

# 拾珠 寻找下一个优等生

——中小房企机会盘点



## 投资摘要：

行情回顾与展望：中小市值房企同样能规模扩张

回顾第一轮地产行情：资金充裕房企把握弯道机会，获取优质地块，实现规模扩张并正向循环，行业站位提升格局重塑主导个股间分化；累计涨幅与拿地强度关联度最高，销售、拿地同比增速稍弱；

展望年内交易逻辑：第一阶段市场关注点由拿地向销售规模增长的业绩兑现转移，关注相关房企销售表现；在销售呈点状复苏城市分化格局下，房企拿地均聚焦核心城市，导致取地不确定性大幅提升，由一阶段销售增长向第二轮拿地增长的二阶段逻辑变得不再清晰；

旧逻辑不确定性增强背景下，我们认为中小市值房企性价比或将被放大：

- 总量来看，民企离场的空缺的市场空间大于销售规模下滑幅度，也高于头部房企的规模扩张水平，中小房企有扩张机会；
- 数据端，2023Q1TOP50房企中小房企拿地金额占比31%，拿地端开始观察到其身影；
- 市场面，中小市值房企的关注度相对低，体量轻，或有更大预期差与成长机会；
- 行业内部来看，随着拿地策略趋于雷同，摇号取地成为普遍现象，一定程度削弱了头部房企的出价能力而提升了中小房企的取地机会。

中小市值房企评估：盘点30家中小房企的销售拿地变动、安全性、经营表现

- 评估框架：基于市场最为关注的销售拿地变化，以及财务安全性，经营表现，我们构建了房企的评估框架，并对30家中小房企进行横向对比；
- 评估导向：优先关注拿地销售变动，兼顾安全性与经营表现，同时警惕短期资金紧张信号；
- 评估结果：综合前十房企分别为深振业A、天保基建、城建发展、栖霞建设、保利置业、大悦城、天地源、津滨发展、城投控股、金地商置。

重点标的：基于评估结果与综合考量我们推荐关注

- 天地源：西安地方国企，盈利能力强，经营效率高，拿地强度35%，销售表现显著好于行业，2022排名提升约30位，苏州西安可售面积占比62%，土储聚焦核心城市，均好性强，有望实现行业站位稳步提升；
- 保利置业：央企保利集团境外上市公司，一二线在建待建面积占比74%，一线土储占比22%，货值聚焦一二线，融资能力强，有足够的土地获取能力，稀缺的中小市值央企标的；
- 城建发展：北京地方国企，常年市占率位居北京TOP5，储备货值中北京的面积口径占比高达75.5%，充分收益北京市场走好；2022年销售额逆势增长18%，拿地强度45%；2022年录得亏损，但亏损影响因素边际改善消退，2023年多个热盘入市，经营表现向上具备确定性，有望扭亏转盈。

投资策略：

- 依旧看好前期强势房企表现：头部房企及本轮实现占位提升的房企，把握窗口期获取优质土地，实现资金高效使用，销售兑现有保证背景下，规模稳步增长的方向依旧确定，关注滨江集团、建发国际、越秀地产，及近期开启拿地的万科A、金地集团、龙湖集团、碧桂园；
- 挖掘中小市值的潜力与弹性：挖掘销售利好兑现外的第二曲线，中小市值房企在市场下行期拿地表现相对谨慎，但优质标的仍保有一定拿地强度，市场转暖后或将看到其的拿地弹性，销售规模及占位仍有提升空间，且关注度相对低，较前期强势房企有更高赔率。建议关注天地源、保利置业、城建发展、栖霞建设等。

风险提示：全国商品房销售复苏不及预期，关注房企所在区域销售下行等，房企销售拿地表现不及预期。

评级

增持（维持）

2023年05月15日

曹旭特

分析师

SAC执业证书编号：S1660519040001

翟苏宁

研究助理

SAC执业证书编号：S1660121100010

zhaisuning@shgsec.com

## 行业基本资料

股票家数	115
行业平均市盈率	15.13
市场平均市盈率	12.29

## 行业表现走势图



资料来源：wind, 申港证券研究所

## 相关报告

- 《房地产行业研究周报：4月百强房企销售修复延续 国央企拿地提升》2023-05-03
- 《房地产行业研究周报：3月销售复苏放缓 竣工显著改善》2023-04-23
- 《房地产行业研究周报：土地市场观察 整体改善核心城市回暖显著》2023-04-17

房地产行业深度研究

**内容目录**

<b>1. 周期回顾与展望：行业格局变动带动个股走势分化</b>	<b>4</b>
1.1 本轮周期行情回顾：有质量的规模扩张逻辑 驱动个股分化	4
1.2 近期行情展望：确定的销售分化 不确定的土地获取	8
1.3 格局重塑仍未结束 关注中小房企机会	12
<b>2. 中小市值房企挖掘：基于拿地销售与经营指标比选</b>	<b>14</b>
2.1 行业表现：基于拿地销售变动的格局重塑逻辑	15
2.2 公司属性：关注股东背景	17
2.3 安全性：关注房企财务安全	18
2.3.1 三道红线	18
2.3.2 债务结构	19
2.3.3 现金流	22
2.4 经营能力：聚焦货值结构与盈利能力	22
2.4.1 货值结构	22
2.4.2 盈利能力	23
2.4.3 管理水平	24
2.4.4 周转效率	25
2.5 综合评估	26
<b>3. 重点关注公司</b>	<b>27</b>
3.1 天地源：西安深耕国企 聚焦地产主业 均好性佳小市值弹性足	27
3.2 保利置业：保利集团子公司 聚焦核心城市 央企发展潜力足	30
3.3 城建发展：背靠北京深耕区 优质储备丰富 经营迎改善	33
<b>4. 投资策略</b>	<b>35</b>
<b>5. 风险提示</b>	<b>36</b>

**图表目录**

<b>图 1: A股上市 81 家房企股价涨跌幅</b>	<b>4</b>
<b>图 2: H股上市 50 家房企股价涨跌幅</b>	<b>5</b>
<b>图 3: A股上市 81 家+H股上市 50 家房企股价涨跌幅</b>	<b>5</b>
<b>图 4: 25 家房企股价涨跌幅及 22 年权益销售额同比</b>	<b>6</b>
<b>图 5: 25 家房企股价涨跌幅及 22 年权益拿地额同比</b>	<b>6</b>
<b>图 6: 25 家房企股价涨跌幅及 22 年拿地强度</b>	<b>6</b>
<b>图 7: 25 家房企股价涨跌幅及 21 年 11 月初市值</b>	<b>6</b>
<b>图 8: 统计局商品房销售面积、销售额及单价表现</b>	<b>8</b>
<b>图 9: 30 城商品房成交面积及累计同比</b>	<b>8</b>
<b>图 10: 克而瑞 TOP100 房企权益销售额及单月累计同比</b>	<b>8</b>
<b>图 11: 克而瑞 57 城成交供给面积、成交额累计及单价同比</b>	<b>8</b>
<b>图 12: 克而瑞 57 城成交供应面积累计同比-分能级</b>	<b>9</b>
<b>图 13: 克而瑞 57 城年度累计供求面积比</b>	<b>9</b>
<b>图 14: 克尔瑞 400 城土地成交建面、供应建面、成交金额单月值及累计同比</b>	<b>10</b>
<b>图 15: 克尔瑞 400 城土地成交建面、供应建面、成交金额单月值及累计同比</b>	<b>10</b>
<b>图 16: 克尔瑞 400 城土地成交建面、成交金额结构</b>	<b>11</b>
<b>图 17: 2023 年克尔瑞 400 城土地成交金额占比 TOP20</b>	<b>11</b>
<b>图 18: 25 家房企 1-4 月拿地强度及 4 月底年内累计涨跌幅</b>	<b>11</b>
<b>图 19: 25 家房企 1-4 月权益销售额同比增速及 4 月初年内累计涨跌幅</b>	<b>11</b>
<b>图 20: 历年全国土地住宅成交用地面积及同比</b>	<b>13</b>
<b>图 21: 2021、2022 年 TOP100 房企拿地权益金额及同比</b>	<b>13</b>
<b>图 22: 1-3 月拿地规模 TOP50 结构</b>	<b>13</b>
<b>图 23: 2022 年 30 家中小房企拿地、销售同比增速</b>	<b>15</b>
<b>图 24: 2022 年 30 家中小房企拿地强度</b>	<b>15</b>
<b>图 25: 30 家中小房企短期有息负债占比</b>	<b>20</b>
<b>图 26: 30 家房企少数股东权益占比及少数股东权益与损益偏差</b>	<b>20</b>
<b>图 27: 30 家房企长期股权投资对总资产占比</b>	<b>21</b>
<b>图 28: 30 家房企应付账款对总资产占比</b>	<b>21</b>
<b>图 29: 30 家房企现金流缺口率与现金短债比</b>	<b>22</b>
<b>图 30: 2019-2023Q1 及 2021-2023Q130 家房企公开拿地成交总价结构</b>	<b>23</b>
<b>图 31: 30 家房企毛利率 (%)</b>	<b>24</b>
<b>图 32: 30 家房企净利润率 (%)</b>	<b>24</b>
<b>图 33: 30 家房企 ROE (%)</b>	<b>24</b>
<b>图 34: 30 家房企三费费率 (%)</b>	<b>25</b>

敬请参阅最后一页免责声明

2 / 38

证券研究报告

图 35: 30 家房企存货周转率 .....	25
图 36: 天地源营业收入 (百万元) 及同比增速 .....	28
图 37: 天地源净利润、归母净利润 (百万元) 及同比增速 .....	28
图 38: 天地源净利率及毛利率 .....	28
图 39: 天地源全口径销售额及同比增速 .....	28
图 40: 2022 年底公司可售面积分布 .....	29
图 41: 截止至 4 月中旬二三线城市销售面积累计同比 .....	29
图 42: 天地源综合评价 .....	30
图 43: 保利置业营业收入 (百万元) 及同比增速 .....	30
图 44: 保利置业净利润、归母净利润 (百万元) 及同比增速 .....	30
图 45: 保利置业毛利率及净利润率 .....	30
图 46: 保利置业全口径销售额及同比增速 .....	31
图 47: 2022 年底保利置业在建待建面积 .....	32
图 48: 保利置业综合评价 .....	32
图 49: 城建发展营业收入 (百万元) 及同比增速 .....	33
图 50: 净利润、归母净利润、毛利 (百万元) 及同比增速 .....	33
图 51: 城建发展毛利率及净利润率 .....	33
图 52: 城建发展全口径销售额及同比增速 .....	33
图 53: 城建发展土储结构 .....	34
图 54: 北京商品房单月供求面积及同比 .....	34
图 55: 城建发展全口径销售规模排名及在 TOP100 中市占率 .....	34
 表 1: 25 家房企股价表现及基本面表现一览 .....	7
表 2: 57 城 3 月销售额累计同比 .....	9
表 3: 30 家房中小房企股价表现及基本面表现一览 .....	16
表 4: 30 家房中小房企公司属性一览 .....	17
表 5: 30 家房中小房企公司三道红线 .....	19
表 6: 30 家房企横向比较评分 .....	27
表 7: 天地源各项经营指标 .....	29
表 8: 保利置业各项经营指标 .....	32
表 9: 城建发展各项经营指标 .....	错误!未定义书签。

## 1. 周期回顾与展望：行业格局变动带动个股走势分化

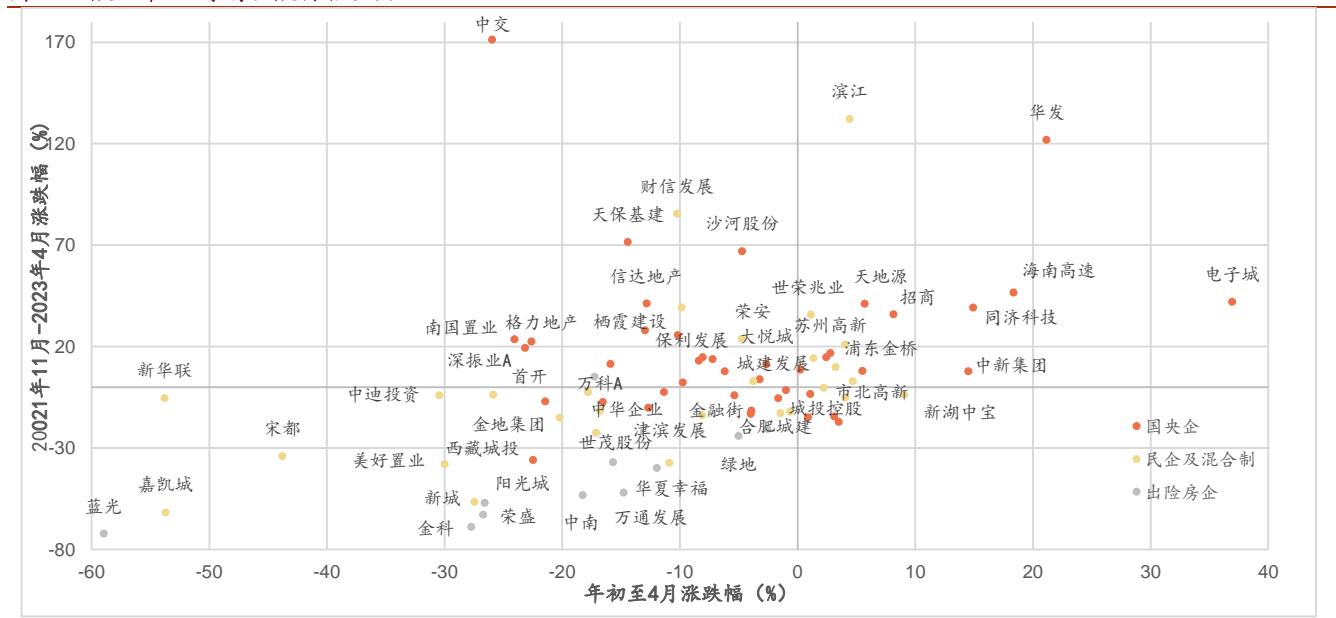
### 1.1 本轮周期行情回顾：有质量的规模扩张逻辑 驱动个股分化

随着在 2021 年下半年销售市场进入下行周期，行业也同步进入格局重塑期，由于经营模式、货值布局及财务状况等差异，各房企的基本面以及市场表现出现分化；回顾 A 股及 H 股市场上市房企股价涨跌幅，我们可以显著观察到，行业格局对公司股价带来的影响。

从 A 股市场 81 家主业聚焦房地产开发销售的上市房企观察：

- 从房企性质来看：自 2021 年 11 月起至 4 月底整体表现为国央企多数实现股价上行，民企及混合制房企仅少数股价上行，出险房企普遍下跌；进入 2023 年后，国央企的领先幅度有所收窄，出险房企仍表现最弱。
- 从具体个股来看：自 2021 年 11 月起至 4 月底 5 家房企实现+70%以上涨幅，分别为中交地产、滨江集团、财信发展、华发控股、天保基建；进入 2023 年电子城、华发股份、海南高速实现+15%以上涨跌幅。

图1：A 股上市 81 家房企股价涨跌幅

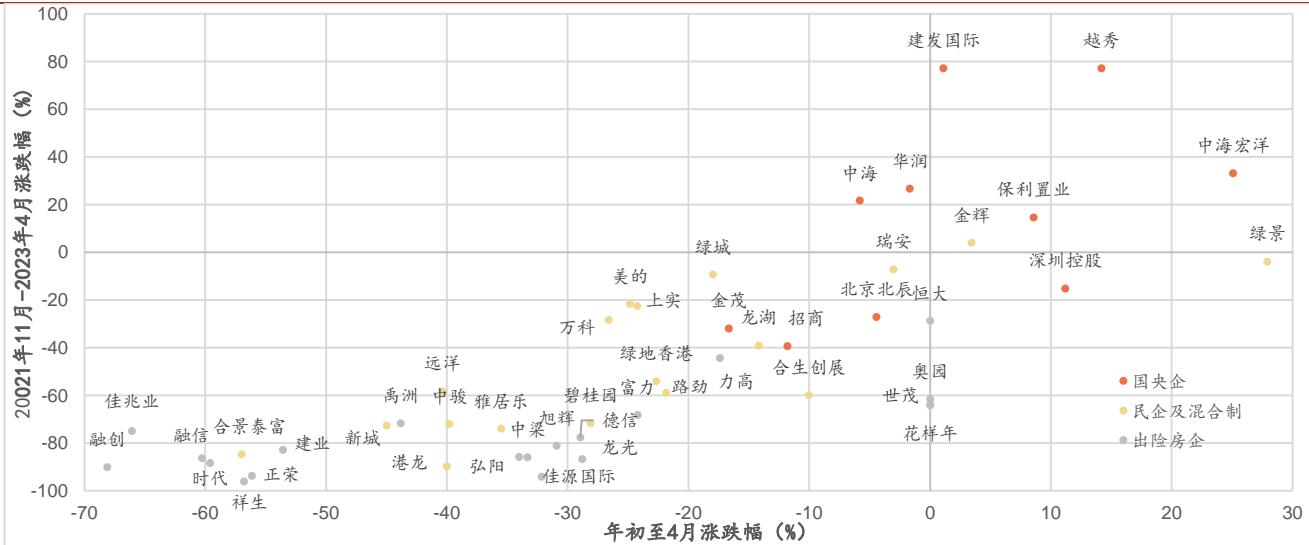


资料来源：wind，申港证券研究所，截止至 4 月 30 日

从 H 股市场 50 家主业聚焦房地产开发销售的上市房企观察：

- 从房企性质来看：国央企、民企及混合制以及出险房企间差异更为显著，自 2021 年 11 月起至 4 月底，国央企上涨为主，民企及混合制房企几乎无个股上涨，出险房企均为停牌或下跌；进入 2023 年后，国央企多数上涨，除少数金辉、绿景外，民企及混合制房企均录得下跌。
- 从具体个股来看：自 2021 年 11 月起至 4 月底 2 家房企实现+70%以上涨幅，分别为建发国际、越秀地产；进入 2023 年绿景中国、中海宏洋、越秀地产、深圳控股实现+10%以上涨跌幅。

