



房地产产业链跟踪点评：复苏 产业链弹性好于开发商



我们预计地产基本面在 2022 年 3 月迎来新起点，建议优选产业链公司。我们推荐细分领域景气度高，和开发企业盈利关联性低（占开发企业成本比例低，或重要性很高不可或缺），产品和综合服务具备竞争力，品牌具备影响力，应收款管理能力突出的产业链公司。

政策关注房地产业健康发展和良性循环，预计基本面在 2022 年 3 月迎来新起点。

我们认为，在政策支持满足购房者合理住房需求背景下，按揭贷款投放将持续加速，更多企业可以得到境内债券市场融资机会。房地产行业金融风险外溢将告一段落，大多数公司将可以和经营管理混乱，盲目多元化的恒大区分。由此出发，我们预计 2022 年全年商品房销售额前低后高，全年小幅下降 6%；预计房地产开发投资增速逐渐恢复，全年增长 1%以上。

开发企业具备反弹空间，但弹性整体不足。虽然地产政策有边际改善，但开发企业弹性却整体不足。历史上看，开发企业的弹性主要来自房价上涨带来的盈利提升弹性，市场集中度提升带来的规模经济弹性。我们认为，虽然销售有望在明年 3 月恢复，但政策（主要只在金融领域）松紧适度和房住不炒的主基调不变，意味着开发企业缺乏价格弹性。我们预计，大多数开发企业市场一致预期的盈利预测有下调空间，个别公司甚至有很大的下调空间。土地出让日益非标和信用修复旷日持久，大公司下沉管理越来越难，我们预计产业集中度提升趋势已经逆转，TOP20 企业市占率逐年下降。而且，当前个别全国性民营地产企业资金紧张问题尚未明显缓解，部

分企业港股低价配售募资已经说明，开发企业先要保证债券兑付，再考虑发展问题。蓝筹国企的历史累积反弹幅度也已经不小。

我们认为，产业链弹性明显好于开发弹性。产业链公司可能是这轮复苏的主要受益者。稳住建设开发和交付的规模，意味着建筑工程和材料的总需求好于市场此前预期。2022 年财政政策预计更加积极主动，对冲房地产市场下行，也增加了相关产品和服务的需求。避免金融风险外溢，意味着产业链企业的坏账总体上进入可控范围（但仍会长期存在），也意味着一部分开发企业持股的产业链公司，被迫的股东减持高潮也会过去。开发企业优胜劣汰，产业集中度开始下降，则意味着服务商和供应商的话语权有所提升。更重要的是，一场大考过后，产品具备竞争力，品牌具备影响力的企业竞争优势更为明显，产业链各细分领域的市场集中度提升可能加速。

交易服务：我们预计销售恢复明显早于地产企业信用复苏，贝壳不存在盈利能力下降的问题和应收款问题累积问题，业务层面弹性不小。

消费建材：主逻辑是集中度提升而非总量，预计龙头企业在行业需求偏弱时仍能实现收入端不错的增长，但是对于需求的悲观预期对行业估值产生了较大的负面影响，而若开发投资增长好于市场预期，预计主要企业会有更好的增长弹性，加上成本端压力有望缓解，预计主要公司会迎来估值和盈利的双升。

玻璃：政策引导房地产业良性循环，预计后续在建项目交付更为顺畅，我们对明年竣工预期不悲观，供给端新增产能非常有限。短期看浮法玻璃

库存连续下降，期货及现货价格回升，拐点显现，行业已过至暗时刻。

水泥：短期行业需求偏弱，但良好的竞争格局利于维持行业盈利的稳定性，当前估值已体现对明年盈利下滑的悲观预期，有修复空间。

物业管理：稳定的增值服务发展和市场直拓，加之并购扩张，我们预计主要物管上市公司业绩将超预期。但部分房地产公司资金紧张，有的依托物业管理平台股权融资去杠杆，令人担心部分公司的治理和独立性；有的减持物业管理公司股票回收资金，增加了市场股票供给。还有的开发企业采取“买房送物业费”等做法，侵占关联物业管理利益，毁损物管公司价值。我们认为未来这一问题不会继续扩散，优秀物业管理公司市值有较大上升空间。

家居：短期有望迎来估值修复，但持续性仍需观察。前期压制板块估值的原因包括：1) 地产调控趋严引发的需求预期下行；2) 基数影响下的基本面增速放缓。地产政策边际改善后，我们认为第一个压制因素有望缓解，推动板块估值修复，但也须注意政策基调仍是维稳，而非大力刺激，并且考虑到近期地产交付数据仍在较弱区间运行，我们判断家居公司基本

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_30815

