

房地产

2023年05月18日

销售拿地下滑，业绩承压，行业分化格局初显

——行业深度报告

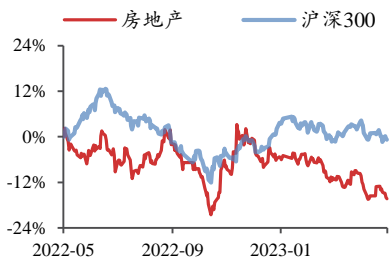
投资评级：看好（维持）

齐东（分析师）

qidong@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《商品房销售金额保持增长，开发投资数据持续承压——行业点评报告》-2023.5.18

《新房成交同比微降，两部门规范房地产经纪服务——行业周报》-2023.5.14

《两部门印发意见规范房地产经纪服务点评：引导头部经纪机构健康良性发展，有望压缩经纪服务费用——行业点评报告》-2023.5.11

● 销售拿地整体下滑，央国企表现相对稳健

我们根据2022年销售金额规模，选取34家样本上市房企进行对比研究，不同类型房企间业绩明显分化。样本房企销售面积和金额同比降幅分别为34.1%和32.5%，整体表现弱于统计局口径数据，但相较于百强房企更加稳健，央国企表现优于行业。从拿地数据来看，2022年样本房企拿地面积和金额分别同比下降76.5%和54.4%，投资力度近乎腰斩，央国企、混合所有制和民企拿地金额分别同比下降33.7%、61.4%和83.1%，仅滨江集团和华发股份拿地面积和金额同比实现增长。我们认为销售边际回暖、房企资金修复和补货动力有望助力二季度核心城市土拍热度高增。

● 营收利润同比下降，盈利能力承压

31家样本房企的业绩整体营收同比下降7.1%，自2018年以来首次出现业绩下滑；归母净利润同比下降81.7%，建发国际、越秀地产、龙湖集团和万科归母净利润同比实现增长，地方国企整体业绩表现更加亮眼，民企整体归母净利润出现亏损，央国企表现相对优秀。2022年样本房企融资杠杆逐渐剥离，平均ROE转为负值。2022年31家披露业绩的样本房企整体毛利率为15.2%，整体销售净利率为3.2%，我们认为在市场复苏进程放缓及高价地未完全结转的情况下，2023年行业结算毛利率依然会有压力。2022年124家A股房企中存在资产减值损失的有103家，总资产减值损失和信用减值损失同比分别增长33%和39%，进一步侵蚀利润。

● 有息负债结构分化，房企偿债压力犹存

2022年31家样本房企有息负债规模总体增长3.3%，内部出现结构性分化，其中中央国企和混合所有制企业分别同比增长15.2%、9.9%，民企同比下降19.0%。从样本房企总资产规模和有息负债规模来看，除滨江集团和绿城中国外，总资产增长的房企均为央国企，拥有较强的资金实力，未来市场率有望持续提升。2022年样本房企融资成本下降0.39个百分点至4.61%，其中央国企、混合所有制和民企分别为4.16%、4.54%和5.27%，房企偿债压力依旧，三道红线指标持续承压。

● 投资建议

2022年房地产行业整体销售和投资呈下滑趋势，但企业之间分化趋势也更加显著，央国企相比与民企而言，销售投资相对稳健，盈利能力领先行业。板块贝塔依赖政策放松和房价波动，个股阿尔法来自销售增长和未来拿地利润率的回升。我们认为2023年在宽松政策和消费复苏预期下，持续看好投资强度高、布局区域优、机制市场化的强信用房企提升市场份额。受益标的：（1）保利发展、招商蛇口、华发股份、建发股份、越秀地产等优质央国企；（2）万科A、金地集团、新城控股、美的置业等财务稳健的民企和混合所有制企业。

● **风险提示：**行业销售恢复不及预期，政策改善不及预期。

目 录

1、 销售拿地整体下滑，央国企表现相对稳健.....	4
1.1、 销售整体下滑，头部房企表现更加稳健.....	4
1.2、 投资规模降低，央国企拿地强度稳定.....	5
2、 营收利润同比下降，盈利能力承压	7
2.1、 营收同比下降，民企归母净利润整体亏损.....	7
2.2、 板块毛利率筑底，三费水平有待改善.....	8
2.3、 房企计提减值增加，进一步侵蚀利润.....	11
3、 有息负债结构分化，房企债偿压力犹存.....	12
3.1、 有息负债规模总体增长，平均融资成本有所回落.....	12
3.2、 债偿压力依旧，三道红线指标持续承压.....	15
4、 2023Q1 房地产板块持仓下降	16
5、 投资策略.....	17
6、 风险提示.....	18

图表目录

图 1： 2022 年样本房企销售面积同比下降 34.1%	4
图 2： 2022 年样本房企销售金额同比下降 32.5%	4
图 3： 2022 年样本央国企销售面积同比下降 20.9%	5
图 4： 2022 年样本央国企销售金额同比下降 13.0%	5
图 5： 2022 年样本央国企拿地面积同比下降 56.2%	6
图 6： 2022 年样本央国企拿地金额同比下降 33.7%	6
图 7： 2022 年越秀地产和中交地产拿地强度超过 60%	7
图 8： 2022 年样本企业整体营收同比下降 7.1%	8
图 9： 2022 年样本企业归母净利润同比下降 81.7%	8
图 10： 2022 年建发国际、滨江集团、越秀地产、龙湖集团和万科归母净利润同比实现增长	8
图 11： 2022 年房地产板块实现毛利率 17.8%	9
图 12： 2022 年房地产板块实现净利率-1.9%	9
图 13： 2022 年样本房企整体毛利率为 15.2%	9
图 14： 2022 年样本房企销售净利率为 3.2%	9
图 15： 2022 年华润置地、龙湖集团、中海外和保利发展销售净利率水平超 10%	10
图 16： 2022 年不同阵营房企三费水平趋于接近.....	10
图 17： 2022 年样本房企三费费率降至 6.5%	10
图 18： 2022 年中国海外发展三费控制水平行业领先.....	11
图 19： 2022 年央国企 ROE 仍保持为正	11
图 20： 2022 年招商蛇口和金科股份信用减值损失较高.....	12
图 21： 2022 年金科股份资产减值损失超 150 亿元.....	12
图 22： 民企有息负债规模已经连续两年下降.....	13
图 23： 2022 年样本房企融资成本降至 4.61%	13
图 24： 2022 年样本央国企和总资产规模有所增长.....	13
图 25： 2022 年样本央国企和混合所有制企业有息负债规模增长.....	14
图 26： 2022 年中国海外发展平均融资成本为行业最低位.....	14

图 27: 2022 年招商蛇口和保利发展平均融资成本较 2021 年压降较大	15
图 28: 2022 年样本房企三道红线指标持续承压	15
图 29: 2022 年央国企一年内到期有息债务占比基本在 25% 以内	16
图 30: 房地产板块配置比例持续下降	16
图 31: 房地产超配比例为-0.7%	16
表 1: 34 家样本房企可分为央国企、混合所有制企业和民企三个类别	4
表 2: 2023Q1 央国企和混合所有制房企销售金额同比增长	5
表 3: 2022 年滨江集团和华发股份拿地面积和金额同比实现增长	6
表 4: 2023Q1 华发股份、越秀地产、华侨城 A 和绿城服务持仓环比增加较高	17
表 5: 受益标的为融资有优势、投资强度高、布局区域优、机制市场化的房企	18

1、销售拿地整体下滑，央国企表现相对稳健

我们根据 2022 年销售金额规模，选取 34 家样本上市房企进行对比研究，除旭辉控股、阳光城和世茂集团暂未披露 2022 年年报外，其余 31 家已披露 2022 年业绩，同时根据企业性质分成央国企、混合所有制企业和民企，不同类型房企间业绩明显分化。

表1：34 家样本房企可分为央国企、混合所有制企业和民企三个类别

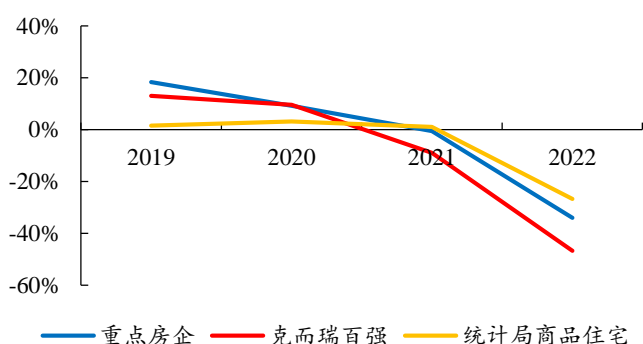
企业性质	企业名单
央国企	保利发展、华润置地、中国海外发展、招商蛇口、建发国际、中国金茂、越秀地产、华发股份、首开股份、保利置业、中交地产、大悦城
混合所有制	万科 A、绿城中国、金地集团、远洋集团
民企	碧桂园、龙湖集团、滨江集团、绿地控股、旭辉控股、新城控股、世茂集团、美的置业、金科股份、中梁控股、雅居乐集团、中南建设、中骏集团控股、融信中国、合景泰富集团、龙光集团、阳光城、宝龙地产

资料来源：Wind、开源证券研究所

1.1、销售整体下滑，头部房企表现更加稳健

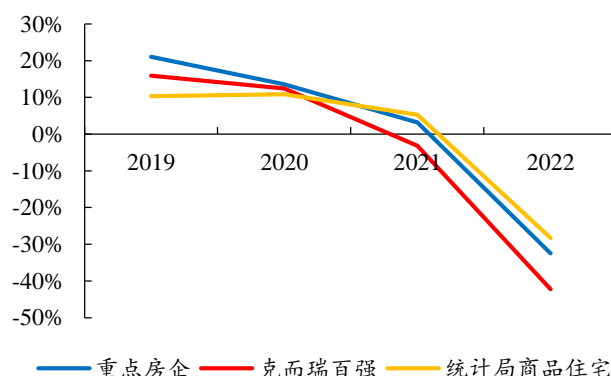
2022 年全国商品房销售面积 13.58 万平方米，同比下降 24.3%，其中住宅销售面积下降 26.8%；全国商品房销售额 13.3 万亿元，同比下降 26.7%，其中住宅销售额下降 28.3%。2022 年克而瑞百强房企销售面积和金额同比降幅分别为 46.7% 和 42.3%，百强房企整体下滑程度更加严峻。我们选取的 34 家样本房企销售面积和金额同比降幅分别为 34.1% 和 32.5%，整体表现弱于统计局口径数据，但相较于百强房企更加稳健。

图1：2022 年样本房企销售面积同比下降 34.1%



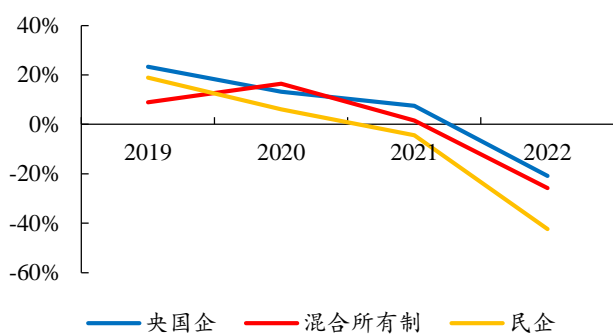
数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

图2：2022 年样本房企销售金额同比下降 32.5%

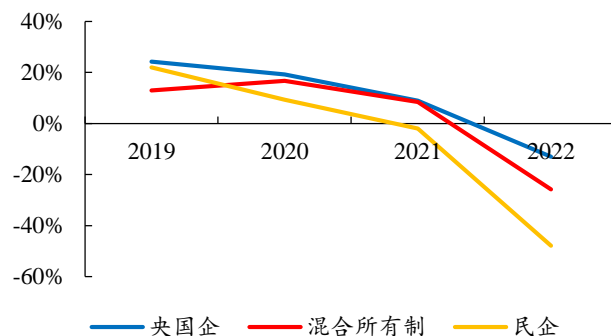


数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

分企业性质来看，央国企表现优于行业，2022 年销售面积和金额同比降幅分别为 20.9% 和 13.0%，均好于统计局整体数据；混合所有制企业表现相对稳健，销售面积和金额同比降幅均为 25.8%；民企受行业流动性危机影响更大，在资金和信用端受到拖累，销售表现相对一般，销售面积和金额同比降幅分别为 42.4% 和 47.9%。

图3：2022年样本央国企销售面积同比下降20.9%


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图4：2022年样本央国企销售金额同比下降13.0%


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

从企业具体销售数据来看,2022年34家样本跟踪房企仅建发国际销售面积和金额同比实现增长,越秀地产销售金额同比实现增长。从2023Q1披露数据来看,11家房企中有7家销售面积同比增长,6家销售金额同比增长,整体保持回暖态势。

表2：2023Q1央国企和混合所有制房企销售金额同比增长

企业	销售金额 (亿元)	2022年同比	2023Q1同比	企业	销售金额 (亿元)	2022年同比	2023Q1同比
保利发展	4573	-15%	26%	碧桂园	4643	-17%	-34%
华润置地	3013	-5%	-13%	龙湖集团	2016	-31%	36%
中海外	2960	-20%	73%	滨江集团	1539	-9%	63%
招商蛇口	2926	-10%	53%	绿地控股	1401	-52%	-2%
建发房产	1782	37%	52%	旭辉集团	1237	-50%	-27%
中国金茂	1550	-34%	40%	新城控股	1160	-50%	-31%
越秀地产	1250	9%	217%	世茂集团	865	-68%	-33%
华发股份	1202	-1%	112%	美的置业	792	-42%	19%
首开股份	870	-24%	-17%	金科股份	690	-63%	-54%
保利置业	502	-11%	248%	中梁控股	660	-62%	-66%
中交地产	385	-31%	44%	雅居乐	652	-53%	-37%
大悦城	286	-61%	2%	中南建设	640	-68%	-25%
央国企平均		-13%	49%	中骏集团	606	-42%	-34%
万科	4170	-34%	-5%	融信中国	579	-63%	-75%
绿城中国	3003	-14%	31%	龙光集团	466	-72%	-68%
金地集团	2218	-23%	-3%	阳光城	435	-76%	-31%
远洋集团	1003	-26%	10%	宝龙地产	410	-60%	-27%
混合所有制平均		-26%	3%	民企平均		-48%	-25%

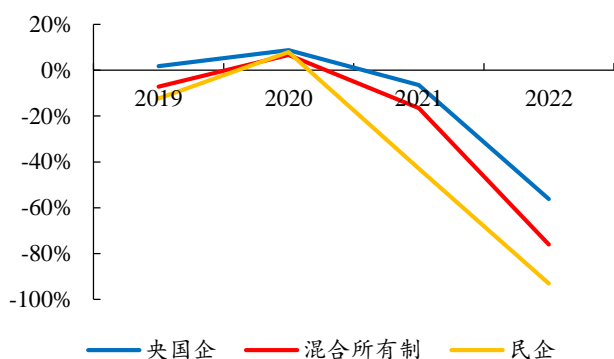
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

1.2、投资规模降低,央国企拿地强度稳定

销售市场景气度低迷影响房企拿地信心,众多民企出于现金流安全考虑,普遍缩减拿地开支,甚至停止投资,仅有龙湖集团和滨江集团依旧保持较高的拿地强度。从样本房企拿地数据来看,2022年拿地面积和金额分别同比下降76.5%和54.4%,

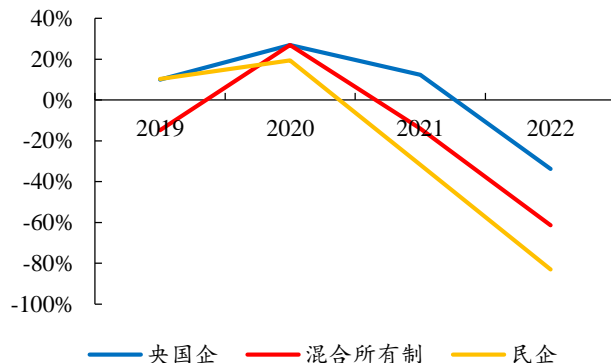
投资力度近乎腰斩。从不同阵营来看，央国企、混合所有制和民企拿地面积分别同比下降 56.2%、76.0%和 93.0%，拿地金额分别同比下降 33.7%、61.4%和 83.1%。

图5：2022 年样本央国企拿地面积同比下降 56.2%



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图6：2022 年样本央国企拿地金额同比下降 33.7%



