



房地产行业2023年春季投资策略

基本面筑底，利好政策加速释放

西南证券研究发展中心
房地产研究团队
2023年3月

核心观点

2022年行业基本面筑底，销售滑坡、土拍遇冷、流动性压力仍然延续，形成弱基本面与政策宽松的拉锯。政策先于基本面出现“拐点”，预计行业基本面于2023年呈现先抑后扬，下半年有望逐步修复，政策催化下板块仍具备配置价值。

- **行业：政策底已现，景气修复仍需时日。** 全国新房销售点状修复，百强房企操盘金额2月单月同比增长14.9%，重点30城成交同环比涨幅超40%。二手房恢复好于新房，2月全国16个重点城市成交面积同环比分别增长122%和54%。土地市场点状回暖，2月重点监测城市溢价率为5.38%，较上月增长1.28pp。2月房企非银融资总额为448亿元，同比下降3.4%，降幅收窄。在行业基本面持续下滑的情况下，政策端持续发力。中央层面政治局会议从4月“支持各地从当地实际出发完善房地产政策”，到7月“因城施策用足用好政策工具箱”，地方性政策从试探性松绑转向应放尽放，范围逐渐向核心城市扩展。供给端从“保项目”转向“保主体，11月以来融资端政策”三箭齐发，缓解房企偿债压力，进而保交楼，对提振销售信心也有积极作用。展望2023年，中性假设下预计销售/投资/新开工/竣工同比增速分别为+4.9%/-5.9%/-15.4%/+11.7%。
- **企业：国进民退，格局优化。** 在整体的下行中，企业之间的分化也更加直接和显著，头部国央企以及少数优质民企顶住压力，销售增速要明显好于同业。累计来看，1-2月累积销售表现比较好的房企有越秀地产（+164%）、华发股份（+85%）、华润置地（+61%）。头部国央企、优质区域型民企仍为拿地主力军。
- **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：房地产融资政策不及预期、销售不及预期、物管发展不及预期等。

目 录

◆ 2022年行业回顾

◆ 2023年行业投资策略

行业：政策底已现，景气修复仍需时日

企业：国进民退，格局优化

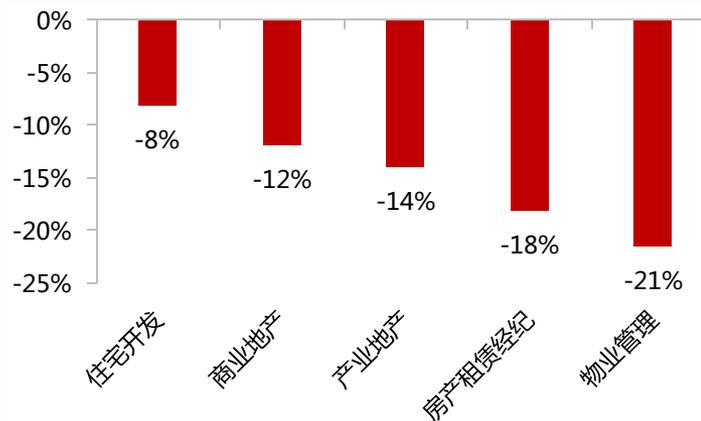
◆ 2023年投资建议及重点标的

2022行业回顾：跑赢大盘，行情分化

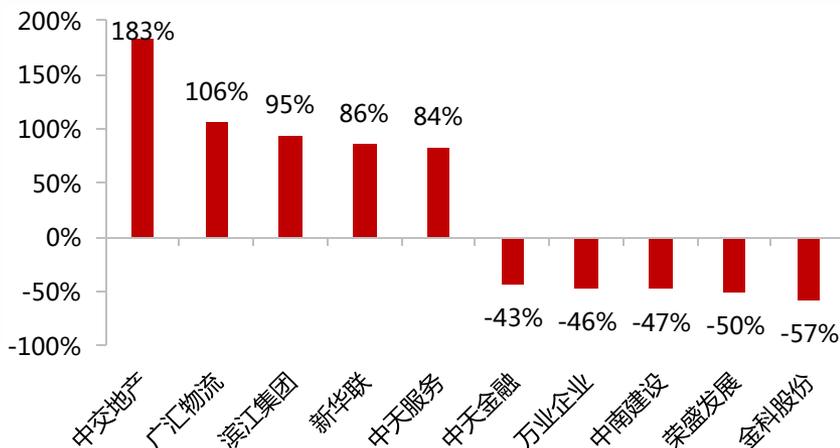
房地产指数相对沪深300走势



房地产子行业二级市场涨跌幅



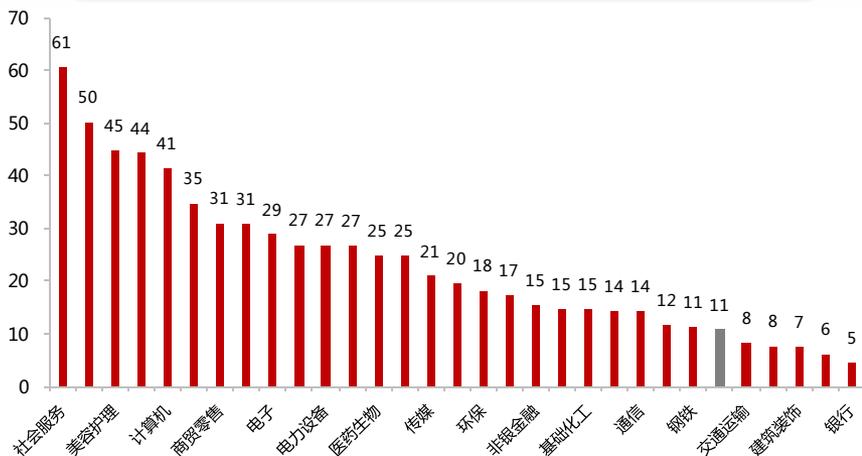
房地产行业涨跌幅前五个股



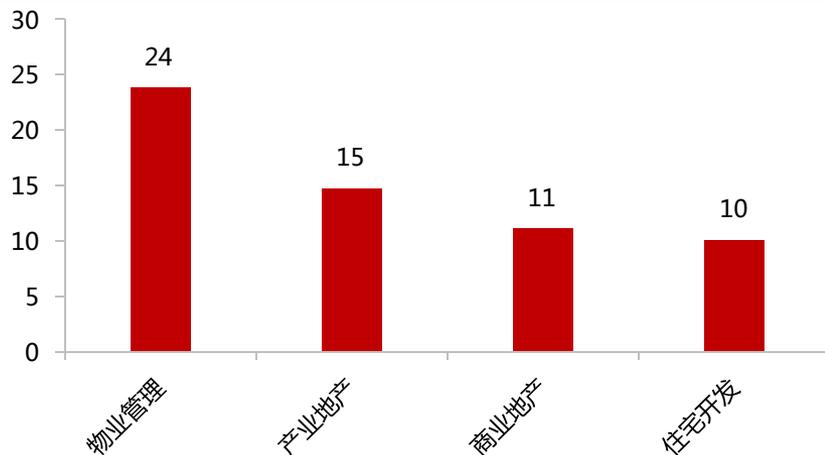
- 2022年初截至12月30日申万房地产指数下跌9.1%，跑赢沪深300指数约2.5个百分点。
- 2022年初截至12月30日子行业住宅开发、商业地产、产业地产、房产租赁经纪、物业管理均表现为下跌，跌幅分别为-8.1%、-11.9%、-14.0%、-18.1%、-21.5%。
- 板块内涨幅最大的为中交地产（+183%）、广汇物流（+106%）；跌幅最大的为金科股份（-57%）、荣盛发展（-50%）。

2022行业回顾：跑赢大盘，行情分化

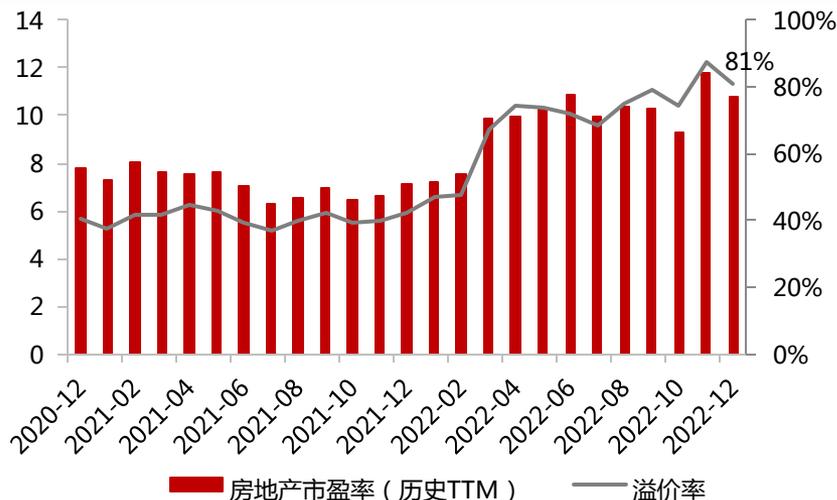
申万一级行业市盈率 (TTM整体法)



申万房地产子行业市盈率 (TTM整体法)



申万房地产市盈率及与A股溢价率

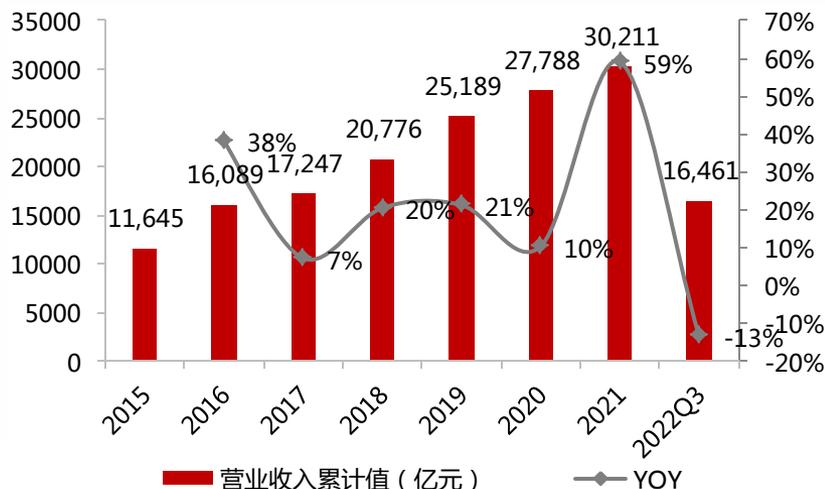


- ❑ 横向看：房地产行业PE(TTM)为11倍，在申万行业中处于倒数第六位。
- ❑ 纵向看：房地产行业PE环比下降1.1，估值处于过去2年的80.6%分位；房地产行业相对于A股估值溢价率为81%，环比下降。
- ❑ 从子行业来看，物业管理（24倍）和产业地产（15倍）的市盈率最高，商业地产（11倍）和住宅开发（10倍）的市盈率最低。

2022行业回顾：跑赢大盘，行情分化

- 2022年前三季度房地产行业实现营业收入16461亿元（同比-13%）和利润876亿（同比-50%）。
- 2022年购房者信心受挫，房地产销售基本面持续恶化。9月末开始，政策供需端齐发力，“三箭齐发”助推房地产流动性恢复，然而疫情封控因素等影响下，金九银十成色尚不足，销售仍处在筑底阶段。房企普遍面临流动性压力，投资意愿明显下降，全年集中供地均以稳健经营财务健康的央国企为主力，稳健经营的房企优势逐渐凸显。受结算进度以及行业利润率趋势性下降的影响下，行业收入利润均呈现下滑，房企基本面的修复仍需要时间。

房地产行业营业收入及增长率



房地产行业利润总额及增长率



目 录

◆ 2022年行业回顾

◆ 2023年行业投资策略

行业：政策底已现，景气修复仍需时日

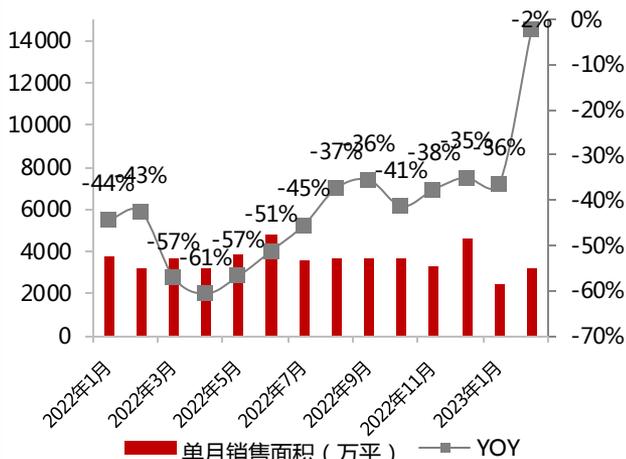
企业：国进民退，格局优化

◆ 2023年投资建议及重点标的

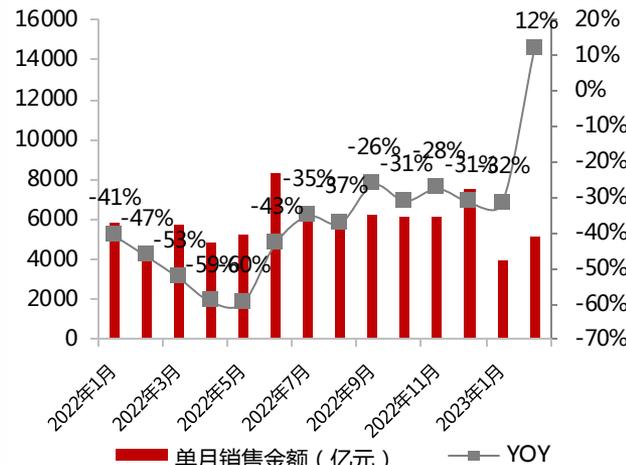
行业：政策底已现，景气修复仍需时日

1) 新房：热点城市点状复苏。百强房企操盘金额2月单月环比增长29.1%，同比增长14.9%，1-2月累计操盘金额同比降幅略有收窄，同比-11.6%。重点30城2月呈点状复苏，成交强势反弹，同环比涨幅都超过40%。国家统计局发布的70城房价指数，1月份全国70个城市新建商品住宅价格指数环比涨幅为0.0%，这是70城新房价格一年来首次环比止跌，70个大中城市中新建商品住宅和二手住宅销售价格环比上涨城市分别有36个和13个，比上月分别增加21个和6个。

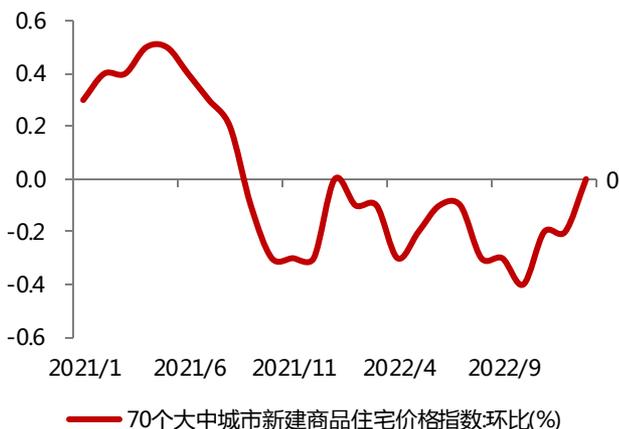
百强房企销售面积



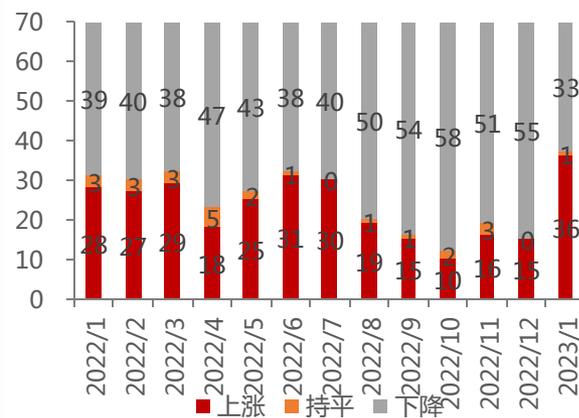
百强房企销售金额



70个大中城市住宅价格指数环比



商品住宅价格指数城市变动数量



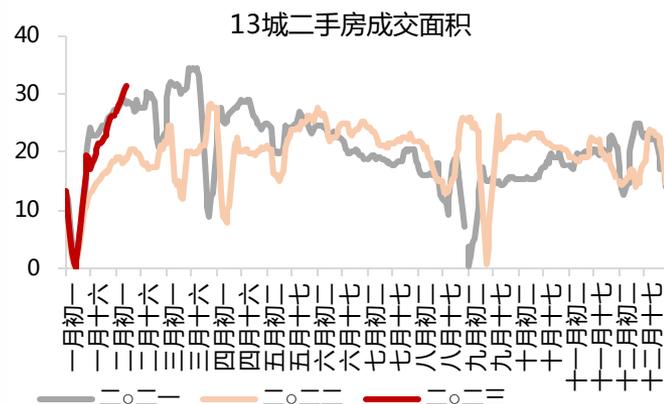
行业：政策底已现，景气修复仍需时日

2) 二手房恢复好于新房，近期热点城市呈现出全面回暖的状态。根据克尔瑞统计数据，近两周二手房市场呈现大幅修复，第8周（02.13-02.19）15个重点监测城市成交172.3万平方米，环比上涨17%，同比上涨79%，第9周（02.20-02.26）15个重点监测城市成交204.2万平方米，环比再次上涨19%，同比上涨98%。市场大幅修复，规模创近一年以来周度新高，同比接近翻倍。热点城市二手成交呈现出全面回暖的状态，北京、成都、南京、苏州、杭州等均同环比较大上涨，均创近一年新高。**2月全国16个重点城市成交面积同环比分别增长122%和54%，1-2月累计同比增长41%。**

