

## 张弓搭箭 一触即发

——房地产行业投资策略

申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 投资摘要:

政策面: 供需两端步入加速宽松期

- **回顾 2022:** 经历政策风向转变、需求端宽松加速、聚焦“保交楼”以及加速纾困四个阶段, 政策节奏始终跟随行业内的主要矛盾而变动, 同时反映着对行业态度的转变;
- **展望 2023:** 行业进入加速纾困期, 供需两端齐发力, 政策空间持续打开。

基本面: 2023 年销售回正 打破供需双弱负向循环

- **回顾 2022:** 供需双弱下形成负循环, 销售回款不畅, 导致资金紧张, 债务风险事件发生, 进一步增加销售去化及融资难度, 周期下行、疫情、交付风险多因素冲击下, 全年各项中观指标均承压, 四季度出现边际改善;
- **销售额及销售面积:** 依据以往周期政策效果及不同能级城市改善节奏, 我们预计 2023 年中实现单月增速转正, 销售额同比+5.4%, 销售面积同比+0.8%;
- **新开工面积:** 跟随销售同向转暖, 但节奏略有滞后, 主因为房企资金及信心难以跟随销售同步快速复苏, 存在一定时滞, 新开工面积同比-2.7%;
- **竣工面积:** “保交楼”政策下竣工指标表现将好于其他指标, 结合对应前置销售周期仍处于同期正增速区间, 预计竣工面积同比+8.1%;
- **房地产投资:** 受施工面积、施工强度、土地购置费三者影响, 其中施工面积与 2022 年基本保持一致, 施工强度较上年小幅增加, 土地购置费因受 2022 年土地成交低迷影响, 为投资端主要拖累, 全年建安工程投资同比为-0.14%, 土地购置费-4%, 房地产投资增速-1.4%。

市场面: 以史为鉴 2023 年行情确定性高

- **回顾以往周期:** 我们回顾了 2008、2011、2014 三轮地产行情, 每轮行情普遍存在政策面、基本面、尾部三轮行情, 并梳理了地产行情的在布局时点和上涨空间的特征;
- **时间特征:** 政策面行情紧跟政策变动而启动; 基本面行情跟随基本面好转启动, 存在预期先行的现象, 但持续好转的基本面表现能形成持续的上涨行情, 在销售单月回正后仍有客观的交易空间; 尾部行情处于政策边际收紧与全面收紧之间; 对于政策走势提前判断可帮助确认收益, 从基本面走势的前置关系来看, 需重点关注销售高热与投资企稳两个时点;
- **空间特征:** 政策、基本面行情具备显著超额收益, 尾部行情跟随大市上涨;
- **聚焦当下:** 政策仍有放松空间, 基本面利好兑现预期逐步走近, 行业贝塔机会具备确定性; **从择时来看,** 基本面复苏的行情收益稳定, 且在销售单月回正后仍具备持续性, 且可跑赢大市; **从空间来看,** 当前政策行情整体涨幅并不高, 在经历多轮落后后市场对基本面复苏的预期交易不大, 存在预期差空间; **从外部条件来看,** 疫情影响在快速消退, 供需两端政策仍在进一步放松, 对行业走强将起到额外支持。

投资策略: 贝塔行情下把握三条逻辑主线

- **高胜率策略:** 聚焦拿地积极、销售同比及占位提升的优质房企, 强者恒强下, 中型房企规模突破, 大型房企份额稳定增长, 确定性强, 推荐滨江集团, 建议关注建发国际、华润置地、保利发展、越秀地产;
- **高弹性策略:** 行业纾困, 基本面复苏下的估值修复逻辑, 关注一阶段经营困境转向可持续经营, 以及二阶段规模收缩向稳健发展的两次修复逻辑, 建议关注龙湖集团、金地集团、中骏集团;
- **寻找格局重塑的潜在机遇:** 部分民企退场, 全国商品房市场总量企稳背景下, 关注中小房企的扩张机遇, 建议关注天地源、苏州高新等。

风险提示: 商品房市场复苏不及预期、疫情反复风险、部分企业债务违约等。

| 累计同比增速 | 销售额  | 销售面积   | 新开工面积  | 竣工面积   | 房地产投资  |
|--------|------|--------|--------|--------|--------|
| 2022   | -27% | -24.3% | -39.4% | -15.0% | -10.0% |
| 2023E  | 5.4% | 0.8%   | -2.7%  | 8.1%   | -1.4%  |

评级

增持 (维持)

2023 年 02 月 21 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

翟苏宁

研究助理

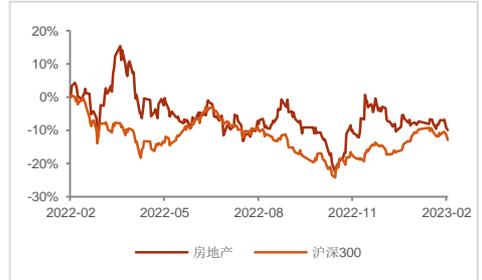
SAC 执业证书编号: S1660121100010

zhaisuning@shgsec.com

## 行业基本资料

|         |       |
|---------|-------|
| 股票家数    | 115   |
| 行业平均市盈率 | 13.27 |
| 市场平均市盈率 | 12.08 |

## 行业表现走势图



资料来源: wind, 申港证券研究所

## 相关报告

- 1、《房地产行业研究周报: 地产板块中小市值投资逻辑初探》2023-02-20
- 2、《房地产行业研究周报: 新房销售仍待复苏 二手房热度高于新房》2023-02-12
- 3、《房地产行业研究周报: 1 月房企销售同比负增速 土地市场平淡》2023-02-06

## 内容目录

|   |    |
|---|----|
| 1. 政策面：供需两端步入加速宽松期.....                       | 4  |
| 2. 基本面：2023 年销售回正 打破供需双弱负向循环.....             | 8  |
| 2.1 基本面回顾：2022 年供需双弱 形成负向循环.....              | 8  |
| 2.1.1 销售：多因素冲击下仍未走出低谷.....                    | 8  |
| 2.1.2 资金：各资金渠道均承压 政策支持下进入边际改善.....            | 11 |
| 2.1.3 土地：全年供需双弱 热度低迷尚未见改善.....                | 14 |
| 2.1.4 施工：“保交楼”下竣工修复 新开工承压.....                | 15 |
| 2.1.5 投资：土地购置费与施工双降 投资首录负增速.....              | 16 |
| 2.2 2023 年展望：峰回路转 行业迈入新时代起点.....              | 18 |
| 2.2.1 销售的判断：年中回正 全年实现正增长.....                 | 18 |
| 2.2.2 其他中观指标展望：滞后销售逐步企稳.....                  | 21 |
| 3. 市场面：以史为鉴 2023 年行情确定性强.....                 | 24 |
| 3.1 指数行情回顾：基本面复苏行情具备确定性.....                  | 24 |
| 3.1.1 周期一（2008-2010），政策与基本面共振，实现最强地产行情.....   | 24 |
| 3.1.2 周期二（2011-2010），弱政策与弱基本面下，行情节奏特征不显著..... | 27 |
| 3.1.3 周期三（2014-2016），复苏周期拉长，形成多轮行情.....       | 29 |
| 3.2 三轮周期差异及对本轮周期的贝塔行情的启示.....                 | 30 |
| 4. 投资策略：贝塔行情下把握三条逻辑主线.....                    | 33 |
| 4.1 高胜率策略：聚焦确定性强的中长期优质房企.....                 | 33 |
| 4.2 高弹性策略：行业纾困与复苏中寻找个股修复机会.....               | 35 |
| 4.3 格局重塑机遇：聚焦中小票 扩大布局范围.....                  | 35 |
| 5. 风险提示.....                                  | 36 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1：2022 年商品房销售面积及金额累计及单月同比.....            | 8  |
| 图 2：历年商品房销售面积金额及同比.....                     | 8  |
| 图 3：近十年商品房销售面积单月值（万平方米）.....                | 9  |
| 图 4：2022 年商品房销售价格走势.....                    | 9  |
| 图 5：历年商品房销售价格及同比.....                       | 9  |
| 图 6：2022 年商品房现房期房销售面积及销售额单月同比.....          | 9  |
| 图 7：2022 年全国商品房及 13 城二手房销售面积同比.....         | 9  |
| 图 8：65 座城市销售面积单月同比.....                     | 10 |
| 图 9：65 座城市销售面积累计同比.....                     | 10 |
| 图 10：近 4 年 4 座一线城市单月销售面积及偏离均值水平（万平方米）.....  | 10 |
| 图 11：近 4 年 26 座一线城市单月销售面积及偏离均值水平（万平方米）..... | 10 |
| 图 12：近 4 年 35 座一线城市单月销售面积及偏离均值水平（万平方米）..... | 10 |
| 图 13：2022 年 65 座城市房价单月同比.....               | 11 |
| 图 14：2019 年至 2022 年 65 座城市房价变动（基数 100）..... | 11 |
| 图 15：2022 年房地产开发资金来源同比.....                 | 11 |
| 图 16：近年房地产开发资金来源组成结构.....                   | 11 |
| 图 17：2022 年行业主要资金来源累计同比.....                | 12 |
| 图 18：2022 年行业主要资金来源单月同比.....                | 12 |
| 图 19：近年房地产开发贷年度余额及同比.....                   | 12 |
| 图 20：近年房地产开发贷月度余额及同比.....                   | 12 |
| 图 21：近年房地产行业新发债券金额及同比.....                  | 12 |
| 图 22：2022 年房地产行业新发债券金额及同比.....              | 12 |
| 图 23：近年全国土地供应成交规模及同比.....                   | 14 |
| 图 24：2022 年全国土地供应成交规模及同比.....               | 14 |
| 图 25：近年全国土地成交楼面价及溢价率.....                   | 14 |
| 图 26：2022 年全国土地成交楼面价及溢价率.....               | 14 |
| 图 27：历年新开工面积及同比.....                        | 15 |
| 图 28：2022 年新开工面积累计及单月同比.....                | 15 |
| 图 29：近四年新开工面积单月值（万平方米）.....                 | 15 |
| 图 30：历年竣工面积及同比.....                         | 16 |
| 图 31：2022 年竣工面积累计及单月同比.....                 | 16 |
| 图 32：近四年新开工面积单月值（万平方米）.....                 | 16 |
| 图 33：历年房地产开发投资及同比.....                      | 16 |
| 图 34：2022 年房地产开发投资单月及累计同比.....              | 16 |
| 图 35：近四年房地产投资额单月值（亿）.....                   | 17 |

|   |    |
|---|----|
| 图 36: 历年土地购置费及施工投资额及同比.....                   | 17 |
| 图 37: 2022 年土地购置费及施工类投资同比.....                | 17 |
| 图 38: 65 座一二三四线城市近年住宅销售及涉宅用地建筑面积成交情况.....     | 19 |
| 图 39: 2022 年克而瑞 65 城及全国商品房销售面积单月同比.....       | 20 |
| 图 40: 近年一二三四线销售占比推算.....                      | 20 |
| 图 41: 商品房销售面积及土地成交价款累计同比.....                 | 22 |
| 图 42: 土地购置费及土地成交价款累计同比.....                   | 22 |
| 图 43: 商品房销售面积及新开工面积累计同比.....                  | 22 |
| 图 44: 竣工面积及销售面积累计同比增速.....                    | 22 |
| 图 45: 近年月度净停工率.....                           | 23 |
| 图 46: 近年施工强度及同比增速.....                        | 23 |
| 图 47: 2008-2010 年申万地产指数行情及商品房销售面积表现.....      | 26 |
| 图 48: 2011-2013 年申万地产指数行情及商品房销售面积表现.....      | 28 |
| 图 49: 2014-2016 年申万地产指数行情及商品房销售面积表现.....      | 30 |
| 图 50: 三轮周期指数主要上周区间涨幅.....                     | 32 |
| 图 51: 申万地产指数近期日涨跌幅.....                       | 33 |
| 图 52: 2022 年主要房企权益销售额及同比.....                 | 34 |
| 图 53: 2023 年 1 月主要房企权益销售额及同比.....             | 34 |
| 图 54: 2022 年 30 家主要房企拿地强度表现.....              | 34 |
| 图 55: 历年全国成交土地规划住宅类建面及同比.....                 | 36 |
| 图 56: 2021 及 2022 年 TOP100 房企拿地面积及同比.....     | 36 |
| <br>  |    |
| 表 1: 第一阶段 (2021 年 9 月末-2022 年 2 月中) 重点政策..... | 4  |
| 表 2: 第二阶段 (2022 年 2 月中-6 月) 重点政策.....         | 5  |
| 表 3: 第三阶段 (2022 年 7 月-10 月) 重点政策.....         | 6  |
| 表 4: 第三阶段 (2022 年 11 月-2023 年 1 月) 重点政策.....  | 7  |
| 表 5: 近期民企及混合制房企债券融资.....                      | 13 |
| 表 6: 近期房企股权融资.....                            | 14 |
| 表 7: 历轮周期政策变动节点与销售面积变动的时滞关系.....              | 18 |
| 表 8: 历年统计局销售面积环比增速.....                       | 20 |
| 表 9: 销售面积单月增速假设.....                          | 21 |
| 表 10: 2023 年施工面积测算.....                       | 23 |
| 表 11: 2023 年房地产发投资估算.....                     | 24 |
| 表 12: 中观指标估算汇总.....                           | 24 |
| 表 13: 2008-2010 年地产申万指数及基本面表现.....            | 25 |
| 表 14: 2008 年周期主要节点事件.....                     | 26 |
| 表 15: 2011-2013 年地产申万指数及基本面表现.....            | 27 |
| 表 16: 2014-2016 年地产申万指数及基本面表现.....            | 29 |
| 表 17: 三轮周期政策行情启动时点.....                       | 31 |
| 表 18: 三轮周期基本面行情时点.....                        | 31 |
| 表 19: 三轮周期行情尾声时点特征.....                       | 31 |

## 1. 政策面：供需两端步入加速宽松期

回顾本轮地产周期及行情，调控政策始终聚焦于行业的主要矛盾并保持着引导预期的能力。具体来看，伴随着行业困境的主要矛盾变化，政策松绑共经历了四个具有清晰特征的阶段，分别为政策风向转变（2021年9月末-2022年2月中）、需求端宽松加速（2022年2月中-6月）、聚焦“保交楼”（2022年7月-10月）、以及加速纾困阶段（2022年11月-2023年1月）。

**第一阶段（2021年9月末-2022年2月中），对房地产行业政策风向出现转变，供给需求两端政策均有松绑，但表态意味大于实质，整体力度不强。**其中9月末-10月，多个公开会议上相关部门发声，表示将维护房地产市场健康发展，合理的融资需求得到满足，标志着本轮政策转向起点，随后在开发贷、“因城施策”调控领域均有宽松转向；但整体来看，这一阶段政策放松尚不显著，部分地方政策也存在“一日游”现象，政策边际仍处于摸索阶段，部分重点政策变动如下：

- ◆ **政策表述由“调控”向“稳定”转向，行业风险已纳入考量：**2021年9月24日，央行货币政策委员会三季度例会上，提出要“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”；2021年10月27日，21年金融街论坛年会上，央行副行长潘功胜指出，行业风险偏好过渡收缩行为正逐步得以矫正，**对融资端的收缩及行业风险已纳入考量**；2021年12月10日，中央经济工作会议表示，坚持房子是用来住的，不是用来炒的，加强预期引导，**基调仍以预期管理为主。**
- ◆ **供给端由并购贷首现宽松：**2021年12月20日，央行及银保监会发文支持优质房企并购收购重点房企项目，鼓励银行稳妥有序开展并购贷业务；2022年1月6日，财联社报道，并购贷不计入“三条红线”指标考核。
- ◆ **需求端“因城施策”以非核心城市为主，放松公积金贷款、住房补贴等非核心政策，**其中较具有代表性包括济南率先取消公积金贷款户籍限制，马鞍山等地提高公积金贷款额度，北海率先下调公积金贷款首付比例，福州二线城市跟进公积金贷款比例下调，自贡公积金贷款认定推行“认贷不认房”政策等。

表1：第一阶段（2021年9月末-2022年2月中）重点政策

| 时间                   | 政策类型 | 政策范围/相关会议         | 政策内容  |
|----------------------|------|-------------------|---|
| 2021/9/24            | 行业表述 | 央行货币政策委员会21年三季度例会 | 提出维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益。  |
| 2021/10/27           | 行业表述 | 2021年金融街论坛年会      | 央行副行长潘功胜指出，近期房地产及相关金融市场出现波动，是在个别企业违约后的应激反应，风险偏好过度收缩的行为逐步得以矫正，融资行为和金融市场价格正逐步恢复正常。                          |
| 2021/12/8-2021/12/10 | 行业表述 | 中央经济工作会议          | 要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。 |
| 2021/12/20           | 供给端  | 并购贷支持             | 央行和银保监会联合发布《关于做好重点房地产企业风险处置项目并购金融服务的通知》，支持优质的房企兼并收购重点房企的项目；鼓励银行稳妥有序开展并购贷款业务。                              |
| 2022/1/6             | 供给端  | 并购贷支持             | 财联社报道，并购贷不计入“三条红线”指标。   |
| 2021/12/31           | 需求端  | 济南-取消公积金贷款户籍限制    | 异地住房公积金贷款在审批时，取消户籍限制。   |
| 2022/1/1             | 需求端  | 长春-人才购房补贴         | 对符合要求的人才，给予购房补贴3、5、8万安家费，顶尖人才20-50万购房补贴，应届生购首套商品房2万补贴。  |
| 2022/1/3             | 需求端  | 马鞍山-提高公积金贷款额度     | 高层次人才住房公积金连续缴存6个月以上，首次购买普通商品住房，公积金贷款最高60万元。   |
| 2022/1/12            | 需求端  | 北海-下调公积金贷款二套首付比例  | 职工家庭购买第二套住房或申请第二次住房公积金贷款，最低首付比例由60%下调至40%。  |
| 2022/1/14            | 需求端  | 自贡-实行公积金贷款“认贷不认房” | 实行只认贷不认房的认定标准，既无住房公积金贷款记录又无尚未完清的住房商业贷款，按首套房贷款政策执行。  |

| 时间        | 政策类型 | 政策范围/相关会议         | 政策内容  |
|-----------|------|-------------------|---|
| 2022/1/28 | 需求端  | 福州-下调公积金贷款二套房首付比例 | 在福州市行政区域范围内购房的职工家庭，第二次申请纯住房公积金贷款首付比例调整为由 50% 下调至 40%。 |

资料来源: wind 国务院 人民银行 银保监会 各地政府官网 财联社等 申港证券研究所

**第二阶段 (2022 年 2 月中-6 月)**, 行业在需求端政策加速落地, “因城施策”城市能级及政策力度均有提升, 同时降息降准等总量政策出台, 供给端债券融资获支持。其中以 2 月 17 日上东菏泽下调新房首付比例至 20% 为转折点, 随后包括郑州 19 条政策、国务院金融稳定发展委员会会议召开明确控制行业风险、房贷利率下限及 5 年期 LPR 利率调整等一系列利好出台, 标志着行业政策宽松进入加速期, 部分重点政策变动如下:

- ◆ **政策表述聚焦风险化解, 态度更为积极:** 3 月 16 日, 国务院金融稳定发展委员会会议召开, 要求“对房地产行业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。”会后, 央行、银保监会、证监会、外汇局召开了专题会议, 并发声表示将积极配合行业风险化解工作, 同时财政部明确 2022 年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件。
- ◆ **供给端房企债券融资获支持:** 5 月 27 日上交所为龙湖、碧桂园、新城、旭辉、美的置业 5 家示范房企举办投资者路演, 支持房企进行债券融资, 随后 5 家房企在 5-6 月期间均有新发债券, 且均采用了信用保护工具。
- ◆ **需求端总量政策出台, “因城施策”宽松城市能级及政策力度持续加强:** 2 月 17 日, 山东菏泽下调首套房贷款比例至 20%, 成为首个下调商业贷款首套房首付比例的城市; 2 月 21 日强二线城市广州六大行集体下调房贷利率 20BP; 3 月 1 日, 郑州一次性出台十九条政策, 包括“认贷不认房”、货币化安置、投亲购房等政策; 5 月 9 日, 苏州放松限购限售要求, 政策范围向强二线城市, 内容向限售、限购强政策提升, 随后强二线城市如成都、南京等均有宽松政策出台, 且宽松力度更强; 5 月 15 日, 房贷利率下限在 LPR 利率基础下浮 20BP, 5 月 20 日, 5 年期 LPR 利率下调 20BP, 总量政策出台。

表2: 第二阶段 (2022 年 2 月中-6 月) 重点政策

| 时间        | 政策类型 | 政策范围/相关会议部门           | 政策内容  |
|-----------|------|-----------------------|---|
| 2021/3/16 | 行业表述 | 国务院金融稳定发展委员会会议-关注行业风险 | 对房地产行业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。  |
| 2021/3/16 | 行业表述 | 财政部-房产税暂不推行           | 2022 年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件。  |
| 2022/5/27 | 供给端  | 债券支持                  | 上交所为碧桂园、龙湖、旭辉、美的置业、新城控股 5 家开发商举办投资者路演, 支持房企进行债券融资。  |
| 2022/2/17 | 需求端  | 菏泽-下调首套房首付比例          | “无房无贷”首付比从之前最低 30%, 降至最低 20%。   |
| 2022/2/21 | 需求端  | 广州-下调房贷利率             | 工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、邮储银行六大行同步下调房贷利率 20BP。  |
| 2022/3/1  | 需求端  | 郑州-出台十九条行业支持政策        | 发布《关于促进房地产业良性循环和健康发展的通知》, 包括“认贷不认房”、货币化安置、投亲购房等多方面均有涉及。   |
| 2022/4/1  | 需求端  | 衢州-取消限购、限售放松          | 非本市户籍购房视同本市户籍家庭执行购房政策, 通知发布后市区新出让地块新建商品住房、已出让地块未网签的 144 平方米及以上新建商品住房不限售。  |
| 2022/4/26 | 需求端  | 佛山-放松限购               | 满 5 年购房不计入限购套数  |
| 2022/5/9  | 需求端  | 苏州-放松限售、限购            | 非本市户籍购房条件由三年累计 24 个月社保调整为连续 6 个月社保, 新房限制转让时间由 3 年调整为 2 年, 二手房不再限制转让年限, 非限购区域房产不再计入限购套数。                                   |
| 2022/5/15 | 需求端  | 房贷利率下限下调 20BP         | 贷款购买普通自住住房的居民家庭, 首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减 20 个基点。   |
| 2022/5/20 | 需求端  | 5 年前 LPR 利率降低 15BP    | 5 年期 LPR 利率由 4.6% 下调至 4.45%, 下调 15BP  |
| 2022/5/31 | 需求端  | 成都-放松限售、限购、公积金贷款限制    | 限购区域非户籍购房社保由连续 24 月下调至 12 月; 二孩及以上家庭可新购 1 套商品房; 限售限制由产证 3 年调整至备案 3 年; 住房用于保障性租赁住房, 可新增 1 套限购套数; 公积金贷款首付比例由 30% 下降至 10% 等。 |
| 2022/6/13 | 需求端  | 南京-放松限购               | 非南京户籍提供 6 个月社保证明即可开具购房证明, 征缴方式不作区分。   |

资料来源: wind 国务院 人民银行 上交所 各地政府官网 澎湃新闻等 申港证券研究所

**第三阶段（2022年7月-10月），受房企资金紧张影响，部分项目交付风险显现，政策聚焦于“保交楼”，重塑购房者信心，同时行业风险已充分确认，行业纾困加速。**其中主要以7月14日多家银行公开回应按揭贷款风险，同日银保监会表示需关注“保交楼”为始，“保交楼”成为政策关注核心，部分重点政策变动如下：

- ◆ **政策表述关注“保交楼、稳民生”，行业泡沫势头已扭转：**7月14日，财联社报道，银保监会回应“停贷”事件，表示将支持地方政府积极推进“保交楼、保民生、保稳定”工作；9月23日，银保监会表示，**房地产金融化泡沫化势头得到实质性扭转**，增量风险已基本控制，存量风险化解正有序推进。
- ◆ **供给端优先关注“保交楼”，房企融资同步获新支持：**8月19日住建部、财政部央行表示将通过政策性银行专项贷款支持“保交楼”，8月29日，该笔专项借款规模已达2000亿元；随后各地方政府同步积极开展“保交楼”动作，其中郑州在9月7日提出专项行动，明确在10月6日前完成全面复工。
- ◆ **需求端利率持续下行，实行差异化信贷政策，强一线城市外围限售出现松动：**8月22日，**5年期LPR利率下调15BP**；9月29日，央行决定实行差异化住房信贷政策，**符合条件城市首套房贷款利率不设下限**；9月29日，杭州萧山放松限购；10月28日，上海临港放松限购。

**表3：第三阶段（2022年7月-10月）重点政策**

| 时间         | 政策类型 | 政策范围/相关会议部门        | 政策内容   |
|------------|------|--------------------|--|
| 2022/7/14  | 政策表述 | 银保监会-回应关注停贷事件      | 银保监会有关部门负责人回应“停贷”，表示将引导金融机构市场化参与风险处置，加强与住建部门、中国人民银行工作协同，支持地方政府积极推进“保交楼、保民生、保稳定”工作。         |
| 2022/7/28  | 政策表述 | 中央政治局会议-聚焦保交楼      | 要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生。                   |
| 2022/9/23  | 政策表述 | 银保监会-行业泡沫得扭转       | 银保监会表示，房地产金融化泡沫化势头得到实质性扭转。   |
| 2022/8/19  | 供给端  | “保交楼”专项借款          | 住建部、财政部、央行：通过政策性银行专项借款方式支持已售逾期难交付的住宅项目建设交付。  |
| 2022/8/29  | 供给端  | “保交楼”专项借款          | “保交楼”专项借款初期规模达2000亿元，由央行指导国家开发银行、中国农业发展银行在现有贷款额度中安排。中央财政将根据实际借款金额，对政策性银行予以1%的贴息，贴息期限不超过两年。 |
| 2022/9/7   | 供给端  | 郑州-明确当地“保交楼”专项实施方案 | 郑州市印发“大干30天，确保全市停工楼盘全面复工”保交楼专项行动实施方案，文件要求，10月6日前，实现郑州市所有停工问题楼盘项目全面持续实质性复工。                 |
| 2022/10/21 | 供给端  | 证监会-股权融资放松         | 证监会：在确保股市融资不投向房地产业务的前提下，允许以下存在少量涉房业务但不以房地产为主业的企业在A股市场融资。                                   |
| 2022/8/22  | 需求端  | 5年前LPR利率降低15BP     | 央行：5年期以上LPR由4.45%下调15BP至4.3%。  |
| 2022/9/29  | 需求端  | 央行-差异化信贷政策         | 央行：决定阶段性调整差异化住房信贷政策，符合条件的城市2022年底前自主决定首套房贷款利率下限。   |
| 2022/9/29  | 需求端  | 杭州萧山-限购放松          | 符合条件家庭在规定范围购买第二套住房不受落户满五年的限制。  |
| 2022/9/30  | 需求端  | 财政部-二手房个税优惠        | 财政部：出售自有住房后1年内重新购房，出售住房缴纳个税退税。   |
| 2022/9/30  | 需求端  | 央行-公积金贷款利率下        | 央行：5年以上公积金贷款利率下调15BP   |
| 2022/10/27 | 需求端  | 上海临港-放松限购          | 在临港新片区产城融合区域，上海社保满一年者可购房，同时购房资格由居民家庭调整为个人。   |

资料来源：wind 人民银行 银保监会 财政部 住建部 各地政府官网 财联社等 申港证券研究所

**第四阶段（2022年11月-2023年1月），随着“十六条”与“三支箭”出台，行业政策向供给端支持力度显著提升，房企加速纾困，同时需求端政策宽松提升至强二线及以上，行业政策进入强宽松期，其中以11月8日，“第二支箭”为政策加速宽松，11月12日，“十六条”政策出台为明确转折，11月28日“第三支箭”股权融资放松为政策宽松阶段性高位，随后政策进入较强的宽松期，主要重点政策变动如下：**

- ◆ **政策全面转向，“十六条”政策出台，总领供需两端政策关注维度，明确政策全**

**面转向：**11月12日，央行、银保监会共同推出“十六条”政策，大范围覆盖了行业供需两端的多数问题，其中不乏稳定信托融资、延长贷款集中度管理等创新表述，同时也开启了行业政策的全面转向。

- ◆ **供给端聚焦融资，“三箭齐发”全面支持房企融资回暖：**11月8日，交易商协会发文支持民企债券融资（第二支箭），预计可支持2500亿民企融资额；11月24日前后，多家银行对外宣布与房企签订合作协议（第一支箭），授予房企授信额度，六大行在当周共计授信超1.6万亿；11月28日，证监会决定在股权融资层面进行五项优化措施（第三支箭），支持上市房企股权融资，随后多家房企陆续披露股权融资计划；房企融资渠道全面打通中，降低房企资金压力与行业风险。
- ◆ **需求端贷款利率调整机制建立，“因城施策”再上台阶：**11月11日，杭州实行首套房认房不认贷，二套房首付四成，首套房贷利率按全国下限执行，“因城施策”向强二线城市提升；1月5日，央行、银保监会表示将建立贷款利率调整机制，延续2022年四季度政策，对符合条件的城市，可由当地自主决定贷款利率下限。

表4：第三阶段（2022年11月-2023年1月）重点政策

| 时间         | 政策类型 | 政策范围/相关会议部门                              | 政策内容  |
|------------|------|--|---|
| 2022/11/12 | 行业表述 | 央行、银保监会-推出十六条政策支持地产行业                    | 对行业内存在多方问题均有回应，主要包括支持个人房贷、开发贷投放，维持信托融资稳定，支持“保交楼”专项借款，延长房地产贷款集中度管理政策过渡安排等，意味着行业政策利好落地全面开启                |
| 2022/12/15 | 行业表述 | 中央经济工作会议-改善资产负债情况，化解头部房企风险               | 有效防范化解重大经济金融风险，确保房地产市场平稳发展，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况。  |
| 2022/11/8  | 供给端  | 交易商协会-支持民企债券融资                           | 扩大民营企业债券融资支持工具（第二支箭），支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资，预计可支持约2500亿元民营企业债券融资，后续可视情况进一步扩容。                             |
| 2022/11/14 | 供给端  | 银保监会、住建部、央行-指导商业保函置换监管资金                 | 监管账户内资金达到住房和城乡建设部门规定的监管额度后，房地产企业可向商业银行申请出具保函置换监管额度内资金。  |
| 2022/11/24 | 供给端  | 多家银行-批复房企授信                              | 六大国有银行与18家房企达成合作协议，授信额度超1.2万亿。  |
| 2022/11/28 | 供给端  | 证监会-上市房企股权融资放开                           | 股权融资优化5项措施，包括：恢复涉房上市公司并购重组及配套融资、恢复上市房企和涉房上市公司再融资、调整完善房地产企业境外市场上市政策、进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用、积极发挥私募股权投资基金作用。 |
| 2023/1/10  | 供给端  | 央行、银保监会联合召开信贷工作座谈会-聚焦“四项运动”，改善优质房企资产负债表， | 聚焦专注主业、合规经营、资质良好、具有一定系统重要性的优质房企，开展“资产激活”“负债接续”“权益补充”“预期提升”四项行动，综合施策改善优质房企经营性和融资性现金流，引导优质房企资产负债表回归安全区间。  |
| 2022/11/11 | 需求端  | 杭州：房贷松绑，二套房首付比例下调                        | 购买首套房认房不认贷，二套房首付四成，首套房贷利率按全国下限执行。   |
| 2023/1/5   | 需求端  | 央行、银保监会-建立贷款利率调整机制                       | 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，可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限。  |

资料来源：wind 人民银行 银保监会 证监会 各级政府官网 财联社等 申港证券研究所

透过政策的变动，我们可以发现政策对行业的关注核心及态度在不断变动，基于对这种态度变化的把握，可以帮助我们对未来行业的走势加以判断；回顾2022年行业政策，我们认为有几点启示：

- ◆ **政策工具箱足够充足，核心在于政策的关注核心及态度如何：**尽管我们观察到行业基本面依旧疲软，部分房企资金仍然紧张，但回顾2022年政策变动，我们可以发现，部分问题的产生主因是政策的出台节奏相对保守，而非缺少有效措施，“三支箭”政策出台后，房企发债正逐步常态化，需求端政策尽管尚不及以往周期力度，但在必要时同样可以实现市场基本面的扭转；
- ◆ **供给端针对优质主体进入应出尽出的阶段，关注房企的筛选：**对于优质民营企业，资金融资渠道正逐步打开，我们应更多关注房企自身是否符合政策支持的条件，基于这一点去把握企业端的风险；

- ◆ **需求端仍有进一步放松空间**：当前“因城施策”背景下，不同城市的政策宽松幅度不一，强二线及一线城市仍有进一步放松空间，放松政策类型仍有待进一步扩充；
- ◆ **供需两端政策宽松幅度并不统一，供给端的力度已显著提高，需求端仍有所保留**：供给端已经历了一年市场化风险出清，当前符合政府优质标准的主体，在经历周期波动的客观困难时应给予充分支持，防止风险扩散；需求端在过往投资热度降低后，出现高基数下低同比增速及阶段性遇冷，属于正常的周期波动，通过支持合理需求释放，可以减少政策调控的负面效应，支持行业长期健康良性发展。

## 2. 基本面：2023 年销售回正 打破供需双弱负向循环

### 2.1 基本面回顾：2022 年供需双弱 形成负向循环

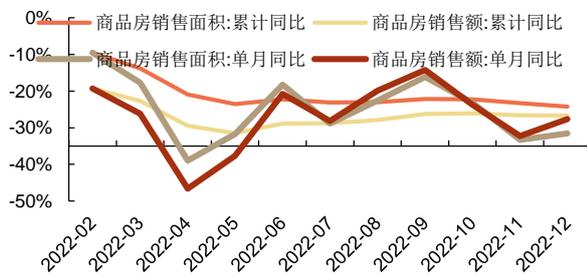
在政策面利好不断落位的背景下，行业基本面在 2022 年表现仍显弱势，尤其在需求端迟迟无法兑现政策利好预期，具体表现为销售弱复苏，投资、新开工、拿地持续承压，竣工有支撑，融资端获支持，多数指标年末边际有改善的特点。

#### 2.1.1 销售：多因素冲击下仍未走出低谷

**2022 年商品房销售仍未走出底部**。2022 年全国商品房销售面积、销售额累计同比增速分别为-24.3%、-26.7%，进入四季度受疫情冲击，单月同比增速再度出现下探，在 2021 年四季度低基数下仍录得同比大额负增速，商品房市场仍未完全走出低谷。

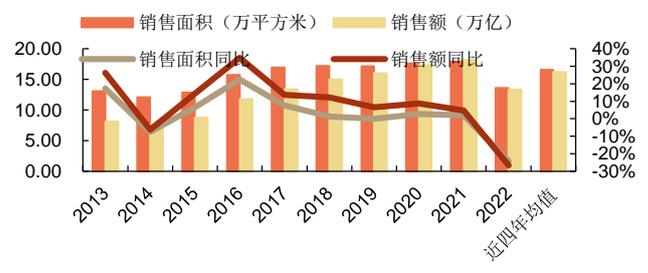
从月度表现来看，行业复苏过程历经多次波折，四季度末边际有改善。一季度受疫情冲击、基数影响及购房者观望情绪增加，销售单月同比增速逐月下探；随着需求端政策支持逐步落位以及第一轮疫情影响减弱，市场自二季度起开始企稳回升；随后在房企违约及交付风险下，市场热度再度回落；7 月后“保交楼”相关动作逐步落地，市场在三季度再度回温；进入四季度则在疫情冲击下再度下探，进入 12 月销售单月同比增速出现边际改善。

图1：2022 年商品房销售面积及金额累计及单月同比



资料来源：wind 国家统计局 申港证券研究所

图2：历年商品房销售面积金额及同比

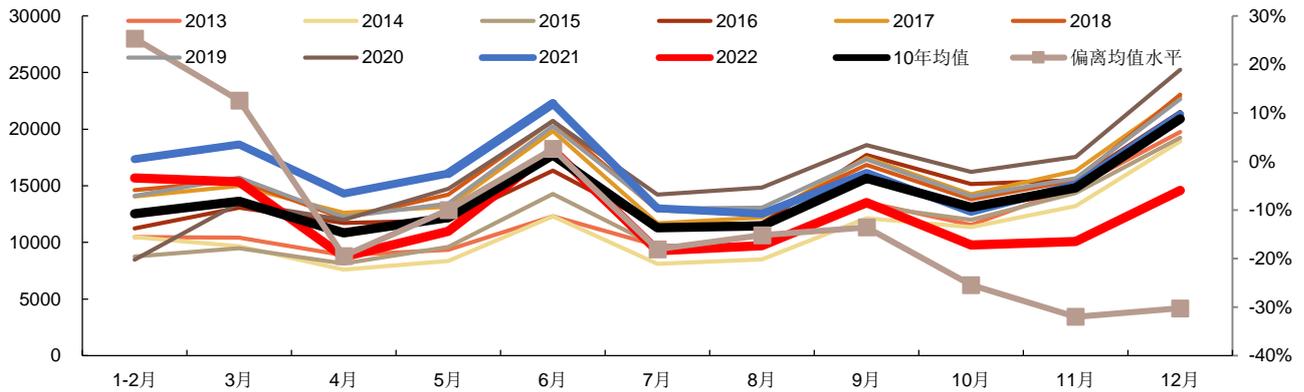


资料来源：wind 国家统计局 申港证券研究所

从绝对值来看，当前销售表现大幅落后于历史平均水平。2022 年仅 1、2、6 三个月份商品房销售面积好于近 10 年均值，其余月份均不及平均水平，且多数月份处于近十年单月表现的区间下沿，尤其四季度较单月销售面积均值水平出现较大幅度偏离。相比之下，2021 年除年末单月销售走弱外，前三季度单月销售表现均在

均值之上，1-6月销售面积均为近十年表现最佳。

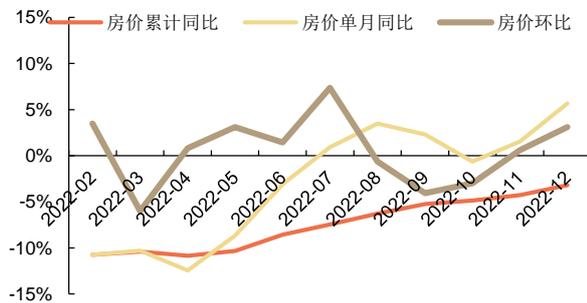
图3：近十年商品房销售面积单月值（万平方米）



资料来源：wind 国家统计局 申港证券研究所

全年房价录得负增速，四季度止跌企稳。从全年观察，商品房销售价格同比增速-3.2%，为历史上少有出现负增速，购房者对市场价格观望情绪浓重。从单月同比观察，商品房销售价格在2022年4月录得最深下探，随后开始回暖，当前基本稳定在正增速；环比来看价格在2022年7月冲顶后回落，四季度再度企稳回升，购房者情绪正逐步修复。

图4：2022年商品房销售价格走势



资料来源：wind 国家统计局 申港证券研究所

图5：历年商品房销售价格及同比

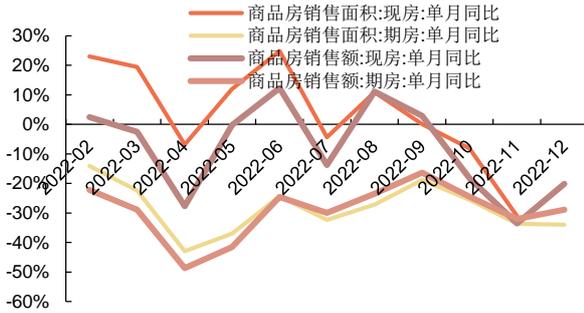


资料来源：wind 国家统计局 申港证券研究所

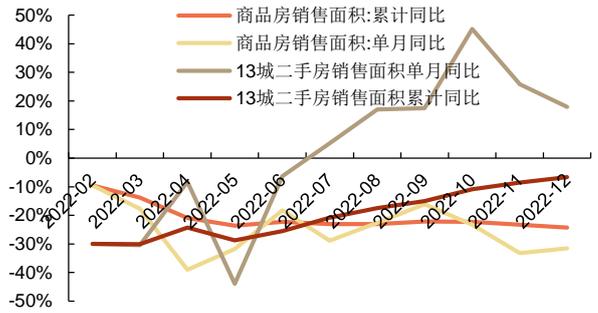
受房企违约及停工风险影响，二手房及现房销售表现更佳。其中2022年8月后期房与现房销售面积同比增速剪刀差开始收窄，购房者对交付风险顾虑有所消退，另一方面疫情冲击之下现房期房均受到影响；二手房交易自2022年5月起即开始走强，在二手房交易税费减免，改善性需求释放背景下，二手房交易表现更佳。

图6：2022年商品房现房期房销售面积及销售额单月同比

图7：2022年全国商品房及13城二手房销售面积同比



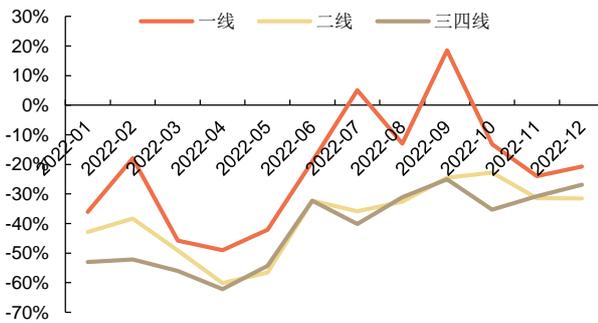
资料来源: wind 国家统计局 申港证券研究所



资料来源: wind 国家统计局 申港证券研究所

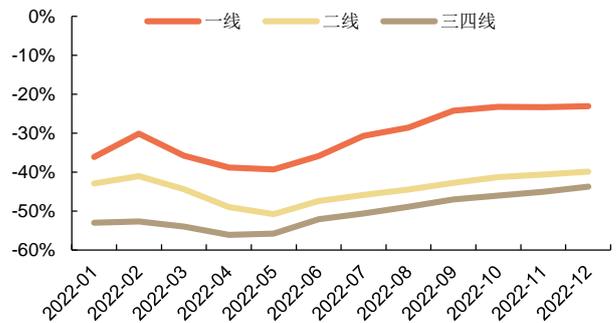
分能级观察，一线城市销售表现显著好于二三四线城市。依据克而瑞数据选取 65 座城市中，2022 年一线、二线、三四线城市销售面积累计同比增速分别为-23%、-40%、-44%，一线城市销售显著好于其他城市；从销售年内表现来看，一线城市在第三季度销售表现出现大幅提升，但四季度重新回落，疫情影响下，各能级城市销售均受到影响。

图8: 65 座城市销售面积单月同比



资料来源: CRIC 申港证券研究所

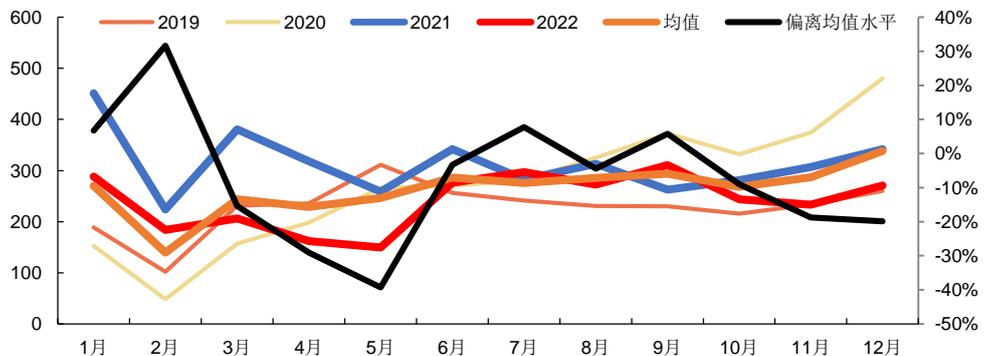
图9: 65 座城市销售面积累计同比



资料来源: CRIC 申港证券研究所

为了剔除基数影响，我们选择近四年单月销售数据观察，同样显示一线城市的销售优势以及当前各线销售仍承压。一线、二线、三四线城市 12 月单月销售面积分别低于近四年均值 20%、37%、41%；从年内表现来看，最低点均出现在 4-5 月，与统计局数据以及同比口径数据均一致，而进入年中均开始复苏，并在年末回落，差别在于不同能级城市复苏幅度不同。

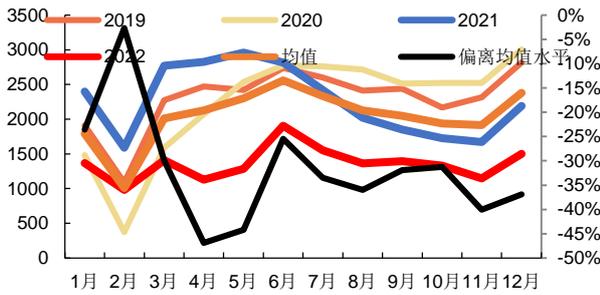
图10: 近 4 年 4 座一线城市单月销售面积及偏离均值水平 (万平方米)



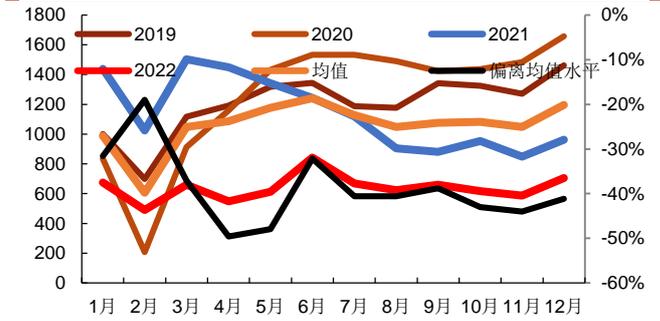
资料来源: CRIC 申港证券研究所

图11: 近 4 年 26 座一线城市单月销售面积及偏离均值水平 (万平方米)

图12: 近 4 年 35 座一线城市单月销售面积及偏离均值水平 (万平方米)



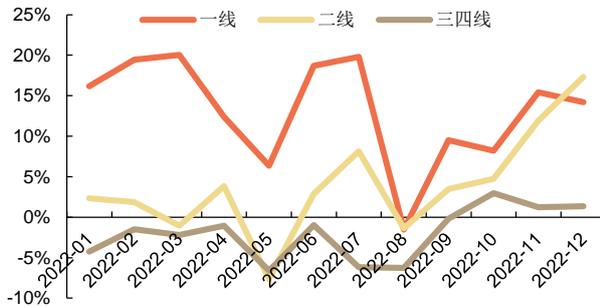
资料来源: CRIC 申港证券研究所



资料来源: CRIC 申港证券研究所

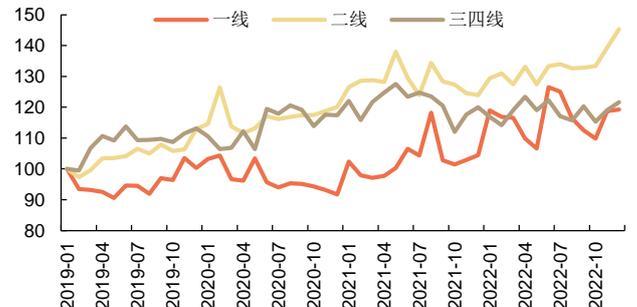
从房价观察, 筛选的65座城市价格表现好于统计局销售数据表现。其中进入2022年四季度, 65座城市房价整体均实现单月同比回正, 其中一二线有较显著同比改善; 若以2019年1月房价为基数100, 2022年可以观察到一二三四线城市整体成交价格均保持了累计涨幅向上趋势; 此处65座城市房价表现显著好于全国商品房销售数据, 主因为城市能级相对高, 市场表现相对更好。

图13: 2022年65座城市房价单月同比



资料来源: CRIC 申港证券研究所

图14: 2019年至2022年65座城市房价变动(基数100)

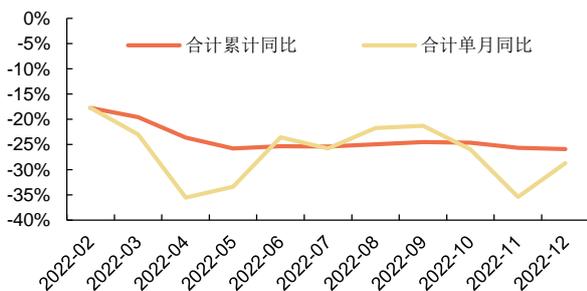


资料来源: CRIC 申港证券研究所

### 2.1.2 资金: 各资金渠道均承压 政策支持下进入边际改善

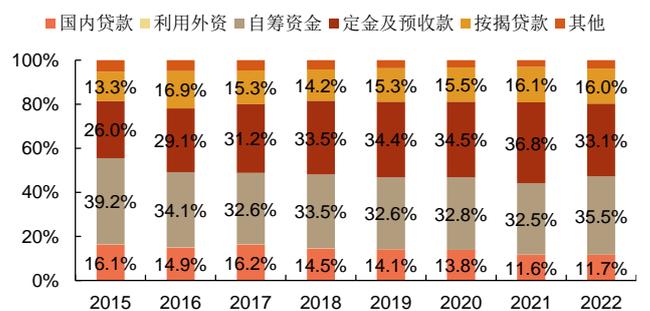
2022年行业融资整体承压, 年末边际改善。全年房地产开发资金来源累计同比增速-25.9%, 资金来源同比增速在二季度有所好转, 但进入四季度在疫情冲击下再度快速下探, 12月份在“三支箭”政策支持下有边际改善; 从结构来看, 定金预收款占比下探, 自筹资金占比提升, 国内贷款、按揭贷款保持稳定, “三支箭”政策出台后, 信贷端获支持, 贷款类获支撑占比企稳。

图15: 2022年房地产开发资金来源同比



资料来源: wind 国家统计局 申港证券研究所

图16: 近年房地产开发资金来源组成结构

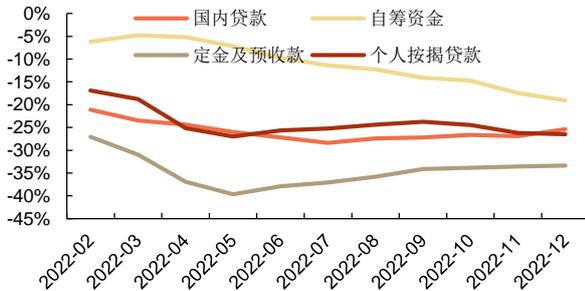


资料来源: wind 国家统计局 申港证券研究所

资金来源各渠道均出现同比下行, 其中自筹资金表现好于其他, 年末各渠道资金

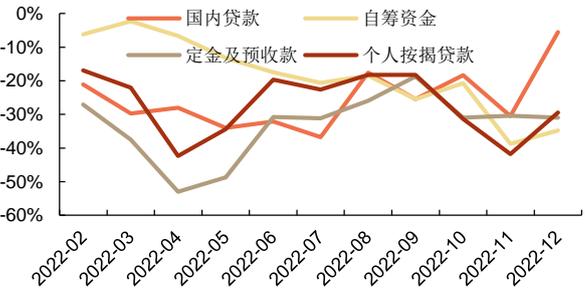
均有改善，贷款类改善显著。全年开发资金来源中主要渠道国内贷款、自筹资金、定金预收款、个人按揭贷款累计同比增速分别为-25.4%、-19.1%、-33.3%、-26.5%，各资金渠道均有所收缩；月度观察，国内贷款进入三四季度单月同比增速呈跌幅收窄趋势，定金预收款及按揭贷款跟随商品房销售表现波动，自筹资金在一季度表现最佳，但全年呈现逐步走弱趋势，12月各资金渠道单月同比触底回升，国内贷款及按揭贷款改善最为显著。

图17：2022年行业主要资金来源累计同比



资料来源：wind 国家统计局 申港证券研究所

图18：2022年行业主要资金来源单月同比



资料来源：wind 国家统计局 申港证券研究所

公开融资渠道主要包括国内贷款与自筹资金两类，而定金预收款与个人按揭贷款则主要跟随销售表现波动。供给端的公开数据也与房地产开发资金来源表现相符：

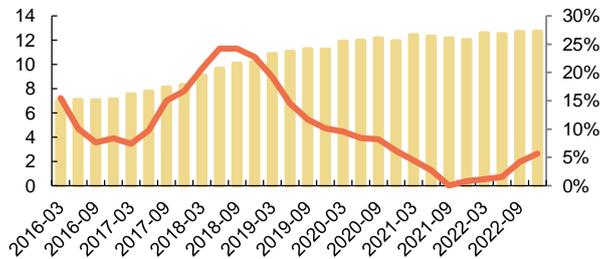
- ◆ **国内贷款**中包括银行贷款及非标贷款，其中银行贷款又以开发贷为主，从余额观察，开发贷余额自2018年起即进入同比增速回落，2021年三季度发生零增长，随后进入2022年余额增速触底后回升。

图19：近年房地产开发贷年度余额及同比



资料来源：wind 中国人民银行 申港证券研究所

图20：近年房地产开发贷月度余额及同比

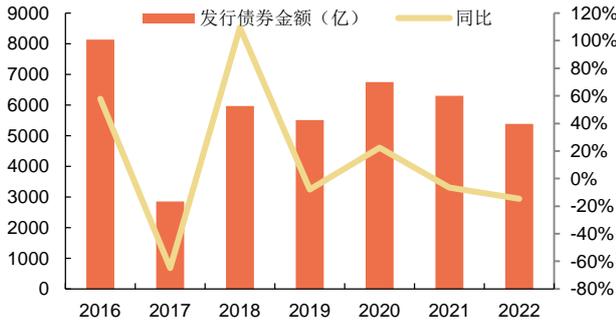


资料来源：wind 中国人民银行 申港证券研究所

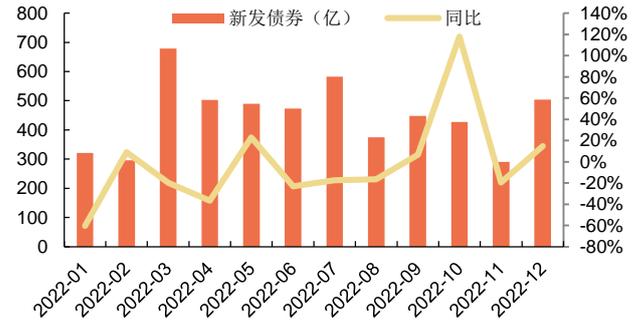
- ◆ **债券端前低而后高**，政策支持与基数效应下，房企债券融资有回暖迹象。2022年行业境内债券融资额同比增速-15%，受房企债务违约影响，除国企央企外房企新发债券一度遇冷；2022年年内，民营房企发债分别在5月及10月两度获支持，融资金额出现同比回正，预计在“三支箭”支持下，债券融资将持续获益回暖。

图21：近年房地产行业新发债券金额及同比

图22：2022年房地产行业新发债券金额及同比



资料来源: wind 申港证券研究所



资料来源: wind 申港证券研究所

尽管当前行业融资不畅尚未完全改善,但在“三支箭”政策出台后,信贷支持、房企发债、股权融资均有进展:

- ◆ **信贷支持:** 据中指研究院统计,截止至 12 月末,已有 120 多家房地产企业获得银行授信,合计总授信额度超 4.8 万亿。其中,万科获得 15 家银行授信,绿城 13 家,美的置业 12 家,分列前三甲。万科、绿城均超过 4000 亿元授信额度,碧桂园超过 3000 亿元,美的置业 1000 亿元。
- ◆ **债券融资:** 交易商协会支持 2500 亿债券融资,多家民营房企完成债券发行。截止至 2023 年 1 月 31 日,已有万科地产、龙湖集团、新城控股、美地置业、滨江集团、新希望地产、碧桂园、金辉股份等民企或混合制房企完成债券发行或启动发行,合计融资达 254.3 亿。

表5: 近期民企及混合制房企债券融资

| 日期               | 公司名称  | 债券简称           | 实际发行额 | 期限  |
|------------------|-------|----------------|-------|-----|
| 2023 年 1 月 19 日  | 合景泰富  | 23 广州合景 MTN001 | 7.00  | 3.0 |
| 2023 年 1 月 18 日  | 雅居乐   | 23 雅居乐 MTN001  | 12.00 | 3.0 |
| 2023 年 1 月 17 日  | 中骏集团  | 23 中骏集团 MTN001 | 15.00 | 3.0 |
| 2023 年 1 月 13 日  | 电子城   | 23 北电 01       | 8.00  | 3.0 |
| 2023 年 1 月 12 日  | 新希望地产 | 23 五新实业 MTN001 | 10.00 | 3.0 |
| 2023 年 1 月 10 日  | 光明地产  | 23 光明房产 SCP001 | 6.00  | 0.5 |
| 2022 年 12 月 29 日 | 电子城   | 22 京电子城 SCP003 | 7.00  | 0.3 |
| 2022 年 12 月 26 日 | 万科    | 22 万科 MTN005   | 37.00 | 3.0 |
| 2022 年 12 月 22 日 | 碧桂园   | 22 碧桂园 MTN002  | 10.00 | 3.0 |
| 2022 年 12 月 21 日 | 美的置业  | 22 美置 04       | 2.50  | 4.0 |
| 2022 年 12 月 21 日 | 美的置业  | 22 美置 05       | 2.50  | 2.0 |
| 2022 年 12 月 13 日 | 万科    | 22 万科 MTN004   | 20.00 | 3.0 |
| 2022 年 12 月 9 日  | 新希望地产 | 22 希望 01       | 6.00  | 4.0 |
| 2022 年 12 月 9 日  | 美的置业  | 22 美置 03       | 6.50  | 4.0 |
| 2022 年 12 月 9 日  | 新希望地产 | 22 希望 02       | 1.10  | 3.0 |
| 2022 年 12 月 9 日  | 新城控股  | 22 新城控股 MTN003 | 20.00 | 3.0 |
| 2022 年 12 月 9 日  | 美的置业  | 22 美置 02       | 6.00  | 2.0 |
| 2022 年 12 月 9 日  | 碧桂园   | 22 碧地 03       | 2.00  | 2.0 |
| 2022 年 12 月 9 日  | 碧桂园   | 22 碧地 02       | 8.00  | 2.0 |
| 2022 年 12 月 9 日  | 新希望地产 | 22 希望 03       | 4.70  | 2.0 |
| 2022 年 12 月 1 日  | 美的置业  | 22 美的置业 MTN004 | 15.00 | 3.0 |
| 2022 年 12 月 1 日  | 金辉股份  | 22 金辉集团 MTN001 | 12.00 | 3.0 |
| 2022 年 11 月 29 日 | 龙湖集团  | 22 龙湖拓展 MTN002 | 20.00 | 3.0 |
| 2022 年 11 月 21 日 | 滨江集团  | 22 滨江房产 MTN002 | 8.00  | 2.0 |
| 2022 年 11 月 9 日  | 光明地产  | 22 光明房产 MTN002 | 8.00  | 3.0 |

资料来源: wind 申港证券研究所

- ◆ **股权融资:** 已有近 40 家上市房企在 A 股及港股进行股权融资,股权融资已打开。

推出融资计划房企中不乏民企身影，碧桂园、新城控股、世茂股份、雅居乐集团均有融资计划；部分出险债务展期或违约房企同样有股权融资计划；此外部分房企进度较快，如碧桂园、旭辉、雅居乐、建发国际等。

表6：近期房企股权融资

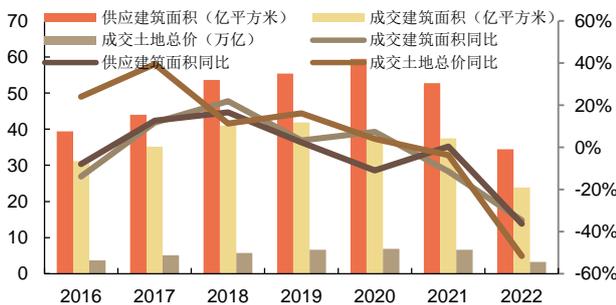
| 启动定增/配股时间  | 公司     | 融资/拟融资金额（亿元） | 启动定增/配股时间  | 公司    | 融资/拟融资金额（亿元） |
|------------|--------|--------------|------------|-------|--------------|
| 2023-02-13 | 万科A    | 150          | 2022/12/6  | 冠城大通  |              |
| 2023-01-30 | 中交地产   |              | 2022/12/6  | 嘉凯城   | 10           |
| 2023/1/11  | 天地源    | 12.5         | 2022/12/6  | 华发股份  | 60           |
| 2023/1/6   | 中南建设   | 28           | 2022/12/5  | 金科股份  |              |
| 2022/12/30 | 保利发展   | 10           | 2022/12/5  | 外高桥   |              |
| 2022/12/22 | 新黄浦    | 17           | 2022/12/5  | 招商蛇口  |              |
| 2022/12/21 | 荣盛发展   | 30           | 2022/12/2  | 陆家嘴   |              |
| 2022/12/22 | 雅居乐集团  | 6.17 亿港元     | 2022/12/1  | 华夏幸福  |              |
| 2022/12/20 | 三湘印象   | 16           | 2022/12/1  | 天地源   |              |
| 2022/12/20 | 旭辉控股集团 | 9.46 亿港元     | 2022/11/30 | 大名城   | 30           |
| 2022/12/17 | 合景泰富集团 | 4.7 亿港元      | 2022/11/30 | 福星股份  | 13           |
| 2022/12/13 | 德信中国   | 2.3 亿港元      | 2022/12/1  | 新胡中宝  |              |
| 2022/12/12 | 新城发展   | 19.43 亿港元    | 2022/11/30 | 北新路桥  |              |
| 2022/12/12 | 西藏城投   |              | 2022/11/30 | 建发国际  | 8.1 亿港元      |
| 2022/12/9  | 迪马股份   | 18           | 2022/11/29 | 世茂股份  |              |
| 2022/12/8  | 中华企业   |              | 2022/11/18 | 中原建业  | 2.75 亿港元     |
| 2022/12/7  | 碧桂园    | 47.7 亿港元     | 2022/11/16 | 雅居乐集团 | 7.9 亿港元      |
| 2022/12/7  | 绿地控股   |              | 2022/11/15 | 碧桂园   | 39.2 亿港元     |

资料来源：wind 各公司公告 申港证券研究所

### 2.1.3 土地：全年供需双弱 热度低迷尚未见改善

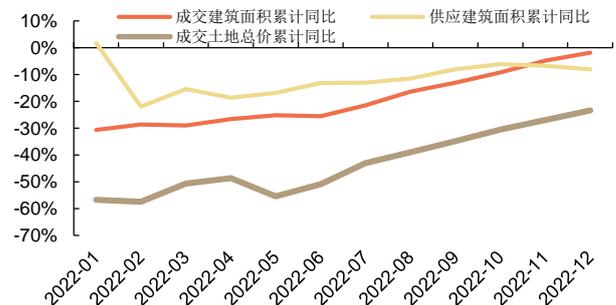
土地成交维持供需双弱，进入下半年跌幅逐步收窄。其中 2022 年全国土地供应面积同比增速-36.4%，成交面积同比-34.7%，土地成交总价同比-51.6%，供应收缩叠加拿地情绪下降，成交面积相应走弱，而成交总价同比增速大幅落后面积口径，意味着土地成交楼面价有较大幅度下探；从年内表现来看，进入下半年供求两端同比增速均有所回升，进入四季度单月同比增速已接近基本转正。

图23：近年全国土地供应成交规模及同比



资料来源：wind 申港证券研究所

图24：2022年全国土地供应成交规模及同比

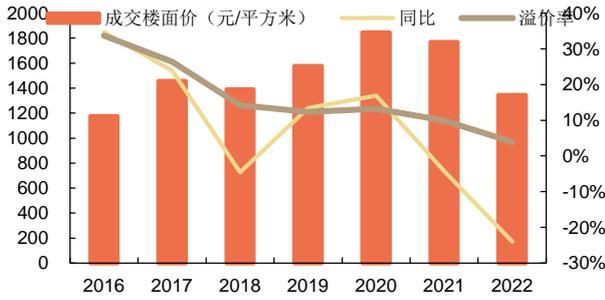


资料来源：wind 申港证券研究所

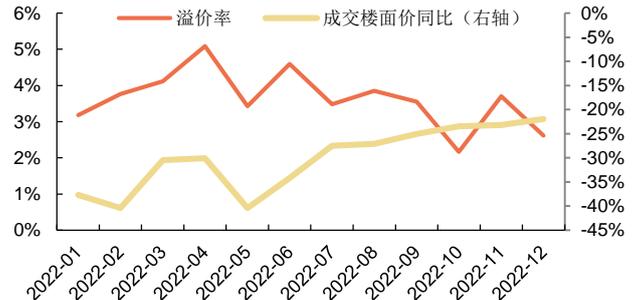
从成交价格及溢价率观察土地市场热度，2022 年全年土地市场热度均不高。全年溢价率 3.9%，为近年最低位，土地成交楼面价同比-23.9%，大幅低于今年平均水平；从月度表现来看，溢价率持续表现为低溢价，成交楼面价同比回升，主要受到 2021 年下半年基数下降影响，从趋势来看土地市场成交热度未见明显回温。

图25：近年全国土地成交楼面价及溢价率

图26：2022年全国土地成交楼面价及溢价率



资料来源: wind 申港证券研究所



资料来源: wind 申港证券研究所

### 2.1.4 施工：“保交楼”下竣工修复 新开工承压

新开工年内持续承压。2022年新开工面积同比增速-39%，为近年最低位，较2021年下滑28个pct，且大幅落后近十年均值水平，开工指标大幅缩减；2022年内，除10、12月出现单月增速边际改善外，新开工面积整体延续下行趋势；新开工弱势显示了房企资金紧张，销售疲软的双重困境，导致全年房企开工意愿持续维持在低位。

图27: 历年新开工面积及同比



资料来源: wind 国家统计局 申港证券研究所

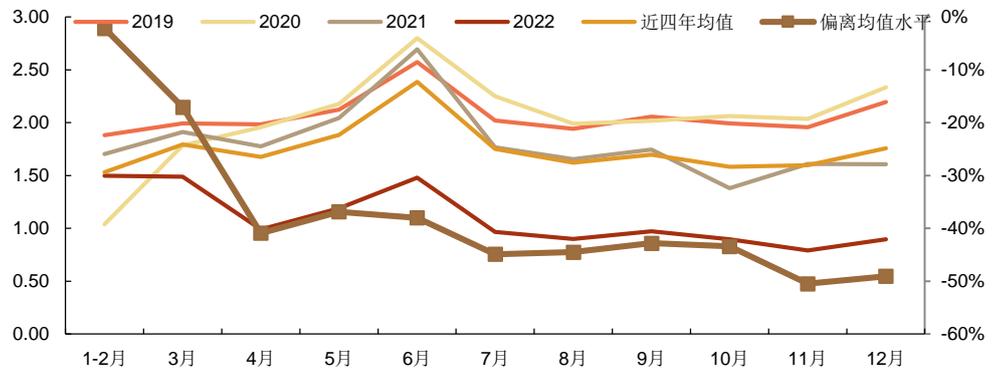
图28: 2022年新开工面积累计及单月同比



资料来源: wind 国家统计局 申港证券研究所

从绝对值来看，2022年新开工面积单月值同样处于低位。2022年单月新开工面积除1-3月外均大幅落后于近四年均值，且偏离均值水平进入下半年后进一步走高，当前仍未出现显著改善。

图29: 近四年新开工面积单月值（万平方米）

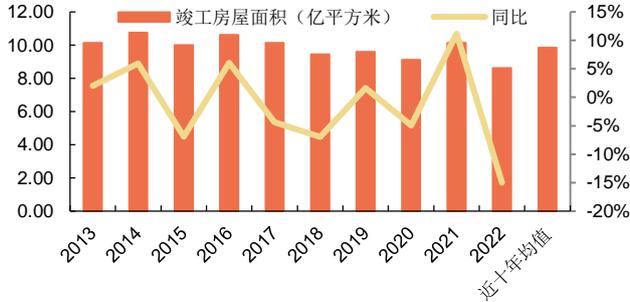


资料来源: wind 国家统计局 申港证券研究所

竣工面积负增速但在下半年单月同比跌幅大幅收窄，且持续未见大幅回落，好于

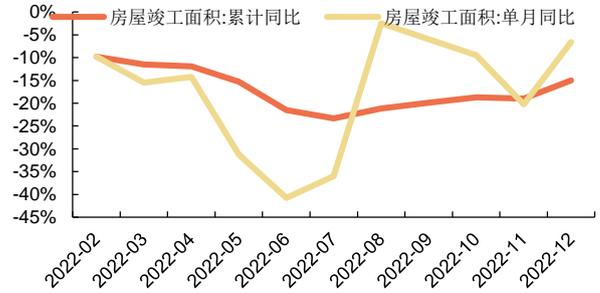
**新开工面积表现。**2022 年竣工面积同比增速-15%，为近年最低位，较 2021 年下滑 26 个 pct，但尚未较近十年均值出现过大大下滑；2022 年内，竣工面积单月增速在年中一度出现大幅度下探，主因为房企资金紧张导致竣工动作滞缓，但在 7 月后各项“保交楼”政策快速出台，竣工面积单月增速快速拉升，作为民生相关的动作，同比增速远好于新开工面积表现。

图30：历年竣工面积及同比



资料来源：wind 国家统计局 申港证券研究所

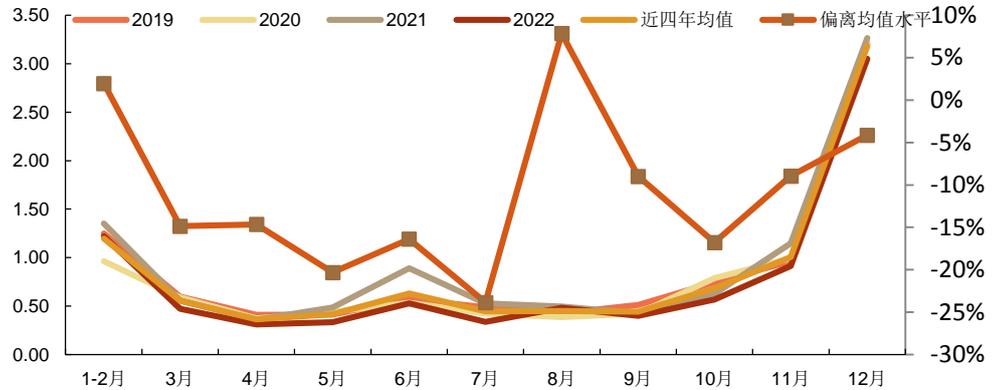
图31：2022 年竣工面积累计及单月同比



资料来源：wind 国家统计局 申港证券研究所

从绝对值维度我们可以观测到，竣工端表现显著强于新开工。2022 年竣工面积单月绝对值在上半年一度大幅落后于四年均值，但进入下半年开始触底回升，且考虑到 2021 年竣工为近四年最高水平，从这一角度看，在政策支持以及房企将资金向竣工端倾斜背景下，竣工面积保持了相对稳定水平。

图32：近四年新开工面积单月值（万平方米）



资料来源：wind 国家统计局 申港证券研究所

### 2.1.5 投资：土地购置费与施工双降 投资首录负增速

**房地产开发投资首录负增速。**2022 年房地产开发投资同比增速-10%，为首次出现负增速。从年内表现来看，单月投资增速始终保持下行趋势，但于 12 月出现单月较大幅度回升，表现为边际改善。从绝对值维度观察，相较以往四年均值水平，投资偏离值始终方向向下。

图33：历年房地产开发投资及同比

图34：2022 年房地产开发投资单月及累计同比

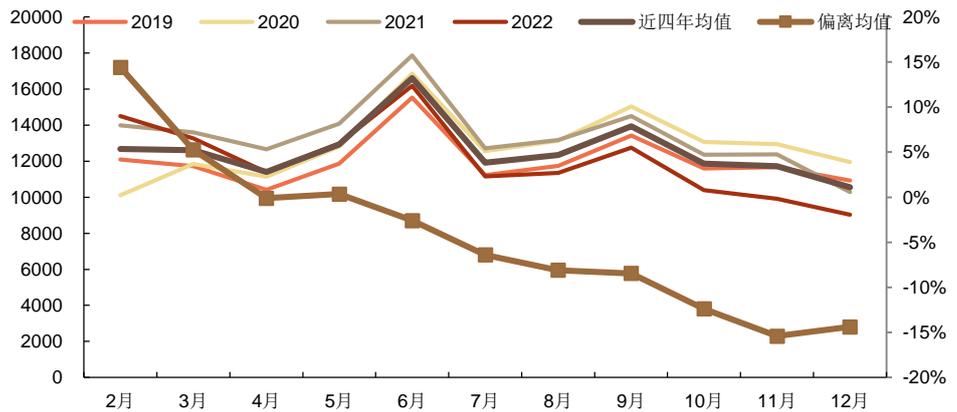


资料来源: wind 国家统计局 申港证券研究所



资料来源: wind 国家统计局 申港证券研究所

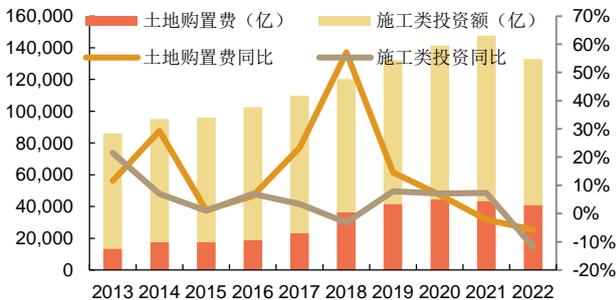
图35: 近四年房地产投资额单月值 (亿)



资料来源: wind 国家统计局 申港证券研究所

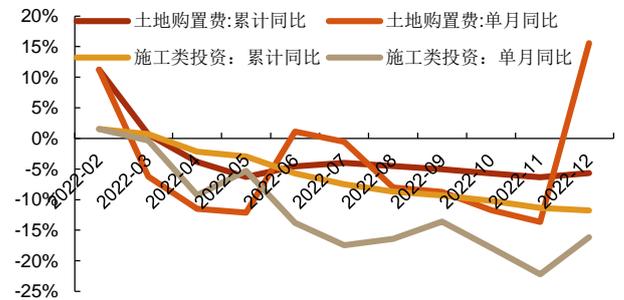
影响投资的主要组成土地购置费与施工类投资均下行，共同导致投资负增速。2022年土地购置费及施工类投资同比增速分别为-6%、-12%，均为负增速导致投资年度负增长；其中对投资方向起决定性影响为施工投入，受房企资金紧张影响，新开工、施工面积、施工强度均走弱，导致施工投资减少；此外考虑到2022年土地成交价款及全国土地成交金额同比负增速均大于2022年土地购置费负增速水平，2023年土地购置费仍将承压，影响投资增速。

图36: 历年土地购置费及施工投资额及同比



资料来源: wind 国家统计局 申港证券研究所

图37: 2022年土地购置费及施工类投资同比



资料来源: wind 国家统计局 申港证券研究所

回顾2022年，行业内形成了销售走弱与信心不足造成的需求端持续走弱；同时销售不畅导致回款减少，房企无力偿还债务，融资资金观望供给端承压；此外由于供给端资金紧张导致的房企交付困难，购房者对期房观望情绪浓重，转而选择现房二手房，进一步加深房企销售回款及偿债压力，供给与需求端相互影响并形成

负循环。

这些问题的本质有二，其一市场下行期的信心缺失，其二场内缺少增量资金承托市场底部的流动性。所幸，随着“三支箭”出台，房企供给端融资资金已有改善，而需求端在房贷利率、首付比例以及限购资格放宽等多方利好推动下，有望对冲信心不足及疫情的不良影响，**2023年通过需求与供给端的双重发力，行业的负向循环有望被打破，从而实现新老周期的交接，进入地产新时代的起点。**

## 2.2 2023年展望：峰回路转 行业迈入新时代起点

### 2.2.1 销售的判断：年中回正 全年实现正增长

房地产行业的开发逻辑为：销售良好（销售）→回款/融资顺畅→房企资金充裕（开发资金来源）→拿地积极（土地成交价款/购置费）→形成施工（新开工/施工/投资）；销售变动引领着其他指标变化，因此对销售的判断最为重要。

销售的周期变动往往受多重因素影响，因此准确的判断往往难度较大，但我们可以从多个维度去了对市场的情绪进行判断，进而大致估算销售的变动走势：

- ◆ 回顾以往周期政策变动对销售促进的间隔，以估算情绪修复的时滞；
- ◆ 使用单月同比增速按照复苏节奏估算单月销售数据，使用环比修正季度变化；
- ◆ 使用第三方数据分城市能级对销售拆解，从而对相应的估测情景细化；

回顾以往2008、2011、2014三轮完整周期，商品房销售面积分别在政策出现松绑后1、5、6个月触底单月同比低点后回升，分别在5、9、7个月回正。综合比较三轮周期政策强度，2008>2014>2011，因而彼此销售面积单月同比回正与政策转向时点的时滞不等。

回看2022年，存在3个较关键的政策节点，即2022年2月，自菏泽起“因城施策”加速放松，并逐步扩散至强二线城市；9月，允许符合要求的城市执行自主调节利率下限；12月供给端“三支箭”政策出台；以上均标志着行业政策态度的转变节点，以其中9月需求端政策转向为节点，至今已间隔5个月，若按相近政策力度的2011年周期9个月推算政策对地产的支持目标，进而推算销售面积回正时间，则这一轮周期节点目标在5-6月实现销售面积单月回正，若按12月以政策起点，以同样的9个月周期推算，则目标为9月实现销售面积单月同比回正。

表7：历轮周期政策变动节点与销售面积变动的时滞关系

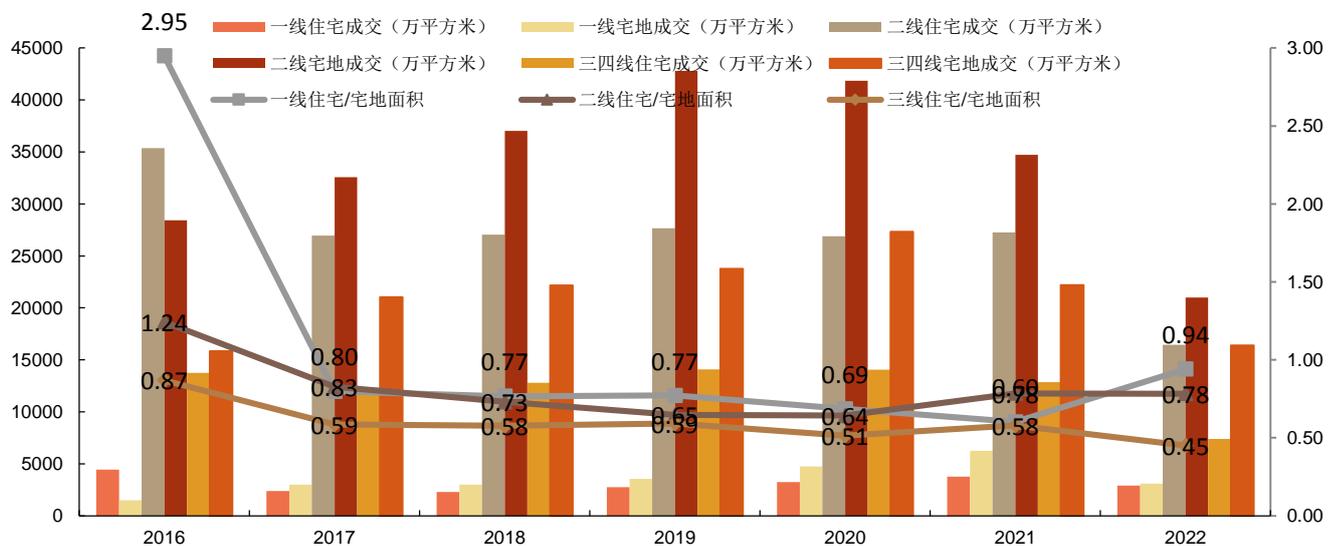
| 周期   | 政策松绑时点  | 政策内容         | 销售单月同比触底时点 | 销售单月同比触底间隔（月） | 销售单月同比回正 | 销售单月同比回正间隔（月） |
|------|---------|--------------|------------|---------------|----------|---------------|
| 2008 | 2008-10 | 四万亿+首套首付2成   | 2008-11    | 1             | 2009-03  | 5             |
| 2011 | 2011-10 | 各地政府陆续放松购房政策 | 2012-03    | 5             | 2012-07  | 9             |
| 2014 | 2014-09 | 全国实行“认贷不认房”  | 2015-03    | 6             | 2015-04  | 7             |
| 2022 | 2022-02 | “因城施策”加速放松   | 2022-05    | 3             | 未回正      | 12            |
|      | 2022-09 | 全国执行房贷率调整机制  | 2022-05    | -4            | 未回正      | 5             |
|      | 2022-12 | “三支箭”政策出台    | 2022-05    | -7            | 未回正      | 2             |

资料来源：wind 银保监会 人民银行 证监会 国家统计局 中新经纬等 申港证券研究所

本轮周期复苏节奏慢存在多因素扰动，但积压的需求真实存在，将在周期的力量下促进同比增速转暖：

- ◆ **交楼风险**：受房企自身资金短缺影响，在 2022 年中一度出现交楼风险，进而影响购房者购买期房意愿及信心，从期房现房、新房二手房同比增速走势的显著差异可以观测到，交楼风险对商品房销售确实产生的负面影响；
- ◆ **疫情冲击**：受疫情影响，在一到三季度部分城市以及四季度在全国范围内商品房销售均受冲击，导致部分城市部分月份，全国四季度一度出现反常销售滑落，对复苏再度产生影响；
- ◆ **新老周期交替**：进入 2000 年后商品房市场快速发展，根据第七次人口普查，截止至 2020 年全国人均住房面积已达 41.76 平方米，住房整体供不应求的状态已大幅改善，此外部分需求产生自棚改货币安置以及“炒房”热潮下的投资性需求；而随着棚改货币安置淡出以及“房住不炒”推行，旧周期中的部分需求减少，自然出现大额同比增速回落，而随着该部分需求退场影响在 2022 年释放，2023 年后行业整体规模进入新周期，大额同比下行的现象将不会再现；
- ◆ **结构性供需错配下，不同城市间存在分化现象**：通过涉宅用地成交建筑面积与住宅销售面积的比例，可以发现一二三四线城市在 2016 年后供不应求状态均有显著缓解，同时不同能级城市间出现分化；当前一线城市的整体供求关系仍保持健康，二线城市也显著好于三四线城市，而三线城市的供求关系始终未恢复到正常水平；也因此在此以往 2008、2011、2014 周期中，有健康的供求关系为支撑，适度降低首付比例或贷款利率等要求，即可激活存在的需求，但进入 2022 年新周期，三四线难以跟随一二线同步复苏，也制约着全国销售总量的修复。

图38：65 座一二三四线城市近年住宅销售及涉宅用地建筑面积成交情况



资料来源：CRIC 申港证券研究所

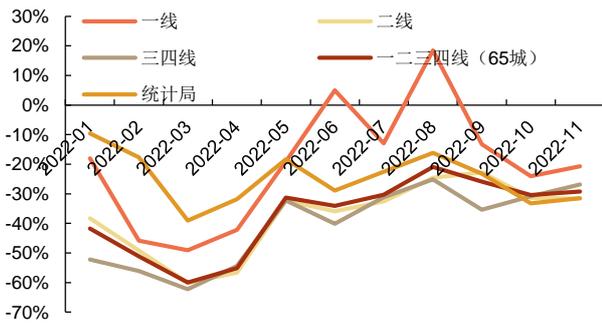
为了更清晰的展望和描述 2023 年销售表现，我们将对一二三四线城市销售情景拆解，首先我们回顾 2022 年不同能级城市销售表现：

- ◆ **不同能级城市销售表现差异**：2022 年 12 月，克而瑞一、二、三四线销售面积单月同比分别为 -20.7%、-31.6%、-26.9%，综合 -29.2%，与统计局 -31.5% 基本一致，由于 2022 年统计局数据中包含了保障房数据，因此二者在部分月份同比增速存在差异；从一二三四线销售表现相互强弱关系观察，一线销售显著领先而三四线，在 7、9 月一度实现单月 40pct 以上领先，最低处在 3 月份保持 3pct、10pct 领先，全年整体领先 17pct，二线城市对三四线销售领先水平不显著，部

分月份受疫情冲击等因素影响一度弱于三四线，全年整体领先 3pct；

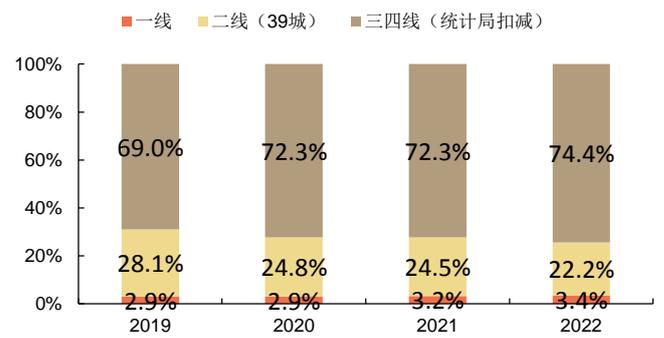
- ◆ **不同能级城市销售面积占比：**综合近 4 年克而瑞销售数据及统计局销售数据，克而瑞统计的 4 座一线城市销售面积占比在统计局在 2.9%-3.4%，平均 3.1%，39 座有连续成交数据的二线城市占比在 22.2%-28.1%，平均 24.9%，扣减这两部分数据后，剩余三四线及以下城市面积占比在 69%-74.4%，平均 72%；2022 年扣减一二线销售数据后的三四线及以下城市占比提升，我们认为主要受到保障房纳入统计局统计范围有关，总量有所增加，导致三四线的计算后占比提升。

图39：2022年克而瑞65城及全国商品房销售面积单月同比



资料来源：wind 国家统计局 CRIC 申港证券研究所

图40：近年一二三四线销售占比推算



资料来源：CRIC 申港证券研究所

考虑到地产销售存在季节性因素，我们统计以往历史的环比数据，从而对单月同比预测进行修正，以使其符合行业的运行规律，统计结果如下：

- ◆ **销售季节性效应明显，不同年份月份环比增速走势趋同：**具体表现为，环比高增 6 月（传统旺季）、9 月（传统旺季）、12 月（业绩冲刺），主要表现为年末业绩冲刺、传统销售旺季；环比下探，1-2 月（高基数、春节假期）、7 月（天气、传统淡季）、10 月（国庆假期）；
- ◆ **参考以往复苏周期，年中年末期间环比走势好于一般年份：**以 2009、2012、2015 年为例，即历史周期中低谷后一年，由于政策转向多在前一年四季度出台（2008 年 10 月，2011 年 10 月，2014 年 9 月），政策促进市场热度逐步企稳，年中年末的销售旺季环比走势好于其他年份。

表8：历年统计局销售面积环比增速

| 年份   | 1-2月 | 3月  | 4月   | 5月   | 6月  | 7月   | 8月  | 9月  | 10月  | 11月 | 12月  |
|------|------|-----|------|------|-----|------|-----|-----|------|-----|------|
| 2008 | -70% | 3%  | -14% | 2%   | 35% | -27% | -9% | 38% | -23% | 1%  | 280% |
| 2009 | -69% | 20% | 2%   | 11%  | 35% | -19% | 0%  | 17% | -11% | 10% | 121% |
| 2010 | -63% | 15% | -2%  | -16% | 35% | -29% | 6%  | 52% | -11% | 9%  | 120% |
| 2011 | -63% | 17% | -24% | 11%  | 43% | -34% | 3%  | 46% | -27% | 19% | 99%  |
| 2012 | -65% | 18% | -23% | 15%  | 52% | -22% | 2%  | 25% | -7%  | 26% | 51%  |
| 2013 | -47% | 0%  | -15% | 6%   | 32% | -21% | 0%  | 39% | -15% | 29% | 33%  |
| 2014 | -47% | -8% | -21% | 10%  | 47% | -34% | 5%  | 43% | -6%  | 16% | 43%  |
| 2015 | -54% | 8%  | -14% | 18%  | 48% | -32% | 1%  | 36% | -9%  | 20% | 34%  |
| 2016 | -42% | 16% | -10% | 2%   | 37% | -30% | 2%  | 52% | -15% | 2%  | 39%  |
| 2017 | -35% | 7%  | -16% | 4%   | 51% | -41% | 4%  | 43% | -18% | 15% | 40%  |
| 2018 | -36% | 6%  | -22% | 17%  | 46% | -38% | -3% | 35% | -18% | 12% | 49%  |
| 2019 | -39% | 12% | -22% | 10%  | 51% | -36% | 1%  | 33% | -19% | 11% | 45%  |
| 2020 | -63% | 59% | -11% | 23%  | 41% | -31% | 4%  | 25% | -13% | 8%  | 44%  |
| 2021 | -31% | 7%  | -23% | 12%  | 38% | -42% | -4% | 29% | -21% | 19% | 41%  |
| 2022 | -26% | -2% | -43% | 26%  | 66% | -49% | 5%  | 39% | -28% | 3%  | 45%  |
| 近3年  | -40% | 21% | -26% | 20%  | 48% | -41% | 2%  | 31% | -21% | 10% | 43%  |
| 近5年  | -39% | 16% | -24% | 18%  | 48% | -39% | 1%  | 32% | -20% | 11% | 45%  |

| 年份   | 1-2月 | 3月  | 4月   | 5月  | 6月  | 7月   | 8月 | 9月  | 10月  | 11月 | 12月 |
|------|------|-----|------|-----|-----|------|----|-----|------|-----|-----|
| 近10年 | -42% | 10% | -20% | 13% | 46% | -35% | 2% | 37% | -16% | 14% | 41% |
| 近15年 | -50% | 12% | -17% | 10% | 44% | -32% | 1% | 37% | -16% | 13% | 72% |

资料来源: wind 国家统计局 申港证券研究所

基于以上数据统计结果,我们对2023年销售情景进行假设:

- ◆ **复苏节奏:** 基于政策的目标和以往周期的复苏节奏,基于乐观预期,预计2023年年中实现单月同比转正;
- ◆ **环比节奏:** 以近5年均值为参考依据,综合同比复苏节奏调整;
- ◆ **能级分析:** 一二三四线城市销售同比增速参考2022年12月克而瑞销售面积单月增速,对应销售占比参考近4年占比,由于2022年统计局口径下包含部分保障房数据,适度放大一二线占比,一线2022年占比3.5%,二线25%,三四线及以下71.5%。
- ◆ **基于我们假设,预计2023年全年销售面积累计同比增速+0.81%,若政策进一步宽松,且疫情影响加速消退,销售表现有望好于预期。**
- ◆ **全年销售额预计增速+5.35%。**对于销售单价参考上文总结,2022年全年销售单价累计同比增速由1-2月累-10.7%提升至-3.2%,若2023年保持这一速度稳步增长,预计全年销售单价累计增速+4.5%,结合销售面积累计增速+0.81%,商品房销售额全年增速预计为+5.35%。

表9: 销售面积单月增速假设

|                  | 1-2月    | 3月      | 4月      | 5月     | 6月     | 7月      | 8月    | 9月     | 10月     | 11月    | 12月    |
|------------------|---------|---------|---------|--------|--------|---------|-------|--------|---------|--------|--------|
| 2022 销售面积 (万平方米) | 15703   | 15343   | 8722    | 10970  | 18185  | 9255    | 9712  | 13531  | 9758    | 10071  | 14587  |
| 一线               | 550     | 537     | 305     | 384    | 636    | 324     | 340   | 474    | 342     | 352    | 511    |
| 二线               | 3926    | 3836    | 2181    | 2743   | 4546   | 2314    | 2428  | 3383   | 2439    | 2518   | 3647   |
| 三四线及以下           | 11227   | 10970   | 6236    | 7844   | 13002  | 6617    | 6944  | 9675   | 6977    | 7201   | 10430  |
| 2023 销售面积 (万平方米) | 9952    | 11791   | 7700    | 10381  | 18116  | 9683    | 10639 | 15402  | 11655   | 12533  | 19090  |
| 一线               | 467     | 564     | 366     | 442    | 764    | 405     | 433   | 616    | 461     | 493    | 766    |
| 二线               | 2748    | 3548    | 2344    | 2880   | 5001   | 2661    | 2914  | 4144   | 3171    | 3399   | 5288   |
| 三四线及以下           | 6736    | 7679    | 4989    | 7059   | 12352  | 6617    | 7292  | 10642  | 8023    | 8641   | 13037  |
| 2023 单月同比        | -36.63% | -23.15% | -11.73% | -5.38% | -0.38% | 4.62%   | 9.54% | 13.83% | 19.45%  | 24.45% | 30.88% |
| 一线               | -15%    | 5%      | 20%     | 15%    | 20%    | 25%     | 27.5% | 30%    | 35%     | 40%    | 50%    |
| 二线               | -30%    | -7.50%  | 7.50%   | 5%     | 10%    | 15%     | 20%   | 22.50% | 30%     | 35%    | 45%    |
| 三四线及以下           | -40%    | -30%    | -20%    | -10%   | -5%    | 0%      | 5%    | 10%    | 15%     | 20%    | 25%    |
| 2023 环比          | -31.78% | 18.49%  | -34.70% | 34.82% | 74.52% | -46.55% | 9.87% | 44.77% | -24.33% | 7.53%  | 52.32% |

资料来源: wind 国家统计局 CRIC 申港证券研究所

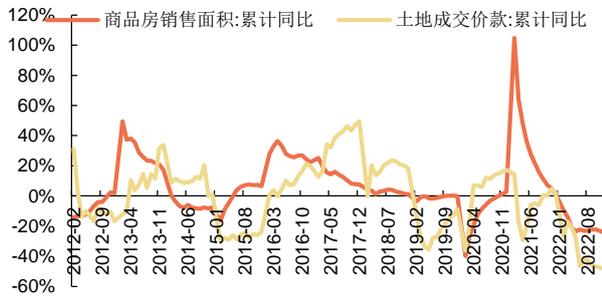
## 2.2.2 其他中观指标展望: 滞后销售逐步企稳

土地成交价款下半年有望企稳,土地购置费年内仍将承压:

- ◆ **土地成交价款下半年有望改善:** 参考2012年上半年、2015年上半年的历史周期底部,土地成交价款累计同比增速触底回升往往滞后销售周期约3个月;主因为销售持续好转,房企资金改善,拿地信心更为充足,加大拿地力度;考虑到本轮周期房子资金紧张水平高于以往周期,且三四线复苏进度相对滞缓,预计本轮土地成交价款复苏时滞将长于以往周期,土地成交价款进入2023年下半年后开始触底回升。

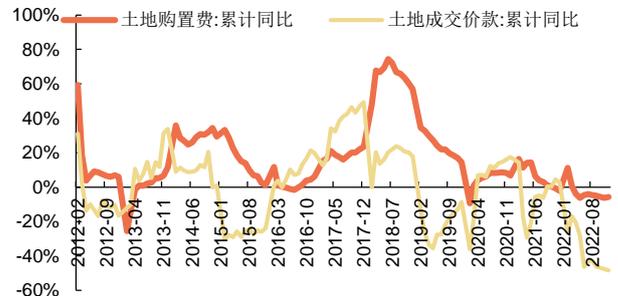
- ◆ **土地购置费年内仍将承压：**参考以往周期土地购置费周期往往滞后土地成交价款9个月作用，主因为土地购置费为实际支付的土地款，包括当期支付与往期土地成交价款的尾款部分；考虑到2022年全年土地市场承压，且2023年上半年土地市场难言回暖，预计2023年全年土地购置费仍将承压。

图41：商品房销售面积及土地成交价款累计同比



资料来源：wind 国家统计局 申港证券研究所

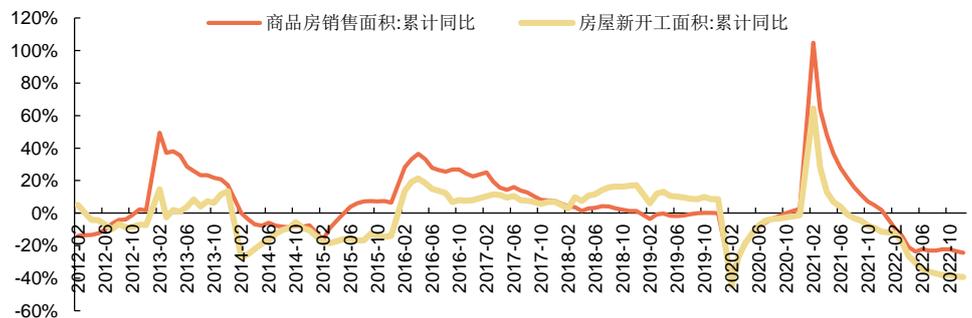
图42：土地购置费及土地成交价款累计同比



资料来源：wind 国家统计局 申港证券研究所

**新开工跟随销售转暖，节奏略有滞后。**参考以往历史周期，随着近年“高周转”策略的运用，新开工累计同比增速紧跟销售周期节奏，预计本轮周期新开工同样将跟随销售改善而转暖；但考虑到房企资金紧张的现状，在销售转暖未得到确认的前期，预计房企新开工强度仍将受信心以及资金限制，从“以销定产”过渡到积极开工的时滞将略长于以往，新开工复苏节奏小幅滞后于销售。

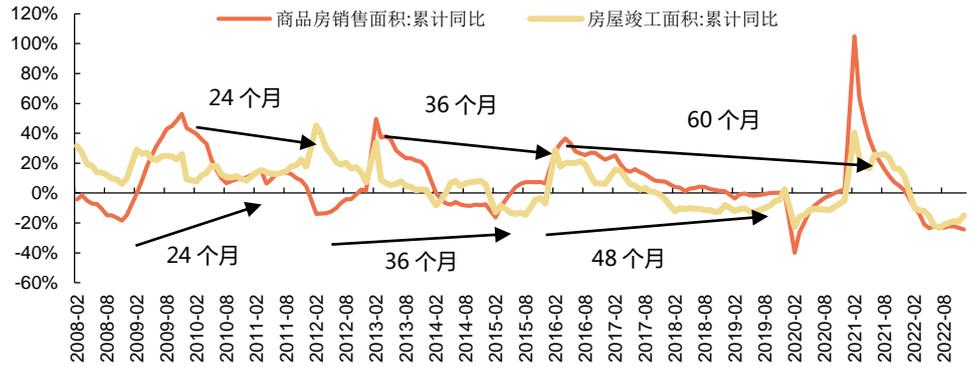
图43：商品房销售面积及新开工面积累计同比



资料来源：wind 国家统计局 申港证券研究所

**政策支持下竣工表现将好于其他指标，且从销售领先周期来看，当前仍处在早期销售高位转变为竣工高位的周期区间。**受“高周转”、精装修、疫情冲击等因素影响，销售到竣工的滞后周期在逐步拉长，因而从二者的时滞关系来看，当前2022-2023年仍处于竣工的理论同比增长周期内，但受房企资金紧张影响竣工进入下行；在“保交楼”政策支持下，2022年竣工端表现显著好于新开工、施工等指标，预计2023年将延续强势，同比表现在各中观指标内保持领先。

图44：竣工面积及销售面积累计同比增速

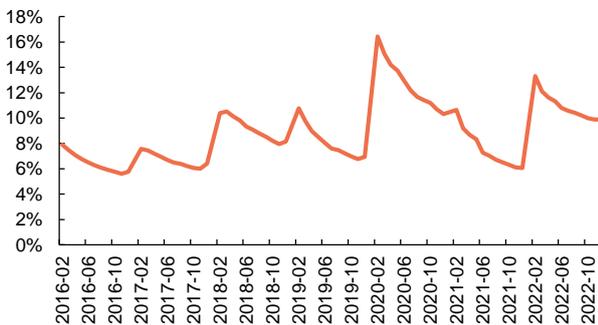


资料来源: wind 国家统计局 申港证券研究所

投资端由土地购置费与施工类投资两类组成, 对于前者我们已大致估算其年内走势, 对于后者则需要由施工面积×施工强度的方式来测算:

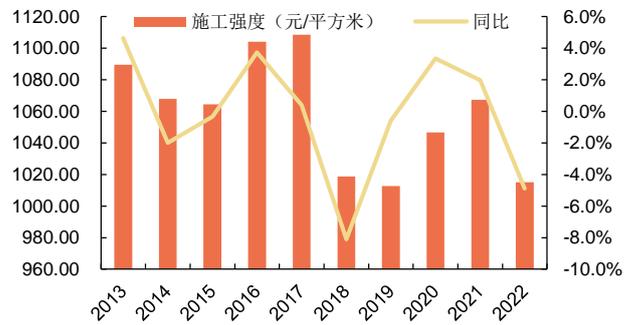
- ◆ 施工面积测算: 依据施工面积的定义, 即年内所有发生施工动作的面积均计入统计, 依据  $N-1$  年施工面积 +  $N$  年新开工面积 -  $N-1$  年竣工面积 =  $N$  年施工面积 +  $N$  年净停工面积的逻辑关系, 使用新开工、竣工面积及净停工面积测算面积, 其中净停工面积可用停工面积/施工面积比例变动进行估算;
- ◆ 施工强度假设: 2022 年施工强度同比增速-4.9%, 我们预计 2023 年施工强度能实现+3%增长。

图45: 近年月度净停工率



资料来源: wind 国家统计局 申港证券研究所

图46: 近年施工强度及同比增速



资料来源: wind 国家统计局 申港证券研究所

表10: 2023 年施工面积测算

| 时间          | 土地成交价款<br>累计同比 | 土地购置费累<br>计同比 | 新开工面积累<br>计同比 | 竣工面积累计<br>同比 | 施工面积累计<br>同比 | 净停工率  |
|-------------|----------------|---------------|---------------|--------------|--------------|-------|
| 2023 年 2 月  | -40.0%         | -10.0%        | -30.0%        | -5.0%        | -7.7%        | 14.5% |
| 2023 年 3 月  | -37.7%         | -12.8%        | -27.5%        | -3.6%        | -7.8%        | 13.1% |
| 2023 年 4 月  | -34.7%         | -11.9%        | -25.1%        | -2.8%        | -7.4%        | 12.0% |
| 2023 年 5 月  | -28.6%         | -10.8%        | -21.7%        | -0.3%        | -7.1%        | 11.2% |
| 2023 年 6 月  | -23.3%         | -9.6%         | -18.6%        | 3.5%         | -6.6%        | 10.1% |
| 2023 年 7 月  | -19.3%         | -8.8%         | -16.5%        | 5.0%         | -6.1%        | 9.4%  |
| 2023 年 8 月  | -15.9%         | -7.9%         | -14.3%        | 5.0%         | -5.6%        | 8.7%  |
| 2023 年 9 月  | -12.1%         | -7.0%         | -11.6%        | 5.3%         | -5.1%        | 8.2%  |
| 2023 年 10 月 | -9.2%          | -5.9%         | -9.1%         | 5.9%         | -4.5%        | 7.5%  |
| 2023 年 11 月 | -5.3%          | -4.9%         | -6.0%         | 8.2%         | -3.6%        | 6.9%  |
| 2023 年 12 月 | -1.8%          | -4.2%         | -2.7%         | 8.1%         | -3.0%        | 6.7%  |

资料来源: wind 国家统计局 申港证券研究所

基于上述假设, 我们完成施工面积、强度及施工类投资增速测算, 并在此基础上结合土地购置费共同测算房地产投资增速, 其中土地购置费在投资占比常年稳定

在 30% 左右，我们假设 2023 年仍维持这一比例，并完成对房地产投资的估算，预计 2023 年全年投资增速 -1.4%。

**表11：2023 年房地产发投资估算**

| 时间          | 土地购置费累计同比 | 建安工程累计同比 | 房地产开发投资累计同比 |
|-------------|-----------|----------|-------------|
| 2023 年 2 月  | -10%      | -4.91%   | -6.4%       |
| 2023 年 3 月  | -13%      | -5.08%   | -7.4%       |
| 2023 年 4 月  | -12%      | -4.63%   | -6.8%       |
| 2023 年 5 月  | -11%      | -4.30%   | -6.2%       |
| 2023 年 6 月  | -10%      | -3.84%   | -5.6%       |
| 2023 年 7 月  | -9%       | -3.28%   | -4.9%       |
| 2023 年 8 月  | -8%       | -2.73%   | -4.3%       |
| 2023 年 9 月  | -7%       | -2.21%   | -3.6%       |
| 2023 年 10 月 | -6%       | -1.62%   | -2.9%       |
| 2023 年 11 月 | -5%       | -0.76%   | -2.0%       |
| 2023 年 12 月 | -4%       | -0.14%   | -1.4%       |

资料来源：wind 国家统计局 申港证券研究所

**表12：中观指标估算汇总**

| 年份    | 销售额 (亿)  | 销售额增速 | 新开工面积 (万平方米) | 新开工面积增速 | 竣工面积 (万平方米) | 竣工面积增速 | 施工面积 (万平方米) | 施工面积增速 | 房地产开发投资总额 (亿元) | 土地购置费 (亿元) | 建安成本 (亿元) | 开发投资总额增速 |
|-------|----------|-------|--------------|---------|-------------|--------|-------------|--------|----------------|------------|-----------|----------|
| 2012  | 64456    | 10%   | 177334       | -6.7%   | 99425       | 11.4%  | 573418      | 12.9%  | 71804          | 12100      | 59704     | 16.3%    |
| 2013  | 81428    | 26%   | 201208       | 13.5%   | 101435      | 2.0%   | 665572      | 16.1%  | 86013          | 13502      | 72512     | 19.8%    |
| 2014  | 76292    | -6%   | 179592       | -10.7%  | 107459      | 5.9%   | 726482      | 9.2%   | 95036          | 17459      | 77577     | 10.5%    |
| 2015  | 87281    | 14%   | 154454       | -14.0%  | 100039      | -6.9%  | 735693      | 1.3%   | 95979          | 17675      | 78303     | 1.0%     |
| 2016  | 117627   | 35%   | 166928       | 8.1%    | 106128      | 6.1%   | 758975      | 3.2%   | 102581         | 18779      | 83802     | 6.9%     |
| 2017  | 133701   | 14%   | 178654       | 7.0%    | 101486      | -4.4%  | 781484      | 3.0%   | 109799         | 23169      | 86629     | 7.0%     |
| 2018  | 149614   | 12%   | 209537       | 17.3%   | 94421       | -7.0%  | 822300      | 5.2%   | 120165         | 36387      | 83778     | 9.4%     |
| 2019  | 159725   | 7%    | 227154       | 8.4%    | 95942       | 1.6%   | 893821      | 8.7%   | 132194         | 41675      | 90519     | 10.0%    |
| 2020  | 173613   | 9%    | 224433       | -1.2%   | 91218       | -4.9%  | 926759      | 3.7%   | 141443         | 44452      | 96991     | 7.0%     |
| 2021  | 181930   | 5%    | 198895       | -11.4%  | 101412      | 11.2%  | 975387      | 5.2%   | 147602         | 43505      | 104097    | 4.4%     |
| 2022  | 133308   | -27%  | 120,587.1    | -39.4%  | 86,222.22   | -15.0% | 904999      | -7.2%  | 132895         | 41030      | 91865     | -10.0%   |
| 2023E | 140440.2 | 5.4%  | 117339.5     | -2.7%   | 93225.44    | 8.1%   | 877433.7    | -3.0%  | 131026         | 39287.1    | 91739     | -1.4%    |

资料来源：wind 国家统计局 申港证券研究所

### 3. 市场面：以史为鉴 2023 年行情确定性强

#### 3.1 指数行情回顾：基本面复苏行情具备确定性

回顾历史各轮地产行业由底部复苏的行情，以地产的三轮最为显著周期为例，分别为 2008、2011、2014 三轮周期我们可以发现地产指数在政策与基本面不同因素下驱动，出现具备确定的上涨行情。

##### 3.1.1 周期一（2008-2010），政策与基本面共振，实现最强地产行情

从政策、基本面和市场三个维度回顾 2008 年周期：

- ◆ **政策面：**①**2008 年 10 月全国性政策放松**，央行《关于扩大商业性个人主动发放贷款利率下浮幅度等有关问题的通知》明确**首套房最低首付比例由 30% 下调至 20%**，商业性个人住房贷款利率下限扩大为贷款基准利率 0.7 倍；②**2008 年 10 月开启流动性宽松并降息降准**，随后 2008 年 11 月-2009 年 2 月降息 3 次，降准 2 次，累计降准 400 个 BP，累计降息 216 个 BP；③**2009 年 6 月政策逐步收紧**，二套房房贷收紧；④**2009 年 12 月《国十条》出台**，要求遏制房价过快上涨。

- ◆ **基本面:** ①**销售周期**, 2008 年 1-8 月进入单月同比负增速, 同比增速趋势下探; 2008 年 9 月-2009 年 2 月单月同比增速逐步企稳回升; 2009 年 3 月-2009 年 11 月, 销售面积单月同比转正并逐月升高至累计同比增速最高位; 2009 年 12 月-2010 年 12 月, 销售面积单月及累计同比增速回落; ②**投资周期**, 2008 年 1-6 月投资保持相对高增速; 2008 年 7 月-2009 年 2 月, 投资单月同比进入下行区间至最低位; 2009 年 3-7 月投资增速探底回升; 2009 年 8-2010 年 5 月投资单月同比维持高位, 并达累计增速高位; 2010 年 6-12 月, 投资单月同比保持高热。
- ◆ **市场面:** ①**2008 年 1 月下跌周期开启**, 地产指数跟随大市下行, 并延续下跌, 期间行业基本面走弱背景下, 在 2008 年 4 月后开始持续大幅跑输大市; ②**2008 年 10 月-2009 年 2 月政策行情** (以销售回正为区分间隔), 板块区间绝对收益+41.4%, 相对沪深 300 收益+12.7%; ③**2009 年 3 月-2009 年 6 月基本面行情** (以政策收紧为区分间隔), 板块区间绝对收益+80.4%, 相对沪深 300 收益+32.4%; ④**2009 年 7-11 月尾部行情** (基本面延续, 政策边际收紧), 板块区间绝对收益+5.4%, 相对沪深 300 收益-9.9%, 表现为跟随大市上涨, 但部分月份已跑输大市; ⑤**2009 年 12 月后行情结束** (政策全面收紧), 板块指数转为下跌。

表 13: 2008-2010 年地产申万指数及基本面表现

| 时间      | 市场面       |              |        | 说明                    | 销售面积     |                                       | 说明                  | 房地产      |                  | 说明      | 购置土      |                           | 说明             | 新开工        |                   | 说明        |
|---------|-----------|--------------|--------|-----------------------|----------|---------------------------------------|---------------------|----------|------------------|---------|----------|---------------------------|----------------|------------|-------------------|-----------|
|         | 申万地产单月涨跌幅 | 沪深 300 单月涨跌幅 | 单月超额收益 |                       | 销售面积累计同比 | 销售面积单月同比                              |                     | 开发投资累计同比 | 开发投资单月同比         |         | 指标说明     | 购置土地面积累计同比                |                | 购置土地面积单月同比 | 新开工面积累计同比         |           |
| 2008-01 | -5.4%     | -13.4%       | 8.0%   |                       | /        | /                                     |                     | /        | /                |         | /        | /                         | 土地购置           | /          | /                 |           |
| 2008-02 | -3.4%     | 1.2%         | -4.5%  |                       | -4%      | -4%                                   |                     | 33%      | 33%              | 投资保持高增速 | 36%      | 36%                       | 面积保持           | 27%        | 27%               | 新开工单月增速下行 |
| 2008-03 | -5.7%     | -18.9%       | 13.3%  | 基本面走弱, 地产指数持续下跌, 弱于大市 | -1%      | 1%                                    | 销售面积边际走弱, 直至单月增速最低位 | 32%      | 32%              |         | 30%      | 26%                       | 同比高位, 但热度已有所回落 | 26%        | 24%               |           |
| 2008-04 | -11.8%    | 4.4%         | -16.3% |                       | -5%      | -12%                                  |                     | 32%      | 32%              |         | 11%      | -26%                      |                | 20%        | 8%                |           |
| 2008-05 | -14.5%    | -8.8%        | -5.8%  |                       | -7%      | -14%                                  |                     | 32%      | 32%              |         | 14%      | 22%                       |                | 20%        | 18%               |           |
| 2008-06 | -25.8%    | -22.7%       | -3.1%  |                       | -7%      | -7%                                   |                     | 33%      | 38%              |         | 8%       | -7%                       |                | 19%        | 17%               |           |
| 2008-07 | 5.3%      | 0.5%         | 4.8%   |                       | -11%     | -27%                                  |                     | 31%      | 20%              |         | 5%       | -6%                       |                | 15%        | -8%               |           |
| 2008-08 | -18.7%    | -14.7%       | -4.0%  |                       | -15%     | -36%                                  |                     | 29%      | 19%              |         | 3%       | -13%                      |                | 13%        | -3%               |           |
| 2008-09 | -7.6%     | -6.2%        | -1.4%  | -15%                  | -16%     |                                       | 27%                 | 12%      |                  | -3%     | -36%     | 土地购置面积单月转负并持续下行, 至累计同比最低位 | 10%            | -13%       |                   |           |
| 2008-10 | -17.1%    | -25.9%       | 8.8%   | -17%                  | -29%     | 政策行情, 基本面未见好转: 全国性政策出台, 地产指数快速拉升且强于大市 | 25%                 | 11%      | 投资增速回落           | -6%     | -31%     |                           | 7%             | -21%       | 新开工增速单月转负至累计增速最低位 |           |
| 2008-11 | 18.4%     | 10.0%        | 8.4%   | -18%                  | -33%     |                                       |                     | 23%      | 8%               |         | -6%      |                           | -10%           | 5%         | -16%              |           |
| 2008-12 | -4.1%     | -0.7%        | -3.4%  | -15%                  | -2%      | 销售面积单月同比触底企稳                          | 23%                 | 27%      |                  | -2%     | 18%      | 7%                        | 18%            |            |                   |           |
| 2009-01 | 14.4%     | 11.8%        | 2.6%   | /                     | /        |                                       | /                   | /        |                  | /       | /        | /                         | /              |            |                   |           |
| 2009-02 | 8.8%      | 5.3%         | 3.5%   | 0%                    | 0%       |                                       | 1%                  | 1%       |                  | -30%    | -30%     |                           | -15%           | -15%       |                   |           |
| 2009-03 | 27.3%     | 17.2%        | 10.1%  | 8%                    | 16%      | 基本面行情: 销售、投资陆续复苏, 地产指数仍强势且强于大市        | 4%                  | 7%       | 销售面积单月回正, 指单月高增速 | -40%    | -47%     |                           | -16%           | -18%       |                   |           |
| 2009-04 | 7.1%      | 4.6%         | 2.5%   | 18%                   | 39%      |                                       |                     | 5%       |                  | 6%      | 投资增速探底回升 | -29%                      | 12%            |            | -16%              | -14%      |
| 2009-05 | 9.1%      | 5.2%         | 3.9%   | 26%                   | 51%      |                                       | 6%                  | 8%       |                  | -29%    | -29%     | 土地购置面积单月转负并持续下行, 至累计同比最低位 | -16%           | -18%       |                   |           |
| 2009-06 | 21.3%     | 14.7%        | 6.5%   | 32%                   | 51%      |                                       | 8%                  | 15%      |                  | -26%    | -20%     |                           | -10%           | 12%        | 新开工单月转正回温         |           |
| 2009-07 | 8.9%      | 17.9%        | -9.0%  | 37%                   | 68%      | 销售面积单月增速高位维持, 累计增速最高位                 | 9%                  | 15%      |                  | -26%    | -22%     |                           | -9%            | 0%         |                   |           |
| 2009-08 | -26.0%    | -24.2%       | -1.8%  | 43%                   | 85%      |                                       | 13%                 | 32%      |                  | -25%    | -22%     |                           | -6%            | 24%        |                   |           |
| 2009-09 | 7.9%      | 6.2%         | 1.7%   | 45%                   | 56%      |                                       | 15%                 | 34%      | 投资增速复苏至累计同比最高位   | -22%    | 9%       |                           | 0%             | 56%        |                   |           |
| 2009-10 | 13.5%     | 9.2%         | 4.4%   | 48%                   | 82%      |                                       | 17%                 | 26%      |                  |         | -19%     | 27%                       |                | 3%         | 55%               |           |
| 2009-11 | 6.8%      | 7.1%         | -0.3%  | 53%                   | 100%     | 政策收紧, 基本面边际走弱: 行情结束, 表现弱于大市, 指数进入下行   | 18%                 | 29%      |                  | -15%    | 25%      |                           | 16%            | 194%       |                   |           |
| 2009-12 | -8.6%     | 1.8%         | -10.4% | 44%                   | 16%      |                                       | 16%                 | 7%       |                  | -19%    | -34%     | 土地购置面积单月转正并持续改善至高位        | 14%            | 3%         | 新开工增速持续在高位        |           |
| 2010-01 | -12.2%    | -10.4%       | -1.8%  | /                     | /        |                                       | /                   | /        |                  | /       | /        |                           | /              | /          |                   |           |
| 2010-02 | 4.8%      | 2.4%         | 2.4%   | 39%                   | 39%      | 政策收紧后, 销售单月增速下降                       | 31%                 | 31%      |                  | 5%      | 5%       |                           | 38%            | 38%        |                   |           |
| 2010-03 | 4.7%      | 1.9%         | 2.8%   | 36%                   | 33%      |                                       | 35%                 | 39%      |                  | 30%     | 53%      |                           | 61%            | 87%        |                   |           |
| 2010-04 | -19.2%    | -8.3%        | -10.9% | 33%                   | 27%      |                                       | 36%                 | 39%      |                  | 26%     | 19%      |                           | 64%            | 73%        |                   |           |
| 2010-05 | -10.4%    | -9.6%        | -0.8%  | 22%                   | -3%      |                                       | 38%                 | 44%      |                  | 31%     | 44%      |                           | 72%            | 102%       |                   |           |
| 2010-06 | -5.8%     | -7.6%        | 1.8%   | 15%                   | -3%      |                                       | 38%                 | 38%      | 投资               | 36%     | 47%      |                           | 68%            | 55%        |                   |           |

|         |       |       |       |     |      |     |     |    |     |      |      |     |      |     |
|---------|-------|-------|-------|-----|------|-----|-----|----|-----|------|------|-----|------|-----|
| 2010-07 | 21.5% | 11.9% | 9.5%  | 10% | -15% | 37% | 33% | 增速 | 33% | 22%  |      | 68% | 66%  |     |
| 2010-08 | -2.0% | 1.2%  | -3.1% | 7%  | -10% | 37% | 34% | 维持 | 38% | 70%  |      | 66% | 56%  |     |
| 2010-09 | -3.4% | 1.1%  | -4.5% | 8%  | 17%  | 36% | 35% | 热度 | 36% | 20%  | 土地购置 | 63% | 44%  | 新开工 |
| 2010-10 | 9.6%  | 15.1% | -5.5% | 9%  | 16%  | 37% | 37% |    | 36% | 41%  | 面积单月 | 62% | 51%  | 增速  |
| 2010-11 | -9.1% | -7.2% | -1.9% | 10% | 14%  | 37% | 37% |    | 33% | 9%   | 及累计增 | 49% | -17% | 始回落 |
| 2010-12 | 0.7%  | -0.3% | 1.0%  | 11% | 14%  | 33% | 12% |    | 25% | -20% | 速回落  | 41% | -2%  | 落   |

资料来源: wind 国家统计局 申港证券研究所

从三者的先后时间关系, 我们可以发现地产板块行情的特点:

- ◆ **政策决定行情的始末:** 本轮地产行情出现绝对及相对收益自 2008 年 10 月起, 即全国性政策出台后, 政策行情启动; 本轮周期存在显著超额收益的主要行情在 2009 年 6 月结束, 当月二套房贷收紧; 本轮行情在 2009 年 12 月结束, 绝对涨幅及相对涨幅均消失, 当月《国十条》出台。
- ◆ **基本面兑现决定行情延续性:** 观察政策出台而基本面数据尚未出台的真空期, 2009 年 1-2 月, 在经历了政策预期第一轮行情后, 板块相对及绝对收益涨幅趋缓, 但 1-2 月销售数据回正在 3 月公布后, 在 3 月观察到行业相对绝对收益大幅上涨, 随后基本面利好持续兑现, 开启基本面行情, 并持续表现超额收益。
- ◆ **关注政策与基本面的交互:** 即政策变盘点往往与基本面息息相关, 通过把握基本面走势提前预判政策拐点; 本轮周期中, 销售走弱 7 个月后全国性宽松政策出台; 销售面积转正 3 个月, 新开工单月同比回正当月, 投资增速单月同比有边际改善后, 政策逐步收紧; 投资单月同比达高位、销售新开工面积单月同比均达三位数后《国十条》出台。

表14: 2008 年周期主要节点事件

| 时间      | 维度  | 事件                            | 距离初始月份 |
|---------|-----|-------------------------------|--------|
| 2008-01 | 市场面 | 申万指数跟随走弱开启下行                  | 0      |
| 2008-02 | 基本面 | 销售面积单月同比转负                    | 1      |
| 2008-06 | 基本面 | 土地购置面积单月同比持续转负                | 5      |
| 2008-07 | 基本面 | 投资单月同比降档                      | 6      |
| 2008-07 | 基本面 | 新开工面积单月同比转负                   | 6      |
| 2008-08 | 基本面 | 销售面积单月同比最低位                   | 7      |
| 2008-09 | 政策面 | 首次降息、降准                       | 8      |
| 2008-10 | 政策面 | 首套首付调至 20%, 房贷利率下限为基准利率 0.7 倍 | 9      |
| 2008-11 | 市场面 | 政策行情启动                        | 10     |
| 2009-03 | 基本面 | 销售面积单月同比转正                    | 14     |
| 2009-03 | 市场面 | 基本面行情启动                       | 14     |
| 2009-06 | 基本面 | 新开工面积单月同比回正                   | 17     |
| 2009-06 | 政策面 | 二套房贷收紧                        | 17     |
| 2009-07 | 市场面 | 政策收紧, 跟随大市上行                  | 18     |
| 2009-08 | 基本面 | 投资单月同比探底回升                    | 19     |
| 2009-09 | 基本面 | 土地购置面积单月同比持续回正                | 20     |
| 2009-11 | 基本面 | 销售面积累计同比最高                    | 22     |
| 2009-12 | 市场面 | 政策收紧, 基本面走弱, 行情结束             | 23     |
| 2009-12 | 政策面 | 国十条, 遏制房价过快上涨                 | 23     |
| 2010-05 | 基本面 | 投资累计同比触顶                      | 28     |
| 2010-05 | 基本面 | 新开工面积累计同比触顶                   | 28     |
| 2010-08 | 基本面 | 土地购置面积累计同比触顶                  | 31     |

资料来源: wind 国家统计局 央行 国务院 申港证券研究所

图47: 2008-2010 年申万地产指数行情及商品房销售面积表现



资料来源: wind 国家统计局 申港证券研究所

### 3.1.2 周期二 (2011-2010), 弱政策与弱基本面下, 行情节奏特征不显著

从政策、基本面和市场三个维度回顾 2011 年周期:

- ◆ **政策面:** ①本轮周期内从全局政策来看依旧保持了较严格的力度, 但呈现一定分化, 对刚性需求定向宽松, 抑制投资投机购房, 地方层面也出现了宽松信号; ②2011 年 10 月前后陆续有城市放松购房政策, 10 月佛山实施有限度的放宽限购令, 10 月-11 月南京、宁波、无锡等城市放松公积金贷款额度, 11 月广东中山宣布年底限价政策不延续; ③进入 2012 年下半年各地政策整体收紧。
- ◆ **基本面:** ①销售周期, 2011 年 10 月-2012 年 6 月销售面积单月同比转负并持续位于低位; 2012 年 7 月-2013 年 5 月, 销售面积单月同比转正并保持高位; 2013 年 6 月-2013 年 12 月, 销售面积累计同比增速回落, 单月增速下台阶; ②投资周期, 2008 年 1-6 月投资保持相对高增速; 2011 年 9 月-2012 年 12 月, 投资单月同比维持低增速; 2013 年 1-12 月投资单月增速提档, 整体热度维持平稳。
- ◆ **市场面:** ①2011 年 1 月-9 月, 地产指数由平稳逐步转向边际走弱; ②2011 年 10 月-2012 年 6 月政策行情 (以销售回正为区分间隔), 板块区间绝对收益 +11.6%, 相对沪深 300 收益 +16.2%, 主要超额收益来源于销售回正前 4 个月; ③2012 年 7 月-2012 年 12 月基本面行情 (以政策收紧为区分间隔), 板块区间绝对收益 +8.1%, 相对沪深 300 收益 +5.7%, 超额收益主要来源于政策收紧前 3 个月, 销售单月回正后 3 个月无超额收益; ④2013 年 1-5 月尾部行情 (基本面延续, 政策边际收紧), 板块区间绝对收益 +3.7%, 相对沪深 300 收益 +0.4%; ⑤2013 年 6 月后行情结束 (政策全面收紧, 销售增速回落), 板块指数涨幅回落。

表 15: 2011-2013 年地产申万指数及基本面表现

| 时间      | 市场面       |            |        | 说明     | 销售面      |          | 说明   | 基本面         |             |            |            |           |           |     |     |     |
|---------|-----------|------------|--------|--------|----------|----------|------|-------------|-------------|------------|------------|-----------|-----------|-----|-----|-----|
|         | 申万地产单月涨跌幅 | 沪深300单月涨跌幅 | 单月超额收益 |        | 销售面积累计同比 | 销售面积单月同比 |      | 房地产开发投资累计同比 | 房地产开发投资单月同比 | 购置土地面积累计同比 | 购置土地面积单月同比 | 新开工面积累计同比 | 新开工面积单月同比 |     |     |     |
| 2011-01 | -2%       | -2%        | 0%     | 基本面由平  | /        | /        | 销售面积 | /           | /           | 投资         | /          | /         | 土地购置      | /   | /   | 新开工 |
| 2011-02 | 6%        | 5%         | 1%     | 稳逐步边际  | 14%      | 14%      | 同比走弱 | 35%         | 35%         | 单月         | 57%        | 57%       | 置面积       | 28% | 28% | 面积单 |
| 2011-03 | 5%        | -1%        | 6%     | 走弱, 地产 | 15%      | 16%      |      | 34%         | 33%         | 及          | 33%        | 17%       | 比维持       | 23% | 19% | 月及累 |
| 2011-04 | -3%       | -1%        | -2%    | 指数跌幅逐  | 6%       | -10%     |      | 34%         | 35%         | 比          | 30%        | 26%       | 高位        | 24% | 27% | 增速保 |
| 2011-05 | -7%       | -6%        | -1%    | 步扩大, 并 | 9%       | 19%      |      | 35%         | 35%         | 持          | 29%        | 24%       |           | 24% | 22% | 持高位 |
| 2011-06 | 7%        | 1%         | 6%     | 走弱     | 13%      | 25%      |      | 33%         | 29%         | 在          | 18%        | -5%       | 土地购置      | 24% | 23% |     |
| 2011-07 | -3%       | -2%        | -1%    |        | 14%      | 18%      |      | 34%         | 37%         | 高          | 15%        | -2%       | 置面积       | 25% | 34% |     |
| 2011-08 | -2%       | -4%        | 2%     |        | 14%      | 14%      |      | 33%         | 32%         |            | 10%        | -22%      | 单月        | 26% | 32% |     |

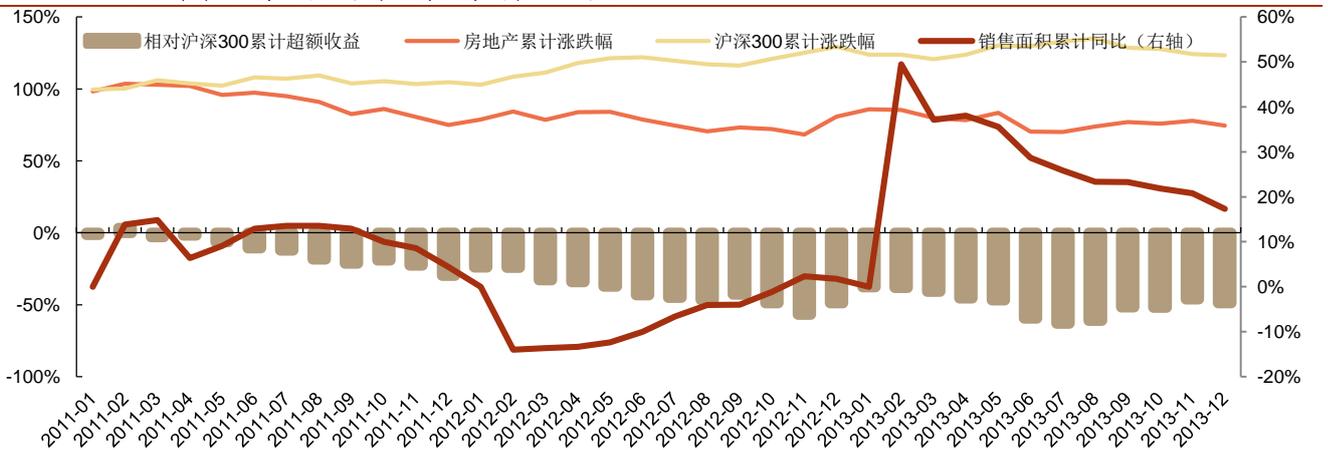
|         |      |      |     |   |      |      |                     |     |     |             |      |      |              |      |      |                        |
|---------|------|------|-----|---|------|------|---------------------|-----|-----|-------------|------|------|--------------|------|------|------------------------|
| 2011-09 | -14% | -9%  | -5% |   | 13%  | 9%   |                     | 32% | 25% | 投资单月及累计增速下行 | 7%   | -11% | 比由正转负,同比增速下行 | 24%  | 9%   | 新开工面积单月同比增速逐步降低,累计增速降低 |
| 2011-10 | 6%   | 4%   | 1%  | 政策行情:地方政策利好有限,超额收益并不显著,在2月第二次降准后,板块开始走强,并强于大市 | 10%  | -10% | 销售面积单月同比转正,并持续负增速   | 31% | 25% |             | 3%   | -31% |              | 22%  | 2%   |                        |
| 2011-11 | -8%  | -6%  | -2% |   | 9%   | -2%  |                     | 30% | 20% |             | 3%   | 3%   |              | 21%  | 9%   |                        |
| 2011-12 | -6%  | -7%  | 1%  |   | 4%   | -11% |                     | 28% | 14% |             | 11%  | 85%  |              | 17%  | -12% |                        |
| 2012-01 | 3%   | 5%   | -2% |   | /    | /    |                     | /   | /   |             | /    | /    |              | /    | /    |                        |
| 2012-02 | 12%  | 7%   | 5%  |   | -14% | -14% |                     | 28% | 28% |             | 24%  | 24%  |              | 5%   | 5%   |                        |
| 2012-03 | -4%  | -7%  | 3%  |   | -14% | -13% |                     | 24% | 20% |             | -4%  | -28% | 土地购置面积同比增长为负 | 0%   | -4%  |                        |
| 2012-04 | 13%  | 7%   | 6%  |   | -13% | -13% |                     | 19% | 9%  |             | -19% | -53% |              | -4%  | -15% |                        |
| 2012-05 | 3%   | 0%   | 3%  |   | -12% | -9%  |                     | 19% | 18% |             | -19% | -17% |              | -4%  | -5%  |                        |
| 2012-06 | -6%  | -6%  | 1%  |   | -10% | -3%  |                     | 17% | 12% |             | -20% | -24% |              | -7%  | -16% |                        |
| 2012-07 | -7%  | -5%  | -2% | 基本面行情:销售面积单月同比转正,但前三月指数表现弱势,至单月增速大幅走高后开始走强    | -7%  | 13%  | 销售面积单月同比转正,并持续高位    | 15% | 10% |             | -24% | -55% |              | -10% | -27% |                        |
| 2012-08 | -8%  | -5%  | -2% |   | -4%  | 13%  |                     | 16% | 17% |             | -16% | 50%  |              | -7%  | 14%  | 新开工面积单月同比企稳回升          |
| 2012-09 | 3%   | 4%   | -1% |   | -4%  | -4%  |                     | 15% | 14% |             | -17% | -20% |              | -9%  | -24% |                        |
| 2012-10 | 2%   | -2%  | 4%  |   | -1%  | 23%  |                     | 15% | 16% |             | -18% | -37% |              | -8%  | -6%  |                        |
| 2012-11 | -2%  | -5%  | 4%  |   | 2%   | 30%  |                     | 17% | 28% |             | -15% | 17%  |              | -7%  | 7%   |                        |
| 2012-12 | 21%  | 18%  | 3%  |   | 2%   | -1%  |                     | 16% | 11% |             | -20% | -44% |              | -7%  | -8%  |                        |
| 2013-01 | 2%   | 6%   | -4% | 政策收紧,基本面强势,2月《国五条》出台,抑制房价上涨                   | /    | /    |                     | /   | /   | 投资单月及累计增速保持 | /    | /    |              | /    | /    |                        |
| 2013-02 | 0%   | -1%  | 0%  |   | 49%  | 49%  |                     | 23% | 23% |             | -19% | -19% |              | 15%  | 15%  |                        |
| 2013-03 | -9%  | -7%  | -2% |   | 37%  | 27%  |                     | 20% | 18% |             | -22% | -27% |              | -3%  | -20% |                        |
| 2013-04 | 1%   | -2%  | 3%  |   | 38%  | 40%  |                     | 21% | 23% |             | -9%  | 50%  | 土地购置面积同比增长   | 2%   | 15%  | 新开工面积单月同比回到高位,累计增速转正   |
| 2013-05 | 12%  | 7%   | 5%  |   | 36%  | 28%  |                     | 21% | 19% |             | -13% | -24% |              | 1%   | -2%  |                        |
| 2013-06 | -16% | -16% | 0%  | 政策持续收紧,基本面走弱:                                 | 29%  | 11%  | 销售面积单月同比再度走弱,累计增速下行 | 20% | 19% |             | -10% | -1%  |              | 4%   | 14%  |                        |
| 2013-07 | 2%   | 0%   | 3%  |   | 26%  | 12%  |                     | 20% | 21% |             | -1%  | 108% |              | 8%   | 45%  |                        |
| 2013-08 | 7%   | 6%   | 1%  |   | 23%  | 10%  |                     | 19% | 13% |             | -9%  | -40% |              | 4%   | -20% |                        |
| 2013-09 | -1%  | 4%   | -5% |   | 23%  | 23%  |                     | 20% | 22% |             | -3%  | 53%  |              | 7%   | 41%  |                        |
| 2013-10 | -2%  | -1%  | -1% |   | 22%  | 12%  |                     | 19% | 15% |             | -4%  | -8%  |              | 6%   | -3%  |                        |
| 2013-11 | 0%   | 3%   | -3% |   | 21%  | 15%  |                     | 20% | 22% |             | 10%  | 104% |              | 11%  | 59%  |                        |
| 2013-12 | -5%  | -4%  | -1% |   | 17%  | 1%   |                     | 20% | 22% |             | 9%   | 0%   |              | 13%  | 35%  |                        |

资料来源: wind 国家统计局 申港证券研究所

不同于2008周期,本轮周期尽管仍遵循着政策先行、基本面兑现的顺序,但节奏特征弱于2008周期:

- ◆ 缺少全国性政策支持下,政策行情发酵偏慢:本轮地产政策松绑多为地方政策,对行情驱动弱,出现政策调整后4个月指数启动;
- ◆ 基本面利好兑现预期先行,销售转正后指数无显著上涨:本轮政策调整-销售面积单月转正期间包含了基本面好转预期,因而销售面积转正后地产指数表现平淡,待基本面持续好转确认后才再度走高。

图48: 2011-2013年申万地产指数行情及商品房销售面积表现



资料来源: wind 国家统计局 申港证券研究所

3.1.3 周三（2014-2016），复苏周期拉长，形成多轮行情

从政策、基本面和市场三个维度回顾 2014 年周期：

- ◆ 政策面：①2014 年 2 月起地方性政策开启松绑，4 月、6 月两次定向降准；②2014 年 9 月全国性政策放松，央行、银监会对拥有一套住房并已结清贷款家庭，为改善居住条件再次购买普通商品房，按首套房执行贷款政策，即“认贷不认房”；③2015 年 3 月，二套首付比例最低由 60%下调至 40%；④2015 年 6 月，国务院提出积极推进棚改货币化安置；⑤2015 年 9 月，央行、银监会《关于进一步完善差别化住房信贷政策有关问题的通知》，明确不实施“限购”措施城市，首套房最低首付款比例调整为不低于 25%等；⑥2016 年 2 月起各地开始陆续收紧政策，限价等政策陆续出台。
- ◆ 基本面：①销售周期，2014 年 2 月销售面积单月同比负增速并趋势下探；2014 年 8 月-2015 年 3 月单月同比增速逐步企稳回升；2015 年 4 月-2016 年 9 月销售面积单月同比转正并维持高增速；2016 年 9 月后，政策收紧，销售增速走弱；②投资周期，2014 年 1-7 月投资保持相对高增速；2014 年 8 月-2015 年 12 月，投资单月及累计同比进入下行；2016 年 2 月后投资增回升，并在 2016 年四季度单月同比进入相对高位。
- ◆ 市场面：①2014 年 1-6 月，地产指数表现平淡，基本面走弱下，无显著行情；②2014 年 7 月-2015 年 3 月政策行情（以销售回正为区分间隔），板块区间绝对收益+103.9%，相对沪深 300 收益+16.8%，4、6 月两次降准，叠加 9 月实行“认贷不认房”，3 月二套首付 4 成，政策明确进入宽松期；③2015 年 4 月-2015 年 12 月基本面行情（以政策收紧为区分间隔），板块区间绝对收益+17.6%，相对沪深 300 收益+25.5%，需特别注意本轮周期中出现一轮回调后二次上涨，主因为基本面利好兑现+政策二次宽松驱动；④2016 年 2-8 月尾部行情（基本面延续，政策边际收紧），板块区间绝对收益+5%，相对沪深 300 收益-11%，表现为跟随大市上涨，但部分月份已跑输大市；⑤2016 年 9 月后行情结束（政策全面收紧），板块指数转为下跌。

表 16：2014-2016 年地产申万指数及基本面表现

| 时间      | 市场面           |                 |      | 基本面   |              |              |                          |                     |                     |                         |                    |                    |                          |                   |                   |  |
|---------|---------------|-----------------|------|---|--------------|--------------|--------------------------|---------------------|---------------------|-------------------------|--------------------|--------------------|--------------------------|-------------------|-------------------|--|
|         | 申万地产<br>单月涨跌幅 | 沪深 300<br>单月涨跌幅 | 超额收益 | 说明  | 销售面积<br>累计同比 | 销售面积<br>单月同比 | 说明                       | 房地产<br>开发投资<br>累计同比 | 房地产<br>开发投资<br>单月同比 | 说明                      | 购置土<br>地面积<br>累计同比 | 购置土<br>地面积<br>单月同比 | 说明                       | 新开工<br>面积<br>累计同比 | 新开工<br>面积<br>单月同比 | 说明   |
| 2014-01 | -4%           | -5%             | 1%   | 销售转<br>负，地产<br>指数下行   | /            | /            | 销售单<br>月转弱               | /                   | /                   | 投资维<br>度高增<br>速         | /                  | /                  | 土地购<br>置面积<br>保持平<br>稳增长 | /                 | /                 | 新开<br>工面积<br>负后，<br>增速<br>阶段<br>企稳<br>回升       |
| 2014-02 | -3%           | -1%             | -2%  |   | 0%           | 0%           | 走弱                       | 19%                 | 19%                 |                         | 7%                 | 7%                 |                          | -27%              | -27%              |  |
| 2014-03 | 10%           | -1%             | 11%  |   | -4%          | -7%          |                          | 17%                 | 14%                 |                         | -2%                | -17%               |                          | -25%              | -22%              |  |
| 2014-04 | -2%           | 1%              | -2%  |   | -7%          | -14%         |                          | 16%                 | 15%                 |                         | -8%                | -20%               |                          | -22%              | -15%              |  |
| 2014-05 | 1%            | 0%              | 1%   |   | -8%          | -11%         |                          | 15%                 | 10%                 |                         | -6%                | 1%                 |                          | -19%              | -8%               |  |
| 2014-06 | -1%           | 0%              | -1%  |   | -6%          | 0%           |                          | 14%                 | 12%                 |                         | -6%                | -6%                |                          | -16%              | -9%               |  |
| 2014-07 | 13%           | 9%              | 4%   | 政策行<br>情：2 月<br>地方政策<br>放松，<br>4、6 月<br>定向降<br>准，9 月<br>“认贷不<br>认房”等<br>一些列政<br>策利好出<br>台 | -8%          | -16%         | 销售持<br>续低位，<br>并逐步<br>企稳 | 13%                 | 10%                 | 投资增<br>速下行<br>并持续<br>转负 | -3%                | 7%                 | 土地购<br>置面积<br>负并维<br>持低位 | -11%              | 6%                | 新开<br>工面积<br>再探<br>新低，<br>持续<br>保持<br>单月<br>负增 |
| 2014-08 | 0%            | -1%             | 1%   |   | -8%          | -12%         |                          | 12%                 | 9%                  |                         | -5%                | -12%               |                          | -9%               | 0%                |  |
| 2014-09 | 8%            | 5%              | 3%   |   | -9%          | -10%         |                          | 12%                 | 12%                 |                         | 1%                 | 98%                |                          | -6%               | 43%               |  |
| 2014-10 | 3%            | 2%              | 0%   |   | -8%          | -2%          |                          | 12%                 | 8%                  |                         | -14%               | -66%               | 土地购<br>置费维<br>持低位        | -9%               | -31%              | 新开<br>工面积<br>再度<br>下探<br>并持<br>续单<br>月负<br>增   |
| 2014-11 | 14%           | 12%             | 2%   |   | -8%          | -11%         |                          | 12%                 | 8%                  |                         | -14%               | -10%               |                          | -11%              | -26%              |  |
| 2014-12 | 16%           | 26%             | -10% |   | -8%          | -4%          |                          | 10%                 | -2%                 |                         | -14%               | -10%               |                          | -11%              | -26%              |  |
| 2015-01 | 0%            | -3%             | 3%   |   | /            | /            |                          | /                   | /                   |                         | /                  | /                  |                          | /                 | /                 |  |
| 2015-02 | 3%            | 4%              | -1%  |   | -16%         | -16%         |                          | 10%                 | 10%                 |                         | -32%               | -32%               |                          | -18%              | -18%              |  |
| 2015-03 | 19%           | 13%             | 6%   |   | -9%          | -2%          |                          | 9%                  | 7%                  |                         | -32%               | -34%               |                          | -18%              | -19%              |  |
| 2015-04 | 17%           | 17%             | -1%  | 基本<br>面行<br>情：政<br>策  | -5%          | 7%           | 销售单<br>月同比               | 6%                  | 1%                  |                         | -33%               | -34%               |                          | -17%              | -15%              |  |
| 2015-05 | 9%            | 2%              | 7%   |   | 0%           | 15%          |                          | 5%                  | 2%                  |                         | -31%               | -26%               |                          | -16%              | -13%              |  |



政策行情，启动收到预期与政策强度双重影响：

- ◆ **政策变动驱动地产行情启动，强政策往往加速地产指数走强：**从政策强度来看，2008>2014>2011，2008年全国性支持政策出台后1个月，市场快速反应，而2011年以地方性政策为主，市场反应缓慢；
- ◆ **随着经历的周期叠加，市场存在预期先行现象：**尽管2014年政策力度不及2008年，但基于以往的经验，在基本面下行后，市场已提前布局政策松绑行情，地产板块提前2月启动上涨。

表17：三轮周期政策行情启动时点

| 周期        | 政策转变    | 行情启动    | 行情启动滞后政策（月） |
|-----------|---------|---------|-------------|
| 2008-2010 | 2008-10 | 2008-11 | 1           |
| 2011-2013 | 2011-10 | 2012-01 | 3           |
| 2014-2016 | 2014-09 | 2014-07 | -2          |

资料来源：wind 国务院 银保监会 央行 申港证券研究所

基本面行情，存在预期先行现象，但销售面积回正后，持续兑现的基本面好转可支持基本面行情延续：

- ◆ **预期先行：**基本面行情启动时点（以销售单月同比增速触底回升当月实现上涨为起点），与销售单月同比回正间隔拉长，且2011轮周期出现销售回正后指数下跌的市场表现；
- ◆ **预期先行下行情仍具备延续性：**从销售面积单月同比转正至行情尾部（指数单月绝对涨幅转负）区间在8-10个月，尽管市场会提前交易基本面复苏的预期，但持续好转的基本面仍能支持指数走强。

表18：三轮周期基本面行情时点

| 周期        | 基本面行情启动 | 尾部行情结束  | 销售单月同比触底回升 | 行情启动-销售单月同比触底回升（月） | 销售单月同比触底回升-行情结束（月） | 销售单月同比回正 | 行情启动-销售单月同比回正（月） | 销售单月同比回正-行情结束（月） |
|-----------|---------|---------|------------|--------------------|--------------------|----------|------------------|------------------|
| 2008-2010 | 2009-01 | 2009-11 | 2009-02    | 1                  | 9                  | 2009-03  | 2                | 8                |
| 2011-2013 | 2012-05 | 2013-05 | 2012-05    | 0                  | 12                 | 2012-07  | 2                | 10               |
| 2014-2016 | 2014-12 | 2015-12 | 2014-12    | 0                  | 12                 | 2015-04  | 4                | 8                |

资料来源：wind 国家统计局 申港证券研究所

尾部行情及行情结束分别以政策边际收紧、全面收紧为主要节点，而政策的关注点又在于基本面表现，通过关注基本面复苏水平，可以更好把握行情延续性：

- ◆ **政策收紧标志着行情结束：**历史三轮周期在政策边际收紧前后均进入行情尾声（跟随大市上涨超额收益较低），政策全面收紧前1个月行情结束；
- ◆ **政策的先行指标关注投资和销售走势：**政策是以基本面为参考对象进行制定，对于我国房地产的行业往往有两大目标，即不过热（销售增速不可持续高增速），以及稳增长（投资增速维持在健康水平），从这两个维度观察，销售过热或投资增速恢复至健康水平后，都将加速政策收紧。

表19：三轮周期行情尾声时点特征

| 周期        | 进入行情尾声  | 行情结束    | 政策边际收紧  | 进入行情尾声-政策边际收紧（月） | 政策全面收紧  | 行情结束-政策全面收紧（月） | 销售同比达高位 | 销售同比达高位-政策全面收紧（月） | 投资增速达全苏 | 投资增速达全苏-政策全面收紧（月） |
|-----------|---------|---------|---------|------------------|---------|----------------|---------|-------------------|---------|-------------------|
| 2008-2010 | 2009-07 | 2009-11 | 2009-06 | -1               | 2009-12 | 1              | 2009-11 | 1                 | 2009-09 | 3                 |
| 2011-2013 | 2013-01 | 2013-05 | 2013-02 | 1                | 2013-06 | 1              | 2013-04 | 2                 | 2012-11 | 7                 |

敬请参阅最后一页免责声明

| 周期        | 进入行情尾声  | 行情结束    | 政策边际收紧  | 进入行情尾声-政策边际收紧(月) | 政策全面收紧  | 行情结束-政策全面收紧(月) | 销售同比达高位 | 销售同比达高位-政策全面收紧(月) | 投资增速复苏  | 投资增速复苏-政策全面收紧(月) |
|-----------|---------|---------|---------|------------------|---------|----------------|---------|-------------------|---------|------------------|
| 2014-2016 | 2016-01 | 2016-08 | 2016-01 | 0                | 2016-09 | 1              | 2016-04 | 5                 | 2016-04 | 5                |

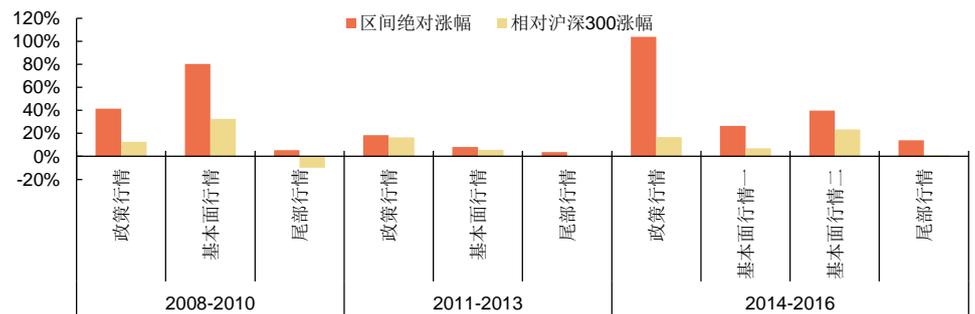
资料来源: wind 国家统计局 国务院 银保监会 央行 申港证券研究所

此外,在时点把握上需明确,政策的态度是行情的基础,若明确需实现行业复苏,则基本面不及预期将持续有新政策利好出台,进而表现为政策利好-基本面兑现的多轮布局机会,参考前文论述的2014年基本面兑现期间的两轮布局机会。

从上涨空间来看,基本面行情(以销售面积单月同比回正为分隔时点)涨幅空间仍值得期待:

- ◆ **基本面行情与政策涨幅关系受多因素影响:** 影响因素包括预期先行幅度,如2014-2016年周期,部分基本面行情在销售面积单月同比回正前已走完;基本面复苏水平如何,如2011-2013年周期,在弱政策下基本面复苏偏慢,基本面行情涨幅同样较小;
- ◆ **基本面行情领先大市具备确定性:** 尽管不同周期基本面行情涨跌幅存在差异,但均表现出优于沪深300的累计涨幅。

图50: 三轮周期指数主要上周区间涨幅

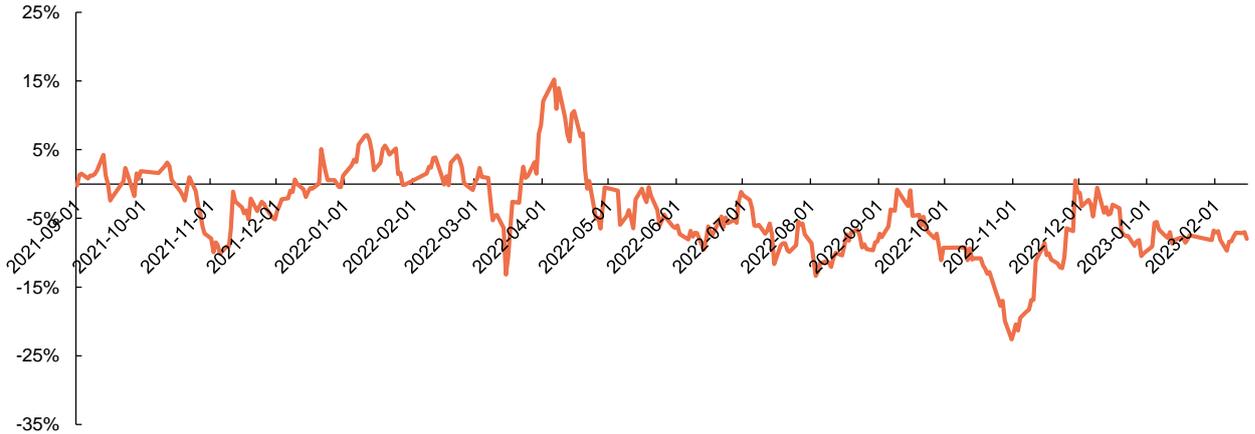


资料来源: wind 申港证券研究所

回顾本轮周期,由于政策支持力度早期偏弱,基本面利好迟迟未能兑现,且叠加疫情,房企资金紧张等外部因素冲击,地产行情进入政策和基本面反复拉扯的行情中。期间最大两次连续涨幅分别发生在3月15日-4月6日(+24%,六部委齐发声支持地产行业),10月31日(+27%,"三支箭"政策出台),行情仍以政策为导向。

当前政策仍有放松空间,基本面利好兑现预期逐步走近,行业贝塔机会具备确定性;

- ◆ **从择时来看,** 基本面复苏的行情收益稳定,且在销售单月回正后仍具备持续性,且可跑赢大市;
- ◆ **从空间来看,** 当前政策行情整体涨幅并不高,在经历多轮落空后市场对基本面复苏的预期交易不大,存在预期差空间;
- ◆ **从外部条件来看,** 疫情影响在快速消退,供需两端政策仍在进一步放松,对行业走强将起到额外支持。

**图51：申万地产指数近期日涨跌幅**


资料来源：wind 申港证券研究所

## 4. 投资策略：贝塔行情下把握三条逻辑主线

回顾历史周期及行业运行现状，我们认为在销售年内复苏，地产板块将实现良好收益，同时房企资金状况改善，行业格局重塑的背景下，贝塔行情之下蕴含着三类机会：

- ◆ **高胜率策略**：聚焦拿地积极、销售同比及占位提升的优质房企，强者恒强逻辑下，中型房企规模突破，大型房企份额稳定增长，确定性强；
- ◆ **高弹性策略**：行业纾困，基本面复苏下的估值修复逻辑，关注一阶段经营困境转向可持续经营，以及二阶段规模收缩向稳健发展的两次修复逻辑；
- ◆ **寻找格局重塑的潜在机遇**：部分民企退场，全国商品房市场总量企稳背景下，仅以当前规模布局的国央企及少量民企难以完全承载市场规模，关注中小房企的扩张机遇。

### 4.1 高胜率策略：聚焦确定性强的中长期优质房企

**策略逻辑**：强者恒强，当前资金充裕的房企可以充分把握土地市场布局窗口期及融资支持政策，度提高杠杆水平，获取融资便利，提高规模，获取优质高毛利土地，高质量的扩大市场份额，适并形成正向循环，实现高质量稳健经营。预计本轮周期后，未来行业格局将保持相对稳定，并进入强者恒强份额提升的长坡中。

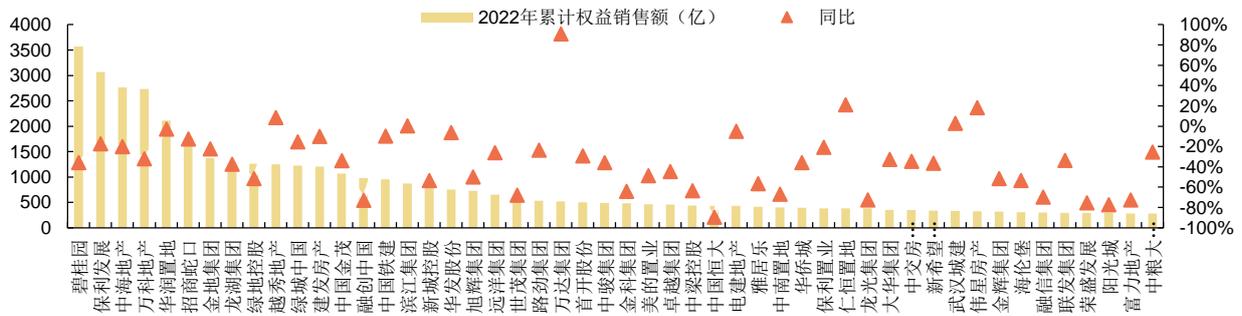
**关注维度**：股东背景（以获取资金、购房者认可）、拿地表现（实现规模扩张、毛利提升、衡量资金充裕程度以及扩张意愿）、销售表现（最终销售回款达成、逻辑落地验证）等维度：

- ◆ **销售佳+拿地积极为首选**：通过拿地与销售的顺畅循环，持续产生高于历史水平的盈利并扩大规模及市场份额，在这一维度下滨江集团、建发国际、越秀地产等短期及中长期均有成长空间；
- ◆ **稳定头部房企贡献稳定收益**：从中长期来看，行业整合是必然，头部房企以其规模优势将获得更多资源倾斜，因此保利发展、华润置地等房企在中长期取胜

确定性高，但另一方面，由于我国商品房市场规模较大，且房地产开发标准化程度低，组织规模过大会导致效率下降，因此大型房企市场份额及规模的提升节奏并不会一蹴而就，而是一条长逻辑赛道；

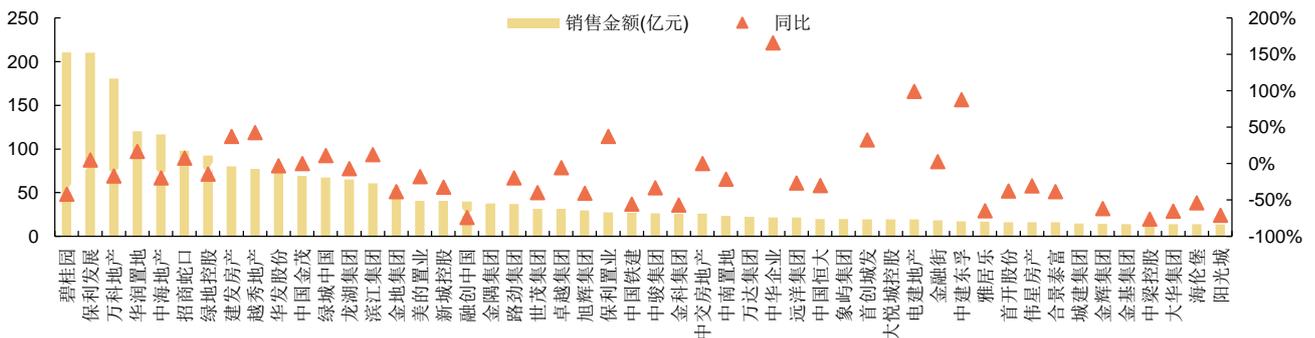
- ◆ **胜率高于赔率**：整体来看，该策略与 2022 年的主流投资方向基本一致，因此确定性高，若房企销售规模利好兑现强于预期，有望实现超额收益；
- ◆ **个股关注**：滨江集团、建发国际、华润置地、保利发展、越秀地产等。

图52：2022年主要房企权益销售额及同比



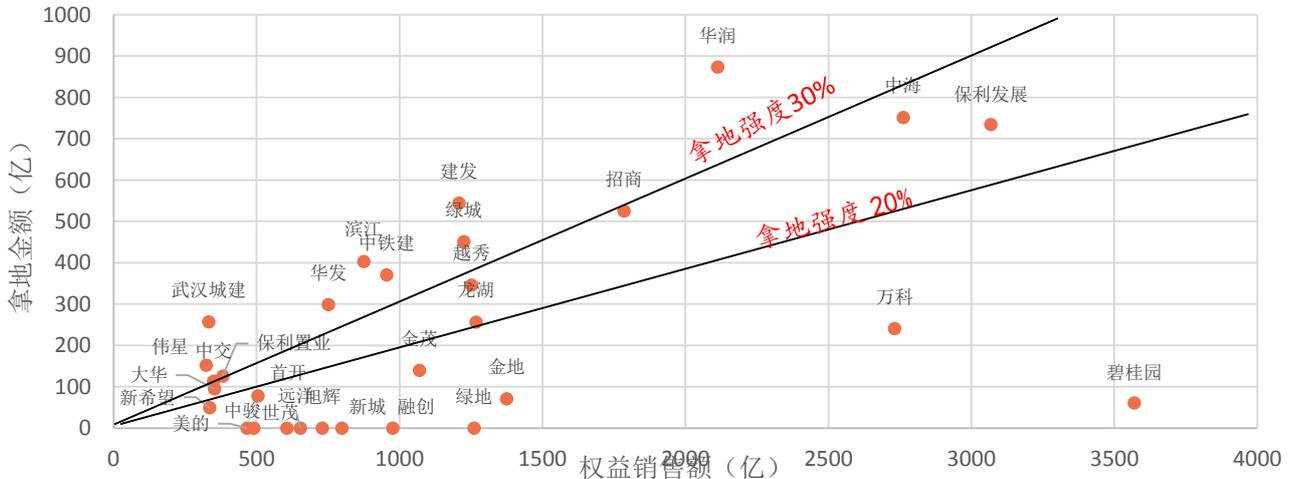
资料来源：CRIC 申港证券研究所

图53：2023年1月主要房企权益销售额及同比



资料来源：CRIC 申港证券研究所

图54：2022年30家主要房企拿地强度表现



资料来源：中指研究院 CRIC 申港证券研究所

## 4.2 高弹性策略：行业纾困与复苏中寻找个股修复机会

**策略逻辑：**估值修复，其中向永续经营、扩张发展转变的两次修复弹性最高，随着“三支箭”政策出台，部分房企融资端获得支持，资金压力减少，此前市场对房企稳定经营担忧减少，启动第一轮估值修复；待基本面复苏销售回款改善，叠加融资输血，少部分房企或有重回良性稳定经营路径，实现第二轮修复。

**关注维度：**债券偿还展期（规避风险）、融资动作（一阶段修复，获取资金支持，保证持续经营）、拿地动作（二阶段修复，资金紧张缓解，由保资金链向谋发展转变）、存货质量（底线思维）等维度，以**龙湖集团**为例

- ◆ 无公开债务违约展期：龙湖集团至今无公开债务违约，公开债券价格稳定，风险可控；
- ◆ 融资端获支持：龙湖集团两次入选债券支持优质房企，并完成 200 亿元储架式债券注册发行；
- ◆ 持续拿地：根据中指研究院统计，2022 年龙湖权益拿地 256 亿，位列 12 位；
- ◆ 存货聚焦高能级城市，龙湖天街提供现金流并可充当担保物；
- ◆ 适度参与：行业基本面复苏确定性渐强，政策持续宽松背景下，民企估值修复的参与风险已减少，但仍应保持相对谨慎，不宜过度下沉；
- ◆ 个股关注：龙湖集团、金地集团、中骏集团。

## 4.3 格局重塑机遇：聚焦中小票 扩大布局范围

**策略逻辑：**关注拿地房企销售规模与商品房销售规模缺口所带来的增量机遇。2022 年全国住宅类用地成交面积同比增速-27%，而中指研究院统计的 TOP100 房企拿地面积同比增速-49%，且有一定占比为地方城投公司取地，规模房企拿地出现下滑，且幅度显著高于全国商品房销售规模收缩水平；在这一背景下，仅靠现有头部房企进行扩张并不能完全承托全国市场份额，必然将有新生力量出现，对行业格局产生新的改变；基于这一背景，我们可以将视野拓宽，对于以地产开发为主营收入的中小型国企进行关注，挖掘具备规模扩张潜力的标的。

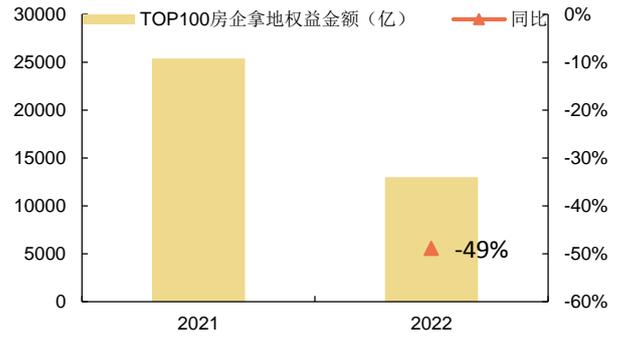
- ◆ 企业意愿为重：尽管部分中小国企具备规模扩张的潜力，但公司主要重心已不再聚焦地产，在土地市场出手谨慎；以企业意愿为关注点，聚焦拿地规模变化，债券股权融资动作等；
- ◆ 通过组合平衡风险与收益：由于中小房企不确定性较高且体量有限，建议扩大标的范围，以组合形式平衡风险与收益；
- ◆ 个股关注：天地源、苏州高新、首开股份、城建发展等。

图55: 历年全国成交土地规划住宅类建面及同比



资料来源: wind 申港证券研究所

图56: 2021及2022年TOP100房企拿地面积及同比



资料来源: 中指研究院 申港证券研究所

## 5. 风险提示

商品房市场复苏不及预期、疫情反复风险、部分房企债务违约风险。

### 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       |