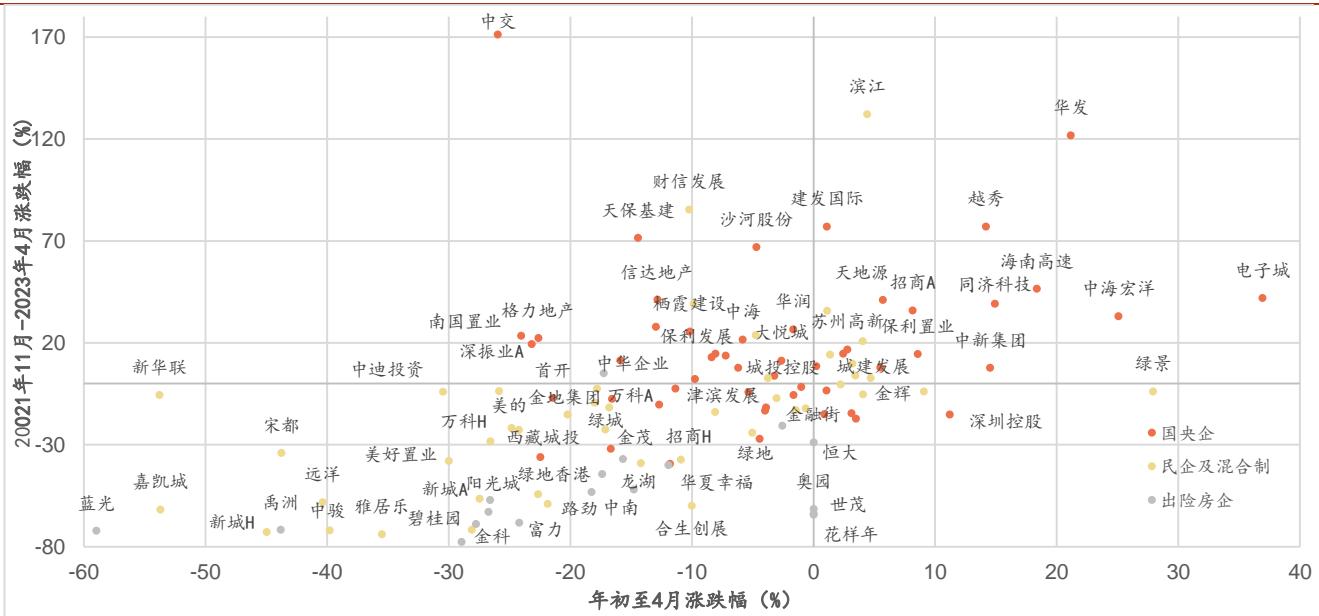
图2: H股上市50家房企股价涨跌幅



资料来源：wind，申港证券研究所，截止至4月30日

综合 A+H 股 131 家上市房企，从房企性质来看，在近期及过去一段时间均表现为国央企股价表现强于民企混合制的特征；而从具体公司观察，自 2021 年 11 月至今年 4 月底股价涨幅前十位个股依次为中交地产、滨江集团、华发股份、财信发展、越秀地产、建发国际、天保基建、沙河股份、信达地产；进入 2023 年涨幅前十个股为电子城、越秀地产、华发股份、海南高速、中新集团、绿景中国、金辉控股、财信发展、建发国际、招商蛇口。

图3: A股上市 81 家+H股上市 50 家房企股价涨跌幅



资料来源：wind，申港证券研究所，截止至4月30日

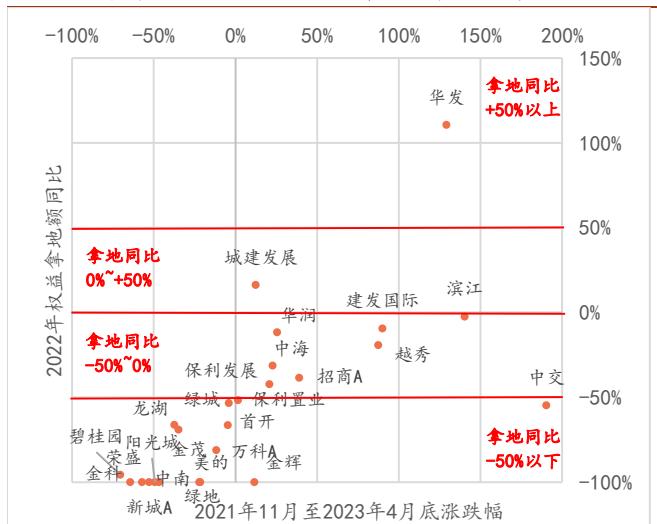
筛选典型 25 家房企，从其 2022 年销售、拿地、市值规模等特征维度，分析自 2021 年 11 月至 2023 年 4 月底期间涨跌幅：

- ◆ **销售增速：**市场下行极少数房企实现同比增长，销售实现增长房企，多数股价有亮眼的表现，销售增速保持在-30%以上房企普遍实现上涨，增速-30%以下房企市场表现不佳，-60%以下增速房企多为出险房企，表现最差。

- ◆ **拿地增速：**市场下行期间房企拿地普遍谨慎，仅极少数实现同比增长，拿地同比持平及以上房企均实现市值增长，拿地同比-50%以上房企也普遍方向向上，拿地同比-50%以下房企多数市值缩水。

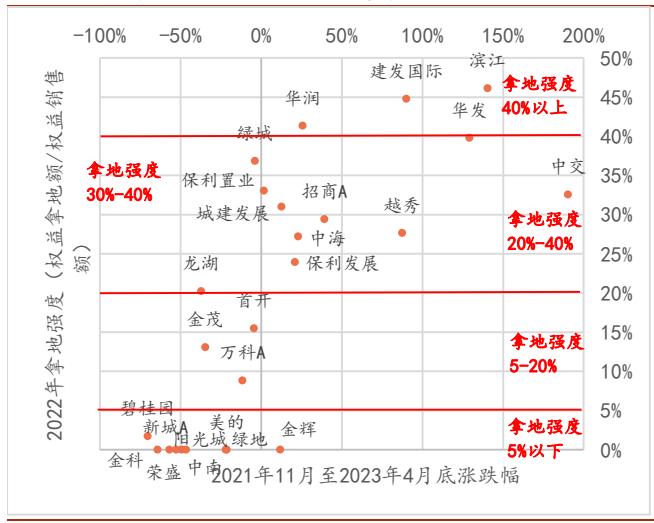
**图4：25家房企股价涨幅及22年权益销售额同比**


资料来源：wind, 克而瑞, 申港证券研究所

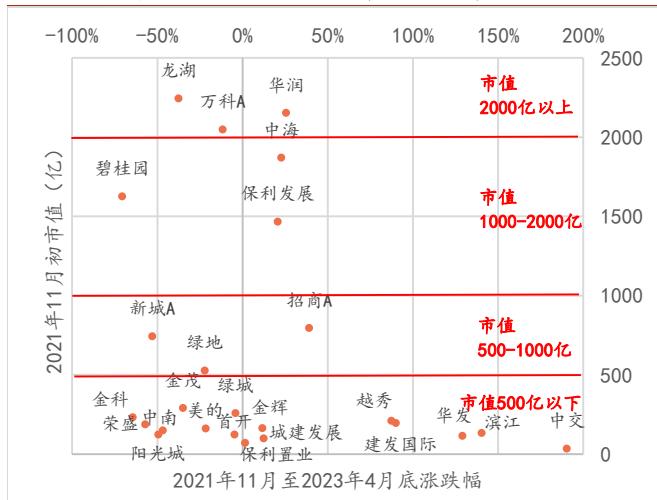
**图5：25家房企股价涨幅及22年权益拿地额同比**


资料来源：wind, 中指研究院, 申港证券研究所, 无拿地同比增速取-100%

- ◆ **拿地强度：**拿地强度 40%以上房企多数有亮眼市场表现，20%-40%房企仍有一定拿地能力与意愿，多数股价上行，5%-20%房企拿地意愿不强，5%以下房企多数资金紧张，无力实现扩张，股价下行。
- ◆ **市值规模：**以 2021 年 11 月市值观察，市值 500 亿以上房企普遍表现不佳，实现市值大幅提升的房企均为 500 亿以下中小房企。

**图6：25家房企股价涨幅及22年拿地强度**


资料来源：wind, 中指研究院, 克而瑞, 申港证券研究所

**图7：25家房企股价涨幅及21年11月初市值**


资料来源：wind, 申港证券研究所

**综合比较 25 家典型房企的基本面指标我们可以发现如下特征：**

- ◆ **市场表现最佳房企的基本面组合：**规模适中+中高拿地强度+销售同比保持增长或小幅下行+拿地同比不出现大幅减少，如滨江集团、华发股份、建发国际、越秀地产；
- ◆ **其他基本面组合：**市值 1000 亿以上房企普遍表现不佳，即便基本面强如华润置地，涨幅仍然显著落后中型房企，本质体现的是大体量房企多为全国化布局，

更易受市场下行冲击，且成长性不足；拿地同比大幅下行、拿地强度弱及销售增速-50%以下表现多相伴出现，一般为高周转高杠杆民企，资金紧张，公司发展受阻；小市值以中交地产为例（30亿），尽管销售、拿地强度均下行，但拿地绝对强度高，自身体量小基数低，发展潜力大，同样实现大幅上涨；

- ◆ **市场对各项基本面指标的关注度优先次序：**拿地强度>销售同比>拿地同比，在市场下行期减少拿地强度是规避风险提高项目质量的有效措施，因此拿地同比小幅下行并不必要过分苛责；销售同比在市场下行期若能表现出强于大市，即反映了公司自身的竞争优势；拿地强度则是真正体现公司资金实力，逆势在土地市场竞争强度减少，单项目毛利水平提升获取土储，将有效提升公司长期盈利能力，以及行业站位，因此是市场关注的核心。

表1：25家房企股价表现及基本面表现一览

证券简称	211101-230331 涨跌幅（%）	销售同比 增速	拿地同比	拿地强度	市值（亿）	销售同比	拿地同比	拿地强度	市值水平
中交地产	171.3	-35%	-55%	33%	34.4	中幅下行	大幅下行	中	500亿以下
滨江集团	132.1	0%	-2%	46%	133.5	增长	中小幅下行	强	500亿以下
华发股份	121.8	-6%	111%	40%	114.8	小幅下行	大幅增长	中	500亿以下
越秀地产	77.1	8%	-19%	28%	209.9	增长	中小幅下行	中	500亿以下
建发国际集团	77.1	-7%	-9%	45%	196.5	小幅下行	中小幅下行	强	500亿以下
招商蛇口	35.9	-13%	-38%	29%	795.5	小幅下行	中小幅下行	中	500-1000亿
华润置地	26.6	-3%	-12%	41%	2153.5	小幅下行	中小幅下行	强	2000亿以上
中国海外发展	21.6	-20%	-31%	27%	1869.4	小幅下行	中小幅下行	中	1000-2000亿
保利发展	14.7	-17%	-42%	24%	1466.3	小幅下行	中小幅下行	中	1000-2000亿
保利置业集团	14.5	-21%	-52%	33%	69.8	小幅下行	大幅下行	中	500亿以下
城建发展	8.5	30%	16%	31%	99.3	增长	小幅增长	中	500亿以下
金辉控股	3.9	-52%	-100%	0%	162.6	中幅下行	大幅下行	弱	500亿以下
首开股份	-7.1	-29%	-66%	15%	122.5	小幅下行	大幅下行	较弱	500亿以下
绿城中国	-9.4	-15%	-53%	37%	259.0	小幅下行	大幅下行	中	500亿以下
万科A	-11.7	-32%	-81%	9%	2048.7	中幅下行	大幅下行	较弱	2000亿以上
美的置业	-21.7	-49%	-100%	0%	161.7	中幅下行	大幅下行	弱	500亿以下
绿地控股	-24.2	-52%	-100%	0%	526.4	中幅下行	大幅下行	弱	500-1000亿
中国金茂	-32.0	-34%	-69%	13%	290.5	中幅下行	大幅下行	较弱	500亿以下
龙湖集团	-39.1	-38%	-66%	20%	2243.9	中幅下行	大幅下行	中	2000亿以上
中南建设	-53.3	-67%	-100%	0%	149.6	大幅下行	大幅下行	弱	500亿以下
新城控股	-56.6	-54%	-100%	0%	742.8	中幅下行	大幅下行	弱	500-1000亿
阳光城	-57.1	-77%	-100%	0%	123.4	大幅下行	大幅下行	弱	500亿以下
荣盛发展	-62.9	-76%	-100%	0%	188.3	大幅下行	大幅下行	弱	500亿以下
金科股份	-68.9	-64%	-100%	0%	232.3	大幅下行	大幅下行	弱	500亿以下
碧桂园	-71.8	-36%	-96%	2%	1625.3	中幅下行	大幅下行	弱	1000-2000亿

资料来源：wind, 中指研究院, 克而瑞, 申港证券研究所, 截止至4月30日, 无拿地同比增速取-100%

透过各类基本面的组合关注驱动公司市值变动的核心，仍然是公司竞争力提升，获得更好发展的本质，即有质量、有盈利、风险可控的销售规模提升逻辑：

- ◆ **核心是有质量的规模提升：**尽管融资成本、负债水平等都对地产公司经营产生影响，但地产开发的核心是赚取商品房销售与建安成本的差额，在这一本质之下，在保持稳定的毛利水平下提升规模，适当使用杠杆是公司良性发展的核心；2022年土地市场竞争强度下降，且融资环境相对宽松，单项目盈利水平提升，通过提升拿地强度获取优质地块提升规模，助力优质公司逆势扩张。
- ◆ **大市值公司规模提升难度相对大：**困难来源于历史包袱与高基数效应，头部房企普遍全国化布局，奉行高周转策略并下沉三四线，且在2021年前为保证规模增速，对项目价格判断普遍偏高，导致盈利微薄乃至亏损，市场下行期受三四

一线项目滞销拖累较大；另一方面，地产行业不同区域差异显著，产品标准化水平低，人员资金密集，规模扩张势必造成杠杆规模、管理难度上升，效率下降，因此大市值公司的规模提升难度相对大。

- **中小市值房企具备后发优势：**优势来源于轻装上阵与低基数效应，中小市值房企此前多数不过分追求规模增长，因而周转速度偏低，杠杆水平可控，量价假设相对合理，货值聚焦高能级城市，在市场下行受拖累小，资金相对充裕，可充分把握土地市场机会窗口，实现高质量土地获取并扩张规模；此外，由于自身规模相对小，管理难度低效率高，可实现相对高速成长。
- **市场拐点期格局一旦形成，短期难以改变，本轮不同房企的分化将在长时间内维持：**历史包袱过重，高周转民企短期仍难以走出低谷，而把握机会的优质房企走入持续获取稳定盈利土地，快速去化销售再次拿地的良性循环。

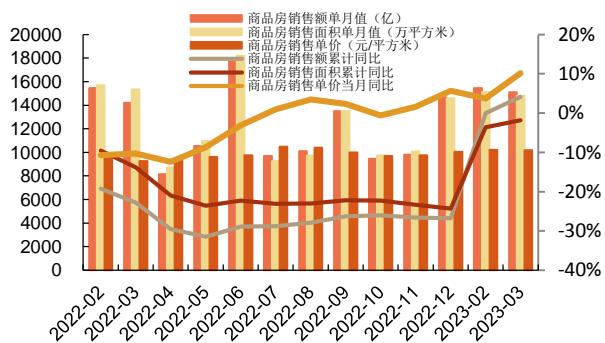
综上是本轮房企间出现剧烈分化的核心，即行业规模与格局的变动，未来一段时间也仍将对不同房企的市场表现持续产生影响。

## 1.2 近期行情展望：确定的销售分化 不确定的土地获取

在行情展望前，我们首先对进入 2023 年后商品房销售与土地市场进行简单回顾，整体表现为商品房市场进入切实的弱复苏，不同城市间走势分化；土地市场热度同步有所回升，但热度集中于一二线核心城市，一季度供应节奏偏慢，成交总量仍为同比负增速：

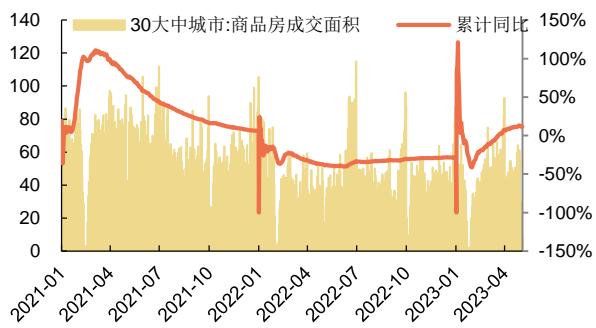
- **商品房市场切实进入弱复苏，销售累计同比逐步回正，销售单价触底回升。**统计局全国商品房、wind30 城、克而瑞 57 城、房企 TOP100 排行榜数据口径均指明 2 月后商品房市场开始转暖，四个不同口径商品房销售额最新累计同比增速分别为 +4.1%（统计局 3 月）、+12%（30 城截止至 4 月底）、+11%（克而瑞权益销售 TOP100 房企截止至 4 月底）、+16%（克而瑞 57 城截止至 3 月底）；价格层面统计局及克而瑞 57 核心城市商品房销售单月同比均完成触底回升，3 月增速分别为 +10.2%、+8.6%。

图8：统计局商品房销售面积、销售额及单价表现



资料来源：wind, 国家统计局，申港证券研究所

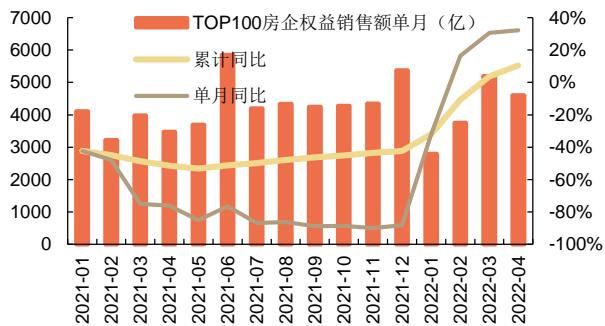
图9：30城商品房成交面积及累计同比



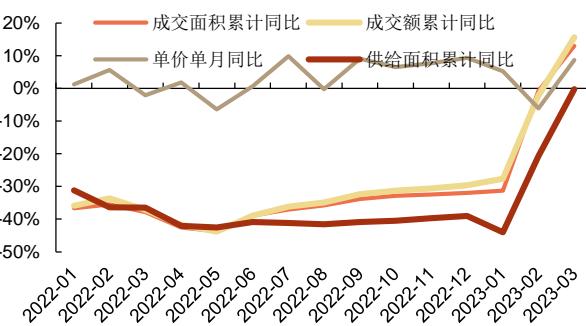
资料来源：wind, 申港证券研究所

图10：克而瑞 TOP100 房企权益销售额及单月累计同比

图11：克而瑞 57 城成交供给面积、成交额累计及单价同比



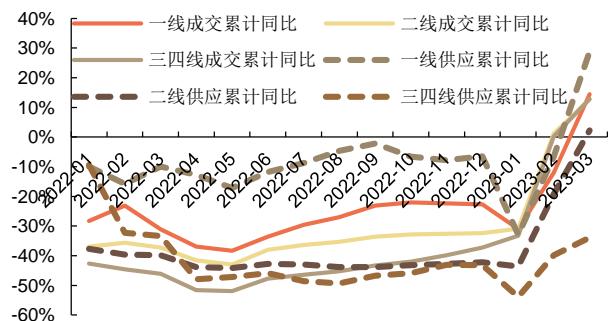
资料来源：克而瑞，申港证券研究所



资料来源：克而瑞，申港证券研究所

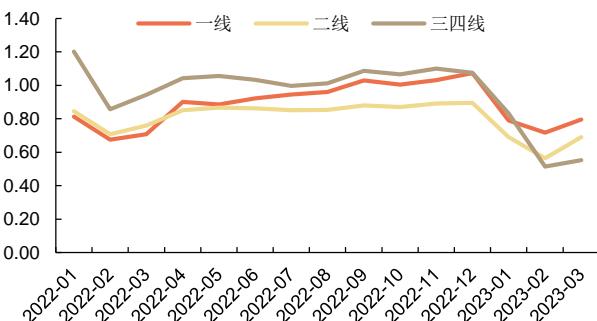
- 不同能级城市间热度分化，一线热度最高，二线其次，三四线复苏较弱，从克而瑞57城表现来看，截止至3月底，一线、二线、三四线成交面积累计同比分别为+14.4%、+12.7%、+12.8%；从供求关系来看，三四线供求比显著低于一二线，一线、二线、三四线累计供求比分别为0.8、0.69、0.55，在供应收紧背景下，三四线市场实现触底，但考虑到三四线仍有较大库存待售，且返乡置业期已过，未来三四线城市市场热度提升压力大于一二线。

