

销售组成初探：影响购买力的三要素

——房地产行业研究周报

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

每周一谈：销售组成初探：影响购买力的三要素

近期销售基本面：疫情冲击波及一线城市销售

- ◆ 30城高频数据显示，近期商品房销售持续承压，环比同比指数均进入下行。至12月24日（周六），当周30城销售面积单周同比-44.19%，较上周减少16.35个pct，单周环比-7.93%，较上周提升0.72个pct，高频数据承压。
- ◆ 一线城市近期销售走弱，疫情影响显现。截止至12月24日，30城中一二三线城市销售面积单周同比增速分别为-52.8%、-45.5%、-26.5%，较上周减少24.4、7.3、26.4个pct，近期一线城市销售受疫情影响出现较快下行。

从近期商品房销售表现，我们可以发现疫情对销售存在着较大冲击，即支付能力及意愿的影响；依循这一路径回溯，从购买力的角度观察，可以帮助我们更有层次的理解销售的变动，即需求、意愿与支付能力，其中：

- ◆ 需求是一切的原点，也是最大的销售基数，同时决定了销售规模的上限。
 - ◆ 支付能力是需求转化为销售的通道，决定了销售规模的下限。
 - ◆ 意愿是需求的放大器，同时影响着商品房销售的在不同跨度周期上的波动。
- 三者的关系互相影响但又相互独立，明确彼此的关系，可更好地理解销售变动：
- ◆ 需求具备较强韧性，会滞后但少有缺席，需求受意愿与支付能力影响所产生的波谷会最终形成日后高增的上行周期。
 - ◆ 支付能力对需求兑现影响多呈现为短期波动。
 - ◆ 置业意愿具备影响长周期的能力。

回顾2022年销售表现，我们可以将销售变动依据主要影响因素划分为六阶段：

- ◆ 阶段一（21年7月-21年10月），支付能力下行，影响需求释放；
- ◆ 阶段二（21年11月-22年3月），需求消退+置业意愿减弱，“房住不炒”成为共识，棚改类需求及投资类需求退潮，市场下行压制置业意愿；
- ◆ 阶段三（22年4月-22年6月），支付能力+置业意愿提升，“因城施策”加速，首付比例及贷款利率降低，部分需求释放，政策扶持下置业意愿改善；
- ◆ 阶段四（22年6月-22年7月），置业意愿减弱，交付风险导致意愿再减弱；
- ◆ 阶段五（21年8月-22年9月），支付能力+置业意愿改善，得益于“保交楼”+因城施策持续宽松；
- ◆ 阶段六（21年10月-22年11月），支付能力+置业意愿减弱，疫情冲击。

基于2022年展望2023年销售，从三要素的角度思考，全年销售保有一定支撑：

- ◆ 需求有弹性：受22年支付能力弱与低置业意愿影响，真实需求有积累，存在滞后释放空间，投资需求的扣减已在22年释放，23年进一步下探空间有限；
- ◆ 支付能力将持续改善：疫情影响冲击终将减弱，政策保持持续宽松；
- ◆ 购房意愿有支撑：经历2022年一年缓冲，购房者置业意愿的新平衡点将逐步形成，伴随着需求逐步释放、支付能力回升，购房意愿有支撑；
- ◆ 关注风险：销售方向不悲观，但需把控节奏，主要在于疫情冲击持续时间。

数据追踪（12月12日-12月18日）：

- ◆ 新房市场：30城成交面积单周及累计同比分别为-31pct、-28pct，一线城市-37pct，-23pct，二线城市-38pct，-27pct，三线城市-4pct，-36pct。
- ◆ 二手房市场：13城二手房成交面积单周同比-6pct，累计同比-8pct。
- ◆ 土地市场：100城土地供应建筑面积累计同比-7pct，成交建筑面积累计同比-10pct，成交金额累计同比-29pct，土地成交溢价率为0.75%。
- ◆ 城市行情环比：北京（-54pct），上海（-12pct），广州（-4pct），深圳（-11pct），南京（-15pct），杭州（-35pct），武汉（+14pct）。

投资策略：建议关注经营稳健及资信背景较好的龙头房企保利发展、万科A、龙湖集团。关注产品导向逻辑下的高品质房企滨江集团、绿城中国等，关注资信背景良好，有发展潜力的地方国企龙头建发国际、越秀地产。同时关注民企风险化解机会，代建行业推荐龙头绿城管理控股。

风险提示：销售市场复苏不及预期，个别房企出现债务违约。

评级

增持

2022年12月25日

曹旭特

分析师

SAC执业证书编号：

S1660519040001

翟苏宁

研究助理

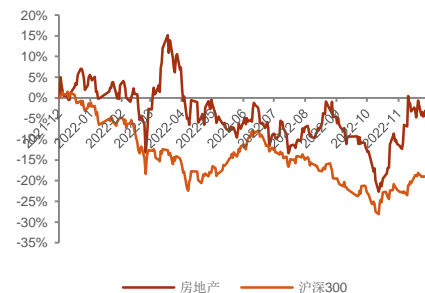
SAC执业证书编号：

S1660121100010

行业基本资料

股票家数	115
行业平均市盈率	13.42
市场平均市盈率	11.21

行业表现走势图



资料来源：wind 申港证券研究所

- 1、《房地产行业研究周报：11月销售投资跌幅扩大 聚焦政策空间》2022-12-19
- 2、《房地产行业研究周报：地产行情回顾 趋势向上仍明确》2022-12-12
- 3、《房地产行业研究周报：房企销售小幅改善 股权融资逐步落地》2022-12-05

内容目录

1. 每周一谈：销售组成初探：影响购买力的三要素.....	3
1.1 近期销售基本面：疫情冲击波及一线城市销售	3
1.2 从 2022 年销售表现回溯 商品房购买力的三要素	4
1.3 投资策略	5
2. 本周行情回顾	5
3. 行业动态	7
4. 数据追踪	8
4.1 新房成交数据	8
4.2 二手房成交数据	8
4.3 土地成交数据	9
4.4 部分重点城市周度销售数据	9
5. 风险提示	10

图表目录

图 1： 30 大中城市商品房销售面积周同比环比 (%)	3
图 2： 30 大中城市商品房销售面积周环比 (%)	3
图 3： 30 大中城市商品房销售面积周同比 (%)	3
图 4： 商品房销售额单月同比增速	5
图 5： 申万一级行业涨跌幅 (%)	6
图 6： 本周涨跌幅前十位 (%)	6
图 7： 本周涨跌幅后十位 (%)	6
图 8： 房地产行业近三年 PE (TTM)	6
图 9： 房地产行业近三年 PB (LF)	7
图 10： 30 大中城市商品房周度成交面积及同比环比增速	8
图 11： 一二三线城市 (30 城) 周度成交面积同比	8
图 12： 一二三线城市 (30 城) 累计成交面积同比	8
图 13： 13 城二手房周度成交面积及同比环比增速	8
图 14： 13 城二手房周度成交面积累计同比增速	8
图 15： 100 大中城市土地成交及供应建筑面积累计同比	9
图 16： 100 大中城市土地成交总价累计同比及周度溢价率	9
图 17： 一线城市成交及供应土地建筑面积累计同比	9
图 18： 二三线城市成交及供应土地建筑面积累计同比	9
图 19： 一二三线城市成交土地总价累计同比	9
图 20： 一二三线城市成交土地周度溢价率	9
表 1： 部分重点城市周度销售面积 (万平方米)	9

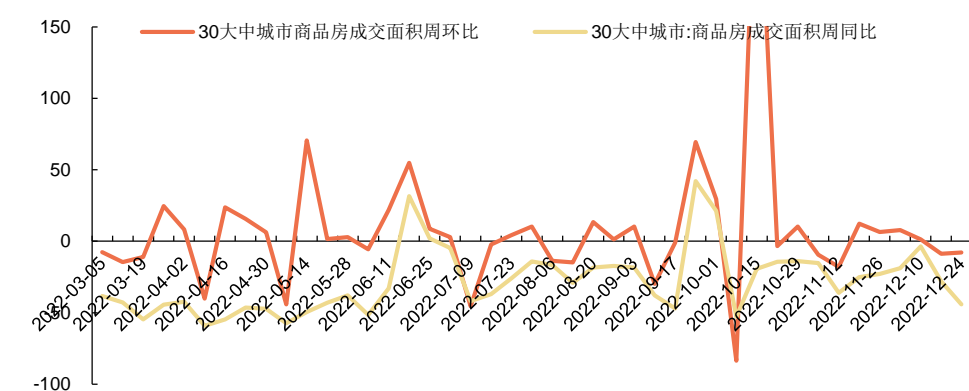
1. 每周一谈：销售组成初探：影响购买力的三要素

商品房销售在地产中观指标中对拿地、投资、新开工等多项指标均有较大影响，然而对销售的走势却始终存在着不确定性；本周我们将从最底层的逻辑层面，从销售额产生的背面——购买力的角度，对商品房销售构成要素进行框架性的探讨。

1.1 近期销售基本面：疫情冲击波及一线城市销售

30 城高频数据显示，近期商品房销售持续承压，环比同比指数均进入下行。截止至 12 月 24 日（周六），当周 30 城销售面积单周同比-44.19%，较上周减少 16.35 个百分点，连续 12 周为负增速，连续 2 周维持在-20%以下单周同比增速；30 城销售面积单周环比-7.93%，较上周提升 0.72 个百分点，连续两周负增速，结束此前连续四周环比正增速表现，商品房销售高频数据表现承压。

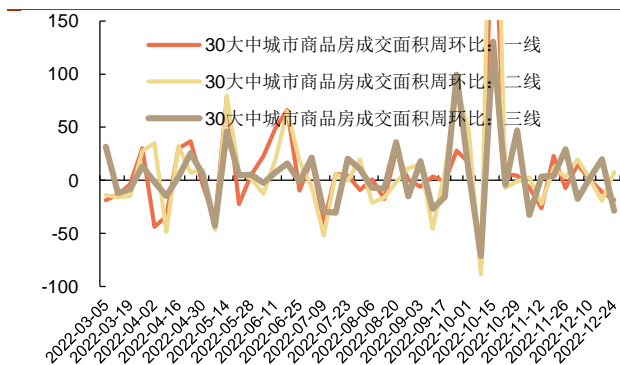
图1：30 大中城市商品房销售面积周同比环比 (%)



资料来源：wind 申港证券研究所

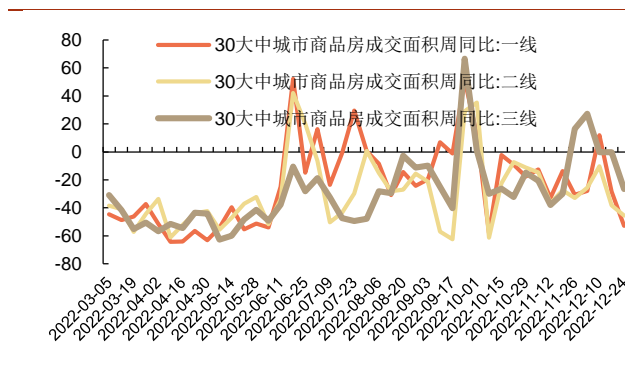
一线城市近期销售走弱，疫情影响显现。分城市能级观察，截止至 12 月 24 日，30 城中一二三线城市销售面积单周同比增速分别为-52.8%、-45.5%、-26.5%，较上周减少 24.4、7.3、26.4 个 pct；单周环比增速分别为-18.4%、+7.4%、-28.8%，较上周减少 7.5、增加 26.7、减少 48.6 个 pct。从分能级城市来看，近期一线城市销售受疫情影响出现较快下行。

图2：30 大中城市商品房销售面积周环比 (%)



资料来源：wind 申港证券研究所

图3：30 大中城市商品房销售面积周同比 (%)



资料来源：wind 申港证券研究所

1.2 从 2022 年销售表现回溯 商品房购买力的三要素

从近期商品房销售表现，我们可以发现疫情对销售存在着较大冲击，即支付能力及意愿的影响；依循这一路径回溯，我们不难发现从商品房销售额产生的源头——购买力的角度观察，可以帮助我们更有层次的理解销售的变动。

购房者置业的真实购买力来源于三层要素：需求、意愿与支付能力，其中：

- ◆ **需求是一切的原点，也是最大的销售基数，同时决定了销售规模的上限。**需求也是一般做商品房销售规模预测中最为核心的指标，主要包括居住属性的刚需、改善需求，以及金融属性的投资投机需求；通过分析人均住房面积、城市常住人口变动等因素，我们可以大致掌握不同类别需求的总量，从而对中长期销售规模有范围性的掌握。
- ◆ **支付能力是需求转化为销售的通道，决定了销售规模的下限。**支付的基础是购房者的收入及杠杆水平，同时受贷款政策、首付政策、限购政策等因素影响，外部环境变化将会改变购房者支付能力，从而影响需求向销售额转化的速度。
- ◆ **意愿是需求的放大器，同时影响着商品房销售的在不同跨度周期上的波动。**作为缺少客观统计数据的指标，意愿是最难把握的变量，即便如央行公布的《城镇储户问卷调查报告》会公布部分居民的房价信心等指数，我们仍然较难通过这些数据对购房者信心作准确判断；从主观感受上分析，购房意愿更近似于需求的放大器，在市场下行期需求收缩而购房意愿不足，市场上行需求旺盛而购房意愿旺盛，即“买涨不买跌”。

三者的关系互相影响但又相互独立，明确彼此的界限与关系，可以更好理解商品房销售变动，我们认为：

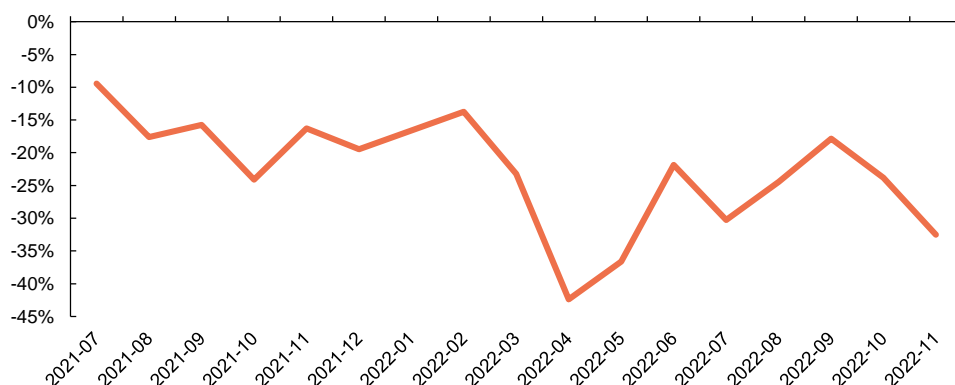
- ◆ **需求具备较强韧性，会滞后但少有缺席，需求受意愿与支付能力影响所产生的波谷会最终形成日后高增的上行周期。**这也是地产周期产生的根本，购房者进城的首置刚需、家庭人数增长的改善需求、房屋老旧更换需求均具备较强的刚性，尽管会受制于房价走势（影响意愿）、收入水平增减（影响支付能力）而滞后置业，但需求客观存在，受意愿与支付能力压制的需求转化低谷，最终会在意愿与支付能力恢复后重新兑现，并实现同比高增的上行周期，由此看来从需求端推算的销售的部分预测偏差，或将在后续周期中得以修复。
- ◆ **支付能力对需求兑现影响多呈现为短期波动：**经济发展向上背景下，疫情等短期冲击影响会消退，支付能力不足所带来的需求滞后释放只是短期现象。
- ◆ **置业意愿具备影响长周期的能力：**我们认为，不同于刚性支付能力的变化，购房者在置业理念上的变化则具有更长持续性，在强调居住属性背景下，投资置业需求与投资意愿的消退都并非短期影响，而会在更长周期影响需求的转变；而疫情冲击、市场短期涨跌等短期的观望情绪则会在新一轮周期形成后消散。

回顾 2022 年销售表现，通过购买力的三种要素可以更好理解市场变动。我们可以将本轮周期销售变动依据主要影响因素划分为六个阶段：

- ◆ **阶段一（2021 年 7 月-2021 年 10 月），支付能力下行（按揭贷款发放影响为主），二手房及新房按揭贷款发放降速，影响需求释放；**

- ◆ 阶段二（2021 年 11 月-2022 年 3 月），需求消退+置业意愿减弱，“房住不炒”成为共识，棚改类需求及投资类需求退潮，市场下行压制置业意愿；
- ◆ 阶段三（2022 年 4 月-2022 年 6 月），支付能力+置业意愿提升，“因城施策”加速，首付比例及贷款利率降低，部分需求释放，政策扶持下置业意愿有所改善；
- ◆ 阶段四（2022 年 6 月-2022 年 7 月），置业意愿减弱，交付风险导致意愿再减弱；
- ◆ 阶段五（2021 年 8 月-2022 年 9 月），支付能力+置业意愿改善，得益于“保交楼”+因城施策持续宽松；
- ◆ 阶段六（2021 年 10 月-2022 年 11 月），支付能力+置业意愿减弱，疫情冲击。

图4：商品房销售额单月同比增速



资料来源：wind 国家统计局 申港证券研究所

基于 2022 年展望 2023 年销售，从三要素的角度思考，全年销售保有一定支撑：

- ◆ **需求有弹性：**受 2022 年支付能力弱与低置业意愿影响，真实需求有积累，存在滞后释放的空间，且投资类需求的扣减已在 2022 年释放，2023 年此类需求进一步下探空间有限；
- ◆ **支付能力将持续改善：**疫情影响冲击终将减弱，政策保持持续宽松；
- ◆ **购房意愿有支撑：**经历 2022 年一年缓冲，购房者置业意愿的新平衡点将逐步形成，伴随着需求逐步释放、支付能力回升，购房意愿有支撑；
- ◆ **关注的风险：**销售方向不悲观，但时间上尚需把控节奏，主要在于疫情的冲击持续影响时间。

1.3 投资策略

建议关注经营稳健及资信背景较好的龙头房企保利发展、万科 A、龙湖集团。关注产品导向逻辑下的高品质房企滨江集团、绿城中国等，关注资信背景良好，有发展潜力的地方国央企龙头建发国际、越秀地产。同时关注民企风险化解机会，代建行业推荐龙头绿城管理控股。

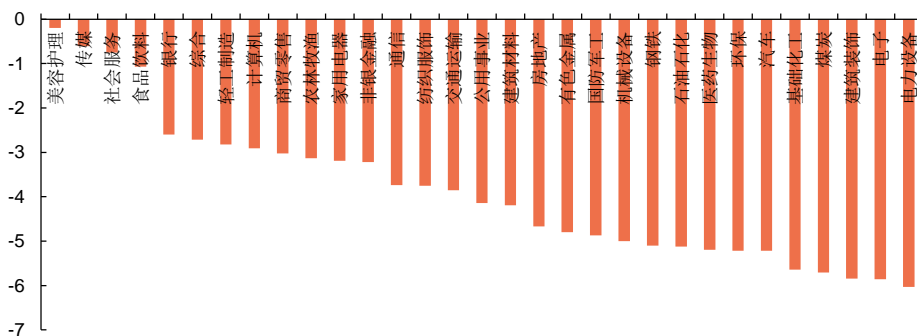
2. 本周行情回顾

12 月 19-23 日，沪深 300 指数涨跌幅-3.19%，在申万一级行业中，美容护理（-

0.2%)、传媒 (-0.61%)、社会服务 (-0.76%) 等板块涨跌幅靠前, 电子设备 (-6.03%)、电子 (-5.86%)、建筑装饰 (-5.84%) 等板块排名靠后。

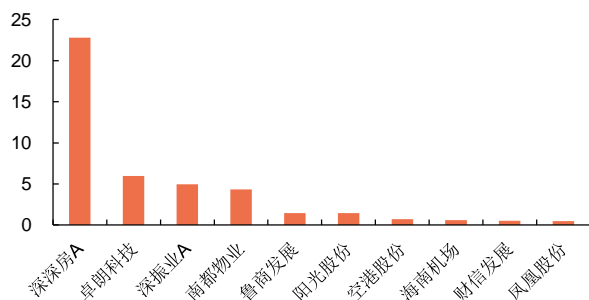
12月19-23日, 申万房地产板块涨跌幅-4.66%, 在申万一级行业中排名18/31, 落后沪深300指数1.48个百分点。具体个股方面, 涨跌幅前三位个股为深深房A (+22.8%)、卓朗科技 (+6%)、深振业A (+5%), 涨跌幅后三位个股为万通发展 (-19.3%)、广汇物流 (-16.6%)、万业企业 (-12%)。

图5: 申万一级行业涨跌幅 (%)



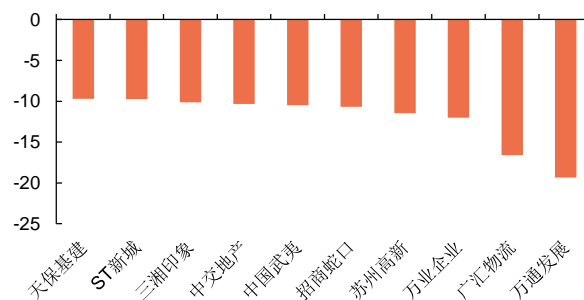
资料来源: wind 申港证券研究所

图6: 本周涨跌幅前十位 (%)



资料来源: wind 申港证券研究所

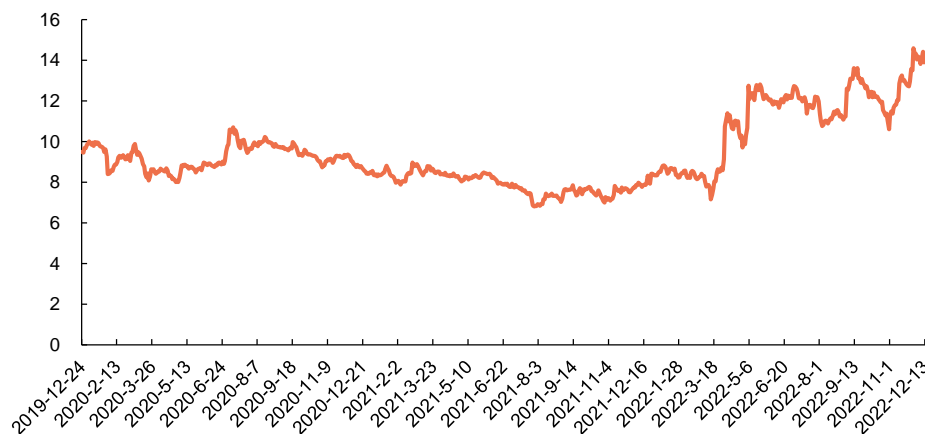
图7: 本周涨跌幅后十位 (%)



资料来源: wind 申港证券研究所

12月23日, 申万房地产行业PE (TTM) 为13.42倍, 较前一周减少0.65, 近三年均值为9.44倍; PB (LF) 为0.9倍, 较前一周减少0.04, 近三年均值为1.06倍。

图8: 房地产行业近三年PE (TTM)



资料来源: wind 申港证券研究所

图9：房地产行业近三年 PB (LF)



资料来源：wind 申港证券研究所

3. 行业动态

多地“因城施策”调控政策继续松绑

近日，多地各地商品房政策进一步宽松。其中南京市居民家庭购买二套住房的商业贷款最低首付比例已优化调整为不低于 40%，并对玄武区红山新城等城市外围人才集聚板块可在现行购房政策基础上增购 1 套，对有 60 岁及以上成员的本市户籍家庭可增购 1 套住房，对长期工作在南京但社保或个税缴纳在外地的居民，提供半年及以上居住证明可购买 1 套住房。

天津政策放松，在天津市缴存职工申请个人住房公积金贷款购买家庭第二套住房的，应支付不低于住房交易价格 40% 的首付款。对养育未成年二孩及以上多子女的天津市缴存职工，符合租房提取住房公积金条件的，可按照实际房租支出提取住房公积金；申请个人住房公积金贷款购买家庭首套住房的，贷款最高限额以天津市统一贷款限额为基础上浮 20%。

证监会发文 允许符合条件房企“借壳”上市

12 月 21 日，证监会在官网发文，传递了贯彻中央经济工作会议精神，更好服务经济整体好转的工作方向。

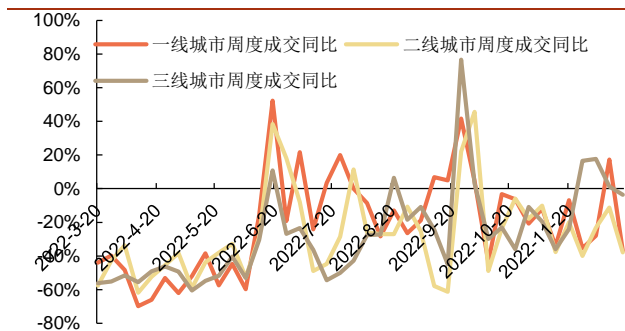
其中对于房地产行业，文章指出要大力支持房地产市场平稳发展。加大力度、加快速度抓好资本市场各项支持政策措施落地见效，助力房地产发展模式转型。全面落实改善优质房企资产负债表计划，继续实施民企债券融资专项支持计划和支持工具，更好推进央地合作增信共同支持民营房企发债。落实好已出台的房企股权融资政策，允许符合条件的房企“借壳”已上市房企，允许房地产和建筑等密切相关行业上市公司实施涉房重组。加快打造保障性租赁住房 REITs 板块。

通过借壳上市，非上市房企可实现打通新的融资通道，同时对重组方，可获得外部资源注入，从而实现盘活全盘资产，稀释风险，互惠互利的双赢局面。

4. 数据追踪

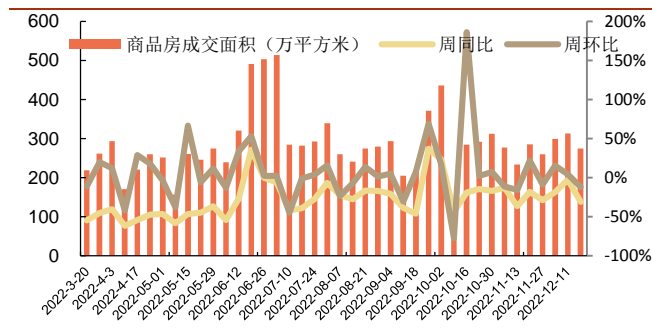
4.1 新房成交数据

图10：30大中城市商品房周度成交面积及同比环比增速



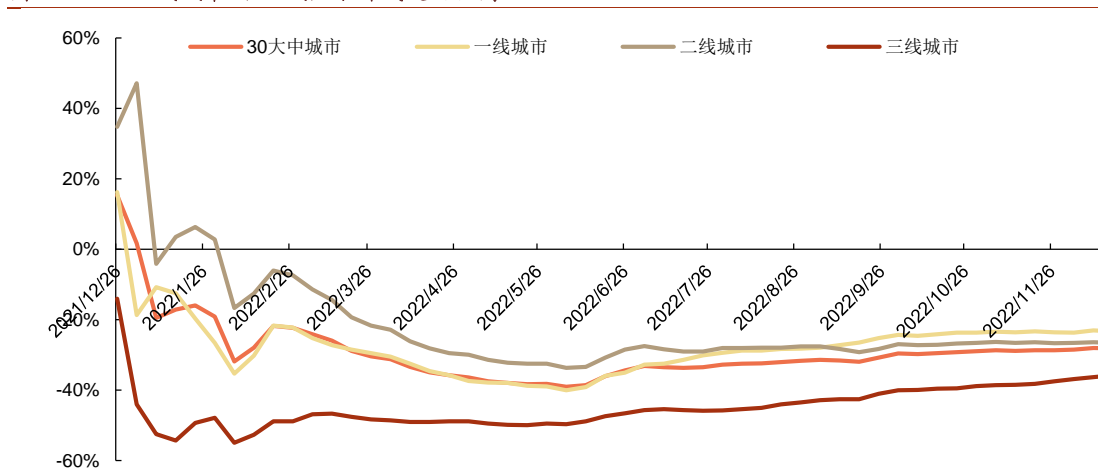
资料来源：wind 申港证券研究所

图11：一二三线城市（30城）周度成交面积同比



资料来源：wind 申港证券研究所

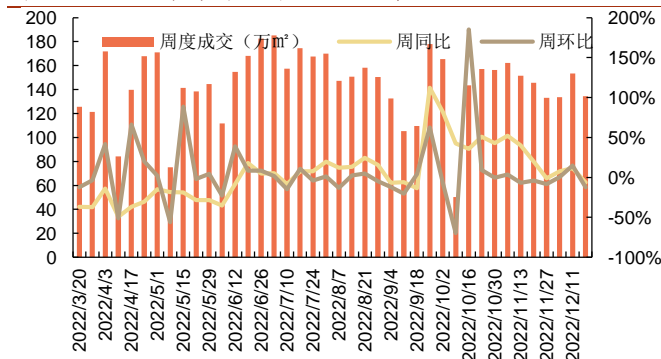
图12：一二三线城市（30城）累计成交面积同比



资料来源：wind 申港证券研究所

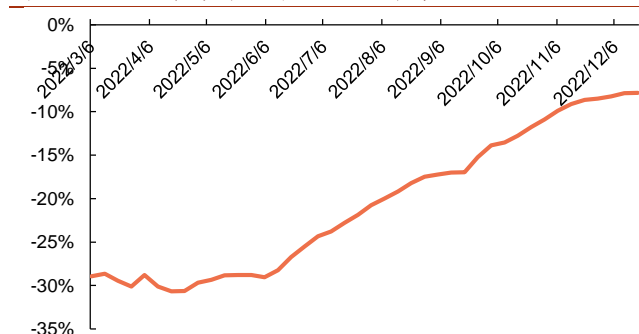
4.2 二手房成交数据

图13：13城二手房周度成交面积及同比环比增速



资料来源：wind 申港证券研究所

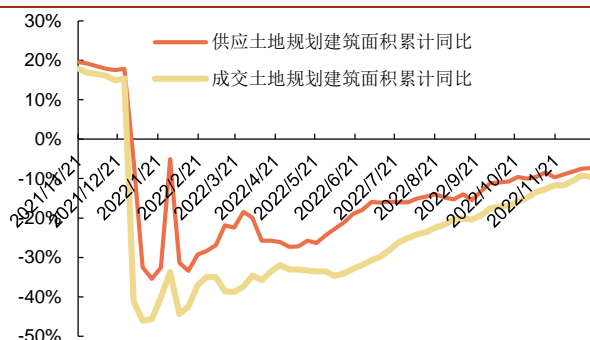
图14：13城二手房周度成交面积累计同比增速



资料来源：wind 申港证券研究所

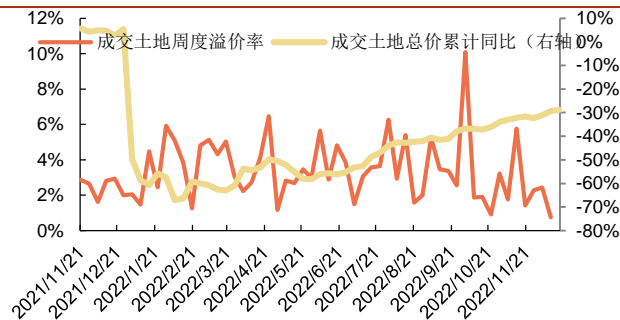
4.3 土地成交数据

图15：100大中城市土地成交及供应建筑面积累计同比



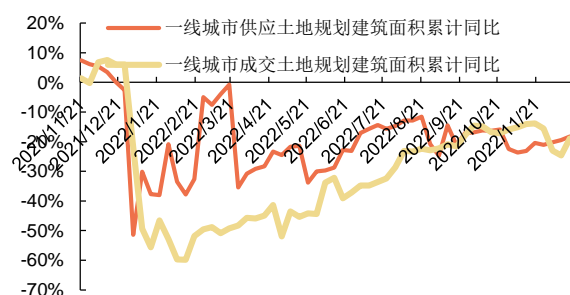
资料来源：wind 申港证券研究所

图16：100大中城市土地成交总价累计同比及周度溢价率



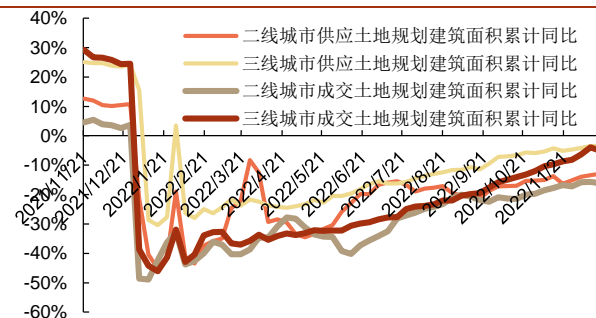
资料来源：wind 申港证券研究所

图17：一线城市成交及供应土地建筑面积累计同比



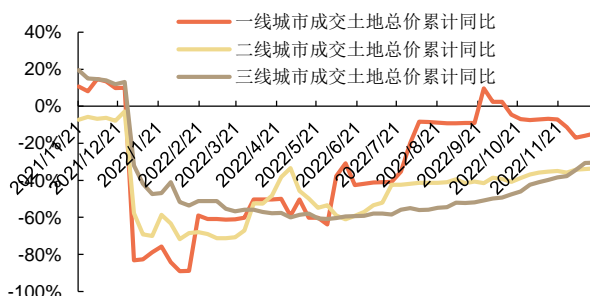
资料来源：wind 申港证券研究所

图18：二三线城市成交及供应土地建筑面积累计同比



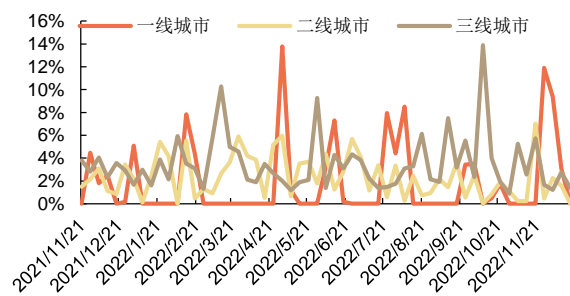
资料来源：wind 申港证券研究所

图19：一二三线城市成交土地总价累计同比



资料来源：wind 申港证券研究所

图20：一二三线城市成交土地周度溢价率



资料来源：wind 申港证券研究所

4.4 部分重点城市周度销售数据

表1：部分重点城市周度销售面积（万平方米）

城市	销售面积				环比			
	11.21-11.27	11.28-12.4	12.5-12.11	12.12-12.18	11.21-11.27	11.28-12.4	12.5-12.11	12.12-12.18
北京	13	14	21	10	-25%	4%	57%	-54%
上海	49	55	52	45	-12%	12%	-6%	-12%
广州	4	12	22	21	-67%	208%	79%	-4%
深圳	9	9	9	8	11%	-3%	5%	-11%
杭州	19	29	27	17	-25%	59%	-8%	-35%
南京	15	18	17	14	-20%	19%	-5%	-15%
武汉	21	20	32	37	-8%	-6%	62%	14%
成都	58	63	56	49	13%	10%	-11%	-12%
青岛	34	31	27	32	35%	-9%	-12%	19%
苏州	14	15	14	14	12%	10%	-5%	-2%

5. 风险提示

销售市场复苏不及预期, 个别房企出现债务违约。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上