6.09
区域小而美	越秀地产	0123.HK	305	6.87	9.84	43.2%	1.16	1.35	1.50	1.71	6.88	5.92	5.32	4.66	0.56	3.08

15

数据来源：Wind，浙商证券研究所；时间截止至2022年10月21日。

- 1) 政策放松力度和速度弱于预期导致行业需求修复时间延长;
- 2) 局部城市疫情反复, 社会经济活动停摆影响房地产销售;
- 3) 宏观基本面持续承压, 影响居民收入预期, 导致房地产基本面修复不及预期;
- 4) 2022年房地产企业业绩利空尚未完全出尽。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>