二手房市场成交情况（02.20-02.26）

城市	成交面积 (万平方米)	环比涨跌幅	同比涨跌幅	累计同比	较年内周平均 涨跌幅
北京	37.81	15%	36%	4%	57%
深圳	6.79	8%	115%	40%	63%
成都	53.82	16%	136%	57%	71%
南京	20.07	16%	52%	29%	42%
佛山	16.47	29%	102%	42%	57%
杭州	16.29	43%	152%	3%	124%
青岛	15.62	17%	432%	201%	84%
苏州	13.42	23%	147%	25%	37%
东莞	7.07	17%	246%	117%	52%
大连	6.07	17%	84%	20%	38%
厦门	5.72	14%	46%	-10%	55%
舟山	1.95	3%	62%	-15%	91%
宝鸡	1.3	14%	-12%	-6%	62%
资阳	1.21	34%	49%	45%	13%
渭南	0.58	-8%	30%	90%	27%

13城二手房成交面积（万平）



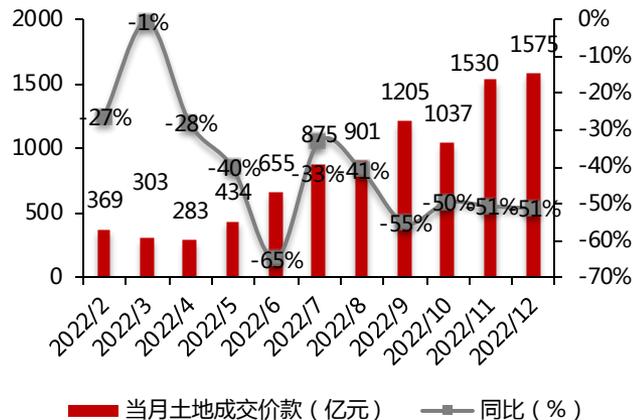
行业：政策底已现，景气修复仍需时日

3) 土地：土地市场持续降温，房企的拿地节奏放缓。从单月拿地情况来看，拿地节奏明显放缓，单月土地购置面积及土地成交价款同比均维持较大跌幅。12月土地成交额1575亿元，同比下降51.3%，土地投资仍较为低迷。累计来看，购置面积与成交价款同比降幅仍在寻底，当前“保交楼”政策基调下房企资金调用主向竣工端，拿地审慎。100大中城市土地成交溢价率保持4%以下的历史低位。

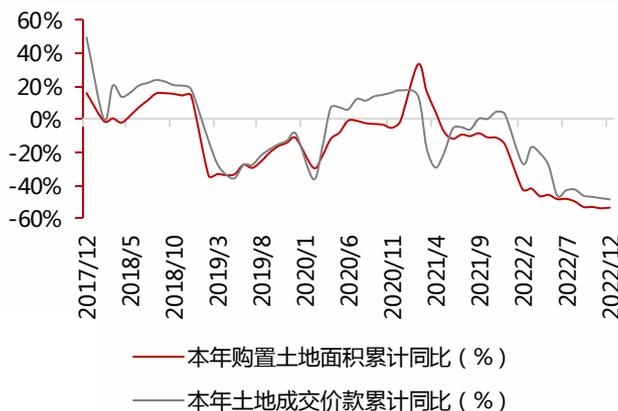
全国各月土地购置面积



全国各月土地成交价款



土地购置面积和成交价款累计增速



100大中城市土地溢价率



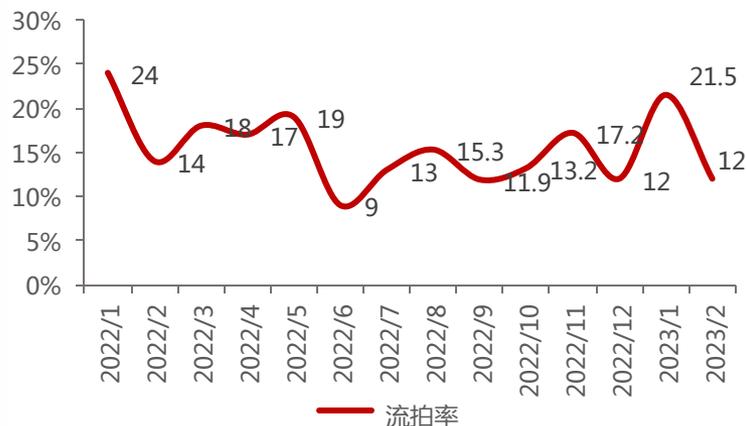
行业：政策底已现，景气修复仍需时日

□ **土地市场点状回暖，流拍率回历史低位。**2月重点监测城市溢价率为5.38%，较上月增长1.28pp。月内四城集中供地，杭、京、苏土拍市场热度高，杭州溢价率高于9%，京、苏溢价率均高于7%，热点城市表现突出。郑州土拍较冷淡，10宗地块均底价成交，郑东新区地块流拍。2月重点监测城市土地流拍率为12%，较上月下降9.5pp。年末大批量供地的影响消退，供地质量提升，因此流拍率有所回落，流拍地块以三四线城市商办用地为主。

重点监测城市平均溢价率月度走势（%）



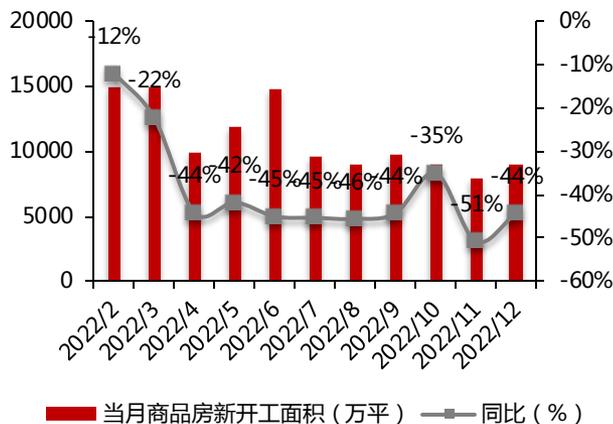
重点监测城市平均流拍率月度走势（%）



行业：政策底已现，景气修复仍需时日

4) 开竣工&库存：累计投资逐渐回落，新开工转为负增长。2022年1-12月累计投资额同比持续下滑至-10.0%，房企新开工意愿较低，12月新开工面积同比下降44.3%。竣工端在保交付等政策支持下下滑幅度较小，12月同比下降6.6%。根据克尔瑞统计2022年年末复工面积为4000多万平，目前六成项目正常复工。据百年建筑统计，截至二月初二（2023年2月21日），全国12220个工程项目开复工率为86.1%，农历同比提升5.7个百分点，春节后第三周以后项目开复工明显加快，第三周和第四周均高于去年同期。

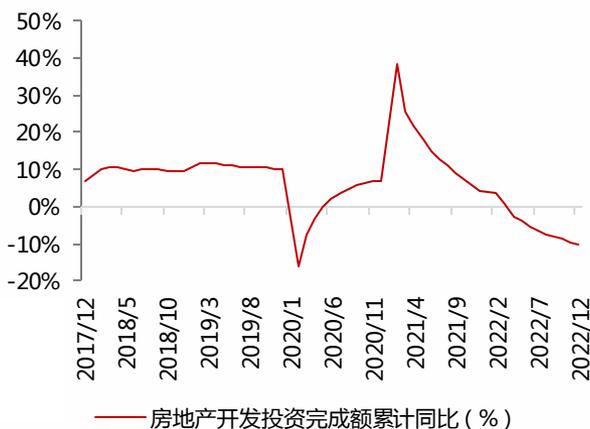
商品单月房新开工面积



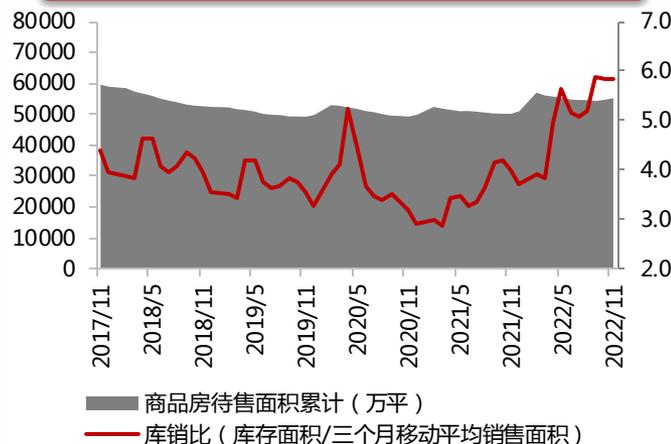
商品单月房竣工面积



房地产开发投资完成额累计增速



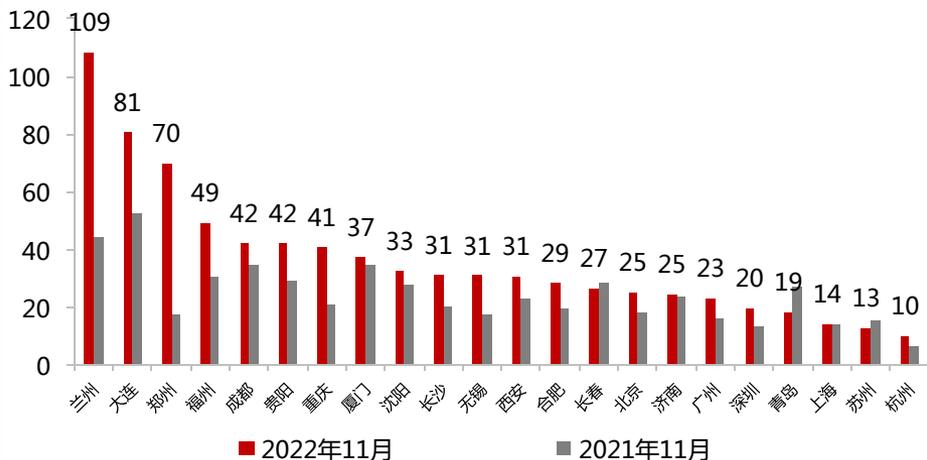
商品房待售面积及库销比



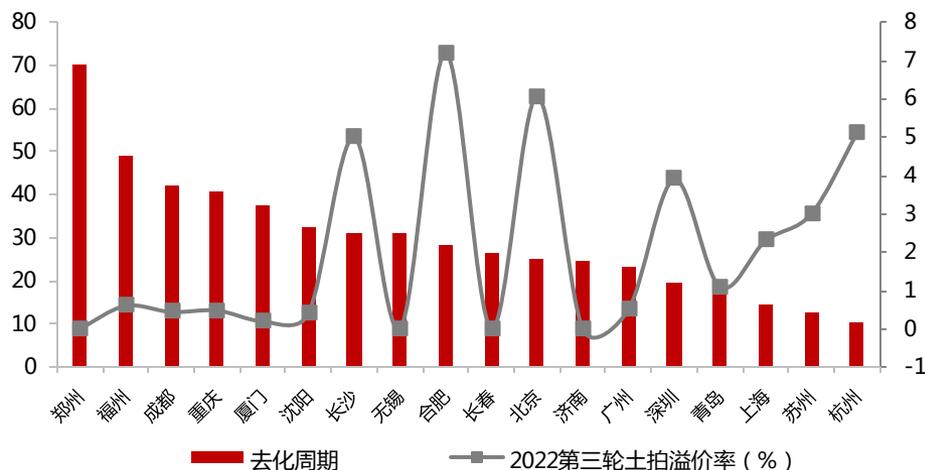
行业：政策底已现，景气修复仍需时日

- **一线城市库存相对较低，二线城市分化明显。**一线城市去化周期均在25个月以下，上海最低仅14个月。二线城市分化明显，苏州、杭州等城市库存消化周期低于15个月，供求相对平衡，弱二线城市库存消化周期较长，如兰州、大连、郑州等，去化周期超70个月，受销售下滑影响较2021年同期明显拉长。
- **库存较高的城市土拍表现较差。**从重点城市去化周期和土拍溢价率的关系来看，深圳、苏州、杭州等库存压力较小的城市土拍溢价率更高，郑州、厦门、福州、重庆等库存压力较大的城市溢价率相对较低，呈现出一定的相关性。从重点城市去化周期和成交面积环比的关系来看，青岛、上海、苏州等库存压力较小的城市1-11月累计成交面积降幅相对较低，兰州、福州、重庆等库存压力较大的城市跌幅较大。

重点城市去化周期对比



重点城市去化周期和二轮土拍溢价率对比

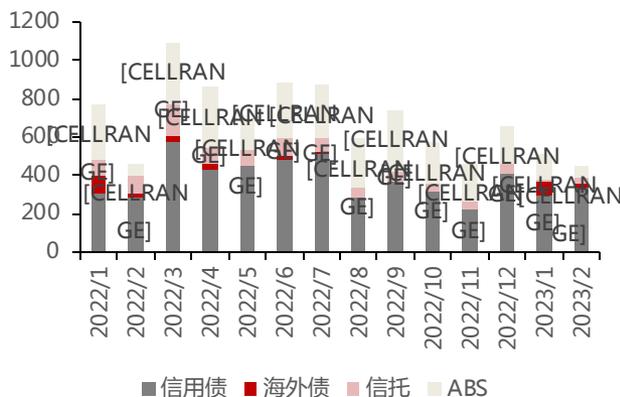


行业：政策底已现，景气修复仍需时日

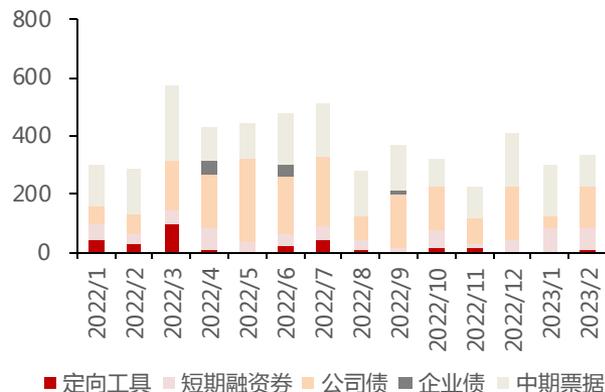
5) 融资&负债：房企非银融资有修复迹象。2月房企非银融资总额为448亿元，同比下降3.4%，环比下降12.0%，22年10月同比上升16.4%，同比首次出现正增长。1-2月房企非银融资总额957亿元，同比下降22.5%。从融资结构来看，2023年2月信用债、海外债、信托、ABS融资占比分别为74%、5%、9%、12%，2月新增海外债20.7亿元。

2023年3-4月房企债务到期压力增加。2023年房企两波偿债高峰为3-4月和7-9月，其中3、4、7月单月到期债务规模均在千亿以上，较2022Q4偿债压力明显提升。

