

房地产组

房地产行业研究 买入 (维持评级)

行业点评

杜昊昊
分析师 SAC 执业编号: S1130521090001
duhaomin@gjzq.com.cn

王祎馨
联系人
wangyixin@gjzq.com.cn

方鹏
联系人
fang_peng@gjzq.com.cn

多部门积极表态，聚焦需求侧宽松效果

事件

- 2023年1月5日，住建部部长倪虹指出，对于购买第一套住房的要大力支持；首付比、首套利率该降的都要降下来；对于购买第二套住房的，要合理支持；以旧换新、以小换大、生育多子女家庭都要给予政策支持；对于购买三套以上住房的，原则上不支持，就是不给投机炒房者重新入市留有空间。同日，人民银行、银保监会发布通知，决定建立首套住房贷款利率政策动态调整机制；新建商品住宅销售价格环比和同比连续3个月均下降的城市，可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限。

评论

- 三部门积极表态，需求侧再获宽松支持。** 住建部部长关于大力支持首套房、合理支持二套房、原则上不支持三套房的表态延续了中央经济工作会议对房地产的定调，支持刚性和改善性需求；同时“以旧换新、以小换大、生育多子女家庭都要给予政策支持”也预示了在认房认贷标准上的调整。央行和银保监会决定建立首套住房贷款利率政策动态调整机制是2022年9月底政策的延续（彼时政策截止时间为2022年底），是审时度势的动态调整，即只要房价一直跌的城市，就允许房贷利率持续低于下限，支持房价企稳的意图明显。也印证了我们在2023年地产策略《东风已起，行业估值将迎重塑》等外发报告中多次对认房认贷标准将放松、房贷利率将持续下行的判断。
- 行业基本面持续承压，政策支持地产决心坚定。** 2022年11月以来供给侧持续出台大力度支持政策，部分城市需求侧也落地适度宽松，但市场销售在近期仍然承压。从量上看，2022年1-12月百强房企全口径销售金额同比-42%，12月单月环比+22%（11月基数低），同比-31%；wind35城新房12月单月销售面积环比+21%，同比-35%，15城二手房12月单月销售面积环比-13%，同比-10%。从价上看，2022年6-8月70个大中城市，有23城满足新建商品住宅销售价格环比和同比连续3个月均下降的条件，而9-11月有38城满足上述条件。住建部、央行和银保监会再次表态对需求侧的支持，充分表明政府支持房地产企稳复苏的决心。
- 未来聚焦需求侧宽松的落地及影响，预计持续积极拿地的房企销售或率先复苏。** 供给侧政策基本应出尽出的背景下，当前以及未来一段时间市场的聚焦点在于需求侧宽松政策的落地，以及政策对销售实质性的提振。从政策端来看，未来高能级城市四限的适度宽松、房贷利率的持续下调、购房补贴契税减免等政策持续可期；从销售端来看，2021年下半年以来出让的地块一方面本身素质较好（多位于城市优质板块），另一方面在2023年入市面临的竞争较小，预计销售表现较好，因而预计2021年下半年以来积极拿地的房企在2023年能有更多优质项目推出，或引领市场复苏。

投资建议

- 预计未来需求侧大力度宽松将持续落地支持销售，2H21以来持续积极拿地的房企或引领市场复苏。首推布局优质重点城市、主打改善产品的房企，如绿城中国、建发国际集团、滨江集团；稳健选择头部央国企，如中国海外发展、招商蛇口。

风险提示

- 市场对宽松政策反应钝化；三四线城市恢复力度弱；多家房企出现债务违约

内容目录

图表附录	3
风险提示	6

图表目录

图表 1: 22 年 6-8 月和 9-11 月新建商品住宅销售价格环同比连续下降的城市	3
图表 2: 35 城新房成交面积 (万方)	4
图表 3: 15 城二手房成交面积 (万方)	4
图表 4: A 股地产公司 PE 走势	5
图表 5: 港股地产公司 PE 走势	5
图表 6: 港股物业公司 PE 走势	5
图表 7: 覆盖公司估值情况	6

