



Research and  
Development Center

# 销售走弱投资持续低迷，城市库存压力分化

——2023年1-5月统计局房地产数据点评

2023年6月16日

证券研究报告

行业研究

行业专题报告

房地产行业

投资评级 看好

上次评级 看好

江宇辉 房地产行业首席分析师

执业编号: S1500522010002

联系电话: +8618621759430

邮箱: jiangyuhui@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 销售走弱投资持续低迷，城市库存压力分化

2023年6月16日

摘要:

➤ **销售：5月市场持续走弱，强支撑政策或为后续市场走势关键。**2023年1-5月商品房累计销售面积46440万平，同比下降0.9%；5月单月销售面积8804万平，同比下降3.0%。2023年1-5月商品房累计销售金额49787亿元，同比上升8.4%；5月单月销售金额10037亿元，同比上升6.8%。进入5月一方面低基数因素较4月有所减弱，另一方面2-3月积压需求释放后，4-5月整体销售表现相对平淡5月较4月环比有9.0%提升，但从季节性变动上来看，较历年5月环比变动仍然偏低，市场整体仍然延续4月以来的降温趋势。另外从高频数据来看，五一假期期间的销售热度受到居民出行等因素的影响也未见明显提升，30大中城成交面积来看，23年的五一假期日均销售面积是除收到疫情影响最大的2022年外2014年以来五一假期日均成交最低值，后续市场走势如何，高能级城市政策力度是重要因素。

➤ **投资：开发投资累计跌幅扩大，竣工分歧持续。**2023年1-5月累计开发投资完成额45701亿元，同比下降7.2%，跌幅扩大1.0pct；5月单月开发投资完成额10186.79亿元，同比下降10.5%，跌幅扩大3.3pct，环比方面提升6.8%。第一，新开工方面，销售压力大开工意愿不足。从单月来看，即使去年4、5月受到疫情影响开工停滞基数已经较低，2023年5月的当月新开工面积仍然有27.3%的回落，可见开工数据仍然持续走弱，主要原因可能在于：4月和5月市场销售持续走弱，在市场情绪脆弱、销售压力较大的情况下，房企开工意愿更加减弱。第二，竣工方面，“保交楼”持续推进。我们认为，受2022年持续走低的新开工和拿地规模影响，2023年全年的房地产投资可能继续走弱，其中土地投资可能持续承压：建安投资方面，销售走弱开工意愿降低，核心区域储备不足可开工储备不足，土地投资方面，拿地“有效边界”收缩、土地供给减少，叠加成交价款滞后计入，今年土地投资意愿可能偏低。

➤ **土地：供应与成交仍处低位，房企拿地更关注“确定性”。**供应方面，5月100大中城住宅类用地供应土地规划建筑面积2306万平，同比下降50.2%，跌幅较大。成交方面，成交土地规划建筑面积2851万平，同比上升11.4%，供需比0.81倍。需求端来看，房企拿地“有效边界”收缩，土拍竞争加剧但有效边界并未有明显扩大。供给端来看，核心城市核心区域土地供应规模有限，整体土地供应规模下降。

➤ **库存：推货减少带动库存走低，城市库存压力呈现分化。**上周重点15城可售口径库存面积18253.50万平方米，环比下降0.14%。行业仍处去库存周期中。最新去化周期86.14周，较上上周缩短0.88周，去化周期在今年2月以来也有所缩短。2022年以来销售复苏但持续性较弱，房企推货意愿下降，带动库存走低。从销售方面看，2022年下半年至今行业销售仍在缓慢恢复中。春节以来行业的销售复苏呈现出两方面特征：1)高频数据冲高后持续性较弱；2)复苏强度分化。行业销售复苏持续性弱，会导致房企推货与供应意愿不足，进而影响新开工面积、开发投资等规模，带动库存持续走低。不同能级城市地产库存压力分化，三线城市库存去化周期相对较长，仍然面临一定去化压力，一线城市及核心二线城市等新房需求具备较强韧性，政府供应节奏为影响成交规模的关键因素。

➤ **资金：销售回款支撑转弱，房企资金改善转弱。**2023年1-5月房地产开发企业到位资金55958亿元，同比下降6.6%；5月单月到位资金10803亿元，同比下降7.4%，环比上升3.4%。从分项看，国内贷款1-5月累计金额7175.00亿元，同比下降10.5%，跌幅较4月收窄0.5pct，定金及预付款19878.00亿元，同比增加4.4%；个人按揭贷款1-5月累计到位10345.00亿元，同比上升6.5%。销售回款的支撑下降，个人按揭贷款较4月略有增长，定金及预付款占到位资金的35%左右，销售情况是房企资金的重要影响因素，在销售走弱的背景下，房企资金端的改善也同步转弱。

➤ **市场持续走弱销售支撑不足，仍待强支撑政策提振市场。**此前我们曾一直强调，受限于城市基本面、人口情况以及家庭套户比等综合因素，低能级城市的购房需求修复空间有限，且因城施策背景下，这类城市的松绑政策已基本应放尽放，后续的政策放松边际效应或逐步递减，短期内此类城市房地产市场较难起量，核心城市的成交量是决定今年市场销售总量的重要因素。因此我们认为若此次高能级城市的政策放松预期落空或政策力度不及预期，行业整体的销售情况虽然可能不会弱于去年市场表现，但较难出现明显的销售反转，落实到板块具体表现上，我们认为由板块起跌所带来的反弹机遇短期可能能够继续维持，但空间相对有限，而中长期行情的持续性则有待观望。在地产板块的投资逻辑上，我们建议关注具备α逻辑的标的，主要为在当前城市和板块布局能级更高，货值弹性更大，规模成长确定性更强的优质国央企，如招商蛇口、保利发展、华发股份、越秀地产以及优质民企滨江集团。

**风险因素：**政策风险：房地产调控政策收紧或放松不及预期。市场风险：地产行业销售下行幅度超预期。

## 目录

1 销售: 5月市场持续走弱, 强支撑政策或为后续市场走势关键.....	4
2 投资: 开发投资累计跌幅扩大, 开竣工分歧持续.....	7
3 土地: 供应与成交仍处低位, 房企拿地更关注“确定性”.....	10
4 库存: 推货减少带动库存走低, 城市库存压力呈现分化.....	11
5 资金: 销售回款支撑转弱, 房企资金改善转弱.....	14
市场持续走弱销售支撑不足, 仍待强支撑政策提振市场.....	16
风险因素.....	16

