

房地产行业研究

买入（维持评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

房地产组

分析师：杜昊旻（执业

S1130521090001）

duhaomin@gjzq.com.cn

联系人：王祎馨

wangyixin@gjzq.com.cn

联系人：方鹏

fang_peng@gjzq.com.cn

头部央国企具备走出大行情基础

核心观点

房地产基本面复苏几何？——销售持续复苏，一二手房单月销量创新高；投资热度回升，拿地利润有保障；融资环境改善，房企流动性压力减弱。

①销售：35城2023年1-3月新房销售面积累计同比-1%，3月单月创2022年6月以后的最高水平，环比+51%，同比+30%；二手房销售前三月累计同比+53%，3月单月创近三年的单月最高水平，环比+57%，同比+84%。②投资：重点城市两集中供地政策进一步优化，推地速度有所减缓，2023年1-3月土地成交同比-26%，溢价率连续3个月提升；近期深圳、杭州、合肥、成都等核心城市土拍，超半数地块封顶价成交；在现行土拍政策下，由于封顶溢价率的存在，房企拿地利润仍有保障。③融资：在政策支持和销售复苏背景下，房企发债规模提升；1Q23房企公开债券发行金额2467亿元，同比+40.7%，其中海外债同比+108.7%，新发债券基本能覆盖到期公开债券规模。

哪类房企在本轮周期中能脱颖而出？——销售投资能逆势增长、拥有稳健财务结构、高质量产品和服务、精细化管理等核心竞争力的房企。

行业供给侧出清开始，集中度有所下滑，进入重新洗牌阶段，而头部央国企和改善型房企如保利发展、建发房产等市占率逆势提升；出险民企市占率持续走低，2022年占百强房企比例仅15.7%；优质房企能在行业洗牌中弯道超车，并实现强者恒强地位。优质房企三要素：①销售、投资有积极表现。保利、中海、建发、越秀等房企销售有韧性，在土拍竞争较小的2022年积极获取利润率高的优质项目。②资产质量高，流动性强。头部央国企和改善型房企存货结构中，已竣工存货比例较低，土储去化速度快；归母净资产占比高，经营管理能力强。③财务结构合理，现金流安全稳健。头部央国企和改善型房企短期有息负债占比多在20%以内，融资成本低于4.5%；销售金额对自身待偿债务比例高（投入产出比高，如建发房产每1元债务可形成1.9元以上的销售额）。

地产板块行情启动需要哪些条件？——当前行业基本具备政策宽松、销售复苏、利润水平改善三大要素，具有形成板块历史级别行情的可能性。

中长期看，历史级别的大行情需要政策、销售和业绩的共振。房地产在2008-09年和2014-16年出现两次历史级行情，均有供需两端的支持政策出台，销售规模的复苏，并伴随报表利润率的提升。当前行业基本具备走出大行业的基础：①调控基调仍偏宽松，需求侧宽松措施持续出台。在供给侧政策应出尽出后，需求侧松绑限售限购、购房补贴等措施持续落地。②行业基本面或迈入去库存，复苏可持续。行业在售库存已见顶，3月一线、二线城市去化周期分别下降2个月和4个月；2022年土地缩量，后续供给缩量约54%，市场供求关系改善，销售复苏有持续性。③利润水平或在2024年出现转折，板块估值随之修复。随着竞争的下降和土拍政策的优化，2021年下半年以来房企拿地毛利率有所改善，此类项目预计从2024年起开始结转，房企整体利润率有望逐步企稳向好，相应估值水平也将提升。

投资建议

当前行业具有形成历史级别行情的政策宽松、销售复苏、利润水平改善三大要素基础。而在本轮市场周期中，销售投资能逆势增长、拥有稳健财务结构、高质量产品和服务、精细化管理等核心竞争力的房企能实获得超额受益。坚定推荐头部央国企和改善型房企，如**建发国际集团、绿城中国、保利发展、中国海外发展**；二手房市场活跃度持续向好，推荐强房产中介平台**贝壳**。

风险提示

宽松政策对市场提振不佳；三四线城市恢复力度弱；多家房企出现债务违约。

内容目录

1、房地产基本面复苏几何？	5
销售持续复苏，一二手房单月销量创新高	5
投资热度回暖，拿地利润有保障	7
融资环境改善，流动性压力有所缓解	9
2、哪类房企在本轮周期中能脱颖而出？	10
供给侧持续出清，行业格局加速优化	10
优质房企要素一：销售、投资有积极表现	12
优质房企要素二：资产质量高，流动性强	14
优质房企要素三：财务结构合理，现金流安全稳健	15
3、地产板块行情启动需要哪些条件？	16
地产历史级行情需要政策、销售、业绩等多因素共振	16
政策端：调控基调仍偏宽松，需求侧宽松措施持续出台	18
基本面：行业或迈入去库存，复苏可持续	19
估值：利润水平或在 2024 年出现转折，板块估值随之修复	20
投资建议	21
坚定推荐头部央国企和改善型房企	21
行业估值	21
风险提示	23

图表目录

图表 1：典型 35 城新房周度成交面积（万方）走势	5
图表 2：典型 15 城二手房月度成交数据	5
图表 3：TOP100 房企累计全口径销售金额及同比走势	5
图表 4：TOP100 房企单月全口径销售金额及同比走势	5
图表 5：13 城新房&二手房总成交面积及同比走势	6
图表 6：13 城新房成交面积占一二手房总成交面积比例	6
图表 7：13 城新房成交面积占一二手房总成交面积比例	6
图表 8：重点监测的 59 城 2023 年月度商品住宅成交情况（万方）	7
图表 9：全国 300 城月度累计供求及同比走势	8
图表 10：全国 300 城宅地月度成交溢价率/流拍率	8
图表 11：各能级城市土拍成交溢价率（%）走势	8

图表 12: 深圳等城市 2023 年一批次土拍热度较高.....	8
图表 13: 杭州 2023 年二批次土拍热度较高.....	8
图表 14: 杭州某地块在多种土拍情况下实际楼面价表现.....	9
图表 15: 房企月度国内外债券发行额及同比走势.....	9
图表 16: 房企季度国内外债券发行情况.....	10
图表 17: 房企季度国内外债券到期情况.....	10
图表 18: 近期多家出险房企的重组工作取得进展.....	10
图表 19: 房改以来全国商品房销售金额及同比走势.....	11
图表 20: 2015 年-2022 年各梯队房企销售金额市占率走势.....	11
图表 21: 2019 年-2022 年典型头部央企和国企和改善型房企销售金额市占率走势.....	12
图表 22: 出险房企累计销售金额占百强房企销售比例.....	12
图表 23: 2017 年至 2022 年 TOP30 中各类型房企分布.....	12
图表 24: 2022 年 TOP30 房企销售榜单.....	13
图表 25: 2021 年、2022 年、2023 年 1-3 月权益拿地金额前 20.....	14
图表 26: 典型房企竣工存货占总存货比例.....	14
图表 27: 典型房企资产流速对比.....	15
图表 28: 典型房企归母净资产体量 (亿元) 对比.....	15
图表 29: 典型房企归母净资产占净资产比例对比.....	15
图表 30: 典型房企 2021、2022 年短期有息负债占比.....	16
图表 31: 典型房企 2021、2022 年平均融资成本对比.....	16
图表 32: 典型房企待偿负债覆盖倍数对比.....	16
图表 33: 中国恒大近三年股价走势 (港元/股).....	17
图表 34: 碧桂园近三年股价走势 (港元/股).....	17
图表 35: 保利发展近三年股价走势 (元/股).....	17
图表 36: 建发国际集团近三年股价走势 (港元/股).....	17
图表 37: 房地产销售与板块超额收益对比.....	17
图表 38: 申万房地产指数月度走势.....	18
图表 39: A 股上市房企平均毛利率走势.....	18
图表 40: 房地产行业供给侧支持措施.....	18
图表 41: 2022 年至今 3 次降准和 3 次降息事件.....	19
图表 42: 典型 12 城各能级城市在售库存去化周期走势.....	19
图表 43: 2021-2022 年 22 城集中供地拿地企业分布.....	20
图表 44: 建发国际集团 2021 年以来各季度粗测拿地毛利率情况.....	20
图表 45: 保利发展 PE-TTM 和毛利率走势对比.....	21
图表 46: 中国海外发展 PE-TTM 和毛利率走势对比.....	21

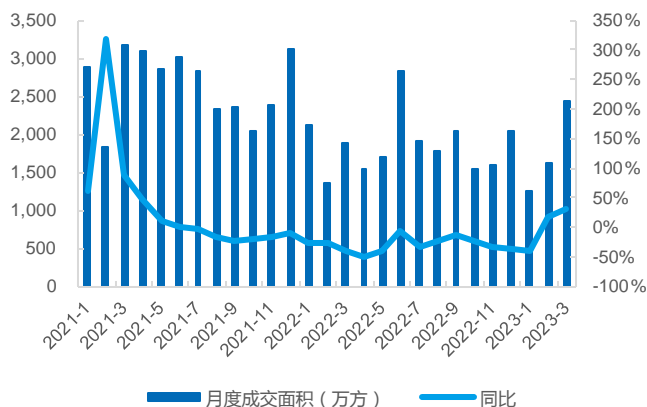
图表 47: A 股地产 PE-TTM.....	21
图表 48: 港股地产 PE-TTM.....	22
图表 49: 港股物业股 PE-TTM.....	22
图表 50: 覆盖公司估值情况.....	22

1、房地产基本面复苏几何？

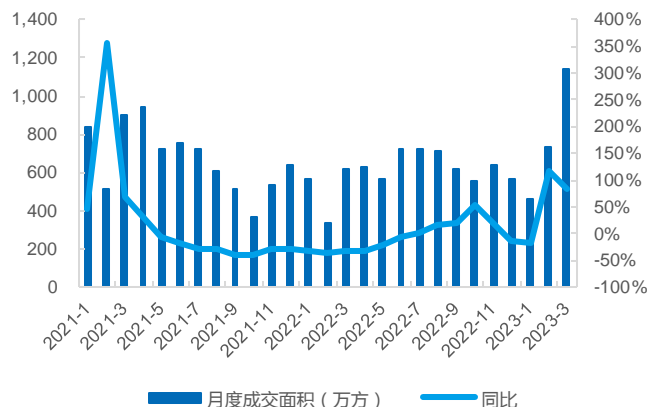
销售持续复苏，一二手房单月销量创新高

在经济恢复和积压需求释放带动下，2023年春节后新房二手房成交持续复苏。据wind数据，35城2023年1-3月新房销售面积5326万方，前三月累计同比-1.0%，其中3月单月成交2451万方（创2022年6月以后的单月最高水平），环比+51.3%，同比+29.8%。15城2023年1-3月二手房销售面积2337万方，前三月累计同比+53.1%，其中3月单月成交1144万方（创近三年的单月最高水平），环比+56.6%，同比+83.6%。

图表1：典型35城新房周度成交面积（万方）走势



图表2：典型15城二手房月度成交数据

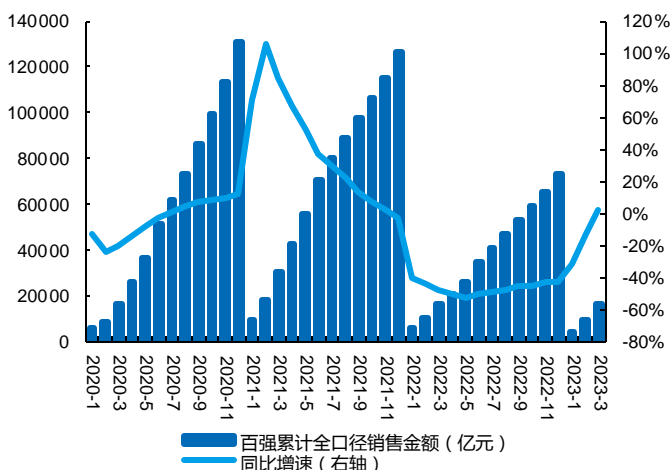


来源：wind，国金证券研究所

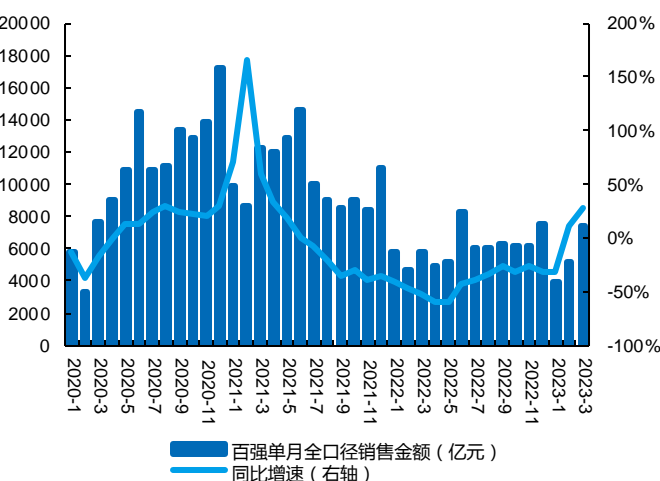
来源：wind，国金证券研究所

百强房企销售恢复超预期，累计同比转正。2023年1-3月百强房企全口径销售16635亿元，累计同比+2%；3月单月全口径销售7457亿元，环比+44%，同比+29%。头部房企销售表现亮眼。1-3月累计看，TOP30房企中21家同比转正，其中越秀地产、保利置业、象屿集团增幅超200%。3月单月看，TOP30房企中29家环比增长，24家同比增长；其中中海地产、华润置地、招商蛇口、绿城中国、建发房产等12家房企单月同环比增速均超过50%。

图表3：TOP100房企累计全口径销售金额及同比走势



图表4：TOP100房企单月全口径销售金额及同比走势

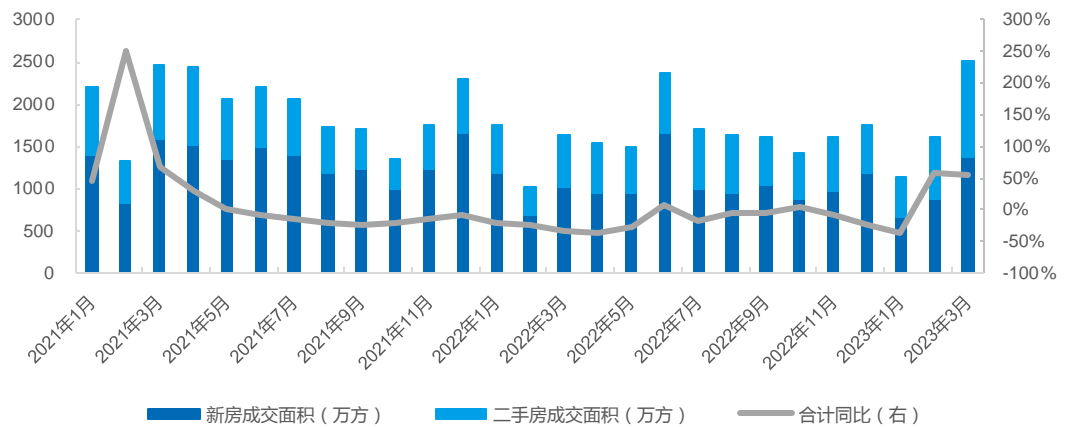


来源：克而瑞，国金证券研究所

来源：克而瑞，国金证券研究所

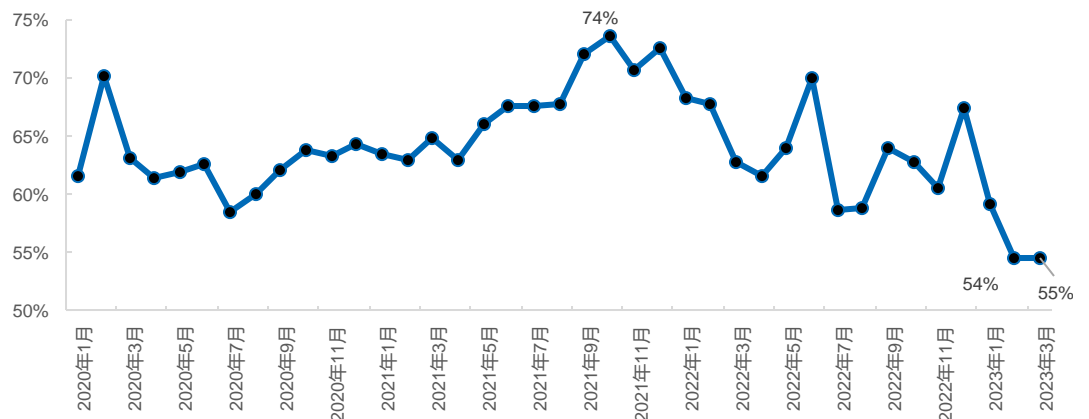
购房总需求量增长，二手房复苏情况更好。从同时跟踪一二手房高频数据13城的总成交量看，13城2023年1-3月一二手房总成交面积5258万方，累计同比+19.7%；其中3月单月成交2519万方（近三年新高），环比+56.9%，同比+53.9%。从一二手房成交结构看，新房成交面积占比呈下降趋势，2023年2、3月新房占一二手房总成交面积比例分别为54%和55%，连续两个月低于60%，而在2021年9月其占比为74%。二手房表现比新房好的主要原因为：①停工断贷事件影响刚需，购房者更倾向于买配套相对完善的二手房，所见即所得，无交付风险；②房企在一季度普遍新推盘量较小，且多数城市核心区域新增供给以改善产品为主，刚需要在核心板块买房只能选择二手房；③二手房房价前期调整更到位。

图5: 13城新房&二手房总成交面积及同比走势



来源: wind, 国金证券研究所 注: 13城(同时跟踪一二手房高频数据城市)包括北京、深圳、杭州、南京、苏州、青岛、成都、厦门、佛山、南宁、金华、扬州、江门

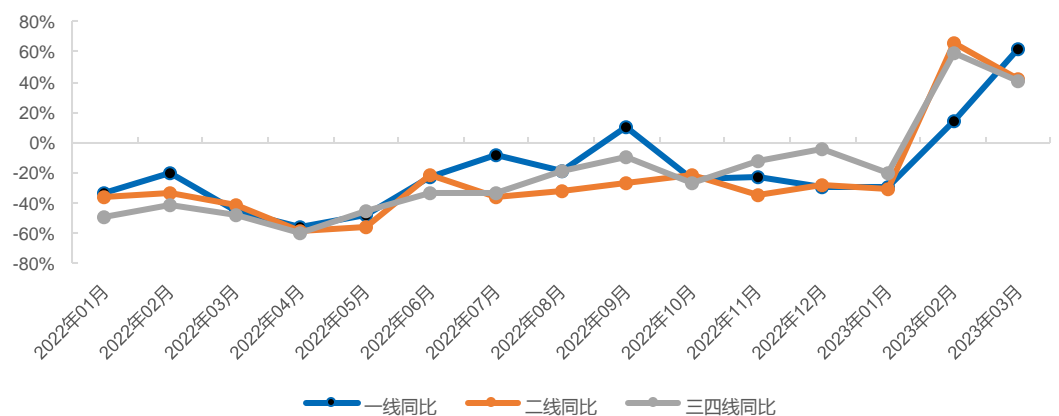
图6: 13城新房成交面积占一二手房总成交面积比例



来源: wind, 国金证券研究所 注: 新房成交占比=新房成交面积/(新房成交面积+二手房成交面积)

销售复苏仍呈分化态势，一二线及强三线城市恢复更好。据中指研究院监测的重点59城月度销售数据显示，一线城市在2022年至今的大部分月度同比表现好于二线和三四线城市，2023年3月延续此态势：①4个一线城市商品住宅销售面积环比+53.6%，同比+62.1%，且除深圳外前三月累计同比均已转正；②25个二线城市环比30.7%，同比41.9%，杭州、武汉、厦门等城市表现亮眼；③30个三四线城市环比+15.1%，同比+40.8%，东莞、扬州、徐州、惠州等珠三角、长三角强三线城市同比增速超50%，而部分弱三四线同比增幅较小。

图7: 13城新房成交面积占一二手房总成交面积比例



来源: 中指研究院, 国金证券研究所 注: 一线城市4个, 二线城市25个, 三四线城市30个

图表8: 重点监测的59城2023年月度商品住宅成交情况(万方)

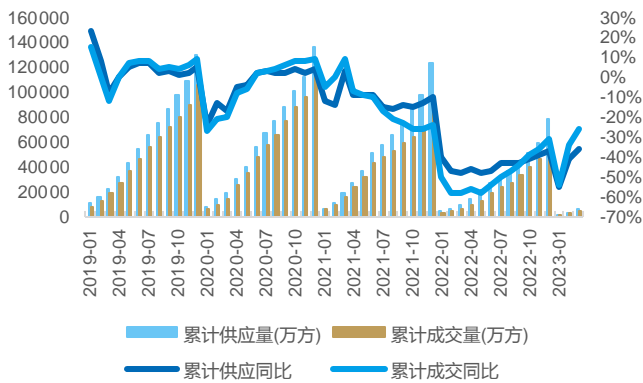
城市	1-3月累计成交面积	累计同比	3月成交面积	环比	同比	城市	1-3月累计成交面积	累计同比	3月成交面积	环比	同比
北京	177	14.2%	77	42.2%	31.5%	东莞	88	62.6%	41	48.8%	66.6%
上海	387	8.3%	156	50.7%	100.3%	南通	55	109.6%	22	-15.1%	153.8%
深圳	69	-21.7%	31	48.2%	3.9%	唐山	140	41.0%	56	3.4%	110.1%
广州	231	25.0%	114	69.0%	70.8%	徐州	296	17.5%	100	-20.9%	16.4%
一线合计	864	10.0%	379	53.6%	62.1%	镇江	93	2.4%	39	36.5%	-14.1%
天津	304	102.3%	142	26.7%	102.1%	扬州	48	96.1%	17	-16.4%	70.3%
重庆	210	26.7%	83	4.2%	29.8%	佛山	228	26.8%	103	37.4%	43.7%
杭州	158	104.2%	75	69.5%	92.7%	惠州	212	97.8%	107	64.3%	170.2%
南京	180	-25.8%	89	73.1%	47.1%	洛阳	71	70.4%	30	25.3%	88.1%
武汉	389	30.0%	172	23.1%	51.2%	烟台	70	22.2%	40	96.9%	30.4%
成都	376	-10.3%	160	36.3%	22.8%	中山	105	25.4%	55	55.8%	15.5%
苏州	131	-19.8%	63	61.7%	7.1%	珠海	52	-7.0%	29	107.6%	34.1%
大连	49	27.6%	21	12.2%	31.2%	泉州	101	11.5%	35	-32.2%	32.7%
厦门	52	26.8%	27	71.0%	104.0%	九江	30	1.1%	15	41.8%	31.8%
西安	198	5.2%	83	38.9%	-18.0%	赣州	169	-17.8%	55	-15.2%	-32.7%
长沙	207	31.2%	99	26.9%	49.8%	襄阳	44	37.1%	19	62.6%	19.0%
宁波	190	24.9%	96	40.3%	30.1%	岳阳	80	235.8%	38	51.4%	394.4%
无锡	77	5.7%	43	94.2%	42.5%	泸州	71	1.7%	31	10.4%	52.7%
福州	138	9.9%	53	1.7%	10.3%	南充	98	4.0%	24	-43.4%	-15.8%
沈阳	160	-24.0%	72	45.1%	-6.3%	莆田	62	56.6%	32	30.2%	245.9%
青岛	267	-4.5%	140	70.4%	5.8%	泰安	54	33.6%	26	49.9%	84.8%
济南	273	37.4%	106	-6.5%	44.4%	绵阳	82	69.8%	38	33.6%	126.1%
南昌	90	76.4%	33	0.9%	121.0%	日照	26	10.2%	12	32.4%	18.2%
合肥	135	-15.3%	56	19.2%	50.9%	芜湖	25	-50.6%	10	22.6%	-51.4%
郑州	270	17.3%	89	-28.1%	-1.9%	绍兴	19	-26.4%	11	62.2%	13.8%
石家庄	85	60.9%	41	43.6%	112.1%	丽水	42	-0.1%	27	198.9%	76.3%
长春	116	93.9%	59	52.4%	314.7%	漳州	55	50.2%	26	25.4%	81.8%
南宁	205	92.9%	104	84.0%	142.4%	宿州	86	77.2%	28	-6.2%	77.8%
贵阳	184	65.0%	79	4.9%	95.9%	盐城	44	6.8%	12	-53.1%	-17.6%
温州	233	126.4%	101	102.1%	139.9%	衡阳	59	1.8%	17	-18.7%	3.7%
二线合计	4679	21.3%	2087	30.7%	41.9%	三四线合计	2604	25.7%	1093	15.1%	40.8%

来源: 中指研究院, 国金证券研究所 注: 1) 一线城市4个, 二线城市25个, 三四线城市30个; 2) 统计口径为市本级

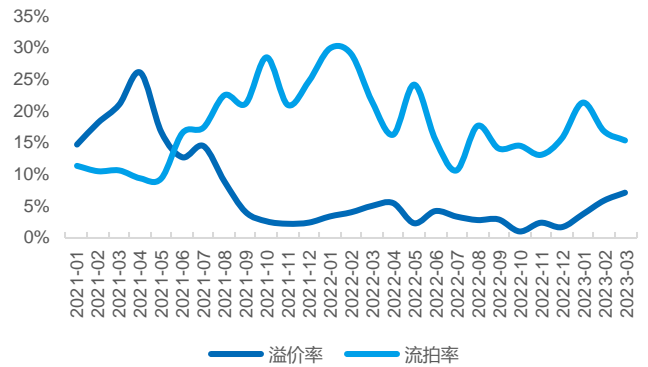
投资热度回暖, 拿地利润有保障

土地成交量受供地影响仍同比下滑, 溢价率水平有所提升。2023年重点城市两集中供地政策进一步优化, 各地推地速度有所减缓, 全国300城2023年1-3月土地供应面积同比下滑36.1%, 成交面积同比下滑26.0%。在销售复苏带动下, 房企拿地意愿有所提升, 全国300城成交溢价率走势打破自2021年7月起的持续下滑, 连续三个月增长, 2023年升至7.19%, 而流拍率也有所下滑, 降至15.5%。

图表9：全国300城月度累计供求及同比走势



图表10：全国300城宅地月度成交溢价率/流拍率

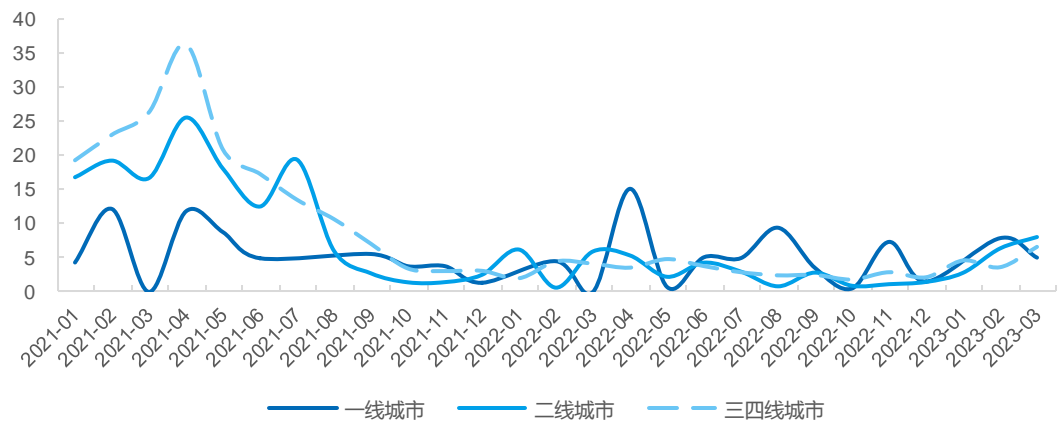


来源：中指研究院，国金证券研究所

来源：中指研究院，国金证券研究所

二线重点城市溢价率提升速度较快。分城市能级来看，一线城市近年来土拍溢价率普遍高于二线和三四线城市（但因为供地频率原因波动较大）；二线城市土拍溢价率自2022年11月起稳步提升，2023年3月升至7.97%；三四线城市整体土拍溢价水平偏低，进入2023年后也有提升，3月升至6.48%。

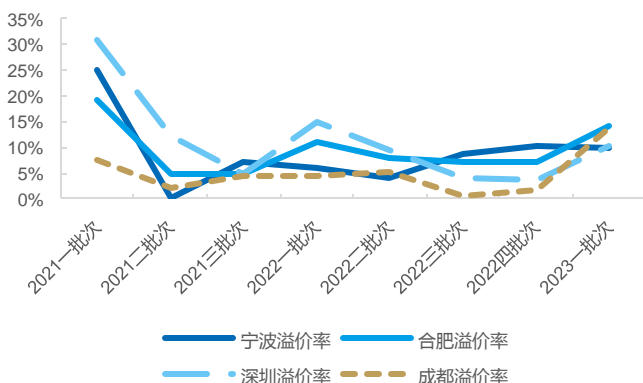
图表11：各能级城市土拍成交溢价率（%）走势



来源：中指研究院，国金证券研究所

近期深圳、杭州、合肥、成都、宁波等核心城市土拍，土地市场热度较高。从成交情况来看，深圳5宗地块中3宗触顶成交；宁波10宗地块中4宗触顶成交；合肥6宗地块中5宗触顶、1宗高溢价成交；成都7宗地块中5宗触顶成交；杭州10宗地块中6宗触顶、1宗高溢价成交。从溢价率情况来看，核心城市的成交溢价率已进入上行通道，热度较2022年低点有明显回升，其中杭州、深圳、合肥、成都平均溢价率已超过10%。

图表12：深圳等城市2023年一批次土拍热度较高



图表13：杭州2023年二批次土拍热度较高



来源：中指研究院，国金证券研究所

来源：中指研究院，国金证券研究所

即使土拍热度提升，在现行土拍政策下，房企拿地利润仍有保障。2021年下半年起，各地调整土拍规则，降低土拍门槛，让利于房企，包括但不限于降低起拍价、设置封顶溢价率、延长付款周期、提高售价上限、取消自持配建等；而从地块本身素质而言，地方政府推地位置更偏主城核心区，去化更有保障，房企拿地有合理利润空间。当前重点城市土拍溢价率提升，但因为15%的封顶溢价率存在，且没有2021年上半年以前的竞自持、竞配建环节，直接摇号确定竞得人，拿地仍有相对确定的利润空间。

以杭州2023年二批次某地块为例，总土地建面11.14万方，成交总地价18.7亿元，成交楼面价16796元/平方米（12%封顶溢价率摇号）：①若在12%溢价率+20%自持情况下，实际楼面价会提升31%；②若在12%溢价率+10%自持情况下，实际楼面价会提升13.8%；③即使在无溢价+10%自持的情况下，实际楼面价也会提升1.9%。

图14：杭州某地块在多种土拍情况下实际楼面价表现

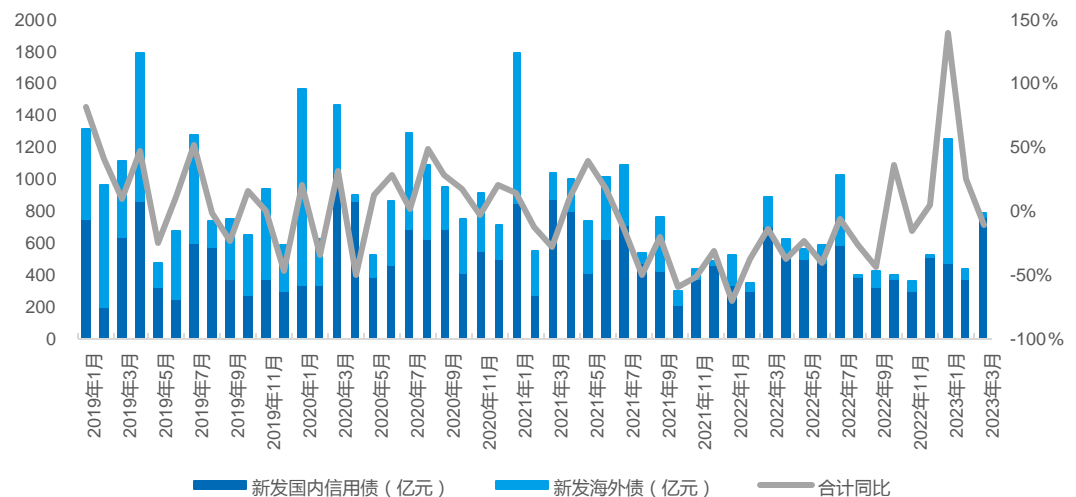
项目	情形一： 实际情况（封顶溢 价率摇号）	情形二： 封顶溢价率摇号 +20%自持	情形三： 封顶溢价率摇 号+10%自持	情形四： 无溢价+10% 自持
土地建面（万方）	11.14	11.14	11.14	11.14
起始总地价（亿元）	16.7	16.7	16.7	16.7
起始楼面价（元/㎡）	15,000	15,000	15,000	15,000
成交总地价（亿元）	18.7	18.7	18.7	16.7
溢价率	11.97%	11.97%	11.97%	0%
成交名义楼面价（元/㎡）	16,796	16,796	16,796	15,000
成交实际楼面价（元/㎡）	16,796	21,995	19,107	17,111

来源：中指研究院，国金证券研究所 注：假设自持单方全建安成本4000元/平方米，实际楼面价=（总地价+自持面积*单方建安成本）/（总建面-自持建面）

融资环境改善，流动性压力有所缓解

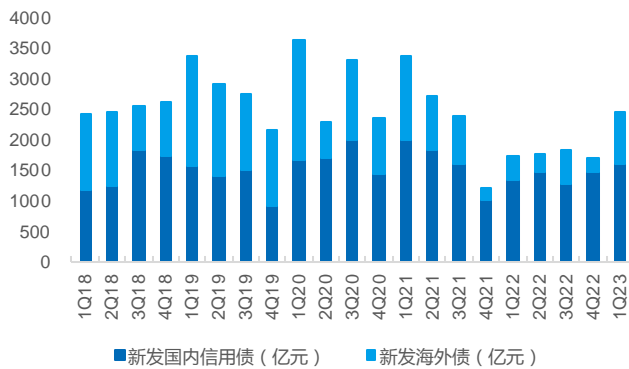
在政策支持和销售复苏背景下，房企发债规模提升。2022年11月以来，中央层面对房企端“三支箭”的融资支持政策持续落地，在一定程度上缓解房企债务压力，2023年前三个月房企国内信用债和海外债新发行量均同比增长。从季度看，1Q23房企公开债券（含国内信用债和海外债）发行金额2467亿元，同比+40.7%，其中海外债同比+108.7%。新发债券基本能覆盖到期公开债券规模，2023-2024年每年平均到期债券金额在6000亿元左右，其中2Q23、3Q23到期债券金额分别为1754亿元、1871亿元。叠加市场销售的逐步复苏，房企流动性压力将有所缓解。

图15：房企月度国内外债券发行额及同比走势

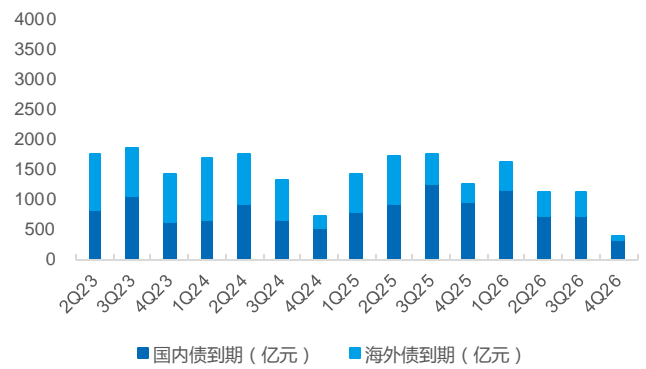


来源：wind，国金证券研究所 注：截至2023年3月底；海外债按当期汇率转换为人民币

图表 16: 房企季度国内外债券发行情况



图表 17: 房企季度国内外债券到期情况



来源: wind, 国金证券研究所 注: 截至 2023 年 3 月底; 海外债按当期汇率转换为人民币

来源: wind, 国金证券研究所 注: 截至 2023 年 3 月底; 海外债按当期汇率转换为人民币

出险房企持续推进债务重组。2023 年以来尤其是春节后, 销售市场持续复苏, 宽松政策不断落地, 为处置出险房企遗留的债务问题提供了相较去年更为积极的环境, 同时今年两会也提出了防范化解风险的政策导向。在此背景下, 3 月底以来, 多家出险房企加速推进重组工作, 融创、花样年、奥园、恒大、世茂等房企取得了一定进展。出险房企在债务方面的妥善处理有利于恢复行业的信心。

图表 18: 近期多家出险房企的重组工作取得进展

日期	公司	重组进展
2023.3.28	融创中国	针对 90.48 亿美元的境外债务重组, 公司已与境外债权人小组订立重组支持协议, 拟就境外重组方案向现有债务持有人寻求更广泛的支持。
2023.3.31	花样年控股	截至 2023 年 3 月 30 日, 占公司现有债务工具 59.5% 的持有人已加入重组支持协议。
2023.3.31	中国奥园	公司与占境外优先票据 (12 笔) 未偿还本金额约 20% 的债权人组成的临时小组暂缓偿还债务协议。
2023.4.3	中国恒大	公司与债权人特别小组的成员 (其分别持有现有恒大和现有景程票据的未偿还本金总额超过 20% 及 35%) 签订了三份重组支持协议 (A 组重组支持协议、景程重组支持协议和天基重组支持协议), 各方同意合作以促进拟议重组的实施。
2023.4.3	世茂集团	公司已将重组方案的草案发送给美元债债权人小组及协调委员会的顾问。此外, 可能将香港东涌酒店作为重组补充增信措施资产包的一部分。
2023.4.6	中国奥园	公司与若干其他主要境外债权人 (即境外债务未偿还本金额约 2.70 亿美元的代表) 就此前公司的六项融资安排, 订立了境外债务工具暂缓偿还债务协议。

来源: 公司公告, 国金证券研究所

2、哪类房企在本轮周期中能脱颖而出？

供给侧持续出清，行业格局加速优化

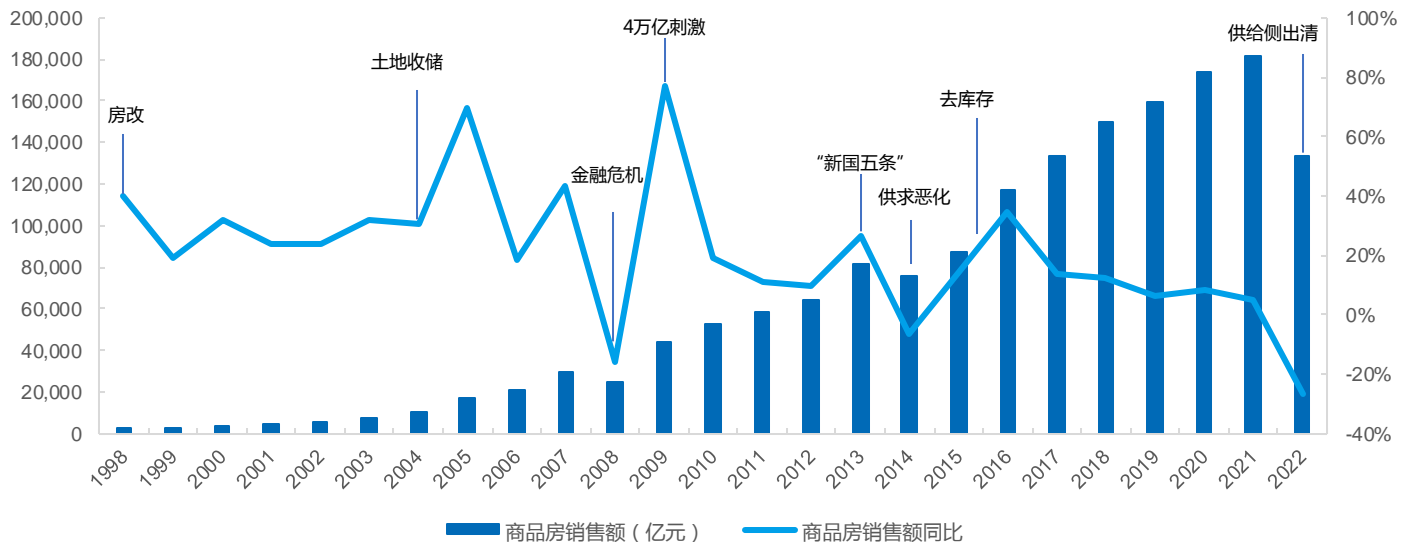
房地产行业正经历房改以来的第三次拐点(供给侧出清)。中国房地产行业在 1998 年房改后的二十余年里中国房地产行业快速发展, 商品房销售金额从 1998 年的 2513 亿元增长到 2021 年的 18190 亿元, 突破 18 万亿元人民币, 而 2022 年受到系列内外因影响, 销售规模大幅下降至 13 万亿的水平。

我们在 2022 年外发的《步入良性循环正轨, 布局地产正当时》等多篇报告中强调, 行业正经历三次低谷, 供给侧正在出清。①第一次低谷: 2008-2009 年, 金融危机下房地产行业受到明显冲击, 2008 年销售金额同比下降 16.1%。②第二次低谷: 2014-2015 年, 2010 年后房地产行业进入全面调控阶段, 2013 年新国五条的颁布降低市场对调控放松的预期,

2014年房地产市场供求严重恶化，行业再次跌入低谷，当年销售金额同比下降6.3%。③第三次低谷：2021年下半年至今，房地产行业持续去杠杆，部分高负债高杠杆企业债务违约，影响市场信心，行业陷入不良循环，2022年销售金额同比下降26.7%。

每一轮行业周期的转换都将孕育新的发展模式。2008-2009年万科、保利发展、华润置地等房企凭借金融红利，销售规模大幅提升；2014-2016年，三四线城市机会大，碧桂园、中国恒大举债扩张下沉，成为行业龙头；对于本轮行业洗牌，我们在2022年9月外发的《行业洗牌、拐点确立，优质房企布局好时机》报告中指出，未来10年房地产行业的销售规模中枢在10亿方左右，销售投资能逆势增长、拥有稳健财务结构、高质量产品和服务、精细化管理等核心竞争力的房企能实现弯道超车，并巩固自身强者恒强的地位。

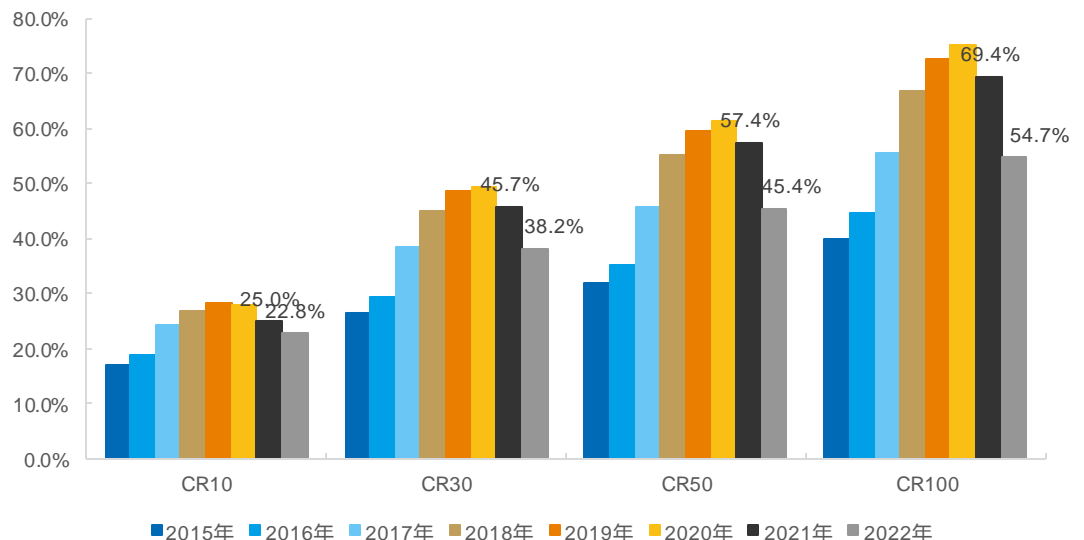
图表19：房改以来全国商品房销售金额及同比走势



来源：国家统计局，国金证券研究所

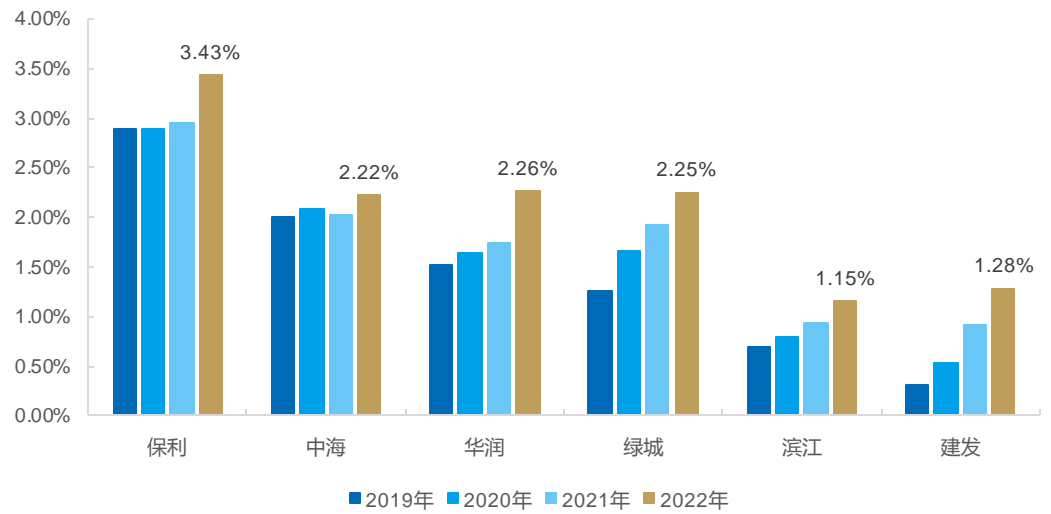
供给侧出清开始，头部央国企和改善型房企强者恒强的态势基本确立。进入2021年以后，由于头部中国恒大、融创中国以及一系列的原TOP30房企出现债务违约或展期，行业集中度有所下滑，进入重新洗牌阶段，2022年CR10、30、50和100市占率分别降至22.8% (-2.2pct)、38.2% (-7.6pct)、45.4% (-11.9pct)和54.7% (-14.7pct)。而头部央国企和改善型房企市占率逆势增长，保利发展、中国海外发展、华润置地、绿城中国、滨江集团和建发地产市占率分别达3.43% (+0.49pct)、2.22% (+0.19pct)、2.26% (+0.52pct)、2.25% (+0.32pct)、1.15% (+0.22pct)和1.28% (+0.37pct)。

图表20：2015年-2022年各梯队房企销售金额市占率走势



来源：克而瑞，国家统计局，国金证券研究所

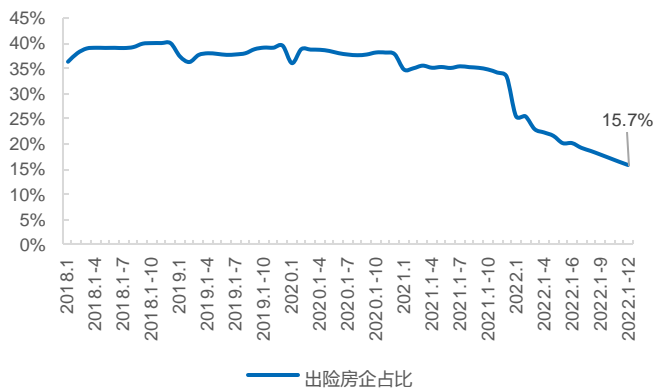
图表21：2019年-2022年典型头部央国企和改善型房企销售金额市占率走势



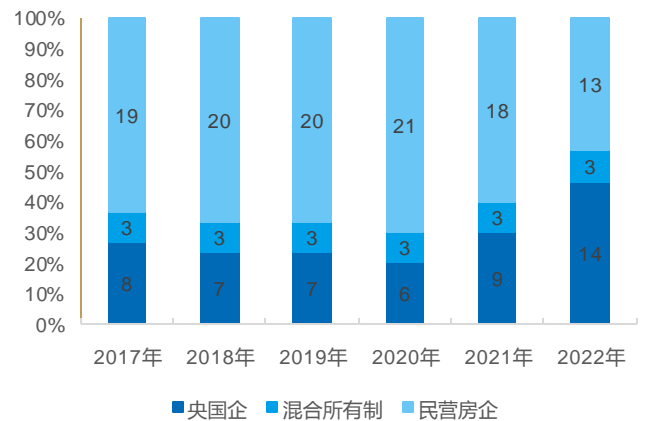
来源：克而瑞，公司公告，国家统计局，国金证券研究所

出险房企逐步出清，头部房企座次已有大调整。多数民企出险，销售相应下滑，30家出险房企占百强房企的销售比例自2021年以来逐步下降，2022年降低至15.7%，中国恒大、华夏幸福、蓝光发展等房企自2021年下半年以后基本无新增销售。从历年TOP30中各类型房企来看，2020年以前民营房企平均高杠杆、高负债、高周转在销售规模方面取得较好成绩，2020年TOP30中有21家民营房企，仅6家央国企；而2022年，TOP30中民企房企降至13家，央国企升至14家。而从2022年拿地分布来看，民企拿地比例持续走弱，以及未来央国企的市场份额将进一步提升。

图表22：出险房企累计销售金额占百强房企销售比例



图表23：2017年至2022年TOP30中各类型房企分布



来源：克而瑞，国金证券研究所

来源：克而瑞，国金证券研究所

优质房企要素一：销售、投资有积极表现

头部央国企和改善型房企销售、投资均表现亮眼。销售端：随着行业供给侧的出清，市场销售竞争减弱，能在行业低谷实现良好销售的房企地位能快速提升。TOP30房企中，越秀地产全年累计同比为正(+6.6%)，华润置地(-4.6%)、建发房产(-0.5%)、滨江集团(-9.0%)、华发股份(-1.4%)销售同比降幅也在10%以内。从房企排名来看，头部房企中保利发展升至第2位(2021年第4)、华润置地升至第4(2021年第8)、绿城中国升至第8(2021年第13，不含代建部分)；颈部房企中建发房产升至第10(2021年第21)、滨江集团升至第13(2021年第22)、越秀地产升至第16(2021年第37)。在2022年行业整体低迷的情况下，以上房企凭借优质的土储布局、良好的经营管理能力渡过难关，在未来销售持续复苏的背景下，更能具有主动性，提升行业地位。

图表24：2022年TOP30房企销售榜单

TOP房企	全口径						权益口径						
	2022年1-12月排名	2022年1-11月排名	2021年排名	1-12月销售金额(亿元)	累计同比	12月销售金额(亿元)	单月环比	单月同比	1-12月销售金额(亿元)	累计同比	12月销售金额(亿元)	单月环比	单月同比
碧桂园	1	1	1	4643	-39%	230	39%	-23%	3569	-36%	184	38%	-26%
保利发展	2	2	4	4573	-15%	572	55%	42%	3068	-17%	380	49%	37%
万科地产	3	3	2	4202	-32%	435	20%	-6%	2731	-32%	282	20%	-6%
华润置地	4	5	8	3013	-5%	496	123%	9%	2112	-3%	375	110%	8%
中海地产	5	4	6	2955	-20%	368	49%	-9%	2761	-20%	344	49%	-9%
招商蛇口	6	6	7	2926	-10%	431	88%	-2%	1785	-13%	260	87%	2%
金地集团	7	7	11	2218	-23%	204	13%	-16%	1374	-23%	127	13%	-16%
绿城中国	8	8	13	2128	-20%	272	17%	12%	1224	-15%	167	14%	28%
龙湖集团	9	9	10	2033	-30%	201	15%	-49%	1267	-38%	100	-8%	-64%
建发房产	10	11	21	1703	-0.5%	255	5%	10%	1207	-10%	172	14%	5%
融创中国	11	10	3	1692	-72%	81	-1%	-83%	976	-73%	47	7%	-84%
中国金茂	12	12	15	1550	-34%	175	22%	-20%	1070	-34%	121	22%	-20%
滨江集团	13	13	22	1539	-9%	204	34%	40%	874	0%	94	33%	-15%
绿地控股	14	14	9	1401	-52%	221	115%	-6%	1261	-52%	199	115%	-6%
中国铁建	15	17	26	1281	-10%	224	5%	-4%	954	-10%	160	-18%	-17%
越秀地产	16	18	37	1260	7%	229	92%	-1%	1252	8%	229	91%	-1%
旭辉集团	17	15	14	1237	-50%	61	46%	-71%	730	-50%	36	46%	-71%
华发股份	18	19	32	1202	-1%	178	3%	-3%	751	-3%	121	30%	-10%
新城控股	19	16	16	1165	-50%	66	3%	-69%	798	-54%	45	-5%	-69%
远洋集团	20	20	29	1004	-26%	109	1%	-30%	653	-26%	71	1%	-30%
首开股份	21	22	38	869	-26%	89	62%	-11%	504	-29%	52	62%	-15%
世茂集团	22	21	12	865	-68%	70	8%	-30%	606	-68%	49	8%	-30%
卓越集团	23	25	31	743	-41%	107	120%	-24%	459	-45%	71	88%	2%
美的置业	24	23	28	742	-46%	60	43%	-38%	466	-49%	38	43%	-40%
电建地产	25	29	47	685	-22%	112	57%	-43%	430	-5%	71	82%	-5%
金科集团	26	24	18	671	-64%	35	30%	-72%	483	-64%	25	30%	-76%
仁恒置地	27	27	54	651	-14%	55	54%	-47%	380	21%	31	64%	-23%
中交房地产	28	28	44	650	-34%	72	18%	-63%	349	-35%	38	20%	-64%
中南置地	29	30	17	640	-67%	77	75%	-47%	403	-67%	46	78%	-41%
中梁控股	30	26	20	626	-64%	30	0%	-82%	438	-64%	21	0%	-82%
			TOP10	30395	-33%	3300	33%	-4%	21180	-37%	2446	36%	-2%
			TOP11-30	20474	-46%	2418	29%	-28%	14169	-46%	1519	24%	-38%
各梯队情况			TOP31-50	9710	-54%	676	-4%	-67%	6847	-53%	586	10%	-55%
			TOP51-100	12363	-44%	1148	3%	-46%	8923	-40%	828	4%	-42%
			TOP100	72942	-42%	7542	22%	-31%	51119	-42%	5378	24%	-30%

来源：克而瑞，国金证券研究所

投资端，从地块本身素质而言，房企在2021年下半年以后获取的地块利润率相对较高，且区位核心去化有保障；同时2023年入市项目面临的竞争压力相对较小，入市项目利润率或将回升，因而在2021年以后积极拿地的房企利润水平或改善。期间，保利发展、华润置地、中海地产等头部房企拿地持续强势，改善型房企绿城中国、建发房产和滨江集团紧随其后，地方龙头国资房企越秀地产等也在积极拿地。

图表25：2021年、2022年、2023年1-3月权益拿地金额前20

排行	2021年		2022年		2023年1-3月	
	企业名称	权益金额(亿元)	企业名称	权益金额(亿元)	企业名称	权益金额(亿元)
1	保利发展	1273	华润置地	873	华润置地	103
2	万科	1214	中海地产	751	保利发展	92
3	中海地产	1147	保利发展	734	绿城中国	71
4	华润置地	997	建发房产	544	越秀地产	59
5	绿城中国	892	招商蛇口	525	伟星房产	50
6	碧桂园	867	绿城中国	466	招商蛇口	50
7	招商蛇口	839	滨江集团	403	建发房产	46
8	龙湖集团	787	中国铁建	371	中建国际	46
9	建发房产	648	越秀地产	346	龙湖集团	45
10	中国铁建	576	A房企	299	广州城投	44
11	融创中国	525	武汉城建	257	中海地产	42
12	金地集团	485	龙湖集团	256	方远房产	40
13	中国金茂	485	万科	241	滨江集团	37
14	越秀地产	428	国贸地产	229	万科	34
15	中国中铁	419	广州地铁	174	A房企	32
16	滨江集团	371	上海地产	174	厦门坤霖辰	32
17	卓越置业	349	中国中铁	165	京东集团、	31
18	龙光集团	319	伟星房产	152	龙港国资	30
19	中海宏洋	313	颐居建设	148	坤和集团	30
20	新城发展	311	中国金茂	140	广州润川	30

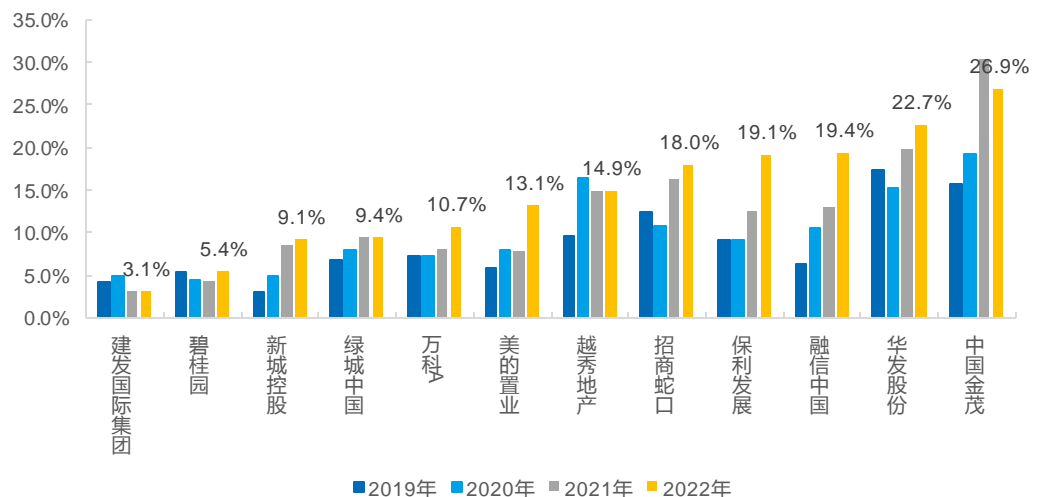
来源：中指研究院，国金证券研究所

优质房企要素二：资产质量高，流动性强

当前和未来较长一段时间，房企间的竞争是资产流动性的竞争。谁能拿好地、快速去化，谁就能获得更好的利润水平，抢占更高的市场份额，土储和资产质量高、流动性好的房企，未来发展空间更大。

①从存货结构看，已竣工但未售的存货比例越低，说明房企去化的流动性更高，改善型房企如建发国际集团、绿城中国整体存货结构健康，竣工存货占总存货比例多小于10%。

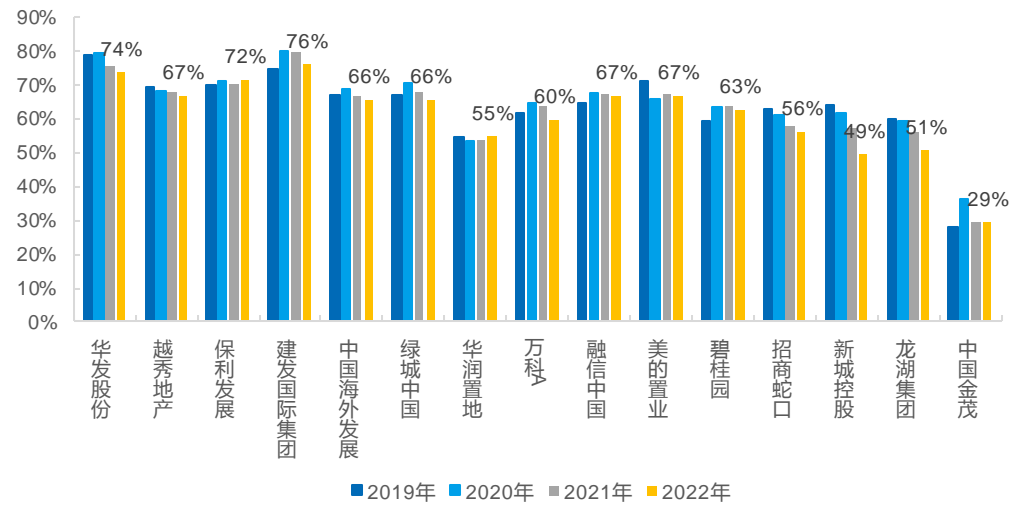
图表26：典型房企竣工存货占总存货比例



来源：公司公告，国金证券研究所

②从资产结构来看，货币资金和存货这类流动性高的资产占比越高，公司周转效率越高，如越秀地产、保利发展、建发国际集团等房企资产流速（货币资金和存货占总资产比例）在70%以上。

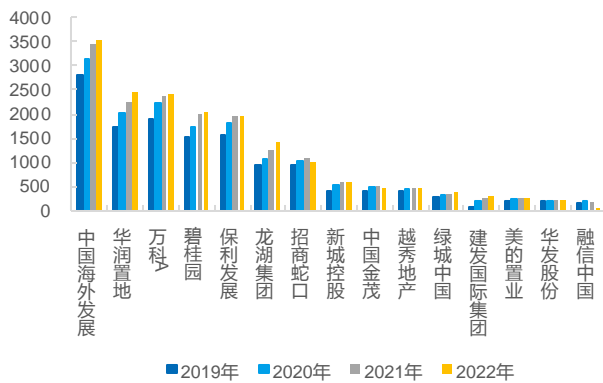
图表27：典型房企资产流速对比



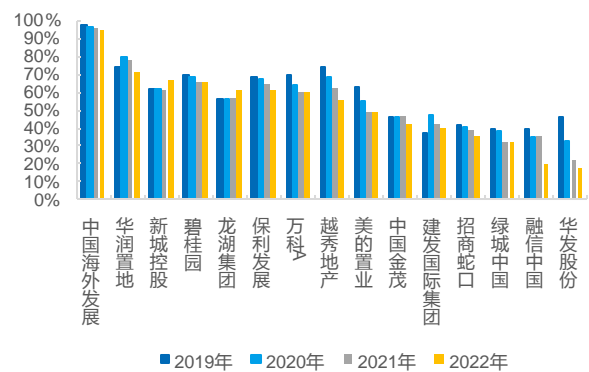
来源：公司公告，国金证券研究所 注：资产流速=(存货+货币资金)/总资产，仅考虑流动资产部分

③从归母净资产情况看，归母净资产体量越高，公司绝对价值越高，如中国海外发展(归母净资产 3545 亿元，销售金额 2948 亿元)、华润置地(归母净资产 2440 亿元，销售金额 3013 亿元)、万科 A(归母净资产 2427 亿元，销售金额 4170 亿元)等房企归母净资产总体量超过 2000 亿元；而归母净资产占净资产比例越高，表明公司权益比例越高，对自身生产经营控制能力越强，如中国海外发展该比例超过 95%，华润置地也超过 70%。

图表28：典型房企归母净资产体量（亿元）对比



图表29：典型房企归母净资产占净资产比例对比



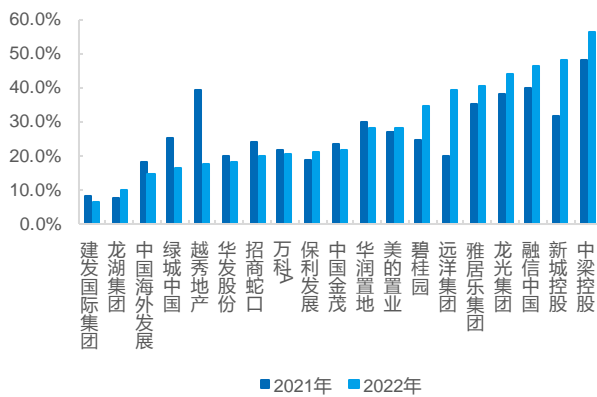
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

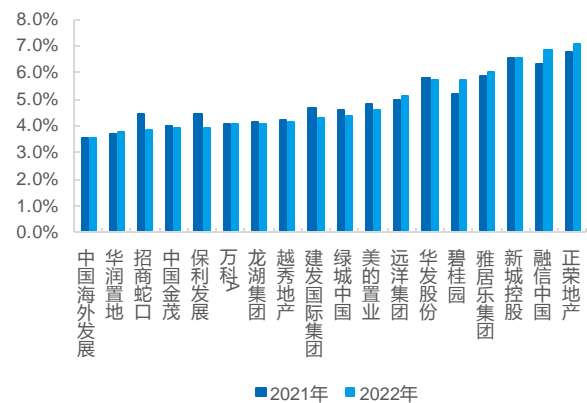
优质房企要素三：财务结构合理，现金流安全稳健

良好的财务结构和现金流状态是房企持续发展的有力保障。头部央国企和改善型房企拥有健康的债务结构，短期有息负债占比较低，短期偿债压力较小，如建发国际集团、中国海外发展、绿城中国、越秀地产短期有息负债占比低于 20%；良好的债务结构提升公司的融资能力，降低融资成本，2022 年，中国海外发展、华润置地、招商蛇口、中国金茂和保利发展 5 家房企融资成本低于 4%（较 2021 年增加 1 家）；建发国际、绿城中国等改善型房企融资成本也相对较低，都在 4.5% 以下。

图表30：典型房企2021、2022年短期有息负债占比



图表31：典型房企2021、2022年平均融资成本对比

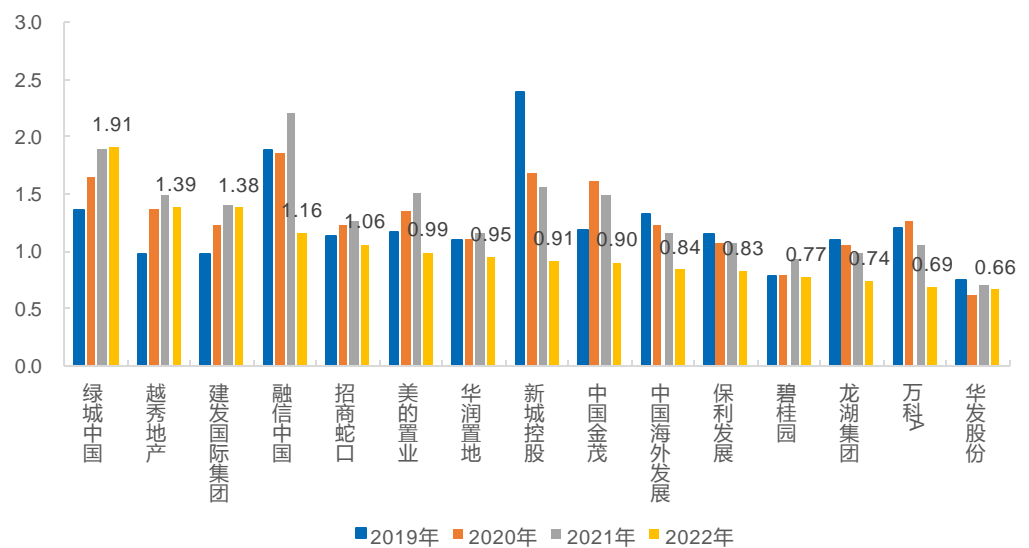


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

房企偿债能力和投入产出比相关。在2020年提出“三道红线”要求后，部分房企控制有息负债规模，而加大供应链融资和永续债、优先股等其他权益工具的融资；在企业视角，无论是供应链的应付账款及票据，还是永续债等都需偿还。因此将有息负债、其他权益工具和应付账款及票据视为待偿负债（现金流出项），销售额（现金流入项）对其的覆盖倍数越高，则偿债能力越高，同时投入产出比高。典型房企中，绿城中国、越秀地产、建发国际集团待偿负债覆盖倍数在1.2倍以上（每借1元债务，可产生1.2元以上销售额）。

图表32：典型房企待偿负债覆盖倍数对比



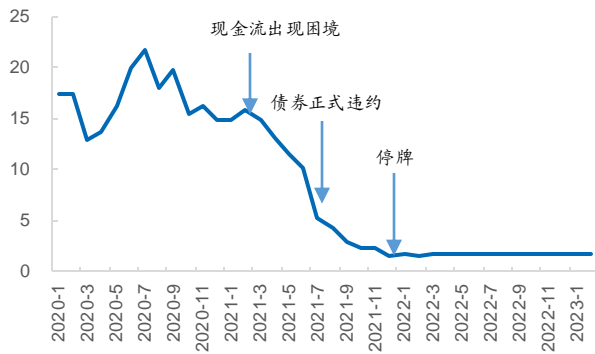
来源：公司公告，国金证券研究所 注：将应付账款及票据、其他权益工具等视为待偿负债，待偿负债覆盖倍数=销售额/（有息负债+其他权益工具+应付账款及票据）

3、地产板块行情启动需要哪些条件？

地产历史级行情需要政策、销售、业绩等多因素共振

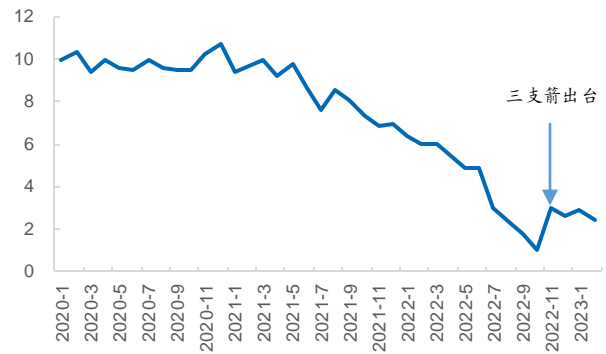
短期房地产板块行业受事件性因素影响较大。自2020年四季度以来，房地产板块走势呈震荡下行走势（基本面走弱），每有典型房企出险或其他风险事件发生（如恒大、融创出险，停工断贷事件等）都会加速指数的下行，而后随着系列支持政策的出台也会有阶段性的恢复，如2022年11月三支箭政策的出台，带动板块股价整体上行。

图表33：中国恒大近三年股价走势（港元/股）



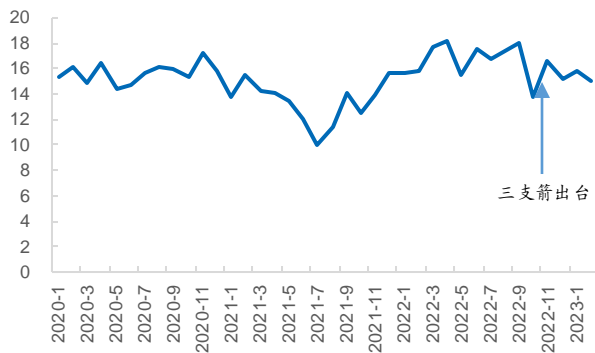
来源：wind，国金证券研究所

图表34：碧桂园近三年股价走势（港元/股）



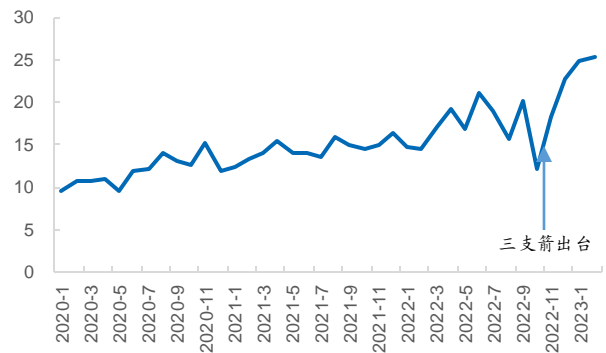
来源：wind，国金证券研究所

图表35：保利发展近三年股价走势（元/股）



来源：wind，国金证券研究所

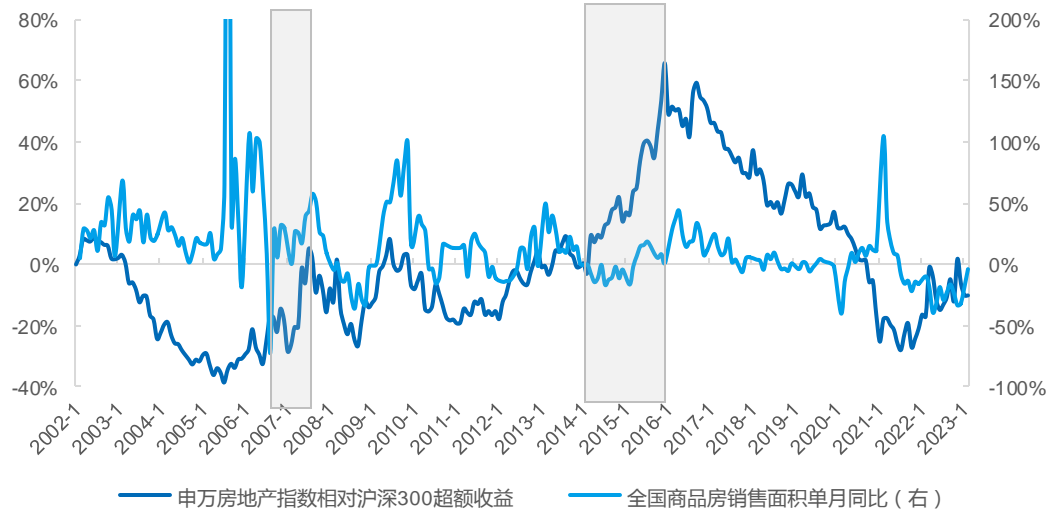
图表36：建发国际集团近三年股价走势（港元/股）



来源：wind，国金证券研究所

中长期看，历史级别的大行情需要政策、销售和业绩的共振。对标地产板块的超额收益和基本面销售看，二者基本同频变动，期间或因政策预期的变化会使基本面销售和股价产生1-3个月左右不等的时差；而从历史看，板块大行情也伴随房企利润率水平提升，但因为结算原因通常会滞后1年体现。A股地产板块两次大行情分别在08-09年和14-16年：08-09年金融危机后的困境反转，金融支持政策频出，房地产销售增速也加大，而报表利润率层面提升主要在09年之后；14-16年期间销售在14年触底，而后系列供需两端政策持续落地，带动销售在15年后持续恢复，报表利润率的提升主要体现在17-19年期间。

图表37：房地产销售与板块超额收益对比

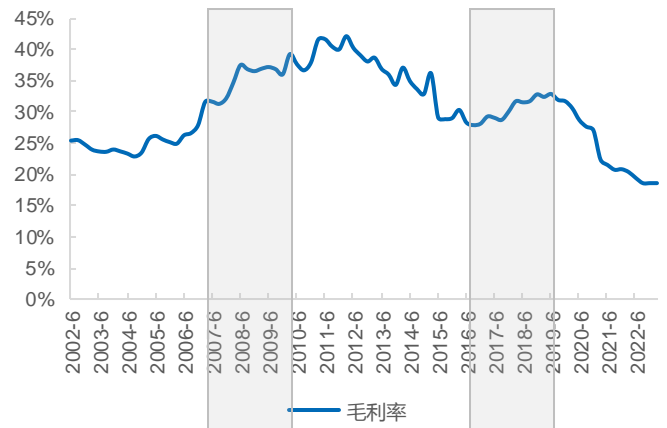


来源：wind，国家统计局，国金证券研究所

图表38：申万房地产指数月度走势



图表39：A股上市房企平均毛利率走势



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

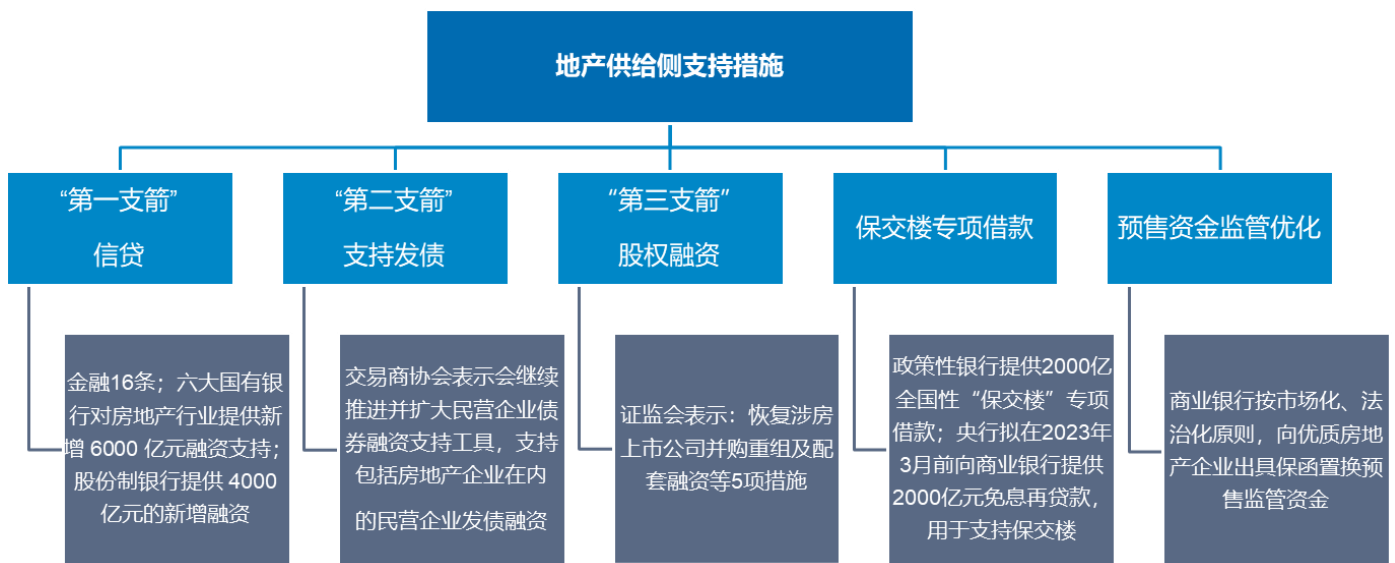
2021年下半年至今的本轮周期，已经基本具备政策宽松、销售复苏、利润水平改善三大要素，具有形成板块历史级别行情的可能性。此前两轮行情，销售快速增长后导致土地竞争加剧，叠加限价影响，利润率又回落；而本轮伴随着多数民营房企的出清，即使央企之间的竞争加剧，但在较友好的土拍规则下，利润率仍将保持较好的水平，因而预计本轮行业的持续性或更强。

政策端：调控基调仍偏宽松，需求侧宽松措施持续出台

中央对房地产调控定调积极的信号不变。2022年4月中央政治局会议首次提出要“支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管”，奠定了未来一段时间内房地产调控宽松的基调。12月中央经济工作会议提出要“满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况…因城施策，支持刚性和改善性住房需求…”。一系列的宽松政策和定调充分体现中央稳定房地产市场的决心。

供给侧政策应出尽出。2022年7月起供给侧地方和中央部委积极推进“保交楼”，设立纾困基金、AMC帮扶出险房企、探讨通过中债增信方式支持民营房企融资等。2022年11月以来五项措施先后出台并快速落地（房企“三支箭”、保交楼专项借款、预售资金监管优化），从“保项目”到“保主体”，预计房企现金流状况或能边际改善，有望提振市场预期和信心，促进行业平稳健康发展。

图表40：房地产行业供给侧支持措施



来源：政府官网，财联社，国金证券研究所

需求侧宽松政策预计将持续出台。中央层面，2022年至2023年一季度，期间分别进行3次降准和降息，为房地产在信贷端提供有力支持，是市场企稳回暖，行业平稳健康发展的

基石。地方政府层面，自 2022 年 3 月郑州、衢州和秦皇岛率先宽松以来，全国各能级城市均有松绑限售限购、降低房贷利率、降低首付比例、购房补贴、税费减免等措施落地促进购房需求释放。当前复苏较快的一线城市政策出台或放缓，而二线及以下城市的支持继续加大，近期常州、扬州相继出台政策放松限购限售、长沙三套房开放贷款等，同时有全国层面对“带押过户”政策的定调，增强存量房流动性。整体宽松的需求政策将支持行业的平稳复苏。

图表 41：2022 年至今 3 次降准和 3 次降息事件

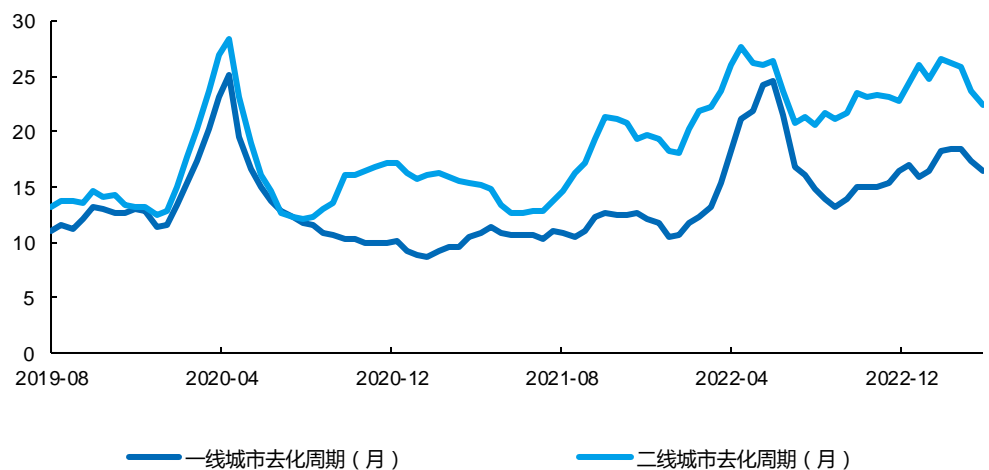
时间	事件	备注
2022.1.10	五年期以上 LPR 从 4.65% 下调至 4.60% (下降 5bp)	降息
2022.4.15	下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点。对没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于 5% 的农商行，在下调存款准备金率 0.25 个百分点的基础上，再额外多降 0.25 个百分点。	降准
2022.5.20	五年期以上 LPR 从 4.60% 下调至 4.45% (下降 15bp)	降息
2022.8.22	1 年期 LPR 从 3.70% 下调至 3.65% (下降 5bp)，5 年期以上 LPR 从 4.45% 下调至 4.3% (下降 15bp)	降息
2022.12.5	下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点 (不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构)	降准
2023.3.17	下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点 (不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构)	降准

来源：中国人民银行，国金证券研究所

基本面：行业或迈入去库存，复苏可持续

行业在售库存基本见顶，后续或开启去库存。截至 2023 年 3 月底，典型 12 城商品房在售库存为 1.6 亿平米，环比-0.3%，基本企稳。以 3 个月移动平均商品房成交面积计算，去化周期为 19.6 月，较去年同比-1.1 个月。而典型城市中上海、杭州等城市在售库存量已经出现降低，从去化周期来看，2023 年 3 月底，一线城市平均去化周期 16.0 个月，较 22 年底高点下降约 2 个月；二线城市平均去化周期 22.0 个月，较 22 年底高点下降约 4 个月。

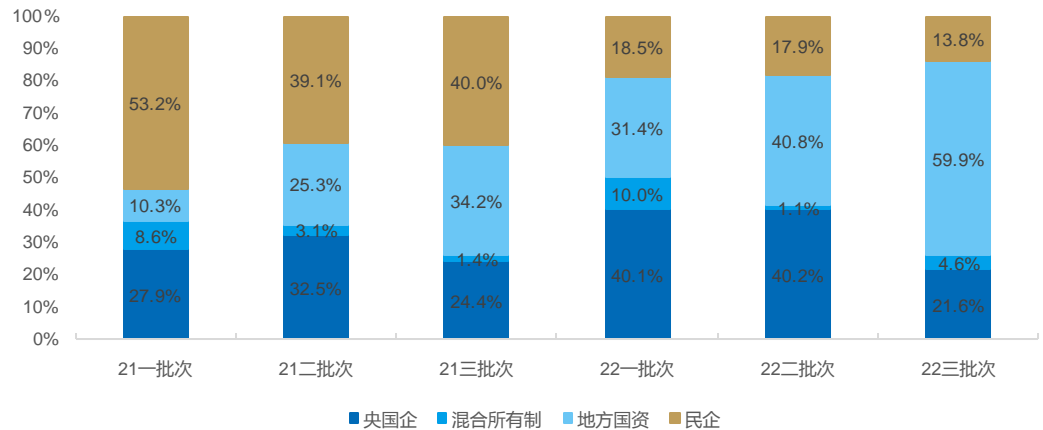
图表 42：典型 12 城各能级城市在售库存去化周期走势



来源：wind，国金证券研究所

市场供求关系或改善，销售复苏可持续。我们在 2023 年 2 月外发的《市场逐步复苏且具备持续性》报告中明确提出市场供求将改善，销售具有持续性的观点。当前市场总体在售库存已经基本企稳，从后续供给来看，2022 年全年 300 城土地成交量同比-30.8%，而开发意愿较弱的地方平台拿地占比 42.6%，假设地方平台拿地 20% 能形成有效供应，预计 2022 年成交土地形成的供应仅为 2021 年的 45.6%，即形成的供应缩量约 54.4%。在供应下降而需求逐步恢复的背景下，市场供求关系将得到明显改善，叠加二手房价的企稳，将持续支撑市场的复苏。

图表43：2021-2022年22城集中供地拿地企业分布

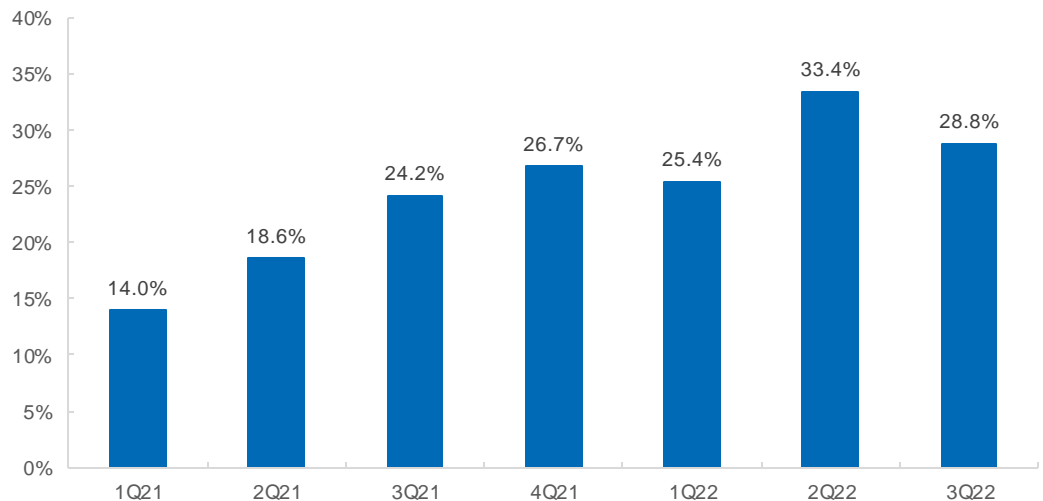


来源：中指研究院，国金证券研究所

估值：利润水平或在2024年出现转折，板块估值随之修复

2021年下半年以来房企拿地毛利率有所改善。随着土拍竞争的下降和土拍政策的优化，房企拿地利润空间加大。以建发国际集团为例，1H21土地市场竞争相对激烈，高溢价率、高竞自持/竞配建比例的地块较多，房企利润空间较小，公司拿地平均毛利率低于20%；2H21后拿地平均毛利率持续提升，2022年拿地平均毛利率均高于25%，2022年前三季度拿地项目粗测毛利率均在25%以上，其中2Q22达33.4%。而房地产项目正常从拿地到竣工交付的周期在2.5-3年，2H21以后高利润项目基本从2024年起开始结转，将带动公司整体利润水平的提升。

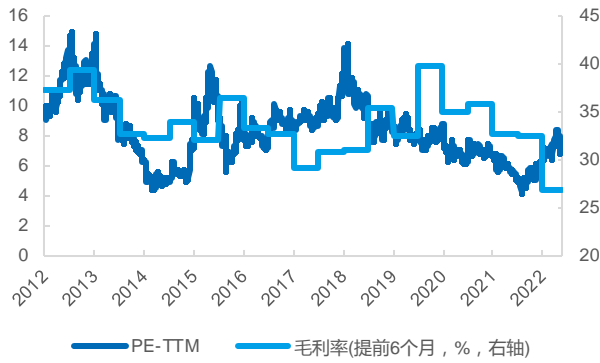
图表44：建发国际集团2021年以来各季度粗测拿地毛利率情况



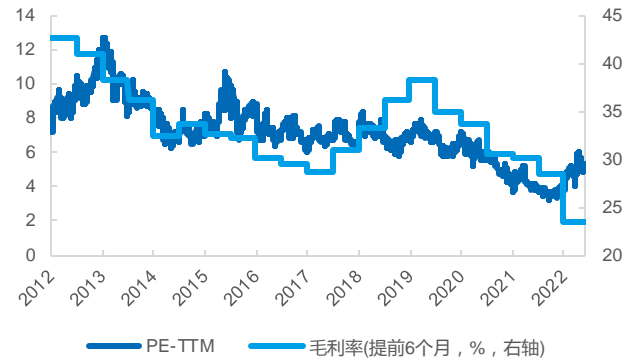
来源：公司公告，中指研究院，国金证券研究所

预计优质房企2024年毛利率出现拐点，带动估值提升。从估值表现上看，房地产板块的估值和毛利率水平的变化关联度较高，2019年以来随着行业毛利率的下降，企业估值也呈下行趋势（以头部保利发展和中国海外发展为例）。预计2022-2023年行业整体毛利率仍将承压，而2023年市场销售将持续复苏，且近一年来拿地利润空间也相对明确，随着2021年下半年以来的优质地块逐步入市销售并结转，整体利润率有望逐步企稳向好，相应估值水平也将提升。

图表45: 保利发展 PE-TTM 和毛利率走势对比



图表46: 中国海外发展 PE-TTM 和毛利率走势对比



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

投资建议

坚定推荐头部央企和改善型房企

地产历史级行情需要政策、销售、业绩等多因素共振: 当前政策端宽松正常持续出台, 支持行业平稳发展; 基本面端供给侧出清持续进行, 行业供求结构将改善, 复苏可持续; 业绩端, 2H21 以来的土地项目利润率较高, 且面市后的竞争强度较小, 能带动房企 2024 年后的利润水平修复。行业具有形成历史级别行情的政策宽松、销售复苏、利润水平改善三大要素基础。而在本轮市场周期中, 销售投资能逆势增长、拥有稳健财务结构、高质量产品和服务、精细化管理等核心竞争力的房企能实现弯道超车, 并巩固自身强者恒强的地位, 获得超额受益。

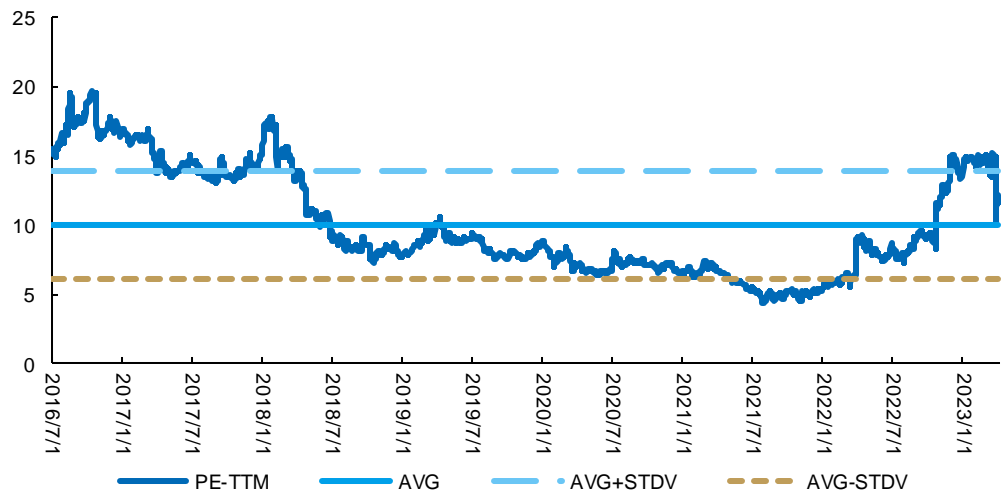
首推有持续拿地能力、布局优质重点城市、主打改善产品的房企, 如建发国际集团(及受益的建发股份) 绿城中国、滨江集团等, 其能在 2024 年后实现规模和业绩双增长, ROE 有望稳步提升。

稳健选择头部央企国企, 如保利发展、中国海外发展、招商蛇口、华润置地、越秀地产等, 其财务安全稳健, 资产质量高, 在经历高地价项目和存货计提减值后, 预计 2024 年后毛利率将持续改善, 引导估值提升。

二手房市场活跃度持续向好, 推荐强房产中介平台贝壳。

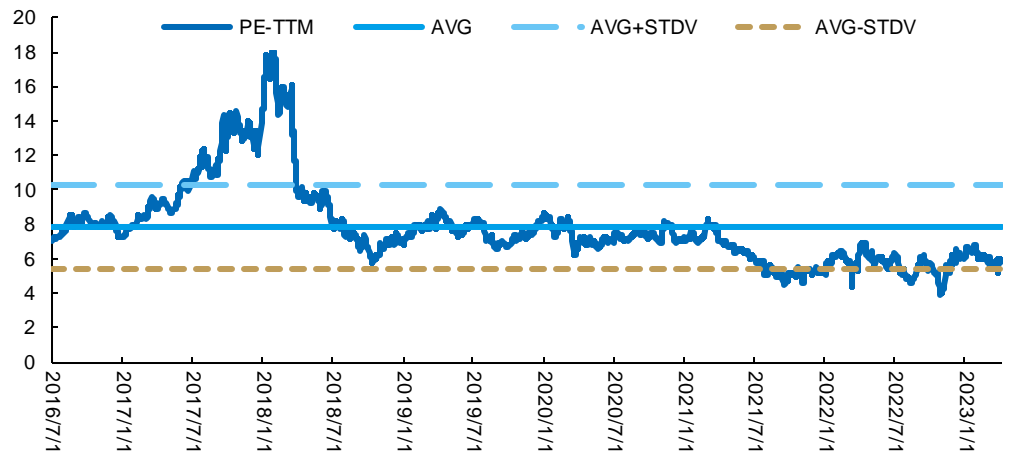
行业估值

图表47: A 股地产 PE-TTM



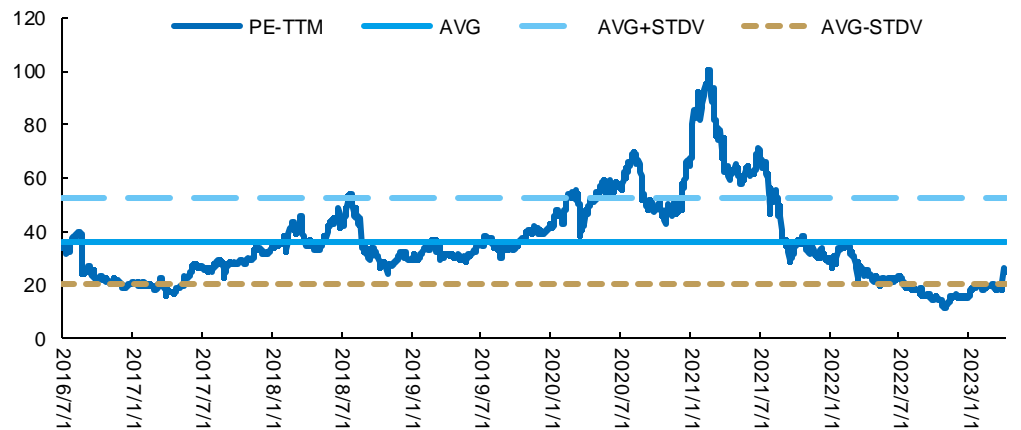
来源: wind, 国金证券研究所

图表48: 港股地产 PE-TTM



来源: wind, 国金证券研究所

图表49: 港股物业股 PE-TTM



来源: wind, 国金证券研究所

图表50: 覆盖公司估值情况

股票代码	公司	评级	市值 (亿元)	PE			归母净利润 (亿元)			归母净利润同比增速		
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
000002.SZ	万科A	增持	1,759	7.8	7.8	7.4	225.2	226.2	238.2	-46%	0%	5%
600048.SH	保利发展	买入	1,814	6.6	9.9	8.0	273.9	183.5	227.1	-5%	-33%	24%
001979.SZ	招商蛇口	买入	1,161	11.2	27.2	17.6	103.7	42.6	65.9	-15%	-59%	55%
600153.SH	建发股份	买入	386	6.3	6.2	5.0	61.0	62.8	77.1	35%	3%	23%
002244.SZ	滨江集团	买入	310	10.2	7.7	5.9	30.3	40.1	52.9	30%	32%	32%
0688.HK	中国海外发展	买入	1,917	4.8	8.2	7.4	401.6	232.6	260.0	-9%	-42%	12%
3900.HK	绿城中国	买入	220	4.9	8.5	3.6	44.7	25.8	61.6	18%	-21%	138%
1908.HK	建发国际集团	买入	374	11.8	7.6	6.0	31.7	49.3	62.4	42%	40%	26%
2423.HK	贝壳*	买入	1,613	70.3	56.7	20.8	22.9	28.4	77.4	-60%	24%	172%
9666.HK	金科服务	买入	67	6.3	N.A.	13.2	10.6	-18.2	5.1	71%	-272%	128%
9983.HK	建业新生活	买入	30	4.8	5.3	4.4	6.2	5.6	6.8	45%	-9%	21%
6098.HK	碧桂园服务	买入	379	9.4	19.5	17.0	40.3	19.4	22.3	50%	-52%	15%

1209.HK	华润万象生活	买入	816	47.3	37.0	29.2	17.2	22.1	28.0	111%	28%	27%
1995.HK	旭辉永升服务	买入	47	7.6	5.7	4.5	6.2	8.2	10.4	58%	33%	26%
3316.HK	滨江服务	买入	65	20.3	15.8	12.4	3.2	4.1	5.3	47%	28%	28%
6626.HK	越秀服务	买入	49	13.8	11.9	10.3	3.6	4.2	4.8	81%	16%	16%
2156.HK	建发物业	买入	58	36.4	23.5	16.9	1.6	2.5	3.4	50%	55%	39%
平均值			651	16.5	16.2	11.1	75.5	55.3	71.1	30%	-13%	46%
中位值			374	9.4	9.2	8.0	30.3	25.8	52.9	42%	3%	26%

来源：wind，国金证券研究所 注：1) 数据截至 2023 年 4 月 10 日；2) 预测数据为国金预测；贝壳的利润数据为 Non-GAAP 净利润口径

风险提示

宽松政策对市场提振不佳。目前房地产调控宽松基调已定，各地均陆续出台房地产利好政策，若政策利好对市场信心的提振不及预期，市场销售将较长一段时间处于低迷态势。

三四线城市恢复力度弱。目前一二线城市销售已有企稳复苏迹象，而三四线城市成交量依然在低位徘徊，而本轮周期中三四线城市缺少棚改等利好刺激，市场恢复力度相对较弱。

多家房企出现债务违约。若在宽松政策出台期间，多家房企出现债务违约，将对市场信心产生更大的冲击，房企自救意愿低落、消费者观望情绪加剧、金融机构挤兑债务等，房地产业良性循环实现难度加大。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402