图表附录

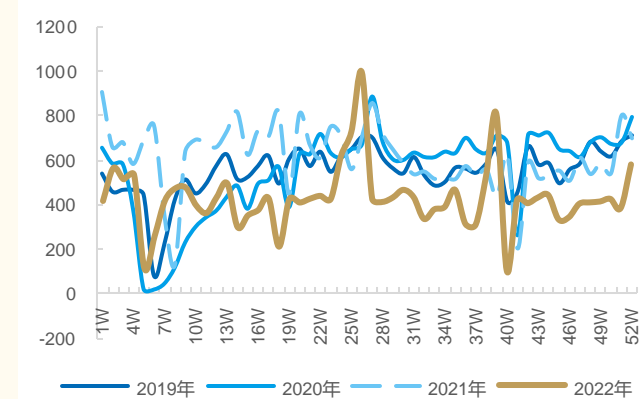
图表 1: 22年6-8月和9-11月新建商品住宅销售价格环同比连续下降的城市

序号	城市	是否符合调整条件		同比			环比		
		9-11月	6-8月	2022-09	2022-10	2022-11	2022-09	2022-10	2022-11
1	天津	可调整	可调整	-4.3	-4.1	-4	-0.2	-0.3	-0.6
2	石家庄	可调整	可调整	-4.4	-4.1	-3.2	-0.3	-0.7	-0.2
3	大连	可调整	可调整	-3.7	-4.6	-4.9	-0.5	-1.2	-0.5
4	哈尔滨	可调整	可调整	-7.5	-7.8	-8	-0.8	-0.6	-0.9
5	武汉	可调整	可调整	-6.1	-6.4	-5.8	-0.9	-0.6	-0.2
6	兰州	可调整	可调整	-5.5	-5.8	-5.5	-0.9	-0.4	-0.1
7	秦皇岛	可调整	可调整	-6.5	-6.4	-6.3	-0.7	-0.7	-0.3
8	温州	可调整	可调整	-4.4	-5.1	-5.8	-0.9	-0.7	-0.8
9	济宁	可调整	可调整	-3.7	-4.2	-4.9	-0.1	-0.6	-1.1
10	宜昌	可调整	可调整	-4.5	-5.1	-5.1	-0.7	-0.9	-0.2
11	襄阳	可调整	可调整	-5.5	-5.4	-5.3	-0.2	-0.1	-0.5
12	岳阳	可调整	可调整	-7.3	-7.4	-8	-0.7	-0.8	-0.4
13	常德	可调整	可调整	-5.7	-5.6	-5.7	-0.4	-0.5	-0.3
14	湛江	可调整	可调整	-8.8	-8.7	-8.8	-0.9	-0.6	-0.5
15	桂林	可调整	可调整	-3.9	-3.5	-3.8	-0.4	-0.3	-0.8
16	北海	可调整	可调整	-10.3	-10.7	-10.6	-0.6	-0.7	-0.4
17	太原	可调整	暂不可调整	-4.5	-4.7	-4.9	-0.6	-0.4	-0.7
18	沈阳	可调整	暂不可调整	-4.5	-4.8	-5.1	-0.3	-0.6	-0.7
19	长春	可调整	暂不可调整	-2.3	-3.1	-3.5	-0.7	-0.7	-0.8
20	福州	可调整	暂不可调整	-1.8	-2.1	-2	-0.7	-0.5	-0.3
21	厦门	可调整	暂不可调整	-3	-3.9	-3.6	-0.3	-0.7	-0.2
22	郑州	可调整	暂不可调整	-3.8	-3.8	-3.6	-0.3	-0.5	-0.4
23	南宁	可调整	暂不可调整	-2.5	-3	-3.5	-0.6	-1	-0.6
24	唐山	可调整	暂不可调整	-1.4	-0.8	-1.3	-0.4	-0.2	-0.7
25	丹东	可调整	暂不可调整	-4.8	-5	-4.9	-0.5	-0.1	-0.1
26	锦州	可调整	暂不可调整	-2.4	-3.6	-3.3	-0.3	-0.9	-0.2
27	吉林	可调整	暂不可调整	-3.2	-3.2	-3.3	-0.6	-0.3	-0.5
28	牡丹江	可调整	暂不可调整	-2.3	-2.9	-3.3	-0.1	-1.1	-1
29	无锡	可调整	暂不可调整	-0.4	-1.2	-1.2	-0.4	-0.8	-0.3
30	扬州	可调整	暂不可调整	-4.4	-4.4	-3.9	-0.5	-0.4	-0.2
31	徐州	可调整	暂不可调整	-0.5	-0.8	-1.1	-0.1	-0.5	-0.5
32	金华	可调整	暂不可调整	-1.3	-1.7	-1.9	-0.6	-0.6	-0.5
33	蚌埠	可调整	暂不可调整	-2.6	-2.5	-2.8	-0.2	-0.1	-0.6
34	九江	可调整	暂不可调整	-3.1	-3.2	-3.1	-0.1	-0.4	-0.3
35	洛阳	可调整	暂不可调整	-4	-4.8	-5	-0.4	-0.7	-0.4
36	平顶山	可调整	暂不可调整	-2.4	-3	-2.9	-0.2	-0.3	-0.2
37	惠州	可调整	暂不可调整	-2	-2.1	-2.4	-0.3	-0.7	-0.2
38	韶关	可调整	暂不可调整	-3.7	-3	-3.5	-0.4	-0.3	-0.7
39	贵阳	暂不可调整	可调整	-2	-2	-1.6	0	-0.4	-0.8
40	昆明	暂不可调整	可调整	-2.7	-2.7	-2.5	-0.6	-0.8	0.2