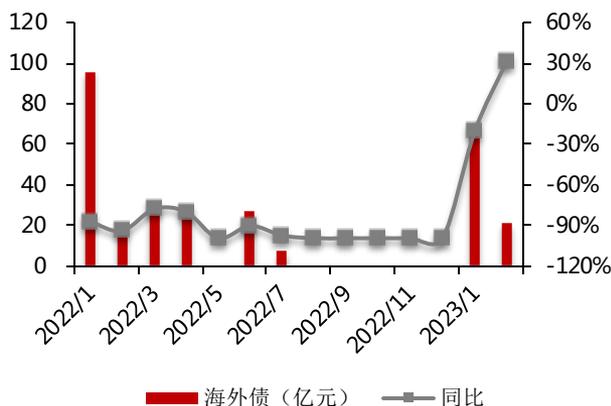
债务发行总规模（亿元）



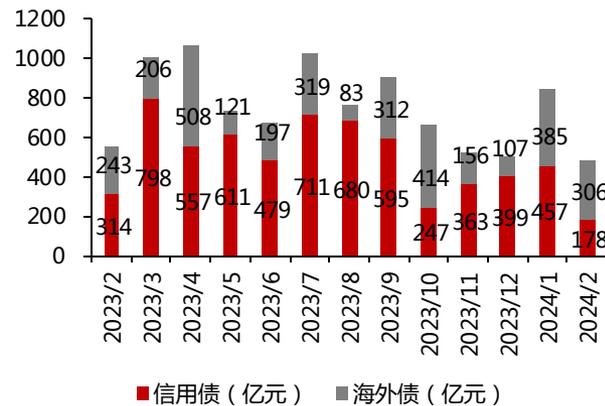
信用债发行规模及同比



海外债发行规模及同比



房企信用债和海外债到期规模



行业：政策底已现，景气修复仍需时日

6) 政策：政策底已现，供给与需求侧齐发力。9月末，央行及财政部、国家税务总局连续出台需求侧刺激政策“组合拳”。10月份首次提出放宽房企股权融资，预期缓解房企融资压力。11月份则进入政策密集发布期，发力供给侧：8日支持房企发债融资（第二支箭）；13日发布金融16条，继续保持房地产融资平稳有序、积极做好“保交楼”金融服务；14日允许商业银行与优质房地产企业开展保函置换预售监管资金业务，释放存量资金；28日大力松绑股权融资，恢复涉房上市公司并购重组及配套融资、恢复上市房企和涉房上市公司再融资；12月中央经济工作会议提出支持住房改善型消费。

9月末以来房地产宽松政策

央行货币政策委员会第三季度例会：决定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

9月30日

证监会：在确保股市融资不投向房地产业务的前提下，允许存在少量涉房业务但不以房地产为主业的企业在A股市场融资。

11月8日

央行、银保监会：“金融16条”发布，主要包含继续保持房地产融资平稳有序、积极做好“保交楼”金融服务、积极配合做好受困房地产企业风险处置、依法保障住房金融消费者合法权益、阶段性调整部分金融管理政策、加大住房租赁金融支持力度等六大方面内容。

11月14日

证监会：决定在股权融资方面调整优化5项措施，包括1)恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；2)恢复上市房企和涉房上市公司再融资；3)调整完善房地产企业境外市场上市政策；4)进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用；5)积极发挥私募股权投资基金作用。

12月15日

9月29日

1) 央行：下调首套个人住房公积金贷款利率
2) 财政部、国家税务总局：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。

10月20日

银行间市场交易商协会：将推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。

11月13日

银保监会、住房和城乡建设部、央行：允许商业银行按市场化、法治化原则，与优质房地产企业开展保函置换预售监管资金业务

11月28日

中央经济工作会议：扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况。要因城施策，支持刚性和改善性住房需求解决好新市民、青年人等住房问题，探索长租房市场建设。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。

行业：政策底已现，景气修复仍需时日

- 核心城市需求端政策逐渐打开，力度逐渐加大。**中央层面政治局会议从4月“支持各地从当地实际出发完善房地产政策”，到7月“因城施策用足用好政策工具箱”，地方性政策从试探性松绑转向应放尽放。据克尔瑞统计，全年至少295省市出台595次房地产松绑政策，范围逐渐向核心城市扩展，四季度以来武汉、厦门、杭州、苏州等高能级城市陆续松绑，政策力度加大，范围不再仅限于外围区域，但政策释放频次有所下降。

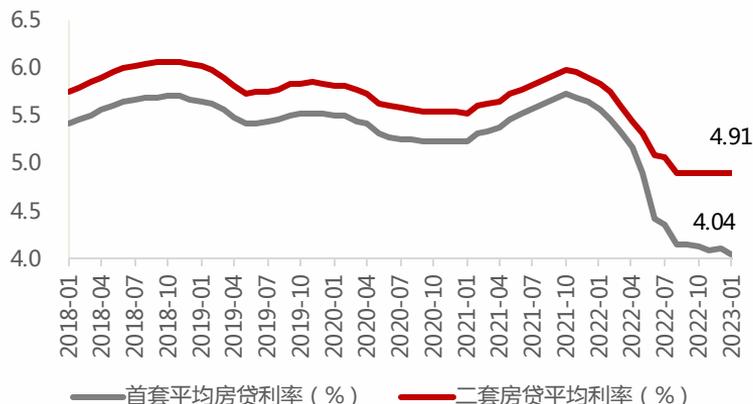
重点城市放松政策调整及现行规则

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%	40%	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%	40%	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

行业：政策底已现，景气修复仍需时日

□ 房贷利率持续下降，住房信贷有望进一步宽松。2023年2月百城首套主流利率平均为4.04%，环比下降6BP，创2019年以来新低。二套利率平均为4.91%，环比持平。2月首二套房贷利率同比分别回落143BP和84BP。2月23城市首套房贷利率下降，首套利率低于房贷利率下限（4.1%）的城市增加至34城市，其中包括石家庄、哈尔滨、长春、福州等二线城市。

贝壳103城平均房贷利率



9-11月新房价格指数同、环比均连续下降的38城

城市	新建商品房价格指数：当月同比			新建商品房价格指数：环比		
	2022-09	2022-10	2022-11	2022-09	2022-10	2022-11
天津	-4.38	-4.02	-3.95	-0.3	-0.2	-0.6
石家庄	-4.47	-4.12	-3.18	-0.4	-0.71	-0.2
太原	-4.59	-4.71	-4.84	-0.64	-0.43	-0.64
沈阳	-4.45	-4.85	-5.06	-0.3	-0.69	-0.7
大连	-3.63	-4.57	-4.86	-0.58	-1.16	-0.49
长春	-2.25	-3.03	-3.53	-0.6	-0.7	-0.81
哈尔滨	-7.54	-7.77	-7.93	-0.86	-0.65	-0.88
福州	-1.79	-2.07	-1.99	-0.67	-0.57	-0.29
厦门	-3	-3.93	-3.67	-0.29	-0.68	-0.29
郑州	-3.87	-3.8	-3.62	-0.3	-0.5	-0.4
武汉	-6.14	-6.44	-5.84	-0.88	-0.69	-0.2
南宁	-2.48	-2.98	-3.46	-0.58	-0.98	-0.59
兰州	-5.47	-5.75	-5.49	-0.89	-0.4	-0.1
唐山	-1.36	-0.78	-1.27	-0.49	-0.1	-0.79
秦皇岛	-6.42	-6.46	-6.39	-0.64	-0.75	-0.32
丹东	-4.83	-5.11	-4.93	-0.59	-0.1	-0.1
锦州	-2.45	-3.66	-3.39	-0.38	-0.87	-0.19
吉林	-3.18	-3.19	-3.3	-0.59	-0.3	-0.5
牡丹江	-2.32	-2.85	-3.37	-0.1	-1.14	-1.05
无锡	-0.37	-1.21	-1.31	-0.37	-0.84	-0.38
扬州	-4.41	-4.42	-3.81	-0.48	-0.38	-0.19
徐州	-0.55	-0.83	-1.11	-0.18	-0.55	-0.46
温州	-4.45	-5.11	-5.78	-0.98	-0.69	-0.8
金华	-1.4	-1.78	-1.97	-0.66	-0.57	-0.48
蚌埠	-2.59	-2.5	-2.79	-0.2	-0.1	-0.59
九江	-3.16	-3.08	-3.09	-0.1	-0.4	-0.4
济宁	-3.7	-4.16	-4.81	-0.09	-0.66	-1.04
洛阳	-4.02	-4.87	-5.07	-0.4	-0.7	-0.4
平顶山	-2.41	-2.98	-2.8	-0.3	-0.3	-0.2
宜昌	-4.58	-5.16	-5.08	-0.69	-0.9	-0.2
襄阳	-5.42	-5.43	-5.27	-0.2	-0.2	-0.5
岳阳	-7.29	-7.44	-8.03	-0.65	-0.87	-0.33
常德	-5.65	-5.68	-5.69	-0.33	-0.54	-0.33
惠州	-1.9	-2.11	-2.39	-0.29	-0.78	-0.2
湛江	-8.75	-8.71	-8.74	-0.84	-0.64	-0.43

行业：政策底已现，景气修复仍需时日

- **保交付政策陆续出台。**8月多城市相继出台纾困政策，郑州、南宁最先成立100亿元和30亿元的纾困基金。目前保交付工作仍在稳步开展，据克尔瑞统计约6成实现复工。但保交付工作更多依靠内部资金腾挪，变现快、有货值的项目会优先得到解决。
- **目前地产纾困主要有四类模式，本质在于资金来源与退出方式：**1) 债权纾困。由商业机构或者政府牵头出资，资金以债权形式注入到涉险房企。2) 收并购与破产重组。国有房企、地方国企、地方AMC以及纾困基金等机构或其子公司出资购买涉险房企的项目资产。3) 保障性租赁住房。地方城投向国开行申请保障性租赁式住房专项贷款，收购房企的受困项目，将其改造成租赁住房或人才公寓出租。4) 棚改统贷统还。被困项目由安置房项目转化为棚改项目，由地市级融资平台向国开行申请棚改专项贷款，再转贷给各区县的项目公司。

各地方政府或平台公司联合AMC设立地产纾困基金

时间	基金发起人	规模(亿元)	募资用途
2022年4月15日	陕建地产、中国信达	100	双方将共同设立总规模不超过100亿元的并购重整基金，积极围绕危困房企并购开展合作。
2022年5月9日	南通国资、华融资产	50	将在项目并购、资产盘活等方面与中南建设展开合作，相关支持项目总规模不超过50亿元。
2022年5月9日	川发资管、华润渝康	未披露	共同出资组建“川渝地区问题机构纾困基金”，双方将设立不良资产收购基金。
2022年6月7日	浙江房协、浙商资产	100	初步成立了100亿规模的“并购重组专项资金”，后续用于动危团房企项目并购重组。
2022年7月19日	郑州地产、河南资管	100	联合设立郑州市地产纾困基金，通过资产处置、资源整合、重组顾问等方式，参与问题楼盘，盘活、困难房企救助等解围纾困工作。
2022年8月8日	建设银行	300	建设银行拟以湖北省为试点，设立300亿元纾困基金，用于收购问题项目，并改建为公租房。
2022年8月10日	江苏资管、中南控股	20	江苏资产或其指定主体拟与中南集团或其指定主体共同设立规模20亿元、存续期3年的基金，用于中南集团及关联方投资的项目合作，包括不限于存量债务重组、现有项目续建等。
2022年8月15日	南宁轨道、南宁交投	30	以政府主导、市场化运作为原则基金，首期规模30亿元，首笔出资于8月19日完成缴付，后续资金将陆续到位，已围绕“保交楼、稳民生”开展工作，对部分项目进行调研。
2022年8月23日	湖北资管、浙商资管	50	联合设立50亿元纾困基金，聚焦助企纾困，加大对全省不良资产的收购、处置力度，服务“保交楼、保民生、保稳定”。
2022年9月29日	信达投资、信达地产	未披露	对康桥集团存量地产项目在保交楼方面开展纾困救助，助力康桥集团保交楼。
2022年12月9日	中国信达、中豫建投	100	联合设立河南省房地产纾困投资合伙企业，用于专项投资河南省问题楼盘纾困

行业：政策底已现，景气修复仍需时日

- **三箭齐发全面支持地产融资。**“三支箭”的持续推出信号意义明确，表明监管层稳地产态度坚决，行业流动性有望持续修复。
- **“第一支箭”银行信贷支持：**11月金融十六条发布以来，多家银行与房企签署战略协议，碧桂园、龙湖、万科等成为多家银行合作对象。

部分银行授信房企统计

时间	银行	房企	额度(亿元)
2022年11月24日	工商银行	中国海外发展、保利发展、华润置地、招商蛇口、深圳华侨城、万科集团、金地集团、绿城中国、龙湖集团、碧桂园、美的置业、金辉集团12家	6550
2022年11月24日	邮储银行	万科集团(1000亿)、龙湖集团、绿城集团、碧桂园(500亿)、美的置业	2800
2022年11月25日	中国银行	万科集团、碧桂园、龙湖集团、中海发展、华润置地、招商蛇口、金地集团、绿城中国、滨江集团、美的置业(300亿)	6000
2022年11月29日	兴业银行	万科、中海、绿城、龙湖集团、滨江集团、建发地产、国贸地产、象屿地产、厦门安居控股、福州左海控股等10家	4400
2022年12月2日	广东(不含深圳)23家商业银行	62家广东房企，民营房企超7成	7621
2022年12月9日	浙商银行	保利置业、首开股份、信达地产、绿城中国、首创城发集团、五矿地产、越秀地产、滨江集团、美的置业等	1600
2022年12月15日	工商银行	远洋集团	500亿元
2022年12月15日	工商银行北京分行	首开、华润、远洋、保利发展、中国电建地产、金融街控股、海开控股、懋源控股、北京建工地产、首创集团等10家北京地区重点房地产企业	4000亿元
2022年12月15日	中国银行深圳分行	深业集团、天健集团、星河集团、特发集团、京基集团、鸿荣源集团、宏发投资集团、振业集团	1300亿元
2022年12月19日	建设银行苏州分行	中锐投资、中建国际、中海地产、恒泰商置、苏高新地产、星河控股、绿城中国等7家房企	超过100亿元
2022年12月20日	中国银行江西分行	嘉福集团	40亿元
2022年12月28日	建设银行湖南分行	中交置业、华润置地、运达实业、大汉集团等10家龙头房地产企业	470亿元
2023年1月4日	陕西9家商业银行	30余家房地产企业	580.5亿元
2023年1月5日	福建9家金融机构	16家房企(包括金辉)	1450亿元
2023年1月6日	华夏银行	中海地产、金地集团	800亿元
2023年1月9日	南昌15家金融机构	13家房地产企业	355亿元
2023年1月16日	工商银行	宝龙地产	100亿元
2023年1月16日	北京银行	远洋集团	100亿元
2023年1月16日	工商银行上海分行	16家房企(包括大名城、祥源、旭辉、宝龙、中骏集团)	2400亿元
2023年1月16日	浦发银行	远洋集团	225亿元
2023年1月20日	中国银行上海分行	华丽家族、中骏、宝龙、旭辉、绿地、合生等20家在沪房企	超3000亿元

行业：政策底已现，景气修复仍需时日

- **“第二支箭” 债券融资支持**：11月8日交易商协会发文推出支持民企融资“第二支箭”，人民银行再贷款提供资金支持规模约2500亿元，通过担保增信、创设信用风险缓释凭证、直接购买债券等方式，支持民营企业发债融资。11月10日龙湖集团最先注册了200亿元储架式债券，后续近10家房企也均申请或注册了储架式发行。
- **“第三支箭” 股权融资松绑**：11月28日，证监会决定在股权融资方面调整优化5项措施，并即日施行，具体举措包括：恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；恢复上市房企和涉房上市公司再融资；调整完善房地产企业境外市场上市政策；进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用；积极发挥私募股权投资基金作用等。此举有利于消化出险房企存量资产，加快行业并购整合，可缓解房企偿债压力，进而保交楼，长期对提振销售信心也有积极作用。

