



# 房地产行业研究

买入（维持评级）

行业中期报告

证券研究报告

房地产组

分析师：杜昊旻（执业 S1130521090001） 联系人：王祎馨  
duhaomin@gjzq.com.cn wangyixin@gjzq.com.cn

联系人：方鹏  
fang\_peng@gjzq.com.cn

## 困境亦是机遇，把握结构性机会

行业观点：

**2023 年上半年基本面表现弱复苏。**①销售总量维持弱复苏，结构性分化明显。2023 年 1-6 月全国商品房销售面积同比-5.3%，金额同比+1.1%；高能级城市销售更具韧性、改善型产品成交占比提升；房企分化加剧，部分民企出清，新晋央国企补位。②土地市场供需双降，各城市冷热迥异。2023 年 1-6 月，全国 300 城宅地供应同比-37.7%，成交同比-31.8%；房企拿地策略趋同，聚焦核心一二线城市，上海、北京、杭州、成都等城市热度高企，低能级城市土拍冷淡；土拍市场地方国资、实业企业旗下房企等玩家的数量增多。③房企现金流仍处困境，有待政策进一步支持。房地产开发企业到位资金累计同比已持续 16 个月为负，2023 年 1-6 月同比-9.8%；2Q23 债券发行规模持续低迷，3Q23 面临偿债高峰，房企信托融资渠道近乎冻结；期待 REITs 扩容商业地产后对存量市场的盘活。

**政策端明确宽松，后续仍有优化空间。**中央已多次定调房地产为支柱产业，要坚持“房住不炒、因城施策”原则，支持刚性和改善性住房需求。去年至今供给侧“三支箭”齐发力，已推出两批共 3500 亿元保交楼专项借款、为民营房企发债提供增信、多家 A 股房企定增获批；需求侧多地持续出台取消限购限售等政策。但目前销售提振不明显，未来政策仍有优化空间，预计金融端“三支箭”对行业支持将延续，以时间换空间，化解行业风险。预计各地需求端宽松将持续发力，二线城市限制政策放开，更高能级城市或在支持置换改善需求、远郊限购宽松等方面优化；同时预计更多支持行业向新发展模式转型的政策将出台，包括租赁住房、城市更新、商业 REITs 等。

**2023 年基本面或呈“两头高、中间低”态势。**①销售：当前行业在售库存基本企稳，后续供给缩量，销售保持弱复苏态势，整体或呈一四季度高、二三季度低，预计 2023 年商品房销售面积 12.6 亿方，同比-7.6%；预计 2023 年全年商品房销售金额 13.5 万亿元，同比+1.3%。②开工：房企开工意愿较弱且可新开工量不足，预计 2023 年全年商品房新开工面积 9.6 亿方，同比-20.1%；全国范围“保交楼”持续推进，前期开竣工间的“剪刀差”或回补，预计 2023 年全年房屋竣工面积 9.8 亿方，同比+13.8%。③开发投资：房企以收定支，主保交楼，有余力则拿地和新开工，整体复苏“竣工>拿地>新开工”，预计 2023 年全年房地产开发投资金额 12.2 万亿元，同比-8.5%。

**对标海外发达经济体，中国地产行业尚有空间。**①2008 年次贷危机后，美国政府采用积极的金融救援和财政刺激，房企探索自救道路，帕尔迪等大型房企通过降低企业负债、土地期权、并购、调整产品结构以及多元化发展等方式提升自身实力。②日本 90 年代泡沫破裂，地产行业受到巨大影响，三井不动产等公司通过向轻资产运营转型、降低杠杆防风险、提升管理运营能力等措施，度过危机，并巩固地位。③预计中国未来 5-10 年商品住宅销售面积中枢约 10 亿方。城镇化率提升、家庭小型化和人均住宅面积的增加是住宅需求的有力支撑，中国城镇化率等相较海外发达经济体仍有较大发展空间。

投资建议：

我们复盘过去两年房地产板块股价走势发现政策放松会催化地产指数迎来 20%左右的上涨，之后基本面若持续下行则会带动地产指数转跌，而基本面加速下滑同时又是新一轮政策放松催化板块股价上涨的前奏。今年 Q2 开始每月销售环比下跌，当前正处于加速下滑阶段，未来政策放松预期愈发加强，我们认为地产板块后续有望再次迎来上涨。本轮地产行业洗牌过程中，拥有稳健财务结构、良好区域布局、高质量产品、精细化管理等核心竞争力的优质房企能持续提升市占率。首推有持续拿地能力、布局优质重点城市、主打改善产品的房企，如**建发国际、绿城中国、滨江集团**等；稳健选择头部央企国企，如**保利发展、招商蛇口**等。

风险提示

宽松政策对市场提振不佳；三四线城市恢复力度弱；多家房企出现债务违约。



## 内容目录

一、行情复盘：政策放松催化上涨，基本面不及预期重回跌势.....	5
二、2023 年上半年基本面表现弱复苏.....	6
2.1 销售：总量维持弱复苏，结构性分化明显.....	6
2.2 投资：土地市场供需双降，城市之间冷热分化，部分房企强势拿地.....	10
2.3 开竣工：新开工低迷，竣工有保障.....	13
2.4 融资：房企现金流仍处困境，有待政策进一步支持.....	14
三、政策基调明确宽松，后续仍有优化空间.....	16
3.1 中央顶层设计：原则“房住不炒”，定位“支柱产业”，转型“新发展模式”.....	16
3.2 供给侧：“金融 16 条”正加速落地.....	16
3.3 需求侧：房贷利率持续下降，地方调控因城施策.....	18
3.4 未来推测：供给侧支持持续落地，需求侧期待高能级城市宽松.....	20
四、2023 年基本面或呈“两头高、中间低”态势.....	21
4.1 销售：预计全年销售面积同比-7.6%，销售金额同比+1.3%.....	21
4.2 开竣工：预计全年新开工面积同比-20.1%，竣工面积同比+13.8%.....	23
4.3 开发投资：预计房地产开发投资金额同比-8.5%.....	25
五、对标海外发达经济体，中国地产行业尚有空间.....	26
5.1 美国次贷危机后，地产行业再次发展.....	26
5.2 日本房地产泡沫破裂后，地产行业不断洗牌.....	28
5.3 中国房地产市场发展仍有空间.....	30
投资建议.....	32
风险提示.....	35

## 图表目录

图表 1：2021 年至今地产板块股价走势复盘.....	5
图表 2：股价分化，央国企走势较民企更为稳健.....	6
图表 3：2023 年 1-6 月累计销售面积同比下降 5.3%.....	6
图表 4：2023 年 1-6 月累计销售额同比增长 1.1%.....	6
图表 5：6 月销售面积回落至近五年最低水平（万方）.....	7
图表 6：6 月销售额回落至近五年最低水平（亿元）.....	7
图表 7：1H23 一线城市单月销售面积环比下降最少.....	7
图表 8：1H23 一线城市累计销售面积同比增长最高.....	7
图表 9：二季度一手房成交面积降至近五年低位（万方）.....	7
图表 10：二季度二手房成交面积持续下行（万方）.....	7
图表 11：1H23 一二手房累计成交面积同比分化.....	8
图表 12：二季度以来二手房环比持续为负.....	8
图表 13：2023 年 1-6 月 TOP100 房企销售情况.....	8
图表 14：1-5 月重点 30 城中有 17 城的套总价均值同比上涨.....	9
图表 15：1-5 月重点 30 城中有 17 城的套总价中位数同比上涨.....	9



图表 16:	1-5 月重点 30 城各面积段住宅销售中 90-120 m <sup>2</sup> 是主流.....	10
图表 17:	1-6 月全国 300 城累计供应及成交均表现低迷.....	10
图表 18:	2023 年 1-6 月流拍率呈“U”型，溢价率呈倒“U”型.....	10
图表 19:	2023 年 1-6 月平均保证金比例呈下降趋势.....	11
图表 20:	上半年集中供地 22 城土拍冷热分化较大.....	11
图表 21:	2023 年 1-6 月，销售 TOP10 房企拿地主要集中在一二线城市.....	12
图表 22:	2023 年 1-6 月，销售 TOP10 房企拿地城市明细.....	12
图表 23:	土拍市场地方国资、实业企业旗下房企等玩家的数量逐渐增多.....	12
图表 24:	新开工面积维持低位.....	13
图表 25:	保交楼持续落地，今年竣工面积累计同比持续高增.....	14
图表 26:	房地产开发企业到位资金累计同比持续为负，6 月跌幅进一步扩大.....	14
图表 27:	国内贷款、利用外资、自筹资金的年初累计同比跌幅持续为负.....	14
图表 28:	债券发行规模持续低迷.....	15
图表 29:	2023 年第三季度将迎来房企偿债高峰.....	15
图表 30:	房企信托融资渠道近乎冻结.....	15
图表 31:	全球各国家/地区的 REITs 数量及规模.....	16
图表 32:	2022 年底至今中央层面对于房地产的政策及相关表述.....	16
图表 33:	第二支箭持续落地.....	17
图表 34:	近期股权融资取得进展的房企.....	17
图表 35:	百城首套房贷利率持续下行.....	18
图表 36:	上半年二三四线城市首套平均利率下降.....	18
图表 37:	5 月以来因城施策出台频次逐渐降低.....	18
图表 38:	上半年因城施策主要体现在公积金政策及购房补贴.....	19
图表 39:	截至 2023 年 6 月 30 日各地现行房地产调控政策.....	19
图表 40:	历年老旧小区计划开工数和实际开工情况.....	21
图表 41:	2013-2015 年全国月度商品房销售额及同比.....	21
图表 42:	2021-2023 年全国商品房销售面积（季度）.....	22
图表 43:	预计 2023 年全年商品房销售面积同比下降 7.6%.....	22
图表 44:	2022 年至今全国商品房销售面积和销售金额累计同比对比.....	22
图表 45:	2021-2023 年全国商品房销售金额（季度）.....	23
图表 46:	预计 2023 年全年商品房销售金额同比增长 1.3%.....	23
图表 47:	5 家典型房企 2022 年计划新开工面积及同比.....	23
图表 48:	2021-2023 年全国房屋新开工面积（季度）.....	24
图表 49:	预计 2023 年全年房屋新开工面积同比下滑 20.1%.....	24
图表 50:	全国商品房历年新开工和竣工面积有“剪刀差”.....	25
图表 51:	全国各地保交楼项目进展.....	25
图表 52:	2021-2023 年全国房屋竣工面积（季度）.....	25
图表 53:	预计 2023 年全年房屋竣工面积同比增长 13.8%.....	25
图表 54:	2021-2023 年全国房地产开发投资金额（季度）.....	26
图表 55:	预计 2023 年房地产开发投资金额同比下滑 8.5%.....	26
图表 56:	美国房地产市场量价走势.....	27



图表 57: 2000-2008 年美国联邦基金目标利率 (%)	27
图表 58: 美国政府出台的促进地产金融市场发展的法案	27
图表 59: 日本住宅&工业地价及增长率	29
图表 60: 日本建筑&私人住宅投资额	29
图表 61: 日本主要银行贷款利率	29
图表 62: 日本经济增速	29
图表 63: 三井不动产 1991-2020 财年净利润及同比走势	30
图表 64: 美国人口及城镇化率走势	30
图表 65: 日本人口及城镇化率走势	30
图表 66: 典型国家房地产业增加值占 GDP 比重	31
图表 67: 典型国家城镇化率对比	31
图表 68: 2000-2020 年城市人均住宅面积 (m <sup>2</sup> )	31
图表 69: 2000-2020 年平均家庭户规模 (人/户)	31
图表 70: 根据居民需求估算住宅需求量	32
图表 71: 房改以来房地产市场销售规模走势	32
图表 72: 典型房企竣工存货占总存货比例	33
图表 73: 典型房企待偿负债覆盖倍数对比	33
图表 74: A 股地产 PE-TTM	33
图表 75: 港股地产 PE-TTM	34
图表 76: 港股物业股 PE-TTM	34
图表 77: 覆盖公司估值情况	34



## 一、行情复盘：政策放松催化上涨，基本面不及预期重回跌势

我们回顾过去两年房地产板块股价走势，发现三个规律：

第一，较大的政策放松或放松预期会催化地产板块股价上涨，带来指数 20%左右的上涨。通过复盘我们发现，过去两年地产板块曾有过三轮较大上涨行情，如图 1 中淡蓝色阴影处所示。

第一轮上涨阶段是 2021 年 11 月~2022 年 1 月，房地产指数在这期间从低点到高点上涨 18%，主要因为 2021 年 11 月市场传出承债式收购可突破三条红线，该政策在 2022 年 1 月正式发文落地，期间 2021 年 12 月中央经济工作会议提“支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求”对地产表态积极。

第二轮上涨阶段是 2022 年 3 月~2022 年 4 月，房地产指数在这期间从低点到高点上涨 19%，主要因为 2022 年 3 月，刘鹤副总理主持国务院金融委会议，指出“关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施”，高层级官员积极表态带动政策放松预期提升。

第三轮上涨阶段是 2022 年 11 月~2022 年 12 月，房地产指数在这期间从低点到高点上涨了 24%，主要因为 2022 年 11 月，央行、银保监会发布金融 16 条，供给侧“三支箭”政策接连落地。

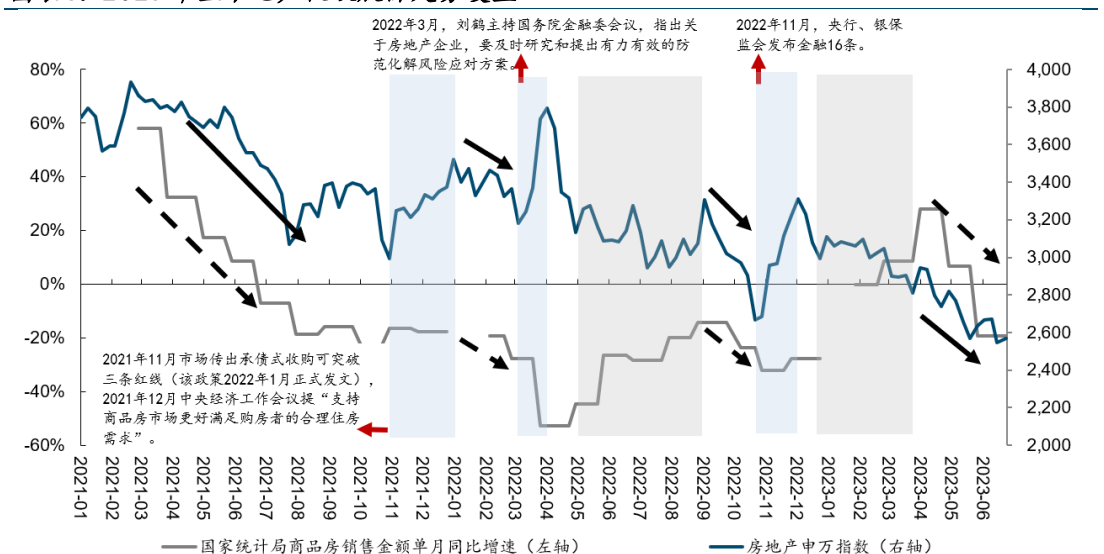
第二，在没有政策催化，且基本面持续下行（比如销售金额同比增速下滑）阶段，房地产板块指数也会随基本面快速下行，而这同时也是下一轮较大政策放松的前兆。指数快速下行阶段如图 1 中黑色箭头和虚线箭头所示，分别是 2021 年 2 月~2021 年 8 月，2022 年 1 月~2022 年 2 月，2022 年 9 月~2022 年 10 月，2023 年 4 月~2023 年 6 月。

第三，在基本面持平或小幅改善阶段，房地产板块指数变动较小，呈现箱体震荡，如图 1 中灰色阴影处所示。时间段分别是 2022 年 5 月~2022 年 9 月，2023 年 1 月~2023 年 3 月。

过去两年每一轮地产指数上涨回落后均屡创新低，目前申万房地产指数正处于 2014 年后的最低点。我们认为这背后的核心原因在于：①当前宏观经济和国际政治环境相较前两轮危机均更为复杂，叠加放松政策力度不及前两轮，本轮销售修复时间需要更长；②当前部分城市房价承压或有继续下行可能，这意味着房企的资产处于贬值状态，也意味着对当期销售利润的侵蚀，对上市房企的 eps 和估值均造成压制。

综上，较大政策放松会催化地产板块股价上涨，而基本面的不及预期又会带动指数回落，同时基本面的持续下行会酝酿出新一轮的政策放松，从而催化地产板块新一轮上涨。当前销售基本面正处于加速下行阶段，未来政策放松预期较强，若超预期政策出台预计地产板块仍将迎来一波上涨行情。而地产板块后续的持续上行和企稳仍需基本面有效修复，尤其是房价的企稳和销售的回升。

图 1：2021 年至今地产板块股价走势复盘

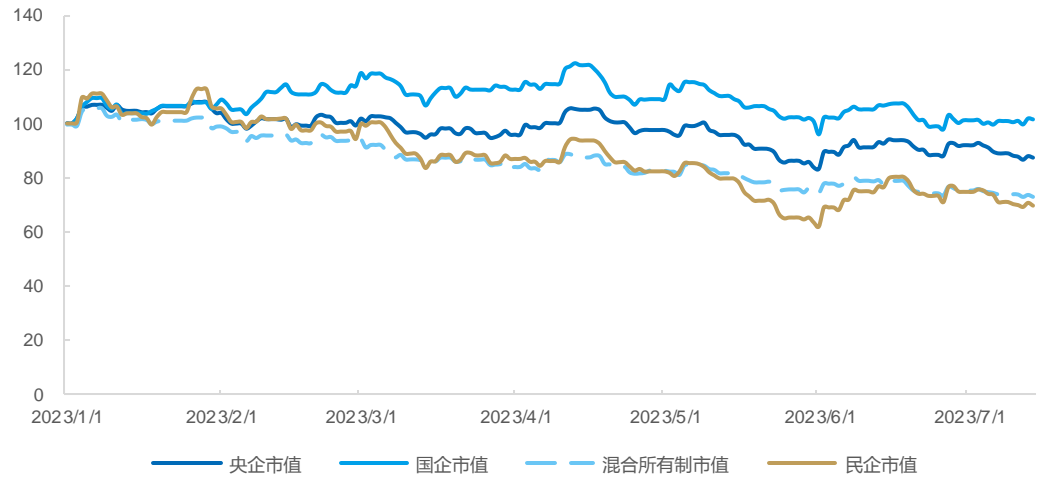


来源：wind，财联社，国金证券研究所 注：黑色实线箭头代表房地产指数走势，黑色虚线箭头代表销售单月同比走势



板块内表现分化，央国企股价较民营房企更有韧性。按央企、地方国企、混合所有制和民营企业四大属性划分，2023年初至今其股价分别-12.60%、+1.55%、-26.74%、-29.94%。头部央国企基本面销售同比增长，保持一定拿地强度，股价走势更为稳健，其中地方国企如建发国际集团、越秀地产等，由于销售增幅行业领先、持续在核心城市获取优质地块，上半年股价逆势增长。混合所有制和民营房企由于基本面支撑相对较弱，股价跌幅较大，其中部分民营房企虽然有获得政策层面的支持，如保交楼专项借款、中债增支持发债等，但现金流动性困境仍未缓解，未来持续发展能力减弱；而民营房企中也有表现相对较好的公司如滨江集团，持续深耕杭州，投销表现均处行业前茅，年初至今股价下降3.96%，远强于其他民营房企。

图表2：股价分化，央国企走势较民企更为稳健



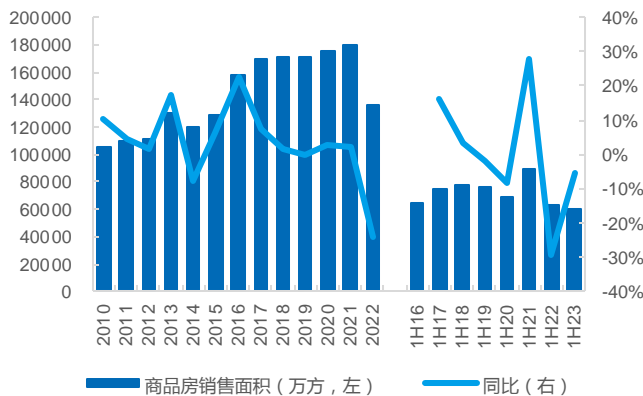
来源：wind，国金证券研究所 注：1) 以2023年1月1日为基数100，截至2023年7月14日。2) 央企样本中国海外发展、华润置地、保利发展、招商蛇口、中国金茂；地方国企样本越秀地产、建发国际集团、金融街、上实发展；混合所有制样本万科A、金地集团、绿城中国；民企样本龙湖集团、碧桂园、新城控股、金科股份、滨江集团、荣盛发展、中南建设、美的置业

## 二、2023年上半年基本面表现弱复苏

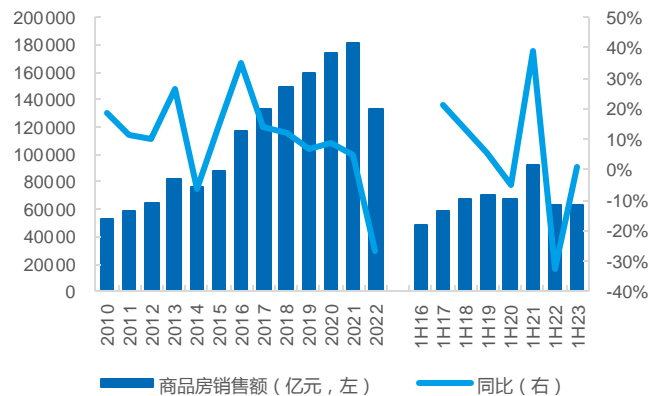
### 2.1 销售：总量维持弱复苏，结构性分化明显

总量来看，上半年全国商品房销售面积同比下降，销售额同比有所上升。根据国家统计局，2023年1-6月，全国商品房销售面积59515万方，同比下降5.3%；商品房销售额63092亿元，同比增长1.1%。从绝对量来看，2023年上半年累计销售面积降至2016年以来的最低水平，累计销售额与2022年同期相当。单月看，2023年春节过后在2022年底累计需求集中释放、购房情绪提升带动下，市场开始逐渐活跃，形成销售“小阳春”，3月销售开始冲高，销售面积位列近五年第三，销售额位列近五年第二。进入二季度市场开始逐月下滑，5月销售面积降至近五年最低水平，6月销售额降至近五年最低水平。

图表3：2023年1-6月累计销售面积同比下降5.3%



图表4：2023年1-6月累计销售额同比增长1.1%

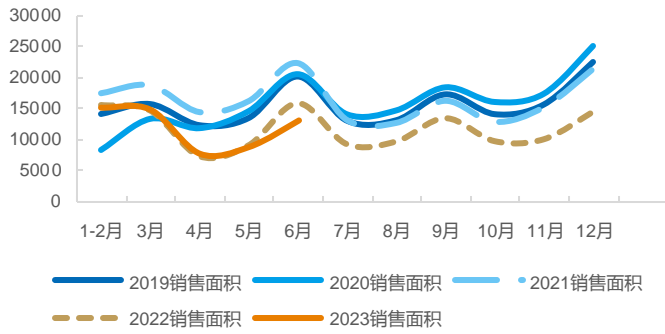


来源：wind，国家统计局，国金证券研究所

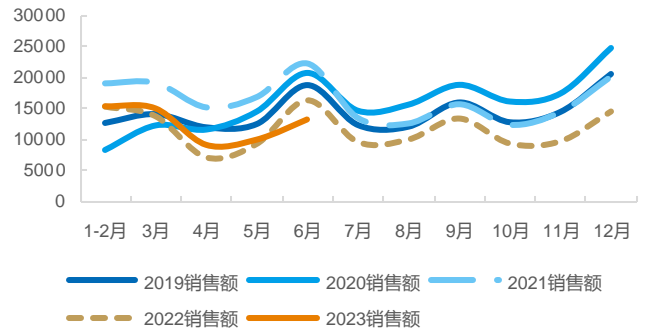
来源：wind，国家统计局，国金证券研究所



图表5: 6月销售面积回落至近五年最低水平(万方)



图表6: 6月销售额回落至近五年最低水平(亿元)

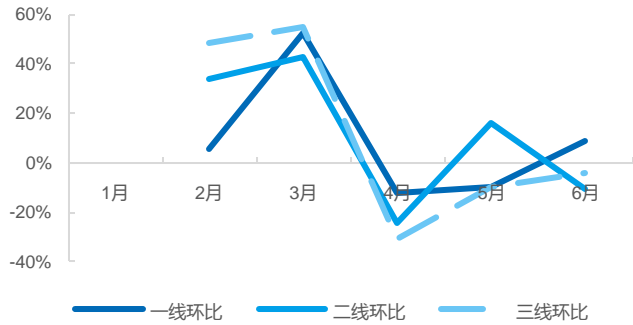


来源: wind, 国家统计局, 国金证券研究所

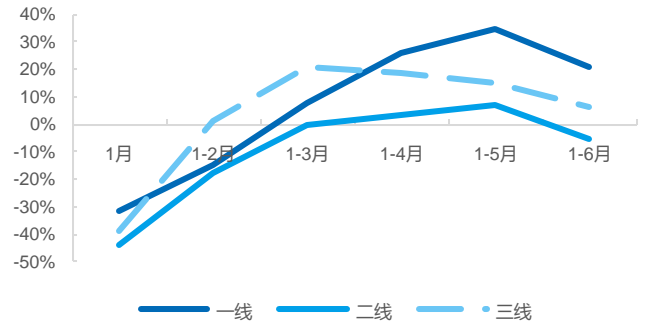
来源: wind, 国家统计局, 国金证券研究所

城市间有分化,上半年一线城市单月销售面积环比下降最少,累计销售面积的同比增长幅度最高。根据wind我国30大中城市数据,从单月销售面积环比变动幅度来看,3月市场热度较高时一线环比+53%,二线环比+42%,三线环比+55%;4月市场回落时一线环比-12%,二线环比-24%,三线环比-31%;6月销售持续承压时一线环比+8%,二线环比-10%,三线环比-4%,一线韧性相对更强。从累计销售面积的同比变动幅度来看,1-6月一线同比+21%,二线同比-5%,三线同比+7%,一线增长幅度最高。

图表7: 1H23一线城市单月销售面积环比下降最少



图表8: 1H23一线城市累计销售面积同比增长最高

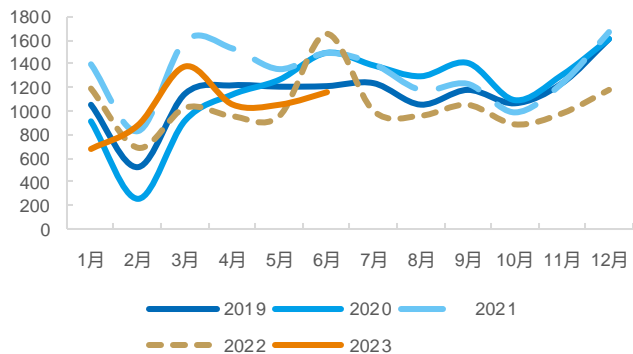


来源: wind, 国金证券研究所

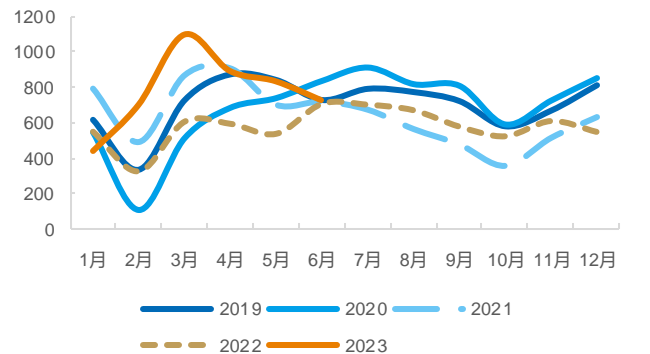
来源: wind, 国金证券研究所

一二手房有分化,一手房累计同比转负,二手房累计同比增长,环比持续承压。2023年一季度,一二手房在前期积压需求集中释放、“带押过户”、需求端支持政策不断落地、房贷利率持续下降等多重有利因素驱动下,市场热度均较高。根据我们同时跟踪的13城一二手房成交面积数据,2月一二手房成交面积均达到近五年最高,3月一手房成交面积均是近五年第二高,二手房成交面积是近五年最高。1-3月一手房成交面积累计同比+0.5%,二手房成交面积累计同比+51%。二季度市场修复乏力,一二手房均承压。4-6月二手房成交面积环比均为负值,但截至6月末累计同比仍为正值,而一手房累计同比转负。主要原因:①二季度以来二手房挂牌量持续增长,购房者观望情绪较重,导致环比持续承压;②2022年上半年以前银根收紧导致二手房基数较低,因此二手房同比表现较好。

图表9: 二季度一手房成交面积降至近五年低位(万方)



图表10: 二季度二手房成交面积持续下行(万方)

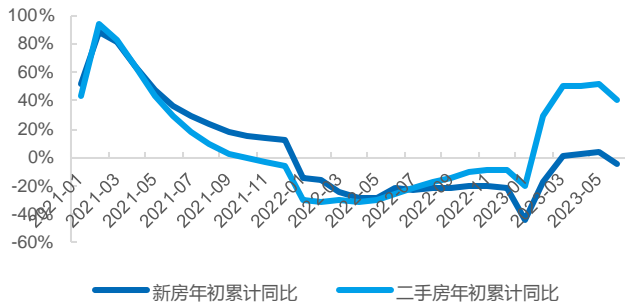


来源: wind, 国金证券研究所 注: 13城数据(北京、深圳、南京、苏州、杭州、成都、厦门、青岛、南宁、佛山、金华、扬州、江门), 下同

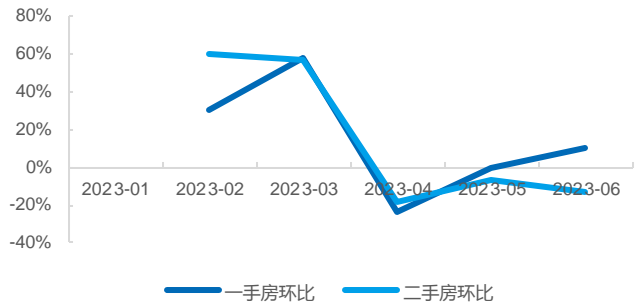
来源: wind, 国金证券研究所



图表11: 1H23 一二手房累计成交面积同比分化



图表12: 二季度以来二手房环比持续为负



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

年内百强房企销售累计同比增速首次转负。2023年1-6月百强房企全口径销售34563亿元,累计同比-0.4%,销售持续承压年内同比首次转负;6月单月销售虽有翘尾但同比下滑幅度较大,单月全口径销售6015亿元,环比+9.5%,同比-27.6%。房企分化加剧,民企逐步出清,新晋央国企补位。2023年1-6月全口径销售额TOP30的房企中有央企11家,地方国企7家,民企9家,混合所有制3家。而2022年同期为央企7家,地方国企5家,民企15家,混合所有制3家。央企中电建、保利置业、中交、中铁新上位,地方国企中联发、国贸新上位。头部房企强者愈强。在销售承压持续回落的背景下,从1-6月全口径销售累计值来看,保利同比+13%;中海同比+30%;华润同比+41%;招商同比+40%;建发同比+54%;越秀同比+71%,以上7家房企在百强中的销售占比由2022年上半年的21.53%提升至2023年上半年的29.12%。随着供给侧的不断出清,经营稳健的头部房企市占率或有望持续提升。

图表13: 2023年1-6月TOP100房企销售情况

TOP房企	排名			全口径				权益口径					
	2023年1-6月排名	2023年1-5月排名	2022年排名	1-6月销售金额(亿元)	累计同比	6月销售金额(亿元)	单月环比	单月同比	1-6月销售金额(亿元)	累计同比	6月销售金额(亿元)	单月环比	单月同比
保利发展	1	1	2	2366	13%	410	2%	-20%	1656	18%	240	-17%	-30%
万科地产	2	2	3	2018	-4%	359	11%	-15%	1312	-4%	234	11%	-15%
中海地产	3	3	5	1785	30%	322	12%	22%	1668	30%	301	12%	22%
华润置地	4	4	4	1702	41%	267	-15%	33%	1268	53%	167	-31%	-47%
招商蛇口	5	6	6	1664	40%	294	10%	-29%	1035	45%	185	12%	-23%
碧桂园	6	5	1	1609	35%	210	-9%	-54%	1298	30%	165	-12%	-52%
龙湖集团	7	8	9	985	15%	163	10%	-31%	651	17%	104	2%	-33%
绿城中国	8	7	8	983	16%	155	17%	-40%	632	34%	116	-49%	-24%
建发房产	9	10	10	953	54%	177	20%	13%	752	66%	136	13%	-15%
滨江集团	10	9	13	926	35%	124	-36%	-47%	475	12%	76	-27%	-44%
中国金茂	11	11	12	860	23%	131	-7%	-31%	593	23%	91	-7%	-31%
金地集团	12	12	7	858	15%	135	2%	-53%	532	15%	83	2%	-53%
越秀地产	13	13	16	825	71%	130	-1%	-4%	495	4%	78	-2%	-42%
华发股份	14	14	18	769	56%	120	60%	-17%	563	72%	92	127%	0%
绿地控股	15	15	14	620	-9%	144	21%	23%	558	-9%	130	21%	-23%
中国铁建	16	17	15	522	31%	74	-14%	-49%	386	32%	59	0%	-43%
融创中国	17	16	11	520	-54%	71	-7%	-50%	298	-55%	47	13%	-42%
新城控股	18	19	19	424	35%	66	-3%	-51%	291	34%	48	1%	-46%
旭辉集团	19	18	17	419	34%	55	-23%	-60%	231	38%	30	11%	-62%
卓越集团	20	21	23	407	23%	57	-32%	-30%	260	28%	38	-30%	-30%
美的置业	21	20	24	405	1%	51	-14%	-38%	259	0%	32	-14%	-37%
中交房地产	22	24	28	389	52%	78	11%	-16%	231	59%	41	-4%	-26%
中国恒大	23	22	42	382	64%	43	-40%	-28%	358	61%	40	-40%	-29%
保利置业	24	23	40	371	112%	39	-25%	-40%	277	88%	29	-26%	-49%
中国中铁	25	/	/	361	/	/	/	/	267	/	/	/	/
联发集团	26	25	43	359	58%	61	-12%	-15%	174	12%	31	8%	-10%
远洋集团	27	27	20	357	-17%	70	40%	-48%	232	-17%	46	40%	-48%
首开股份	28	26	21	347	-14%	50	-19%	-25%	201	-18%	29	-19%	-28%
电建地产	29	30	25	333	49%	75	29%	33%	225	55%	48	13%	33%
国贸地产	30	29	51	314	139%	49	-10%	65%	166	149%	26	-5%	61%
TOP10				14990	5%	2481	1%	-30%	10865	10%	1737	0%	-30%
TOP11-30				9842	3%	1586	1%	-32%	6621	-1%	1136	7%	-29%
TOP31-50				4485	-10%	914	34%	-19%	3118	-12%	587	25%	-25%
TOP51-100				5246	-11%	1034	30%	-22%	3764	-11%	772	47%	-23%
TOP100				34563	0%	6015	10%	-28%	24368	0%	4232	12%	-28%

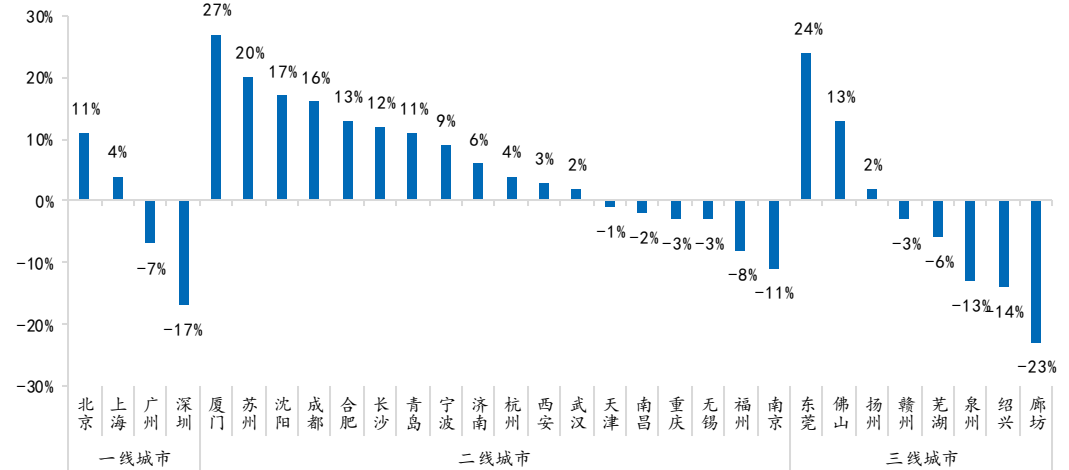
来源: 克而瑞, 国金证券研究所





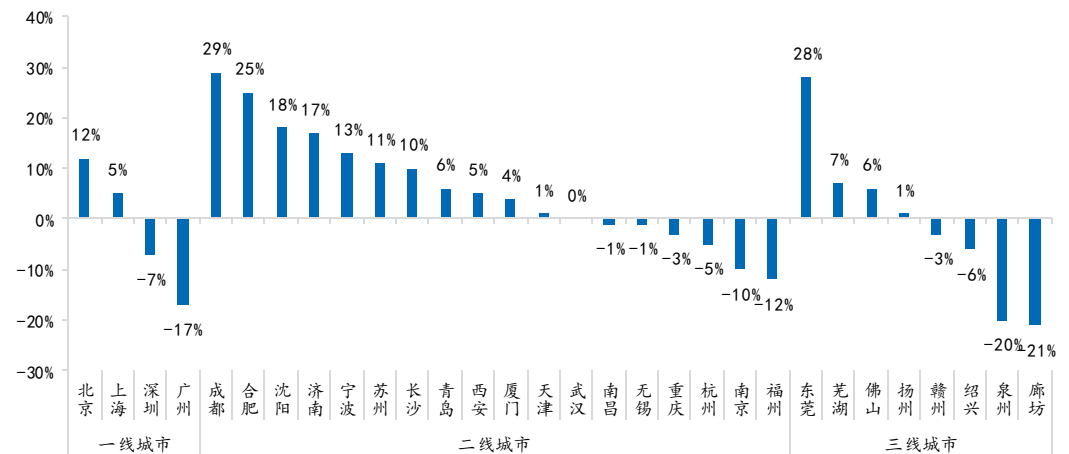
分产品来看，1-5月部分城市套总价均值及中位数涨幅明显，改善产品成交占比提升。根据中指院，2023年1-5月重点30城中有17城套总价均值同比上涨，有17城套总价中位数同比上涨，有15城套总价均值及套总价中位数均有所上涨。具体城市来看，北京、沈阳、成都、合肥、长沙、苏州、东莞等城市的套总价均值和套总价中位数涨幅均超过10%，市场表现较好。厦门、苏州、长沙、青岛、武汉、佛山、扬州等城市套总价均值的同比增幅大于套总价中位数的同比增幅，高价位产品成交更多，拉高均值。

图表14: 1-5月重点30城中有17城的套总价均值同比上涨



来源: 中指研究院, 国金证券研究所

图表15: 1-5月重点30城中有17城的套总价中位数同比上涨

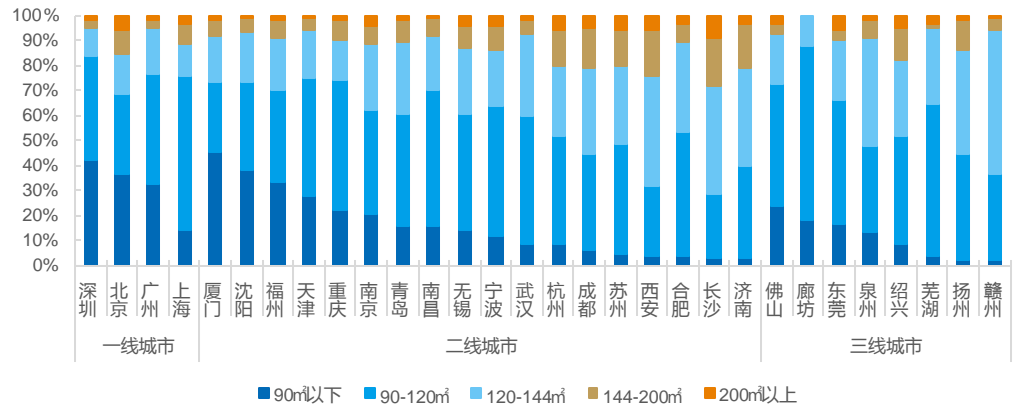


来源: 中指研究院, 国金证券研究所

前五个月重点30城各面积段住宅销售中90-120m<sup>2</sup>是主流。一线城市中，深圳、北京、广州、上海90m<sup>2</sup>以下成交套数分别占比42%、36%、32%、14%，90-120m<sup>2</sup>成交套数分别占比42%、32%、44%、66%，除北京外其余三城90-120m<sup>2</sup>成交套数占比均超40%。二线城市中，仅厦门和沈阳90m<sup>2</sup>以下成交套数占比最高，其余城市均是90-120m<sup>2</sup>及120-144m<sup>2</sup>占主导，西安、长沙、济南等城市120m<sup>2</sup>以上大户型成交占比均超60%，改善型需求较为旺盛。根据中指院，重点30城与2022年同期相比，其中20个城市120-144m<sup>2</sup>产品成交套数占比有所提升，18个城市90m<sup>2</sup>以下产品成交套数占比下降，刚需表现相对较弱，改善型产品韧性较强。



图表16: 1-5月重点30城各面积段住宅销售中90-120m<sup>2</sup>是主流

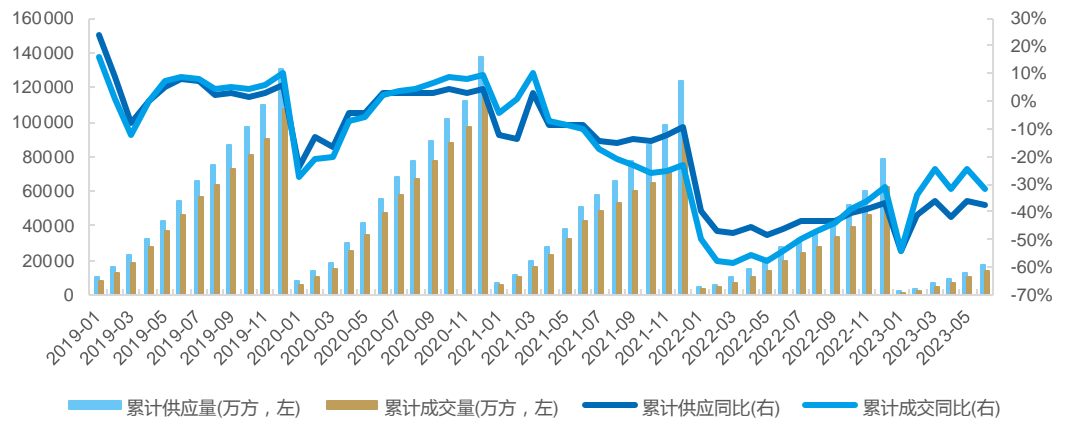


来源: 中指研究院, 国金证券研究所

## 2.2 投资: 土地市场供需双降, 城市之间冷热分化, 部分房企强势拿地

总量来看, 上半年累计供应及成交均表现低迷。2023年1-6月, 全国300城宅地累计供应量17114万方, 累计同比下降37.7%; 累计成交量13537万方, 累计同比下降31.8%。总体来看, 上半年累计供应及成交的同比下滑幅度均较大。

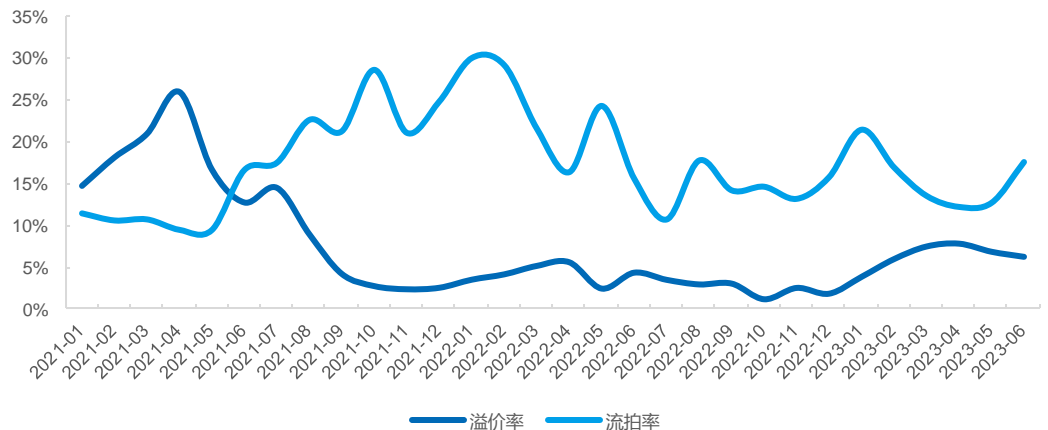
图表17: 1-6月全国300城累计供应及成交均表现低迷



来源: 中指研究院, 国金证券研究所

上半年流拍率呈“U”型, 溢价率呈倒“U”型, 平均保证金比例呈下降趋势。2023年1-6月, 流拍率从1月21.46%的高点开始回落, 降至4月12.24%的低点后又有所回升。溢价率自1月的3.81%上升至4月的高点7.79%, 此后开始下行。以上表现主要与销售市场在3月冲高后逐渐回落有关。平均保证金比例为21%-26%, 处于2021年集中供地政策出台后的较低水平。

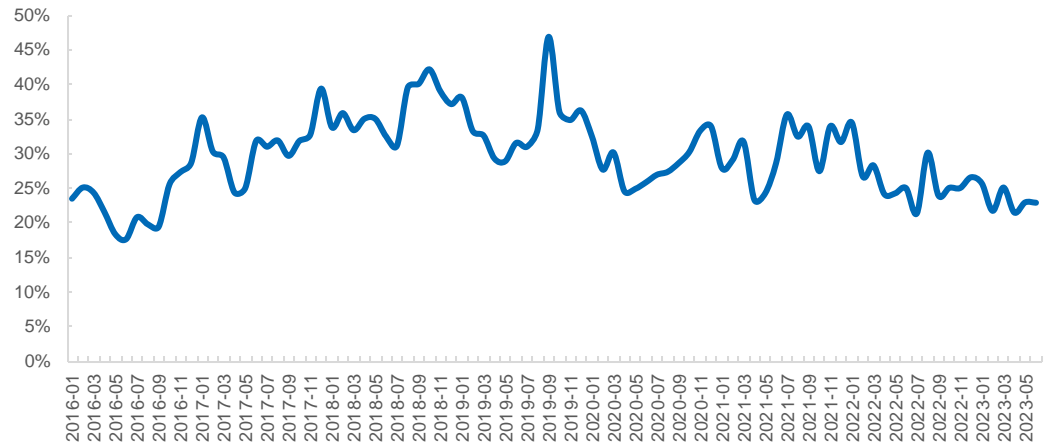
图表18: 2023年1-6月流拍率呈“U”型, 溢价率呈倒“U”型



来源: 中指研究院, 国金证券研究所



图表19: 2023年1-6月平均保证金比例呈下降趋势



来源: 中指研究院, 国金证券研究所

分城市来看, 集中供地 22 城土拍冷热分化较大。根据中指研究院, 2023 年 1-6 月, 土拍平均溢价率达 10% 及以上的城市有合肥、深圳、厦门、成都、福州; 地价触顶成交占比达 50% 及以上的城市有上海、合肥、福州、杭州、厦门、深圳、成都、广州。整体来看, 长三角、珠三角的部分核心城市以及厦门、福州、成都等个别城市的热度更高。

图表20: 上半年集中供地 22 城土拍冷热分化较大

	推出		成交						
	规划建面 (万方)	同比	规划建面 (万方)	同比	成交溢价率	地价触顶成交占比	底价成交占比	流拍撤牌率	
合肥	320	-57%	250	-54%	13%	67%	21%	2%	
深圳	83	-23%	76	-29%	12%	57%	29%	30%	
厦门	48	-70%	42	-70%	12%	60%	40%	0%	
成都	392	-58%	324	-19%	11%	50%	36%	0%	
福州	17	-92%	17	-86%	10%	67%	33%	13%	
杭州	527	-43%	534	-41%	9%	62%	26%	0%	
广州	379	-10%	248	-5%	9%	50%	44%	14%	
北京	254	-26%	248	-19%	9%	48%	39%	0%	
南京	302	-50%	206	109%	8%	29%	50%	5%	
宁波	285	-38%	225	-72%	8%	37%	57%	0%	
上海	468	-31%	199	-55%	7%	79%	21%	21%	
苏州	222	-42%	185	-49%	6%	25%	50%	0%	
长沙	269	-59%	185	-40%	5%	42%	50%	8%	
青岛	111	-63%	101	-63%	4%	14%	71%	0%	
济南	379	-7%	133	-2%	4%	26%	74%	0%	
天津	267	-43%	257	375%	3%	8%	88%	18%	
武汉	387	110%	180	12%	2%	6%	83%	0%	
重庆	110	-70%	96	-35%	1%	11%	78%	22%	
无锡	129	-55%	129	25%	1%	0%	95%	25%	
郑州	172	-17%	130	-37%	1%	0%	91%	0%	
沈阳	28	-22%	7	-76%	0%	0%	100%	0%	
长春	238	624%	125	878%	0%	0%	100%	0%	
合计	5388	-39%	3898	-34%	8%	40%	49%	9%	

来源: 中指研究院, 国金证券研究所 注: 灰底代表该城市成交溢价率达 10% 及以上, 或地价触顶成交占比达 50% 及以上, 或两者皆满足

上半年头部房企拿地策略趋同, 聚焦核心一二线城市。2023 年 1-6 月, 销售 TOP10 房企在一二线合计拿地金额占比均达到 75% 及以上 (除碧桂园), 其中万科、中海、招商、龙湖实现 100% 投资一二线城市。对于二线城市, 头部房企拿地也偏好基本面较好的部分核心二线城市。此外, 由于核心一二线城市的热门地块竞争激烈, 部分在区域内具备较强品牌影响力的房企, 会凭借对当地市场的掌控力及品牌优势, 采取深挖省内三四线城市的策略, 这部分城市主要是集中于长三角、珠三角、福建且基本面较好的三四线。



图表21: 2023年1-6月, 销售TOP10房企拿地主要集中在一二线城市

	一线拿地金额 (亿元)	二线拿地金额 (亿元)	总拿地金额 (亿元)	一线拿地 金额占比	二线拿地金 额占比	一二线合计 占比
保利发展	170	189	451	38%	42%	80%
万科地产	178	74	252	71%	29%	100%
中海地产	174	198	371	47%	53%	100%
华润置地	310	263	627	49%	42%	91%
招商蛇口	144	174	318	45%	55%	100%
碧桂园	0	34	61	0%	55%	55%
龙湖集团	49	91	140	35%	65%	100%
绿城中国	0	185	215	0%	86%	86%
建发房产	70	188	345	20%	55%	75%
滨江集团	0	196	205	0%	95%	95%

来源: 中指研究院, 克而瑞, 国金证券研究所 注: 销售TOP10房企指1H23克而瑞全口径销售金额前10的房企, 下同

图表22: 2023年1-6月, 销售TOP10房企拿地城市明细

	一线城市	二线城市	三四线城市
保利发展	北京3、上海2、广州1	苏州3、南京2、成都2、三亚2、合肥1、天津1、长沙1、太原1、杭州1、石家庄1、西安1、南昌1	佛山3, 芜湖1, 中山1, 徐州1
万科地产	上海3	太原3, 苏州1, 成都1, 西安1, 宁波1, 南京1	无
中海地产	北京1、深圳1、广州1	杭州2、厦门1、石家庄1、长春1、天津1、成都1、青岛1、南京1	无
华润置地	广州3、北京2、上海1	苏州3、长沙2、武汉2、成都2、济南1、南宁1、重庆1、温州1、西安1、合肥1、杭州1	南通1、金华1
招商蛇口	北京3、上海2、深圳1	宁波2、合肥2、长沙1、西安1、厦门1、武汉1、南京1、杭州1、苏州1	无
碧桂园	无	太原3、杭州1	佛山1
龙湖集团	深圳2、上海1	济南2、合肥2、天津1、武汉1、杭州1、长沙1、宁波1、西安1	无
绿城中国	无	西安4、杭州3、天津1、苏州1、无锡1、大连1	绍兴1、台州1、嘉兴1
建发房产	上海1	苏州5、成都2、无锡2、南昌1、长沙1、南京1、南宁1、合肥1、杭州1	泉州3、漳州2、龙岩2、台州1、嘉兴1、莆田1、宁德1、丽水1、东莞1
滨江集团	无	杭州12、南京1	金华1

来源: 中指研究院, 国金证券研究所 注: 城市后的数字表示房企在该城市获取的土地宗数

上半年土拍市场地方国资、实业企业旗下房企等玩家的数量增多, 地方平台公司数量减少。2023年1-6月, 权益拿地金额前20房企中地方国资、实业企业共计7家, 而2022年同期仅为3家。而2022年1-6月权益拿地金额前20房企中的地方平台公司: 广州地铁、武汉城建集团、上海地产、无锡太湖新城发展, 并未出现在2023年同期榜单。

图表23: 土拍市场地方国资、实业企业旗下房企等玩家的数量逐渐增多

排行	1H21		1H22		1H23	
	企业名称	总权益拿地金额 (亿元)	企业名称	总权益拿地金额 (亿元)	企业名称	总权益拿地金额 (亿元)
1	万科	1025	滨江集团	402	华润置地	439
2	保利发展	903	华润置地	394	保利发展	400
3	碧桂园	738	中海地产	374	中海地产	371
4	华润置地	690	绿城中国	319	建发房产	276
5	招商蛇口	665	建发房产	244	招商蛇口	240



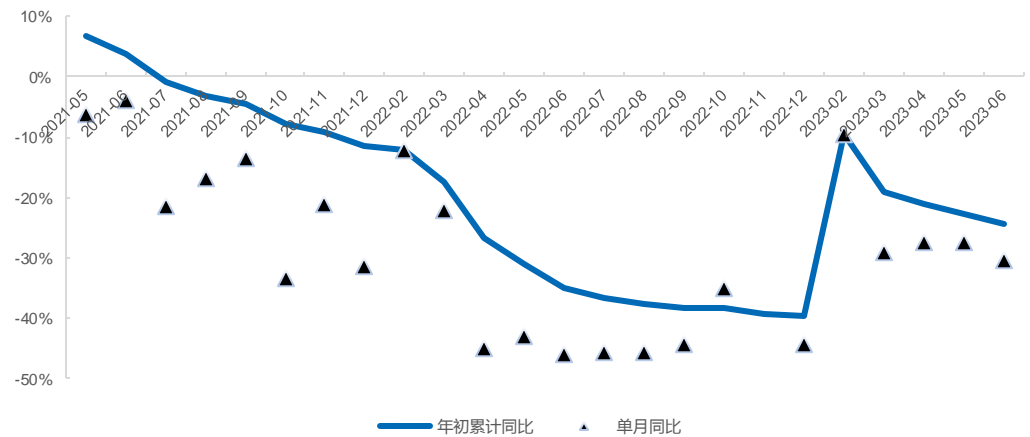
6	绿城中国	654	保利发展	242	越秀地产	189
7	融创中国	533	招商蛇口	235	绿城中国	184
8	金地集团	446	中国铁建	219	滨江集团	182
9	中海地产	430	万科	191	万科	175
10	龙湖集团	389	广州地铁	165	龙湖集团	125
11	建发房产	377	武汉城建集团	153	中国铁建	111
12	新城控股	350	上海地产	135	长隆集团	99
13	中国金茂	322	中国中铁	119	A 房企	96
14	卓越集团	310	伟星房产	99	伟星房产	94
15	龙光集团	307	国贸地产	98	国贸地产	93
16	中国铁建	280	龙湖集团	93	中国金茂	90
17	越秀地产	270	保利置业	92	富臬万泰投资	79
18	滨江集团	266	中建东孚	89	金地集团	76
19	绿地控股	266	无锡太湖新城发展	86	保利置业	73
20	中骏集团控股	251	大华集团	85	中建国际投资	60

来源：中指研究院，国金证券研究所 注：灰底为地方国资、实业企业旗下房企

### 2.3 开竣工：新开工低迷，竣工有保障

拿地房企数量与土地供应双低，短期新开工或持续低迷。2023年1-6月，新开工面积累计49880万方，同比下降24.3%（追溯调整）；6月单月新开工面积10157万方，同比下降30.3%（追溯调整）。6月累计同比及单月同比的跌幅均进一步下探，主要由于销售下行行业进入深度调整以来，土拍市场上的房企数量逐渐减少，且拿地房企更趋于供应面积更小的高能级城市，预计新开工面积将受制于拿地房企数量少及高能级城市土地供给量少，短期内新开工面积或将维持低位。

图表24：新开工面积维持低位

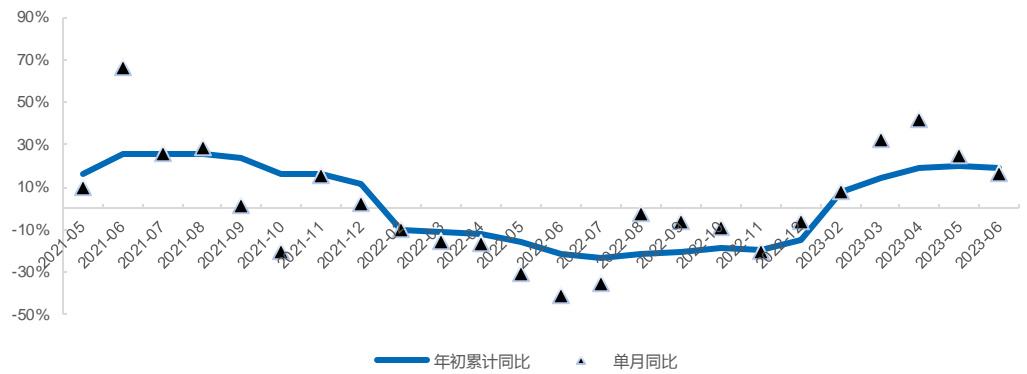


来源：国家统计局，国金证券研究所 注：3月以后统计局调整2022年基数，计算单月量时追溯调整

保交楼政策推动下，竣工面积有保障。2023年1-6月，累计竣工面积33094万方，同比增长19%（追溯调整）；6月单月竣工面积6078万方，同比增长16.3%，环比增长46.5%（追溯调整）。自2022年下半年烂尾楼问题发酵以来，中央经济工作会议、两会政府工作报告、中央政治局会议等在涉及房地产的表述中均提到要做好“保交楼”工作，从中央到地方层面火速采取政策措施，压实地方政府主体责任，保交楼专项借款持续落地。因此在保交楼政策的持续推动下，竣工面积有保障。



图表 25: 保交楼持续落地, 今年竣工面积累计同比持续高增

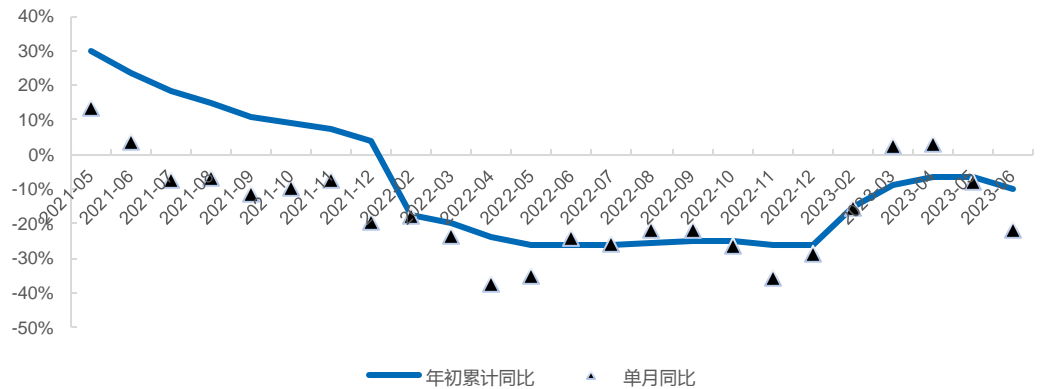


来源: 国家统计局, 国金证券研究所 注: 3月以后统计局调整 2022 年基数, 计算单月量时追溯调整

### 2.4 融资: 房企现金流仍处困境, 有待政策进一步支持

房地产开发企业到位资金累计同比已持续 16 个月为负, 6 月跌幅进一步扩大。2023 年 1-6 月, 房地产开发企业到位资金累计 68797 亿元, 同比下降 9.8%, 降幅较 1-5 月进一步扩大。2023 年 6 月, 房地产开发企业到位资金 12839 亿元, 同比下降 21.5%, 单月同比跌幅亦进一步扩大。随着销售市场的持续回落, 房地产开发企业到位资金整体承压。

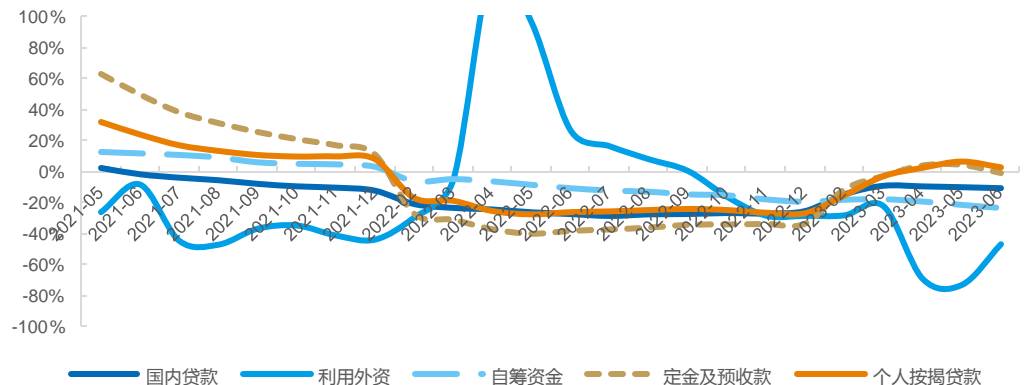
图表 26: 房地产开发企业到位资金累计同比持续为负, 6 月跌幅进一步扩大



来源: 国家统计局, 国金证券研究所 注: 3月以后统计局调整 2022 年基数, 计算单月量时追溯调整

分资金来源看, 2023 年 1-6 月, 房地产开发企业到位资金中来自国内贷款累计 8691 亿, 同比下降 11.1%。利用外资累计 28 亿, 同比下降 49.1%。自筹资金累计 20561 亿, 同比下降 23.4%。定金及预收款累计 24275 亿, 同比下降 0.9%; 个人按揭贷款累计 12429 亿, 同比增长 2.7%。国内贷款、利用外资、自筹资金等来源跌幅较大且并未呈现出明显收窄, 表明境内外金融机构因担忧房企的风险问题而“惜贷”, 房企较难获得金融端的融资支持。

图表 27: 国内贷款、利用外资、自筹资金的年初累计同比跌幅持续为负

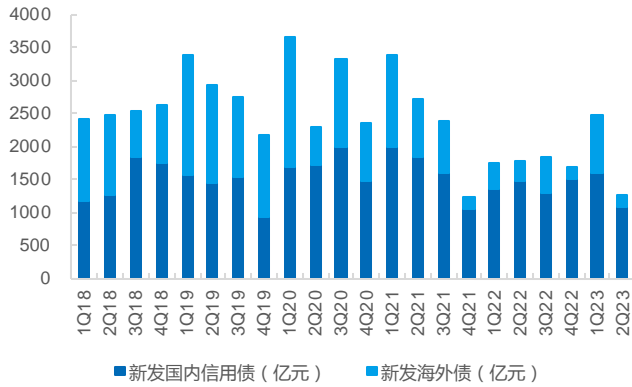


来源: 国家统计局, 国金证券研究所 注: 3月以后统计局调整 2022 年基数, 计算单月量时追溯调整

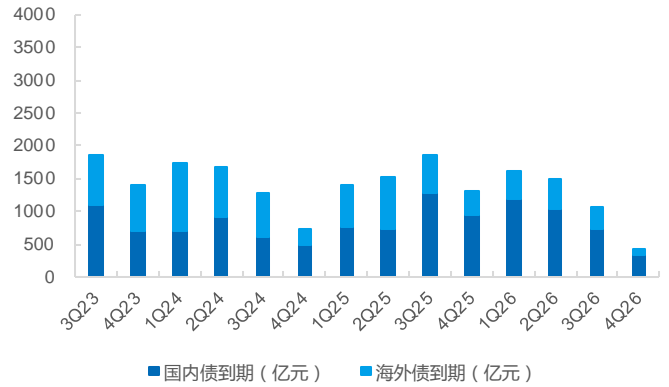


**债券发行规模持续低迷，3Q23 面临偿债高峰。**2021 年下半年以来，随着房企爆雷愈演愈烈，行业整体信用受损，绝大部分民营房企的债券融资渠道近乎冻结，恐慌情绪蔓延至部分优质民营房企及混合所有制房企。尽管在政策支持下融资环境有所改善，但主要受益对象为优质房企，陷入困境的房企难以获得支持，行业整体的债券发行规模持续低迷。6 月大唐地产和领地控股宣布违约，房企爆雷仍在进行时。目前第三季度将迎来房企偿债的高峰期，且市场一季度冲高后持续回落，销售市场呈弱复苏态势，因此仍需关注房企流动性问题。

图表 28：债券发行规模持续低迷



图表 29：2023 年第三季度将迎来房企偿债高峰

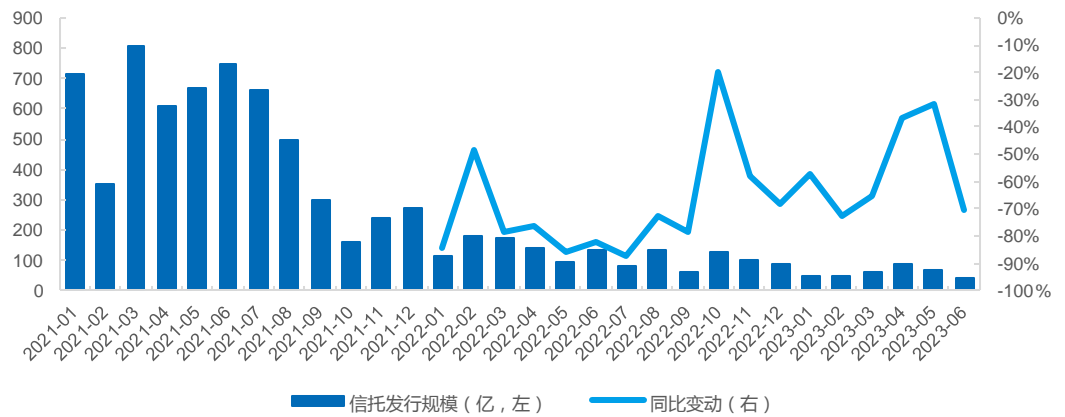


来源：wind，国金证券研究所 注：截至 2023 年 7 月 2 日

来源：wind，国金证券研究所 注：截至 2023 年 7 月 2 日

**房企信托融资渠道近乎冻结。**根据用益金融信托研究院，自 2021 年下半年房地产市场进入深度调整以来，投向房企的信托资金规模大幅下降，房企信托融资渠道持续低迷，最高峰 2021 年 3 月的 746 亿元与最低峰 2023 年 6 月的 40 亿元之间相差近 1800%。整体来看，在监管政策收紧、房企信用风险、行业销售下行等考量下，信托公司急于从房地产信托业务领域抽身，房企信托融资渠道近乎冻结。

图表 30：房企信托融资渠道近乎冻结



来源：用益金融信托研究院，国金证券研究所

**REITs 扩容至消费商业地产，打通房企“投融资管退”闭环，开启万亿商业资管市场。**2023 年 3 月，国家发改委发布《关于规范高效做好基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 项目申报推荐工作的通知》，提出支持消费基础设施建设，研究支持增强消费能力、改善消费条件、创新消费场景的消费基础设施发行基础设施 REITs。截至 2023 年 7 月 17 日，全球 REITs 规模约 14.16 万亿人民币，其中美国约 9.56 万亿、日本约 8117 亿、新加坡约 4899 亿，而我国仅约 927 亿元，预计我国拥有的海量商业资产长期或能支撑 REITs 市场达到万亿级规模。在此背景下，拥有较强品牌能力、优秀管理能力及商业资产丰富的头部国央企将率先受益。



图表31：全球各国家/地区的REITs数量及规模

地区	数量 (支)	市值 (亿美元)	市值 (亿人民币)
美国	224	13328	95602
亚洲	255	2593	18600
中国大陆	28	129	927
日本	60	1132	8117
新加坡	33	683	4899
欧洲	252	1749	12543
加拿大	43	540	3872
澳大利亚	53	959	6879
其他	102	569	4083
合计	929	19737	141579

来源：Bloomberg，国金证券研究所 注：截至 2023 年 7 月 17 日

### 三、政策基调明确宽松，后续仍有优化空间

#### 3.1 中央顶层设计：原则“房住不炒”，定位“支柱产业”，转型“新发展模式”

2021 年下半年以来我国房地产市场进入深度调整，爆雷房企逐渐增多，防范系统性风险势在必行。2022 年年底以来，中央层面的房地产支持政策及涉房论述频出。归纳而言，房地产是关乎国计民生的“支柱产业”，要在坚持“房住不炒”的原则下，由过去的“三高模式”转型过渡至“新发展模式”，促进房地产市场平稳健康发展。

图表32：2022 年底至今中央层面对于房地产的政策及相关表述

时间	政策/会议/事件	主要内容/相关表述
2022/11/23	《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展的通知》(金融 16 条)	保持房地产融资平稳有序、积极做好“保交楼”金融服务、积极配合做好受困房地产企业风险处置、依法保障住房金融消费者合法权益、阶段性调整部分金融管理政策、加大住房租赁金融支持力度。
2022/12/14	《扩大内需战略规划纲要(2022—2035 年)》	坚持“房住不炒”定位，加强房地产市场预期引导，探索新的发展模式……支持居民合理自住需求，遏制投资投机性需求，稳地价、稳房价、稳预期。
2022/12/15	第五轮中国—东盟工商领袖和前高官对话	国务院副总理刘鹤：“房地产是国民经济的支柱产业……未来一个时期，中国城镇化仍处于较快发展阶段，有足够需求空间为房地产业稳定发展提供支撑。”
2022/12/16	中央经济工作会议	要确保房地产市场平稳发展……要坚持“房住不炒”的定位，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。
2022/12/19	中央财办有关负责同志接受新华社等媒体记者提问	持续优化需求侧管理，加大对刚需和改善性住房需求的金融支持力度……在预期和需求端方面，要着力改善预期，扩大有效需求，支持刚性和改善性住房需求……研究推动房地产业向新发展模式平稳过渡，摆脱多年来“高负债、高杠杆、高周转”模式。
2023/1/5	《关于阶段性调整差别化住房信贷政策的通知》	对于评估期内新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均下降的城市，地方政府按照因城施策原则，可自主决定自下一个季度起，阶段性维持、下调或取消当地首套住房商业性个人住房贷款利率下限。
2023/3/5	2023 政府工作报告	有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，防止无序扩张，促进房地产业平稳发展。加强住房保障体系建设，支持刚性和改善性住房需求。
2023/3/6	全国两会部长通道	住建部部长倪虹：“要稳住房地产，就要坚持因城施策、精准施策、一城一策，大力支持刚性和改善性的住房需求，提振信心，促进房地产市场企稳回升，平稳健康发展。”
2023/4/20	人民银行 2023 年一季度金融统计数据	货币政策司司长邹澜：“坚持房住不炒的定位，会同金融部门持续抓好已出台政策落实，支持刚性和改善性住房需求，保持房地产融资平稳有序，加大保交楼金融支持，加快完善住房租赁金融政策体系，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。”
2023/4/28	中央政治局会议	坚持“房住不炒”的定位，因城施策，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、保民生、保稳定工作，促进房地产市场平稳健康发展，推动建立房地产业发展新模式。
2023/7/10	国新办 2023 年上半年金融统计数据情况新闻发布会	货币政策司司长邹澜：“考虑到我国房地产市场供求关系已经发生深刻变化，过去在市场长期过热阶段陆续出台的政策存在边际优化空间……因城施策提高政策精准度，更好地支持刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。”

来源：中国政府网，央行，新华社，中国新闻网，中国经济网，国金证券研究所

#### 3.2 供给侧：“金融 16 条”正加速落地

增信支持民营房企债权融资的第二支箭持续落地。2022 年 11 月 8 日，交易商协会表示将继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具，支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资，即“第二支箭”。政策出台仅 2 天后，龙湖 200 亿元储架式注册发行便获交易商协会受理，并于 11 月末发出首笔由中债增全额担保的中票，至今已有多家民营房企





在政策支持下成功发行了债券及中票。2023年6月29日，交易商协会指出要发挥第二支箭支持作用。用好民营企业债券融资支持工具，综合运用信用风险缓释凭证（CRMW）、信用联结票据（CLN）、担保增信、交易型增信等多种方式，积极为符合条件的民营企业发债融资提供增信支持。7月14日，交易商协会召开民营企业融资座谈会，听取民营企业对扩大第二支箭服务范围、更好促进民营企业持续健康发展的意见和建议。后续获得增信支持发债发中票的房企有望扩容，更多债权融资或将持续落地。

**图表33：第二支箭持续落地**

起息日	房企	发行规模(亿元)	期限(年)	利率	备注
2022/11/30	龙湖集团	20	3	3%	
2022/12/5	美的置业	15	3	2.99%	
2022/12/5	金辉集团	12	3	4%	
2022/12/12	新城控股	20	3	4.3%	央地合作
2022/12/13	新希望地产	11.8	2-4	4.5%-5.5%	央地合作
2022/12/13	碧桂园	10	2	4%-4.88%	央地合作
2022/12/13	美的置业	12.5	2-4	3.9%-4.9%	
2022/12/26	碧桂园	10	3	4.3%	
2023/1/13	新希望地产	10	3	4.2%	
2023/1/19	中骏集团	15	3	4.1%	
2023/1/19	雅居乐集团	12	3	4.7%	
2023/1/30	合景泰富集团	7	3	4.5%	
2023/2/22	卓越商管	4	3	4.69%	
2023/3/17	华宇集团	11	3	4.5%	
2023/4/25	美的置业	10	3	3.52%	
2023/5/9	碧桂园	8	2	3.8%	
2023/5/9	碧桂园	9	2	3.95%	
2023/6/16	新城控股	11	2-3	4.5%-6.3%	央地合作
2023/7/14	新湖中宝	7	4	4.25%	

来源：wind，国金证券研究所

5月底以来房企定增集中过会，6月中旬招商蛇口成为首家注册成功的房企意味着第三支箭取得实质性进展。2022年11月28日，证监会发布调整优化房企股权融资方面的5条措施，即“第三支箭”。随后的12月及1月，数十家涉房企业发布公告拟进行股权融资。但相较于“前两支箭”，由于流程更为复杂冗长等因素，“第三支箭”的进展较为缓慢。5月底以来，多家房企陆续发布定增事项获交易所审核通过的公告，表明有关部门开始大力推进房企股权融资的进度，支持房企股权融资的政策获得了实质性落地。6月16日，招商蛇口获证监会批复同意注册，成为市场首单成功注册的案例。值得关注的是，除了央国企背景的房企外，本次有两家民营房企的定增事项也顺利获得证监会同意注册的批复，向市场传递了支持民营房企融资的积极信号。

**图表34：近期股权融资取得进展的房企**

公告日期	公司	性质	股权融资进展
2023/5/29	招商蛇口	央企	获深交所审核通过
2023/6/6	中交地产	央企	获深交所审核通过
2023/6/6	福星股份	民企	获深交所审核通过
2023/6/6	大名城	民企	获上交所审核通过
2023/6/8	陆家嘴	地方国企	获上交所审核通过
2023/6/9	保利发展	央企	获上交所审核通过
2023/6/16	招商蛇口	央企	获中国证监会同意注册批复
2023/6/27	福星股份	民企	获中国证监会同意注册批复
2023/6/27	中交地产	央企	获中国证监会同意注册批复



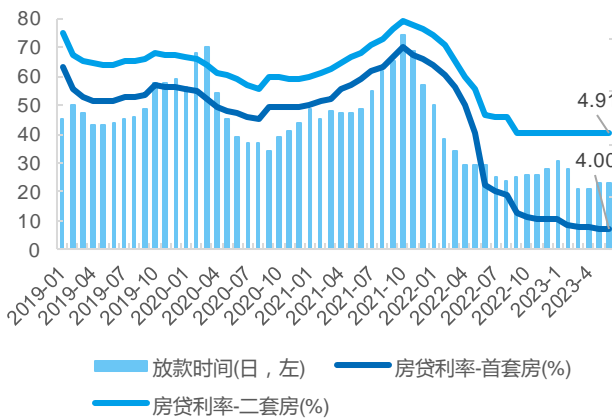
2023/6/27	大名城	民企	获中国证监会同意注册批复
2023/6/27	保利发展	央企	获中国证监会同意注册批复
2023/6/29	陆家嘴	地方国企	获中国证监会同意注册批复

来源：各公司公告，国金证券研究所

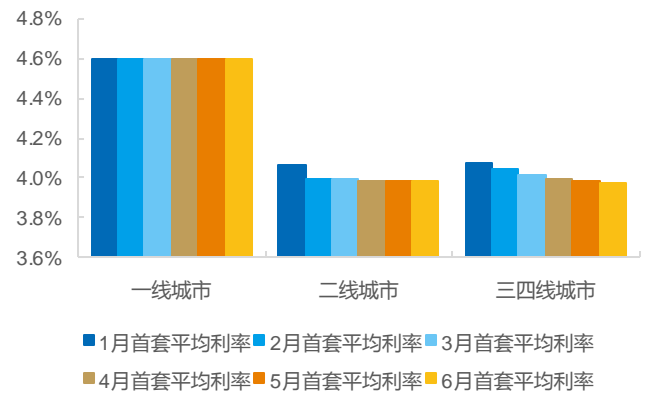
### 3.3 需求侧：房贷利率持续下降，地方调控因城施策

上半年贝壳百城首套房贷利率下降，二套房贷利率持平，后续有望随 LPR 的下调而继续下行。根据贝壳研究院，百城首套平均利率由 1 月的 4.1% 下降至 6 月的 4.0%，二套平均利率维持 4.91%，银行平均放款周期由 1 月的 31 天缩短至 6 月的 23 天。6 月 20 日央行公布将 1 年期 LPR 由 3.65% 下调至 3.55%、5 年期以上 LPR 由 4.3% 下调至 4.2%，本次降息是自 2022 年 8 月以来的首次降息。随着本次 5 年期以上 LPR 的下降，首套房贷利率下限降至 4.0% (LPR-20BP)，二套房贷利率下限降至 4.8% (LPR+60BP)。根据贝壳研究院，截至 6 月中旬百城中超 50 座城市首套房贷利率在 4.1% 及以上的水平，本次降息后以上城市首套利率均有 10BP 的回调空间，所有城市二套房贷利率也均有 10BP 的下降空间。因此后续房贷利率有望继续下降，有利于降低购房成本，促进住房需求释放，助力市场企稳修复。

图表 35：百城首套房贷利率持续下行



图表 36：上半年二三四线城市首套平均利率下降

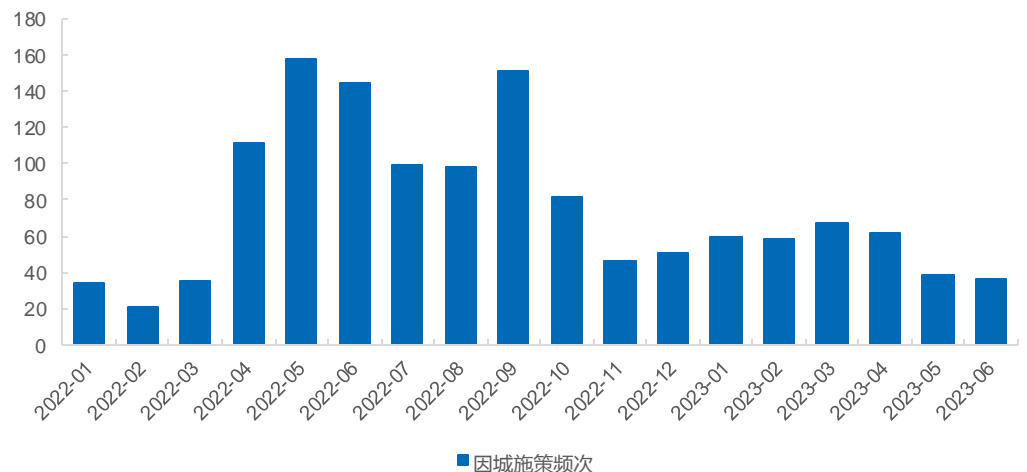


来源：贝壳研究院，国金证券研究所

来源：贝壳研究院，国金证券研究所

2022 年各地密集出台宽松政策，尤其是低能级城市应松尽松后，2023 年上半年因城施策频次逐渐降低，政策主要集中在调整公积金方面。总体来看，上半年政策方向仍趋于宽松，其中一季度政策出台节奏相对稳定，3 月政策频次达到 67 次。但 5 月以来各地政策出台频次减少，6 月降至 36 次，为近两年来的低位。根据中指研究院，2023 年上半年全国超过 100 个省、市、县出台政策超 300 条，而其中公积金政策及购房补贴是各地因城施策的主要手段。

图表 37：5 月以来因城施策出台频次逐渐降低



来源：中指研究院，国金证券研究所



图表38：上半年因城施策主要体现在公积金政策及购房补贴

	优化限购	优化限贷	优化限售	优化限价	调整公积金	购房补贴	优化预售资金监管	引才及落户
2023/1	4	8	0	0	21	10	3	5
2023/2	2	6	2	1	20	19	5	18
2023/3	4	1	5	2	38	14	7	3
2023/4	4	0	2	2	33	5	2	4
2023/5	3	2	0	1	24	4	1	3
2023/6	1	1	3	2	20	8	4	3

来源：中指研究院，国金证券研究所

目前多数城市的购房限制政策已基本取消，核心一二线仍有放松空间。随着二季度销售的下行，出台需求端支持性政策的预期有所加强，而目前多数城市调控政策已基本取消，市场的企稳回升或依赖于核心一二线的发力。当前部分核心一二线依然采取严格的限购措施，二套首付比例较高，并采取严格的“认房又认贷”，因此仍具备一定的政策空间，可能的政策方向包括“一区一策”、优化“认房又认贷”、降低首付比例、降低房贷利率、优化限购范围、降低交易税费等。

图表39：截至2023年6月30日各地现行房地产调控政策

城市	本地限购	外地限购	社保要求(年)	限售	首套最低首付	二套最低首付	认房又认贷	特殊政策
一线城市								
深圳	限2	限1	3/5	3年	30%	70%	认房又认贷	本地3年社保
广州	限2	限1	5	2年	30%	50%	认房又认贷	通过人才政策购买限售3年
上海	限2	限1	5	5年	35%	50%	认房又认贷	临港1年社保
北京	限2	限1	5	5年	35%	60%	认房又认贷	通州买房需3年通州区社保
二线城市								
南昌	限2	限1	无	三限房限5年	20%	30%	认贷不认房	外围不限购
厦门	限2	限1	3	2年	30%	40%	认房又认贷	二孩，岛内一手住房限售5年
海口	限2	限1	5	5年	30%	40%	认房又认贷	外省首付70%
西安	限2	限1	0.5	限购区内2年	30%	40%	认贷不认房	限购基础上二孩新购1，外围不限购
杭州	限2	限1	2/4	3类情况限售5年	30%	40%	认房不认贷	二孩三孩；区域限购；非限购区对社保无要求；
福州	限2	限1	无	2年	20%	30%	认房又认贷	区域限购
三亚	限2	限1	2/5	5年	30%	40%	认房又认贷	外省首付70%
郑州	限2	限1	2	1年	30%	40%	认贷不认房	二环外不限购
长沙	限2	限1	2	4年	30%	40%	认房又认贷	二孩，租赁
合肥	限2	限1	2	热点盘限3年	30%	40%	认房又认贷	区域限购；老人多子女新购1
成都	限2	限1	1	2年	30%	40%	认房又认贷	二孩，投靠，区域限购；
沈阳	限2	限1	无需	5年	20%	40%	认贷不认房	限购基础上二孩、三孩未成年新购1
石家庄	不限购	不限购	无需	不限售	20%	30%	认贷不认房	
无锡	限2	限1	0.5	2年	30%	30%	认贷不认房	二孩，投靠，户型，外围不限购
大连	限2+新购1	限2	无需	2年	30%	40%	认贷不认房	二手房不限购
苏州	限3	限1	0.5	2年	限购区30%，非限购区20%	30%	取消	部分区域无需社保；区域限购；家庭若有新出生人口（二孩及以上），出售房屋时不受限制转让年限制约；
天津	限2	限1	0.5	不限售	30%	40%	取消	多子女/60岁以上老人增购1
南京	限2	限1	0.5	3年	30%	30%	取消	二孩，人才，60岁以上本地户籍/四大产业集聚区增购1



武汉	限 3	限 1	0.5	不限售	限购区 30%，非限购区 20%	限购区 40%，非限购区 30%	认贷不认房	二孩，投靠，二环外不限购
青岛	限 2	限 1	1	5 年	20%	30%	非限购认贷不认房	二孩三孩，大区域，二手房不限购，人才房；特殊群体放松限售
太原	限 2	限 1	无需	不限售	20%	40%	认房又认贷	
宁波	限 2	限 1	2	限购区 2 年	30%	40%	认房不认贷	二孩三孩，市五区外不限购
济南	限 2	限 1	无需	2 年	限购区 30%，非限购区 20%	限购区 40%，非限购区 30%	公积金认房不认贷；商业贷款限购区认房非限购区认贷	养老多孩，已有 3 套出售 1 套可新购 1 套
重庆	不限购	不限购	1	2 年	20%	40%	认房又认贷	二孩二套 25%，中心城区新购住房，中心城区外住房不纳入住房套数
徐州	不限购	不限购	1	1 年	20%	30%	首套住房认房认贷，二套住房认房不认贷	
绍兴	不限购	不限购	5	3 年	20%	30%	认贷不认房	仅越城、柯桥、上虞限 3/1
南宁	不限购	不限购	无需	不限售	20%	30%	认房又认贷	
温州	限 2	限 1	0.5	不限售	20%	30%	认贷不认房	
长春	不限购	不限购	1	三环内 2 年	20%	30%	认贷不认房	
贵阳	不限购	不限购	1	3 年	20%	40%	认房又认贷	首套结清二套不认贷

来源：各地政府官网，财联社，乐居财经，国金证券研究所 注：截至 2023 年 6 月 30 日

### 3.4 未来推测：供给侧支持持续落地，需求侧期待高能级城市宽松

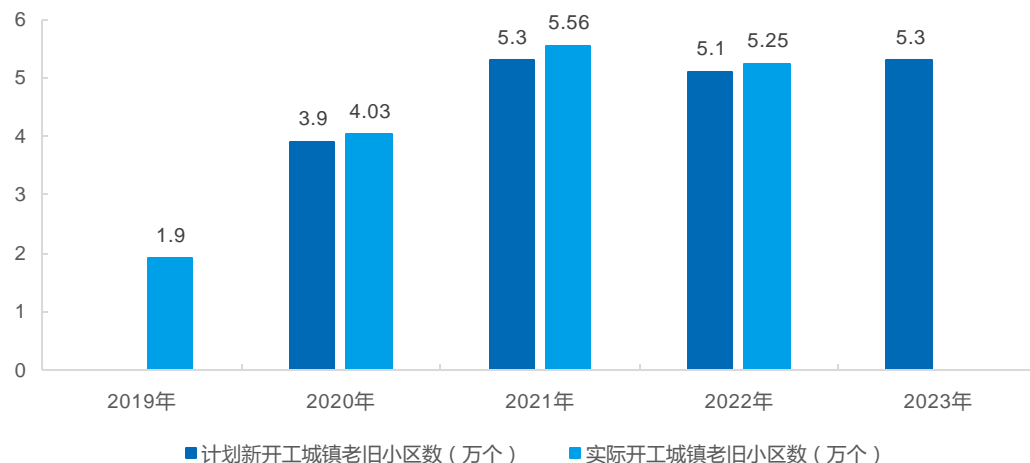
预计供给侧政策持续推进，以时间换空间，化解行业风险。自 2022 年 7 月中央政治局提出“保交楼”以来，金融端积极配合支持：加大金融支持保交楼，配合推出两批共 3500 亿元保交楼专项借款；设立 2000 亿元保交楼贷款支持计划，引导商业银行积极提供配套融资。稳定债券和股权等重点融资渠道，在“第二支箭”框架下，累计为民营企业约 260 亿元债券发行提供增信支持；第三支箭加速落地，已有招商蛇口、保利发展等多家房企定增获批。房企风险尚未完全化解，7 月 17 日中国恒大公布 2021 年和 2022 年财报，2021 年净利润-6862 亿元，2022 年净利润-1258 亿元，两年亏损超 8000 亿元。预计金融端对行业支持将延续，以时间换空间，化解行业风险。

预计需求侧高能级城市宽松范围将扩大。在 2022 年 3 月以来，各地方政府相继出台取消限购限售、提高购房补贴、降低落户门槛等政策促进购房需求释放，但受事件性影响，对基本面销售提振效果并不明显。我们预计除了金融端的支持，各地在需求端的宽松将持续发力，二线城市限制政策放开基本是明牌，如浙江省（除杭州市区外）全部取消落户限制；后续更加期待更高能级城市的宽松，一是优化远郊区域限购，二是支持置换改善需求，优化二套房的认定标准，增加存量房的流动性、提升改善住房的购买力。

预计未来更多支持行业向新发展模式转型的政策将出台。房地产行业的新发展模式中重点在于增存并重、租售并举。在推动行业转型发展方面已有部分政策落地，如金融端《关于金融支持住房租赁市场发展的意见》，设立 1000 亿元租赁住房贷款支持计划，落地济南、郑州等试点城市。后续预计在存量市场的“投、融、管、退”机制方面将更加优化，目前 REITs 适用范围已扩展至商业商办等业态，期待具体商业 REITs 项目的落地，改善存量市场的流动性。未来大中城市的城市更新也是行业重点转型方向，将带来各类施工需求、产业链下游装修、家居及家具、家电等消费需求，2019-2022 年，我国已累计开工 16.7 万个老旧小区改造，2023 年我国计划开工改造老旧小区 5.3 万个，若如期完成，则预计到 2023 年底我国累计开工老旧小区改造数量将达 22 万个。



图表40：历年老旧小区计划开工数和实际开工情况



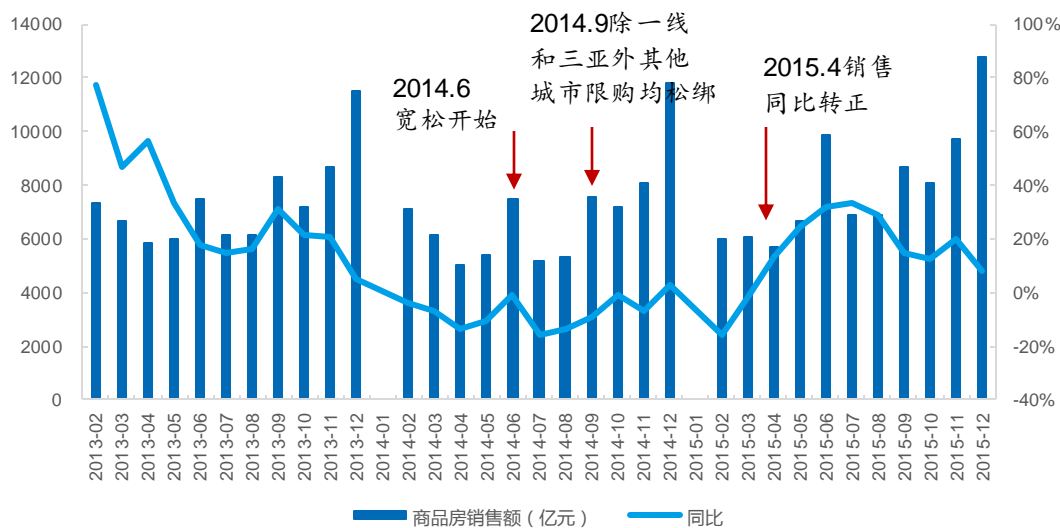
来源：住建部官网，国金证券研究所

#### 四、2023 年基本面或呈“两头高、中间低”态势

##### 4.1 销售：预计全年销售面积同比-7.6%，销售金额同比+1.3%

销售面积表现预计呈一四季度高、二三季度底的态势。对标 2014-2015 年的调控，信贷端，2014 年 7 月起房贷利率开始出现下调；需求端，6 月呼和浩特正式发文放开限购，其他城市陆续完全放开或部分放开限购政策，9 月珠海限购政策松绑后仅剩北上广深和三亚五个城市仍执行限购；而从上一轮全国商品房销售情况看，自 2014 年 8 月起，商品房销售额同比降幅逐步减小，2015 年初同比恢复增长。本轮周期中政策效果显现或较缓慢，需要伴随经济复苏的共振，2023 年一季度累计需求释放叠加宽松政策落地助力销售冲高，而二季度再下滑，预计三季度销售仍承压，而四季度同比表现改善，主要原因：①当前在售库存基本企稳，后续供给缩量，2022 年全年 300 城土地成交量同比-30.8%（开发意愿较弱的地方平台拿地占比 42.6%），2023 年上半年土地成交同比-31.8%，市场供求关系改善，支撑市场弱复苏；②后续供应产品品质将提升，未来市场供应主要为 2022 年后的项目，期间土地成交多为区位配套有优势的项目。我们预计 3Q23、4Q23 的商品房销售面积分别同比-8%、+5%；预计 2023 年全年商品房销售面积 12.6 亿方，同比-7.6%。

图表41：2013-2015 年全国月度商品房销售额及同比



来源：国家统计局，国金证券研究所

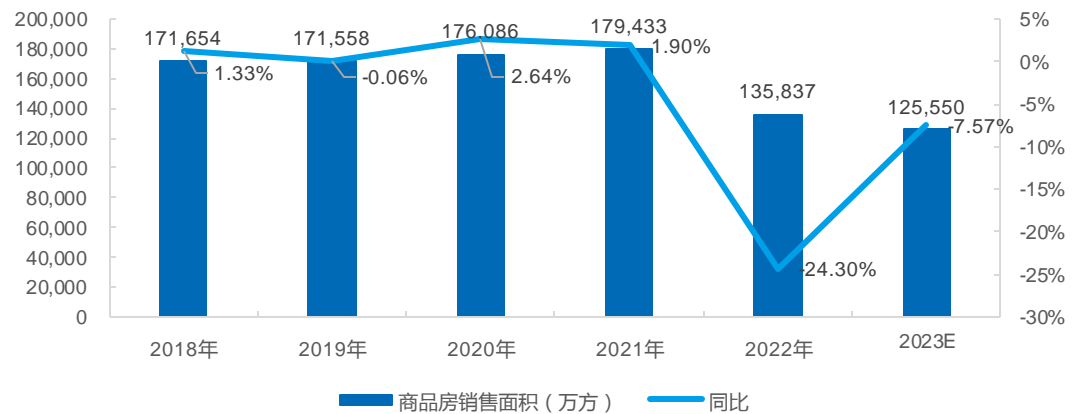


图表42：2021-2023年全国商品房销售面积（季度）

时间	单季商品房销售面积（万方）	单季同比
1Q21	36,007	63.8%
2Q21	52,628	11.0%
3Q21	41,697	-12.5%
4Q21	49,101	-16.8%
1Q22	31046 & 30495（追溯调整后）	-13.8%
2Q22	37877 & 32351（追溯调整后）	-28.0%
3Q22	32,499	-22.1%
4Q22	34,415	-29.9%
1Q23	29,946	-3.5% & -1.8%（追溯调整后）
2Q23	29,569	-21.9% & -8.6%（追溯调整后）
3Q23E	29,899	-8.0%
4Q23E	36,136	5.0%

来源：国家统计局，国金证券研究所 注：统计局2023年3月起调整2022年基数

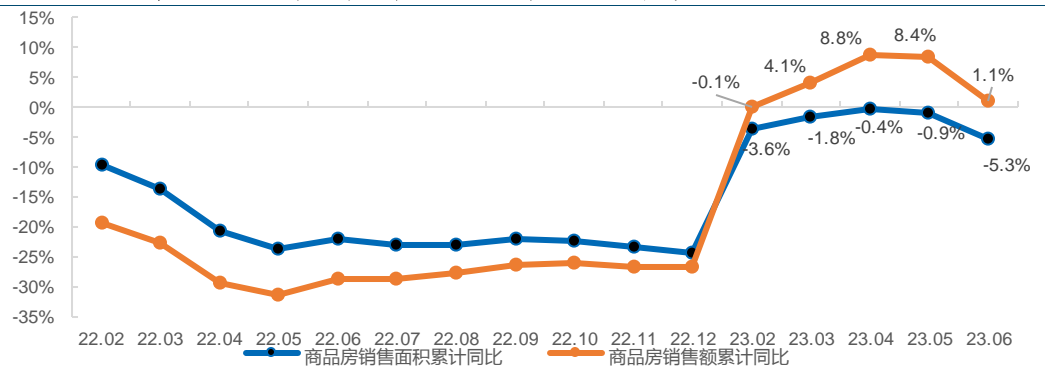
图表43：预计2023年全年商品房销售面积同比下降7.6%



来源：国家统计局，国金证券研究所

成交结构变化，销售金额表现或优于销售面积。在市场整体下行背景下，各城市、城市内各区域成交分化，重点城市核心区项目去化更好，成交比例提升，导致宏观表象层面均价上涨：2023年上半年全国商品房销售面积同比-5.3%，而销售金额同比+1.1%，对应成交均价同比+6.8%。预计下半年分化仍将延续，销售面积和销售金额同比的差异也将存在，因而我们预计3Q23、4Q23的商品房销售金额分别同比+2%、+12%，预计2023年全年商品房销售金额13.5万亿元，同比+1.3%。

图表44：2022年至今全国商品房销售面积和销售金额累计同比对比



来源：国家统计局，国金证券研究所 注：统计局2023年3月起调整2022年基数

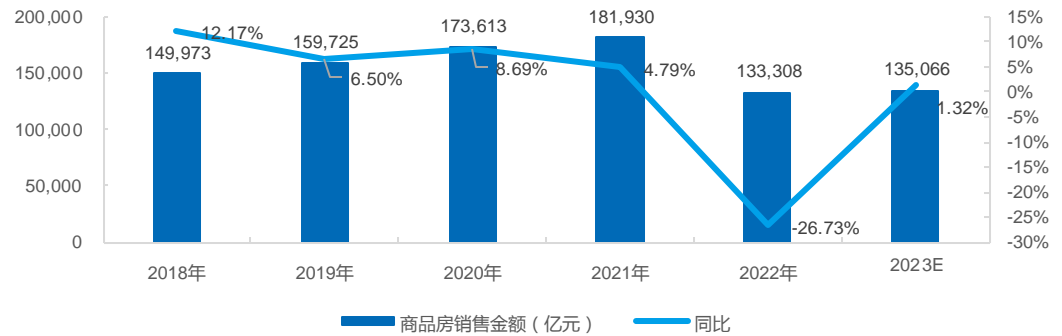


图表45: 2021-2023年全国商品房销售金额(季度)

时间	单季商品房销售金额(亿元)	单季同比
1Q21	38,378	88.5%
2Q21	54,553	17.2%
3Q21	41,864	-14.1%
4Q21	47,135	-18.7%
1Q22	29655 & 29342 (追溯调整后)	-22.7%
2Q22	36417 & 33064 (追溯调整后)	-33.2%
3Q22	33,308	-20.4%
4Q22	33,928	-28.0%
1Q23	30,545	3.0% & 4.1% (追溯调整后)
2Q23	32,547	-10.6% & -1.6% (追溯调整后)
<b>3Q23E</b>	<b>33,974</b>	<b>2.0%</b>
<b>4Q23E</b>	<b>37,999</b>	<b>12.0%</b>

来源: 国家统计局, 国金证券研究所 注: 统计局2023年3月起调整2022年基数

图表46: 预计2023年全年商品房销售金额同比增长1.3%

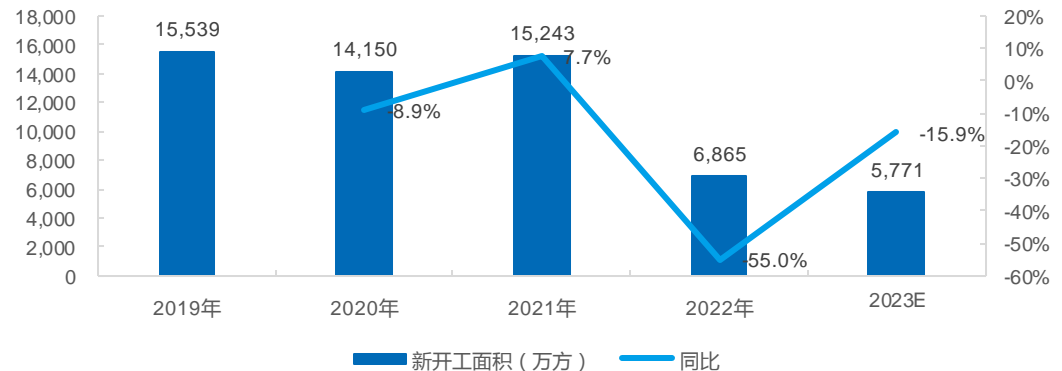


来源: 国家统计局, 国金证券研究所

#### 4.2 开竣工: 预计全年新开工面积同比-20.1%, 竣工面积同比+13.8%

房企开工意愿和可开工量均不足, 新开工面积或延续弱势。从房企意愿看, 2023年市场持续承压, 房企现金流状况仍然吃紧, 资金多投入保交付, 新开工相对谨慎。从可开工量看, 大部分房地产开发企业从拿地到开工的周期都在6-12个月左右, 土地成交是房屋新开工的领先指标, 2022年和2023年上半年土地成交持续下滑, 未来可新开工项目减少。而从5家公布2023年新开工计划的相对稳健房企看, 在2022年新开工大幅下滑后, 2023年较2022年仍呈下降趋势(-15.9%), 而全市场的新开工表现或更差, 短期难以看到新开工的复苏。我们预计3Q23、4Q23的商品房新开工面积分别同比-18%、-10%, 预计2023年全年商品房新开工面积9.6亿方, 同比-20.1%。

图表47: 5家典型房企2022年计划新开工面积及同比



来源: 各公司公告, 国金证券研究所 注: 典型房企包括保利发展、万科A、招商蛇口、金地集团和新城控股

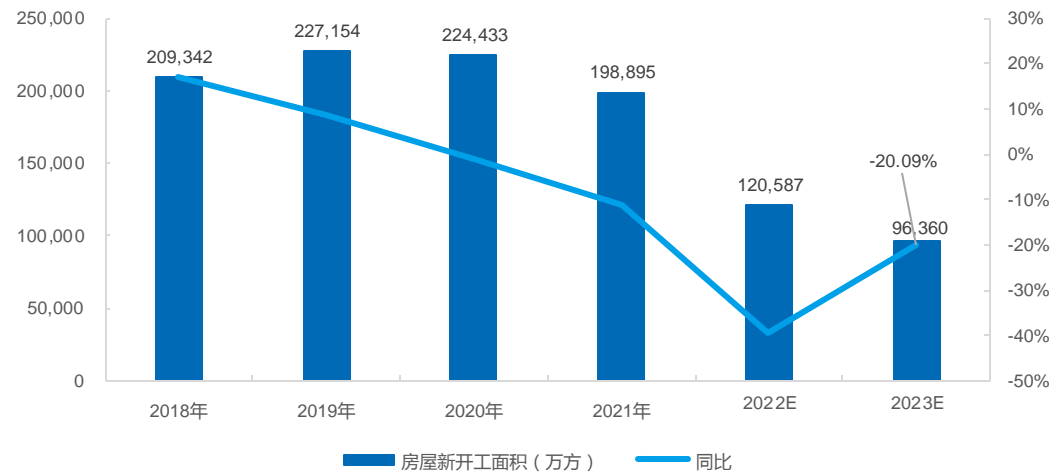


图表48：2021-2023年全国房屋新开工面积（季度）

时间	单季房屋新开工面积（万方）	单季同比
1Q21	36,163	28.2%
2Q21	65,125	-6.1%
3Q21	51,656	-17.4%
4Q21	45,951	-28.6%
1Q22	29838 & 29853（追溯调整后）	-17.5%
2Q22	36585 & 36039（追溯调整后）	-43.8%
3Q22	28,344	-45.1%
4Q22	25,820	-43.8%
1Q23	24,121	-19.2% & -19.2%（追溯调整后）
2Q23	25,759	-29.6% & -28.5%（追溯调整后）
<b>3Q23E</b>	<b>23,242</b>	<b>-18.0%</b>
<b>4Q23E</b>	<b>23,238</b>	<b>-10.0%</b>

来源：国家统计局，国金证券研究所 注：统计局2023年3月起调整2022年基数

图表49：预计2023年全年房屋新开工面积同比下滑20.1%



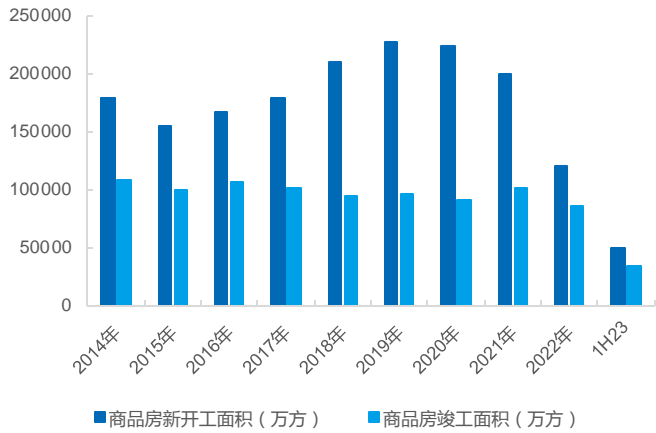
来源：国家统计局，国金证券研究所

在保交楼带动下，预计竣工体量能保持一定增速。正常房屋项目竣工周期在3年左右，2023年竣工的房屋主要是在2019-2020年新开工，而2014-2021年开竣工之间有巨大的剪刀差，主要是项目延期、烂尾等导致，尤其是2022年系列风险事件频发，导致竣工体量不及预期。从2022年7月中央提出“保交楼”后，金融端给与两批共3500亿元保交楼专项借款，并设立2000亿元保交楼贷款支持计划；而从百年建筑上半年保交楼项目调研看，一季度保交楼进展在23%，5月末为34%。在各方支持下，我们预计2023年竣工将有较好表现，预计3Q23、4Q23的房屋竣工面积分别同比+10%、+12%，预计2023年全年房屋竣工面积9.8亿方，同比+13.8%。





图表50：全国商品房历年新开工和竣工面积有“剪刀差”



图表51：全国各地区保交楼项目进展

区域	2023年3月	2023年5月	差值
全国	23%	34%	11%
华东	27%	40%	13%
华南	27%	46%	19%
西南	5%	15%	10%
华中	11%	16%	5%
华北	28%	32%	4%
东北	29%	33%	4%
西北	19%	26%	7%

来源：国家统计局，国金证券研究所

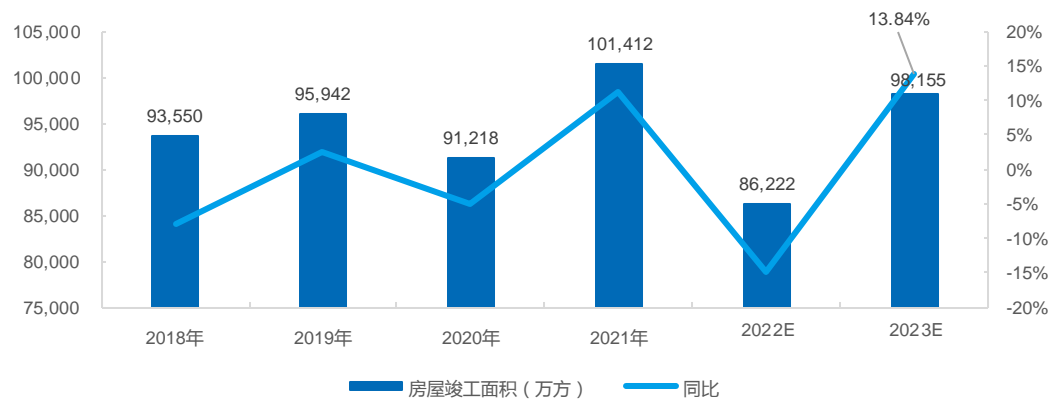
来源：百年建筑网，国金证券研究所

图表52：2021-2023年全国房屋竣工面积（季度）

时间	单季房屋竣工面积 (万方)	单季同比
1Q21	19,122	22.9%
2Q21	17,359	28.8%
3Q21	14,532	18.1%
4Q21	50,399	1.0%
1Q22	16,929	-11.5%
2Q22	11707 & 11558 (追溯调整后)	-32.6%
3Q22	12,243	-15.8%
4Q22	45,343	-10.0%
1Q23	19,422	14.7%
2Q23	14,482	23.7% & 25.3% (追溯调整后)
3Q23E	13,467	10.0%
4Q23E	50,784	12.0%

来源：国家统计局，国金证券研究所 注：统计局2023年3月起调整2022年基数

图表53：预计2023年全年房屋竣工面积同比增长13.8%



来源：国家统计局，国金证券研究所

#### 4.3 开发投资：预计房地产开发投资金额同比-8.5%

新开工、拿地较弱，竣工较好，房地产开发投资整体表现弱势。房地产开发投资金额的投入主要在拿地、开工、施工和竣工阶段，房企“以收定支”，主保交楼，有余力则拿地和开工。2023年预计整体“竣工>拿地（受供给影响）>新开工”，我们将开工竣工同比的加权平均作为开发投资金额的同比基数，预计3Q23、4Q23的开发投资金额分别同比-10.2%、+6.9%（2022年四季度受事件性影响基数低）；预计2023年全年房地产开发投资金额12.2万亿元，同比-8.5%。

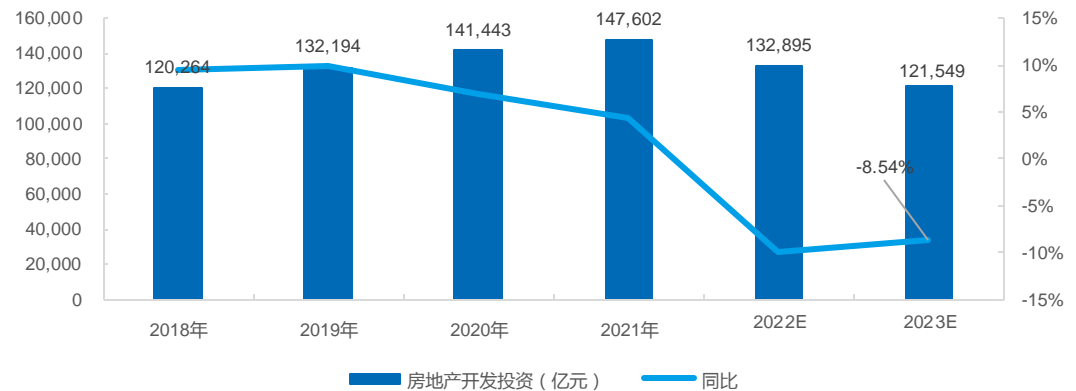


图表54：2021-2023年全国房地产开发投资金额（季度）

时间	单季房地产开发投资（亿元）	单季同比
1Q21	27,576	25.6%
2Q21	44,603	9.3%
3Q21	40,389	-0.8%
4Q21	35,034	-7.7%
1Q22	27765 & 27573（追溯调整后）	0.7%
2Q22	40549 & 35999（追溯调整后）	-9.1%
3Q22	35,245	-12.7%
4Q22	29,336	-16.3%
1Q23	25,974	-6.5% & -5.8%（追溯调整后）
2Q23	32,576	-19.7% & -9.5%（追溯调整后）
<b>3Q23E</b>	<b>31,651</b>	<b>-10.2%</b>
<b>4Q23E</b>	<b>31,348</b>	<b>6.9%</b>

来源：国家统计局，国金证券研究所 注：统计局2023年3月起调整2022年基数

图表55：预计2023年房地产开发投资金额同比下滑8.5%



来源：国家统计局，国金证券研究所

## 五、对标海外发达经济体，中国地产行业尚有空间

### 5.1 美国次贷危机后，地产行业再次发展

美国房地产市场历经多次枯荣周期，至今在美国经济中仍有举足轻重的地位。

①战后繁荣期（1945-1960）：“刚需释放”和政策支持带动房地产市场发展。二战结束后，由于战争被抑制的住房需求亟需释放，房地产市场处于供不应求的状态。

②稳定发展期（1961-1989）：人口增长和二级市场发展刺激住房需求。期间独立的“婴儿潮一代”以及外来移民产生大量住房需求，二级市场的发展以及税收优惠进一步刺激住房需求，推动地产市场繁荣。同时两次石油危机也产生负面影响，整体稳定发展。

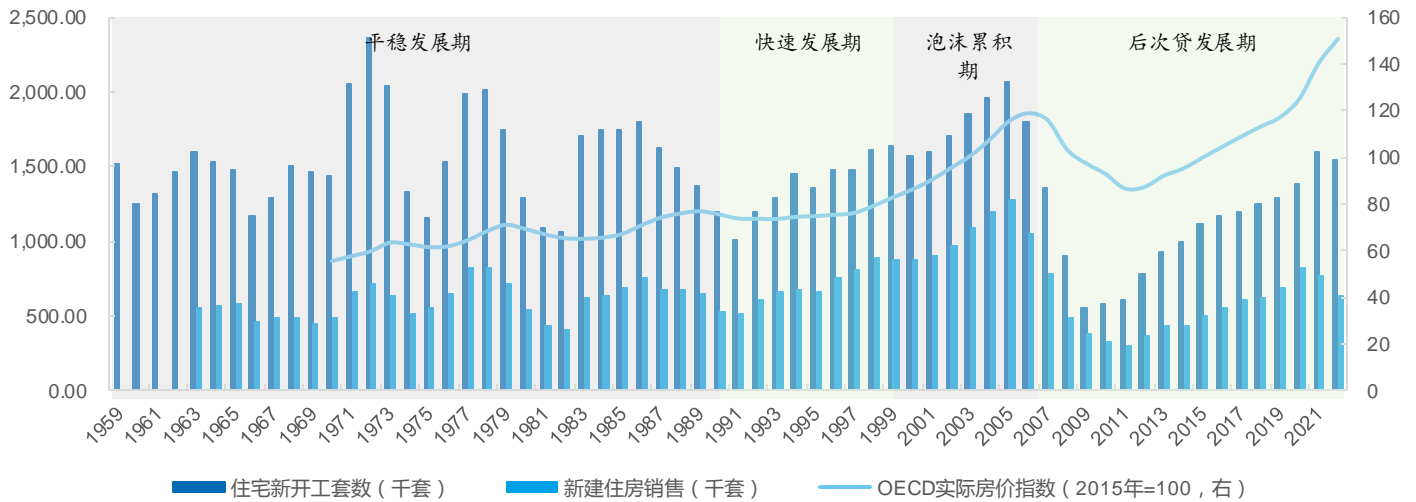
③快速发展期（1990-1999）：利率宽松环境下供需政策双刺激，家庭结构多元化。美联储连续降息17次，将短期利率从8%降到3%以刺激经济复苏。在利率宽松背景下，政府出台政策同时刺激需求端和供给端，叠加家庭结构转变的影响，房地产市场快速发展。

④泡沫堆积期（2000-2007）：宽松货币政策推动次级抵押贷款市场迅速发展。在政府宽货币、宽信用、弱监管的宽松货币政策下，次级贷款大量发放，资本流动性过剩。2000-2006年，美国实际房价指数上涨37.79%，年均增速达5.68%。

⑤后次贷发展期（2008至今）：2008-2011年房地产市场受次贷危机影响，持续下行，2012年是美国房地产市场复苏的拐点。主要因为：宽松的货币财政政策刺激购房需求；经济复苏，提振购房需求；房屋供给不足，成屋库存处于低位等。



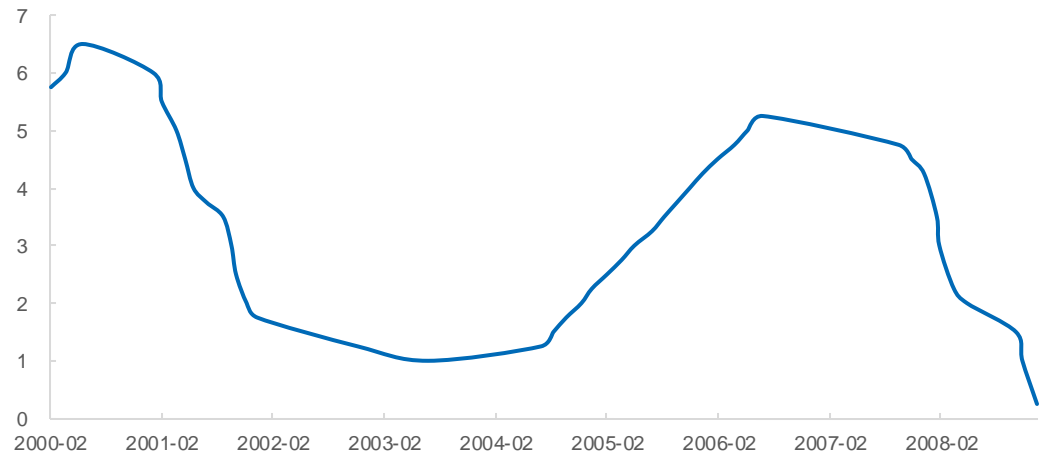
图表56：美国房地产市场量价走势



来源：wind，国金证券研究所

为抑制地产市场过热，加息成次贷危机爆发导火索。2004-2006 年美联储连续加息 17 次，将联邦基金利率从 1% 提高至 5.25%，直接导致以浮动利率为主的次级贷款大面积违约，购房成本的上升使得购房需求进一步下降，房价随之下跌，房地产市场开始连锁性崩盘。抵押证券及相关衍生品大幅贬值，金融机构面临严重亏损，流动性市场枯竭，金融市场暴跌，进一步冲击房地产市场，并最终触发全球金融危机。

图表57：2000-2008 年美国联邦基金目标利率 (%)



来源：美联储，国金证券研究所

美国政府采用积极的金融救援和财政刺激。为应对金融危机的冲击，美国政府、财政部、美联储联手推出大规模金融救援和财政刺激计划，结合量化宽松政策，采用注资、降息、退税、国有化金融机构、创新流动性工具等一系列具体措施，增加市场流动性，扩大信贷规模，恢复市场信心。政府在不断出台救市政策的同时，逐步对金融监管体制进行改革，不断完善和健全金融监管法律法规和制度体系，控制金融投机行为，以史为鉴，杜绝类似危机再次发生。政府出台的一系列救市措施对遏制经济下滑，稳定经济增长基础起到了积极作用，建立起一套系统的危机应对机制和政策框架。

图表58：美国政府出台的促进地产金融市场发展的法案

政策归类	时间	应对措施	主要内容
金融救援计划	2008/10	7000 亿美元不良资产救助计划 (TARP)	由政府购买不良资产，救助金融机构；2009 年 2 月推出 750 亿美元住房救援计划 (HASP)，减少房贷月供，为两房提供房贷资金，通过财政部和美联储购买 1.4 万亿美元两房抵押贷款支持证券来降低抵押贷款利率，对 250 万个首套房购买家庭减税 800 美元。
	2009/2	1.5 万亿美元金融稳定计划 (FSP)	财政部设置 5000 亿美元“金融稳定信托”，帮助清理银行有毒资产，并计划扩至 1 万亿美元；财政部联合美联储、联邦存款保险公司和私营机构建立一个“公共-私有投资基金”，针对金融机构的不良资产提供融资；美联储将促进信贷流动的贷款项目规模从 2000 亿扩大至 1 万亿美元。



	直接救助金融机构	通过 JP 摩根向投资银行贝尔斯登提供应急资金；对“两房”提供 2000 亿美元救助，允许其从贴现窗口借款；向美国国际集团提供高额贷款，并将其国有化等。
非常规货币政策	2007-2010 信贷与流动性计划	创新货币政策工具，延长贴现贷款的期限、扩大贴现贷款的对象范围和抵押品范围，降低金融机构的融资门槛和融资成本，为金融市场提供流动性支持。
	2008/2 连续降息至零利率	从 2007 年 9 月至 2008 年 2 月底，美联储连续 10 次降息，将联邦基金目标利率从 5.25% 下调至 0%-0.25%，共下调 500 个基点，
	2008/10 向商业银行准备金支付利息	2008 年 10 月 6 日，美联储宣布向商业银行准备金支付利息，以增加商业银行的可贷资金。
	2009/3 启动“国债和 MBS”购买计划	2009 年 3 月 18 日，美联储宣布将购买 3000 亿美元的长期国债，同时再次购买 8500 亿美元机构债（以“两房”担保的房地产抵押债券为主）。
	国际联合援助行动	美联储先后与欧洲中央银行、英格兰银行和日本银行等进行了大规模的国际联合援助行动，通过公开市场操作、双边货币互换、降息等方式应对金融危机带来的冲击。
经济刺激计划	2008/2 1680 亿美元经济刺激计划	以减税为核心，减税总额高达 1680 亿美元，通过大幅退税刺激消费和投资，推动经济增长。该计划分两年实施，2008 年落实 1520 亿美元的退税，2009 年落实 160 亿美元的退税。
	2009/2 7872 亿美元经济刺激计划 (ARRA)	用于经济刺激的财政资金规模巨大，2/3 用于公共开支和投资，1/3 用于减税。

来源：国家发改委，国金证券研究所

**美国房企积极探索自救道路，度过危机后强者恒强。**次贷危机以来，美国房地产市场成交规模和房价均大幅下降，部分中小房企破产或被收购，以美国房地产四大巨头——帕尔迪 (Pulte Homes)、桑达克斯 (Centex)、霍顿 (D. R. Horton)、莱纳 (Lennar) 为首的大型房企则通过降低企业负债、土地期权、并购、调整产品结构以及多元化发展等方式展开自救，成功度过危机，实现“强者愈强”：

①降杠杆、降负债、保证现金流，负债维持 50% 左右。以霍顿公司为例，2009 年霍顿公司的资产负债比高达 66.4%，流动现金仅占总资产的 2.3%，而公司到期借款高达 29.6 亿美元，二者差额巨大。霍顿果断以打折促销的方式集中出清部分库存，并积极卖地，盘活固定资产，尽管短期亏损较大，但公司现金流得以稳定。

②轻资产运营，期权拿地回归主流。美国房企注重土地风险管控，自次贷危机发生后大量削减土地库存，同时不断调整土地购买方式，从直接购买土地转向期权拿地，减轻土地所有权风险。2008 年以来，美国四大开发商在战略上不断调整土地交易方式，大量以土地期权形势购地，在土地储备规模不变的基础上，实现轻资产运营，提高资金使用效率。

③并购式扩张，实现跨区域发展。在跨区域发展过程中，美国房企通过收并购扩大企业规模与布局，提高和改善企业自身业务，形成规模经济效益。以霍顿为例，2012-2018 年期间进行了 6 次并购，实现快速地地域扩张。

④精准定位，调整产品结构，健全产品体系。以霍顿为例，次贷危机前，霍顿定位为中低端市场，目标客户价格敏感度较高，使得公司扩张迅速，周转率较高。2008 年底，美国推行救市政策，对首次置业者给予信贷优惠政策，霍顿顺应政策导向，将客户定位变更为首次置业者及改善型住房人群，并开发出覆盖不同群体客户的多样化产品体系。

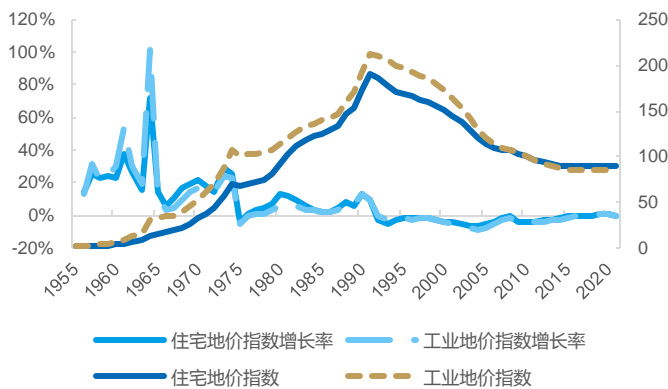
⑤理性探索多元化业务。美国房企在管理好传统业务的基础上，适当增加运营策略，围绕住宅向金融服务业拓展，以莱纳公司为例，莱纳是一家热衷于多元化的企业，主要有四大业务板块，分别为房屋建筑、金融服务、多户家庭房屋建筑和 Rialto 业务，并不断创新和探索新的业务模式。

## 5.2 日本房地产泡沫破裂后，地产行业不断洗牌

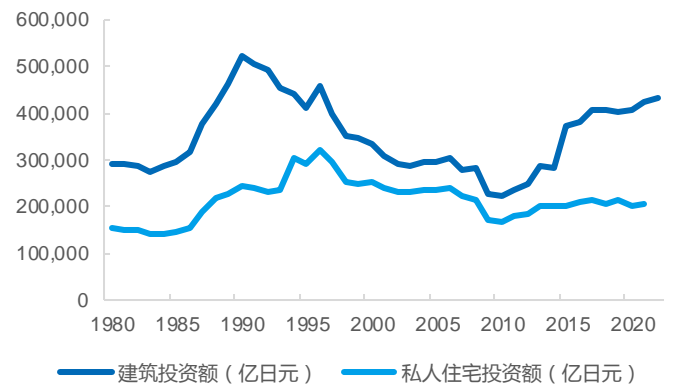
二战后，日本经济在美国的扶持下迅速恢复，于 1955 年开启了长达 35 年的经济繁荣时期。根据这一时期日本城市地价指数的变化，可以将日本房地产行业的发展划分为三个阶段：高速增长期（1955-1975），稳定增长期（1975-1985），泡沫堆积与破裂期（1985-1996）。房地产泡沫破裂后，日本经济陷入了“失去的二十年”，直至 2012 年安倍晋三上任后，市场开始逐渐复苏。



图表59: 日本住宅&工业地价及增长率



图表60: 日本建筑&私人住宅投资额



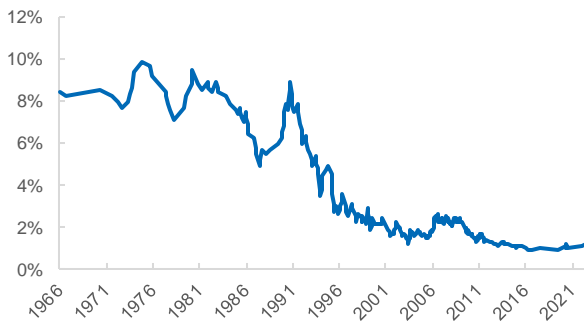
来源: 日本统计局, 国金证券研究所

来源: 日本国土交通省, 日本内閣府, 国金证券研究所

极度宽松的货币政策和财政政策为日本泡沫创造了环境。1985年9月签订的广场协议引发了“日元升值萧条”，为刺激经济，日本长期维持扩张性的货币政策，造成流动性过剩并流入房地产市场。同时，日本政府在1980年-1990年的财政补充预算由4000亿日元增加至6000亿日元，大规模的财政投资增强了投资者对未来的信心，推动地价股价上涨。而财政投资大部分被用于公共基础设施建设，征收土地，强化了地价上涨趋势。过度宽松的货币和财政政策为泡沫增长创造了良好的环境。

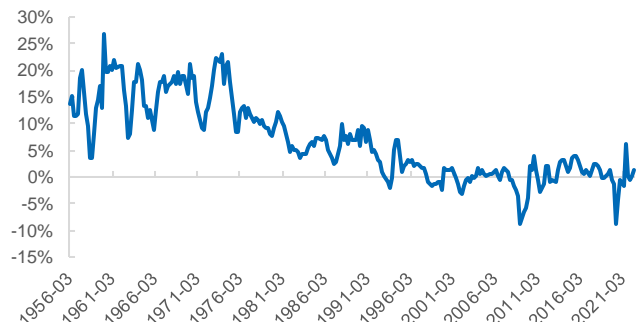
日本主动刺破泡沫，继续紧缩性货币政策，加剧市场下行。1989年日本政府主动收紧货币政策，连续三次加息，并对不动产融资加以限制，以刺破经济泡沫，但泡沫破裂后救市不及时，继续实施紧缩性货币政策，加剧了泡沫破裂的破坏性。房地产泡沫破裂后，日本政府增加土地取得、持有和转让环节的税负，加剧了房地产市场的下行压力。未及时处理金融系统中的大量不良债权，从泡沫破裂到不良债权得到完全处理，历时近十五年，延误了最宝贵的处置窗口。1998年开始，一系列大型金融机构倒闭，日本政府加大改革力度，采取了大幅注资金融机构、进一步推进金融自由化、改革金融监管机构等措施。

图表61: 日本主要银行贷款利率



来源: 日本央行, 国金证券研究所

图表62: 日本经济增速



来源: 日本统计局, 国金证券研究所

**日本房企自救措施——向轻资产转型，提高自身经营管理能力。**泡沫经济崩溃后，日本房企经历了长达20年的“至暗时刻”，进入漫长的调整复苏期。整个地产行业也不断洗牌，大多数中小房企已经退出日本的房地产舞台，目前仍然活跃在日本房地产市场的企业主要有四类：背靠财阀的三井、三菱、住友和东京建物等；经营轨道交通与沿线房地产的东急不动产、小田急不动产、阪急不动产、近铁不动产等；分属于日本六大财团的野村不动产、伊藤忠都市开发、三菱商事、丸红不动产等金融商社系企业；大京不动产、森大厦、Gold Crest等资本效率高、经营灵活的新兴地产商。而日本头部房企格局几经洗牌，仅三井、三菱、住友成功穿越房地产周期，仍然位于日本房企TOP20的名单中，它们均具有以下三个特质：

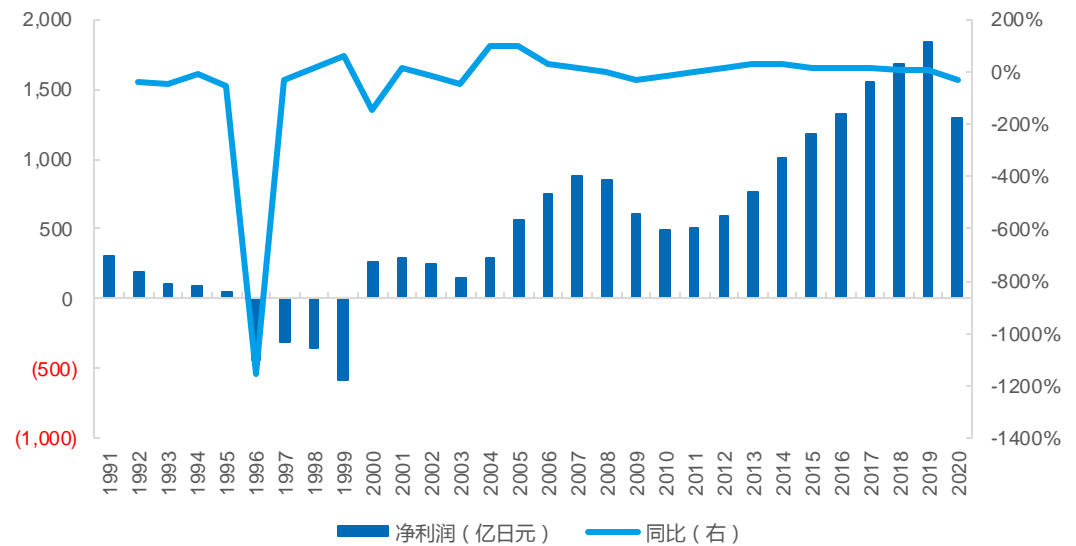
①分散经营，向轻资产模式转型。住友不动产分阶段提出中期管理计划，逐步发展定制建设及经纪业务、房地产收费业务、租赁业务等，向流动性更强的轻重并举的业务模式转型。三井不动产则向利润率不高的代建业务转型，在维持开发部门正常运转的同时向管理部门提供经纪业务、物业管理机会，并发展经纪业务和出租公寓管理业务，向轻资产转型。此外，三井还涉足房地产证券化市场，不断推出写字楼、租赁公寓和物流地产REITs，并从中获取物业管理费和基金管理费。



②保证现金流，金融机构支持，财团内部交叉持股，提高抗风险能力。房地产泡沫破裂后，日本三大房企通过处置大量闲置土地，出售海外资产以及收益性较差的资产自救，从而强化现金流、改善财务以平稳渡过危机。住友和三菱亦通过缩减人工成本、放弃海外战略、出售海外资产等增加现金储备。此外，三家房企背靠财阀，财阀通过内部交叉持股的方式，分担了旗下房企的亏损压力，掌管着多家金融机构的三大财阀也随时可以为房企提供充足的资金。

③优秀的管理能力、品牌影响力、策划能力等内部优势。三大房企不断提升自身运营能力，获得客户高度信任和认可，从而支撑企业持续向好发展。

图表63：三井不动产1991-2020财年净利润及同比走势

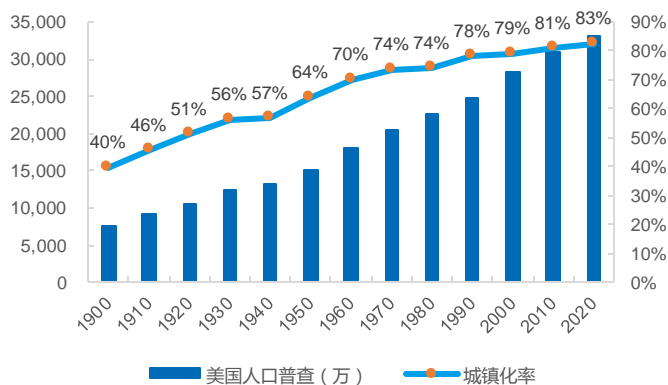


来源：wind，国金证券研究所

### 5.3 中国房地产市场发展仍有空间

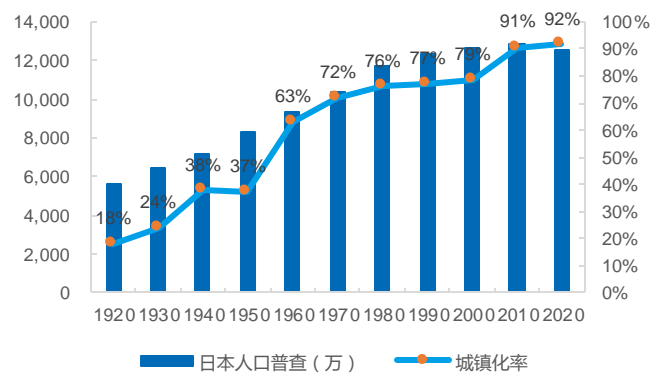
我国当前城镇化率相较海外经济体仍有较大发展空间，城镇化率的能稳步增长。美国和日本的城镇化率可以达到 80-90%，且仍未停滞，城镇化达到 75%以后才有显著放缓或下跌的趋势。美国城镇化率上升至 74%后逐步放缓（发生危机时 80%），而日本城镇化率于 1975 年上升到 75.91%后才放缓（发生危机时有 77%）。2022 年中国城镇化率 65.22%，预计还有 10 个点左右的较快速度增长空间。

图表64：美国人口及城镇化率走势



来源：美国商务部普查局，国金证券研究所

图表65：日本人口及城镇化率走势

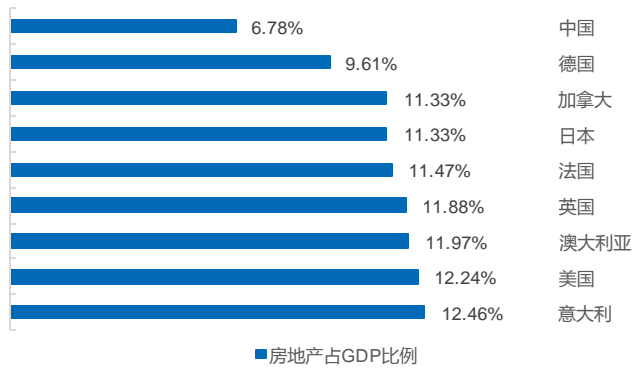


来源：日本统计局，国金证券研究所

城镇化的终点也不是房地产的拐点，发达国家房地产/GDP 比值更高。发达国家如美国、日本等在城镇化率达到 80%以上后，其房地产占 GDP 比重并不比发展中国家低，美国、日本、英国等该比值均超过 10%，而中国目前不到 7%，房地产没有因为城镇化达到一定规模而停滞。



图表66: 典型国家房地产业增加值占GDP比重



图表67: 典型国家城镇化率对比

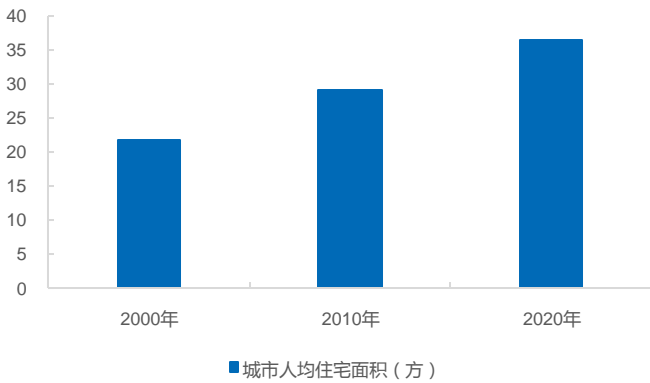
国家	城镇化率
中国 (2022)	64.72%
美国 (2020)	82.66%
英国 (2020)	83.90%
日本 (2020)	91.78%