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

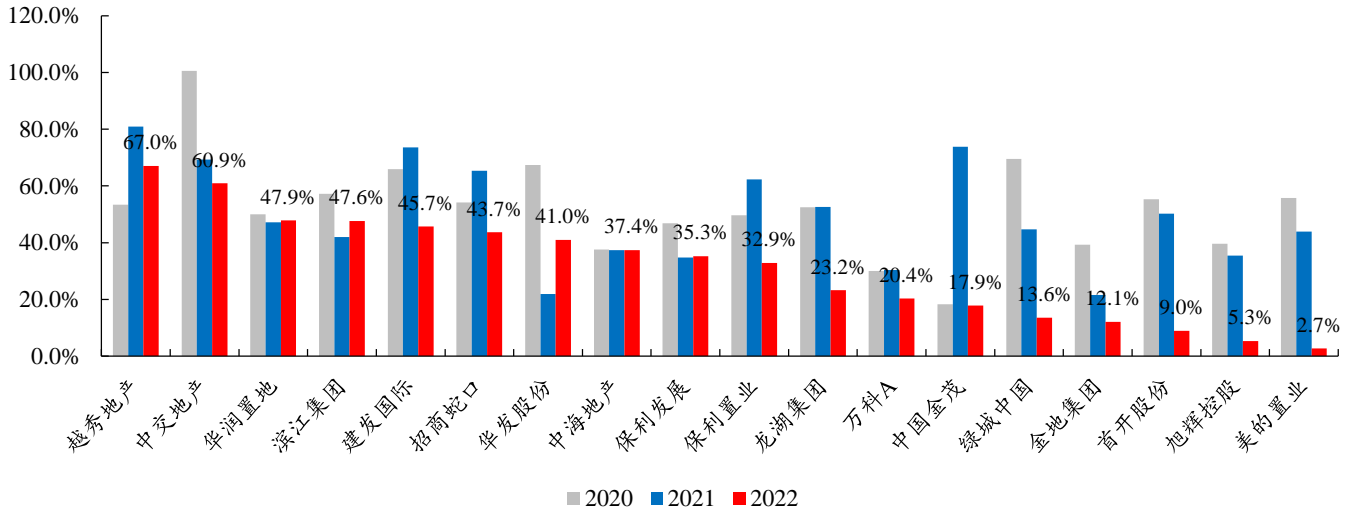
从企业具体拿地数据来看，样本房企自 2021 年拿地力度有所收缩，2022 年受全年销售低迷影响，2022 年 34 家样本跟踪房企仅滨江集团和华发股份拿地面积和金额同比实现增长。其中保利发展、华润置地、中海外、建发国际和越秀地产拿地金额降幅在 20% 以内，碧桂园、绿地控股、新城控股、旭辉控股等民企拿地动作收缩。

表3：2022 年滨江集团和华发股份拿地面积和金额同比实现增长

企业	拿地面积 (万方)	同比	拿地金额 (亿元)	同比	企业	拿地面积 (万方)	同比	拿地金额 (亿元)	同比
央国企					民企				
保利发展	1054	-61%	1613	-13%	滨江集团	473	1%	733	3%
华润置地	1095	-24%	1442	-3%	龙湖集团	448	-81%	469	-69%
招商蛇口	726	-53%	1279	-40%	旭辉控股	62	-95%	66	-92%
中海地产	739	-37%	1107	-20%	碧桂园	84	-97%	55	-94%
越秀地产	695	-24%	838	-10%	新城控股	29	-99%	28	-96%
建发国际	437	-46%	814	-15%	美的置业	16	-97%	21	-97%
华发股份	265	47%	493	84%	混合所有制				
中国金茂	179	-91%	277	-84%	万科 A	690	-74%	849	-56%
中交地产	129	-65%	234	-40%	绿城中国	408	-77%	408	-74%
保利置业	174	-52%	165	-53%	金地集团	248	-71%	368	-79%
首开股份	40	-86%	78	-86%	远洋集团	67	-89%	52	-52%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

从拿地金额占销售金额比例来看，2022 年样本房企整体拿地力度为近五年最低值，拿地强度超过 60% 的仅越秀地产和中交地产，拿地力度超过 40% 的有滨江集团、建发国际、招商蛇口和华发股份，积极的拿地态度有望提升 2023 年销售业绩。

图7：2022年越秀地产和中交地产拿地强度超过60%


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

伴随2023年一季度销售市场持续回暖，2022年样本房企整体新增土储不足，从已结束的22城一批次土拍结果来看，上海、北京、杭州、成都等核心城市土拍热度较高，房企资金修复和补货动力有望助力维持二季度核心城市土地市场热度。

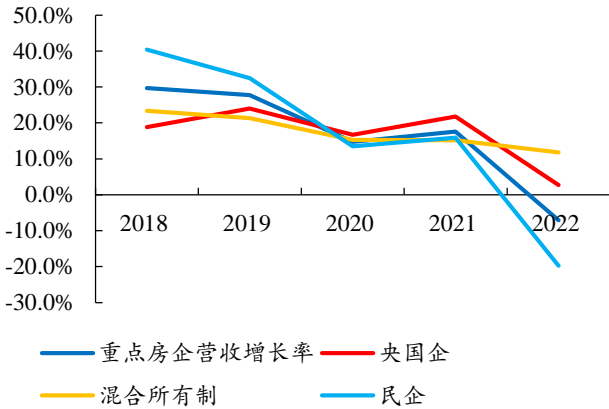
2、营收利润同比下降，盈利能力承压

2.1、营收同比下降，民企归母净利润整体亏损

房地产行业 and 住宅开发行业营收增速分别为-8.6%和-7.9%，归母净利润增速分别为-319.6%和-327.4%。我们认为行业整体业绩下滑主要有三个影响因素：（1）外部环境影响下项目工程进度受阻，行业销售下行进一步影响开竣工预期，结算面积减小；（2）销售下行导致企业现金流承压，降价促销和营销成本增加侵蚀行业利润；（3）行业下行期公司存货计提减值增加，合作开发项目收益减少及投资收益减少也进一步拉低企业利润水平。

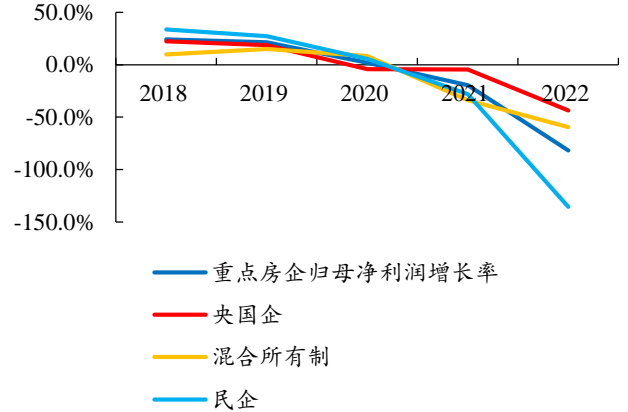
除旭辉控股、阳光城和世茂集团暂未披露2022年业绩外，其他31家样本房企的业绩整体营收同比下降7.1%，整体归母净利润同比下降81.7%，降幅较2021年扩大。从不同阵营来看，央国企表现相对优秀。营收方面，央国企、混合所有制企业与民企分别同比+2.7%、+11.8%、-19.7%；归母净利润方面，央国企、混合所有制企业与民企分别同比-43.6%、-59.4%、-135.6%，央国企和混合所有制企业尽管业绩增速下滑但依然实现了盈利，而民企则出现亏损。

图8：2022年样本企业整体营收同比下降7.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

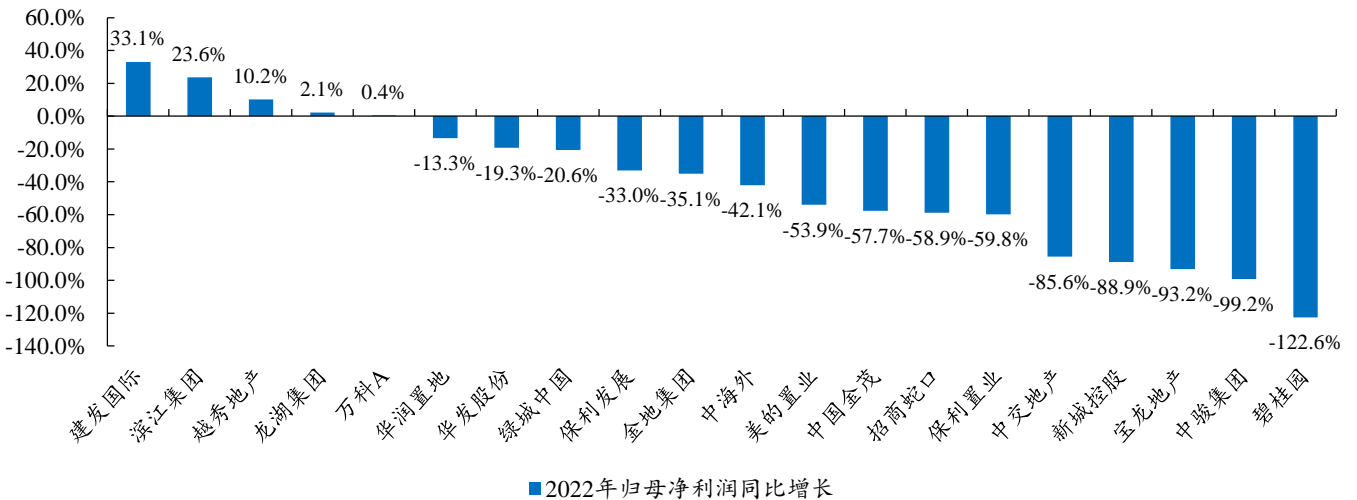
图9：2022年样本企业归母净利润同比下降81.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

