

房地产

地产开始复苏了吗？

春节假期前后，二手房市场的交易回升，市场温度逐渐提升。2月20日，高盛将中国高收益地产美元债今年违约率的预测由28%下调至19%。根据以往经验，伴随政策的放松，这些迹象似乎预示着行业的寒冬已过，春意可期。然而，面对这些现象，市场并不像前几轮地产复苏那么兴奋了，对政策的实际刺激效果也存在分歧。或许在多数人记忆中，从未出现过“人口负增长”。也没有经历过楼盘无法交付的窘境。在经历过国内地产近30年来最大幅度的下滑之后。人们似乎不敢笃定：曾经记忆中的地产复苏还能回来吗？

如何理解2022年的地产销售？

2022年，国内商品房销售面积最终定格在了13.58亿平米。尽管与前三年平均17亿平米以上的销售量无法同日而语。但这个数据的重要意义在于告诉我们：在许多不利因素的共同作用下，楼市真实需求大概是什么体量？

首先，在房价持续调整之下，我们预计投资、投机、透支性需求占比不会太高。此外，去年楼市面临的房企风险暴露、经济承压、美联储加息等外部因素是较为极端的，表明购房者需求是较为迫切的，且购房行为基本反映真实居住目的。在2022年销售数据“充分挤水”的背景下，我们不禁思考：随着内外部环境的改善，2023年的销售还会更差吗？

我们回溯历史上的3轮周期对应政策环境，来思考去年行业的大幅下滑的原因，和未来合理的需求水平。2005至2008、2009至2015、2016至2021三轮地产周期调整，需求中枢分别经历了6亿平、11亿平、17亿平的时代。2009-2015年，棚改实物安置为主，需求中枢稳定于10-12亿平。2015年后，货币化安置大幅提升，PSL大规模投放、房价快速上涨。创造出一部分投机、透支性需求，我们测算：最高时此类需求或达3亿平/年。对应第3轮周期17亿平米的需求中枢来看，明显存在一定“虚胖”。伴随货币化安置的“退潮”，透支性需求回落。2022年的地产下行更像是向真实需求中枢的靠拢。我们认为，当下，政策重新回到实物安置为主，市场需求有望回归至09-15年间中枢水平较为合理。

如果信心、预期拐点，过度悲观还合理吗？

我们再来观察一下，作为真实的需求端，居民购买力潜力如何？首先，现阶段需求端政策已经不是制约销售释放的主要因素，因为限购、限贷在全国仅剩个别城市、区域未作明显调整。而数据显示，自2022年中期以来，地产出台放松政策的力度较之前明显提升。

而购买力或也不是居民购房行为的主要限制，因为首付比例政策充分调整，且居民储蓄2022年新增17.84万亿，是2021年的约1.8倍。我们预计真正制约销售释放的主要因素，更多的是居民对于未来的信心和对房价的预期。随着宏观经济复苏，居民收入、消费信心有望逐步恢复，叠加高层对于房地产行业支柱产业的定调，居民房价预期有望持续修复。在思考了2022年销售反映的真实需求，以及居民潜在的购买力之后。我们认为2023年楼市有望走入复苏通道，预计全年商品房销售面积同比增长0-5%。

而现阶段短期数据也正在逐步验证复苏逻辑。新房方面，春节后62城商品房成交面积降幅收窄至15%-30%区间。二手房方面，春节后第3周，18城二手房成交面积较22年同期同比增长28.2%，回暖明显。

我们认为无论是政策有效性、政策空间，还是稳融资力度和销售预期上，地产行情或依然存在认知差，这也有望成为后继行情延续的动力。至于市场所担心的不利因素如人口出生率下滑、城镇化率提升放缓等等，实际上是一些慢变量，在1-2年内或难以有较大变化。

不可否认，在人口与社会结构变化的大趋势下，地产行业已然步入了平稳的发展阶段。无法期待它像城镇化早期那样维持高速增长。但斗转星移，时间不会驻足，依然会翻开新的一页。

4个认知差持续推动地产行情，3条思路推荐标的

我们认为地产行情认知差尚未完全修复，推荐标的关注3条思路市场对于地产板块4个认知差（政策有效性、稳融资力度、政策空间、销售预期）尚未完全修复，选股思路围绕以下3个维度：①信用修复、②格局优化、③销售复苏，具体包括：1)优质民企信用修复，建议关注新城控股、金地集团；2)区域竞争格局优化，建议关注天地源、滨江集团、华发股份；3)行业销售复苏，建议关注保利发展、招商蛇口、我爱我家。此外，建议关注金融支持租赁市场的受益标的，万科A、龙湖集团。

风险提示：1) 证券市场波动、政策推进节奏及施行效果等存在不确定性。2) 信用修复、格局优化及行业复苏可能存在不及预期的风险 3) 宏观环境变化可能对房地产行业及公司的运行产生影响

证券研究报告

2023年02月28日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

刘清海

分析师

SAC执业证书编号：S1110523010003

liuqinghai@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《房地产-行业研究周报:供给会成为需求释放的限制因素吗？》 2023-02-26
- 2 《房地产-行业研究周报:公募REITs还有哪些发展空间？——REITs周报》 2023-02-26
- 3 《房地产-行业点评:模式初步跑通，金融保驾护航——金融支持住房租赁点评》 2023-02-26

1. 地产开始复苏了吗？

春节假期前后，二手房市场的交易回升，市场温度逐渐提升。2月20日，高盛将中国高收益地产美元债今年违约率的预测由28%下调至19%。根据以往经验，伴随政策的放松，这些迹象似乎预示着行业的寒冬已过，春意可期。然而，面对这些现象，市场并不像前几轮地产复苏那么兴奋了，对政策的实际刺激效果也存在分歧。或许在多数人记忆中，从未出现过“人口负增长”。也没有经历过楼盘无法交付的窘境。在经历过国内地产近30年来最大幅度的下滑之后。人们似乎不敢笃定：曾经记忆中的地产复苏还能回来吗？

1.1. 如何理解 2022 年的地产销售？

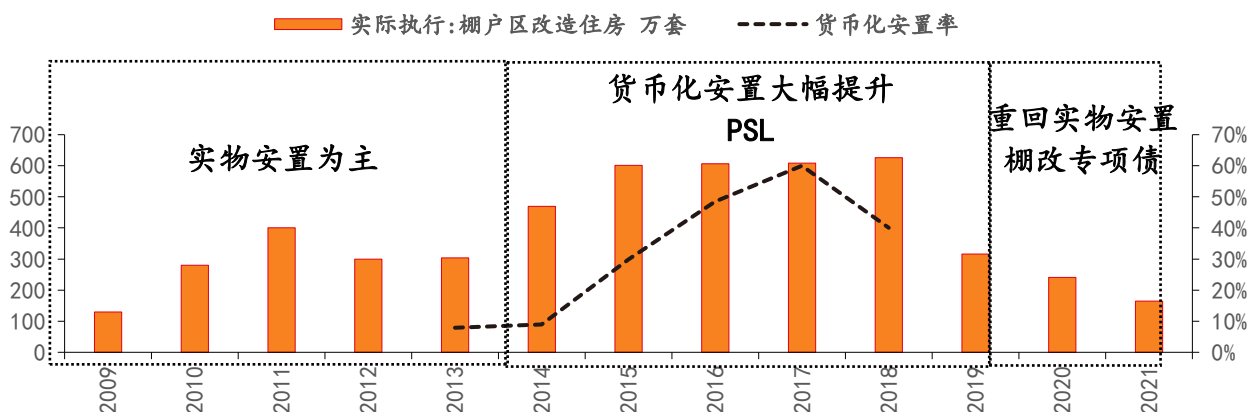
2022年，国内商品房销售面积最终定格在了13.58亿平米。尽管与前三年平均17亿平米以上的销售量无法同日而语。但这个数据的重要意义在于告诉我们：在许多不利因素的共同作用下，楼市真实需求大概是什么体量？

首先，在房价持续调整之下，我们预计投资、投机、透支性需求占比不会太高。此外，去年楼市面临的房企风险暴露、经济承压、美联储加息等外部因素是较为极端的，表明购房者需求是较为迫切的，且购房行为基本反映真实居住目的。在2022年销售数据“充分挤水”的背景下，我们不禁思考：随着内外部环境的改善，2023年的销售还会更差吗？

我们回溯历史上的3轮周期对应政策环境，来思考去年行业的大幅下滑的原因，和未来合理的需求水平：

- 2005至2008、2009至2015、2016至2021 三轮地产周期调整，需求中枢分别经历了6亿平、11亿平、17亿平的时代；
- 2009-2015年，棚改实物安置为主，需求中枢稳定于10-12亿平；
- 2015年后，货币化安置大幅提升，PSL大规模投放、房价快速上涨。创造出一部分投机、透支性需求，我们测算：最高时此类需求或达3亿平/年。对应第3轮周期17亿平米的需求中枢来看，明显存在一定“虚胖”。伴随货币化安置的“退潮”，透支性需求回落；
- 2022年的地产下行更像是向真实需求中枢的靠拢。我们认为，当下，政策重新回到实物安置为主，市场需求有望回归至09-15年间中枢水平较为合理。

图1：棚户区改造回顾



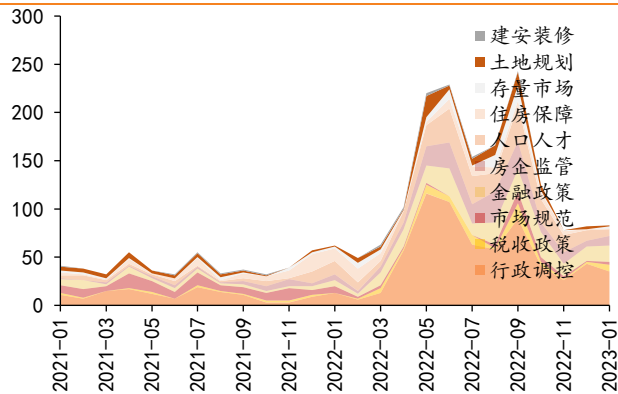
资料来源：Wind，国家统计局，天风证券研究所

1.2. 如果信心、预期拐头，过度悲观还合理吗？

我们再来观察一下，作为真实的需求端，居民购买力潜力如何？

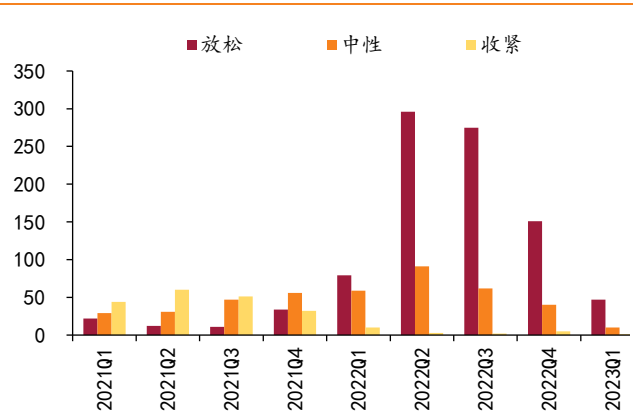
首先，现阶段需求端政策已经不是制约销售释放的主要因素，因为限购、限贷在全国仅剩个别城市、区域未作明显调整。而数据显示，自 2022 年中期以来，地产出台放松政策的力度较之前明显提升。

图 2：调控政策结构



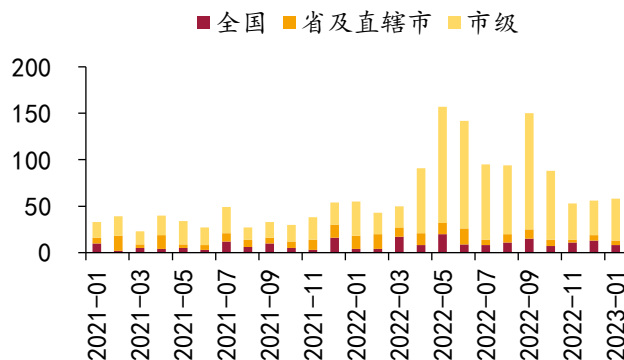
资料来源：中指研究院，天风证券研究所

图 3：调控政策频次及方向



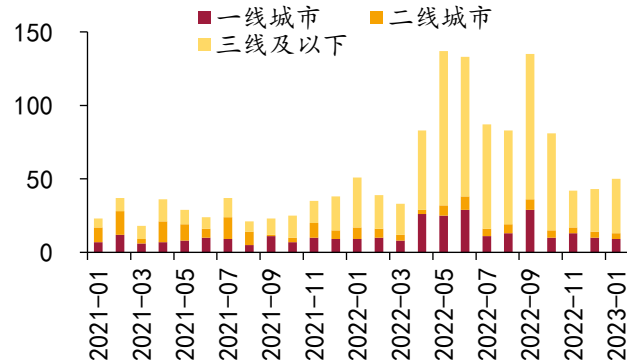
资料来源：中指研究院，天风证券研究所

图 4：分区域调控政策数量



资料来源：中指研究院，天风证券研究所

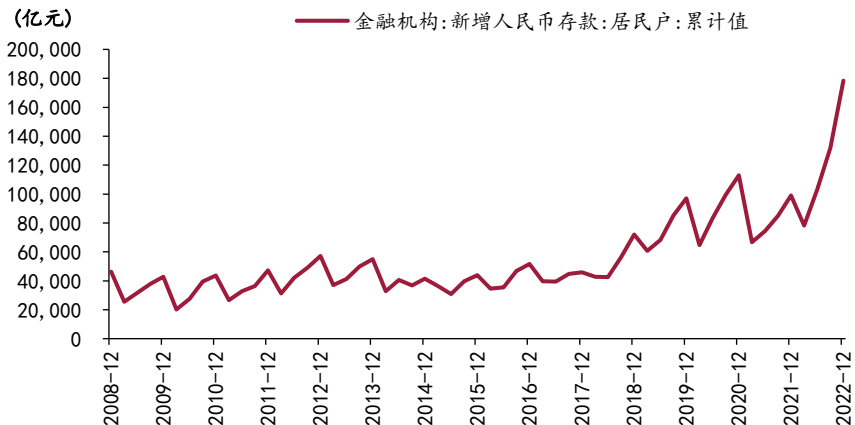
图 5：分能级调控政策数量



资料来源：中指研究院，天风证券研究所

购买力或也不是居民购房行为的主要限制，因为首付比例政策充分调整，且居民储蓄 2022 年新增 17.84 万亿，是 2021 年的约 1.8 倍。

图 6：2022 年新增人民币存款是 2021 年全年的 1.8 倍



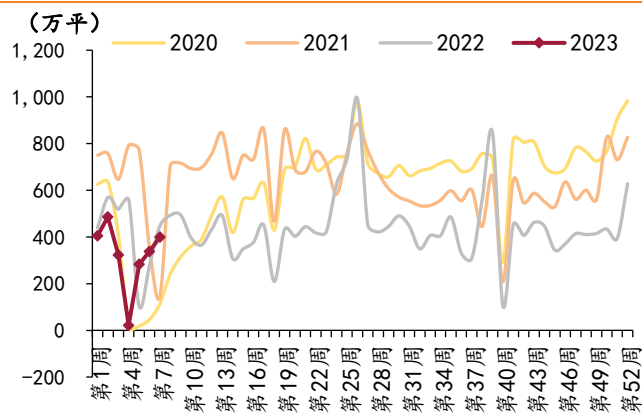
资料来源：Wind，天风证券研究所

我们预计真正制约销售释放的主要因素，更多的或是居民对于未来的信心和对房价的预期。随着宏观经济复苏，居民收入、消费信心有望逐步恢复，叠加高层对于房地产行业支柱产业的定调，居民房价预期有望持续修复。

在思考了 2022 年销售反映的真实需求，以及居民潜在的购买力之后。我们认为 2023 年楼市有望走入复苏通道，预计全年商品房销售面积同比增长 0-5%。

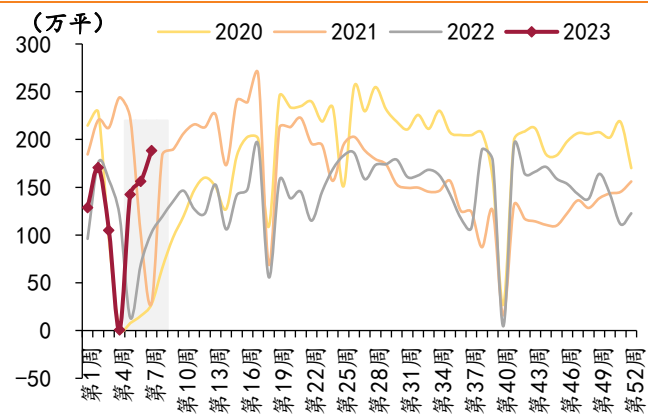
而现阶段短期数据也正在逐步验证复苏逻辑。新房方面，春节后 62 城商品房成交面积降幅收窄至 15-30% 区间。二手房方面，春节后第 3 周，18 城二手房成交面积较 22 年同期同比增长 28.2%，回暖明显。

图 7：62 城商品房高频成交数据（周度）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：18 城二手房高频成交数据（周度）



资料来源：Wind，天风证券研究所

我们认为无论是政策有效性、政策空间，还是稳融资力度和销售预期上，地产行情或依然存在认知差，这也有望成为后继行情延续的动力。至于市场所担心的不利因素如人口出生率下滑、城镇化率提升放缓等等，实际上是一些慢变量，在 1-2 年内或难以有较大变化。

不可否认，在人口与社会结构变化的大趋势下，地产行业已然步入了平稳的发展阶段。无法期待它像城镇化早期那样维持高速增长。但斗转星移，时间不会驻足，依然会翻开新的一页。

2. 风险提示

- 1) 证券市场波动、政策推进节奏及实施效果等存在不确定性
- 2) 信用修复、格局优化及行业复苏可能存在不及预期的风险
- 3) 宏观环境变化可能对房地产行业及公司的运行产生影响

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com