西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

2022年地产及产业链行情分析

西南证券研究发展中心
房地产研究团队 池天惠/刘洋
2022年12月

目录 地产板块及产业链投资策略

1：基本面和两阶段政策放松梳理

①行业当前基本面梳理

②两阶段政策放松梳理

2：3-5月和11-12月两轮行情对比

①三类企业行情复盘

②两轮行情对比总结

3：地产产业链投资策略

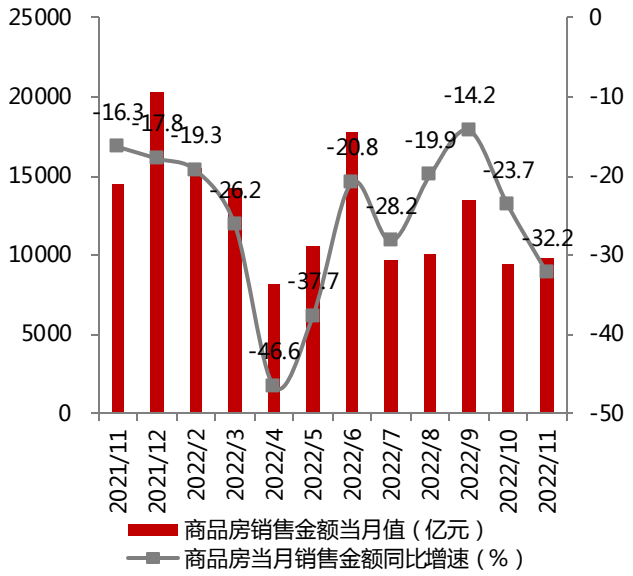
①建筑/建材/家电/轻工投资策略

②物业板块投资策略

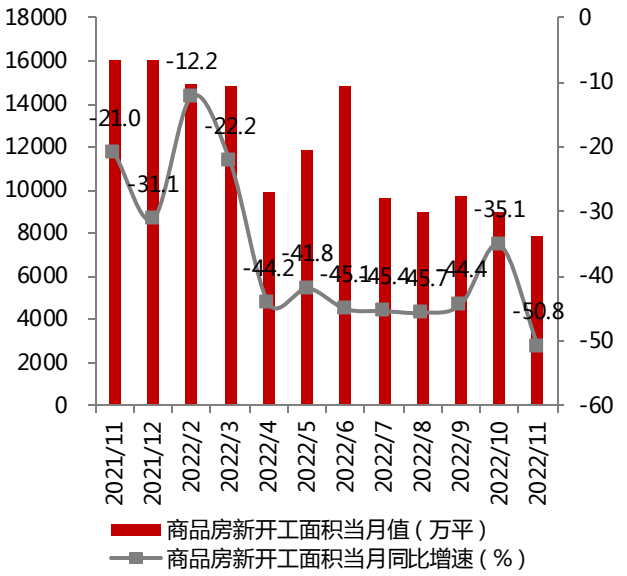
4：投资建议

- **11月销售降幅持续增大。**2022年11月商品房销售面积10071万平，销售金额9816元，同比分别下降33.3%和32.2%，降幅较10月分别扩大10.1pp和8.5pp。累计来看，1-11月商品房销售面积121250万平，同比下降23.3%，商品房销售额118648亿元，同比下降26.6%，降幅较累计1-10月分别扩大1.0pp和0.5pp。下半年以来，市场整体进入筑底阶段，销售降幅自9月以来出现连续2个月的扩大，回暖仍需要时间。
- **地产开发投资额降幅扩大，土地投资仍然低迷。**2022年11月地产开发投资额9918亿元，同比下降19.9%，降幅较10月扩大3.9pp，累计来看1-11月地产开发投资额123863亿元，同比下降9.8%。受新房销售下滑以及拿地缩量影响，房企新开工意愿较低，11月新开工面积7910万平，同比下降50.8%，今年以来一直维持在较低水平。竣工端在保交付等政策支持下，下滑幅度较小，但9月以来降幅有扩大趋势，11月竣工面积9144万平，同比下降20.2%。11月土地成交额1530亿元，同比下降50.8%，土地投资仍较为低迷。

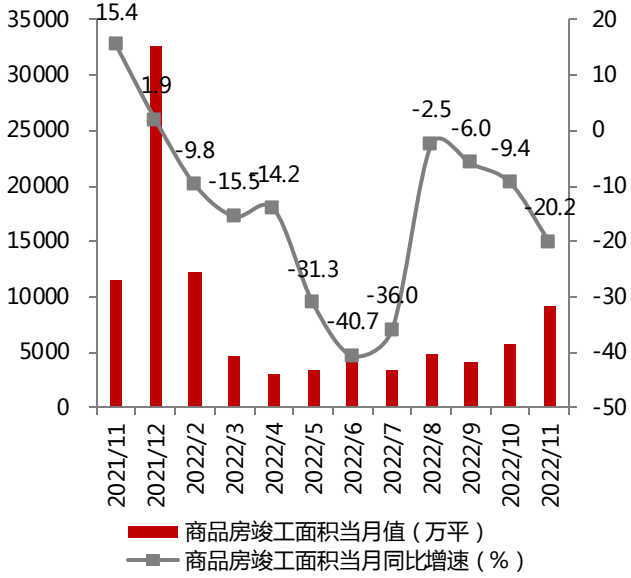
图：11月商品房销售金额同比-32%



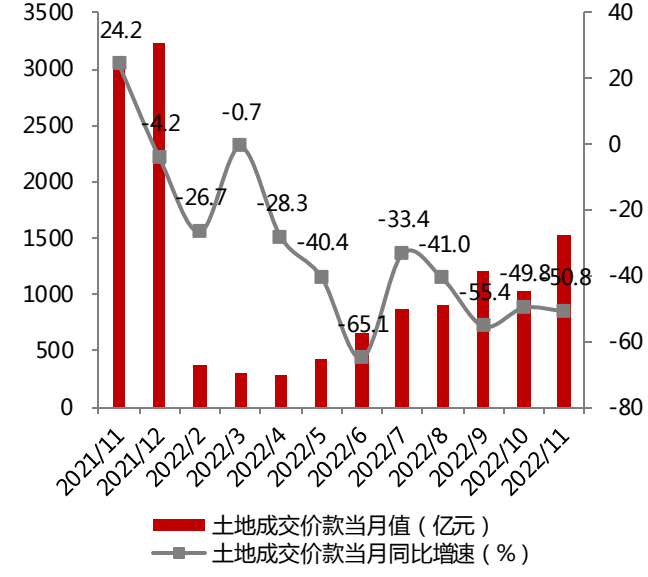
图：11月商品房新开工面积同比-51%



图：11月商品房竣工面积同比-20%



图：11月土地成交价款同比-51%

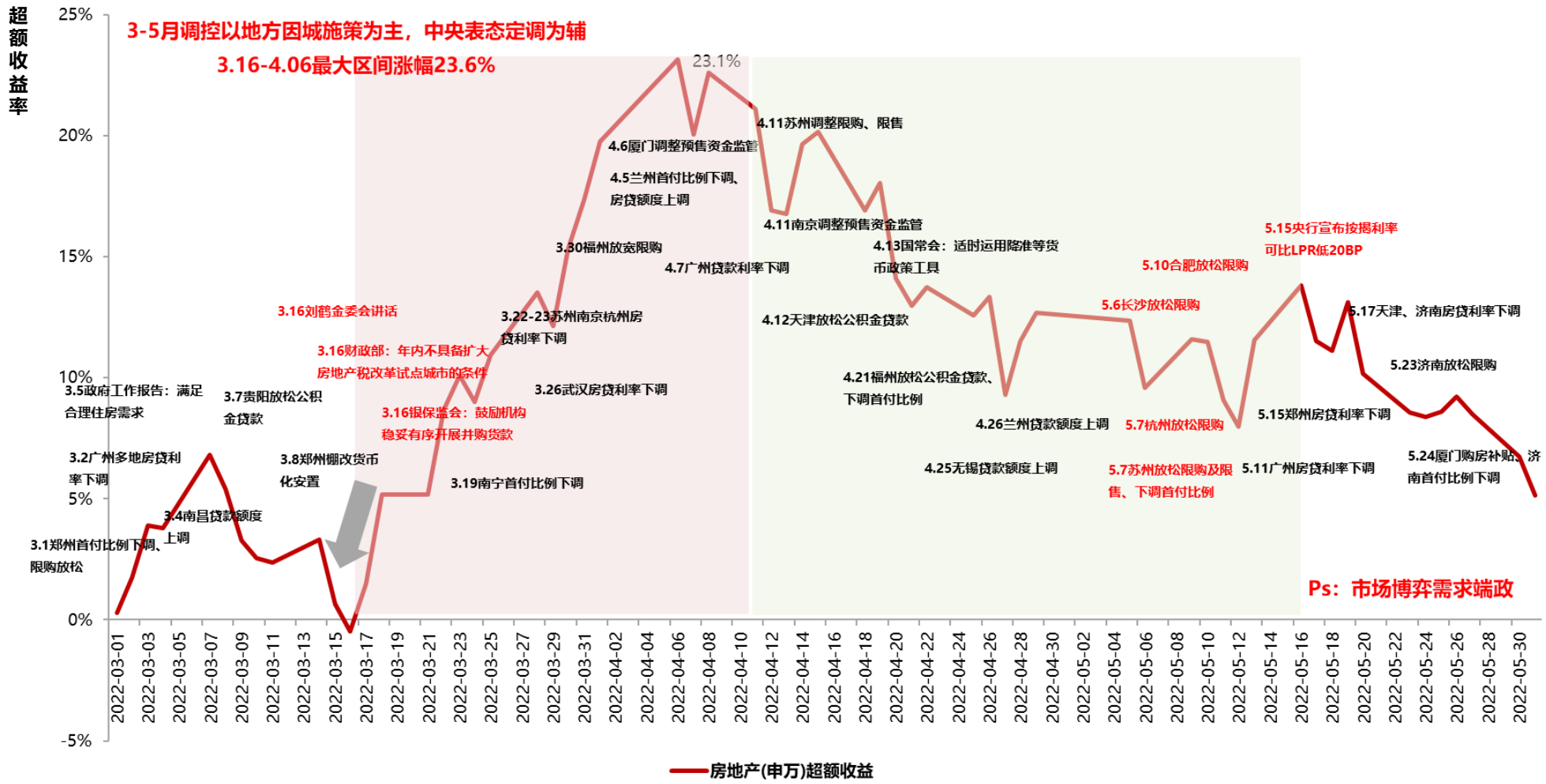


数据来源：统计局，西南证券整理

基本面和近期政策梳理-②政策梳理（两阶段）

➢ **【3-5月政策密集发布期】以博弈需求端政策为主：**①以刘鹤金委会为起点（银保监鼓励开展并购贷，财政部表示年内不试点房产税）；②3.17-4.10主要是部分城市降低首付（南宁/兰州）及房贷利率下降（苏州/南京/杭州等）；③4.11-5.15准一线城市限制性政策解除（杭州/苏州/合肥/长沙等），此外部分城市继续降首付降利率，央行宣布按揭利率可LPR-20BP。

图：3-5月重点政策梳理及行情表现

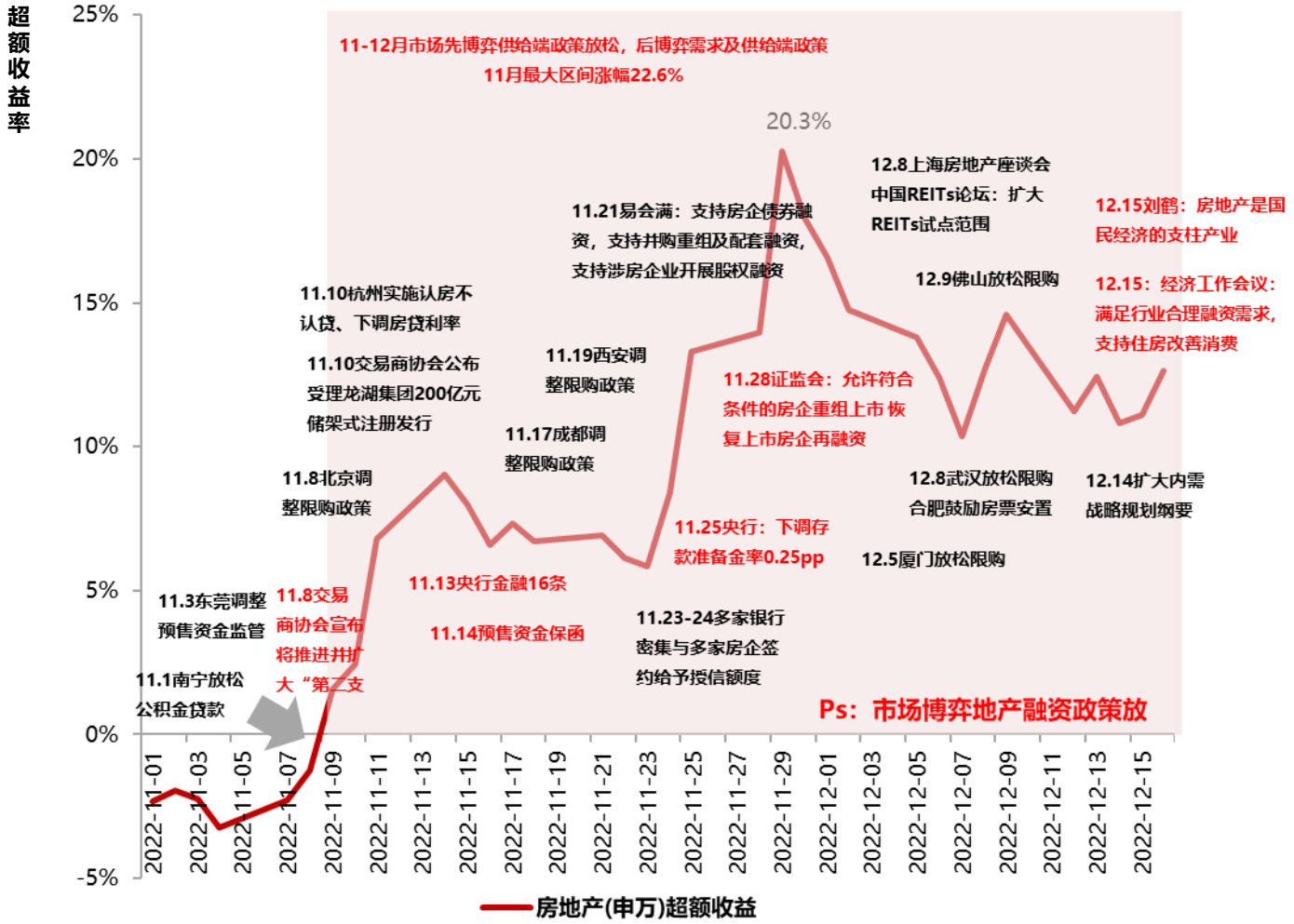


数据来源：wind，政府网站，西南证券整理（更新至2022.12.16）　　注：收益率以2月28日收盘价为基准计算，房地产超额收益为与沪深300收益率差值

基本面和近期政策梳理-②政策梳理（两阶段）

- **【11-12月政策密集发布期】11-12月市场先博弈供给端政策放松，后博弈需求及供给端政策（改善性需求放松；债转股等）：**①11.8以交易商第二支箭为起点（鼓励债券融资）；②11.9-11.29各家公司申请发债额度、央行16条、证监会第三支箭（放开股权融资）；③12.5-12.9厦门、武汉、佛山等多个热点城市调整限购政策；④12.15日刘鹤总理提出“房地产是国民经济的支柱产业”，经济工作会议强调“支持住房改善消费”，随着前期融资政策的陆续落地，市场预期转向需求端政策的进一步放松。

