

评级： 看好

核心观点

李泉洋

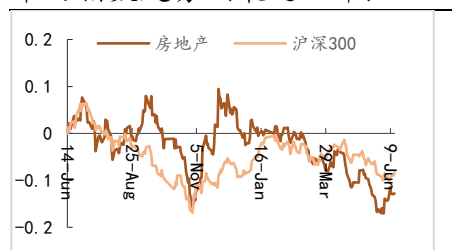
房地产行业分析师

SAC 执证编号: S0110523050001

lixiaoyang@sczq.com.cn

电话: 010-81152673

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

相关研究

- 房企销售月报：百强销售持续回落，高信用房企优势明显
- 房企融资月报：信用债单月发行增速转负，国央企占比持续提升
- 房地产行业周报：新房二手房环比走弱，首套二套利差持续扩大

- **百强房企拿地增速回升，持续聚焦核心城市。**2023 年 1-5 月百强房企新增土地货值 10620 亿元，累计同比-9.9%；新增土地金额 5129 亿元，累计同比-3.6%；新增土地建面 5197 万方，累计同比-10.9%；新增土地均价 9870 元/方，累计同比 8.3%。地价相对平稳的背景下，新增土地均价的抬升，房企投资结构进一步向核心城市转变。金额入榜门槛方面，2023 年 1-5 月 TOP10 入榜门槛为 123 亿元，同比变化 1.9%；TOP20 入榜门槛为 59 亿元，同比变化-20.8%；TOP30 入榜门槛为 37 亿元，同比变化-16.6%；TOP50 入榜门槛为 24 亿元，同比变化 1.3%；TOP100 入榜门槛为 13 亿元，同比变化 18.9%。TOP20 和 TOP30 门槛同比增速下滑明显，排名在 10-30 腰部房企投资能力有所下降。而 TOP100 拿地金额门槛大幅上行，地方城投、地铁及建筑类央企国企纷纷在土地市场有所斩获。
- **高信用房企投资强度下滑明显，华润置地累计拿地金额领先。**单月拿地金额方面，2023 年 5 月高信用房企单月拿地金额 644.6 亿元，同比多增 248 亿元；中信用房企单月拿地金额 4.3 亿元，同比少增 55.2 亿元。累计拿地金额增速方面，高信用房企拿地金额累计同比-2.8%，中信用房企拿地金额累计同比-7.8%，降速均较 2022 全年有所放缓。23 年 2 月以来中信用房企重回土拍市场，拿地金额于 4 月创新高，5 月同比少增明显。投资金额强度来看，2023 年 1-5 月高信用房企投资强度为 19.6%，较 2022 全年变动-11.6%；中信用房企投资强度为 7.6%，较 2022 全年变动 0.3%。22-23 年整体投资金额强度来看，前五名房企分别为滨江集团、建发房产、华润置地、越秀地产和绿城中国，分别为 40%、39%、35%、30%和 26%。高信用房企投资强度下滑明显，中信用房企投资强度小幅提升，仍处于低位区间。
- **投资建议：基本面持续走弱与核心城市限制性政策的宽松，引发市场对于新一轮宽松政策预期。**近期核心城市青岛、杭州、南京放松限制性调控政策，后续有望更多城市跟进，地产股迎来估值修复行情。历史低效资产包袱较小，于周期底部获取三高土储（高能级、高去化、高利润率）的房企，将形成较明显的换牌效应，带动资产质量优化。在区域分化的背景下，资产质量提升将带动优质房企 PB 逐步回升至 2018 年行业高周转模式前的水平。
- **持续推荐：**1) 高能级布局、拿地换牌比例较高、规模适中的头部房企：招商蛇口、华润置地；2) 行业底部拿地扩张的优质房企：滨江集团、华发股份。3) 融资和拿地后续恢复正常的困境反转类房企，有望迎来估值提升：金地集团。4) 永续现金流类房企：龙湖集团、华润置地。
- **风险提示：**宏观经济复苏不及预期，政策反应钝化，二手房挂牌量持续提升，房价超预期下跌等。

1 百强房企拿地增速回升，持续聚焦核心城市

2023 年 1-5 月百强房企新增土地货值 10620 亿元，累计同比-9.9%；新增土地金额 5129 亿元，累计同比-3.6%；新增土地建面 5197 万方，累计同比-10.9%；新增土地均价 9870 元/方，累计同比 8.3%。地价相对平稳的背景下，新增土地均价的抬升，房企投资结构进一步向核心城市转变。

图 1 百强房企货值、金额和建面累计同比

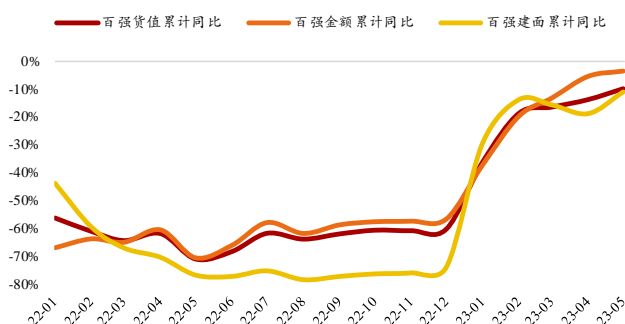
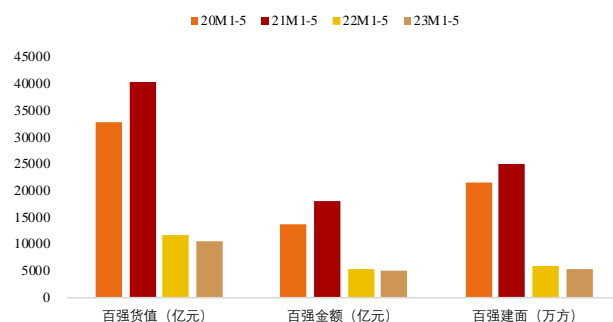


图 2 百强房企货值、金额和建面绝对值



资料来源：克而瑞，首创证券

资料来源：克而瑞，首创证券

金额入榜门槛方面，2023 年 1-5 月 TOP10 入榜门槛为 123 亿元，同比变化 1.9%；TOP20 入榜门槛为 59 亿元，同比变化-20.8%；TOP30 入榜门槛为 37 亿元，同比变化-16.6%；TOP50 入榜门槛为 24 亿元，同比变化 1.3%；TOP100 入榜门槛为 13 亿元，同比变化 18.9%。TOP20 和 TOP30 门槛同比增速下滑明显，排名在 10-30 腰部房企投资能力有所下降。而 TOP100 拿地金额门槛大幅上行，地方城投、地铁及建筑类央国企纷纷在土地市场有所斩获。

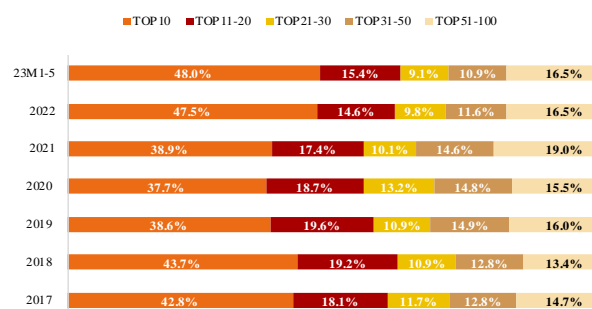
金额口径分梯队占比情况，2023 年 1-5 月 TOP10、TOP11-20、TOP21-30、TOP31-50 和 TOP51-100 房企百强占比为 48%、15.4%、9.1%、10.9%和 16.5%，较 2022 年年底变动为 0.4%、0.8%、-0.6%、-0.6%和 0%。当前 TOP10 房企除滨江集团，均为国央企背景的房企。良好的信用资质和核心地块项目高去化属性，助力 TOP10 房企的拿地金额占比持续提升。

图3 拿地金额入榜门槛值变化

| 门槛值 (亿元) | 20M1-5 | 21M1-5 | 22M1-5 | 23M1-5 | 同比变化 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| TOP10 | 325 | 408 | 121 | 123 | 1.9% |
| TOP20 | 252 | 277 | 75 | 59 | -20.8% |
| TOP30 | 163 | 173 | 45 | 37 | -16.6% |
| TOP50 | 70 | 91 | 23 | 24 | 1.3% |
| TOP100 | 25 | 23 | 11 | 13 | 18.9% |

资料来源：克而瑞，首创证券

图4 分梯队金额占比情况



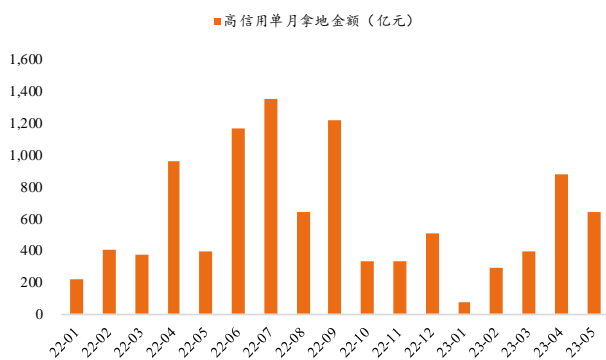
资料来源：克而瑞，首创证券

2 高信用房企投资强度下滑明显，华润置地累计拿地金额领先

单月拿地金额方面，2023年5月高信用房企单月拿地金额644.6亿元，同比多增248亿元；中信用房企单月拿地金额4.3亿元，同比少增55.2亿元。累计拿地金额增速方面，高信用房企拿地金额累计同比-2.8%，中信用房企拿地金额累计同比-7.8%，降速均较2022全年有所放缓。

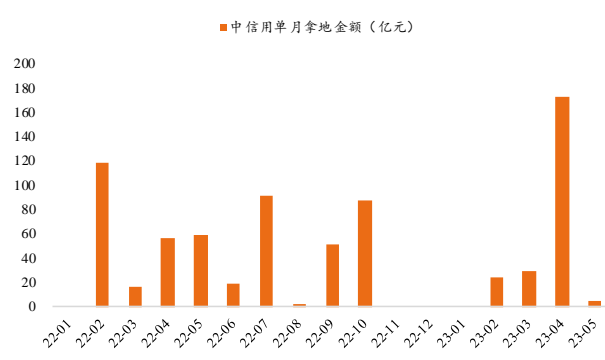
拿地金额百强占比方面，高信用房企百强占比44.8%，较2022全年增速变动-3.3%；中信用房企百强占比4.5%，较2022全年增速变动1.5%。23年2月以来中信用房企重回土拍市场，拿地金额于4月创新高，5月同比少增明显。

图5 高信用房企单月拿地金额



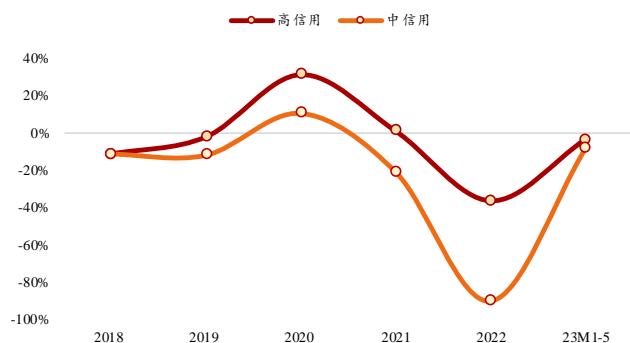
资料来源：克而瑞，首创证券

图6 中信用房企单月拿地金额



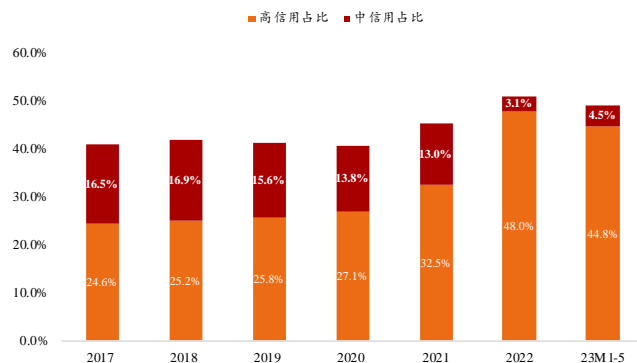
资料来源：克而瑞，首创证券

图 7 高、中信用房企拿地金额累计同比



资料来源：克而瑞，首创证券

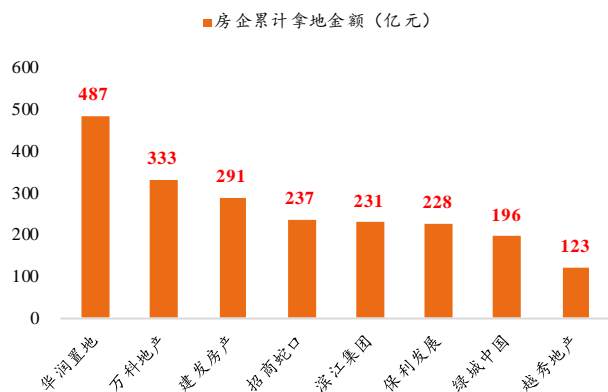
图 8 高、中信用房企拿地金额百强占比



资料来源：克而瑞，首创证券

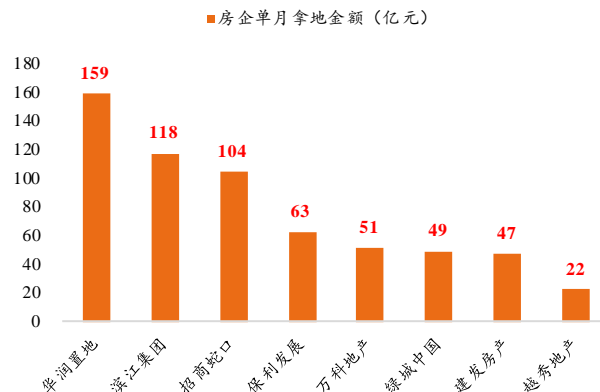
重点房企累计拿地金额前五名分别为华润置地、万科地产、建发房产、招商蛇口和滨江集团，对应金额为 487 亿元、333 亿元、291 亿元、237 亿元和 231 亿元；重点房企拿地金额累计同比前五名分别为招商蛇口、越秀地产、华润置地、保利发展和华发股份，对应累计同比分别为 174.8%、67.8%、30.3%、29.8%和 22%。重点房企单月拿地金额前五名分别为华润置地、滨江集团、招商蛇口、保利发展和万科地产，对应金额为 159 亿元、118 亿元、104 亿元、63 亿元和 51 亿元。

图 9 重点房企累计拿地金额



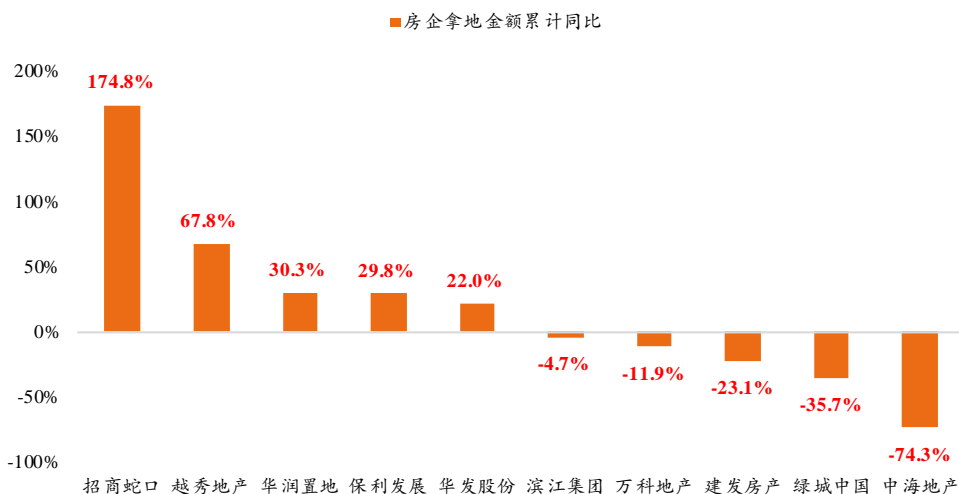
资料来源：克而瑞，首创证券

图 10 重点房企单月拿地金额



资料来源：克而瑞，首创证券

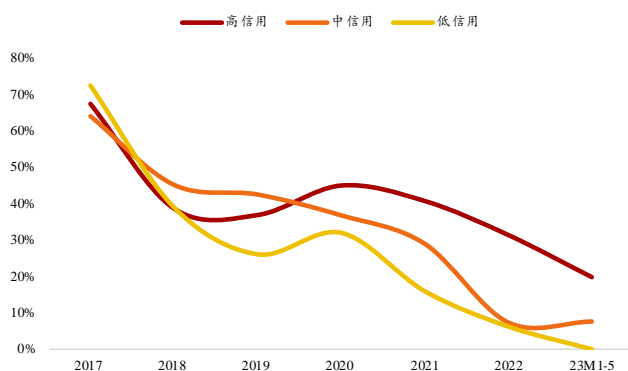
图 11 重点房企拿地金额累计同比



资料来源：克而瑞，首创证券

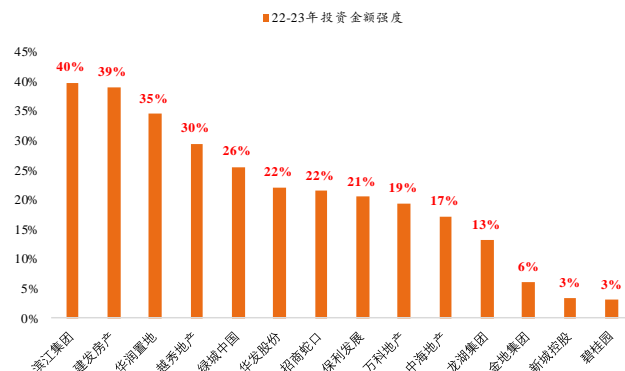
投资金额强度来看，2023 年 1-5 月高信用房企投资强度为 19.6%，较 2022 全年变动-11.6%；中信用房企投资强度为 7.6%，较 2022 全年变动 0.3%。22-23 年整体投资金额强度来看，前五名房企分别为滨江集团、建发房产、华润置地、越秀地产和绿城中国，分别为 40%、39%、35%、30%和 26%。高信用房企投资强度下滑明显，中信用房企投资强度小幅提升，仍处于低位区间。

图 12 高、中、低信用房企拿地强度



资料来源：克而瑞，首创证券

图 13 重点房企 22-23 投资金额强度平均值



资料来源：克而瑞，首创证券

图 14 主要房企投资金额强度

| 投资金额强度 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 23M1-5 |
|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 招商蛇口 | 71.4% | 52.4% | 39.5% | 52.0% | 36.4% | 26.0% | 17.3% |
| 保利发展 | 67.7% | 45.3% | 30.1% | 40.2% | 35.0% | 29.5% | 11.7% |
| 中海地产 | 75.9% | 38.3% | 38.3% | 39.4% | 42.9% | 29.5% | 5.1% |
| 华润置地 | 60.1% | 59.9% | 48.1% | 46.5% | 43.5% | 35.4% | 33.9% |
| 越秀地产 | 102.6% | 17.6% | 24.1% | 31.3% | 59.0% | 41.6% | 17.7% |
| 绿城中国 | 42.4% | 37.0% | 65.3% | 66.2% | 57.8% | 27.8% | 23.7% |
| 万科地产 | 49.7% | 44.3% | 35.6% | 26.3% | 30.4% | 18.9% | 20.1% |
| 滨江集团 | 38.2% | 41.7% | 45.2% | 52.4% | 38.0% | 51.0% | 28.9% |
| 华发股份 | 70.1% | 28.3% | 15.1% | 40.6% | 11.9% | 34.1% | 10.3% |
| 建发房产 | 49.4% | 31.2% | 35.0% | 46.1% | 55.9% | 40.6% | 37.5% |
| 首开股份 | 113.9% | 27.7% | 27.5% | 52.4% | 35.7% | 9.0% | 9.1% |
| 龙湖集团 | 73.0% | 55.9% | 42.5% | 46.3% | 42.8% | 16.5% | 10.1% |
| 金地集团 | 57.2% | 52.8% | 42.0% | 36.3% | 20.5% | 3.4% | 9.1% |
| 新城控股 | 57.4% | 40.1% | 23.1% | 40.5% | 30.9% | 0.0% | 6.9% |
| 碧桂园 | 74.5% | 43.2% | 29.2% | 34.3% | 27.2% | 2.0% | 4.2% |

资料来源：克而瑞，首创证券

3 投资建议

基本面持续走弱与核心城市限制性政策的宽松，引发市场对于新一轮宽松政策预期。近期核心城市青岛、杭州、南京放松限制性调控政策，后续有望更多城市跟进，地产股迎来估值修复行情。历史低效资产包袱较小，于周期底部获取三高土储（高能级、高去化、高利润率）的房企，将形成较明显的换牌效应，带动资产质量优化。在区域分化的背景下，资产质量提升将带动优质房企 PB 逐步回升至 2018 年行业高周转模式前的水平。

持续推荐：1) 高能级布局、拿地换牌比例较高、规模适中的头部房企：招商蛇口、华润置地；2) 行业底部拿地扩张的优质房企：滨江集团、华发股份。3) 融资和拿地后续恢复正常的困境反转类房企，有望迎来估值提升：金地集团。4) 永续现金流类房企：龙湖集团、华润置地。

4 风险提示

宏观经济复苏不及预期，政策反应钝化，二手房挂牌量持续提升，房价超预期下跌等。

分析师简介

李泉洋，房地产行业分析师，香港中文大学硕士，2021年5月加入首创证券。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

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

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

| | 评级 | 说明 |
|--------|----|---------------------|
| 股票投资评级 | 买入 | 相对沪深300指数涨幅15%以上 |
| | 增持 | 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间 |
| | 中性 | 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间 |
| | 减持 | 相对沪深300指数跌幅5%以上 |
| 行业投资评级 | 看好 | 行业超越整体市场表现 |
| | 中性 | 行业与整体市场表现基本持平 |
| | 看淡 | 行业弱于整体市场表现 |