

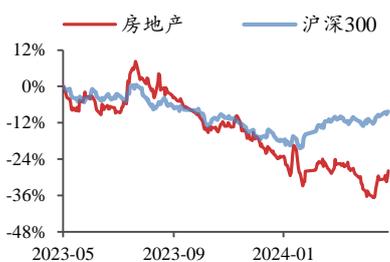
## 房地产

2024年05月13日

投资评级：看好（维持）

——行业深度报告

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《深圳、西安、杭州放松限购政策，加快去化存量房产—行业周报》  
-2024.5.12

《供需两端重塑，低成本走出危机—房地产行业 2024 年中期投资策略》  
-2024.5.6

《消化存量优化增量，房地产发展新模式进程加快—行业点评报告》  
-2024.5.5

## 2023 年房地产行业综述：销售不及预期业绩承压，低估值蓄力板块价值重塑

齐东（分析师）

胡耀文（联系人）

qidong@kysec.cn

huyaowen@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

证书编号：S0790122080101

### ● 中央宽松政策频出，非核心城市限购全面放开

中央层面，2024 年以来五年期 LPR 大幅下调 25BP，房地产融资协调机制不断推进，政治局会议提出要统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式。地方层面，2023 年下半年以来一线城市限购边际放松，二线城市全面解除限购，下调房贷利率，购房成本不断降低。企业层面，经营性物业贷可用于偿还贷款，项目融资白名单推进顺利。

### ● 销售拿地数据承压，一二线市场竞争加剧

**销售端：**2024Q1 百强房企累计销售面积和金额分别同比下降 50.7% 和 49.1%，降幅自 2023 年 6 月以来持续扩大，百强房企市占率由高位的 82.0% 下滑至一季度的 39.6%。2023 年头部房企销售金额下降数量过半，越秀地产、建发国际累计销售金额同比增速超 10%；2024Q1 头部房企销售降幅扩大，样本房企销售同比均下降，总体销售表现地方国企>央企>混合所有制企业>民企。

**土地端：**2023 年统计局百城住宅土地成交累计建面和金额分别同比下降 30% 和 25%。2023 年下半年以来各城陆续放开土拍双限政策，采取价高者得竞拍方式，核心二线城市土拍地王频出，仅剩北京、上海和深圳三城保留土拍双限政策，杭州主城保留新房限价。2023 年头部房企拿地权益比整体呈增长趋势，投资策略趋同，一二线城市投资占比基本超 90%。5 家房企拿地金额超千亿元，建发国际、中国海外发展兼具销售增速快和拿地力度强特质，看好未来市场份额持续提升。

### ● 房企业绩不及预期，地产估值处于历史较低区间

从房企财务表现来看，2023 年业绩盈利的头部房企中仅 4 家营收和归母净利润保持双增长。多数房企在销售下行压力下，项目结转毛利率承压，存货计提减值压力增大，盈利能力同比承压。同时房企头部房企负债持续优化，有息负债总体压降，融资成本有所下降。根据 2024Q1 地产板块持仓情况，房地产配置比例 0.86%（2023Q4 为 0.97%），PB 估值处于历史较低区间。

### ● 投资建议

从房地产板块整体业绩来看，在结转毛利率和存货减值压力下，头部房企中多数业绩承压，但同时行业出清过程中优质房企销售拿地稳健，负债结构优化融资成本压降，看好未来市占率提升。2023 年以来房地产销售和投数据持续承压，市场仍处于调整过程中，当前购房者信心仍未恢复。在销售数据不及预期的情况下，我们认为 2024 年三大工程将有效为房地产投资托底。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、越秀地产等优质央企国企；（2）万科 A、绿城中国、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：**宏观经济下行、房地产信贷超预期收紧、行业竞争加剧。

### 目 录

1、中央宽松政策频出，非核心城市限购全面放开.....	4
1.1、明确房地产发展新模式，房地产融资协调机制进展顺利.....	4
1.2、地方政策及时跟进，二线城市限购全面宽松.....	5
2、销售需求支撑不足，房企销售不及预期.....	6
2.1、行业整体销售下滑，百强房企市占率下降.....	6
2.2、高基数下一季度表现不及预期，央国企表现优于平均.....	8
3、土地出让数据下滑，房企拿地聚焦一二线.....	8
3.1、土地出让面积降幅扩大，一二线城市表现整体较优.....	8
3.2、双限政策逐步取消，核心区地王频出.....	10
3.3、央国企投拓主力军，一二线成为拿地主战场.....	11
4、低毛利项目集中结转，房企业绩整体欠佳.....	13
4.1、营收增长利润承压，降本增效压降期间费率.....	13
4.2、负债水平持续优化，融资成本分化明显.....	15
4.3、开工规模收缩，保利发展体量仍较大.....	17
4.4、计提减值侵蚀利润，分红力度有所分化.....	18
5、公募基金配置比例环比下降，地产估值处于历史较低区间.....	19
6、投资策略.....	24
7、风险提示.....	24

### 图表目录

图 1：2024 年一季度统计局商品房销售面积和金额分别同比下降 19.4%和 27.6% .....	7
图 2：2024 年一季度克而瑞百强房企销售面积和金额分别同比下降 50.7%和 49.1% .....	7
图 3：2021 年以来行业头部房企集中度进一步降低.....	7
图 4：2021 下半年以来土地成交面积同比以下降趋势为主.....	9
图 5：2022 年来土地成交金额同比以下降趋势为主.....	9
图 6：2023 年各能级城市商品住宅成交面积同比以下降趋势为主.....	10
图 7：2023 年核心城市土地成交金额同比以下降为主（亿元）.....	10
图 8：部分核心二线城市 2023 年下半年以来土拍溢价率有所回升.....	10
图 9：2023 年拿地金额超千亿元的 5 家房企均为央国企.....	12
图 10：2023 年头部房企拿地权益比整体呈增长趋势.....	13
图 11：头部房企 2023 年毛利率同比总体呈下滑趋势.....	14
图 12：头部房企中滨江集团和中国海外发展期间费率保持行业最低水平.....	15
图 13：2023 年头部房企中多数企业有息负债规模有所下降.....	15
图 14：2023 年头部房企中多数企业三道红线处于绿档.....	16
图 15：2023 年头部房企平均融资成本有所下降.....	16
图 16：2024Q1 房企发债利率水平有所下降.....	17
图 17：2024 年仍为房企信用债到期高峰 .....	17
图 18：2024Q1 房地产开工面积同比下降 27.8%和 20.7% .....	18
图 19：头部房企 2021 年以来均存在存货跌价计提减值.....	19
图 20：华发股份 2023 年现金分红比例超 55% .....	19
图 21：2024 年以来 A 股房地产指数走势不及万得全 A 和沪深 300 指数 .....	20

图 22: 2024 年以来恒生地产建筑业指数走势不及恒生指数.....	20
图 23: 2024Q1 房地产配置比例环比下降.....	20
图 24: 房地产配置比例自 2020Q1 以来均低于标准配置比例.....	21
图 25: 房地产指数 PE-Band: 指数估值处于中间区域.....	23
图 26: 房地产指数 PB-Band: 指数估值处于历史低位.....	23
图 27: 主流房企中仅有 2 家企业市净率大于 1.....	23
表 1: 2024 年中央针对房地产行业宽松政策频出.....	4
表 2: 住建部记者会发言对于 2024 年房地产发展新模式做出了重要指示.....	5
表 3: 2024 年以来二线城市限购政策全面宽松.....	5
表 4: 2024 年一季度百强各梯队房企累计销售金额较 2021-2023 年均大幅下滑.....	7
表 5: 2024 年 1-3 月央企国企销售表现高于头部房企平均水平.....	8
表 6: 2024Q1 中指 355 城宅地成交面积和金额分别同比下降 29% 和 12%.....	9
表 7: 截至 2024 年 4 月土拍有限制的城市仅有 4 个.....	10
表 8: 2023 年 11 月以来核心二线城市地王频出.....	11
表 9: 2022 年至 2024Q1 地方国资拿地占比下降.....	11
表 10: 头部房企 2022 年以来投资拿地聚焦核心城市趋势明显.....	13
表 11: 2023 年房企结算业绩同比承压.....	14
表 12: 头部房企仅保利发展 2024 年开竣工目标较 2023 年完成数据有所增长.....	18
表 13: 2024Q1 广汇物流、新城控股和南京高科环比持仓增加股数较多.....	21
表 14: 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.....	22
表 15: 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.....	24

## 1、中央宽松政策频出，非核心城市限购全面放开

### 1.1、明确房地产发展新模式，房地产融资协调机制进展顺利

2024年以来，中央层面连续出台政策频出，五年期LPR大幅下调25BP，房地产融资协调机制不断推进。4月30日政治局会议提出坚持因城施策，做好保交房工作，抓紧构建房地产发展新模式，我们预计房地产行业后续长时间内持续保持宽松政策。同时首提统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，通过存量房收购转为保障房、“以旧换新”等形式实现库存去化，促进销售市场回暖。截至3月末，房地产融资协调机制白名单审批同意项目数量超2100个，总金额超5200亿元，房地产项目风险化解取得重要进展。