图：11-12月重点政策梳理及行情表现

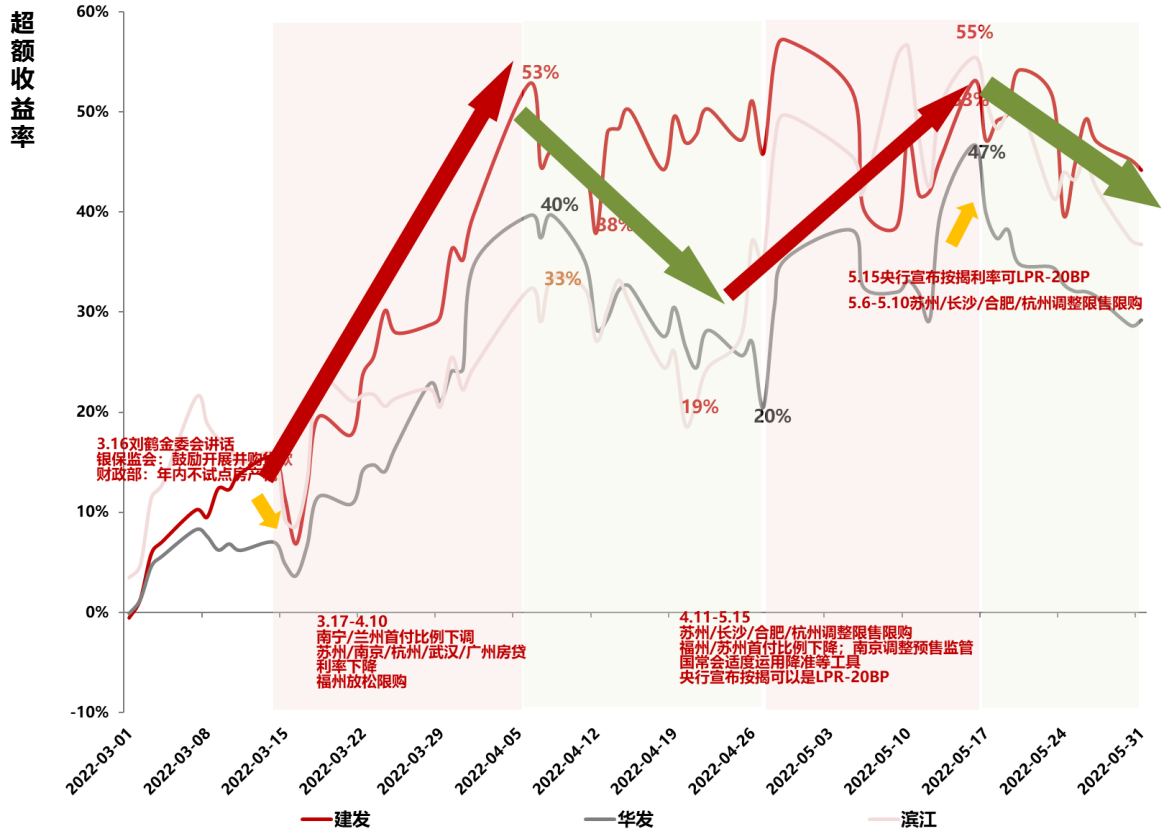


数据来源：wind，政府网站，西南证券整理（更新至2022.12.16）　　注：收益率以10月31日收盘价为基准计算，房地产超额收益为与沪深300收益率差值

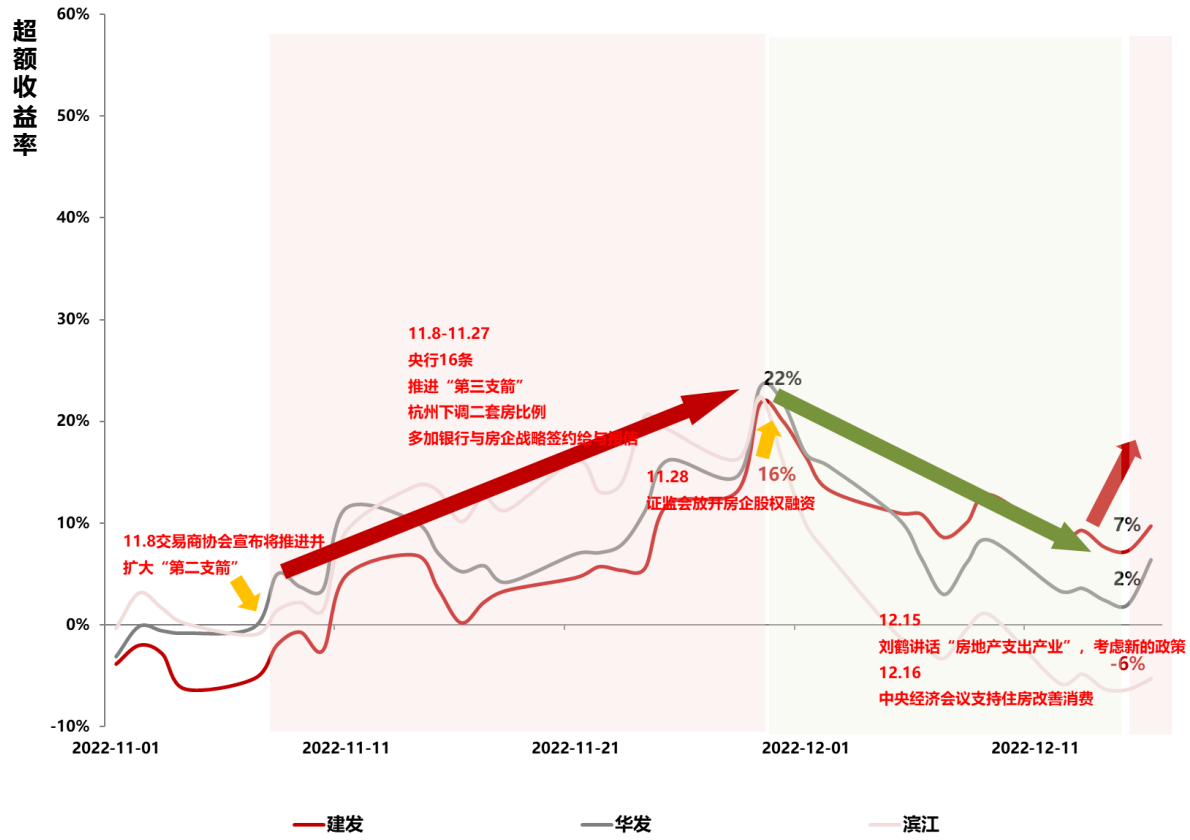
两轮行情对比-①三类企业行情复盘

- **价值股（央国企为主）两轮走势对比**
- **3-5月行情：**华发/建发/滨江第一波上涨后先小幅回落，然后跟着第二波政策刺激（准一线限制政策放松）而回升，而5.15后小幅阴跌。
- **11-12行情：**华发/建发/滨江第一波上涨，之后回落，预计后续政策刺激下，仍有第二波行情。

图：3-5月价值股走势表现



图：11-12月价值股走势表现

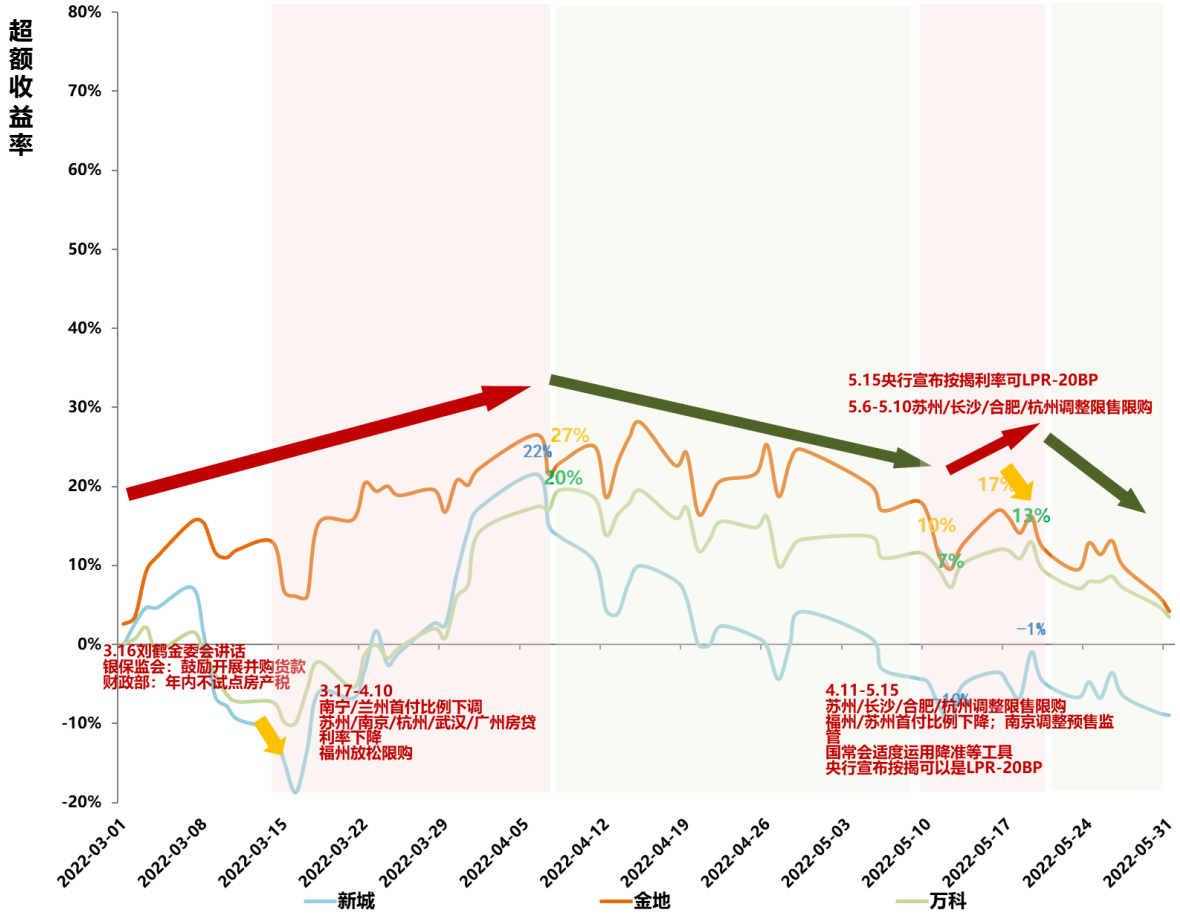


数据来源：wind，政府网站，西南证券整理（更新至2022.12.16）　　注：个股超额收益为与同期沪深300收益率差值

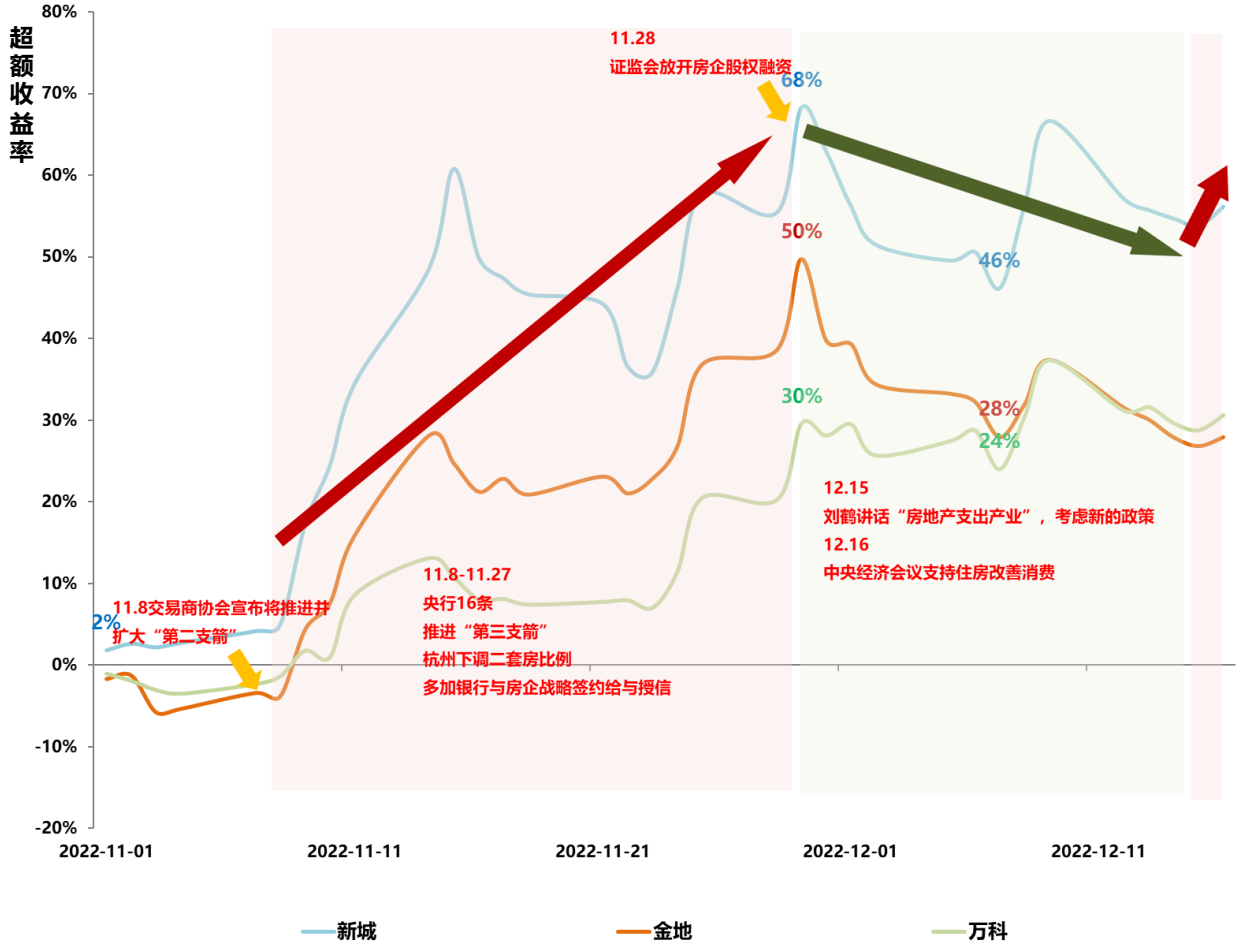
两轮行情对比-①三类企业行情复盘

- **均衡股（民企及混合制为主）两轮走势对比**
- **3-5月行情：**新城/金地/万科等行情弱于价值股（优质央国企为主），更弱于博弈股
- **11-12行情：**11-12行情：新城/金地/万科等行情强于价值股（优质央国企为主），弱于博弈股，**本轮与上一轮市场偏好不同。**

图：3-5月均衡股走势表现



图：11-12月均衡股走势表现

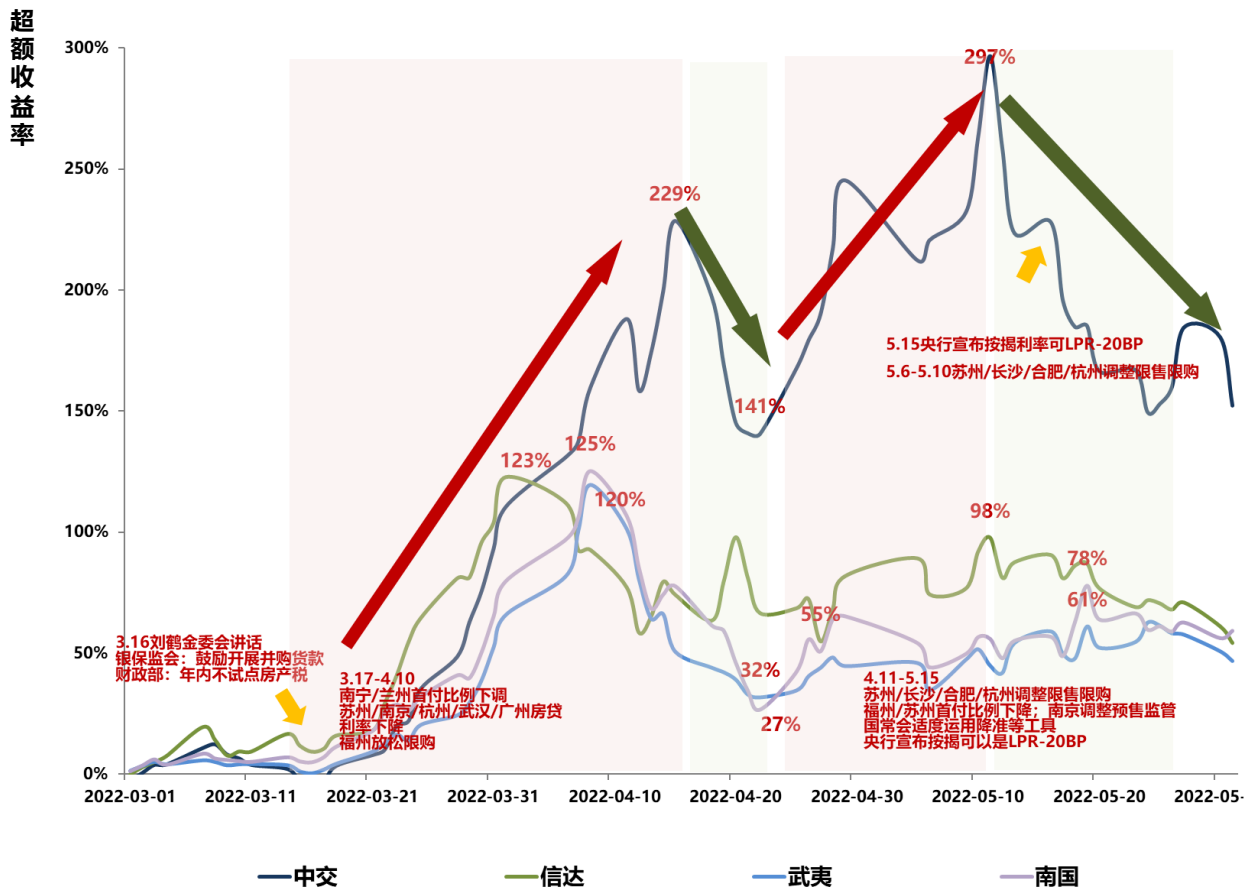


数据来源：wind，政府网站，西南证券整理（更新至2022.12.16）　　注：个股超额收益为与同期沪深300收益率差值

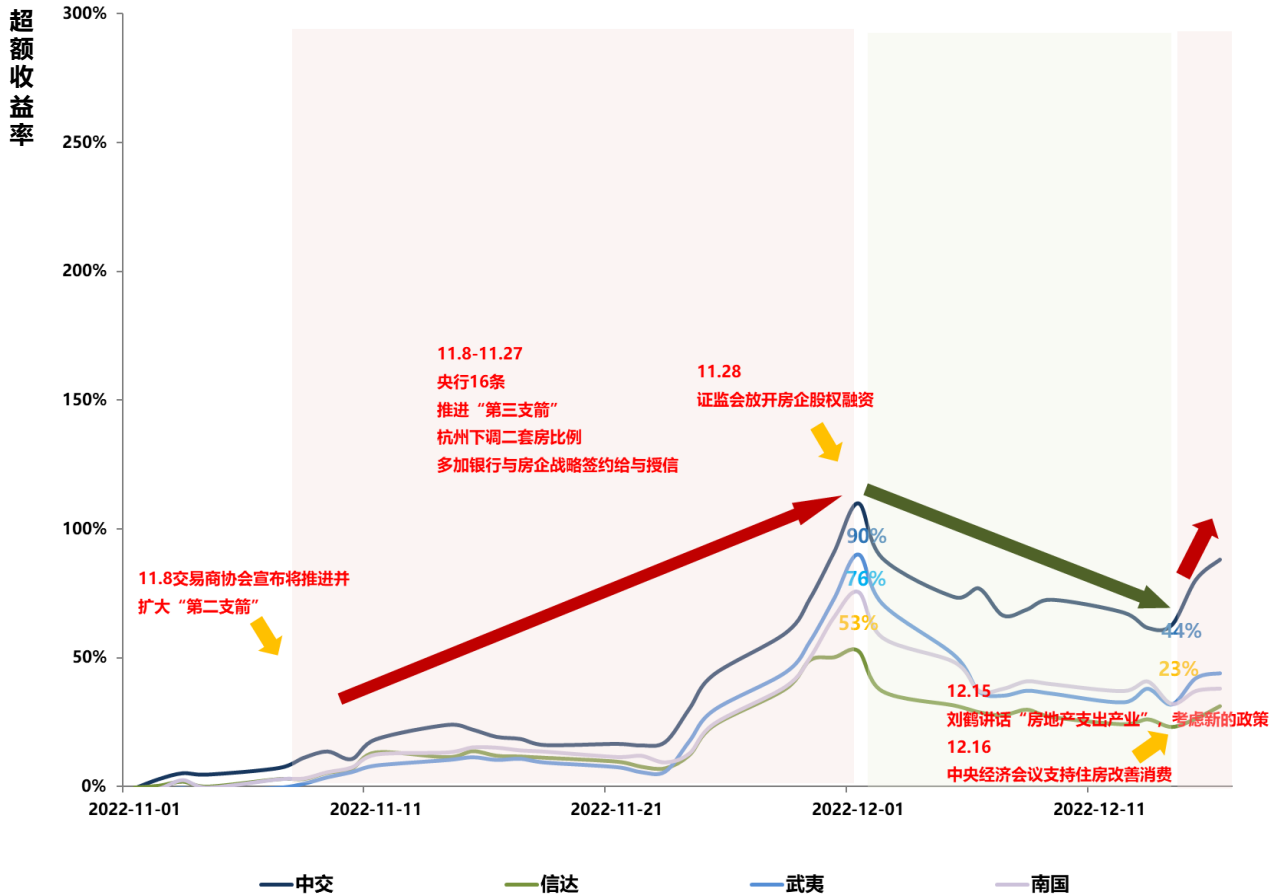
两轮行情对比-①三类企业行情复盘

- **博弈股两轮走势对比**
- **3-5月行情：**中交/信达/武夷/南国等第一波大幅上涨，之后大幅回落，之后第二波再大幅上涨，5.15之后大幅回调后阴跌。
- **11-12行情：**中交/信达/武夷/南国等第一波大幅上涨，之后大幅回落，有望随着刘鹤讲话及后续政策落地迎来第二波。

图：3-5月博弈股走势表现



图：11-12月博弈股走势表现



数据来源：wind，政府网站，西南证券整理（更新至2022.12.16）

注：个股超额收益为与同期沪深300收益率差值

两轮行情对比-②规律总结

➢ **【两轮行情规律对比总结】**

1）政策刺激启动第一波行情，重点政策落地后出现回调，之后政策跟进刺激第二波行情（上一轮博弈需求端政策，本轮主要博弈供给端政策），但涨幅较第一波上涨较小。

2）博弈股弹性最大，回调阶段也最强；此外价值股（央国企为主）上一轮跑赢均衡股（民企及混合制），本轮均衡股（民企及混合制），则明显跑赢价值股（央国企为主）。

3）预计在刘鹤讲话表态地产是支柱产业，中央经济会议支持住房改善等消费后，政策继续放松，**后续需求侧核心城市二套房放松政策（二套按揭利率、首付比例、认房不认贷）等将有所放松，供给侧更多集中在化债方面（潜在的债转股等）。**

4）本轮行情更多集中在估值修复，H股弹性整体强于A股，物业股也同样有机会（但比较波动，市场担心配股等问题）。

表：重点城市放松政策调整及现行规则

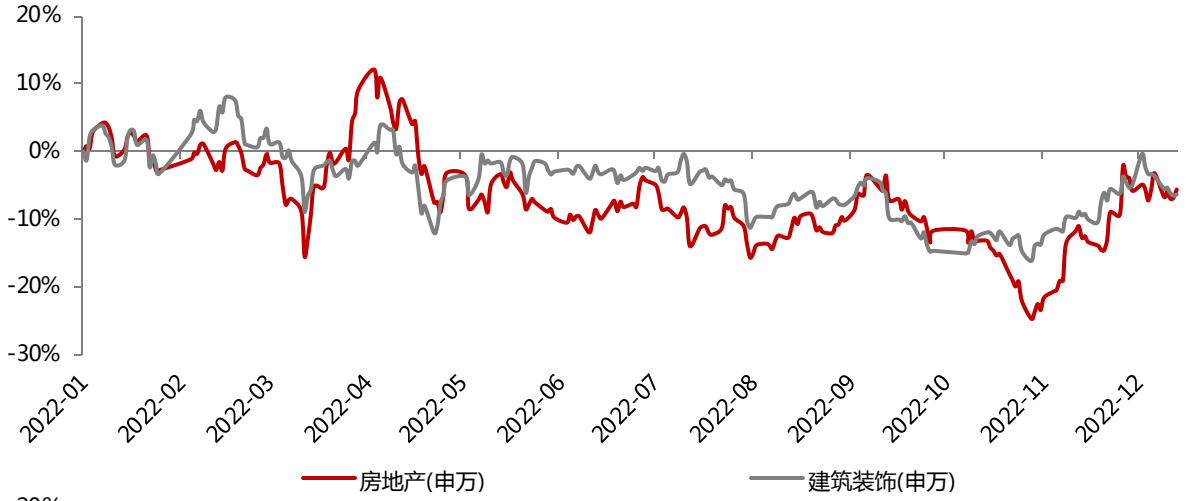
时间	城市	限购放松						现行规则				
		新房	二手房	多孩政策	以租换购	亲属投靠	其他	首套最低首付比例	二套最低首付比例	本地限购	外地限购	限购区域
3月	郑州					√		30%	40%	限2套	限1套	部分
4月	沈阳	√						30%	40%	限2套	限2套	部分
5月	无锡						√	30%	50%	限2套	限1套	部分
5月	太原						√	20%	40%	限2套	限1套	部分
5月、12月	厦门	√		√				30%	40%	限3套	限1套	全市
5月、9月	杭州	√		√				30%	60%	限2套	限1套	部分
5月	海口	√						30%	40%	限2套	限1套	全市
5月	大连	√	√					30%	60%	限2套	限2套	部分
5、6月	武汉	√		√		√		30%	40%	限3套	限1套	部分
5、6月	合肥	√	√			√		30%	40%	限3套	限1套	部分
4、5、6月	南京	√		√				30%	30%	限2套	限1套	部分
6月	广州						√	30%	50%	限2套	限1套	部分
3、7月	福州	√		√	√			30%	40%	限2套	限1套	部分
5、7、11月	成都	√		√	√			30%	40%	限2套	限1套	部分
5、8月	长沙			√	√		√	30%	40%	限2套	限1套	部分
5、8、11月	西安	√			√			30%	60%	限2套	限1套	部分
4、8月	上海	√						35%	70%	限2套	限1套	全市
5、9月	宁波	√		√				30%	60%	不限购	不限购	无
4、5、9月	苏州	√					√	30%	30%	限3套	限1套	部分
5、8、9月	济南	√		√				30%	40%	限2套	限1套	部分
6、9月	青岛	√	√	√				30%	40%	限2套	限1套	部分

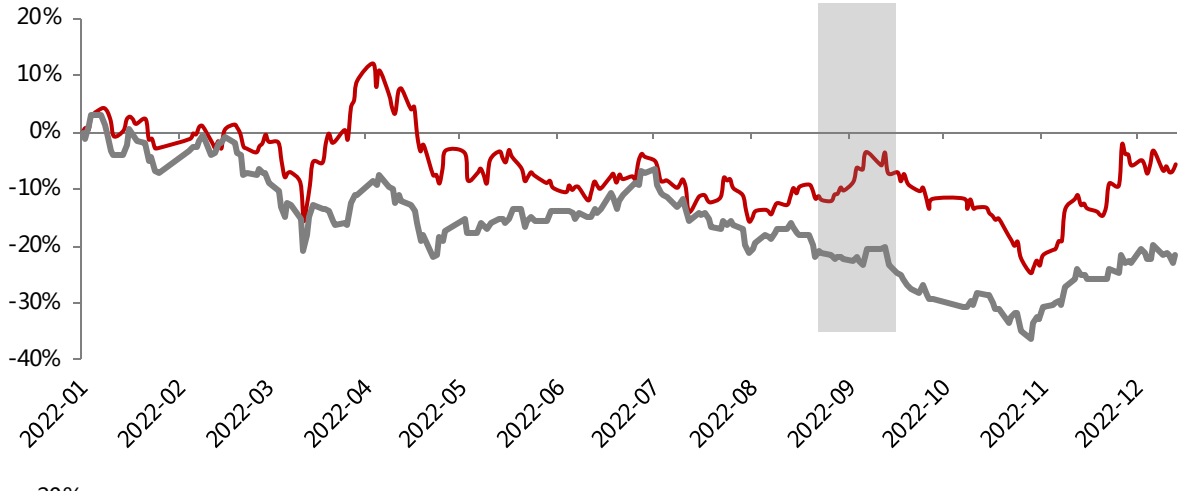
数据来源：政府网站，西南证券整理

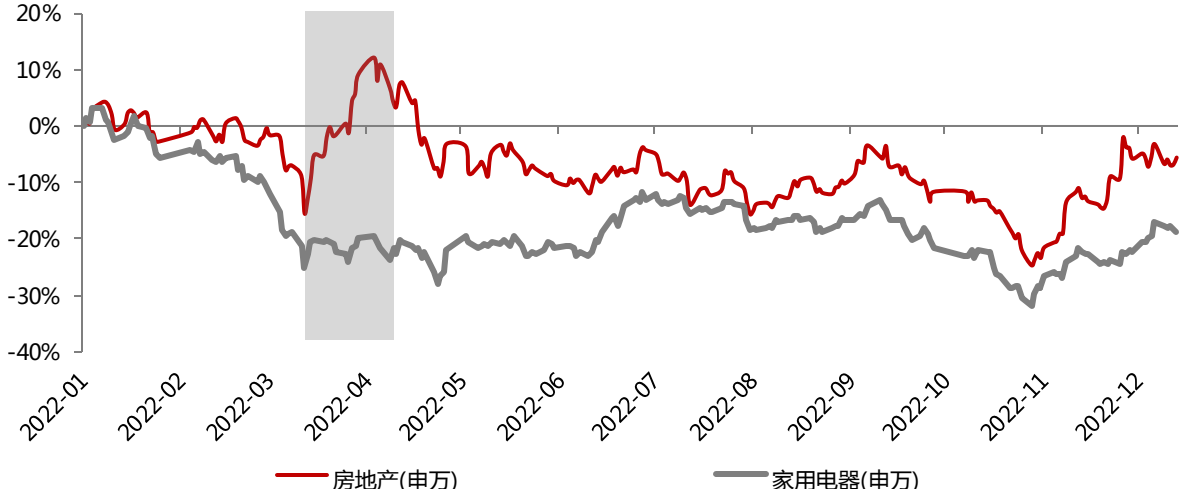
地产产业链投资策略-①建筑/建材/家电/轻工

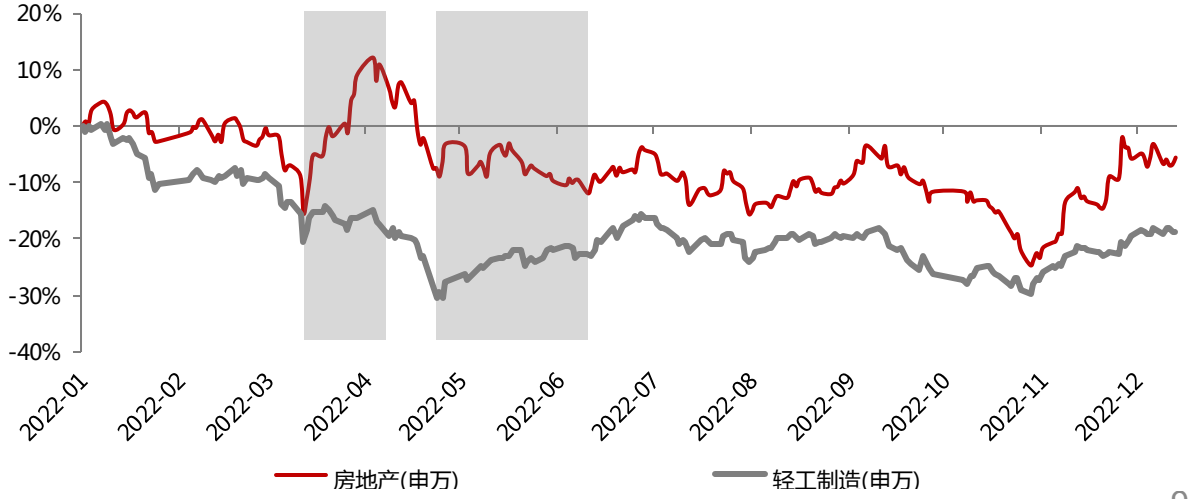
- **纵观全年行情表现，地产链行情表现与地产板块走势呈现强相关性。**从申万指数全年表现来看，地产链相关行业（建筑、建材、家电、轻工）与地产板块走势呈现强相关性，仅在少数时间段内出现背离（建材8-9月/家电3-4月/轻工3-4月和5-6月），从相关性强弱来看，建筑>建材>家电>轻工依次递减。我们认为这种强相关性可归因于两点：①房地产基本面的复苏决定了地产链相关企业的订单和销售；②房企的流动性风险决定了地产链相关企业的应收账款能否收回。因此地产行业无论是需求端还是融资端的政策支持都对地产链相关企业起到直接或间接的利好作用。

图：2022年地产链行情表现与地产板块走势对比









数据来源：wind，西南证券整理

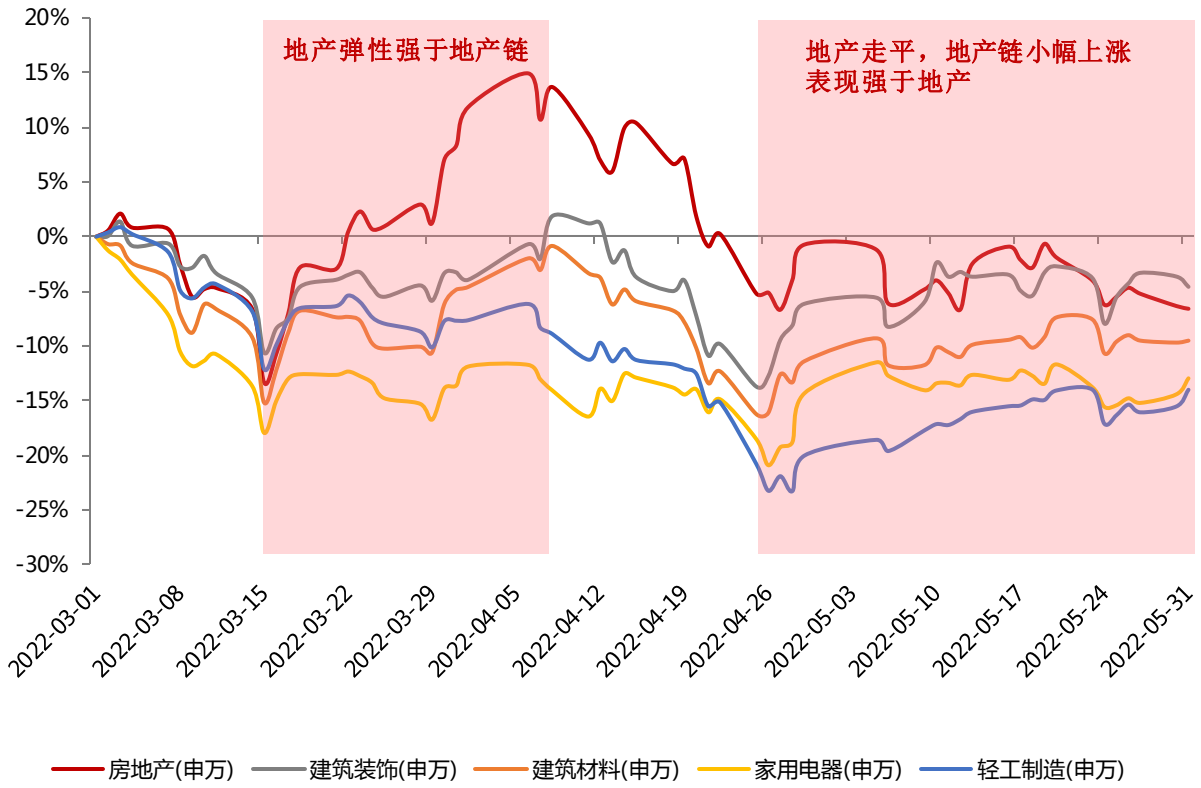
地产产业链投资策略-①建筑/建材/家电/轻工

- **复盘3-5月和11-12月两次地产链行情，地产板块在行情启动的第一波上涨中弹性更强，但第一波行情见顶后地产链表现出更强的持续性。**

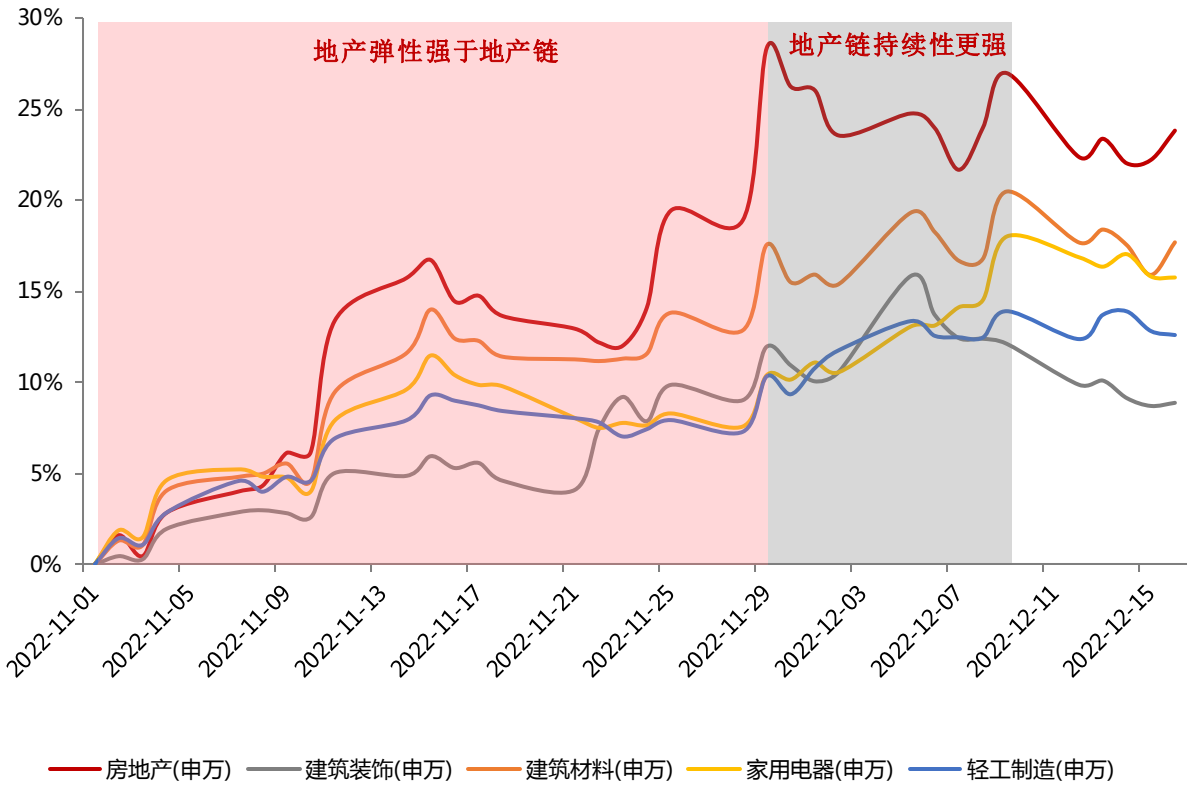
1）3-5月：与地产板块同时启动，但涨幅明显较小，第一波上涨区间最大涨幅为地产（28%）>建材（16%）>建筑（13%）>家电（6%）>轻工（6%），第一波上涨见顶时间建筑、建材滞后2天，家电、轻工基本同步。第一波行情见顶回落后，地产板块自4月下旬基本走平，地产链呈现小幅上涨，表现强于地产。

2）11-12月：与地产板块同时启动，但涨幅明显较小，第一波上涨区间最大涨幅为地产（28%）>建材（18%）>建筑（12%）>家电（10%）>轻工（10%），第一波上同步涨见顶，但地产链随后创出新高，行情持续性更强。

图：3-5月地产链行情表现与地产板块走势对比



图：11-12月地产链行情表现与地产板块走势对比



数据来源：wind，西南证券整理

- **地产链行情启动时间多与地产板块同步或略有滞后，四轮行情涨幅弹性呈现差异。**

1）08-09年：地产链与地产板快行情同时启动，地产与建筑于第一波上涨见顶，建材、家电、轻工于第二波上涨见顶，且区间最大涨幅较地产更大。

2）11-13年：轻工滞后1个月，其余板块同时启动，仅建材在第一波上涨中见顶，建筑、家电、轻工均与地产在第二波上涨中同时见顶。

3）14-15年：建筑与地产同时启动，其余板块滞后1-2个月，各板块同时见顶，仅建筑提前1个月。

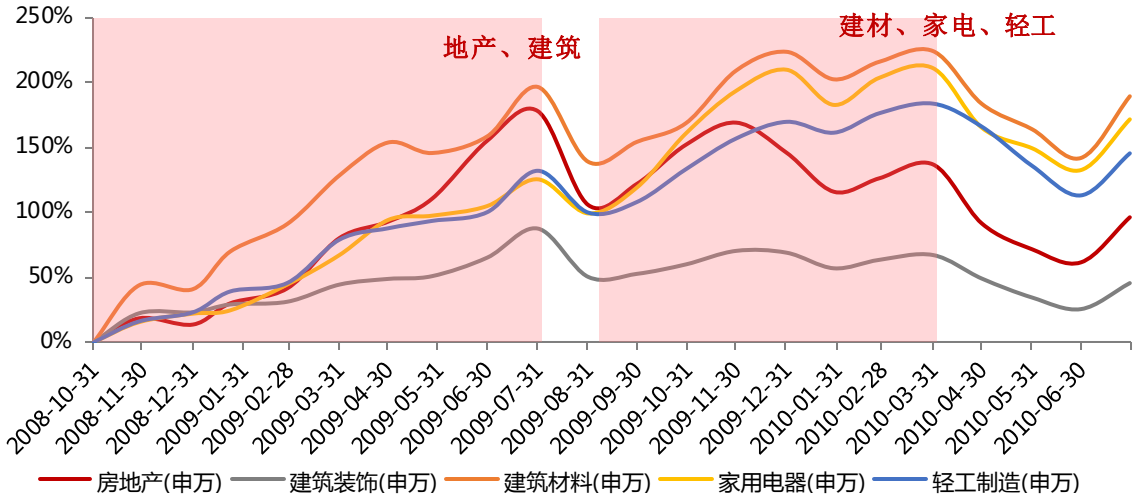
4）18-19年：建筑、轻工滞后1个月，其余板块同时启动，各板块同时见顶，仅家电滞后1个月。

表：历次地产宽松周期地产链行情表现对比

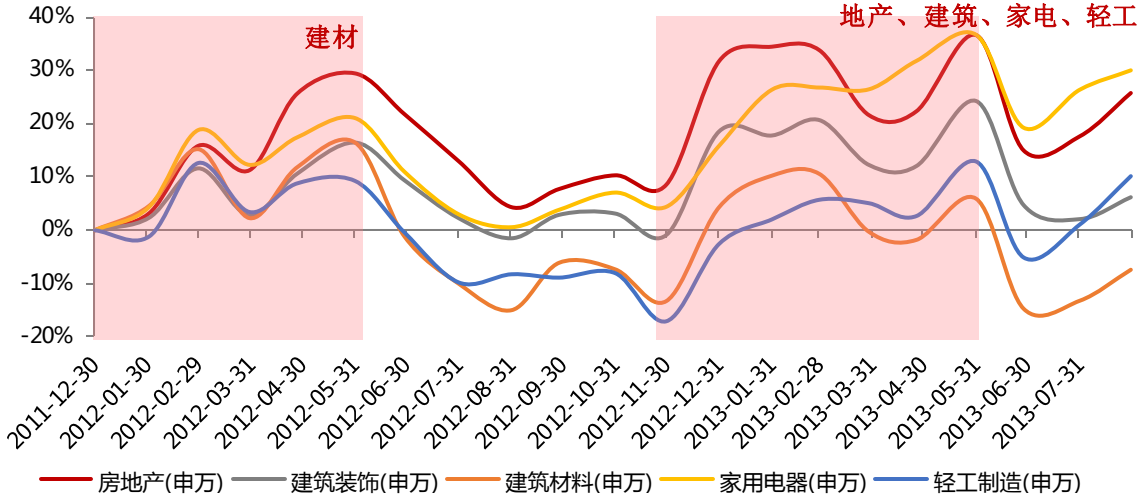
时间	观测指标	房地产(申万)	建筑装饰(申万)	建筑材料(申万)	家用电器(申万)	轻工制造(申万)
08-09年	指数见底时间	2008年10月	2008年10月	2008年10月	2008年10月	2008年10月
	指数见顶时间	2009年7月	2009年7月	2010年3月	2010年3月	2010年3月
	持续时间	9个月	9个月	17个月	17个月	17个月
	区间最大涨幅	178%	87%	224%	211%	183%
	相关性	-	同时见底，同时见顶	同时见底，第二波上涨中见顶，滞后8个月	同时见底，第二波上涨中见顶，滞后8个月	同时见底，第二波上涨中见顶，滞后8个月
时间	**观测指标**	**房地产(申万)**	**建筑装饰(申万)**	**建筑材料(申万)**	**家用电器(申万)**	**轻工制造(申万)**
11-13年	指数见底时间	2011年12月	2011年12月	2011年12月	2011年12月	2012年1月
	指数见顶时间	2013年5月	2013年5月	2012年5月	2013年5月	2013年5月
	行情持续时间	17个月	17个月	5个月	17个月	17个月
	区间最大涨幅	**37%**	**24%**	**16%**	**37%**	**14%**
	相关性	-	**同时见底，同时见顶**	**同时见底，第一波上涨中见顶（提前12个月）**	**同时见底，同时见顶**	**滞后1个月见底，同时见顶**
时间	**观测指标**	**房地产(申万)**	**建筑装饰(申万)**	**建筑材料(申万)**	**家用电器(申万)**	**轻工制造(申万)**
14-15年	指数见底时间	2014年2月	2014年3月	2014年2月	2014年4月	2014年4月
	指数见顶时间	2015年5月	2015年4月	2015年5月	2015年5月	2015年5月
	行情持续时间	15个月	13个月	15个月	13个月	13个月
	区间最大涨幅	**178%**	**242%**	**142%**	**132%**	**169%**
	相关性	-	**滞后1个月见底，提前1个月见顶**	**同时见底，同时见顶**	**滞后2个月见底，同时见顶**	**滞后2个月见底，同时见顶**
时间	**观测指标**	**房地产(申万)**	**建筑装饰(申万)**	**建筑材料(申万)**	**家用电器(申万)**	**轻工制造(申万)**
18-19年	指数见底时间	2018年12月	2019年1月	2018年12月	2018年12月	2019年1月
	指数见顶时间	2019年3月	2019年3月	2019年3月	2019年4月	2019年3月
	行情持续时间	3个月	2个月	3个月	4个月	2个月
	区间最大涨幅	32%	20%	34%	41%	35%
	相关性	-	滞后1个月见底，同时见顶	同时见底，同时见顶	同时见底，滞后1个月见顶	滞后1个月见底，同时见顶

数据来源：wind，西南证券整理

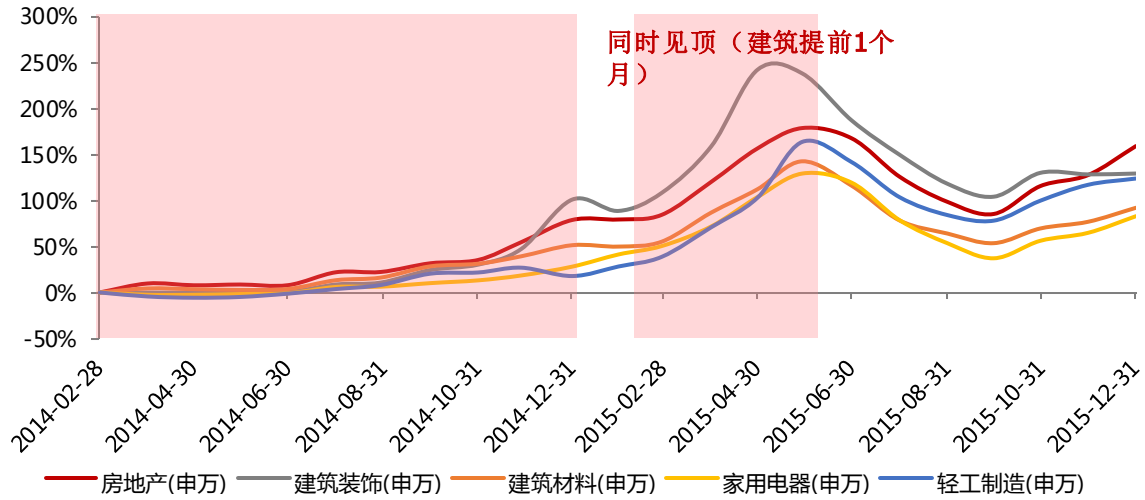
图：08-09年地产链行情表现与地产板块走势对比



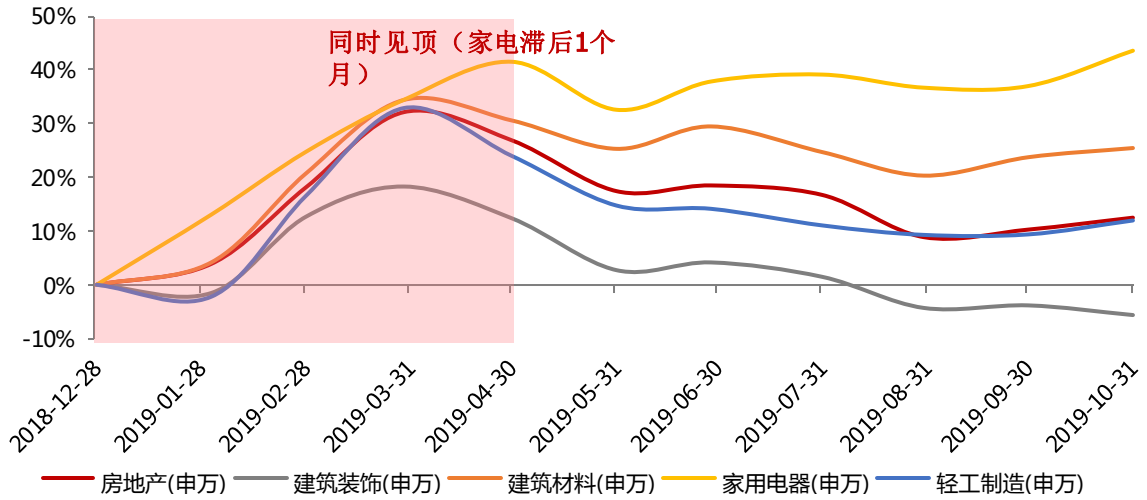
图：11-13年地产链行情表现与地产板块走势对比



图：14-15年地产链行情表现与地产板块走势对比



图：18-19年地产链行情表现与地产板块走势对比



数据来源：wind，西南证券整理

地产产业链投资策略-②物业管理

- **物业板块自21年6月在地产暴雷、销售下滑等因素影响下出现持续性下跌，目前利空因素逐渐弱化，板块估值有望迎来修复。1）物业股从上市到21年6月，**凭借其管理规模的快速扩张以及增值服务的消费属性带来的想象力，走出独立于地产开发的行情，多数物业股都呈现大幅上涨。**2）21年6月底-22年10月，**物业板块开始持续性下跌，原因在于①地产销售下滑，市场对于物业管理规模增长的持续性产生担忧；②关联开发商的流动性风险，市场担心物管企业资金被挪用，或为筹集资金被“贱卖” 。**3）22年11月至今，**随着11月一系列融资政策的打开，关联开发商资金压力有所缓解，物业板块估值出现修复。
- **我们在这个时点推荐物业板块的原因在于前期股价压制因素正在边际好转：**①地产销售已筑底企稳，且需求端政策仍在发力，目前股价已充分反映销售的下跌，物业管理并非流量生意，除地产增量项目的交付外，在非居业态、增值服务以及科技提效等方面仍具备内生增长动力，不必过度悲观。②融资端政策加速释放，关联开发商违约风险减小，物业公司独立性和安全性提升。

表：物业股行情表现复盘

简称	代码	期间涨幅			PE			归母净利润增速		
		2020/12/9-2021/6/30	2021/6/30-2022/10/30	2022/11/1-今天	2020年	2021年	TTM	2020	2021	2022H1
华润万象生活	1209.HK	**143%**	-56%	62%	84	39	39	124%	111%	27%
碧桂园服务	6098.HK	**80%**	**-91%**	**170%**	48	32	13	61%	50%	22%
永升生活服务	1995.HK	42%	**-91%**	**187%**	61	28	11	74%	58%	33%
金科服务	9666.HK	46%	**-84%**	30%	56	17	9	69%	71%	-33%
合景悠活	3913.HK	**89%**	**-92%**	**148%**	33	8	5	75%	109%	0%
滨江服务	3316.HK	**149%**	-62%	57%	15	15	13	91%	47%	31%
绿城服务	2869.HK	25%	-69%	59%	37	23	24	49%	19%	-38%
中海物业	2669.HK	70%	-36%	68%	19	28	25	22%	37%	36%
保利物业	6049.HK	-1%	-42%	58%	42	33	23	37%	26%	28%
招商积余	001914.SZ	-28%	-20%	19%	52	42	29	52%	18%	33%
新城悦服务	1755.HK	42%	**-83%**	**149%**	27	15	16	60%	16%	-21%
宝龙商业	9909.HK	25%	**-91%**	**184%**	44	17	9	71%	44%	18%
雅生活服务	3319.HK	22%	**-88%**	**121%**	22	7	6	43%	32%	-7%
卓越商企服务	6989.HK	-6%	-74%	**83%**	32	9	8	82%	57%	15%
建业新生活	9983.HK	22%	-71%	70%	16	8	7	82%	45%	11%
平均		48%	-70%	98%	39	21	16	66%	49%	10%

数据来源：wind，西南证券整理（更新至2022.12.16）

- **稳增长背景下，行业宽松政策有望持续释放，看好经营稳健的优质房企，同时关注物业板块估值修复带来的投资机会。**个股推荐：**1）房企：**建发股份、华发股份、滨江集团、保利发展、金地集团、万科A、新城控股、南山控股、天健集团；**2）物企：**碧桂园服务、华润万象生活、中海物业。
- **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。

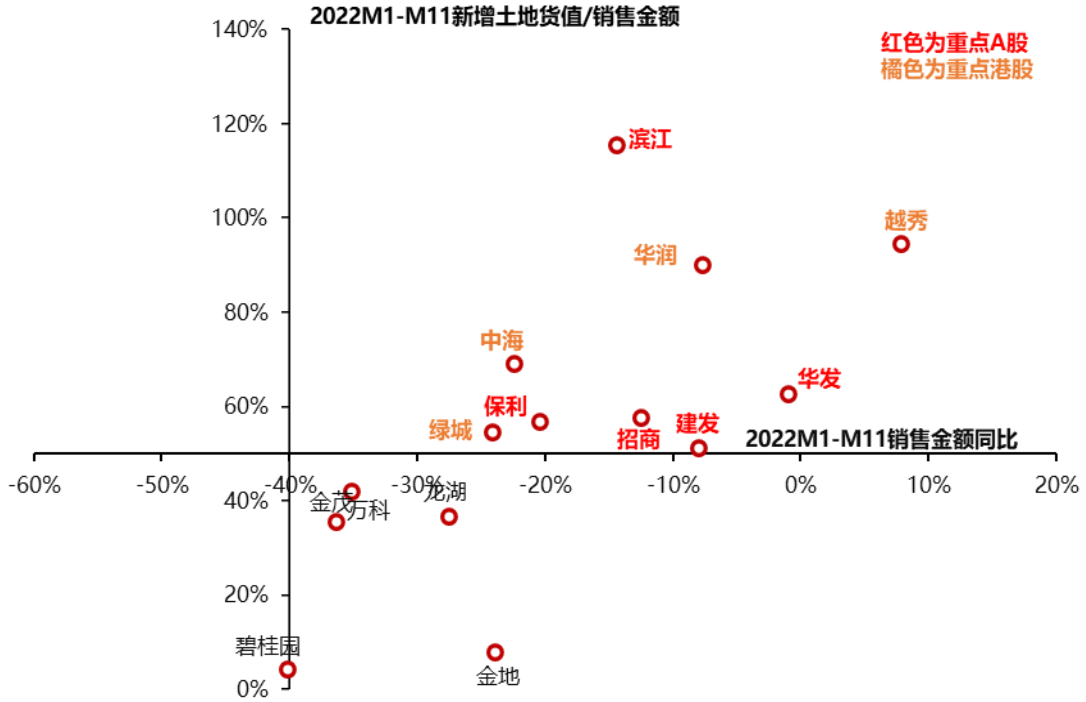
图.重点房企关键指标

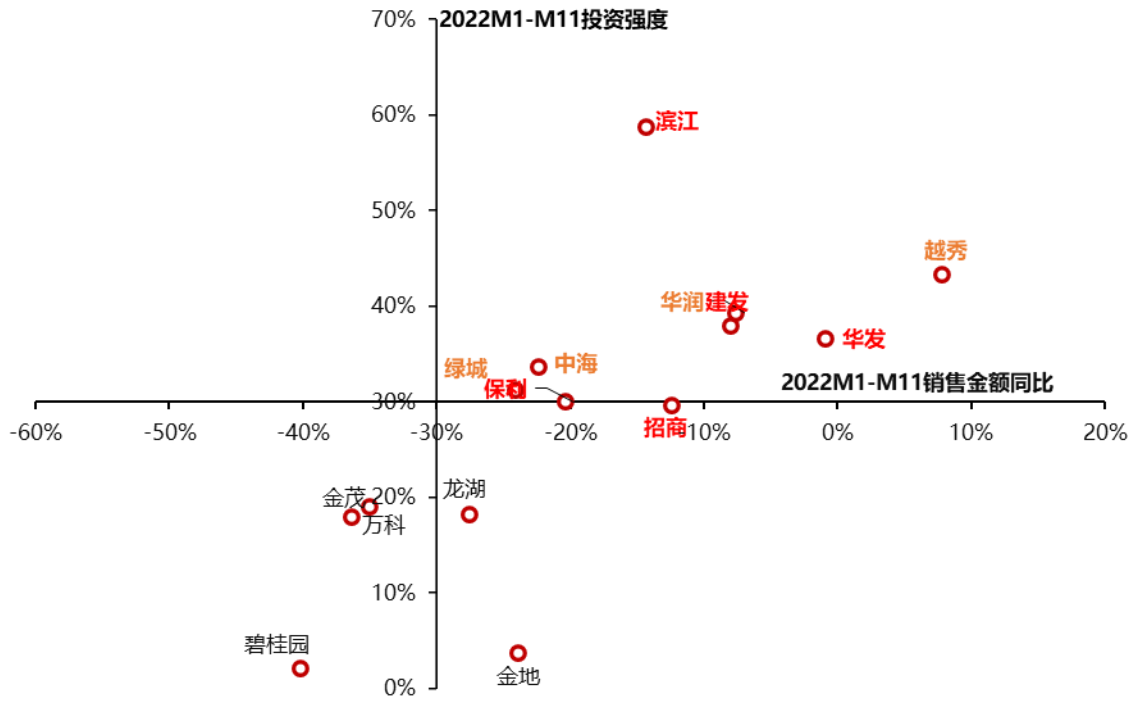
行情①-③对应不同市场偏好的个股：一阶段最强保利/金地；二阶段最强华发/建发/滨江/越秀；三阶段最强新城/金地/万科/龙湖/美的

	证券简称	属性	21年归母净利润（亿元）	YOY	22H1归母净利润（亿元）	YOY	PE(TTM)	PB(MRQ)	22M1-11销售金额（亿元）	YOY	22M1-11销售面积（万方）	22M1-11销售均价（元/平）	22M1-11新增土地价值（亿元）	投资强度	22M1-11新增货值（亿元）	新增排名	阶段①2021.08-2022.01涨幅	阶段②2021.09-2022.11涨幅	阶段③2022.11-至今涨幅	基本面介绍
A股民企/混合制																				
000002.SZ	万科A	混合制	225	-46%	122	11%	9.8	0.93	3768	-34%	2321	16237	716	19%	1578	4	1	-23	35	毛利率有望企稳，行业龙头
002244.SZ	滨江集团	民企	30	30%	13	1%	7.9	1.36	1335	-14%	267	50004	785	59%	1,543	5	19	116	-2	深耕浙杭，销售强劲积极拿地，高信用民企
600383.SH	金地集团	混合制	94	-9%	20	8%	5.3	0.78	2014	-23%	893	22552	76	4%	158	49	55	-35	37	经营稳健，高信用房企
601155.SH	新城控股	民企	126	-17%	30	-30%	5.0	0.82	1100	-48%	1115	9867	-	-	-	-	-8	-53	61	布局集中长三角，商住双轮驱动，平衡型民企
A股央国企																				
600048.SH	保利发展	央企	274	-5%	108	5%	7.1	1.05	4001	-20%	2404	16644	1199	30%	2269	1	66	2	5	销售强劲稳步拓展，业绩稳健，央企龙头
600325.SH	华发股份	国企	32	10%	18	9%	6.6	1.24	1024	0%	329	31,134	375	37%	641	15	5	66	8	销售强劲积极拿地，珠海国企
600153.SH	建发股份	国企	61	35%	27	6%	7.0	1.02	1,858	-7%	887	20,960	705	38%	954	9	28	46	16	地产供应链双轮驱动，销售强劲积极拿地，厦门国企
000069.SZ	华侨城A	央企	38	-70%	1	-93%	93.7	0.62	514	-34%	240	21385	-	-	-	-	9	-38	35	文旅地产龙头，新管理层预期，低估值央企
001979.SZ	招商蛇口	央企	104	-15%	19	-56%	16.2	1.37	2496	-12%	946	26383	738	30%	1436	6	43	9	4	园区综合开发运营商，业绩稳健央企
000736.SZ	中交地产	央企	2	-32%	1	-48%	238.5	4.65	578	-27%	210	27471	121	21%	207	38	19	67	94	积极拿地，中交集团下属国企，市场有收并购预期
600657.SH	信达地产	央企	8	-46%	3	-30%	24.2	0.70	252	-25%	111	22718	-	-	-	-	17	11	44	背靠中国信达，地产资本协调发展
000090.SZ	天健集团	国企	19	30%	13	-1%	5.6	1.09	-	-	-	-	65	-	177	44	19	-7	13	积极拿地，基建地产双轮，南岭村旧改预期，深圳国企
600376.SH	首开股份	国企	7	-78%	-14	-268%	-26.2	0.60	780	-28%	282	27709	78	10%	107	71	19	-12	20	北京国资委实控，深耕北京市场
600266.SH	城建发展	国企	6	-48%	-3	-153%	-16.2	0.55	464	-6%	132	35083	146	31%	266	26	8	-20	42	北京国资委实控，销售表现稳健
600649.SH	城投控股	国企	9	18%	4	-28%	22.9	0.52	-	-	-	-	-	-	-	-	-6	-11	17	上海国资委实控，业务覆盖环境、地产和股权投资
002314.SZ	南山控股	央企	10	-25%	-1	-133%	36.5	1.30	-	-	-	-	38	-	-	-	2	-1	44	集团拥有赤湾3.4平方公里土地，仓储龙头受益公募reits
港股房企																				
0960.HK	龙湖集团	民企	239	19%	75	1%	5.8	1.12	1832	-27%	1137	16110	335	18%	671	13	3	-63	100	稳健发展，财务良好，高信用民企
3900.HK	绿城中国	混合制	33	32%	17	-26%	9.4	0.83	1856	-23%	694	26730	579	31%	1014	7	47	-29	58	产品带动强劲销售，拿地积极，国企
3990.HK	美的置业	民企	37	-13%	15	-29%	5.0	0.63	682	-46%	540	12626	-	-	-	-	-8	-47	134	背靠美的集团，高信用民企
0688.HK	中国海外发展	央企	402	-9%	167	-19%	5.5	0.56	2587	-22%	1188	21774	872	34%	1787	3	16	-10	34	稳健发展拿地积极，低估值央企龙头
1109.HK	华润置地	央企	324	9%	106	-19%	7.3	0.99	2517	-7%	1160	21700	990	39%	2266	2	27	-17	40	拿地积极，商住双轮驱动，央企龙头
0123.HK	越秀地产	国企	36	0	17	0	9	1	1031	9%	358	28,802	447	43%	974	8	-1	15	36	深耕大湾区，销售强劲积极拿地，广州国企
0884.HK	旭辉控股集团	民企	76	-5%	7	-80%	2.4	0.27	1176	-48%	800	14690	78	7%	174	45	3	-88	165	均衡发展，示范性民企
1908.HK	建发国际集团	国企	32	51%	8	159%	8.1	2.64	1449	-2%	689	21025	634	44%	824	10	30	-12	58	销售强劲新增货值高，厦门国企
2007.HK	碧桂园	民企	268	-23%	6	-96%	5.4	0.34	4413	-39%	5227	8442	94	2%	186	41	-6	-83	154	资源储备充足，三四线布局，示范性民企

数据来源：wind，克尔瑞，西南证券整理　　注：销售和新增货值主要参考克尔瑞数据，新增货值排名50开外的不做统计（更新至2022.12.16）

图.重点房企销售与拿地坐标





数据来源：wind，克尔瑞，西南证券整理

4 保利发展（600048）：持续优化资源布局，融资优势突出

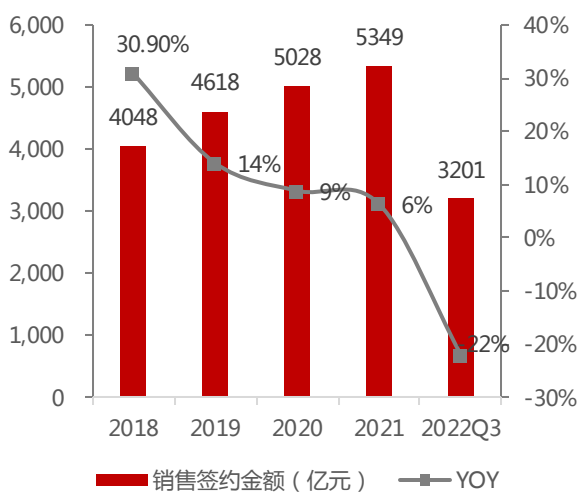
- **投资逻辑：**1）公司合约销售稳健增长，11月单月销售稳居行业前五，央企第一，深耕战略效果显著，单城签约过百亿城市17个；2）公司拿地量入为出，土储丰富且质地优良，2022年11月新增土地货值排名提升至第1位，38 个核心城市储备资源占比在 70%以上；3）财务稳健，连续4年保持经营活动现金流为正，综合融资成本4.46%保持业内领先优势。
- **业绩预测与投资建议：**预计公司2022-2024年归母净利润复合增速为7%，考虑到公司业绩稳健、销售表现优于同行，维持“买入”评级。
- **风险提示：**竣工交付低于预期、拿地和销售回款低于预期、地产调控风险等。

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	7.0	6.7	6.1	5.7
PB	0.63	0.57	0.51	0.47

数据来源：wind，西南证券

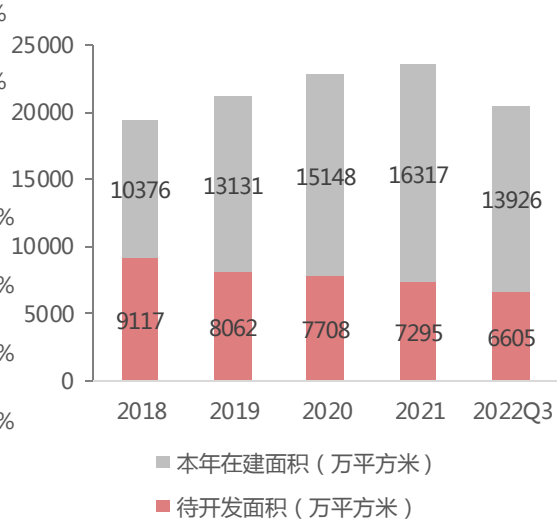
图：公司销售签约金额



图：公司新增容积率面积



图：公司国内在建及待开发面积



数据来源：wind，西南证券整理

4 金地集团（600383）：业绩表现平稳，财务管理健康

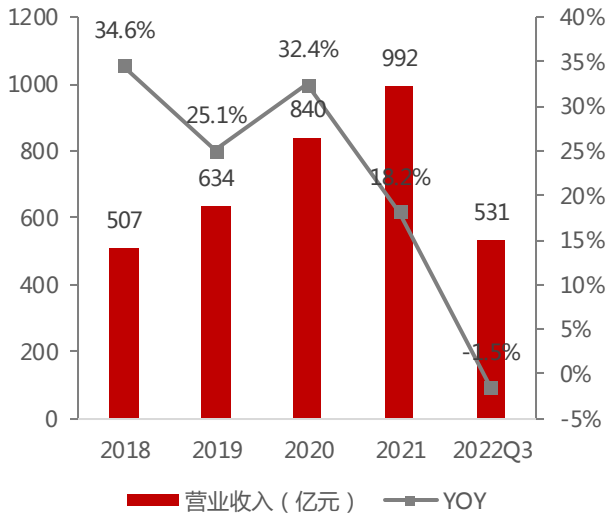
- **投资逻辑：**1）销售收入稳步增长， 2022年11月排名居于第7位，销售额在全国10余个城市位列前十，5个城市占率位列第一，11月销售额同比增幅4%，优于头部房企整体表现。2）新增土储面积、拿地金额稳定，土储充沛，2022H1新增土地储备面积156万平方米，新增权益储备面积56万平方米。聚焦高能级城市，加强上海、北京、深圳的深耕力度，总土地储备中一二线城市占70%；3）坚持稳健的财务政策，杠杆持续保持合理低位，“三道红线”保持“绿档”。
- **业绩预测与投资建议：**预计公司2022-2024年归母净利润复合增速为6.7%，考虑到公司可售货值充足，财务稳健，维持“买入”评级。
- **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

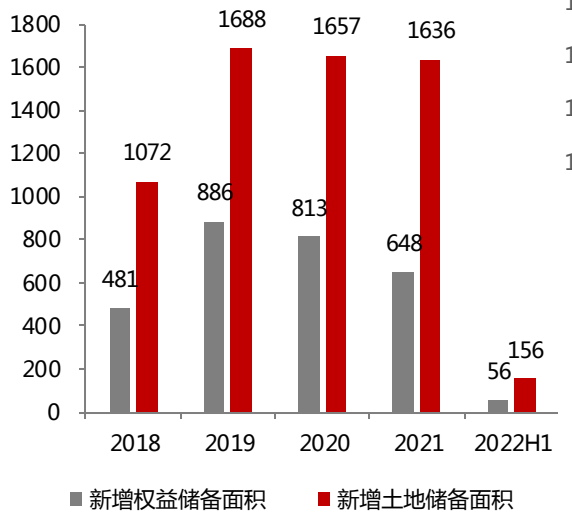
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	99232	97256	112605	127333
增长率	18.16%	-1.99%	15.78%	13.08%
归属母公司净利润（百万元）	9410	9658	10635	11425
增长率	-9.50%	2.65%	10.12%	7.42%
每股收益EPS（元）	2.08	2.14	2.36	2.53
净资产收益率ROE	11.75%	10.90%	10.83%	10.53%
PE	5.3	5.1	4.7	4.3
PB	0.45	0.41	0.37	0.33

数据来源：wind，西南证券

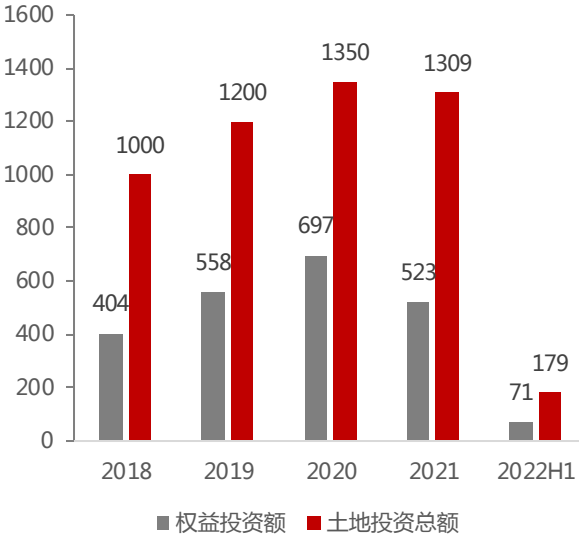
图：公司营业收入



图：公司新增土储面积（万方）



图：公司拿地金额（亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

4 滨江集团（002244）：销售表现稳健，深耕杭州积极拓储

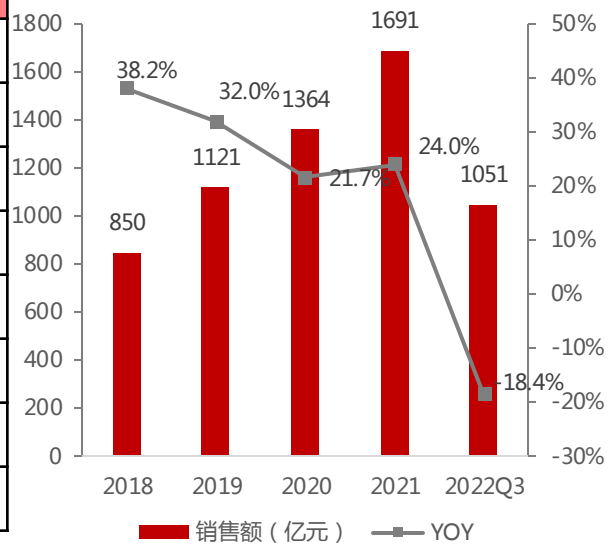
- **投资逻辑：**1）销售金额高速增长，2022年11月排名居于第13位，11月单月同比维持正增长+11%，产品优质溢价卓越。2）积极拿地土储充沛，2022年11月新增土储货值排名第5位，聚焦浙杭稳步开拓，核心城市贡献突出。公司聚焦杭州、深耕浙江，并眼华东稳步扩张。3）三道红线维持绿档，融资渠道多样，平均融资成本为4.9%，不动产生态产业多元化发展。
- **业绩预测与投资建议：**预计公司2022-2024年归母净利润复合增速为18.1%，考虑到公司销售增长强劲，核心城市拿地强度较大，融资成本较低，维持“买入”评级。
- **风险提示：**竣工交付低于预期、拿地和销售回款低于预期、地产调控风险等。

表：公司2022-2024年盈利预测

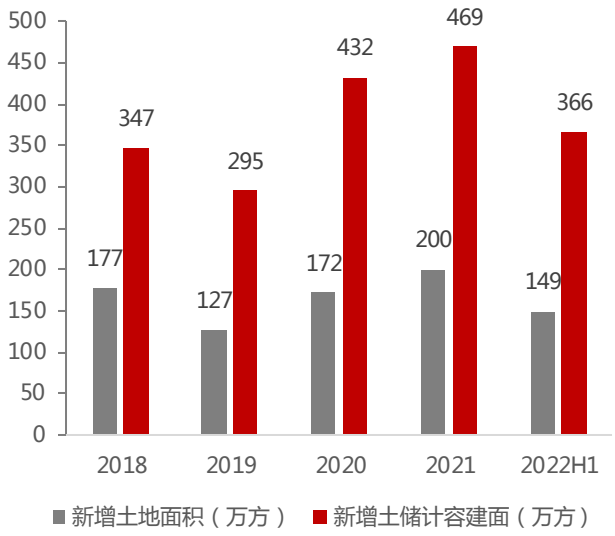
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	37976	45132	58649	70363
增长率	32.80%	18.84%	29.95%	19.97%
归属母公司净利润（百万元）	3027	3660	4298	4985
增长率	30.06%	20.91%	17.42%	15.98%
每股收益EPS（元）	0.97	1.18	1.38	1.60
净资产收益率ROE	13.16%	13.33%	13.67%	13.82%
PE	9.83	8.13	6.92	5.97
PB	0.80	0.70	0.61	0.54

数据来源：wind，西南证券

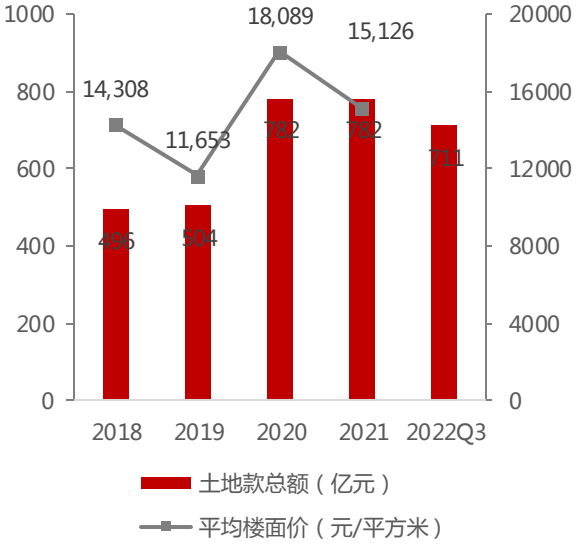
图：公司合同销售金额



图：公司新增土储面积



图：公司土地款总额



数据来源：wind，西南证券整理

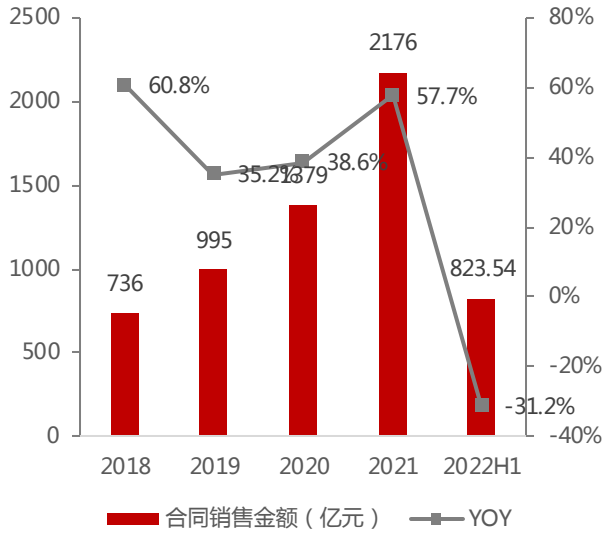
4 建发股份（600153）：地产销售降幅收窄，供应链业务增长稳健

- **投资逻辑：**1）11月销售额同比增幅198%，地产业务逆势增长，优质产品享受溢价，权益土储面积2094万方，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9.8%，考虑到公司土地资源储备充足且财务稳健，供应链业务稳健增长，维持“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。

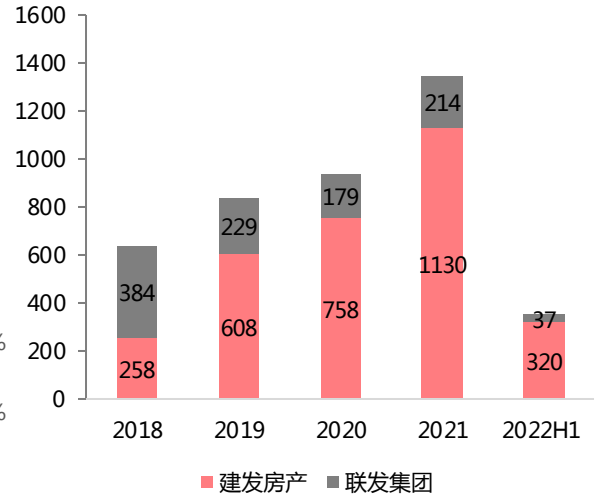
表：公司2022-2024年盈利预测

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	707844	798564	887512	961195
增长率	63.49%	12.82%	11.14%	8.30%
归属母公司净利润（百万元）	6098	6557	7304	8075
增长率	35.40%	7.53%	11.39%	10.57%
每股收益EPS（元）	2.03	2.18	2.43	2.69
净资产收益率ROE	8.01%	8.82%	8.74%	8.76%
PE	7.2	6.7	6.0	5.5
PB	0.32	0.31	0.29	0.26

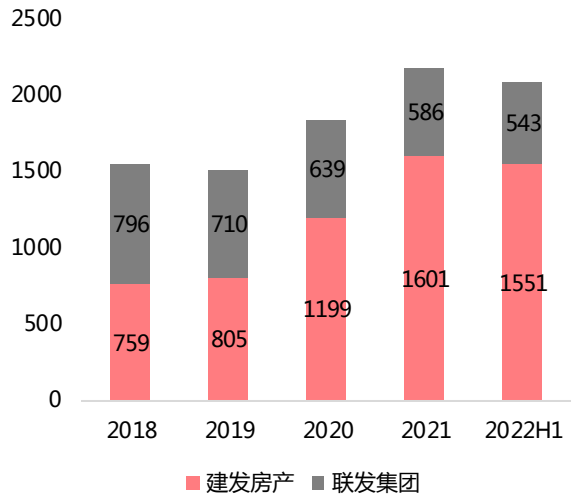
图：公司合同销售金额



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）



数据来源：wind，西南证券

数据来源：wind，西南证券整理

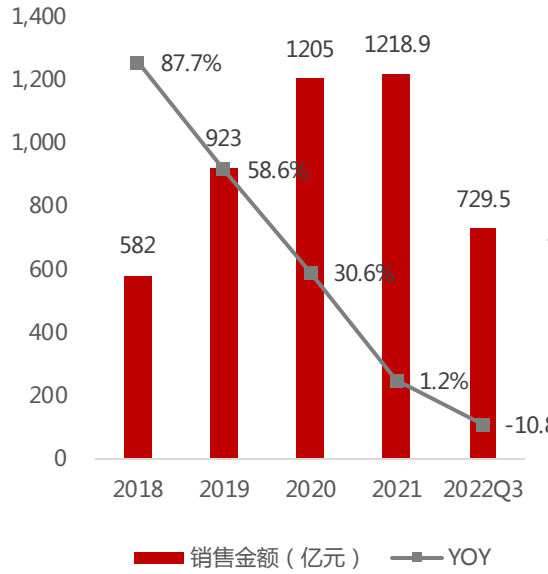
4 华发股份（600325）：销售恢复势头良好，多元协同发展稳健

- **投资逻辑：** 1）销售规模稳中有进，2022年11月销售额同比增幅扩大，较去年同期增长60%，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健康，销售和拿地呈现逆势提升，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。

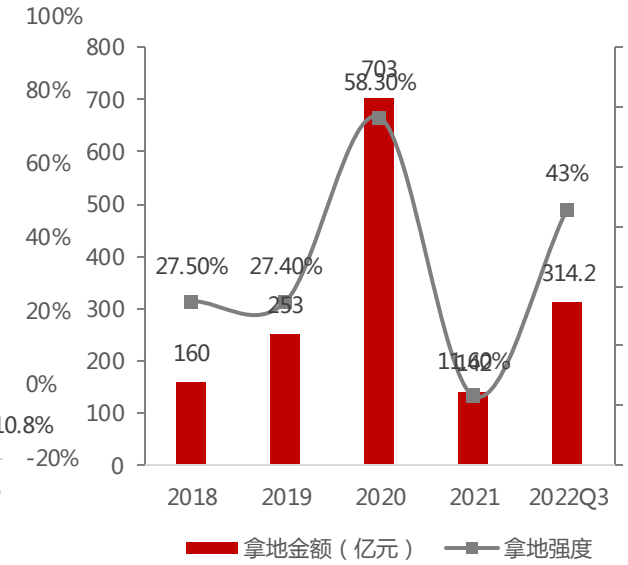
表：公司2022-2024年盈利预测

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	51241	60253	67998	74798
增长率	0.46%	17.59%	12.86%	10.00%
归属母公司净利润（百万元）	3195	3502	3854	4219
增长率	10.09%	9.62%	10.05%	9.46%
每股收益EPS（元）	1.51	1.65	1.82	1.99
净资产收益率ROE	4.88%	5.07%	5.33%	5.57%
PE	6.7	6.1	5.6	5.1
PB	0.22	0.21	0.20	0.19

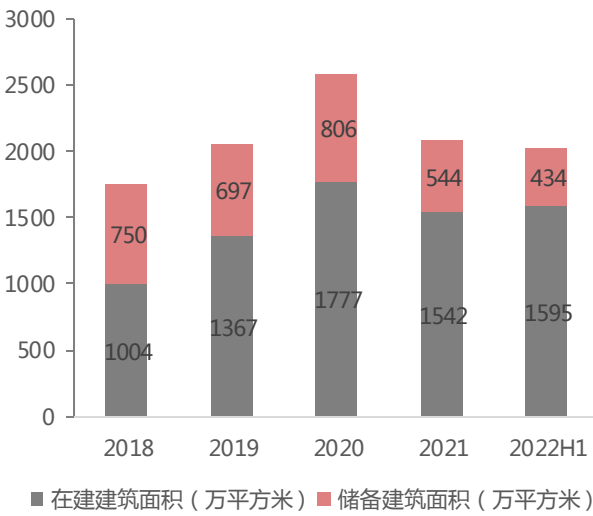
图：公司合同销售金额



图：公司拿地金额



图：公司储备及在建建筑面积



数据来源：wind，西南证券

数据来源：wind，西南证券整理

4 南山控股（002314）：仓储物流稳健发展，地产销售短期承压

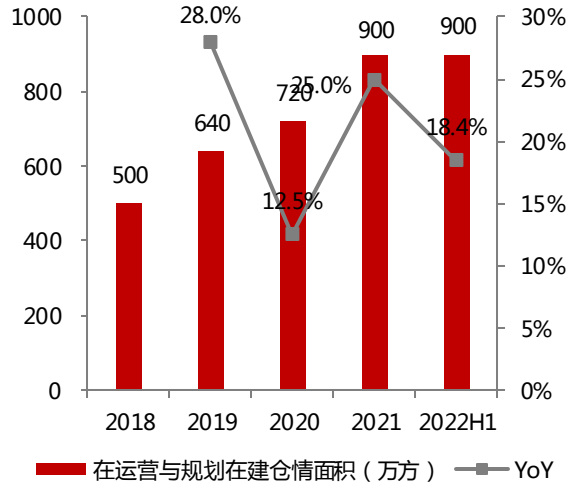
- **投资逻辑：**1）高端仓储行业领先，物流园区运营成熟，布局全国稳中求进，2022H1年末运营、管理和规划在建（含待建项目）仓储面积达900万平方米。2）销售金额高速增长，2022H1全口径销售金额为53亿元，同比下降20.8%，拿地积极土储充沛，背靠南山资源优质。3）增发收购布局新能源产业，积极开发光伏业务，自有屋顶资源可实现近1GW装机量，打造营收增长新窗口。
- **业绩预测与投资建议：**预计公司2022-2024年归母净利润复合增速为3.6%，考虑公司土储充足，仓储物流业务规模持续增长，维持“持有”评级。
- **风险提示：**竣工交付低于预期、地产调控风险、物流仓储出租不及预期等。

表：公司2022-2024年盈利预测

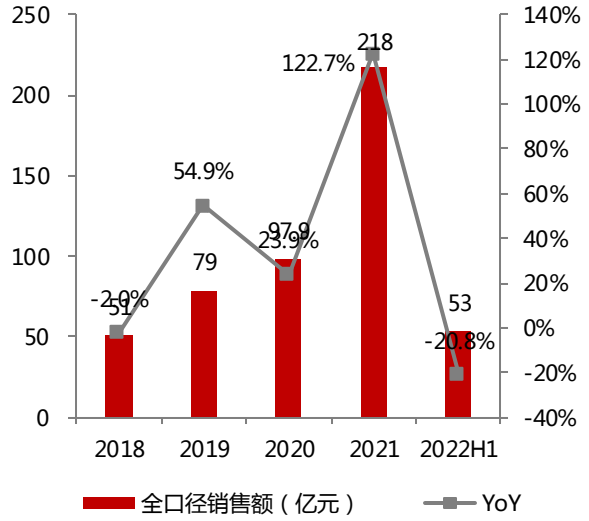
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	11180	10467	13113	14454
增长率	-0.46%	-6.38%	25.28%	10.23%
归属母公司净利润（百万元）	976	1263	994	1086
增长率	-24.97%	29.41%	-21.28%	9.22%
每股收益EPS（元）	0.36	0.47	0.37	0.40
净资产收益率ROE	5.32%	6.66%	5.06%	5.30%
PE	12.3	9.5	12.1	11.1
PB	0.68	0.65	0.62	0.60

数据来源：wind，西南证券

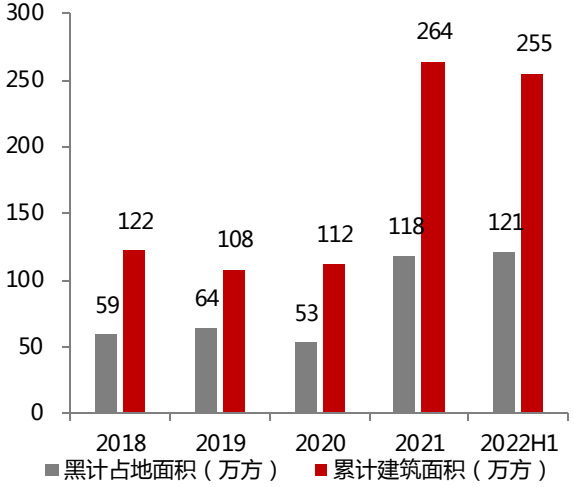
图：公司在运营和规划在建仓储面积



图：公司全口径销售金额



图：公司土储面积



数据来源：wind，西南证券整理

中国海外发展（0688.HK）：城市深耕稳定投资，财务稳健利润之王

- **投资逻辑：**1）公司合约销售金额稳健增长，2022M1-11达2567亿元，2022年11月销售额排名提升至第4位，持续推行“蓝海战略”以多元化多管道获取优质土地，土储充足，2022年11月新增土地货值排名第3位，利润率行业较高水平。2）财务状况稳健，三道红线保持在绿档，加权平均融资成本3.55%，保持行业领先。3）依托商业项目经营构建生态型城市综合运营体系，为企业长期稳定收益提供支持，平衡风险，提升全链条竞争力。
- **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4.8%，综合考虑公司销售增长稳健，土储资源优质，融资成本行业领先，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

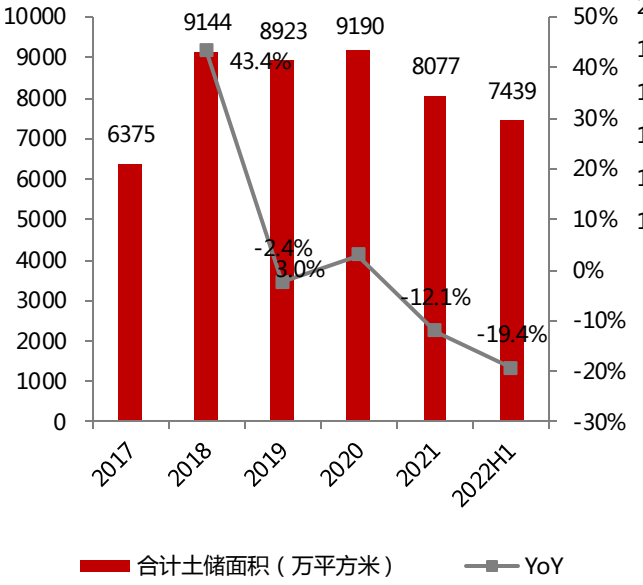
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	242536	249859	265107	278574
增长率	29.6%	3.0%	6.1%	5.1%
归属母公司净利润（百万元）	40155	41651	43982	46224
增长率	-8.5%	3.7%	5.6%	5.1%
每股收益EPS（元）	3.67	3.81	4.02	4.22
净资产收益率ROE	11.69%	10.81%	10.25%	9.72%
PE	4.53	5.00	4.74	4.51
PB	0.53	0.54	0.49	0.44

数据来源：wind，西南证券

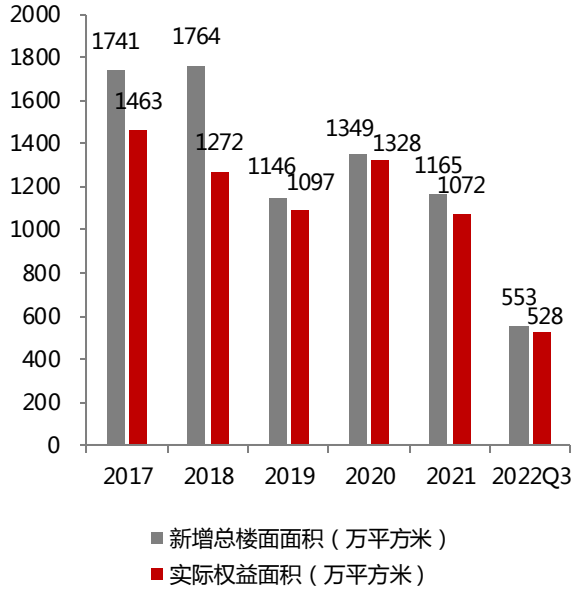
图：公司合约物业销售金额



图：公司合计土储面积



图：公司新增楼面与实际权益面积



数据来源：wind，西南证券整理

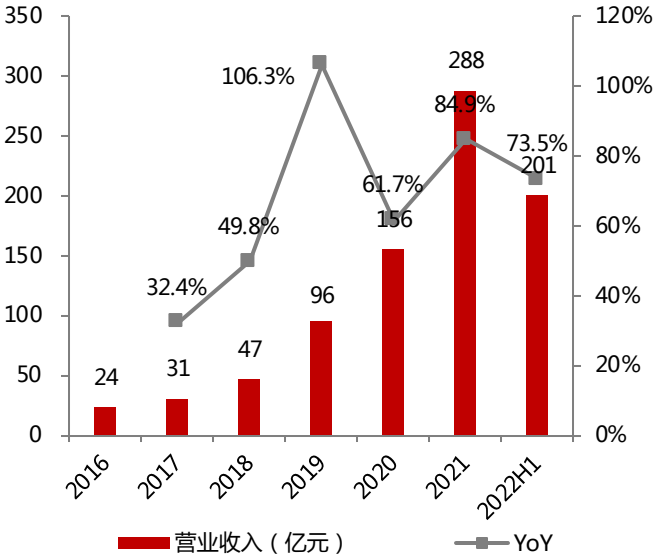
4 碧桂园服务（6098.HK）：多元业态综合发展，物管服务扩张显著

- **投资逻辑：**1）经营业绩高速增长，2022H1公司实现营收收入200.6亿元（+73.5%），管理规模快速扩张，2022H1在管面积8.4亿方（+97%），合同管理面积16.1亿方（+79%）。2）多元业务齐头并进， 2022H1年社区增值服务收入21.1亿元（+51.1%），城市服务收入26.4亿元（+25.8%），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28.5%，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。

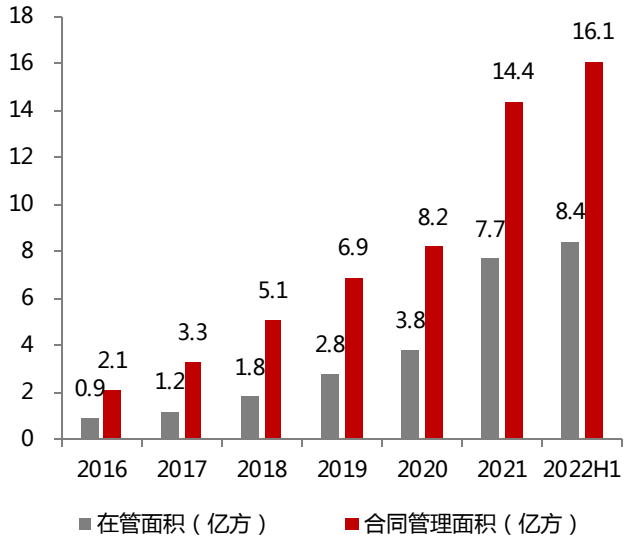
表：公司2022-2024年盈利预测

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	28843	42756	59041	78854
增长率	84.8%	48.2%	38.1%	33.6%
归属母公司净利润（百万元）	4033	5238	6735	8567
增长率	50.2%	29.9%	28.6%	27.2%
每股收益EPS（元）	1.20	1.55	2.00	2.54
净资产收益率ROE	11.15%	12.64%	13.99%	15.10%
PE	35.08	11.55	8.99	7.06
PB	3.69	1.38	1.19	1.01

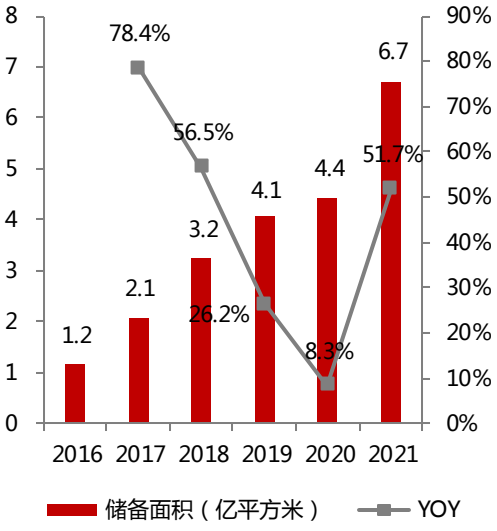
图：公司营业收入



图：公司在管面积与合同管理面积



图：公司储备面积



数据来源：wind，西南证券

数据来源：wind，西南证券整理

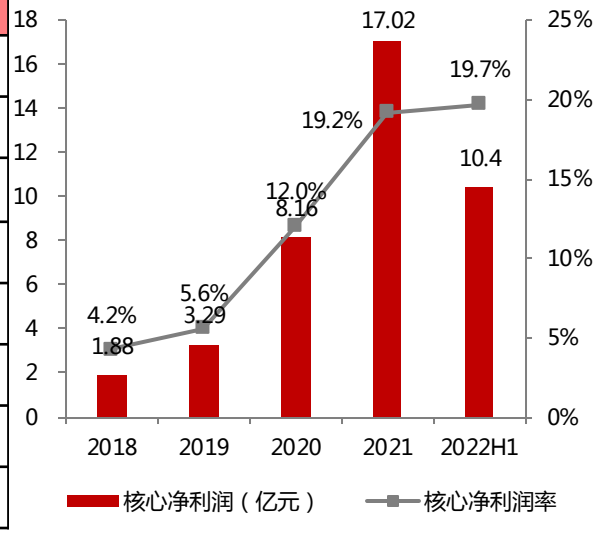
华润万象生活（1209.HK）：商管领先优势扩大，业绩稳健增长

- **投资逻辑：**1）盈利能力大幅提升，2022H1公司实现核心利润10.4亿元（+33.5%），基于运营效率提升和成本管控，2022H1公司毛利润率相较2021年底提升0.6pp至31.7%。2）住宅物业规模提升，2022H1公司在管建筑面积2.5亿平，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（2022H1增至74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28.4%，考虑公司管理规模稳步提升，且是上市商管公司稀缺标的，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。

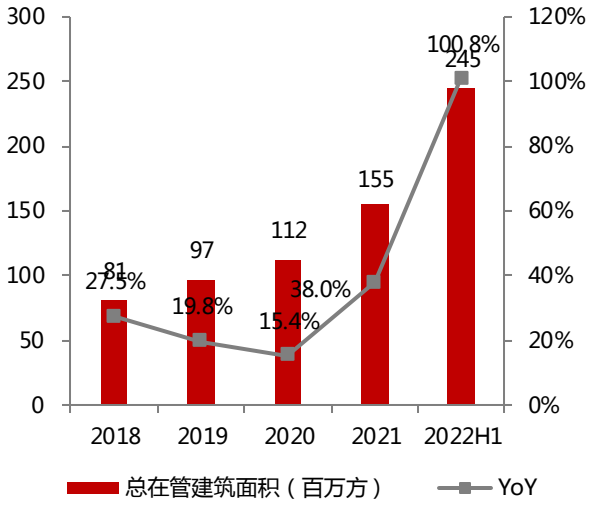
表：公司2022-2024年盈利预测

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	8888	12212	16039	21024
增长率	31%	37%	31%	31%
归属母公司净利润（百万元）	1725	2239	2860	3653
增长率	111%	30%	28%	28%
每股收益EPS（元）	0.76	0.98	1.25	1.60
净资产收益率ROE	12.42%	13.88%	15.06%	16.14%
PE	43.29	35.32	27.66	21.65
PB	5.38	4.90	4.16	3.49

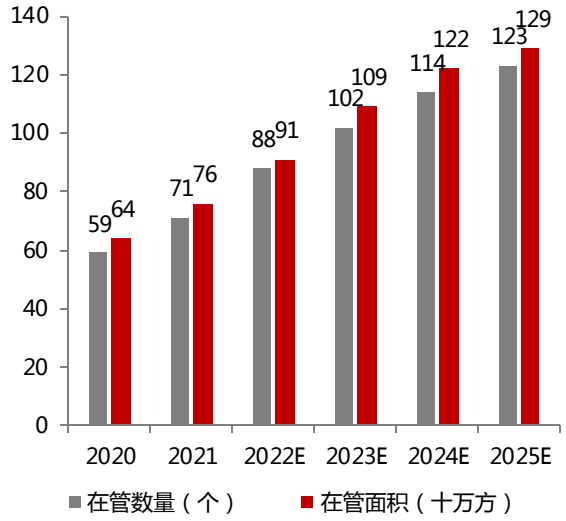
图：公司核心净利润及利润率



图：公司总在管建筑面积



图：公司购物中心规模



数据来源：wind，西南证券

数据来源：wind，西南证券整理

分析师：池天惠
执业证号：S1250522100001
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 SOUTHWEST SECURITIES

西南证券研究发展中心

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-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情范围内，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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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 SOUTHWEST SECURITIES

西南证券研究发展中心

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
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@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
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龑	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@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
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn