

三问房地产市场销售复苏情况

基本结论

- 系列政策落地后，市场销售是否有复苏迹象？
- 近期房地产市场已有企稳迹象，2022年5月全国商品房销售金额单月环比+29.7%，同比-37.7%（降幅较4月收窄8.9pct）；高频数据显示2022年第25周（6月11日-6月17日）40城新房和17城二手房均出现单周同比为正的情况。城市间和城市内均有分化，高能级城市恢复速度较快，上海疫情解封后成交量实现V型反弹，而三四线城市成交量持续在低位徘徊；相同城市内改善产品的复苏率先启动，上海多个核心区高端改善盘开盘去化达100%，而外围刚需项目去化率不足5成。房企到位资金和销售回款也有所改善，为下半年新开工和推货量的增加提供支持，保障市场复苏的延续性。
- 不同房企下半年销售复苏表现差异？
- 我们通过拆分房企可售存货和新推货量的去化，测算房企季度和年度销售规模范围，预计百强房企整体销售金额在三季度单季能回正，而全年同比-21%。从不同房企看，再2H21和1H22积极拿地的房企新推货能力强且项目质量相对较高，其销售复苏力度更大。我们选取10家在近一年内拿地较为积极的典型房企分别进行全年销售预测，9家能在三季度实现单季同比转正，从全年来看，虽然市场预计在下半年有复苏，但全年各房企销售规模仍然多同比为负，其中建发同比+1.2%和滨江同比-1.2%，销售规模可以维持和2021年相当水平，而头部的央企国企降幅普遍在8%-16%之间，预计略高于行业平均水平。
- 本轮市场复苏力度如何，调控后期是否会再收紧？
- 下半年市场销售有所复苏，但全年销售规模预计仍同比为负，2022年全年商品房销售面积约15.9亿方，同比下降约11.3%，叠加整体房价水平处于近三年低位水平，我们预判下半年市场复苏为弱复苏。在经济稳增长背景下，房地产行业弱复苏并不能促使调控政策转向，地方政府对土地财政的依赖程度较高，预计未来一段时间内调控基调仍以宽松为主。在市场逐步复苏、政策持续宽松的环境下，房地产板块有望迎来一轮新的行情。

投资建议

- 目前房地产市场销售已有企稳复苏迹象，预计北京、上海等一线城市的反弹将向二线城市传导，带动房地产市场下半年逐步走向复苏。首推销售投资逆势增长、业绩确定性较强，且重点布局优质城市、拥有高质量产品服务力的房企，如绿城中国、建发国际、滨江集团等或将获得超额收益。稳健选择推荐财务结构健康、现金流安全的头部国企央企，如保利发展、招商蛇口，龙头房企享受行业逐步复苏的贝塔收益。

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

相关报告

- 1.《枯木逢春，寻找分化中的机遇-地产行业中期策略报告》，2022.6.5
- 2.《改善需求引领复苏，品牌房企或有超额收益-地产行业专题报告》，2022.5.10

杜昊昊 分析师 SAC 执业编号: S1130521090001
duhaomin@gjzq.com.cn

王祎馨 联系人
wangyixin@gjzq.com.cn

内容目录

1、系列政策落地后，市场销售是否有复苏迹象？	4
1.1 近期房地产销售有企稳迹象	4
1.2 城市间有分化，一二线城市复苏迹象更明显	4
1.3 城市内有分化，改善产品去化效果更好	5
1.4 房企到位资金和销售回款有所改善，支撑下半年开工推货	6
2、不同房企下半年销售复苏表现差异？	7
2.1 预计百强房企销售金额三季度单季回正，全年同比-21%	7
2.2 预计 2H21 和 1H22 积极拿地的房企销售复苏力度更大	9
2.3 改善型房企有望趁行业复苏实现弯道超车	10
3、本轮市场复苏力度如何，调控后期是否会再收紧？	12
3.1 本轮市场复苏是弱复苏	12
3.2 预计政策调控在一段时间内仍以宽松为主基调	14
投资建议	16
风险提示	18

图表目录

图表 1：全国商品房月度销售金额及同比走势	4
图表 2：40 城周度新房成交面积及同比增速	4
图表 3：17 城二手房成交面积及同比增速周度	4
图表 4：一线城市周度新房成交面积（4 城，万方）	5
图表 5：二线城市周度新房成交面积（20 城，万方）	5
图表 6：三四线周度新房成交面积（16 城，万方）	5
图表 7：上海市周度新房成交面积（万方）	5
图表 8：芜湖市周度新房成交面积（万方）	5
图表 9：莆田市周度新房成交面积（万方）	5
图表 10：上海市 2022 年 6 月新开盘项目去化情况	6
图表 11：杭州市 2022 年 6 月新开盘项目去化情况	6
图表 12：郑州市 2022 年 5-6 月新开盘项目去化情况	6
图表 13：房地产开发企业月度到位资金及同比走势	7
图表 14：百城银行房贷利率及放款周期走势	7
图表 15：全国重点 20 城商品住宅供应面积及各季度供货占全年比例	8
图表 16：百强房企销售乐观、中性、悲观假设下各参数设置	8
图表 17：百强房企销售乐观、中性、悲观假设下销售金额情况	9
图表 18：2021 年下半年至今权益拿地金额前 20 房企	9
图表 19：全国重点城市 2022 年 3-5 月首开去化率	10
图表 20：2022 年 1-6 月滨江集团在杭州的典型项目开盘去化情况	11
图表 21：典型房企三四季度销售金额预测参数设置	11

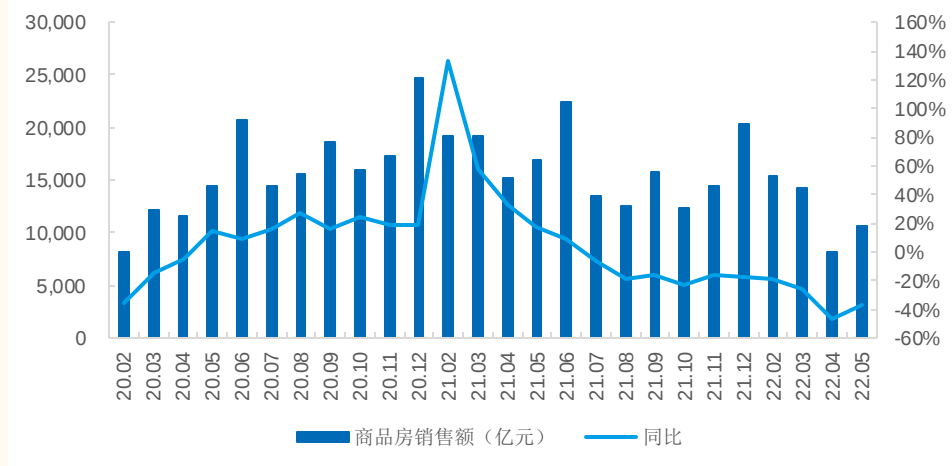
图表 22: 典型房企 2022 年销售金额预测.....	12
图表 23: 2017-2022 年全国商品房月度销售面积 (万方).....	13
图表 24: 预计 2022 年全年商品房销售面积同比下降 11.3%.....	13
图表 25: 全国商品房销售面积及销售均价单月走势.....	14
图表 26: 70 大中城市新建商品住宅价格环比.....	14
图表 27: 70 大中城市二手住宅价格环比.....	14
图表 28: 地方本级财政收入单月值及月度同比.....	15
图表 29: 地方本级国有土地使用权出让收入累计值及同比.....	15
图表 30: 全国 300 城月度累计供求及同比走势.....	16
图表 31: 全国 300 城宅地月度成交溢价率&流拍率走势.....	16
图表 32: A 股地产 PE-TTM.....	16
图表 33: 港股地产 PE-TTM.....	17
图表 34: 港股物业股 PE-TTM.....	17
图表 35: 覆盖公司估值情况.....	17

1、系列政策落地后，市场销售是否有复苏迹象？

1.1 近期房地产销售有企稳迹象

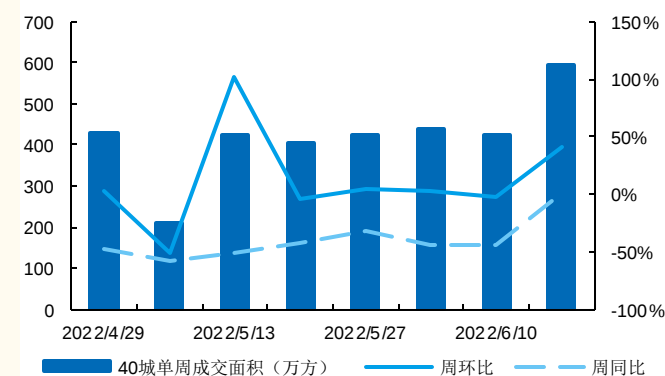
- 全国商品房月度销售金额止跌，高频数据单周同比出现正数。2022年5月，全国商品房销售金额 10548 亿元，环比+29.7%，同比-37.7%（降幅较4月收窄 8.9pct），打破 2022 年以来持续下降的态势。从周度高频数据来看，Wind40 城在第 25 周（6 月 11 日-6 月 17 日）新房成交面积达 596 万方，环比+40.9%，同比+0.8%；Wind17 城二手房成交面积达 171 万方，环比+14.8%，同比+6.3%，新房和二手房均出现 2022 年 3 月以来首次单周同比为正的情况。

图表 1：全国商品房月度销售金额及同比走势



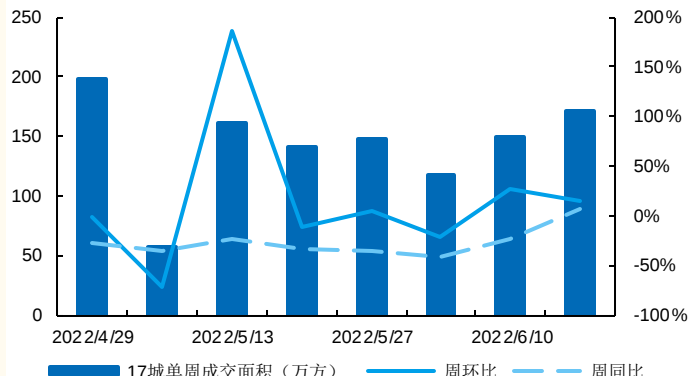
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 2：40 城周度新房成交面积及同比增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：17 城二手房成交面积及同比增速周度

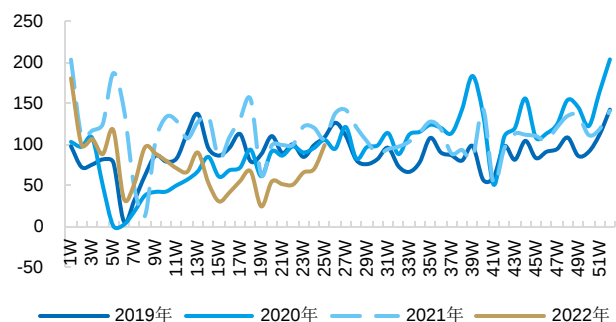


来源：Wind，国金证券研究所

1.2 城市间有分化，一二线城市复苏迹象更明显

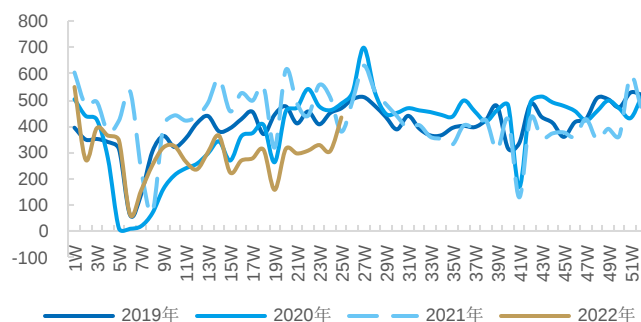
- 高能级城市恢复相对较快，上海疫情解封后成交量迅速反弹。自 2022 年 5 月以来，一线、二线城市单周新房成交面积呈逐步上升趋势，同比降幅持续收窄，且已出现周同比为正的情况，而三四线城市新房成交面积持续在低位徘徊，2022 年初至 6 月 17 日，一线、二线、三四线城市新房成交面积分别同比-37.9%、-35.5%和-54.6%。高能级城市反弹势能强劲，上海自 6 月逐步解封以来，购房寻求迅速释放，新房成交面积 0 成交反弹至周成交 30-40 万方，已接近前三年的周平均成交面积（38 万方），北京、成都等其他高能级城市反弹力度也相对较大，其中成都已实现月度累计成交同比为正；而部分三四城市即使有宽松政策出台，目前对市场销售的影响仍然较弱，如芜湖。

图表 4：一线城市周度新房成交面积（4 城，万方）



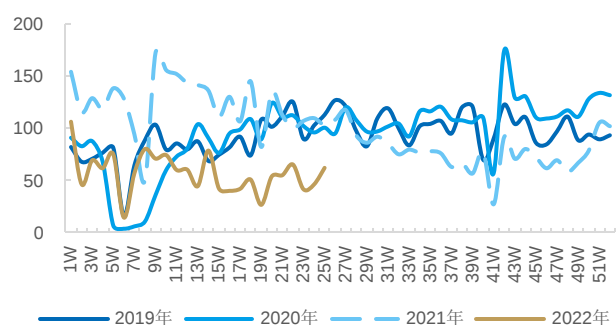
来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：二线城市周度新房成交面积（20 城，万方）



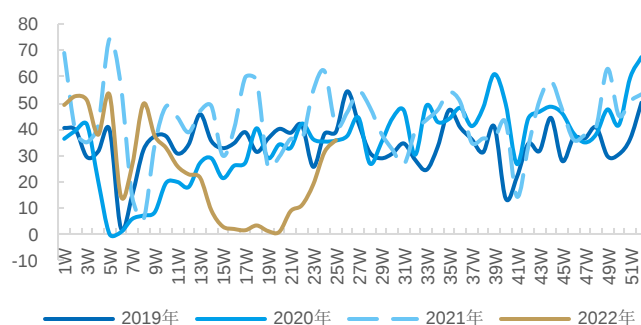
来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：三四线周度新房成交面积（16 城，万方）



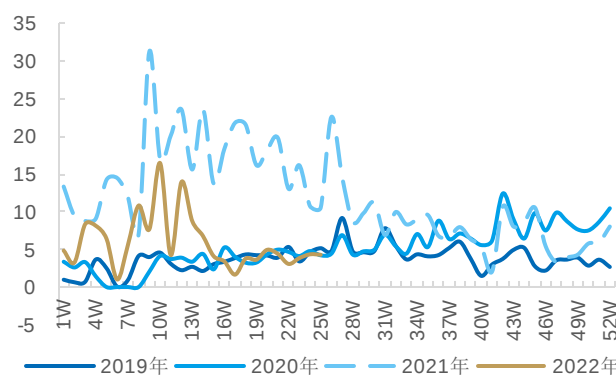
来源：Wind，国金证券研究所

图表 7：上海市周度新房成交面积（万方）



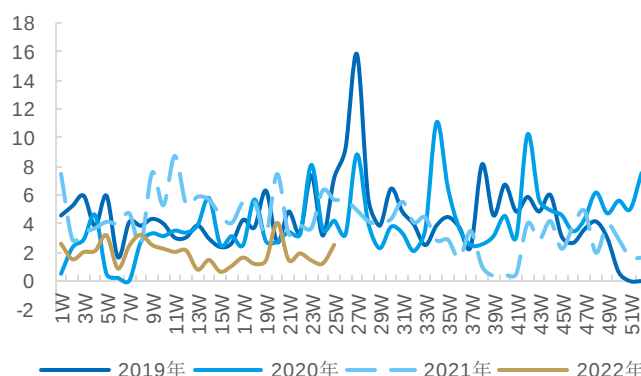
来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：芜湖市周度新房成交面积（万方）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：莆田市周度新房成交面积（万方）



来源：Wind，国金证券研究所

1.3 城市内有分化，改善产品去化效果更好

- **改善产品的复苏率先启动。**从重点城市各开盘项目的去化表现来看，核心板块改善型产品的去化率明显好于外围板块刚需产品。上海 6 月新开盘的 9 个项目中，4 个单价高于 70000 元/m²的项目开盘去化率均达到 100%，摇号中签率也较低，而 5 个单价低于 70000 元/m²的项目中有 2 个开盘去化率不足 5 成。杭州 6 月 9 个新开盘项目中 5 个开盘去化率达 100%，多在上城区、萧山区板块，而外围富阳区、临安区多数项目开盘去化情况较差。郑州主城改善区域改善项目首开去化率约 99%，带动整体开盘去化率上升（较上月提高 39pct），而其他项目开盘去化率均在 40%以下。

图表 10：上海市 2022 年 6 月新开盘项目去化情况

项目名称	区域	开盘时间	认购率(%)	推出套数(套)	认购套数(套)	销售均价 (元/m²)	套均价 (万元)
金地新乐里	松江	2022/06/13	38.32	334	128	38400	384
瑞虹新城臻庭	虹口	2022/06/08	100	609	609	118000	2019
泗泾绿中海	松江	2022/06/08	17.66	453	80	43800	487
新华御著	金山	2022/06/06	65.06	312	203	35400	404
金桥金鼎首府	浦东	2022/06/02	100	508	508	75000	899
森兰名苑	浦东	2022/06/02	100	152	152	72000	834
嘉盈峰	浦东	2022/06/02	100	106	106	127000	1498
金科御桥博翠	南汇	2022/06/02	92.25	555	512	66700	688
保利明玥霞光	奉贤	2022/06/01	100	238	238	39900	416

来源：克而瑞，国金证券研究所 注：截至 2022 年 6 月 17 日

图表 11：杭州市 2022 年 6 月新开盘项目去化情况

项目名称	区域	开盘时间	认购率(%)	推出套数(套)	认购套数(套)	销售均价 (元/m²)	套均价 (万元)
新世界城市艺术中心	上城区	2022/06/14	100	601	601	—	—
棠颂大院	临安区	2022/06/12	100	133	133	24000	287
沁桂轩	萧山区	2022/06/11	100	204	204	37500	487
璞悦江南府	临平区	2022/06/11	100	562	562	23600	238
绿城桂语新月	富阳区	2022/06/11	9.13	208	19	21600	222
九龙仓雍景山	富阳区	2022/06/10	51.22	41	21	25500	391
中骏鼎湖未来云城	临平区	2022/06/07	91.09	202	184	29700	369
潮听映月府	萧山区	2022/06/06	100	256	256	37500	558
雨润星雨华府	临安区	2022/06/06	5.13	39	2	20700	186

来源：克而瑞，国金证券研究所 注：截至 2022 年 6 月 17 日

图表 12：郑州市 2022 年 5-6 月新开盘项目去化情况

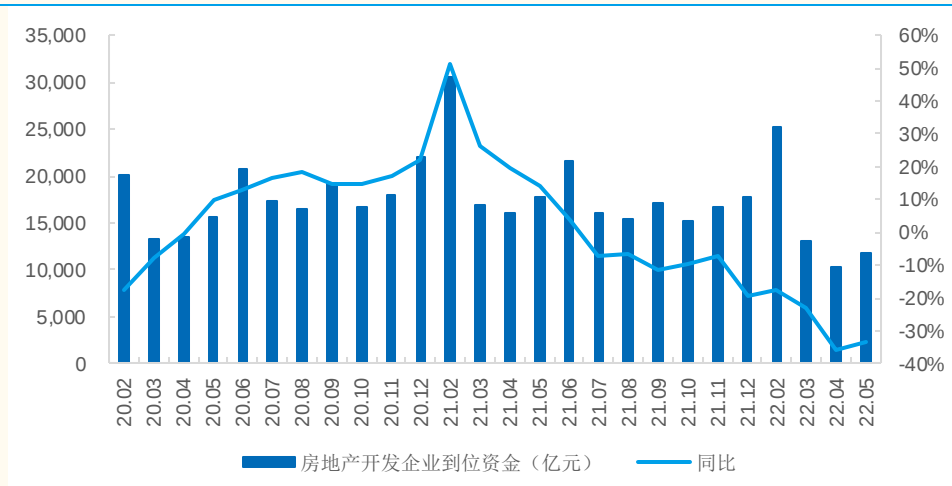
项目名称	区域	开盘时间	认购率(%)	推出套数(套)	认购套数(套)	销售均价 (元/m²)	套均价 (万元)
金地和樾春晓	新郑市	2022/06/05	36.84	190	70	8500	87
朗悦公园府五期	高新技术开发区	2022/06/03	6.47	170	11	16200	172
华润郑东万象城	郑东新区	2022/05/26	98.89	360	356	30500	522
绿都青云叙三期	惠济区	2022/05/20	14.71	34	5	14000	142

来源：克而瑞，国金证券研究所 注：截至 2022 年 6 月 17 日

1.4 房企到位资金和销售回款有所改善，支撑下半年开工推货

- **房地产开发企业到位资金环比增加。**2022 年 5 月全国房企到位资金 11882 亿元，环比+14.7%，同比-33.4%（降幅较 4 月收窄 2.1pct），环比增量主要来自于自筹资金、定金及预收款和个人按揭贷款，分别环比+23.6%、+21.9%和 4.8%，资金主要来自经营端的流入。

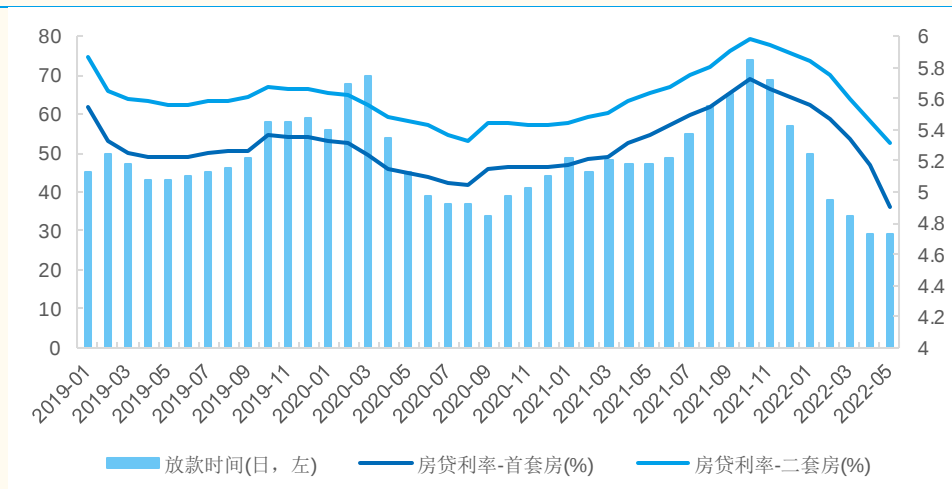
图表 13：房地产开发企业月度到位资金及同比走势



来源：国家统计局，国金证券研究所

- **房企销售回款有所改善。**一方面在信贷端持续支持购房需求的背景下，银行按揭放款周期逐步缩短，从 2021 年 9 月的最长 74 天缩短至 2022 年 5 月的 29 天；另一方面随着多城市降低重点监管资金、提升重点监管资金拨付比例、允许使用银行保函替代预售监管资金等预售资金监管放松措施的落地，房企销售回款效率有明显提升。**房企资金环境的逐步改善**，有利于提振房企在生产经营端的投入，为下半年新开工和推货量的增加提供较大程度的保障。

图表 14：百城银行房贷利率及放款周期走势



来源：贝壳研究院，国金证券研究所

2、不同房企下半年销售复苏表现差异？

2.1 预计百强房企销售金额三季度单季回正，全年同比-21%

- 我们通过拆分房企可售存货和新推货量的去化，测算房企季度和年度销售规模范围。房企在某一时间段内的销售金额=期初可售存货总量*期间存货去化率+期间新推货量*期间新推去化率（需要注意的是，此处的可售存货是指已获取预售证的货量，并不是所有的可售土储）。近年来房企对以销定产的要求不断增加，避免产生过多可售存货占用资金，年末可售存货总量通常在全年销售金额的 20%-40%；从季度来看，受城市布局和板块布局的不同，主流房企存货去化率在 10%-30%的区间，而新推项目去化率在 30%-80%的区间。

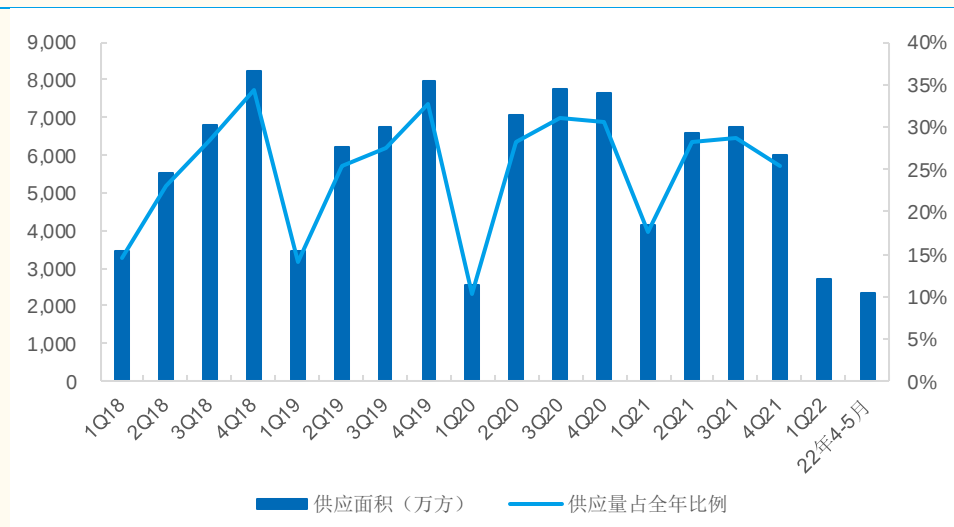
■ **对百强房企分乐观、中性和悲观情况预测全年销售情况。主要假设：**

关于可售存货，百强房企 2021 年全年销售金额 12.6 万亿元，预估 2021 年底可售存货为 3.8 万亿元（销售金额 30%），而 2022 年上半年市场相对低迷处于累库阶段，预计百强房企上半年累库约 0.7 万亿元（上半年销售金额 20%），2Q22 末百强房企可售存货为 4.5 万亿元。

关于推货量，2020 年以前的正常年份，上下半年供货比例大致为 4: 6，2021 年（市场前高后低）由于下半年市场大幅下行，供货比例有所下降，而 2022 年市场预计前低后高，因此我们预计上下半年供货比例或调整至 3: 7，因此预计下半年新推货量约 8 万亿元（3、4 季度各 4 万亿元）。

关于去化率，可售存货去化率我们取平均去化率 25%，对于新推去化率给与乐观、中性和悲观三种假设，乐观情况下，3、4 季度新推去化率分别为 50%、55%；中性情况下，3、4 季度新推去化率分别为 45%、50%；悲观情况下，3、4 季度新推去化率分别为 40%、45%。

图表 15：全国重点 20 城商品住宅供应面积及各季度供货占全年比例



来源：中指研究院，国金证券研究所

图表 16：百强房企销售乐观、中性、悲观假设下各参数设置

项目	2Q 可售 存货	3Q 新推 货量	存货去 化率	新推去 化率	3Q 去 化量	3Q 可售 存货	4Q 新推 货量	存货去 化率	新推去 化率	4Q 去 化量
乐观预估	45000	40000	25%	50%	31250	53750	40000	25%	55%	35438
中性预估	45000	40000	25%	45%	29250	55750	40000	25%	50%	33938
悲观预估	45000	40000	25%	40%	27250	57750	40000	25%	45%	32438

来源：中指研究院，克而瑞，国金证券研究所

- **乐观和中性预测下三季度单季销售金额能回正。**在三种预测情况下，百强房企全年销售金额分别同比-18.2%、21.0%和 23.8%，而在单季表现上来看，乐观和中性预测下，百强房企三季度单季销售金额可以回正，而悲观预测下，四季度才能回正。

图表 17: 百强房企销售乐观、中性、悲观假设下销售金额情况

时间	乐观预估		中性预估		悲观预估	
	销售金额 (亿元)	同比	销售金额 (亿元)	同比	销售金额 (亿元)	同比
1Q20	16706		16706		16706	
2Q20	34434		34434		34434	
3Q20	35371		35371		35371	
4Q20	43950		43950		43950	
1Q21	30759	84.1%	30759	84.1%	30759	84.1%
2Q21	39576	14.9%	39576	14.9%	39576	14.9%
3Q21	27547	-22.1%	27547	-22.1%	27547	-22.1%
4Q21	28437	-35.3%	28437	-35.3%	28437	-35.3%
1Q22	16279	-47.1%	16279	-47.1%	16279	-47.1%
2Q22(E)	20300	-48.7%	20300	-48.7%	20300	-48.7%
3Q22(E)	31250	13.4%	29250	6.2%	27250	-1.1%
4Q22(E)	35438	24.6%	33938	19.3%	32438	14.1%
2022E	103267	-18.2%	99767	-21.0%	96267	-23.8%

来源: 中指研究院, 克而瑞, 国金证券研究所

2.2 预计 2H21 和 1H22 积极拿地的房企销售复苏力度更大

- 我们在上文中已提及, 房企存量项目的去化率较新推项目的去化率低, 尤其是在 2021 年二三批次和 2022 年一批次供地中, 地方政府为促进房企拿地积极性, 出让的核心区高素质地块占比增加, 这类项目去化更有保障。而从房企的运营周期节点来看, 大部分房企从拿地到首次开盘的周期在 6-9 个月, 2022 年下半年新面市的项目主要是 2H21 和 1H22 成交的地块, 因此可以判断: 整体看在 2H21 和 1H22 积极拿地的房企新推货能力更强且项目质量相对较高, 其销售复苏力度也更大。
- 从拿地金额来看, 2021 年下半年至今, 中国海外发展、华润置地、保利发展、绿城中国和建发房产权益拿地金额居行业前五。考虑销售体量, 从权益拿地金额占权益销售额比例来看, 建发房产、滨江集团、大华集团和越秀地产的拿地强度较大。我们预计这类房企销售复苏更为强劲。

图表 18: 2021 年下半年至今权益拿地金额前 20 房企

排行	企业名称	土地宗数 (宗)	权益拿地金额 (亿元)	权益建筑面积 (万 m ²)	总规划建面 (万 m ²)	溢价水平 (%)	楼面均价 (元/m ²)
1	中国海外发展	49	1030	576	580	6.38	17986
2	华润置地	43	698	499	628	5.01	14485
3	保利发展	75	658	788	1036	5.51	8820
4	绿城中国	44	544	341	438	7.41	13901
5	建发房产	36	534	325	389	8.02	17834
6	龙湖集团	60	477	543	709	2.71	9126
7	中国铁建	67	455	870	1017	2.73	4931
8	中国中铁	47	444	661	723	3.96	7071
9	碧桂园	96	375	997	1032	14.07	3788

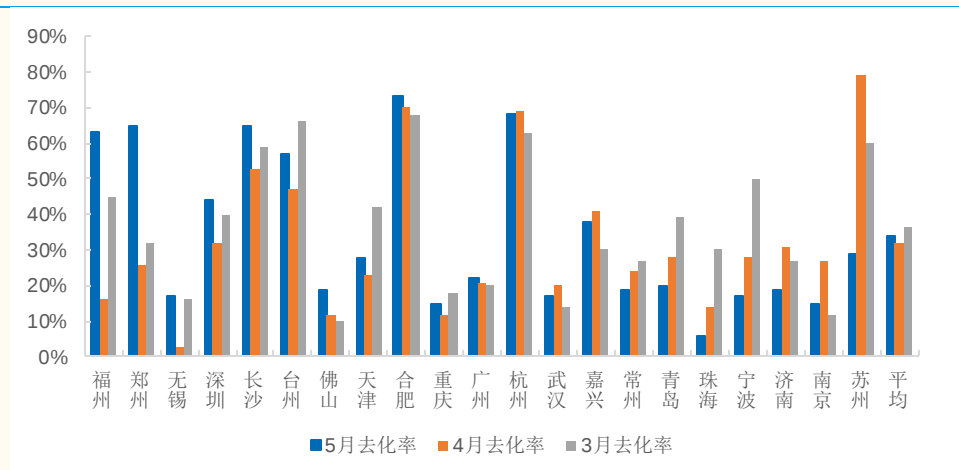
10	招商蛇口	24	372	256	322	6.86	16349
11	万科	37	353	473	624	16.36	6758
12	滨江集团	35	332	226	400	4.97	12328
13	保利置业	20	307	201	201	7.81	15257
14	深圳地铁集团	6	242	159	159	0	15245
15	大华集团	19	227	174	175	8.49	13053
16	越秀地产	16	226	172	210	4.37	13260
17	武汉城建集团	10	219	141	197	2.51	15303
18	首开股份	13	210	110	147	4.23	19883
19	南通城建	9	191	228	228	0	8354
20	中国金茂	36	190	352	398	0.65	5757

来源：中指研究院，国金证券研究所 注：截至 2022 年 6 月 17 日

2.3 改善型房企有望趁行业复苏实现弯道超车

- 我们选取 10 家典型房企分别进行全年销售预测。参数设置方面，可售存货和存货去化率与百强房企一致；下半年新推货量，对于土地储备资源相对丰富，以销定产的房企采用上下半年推货比 3: 7 测算新推货量，对于年初有供货计划和大致销售目标的房企，我们更据其拿地节奏和总货量测算新推货量，如建发和滨江。
- 对于新推去化率，我们根据房企的主要布局城市和布局区位进行假设：① 全国化布局较为成熟的房企，如保利、招商、万科、中海、华润和金地，新推去化率与百强房企一致，三四季度分别为 45%和 50%；② 绿城和建发也有一定的全国化布局，但其在深耕城市销售占比高（杭州和厦门），且品质深受认可，因此预计其三四季度新推去化率分别为 50%和 55%；③ 滨江主要布局杭州核心板块，其上半年在杭州新开盘项目整体去化率超 88%，而其下半年供货也主要在杭州，因此预测其三四季度新推去化率均为 75%；④ 碧桂园全国化布局程度较高，同时布局城市能级相对侧重三四线城市，整体去化难度较另外 9 家房企高，因此预测其三四季度新推去化率分别为 40%和 45%。

图表 19：全国重点城市 2022 年 3-5 月首开去化率



来源：克而瑞，国金证券研究所

图表 20：2022 年 1-6 月滨江集团在杭州的典型项目开盘去化情况

项目名称	区域	开盘时间	认购率	推出套数 (套)	认购套数 (套)
潮听映月府	萧山区	2022/06/06	100	256	256
海潮望月城	上城区	2022/05/29	100	80	80
湖悦岚湾	钱塘区	2022/05/28	94.53	128	121
宁望府	萧山区	2022/05/23	43.14	299	129
潮听映月府	萧山区	2022/04/18	100%	256	256
海潮望月城	上城区	2022/04/11	100%	131	131
栖江揽月轩	上城区	2022/03/20	100%	181	181
宁望府	萧山区	2022/02/25	99.03%	206	204
合计	——	——	88.35%	1537	1358

来源：克而瑞，国金证券研究所

图表 21：典型房企三四季度销售金额预测参数设置

项目	2Q 可售 存货	3Q 新推 货量	存货去 化率	新推去 化率	3Q 去 化量	3Q 可售 存货	4Q 新推 货量	存货去 化率	新推去 化率	4Q 去化 量
绿城	900	1000	25%	50%	725	1175	1200	25%	55%	954
建发	700	700	25%	50%	525	875	700	25%	55%	604
滨江	200	600	25%	75%	500	300	700	25%	75%	600
保利	2000	1600	25%	45%	1220	2380	1700	25%	50%	1445
招商	1200	1200	25%	45%	840	1560	1200	25%	50%	990
万科	2200	2000	25%	45%	1450	2750	2000	25%	50%	1688
中海	1000	1500	25%	45%	925	1575	1500	25%	50%	1144
华润	950	1100	25%	45%	732.5	1317.5	1100	25%	50%	879
金地	850	1100	25%	45%	707.5	1242.5	1100	25%	50%	861
碧桂园	1600	2000	25%	40%	1200	2400	2000	25%	45%	1500

来源：中指研究院，克而瑞，国金证券研究所

- **改善型房企销售恢复更好，基本能到达 2021 年销售规模。**从 10 家典型房企的销售金额测算结果看，三季度基本能实现转正（碧桂园 3Q21 销售规模基数较高，三季度同比仍为负，在四季度转正），建发三季度反弹比例最高，同比增长可达 62.9%。而从全年来看，虽然市场预计在下半年有复苏，但全年各房企销售规模仍然多同比为负，其中建发同比+1.2%和滨江同比-1.2%，销售规模可以维持和 2021 年相当水平，而头部的央企国企降幅普遍在 8%-16%之间，预计略高于行业平均水平。

图表 22：典型房企 2022 年销售金额预测

房企	(亿元)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22 (E)	3Q22 (E)	4Q22 (E)	2022 E
绿城 (不含代建)	销售金额	538	831	636	661	376	400	725	954	2455
	同比	216.5%	69.2%	33.1%	-34.4%	-30.1%	-51.9%	14.0%	44.3%	-7.9%
建发	销售金额	416	518	307	471	302	300	525	604	1731
	同比	382.7%	76.2%	-19.3%	-12.3%	-27.3%	-42.0%	71.1%	28.3%	1.2%
滨江	销售金额	472	407	408	404	250.2	320	500	600	1670
	同比	210.4%	3.1%	9.4%	-8.9%	-47.0%	-21.4%	22.6%	48.4%	-1.2%
保利	销售金额	1243	1609	1250	1247	907	1100	1220	1445	4672
	同比	75.0%	4.8%	-12.5%	-8.0%	-27.0%	-31.6%	-2.4%	15.9%	-12.7%
招商	销售金额	723	1047	640	859	473	580	840	990	2883
	同比	100.3%	40.3%	-19.5%	-1.8%	-34.5%	-44.6%	31.3%	15.3%	-11.8%
万科	销售金额	1795	1750	1247	1487	1065	1100	1450	1688	5303
	同比	30.2%	-4.2%	-27.6%	-29.7%	-40.7%	-37.1%	16.3%	13.5%	-15.5%
中海	销售金额	894	1178	681	942	483	720	925	1144	3272
	同比	49.7%	4.9%	-20.1%	-9.0%	-46.0%	-38.9%	35.8%	21.4%	-11.5%
华润	销售金额	678	970	653	856	460	600	733	879	2671
	同比	74.2%	34.9%	-18.5%	-9.0%	-32.2%	-38.1%	12.1%	2.7%	-15.4%
金地	销售金额	687	942	659	580	455	520	708	861	2543
	同比	143.4%	28.3%	-3.7%	-20.1%	-33.7%	-44.8%	7.4%	48.3%	-11.3%
碧桂园 (权益口径)	销售金额	1396	1635	1452	1098	992	900	1200	1500	4592
	同比	38.3%	-1.5%	-19.3%	-11.4%	-28.9%	-45.0%	-17.3%	36.7%	-17.7%

来源：公司公告，克而瑞，国金证券研究所 注：绿城销售金额不含代建，碧桂园销售金额为公司公告的权益口径

- 多数民营房企销售或差于行业平均水平。以上 10 家典型房企为财务状况稳健、拿地相对积极的房企，在下半年有资金实力以销定产，且有新项目可推。而当前大部分民企房企仍处于现金流吃紧状态，多以保交付为主要任务，新开工能力和意愿均不强烈，另一方面多数民营房企自 2021 年下半年以来少有拿地补货，可推优质项目较少，因此我们预计多数民营房企的销售复苏弱于典型房企，或差于行业平均水平。

3、本轮市场复苏力度如何，调控后期是否会再收紧？

3.1 本轮市场复苏是弱复苏

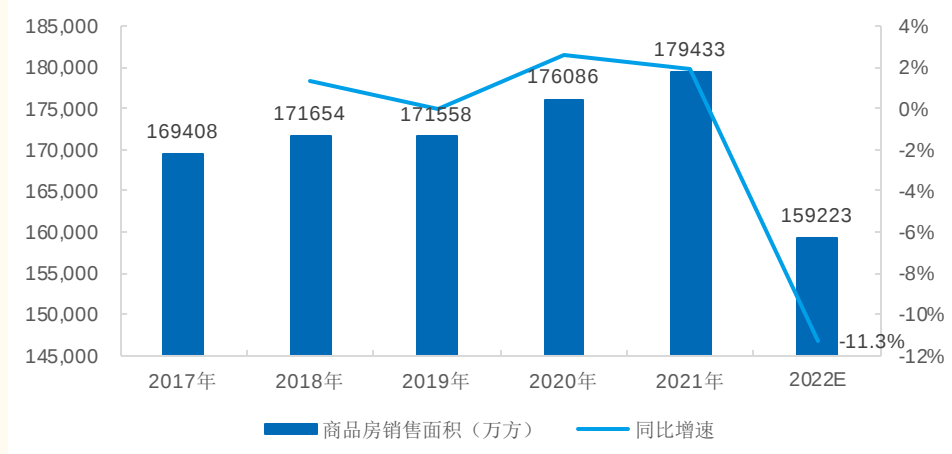
- 下半年市场虽有复苏，但全年销售规模预计仍为负。前文我们测算了百强房企 2022 年销售金额或同比下降 21%，而我们在外发报告《枯木逢春，寻找分化中的机遇》中对全国商品房销售面积进行了预测，我们判断三季度（8 月）起月度销售面积同比回正，2022 年全年商品房销售面积约 15.9 亿方，同比下降约 11.3%。

图表 23: 2017-2022 年全国商品房月度销售面积 (万方)

时间	1-2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
2017 年	14054	14981	12620	13165	19842	11689	12188	17467	14248	16314	22840
2018 年	14633	15455	12104	14217	20734	12847	12484	16839	13804	15487	23050
2019 年	14102	15727	12256	13433	20268	12997	13066	17330	14072	15654	22653
2020 年	8475	13503	11995	14730	20701	14227	14855	18587	16221	17540	25252
2021 年	17363	18644	14298	16078	22252	13013	12545	16139	12709	15090	21302
五年平均	13725	15662	12655	14325	20759	12955	13028	17272	14211	16017	23019
2022 年	15703	15343	8722	10970	14464 (E)	12232 (E)	12796 (E)	16946 (E)	13472 (E)	15995 (E)	22580 (E)
22 年同比	-10%	-18%	-39%	-32%	-35%	-6%	2%	5%	6%	6%	6%

来源: 国家统计局, 国金证券研究所 注: 2022 年 5 月数据发布后对后续月份略作微调

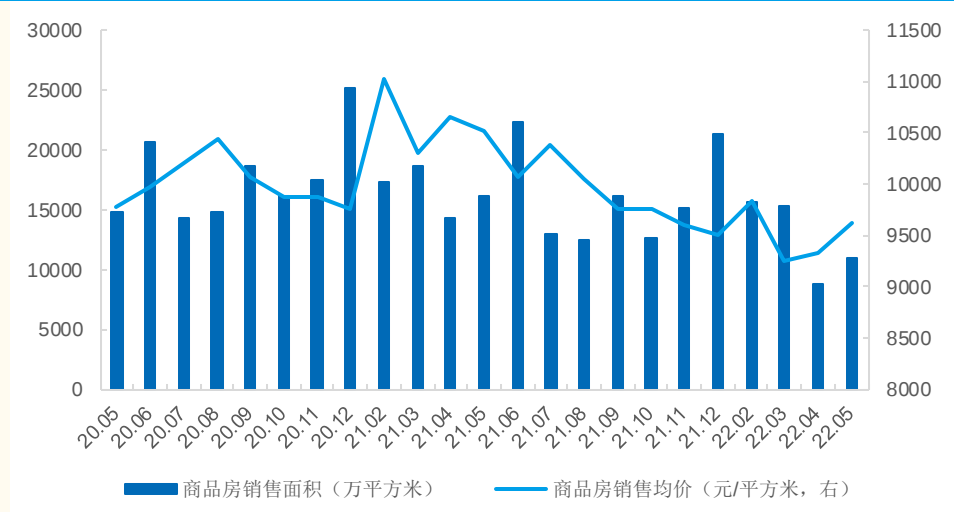
图表 24: 预计 2022 年全年商品房销售面积同比下降 11.3%



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

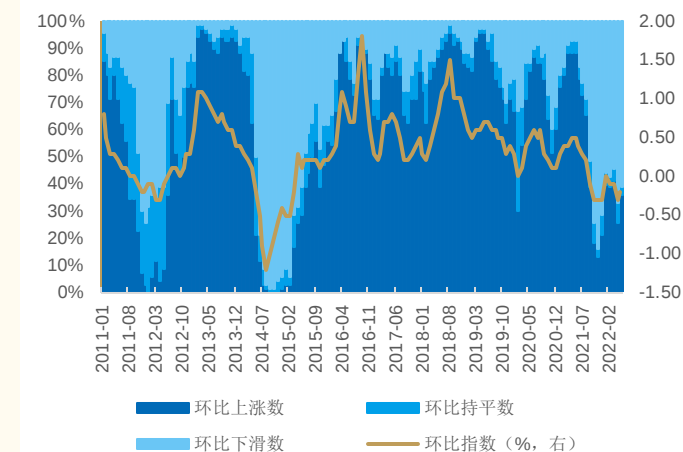
- **房价水平尚未恢复, 处于近年低位水平。**从单价绝对值来看, 商品房销售单价从 2021 年 2 月最高 11030 元/m² 逐步下降至 2022 年 5 月的 9615 元/m² (虽然 5 月较 4 月价格有所回升, 但房价水平仍处于近三年来的低位)。从价格环比来看, 2022 年前 5 个月 70 个大中城市新房和二手房价格环比指数均为负。

图表 25：全国商品房销售面积及销售均价单月走势



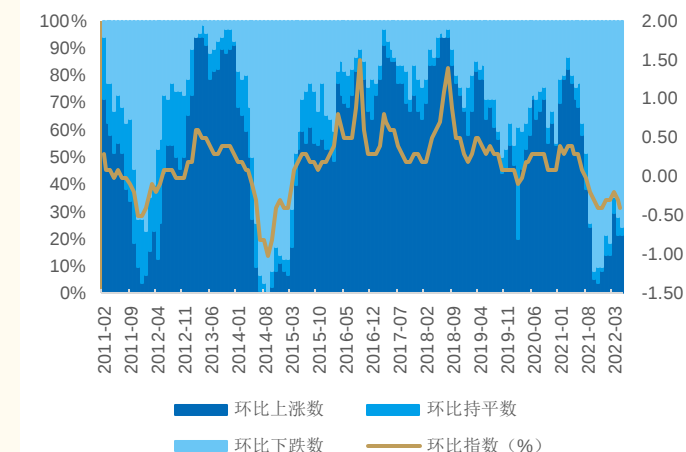
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 26：70 大中城市新建商品住宅价格环比



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 27：70 大中城市二手住宅价格环比

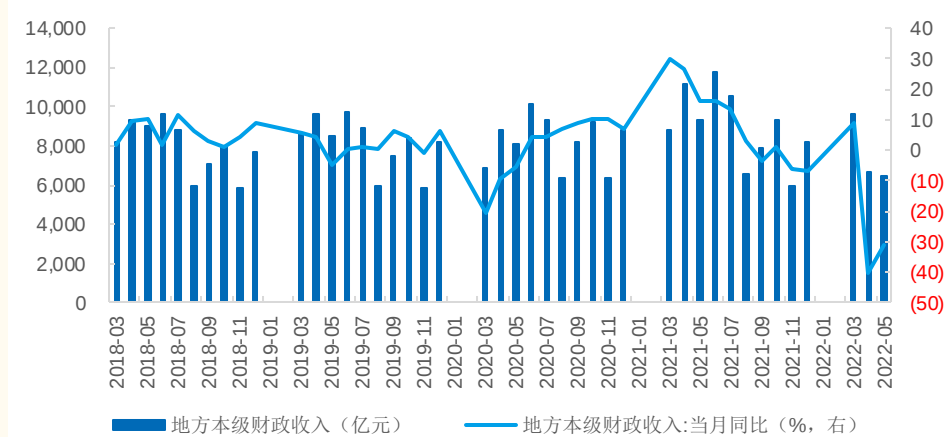


来源：国家统计局，国金证券研究所

3.2 预计政策调控在一段时间内仍以宽松为主基调

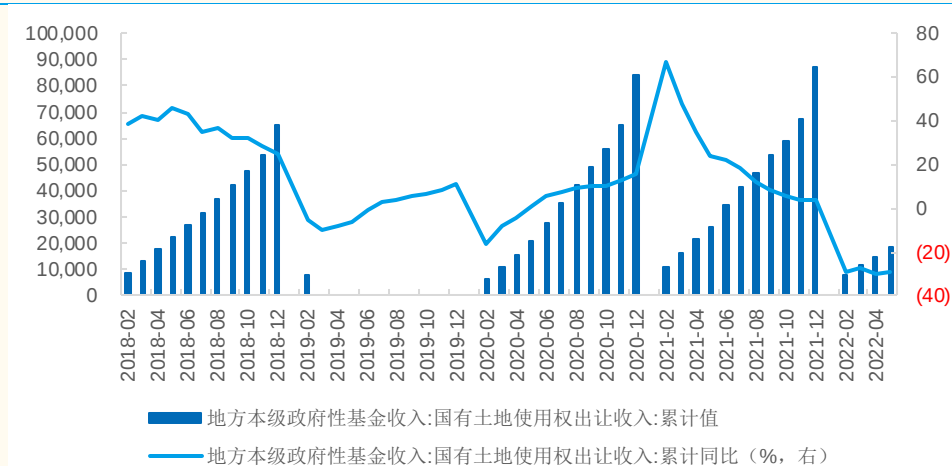
- 虽然目前房地产市场销售出现复苏迹象，多数房企三季度销售规模或实现单季转正，但是由于全年销售规模依然同比为负，叠加整体房价仍处于近年低位水平，我们预判下半年的市场复苏为弱复苏。
- 从宏观经济上看，在中国经济稳增长背景下，房地产行业实现弱复苏，并不能促使调控政策的转向，未来一段时间内调控基调仍以宽松为主。我们预计未来政策将在信贷端、供给端和需求端持续协同发力，促进房地产业回归良性循环和稳健发展，详见我们的外发报告《枯木逢春，寻找分化中的机遇》。
- 从地方财政情况来看，2022 年 4、5 月全国地方本级财政收入连续两月同比下降，且降幅均超过 30%，而地方本级国有土地使用权累计出让收入自进入 2022 年以来均同比为负，且降幅均在 25-30%之间。而当前稳增长压力较大，地方政府在新老基建投资、税收减免、消费补贴等多方面支出将增加，除了发行专项债外，土地财政是地方政府收入的主要来源之一。在房企拿地投资意愿不强烈的情况下，各地难有房地产收紧的政策出台。

图表 28：地方本级财政收入单月值及月度同比



来源：国家统计局，国金证券研究所

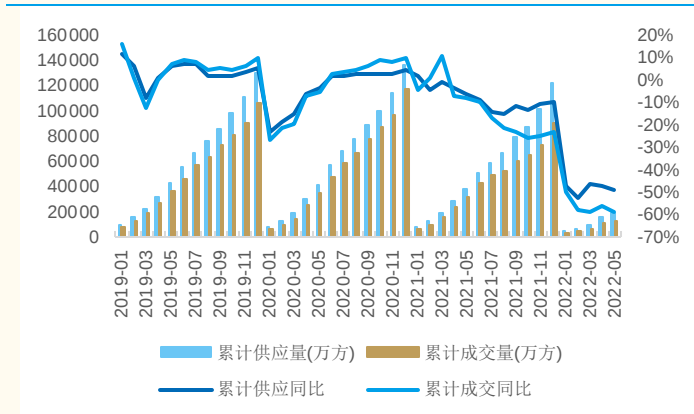
图表 29：地方本级国有土地使用权出让收入累计值及同比



来源：国家统计局，国金证券研究所 注：2019 年财政部未公布国有土地使用权出让收入月度绝对值

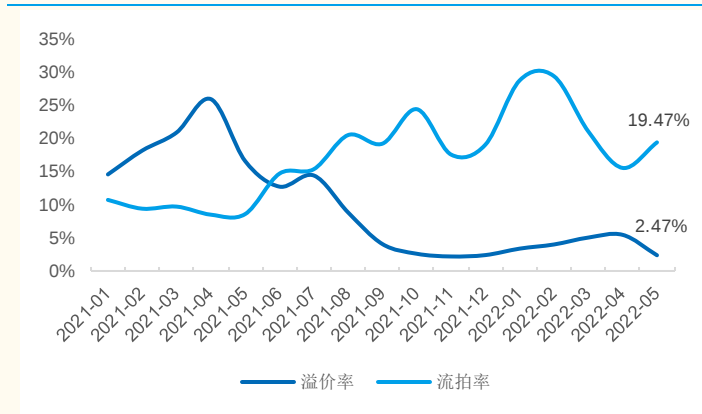
- 从土拍热度来看，随着销售下滑房企现金流吃紧，拿地意愿减弱，土拍市场热度也应声下滑。全国 300 城 2022 年 1-5 月土地成交面积同比下滑 58.9%；自 2021 年 7 月起，全国 300 城成交溢价率下滑、流拍率上涨，溢价率连续 9 个月低于 10%（最低为 2.29%），而流拍率连续 11 个月高于 10%（最高达 32.6%），但整体土拍处于低温状态。即使 2022 年一二批次各城市加大了对房企的让利程度，出让优质地块比例增加、取消部分地块限价、降低保证金比例、延长土地款支付周期等，已完成一二批次集中土拍的城市仍有部分流拍出现，土地市场参与者以央企、国企和平台公司为主，因此我们预计 2022 年三批次土拍政策还会有松动，在土拍热度出现大幅升温前，政策基调均以宽松为主。

图表 30：全国 300 城月度累计供求及同比走势



来源：中指研究院，国金证券研究所

图表 31：全国 300 城宅地月度成交溢价率&流拍率走势



来源：中指研究院，国金证券研究所

投资建议

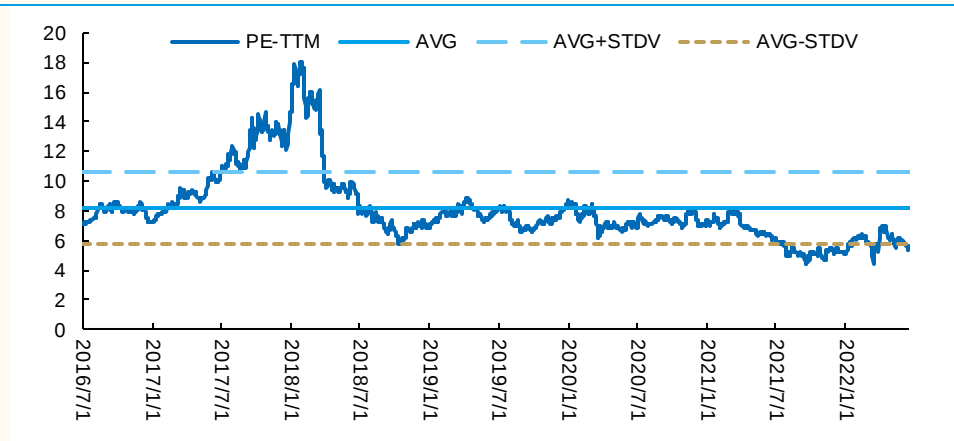
- 在多维度宽松政策的支持以及疫情逐步好转的背景下，目前房地产市场销售已经出现企稳复苏迹象，北京、上海等一线城市销售实现 V 型反弹，且改善型需求的释放是市场反弹的中坚力量，预计市场好转将向二线城市传导，带动房地产市场下半年逐步走向复苏。而我们认为下半年的复苏属于弱复苏，全年房地产销售规模同比有 10% 以上的下滑，调控政策在短期一段时间内仍以宽松为主基调。在**市场逐步复苏、政策持续宽松的环境下，房地产板块有望迎来一轮新的行情。**
- 首推改善型房企，如**绿城中国、建发国际（包括间接受益的建发股份）、滨江集团**，其自 2021 年下半年以来积极布局重点城市核心板块，主打高端改善型产品，在由高能级城市、改善需求引领的行业复苏进程中，销售或将率先回暖，并实现弯道超车。
- 稳健选择推荐财务结构健康、现金流安全的头部国企央企，如**保利发展、招商蛇口、中国海外发展、华润置地**，龙头房企享受行业逐步复苏的贝塔收益，且其毛利率有望回归从而引导估值的提升。
- 高弹选择优质民营房企，如**旭辉控股、新城控股、碧桂园**等，市场对民营房企预期较低，部分优质民营房企估值处于历史底部，目前优质民营房企在融资或监管支持迎来改善，在行业复苏环境下，销售也将随着宽松政策的持续落地将在下半年企稳回暖，企业估值有望实现困境反转。

图表 32：A 股地产 PE-TTM



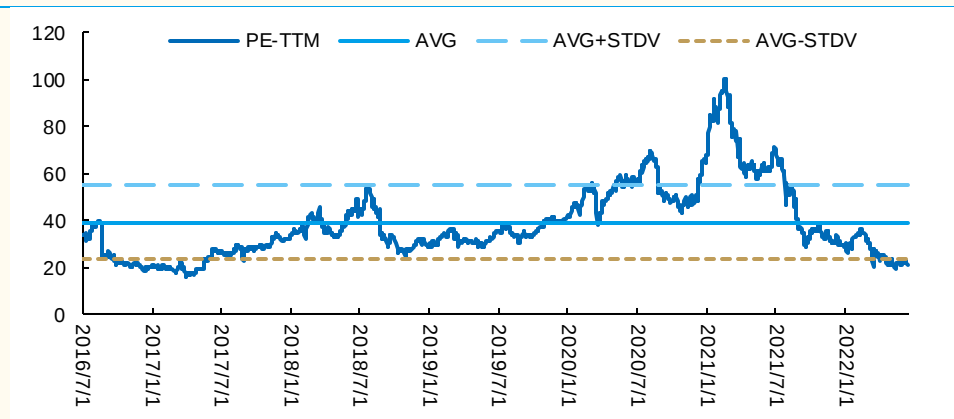
来源：Wind，国金证券研究所

图表 33: 港股地产 PE-TTM



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 34: 港股物业股 PE-TTM



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 35: 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		
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
000002.SZ	万科 A	增持	2,040	9.1	8.8	8.2	225.2	231.8	250.1	-46%	3%	8%
600048.SH	保利发展	买入	1,865	6.8	6.1	5.2	273.9	307.1	355.8	-5%	12%	16%
001979.SZ	招商蛇口	买入	967	9.3	8.9	7.5	103.7	108.4	129.7	-15%	5%	20%
002244.SZ	滨江集团	买入	239	7.9	5.9	4.5	30.3	40.3	52.8	30%	33%	31%
3900.HK	绿城中国	买入	288	6.4	4.8	2.9	44.7	59.5	100.7	18%	33%	69%
1908.HK	建发国际集团	买入	213	6.1	4.7	3.0	35.2	45.7	71.8	57%	30%	57%
9666.HK	金科服务	买入	105	10.0	6.7	4.5	10.6	15.6	23.3	71%	48%	49%
9983.HK	建业新生活	买入	39	6.2	4.5	3.4	6.2	8.7	11.3	45%	40%	30%
6098.HK	碧桂园服务	买入	804	19.9	13.1	9.2	40.3	61.3	87.0	50%	52%	42%
1209.HK	华润万象生活	买入	706	41.0	31.4	24.9	17.2	22.5	28.4	111%	30%	26%
1995.HK	旭辉永升服务	买入	126	20.4	14.7	10.9	6.2	8.5	11.6	58%	38%	35%
平均值			672	13.0	10.0	7.6	72.1	82.7	102.0	34%	29%	35%
中位值			288	9.1	6.7	5.2	35.2	45.7	71.8	45%	33%	31%

来源: Wind, 国金证券研究所注: 1) 数据截至 2022 年 6 月 17 日; 2) 预测数据为国金预测

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。

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402