

房地产

2022年12月04日

投资评级：看好（维持）

——行业投资策略

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《央行降准释放流动性，六大行给予房企授信额度—行业周报》-2022.11.27
- 《多部出台政策支持房企发展，成都西安限购政策松动—行业周报》-2022.11.20
- 《供需双降下供给侧改革出清，阵痛后迎接城镇化下一阶段—房地产行业2023年度投资策略》-2022.11.14

供需双降下供给侧改革出清，阵痛后迎接城镇化下一阶段

齐东（分析师）

qidong@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

● 需求侧看，改善需求能否激发将成为核心变量

2019-2021年，我们估算出商品住宅销售套数分别为1501、1549、1565万套，同时估算同期城镇家庭户新增683、685、434万户，二者之间的差异是改善型需求的体现。我们认为改善型需求目前已经成为住房需求的主力。而当前制约居民释放改善性需求的主要症结在于购房意愿相对较低、购房能力有所不足。未来我们也期待政策上能够对居民端有所支持，提升居民的购房意愿和能力，从而帮助居民更好的释放改善型需求。

● 韩国案例：他山之石，需求与价格走势背离

韩国是一个城镇化率较高的发达国家，过往10年，韩国城镇化率都在81%到82%之间波动。韩国存量住宅规模自2005年来缓慢提升，套户比维持相对稳定。从需求端看，人口自然增加数于2020年开始转负、结婚对数和生育率创新低，但2017年至2022年8月，韩国全国房价涨幅37%，首尔房价涨幅87%。韩国是一个典型的房地产价格和真实需求脱钩案例，值得我们深思。

● 城镇化率之上，结构变化将更为剧烈

截至2020年，除了西藏省城镇化率仅为35.7%以外，全国其他30个省级行政区（不含中国台湾、中国香港、中国澳门）的城镇化率均突破了50%，其中更是有21个省市突破了60%。各省城市化发展水平相对均衡，离散程度显著小于2010年的美国与2015年的日本。随着人口红利的消失与人口老龄化提速，作为经济活动的主要载体，城市的经济增长效率急需提升。因此打破行政壁垒，推动区域经济的协同发展，突破城市规模经济限制显得尤为重要，顶层思路逐渐由均衡发展向城市群战略转变。

● 投资建议

本轮供给侧改革一定程度上重塑房企经营模式与短期重点城市群市场格局，过去经营管理能力优秀，财务风格稳健的房企在强杠杆水平管理限制下具备更强的扩表能力，有望实现长期的市场份额提升与价值成长。供给侧改革下，胜者为王逻辑持续增强。受益标的：（1）保利发展、中国海外发展（未评级）、招商蛇口、万科A、中国金茂（未评级）等占据核心城市群较高市场份额的稳健型龙头；（2）越秀地产、建发股份（未评级）、栖霞建设等深耕核心城市群的区域型优质房企。

● **风险提示：**全球宏观经济下行；疫情反复影响居民购买力和购房意愿；房地产融资政策持续大幅收紧。

目录

1、需求侧看，改善需求能否激发将成为核心变量.....	3
1.1、过往三年改善需求逐渐占据商品住宅销售主力.....	3
1.2、当下对改善型需求的支持政策力度比较有限.....	4
1.3、展望未来：出生人口和结婚对数创新低，改善型需求基础转弱.....	4
1.4、展望未来：释放需求有三个核心变量.....	5
2、韩国案例：他山之石，需求与价格走势背离.....	7
2.1、从住宅存量看，已经进入稳定状态.....	7
2.2、人口已经进入负增长状态，出生率在东亚国家保持较低水平.....	8
2.3、房地产价格和真实需求脱钩.....	8
3、城镇化率之上，结构变化将更为剧烈.....	9
3.1、顶层思路转变，城市均衡发展城镇化向城市群模式转变.....	9
3.2、中国或将进入城市化发展加速分化阶段.....	10
4、投资建议.....	11
5、风险提示.....	12

图表目录

图 1：2016 年后城镇人口新增家庭户数和商品住宅销售套数的差值在扩大（万套、万户）.....	4
图 2：2017 年开始商品房累计销售套数高于累计城镇新增家庭户数（万套、万户）.....	4
图 3：2021 年出生人口数创建国以来新低（万人）.....	5
图 4：2021 年结婚对数创 1981 年以来新低（万对）.....	5
图 5：影响购房需求释放有三大核心变量.....	5
图 6：2022 年 4 月后放松调控政策出台次数明显增加.....	5
图 7：价格指数在时间上稍领先于购房意愿.....	6
图 8：信提前还贷关键词热度在 2022 年 8 月开始迅速提升.....	6
图 9：百度提前还贷关键词热度在 2022 年 8 月开始迅速提升.....	6
图 10：50 个重点城市放款周期（左轴）、按揭利率走势（右轴）自 2021 年 10 月后开始下降.....	7
图 11：韩国存量住宅规模自 2005 年来缓慢提升，套户比维持相对稳定.....	7
图 12：韩国人口自然增加数于 2020 年开始转负.....	8
图 13：韩国结婚对数自 2011 年以来不断下降.....	8
图 14：韩国 2016 年后出生率在东亚国家中保持较低水平.....	8
图 15：韩国地产销售价格指数 2019 年来快速增长.....	9
图 16：韩国地产销售价格指数 2019 年来快速增长.....	9
图 17：第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要城镇化空间格局向城市群战略转变.....	10
图 18：2010-2020 年，常住人口增加数量前 50 名城市多分布于核心城市群（万人）.....	11
表 1：我们估算 2021 年商品住宅销售套数为 1565 万套，2021 年新增城镇家庭户数 434 万户.....	3
表 2：政策对改善需求支持力度没有刚需强.....	4
表 3：截至 2020 年，19 个城市群涵盖 72 个 500 万人口以上城市.....	10
表 4：重点推荐标的为融资有优势、投资强度高、布局区域优、机制市场化的房企.....	12

