

房地产行业研究

买入（维持评级）

行业深度研究

证券研究报告

房地产组

分析师：杜昊旻（执业 S1130521090001） 联系人：王祎馨

duhaomin@gjzq.com.cn

wangyixin@gjzq.com.cn

联系人：方鹏

fang_peng@gjzq.com.cn

业绩短期承压，未来轻装上阵

核心观点

业绩表现：短期承压下行，未来轻装上阵再出发。行业整体营收利润均下滑，企业间分化明显，央国企稳定性高，民企业绩大幅下滑。2022 年 58 家样本房企营收同比-8.3%，其中央国企同比-1.5%，民企同比-20.9%；样本房企归母净利润同比-130%，其中央国企同比-42.8%，民企同比-739%。样本房企毛利率水平自 2019 年起持续下滑，2022 年为 14.4%（央国企 16.0%，民企 10.5%）；房企持续加强精细化管理，销管费率整体呈下降趋势，其中央国企销管费率 4.5%（下降 0.1pct），民企为 7.3%（下降 0.4pct）。虽然行业整体业绩下滑，2021 年下半年以后的土地项目利润空间相对较高，预计相继从 2024 年起进入报表结算，届时将带动期间拿地积极的房企毛利率水平提升。房企基于谨慎原则，对存货等资产进行减值计提，A 股房企 2021、2022 年资产减值损失达 824 亿元和 1192 亿元，在市场逐步企稳背景下，未来业绩释放压力会相对较小。

经营情况：头部央国企和改善型房企基本面表现亮眼。销售端，2022 年延续低迷态势，全年商品房销售金额累计同比-26.7%，在经济恢复和积压需求释放带动下，2023 年一季度商品房市场持续复苏，1-3 月销售金额累计同比+4.1%；1-4 月克而瑞百强房企销售金额同比+9%，房企间表现分化，头部房企和改善型房企复苏较强势，中海、华润、招蛇、建发、滨江、越秀等 14 家房企累计增幅超 50%。投资端，2023 年重点城市两集中供地政策进一步优化，各地推地速度有所减缓，全国 2023 年 1-4 月土地成交面积同比下滑 32.8%。房企拿地意愿有所提升，成交溢价率走势打破下滑趋势，连续四个月增长，2023 年 4 月升至 7.67%，近期核心城市土拍，半数以上地块以封顶摇号价成交，即使 2023 年土拍热度有所提升，在现行土拍政策下，房企拿地利润仍有保障。

资产负债：未来竞争在于资产质量和债务结构的优劣。2021 年以后，资产负债缩表成行业趋势，典型房企整体资产负债率从 2019 年的 80.9%降至 2022 的 77.2%。未来房企间的竞争是资产流动性的竞争：从存货结构看，已竣工但未售的存货比例越低，房企去化的流动性更高，改善型房企如建发国际集团、滨江集团、绿城中国竣工存货占总存货比例小于 10%；从资产结构来看，货币资金和存货这类流动性高的资产占比越高，公司周转效率越高，如建发国际集团、滨江集团、保利发等房企资产流速在 70%以上。头部央国企和改善型房企短期有息负债占比低，偿债压力相对较小，建发国际集团、中国海外发展、绿城中国等 6 家房企短期有息负债占比低于 20%。典型房企整体融资成本逐年下滑，2022 年平均融资成本为 4.88%，较 2021 年下降 5BP，头部央国企有明显优势，中国海外发展、华润置地、招商蛇口、中国金茂和保利发展融资成本低于 4%。销售额对待偿债务覆盖倍数越高，偿债能力越高，同时投入产出比高。典型房企中，滨江集团、绿城中国、越秀地产、建发国际集团等待偿负债覆盖倍数在 1.2 倍以上。

投资建议

行业整体业绩短期承压，但央国企和改善型房企表现依然具有韧性，销售延续复苏态势，能拿好地且快速去化的房企更加受益。首推有持续拿地能力、布局优质重点城市、主打改善产品的房企，如**建发国际集团、绿城中国、滨江集团**等，其能在 2024 年后实现规模和业绩双增长，ROE 有望稳步提升。稳健选择头部央企国企，如**保利发展、中国海外发展**等，其财务安全稳健，资产质量高，在经历高地价项目和存货计提减值后，预计 2024 年后毛利率将持续改善，引导估值提升。

风险提示

宽松政策对市场提振不佳；三四线城市恢复力度弱；多家房企出现债务违约

内容目录

样本房企选择.....	4
业绩表现：短期承压下行，未来轻装上阵再出发.....	4
营收利润下滑，企业分化明显.....	4
毛利率延续下行，销管费率持续下降.....	5
计提资产减值，为轻装上阵打基础.....	6
合同负债走势分化，未来营收体量仍有保障.....	7
经营情况：头部央国企和改善型房企基本面表现亮眼.....	7
销售探底后持续复苏.....	7
土地成交缩量，投资热度回升.....	9
新开工量小，竣工端积极保交付.....	11
资产负债：未来竞争在于资产质量和债务结构的优劣.....	11
资产负债延续缩表趋势.....	11
改善型房企资产质量高，流动性强.....	12
流动性压力有所缓解，债务结构改善.....	13
投资建议.....	14
风险提示.....	16

图表目录

图表 1：房地产开发企业分类统计.....	4
图表 2：2022 年样本房企央国企和民企资产规模分布.....	4
图表 3：2022 年样本房企央国企和民企营业收入分布.....	4
图表 4：样本房企营业收入同比走势.....	5
图表 5：样本房企归母净利润同比走势.....	5
图表 6：典型房企 2022 年营业收入及归母净利润同比情况.....	5
图表 7：样本房企毛利率走势.....	6
图表 8：典型房企 2021 年、2022 毛利率对比.....	6
图表 9：样本房企销管费率走势.....	6
图表 10：典型房企 2021、2022 年销管费率对比.....	6
图表 11：A 股样本房企资产减值损失（亿元）规模走势.....	6
图表 12：A 股房企 2021、2022 年资产减值损失（亿元）.....	6
图表 13：样本房企合同负债对营业收入覆盖倍数.....	7

图表 14: 典型房企合同负债对营业收入覆盖倍数	7
图表 15: 全国商品房累计及单月销售金额同比走势	7
图表 16: 全国商品房销售面积及销售均价单月走势	7
图表 17: 百强房企累计全口径销售金额及同比走势	8
图表 18: 百强房企单月全口径销售金额及同比走势	8
图表 19: 2023 年 1-4 月 TOP30 房企销售表现	8
图表 20: 典型房企 2021、2022 年销售规模增速	9
图表 21: 全国 300 城月度累计供求及同比走势	9
图表 22: 全国 300 城宅地月度成交溢价率/流拍率	9
图表 23: 典型房企平均投资强度走势	10
图表 24: 典型房企 2021、2022 年投资强度对比	10
图表 25: 2023 年 1-4 月权益拿地金额 TOP20 房企	10
图表 26: 典型房企历年新开工面积走势	11
图表 27: 典型房企 2022 年新开工面积及同比	11
图表 28: 典型房企历年竣工面积走势	11
图表 29: 典型房企 2022 年竣工面积及同比	11
图表 30: 典型房企总资产规模走势	12
图表 31: 典型房企资产负债率走势	12
图表 32: 典型房企竣工存货占总存货比例	12
图表 33: 典型房企资产流速对比	12
图表 34: 房企季度国内外债券发行情况	13
图表 35: 房企季度国内外债券到期情况	13
图表 36: 典型房企短期有息负债占比走势	13
图表 37: 典型房企 2021、2022 年短期有息负债占比	13
图表 38: 典型房企整体融资成本走势	14
图表 39: 典型房企 2021、2022 年融资成本对比	14
图表 40: 典型房企待偿负债覆盖倍数对比	14
图表 41: A 股地产 PE-TTM	15
图表 42: 港股地产 PE-TTM	15
图表 43: 港股物业股 PE-TTM	15
图表 44: 覆盖公司估值情况	16

样本房企选择

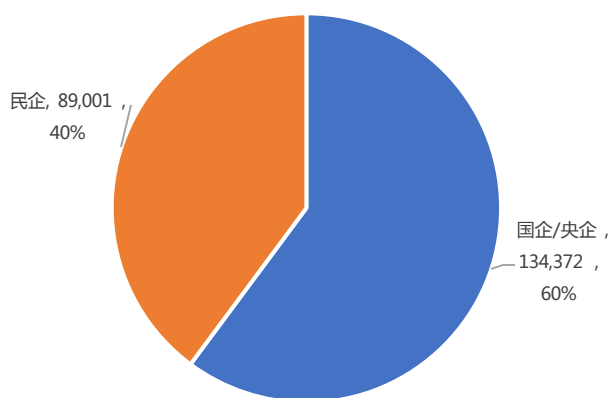
我们选取 58 家以房地产开发为主营业务的 A 股（28 家）和 H 股（30 家）上市的企业作为房地产板块的研究分析对象。基于当期央国企和民营企业经营表现分化明显，我们将样本进一步分为央国企（26 家，含混合所有制）、民企（32 家）：从资产规模分布看，26 家样本央国企资产规模 13.44 万亿元，占样本总资产 60%，32 家样本民企资产规模 8.90 万亿元，占样本总资产 40%；从营业收入分布看，样本央国企 2022 年营收 3.84 万亿元，占样本总营收 70%，样本民企营收 1.66 万亿元，占样本总营收 30%。

图表1：房地产开发企业分类统计

类型	分类	数量	房企
样本房企	中国内地于 A 股、H 股上市的主流房地产企业	58	国企/央企+民企
国企/央企	大股东为国资背景房企	26	保利发展、招商蛇口、中国海外发展、华润置地、万科 A、中国铁建、绿地控股、金地集团、华侨城 A、绿城中国、中华企业、金隅集团、中国金茂、广宇发展、越秀地产、建发国际集团、金融街、大悦城、首开股份、A 房企、远洋集团、上实发展、中国武夷、北辰实业、光明地产、京投发展
民企	大股东为民营房企	32	龙湖集团、碧桂园、新城控股、合生创展集团、新湖中宝、金科股份、滨江集团、荣盛发展、中天金融、中南建设、美的置业、华夏幸福、阳光城、雅居乐集团、龙光集团、富力地产、宝龙地产、合景泰富集团、蓝光发展、泰禾集团、弘阳地产、德信中国、中梁控股、港龙中国地产、中骏集团控股、时代中国控股、领地控股、禹洲集团、融信中国、正荣地产、建业地产、朗诗地产
典型房企	2022 年克而瑞全口径销售金额 TOP30 及高关注度房企	27	13 家国企/央企+14 家民企

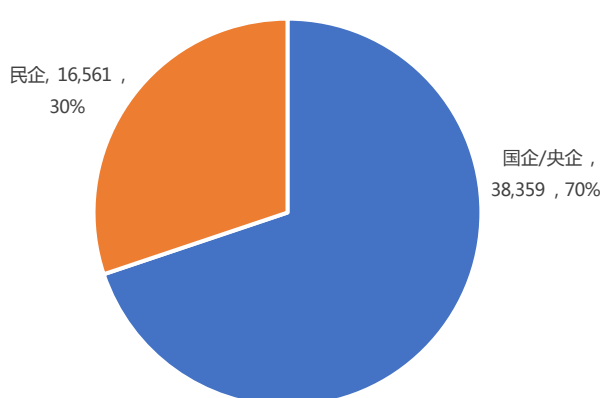
来源：wind，克而瑞，国金证券研究所注：1）中国恒大、融创中国、旭辉控股集团和世茂集团等尚未发布 2022 年年度报告；2）加粗企业为典型房企

图表2：2022 年样本房企央国企和民企资产规模分布



来源：wind，各公司公告，国金证券研究所单位：亿元

图表3：2022 年样本房企央国企和民企营业收入分布



来源：wind，各公司公告，国金证券研究所单位：亿元

业绩表现：短期承压下行，未来轻装上阵再出发

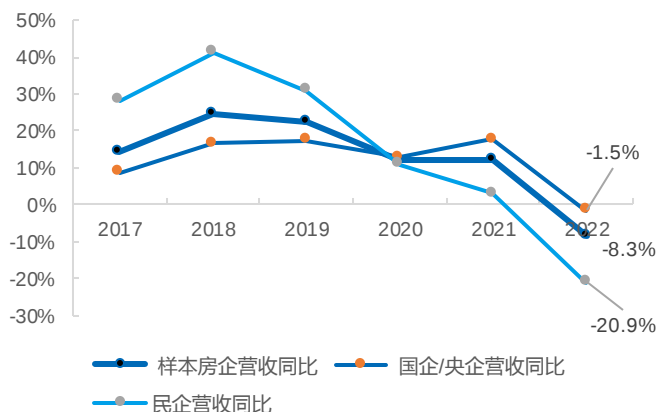
营收利润下滑，企业分化明显

行业整体营收利润均下滑，企业间分化明显，央国企稳定性高，民企业绩大幅下滑。58 家样本房企 2022 年营业收入 54920 亿元，同比-8.3%，增速自 2019 年起持续收窄，近年来首次同比为负；其中国企同比-1.5%，民企同比-20.9%。样本房企 2022 年归母净利润-684 亿元，同比-130%，26 家房企当年亏损，蓝光发展、荣盛发展、富力集团等 12 家

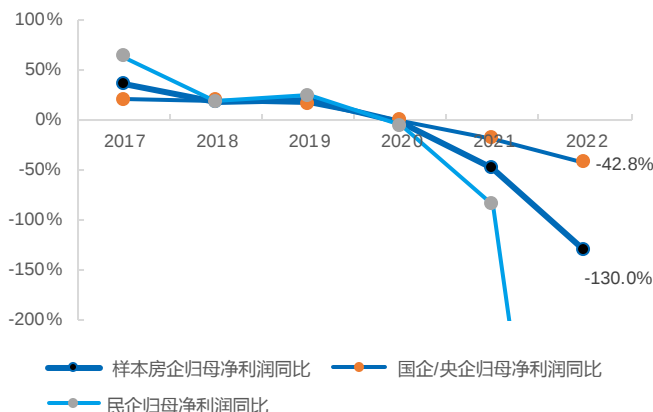
归母净利润亏损超 100 亿元；分企业性质看，央国企归母净利润 1143 亿元，同比-42.8%，民企归母净利润-1827 亿元，同比-739%，民企营收利润增速波动更大，行业上行期有更大的增幅，下行低谷期降幅度也更大。

从 27 家典型房企表现看，9 家房企营收同比增速为正，建发国际集团 (+82.6%)、绿城中国 (+26.8%)、越秀地产 (+26.2%) 增速位列前三；6 家房企归母净利润同比增速为正，建发国际集团 (+38.9%)、滨江集团 (+23.6%)、越秀地产 (+10.2%) 增速位列前三。其中建发国际集团、越秀地产、龙湖集团、万科 A 和滨江集团 5 家营收利润实现双增长。

图表4：样本房企营业收入同比走势



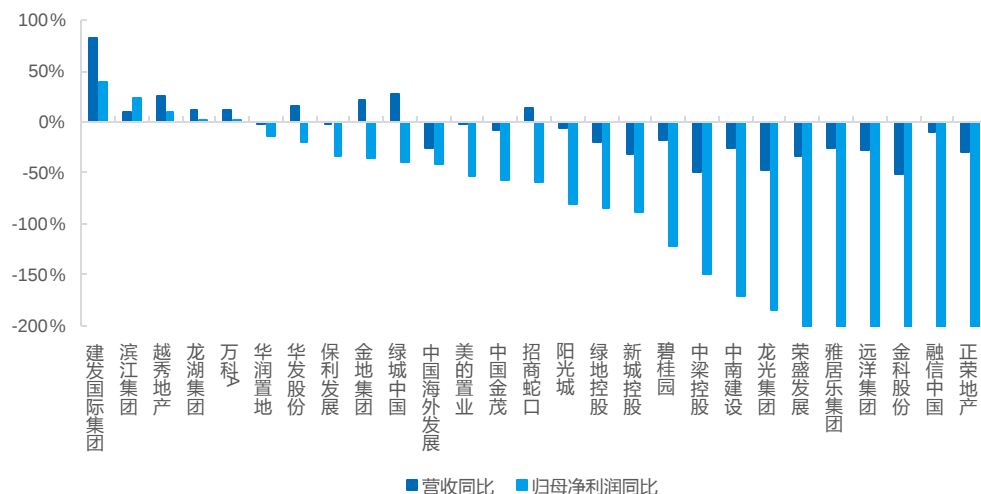
图表5：样本房企归母净利润同比走势



来源：各公司公告，国金证券研究所

来源：各公司公告，国金证券研究所注：2022 年民企归母净利润同比-739%

图表6：典型房企 2022 年营业收入及归母净利润同比情况



来源：各公司公告，国金证券研究所注：2022 年归母净利润荣盛发展同比-229%，雅居乐集团同比-323%，远洋集团同比-684%，金科股份同比-694%，融信中国同比-968%，正荣地产同比-1692%

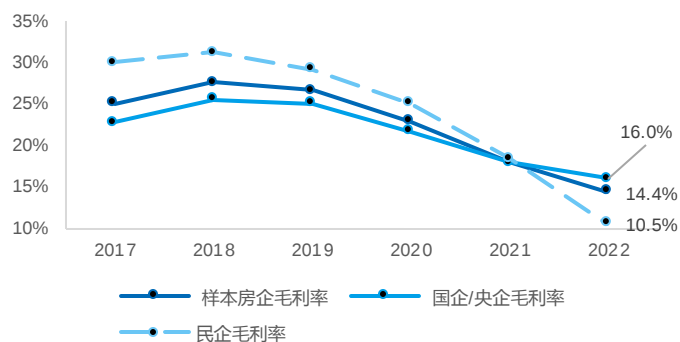
毛利率延续下行，销管费率持续下降

房地产行业整体毛利率在 2018 年达到最高水平（超过 30%）后，在高价地项目逐步结转、高能级城市限价的背景下，2019 年起行业毛利率水平持续下滑。样本房企 2022 年整体毛利率为 14.4%，较 2021 年全年下降 3.7pct，其中央国企毛利率 18.6%（较 2021 年全年下降 1.9pct），民营房企毛利率 10.5%（较 2021 年全年下降 7.9pct），央国企毛利率近年来首次高于民营。

从典型房企看，2022 年华润置地、保利发展、中国海外发展等 8 家毛利率绝对水平高于 20%；中南建设、龙光集团和融信中国 3 家房企毛利率为负。滨江集团 2022 年毛利率较 2021 年全年下滑 7.4pct，主要由于结转项目并表比例较低，合联营项目利润计入投资收益。