## 图表目录

图表 1: 商品房累计销售面积及同比增速.....	4
图表 2: 商品房当月销售面积及同比增速.....	4
图表 3: 商品房累计销售金额及同比增速.....	4
图表 4: 商品房当月销售金额及同比增速.....	4
图表 5: 商品房住宅累计销售面积及同比增速.....	5
图表 6: 商品房住宅当月销售面积及同比增速.....	5
图表 7: 商品房住宅累计销售金额及同比增速.....	5
图表 8: 商品房住宅当月销售金额及同比增速.....	5
图表 9: 商品房销售面积当月同比增速-分区域(%).....	5
图表 10: 商品房销售金额当月同比增速-分区域(%).....	5
图表 11: 商品住宅销售均价.....	6
图表 12: 70个大中城新建商品住宅价格指数环比增速(%).....	6
图表 13: 开发投资累计完成额及同比增速.....	7
图表 14: 开发投资当月完成额及同比增速.....	7
图表 15: 累计新开工面积及同比增速.....	8
图表 16: 当月新开工面积及同比增速.....	8
图表 17: 累计施工面积及同比增速.....	8
图表 18: 累计竣工面积及同比增速.....	8
图表 19: 100大中城市住宅类供应土地规划建筑面积及同比增速.....	10
图表 20: 100大中城市住宅类成交土地规划建筑面积及同比增速.....	10
图表 21: 100大中城市分能级住宅类供应土地规划建筑面积同比增速.....	10
图表 22: 100大中城市分能级住宅类成交土地规划建筑面积同比增速.....	10
图表 23: 15城库存面积及去化周期.....	11
图表 24: 一线城市库存面积及去化周期.....	11
图表 25: 二线城市库存面积及去化周期.....	12
图表 26: 三线城市库存面积及去化周期.....	12
图表 27: 重点城市库存和去化周期情况.....	13
图表 28: 房地产开发到位资金累计值及同比增速.....	14
图表 29: 开发到位资金当月值及同比增速.....	14
图表 30: 国内贷款到位资金当月值及同比增速.....	14
图表 31: 个人按揭贷款当月值及同比增速.....	14
图表 32: 按揭贷款放款周期(天).....	15
图表 33: 首套房和二套房贷利率(%).....	15

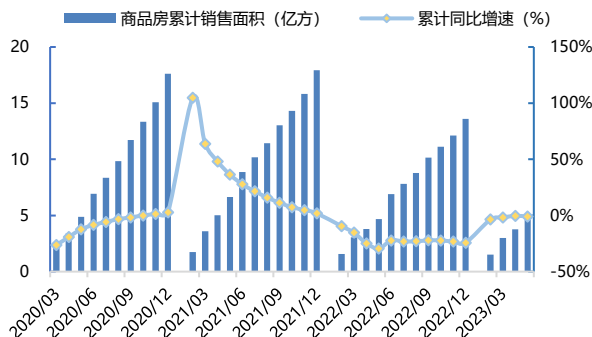
# 1 销售：5 月市场持续走弱，强支撑政策或为后续市场走势关键

**销售面积同比下降，销售金额同比保持增长。**2023 年 1-5 月商品房累计销售面积 46440 万平，同比下降 0.9%；5 月单月销售面积 8804 万平，同比下降 3.0%。2023 年 1-5 月商品房累计销售金额 49787 亿元，同比上升 8.4%；5 月单月销售金额 10037 亿元，同比上升 6.8%。

**销售金额低基数影响减弱使得同比涨幅收窄，5 月市场持续走弱。**从同比数据来看，5 月当月商品房销售面积同比转负，3 月、4 月当月销售面积分别同比回升 0.1%和 5.5%，5 月当月的销售金额同比仍然保持正增长，但增幅大幅收窄 21.1pct。进入 5 月一方面低基数因素较 4 月有所减弱，另一方面 2-3 月积压需求释放后，4-5 月整体销售表现相对平淡，4 月销售金额环比大幅回落 39.0%，5 月较 4 月环比有 9.0%提升，但从季节性变动上来看，较历年 5 月环比变动仍然偏低，市场整体仍然延续 4 月以来的降温趋势。另外从高频数据来看，五一假期期间的销售热度受到居民出行等因素的影响也未见明显提升，30 大中城五一假期日均成交面积来看，2023 年是 2014 年以来最低值（除受疫情影响较大的 2022 年外），五一假期销售热度惨淡，5 月第 2 周市场热度有所回升，后续两周走势平淡，在市场整体走弱、市场情绪相对脆弱的背景下，为保证去化率，房企在 5 月的推货量也有所下降。

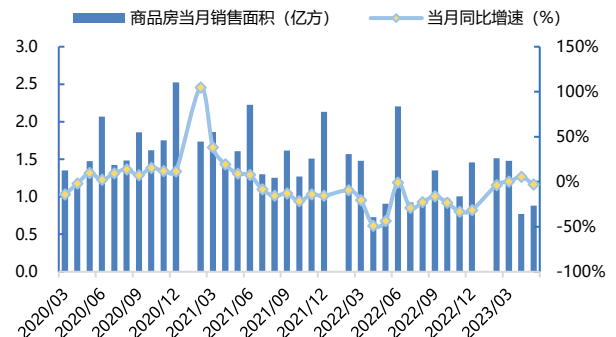
**统计局调整销售面积和房地产开发投资等口径。**从数据具体调整情况来看，统计局披露的销售金额及面积的累计同比增速较根据历史数据计算出的累计同比增速较高，调整的主要原因是：（一）加强在库项目管理，对毁约退房的商品房销售数据进行了修订。（二）加强统计执法，对统计执法检查中发现的问题数据，按照相关规定进行了改正。（三）加强数据质量管理，剔除非房地产开发性质的项目投资以及具有抵押性质的销售数据。

图表 1：商品房累计销售面积及同比增速



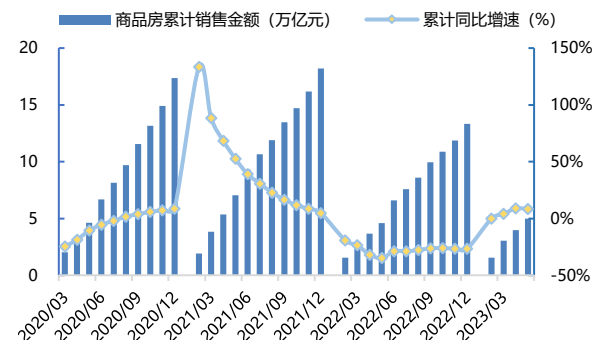
资料来源：统计局，信达证券研发中心

图表 2：商品房当月销售面积及同比增速



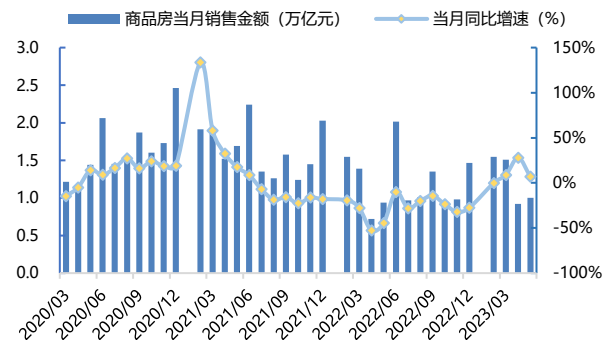
资料来源：统计局，信达证券研发中心

图表 3：商品房累计销售金额及同比增速

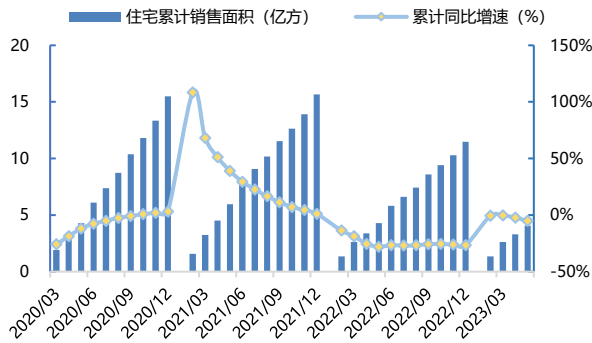


资料来源：统计局，信达证券研发中心

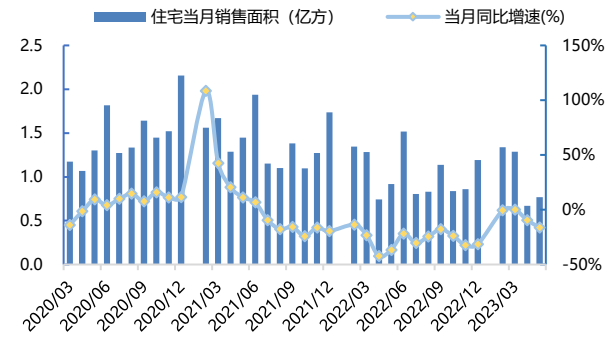
图表 4：商品房当月销售金额及同比增速



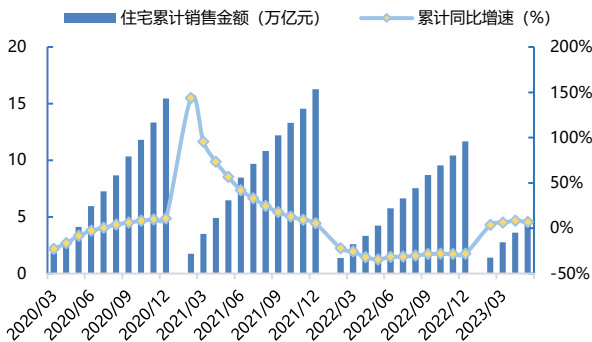
资料来源：统计局，信达证券研发中心

**图表 5: 商品房住宅累计销售面积及同比增速**


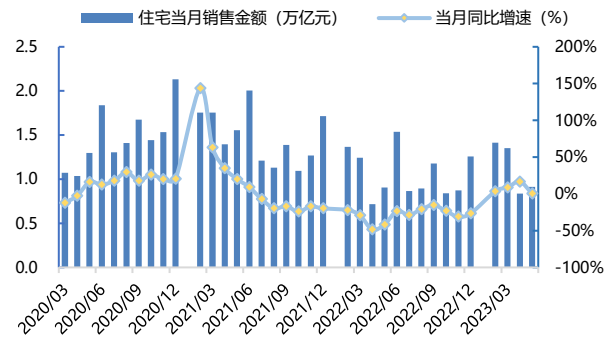
资料来源: 统计局, 信达证券研发中心

**图表 6: 商品房住宅当月销售面积及同比增速**


资料来源: 统计局, 信达证券研发中心

**图表 7: 商品房住宅累计销售金额及同比增速**


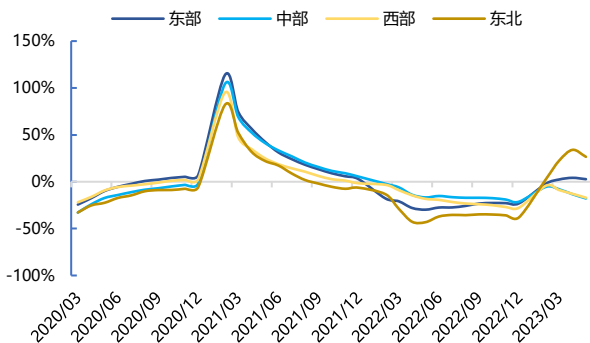
资料来源: 统计局, 信达证券研发中心

**图表 8: 商品房住宅当月销售金额及同比增速**


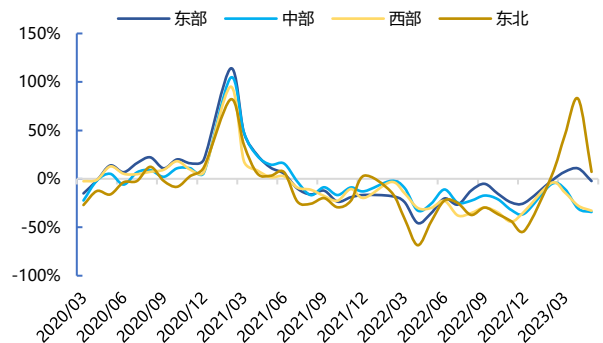
资料来源: 统计局, 信达证券研发中心

分区域来看, 东部与东北部地区销售面积/销售额累计同比增速均有提升, 中部与西部地区跌幅扩大。分区域看, 计算口径下, 东部/中部/西部/东北地区 1-5 月累计销售面积 20472/12317/12135/1515 万平方米, 同比变动 2.7%/-17.8%/-17.0%/26.6%。1-5 月累计销售金额 30326 /9236/9086/1138 亿元, 同比变动 12.7%/-12.2%/-9.0%/22.9%。

低基数影响同比差异明显, 市场延续分化趋势。5 月当月来看, 东部地区和东北地区销售金额同比仍然保持正增长, 中部地区和西部地区同比降幅扩大, 区域方面产生的差异一方面受到 2022 年低基数差异影响, 东部和东北地区 2022 年 5 月当月销售金额降幅相对更大, 另一方面市场延续分化趋势, 包含四个一线城市的东部地区市场热度相对较好。