41	包头	暂不可调整	可调整	-5.1	-4.8	-4.7	-0.7	0	-0.3
42	安庆	暂不可调整	可调整	-4.9	-4.7	-4.6	-0.5	0.1	-0.1
43	泉州	暂不可调整	可调整	-5	-5.4	-4.5	-0.7	-0.6	0.5
44	泸州	暂不可调整	可调整	-5.7	-5.1	-4	-0.1	-0.3	0.4
45	大理	暂不可调整	可调整	-6	-5.7	-4.7	0.4	-0.5	0.1
46	北京	暂不可调整	暂不可调整	6.1	5.9	5.7	0.2	0.4	0.1
47	呼和浩特	暂不可调整	暂不可调整	-2.7	-2.3	-1.8	0.1	0	0
48	上海	暂不可调整	暂不可调整	3.8	4	4	0.2	0.3	0.3
49	南京	暂不可调整	暂不可调整	0.3	-0.1	0.6	-0.4	-0.5	0.3
50	杭州	暂不可调整	暂不可调整	6.5	6.4	6.6	0.4	0.3	0.7
51	宁波	暂不可调整	暂不可调整	0.4	0.9	1.2	0.2	0.4	0.1
52	合肥	暂不可调整	暂不可调整	0.7	1.5	1.9	0.7	0.6	0.1
53	南昌	暂不可调整	暂不可调整	1.2	1.5	1.9	0.3	-0.1	-0.1
54	济南	暂不可调整	暂不可调整	0.9	1.5	2	0.3	0.1	-0.1
55	青岛	暂不可调整	暂不可调整	0.1	0.1	0.2	-0.1	-0.2	-0.2
56	长沙	暂不可调整	暂不可调整	2.7	2.7	3	0.1	0.2	0.5
57	广州	暂不可调整	暂不可调整	0.1	0.2	0.2	-0.3	-0.3	-0.5
58	深圳	暂不可调整	暂不可调整	0.9	0.5	0	-0.5	-0.7	-0.5
59	海口	暂不可调整	暂不可调整	0.6	0.5	0.8	0.2	-0.1	-0.2
60	成都	暂不可调整	暂不可调整	6.2	7.2	8	0.7	0.3	0.5
61	重庆	暂不可调整	暂不可调整	1.4	0.8	0.7	0.3	-0.6	-0.3
62	西安	暂不可调整	暂不可调整	2.5	1.8	1.4	-0.5	-0.3	-0.3
63	西宁	暂不可调整	暂不可调整	-4.5	-4.7	-4.3	-0.3	-0.6	0
64	银川	暂不可调整	暂不可调整	3.5	2.7	1.8	-0.1	-0.2	-0.7
65	乌鲁木齐	暂不可调整	暂不可调整	1.1	1.2	1.7	-0.3	-0.2	0
66	赣州	暂不可调整	暂不可调整	1.2	0.9	0.6	0.2	-0.6	-0.4
67	烟台	暂不可调整	暂不可调整	-2.9	-2.7	-2.1	-0.3	-0.2	0.3
68	三亚	暂不可调整	暂不可调整	1	0.1	-0.5	-0.3	-0.1	0.2
69	南充	暂不可调整	暂不可调整	-6.2	-4.7	-3.6	-0.5	1	0.5
70	遵义	暂不可调整	暂不可调整	-1.4	-1.5	-0.7	0.2	-0.6	0.3

