

宏观深度报告

地产恢复行至何处：销售、融资、拿地、投资全梳理

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

张德礼 投资咨询资格编号
S1060521020001
ZHANGDELI586@pingan.com.cn



事项：

2023年1-2月房地产数据全线回暖，高频指标显示2023年3月销售继续改善。

平安观点：

- 本篇报告结合官方数据、高频指标和房企公告等，从销售、融资、拿地和投资四个维度，对中国房地产恢复状况做了全面梳理。
- 销售方面，短期高景气可能源于前期积压需求的释放，未来或将再度承压。2023年1-2月全国商品房销售面积和销售额分别同比下降3.6%、同比持平，与2022年12月的增速相比大幅回升。从30大中城市的高频数据看，3月全国商品房销售有望进一步改善。二手房销售恢复时点早于新房，而新房中期房销售改善程度好于现房。参考2022年上海疫后地产销售恢复的经验，我们认为因疫情而积压的购房需求可能已得到相当比例的释放。目前，我国商品房库存仍处高位，供给端对销售的掣肘较弱。但在2016年后中国商品房销售持续透支、居民部门债务压力积累、对经济和就业的预期改善需要时间、保交楼任务依然艰巨等多重因素的压制下，中国房地产销售可能再度面临来自需求端的压力。
- 融资方面，“三箭齐发”政策效果逐步显现。2023年1-2月房地产开发资金来源同比-15.2%，较2022年12月的-28.7%跌幅明显收窄，也是2022年3月以来同比跌幅首次少于两成。信贷方面，2023年1-2月开发商到位资金来源于国内贷款同比下降15.0%，降幅有所扩大，与高基数有关，房企获得开发贷最难的时候大概率已过。债券方面，民营房企信用债发行规模依然较低，但房企授信大幅增加后信用债违约风险下降，民营房企信用利差已大幅回落。股权方面，截至目前已有20家房企在上交所和深交所拟定增募资，预计将获得超千亿元的股权融资；9家房企已完成港交所的股权融资，扣除配售佣金后净融资200余亿元。
- 拿地方面，2023年土地市场热度降温，不过民营房企参与度提升。2022年11月-12月土地成交持续回暖，但2023年以来土地市场热度降温。一个积极的现象是，民营房企拿地参与度提升。鉴于地产销售可能过了恢复最快阶段，我们认为土地一级市场恢复还需要时间。
- 投资方面，房地产对中国经济拖累最大的时候已经过去。2022年12月以来，房地产开发投资相关指标持续改善。领先指标显示其它费用同比2023年上半年面临较大回落压力，但新开工面积同比短期或将触底，保交楼助推下竣工面积同比大概率将加速，两者共同推动建安投资同比回升。我们认为2023年房地产对中国经济的拖累将明显弱于2022年。

正文目录

| | |
|-----------------------|----|
| 一、销售：积压需求释放带来助推 | 4 |
| 1.1 现房销售表现强于期房 | 4 |
| 1.2 三线城市商品房销售恢复更快 | 5 |
| 1.3 二手房市场复苏早于新房 | 6 |
| 1.4 积压购房需求或已得到相当比例释放 | 6 |
| 二、融资：“三箭齐发”效果渐显 | 8 |
| 三、拿地：民营房企参与度提升 | 11 |
| 四、投资：对中国经济拖累最大的时候已经过去 | 13 |

图表目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 图表1 2023年1-2月，期房销售改善快于现房 | 4 |
| 图表2 2023年2月，不同类型商品房销售走势分化 | 4 |
| 图表3 TOP50房企中，民营房企销售恢复节奏仍明显慢于央、国企开发商 | 5 |
| 图表4 近三年30大中城市商品房成交面积 | 5 |
| 图表5 相较于一、二线，三线城市商品房销售恢复更快 | 5 |
| 图表6 2023年春节前后，百度迁徙指数明显高于前两年农历同期水平 | 6 |
| 图表7 近年15城二手房成交面积 | 6 |
| 图表8 2023年成都二手房市场火爆 | 6 |
| 图表9 2022年5-6月上海商品房销售环比激增 | 7 |
| 图表10 2022年末各层级城市商品房的狭义库存消化周期 | 7 |
| 图表11 2022年末各层级城市商品房的广义库存消化周期 | 7 |
| 图表12 克而瑞重点监测的30个城市2022年末住宅的广义库存消化周期 | 8 |
| 图表13 2023年1-2月，开发商到位资金主要来源多数出现改善 | 9 |
| 图表14 房企境内外债券及信托、ABS融资规模 | 9 |
| 图表15 民营房企信用利差已明显低于2022年7月 | 9 |
| 图表16 2022年11月至今上交所、深交所房企股权融资情况 | 10 |
| 图表17 2022年11月至今港交所房企股权融资情况 | 10 |
| 图表18 2023年初以来100大中城市土地供应同比萎缩 | 11 |
| 图表19 各线城市近期的供应土地占地面积同比 | 11 |
| 图表20 近年100大中城市成交土地占地面积 | 12 |
| 图表21 二、三线城市土地交易回暖时点早于一线城市 | 12 |
| 图表22 近年100大中城市成交土地溢价率 | 12 |
| 图表23 近年各线城市成交土地溢价率 | 12 |
| 图表24 2023年1-2月TOP100房企拿地额同比跌幅收窄 | 13 |
| 图表25 2023年1-2月，民营房企拿地参与度提高 | 13 |
| 图表26 2022年12月以来，地产投资相关指标持续改善 | 13 |
| 图表27 2022年12月以来，建安和其它费用均持续改善 | 13 |
| 图表28 房地产开发投资完成额各分项 | 14 |
| 图表29 领先指标显示土地购置费同比面临回落压力 | 14 |
| 图表30 根据领先性判断，新开工面积同比接近或已探底 | 14 |

房地产是中国重要的支柱产业，与房地产相关的贷款占银行信贷的比重接近40%，房地产相关收入占地方综合财力的50%，房地产占城镇居民资产的60%。2022年中国商品房销售面积同比下降24.3%，房地产开发投资完成额同比下降10.0%，分别创1992年、1999年有统计以来的新低，成为2022年中国经济最大的拖累。

2022年11月房企融资“三箭齐发”，相比于前期所出台的政策更加务实。疫情防控优化，除逐步解除了对看房和购房场景的约束外，还有利于释放前期积压的返乡置业购房需求。国家统计局数据显示，2023年1-2月中国房地产相关指标全线回暖，综合反映全国房地产业发展景气状况的国房景气指数，在趋势性下降22个月后（2021年3月至2022年12月，其中2022年2月小幅回升0.07，并未改变下滑趋势），已于2023年1-2月连续回升。从高频数据看，2023年3月房地产销售进一步改善。

本篇报告中，我们从销售、融资、拿地和投资四个维度，对房地产恢复情况做了系统梳理：

销售方面，二手房市场恢复早于新房市场，新房市场中现房表现强于期房，从高频数据看3月新房和二手房的景气度进一步延续。不过，年初以来的销售高景气可能主要源于前期积压需求的释放，中国房地产销售压力仍存且主要来自需求端；

融资方面，2022年11月“房企融资”三箭齐发，且相比前期所出台的政策更加务实。但从民营房企的债券和股权融资看，目前政策效果还不明显，有必要推动前期出台政策尽快落实；

拿地方面，2022年11月-12月土地成交持续回暖，进入2023年后土地市场热度降温。一个积极的现象是，民营房企拿地参与度在提升。鉴于地产销售可能过了恢复最快的阶段，我们认为土地一级市场恢复尚需时间；

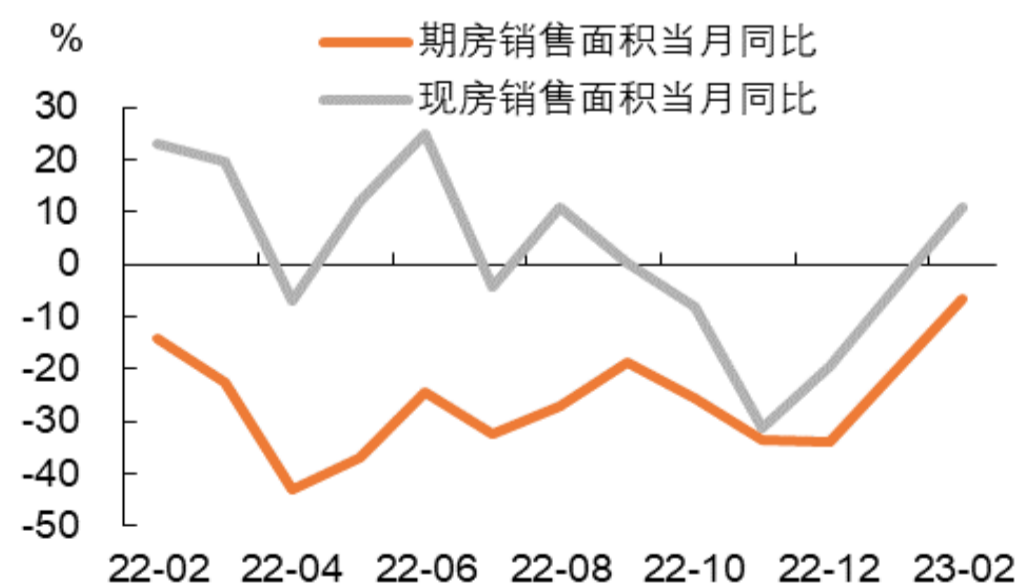
投资方面，2022年12月以来，房地产开发投资相关指标持续改善。从领先指标看，预计2023年上半年土地购置费用面临较大的回落压力，但在新开工面积同比或将探底、保交楼推动存量项目加快竣工的支撑（两者均会提振建安投资）下，2023年房地产投资对中国经济的拖累大概率将弱于2022年。

一、销售：积压需求释放带来助推

1.1 现房销售表现强于期房

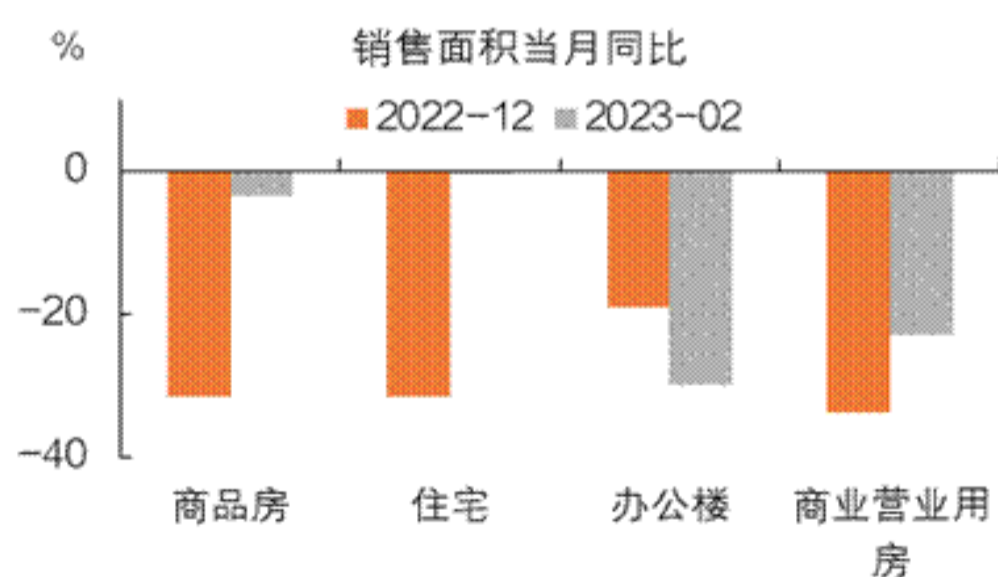
2023年1-2月房地产销售明显改善，现房销售表现继续好于期房。2023年1-2月全国商品房销售面积和销售额分别同比下降3.6%、同比持平，较2022年12月的-31.5%、-27.7%均大幅回升。其中，期房销售面积同比从2022年12月的-34.0%提高至-6.5%，同期现房销售面积同比从-19.4%转正至10.8%，后者表现相对更好，可能源于购房者对期房能否如期交付的信心还有进一步提升空间。分房屋类型看，2023年1-2月，住宅销售改善最为明显，从2022年12月的-31.5%提高至-0.6%；商业营业用房销售面积同比从-33.7%提高至-23.0%；办公楼销售面积同比从-19.0%下滑至-30.0%。

图表 1 2023年1-2月，期房销售改善快于现房



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表 2 2023年2月，不同类型商品房销售走势分化



资料来源：Wind，平安证券研究所（注：2023年2月为累计同比）

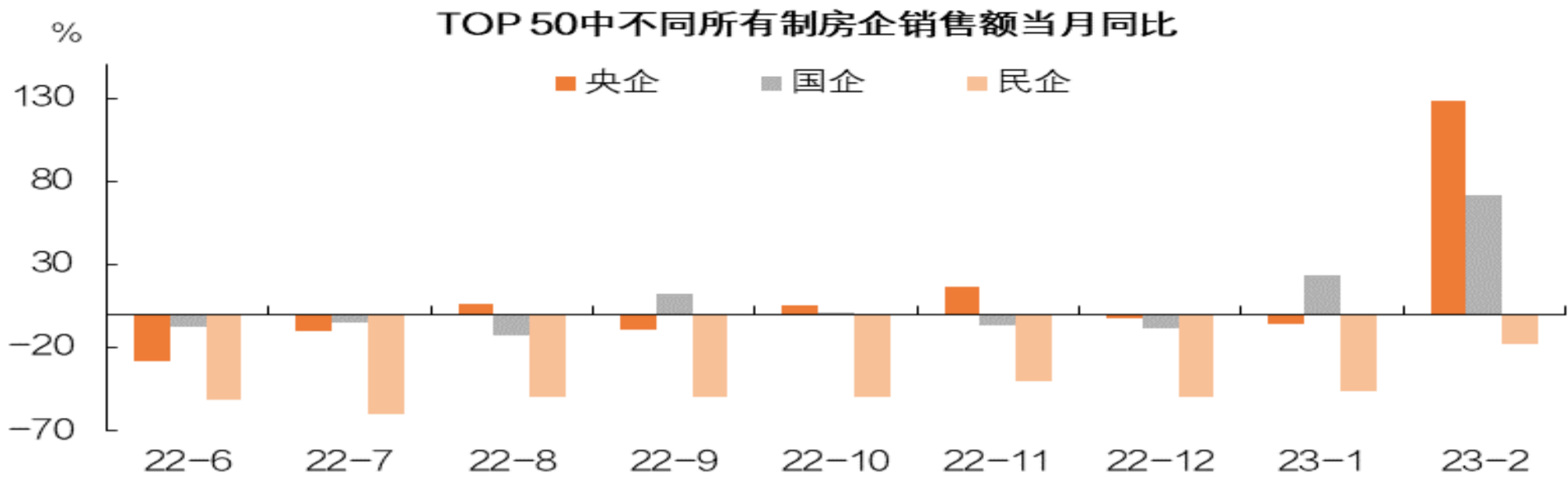
30大中城市商品房销售数据显示，2023年3月商品房销售可能进一步改善。2023年1-2月，30大中城市商品房销售面积共计1991万平方米，同比下降13.7%，跌幅较2022年12月的21.0%有所收窄。3月以来（截至3月25日），30大中城市商品房累计销售1238万平方米，同比增长38.2%。2021年一季度是近年同期30大中城市商品房销售的景气高点，与2021年同期相比，2023年1-2月、3月前25日30大中城市商品房销售面积分别下降34.8%、下降25.3%，跌幅也在收窄。

我们认为，2023年3月商品房销售同比进一步改善的原因如下：一是，尽管1-2月国内疫情已度过高峰，但避险和观望情绪下，部

分有购房需求的人群并未实际看房和购房，令一些购房需求延迟释放；二是，2022年11月以来房地产调控政策集中在供给端，需求端降首付比例、动态调整首套房房贷利率等政策见效需要时间。

分所有制看，目前民营房企销售恢复的节奏仍明显慢于央国企开发商，2023年2月TOP 50房企中民营房企销售额同比依然负增长。这不利于民营开发商回笼资金和推动房地产业形成良性循环。

图表 3 TOP50房企中，民营房企销售恢复节奏仍明显慢于央、国企开发商

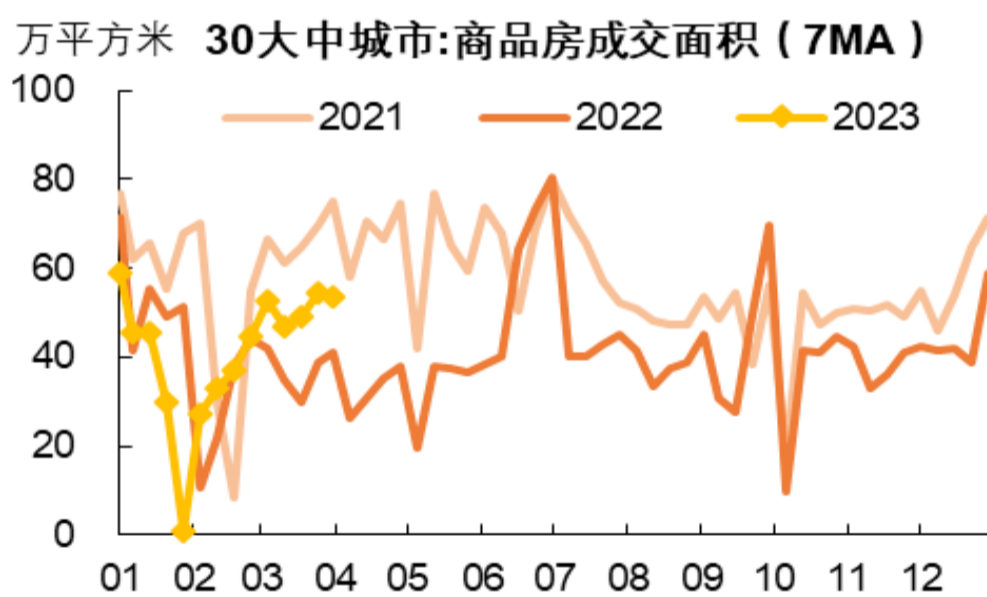


资料来源：克而瑞，平安证券研究所

1.2 三线城市商品房销售恢复更快

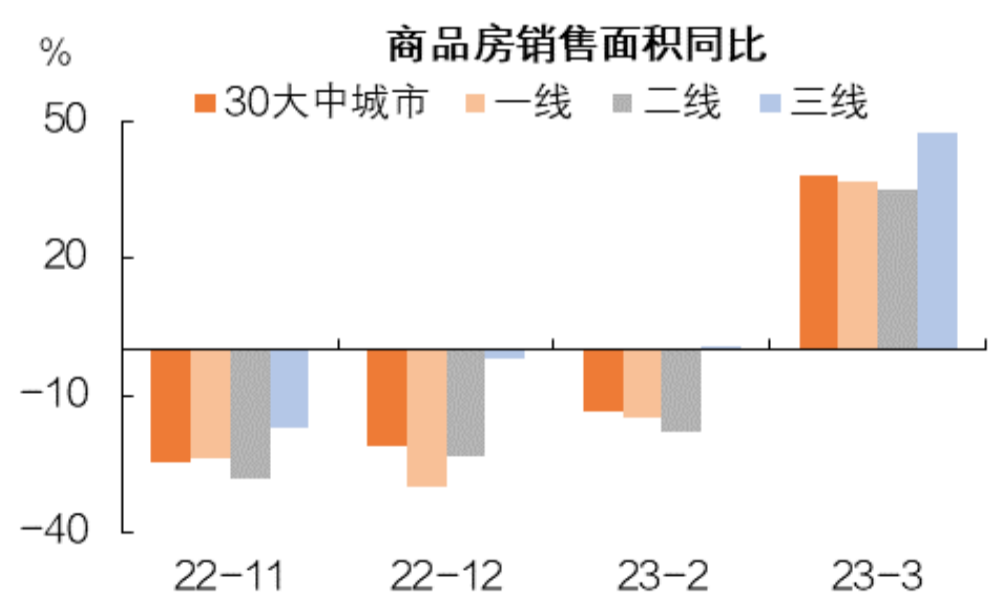
和一、二线城市相比，年初以来三线城市商品房销售恢复更快。2023年1-2月，30大中城市里一线和二线城市的商品房销售面积分别为473万平方米、1084万平方米，分别同比下降15.0%、下降17.9%；三线城市商品房销售435万平方米，同比增长0.8%。与2022年同期相比，2023年3月前25日，30大中城市里一、二、三线城市的商品房销售面积分别同比增长36.8%、增长34.9%和增长47.3%。

图表 4 近三年30大中城市商品房成交面积



资料来源：wind，平安证券研究所

图表 5 相较于一、二线，三线城市商品房销售恢复更快



资料来源：Wind，平安证券研究所（注：2023年2月为累计同比，3月为前25日的同比）

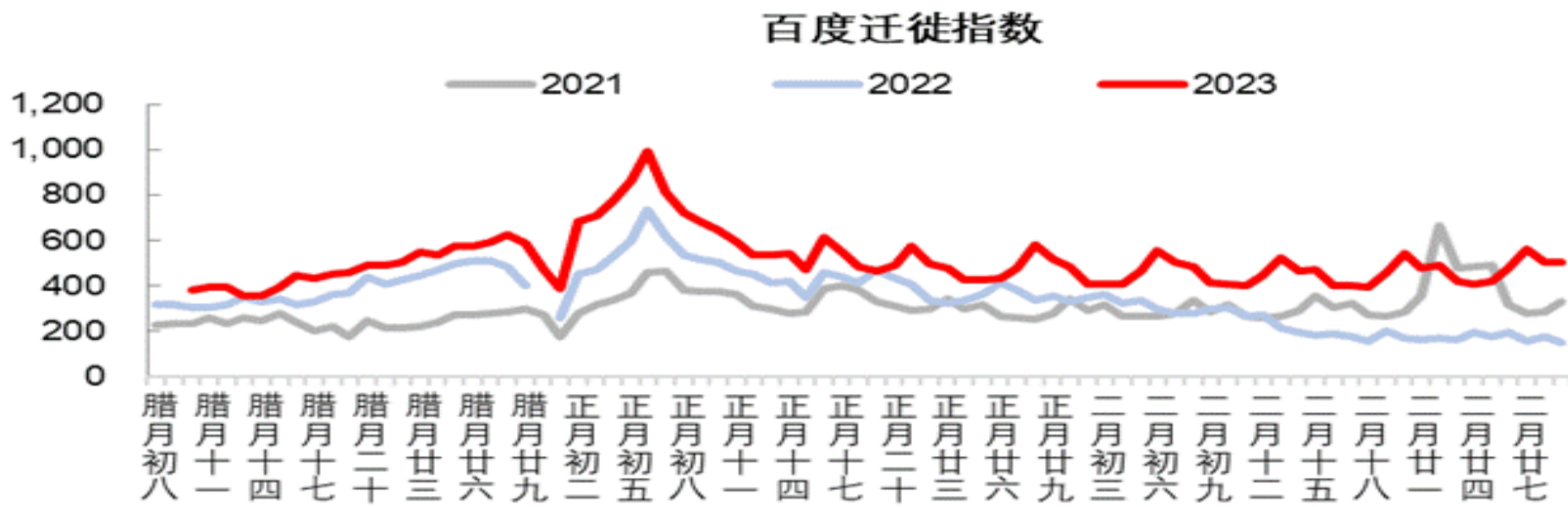
由于30大中城市商品房成交数据的样本城市中有10个城市的数据停止录入，基于数据可得性，在30大中城市里公布数据的20个城市基础上，我们增加了对天津、宁波、济南、郑州、南宁、重庆、银川、唐山、无锡、温州、平顶山、岳阳、常德、北海等14个城市的月度商品房成交统计。结果同样显示，年初以来三线城市商品房销售回暖时点早于一、二线城市，上述34个城市2023年1-2月商品房销售面积同比-0.9%，其中一线、二线和三线城市的销售面积同比分别为-15.0%、-1.9%和33.6%。

三线城市房地产销售回暖更快，可能原因在于：一是，降首付比例、降房贷利率、降购房门槛等房地产需求端刺激政策，三线及更低层级的城市放松更早，累积效应下政策逐步见效；二是，疫情防控优化后，返乡人群增多，三线城市春节前后人口外流压力相对较小，甚至还会因为人口短期净流入带来增量资金，推动商品房销售回暖。2023年1月1日至2023年3月20日（农历2022年腊月初十至2023年二月廿九），全国百度迁徙指数平均为510.9，较前两年的农历同期均值分别高66.5%、45.2%。人口净流出

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容

的以大、中城市为主，以春节前百度迁徙指数最高的腊月廿八为例，全国热门迁出地依次为成都、北京、深圳、广州、上海、西安、苏州、武汉、长沙和杭州，均为一线或二线城市。

图表 6 2023年春节前后，百度迁徙指数明显高于前两年农历同期水平



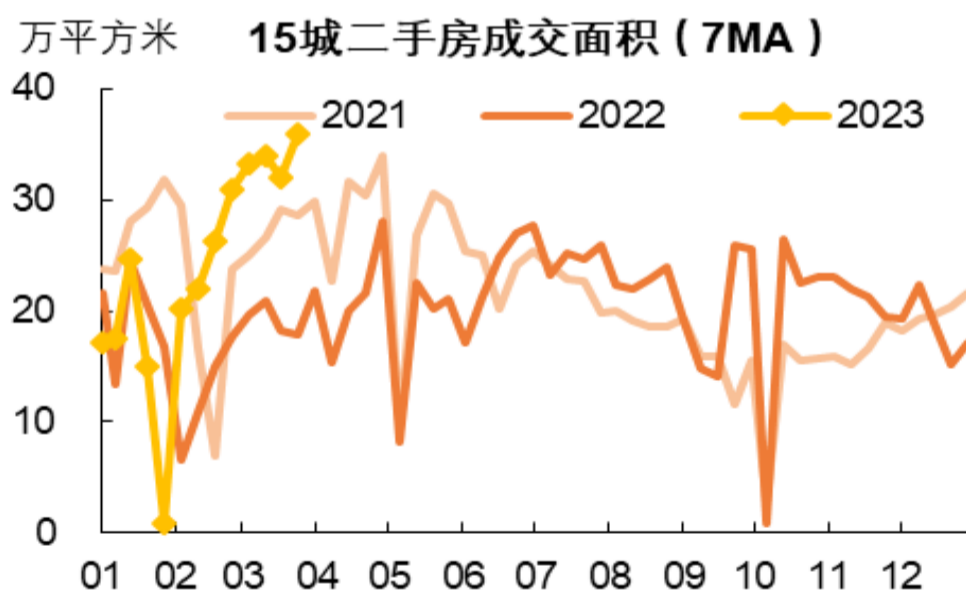
资料来源：百度迁徙指数，平安证券研究所

一线城市内部，新房销售走势出现分化。2023年1-2月，仅北京新房成交出现明显改善，日均销售面积同比增长4.0%，而同期上海、广州和深圳的日均销售面积分别同比下降14.4%、22.2%和32.6%。不过进入3月后，四个一线城市商品房销售回暖势头迅猛，深圳尤其如此。3月前26日，深圳新房日均销售面积同比增长95.2%，其余三个一线城市略逊一筹，上海、广州和北京新房日均销售面积同比分别为49.4%、31.3%、25.9%。

1.3 二手房市场复苏早于新房

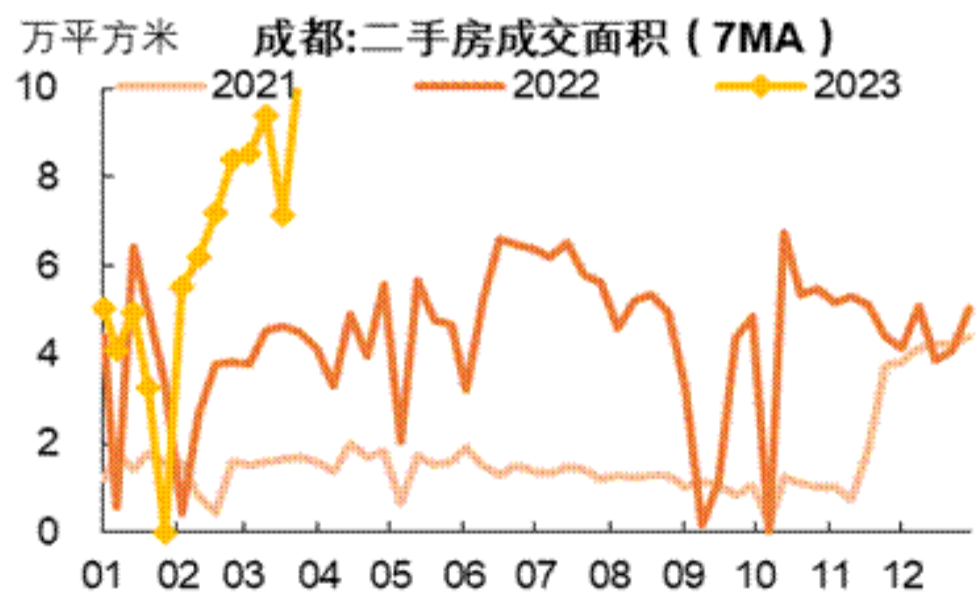
与新房市场相比，二手房市场复苏更早，2023年1-2月销售面积就已超过去年同期水平，3月延续企稳回升态势。2023年1-2月，15个城市（包括北京、深圳、成都、杭州等）二手房日均销售面积为20.1万平方米，同比增长18.0%；3月前26日，上述15个城市的二手房日均销售面积进一步提高至33.0万平方米，同比增长65.5%。部分城市二手房销售火爆，比如2023年1-2月成都二手房日均销售面积同比达59.5%，3月销售同比进一步攀升。

图表 7 近年15城二手房成交面积



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表 8 2023年成都二手房市场火爆



资料来源：Wind，平安证券研究所

2023年二手房市场比新房更早复苏，可能原因在于：购房者对部分开发商能否如期交付期房的信心不足，出于避险考虑选择购买二手房。前文分析的新房市场中现房销售恢复明显快于期房，原因同样如此。从这个角度看，尽管二手房市场较快回暖有助于提高房地产市场的活跃度，但可能会挤占新房销售。

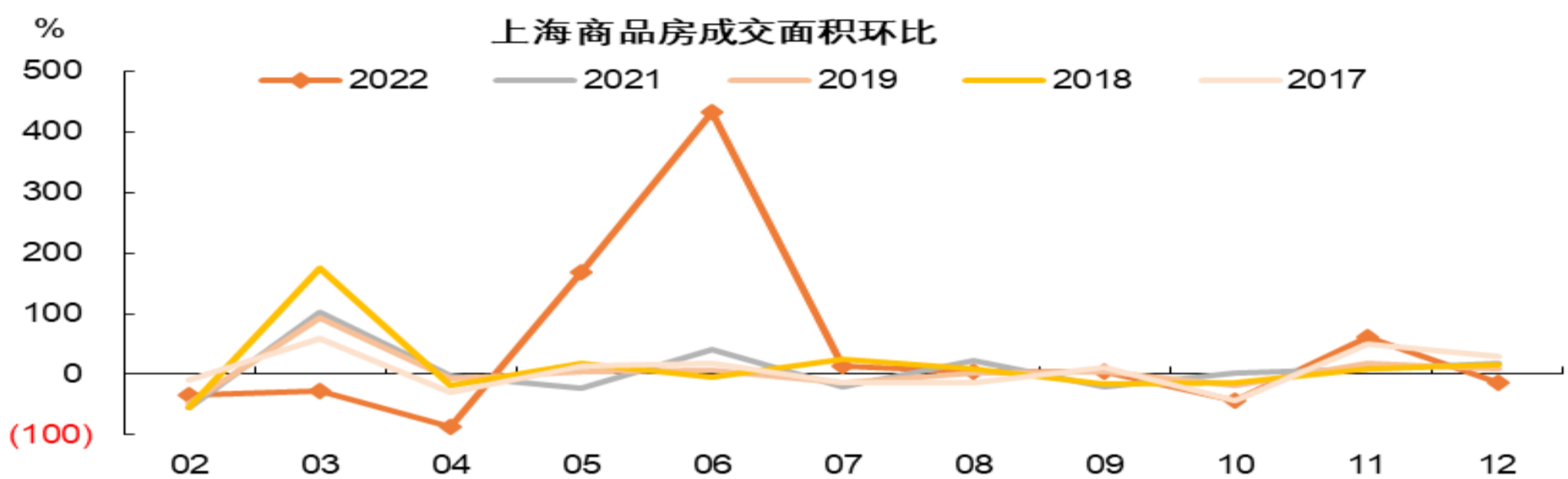
1.4 积压购房需求或已得到相当比例释放

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容

2023年初以来新房市场和二手房市场均出现回暖，我们认为可能来自前期积压需求的释放。积压的购房需求有以下几个来源：第一，过去两年在“就地过年”倡议的推动下，部分春节返乡置业需求被搁置；第二，2022年11月各地开始爆发疫情，全国新增确诊病例数于2022年12月下旬达峰。各地区疫情达峰时间存在错位，疫情期间居家养病、居家办公使得一部分购房需求被延迟；第三，2022年7月房地产行业经历了事件性冲击，期房交付风险上升。由于近年期房占新房销售的比例超过八成，交付风险担忧下，居民购房意愿下降。2022年11月房企融资“三箭齐发”，加之房地产销售端政策持续加码，可能也推动了一部分因担心交付风险而选择延期购房的需求释放。

我们认为，由于疫情冲击而被搁置的购房需求已得到了相当比例的释放。2022年5-6月，上海商品房销售面积环比大增，主要因疫情期间积压的购房需求释放，但这一脉冲式修复仅持续了两个月，随后销售面积环比又恢复到季节性规律。尽管今年3月前25日30大中城市新房、15城市二手房销售面积同比均在回升，但从周度数据看，大概率已过了修复最快的时期，后续走势可能更符合季节性规律。

图表 9 2022年5-6月上海商品房销售环比激增



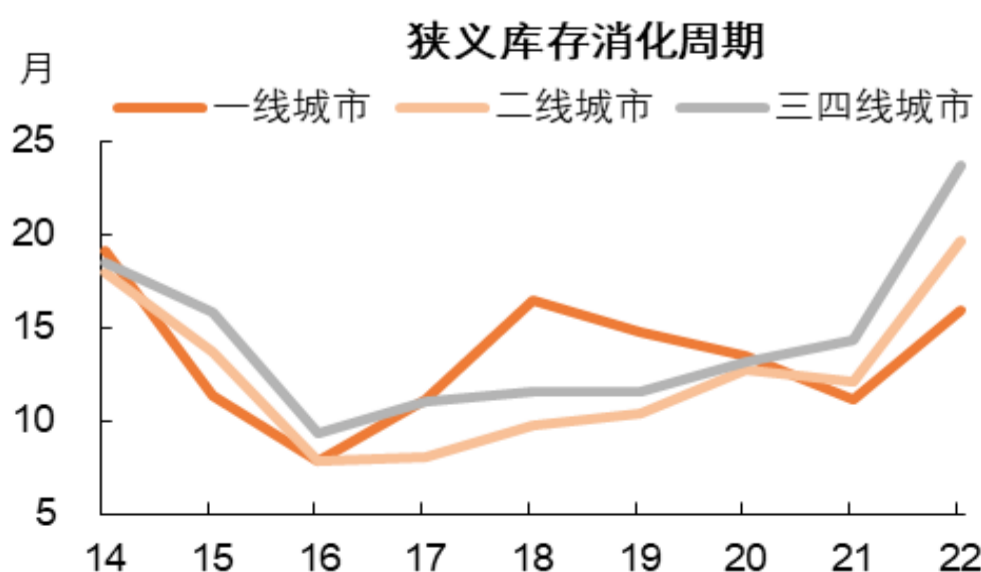
资料来源: Wind, 平安证券研究所

目前，我国商品房库存处于较高水平，供给侧难以成为销售回暖的掣肘，压力主要在需求端：

供给方面，2022年末中国狭义库存消化周期超过2014年高点，样本城市广义库存消化周期达到6年。据克而瑞统计，2022年末，超过四成城市的狭义库存消化周期（待售面积/近12个月平均成交面积）超过两年，只有极少数城市能保持在10个月以内。其中，一线、二线和三四线城市分别为15.9个月、19.7个月、23.7个月，仅一线城市低于2014年末的狭义库存消化周期（当时一线、二线和三四线城市的分别为19.1个月、18.0个月、18.5个月）。

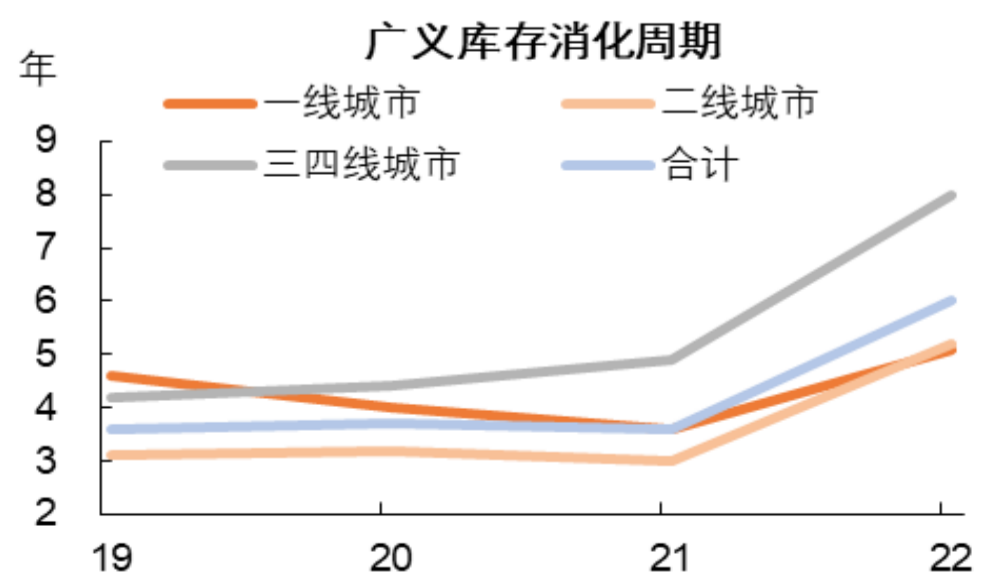
不过，考虑到近年期房销售占比超过八成，广义库存（已开工但未销售）消化周期的参考意义更大。克而瑞数据显示，2022年末，样本城市广义库存消化周期达到了6年，仅合肥、杭州、上海、泉州四个城市在3年以内。30个样本城市中，2022年末一线、二线和三四线城市广义库存消化周期分别为5.1年、5.2年、8.0年，均高于2019年的4.6年、3.1年和4.2年。

图表 10 2022年末各层级城市商品房的狭义库存消化周期



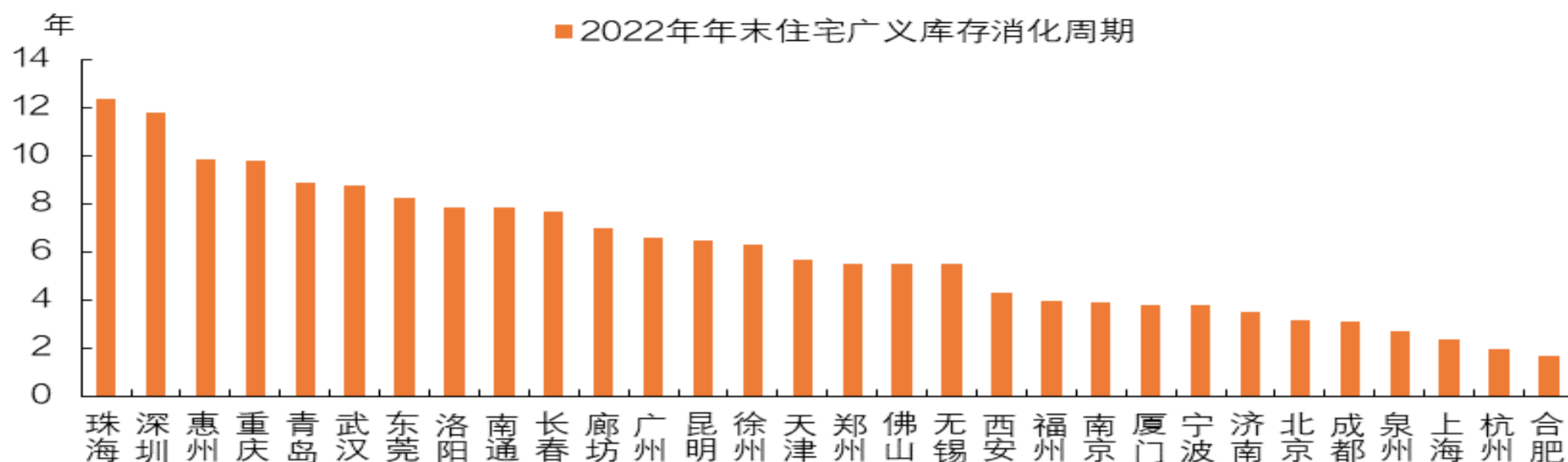
资料来源: 克而瑞, 平安证券研究所

图表 11 2022年末各层级城市商品房的广义库存消化周期



资料来源: 克而瑞, 平安证券研究所

图表 12 克而瑞重点监测的30个城市2022年末住宅的广义库存消化周期



资料来源：克而瑞，平安证券研究所

相较而言，中国房地产销售来自于需求端的压力更大：首先，2016年我国商品房销售开始透支，我们测算2016年-2021年我国住宅实际销售面积高于刚需和改善性需求共计16.3亿平方米；其次，疫后居民对经济和就业的预期修复需要时间。预计2023年中国经济弱复苏持续，稳就业压力可能大于2022年，叠加高债务压力，中国居民购房意愿改善尚需时日；最后，近年期房占中国商品房销售的比例超过八成，保交楼是推动房地产销售持续改善、进而形成良性循环的重要基础。虽然2023年1-2月全国商品房竣工面积同比转正至8%，但我们测算显示有超过2.6亿平方米的期房应交付但实际未竣工和交付，保交楼任务依然艰巨，短期可能会继续压制居民购买新房的意愿。

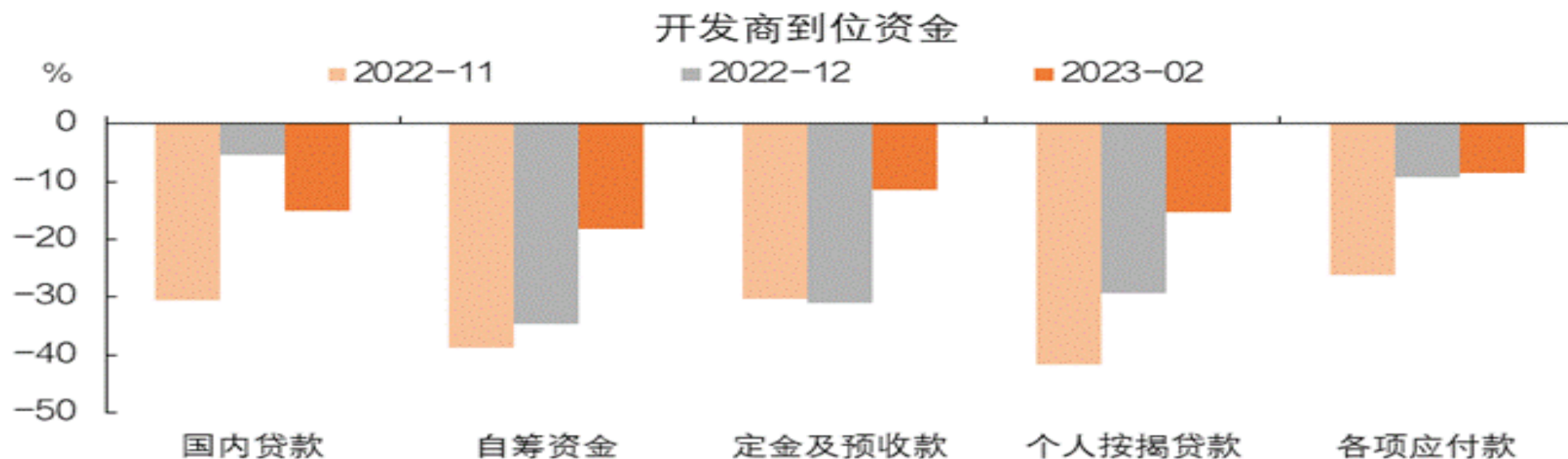
二、融资：“三箭齐发”效果渐显

为推动保交楼，2022年8月房企融资开始松绑。一是，2022年8月，政策性银行设立2000亿元保交楼专项借款。二是，2022年8月，郑州、南宁等地陆续设立房地产纾困基金。三是，2022年9月，中债信用增进公司为头部民营房企发债提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保支持。四是，2022年10月，证监会允许自身及控股子公司涉房的企业中，最近一年房地产业务收入、利润占企业当期相应指标的比例不超过10%的企业可在A股市场融资，参股子公司涉房但最近一年房地产业务产生的投资收益占企业当期利润比例不超过10%的企业也可在A股市场融资。五是，2022年10月，中国人民银行、外汇局将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从1上调至1.25，民营房企外债上限有望提高25%。

但上述政策成效并不明显，2022年11月房企融资开始“三箭齐发”，且和前期政策相比更为务实。一是，民营企业债券融资支持工具（第二支箭）延期并扩容，预计可支持约2500亿元民营企业债券融资，后续可视情况进一步扩容，其中民营房企是重点支持方向。二是，人民银行设立2000亿元“保交楼”贷款支持计划。三是，2022年11月，中国人民银行、银保监会联合发布《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》，涉及开发贷、信托贷款、并购贷、保交楼、房企纾困、贷款展期、建筑企业贷款、租赁融资、个人房贷和征信等房地产上下游多方面的融资。四是，2022年11月，三部委联合发布《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》，放松预售资金监管。五是，2022年11月，证监会在股权融资方面调整优化5项措施支持房地产市场平稳健康发展，具体包括恢复涉房上市公司并购重组及配套融资、恢复上市房企和涉房上市公司再融资、调整完善房地产企业境外上市政策、进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用和积极发挥私募股权基金作用。

从2023年1-2月的房地产开发资金来源看，房企融资出现了修复。2023年1-2月，房地产开发资金来源同比-15.2%，较2022年12月的-28.7%跌幅明显收窄，是2022年3月以来同比跌幅首次少于两成。分资金来源看，国内贷款同比从2022年12月的-5.5%下降至-15.0%，和高基数有关；其它主要资金来源2023年1-2月的同比跌幅均收窄，其中占房企资金来源主体的自筹资金同比跌幅也从前值34.8%收窄至18.3%。

图表 13 2023年1-2月，开发商到位资金主要来源多数出现改善

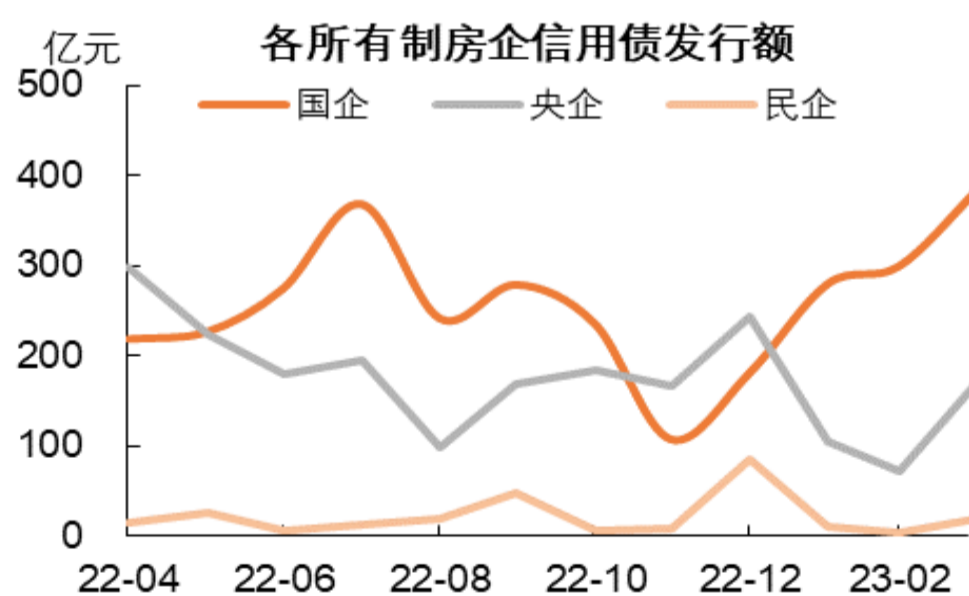


资料来源: Wind, 平安证券研究所

“第一支箭”方面，2022年11月央行、银保监会联合推出“十六条”以来，据不完全统计已有60余家商业银行向120家房企提供银行授信，意向授信额度超过5万亿。2022年12月，房地产开发资金来源中，国内贷款同比从前值-30.5%较快回升至-5.5%，基数等影响下2023年1-2月又回落至-15.0%，不过这一同比仍明显高于2022年的中枢水平。我们认为，房企获得开发贷最难的时候大概率已过去。除了国内贷款外，“内保外贷”也作为“第一支箭”的有力补充获得政策支持。2022年11月，央行领导在全国性商业银行信贷工作座谈会上提出，通过内保外贷业务跨境增信支持房企海外融资，商业银行境外分支行要加大对优质房企内保外贷业务的支持力度，加快项目落地。

“第二支箭”方面，2022年11月民营企业债券融资支持工具（第二支箭）延期并扩容，支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。“第二支箭”发出后，房地产企业积极申请储架式注册发行，2022年11月至2023年3月27日，房企共发行信用债2137.4亿元。分所有制来看，除2022年12月民营房企新发信用债占比达16.6%外，其余月份该比例都在5%以内，或表明民营房企通过信用债融资仍有难度。不过，融资成本高企的局面已明显改善，根据DM的统计，民营房企信用利差2022年11月中旬开始较快回落，目前（630bp）已明显低于2022年7月房地产业出现事件性冲击时（1600bp）的水平。这或意味着，房企授信额度提高后，市场对民营房企信用债违约的担忧有所缓解。

图表 14 房企境内外债券及信托、ABS融资规模



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 15 民营房企信用利差已明显低于2022年7月



资料来源: DM, 平安证券研究所

“第三支箭”方面，截至目前已有20家房企在上交所和深交所拟定增募资，预计将获得超千亿元的股权融资；9家房企已完成港交所的股权融资，扣除配售佣金后净融资200余亿元。和“第一支箭”、“第二支箭”相比，“第三支箭”在不增加负债的同时为房企提供资金，有利于改善房企资产负债表。证监会指出“支持实施改善优质房企资产负债表计划”，预计更多优质房企有望获得股权融资。

图表 16 2022年11月至今上交所、深交所房企股权融资情况

| 房企简称 | 预案/最新公布时间 | 预计股权融资金额(亿) | 募资用途 |
|------|-------------------------|-------------|---------------|
| 万科 | 2023年2月13日/2023年3月9日 | 150.00 | 项目融资 |
| 招商蛇口 | 2022年12月17日/2023年3月7日 | 85.00 | 配套融资 |
| | 2022年12月17日/2023年3月7日 | 89.28 | 融资收购其它资产 |
| 荣盛发展 | 2022年12月22日/2023年3月7日 | 30.00 | 项目融资 |
| 福星股份 | 2022年12月6日/2023年3月7日 | 13.41 | 项目融资 |
| 保利发展 | 2022年12月31日/2023年3月2日 | 125.00 | 项目融资 |
| 华发股份 | 2022年12月6日/2023年3月1日 | 60.00 | 项目融资 |
| 外高桥 | 2022年12月30日/2023年2月28日 | 35.00 | 项目融资 |
| 中交地产 | 2023年2月24日 | 35.00 | 项目融资 |
| 新黄浦 | 2023年1月7日/2023年2月9日 | 17.00 | 项目融资 |
| 广宇发展 | 2022年9月30日/2023年2月3日 | 50.00 | 项目融资 |
| 中南建设 | 2023年1月6日/2023年2月1日 | 28.00 | 项目融资 |
| 迪马股份 | 2023年1月9日 | 18.00 | 项目融资 |
| 苏宁环球 | 2022年12月30日/2023年1月7日 | 28.00 | 项目融资 |
| 天地源 | 2023年1月12日 | 12.50 | 项目融资 |
| 三湘印象 | 2022年12月20日/2023年1月5日 | 16.00 | 项目融资 |
| 中天服务 | 2022年12月13日/2022年12月29日 | 1.67 | 项目融资 |
| 大名城 | 2022年12月9日/2022年12月27日 | 30.00 | 项目融资 |
| 嘉凯城 | 2022年12月6日/2022年12月22日 | 10.25 | 补充流动资金 |
| 陆家嘴 | 2022年12月16日 | 119.45 | 配套融资及融资收购其他资产 |
| 华夏幸福 | 2022年12月2日 | 28.77 | 补充流动资金、偿还债务等 |
| 新潮中宝 | 2022年12月1日 | 66.56 | 补充流动资金、偿还债务等 |
| 世茂股份 | 2022年11月30日 | 26.11 | 补充流动资金等 |

资料来源: DM, 平安证券研究所

图表 17 2022年11月至今港交所房企股权融资情况

| 房企简称 | 发起/完成时间 | 扣除配售佣金后净额(亿元) | 募资用途 |
|--------|-------------|---------------|----------------------|
| 万科 | 2023年3月9日 | 39.03 | 境外债还款及一般运营资金 |
| 雅居乐 | 2023年1月18日 | 4.89 | 债券还款、现有境外债再融资及一般运营资金 |
| | 2022年12月22日 | 6.17 | 债券还款、现有境外债再融资及一般运营资金 |
| | 2022年11月18日 | 7.83 | 现有境外债再融资及一般运营资金 |
| 旭辉集团 | 2022年12月28日 | 9.46 | 现有境外债再融资及一般运营资金 |
| 合景泰富集团 | 2022年12月23日 | 4.67 | 现有境外债再融资及一般运营资金 |
| 德信中国 | 2022年12月21日 | 2.31 | 现有境外债再融资及一般运营资金 |
| 新城发展 | 2022年12月19日 | 19.43 | 现有境外债再融资及一般运营资金 |
| 碧桂园 | 2022年12月14日 | 47.41 | 现有境外债再融资及一般运营资金 |
| | 2022年11月22日 | 38.72 | 现有境外债再融资及一般运营资金 |
| 建发国际集团 | 2022年12月6日 | 8.00 | 偿还借款及一般运营资金 |

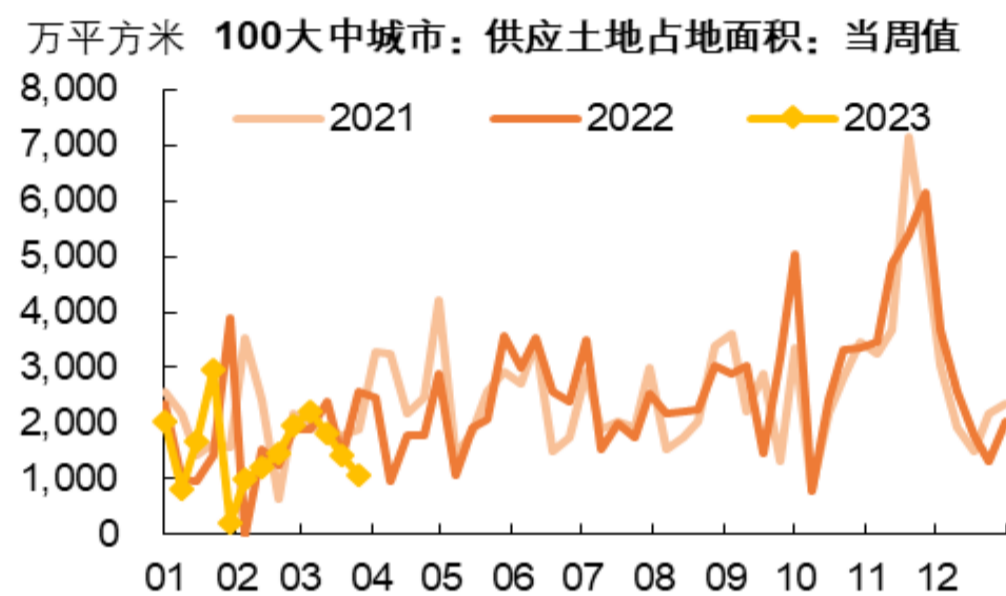
资料来源: DM, 平安证券研究所

三、拿地：民营房企参与度提升

土地供应方面，2023年初以来土地供应占地面积同比萎缩，挂牌均价同比较快下跌。2023年1-2月，100大中城市土地供应占地面积共计1.23亿平方米，同比下降1.7%，跌幅较2022年12月的1.5%略有扩大。2022年3月前四周，100大中城市土地供应占地面积累计为6363万平方米，同比跌幅进一步扩大至22.9%。从挂牌价格来看，2023年1-2月供应土地挂牌均价为1259元/平方米，同比下降29.5%，3月以来跌幅进一步扩大，前四周挂牌均价同比跌幅为32.2%。

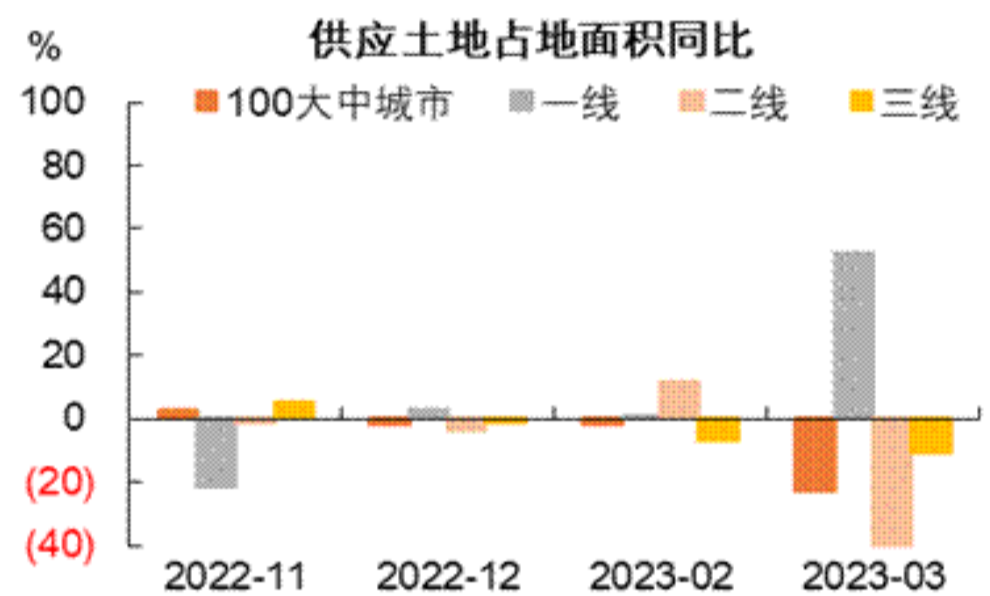
分各线城市看，内部分化较为明显。2022年12月至2023年3月前四周，一线城市供应土地占地面积同比持续回升，3月前四周同比增幅达到了52.6%；三线城市供应土地占地面积同比呈下滑趋势，对100大中城市整体的土地供应造成较大拖累；2023年1-2月二线城市土地供应表现良好，同比由前值-3.4%转正至11.4%，不过进入3月后重回萎缩状态，3月前四周同比下降46.3%。

图表 18 2023年初以来100大中城市土地供应同比萎缩



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表 19 各线城市近期的供应土地占地面积同比

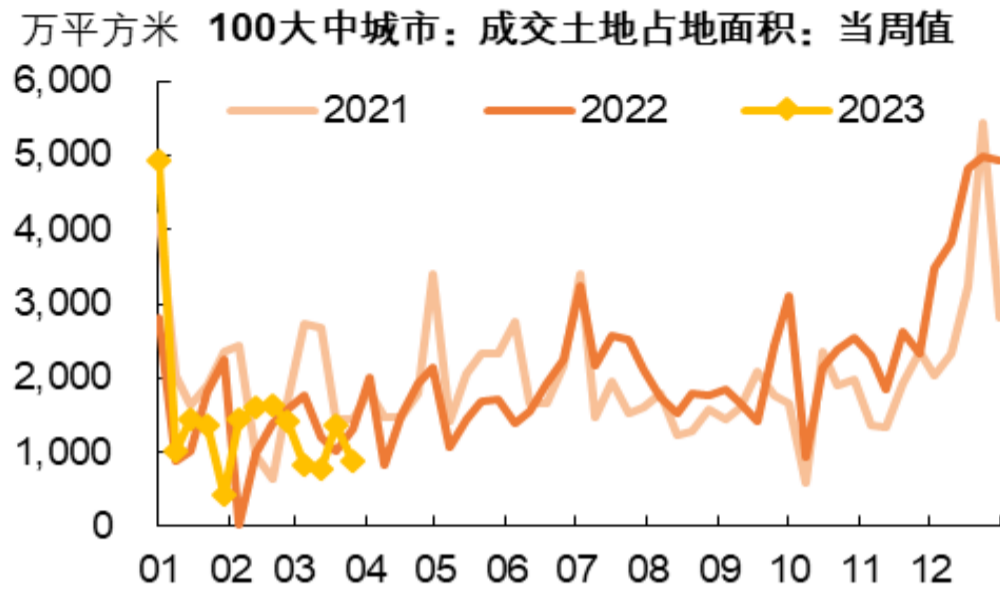


资料来源：Wind，平安证券研究所（注：2023年2月为累计同比，3月为前4周的同比）

土地成交方面，2022年11月-12月土地成交持续回暖，但进入2023年后土地市场热度降温。2022年11月和12月，土地一级市场明显回暖，100大中城市成交土地占地面积同比分别增长31.1%、增长33.5%。2023年1-2月，100大中城市成交土地占地面积共计1.05亿平方米，同比微增0.3%，土地成交热度冷却。2023年3月前四周，100大中城市成交土地占地面积共计3790万平方米，同比下跌了28.5%。

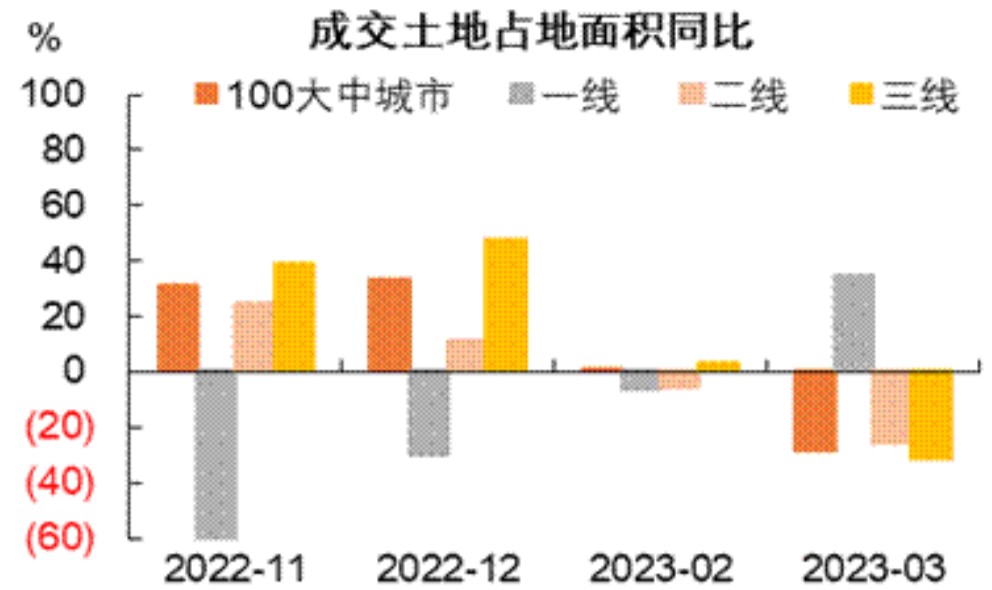
分各线城市看，一线城市土地交易比二、三线城市更晚回暖。三线城市土地市场成交回暖幅度较大，且热度持续时间较长，2022年11月、12月和2023年1-2月成交土地占地面积分别同比增长39.3%、47.7%和3.2%，不过3月前四周同比转负，跌幅达31.3%。二线城市土地市场成交火热态势于年前结束，2023年1-2月成交土地占地面积同比下降5.6%，3月前四周同比跌幅进一步扩大至25.5%。和二、三线城市相比，一线城市土地市场成交回暖时点滞后，2022年11月以来成交土地占地面积同比跌幅不断收窄，3月前四周同比转正，增幅高达34.9%。

图表 20 近年100大中城市成交土地占地面积



资料来源: Wind, 平安证券研究所

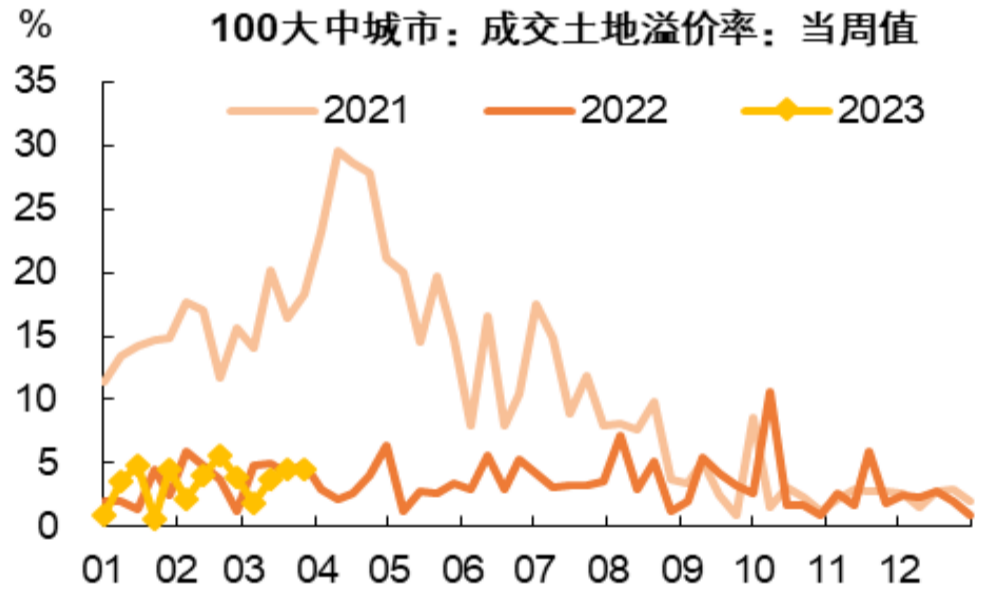
图表 21 二、三线城市土地交易回暖时点早于一线城市



资料来源: Wind, 平安证券研究所 (注: 2023年2月为累计同比, 3月为前4周的同比)

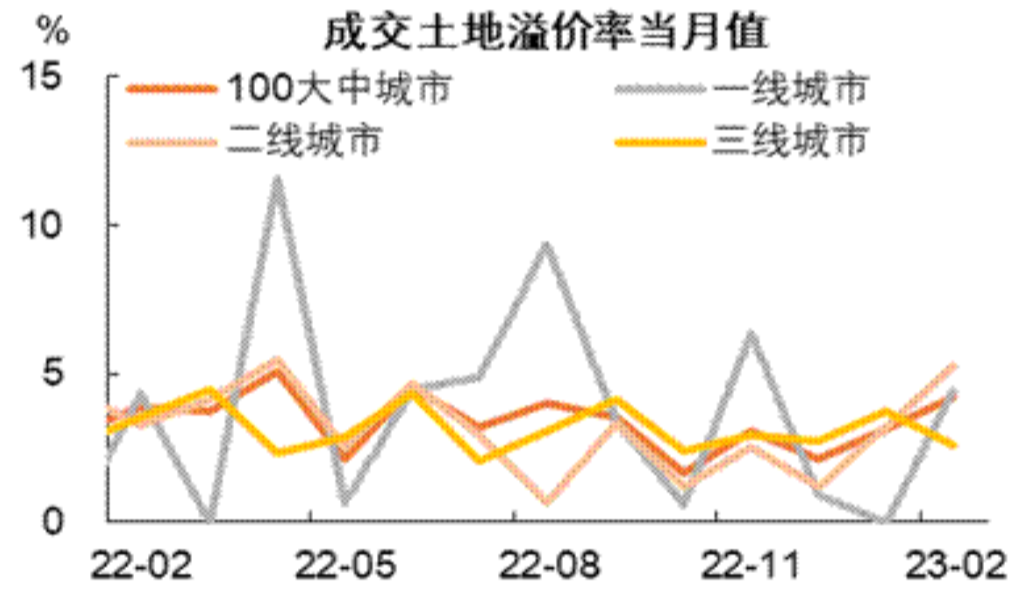
土地溢价率方面, 和土地成交的趋势一致, 2023年1-2月百城成交土地溢价率有所回升, 进入3月后开始走低。2023年1-2月, 100大中城市成交土地溢价率均值为3.67%, 创2022年9月以来月度新高, 和去年同期相比也提高了0.22个百分点。各线城市中, 2023年1-2月二线城市成交土地溢价率回升幅度最大, 均值较去年同期提高0.41个百分点, 一线和三线城市较去年同期分别提高0.03、0.11个百分点。3月初以来, 伴随着土地成交热度降温, 成交土地溢价率也随之回落, 3月前四周100大中城市成交土地溢价率较去年同期下降1.1个百分点。

图表 22 近年100大中城市成交土地溢价率



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 23 近年各线城市成交土地溢价率

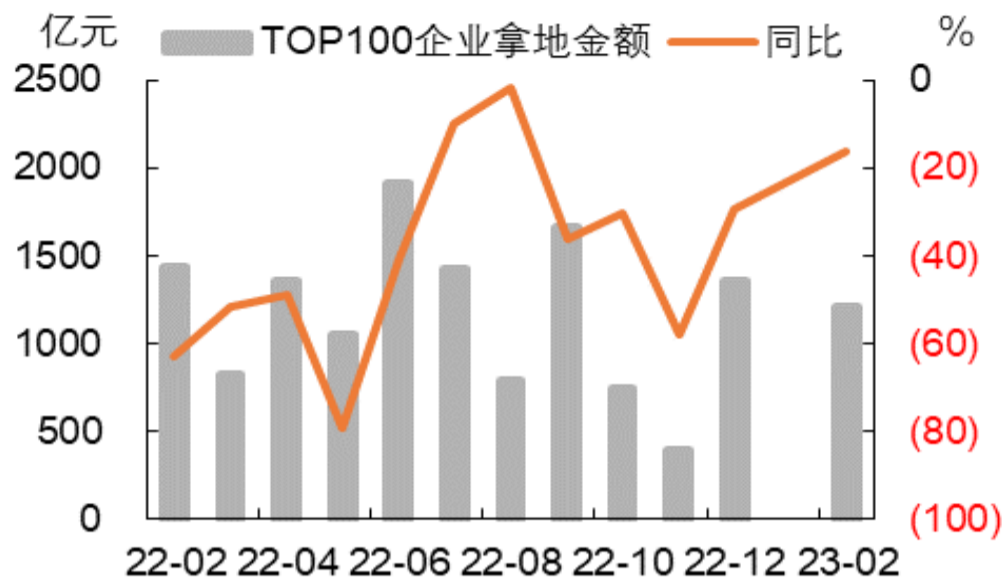


资料来源: Wind, 平安证券研究所

我们认为, 2023年1-2月土地供应、成交和土地溢价率, 相比于3月都表现更好, 或与北京、苏州、杭州等多个热门一、二线城市于2月集中供地有关, 优质地块供应带动房企拿地热情阶段性回升。

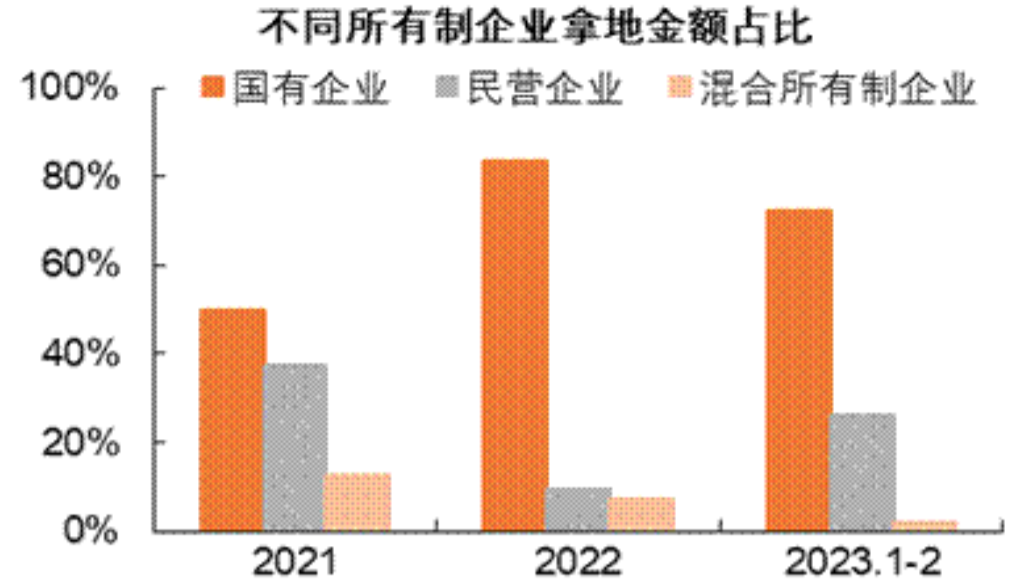
2023年1-2月土地市场回暖过程中, 民营房企的参与度也在提高。根据中指研究院的统计, 2023年1-2月拿地金额TOP 100房企拿地总额为1207.6亿元, 虽同比下降16.2%, 但已是2022年9月以来的最小跌幅, 较2022年12月的同比跌幅29.3%明显收窄。TOP100门槛值为5亿元, 和去年同期基本持平。分企业性质看, 国有房企(包括央企和地方国企)仍是拿地主力, 2023年1-2月同比仍高达72.1%, 其中排名前二的华润置地、越秀地产两家国有房企拿地金额占TOP100房企总额的比例达13.4%。不过, 民营房企拿地金额占比有所回升, 从2022年全年的9.3%提高至2023年1-2月的26.2%。拿地民营房企以地方中小型房企为主, 但滨江、浙江中豪、新城、中天美好等大中型民企均有拿地。随着各类房企融资、促销等政策持续出台, 债务压力较小的民营房企开始加大了拿地力度。

图表 24 2023年1-2月TOP100房企拿地额同比跌幅收窄



资料来源：中指研究院，平安证券研究所

图表 25 2023年1-2月，民营房企拿地参与度提高



资料来源：中指研究院，平安证券研究所

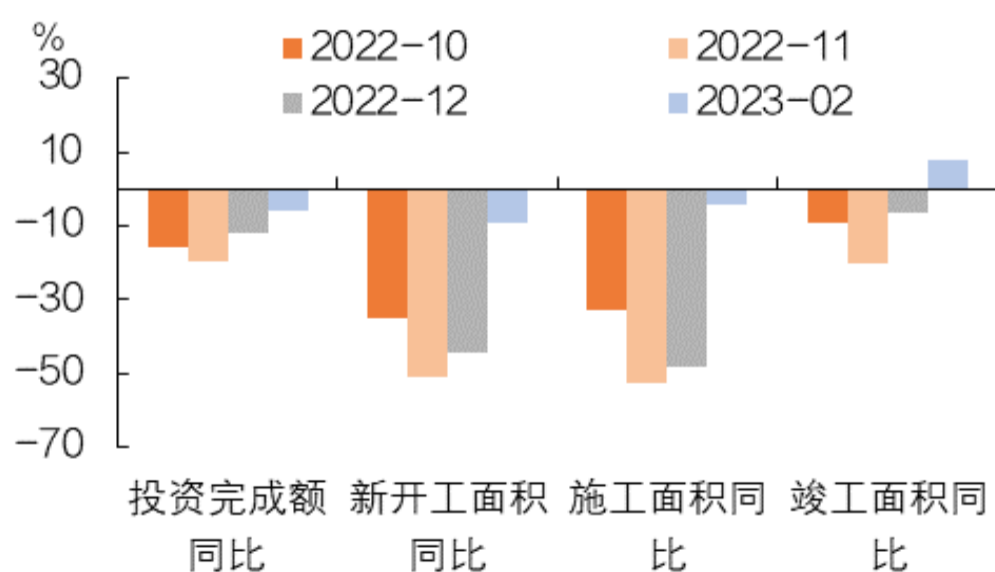
展望未来，我们认为土地一级市场持续高景气的基础并不牢固，但在政策推动下，部分央国企和优质民营房企拿地意愿有望改善。土地一级市场难持续高景气的根源在于，当前房地产销售可能过了修复最快的时候，后续可能更多是符合季节性规律。这可能会抑制房企的内源性现金流，限制它们拿地的意愿和能力。

但对于资产负债表相对优质的开发商而言，当前拿地的吸引力在上升：首先，随着销售端刺激政策逐步奏效、疫情防控优化后居民预期缓慢修复，房地产销售早已过了最差阶段；其次，房企融资“三箭齐发”，为房企提供了更多元的融资渠道，尤其是优质头部民营房企的融资环境明显边际改善；最后，多地调整供地节奏，供地出让时间跨度拉长，同时多城市的地块供应以主城区土地为主、优质地块占比较多，上述政策调整有利于提高房企拿地的积极性。

四、投资：对中国经济拖累最大的时候已经过去

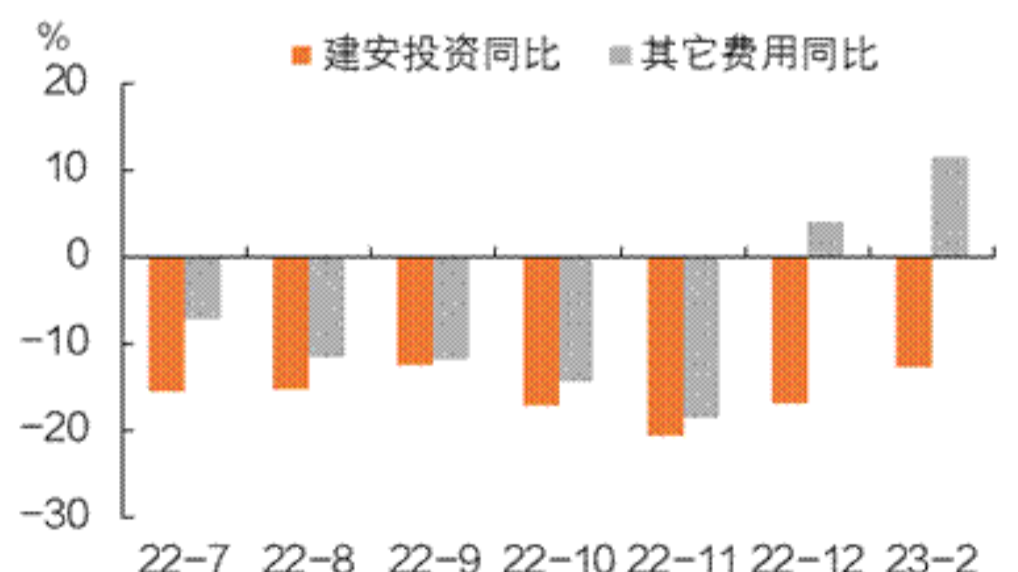
2022年12月以来，房地产开发投资相关指标持续改善。房地产开发投资完成额同比从2022年11月的历史低点-19.9%持续回升至2023年1-2月的-5.7%。2023年1-2月，房地产新开工和施工面积同比分别为-9.4%、-4.4%，较2022年11月的历史低点跌幅收窄均超过40个百分点。在“保交楼”推动下，竣工面积同比最先转正，2023年1-2月竣工面积同比为8.0%，创一年新高。拆分来看，建安投资同比从2022年11月的-20.6%回升到2023年1-2月的-12.7%，同期其它费用同比从-18.4%较快回升到11.7%。

图表 26 2022年12月以来，地产投资相关指标持续改善



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表 27 2022年12月以来，建安和其它费用均持续改善



资料来源：Wind，平安证券研究所

2017年-2022年，其它费用占房地产开发投资完成额的35%左右，其它费用以土地购置费用为主（占比近九成）。2023年1-2月土地购置费用同比16.4%，创2019年12月以来新高，拉动房地产投资同比增长3.9个百分点。不过，从领先指标看，2023年土地购置费用高增长或面临压力。12个月移动平均的土地成交价款同比领先于经相同处理的土地购置费用同比半年左右，根据这一领先滞后关系判断，至少2023年上半年，土地购置费用同比都面临较大的回落压力。

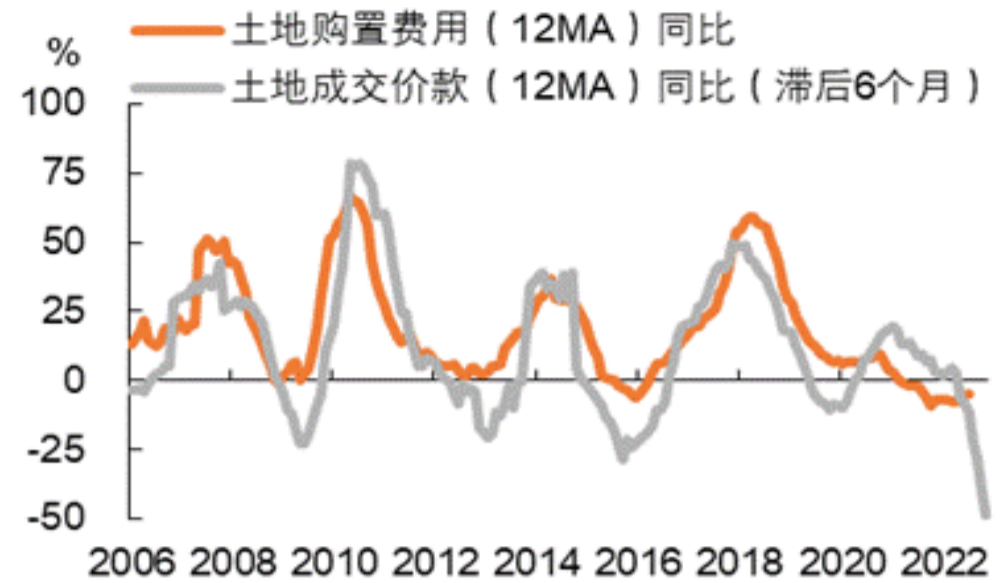
请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容

图表 28 房地产开发投资完成额各分项



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 29 领先指标显示土地购置费同比面临回落压力



资料来源: Wind, 平安证券研究所

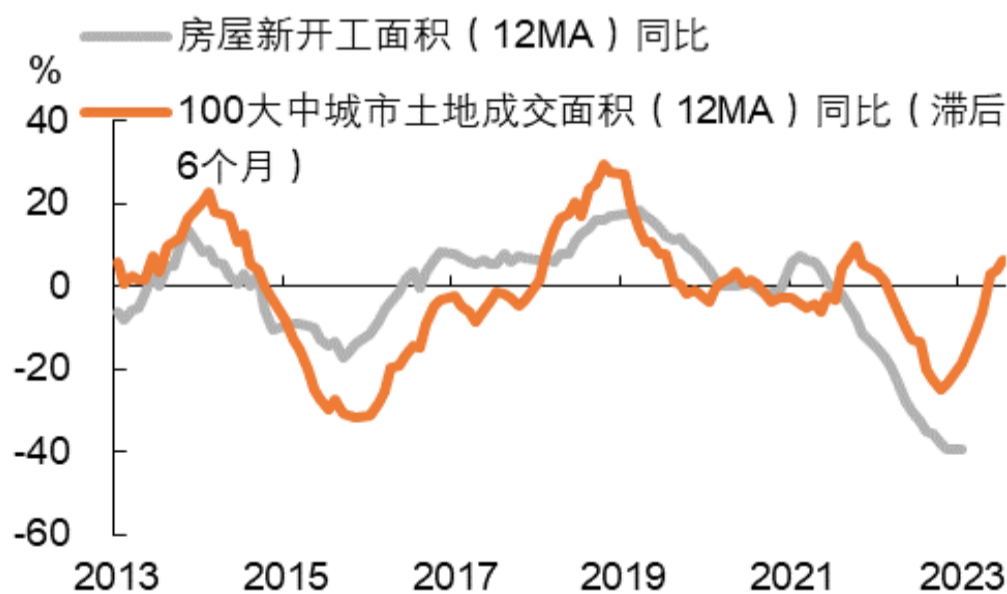
虽然未来一段时间土地购置费同比面临较大回落压力，但我们对2023年的建安投资持乐观态度。由于土地购置费计入房地产开发投资完成额，但不纳入GDP核算，因此土地购置费低迷将继续拖累2023年房地产投资完成额的同比读数。但在建安投资的支撑下，2023年房地产对中国经济的拖累将明显弱于2022年，甚至可能转为正向推动。

2023年建安投资有支撑的根源在于，根据领先指标判断新开工面积同比短期或将触底，而在“保交楼”助推下竣工面积同比大概率将加速：

新开工方面，历史数据显示，100大中城市土地成交面积（12MA，即12个月移动平均）同比领先新开工面积（12MA）同比大约半年。100大中城市土地成交面积（12MA）同比于2022年5月见底，并于2023年2月转正。根据这一领先性判断，新开工面积（12MA）同比可能在2022年11月左右见底，2022年11月、2022年12月和2023年1-2月其同比分别为-38.1%、-39.4%和-39.4%，我们认为新开工面积（12MA）同比可能接近或已探明底部。

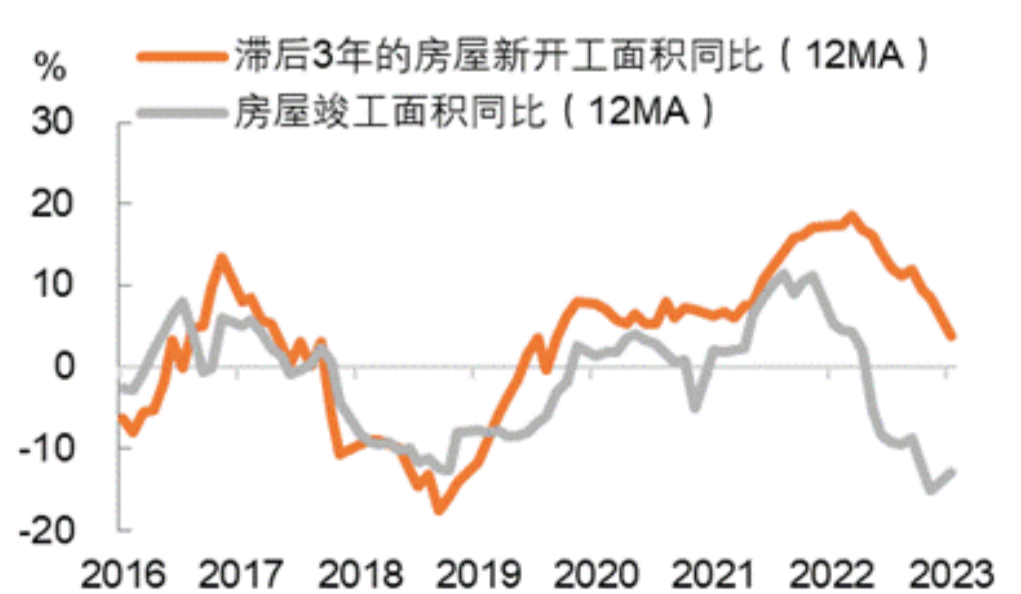
竣工方面，历史数据显示，新开工面积（12MA）同比领先于竣工面积（12MA）同比三年左右。2021年三季度开始，受多因素影响开发商到位资金同比转负，拖累了房地产项目施工，应竣工但实际未竣工的商品房面积持续累积（体现在上述两个面积同比的缺口不断走阔）。我们测算，2021年三季度到2022年四季度约有2.8亿平方米商品房延期竣工，按每平方2500元的建安成本计算，相关项目保交楼可拉动建安投资约7000亿，占2022年建安投资的8.2%。在“保稳定”要求下，推动“保交楼”是房地产调控的重要工作，预计后续竣工将进一步加速。考虑到存量项目施工面积占年施工面积的75%-80%，“保交楼”将对房地产投资产生积极影响。

图表 30 根据领先性判断，新开工面积同比接近或已探底



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 31 商品房竣工大概率将加速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2023版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话:4008866338

| 深圳 | 上海 | 北京 |
|--|-------------------------------------|--------------------------------------|
| 深圳市福田区益田路5023号平安金融中心B座25层 邮编:518033 | 上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼 邮编:200120 | 北京市西城区金融大街甲9号金融街中心北楼16层 邮编:100033 |