1、需求侧看，改善需求能否激发将成为核心变量

1.1、过往三年改善需求逐渐占据商品住宅销售主力

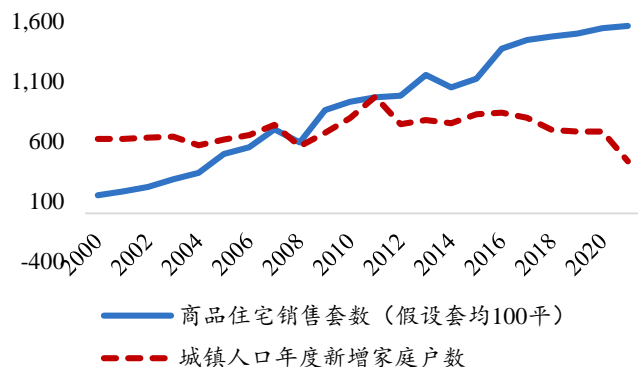
2019-2021年，我们估算商品住宅销售套数分别为1501、1549、1565万套，同时估算同期城镇家庭户新增683、685、434万户，二者之间的差异很大程度上可以视作改善型需求的体现。这里我们的改善型需求定义是比较宽泛的，涵盖了为年老父母和年幼子女的储备性购房、养老购房、文旅购房、出生地和工作地分离带来的购房需求等等。

表1：我们估算2021年商品住宅销售套数为1565万套，2021年新增城镇家庭户数434万户

年份	城镇化率	出生人数	商品住宅销售		城镇人口数	年度城镇人口增量	家庭平均户规模	估算新增城镇家庭户数
			商品住宅销售面积	套数估计(假设套均100平米)				
	%	万人	万平方米	万套	万人	万人	人/户	万户
1999	34.78	1909	11879	119	43748			
2000	36.22	1771	15137	151	45906	2158	3.46	624
2001	37.66	1702	18499	185	48064	2158	3.46	624
2002	39.09	1647	22117	221	50212	2148	3.39	634
2003	40.53	1599	28502	285	52376	2163	3.38	640
2004	41.76	1593	33820	338	54283	1907	3.36	568
2005	42.99	1617	49588	496	56212	1929	3.13	616
2006	44.34	1584	55423	554	58284	2072	3.17	654
2007	45.89	1594	70136	701	60634	2350	3.17	741
2008	46.99	1608	59280	593	62404	1770	3.16	560
2009	48.34	1615	86185	862	64510	2106	3.13	673
2010	49.95	1588	93377	934	66978	2469	3.10	796
2011	51.83	1604	97030	970	69927	2949	3.02	976
2012	53.10	1635	98468	985	72175	2248	3.02	744
2013	54.49	1640	115723	1,157	74502	2327	2.98	781
2014	55.75	1687	105182	1,052	76738	2236	2.97	753
2015	57.33	1655	112406	1,124	79302	2565	3.10	827
2016	58.84	1786	137540	1,375	81924	2622	3.11	843
2017	60.24	1723	144789	1,448	84343	2419	3.03	798
2018	61.50	1523	147929	1,479	86433	2090	3.00	697
2019	62.71	1465	150144	1,501	88426	1993	2.92	683
2020	63.89	1200	154878	1,549	90220	1794	2.62	685
2021	64.72	1062	156532	1,565	91423	1203	2.77	434

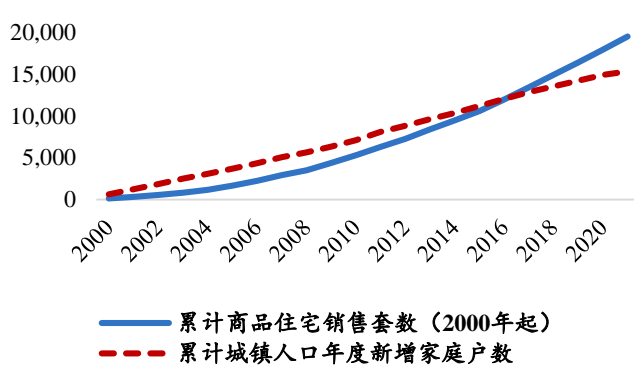
数据来源：Wind、开源证券研究所

图1：2016年后城镇人口新增家庭户数和商品住宅销售套数的差值在扩大（万套、万户）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2017年开始商品房累计销售套数高于累计城镇新增家庭户数（万套、万户）



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、当下对改善型需求的支持政策力度比较有限

从需求结构看，改善型需求的占比在近年来持续提升。但2022年以来，中央和地方相关房地产放松政策多针对首套刚需群体，而针对二套房利率下限和公积金贷款政策则保持不变。整体看，我们目前的政策对首套刚需的支持力度较大，而对改善型客户的支持力度相对较小。