2022年11月以来民企债券意向发行额度

企业	时间	意向发行额度（亿元）
美的置业	2022/11/14	150
龙湖集团	2022/11/15	200
新城控股	2022/11/17	150
万科	2022/11/22	280
金地	2022/11/22	150
金辉	2022/11/24	20
旭辉控股集团	2022/11/25	150
绿城中国	2022/11/29	110
碧桂园	2023/1/31	200

行业：政策底已现，景气修复仍需时日

2022年11月以来房企股权融资统计

房企	融资额度	类型	主要用途
中交地产	未确定	定向增发	“保交楼、保民生”相关的房地产项目，旧城改造项目、长租房项目等开发建设、补充流动资金、偿还债务等用途。
中南建设	不超过28亿元	定向增发	项目开发、补充流动资金
保利发展	125亿元	定向增发	项目开发、补充流动资金
苏宁环球	不超过28亿元	定向增发	项目开发、补充流动资金
新黄浦	未确定	定向增发	“保交楼、保民生”相关的房地产项目，旧城改造项目、长租房项目等开发建设、补充流动资金、偿还债务等用途。
荣盛发展	不超过30亿元	定向增发	项目开发、补充流动资金
旭辉	9.46亿港元	配股	偿还债务、一般企业用途
三湘印象	不超过16亿	定向增发	项目开发、补充流动资金
合景泰富	4.67亿港元	配股	现有债务的再融资及一般企业用途
招商蛇口	未确定	定向增发	购买深投控持有的南油集团24%股权、招商前海实业2.89%股权
中原建业	2.75亿港元	配股	49.98%用于政府代建业务的发展、44.98%用于资本代建业务发展
德信中国	2.361亿港元	配股	现有业务的发展、偿还现有债务及补充公司运营资金
新城发展	19.43亿港元	配股	偿还境外债务、营运资金
中华企业	未确定	定向增发	“保交楼、保民生”相关的房地产项目、补充流动资金、偿还债务等
大名城	不超过30亿元	定向增发	项目开发、补充流动资金
格力地产	超过8亿元	定向增发	拟收购珠免集团100%股权
迪马股份	未确定	定向增发	“保交楼、保民生”相关的房地产项目、补充流动资金、偿还债务等
绿地控股	未确定	定向增发	“保交楼、保民生”相关的房地产项目、补充流动资金、偿还债务等
华发股份	不超过60亿元	定向增发	项目建设、补充流动资金
嘉凯城	10.25亿元	定向增发	偿还债务、补充流动资金
福星股份	13.4亿元	定向增发	项目建设、补充流动资金
建发国际	8亿港元	定向增发	偿还借款、一般营运资金
世茂股份	未确定	定向增发	“保交楼、保民生”项目开发、偿还债务、补充流动资金等
北新路桥	未确定	定向增发	项目建设和白常经营
雅居乐	6.17亿港元	配股	偿还债务、一般企业用途
雅居乐	4.89亿港元	配股	偿还债务、一般企业用途
雅居乐	7.8亿港元	配股	偿还境外债务、营运资金
碧桂园	48.06亿港元	配股	偿还境外债务、营运资金
碧桂园	38.72亿港元	配股	偿还境外债务、营运资金

www.swsc.com.cn

数据来源：企业公告，中指研究院，西南证券整理

行业：政策底已现，景气修复仍需时日

- 近期地产销售出现可喜变化，后续随着需求端、信用端政策效果的逐步显现，预计2023年市场整体将逐步回暖。**1) 销售**：随着行业流动性的修复，以及保交楼的陆续推进，市场信心缓步修复，2月销售已出现点状修复，预计全年销售金额小幅增长4.9%；**2) 投资**：由于房企拿地收缩，叠加销售不振，新开工意愿较低，降幅仍在-15.4%水平，保交付政策支持下竣工端有所支撑，叠加2022年延期交付，全年增长11.7%，整体来看，房企投资额下滑5.9%。

2023房地产基本面预测

时间	销售面积 (亿平方米)	销售面积同比	销售金额 (万亿元)	销售金额 同比	投资金额 (万亿元)	投资金额 同比	新开工面积 (亿平方米)	新开工面积 同比	竣工面积 (亿平方米)	竣工面积 同比
2005	5.4	-	1.7	-	1.59	-	6.81	-	5.34	-
2006	6.2	14.8%	2.1	23.5%	1.94	22.0%	7.93	16.4%	5.58	4.5%
2007	7.7	24.2%	3	42.9%	2.53	30.4%	9.54	20.3%	6.06	8.6%
2008	6.6	-14.3%	2.5	-16.7%	3.12	23.3%	10.26	7.5%	6.65	9.7%
2009	9.5	43.9%	4.4	76.0%	3.62	16.0%	11.64	13.5%	7.27	9.3%
2010	10.5	10.5%	5.3	20.5%	4.83	33.4%	16.36	40.5%	7.87	8.3%
2011	10.9	3.8%	5.9	11.3%	6.18	28.0%	19.12	16.9%	9.26	17.7%
2012	11.1	1.8%	6.4	8.5%	7.18	16.2%	17.73	-7.3%	9.94	7.3%
2013	13.1	18.0%	8.1	26.6%	8.6	19.8%	20.12	13.5%	10.14	2.0%
2014	12.1	-7.6%	7.6	-6.2%	9.5	10.5%	17.96	-10.7%	10.75	6.0%
2015	12.8	5.8%	8.7	14.5%	9.6	1.1%	15.45	-14.0%	10	-7.0%
2016	15.7	22.7%	11.8	35.6%	10.26	6.9%	16.69	8.0%	10.61	6.1%
2017	16.9	7.6%	13.4	13.6%	10.98	7.0%	17.87	7.1%	10.15	-4.3%
2018	17.2	1.8%	15	11.9%	12.03	9.6%	20.93	17.1%	9.36	-7.8%
2019	17.2	0.0%	16	6.7%	13.22	9.9%	22.72	8.6%	9.59	2.5%
2020	17.6	2.3%	17.4	8.7%	14.14	7.0%	22.44	-1.2%	9.12	-4.9%
2021	17.9	1.9%	18.2	4.8%	14.76	4.4%	19.89	-11.4%	10.14	11.2%
2022	13.6	-24.3%	13.3	-26.7%	13.29	-10.0%	12.06	-39.4%	8.62	-15.0%
2023E	14.2	4.9%	14.1	5.5%	12.51	-5.9%	10.20	-15.4%	9.63	11.7%

目 录

◆ 2022年行业回顾

◆ 2023年行业投资策略

行业：政策底已现，景气修复仍需时日

企业：国进民退，格局优化

◆ 2023年投资建议及重点标的

企业：国进民退，格局优化

□ **销售结构性修复，央国企表现更佳。**百强房企2月销售同环比都有较大幅度上升，部分优质房企销售增长强劲。从克而瑞榜单来看，1-2月累积销售较好的有越秀+164%/华发+85%/华润+61%/招商+52%/中海+50%/金茂+42%/龙湖+40%/滨江+34%。2月单月表现较好的有越秀+353%/华发+294%/中海+144%/华润+142%/招商+124%/金茂+102%/龙湖+86%/金地+69%/滨江+60%。

销售排名	企业简称	2023年2月 累计金额 (亿元)	2023年2月 单月金额 (亿元)	累计同比	单月同比	单月环比
1	保利发展	635	340	28%	58%	15%
2	万科地产	573	295	-11%	-5%	6%
3	碧桂园	562	292	-39%	-32%	8%
4	中海地产	405	280	50%	144%	124%
5	华润置地	402	242	61%	142%	51%
6	招商蛇口	383	224	52%	124%	42%
7	龙湖集团	281	173	40%	86%	59%
8	华发股份	250	128	85%	294%	5%
9	绿城中国	249	144	17%	50%	37%
10	建发房产	246	138	26%	24%	28%
11	中国金茂	241	141	42%	102%	41%
12	金地集团	240	148	1%	69%	61%
13	滨江集团	232	111	34%	60%	-8%
14	越秀地产	224	136	164%	353%	54%
15	融创中国	181	110	-64%	-51%	55%
16	绿地控股	175	72	-13%	-10%	-30%
17	美的置业	150	85	6%	27%	31%
18	新城控股	136	80	-29%	-22%	40%
19	旭辉集团	128	78	-23%	-5%	56%
20	保利置业	127	81	226%	479%	76%
21	象屿地产	109	-	-	-	-
22	卓越集团	101	50	5%	1%	-3%
23	中国铁建	98	67	3%	347%	115%
24	中交房地产	91	48	18%	47%	10%
25	路劲集团	91	50	6%	43%	25%
26	世茂集团	86	41	-42%	-43%	-9%
27	远洋集团	83	50	1%	35%	51%
28	电建地产	79	52	94%	140%	93%
29	金科集团	78	42	-47%	-35%	16%
30	中南置地	76	44	-24%	-20%	36%

企业：国进民退，格局优化

□ 2月房企投资略回升，民企投资弱复苏。据克而瑞统计，截至2月末百强房企新增土储货值、投资金额和建面合计分别为3594亿、1358亿元和2694万平方米，同比降幅在15-20%之间。京、杭、苏等热点地区推出优质地块，房企投资积极性略有回升，超过两成百强房企在土地市场纳储。拿地企业仍以头部国央企、优质区域型民企为主力军。伟星、中天美好集团等区域型民企投资聚焦核心地块，表现亮眼。截至2月末百强房企新增货值26%集中于TOP10房企，TOP11-20强新增货值占百强总新增16%，TOP21-30强占12%。

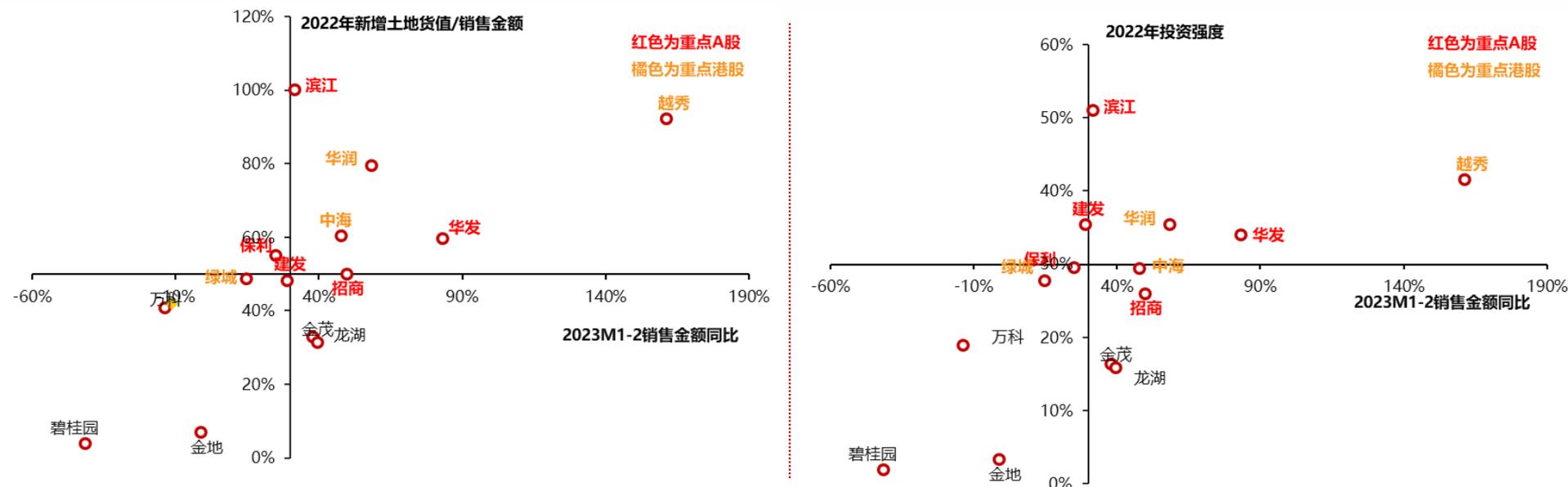
2023年1-2月中国房地产企业新增货值TOP50

排名	企业名称	新增土地货值 (亿元)	排名	企业名称	新增土地货值 (亿元)
1	华润置地	136.6	26	国贸地产	41.2
2	建发房产	134.6	27	昆明盘龙建设	39
3	越秀地产	110.5	28	伟星房产	38.9
4	中建国际	101.4	29	永州经投发展	38.7
5	绿城中国	83	30	际华集团	37.9
6	新城控股	80.3	31	西咸新区发展	37.7
7	石家庄城投	79.8	32	江山万里置业	37.4
8	龙港城建	72.1	33	东建集团	36.7
9	滨江集团	69.9	34	蜀雁产业投资	35.5
10	中国铁建	68.3	35	盐城港控股	34.8
11	远洋集团	67.3	36	宁波轨交	34.7
12	招商蛇口	65.4	37	浮梁建设	34.6
13	建杭置业	64.4	38	滁州城投	33.6
14	岳阳城投	64.1	39	成都城投	33.5
15	中豪控股	60.6	40	中原建设	32.8
16	中建壹品	58.6	41	石家庄交投	32.7
17	中天美好集团	50.7	42	中建智地	31.9
18	云南建投	49.9	43	中豫建设	31.2
19	郑州惠泽建设	48.1	44	西安城更	31
20	北科建集团	47	44	南昌市政	31
21	弘丰房地产	45.7	46	建业地产	30.6
22	保利发展	44.2	47	得力房产	30
23	金洲房地产	43.9	48	仲恺城市发展	29.5
24	泰森实业	43.2	49	大横琴集团	29.4
24	西安港口控股	43.2	50	国略房地产	28.7

企业：国进民退，格局优化

□ **央国企销售拿地表现更佳，强者恒强格局将继续延续。**从房企全年销售表现和拿地情况来看，央国企和少数优质民企销售表现更佳，对应未来1-2年业绩结算更有保障，同时在土地市场较为低迷的情况下低价布局一二线优质土储，对应未来销售市占率有望进一步提升，利润率也有望修复。在此背景下，强者恒强格局将继续延续。

