

地产杂谈系列之四十五

结算业绩持续承压，国企民企结构分化

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】行业点评*房地产*政策支持基调未改，推动建立房地产业发展新模式*强于大市20230429

【平安证券】行业点评*房地产*全面实现不动产统一登记，更好促进房地产平稳运行*强于大市20230425

【平安证券】行业动态跟踪报告*房地产*从新房供应结构变迁看二手房复苏*强于大市20230411

证券分析师

杨侃

投资咨询资格编号

S1060514080002

BQV514

YANGKAN034@pingan.com.cn

郑茜文

投资咨询资格编号

S1060520090003

ZHENGXIWEN239@pingan.com.cn



平安观点：

- **利润规模萎缩，毛利率持续探底。**受行业景气度下行、毛利率探底、减值计提等冲击，2022年15家A+H上市典型房企整体营收同比下降0.1%，归母净利润同比下降37.5%，降幅较2021年扩大26.3个百分点。2022年15家上市房企整体毛利率18.4%，同比下降3.9个百分点，考虑高价地结转、滞重库存清理等因素仍在，短期结算端毛利率难以迅速反弹；销管费用率5.1%，同比下降0.4个百分点，房地产由高速增长向高质量发展转变过程中，销管费用率有望持续改善。2022年末15家上市房企业绩保障度（期末合同负债/过去一年营业收入）111.9%，收入结转仍有保障，但考虑短期结算毛利率仍可能处于探底通道，将持续对利润端产生负面影响。分板块来看，央国企营收同比增长5.4%，归母净利润同比下降25.8%，毛利率降幅可控（同比降3.1pct），整体业绩相对较好。
- **销售规模下台阶，拿地聚焦核心区域。**2022年15家上市房企销售额同比下降23.1%。2023年初全国楼市明显复苏，后续随着经济及收入预期改观、政策持续发力，居民购房意愿增强有望带动销售持续改善。2022年15家上市房企平均拿地销售面积比56%、拿地销售金额比38%，仍处于土储净消耗状态。拿地销售金额比与2021年基本相当，同比降幅（1pct）显著低于拿地销售面积比（24pct），反映房企在谨慎取货过程中，持续向高地价的核心城市聚焦。基于购房者较高信任度，2022年央国企销售表现相对较好，销售额同比下降17.3%，降幅小于民企（-33.3%）。同时得益于资金优势，央国企土储获取更加积极，2022年平均拿地销售金额比41%，高于民企（27%）。
- **在手现金承受压力，资源向央国企集中。**2022年末15家上市房企整体在手现金1.1万亿元，同比下降7.7%，处近三年低位。其中央国企在手现金降幅（-3.2%）远低于民企（-18.1%），同时央国企融资成本普遍更低，反映其在销售、融资端更大优势。“三条红线”方面，央国企、民企均维持绿档，但受现金规模收缩、短债规模提升影响，民企现金短债比同比下降60个百分点至149.4%，指标弱化程度更为明显。
- **投资建议：**2022年典型房企结算业绩同比下滑，毛利率持续探底，减值计提增加，现金流承受压力。结构上，央国企业绩表现相对较好，销售融资更具优势，拿地相对积极。2023年初全国楼市明显复苏，后续随着预期改观、政策持续发力，居民购房意愿增强有望带动销售持续改善。个股投资方面，我们认为行业调整期，土储质量和资金获取能力是房企实现稳健经营及持续扩张的基础，建议关注积极拿地改善资产质量、融资及销售占优的强信用房企越秀地产、招商蛇口、保利发展、中国海外发展、滨江集团、万科A、金地集团等；同时建议关注物业管理企业及产

业链机会，如保利物业、招商积余、东方雨虹、科顺股份、伟星新材、坚朗五金等。

- **风险提示：**1) 楼市复苏持续性不及预期风险；2) 房地产行业短期波动超出预期风险：若地市延续分化，多数房企新增土储规模不足，将对后续货量供应产生负面影响，进而影响行业销售、投资、开工、竣工等；3) 个别房企流动性问题发酵、连锁反应超出预期风险：若政策发力、楼市修复不及预期，资金压力较高企业仍可能出现债务违约/展期情形。

正文目录

一、归母净利萎缩，营收同比微降	5
二、毛利率持续探底，销管费用率延续改善	7
三、销售规模下台阶，拿地聚焦核心区域	9
四、在手现金承受压力，资源向央国企集中	12
五、投资建议	14
六、风险提示	14

图表目录

图表1 2022年15家上市房企营收同比下降0.1%	5
图表2 2022年15家上市房企归母净利润同比下降37.5%	5
图表3 2022年15家上市房企利润变动拆分	6
图表4 2022年15家上市房企少数股东损益占比提升	6
图表5 2022年末15家上市房企业绩保障度111.9%	7
图表6 2022年15家上市房企各子板块营收增速表现	7
图表7 2022年15家上市房企各子板块归母净利润增速表现	7
图表8 2022年15家上市房企毛利率延续回落	8
图表9 2022年15家上市房企销管费用率表现	8
图表10 2022年15家上市房企各子板块毛利率表现	9
图表11 2022年15家上市房企各子板块销管费用率表现	9
图表12 2022年15家上市房企销售额同比下降23.1%	10
图表13 部分房企2023年销售计划	10
图表14 2022年15家上市房企拿地销售面积比延续回落	10
图表15 15家上市房企拿地销售金额比走势	11
图表16 2022年15家上市房企分板块销售额增速	11
图表17 2022年15家上市房企分板块拿地销售金额比	11
图表18 15家上市房企“三条红线”情况	12
图表19 15家上市房企中央国企“三条红线”情况	12
图表20 15家上市房企中民企“三条红线”情况	13
图表21 2022年15家上市房企在手现金同比下降7.7%	13
图表22 2022年15家上市房企各子板块在手现金情况	13
图表23 央国企融资成本普遍低于民企	14

一、归母净利萎缩，营收同比微降

2022年15家A+H上市房企整体营收同比下降0.1%，归母净利润同比下降37.5%，降幅较2021年扩大26.3个百分点。其中15家上市房企中碧桂园出现亏损，将其剔除后，剩余14家房企整体归母净利润同比下降26.1%，降幅较2021年扩大16.8个百分点。

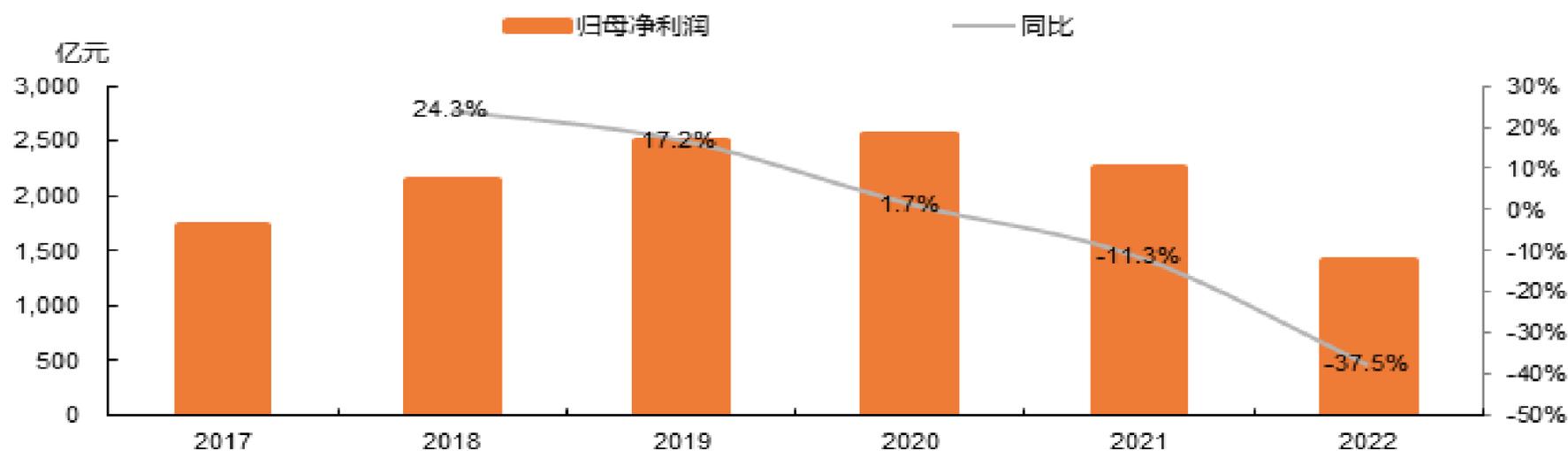
图表 1 2022年15家上市房企营收同比下降0.1%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 基于克而瑞2022年全口径销售金额榜单, 剔除已出险企业, 选取排名靠前的15家A+H房企, 分别为碧桂园、保利发展、万科A、华润置地、中国海外发展、招商蛇口、金地集团、绿城中国、龙湖集团、建发国际集团、中国金茂、滨江集团、越秀地产、华发股份、新城控股