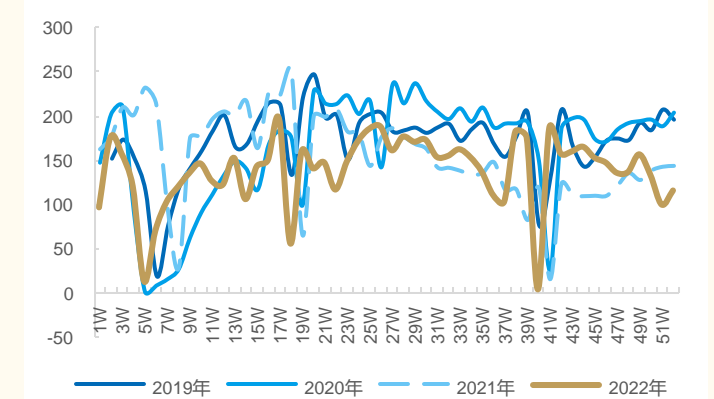
来源：国家统计局，国金证券研究所 注：调整条件为新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均下降

图表 2：35 城新房成交面积（万方）



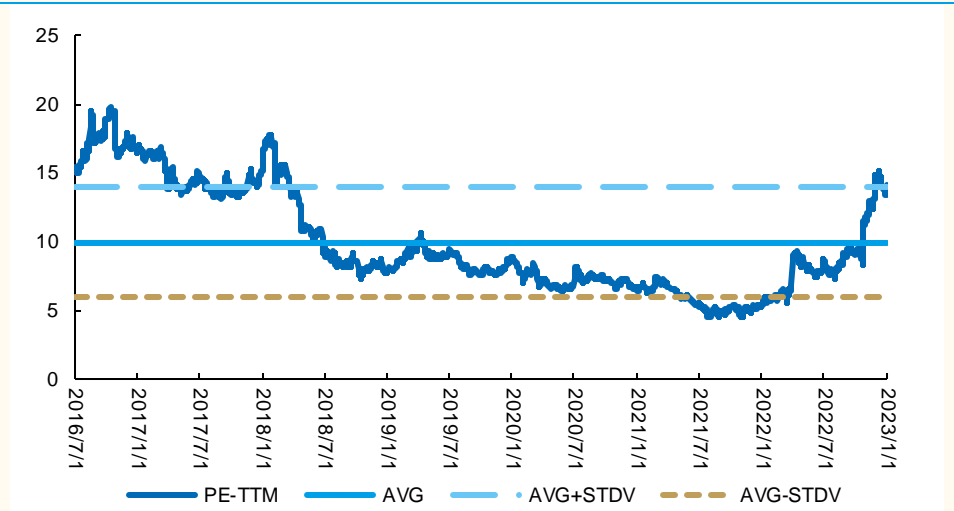
来源：wind，国金证券研究所