表2：政策对改善需求支持力度没有刚需强

针对首套政策	针对二套政策
5月15日，央行、银保监会将首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率(LPR)减20个基点。	二套利率下限无调整。
9月29日，央行、银保监会阶段性调整差别化住房信贷政策。对于2022年6-8月份新建商品住宅销售价格环比、同比均连续下降的城市，在2022年底前，阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限。	第二套个人住房公积金贷款利率政策保持不变。
9月30日，央行自2022年10月1日起，下调首套个人住房公积金贷款利率0.15个百分点，5年以下（含5年）和5年以上利率分别调整为2.6%和3.1%。	9月30日，财政部、税务总局发布，自2022年10月1日至2023年12月31日，对出售自有住房并在现住房出售后1年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。

资料来源：央行官网、财政部官网、开源证券研究所

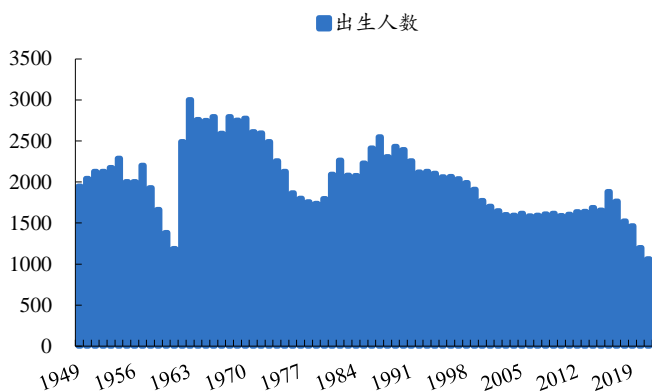
1.3、展望未来：出生人口和结婚对数创新低，改善型需求基础转弱

从我国居民的购房行为看，通常首套置业以婚房居多；而触发改善型需求的置业行为往往与家庭结构的变化密切相关。生育孩子和子女上学往往是触发首次改善购房的催化剂。

从改善型需求的前瞻指标看：2021年我国出生人口1062万人，二孩及以上孩次占比为55.9%，2020年出生人口1200万人。二孩及以上孩次占比为57.1%。2021年

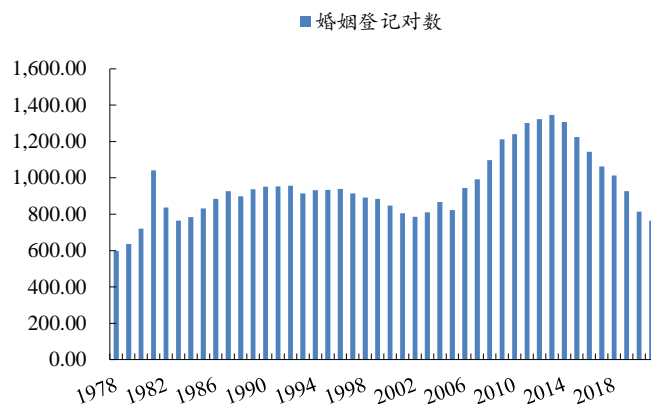
出生人口数建国以来新低，结婚对数创 1981 年以来新低，未来几年改善性需求基础转弱。

图3：2021 年出生人口数建国以来新低（万人）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2021 年结婚对数创 1981 年以来新低（万对）



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4、展望未来：释放需求有三个核心变量

购房需求有三大核心变量：一是购房资格，包括限购和落户政策等；二是购房意愿，包括居民对房价预期和扩表预期；三是购房能力，包括收入预期、首付比例等。现有需求端政策主要也是从这三方面去放松，支持刚性和改善型住房需求。

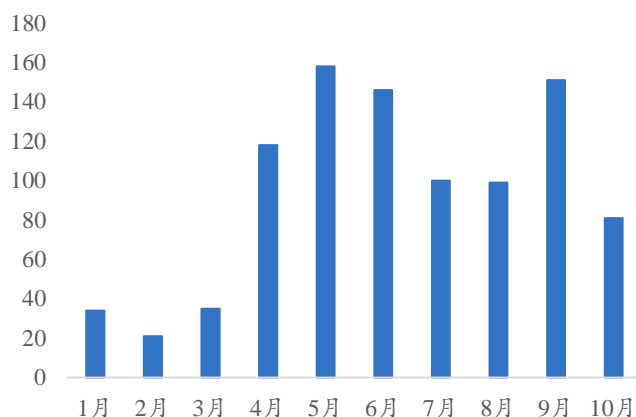
从具体政策端看，2022 年 4 月以来，调控政策持续放松，各地出台宽松政策持续增加，目前在购房资格方面已经基本不构成显著约束。