重点房企销售与拿地坐标



企业：国进民退，格局优化

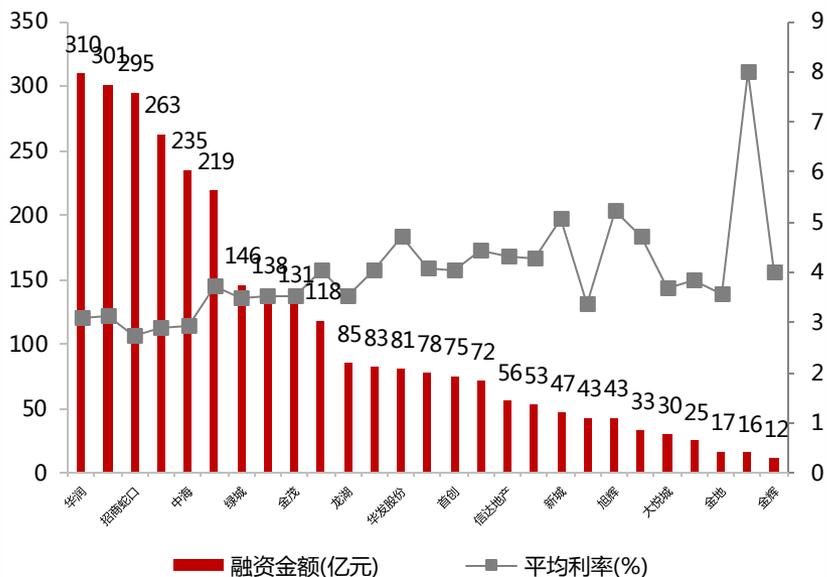
重点房企销售及拿地汇总

	万科		保利发展		金地集团		招商蛇口		滨江集团		建发股份		华发股份		中海地产		越秀地产		华润置地	
	累计销售 金额 (亿元)	YOY																		
2022年1月	335	-52%	283	-33%	150	-37%	152	-38%	104	7%	84	-26%	102	2%	155	-46%	55	-36%	150	-38%
2022年2月	646	-44%	498	-34%	237	-43%	252	-40%	173	-53%	195	-22%	135	-13%	270	-48%	85	-38%	250.2	-40%
2022年3月	1045	-40%	907	-26%	455	-34%	474	-35%	250	-47%	302	-27%	232	-17%	480	-45%	136	-47%	459	-32%
2022年4月	1380	-40%	1212	-31%	580	-42%	614	-39%	356	-39%	357	-37%	280	-29%	720	-41%	247	-25%	610	-40%
2022年5月	1673	-42%	1592	-32%	722	-44%	777	-41%	450	-36%	464	-37%	350	-35%	965	-39%	346	-15%	813.2	-36%
2022年6月	2096	-41%	2102	-26%	1006	-38%	1188	-33%	684	-22%	620	-34%	494	-23%	1375	-33%	482	2%	1210	-27%
2022年7月	2473	-39%	2432	-26%	1191	-37%	1428	-28%	797	-21%	732	-30%	582	-18%	1570	-32%	554	5%	1490	-21%
2022年8月	2790	-37%	2817	-25%	1402	-32%	1666	-23%	928	-20%	907	-21%	647	-15%	1803	-29%	635	-3%	1710	-18%
2022年9月	3129	-35%	3201	-22%	1629	-29%	2016	-16%	1051	-18%	1001	-19%	730	-11%	2025	-27%	800	11%	2021	-12%
2022年10月	3407	-35%	3631	-21%	1834	-25%	2267	-12%	1182	-16%	1205	-14%	841	-8%	2340	-23%	911.7	12%	2295	-8%
2022年11月	3768	-34%	4001	-20%	2014	-23%	2496	-12%	1335	-14%	1449	-2%	1024	0%	2587	-22%	1031	9%	2517	-7%
2022年12月	4202	-32%	4573	-15%	2218	-23%	2926	-10%	1539	-9%	2158	-7%	1202	-1%	2955	-20%	1260	7%	3013	-5%
2023年1月	278	17%	295	4%	36	-76%	159	5%	121	17%	108	29%	122	19%	125	-19%	88	60%	160	7%
2023年2月	573	-11%	635	28%	78	-67%	383	52%	232	34%	246	26%	250	85%	405	50%	224	164%	402	61%
	累计拿地 金额 (亿元)	投资 力度																		
2022年1月	9	3%	0	0%	0	0%	0	0%	27	26%	7	9%	0	0%	0	0%	0	0%	57	38%
2022年2月	47	7%	34	7%	59	25%	24	10%	50	29%	40	20%	0	0%	57	21%	13	15%	137	55%
2022年3月	127	12%	77	9%	31	7%	36	8%	50	20%	164	54%	0	0%	106	22%	24	18%	198	43%
2022年4月	363	26%	138	11%	53	9%	50	8%	234	66%	303	85%	0	0%	253	35%	44	18%	275	45%
2022年5月	378	23%	176	11%	56	8%	86	11%	243	54%	379	82%	0	0%	293	30%	73	21%	374	46%
2022年6月	461	22%	343	16%	58	6%	345	29%	467	68%	457	74%	64	13%	466	34%	107	22%	429	35%
2022年7月	492	20%	631	26%	74	6%	582	41%	594	75%	467	64%	227	39%	488	31%	376	68%	549	37%
2022年8月	533	19%	818	29%	76	5%	665	40%	598	64%	467	51%	227	35%	560	31%	426	67%	758	44%
2022年9月	630	20%	972	30%	76	5%	729	36%	711	68%	619	62%	314	43%	780	39%	426	53%	908	45%
2022年10月	633	19%	1149	32%	76	4%	729	32%	711	60%	634	53%	338	40%	840	36%	426	47%	965	42%
2022年11月	716	19%	1199	30%	76	4%	738	30%	785	59%	634	44%	375	37%	872	34%	447	43%	990	39%
2022年12月	795	19%	1351	30%	76	3%	759	26%	785	51%	764	35%	410	34%	872	29%	524	42%	1066	35%
2023年1月	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	30	19%
2023年2月	0	0%	20	3%	0	0%	33	9%	34	15%	0	0%	0	0%	0	0%	59	26%	117	29%

企业：国进民退，格局优化

□ 央国企融资优势明显，重点房企债务压力暂时延缓。从发债企业来看，信用债发行以央国企为主，且利率更具优势。在融资端政策的持续松绑下，优质房企信用有望修复，债务压力有所缓解。

重点房企2022年信用债及海外债发行规模



2023年重点房企信用债和海外债到期规模

企业名称	信用债				海外债				合计				全年
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
恒大	45	215	122	21	0	0	0	8	45	215	122	29	411
中海	0	0	35	39	0	0	14	0	0	0	49	39	88
碧桂园	0	49	109	48	34	0	34	0	34	49	144	48	274
佳兆业	1	3	5	0	12	21	21	0	13	24	26	0	63
龙湖	12	0	84	1	31	0	28	0	43	0	111	1	155
融创	20	89	0	0	14	0	0	0	34	89	0	0	123
万科	34	18	0	4	0	0	41	0	34	18	41	4	97
富力	43	37	0	0	0	0	0	0	43	37	0	0	80
远洋	30	20	44	32	0	0	0	0	30	20	44	32	126
首开	75	62	48	1	0	0	0	0	75	62	48	1	186
保利	30	65	7	20	0	0	0	0	30	65	7	20	122
金地	45	65	45	50	0	21	28	14	45	85	72	64	266
华夏幸福	22	7	13	40	0	0	0	0	22	7	13	40	81
金茂	30	0	25	0	12	0	10	0	42	0	35	0	77
世茂	52	42	30	0	21	0	34	0	72	42	64	0	179
绿城	54	15	21	10	28	0	0	0	82	15	21	10	127
旭辉	0	21	19	8	0	0	18	14	0	21	37	22	80
新城	3	26	30	0	6	0	0	0	9	26	30	0	65
合景泰富	10	0	20	45	14	0	0	38	24	0	20	83	127
禹洲	0	20	14	0	0	0	0	0	0	20	14	0	34
阳光城	16	14	18	0	0	0	0	15	16	14	18	15	62
招商蛇口	26	61	20	23	0	0	0	0	26	61	20	23	130
雅居乐	0	15	0	22	20	0	12	0	20	15	12	22	69
绿地	19	0	0	0	0	0	0	0	19	0	0	0	19
华发股份	49	16	59	43	31	38	24	14	80	54	83	57	274
融信	10	0	71	0	0	44	41	51	10	44	112	51	218
宝龙	10	30	26	0	14	0	0	0	24	30	26	0	80
信达地产	37	36	15	40	0	0	0	0	37	36	15	40	128
建发	7	20	10	10	48	0	93	40	55	20	103	50	228
华润	0	73	15	0	0	0	0	0	0	73	15	0	88
中骏	0	0	5	0	0	0	0	0	0	0	5	0	5
金科	39	33	35	0	0	0	17	0	39	33	53	0	124
中交	15	0	7	8	0	0	0	0	15	0	7	8	30
金辉	0	14	9	0	0	0	0	0	0	14	9	0	22
滨江	24	0	30	9	0	0	0	0	24	0	30	9	64
美的置业	22	11	29	0	0	0	0	0	22	11	29	0	62

目 录

◆ 2022年行业回顾

◆ 2023年行业投资策略

行业：政策底已现，景气修复仍需时日

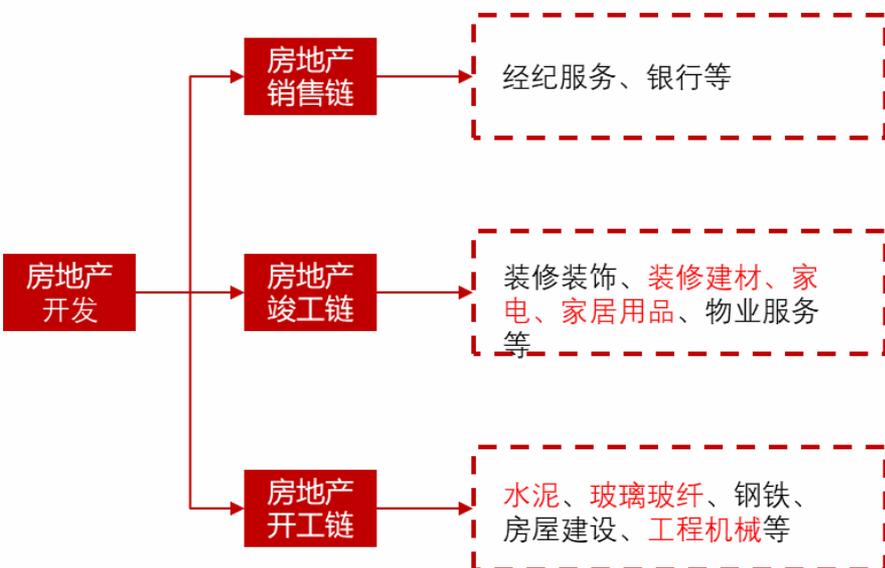
企业：国进民退，格局优化

◆ 2023年投资建议及重点标的

投资建议及重点标的

- 房地产产业链细分行业众多，主要可分为房地产开发、房地产销售链、房地产竣工链和房地产开工投资链几大类。本文主要选取竣工链中的装修建材、白色家电、家居用品，以及开工链中的水泥、玻璃玻纤、工程机械等申万二级子行业进行研究及复盘，涉及的申万一级行业主要为建材、轻工、家电、机械等。从基本面来看，地产周期传导过程一般为基本面恶化-政策放松-基本面修复-政策收紧，而从行情表现来看，**房地产开发行情主要靠政策驱动，房地产竣工链更注重基本面数据验证。**

地产产业链主要分类及相关行业



历次地产宽松周期地产链行情表现对比

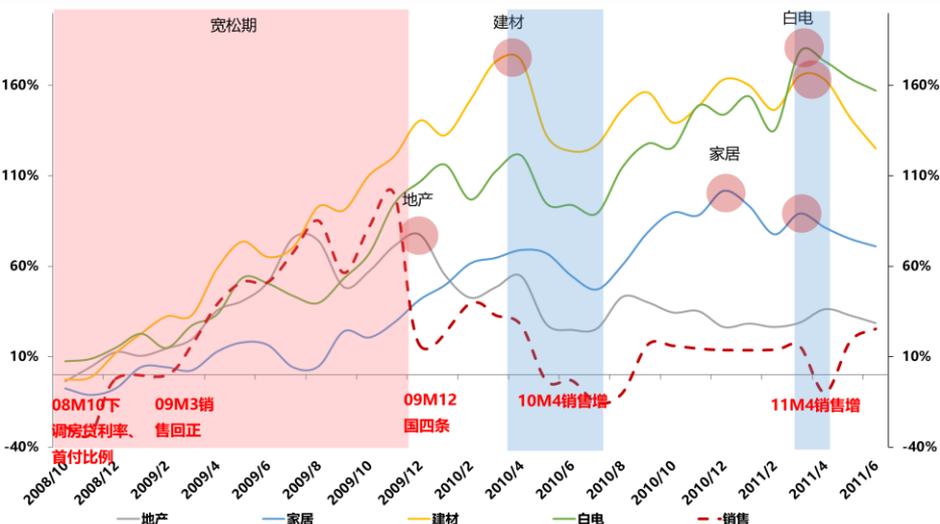
时间	观测指标	房地产开发	家居用品	装修建材	白色家电	工程机械	水泥	玻璃玻纤
08-09年	行情持续时间	15个月	26个月	19个月	30个月	30个月	30个月	30个月
	区间超额收益	78%	126%	174%	179%	246%	211%	200%
11-12年	行情持续时间	19个月	23个月	27个月	26个月	-	-	-
	区间超额收益	26%	57%	36%	53%	-	-	-
14-15年	行情持续时间	23个月	13个月	39个月	38个月	-	34个月	24个月
	区间超额收益	77%	99%	99%	151%	-	61%	52%
21-22年	行情持续时间	6个月	-	-	-	-	6个月	-
	区间超额收益	23%	-	-	-	-	23%	-

投资建议及重点标的

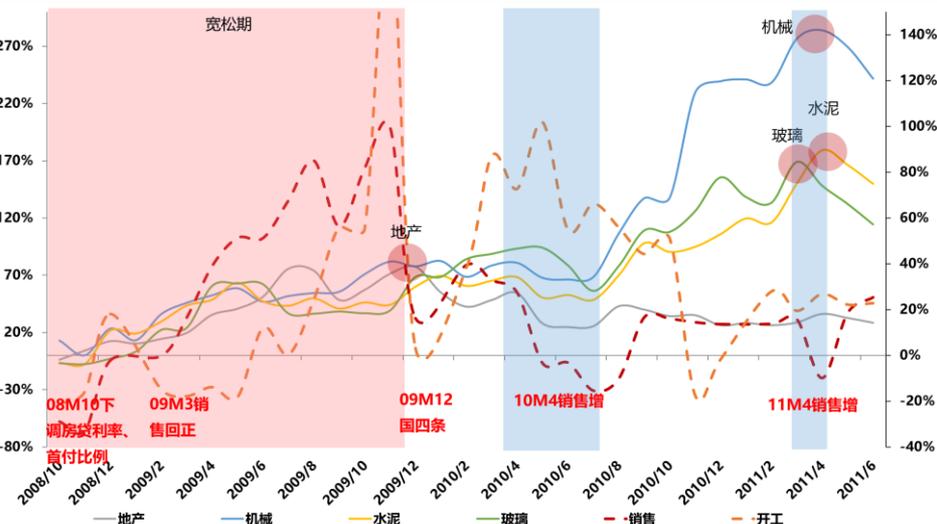
□ 【08-09年地产链行情复盘】

- ✓ **地产开发**：08M0-09M12政策放松催化地产行情，09M12国四条出台政策转型收紧，地产呈现回调。
- ✓ **竣工链**：政策放松下销售增速同步提升，带动竣工链上涨，政策宽松期结束后销售保持正增长，竣工链行情仍具有持续性，其中销售增速有两次下探，10M4-10M8销售增速持续下滑至0%以下，建材行情见顶，但随后销售增速回正，11M4销售二次下探，竣工链行情结束。
- ✓ **开工链**：此轮行情开工链与竣工链整体上涨节奏相同，基本面复苏时开启上涨，11M4销售二次下探时行情结束。

08-09年地产竣工链行情复盘



08-09年地产开工链行情复盘

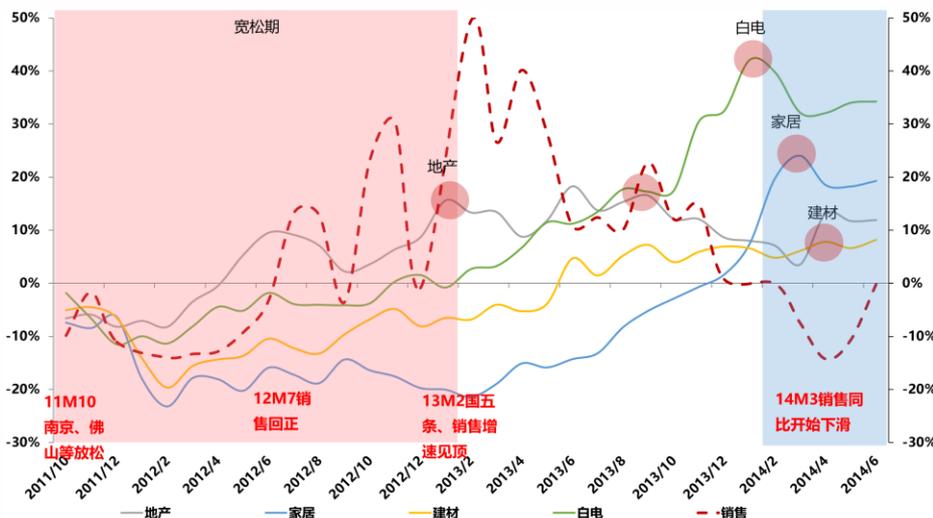


投资建议及重点标的

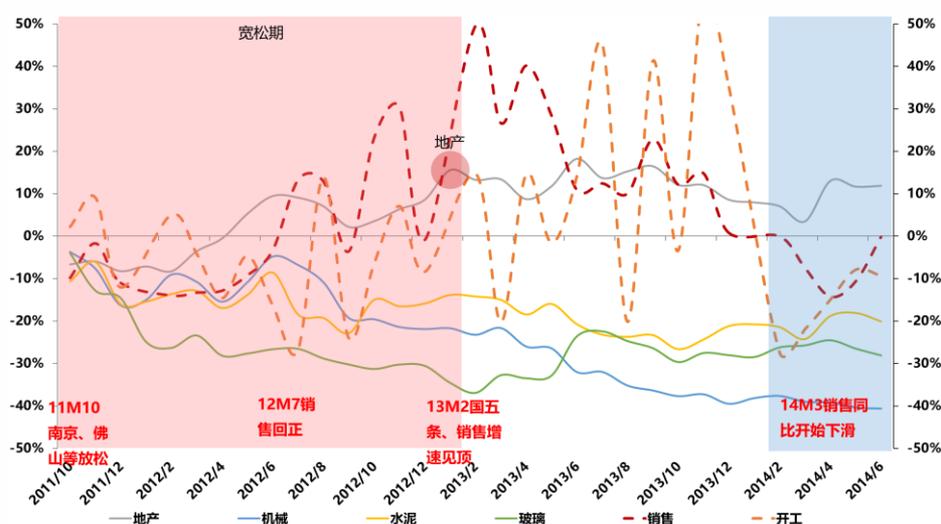
□ 【11-12年地产链行情复盘】

- ✓ **地产开发**：11M10-13M2政策放松催化地产行情，13M2国五条出台政策转型收紧，但由于销售表现较好，至13M9基本走平，滞后出现回调。
- ✓ **竣工链**：政策宽松下销售增速于12Q1见底，开工链行情开始启动，政策宽松期结束后销售保持正增长，竣工链行情仍具有持续性，至14M3销售增速持续下滑至0%以下，竣工链各板块先后见顶。
- ✓ **开工链**：此轮行情中开工链无明显主升浪行情，与政策及基本面相关性较弱。

11-12年地产竣工链行情复盘



11-12年地产开工链行情复盘

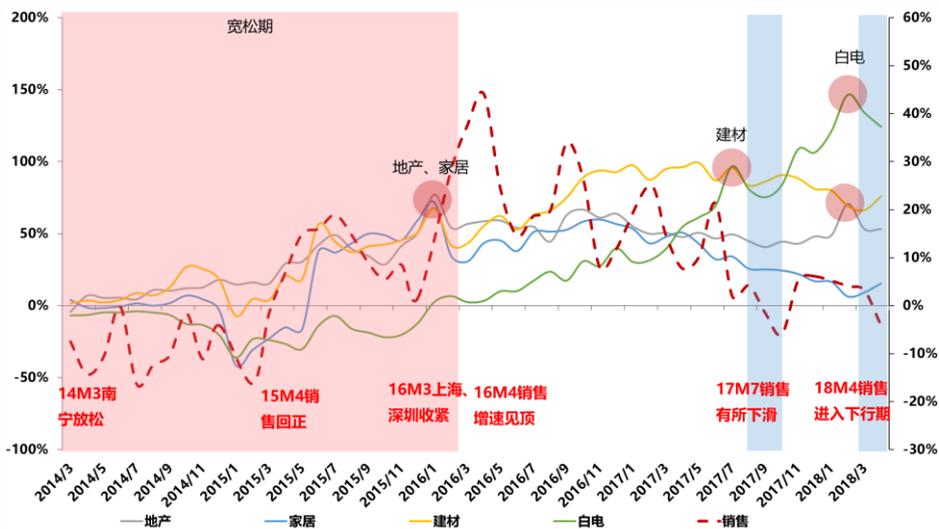


投资建议及重点标的

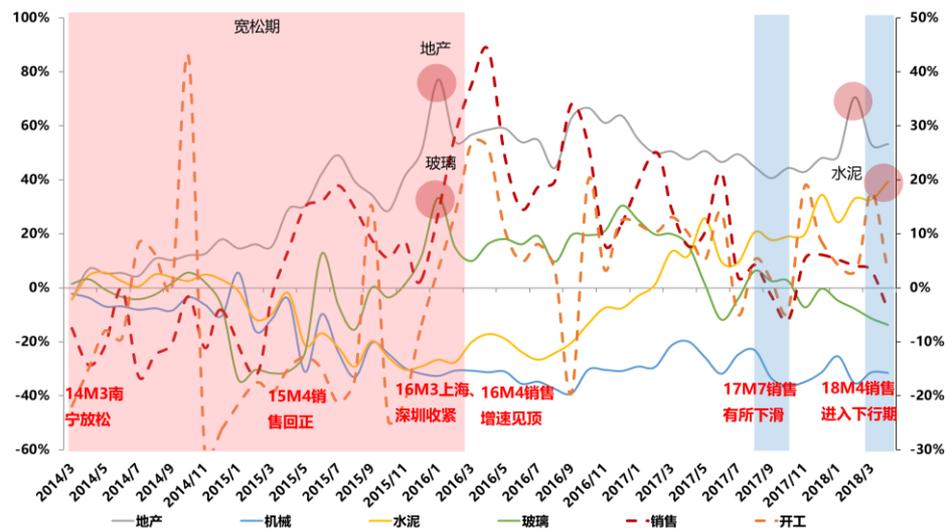
□ 【14-15年地产链行情复盘】

- ✓ **地产开发**：14M3-16M3政策放松催化地产行情，15M3上海、深圳等政策转向收紧，地产板块走平。
- ✓ **竣工链**：政策放松后销售修复有所滞后，地产链启动时间滞后于地产开发，约在15M2见底，政策宽松期结束后销售保持正增长，竣工链行情仍具有持续性，仅家居和地产同时见顶，此后销售两次下探，17M9销售增速降至0%以下，建材见顶，18M4销售增速再次降至0%以下，白电见顶。
- ✓ **开工链**：此轮行情中开工链呈现较强分化，其中玻璃于15M1见底，滞后于地产，但与地产同步见顶；水泥于15M11见底，后续行情一直持续至18M8；工程机械未出现明显主升浪行情。开工链行情整体表现与政策及基本面相关性较弱。

14-15年地产竣工链行情复盘



14-15年地产开工链行情复盘

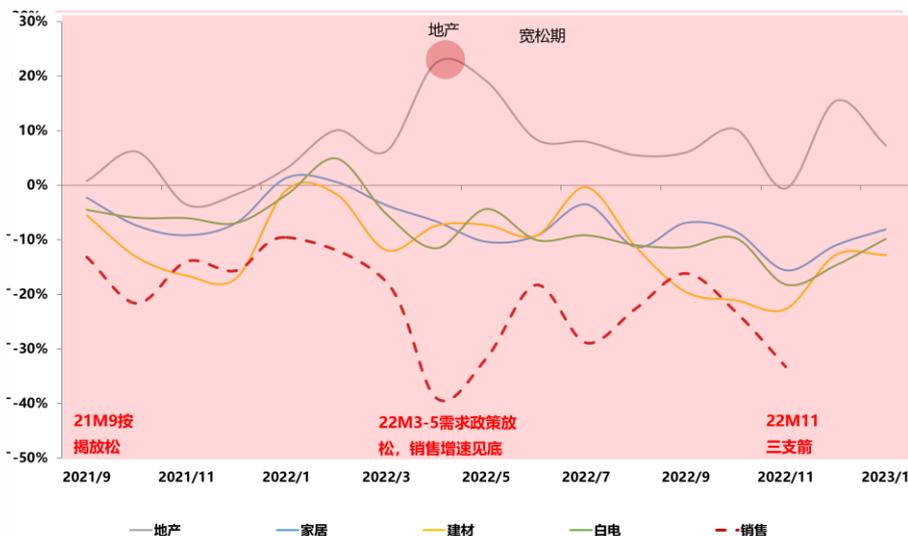


投资建议及重点标的

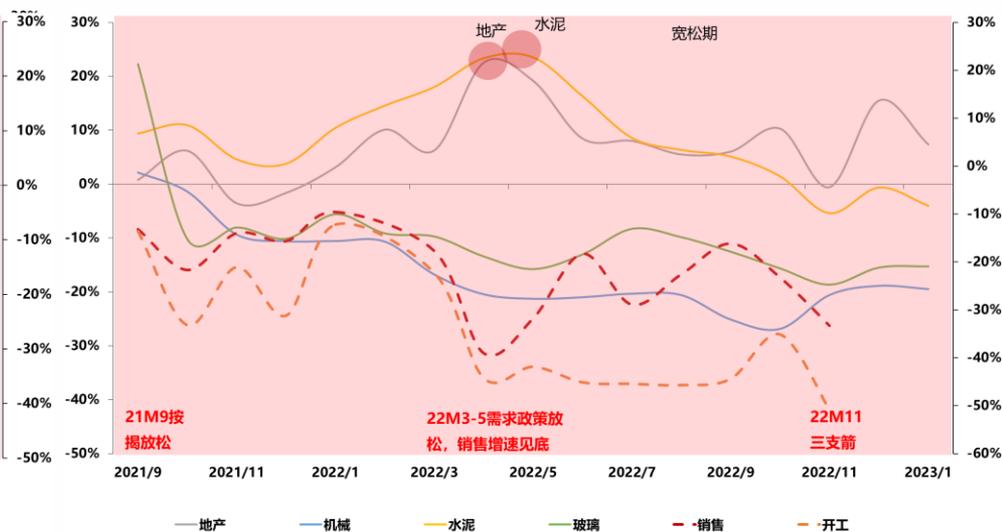
□ 【21-22年地产链行情复盘】

- ✓ **地产开发**：21M9政策开始放松，地产行情启动，至22M4政策密集期见顶。
- ✓ **竣工链**：此轮行情仍处于政策博弈阶段，尚未演绎至基本面修复阶段。销售增速正在-20%至-30%区间震荡，产业链整体无主升浪行情。
- ✓ **开工链**：水泥与地产走势趋同，其他板块无主升浪行情。

21-22年地产竣工链行情复盘



21-22年地产开工链行情复盘



投资建议及重点标的

□ 【核心结论】

1) **地产产业链行情表现可大致分为政策博弈和基本面修复两个阶段**，房地产开发行情主要靠政策驱动，第一阶段弹性较强，房地产竣工链则更注重基本面数据验证，第二波上涨持续性更强，通常伴随更大涨幅。

2) **房地产开发行情核心变量为政策**，通常为基本面恶化倒逼政策宽松，行情自政策转向宽松开始启动，至政策转向收紧结束，该时点通常在销售增速见顶附近。

3) **房地产竣工链核心变量在于销售增速**，政策宽松期通常伴随销售的修复，竣工链各板块与地产开发同步启动或有所滞后，但并不会随着政策转向收紧与地产同步结束，销售保持正增长的情况下行情仍能持续，见顶信号常表现为销售增速下探至0%以下。开工链行情整体表现与政策及基本面相关性较弱。

4) **此轮地产链行情仍处于政策博弈阶段**，基本面修复阶段刚开始演绎，与之前几轮行情不同之处在于政策放松至销售修复的时间拉长，第一阶段地产链并未同地产开发同步上涨。**后期核心在于跟踪基本面修复数据**，销售上行时产业链（主要为竣工链）或将走出估值修复行情。

投资建议及重点标的

- 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。
- 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。

物业股行情表现复盘

代码	简称	22M11至今 涨幅	EPS			归母净利润增速			PE			PEG		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
1209.HK	华润万象生活	93%	0.76	0.96	1.25	111%	27%	30%	40	21	31	0.36	0.77	1.02
2602.HK	万物云	42%	1.65	1.62	2.19	14%	-2%	36%	-	16	17	-	-8.04	0.47
2669.HK	中海物业	97%	0.24	0.39	0.51	41%	60%	30%	29	11	17	0.71	0.18	0.57
6049.HK	保利物业	78%	1.53	1.91	2.39	26%	25%	25%	33	13	19	1.28	0.53	0.75
001914.SZ	招商积余	22%	0.48	0.61	0.77	17%	26%	26%	39	22	21	2.27	0.83	0.80
6098.HK	碧桂园服务	131%	1.28	1.42	1.73	50%	11%	22%	31	4	8	0.63	0.40	0.36
1995.HK	永升生活服务	99%	0.37	0.45	0.58	58%	23%	28%	28	3	5	0.48	0.14	0.19
9666.HK	金科服务	11%	1.62	1.09	1.30	71%	-33%	20%	17	9	9	0.24	-	0.44
1516.HK	融创服务	143%	0.41	-0.27	0.19	114%	-166%	-171%	16	-	15	0.14	-	-
0873.HK	世茂服务	92%	0.46	0.13	0.27	60%	-71%	102%	10	8	8	0.17	-	0.08
3316.HK	滨江服务	95%	1.16	1.56	2.09	47%	34%	34%	16	7	11	0.35	0.22	0.31
2869.HK	绿城服务	74%	0.26	0.25	0.34	19%	-2%	32%	24	11	15	1.24	-	0.45
1755.HK	新城悦服务	86%	0.62	0.59	0.92	16%	-5%	57%	15	5	6	0.92	-1.03	0.11
9909.HK	宝龙商业	152%	0.69	0.82	1.02	44%	19%	24%	18	3	5	0.42	0.13	0.22
3319.HK	雅生活服务	97%	1.67	1.42	1.69	32%	-15%	19%	7	3	5	0.22	-	0.23
6989.HK	卓越商企服务	81%	0.42	0.51	0.62	57%	22%	21%	9	4	5	0.16	0.16	0.26
9983.HK	建业新生活	32%	0.48	0.52	0.58	45%	9%	11%	9	4	4	0.20	0.43	0.39

www.swsc.com.cn

数据来源: wind, 西南证券整理 (更新至2023.3.9)

投资建议及重点标的

- **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。

重点房企关键指标

行情①-④对应不同市场偏好的个股：①阶段保利/招蛇（一线）；②阶段华发/建发/滨江/越秀（二线）；③阶段新城/金地/龙湖/美的（民企）；④阶段港股房企

证券简称	PE(TTM)	PB(MRQ)	23M1-2销售 金额(亿元)	YOY	22年新增地价 (亿元)	22年投资 强度	22年新增 货值(亿元)	新增 排名	阶段①涨幅 21M8-22M1	阶段②涨幅 22M1-M10	阶段③涨幅 22M11-12	阶段④涨幅 22M12-至今
A股民/混												
002244.SZ 滨江集团	8.0	1.38	232	34%	785	51%	1543	5	19	131	21	-16
000002.SZ 万科A	8.2	0.78	573	-11%	795	19%	1716	4	1	-4	41	-15
601155.SH 新城控股	4.1	0.66	136	-29%	-	-	-	-	-8	-40	67	-23
600383.SH 金地集团	4.3	0.63	240	1%	76	3%	158	55	55	-7	50	-25
A央国企												
600048.SH 保利发展	9.4	0.95	635	28%	1351	30%	2515	1	66	19	20	-14
001979.SZ 招商蛇口	16.1	1.36	383	52%	759	26%	1467	6	43	27	14	-7
600325.SH 华发股份	9.0	1.32	250	85%	410	34%	718	12	5	74	28	-5
600153.SH 建发股份	6.0	0.87	334	31%	764	35%	1043	9	28	60	28	-23
000069.SZ 华侨城A	85.1	0.56	97	63%	-	-	-	-	9	-30	37	-14
000736.SZ 中交地产	190.2	3.71	91	18%	234	36%	417	18	19	111	121	-24
600657.SH 信达地产	20.9	0.60	100	306%	-	-	-	-	17	30	64	-24
000090.SZ 天健集团	5.5	1.07	-	-	65	-	177	47	19	-4	19	-9
600376.SH 首开股份	-22.3	0.51	77	-41%	78	9%	107	84	19	-21	25	-27
600266.SH 城建发展	-15.8	0.54	-	-	175	36%	282	29	8	-13	56	-5
600649.SH 城投控股	22.1	0.50	-	-	-	-	-	-	-6	-7	17	-5
002314.SZ 南山控股	29.6	1.05	130	-	38	-	-	-	2	10	54	-17
港股房企												
0960.HK 龙湖集团	5.1	0.98	281	40%	335	16%	671	14	3	-36	136	-8
3990.HK 美的置业	3.6	0.46	150	6%	-	-	-	-	-8	-32	107	-13
0123.HK 越秀地产	11	0.72	224	164%	524	42%	1162	7	-1	43	45	18
3900.HK 绿城中国	7.0	0.62	249	17%	591	28%	1036	8	47	22	71	-25
0688.HK 中国海外发展	5.1	0.52	405	50%	872	29%	1787	3	16	16	37	-9
1109.HK 华润置地	7.3	0.98	402	61%	1066	35%	2394	2	27	-1	38	-3
0884.HK 旭辉控股集团	1.5	0.17	128	-23%	78	6%	174	48	3	-82	115	-34
1908.HK 建发国际集团	10.1	3.30	246	26%	692	41%	909	10	30	32	56	33
2007.HK 碧桂园	4.2	0.27	562	-39%	94	2%	186	44	-6	-73	194	-27

www.swsc.com.cn

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2023.3.9）

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，12月单月销售大幅增长42%，累计同比跌幅收窄至-15%，规模央企第一，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。