图表 3：15 城二手房成交面积（万方）



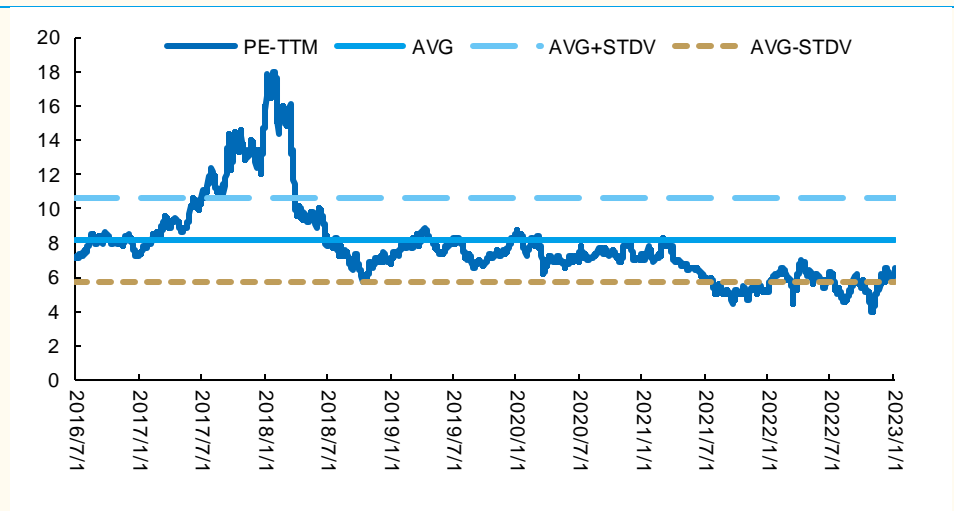
来源：wind，国金证券研究所

图表 4: A 股地产公司 PE 走势



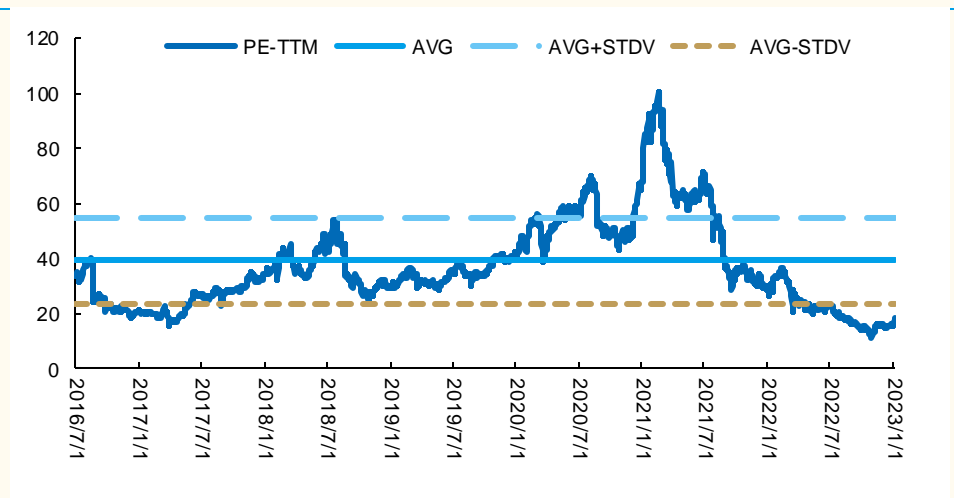
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 5: 港股地产公司 PE 走势



