

房地产

行业资金压力不减，地产融资政策维持宽松

➤ 资金来源持续下降，行业资金面临压力

房地产行业到位资金自 2021 年起增速放缓，2022 年以来到位资金持续下降，2023 年 12 月单月资金来源降幅有所扩大，其中国内贷款增速由正转负，自筹资金降幅收窄，利用外资、定金及预收款、个人按揭贷款降幅扩大；与之对应的是 2023 年商品房销售额较 2022 年下降，投资额仍然维持阶段低位，房企信心不足、居民住房消费观望情绪较浓，房地产行业资金仍然面临压力。

➤ 房地产融资政策宽松，金融端支持有望改善

房地产资金政策逐步宽松，行业资金有望获得改善。回顾 2018-2023 年近六年的全国性房地产资金政策，政策与行业资本面逆周期调节。2018-2021 年行业到位资金总体而言呈增长态势，融资政策以限制性为主，2020 年推出房企融资“三道红线”和贷款“两个上限”进一步加强监管；2022-2023 年资金来源持续负增长，政府出台房企融资“三支箭”、支持民营房企融资 25 条、房地产贷款“三个不低于”等一系列措施支持房企融资。

➤ 房企资金仍有压力，融资政策有望持续发力

2023 年房企销售额持续承压，房企现金流仍然面临一定压力，融资仍需政策持续发力。选取五家重点房企作为样本分析，现金流入端，招商蛇口与其它房企销售表现明显分化，销售好于行业平均；样本房企债权融资规模较 2022 年同期显著减小。现金流出端，2023 年上半年样本房企新开工面积有所下降，房企开工意愿较弱，三家房企现金短债比下跌；全年拿地金额增加。当前房企仍面临资金压力，有待融资政策宽松，继续发挥作用。

➤ 投资建议

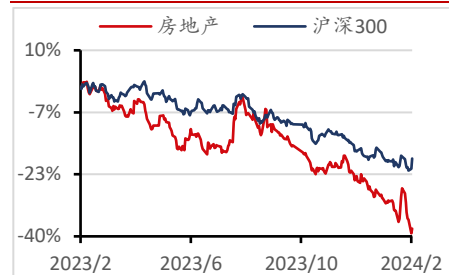
房地产行业仍为我国支柱产业，监管部门重视改善房企融资环境、防范行业风险，预计未来有望继续宽松房企融资政策。我们建议重点关注资金实力较强、土储更为优质充裕的国央企，以及在本轮行业出清中率先完成信用修复的优质民企。此外二手房市场恢复强劲，建议关注存量房龙头企业。

风险提示：(1) 政策效果滞后性风险；(2) 房地产市场超预期下行风险；(3) 金融市场波动风险

投资建议： 强于大市（维持）

上次建议： 强于大市

相对大盘走势



作者

分析师：杨灵修

执业证书编号：S0590523010002

邮箱：yanglx@glsc.com.cn

联系人：姜好幸

邮箱：hxjiang@glsc.com.cn

相关报告

- 《房地产：日本房地产市场：调整后走向成熟》2024.01.30
- 《房地产：从美日对比看中国都市圈产业和人口聚集潜力》2024.01.22

正文目录

1. 资金来源持续下降，行业资金面临压力	3
1.1 资金来源持续下降，2023年12月降幅扩大	3
1.2 12月企业资金压力犹存，国内贷款增速由正转负	3
1.3 销售额、投资仍处低位	4
1.4 房地产融资政策宽松，金融端支持有望改善	6
2. 房企资金仍有压力，静待融资政策发力	9
2.1 现金流入端：销售、融资下降，企业间表现分化	9
2.2 现金流出端：新开工面积走低，房企偿债能力下降	11
3. 投资建议：关注地产融资改善带来行业机会	15
4. 风险提示	15

图表目录结构

图表 1: 2023 年房地产行业到位资金持续下行	3
图表 2: 12 月到位资金降幅扩大	3
图表 3: 资金来源累计值降幅扩大	4
图表 4: 12 月国内贷款增速由正转负	4
图表 5: 12 月资金来源主要为国内贷款、自筹资金等	4
图表 6: 2023 年商品房销售额仍处低位，较上年整体降幅收窄	5
图表 7: 2023 年房地产投资累计值	5
图表 8: 分档设置房地产贷款余额和个人住房贷款余额两个上限	6
图表 9: 2018-2023 年房地产行业资金政策汇总	8
图表 10: 万科 12 月销售额同比减少	10
图表 11: 保利发展 12 月销售额同比大幅减少	10
图表 12: 2023 年招商蛇口销售额小幅上升	10
图表 13: 金地 2023 年销售规模收缩	10
图表 14: 新城控股销售额延续低位	10
图表 15: 2023 年万科债权融资规模减小超 50%	11
图表 16: 2023 年保利发展债权融资规模下降	11
图表 17: 招商蛇口债权融资规模稳定	11
图表 18: 金地集团融资规模减小	11
图表 19: 新城控股融资规模相对稳定	11
图表 20: 万科新开工面积同比上升	12
图表 21: 保利发展新开工面积稳定	12
图表 22: 招商蛇口 2023H1 新开工面积降幅收窄	12
图表 23: 金地集团 2023H1 新开工面积降幅扩大	12
图表 24: 新城控股新开工面积边际改善	13
图表 25: 新城控股 2023 年拿地较少	13
图表 26: 万科 2023 年拿地金额减少约 10%	13
图表 27: 保利发展 2023 年拿地金额增加	13
图表 28: 招商蛇口 2023 年拿地金额明显增加	13
图表 29: 金地集团拿地金额较低	13
图表 30: 万科存量债券月度到期规模	14
图表 31: 保利发展存量债券月度到期规模	14
图表 32: 招商蛇口存量债券月度到期规模	14
图表 33: 金地集团存量债券月度到期规模	14
图表 34: 新城控股存量债券月度到期规模	14
图表 35: 三家房企现金短债比下跌，金地低于要求	14

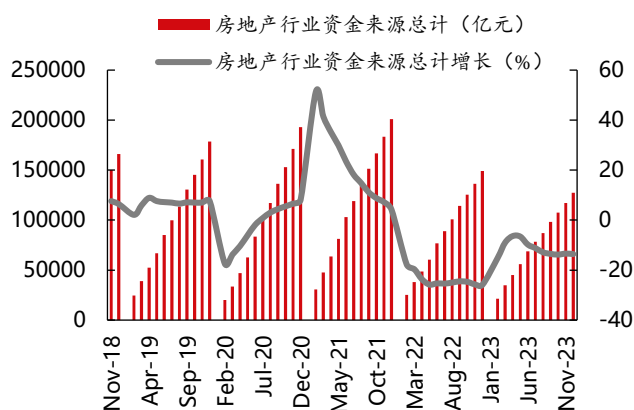
1. 资金来源持续下降，行业资金面临压力

1.1 资金来源持续下降，2023年12月降幅扩大

从房地产行业到位资金累计值来看，2021年1-2月资金来源累计值同比增长51.2%，但受2020年8月以来房企融资“三道红线”和贷款“两个上限”等限制性政策影响，增速减缓，融资开始下行。2022年以来，行业到位资金同比持续下降，2022年全年同比下降25.9%；2023年1-12月累计资金来源为12.7万亿元，同比下降13.6%，较2022年降幅收窄。

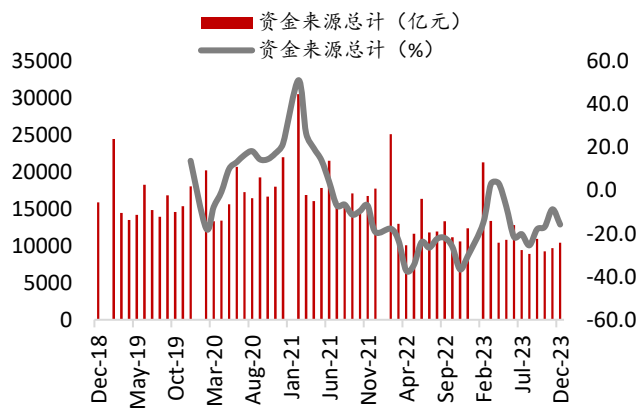
从单月数据来看，2021年以来，受融资政策收紧、经济环境变化等影响，房地产行业资金来源同比持续下降，2021年3月增速转负，2022年6月降幅达37.0%。2023年3-4月房企融资“三支箭”支持下资金来源短暂回升；5月以来持续下降，12月房地产行业资金来源约10415亿元，同比下降15.8%，降幅扩大7.1pct。

图表1：2023年房地产行业到位资金持续下行



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

图表2：12月到位资金降幅扩大



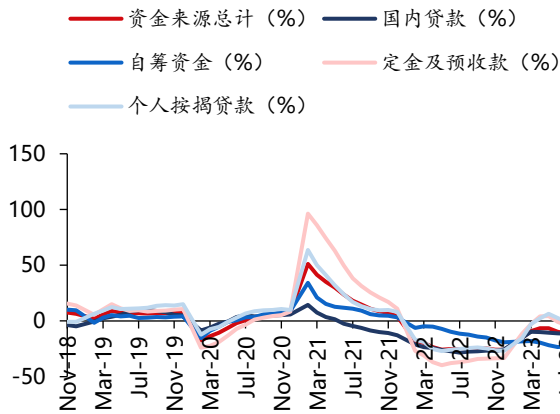
资料来源：国家统计局，国联证券研究所

1.2 12月企业资金压力犹存，国内贷款增速由正转负

从资金来源构成来看，2023年1-12月累计数据中，国内贷款、利用外资、自筹资金、定金及预收款、个人按揭贷款分别同比下降9.9%、39.1%、19.1%、11.9%、9.1%。

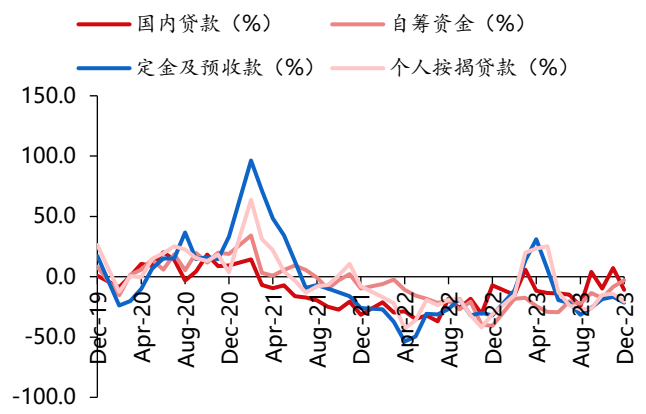
12月单月数据中，主要资金来源为国内贷款、自筹资金、个人按揭贷款和定金及预收款，分别占比13.7%、34.88%、36.26%、15.10%。其中国内贷款同比下降10.9%，增速由正转负；利用外资、定金及预收款、个人按揭贷款降幅分别扩大142.5pct、4.9pct、6.6pct；自筹资金降幅收窄5.4pct，融资政策宽松之下，资金面改善不及预期，房企压力犹存，有待政策进一步深化落地。

图表3：资金来源累计值降幅扩大



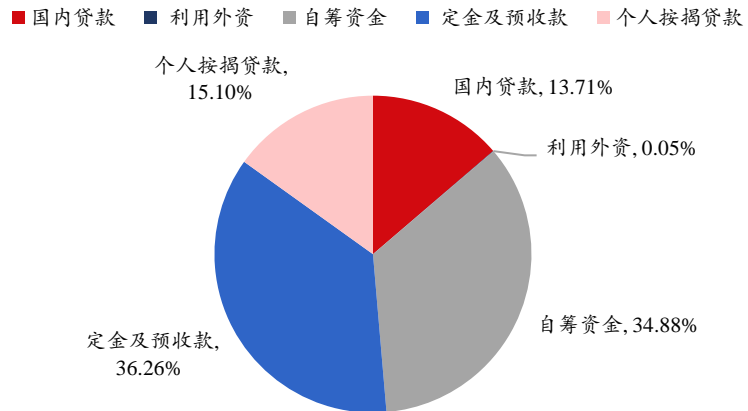
资料来源：国家统计局，国联证券研究所

图表4：12月国内贷款增速由正转负



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

图表5：12月资金来源主要为国内贷款、自筹资金等

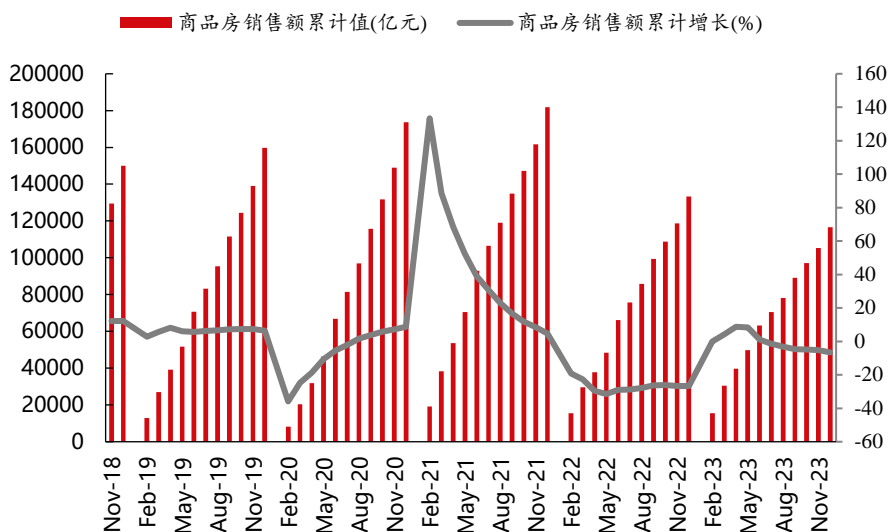


资料来源：国家统计局，国联证券研究所

1.3 销售额、投资仍处低位

2020 年全年商品房销售额达 17.36 万亿元，居民住房需求释放和房企加大供货双重拉动之下，同比增长 8.7%；2021 年 1-2 月销售额累计同比 133.4%，融资受限和贷款收紧造成供需两端挤压，使得下半年增速放缓，2022 年全年销售额同比下降 26.7%。2023 年商品房销售额累计 11.66 万亿元，同比下降 6.5%，较 2022 年降幅显著收窄，但销售额仍处低位，需求端消费者观望情绪较浓。

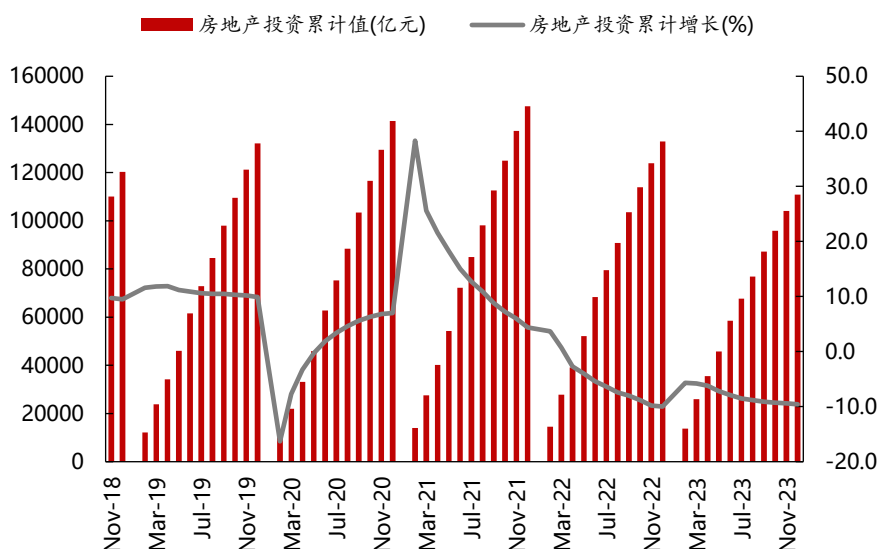
图表6：2023年商品房销售额仍处低位，较上年整体降幅收窄



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

2021年1月以来，受行业资金政策收紧和需求端弱的影响，房企开工拿地积极性较弱，投资累计增速持续下降。2022年全年同比下降10%，2023年降幅持续扩大，12月房地产投资额累计值达11.09万亿元，同比下降9.6%，较11月降幅扩大0.2pct，投资仍处低位。与之对应的是2022-2023年自筹资金的变化，受销售市场复苏弱影响，房企信心不足，投资意愿尚未恢复。

图表7：2023年房地产投资累计值



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

综合来看2023年房地产企业累计资金来源同比下降13.6%，较11月降幅扩大0.2pct。12月单月来看，资金来源同比下降15.8%，降幅扩大7.1pct，其中国内贷款增速转负，定金及预收款、个人按揭贷款降幅扩大，自筹资金降幅收窄5.4pct。

1.4 房地产融资政策宽松，金融端支持有望改善

2023年11月17日，金融监管部门主持召开金融机构座谈会，提出了房地产贷款“三个不低于¹”，以量化指标要求银行支持房地产企业融资，金融端支持有望改善。在此背景下，我们复盘了2018-2023年近六年的全国性房地产行业资金政策及相关会议，并与行业资金情况对照分析。

➤ 2018-2019年：行业资金流入明显，融资政策逐步收紧

政府出台《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》加强住房用地资金来源审查，严控购地加杠杆行为；《关于开展巩固治乱象成果、促进合规建设工作的通知》涉及房地产行业相关政策，严查资金违规流入房企；《关于对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》明确房地产行业发行外债只能用于置换一年内到期的中长期境外债务。一系列政策压缩房企融资空间，政策端持续收紧。

➤ 2020-2021年：地产到位资金持续增加“五道红线”加强监管

2020年初房地产资金端各项数据调整，反应政策限制密集出台，融资收紧。2020年8月住建部、央行联合召开房地产企业座谈会，提出重点房企资金监测和融资管理规则，也即房地产企业融资三道红线，精确监测房企融资行为；12月末出台银行金融机构房地产贷款集中度管理制度，分档设置房地产贷款余额和个人贷款余额两个上限，进一步限制房地产行业资金端；2021年又出台《关于防止经营用途贷款违规流入房地产领域的通知》，严格管控楼市资金来源。

图表8：分档设置房地产贷款余额和个人住房贷款余额两个上限

银行业金融机构分档类型	银行	房地产贷款占比上限	个人住房贷款占比上限
中资大型银行	中国工商银行、中国建设银行、中国农业银行、中国银行、国家开发银行、交通银行、中国邮政储蓄银行	40%	32.5%
中资中型银行	招商银行、农业发展银行、浦发银行、中信银行、兴业银行、中国民生银行、中国光大银行、华夏银行、进出口银行、广发银行、平安银行、北京银行、上海银行、江苏银行、恒丰银行、浙商银行、渤海银行	27.5%	20%
中资小型银行和非县域农合机构	城市商业银行、民营银行、大中城市和城区农合机构	22.5%	17.5%
县域农合机构	县域农合机构	17.5%	12.5%
村镇银行	村镇银行	12.5%	7.5%

资料来源：金融监管总局，国联证券研究所

¹ 三个不低于，即各家银行自身房地产贷款增速不低于银行行业平均房地产贷款增速，对非国有房企对公贷款增速不低于本行房地产增速，对非国有房企个人按揭增速不低于本行按揭增速。

➤ **2022-2023 年到位资金迎来压力，金融端支持利箭频发**

2022 年基本面出现一定压力，房地产政策跟随调整，支持政策密集出台，年末信贷、债券、股权融资三箭齐发。2022 年 11 月提出“第二支箭”支持民营企业债券融资，为房企发行债券提供支持；推出《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》即金融十六条，支持个人住房贷款合理需求，稳定建筑企业信贷投放，放开部分政策限制。11 月 29 日，证监会股权融资方面调整优化 5 项措施，恢复房企股权融资功能。

➤ **2023 年以来资金政策维持宽松，企业融资有望改善**

2023 年以来，限购、认房认贷、土地限价逐步退出市场，金融十六条延期；新的房地产支持政策依旧陆续出台。11 月 17 日，金融监管部门主持召开金融机构座谈会，提出房地产贷款“三个不低于”，在量化指标层面约束银行支持民营房企融资；11 月 27 日，央行等八部门联合印发《关于强化金融支持举措 助力民营经济发展壮大的通知》，提出 25 条支持措施²，加大对民营企业的金融支持力度，拓宽其融资渠道。

据国家统计局，2023 年 1—12 月份，房地产开发企业到位资金 127459 亿元，同比下降 13.6%，房地产企业资金仍有压力。总体而言，房地产行业资金近年出现压力，房企融资政策也随行业基本面由紧到松。当前房地产行业仍面临着较大资金压力，预计政策将维持宽松，改善房企融资环境，有利于改善房企尤其是部分民营房企资金压力。

² 注：为引导金融机构树立“一视同仁”理念，持续加强民营企业金融服务，提出金融支持民营经济的 25 条措施，涉及加大信贷资源投入、畅通民企债权融资渠道、扩大优质民企股权融资规模、加大外汇便利化政策、强化正向激励、优化融资配套政策和强化组织实施保障共七个方面。

图表9：2018-2023年房地产行业资金政策汇总

时间	会议/文件	摘要	政策方向
2018/4/27	关于规范金融机构资产管理业务的指导意见	加强区分标准资产及非标资产；打破刚性兑付，向资产净值化转型；去通道、降低杠杆及消除多层嵌套；明确限制现有的资金池模式，严禁“一对多”的资管形式	限制
2018/5/20	关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知	严格落实企业购地只能用自有资金的规定，加强住房用地购地资金来源审查，严控购地加杠杆行为	限制
2018/12/12	关于支持优质企业直接融资进一步增强企业债服务实体经济能力的通知	支持信用优良、经营稳健、对产业结构转型升级或区域经济发展具有引领作用的优质企业发行企业债券，提高直接融资比重，优化债券融资服务；附件中第四类行业包含房地产业	支持
2019/5/17	关于开展巩固治乱象成果、促进合规建设工作的通知	巩固过去两年整治金融乱象成果，重点针对银行、保险、信托、金融资产管理、金融租赁、财务公司等六类机构，均涉及房地产相关政策。	限制
2019/7/9	关于对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知	明确房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务	限制
2019/9/4	国务院常委会议	专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目等	限制
2020/5/26	关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见	按照金融供给侧结构性改革要求，把经营重心和信贷资源从偏好房地产、地方政府融资平台，转移到中小微企业等实体经济领域，实现信贷资源增量优化、存量重组；五家大型国有商业银行普惠型小微企业贷款增速高于40%。全国性银行要合理让利，确保中小微企业贷款覆盖面明显扩大，综合融资成本明显下降。	支持
2020/8/20	住房城乡建设部、人民银行联合召开房地产企业座谈会：重点房地产企业资金监测和融资管理规则	设置三条红线：剔除预收款后的资产负债率大于70%、净负债率大于100%、现金短债比小于1倍	限制
2020/12/31	关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知	行业金融机构房地产贷款余额占该机构人民币各项贷款余额的比例和个人住房贷款余额占该机构人民币各项贷款余额的比例不得高于人民银行、银保监会确定的房地产贷款占比上限和个人住房贷款占比上限	限制
2021/3/31	关于防止经营用途贷款违规流入房地产领域的通知	多维度强化监管要求，打击增量资金违规流入楼市。加强借款人资质核查，加强信贷需求审核，加强贷款期限管理，加强贷款抵押物管理，加强贷中贷后管理，加强银行内部管理，加强中介机构管理	限制
2021/7/26	央行等监管部门	重点房企购地金额不得超年度销售额40%	限制
2021/9/29	房地产金融工作座谈会	围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标，准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，持续落实好房地产长效机制，加快完善住房租赁金融政策体系	支持
2022/2/8	关于保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理的通知	保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理	支持
2022/2/18	关于印发促进工业经济平稳增长的若干政策的通知	会议要求，金融机构要按照法治化、市场化原则，配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益。	支持
2022/5/27	关于规范做好保障性租赁住房试点发行基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）有关工作的通知	严禁以租赁住房等名义，为非租赁住房等房地产开发项目变相融资，或变相规避房地产调控要求；严格规范回收资金用途	限制

2022/07/17	银保监会回应停贷事件	有效满足房地产企业合理融资需求，大力支持租赁住房建设，支持项目并购重组，以新市民和城镇年轻人为重点，更好满足刚需和改善型客户住房需求，努力保持房地产市场运行平稳有序	支持
2022/10/8	监管指示六大行加大对房地产融资的支持力度	央行、银保监会要求建行、农行等六家国有银行，加大对房地产融资的支持力度。每家大行年内对房地产融资至少增加 1000 亿元，融资形式包括房地产开发贷款、居民按揭贷款以及投资房地产开发商的债券	支持
2022/11/08	“第二支箭”延期并扩容，支持民营企业债券融资再加力	在人民银行的支持和指导下，交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具，支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。由人民银行再贷款提供资金支持，委托专业机构按照市场化、法治化原则，通过担保增信、创设信用风险缓释凭证、直接购买债券等方式，支持民营企业发债融资。预计可支持约 2500 亿元民营企业债券融资，后续可视情况进一步扩容。	支持
2022/11/11	关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知	稳定房地产开发贷款投放；支持个人住房贷款合理需求；稳定建筑企业信贷投放；支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期；保持债权融资基本稳定；保持信托等产品融资稳定；支持开发性政策性银行提供保交楼专项借款；鼓励金融机构提供配套融资支持；做好房地产项目并购金融支持；阶段性优化房地产项目并购融资政策等等。	支持
2022/11/14	关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知	允许商业银行按市场化、法治化原则，在充分评估房地产企业信用风险、财务状况、声誉风险等的基础上进行自主决策，与优质房地产企业开展保函置换预售监管资金业务；保函仅可用于置换依法合规设立的预售资金监管账户的监管额度内资金。	支持
2022/11/29	证监会决定在股权融资方面调整优化 5 项措施	恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；恢复上市房企和涉房上市公司再融资；调整完善房地产企业境外上市政策；进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用；积极发挥私募股权投资基金作用	支持
2023/7/10	关于延长金融支持房地产市场平稳健康发展有关政策的通知	延长《中国人民银行 中国银行保险监督管理委员会关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》中有试用期限的政策，主要涉及房地产企业开发贷款、商业银行向专项借款支持项目发放配套融资两项内容。	支持
2023/8/27	证监会统筹一二级市场平衡，优化 IPO、再融资管理安排	根据近期市场情况，阶段性收紧 IPO 节奏，促进投融资两端的动态平衡；引导上市公司合理确定再融资规模，严格执行融资间隔期要求；房地产上市公司再融资不受破发、破净和亏损限制	支持
2023/10/30	中央金融工作会议	促进金融与房地产良性循环，健全房地产企业主体监管制度和资金监管，完善房地产金融宏观审慎管理，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求	支持
2023/11/27	关于强化金融支持举措助力民营经济发展壮大的通知	提出加大信贷资源投入、债券市场体系建设、建设多层次资本市场、加大外汇便利化政策、强化正向激励和支持等方面的 25 条措施，加大对民营企业的金融支持力度，拓宽其融资渠道。	支持
2023/12/21	全国住房城乡建设工作会议	坚持房住不炒，稳定房地产市场，优化房地产政策；构建房地产发展新模式。	支持

资料来源：中国政府网，中国人民银行，发改委，人民网，中房网，新华网，证监会，住建部，国联证券研究所整理

2. 房企资金仍有压力，静待融资政策发力

根据公司的信息披露完整度，我们选取同在 A 股上市的房企，万科、保利发展、招商蛇口、金地、新城控股五家公司作为样本房企对其资金情况进行分析。2023 年债券融资规模较 2022 年同期延续下降，融资环境有待进一步改善。

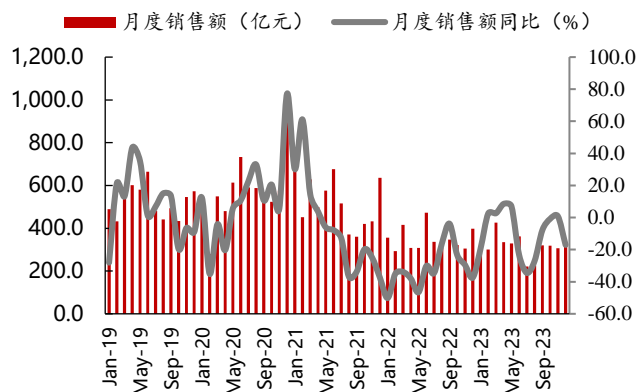
2.1 现金流入端：销售、融资下降，企业间表现分化

➤ 房企销售规模收缩，企业间表现分化

2023 年全年，万科实现合同销售金额 3761.1 亿元，同比减少 9.8%，降幅收窄

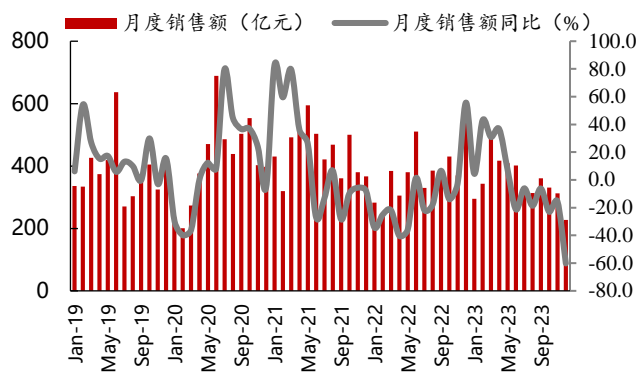
23.9pct；保利发展销售额 4222.4 亿元，同比减少 7.67%，降幅收窄 6.8pct；招商蛇口销售额 2936.4 亿元，同比增加 0.4%，增速转正；金地集团销售额 1535.5 亿元，同比减少 30.8%；新城控股销售额 759.8 亿元，同比减少 34.5%，降幅收窄 15.8pct。整体而言，除招商蛇口外四家家样本房企 2023 年销售规模收缩，销售回款承压。

图表10：万科12月销售额同比减少



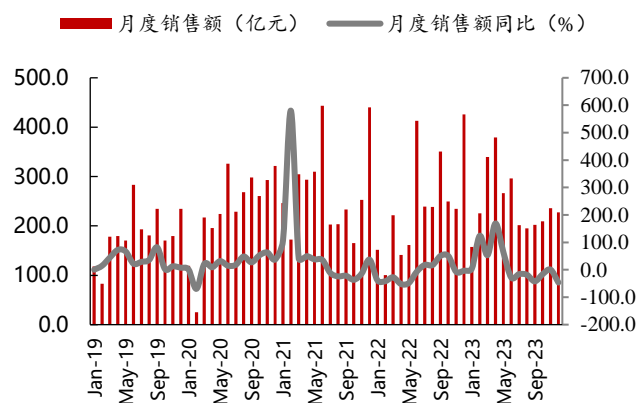
资料来源：公司公告，iFind，国联证券研究所

图表11：保利发展12月销售额同比大幅减少



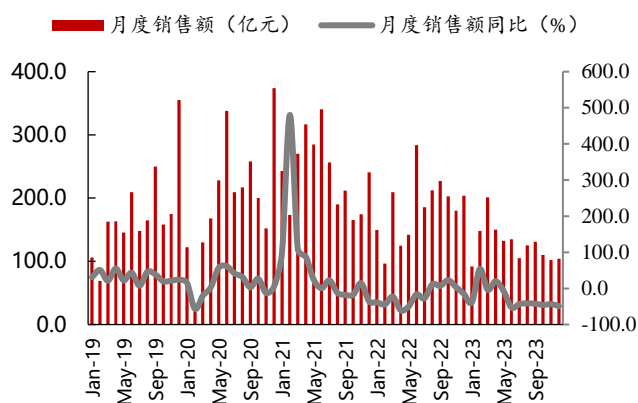
资料来源：公司公告，iFind，国联证券研究所

图表12：2023年招商蛇口销售额小幅上升



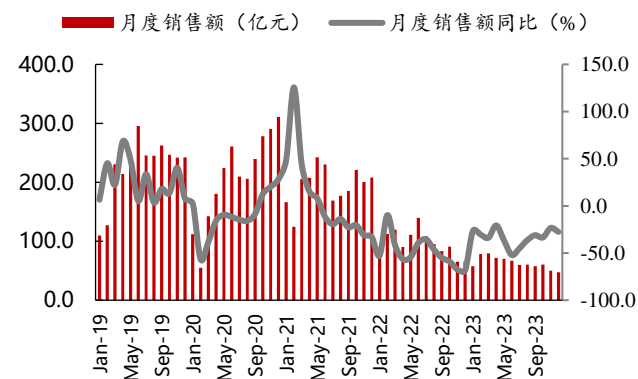
资料来源：公司公告，iFind，国联证券研究所

图表13：金地2023年销售规模收缩



资料来源：公司公告，iFind，国联证券研究所

图表14：新城控股销售额延续低位



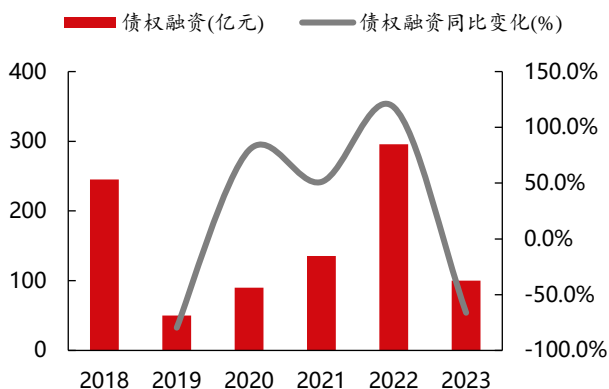
资料来源：公司公告，iFind，国联证券研究所

➤ 样本房企债权融资降低

就债权融资规模来看，截止 2023 年 12 月 31 日，万科债权融资较 2022 年下降

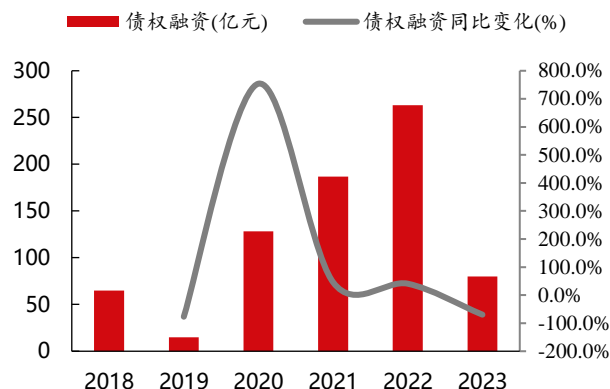
66.2%；保利发展较 2022 年下降 69.6%；招商蛇口债权融资额 307.3 亿元，同比增加 4.1%；金地集团 2023 年未发生债权融资；新城控股债权融资额 28.0 亿元，同比下降 30.0%。整体而言，样本房企 2023 年债权融资规模较 2022 年有所下降，加之销售尚未完全复苏，房企资金普遍承压。未来房企融资支持政策落地实施以后，或将有所改善。

图表15：2023年万科债权融资规模减小超50%



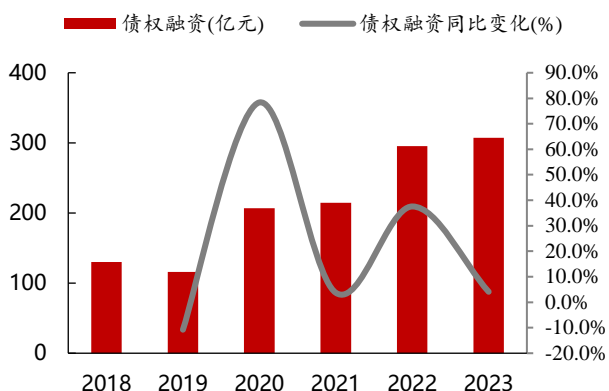
资料来源：iFinD, 国联证券研究所

图表16：2023年保利发展债权融资规模下降



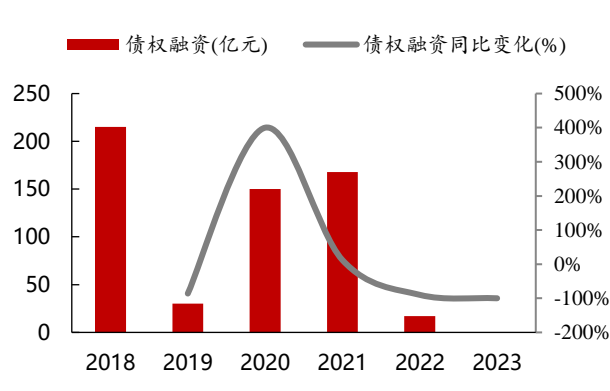
资料来源：iFinD, 国联证券研究所

图表17：招商蛇口债权融资规模稳定



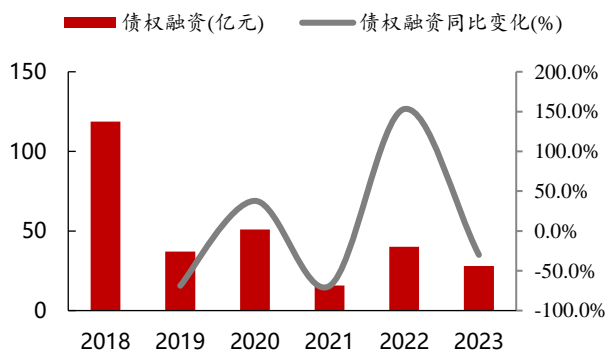
资料来源：iFinD, 国联证券研究所

图表18：金地集团融资规模减小



资料来源：iFinD, 国联证券研究所

图表19：新城控股融资规模相对稳定



资料来源：iFinD, 国联证券研究所

2.2 现金流出端：新开工面积走低，房企偿债能力下降

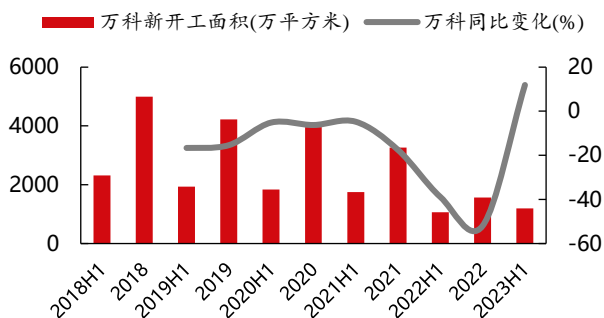
➤ 新开工面积持续走低，拿地金额³增加

2023年上半年整体而言，五家样本房企2023年H1新开工面积共计2511.5万平方米，同比减少8.8%。其中，万科新开工面积同比上升11.9%，是唯一增加了新开工面积的样本房企；招商蛇口、金地集团、新城控股新开工面积降幅有所收窄，但仍然持续走低。一方面可能受样本房企资金承压影响，土地储备不足；另一方面也反映出行业整体销售低迷，房企开工意愿较弱。

2023年全年，三家房企拿地金额同比2022年显著增长，保利发展、招商蛇口、金地分别增加14.8%、13.3%、42.7%，或是由于2022年土地市场低迷、拿地较少，出于补库存的意愿增加了拿地金额。万科2023年全年拿地金额减少，上半年新开工面积和拿地同比略有所增加。

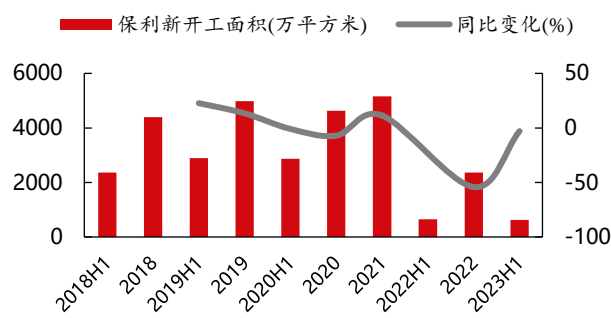
我们以新开工面积*5000元/平米（估算平均单位建设费用）计算五家房企2023年上半年新开工现金流出，推算得出万科、保利、招商蛇口、金地、新城分别为598亿元、313亿元、122亿元、89.5亿元以及133亿元。

图表20：万科新开工面积同比上升



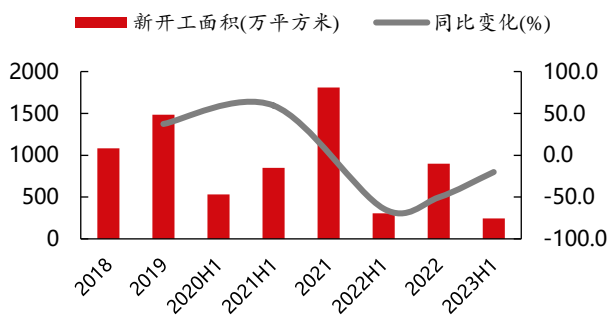
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表21：保利发展新开工面积稳定



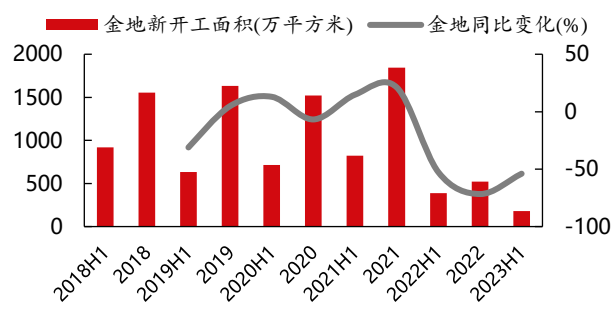
资料来源：公司公告，iFinD，国联证券研究所

图表22：招商蛇口2023H1新开工面积降幅收窄



资料来源：公司公告，国联证券研究所

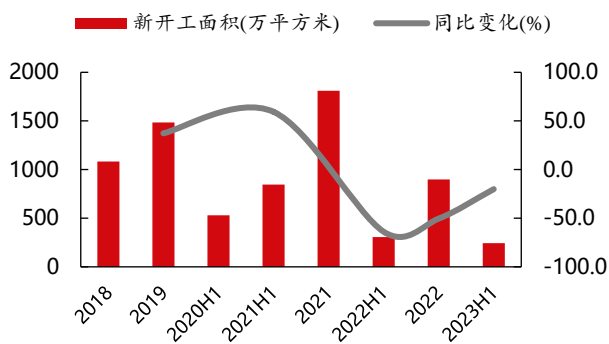
图表23：金地集团2023H1新开工面积降幅扩大



资料来源：公司公告，iFinD，国联证券研究所

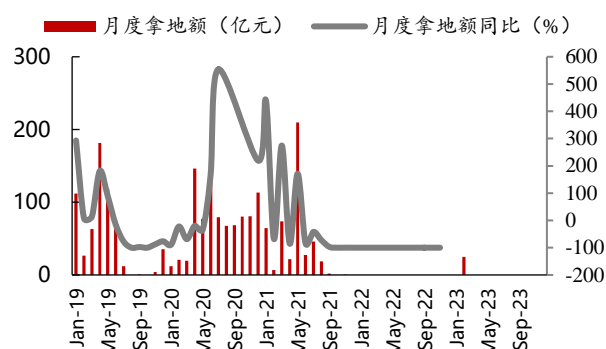
³ 为便于观察房企拿地金额变化趋势，绘图时删除了图表25-29中月度拿地额同比变化中的离群值，分别为：万科2023年4月、保利发展2019年12月、新城控股2020年9月和11月。

图表24：新城控股新开工面积边际改善



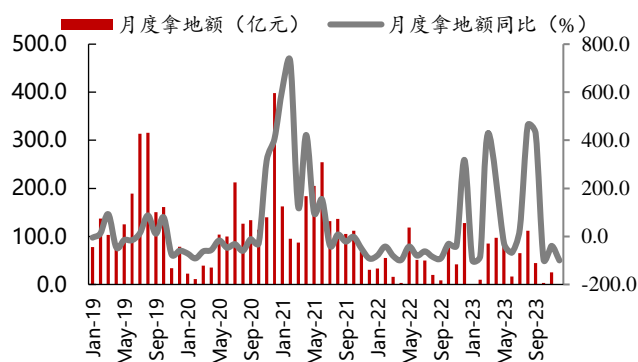
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表25：新城控股 2023 年拿地较少



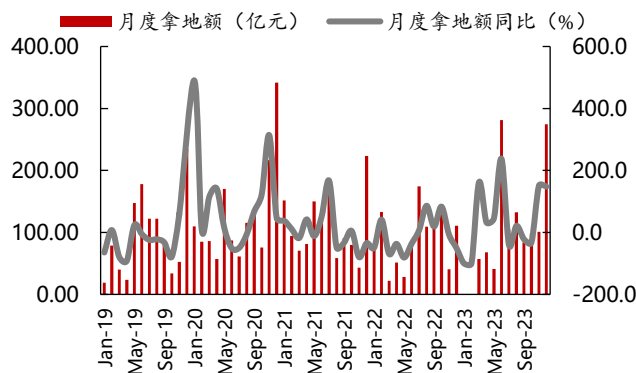
资料来源：公司公告，iFinD，国联证券研究所

图表26：万科 2023 年拿地金额减少约 10%



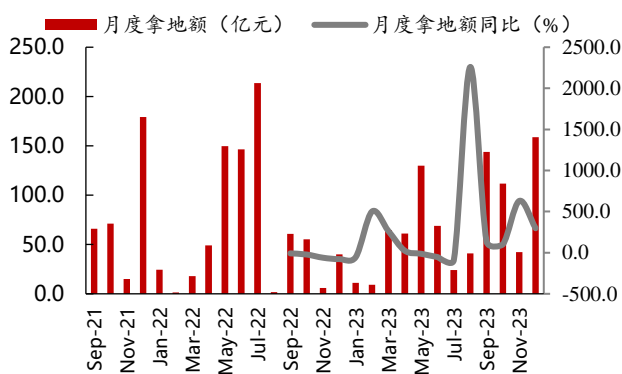
资料来源：公司公告，iFinD，国联证券研究所

图表27：保利发展 2023 年拿地金额增加



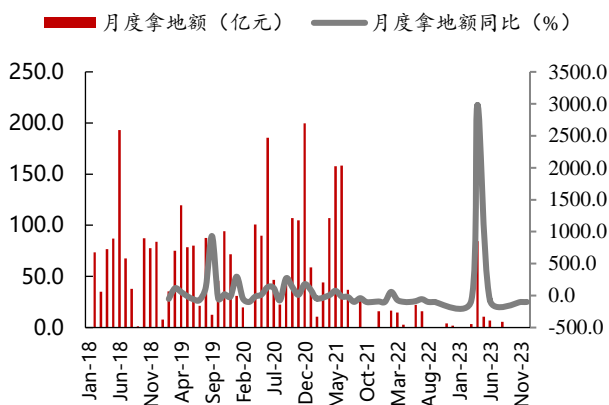
资料来源：公司公告，iFinD，国联证券研究所

图表28：招商蛇口 2023 年拿地金额明显增加



资料来源：公司公告，iFinD，国联证券研究所

图表29：金地集团拿地金额较低



资料来源：公司公告，iFinD，国联证券研究所

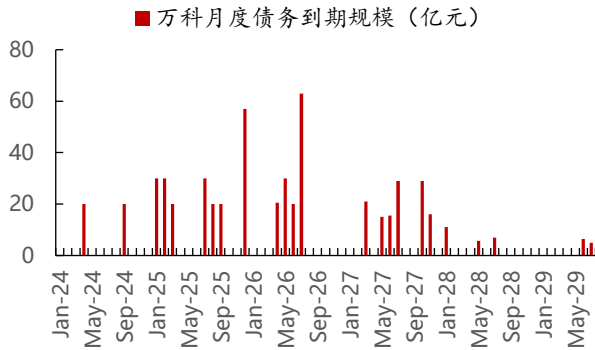
➤ 部分房企现金短债比走低

截至 2024 年 1 月 29 日，万科、保利发展、招商蛇口、金地集团、新城控股存量债券余额(境内债，含短融中票等)分别为 541.19 亿元、626.49 亿元、635.67 亿元、193.54 亿元和 92.81 亿元；近 12 个月到期债券分别为 60 亿元、105 亿元、118.6 亿元、121 亿元、2.4 亿元。

短期偿债能力方面，2023 年上半年，万科现金短债比为 2.70，同比上升 19.9%；新城控股现金短债比为 1.26，同比增加 19.0%；保利发展、招商蛇口现金短债比下

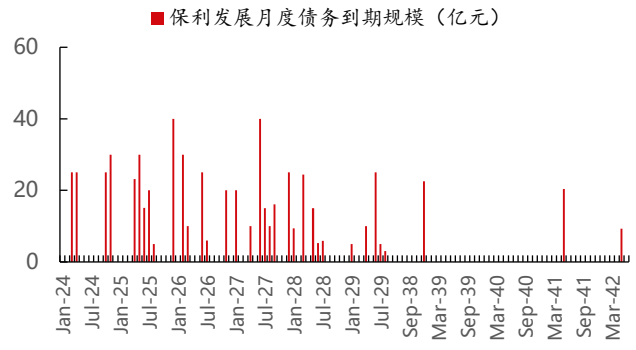
降，短期偿债能力有所下降，但仍未过红线。五家样本房企中，仅金地集团现金短债比低于1。

图表30：万科存量债券月度到期规模



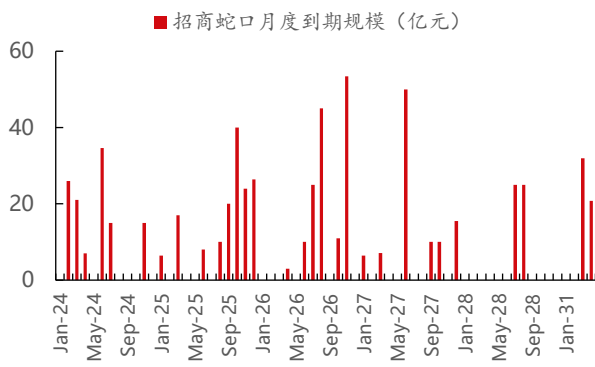
资料来源：iFinD, 国联证券研究所

图表31：保利发展存量债券月度到期规模



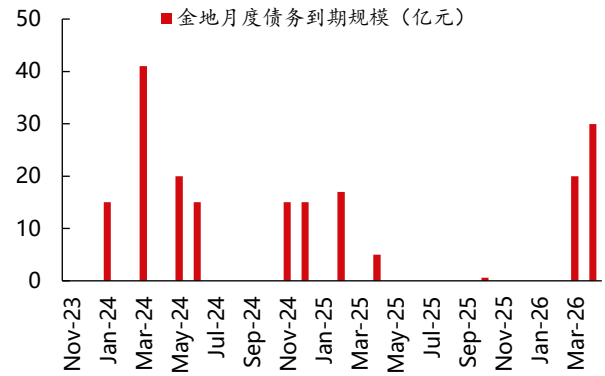
资料来源：iFinD, 国联证券研究所

图表32：招商蛇口存量债券月度到期规模



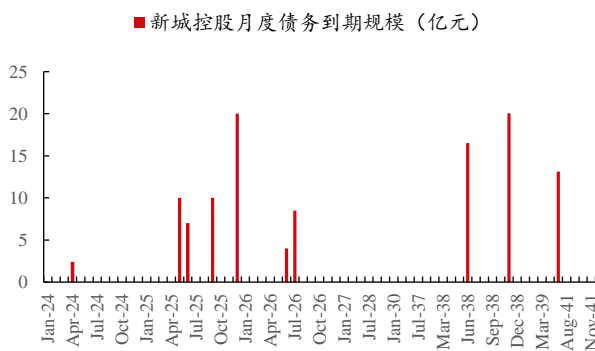
资料来源：iFinD, 国联证券研究所

图表33：金地集团存量债券月度到期规模



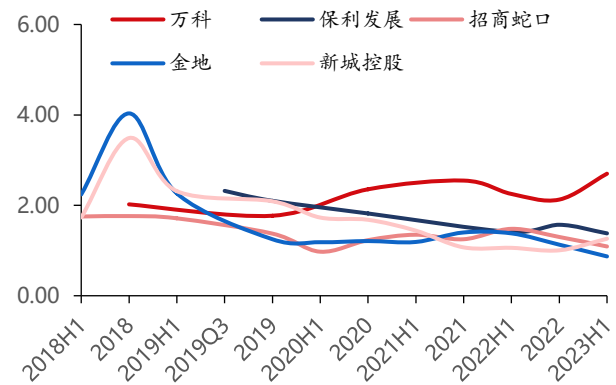
资料来源：iFinD, 国联证券研究所

图表34：新城控股存量债券月度到期规模



资料来源：iFinD, 国联证券研究所

图表35：三家房企现金短债比下跌，金地低于要求



资料来源：各公司公告, iFinD, 国联证券研究所

整体而言，2023年样本房企销售额小幅收缩，五家样本房企间表现分化，仅招商蛇口全年销售额小幅增长；融资规模持续收缩，资金仍然面临压力；或受资金承压和销售影响，样本房企土储不足，2023年上半年新开工面积走低，全年拿地金额略有增加。

3. 投资建议：关注地产融资改善带来行业机会

房地产行业仍为我国支柱产业，当前行业资金面临压力，监管部门对于改善房企融资环境、防范企业债务危机较为迫切，预计未来有望继续调整和放松房企融资政策。我们建议关注积极拿地、土地储备丰富的国央企；在政府持续出台政策支持民营房企融资的背景下，同时建议关注偿债能力优良、受消费者信任、现金压力较小的民企。

4. 风险提示

政策效果滞后性风险。政府制定了精准的调控措施，由于执行和市场响应存在时滞，实际效果可能落后于预期，影响政策的落地效果。

房地产市场下行风险。若市场信心持续低迷并伴随经济下行压力，房地产市场的交易观望情绪浓厚，成交量和价格的回升速度或低于预期。

金融市场波动风险。房地产市场与金融市场的紧密联系意味着，金融市场的不稳定因素可能传导至房地产领域，给市场带来一定负面影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