

后续地产销售与投资怎么看？

报告要点：

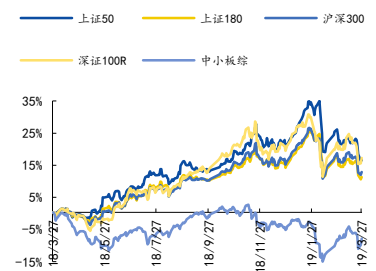
- **2023Q1 这一轮房地产销售的向上脉冲太短，这有可能跟疫情积累的需求释放存在干系。在这批需求释放后，地产销售要重新回到周期的轨道之中。**
- **而且这一轮地产销售的改善也不是一荣俱荣的：无论是看销售面积还是房价涨幅，这一轮地产增量资金明显是向新一线或二线聚集的。**
- **这个结构是不符合基本面的：归根到底，一个城市的房子基本面还是要看抢人的速度，而新一线城市的抢人速度是略逊一筹的。**
- **照此推断，房子在今年 Q1 改善的背后也许不是积累的需求，而是积累的预期。**
- **往后来看，地产销售的改善需要切换到更缓的斜率之内：**
 - 1) 基本面虽然不能代表一切，但投资需求相较于居住需求来说，要算更加精细的一笔账；现在限制投资需求的，更多还是地产商当前的状态；
 - 2) 在现实层面，我们也同样看到居民在购房时的谨慎心态有增无减，竣工速度将成为地产销售越来越刚性的约束。
- **如果地产销售不稳定的话，地产投资自然不会稳定，除此之外，我们还需要考虑两点：**
 - 1) 现在的地产投资在向竣工端倾斜，这对地产商来说本身就不太经济；
 - 2) 在节奏上，地产竣工端的资金投入相对有限，地产投资很难单纯因大量的竣工建设而加速。
- **房地产在今年并不是一条相对确定的线索：**
 - 1) 无论从销售的稳定性还是投资结构来说，今年地产投资向上的阻力颇大；
 - 2) 需要关注的是，无论是市场还是政策驱动，如果地产的去预售化开始，地产的流动性将在很长时间内经历一个青黄不接的阶段（可售的尚未竣工，在售的尚未交付），这在短期也许会造成额外的压力。

风险提示：国内疫情反复风险，政策不及预期风险，海外加息超预期风险。

主要数据：

上证综指：	3201.26
深圳成指：	10896.58
沪深300：	3850.50
中小盘指：	3958.03
创业板指：	2244.18

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

- 《大城小债的那些事儿 20230410-20230414》
2023.05.21
- 《人民币汇率：还真未必会持续贬下去》
2023.05.19

报告作者

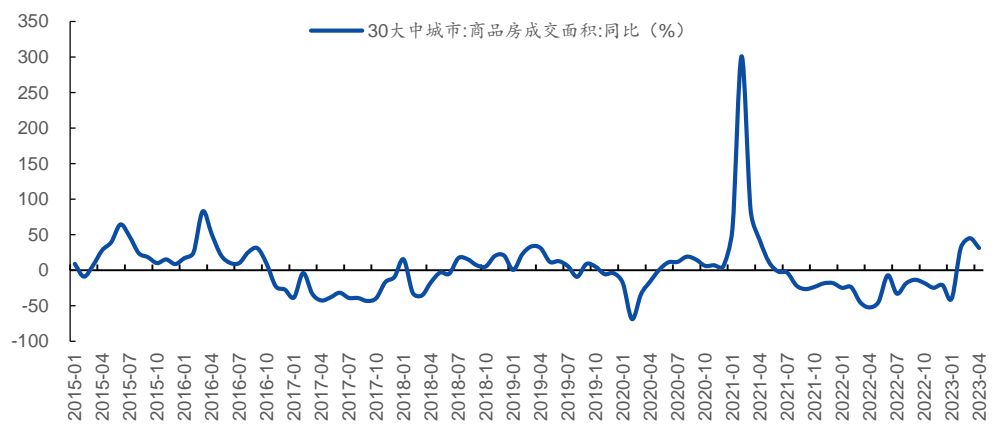
分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixue@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	孟子君
执业证书编号	S0020521120001
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

