

从市场供需到房企成长 ——地产五大热点话题再探讨

2023年5月11日

行业评级

地产 强于大市（维持）

证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号：S1060514080002

邮箱：yangkan034@pingan.com.cn

郑茜文 投资咨询资格编号：S1060520090003

王懂扬 投资咨询资格编号：S1060522070003

核心观点

- **前言：**近期市场普遍关注：1) 销售复苏的持续性；2) 供给端收缩的冲击；3) 房企拿地布局的重叠；4) 房企业绩增长来源；5) 房企选股逻辑。本篇报告我们从多维度出发、更多定量去回答及探讨以上问题，为投资者提供一定参考。
- **复苏节奏：市场复苏斜率放缓且过程波折，定量测算全年销售面积同比微增。**定性来看，收入（影响购房能力）及房价下跌预期、交付担忧（影响购房意愿）对楼市的影响逐步消散，但由于收入预期改善及居民信心修复需要时间，加上尽管大部分城市房价止跌，但短期缺乏大幅上行基础，意味着居民购房需求释放并不急迫，均将导致楼市复苏斜率更缓且过程波动。定量测算下，若市场整体去化率回升至2021年水平，对应2023年全国商品房销售面积有望同比微增。
- **供给收缩：供给端影响较大城市为武汉，供需综合影响得分靠前为厦门。**从库存去化、开工拿地收缩及城投拿地占比出发，测算供给端影响较大城市分别为武汉、沈阳、济南，结合人口净流入、租赁人口占比等需求端指标，供需综合得分靠前的为厦门、武汉、宁波。在供需影响较大的5个城市中，2020-2022年拿地面积最多的分别为万科、招商蛇口和绿城中国。
- **房企布局：重点房企核心城市拿地及销售市占率仍低，热点城市土拍盈利空间尚存：**2022及2023Q1十大主流房企在十大城市拿地市占率分别为36%和44%，低于2020年的53%，仍有提升空间，且高于其权益销售额市占率（21.1%），为未来销售提升奠定基础。同时热点城市地块2022年土拍也火热，2023年随着更多房企聚焦和参与，更多为降低各家房企拿地概率，从杭州等热点城市来看，杭州第三轮土拍均价价差达13634元/平，仍为开发商留有一定利润空间。

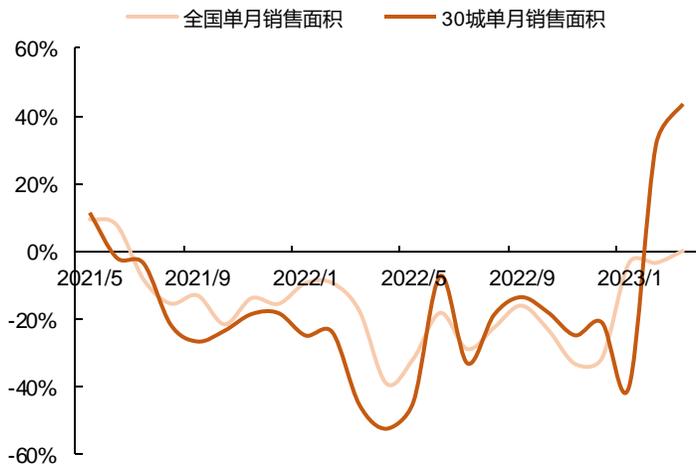
核心观点

- **业绩弹性：减值影响消退、权益占比提升、销售市占率提升带来优质房企业绩增量。** 在减值及少数股东损益降为0的假设下，即使其它指标未变，15家重点房企归母净利润将提升至2022年实际值的163%。同时2022年受前期高价地影响，整体毛利率降为18.4%，随着2022年土拍项目步入结算周期，优质房企结算毛利率仍存改善空间，带来业绩上升空间；此外随着部分出险房企退出或萎缩，优质房企销售额仍有提升空间，带来未来结算端营收增长。
- **选股逻辑：土储质量+资金获取能力四象限选股，优选土储优、融资强房企。** 我们认为无论何种估值方法，核心还是在于土储，土储质量是决定公司未来销售去化、资金回笼、结算盈利、业绩兑现的基础。因此选股逻辑上，我们从土储和资金获取能力两个维度出发，其中土储代表现有禀赋质量，资金获取能力代表持续获取优质土储的扩张成长能力。我们相对看好融资能力强，且积极拿地优化土储质量的房企。
- **投资建议：** 站在目前时点，尽管楼市复苏存在反复，但我们认为经济及收入预期向好趋势是确定的，意味着楼市向好趋势是确定的，更多是复苏节奏变化。若全年销售去化率回升至2021年，全年商品房销售面积有望实现小幅增长。从个股投资角度，结合土储及资金获取能力两个维度，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、保利发展、招商蛇口、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) 个别房企流动性问题发酵、连锁反应超出预期风险；3) 政策端收紧风险。

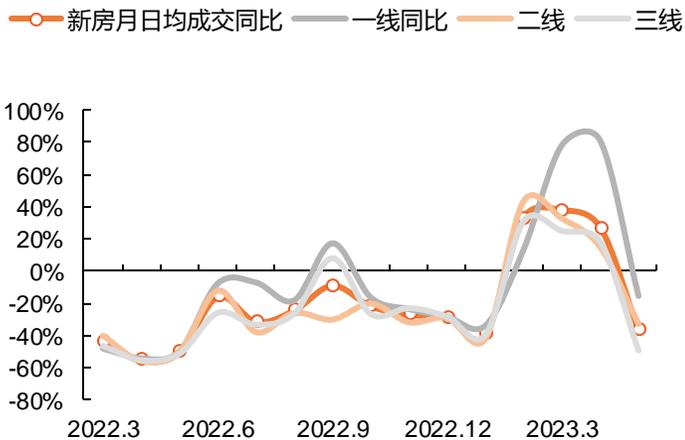
1.1 话题1：如何看待销售复苏持续性

➤ 春节后楼市明显反弹，近期高频数据有所反复。2023Q1全国楼市出现明显复苏，一季度全国商品房销售额同比增长4.1%，重点30城市销售面积同比增5.5%。步入4月，随着前期积压需求的释放，高频数据出现反复，50城4月日均新房成交4436套，同比增长26.9%，增速较3月收窄10.5pct，环比下降25.8%。从二手房来看，20城4月周均成交2.34万套，较3月周均成交（2.67万套）降12%。市场普遍关注销售复苏的持续性及全年销售的判断，我们拟从定性和定量两个维度进行探讨。

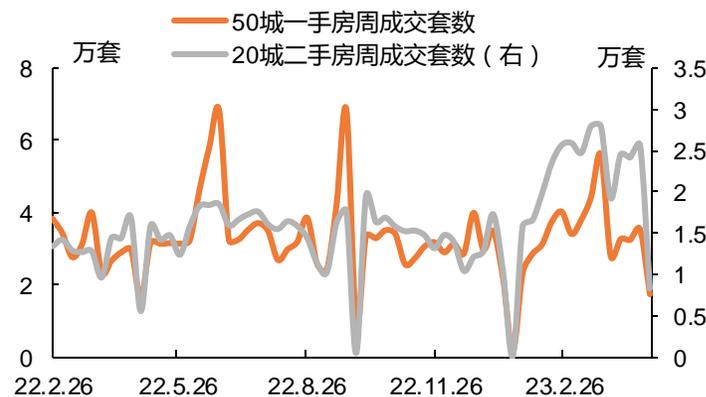
2023Q1全国及核心城市楼市明显反弹



4月重点50城市新房日均成交增速回落



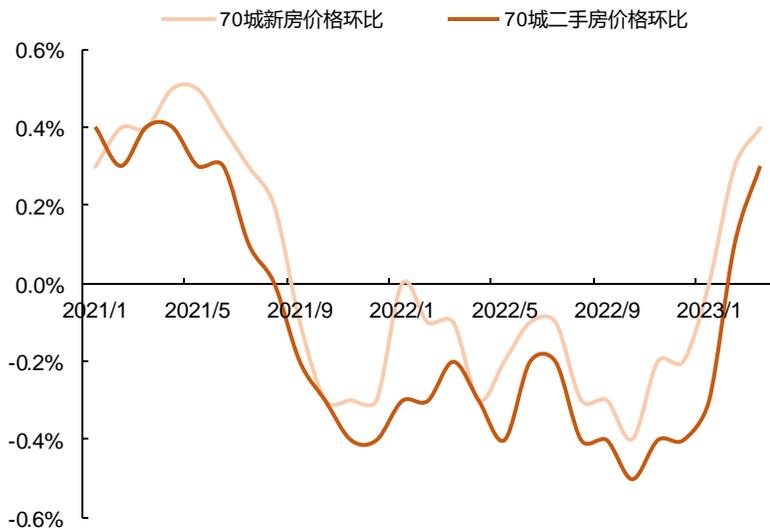
4月以来一二手房成交出现波动反复



1.2 定性来看，压制需求的三大阴霾逐步消散

从定性角度来看，收入（影响购房能力）及房价下跌预期、交付担忧（影响购房意愿）为制约2022年楼市的重要因素。随着疫情逐步放开、保交楼政策的推进，2023年2月全国70城市新房及二手房房价环比转正，一季度全国竣工同比增长14.7%，其中3月单月同比增长32%，保交楼政策逐见成效。从收入预期来看，根据央行的调查，一季度居民收入感受指数及信心指数分别为50.7%和49.9%，较上季度上升6.9pct和5.5pct；其中15.9%的居民认为收入“增加”，较上季度提升5pct。因此，无论购房意愿还是购房能力均有望随着经济及收入预期的进一步修复得到改善，为后续楼市修复奠定基础。

