

# Q1 业绩有所企稳，销售回暖业绩或好转

强于大市 (维持)

——房地产行业深度报告

2023 年 05 月 10 日

## 行业核心观点:

房地产行业是我国国民经济支柱产业，在疫情管控放松的背景下，宏观经济的修复仍离不开地产的企稳，预计政策面仍以宽松为主。地产在经历了一年半快速下行期后，供给已降至接近中长期均衡水平，继续下降的空间有限，政策不断叠加下有望驱动行业走出困境。建议关注（1）均好型头部房企以及深耕高能级城市的区域类房企；（2）融资政策放松下具有资源整合或风险化解能力的房企；（3）优质的头部物业管理公司。

## 投资要点:

### A 股房企整体 Q1 业绩探底回升，国央企背景房企保持优势地位:

我们统计的 72 家房企 2022/2023Q1 整体营收同比增速为-8.58%/+0.06%，同比变动-20.58pct/+11.35pct。其中，国/央企、民营房企营收增速分别为-3.30%/-11.90%；2023Q1 国/央企、民营房企营业总收入同比增速为 7.84%、-4.27%。利润方面，我们统计的 72 家房企 2022 年整体归母净利润同比增速为-146.11%，2023Q1 归母净利润同比下滑 11.53%，明显收窄。

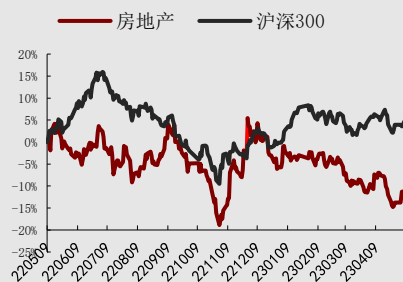
**Q1 行业毛利率与净利率有所企稳:** 我们统计的 72 家房企 2022/2023Q1 整体毛利率水平为 17.73%/17.32%，保持相对稳定。其中，国/央企、民营房企 2022 年毛利率水平分别为 21.29%/15.27%，2023Q1 分别为 22.11%/14.30%，国/央企毛利率水平较 2022 年回升。

**2022 年行业下行期资产减值损失大幅增加，2023 年以来销售回暖，减值风险显著缓解:** 2022 年，我们统计的 72 家房企合计计提资产减值损失 1010.36 亿，同比增长 61.35%。按企业性质看，发生资产减值的房企仍以民企为主，占比达 66.24%。

**杠杆水平短线抬升，销售回暖下 Q1 回款好转:** 我们统计的 72 家房企整体剔除预收账款后的资产负债率以及净负债率在 2022 年有所抬升，现金短债比在央企与民营房企之间分化加剧，我们认为主要是央企高信用带动销售回款相对更好所致。2023 年 Q1，我们统计的 72 家房企整体销售商品、提供劳务收到的现金同比增速为 0.28%，国央企背景房企同比增速为 22.65%，表现突出。行业预收账款规模首现收缩，预计随着销售端的企稳将有所修复，我们统计的 72 家房企 2022 年整体预收账款为 2.79 万亿元，同比增速为 -14.05%，2022/2023Q1 预收账款营收覆盖率为 110.24%/113.93%。

**基金重仓配置比例持续下降。** 2022 年及 2023 年一季度末房地产行业

## 行业相对沪深 300 指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

## 相关研究

“五一”假期销售环比回落

4 月销售环比回落

政策保持延续性，预计维持宽松

分析师:

潘云娇

执业证书编号:

S0270522020001

电话:

02032255210

邮箱:

panyj@wlzq.com.cn

业基金重仓配置比例持续下降。重点个股持仓有所分化，保利发展、万科、金地集团等头部房企遭减持，华发股份、滨江集团等销售表现较好的地方龙头获得增持。保利发展持仓总市值仍居于房地产行业基金重仓持股首位，其次是招商蛇口、万科。

**风险因素：**消费者信心修复不及预期、政策放松力度不及预期、房价超预期下跌、房企盈利能力大幅下降等。

## 正文目录

<b>1 房地产行业业绩增速探底回升</b> .....	<b>5</b>
1.1 行业整体营收增速探底回升，头部和国央企背景房企表现相对较好.....	5
1.2 2023 年 Q1 行业整体利润下滑幅度显著收窄.....	6
<b>2 2023 年 Q1 盈利水平有所企稳</b> .....	<b>7</b>
2.1 毛利率与净利率水平：出现企稳迹象.....	7
2.2 期间费用率：各类型房企期间费用率表现差异较大.....	8
2.3 资产减值损失：行业下行期资产减值规模大幅增加.....	10
<b>3 杠杆水平短期抬升，Q1 回款边际好转</b> .....	<b>11</b>
3.1 负债率略有上升.....	11
3.2 央国企与民营房企现金短债表现分化明显.....	13
3.3 Q1 销售回款有所好转.....	13
3.4 预收账款规模下降，对营收覆盖度维持在相对高位.....	15
<b>4 基金重仓配置比例持续下降</b> .....	<b>17</b>
<b>5 板块估值与投资建议</b> .....	<b>18</b>

图表 1: A 股不同规模房企营收增速情况 (%).....	5
图表 2: A 股不同性质房企营收增速情况 (%).....	5
图表 3: A 股不同规模房企营业利润同比增速 (%).....	6
图表 4: A 股不同性质房企营业利润同比增速 (%).....	6
图表 5: A 股不同规模房企归母净利润同比增速 (%).....	7
图表 6: A 股不同性质房企归母净利润同比增速 (%).....	7
图表 7: A 股不同规模房企毛利率 (%).....	7
图表 8: A 股不同性质房企毛利率 (%).....	7
图表 9: A 股不同规模房企净利率 (%).....	8
图表 10: A 股不同性质房企净利率 (%).....	8
图表 11: 房企各项费用率均值变动情况 (%).....	9
图表 12: A 股不同规模房企期间费用率 (%).....	9
图表 13: A 股不同性质房企期间费用率 (%).....	9
图表 14: A 股不同规模房企财务费用率 (%).....	9
图表 15: A 股不同性质房企财务费用率 (%).....	9
图表 16: A 股不同规模房企管理费用率 (%).....	10
图表 17: A 股不同性质房企管理费用率 (%).....	10
图表 18: A 股不同规模房企销售费用率 (%).....	10
图表 19: A 股不同性质房企销售费用率 (%).....	10
图表 20: A 股不同规模房企资产减值损失金额 (亿元).....	11
图表 21: A 股不同性质房企资产减值损失金额 (亿元).....	11
图表 22: A 股不同规模房企净负债率 (%).....	12
图表 23: A 股不同性质房企净负债率 (%).....	12
图表 24: A 股不同规模房企剔除预收款项后的资产负债率 (%).....	12
图表 25: A 股不同性质房企剔除预收款项后的资产负债率.....	12
图表 26: A 股不同规模房企资产负债率 (%).....	12
图表 27: A 股不同性质房企资产负债率 (%).....	12
图表 28: A 股不同规模房企现金短债比 (倍).....	13

图表 29: A 股不同性质房企现金短债比 (倍) .....	13
图表 30: A 股不同规模房企销售商品提供劳务收到的现金/营业收入 (%) .....	13
图表 31: A 股不同性质房企销售商品提供劳务收到的现金/营业收入 (%) .....	13
图表 32: A 股不同规模房企销售商品、提供劳务收到的现金同比增速 (%) .....	14
图表 33: A 股不同性质房企销售商品、提供劳务收到的现金同比增速 (%) .....	14
图表 34: A 股不同规模房企购买商品现金支出占销售商品现金流入的比例 (%) .....	15
图表 35: A 股不同性质房企购买商品现金支出占销售商品现金流入的比例 (%) .....	15
图表 36: A 股不同规模房企预收账款同比增速 (%) .....	15
图表 37: A 股不同性质房企预收账款同比增速 (%) .....	15
图表 38: A 股不同规模房企预收账款/营业收入 (%) .....	16
图表 39: A 股不同性质房企预收账款/营业收入 (%) .....	16
图表 40: A 股不同规模房企存货占总资产的比重 (%) .....	16
图表 41: A 股不同性质房企存货占总资产的比重 (%) .....	16
图表 42: 房地产行业各细分板块基金重仓配置情况 (%) .....	17
图表 43: 2023 一季末基金重仓持有 A 股房地产行业主要个股情况 (%) .....	17
图表 44: A 股房地产板块主要个股估值情况 (%) .....	18

我们以申万行业分类(2021)中房地产行业72只核心个股2022年报和2023第一季度业绩整理如下:

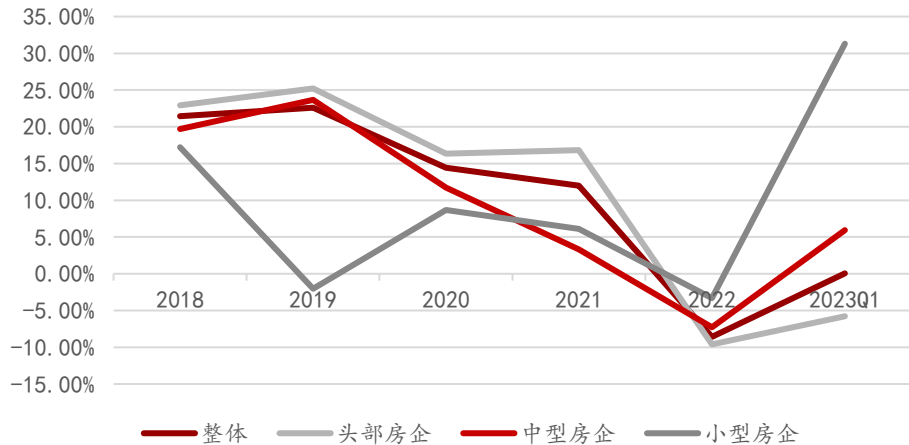
## 1 房地产行业业绩增速探底回升

### 1.1 行业整体营收增速探底回升，头部和国央企背景房企表现相对较好

2022年房地产行业各类型房企整体营收增速探底，2023年Q1营收增速有所回升。我们统计的72家房企2022年整体营业总收入为2.54万亿元，同比增速为-8.58%，增速较2021年下降20.58pct。按照营业收入规模分为头部(7家)、中型(27家)、小型房企(38家)，其中小型房企表现较好，2022年头部/中型/小型房企营业总收入同比增速为-9.60%/-7.28%/-3.31%，较2021年-26.45pct/-10.58pct/-9.43pct。行业信用风险持续暴露下，各类型房企营收增速进一步下滑，头部房企降幅更大。2023年一季度我们统计的72家房企整体营业总收入为0.38万亿元，同比增速为0.06%，同比增速上升11.35pct。其中头部/中型/小型房企营业总收入同比增速为-5.80%/+5.93%/+31.30%，同比-3.81pct/-13.21pct/-34.61pct；

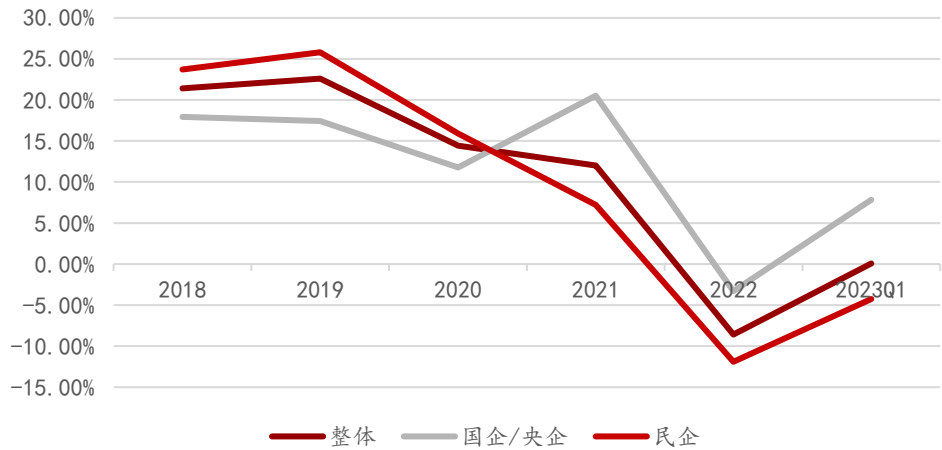
**国央企背景房企整体保持优势地位。**我们统计的国/央企背景房企2022年营业总收入同比增速为-3.30%，较2021年下降23.82pct；民企营业总收入同比增速为-11.90%，较2021年下降19.13pct。2023年Q1国/央企房企营业总收入同比增速为7.84%，较2022年一季度上升2.09pct；民企营业总收入同比增速为-4.27%，较2022年一季度上升14.32pct。2023年Q1国/央企营业收入增速明显优于民营房企。

图表1: A股不同规模房企营收增速情况(%)



资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

图表2: A股不同性质房企营收增速情况(%)



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

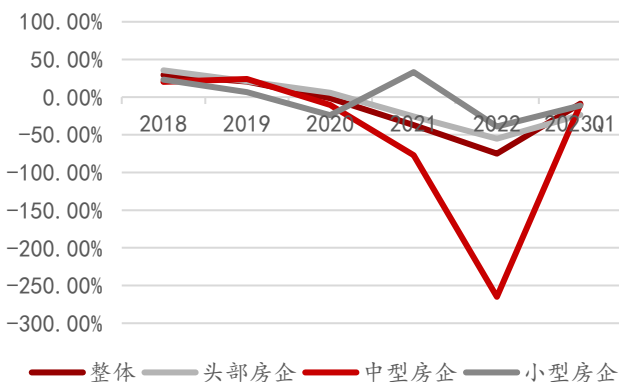
## 1.2 2023年Q1行业整体利润下滑幅度显著收窄

营业利润方面，2023年Q1房地产行业整体营业利润下滑幅度显著收窄。我们统计的72家房企2022年房地产行业整体营业利润为590.77亿元，同比增速为-74.97%，同比下滑幅度扩大38.05pct。2023年Q1房地产行业整体营业利润同比增速为-8.66%，增速较去年同期上升28.00pct，下滑幅度显著收窄。

头部房企营业利润同比增速降幅较小。头部/中型/小型房企2022年营业利润同比增速为-55.15%/-267.94%/-38.97%，较2021年-29.63pct/-190.73pct/-72.15pct，头部房企和小型房企营业利润同比降幅较小；头部房企2023年Q1营业利润同比增速为-7.39%，增速较去年同期+15.93pct，营业利润下滑幅度小于其他类型房企。

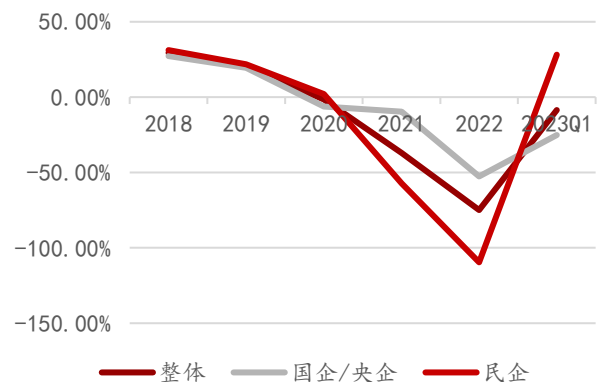
民营房企Q1营业利润回升。我们统计的国/央企背景房企2022年营业利润同比增速为-52.61%，较2021年下降42.91pct；民企营业利润同比增速为-109.60%，较2021年下降52.43pct。2023年Q1国/央企背景房企营业利润同比增速为-25.25%，较去年同期下降17.88pct，民营房企增速为28.17%，显著好转。

图表3: A股不同规模房企营业利润同比增速 (%)



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

图表4: A股不同性质房企营业利润同比增速 (%)



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

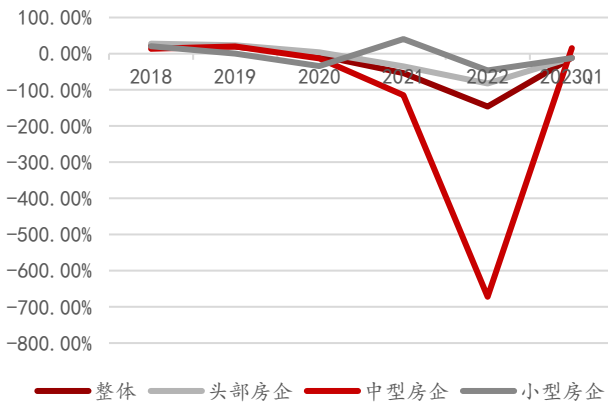
归母净利润方面，2023年Q1房地产行业整体归母净利润下滑幅度显著收窄。我们统计

的72家房企2022年整体归母净利润为-436.02亿元，同比增速为-146.11%，同比下滑幅度扩大92.68pct，2023年Q1归母净利润同比下滑11.53%，增速较去年同期上升40.65pct。

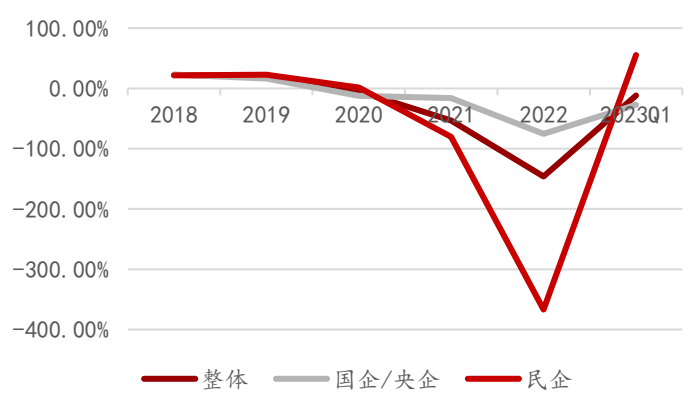
**各类型房企2023Q1归母净利润同比增速降幅显著收窄。**头部/中型/小型房企2022年归母净利润同比增速为-82.26%/-672.01%/-46.31%，较2021年-47.43%/-556.90%/-86.72%。2023Q1头部/中型/小型房企归母净利润同比增速为-11.61%/+14.92%/-11.85%，下滑幅度均明显收窄。

**民营背景房企归母净利润同比增速2023Q1触底反弹。**我们统计的国/央企背景房企2022年归母净利润同比增速为-75.32%，较2021年下降59.51pct；民企归母净利润同比增速为-366.84%，较2021年下降286.30pct。2023年Q1国/央企背景房企归母净利润同比增速为-27.29%，较去年同期下降4.37pct，民企归母净利润同比增速为55.36%，较去年同期上升137.04pct，优于行业整体水平。

图表5: A股不同规模房企归母净利润同比增速 (%)



图表6: A股不同性质房企归母净利润同比增速 (%)



资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

## 2 2023年Q1盈利水平有所企稳

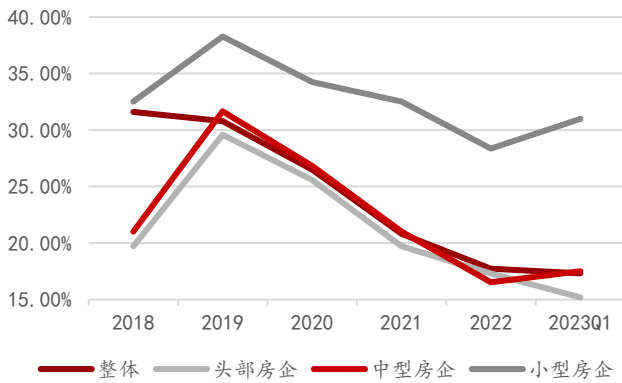
### 2.1 毛利率与净利率水平: 出现企稳迹象

**头部房企毛利率承压, 房企整体毛利率出现企稳迹象。**我们统计的72家房企2022年整体毛利率水平为17.73%, 较2021年下降3.08pct, 2023年Q1为17.32%, 同比-3.15pct。其中, 头部/中型/小型房企2022年毛利率水平为17.30%/16.53%/28.36%, 较2021年变动-2.43%/-4.49%/-4.15%。2023年Q1头部/中部/小型房企毛利率分别为15.19%/17.51%/31.00%, 较去年同期-2.74%/-4.08%/-8.79%, 小型房企降幅高于行业水平。

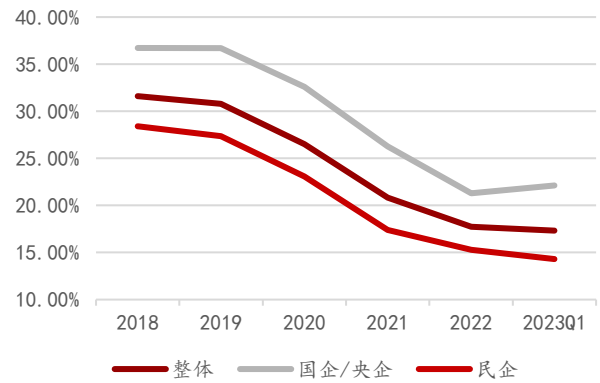
**国/央企背景房企2023Q1毛利率水平较2022年有所上升,**我们统计的国央企背景房企2022年毛利率水平为21.29%, 较2021年下降4.97pct; 民企毛利率水平为15.27%, 较2021年下降2.11pct, 国/央企的毛利率水平显著高于民企。2023Q1国央企毛利率水平为22.11%, 较2022年有所上升。

图表7: A股不同规模房企毛利率 (%)

图表8: A股不同性质房企毛利率 (%)



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所



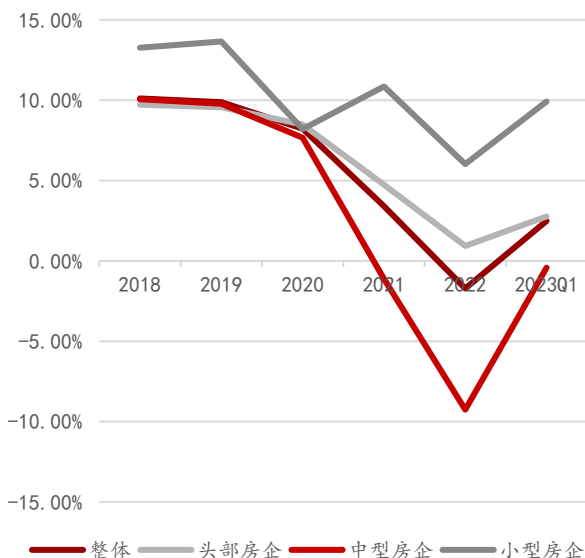
资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

净利率在2022年触底，2023年Q1明显回升，不同规模房企表现有所分化。我们统计的72家房企2022年整体净利率水平为-1.72%，较2021年下降5.13pct，2023年Q1整体净利率水平为2.49%，较去年同期下降0.33pct，较2022年明显改善。其中，头部/中型/小型房企2023年Q1净利率水平分别为2.76%/-0.43%/9.91%，较2022年变动+1.83pct/+8.83pct/+3.89pct。

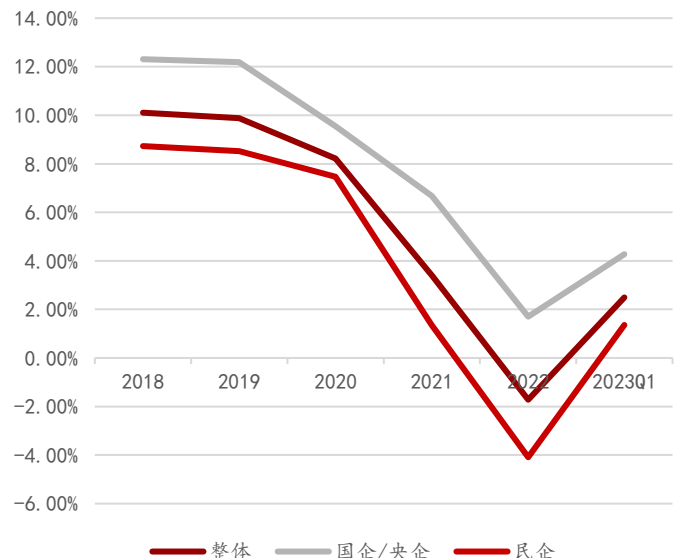
国/央企背景房企净利率水平表现更佳。我们统计的国央企背景房企2022年净利率水平为1.70%，较2021年下降4.97pct；民企净利率水平为-4.09%，较2021年下降5.44pct。国/央企的净利率水平领先于民企。2023Q1国央企及民营背景房企净利率分别为4.28%/1.36%，较2022年分别提升2.58pct和5.45pct。

图表9：A股不同规模房企净利率（%）

图表10：A股不同性质房企净利率（%）



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

## 2.2 期间费用率：各类型房企期间费用率表现差异较大

整体期间费用率有所抬升。我们统计的72家房企2022年整体期间费用率/财务费用率/管理费用率/销售费用率为8.11%/2.55%/2.82%/2.74%，较2021年+0.32pct/

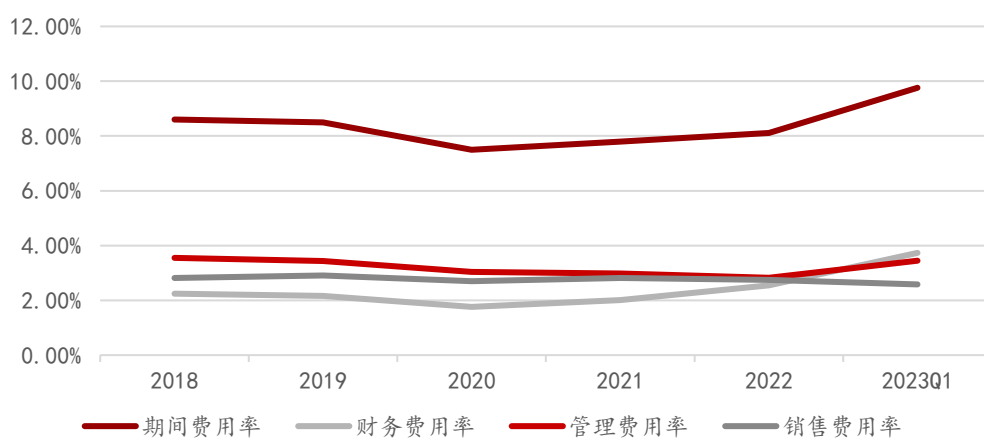


+0.54pct /-0.16pct /-0.07pct。2023年Q1整体期间费用率较去年同期下降1.00pct至9.76%，财务费用率、管理费用率、销售费用率分别为3.73%、3.45%、2.58%，较去年同期变动+0.37pct、-0.85pct、-0.52pct。

各类型房企期间费用率表现差异较大，头部房企费用率保持在低位。2022年头部/中型/小型房企期间费用率为6.25%/11.63%/11.33%，较2021年+0.18pct/+0.61pct/-0.32pct；2023年Q1各类房企期间费用率同比均有一定程度下滑，其中小型房企期间费用率下滑最为明显，较去年同期下降2.47pct。

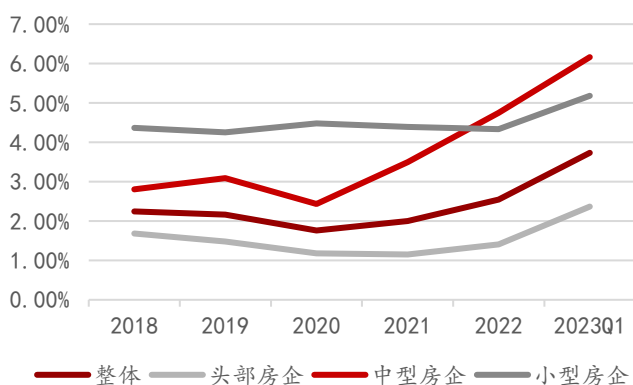
国企/央企背景房企2022年期间费用率为8.06%，较2021年上升0.39pct；民营房企2022年期间费用率为8.15%，较2021年提升0.27pct。2023年Q1国企/央企背景房企期间费用率11.03%，较去年同期下降0.88pct，略高于民营房企水平。

图表11: 房企各项费用率均值变动情况 (%)



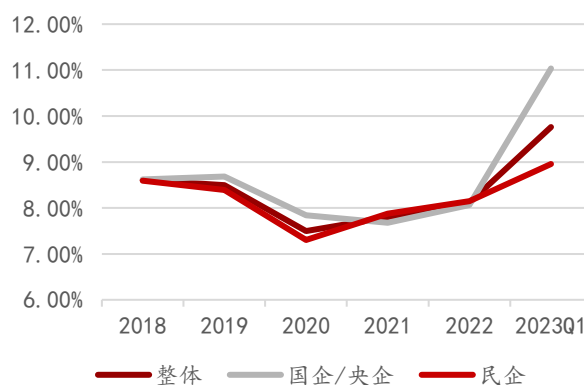
资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

图表12: A股不同规模房企期间费用率 (%)



资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

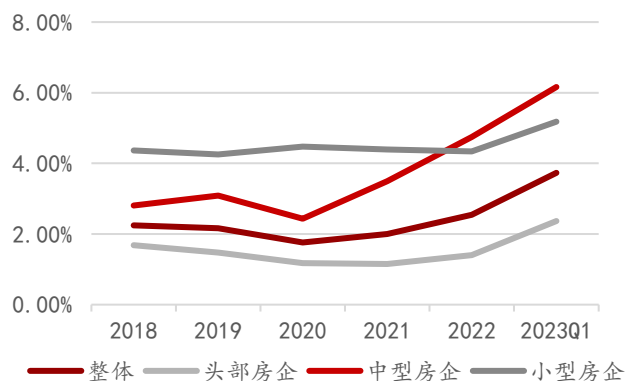
图表13: A股不同性质房企期间费用率 (%)



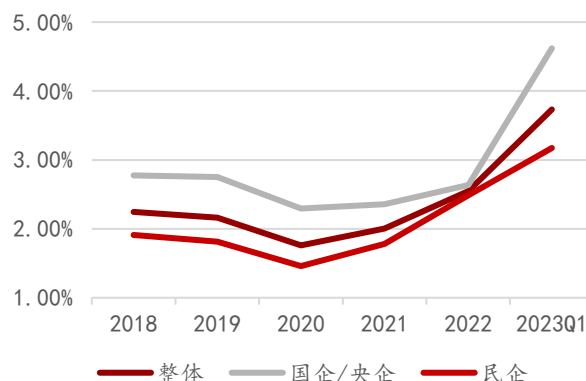
资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

图表14: A股不同规模房企财务费用率 (%)

: A股不同性质房企财务费用率 (%)

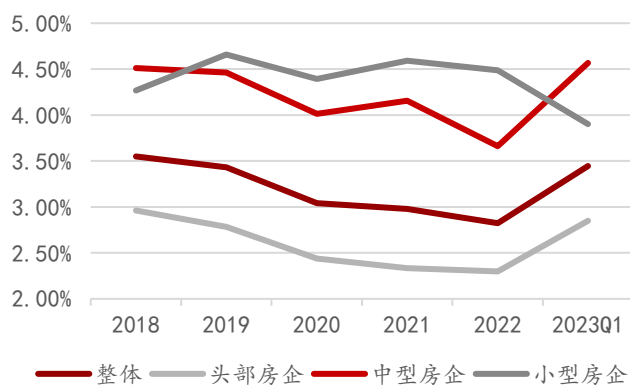


资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所



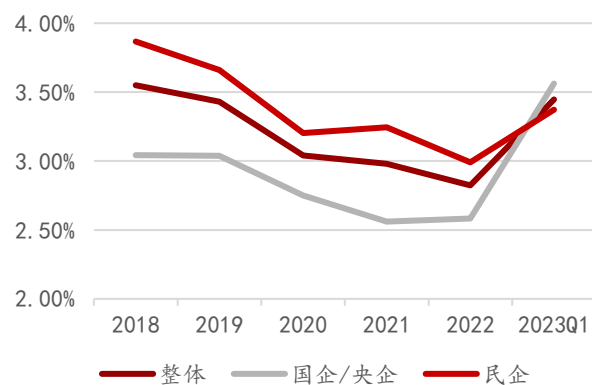
资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

图16: A股不同规模房企管理费用率 (%)



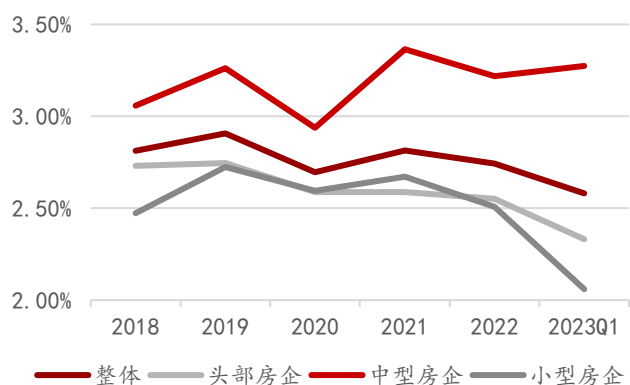
资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

图17: A股不同性质房企管理费用率 (%)



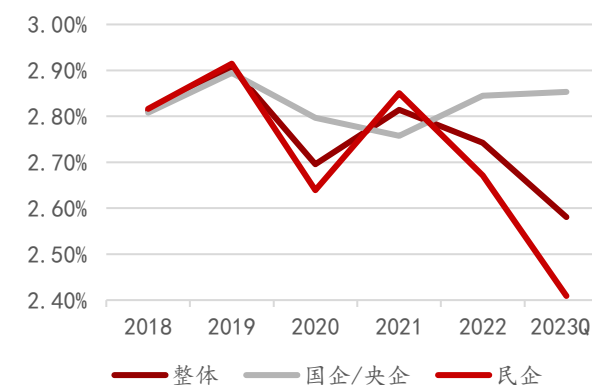
资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

图18: A股不同规模房企销售费用率 (%)



资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

图19: A股不同性质房企销售费用率 (%)

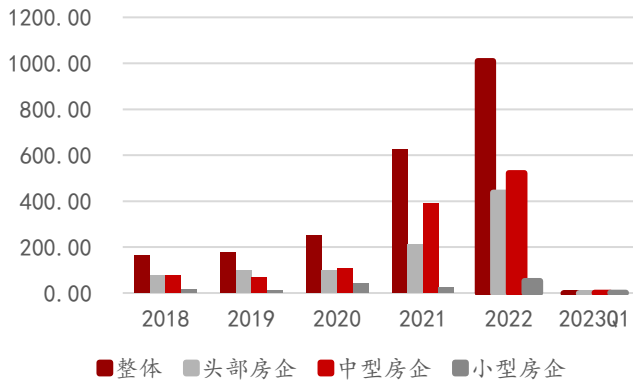


资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

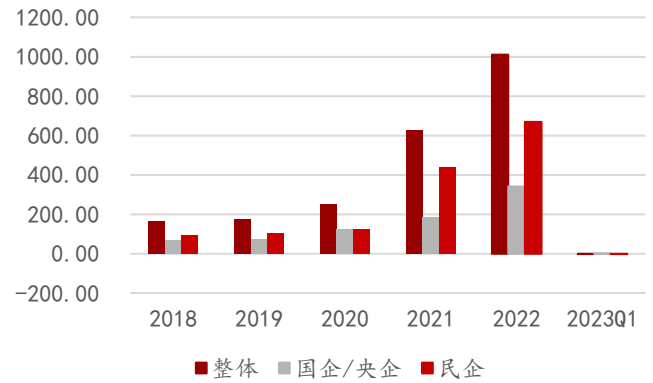
### 2.3 资产减值损失: 行业下行期资产减值规模大幅增加

民营房企资产减值规模增长更加明显。2022年，我们统计的72家房企合计计提资产减值损失1010.36亿，同比增长61.35%。按企业性质看，发生资产减值的房企仍以民企为主，合计计提资产减值损失669.26亿，占房地产行业整体的66.24%。

图表20: A股不同规模房企资产减值损失金额(亿元)



图表21: A股不同性质房企资产减值损失金额(亿元)



资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

### 3 杠杆水平短期抬升, Q1 回款边际好转

#### 3.1 负债率略有上升

**2022年及2023年Q1房企净负债率有所抬升。**我们统计的72家房企2022年整体净负债率为79.67%，较2021年上升10.22pct，2022年头部/中型/小型房企净负债率分别为60.93%/118.35%/62.58%，较2021年变动+11.77pct/+12.08pct/+6.11pct；2023年一季度末，我们统计的72家房企整体净负债率为81.39%，较2022年上升1.73pct。其中，头部和中型房企的净负债率均有所上升。

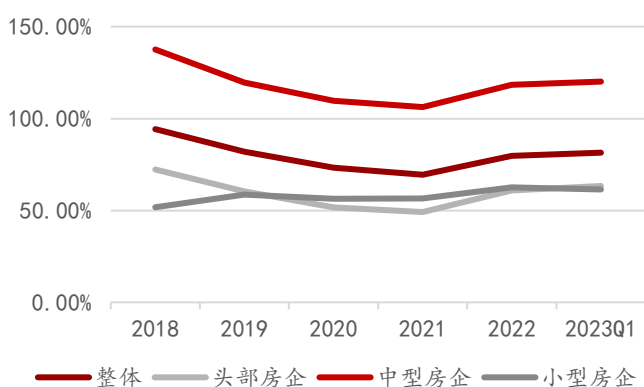
**国/央企、民营房企净负债率均有上升。**国企/央企背景房企2022年净负债率为81.28%，较2021年上升7.84pct；民企的净负债率为77.52%，较2021年上升12.82pct。2023年一季度国/央企背景房企净负债率较2022年上升2.24pct至83.52%，民企较2022年增加1.04pct至78.56%。

**剔除预收账款后的资产负债率有上升。**我们统计的72家房企2022年整体剔除预收账款后的资产负债率为71.77%，较2021年上升0.47pct。其中，头部房企和小型房企剔除预收账款后的资产负债率均低于行业整体水平，分别为71.37%和61.79%，较2021年上升0.18pct/0.36pct；中型房企剔除预收账款后的资产负债率为74.79%，较2021年上升1.17pct；2023年一季度，房地产行业整体/头部/中型/小型房企剔除预收账款后的资产负债率为71.26%/70.84%/74.47%/60.56%，与2022年相比微降。

其中，2022年国/央企背景与民营房企剔除预收账款后的资产负债率分别为68.39%/75.28%，较2021年+0.42pct/+0.84pct。

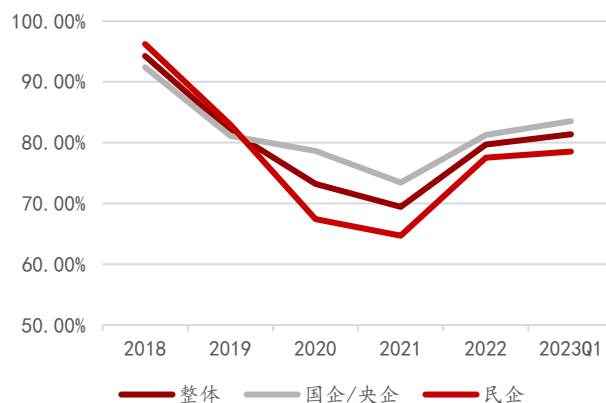
**整体资产负债率持续下降。**我们统计的72家房企2022年整体资产负债率为78.52%，较2021年下降0.35pct。其中头部/中型/小型房企资产负债率为78.81%/80.60%/66.45%，较2021年变动-0.88pct/+0.70pct/-7.31pct；国/央企背景以及民营房企资产负债率为73.72%/75.12%，较2021年变动-7.37pct；2023年一季度，房地产行业整体/头部/中型/小型房企资产负债率为78.42%/78.80%/80.57%/65.11%，较去年同期变动+0.00pct/-0.58pct/+1.36pct/-1.69pct，较2022年亦有所下降。

图表22: A股不同规模房企净负债率 (%)



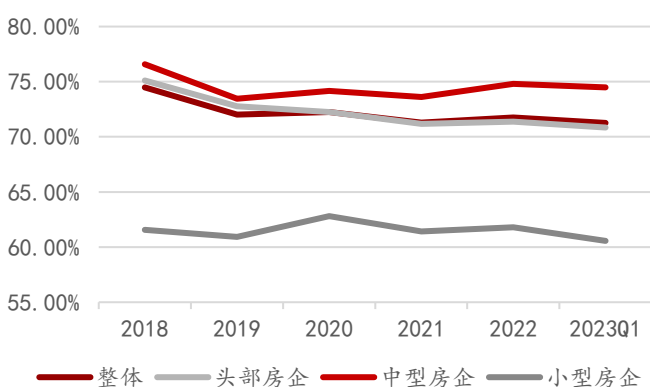
资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

图表23: A股不同性质房企净负债率 (%)



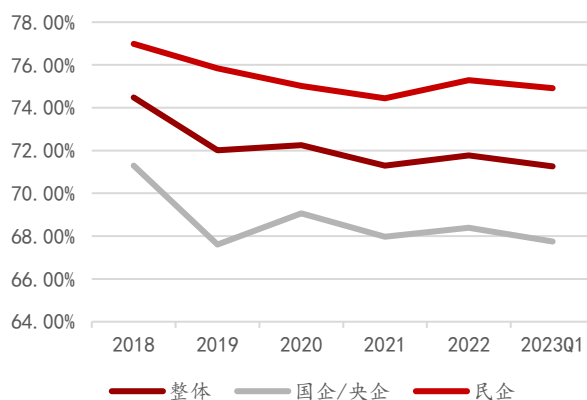
资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

图表24: A股不同规模房企剔除预收款项后的资产负债率 (%)



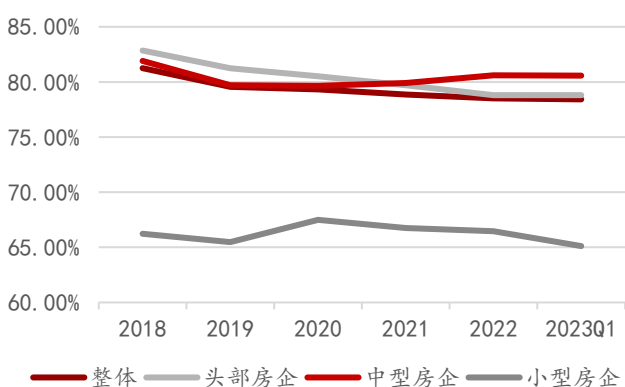
资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

图表25: A股不同性质房企剔除预收款项后的资产负债率 (%)



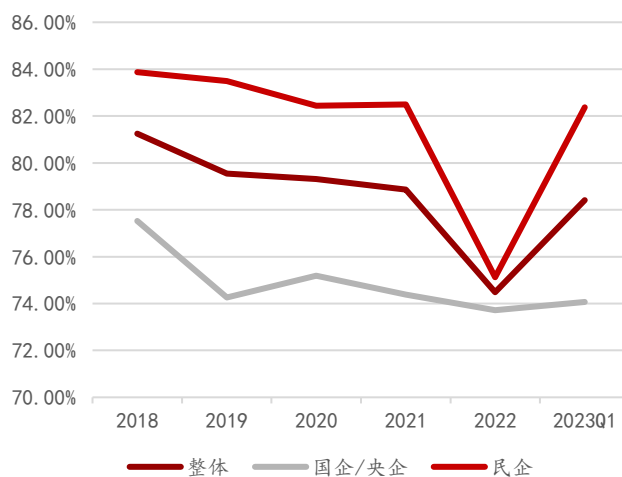
资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

图表26: A股不同规模房企资产负债率 (%)



资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

图表27: A股不同性质房企资产负债率 (%)



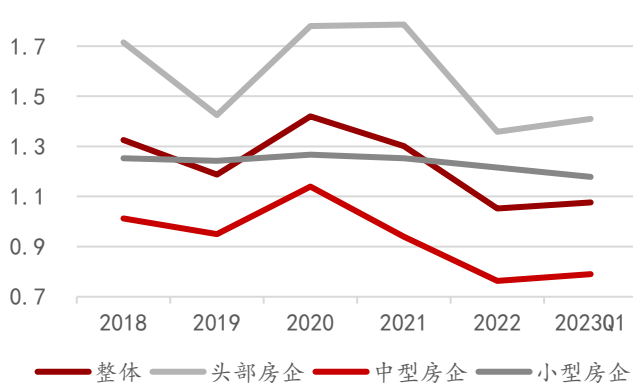
资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

### 3.2 央国企与民营房企现金短债表现分化明显

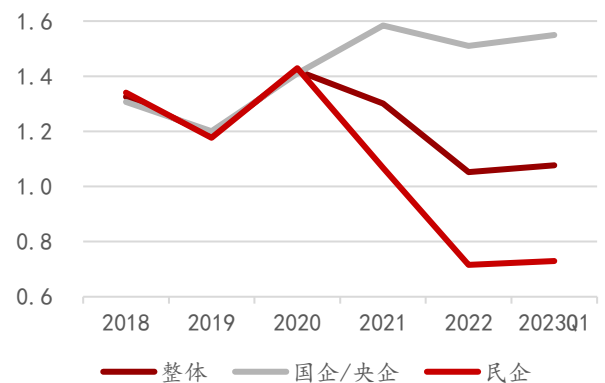
**现金短债比有所上升:** 2022年,我们统计的72家房企整体现金短债比为1.1倍,较2021年下降0.2。其中,头部、中型、小型房企现金短债比分别为1.4倍、0.8倍、1.2倍,其中小型房企与2021年基本持平,头部房企/中型房企较2021年-0.4/-0.2。国/央企现金短债比为1.5倍,较去年下降0.1;民企现金短债比为0.7倍,较2021年下降0.4。

2023年一季度,我们统计的72家房企整体现金短债比为1.1倍,较上年同期下降0.1,较2022上升0.02。头部、中型、小型房企现金短债比分别为1.4倍、0.8倍和1.2倍,头部和中型房企较2022年微增;国/央企现金短债比为1.5倍,较2022年上升0.04;民企现金短债比为0.7倍,较2022年+0.01。

图表28: A股不同规模房企现金短债比(倍)



图表29: A股不同性质房企现金短债比(倍)



资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

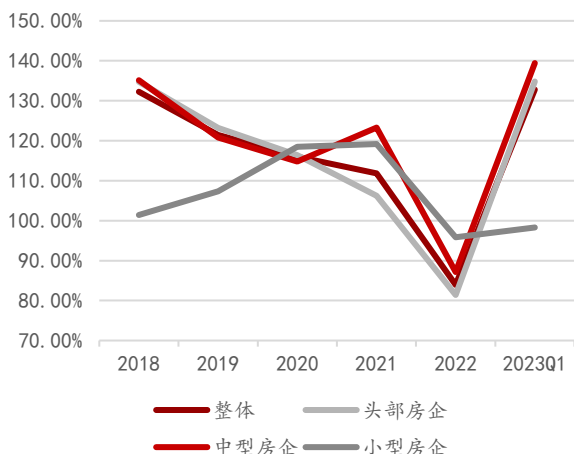
资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

### 3.3 Q1 销售回款有所好转

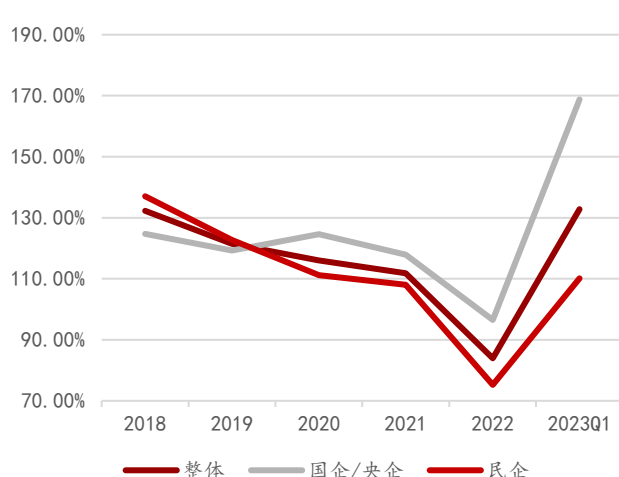
**销售回款对营收覆盖度:** 2022年,我们统计的72家房企整体销售回款对营收覆盖度为83.93%,较2021年下降27.9pct,其中中型房企下降幅度较大,头部、中型、小型房企销售回款对营收覆盖度分别为81.41%/87.15%/96.85%,较2021年分别变动-24.83pct、-36.11pct、-23.33pct;国/央企、民营房企销售回款对营收覆盖度分别为96.50%、75.23%,较2021年分别变动-21.42pct、-32.76pct。2023年一季度,我们统计的72家房企整体销售回款对营收覆盖度为132.80%,较去年同期+0.29pct,中型和小型房企均较去年同期有所下降,较2022年有所回升,在销售持续改善下,销售回款有望持续边际好转。

图表30: A股不同规模房企销售商品提供劳务收到的现金/营业收入(%)

图表31: A股不同性质房企销售商品提供劳务收到的现金/营业收入(%)



资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

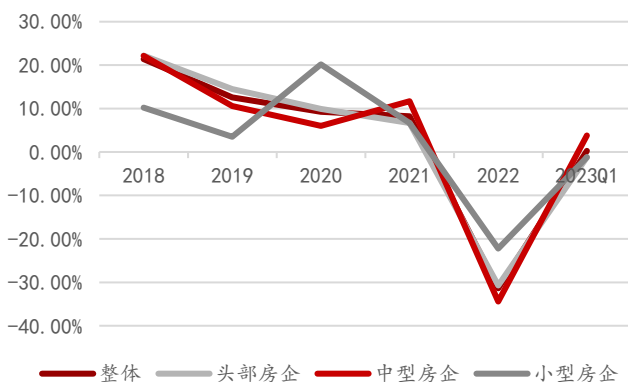


资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

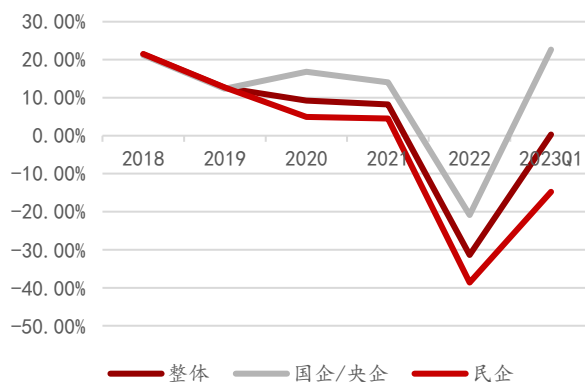
**2023Q1随销售恢复回款有所修复, 国央企表现亮眼:** 2022年, 我们统计的72家房企整体销售商品、提供劳务收到的现金同比增速为-31.38%, 较2021年增速下降39.59pct。不同规模的房企中, 各类房企增速均较2021年下降。国/央企、民营房企销售商品、提供劳务收到的现金同比增速分别为-20.86%、-38.63%, 较2021年同期增速分别变动-34.89pct、-43.16pct。2023年一季度, 我们统计的72家房企整体销售商品、提供劳务收到的现金同比增速为0.28%, 国央企背景房企同比增速为22.65%, 表现突出。

图32: A股不同规模房企销售商品、提供劳务收到的现金同比增速(%)

图33: A股不同性质房企销售商品、提供劳务收到的现金同比增速(%)



资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

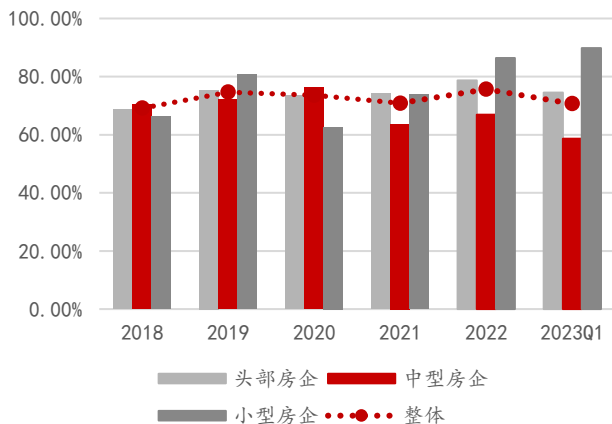


资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

**2023Q1购买商品现金支出占销售商品现金流入的比例有所下降:** 2022年, 我们统计的72家房企整体购买商品现金支出占销售商品现金流入的比例为75.64%, 较2021年上升4.79pct。其中, 头部、中型、小型房企购买商品现金支出占销售商品现金流入的比例分别为78.65%、66.91%、86.40%, 分别较2021年变动+4.49pct、+3.23pct、+12.41pct。国/央企购买商品现金支出占销售商品现金流入的比例为76.44%, 较2021年提升5.06pct; 民企购买商品现金支出占销售商品现金流入的比例为76.44%, 较2021年提升4.79pct。

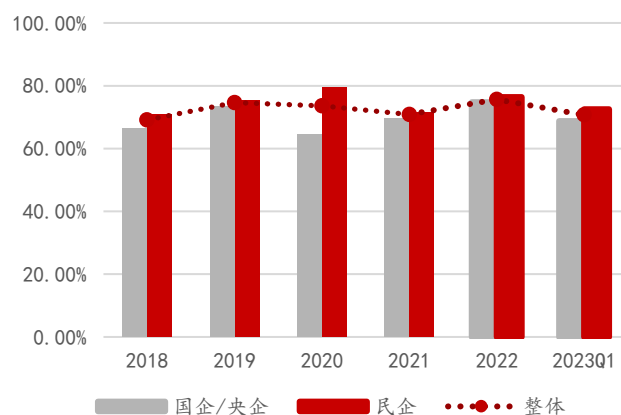
2023年一季度，我们统计的72家房企整体购买商品现金支出占销售商品现金流入的比例为70.69%，较去年同期下降18.69pct。各类型房企占比均有一定幅度下降，较2022年均明显下降。

图表34: A股不同规模房企购买商品现金支出占销售商品现金流入的比例 (%)



资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

图表35: A股不同性质房企购买商品现金支出占销售商品现金流入的比例 (%)



资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

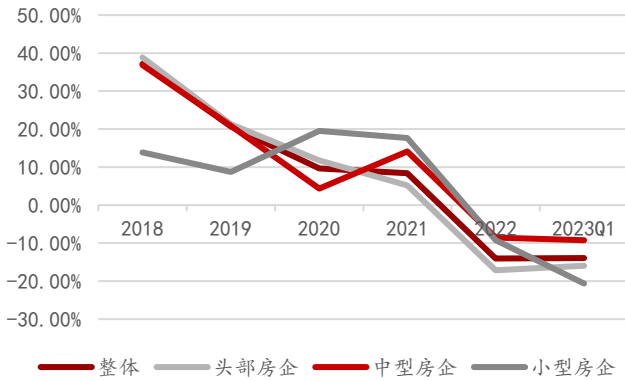
### 3.4 预收账款规模下降，对营收覆盖度维持在相对高位

**预收账款同比增速:** 我们统计的72家房企2022年整体预收账款为2.79万亿元，同比增速为-14.05%，首次出现下滑。其中，头部、中型、小型房企预收账款同比增速分别为-17.14%、-8.50%、-9.17%，较2021年分别变动-22.37pct、-22.64pct、-26.79pct；国/央企和民企预收账款同比增速分别为-7.43%、-17.46%，较2021年分别变动-17.34pct、-25.08pct。

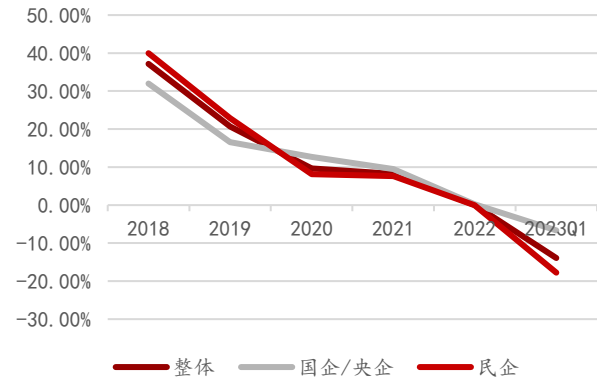
**2022年预收账款/营业收入有所下降，2023Q1随销售好转:** 我们统计的72家房企2022年预收账款营收覆盖率为110.24%，较2021年下降7.02pct。其中头部、中型、小型房企预收账款营收覆盖率分别为104.43%、131.25%、71.50%，较2021年分别变动-9.50pct、-1.78pct、-4.62pct。国/央企和民营房企预收账款营收覆盖率分别为98.77%、118.18%，较2021年分别变动-4.41pct、-7.96pct。截至2023年一季度末，我们统计的72家房企整体预收账款/2022年营收为113.93%，较去年末上升3.69pct，营收保障程度有所回升。

图表36: A股不同规模房企预收账款同比增速 (%)

图表37: A股不同性质房企预收账款同比增速 (%)



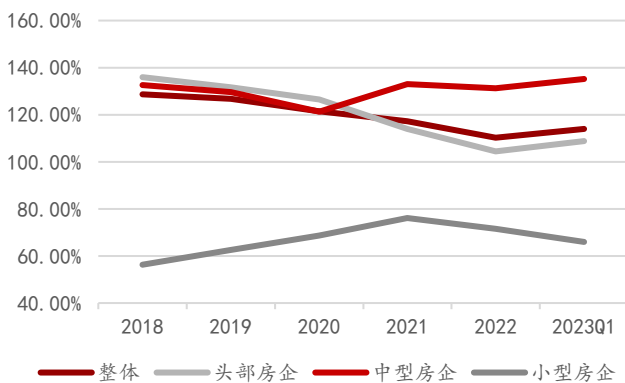
资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所，注以上预收账款是指合同负债和预收账款合计数。



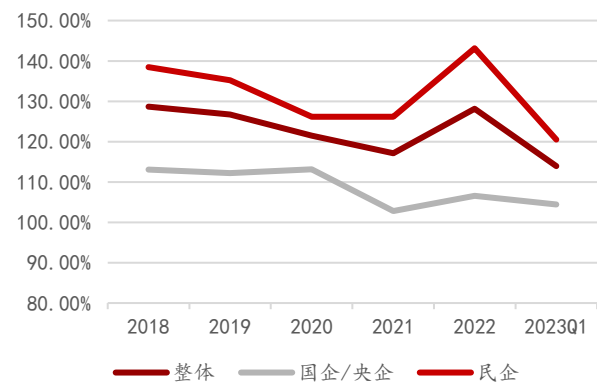
资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所，注以上预收账款是指合同负债和预收账款合计数。

图表38: A股不同规模房企预收账款/营业收入 (%)

图表39: A股不同性质房企预收账款/营业收入 (%)



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所，注以上预收账款是指合同负债和预收账款合计数。



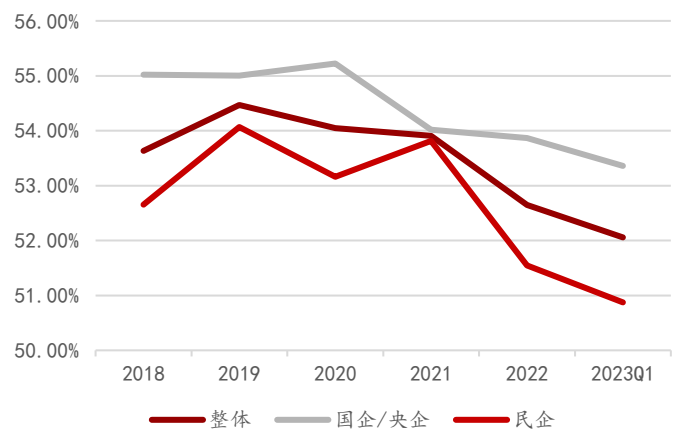
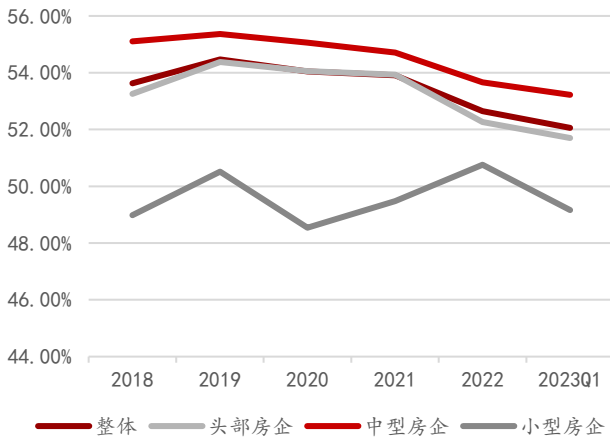
资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所，注以上预收账款是指合同负债和预收账款合计数。

**库存略有减少：**我们统计的72家房企2022年整体存货占总资产比重为52.65%，较2021年下降1.26pct。其中头部、中型、小型房企存货占总资产比重分别为52.26%、53.66%、50.76%，较2021年分别变动-1.67pct、-1.06pct、-1.28pct。国企/央企和民企存货占总资产比重分别为53.86%、51.54%，较2021年分别变动-0.15pct、-2.27pct。2023年一季度行业整体存货占总资产比重为52.06%，较去年同期下降2.17pct，较2022年有所下降。

图表40: A股不同规模房企存货占总资产的比重 (%)

图表41: A股不同性质房企存货占总资产的比重 (%)





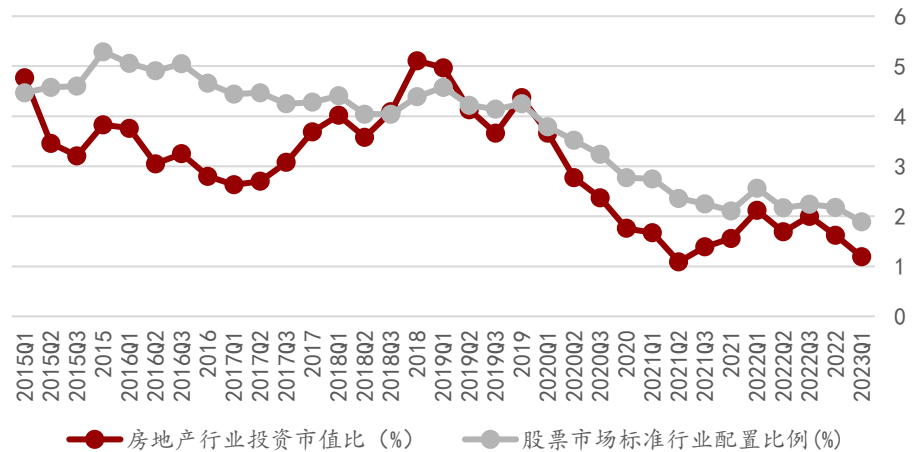
资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

#### 4 基金重仓配置比例持续下降

基金重仓配置比例持续下降。2022年房地产行业基金重仓配置比例为1.62%，低于标准配置比例0.57pct，环比-0.4pct。2023年一季末房地产行业基金重仓配置比例为1.19%，低于标准配置比例0.7pct，环比-0.4pct。

图表42: 房地产行业各细分板块基金重仓配置情况 (%)



资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

重点个股持仓有所分化, 保利发展、万科、金地集团等头部房企遭减持, 华发股份、滨江集团等销售表现较好的地方龙头获得增持。保利发展持仓总市值仍居于房地产行业基金重仓持股首位, 其次是招商蛇口、万科。

图表43: 2023一季末基金重仓持有A股房地产行业主要个股情况 (%)

名称	2023Q1 持股 总市值(万元)	季报持仓变动(万股)			持股占流通股比(%)		
		2023Q1	2022年	2022Q3	2023Q1	2022年	2022Q3
保利发展	124266.62	-20598.79	-18479.32	10563.37	10.38	12.1	13.65
招商蛇口	51571.18	3581.38	-6737.08	20138.64	6.66	6.2	7.07
万科A	42524.94	-36352.04	-8981.46	5985.84	4.38	8.12	9.04

华发股份	31756.37	7196.62	-2760.27	12051.18	15	11.6	12.9
华侨城 A	16925.9	6442.42	-3403.63	-3065.72	2.4	1.49	1.97
金地集团	17915.96	-39299.52	-16035.9	15268.35	3.97	12.67	16.23
滨江集团	18464.97	4597.63	93.52	1293.59	6.88	5.17	5.14
新城控股	5878.79	-654.06	2318.3	-1267.31	2.61	2.9	1.86
绿地控股	10677.42	1632.27	882.05	-3295.47	0.76	0.64	0.58
陆家嘴	3007.94	2143.43	-1643.67	2331.24	1.03	0.29	0.86
上海临港	3159.14	338.02	41.49	-567.73	1.32	1.18	1.18
万业企业	735.07	136.32	309.75	-990.53	0.79	0.63	0.3
首开股份	440.02	-3837.94	4218.07	-143.51	0.17	1.66	0.02
金融街	91.69	-1403.3	702.53	716.09	0.03	0.5	0.27
天健集团	160.56	52.14	-755.24	-1906.15	0.09	0.06	0.46
大悦城	11.54	11.34	-12.86	-113.88	0	0	0

资料来源: wind, 万联证券研究所

## 5 板块估值与投资建议

房地产行业是我国国民经济支柱产业,在疫情管控放松的背景下,宏观经济的修复仍离不开地产的企稳,预计政策面仍以宽松为主。地产在经历了一年半快速下行期后,供给已降至接近中长期均衡水平,继续下降的空间有限,政策不断叠加下有望驱动行业走出困境。建议关注(1)均好型头部房企以及深耕高能级城市的区域类房企;(2)融资政策放松下具有资源整合或风险化解能力的房企;(3)优质的头部物业管理公司。

图表44: A股房地产板块主要个股估值情况(%)

证券代码	证券简称	对应 2023 年市盈率	近十年历史分位数 (%)	股息率 (%)
600048.SH	保利发展	7.9	80.6	4.1
001979.SZ	招商蛇口	15.5	96.1	3.9
000002.SZ	万科 A	7.9	32.5	6.2
600325.SH	华发股份	7.7	51.2	3.4
000069.SZ	华侨城 A	21.0	0.0	2.0
600383.SH	金地集团	5.8	33.7	7.5
002244.SZ	滨江集团	6.9	19.5	2.3
601155.SH	新城控股	7.7	97.4	0.0
600606.SH	绿地控股	11.9	96.4	0.0
600663.SH	陆家嘴	27.6	91.1	5.2
600848.SH	上海临港	19.7	27.4	2.4
600641.SH	万业企业	37.8	61.6	0.6
600376.SH	首开股份	18.8	0.0	2.2
000402.SZ	金融街	11.6	0.0	0.6
000090.SZ	天健集团	5.0	29.6	6.0
000031.SZ	大悦城	22.9	0.0	0.0

资料来源: wind, 万联证券研究所, 截止2023年5月6日

**风险因素：**消费者信心修复不及预期、政策放松力度不及预期、房价超预期下跌、房企盈利能力大幅下降等。

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场