图12：克而瑞57城成交供应面积累计同比-分能级



资料来源：克而瑞，申港证券研究所

图13：克而瑞57城年度累计供求面积比



资料来源：克而瑞，申港证券研究所

- 从具体城市来看，二线城市多数位于排序前列，一线城市表现较均衡而整体表现最佳，三四线分布在头尾；考虑到有数据可跟踪的三四线城市普遍集中在东南沿海地区，在中西部及北方实际同比增速或将更弱，当前市场仍表现为高能级城市好于低能级城市的分化现象。

表2：57城3月销售额累计同比

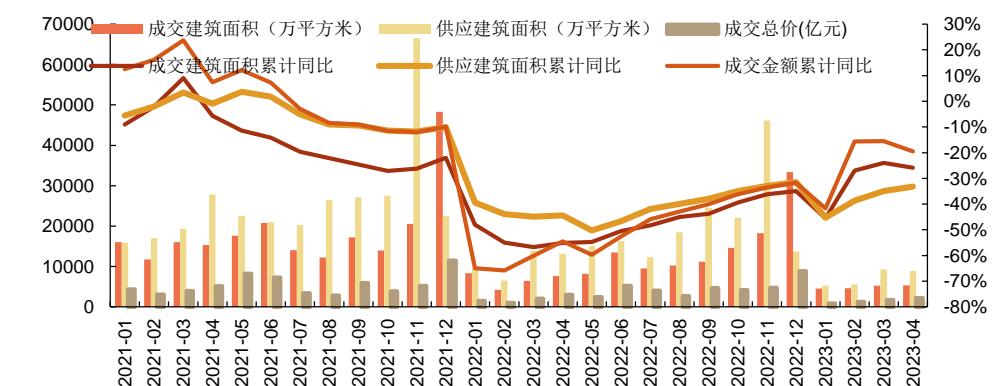
城市	累计同比	城市	城市	累计同比	城市
温州	111%	二线	三四线综合	13%	三四线
惠州	93%	三四线	二线综合	13%	二线
杭州	92%	二线	常熟	13%	三四线
天津	82%	二线	西安	11%	二线
桐乡	75%	三四线	合肥	11%	二线
启东	74%	三四线	青岛	11%	二线
丽水	67%	三四线	重庆	9%	二线
盐城	66%	三四线	上海	8%	一线
长春	64%	二线	郑州	7%	二线
南宁	51%	二线	福州	6%	二线
南昌	42%	二线	苏州	6%	二线
兰州	40%	二线	汕头	3%	三四线
深圳	31%	一线	昆明	-1%	二线
济南	27%	二线	哈尔滨	-3%	二线
贵阳	26%	二线	烟台	-5%	二线
东莞	26%	二线	佛山	-8%	二线

城市	累计同比	城市	城市	累计同比	城市
厦门	25%	二线	成都	-14%	二线
徐州	22%	二线	昆山	-15%	三四线
中山	21%	二线	宁波	-16%	二线
武汉	21%	二线	沈阳	-17%	二线
珠海	19%	二线	漳州	-19%	三四线
镇江	18%	三四线	南京	-21%	二线
大连	18%	二线	海口	-22%	三四线
广州	18%	一线	湖州	-22%	三四线
江阴	17%	三四线	张家港	-23%	三四线
洛阳	16%	三四线	绍兴	-24%	二线
北京	16%	一线	日照	-26%	三四线
晋江	15%	三四线	泉州	-31%	三四线
一线综合	14%	一线	长沙	-34%	二线
无锡	14%	二线	太仓	-36%	三四线

资料来源：克尔瑞，申港证券研究所

- 2023 年土地市场供应成交面积同比减少，但成交同比增速始终好于供给端，体现出市场热度有所提升，成交量下行主因受供应端拖累。2023 年一季度成交建面、供应建面、土地成交总价累计同比分别为-26%、-33%、-20%。

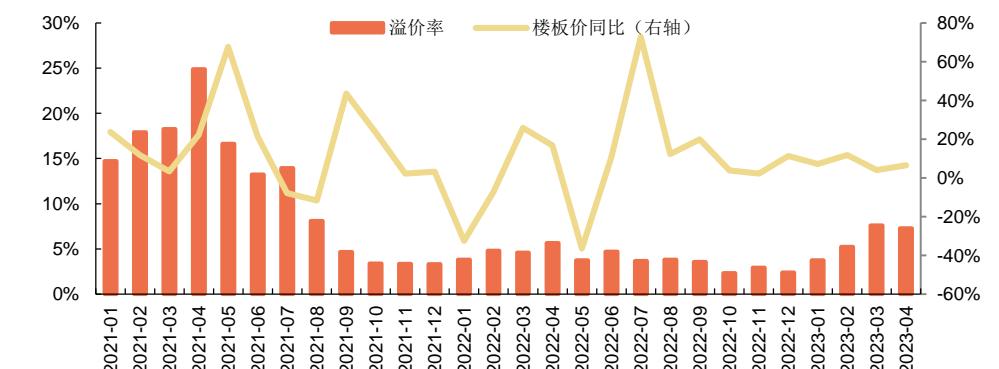
图14：克尔瑞 400 城土地成交建面、供应建面、成交金额单月值及累计同比



资料来源：克尔瑞，申港证券研究所

- 2023 年成交楼板价同比向上，溢价率呈向上趋势，进入 2023 年成交楼板价当月同比保持正增长，溢价率保持提升趋势，高溢价率成交地块占比提升，反映出土地市场热度及成交地块品质提升的特征。

图15：克尔瑞 400 城土地成交建面、供应建面、成交金额单月值及累计同比

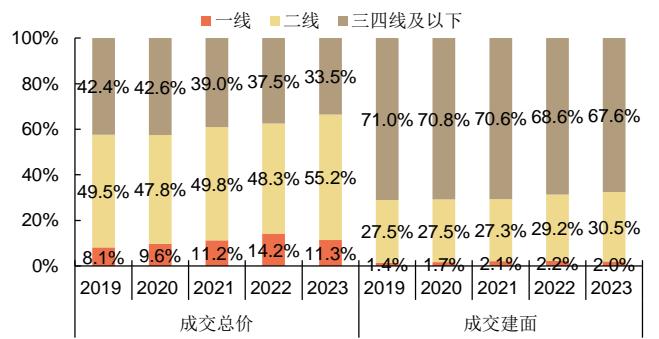


资料来源：克尔瑞，申港证券研究所

- 从结构来看，土地成交热点向核心城市汇集。截止至 4 月中，2023 年克而瑞监控 400 城中，一二线成交总价占比提升 4pct 至 66.5%，建面口径占比提升 1.1pct

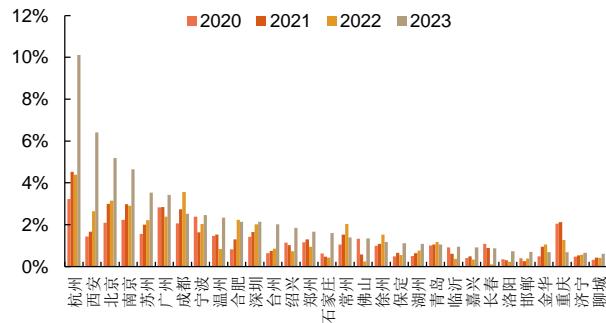
至 32.4%，保持了近年占比持续提升趋势；具体城市来看，2023 年成交总价占比前十城市为杭州、西安、北京、南京、苏州、广州、成都、宁波、温州、合肥，均为核心城市，且多数城市占比较往年有显著提高。

图16：克尔瑞 400 城土地成交建面、成交金额结构



资料来源：克而瑞，申港证券研究所，截止至4月中旬

图17：2023 年克尔瑞 400 城土地成交金额占比 TOP20

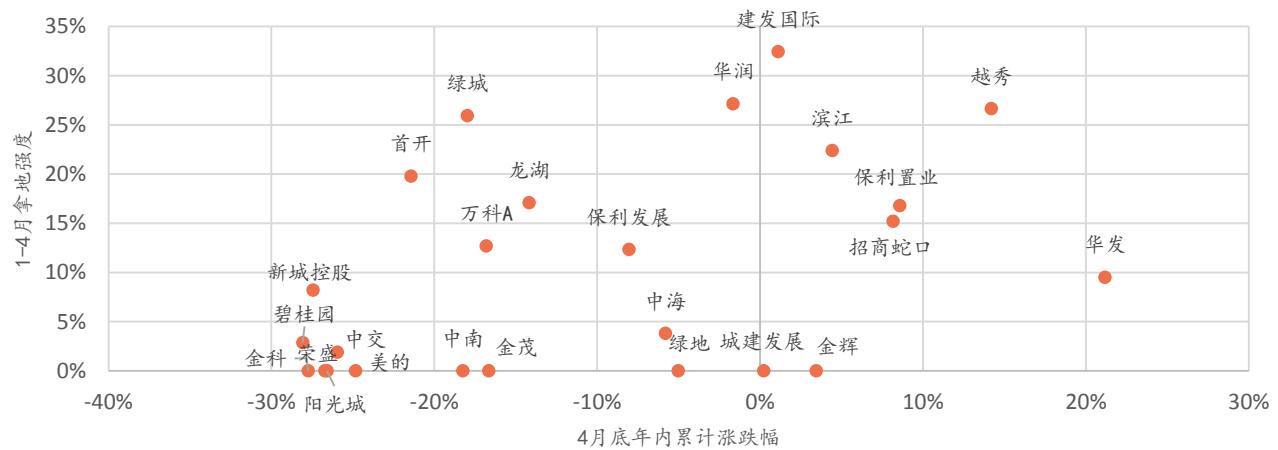


资料来源：克而瑞，申港证券研究所，截止至4月中旬

从基本面回望市场情绪，我们观察到行业对于公司关注的核心逻辑也在由土地端向销售端转变，权益销售额累计同比+50%的房企多数上涨，同比负增速多数下跌：

- 多因素下，拿地规模不再是市场核心关注，对公司股价表现影响减弱。一方面，进入 2023 年一季度土地市场供应节奏偏慢，尚不足以判断房企的整体拿地强度仅能提供边际参考，市场关注度自然向销售倾斜；另一方面，进入 2023 年商品房市场已开始体现触底回暖现象，2022 年的土地获取理应向销售规模转化，市场重回上行方向，房企销售自然也成为关注核心。

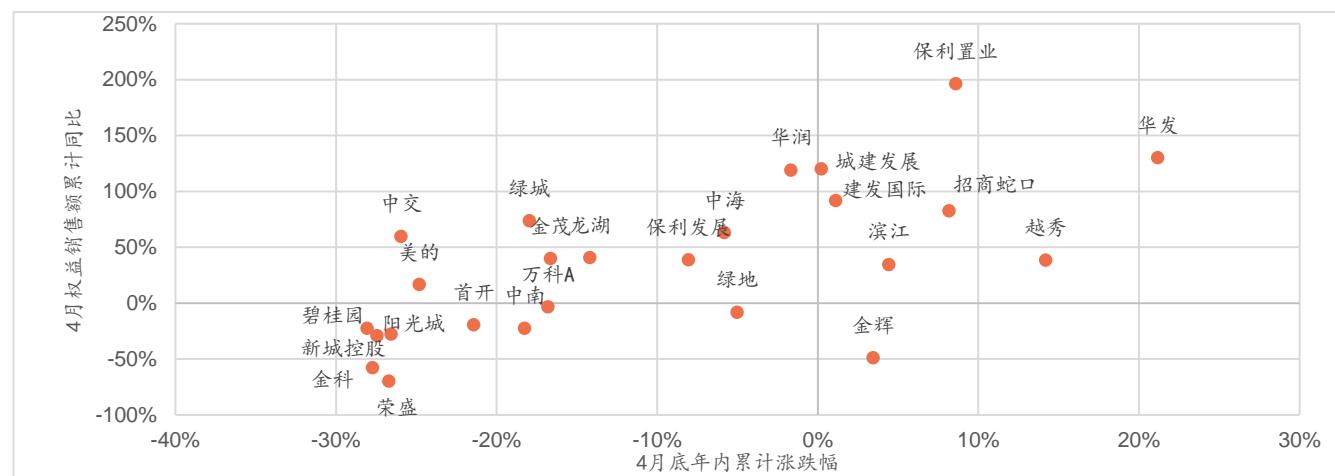
图18：25 家房企 1-4 月拿地强度及 4 月底年内累计涨跌幅



资料来源：wind，中指研究院，克而瑞，申港证券研究所

- 对于前期拿地强度高的房企，市场愈来愈期待公司拿地强度向销售增速的转化；截止至 4 月权益销售累计同比在 50% 以上房企多数年内累计涨幅为正，且多数为 2022 年高强度拿地房企，预计未来保持销售增速下，仍将获市场看好。
- 对于早先拿地强度较低的房企，若在土地市场持续无新动作，则将面临在手货值质量持续下降，销售增速进一步下行的困境，因而股价表现低迷；该类房企多为民企，资金紧张短期拿地动作受限，若能在土地市场有所表现，则或能复制 2022 年部分中小房企的上涨逻辑，重回规模扩张，盈利提升的路径。

图19：25 家房企 1-4 月权益销售额同比增速及 4 月初年内累计涨跌幅



资料来源: wind, 克而瑞, 申港证券研究所, 建发国际按克而瑞建发房产口径统计权益销售变动

综合当前行业基本面与市场情绪, 我们可以对行业未来一段时间作推演:

- **销售市场分化持续, 土地质量影响房企经营质量:** 从本轮市场复苏的数据来看, 部分一二线城市复苏持续性强, 复苏水平显著好于三四线城市; 一方面一二线城市人口吸附能力强, 经济基础好, 商品房供需结构更健康, 另一方面, 随着一二线城市放宽落户, 二线城市或放宽或取消限购政策, 有利于吸纳三四线城市的置业需求, 进而表现出一二线城市商品房市场的马太效应。
- **土地市场跟随销售市场分化, 房企拿地具备不确定性:** 房企普遍对三四线城市的市场持谨慎态度, 拿地聚焦核心一二线城市, 此外为鼓励房企拿地, 多数优质地块触及溢价率上限后仍有一定盈利空间, 导致土地市场出现优质地块多家房企参拍的情况, 最终进入摇号竞价; 是否取地取决于摇号结果, 即更多为运气因素, 通过增加参拍地块数量, 缴纳多于对手保证金, 通过资金优势一定程度提升土地获取概率; 但当前取地以国央企为主, 房企间综合实力相差不显著, 且多数房企对地块价值判断趋于一致背景下, 房企取地与自身实力的关联度有所减弱, 拿地规模不确定性有所提升。
- **市场情绪首先关注销售表现, 随后关注点预计重回拿地强度的持续性:** 从市场情绪来看, 销售是此前拿地的预期兑现, 因此市场会对销售规模增长优先关注; 随着销售利好逐步兑现, 土地市场供地进入中后段, 在销售拿地互相促进的循环逻辑下, 此前的销售规模增长也理应转为对拿地规模的提升; 然而随着本轮房企普遍将目光投向一二线核心城市, 预计拿地规模增长尚有一定不确定性, 后续仍需持续关注各房企的拿地结果。

### 1.3 格局重塑仍未结束 关注中小房企机会

回顾本轮周期, 行业新老周期交替, 发展模式由“高周转”向“高质量”转变, 历史包袱的拖累等因素都是驱动行业格局变化, 对房企市值产生影响的原因; 经历了2022年的出清与第二梯队房企弯道发力, 行业格局似乎已日渐清晰, 后续的故事乍看似乎仅剩强者恒强的剧本, 市场的目光聚焦于头部国央企、少数混合制, 及后段发力的华发、建发、越秀、滨江等房企; 但我们认为行业格局重塑的故事仍有可挖掘空间, 十万亿级别、具备高杠杆属性、产品区域特征强而标准化水平低的房地产市场足够大, 也存在足够变数, 为其他房企提供舞台。我们认为中小市值的房企仍有潜力挖掘, 在估值情绪修复之外的路径上, 提供地产行业的弹性。

从基本面看，中小市值上市房企有望实现销售和拿地规模扩张：

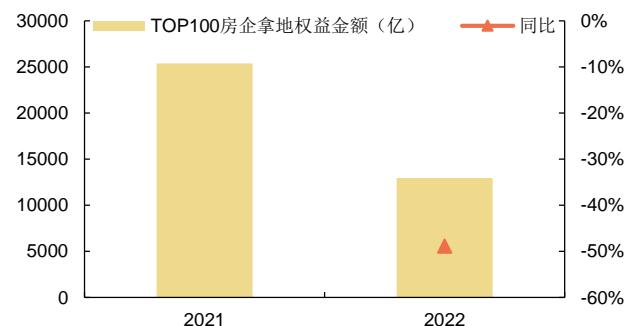
- 从总量逻辑来看，在一二梯队房企完成格局重塑后，下一梯队房企仍有变动空间：回顾2022年，全国住宅用地成交土地建面同比-27%，而TOP100房企权益拿地金额同比增速-49%，二者间存在22个百分点差距，由于规模民企出险导致拿地受阻，头部房企拿地下滑水平高于全国水平；此外TOP100房企中地方平台及城投拿地占比约26%，而城投拿地入市进度慢，TOP100房企真实可入市的拿地规模降幅更大；若2023年商品房市场总量保持稳定，供给端的收缩仅靠部分国央企规模扩张无法完全覆盖，中小房企存在规模扩张空间。

图20：历年全国土地住宅成交用地面积及同比



资料来源：wind, 申港证券研究所

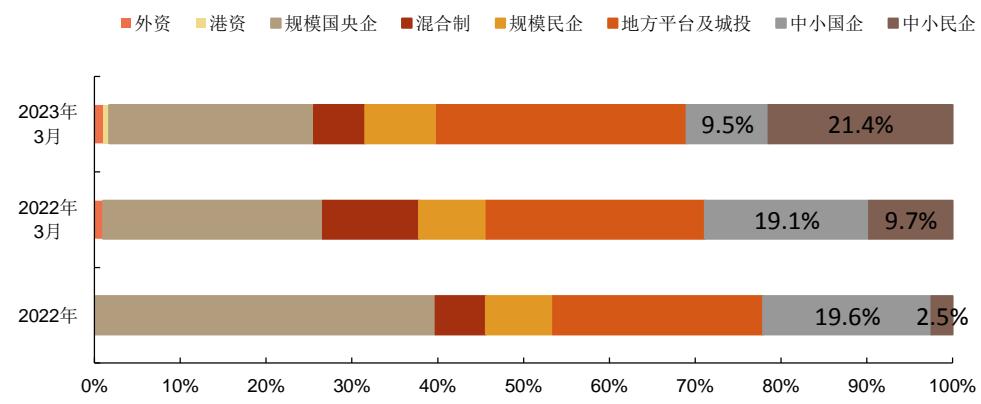
图21：2021、2022年TOP100房企拿地权益金额及同比



资料来源：中指研究院，申港证券研究所

- 从土地端数据验证，观察2023年1-3月拿地数据，中小房企拿地占比有所提升。以2022年权益销售规模300亿划分规模与中小房企，在1-3月拿地金额TOP50房企中，中小房企占比为31%，较2022年全年提升8.9pct，较2022年3月提升2.1pct；其中民企提升水平更高，考虑到中小民企普遍为地方性小民企，规模显著小于一般中小国企，综合实力相对低，我们认为地方性中小国企在拿地端潜力更大。

图22：1-3月拿地规模TOP50结构



资料来源：中指研究院，申港证券研究所

- 当前销售市场分化显著，销售将聚焦核心区域、高能级城市，为深耕优质区域的中小房企带来区域强化机会。伴随人口自然流动、落户宽松、限购松绑等变化，销售市场热点将逐步向核心城市转移，有利于立身于优质区域的中小房企做大做强深耕市场。
- 土地市场当前的风格为中小房企提供了相对优势：一方面头部房企聚焦核心城市，三四线供需改善下的结构性机会将给中小房企拿地机会；另一方面，由于触及溢价率上限后，拿地结果仅取决于摇号运气，大型房企在融资、施工成本、

产品溢价等方面优势无力施展，在土地市场竞争力实质上相对弱化，中小房企拿地概率其实相对以往不减反增。

- 从土地财政的角度来看，地方政府需扶持属地化的地方国企，进而支持拿地收入：大型房企全国布局，但同样也因此缺少聚焦区域，缺少直属属地政府支持，而地方政府为了稳定地方土地财政及地方国企竞争优势，会对地方国企在资源上加以倾斜，有利于属地化中小国企在深耕区做大做强，建立区域化护城河。

从市场层面看，中小房企相较部分 2022 年表现强势房企或存在更大预期差：

- 中小房企关注度低，或能接棒第一轮行业格局变动逻辑。尽管已上市，但中小上市房企有相当比例销售规模在百名以外，换而言之在集中于 TOP100，甚至 TOP50 的榜单房企研究时，中小房企的市场关注度不足，规模扩张预期差高于越秀、华发、滨江等房企；另外从行情的演绎进程来看，当下已进入销售利好兑现，并将进入下轮具备不确定性的拿地规模博弈阶段，布局早期强势房企，尽管胜率仍较高，但赔率已下滑。
- 低基数效应下，弹性更充足。如前序阐述，随着房企再度聚焦核心一二线城市，头部房企的土地获取规模扩张优势其实被相对削弱，在这一背景下，中小房企获得了相对更大的土地获取可能性，在自身体量较小的低基数效应下，若能在核心城市，甚至仅把握大型房企阶段性放弃的三四线少数项目的结构性机会，均能显著提升中小上市房企的经营成果。

综上，在部分一二梯队房企吸引市场关注的同时，我们认为中小市值房企将在 2023 年迎来行业格局重塑的第二轮变动，填补剩余市场空间，并受益于自身的小体量与低关注度，有望产生更大的价格弹性。

## 2. 中小市值房企挖掘：基于拿地销售与经营指标比选

从格局重塑与公司经营基本面两个层面评估中小房企。前者为公司经营的表观结果，并通过销售与拿地正向循环，最终影响公司行业站位、规模及市值。在经历了商品房市场至暗时刻后，销售拿地是经营结果的综合体现，销售拿地领先的房企，自身经营状况本就优于行业；后者为拿地与销售变动的深层原因，正是公司基本面各项经营指标的综合震动，促使房企的销售与拿地相对位置产生变化，基于此我们也在拿地销售变动之下的经营基本面有所把握。

具体指标如下，我们将在后续报告中逐个指标展开阐述，主要包括表观指标，关注拿地强度、拿地同比增速、销售同比增速，筛选行业格局变动逻辑下的受益房企；基本面指标，关注房企属性方面的企业属性，安全性方面的负债结构、偿债压力、现金流，经营方面的货值结构、盈利能力、经营效率，在关注销售、拿地边际变动的同时，进行风险与经营能力的评估。

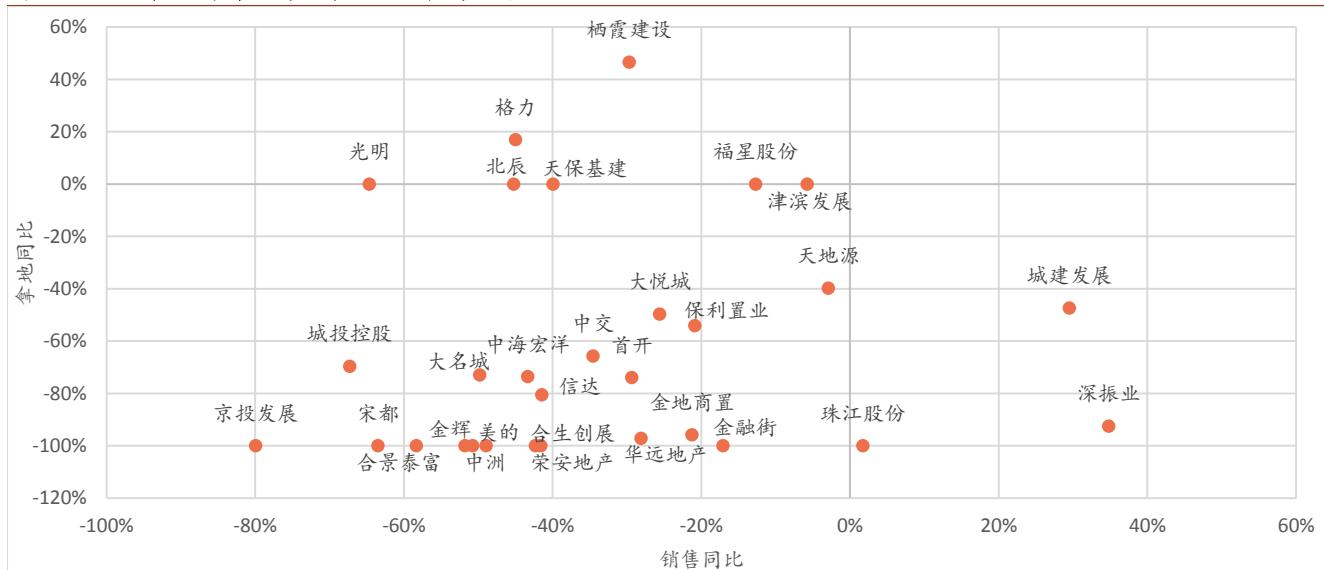
为了进一步聚焦符合标准的中小房企，我们首先对 A/H 股上市的标的进行筛选，主要标准为市值 30-200 亿，房地产销售为核心业务在内地展业房企标的，最终筛选 A 股标的 23 家，H 股标的 7 家，共 30 家上市房企标的。

## 2.1 行业表现：基于拿地销售变动的格局重塑逻辑

我们认为当下对房企成长弹性影响最大的，仍是能否把握大量头部民企出险，市场份额变动导致的格局重塑逻辑，因此在筛选具备弹性空间的中小民企时，我们首先从拿地强度、拿地同比、销售同比三个口径对房企的短期扩张潜力进行一轮评价，基于前文市场对三类之别的关注标准，三种指标表现较强的房企分别为：

- **销售同比：**3家房企同比增长，分别为深振业（+35%）、城建发展（+30%）、珠江股份（+2%），8家房企同比增长-30%以上小幅下行，分别为津滨发展（-6%）、福星股份（-13%）、美的置业（-21%）、金地商置（-21%）、大悦城（-26%）、华远地产（-28%）、首开股份（-29%）、栖霞建设（-30%）；
- **拿地同比：**2家房企小幅增长，分别为栖霞建设（+47%）、格力地产（+17%），3家房企中小幅下行，分别为天地源（-40%）、城建发展（-47%）、大悦城（-50%）。

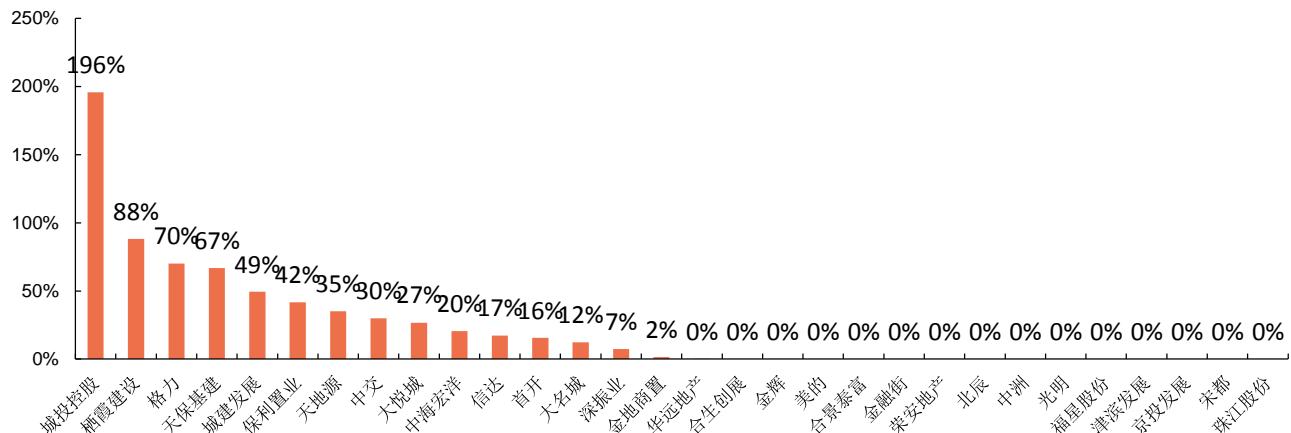
图23：2022年30家中小房企拿地、销售同比增速



资料来源：wind，公司公告，克而瑞，申港证券研究所，天保基建21年无拿地，光明、北辰、福星、津滨发展21-22年均无拿地，拿地同比按0%计算，在克而瑞销售排行、拿地数据可查基础上，均采用克而瑞口径，其余城投控股、深振业A、北辰实业、天保基建、福星股份、天地源、栖霞建设、津滨发展采用公告口径

- **拿地强度：**多数中小房企在2022年停止拿地，仍能保持在40%以上高强度拿地房企6家，分别为城投控股（196%）、栖霞建设（88%）、格力地产（70%）、天保基建（67%）、城建发展（49%）、保利置业（42%）；中等强度20%以上的房企4家，分别为天地源（35%）、中交地产（30%）、大悦城（27%）、中海宏洋（20%）；其余信达地产、首开股份、大名城、深振业A、金地商置也有少量取地。

图24：2022年30家中小房企拿地强度



资料来源: wind, 克而瑞, 公司公告, 申港证券研究所

综合以上三项表现, 我们可以发现在拿地强度>销售同比>拿地同比的分项顺序下, 30 家中小房企中值得关注的包括城建发展、恒霞建设、保利置业、天保基建、天地源、格力地产、中国海外宏洋集团、城投控股、大悦城, 共 9 家房企。

表3: 30 家房中小房企股价表现及基本面表现一览

证券简称	211101-230331 涨跌幅 (%)		销售同比	拿地同比	拿地强度	销售同比	拿地同比	拿地强度	市值水平
	涨	跌							
中交地产	191.7	-35%	-66%	30%	中幅下行	大幅下行	中	100-150 亿	
天保基建	76.2	-40%	/	67%	中幅下行	大幅新增拿地	强	30-50 亿	
信达地产	44.3	-41%	-80%	17%	中幅下行	大幅下行	弱	100-150 亿	
天地源	34.2	-3%	-40%	35%	小幅下行	中小幅下行	中	30-50 亿	
格力地产	29.8	-45%	17%	70%	中幅下行	小幅增长	强	150-200 亿	
恒霞建设	26.6	-30%	47%	88%	小幅下行	小幅增长	强	30-50 亿	
荣安地产	26.0	-42%	-100%	0%	中幅下行	大幅下行	极弱	50-100 亿	
深振业 A	25.2	35%	-93%	7%	增长	大幅下行	弱	50-100 亿	
中洲控股	17.5	-51%	-100%	0%	中幅下行	大幅下行	极弱	50-100 亿	
珠江股份	16.5	2%	-100%	0%	增长	大幅下行	极弱	30-50 亿	
金辉控股	13.9	-52%	-100%	0%	中幅下行	大幅下行	极弱	150-200 亿	
大悦城	13.4	-26%	-50%	27%	小幅下行	中小幅下行	中	150-200 亿	
福星股份	6.0	-13%	/	0%	小幅下行	2 年均无拿地	极弱	30-50 亿	
宋都股份	5.3	-64%	-100%	0%	大幅下行	大幅下行	极弱	30-50 亿	
城建发展	3.4	30%	-47%	49%	增长	中小幅下行	强	100-150 亿	
光明地产	2.7	-65%	/	0%	大幅下行	2 年均无拿地	极弱	50-100 亿	
中国海外宏洋集团	1.3	-43%	-74%	20%	中幅下行	大幅下行	中	100-150 亿	
保利置业集团	-2.9	-21%	-54%	42%	小幅下行	大幅下行	强	50-100 亿	
城投控股	-2.9	-67%	-70%	196%	大幅下行	大幅下行	强	100-150 亿	
首开股份	-5.2	-29%	-74%	16%	小幅下行	大幅下行	弱	100-150 亿	
华远地产	-8.7	-28%	-97%	0%	小幅下行	大幅下行	极弱	30-50 亿	
津滨发展	-10.0	-6%	/	0%	小幅下行	2 年均无拿地	极弱	30-50 亿	
大名城	-11.6	-50%	-73%	12%	中幅下行	大幅下行	弱	50-100 亿	
北辰实业	-12.2	-45%	/	0%	中幅下行	2 年均无拿地	极弱	50-100 亿	
金融街	-13.6	-17%	-100%	0%	小幅下行	大幅下行	极弱	150-200 亿	
京投发展	-17.9	-80%	-100%	0%	大幅下行	大幅下行	极弱	30-50 亿	
美的置业	-19.6	-49%	-100%	0%	中幅下行	大幅下行	极弱	100-150 亿	
金地商置	-21.5	-21%	-96%	2%	小幅下行	大幅下行	极弱	50-100 亿	
合生创展集团	-58.6	-42%	-100%	0%	中幅下行	大幅下行	极弱	150-200 亿	
合景泰富集团	-81.6	-58%	-100%	0%	中幅下行	大幅下行	极弱	30-50 亿	

资料来源: wind, 公司公告, 克尔瑞, 申港证券研究所

拿地、销售的变动是近期公司经营结果的综合体现, 但尚不能反应全貌及其产生变动的原因, 也不能完全指明公司未来的经营方向; 为了进一步明确各家房企间

的基本面优劣，我们将从地产相关的各项指标进行横向比对，挑选优质中小房企。

## 2.2 公司属性：关注股东背景

作为高杠杆行业，强大的股东背景可以为地产公司提供坚实的信用背书，进而获得金融与购房者机构认可，有效降低融资成本、提升融资潜力、助力商品房项目销售等；同时强大的股东背景也有利于房企在土地市场取得竞争优势，尤其通过勾地等方式在非公开市场获取优质项目。

从股东属性来看，在拿地与销售综合表现较好的中小房企均为央企或地方国企，体现了股东背景在市场下行期对公司经营的有力支持；从大股东持股比例来看，重点关注房企大股东持股比例范围在 28.82%-57.52%，股权集中度适中，确保大股东一定支持力度以及经营稳定，又避免股权过分集中影响中小股东权益；从地方国企的行政区位来看，重点关注的中小房企位于北京、上海、天津、南京、天津、西安，区域经济活跃，为房企提供了稳定的深耕区域及丰富的地区产业资源。

表4：30家房中小房企公司属性一览

证券代码	证券简称	大股东	大股东持股比例 (%)	公司性质	实控人	实控人属性
0081.HK	中国海外宏洋集团	中国海外发展集团	39.63	央企	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
0119.HK	保利置业集团	Congratulations Company Ltd.	28.82	央企	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
000031.SZ	大悦城	明毅有限公司	49.28	央企	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
600657.SH	信达地产	信达投资有限公司	54.45	央企	中华人民共和国财政部	中央国家机关
000736.SZ	中交地产	中交房地产集团有限公司	52.3194	央企	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
600094.SH	大名城	名城控股集团有限公司	9.52	外资企业	俞培悌	境外
000042.SZ	中洲控股	深圳中洲集团有限公司	52.63	外资企业	黄光苗	境外
0754.HK	合生创展集团	新达置业有限公司	53.75	民营企业	朱孟依	个人
9993.HK	金辉控股	启辉有限公司	84.05	民营企业	林定强	个人
3990.HK	美的置业	美的发展控股(BVI)有限公司	73.43	民营企业	卢德燕	个人
1813.HK	合景泰富集团	晋得顾问有限公司	40.81	民营企业	孔健岷	个人
000517.SZ	荣安地产	荣安集团股份有限公司	47.93	民营企业	王从玮,王久芳	个人
600077.SH	宋都股份	浙江宋都控股有限公司	29.04	民营企业	俞建午	个人
000926.SZ	福星股份	福星集团控股有限公司	24.64	集体企业	湖北省汉川市钢丝绳厂	集体企业
0535.HK	金地商置	润安有限公司	40.16	公众企业	/	/
600185.SH	格力地产	珠海投资控股有限公司	44.90	地方国企	珠海市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委
000402.SZ	金融街	北京金融街投资(集团)有限公司	31.14	地方国企	北京市西城区人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委
600376.SH	首开股份	北京首都开发控股(集团)有限公司	47.12	地方国企	北京市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委
600266.SH	城建发展	北京城建集团有限责任公司	41.86	地方国企	北京市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委
600649.SH	城投控股	上海城投(集团)有限公司	46.46	地方国企	上海市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委
000006.SZ	深振业 A	深圳市人民政府国有资产监督管理委员会	21.93	地方国企	深圳市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委
601588.SH	北辰实业	北京北辰实业集团有限责任公司	34.482	地方国企	北京市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委
600708.SH	光明地产	光明食品(集团)有限公司	35.22	地方国企	上海市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委
000965.SZ	天保基建	天津天保控股有限公司	51.45	地方国企	天津港保税区人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委
600743.SH	华远地产	北京市华远集团有限公司	46.40	地方国企	北京市西城区人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委
600665.SH	天地源	西安高新技术产业开发区房地产开发有限公司	57.52	地方国企	西安高新区国有资产监督管理委员会	地方国资委
600533.SH	栖霞建设	南京栖霞建设集团有限公司	34.37	地方国企	南京市栖霞区财政局	地方政府
000897.SZ	津滨发展	天津泰达建设集团有限公司	20.92	地方国企	天津市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委
600683.SH	京投发展	北京市基础设施投资有限公司	39.00	地方国企	北京市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委
600684.SH	珠江股份	广州珠江实业集团有限公司	31.10	地方国企	广州市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委

