

政策宽松行业趋稳，吹尽狂沙底部掘金

——房地产（地产开发）2024年投资策略



作者 分析师：何缅甸

执业证书编号：S0930518060006

联系人：庄晓波

2023年11月13日



证券研究报告

- 政策面：中央定调明确宽松信号，优化政策边际效果初显。**

2023年7月，中央政治局会议提出我国房地产市场供求关系发生重大变化，为房地产宽松政策奠定基调。三季度国内133个地方出台218次房地产放松政策，2023年8月以来，迎来核心城市“限购”和“限售”等解禁潮。一线城市落地“认房不认贷”后，商品房成交呈现明显回升趋势，核心二线落地“认房不认贷”后整体回暖幅度有限，政策效果传导仍需一定时间。
- 行业基本面：销售与新开工边际改善，投资同比仍显弱势；土地市场供需表现冷清；利率环境持续宽松，供给侧风险逐步出清。**

统计局：2023年9月，百强房企销售平稳修复，商品房销售额为1.09万亿元，单月同比-13.6%，较8月收窄2.8pct；70城新房及二手房价格同比持续下滑，一线二手房价格同比转负；新开工同比边际改善，竣工同比延续高涨，房企整体投资意愿仍较低迷；截至2023年9月，我国商品住宅开工未售库存约25亿平米，去化周期约29.7个月，住宅库存呈现“库存减少，去化降速”的新特征。

土地：2023年1-9月，百城供应住宅类用地建面为3.03亿平，累计同比-31.6%；百城成交住宅类用地建面为2.07亿平，累计同比-30.6%，各线城市累计成交楼面价同比均有提升，但土拍热度分化明显；目前国央企仍为拿地主力，土地去库存或仍将延续。

融资：2023年1-9月，居民部门累计新增贷款同比增加12.9%，其中居民中长期贷款意愿仍较疲弱；首套及二套房贷利率政策持续宽松，改善性购房需求获充分支持；中资房企海外债到期高峰已过，供给侧风险逐步出清，24年Q1仍有债务到期小高峰。
- 经营及板块分析：行业收入增速转负，利润率有待企稳，PB估值低估明显**

经营分析：23年H1，13家重点房企整体营收增速刹车，待结算资源呈减少趋势，收入增速或将继续下滑；开发毛利率延续下滑趋势，短期仍将磨底；归母净利率整体表现承压，头部央企盈利表现领先；龙头房企整体债务规模稳中有降，行业融资杠杆逐步降低。

板块分析：截至23年10月26日，申万房地产板块动态PE为10.75倍、PB（根据最新报告期数据计算）约0.77倍，PB估值处于历史低位，提升空间较大；截至23年Q3，公募基金对地产股持仓市值占股票投资市值比为1.23%，较22年Q3降低0.77pct，资金关注度有待提高。
- 行业展望与投资建议：**

1) 商品房销售有望平稳修复，房地产投资与施工规模同比表现或将趋于企稳，预测2024年商品房销售面积、房地产投资、新开工面积、竣工面积分别为11.2亿平米、11.4万亿元、9.0亿平米、9.6亿平米，同比分别为-4.2%、-2.3%、-4.1%、-5.3%。2) 看好具备片区综合开发能力，有机会参加超大特大城市的城市更新，市占率有望提升的稳健龙头房企，建议关注招商蛇口等。3) 看好先发布局多元赛道，存量资产资源丰富，有望通过存量资产升维运营与盘活持续提升业绩的房企，建议关注华润置地等。
- 风险提示：**行业宽松政策推进不及预期风险、市场需求不及预期风险、企业项目竣工不及预期风险、企业信用风险等。

- 1、政策面：中央定调明确宽松信号，优化政策边际效果初显
- 2、行业基本面：销售与新开工边际改善，投资同比仍显弱势
- 3、土地市场：供需同比深度下滑，城市土拍溢价率分化
- 4、资金情况：居民中长贷意愿较弱，行业债务高峰已过
- 5、经营分析：行业收入增速转负，利润率有待企稳
- 6、板块分析：PB估值低估明显，资金关注度较低
- 7、投资建议：房地产行业展望及重点公司推荐
- 8、风险提示

1.1、中央首次定调我国房地产市场供求关系发生重大变化

- 2023开年，央行、证监会等部门密集发声，包括建立首套住房贷款利率政策动态调整机制、起草《改善优质房企资产负债表计划行动方案》、优化集中供地政策、启动不动产私募投资基金试点等，释放支持房地产行业发展的积极信号。
- 2023年7月，中央政治局会议提出“要切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策”，对当下我国房地产市场供求关系进行了重要定调，为后续相关政策出台确立了重要方向。2023年8月以来，央行、住建部等部门陆续对房地产过热阶段实施的政策进行了充分松绑，丰富了地方的房地产政策工具箱。

表1：中央政府部门关于地产行业的部分重点政策及会议摘要(2023年1月1日-2023年10月16日)

日期	部门（会议）	主要政策及内容
1月5日	央行、银保监会	建立首套住房贷款利率政策动态调整机制，新建商品住宅销售价格环比和同比连续3个月均下降的城市，可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限等。
2月8日	自然资源部	优化完善集中供地政策，各县市可分批次公开未来一定时间段内拟出让地块的详细清单，对于详细清单内的地块，在公开的拟出让时间段内可以一次或多次发布出让公告，有序组织出让等。
2月20日	证监会	启动不动产私募投资基金试点，新设“不动产私募投资基金”类别，并采取差异化的监管政策，不动产私募投资基金的投资范围包括特定居住用房（包括存量商品住宅、保障性住房、市场化租赁住房）、商业经营用房、基础设施项目等。
7月10日	央行、金监局	将《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》（简称“金融十六条”）有关政策有适用期限的统一延长至2024年12月31日等。
7月24日	中央政治局会议	会议指出，要切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策等。
8月25日	住建部、央行、金监局	联合印发《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”政策措施等。
8月25日	财政部、税务总局、住建部	到2025年12月31日前，对出售自有住房并在现住房出售后1年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠等。
8月31日	央行、金监局	首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于20%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于30%；二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率加20个基点等。

资料来源：央行、住建部、证券日报等，光大证券研究所整理。

1.2、地方积极因城施策，核心城市需求端调控政策密集出台

- 为适应房地产供需关系的重大改变，各地因地制宜加快优化地产政策。2023年8月以来，核心城市加速出台房地产松绑政策，政策优化力度也明显增加，尤其在涉及放松限购、限贷、限售等方面重点发力，迎来核心城市“限购”和“限售”等解禁潮。
- 一线城市及部分核心二线城市全面执行“认房不认贷”政策，同时广州、杭州、成都等核心城市放松了限购要求，结合个人住房信贷政策优化以及存量首套住房贷款利率降低，一方面有效降低居民购房成本、有利于释放居民购买力，另一方面有利于逐步带动其他城市的楼市政策落地和供需恢复，促进国内房地产市场销售平稳修复。

表2：全国各地地方2023年6月以来主要放松政策

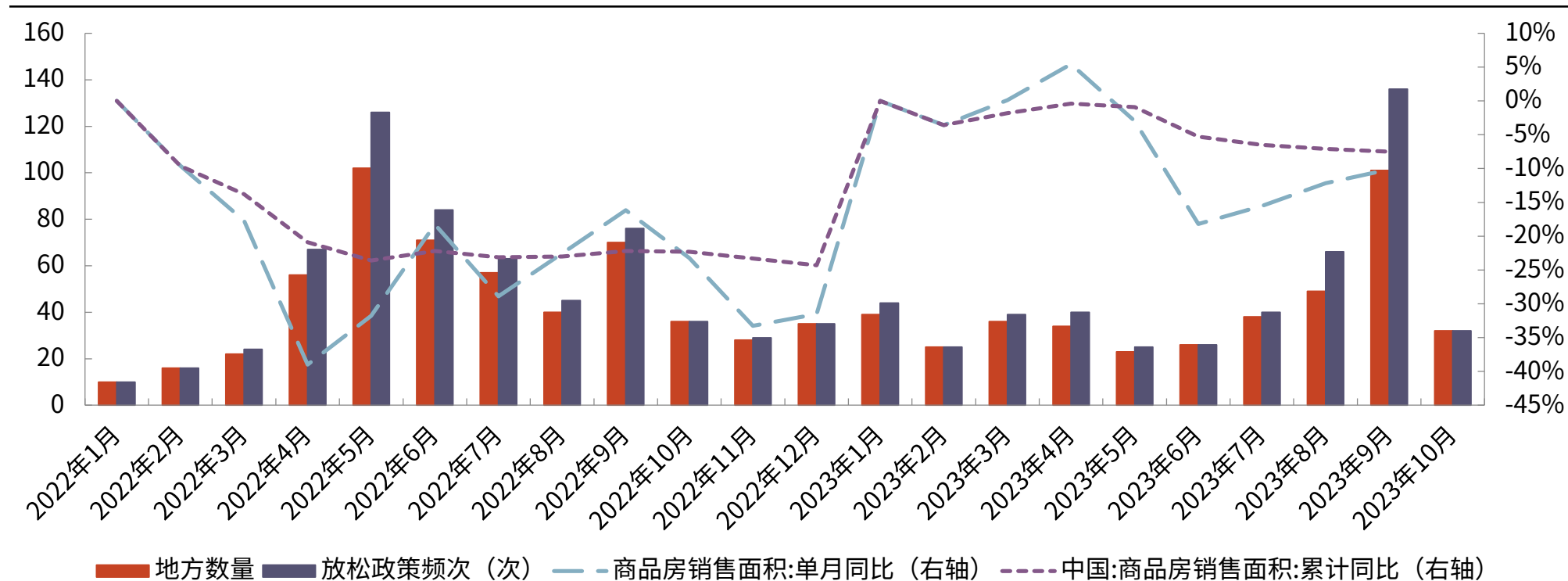
超21城放松限购	超53城放松限贷	超4城限价调整	超14城放松限售	超100城放松公积金贷款	超58城财税托市
广州： 在越秀、海珠、荔湾等区购买住房的，本市户籍居民家庭限购2套住房；非本市户籍居民家庭能提供购房之日前2年在本市连续缴纳个人所得税缴纳证明或社会保险证明的，限购1套住房。	北京/上海/广州/深圳： 居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女）申请贷款购买商品住房时执行“认房不认贷”等。	成都： 成品住宅装修价格由企业根据市场情况自主确定（土地出让合同等有约定的除外）；不再执行二手房成交参考价格发布机制等。	青岛： 新建商品房出售条件由网签满5年变更为网签满3年或取证满2年，二手房出售条件由取证满2年变更为取证满1年。	广州： 使用住房公积金贷款购买自住住房的，现行一人贷款最高额度为60万元，两人或两人以上购买同一套自住住房的，贷款额度为每个申请人的贷款额度之和，最高额度为100万元。	大连： 在本市夏季房交会期间购买中山区、西岗区、沙河口区、甘井子区参展项目新建商品住宅的，并于7月30日前完成商品房买卖合同网签备案的，在取得不动产权证后给予200元/平方米购房补贴等。
合肥： 在合肥本市市区购买住房（含二手住房）的普通购房人，不再审核购房资格。	武汉： 居民家庭在武汉市申请贷款购买商品住房时执行“认房不认贷”等。	合肥： 调整价格政策，充分发挥市场调节作用，鼓励优质优价，取消商品住房楼层差价率限制。	济南： 优化住房上市交易年限。在本市范围内，商品住房取得《不动产权证书》可上市交易。	杭州： 本市多子女家庭购买首套普通自住住房且首次申请住房公积金贷款的，贷款额度可按家庭当期最高贷款限额上浮20%确定。	郑州： 2023年12月31日前在郑购买新建商品住房并完成契税缴纳的一次性给予二孩家庭2万元、三孩家庭3万元货币补贴等。
成都： 将限购区域压缩至武侯区等7个区；限购区内的非户籍人口在限购区域购房的社保连续缴纳要求降低至不低于6个月等。	沈阳： 首套与二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例分别调整为不低于20%和不低于30%。	无锡： 优化商品住房价格备案流程给予企业更高的定价自由度。	宁波： 自2023年10月1日起办理不动产登记的商品住房，停止执行住房上市交易限制年限规定。	苏州： 使用住房公积金贷款购买家庭首套自住住房的，首付款比例不低于住房总价的20%，二套不低于住房总价的30%；	温州： 鹿城区对于人才分类目录下的ABCDEF类人才，给予不同额度的购房补贴等。
南京： 自9月8日起，玄武区、秦淮区、建邺区、鼓楼区等四区范围内购买商品住房不再需要购房证明。	南京： 首套与二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例分别调整为不低于20%和不低于30%。	宁波： 由原来的“限房价、竞地价”方式，调整为“推行商品住宅用地房屋销售指导价制度”。	厦门： 在集美区、海沧区、同安区、翔安区购买商品住房，不再审核购房人资格，不再限制上市交易时间。	厦门： 缴存职工有一笔商业性住房贷款未结清且在厦门市无住房或者有一套住房的，申请住房公积金贷款时，首付款比例由50%下调至40%。	南宁： 即日起至2023年12月31日，在南宁市中心城区购买新建商品住房，并完成商品房合同登记备案及契税缴纳的个人，按照其已缴纳契税金额的100%给予财政补贴等。

资料来源：各地方政府文件、克而瑞等，光大证券研究所整理。注：政策统计截至2023-10-16。

1.3.1、优化政策边际效果初显，中长期落地效果仍待检验

2023年一季度，国内商品房销售面积同比温和修复，各省市出台针对性优化政策较少；进入二季度，房地产市场销售降温明显，在7月份中央政治局会议对房地产市场的新形势做出重要判断后，各省市密集出台调控政策，据克而瑞统计，三季度国内133个地方出台218次房地产放松政策，9月份各省市出台政策数量达到阶段性高点，国内商品房销售面积单月同比连续实现边际改善。

图1：2022年至今各地方出台房地产调控政策频次与全国商品房销售情况统计



资料来源：Wind，克而瑞，光大证券研究所；截至2023年10月16日

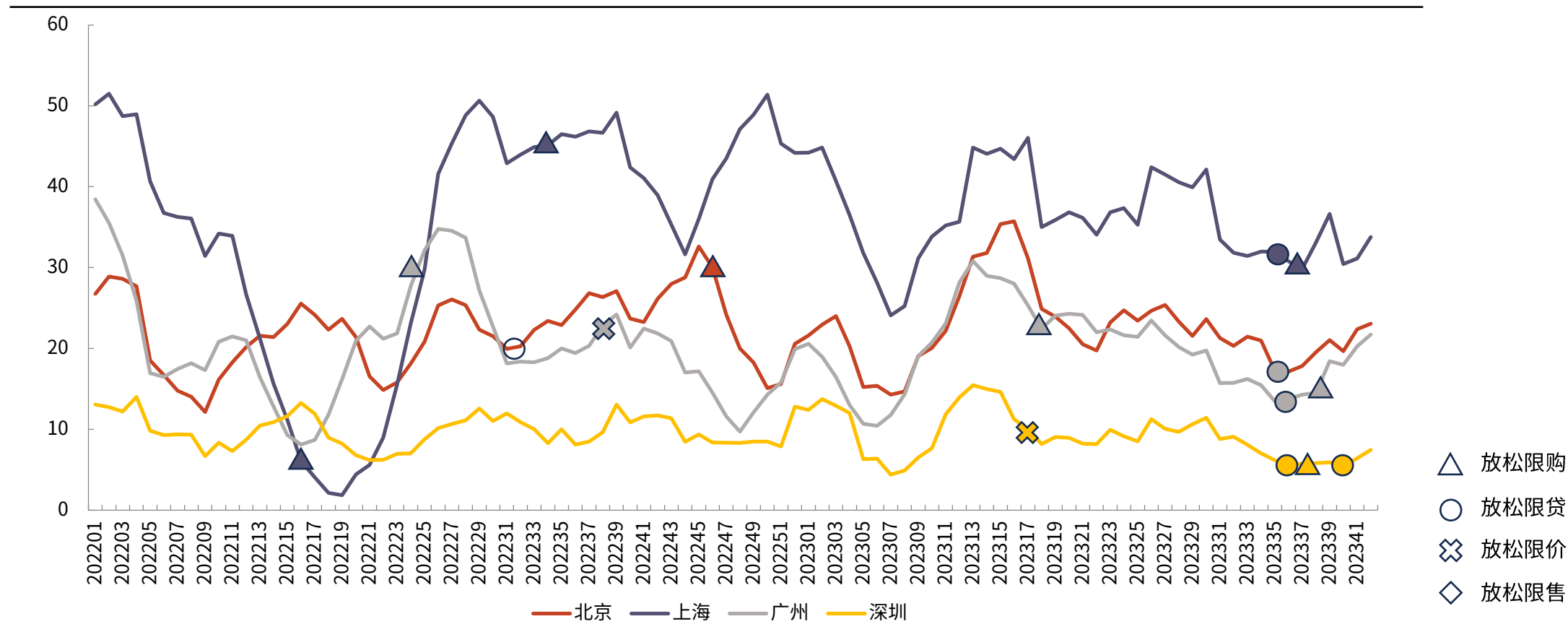
注1：统计局2023年调整统计口径，2023年统计数据与历史数口径不完全一致，下文引用的统计局2023年数据情况一致；

注2：由于国家统计局未披露历年1月份全国商品房销售数据，1月份同比数据暂以0代替。

1.3.2、一线城市落地“认房不认贷”后，商品房成交呈现明显回升趋势

2022年，一线城市在局部地区执行的放松“四限”（限购、限贷、限价、限售）政策对商品房成交影响并不显著；随着7月中央政治局会议定调，北上广深相继表态，将结合本地区房地产市场实际情况，大力支持和更好满足居民刚性和改善性住房需求；自8月底开始，一线城市全面落地“认房不认贷”，配合其他优化政策，9月一线城市商品房成交面积出现明显回升趋势。

图2：一线城市放松四限政策跟踪及新房成交面积五周移动平均值（万 m^2 ）

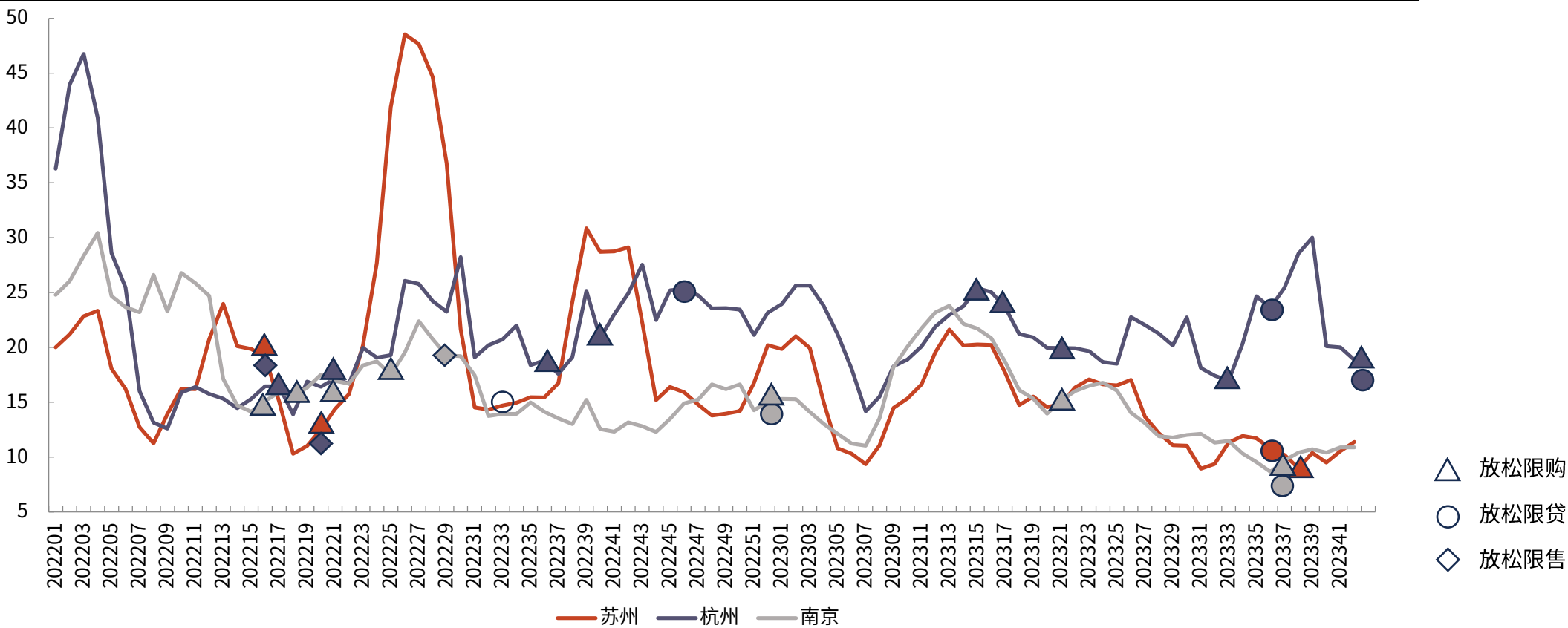


资料来源：Wind，克而瑞，光大证券研究所；注：横轴代表对应年份及周数，截至2023年第42周（2023年10月16日-2023年10月22日）

1.3.3、核心二线城市落地“认房不认贷”后销售修复相对平缓

二线城市2022年即开始逐步优化“四限”政策，其中苏州、杭州在2022年开始优化政策初期，商品房市场成交反应较为明显；2023年8月起苏州、杭州、南京纷纷落地“认房不认贷”政策，商品房市场成交有所回升，但整体回暖幅度有限，政策效果传导仍需一定时间。