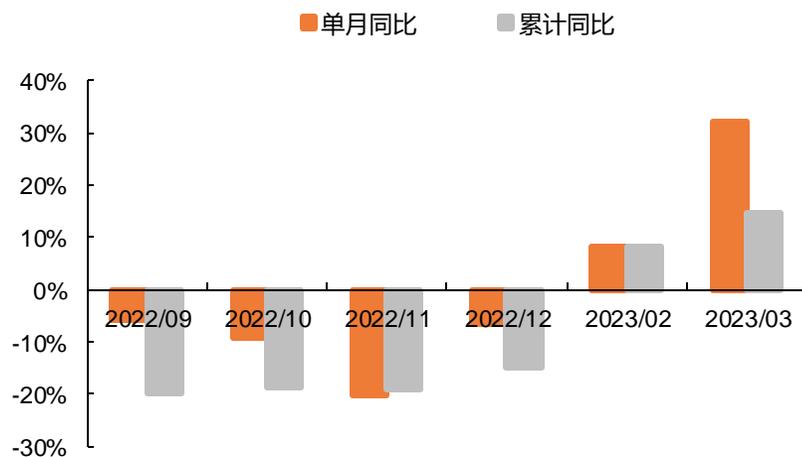
2023年2月70城新房及二手房房价环比转正



2023Q1居民收入预期向好



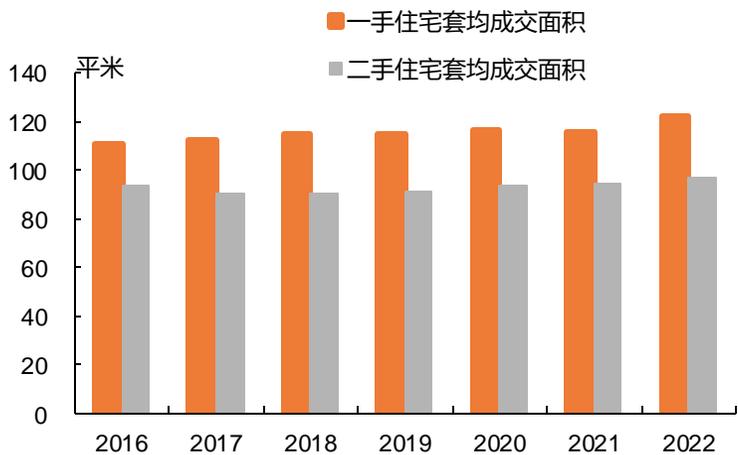
2023年3月竣工单月增长32%



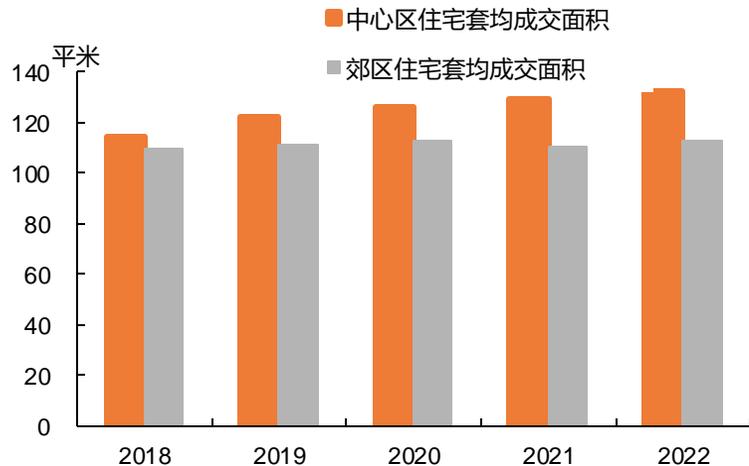
1.2 复苏斜率相对更缓且存在波动，二手房或分流刚性需求

- 居民信心修复需要时间，楼市复苏斜率将更缓且存在波折。尽管经济恢复及居民收入预期向好，但趋势确立及居民信心修复需要时间，加上尽管大部分城市房价止跌，但短期缺乏大幅上行的基础，意味着居民购房需求释放并不急迫，这均将导致楼市复苏斜率将更缓，同时过程将存在一定波动。
- 新房供给结构变化可能导致部分需求流入二手房市场。根据我们此前报告《从新房供应结构变迁看二手房复苏》的分析，由于新房供给定位整体趋于大型化、中心区及郊区定位的分化，导致部分购买力不足以支撑中心区品质大户型、又不愿意牺牲通勤入手郊区的“中间阶层”转向中心区二手房市场，也可能会分流部分购房需求，影响新房市场的复苏高度。

重点5城新房成交套均面积持续上升，而二手房保持稳定



成都中心区住宅套均成交面积远大于郊区



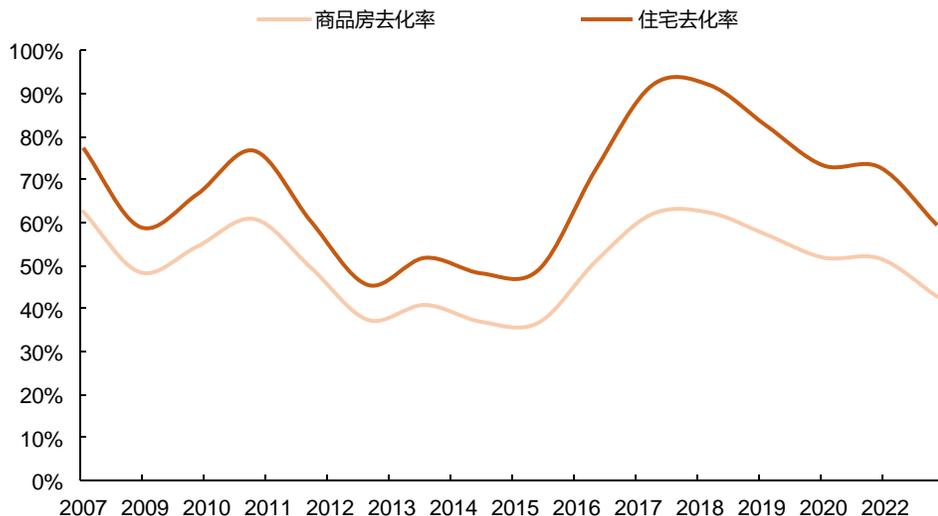
注：重点5城指深圳、杭州、苏州、南京、成都

资料来源：Wind，平安证券研究所

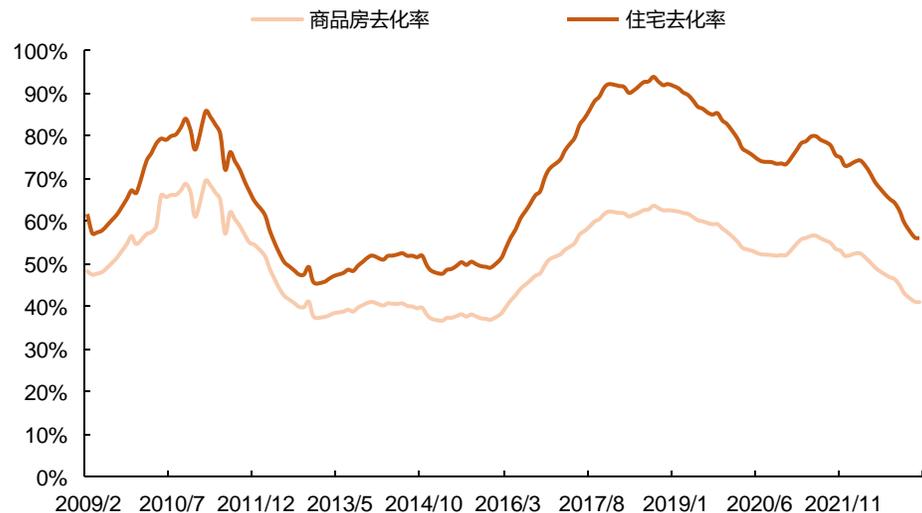
1.3 定量角度，2022年全国销售去化率明显承压

- ▶ 定量来看，销售规模=可售货值*去化率，其中可售货值=期初滚存+新推货值=期初现房滚存+期初期房滚存+新推货值。根据统计局的定义，统计局公布的待售面积为期初现房待售面积；我们用上年新开工估算当年的新推（例如2022年新开工为2023年的新推）；考虑大多数房屋建设周期超过1年，上上年新开工（即为上年新推）减去上年期房销售为当年期房滚存（如2021年新开工减去2022年期房销售为2023年期初的期房滚存）；不考虑上上年以前的开工及滚存情况。因此第N年的可售货值（N）=待售面积（N-1）+新开工（N-2）-期房销售（N-1）+新开工（N-1）
- ▶ 用当期销售/可售来衡量去化率，2022年商品房和住宅去化率分别为43%和59%，较2017、2018年高点明显下降。

全国商品房及住宅年度去化率走势图



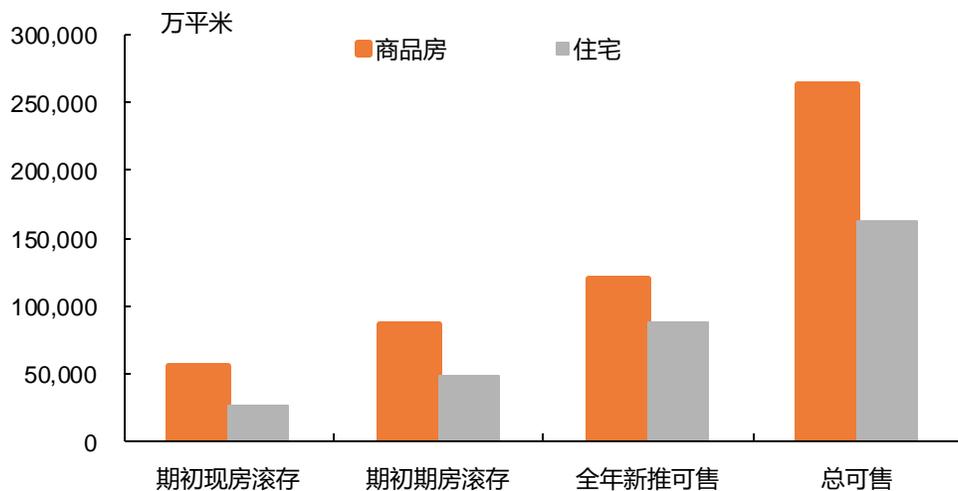
全国商品房及住宅12个月移动平均去化率走势图



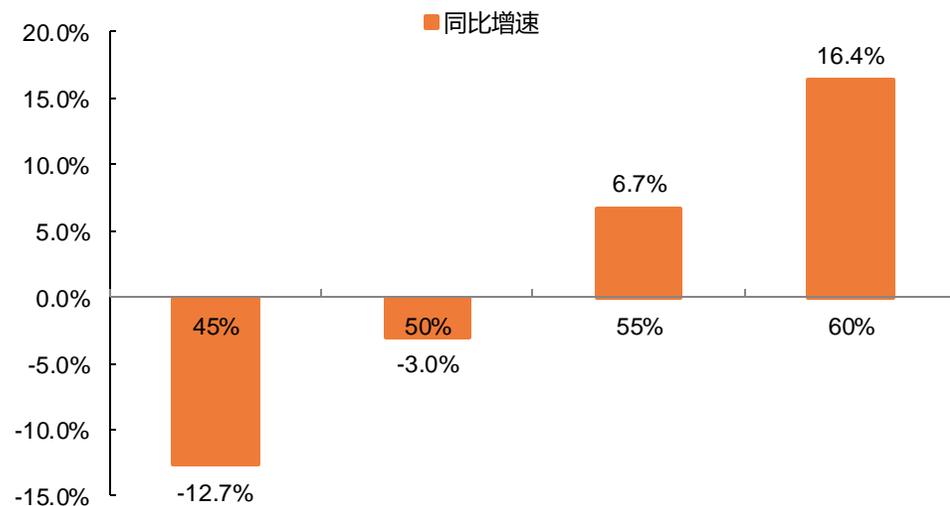
1.3 若去化率回升至2021年，对应2023年全国销售面积微增

- 考虑到2021年到2022年多家房企出险，其2021年开工项目并不一定能顺利推货，故前述测算有可能高估2022年可售，低估去化率。假设楼市景气度回升至2021年水平（去化率为51.6%），对应2023年商品房销售面积增速为微增。考虑实际上2021年下半年楼市已经明显降温，若按照55%去化率测算对应2023年商品房销售面积增速为6.7%。值得注意的是，2022年新开工大幅下滑带来的可售下降为销量回升的重要制约。

2023年全国商品房及住宅可售货值拆分



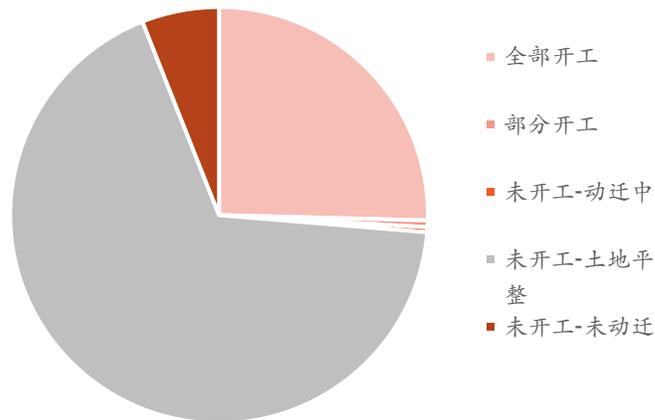
2023年不同去化率对应商品房销售面积增速



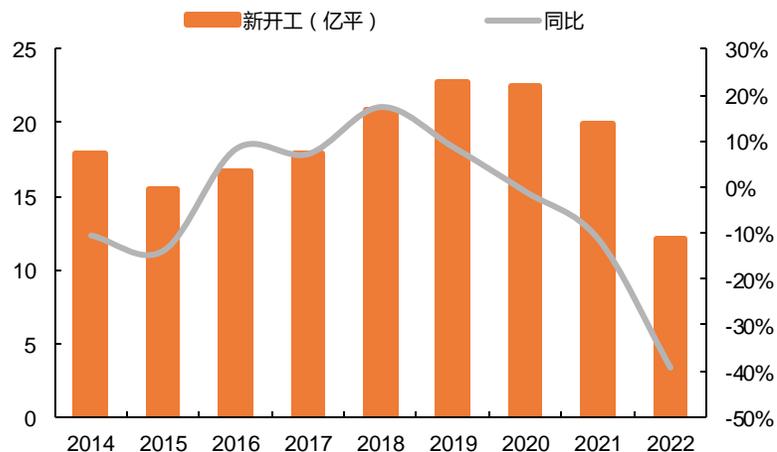
2.1 话题2：供给端冲击下，哪些城市影响更大

- **2022年开工、拿地明显下降，制约潜在可推货量。**2022年全国新开工同比降39.4%、土地购置面积同比降53.4%。
- **城投拿地占比提升，开发入市进度相对较慢。**2022年城投拿地占比持续攀升，第五批集中供地一度达80%，部分城投由于开发能力等限制，开发进度较慢可能影响项目入市节奏。根据克而瑞的统计，截止2023年2月，22个集中供地城市中2022年城投获取的1539个项目，仅26%的项目开工或部分开工。

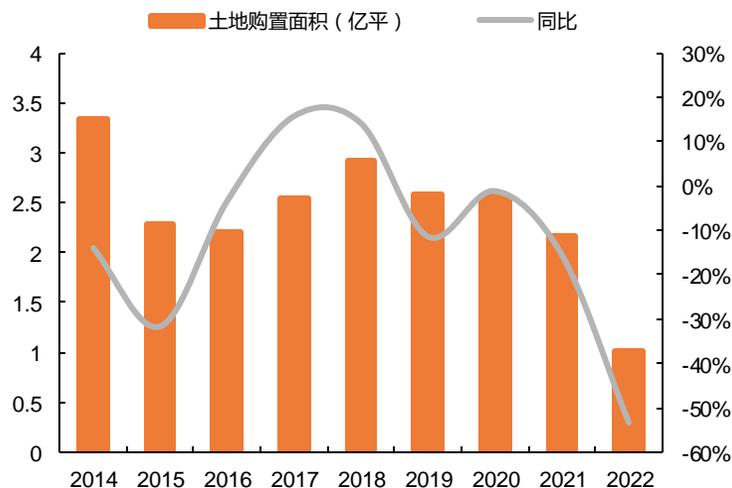
2022年城投拿地项目现状（截止2023.2）



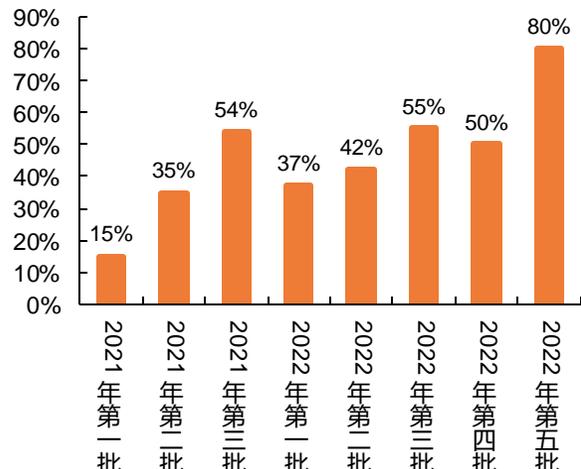
2022年全国新开工同比降39.4%



2022年全国土地购置面积同比降53.4%



2021-2022年历次拍地城投拿地金额占比



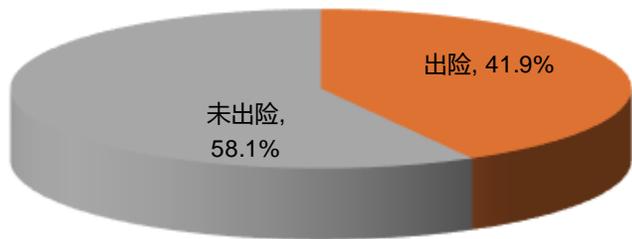
注：城投拿地数据截止2022年12月12日

资料来源：中指、克而瑞、平安证券研究所

2.1 多重因素制约下，2023年供给端面临冲击

- **出险房企品牌及信用受损，供给质量面临折扣。**据不完全统计，2021年克而瑞全口径销售额排名Top50中已有24家房企相继出险，其总计销售额占50强41.9%，占全国24.4%。尽管出险房企亦存在可售货值，但受制于资金，将更多侧重于保交楼，新推货量或相对有限。同时品牌及信用受损、购房者交付担忧等背景下，该类房企货值能否形成满足购房者的有限供应，仍相对存疑。
- 由于开工及拿地下降、城投拿地提升、叠加出险房企的冲击，市场普遍认为2023年供给端或面临冲击；本话题在此基础上，结合潜在需求差异，**进一步探讨哪类城市受冲击更大，哪类房企在这些城市中储备货值较多。**

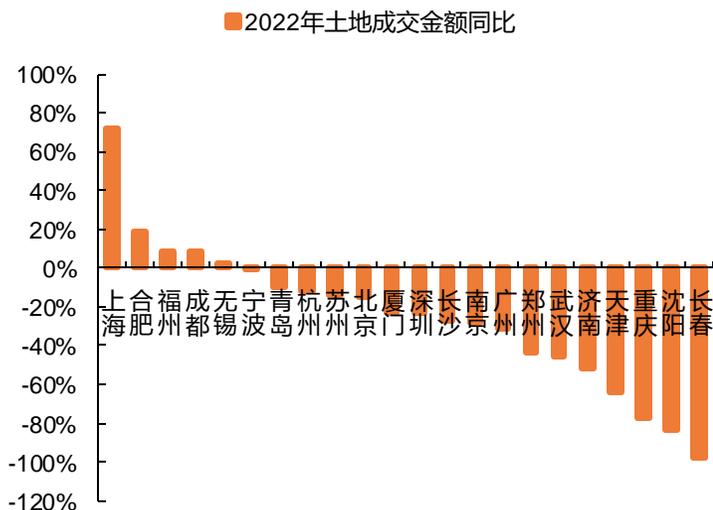
2021年50强房企中已出险房企全口径销售额占50强比例



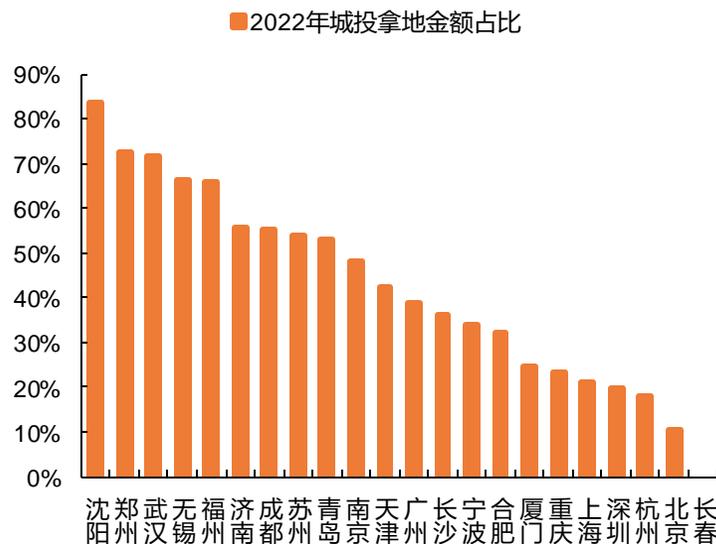
2.2 从供地下滑、城投占比、出险房企占比看城市供给收缩

- **2022年各个城市土地成交金额整体下滑，呈现分化：**2022年22城市土拍成交金额同比降20.7%，其中上海同比增长71.9%、长春同比下滑98.3%，分化明显。
- **2022年城投拿地占比明显提升：**沈阳最高为84%，城投拿地以托底为主，短期或难以形成有效供给；其中长春城投拿地金额占比为0%，主要为全年仅成交3宗地块。
- **广州、福州出险房企库存占比较高：**以该城市库存TOP10房企中出险房企库存占全市比例估算，其中成都、武汉、天津、重庆、沈阳、郑州以2020-2022年累计拿地估算库存，其余为采用中指公布的城市及房企拿地未售广义库存口径。广州、福州、无锡库存TOP10房企中出险房企占比较高。

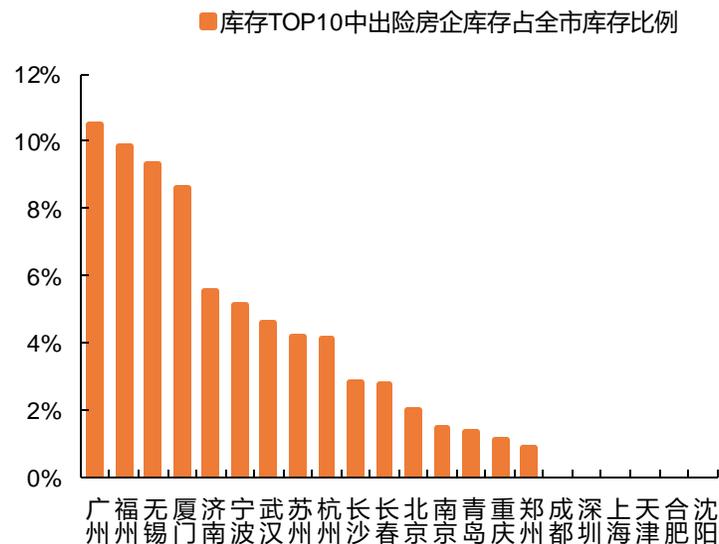
22城2022年土地出让下滑情况



22城2022年城投拿地金额占比



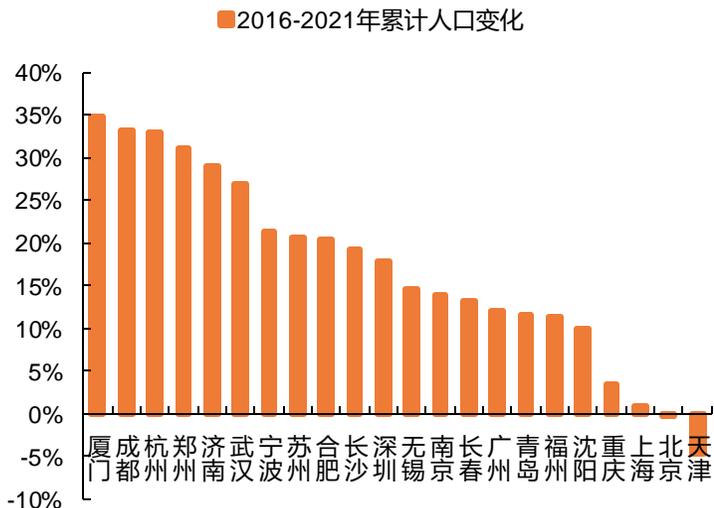
22城2022年出险房企库存占比



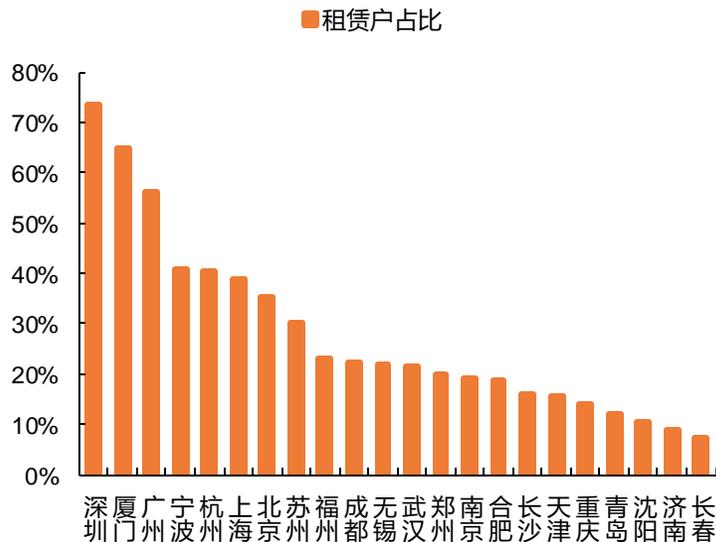
2.3 从人口净流入、租赁人口、需求积压看城市潜力

- **各个城市2016-2021年人口净流入**：厦门、成都、杭州比较靠前，其中厦门2021年常住人口相比2016年增长34.7%，居于首位。
- **各个城市租赁人口占比**：深圳、厦门、广州比较高，根据第六、七次人口普查数据，深圳租赁户占比达73.4%，居于首位。
- **各个城市积压需求对比（2021-2022年销售较此前下滑幅度）**：2020-2022年销售下滑幅度最大为重庆、长春、宁波，对应城市近年积压需求或相对较高。

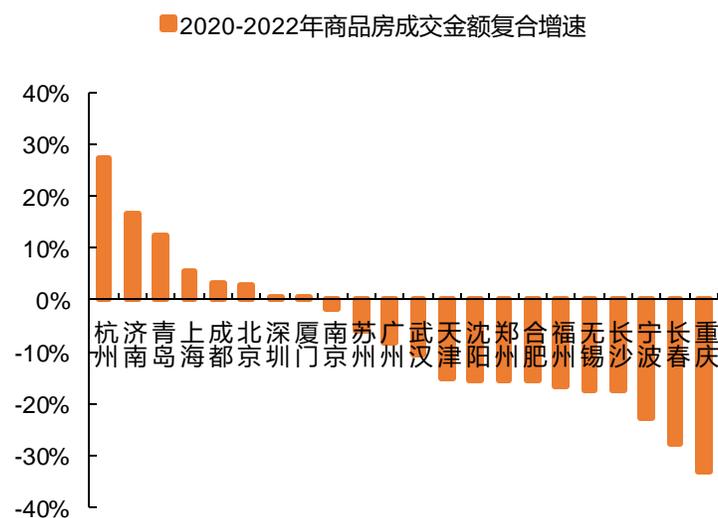
22城2016-2021年累计常住人口变化



22城租赁人口占比



22城2020-2022年销售情况



注：租赁户占比数据除济南、青岛、长春、武汉、深圳、郑州为六普数据外，其它均为七普数据

资料来源：中指，平安证券研究所

2.4 供给端冲击较大为武汉，供需综合影响靠前为厦门

- ▶ 通过构建供给和需求打分指标，我们对22个城市短期供给收缩程度及需求释放潜力进行打分排名，得分越高意味着短期供需缺口可能越大，综合得分靠前的为厦门、武汉、宁波、无锡和苏州；其中供给端得分靠前为武汉、沈阳、济南。
- ▶ 值得注意的是，得分靠后仅代表该城市供给端受到的冲击较小，甚至意味着该城市过往楼市景气度较高、土拍市场火热、城投托底及出险房企较少等。如供给端得分较低的均为合肥、深圳、上海等楼市、土地基本面相对较好城市。

主要供需指标及定义

评价维度	评价指标	指标计算	评价标准
供给收缩程度	库存去化	广义库存/2022年成交面积	得分区间1-22分，数值越低得分越高
	土地成交	2022年土地从成交金额同比	得分区间1-22分，数值越低得分越高
	城投占比	2022年城投拿地金额占比	得分区间1-22分，数值越高得分越高
	出险房企占比	库存TOP10中出险房企库存占全市库存比例	得分区间1-22分，数值越高得分越高
需求释放潜力	人口流入	2016-2021年累计人口变化	得分区间1-22分，数值越高得分越高
	租赁占比	租赁户占比	得分区间1-22分，数值越高得分越高
	积压需求	2020-2022年商品房成交金额复合增速	得分区间1-22分，数值越低得分越高

注：部分指标构建可能并不精准，如用“2020-2022年商品房成交金额复合增速”代表“积压需求”，可能也存在部分城市销售为自然萎缩，并不存在积压需求。
资料来源：中指，平安证券研究所

2.4 22城供给端影响强弱排名

	库存去化得分	土地成交得分	城投占比得分	出险房企占比得分	供给收缩程度得分
武汉	13	17	20	16	66
沈阳	15	21	22	6	64
济南	8	18	17	18	61
厦门	22	11	7	19	59
无锡	14	5	19	20	58
苏州	18	9	15	15	57
广州	9	15	11	22	57
天津	12	19	12	6	49
宁波	16	6	9	17	48
郑州	4	16	21	7	48
福州	5	3	18	21	47
青岛	17	7	14	9	47
杭州	20	8	3	14	45
北京	21	10	2	11	44
南京	6	14	13	10	43
长沙	3	13	10	13	39
成都	11	4	16	6	37
长春	2	22	1	12	37
重庆	1	20	6	8	35
上海	19	1	5	6	31
深圳	7	12	4	6	29
合肥	10	2	8	6	26

2.4 22城供需两端综合影响强弱排名

	库存去化得分	土地成交得分	城投占比得分	出险房企占比得分	供给收缩程度得分	人口流入得分	租赁占比得分	积压需求得分	需求释放潜力得分	总得分
厦门	22	11	7	19	59	22	21	8	51	110
武汉	13	17	20	16	66	17	11	12	40	106
宁波	16	6	9	17	48	16	19	20	55	103
无锡	14	5	19	20	58	11	12	18	41	99
苏州	18	9	15	15	57	15	15	10	40	97
广州	9	15	11	22	57	8	20	11	39	96
郑州	4	16	21	7	48	19	10	15	44	92
沈阳	15	21	22	6	64	5	3	14	22	86
福州	5	3	18	21	47	6	14	17	37	84
杭州	20	8	3	14	45	20	18	1	39	84
济南	8	18	17	18	61	18	2	2	22	83
长沙	3	13	10	13	39	13	7	19	39	78
成都	11	4	16	6	37	21	13	5	39	76
南京	6	14	13	10	43	10	9	9	28	71
深圳	7	12	4	6	29	12	22	7	41	70
天津	12	19	12	6	49	1	6	13	20	69
北京	21	10	2	11	44	2	16	6	24	68
长春	2	22	1	12	37	9	1	21	31	68
重庆	1	20	6	8	35	4	5	22	31	66
合肥	10	2	8	6	26	14	8	16	38	64
青岛	17	7	14	9	47	7	4	3	14	61
上海	19	1	5	6	31	3	17	4	24	55

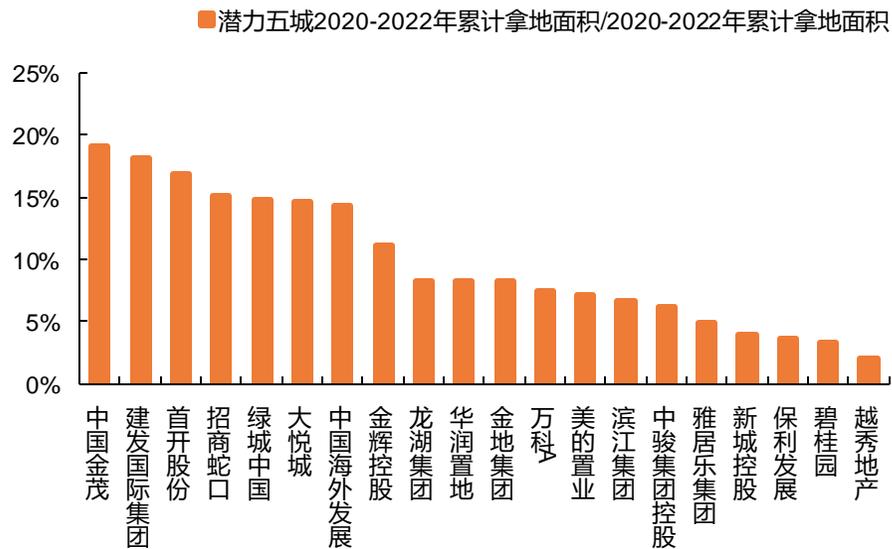
2.5 万科、招蛇在供需得分靠前五城中拿地靠前

- 从主要房企布局来看，在供需综合影响较大的5个城市中，根据中指的数据口径，主流房企在2020-2022年拿地面积最多分别为万科、招商蛇口和绿城中国，从该5城市累计拿地占房企整体拿地的比例来看，占比较高的为中国金茂、建发国际和首开股份。

主流房企2020-2022年潜力五城累计拿地面积对比



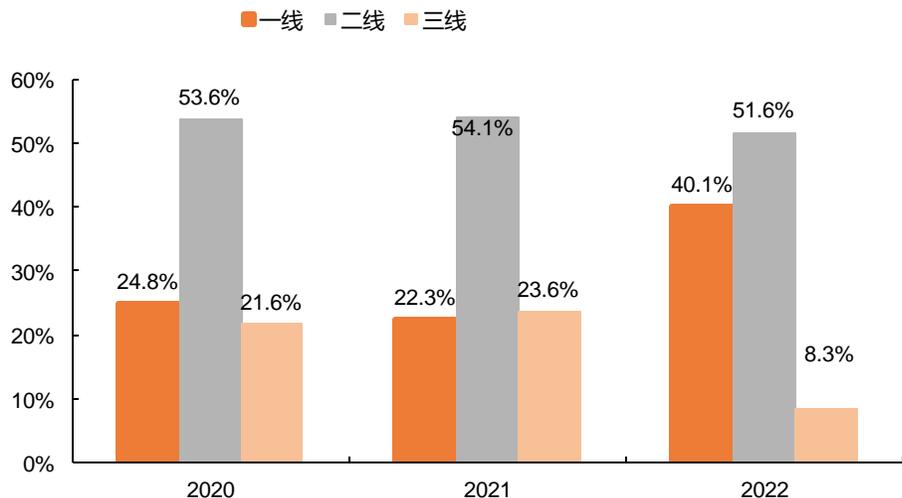
主流房企2020-2022年潜力五城累计拿地力度对比



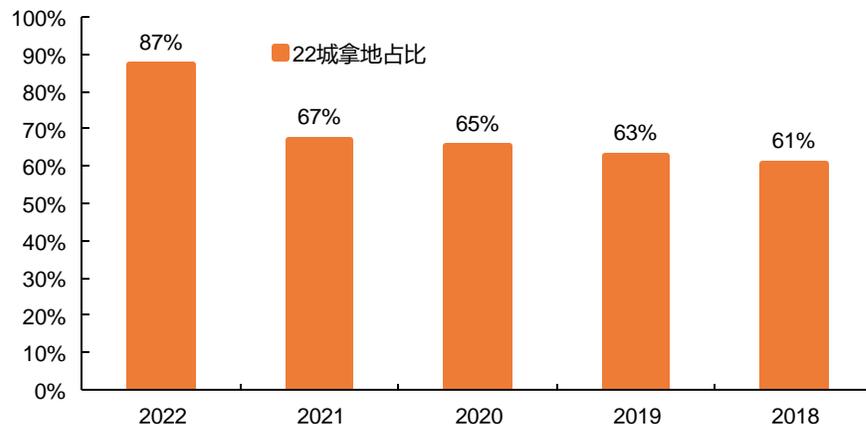
3.1 话题3：布局重叠聚焦，带来的拿地不足及毛利率担忧

- 2022年随着各城市间楼市分化，房企更加注重投资确定性，布局进一步聚焦流速确定性高的核心城市。2022年百强房企在一二线拿地占比提升至91.7%，较2021年提升15.3pct；从十大主流房企拿地布局来看，2022年十大房企在22城权益拿地金额占比达87%，较2021年提升20pct。
- 房企拿地布局的聚焦和重叠，加上2023Q1热点城市楼市的回暖，带来2023年重点城市土拍市场升温。投资者普遍担心布局的重叠是否会导致：1) 房企补货不足的风险；2) 未来销售成长空间的担忧；3) 拿地毛利率下滑的担忧。

2022年百强房企在一二线拿地金额占比持续提升



2022年十大房企在22城权益拿地金额占总拿地规模的87%



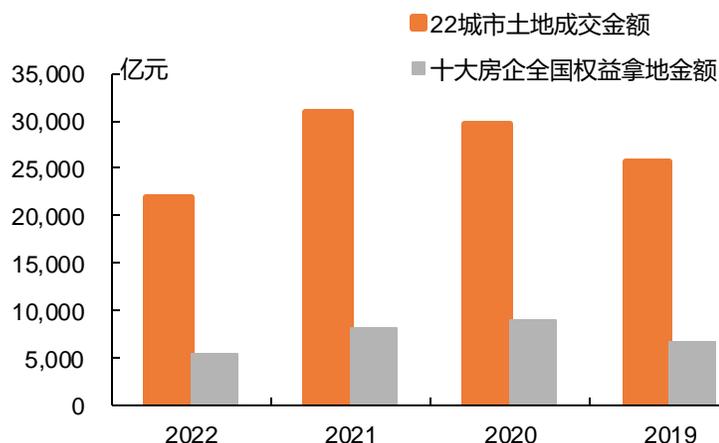
注：十家房企分别为：保利、万科、招商、华润、中海、越秀、华发、滨江、绿城、建发，下同

数据来源：中指数据库，平安证券研究所

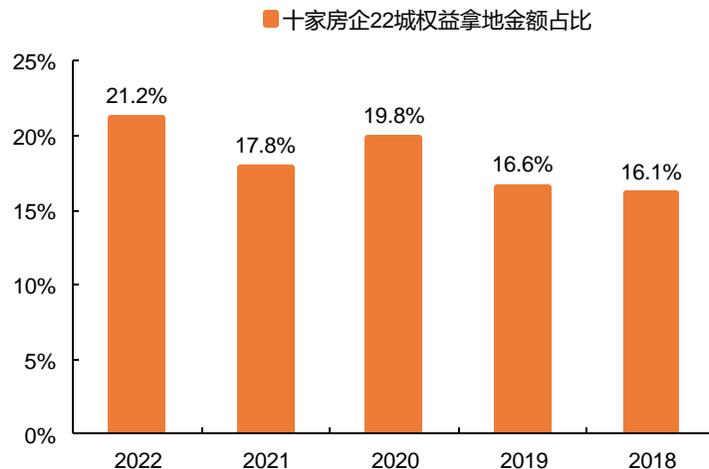
3.2 重点房企核心城市拿地市占率提升空间仍大

- **从主要城市土地出让空间及重点房企拿地规模对比来看，仍有较大提升空间。**根据中指数据库口径，2022年十大房企全国权益拿地金额为5333亿，远低于22个集中供地城市土地出让金（2.2万亿），即极端假设下十大房企全部在22城拿地，也仅占到22城总土地出让金的24%。从2022年十大房企22城总权益拿地金额占22城总土地出让金的实际比例来看，仅为21.2%，市占率仍有很大提升空间。
- **进一步聚焦北上广深等十大核心城市，亦无须担心补货不足风险。**2022及2023Q1十大主流房企在十大城市拿地市占率分别为36%和44%，低于2020年的53%，仍有提升空间。因此尽管房企布局重叠，但在重点城市土地出让规模相对稳定的背景下，主流房企在核心城市拿地仍有较明显提升空间，无需过度担心拿地聚焦带来的补货不足风险。

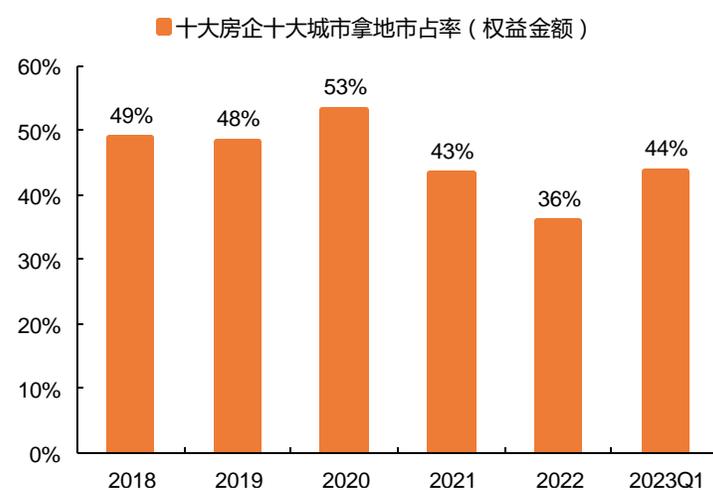
2022年22城市土地出让规模与主要全国拿地对比



十大房企22城权益拿地金额占22城总土地出让金比重仅20%左右



十大房企在十大城市拿地市占率仍有提升空间

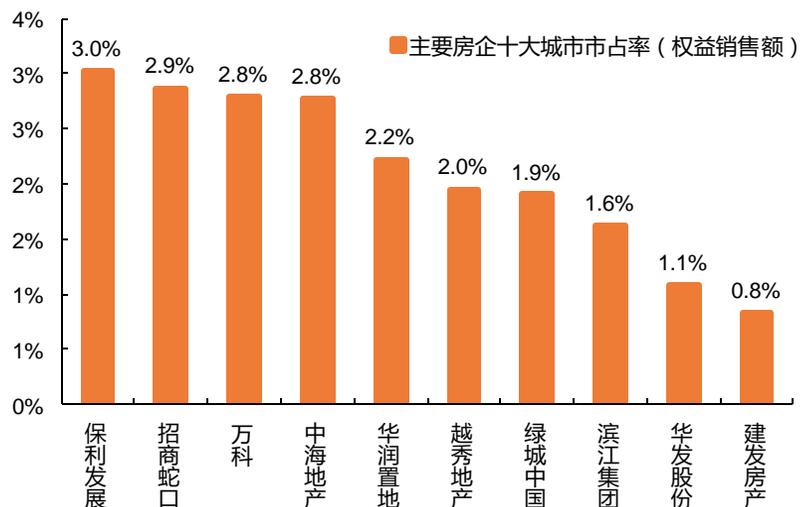


注：十家城市分别为：北京、上海、广州、深圳、杭州、南京、武汉、长沙、成都、合肥，下同

3.3 重点房企核心城市销售市占率仍低，远低于拿地市占率

- 从销售角度来看，2022年十大主要房企在十大城市合计权益销售额市占率仅21.1%，其中市占率最高的保利、招商市占率仅3%和2.9%，即重点房企在核心城市市占率仍有提升空间。同时从拿地市占率来看，2022年十大房企在十大城市拿地市占率为36%，远高于销售市占率，也为未来销售市占率提升奠定基础。

2022年十大房企在十大城市销售市占率



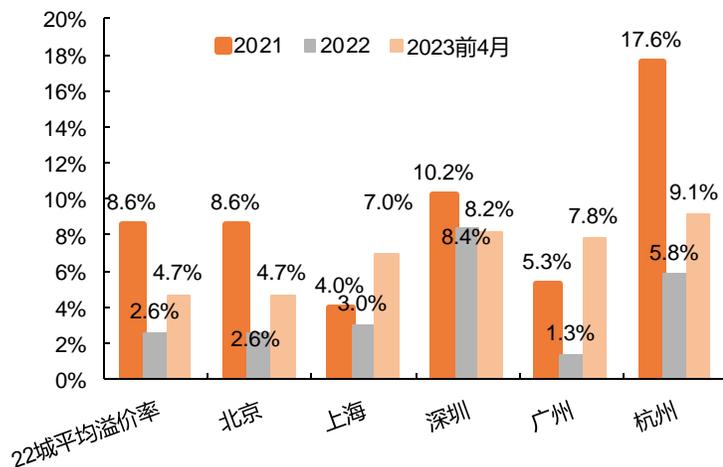
注：仅取进入前十的重点房企

数据来源：中指数据库，平安证券研究所

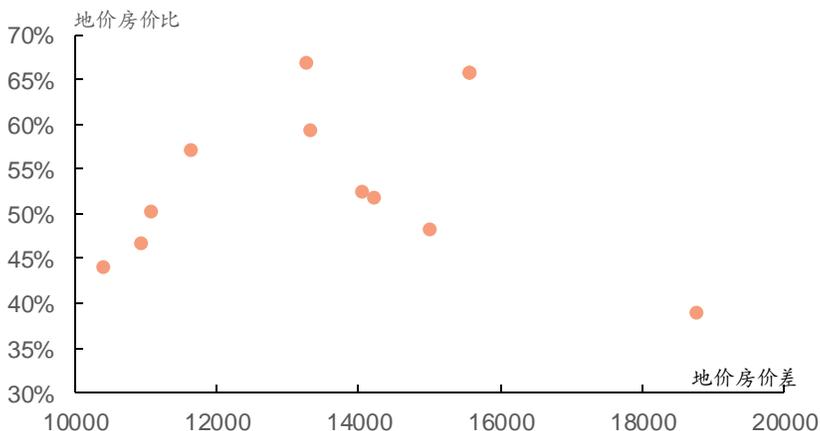
3.4 土拍转暖更多为降低拿地概率，热点城市土拍仍留有利润空间

- **核心城市土拍转暖更多为降低房企拿地概率，并不一定引发毛利率大幅下滑。**从毛利率角度来看，核心城市土拍转暖的确可能会降低拿地毛利率，如上海首轮土拍平均溢价率7%，超过2021（4%）和2022年（3%），但我们认为：1）热点城市及地块2022年土拍也火热，同时主要城市土拍制度并没有发生变化，仍存在封顶摇号制度，为开发商留有利润空间，2023年随着更多房企聚焦和参与，降低的更多为各家房企拿地概率，毛利率并不一定回落；2）部分企业仍未完全走出资金困局，同时由于各家房企融资、管控差异，强信用、强运营房企拿地优势依然存在；3）2023前4月22城土拍平均溢价率为4.7%，高于2022年（2.6%），但仍低于2021年。
- **热点城市土拍仍为房企留有利润空间。**从2023年杭州第三轮土拍来看，封顶成交比例达67%，延续火热，但12块地平均地价房价比为54%，均价价差达13634元/平，仍为开发商留有一定利润空间。

2021-2023Q1重点城市土地成交溢价率



杭州2023年第三轮土拍主要地块地价房价比



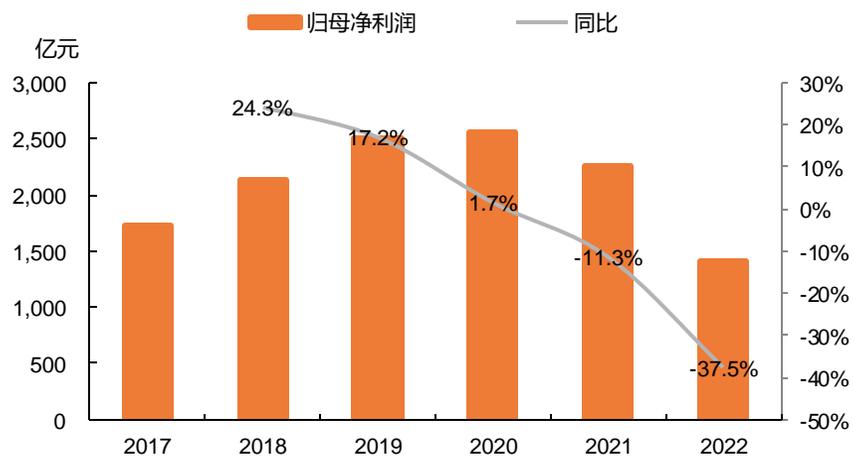
注：2023年前4月数据截止至4月21日

数据来源：中指数据库，平安证券研究所

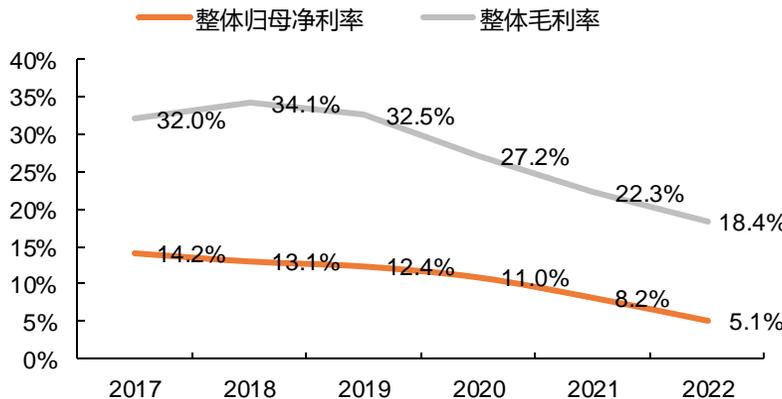
4.1 话题4：销售增速回落、毛利率承压带来业绩端担忧

- **2022年房企业绩延续下滑，毛利率持续承压。** 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；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。
- **销售增速放缓带来业绩端担忧。** 从销售金额来看，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%，考虑到竣工结算滞后销售，销售下滑将影响后续结算增速，投资者普遍关注未来房企业绩的增长前景。

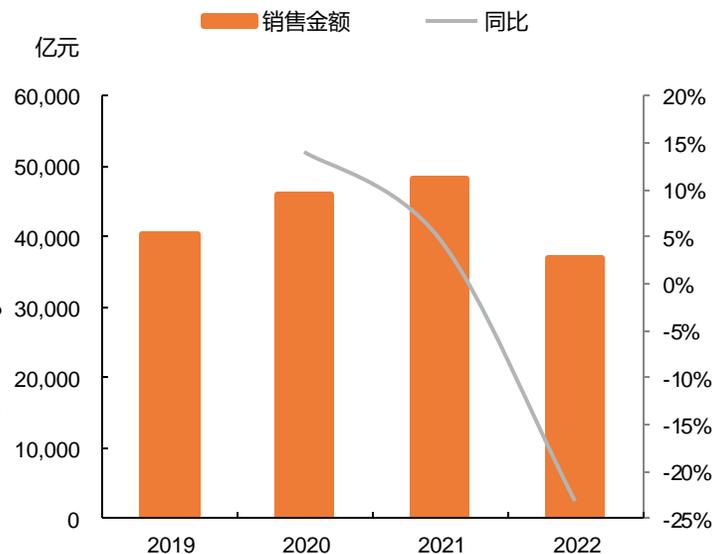
重点15家上市房企归母净利润同比下降37.5%



重点15家上市房企整体盈利能力持续下降



重点15家上市房企销售额同比下降

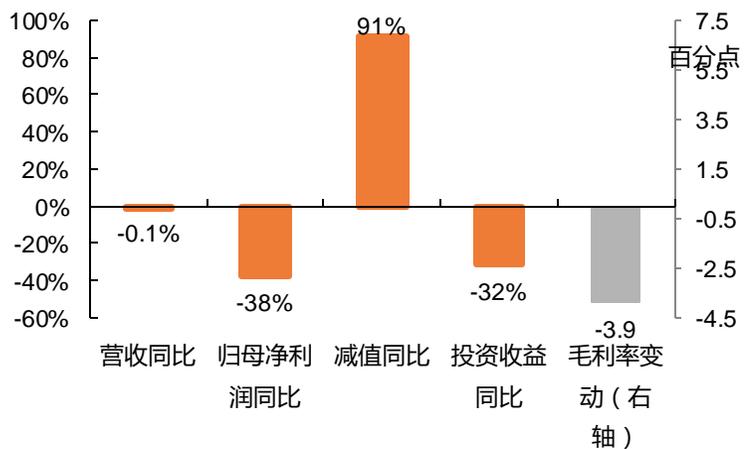


注：15家房企分别为碧桂园、保利发展、万科A、华润置地、中国海外发展、招商蛇口、金地集团、绿城中国、龙湖集团、建发国际集团、中国金茂、滨江集团、越秀地产、华发股份、新城控股

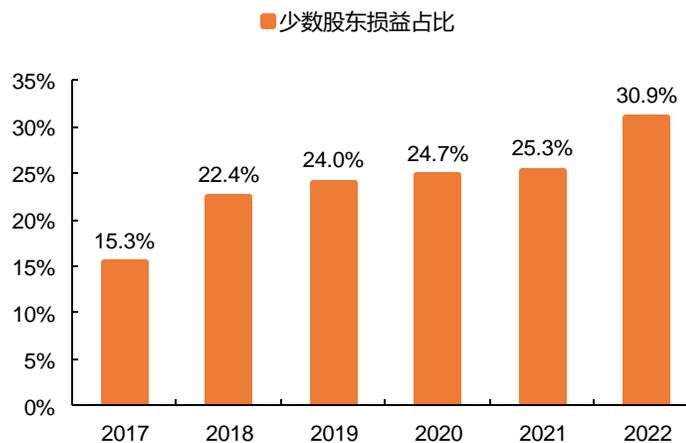
4.2 减值影响消退、权益占比提升、销售额提升带来业绩增量

- **减值影响消退带来潜在业绩增量。** 2022年15家房企合计计提减值损失350亿，按照25%的税率，假设未来公司减值为0，其它不变，仅该项将增厚归母净利润184亿，相当于2022年归母净利润的13%。
- **少数股东损益下降带来归母净利润增长。** 2022年15家重点房企少数股东损益占比为30.9%，假设少数股东损益占比下降至20%、15%，不考虑非并表项目权益变化，在其他科目保持不变的背景下，将增厚2022年业绩16%和23%。若综合减值及少数股东损益考虑，在减值及少数股东损益降为0的假设下，归母净利润将提升至2022年的163%。
- **优质房企毛利率及销售额仍存提升空间。** 2022年受前期高价地影响，重点房企整体毛利率降为18.4%，随着2022年土拍项目步入结算周期，优质房企结算毛利率仍存改善空间，带来业绩上升空间。同时随着部分出险房企的退出或萎缩，优质房企销售额仍有提升空间，带来未来结算端营收增长。

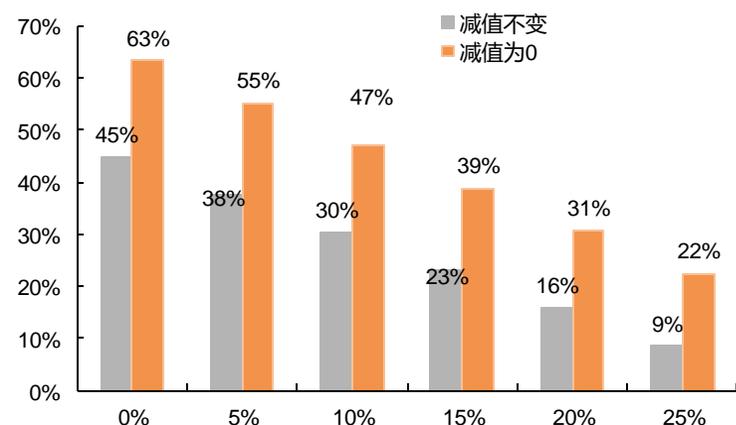
2022年15家上市房企利润变动拆分



重点15家上市房企少数股东损益占比



不同少数股东损益占比及减值假设下，测算归母净利润较2022年实际值增速



5.1 话题5：哪类房企更具有机会

➤ **大道至简，土储质量为王。** 2021年下半年以来，楼市下行、房企出险屡见不鲜，部分房企尽管避免了资金链风险，但在以价换量的大背景下，毛利率下行及资产减值计提下，多数房企2022年业绩面临下滑甚至亏损，未来何时重回业绩增长仍有不确定性。因此传统的PE估值或不能很好评价房企当下的估值；而RNAV估值涉及多个参数的假设，包括未来项目售价、贴现率假设等，在目前部分城市及区域楼市尚未稳定背景下，未来现金流贴现亦存在一定不确定性；PB估值则受到包括投资房地产会计政策（成本法与公允价值计量）差异影响，导致房企间并不一定有可比性，同时未能反映房企间资产质量、财务结构的差异。我们认为无论何种估值方法，核心还是在于土储，土储质量是决定公司未来销售去化、资金回笼、结算盈利、业绩兑现的基础。

● 房地产常见估值方法对比

估值方法	不足
PE	短期多数房企业绩承压，面临下滑甚至亏损，PE可能不适用；同时企业何时重回业绩增长仍有不确定性，某年盈利并不能很好衡量公司价值
PB	投资房地产会计政策差异会计政策差异，可能导致企业间不可比；同时未能反映房企间资产质量、财务结构的差异
RNAV	涉及多个参数的假设，包括未来项目售价、贴现率假设等，当前背景下房价走势仍有一定不确定性；未考虑未来新拓展项目情况

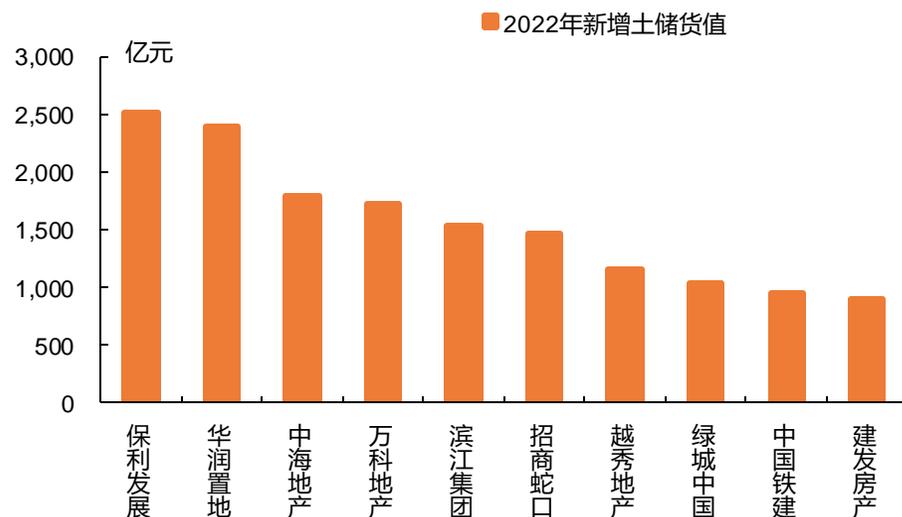
5.2 房企积极拓宽融资渠道，换仓提质补充土储

➤ **优质房企积极拓宽融资渠道，换仓提质补充土储。**我们认为土储质量是房企估值的核心，这里的土储质量既包括房企现有土储资源，也包括未来持续获取优质土储的能力（成长性），而资金是获取优质土储的关键。具体从各家房企来看，诉求目标差异导致短期行为差异。对于中小企业来讲，当前生存是第一要务，成长则退居其次，更多注重收缩投资、加速去化等；对于优质大型房企，风险与机会并存，更多在调整布局，换仓提质补充优质土储，同时积极借助资本市场拓宽融资渠道。

近期主要房企再融资方案

	预案首次公告日	涉及金额（亿元）
保利发展	2022-12-31	125
万科A	2023-02-13	150
招商蛇口	2022-12-17	85
华发股份	2022-12-06	60
中交地产	2023-02-24	35
天地源	2023-01-12	12.5
新城控股	2023-03-14	80

2022年新增土储货值前十以优质强信用房企为主

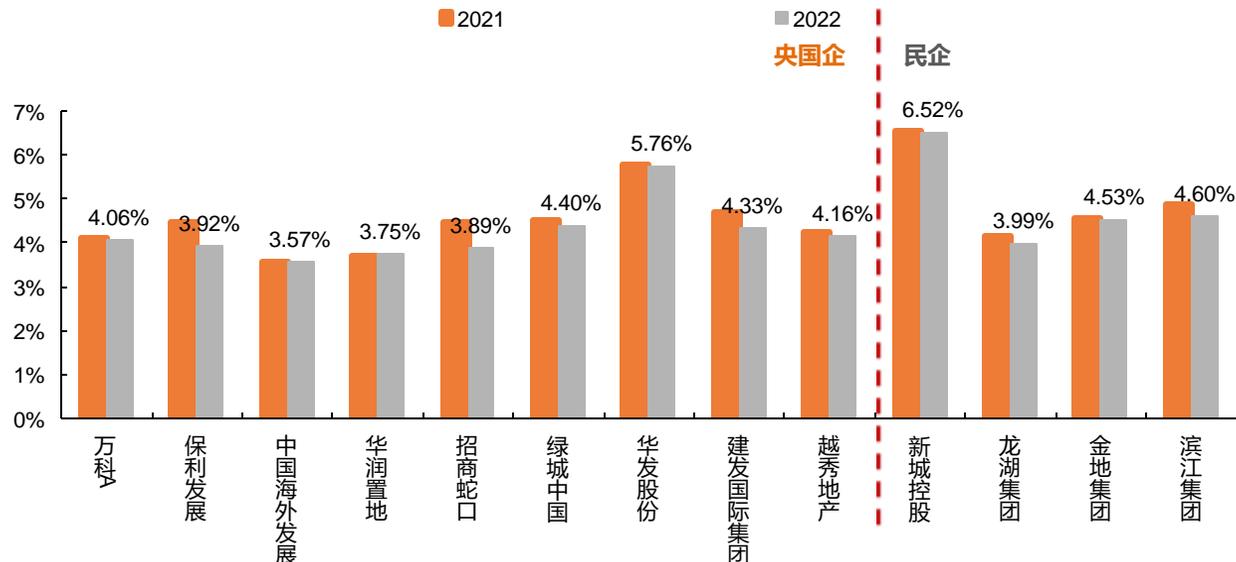
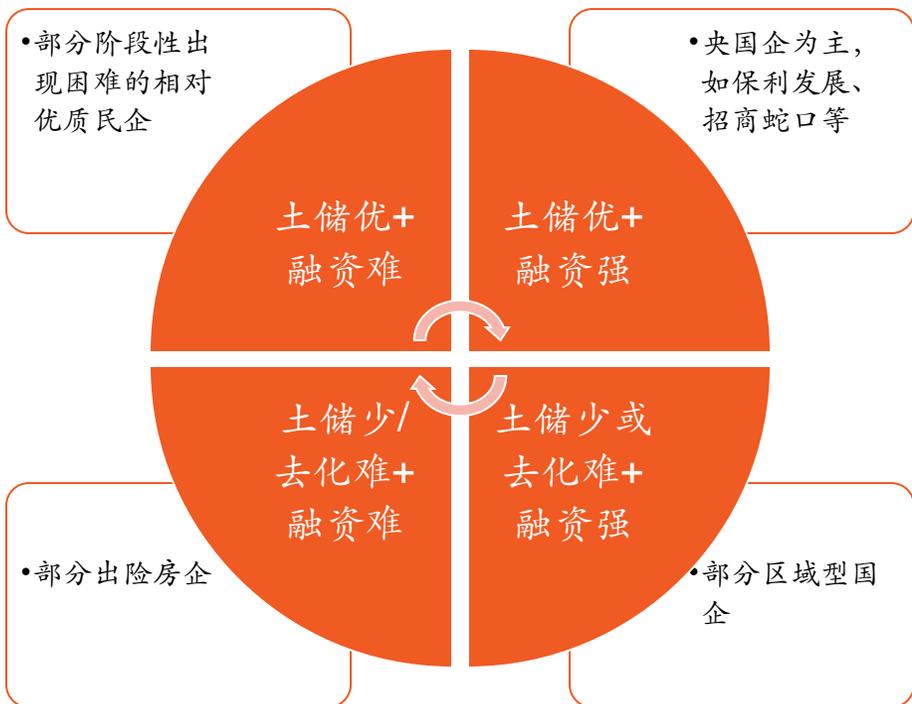


5.3 四象限选股，优选土储优、融资强进取型房企

➤ 从土储及资金获取能力出发，构建四象限选股框架。在选股逻辑上，我们从土储和资金获取能力两个维度出发，构建四象限选股模型。其中土储代表现有禀赋质量；资金获取能力代表持续获取优质土储的扩张成长能力。我们相对看好融资能力强，且积极拿地优化土储质量的房企，如保利发展、招商蛇口等。

土储优及融资强房企未来潜在成长空间更大

2021-2022年主流房企融资成本对比



注：中国海外发展、越秀地产为期内综合融资成本，其余为期末存量融资成本

数据来源：公司公告，平安证券研究所

6.1 投资建议及风险提示

- ▶ 站在目前时点，尽管楼市复苏存在反复，但我们认为经济及收入预期向好趋势是确定的，意味着楼市向好趋势是确定的，更多是复苏节奏变化。若全年销售去化率回升至2021年，全年商品房销售面积有望实现小幅增长。从个股投资角度，结合土储及资金获取能力两个维度，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、保利发展、招商蛇口、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，近期楼市复苏呈现疲态，若未来经济及收入恢复低于预期，或带来销售低于预期风险；2) 个别房企流动性问题发酵、连锁反应超出预期风险，目前部分房企融资端压力仍未得到大幅缓解，若后续资金端持续恶化，或带来行业新一轮信用端风险；3) 目前部分城市房价有反弹趋势，若未来市场快速复苏，或存在政策端收紧风险。

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。