资料来源：wind, 申港证券研究所

## 2.3 安全性：关注房企财务安全

### 2.3.1 三道红线

作为高杠杆行业，规模的扩张同时也应关注经营安全，因此在聚焦拿地、销售，以及经营优势的端同时，同样需关注公司的整体财务稳定性；我们将从三道红线标准、债务结构、现金流、短期压力、融资能力5个维度，对房企财务稳定性进行观察比对。

30家中小房企中绿档7家，黄档7家，橙档11家，红档5家：

**绿档房企整体相对安全**，从负债安全性的角度来看，我们认为均可进一步关注公司未来表现，即便当前在土地市场或销售市场进一步表现，但负债水平安全意味着公司有足够的发展潜力，在市场确认触底，公司战略转向后，仍有进一步增长空间。

**红档房企负债水平较高**，短期偿债压力大，且依照三道红线要求，债务水平不可扩张，因此难以实现扩张，谨慎对待。

**橙/黄档房企**，我们认为应该基于踩线指标的类别、边际变化、企业自身属性并结合行业表现，具体情况具体讨论：

- ◆ **从指标来看**，我们认为在行业格局变动期，关注度优先级为现金短债比>净负债率>剔除预收款负债率，若短期资金无法覆盖到期债务则对房企稳定经营、市场信心均为造成影响，同时也会限制房企的经营发展，规模收缩是必然；净负债率及剔除预收款资产负债率则均为负债水平与结构指标，在保持适度拿地强度下，对企业短期经营冲击有限。
- ◆ **从房企属性来看**，对于央企或地方国企出身的房企来说，背靠国资委或地方政府，自身的真实违约风险可控，三道红线踩线对企业的真实安全性影响有限，但会限制与同属性绿档企业横向比较的发展速度；而民企若踩线且缺少股东的支持，则发展乃至安全性都会受影响。
- ◆ **从边际变动来看**，三项指标进一步下滑的橙档及以上房企，我们认为应谨慎，对于边际改善房企，应关注企业积极变化，毕竟过往的负债指标早已被市场定价完毕，在市场下行期仍能实现负债水平改善，本身便是边际上行的信号。
- ◆ **结合行业表现**，在市场下行期，在拿地、销售领先竞争同业，是公司经营竞争力强、管理层信心充足的体现，毕竟负债水平仅能从横向进行比对，但房企自身的资产质量、项目的盈利能力、大股东给予的支持以及企业的战略导向均无法在此体现。

综上，30家中小房企进行关注点的排列组合，筛选值得关注的标的次序如下：

- ◆ 绿档（负债安全）、央企或地方国企（股东背景强）、行业扩张（行业表现积极，有规模扩张机遇）：中海宏洋。
- ◆ 黄档且现金短债比达标（负债基本稳定）、央企或地方国企（股东背景强）、行业扩张（行业表现积极，有规模扩张机遇）、边际改善（经营改善）：信达股份、天保基建、福星股份、大悦城。

- ◆ 绿档（负债安全）、销售无显著下行且仍有拿地动作（经营稳定、短期战略保守、有扩张潜力）：华远地产、深振业A、大名城、金地商置。
- ◆ 绿档、民企/其他、保持平稳：金地商置、美的置业。
- ◆ 橙档且不踩线现金短债比或黄档但踩线现金短债比、央企或地方国企、行业扩张、边际改善：天地源、栖霞股份、首开股份、城建发展、保利置业。

表5：30家房中小房企公司三道红线

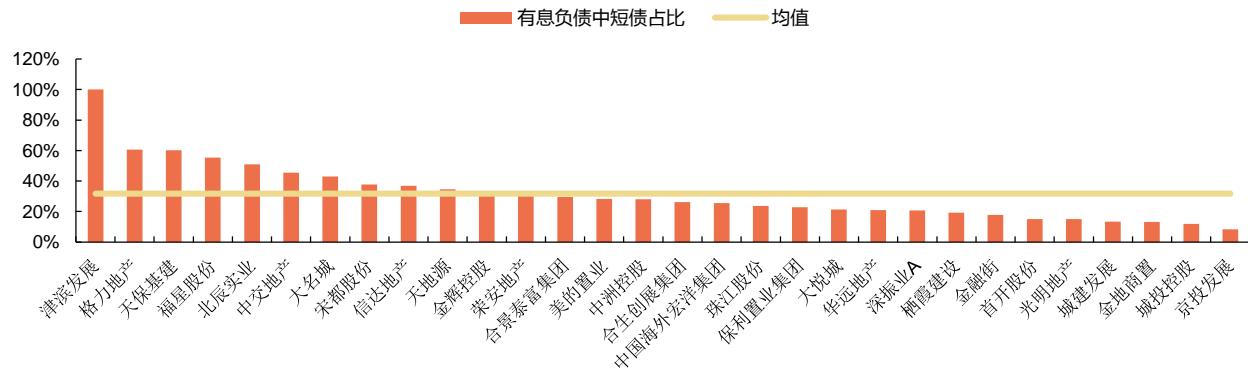
证券代码	证券简称	剔除预收款的资产负债率(%)			净负债率(%)			现金短债比			踩线数	改善	下滑
		22A	21A	变动	22A	21A	变动	22	21A	变动			
600665.SH	大名城	46.7	55.9	-9.2	22.6	21.6	1.1	1.1	4.2	-3.2	0	1	2
600533.SH	美的置业	69.7	73.6	-3.9	53.0	62.8	-9.9	1.6	1.7	-0.1	0	2	1
0754.HK	金地商置	68.6	68.1	0.5	67.9	12.4	55.5	1.9	1.8	0.1	0	1	2
000926.SZ	中国海外宏洋集团	68.7	69.4	-0.7	75.3	70.9	4.4	1.6	1.6	0.0	0	2	1
600684.SH	津滨发展	46.8	42.2	4.7	-54.0	-42.6	-11.4	13.3	9.1	4.2	0	2	1
0119.HK	荣安地产	68.9	70.4	-1.5	25.1	50.4	-25.3	2.4	1.7	0.7	0	3	0
1813.HK	深振业A	61.6	62.3	-0.6	48.8	68.2	-19.4	2.6	1.4	1.2	0	3	0
600094.SH	金辉控股	65.2	68.5	-3.3	93.9	110.6	-16.8	0.4	0.7	-0.3	1	2	1
000031.SZ	信达地产	69.0	66.3	2.6	86.8	93.5	-6.7	1.0	1.3	-0.4	1	1	2
600657.SH	宋都股份	90.9	80.8	10.1	-7.6	52.3	-59.9	2.7	3.5	-0.7	1	1	2
600266.SH	合生创展集团	61.2	63.2	-2.0	86.8	81.3	5.5	0.5	0.9	-0.4	1	1	2
000402.SZ	天保基建	53.5	52.6	0.9	43.5	44.6	-1.2	0.4	0.2	0.1	1	2	1
600708.SH	福星股份	59.4	64.1	-4.7	37.6	59.7	-22.0	0.7	0.7	0.0	1	2	1
600185.SH	大悦城	74.1	70.3	3.8	81.4	83.7	-2.3	2.3	1.4	0.9	1	2	1
3990.HK	华远地产	79.5	73.4	6.0	131.2	97.3	33.9	2.0	1.2	0.8	2	1	2
0535.HK	光明地产	80.8	78.4	2.4	210.1	185.6	24.5	1.6	0.5	1.1	2	1	2
0081.HK	珠江股份	93.0	85.7	7.3	409.7	170.8	238.9	1.1	2.0	-0.9	2	0	3
000897.SZ	京投发展	75.6	68.5	7.0	195.4	105.3	90.1	1.9	2.6	-0.7	2	0	3
000517.SZ	天地源	81.8	83.0	-1.2	145.0	185.1	-40.1	1.2	1.1	0.1	2	3	0
000006.SZ	城投控股	69.4	64.8	4.5	166.8	123.0	43.8	0.7	0.3	0.4	2	1	2
9993.HK	栖霞建设	73.5	72.0	1.4	155.3	137.2	18.0	1.1	0.9	0.2	2	1	2
601588.SH	首开股份	71.0	74.2	-3.2	147.0	144.0	3.0	1.1	1.5	-0.3	2	1	2
600743.SH	城建发展	75.4	76.6	-1.2	113.2	133.8	-20.6	2.3	1.3	1.0	2	3	0
000965.SZ	保利置业集团	75.1	74.4	0.7	117.4	110.8	6.6	1.7	1.4	0.3	2	1	2
000736.SZ	金融街	70.4	71.7	-1.3	145.6	146.7	-1.1	1.2	1.4	-0.2	2	2	1
600077.SH	北辰实业	71.7	71.3	0.4	170.6	159.9	10.6	0.5	0.5	-0.1	3	0	3
600683.SH	格力地产	77.6	71.0	6.6	243.8	181.0	62.8	0.2	0.2	0.0	3	0	3
600376.SH	合景泰富集团	79.9	74.3	5.6	161.8	115.6	46.2	0.5	0.4	0.1	3	1	2
600649.SH	中交地产	82.6	82.0	0.6	171.9	226.6	-54.8	0.5	0.7	-0.1	3	1	2
000042.SZ	中洲控股	73.4	75.1	-1.7	147.8	158.5	-10.7	0.3	1.9	-1.7	3	2	1

资料来源：wind，公司公告，申港证券研究所，为确保横向可比数据为财报计算值，与公告口径存在差异，剔除预收款资产负债率=(总负债-合同负债-预收账款)/(总资产-合同负债-预收账款)，净负债率=(总负债-货币资金)/所有者权益，现金短债比=货币资金/(短期借款+一年内到期的非流动负债)

### 2.3.2 债务结构

从债务期限结构来看，短期有息债务占比高，则意味着近期集中偿债压力大，进而会影响企业的经营稳定，以及把握本轮规模扩张机会的能力；统计30家房企平均水平为31.6%，11家房企未能达标。

图25: 30家中小房企短期有息负债占比



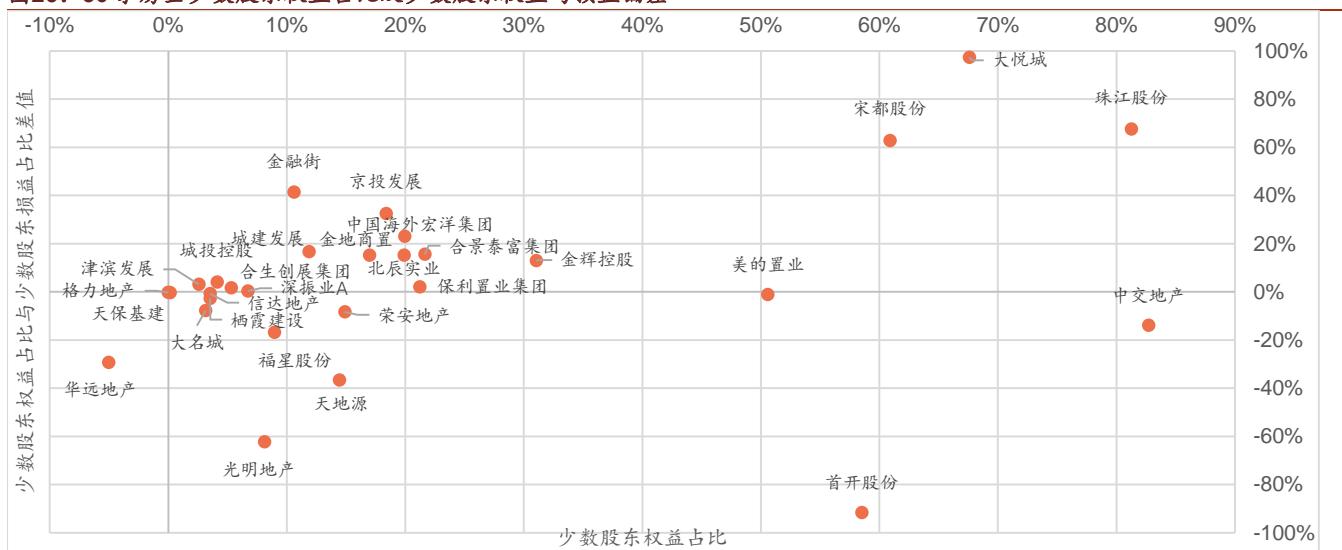
资料来源: wind, 公司公告, 申港证券研究所

其他隐性负债是对房企经营产生影响的另一个因素，包含明股实债、联合营公司负债、应付款等类别。尽管我们很难精确计算隐性负债规模，但通过相关财务指标计算，可以大致了解哪些房企的隐性负债规模较大，将对房企的负债水平产生影响。

**明股实债:** 多为金融机构股权形式向项目注资，但最终收取固定财务利息并收回本金退出，形成“明股实债”，一般财务成本显著高于开发贷及债券融资，因此对房企财务稳定有较大影响。由于其股权不享受分红，因此若有较大规模的明股实债，少数股东权益对总权益占比与少数股东损益对净利润占比将产生较大偏差。

使用少数股东权益占比对少数股东损益对净利润占比差值，识别潜在明股实债比例较高的房企。30家中小房企少数股东权益占比均值22%，10家房企高于均值，少数股东权益占比与少数股东损益对净利润占比的差均值4%，正负偏差水平较大的房企包括中洲控股、大悦城、珠江股份、宋都股份、首开股份、光明地产等。

图26: 30家房企少数股东权益占比及少数股东权益与损益偏差



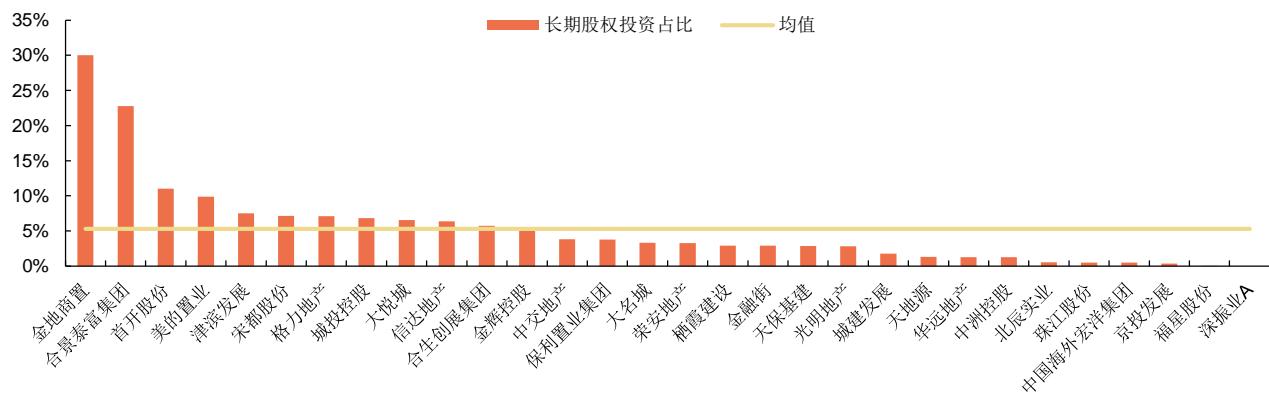
资料来源: wind, 公司公告, 申港证券研究所, 中洲控股差额为700%以上较大已剔除

**联合营公司负债:** 房企多有合作开发项目，对于股权占比51%以上子公司将并表，而联合营企业则体现为长期股权投资，其负债并不体现在公司财报中，即表外隐

性负债；由于地产开发多数为使用银行贷款开发，长期股权投资对总资产占比比较高则势必提升公司负债规模。

计算长期股权投资对总资产占比，可估算未并表联合营公司相对规模，进而大致评估来自联合营公司表外负债水平。30家中小房企长期股权投资对总资产占比均值5.3%，11家房企高于均值，其中金地商置、合景泰富、首开股份、美的置业长期股权投资占比比较高。

图27：30家房企长期股权投资对总资产占比



资料来源：wind，公司公告，申港证券研究所

**对上下游占款：**由于开发商在房地产产业内有较强话语权，对工程、材料、市场营销等上下游供应商形成占款，由于应付账款并不计息，可改善公司的负债结构，较高的占款水平反而体现了公司的主导能力。但应付款本质仍为公司债务，若公司自身负债水平较高，资金紧张，应付款进一步弱化公司财务稳定性，同时也将影响公司正常经营生产。

通过计算应付账款对总资产占比，估算对上下游占款规模。30家房企均值为16.2%，12家房企高于均值；对于其中自身负债水平本就位于高位的红档、橙档或现金短债比不达标房企，应关注过高的应付账款规模，如珠江股份、合景泰富、中洲控股、光明地产。

图28：30家房企应付账款对总资产占比

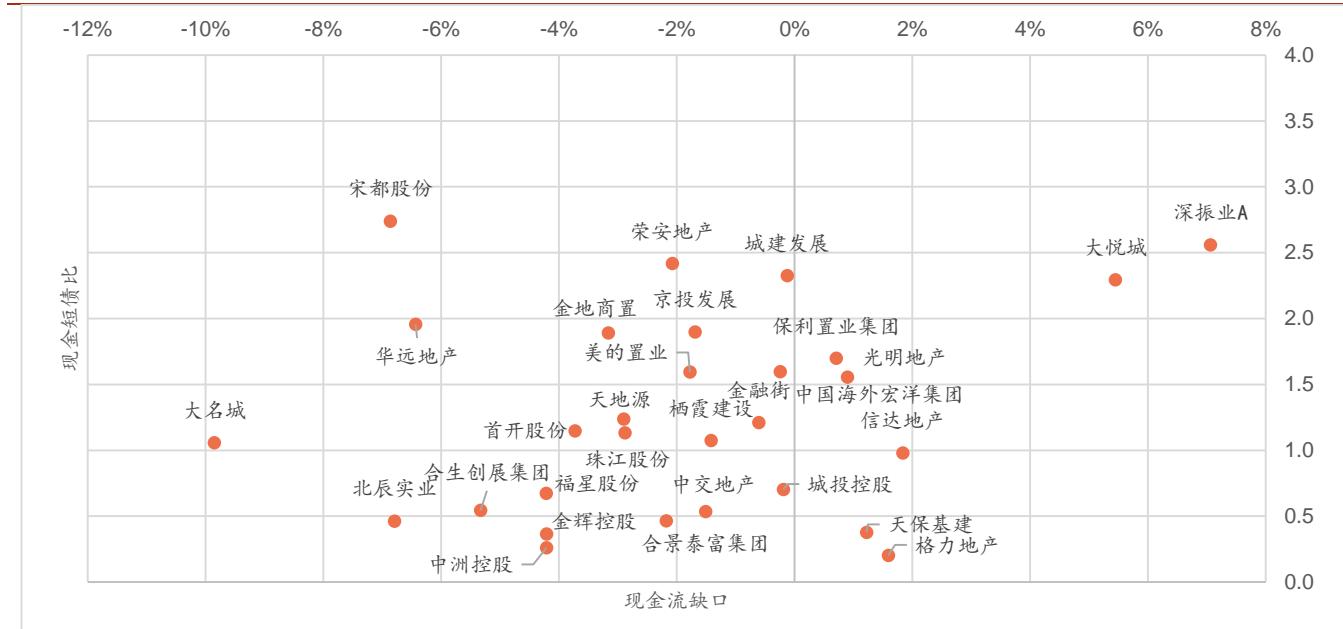


资料来源：wind，公司公告，申港证券研究所

### 2.3.3 现金流

在负债水平基础上补充现金流指标，观察房企现金流稳定性。通过交叉比较现金短债比与现金流缺口率（现金流净额/总资产），可以进一步明确房企短期偿债压力；现金流持续流出，叠加短期偿债期来临，而在手现金不足，将对房企短期资金支出造成压力，导致无法进行规模扩张，此类组合即现金短债比不足 1，且现金流缺口率低于均值-1.7%，包括北辰实业、中洲控股、福星股份等。

