

房地产行业2023年中期策略：行业格局重塑趋势明显，发展模式变革势在必行

2023年7月6日

看好/维持

房地产	行业报告
-----	------

分析师 | 陈刚 电话：010-66554028 邮箱：chen_gang@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480521080001

投资摘要：

行业：销售修复动能减弱，土地市场持续弱势，行业融资未见实质改善

新房市场修复动能减弱、高低能级区域分化显著。新房市场在经历了3月份和4月份的显著回暖后，5月开始修复动能明显减弱。整体而言，行业承压之下销售分化显著，经济发展和人口流入更具优势的高能级区域，新房销售的韧性更强。

土地成交持续萎缩，拿地更加聚焦于高能级区域。整体而言，土地市场需求依然较弱。土地成交水平在经历了1季度的回稳后开始陷入萎靡。高能级城市的土地市场成交明显强于低能级城市。

行业到位资金未见明显改善，信用分化下融资支持难以全面落地。行业资金面依然较为紧张，部分民营房企依然面临持续的流动性压力和较大的信用风险，金融机构的信贷投放依旧较为谨慎。

房企：房企聚焦高能级区域，央国企销售明显领先、主流房企拿地力度提升

房企更加依靠高能级区域，高均价房企销售复苏强劲，央国企销售明显领先。主流房企的销售结构上更加向高能级城市倾斜，通过销售均价的提升带动了销售额的增长。从我们跟踪的40家主流房企销售情况来看，销售均价更高的房企销售增速大幅领先于低均价房企，央国企销售增速大幅领先于非央国企。

主流房企拿地力度提升、拿地偏向于高能级区域、高均价央国企拿地力度更大。从我们跟踪的38家主流房企拿地情况来看，销售均价更高的房企拿地积极性高于低均价房企，央国企拿地积极性大幅领先于非央国企。布局高能级区域的房企，在土地市场上也更加积极；过去更多的布局低能级区域的房企，也倾向于在高能级区域拿地。

央国企债券融资占比持续提升，股权融资重启下央国企占据先机。央国企债券融资增速明显领先，特别是地方国企的债券融资额还在显著增长，民企债权融资规模大幅缩减。从A股股权融资情况来看，国有背景房企在股权融资中依旧占据先机。目前定增落地的六家房企中有三家央企和一家地方国企，四家央国企的预计融资总额占据六家企业预计融资总额的88.9%。

展望：行业格局正在重塑，模式变革势在必行

当前行业格局正在重塑，央国企在销售、拿地、融资、投资层面获得了全面领先，在未来将有望进一步兑现为市占率和盈利能力的领先。行业持续出清，格局重塑的背景下，当前有能力继续拿地扩张的房企迎来了难得的优质项目储备期。

房地产市场高速增长阶段已经结束，行业金融属性弱化，回归实体经济本源，改善需求成为未来主导。商品房市场的改善性需求占比持续提升。从中长期需求来看，高速工业化、高速城镇化这两个市场重要推动已近尾声，住房面积紧缺的情况已经发生了根本性的转变，叠加人口出生率和适龄购房人口的下滑，购房需求中枢在中长期的下滑已经基本成为共识。

“高负债、高杠杆、高周转”的旧模式过于强调规模和周转，属于低质量的粗放式扩张，高质量转型成为必然。供给侧的加速出清、住房供需结构的逆转和需求端的品质升级，将共同推动行业从粗放式扩张加速向高质量经营转变。我们认为，通过高质量的精细化运营提升开发业务盈利能力和提升经营服务业务的竞争力已经是大势所趋。

投资策略：基于行业格局进一步分化，“高负债、高杠杆、高周转”的粗放式发展模式难以为继的行业趋势，我们推荐两条投资主线：主线一：重点布局高能级城市，具有信用优势的优质央企、国企。优质央国企有望抓住行业出清与竞争格局改善的机会在需求回暖之时抢占先机，高能级城市布局较多的保利发展、越秀地产等龙头央国企将有望受益。主线二：具有优质的经营体系，开发主业稳健，同时在地产运营和服务领域有所建树的优质房企。我们推荐在运营效率、产品质量和战略布局等方面都是行业翘楚，同时具备较为领先的不动产综合运营能力的龙头房企。开发业务稳健，同时在不动产运营和服务领域具有一定先发优势和布局优势的龙湖集团、万科A等龙头房企，有望在行业发展转型过程中抢占先机。

风险提示：行业政策落地不及预期的风险、盈利能力继续下滑的风险、销售不及预期的风险、资产大幅减值的风险

目 录

1. 行业：销售修复动能减弱，土地市场持续弱势，行业融资未见实质改善	4
1.1 销售趋弱：新房市场修复动能减弱、高低能级区域分化显著，二手房市场热度较高	4
1.2 拿地萎缩：土地成交持续萎缩，拿地更加聚焦于高能级区域	6
1.3 融资不振：行业到位资金未见明显改善，信用分化下融资支持难以全面落地	8
2. 房企：房企聚焦高能级区域，央国企销售明显领先、主流房企拿地力度提升	9
2.1 销售分化：房企更加依靠高能级区域，高均价房企销售复苏强劲，央国企销售明显领先	9
2.2 拿地分化：主流房企拿地力度提升、拿地偏向于高能级区域、高均价央国企拿地力度更大	12
2.3 融资分化：央国企债券融资占比持续提升，股权融资重启下央国企占据先机	15
3. 展望：行业格局正在重塑，模式变革势在必行	16
4. 投资策略：行业分化，模式变革下的两条投资主线	18
5. 风险提示	19

插图目录

图 1：商品房销售面积:累计值(万平米)及累计同比(%)	4
图 2：商品房及商品住宅销售面积:单月同比(%)	4
图 3：商品房销售金额:累计值(亿元)及累计同比(%)	4
图 4：商品房及商品住宅销售金额:单月同比(%)	4
图 5：商品房销售面积分区域累计同比(%)	5
图 6：商品房销售面积分城市能级累计同比(%)	5
图 7：商品房销售面积三大都市圈累计同比(%)	5
图 8：商品房销售面积核心与非核心都市圈累计同比(%)	5
图 9：8城二手住宅销售面积:合计累计同比(%)	6
图 10：8城二手住宅销售面积:分别累计同比(%)	6
图 11：住宅用地:成交土地出让金:累计同比(%)	7
图 12：住宅用地:成交土地建设用地面积:累计同比(%)	7
图 13：住宅用地:成交土地均价:累计同比(%)	7
图 14：住宅用地:成交土地平均溢价率:当月值(%)	7
图 15：100大中城市:成交土地总价:住宅类用地:累计同比(%)	8
图 16：100大中城市:成交土地规划建筑面积:住宅类用地:累计同比(%)	8
图 17：100大中城市:成交土地楼面均价:住宅类用地:累计同比(%)	8
图 18：100大中城市:成交土地溢价率:住宅类用地:当月值(%)	8
图 19：房地产开发企业资金来源:合计:累计值(亿元)及累计同比(%)	9
图 20：房地产开发企业资金来源:合计:单月同比(%)	9
图 21：房地产开发企业资金来源:分来源:累计同比(%)	9
图 22：房地产开发企业资金来源:分来源:当年累计占比(%)	9
图 23：统计局、TOP100房企和跟踪房企销售金额:累计同比(%)	10
图 24：统计局、TOP100房企和跟踪房企销售面积:累计同比(%)	10

图 25: 统计局和跟踪房企销售均价:累计同比(%).....	10
图 26: 跟踪房企销售金额:按 2022 年销售均价高低分组:累计同比(%)	11
图 27: 跟踪房企销售金额:按企业所有制分组分组:累计同比(%)	11
图 28: 跟踪房企销售面积:按 2022 年销售均价高低分组:累计同比(%)	12
图 29: 跟踪房企销售面积:按企业所有制分组分组:累计同比(%)	12
图 30: 跟踪房企销售均价:按 2022 年销售均价高低分组:累计同比(%)	12
图 31: 跟踪房企销售均价:按企业所有制分组分组:累计同比(%)	12
图 32: 全国商住用地成交土地出让金、房企新增土地价值累计同比(%).....	13
图 33: 全国商住用地成交土地均价同比、跟踪房企新增土地均价同比(%).....	13
图 34: 跟踪房企拿地力度(%)	13
图 35: 跟踪房企地货比(%)	13
图 36: 按 2022 年销售均价高低分组:跟踪房企新增土地价值累计同比(%).....	14
图 37: 按企业所有制分组分组:跟踪房企新增土地价值累计同比(%).....	14
图 38: 按 2022 年销售均价高低分组:跟踪房企新增土地价值累计同比(%).....	14
图 39: 按企业所有制分组分组:跟踪房企新增土地价值累计同比(%).....	14
图 40: 按 2022 年销售均价高低分组:跟踪房企新增土地均价同比(%).....	15
图 41: 按企业所有制分组分组:跟踪房企新增土地均价同比(%).....	15
图 42: 按 2022 年销售均价高低分组:跟踪房企拿地力度(%).....	15
图 43: 按企业所有制分组分组:跟踪房企拿地力度(%).....	15
图 44: 房地产行业内债发行额:分所有制:累计同比(%)	16
图 45: 房地产行业内债发行占比:分所有制(%).....	16
图 46: 全国 90 m ² 以上商品住宅开发投资额占比.....	17
图 47: 工业 GDP 占比.....	17
图 48: 各国城市化率水平	17
图 49: 人口出生率	18
图 50: 适龄购房人口占比	18

表格目录

表 1: A 股房企定增获批情况 (截至 6/30)	16
----------------------------------	----

1. 行业：销售修复动能减弱，土地市场持续弱势，行业融资未见实质改善

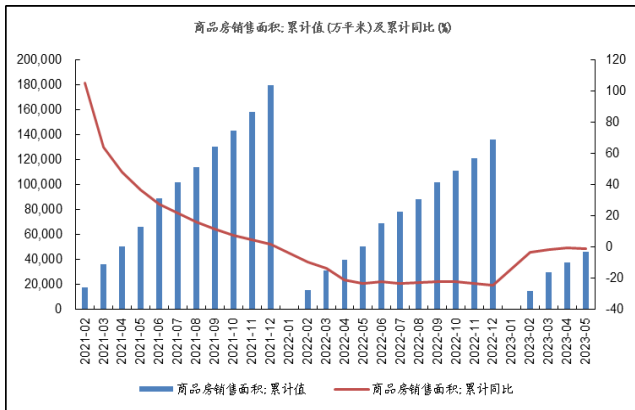
1.1 销售趋弱：新房市场修复动能减弱、高低能级区域分化显著，二手房市场热度较高

从全国新房销售面积与金额来看，整体销售额的增长主要是销售均价的上行带来的。新房市场在经历了 3 月份和 4 月份的显著回暖后，5 月开始修复动能明显减弱。我们认为，当前市场销售复苏的动力主要来自于销售均价较高的高能级地区，高能级城市出台需求端的鼓励政策较为积极主动，同时需求的释放空间也远大于低能级城市，这类城市的销售回暖带动了销售均价和销售金额的提升。随着前期积压需求的释放，政策松动边际效果的减弱以及居民预期的下行，高能级区域的销售增速也在 5 月开始回落，市场修复动能自然开始减弱。低能级城市原本就没有太多的限制性政策，需求的刺激空间也较为有限，当前依然面临较大的去化压力。

从全国销售面积累计值来看，2023 年 1-5 月商品房累计销售面积同比增速为-0.9%、前值为-0.4%。从全国销售面积单月值来看，2023 年 5 月商品房销售面积同比增速为-3.0%、前值为 5.5%。

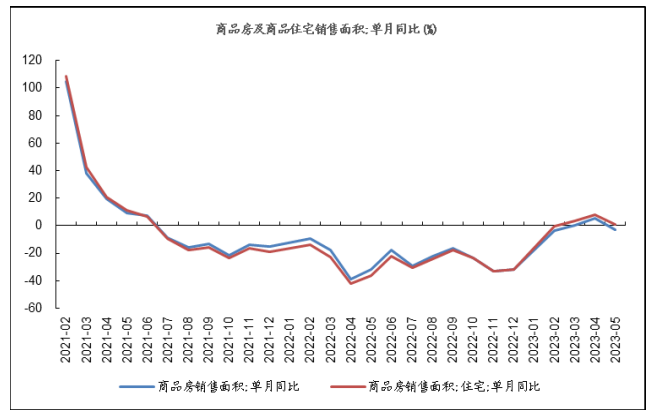
从全国销售金额累计值来看，2023 年 1-5 月商品房累计销售金额同比增速为 8.4%、前值为 8.8%。从全国销售金额单月值来看，2023 年 5 月商品房销售金额同比增速为 6.8%、前值为 28.0%。

图1：商品房销售面积:累计值(万平米)及累计同比(%)



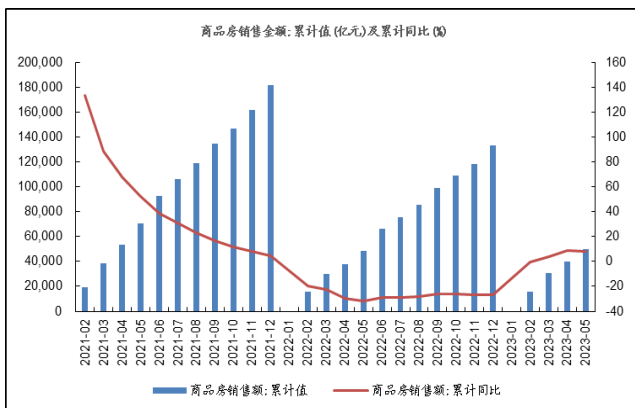
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图2：商品房及商品住宅销售面积:单月同比(%)



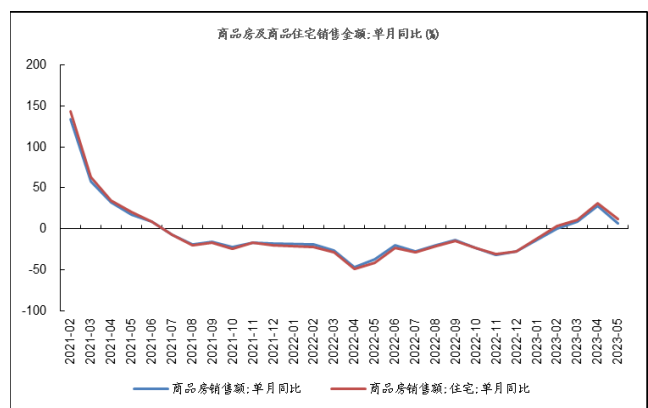
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图3：商品房销售金额:累计值(亿元)及累计同比(%)



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：商品房及商品住宅销售金额:单月同比(%)



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

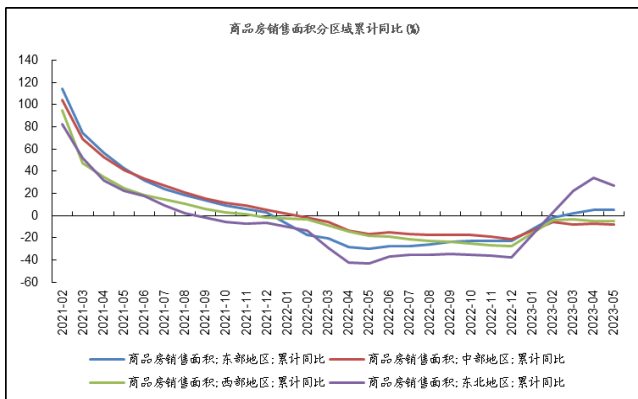
整体而言，行业承压之下销售分化显著，经济发展和人口流入更具优势的高能级区域，新房销售的韧性更强，市场修复趋势更明显，而非核心都市圈的低能级城市则面临着持续的销售下行压力。从区域来看，东部地区和东北地区销售情况优于中西部地区。从城市来看，一线城市（4 城）的销售韧性最强，三大核心都市圈（11 城）的销售情况大幅优于非核心都市圈（13 城）。东部地区统计范围涵盖长三角、珠三角和京津冀三大核心都市圈，经济发展和人口流入占优，销售金额占比过半，市场韧性优于其他地区。东北地区受到 22 年疫情影响较大，同期基数较低，在政策的大力支持和传统购房旺季的加持下，销售也显著回暖。

从分区域的销售累计值来看，2023 年 1-5 月商品房累计销售面积中，东部、中部、西部和东北地区累计销售面积同比增速分别为 5.2%、-8.0%、-5.2%、26.6%；前值分别为 5.5%、-7.1%、-4.7%、34.1%。

从分城市能级的销售面积累计值来看，我们跟踪的一线城市（4 城）、新一线城市（8 城）、二线城市（7 城）和低能级线城市（8 城），2023 年 1-5 月商品房累计销售面积同比增速分别为 26.2%、-4.7%、12.4%、-8.7%；前值分别为 24.6%、-3.1%、16.0%、-9.5%。

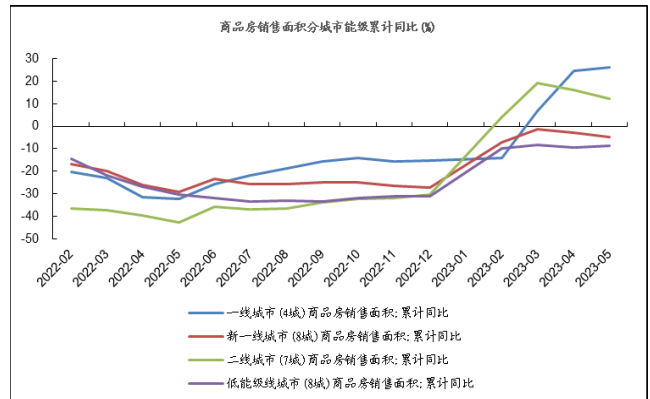
从分都市圈的销售面积累计值来看，我们跟踪的三大核心都市圈（13 城）和非核心都市圈（14 城）：，2023 年 1-5 月商品房累计销售面积同比增速分别为 14.4%和-8.4%；前值分别为 15.8%、-7.3%。

图5：商品房销售面积分区域累计同比(%)



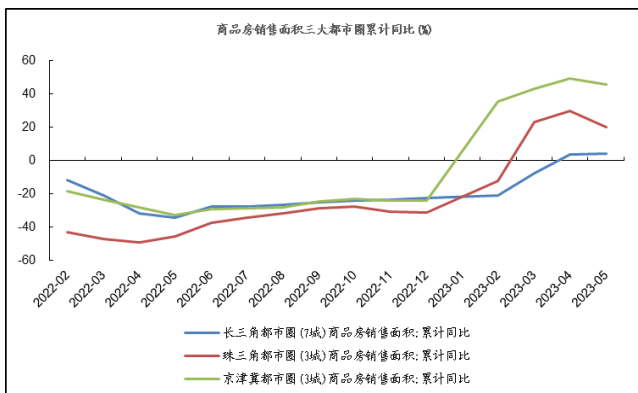
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图6：商品房销售面积分城市能级累计同比(%)



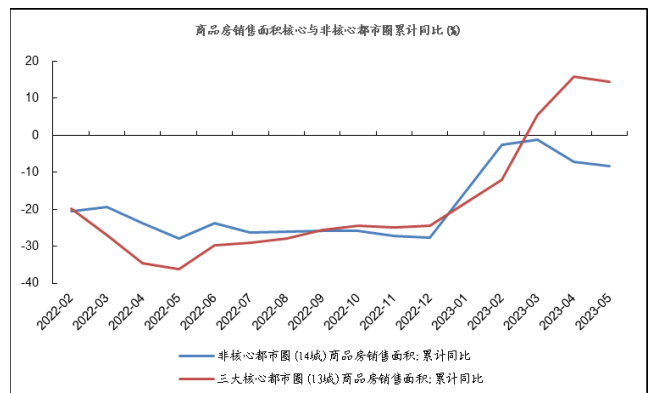
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图7：商品房销售面积三大都市圈累计同比(%)



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图8：商品房销售面积核心与非核心都市圈累计同比(%)

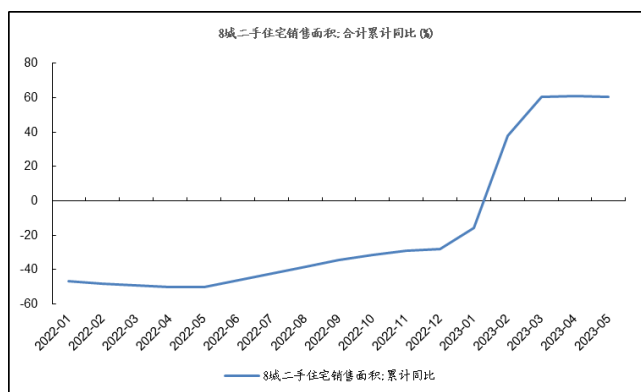


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

从我们跟踪的 8 城二手房销售面积来看，今年一季度以来二手房销售热度大幅提升。我们认为二手房销售的景气主要源于：1) 前期“带押过户”和税收补贴等支持政策大幅提升了市场的活跃度；2) 限售的放松和房价持续走低后的回稳也刺激了二手房成交的增长；3) 年初积压需求的释放和对新房交付问题的担忧也一定程度上推升了二手房的需求。我们认为，在挂牌量大幅提升的背景下，随着积压需求的释放和居民预期的下行，持币观望的业主可能有所增多，买卖双方的价格博弈可能进一步加强。

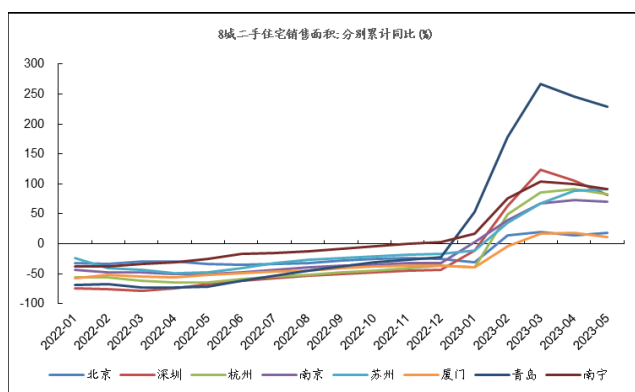
从 8 城二手房销售面积累计值来看，2023 年 1-5 月我们跟踪的 8 城二手住宅累计销售面积同比增速为 60.6%、前值为 61.0%。从 8 城二手房销售面积单月值来看，2023 年 5 月我们跟踪的 8 城二手住宅销售面积同比增速为 59.2%、前值为 62.5%。

图9：8 城二手住宅销售面积:合计累计同比(%)



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图10：8 城二手住宅销售面积:分别累计同比(%)



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

1.2 拿地萎缩：土地成交持续萎缩，拿地更加聚焦于高能级区域

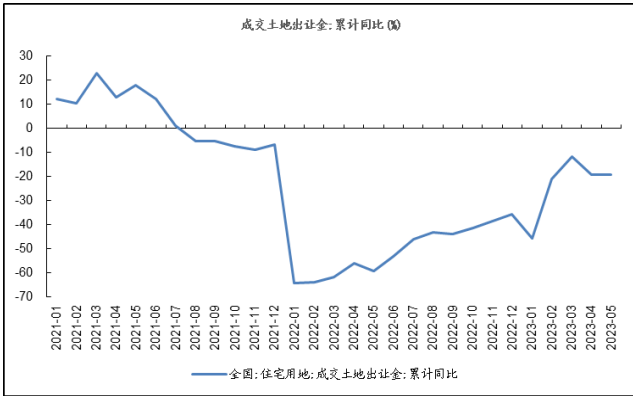
整体而言，土地市场需求依然较弱。土地成交水平在经历了 1 季度的回稳后开始陷入萎靡。我们认为，前期的土地市场回稳可能是由于年初房企的资金相对充裕，且一季度销售的显著回暖提升了部分房企的拿地信心。而随着市场销售开始走低，市场拿地热度自然也开始有所下滑。

从土地出让金累计值来看，2023 年 1-5 月全国住宅建设用地累计成交土地出让金同比增速为-19.4%，前值为-19.1%。

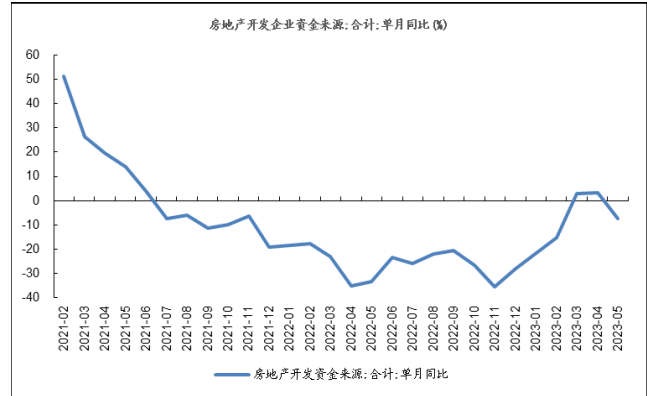
从土地成交面积累计值来看，2023 年 1-5 月全国住宅用地成交土地建设用地面积同比增速为-29.2%，前值为-31.5%。

从土地成交均价累计值来看，2023 年 1-5 月全国住宅用地成交土地均价同比增速为 14.0%，前值为 18.0%。

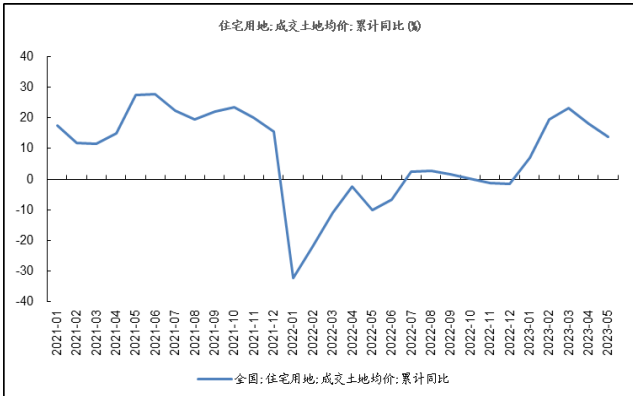
从土地成交溢价率单月值来看，2023 年 5 月全国住宅用地成交土地平均溢价率为 6.3%，前值为 7.5%。

图11：住宅用地:成交土地出让金:累计同比(%)


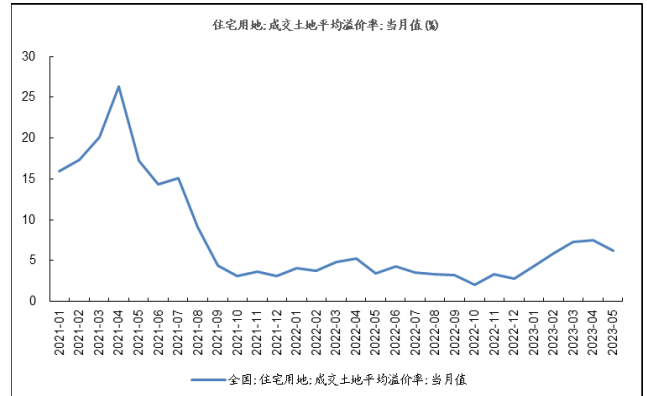
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图12：住宅用地:成交土地建设用占地面积:累计同比(%)


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图13：住宅用地:成交土地均价:累计同比(%)


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图14：住宅用地:成交土地平均溢价率:当月值(%)


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

从不同能级城市的土地成交来看，高低能级区域分化显著，一线城市土地成交明显强于二三线城市。无论是从土地成交金额和面积的同比增速、还是从土地成交的溢价率水平来看，高能级城市的土地市场都明显强于低能级城市。在市场分化之下，土地成交更加向高能级区域聚焦，在今年土地成交总量低迷的情况下，成交均价反而有明显的提升，溢价率水平也有所提升。同时中央严查地方通过虚构土地交易等方式虚增财政收入的行为，也可能迫使部分地方城投平台放弃对土地市场的持续托底，进一步打击低能级区域的土地成交，造成高低能级区域的土地市场进一步分化。

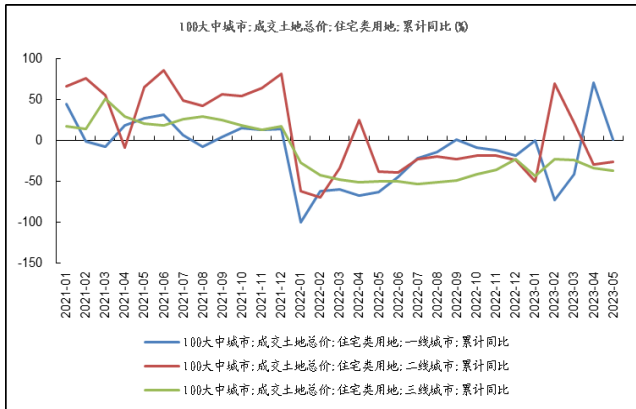
从土地出让金累计值来看，2023年1-5月100大中城市中一线城市、二线城市、三线城市住宅类用地成交土地总价累计同比增速分别为1.2%、-25.9%、-37.4%，前值分别为71.0%、-30.0%、-34.0%。

从土地成交面积累计值来看，2023年1-5月100大中城市中一线城市、二线城市、三线城市住宅类用地成交土地规划建筑面积同比增速分别为-10.2%、-30.7%、-32.2%，前值分别为90.6%、-33.5%、-32.2%。

从土地成交均价累计值来看，2023年1-5月100大中城市中一线城市、二线城市、三线城市住宅类用地成交土地楼面均价同比增速分别为12.6%、7.0%、-7.7%，前值分别为-10.2%、5.3%、-2.6%。

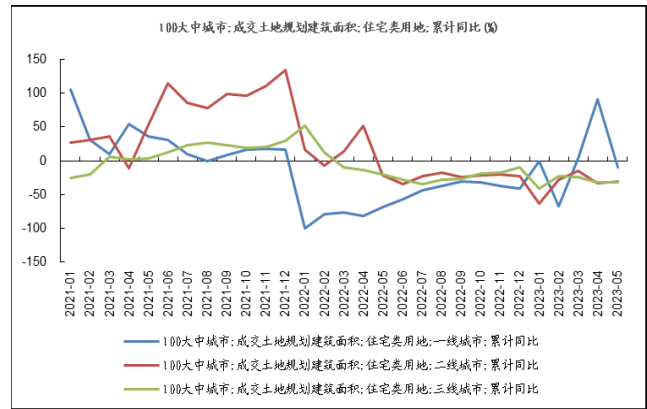
从土地成交溢价率单月值来看，2023年5月100大中城市中一线城市、二线城市、三线城市住宅类用地成交土地溢价率分别为15.0%、5.8%、3.9%，前值分别为8.1%、6.4%、8.2%。

图15: 100大中城市:成交土地总价:住宅类用地:累计同比(%)



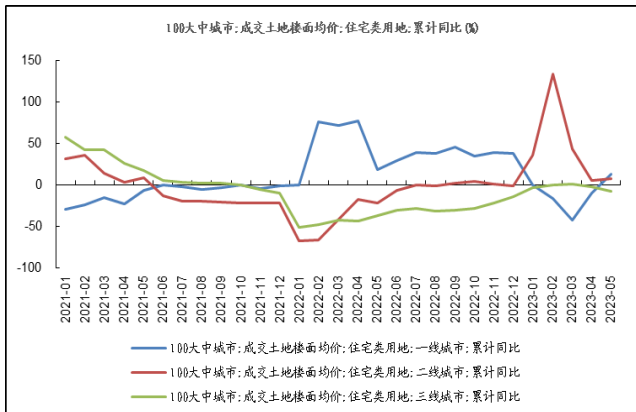
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图16: 100大中城市:成交土地规划建筑面积:住宅类用地:累计同比(%)



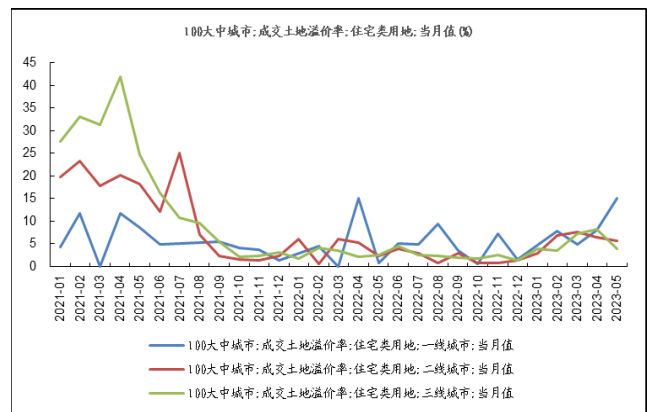
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图17: 100大中城市:成交土地楼面均价:住宅类用地:累计同比(%)



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图18: 100大中城市:成交土地溢价率:住宅类用地:当月值(%)



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

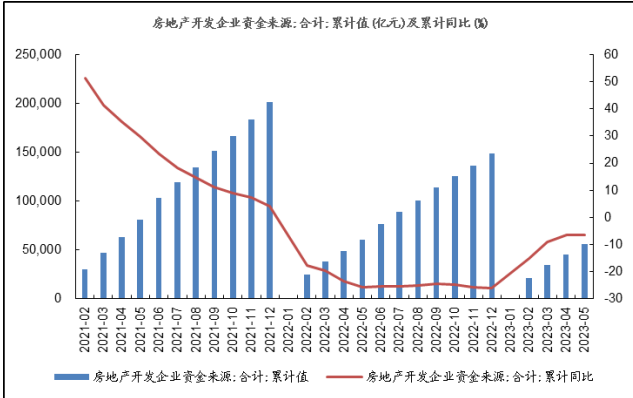
1.3 融资不振：行业到位资金未见明显改善，信用分化下融资支持难以全面落地

行业资金面依然较为紧张，行业到位资金未见明显改善。我们认为，在融资端“三支箭”政策的支持下，优质房企特别是优质的央国企已经获得了较大的力度的信贷支持。部分民营房企依然面临持续的流动性压力和较大的信用风险，金融机构的信贷投放依旧较为谨慎。大量的民企主要精力都投入了“保交楼”和存量楼盘的销售回款，既缺乏再投资的信心，也缺乏再投资的能力。当前新房市场较为分化且修复动能明显减弱，房企再投资的空间和动力也可能有所减弱。在房企信用风险频发与销售趋弱的背景下，行业资金面的改善自然较为缓慢。

从房企到位资金累计值来看，2023年1-5月房地产开发企业累计到位资金同比增速为-6.6%，前值为-6.4%。其中，国内贷款同比增速为-10.5%，前值为-10.0%；自筹资金同比增速为-21.6%，前值为-19.4%；定金及预收款同比增速为4.4%，前值为4.0%；个人按揭贷款同比增速为6.5%，前值为2.5%。

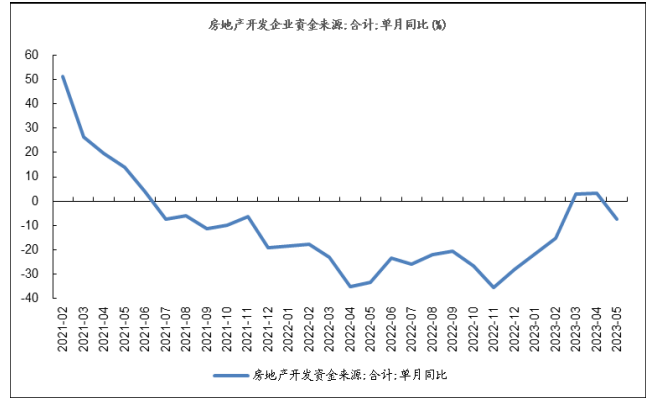
从各渠道到位资金累计占比来看，2023年1-5月房地产开发企业累计到位资金中，国内贷款、自筹资金、定金及预收款、个人按揭贷款的累计占比分别为12.8%、29.1%、35.5%、18.5%、4.1%，前值分别为13.6%、28.7%、35.3%、18.2%、4.2%。

图19：房地产开发企业资金来源:合计:累计值(亿元)及累计同比(%)



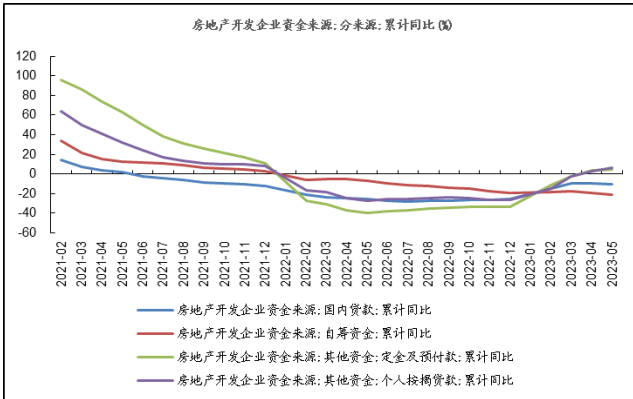
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图20：房地产开发企业资金来源:合计:单月同比(%)



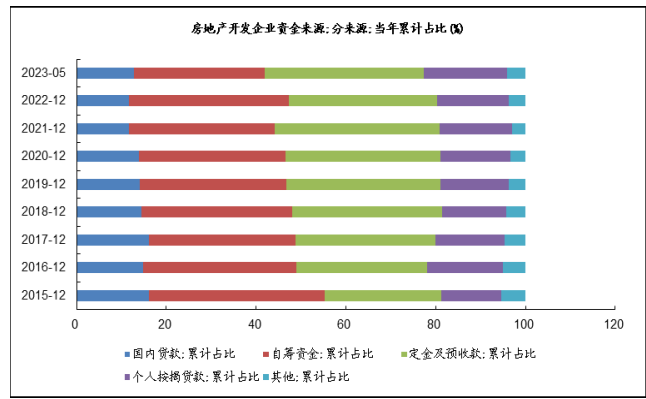
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图21：房地产开发企业资金来源:分来源:累计同比(%)



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图22：房地产开发企业资金来源:分来源:当年累计占比(%)



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

2. 房企：房企聚焦高能级区域，央国企销售明显领先、主流房企拿地力度提升

2.1 销售分化：房企更加依靠高能级区域，高均价房企销售复苏强劲，央国企销售明显领先

从行业整体销售情况来看，销售均价的上行带动了行业整体销售额的增长，而且主流房企的销售均价整体提升更加明显。百强房企和我们跟踪的40家主流房企的销售金额增速与行业整体相当，但销售均价增速明显领先行业。我们认为，当前市场销售复苏的动力主要来自于销售均价较高的高能级地区，这类城市的销售回暖带动了销售均价和销售金额的提升，低能级城市当前依然面临较大的去化压力。主流房企的销售结构上更加向高能级城市倾斜，通过销售均价的提升带动了销售额的增长。

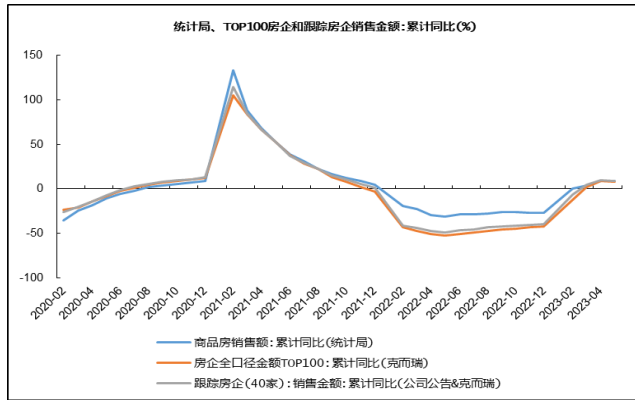
从统计局公布的商品房销售额来看，2023年1-5月商品房累计销售额同比增速为8.4%、前值为8.8%。从克而瑞公布的百强房企销售额来看，2023年1-5月百强房企累计销售额同比增速为8.2%、前值为8.7%。从我们跟踪房企(40家)的销售额来看，2023年1-5月跟踪房企累计销售额同比增速为8.7%、前值为9.8%。

从统计局公布的商品房销售面积来看，2023年1-5月商品房累计销售面积同比增速为-0.9%、前值为-0.4%。从克而瑞公布的百强房企销售面积来看，2023年1-5月百强房企累计销售面积同比增速为-12.9%、前值为

-5.1%。从我们跟踪房企(40家)的销售面积来看，2023年1-5月跟踪房企累计销售面积同比增速为-4.7%、前值为-3.4%。

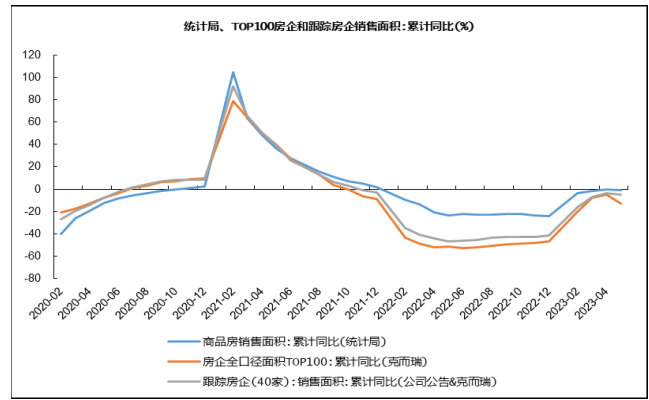
从统计局数据计算的商品房销售均价来看，2023年1-5月商品房累计销售均价同比增速为12.5%、前值为11.1%。从我们跟踪房企(40家)的销售均价来看，2023年1-5月跟踪房企累计销售均价同比增速为14.0%、前值为13.7%。

图23：统计局、TOP100房企和跟踪房企销售金额:累计同比(%)



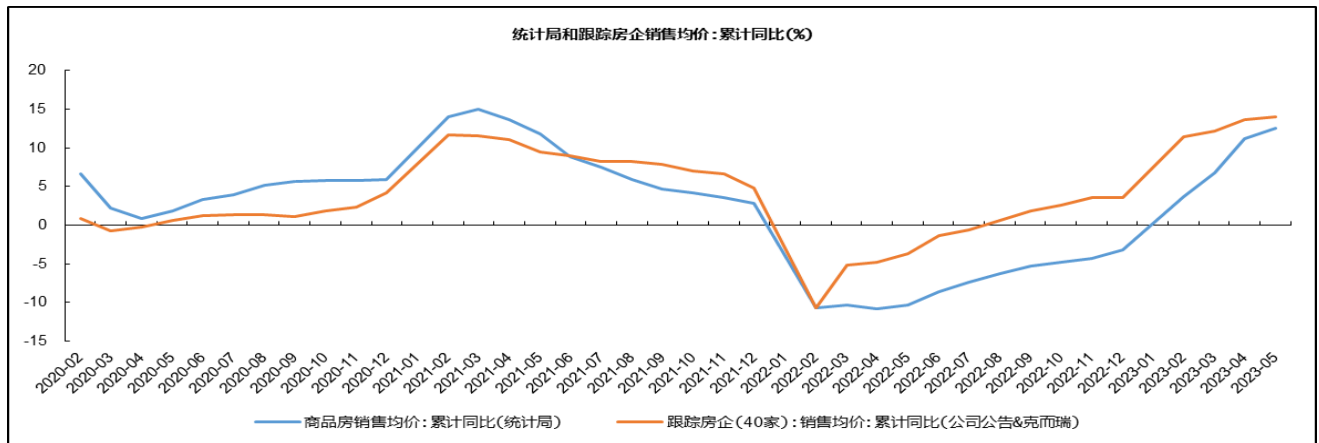
资料来源：iFinD，克而瑞，东兴证券研究所

图24：统计局、TOP100房企和跟踪房企销售面积:累计同比(%)



资料来源：iFinD，克而瑞，东兴证券研究所

图25：统计局和跟踪房企销售均价:累计同比(%)



资料来源：iFinD，克而瑞，东兴证券研究所

从我们跟踪的40家主流房企销售情况来看，销售均价更高的房企销售增速大幅领先于低均价房企，央国企销售增速大幅领先于非央国企。高销售均价的房企销售均价还在进一步提升，央国企的销售均价增速明显高于非央国企。我们认为，在民企大规模暴雷和停止投资扩张的背景下，央国企正在抢占市场份额。而在高低能级区域销售明显分化的行业现状下，布局于高能级区域的房企销售复苏也更为强劲；过去更多的布局低能级区域的房企，如今也需要更多的依靠高能级区域的销售。

按 2022 年销售均价高低对我们跟踪的房企(40 家)分组：从销售金额累计值来看，2023 年 1-5 月高均价组(13 家)商品房累计销售额同比增速为 49.6%、前值为 54.0%；中均价组(14 家)商品房累计销售额同比增速为 6.6%、前值为 6.4%；低均价组(13 家)商品房累计销售额同比增速为-32.1%、前值为-31.5%。

按企业所有制性质对我们跟踪的房企(40 家)分组：从销售金额累计值来看，2023 年 1-5 月央国企组(10 家)商品房累计销售额同比增速为 55.1%、前值为 61.9%；非央国企组(30 家)商品房累计销售额同比增速为-14.2%、前值为-14.5%。

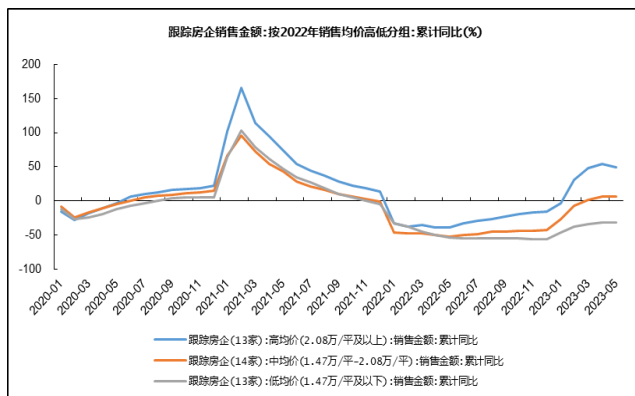
按 2022 年销售均价高低对我们跟踪的房企(40 家)分组：从销售面积累计值来看，2023 年 1-5 月高均价组(13 家)商品房累计销售面积同比增速为 40.6%、前值为 48.0%；中均价组(14 家)商品房累计销售面积同比增速为 7.7%、前值为 6.9%；低均价组(13 家)商品房累计销售面积同比增速为-33.1%、前值为-32.4%。

按企业所有制性质对我们跟踪的房企(40 家)分组：从销售面积累计值来看，2023 年 1-5 月央国企组(10 家)商品房累计销售面积同比增速为 39.3%、前值为 46.6%；非央国企组(30 家)商品房累计销售面积同比增速为-19.3%、前值为-19.3%。

按 2022 年销售均价高低对我们跟踪的房企(40 家)分组：从销售均价累计值来看，2023 年 1-5 月高均价组(13 家)商品房累计销售均价同比增速为 6.4%、前值为 4.0%；中均价组(14 家)商品房累计销售均价同比增速为-1.0%、前值为-0.5%；低均价组(13 家)商品房累计销售均价同比增速为 1.5%、前值为 1.4%。

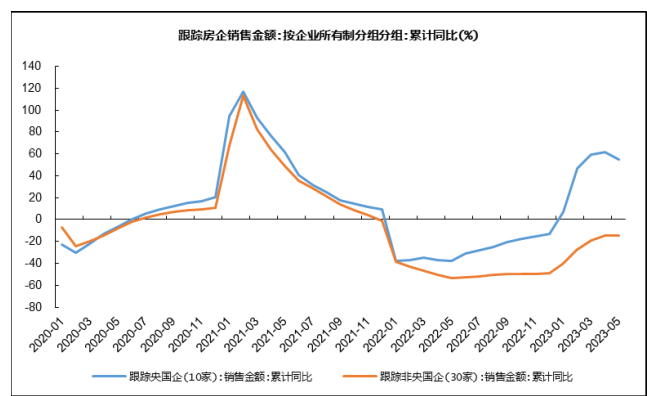
按企业所有制性质对我们跟踪的房企(40 家)分组：从销售均价累计值来看，2023 年 1-5 月央国企组(10 家)商品房累计销售均价同比增速为 11.3%、前值为 10.4%；非央国企组(30 家)商品房累计销售均价同比增速为 6.4%、前值为 5.9%。

图 26：跟踪房企销售金额:按 2022 年销售均价高低分组:累计同比(%)

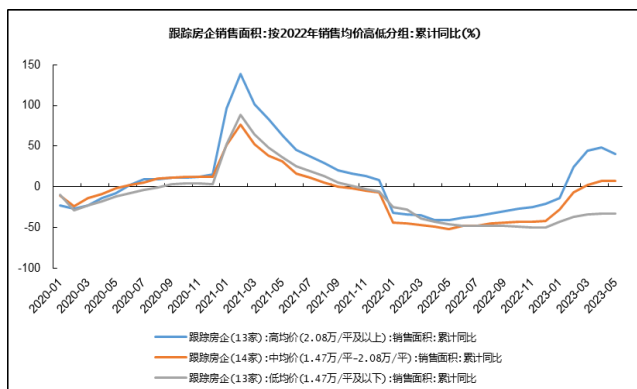


资料来源：iFinD，克而瑞，东兴证券研究所

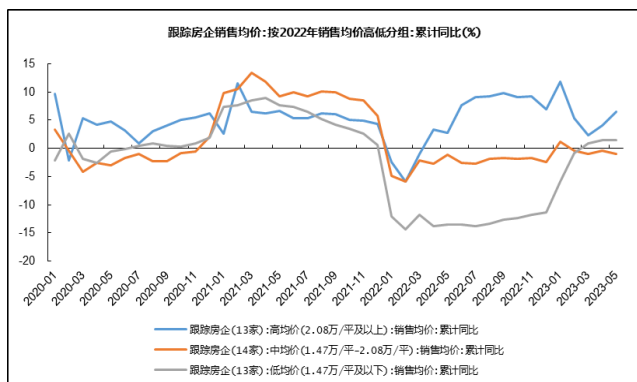
图 27：跟踪房企销售金额:按企业所有制分组:累计同比(%)



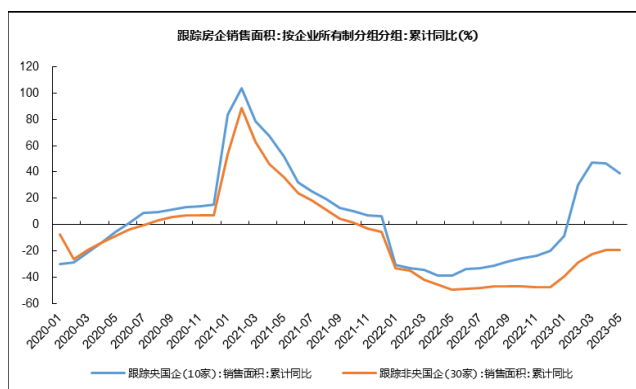
资料来源：iFinD，克而瑞，东兴证券研究所

图28：跟踪房企销售面积:按 2022 年销售均价高低分组:累计同比(%)


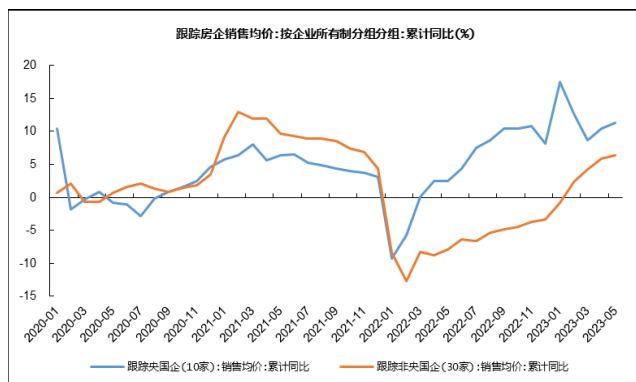
资料来源：iFinD，克而瑞，东兴证券研究所

图30：跟踪房企销售均价:按 2022 年销售均价高低分组:累计同比(%)


资料来源：iFinD，克而瑞，东兴证券研究所

图29：跟踪房企销售面积:按企业所有制分组:累计同比(%)


资料来源：iFinD，克而瑞，东兴证券研究所

图31：跟踪房企销售均价:按企业所有制分组:累计同比(%)


资料来源：iFinD，克而瑞，东兴证券研究所

2.2 拿地分化：主流房企拿地力度提升、拿地偏向于高能级区域、高均价央国企拿地力度更大

从行业整体土地成交来看，百强房企和 38 家主流房企的拿地金额增速明显领先于行业水平，38 家主流房企的拿地力度持续提升，说明主流房企对土地市场的信心有所恢复。从拿地均价来看，38 家主流房企拿地均价明显提升，说明主流房企普遍倾向于在 高能级区域拿地。

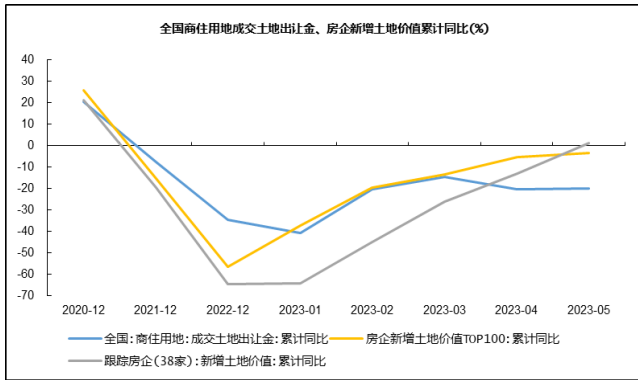
从同花顺 iFinD 统计的土地成交数据来看，2023 年 1-5 月全国商住用地累计成交土地出让金同比增速为 -20.1%、前值为 -20.2%。从克而瑞统计的百强房企新增土地数据来看，2023 年 1-5 月百强房企累计新增土地价值同比增速为 -3.6%、前值为 -5.5%。从我们跟踪房企(38 家)的新增土地价值来看，2023 年 1-5 月跟踪房企累计新增土地价值同比增速为 1.2%、前值为 -12.9%。

从同花顺 iFinD 统计的土地成交数据来看，2023 年 1-5 月全国商住用地累计成交土地均价同比增速为 5.5%、前值为 9.1%。从我们跟踪房企(38 家)的新增土地数据来看，2023 年 1-5 月跟踪房企累计新增土地均价同比增速为 20.1%、前值为 36.7%。

用跟踪房企(38 家)的累计新增土地价值除以累计销售金额，得到 2023 年 1-5 月跟踪房企的整体拿地力度为 13.4%，前值为 12.0%。

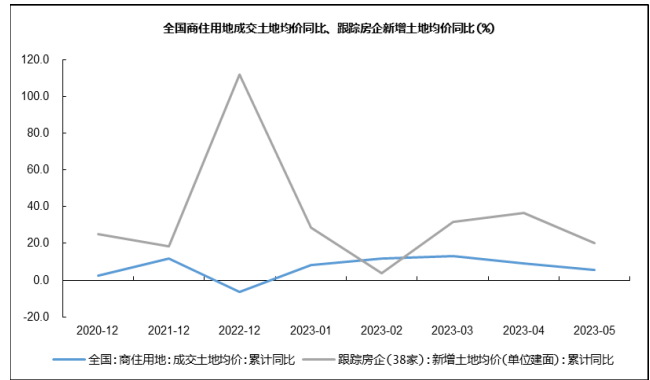
用跟踪房企(38 家)的累计新增土地价值除以累计新增土地货值，得到 2023 年 1-5 月跟踪房企的整体拿地地货比为 54.4%，前值为 52.5%。

图 32：全国商住用地成交土地出让金、房企新增土地价值累计同比(%)



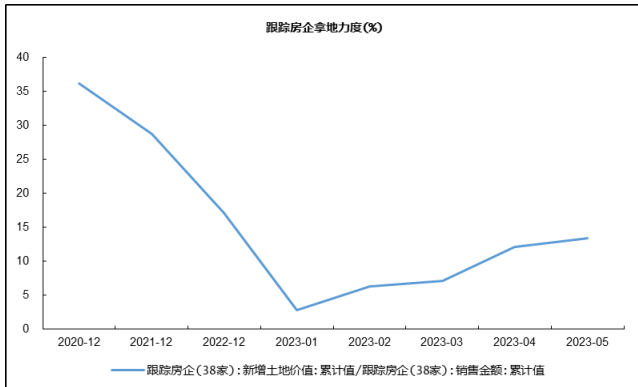
资料来源：iFinD, 克而瑞, 东兴证券研究所

图 33：全国商住用地成交土地均价同比、跟踪房企新增土地均价同比(%)



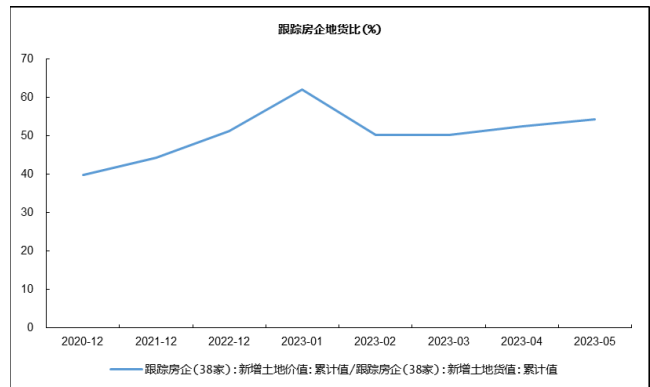
资料来源：iFinD, 克而瑞, 东兴证券研究所

图 34：跟踪房企拿地力度(%)



资料来源：iFinD, 克而瑞, 东兴证券研究所

图 35：跟踪房企地货比(%)



资料来源：iFinD, 克而瑞, 东兴证券研究所

从我们跟踪的 38 家主流房企拿地情况来看，房企拿地普遍向高能级区域倾斜。销售均价更高的房企拿地积极性高于低均价房企，央企拿地积极性大幅领先于非央国企。高销售均价房企的拿地均价还在进一步提升，低销售均价房企的拿地均价也在大幅度提升，房企布局高能级城市的趋势愈发明显。央企拿地金额增速大幅领先于非央国企，不仅拿地均价远远高于非央国企，拿地均价的增速也大幅高于非央国企。我们认为，央企凭借信用优势，在当前的销售市场和土地市场都获得了较为明显的领先。布局高能级区域的房企，在土地市场上也更加积极；过去更多的布局低能级区域的房企，也倾向于在高能级区域拿地。

按 2022 年销售均价高低对我们跟踪的房企(38 家)分组：2023 年 1-5 月高均价组(13 家)累计新增土地价值同比增速为 3.5%、前值为-13.3%；中均价组(12 家)累计新增土地价值同比增速为-2.4%、前值为-10.9%；低均价组(13 家)累计新增土地价值同比增速为-16.9%、前值为-21.7%。

按企业所有制性质对我们跟踪的房企(38家)分组：2023年1-5月央国企组(10家)累计新增土地价值同比增速为15.4%、前值为3.5%；非央国企组(28家)累计新增土地价值同比增速为-16.3%、前值为-29.9%。

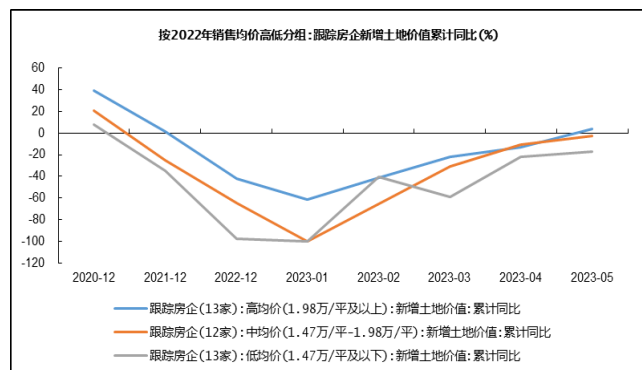
按2022年销售均价高低对我们跟踪的房企(38家)分组：2023年1-5月高均价组(13家)累计新增土地均价同比增速为17.1%、前值为37.3%；中均价组(12家)累计新增土地均价同比增速为17.6%、前值为20.2%；低均价组(13家)累计新增土地均价同比增速为32.6%、前值为103.3%。

按企业所有制性质对我们跟踪的房企(38家)分组：2023年1-5月央国企组(10家)累计新增土地均价同比增速为23.3%、前值为50.3%；非央国企组(28家)累计新增土地均价同比增速为12.2%、前值为19.2%。

按2022年销售均价高低对我们跟踪的房企(38家)分组：用克而瑞统计的房企累计新增土地价值除以累计销售金额，得到2023年1-5月高均价组(13家)的整体拿地力度为19.5%，前值为17.0%；中均价组(12家)的整体拿地力度为11.4%，前值为11.4%；低均价组(13家)的整体拿地力度为1.9%，前值为1.5%。

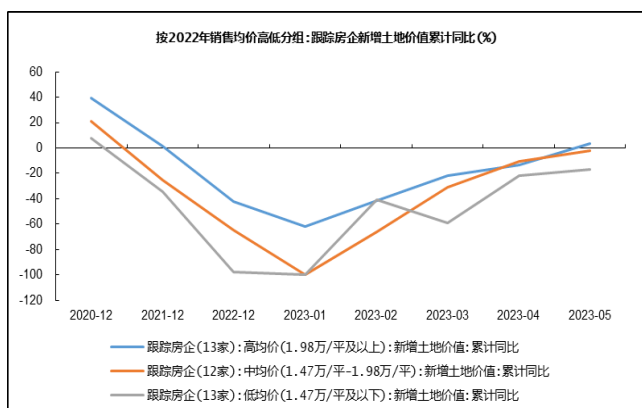
按企业所有制性质对我们跟踪的房企(38家)分组：用克而瑞统计的房企累计新增土地价值除以累计销售金额，得到2023年1-5月央国企组(10家)的整体拿地力度为17.7%，前值为15.3%；非央国企组(28家)的整体拿地力度为9.5%，前值为9.1%。

图36：按2022年销售均价高低分组：跟踪房企新增土地价值累计同比(%)



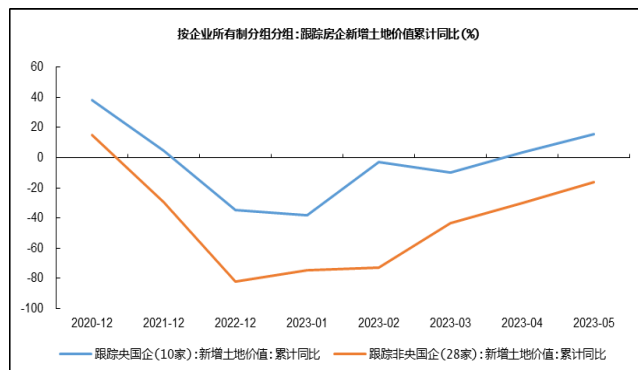
资料来源：iFinD，克而瑞，东兴证券研究所

图38：按2022年销售均价高低分组：跟踪房企新增土地价值累计同比(%)



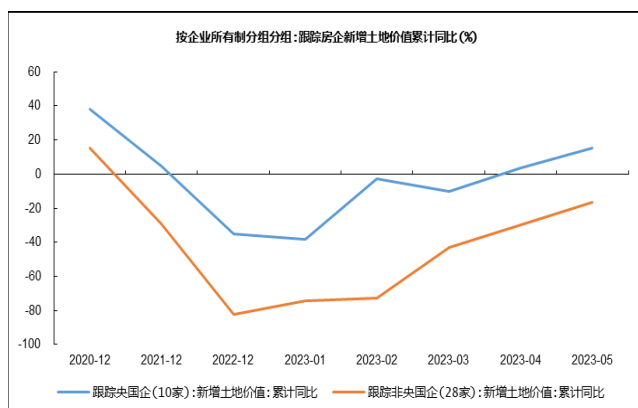
资料来源：iFinD，克而瑞，东兴证券研究所

图37：按企业所有制分组：跟踪房企新增土地价值累计同比(%)



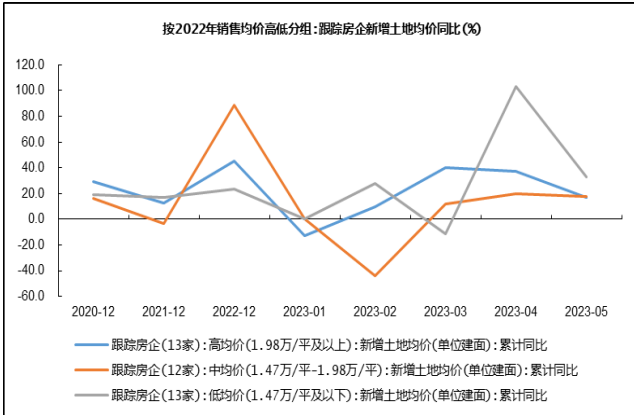
资料来源：iFinD，克而瑞，东兴证券研究所

图39：按企业所有制分组：跟踪房企新增土地价值累计同比(%)



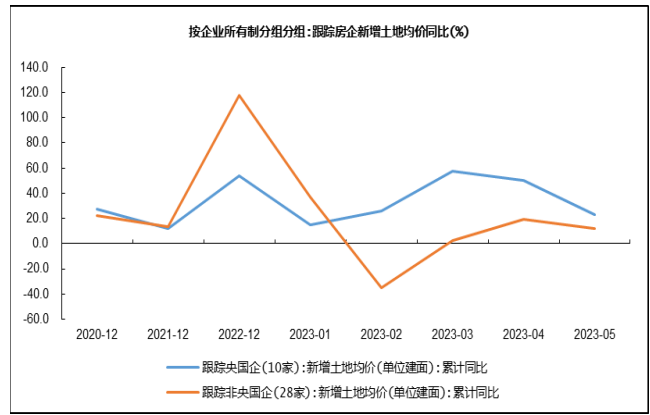
资料来源：iFinD，克而瑞，东兴证券研究所

图40：按 2022 年销售均价高低分组:跟踪房企新增土地均价同比(%)



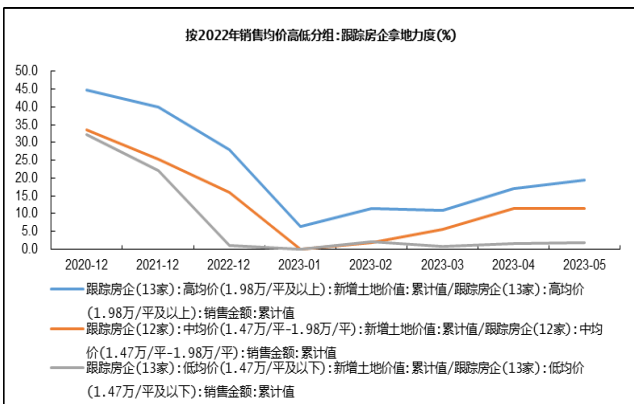
资料来源: iFinD, 克而瑞, 东兴证券研究所

图41：按企业所有制分组:跟踪房企新增土地均价同比(%)



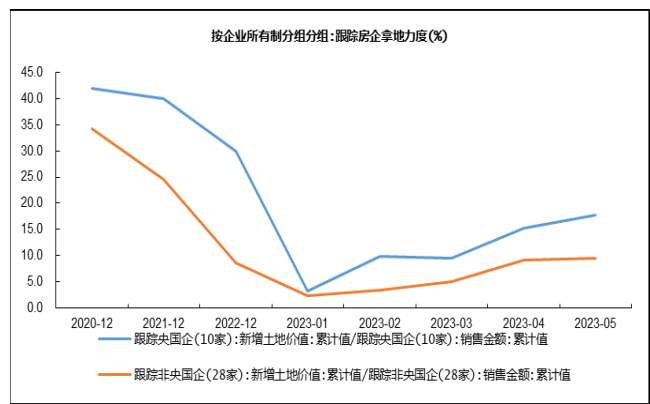
资料来源: iFinD, 克而瑞, 东兴证券研究所

图42：按 2022 年销售均价高低分组:跟踪房企拿地力度(%)



资料来源: iFinD, 克而瑞, 东兴证券研究所

图43：按企业所有制分组:跟踪房企拿地力度(%)



资料来源: iFinD, 克而瑞, 东兴证券研究所

2.3 融资分化：央国企债券融资占比持续提升，股权融资重启下央国企占据先机

从境内债券融资情况来看，央国企债券融资额占比持续提升。央国企债券融资增速明显领先，特别是地方国企的债券融资额还在显著增长。央国企内债融资额占比从 2020 年的 64.6% 提升至 2022 年的 92.6%，2023 年前五月进一步提升至 95.9%，民企债权融资规模大幅缩减，央国企与民企债权融资能力持续分化。

从不同所有制房企的内债发行额累计值来看，2023 年 1-5 月央房企的境内债券累计发行额的同比增速为 -22.2%、前值为 -12.1%；地方国有房企的境内债券累计发行额的同比增速为 29.4%、前值为 28.2%；非央房企的境内债券累计发行额的同比增速为 -30.5%、前值为 -28.8%。

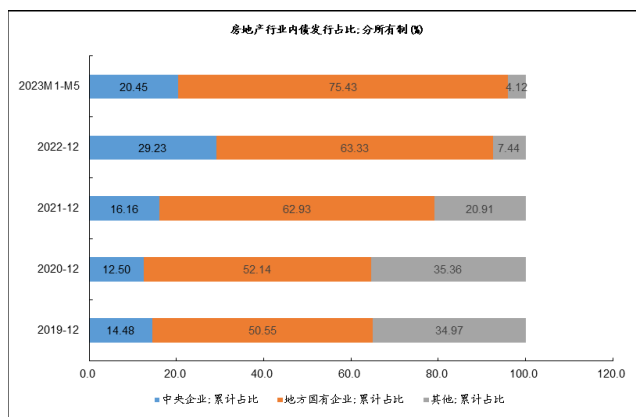
从不同所有制房企的内债发行额占比来看，2023 年 1-5 月央房企的境内债券累计发行额的占比为 20.5%、2022 年为 29.2%；2023 年 1-5 月地方国有房企的境内债券累计发行额的占比为 75.4%、2022 年为 63.3%；2023 年 1-5 月非央房企的境内债券累计发行额的占比为 4.1%、2022 年为 7.4%。

图44：房地产行业内地债发行额：分所有制：累计同比(%)



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图45：房地产行业内地债发行占比：分所有制(%)



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

从A股股权融资情况来看，国有背景房企在股权融资中依旧占据先机。自从2022年11月证监会发布调整优化房企股权融资方面的“第三支箭”政策以来，房企股权市场再融资的进展一直较为缓慢。自从6月中旬以来，有关部门终于加速了房企股权融资的进度，当前已经有六家上市房企收到证监会出具的关于同意向特定对象发行股票注册的批复，股权融资终于取得实质性的进展。从房企所有制来看，目前定增落地的六家房企中有三家央企和一家地方国企，四家央企的预计融资总额合计311亿元，占据六家企业预计融资总额的88.9%，央企当前在股权融资市场中依然占据批复速度和融资规模的优势。

表1：A股房企定增获批情况（截至6/30）

代码	简称	最新公告进度	最新公告时间	募集资金(亿元)	企业性质
001979.SZ	招商蛇口	证监会同意注册	2023/6/16	85	央企国资控股
600048.SH	保利发展	证监会同意注册	2023/6/27	125	央企国资控股
600663.SH	陆家嘴	证监会同意注册	2023/6/30	66	省属国资控股
600094.SH	大名城	证监会同意注册	2023/6/28	25.5	外资企业
000736.SZ	中交地产	证监会同意注册	2023/6/28	35	央企国资控股
000926.SZ	福星股份	证监会同意注册	2023/6/28	13.4	集体企业

资料来源：iFinD、公司公告、东兴证券研究所

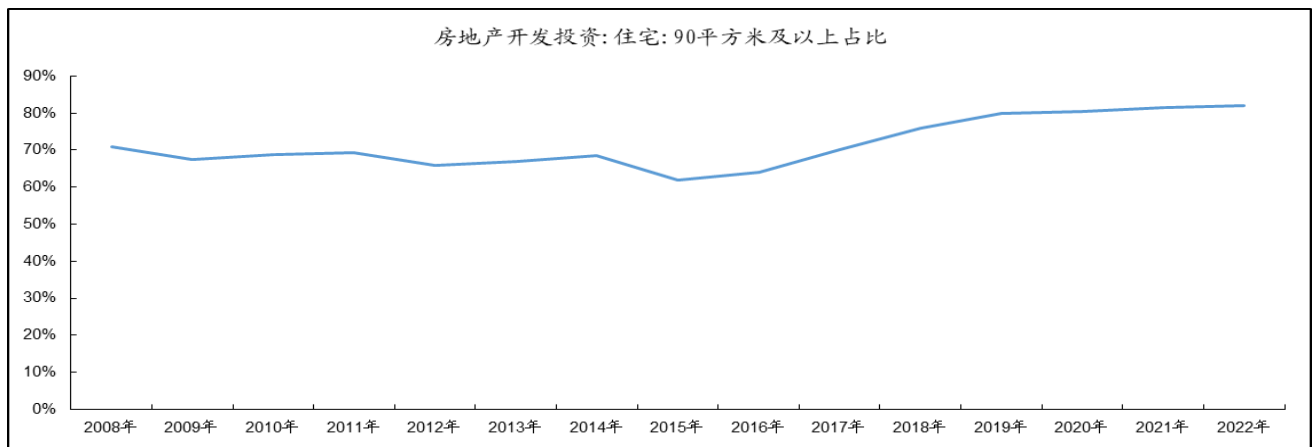
3. 展望：行业格局正在重塑，模式变革势在必行

当前行业格局正在重塑，央企在销售、拿地、融资、投资层面获得了全面领先，在未来将有望进一步兑现为市占率和盈利能力的领先。销售的困境和融资的乏力，也将促使大量经营不善的民营房企不再投资于地产行业，行业优胜劣汰在进一步加速。同时，金融机构也在逐步加大对优质房企的融资支持，也有望进一步推动并购市场的发展，行业整合有望进一步加速。当前集中供地规则不断优化，降门槛、提利润，提升企业拿地意愿已成各地普遍做法。比如部分城市取消“竞自持”或“竞配建”、放宽限价，放宽房企开发资质以及付款周期要求等，这些供地措施的优化给房企留出了更多的利润空间，这将推动未来地产开发业务的利润率企稳回升。由于土地市场的持续承压，土地市场溢价率自21年底以来一直处于低位，这也对拿地房企的项目利润起到了支撑作用。行业持续出清，格局重塑的背景下，当前有能力继续拿地扩张的房企迎来了难得的优质项目储备期。

房地产市场高速增长阶段已经结束，行业金融属性弱化，回归实体经济本源，改善需求成为未来主导。根据统计局数据，我国城镇居民人均住房建筑面积由 2012 年的 32.9 平方米，增加至 2021 年的 41.0 平方米，住房需求正在从“有得住”向“住得好”转向。随着居民对美好生活的向往不断提升，对居住品质的需求正在不断释放，商品房市场的改善性需求占比持续提升。从数据来看，自 2015 年以来，90 平方米以上住宅的投资规模占比近年来持续提升，目前已经超过 80%，改善性需求明显成为市场主导。

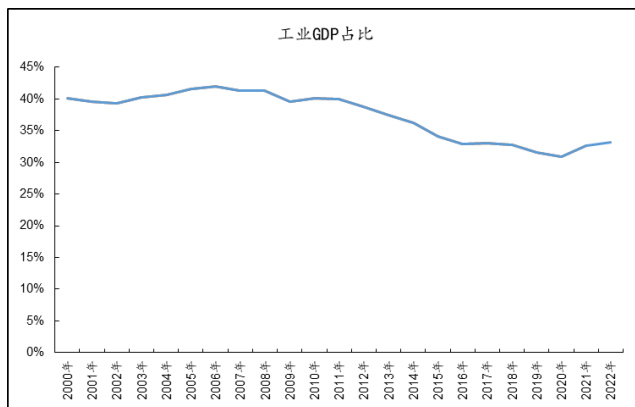
从中长期需求来看，地产投机性需求也将随着长效调控机制的逐渐完善和住房紧缺形势的逆转而进一步弱化，住房的居住和消费属性更加凸显。高速工业化、高速城镇化这两个市场重要推动已近尾声，住房面积紧缺的情况已经发生了根本性的转变，叠加人口出生率和适龄购房人口的下滑，购房需求中枢在中长期的下滑已经基本成为共识。

图46：全国 90 m² 以上商品住宅开发投资额占比



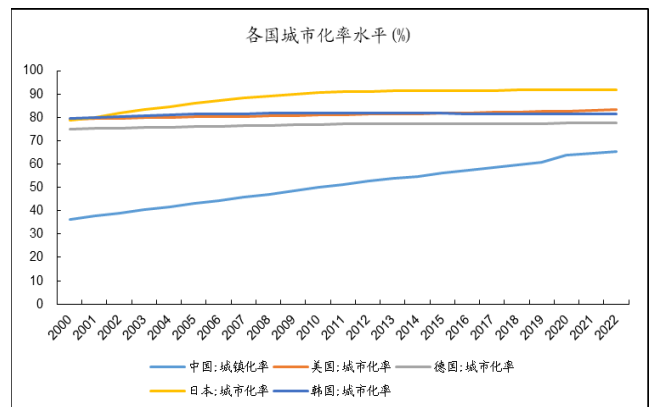
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图47：工业 GDP 占比



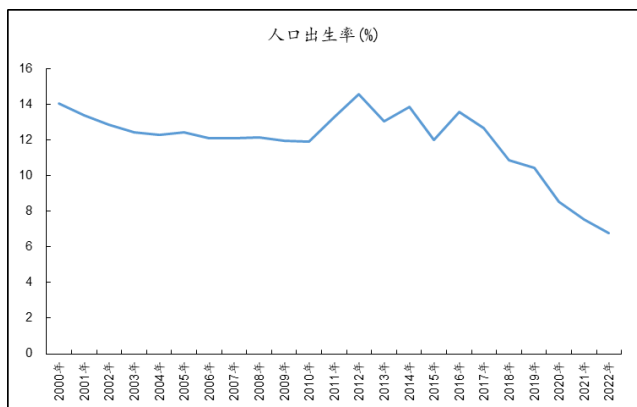
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图48：各国城市化率水平



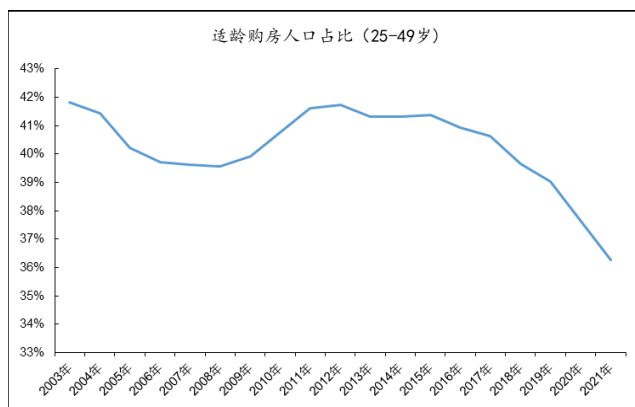
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图49：人口出生率



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图50：适龄购房人口占比



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

“高负债、高杠杆、高周转”的旧模式过于强调规模和周转，属于低质量的粗放式扩张，高质量转型成为必然。“三高”模式通过加杠杆，高周转，促回款的方式提升项目的 IRR，是特定时期快速扩张规模的利器，但也滋长了部分房企逆势扩张的“赌性”，累积了巨大的行业风险。自 2015 年的去库存以来，“三高”模式造就了一批跨越式发展的房企，在企业的扩张冲动和融资手段花样翻新的背景下，该模式逐渐成为民营房企的主流发展模式。随着“三条红线”和预售资金监管政策的出台后，房企的融资能力、回款能力和项目间的资金周转能力都受到了较大的限制。伴随着行业基本面的下行，房企的流动性风险开始加速暴露。当前地产行业的发展阶段已经迎来转变，行业金融属性弱化，住宅开发逐渐回归实体经济本源。供给侧的加速出清、住房供需结构的逆转和需求端的品质升级，将共同推动行业从粗放式扩张加速向高质量经营转变。中央也已经明确促进房地产业良性循环和健康发展的方针，提出要像新的发展模式转型，行业发展模式转型已经是大势所趋。

我们认为，通过高质量的精细化运营提升开发业务盈利能力和提升经营服务业务的竞争力已经是大势所趋。高质量的发展模式，核心在于依靠经营体系实现内生式发展，抓手在于聚焦与多元。经营体系包括稳健经营的风格、精益管理的思维、精准的投资能力、极具竞争的产品力和成本力等等。聚焦是指精细化深耕地产开发主业，唯有持续深耕，大量积累差异化的市场经验，才能更好的把握不同市场的客户需求，掌控产品质量，提升经营效率。多元是指围绕地产主业发展多元化经营、服务业务，如商业管理与运营，物业服务，仓储物流，长租公寓等。经营、服务业务能够产生稳定现金流，不仅能为企业未来的价值增长提供更多支撑，也能在地产发开业务下行期起到分散风险的作用。

4. 投资策略：行业分化，模式变革下的两条投资主线

基于行业格局进一步分化，“高负债、高杠杆、高周转”的粗放式发展模式难以为继的行业趋势，我们推荐两条投资主线：

主线一：重点布局高能级城市，具有信用优势的优质央企、国企。我们认为，当前行业格局分化明显，央企国企在销售、拿地、融资、投资层面正在全面领先；市场结构的分化程度也在提升，销售与拿地都在向高能级城市集中。我们推荐重点布局高能级城市，具有信用优势的优质央企、国企。优质央企国企房企将受益于融资政策的支持进一步优化资产结构，有望抓住行业出清与竞争格局改善的机会在需求回暖之时抢占先机，高能级城市布局较多的保利发展、越秀地产等龙头央企国企将有望受益。

主线二：具有优质的经营体系，开发主业稳健，同时在地产运营和服务领域有所建树的优质房企。我们认为，在旧的开发模式难以为继，住宅销售规模顶峰已过的背景下，提升开发业务的管理水平和加强资产运营业务竞争力已经成为房企转型发展的核心任务。我们推荐在运营效率、产品质量和战略布局等方面都是行业翘楚，同时具备较为领先的不动产综合运营能力的龙头房企。开发业务稳健，同时在不动产运营和服务领域具有一定先发优势和布局优势的龙湖集团、万科 A 等龙头房企，有望在行业发展转型过程中抢占先机。

5. 风险提示

行业政策落地不及预期的风险、盈利能力继续下滑的风险、销售不及预期的风险、资产大幅减值的风险

分析师简介

陈刚

清华大学金融硕士，同济大学土木工程本科，2019 年加入东兴证券研究所，从事房地产行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级(A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数)：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级(A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数)：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座
16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大
厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心
46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526