来源: wind, 国家统计局, 国金证券研究所

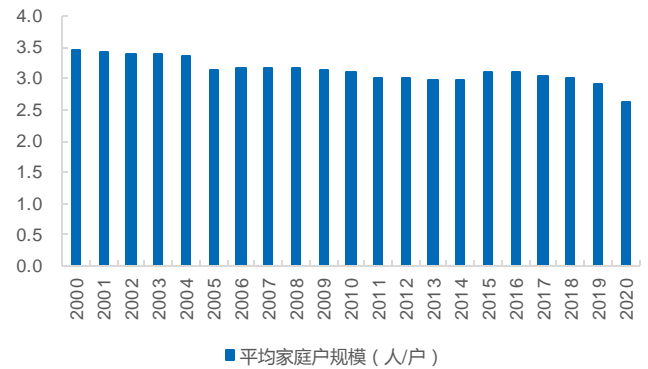
来源: wind, 国家统计局, 国金证券研究所

除城镇化率增长外, 家庭小型化和人均住宅面积的增加也是住宅需求的有力支撑。中国家庭户均人口从2000年的3.46人降至2020年的2.62人, 而当前美国家庭户均人口为2.6人, 日本为1.9人, 家庭小型化是长期趋势。2000、2010和2020年人口普查数据显示中国城市人均住宅面积分别为21.81、29.15和36.52方, 而目前美国人均住宅面积达67方。

图表68: 2000-2020年城市人均住宅面积 (m²)



图表69: 2000-2020年平均家庭户规模 (人/户)



来源: 人口普查数据, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

根据需求测算, 预计未来5-10年商品住宅销售面积中枢约10亿方。通过当前(2020年)的住宅体量和未来某时点(2030年)的住宅体量之差来估算期间年均住宅需求量的中枢(详见我们外发报告《行业洗牌、拐点确立, 优质房企布局好时机》)。核心假设如下:

①人口总量: 第七次人口普查数据显示中国2020年总人口14.12亿人, 国务院2017年发布的《国家人口发展规划(2016-2030年)》中2030年人口目标在14亿以上, 在乐观、中性和悲观假设下2030年人口均为14.12亿人。

②城镇化率: 根据国务院2017年发布的《国家人口发展规划(2016-2030年)》, 2030年全国常住人口城镇化率目标为70%, 在乐观、中性和悲观假设下2030年城镇化率分别为71%、70%和69%, 对应的城镇人口分别为10.03、9.88和9.74亿人。

③城市人均住宅面积: 2000-2020年城市人均住宅面积每10年的增量约7.3平方米, 在乐观、中性和悲观假设下2030年城市人均住宅面积分别为46、43和40平方米。

根据计算公式: 新增住宅面积=2030年城市人均住宅面积\*城镇人口-2020年城市人均住宅面积\*城镇人口。乐观、中性和悲观假设下2020-2030年间的新增住宅面积分别为132、96和60亿方。因此, 在中性预测下, 年均住宅需求量为9.57亿方。



图表70：根据居民需求估算住宅需求量

情况	人口 (亿人)		城镇化率		城镇人口 (亿人)		城市人均住宅面积 (方)		城市住宅面积 (方)		新增住宅面积 (亿方)	年均住宅需求量中枢 (亿方)
	2020年	2030年	2020年	2030年	2020年	2030年	2020年	2030年	2020年	2030年		
乐观假设	14.12	14.12	63.9%	71%	9.02	10.03	36.5	46	329	461	132	13.19
中性假设	14.12	14.12	63.9%	70%	9.02	9.88	36.5	43	329	425	96	9.57
悲观假设	14.12	14.12	63.9%	69%	9.02	9.74	36.5	40	329	390	60	6.04

来源：国家统计局，国金证券研究所

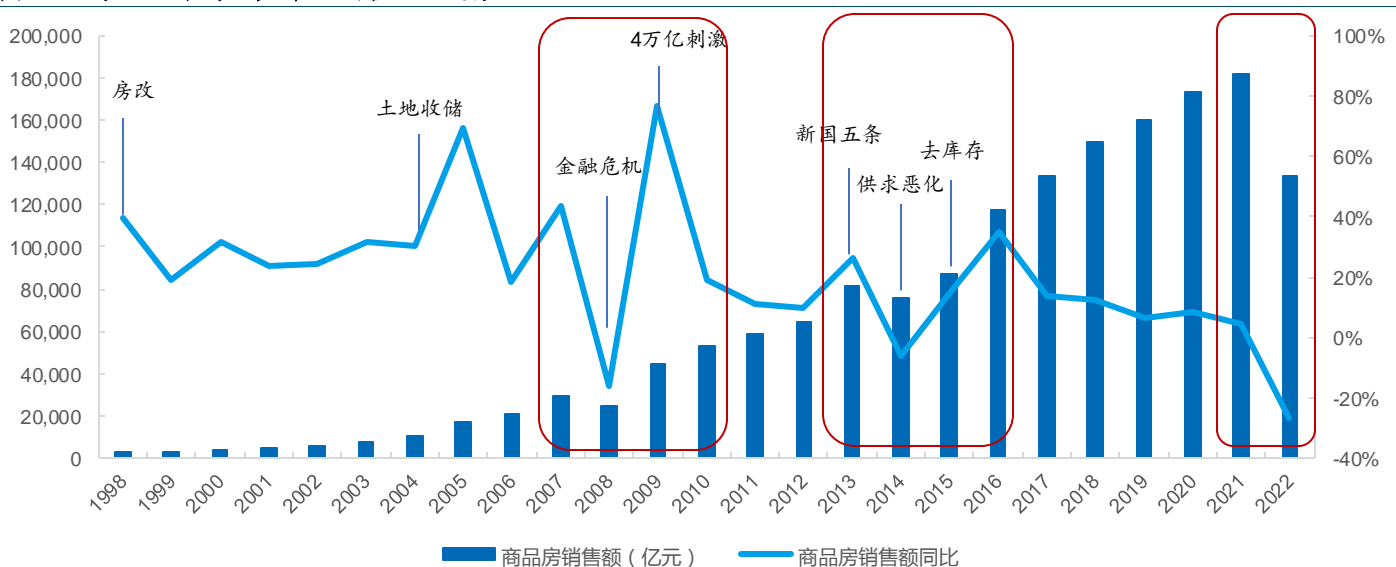
### 投资建议

每一次危机中都伴随行业洗牌的发展机遇。

对标海外，美国次贷危机让帕尔迪 (Pulte Homes)、桑达克斯 (Centex)、霍顿 (D.R. Horton)、莱纳 (Lennar) 为首的大型房企通过降低企业负债、土地期权、并购、调整产品结构以及多元化发展等方式提升自身示例，实现强者恒强；日本 90 年代泡沫破裂，地产行业受到巨大影响，而三井、三菱、住友等不动产公司通过向轻资产运营转型、降低杠杆防风险、提升管理运营能力等措施，成功度过危机，并进一步巩固自身地位。

纵观国内地产发展史，我们早在 2022 年 4 月的外发报告《步入良性循环正轨，布局地产正当时》中已经提出“每一轮行业周期的转换都将孕育新的发展模式”的观点，2008-2009 年万科、保利发展、华润置地等房企凭借金融红利，销售规模大幅提升；2014-2016 年，三四线市场迎来棚改红利，碧桂园、中国恒大举债扩张下沉，成为行业龙头。2021 年下半年起的本轮行业洗牌仍在进行中，基本面尚在筑底过程中，政策面存在继续出台宽松支持的预期，但并非所有房企都能享受政策的利好，优质房企在行业洗牌中能取得更大的市场地位。拥有稳健财务结构、良好区域布局区域、高质量产品服务、精细化管理等核心竞争力的房企是优质房企，在指标上通常有三大特征：①销售、投资有积极表现。尤其是在 2021 年下半年以后能实现逆势增长。②资产质量高，流动性强。谁能拿好地、快速去化，谁就能获得更好的利润水平，抢占更高的市场份额，土储和资产质量高、流动性好的房企，未来发展空间更大。③财务结构合理，现金流安全稳健。良好的财务结构和现金流状态是房企持续发展的有力保障。

图表71：房改以来房地产市场销售规模走势

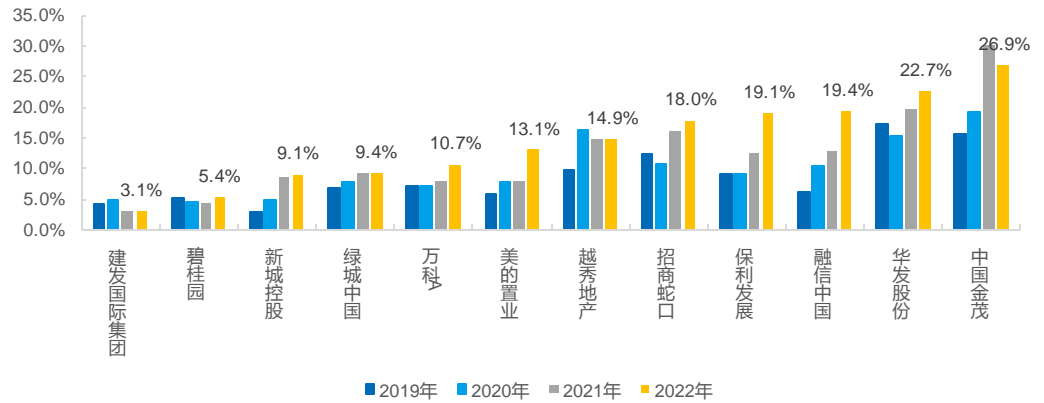


来源：国家统计局，国金证券研究所



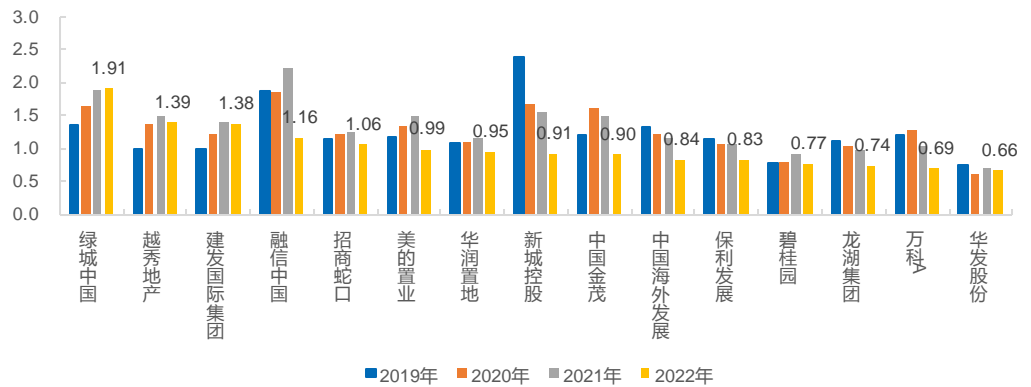


图表 72：典型房企竣工存货占总存货比例



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 73：典型房企待偿负债覆盖倍数对比



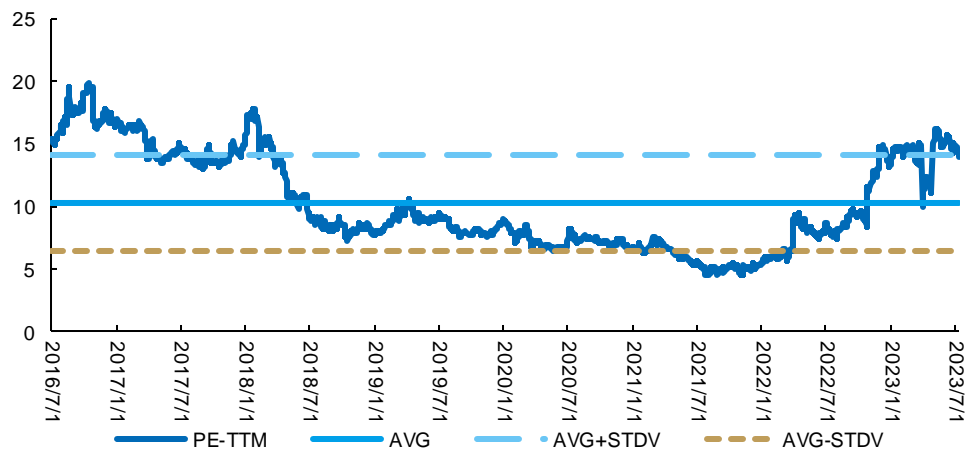
来源：公司公告，国金证券研究所 注：将应付账款及票据、其他权益工具等视为待偿负债，待偿负债覆盖倍数=销售额/(有息负债+其他权益工具+应付账款及票据)

首推有持续拿地能力、布局优质重点城市、主打改善产品的房企，如建发国际集团、绿城中国、滨江集团等，在市场下行阶段，投销仍有增长，其能在 2024 年后实现规模和业绩双增长，ROE 有望稳步提升。

稳健选择头部央企国企，如保利发展、中国海外发展、招商蛇口、华润置地、越秀地产等，其财务安全稳健，资产质量高，在经历高地价项目和存货计提减值后，预计 2024 年后毛利率将持续改善，引导估值提升。

推荐积极探索新发展模式转型的房企，涉足城市更新、保障性租赁住房、商业 REITs 等地产新赛道的公司，如城建发展、上实发展、万科 A 等。

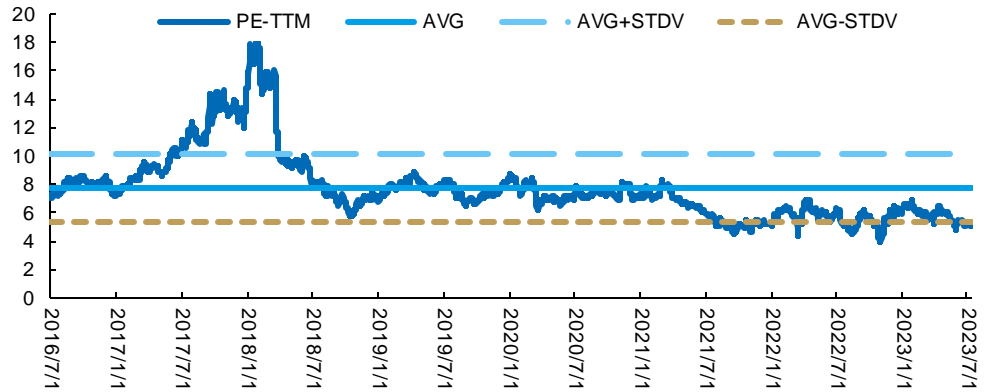
图表 74：A 股地产 PE-TTM



来源：wind，国金证券研究所

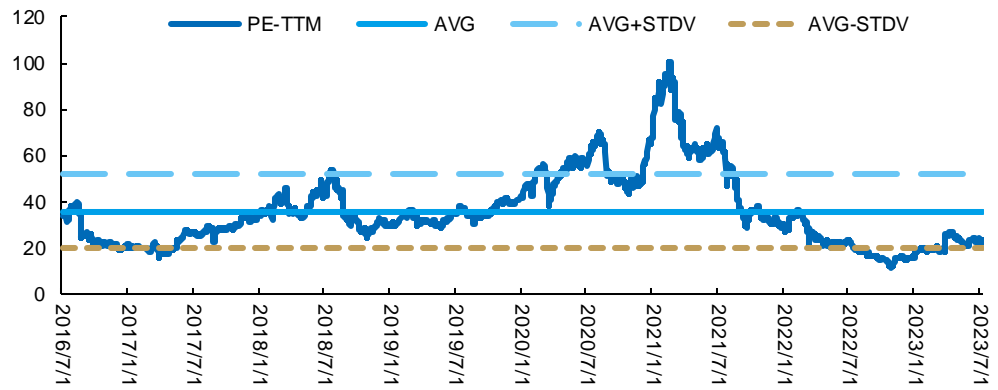


图表75: 港股地产 PE-TTM



来源: wind, 国金证券研究所

图表76: 港股物业股 PE-TTM



来源: wind, 国金证券研究所

图表77: 覆盖公司估值情况

股票代码	公司	评级	市值 (亿元)	PE			归母净利润 (亿元)			归母净利润同比增速		
				2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
000002.SZ	万科 A	增持	1,548	6.8	6.5	6.0	226.2	238.2	259.6	0%	5%	9%
600048.SH	保利发展	买入	1,527	8.3	6.7	5.5	183.5	227.1	279.3	-33%	24%	23%
001979.SZ	招商蛇口	买入	1,048	24.6	15.9	9.8	42.6	65.9	106.5	-59%	55%	62%
600153.SH	建发股份	买入	276	4.4	3.6	3.1	62.8	77.1	88.6	3%	23%	15%
002244.SZ	滨江集团	买入	269	7.2	5.7	4.4	37.4	47.2	61.4	24%	26%	30%
0688.HK	中国海外发展	买入	1,663	7.1	6.4	5.4	232.6	260.0	307.3	-42%	12%	18%
3900.HK	绿城中国	买入	176	6.8	2.9	2.6	25.8	61.6	68.5	-21%	138%	11%
1908.HK	建发国际集团	买入	325	6.6	5.2	3.8	49.3	62.4	85.1	40%	26%	36%
2423.HK	贝壳*	买入	1,318	46.4	17.0	13.4	28.4	77.4	98.7	24%	172%	28%
9666.HK	金科服务	买入	72	N.A.	14.1	11.9	-18.2	5.1	6.1	-272%	128%	19%
9983.HK	建业新生活	买入	30	5.4	4.5	3.9	5.6	6.8	7.8	-9%	21%	14%
6098.HK	碧桂园服务	买入	286	14.7	12.8	10.6	19.4	22.3	26.9	-52%	15%	20%
1209.HK	华润万象生活	买入	759	34.4	27.2	22.6	22.1	28.0	33.6	28%	27%	20%
3316.HK	滨江服务	买入	51	12.4	9.7	7.6	4.1	5.3	6.7	28%	28%	28%
6626.HK	越秀服务	买入	39	9.5	8.2	7.1	4.2	4.8	5.6	16%	16%	16%
2156.HK	建发物业	买入	48	19.4	13.9	10.2	2.5	3.4	4.7	55%	39%	36%
	平均值		590	14.3	10.0	8.0	58.0	74.5	90.4	-17%	47%	24%
	中位值		281	8.3	7.4	6.5	27.1	54.4	64.9	2%	26%	20%

来源: wind, 国金证券研究所 注: 1) 数据截至 2023 年 7 月 20 日; 2) 预测数据为国金预测; 贝壳的利润数据为 Non-GAAP 净利润口径。



## 风险提示

宽松政策对市场提振不佳。目前房地产调控宽松基调已定，各地均陆续出台房地产利好政策，若政策利好对市场信心的提振不及预期，市场销售将较长一段时间处于低迷态势。

三四线城市恢复力度弱。目前一二线城市销售已有企稳复苏迹象，而三四线城市成交量依然在低位徘徊，而本轮市场周期中三四线城市缺少棚改等利好刺激，市场恢复力度相对较弱。

多家房企出现债务违约。若在宽松政策出台期间，多家房企出现债务违约，将对市场信心产生更大的冲击，房企自救意愿低落、消费者观望情绪加剧、金融机构挤兑债务等，房地产业良性循环实现难度加大。



**行业投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**  
电话：021-60753903  
传真：021-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号  
紫竹国际大厦 7 楼

**北京**  
电话：010-85950438  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100005  
地址：北京市东城区建内大街 26 号  
新闻大厦 8 层南侧

**深圳**  
电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心  
18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究