**表1：2024年中央针对房地产行业宽松政策频出**

时间	部委	要点	政策内容
2024/1/11	央行	住房租赁团体购房贷款	央行已批复总额1000亿元的住房租赁团体购房贷款，支持8个试点城市购买商品住房用作长租房。
2024/1/24	央行、金融监管总局办公厅	经营性物业贷款管理	明确2024年底前，对规范经营、发展前景良好的房地产开发企业，可发放经营性物业贷款用于偿还房地产开发企业及其集团控股公司存量房地产领域的相关贷款和公开市场债券。
2024/1/24	国资委	央企市值考核	国务院国资委产权管理局负责人表示，已经推动央企把上市公司的价值实现相关指标纳入到上市公司的绩效评价体系中，引导中央企业负责人更加重视所控股上市公司的市场表现。
2024/1/26	住建部	房地产融资协调机制白名单	召开城市房地产融资协调机制部署会议，要求各地针对具体项目，研究并提出可获融资支持的房地产项目名单。申报项目不论公司性质，只要符合设定的五个标准与条件，经地方主管部门审核通过，即可列入白名单。这些条件包括：项目必须处于在建状态、拥有与融资额相匹配的抵押物、预售资金未被挪用或已追回挪用资金等。
2024/1/30	金融监管总局	2024年工作会议	召开2024年工作会议，会议要求积极稳妥防控重点领域风险，强化信用风险管理，加大不良资产处置力度。加快推进城市房地产融资协调机制落地见效，督促金融机构大力支持保障性住房等“三大工程”建设、落实经营性物业贷款管理要求。配合防范化解地方债务风险，指导金融机构按照市场化方式开展债务重组、置换。
2024/2/20	央行	LPR下调	2月LPR报价出炉：5年期以上LPR为3.95%，上次为4.2%。
2024/3/5	政府工作报告	构建房地产发展新模式	政府工作报告指出，为适应新型城镇化发展趋势和房地产市场供求关系变化，将加快构建房地产发展新模式。报告强调加大保障性住房建设和供给，完善商品房相关基础性制度，以满足居民刚性住房需求和多样化改善性住房需求。政府将制定并实施一揽子政策以促进民间投资，同时化解地方债务风险。
2024/4/3	住建部	房地产融资协调机制	全国31个省份及新疆生产建设兵团均已建立省级房地产融资协调机制。截至3月31日，各地已向商业银行推送“白名单”中，共有1979个项目获得了银行授信，总额达到4690.3亿元；其中，1247个项目已经获得贷款发放，总额为1554.1亿元。
2024/4/17	金融监管总局	房地产融资协调机制白名单	4月17日，国家金融监管总局消息，截至3月末，商业银行对协调机制推送的全部第一批“白名单”项目完成审查，其中审批同意项目数量超2100个，总金额超5200亿元人民币，对部分不符合条件的项目已向协调机制反馈。
2024/4/30	政治局会议	构建房地产发展新模式	继续坚持因城施策，压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任，切实做好保交房工作，保障购房人合法权益。结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。

资料来源：国家金融监督管理总局、住建部、新华社等、开源证券研究所

**表2：住建部记者会发言对于 2024 年房地产发展新模式做出了重要指示**

核心观点	内容
房地产发展新模式的理念	始终坚持“房子是用来住的、不是用来炒”的定位，完善“市场+保障”的住房供应体系，政府保障基本住房需求、市场满足多层次多样化住房需求，建立租购并举的住房制度，努力让人民群众住上好房子。
“人、房、地、钱”要素联动	房地产市场是以城市为单元的市场，各城市供求关系有很大差别。现在已经充分赋予城市调控的自主权，从要素资源科学配置入手，以人定房、以房定地、以房定钱，抓手就是指导各地编制好住房发展规划。
完善全生命周期管理机制	在供给方面，要改革完善商品房开发、融资、销售等基础性制度，有力有序推进现房销售。在使用方面，要加快建立房屋体检、房屋养老金、房屋保险等专项制度。
保障房建设	一手抓配售型的保障房建设，一手抓租赁型的保障房供给，以一张床、一间房、一套房等多元化、多样化的方式着力解决好新市民、青年人和农民工的住房问题
城市更新	2024 年将再改造 5 万个老旧小区，建设一批完整的社区。
支持房企融资	当前房地产的难点是资金，我们会同金融监管总局，指导地方建立城市房地产的融资协调机制，按照一个项目一个方案提出项目白名单，一视同仁支持房地产企业合理融资需求。截至目前，全国 31 个省 312 个城市已经建立了房地产融资协调机制，涉及项目超过 6000 个，其中 82.8% 是民营和混合所有制企业的项目。截至 2 月底，商业银行已经审批贷款超过 2000 亿元。
房地产风险出清	对于严重资不抵债，失去经营能力的房企，要按照法治化、市场化的原则，该破产的破产，该重组的重组。
新模式展望	在新模式下，我希望现在的房地产企业看到，今后拼的是高质量，拼的是新科技，拼的是好服务。谁能抓住机遇、转型发展，谁能为群众建设好房子、提供好服务，谁就能有市场，谁就能有发展，谁就能有未来。

资料来源：中国政府网、开源证券研究所

## 1.2、地方政策及时跟进，二线城市限购全面宽松

随着中央的定调及调控，地方政策跟进及时。地方政策主要分为三个方面，限购限售政策陆续放开、房贷利率进一步下调及住房公积金政策持续优化。一线城市政策调整较为谨慎，上海、北京于对首付比例、房贷利率和普宅标准进行调整，广州放开 120 平以上住宅限购及第三套购房贷款，深圳 2 月和 5 月两次下调非本市户籍限购条件，同时不再限定购房者落户年限及缴纳社保个税的限制。二线城市中，成都、苏州、杭州、西安限购全面解除，苏州、南京放开第三套房贷款，福州、青岛等城市阶段性取消首套房贷利率下限。同时中国香港和中国澳门特别行政区分别于 2 月和 4 月对购房税费进行减免，降低了购房成本，促进楼市回暖复苏。

**表3：2024 年以来二线城市限购政策全面宽松**

时间	城市	政策要点	政策内容
2024/1/5	成都	落户放宽	8 个县（市）及成都东部新区（以下简称“8+1”县（市））将取消积分入户。中心城区和城市新区的积分入户政策也得到优化，如将积分入户申请条件中的社保缴存时间降至 3 年。
2024/1/9	海口	限售放松	限购政策方面，由此前全市范围限购调整为区域限购，取消离异 3 年内购房算限购套数限制。调整限售年限，由购房合同备案满 5 年并取得不动产权证后可转让，调整为 2 年可转让。
2024/1/9	南京	限贷放松	南京多家银行 1 月 9 日起首套房贷利率下限执行 LPR-30BP，按照最新 5 年期以上 LPR 为 4.2% 来计算，目前南京首套房贷利率最低为 3.9%。二套房贷利率暂未调整，目前仍执行 LPR+30BP，即 4.5%。
2024/1/27	广州	限购放松	在限购区域范围内，购买建筑面积 120 平方米以上（不含 120 平方米）住房，不纳入限购范围。在限购区域将自有住房用作租赁住房并办理房屋租赁登记备案手续的，购买住房时相应核减家庭住房套数。
2024/1/30	上海	限购放松	自 1 月 31 日起，非本市户籍居民如在本市连续缴纳社会保险或个人所得税满 5 年及以上，将有权在外环以外区域（崇明区除外）限购 1 套住房。

时间	城市	政策要点	政策内容
2024/1/30	苏州	限购放松	苏州六大区全面放开一手房、二手房限售限购政策，即购房人不论户籍地、无需社保、不限套数及面积，皆可进行购买。调整后，苏州限购条件全面放开。
2024/2/6	北京	限购放松	即日起，在京具备购房资格的四类家庭，可以在通州区购买一套商品住房。新政策变化最大的就是在通州区落户和就业的家庭，只要是符合北京整体限购政策即可，取消了落户、社保或纳税需满3年的要求。
2024/2/7	深圳	限购放松	取消购房落户年限以及缴纳个人所得税、社会保险年限要求；非本市户籍居民家庭及成年单身人士（含离异）能提供购房之日前3年在本市连续缴纳个人所得税或社会保险证明的，限购1套住房。
2024/2/28	中国香港	税费减免	财政司司长陈茂波在2024-2025年度《财政预算案》中宣布，即日起全面撤销楼市“辣招”，即中国香港的所有住宅物业交易将无须再缴付额外印花税、买家印花税和新住宅印花税。
2024/2/29	南京苏州	限贷放松	放开第三套房贷款，名下无贷款按首套政策，仅一套贷款未结清按二套政策。
2024/3/14	杭州	限购放松	优化二手房限购政策，在本市范围内购买二手房，不再审核购房人资格。同时明确优化增值税征免年限，本市范围内个人出售住房的增值税征免年限统一调整为2年。
2024/3/26	深圳	面积放宽	深圳市规划和自然资源局宣布废止《关于按照国家政策执行住宅户型比例要求的通知的通知》，此举意味着被称为“7090政策”的户型比例要求在深圳正式退出。
2024/3/27	北京	限购放松	北京市住建委宣布废止两年前发布的一则文件。该文件发布于2021年8月，文中称“夫妻离异的，原家庭在离异前拥有住房套数不符合本市商品住房限购政策规定的，自离异之日起3年内，任何一方均不得在本市购买商品住房。”
2024/4/2	青岛	限贷放松	推行“房票”制度，上浮公积金贷款额度，优化二手房“带押过户”流程，支持高品质住宅开发建设，以及取消首套住房商业贷款利率下限等。
2024/4/2	福州	限贷放松	福州市阶段性取消首套住房商业性个人住房贷款利率下限。
2024/4/12	中国澳门	税费减免	已完成讨论调整不动产需求管理措施的政策方案及其中有关税务措施的法案，内容包括取消特别印花税、额外印花税及取得印花税。
2024/4/15	广州	购房补贴	广州黄埔区正式印发房票安置细则，标志着该区进入房票时代。
2024/4/28	成都	限购解除	成都市商品住房项目不再实施公证摇号选房，由企业自主销售；全市范围内住房交易不再审核购房资格。
2024/4/30	天津	限购放松	本市户籍居民在市内六区购买单套120平方米以上新建商品住房的，不再核验购房资格。
2024/4/30	北京	限购放松	在执行现有住房限购政策的基础上，允许居民家庭（含夫妻双方及未成年子女）或成年单身人士，在五环外新购买1套商品住房。
2024/5/6	深圳	限购放松	有两个及以上未成年子女的深圳本市户籍居民家庭，在现有住房限购政策的基础上，可在盐田区、宝安区（不含新安街道、西乡街道）、龙岗区、龙华区、坪山区、光明区、大鹏新区范围内再购买1套住房。
2024/5/9	杭州	限购解除	在杭州市范围内购买住房，不再审核购房资格。购房人在所购住房城区范围内无住房的，或在所购住房城区范围内仅有一套住房且正在挂牌出售的，办理新购住房的按揭贷款时可按首套住房认定。
2024/5/9	西安	限购解除	全面取消全住房限购措施，居民家庭在全市范围内购买新建商品住房、二手住房不再审核购房资格。

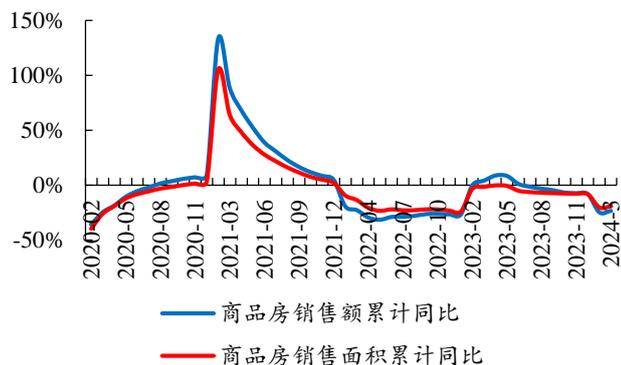
资料来源：各地住建部官网、新华社、证券日报等、开源证券研究所

## 2、销售需求支撑不足，房企销售不及预期

### 2.1、行业整体销售下滑，百强房企市占率下降

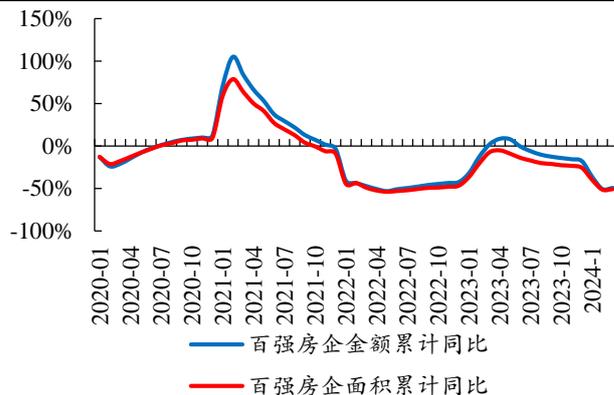
统计局数据显示，2024年一季度全国商品房销售面积2.27亿平，同比下降19.4%（1-2月-20.5%），其中商品住宅销售面积同比下降23.4%；1-3月商品房销售额2.14万亿元，同比下降27.6%（1-2月-29.3%），其中商品住宅销售额同比下降30.7%。根据克而瑞百强房企销售情况，2024年一季度百强房企累计销售面积和金额分别同比下降50.7%和49.1%，降幅自2023年6月以来持续扩大。

图1: 2024 年一季度统计局商品房销售面积和金额分别同比下降 19.4%和 27.6%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图2: 2024 年一季度克而瑞百强房企销售面积和金额分别同比下降 50.7%和 49.1%



数据来源: 克而瑞、开源证券研究所

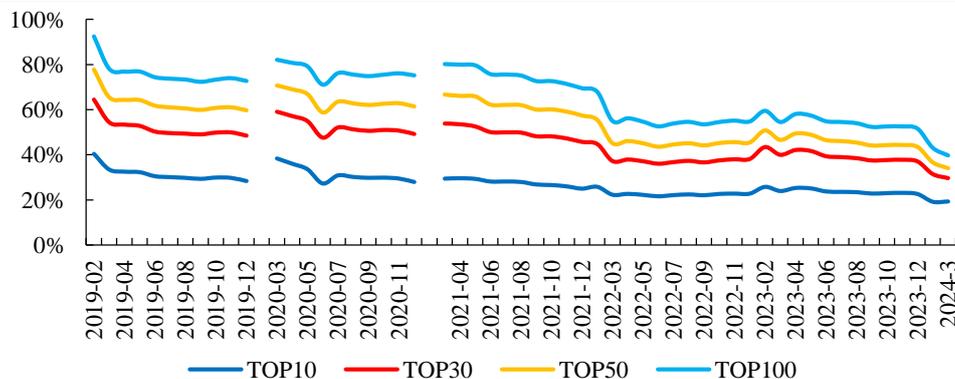
从克而瑞百强房企市占率来看, 市场仍在寻底, 百强房企销售情况同比降幅继续扩大, 一季度销售业绩规模相较 2021-2023 年下降幅度分别为 49%、48%、72%, 规模收缩明显。相比较下, TOP10 房企降幅表现由于其他梯队。各排名梯队的房企销售总额市占率自 2020 年达到峰值后, 呈逐渐下降趋势。2024 年 1-3 月 TOP10、TOP30、TOP50、TOP100 房企占商品房销售额的比例降至 19.3%、29.7%、34.1%、39.6% (2020 年 3 月为 38.4%、59.1%、70.7%、82.0%), 行业头部房企集中度进一步降低。

表4: 2024 年一季度百强各梯队房企累计销售金额较 2021-2023 年均有大幅下滑

单位: 亿元, 万平方米	2023 年金额	2023 年金额同比	2023 年面积	面积同比	2024 年 1-3 月金额	相较 2023	相较 2022	相较 2021	2024 年 1-3 月面积	累计同比
TOP100	60064	-18%	33499	-26%	8465	-49%	-48%	-72%	4865	-51%
TOP10	26380	-13%	15285	-23%	4124	-44%	-38%	-64%	2306	-50%
TOP11-30	16834	-18%	9128	-27%	2209	-55%	-50%	-76%	1316	-51%
TOP31-50	7497	-23%	3993	-31%	941	-53%	-60%	-81%	576	-52%
TOP 51-100	9354	-24%	5093	-26%	1191	-50%	-59%	-77%	667	-52%

数据来源: 克而瑞、开源证券研究所

图3: 2021 年以来行业头部房企集中度进一步降低



数据来源: Wind、克而瑞、开源证券研究所

## 2.2、高基数下一季度表现不及预期，央国企表现优于平均

2023 年头部房企销售金额下降数量过半，越秀地产、建发国际累计销售金额同比增速超 10%，中国海外发展、华发股份、华润置地、招商蛇口和滨江集团保持正增长，民企地产例如碧桂园、融创中国和新城控股等销售降幅均超过 30%，市场份额收缩。2024 年一季度头部房企销售降幅扩大，23 个样本房企销售同比均下降，绿城中国、中海地产整体降幅在 30% 以内，头部央国企降幅在 50% 以内，**总体销售表现地方国企>央企>混合所有制企业>民企。**

表5：2024 年 1-3 月央国企销售表现高于头部房企平均水平

单位：亿元， 万平方米	2023 全年数据				2024 年 1-3 月数据						
	销售金额	金额同比	销售面积	面积同比	销售金额	相较 2023	相较 2022	相较 2021	累计面积	累计同比	
保利发展	4222	-8%	2386	-13%	630	-45%	-31%	-49%	367	-42%	
万科 A	3761	-10%	2466	-6%	580	-43%	-46%	-68%	391	-37%	
中海地产	3098	5%	1336	-4%	602	-28%	25%	-33%	202	-53%	
华润置地	3070	2%	1307	-8%	507	-36%	10%	-25%	224	-34%	
绿城中国	3011	0%	686	-13%	532	-13%	42%	-1%	240	-8%	
招商蛇口	2936	0%	1223	2%	402	-44%	-15%	-44%	167	-45%	
碧桂园	2169	-53%	2686	-51%	177	-75%	-87%	-91%	219	-80%	
建发国际	1891	11%	865	8%	315	-31%	4%	-24%	145	-37%	
龙湖集团	1735	-14%	1080	-17%	235	-54%	-37%	-61%	164	-44%	
金地集团	1536	-31%	877	-14%	167	-62%	-63%	-76%	98	-59%	
滨江集团	1535	0%	334	8%	263	-35%	5%	-44%	67	-33%	
越秀地产	1420	14%	445	8%	217	-50%	57%	-13%	70	-45%	
中国金茂	1412	-9%	828	6%	175	-60%	-45%	-72%	95	-62%	
华发股份	1260	5%	399	0%	204	-59%	-12%	-27%	69	-58%	
绿地控股	1135	-19%	1071	-17%	140	-54%	-55%	-80%	130	-43%	
融创中国	848	-50%	608	-53%	100	-66%	-86%	-91%	86	-62%	
新城控股	760	-35%	969	-19%	119	-44%	-62%	-76%	165	-34%	
旭辉集团	700	-44%	514	-39%	101	-52%	-65%	-82%	85	-40%	
美的置业	659	-11%	530	-10%	104	-56%	-48%	-68%	86	-55%	
首开股份	615	-29%	257	-20%	73	-57%	-64%	-74%	31	-58%	
远洋集团	505	-50%	429	-30%	43	-74%	-71%	-79%	46	-62%	
世茂集团	428	-51%	295	-45%	83	-44%	-63%	-88%	63	-36%	
中南建设	399	-39%	333	-39%	47	-61%	-71%	-90%	40	-60%	

数据来源：Wind、克而瑞、开源证券研究所（数据采用上市公司公告，如未公告则为克而瑞数据）

## 3、土地出让数据下滑，房企拿地聚焦一二线

### 3.1、土地出让面积降幅扩大，一二线城市表现整体较优

除 2024 年 1 月外，全国土地累计出让数据自 2021 年下半年以来持续保持负增长状态，2023 年统计局百城住宅土地成交累计建面和金额分别同比下降 24% 和 18%；

中指 355 城住宅土地成交累计建面和金额分别为同比下降 23% 和 16%，2023 年四季度以来同比降幅有收窄趋势。

图4：2021 下半年来土地成交面积同比以下降趋势为主



图5：2022 年来土地成交金额同比以下降趋势为主



数据来源：Wind、中指数据库、开源证券研究所

数据来源：Wind、中指数据库、开源证券研究所

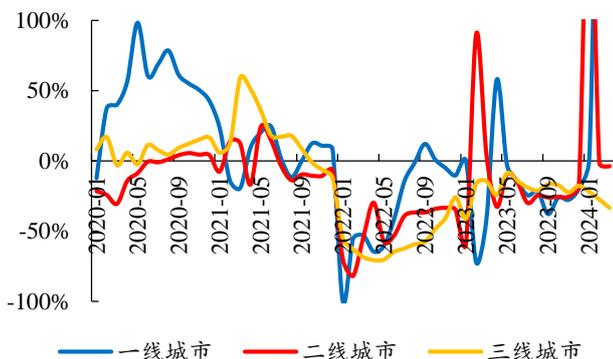
2024Q1 中指 355 城住宅土地成交面积和金额分别同比下降 29% 和 12%。从各能级城市表现来看，得益于 2023 年一季度核心城市销售数据边际回暖，一线和二线城市宅地成交金额在 2023 年上半年有所回升，但下半年收销售拖累土地出让数据同比降幅扩大，一线城市 2024Q1 成交面积和金额同比实现增长，三四线城市表现持续欠佳。从 9 个核心一二线城市土地成交金额来看，2021-2023 年成交情况基本逐年下降，2023 年仅武汉小幅增长。