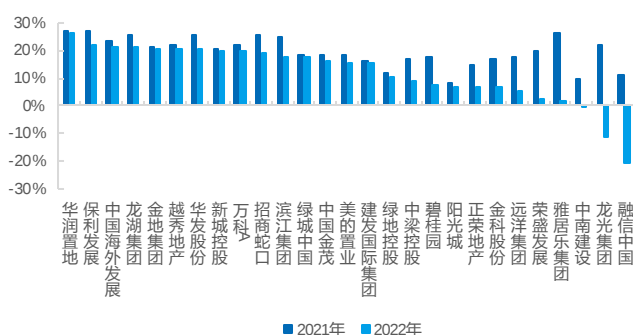
2021 年下半年以后的土地项目利润空间相对较高，预计相继从 2024 年起进入报表结算，届时将带动期间拿地积极的房企毛利率水平提升。

图表7：样本房企毛利率走势



来源：各公司公告，国金证券研究所

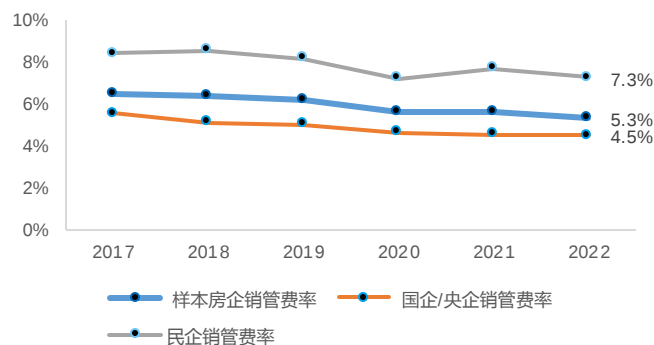
图表8：典型房企 2021 年、2022 毛利率对比



来源：各公司公告，国金证券研究所

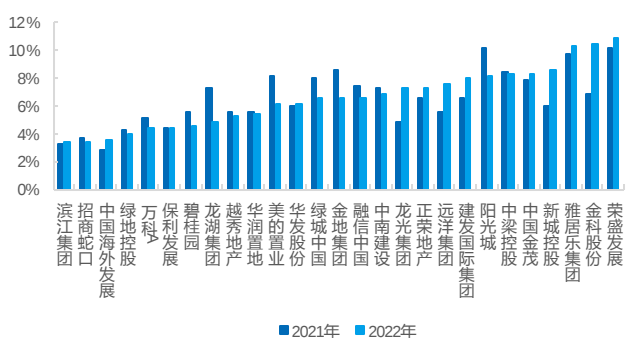
房企持续加强精细化管理，销管费率整体呈下降趋势。样本房企 2022 年整体销管费率为 5.3%，较 2021 年降低 0.4pct。受停工断贷风险事件的影响，购房者更倾向购买央国企项目，民企项目销售难度较大，销管费率偏高。央国企平均销管费率 4.5%，较 2021 年下降 0.1pct；民企平均销管费率 7.3%，较 2021 年下降 0.4pct。从典型房企来看，滨江集团、招商蛇口、保利发展销管费率相对较低，低于 4.0%。

图表9：样本房企销管费率走势



来源：各公司公告，国金证券研究所

图表10：典型房企 2021、2022 年销管费率对比

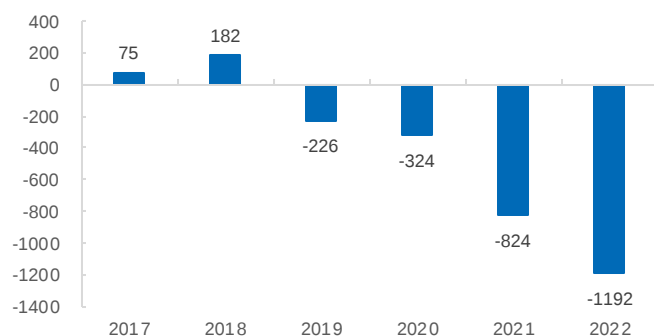


来源：各公司公告，国金证券研究所注：建发国际集团将资产减值损失计入管理费用，计算所得销管费率偏高

计提资产减值，为轻装上阵打基础

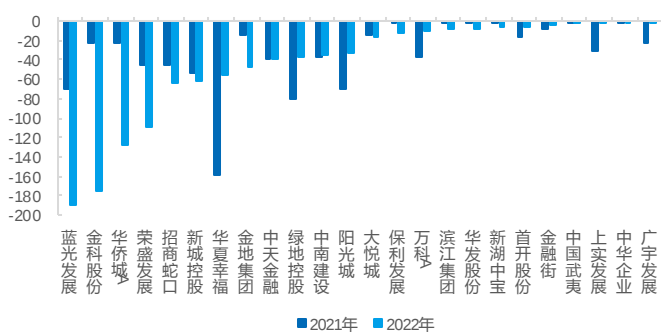
2021 年下半年起市场快速下行，房企基于谨慎原则，对存货等资产进行减值计提。2021、2022 年房企资产减值规模快速提升，28 家 A 股上市房企 2021、2022 年资产减值损失达 824 亿元和 1192 亿元，分别同比+155%和+45%。从具体房企看，出险房企计提资产减值规模较大，蓝光发展（190 亿元）、金科股份（175 亿元）、荣盛发展（110 亿元）；部分央国企也充分计提减值，如华侨城（127 亿元）、招商蛇口（65 亿元）。房企计提减值后，在市场逐步企稳背景下，未来业绩释放压力会相对较小。

图表11：A 股样本房企资产减值损失（亿元）规模走势



来源：各公司公告，国金证券研究所

图表12：A 股房企 2021、2022 年资产减值损失（亿元）



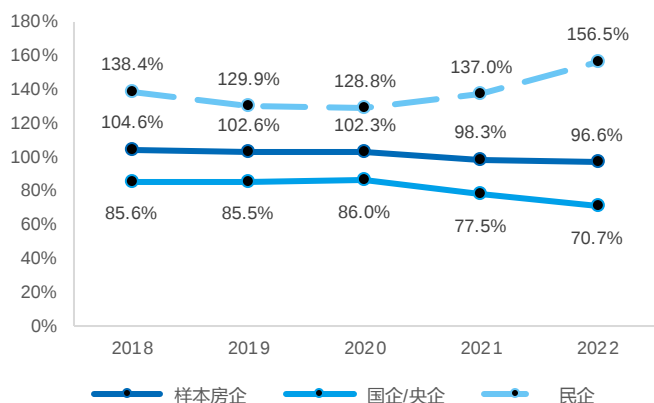
来源：各公司公告，国金证券研究所

合同负债走势分化，未来营收体量仍有保障

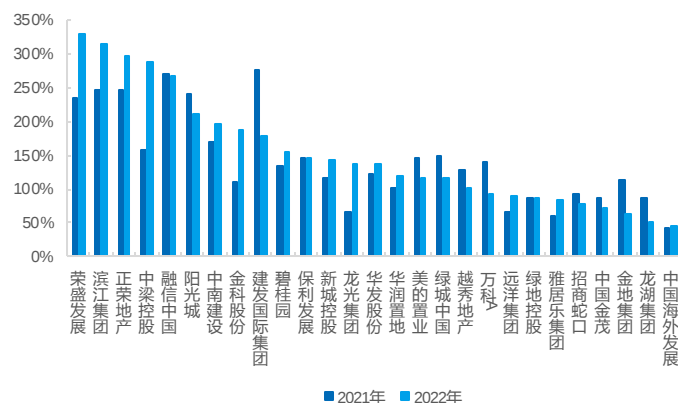
样本房企 2022 年合同负债总额 53050 亿元，同比-9.9%，合同负债对 2022 年营业收入的覆盖倍数为 0.97 倍(2021 年为 0.98 倍)。央国企合同负债对营业收入覆盖倍数为 0.71 倍(2021 年为 0.77 倍)，民营房企为 1.56 倍(2021 年为 1.37 倍)，主要因为央国企正常竣工结转，而民营房企受资金限制，结转规模下降。从典型房企看，滨江集团 2022 年合同负债占 2022 年全年营收的倍数达 3.14 倍，远超其他房企。

房地产开发业务由于预售制度的存在，合同负债的规模能反应公司未来营业收入的规模，在其他条件一定的前提下，合同负债占营业收入比例越高，未来营收或更有保障。合同负债占比高的企业主要为两类：①企业经营状况良好，当年销售金额增长，未来业绩增长确定性高，如滨江集团等；②企业现金流吃紧，开发停滞，结转交付慢，如荣盛发展、正荣地产、中梁控股等。