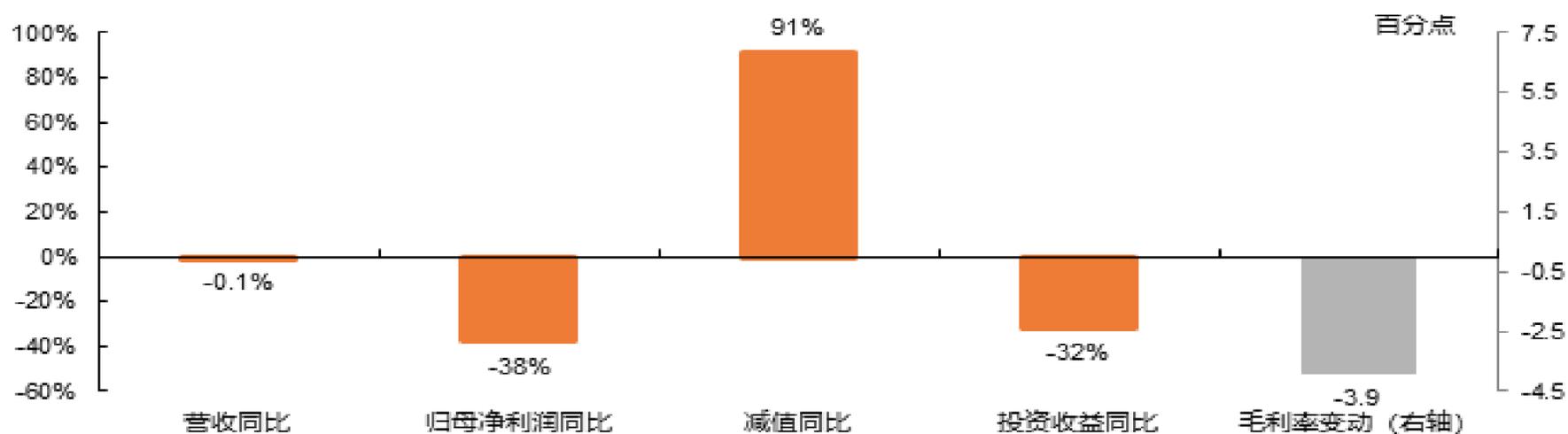
图表 2 2022年15家上市房企归母净利润同比下降37.5%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

从利润拆分来看, 2022年归母净利润增速低于营收主要源于: 1) 毛利率同比下降3.9个百分点至18.4%; 2) 减值损失同比增长91.4%至350亿元; 3) 对联营企业和合营企业的投资收益同比减少31.6%至268亿元。

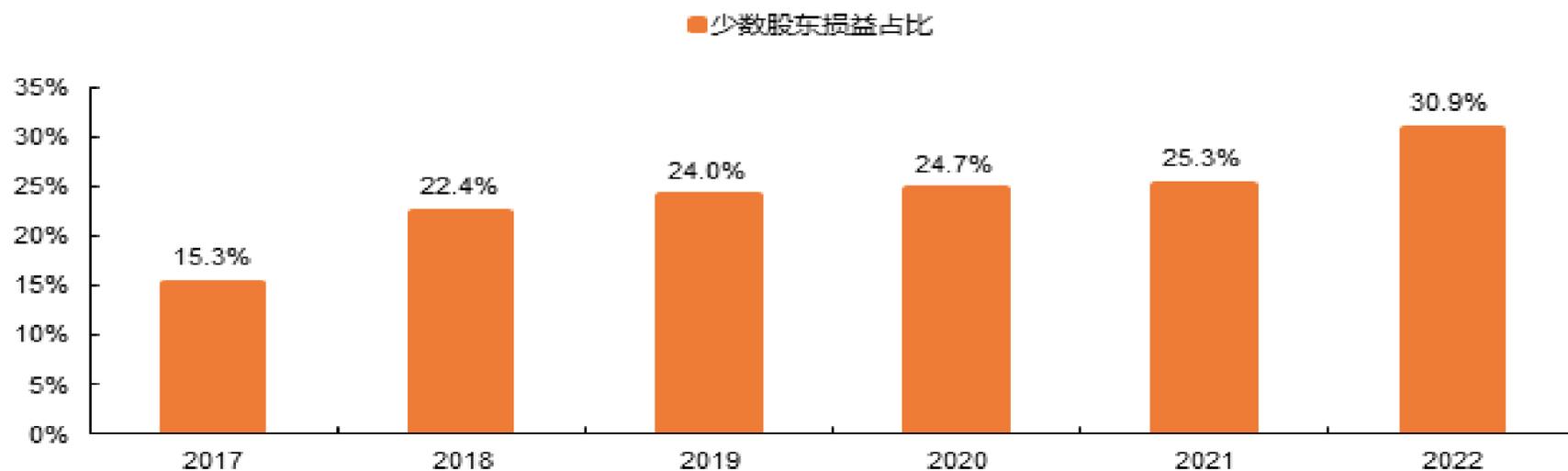
图表 3 2022年15家上市房企利润变动拆分



资料来源: Wind, 平安证券研究所

2022年15家上市房企整体少数股东损益占比同比提升5.6个百分点至30.9%。考虑各房企向核心城市核心区域聚集过程中合作开发现象仍旧存在, 后续少数股东损益占比料难大幅下行。

图表 4 2022年15家上市房企少数股东损益占比提升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

2022年末15家上市房企合同负债余额3.1万亿元, 较2021年末下降7.4%, 业绩保障度(期末合同负债/过去一年营业收入)111.9%, 短期收入结转仍有保障, 但受前期高地价、新房限价等因素影响, 短期结算毛利率难以迅速筑底反弹, 仍可能处于探底通道, 将持续对利润端产生负面影响。

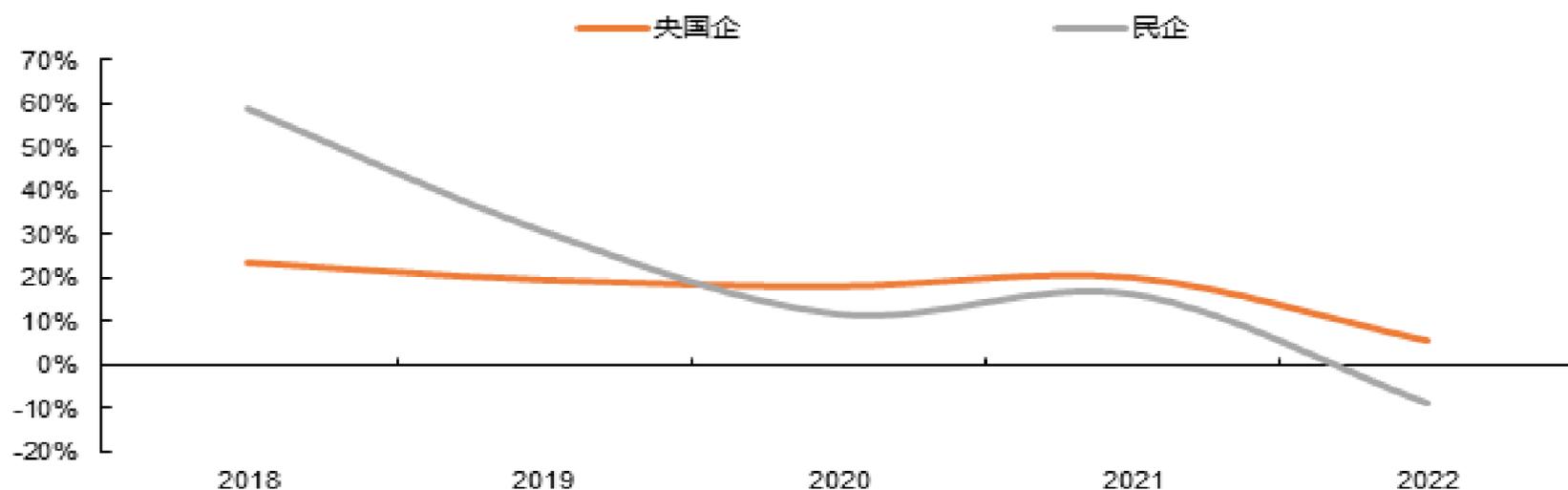
图表 5 2022年末15家上市房企业绩保障度111.9%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