图3：部分核心二线城市放松四限政策跟踪及新房成交面积五周移动平均值（万m²）



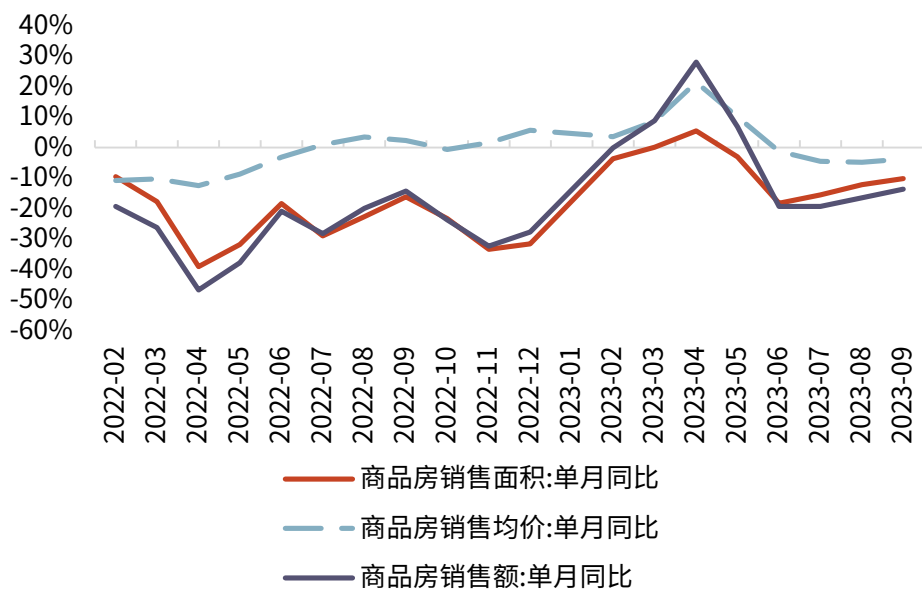
资料来源：Wind，克而瑞，光大证券研究所；注：横轴代表对应年份及周数，截至2023年第42周（2023年10月16日-2023年10月22日）

- ❑ 1、政策面：中央定调明确宽松信号，优化政策边际效果初显
- ❑ 2、行业基本面：销售与新开工边际改善，投资同比仍显弱势
- ❑ 3、土地市场：供需同比深度下滑，城市土拍溢价率分化
- ❑ 4、资金情况：居民中长贷意愿较弱，行业债务高峰已过
- ❑ 5、经营分析：行业收入增速转负，利润率有待企稳
- ❑ 6、板块分析：PB估值低估明显，资金关注度较低
- ❑ 7、投资建议：房地产行业展望及重点公司推荐
- ❑ 8、风险提示

2.1.1、9月商品房销售额同比降幅收窄，1-9月销售额同比仍处下滑区间

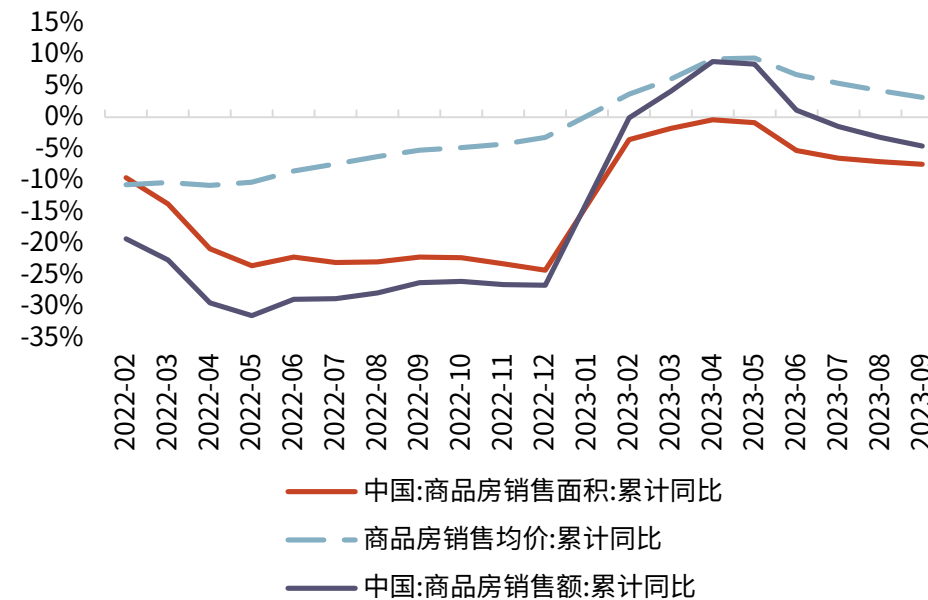
- 9月，全国商品房销售面积为1.09亿平方米，单月同比-10.1%，较8月收窄2.0pct；商品房销售额为1.09万亿元，单月同比-13.6%，较8月收窄2.8pct；商品房销售均价为10,051元/平方米，单月同比-3.8%。
- 1-9月，全国商品房销售面积为8.48亿平方米，累计同比-7.5%；商品房销售额为8.91万亿元，累计同比-4.6%；商品房销售均价为10,503元/平方米，累计同比+3.1%。

图4：商品房销售面积、销售额、销售均价（单月同比）



资料来源：wind，光大证券研究所；截至2023年9月
注：由于统计局2023年调整统计口径，2023年单月同比计算已根据统计局数据调整。

图5：商品房销售面积、销售额、销售均价（累计同比）

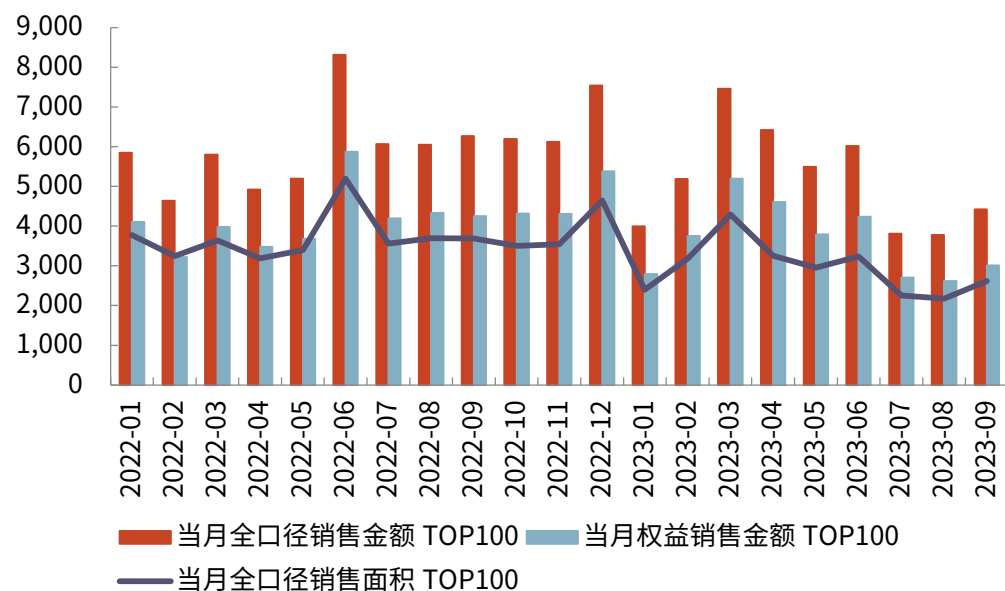


资料来源：wind，光大证券研究所；截至2023年9月

2.1.2、金九旺季百强房企销售平稳修复，静待政策落地效果提升

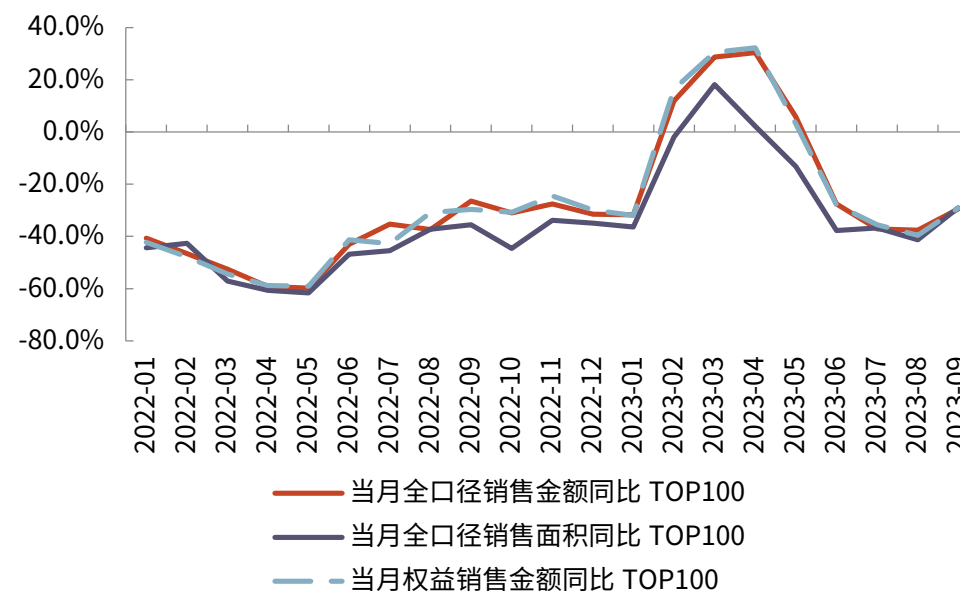
- 9月，TOP100房企全口径销售金额、权益销售金额、全口径销售面积分别为4,419亿元、3,009亿元、2,616万平米，同比分别为-29.5%、-29.2%、-29.0%（较上月同比分别变动+8.1pct、+10.4pct、+12.2pct），环比分别为+17.1%、+14.9%、+20.4%。
- 1-9月，TOP100房企的全口径销售金额、权益销售金额、全口径销售面积分别为4.66万亿元、3.27万亿元、2.63亿平米，同比分别为-12.3%、-11.9%、-21.0%，较上月累计同比分别变动-2.3pct、-2.2pct、-1.0pct。

图6：TOP100房企单月销售规模



资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理；单位：亿元，万平方米

图7：TOP100房企单月销售同比

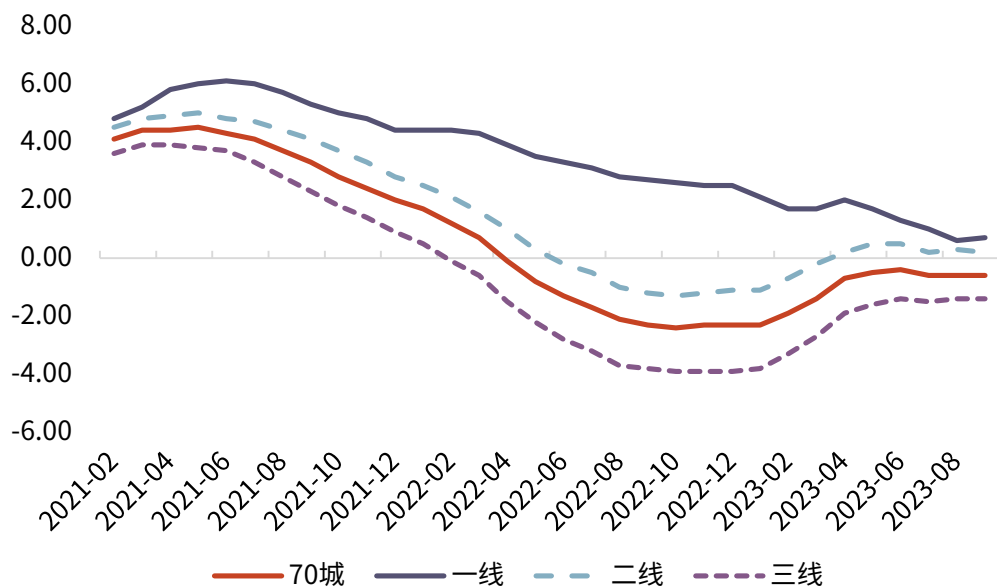


资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理

2.2.1、70城新房及二手房价格同比持续下滑，一线二手房价格同比转负

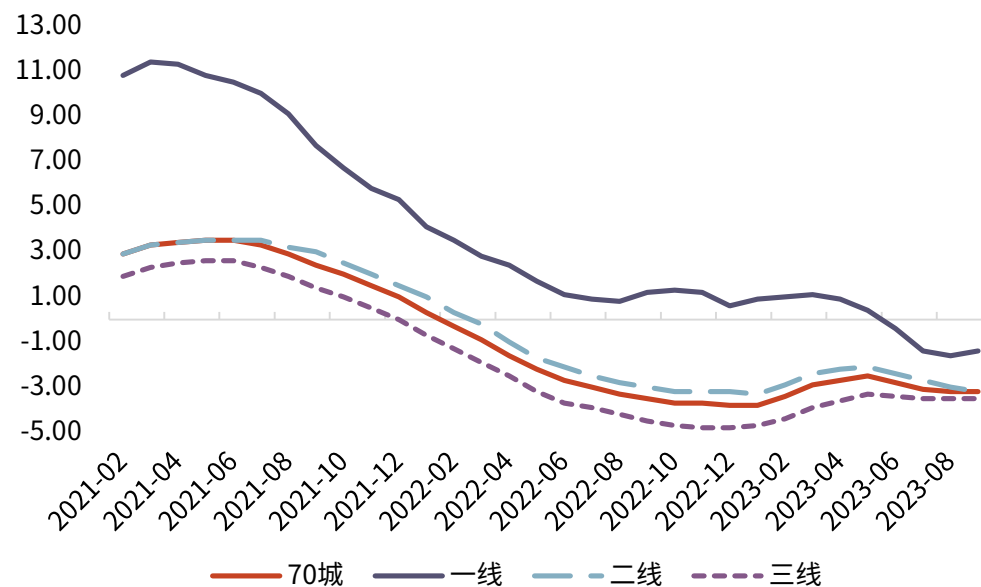
- 9月，70大中城市新建商品住宅价格指数当月同比-0.6%，其中一线、二线、三线分别为+0.7%、+0.2%、-1.4%（8月分别为+0.6%、+0.3%、-1.4%）。
- 9月，70大中城市二手住宅价格指数当月同比-3.2%，其中一线、二线、三线分别为-1.4%、-3.2%、-3.5%（8月分别为-1.6%、-3.0%、-3.5%）。

图8：70城新建商品住宅价格指数（当月同比%）



资料来源：wind，光大证券研究所；截至2023年9月

图9：70城二手住宅价格指数（当月同比%）

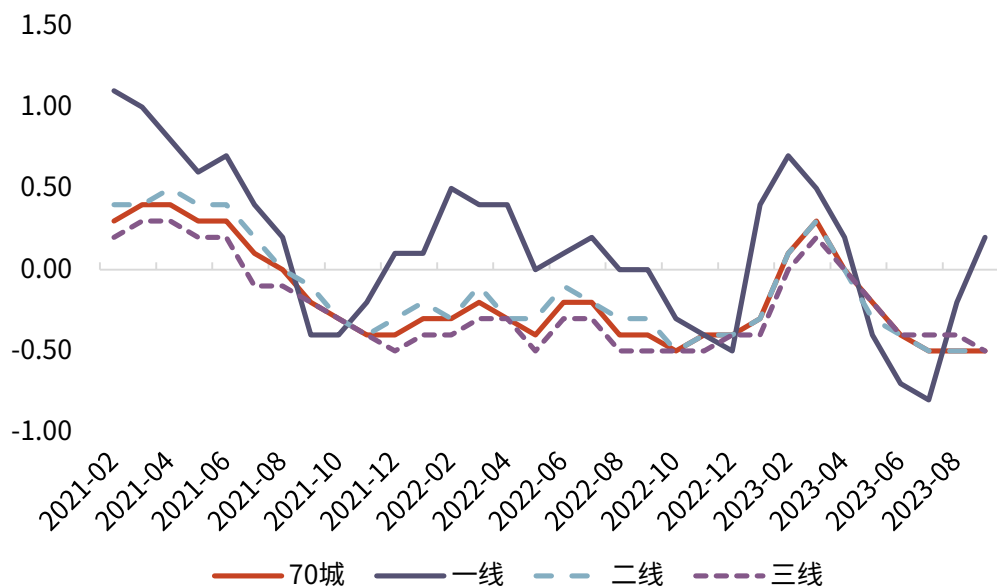


资料来源：wind，光大证券研究所；截至2023年9月

2.2.2、三季度新房价格同/环比连续3月负增长的城市数量快速增长

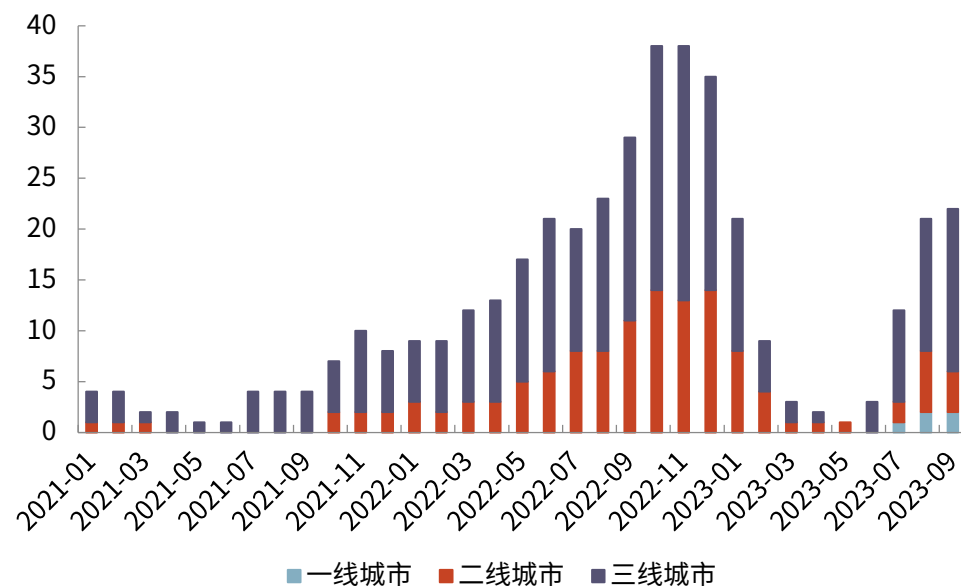
- 9月，70大中城市新建商品住宅价格指数环比-0.3%，其中一线、二线、三线分别为0.0%、-0.3%、-0.3%（8月分别为-0.2%、-0.4%、-0.4%）；70大中城市二手住宅价格指数环比-0.5%，其中一线、二线、三线分别为+0.2%、-0.5%、-0.5%（8月分别为-0.2%、-0.5%、-0.4%）。
- 9月，70个大中城市中，新建商品住宅价格指数同比和环比连续3个月均下降的城市数量为22个，较上月增加1个，其中，一线城市2个，二线城市4个，三线城市16个，更多城市有望突破首套房利率下限。