**图表 9: 商品房销售面积当月同比增速-分区域 (%)**


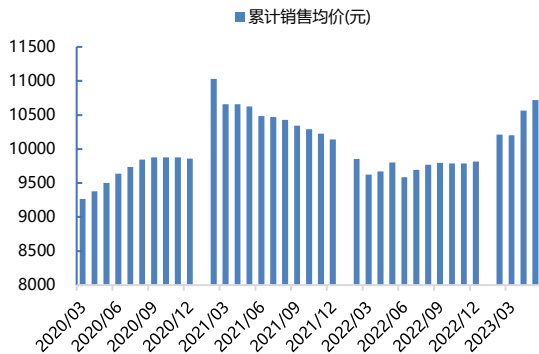
资料来源: 统计局, 信达证券研发中心

**图表 10: 商品房销售金额当月同比增速-分区域 (%)**


资料来源: 统计局, 信达证券研发中心

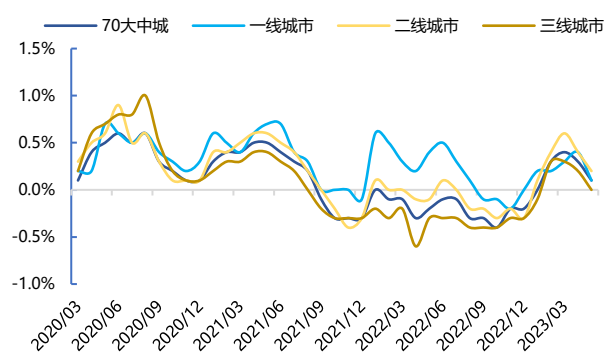
价格方面，70城新房价格指数环比改善、同比跌幅收窄。价格方面，1-5月全国商品住宅销售均价 10720.71 元/平，环比上升 158.87 元/平。5月 70大中城新建商品住宅价格指数同比下降 0.5%，跌幅较 4月收窄 0.2pct；价格指数环比上升 0.1%，连续第 4个月保持增长。分城市能级来看，一线/二线/三线城市新建商品住宅价格指数同比分别为 1.7%/0.5%/-1.6%，环比增 0.1%/0.2%/0.0%。

图表 11: 商品住宅销售均价



资料来源: 统计局, 信达证券研发中心

图表 12: 70个大中城新建商品住宅价格指数环比增速(%)



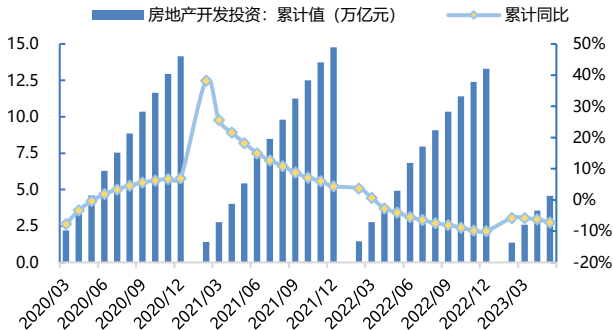
资料来源: 统计局, 信达证券研发中心

高能级城市政策力度是销售能否有明显提振的重要因素。此前我们曾一直强调, 受限于城市基本面、人口情况以及家庭套户比等综合因素, 低能级城市的购房需求修复空间有限, 且因城施策背景下, 这类城市的松绑政策已基本应放尽放, 后续的政策放松边际效应或逐步递减, 短期内此类房地产市场较难起量, 核心城市的成交量是决定今年市场销售总量的重要因素, 因此我们认为若此次高能级城市的政策放松预期落空或政策力度不及预期, 行业整体的销售情况虽然可能不会弱于去年市场表现, 但较难出现明显的销售反转。

## 2 投资：开发投资累计跌幅扩大，开竣工分歧持续

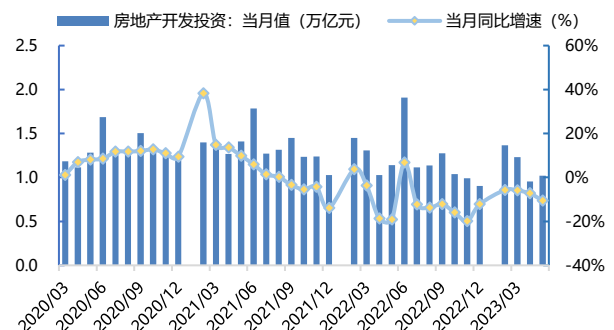
房地产开发投资降幅扩大，投资承压趋势未改。2023 年 1-5 月累计开发投资完成额 45701 亿元，同比下降 7.2%，跌幅扩大 1.0pct；5 月单月开发投资完成额 10186.79 亿元，同比下降 10.5%，跌幅扩大 3.3pct，环比方面提升 6.8%。

图表 13：开发投资累计完成额及同比增速



资料来源：统计局，信达证券研发中心

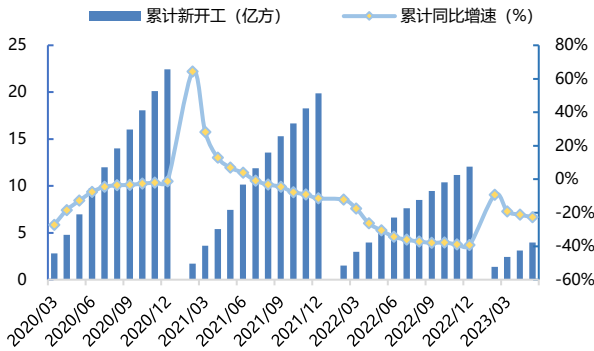
图表 14：开发投资当月完成额及同比增速



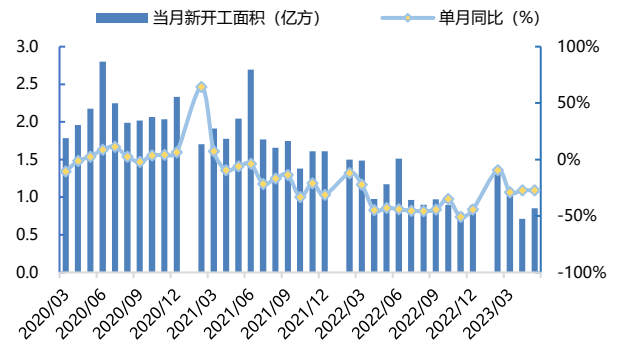
资料来源：统计局，信达证券研发中心

**竣工增速保持，开工持续低迷。**2023 年 1-5 月累计新开工面积 39723 万平，同比下降 22.6%；5 月单月新开工面积 8503 万平，同比下降 27.3%，环比上升 19.8%，环比方面提升存在季节性因素，整体新开工仍然持续低迷。2023 年 1-5 月累计竣工面积 27826 万平，同比上升 19.6%；5 月单月竣工面积 4148 万平，同比上升 24.4%，环比下降 2.5%。

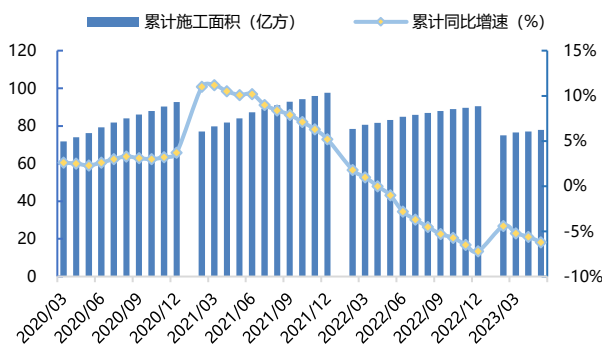
**开工段和竣工端分歧持续：第一，新开工方面，销售压力大开工意愿不足。**1-5 月累计新开工面积回落至 2009 年以来最低水平，1-5 月的累计跌幅仍然持续扩大，从单月来看，即使去年 4、5 月受到疫情影响开工停滞基数已经较低，2023 年 5 月的当月新开工面积仍然有 27.3% 的回落，可见开工数据仍然持续走弱，主要原因可能在于：4 月以来市场持续走弱，房企开工谨慎。2023 年市场在经过 2、3 月初的短暂升温后，进入 3 月下旬关于市场可持续性的争议较大，新开工同比跌幅扩大，4 月和 5 月市场销售持续走弱，在市场情绪脆弱、销售压力较大的情况下，房企开工意愿更加减弱。**第二，竣工方面，“保交楼”持续推进。**2023 年政府工作报告中对于地产表述再次强调保障基本民生和发展社会事业，各地政府进一步推进“保交楼”工作。人民银行于 2022 年 12 月设立“保交楼贷款支持计划”，实施期为 2022 年 11 月至 2023 年 3 月末。据百年建筑网统计，3 月份至 5 月份通过调研全国各地 1114 个保交楼项目交付情况，数据显示，3 月份保交楼项目已交付比例为 23%，5 月份保交楼已交付比例为 34%，上升 11pct。我们认为，政策支持下 2023 年“保交楼”有望取得更加实质性的进展，并带动竣工增速持续改善。

**图表 15: 累计新开工面积及同比增速**


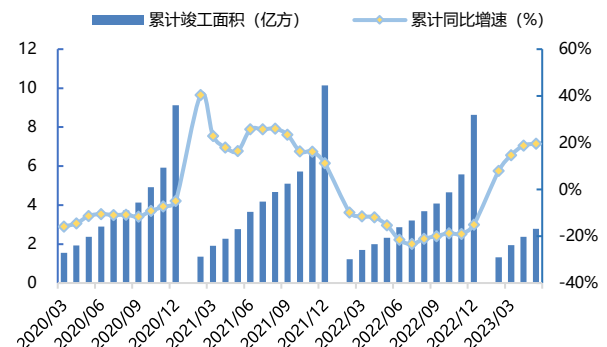
资料来源: 统计局, 信达证券研发中心

**图表 16: 当月新开工面积及同比增速**


资料来源: 统计局, 信达证券研发中心

**图表 17: 累计施工面积及同比增速**


资料来源: 统计局, 信达证券研发中心

**图表 18: 累计竣工面积及同比增速**


资料来源: 统计局, 信达证券研发中心

后续投资端压力可能仍然较大。我们认为, 受 2022 年持续走低的新开工和拿地规模影响, 2023 年全年的房地产投资可能继续走弱, 其中土地投资可能持续承压:

**第一, 建安投资方面, 销售走弱开工意愿降低, 核心区域储备不足可开工储备不足。1) 销售走弱, 开工投资可能持续较弱。**行业经历了 2021 年下半年到 2022 年的出清, 拿地主体减少, 而未出险暴雷的房企目前也受制于新的资金平衡, 仍需要“输血”和“造血”两方面的进一步恢复才有望重新恢复开工投资节奏。但目前来看, 我们认为“输血”融资难的情况仍然未有明显改善, 5 月房企融资规模处在年内低位, 境内债展期事件增加; “造血”销售回款情况来看, 4、5 月市场持续走弱, 房企销售压力增大, 市场后续不确定性仍然较大。在融资仍然较难、市场持续走弱的背景下, 我们预计房企的开工投资意愿短期内可能仍然较难提振。**2) 市场持续区域分化, 核心城市核心区域可开发储备不足。**本轮市场下行以来, 城市间市场持续分化, 房企在核心城市的核心区域才能保持相对较好的去化和流速, 因此为了保障去化率和提升销售的确定性, 房企加大在核心城市核心区域的推盘, 但核心城市的核心区域供应规模有限, 在持续集中推盘之后, 可开发的土地储备不足, 这部分新开工面积也会逐步缩量。

**第二, 土地投资方面, 拿地“有效边界”收缩、土地供给减少, 叠加成交价款滞后计入, 今年土地投资意愿可能偏低。**1) 需求端来看, 为了保障投资安全性, 房企可能控制拿地销售比, “有效边界”实质收缩, 另外 4、5 月市场持续降温的情况下, 房企对于投资确定性的要求更高, 反映出拿地主体对于市场信心不足, 尽管有更多房企开始恢复拿地, 但对确定性的追求高于对拓展规模的追求。2) 政策端来看, 行业下行期土地供应规模可能有所降低, 一二线城市的土地供给没有大幅提升的情况下, 行业整体的土地投资规模可能仍然收缩。3) 土地成交价款通常在 1 年内分期缴纳, 2022 年土地市场遇冷, 全年土地成交价款累计下跌 48.4%。去年成交价款减少, 可能对今年的土地购置费构成拖累。综合来看, 今年土地投资



可能持续承压。

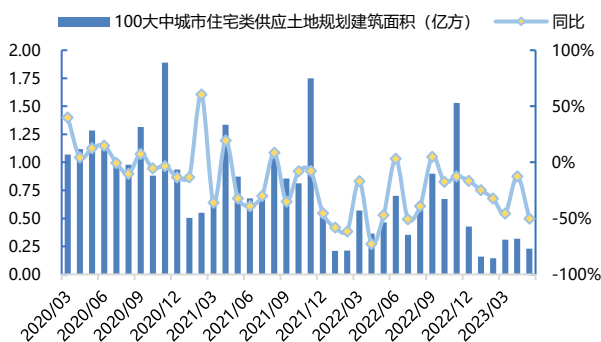
### 3 土地：供应与成交仍处低位，房企拿地更关注“确定性”

**百城土地供给与成交面积均处低位。**从百城土地数据来看，供应方面，5月100大中城住宅类用地供应土地规划建筑面积2306万平，同比下降50.2%，跌幅较大。成交方面，成交土地规划建筑面积2851万平，同比上升11.4%，供需比0.81倍。一线/二线/三线城市土地供应面积分别为55.48/676.46/1574.33万平方米；土地成交面积分别为24.52/1145.12/1680.98万平方米，同比变动-93.7%/41.7%/22.9%。

**需求端来看，房企拿地“有效边界”收缩，土拍竞争加剧但有效边界并未有明显扩大。**土地市场热度分化加剧，部分基本面有支撑、销售热度恢复较好的城市，今年的集中供地参与房企增加，逐步有优质民企开始在这些城市积极补货，这些核心城市优质地块对于房企而言投资安全性更高，因此恢复拿地能力的民企、积极补货强化供给优势的国央企均扎堆向这些地块聚集。但其他市场相对较弱的城市，土拍仍然较冷，房企投资的有效边界并未有明显扩大，因此我们认为今年土拍的总量来看未必会有明显提振。

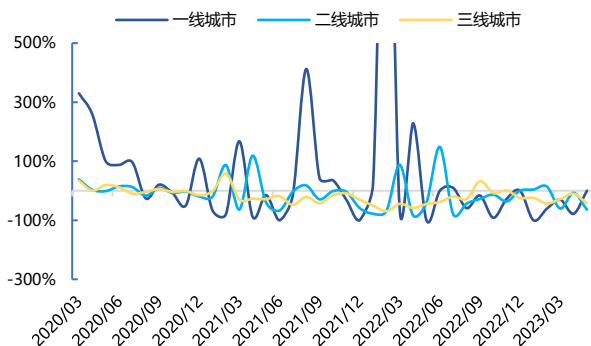
**供给端来看，核心城市核心区域土地供应规模有限，整体土地供应规模下降。**受到市场区域分化加剧的影响，房企对于土地投资的确定性要求更高，因此大部分房企为了投资的安全性均聚焦于核心城市的核心区域，而这些区域的土地供给规模有限，通常较难在土地市场热度提升时大幅增加土地供应，而核心区域以外的土地供应由于土地市场遇冷，今年整体供应缩量，根据克而瑞的不完全统计，截至4月15日公布的2023年供地计划，其中一二线城市普通商品住宅用地同比下降19%，三四线普宅用地同比减少约10%。

图表 19: 100 大中城市住宅类供应土地规划建筑面积及同比增速



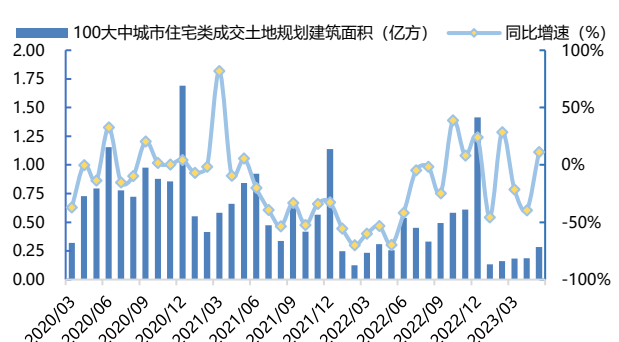
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 21: 100 大中城市分能级住宅类供应土地规划建筑面积同比增速



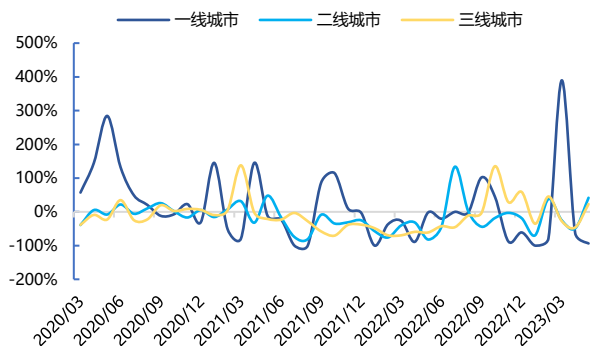
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 20: 100 大中城市住宅类成交土地规划建筑面积及同比增速



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 22: 100 大中城市分能级住宅类成交土地规划建筑面积同比增速



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 4 库存：推货减少带动库存走低，城市库存压力呈现分化

2023 年可售口径库存面积持续下降，行业仍处去库存周期。上周（2023/06/03-2023/06/09）重点 15 城可售口径（批准预售而未售）库存面积 18253.50 万平方米，环比下降 0.14%。2023 年以来，库存面积持续回落，目前接近 2022 年 8 月水平（1.82 亿平）。行业仍处去库存周期中。最新去化周期 86.14 周，较上上周缩短 0.88 周，去化周期在今年 2 月以来也有所缩短。去化周期缩短表明行业供应增速较销售更低。

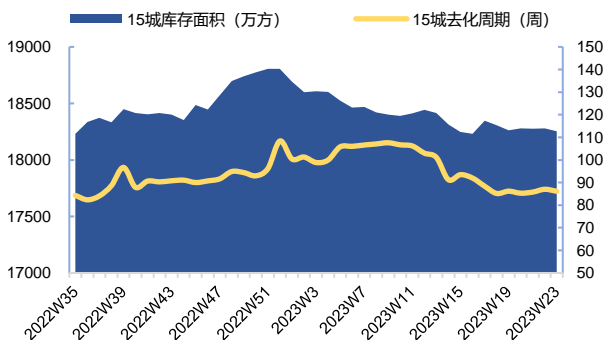
2022 年以来销售复苏但持续性较弱，房企推货意愿下降，带动库存走低。从销售方面看，2022 年下半年至今行业销售仍在缓慢恢复中。春节以来行业的销售复苏呈现出两方面特征：1) 高频数据冲高后持续性较弱；2) 复苏强度分化。行业销售复苏持续性弱，会导致房企推货与供应意愿不足，进而影响新开工面积、开发投资等规模，带动库存持续走低。

不同能级城市地产库存压力分化，三线城市去化周期保持高位。重点 15 城中，分城市能级来看，上周一线/二线/三线城市库存面积分别为 8553/8479/1221 万平，环比变动-0.25%/0.13%/-1.18%。一线/二线/三线城市去化周期分别为 87.50/82.37/108.81 周，环比变动-0.16/-1.39/-2.01 周。整体来看，三线城市库存去化周期相对较长，仍然面临一定去化压力。

一线城市及核心二线城市等新房需求具备较强韧性，政府供应节奏为影响成交规模的关键因素。从需求端看，一二线城市基本面较好、人口持续流入，叠加家庭套户比相对较低，需求端具备较强韧性。此类新房实际成交规模主要取决于政府预售批售情况以及土地供应节奏。受政府控制批售节奏影响，此类城市去化与流速被压低，因此尽管库存面积与去化周期处于高位，但实际去化压力较小。我们认为年内一二线城市仍有可能迎来销售脉冲行情，去库存周期有望较早结束。

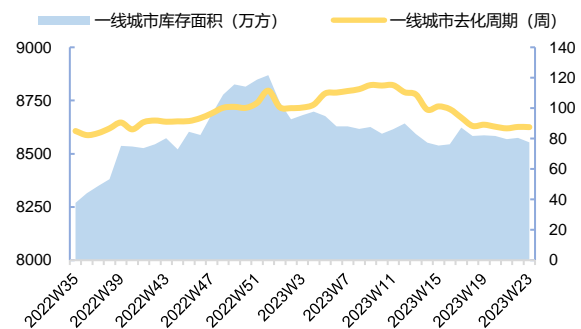
尽管弱二线及三四线城市供应缩量，但销售下降幅度较大，仍需库存去化。2022 年以来，弱二线及三四线城市土地市场相对低迷。尽管地方政府通过减少供地等方式提振市场热度，但销售下行幅度更大，去化周期依然较长，面临较大库存去化压力。我们认为弱二线与三四线城市年内可能仍需继续去化库存，预计去库存周期可能在未来数年持续。

图表 23：15 城库存面积及去化周期

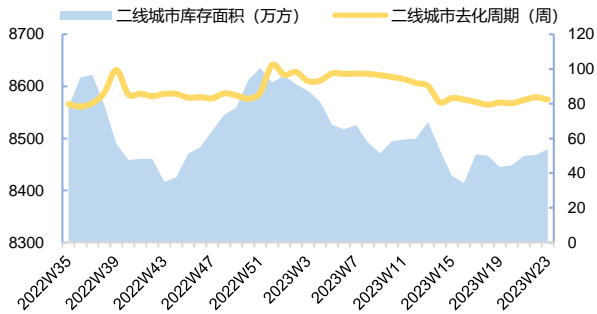


资料来源：Wind，信达证券研发中心

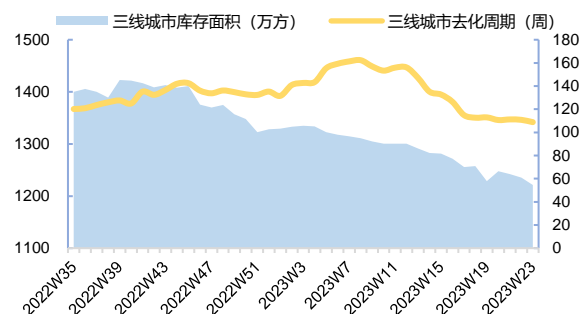
图表 24：一线城市库存面积及去化周期



资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图表 25: 二线城市库存面积及去化周期**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图表 26: 三线城市库存面积及去化周期**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 城市: 关注头部梯队与核心城市销售恢复情况

**核心城市可售库存规模较高, 但去化周期普遍较短。**从重点城市最新一期库存数据看, 一线与强二线城市, 主要包括上海、广州、深圳、苏州、温州等, 最新一周去化周期均在 100 周以下。受供应节奏影响, 北京去化周期在 124 周左右。二线城市中, 南京、福州超过 100 周。三线城市去化周期普遍较长。

**未来重点关注核心城市年内销售恢复情况。**受限于城市基本面、人口情况以及家庭套户比等综合因素, 低能级城市的购房需求修复空间有限, 且因城施策背景下, 这类城市的松绑政策已基本应放尽放, 后续的政策放松边际效应或逐步递减, 短期内当地的房地产市场较难起量。因此核心城市的成交量是决定今年市场销售总量的重要因素。核心城市成交恢复之后, 或带动行业销售回升, 并推动投资改善。

**年内四类城市销售表现或持续分化。按照基本面与需求释放情况, 可将全国城市划分为四个梯队:**

1) 第一梯队主要包含北上广深杭庐蓉, 这类城市受益于强劲的基本面和持续的人口涌入, 购房需求累积迅速, 在经历过近期销售小阳春后, 仍有望在半年度房企冲刺节点和下半年的强营销月份再度迎来成交小高峰;

2) 第二梯队主要为强二线, 如南京、长沙等, 相较于一梯队, 这类城市的购房需求累积速度稍缓, 全年的销售脉冲频率低于一梯队城市;

3) 第三梯队主要为弱二线、强三线城市, 如重庆等, 这类城市在基本面表现和人口流入上相对弱势, 一季度集中释放过一轮购房需求后, 需求累积时间较长, 大概率在下半年重要营销节点才能再次起量;

4) 第四梯队为基本面较弱的三四线, 即使在销售明显回暖的一季度, 其房地产市场仍未出现明显复苏, 后续受限于较高的家庭套户比和人口流出情况, 我们预计短期市场较难修复。

**图表 27: 重点城市库存和去化周期情况**

城市	库存面积 (万方)	环比增速 (%)	12 周平均销售 (万方)	去化周期 (周)	上周去化周期 (周)
<b>一线城市</b>					
北京	2577.56	-0.85%	20.86	123.54	121.52
上海	2833.86	0.02%	40.00	70.84	71.95
广州	2264.95	-0.06%	25.66	88.28	88.40
深圳	876.59	0.17%	11.23	78.08	76.73
<b>二线城市</b>					
南京	2844.79	-0.31%	18.29	155.51	152.10
苏州	1322.76	-0.99%	18.06	73.24	77.32
福州	1345.18	0.63%	5.36	250.93	270.74
温州	1460.04	0.60%	18.96	77.00	77.18
杭州	778.66	0.82%	22.16	35.15	34.85
宁波	418.33	-0.87%	10.34	40.44	41.38
厦门	309.72	4.53%	9.76	31.73	33.09
<b>三线城市</b>					
莆田	356.69	-0.49%	1.37	260.79	261.96
宝鸡	615.46	-0.78%	4.41	139.53	142.70
南平	69.15	0.00%	0.18	383.60	383.60
东营	179.77	-4.26%	5.26	34.16	35.73

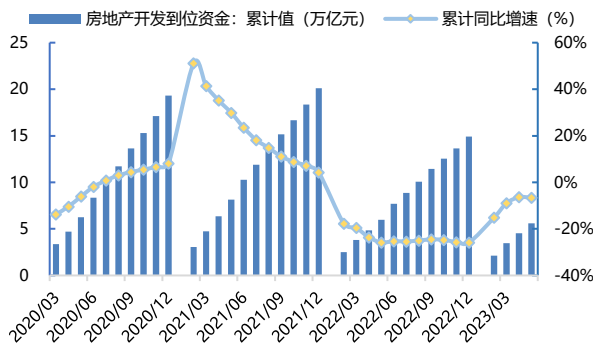
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 5 资金：销售回款支撑转弱，房企资金改善转弱

开发到位资金单月转负，房企资金情况仍较弱。2023年1-5月房地产开发企业到位资金55958亿元，同比下降6.6%；5月单月到位资金10803亿元，同比下降7.4%，环比上升3.4%。从分项看，国内贷款1-5月累计金额7175.00亿元，同比下降10.5%，跌幅较4月收窄0.5pct，定金及预付款19878.00亿元，同比增加4.4%；个人按揭贷款1-5月累计到位10345.00亿元，同比上升6.5%。

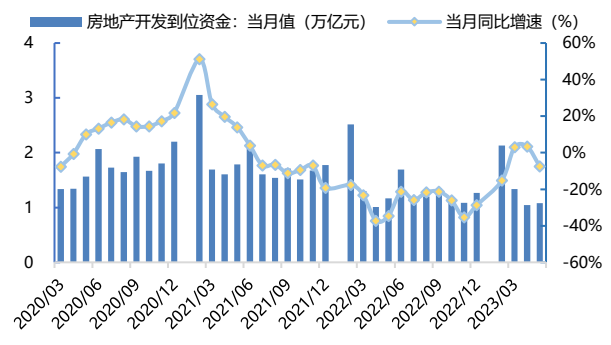
销售回款支撑转弱，房企资金情况改善转弱。5月当月到位资金同比转负，销售热度下降、销售回款支撑转弱，资金情况同步转弱。具体到细项来看，国内贷款单月同比跌幅扩大2.3pct，环比下降10.3%，利用外资同比跌幅与4月基本持平，环比上较4月有大幅下降，自筹资金环比上升，但同比跌幅扩大，定金及预付款受到销售转弱影响，同比涨幅收窄，环比从3月开始持续下降，销售回款的支撑下降，个人按揭贷款较4月略有增长。定金及预付款占到位资金的35%左右，销售情况是房企资金的重要影响因素，在销售走弱的背景下，房企资金端的改善也同步转弱。

图表 28：房地产开发到位资金累计值及同比增速



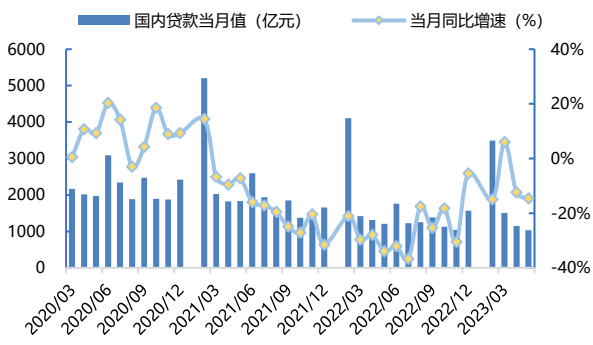
资料来源：统计局，信达证券研发中心

图表 29：开发到位资金当月值及同比增速



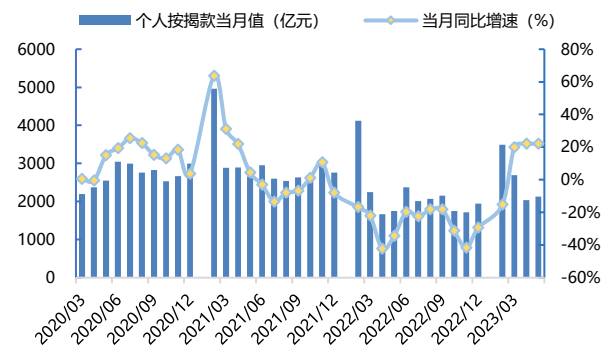
资料来源：统计局，信达证券研发中心

图表 30：国内贷款到位资金当月值及同比增速



资料来源：统计局，信达证券研发中心

图表 31：个人按揭贷款当月值及同比增速

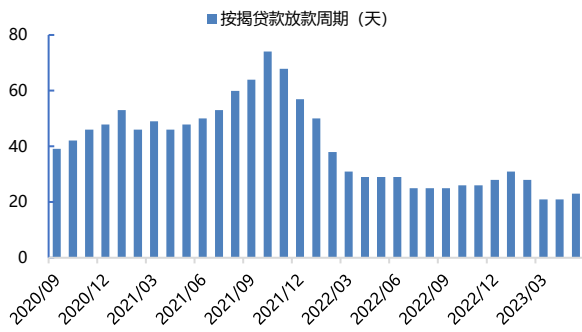


资料来源：统计局，信达证券研发中心

首套按揭利率持续下行，首二套利差扩大。根据贝壳研究院数据，2023年5月贝壳百城首套主流房贷利率平均为4.0%，较上月微降1BP；二套主流房贷利率平均为4.91%，与上月持平。5月首二套主流房贷利率较去年同期分别回落91BP和41BP。5月贝壳百城银行平均放款周期为23天，较上月延长2天，放款速度仍较快。分能级来看5月一线和二线城市首二套房贷利率均与上月持平，清远、中山首套房贷利率下降带动三四线城市首套利率微降至3.98%，二套利率不变。首套住房贷款利率政策动态调整机制下，首套利率回调，二套利率保持不变，5月百城整体首二套房贷利率差扩大至91BP。其中37个城市首二套房

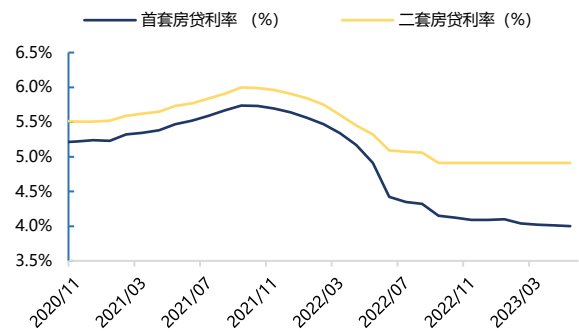
贷利率差达到 100BP，二套改善需求的房贷成本较高。

图表 32: 按揭贷款放款周期 (天)



资料来源: 贝壳研究院, 信达证券研发中心

图表 33: 首套房和二套房贷利率 (%)



资料来源: 贝壳研究院, 信达证券研发中心

## 市场持续走弱销售支撑不足，仍待强支撑政策提振市场

**市场持续走弱销售支撑不足。**2-3月受到积压需求释放影响，市场有所回暖，但经过4月和5月市场持续走弱，验证当前销售支撑不足，在销售压力较大、市场热度没有明显提振的背景下，如果没有强支撑的政策，6月房企的推货可能也会偏于谨慎而缩量，业绩冲刺传统旺季市场是否能有提振或存在较大不确定性。

**市场提振仍待强支持政策兑现落地。**此前我们曾一直强调，受限于城市基本面、人口情况以及家庭套户比等综合因素，低能级城市的购房需求修复空间有限，且因城施策背景下，这类城市的松绑政策已基本应放尽放，后续的政策放松边际效应或逐步递减，短期内当地的房地产市场较难起量，核心城市的成交量是决定今年市场销售总量的重要因素。因此我们认为若此次高能级城市的政策放松预期落空或政策力度不及预期，行业整体的销售情况虽然可能不会弱于去年市场表现，但较难出现明显的销售反转，落实到板块具体表现上，我们认为由板块超跌所带来的反弹机遇短期可能能够继续维持，但空间相对有限，而中长期行情的持续性则有待观望。

在地产板块的投资逻辑上，我们仍建议关注具备 $\alpha$ 逻辑的标的，主要为在当前城市和板块布局能级更高，货值弹性更大，规模成长确定性更强的优质国央企，如招商蛇口、保利发展、华发股份、越秀地产以及优质民企滨江集团。

## 风险因素

**政策风险：**房地产调控政策收紧或放松不及预期。

**市场风险：**地产行业销售下行幅度超预期。



## 研究团队简介

**江宇辉**，信达证券房地产行业首席分析师，中南财经政法大学管理学学士，上海财经大学金融硕士，从事地产行业研究六年，先后供职于中信建投证券、中梁地产集团。曾获 2015 年第十三届新财富房地产最佳分析师第二名，2016 年第十四届新财富房地产最佳分析师第五名，2017 年第十五届新财富房地产最佳分析师第三名。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	粟琳	18810582709	sulin@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数:沪深 300 指数(以下简称基准); 时间段:报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入:</b> 股价相对强于基准 20% 以上;	<b>看好:</b> 行业指数超越基准;
	<b>增持:</b> 股价相对强于基准 5%~20%;	<b>中性:</b> 行业指数与基准基本持平;
	<b>持有:</b> 股价相对基准波动在±5%之间;	<b>看淡:</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出:</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,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顾问的意见。在任何情况下,信达证券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负任何责任,投资者需自行承担风险。