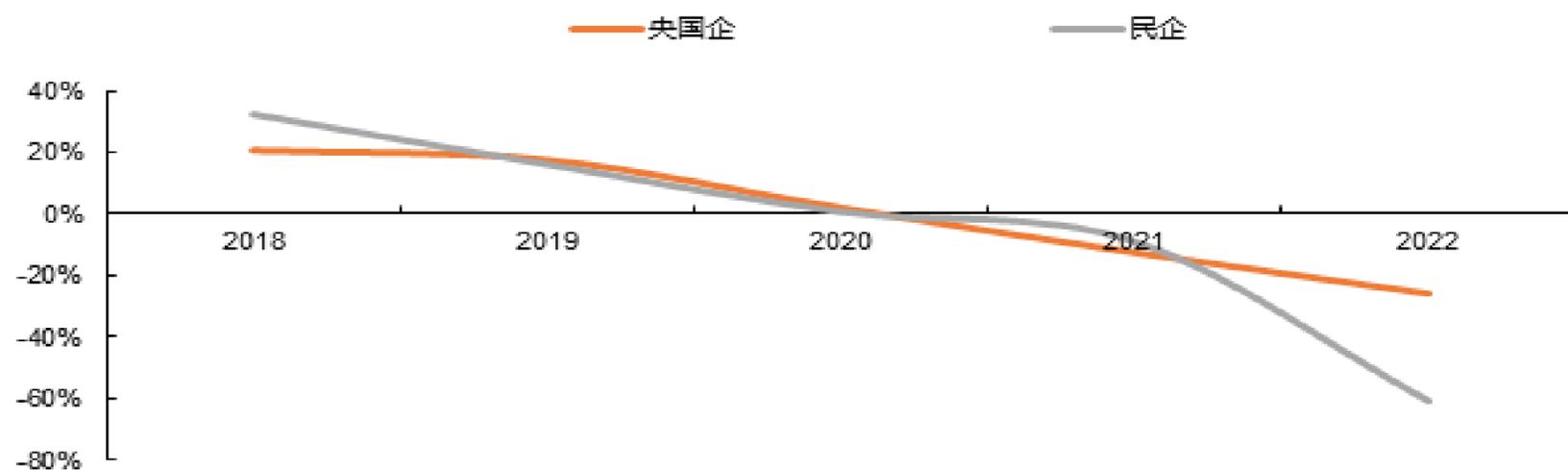
分公司来看, 2022年15家A+H上市房企中央国企整体营收维持正增长, 同比增长5.4%, 民企则同比下降8.9%。央国企归母净利润同比下降25.8%, 降幅较2021年扩大13.3个百分点; 民企归母净利润同比下降61%, 降幅较2021年扩大52.1个百分点。

图表 6 2022年15家上市房企各子板块营收增速表现



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 7 2022年15家上市房企各子板块归母净利润增速表现



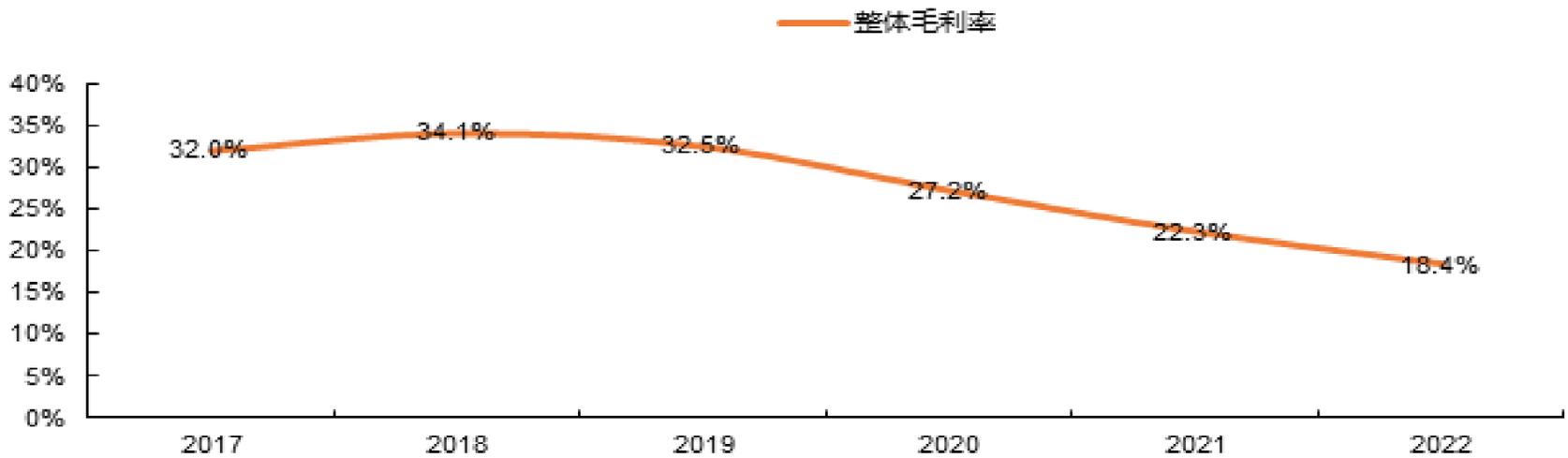
资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、毛利率持续探底, 销管费用率延续改善

2022年15家A+H上市房企整体毛利率18.4%，同比下降3.9个百分点，仍处于探底过程中。毛利率下滑主要源于前期地价高企、销售价格限制导致利润空间收窄，以及现有库存打折去化。考虑高价地结转、滞重库存清理等因素仍在，短期结算端毛利率难以迅速反弹；中期土拍规则放宽下获取地块将陆续进入结算，拿地端毛利率企稳有望带动结算端毛利率逐步改善。

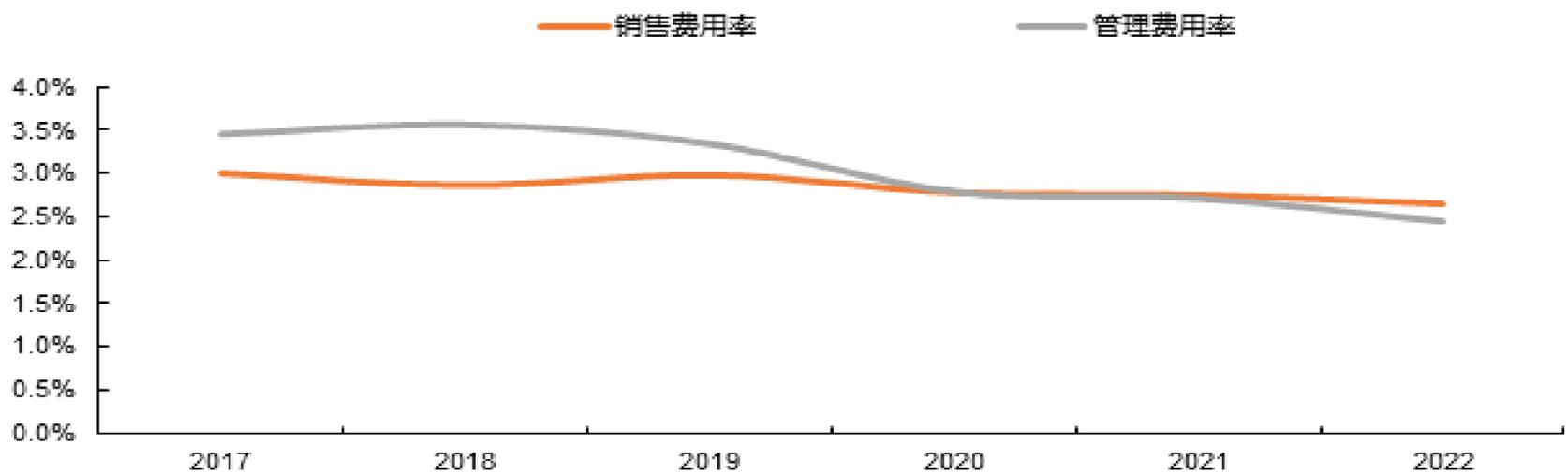
2022年15家上市房企销售费用率2.6%、管理费用率2.5%，同比下降0.1个、0.3个百分点，绝对规模维持历史较低水平。房地产由高速增长向高质量发展转变过程中，精益管理、精细化运营重要性凸显，各企业将更为注重成本费用管控，销管费用率亦有望持续改善。