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

公司销售签约金额



公司新增容积率面积



公司国内在建及待开发面积



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年排名居于第7位，累计同比跌幅收窄至-23%，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。

公司2022-2024年盈利预测

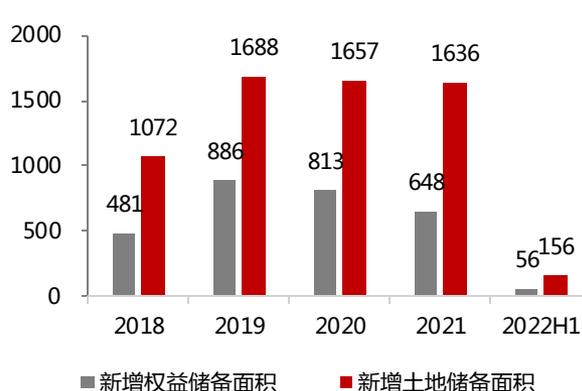
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	99232	97256	112605	127333
增长率	18.16%	-1.99%	15.78%	13.08%
归属母公司净利润 (百万元)	9410	9658	10635	11425
增长率	-9.50%	2.65%	10.12%	7.42%
每股收益EPS (元)	2.08	2.14	2.36	2.53
净资产收益率ROE	11.75%	10.90%	10.83%	10.53%
PE	5.3	5.1	4.7	4.3
PB	0.45	0.41	0.37	0.33

数据来源: wind, 西南证券

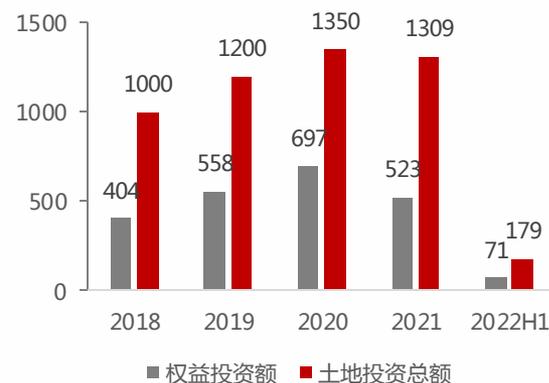
公司营业收入



公司新增土储面积 (万方)



公司拿地金额 (亿元)



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12月单月同比维持正增长40%，全年降幅收窄至-9%，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。

公司2022-2024年盈利预测

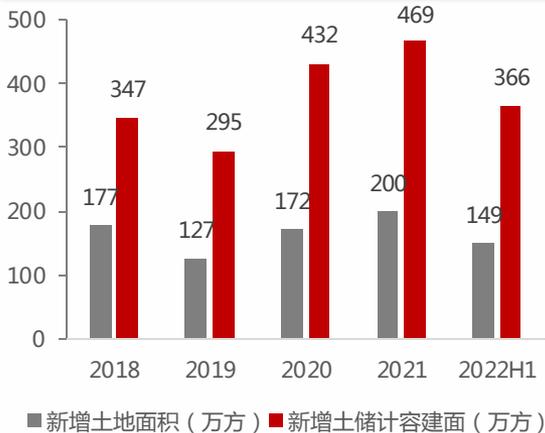
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	37976	45132	58649	70363
增长率	32.80%	18.84%	29.95%	19.97%
归属母公司净利润(百万元)	3027	3660	4298	4985
增长率	30.06%	20.91%	17.42%	15.98%
每股收益EPS(元)	0.97	1.18	1.38	1.60
净资产收益率ROE	13.16%	13.33%	13.67%	13.82%
PE	9.83	8.13	6.92	5.97
PB	0.80	0.70	0.61	0.54

数据来源: wind, 西南证券

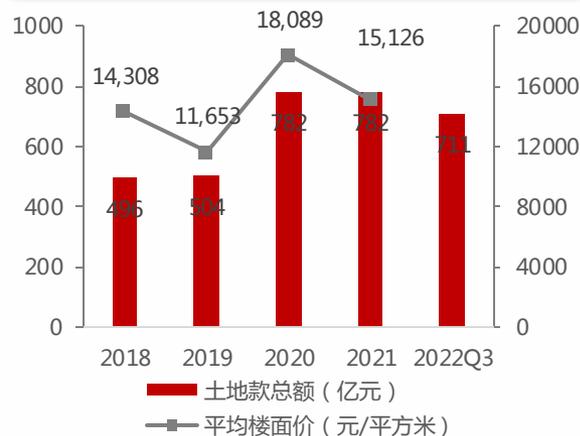
公司合同销售金额



公司新增土储面积



公司土地款总额



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) 建发房产12月销售额同比增长10%，全年降幅收窄至0%，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。

公司2022-2024年盈利预测

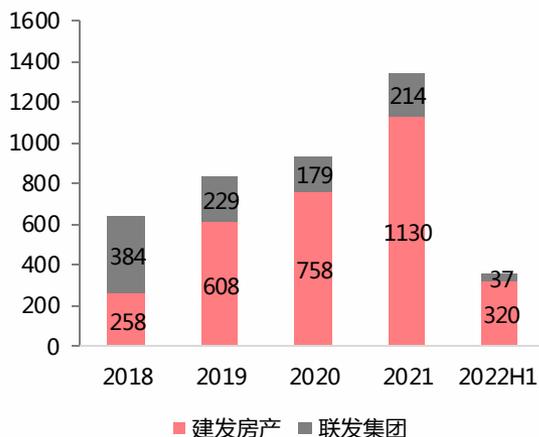
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	707844	798564	887512	961195
增长率	63.49%	12.82%	11.14%	8.30%
归属母公司净利润（百万元）	6098	6557	7304	8075
增长率	35.40%	7.53%	11.39%	10.57%
每股收益EPS（元）	2.03	2.18	2.43	2.69
净资产收益率ROE	8.01%	8.82%	8.74%	8.76%
PE	7.2	6.7	6.0	5.5
PB	0.32	0.31	0.29	0.26

数据来源：wind，西南证券

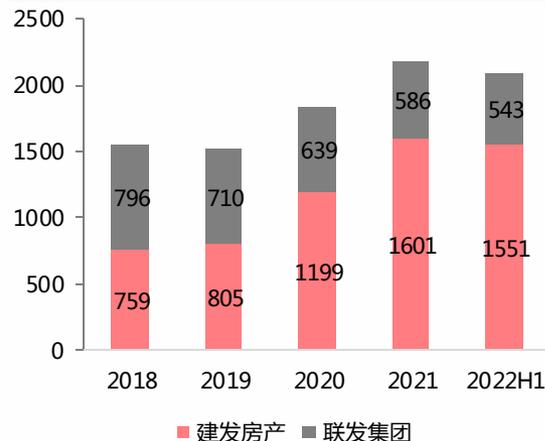
公司合同销售金额



公司新增计容建筑面积（万平）



公司权益土地储备面积（万平）



www.swsc.com.cn

数据来源：wind，西南证券整理

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年销售额累计同比降幅收窄至-1%，恢复优于行整体水平，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。

公司2022-2024年盈利预测

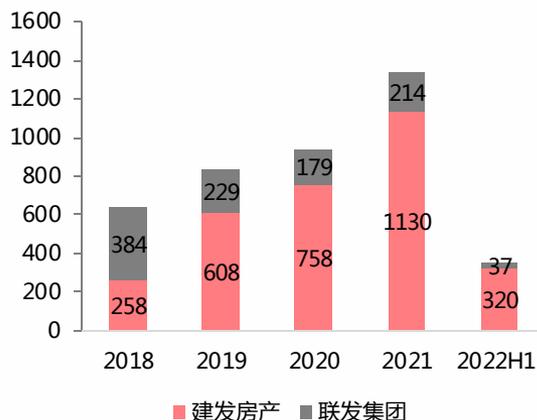
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	51241	60253	67998	74798
增长率	0.46%	17.59%	12.86%	10.00%
归属母公司净利润（百万元）	3195	3502	3854	4219
增长率	10.09%	9.62%	10.05%	9.46%
每股收益EPS（元）	1.51	1.65	1.82	1.99
净资产收益率ROE	4.88%	5.07%	5.33%	5.57%
PE	6.7	6.1	5.6	5.1
PB	0.22	0.21	0.20	0.19

数据来源：wind，西南证券

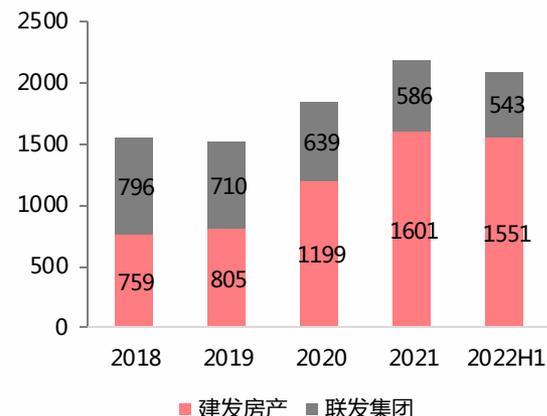
公司在运营和规划在建仓储面积



公司新增计容建筑面积（万平）



公司权益土地储备面积（万平）



万科A (000002) : 坚持稳健经营, 多元业务促增长

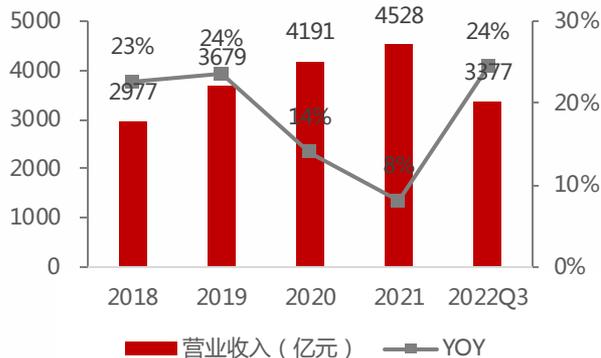
- 投资逻辑** : 1) 业绩表现平稳, 2022销售保持行业前3, 12月销售降幅收窄至-6%。2) 融资优势显著, 2022年前三季度新增融资的平均融资成本为3.7%, 存量融资的综合融资成本4.0%, 三道红线长期处于绿档。3) 多元业务促增长, 前三季度物流仓储营收同比+42.7%, 租赁住宅运营管理约21.5万间, 万物云发展稳健并成功上市。
- 业绩预测与投资建议** : 预计公司2022-2024年归母净利润复合增速为5.2%, 考虑到公司深度挖掘行业管理红利, 非房地产业务行业领先, 维持“买入”评级。
- 风险提示** : 竣工交付低于预期, 销售及回款不及预期, 多元拓展不及预期。

公司2022-2024年盈利预测

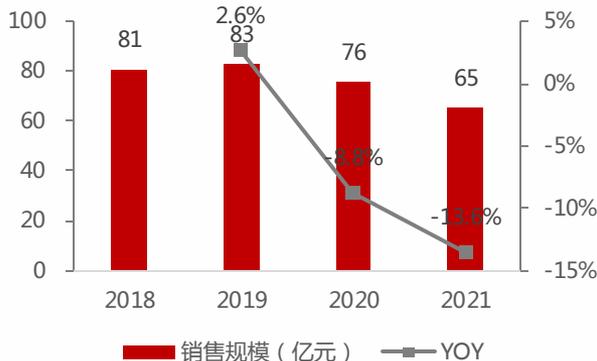
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	452798	549226	584558	607153
增长率	8.04%	21.30%	6.43%	3.87%
归属母公司净利润 (百万元)	22524	24308	25433	26231
增长率	-45.75%	7.92%	4.63%	3.13%
每股收益EPS (元)	1.94	2.09	2.19	2.26
净资产收益率ROE	9.69%	9.10%	8.99%	8.57%
PE	7	6.9	6.6	6.4
PB	0.42	0.39	0.36	0.34

数据来源: wind, 西南证券

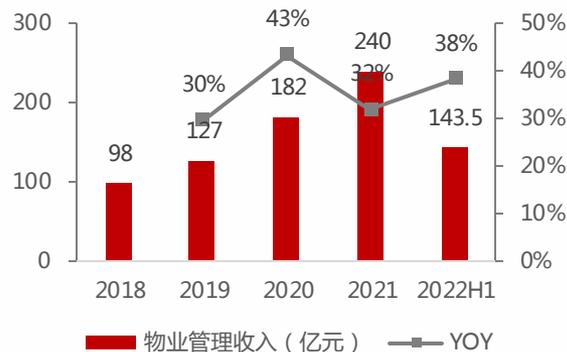
公司营业收入



公司单个城市销售规模 (亿元)



公司物业管理收入 (亿元)



招商蛇口 (001979) : 拿地聚焦核心城市, 销售排名逆势提升

- 投资逻辑** : 1) 销售规模稳步增长, 排名逆势提升至第6位, 2022年累计销售同比收窄至-10%, 恢复优于行业整体水平。2) 低成本融资优势突出, 公司三道红线持续达标, 融资成本不断下降, 维持行业低位, 综合融资成本由2018年的4.9%降至2022H1的4.1%。3) 土储资源丰富, 2022年公司新增土地货值1467亿元, 行业排名第6位。
- 业绩预测与投资建议** : 预计2022-2024年公司归母净利润复合增速为3.02%。考虑公司销售表现较为稳健, 土储充足且结构优质, 给予“持有”评级。
- 风险提示** : 竣工交付不及预期、销售及回款不及预期、政策调控风险。

公司2022-2024年盈利预测

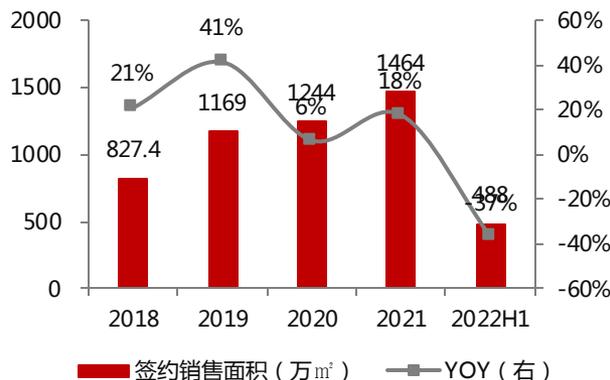
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	160643	174169	191610	209309
增长率	23.93%	8.42%	10.01%	9.24%
归属母公司净利润 (百万元)	10372	9612	10519	11339
增长率	-15.35%	-7.33%	9.44%	7.80%
每股收益EPS (元)	1.34	1.24	1.36	1.47
净资产收益率ROE	5.49%	4.94%	5.20%	5.38%
PE	11	11.8	10.8	10.0
PB	0.41	0.40	0.39	0.37

数据来源: wind, 西南证券

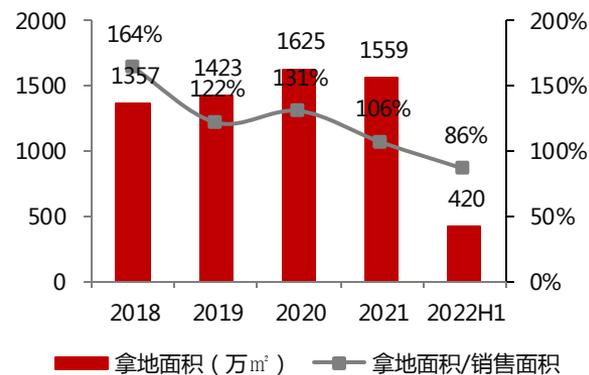
公司营业收入



公司签约销售面积 (万方)



公司拿地面积及售比 (亿元)



新城控股 (601155) : 开发商业双轮驱动, 财务稳健信用筑底

- 投资逻辑**：1) 民企融资渠道持续打开，政策端持续加码，公司获150亿元储架式注册发行，流动性改善。2) 土储资源充裕，截至2022H1公司总土地储备1.3亿方，对2021年销售面积的覆盖倍数为5.6倍，可满足未来几年的开发需求。3) 双轮驱动优势显现，2022H1商业运营总收入47.2亿元，同比增长19.8%。已开业及委托管理吾悦广场达131座，数量位居行业前列。
- 业绩预测与投资建议**：预计公司2022-2024年归母净利润增速分别为-17.8%/8.3%/8.0%。考虑公司双轮驱动优势明显，信用进一步修复，流动性压力有望缓解，给予“持有”评级。
- 风险提示**：商业勾地过度竞争；公司销售额下滑；低线城市租金水平不稳定。

公司2022-2024年盈利预测

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	168232	122789	130813	142061
增长率	15.64%	-27.01%	6.54%	8.60%
归属母公司净利润 (百万元)	12598	10357	11216	12116
增长率	-17.42%	-17.79%	8.29%	8.02%
每股收益EPS (元)	5.57	4.58	4.96	5.36
净资产收益率ROE	14.17%	11.00%	10.94%	10.86%
PE	4	4.4	4.1	3.8
PB	0.47	0.44	0.41	0.37

数据来源: wind, 西南证券

公司营业收入



公司吾悦广场开业面积 (万方)



租赁物业出租率



南山控股 (002314) : 仓储物流稳健发展, 地产销售短期承压

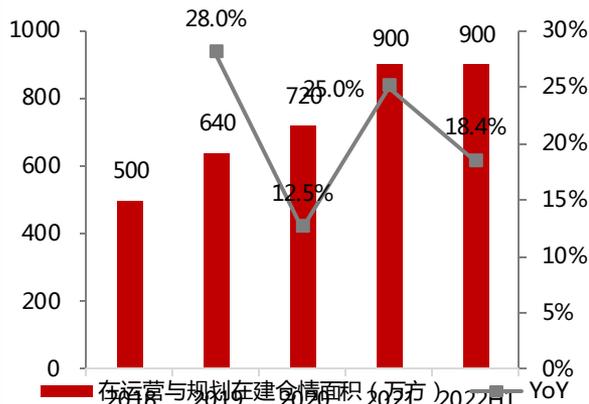
- 投资逻辑**：1) 高端仓储行业领先, 物流园区运营成熟, 布局全国稳中求进, 2022H1年末运营、管理和规划在建(含待建项目)仓储面积达900万平方米。2) 销售金额高速增长, 2022H1全口径销售金额为53亿元, 同比下降20.8%, 拿地积极土储充沛, 背靠南山资源优质。3) 增发收购布局新能源产业, 积极开发光伏业务, 自有屋顶资源可实现近1GW装机量, 打造营收增长新窗口。
- 业绩预测与投资建议**：预计公司2022-2024年归母净利润复合增速为3.6%, 考虑公司土储充足, 仓储物流业务规模持续增长, 维持“持有”评级。
- 风险提示**：竣工交付低于预期、拿地和销售回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

公司2022-2024年盈利预测

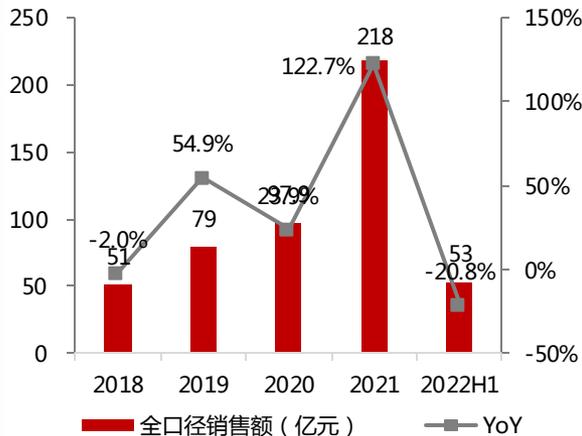
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	11180	10467	13113	14454
增长率	-0.46%	-6.38%	25.28%	10.23%
归属母公司净利润(百万元)	976	1263	994	1086
增长率	-24.97%	29.41%	-21.28%	9.22%
每股收益EPS(元)	0.36	0.47	0.37	0.40
净资产收益率ROE	5.32%	6.66%	5.06%	5.30%
PE	12.3	9.5	12.1	11.1
PB	0.68	0.65	0.62	0.60

数据来源: wind, 西南证券

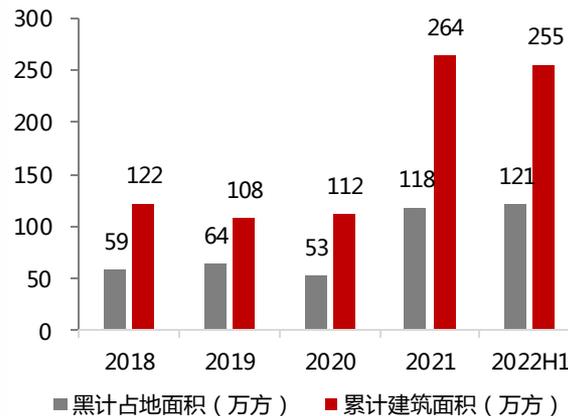
公司在运营和规划在建仓储面积



公司全口径销售金额



公司土储面积



www.swsc.com.cn

数据来源: wind, 西南证券整理

华润置地 (1109.HK) : 核心净利润逆势增长, 轻资产业务韧性凸显

- 投资逻辑:** 1) 销售表现稳健, 2022年累计销售同比收窄至-5%, 恢复优于行业整体水平。2) 聚焦高能级城市土储优质, 2022年新增货值2394亿元, 行业位居第2位, 85%位于一二线高能级城市。3) 商业运营业绩韧性强, 物业管理成新增长点。2022H1旗下购物中心零售额达541亿元(+7.0%), 新开张6家购物中心, 平均出租率达88.6%, 2022H1华润万象生活实现营业收入52.8亿元(+31.5%)。
- 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7.5%, 考虑公司商业项目快速拓展, 运营能力行业领先, 且住宅开发仍然保持稳健增长, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 商业拓展不及预期; 地产销售回款不及预期; 项目结算不及预期等。

公司2022-2024年盈利预测

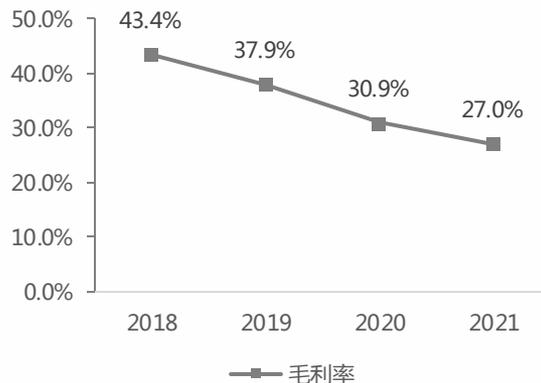
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	212827	225809	254750	282995
增长率	17.93%	6.10%	12.82%	11.09%
归属母公司净利润(百万元)	32401	32921	36727	40274
增长率	8.69%	1.61%	11.56%	9.66%
每股收益EPS(元)	4.54	4.62	5.15	5.65
净资产收益率ROE	14.30%	12.73%	12.48%	12.07%
PE	6.33	6.13	5.49	5.01
PB	0.70	0.61	0.54	0.49

数据来源: wind, 西南证券

公司营业收入



公司毛利率



公司签约金额 (亿元)



中国海外发展 (0688.HK) : 城市深耕稳定投资, 财务稳健利润之王

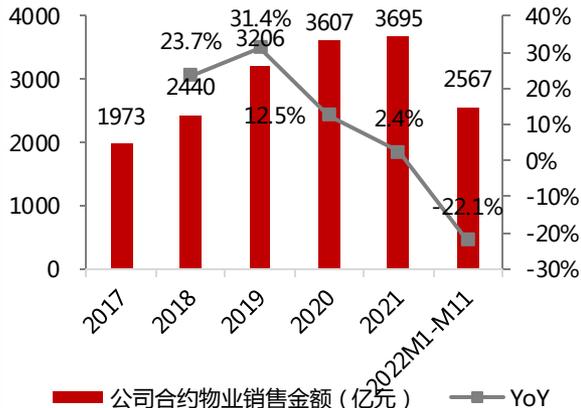
- 投资逻辑** : 1) 公司合约销售金额稳健增长, 2022年为2955亿元, 销售额排名保持第5位, 持续推行“蓝海战略”以多元化多管道获取优质土地, 土储充足, 2022年11月新增土地货值排名第3位, 利润率行业较高水平。2) 财务状况稳健, 三道红线保持在绿档, 加权平均融资成本3.55%, 保持行业领先。3) 依托商业项目经营构建生态型城市综合运营体系, 为企业长期稳定收益提供支持, 平衡风险, 提升全链条竞争力。
- 业绩预测与投资建议** : 预计公司2022-2024年归母净利润复合增速为4.8%, 综合考虑公司销售增长稳健, 土储资源优质, 融资成本行业领先, 维持“买入”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。

公司2022-2024年盈利预测

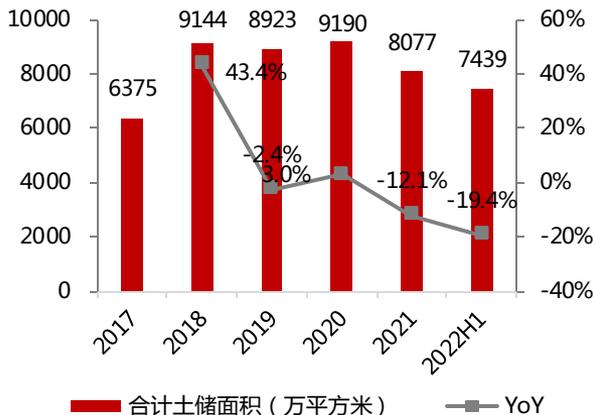
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	242536	249859	265107	278574
增长率	29.6%	3.0%	6.1%	5.1%
归属母公司净利润 (百万元)	40155	41651	43982	46224
增长率	-8.5%	3.7%	5.6%	5.1%
每股收益EPS (元)	3.67	3.81	4.02	4.22
净资产收益率ROE	11.69%	10.81%	10.25%	9.72%
PE	4.53	5.00	4.74	4.51
PB	0.53	0.54	0.49	0.44

数据来源: wind, 西南证券

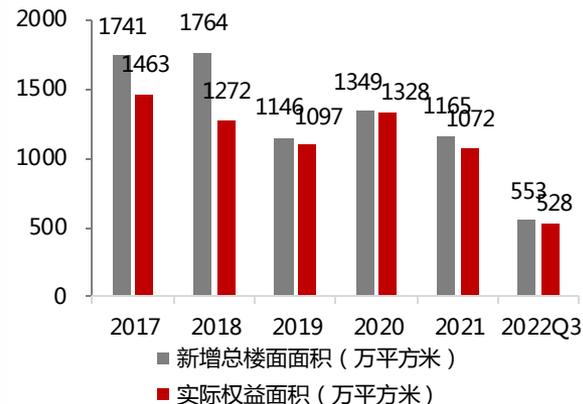
公司合约物业销售金额



公司合计土储面积



公司新增楼面与实际权益面积



www.swsc.com.cn

数据来源: wind, 西南证券整理

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公司实现营业收入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。

公司2022-2024年盈利预测

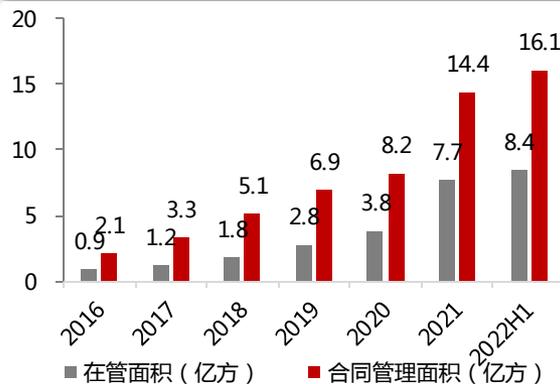
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	28843	42756	59041	78854
增长率	84.8%	48.2%	38.1%	33.6%
归属母公司净利润 (百万元)	4033	5238	6735	8567
增长率	50.2%	29.9%	28.6%	27.2%
每股收益EPS (元)	1.20	1.55	2.00	2.54
净资产收益率ROE	11.15%	12.64%	13.99%	15.10%
PE	35.08	11.55	8.99	7.06
PB	3.69	1.38	1.19	1.01

数据来源: wind, 西南证券

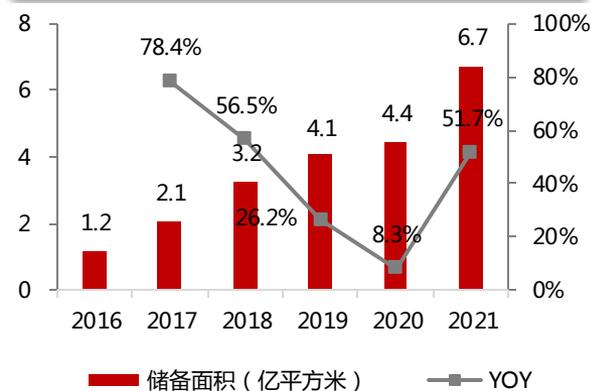
公司营业收入



公司合计土储面积



公司储备面积



www.swsc.com.cn

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

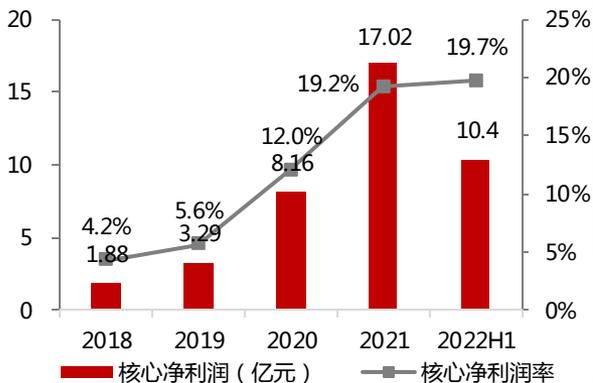
- 投资逻辑**：1) 盈利能力大幅提升，2022H1公司实现核心利润10.4亿元 (+33.5%)，基于运营效率提升和成本管控，2022H1公司毛利润率相较2021年底提升0.6pp至31.7%。2) 住宅物业规模提升，2022H1公司在管建筑面积2.5亿平，客户满意度高，2021年公司收缴率提升至94.4%，合同续约率98.7%。3) 商业管理龙头傲立，极具稀缺性，2021年公司购物中心在营数增至71个 (2022H1增至74个)，已开业建筑面积760万平，同比增长18.8%，平均出租率96.9%，54个项目零售额排名当地市场TOP3，8个在营重奢购物中心排名行业TOP1。
- 业绩预测与投资建议**：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，增值服务发展不及预期等。

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

数据来源: wind, 西南证券

公司核心净利润及利润率



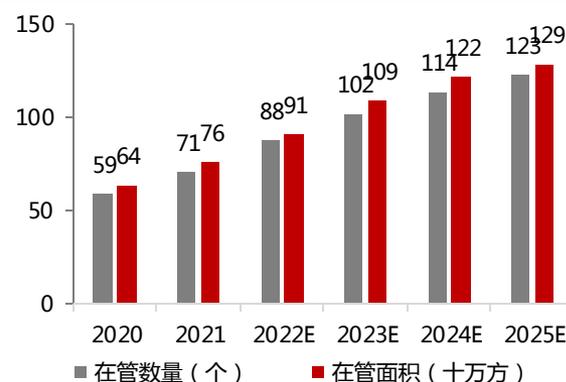
www.swsc.com.cn

数据来源: wind, 西南证券整理

公司总在管建筑面积



公司购物中心规模





西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

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	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	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	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
北京	卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	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
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@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
广深	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龔	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