

地产行情回顾 趋势向上仍明确

——房地产行业研究周报

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

每周一谈: 地产行情回顾 趋势向上仍明确

回顾历史几轮地产周期行情表现, 行情主要包括前期政策主导+后期基本面主导两轮行情, 当前政策面仍有放松空间, 基本面兑现未落地, 趋势向上仍明确:

- ◆ **第一轮 (2008-2009 年)**, 政策支持力度强, 基本面快速回暖, 政策+基本面连续引导下, 申万地产指数实现持续大幅上涨及超额收益, 本轮周期申万地产指数累计涨幅最大达 172%, 跑赢沪深 300 指数 73 个 pct。
- ◆ **第二轮 (2012-2013 年)**, 以地方性政策为主, 基本面复苏节奏偏慢, 政策面及基本面涨幅均幅度较小, 且基本面复苏不及预期, 股价存在阶段性回撤, 本轮周期申万地产指数累计涨幅最大达 39%, 跑赢沪深 300 指数 24 个 pct。
- ◆ **第三轮 (2014-2016 年)**, 政策引导基本面较快回暖并维持高位, 指数在第一轮反弹至高位, 并持续领先市场, 本轮周期申万地产指数累计涨幅最大达 155%, 跑赢沪深 300 指数 35 个 pct。
- ◆ **本轮 (2021 年-至今)**, 政策端放松节奏偏慢, 需求端“因城施策”, 近期转由供给端纾困, 基本面持续无好转, 行情由政策主导, 由于基本面兑现利空而回落, 此外本轮在需求端之外还包含企业端纾困的弹性空间: 本轮地产政策自 2022 年一季度即出现需求端放松转向, 但以需求端“因城施策”为主, 对销售支撑力度不及以往周期, 叠加地产大周期触顶, 导致本轮基本面持续未实现复苏, 近期供给端纾困加速, 指数再次走强, 本轮周期申万地产指数累计最大涨幅 22%, 跑赢沪深 300 指数 12 个 pct。

回顾以往周期, 我们认为地产行业仍有较大的参与机遇, 趋势向上仍明确:

- ◆ **本轮行情逻辑与以往并不完全一致**: 不同以往, 本轮周期中房企端的经营风险较大, 导致估值大幅下探, 在“三支箭”政策出台后, 房企经营风险减少, 指数触底反弹, 更多反映的是供给端估值修复;
- ◆ **政策端仍有放松空间**: 稳增长仍是 2023 年的重要工作方向, 地产需发挥“稳定器”的积极作用, 供给与需求端政策仍有放松空间;
- ◆ **从历史数据来看, 基本面上涨涨幅高于政策引导行情, 基本面复苏兑现行情仍值得期待**: 参考以往周期, 基本面复苏后地产指数涨幅及相对收益均较政策引导行情更大; 且以过往周期相同的统计局数据观察, 在销售额单月同比回正后, 指数仍有上涨空间, 市场对基本面好转预期的提前计价并不充分;
- ◆ **从本轮行情的走势回顾市场的交易主线, 基本面复苏预期计价更弱**: 回顾年内的指数走势, 高频数据出现边际改善后, 在二三季度市场情绪一度出现乐观, 但由于“保交楼”及数据二次回落等冲击, 基本面复苏的交易逻辑被打断, 换言之, 市场对销售基本面弱势已具备一定心理预期, 对基本面复苏的预期计价或不及以往周期;
- ◆ **风险端需把握基本面复苏节奏及疫情冲击**: 疫情不确定性较大, 尽管基本面复苏方向确定, 但节奏仍需结合短期变动观察。

数据追踪 (11 月 28 日-12 月 4 日):

- ◆ **新房市场**: 30 城成交面积单周及累计同比分别为-18pct, -28pct, 一线城市-28pct, -24pct, 二线城市-23pct, -26pct, 三线城市+18pct, -37pct。
- ◆ **二手房市场**: 13 城二手房成交面积单周同比+7.7pct, 累计同比-8pct。
- ◆ **土地市场**: 100 城土地供应建筑面积累计同比-8.4pct, 成交建筑面积累计同比-11pct, 成交金额累计同比-32pct, 土地成交溢价率为 1.92%。
- ◆ **城市行情环比**: 北京 (+4pct), 上海 (+12pct), 广州 (+208pct), 深圳 (-3pct), 南京 (+19pct), 杭州 (+59pct), 武汉 (-6pct)。

投资策略: 关注经营稳健及资信背景较好的龙头房企保利发展、万科 A。关注产品逻辑下的高品质房企滨江集团、绿城中国等, 关注资信背景良好, 有发展潜力的地方国企央企龙头建发国际、越秀地产。代建行业推荐龙头绿城管理控股。

风险提示: 销售市场复苏不及预期, 个别房企出现债务违约。

评级

增持

2022 年 12 月 11 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

翟苏宁

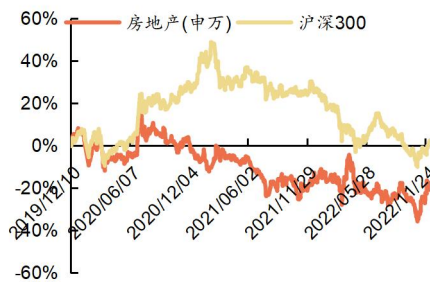
研究助理

SAC 执业证书编号: S1660121100010

行业基本资料

股票家数	116
行业平均市盈率	14.42
市场平均市盈率	11.63

行业表现走势图



资料来源: wind 申港证券研究所

- 1、《房地产行业研究周报: 9 月销售弱复苏 竣工保持修复趋势》2022-10-30
- 2、《房地产: 多城房贷利率下调 二手房市场持续复苏》2022-10-23
- 3、《房地产行业研究周报: 集中供地回顾 土地市场热度仍显不足》2022-10-17

内容目录

1. 每周一谈：地产行情回顾 趋势向上仍明确	3
1.1 地产行情回顾 趋势向上仍明确	3
1.2 投资策略	6
2. 本周行情回顾	7
3. 行业动态	8
4. 数据追踪	9
4.1 新房成交数据	9
4.2 二手房成交数据	10
4.3 土地成交数据	10
4.4 部分重点城市周度销售数据	11
5. 风险提示	11

图表目录

图 1： 第一轮地产周期申万房地产及沪深 300 涨跌幅	3
图 2： 第一轮地产周期商品房销售额累计及单月同比增速	3
图 3： 第二轮地产周期申万房地产及沪深 300 涨跌幅	4
图 4： 第二轮地产周期商品房销售额累计及单月同比增速	4
图 5： 第三轮地产周期申万房地产及沪深 300 涨跌幅	4
图 6： 第三轮地产周期商品房销售额累计及单月同比增速	5
图 7： 本轮地产周期申万房地产及沪深 300 涨跌幅	5
图 8： 本轮地产周期商品房销售额累计及单月同比增速	5
图 9： 申万一级行业涨跌幅 (%)	7
图 10： 本周涨跌幅前十位 (%)	7
图 11： 本周涨跌幅后十位 (%)	7
图 12： 房地产行业近三年 PE (TTM)	7
图 13： 房地产行业近三年 PB (LF)	8
图 14： 30 大中城市商品房周度成交面积及同比环比增速	9
图 15： 一二三线城市 (30 城) 周度成交面积同比	9
图 16： 一二三线城市 (30 城) 累计成交面积同比	9
图 17： 13 城二手房周度成交面积及同比环比增速	10
图 18： 13 城二手房周度成交面积累计同比增速	10
图 19： 100 大中城市土地成交及供应建筑面积累计同比	10
图 20： 100 大中城市土地成交总价累计同比及周度溢价率	10
图 21： 一线城市成交及供应土地建筑面积累计同比	10
图 22： 二三线城市成交及供应土地建筑面积累计同比	10
图 23： 一二三线城市成交土地总价累计同比	11
图 24： 一二三线城市成交土地周度溢价率	11
表 1： 过往地产周期申万地产指数表现	6
表 2： 部分重点城市周度销售面积 (万平方米)	11

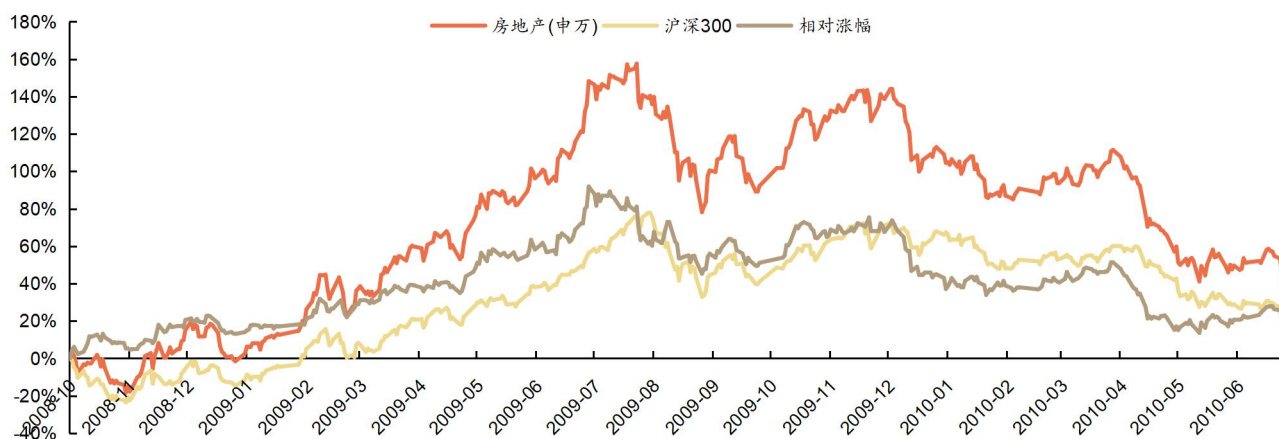
1. 每周一谈：地产行情回顾 趋势向上仍明确

1.1 地产行情回顾 趋势向上仍明确

截止至12月9日，本轮地产行业行情自“十六条”政策出台后已实现累计28.55%涨幅，当前市场交易仍以政策为主线，为了进一步明确未来行业可能走势，我们回顾了历史几轮地产大周期的行情表现，行情主要包括前期政策主导+后期基本面主导两轮行情，当前政策面仍有放松空间，基本面兑现未落地，趋势向上仍明确。

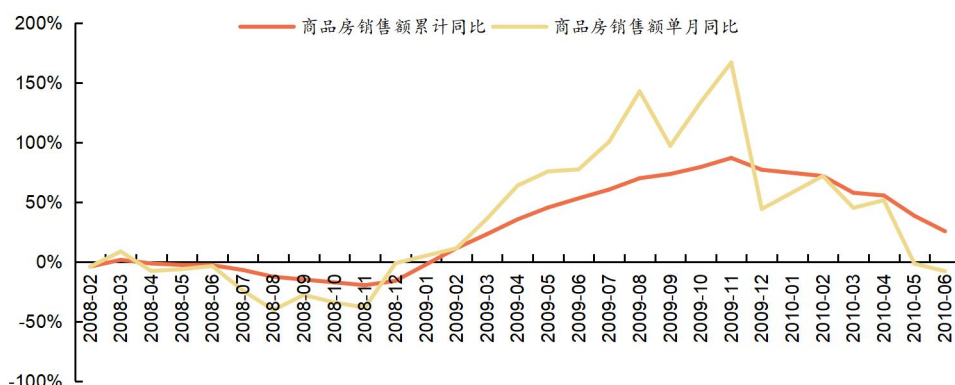
第一轮（2008-2009年），政策支持力度强，基本面快速回暖，政策+基本面连续引导下，申万地产指数实现持续大幅上涨及超额收益：2008年11月在政策引导下触底，并持续回升，整体政策支持力度较强，指数触底后持续上涨，至商品房销售额单月同比增速回正数据公布时点2009年3月，申万地产指数累计涨幅47.52%；随后基本面回暖兑现，2009年7月触及区间最高涨幅124.2%；整轮周期申万地产指数累计涨幅最大达172%，跑赢沪深300指数73个pct。