从房企归母净利润同比增速来看，2022年建发国际、越秀地产、龙湖集团和万科归母净利润同比实现增长，地方国企整体业绩表现更加亮眼。

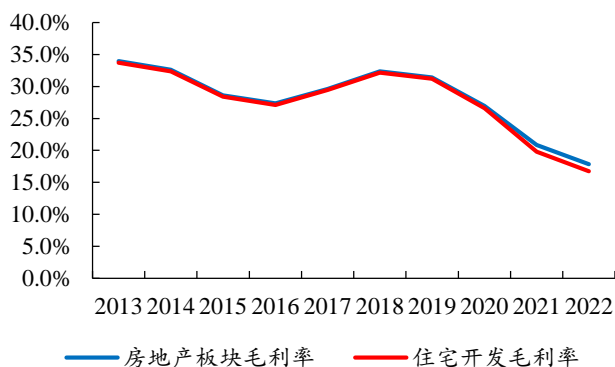
图10：2022年建发国际、滨江集团、越秀地产、龙湖集团和万科归母净利润同比实现增长



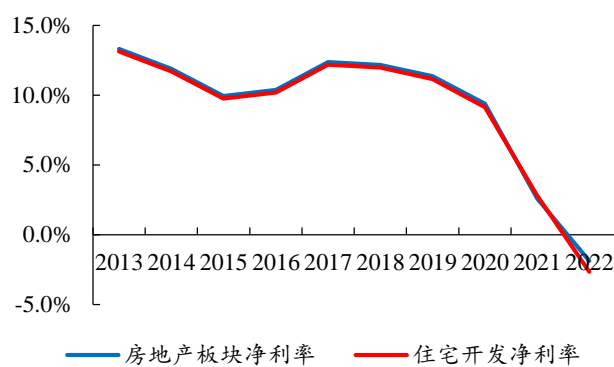
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、板块毛利率筑底，三费水平有待改善

2022年房地产板块实现毛利率17.8%，实现销售净利率-1.9%，在行业销售不景气、计提减值增大的压力下，行业净利率跌至负值。随着2021年下半年以来，土拍利润率的回升，我们认为当前结算利润率已经逐步筑底，随着近两年销售项目进入结算阶段，结算利润率有望回升。

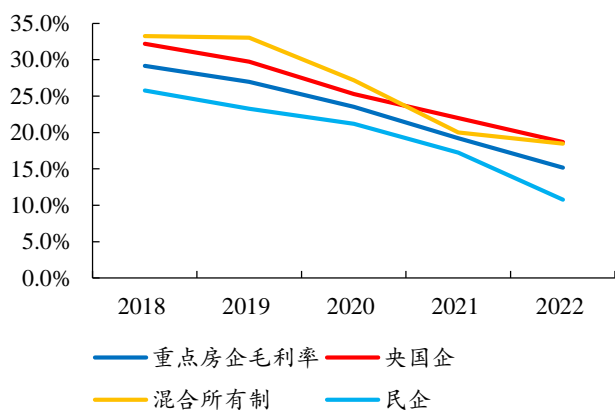
图11：2022年房地产板块实现毛利率17.8%


数据来源：Wind、开源证券研究所

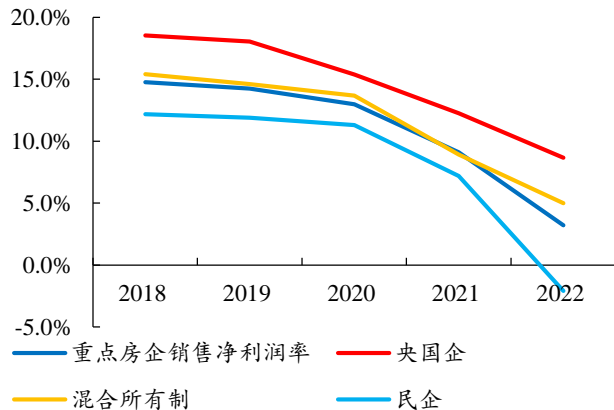
图12：2022年房地产板块实现净利率-1.9%


数据来源：Wind、开源证券研究所

2022年31家样本房企整体毛利率为15.2%，同比下降4.0个百分点，其中中央国企、混合所有制和民企分别为18.7%、18.5%和10.8%；整体销售净利率为3.2%，其中中央国企、混合所有制和民企分别为8.7%、5.0%和-2.1%。央国企受益于稳健的销售去化、良好的现金流和资金实力，盈利能力保持相对稳定。

图13：2022年样本房企整体毛利率为15.2%


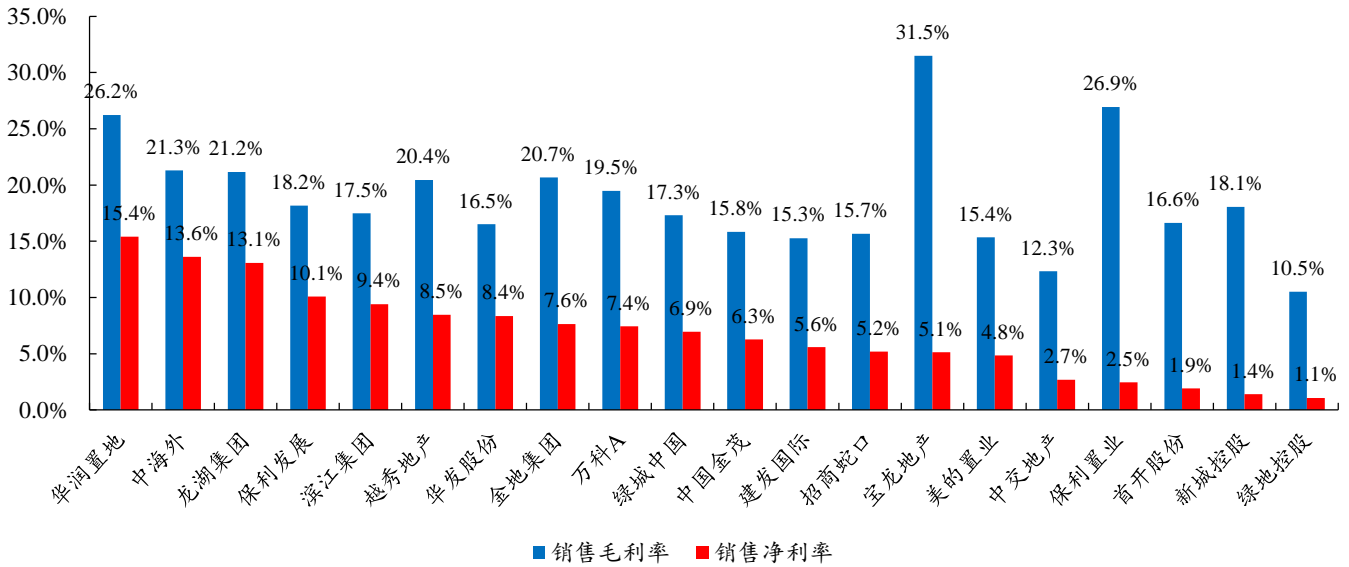
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2022年样本房企销售净利率为3.2%


数据来源：Wind、开源证券研究所

从销售毛利率和净利率水平来看，头部房企毛利率在20%左右浮动，华润置地、龙湖集团、中海和保利发展销售净利率水平超10%，华润置地和龙湖集团受益于商管业务的高毛利及稳定的现金流情况，净利率保持高位。

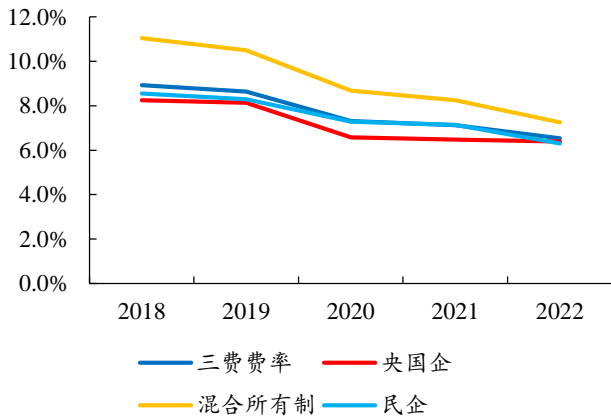
图15：2022年华润置地、龙湖集团、中海外和保利发展销售净利率水平超10%



数据来源：Wind、开源证券研究所

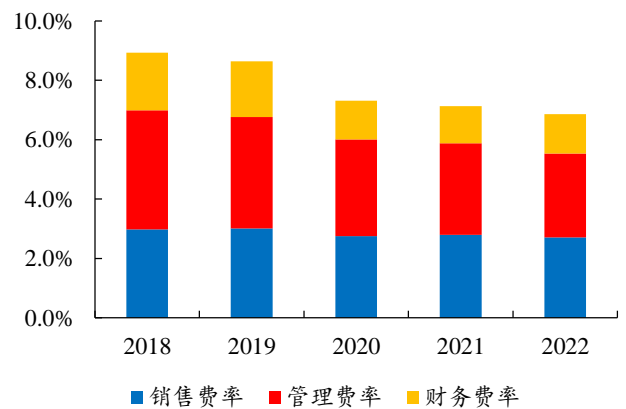
从三费水平来看，近年来房企提质增效作用明显，房企三费率由2018年的8.9%逐年降低至2022年的6.5%，在管理模式精细化背景下，不同阵营房企三费水平趋于接近。其中2022年房企销售和财务费用维持在相对稳定水平，管理费用有所压降。

图16：2022年不同阵营房企三费水平趋于接近



数据来源：Wind、开源证券研究所

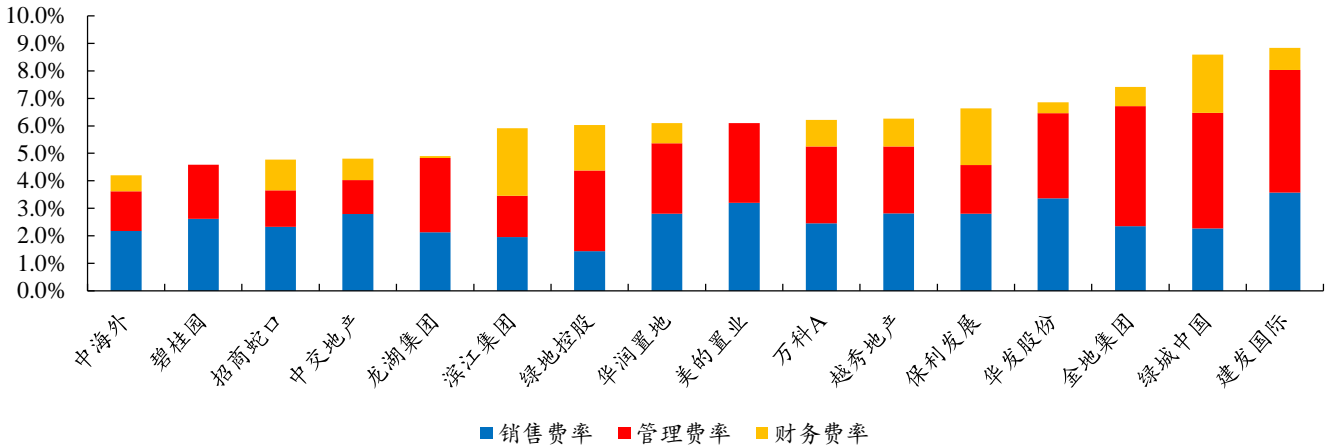
图17：2022年样本房企三费率降至6.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

样本企业中中国海外发展三费水平保持行业最低水位，近五年均不超过4.3%。新城控股和中国金茂受累于较高的财务成本，三费水平仍有进一步优化空间。

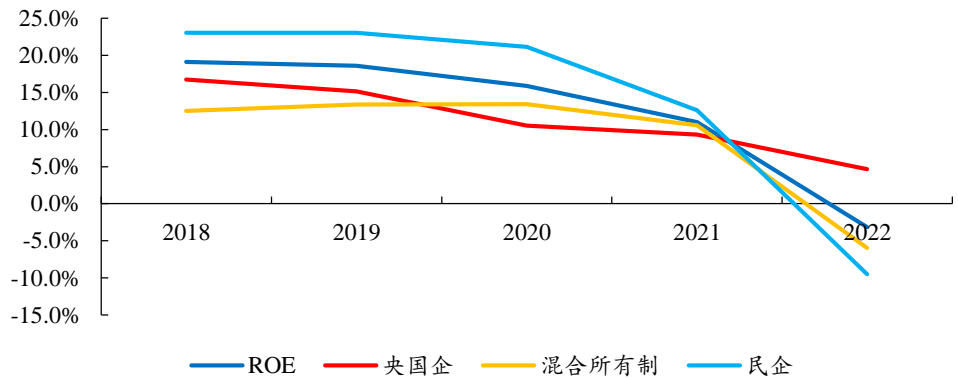
图18: 2022年中国海外发展三费控制水平行业领先



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

从净资产收益率水平来看, 2022年地产行业的融资杠杆逐渐剥离, 样本房企平均ROE大幅下降, 较2021年同比下降14.2个百分点转为负值。分阵营看, 2022年样本房企中央国企、混合所有制和民企平均ROE分别为4.7%、-6.0%、-9.5% (混合所有制公司剔除远洋为8.8%)。2021年之前, 民营企业依托高杠杆高周转模式, ROE保持在20%以上水平, 2022年转为负值; 央国企在稳健的经营模式下, 近三年ROE保持在相对稳定的水平。

图19: 2022年央国企ROE仍保持为正



数据来源: Wind、开源证券研究所

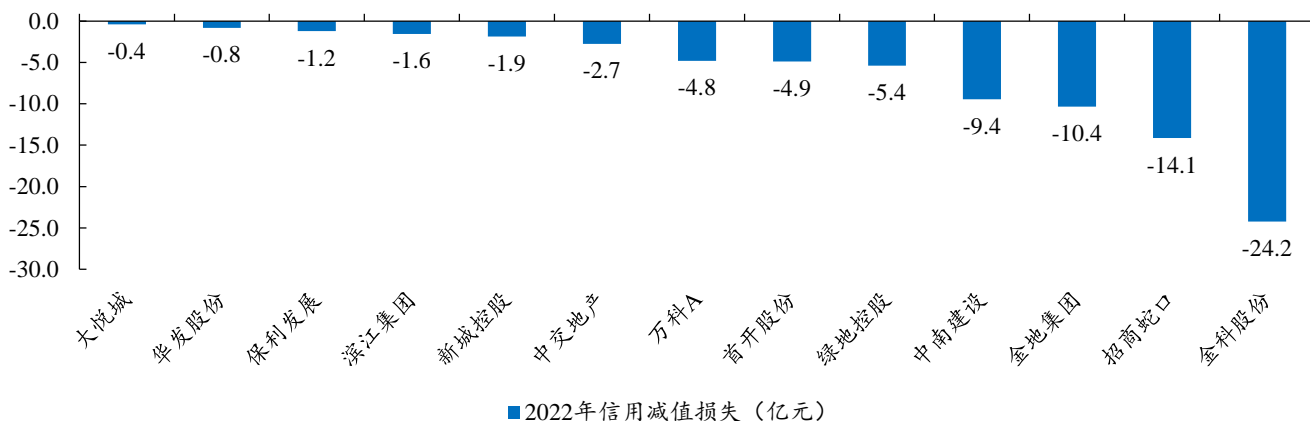
2.3、房企计提减值增加, 进一步侵蚀利润

根据Wind数据, 2022年124家A股房企中存在资产减值损失的有103家, 资产减值总损失达1152亿元, 较2021年增加33%; 124家A股房企信用减值损失达258亿元, 较2021年增加39%。年报披露期沪深交易所曾向多家房企下发关注函, 对部分房企计提巨额减值的原因进行问询, 从多家房企回复函来看, 大部分减值损失来自于存货跌价损失。