图表13：样本房企合同负债对营业收入覆盖倍数



图表14：典型房企合同负债对营业收入覆盖倍数



来源：各公司公告，国金证券研究所

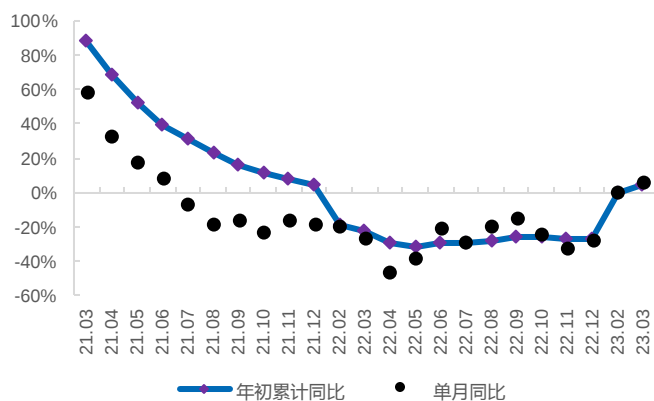
来源：各公司公告，国金证券研究所

经营情况：头部央国企和改善型房企基本面表现亮眼

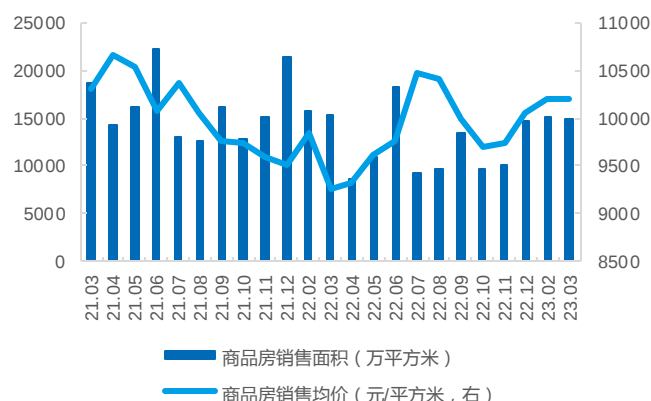
销售探底后持续复苏

全国房地产市场销售 2022 年触底后，2023 年 1 季度持续复苏。房地产市场自 2021 年下半年起快速下滑，2022 年延续低迷态势，全年商品房销售金额 13.33 万亿元，累计同比-26.7%。在经济恢复和积压需求释放带动下，2023 年一季度商品房市场持续复苏，1-3 月销售金额 3.05 万亿元，累计同比+4.1%，自 2 月起连续两个月同比转正，新房均价也回到万元每平以上水准。

图表15：全国商品房累计及单月销售金额同比走势



图表16：全国商品房销售面积及销售均价单月走势



来源：国家统计局，国金证券研究所

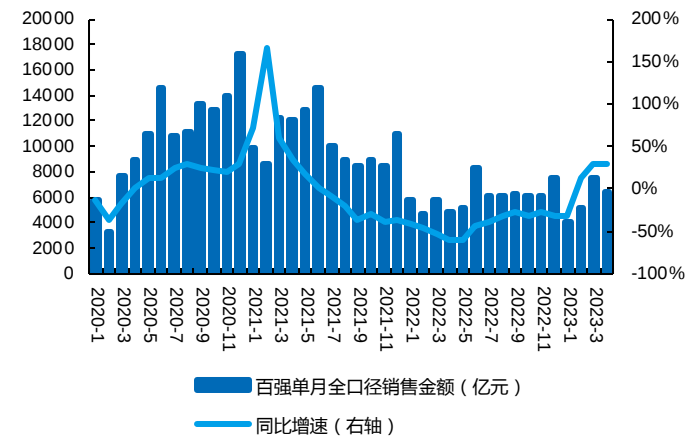
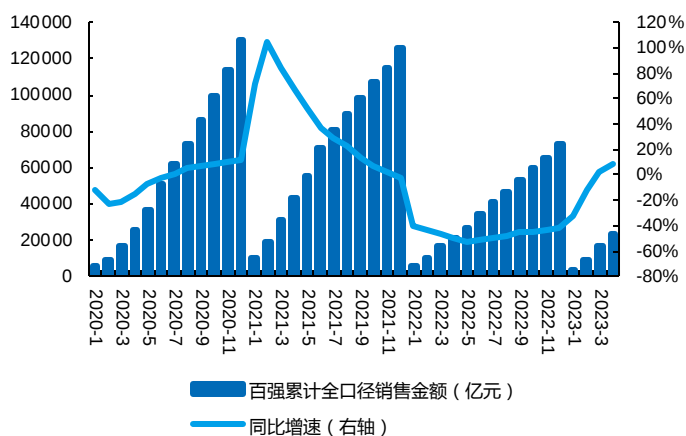
来源：国家统计局，国金证券研究所

百强房企销售超预期恢复。2023 年 1-4 月百强房企全口径销售 23056 亿元，累计同比+9% (较 1-3 月扩大 7pct)；4 月单月全口径销售 6421 亿元，环比-14% (2-3 月有 22 年底累计需求释放)，同比+30%。头部央国企销售强者恒强。1-4 月累计看，TOP30 房企中

23 家同比转正（较 1-3 月增加 2 家），其中中海、华润、招蛇、建发、滨江、越秀等 14 家房企累计增幅超 50%。4 月单月看，TOP30 房企中多数环比增速回落；23 家同比增长，其中华润、招蛇、绿城、建发、滨江等 12 家房企单月同比增速超过 50%。

图表17：百强房企累计全口径销售金额及同比走势

图表18：百强房企单月全口径销售金额及同比走势



来源：克而瑞，国金证券研究所

来源：克而瑞，国金证券研究所

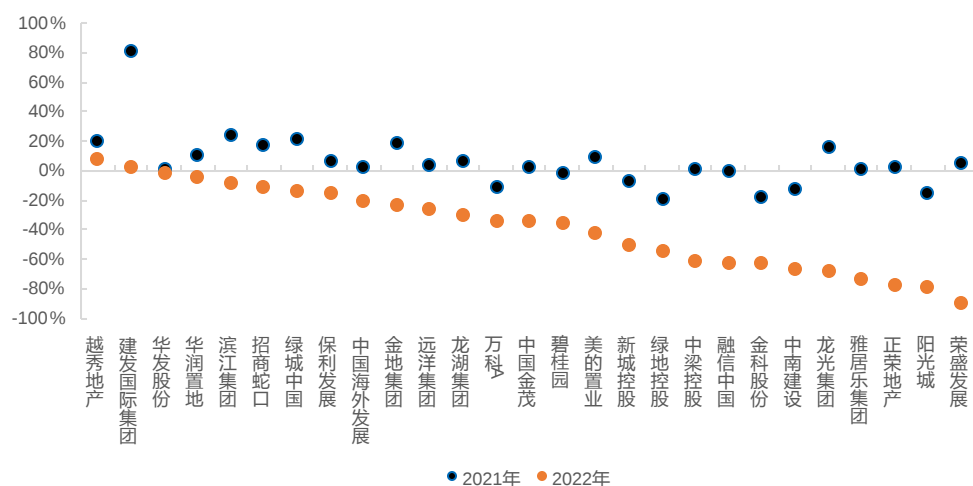
图表19：2023 年 1-4 月 TOP30 房企销售表现

TOP 房企	全口径						权益口径					
	2023年1-4月排名	2023年1-3月排名	2022年1-4月排名	1-4月销售金额（亿元）	累计同比	4月销售金额（亿元）	1-4月销售金额（亿元）	累计同比	4月销售金额（亿元）	单月环比	单月同比	单月同比
保利发展	1	1	2	1556	28%	417	1127	39%	329	2%	37%	61%
万科地产	2	2	3	1334	-3%	326	867	-3%	212	-25%	-3%	-3%
中海地产	3	4	5	1176	63%	341	1099	63%	319	-21%	42%	42%
碧桂园	4	3	1	1168	-29%	288	945	-22%	227	-16%	-6%	-1%
华润置地	5	5	4	1120	84%	330	859	119%	256	-13%	119%	165%
招商蛇口	6	6	6	1103	80%	381	685	83%	235	10%	171%	173%
绿城中国	7	9	8	695	45%	203	440	74%	137	-4%	89%	135%
龙湖集团	8	7	9	674	39%	171	445	41%	118	-21%	48%	56%
建发房产	9	10	10	629	76%	170	496	92%	141	-22%	213%	246%
滨江集团	10	13	13	607	70%	200	295	35%	102	27%	89%	30%
金地集团	11	12	7	591	2%	150	366	2%	93	-25%	20%	20%
中国金茂	12	11	12	586	40%	144	405	40%	99	-28%	41%	41%
华发股份	13	8	18	575	106%	84	431	130%	62	-69%	76%	67%
越秀地产	14	14	16	563	128%	128	338	39%	77	55%	15%	-30%
融创中国	15	15	11	373	-57%	80	209	-59%	45	-27%	-41%	-40%
中国铁建	16	23	15	362	107%	152	268	107%	116	57%	254%	299%
绿地控股	17	16	14	357	-8%	54	321	-8%	48	-58%	-33%	-33%
美的置业	18	17	24	296	21%	59	189	17%	38	-33%	28%	25%
旭辉集团	19	19	17	294	-24%	83	174	-24%	49	0%	-18%	-18%
新城控股	20	18	19	290	-28%	75	195	-29%	50	-3%	-21%	-24%
保利置业	21	20	40	280	229%	64	209	197%	52	-25%	178%	166%
中国恒大	22	63	42	269	102%	101	252	99%	95	-23%	74%	71%
卓越集团	23	22	23	267	24%	66	169	31%	35	-48%	14%	-22%
中交房地产	24	24	28	240	57%	71	147	60%	43	-11%	101%	109%
象屿集团	25	21	56	237	/	75	137	/	43	-4%	/	/
远洋集团	26	27	20	236	7%	70	153	7%	46	-15%	0%	0%
首开股份	27	31	21	235	-16%	66	136	-19%	38	-29%	-13%	-17%
联发集团	28	42	43	228	74%	86	115	27%	36	-20%	136%	43%
国贸地产	29	71	51	210	135%	104	113	176%	52	20%	441%	470%
电建地产	30	28	25	200	69%	47	135	73%	35	-21%	18%	19%
TOP10				10062	17%	2743	7394	25%	2031	-16%	40%	50%
TOP11-30				6690	16%	1793	4422	10%	1187	-16%	35%	23%
TOP31-50				2890	-7%	875	2061	-8%	644	7%	17%	13%
TOP51-100				3415	-10%	1011	2468	-7%	741	-5%	15%	27%
TOP100				23056	9%	6421	16344	11%	4603	-11%	30%	32%

来源：克而瑞，国金证券研究所

从27家典型房企看,2022年平均销售金额增速为-38.8%(2021年平均增速为+6.3%),仅越秀地产(+8.6%)和建发国际集团(+2.5%)2家销售金额同比为正,同时华润、滨江、绿城等6家销售降幅也在20%以内,韧性较强。而大部分民营房企销售缩量明显,荣盛发展、阳光城、正荣地产等11家民企销售降幅超过50%。而从2022年拿地分布来看,民企拿地比例持续走弱,以及未来央国企的市场份额将进一步提升。

图表20: 典型房企 2021、2022 年销售规模增速



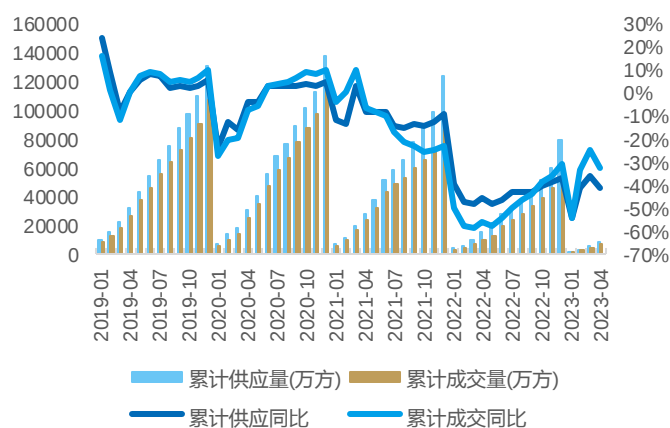
来源: 各公司公告, 国金证券研究所

土地成交缩量, 投资热度回升

2023 年重点城市两集中供地政策进一步优化, 各地推地速度有所减缓, 全国 300 城 2023 年 1-4 月土地供应面积同比下滑 41.5%, 成交面积同比下滑 32.8%。在销售复苏带动下, 房企拿地意愿有所提升, 全国 300 城成交溢价率走势打破自 2021 年 7 月起的持续下滑, 连续四个月增长, 2023 年 4 月升至 7.67%, 而流拍率也有所下滑, 降至 14.4%。

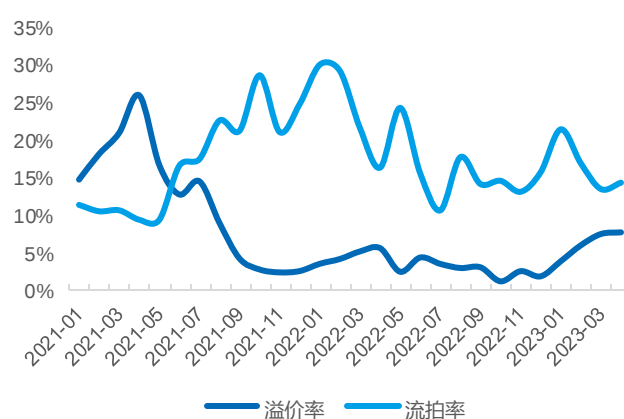
近期深圳、上海、杭州、合肥、成都等核心城市土拍, 土地市场热度较高, 半数以上地块以封顶摇号价成交, 热度较 2022 年低点有明显回升, 其中杭州、深圳、合肥、成都平均溢价率已超过 10%。

图表21: 全国 300 城月度累计供求及同比走势



来源: 中指研究院, 国金证券研究所

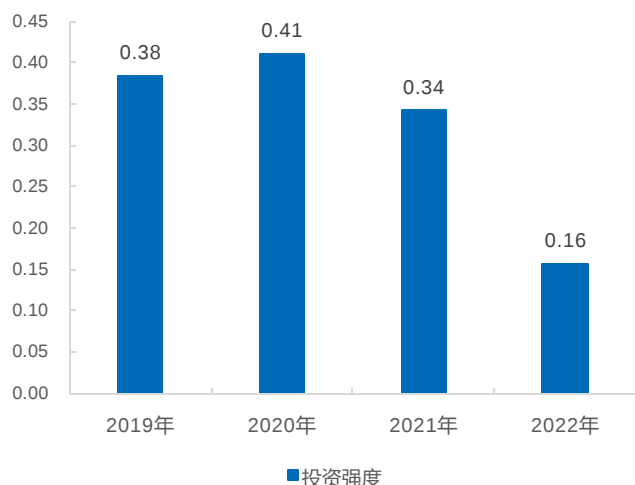
图表22: 全国 300 城宅地月度成交溢价率/流拍率



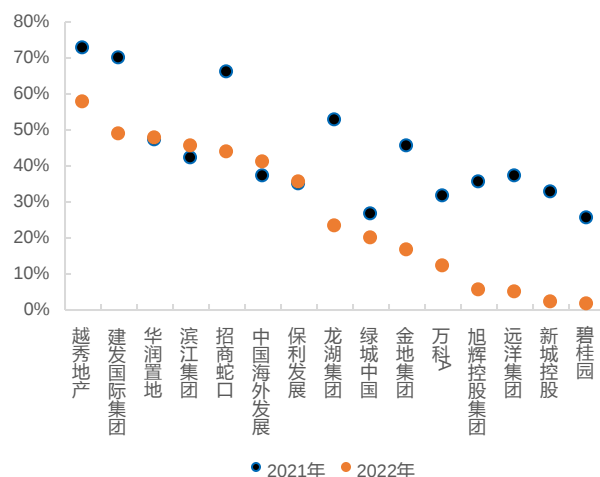
来源: 中指研究院, 国金证券研究所

受市场相对低迷影响, 2022 年多数房企拿地热度较低(民企拿地极少), 全年投资强度(投资强度=拿地金额/销售金额)下降, 典型房企投资平均强度 0.16, 较 2021 年下降 18 个百分点。从典型房企看, 越秀地产、建发国际集团、华润置地、滨江集团、招商蛇口、中国海外发展等国企/央企和现金流稳定的改善型民企有更强的拿地意愿, 投资强度在 0.4 以上, 在 2022 年土拍竞争热度较低的情况下错峰拿地。

图表23：典型房企平均投资强度走势



图表24：典型房企 2021、2022 年投资强度对比



来源：各公司公告，国金证券研究所

来源：各公司公告，国金证券研究所注：未展示 2022 年无拿地的房企

即使 2023 年土拍热度有所提升，在现行土拍政策下，房企拿地利润仍有保障。2021 年下半年起，各地调整土拍规则，包括但不限于降低起拍价、设置封顶溢价率、延长付款周期、提高售价上限、取消自持配建等。当前重点城市土拍溢价率提升，但因为有 15% 的封顶溢价率存在，且没有 2021 年上半年以前的竞自持、竞配建环节，直接摇号确定竞得人，拿地仍有相对确定的利润空间。能在 2023 年保持持续拿地能力的房企，更能在市场复苏进程中受益，从 1-4 月拿地情况来看，华润置地、建发房产、保利发展、万科、绿城中国权益拿地金额居行业前五，此外，民营房企中伟星房产、龙湖集团、滨江集团也有较积极的拿地表现。

图表25：2023 年 1-4 月权益拿地金额 TOP20 房企

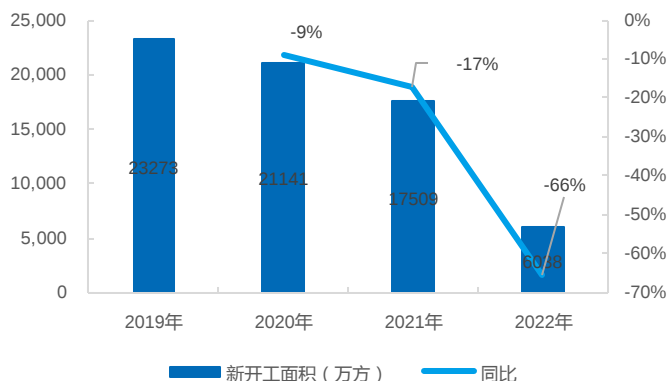
排行	企业名称	总权益拿地金额 (亿元)	总拿地金额 (亿元)	总规划建面 (万 m ²)	溢价水平(%)	楼面均价(元/m ²)
1	华润置地	233	344	127	10.69	27108
2	建发房产	161	200	164	8.86	12213
3	保利发展	139	168	94	7.43	17793
4	万科	110	148	54	7.79	27220
5	绿城中国	105	135	102	4.08	13252
6	招商蛇口	104	132	64	10.25	20547
7	长隆集团	99	197	85	12.66	23308
8	越秀地产	90	101	36	14.33	27845
9	伟星房产	78	78	54	12.08	14416
10	中国铁建	76	120	96	8.42	12451
11	龙湖集团	76	91	96	6.83	9514
12	滨江集团	66	74	54	1.23	13813
13	金地集团	60	66	41	10.53	15869
14	中建一局	58	58	17	0.00	33830
15	中建国际投资	46	46	61	2.67	7516
16	广州城投	44	44	28	0.00	15935
17	中海地产	42	42	14	3.94	29779
18	华发股份	41	51	23	11.48	21832
19	中建三局	40	40	23	3.63	17865
20	方远房产	40	50	72	3.29	6976

来源：中指研究院，国金证券研究所

新开工量小，竣工端积极保交付

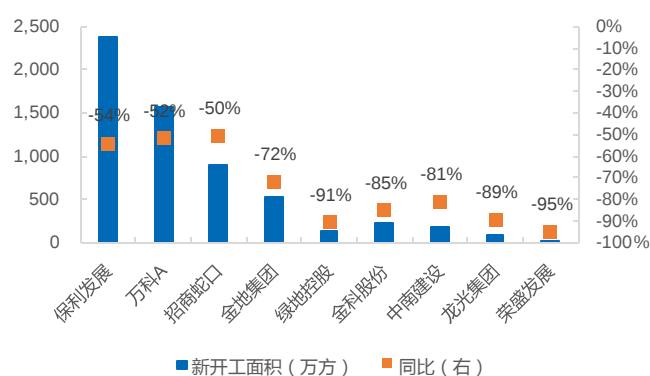
2022 年在房企现金流吃紧和土地成交缩量的背景下，房企新开工面积持续下降，从公布开工面积的 9 家房企看，2020、2021 和 2022 年同比分别为-9%、-17%和-66%。2022 年分房企看，央国企普遍新开工面积同比腰斩，而民营房企新开工意愿极低，同比下滑超过 80%，预计 2023 年仍将延续下滑态势。

图表26：典型房企历年新开工面积走势



来源：各公司公告，国金证券研究所

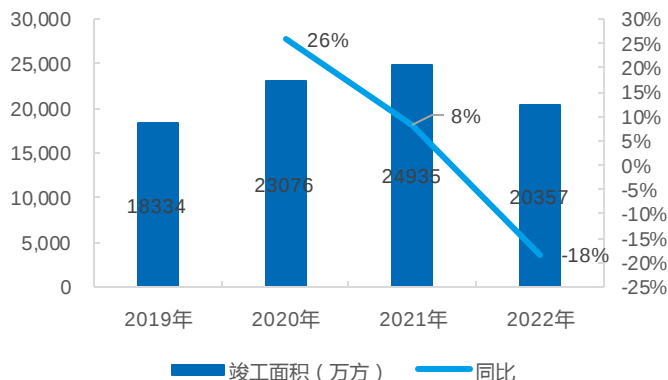
图表27：典型房企 2022 年新开工面积及同比



来源：各公司公告，国金证券研究所

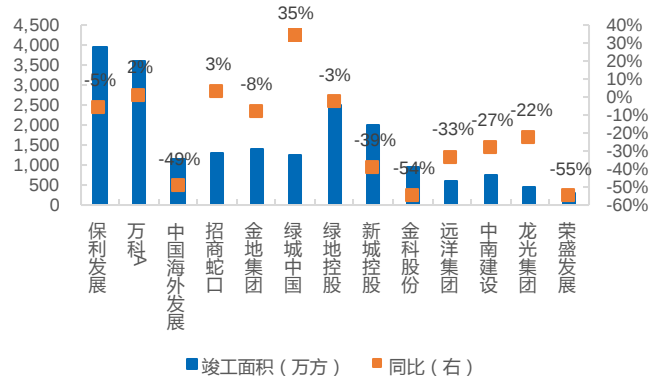
从 2022 年 7 月份起，全国层面推进保交付工作，以政策性银行专项借款、央行免息再贷款、地方纾困基金等为支撑，房企竣工交付情况相对良好。从公布竣工面积的 13 家房企看，2020、2021 和 2022 年同比分别为 26%、8%和-18%。2022 年分房企看，央国企和改善型房企表现较好，绿城中国、招商蛇口、万科 A 竣工面积同比为正，而民营房企虽有保交楼支持，但竣工面积普遍同比下滑，降幅在 20%-50%之间。

图表28：典型房企历年竣工面积走势



来源：各公司公告，国金证券研究所

图表29：典型房企 2022 年竣工面积及同比



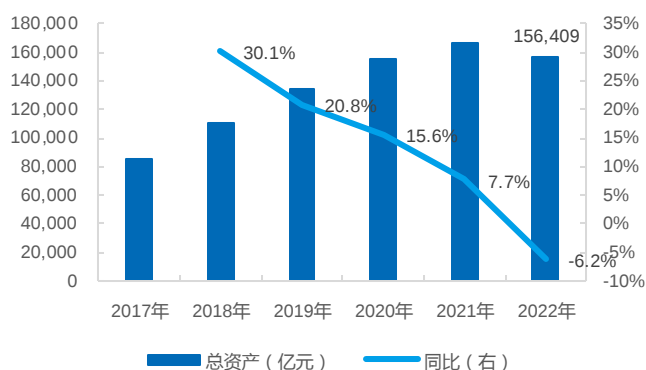
来源：各公司公告，国金证券研究所

资产负债：未来竞争在于资产质量和债务结构的优劣

资产负债延续缩表趋势

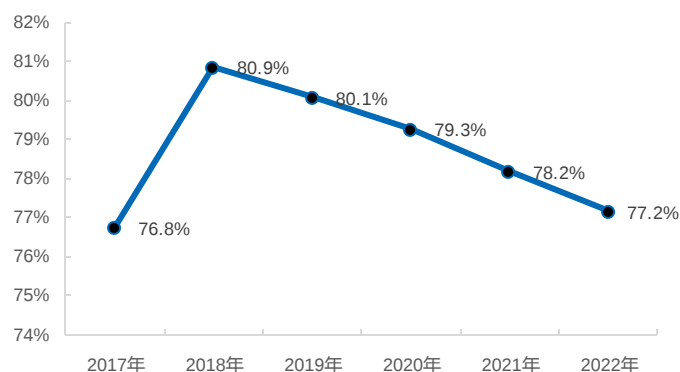
资产规模增速下滑，2022 年出现下降。27 家典型房企 2022 年资产总额为 15.64 万亿元，同比-6.2%，资产规模增速在逐年放缓后出现负值。整体资产负债率自 2019 年起持续下降。在行业下行背景下，多数房企选择缩表维持稳健经营，典型房企整体资产负债率从 2019 年的 80.9%持续下滑至 2022 年的 77.2%。从典型房企来看，央国企整体资产负债率较民企更低，而民营房企在 2019 年前快速加杠杆，资产负债率仍处相对高位。

图表30：典型房企总资产规模走势



来源：各公司公告，国金证券研究所

图表31：典型房企资产负债率走势

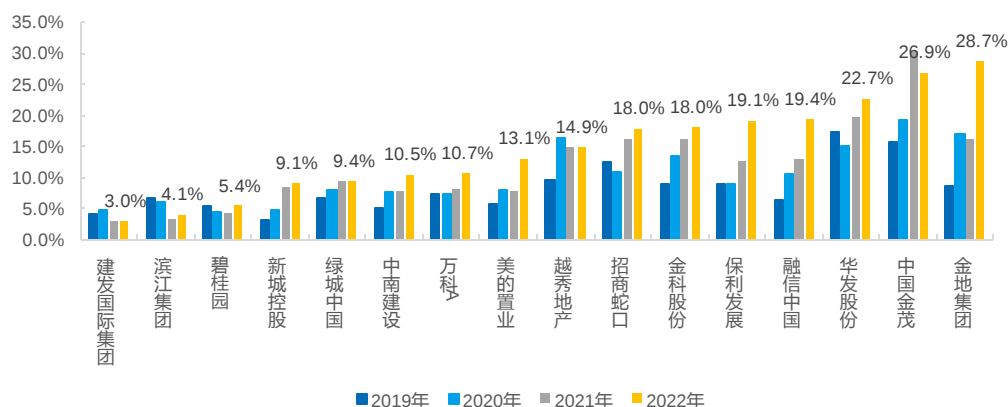


来源：各公司公告，国金证券研究所

改善型房企资产质量高，流动性强

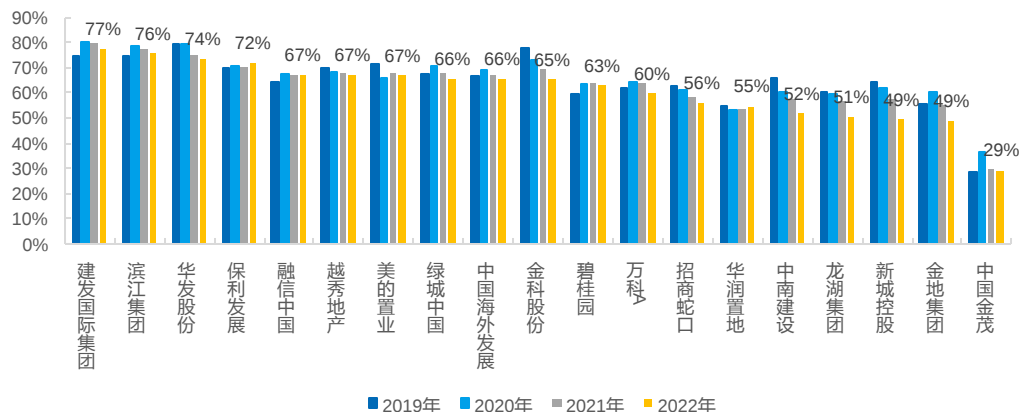
当前和未来较长一段时间，房企间的竞争是资产流动性的竞争。谁能拿好地、快速去化，谁就能获得更好的利润水平，抢占更高的市场份额，土储和资产质量高、流动性好的房企，未来发展空间更大。①从存货结构看，已竣工但未售的存货比例越低，说明房企去化的流动性更高，改善型房企如建发国际集团(3.0%)、滨江集团(4.1%)、绿城中国(9.4%)整体存货结构健康，竣工存货占总存货比例小于10%。②从资产结构来看，货币资金和存货这类流动性高的资产占比越高，公司周转效率越高，如建发国际集团、滨江集团、保利发展等房企资产流速（货币资金和存货占总资产比例）在70%以上。

图表32：典型房企竣工存货占总存货比例



来源：各公司公告，国金证券研究所

图表33：典型房企资产流速对比

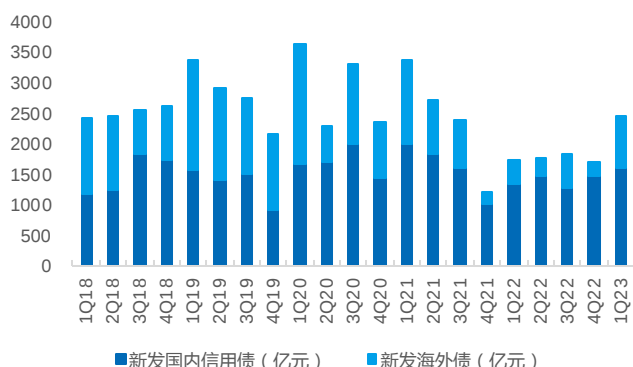


来源：各公司公告，国金证券研究所注：资产流速=（存货+货币资金）/总资产，仅考虑流动资产部分

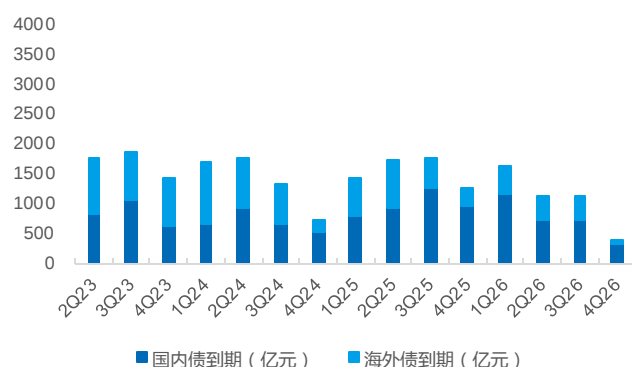
流动性压力有所缓解，债务结构改善

在政策支持和销售复苏背景下，房企发债规模提升。2022 年 11 月以来，中央层面对房企端“三支箭”的融资支持政策持续落地，在一定程度缓解房企债务压力，2023 年前三个月房企国内信用债和海外债新发行量均同比增长。从季度看，1Q23 房企公开债券（含国内信用债和海外债）发行金额 2467 亿元，同比+40.7%，其中海外债同比+108.7%。新发债券基本能覆盖到期公开债券规模，2023-2024 年每年平均到期债券金额在 6000 亿元左右，其中 2Q23、3Q23 到期债券金额分别为 1754 亿元、1871 亿元。叠加市场销售的逐步复苏，房企流动性压力将有所缓解。

图表34：房企季度国内外债券发行情况



图表35：房企季度国内外债券到期情况

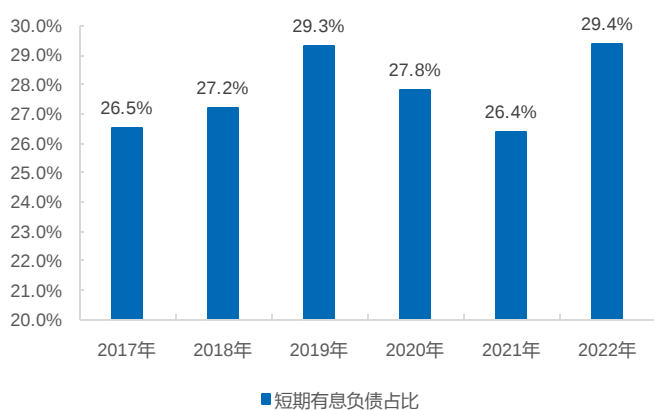


来源：wind，国金证券研究所注：截至 2023 年 3 月底；海外债按当期汇率转换为人民币

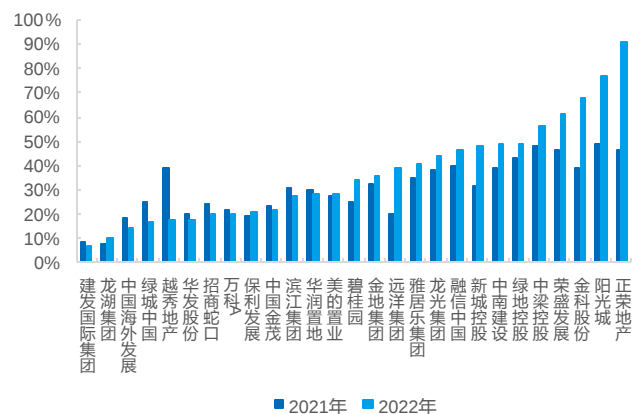
来源：wind，国金证券研究所注：截至 2023 年 3 月底；海外债按当期汇率转换为人民币

头部央国企和改善型房企短期有息负债占比低，偿债压力相对较小。2022 年典型房企整体短期有息负债占比 29.4%，较 2021 年提升 3pct。从各房企看，建发国际集团、龙湖集团、中国海外发展、绿城中国等 6 家房企短期有息负债占比低于 20%；从变化视角看，27 家典型房企中有 10 家房企占比下降，其中越秀地产降幅达 21.6pct，而部分出险房企短期有息负债占比大幅提升。

图表36：典型房企短期有息负债占比走势



图表37：典型房企 2021、2022 年短期有息负债占比

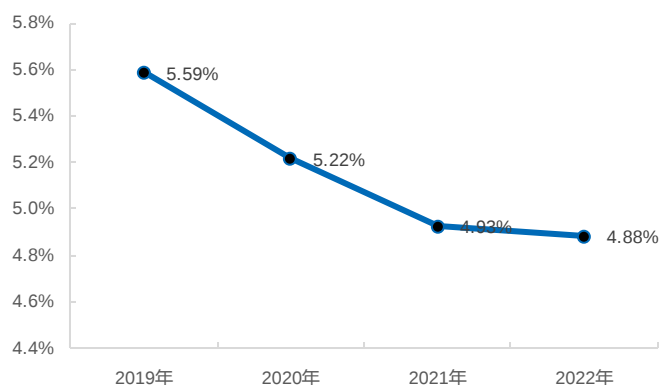


来源：各公司公告，国金证券研究所

来源：各公司公告，国金证券研究所

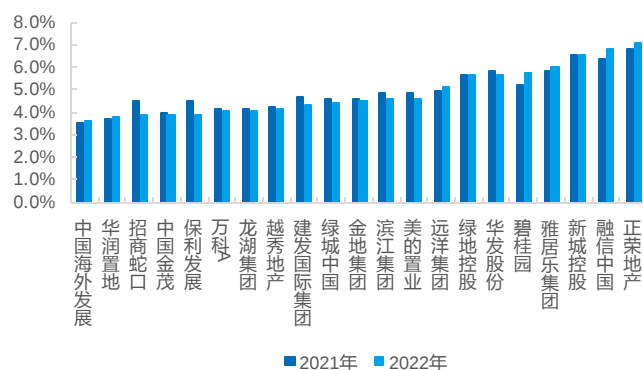
典型房企整体融资成本逐年下滑，头部央国企有明显优势。典型房企 2022 年平均融资成本为 4.88%，较 2021 年下降 5BP。从单房企看，2022 年 21 家典型房企中有 14 家融资成本同比下降，招商蛇口、保利发展降幅超过 50BP；从绝对水平看，中国海外发展、华润置地、招商蛇口、中国金茂和保利发展融资成本低于 4%。

图表38：典型房企整体融资成本走势



来源：各公司公告，国金证券研究所

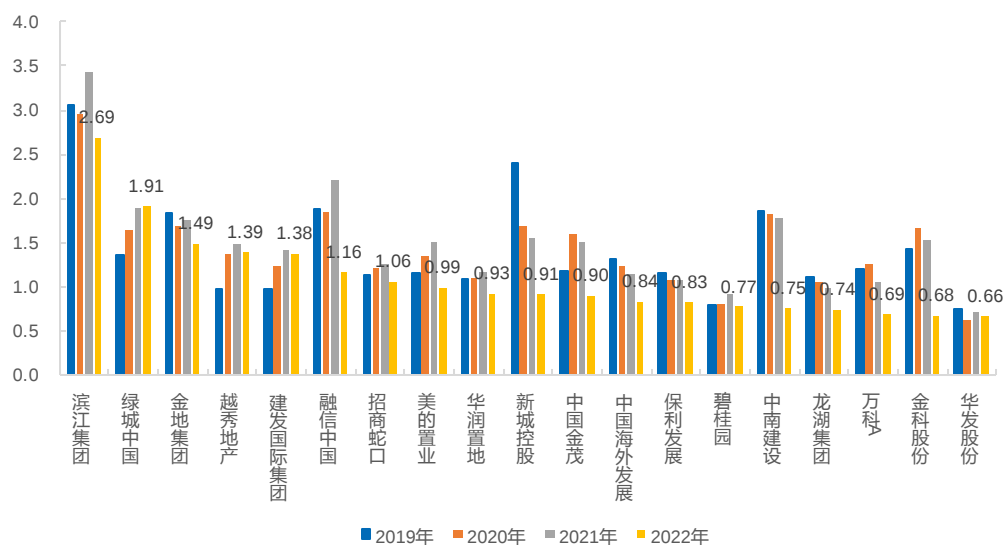
图表39：典型房企 2021、2022 年融资成本对比



来源：各公司公告，国金证券研究所

房企偿债能力和投入产出比相关。在 2020 年提出“三道红线”要求后，部分房企控制有息负债规模，而加大供应链融资和永续债、优先股等其他权益工具的融资；在企业视角，无论是供应链的应付账款及票据，还是永续债等都需偿还。因此将有息负债、其他权益工具和应付账款及票据视为待偿负债（现金流出项），销售额（现金流入项）对其的覆盖倍数越高，则偿债能力越高，同时投入产出比高。典型房企中，滨江集团、绿城中国、金地集团、越秀地产、建发国际集团等待偿负债覆盖倍数在 1.2 倍以上（每借 1 元债务，可产生 1.2 元以上销售额）。

图表40：典型房企待偿负债覆盖倍数对比



来源：各公司公告，国金证券研究所注：将应付账款及票据、其他权益工具等视为待偿负债，待偿负债覆盖倍数=销售额/（有息负债+其他权益工具+应付账款及票据）

投资建议

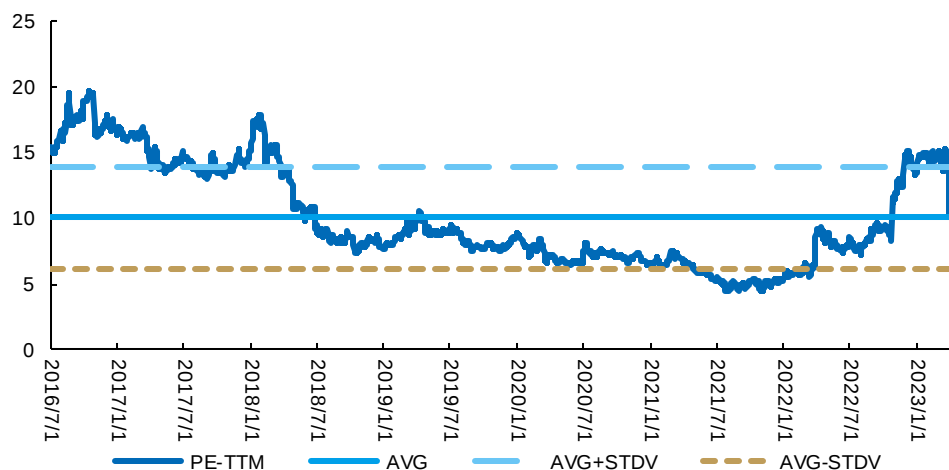
行业整体业绩短期承压，但央国企和改善型房企表现依然具有韧性。从经营基本面看，市场销售和投资持续复苏，行业供给侧将加速出清，困难房企销售大幅下滑，基本丧失拿地能力，市场地位将逐步下滑；而央国企和改善型房企，能够在土拍市场低位积极补货，同时凭借良好的布局和优质的产品服务能力，维持销售去化，更能享受市场复苏的利好，在行业内能巩固强者恒强的地位。从业绩端来看，房企近两年业绩正在筑底，前期获取的高地价限房价项目逐步消化，充分计提减值准备，未来能够轻装上阵；同时 2021 年下半年以后的土地项目利润空间相对较高，预计相继从 2024 年起进入报表结算，届时将带动期间拿地积极的房企毛利率水平提升。

首推有持续拿地能力、布局优质重点城市、主打改善产品的房企，如建发国际集团（及受益的建发股份）绿城中国、滨江集团等，其能在 2024 年后实现规模和业绩双增长，ROE 有望稳步提升。

稳健选择头部央企国企，如保利发展、中国海外发展、招商蛇口、华润置地、越秀地产等，其财务安全稳健，资产质量高，在经历高地价项目和存货计提减值后，预计 2024 年后毛利率将持续改善，引导估值提升。

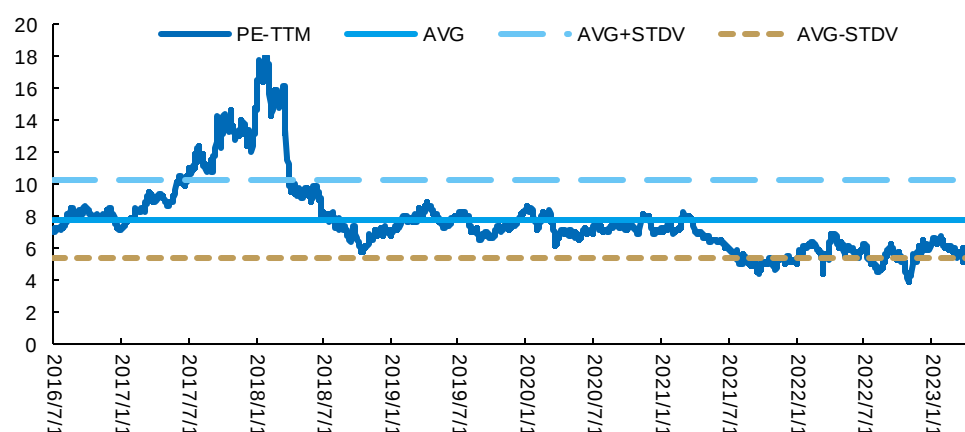
二手房市场活跃度持续向好，推荐强房产中介平台贝壳。

图表41: A 股地产 PE-TTM



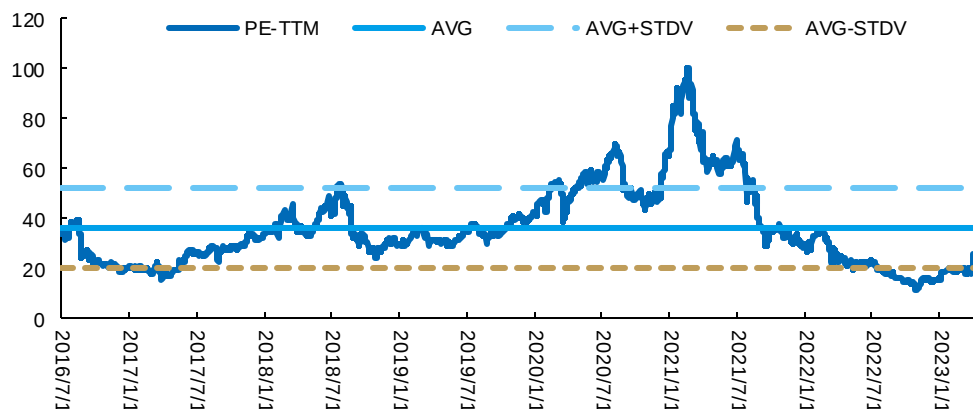
来源：国金证券研究所

图表42: 港股地产 PE-TTM



来源：国金证券研究所

图表43: 港股物业股 PE-TTM



来源：国金证券研究所

图表44：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		
				2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
000002.SZ	万科 A	增持	1,748	7.7	7.3	6.7	226.2	238.2	259.6	0%	5%	9%
600048.SH	保利发展	买入	1,707	9.3	7.5	6.1	183.5	227.1	279.3	-33%	24%	23%
001979.SZ	招商蛇口	买入	1,082	25.4	16.4	10.2	42.6	65.9	106.5	-59%	55%	62%
600153.SH	建发股份	买入	334	5.3	4.3	3.8	62.8	77.1	88.6	3%	23%	15%
002244.SZ	滨江集团	买入	308	8.2	6.5	5.0	37.4	47.2	61.4	24%	26%	30%
0688.HK	中国海外发展	买入	1,957	8.4	7.5	6.4	232.6	260.0	307.3	-42%	12%	18%
3900.HK	绿城中国	买入	215	8.3	3.5	3.1	25.8	61.6	68.5	-21%	138%	11%
1908.HK	建发国际集团	买入	362	7.3	5.8	4.3	49.3	62.4	85.1	40%	26%	36%
2423.HK	贝壳*	买入	1,390	48.9	18.0	14.1	28.4	77.4	98.7	24%	172%	28%
9666.HK	金科服务	买入	73	N.A.	14.4	12.1	-18.2	5.1	6.1	-272%	128%	19%
9983.HK	建业新生活	买入	32	5.6	4.7	4.1	5.6	6.8	7.8	-9%	21%	14%
6098.HK	碧桂园服务	买入	359	18.5	16.1	13.3	19.4	22.3	26.9	-52%	15%	20%
1209.HK	华润万象生活	买入	824	37.4	29.5	24.6	22.1	28.0	33.6	28%	27%	20%
1995.HK	旭辉永升服务	买入	47	5.7	4.5	3.7	8.2	10.4	12.8	33%	26%	23%
3316.HK	滨江服务	买入	58	14.2	11.1	8.7	4.1	5.3	6.7	28%	28%	28%
6626.HK	越秀服务	买入	49	11.7	10.1	8.7	4.2	4.8	5.6	16%	16%	16%
2156.HK	建发物业	买入	50	20.0	14.4	10.6	2.5	3.4	4.7	55%	39%	36%
平均值			623	15.1	10.7	8.6	55.1	70.8	85.8	-14%	46%	24%
中位值			334	8.9	7.5	6.7	25.8	47.2	61.4	3%	26%	20%

来源：wind，国金证券研究所注：1）数据截至 2023 年 5 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

宽松政策对市场提振不佳。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。

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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402