图29：30家房企现金流缺口率与现金短债比



资料来源：wind，公司公告，申港证券研究所

## 2.4 经营能力：聚焦货值结构与盈利能力

### 2.4.1 货值结构

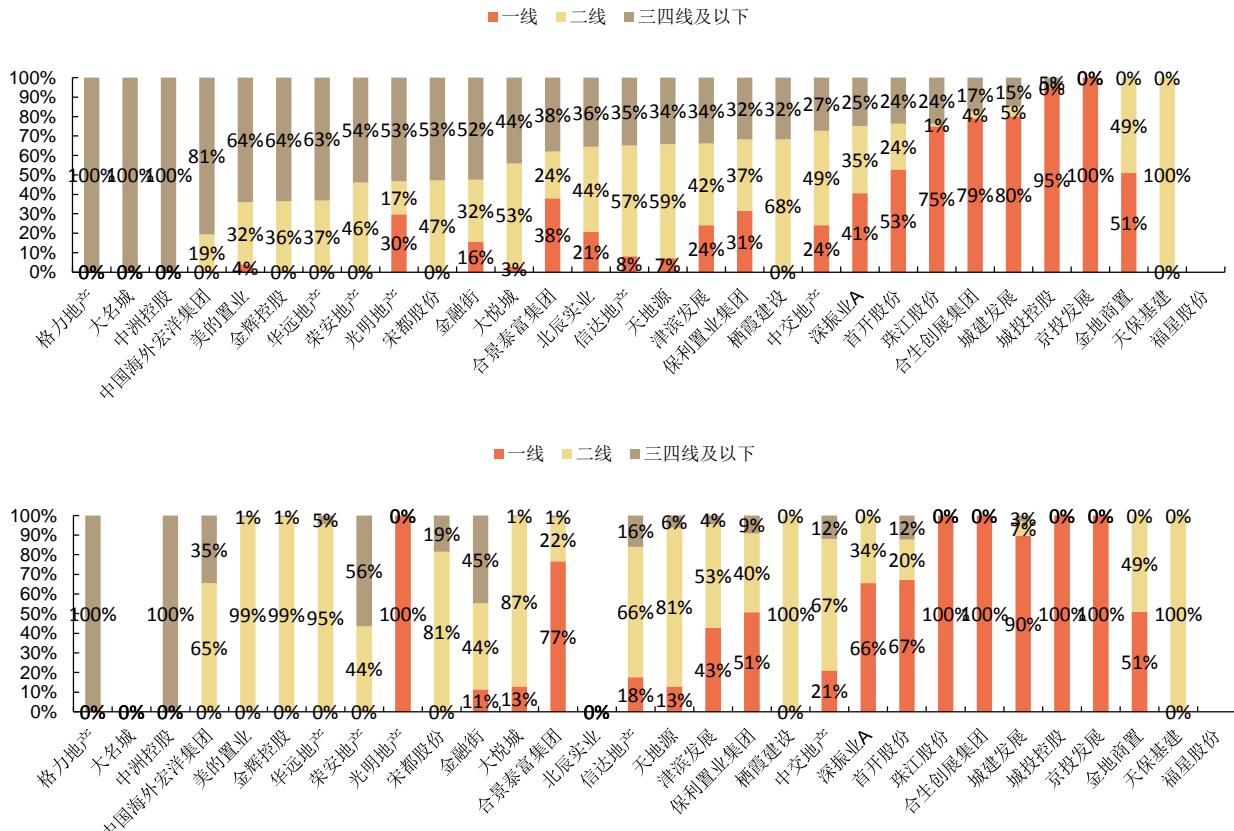
由于本轮周期城市间分化显著，因此货值结构对房企经营将产生深远影响。聚焦于核心城市的优质货值可以更快去化，并且保持一定水平盈利空间，为房企实现资金回笼并产生利润，同时快速转入下一轮拿地销售的生产周期，而低能级城市的货值易折价销售造成利润缩水，且去化困难增加财务成本，回笼资金缓慢，错过拿地窗口期。

我们统计 2019 年至 2023 年一季度，房企在公开市场拿地数据，进而对房企近年的货值结构进行梳理，由于高周转策略被普遍运营，房企主力在售货值多以 3 年内获取土地为主，但实际滞销项目取地时间可达 5 年以上，因此我们从 2019-2023、2021-2023 两个时间段观察房企取地情况变化，进而了解各家房企主力货值分布，以及拿地策略变化：

- 整体来看：房企普遍减仓三四线，近 3 年拿地中一二线占比显著高于近 5 年。
- 货值能级最强：取地一线占比 80% 以上，京投发展、城投控股、城建发展。
- 货值能级强：一二线占比 80% 以上，天保基建、金地商置、合生创展、珠江股份。
- 货值能级较强：一二线占比 60% 以上，珠江股份、首开股份、深振业等 11 家。

- ◆ 货值能级不佳：三线及以下占比 60%以上，格力地产、大名城、中洲控股、中海宏洋、美的置业、金汇控股、华远地产。
- ◆ 对于取地货值结构作城市能级横向比对，但并不能完全反应货值质量：一方面三四线核心区位项目具备一定去化能力，而部分一二线城市地块获取成本过高或位于外围板块，盈利和去化能力甚至弱于部分三四线优质项目；此外取地结构仅代表历史，仅作筛选比照，具体仍需结构公司实际货值情况分析。

图30：2019-2023Q1 及 2021-2023Q130 家房企公开拿地成交总价结构



资料来源：克而瑞，申港证券研究所

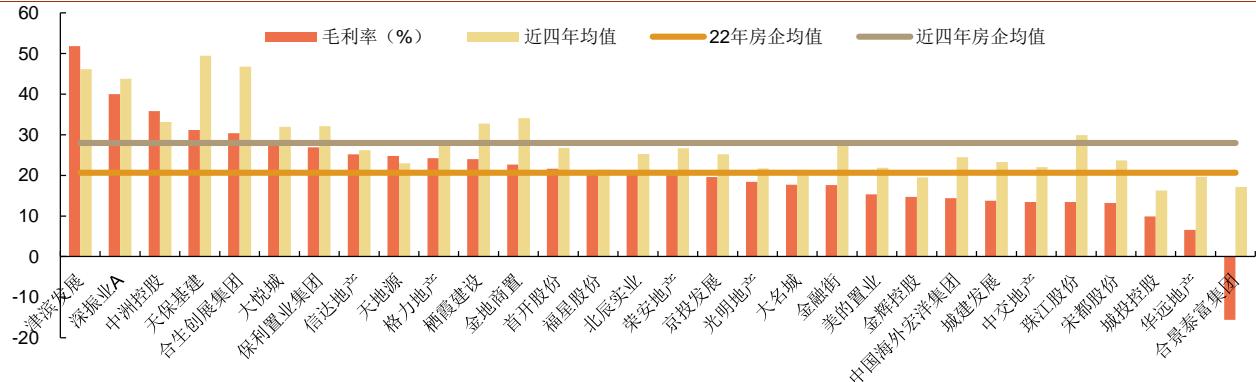
#### 2.4.2 盈利能力

盈利能力是公司经营核心，尤其在市场下行期，没有盈利的销售规模，只会在杠杆作用下增加负担。通过观察最新房企毛利率、净利润率及 ROE 评估近期盈利能力，同时观察近四年均值，观察经营稳定性，并评估近期边际变化，对于盈利能力持续落后或近期大幅下行房企要予以规避：

- ◆ 毛利率：均值 20.67%，多数房企 2022 年下行，领先均值且近期提升房企包括津滨发展、中洲控股、天地源，显著落后均值且下行房企包括中海宏洋、城建发展、珠江股份、城投控股、华远地产、合景泰富。
- ◆ 净利润率：均值 3.01%（剔除极端负值），30 家房企中仅津滨发展 2022 年为提升，天地源基本持平，其余均下行。
- ◆ ROE：均值 2.47%（剔除极端负值），房企的杠杆水平与盈利能力多数下降背景下，ROE 均下行，领先房企包括津滨发展、中海宏洋、金地商置、荣安地产、合生创展、天地源等。

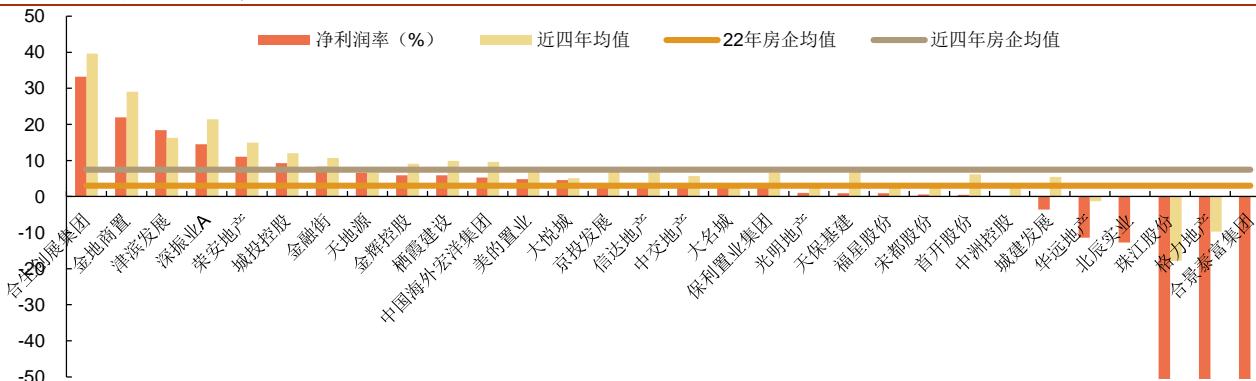
◆ 特别说明：由于房企可对财务报表内投资性地产等利润相关科目调节，存在盈利能力大幅高于均值情况，需对具体房企具体分析，横向比选仅作整体把控。

图31：30家房企毛利率（%）



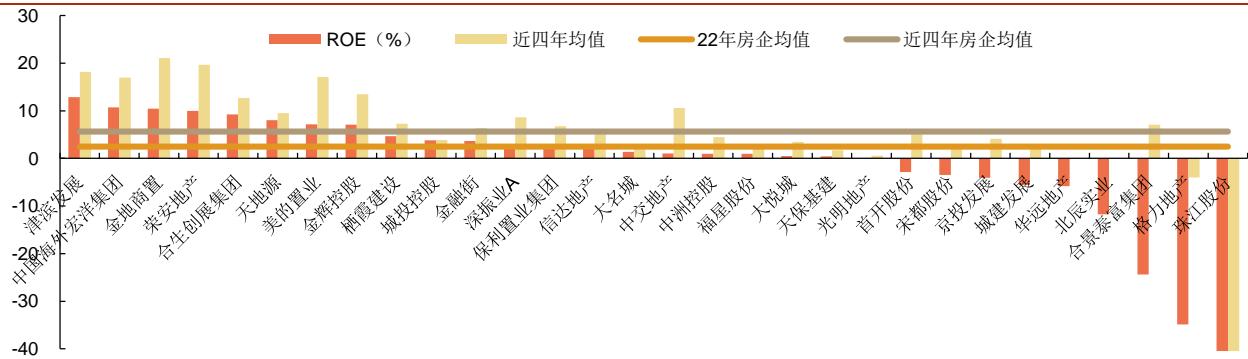
资料来源：wind，公司公告，申港证券研究所

图32：30家房企净利润率（%）



资料来源：wind，公司公告，申港证券研究所

图33：30家房企ROE（%）



资料来源：wind，公司公告，申港证券研究所

### 2.4.3 管理水平

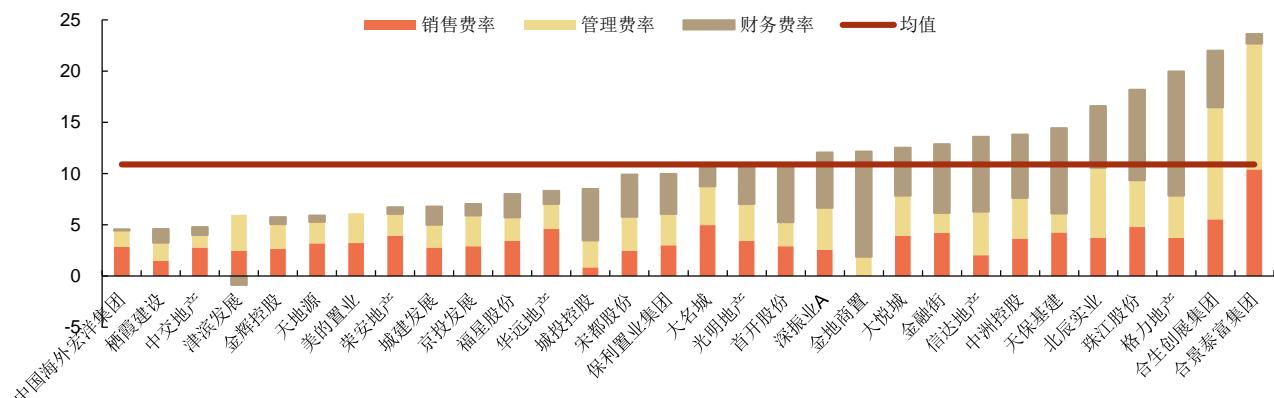
使用三费费率评估房企的管理水平。拿地后土地成本确认，项目大致盈利能力确定，但管理团队的业务能力仍能通过营销、管理费用，影响项目盈利能力，同时对客户和产品的深刻认识，也将对项目达成量价造成影响；我们使用三费费率对房企的管理水平、团队能力衡量。

整体来看，房企间的经营效率差异较大。30家房企三费费率均值 10.9%，少部分

房企三费费率合计不足 6%，而部分房企费率高达 15%以上，二者相差近 10 个百分点，相较于近期部分房企毛利率 10%-20%的当下，企业经营杠杆对房企盈利水平有着重要作用。

具体来看三费费率合计 6%以下房企 6 家，分别为中海宏洋、栖霞建设、中交地产、津滨发展、金辉控股、天地源；10%以下房企包括美的置业、荣安地产、城建发展、京投发展等 9 家；三费费率在 15%以上房企 5 家，包括合景泰富、合生创展、格力地产等。

图34：30家房企三费费率（%）



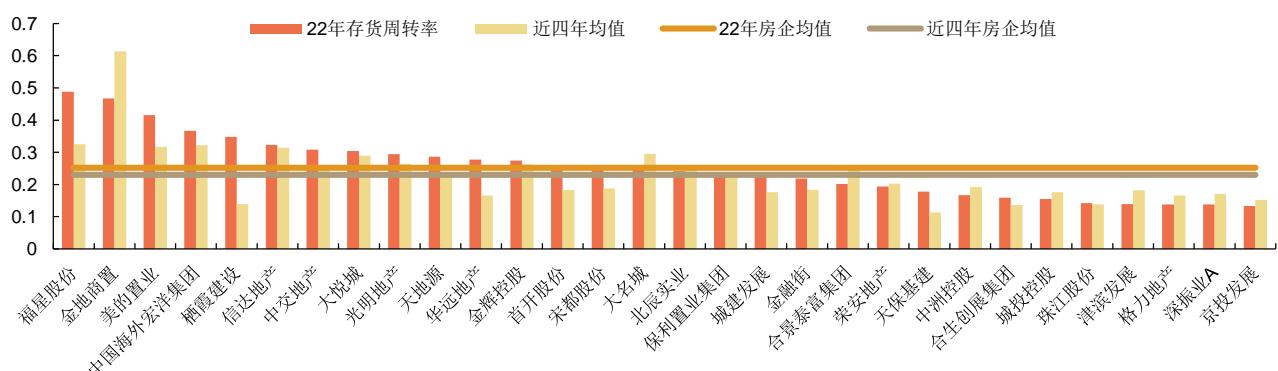
资料来源：wind，公司公告，申港证券研究所

#### 2.4.4 周转效率

使用存货周转率衡量房企的周转速度，即拿地后存货转化为营收的效率，通过提升周转速度可有效提升资金的使用效率，同时也降低高杠杆下的财务成本以及滞重风险。

进入 2022 年房企周转效率有小幅提升，主要体现了近期高周转策略的效果在逐步显现，早起销售预售账款在向营收转化，22 年均值为 0.25，约 4 年时间完成土地成本向营收转化。其中福星股份、金地商置、美的置业、中海宏洋等周转率较高。

图35：30家房企存货周转率



资料来源：wind，公司公告，申港证券研究所

## 2.5 综合评估

基于上述从销售拿地变动、安全性、经营能力三个维度的综合比较，我们搭建了各项指标比选框架，将相关指标简化为 10 个分项，简化指标评估，方便我们对房企形成横向比对：

- ◆ **指标设置：**拿地强度（参考拿地强度与拿地同比变动）、销售同比变动、公司属性、市值规模、三道红线、债务结构（短期债务比、隐性负债）、货值结构、盈利能力（毛利率、净利润率、ROE）、经营效率（三费费率、存货周转率）。
- ◆ **打分标准：**1-4 分制，表示相关指标由弱到强，各组具体打分整体参照四分位分组，如三道红线等个别指标会结合客观水平调整标准，含多项指标取均值计分。
- ◆ **权重设置：**考虑中小房企的机遇主要来源于行业格局变化，能否把握机遇扩张规模，且销售拿地变动本就是阶段经营成果的综合体现，对行业经营变动总赋权 35%，其中拿地 20%，销售 15%；公司属性权重 15%；市值大小与市场风格及公司的成长逻辑相关，不赋权仅作参考；安全性总权重 20%，其中三道红线 10%，负债结构 5%，现金流 5%；经营基本面总权重 30%，其中货值结构 15%，盈利能力 10%，经营效率 5%。

从整体结果来看，城市分化后货值结构对公司经营的影响深远。近 5 年获取土地偏重三四线房企普遍表现为拿地销售弱、经营效率不佳、且多为民企，而近年取地一二线占比较高房企，多数为国央企，能保持一定拿地强度，销售下滑幅度小，整体经营效率及盈利能力领先。

从具体房企来看，打分结果如下：

- ◆ 前十房企分别为深振业 A、天保基建、城建发展、栖霞建设、保利置业、大悦城、天地源、津滨发展、城投控股、金地商置；
- ◆ 基于行业未来的发展以及行情机遇，在整体打分靠前，企业经营基本面相对良好基础上，我们认为应该在几个维度基于额外关注：①拿地销售的规模变动带来的格局变化；②公司属性带来的资源优势；③货值结构及是否拥有市场健康、经营成熟的深耕区域，为公司塑造护城河；④警惕短期偿债压力及个体风险。
- ◆ 基于以上评分及重点关注分项，我们首要关注天地源、保利置业、城建发展，具备一定拿地强度、销售表现良好、具备央企或地方国企、具备深耕区域或货值结构聚焦核心城市的中小房企。

表6：30家房企横向比较评分

房企	拿地强度	销售变动	公司属性	市值大小	三道红线	债务结构	现金流	货值结构	盈利能力	经营效率	打分
权重	20%	15%	15%	0%	10%	5%	5%	15%	10%	5%	100%
深振业A	1.5	4.0	3.0	2.0	3.7	3.5	4.0	4.0	3.7	1.5	3.13
天保基建	4.0	2.0	3.0	1.0	2.7	2.8	4.0	4.0	2.7	2.0	3.12
城建发展	3.0	4.0	3.0	3.0	2.7	3.3	3.0	4.0	1.0	3.0	3.08
栖霞建设	3.5	3.0	3.0	1.0	2.0	3.5	3.0	3.0	3.0	4.0	3.08
保利置业集团	2.5	3.0	4.0	2.0	2.7	3.0	4.0	3.0	3.0	3.0	3.07
大悦城	2.5	3.0	4.0	4.0	3.0	1.8	4.0	2.0	3.0	3.0	2.89
天地源	2.5	3.0	3.0	1.0	2.3	2.0	2.0	3.0	3.7	3.5	2.83
津滨发展	1.0	3.0	3.0	1.0	4.0	2.3	4.0	3.0	4.0	2.5	2.79
城投控股	2.5	1.0	3.0	3.0	3.0	3.5	3.0	4.0	2.7	2.5	2.72
金地商置	1.0	3.0	2.0	2.0	3.7	2.8	2.0	4.0	3.7	3.0	2.67
信达地产	1.5	2.0	4.0	3.0	2.7	2.8	4.0	3.0	3.3	1.5	2.66
首开股份	1.5	3.0	3.0	3.0	2.3	2.3	2.0	4.0	2.0	2.5	2.57
中国海外宏洋集团	2.0	2.0	4.0	3.0	3.3	3.3	3.0	1.0	2.7	4.0	2.56
中交地产	2.0	2.0	4.0	3.0	1.7	2.5	3.0	3.0	1.7	4.0	2.56
珠江股份	1.0	4.0	3.0	1.0	2.0	2.3	2.0	4.0	1.0	1.0	2.41
格力地产	3.5	2.0	3.0	4.0	1.3	2.3	4.0	1.0	1.7	1.0	2.26
合生创展集团	1.0	2.0	1.0	4.0	3.3	3.0	1.0	4.0	4.0	1.5	2.26
京投发展	1.0	1.0	3.0	1.0	2.3	4.0	2.0	4.0	2.0	2.0	2.23
金融街	1.0	3.0	3.0	4.0	2.3	3.3	3.0	1.0	3.0	2.5	2.22
福星股份	1.0	3.0	2.0	1.0	3.0	3.0	1.0	1.0	2.3	3.5	2.01
北辰实业	1.0	2.0	3.0	2.0	1.3	3.0	1.0	3.0	1.7	2.0	2.00
大名城	1.5	2.0	2.0	2.0	3.7	3.3	1.0	1.0	2.0	2.5	1.95
华远地产	1.0	3.0	3.0	1.0	2.7	2.8	1.0	1.0	1.0	3.0	1.95
荣安地产	1.0	2.0	1.0	2.0	3.7	3.0	2.0	1.0	3.7	2.5	1.91
美的置业	1.0	2.0	1.0	3.0	3.7	2.3	2.0	1.0	3.0	3.5	1.85
光明地产	1.0	1.0	3.0	2.0	2.3	2.3	4.0	1.0	2.0	2.5	1.82
金辉控股	1.0	2.0	1.0	4.0	2.3	2.8	1.0	1.0	2.7	3.5	1.66
中洲控股	1.0	2.0	2.0	2.0	1.7	2.3	1.0	1.0	2.7	2.0	1.65
合景泰富集团	1.0	2.0	1.0	1.0	1.3	2.3	2.0	3.0	1.0	2.0	1.65
宋都股份	1.0	1.0	1.0	1.0	3.3	1.3	1.0	1.0	1.3	3.0	1.38

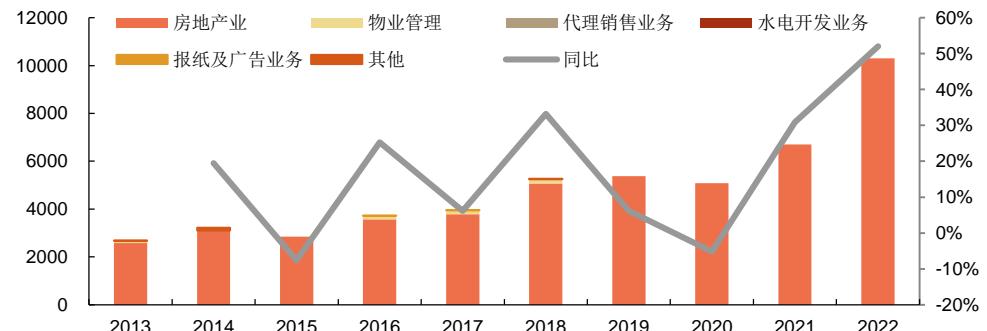
资料来源：wind, 公司公告, 克而瑞, 申港证券研究所

### 3. 重点关注公司

#### 3.1 天地源：西安深耕国企 聚焦地产主业 均好性佳小市值弹性足

天地源是西安高科集团控股子公司，股权占比 57.52%，股权穿透后实控人为西安高新区管委会，属地方国企，公司成立于 1992 年，并于 2003 年重组上市，是西安唯一上市房企平台；公司业务聚焦精品住宅开发，同时以智慧服务、文旅、产业、商业地产为成长业务，另有精装修、智能化、房地产经纪为协同业务，科技为创新业务，形成“1+4+3+X”业务组合；在“1+3+N”的布局上，公司已进入京津冀、长三角、珠三角、西北 16 座城市，近期将聚焦优势区域，深耕西安、苏州等重点城市，积极需求发展机会。

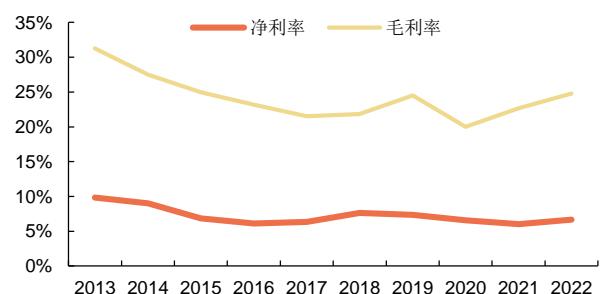
**2022 年公司营收同比稳步增长，市场下行期公司盈利能力仍保持稳定。**2022 年公司营收规模突破 100 亿，全年收入 105.5 亿元，同比增长 52%，主因为项目集中交付结算，净利润 7 亿，同比增长 67.4%，归母净利润 3.43 亿，同比增速-9.1%，二者出现背离，主因为合作项目结算后，少数股东损益增加；2022 年公司毛利率 24.8%，净利润率 6.6%，分别较 2021 年提升 2.1pct、0.6pct，市场下行期，公司盈利能力仍保持稳中有增。

**图36：天地源营业收入（百万元）及同比增速**


资料来源：wind, 公司公告, 申港证券研究所

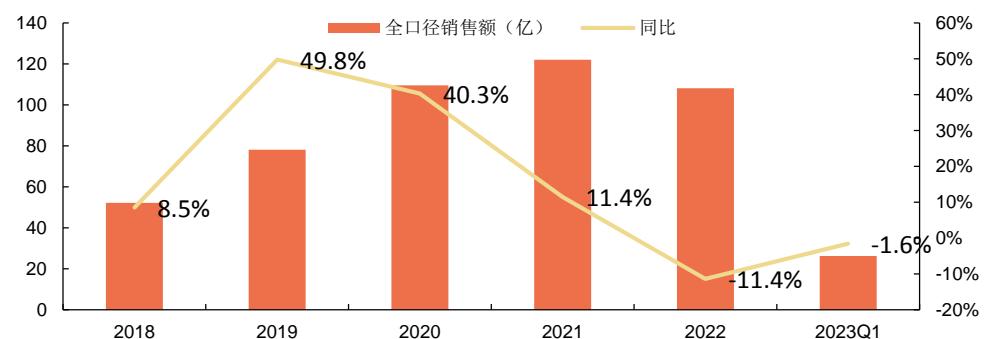
**图37：天地源净利润、归母净利润（百万元）及同比增速**


资料来源：wind, 公司公告, 申港证券研究所

**图38：天地源净利率及毛利率**


资料来源：wind, 公司公告, 申港证券研究所

受市场下行影响销售规模小幅下降，但行业站位逆势向上。2022 年公司全口径销售额 108.04 亿元，同比-11.4%，市场下行期公司销售规模未大幅下行，优于行业平均水平；2022 年一季度，公司销售额同比-1.6%，预计新获取项目在二季度入市，叠加深耕西安市场逐步复苏，销售同比增速将转正；横向比较，根据克而瑞销售排行榜，2022 年公司全口径销售额 96.8 亿元，排名 125 位，参照 2021 年全口径销售额约提升 30 位。

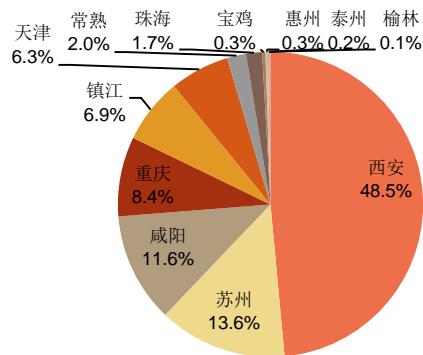
**图39：天地源全口径销售额及同比增速**


资料来源：wind, 公司公告, 申港证券研究所

公司聚焦地产主业，近期回归深耕城市，并保持较高拿地强度。2022 年公司权益拿地金额 32 亿，同比下降 40%，市场下行期公司收缩拿地规模，但横向比较拿地强度，相比公司 2022 年权益销售额 91.23 亿，当前公司拿地强度仍保持在 35%，好于大部分房企；此外公司表示将在 2022 年股东大会后一年内储备土地金额约 65 亿，为 2022 年全年一倍，2023 年一季度公司已获取 1 宗地块，权益土地出让金 13.32 亿；在土地市场的积极动作表明公司资金相对充裕，聚焦住宅开发业务且信心充足，且有望在行业格局变动期实现占位提升。

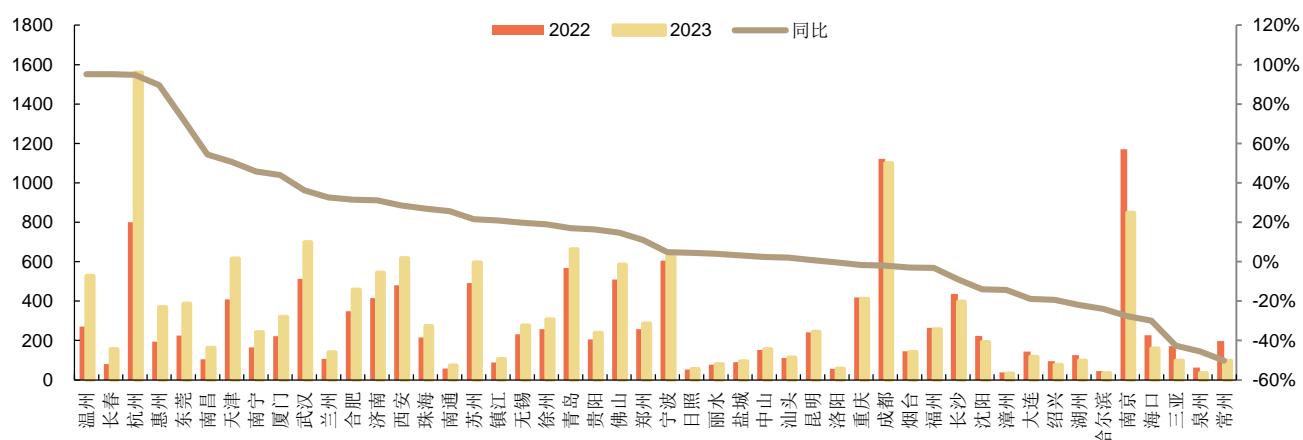
公司存货聚焦高能级城市，将更大受益于本轮的分化复苏，深耕区西安占比近50%，有利于形成区域优势。截止至4月中旬，公司深耕西安、苏州、镇江等地市场表现活跃，累计销售面积同比分别为28.5%、21.6%、20.9%，将有力支撑公司销售表现；随着近期公司导向回归优势区域，预计在西安的货值占比将进一步提升，从而提升公司在西安市占率，同时降低经营成本，提升品牌口碑及溢价能力。

图40：2022年底公司可售面积分布



资料来源：wind，公司公告，申港证券研究所

图41：截止至4月中旬二三线城市销售面积累计同比



资料来源：克而瑞，申港证券研究所

观察其他指标，我们可以对天地源形成综合画像：公司拿地相对积极，销售保持平稳，均处于行业领先位置，这恰恰印合了行业格局变动的行情逻辑；公司货值聚焦高能级城市，经营效率与盈利能力突出，基本面稳健；公司负债水平与结构是相对弱项，剔除预收款资产负债率及净负债率踩线，应付账款偏高，但考虑到公司地方国企的背景，以及良好的经营表现及货值结构，安全性有保证；此外从市值角度观察，当前公司市值不足50亿，销售规模相对小，作为西安唯一上市国资房企，业务聚焦深耕区后成长空间更大，建议积极关注。

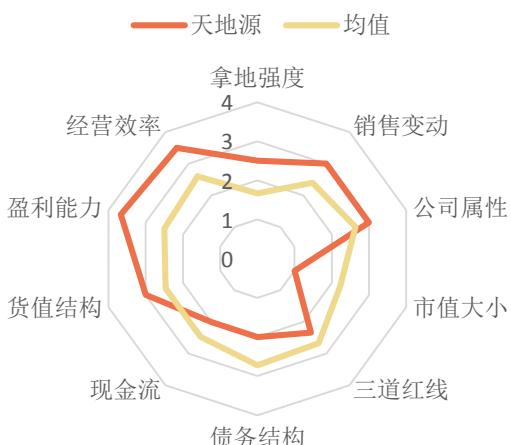
表7：天地源各项经营指标

房企	拿地强度	销售同比	拿地同比	公司属性	市值	一二线拿地占比	毛利率	净利润率	ROE
天地源	35%	-3%	-40%	地方国有企业	30-50亿	66%	24.8%	6.6%	8.0%
30房企均值	22%	-33%	-74%	/	/	58%	20.7%	-1.8%	-4.8%
房企	剔预收款资产	净负债率	现金短债比	短期负债占比	少数股东	长期股权占	应付账款占	现金流缺口率	三费费率

房企	拿地强度	销售同比	拿地同比	公司属性	市值	一二线拿地占比	毛利率	净利润率	ROE
	负债率 (%)	(%)			偏差	比	比		
天地源	81.82	145.01	1.24	35%	37%	1.3%	20.4%	-2.9%	5.9%
30 房企均值	71.16	116.45	1.68	31.6%	24%	5.3%	16.2%	-1.6%	10.9%

资料来源: wind, 公司公告, 克而瑞, 申港证券研究所

图42: 天地源综合评价



资料来源: wind, 公司公告, 克而瑞, 申港证券研究所

### 3.2 保利置业: 保利集团子公司 聚焦核心城市 央企发展潜力足

保利置业集是国资委下属央企中国保利集团海外上市平台, 央企背景为公司提供了强大的资源储备。公司主业聚焦房地产开发, 此外另有城市综合投资运营、酒店及物业管理、综合金融服务, 形成四大板块。2022 年公司已进入全国 13 个区域, 30 余座城市, 完成全国化布局。

2022 年公司营收同比增长, 盈利规模受汇率波动及减值影响大幅下降。2022 年公司营收 411.3 亿元, 同比增长 35.7%, 毛利润 110.8 亿元, 同比增长 10%, 归母净利润 10 亿, 同比增速-53.4%, 主要受汇率波动及存货减值影响; 2022 年公司毛利率 26.9%, 净利润率 2.5%, 分别较 2021 年下降 6.9pct、4.7pct。

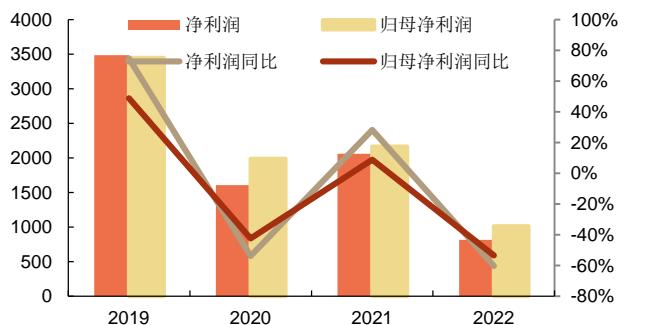
图43: 保利置业营业收入 (百万元) 及同比增速



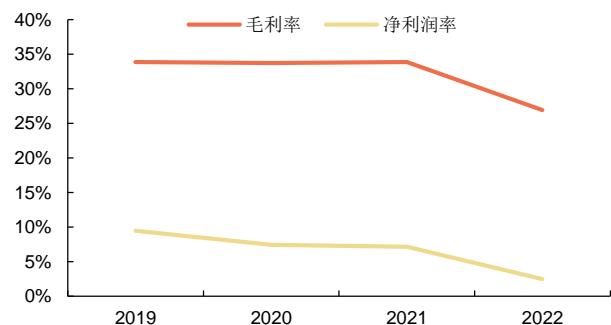
资料来源: wind, 公司公告, 申港证券研究所

图44: 保利置业净利润、归母净利润 (百万元) 及同比增速

图45: 保利置业毛利率及净利润率



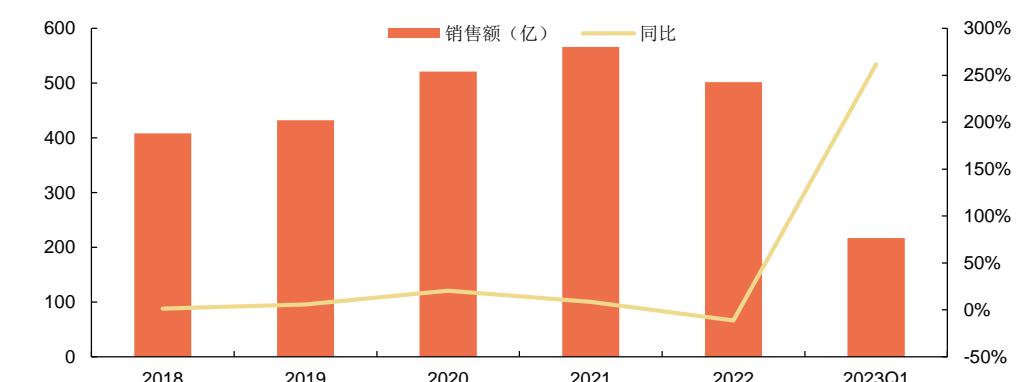
资料来源：wind, 公司公告, 申港证券研究所



资料来源：wind, 公司公告, 申港证券研究所

公司销售表现好于同行，行业占位提升，2023年一季度同比增速大幅提升。2022年公司全口径销售额502亿，同比减少11%，下行幅度好于行业平均水平，2022年克而瑞销售全口径排行榜40位，较2021年提升20位；2023年一季度公司合约销售额217亿，同比增长262%，克而瑞销售全口径排行榜18位，较去年同期提升54位。

图46：保利置业全口径销售额及同比增速



资料来源：wind, 公司公告, 申港证券研究所

拿地端保持积极，上海一批次土拍新获取1宗地块总价超70亿。根据公开招拍挂数据整理，公司2022年全口径拿地金额159亿，按全口径销售额计算，拿地强度仍有31.6%，好于多数房企；2023年4月，公司于上海一批次土拍联合建发于摇号阶段竞得一宗地块，土地出让金70.26亿，于一线城市获取大体量地块，将对公司一段时间销售起到良好支撑；此外作为保利集团子公司，在国央企规模扩张发力背景下，公司体量小，拿地规模提升后成长空间更大。

公司土储结构聚焦核心城市，率先受益于市场复苏。2021年公司一二线土储占比达83%，2022年一线城市土储占比22%提升2个pct，长三角和大湾区占比43%；从在建待建面积口径观察，一二线面积占比达74.3%，公司整体布局聚焦核心城市，将率先受益于一二线城市销售复苏。

**图47: 2022年底保利置业在建待建面积**


资料来源: wind, 公司公告, 申港证券研究所

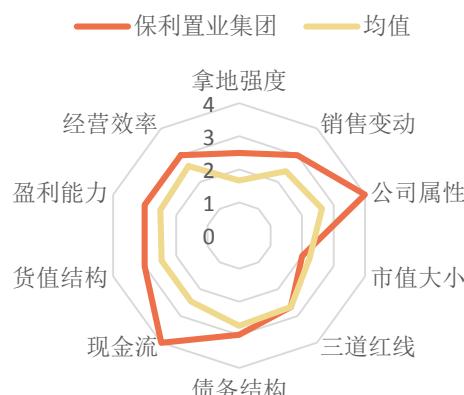
公司作为央企融资成本低, 融资通道顺畅, 为公司降低负债规模, 投资拿地提供有力支持。2022年公司平均融资成本4.27%, 下降26个基点, 年内获取100亿公司债券和50亿中期票据额度, 并完成60亿公司债券和20亿中期票据发行; 通畅的融资及低融资成本为保利置业改善负债结构, 降低负债规模, 参拍取地提供了资金支持。

**综合保利置业的各项指标来看:** 公司拿地保持一定强度, 销售边际改善显著, 业务层面表现活跃; 土储聚焦核心城市, 将充分受益于一二线城市修复; 从安全性来看, 公司负债水平偏高, 净负债率及剔除预收款资产负债率(计算值)均踩线, 但公司作为央企融资渠道顺畅, 且近期销售表现强劲, 现金流净流入, 在手资金充足, 风险较低; 经营效率和盈利能力偏低是公司的短板, 但从边际来看, 随着土地市场获取项目盈利空间改善, 预计公司盈利能力也将同步提高; 作为市值不足100亿中小规模央企, 或将在本轮格局变动中持续提升占位, 建议积极关注。

**表8: 保利置业各项经营指标**

房企	拿地强度	销售同比	拿地同比	公司属性	市值	一二线拿地占比	毛利率	净利润率	ROE
保利置业	31%	-21%	-54%	中央国有企业	50-100亿	68%	26.9%	2.5%	2.4%
30房企均值	23%	-33%	-74%	/	/	58%	20.7%	-1.8%	-4.8%
房企	剔预收款资产负债率(%)	净负债率(%)	现金短债比	短期负债占比	少数股东偏差	长期股权占比	应付账款占比	现金流缺口率	三费率周
保利置业	75.14	117.38	1.70	22.9%	2.1%	3.8%	18.0%	0.4%	10.0% 22.8%
30房企均值	71.16	116.45	1.68	31.6%	24.0%	5.3%	16.2%	-1.6%	10.9% 25.2%

资料来源: wind, 公司公告, 克而瑞, 申港证券研究所

**图48: 保利置业综合评价**


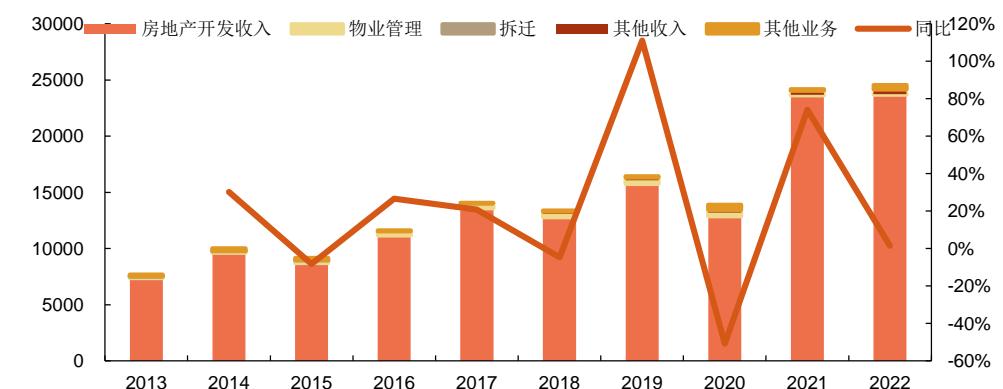
资料来源: wind, 公司公告, 克而瑞, 申港证券研究所

### 3.3 城建发展：背靠北京深耕区 优质储备丰富 经营迎改善

城建发展由北京城建集团持股 41.86%控股，穿透股权实控人为北京市国资委。公司成立于 1998 年，并于 1999 年完成上市。公司当前业务聚焦房地产开发主业，同时对外股权投资和商业地产经营协调发展。布局城市包括北京、天津、重庆、成都、南京、青岛等重点区域，其中北京作为公司深耕区域，常年销售占位位居北京 TOP10。

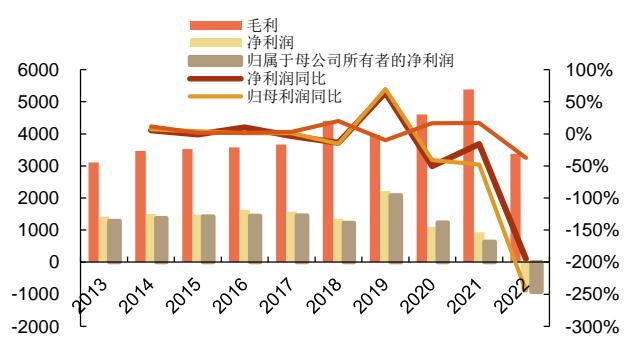
**2022 年公司营收同比略有增加，受多因素影响导致增速放缓，业绩亏损。**2022 年公司营收 245.6 亿元，同比增长 1.6%；毛利润 33.7 亿元，受行业盈利能力下行影响同比减少 37.3%，受多因素影响，净利润及归母净利润分别录得亏损 8.8 亿、9.3 亿，其中公司持有及子公司持有中科招商等金融资产股价下跌，导致公允价值变动及投资收益合计 -15.25 亿；2022 年公司毛利率 13.7%，净利润率 -3.6%，分别较 2021 年下降 7.4pct、8.5pct。边际来看，进入 2023 年销售市场回暖，结算项目质量改善，金融资产价格止跌多重因素改善下，预计公司有望扭亏。

图49：城建发展营业收入（百万元）及同比增速



资料来源：wind，公司公告，申港证券研究所

图50：净利润、归母净利润、毛利（百万元）及同比增速



资料来源：wind，公司公告，申港证券研究所

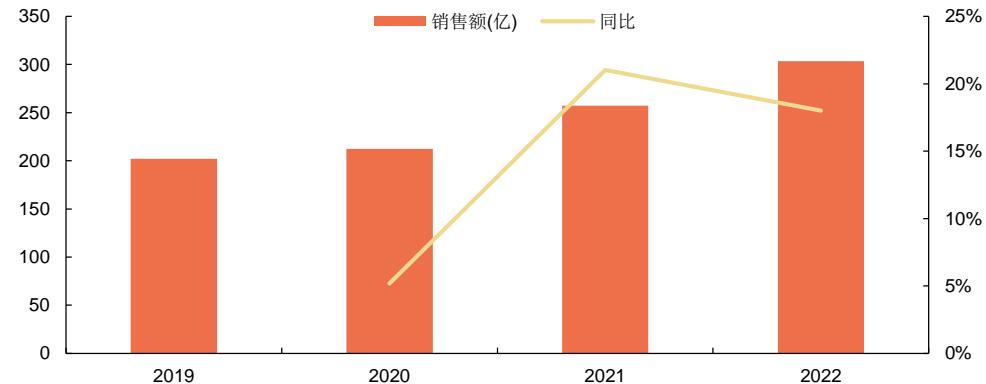
图51：城建发展毛利率及净利润率



资料来源：wind，公司公告，申港证券研究所

**2022 年公司销售规模逆势增长，行业站位持续提升。**2022 年公司实现全口径销售额 303.42 亿，逆势同比增长 18%；横向比较来看，2022 年公司克而瑞全口径销售额排行榜由 2021 年同期 64 位提升至 41 位，2023 年一季度由 66 位提升至 52 位，行业站位持续提升中。

图52：城建发展全口径销售额及同比增速

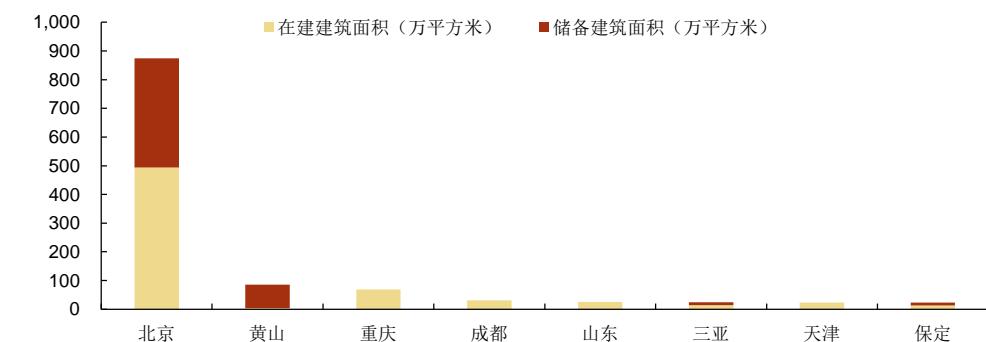


资料来源: wind, 公司公告, 申港证券研究所

保持积极拿地，充分把握土地市场窗口期，低溢价获取多宗地块，将有助于公司盈利水平改善。根据公开数据整理，公司2022年全口径拿地金额137亿，全口径拿地强度45%，参照第三方机构的权益拿地金额、权益销售额排行榜，计算公司权益口径拿地强度仍有31%，好于多数房企，公司保持拿地积极；此外从具体拿地明细来看，公司取地聚焦北京，4宗地块底价获取，1宗低溢价获取，为项目预留盈利空间。

公司深度聚焦北京，在建与储备面积合并口径占比达75.5%，将受益于北京商品房市场复苏。公司年报披露，2022年底公司在北京在建及储备待建建筑面积合计837.8万平方米，总建筑面积1157.2万平方米，占比达75.5%，预计公司销售将受北京市场转暖带动，跑赢行业。

图53: 城建发展土储结构

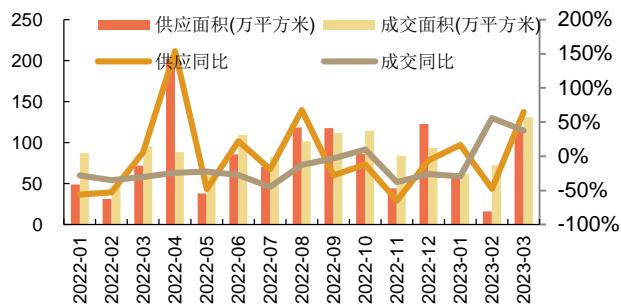


资料来源: wind, 公司公告, 申港证券研究所

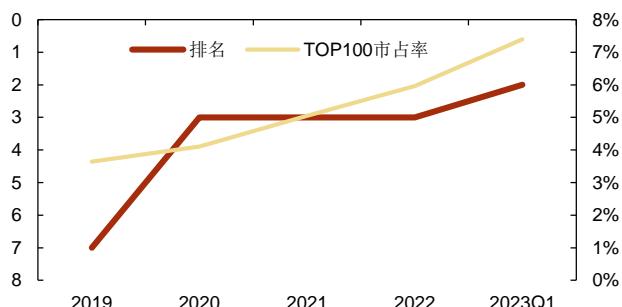
北京市场复苏强劲，公司在北京销售站位稳定在TOP3，且市占率稳步上升，多个热销项目近期入市，对助力销售业绩增长。2023年北京市场销售复苏势头强劲，2023年3月单月销售面积同比增长65%，市场热度较高；公司在北京市场常年占据销售规模TOP3位置，且市占率逐年提升，有较强的市场影响力；进入2023年公司有多个项目待入市，4月20日和光煦境开盘，去化率接近100%，3月25日天坛府项目开盘去化率100%，该项目同时居近一年北京单项目销售榜单第6位，后续仍将持续加推，对公司销售增长实现助力。

图54: 北京商品房单月供求面积及同比

图55: 城建发展全口径销售规模排名及在TOP100中市占率



资料来源：克而瑞，申港证券研究所



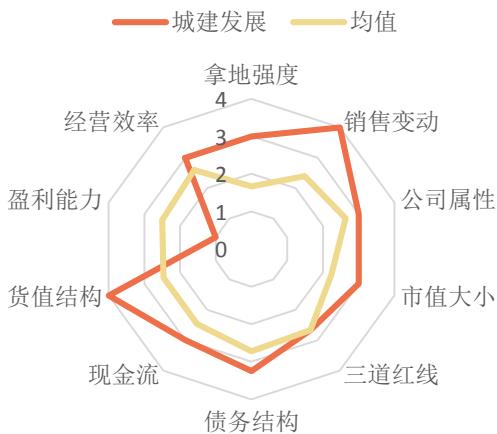
资料来源：克而瑞，申港证券研究所

**综合城建发展的各项指标来看：**公司多项指标好于均值水平，销售规模逆势增长，拿地积极，货值结构高度集中于一线城市北京，将受益于北京市场的销售热度提升；公司杠杆水平相对稳定，三道红线净负债率超出13个百分点，但在手现金充足，经营稳定；公司费率及周转率同样好于平均水平；盈利能力不佳，2022年出现亏损是公司最大短板，但考虑到近期销售市场的积极变化，公司把握窗口期获取的优质地块对盈利能力的贡献，以及低毛利项目逐步完成结算，金融资产价格下跌等外部因素影响减弱，我们认为公司财务表现改善确定性强，建议密切关注。

**表9：城建发展各项经营指标**

房企	拿地强度	销售同比	拿地同比	公司属性	市值	一二线拿地占比	毛利率	净利润率	ROE
城建发展	45%	30%	-47%	地方国有企业	100-150亿	85%	13.7%	-3.6%	-5.6%
30房企均值	23%	-33%	-74%	/	/	58%	20.7%	-1.8%	-4.8%
房企	剔预收款资产负债率(%)	净负债率(%)	现金短债比	短期负债占比	少数股东偏差	长期股权占比	应付账款占比	现金流缺口率	三费费率 周转率
城建发展	75.36	113.15	2.33	13%	17%	2%	17%	-0.1%	7% 23%
30房企均值	71.16	116.45	1.68	31.6%	24.0%	5.3%	16.2%	-1.6%	10.9% 25.2%

资料来源：wind，公司公告，克而瑞，申港证券研究所

**图56：城建发展综合评价**


资料来源：wind，公司公告，克而瑞，申港证券研究所

## 4. 投资策略

基于本轮周期弱复苏与城市复苏差异的背景，投资机会更多聚焦公司间的经营分化。对于第一梯队国央企及部分保持销售拿地活力的民企，我们仍然持续看其未来表现，重点聚焦拿地向销售转化的业绩兑现及回款后新一轮拿地表现，推荐滨

江集团，建议关注建发国际、越秀地产、华发股份等站位提升标的；关注头部央企保利发展；关注重启拿地的万科A，金地集团，龙湖集团，碧桂园。

在上述已具备一定规模，或已完成一轮规模占位提升的标的之外，我们认为部分优质的中小房企同样值得关注，基于以下逻辑：

- ◆ 出险民企退场，空余市场份额足够部分中小房企实现规模提升；
- ◆ 土地市场获取不确定性增加，中小房企取地机会相对提升；
- ◆ 市场关注度低，预期差将高于第一梯队房企，规模及市值低，成长空间大；
- ◆ 房企回归深耕区，地方中小型房企有望实现高质量区域深耕等。

基于我们对销售拿地变动及公司基本面的横向比对，我们优选推荐天地源、保利置业、城建发展三家中小市值标的：

- ◆ **天地源**：西安地方国企，盈利能力强，经营效率高，拿地强度 35%，销售表现显著好于行业，2022 排名提升约 30 位，苏州西安可售面积占比 62%，土储聚焦核心城市，均好性强，有望实现行业站位稳步提升；
- ◆ **保利置业**：央企保利集团境外上市子公司，货值聚焦一二线，融资能力强，有足够的土地获取能力，稀缺的中小市值央企标的；
- ◆ **城建发展**：北京地方国企，常年市占率位居北京 TOP5，储备货值中北京的面积口径占比高达 75.5%，充分收益北京市场走好；销售额逆势增长，拿地态度积极；2022 年录得亏损，但亏损影响因素边际改善消退，经营表现向上具备确定性。

## 5. 风险提示

全国商品房销售复苏不及预期，关注房企所在区域销售下行等，房企销售拿地表现不及预期。

### 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独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。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，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。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

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本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。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

---

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

---

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

---

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

---