表6：2024Q1 中指 355 城宅地成交面积和金额分别同比下降 29% 和 12%

355城土地	2024年3月						2024年1-3月				
	成交面积 (万方)	同比	成交金额 (亿元)	同比	成交均价 (元/平)	溢价率	成交面积 (万方)	同比	成交金额 (亿元)	同比	成交均价 (元/平)
全部土地	15881	-35%	1776	-25%	1118	4.8%	47131	-24%	4923	-12%	1045
一线	401	-54%	225	-11%	5615	8.0%	1386	-29%	837	43%	6041
二线	3845	-27%	875	-18%	2277	5.6%	10083	-24%	1899	13%	1883
三四线	11635	-37%	676	-36%	581	2.5%	35663	-24%	2187	23%	613
住宅土地	2372	-45%	1189	-27%	5015	6.1%	8125	-29%	3146	-12%	3873
一线	60	-55%	203	16%	33723	9.0%	247	32%	680	21%	27492
二线	806	-34%	677	-22%	8402	6.9%	1929	-22%	1385	19%	7182
三四线	1506	-48%	309	-48%	2051	2.7%	5948	-32%	1081	31%	1817

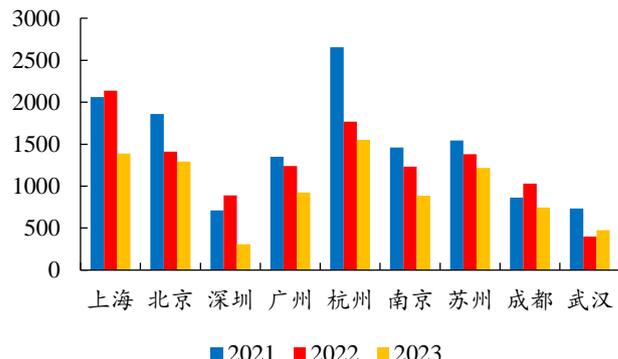
数据来源：中指数据库、开源证券研究所

图6：2023 年各能级城市商品住宅成交面积同比以下降趋势为主



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2023 年核心城市土地成交金额同比以下降为主(亿元)



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3.2、双限政策逐步取消，核心区地王频出

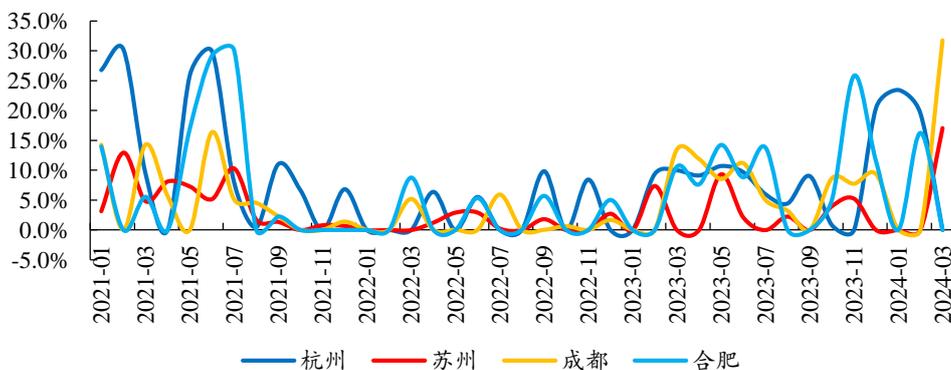
2023 年下半年以来各城陆续放开土拍双限政策，采取“价高者得”竞拍方式，土地溢价率较 2022 年有所攀升，杭州、苏州、成都、合肥 2024 年月度土拍溢价率最高分别为 23.5%、17.0%、31.8%、16.3%。截至 2024 年 4 月，仅剩北京、上海和深圳三城保留土拍双限政策，杭州主城保留新房限价，同时深圳取消了“70/90”政策，上海对“70/90”政策也有一定程度的放松优化，中小套型比例的要求由之前 60%-80%降至 50%-70%。

表7：截至 2024 年 4 月土拍有限制的城市仅有 4 个

城市	城市能级	城市能级	溢价率限制	摇号规则	销售限价
北京	一线城市	首都+直辖市	15%	竞现房+摇号	销售指导价
上海	一线城市	直辖市	10%	摇号	房地联动价
深圳	一线城市	计划单列市	15%	三限双竞+摇号	部分限价
杭州	二线城市	省会	/	/	主城限价

资料来源：中指数据库、开源证券研究所

图8：部分核心二线城市 2023 年下半年以来土拍溢价率有所回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

核心城市核心区域的优质地块拥有较高的产品溢价和去化确定性，拿地竞争较激烈。在 2023 年下半年地价限制逐步取消后，核心二线城市土拍地王频出，成都、苏州、厦门、合肥等地土拍溢价率突破 40%，招商蛇口、绿城中国、建发国际、越秀地产等央国企在土拍出价能力方面有较大空间。

**表8：2023 年 11 月以来核心二线城市地王频出**

成交时间	地块名称	城市	区县	规划建面 (万方)	容积率 上限	拿地企业	成交价 (万元)	成交楼面 价(元/m <sup>2</sup> )	溢价率 (%)
2023/11/18	鼓楼区东水路东侧地块	福州	鼓楼区	6.17	2.5	建发国际	23.75	38524	23.31
2023/12/28	滨湖科学城紫云路以南地块	合肥	包河区	3.62	1.5	越秀地产	8.35	23051	28.06
2024/2/29	合肥滨湖科学城华山路以西地块	合肥	包河区	5.18	1.8	招商蛇口	12.99	25052	54.16
2024/3/13	狮山路北、锦华苑西地块	苏州	虎丘区	1.82	1.02	绿城中国	8.28	45454	42.05
2024/3/27	江北区 JB05-03-21a 地块	宁波	江北区	6.76	1.35	东部新城、 江山万里	22.05	32613	7.30
2024/3/27	思明区将军祠片区厦禾路地块	厦门	思明区	5.64	4.5	国贸地产	32.10	56915	40.79
2024/3/27	工业园区金鸡湖大道南地块	苏州	工业园区	4.74	1.02	绿城中国	30.82	65022	18.22
2024/4/23	锦江区柳江街道潘家沟社区地块	成都	锦江区	8.74	2.5	中国金茂	21.42	24500	48.48

数据来源：中指数据库、开源证券研究所

### 3.3、央国企投拓主力军，一二线成为拿地主战场

从中指数据库各城市拿地企业性质来看，2023 年央国企拿地占比由 2022 年的 37% 提升至 49%，地方城投拿地占比由 2022 年 42% 下降至 20%，2024Q1 央国企和地方城投拿地占比分别为 54% 和 19%，分化趋势更加显著。我们认为地方国资拿地占比下降主要由于(1)2022 年以来销售市场下行导致土拍降温，城投托底拿地增加，但相对缺乏开发能力，土储充裕托底意愿降低；(2) 2023 年以来政府增强核心区域优质宅地供应，头部央国企出价能力较强，拿地比例有所增加。

**表9：2022 年至 2024Q1 地方国资拿地占比下降**

	2022 年				2023 年				2024Q1			
	央国企	混合所有制	地方国资	民企	央国企	混合所有制	地方国资	民企	央国企	混合所有制	地方国资	民企
北京	69%	8%	19%	4%	81%	2%	7%	10%	82%	0%	8%	10%
深圳	64%	5%	30%	1%	76%	0%	14%	10%	100%	0%	0%	0%
厦门	64%	3%	31%	3%	85%	0%	8%	7%	100%	0%	0%	0%
广州	55%	0%	42%	3%	65%	0%	20%	15%	80%	0%	20%	0%
上海	49%	4%	35%	12%	64%	13%	14%	9%	99%	0%	0%	1%
重庆	48%	5%	30%	17%	57%	4%	28%	11%	36%	0%	23%	41%
长沙	41%	2%	45%	12%	48%	3%	26%	24%	34%	0%	0%	66%
宁波	38%	3%	40%	19%	43%	3%	24%	30%	19%	20%	43%	17%
南京	35%	2%	54%	10%	40%	9%	44%	6%	46%	0%	37%	18%
天津	34%	0%	44%	22%	45%	1%	34%	20%	64%	0%	30%	6%
福州	32%	0%	65%	3%	27%	0%	65%	8%	5%	21%	71%	3%

	2022年				2023年				2024Q1			
	央国企	混合所有制	地方国资	民企	央国企	混合所有制	地方国资	民企	央国企	混合所有制	地方国资	民企
成都	31%	0%	55%	14%	42%	2%	28%	27%	50%	0%	38%	12%
合肥	28%	3%	29%	39%	55%	0%	8%	37%	84%	0%	0%	16%
济南	27%	0%	65%	8%	16%	2%	56%	26%	20%	0%	76%	4%
武汉	25%	0%	60%	15%	36%	0%	55%	8%	50%	0%	50%	0%
苏州	21%	2%	64%	13%	46%	2%	30%	22%	0%	79%	21%	0%
青岛	18%	1%	57%	24%	45%	1%	34%	19%	0%	0%	68%	32%
郑州	16%	5%	73%	6%	18%	4%	55%	23%	14%	0%	75%	11%
杭州	12%	19%	20%	49%	23%	11%	10%	56%	10%	12%	4%	74%
合计	37%	5%	42%	16%	49%	5%	26%	20%	54%	7%	19%	20%

数据来源：中指数据库、开源证券研究所

根据公司公告和克尔瑞数据，2023年5家房企拿地金额超千亿元，其中建发国际为唯一非央企，滨江集团成为唯一一家拿地金额超500亿元的民企。从拿地强度（拿地金额/销售金额）来看，建发国际超60%，中国海外发展超40%，保利发展、招商蛇口、滨江集团、华润置地超35%，建发国际、中国海外发展兼具销售增速快和拿地力度强特质，看好未来市场份额持续提升。

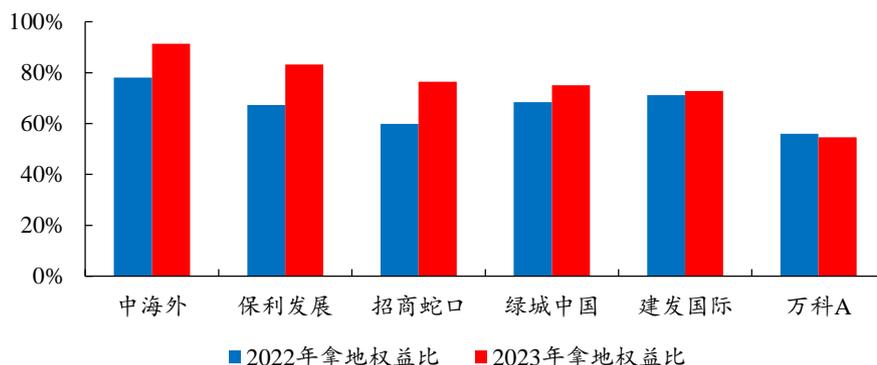
图9：2023年拿地金额超千亿元的5家房企均为央国企

企业	拿地金额 (亿元)	销售金额 (亿元)	销售增速	拿地强度
建发国际集团	1169	1891	11%	62%
中国海外发展	1342	3098	5%	43%
保利发展	1632	4222	8%	39%
招商蛇口	1134	2936	0%	39%
滨江集团	577	1535	0%	38%
华润置地	1102	3070	2%	36%
华发股份	407	1260	5%	32%
越秀地产	453	1420	4%	32%
绿城中国	793	3011	0%	26%
万科A	849	3761	-10%	23%
龙湖集团	361	1735	-14%	21%
金地集团	125	1536	-31%	8%



数据来源：各公司公告、克而瑞、开源证券研究所（数据采用上市公司公告，如未公告则为克而瑞数据）

从拿地权益比来看，头部企业2023年拿地权益比整体呈增长趋势，其中中国海外发展和保利发展拿地权益比超80%。我们认为在房企流动性危机仍存的情况下，房企提升拿地权益比将进一步稳固公司操盘能力，降低项目合作风险。

**图10：2023年头部房企拿地权益比整体呈增长趋势**


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

销售市场不及预期加剧了城市之间、区域之间土地市场的分化，头部房企投资策略趋同，更倾向于一线和核心二线城市的拿地布局，在一二线城市投资占比基本超90%，中国海外发展和招商蛇口2023年在一线城市拿地占比分别达62%和51%，土储结构优质。

**表10：头部房企2022年以来投资拿地聚焦核心城市趋势明显**

企业	2022年新增土储	2023年新增土储
保利发展	核心38城拓展金额占比98%	核心38城拓展金额占比99%
万科A	一二线城市投资金额占比92%	一二线城市投资金额占比98%
招商蛇口	在“强心30城”和“深耕6+10城”的投资金额占比分别在“强心30城”、“核心6+10城”的投资金额占比分别达94%和90%	99%和88%，一线占比51%
中国海外发展	一线和强二线城市投资金额占比85%	一线和强二线城市投资金额占比92%，一线占比62%
华润置地	一二线城市投资占比92%	一二线城市投资占比93%
越秀地产	新增土储全部位于一二线城市，非公开拿地占比53%	新增土储全部位于一线和重点二线城市，非公开拿地占比53%
绿城中国	一二线货值占比92%，北上杭货值占比82%	一二线货值占比84%，北上杭货值占比58%

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

## 4、低毛利项目集中结转，房企业绩整体欠佳

### 4.1、营收增长利润承压，降本增效压降期间费率

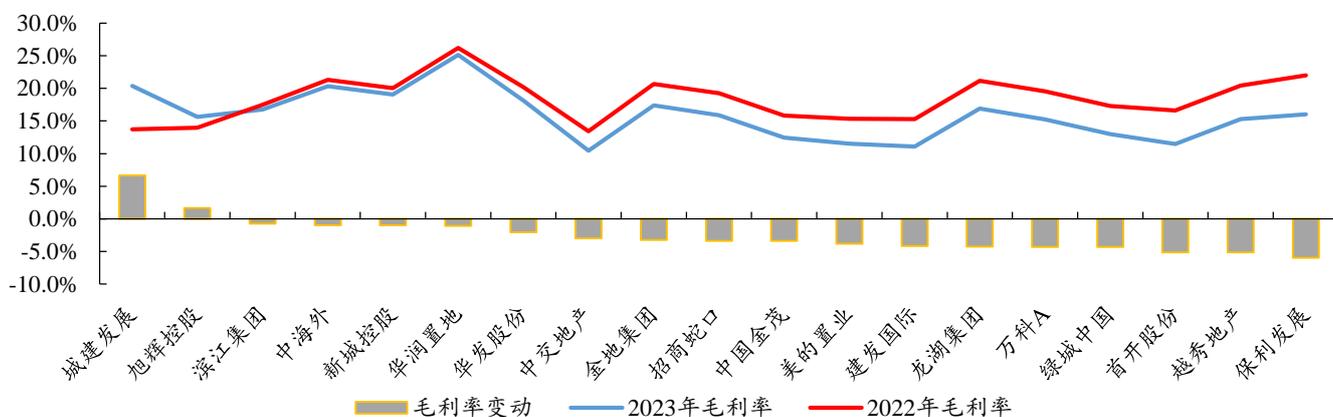
从财务表现来看，2023年业绩盈利的头部房企中仅华润置地、中国海外发展、建发国际集团和绿城中国营收和归母净利润保持双增长，招商蛇口得益于结算项目权益比提升，在结转规模下降的情况下，归母净利润逆势增长。金地集团、龙湖集团、新城控股和万科A归母净利润降幅超40%，保利发展、滨江集团、华发股份降幅超30%。

**表11：2023年房企结算业绩同比承压**

名称	营业收入 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	毛利率	净利率	销售费率	管理费	财务费率	期间费率
万科A	4657	-8%	122	-46%	15.2%	4.4%	2.6%	1.4%	0.8%	4.8%
保利发展	3469	23%	121	-34%	16.0%	5.2%	2.6%	1.5%	1.3%	5.3%
华润置地	2597	21%	314	12%	25.2%	14.8%	2.9%	2.7%	-0.6%	5.0%
中国海外发展	2025	12%	256	10%	20.3%	13.4%	2.1%	1.3%	0.7%	4.1%
龙湖集团	1811	-28%	129	-47%	16.9%	9.5%	2.9%	3.0%	0.4%	6.3%
招商蛇口	1750	-4%	63	48%	15.9%	5.2%	2.5%	1.4%	0.5%	4.4%
建发国际集团	1344	35%	50	2%	11.1%	4.7%	3.2%	2.1%	0.5%	5.8%
绿城中国	1319	3%	31	13%	13.0%	5.1%	2.1%	3.9%	0.6%	6.5%
新城控股	1192	3%	7	-47%	19.1%	0.5%	4.3%	2.9%	2.5%	9.7%
金地集团	981	-18%	9	-85%	17.4%	3.3%	3.0%	4.8%	1.1%	9.0%
越秀地产	804	11%	32	-19%	15.3%	5.7%	3.1%	2.2%	0.1%	5.4%
美的置业	742	0%	9	-47%	11.5%	2.9%	3.4%	2.1%	0.0%	5.5%
中国金茂	726	-13%	-69		12.5%	-6.7%	4.1%	5.3%	1.5%	10.9%
华发股份	721	19%	18	-30%	18.1%	4.8%	3.3%	2.2%	0.4%	5.9%
旭辉控股集团	719	51%	-90	31%	15.6%	-12.1%	2.6%	2.9%	4.0%	9.5%
滨江集团	704	70%	25	-32%	16.8%	4.0%	1.2%	1.1%	0.8%	3.1%
首开股份	478	0%	-63	-	11.5%	-12.4%	2.7%	2.3%	6.8%	11.8%
中交地产	325	-16%	-17	-	10.5%	-4.5%	3.5%	1.4%	2.2%	7.0%
城建发展	204	-17%	6	160%	20.4%	0.4%	3.7%	2.7%	1.6%	8.1%

数据来源：Wind、开源证券研究所

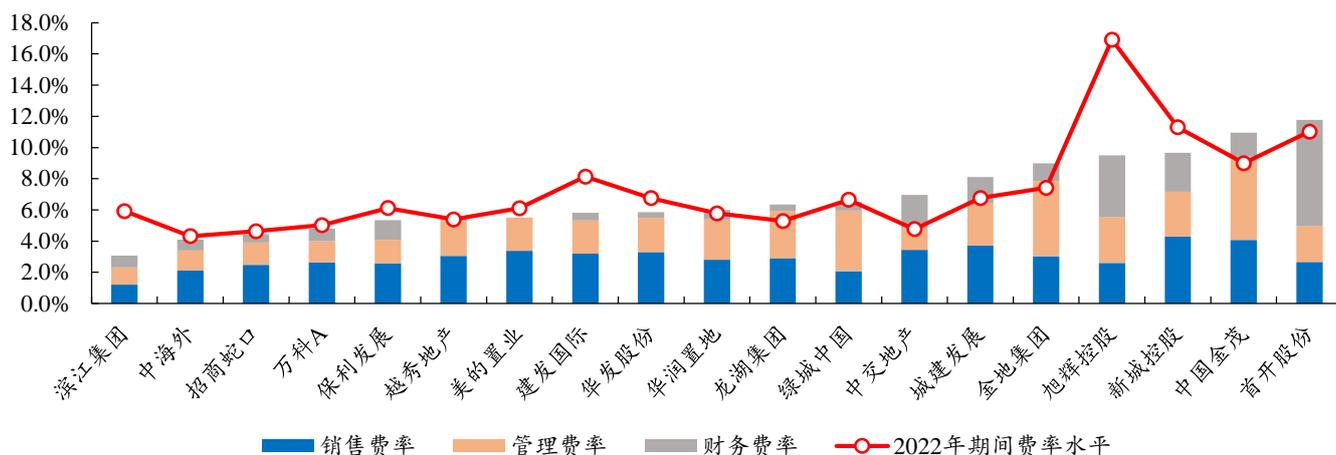
从盈利能力看，多数房企在销售下行压力下，项目结转毛利率承压，存货计提减值压力增大，盈利能力同比承压，2023年头部房企毛利率仅华润置地、城建发展和中国海外发展超20%。与2022年毛利率相比，2023年仅城建发展、旭辉控股毛利率有所提升，大多数房企均受制于结转毛利率下滑的压力中，其中保利发展、越秀地产和首开股份降幅均超过5个百分点。

**图11：头部房企2023年毛利率同比总体呈下滑趋势**


数据来源：Wind、开源证券研究所

在行业结转毛利率承压的环境下，一方面房企通过降本增效动作压降管理费率，一方面销售下行期销售费率有所增加。2023年，滨江集团和中国海外发展人均效能高，项目品质和区位优势，整体销售和管理费率均低于行业均值，期间费率不超过4.1%，持续保持行业最低水平；招商蛇口、万科A、保利发展等龙头企业期间费率保持在5.5%以内。与2022年相比，多数房企期间费率有所压降，旭辉控股、滨江集团和建发国际期间费率下降明显，中国海外发展、招商蛇口、万科A和保利发展等TOP5房企期间费率也有所降低。

图12：头部房企中滨江集团和中国海外发展期间费率保持行业最低水平

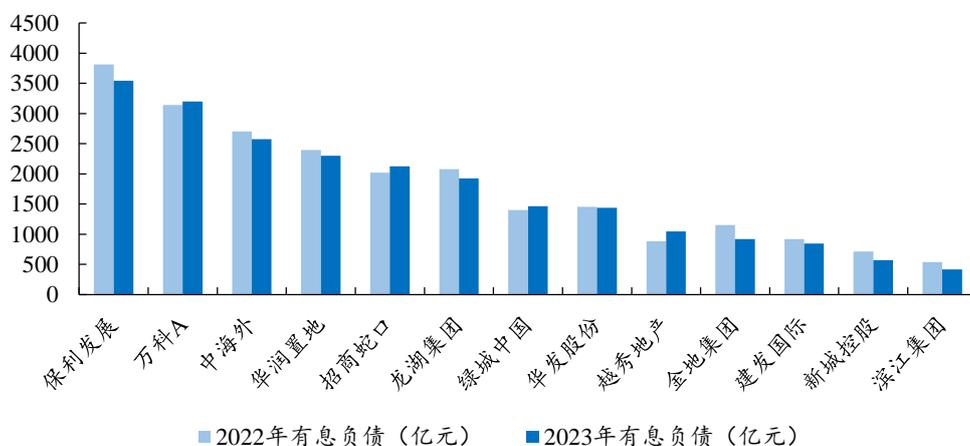


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4.2、负债水平持续优化，融资成本分化明显

从有息负债水平看，2023年头部房企中多数企业有息负债规模有所下降，万科A、招商蛇口、绿城中国、越秀地产略有增长。绝对规模来看，保利发展、万科A和中国海外发展均超2500亿元。

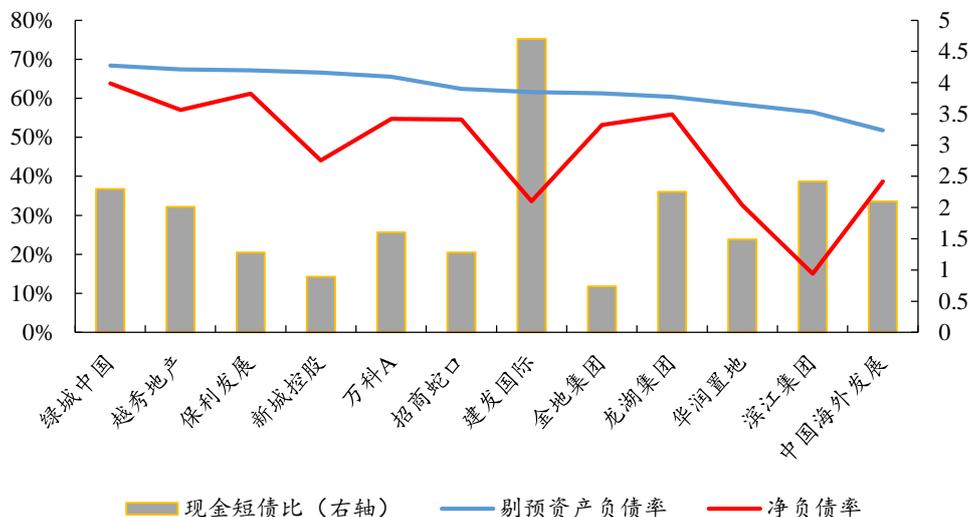
图13：2023年头部房企中多数企业有息负债规模有所下降



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

头部房企三道红线基本维持绿档水平，仅金地集团和新城控股现金短债比小于1。

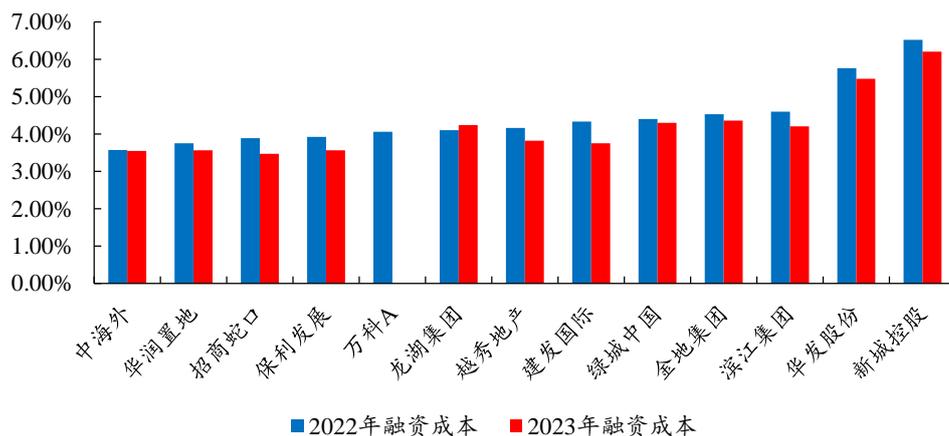
图14：2023年头部房企中多数企业三道红线处于绿档



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

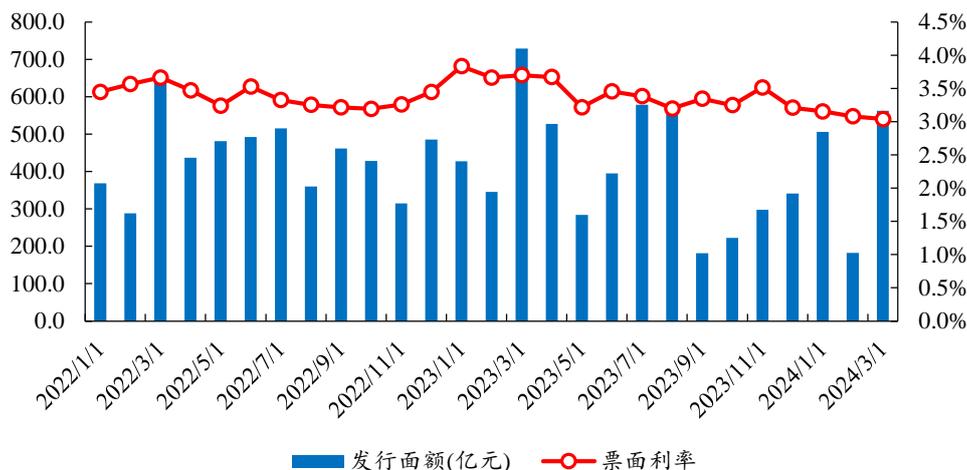
在行业分化加剧和房企融资宽松政策下，头部房企2023年平均融资成本有所下降，其中建发国际和招商蛇口融资成本同比降幅超40BP，保利发展、越秀地产、滨江集团、新城控股降幅超30BP。央国企融资优势明显。从平均融资利率绝对值来看：央企<地方国企<混合所有制<民企。

图15：2023年头部房企平均融资成本有所下降



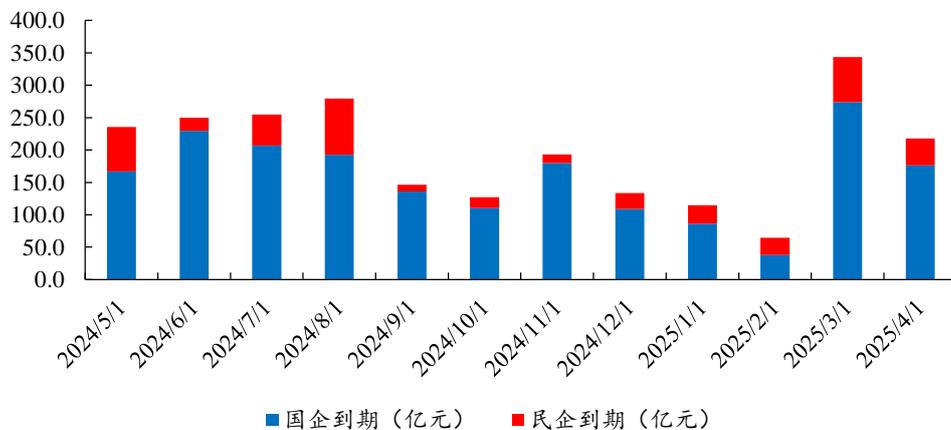
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

从房企发债情况看，2023年房企发行信用债4903亿元，同比下降7.4%；2024Q1房企发行信用债1250亿元，同比下降16.8%。2024Q1房企发债利率水平有所下降，Q1加权融资利率为3.09%（2022和2023全年分别为3.39%和3.48%）。

**图16：2024Q1 房企发债利率水平有所下降**


数据来源：Wind、开源证券研究所

2024 年仍为房企信用债到期高峰，5-8 月月均到期公开债务超 200 亿元，其中民企到期占比仍较大，针对现金流压力紧张的民企而言，债务展期或将持续。伴随融资环境不断改善，2024 年四季度后预计企业资金压力有所缓解。

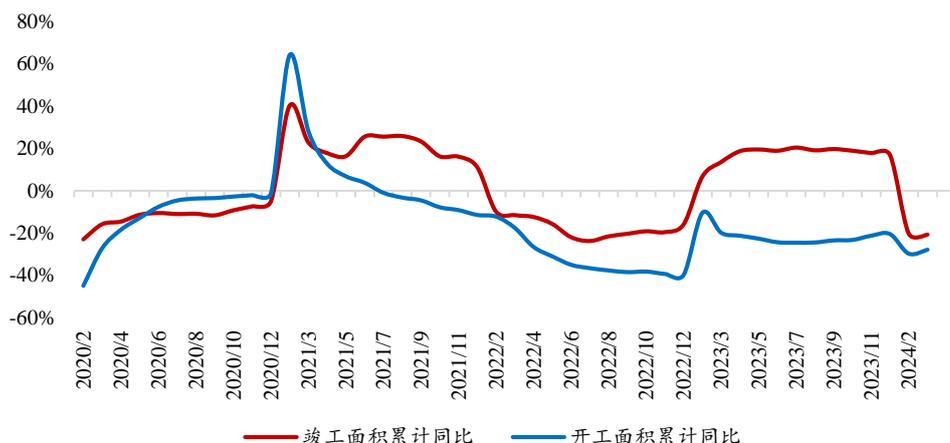
**图17：2024 年仍为房企信用债到期高峰**


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 4.3、开竣工规模收缩，保利发展体量仍较大

2023 年全国房屋新开工面积 9.54 亿平，同比下降 20.4%；竣工面积 9.98 亿平，同比增长 17.0%，在受疫情影响延期的项目陆续交付、保交楼政策持续推进的双重促进下，全年竣工数据表现优秀。2024 年一季度，全国房屋新开工面积 1.73 亿平，同比下降 27.8%，延续了 2021 年下半年以来的下降趋势，销售数据疲软和土地成交面积减少持续影响新开工进程；房屋竣工面积 1.53 亿平，同比下降 20.7%，我们预计 2024 年开竣工规模或将，全年数据将持续低位运行。

图18: 2024Q1 房地产开竣工面积同比下降 27.8%和 20.7%



数据来源: Wind、开源证券研究所

从头部房企公告的开竣工数据看, 仅保利发展 2024 年新开工目标较 2023 年新开工保持增长, 看好其市占率持续提升; 竣工面积来看, 在 2020-2021 年销售数据处于高位的情况下, 2023 年房企竣工面积仍保持增长或降幅较小, 在项目储备逐渐出清后, 大部分企业 2024 年竣工目标较 2023 年完成额有所下降。

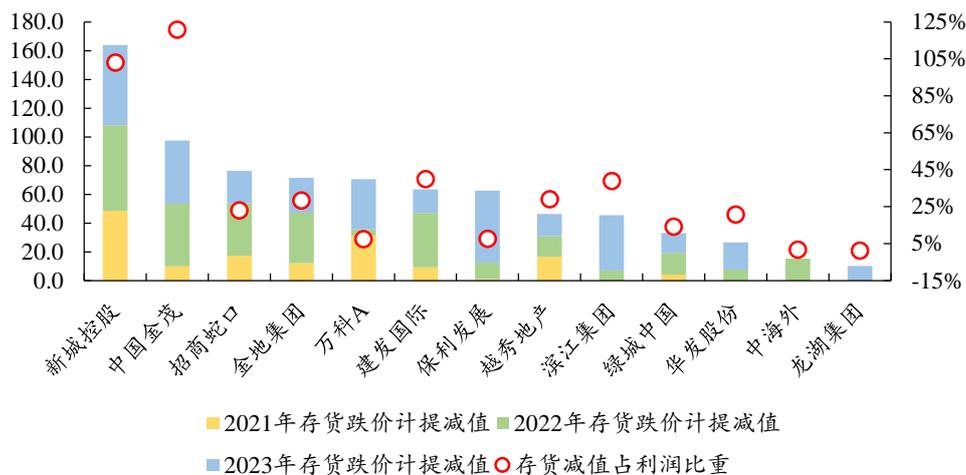
表12: 头部房企仅保利发展 2024 年开竣工目标较 2023 年完成数据有所增长

	2022年新开工面积 (万方)	2023年新开工面积 (万方)	2024年新开工目标 (万方)	2022年竣工面积 (万方)	2023年竣工面积 (万方)	2024年竣工目标 (万方)
保利发展	2375	1491	1800	3975	4053	3400
万科A	1568	888	638	3629	3134	2206
新城控股	1502	743	408	2005	2017	1359
绿城中国				1263	1732	1268
中国海外发展				1445	1643	
龙湖集团				2000	1600	1500
招商蛇口	898	664		1314	1372	
金地集团	522	313	183	1418	1343	1074
建发国际(权益)	702	658		496	1015	
越秀地产	859	447	406	557	768	779
华发股份	286	205		660	515	
滨江集团				209	400	443

数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

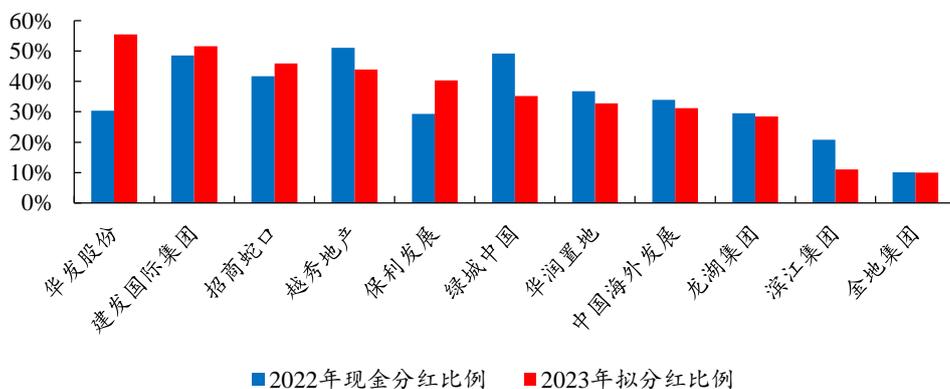
#### 4.4、计提减值侵蚀利润, 分红力度有所分化

房地产市场下行一定程度会导致存量资产的价格预期减弱, 计提减值金额上升。头部房企 2021 年以来均存在存货跌价计提减值, 其中中国海外发展和龙湖集团得益于土储分布城市能级较高, 整体计提压力最小。2023 年新城控股、保利发展存货跌价减值超 50 亿, 中国金茂、万科 A、滨江集团超 30 亿, 招商蛇口、金地集团超 20 亿, 计提减值准备提前释放后, 房企轻装上阵, 对长期健康良性发展起到积极作用。

**图19：头部房企 2021 年以来均存在存货跌价计提减值**


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

在业绩下滑、盈利能力承压的大背景下，万科、新城控股等房企取消 2023 年度分红，保留更多现金储备，确保经营安全，其中万科连续 31 年分红 1030 亿元，历史平均分红率 33.3%，在现金流压力下决定取消分红。同时华发股份、建发国际、招商蛇口、越秀地产和保利发展等央国企由于利润规模相对可观，财务状况稳健，2023 年现金分红比例超 40%。

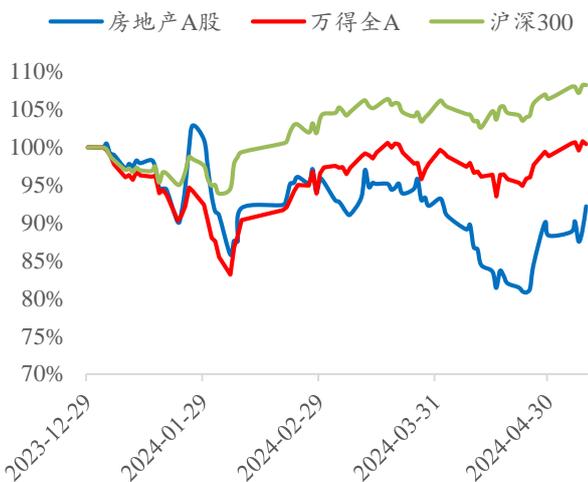
**图20：华发股份 2023 年现金分红比例超 55%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 5、公募基金配置比例环比下降，地产估值处于历史较低区间

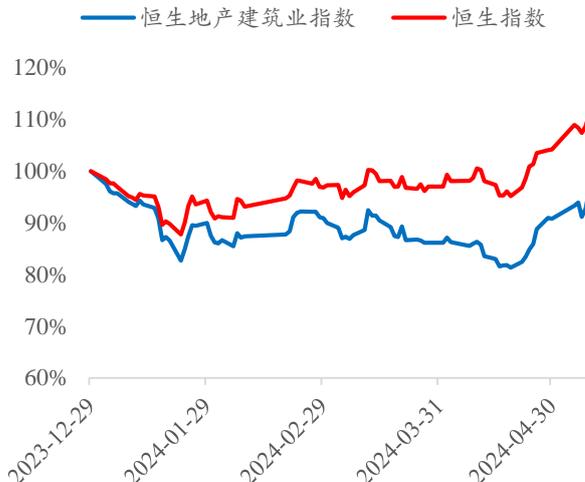
2024 年以来，截至 5 月 10 日，A 股房地产指数（下跌 7.8%）跑输万得全 A（下跌 0.4%）和沪深 300 指数（上涨 8.3%），恒生地产建筑业指数（下跌 3.5%）跑输恒生指数（上涨 11.2%），地产指数震荡下行，整体跑输大盘。2024 年以来中央和地方政策面宽松，但整体销售数据不及预期，地产指数下滑显著。

图21：2024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22：2024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

根据 2024Q1 地产板块持仓情况，房地产配置比例 0.86%（2023Q4 为 0.97%），较行业标准配置比例低 0.58 个百分点，自 2020Q1 以来均低于标准配置比例。2024Q1 房地产板块的公募基金持仓总市值为 505 亿元，环比下降 9.8%，持仓总市值在 19 个行业中排名第 11 位。

图23：2024Q1 房地产配置比例环比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

**图24：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**，2024Q1 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，前五企业与 2023 年 Q1-Q4 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 34.0% (2023Q1-Q4 分别为 48.9%、45.8%、40.4%、38.7%)，持仓集中度持续下降。**持仓环比变动来看**，广汇物流、新城控股和南京高科环比持仓增加股数较多，保利发展、招商蛇口和滨江集团环比减持股数较多，广汇物流、新城控股、南京高科、上海临港持股总市值环比增长明显。**持有基金数量来看**，2024Q1 公募基金重仓地产股数量整体减少，南京高科、广汇物流和张江高科获得更多基金新增持有。

**表13：2024Q1 广汇物流、新城控股和南京高科环比持仓增加股数较多**

代码	名称	2023Q4 持有基金数	2024Q1 持有基金数	持有基金数环比变动	2023Q4 持股总量 (万股)	2024Q1 持股总量 (万股)	2024Q1 持仓环比变动 (万股)	2023Q4 持股总市值 (亿元)	2024Q1 持股总市值 (亿元)	2024Q1 持股总市值变动 (亿元)
600048.SH	保利发展	173	151	-22	96647	85246	-11401	95.7	77.8	-17.9
001979.SZ	招商蛇口	95	99	4	57444	46807	-10636	54.6	44.2	-10.5
000002.SZ	万科 A	72	42	-30	27797	22135	-5662	29.1	19.9	-9.2
0688.HK	中国海外发展	44	36	-8	16343	15914	-429	20.4	16.2	-4.1
600325.SH	华发股份	51	43	-8	24188	19393	-4795	17.2	13.6	-3.6
002244.SZ	招商积余	8	10	2	7860	8675	816	9.4	8.8	-0.6
0123.HK	滨江集团	26	20	-6	19991	11976	-8016	14.5	8.0	-6.6
2669.HK	华润万象生活	18	21	3	1929	2566	638	4.9	5.8	0.9
600383.SH	新城控股	12	13	1	3579	5727	2149	4.1	5.4	1.4
001914.SZ	中海物业	12	6	-6	15086	12932	-2154	8.0	5.1	-2.9
1109.HK	海南机场	8	9	1	15301	13974	-1326	5.7	4.9	-0.7
601155.SH	华润置地	16	18	2	1670	2113	443	4.2	4.7	0.5
000069.SZ	绿城服务	3	3	0	14273	14273	0	3.8	3.9	0.1
2202.HK	南京高科	4	14	10	4741	5896	1154	2.9	3.7	0.8
600266.SH	万业企业	8	10	2	2826	2552	-274	4.9	3.3	-1.6
2869.HK	上海临港	6	9	3	2418	3322	904	2.4	3.3	0.8

代码	名称	2023Q4 持有基 金数	2024Q1 持有基金 数	持有基 金数环 比变动	2023Q4 持股总量 (万股)	2024Q1 持股总量 (万股)	2024Q1 持 仓环比变 动(万股)	2023Q4 持 股总市值 (亿元)	2024Q1 持股 总市值 (亿元)	2024Q1 持股 总市值变动 (亿元)
6098.HK	越秀地产	16	9	-7	11119	7055	-4064	6.4	2.8	-3.7
600675.SH	广汇物流	11	20	9	1183	3978	2795	0.9	2.7	1.8
600606.SH	华侨城 A	8	7	-1	10914	9487	-1427	3.4	2.6	-0.8
600895.SH	张江高科	7	12	5	1052	1224	172	2.0	2.4	0.4
600064.SH	金地集团	16	16	0	6381	6429	47	2.8	2.4	-0.4
600848.SH	保利物业	13	16	3	974	965	-9	2.5	2.3	-0.2
6049.HK	陆家嘴	2	2	0	2310	2670	359	2.0	2.3	0.3
1209.HK	天健集团	11	7	-4	4270	4401	131	2.0	2.0	0.0
0081.HK	中国海外宏洋	5	1	-4	14365	8103	-6263	3.3	1.3	-2.1

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，2018 年以来公募基金重仓市值均排名前三，2023 年以来保利发展、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 年后基金重仓央企企数量明显增加，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），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。

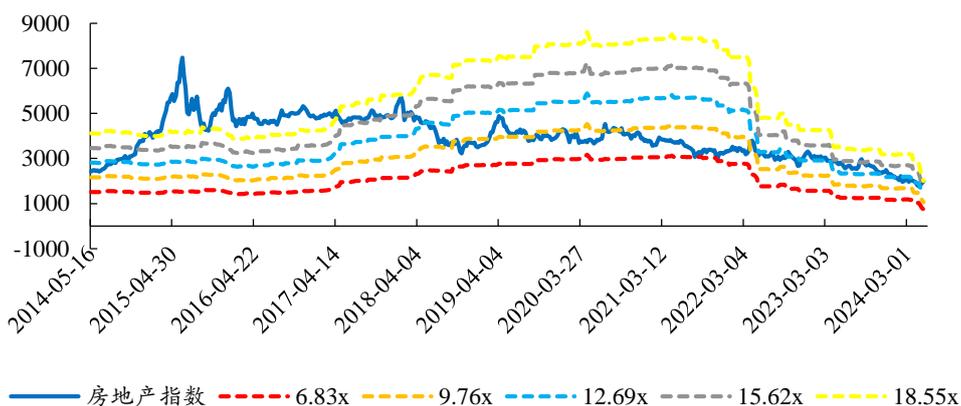
表14：保利发展和万科近五年公募基金持股总市值排名均排名前三

排名	2018	2019	2020	2021	2022	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
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	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	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				
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	中海外	中海外	华发股份	中海外
5	新城控股	金地集团	金地集团	万业企业	中海外	中海外	华发股份	华发股份	中海外	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	招商积余
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	城建发展	滨江集团
8	金地集团	招商积余	阳光城	中海外	中海物业	滨江集团	金地集团	中海物业	华润万象	华润万象
9	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	新城控股
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	华润置地	中海物业

数据来源：Wind、开源证券研究所

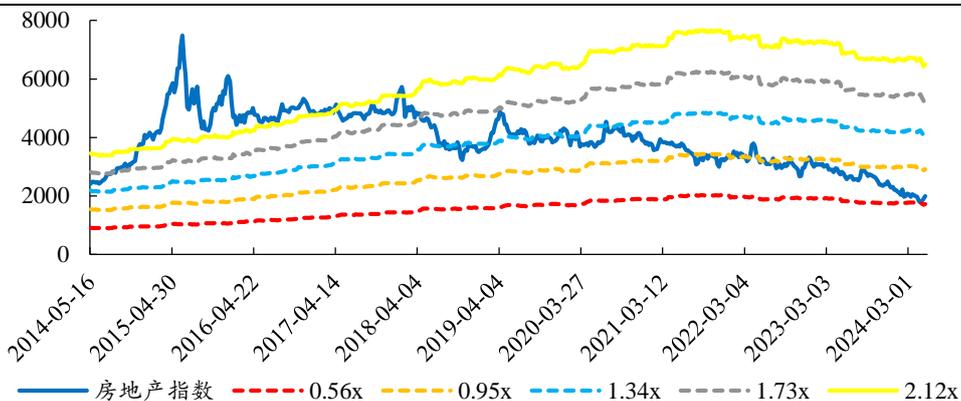
2022 年二季度以来，房地产 PE 估值由于房企业绩走低等因素整体估值处于中间区域，而 PB 估值处于历史较低区间。截至 2024 年 5 月 10 日，房地产指数 PE 估值为 18.43，PB 估值为 0.65。

图25：房地产指数 PE-Band：指数估值处于中间区域



数据来源：Wind、开源证券研究所

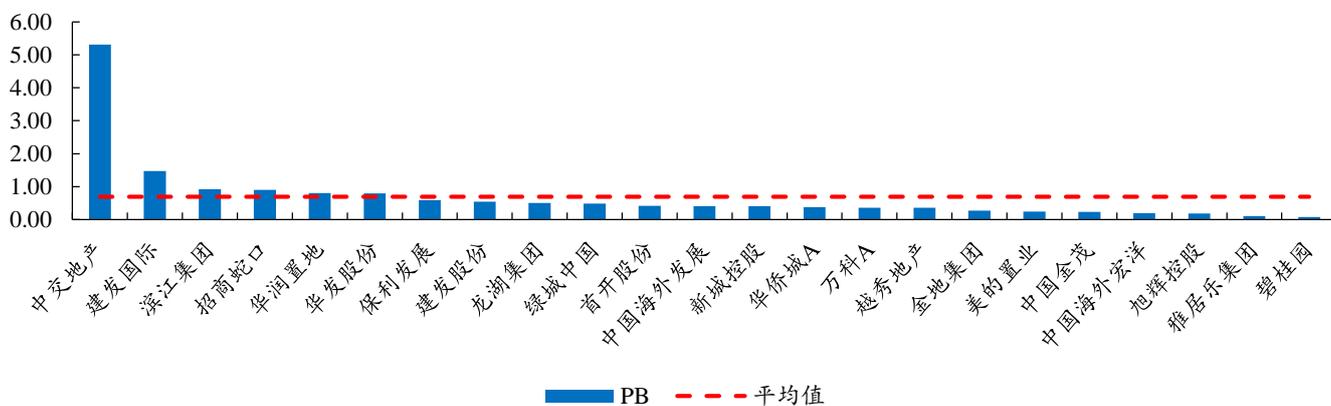
图26：房地产指数 PB-Band：指数估值处于历史低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

截至 2024 年 5 月 10 日，主流房企中仅有中交地产、建发国际净率大于 1，整体估值处于较低区间。

图27：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 年 5 月 10 日）

## 6、投资策略

从房地产板块整体业绩来看，在结转毛利率和存货减值压力下，头部房企中多数业绩承压，但同时行业出清过程中优质房企销售拿地稳健，负债结构优化融资成本压降，看好未来市占率提升。2023 年以来房地产销售和 investment 数据持续承压，市场仍处于调整过程中，当前购房者信心仍未恢复。在销售数据不及预期的情况下，我们认为 2024 年三大工程将有效为房地产投资托底。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、越秀地产等优质央国企；(2) 万科 A、绿城中国、滨江集团新城控股等财务稳健的民企和混合所有制企业。

**表15：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 (亿元)	归母净利润 (亿元)					P/E			
				2024/5/10	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
A 股												
600048.SH	保利发展	买入	1,163.5	120.7	132.0	142.5	151.6	9.6	8.8	8.2	7.7	
000002.SZ	万科 A	买入	835.0	121.6	102.6	116.1	121.3	6.9	8.1	7.2	6.9	
001979.SZ	招商蛇口	买入	889.8	63.2	80.4	94.8	108.3	14.1	11.1	9.4	8.2	
600153.SH	建发股份	买入	311.8	131.0	50.5	64.3	78.0	2.4	6.2	4.8	4.0	
601155.SH	新城控股	买入	245.9	7.4	11.8	16.7	21.6	33.4	20.9	14.7	11.4	
600325.SH	华发股份	未评级	178.3	18.4	21.1	23.0	22.6	9.7	8.5	7.7	7.9	
600383.SH	滨江集团	买入	179.2	25.3	30.8	38.3	44.1	7.1	5.8	4.7	4.1	
港股												
1109.HK	华润置地	未评级	2,080.0	313.7	317.1	341.5	375.8	6.6	6.6	6.1	5.5	
0688.HK	中国海外发展	买入	1,531.6	256.1	278.8	298.5	316.5	6.0	5.5	5.1	4.8	
1908.HK	建发国际集团	买入	317.3	43.4	53.2	64.5	78.3	7.3	6.0	4.9	4.1	
0123.HK	越秀地产	买入	199.7	31.9	35.2	39.7	44.3	6.3	5.7	5.0	4.5	
3900.HK	绿城中国	买入	177.6	30.9	36.5	44.0	50.7	5.7	4.9	4.0	3.5	

数据来源：Wind、开源证券研究所（截至 2024 年 5 月 10 日，港元汇率 1 港元=0.91 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）

## 7、风险提示

- (1) 宏观经济下行：经济下行或将导致收入和购买力下降，购房需求受到冲击。
- (2) 房地产信贷超预期收紧：信贷收紧导致企业融资紧张，影响投资和新开工动力。
- (3) 行业竞争加剧：竞争加剧可能导致价格下行，侵蚀企业利润，行业分化加剧。

## 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