图5：影响购房需求释放有三大核心变量



资料来源：开源证券研究所

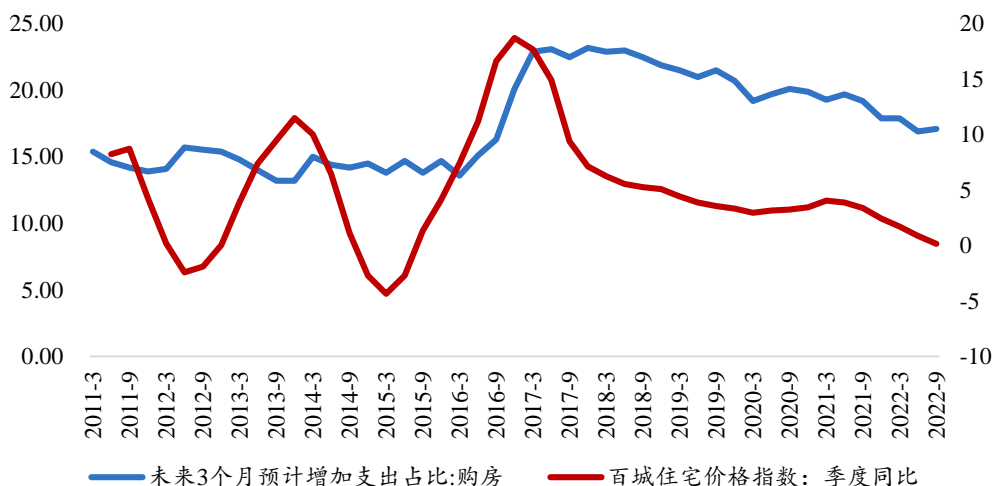
图6：2022 年 4 月后放松调控政策出台次数明显增加



数据来源：中指研究院、开源证券研究所

但同时，伴随行业信用危机释放，整体销售量价承压，居民买涨不买跌的心态，使得价格指数在时间上领先于居民购房意愿，对需求的释放节奏产生很大影响。在房贷利率走低的背景下，2022 年居民提前还贷事件热度高企，微信和百度提前还贷关键词热度在 2022 年开始迅速提升，也代表居民扩表预期较低，购房意愿有所下降。

图7：价格指数在时间上稍领先于购房意愿



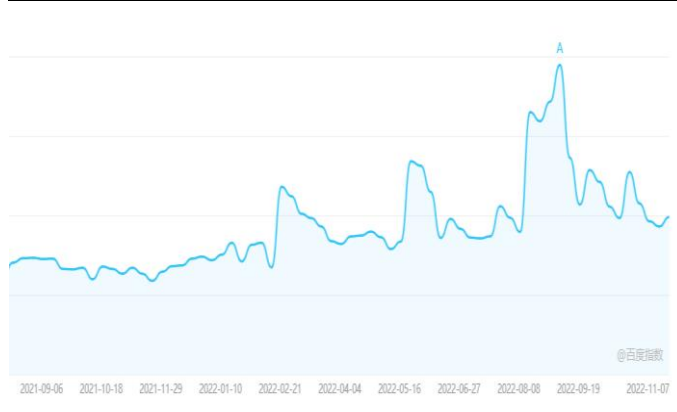
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：信提前还贷关键词热度在 2022 年 8 月开始迅速提升



资料来源：微信指数

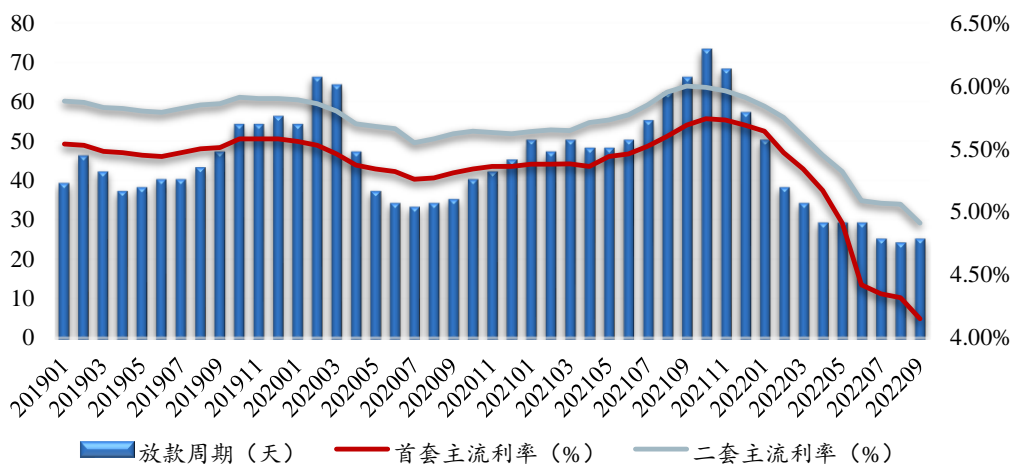
图9：百度提前还贷关键词热度在 2022 年 8 月开始迅速提升



资料来源：百度指数

根据贝壳研究院数据，从按揭利率看，目前首套和二套主流利率较 2021 年均有所下降，首套利率已经处于低位，二套利率还有一定的下降空间。

图10：50个重点城市放款周期（左轴）、按揭利率走势（右轴）自2021年10月后开始下降



数据来源：贝壳研究院、开源证券研究所

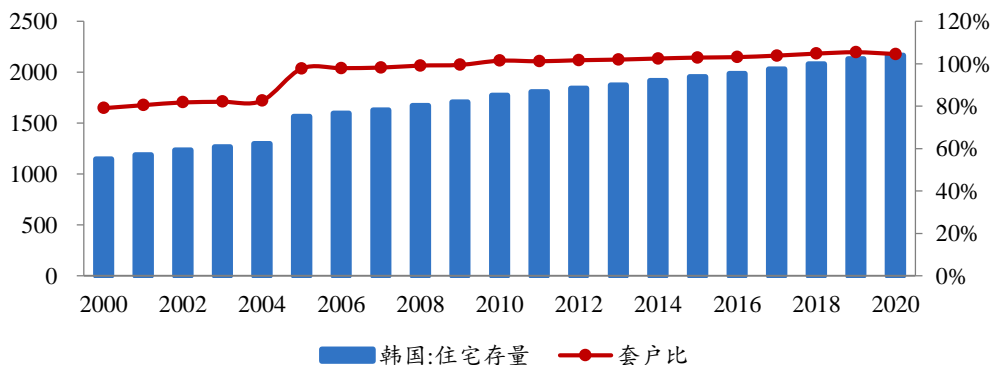
综上所述，我们认为改善型需求目前已经成为住房需求的主力，而当前制约居民释放改善性需求的主要症结在于购房意愿相对较低、购房能力有所不足。未来我们也期待政策上能够对居民端有所支持，提升居民的购房意愿和能力，从而帮助居民更好的释放改善型需求。

2、韩国案例：他山之石，需求与价格走势背离

2.1、从住宅存量看，已经进入稳定状态

韩国是一个城镇化率较高的发达国家，过往10年，韩国城镇化率都在81%到82%之间波动。韩国存量住宅规模自2005年来缓慢提升，套户比维持相对稳定。2020年韩国存量住宅套数2167万套，家庭户数2073万户，套户比1.05，已经进入相对稳定状态。

图11：韩国存量住宅规模自2005年来缓慢提升，套户比维持相对稳定

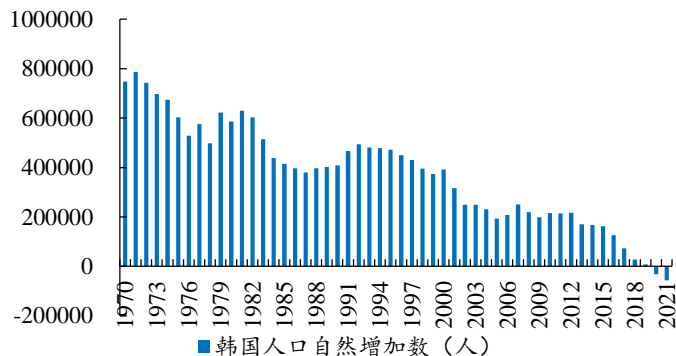


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、人口已经进入负增长状态，出生率在东亚国家保持较低水平

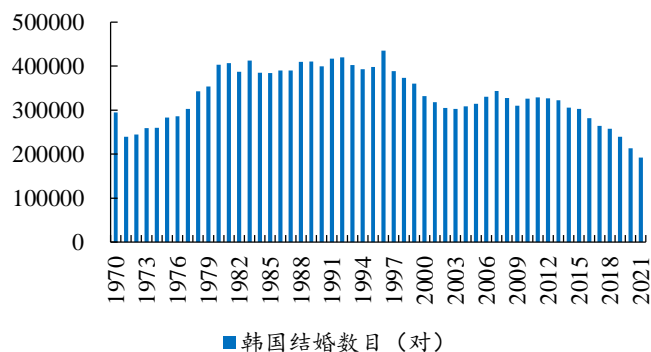
韩国人口自然增加数从 2020 年开始转负。从人口自然增加数看，2020 年减少 3.26 万人，2021 年减少 5.7 万人。从结婚对数看，韩国近年来也持续创新低。

图12：韩国人口自然增加数于 2020 年开始转负



数据来源：Wind、开源证券研究所

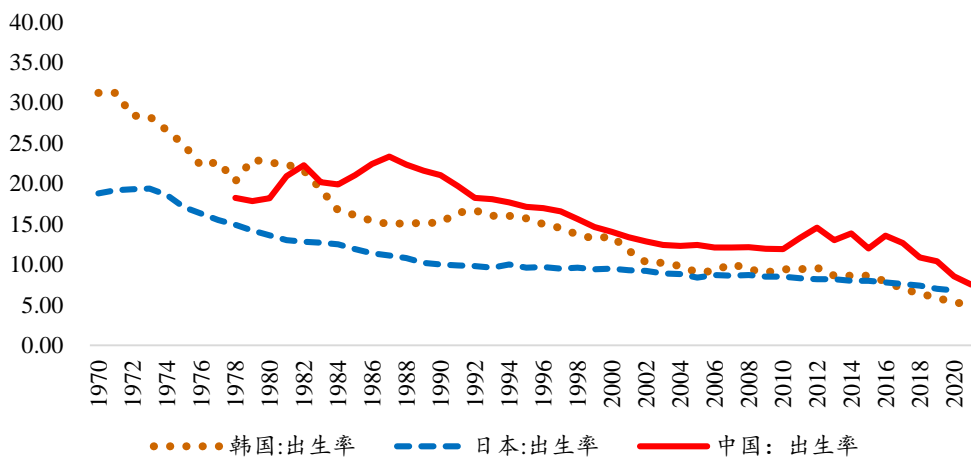
图13：韩国结婚对数自 2011 年以来不断下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

自进入 21 世纪后，韩国人口出生率在中日韩三国中都保持较低位置，2016 年后出生率低于日本。

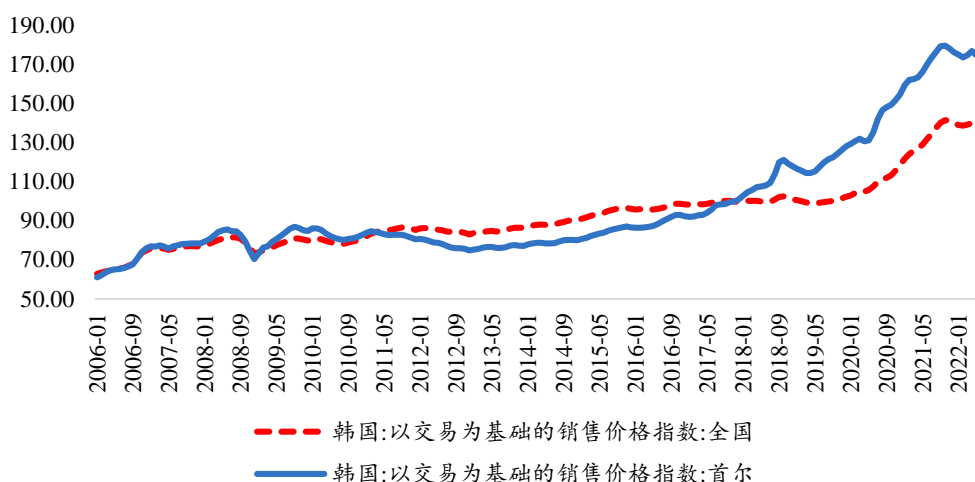
图14：韩国 2016 年后出生率在东亚国家中保持较低水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、房地产价格和真实需求脱钩

2017 年至 2022 年 5 月，韩国全国房价涨幅 37%，首尔房价涨幅 87%。从全世界范围看，韩国房价涨幅都处于较高水平。结合上文我们提到的韩国出生率、总人口、结婚对数等数据，可以看出韩国房价走势与真实需求脱钩，韩国现象值得我们深思。

图15：韩国地产销售价格指数 2019 年来快速增长


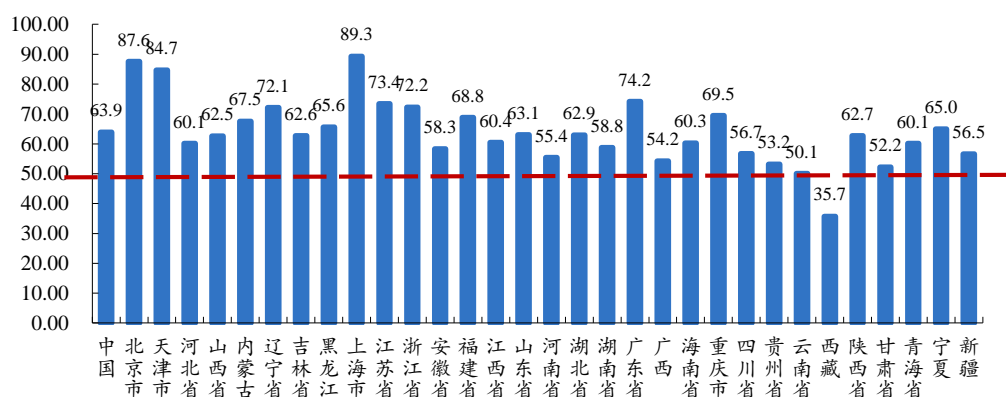
数据来源：韩国央行、开源证券研究所

3、城镇化率之上，结构变化将更为剧烈

3.1、顶层思路转变，城市均衡发展城镇化向城市群模式转变

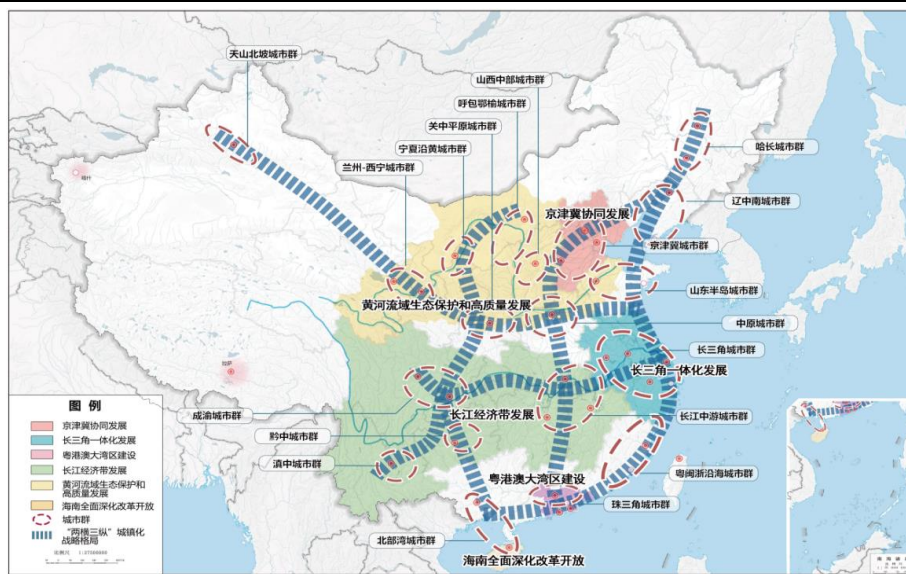
截至 2020 年，中国各省市城镇化率除了西藏省城镇化率仅为 35.7% 以外，全国其他 30 个省级行政区（不含中国台湾、中国香港、中国澳门）的城镇化率均突破了 50%，其中更是有 21 个省份突破了 60%，各省城市化发展水平相对均衡，离散程度较小。

随着人口红利的消失与人口老龄化提速，作为经济活动的主要载体，城市的经济增长效率急需提升。因此打破行政壁垒，推动区域经济的协同发展，突破城市规模经济限制显得尤为重要，顶层思路逐渐由均衡发展向城市群战略转变。

图16：韩国地产销售价格指数 2019 年来快速增长


数据来源：各城市统计年鉴、开源证券研究所

图17: 第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要城镇化空间格局向城市群战略转变



资料来源:《第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》

3.2、中国或将进入城市化发展加速分化阶段

截止 2020 年, 中国共有 91 个 500 万人口以上城市, 而国家重点规划的 19 个城市群共包含 72 个 500 万人口以上城市, 对应总常住人口 6.54 亿人。同时 2010-2020 年, 常住人口增加数量前 50 名城市多分布于核心城市群, 中国或将进入城市化发展加速分化阶段。

表3: 截至 2020 年, 19 个城市群涵盖 72 个 500 万人口以上城市

城市群	500 万常住人口以上城市	个数	对应常住人口 (万)
京津冀城市群	北京 天津 保定 唐山 石家庄 沧州 邢台 廊坊	8	8616
长三角城市群	上海 南京 无锡 苏州 南通 盐城 杭州 宁波 嘉兴 绍兴 金华 台州 合肥	13	12400
珠三角城市群	广州 佛山 深圳 东莞 惠州	5	6243
成渝城市群	重庆 成都	2	5304
长江中游城市群	武汉 黄冈 长沙 岳阳 常德 衡阳 南昌 上饶 宜春	9	6311
山东半岛城市群	济南 青岛 烟台 潍坊 菏泽 德州 临沂 济宁 聊城 泰安	10	8103
闽浙沿海城市群	福州 泉州 温州 厦门 赣州 汕头	6	4635
中原城市群	郑州 洛阳 新乡 平顶山 许昌 淮北	6	4349
关中平原城市群	西安 运城	2	1773
北部湾城市群	南宁 玉林 湛江 茂名	4	2772
哈长城市群	哈尔滨、长春	2	1347
辽中南城市群	沈阳、大连	2	1802
山西中部城市群	太原	1	532
黔中城市群	贵阳	1	599
滇中城市群	昆明	1	580
呼包鄂榆城市群	无	0	—
兰州-西宁城市群	无	0	—

城市群	500万常住人口以上城市	个数	对应常住人口(万)
宁夏沿黄城市群	无	0	—
天山北坡城市群	无	0	—
	合计	72	65366

资料来源：各城市统计年鉴、开源证券研究所

图18：2010-2020年，常住人口增加数量前50名城市多分布于核心城市群（万人）

序号	省级行政单位	城市	城市能级	城市序号	常住人口	常住人口	常住人口增加数	城镇常住人口	城镇常住人口	城镇常住人口增加数	序号	省级行政单位	城市	城市能级	城市序号	常住人口	常住人口	常住人口增加数	城镇常住人口	城镇常住人口	城镇常住人口增加数
1	四川省	成都市	二线城市	1227	1405	2095	690	924	1650	726	26	吉林省	长春市	二线城市	1070	767	907	140	426	598	172
2	广东省	深圳市	一线城市	1005	1036	1763	727	1036	1760	724	27	河南省	洛阳市	三线城市	1168	655	706	51	289	459	170
3	重庆市	重庆市	二线城市	1226	2885	3209	324	1530	2229	699	28	江苏省	无锡市	二线城市	1091	637	746	109	448	618	170
4	广东省	广州市	一线城市	1003	1270	1874	604	1064	1615	551	29	上海市	上海市	一线城市	1002	2302	2488	186	2056	2222	166
5	陕西省	西安市	二线城市	1265	847	1296	449	584	1026	442	30	浙江省	金华市	三线城市	1109	536	706	170	316	481	165
6	河南省	郑州市	二线城市	1166	863	1262	399	548	988	440	31	福建省	福州市	二线城市	1130	712	832	120	441	603	162
7	安徽省	合肥市	二线城市	1114	570	937	367	389	771	382	32	贵州省	遵义市	三线城市	1247	613	661	48	215	375	160
8	浙江省	杭州市	二线城市	1103	870	1197	327	637	997	360	33	河南省	南阳市	三线城市	1178	1026	972	-54	333	492	159
9	湖南省	长沙市	二线城市	1195	704	1006	302	477	831	354	34	江西省	南昌市	二线城市	1139	504	626	122	331	488	157
10	江苏省	苏州市	二线城市	1094	1046	1275	229	733	1042	309	35	山东省	菏泽市	三线城市	1165	829	880	51	290	446	156
11	湖北省	武汉市	二线城市	1183	979	1233	254	754	1039	285	36	广东省	惠州市	三线城市	1013	460	606	146	284	440	156
12	河北省	石家庄市	二线城市	1025	1016	1124	108	515	789	274	37	山东省	济宁市	三线城市	1157	808	836	28	347	502	155
13	广西壮族自治区	南宁市	二线城市	1208	666	875	209	358	603	245	38	山东省	临沂市	三线城市	1161	1004	1103	99	452	607	155
14	云南省	昆明市	二线城市	1251	643	846	203	434	674	240	39	福建省	厦门市	二线城市	1131	353	518	165	312	463	151
15	山东省	济南市	二线城市	1150	681	924	243	439	679	240	40	河北省	邯郸市	三线城市	1028	917	941	24	399	549	150
16	广东省	东莞市	二线城市	1019	822	1048	226	727	966	239	41	天津市	天津市	二线城市	1024	1294	1387	93	1028	1174	146
17	北京市	北京市	一线城市	1001	1961	2189	228	1686	1916	230	42	浙江省	嘉兴市	三线城市	1106	450	541	91	240	386	146
18	广东省	佛山市	二线城市	1008	720	952	232	677	906	229	43	河北省	廊坊市	三线城市	1034	436	549	113	212	356	144
19	浙江省	宁波市	二线城市	1104	761	942	181	520	735	215	44	河南省	商丘市	三线城市	1179	736	782	46	217	361	144
20	河北省	保定市	三线城市	1030	1119	1155	36	434	643	209	45	辽宁省	沈阳市	二线城市	1056	811	907	96	625	767	142
21	山东省	青岛市	二线城市	1151	872	1011	139	574	771	197	46	江苏省	徐州市	二线城市	1092	858	908	50	456	596	140
22	贵州省	贵阳市	二线城市	1245	432	599	167	293	480	187	47	江苏省	南通市	二线城市	1095	728	773	45	406	544	138
23	江苏省	南京市	二线城市	1090	800	932	132	624	809	185	48	河南省	新乡市	二线城市	1172	571	626	55	233	360	127
24	江西省	赣州市	三线城市	1145	837	897	60	314	496	182	49	福建省	泉州市	二线城市	1134	813	879	66	475	602	127
25	山东省	潍坊市	三线城市	1156	909	939	30	427	605	178	50	山西省	太原市	二线城市	1036	420	532	112	347	472	125

数据来源：各城市统计年鉴、开源证券研究所

4、投资建议

展望未来，供给侧改革下，胜者为王逻辑持续演化。三道红线、贷款集中度等限制房企杠杆的政策预计将长期存在：对当前投资不足的房企，远期也没有加杠杆空间，将无法在土地市场补充储备。土地市场的竞争格局预计长期向好。

需求端看，中国或将进入城市化发展加速分化阶段，未来新房市场将进一步向重点城市群集中。本轮供给侧改革一定程度上重塑房企经营模式与短期重点城市群市场格局，过去经营管理能力优秀，财务风格稳健的房企在强杠杆水平管理限制下具备更强的扩表能力，有望实现长期的市场份额提升与价值成长。

供给侧改革下，胜者为王逻辑持续增强。持续看好那些融资有优势、投资强度高、布局区域优、机制市场化的房企。受益标的：(1) 保利发展、中国海外发展（未评级）、招商蛇口、万科A、中国金茂（未评级）等占据核心城市群较高市场份额的稳健型龙头；(2) 越秀地产、建发股份（未评级）、栖霞建设等深耕核心城市群的区域型优质房企。

表4: 重点推荐标的为融资有优势、投资强度高、布局区域优、机制市场化的房企

股票代码	公司名称	评级	收盘价/	总市值/亿	归母净利润	P/E		评级	收盘价/	总市值/亿	归母净利	P/E		评级
			元	元	/亿元	2021A	2022E	元	元	润/亿元	2021A	2022E	2023E	
A 股														
600048.SH	保利发展	买入	1,933.2	16.15	273.9	264.8	281.4	324.7	7.1	7.3	6.9	6.0		
000002.SZ	万科 A	买入	2,060.1	18.39	225.2	244.4	269.0	297.4	9.1	8.4	7.7	6.9		
001979.SZ	招商蛇口	买入	1,131.5	14.62	103.7	91.0	154.0	177.4	10.9	12.4	7.3	6.4		
601155.SH	新城控股	买入	481.3	21.34	126.0	81.2	85.7	96.8	3.8	5.9	5.6	5.0		
600383.SH	金地集团	未评级	511.1	11.32	94.1	95.6	102.0	108.3	5.4	5.3	5.0	4.7		
600153.SH	建发股份	未评级	445.4	14.82	61.0	65.6	75.7	85.1	7.3	6.8	5.9	5.2		
600325.SH	华发股份	未评级	227.4	10.74	31.9	34.4	37.1	40.6	7.1	6.6	6.1	5.6		
H 股														
0688.HK	中国海外发展	未评级	2,216.3	20.25	401.6	398.8	418.0	453.1	5.5	5.6	5.3	4.9		
0817.HK	中国金茂	未评级	237.0	1.78	46.9	57.5	64.7	73.1	5.1	4.1	3.7	3.2		
1109.HK	华润置地	未评级	2,396.0	33.60	324.0	333.4	367.3	412.3	7.4	7.2	6.5	5.8		
0123.HK	越秀地产	买入	295.7	9.55	35.9	48.3	57.1	68.9	8.2	6.1	5.2	4.3		

数据来源: Wind、开源证券研究所 (截至 2022 年 12 月 2 日, 港元汇率 1 港元=0.91 人民币, 已评级公司盈利预测来自开源证券研究所, 未评级公司盈利预测来自 Wind 一致预期)

5、风险提示

全球宏观经济下行、疫情反复影响居民购买力和购房意愿、房地产融资政策持续大幅收紧。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn