

房地产

2024年01月25日

房地产配置比例环比下降，低估值蓄力板块价值重塑

——行业点评报告

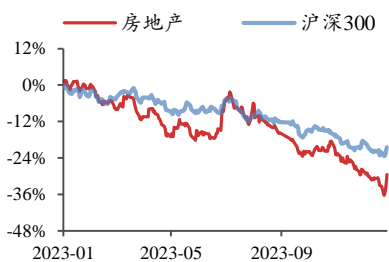
投资评级：看好（维持）

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

《新房成交环比增长，多地明确2024年地产发展目标——行业周报》

-2024.1.21

《全年销售投资数据承压，竣工面积双位数增长——行业点评报告》

-2024.1.18

《新房、二手房价格继续承压，成都年内涨幅领跑全国——行业点评报告》

-2024.1.17

● 地产指数震荡下行，地方国企稳定性更高

2023年1月1日至2024年1月25日，A股房地产指数（下跌28.0%）跑输万得全A（下跌10.9%）和沪深300指数（下跌13.7%），恒生地产建筑业指数（下跌38.1%）跑输恒生指数（下跌18.0%），地产指数震荡下行，整体跑输大盘。A股主流房企股价实现上涨的有张江高科、中华企业、浦东金桥、天地源和陆家嘴，均为地方国企，股价总体表现地方国企>央企>民企。港股主流房企仅贝壳W上涨，民企受制于业绩下滑、规模收缩和融资受限等因素，股价表现低于预期。

● 公募基金配置比例下降，港股物业标的持仓提升

根据2023Q4地产板块持仓情况，房地产配置比例0.97%（2023Q3为1.23%），较行业标准配置比例低0.63个百分点，自2020Q1以来均低于标准配置比例。2023Q4房地产板块的公募基金持仓总市值为560.4亿元，环比下降24.4%，持仓总市值在19个行业中排名第10位。个股配置来看，2023Q4持股市值前五依次为保利发展、招商蛇口、万科A、中国海外发展、华发股份，与2023Q2和Q3完全保持一致，均为头部房企，五家房企持仓总市值占房地产板块比例为38.7%（2023Q1-Q3分别为48.9%、45.8%、40.4%），持仓集中度有所下降。持仓环比变动来看，海南机场、中国海外宏洋集团环比持仓增加股数较多，保利发展、金地集团和万科A环比减持股数较多，海南机场、万业企业和华润万象生活持股总市值环比增长明显，华润万象生活、碧桂园服务、绿城服务和保利物业环比持仓均有所增长。2023年保利发展、招商蛇口和万科一直占据持仓市值前三位置，从前十排名变化趋势来看，2020年后基金重仓央国企数量明显增加。

● 板块估值处于历史较低区间

2022年二季度以来，房地产PE估值由于房企业绩走低及股价走低等因素整体估值处于合理区间，而PB估值处于历史较低区间。截至2024年1月25日，房地产指数PE估值为12.57，PB估值为0.68，主流房企中仅有中交地产、建发国际市净率大于1，整体估值处于较低区间。

● 投资建议

2023年，居民端在宏观经济、收入预期和房价上涨动力不足等多重因素影响下，购房信心尚未完全修复，7月底以来多重宽松购房政策下销售市场表现不及预期。2024年以来“三大工程”推进速度明显加快，或将对房地产投资形成拉动。我们认为地产板块当前估值水平、配置比例、市场预期和行业基本面都处于较低水平，政策窗口期值得关注。我们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。受益标的：（1）保利发展、招商蛇口、中国海外发展、建发股份、越秀地产、华发股份等优质央国企；（2）万科A、滨江集团、新城控股等财务稳健的民企和混合所有制企业。

● 风险提示：（1）行业销售恢复不及预期，融资改善不及预期，房企资金风险进一步加大。（2）政策放松不及预期。

目 录

1、地产指数震荡下行，地方国企稳定性更高.....	3
2、公募基金配置比例环比再降，港股物业标的持仓提升.....	4
3、地产估值处于历史较低区间.....	6
4、投资建议.....	8
5、风险提示.....	8

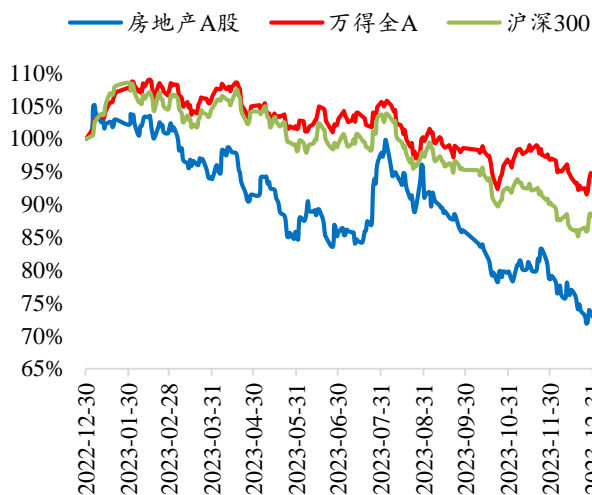
图表目录

图 1：2023 年以来 A 股房地产指数走势不及万得全 A 和沪深 300 指数.....	3
图 2：2023 年以来恒生地产建筑业指数走势不及恒生指数.....	3
图 3：2023 年以来 A 股主流房地产企业中，张江高科、中华企业、浦东金桥领涨.....	4
图 4：2023 年以来港股主流房地产企业中，贝壳 W 领涨.....	4
图 5：2023Q4 房地产配置比例环比下降.....	4
图 6：房地产配置比例自 2020Q1 以来均低于标准配置比例.....	5
图 7：房地产指数 PE-Band：指数估值处于合理区间.....	7
图 8：房地产指数 PB-Band：指数估值处于历史低位.....	7
图 9：主流房企中仅有 2 家企业市净率大于 1.....	8
表 1：2023Q4 海南机场、中国海外宏洋集团环比持仓增加股数较多.....	5
表 2：保利发展和万科近五年公募基金持股总市值排名均排名前三.....	6

1、地产指数震荡下行，地方国企稳定性更高

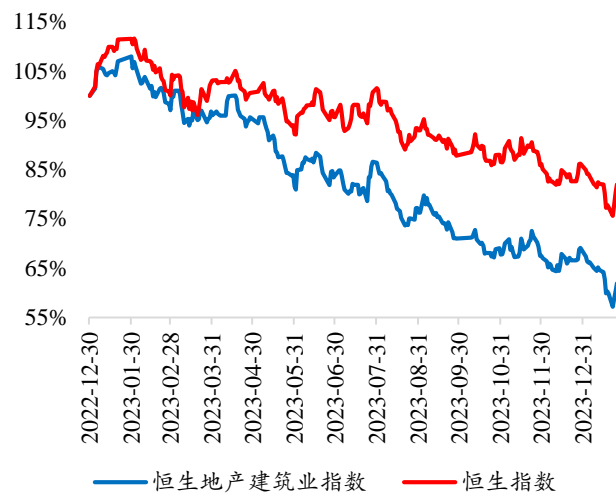
2023年1月1日至2024年1月25日，A股房地产指数（下跌28.0%）跑输万得全A（下跌10.9%）和沪深300指数（下跌13.7%），恒生地产建筑业指数（下跌38.1%）跑输恒生指数（下跌18.0%），地产指数震荡下行，整体跑输大盘。2023年7月底以来中央和地方政策面宽松，总体成交数据不及预期，地产指数下滑显著。

图1：2023年以来A股房地产指数走势不及万得全A和沪深300指数



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2023年以来恒生地产建筑业指数走势不及恒生指数



数据来源：Wind、开源证券研究所

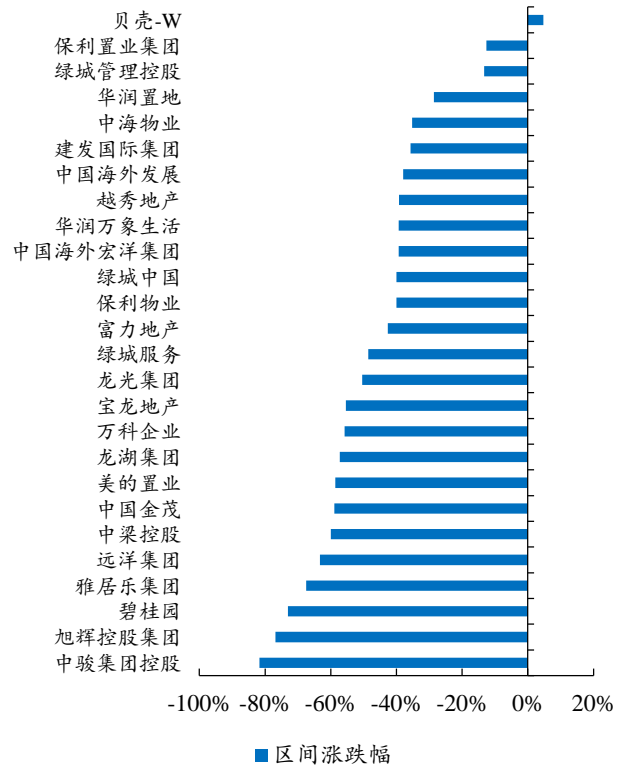
2023年1月1日至2024年1月25日，A股主流房企股价实现上涨的有张江高科、中华企业、浦东金桥、天地源和陆家嘴，均为地方国企，股价总体表现地方国企>央企>民企。

港股主流房企中，仅有贝壳W股价上涨，头部房企仅华润置地跌幅在30%以内，民企受制于业绩下滑、规模收缩和融资受限等因素，股价表现低于预期。

图3：2023年以来A股主流房地产企业中，张江高科、中华企业、浦东金桥领涨



图4：2023年以来港股主流房地产企业中，贝壳W领涨



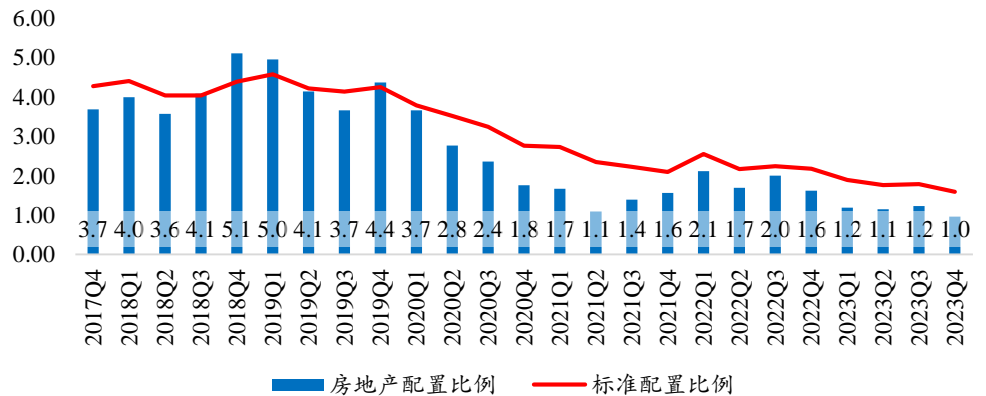
数据来源：Wind、开源证券研究所（股价数据截至 2024/1/25）

数据来源：Wind、开源证券研究所（股价数据截至 2024/1/25）

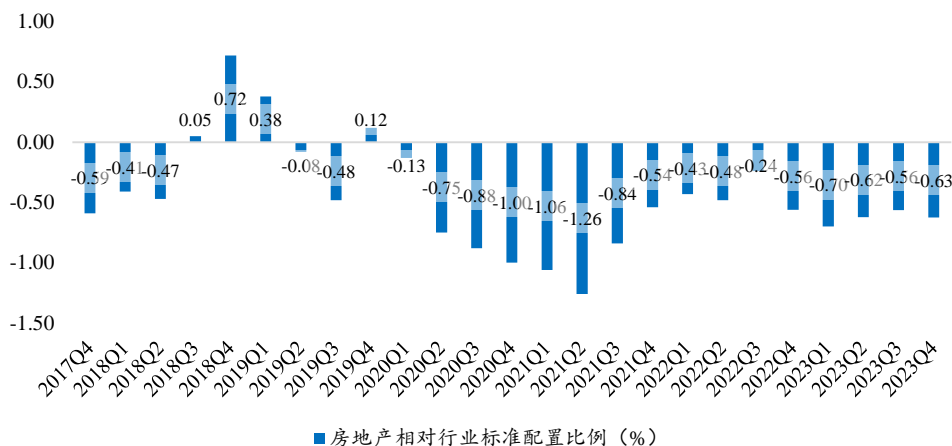
2、公募基金配置比例环比再降，港股物业标的持仓提升

根据 2023Q4 地产板块持仓情况，房地产配置比例 0.97%（2023Q3 为 1.23%），较行业标准配置比例低 0.63 个百分点，自 2020Q1 以来均低于标准配置比例。2023Q4 房地产板块的公募基金持仓总市值为 560.4 亿元，环比下降 24.4%，持仓总市值在 19 个行业中排名第 10 位。

图5：2023Q4 房地产配置比例环比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：房地产配置比例自 2020Q1 以来均低于标准配置比例


数据来源：Wind、开源证券研究所

个股配置来看，2023Q4 持股市值前五依次为保利发展、招商蛇口、万科 A、中国海外发展、华发股份，与 2023Q2 和 Q3 完全保持一致，均为头部房企，五家房企持仓总市值占房地产板块比例为 38.7%（2023Q1-Q3 分别为 48.9%、45.8%、40.4%），持仓集中度有所下降。**持仓环比变动来看**，海南机场、中国海外宏洋集团环比持仓增加股数较多，保利发展、金地集团和万科 A 环比减持股数较多，海南机场、万业企业和华润万象生活持股总市值环比增长明显，华润万象生活、碧桂园服务、绿城服务和保利物业环比持仓均有所增长。**持有基金数量来看**，2023Q4 公募基金重仓地产股数量整体减少，保利发展、招商蛇口、万科 A 持有基金流失最多。

表1：2023Q4 海南机场、中国海外宏洋集团环比持仓增加股数较多

代码	名称	2023Q3 持有基金数	2023Q4 持有基金数	持有基金数环比变动	2023Q3 持股总量 (万股)	2023Q4 持股总量 (万股)	2023Q4 持股总量环比变动 (万股)	2023Q3 持股总市值 (亿元)	2023Q4 持股总市值 (亿元)	2023Q4 持股总市值变动 (亿元)
600048.SH	保利发展	252	173	-79	105524	96647	-8877	134.4	95.7	-38.8
001979.SZ	招商蛇口	154	95	-59	60783	57444	-3339	75.3	54.6	-20.7
000002.SZ	万科 A	109	73	-36	32627	27885	-4742	42.7	29.2	-13.5
0688.HK	中国海外发展	54	44	-10	17817	16343	-1473	26.3	20.4	-5.9
600325.SH	华发股份	78	50	-28	21711	24009	2297	20.8	17.1	-3.7
002244.SZ	滨江集团	42	26	-16	20715	19991	-724	19.9	14.5	-5.3
001914.SZ	招商积余	6	8	2	5271	7860	2589	7.6	9.4	1.8
2669.HK	中海物业	22	12	-10	13549	15086	1537	11.0	8.0	-3.0
0123.HK	越秀地产	34	16	-18	14615	11119	-3495	12.1	6.4	-5.6
600515.SH	海南机场		8	8		15301	15301		5.7	5.7
600641.SH	万业企业	3	8	5	680	2826	2146	1.1	4.9	3.8
1209.HK	华润万象生活	12	18	6	696	1929	1233	2.0	4.9	2.8
1109.HK	华润置地	21	16	-5	2500	1670	-830	7.2	4.2	-2.9
6098.HK	碧桂园服务	5	3	-2	5283	6781	1498	3.8	4.1	0.4
601155.SH	新城控股	15	12	-3	5234	3579	-1656	6.9	4.1	-2.9

代码	名称	2023Q3	2023Q4	持有基	2023Q3	2023Q4	2023Q4 持	2023Q3 持	2023Q4 持股	2023Q4 持股
		持有基 金数	持有基金 数	金数环 比变动	持股总量 (万股)	持股总量 (万股)	仓环比变 动(万股)	股总市值 (亿元)	总市值 (亿元)	总市值变动 (亿元)
2869.HK	绿城服务	3	3	0	12998	14273	1275	4.2	3.8	-0.4
000069.SZ	华侨城 A	10	8	-2	16215	10914	-5301	6.9	3.4	-3.5
0081.HK	中国海外宏洋	2	5	3	5411	14365	8954	1.6	3.3	1.8
2202.HK	万科企业	13	11	-2	7272	4408	-2863	5.8	2.9	-2.9
600064.SH	南京高科	7	4	-3	4255	4741	487	2.7	2.9	0.2
600383.SH	金地集团	31	16	-15	12976	6381	-6595	8.8	2.8	-6.1
6049.HK	保利物业	13	13	0	779	974	196	2.3	2.5	0.3
600848.SH	上海临港	3	6	3	2220	2418	199	2.5	2.4	-0.1
600266.SH	城建发展	43	20	-23	7476	4727	-2749	4.7	2.3	-2.4
600895.SH	张江高科	8	7	-1	1168	1052	-116	2.7	2.0	-0.7

数据来源：Wind、开源证券研究所

保利发展和万科作为行业龙头，近五年公募基金重仓市值均排名前三，2023 年保利发展、招商蛇口和万科一直占据持仓市值前三位置。从前十排名变化趋势来看，2020 年后基金重仓央国企数量明显增加，民企有所减少。总体来看，实力雄厚的央企（保利发展、招商蛇口、中国海外发展），规模扩张迅速的地方国企（华发股份、越秀集团、建发股份），发展稳健的混合所有制企业（万科、金地）和优质民企（滨江集团、新城控股）更受基金青睐。

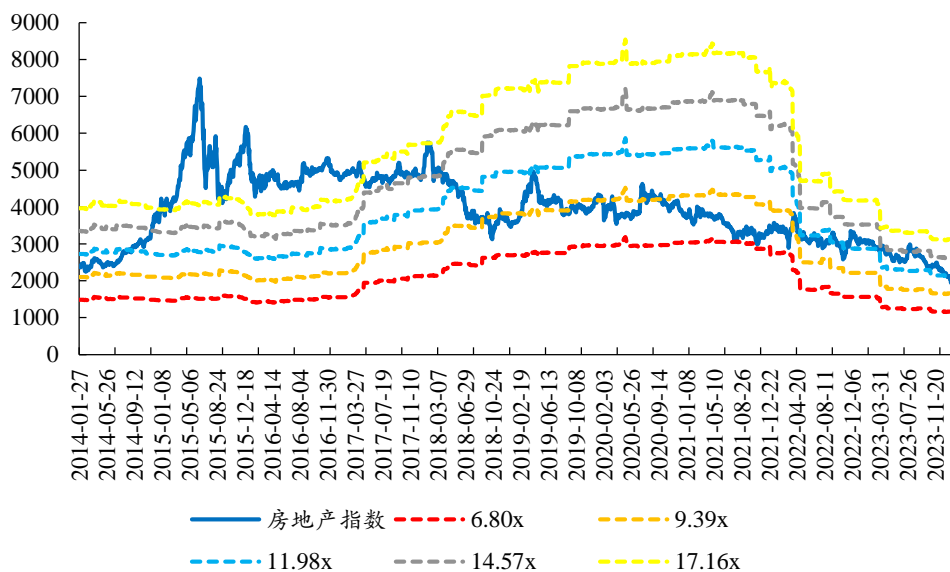
表2：保利发展和万科近五年公募基金持股总市值排名均排名前三

排名	2018	2019	2020	2021	2022	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4
1	保利发展	万科 A	万科 A	保利发展	保利发展	保利发展	保利发展	保利发展	保利发展
2	万科 A	保利发展	保利发展	万科 A	万科 A	招商蛇口	招商蛇口	招商蛇口	招商蛇口
3	华夏幸福	中南建设	中南建设	金地集团	招商蛇口	万科 A	万科 A	万科 A	万科 A
4	招商蛇口	华夏幸福	碧桂园服务	招商蛇口	金地集团	华发股份	中国海外发展	中国海外发展	中国海外发展
5	新城控股	金地集团	金地集团	万业企业	中国海外发展	中国海外发展	华发股份	华发股份	华发股份
6	绿地控股	绿地控股	金科股份	华侨城 A	华发股份	建发股份	滨江集团	滨江集团	滨江集团
7	荣盛发展	融创中国	华润置地	中海物业	碧桂园服务	越秀地产	越秀地产	越秀地产	招商积余
8	金地集团	招商积余	ST 阳光城	中国海外发展	中海物业	滨江集团	金地集团	中海物业	中海物业
9	ST 阳光城	招商蛇口	招商积余	碧桂园服务	新城控股	中海物业	中海物业	金地集团	越秀地产
10	华侨城 A	华侨城 A	绿城服务	新城控股	滨江集团	金地集团	新城控股	招商积余	海南机场

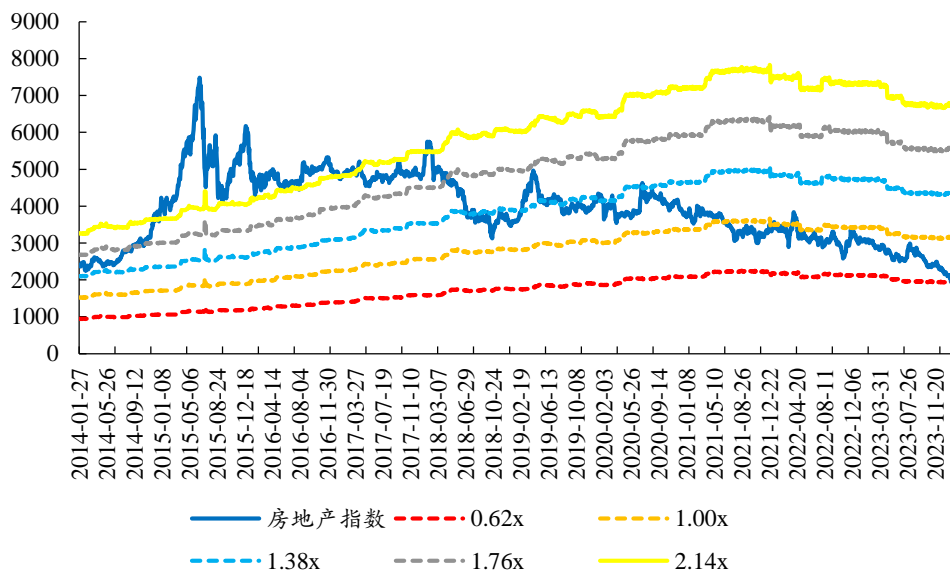
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、地产估值处于历史较低区间

2022 年二季度以来，房地产 PE 估值由于房企业绩走低及股价走低等因素整体估值处于合理区间，而 PB 估值处于历史较低区间。截至 2024 年 1 月 25 日，房地产指数 PE 估值为 12.57，PB 估值为 0.68。

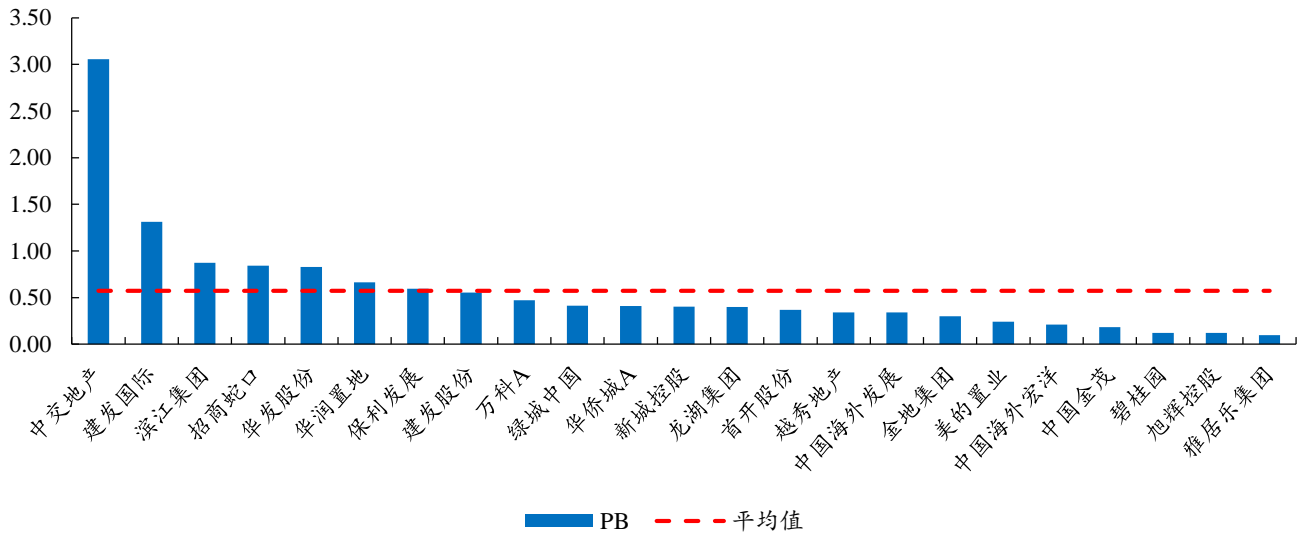
图7：房地产指数 PE-Band：指数估值处于合理区间


数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：房地产指数 PB-Band：指数估值处于历史低位


数据来源：Wind、开源证券研究所

截至2024年1月25日，主流房企中仅有中交地产、建发国际市净率大于1，整体估值处于较低区间。

图9：主流房企中仅有 2 家企业市净率大于 1


数据来源：Wind、开源证券研究所（股价数据截至 2024/1/25）

4、投资建议

2023 年，居民端在宏观经济、收入预期和房价上涨动力不足等多重因素影响下，购房信心尚未完全修复，7 月底以来多重宽松购房政策下销售市场表现不及预期。2024 年以来“三大工程”推进速度明显加快，或将对房地产投资形成拉动。我们认为地产板块当前估值水平、配置比例、市场预期和行业基本面都处于较低水平，政策窗口期值得关注。我们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。受益标的：（1）保利发展、招商蛇口、中国海外发展、建发股份、越秀地产、华发股份等优质央国企；（2）万科 A、滨江集团、新城控股等财务稳健的民企和混合所有制企业。

5、风险提示

- （1）行业销售恢复不及预期，融资改善不及预期，房企资金风险进一步加大。
- （2）政策放松不及预期。

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