图表 8 2022年15家上市房企毛利率延续回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

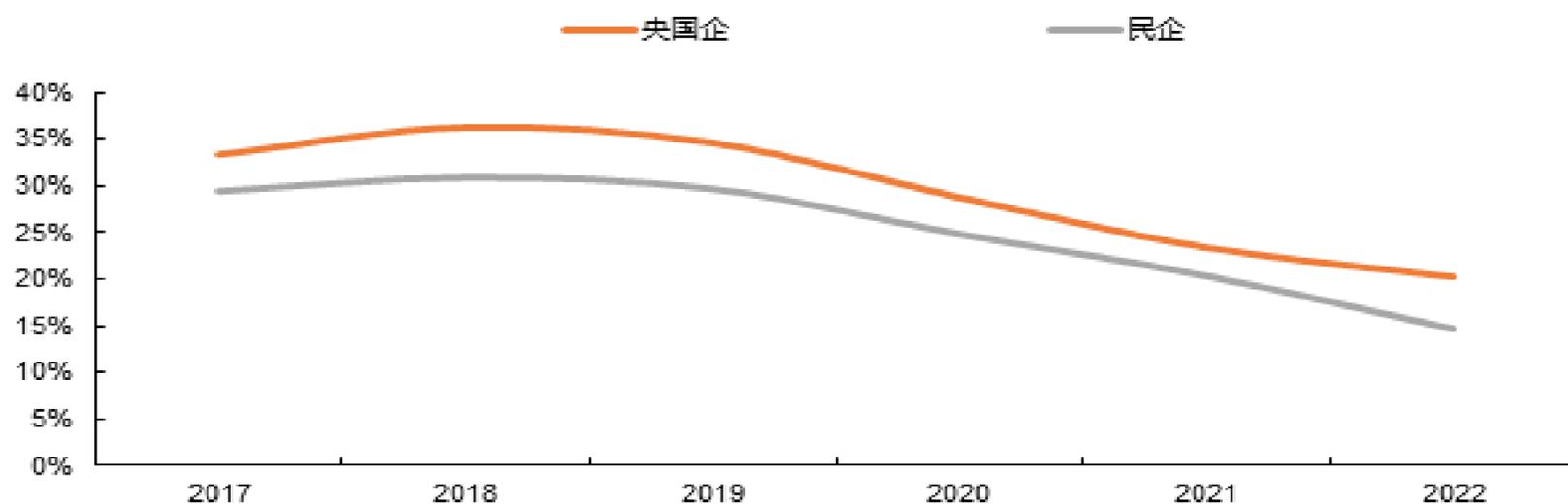
图表 9 2022年15家上市房企销管费用率表现



资料来源: Wind, 平安证券研究所

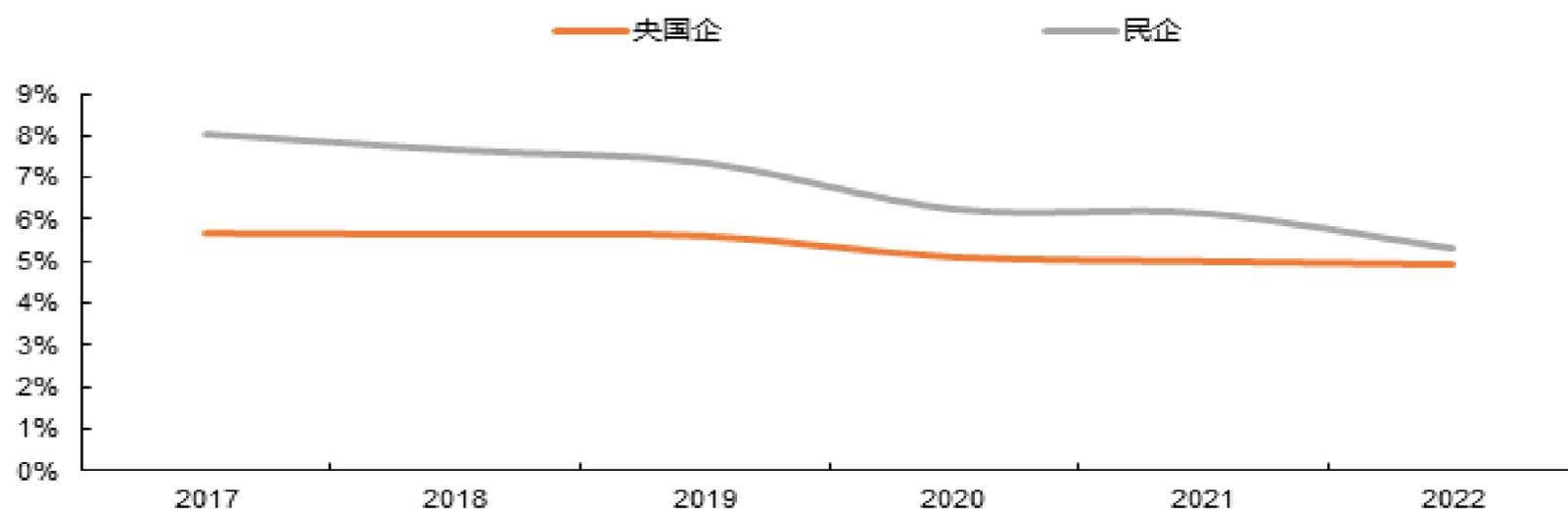
分公司来看，15家上市房企中央国企毛利率降幅相对可控，2022年同比下降3.1个百分点至20.3%，民企则同比下降5.6个百分点至14.7%。销管费用率方面，央国企同比下降0.1个百分点至5%，民企同比下降0.8个百分点至5.3%。