图表目录

图 1: 2023Q1 地产销售的加速仅持续了三个月	3
图 2: 这一轮的地产销售的恢复以大中型城市为主	3
图 3: 各城市房价复苏强度比较	3
图 4: 各城市人口流入强度比较	4
图 5: 高净值人群的资产规模占住户存款的比例高达 91%	4
图 6: 地产行业筹资现金流持续为负	5
图 7: 待交付期房面积目前没有明确拐点	5
图 8: 今年期房销售量占总销售的比例下降了 3 个百分点	5
图 9: 地产竣工和新开工的剪刀差已经扩到历史高值	6
图 10: 珠三角建设的前端及后端的项目已经高度分化	6
图 11: 在节奏上, 地产竣工端的资金投入相对有限	6

Q1 这一轮房地产销售的向上脉冲太短，这有可能跟疫情积累的需求释放存在干系。这一轮地产销售的加速仅仅持续了三个月，这个时间要明显短于一般的地产上行周期，这意味着，无论地产销售是否处于上行周期，至少疫情防控的放松在短时期内集中释放了一批之前积累的需求，在这批需求释放后，地产销售要重新回到周期的轨道之中。

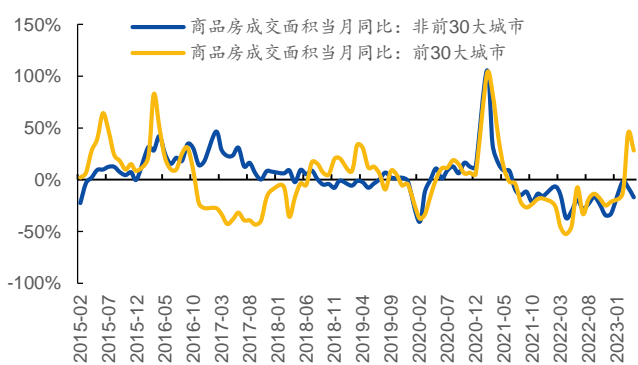
图 1：2023Q1 地产销售的加速仅持续了三个月



资料来源：Wind，国元证券研究所

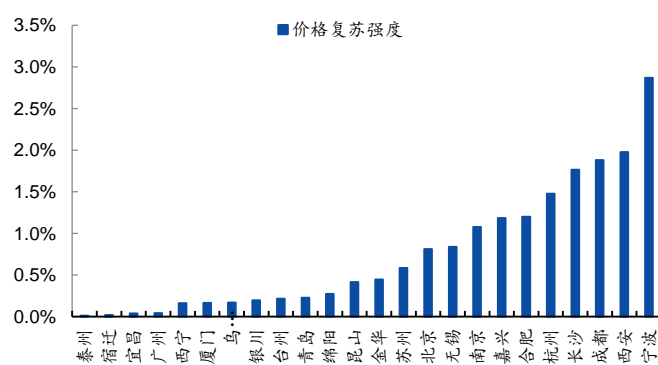
而且这一轮地产销售的改善也不是一荣俱荣的。这一轮地产增量资金明显是向新一线或二线聚集的。一来，这一轮的销售恢复以中大型城市为主，Q1 内 30 个大中城市的销售改善斜率明显陡于其他；二来，以房价去衡量的话，今年房价同比涨幅恢复最快的十个城市之中，有 8 个城市是新一线城市。

图 2：这一轮的地产销售的恢复以大中型城市为主



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 3：各城市房价复苏强度比较

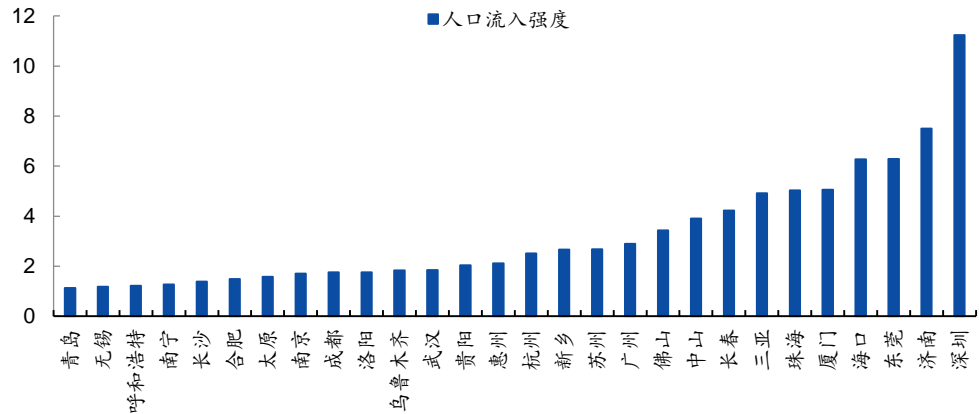


资料来源：Wind，国元证券研究所

这个结构是不符合基本面的。

1) 新一线城市的抢人速度是略逊一筹的。房子需求最核心的基本面是刚需及改善性需求，前者跟人口流入速度相关，后者跟人口年轻化有关，但在这种少子化的宏观趋势下，对于一个城市来说，没有人口流入，也就没有人口年轻化，所以，归根到底，一个城市的房子基本面还是要看抢人速度。但目前来看，人口增长最快的十个城市中（过去五年内），只有东莞和佛山属新一线城市。

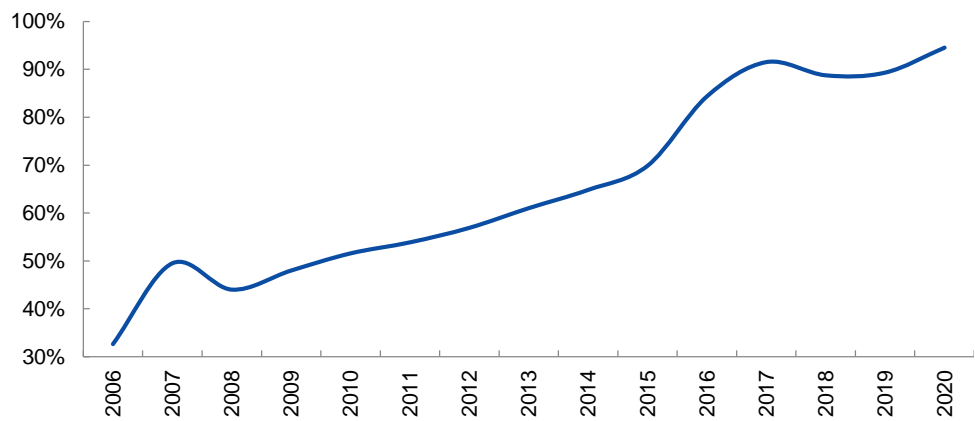
图 4：各城市人口流入强度比较



资料来源：Wind, 国元证券研究所

2) 照此去推的话，房子在 Q1 的改善背后也许不是积累的需求，而是积累的预期。如果宏观上 Q1 的增量地产销售无法和城市的基本需求匹配的话，那可以认定这些需求更多来自于看涨房价的预期，在疫情放开这个发令枪鸣响之后，大家又把自己的筹码重新投向中国的核心资产，毕竟这部分博弈资金是不缺的，高净值人群的资产规模所占住户存款的比例高达 91%。

图 5：高净值人群的资产规模占住户存款的比例高达 91%

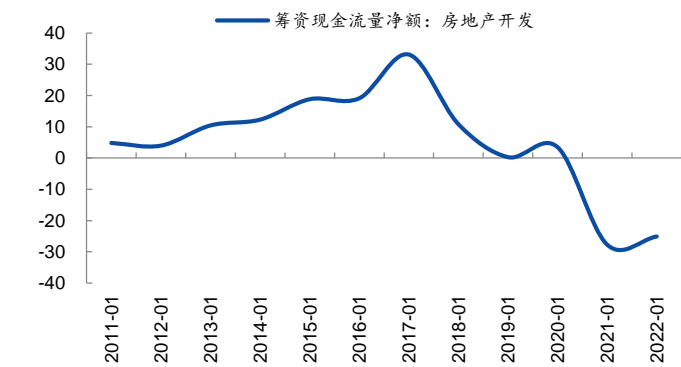


资料来源：Wind, 国元证券研究所

往后来看，地产销售的改善需要切换到更缓的斜率之内。

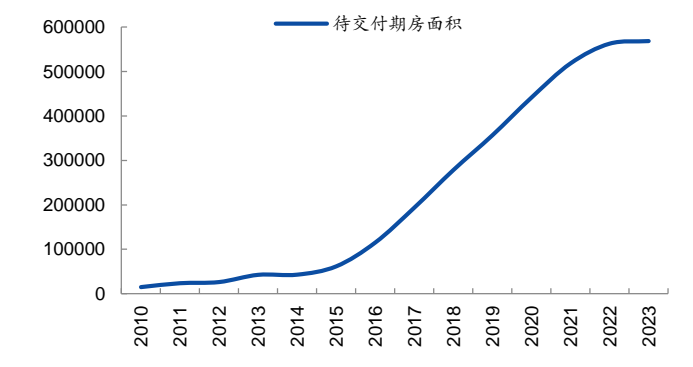
1) 基本面虽然不能代表一切，但投资需求比居住需求来说，要算更加精细的一笔账。现在限制投资需求的，更多还是地产商现在的状态。一来地产行业还在消化之前的高周转，筹资现金流持续为负；二来虽然近期在竣工端有所加速，但待交付期房面积仍然没有见到一个明确的拐点，甚至比去年年底还略微高出 1%。

图 6：房地产行业筹资现金流持续为负



资料来源：Wind，国元证券研究所

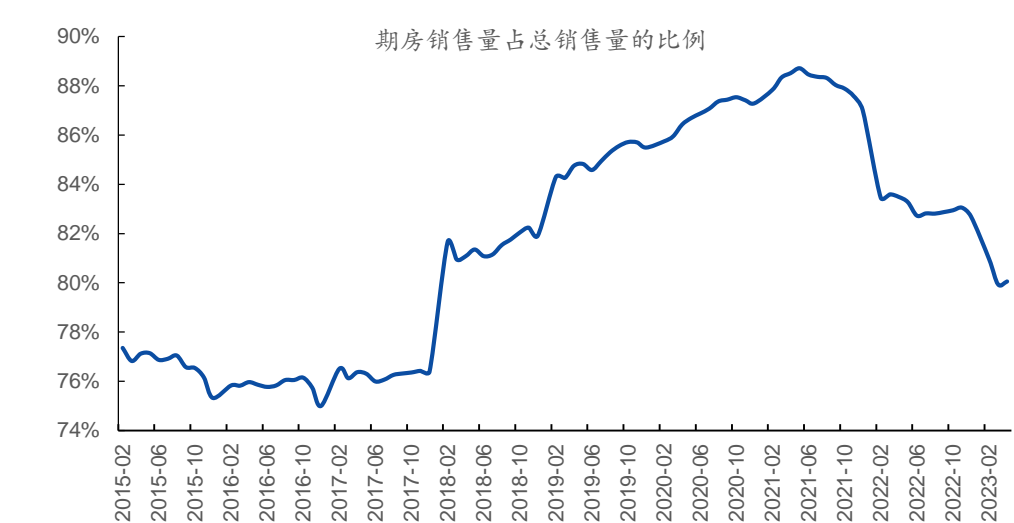
图 7：待交付期房面积目前没有明确拐点



资料来源：Wind，国元证券研究所

2) 在现实层面，我们也同样看到居民在购买住房时的谨慎心态有增无减。如果居民的考虑仍然是期房的交付风险的话，那期房的购买热情至少应是相对下降的，事实的确如此，我们看到期房的购买量占总销售的比例在今年又大幅下降了 3 个百分点。如果该趋势持续的话，那竣工速度将成为地产销售越来越刚性的约束（期房销售速度低于现房，现房销售速度低于竣工）。

图 8：今年期房销售量占总销售的比例下降了 3 个百分点



资料来源：Wind，国元证券研究所

如果地产销售不稳定的话，地产投资自然不会稳定，除此之外，我们还需要考虑两点。

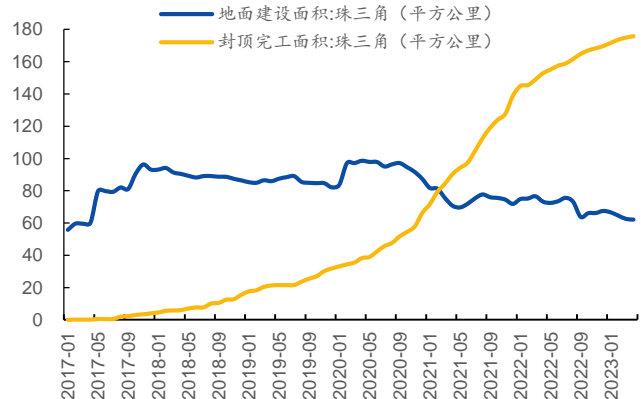
1) 现在的地产投资在向竣工倾斜，这对地产商来说不太经济。当前竣工和新开工之间的剪刀差已经扩到历史高值，如果以珠三角为例的话，也可以看到建设的前端及后端的项目已经高度分化。然而，对于地产商来说，多数竣工的地产相对于过去卖出去的期房，不会带来增量现金流，反而会消耗地产新开工的现金流，这样，地产的投资就不在一个良性的状态。

图 9：地产竣工和新开工的剪刀差已经扩到历史高位



资料来源：Wind，国元证券研究所

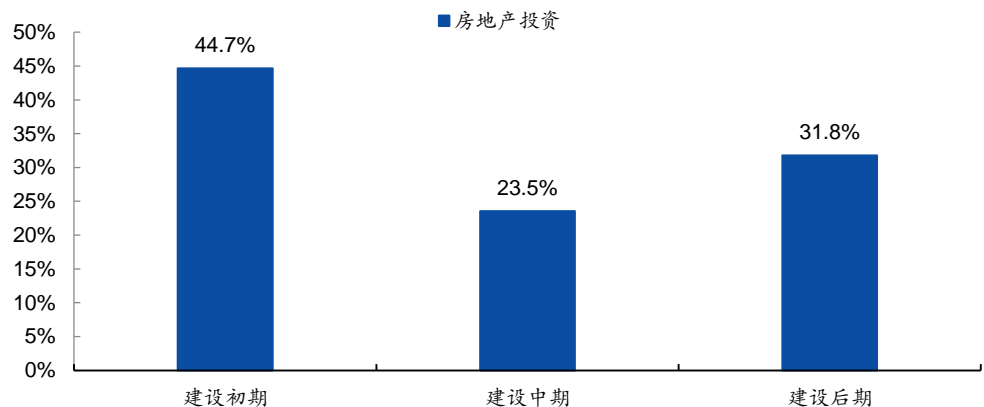
图 10：珠三角建设的前端及后端的项目已经高度分化



资料来源：Wind，国元证券研究所

2) 在节奏上，地产竣工端的资金投入就相对有限。按照我们测算，地产在建设前端所耗费的资金最多，中端和后端所耗费的资金都要少于前端。如果当前大量地产的在建项目不在前端，而在中端和后端的话，那么大量在建盘的投资高峰已经过去，地产投资很难单纯因大量的竣工建设而加速。

图 11：在节奏上，地产竣工端的资金投入相对有限



资料来源：Wind，国元证券研究所

房地产在今年并不是一条相对确定的线索。无论从销售的稳定性还是投资结构来说，今年地产投资向上的阻力颇大。再者，我们需要关注的是，无论是市场还是政策驱动，如果地产的去预售化开始，地产的流动性将在很长时间内经历一个青黄不接的阶段（可售的尚未竣工，在售的尚未交付），这在短期也许会造成额外的压力。

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、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。本公司建议客户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。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本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188