图10：70城二手住宅价格指数（环比%）



资料来源：wind，光大证券研究所；截至2023年9月

图11：70城中新房价格同/环比连续3个月下降的城市数量（个）

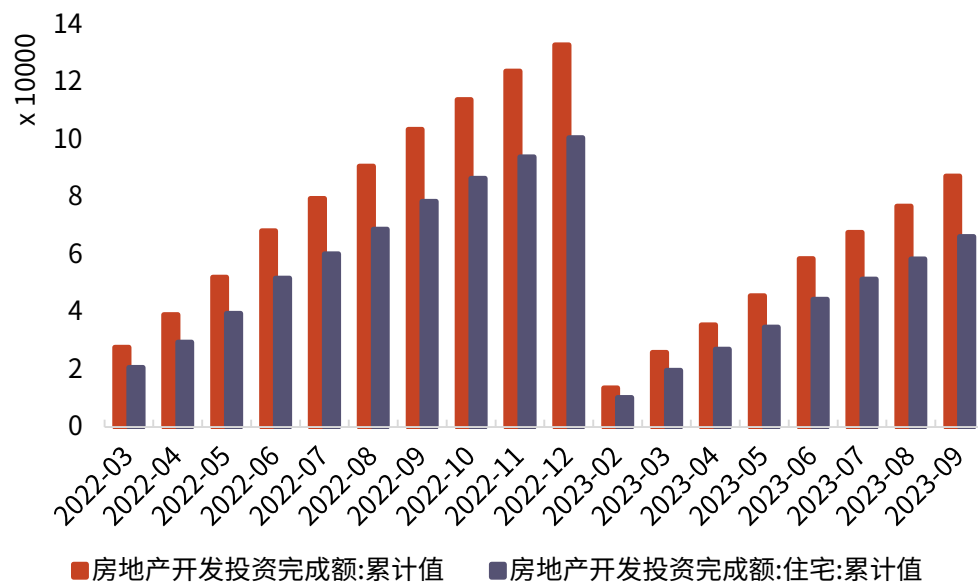


资料来源：wind，光大证券研究所；截至2023年9月

2.3.1、房企整体投资意愿仍较低迷，房地产投资同比保持弱势

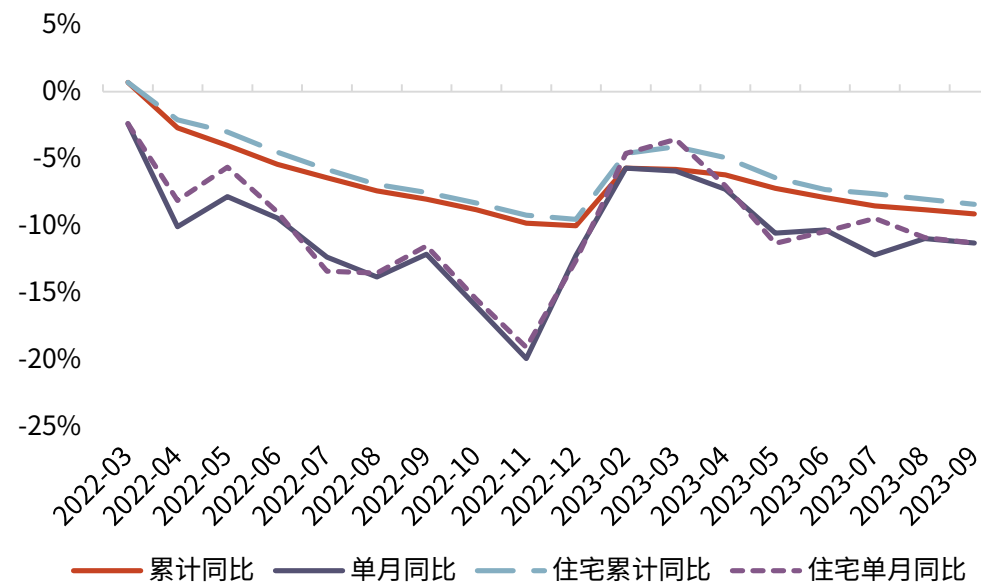
- 9月，房地产开发投资额为1.04万亿元，单月同比-11.3%，环比+12.9%；其中住宅开发投资额为0.79万亿元，单月同比-11.3%，环比+13.2%。
- 1-9月，房地产开发投资额为8.73万亿元，累计同比-9.1%，降幅较1-8月扩大0.3pct；其中住宅开发投资额为6.63万亿元，累计同比-8.4%，降幅较1-8月扩大0.4pct。

图12：房地产开发投资完成额（亿元）



资料来源：wind，光大证券研究所；截至2023年9月

图13：房地产开发投资累计同比/单月同比

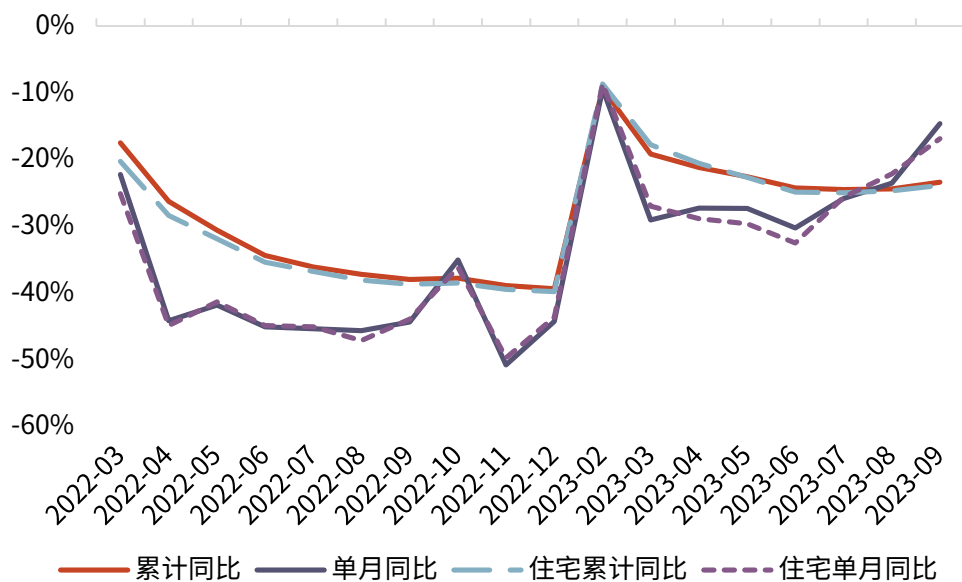


资料来源：wind，光大证券研究所；截至2023年9月
注：由于统计局2023年调整统计口径，2023年单月同比计算已根据统计局数据调整。

2.3.2、新开工同比边际改善，竣工同比延续高涨

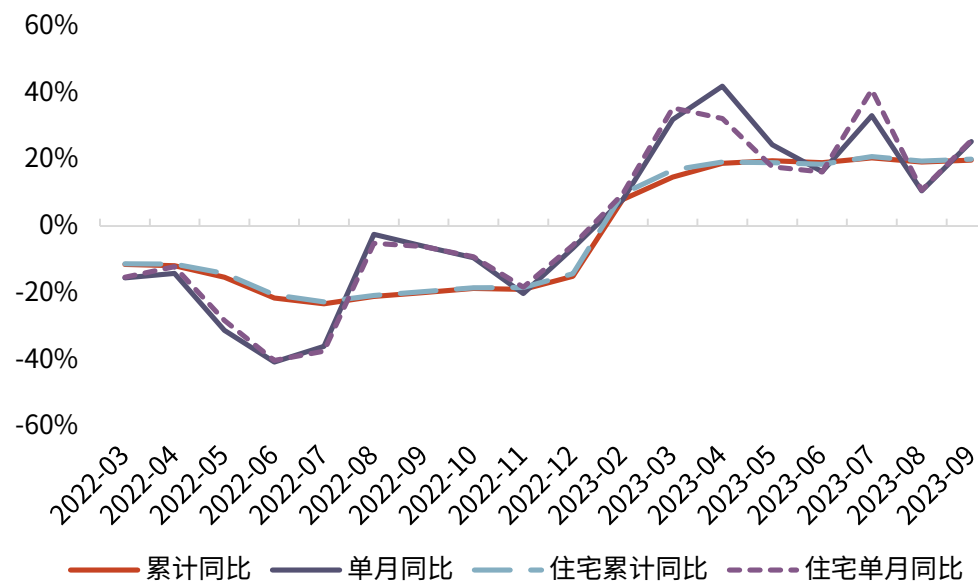
- 9月，房屋新开工面积为0.82亿平方米，单月同比-14.6%；其中住宅新开工面积为0.59亿平方米，单月同比-16.9%。
1-9月，房屋新开工面积为7.21亿平方米，累计同比-23.4%；其中住宅新开工面积为5.25亿平方米，累计同比-23.9%。
- 9月，房屋竣工面积为0.50亿平方米，单月同比+25.3%；其中住宅竣工面积0.35亿平方米，单月同比+25.8%。
1-9月，房屋竣工面积为4.87亿平方米，累计同比+19.8%；其中住宅竣工面积为3.53亿平方米，累计同比+20.1%。

图14：房屋新开工面积累计同比/单月同比



资料来源：wind，光大证券研究所；截至2023年9月
注：由于统计局2023年调整统计口径，2023年单月同比计算已根据统计局数据调整。

图15：房屋竣工面积累计同比/单月同比

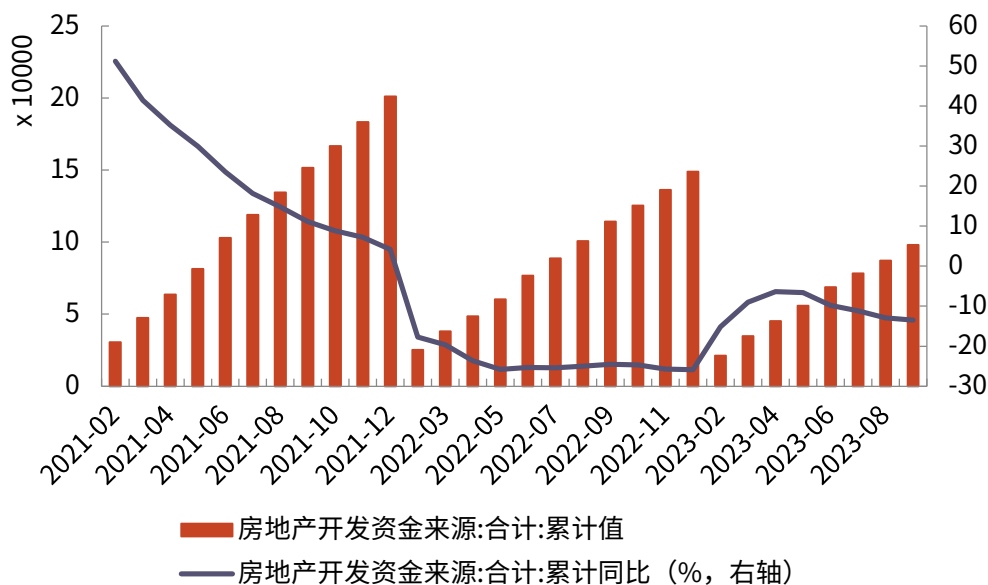


资料来源：wind，光大证券研究所；截至2023年9月
注：由于统计局2023年调整统计口径，2023年单月同比计算已根据统计局数据调整。

2.4、房地产开发资金到位规模延续下滑，自筹资金到位情况仍待改善

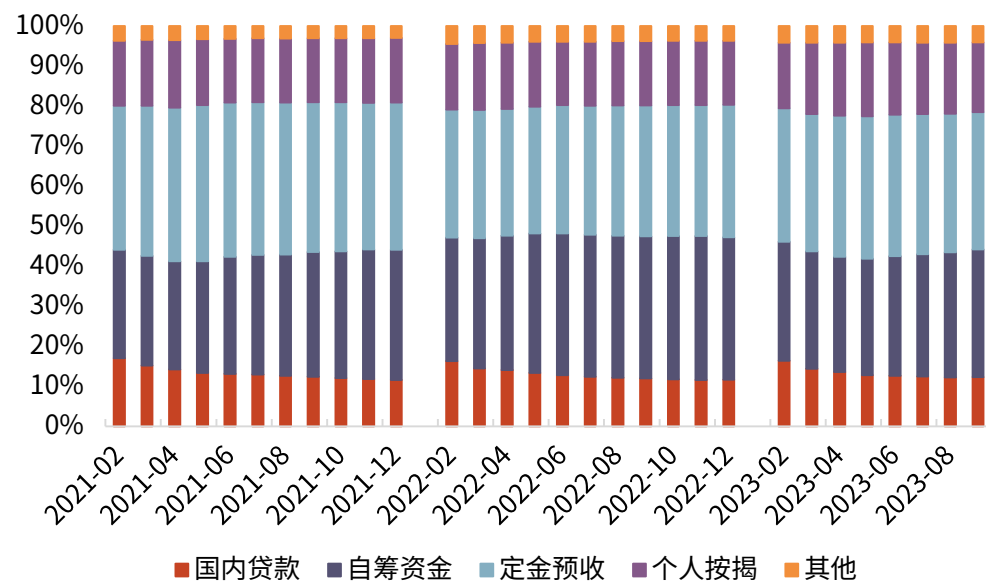
- 9月，房地产开发资金合计为1.10万亿元，单月同比-18.0%；其中国内贷款、自筹资金、定金预收、个人按揭分别为1,428亿元、4,057亿元、3,446亿元、1,575亿元，单月同比分别为+4.1%、-13.5%、-25.7%、-26.5%。
- 1-9月，房地产开发资金合计为9.81万亿元，累计同比-13.5%；其中国内贷款、自筹资金、定金预收、个人按揭分别为1.21万亿元、3.12万亿元、3.36万亿元、1.70万亿元，累计同比分别为-11.1%、-21.8%、-9.6%、-6.9%。
- 1-9月，国内贷款、自筹资金、定金预收、个人按揭在房地产开发资金来源中的占比分别为12.3%、31.9%、34.3%、17.4%。

图16：房地产开发资金累计来源（亿元）



资料来源：wind，光大证券研究所；截至2023年9月

图17：房地产开发资金来源累计占比

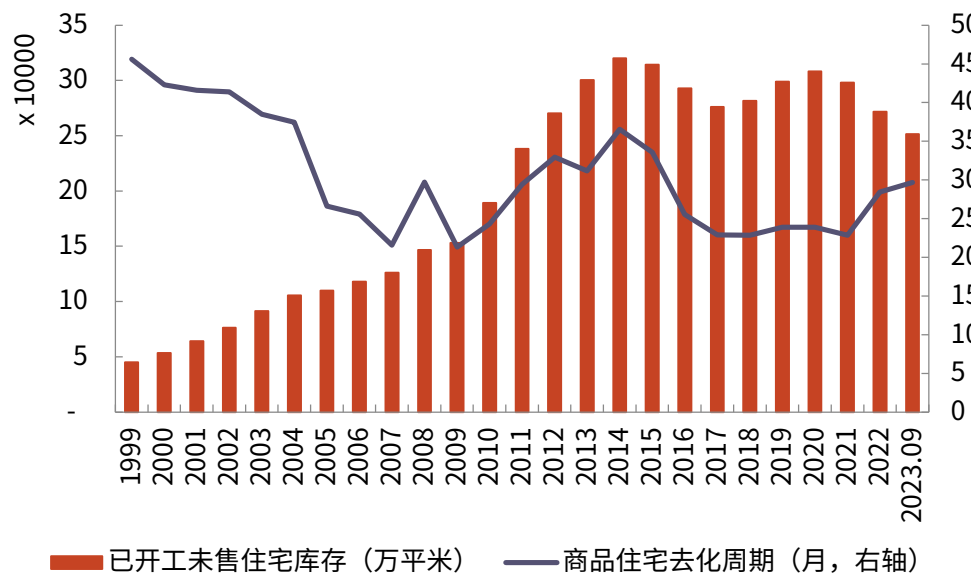


资料来源：wind，光大证券研究所；截至2023年9月

2.5、我国商品住宅开工未售库存约25亿平米，去化周期约29.7个月

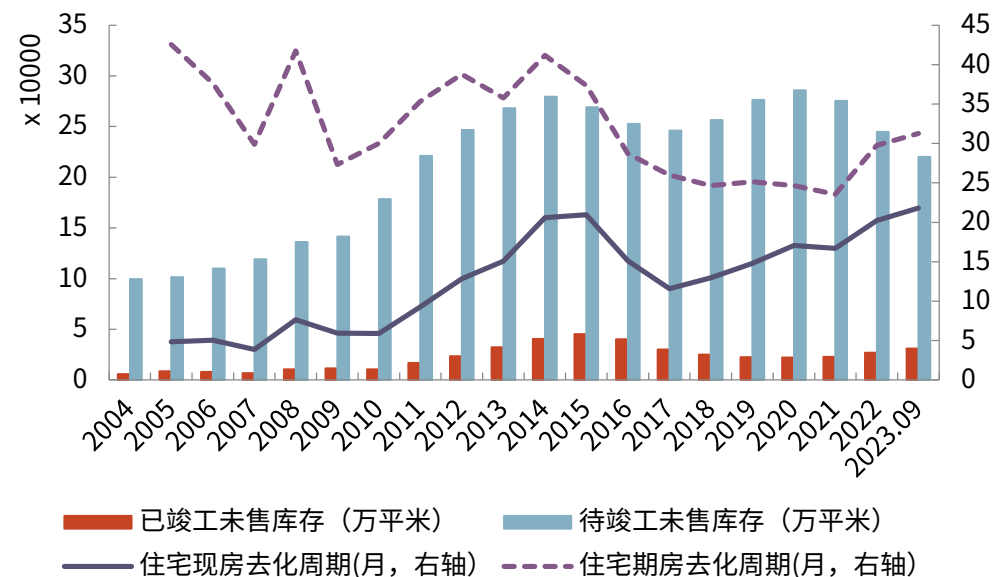
- 截至23年9月，我国商品住宅已开工未售库存约25.1亿平米，较22年末下降约2.0亿平米，平均去化周期约29.7个月，住宅库存表现出新特征：“库存减少，去化降速”，与目前商品住宅市场出现供需两端表现弱势有关。
- 从住宅状态看，住宅现房未售库存3.1亿平米，去化周期约21.8个月；住宅期房未售库存（含在建及停工）约22.0亿平米，去化周期约31.3个月。

图18：我国商品住宅已开工未售库存面积及去化周期



资料来源：wind，光大证券研究所；截至2023年9月

图19：我国住宅现房及期房库存面积及去化周期



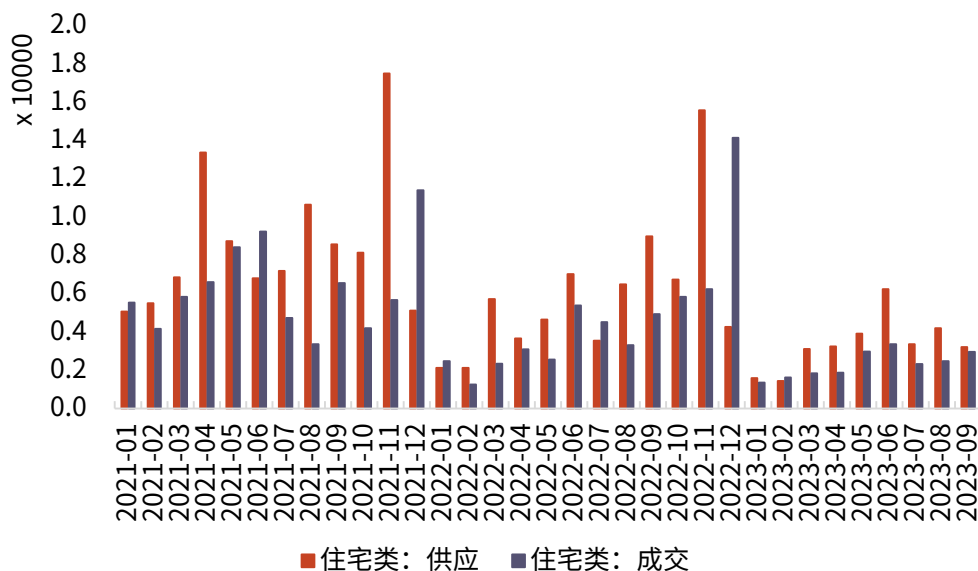
资料来源：wind，光大证券研究所；截至2023年9月

- ❑ 1、政策面：中央定调明确宽松信号，优化政策边际效果初显
- ❑ 2、行业基本面：销售与新开工边际改善，投资同比仍显弱势
- ❑ **3、土地市场：供需同比深度下滑，城市土拍溢价率分化**
- ❑ 4、资金情况：居民中长贷意愿较弱，行业债务高峰已过
- ❑ 5、经营分析：行业收入增速转负，利润率有待企稳
- ❑ 6、板块分析：PB估值低估明显，资金关注度较低
- ❑ 7、投资建议：房地产行业展望及重点公司推荐
- ❑ 8、风险提示

3.1.1、土地市场整体表现冷清，百城宅地供需累计同比均下滑超30%

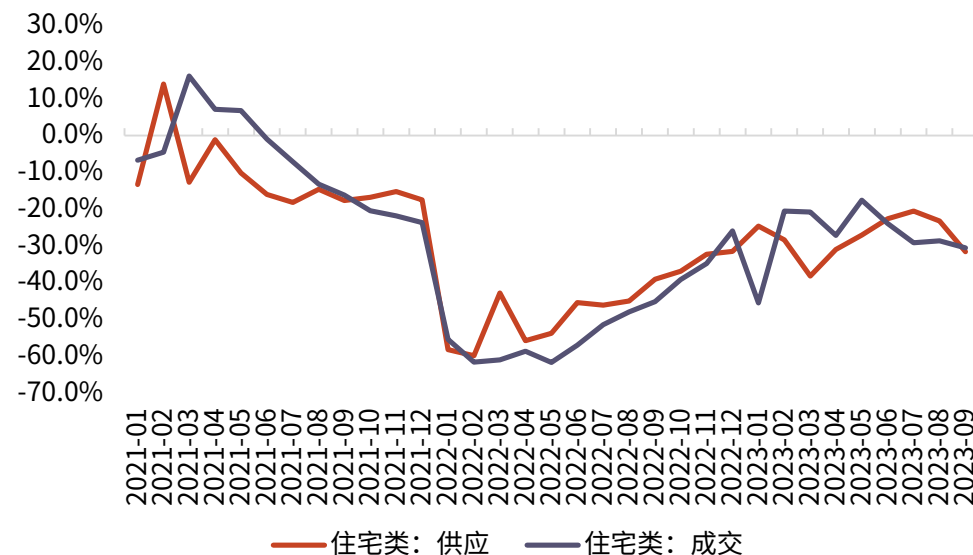
- 9月，百城供应土地建面积为1.04亿平，当月同比-57.6%；百城成交土地建面积为1.01亿平，当月同比-36.1%；其中，百城供应住宅类用地建面积为0.32亿平，当月同比-64.3%；百城成交住宅类用地建面积为0.29亿平，当月同比-40.1%。
- 2023年1-9月，百城供应土地建面积为12.00亿平，累计同比-20.9%；百城成交土地建面积为9.54亿平，累计同比-17.9%；其中，百城供应住宅类用地建面积为3.03亿平，累计同比-31.6%；百城成交住宅类用地建面积为2.07亿平，累计同比-30.6%。

图20：百城住宅类用地当月供应/成交建面（万平方米）



资料来源：wind，光大证券研究所；截至2023年9月
注：由于Wind月度更新延迟因素，后续数据或存在变化的可能

图21：百城住宅类用地供应/成交建面（累计同比）

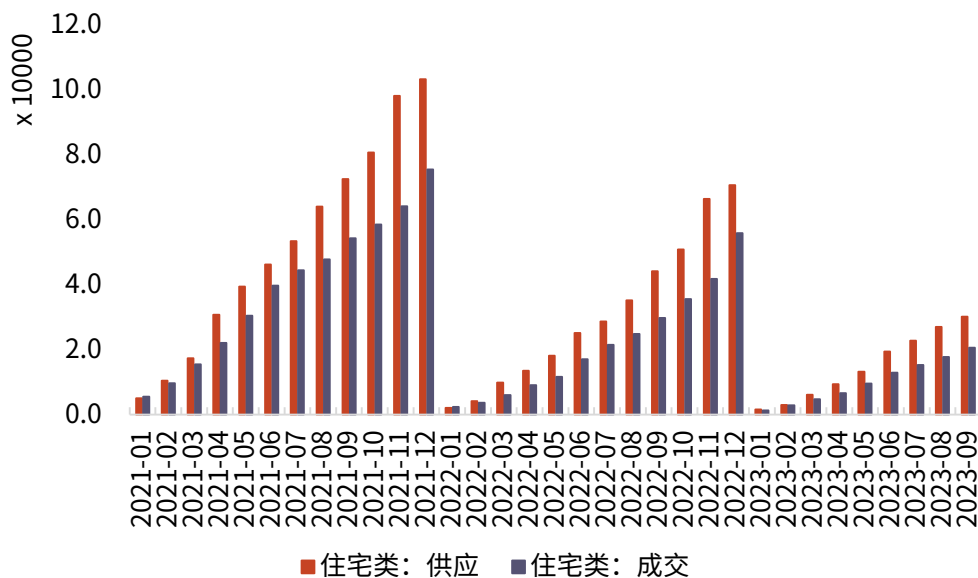


资料来源：wind，光大证券研究所；截至2023年9月
注：由于Wind月度更新延迟因素，后续数据或存在变化的可能

3.1.2、1-9月国有土地使用权出让收入同比下降19.8%

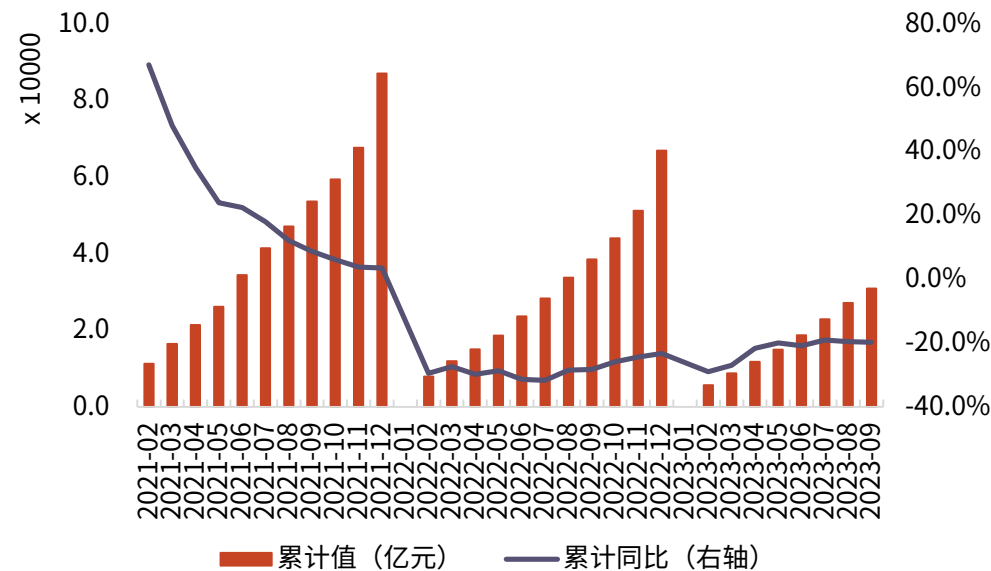
- 2023年1-9月，百城成交土地建面为9.54亿平，累计同比-17.9%；百城成交住宅类用地建面为2.07亿平，累计同比-30.6%；土地成交规模大幅下滑影响下，地方政府性基金预算收入自2022年以来连续出现同比下滑。
- 1-9月，全国政府性基金预算收入38683亿元，同比下降15.7%。分中央和地方看，地方政府性基金预算本级收入35635亿元，同比下降16.3%，其中，国有土地使用权出让收入30875亿元，同比下降19.8%；9月当月，国有土地使用权出让收入3779亿元，同比下降21.3%。

图22：百城住宅类用地累计供应/成交建面（万平方米）



资料来源：wind，光大证券研究所；截至2023年9月
注：由于Wind月度更新延迟因素，后续数据或存在变化的可能

图23：国有土地出让收入及累计同比

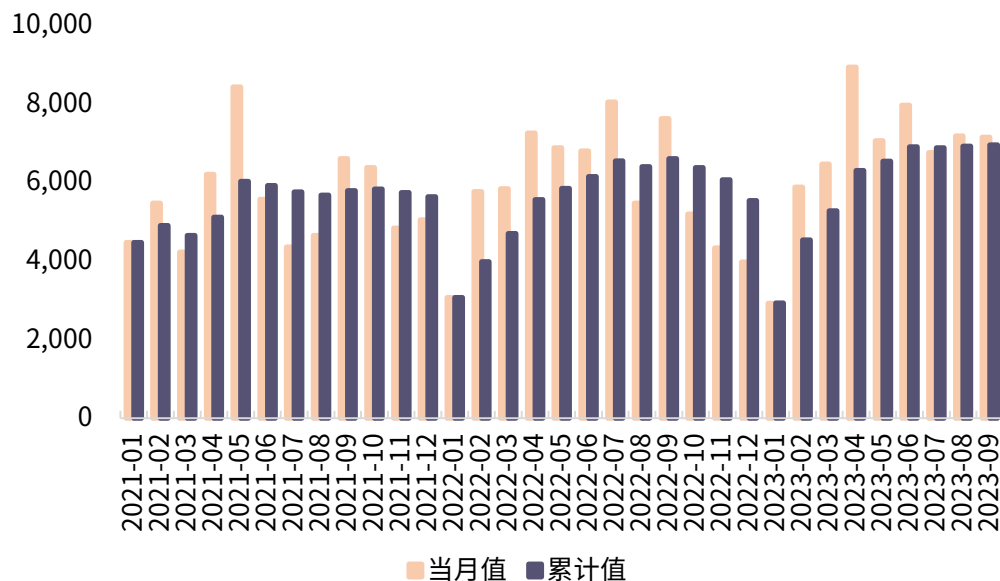


资料来源：wind，光大证券研究所；截至2023年9月
注：由于Wind月度更新延迟因素，后续数据或存在变化的可能

3.2、百城土地成交缩量提质，各线城市累计成交楼面价同比均有提升

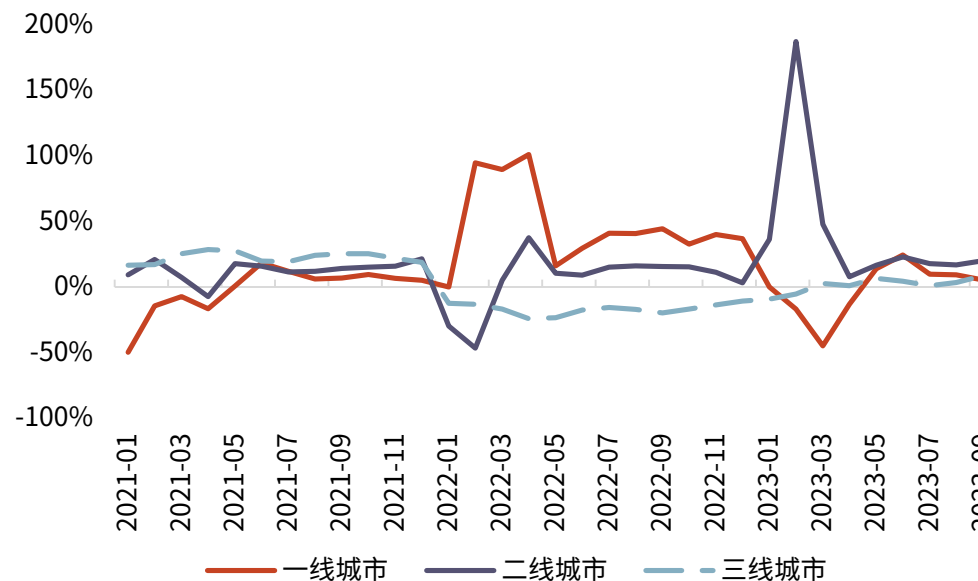
- 2023年9月，百城住宅类用地成交楼面均价为7134元/平方米，单月同比-6.3%；2023年1-9月，百城住宅类用地成交楼面均价为6948元/平方米，累计同比+5.3%。
- 分线来看，2023年1-9月，百城中一线城市住宅类用地成交楼面均价为22146元/平方米，累计同比+5.6%；二线城市住宅类用地成交楼面均价为8922元/平方米，累计同比+20.0%；三线城市住宅类用地成交楼面均价为3719元/平方米，累计同比+8.6%。

图24：百城成交住宅类用地楼面均价（元/平方米）



资料来源：wind，光大证券研究所；截至2023年9月
注：由于Wind月度更新延迟因素，后续数据或存在变化的可能

图25：百城中各线城市成交住宅类用地楼面均价累计同比

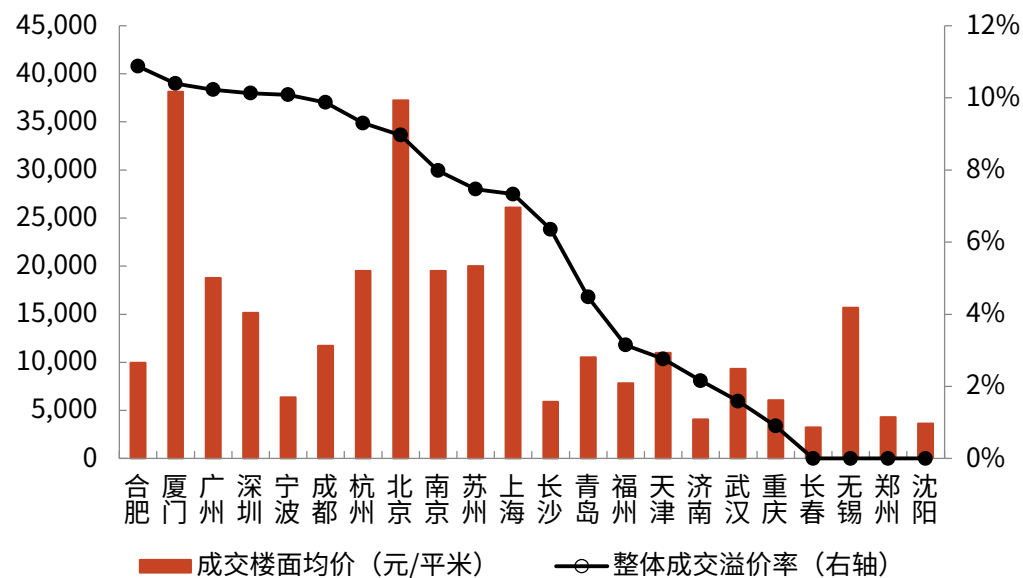


资料来源：wind，光大证券研究所；截至2023年9月
注：由于Wind月度更新延迟因素，后续数据或存在变化的可能

3.3、城市土拍热度分化明显，短期土地成交溢价率呈现下滑趋势

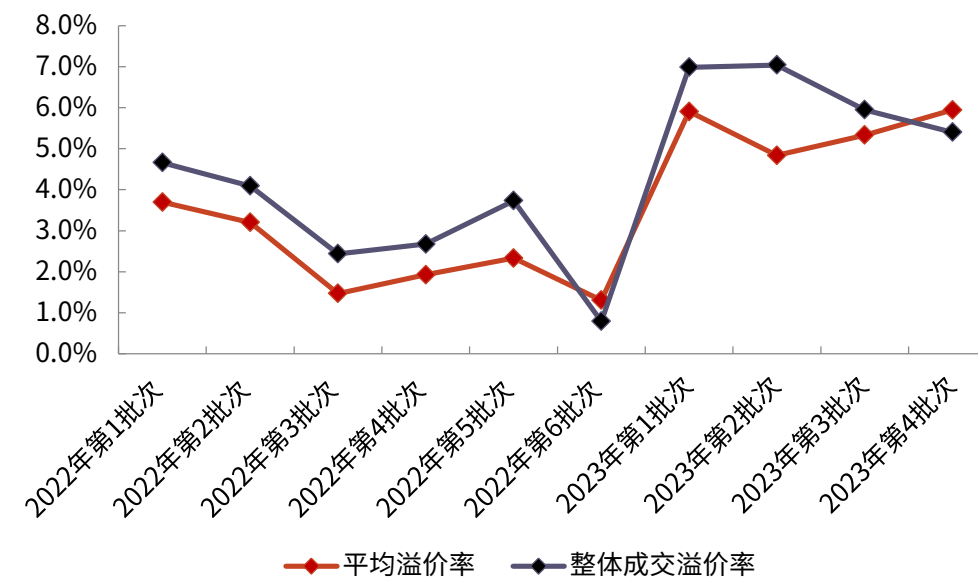
- 截至2023年9月28日，22个城市一批次土拍累计成交面积2754万平米，累计成交总价约3689亿元，成交楼面均价约13394元/平米，平均成交溢价率约为5.9%，较22年同批次及22年所有批次平均成交溢价率分别提升2.8pct、3.2pct，但城市之间的土拍溢价率分化比较明显，房企拿地策略更加聚焦于核心城市、核心地区。
- 2023年各批次的土拍成交溢价率较2022年整体有所提升，反映房企对于优质地块的竞争程度提升明显；随着二三季度市场销售回落，房企拿地力度有所收敛，投资情绪也趋于谨慎，部分城市第三、第四批次土拍溢价率开始呈现回落趋势。

图26：2023年22城第一批供地涉宅地块土拍成交价格情况



资料来源：中指研究院，克而瑞数据中心，光大证券研究所整理；统计时间截至2023年9月28日。

图27：22城各批次集中供地涉宅地块土拍成交溢价率

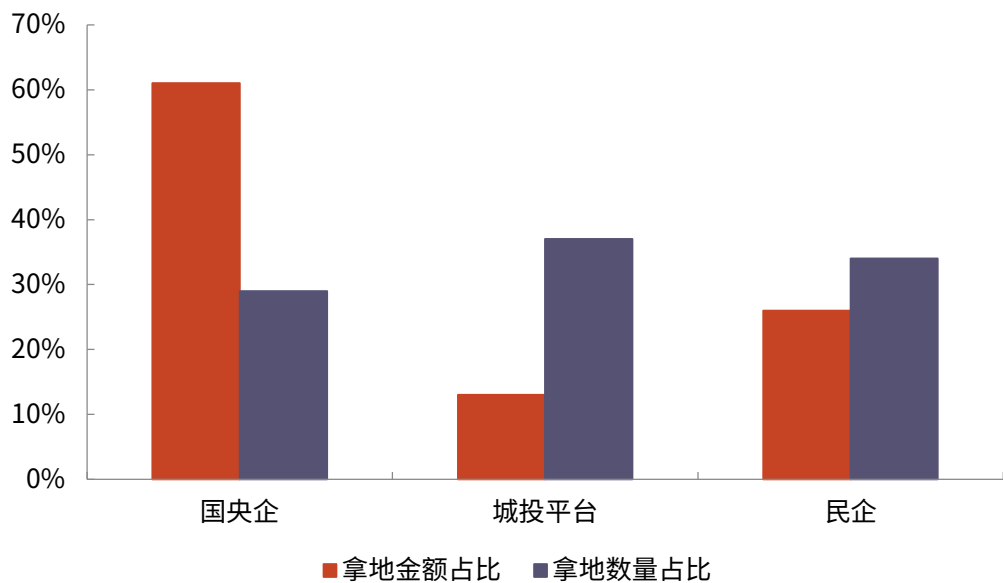


资料来源：中指研究院，克而瑞数据中心，光大证券研究所整理；统计时间截至2023年9月28日；注：2023年第2-4批次仍有部分城市未完成全部土拍，仅统计土拍已完成的地块成交溢价率。

3.4、国央企仍为拿地主力，土地去库存或仍将延续

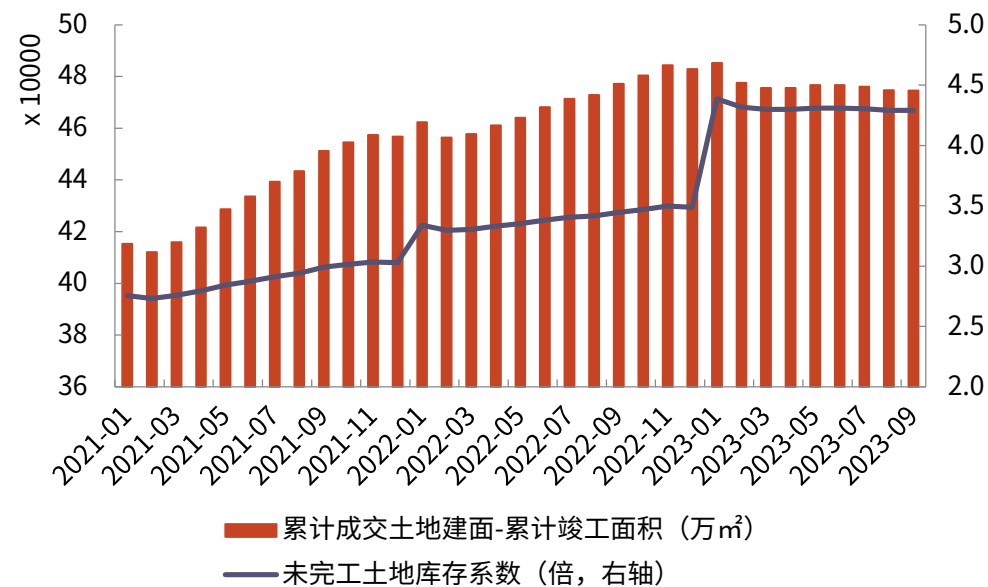
- 据克而瑞数据，2023年1-8月新增拿地金额TOP100企业中，从拿地金额角度看，国央企拿地金额占比为61%，城投平台占比为13%，民企占比为26%；从拿地数量角度看，国央企拿地数量占比为29%，城投平台占比为37%，民企占比为34%，市场拿地主力仍为国央企，民企在公开市场拿地实力恢复较缓慢，城投托底现象依然存在。
- 我们根据2018年以来全国累计供应住宅用地建面，以及滞后30个月的竣工住宅面积，估算2018年以来全国已供应未竣工住宅用地面积：截至2023年9月，全国自2018年以来已出让未完工的住宅土地建面约47.5亿平米，约为近三年全国住宅用地成交建面的4.3倍，其中2023年前三季度累计竣工住宅面积已超过累计成交住宅建面，预期土地去库存仍将延续。

图28：2023年1-8月新增拿地金额TOP100企业分布



资料来源：克而瑞，光大证券研究所

图29：全国2021年以来已供应未竣工住宅用地面积测算



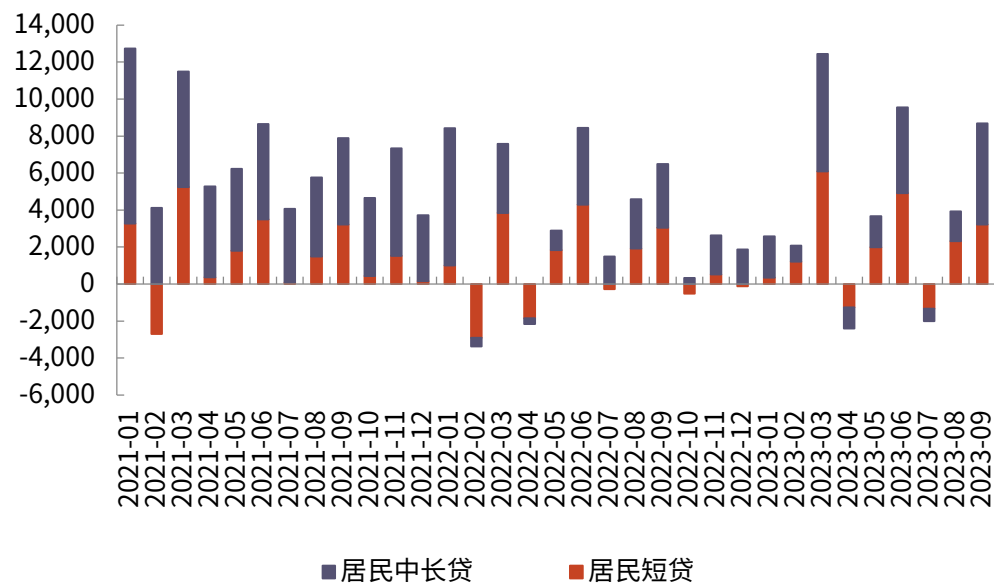
资料来源：wind，光大证券研究所；
注：未完工土地库存系数=（累计成交住宅用地建面-滞后30个月的累计竣工住宅面积）/住宅土地成交建面近三年平均值

- ❑ 1、政策面：中央定调明确宽松信号，优化政策边际效果初显
- ❑ 2、行业基本面：销售与新开工边际改善，投资同比仍显弱势
- ❑ 3、土地市场：供需同比深度下滑，城市土拍溢价率分化
- ❑ **4、资金情况：居民中长贷意愿较弱，行业债务高峰已过**
- ❑ 5、经营分析：行业收入增速转负，利润率有待企稳
- ❑ 6、板块分析：PB估值低估明显，资金关注度较低
- ❑ 7、投资建议：房地产行业展望及重点公司推荐
- ❑ 8、风险提示

4.1、居民部门累计新增贷款同比有所修复，中长期贷款意愿仍较疲弱

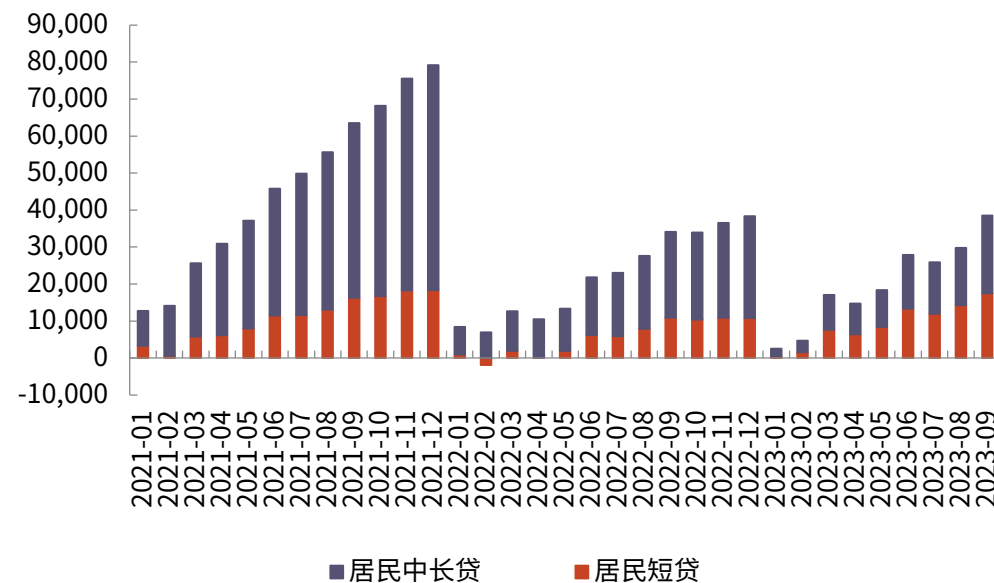
- 2023年9月，居民部门新增人民币贷款0.86万亿元，同比多增0.21万亿元（+32.0%），其中，居民短贷新增0.32万亿元，同比多增177亿元（+5.8%），环比增加895亿元；居民中长贷新增0.55万亿元，同比多增0.2万亿元（+58.3%），环比多增0.39万亿元。
- 2023年1-9月，居民部门新增人民币贷款3.85万亿元，同比增加12.9%，其中居民新增中长贷占比54.5%，同比减少13.5pct；具体来看，居民部门累计新增短贷1.75万亿元，同比增长60.6%，累计新增中长贷2.10万亿元，同比减少9.5%。

图30：居民部门新增短贷/中长贷当月值（亿元）



资料来源：wind，光大证券研究所

图31：居民部门新增短贷/中长贷累计值（亿元）

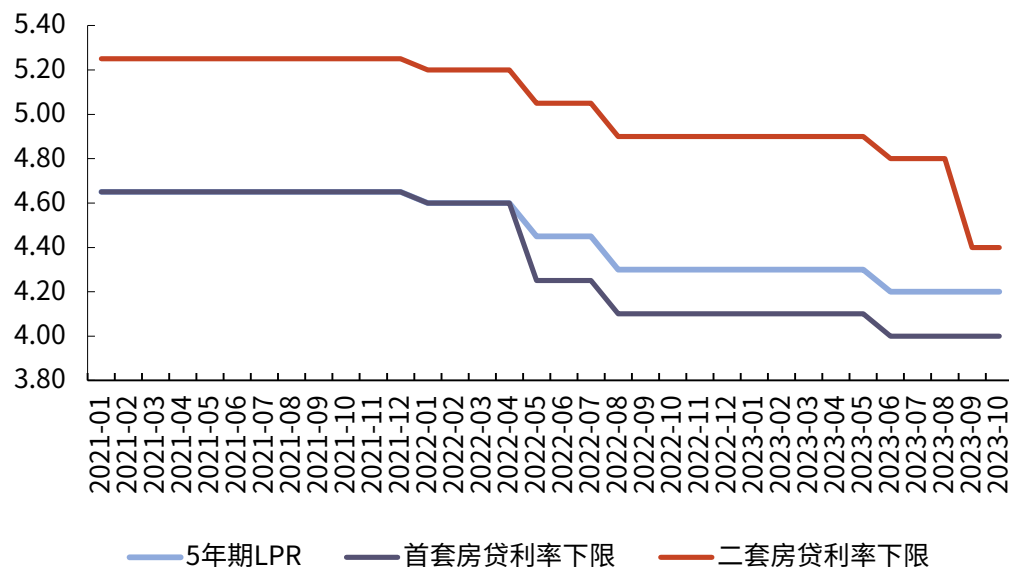


资料来源：wind，光大证券研究所

4.2、房贷利率政策持续宽松，改善性购房需求获充分支持

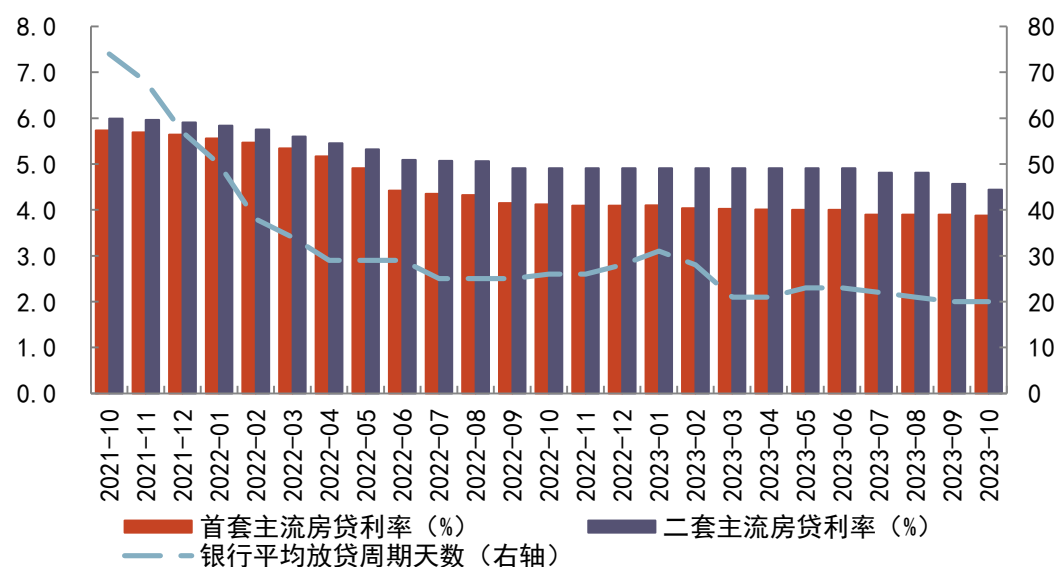
- 2023年1-10月，5年期以上LPR共下调1次，累计下调10bp；截至2023年10月，5年期LPR报价为4.2%。根据2023年8月31日央行发布通知，全国首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限为相应期限LPR -20bp，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限调整为不低于相应期限LPR+20bp（加点幅度较本次调整前降低40个基点），改善性需求购房成本得到实质性优化。
- 据贝壳研究院发布的重点城市主流房贷利率数据显示：2023年10月，103个重点城市主流首套房贷利率为3.88%，主流二套房贷利率为4.44%，其中首套和二套房贷利率差56bp，与2023年1月收窄25bp。

图32：以5年期LPR为基准计算的首套及二套商贷利率政策下限（%）



资料来源：Wind，贝壳研究院，光大证券研究所

图33：103个重点城市主流首套房贷利率及平均放款周期天数

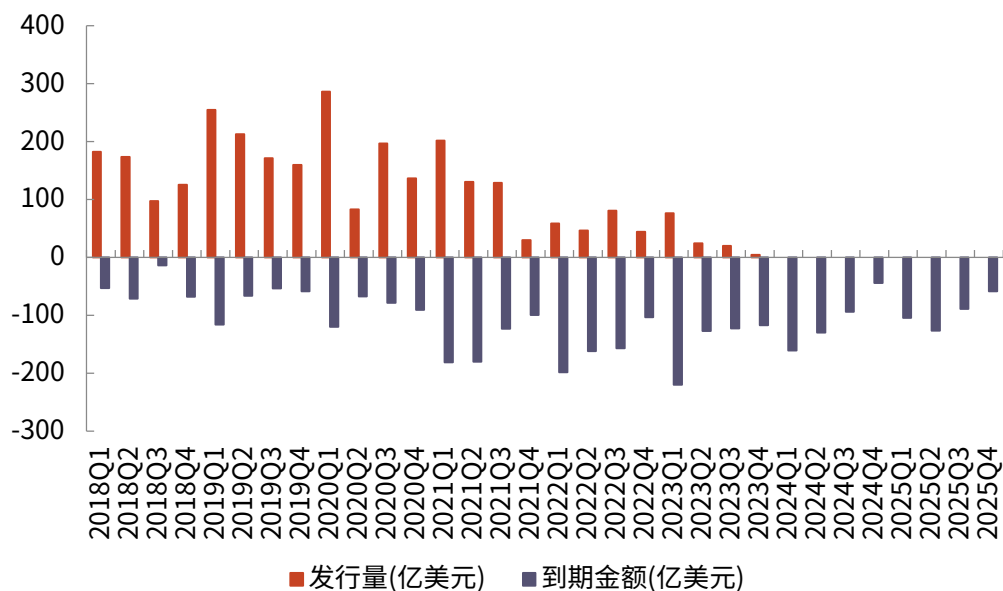


资料来源：Wind，贝壳研究院，光大证券研究所

4.3、中资房企海外债到期高峰已过，24年Q1仍有债务到期小高峰

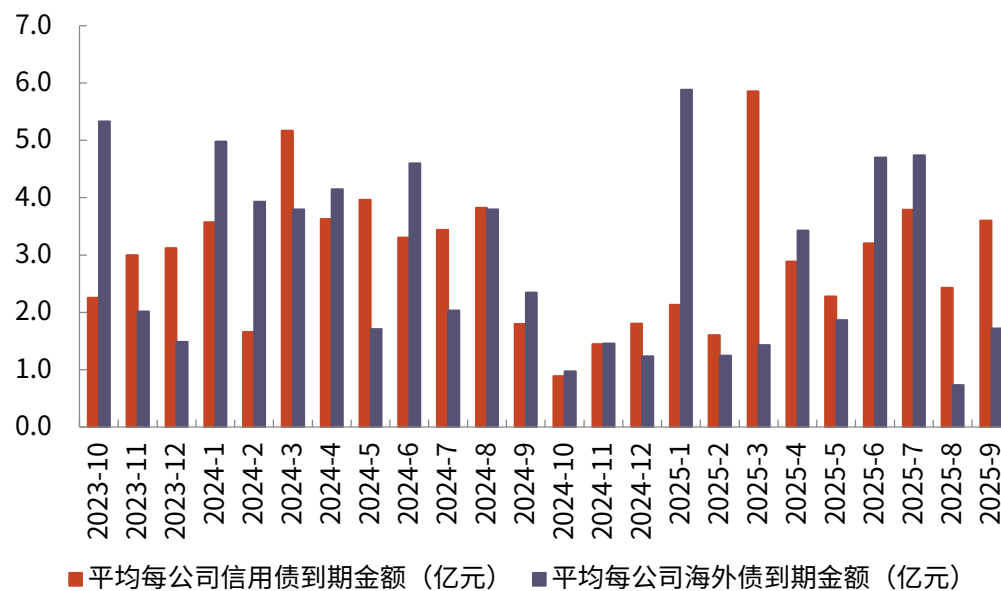
- 截至2023年10月25日，中资房企海外债2024年到期规模约427.5亿美元，较2022及2023年分别降低159亿美元、193亿美元，同时新发行的中资海外债规模较小，行业内海外债到期规模逐步降低，从中期看，行业整体债务压力有所缓释，为房企恢复经营提供良好的窗口期。
- 2024年Q1，行业内房企仍有一波公开债务到期高峰，同时债务到期的房企范围相对集中，24年Q1有发债的房企平均每家到期公开债务23亿元。

图34：中资房企海外债发行量与到期金额



资料来源：wind，光大证券研究所

图35：中资房企未来到期信用债和海外债强度



资料来源：中指研究院，光大证券研究所

- ❑ 1、政策面：中央定调明确宽松信号，优化政策边际效果初显
- ❑ 2、行业基本面：销售与新开工边际改善，投资同比仍显弱势
- ❑ 3、土地市场：供需同比深度下滑，城市土拍溢价率分化
- ❑ 4、资金情况：居民中长贷意愿较弱，行业债务高峰已过
- ❑ **5、经营分析：行业收入增速转负，利润率有待企稳**
- ❑ 6、板块分析：PB估值低估明显，资金关注度较低
- ❑ 7、投资建议：房地产行业展望及重点公司推荐
- ❑ 8、风险提示

5.1 13家重点房企年初至今股价整体回落明显，估值表现分化

我们以紧密跟踪的13家地产开发板块的上市公司（以下简称“13家重点房企”）为重点分析对象，明细如下：截至23年10月25日，13家重点房企23年以来股价平均涨跌幅为-22.7%，PE(TTM)（剔除负值后）平均值为10.2倍、中位数为6.9倍。23年10月，13家重点房企行情表现整体回落，平均涨跌幅为-10.6%。

表3：13家重点房企行情表现

股票代码	公司名称	收盘价 (元/港元)	总市值 (亿元/亿港元)	PE (TTM)	2023年10月 涨跌幅(%)	2023年初至今涨跌幅 (%)	2023年以来股价 高点 (元/港元)
000002.SZ	万科A	11.70	1,395.89	6.89	-10.55	-32.41	18.39
600048.SH	保利发展	11.39	1,363.43	6.91	-10.60	-22.22	15.83
001979.SZ	招商蛇口	11.59	1,050.15	23.18	-6.46	-6.68	14.96
600383.SH	金地集团	5.50	248.30	4.38	-19.35	-45.25	10.52
601155.SH	新城控股	11.84	267.07	40.27	-10.64	-42.24	22.49
002244.SZ	滨江集团	8.70	270.70	6.61	-9.28	0.83	11.02
600325.SH	华发股份	8.63	182.71	6.87	-9.92	-1.45	12.03
0688.HK	中国海外发展	14.90	1,630.79	7.51	-8.25	-24.35	21.85
1109.HK	华润置地	29.65	2,114.32	6.24	-4.97	-12.92	37.91
0960.HK	龙湖集团	11.22	739.59	2.73	-20.31	-51.50	26.85
0817.HK	中国金茂	0.96	128.68	/	-4.95	-41.08	1.89
0123.HK	越秀地产	8.33	335.32	6.99	-5.17	-0.35	11.75
0081.HK	中国海外宏洋集团	2.71	96.46	3.68	-17.13	-15.69	4.35

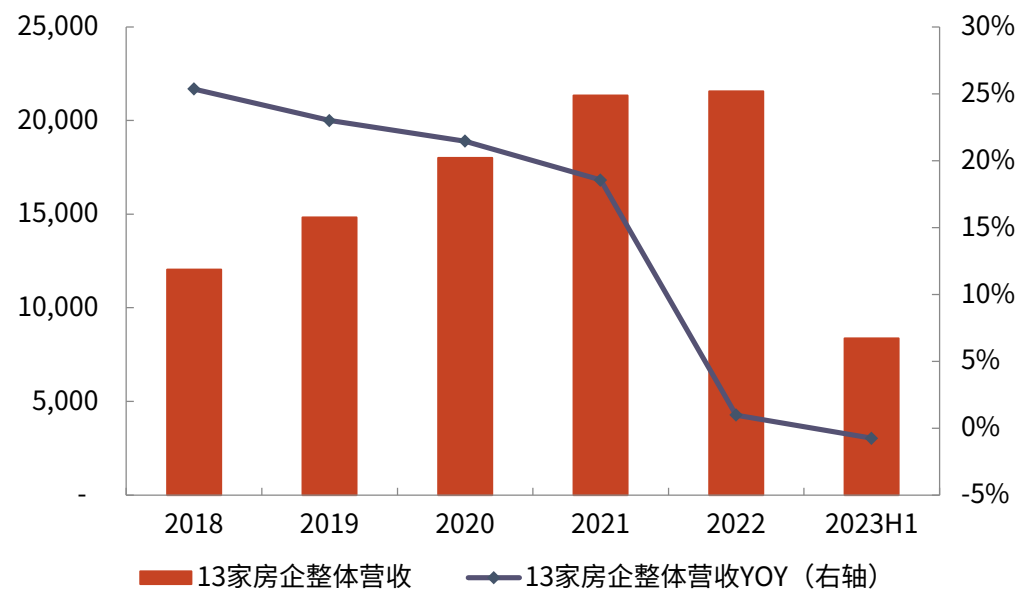
资料来源：Wind，光大证券研究所；

注：股价时间截至2023-10-25，A股上市公司股价及市值以人民币计价，H股上市公司的股价及市值以港币计价。

5.2.1、龙头房企整体营收增速刹车，收入增速分化明显

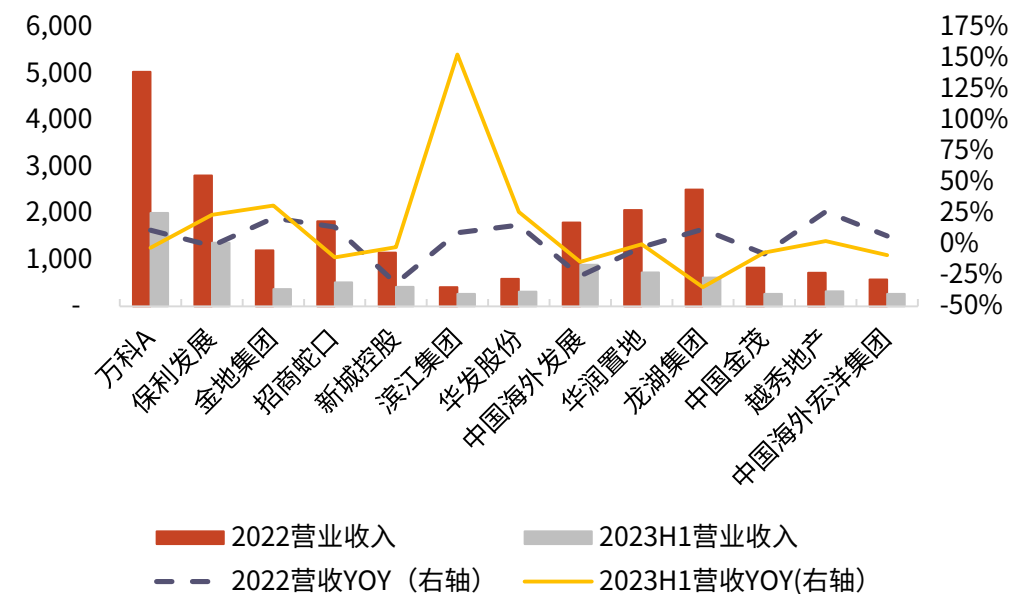
- 2022年，13家重点房企整体营收同比增长1%，结束了2018-2021年期间营收高速增长的趋势；23年H1，13家重点房企整体营收同比减少1%。
- 从公司间横向对比来看，22年越秀、华发、金地、招蛇、龙湖的营收仍保持着两位数同比增速；受前期销售表现及结算节奏的影响，23年H1，滨江、华发、保利、金地营收保持着较高增速，其余房企短期营收增长表现相对平淡。

图36：13家重点房企2018-2023H1整体营收变化



资料来源：Wind，各公司公告，光大证券研究所；单位：亿元

图37：13家重点房企2022-2023H1营业收入情况

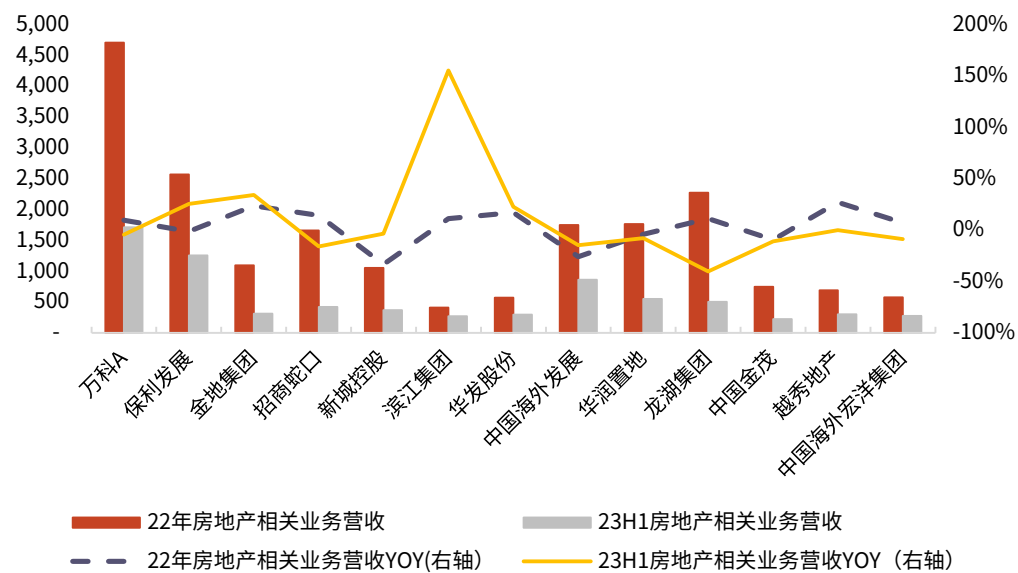


资料来源：Wind，各公司公告，光大证券研究所；单位：亿元

5.2.2、龙头房企多元化业务发展态势良好，房地产路径依赖逐步降低

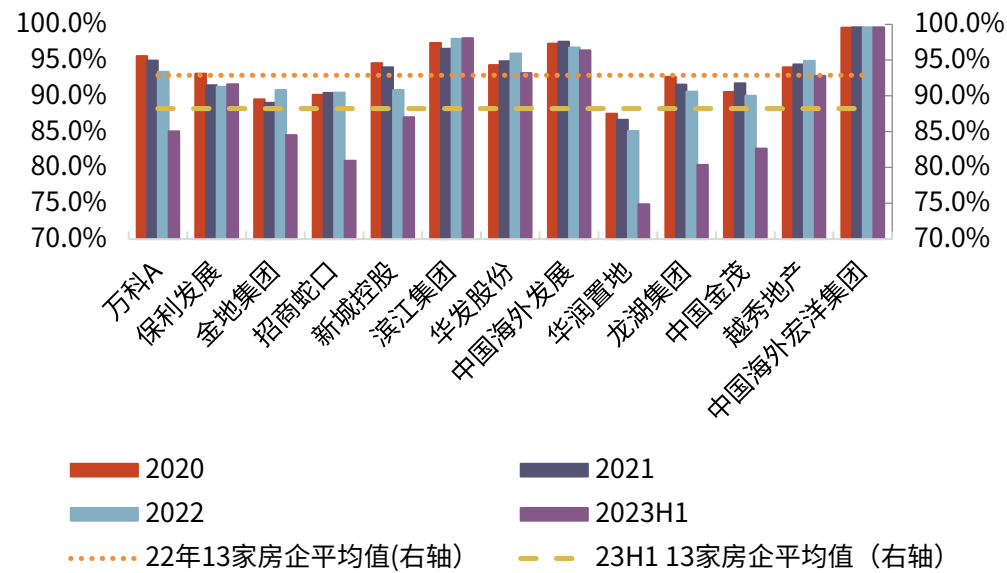
- 2022年，13家重点房企整体房地产相关业务营收占营业总收入的比重为92.9%，同比下降0.9pct。在房地产销售天花板压力之下，龙头房企较早开始培育第二增长曲线，关注在房地产业务收入增长的同时房地产业务收入占比降低的房企，或体现出多元化业务发展实质性进步。
- 13家重点房企中多元化业务发展较好、房地产路径依赖度降低较明显的有龙湖集团、万科A、华润置地等。同时，近年来销售表现较好的“中而美”房企，房地产业务收入占比提升明显，包括华发、越秀等。因23年上半年房地产销售收入结算规模不大，多元化业务收入占比有待进一步观察。

图38：13家重点房企2022-2023H1房地产相关业务营收



资料来源：Wind，各公司公告，光大证券研究所；单位：亿元

图39：13家重点房企2022-2023H1房地产业务营收占总营收比重

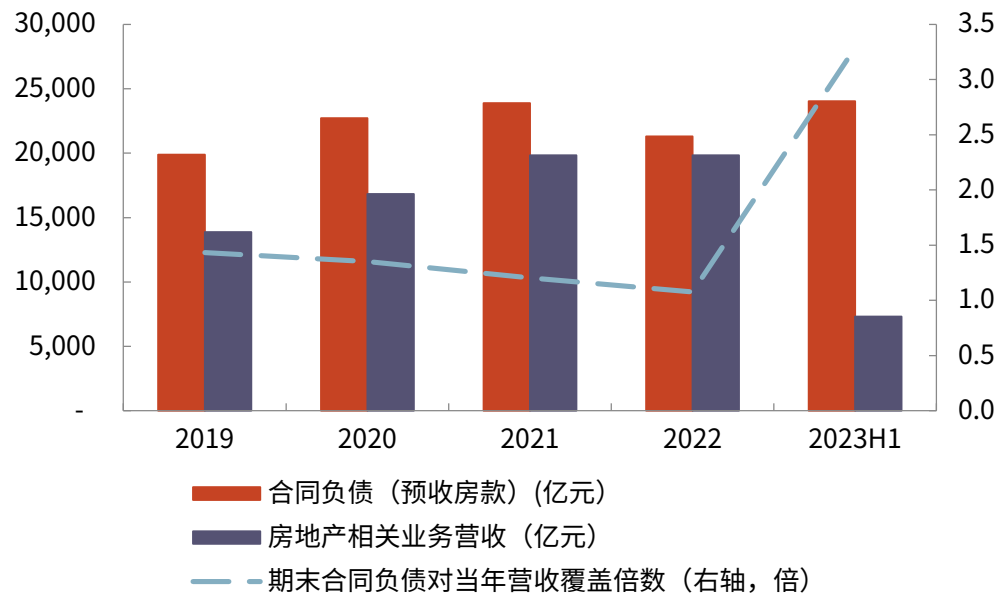


资料来源：Wind，各公司公告，光大证券研究所

5.2.3、13家重点房企待结算资源呈减少趋势，收入增速或将进一步下滑

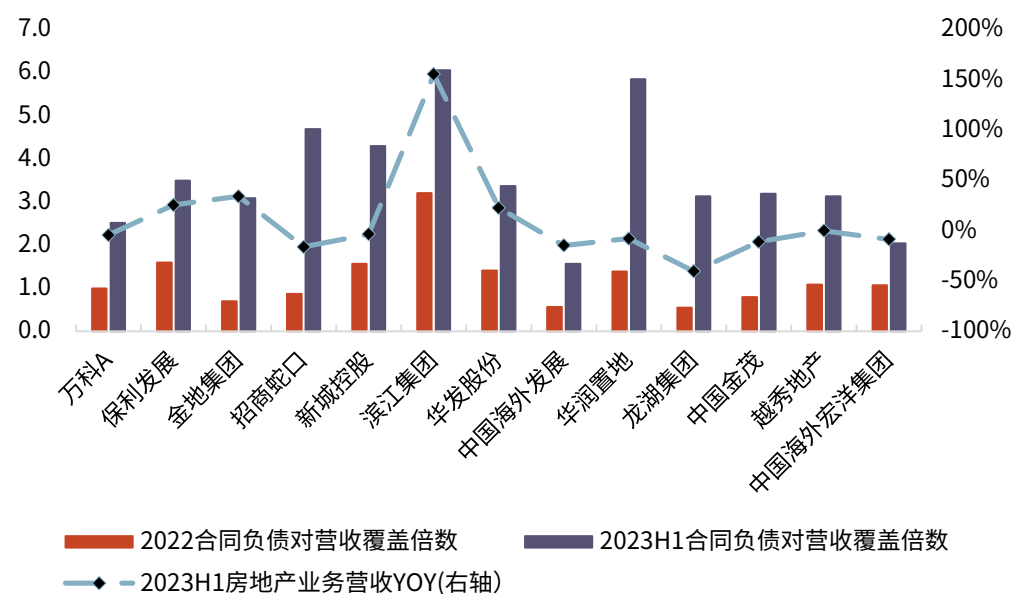
- 由于行业销售下滑，13家重点房企合同负债规模逐步降低，合同负债对营业收入的覆盖比例持续降低，2022年末为1.07倍，同比降低0.13倍，预期未来1-2年内行业房企结算压力将进一步凸显，销售表现弱势的房企营收将逐步减少。
- 截至2023年上半年末，以半年度营收计算，13家重点房企中合同负债对营收覆盖率最高的前三家公司为滨江集团（6.04倍）、华润置地（5.84倍）、招商蛇口（4.69倍），其中招商蛇口与华润置地上半年营收结转规模同比负增长导致系数有所放大；滨江集团未来结转储备较充足，未来收入增长的基础较稳固。

图40：13家重点房企2019-2023H1合同负债及房地产业务营收情况



资料来源：Wind，各公司公告，光大证券研究所
注：上述统计的是合同负债（预收房款）对房地产业务营收的覆盖倍数。

图41：13家重点房企2022-2023H1期末合同负债变动情况

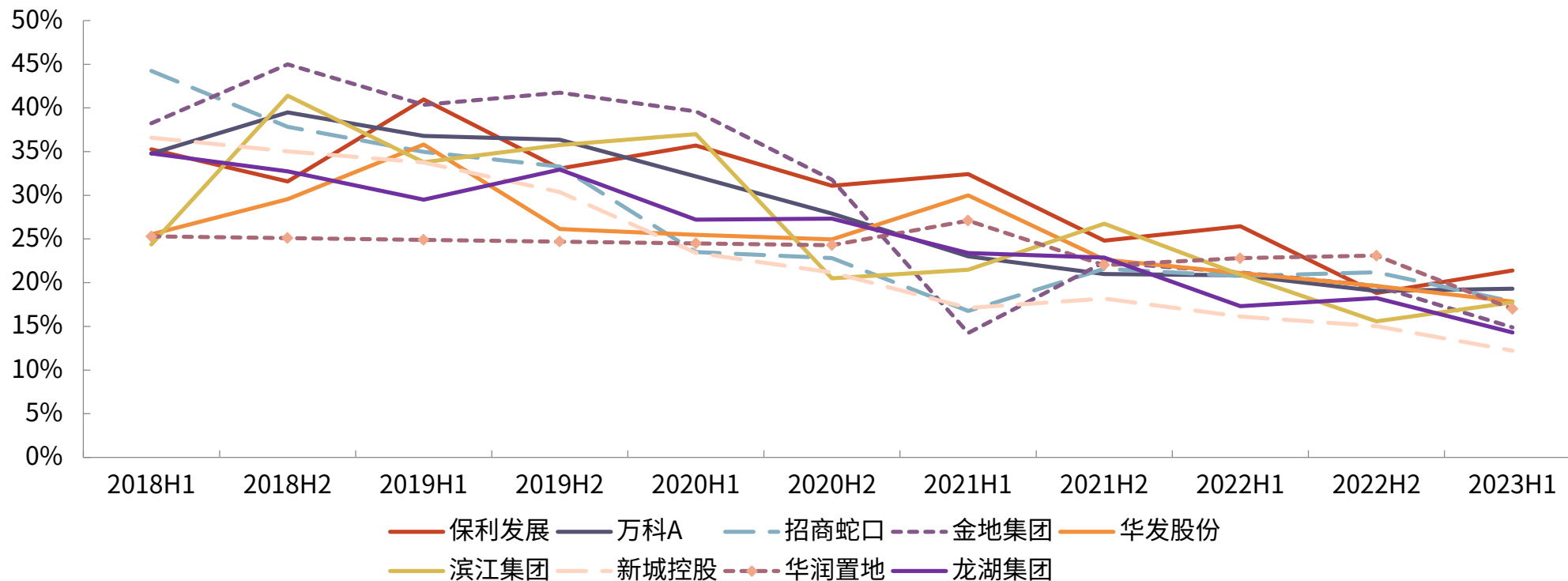


资料来源：Wind，各公司公告，光大证券研究所
注：上述统计的是合同负债（预收房款）对房地产业务营收的覆盖倍数。

5.3、重点房企23年H1开发毛利率延续下滑趋势，短期仍将磨底

2019年以来，龙头房企开发毛利率整体进入下滑区间，截至2023H1末，典型龙头房企毛利率仍在下滑，但行业毛利率分化水平逐步收敛；目前行业的毛利率仍在筑底，预期22-23年拿地较多的房企毛利率最快有望于24年下半年回升，但仍需观察回升连续性；由于全国主要城市近年来房价同比下行压力仍较大，价格压力将压制房企盈利空间，行业毛利率或仍将磨底较长时间。

图42：重点房企2018H1-2023H1房地产开发板块毛利率



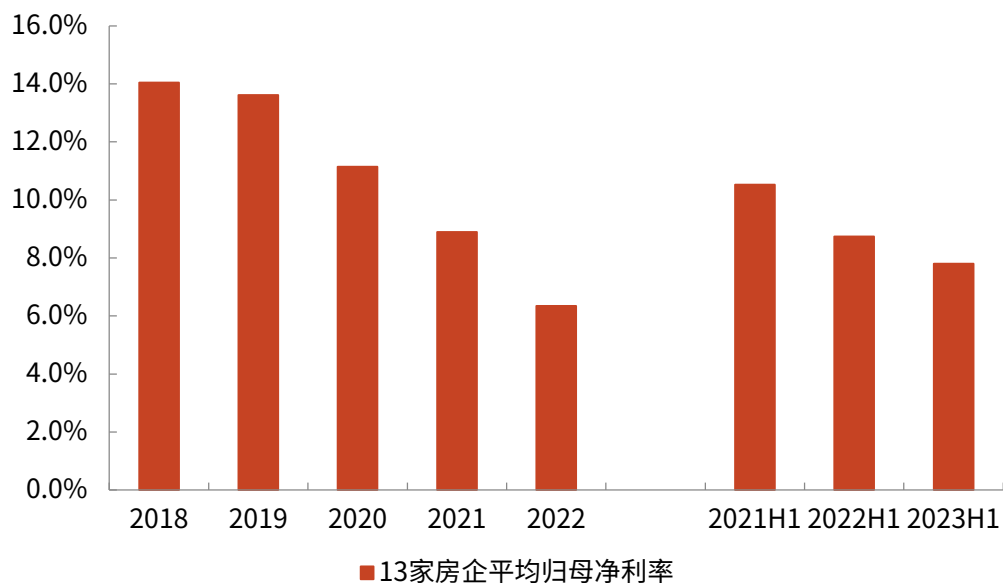
资料来源：Wind，各公司公告，光大证券研究所

注1：港股与A股房企财报毛利率计算口径不完全一致，无法直接横向对比；注2：招商蛇口2022年以前毛利率采用的是原“社区开发与运营”分部的毛利率。

5.4.1、13家重点房企归母净利率整体表现承压，头部央企盈利表现领先

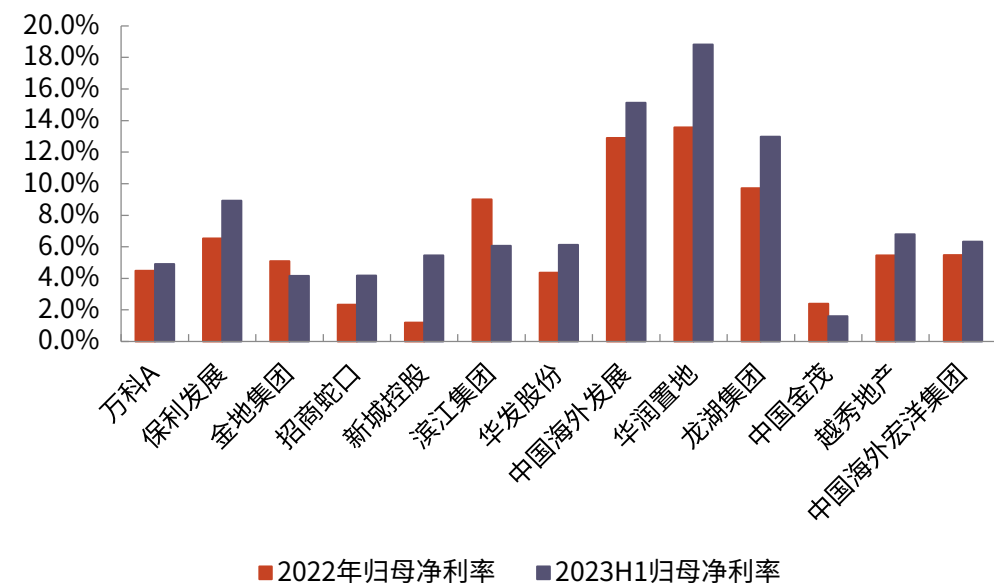
- 13家重点房企2022年平均归母净利率为6.3%，同比降低2.5pct；2023年H1的平均归母净利率为7.8%，同比降低0.9pct；从趋势上看，伴随着行业毛利率仍处于下滑通道，房企归母净利率整体表现也明显承压。
- 23年H1，13家重点房企中归母净利率最高的是华润置地（18.8%），归母净利率同比边际改善的公司包括华润置地、龙湖集团、招商蛇口、越秀地产4家；归母净利率高于均值的公司包括华润置地、中国海外发展、保利发展、龙湖集团4家。

图43：13家重点房企平均归母净利率



资料来源：Wind，各公司公告，光大证券研究所

图44：13家重点房企具体归母净利率

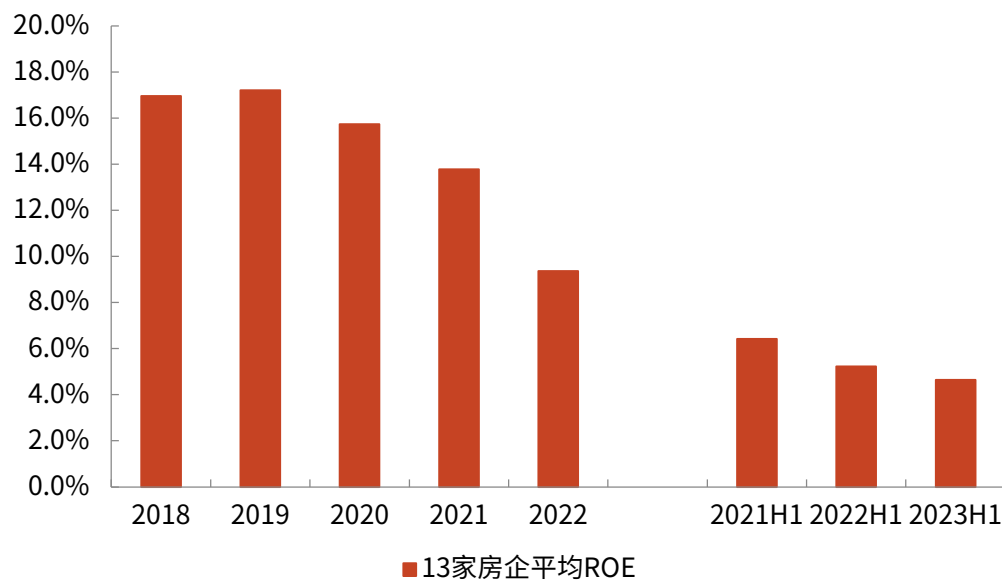


资料来源：Wind，各公司公告，光大证券研究所

5.4.2、行业ROE处于历史低位，部分国央企运营效率同比边际改善

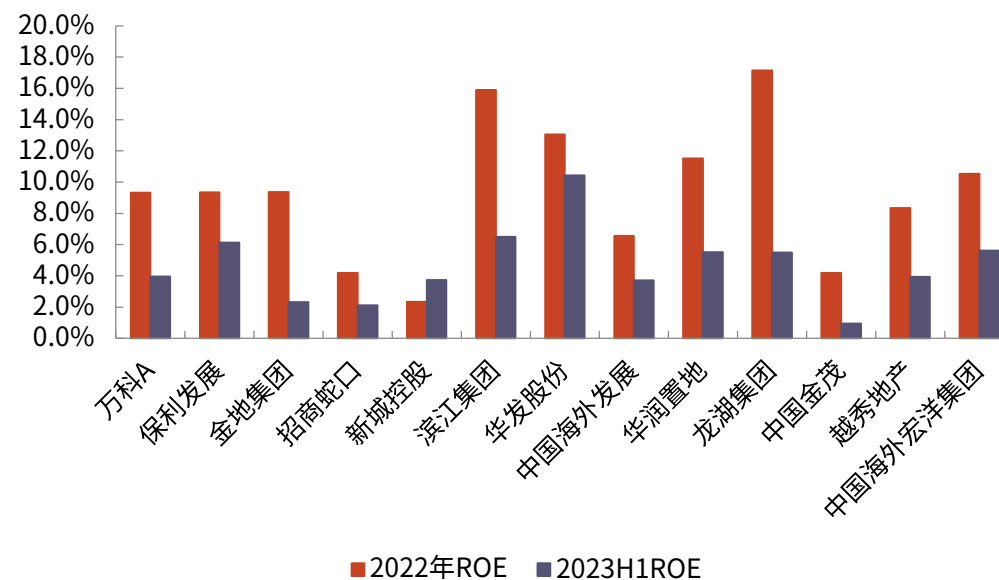
- 13家重点房企2022年平均ROE为9.4%，同比降低4.4pct；2023年H1的平均ROE为4.6%，同比降低0.6pct；从趋势上看，行业整体盈利水平下滑，房企为股东创造价值的效率也下滑明显，未来房企仍需保持合理的经营杠杆与周转速度以维持盈利效率。
- 23年H1，13家重点房企中ROE最高的是华发股份（10.4%），ROE高于均值的公司包括华发股份、滨江集团、华润置地、保利发展等6家；ROE同比边际改善的公司包括华发股份、滨江集团、华润置地、保利发展、招商蛇口、越秀地产6家，其中华发股份、滨江集团、保利发展或因保持合理经营杠杆与周转速度，华润置地、招商蛇口、越秀地产或因归母净利率边际改善驱动。

图45：13家重点房企平均ROE



资料来源：Wind，各公司公告，光大证券研究所

图46：13家重点房企具体ROE

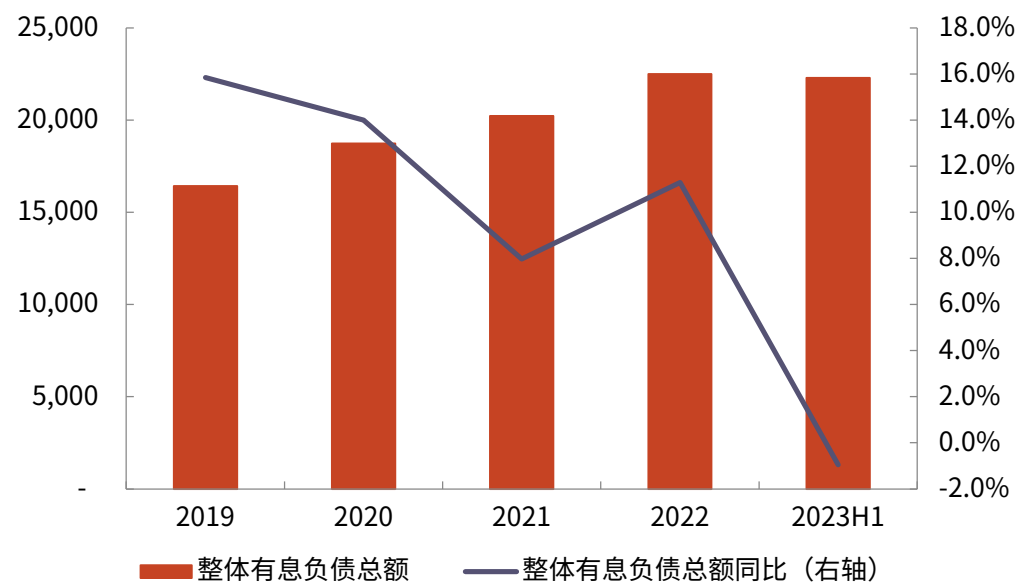


资料来源：Wind，各公司公告，光大证券研究所

5.5.1、13家重点房企整体债务规模稳中有降，行业融资杠杆逐步降低

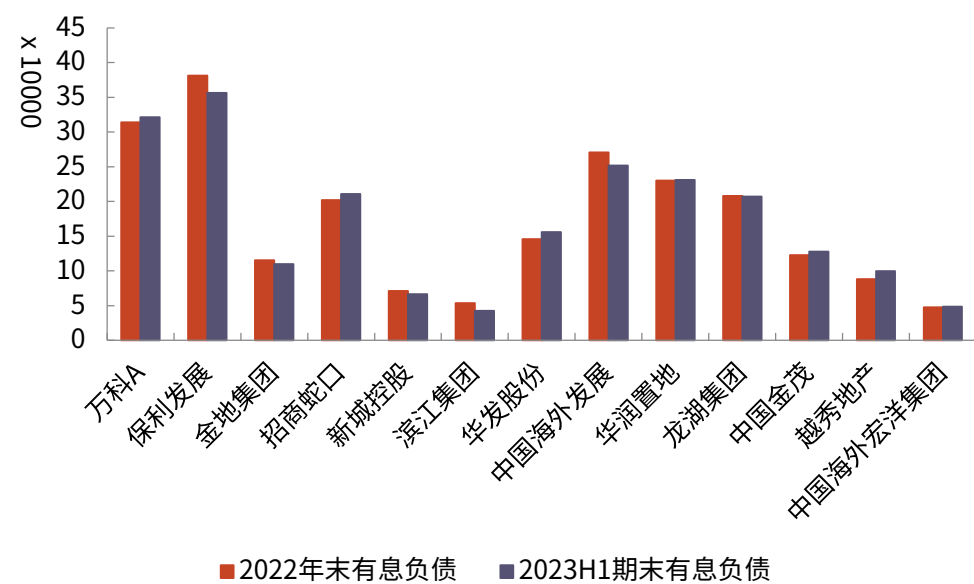
- 截至23年上半年末，13家重点房企整体有息负债余额约2.23万亿元，同比降低1.0%，由于行业投资拿地与新开工规模下降，房企整体债务规模稳中有降，行业融资杠杆将逐步降低。
- 截至23年上半年末，13家重点房企中有息负债较23年初规模有增长的公司包括越秀地产（+13.0%）、华发股份（+7.2%）、招商蛇口（+4.2%）等7家；有息负债较23年初规模下降的公司包括滨江集团（-20.5%）、中国海外发展（-7.0%）等6家。

图47：13家重点房企整体有息负债总额



资料来源：Wind，各公司公告，光大证券研究所；单位：亿元

图48：13家重点房企期末有息负债余额

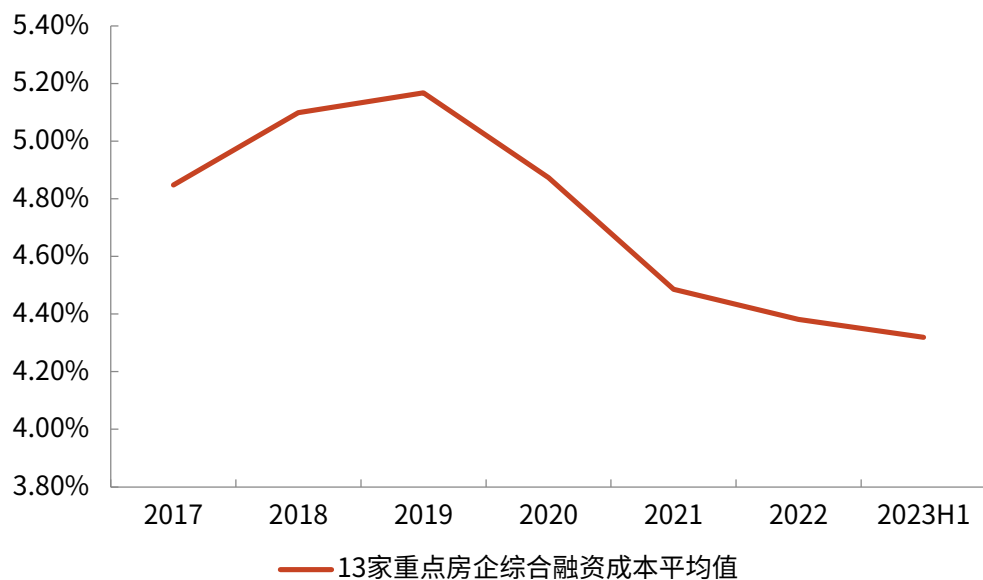


资料来源：Wind，各公司公告，光大证券研究所；单位：百万元

5.5.2、龙头房企信用优势显著，综合融资成本持续优化

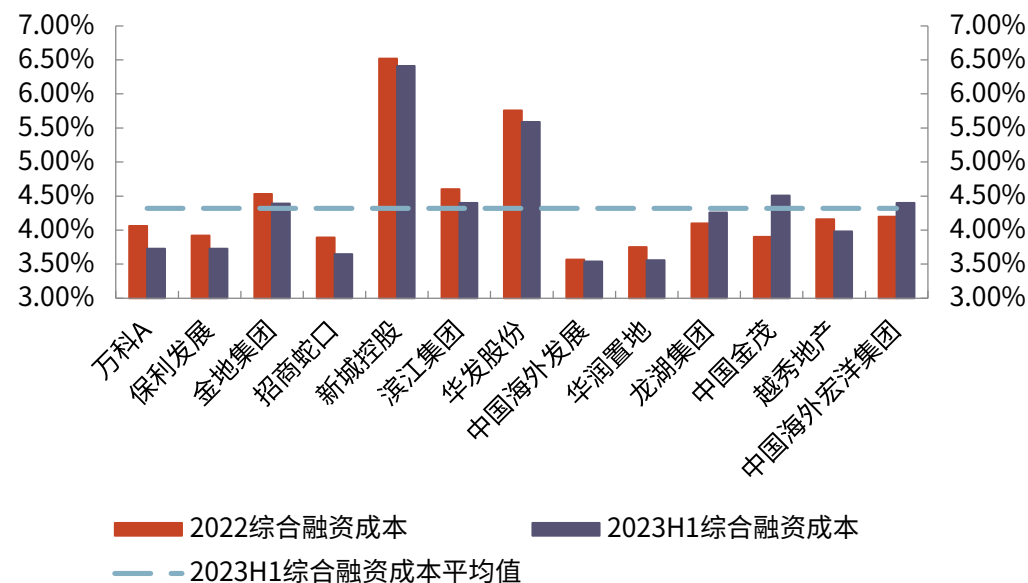
- 13家重点房企自2019年以来综合融资成本均值持续处于下降趋势，主要与13家龙头房企具备信用优势以及国内利率环境逐步宽松有关，对龙头房企优化营业成本具有较大帮助。
- 2023年H1，13家重点房企平均综合融资成本为4.32%，较2022年降低6bp，整体信用优势明显，其中融资成本最低的中国海外发展3.54%，最高的为新城控股6.41%，包括保利发展在内的10家公司综合融资成本较2022年出现下滑。

图49：13家重点房企综合融资成本平均值



资料来源：Wind，各公司公告，光大证券研究所

图50：13家重点房企2022-2023H1综合融资成本



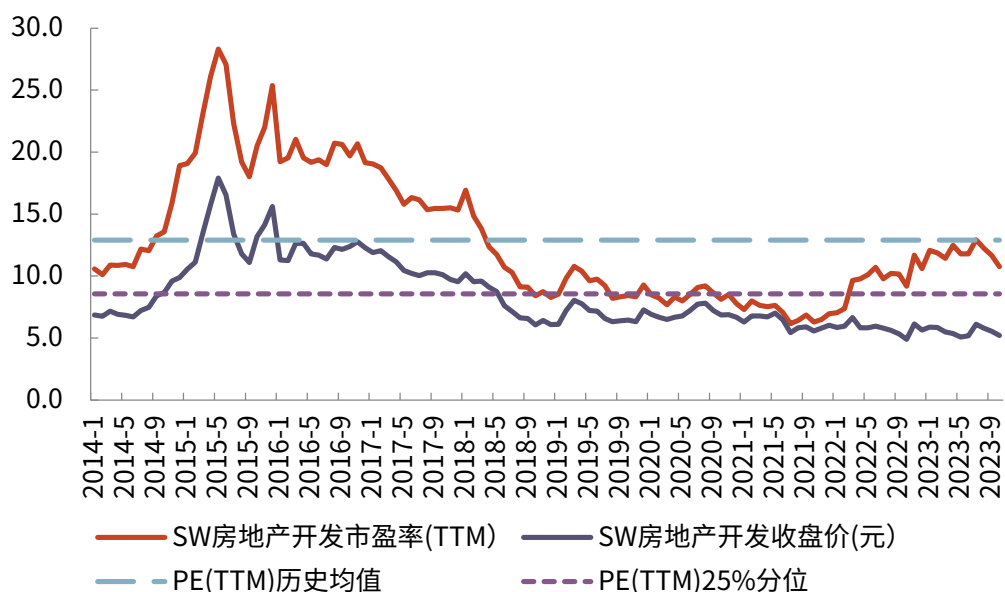
资料来源：Wind，各公司公告，光大证券研究所
注：万科2023年H1综合融资成本数为当期境内新增融资成本。

- ❑ 1、政策面：中央定调明确宽松信号，优化政策边际效果初显
- ❑ 2、行业基本面：销售与新开工边际改善，投资同比仍显弱势
- ❑ 3、土地市场：供需同比深度下滑，城市土拍溢价率分化
- ❑ 4、资金情况：居民中长贷意愿较弱，行业债务高峰已过
- ❑ 5、经营分析：行业收入增速转负，利润率有待企稳
- ❑ 6、板块分析：PB估值低估明显，资金关注度较低**
- ❑ 7、投资建议：房地产行业展望及重点公司推荐
- ❑ 8、风险提示

6.1、房地产板块PE接近历史47%分位数，板块PB具备较大提升空间

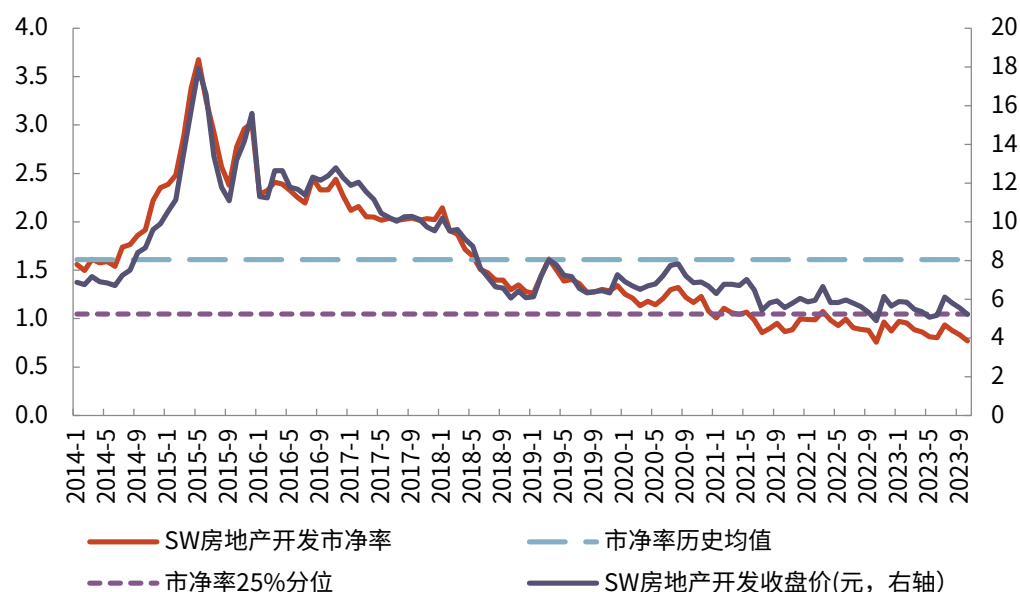
- 截至23年10月26日，申万房地产板块动态PE为10.75倍，接近2014年以来历史PE的47%分位数，随着地产政策利好频发，我们认为房地产销售将逐步企稳，地产板块贝塔将逐步企稳，从PE估值角度看，地产开发板块目前估值处于历史均值附近较为合理。
- 截至23年10月26日，申万房地产板块PB（根据最新报告期数据计算）约0.77倍，自2021年6月以来持续低于2014年以来历史PB的25%分位数，目前板块PB接近历史1%分位，处于历史最低区间，从PB估值角度，我们认为板块PB仍有提升空间。

图51：申万房地产板块PE走势



资料来源：Wind，光大证券研究所；单位：倍、元。
注：数据统计时间截至2023年10月26日。

图52：申万房地产板块PB走势

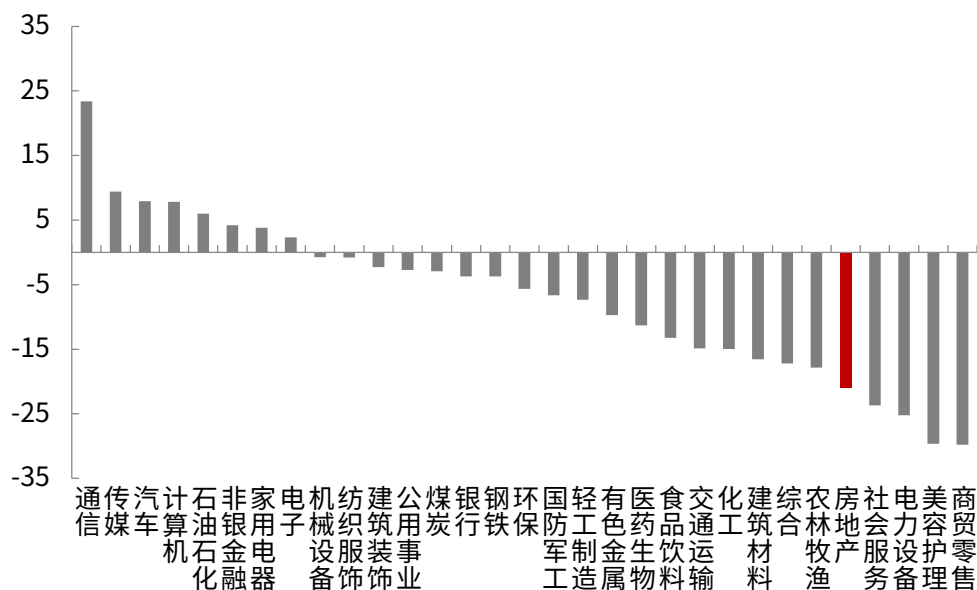


资料来源：Wind，光大证券研究所；单位：倍。
注：数据统计时间截至2023年10月26日。

6.2、23年至今房地产板块收益表现偏弱，公募基金地产持仓保持稳定

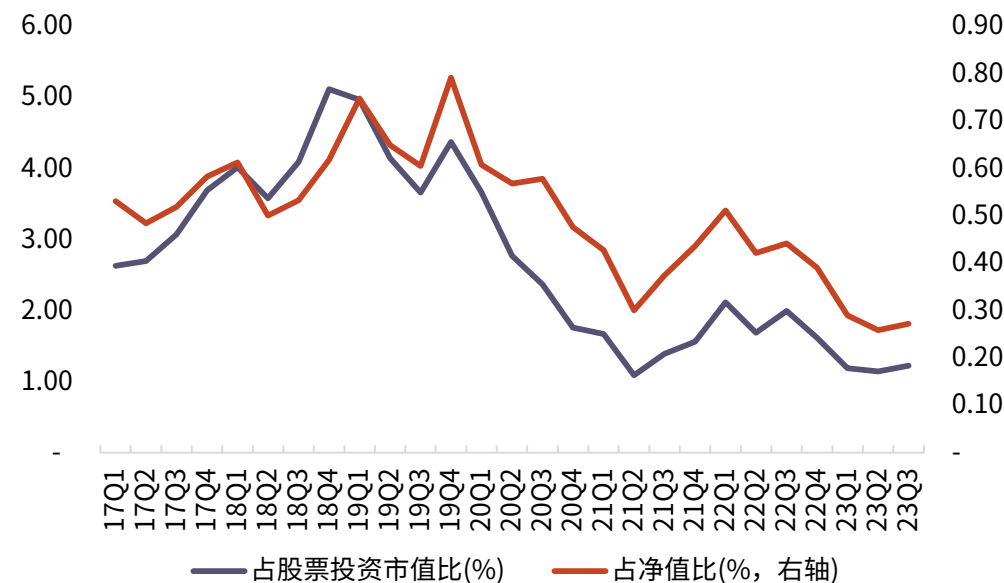
- 2023年开年以来，房地产板块表现整体震荡向下，政策预期对于房地产板块的投资情绪影响较大，截至23年10月26日，申万一级房地产板块本年表现累计下跌21.06%，在申万31个行业中排名第27位，板块整体走势偏弱。
- 从资产配置情况来看，公募基金对地产股持仓占比自22年Q3小幅反弹后继续降低，截至23年Q3，房地产板块净值在基金持仓净值中占比为0.27%，较22年Q3降低0.17pct；占股票投资市值比为1.23%，较22年Q3降低0.77pct，2023年公募基金对房地产板块持仓比例保持相对稳定。

图53：2023年至今申万一级行业涨跌幅表现 (%)



资料来源：wind，光大证券研究所；注：数据统计截至2023年10月26日。

图54：公募基金对地产股持仓占比变动

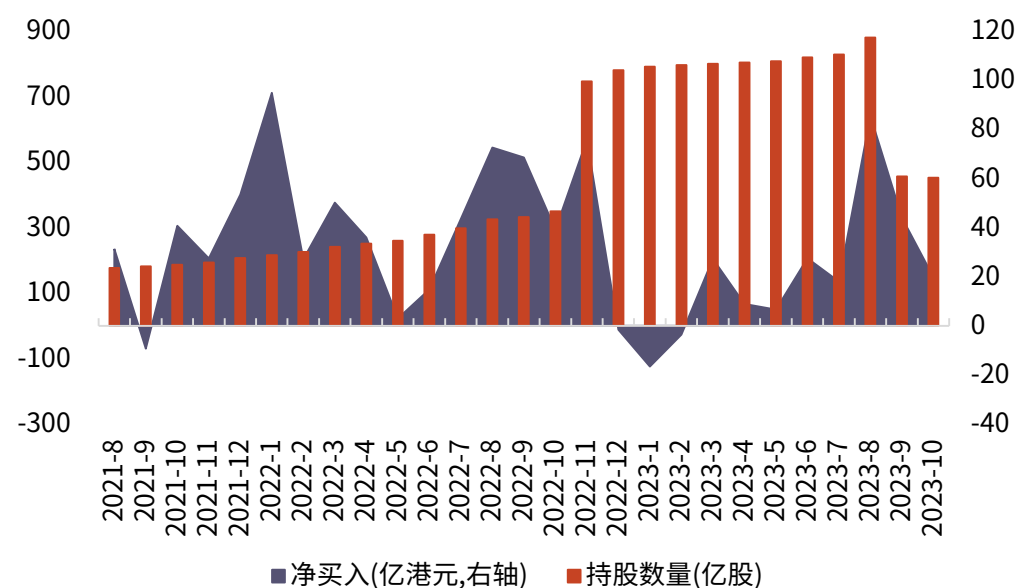


资料来源：Wind，光大证券研究所

6.3、23年南向资金保持净买入房地产，北向资金净卖出房地产

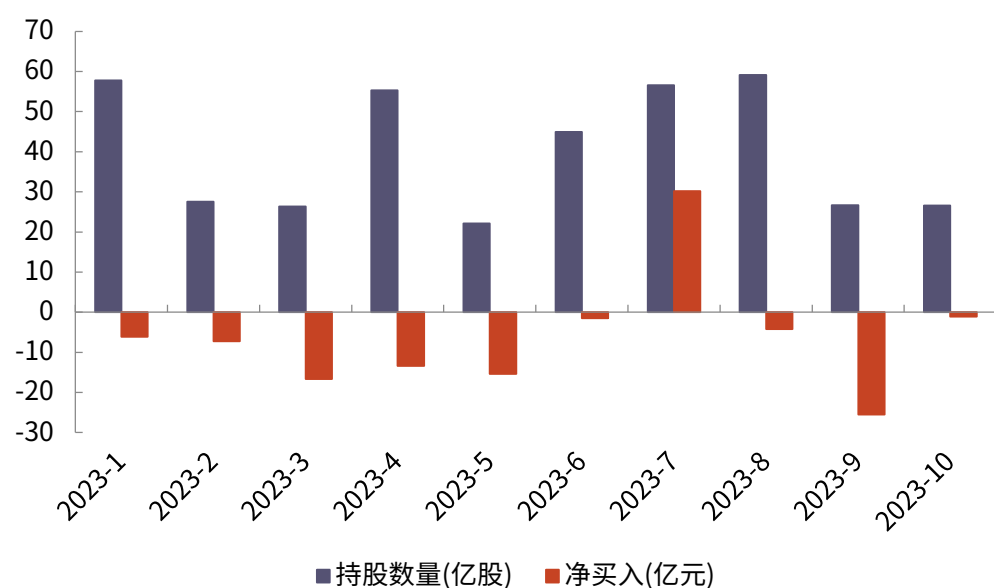
- 截至2023年10月26日，港股通资金2023年以来累计净买入港股房企217.4亿港元，整体上继续逆势加仓房地产板块；其中，1-8月港股通资金月均持有房地产股票817亿股，9月份以来港股通资金月均持有房地产股票数量显著下降至454亿股，但资金仍保持净流入，或因积极调仓布局高股价标的。
- 截至2023年10月26日，北向资金2023年以来累计净卖出房地产股票60.9亿元。仅在7月份净买入房地产股票30.2亿元，整体上看北向资金短期内对房地产板块关注度较低。

图55：申万港股房地产行业港股通持股情况



资料来源：wind，光大证券研究所；注：数据统计截至2023年10月26日。

图56：北向资金对申万房地产板块投资情况



资料来源：Wind，光大证券研究所；注：数据统计截至2023年10月26日。

- ❑ 1、政策面：中央定调明确宽松信号，优化政策边际效果初显
- ❑ 2、行业基本面：销售与新开工边际改善，投资同比仍显弱势
- ❑ 3、土地市场：供需同比深度下滑，城市土拍溢价率分化
- ❑ 4、资金情况：居民中长贷意愿较弱，行业债务高峰已过
- ❑ 5、经营分析：行业收入增速转负，利润率有待企稳
- ❑ 6、板块分析：PB估值低估明显，资金关注度较低
- ❑ **7、投资建议：房地产行业展望及重点公司推荐**
- ❑ 8、风险提示

7.1、2023年及2024年行业展望

- 我们基于以下重点假设进行预测：1、我国总人口数于2022年见顶，城镇化率将保持提升趋势，2023-2024年城镇化率约为66.02%~66.80%；2、2023年房地产投资施工强度（每平米投资成本）同比下滑约10%，2024年施工强度同比小幅提升2%，2023-2024年土地购置费同比下降约3%~4%；3、行业停工面积净增长速度将边际递减。
- 展望2023Q4及2024全年，我们认为：1) 一二线城市需求侧政策放松有望延续，政策落地效果或将逐步提升，促进行业销售平稳修复；2) 土地成交和房屋新开工规模连续两年降低之后，商品房市场供需关系进一步趋向均衡；3) 随着保交楼项目顺利推进，或将平滑前期新开工面积下滑带来的边际影响，房屋竣工规模或将稳中微降。

表4：2023年及2024年房地产行业总量数据预测

	指标（累计）	2023E	2024E	
		绝对量	绝对量	同比增速
1、	商品房销售面积（万平方米）	117,040	112,169	-4.2%
1.1、	其中：住宅（万平方米）	98,781	95,344	-3.5%
2、	商品房销售均价（元/平方米）	10,450	10,502	0.5%
2.1、	其中：住宅（元/平方米）	10,600	10,706	1.0%
3、	房地产开发投资（亿元）	117,202	114,482	-2.3%
3.1、	其中：土地购置费（亿元）	39,389	38,207	-3.0%
4、	房屋施工面积（万平方米）	838,712	806,284	-3.9%
5、	房屋新开工面积（万平方米）	93,922	90,031	-4.1%
5.1、	其中：住宅（万平方米）	68,751	66,173	-3.7%
6、	房屋竣工面积（万平方米）	101,742	96,396	-5.3%

资料来源：光大证券研究所预测

7.2、投资建议、重点公司盈利预测及估值

- 1) 看好具备片区综合开发能力，有机会参与超大特大城市的城市更新，市占率有望提升的稳健龙头房企，建议关注招商蛇口、保利发展、中国金茂、中国海外发展、越秀地产、华发股份、中国海外宏洋集团、万科A/万科企业、滨江集团；
- 2) 看好先发布局多元赛道，存量资产资源丰富，有望通过存量资产升维运营与盘活持续提升业绩的房企，建议关注华润置地、龙湖集团、新城控股；
- 3) 看好我国产业园步入存量改革+创新发展期，逐步迈向专业化运营发展，公募REITs利于产业园资产重估，建议关注上海临港。

表5：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价 (元/港元)	EPS (元)				2022-2025的三年 CAGR	PE				投资评级	
			2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E	本次	变动
000002.SZ	万科A	11.93	1.94	1.63	1.68	1.82	-2.2%	6.1	7.3	7.1	6.6	买入	维持
600048.SH	保利发展	11.11	1.53	1.59	1.73	1.91	7.6%	7.2	7.0	6.4	5.8	买入	维持
001979.SZ	招商蛇口	10.98	0.41	0.77	0.87	1.18	42.0%	26.8	14.3	12.6	9.3	买入	维持
601155.SH	新城控股	12.11	0.62	1.61	2.41	3.03	69.7%	19.5	7.5	5.0	4.0	买入	维持
600325.SH	华发股份	8.30	1.22	1.45	1.72	2.02	18.3%	6.8	5.7	4.8	4.1	买入	维持
002244.SZ	滨江集团	8.42	1.20	1.32	1.60	2.02	18.9%	7.0	6.4	5.3	4.2	买入	维持
600848.SH	上海临港	10.99	0.40	0.70	0.81	0.94	33.0%	27.5	15.8	13.5	11.7	买入	维持
2202.HK	万科企业	8.08	1.94	1.63	1.68	1.82	-2.2%	3.8	4.5	4.4	4.1	买入	维持
0688.HK	中国海外发展*	15.14	2.23	2.17	2.50	2.84	8.4%	6.2	6.4	5.5	4.9	买入	维持
1109.HK	华润置地*	29.55	3.79	4.22	4.71	5.44	12.9%	7.2	6.4	5.8	5.0	买入	维持
0960.HK	龙湖集团*	12.12	3.42	3.04	3.16	3.43	0.1%	3.3	3.7	3.5	3.2	买入	维持
0817.HK	中国金茂*	0.95	0.22	0.31	0.43	0.46	28.1%	4.0	2.8	2.0	1.9	买入	维持
0123.HK	越秀地产*	7.92	1.05	1.06	1.23	1.48	12.0%	6.9	6.9	5.9	4.9	买入	维持
0081.HK	中国海外宏洋集团*	2.59	0.87	0.84	1.05	1.28	13.6%	2.7	2.8	2.3	1.9	买入	维持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-11-07；汇率按1HKD=0.9177CNY换算；

注：A股地产上市公司的股价和EPS均以人民币计价；H股地产上市公司的股价以港币计价，*为EPS（核心）并以人民币计价。

7.3.1、招商蛇口 (001979.SZ): 聚焦核心城市, REITs扩募助力业绩改善

2023年前三季度, 公司实现营业收入758.3亿元, 同比减少15.3%; 归母净利润37.7亿元, 同比增长27.5%。

毛利率降幅边际收窄, REITs扩募助力业绩改善: 23年前三季度, 公司毛利率为18.3%, 同比降低0.5pct, 毛利率降幅边际收窄; 前三季度归母净利润37.7亿元, 同比增长27.5%, 其中非流动资产处置损益8.0亿元影响较大, 扣非归母净利润为29.6亿元, 同比增长27.5%, 经营业绩提升明显, 主要因单三季度结算毛利率边际改善, 以及少数股东损益占比降低影响。

销售表现优秀, 城市深耕效果显著: 据克而瑞数据, 23年1-10月公司实现销售额2473亿元, 同比增长9.1%, 位居克而瑞销售榜第五名, 销售同比表现强于百强房企整体表现。其中, 23年上半年公司于上海、合肥、苏州、深圳等12个城市进入当地流量销售金额排名前五。

聚焦核心一二线城市, 政策宽松有望加速销售: 23年1-9月, 公司新增土储38幅, 总建面371万平米, 总地价约691亿元, 拿地销售比保持合理强度(30.5%), 新增土储聚焦于北京、上海、杭州等15个核心城市, 拿地质量较高; 随着核心城市“认房不认贷”等宽松政策落地, 公司重点布局的核心城市改善性住房成交情况有望改善, 或将助力公司进一步提升去化速度。

公司背靠招商局集团, 集团资源丰富, 拿地与销售表现积极, 优质土储充裕, 信用优势显著, 未来有望持续提升市占率和业绩, 维持公司23-25年的归母净利润预测为75.1亿元、85.3亿元、112.8亿元, 当前股价对应23-25年PE估值为14.3/12.6/9.3倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 销售不及预期, 新增投资不及预期, 新开工规模不及预期、交付不及预期, 行业下行超预期等。

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	160,643	183,003	195,402	196,861	224,487
营业收入增长率	23.93%	13.92%	6.78%	0.75%	14.03%
净利润(百万元)	10,372	4,264	7,505	8,527	11,284
净利润增长率	-15.35%	-58.89%	76.00%	13.62%	32.34%
EPS(元)	1.16	0.41	0.77	0.87	1.18
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.54%	4.19%	6.02%	6.57%	8.20%
P/E	9.5	26.8	14.3	12.6	9.3
P/B	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为2023-11-07

7.3.2、华发股份 (600325.SH): 收入如期高增长, 积极拿地促进销售扩张



2023年前三季度, 公司实现营收472.5亿元, 同比增长40.2%; 归母净利润22.0亿元, 同比增长1.14%。

收入如期高增长, 核心盈利较为扎实: 23年单三季度, 公司实现营收157.7亿元, 同比增长95.3%。23年前三季度, 公司综合毛利率为17.7%, 同比下降3.2pct, 降幅同比收窄明显; 扣非归母净利润为21.7亿元, 同比增长0.7%, 核心盈利较为扎实。

销售强势增长, 华东华南表现出色: 据克而瑞数据, 23年1-9月, 公司实现销售金额 1036亿元, 同比增加 42.0%, 销售增速在业内处于领先水平, 在克而瑞销售榜排名第14名, 行业地位进一步提升; 其中, 23年H1华东、华南大区分别实现销售额406.2亿元、183.4亿元, 同比分别增长38.5%、158.4%。

聚焦核心城市, 优化投拓布局: 23年H1, 公司新获取11个项目, 新增土储建面191.8万平米, 权益土储155.7万平米, 平均权益比例为61%, 其中, 新拿地均位于上海、深圳、成都、杭州等一线、强二线城市, 土储结构优化, 优质货源充足, 有力保障后期去化速度。

公司于核心城市土储充裕, 销售增长明显, 产品核心竞争力较强, 具备国企信用优势, 未来业绩具有较大提升空间, 维持公司2023-2025年EPS预测分别为1.45元、1.72元、2.02元, 当前股价对应2023-2025年PE分别为5.7/4.8/4.1倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 销售与新拿地不及预期、施工与交付不及预期、市场下行超预期等。

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	51,240.68	59,189.81	70,940.51	77,812.99	85,699.68
营业收入增长率	0.46%	15.51%	19.85%	9.69%	10.14%
净利润 (百万元)	3,194.75	2,577.82	3,071.29	3,648.60	4,272.91
净利润增长率	10.09%	-19.31%	19.14%	18.80%	17.11%
EPS (元)	1.51	1.22	1.45	1.72	2.02
ROE (归属母公司) (摊薄)	15.35%	13.06%	13.94%	14.87%	15.57%
P/E	5.5	6.8	5.7	4.8	4.1
P/B	0.8	0.9	0.8	0.7	0.6

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为2023-11-07

7.3.3、华润置地(1109.HK)：开发投资表现强势，资管业务加速发展

23年上半年，公司实现营业收入729.7亿元，同比增长0.1%；归母净利润137.4亿元，同比增长29.6%。

地产待结算资源充裕，经常性业务修复显著：23年H1，公司物业开发实现营收546.2亿元，已锁定于下半年结转的合同额1423.5亿元；经营性不动产业务营收107.2亿元，同比增长41.0%，复苏显著；核心归母净利润为112.7亿元，同比增长10.9%，其中，经常性业务核心净利润贡献占比合计42.8%，起到业绩稳定器作用。

销售增长迅速，投资表现强势：23年1-9月，公司实现销售金额 2343亿元，同比增加 16.0%，销售表现强势，位列克而瑞销售排行榜第四位。23年H1，公司新获取土地总价1023亿元，权益比例59%，拿地销售比60.1%，对应总货值2270亿元，其中，一二线城市投资额及总可售货值占比达93%，拿地能级较高，未来可售货值充裕。

存量商业资源丰富，轻资产管理行业领先：截至23年H1末，公司在营购物中心67座，总建面813万平米，在建及规划中购物中心57座，经营性不动产规模扩张趋势较好；物管在管面积同比增长28.2%至3.25亿平米；23年H1，公司轻资产管理业务收入50亿元，同比增长37.6%，保持高质量稳步增长。






公司作为央企地产，信用优势明显，核心土储充裕，销售表现强劲，经营性不动产业务稳健发展，维持公司23-25年预测核心EPS为4.22元、4.71元、5.44元，现价对应23-25年PE核心估值分别为6.4/5.8/5.0倍，维持“买入”评级。

风险提示：销售、拿地不及预期，新开工、交付不及预期，经营性不动产运营表现不及预期，行业下行超预期等。

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	212,108	207,061	251,647	262,445	285,942
营业收入增长率	18.1%	-2.4%	21.5%	4.3%	9.0%
归母净利润（百万元）	32,401	28,092	34,260	37,780	42,949
归母净利润增长率	8.7%	-13.3%	22.0%	10.3%	13.7%
基本EPS(元，人民币)	4.54	3.94	4.80	5.30	6.02
核心EPS(元，人民币)	3.73	3.79	4.22	4.71	5.44
P/E(基本)	6.0	6.9	5.6	5.1	4.5
P/E(核心)	7.3	7.2	6.4	5.8	5.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-11-07；汇率按1HKD=0.9177CNY换算。

- ❑ 1、政策面：中央定调明确宽松信号，优化政策边际效果初显
- ❑ 2、行业基本面：销售与新开工边际改善，投资同比仍显弱势
- ❑ 3、土地市场：供需同比深度下滑，城市土拍溢价率分化
- ❑ 4、资金情况：居民中长贷意愿较弱，行业债务高峰已过
- ❑ 5、经营分析：行业收入增速转负，利润率有待企稳
- ❑ 6、板块分析：PB估值低估明显，资金关注度较低
- ❑ 7、投资建议：房地产行业展望及重点公司推荐
- ❑ **8、风险提示**

-  **房地产行业宽松政策推进不及预期风险：**后续房地产宽松政策推行速度及落地效果或不及预期，或导致居民及企业信心修复缓慢、房地产销售市场回暖滞缓，进而影响企业销售回款，拉长房地产开发运营周期，加大企业资金压力。
-  **房地产市场需求不及预期风险：**一旦就业情况恶化或导致部分居民薪资缩水及家庭可支配收入下降，或影响居民购房需求及居民部门结构性信用扩张以及按揭贷款偿还。
-  **房地产企业项目竣工不及预期风险：**部分房企或因现金流问题导致工程款账期延长，拖缓公司施工进度，从而影响竣工规模并导致企业业绩兑现不及预期的风险。
-  **房地产企业多元化业务经营不佳风险：**房企多元业态可能受宏观经济环境变化、居民消费恢复不及预期或行业竞争环境恶化等因素影响，出现多元业务经营效果不及预期、投资回报收益率表现不佳等风险。
-  **房地产企业信用风险：**部分房企24年仍将面对债务到期高峰，叠加“三道红线”降杠杆要求，现金流管理能力较弱及负债结构较差的房企债务违约风险增加，并影响行业整体的信用恢复。

衷心 感谢

光大证券研究所



房地产研究团队

分析师：何缅南

🔗 执业证书编号：S0930518060006

☎ 电话：021-52523801

✉ 邮件：hemiannan@ebscn.com

联系人：庄晓波

☎ 电话：021-52523416

✉ 邮件：zhuangxiaobo@ebscn.com

中庚基金

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A股市场基准为沪深300指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普500指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于1996年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界500强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。