

评级：看好

李泉洋

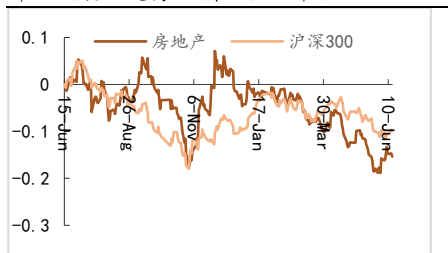
房地产行业分析师

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

- 单月融资规模创新低，碧桂园融资年内破冰
- 持续聚焦核心城市，高信用房企投资强度有所下滑
- 房地产行业周报：板块估值迎来修复，杭州土拍热度依旧

核心观点

- **新房二手房价格走弱，销售增速将进一步承压。**2023年前5月商品房销售金额累计同比增速为8.4%，较前4月变动-0.4个百分点。随着去年年底疫情抑制的需求完全释放，销售市场持续走弱。商品房价格环比回落，房企通过直接降价和提升渠道费来促进销售。二手房方面，居民对于房价预期相对悲观，导致二手房挂牌量持续攀升逐步反应到价格端，5月70城二手房环比由正转负，四大一线城市均出现不同程度下跌。供给端来看，5月房企推盘力度下降，单月环比下降20%。需求端来看，5月核心城市去化率50.9%，环比下降3.1个百分点，连续两月下滑，且6月上半月去化率进一步下降。6月商品房销售受到季节性影响将持续回落，叠加去年6月疫情结束需求释放的高基数效应，我们预计今年6月销售增速将进一步承压。
- **投资单月跌幅加速下探，预计后续依旧承压。**2023年前5月房地产开发投资累计同比-7.2%，较前4月变动-1个百分点。当前核心区地块溢价率触顶成交，冷门地块流拍概率加大，土拍市场分化仍然较大。由于土地成交价款大致领先土地购置费增速6个月，因此土地购置费增速后续仍有较大下行压力。叠加2023上半年偿债高峰期，房企资金链依然紧张。我们预计后续投资增速依旧承压。
- **竣工回暖延续，新开工持续下行。**新开工方面，2023年前5月新开工累计增速为-22.6%，较前4月变动-1.4个百分点。22年拿地总量大幅下行，叠加偿债高峰期，导致23年可开工资源减少，我们认为后续新开工仍有下行压力。竣工方面，2023年前5月竣工累计增速为19.6%，较前4月变动0.8个百分点。竣工增速保持高位。目前行业存在大量已开未竣工的项目，在各地政府保交楼措施落地以及预售资金监管正常化的背景下，房企资金铺排从前端投资扩张，逐渐转移到后端施工竣工以释放监管资金，形成正向现金流。我们预计竣工回暖有望持续。
- **房贷早偿率持续攀升，房企融资端压力依旧。**从行业到位资金来看，2023年前5月累计增速为-6.6%，较前4月变动-0.2个百分点。RMBS条件早偿率指数的储蓄攀升，反应居民对于未来预期不稳，加杠杆意愿较弱，倾向于提前还贷。5月单月国内贷款增速转弱，房企信用债融资额创新低，融资端压力仍然较大。
- **投资建议：**当前基本面指标加速下行，新房二手房价格走弱，市场对政策优化预期有所增强。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。
- **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 新房二手房价格走弱，销售增速将进一步承压

2023年前5月商品房销售金额累计同比增速为8.4%，较前4月变动-0.4个百分点；5月单月销售金额同比增速为-4.8%，较4月单月变动-18个百分点。2023年前5月商品房销售面积累计同比增速为-0.9%，较前4月变动-0.5个百分点；5月单月销售面积同比增速为-19.7%，较4月单月变动-7.9个百分点。前5月累计销售均价同比增速为12.5%，较前4月变动1.4个百分点。

随着去年年底疫情抑制的需求完全释放，销售市场持续走弱。商品房价格环比回落，房企通过直接降价和提升渠道费来促进销售。二手房方面，居民对于房价预期相对悲观，导致二手房挂牌量持续攀升逐步反应到价格端，5月70城二手房环比由正转负，四大一线城市均出现不同程度下跌。

供给端来看，5月房企推盘力度下降，单月环比下降20%。需求端来看，5月核心城市去化率50.9%，环比下降3.1个百分点，连续两月下滑，且6月上半月去化率进一步下降。6月商品房销售受到季节性影响将持续回落，叠加去年6月疫情结束需求释放的高基数效应，我们预计今年6月销售增速将进一步承压。

图 1：商品房销售面积累计同比增速

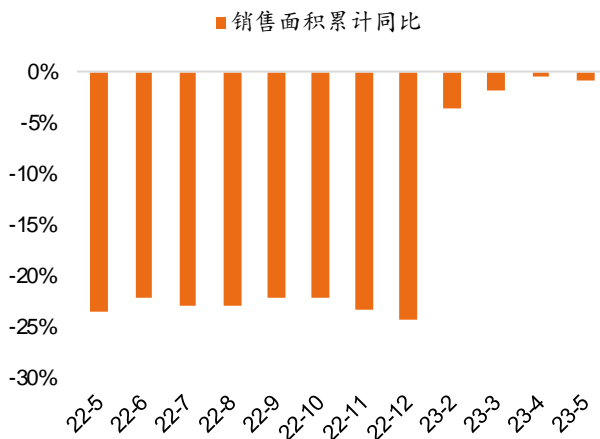
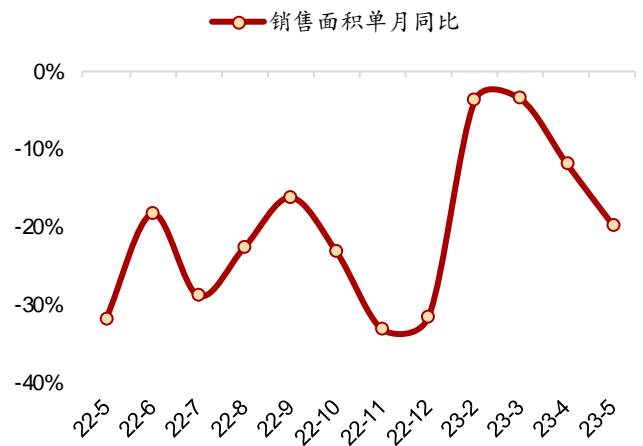


图 2：商品房销售面积单月同比增速



资料来源：Wind，首创证券

资料来源：Wind，首创证券

图 3：商品房销售额累计同比增速

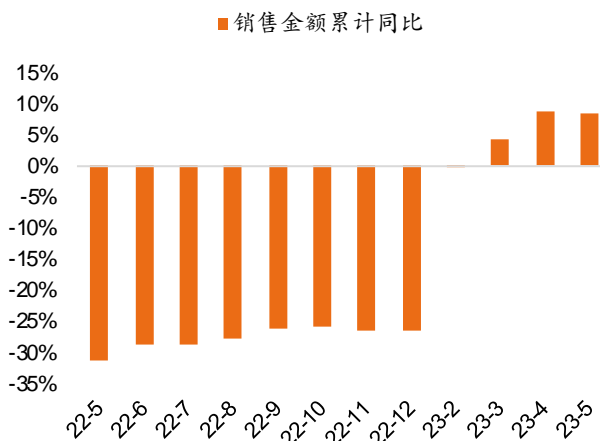
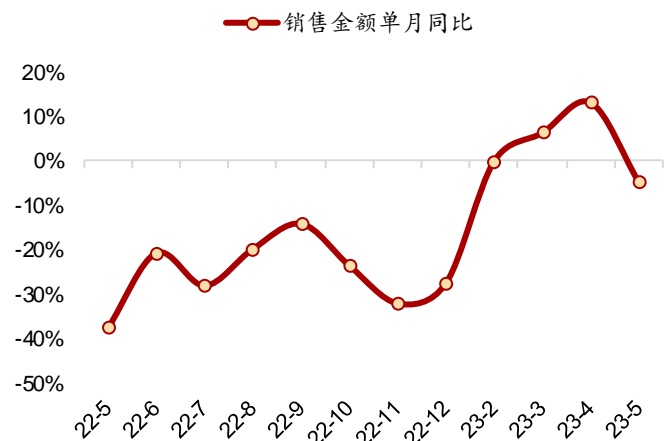


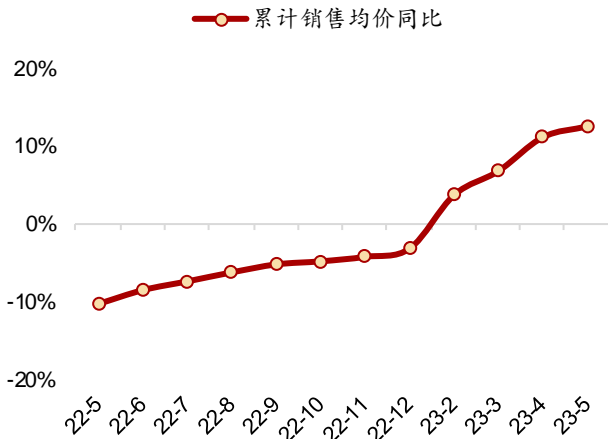
图 4：商品房销售额单月同比增速



资料来源：Wind，首创证券

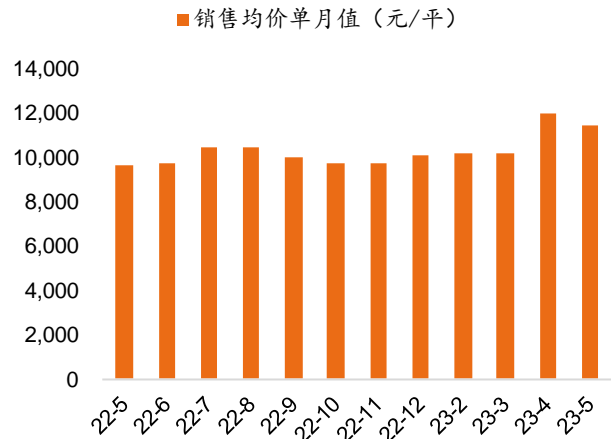
资料来源：Wind，首创证券

图 5：累计销售均价同比



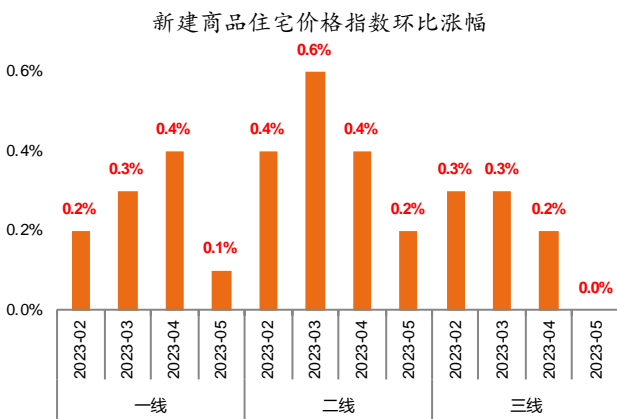
资料来源：Wind，首创证券

图 6：销售均价单月值



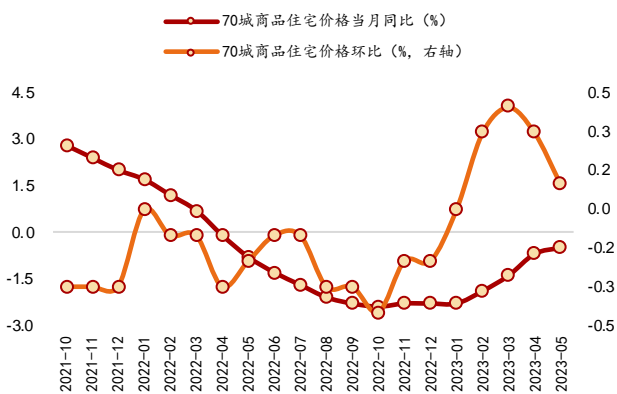
资料来源：Wind，首创证券

图 7：70 城住宅价格指数分线城市环比



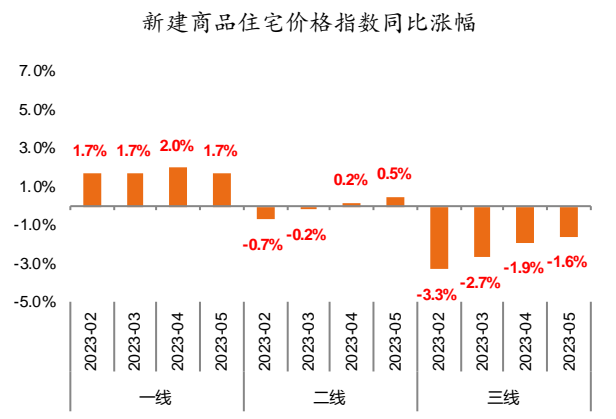
资料来源：Wind，首创证券

图 9：70 城商品住宅价格指数



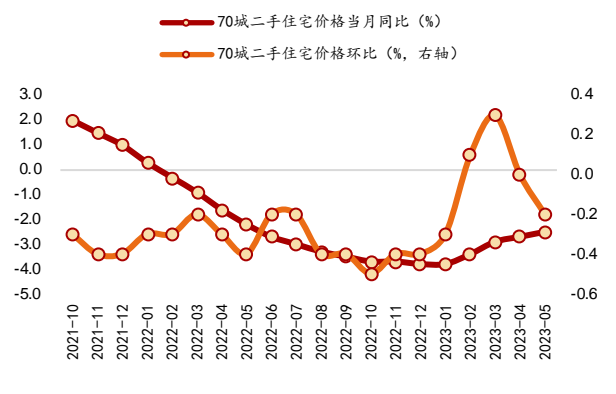
资料来源：Wind，首创证券

图 8：70 城住宅价格指数分线城市当月同比



资料来源：Wind，首创证券

图 10：70 城二手住宅价格指数



资料来源：Wind，首创证券

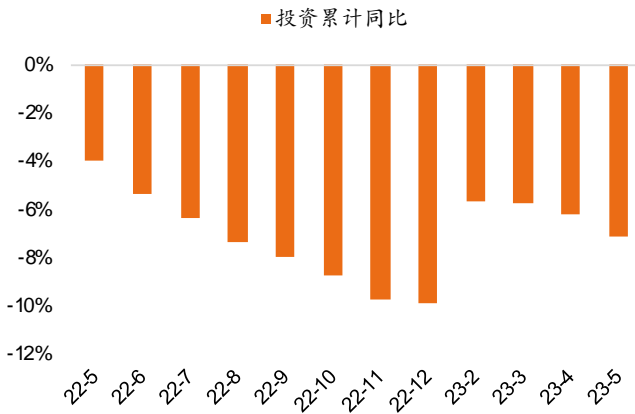
2 投资单月跌幅加速下探，预计后续依旧承压

2023 年前 5 月房地产开发投资累计同比-7.2%，较前 4 月变动-1 个百分点；5 月单

请务必仔细阅读本报告最后部分的重要法律声明

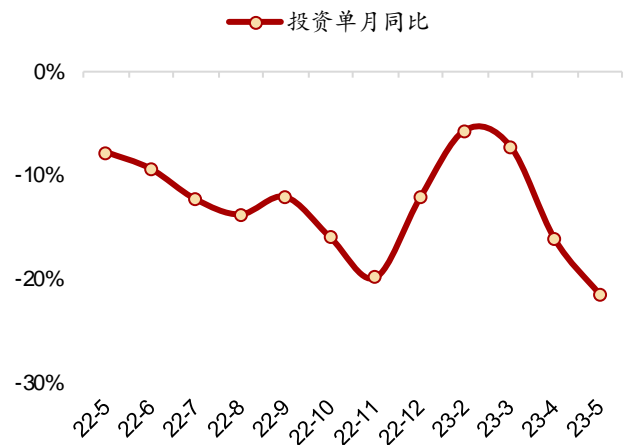
月投资增速-21.5%，较4月单月变动-5.3个百分点。当前核心区地块溢价率触顶成交，冷门地块流拍概率加大，土拍市场分化仍然较大。由于土地成交价款大致领先土地购置费增速6个月，因此土地购置费增速后续仍有较大下行压力。叠加2023上半年偿债高峰期，房企资金链依然紧张。我们预计后续投资增速依旧承压。

图 11：投资累计同比增速



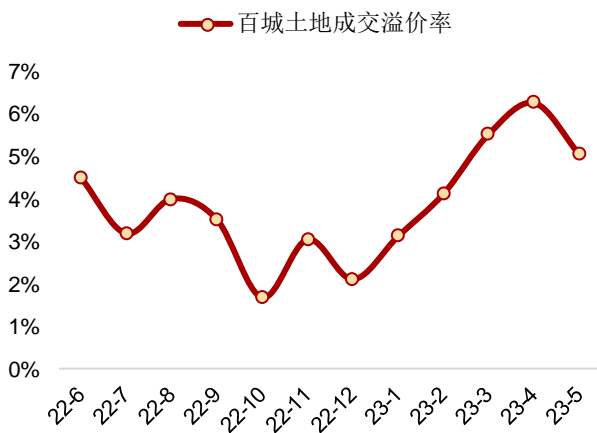
资料来源：Wind，首创证券

图 12：投资单月同比增速



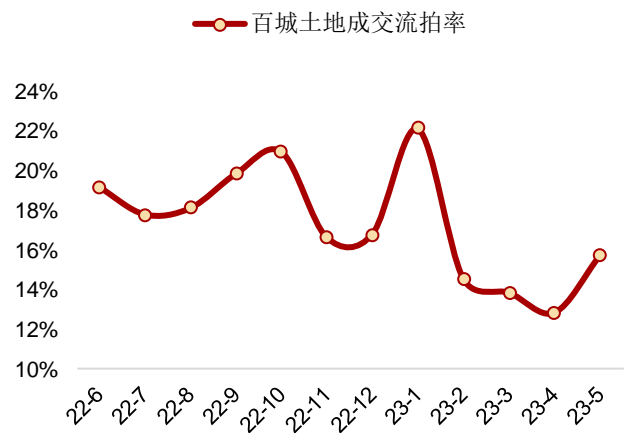
资料来源：Wind，首创证券

图 13：百城土地成交溢价率



资料来源：Wind，首创证券

图 14：百城土地成交流拍率



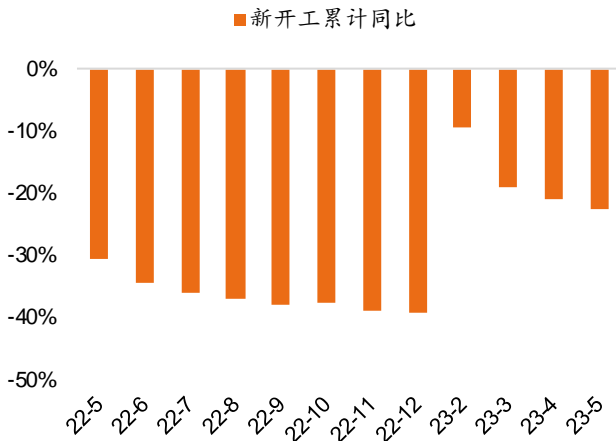
资料来源：Wind，首创证券

3 竣工回暖延续，新开工持续下行

新开工方面，2023年前5月新开工累计增速为-22.6%，较前4月变动-1.4个百分点；5月单月新开工增速-28.5%，较4月单月变动-0.2个百分点。22年拿地总量大幅下行，叠加偿债高峰期，导致23年可开工资源减少，我们认为后续新开工仍有下行压力。

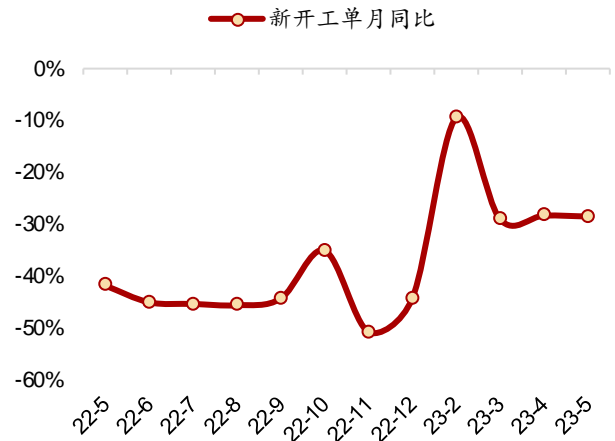
竣工方面，2023年前5月竣工累计增速为19.6%，较前4月变动0.8个百分点；5月单月竣工增速为24.5%，较4月单月变动-12.7个百分点。竣工增速保持高位。目前行业存在大量已开未竣工的项目，在各地政府保交楼措施落地以及预售资金监管正常化的背景下，房企资金铺排从前端投资扩张，逐渐转移到后端施工竣工以释放监管资金，形成正向现金流。我们预计竣工回暖有望持续。

图 15: 新开工面积累计同比增速



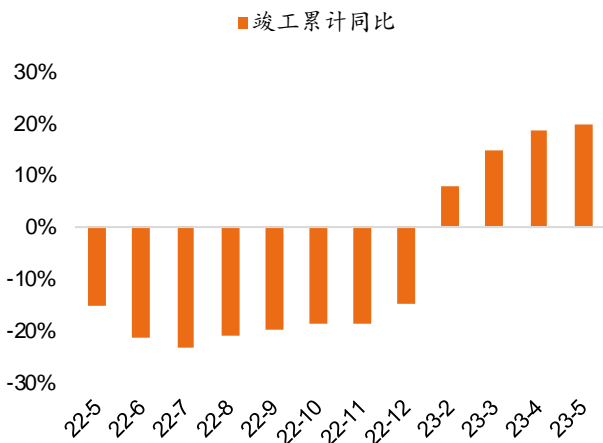
资料来源: Wind, 首创证券

图 16: 新开工面积单月同比增速



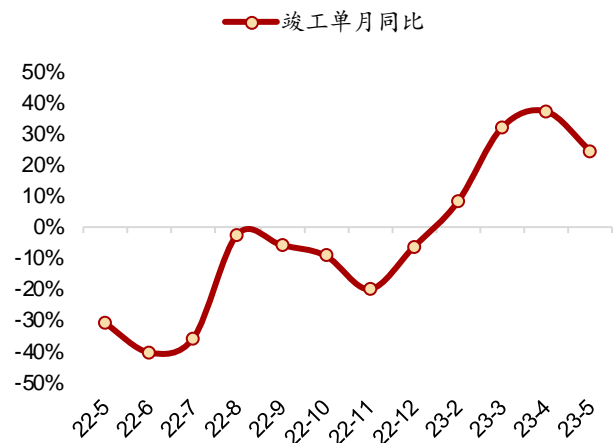
资料来源: Wind, 首创证券

图 17: 竣工面积累计同比增速



资料来源: Wind, 首创证券

图 18: 竣工面积单月同比增速



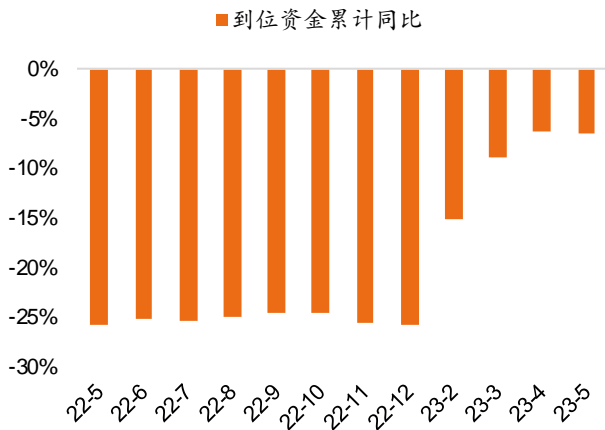
资料来源: Wind, 首创证券

4 房贷早偿率持续攀升, 房企融资端压力依旧

从行业到位资金来看, 2023 年前 5 月累计增速为-6.6%, 较前 4 月变动-0.2 个百分点。到位资金 5 月单月同比-9.1%, 较 4 月单月变动-9.9 个百分点。销售回款方面来看, 5 月个人按揭贷款单月增速为 22%, 较 4 月单月变动 0 个百分点, 5 月定金及预付款单月增速为 4.5%, 较 4 月单月变动-24.9 个百分点。房企融资方面来看, 国内贷款前 5 月累计同比-10.5%, 较前 4 月变动-0.5 个百分点; 5 月国内贷款单月增速-14.7%, 较 4 月单月变动-2.3 个百分点。

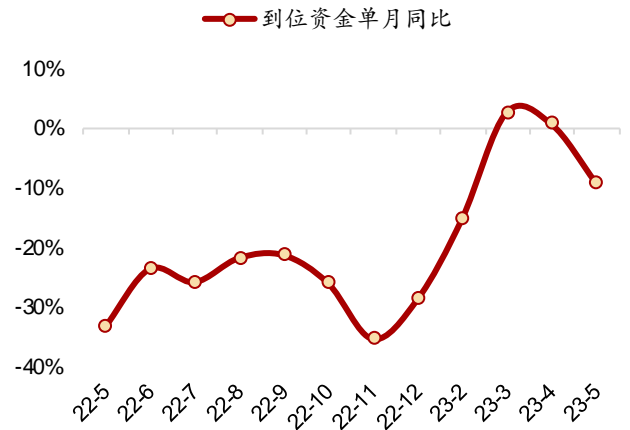
RMBS 条件早偿率指数的储蓄攀升, 反应居民对于未来预期不稳, 加杠杆意愿较弱, 倾向于提前还贷。5 月单月国内贷款增速转弱, 房企信用债融资额创新低, 融资端压力仍然较大。

图 19: 房地产开发资金来源累计增速



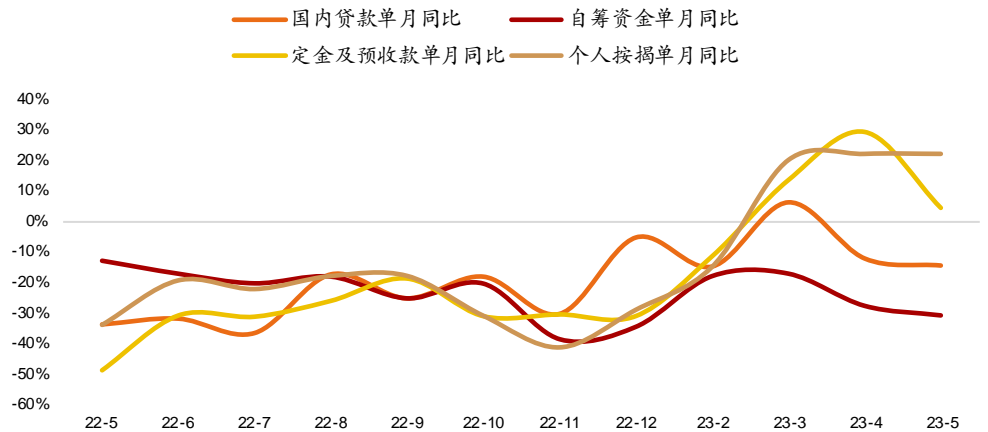
资料来源: Wind, 首创证券

图 20: 房地产开发资金来源单月增速



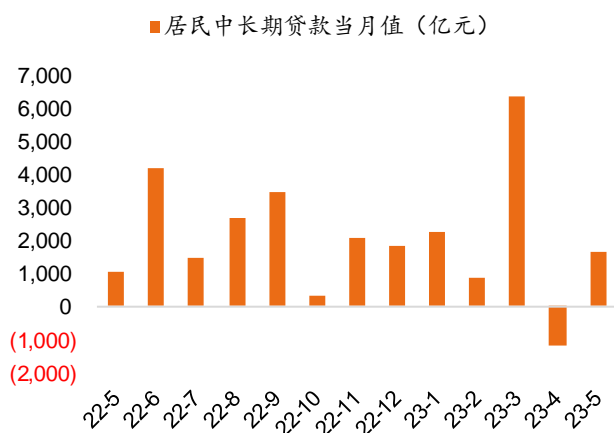
资料来源: Wind, 首创证券

图 21: 房地产开发资金来源单月同比



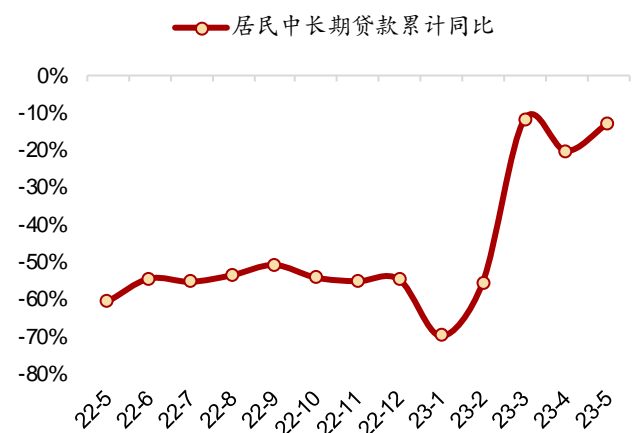
资料来源: Wind, 首创证券

图 22: 新增居民中长期贷款当月值



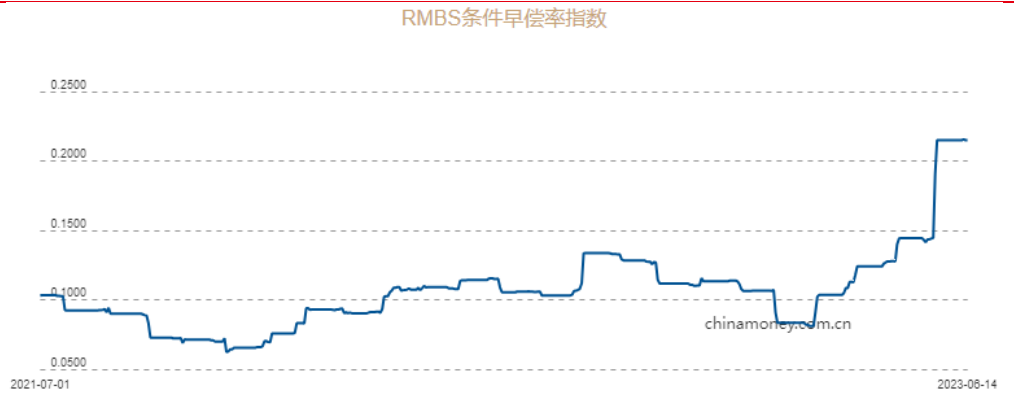
资料来源: Wind, 首创证券

图 23: 居民中长期贷款累计同比增速



资料来源: Wind, 首创证券

图 24：RMBS 条件早偿率指数



资料来源：中国货币网，首创证券

5 投资建议

当前基本面指标加速走弱，新房二手房价格走弱，市场对政策优化预期有所增强。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。

6 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/或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/或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

	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	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
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	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
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
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	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