图1：第一轮地产周期申万房地产及沪深300涨跌幅



资料来源：wind 申港证券研究所

图2：第一轮地产周期商品房销售额累计及单月同比增速

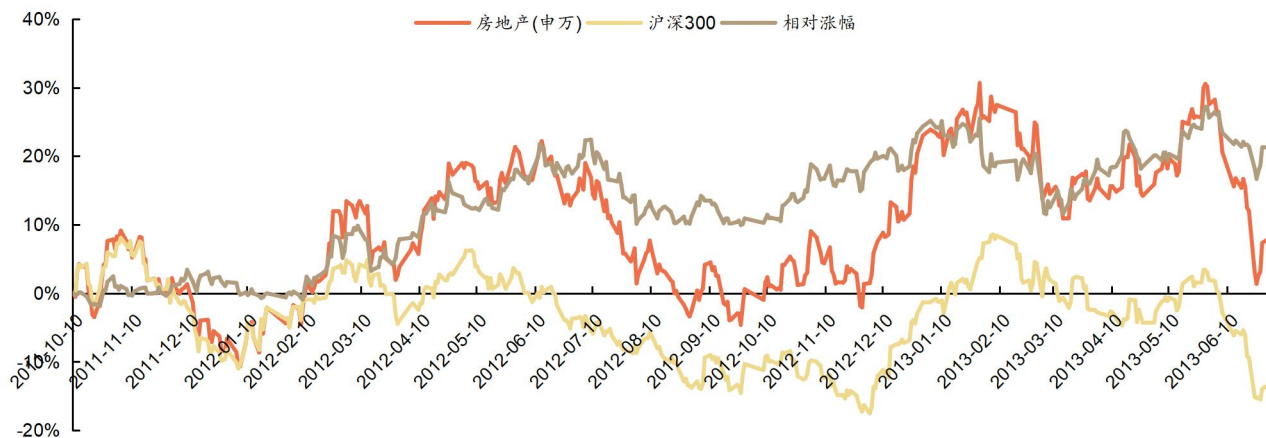


资料来源：wind 国家统计局 申港证券研究所

第二轮（2012-2013年），以地方性政策为主，基本面复苏节奏偏慢，政策面及基本面涨幅均幅度较小，且基本面复苏不及预期，股价存在阶段性回撤：2011年11月后行业政策陆续放松，但以地方政策为主，力度一般，申万地产指数涨幅不及前一轮周期，截止至本轮销售额单月回正数据公布2012年7月，政策引导申万地

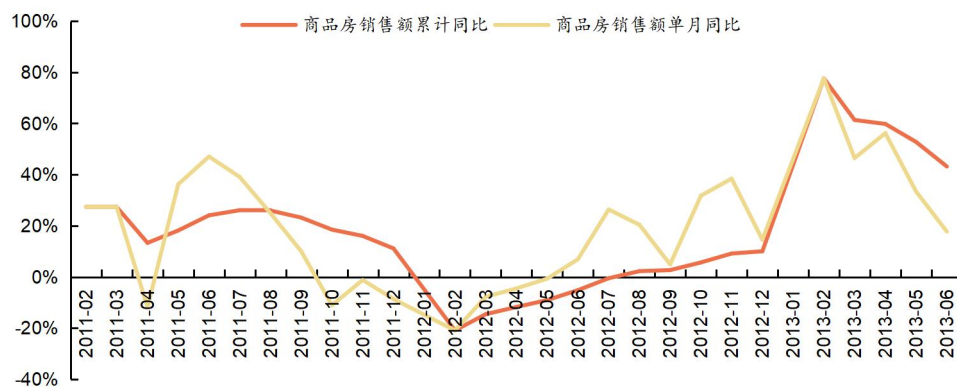
产的绝对涨幅为 21%；随后由于基本面回暖偏慢，指数存冲高回落，2012 年 12 月销售加速复苏后，行情再次启动，基本面兑现区间最高涨幅 19%；整个周期申万地产指数最大涨幅 39%，跑赢沪深 300 指数 24 个 pct。

图 3：第二轮地产周期申万房地产及沪深 300 涨跌幅



资料来源：wind 申港证券研究所

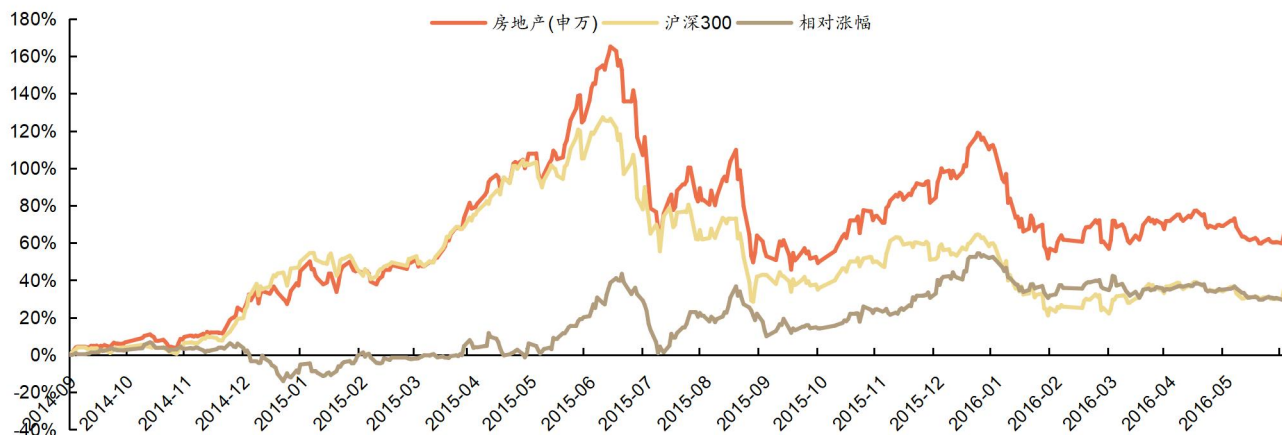
图 4：第二轮地产周期商品房销售额累计及单月同比增速



资料来源：wind 国家统计局 申港证券研究所

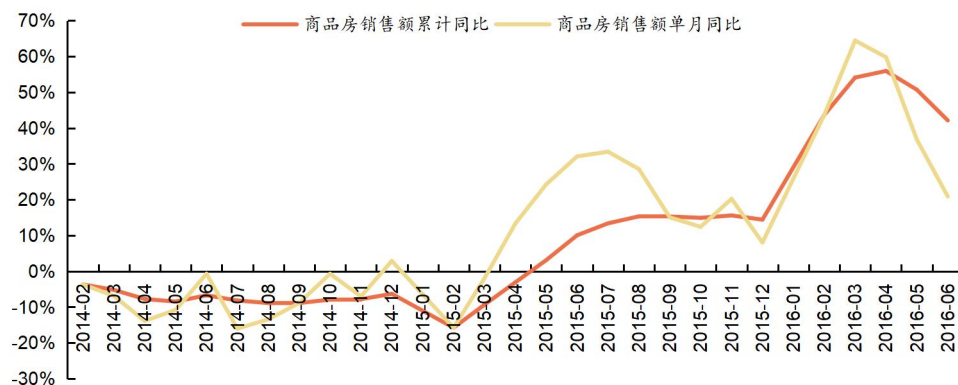
第三轮（2014-2016 年），政策引导基本面较快回暖并维持高位，指数在第一轮反弹至高位，并持续领先市场：2014 年四季度行业政策放松，申万地产指数开始走强，截止至本轮销售额单月回正数据公布 2015 年 5 月，政策引导申万地产的绝对涨幅为 95%；随后基本面持续回暖并维持高位，指数快速达高位并长时间维持，基本面兑现区间最高涨幅 60%；本轮周期申万地产指数最大累计涨幅 155%，跑赢沪深 300 指数 35 个 pct。

图 5：第三轮地产周期申万房地产及沪深 300 涨跌幅



资料来源：wind 申港证券研究所

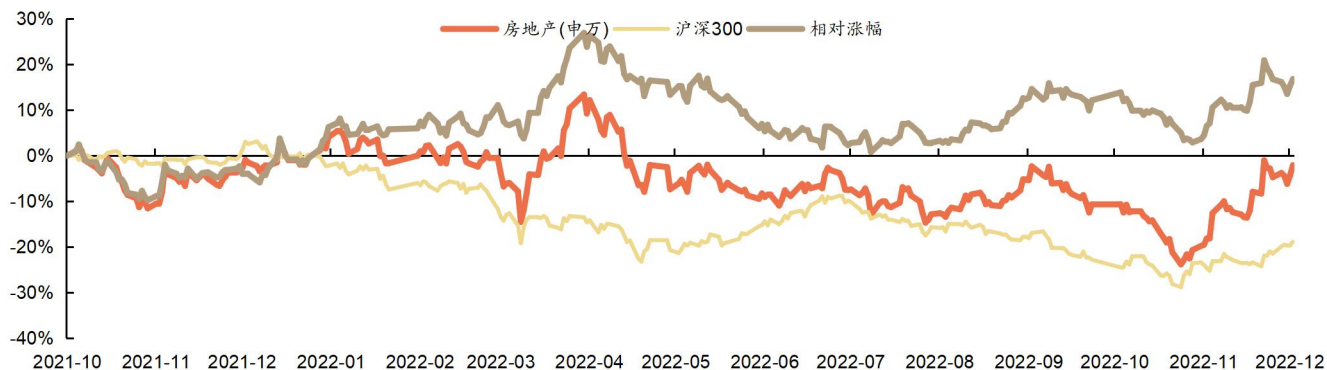
图 6：第三轮地产周期商品房销售额累计及单月同比增速



资料来源：wind 国家统计局 申港证券研究所

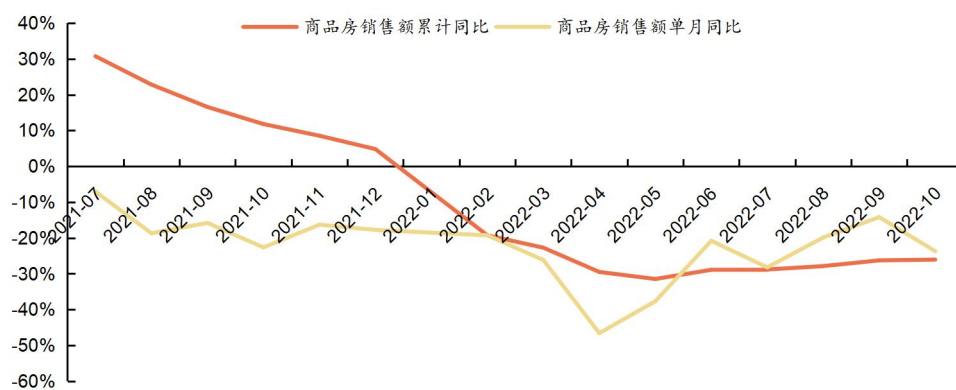
本轮（2021-至今），政策端放松节奏偏慢，需求端“因城施策”，近期转由供给端纾困，基本面持续无好转，行情由政策主导，由于基本面兑现利空而回落，此外本轮在需求端之外还包含企业端纾困的弹性空间：本轮地产政策自2022年一季度即出现需求端放松转向，但以需求端“因城施策”为主，对销售支撑力度不及以往周期，叠加地产大周期触顶，导致本轮基本面持续未实现复苏，近期供给端纾困加速指数再度走强，申万地产最大累计涨幅22%，跑赢沪深300指数12个pct。

图 7：本轮地产周期申万房地产及沪深300涨跌幅



资料来源：wind 申港证券研究所

图 8：本轮地产周期商品房销售额累计及单月同比增速



资料来源: wind 国家统计局 申港证券研究所

回顾以往周期,我们认为地产行业仍有较大的参与机遇,趋势向上仍明确:

- ◆ **本轮行情逻辑与以往并不完全一致:** 不同以往,本轮周期中房企端的经营风险较大,导致估值大幅下探,在“三支箭”政策出台后,房企经营风险减少,本轮指数触底反弹,更多反映的是供给端估值修复;
- ◆ **政策端仍有放松空间:** 2023 年作为发展经济的一年,地产仍需发挥“稳定器”的积极作用,供给与需求端政策仍有放松空间;
- ◆ **从历史数据来看,基本面上涨涨幅高于政策引导行情,基本面复苏兑现行情仍值得期待:** 参考以往周期,基本面复苏后地产指数涨幅及相对收益均较政策引导行情更大;且以过往周期相同的统计局数据观察,在销售额单月同比回正后,指数仍有上涨空间,市场对基本面好转预期的提前计价并不充分;
- ◆ **从本轮行情的走势回顾市场的交易主线,基本面复苏预期幅度更弱:** 回顾年内的指数走势,高频数据出现边际改善后,在二三季度市场情绪一度出现乐观,但由于“保交楼”及数据二次回落等冲击,基本面复苏的交易逻辑被打断,换言之,市场对销售基本面弱势已具备一定心理预期,对基本面复苏的预期计价或不及以往周期;
- ◆ **风险端需把握基本面复苏节奏及疫情冲击:** 疫情不确定性较大,尽管基本面复苏方向确定,但节奏仍需结合短期变动观察。

表 1: 过往地产周期申万地产指数表现

周期时间	2008-2009	2012-2013	2014-2016	2021-至今	说明
政策引导上涨起点	2008-11	2012-01	2014-11	2022-04	指数价格最低时点
商品房销售额单月同比回正	2009-03	2012-07	2015-05	-	数据公布时点,即延后一个月
商品房销售额累计同比回正	2009-03	2012-09	2015-06	-	数据公布时点,即延后一个月
政策引导绝对涨幅	48%	21%	95%	22%	销售额单月回正-上涨周期起点
基本面好转绝对涨幅(至最高位)	124%	19%	60%	-	上涨周期顶点-销售额单月回正
总计涨幅	172%	39%	155%	22%	-
政策引导相对涨幅	22%	17%	5%	12%	政策引导地产相对沪深 300 涨幅
基本面好转相对涨幅(至最高位)	51%	7%	30%	-	基本面引导地产相对沪深 300 涨幅
总计相对涨幅	73%	24%	35%	12%	-

资料来源: wind 国家统计局 申港证券研究所

1.2 投资策略

建议关注经营稳健及资信背景较好的龙头房企保利发展、万科 A、龙湖集团。关注

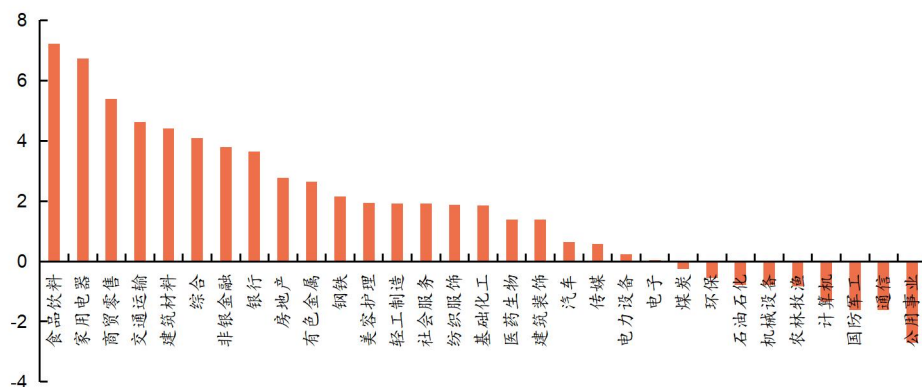
产品导向逻辑下的高品质房企滨江集团、绿城中国等，关注资信背景良好，有发展潜力的地方国企龙头建发国际、越秀地产。同时关注民企风险化解机会，代建行业推荐龙头绿城管理控股。

2. 本周行情回顾

12月5日-12月9日，沪深300指数涨跌幅+3.29%，在申万一级行业中，食品饮料（+7.22%）、家用电器（+6.74%）、商贸零售（+5.4%）等板块涨跌幅靠前，公共事业（-2.7%）、通信（-1.61%）、国防军工（-1.61%）等板块排名靠后。

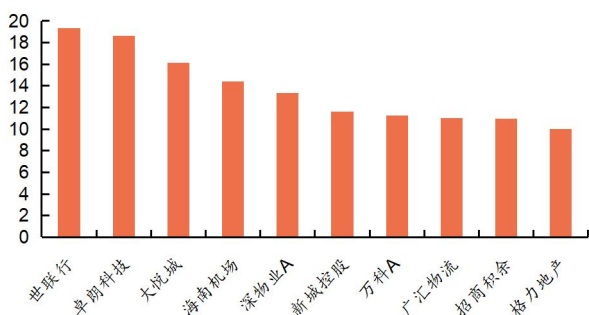
12月5日-12月9日，申万房地产板块涨跌幅+2.77%，在申万一级行业中排名9/31，落后沪深300指数0.52个百分点。具体个股方面，涨跌幅前三位个股为世联行（+19.4%）、卓朗科技（+18.6%）、大悦城（+16.1%），涨跌幅后三位个股为深振业（-19.5%）、中国武夷（-17.2%）、广宇发展（-9.9%）。

图9：申万一级行业涨跌幅（%）



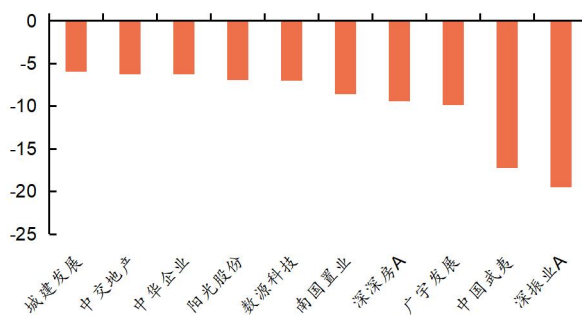
资料来源：wind 申港证券研究所

图10：本周涨跌幅前十位（%）



资料来源：wind 申港证券研究所

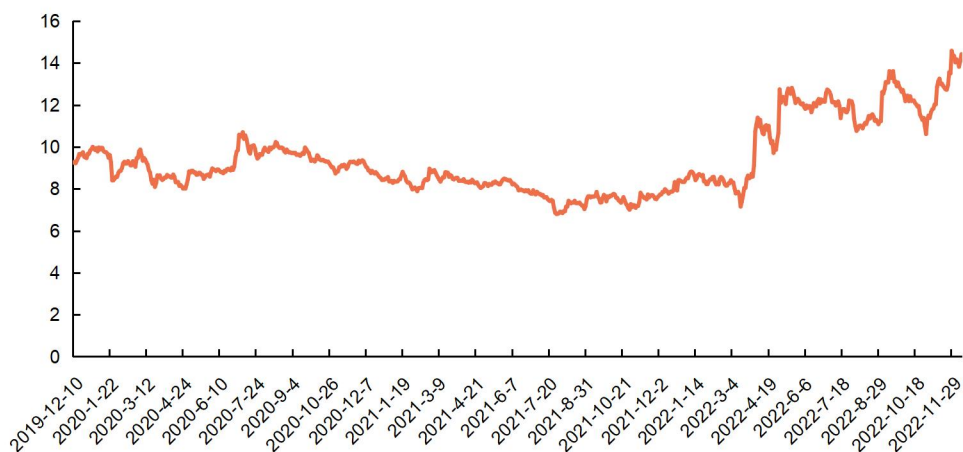
图11：本周涨跌幅后十位（%）



资料来源：wind 申港证券研究所

12月9日，申万房地产行业PE（TTM）为14.42倍，较前一周增加0.39，近三年均值为9.38倍；PB（LF）为0.97倍，较前一周增加0.03，近三年均值为1.07倍。

图12：房地产行业近三年PE（TTM）



资料来源: wind 申港证券研究所

图 13: 房地产行业近三年 PB (LF)



资料来源: wind 申港证券研究所

3. 行业动态

融创公布 2021 年经营业绩、债务重组及业务发展更新资料

12 月 9 日, 融创公告公布了 2021 年经营业绩、近期债务充足及业务发展更新资料。根据公告显示, 经营层面 2021 年全年融创中国收入约为人民币 1983.9 亿元, 较去年下降约 14%; 集团毛亏约为人民币 17.9 亿元, 较去年下降约 103.7%; 公司拥有人应占亏损约为人民币 382.6 亿元, 较去年下降约 207.4%; 核心净亏损约为人民币 253 亿元, 较去年下降约 183.6%; 剔除减值影响后的核心经营利润约为人民币 125.7 亿元。

2021 年, 集团连同其合营公司及联营公司的合同销售金额约为人民币 5973.6 亿元, 同比增长约 3.8%; 于 2021 年 12 月 31 日, 集团连同其合营公司及联营公司的权益土地储备约 1.6 亿平方米, 权益土地储备货值预计约为人民币 1.77 万亿元。

对于本次业绩公告, 公司外聘来自立信事务所审议意见为“无法作出意见”, 主因为报告中无法作出意见的基础段内所述有关持续经营的多项不确定因素及其之间可能产生互相影响而对综合财务报表所产生累积影响。

12月9日，融创也发布了关于境外债重组重大进展的公告。公告表示，公司拟将现有债务中30亿至40亿美元的现有债务及若干股东借款将转换为普通股或股权挂钩工具；剩余现有债务兑换为新的以美元计价公开票据，期限为自重组生效之日起2-8年。预计新票据于重组两年的部分利息可以只计提不支付，之后相关利息再以现金支付。截止至公告日，该方案仍在与债权人小组沟通中，尚未就境外重组条款签订正式协议。

证监会推动 REITs 加速落地 覆盖领域有望扩大

12月8日，首届长三角 REITs 论坛暨中国 REITs 论坛 2022 年会开幕，中国 REITs 市场发展进入加速器。

会上，证监会副主席李超表示要进一步扩大 REITs 试点范围，尽快覆盖到新能源、水利、新基建等基础设施领域，加快打造 REITs 市场的保障性租赁住房板块，研究推动试点范围拓展到市场化的长租房及商业不动产等领域。

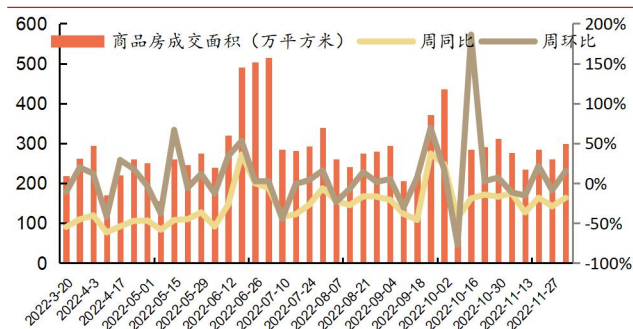
上海证券交易所总经理蔡建春表示，公募 REITs 是基础设施投融资机制的重大创新，承担着服务国家重大战略实施、深化金融供给侧结构性改革、有效盘活存量资产、促进基础设施高质量发展的使命任务。为进一步实现基础设施 REITs 市场建设目标，充分发挥 REITs 产品功能，需要加快推进 REITs 市场常态化发展。

随着 REITs 市场加速发展，未来有望成为新的投资新热点，同时 REITs 也将有利于存量资产盘活，为不同参与主体的需求实现资源匹配。

4. 数据追踪

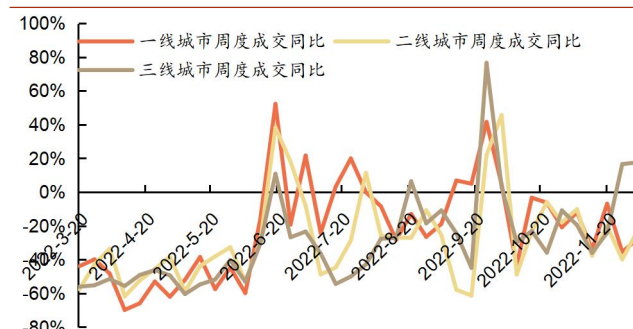
4.1 新房成交数据

图 14：30 大中城市商品房周度成交面积及同比环比增速



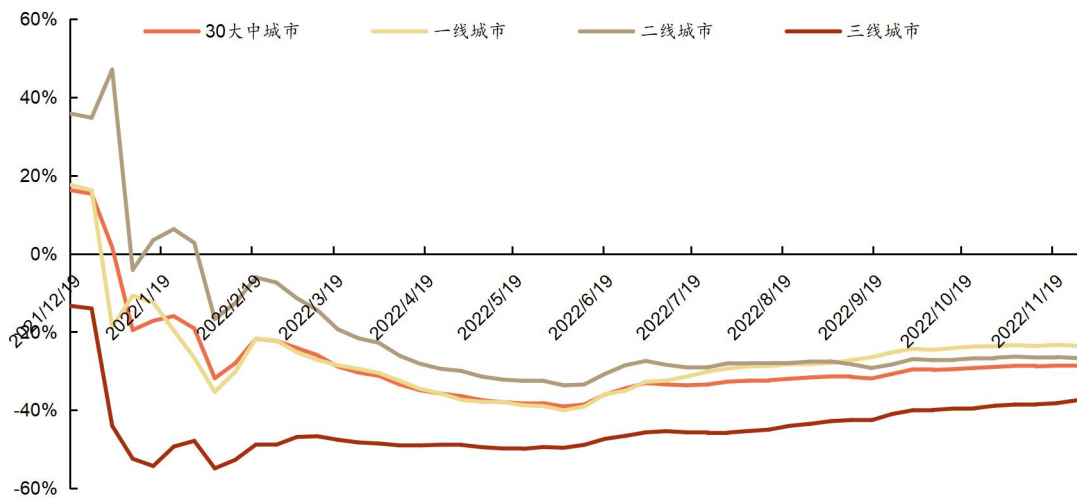
资料来源：wind 申港证券研究所

图 15：一二三线城市（30 城）周度成交面积同比



资料来源：wind 申港证券研究所

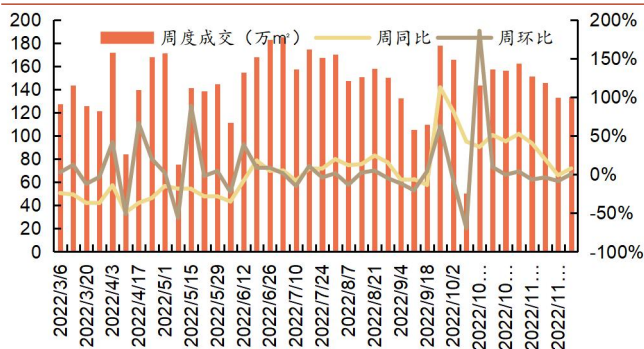
图 16：一二三线城市（30 城）累计成交面积同比



资料来源: wind 申港证券研究所

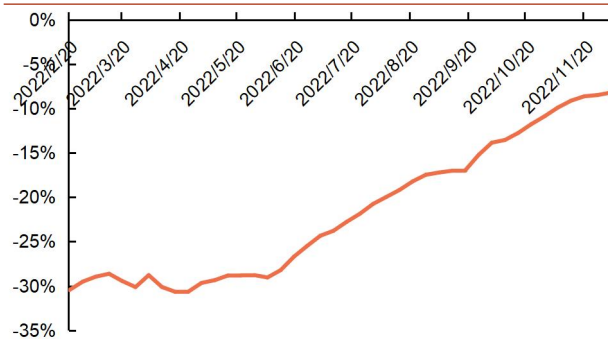
4.2 二手房成交数据

图 17: 13城二手房周度成交面积及同比环比增速



资料来源: wind 申港证券研究所

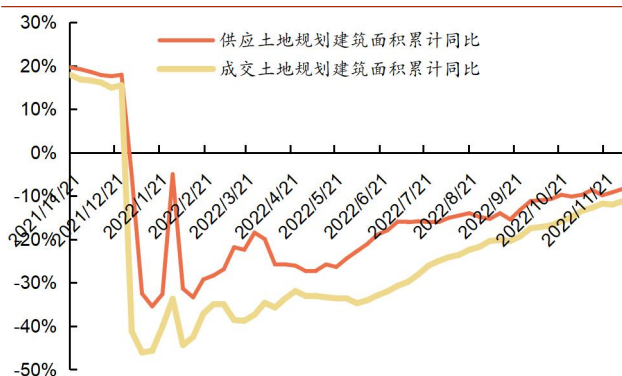
图 18: 13城二手房周度成交面积累计同比增速



资料来源: wind 申港证券研究所

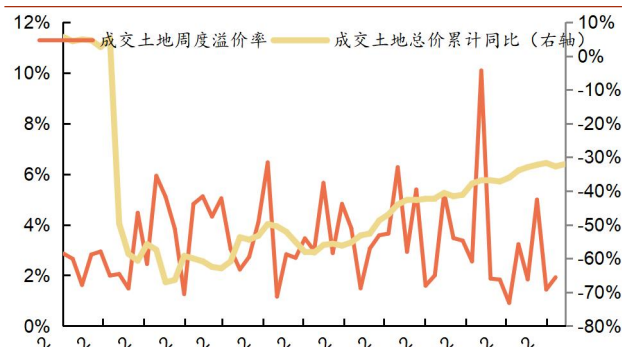
4.3 土地成交数据

图 19: 100 大中城市土地成交及供应建筑面积累计同比



资料来源: wind 申港证券研究所

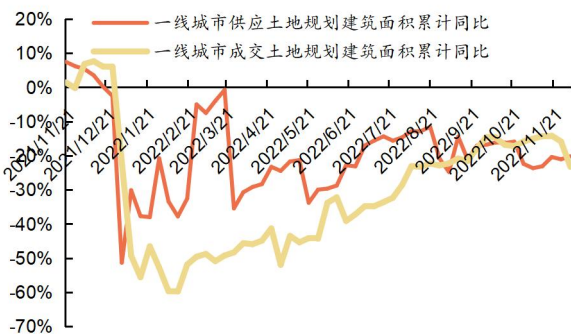
图 20: 100 大中城市土地成交总价累计同比及周度溢价率



资料来源: wind 申港证券研究所

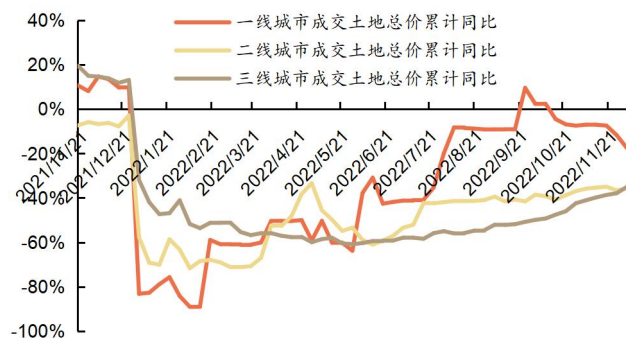
图 21: 一线城市成交及供应土地建筑面积累计同比

图 22: 二三线城市成交及供应土地建筑面积累计同比

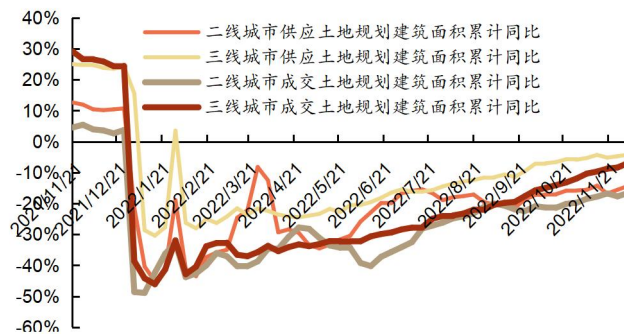


资料来源: wind 申港证券研究所

图 23: 一二三线城市成交土地总价累计同比

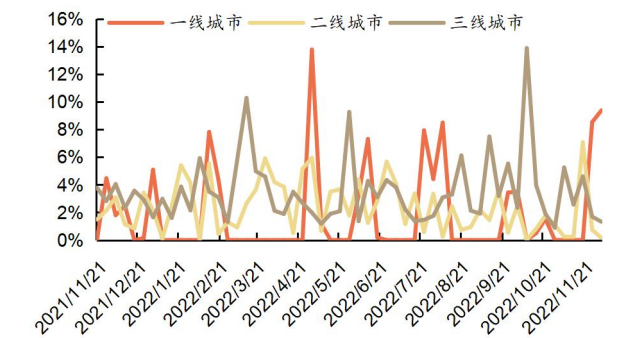


资料来源: wind 申港证券研究所



资料来源: wind 申港证券研究所

图 24: 一二三线城市成交土地周度溢价率



资料来源: wind 申港证券研究所

4.4 部分重点城市周度销售数据

表 2: 部分重点城市周度销售面积 (万平方米)

城市	销售面积				环比			
	11.7-11.13	11.14-11.20	11.21-11.27	11.28-12.4	11.7-11.13	11.14-11.20	11.21-11.27	11.28-12.4
北京	26	18	13	14	-15%	-32%	-25%	4%
上海	33	56	49	55	-23%	69%	-12%	12%
广州	10	12	4	12	-1%	22%	-67%	208%
深圳	8	8	9	9	-2%	0%	11%	-3%
杭州	18	25	19	29	-33%	37%	-25%	59%
南京	12	19	15	18	-36%	55%	-20%	19%
武汉	18	23	21	20	-22%	26%	-8%	-6%
成都	57	51	58	63	-12%	-10%	13%	10%
青岛	17	25	34	31	-13%	48%	35%	-9%
苏州	12	14	15	14	-7%	12%	10%	-5%

资料来源: wind 申港证券研究所

5. 风险提示

销售市场复苏不及预期, 个别房企出现债务违约。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上