从13家样本A股房企来看, 2022年资产和信用减值损失分别为81.8亿元和408.4

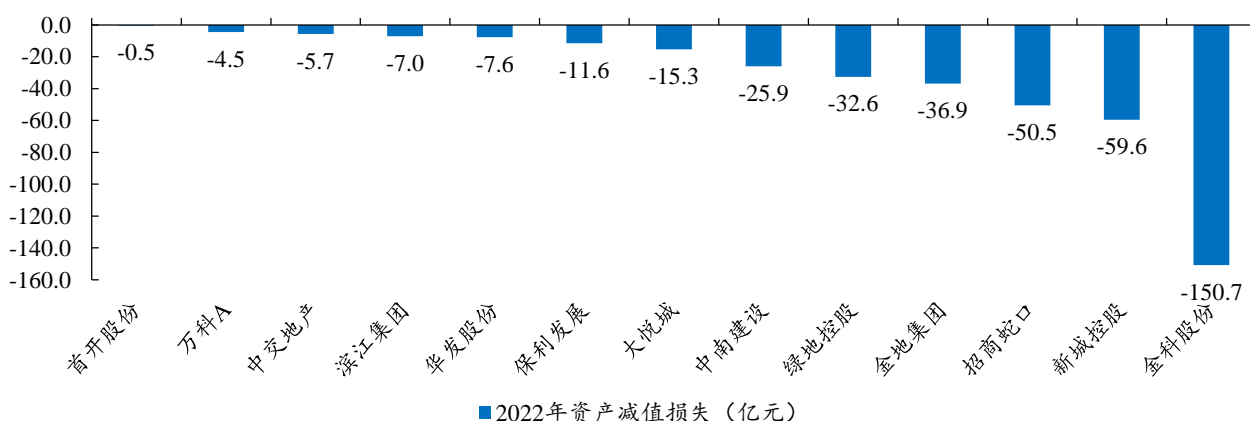
亿元，分别同比增长 41.3%和 52.1%。其中万科在 2021 年计提充分的情况下，2022 年资产减值损失仅为 4.5 亿元；金科股份资产减值损失超 150 亿，主要由于存货所在的主要区域重庆、郑州和武汉等城市量价齐跌。

图20：2022年招商蛇口和金科股份信用减值损失较高



数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

图21：2022年金科股份资产减值损失超150亿元



数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

2022 年销售市场进一步走弱，在一定程度上对存量资产的销售均价及去化预期减弱，导致计提减值金额上升。计提相应的资产减值准备后，房企轻装上阵也是对业绩负面影响的提前释放，客观上对企业长期健康良性发展起到积极作用。

3、有息负债结构分化，房企偿债压力犹存

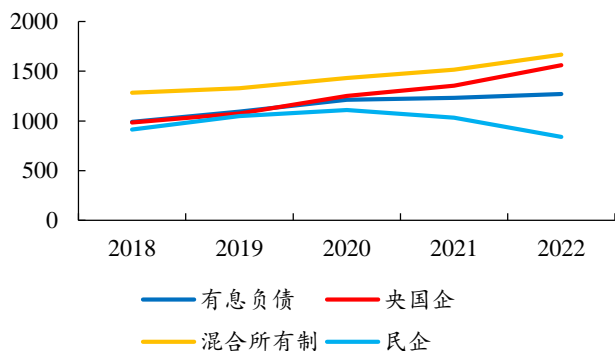
3.1、有息负债规模总体增长，平均融资成本有所回落

2022 年 31 家样本房企有息负债规模总体增长 3.3%，内部出现结构性分化，其中国企和混合所有制企业分别同比增长 15.2%、9.9%，民企同比下降 19.0%。央企

企业和混合所有制企业得益于信用优势，依然在加杠杆，而民企处于降杠杆通道，有息负债规模已经连续两年下降。

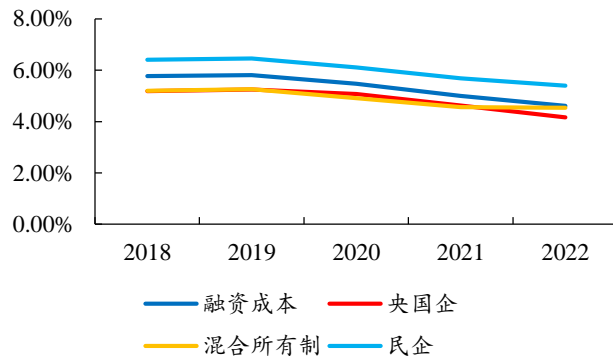
融资成本方面，央国企凭借较强的信用优势，融资成本不断降低，民企则仅有少数优质示范企业年内有公开市场融资动作。2022年样本房企融资成本下降0.39个百分点至4.61%，其中国企、混合所有制和民企分别为4.16%、4.54%和5.27%，由于部分民企融资成本未公布，实际均值将会更高。

图22：民企有息负债规模已经连续两年下降



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

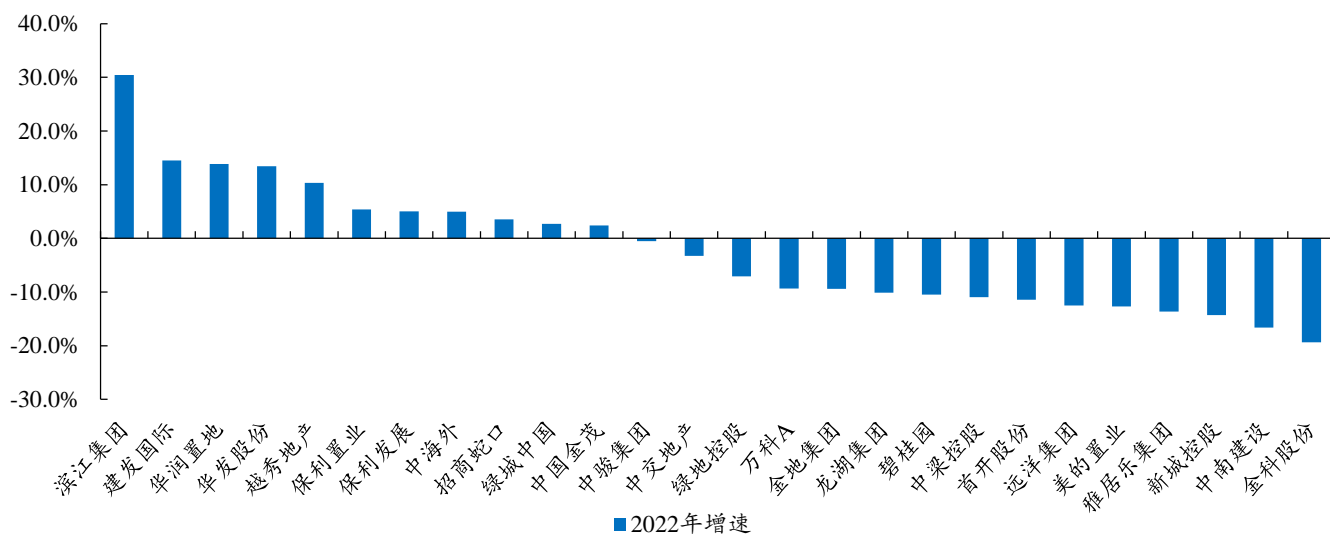
图23：2022年样本房企融资成本降至4.61%



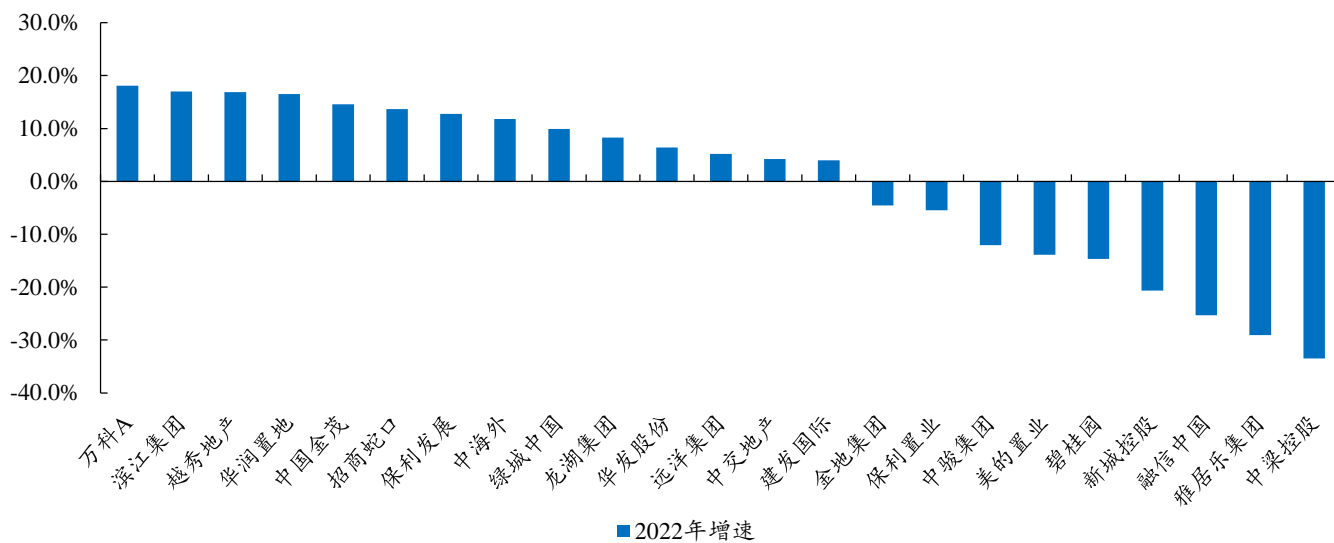
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

从样本房企总资产规模和有息负债规模来看，滨江集团总资产同比增长超30%，建发国际、华润置地、华发股份和越秀地产同比增长超10%，滨江集团、万科、华润置地和越秀地产有息负债规模同比增长超15%。除滨江集团和绿城中国外，总资产增长的房企均为央国企，在行业下行期拥有较强的资金实力，仍处在规模增长趋势下，未来市场率有望持续提升。

图24：2022年样本央国企和总资产规模有所增长

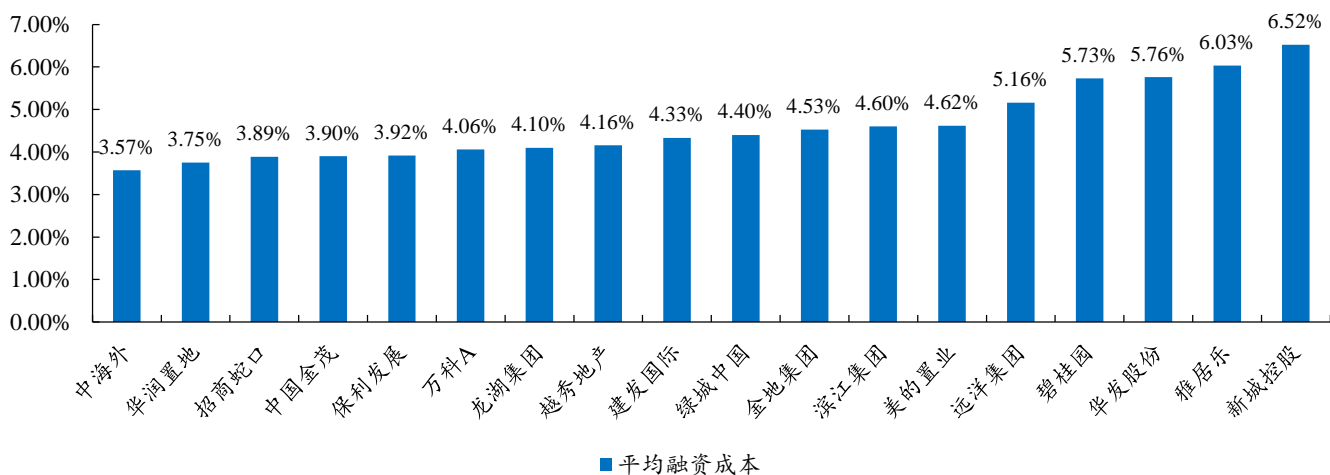


数据来源：Wind、开源证券研究所

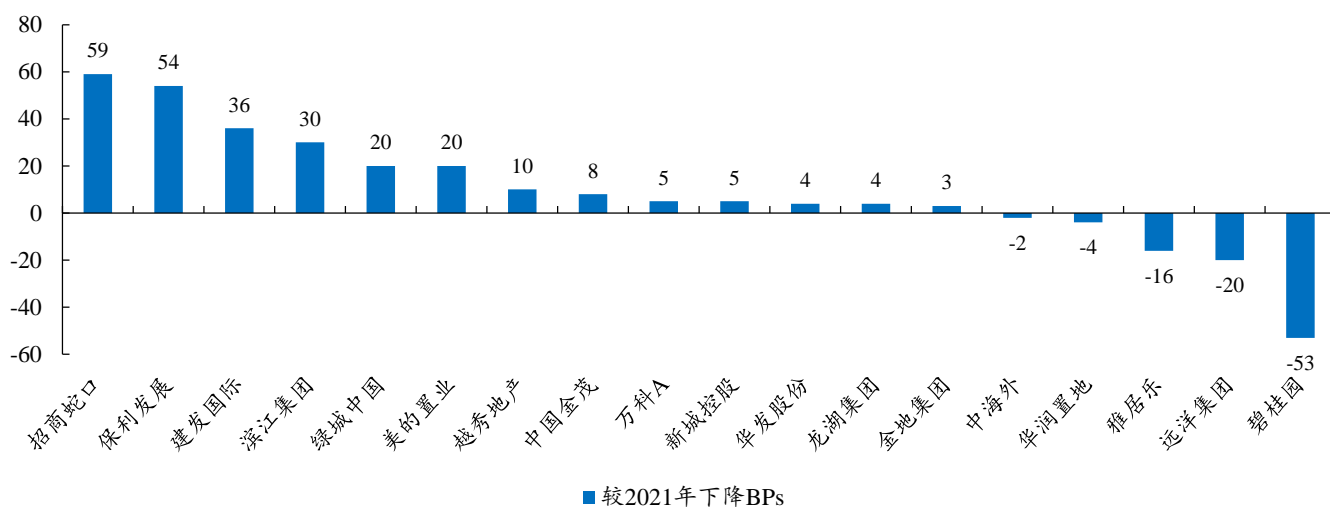
图25：2022年样本央企和混合所有制企业有息负债规模增长


数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

从房企 2022 年平均融资成本来看，中国海外发展依旧保持行业最低融资成本，华润置地、招商蛇口、中国金茂和保利发展四家央企融资成本保持在 4% 以下，碧桂园、雅居乐和新城控股由于存量负债影响，融资成本高于 5.5%。对比 2021 年数据，招商蛇口和保利发展平均融资成本压降超过 50BPs，碧桂园则提升 53BPs。

图26：2022年中国海外发展平均融资成本为行业最低位


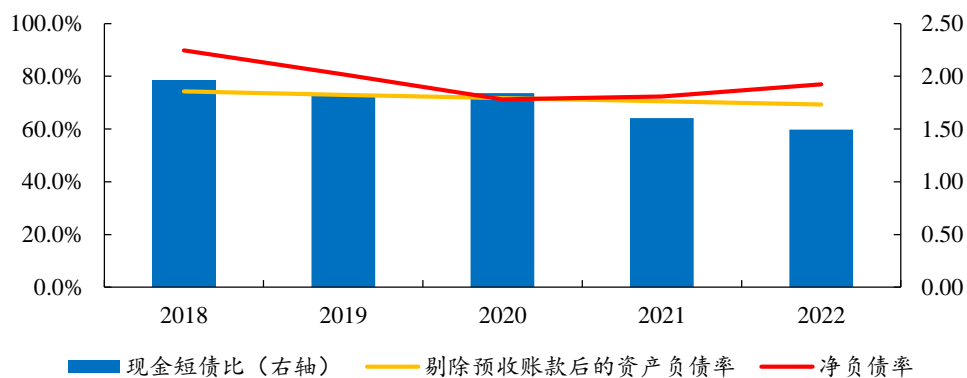
数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

图27：2022年招商蛇口和保利发展平均融资成本较2021年压降较大


数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

3.2、偿债压力依旧，三道红线指标持续承压

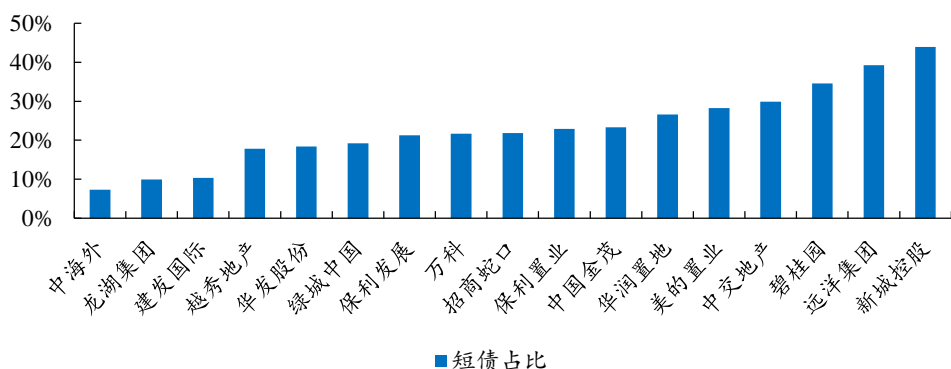
从三道红线指标来看，2022年样本房企现金短债比1.49，较2021年下降0.11，连续两年降低，负债结构进一步恶化；净负债率为77.0%，连续两年增长；剔除预收账款后的资产负债率为69.3%，基本保持稳定，整体资产负债表仍需大力优化。

图28：2022年样本房企三道红线指标持续承压


数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

从短债占比情况来看，央国企一年内到期有息债务占比基本在25%以内，其中中国海外发展保持在7%左右，债务结构稳健，碧桂园、新城控股等民企短债占比超30%，流动性危机仍未解除。

图29：2022年央国企一年内到期有息债务占比基本在25%以内

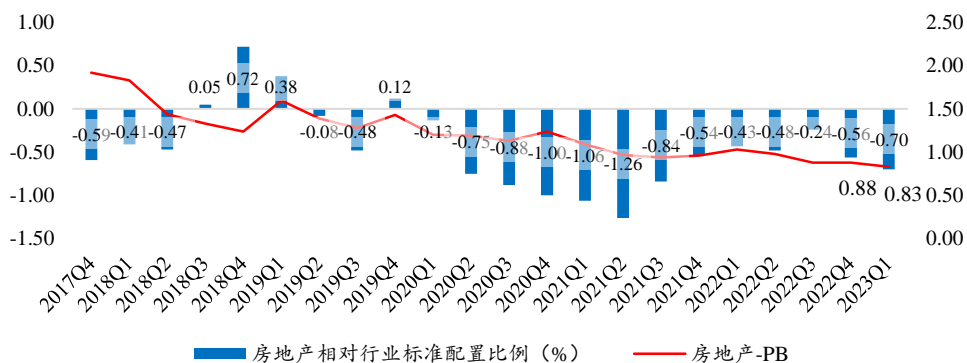


数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

4、2023Q1 房地产板块持仓下降

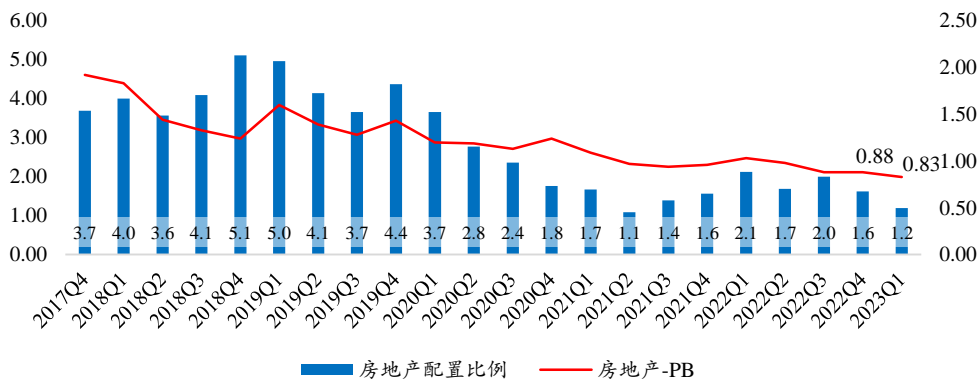
根据 2023Q1 地产板块持仓情况，房地产配置比例 1.19%，较行业标准配置比例低 0.70 个百分点。

图30：房地产板块配置比例持续下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：房地产超配比例为-0.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

保利发展、招商蛇口和万科 A 依然为行业持仓排名前三的公司，华发股份、越秀地产、华侨城 A 和绿城服务持仓环比增加较高。

表4：2023Q1 华发股份、越秀地产、华侨城 A 和绿城服务持仓环比增加较高

代码	名称	2023Q1 持有		2023Q1 持股总		2023Q1 持仓环比		2023Q1 持股总市值(亿元)
		基金数	环比变动	量(万股)	变动(万股)	比变动比例		
600048.SH	保利发展	282	-143	124267	-20599	-14%	175.6	
001979.SZ	招商蛇口	160	-4	51571	3581	7%	70.2	
000002.SZ	万科 A	137	-175	42525	-36352	-46%	64.8	
600325.SH	华发股份	89	40	31756	7197	29%	34.2	
0688.HK	中国海外发展	55	-4	17649	-3902	-18%	29.3	
600153.SH	建发股份	36	-35	18929	-7348	-28%	22.8	
0123.HK	越秀地产	25	16	20066	7400	58%	20.8	
002244.SZ	滨江集团	37	10	18465	4598	33%	16.9	
2669.HK	中海物业	22	6	19345	-522	-3%	16.2	
600383.SH	金地集团	41	-100	17916	-39300	-69%	15.0	
601155.SH	新城控股	22	-35	5879	-654	-10%	9.6	
6098.HK	碧桂园服务	4	-23	8001	-3541	-31%	9.5	
000069.SZ	华侨城 A	17	-2	16926	6442	61%	8.2	
2202.HK	万科企业	11	1	6756	1751	35%	7.3	
6049.HK	保利物业	23	4	1656	-393	-19%	7.0	
1109.HK	华润置地	25	7	1569	201	15%	4.9	
1209.HK	华润万象生活	16	6	1343	485	57%	4.8	
3900.HK	绿城中国	7	-1	4934	-361	-7%	4.4	
600848.SH	上海临港	10	0	3159	338	12%	4.0	
600606.SH	绿地控股	7	0	10677	1632	18%	3.1	
600663.SH	陆家嘴	9	3	3008	2143	248%	3.0	
2869.HK	绿城服务	2	-1	6870	5821	555%	3.0	
001914.SZ	招商积余	7	-8	1932	980	103%	3.0	
601512.SH	中新集团	13	13	2234	2234	-	2.2	
002968.SZ	新大正	11	1	724	29	4%	1.6	

数据来源：Wind、开源证券研究所

5、投资策略

2022 年房地产行业整体销售和投资呈下滑趋势，但企业之间分化趋势也更加显著，央国企相比与民企而言，销售投资相对稳健，盈利能力领先行业。板块贝塔依赖政策放松和房价波动，个股阿尔法来自销售增长和未来拿地利润率的回升。我们认为 2023 年在宽松政策和消费复苏预期下，持续看好投资强度高、布局区域优、机制市场化的强信用房企提升市场份额。受益标的：（1）保利发展、招商蛇口、华发股份、建发股份、越秀地产等优质央国企；（2）万科 A、金地集团、新城控股、美的置业等财务稳健的民企和混合所有制企业。

表5：受益标的为融资有优势、投资强度高、布局区域优、机制市场化的房企

股票代码	公司名称	评级	总市值	归母净利润（人民币亿元）					P/E			
			（亿元）	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
A 股												
600048.SH	保利发展	买入	1,659.1	183.5	237.4	284.2	325.3	9.0	7.0	5.8	5.1	
000002.SZ	万科 A	买入	1,655.2	226.2	278.0	320.5	342.8	7.3	6.0	5.2	4.8	
001979.SZ	招商蛇口	买入	1,033.2	42.6	86.3	115.8	134.8	24.2	12.0	8.9	7.7	
601155.SH	新城控股	买入	343.5	13.9	46.1	55.8	62.5	24.6	7.5	6.2	5.5	
600153.SH	建发股份	买入	339.6	62.8	76.2	86.8	98.2	5.4	4.5	3.9	3.5	
600325.SH	华发股份	未评级	215.5	25.8	30.1	34.2	37.9	8.4	7.2	6.3	5.7	
港股（亿港元）												
0688.HK	中国海外发展	未评级	2,016.0	232.6	283.2	312.6	336.5	8.7	7.1	6.4	6.0	
1109.HK	华润置地	未评级	2,317.6	280.9	318.1	351.9	379.4	8.2	7.3	6.6	6.1	
0817.HK	中国金茂	买入	185.1	19.8	39.1	47.1	54.1	9.3	4.7	3.9	3.4	
0123.HK	越秀地产	买入	367.5	39.5	43.6	52.7	62.3	9.3	8.4	7.0	5.9	

数据来源：Wind、开源证券研究所（截至 2023 年 05 月 17 日，港元汇率 1 港元=0.89 人民币，已评级公司盈利预测来自开源证券研究所，未评级公司盈利预测来自 Wind 一致预期）

6、风险提示

行业销售恢复不及预期，政策改善不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn