

证券研究报告 — 策略深度报告

宏观总量组

分析师：李奇霖（分析师）

联系方式：021-61634272

邮箱地址：liql@hongtastock.com

资格证书：S1200520110002

分析师：杨欣（分析师）

邮箱地址：yangxin@hongtastock.com

资格证书：S1200522090001

地产复苏了吗？

报告摘要

随着房地产市场的回暖，市场对房地产市场的分歧在增大。

乐观者认为房地产市场已经见底，过去几年房企拿地规模收缩导致供给端显著收缩，只要房地产稍有复苏，景气度就能显著上升。

悲观者认为房地产市场见底是短期的，购房者因疫情的“疤痕效应”，购买力释放只是一次性的，一季度的销售好转没有持续性。

那么，房地产市场复苏的态势究竟如何？后续的走势如何？

在地产本轮回暖之势中，行业复苏并不全面，具有结构不均的特点。

一是房屋销售方面，高能级城市的房屋好于低能级城市，二手房好于新房，现房好于期房，央国企背景的房企好于民企。

二是土拍市场方面，全国住宅类土地成交市场依旧处于低迷态势，拿地区域仍以高能级城市为主。

三是房屋库存方面，狭义库存及去化周期仍处在高位，库存压力主要集中在基本面薄弱同时购买力又不足的三四线城市。

那么，少数城市的回暖能否带动全行业的复苏呢？

1-2月，20个商办重点城市销售面积之和占全国比例不到20%，销售额占比约40%，对于整个行业，目前回暖较好的城市的销售面积及销售额的体量还是不够大。

一季度房屋成交规模中有一部分是此前被积压需求的释放，而二季度这部分积压需求的推动作用会大大减弱。同时，这三年来居民资产负债表受损、交房信任度下降，房价下跌等因素也对地产修复斜率产生了长期影响。

房价代表了市场对未来的预期和信心，基本面薄弱的城市的房价仍在继续下跌，又因这些城市也是库存压力集中的地方，若后续房价持续低迷，其需求端全面回暖的难度还是较高的。

往后来看，考虑到去年的低基数，若政策端持续发力，宏观经济向好，居民收入增加，居民购房意愿有望稳步修复，预计二季度房地产行业将持续修复，但城市分化、新旧房分化，现房期房分化、以及国企民企分化的特征还是会延续一段时间。

相关研究

经济仍在修复

2023.03.31

2023年1-2月工业企业利润数据点评

2023.03.27

如何看待此次降准

2023.03.17

如何解读1-2月经济数据

2023.03.15

2月金融数据再超预期

2023.03.10

独立性声明

作者保证报告所采用的数据均来自正规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

地缘政治冲突加剧、经济修复速度过缓，房企风险增加。

正文目录

未找到目录项。

图目录

图 1. 3月30大中城市商品房成交面积同比	4
图 2. 4月30大中城市商品房成交面积同比	4
图 3. 12城市二手房销售增速好于新房	5
图 4. TOP30不同类型房企销售额（全口径）	5
图 5. 全国二手房挂牌量指数	6
图 6. 全国二手房挂牌价指数	6
图 7. 住宅类土地成交面积处于低位（万平方米）	7
图 8. 住宅类土地成交溢价率处于低位（%）	7
图 9. 狭义库存及出清周期位于高位	7
图 10. 十大城市商品房存销比（月）	7
图 11. 新建住宅均价季度累计涨跌变化	8
图 12. 二手住宅均价季度累计涨跌变化	8

表目录

未找到目录项。

随着房地产市场的回暖，市场对房地产市场的分歧在增大。

乐观者认为房地产市场已经见底，过去几年房企拿地规模收缩导致供给端显著收缩，只要房地产稍有复苏，景气度就能显著上升。

悲观者认为房地产市场见底是短期的，购房者因疫情的“疤痕效应”，购买力释放只是一次性的，一季度的销售好转没有持续性。

那么，房地产市场复苏的态势究竟如何？后续的走势如何？

一、房屋销售“小阳春”的表现

从数据来看，商品房销售确实有了改善。

1-2月商品房销售面积累计同比下滑3.6%（2022年为-24.3%），其中住宅同比减少0.6%（2022年为-26.8%）。国税总局披露房地产业3月销售收入同比增长17.9%，1-2月为2.3%。

但房地产的复苏呈现出明显的结构不均的特点。

一是高能级城市的复苏程度好于低能级城市。

与2022年比较来看，3月份30大中城市商品房成交面积同比增加43.6%，其中，一线和三线城市房屋销售量回暖得比较明显，分别同比增63%和53.3%。

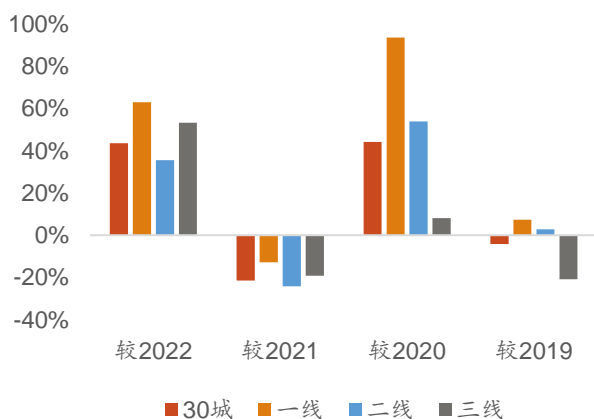
如果仅看同比数据，确实可以说是有明显复苏，但这里面主要是基数效应在支撑，因为2022年一季度开始房地产销售数据已经开始明显下行。

因此，最好是拿2019年同期来比，30城商品房销售面积与2019年相比同比还是4.2%的负增长，一线、二线和三线的同比增速分别为7.3%、2.8%和-20.8%。可见，越是高能级的城市，销售回暖的情况就越好。

为了更好地把握边际上的变化，我们再来看日频数据。

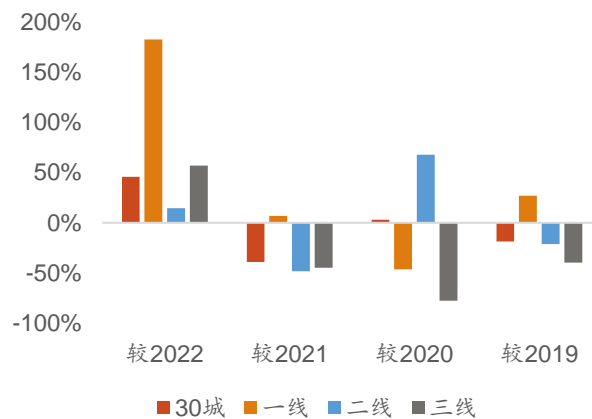
与2019年相比，4月前7日30城商品房销售面积同比下滑18.5%，一线、二线和三线的同比增速分别为27%、-21.1%和-39.7%，低能级城市回落趋势更明显。

图 1. 3月 30 大中城市商品房成交面积同比



资料来源：wind，红塔证券

图 2. 4月 30 大中城市商品房成交面积同比



资料来源：wind，红塔证券（数据截至2023年4月7日）

二是新房和二手房销售分化较大。

以 12 城数据为例，去年以来二手房销售同比增速一直高于新房，今年以来分化更加明显，2 月二手房销售当月同比增速为 137.9%，而新房仅为 31.7%。

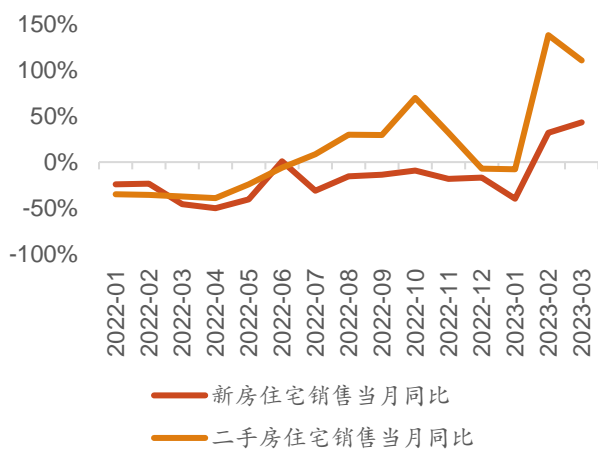
这一方面是因为部分城市“带押过户”等政策推动二手房市场回暖，但另一方面，且更重要的一点是因为购房者对期房交付不确定性的担忧仍然存在。

自 2022 年部分房企信用风险释放后，居民对期房交付的信任度降低，购置现房意愿增加，现房销售好于期房。2 月现房销售面积累计同比增长了 20%，占总住宅销售面积的比例较 2022 年提升 2 个百分点，而期房同比增速则为-3.8%。

另外，央国企业的房屋销售情况显著好于民企，考虑到央国企房地产企业在期房交付环节的确定性更高，也能从侧面说明居民对期房交付的信任度降低。

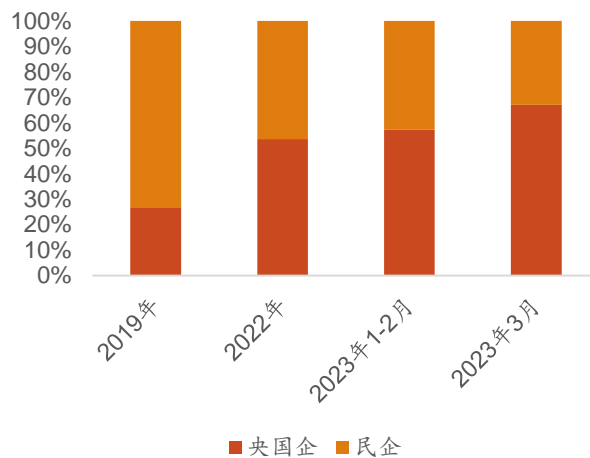
2023 年 3 月克而瑞公布的销售额（全口径）TOP30 的房企中，央国企销售额占比高达 66.4%，高于去年 12.8 个百分点，更是超过 2019 年 39.6 个百分点。

图 3. 12 城市二手房销售增速好于新房



资料来源：wind，红塔证券（12 城为北京、深圳、南京、成都、青岛、佛山、苏州、厦门、扬州、江门、杭州、东莞）

图 4. TOP30 不同类型房企销售额（全口径）



资料来源：克而瑞，红塔证券

那么，二手房市场复苏情况到底如何呢？

整体来看，节后二手房市场成交增多。

克而瑞统计的 15 个重点城市¹二手房成交面积 1-3 月累计同比增长 66%，3 月单月同比增长 98%，环比增长 49%。热点城市如上海单月销售面积已达到 2021 年 8 月以来的新高，深圳达到 2021 年 5 月以来的新高，北京更是位于近 6 年高点。

¹ 克而瑞口径的 15 个重点城市包括成都、北京、南京、佛山、苏州、青岛、杭州、东莞、深圳、厦门、大连、舟山、贵阳、宝鸡、渭南。

不过，随着市场活跃度提升，二手房挂牌量也明显增加，其中低能级城市二手房挂牌量的增幅更大。

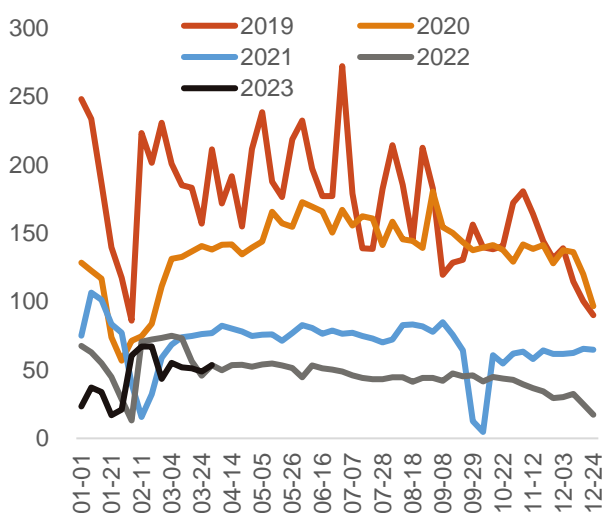
全国二手房挂牌量指数一季度（周度指数合计值）同比增速为-21.8%，去年四季度为-33.4%。其中，一线、二线、三线、四线城市的同比增速分别为-32.7%（前值-23.4%）、-23.6%（前值-37.5%）、-16.2%（前值-32.4%）、-5.2%（前值-30.4%）。

一方面，这体现了部分居民的置换需求，但另一方面，也更有可能的是居民想借此机会套现离场，这就反映出居民对房地产市场中长期复苏的预期仍存在分歧。

全国挂牌价指数从1月起快速上行，但2月下旬起二、三、四线城市就出现了下行趋势，仅剩一线城市还维持上涨趋势。

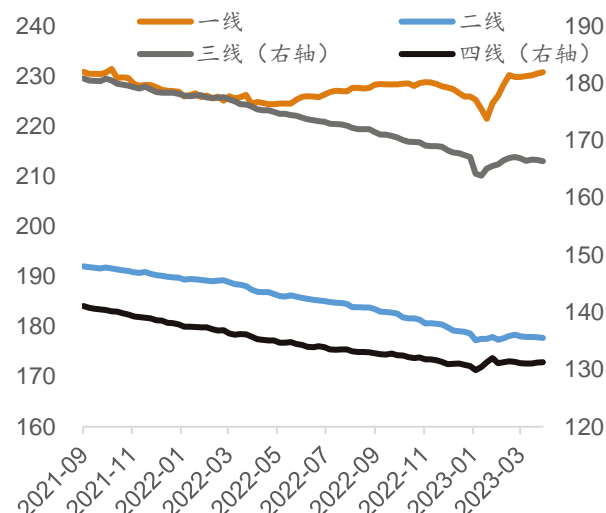
价格是反映供需的综合指标，在积压需求以及入学置换需求快速释放后，由于二手房市场供大于求，更多卖家选择降价出售。

图 5. 全国二手房挂牌量指数



资料来源：wind，红塔证券

图 6. 全国二手房挂牌价指数



资料来源：wind，红塔证券

二、土拍市场的情况

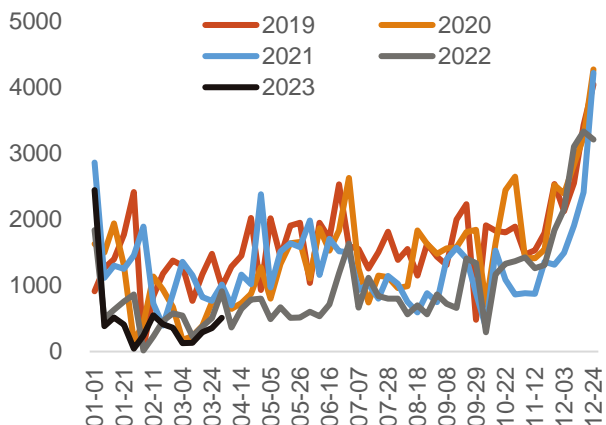
全国住宅类土地成交市场依旧处于低迷态势，房企新增投资的意愿依旧较低。

3月全国住宅类土地成交面积低于历史同期，同比减少45.4%，溢价率好于2022年，但依旧明显低于2019-2021年。

拿地区域仍以高能级城市为主。

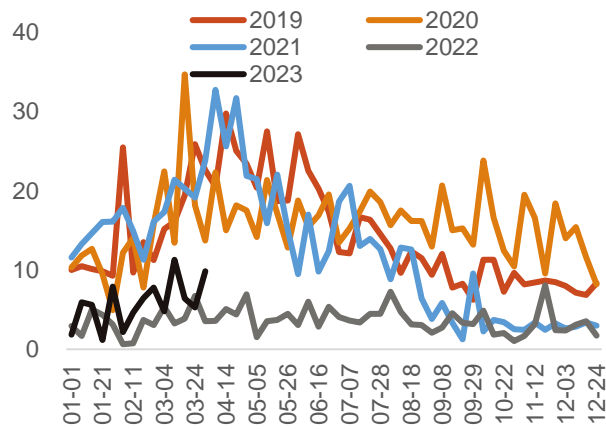
从拿地面积来看，一季度，一线城市住宅类土地成交规划建筑面积同比增长3.0%，而成交土地规划建筑面积占比近3成的二线城市同比减少14.0%，占比近6成的三线城市同比减少35.4%。

图 7. 住宅类土地成交面积处于低位 (万平方米)



资料来源: wind, 红塔证券

图 8. 住宅类土地成交溢价率处于低位 (%)



资料来源: wind, 红塔证券

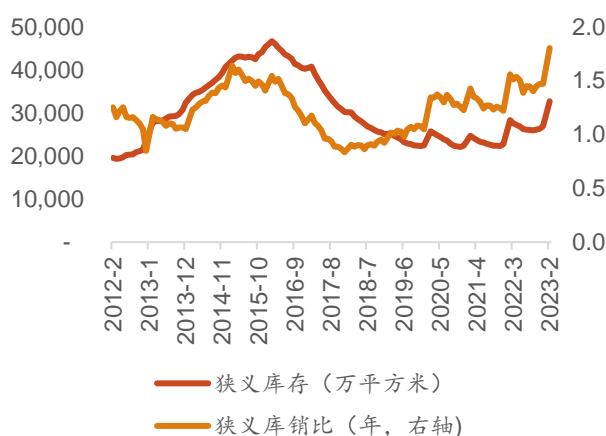
三、库存的去化速度

在新开工大幅减少的背景下, 商品房库存规模下行是必然的, 不过拉长
时间看狭义库存仍处在高位, 出清周期不断拉长, 2 月份已将近 22 个月, 高
于 2015 年时的水平。

同时, 城市能级越低, 库存压力越大。

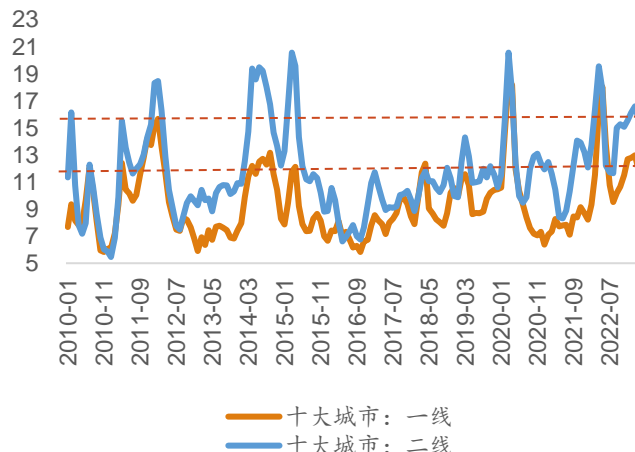
十大城市中, 3 月一线城市的出清周期为 11.9 个月, 位于 2014 年年初
时的水平; 二线城市出清周期为 15.7 个月, 位于 2014 年年中水平。另外,
克而瑞指出截至 2 月底, 百城中 66 个三四线代表城市的出清周期为 23.3 个
月, 环比上涨 10%, 同比增 83%, 基本面偏弱的城市库存压力较大。

图 9. 狭义库存及出清周期位于高位



资料来源: wind, 红塔证券

图 10. 十大城市商品房存销比 (月)



资料来源: wind, 红塔证券

四、行业后续改善的持续性

经过上述对近期房屋销售、房价、土地成交、库存去化情况的分析, 我
们可以发现:

在地产本轮回暖之势中, 行业复苏并不全面, 具有结构不均的特点。

一是房屋销售方面，高能级城市的房屋好于低能级城市，二手房好于新房，现房好于期房，央国企背景的房企好于民企。

二是土拍市场方面，全国住宅类土地成交市场依旧处于低迷态势，拿地区域仍以高能级城市为主。

三是房屋库存方面，狭义库存及去化周期仍处在高位，库存压力主要集中在基本面薄弱同时购买力又不足的三四线城市。

那么，少数城市的回暖能否带动全行业的复苏呢？

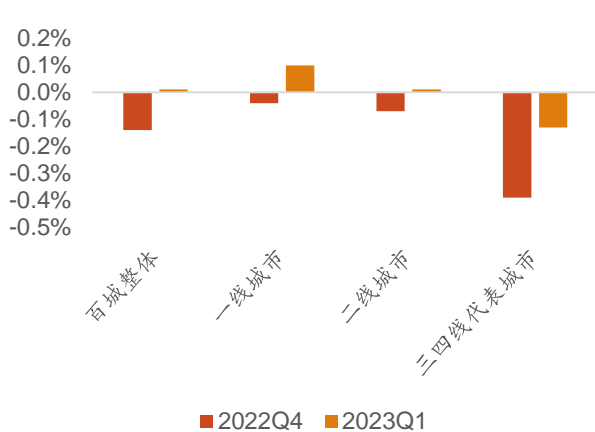
1-2月，20个商办重点城市²销售面积之和占全国比例不到20%，销售额占比约40%，对于整个行业，目前回暖较好的城市的销售面积及销售额的体量还是不够大。

一季度房屋成交规模中有一部分是此前被积压需求的释放，而二季度这部分积压需求的推动作用会大大减弱。同时，这三年来居民资产负债表受损、交房信任度下降，房价下跌等因素也对地产修复斜率产生了长期影响。

房价代表了市场对未来的预期和信心，基本面薄弱的城市的房价仍在继续下跌，又因这些城市也是库存压力集中的地方，若后续房价持续低迷，其需求端全面回暖的难度还是较高的。

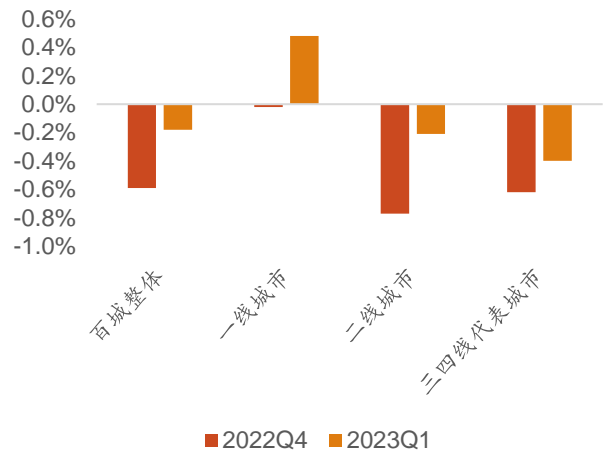
往后来看，考虑到去年的低基数，若政策端持续发力，宏观经济向好，居民收入增加，居民购房意愿有望稳步修复，预计二季度房地产行业将持续修复，但城市分化、新旧房分化，现房期房分化、以及国企民企分化的特征还是会延续一段时间。

图 11. 新建住宅均价季度累计涨跌变化



资料来源：中指研究院，红塔证券

图 12. 二手住宅均价季度累计涨跌变化



资料来源：中指研究院，红塔证券

² 中指研究院口径下 20 个商办重点城市为北京、上海、广州、深圳、天津、重庆、杭州、南京、武汉、成都、苏州、厦门、西安、长沙、福州、青岛、济南、南昌、合肥、郑州。

研究团队首席分析师

宏观总量组	消费组	生物医药组	智能制造组	高新技术组
李奇霖 021-61634272	黄瑞云 010-66220148	代新宇 0871-63577083	王雪萌 0871-63577003	肖立戎 0871-63577083
新材料新能源	汽车	质控风控	合规	
唐贵云 0871-63577091	宋辛南 0871-63577091	李雯婧 0871-63577003	周明 0871-63577083	

公司声明：

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

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。

免责声明：

本报告仅供红塔证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息来源合法合规，本公司力求但不能担保其准确性或完整性，也不保证本报告所含信息保持在最新状态。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。投资者应当自行关注。

本公司已采取信息隔离墙措施控制存在利益冲突的业务部门之间的信息流动，以尽量防范可能存在的利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或者争取提供承销保荐、财务顾问等投资银行服务或其他服务。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突，投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的观点、结论仅供投资者参考，不构成投资建议。本报告也没有考虑到个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。在决定投资前，如有需要，投资者应向专业人士咨询并谨慎决策。除法律法规规定必须承担的责任外，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失承担责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制或发布。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。如征得本公司同意后引用、刊发，则需注明出处为“红塔证券股份有限公司证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

红塔证券股份有限公司版权所有。

红塔证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。