

# 房地产行业研究

买入（维持评级）

## 行业专题研究报告

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

## 市场逐步复苏且具备持续性

### 核心观点

**新房市场仍有分化，整体市场弱复苏。**wind35城2023年春节后两周新房销售面积较节前一周分别-18.3%、-4.0%，而较2022年春节后两周分别同比-15.7%、-29.9%；而31个重点城市开盘去化率节后第二周升至51%，基本回到节前水平。高能级城市热销项目占比高，如杭州2023年以来有19个去化率超70%的热点项目（重点城市共47个项目）；热销项目主要为改善产品，62%的项目是中高端项目。房企销售也有明显分化，有持续拿地能力、主要布局高能级城市的央企和国企及改善型房企销售排名持续提升，未来行业格局预计延续此分化路径。

**二手房量增价稳，恢复强势，是新房持续复苏的前兆。**wind15城2023年春节后两周二手房销售面积较节前一周分别+33.3%、+44.8%，也超过了2022年12月周均成交面积；而较2022年春节后两周分别同比+84.2%、+43.4%，已接近2021年水平；其中北京、成都两城表现优异，节后两周二手房销量远超节前水平，增幅在50%以上；据贝壳研究院数据，春节过后一周贝壳50城二手房日均带看客户量和新增挂牌房源量均较1月春节前日均水平提高1倍以上。在房价端，北京、上海二手房价止跌企稳，广州、深圳尚在下跌中，随着近期成交量快速增加，预计二手房价企稳的时间或不会太久。高能级城市的二手房价止跌，对一二手房市场均有所提振，是楼市整体复苏的前兆。

**在售库存企稳，住宅供给或缩量，市场复苏具有持续性。**截至2023年2月10日，wind12城商品房库存为1.6亿方，环比-0.1%，同比+3.4%，库存增势放缓，较2022年底的高点（1.63亿方）-1.8%；典型城市中如上海、苏州、杭州等城市在售库存已出现降低，南京在售库存也基本企稳。从后续供给来看，2022年全年300城土地成交量同比-30.8%，而开发意愿较弱的地方平台拿地占比42.6%，假设地方平台拿地20%能形成有效供应，预计2022年成交土地形成的供应仅为2021年的45.6%，即形成的供应缩量约54.4%。在供应下降而需求逐步恢复的背景下，市场供求关系将得到明显改善，叠加二手房价的企稳，将持续支撑市场的复苏。

**受限于资金到位情况，开复工及竣工端表现弱于销售。**据百年建筑网数据，截至2023年农历正月十七，全国建筑项目开工复工率为38.4%，较2022年同期下降12.6pct；劳务到岗率43.3%，较2022年同期下降16.9pct。当前项目开复工的资金受限：房企本身资金吃紧，且一季度不是房企结转主要时点（仅占全年14.1%），开复工意愿不强烈；各地保交楼持续推进，但资金到位速度较慢。我们认为只有在销售端出现实质性好转后，房企自身销售和外部政策支持相协同，才能实现较好的开复工和竣工。因此预计全年的竣工复苏或晚于销售复苏。

**政策宽松是主基调，后续更利好置换改善需求。**当前供给侧政策基本应出尽出，在改善优质房企资产负债表行动计划出台后，未来将有更多房企获得融资支持。未来市场的复苏关键仍在需求侧，预计二线城市的宽松政策将持续出台，包括但不限于四限放松、认房认贷标准优化、普通住宅标准优化等；而当前一线城市的市场压力相对较小，其宽松政策的出台速度较缓慢，或在两会后能有明确基调。

### 投资建议

当前新房二手房销售持续复苏，高能级、高档次项目去化表现更为优异，在供应收缩背景下有可持续性；未来政策宽松是大趋势，预计后续政策将更利好置换改善需求的释放。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**绿城中国、建发国际集团、滨江集团**等；稳健选择财务安全稳健的头部央企国企，如**中国海外发展**等；二手房市场活跃度持续向好，推荐强房产中介平台**贝壳**。

### 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

新房销售仍有分化，整体市场弱复苏	4
新房市场缓慢复苏，开盘去化率恢复节前水平	4
不同城市 and 不同档次项目的市场分化明显	4
房企销售分化加剧，行业格局大洗牌	6
典型城市库存绝对值下降，复苏具有可持续性	7
二手房量增价稳，恢复强势	9
二手房成交量快速增长，带看量等前瞻指标良好	9
高能级城市二手房价逐步企稳止跌	10
竣工端受限于房企资金，复苏不及销售	11
全国建筑项目开工复工率弱于去年同期	11
开工复工率主要受房企资金限制	12
政策宽松是大趋势，支撑市场持续复苏	12
供给侧政策落地成效逐步显现	12
需求侧政策加速出台，3月或进入密集期	13
投资建议	14
推荐有拿地能力、布局高能级城市、主打改善产品的房企	14
行业估值	15
风险提示	16

## 图表目录

图表 1：典型 35 城新房周度成交面积（万方）走势	4
图表 2：典型 35 城春节周前后新房成交面积（万方）对比	4
图表 3：克而瑞重点 31 城周度开盘去化率走势	4
图表 4：典型城市 2023 年周度新房成交面积（万方）走势	5
图表 5：克而瑞监测热销项目城市分布情况	5
图表 6：克而瑞监测热销项目档次分布	6
图表 7：百强房企 2023 年 1 月销售榜单	6
图表 8：典型 12 城在售库存及去化周期走势	7
图表 9：12 个重点城市商品房库存及去化周期	8
图表 10：上海商品房在售库存面积（万方）走势	8
图表 11：杭州商品房在售库存面积（万方）走势	8

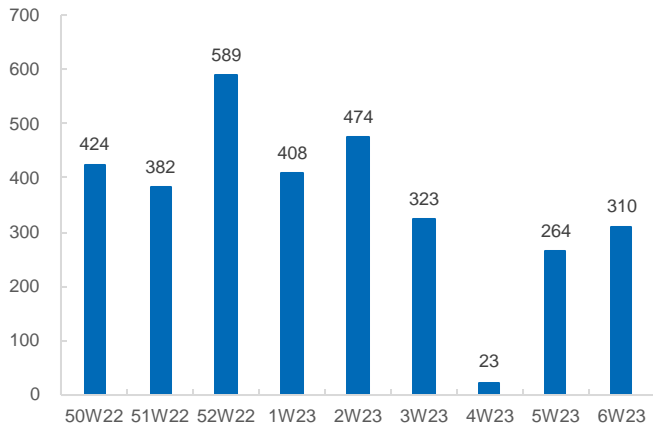
图表 12: 苏州商品房在售库存面积 (万方) 走势.....	8
图表 13: 南京商品房在售库存面积 (万方) 走势.....	8
图表 14: 全国 300 城月度累计供求及同比走势.....	9
图表 15: 2021-2022 年 22 城集中供地拿地企业分布.....	9
图表 16: 15 城二手房周度成交面积 (万方) 走势.....	9
图表 17: 15 城春节周前后二手房成交面积 (万方) 对比.....	9
图表 18: 典型城市 2023 年周度二手房成交面积 (万方) 走势.....	10
图表 19: 13 城新房成交面积占一二手房总成交面积比例.....	10
图表 20: 重点城市二手房领先指数.....	11
图表 21: 全国建筑 2021-2023 年春节后开复工率.....	11
图表 22: 截至正月十七各类建筑项目开工率及劳务到岗率.....	11
图表 23: A 股上市房企季度结转营收节奏.....	12
图表 24: 2023 年 1 月中下旬获增信发债情况.....	12
图表 25: 2023 年以来重点省市需求端放松政策.....	13
图表 26: 2021-2022 年房企权益拿地金额总榜 TOP20.....	14
图表 27: A 股地产 PE-TTM.....	15
图表 28: 港股地产 PE-TTM.....	15
图表 29: 港股物业股 PE-TTM.....	15
图表 30: 覆盖公司估值情况.....	16

## 新房销售仍有分化，整体市场弱复苏

### 新房市场缓慢复苏，开盘去化率恢复节前水平

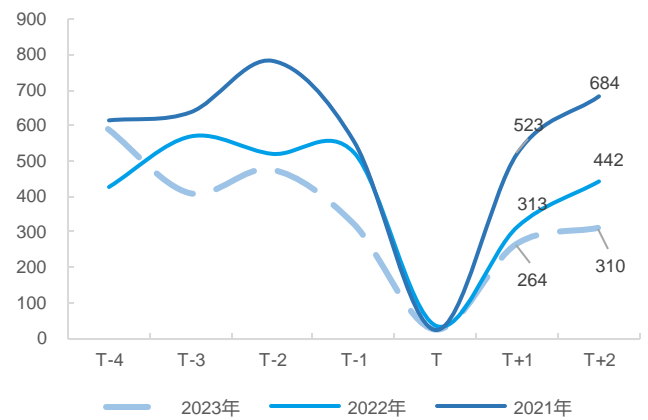
典型城市节后新房销售逐步好转，但尚未恢复节前水平。据wind数据，35城2023年春节后两周新房销售面积分别为264万方、310万方，较节前一周分别-18.3%、-4.0%，而较2022年春节后两周分别同比-15.7%、-29.9%。参考开盘去化数据，我们认为新房销量恢复速度较慢的主要原因为房企对一季度市场预期有限，推盘的积极性不高，各类促销活动也有所收回。

图表1：典型35城新房周度成交面积（万方）走势



来源：wind，国金证券研究所

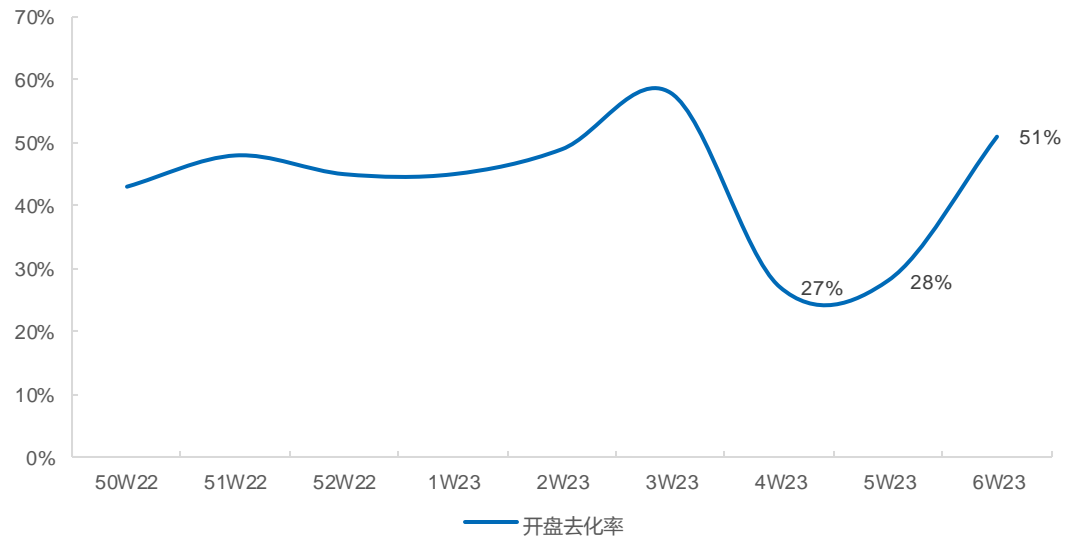
图表2：典型35城春节周前后新房成交面积（万方）对比



来源：wind，国金证券研究所 注：T为春节周；农历对齐

节后第二周典型城市开盘去化率快速提升，恢复节前水平。据克而瑞监测的重点31城周度开盘去化率数据显示，节后第二周（6W23）开盘去化率升至51%，基本回到节前水平。从微观项目来看，部分城市如天津、南京、苏州、福州等来访认购量也在稳步回升。

图表3：克而瑞重点31城周度开盘去化率走势



来源：克而瑞，国金证券研究所

### 不同城市 and 不同档次项目的市场分化明显

节后一线及强二线城市市场恢复速度更快。2023年由于返乡潮的存在，节前一周一二线城市销售面积环比有30%以上的回落，三四线环比表现相对较好；春节期间，一线城市成交量同比下降72%，二线城市同比下降28%，仅合肥、南宁、兰州等少数城市同比增长；在返乡置业带动下三四线城市同比上涨13%，发达地区三四线如温州、东莞、中山、珠海等城市涨幅超过50%。但在节后两周内，高能级城市新房销售迅速提升，其中广州、武汉单周销量基本恢复至节前平均水平，上海、北京、成都、杭州等城市单周销量也与节前一周相当。

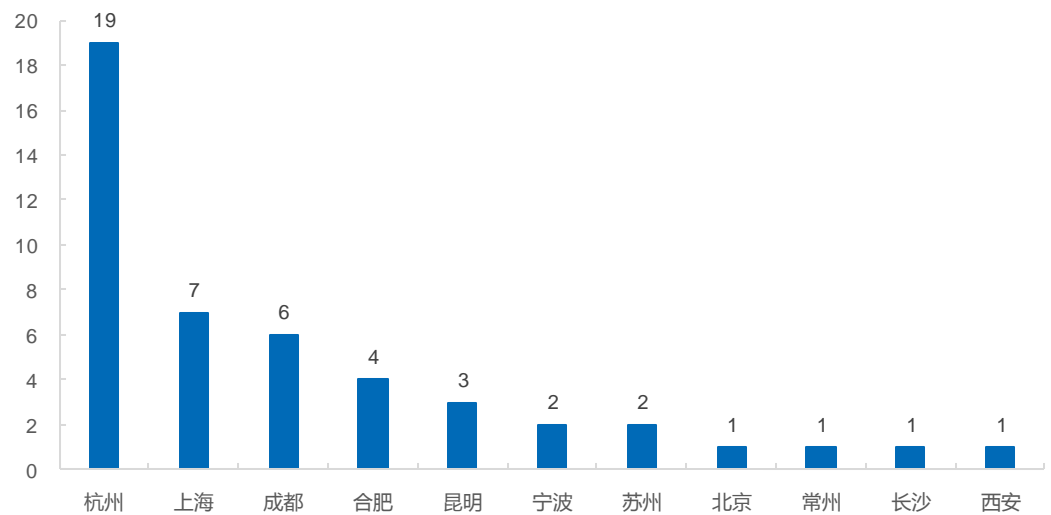
热销项目主要集中在“热点恒热”的城市。从克而瑞监测的2023年47个热销项目（开盘去化率超过70%）的城市分布来看，2022年以来市场持续具有韧性的城市市场仍然表现更好，热销项目主要位于杭州（19个）、上海（7个）、成都（6个）和合肥（4个）等长三角和中西部核心城市，如杭州占热销项目数量的4成，主要是在22年二圈层成交的低密度项目进入集中入市期，红盘频出。

图表4：典型城市2023年周度新房成交面积（万方）走势

城市	1W23	2W23	3W23	4W23	5W23	6W23
北京	20.6	27.3	20.0	0.0	12.2	19.4
上海	62.4	51.0	39.7	0.2	21.2	31.9
广州	16.1	17.1	10.5	0.3	10.6	13.5
深圳	8.1	15.8	6.1	0.0	4.1	6.5
杭州	32.7	37.1	23.2	0.0	17.2	18.4
宁波	3.8	4.8	4.5	0.0	6.0	7.1
南京	21.2	12.0	11.6	0.0	14.7	12.5
苏州	14.4	20.9	9.1	0.1	12.3	10.3
武汉	42.3	42.7	21.2	0.9	25.2	30.3
成都	50.3	53.7	46.5	0.3	40.1	41.9
扬州	1.5	3.9	5.2	0.2	1.8	4.5
江门	4.3	3.5	3.0	0.0	4.4	5.1
莆田	0.9	1.0	1.5	0.3	1.6	1.4

来源：wind，国金证券研究所

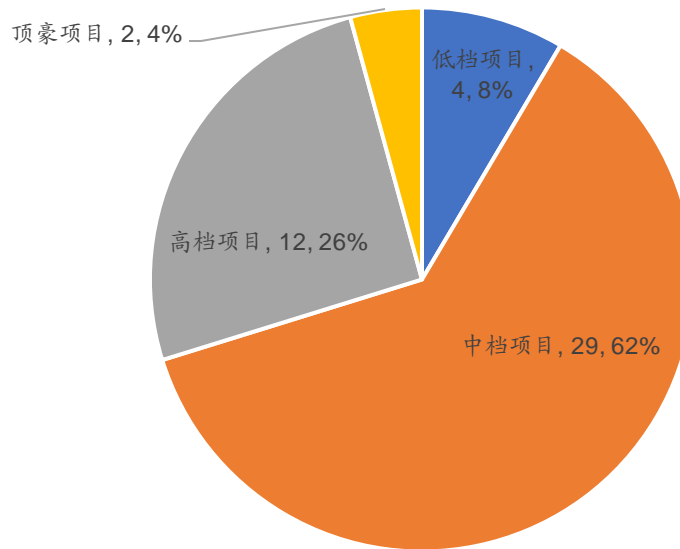
图表5：克而瑞监测热销项目城市分布情况



来源：克而瑞，国金证券研究所 注：热销项目指开盘去化率超过70%的项目

中高端改善产品更易成为热点项目。从克而瑞监测的47个热点项目档次分布来看，中档项目是热销主力，有29个（占比62%），高档项目12个（占比26%），而低档项目仅4个（占比8%）。供应稀缺、差异化产品或周边配套完善的项目更容易成为热点项目，这类项目要么在城市核心区位、要么是拥有稀缺资源、要么是高端改善产品，如滨江集团在杭州临平区的蝶翠迎宾府项目，临地铁的中高端改善产品，于2月11日首开售罄。

图表6: 克而瑞监测热销项目档次分布



来源: 克而瑞, 国金证券研究所 注: 低档项目均价小于城市均价 70%; 中档项目均价位于城市均价 70-130%之间; 高档项目均价位于城市均价 130%-200%之间; 顶豪项目均价大于城市均价 200%

### 房企销售分化加剧, 行业格局大洗牌

百强房企销售总量仍然低迷。2023 年 1 月百强房企全口径销售 3994 亿元, 环比 22 年 12 月-47% (1 月为传统淡季, 12 月为传统旺季), 同比-32%。分化程度加剧。各梯队房企同环比均下滑, 而 TOP10、TOP11-30、TOP31-50、TOP51-100 全口径销售分别同比-22%、-31%、-47%和-41%, 头部房企表现更优异, 同时优质房企如保利、华润、招商、滨江、建发(+29%)、越秀(+60%)等同比仍有增长。行业榜单大洗牌。保利登顶, 滨江新晋前 10, 保利置业、象屿、路劲、大悦城、中华企业跻身前 30。预计未来行业格局将继续分化, 近两年能保持较好拿地强度的房企行业地位将持续提升。

图表7: 百强房企 2023 年 1 月销售榜单

TOP 房企	全口径					权益口径		
	2023 年 1 月排名	2022 年排名	1 月销售金额 (亿元)	单月环比	单月同比	1 月销售金额 (亿元)	单月环比	单月同比
保利发展	1	2	295	-48%	4%	210	-45%	5%
万科地产	2	3	278	-36%	-17%	181	-36%	-17%
碧桂园	3	1	270	17%	-45%	211	15%	-42%
华润置地	4	4	160	-68%	7%	120	-68%	17%
招商蛇口	5	6	159	-63%	5%	98	-62%	8%
中海地产	6	5	125	-66%	-19%	117	-66%	-19%
A 房企	7	18	122	-32%	19%	74	-39%	-3%
滨江集团	8	13	121	-41%	17%	61	-35%	12%
龙湖集团	9	9	109	-46%	1%	65	-35%	-7%
建发房产	10	10	108	-58%	29%	80	-54%	37%
绿城中国	11	8	105	-62%	-10%	67	-60%	11%
绿地控股	12	14	103	-53%	-14%	93	-53%	-14%
中国金茂	13	12	100	-43%	0%	69	-43%	0%
金地集团	14	7	92	-55%	-39%	57	-55%	-39%
越秀地产	15	16	88	-62%	60%	77	-66%	43%
融创中国	16	11	71	-12%	-74%	40	-15%	-74%

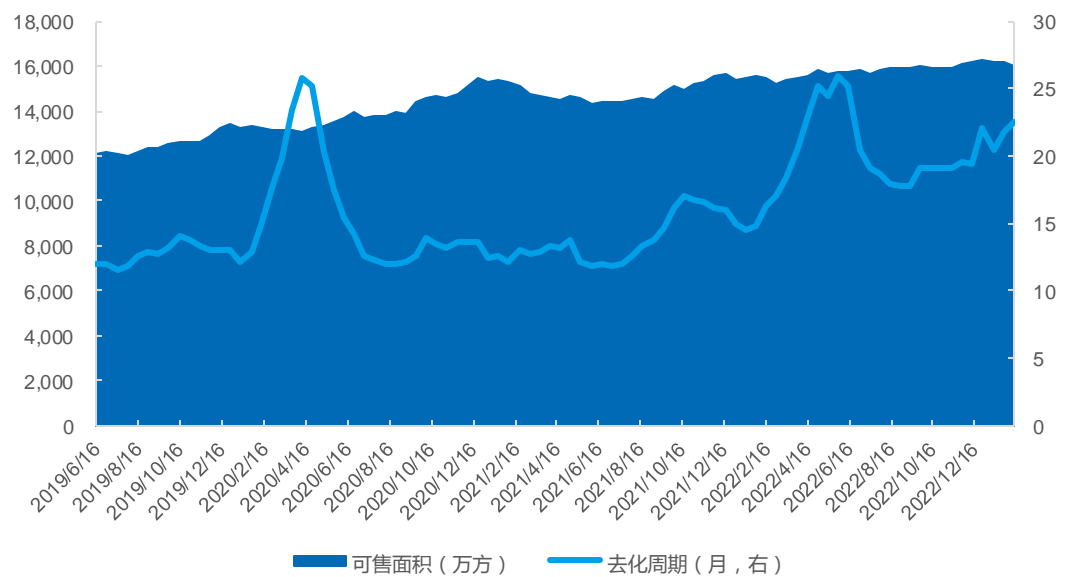
美的置业	17	24	65	8%	-13%	41	8%	-18%
新城控股	18	19	57	-14%	-37%	41	-9%	-33%
卓越集团	19	23	51	-52%	9%	32	-56%	-6%
金隅集团	20	71	51	441%	/	38	445%	/
旭辉集团	21	17	50	-18%	-41%	30	-18%	-41%
保利置业	22	40	46	-10%	84%	28	-41%	37%
世茂集团	23	22	45	-36%	-40%	32	-36%	-40%
象屿集团	24	56	44	-4%	/	20	-4%	/
中交房地产	25	28	43	-39%	-3%	26	-32%	0%
路劲集团	26	32	40	-33%	-20%	37	-33%	-20%
中粮大悦城	27	37	38	89%	-54%	20	77%	-57%
金科集团	28	26	36	3%	-57%	26	3%	-57%
中华企业	29	100	35	803%	113%	22	/	166%
远洋集团	30	20	33	-70%	-27%	22	-70%	-27%
各梯队情况	TOP10		1746	-47%	-22%	1260	-48%	-20%
	TOP11-30		1194	-51%	-31%	787	-48%	-33%
	TOP31-50		486	-28%	-47%	341	-42%	-51%
	TOP51-100		569	-50%	-41%	403	-51%	-41%
	TOP100		3994	-47%	-32%	2791	-48%	-32%

来源：克而瑞，国金证券研究所

### 典型城市库存绝对值下降，复苏具有可持续性

典型 12 城在售库存总量企稳，去化周期延续上行。截至 2023 年 2 月 10 日，典型 12 城商品房库存为 1.6 亿方，环比-0.1%，同比+3.4%，库存增势放缓，进入 2023 年后库存量有所下降，较 2022 年底的高点（1.63 亿方）-1.8%；去化周期为 22.5 月，环比呈上行趋势，较去年同比+6.3 个月，去化周期的持续上升主要原因是月均销售面积的下滑。

图表 8：典型 12 城在售库存及去化周期走势



来源：wind，国金证券研究所

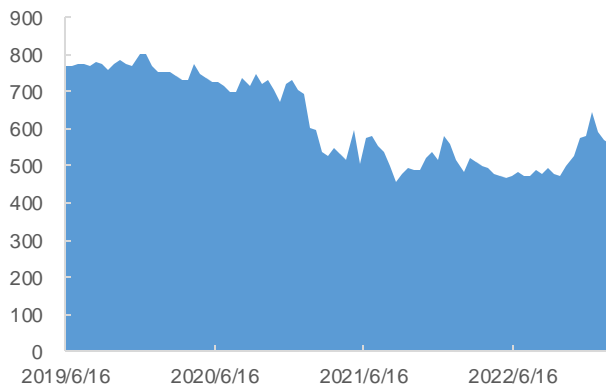
图表9: 12个重点城市商品房库存及去化周期

城市	可售面积(万方)	同比去年同期	3个月移动日均成交面积(万方)	去化周期(月)	同期增减(月)
北京	2,648	13%	2.5	34.8	1.13
上海	559	11%	5.7	3.2	-0.01
广州	2,234	12%	2.0	37.4	-0.71
深圳	923	27%	1.3	23.3	-0.11
杭州	819	-7%	3.1	8.7	0.09
南京	2,869	6%	2.0	47.5	-0.04
苏州	1,365	-15%	2.2	21.1	0.13
福州	1,354	-6%	0.7	63.6	-5.24
南宁	837	-16%	1.7	16.4	0.46
泉州	700	0%	-	-	-
温州	1,368	12%	2.0	22.4	-0.54
莆田	365	-12%	0.2	52.0	-0.22

来源: wind, 国金证券研究所

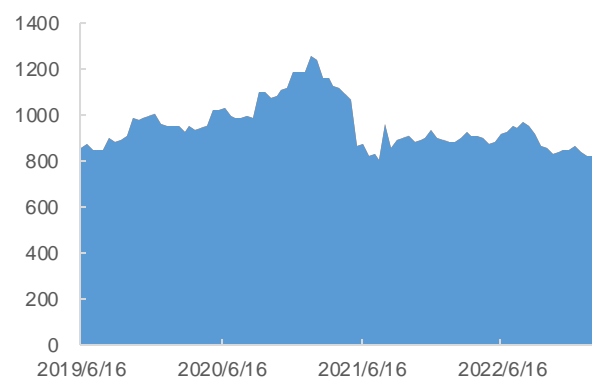
典型城市中已有部分城市在售库存出现降低。上海在4Q22由于两个批次的新房放量供应, 年底库存翘尾, 进入2023年后持续下降, 当前在售库存559万方, 去化周期仅3.2个月; 杭州在售库存自2022年8月份以来呈下降态势, 当前在售库存819万方, 去化周期8.7个月; 苏州从2022年起基本进入去库存态势, 当前在售库存1365万方, 去化周期21个月; 即使是在售库存在近两年持续增加的南京, 在近期库存也逐步企稳, 当前在售库存2869万方, 较2022年高点-0.9%。

图表10: 上海商品房在售库存面积(万方)走势



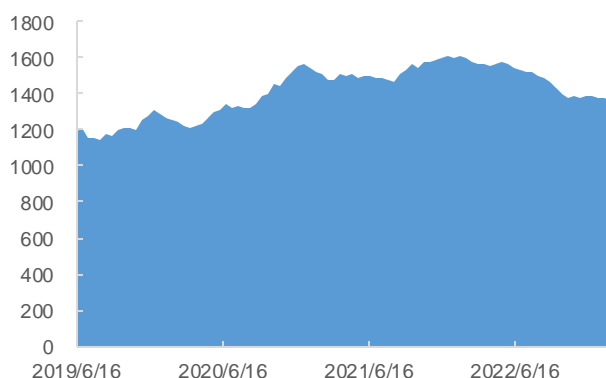
来源: wind, 国金证券研究所

图表11: 杭州商品房在售库存面积(万方)走势



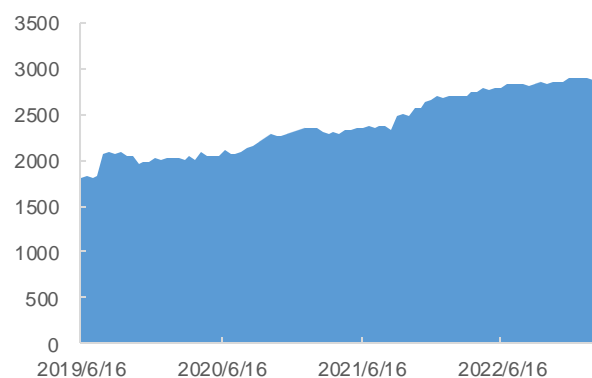
来源: wind, 国金证券研究所

图表12: 苏州商品房在售库存面积(万方)走势



来源: wind, 国金证券研究所

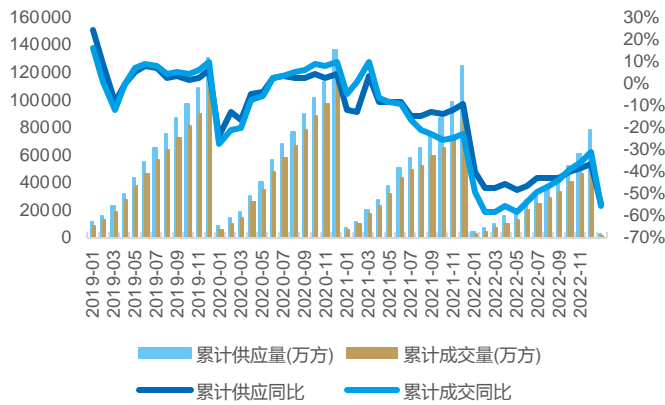
图表13: 南京商品房在售库存面积(万方)走势



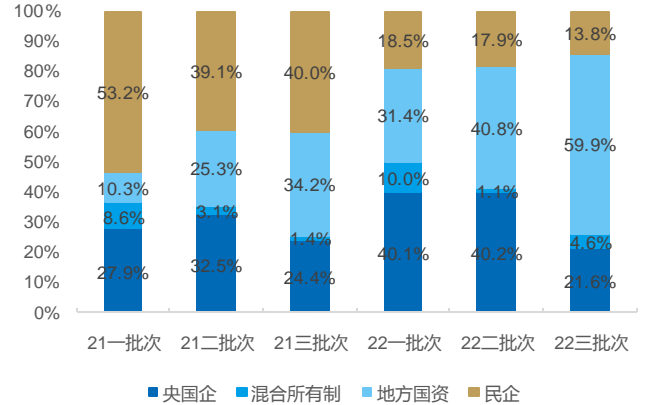
来源: wind, 国金证券研究所

2021年下半年以来的土地成交下滑将带来2023年的住宅供应缩量。2H21以来，土拍市场持续低温，2021年全年300城土地成交量同比-23.2%；2022年延续低迷态势，全年300城土地成交量同比-30.8%。而从拿地房企看，2H21央国企和地方平台公司拿地占比持续提升，而民企拿地快速减少，2022年集中供地城市中（22城）央国企、混合所有制、地方国资平台和民企拿地占比分别为35.2%、5.2%、42.6%和17.0%。

图表14：全国300城月度累计供求及同比走势



图表15：2021-2022年22城集中供地拿地企业分布



来源：中指研究院，国金证券研究所

来源：中指研究院，国金证券研究所

预计2022年土地缩量带来的住宅供应或下滑超50%。在正常运营的情况下（拿地到首开周期在6-12个月），2022年成交的土地将在2023年形成住宅供应，而地方国资获取的项目由于自身开发能力不足或开发诉求不高，对土地开发的意愿很弱，预计仅20%能形成有效供应。因此，我们预计2022年成交土地形成的供应仅为2021年的45.6%： $(1-30.8%) * (1-42.6% * 0.8)$ ，即形成的供应缩量约54.4%。

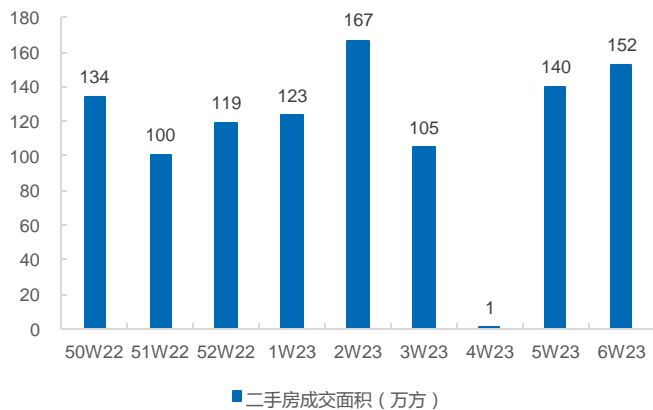
预计新房销售的复苏具有可持续性。当前典型城市在售库存已经逐步企稳，若供应下降而需求逐步恢复，去化周期能快速下降；同时土地缩量将使得2023年入市项目面临的竞争压力相对较小，市场供求关系将改善，或产生有效供给缺口支撑市场企稳复苏。

### 二手房量增价稳·恢复强势

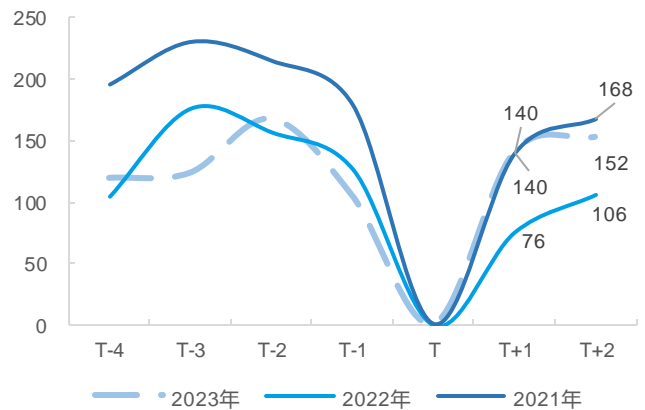
#### 二手房成交量快速增长，带看量等前瞻指标良好

典型城市节后二手房销量快速恢复，超过节前及去年同期水平。据wind数据，15城2023年春节后两周二手房销售面积分别为140万方、152万方，较节前一周分别+33.3%、+44.8%，也超过了2022年12月周均成交面积；而较2022年春节后两周分别同比+84.2%、+43.4%，已接近2021年水平。分城市看，北京、成都两城表现优异，节后两周二手房销量远超前水平，增幅在50%以上，深圳、南京也恢复至节前平均水平。

图表16：15城二手房周度成交面积（万方）走势



图表17：15城春节周前后二手房成交面积（万方）对比



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所 注：T为春节周；农历对齐

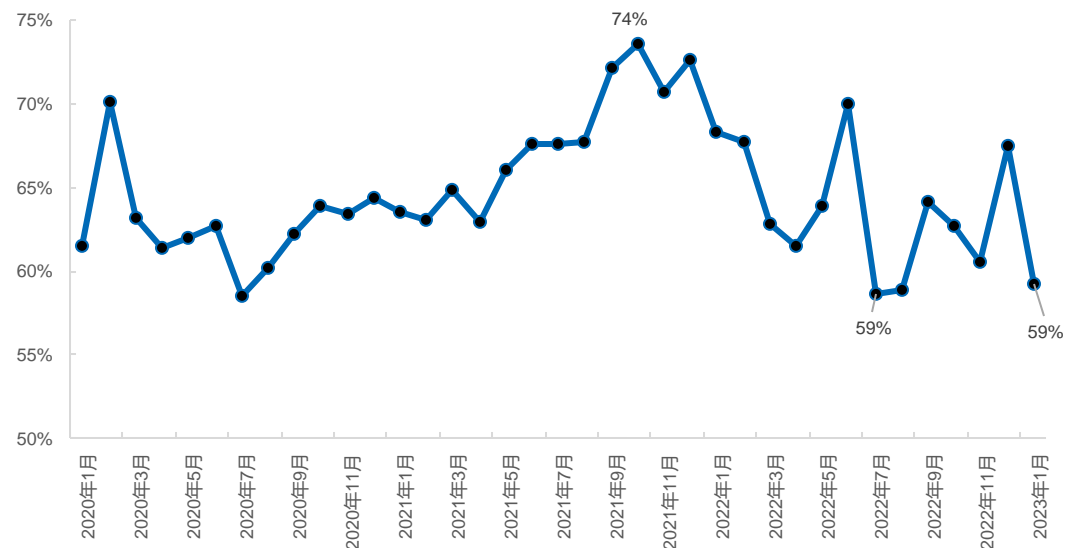
图表18：典型城市2023年周度二手房成交面积（万方）走势

城市	1W23	2W23	3W23	4W23	5W23	6W23
北京	19.8	31.7	18.2	0.0	28.0	29.6
深圳	5.7	6.6	2.7	0.0	5.3	6.1
杭州	5.1	5.0	2.8	0.0	4.5	5.9
南京	15.3	23.5	14.0	0.0	15.6	14.4
苏州	12.6	18.3	13.0	0.0	8.7	11.4
成都	28.6	34.7	22.6	0.0	38.7	43.3
厦门	3.6	5.4	3.4	0.0	3.8	3.9

来源：wind，国金证券研究所

二手房成交面积占一二手总成交面积比例逐步提升。从新房和二手房销售比例来看，13城（同时有新房和二手房销售数据），新房成交面积占一二手房总成交面积比例从2021年10月最高的74%降至2023年1月的59%，与2022年7-8月期间由于停工断贷事件影响下的成交比例相当。而2022下半年来二手房表现比新房好的主要原因为停工断贷事件让刚需购房者更倾向于买二手房，所见即所得，无交付风险。

图表19：13城新房成交面积占一二手房总成交面积比例



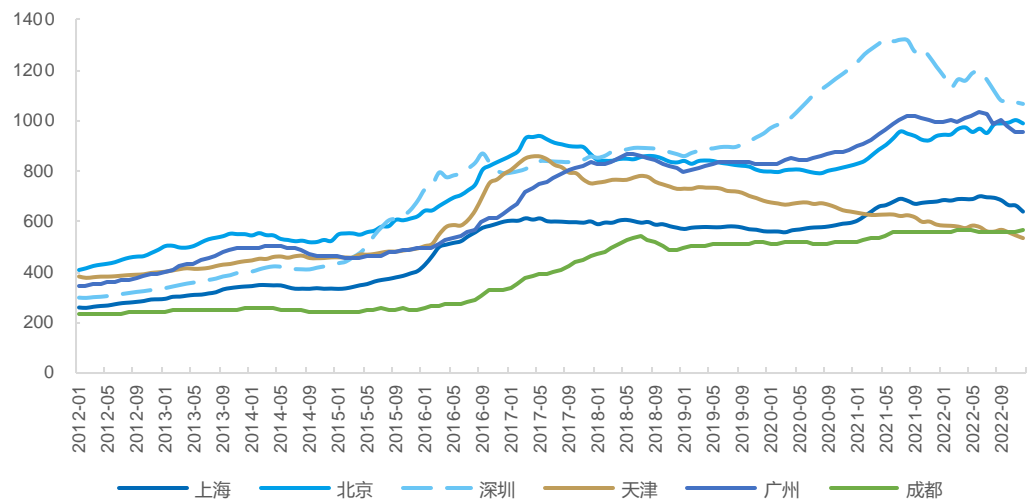
来源：wind，国金证券研究所 注：新房成交占比=新房成交面积/（新房成交面积+二手房成交面积）；13城包括北京、深圳、杭州、南京、苏州、青岛、成都、厦门、佛山、南宁、金华、扬州、江门

带看量和挂牌量等领先指标快速增加。据贝壳研究院数据，春节过后一周贝壳50城二手房日均成交量较1月春节前日均成交水平提高30%以上，日均带看客户量和新增挂牌房源量均较1月春节前日均水平提高1倍以上，长三角部分城市超过1.5倍。为后期二手房成交量的持续增长提供支撑。

### 高能级城市二手房价逐步企稳止跌

北京、上海、成都二手房价止跌，天津、广州、深圳尚在下跌中。从中原二手房领先指数看（报价领先于成交价），北京本轮二手房房价表现较强势，未出现明显跌幅；上海在经历一波近4%的下跌后，在12月和1月逐步企稳，业主出现惜售，不再以低价挂出成交；成都整体二手房价较为坚挺，处于小幅稳步增长态势；广州、深圳由于前期涨幅较大，目前二手房价仍然处于回调中，而近期成交量快速增加，预计二手房价企稳的时间或不会太久；而天津由于市场供求原因，一二手房价自17年以来持续下跌。高能级城市的二手房价止跌，对一二手房市场均有所提振，是楼市整体复苏的前兆。

图表20：重点城市二手房领先指数



来源：中原地产，国金证券研究所

### 竣工端受限于房企资金，复苏不及销售

#### 全国建筑项目开工复工率弱于去年同期

据百年建筑网数据，截至2023年农历正月十七，全国建筑项目开工复工率为38.4%，较2022年同期下降12.6pct；劳务到岗率43.3%，较2022年同期下降16.9pct。而从不同项目类型来看，开工率方面，房建项目开工率39.2%，强于市政项目弱于基建项目；到岗率方面，房建项目到岗率40.6%，在三大类项目中表现最为弱势。

图表21：全国建筑2021-2023年春节后开复工率

全国开工复工率	2021年	2022年	2023年
截至正月初十	17.5%	27.3%	10.5%
截至正月十七	48.6%	51.0%	38.4%
截至正月二十四	86.9%	69.6%	
截至二月初一	93.8%	80.4%	

来源：百年建筑，国金证券研究所

图表22：截至正月十七各类建筑项目开工率及劳务到岗率

项目类型	开工率	同比	到岗率	同比
基建	42.1%		47.9%	
市政	32.2%		42.3%	
房建	39.2%		40.6%	
合计	38.4%	-12.6cpt	43.3%	-16.9pct

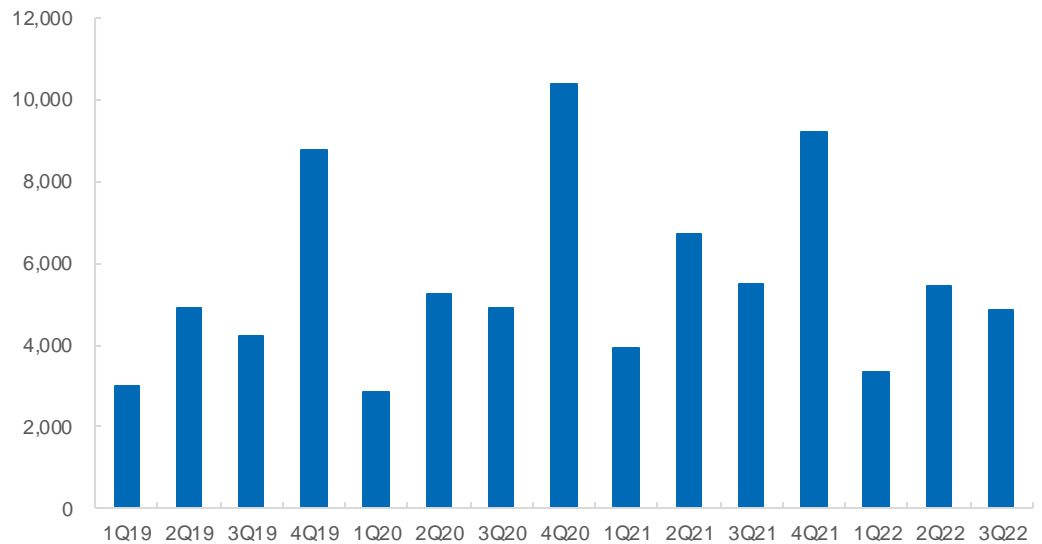
来源：百年建筑，国金证券研究所

### 开工复工率主要受房企资金限制

当前项目开复工的资金来源一是房企自身的投入（包含项目正常运转的开发贷等），二是保交楼政策给予的资金支持。

房企本身资金吃紧，且一季度不是房企结转时点，开复工意愿不强烈。从历年房企结转营收节奏来看，房企1-4季度占比分别为14.1%、24.22%、21.0%和40.7%，房企通常在二季度和四季度加快施工节奏，提升结转营收规模。同时自2H21以来，市场快速下行，销售回款大幅缩减，房企在偿债端压力较大，能在项目运营端投入的资金体量有限。

图表23：A股上市房企季度结转营收节奏



来源：公司公告，国金证券研究所

保交楼持续推进，但资金到位速度较慢。自2022年7月以来，保交楼一直是政策强调的重中之重，供给侧的多项措施齐齐发力保交楼，目前各项措施都在稳步推进，但到位资金速度较慢，难以支撑大量项目快速开复工。如保交楼重点城市郑州，在2022年提出了“4（棚改统贷统还、收并购、破产重组、保障性住房）+1（郑州市纾困基金）+1（国家保交楼专项借款）+5（大于三十天的五个专项行动）”的纾困模式，其中棚改统贷统还目前落地情况较缓慢；收并购除了河南铁建投入股建业集团外，无其他典型案例；破产重组的项目较少，仅几个小体量的老烂尾楼项目；保障性租赁住房全年落地体量较小，据行动计划中的10万套尚有距离。而郑州市的纾困基金和保交楼专项借款确实有落地，但预计当前落到项目层面的资金体量还难以达到保交付要求。我们认为只有销售端出现实质性好转，房企自身销售和外部政策支持相协同，才能实现较好的开复工和竣工。

### 政策宽松是大趋势·支撑市场持续复苏

#### 供给侧政策落地成效逐步显现

供给侧政策房企“三支箭”、保交楼专项借款、预售资金监管优化等措施正逐步落地，央行关于改善优质房企资产负债表的行动计划预计也将上线，供给政策基本应出尽出。近期有越来越多民营房企获得“第二支箭”的融资支持，1月中下旬已有中骏集团、雅居乐集团、新希望地产和合景泰富4家房企在增信支持下成功新发债券，金额在7-15亿元不等，预计后续房企在发债和增发等方面的融资支持会持续增加。

图表24：2023年1月中下旬获增信发债情况

日期	公司	金额 (亿元人民币)	期限 (年)	票面利率
2023/1/13	新希望地产	10	3	4.20%
2023/1/18	中骏集团	15	3	4.10%

2023/1/20	雅居乐集团	12	3	4.70%
2023/1/30	合景泰富	7	3	4.50%

来源：各公司公告，观点网，国金证券研究所

### 需求侧政策加速出台，3月或进入密集期

节前浙江全省、武汉市推进二手房“带押过户”，加快存量房的市场流通；济南、长沙等城市再度优化限购政策，降低购房门槛，以促进购房需求释放；节后武汉、南京等城市政策再发力，其中武汉基本取消全市限购，以提振市场销售；同时在各省市的开年第一会中，房地产市场的平稳健康运行都被放在了重要位置。我们预计需求端二线城市的宽松政策将持续出台，包括但不限于四限放松、认房认贷标准优化、普通住宅标准优化等；而当前一线城市的市场压力相对较小，其宽松政策的出台速度较缓慢，或在两会后能有明确基调。而我们认为后续宽松政策对置换改善需求的利好或更大，相应主打改善型产品的房企也能更受益。

图表25：2023年以来重点省市需求端放松政策

日期	省市	政策文件	政策内容
2023/1/10	武汉市	《关于推行二手房“带押过户”深化登记金融协同服务工作的通知》	今后在二手房交易过程中，卖方不需要先归还原有房贷就可以完成过户登记，买方可带抵押过户获取金融贷款，招商银行、光大银行作为试点银行正积极研究探索试点二手房买卖跨行信贷流程，推进“带押过户”全面落地。
2023/1/13	长沙市	《依法生育两个及以上子女的长沙本市户籍家庭购房认定条件的，可在原有家庭限购2套的基础上增加1套购房指标，长沙户籍家庭购买限购区域第3套商品住房不受缴交社保或个税、房屋网签或办理不动产登记时间等限制。》	依法生育两个及以上子女的长沙本市户籍家庭，符合二孩及以上家庭购房政策认定条件的，可在原有家庭限购2套的基础上增加1套购房指标，长沙户籍家庭购买限购区域第3套商品住房不受缴交社保或个税、房屋网签或办理不动产登记时间等限制。
2023/1/17	浙江省	《关于深化多跨协同推进二手房“带押过户”登记服务新模式的通知》	常态化提供“带押过户”登记服务、稳妥推进“带押过户”贷款业务增量扩面、加快实现“带押过户”全流程线上办、加快推动“带押过户”政策落地见效等。
2023/1/18	济南市	《济南市进一步优化房地产市场政策措施》	对限购区域内已有3套及以上住房的，出售1套后，可于半年内在限购区域再购买1套住房；非本市户籍家庭在我市限购区域内购房，不用再提供个人所得税或社会保险证明。
2023/1/19	长沙市	《关于强省会人才购房实施细则》	45周岁及以下的具有专科及以上学历（博士、硕士学历不限年龄）或中级及以上专业技术资格（高级专业技术资格不限年龄）的人才，可通过人才引进便捷落户长沙，落户后缴纳社保或个税，可在长沙限购区域内购买首套住房。
2023/2/3	南京	《关于推动经济运行率先整体好转的若干政策措施》	对出售自有住房并在现住房出售后1年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。允许分区实施阶段性住房购买契税补贴优惠。支持提取住房公积金支付购房首付款，减轻居民首付资金周转压力。在充分尊重居民意愿基础上，适当拓宽房屋征收货币化安置渠道。
2023/2/6	武汉	《关于激发市场主体活力推动经济高质量发展的政策措施》	支持居民家庭合理住房消费，结合房价和新房库存情况动态调整住房限购范围。在我市住房限购区域购房的居民家庭可新增一个购房资格，在非限购区域拥有的住房不计入居民家庭购房资格认定套数，非本市户籍居民家庭在限购区域购买首套住房的可实行购房资格“承诺办、容缺办”。

来源：各政府网站，国金证券研究所

## 投资建议

### 推荐有拿地能力、布局高能级城市、主打改善产品的房企

当前新房市场分化，市场整体弱复苏，高能级、高档次（中高端改善）项目去化表现更为优异；在 2021-2022 年土地缩量且地方平台拿地占比较高的背景下，2023 年住宅有效供给或面临收缩，优质城市将进入去库存阶段，叠加二手房价的企稳，我们认为市场的复苏是可持续的；当年上市项目面临的竞争压力更小，能获得更高的利润率，利好 2021 年下半年以来能持续拿地的房企。同时未来政策宽松是大趋势，且后续能够出台的政策将更加利好置换改善需求的释放，主打改善型产品的房企更受益。

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，如绿城中国、建发国际集团（及受益的建发股份）、滨江集团，其能实现规模业绩双增长，ROE 有望稳步提升。

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

高弹选择优质民营房企及相关物业企业，如中骏集团控股、建业新生活等，当前供给侧政策直接利好尚未出险的民营房企，估值偏低的标的股价有更大恢复弹性。

二手房市场活跃度持续向好，推荐强房产中介平台贝壳。

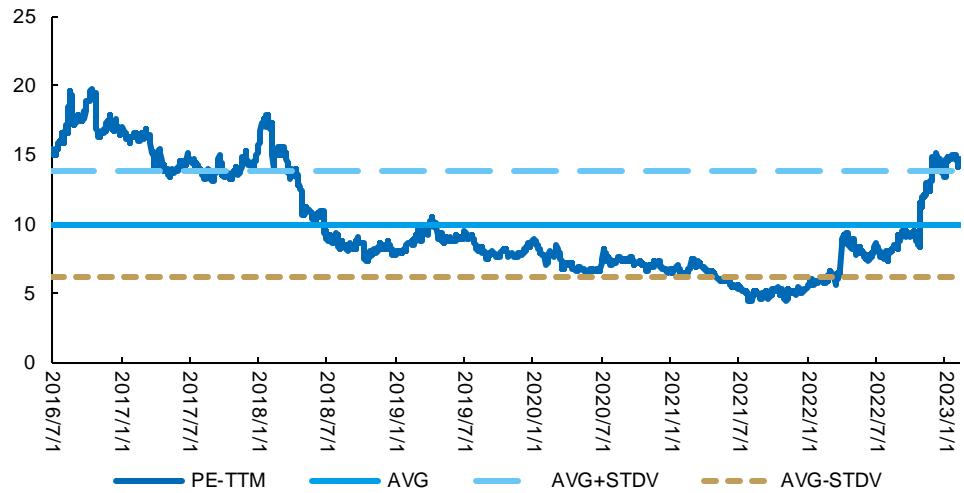
图表 26：2021-2022 年房企权益拿地金额总榜 TOP20

排行	企业名称	土地宗数(宗)	总权益拿地金额 (亿元)	总规划建面(万 m <sup>2</sup> )	溢价水平(%)	楼面均价(元/m <sup>2</sup> )
1	保利发展	227	2122	3110	10	10011
2	华润置地	115	1900	1908	11	12959
3	中海地产	88	1892	1068	10	18418
4	万科	150	1475	2353	19	7726
5	招商蛇口	106	1383	1452	16	14987
6	绿城中国	113	1376	1236	16	12754
7	建发房产	102	1233	1142	17	14458
8	碧桂园	280	1162	3213	15	3787
9	龙湖集团	121	1047	1551	8	8373
10	中国铁建	146	1001	2188	4	5351
11	滨江集团	66	825	675	12	17457
12	越秀地产	49	778	652	10	15274
13	中国金茂	65	650	888	8	8562
14	中国中铁	105	587	1473	4	4663
15	金地集团	73	579	968	10	8483
16	武汉城建集团	27	549	488	4	13612
17	融创中国	108	549	1298	21	9439
18	A 房企	31	442	314	5	17400
19	国贸地产	25	414	456	6	13329
20	新城控股	84	406	1254	15	4574

来源：中指研究院，国金证券研究所

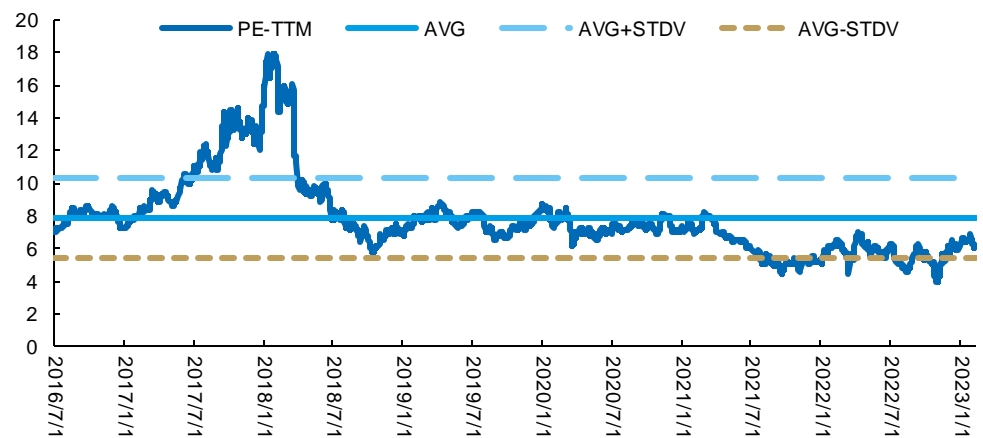
行业估值

图表27: A股地产 PE-TTM



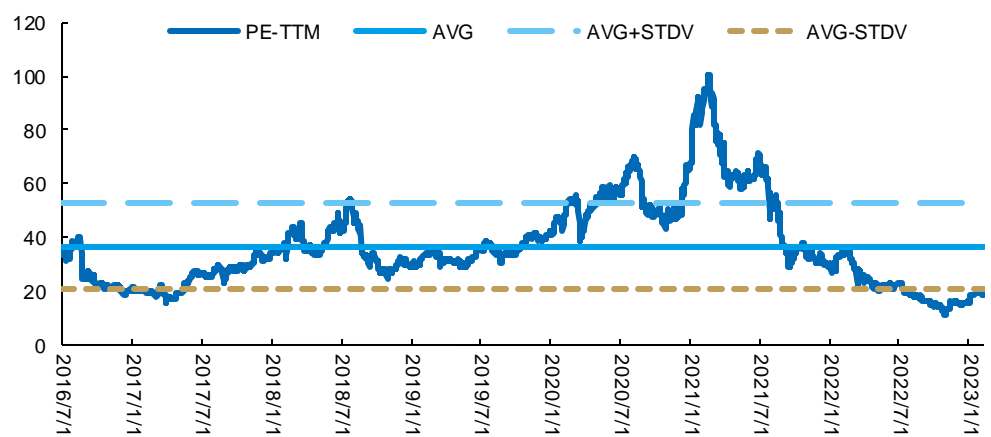
来源: wind, 国金证券研究所

图表28: 港股地产 PE-TTM



来源: wind, 国金证券研究所

图表29: 港股物业股 PE-TTM



来源: wind, 国金证券研究所

图表30: 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	1,964	8.7	8.3	7.6	225.2	235.5	257.1	-46%	5%	9%
600048.SH	保利发展	买入	1,889	6.9	10.3	8.4	273.9	183.0	224.8	-5%	-33%	23%
001979.SZ	招商蛇口	买入	1,146	11.1	27.3	20.6	103.7	42.1	55.5	-15%	-59%	32%
600153.SH	建发股份	买入	396	6.5	6.1	5.2	61.0	65.1	76.9	35%	7%	18%
002244.SZ	滨江集团	买入	333	11.0	8.3	6.3	30.3	40.1	52.9	30%	32%	32%
0688.HK	中国海外发展	买入	1,907	4.7	4.7	4.3	401.6	409.1	440.0	-9%	2%	8%
3900.HK	绿城中国	买入	243	5.4	4.3	2.8	44.7	56.0	88.2	18%	25%	58%
1908.HK	建发国际集团	买入	387	12.2	7.9	5.4	31.7	48.8	72.2	42%	54%	48%
2423.HK	贝壳*	买入	1,633	71.2	106.3	31.9	22.9	15.4	51.2	-60%	-33%	233%
9666.HK	金科服务	买入	71	6.8	8.7	7.2	10.6	8.2	9.9	71%	-23%	21%
9983.HK	建业新生活	买入	36	5.9	5.3	4.7	6.2	6.9	7.8	45%	11%	14%
6098.HK	碧桂园服务	买入	479	11.9	9.3	7.3	40.3	51.8	65.2	50%	28%	26%
1209.HK	华润万象生活	买入	823	47.7	36.6	29.0	17.2	22.5	28.4	111%	30%	26%
1995.HK	旭辉永升服务	买入	54	8.8	6.6	5.2	6.2	8.2	10.4	58%	33%	26%
3316.HK	滨江服务	买入	62	19.2	14.1	10.6	3.2	4.4	5.8	47%	35%	33%
6626.HK	越秀服务	买入	64	17.8	15.9	14.5	3.6	4.0	4.4	81%	12%	10%
2156.HK	建发物业	买入	52	32.8	22.1	15.4	1.6	2.4	3.4	50%	49%	43%
	平均值		<b>679</b>	<b>17.0</b>	<b>17.8</b>	<b>11.0</b>	<b>75.5</b>	<b>70.8</b>	<b>85.5</b>	<b>30%</b>	<b>10%</b>	<b>39%</b>
	中位值		<b>387</b>	<b>11.0</b>	<b>8.7</b>	<b>7.3</b>	<b>30.3</b>	<b>40.1</b>	<b>52.9</b>	<b>42%</b>	<b>12%</b>	<b>26%</b>

来源: wind, 国金证券研究所 注: 1) 数据截至 2023 年 2 月 10 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。

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。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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402