

## 春风来不远，探寻新平衡

### ——房地产行业 2023 年中期投资策略报告

强于大市 (维持)

2023 年 06 月 21 日

#### 行业核心观点:

房地产行业修复之路虽有波折，但是方向不会改变，作为国民经济的支柱产业，在经济修复过程中预计仍会受到政策的扶持，看好下半年行业销售重新企稳，在供求收缩中实现新的均衡。建议关注财务稳健、销售表现较好、土储充足的国央企背景房企以及部分优质民营房企。

#### 投资要点:

**2022 年房地产板块表现相对较弱:** 截至 2023 年 6 月 12 日，房地产行业（申万一级行业）下跌 11.1%，沪深 300 下跌 0.7%，跑输大盘 10.4pct。基金重仓配置比例回落至低位。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。从两类不同属性的房企估值来看，2023 年 5 月国央企/非国央企房企平均估值分别为 0.75 倍 PB 和 0.52 倍 PB，国央企背景房企显示出了更强的估值优势，但两类房企估值均低于 1 倍 PB，关注“中特估”逻辑下估值修复机会。

**2023 年以来政策维持宽松，供求有望在收缩中实现均衡。**政策端，在“房住不炒”的框架下“满足购房者的合理住房需求”、“探索新的发展模式”、“因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”，2023 年以来持续保持较高频率的因城施策节奏，核心城市有望以“一区一策”形成持续深化。供给端，土地市场供应以及房企推盘均明显下降，市场整体处于去化状态。截至 6 月 12 日，百城土地供应建面为 1.38 亿平，较去年同期下降 35.64%。今年以来的百城住宅土地成交溢价率均值 6.51%，较上年同期提升 3.16pct。房企聚焦在核心城市拿地的趋势更加显著。开工端表现仍然较弱，竣工端预计在保交楼以及房企加快资金回笼的诉求下将维持较高景气度。需求端，尽管在疫情管控放松后，我国经济整体处于修复状态，但是居民收入预期并未明显改善，这是制约房地产市场修复进程的核心要素之一。但我们预计政策端将围绕改善居民收入预期角度发力，经济整体向好修复的方向未变，预计整体销售修复进程将在下半年重新回归，在供给收缩以及需求信心修复中逐渐实现均衡状态。

**竞争格局重塑，关注“中特估”投资机会:**销售，央国企背景房企在销售端市场份额明显提升，其销售金额和销售面积在 TOP20 中所占比重达到了 52.8% 和 55.0%，2020 年占比仅为 23.1% 和 21.1%；拿地，具有稳健财务优势的部分央国企背景房企拿地强度维持稳健积极，从主要城市拿地结构来看，央国企仍是拿地主力，但民营房企拿地占比明显提升；融资，国央企类房企居优势地位，民营房企有望受益于融资环境改善，按照企业属性不同统计发债占比情况来看，2023 年 1-5 月境内债发行以国央企背景房企为主，占比达到 93%，自 2020 年以来持续提升。

**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

杭州集中供地热度较高

5 月百强销售环比下降

销售环比小幅回升

分析师: 潘云娇

执业证书编号: S0270522020001

电话: 02032255210

邮箱: panyj@wlzq.com.cn

## 正文目录

<b>1 市场回顾</b> .....	<b>4</b>
1.1 2023 年以来房地产板块市场表现较弱 .....	4
1.2 基金重仓配置比例接近历史低位 .....	4
1.3 板块估值已经回落至低位，央国企背景房企更具估值优势 .....	5
<b>2 政策稳健宽松，供求有望在收缩中实现均衡</b> .....	<b>6</b>
2.1 政策：维持宽松基调，化解风险，构建新模式 .....	6
2.2 供给端：土地市场收缩，新房库存去化，二手房供给增加 .....	9
2.2.1 供应下降，整体去化 .....	9
2.2.2 土地市场量缩价升，房企更倾向于在核心城市投资 .....	9
2.2.3 竣工端维持强势修复，开工端仍有压力 .....	11
2.2.4 二手房供给增加一定程度上挤占新房市场需求 .....	12
2.3 需求端：政策仍有发力空间，下半年销售端有望重回企稳状态 .....	13
2.3.1 居民收入预期是影响需求端的核心因素 .....	13
2.3.2 市场将在波动中寻找新的均衡 .....	14
<b>3 竞争格局重塑，关注“中特估”投资机会</b> .....	<b>15</b>
3.1 销售：央国企背景房企在销售端市场份额明显提升 .....	15
3.2 拿地：具有稳健财务优势的房企拿地更具优势 .....	17
3.3 融资：国央企类房企居优势地位，民营房企有望受益于融资环境改善 .....	19
<b>4 投资建议</b> .....	<b>21</b>
图表 1: A 股申万一级行业 2023 年以来市场涨跌幅情况 (%) .....	4
图表 2: 房地产行业基金重仓配置情况 (%) .....	4
图表 3: 2023 一季末基金重仓持有 A 股房地产行业主要个股情况 (%) .....	5
图表 4: 房企 PB 估值持续回落，国央企背景房企更具估值优势 .....	5
图表 5: 房地产板块部分个股对应 2023 年业绩 PE 估值情况(横轴为市盈率(倍数), 纵轴为近十年或上市以来历史市盈率分位数 (%)) .....	6
图表 6: 主要国央企背景房地产行业个股 PB 估值与股息率情况 (%) .....	6
图表 7: 2021 年以来政治局会议、中央经济工作会议及政府工作报告中关于房地 产行业的相关表述内容 .....	7
图表 8: 2022 年以来各地因城施策频次(截至 4 月末) .....	8
图表 9: 2022-2023 年 4 月各线城市出台各类政策次数 .....	8
图表 10: 个人房贷利率水平 (%) .....	8
图表 11: 居民中长期贷款情况(亿元) .....	8
图表 12: 个人按揭贷款余额规模(亿元)及增速 (%) .....	9
图表 13: 30 城待售面积(左轴)及去化周期(右轴) .....	9
图表 14: 2019-2023 年 50 个代表城市商品住宅月度供应面积走势 .....	9
图表 15: 全国 100 城住宅用地推出与成交走势(万平方米) .....	10
图表 16: 100 中大城市住宅用地成交楼面价(右轴, 元/平)与溢价率(左轴, %) 情况 .....	10
图表 17: 22 城集中供地成交溢价率情况 .....	10
图表 18: 2019-2023 年以来土地成交总价前 20 大城市土地成交建面与成交价款占全 国的比重 .....	11
图表 19: 房地产行业开竣工增速 (%) .....	12

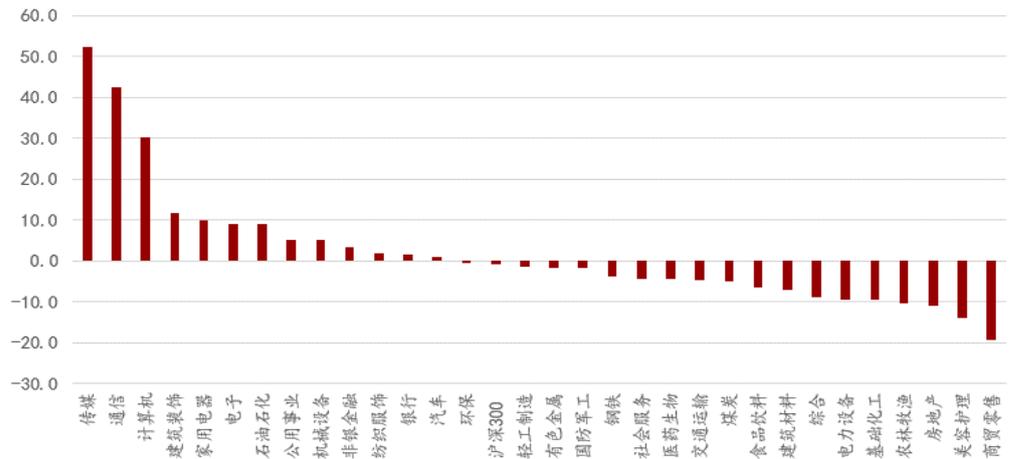
图表 20: 房地产开发投资增速 (%)	12
图表 21: 21 城二手房成交套数情况	13
图表 22: 一线城市二手房挂牌套数情况	13
图表 23: 部分城市城镇居民人均可支配收入同比增速 (%)	14
图表 24: 我国城镇居民人均可支配收入 (元) 情况及增速 (%)	14
图表 25: 商品房销售面积与销售金额累计同比 (%)	14
图表 26: 商品房销售面积与销售金额当月同比 (%)	14
图表 27: 30 大中城市一、二、三线城市销售当月同比增速情况	14
图表 28: 30 大中城市一、二、三线城市销售当月同比增速情况 (%)	15
图表 29: 2020 年度及 2023 年 1-5 月 TOP20 房企销售情况	15
图表 30: 销售榜单 TOP20 中央国企 (含地方国资) 背景房企销售占比情况	16
图表 31: 2023 年 1-5 月 TOP20 房企销售增速情况	16
图表 32: 2023 年 1-5 月拿地金额 TOP20 房企	17
图表 33: 2023 年 1-5 月销售榜单 TOP20 房企拿地强度	18
图表 34: 不同公司属性的房企拿地金额占比 (%)	18
图表 35: 房地产行业境内债券发行规模 (亿元)	19
图表 36: 境外债净融资额情况 (亿美元)	19
图表 37: 房地产行业境内债到期偿还规模 (亿元)	19
图表 38: 境外债发行量与到期金额情况 (亿美元)	19
图表 39: 房地产行业境内债中国央企背景企业发债规模占比	20
图表 40: 房地产行业到位资金增速情况 (%)	20
图表 41: 房地产行业各类到位资金增速 (%)	20
图表 42: A 股房地产行业主要个股增发进展情况	21

## 1 市场回顾

### 1.1 2023 年以来房地产板块市场表现较弱

截至2023年6月12日，房地产行业（申万一级行业）下跌11.1%，沪深300下跌0.7%，跑输大盘10.4pct。我们认为主要原因是①市场对房地产行业政策进一步放松的预期下降；②房地产行业信用风险需要较长时间化解，行业需要时间回血；③在经历一季度恢复性上涨后，4月以来房地产行业销售明显回落；④房地产行业增量见顶的背景下，市场对行业长期走势并不明朗等。

图表1: A股申万一级行业2023年以来市场涨跌幅情况 (%)

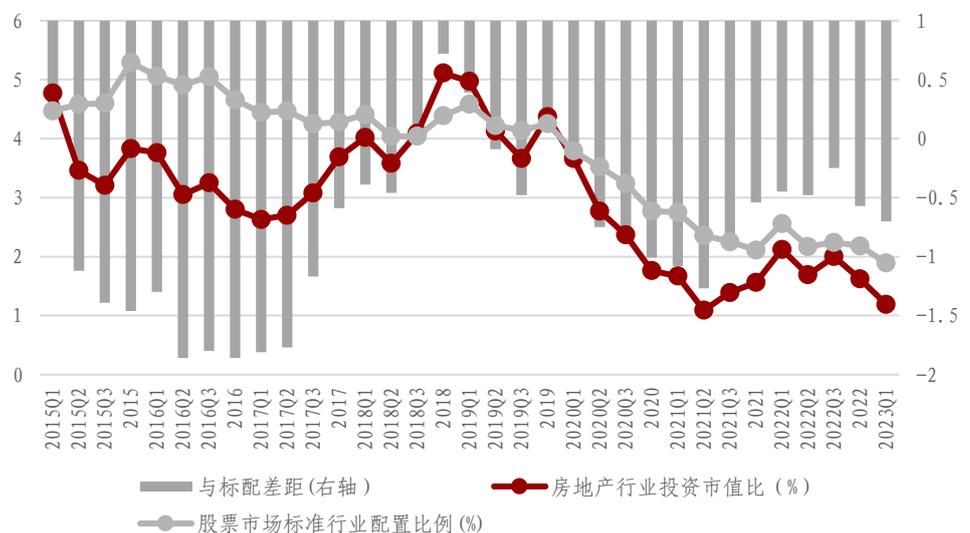


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所, 截止2023年6月12日。

### 1.2 基金重仓配置比例接近历史低位

基金重仓配置比例回落至历史低位。2022年及2023Q1房地产行业基金重仓配置比例再次回落,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2: 房地产行业基金重仓配置情况 (%)



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3: 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	季报持仓变动(万股)			持股占流通股比 (%)		
	总市值(万元)	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

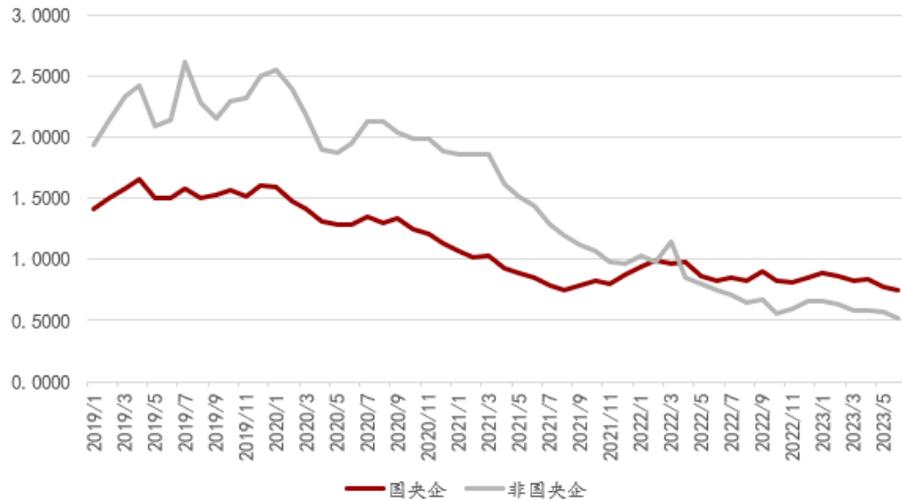
资料来源：wind，万联证券研究所

### 1.3 板块估值已经回落至低位，央国企背景房企更具估值优势

我们从克而瑞2020年销售榜单TOP30不同属性房企的PB估值来看，房企PB估值整体均呈现下行趋势，2023年5月国央企/非国央企房企平均估值分别为0.75倍和0.52倍，均低于1倍PB。2021年四季度政策转向后央国企估值先行实现短期修复，但是目前已经回落至之前的低位水平，非国央企背景房企平均PB估值不断创新低。

从两类不同属性的房企估值来看，以2022年4月为界限，即2022年二季度开始国央企背景房企的平均估值明显高于非国央企背景房企，显示出了明显的估值优势。

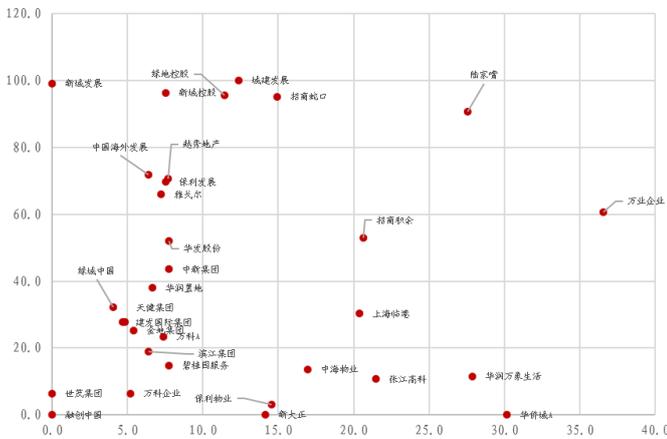
图表4: 房企PB估值持续回落，国央企背景房企更具估值优势



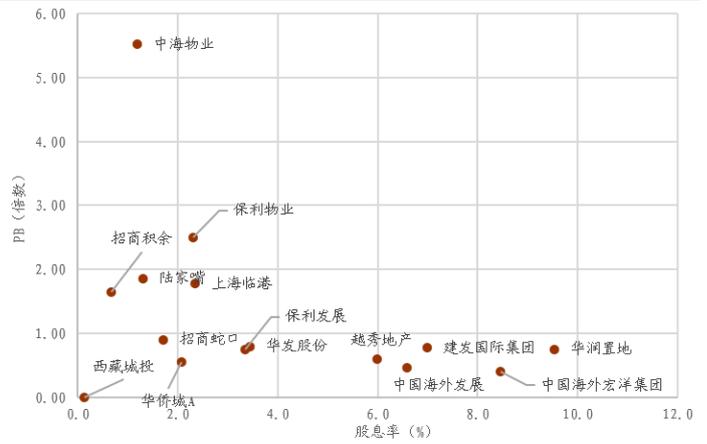
资料来源：克而瑞，wind，万联证券研究所，以2020年销售榜单TOP30榜单中已上市房企估值进行估算。

在考虑股息率的情况下，部分房地产行业央国企背景房企估值优势更加凸显，如华润置地、越秀地产、中海发展、建发国际集团等个股估值不足1倍PB，股息率不低于6%。

图表5: 房地产板块部分个股对应2023年业绩PE估值情况 (横轴为市盈率 (倍数), 纵轴为近十年或上市以来历史市盈率分位数 (%))



图表6: 主要国央企背景房地产行业个股PB估值与股息率情况 (%)



资料来源：wind，万联证券研究所，截止2023年6月12日

## 2 政策稳健宽松，供求有望在收缩中实现均衡

### 2.1 政策：维持宽松基调，化解风险，构建新模式

从2021年12月政治局会议以及中央经济工作会议确定房地产行业的政策引导方向就是在“房住不炒”的框架下“满足购房者的合理住房需求”、“探索新的发展模式”、  
“因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”。2022年3月，在政府工作报告中提及  
“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，建立实施房地产长效机制，扩大保障性住房供给，推进长租房市场建设，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产市场健康发展。”；2023年4月中央政治局会议提及“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的”

炒的定位，因城施策，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、保民生、保稳定工作，促进房地产市场平稳健康发展，推动建立房地产业发展新模式。在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。规划建设保障性住房。”整体和2021年12月以来的政策表述保持一致性。

图表7: 2021年以来政治局会议、中央经济工作会议及政府工作报告中关于房地产行业的相关表述内容

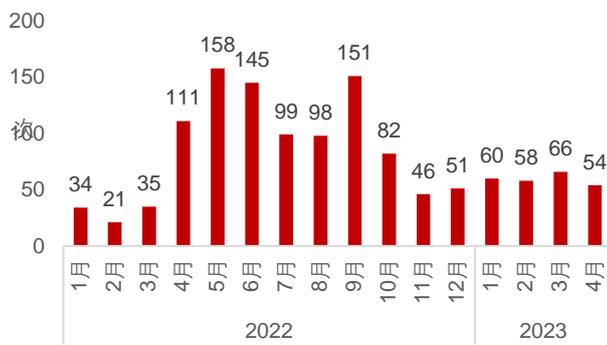
时间	发布机构	政策要点
2021年7月	中共中央政治局	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期，促进房地产市场平稳健康发展。加快发展租赁住房，落实用地、税收等支持政策。
2021年10月	中共中央政治局	未涉及地产
2021年12月	中共中央政治局	要推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环。
2021年12月	中央经济工作会议	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。
2022年3月	政府工作报告	要继续保障好群众住房需求，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，探索新的发展模式。坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。
2022年4月	中共中央政治局	要坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策、支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管、促进房地产市场平稳健康发展。
2022年7月	中央政治局会议	要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生。
2022年10月	中共中央政治局	未涉及地产
2022年12月	中共中央政治局	未涉及地产
2022年12月	中央经济工作会议	多渠道增加城乡居民收入，支持住房改善、新能源汽车、养老服务等消费。有效防范化解重大经济金融风险。要确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，同时要坚决依法打击违法犯罪行为。要因城施策，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题，探索长租房市场建设。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。
2023年4月	中共中央政治局	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、保民生、保稳定工作，促进房地产市场平稳健康发展，推动建立房地产业发展新模式。在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。规划建设保障性住房。
2023年3月	政府工作报告	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，建立实施房地产长效机制，扩大保障性住房供给，推进长租房市场建设，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产市场健康发展。

资料来源：中国政府网，万联证券研究所

因城施策持续推进中，“一区一策”或将成为核心城市未来主要政策形式。从2021年四季度以来房地产行业因城施策政策持续深化，政策频率和政策力度在期间均有强

化，进入2023年以来因城施策频率保持较高，政策实施更加精准，“一区一策”类政策不断出台，如北京市在4月份推出的“多子女家庭和职住平衡家庭购房支持政策按照“一区一策”的方式由房山区试点，相关内容报请市委市政府同意试点推进，下一步需争取人行营管部和住建部同意。”

图表8: 2022年以来各地因城施策频次 (截至4月末)



资料来源: 中指研究院, 万联证券研究所

图表9: 2022-2023年4月各线城市出台各类政策次数

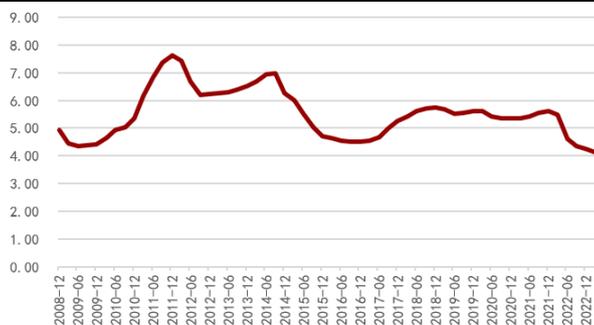
	优化限购	优化限贷	优化限售	优化公积金政策	调整限价	购房补贴	优化预售资金监管	引才及落户
一线	6	3	1	11	1	3	2	13
二线	84	68	22	113	6	62	32	36
三四线	37	178	27	388	31	237	113	81

资料来源: 中指研究院, 万联证券研究所

**房贷利率持续下降。**2023年一季度个人住房贷款利率达到4.14%，较上年末下降了12BP，处于历史低位。根据中指研究院监测数据显示，2023年以来，全国已有超40城调整首套房贷利率下限至4%以下。中国人民银行数据显示，自去年建立首套住房贷款利率政策动态调整机制以来，截至今年3月末，在96个符合放宽首套房贷利率下限条件的城市中，有83个城市下调了首套房贷利率下限，所执行的下限与全国下限相比大概低了10个到40个基点，有12个城市取消了首套房贷利率下限。2023年6月13日央行下调逆回购中标利率10BP至1.9%，6月15日下调MLF中标利率10BP至2.65%，央行超预期降息后预计6月LPR报价跟随下调，房贷利率进一步调降将有利于进一步推动市场修复。

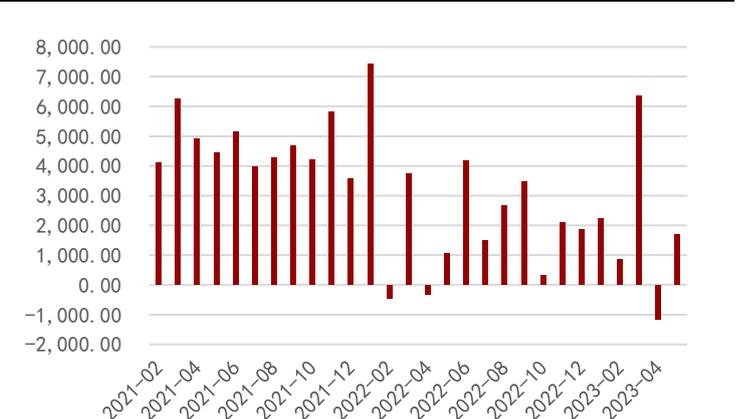
**居民提前还款意愿仍然较强，个人住房贷款余额增速显著下降。**随着房贷利率下行，市场理财产品收益率下降，居民提前还贷意愿较强，导致居民中长期贷款表现较弱，2023年4月居民中长期贷款为-1156亿元，5月居民中长期贷款有所改善，达到1,684亿元。截至2023年一季度末，个人住房贷款余额为38.9万亿元，较去年同期仅增长了0.3%。

图表10: 个人房贷利率水平 (%)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表11: 居民中长期贷款情况 (亿元)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表12: 个人按揭贷款余额规模(亿元)及增速(%)



资料来源: wind, 万联证券研究所

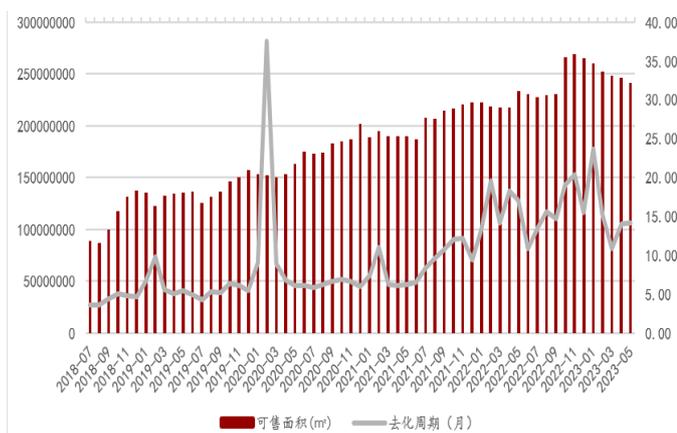
## 2.2 供给端: 土地市场收缩, 新房库存去化, 二手房供给增加

### 2.2.1 供应下降, 整体去化

根据中指研究院监测数据, 我们整理了30城截至2023年5月末的库存, 合计为2.42亿平, 较上年末下降了8.91%, 今年以来整体处于去化状态, 但是去化周期随着近两月销售回落有所抬升。

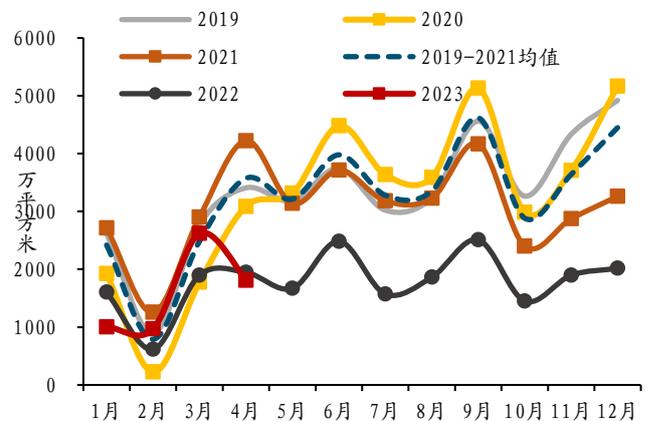
房企推盘阶段下降。4月进入淡季, 房企推盘积极性回落, 供应规模较3月回落, 环比下降约三成, 同比下降约7%。

图表13: 30城待售面积(左轴)及去化周期(右轴)



资料来源: 中指研究院, 万联证券研究所

图表14: 2019-2023年50个代表城市商品住宅月度供应面积走势

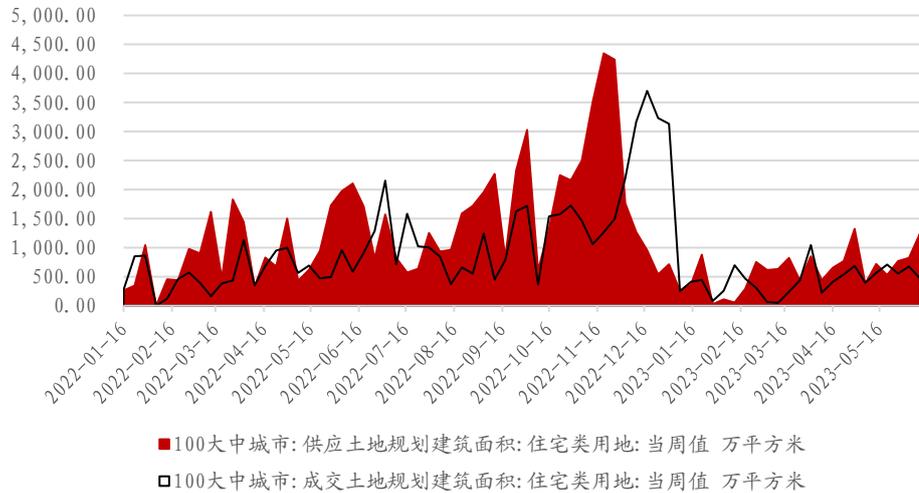


资料来源: 中指研究院, 万联证券研究所

### 2.2.2 土地市场量缩价升, 房企更倾向于在核心城市投资

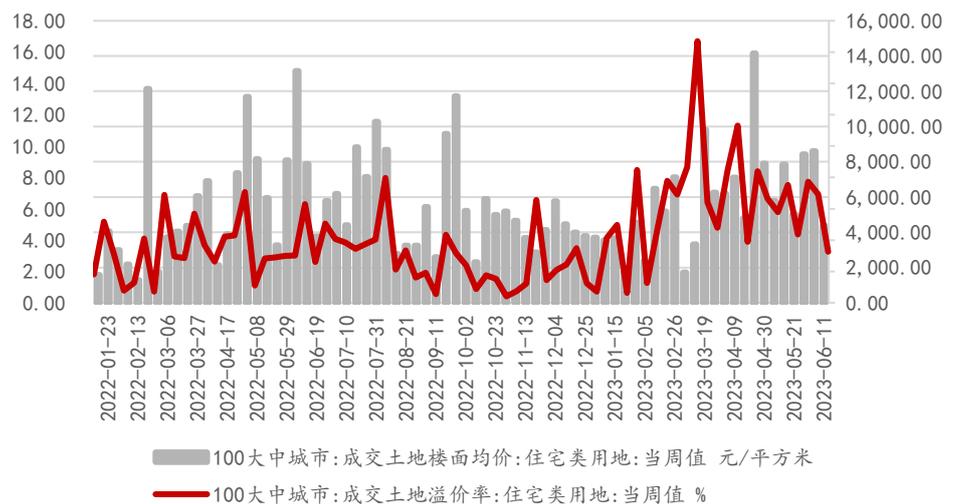
百城土地供应持续收缩，溢价率有所上行。截至6月12日，百城土地供应建面为1.38亿平，较去年同期下降35.64%，成交规模为1.31亿平，同比微增1.86%。今年以来的百城住宅土地成交溢价率均值6.51%，较上年同期提升3.16pct。从22城集中供地完成情况来看，大部分城市的溢价率有所抬升。

图表15: 全国100城住宅用地推出与成交走势 (万平方米)



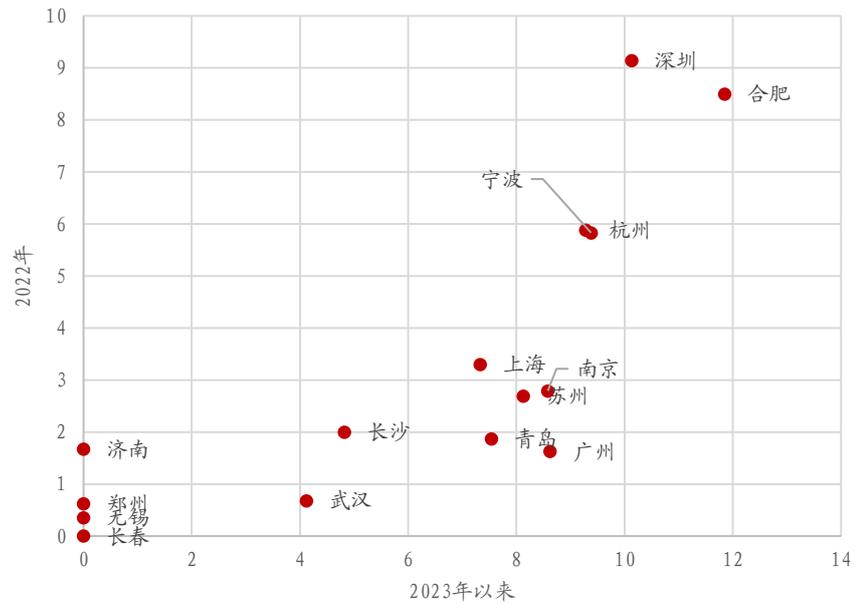
资料来源: wind, 万联证券研究所, 截至2023年6月12日

图表16: 100中大城市住宅用地成交楼面价 (右轴, 元/平) 与溢价率 (左轴, %) 情况



资料来源: wind, 万联证券研究所, 截至2023年6月12日

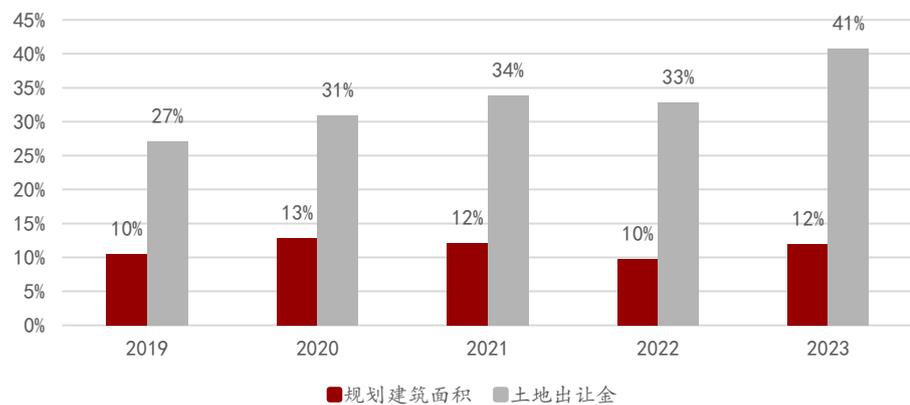
图表17: 22城集中供地成交溢价率情况 (



资料来源：中指研究院，万联证券研究所，截至2023年5月28日

房企聚焦在核心城市拿地的趋势更加显著。2020年-2022年城市拿地集中度相较2019年就有所提升，2023年上半年这种趋势表现更加明显，截至2023年6月12日，前20大城市土地成交总价占全国的比重达到41%，明显高于前几年，房企更倾向于在高能级城市拿地。

图表18：2019-2023年以来土地成交总价前20大城市土地成交建面与成交价款占全国的比重



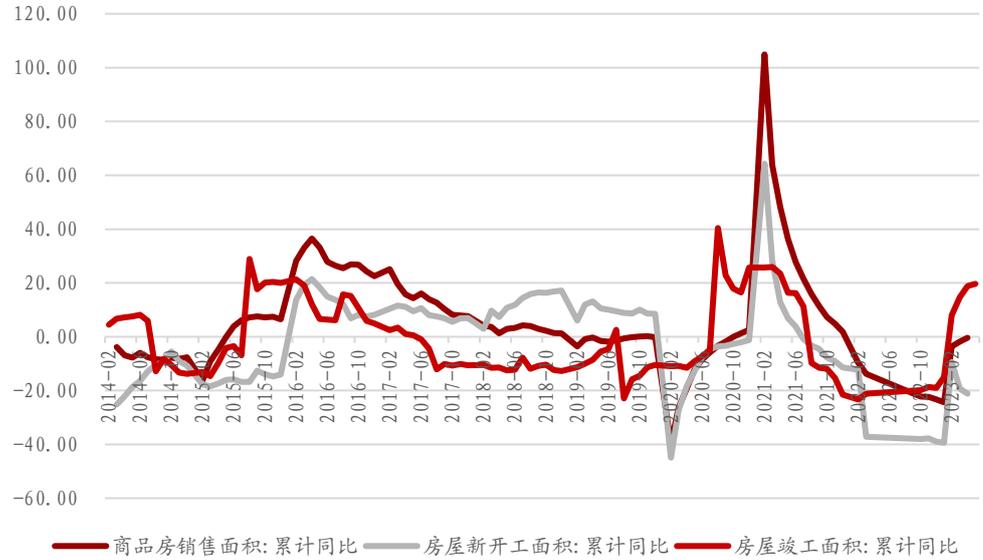
资料来源：中指研究院，wind，万联证券研究所，2023年数据为截至2023年6月12日的的数据。

### 2.2.3 竣工端维持强势修复，开工端仍有压力

我们在年度策略报告中判断今年竣工端与销售将实现率先修复，但是今年以来竣工端的表现仍持续超预期，1-5月竣工面积增速在现相对比之下，开工端整体表现较弱，1-5月新开工面积增速0%，但较2022年下滑幅度明显收窄。伴随二季度以来销售修复进程放缓，对房企投资也产生一定负面影响，进而导致新开工以及投资端表现有所转弱，我们认为政策端仍有空间，预计后续随着政策发力将推进新开工

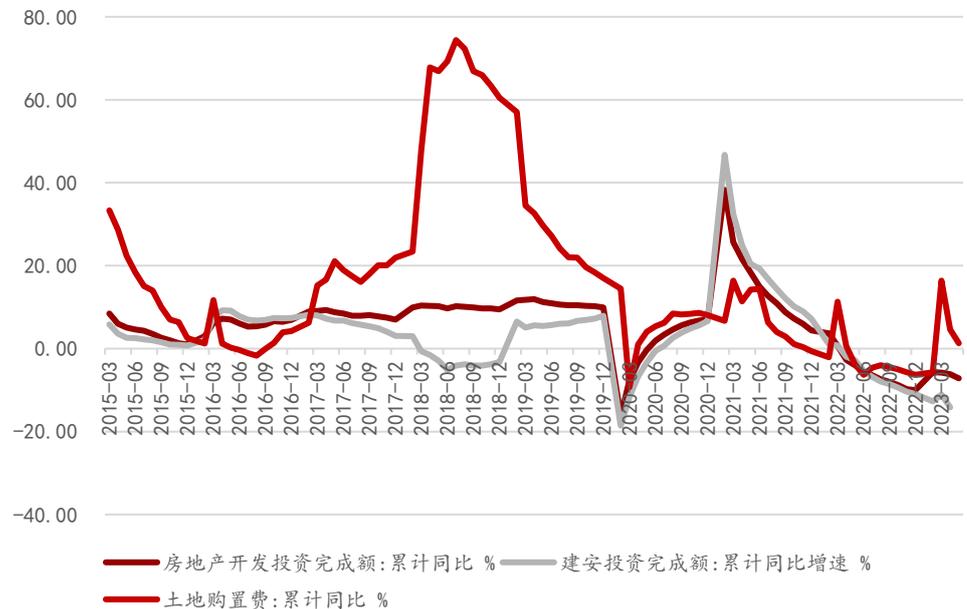
和投资端的企稳。

图表19: 房地产行业开竣工增速 (%)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表20: 房地产开发投资增速 (%)



资料来源: wind, 万联证券研究所

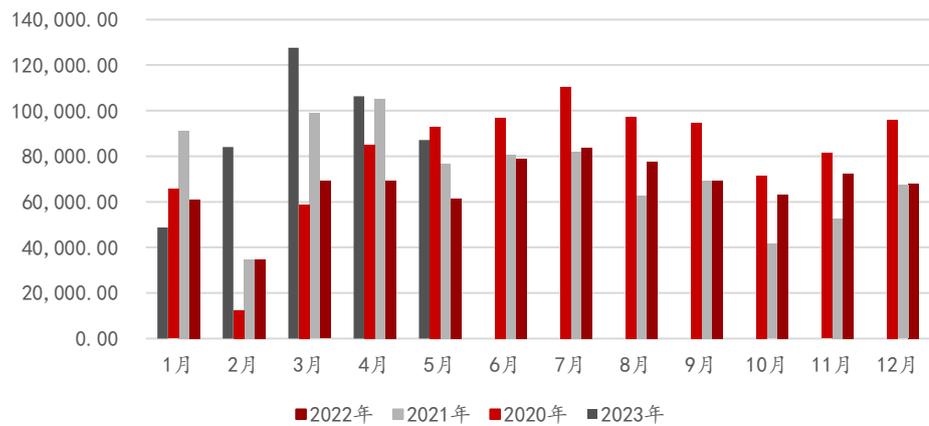
#### 2.2.4 二手房供给增加一定程度上挤占新房市场需求

2023年以来二手房市场热度较属成交规模持续攀升, 4月开始有所降温, 21城二手房1-5月成交套数为45.4万套, 同比增长53.6%。

伴随成交的大幅增长, 二手房挂牌量也出现明显增加, 根据中指研究院数据显示, 5月末一线城市二手房挂牌套数达到75.26万套, 同比增长20.9%。在新房市场推盘趋于

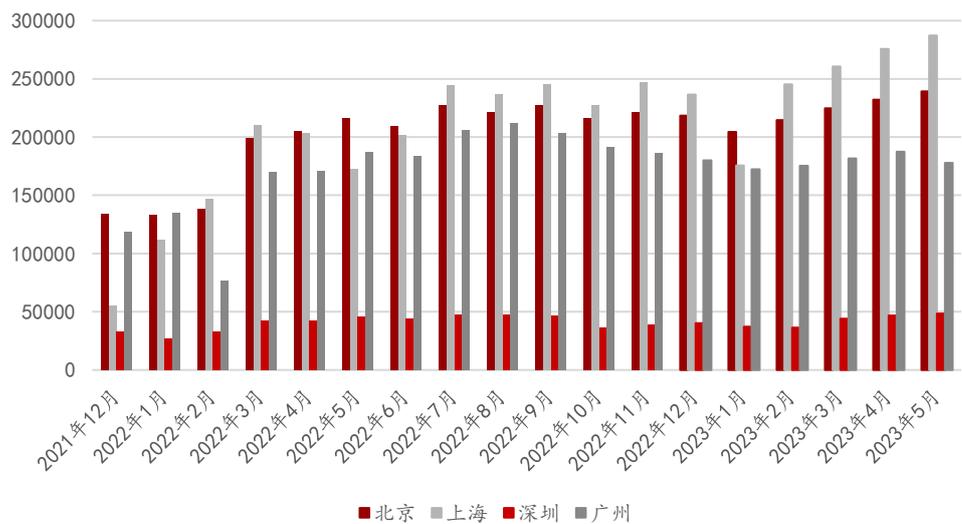
谨慎以及房企信用风险等因素影响下，二手房市场供给的增多，一定程度上挤占了新房市场需求。

图表21: 21城二手房成交套数情况



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表22: 一线城市二手房挂牌套数情况



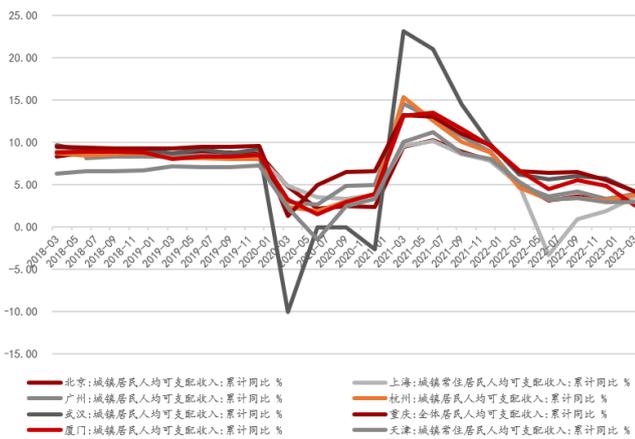
资料来源: 中指研究院, 万联证券研究所

## 2.3 需求端: 政策仍有发力空间, 下半年销售端有望重回企稳状态

### 2.3.1 居民收入预期是影响需求端的核心因素

随着政策持续发力, 居民收入预期改善下购房需求有望修复。尽管在疫情管控放松后, 我国经济整体处于修复状态, 但是居民收入预期并未明显改善, 这是制约房地产市场修复进程的核心要素。2023年一季度我国城镇居民可支配收入为1.44万元, 同比增长4%, 增速处于历史相对低位。从我们统计的部分核心城市居民可支配收入增速来看, 介于2.6%-4.21%之间, 表现亦较弱。但我们认为经济整体向好修复的方向未变, 预计政策端将围绕改善居民收入预期角度发力, 进而提升居民收入。

图表23: 部分城市城镇居民人均可支配收入同比增速 (%)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表24: 我国城镇居民人均可支配收入(元)情况及增速 (%)



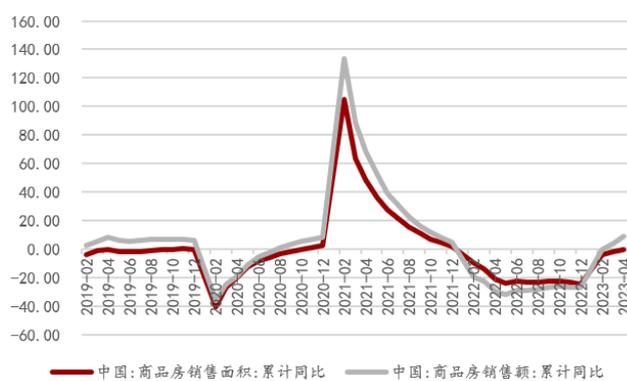
资料来源: wind, 万联证券研究所

### 2.3.2 市场将在波动中寻找新的均衡

2023年以来房地产行业销售端整体呈现修复状态, 其中一季度销售实现恢复性较高增长, 二季度有所回落, 下半年有望企稳。2023年1-5月商品房销售金额和销售面积累计同比增长8.4%和下滑0.9%, 在高能级城市率先修复的结构性修复背景下, 销售金额和销售面积变动差扩大, 1-5月30大中城市一二线城市销售面积分别同比+34.87%、+6.77%、+14.54%。

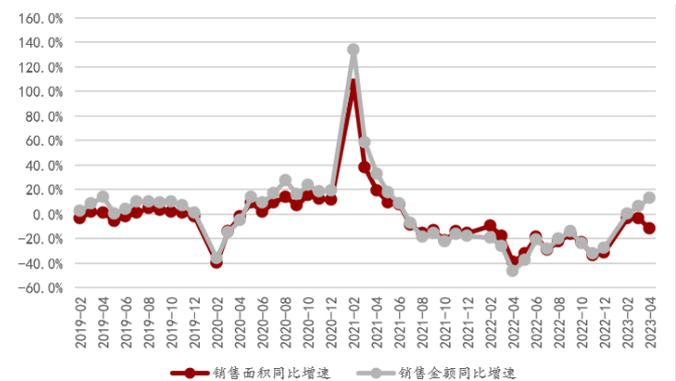
**商品房销售修复, 整体房价指数也出现明显企稳迹象。**今年以来随着销售修复70个大中城市新建商品住宅价格指数有所回升, 其中一线城市价格指数整体表现更为稳健, 在市场较弱时期, 核心资产表现出了更强的价格稳定性, 随着房地产增量市场规模收缩, 未来市场会更加聚焦于核心资产。我们认为下半年市场将在需求端的逐步改善中与供给端整体相对低位的状态中逐步实现均衡。

图表25: 商品房销售面积与销售金额累计同比 (%)



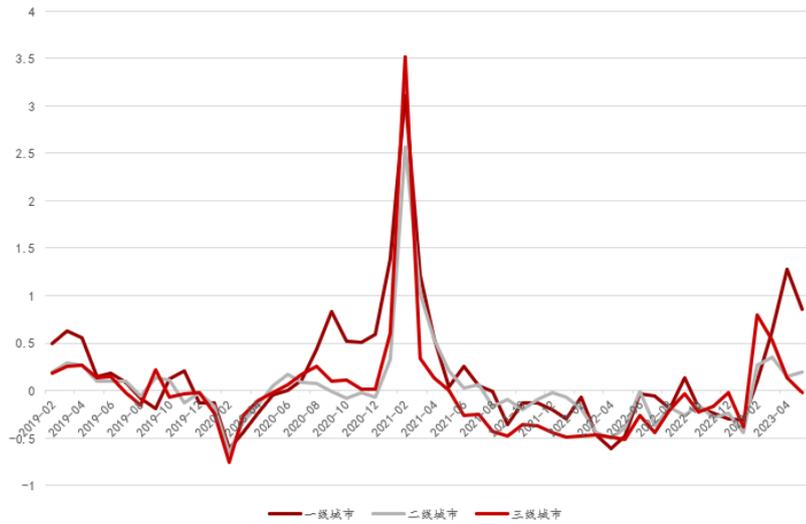
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表26: 商品房销售面积与销售金额当月同比 (%)



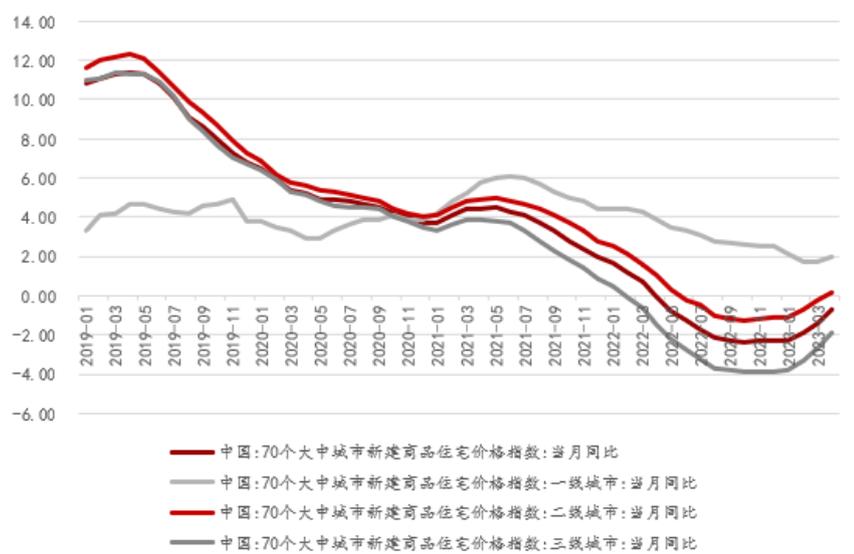
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表27: 30大中城市一、二、三线城市销售当月同比增速情况



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表28: 30大中城市一、二、三线城市销售当月同比增速情况 (%)



资料来源: wind, 万联证券研究所

### 3 竞争格局重塑，关注“中特估”投资机会

#### 3.1 销售：央国企背景房企在销售端市场份额明显提升

根据中指研究院2023年1-5月百强销售榜单，TOP20房企中有9家属于国央企背景房企，2020年仅有5家，其销售金额和销售面积在TOP20中所占比重达到了52.8%和55.0%，2020年占比仅为23.1%和21.1%。

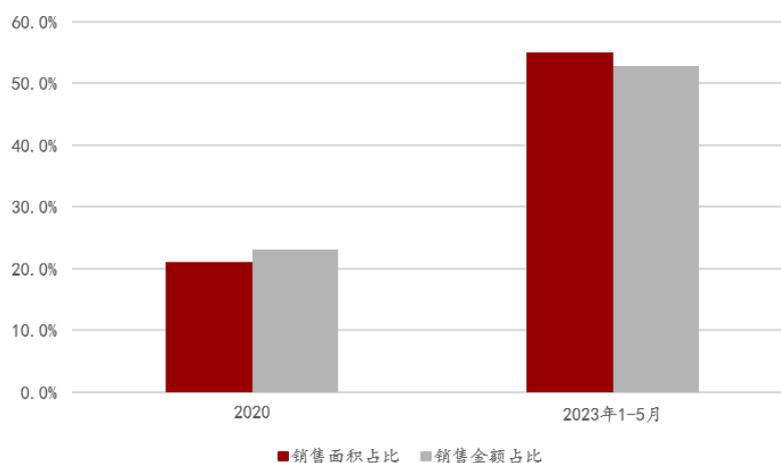
从销售增速表现上来看，在TOP20房企中，国央企背景房企在2022年以及2023年上半年综合表现更优，如越秀地产、华发股份、华润置地等。

图表29: 2020年度及2023年1-5月TOP20房企销售情况

202305			202012		
排名	企业名称	销售额 (亿元)	排名	企业名称	销售额 (亿元)
1	保利发展	1956.0	1	碧桂园	7888.1
2	万科	1659.0	2	中国恒大	7038
3	中海地产	1468.0	3	万科	7011
4	华润置地	1435.3	4	融创中国	5750
5	碧桂园	1399.0	5	保利发展	5028
6	招商蛇口	1369.5	6	中海地产	3603.1
7	绿城中国	1085.5	7	绿地控股	3567
8	龙湖集团	823.6	8	世茂集团	3003.1
9	滨江集团	801.7	9	华润置地	2900
10	建发房产	776.2	10	绿城中国	2892.2
11	中国金茂	728.1	11	招商蛇口	2780.1
12	金地集团	723.5	12	龙湖集团	2706
13	越秀地产	698.0	13	新城控股	2521.6
14	华发股份	649.6	14	金地集团	2426
15	绿地控股	506.4	15	中国金茂	2310
16	融创中国	449.0	15	旭辉集团	2310
17	中国铁建	448.4	17	金科集团	2235.9
18	旭辉集团	364.9	18	中南置地	2202.4
19	新城控股	357.7	19	阳光城	2185
20	美的置业	354.4	20	正荣集团	1556.8

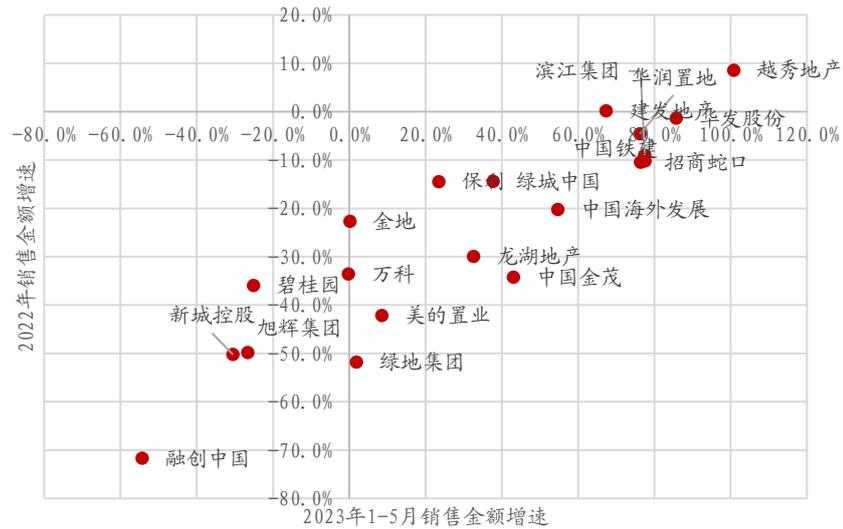
资料来源：中指研究院，万联证券研究所

图表30: 销售榜单TOP20中央国企（含地方国资）背景房企销售占比情况



资料来源：中指研究院，万联证券研究所

图表31: 2023年1-5月TOP20房企销售增速情况



资料来源：中指研究院，万联证券研究所

### 3.2 拿地：具有稳健财务优势的房企拿地更具优势

2023年1-5月权益拿地排行榜前20房企中仍是以央国企背景房企占多数。华润置地连续在2022年及2023年1-5月权益拿地金额居于行业首位，其次是建发房产、保利发展、招商蛇口等。

具有稳健财务优势的部分央国企背景房企拿地强度维持稳健积极。华润置地、建发房产在2022年及2023年1-5月的权益拿地强度均保持在25%以上。去年权益拿地强度在25%以上的房企中国铁建、越秀地产、滨江集团等在2023年1-5月的权益拿地强度维持在15%左右或以上水平。

从主要城市拿地结构来看，央国企仍是拿地主力，但民营房企拿地占比明显提升。2023年央国企（含地方国资）背景房企在集中供地的22城中拿地金额占比达到60%，较2022年79%下降了19pct，民营房企拿地占比达到了34%，较2022年提升了18pct。

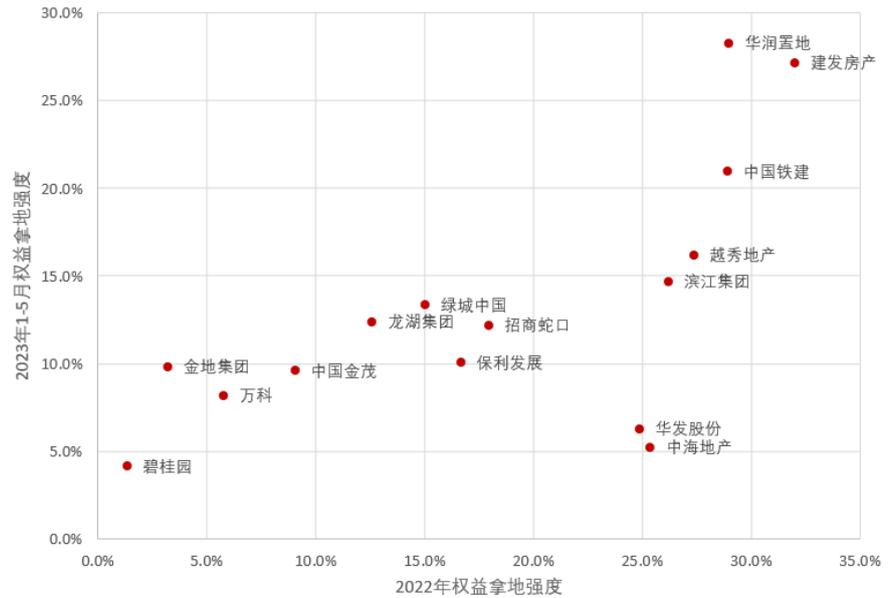
图表32：2023年1-5月拿地金额TOP20房企

排名	企业	拿地金额 (亿元)
1	华润置地	406
2	建发房产	211
3	保利发展	197
4	招商蛇口	167
5	绿城中国	145
6	万科	136
7	滨江集团	118
8	越秀地产	113
9	龙湖集团	102
10	长隆集团	99
11	中国铁建	94
12	国贸地产	86
13	伟星房产	85
14	中海地产	77

15	金地集团	71
16	中国金茂	70
17	中建智地	59
18	碧桂园	58
19	坤和集团	56
20	浙江交控	48

资料来源：中指研究院，万联证券研究所

图表33：2023年1-5月销售榜单TOP20房企拿地强度



资料来源：wind，中指研究院，万联证券研究所，注：融创、旭辉、绿地、美的置业的权益拿地金额未上榜，所以这里没有包含这几家公司。

图表34：不同公司属性的房企拿地金额占比（%）

	2022年				2023年（截至5月31日）			
	央国企	混合所有制	地方国资	民企	央国企	混合所有制	地方国资	民企
北京	69	8	19	4	82	0	3	15
深圳	64	5	30	1	67	0	0	33
厦门	64	3	31	3	76	0	0	24
广州	55	0	42	3	43	0	20	37
上海	49	4	35	12	65	21	5	8
重庆	48	5	30	17	33	0	0	67
长沙	41	2	45	12	42	0	33	25
宁波	38	3	40	19	18	5	26	51
南京	35	2	54	10	62	11	8	18
天津	34	0	44	22	68	0	12	21
福州	32	0	5	3	100	0	0	0
成都	31	0	55	14	49	6	9	37
合肥	28	3	29	39	46	0	4	50
济南	27	0	65	8	44	9	0	48

武汉	25	0	60	15	48	0	3	49
苏州	21	2	64	13	78	4	8	11
青岛	18	1	57	24	57	7	9	27
郑州	16	5	73	6	12	0	66	22
杭州	12	19	20	49	25	5	0	69
无锡	3	5	72	20	70	0	7	23
沈阳	0	0	89	11				
长春	0	0	0	100	68	0	15	18
合计	37	5	42	16	51	6	9	34

资料来源：中指研究院，万联证券研究所

### 3.3 融资：国央企类房企居优势地位，民营房企有望受益于融资环境改善

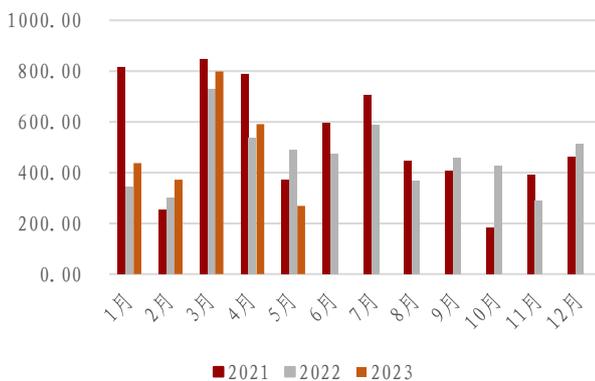
**债券融资方面**，2023年以来境内债发行规模同比有所改善，1-5月发债规模达到2467.53亿元，同比上升2.9%，境外债一直处于净偿还状态，1-5月境外债净融资额累计-215.34亿美元。

预计在销售企稳以及“三支箭”政策持续推进下，年内债务到期压力可以有效化解。2023年H1/H2中资美元债到期规模分别为348.75/245.51亿美元，境内债H1/H2到期偿债规模分别为1,894.4/1,896.48亿元，下半年到期债务压力相对较小，在叠加“三支箭”政策在房企中具体落地实施，预计整体偿债压力不大。

按照企业属性不同统计发债占比情况来看，2023年1-5月境内债发行以国央企背景房企为主，占比达到93%，自2020年以来持续提升。

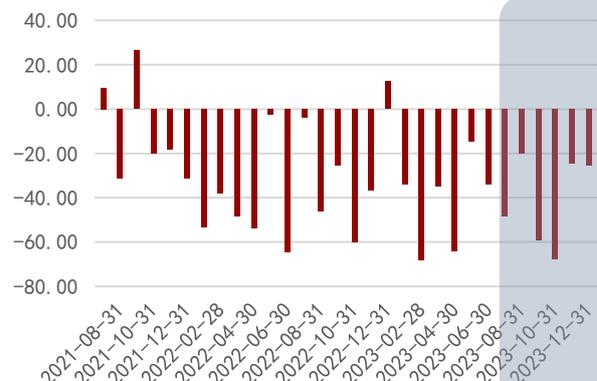
**国内贷款方面**，2023年以来在销售回暖的背景下房地产到位资金整体下滑幅度有所收窄，个人按揭贷款和定金及预收款增速均已转正，国内贷款仍处于下滑状态，2023年1-5月国内贷款累计同比下滑10.5%，相对2022年25.4%的下滑幅度已有明显收窄。

图表35：房地产行业境内债券发行规模（亿元）



资料来源：wind，万联证券研究所

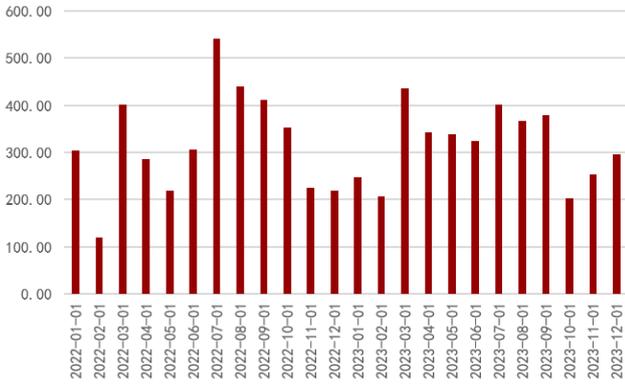
图表36：境外债净融资额情况（亿美元）



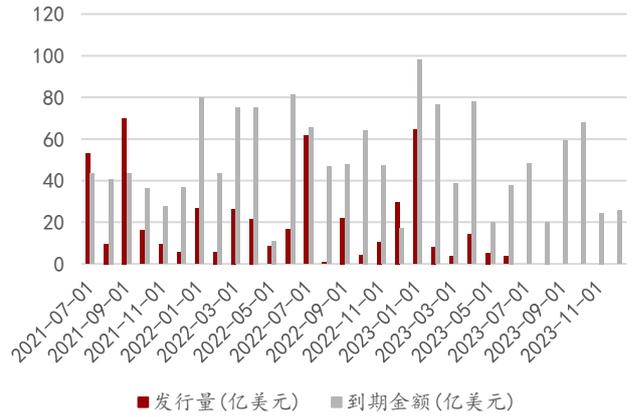
资料来源：wind，万联证券研究所

图表37：房地产行业境内债到期偿还规模（亿元）

图表38：境外债发行量与到期金额情况（亿美元）

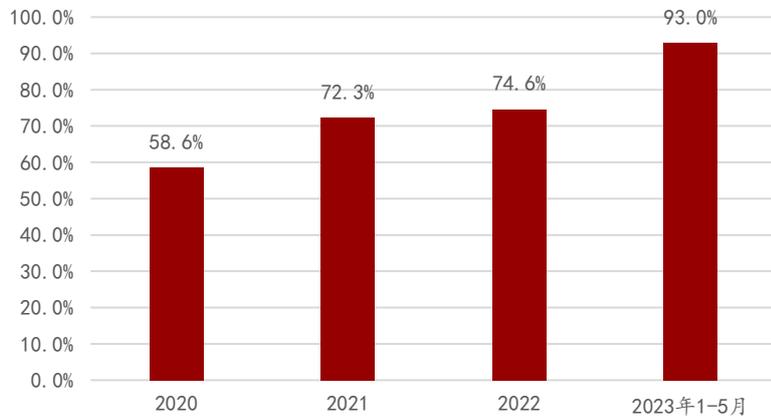


资料来源: wind, 万联证券研究所



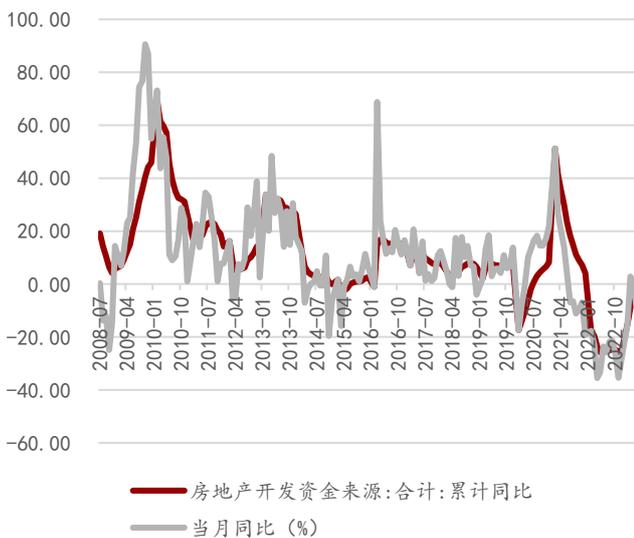
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表39: 房地产行业境内债中国央企背景企业发债规模占比



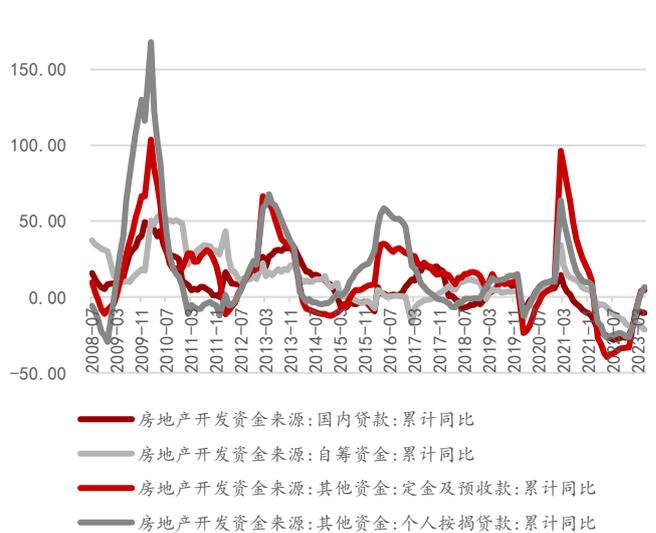
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表40: 房地产行业到位资金增速情况 (%)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表41: 房地产行业各类到位资金增速 (%)



资料来源: wind, 万联证券研究所

股权融资方面，自“第三支箭”政策落地后，多家上市房企持续推进股权融资，目前仍在稳步推进中。

图表42: A股房地产行业主要个股增发进展情况

证券简称	公司属性	增发进度	增发预计募集资金(亿元)
荣盛发展	民营企业	股东大会通过	30.0
*ST嘉凯	民营企业	股东大会通过	10.2
三湘印象	民营企业	股东大会通过	16.0
苏宁环球	民营企业	股东大会通过	28.0
外高桥	地方国有企业	股东大会通过	33.4
华发股份	地方国有企业	股东大会通过	60.0
福星股份	集体企业	发审委/上市委通过	13.4
大名城	外资企业	发审委/上市委通过	25.5
陆家嘴	地方国有企业	发审委/上市委通过	66.0
招商蛇口	中央国有企业	发审委/上市委通过	85.0
保利发展	中央国有企业	发审委/上市委通过	125.0
迪马股份	外资企业	董事会预案	18.0
中华企业	地方国有企业	董事会预案	45.0
苏州高新	地方国有企业	董事会预案	16.0
中交地产	中央国有企业	发审委/上市委通过	35.0
万科A	公众企业	股东大会通过	150.0
中南建设	民营企业	股东大会通过	28.0
新黄浦	地方国有企业	股东大会通过	17.0
西藏城投	地方国有企业	股东大会通过	10.0
京能置业	地方国有企业	股东大会通过	7.0
新城控股	民营企业	股东大会通过	80.0
天地源	地方国有企业	国资委批准	12.5

资料来源: wind, 万联证券研究所

## 4 投资建议

房地产行业修复之路虽有波折，但是方向不会改变，作为国民经济的支柱产业，在经济修复过程中预计仍会受到政策的扶持，看好下半年行业销售重新企稳，在供求收缩中实现新的均衡。建议关注财务稳健、销售表现较好、土储充足的国央企背景房企以及部分优质民营房企。

**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