图表 10 2022年15家上市房企各子板块毛利率表现



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 11 2022年15家上市房企各子板块销管费用率表现



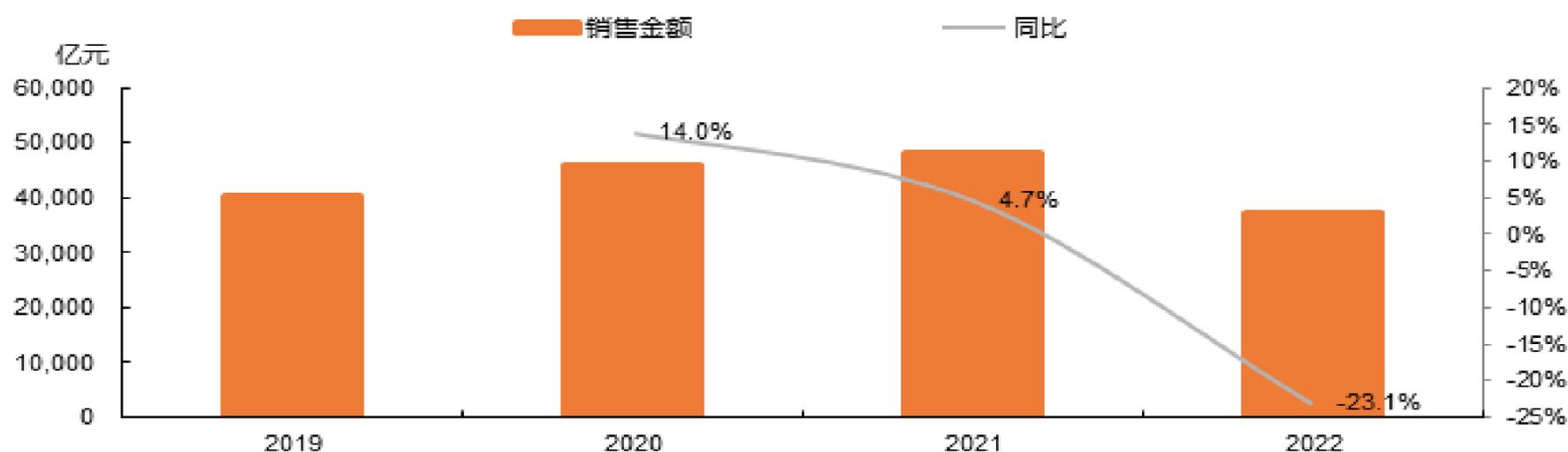
资料来源: Wind, 平安证券研究所

三、销售规模下台阶，拿地聚焦核心区域

2022年15家A+H上市房企累计销售3.7万亿元，同比下降23.1%。2023年初全国楼市明显复苏，1-3月全国商品房销售面积增速提升至-1.8%，销售额同比增长4.1%；部分房企基于充足货量及市场趋势研判，制定2023年销售同比增长计划。后续随着经济及收入预期改观、政策持续发力，居民购房意愿增强有望带动销售持续改善。

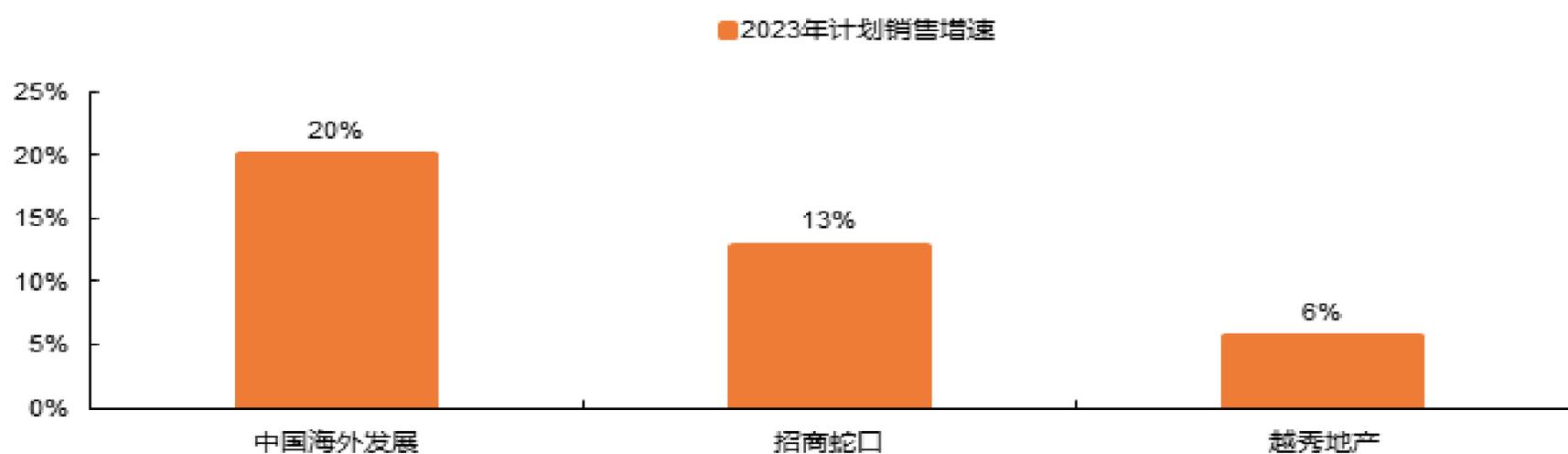
2022年15家上市房企拿地保持谨慎，全年平均拿地销售面积比56%、拿地销售金额比38%，仍处于土储净消耗状态。拿地销售金额比与2021年基本相当，同比仅下降1个百分点，降幅明显低于拿地销售面积比（24个百分点），反映房企在谨慎取货过程中，持续向高地价的核心城市聚焦。

图表 12 2022年15家上市房企销售额同比下降23.1%



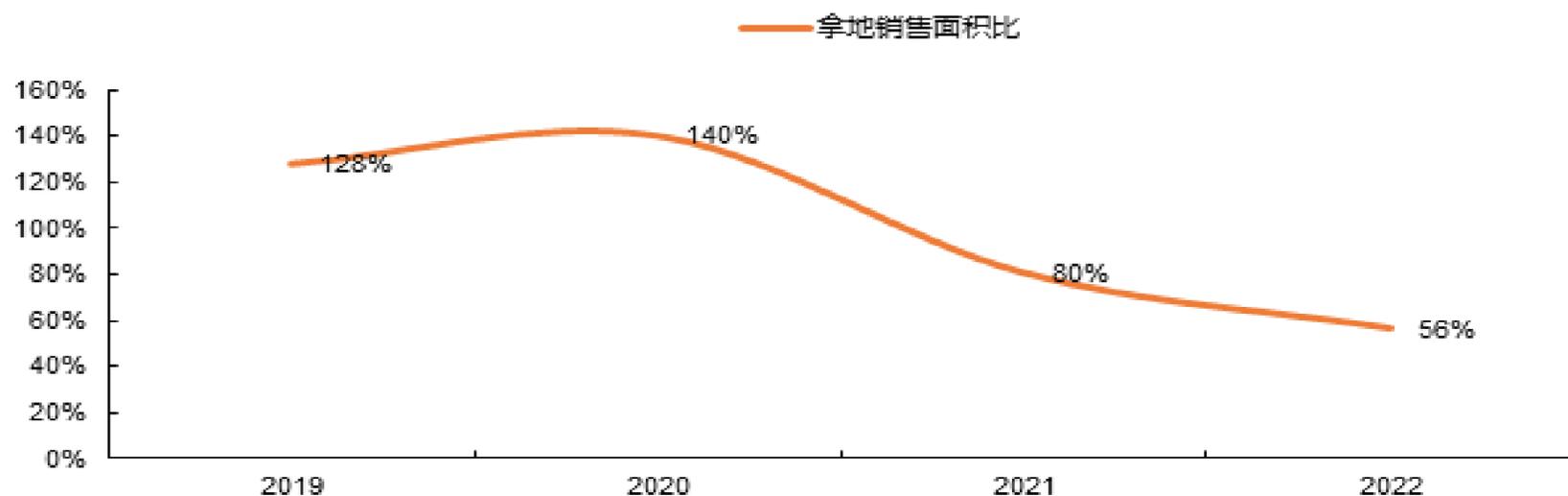
资料来源：克而瑞，平安证券研究所

图表 13 部分房企2023年销售计划



资料来源：公司业绩发布会，平安证券研究所

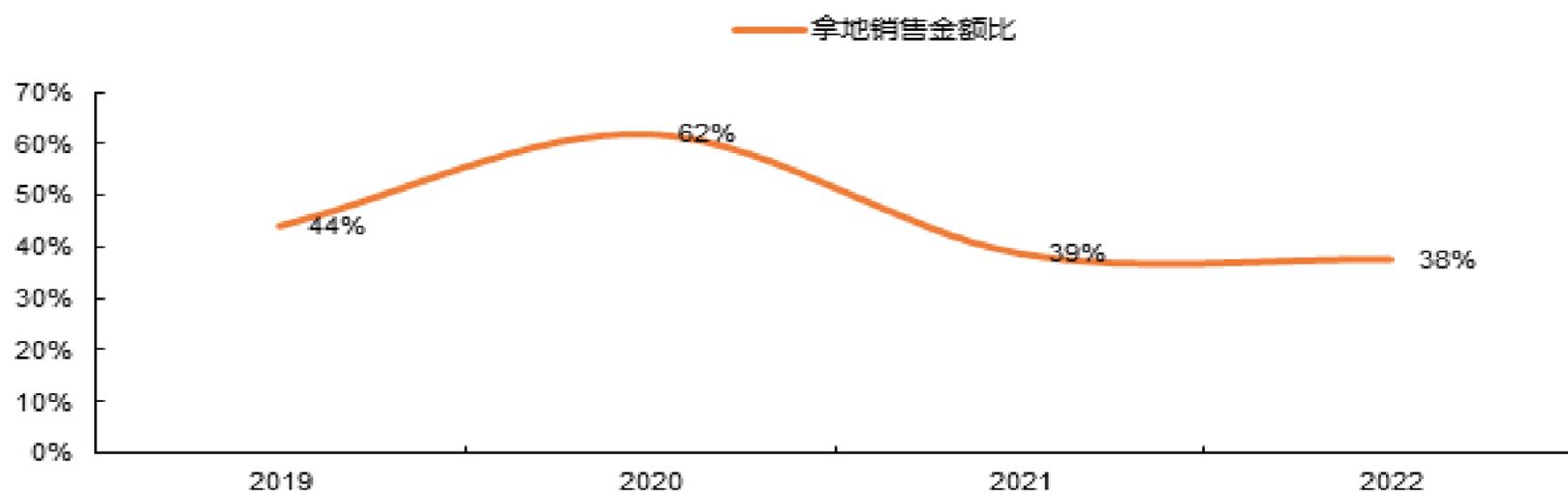
图表 14 2022年15家上市房企拿地销售面积比延续回落



资料来源：克而瑞，中指，平安证券研究所

注：15家A+H上市房企拿地销售面积比为15家均值，下同

图表 15 15家上市房企拿地销售金额比走势

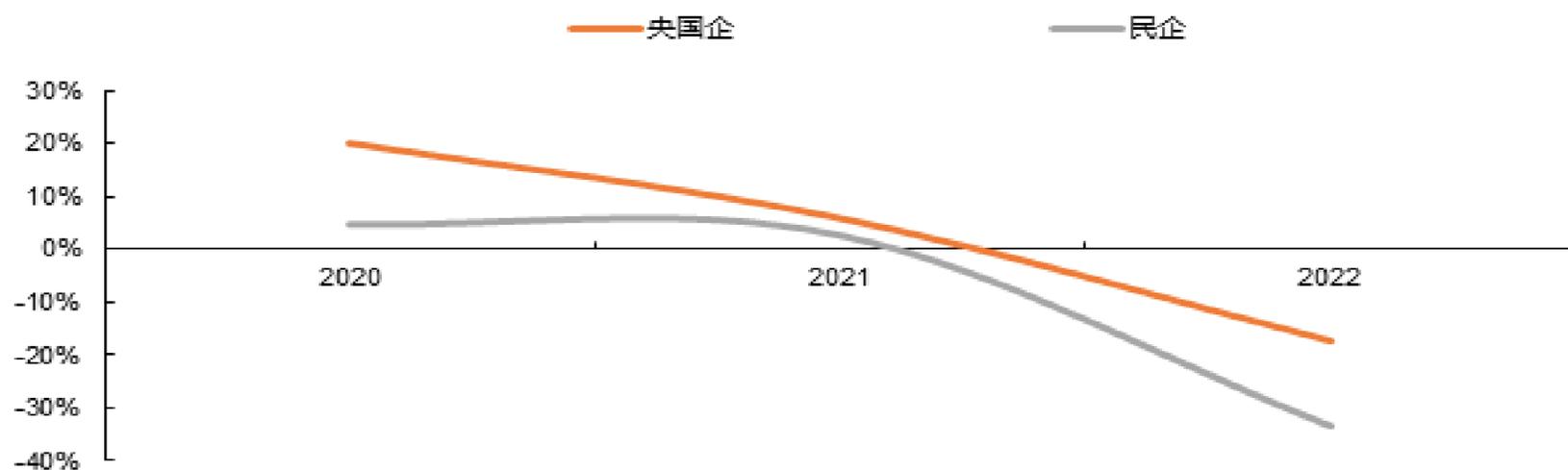


资料来源：克而瑞，中指，平安证券研究所

注：15家A+H上市房企拿地销售金额比为15家均值，下同

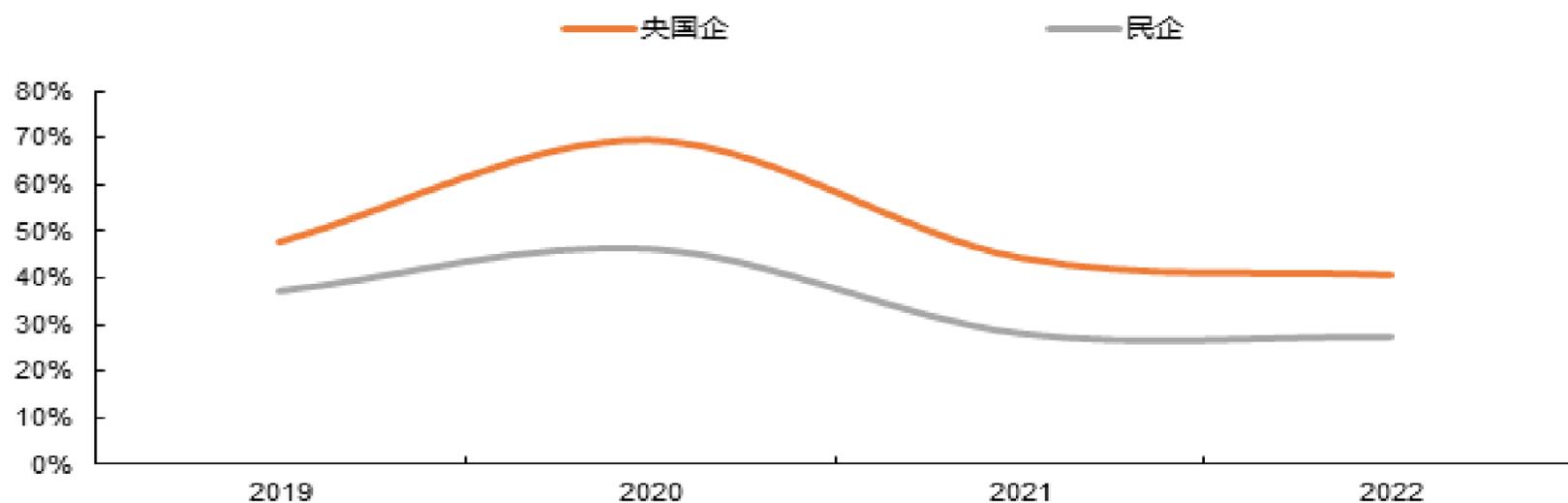
央国企销售降幅较低，拿地相对积极。基于购房者较高信任度及政策端持续松动，2022年央国企销售表现相对较好，15家上市房企中央国企销售额同比下降17.3%，降幅小于民企（-33.3%）。同时得益于资金优势，央国企土储获取亦更加积极。2022年15家上市房企中央国企平均拿地销售金额比41%，高于民企（27%）。

图表 16 2022年15家上市房企分板块销售额增速



资料来源：克而瑞，平安证券研究所

图表 17 2022年15家上市房企分板块拿地销售金额比

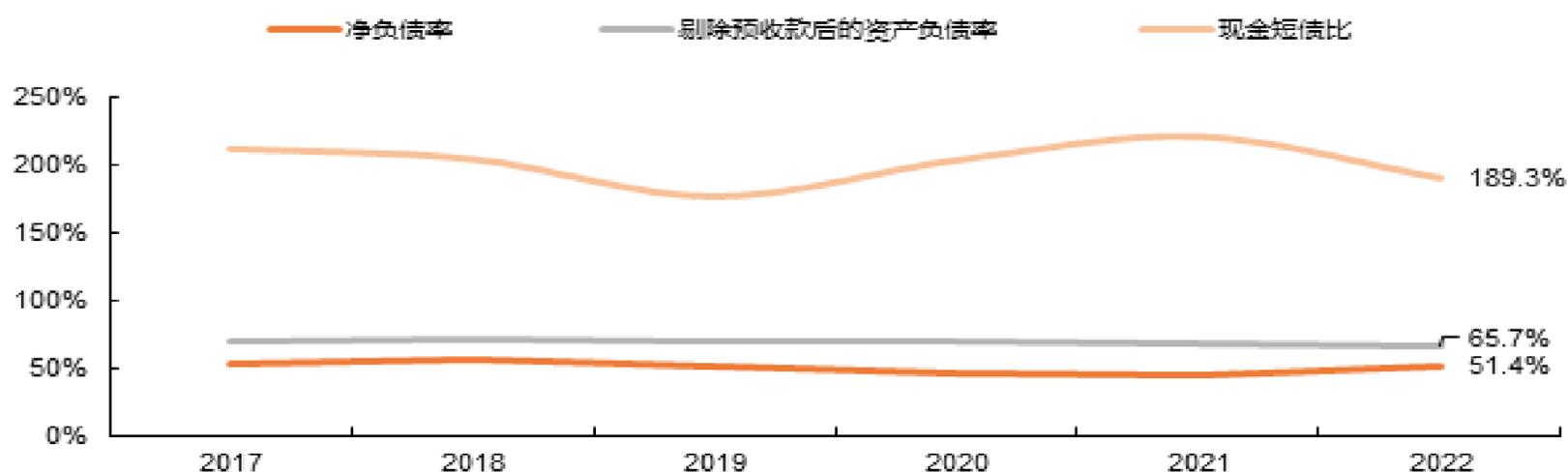


资料来源：克而瑞，中指，平安证券研究所

四、在手现金承受压力，资源向央国企集中

2022年末15家上市房企剔除预收款后的资产负债率、净负债率、现金短债比分别为65.7%、51.4%、189.3%，“三条红线”绿档达标。其中，剔除预收款后的资产负债率较2021年末下降1.6个百分点，小幅改善；净负债率、现金短债比较2021年末提升6.5个、下降30.6个百分点，有所弱化。

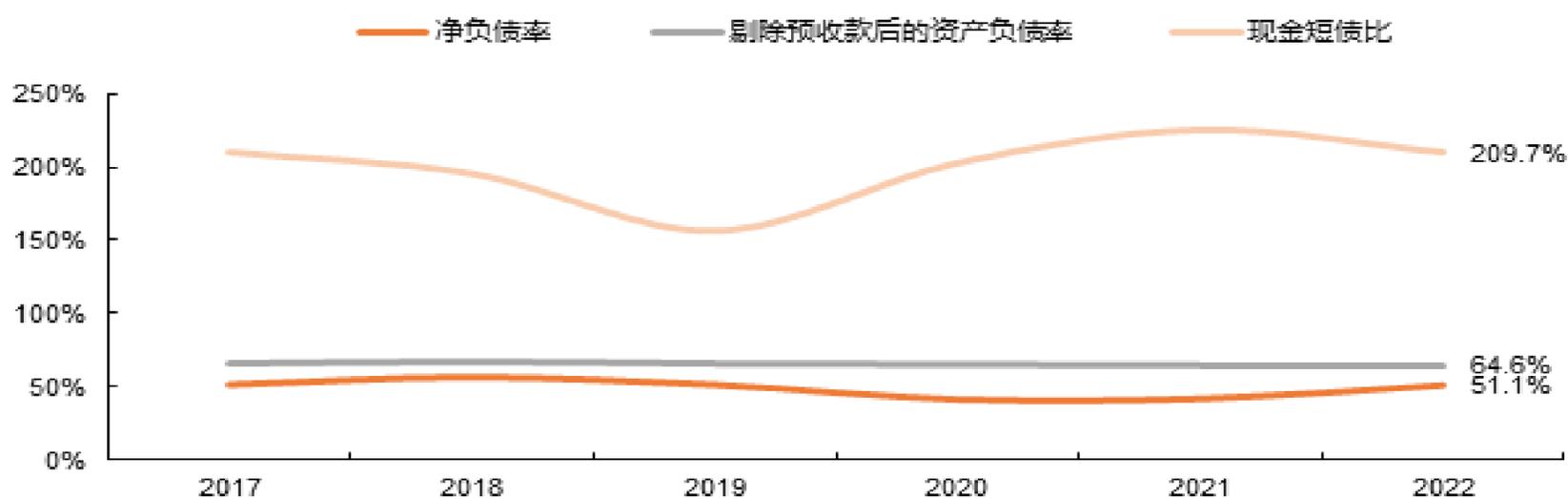
图表 18 15家上市房企“三条红线”情况



资料来源：Wind，平安证券研究所

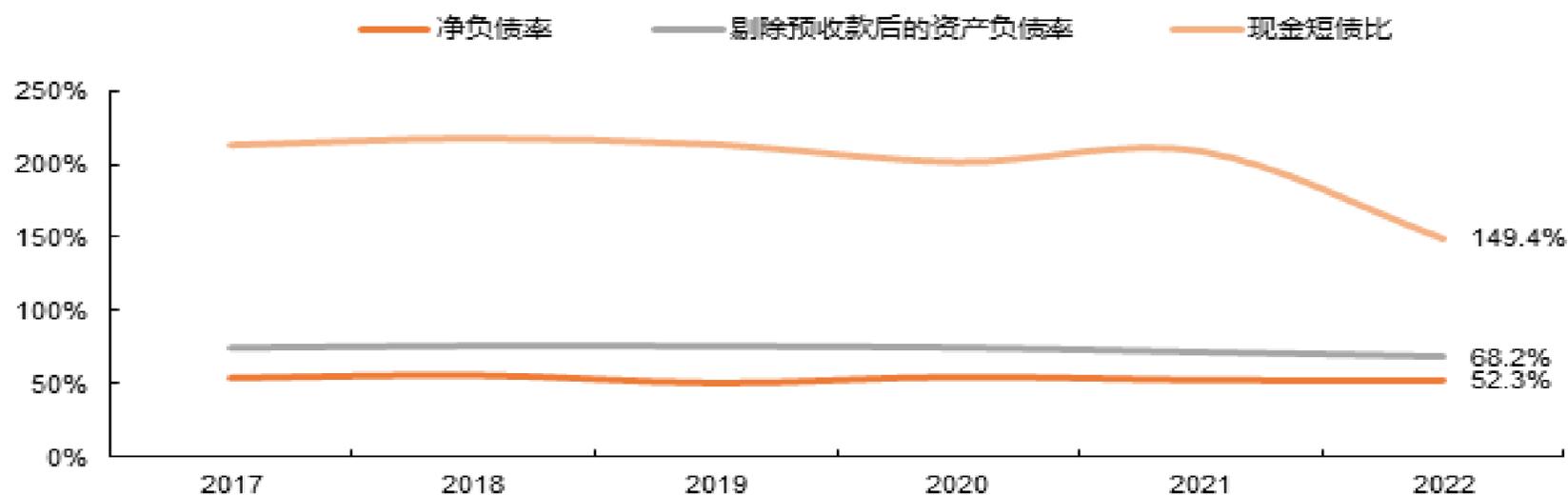
分公司来看，2022年末15家上市房企中央国企、民企“三条红线”均维持绿档，但民企现金短债比同比下降60个百分点，该指标弱化程度更为明显。

图表 19 15家上市房企中央国企“三条红线”情况



资料来源：Wind，平安证券研究所

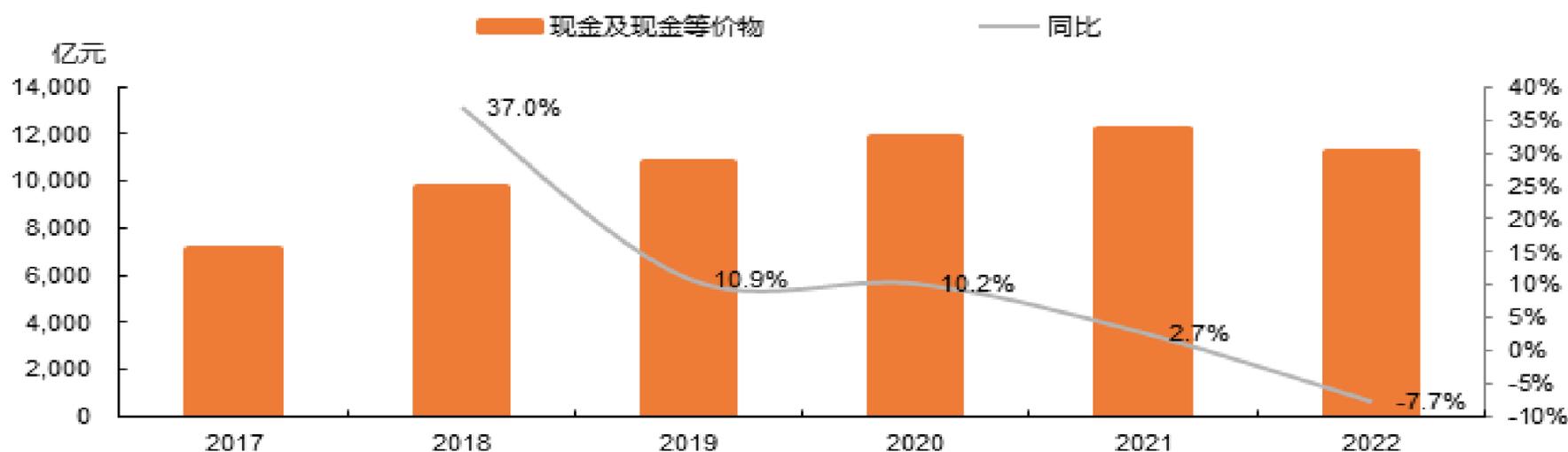
图表 20 15家上市房企中民企“三条红线”情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

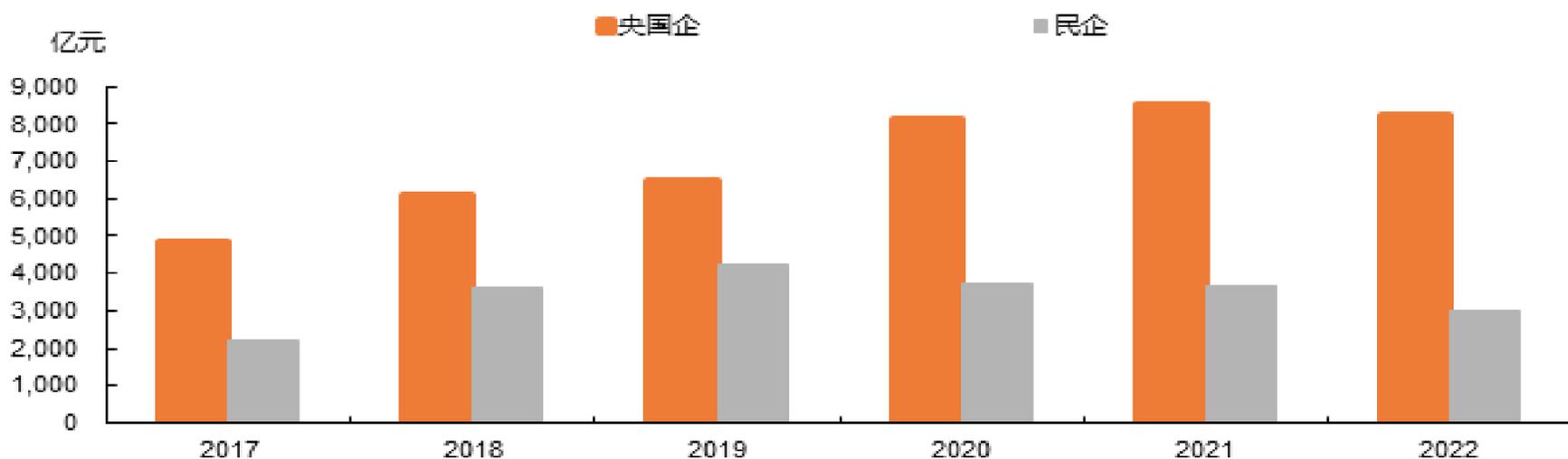
2022年末15家上市房企整体在手现金1.1万亿元, 同比下降7.7%, 在手现金总量处近三年低位。其中, 央国企2022年末在手现金8261亿元, 较2021年末下降3.2%, 降幅远低于民企(-18.1%), 反映央国企在销售、融资端更大优势。

图表 21 2022年15家上市房企在手现金同比下降7.7%



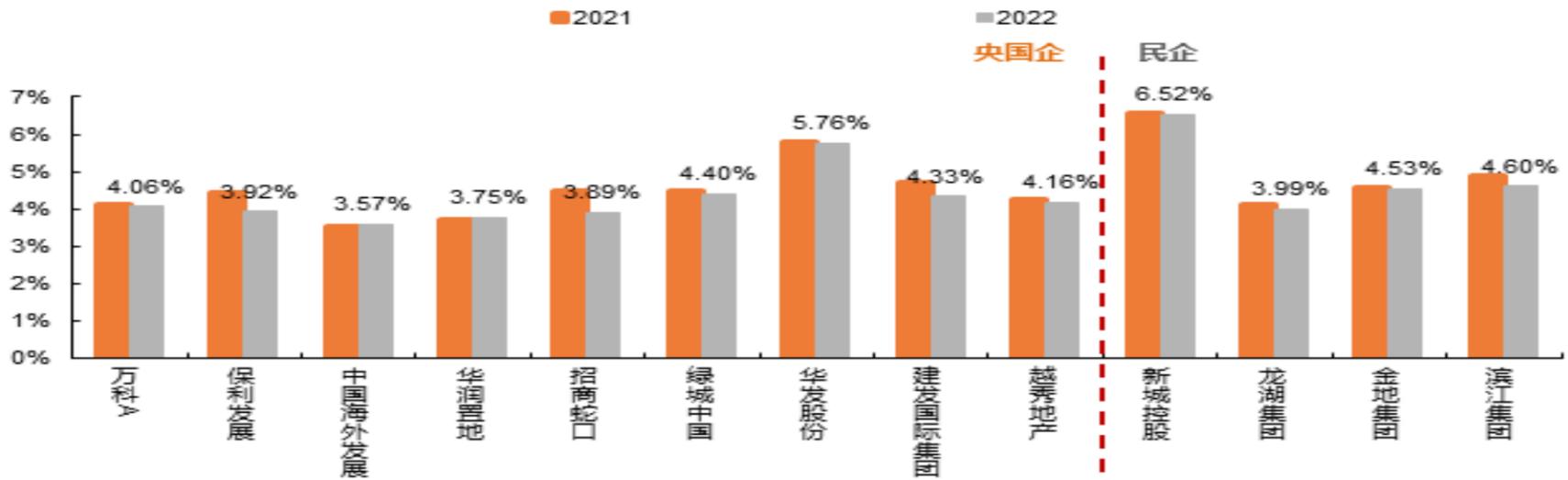
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 22 2022年15家上市房企各子板块在手现金情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 23 央国企融资成本普遍低于民企



资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：中国海外发展、越秀地产为期内综合融资成本，其余为期末成本

五、投资建议

2022年典型房企结算业绩同比下滑，毛利率持续探底，减值计提增加，现金流承受压力。结构上，央国企业绩表现相对较好，销售融资更具优势，拿地相对积极。2023年初全国楼市明显复苏，后续随着预期改观、政策持续发力，居民购房意愿增强有望带动销售持续改善。个股投资方面，我们认为行业调整期，土储质量和资金获取能力是房企实现稳健经营及持续扩张的基础，建议关注积极拿地改善资产质量、融资及销售占优的强信用房企越秀地产、招商蛇口、保利发展、中国海外发展、滨江集团、万科A、金地集团等；同时建议关注物业管理企业及产业链机会，如保利物业、招商积余、东方雨虹、科顺股份、伟星新材、坚朗五金等。

六、风险提示

- 1) 楼市复苏持续性不及预期风险；
- 2) 房地产行业短期波动超出预期风险：若地市延续分化，多数房企新增土储规模不足，将对后续货量供应产生负面影响，进而影响行业销售、投资、开工、竣工等。
- 3) 个别房企流动性问题发酵、连锁反应超出预期风险：若政策发力、楼市修复不及预期，资金压力较高企业仍可能出现债务违约/展期情形。

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2023版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话:4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路5023号平安金融中心B座25层 上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼 北京市丰台区金泽西路4号院1号楼丽泽平安金融中心B座25层