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: 港股物业公司 PE 走势



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7: 覆盖公司估值情况

股票代码	公司	评级	市值 (亿元)	PE			归母净利润 (亿元)			归母净利润同比增速		
				2021 A	2022 E	2023 E	2021 A	2022 E	2023 E	2021 A	2022 E	2023 E
000002.SZ	万科 A	增持	2,163	9.6	9.2	8.4	225.2	235.5	257.1	-46%	5%	9%
600048.SH	保利发展	买入	1,958	7.2	6.5	5.7	273.9	301.8	345.3	-5%	10%	14%
001979.SZ	招商蛇口	买入	1,056	10.2	11.4	8.7	103.7	93.0	121.4	-15%	-10%	31%
600153.SH	建发股份	买入	450	7.4	6.9	5.8	61.0	65.1	76.9	35%	7%	18%
002244.SZ	滨江集团	买入	332	11.0	8.3	6.3	30.3	40.1	52.9	30%	32%	32%
0688.HK	中国海外发展	买入	2,118	5.3	5.2	4.8	401.6	409.1	440.0	-9%	2%	8%
3900.HK	绿城中国	买入	278	6.2	5.0	3.1	44.7	56.0	88.2	18%	25%	58%
1908.HK	建发国际集团	买入	375	11.8	7.7	5.2	31.7	48.8	72.2	42%	54%	48%
2423.HK	贝壳*	买入	1,398	60.9	91.1	27.3	22.9	15.4	51.2	-60%	-33%	233%
9666.HK	金科服务	买入	85	8.0	10.4	8.6	10.6	8.2	9.9	71%	-23%	21%
9983.HK	建业新生活	买入	37	6.0	5.4	4.8	6.2	6.9	7.8	45%	11%	14%
6098.HK	碧桂园服务	买入	636	15.8	12.3	9.8	40.3	51.8	65.2	50%	28%	26%
1209.HK	华润万象生活	买入	895	51.9	39.8	31.5	17.2	22.5	28.4	111%	30%	26%
1995.HK	旭辉永升服务	买入	79	12.8	9.6	7.7	6.2	8.2	10.4	58%	33%	26%
3316.HK	滨江服务	买入	53	16.4	12.1	9.1	3.2	4.4	5.8	47%	35%	33%
6626.HK	越秀服务	买入	57	15.8	14.2	12.9	3.6	4.0	4.4	81%	12%	10%
2156.HK	建发物业	买入	53	33.0	22.2	15.5	1.6	2.4	3.4	50%	49%	43%
	平均值		707	17.0	16.3	10.3	75.5	80.8	96.5	30%	16%	38%
	中位值		375	11.0	9.6	8.4	30.3	40.1	52.9	42%	12%	26%

来源: Wind, 国金证券研究所注: 1) 数据截至 2023 年 1 月 5 日; 2) 预测数据为国金预测; 贝壳的利润数据为 Non-GAAP 净利润口径。

风险提示

- **市场对宽松政策反应钝化。**目前房地产调控宽松基调已定, 各地均陆续出台房地产利好政策, 若政策利好对市场信心的提振不及预期, 市场销售将较长一段时间处于低迷态势。
- **三四线城市恢复力度弱。**目前一二线城市销售已有企稳复苏迹象, 而三四线城市成交量依然在低位徘徊, 而本轮市场周期中三四线城市缺少棚改等利好刺激, 市场恢复力度相对较弱。
- **多家房企出现债务违约。**若在宽松政策出台期间, 多家房企出现债务违约, 将对市场信心产生更大的冲击, 房企自救意愿低落、消费者观望情绪加剧、金融机构挤兑债务等, 房地产业良性循环实现难度加大。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在-5%-5%；
减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%-15%；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-5%-5%；
减持：预期未来 3-6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街26号

新闻大厦8层南侧

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402