

## 强于大市

## 房地产行业 2023 年 2 月月报

2月房地产市场成交同比增速转正，重点关注基本面兑现的持续性

## 核心观点

**新房：**2月新房成交低位回升，同比增速转正。2月38城新房成交面积1252.4万平，环比+20.5%，同比+0.9%，同比增速较上月提升42.1pct，1-2月累计降幅收窄至23.8%。一、二、三线城市环比增速-4.1%、17.4%和-5.5%，同比增速-0.1%、10.4%和17.6%，一线城市降幅较上月缩小31.3pct，二、三线城市增速较上月提升54.0%、39.5pct。市场有所复苏，主要因为节后需求的集中释放，以及去年同期基数略低。

**二手房：**具体来看，一线城市新房成交面积同比增长，我们认为一方面与备案数据层面的延迟有关，另一方面2月北京、上海、深圳三个城市的供应量均处低位，供应量环比均下降，上海1月集中供应新盘，深圳预期3月新房入市较多。但一线城市整体市场热度并不低。其中，上海、北京热度延续，成交面积同比分别出现了7%和42%的正增长，上海由于供应下降，成交环比小幅回落；广深同比虽然仍有下降，但环比也都出现了小幅上涨，3月前两周广深新房成交面积同比增速均已回正。根据克而瑞调研，2月广州部分项目诸如荔湾广钢花城、黄埔星汇城等前期折扣力度收回，深圳个别网红盘周末到访量破3000组。因此我们预期一线城市新房成交面积3月同比将会转正。二线城市政策放开较多，市场需求持续释放。武汉、成都单月成交均破100万平，主要源于供应收缩和前期需求积累，其中武汉同环比涨幅分别高达106%、79%；杭州、厦门、福州因项目集中入市，成交面积同比分别增长83%、11%、51%。三线城市多以点状复苏为主，低能级城市前期市场持续低迷，依托于部分城市前期积压的刚需集中释放，本月整体涨势明显，其中惠州、扬州、南宁同比出现明显上涨，不过我们认为，部分三线城市需求集中释放后可能出现一定疲态，后续销售仍有缩量的可能。我们认为3、4月份高能级城市的“小阳春”仍会延续，但是全国数据由于弱三四线的修复较慢可能不会有太大回升。从我们跟踪的3月前两周数据来看，一线与二线城市新房成交面积同比增速持续提升，三线城市同比增速则有明显波动。

**二手房：**2月二手房成交同比增幅显著扩大，由于政策对于二手房的倾斜以及近期挂牌量增加，多城普遍成交量显著增加。2月14城二手房成交面积674.0万平，环比+60.5%，同比+135.2%，同比增幅较上月扩大147.3pct。一、二、三线城市环比增速77.3%、54.8%、64.9%，同比增速89.9%、152.4%、274.1%，增速较上月分别提升117.8%、155.5%、246.5pct。从具体城市来看，我们跟踪的所有城市二手房成交量环比增速均转正。2月多城二手房普遍成交大幅增加有以下原因：1) 前期市场低迷、积压的刚需购房需求集中回流入市；2) 部分城市实行“带押过户”后置换改善需求释放；3) 信贷的持续宽松降低了客户的购房门槛。根据贝壳研究院，1月50城二手房房价指数自2021年8月起连续17个月环比下跌以来首次止跌后，景气指数持续回升，2月贝壳房价指数超过50的信心荣枯线，二手房带看量与网签规模均有显著幅度回升。从多周的高频数据观察来看，我们认为，当前二手市场的修复具有一定的可持续性，部分城市二手房市场成交短期好于新房市场，后续或将反哺新房市场，带动整体销售的回暖。

**库存与去化：**2月整体库存情况在1月的基础上进一步好转，多数城市去化压力明显降低。截至2月底，我们跟踪的14城新房住宅库存面积为1.01亿平，环比-1.8%，同比-0.8%；去化周期为14.7个月，环比-0.3%，同比+21.7%。一、二、三线城市库存同比增速9.4%、-10.7%、-16.2%；去化周期分别为11.7、12.8和14.8个月，同比增速29.3%、21.1%、-4.6%。具体来看，超过7成城市库存环比小幅下降，上海、杭州、苏州去化周期在12个月内。

**开盘去化率：**20个重点城市平均开盘去化率高位持稳38%，与上月相比基本持平。从具体城市来看，2月各城市环比涨多跌少，上涨城市主要分为两类：1) 北京、上海等前期热点城市，去化率在8成左右；2) 前期低迷型城市，例如重庆、南京、郑州等，主要依托于前期积压的刚需集中释放。虽然天津、东莞、佛山等去化率暂未止跌，但是微观层面，已有客户到访量上升，客户转化率持增，项目折扣力度收回等市场企稳的苗头，后续预期也将在这整体去化率层面有所体现。

**土地市场：**百城住宅类用地成交同比降幅收窄，溢价率同比提升。2月百城住宅类用地成交建面3103.2万平，环比-2.3%，同比-1.9%；楼面均价3564元/平，环比+73.6%，同比+18.8%；平均溢价率5.97%，同比提升2.18pct。2月北京、杭州、苏州等热点城市举行了四场土拍，得益于销售数据回暖带来的信心提升及土地质量的回升，整体溢价率水平均有回升，但是从各城市内部情况来看，封顶溢价的仍然只是少数优质地块，多数普通地块仍是底价成交，如北京摇号和底价成交各占半数。

**房企：**从销售和拿地来看，房企经营面出现好转；但融资表现平平。1) 2月单月全口径销售额同比增速时隔19个月首次回正。百强房企1月全口径销售额同比+12.5%（前值：-31.7%）；权益口径销售额同比+17.2%（前值：32.0%）。TOP20房企中七成房企单月销售额增速为正；35%的房企实现翻倍增长。单月销售额增长较快的为保利置业（479%）、越秀地产（535%）、华发股份（294%）、中海地产（144%）、华润置地（142%）、招商蛇口（124%）、中国金茂（102%）。保利置业首次进入TOP20榜单。2) 2月百强房企拿地量同比增速回正；拿地强度有所回升。百强房企2月单月拿地金额同比+1.5%（前值-37.1%）；拿地强度19%，环比提升6pct。具体来看，2月拿地以头部央企、优质区域型民企为主，华润置地、越秀地产、建发国际、滨江集团、招商蛇口分别为87.59.58.34.33亿元的拿地金额排名靠前，拿地强度分别为36%、44%、42%、31%、15%。我们认为，在政策宽松、销售回暖以及优质地块的加持下，接下来核心城市集中土拍热度会较22年有所上升。不过本月拿地量和拿地强度均回升并不意味着投资的复苏，整体的投资回暖仍需要观察以下三个方面的信号是否出现：a) 城投平台托底是否有减少？b) 参与土拍的房企数量是否增多？溢价率是否出现回升？c) 民企的投资是否复苏？就现有情况来看，2月确有看到深耕型杭州民企拿地，但全国化的民企拿地强度并未出现明显回升。3) 融资：债券信托融资表现平淡，增发配股积极，3-4月将迎来年内到期小高峰。2月房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS发行规模合计448亿元，同比-0.4%，环比-15.5%，平均发行利率4.46%，同比+0.03pct，环比+0.01pct。虽然当前优质房企融资开闸，但行业面融资仍未有全面回暖，融资规模仍处于较低的水平。主流房企中首开股份、保利发展、保利置业本月发行国内外债券规模较大，均超过20亿元，平均发行利率分别4.6%、2.3%、4.0%；万达发行海外债20.7亿元，发行利率11.0%。而在增发配股方面，本月万科、招商蛇口、大名城都宣布将非公开发行A股股份，同时福星和保利的A股增发也在推进中。除此之外，万科在3月2日就配售3亿股新H股与中信里昂证券订立了配售协议，整体看来近期房企配股融资仍然较为积极。23年国内外债券到期规模9455亿元，3、4月分别到期1004、1064亿元。

## 投资建议

由于前期政策传导效果反复低于预期，目前市场关注重点已经转到基本面数据的兑现上。不管是从百强房企的销售数据，还是从2月的高频数据显示的新房、二手房成交情况来看，销售都出现了转好的迹象，最近两周在无春节因素干扰的情况下也出现了明显的回暖，我们认为房地产销售前期的深度调整接近尾声。我们建议持续关注基本面数据的兑现情况，同时建议在板块目前相对低迷的情况下，关注内生增长快、拿地有效性强的内驱动力型公司。具体标的，我们建议关注三条主线：1) 主流的央国企和区域深耕型房企，稳健经营的同时仍能保持一定拿地强度，行业见底复苏后带来β行情：保利发展、招商蛇口、建发国际集团、越秀地产、华发股份、滨江集团；2) 边境受益于政策利好的优质民企，及混合所有制房企：美的置业、金地集团、万科A、绿地控股、龙湖集团、新城控股。3) 主题性投资机会，包括REITs相关、房地产产业链相关的标的，尤其是当前租赁住房政策利好下，存量资产成熟稳定、长期布局长租房、发行主体优质的房企：光大嘉宝、华润置地、万科A、龙湖集团。

## 风险提示：

房地产调控升级；销售超预期下行；融资收紧。

## 相关研究报告

《Q4居民购房意愿再度走弱，房价看涨预期处于历史最低点；房企贷款需求略有改善——央行2022年四季度问卷调查点评》20221228

《房地产行业2023年度策略——弩箭已离弦，能否冰解的破？》20221218

《房地产2022年11月统计局数据点评：核心指标再度“探底”；房企到位资金持续承压》20221216

《房地产2022年10月统计局数据点评：销售与投资持续低迷；房企非房款到位资金降幅收窄》20221115

《银保监允许保函置换预售资金规定的点评：允许保函置换预售监管资金，优质房企流动性压力或将进一步缓解》20221115

《房地产行业2022年10月月报：需求端仍然低迷；民企资金支持力度加大》20221114

《房地产行业2022年三季报综述：行业业绩、利润率、现金流持续承压；房企分化加剧，头部与区域深耕型房企优势显著》20221104

《中国真实住房需求还有多少？（2022版）》20220803

《凡益之道，与时偕行——关于短期博弈与长期格局的思考》20220615

《2022年，五问房地产行业》20211206

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

房地产行业

证券分析师：夏亦丰

(8621)20328348

yifeng.xia@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：00521070005

证券分析师：许佳璐

(8621)20328710

jialu.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：00521110002

## 目录

<b>1 2月新房成交同比增速转正，二手房成交同比高增.....</b>	<b>6</b>
1.12月新房成交：新房成交同比增速转正，二、三线城市同比由负转正 .....	6
1.22月二手房成交同比增幅显著扩大，市场流动性明显提升 .....	7
1.3 库存进一步好转，多城去化压力明显降低；2月重点城市开盘去化率 38% .....	8
<b>2 土地市场：百城住宅类用地成交同比降幅收窄，溢价率同比提升 .....</b>	<b>11</b>
<b>3 房企：百强房企销售与拿地增速回正，融资表现平淡 .....</b>	<b>14</b>
3.1 销售：2月百强房企销售同比增速回正，35%的 TOP20 房企实现翻倍增长 .....	14
3.2 拿地：拿地规模同比增速回正，2月以头部央国企和优质区域型民企为主 .....	15
3.3 房企融资与债务到期：融资规模仍处于较低水平，3-4 月将迎来年内到期小高峰 .....	16
<b>4 政策：中央金融支持政策持续发力，超 30 城首套房贷利率下限降至 4% 以下 .....</b>	<b>19</b>
<b>5 2月地产板块跑赢大盘，主因成交出现了改善 .....</b>	<b>21</b>
<b>6 投资建议 .....</b>	<b>22</b>
<b>7 风险提示 .....</b>	<b>23</b>

## 图表目录

图表 1.2月38个城市新房成交面积为1252.4万平,环比上升20.5%,同比上升0.9%.....	6
图表 2.2月17个大中城市新房成交面积831.1万平,环比上升8.2%,同比上升8.1%.....	6
图表 3.2月一、二、三线新房成交面积同比增速分别为-0.1%、10.4%和17.6%..	6
图表 4.2月其余21个城市新房成交面积421.3万平,环比下降55.3%,同比下降10.7%.....	6
图表 5.2月有近9成城市新房成交环比上升.....	7
图表 6.2月14个二手房成交面积为674.0万平,环比上升60.5%,同比上升135.2% .....	7
图表 7.2月11个大中城市二手房成交面积607.0万平,环比上升61.0%,同比上升140.0% .....	7
图表 8.2月一、二、三线二手房成交面积同比增速分别为89.9%、152.4%和274.1% .....	8
图表 9.其余3个城市二手房成交面积67.0万平,环比上升55.8%,同比上升99.4% .....	8
图表 10.2月重点城市二手房成交同环比均上升 .....	8
图表 11.截至2月末,14个城市新房库存面积1.01亿平,环比下降1.8%,同比下降0.8% .....	8
图表 12.截至2月末,9个大中城市新房库存面积7031万平,较1月底下降2.2%,同比下降3.2% .....	8
图表 13.截至2月末,一、二、三线城市新房库存面积环比增速分别为-3.2%、-1.7%和0.0% .....	9
图表 14.截至2月末,其余5个城市新房库存面积3114.9万平,环比下降0.8%,同比上升5.0% .....	9
图表 15.截至2月末,14个城市整体新房库存去化周期14.7个月,环比下降0.3%,同比上升21.7% .....	9
图表 16.截至2月末,一、二、三线城市新房库存去化周期环比增速分别为1.0%、-0.7%和0.3% .....	9
图表 17.截至2月底,近7成城市去化周期有所减少 .....	9
图表 18.2月20个重点城市平均开盘去化率38% .....	10
图表 19.2月百城成交土地建面1.74亿平,环比上升1.1%,同比上升9.0%.....	11
图表 20.2月一、二、三线城市成交土地规划建面同比增速分别为-4.4%、19.3%和11.5% .....	11
图表 21.2月百城住宅类用地成交建面3103.2万平,环比下降2.3%,同比下降1.9% .....	11
图表 22.2月一、二、三线城市住宅类用地成交规划建面同比增速分别为-67.0%、-2.6%和15.1% .....	11
图表 23.2月百城成交土地平均楼面价为980元/平,环比上升34.8%,同比上升4.8% .....	12

图表 24.2月百城成交土地平均溢价率为 4.27%，较上月下降了 0.70 个百分点，较去年同期下降了 0.49 个百分点.....	12
图表 25.2月一、二、三线城市成交土地楼面价同比增速分别为-53.7%、93.9%、9.4% .....	12
图表 26.2月一、二、三线城市成交土地平均溢价率分别为 4.45%、5.35%、3.59% .....	12
图表 27.2月百城住宅类用地成交平均楼面价为 3564 元/平，环比上升 73.6%，同比上升 18.8% .....	13
图表 28.2月百城住宅类用地成交平均溢价率为 5.97%，较去年同期上升了 2.08 个百分点.....	13
图表 29.2月一、二、三线城市住宅类用地成交楼面价同比增速分别为-16.8%、507.5%、6.4% .....	13
图表 30.2月一、二、三线城市住宅类用地平均土地溢价率分别为 7.81%、6.70%、5.17% .....	13
图表 31.百强房企 2 月单月权益口径销售额 3615 亿元，同比增长 17.2%（前值:-32.0%） .....	14
图表 32.2月 CR5、CR10、CR20、CR50 单月权益口径销售额增速分别为 25.9%、36.1%、34.2%、23.1% .....	14
图表 33.各梯队 2 月单月销售额同比增速均明显提升 .....	14
图表 34.TOP20 房企中，七成房企 2 月单月销售额增速为正；35%的房企实现翻倍增长 .....	15
图表 35.百强房企 2 月单月全口径拿地金额 939 亿元，同比增长 1.5%（前值-37.1%） .....	15
图表 36.2 月各梯队拿地强度基本相同，CR5、CR10、CR20、CR50 拿地强度分别为 19%、18%、19%、20% .....	15
图表 37.2 月华润置地、越秀地产、建发国际、滨江集团、招商蛇口分别为 87、59、58、34、33 亿元的拿地金额排名靠前，拿地强度分别为 36%、44%、42%、31%、15% .....	16
图表 38.2023 年 2 月房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS 发行规模合计 448 亿元，同比下降 0.44% .....	16
图表 39.2023 年 2 月房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS 平均发行利率 4.46% .....	16
图表 40.2 月首开股份、保利发展、保利置业本月发行国内外债券规模较大，均超过 20 亿元；万达发行海外债 20.7 亿元 .....	17
图表 41.2023 年 2 月房企配股融资事件 .....	17
图表 42.2023 年 3、4、5、6 月国内债券+海外债分别到期 1004、1064、731、676 亿元 .....	18
图表 43.2023 年 3 月以下主流房企面临债务到期压力：正荣（69 亿元）、世茂（47 亿元）、绿城（39 亿元）、时代中国（36 亿元）、金茂（30 亿元）、中国铁建（30 亿元）、金地（30 亿元） .....	18
图表 44.2023 年 2 月中央政策与表态梳理 .....	19
图表 45.房地产行业 2 月绝对收益为 -2.0% .....	21

图表 46. 房地产行业 2 月相对收益为 0.1% .....	21
图表 47. 截至 2 月 28 日，房地产板块 PE 为 13.27X.....	21
图表 48. 报告中提及上市公司估值表 .....	22

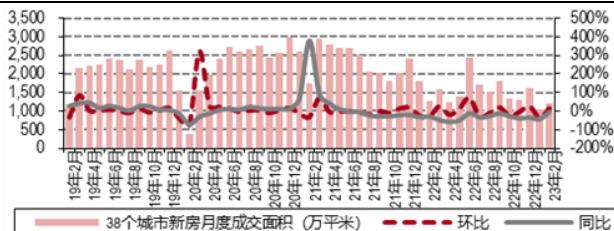
## 12月新房成交同比增速转正，二手房成交同比高增

### 1.12月新房成交：新房成交同比增速转正，二、三线城市同比由负转正

2月新房成交低位回升，同比增速转正。2月38城新房成交面积1252.4万平，环比+20.5%，同比+0.9%，同比增速较上月提升42.1pct，1-2月累计降幅收窄至23.8%。其中17个大中城市<sup>11</sup>新房成交面积为831.1万平，环比上升8.2%，同比上升8.1%；一、二、三线城市环比增速-4.1%、17.4%和-5.5%，同比增速-0.1%、10.4%和17.6%，一线城市降幅较上月缩小31.3pct，二、三线城市增速较上月提升54.0、39.5pct。其余21个城市新房成交面积为421.3万平，环比下降55.3%，同比下降10.7%。市场有所复苏，主要因为节后需求的集中释放，以及去年同期基数略低。

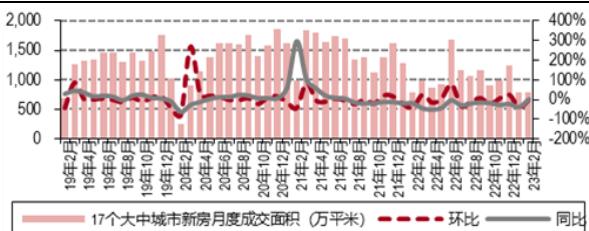
分城市能级来看，一线城市新房成交面积同比负增长，我们认为一方面与备案数据层面的延迟有关，另一方面2月北京、上海、深圳三个城市的供应量均处低位，供应量环比均下降，上海1月集中供应新盘，深圳预期3月新房入市较多。但一线城市整体市场热度并不低。其中，上海、北京热度延续，成交面积同比分别出现了7%和42%的正增长，上海由于供应下降，成交环比小幅回落；广深同比虽然仍有下降，但环比也都出现了小幅上涨，3月前两周广深新房成交面积同比增速均已回正。根据克而瑞调研，2月广州部分项目诸如荔湾广钢花城、黄埔星汇城等前期折扣力度收回，深圳个别网红盘周末到访量破3000组。因此我们预期一线城市新房成交面积3月同比将会转正。二线城市政策放开较多，市场需求持续释放。武汉、成都单月成交均破100万平，主要源于供应收缩和前期需求积累，其中武汉同环比涨幅分别高达106%、79%；杭州、厦门、福州因项目集中入市，成交面积同比分别增长83%、11%、51%。三线城市多以点状复苏为主，低能级城市前期市场持续低迷，依托于部分城市前期积压的刚需集中释放，本月整体涨势明显，其中惠州、扬州、南宁同比出现明显上涨，不过我们认为，部分三线城市需求集中释放后可能出现一定疲态，后续销售仍有缩量的可能。我们认为3、4月份高能级城市的“小阳春”仍会延续，但是全国数据由于弱三四线的修复较慢可能不会有太大回升。从我们跟踪的3月前两周数据来看，一线与二线城市新房成交面积同比增速持续提升，三线城市同比增速则有明显波动。

**图表 1.2月38个城市新房成交面积为1252.4万平，环比上升20.5%，同比上升0.9%**



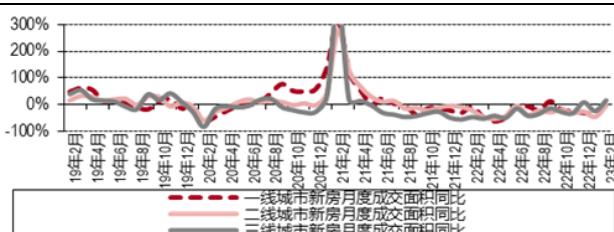
资料来源：万得，中银证券

**图表 2.2月17个大中城市新房成交面积831.1万平，环比上升8.2%，同比上升8.1%**



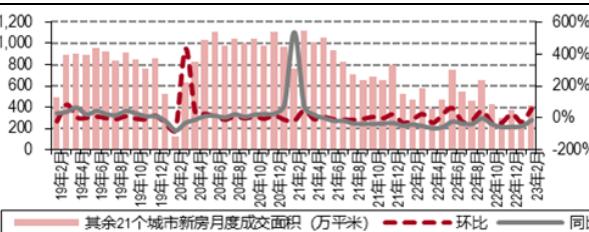
资料来源：万得，中银证券

**图表 3.2月一、二、三线新房成交面积同比增速分别为-0.1%、10.4%和17.6%**



资料来源：万得，中银证券

**图表 4.2月其余21个城市新房成交面积421.3万平，环比下降55.3%，同比下降10.7%**



资料来源：万得，中银证券

<sup>11</sup> 17城为北京、上海、广州、深圳、杭州、南京、武汉、成都、青岛、苏州、福州、厦门、无锡、惠州、扬州、韶关、南宁。  
4个一线城市为北京、上海、广州、深圳，8个二线城市为杭州、南京、武汉、成都、青岛、苏州、福州、厦门，5个三线城市为无锡、惠州、扬州、韶关、南宁。

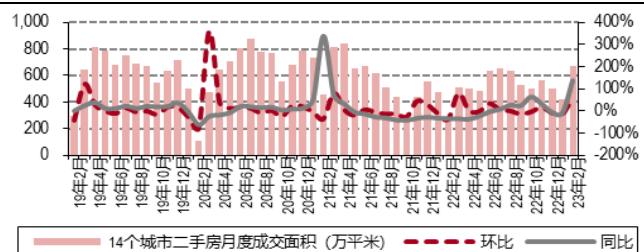
**图表 5.2 月有近 9 成城市新房成交环比上升**

2023年2月全国重点城市新房成交面积 (单位: 万平)									
能级	城市	成交面积	环比	同比	能级	城市	成交面积	环比	同比
一线	北京	47	0%	42%	三线	无锡	10	-42%	-41%
	上海	119	-8%	7%		惠州	9	6%	83%
	广州	39	2%	-30%		扬州	12	2%	11%
	深圳	16	0%	-26%		韶关	5	4%	-48%
	合计	221	-4%	0%		南宁	52	3%	61%
二线	杭州	98	3%	83%	总计	合计	88	-6%	18%
	南京	47	9%	-50%		831	8%	8%	
	武汉	140	79%	106%					
	成都	120	5%	-10%					
	青岛	50	2%	-17%					
	苏州	35	4%	-13%					
	福州	15	2%	11%					
	厦门	17	0%	51%					
	合计	522	17%	10%					

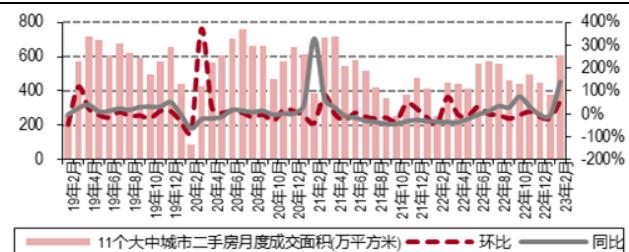
资料来源：万得，中银证券

### 1.2.2 月二手房成交同比增幅显著扩大，市场流动性明显提升

2月二手房成交同比增幅显著扩大，由于政策对于二手房的倾斜以及近期挂牌量增加，多城普遍成交显著增加。2月14城二手房成交面积674.0万平，环比+60.5%，同比+135.2%，同比增幅较上月扩大147.3pct。其中11大中城市二手房成交面积607.0万平，环比上升61.0%，同比上升140.0%；一、二、三线城市环比增速77.3%、54.8%、64.9%，同比增速89.9%、152.4%、274.1%，增速较上月分别提升117.8、155.5、246.5pct。其余3个城市二手房成交面积为67.0万平，环比上升55.8%，同比上升99.4%。从具体城市来看，我们跟踪的所有城市二手房成交同环比增速均转正。2月多城二手房普遍成交大幅增加有以下原因：1) 前期市场低迷、积压的刚需购房需求集中回流入市；2) 部分城市实行“带押过户”后置换改善需求释放；3) 信贷的持续宽松降低了客户的购房门槛。根据贝壳研究院，1月50城二手房价指数自2021年8月起连续17个月环比下跌以来首次止跌后，景气指数持续回升，2月贝壳经理信心指数超过50的信心荣枯线，二手房带看量与网签规模均有显著幅度回升。从多周的高频数据观察来看，我们认为，当前二手市场的修复具有一定的可持续性，部分城市二手房市场成交短期好于新房市场，后续或将反哺新房市场，带动整体销售的回暖。

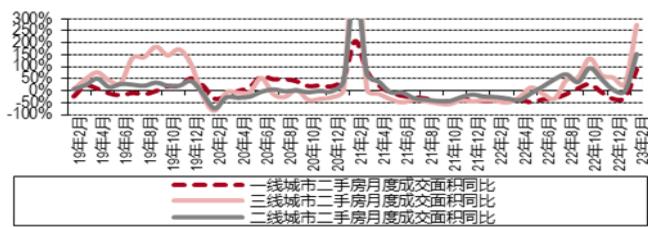
**图表 6.2 月 14 个城市二手房成交面积为 674.0 万平，环比上升 60.5%，同比上升 135.2%**


资料来源：万得，中银证券

**图表 7.2 月 11 个大中城市二手房成交面积 607.0 万平，环比上升 61.0%，同比上升 140.0%**


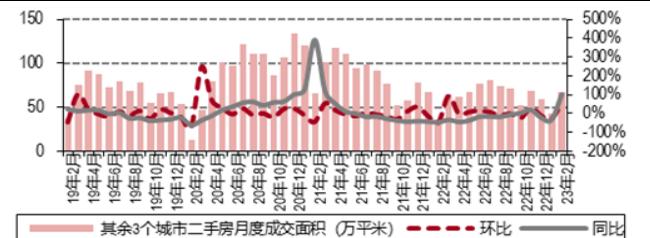
资料来源：万得，中银证券

图表 8.2月一、二、三线二手房成交面积同比增速分别为 89.9%、152.4%和 274.1%



资料来源：万得，中银证券

图表 9.其余 3 个城市二手房成交面积 67.0 万平，环比上升 55.8%，同比上升 99.4%



资料来源：万得，中银证券

图表 10.2月重点城市二手房成交同环比均上升

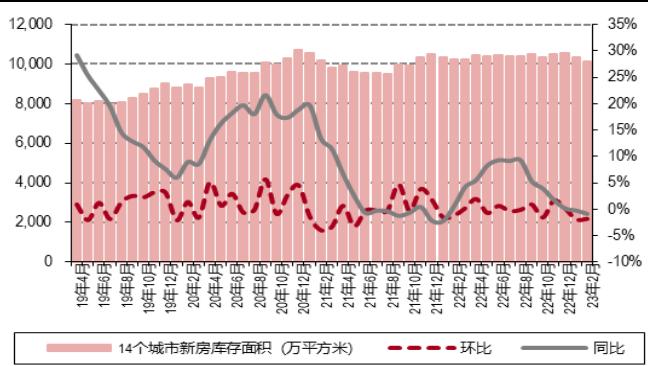
2023年2月全国重点城市二手房成交面积 (单位: 万平)				
能级	城市	成交面积	环比	同比
一线	北京	132	76%	79%
	深圳	24	85%	192%
	合计	156	77%	90%
二线	杭州	37	164%	213%
	南京	64	5%	88%
	成都	177	82%	159%
	青岛	49	104%	393%
	苏州	45	5%	159%
	厦门	18	38%	39%
	合计	390	55%	152%
	总计	607	61%	140%
三线	东莞	24	41%	329%
	扬州	21	133%	324%
	南宁	16	45%	178%
	合计	61	65%	274%

资料来源：万得，中银证券

### 1.3 库存进一步好转，多城去化压力明显降低；2月重点城市开盘去化率 38%

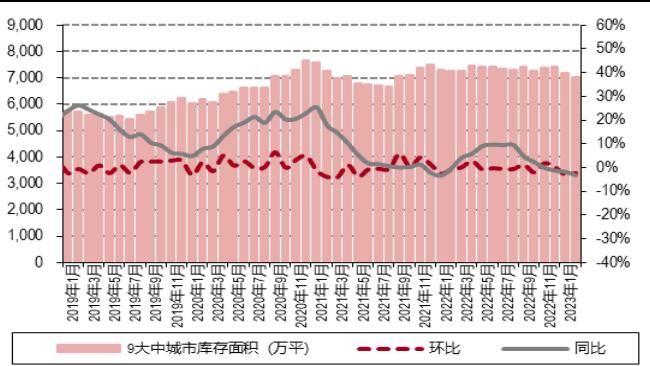
2月整体库存情况在1月的基础上进一步好转，多数城市去化压力明显降低。截至2月底，我们跟踪的14个城市新房住宅库存面积为1.01亿平，环比下降1.8%，同比下降0.8%；去化周期为14.7个月，环比下降0.3%，同比上升21.7%。一、二、三线城市库存环比增速分别为-3.2%、-1.7%和0.0%，同比增速分别为9.4%、-10.7%和-16.2%；一、二、三线城市去化周期分别为11.7、12.8和14.8个月，环比增速分别为1.0%、-0.7%和0.3%，同比增速分别为29.3%、21.1%和-4.6%。具体来看，超过7成城市库存环比小幅下降，近7成城市去化周期有所减少。北京、上海、广州、深圳、南京、苏州、福州、宁波、莆田、宝鸡等城市库存面积环比下降；上海、杭州、苏州去化周期在12个月以内。

图表 11.截至 2 月末，14 个城市新房库存面积 1.01 亿平，环比下降 1.8%，同比下降 0.8%

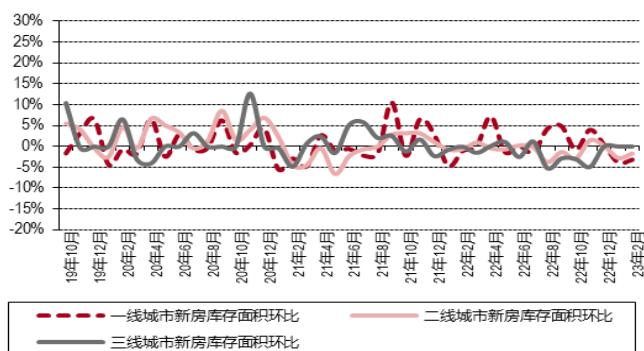


资料来源：万得，中银证券

图表 12.截至 2 月末，9 大中城市新房库存面积 7031 万平，较 1 月底下降 2.2%，同比下降 3.2%

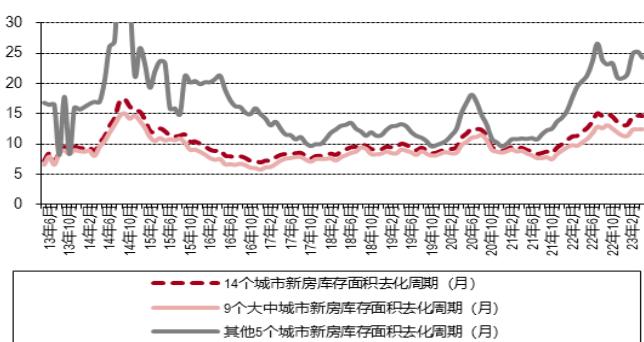


图表 13. 截至 2 月末，一、二、三线城市新房库存面积环比增速分别为 -3.2%、-1.7% 和 0.0%



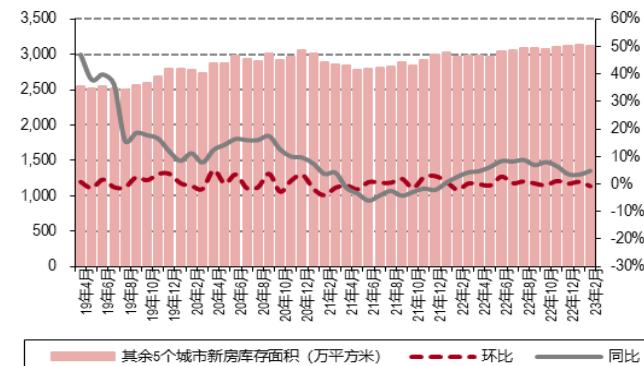
资料来源：万得，中银证券

图表 15. 截至 2 月末，14 个城市整体新房库存去化周期 14.7 个月，环比下降 0.3%，同比上升 21.7%



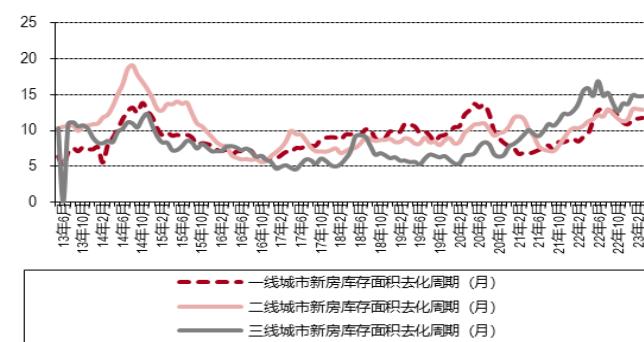
资料来源：万得，中银证券

图表 14. 截至 2 月末，其余 5 个城市新房库存面积 3114.9 万平，环比下降 0.8%，同比上升 5.0%



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 截至 2 月末，一、二、三线城市新房库存去化周期环比增速分别为 1.0%、-0.7% 和 0.3%



资料来源：万得，中银证券

图表 17. 截至 2 月底，近 7 成城市去化周期有所减少

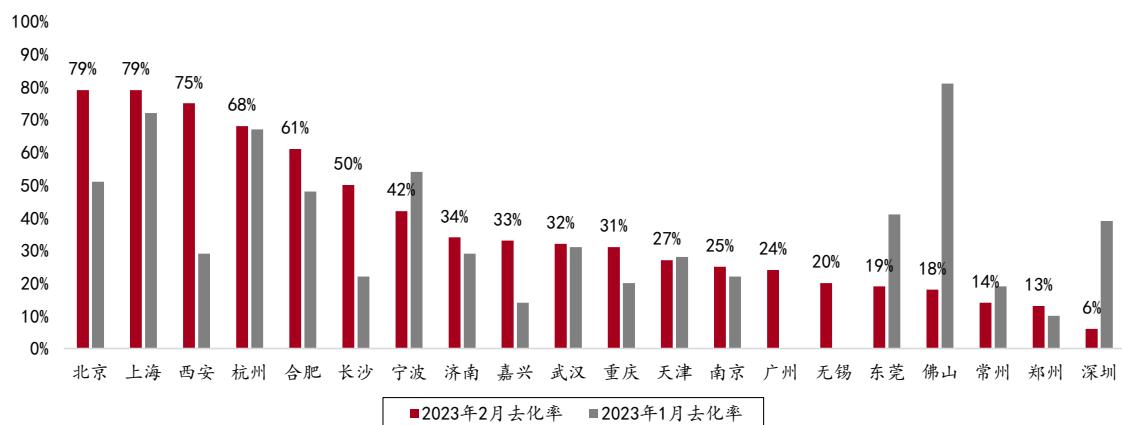
2023年2月全国重点城市新房库存面积及去化周期（单位：万平、月）						
城市	库存面积	环比	同比	去化周期	环比	同比
北京	1178.1	-4%	0%	17.8	-2%	5%
上海	546.3	-4%	9%	4.1	3%	15%
广州	1178.3	-2%	10%	21.4	-1%	75%
深圳	387.5	-4%	50%	14.4	0%	99%
杭州	820.3	1%	-9%	8.7	3%	23%
南京	879.8	-3%	0%	17.1	-5%	69%
苏州	698.8	-3%	-23%	10.8	-1%	-18%
福州	514.4	-1%	-12%	31.2	0%	36%
南宁	827.6	0%	-16%	14.8	0%	-5%
温州	1382.7	2%	16%	17.9	-6%	8%
宁波	426.0	-5%	5%	13.0	-2%	26%
莆田	153.8	-2%	-15%	27.4	-7%	32%
宝鸡	461.6	-3%	-6%	52.3	9%	144%

资料来源：万得，中银证券

以项目开盘去化率来看，据克而瑞调研数据，20个重点城市平均开盘去化率高位持稳38%，与上月相比基本持平。从具体城市来看，2月各城市环比涨多跌少，上涨城市主要分为两类：1) 北京、上海等前期热点城市，去化率在8成左右；2) 前期低迷型城市，例如重庆、南京、郑州等，主要依托于前期积压的刚需集中释放。虽然天津、东莞、佛山等去化率暂未止跌，但是微观层面，已有客户到访量上升，客户转化率持增，项目折扣力度收回等市场企稳的苗头，后续预期也将在整体去化率层面有所体现。

图表 18.2月 20个重点城市平均开盘去化率 38%

2023年2月重点城市开盘平均去化率

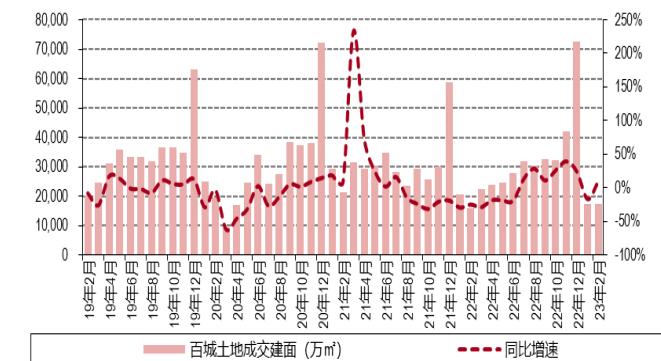


资料来源：克而瑞，中银证券

## 2 土地市场：百城住宅类用地成交同比降幅收窄，溢价率同比提升

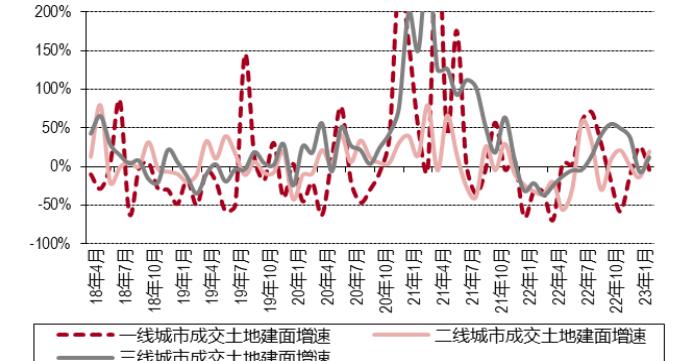
从成交量来看，2月百城住宅类用地成交量同比降幅收窄。1月百城成交土地规划总建筑面积为1.74亿平，环比上升1.1%，同比上升9.0%，同比增速较1月增加了25.8个百分点；一、二、三线城市成交土地规划建筑面积环比增速分别为-25.7%、-6.1%和0.1%，同比增速分别为-4.4%、19.3%和11.5%。单看住宅用地，百城住宅类成交土地建面3103.2万平，环比下降2.3%，同比下降1.9%，同比增速较1月上升45.5个百分点；二、三线城市住宅类土地成交建面环比增速分别为89.4%和-9.6%，一、二、三线城市住宅类土地成交建面同比增速分别为-67.0%、-2.6%和15.1%。

**图表 19.2月百城成交土地建面 1.74 亿平，环比上升 1.1%，同比上升 9.0%**



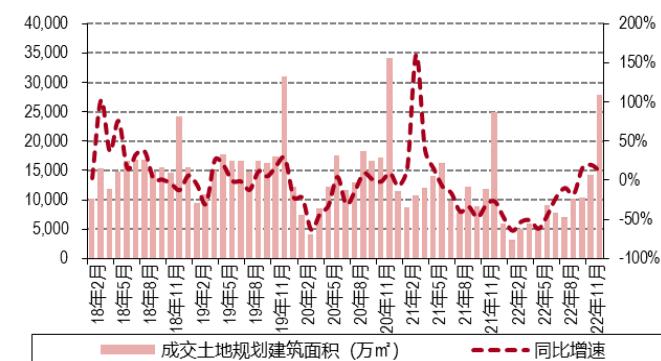
资料来源：万得，中银证券

**图表 20.2月一、二、三线城市成交土地规划建面同比增速分别为 -4.4%、19.3% 和 11.5%**



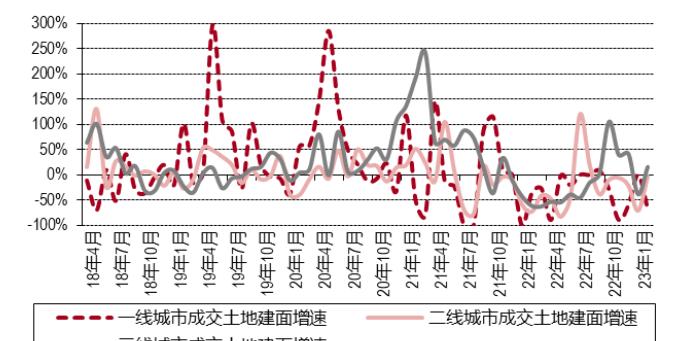
资料来源：万得，中银证券

**图表 21.2月百城住宅类用地成交建面 3103.2 万平，环比下降 2.3%，同比下降 1.9%**



资料来源：万得，中银证券

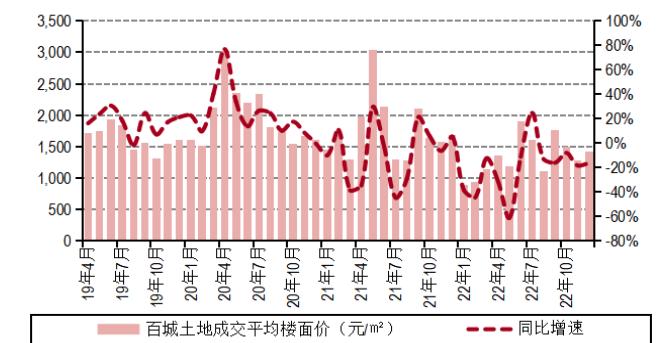
**图表 22.2月一、二、三线城市住宅类用地成交规划建面同比增速分别为 -67.0%、-2.6% 和 15.1%**



资料来源：万得，中银证券

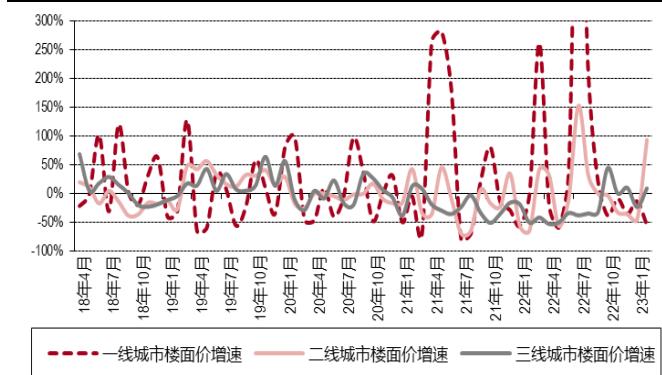
从市场热度来看，住宅类用地溢价率有所回升。从全类型土地来看，2月百城成交土地平均楼面价980元/平，环比上升34.8%，同比上升4.8%；平均土地溢价率为4.27%，较上月下降了0.70个百分点，较2022年同期下降了0.49个百分点。一、二、三线城市成交土地楼面均价分别为5890、2113、723元/平，环比增速分别为206.0%、203.5%、-8.2%，同比增速分别为-53.7%、93.9%、9.4%；平均溢价率分别为4.45%、5.35%、3.59%，一、二线城市较上月分别上升了4.45和2.04个百分点，三线城市下降了0.36个百分点。从住宅类用地来看，百城住宅类用地成交平均楼面价为3564元/平，环比上升73.6%，同比上升18.8%。本月百城住宅类用地平均溢价率为5.97%，较去年同期上升了2.08个百分点。一、二、三线城市住宅类用地平均楼面价为24843、11041、2239元/平，同比增速分别为-16.8%、507.5%、6.4%，二、三线城市环比增速分别为100.9%、0.9%；一、二、三线城市住宅类用地平均土地溢价率分别为7.81%、6.70%、5.17%，环比分别上升了7.81、2.34、1.19个百分点，较去年同期分别上升了7.81、1.30、1.89个百分点。2月北京、杭州、苏州等热点城市举行了四场土拍，受益于销售数据回暖带来的信心提升，以及土拍质量的回升，整体溢价率水平均有所回升，但是从各城市内部情况来看，封顶溢价的仍然只是少数优质地块，多数普通地块仍是底价成交，如北京摇号和底价成交各占半数。对于其他大多数城市而言，底价成交仍是常态，典型如月内郑州土拍，10宗地全部为底价成交。

图表 23.2月百城成交土地平均楼面价为980元/平，环比上升34.8%，同比上升4.8%



资料来源：万得，中银证券

图表 25.2月一、二、三线城市成交土地楼面价同比增速分别为-53.7%、93.9%、9.4%



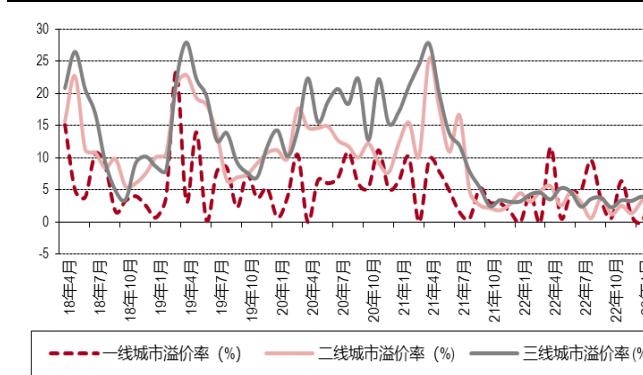
资料来源：万得，中银证券

图表 24.2月百城成交土地平均溢价率为4.27%，较上月下降了0.70个百分点，较去年同期下降了0.49个百分点



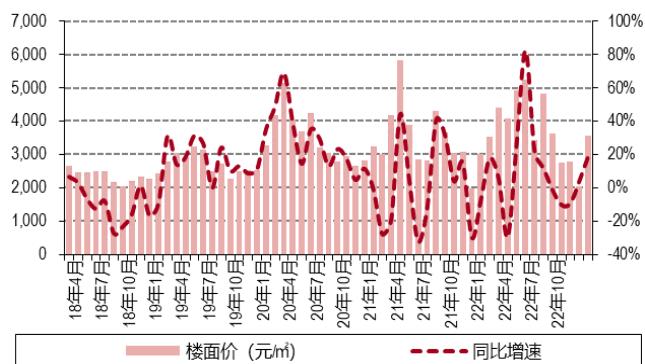
资料来源：万得，中银证券

图表 26.2月一、二、三线城市成交土地平均溢价率分别为4.45%、5.35%、3.59%



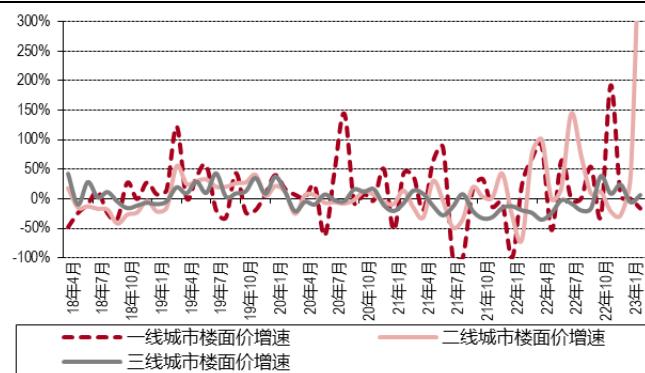
资料来源：万得，中银证券

图表 27.2月百城住宅类用地成交平均楼面价为3564元/平，环比上升73.6%，同比上升18.8%



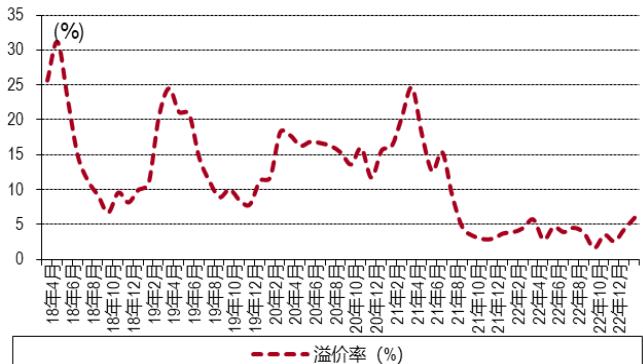
资料来源：万得，中银证券

图表 29.2月一、二、三线城市住宅类用地成交楼面价同比增速分别为-16.8%、507.5%、6.4%



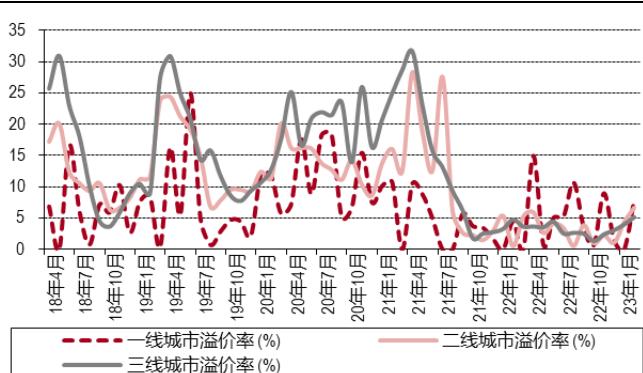
资料来源：万得，中银证券

图表 28.2月百城住宅类用地成交平均溢价率为5.97%，较去年同期上升了2.08个百分点



资料来源：万得，中银证券

图表 30.2月一、二、三线城市住宅类用地平均土地溢价率分别为7.81%、6.70%、5.17%



资料来源：万得，中银证券

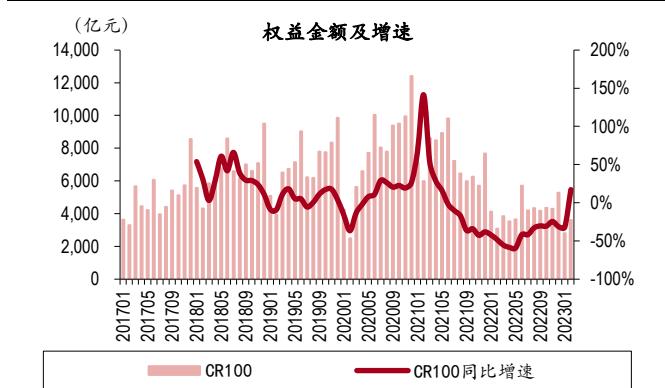
## 3 房企：百强房企销售与拿地增速回正，融资表现平淡

### 3.1 销售：2月百强房企销售同比增速回正，35%的TOP20房企实现翻倍增长

百强房企23年2月单月全口径销售额同比增速时隔19个月首次回正。百强房企2月单月实现全口径销售额5012亿元，同比+12.5%（前值：-31.7%）；权益口径3615亿元，同比+17.2%（前值-32.0%）。百强房企1-2月累计实现全口径销售额9179亿元，同比降幅收窄至12.5%。各梯队单月销售额同比增速均明显提升，CR6-20（以央国企和优质民企为主）的单月增幅相对更大。CR5、CR10、CR20、CR50单月全口径销售额增速分别为12.0%、26.4%、27.1%、18.4%，增速分别提升36.8、48.2、48.0、48.2个百分点；权益口径销售额增速分别为25.9%、36.1%、34.2%、23.1%，增速分别提升48.3、55.6、54.3、53.4个百分点。

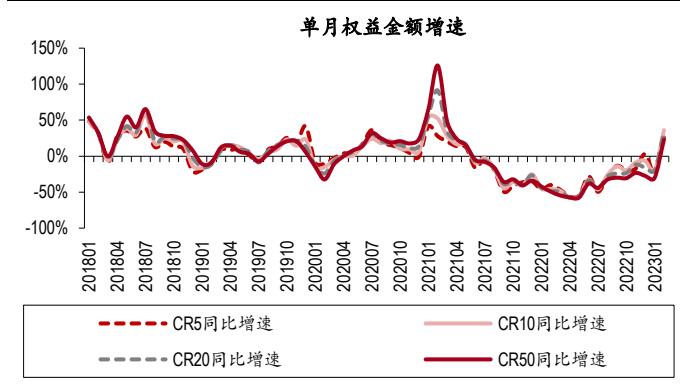
TOP20房企中，七成房企单月销售额增速为正；35%的房企实现翻倍增长。单月销售额增长较快的为保利置业（479%）、越秀地产（353%）、华发股份（294%）、中海地产（144%）、华润置地（142%）、招商蛇口（124%）、中国金茂（102%）。保利置业首次进入TOP20榜单。

图表 31. 百强房企2月单月权益口径销售额3615亿元，同比增长17.2%（前值：-32.0%）



资料来源：克而瑞，中银证券

图表 32.2月CR5、CR10、CR20、CR50单月权益口径销售额增速分别为25.9%、36.1%、34.2%、23.1%



资料来源：克而瑞，中银证券

图表 33.各梯队2月单月销售额同比增速均明显提升

房企梯队	单月全口径销售额 (亿元)			单月全口径销售增速		
	2022年2月	2023年1月	2023年2月	2022年2月	2023年1月	2023年2月
CR5	1294	1162	1449	-37.3%	-24.8%	12.0%
CR10	1803	1746	2280	-43.4%	-21.8%	26.4%
CR20	2596	2528	3299	-46.6%	-20.9%	27.1%
CR50	3757	3425	4447	-48.7%	-29.8%	18.4%
CR100	4456	3994	5012	-47.9%	-31.7%	12.5%
房企梯队	单月权益口径销售 (亿元)			单月权益口径销售增速		
	2022年2月	2023年1月	2023年2月	2022年2月	2023年1月	2023年2月
CR5	910	838	1146	-40.0%	-22.4%	25.9%
CR10	1270	1260	1728	-45.5%	-19.5%	36.1%
CR20	1790	1775	2403	-48.5%	-20.0%	34.2%
CR50	2648	2388	3259	-49.3%	-30.3%	23.1%
CR100	3084	2791	3615	-48.4%	-32.0%	17.2%

资料来源：克而瑞，中银证券

图表 34.TOP20 房企中，七成房企 2 月单月销售额增速为正；35% 的房企实现翻倍增长

销售排名	公司	1-2月全口径金额	同比	2月全口径金额	同比	1月全口径金额	同比	2月权益金额	同比	1月权益金额	同比	2月全口径面积	同比	1月全口径面积	同比
1	保利发展	635	27.5%	340	58.1%	295	4.2%	266	92.7%	210	5.1%	218	44.8%	177	0.6%
2	万科	573	-11.3%	295	-5.0%	278	-17.0%	192	-5.0%	181	-17.0%	160	-10.8%	175	-13.7%
3	碧桂园	562	-39.1%	292	-31.8%	270	-45.4%	237	-24.7%	211	-42.1%	362	-29.1%	334	-43.2%
4	中海地产	405	50.1%	280	144.3%	125	-19.5%	262	144.3%	117	-19.4%	160	122.6%	59	-25.9%
5	华润置地	402	60.8%	242	141.5%	160	6.8%	189	181.5%	120	16.7%	126	112.1%	63	-19.9%
6	招商蛇口	383	52.1%	224	124.1%	159	4.6%	139	131.7%	98	7.7%	91	82.0%	80	21.2%
7	龙湖集团	281	40.2%	173	85.6%	109	0.9%	114	87.5%	65	-7.0%	102	79.0%	70	10.9%
8	华发股份	250	85.4%	128	293.5%	122	19.3%	98	340.1%	74	-2.9%	55	277.9%	35	43.2%
9	绿城中国	249	17.2%	144	50.1%	105	-9.9%	92	99.1%	67	10.9%	53	25.2%	37	-14.1%
10	建发国际	246	26.0%	138	24.1%	108	28.6%	94	11.3%	80	37.4%	85	42.5%	51	19.2%
11	中国金茂	241	41.9%	141	101.9%	100	0.0%	98	101.9%	69	0.0%	87	131.8%	49	-16.2%
12	金地集团	240	1.3%	148	69.3%	92	-38.5%	92	69.5%	57	-38.5%	102	504.2%	42	-41.1%
13	滨江集团	232	34.1%	111	60.5%	121	16.5%	51	10.1%	61	12.2%	30	113.4%	26	21.8%
14	越秀地产	224	163.5%	136	353.0%	88	60.2%	134	351.2%	77	42.6%	45	244.3%	29	46.2%
15	融创中国	181	-64.0%	110	-51.1%	71	-74.5%	62	-57.8%	40	-74.2%	96	-50.4%	51	-73.5%
16	绿地控股	175	-12.7%	72	-10.4%	103	-14.2%	65	-10.5%	93	-14.2%	65	-11.0%	75	-25.7%
17	美的置业	150	5.6%	85	26.9%	65	-13.3%	53	20.0%	41	-18.1%	68	3.7%	52	-26.3%
18	新城控股	136	-28.9%	80	-21.9%	57	-36.8%	53	-25.2%	41	-32.6%	85	-35.2%	67	5.5%
19	旭辉控股	128	-23.4%	78	-5.3%	50	-40.9%	46	-5.5%	30	-40.8%	63	18.6%	35	-37.5%
20	保利置业	127	225.6%	81	478.6%	46	84.0%	60	504.0%	28	37.3%	28	250.0%	16	23.1%
CR5		2578	-9.2%	1449	12.0%	1162	-24.8%	1146	25.9%	838	-22.4%	1025	-11.9%	842	-33.8%
CR10		3986	-0.1%	2280	26.4%	1746	-21.8%	1728	36.1%	1260	-19.5%	1502	-3.1%	1153	-31.1%
CR20		5821	2.4%	3299	27.1%	2528	-20.9%	2403	34.2%	1775	-20.0%	2112	2.4%	1554	-31.8%
CR50		7841	-8.5%	4447	18.4%	3425	-29.8%	3259	23.1%	2388	-30.3%	2798	-0.7%	2055	-36.4%
CR100		9179	-12.5%	5012	12.5%	3994	-31.7%	3615	17.2%	2791	-32.0%	3059	-4.7%	2401	-36.4%

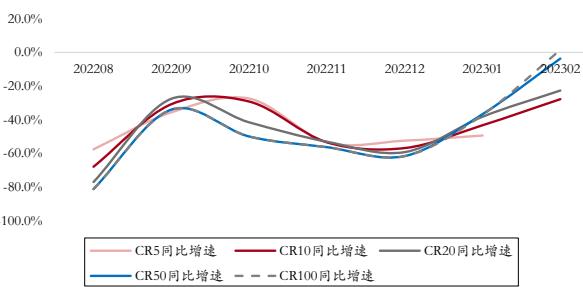
资料来源：克而瑞，中银证券

### 3.2 拿地：拿地规模同比增速回正，2月以头部央国企和优质区域型民企为主

2月百强房企拿地量同比增速回正；拿地强度有所回升。百强房企2月单月全口径拿地金额939亿元，同比增长1.5%（前值-37.1%）；百强房企拿地强度（拿地金额/销售金额）从1月的13%提升至19%。各梯队拿地强度基本相同，CR5、CR10、CR20、CR50拿地强度分别为19%、18%、19%、20%，2月随着北京、杭州、苏州等城市推出优质地块，房企投资积极性略有回升。具体来看，2月拿地以头部央国企、优质区域型民企为主，华润置地、越秀地产、建发国际、滨江集团、招商蛇口分别为87、59、58、34、33亿元的拿地金额排名靠前，拿地强度分别为36%、44%、42%、31%、15%。我们认为，在政策宽松、销售回暖以及优质地块的加持下，接下来核心城市集中土拍热度会较2022年有所上升。不过整体的投资回暖仍需要观察以下三个方面的信号是否出现：1) 城投平台托底是否有减少？2) 参与土拍的房企数量是否增多？溢价率是否出现回升？3) 民企的投资是否复苏？就现有情况来看，2月确有看到深耕型杭州民企拿地，但全国化的民企拿地强度并未出现明显回升。

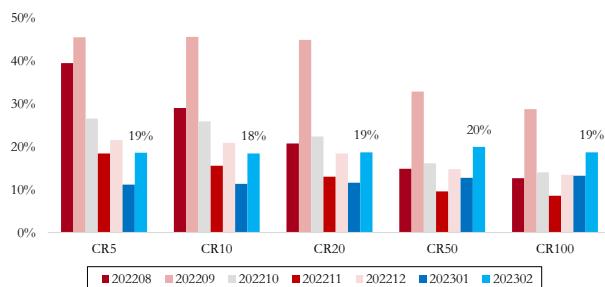
图表 35.百强房企2月单月全口径拿地金额939亿元，同比增长1.5%（前值-37.1%）

各梯队拿地金额同比增速



图表 36.2月各梯队拿地强度基本相同，CR5、CR10、CR20、CR50拿地强度分别为19%、18%、19%、20%

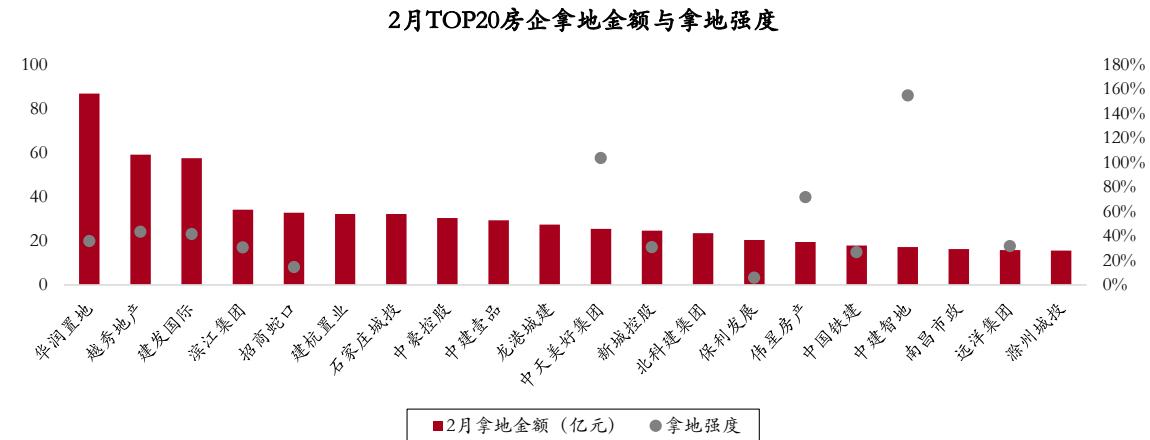
各梯队拿地强度（拿地金额/销售金额）



资料来源：克而瑞，中银证券

资料来源：克而瑞，中银证券

图表 37.2月华润置地、越秀地产、建发国际、滨江集团、招商蛇口分别为 87、59、58、34、33 亿元的拿地金额排名靠前，拿地强度分别为 36%、44%、42%、31%、15%

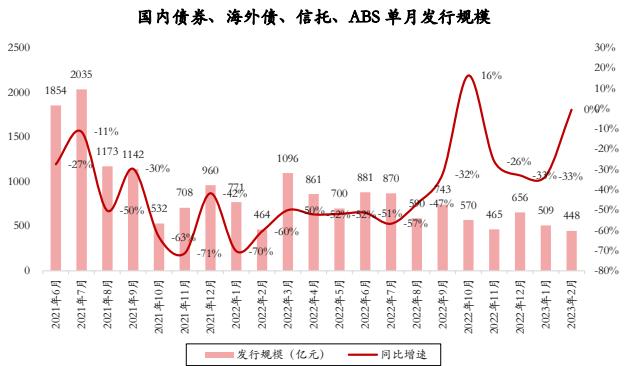


资料来源：克而瑞，中银证券

### 3.3 房企融资与债务到期：融资规模仍处于较低水平，3-4月将迎来年内到期小高峰

房企融资降幅虽收窄，但整体规模仍处于低位。2023年2月房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS发行规模合计448亿元，同比下降0.44%，环比下降15.54%，平均发行利率4.46%，同比增长0.03个百分点，环比增长0.01个百分点。虽然当前优质房企融资开闸，但行业面融资仍未有全面回暖，融资规模仍处于较低的水平。其中，国内债券、海外债券、信托、ABS发行规模分别为332、21、39、56亿元，国内债券、信托、ABS同比增速分别为16%、-59%、-17%（海外债券因无基数可比，故无同比增速数据），国内债券、海外债券、信托、ABS平均发行利率分别为3.77%、11.00%、7.75%、3.85%，国内债券、信托、ABS同比分别提升0.06、0.34、0.51个百分点。主流房企中首开股份、保利发展、保利置业本月发行国内外债券规模较大，均超过20亿元，平均发行利率分别4.6%、2.3%、4.0%；万达发行海外债20.7亿元，发行利率11.0%。

图表 38.2023 年 2 月房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS 发行规模合计 448 亿元，同比下降 0.44%



资料来源：中指院，中银证券

图表 39.2023 年 2 月房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS 平均发行利率 4.46%



资料来源：中指院，中银证券

图表 40.2 月首开股份、保利发展、保利置业本月发行国内外债券规模较大，均超过 20 亿元；万达发行海外债 20.7 亿元

典型企业融资				
企业名称	国内债(亿元)	海外债(亿元)	合计(亿元)	平均利率(%)
首开股份	39.0		39.0	4.6
保利发展	25.0		25.0	2.3
万达		20.7	20.7	11.0
保利置业	20.0		20.0	4.0
广州城建	19.0		19.0	3.4
中国金茂	17.0		17.0	3.8
陆家嘴	15.0		15.0	3.5
金融街	13.0		13.0	3.7
苏高新	5.0		5.0	3.5
卓越地产	4.0		4.0	4.7

资料来源：中指院，中银证券

而在增发配股方面，本月万科、招商蛇口、大名城都宣布将非公开发行 A 股股份，同时福星和保利的 A 股增发也在推进中。除此之外，期后万科在 3 月 2 日就配售 3 亿股新 H 股与中信里昂证券订立了配售协议，整体看来近期房企配股融资仍然较为积极。

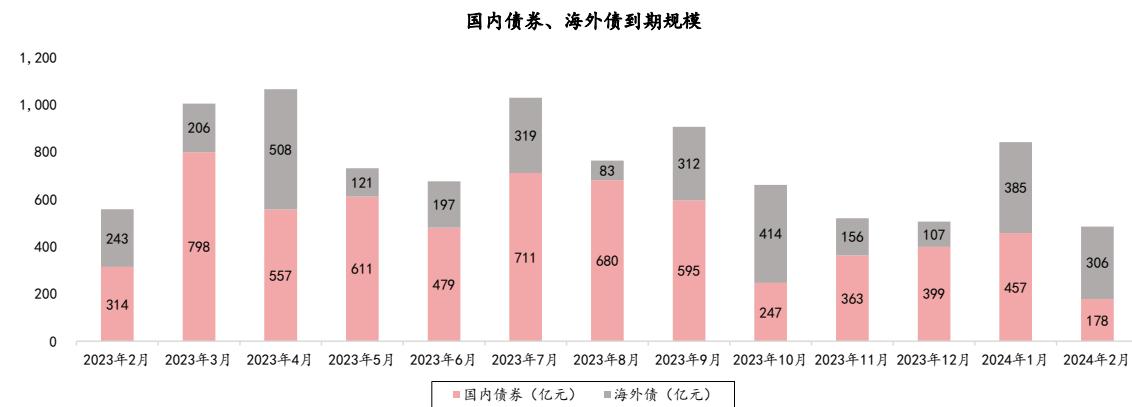
图表 41.2023 年 2 月房企配股融资事件

公司名称	时间	配股事件	配售股份数量(亿股)	融资规模(亿元)	状态
万科	2 月 12 日	拟公开发行不超过 11 亿股 A 股	不超过 11 亿股	不超过 150 亿	发布预案
福星股份	2 月 17 日	拟向特定对象发行不超过 2.85 亿股，筹资总额不超过 13.41 亿	不超过 2.85 亿股	不超过 13.41 亿	发布预案
招商蛇口	2 月 17 日	拟增发募集配套资金不超过 85 亿	/	不超过 85 亿	发布预案
大名城	2 月 19 日	拟向名城控股等特定对象增发 A 股，募集总额不超过 30 亿元	不超过 6 亿股	不超过 30 亿	董事会通过
保利发展	2 月 23 日	公布 A 股增发预案修订稿，募集总额不超过 125 亿元	不超过 8.19 亿股	不超过 125 亿	发布预案
万科	3 月 2 日	拟配售 3 亿股新 H 股所得款项净额预计约 39.03 亿港元	3	39.03 亿港元	订立配售协议

资料来源：公司公告，中银证券

房企当前仍然面临较大的资金压力，2023 年 3-4 月或仍将面临偿债小高峰。2023 年国内债券+海外债到期规模为 9455 亿元，其中 3、4、5、6 月分别到期 1004、1064、731、676 亿元。具体来看，3 月以下主流房企面临债务到期压力：正荣（69 亿元）、世茂（47 亿元）、绿城（39 亿元）、时代中国（36 亿元）、金茂（30 亿元）、中国铁建（30 亿元）、金地（30 亿元）；4 月以下主流房企面临债务到期压力：融创（94 亿元）、万科（66 亿元）、恒大（58 亿元）、首开（52 亿元）、中海（51 亿元）、华润（43 亿元）、招蛇（43 亿元）、保利（35 亿元）、碧桂园（34 亿元）、阳光城（34 亿元）。

图表 42.2023 年 3、4、5、6 月国内债券+海外债分别到期 1004、1064、731、676 亿元



资料来源：中指院，中银证券

图表 43.2023 年 3 月以下主流房企面临债务到期压力：正荣（69 亿元）、世茂（47 亿元）、绿城（39 亿元）、时代中国（36 亿元）、金茂（30 亿元）、中国铁建（30 亿元）

企业名称	海外债（按最新汇率换算，人民币，亿元）					信用债（亿元）					总债券余额	海外债余额占比			
	2023年到期		2023年及以后			债券余额	2023年到期		2023年及以后						
	3月	年内	2024	2025	2026及以后		3月	年内	2024	2025	2026及以后				
恒大	326	186	323	104	938	938	276	132	24	432	1370	68.5%			
碧桂园	26	107	182	421	737	737	205	32	25	279	1016	72.5%			
华润	69		138	207			123	85	143	374	932	22.2%			
中海	86	48	38	241	414		74	100	98	201	473	887	46.7%		
万科	112	99	34	90	335	15	37	93	326	58	514	850	39.5%		
首开				36	36	18	129	223	245	66	664	700	5.1%		
保利							117	137	222	170	647	647	0.0%		
富力	35	107	89	263	493		28	10	4	105	147	641	77.0%		
龙湖				197	197	7	92	142	145	44	423	619	31.7%		
融创	137	170	79	41	427		59	43	51		153	580	73.6%		
金茂			17	24	193	235	30	55	50	219	17	341	576	40.7%	
远洋			48	50	173	270		96	101	65	33	295	566	47.8%	
招商蛇口							13	130	72	184	148	534	534	0.0%	
世茂	21	69	35	201	326	47	118	54	28	7	207	533	61.1%		
佳兆业	133	155	186	35	509		8				8	517	98.5%		
金融街						26	150	102	47	194	493	493	0.0%		
旭辉	12	73	96	119	299		47	59	22	25	153	453	66.1%		
金地		33			33	30	190	178	27	5	400	433	7.6%		
绿城			79		79	39	84	116	116	9	325	404	19.5%		
合景泰富	48	163	14	74	299	10	75	9		8	91	391	76.6%		
首创				78	78	8	95	106	75	26	302	380	20.6%		
龙光	28	19	62	86	195	4	107	57	10	174	370	52.8%			
华发股份							119	65	57	121	362	362	0.0%		
禹洲	57	69	61	123	311		33		14		47	358	86.9%		
华夏幸福			45	52	157	254	22	81	5		86	340	74.7%		
雅居乐				89	152	241		37			57	335	72.1%		
建发					26	26	7	27	39	117	111	294	321	8.2%	
中国铁建							30	66	87	133	27	313	313	0.0%	
阳光城			68	92	19		179		31	53	16	29	129	58.2%	
正荣	66	101	57	24	61	243	2	47	9		56	299	81.2%		
时代中国	21	55	35	38	55	183	16	71	21	23	115	297	61.5%		
新城			45	48	41	28	162	3	59	10	30	129	291	55.8%	
苏高新								70	67	74	50	261	261	0.0%	
保利置业			35	35	35		104		6	65	76	147	250	41.3%	
北京城建								35	67	88	34	224	224	0.0%	
路劲			33	49	131	214					6	6	220	97.1%	
宝龙			41	53	37	14	144		53	9	13	1	76	220	65.5%
陆家嘴								40	124	40	15	219	219	0.0%	
奥园			14	46	16	48	123	25	85		85	207	59.1%		
广州城建								15	15	78	29	78	200	0.0%	
绿地			62	62	17		141				38	179	78.9%		
融信			50	12	21		83		71		3	22	96	179	46.5%
花样年			75	30			105	3	43			43	148	70.9%	
金科								27	87	16	12	17	132	0.0%	
美的置业								12	41	58	25		124	124	0.0%
大悦城									20	35	30	20	105	105	0.0%
越秀			28			75	103						103	100.0%	
荣盛	14	14	37				51		5	14	20		39	90	57.0%
滨江								5	45	37		4	85	85	0.0%

资料来源：中指院，中银证券

## 4 政策：中央金融支持政策持续发力，超 30 城首套房贷利率下限降至 4% 以下

**中央层面，1) 房地产地位再度被肯定。**2月16日《求是》发表习近平总书记重要文章，文章明确指出“地产对经济增长、就业、财税收入、居民财富、金融稳定都具有重大影响”，结合近期高层密集表态，2022年12月、2023年1月，刘鹤副总理也连续两次提及“房地产业仍是国民经济支柱性行业”，都是对房地产业对国民经济中的地位的肯定，我们认为2023年将持续发挥稳地产在稳经济重要作用。同时还提出“防范房地产业引发系统性风险”。文章中亦强调“要因城施策，着力改善预期，扩大有效需求，支持刚性和改善性住房需求，支持落实生育政策和人才政策”，需求端政策支持的方向更加精细化。文章还指出要“鼓励地方政府和金融机构加大保障性租赁住房供给，探索长租房市场建设。”**2023年支持住房租赁市场发展的导向仍在延续。**

**2) 不动产领域私募基金正式落地。**2月20日，为促进房地产市场盘活存量，满足房地产合理融资需求，探索新模式，证监会启动不动产私募投资基金试点工作，同日中国证券投资基金业协会发布了《不动产私募投资基金试点备案指引（试行）》。其中指出开展不动产私募投资基金试点，允许设立不动产私募投资基金，引入机构资金，投资特定居住用房、商业经营用房和基础设施项目等。不动产投资基金在产业园区、仓储物流等基础设施领域之前已经陆续落地，现在正式明确扩大到住宅、商业地产领域，将有助于房企盘活存量资产，增加融资渠道，支持房地产市场纾困；将有助于房企改善房企资产负债表，降低杠杆率，向新模式平稳过渡。

**3) 租赁住房的金融支持力度明显加大。**2月24日，央行、银保监会发布《关于金融支持住房租赁市场发展的意见（征求意见稿）》，一方面，将房地产金融支持范围从保障性租赁住房扩充至所有租赁住房；另一方面，明确了信贷对租赁住房的支持方式，重点支持自持物业的住房租赁企业；同时拓宽租赁住房多元化投融资渠道，包括创新住房租赁担保债券、稳步发展REITs等。

**4) 2023年政府工作报告未提及“房住不炒”，未来预期政策仍将继续从行业供需两端发力。**从2020年至2022年，“房住不炒”已连续三年被写入政府工作报告，2023年未被提及。但我们认为，自2016年中央政治局会议首次提出以来，这一主基调已经持续执行6年，在行业内也已达成共识，预期未来将在这一基调下，有更大范围的政策纠偏。报告提及“有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，防止无序扩张，促进房地产业平稳发展”，我们认为，重点关注改善优质头部房企的受困情况，包括改善房企的资产负债表、畅通其融资渠道等方式，以带动整体行业向平稳健康的方向发展；仍要满足房企的合理融资需求，继续推进各类金融支持政策的落地。近期，我们也看到了房金融资环境得到一定程度改善；行业格局将得到重塑，行业和房企将从原有的高周转、高杠杆模式向稳健经营、可持续发展的模式转变。报告也提及“加强住房保障体系建设，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题”，我们认为，这一方面体现了政府构建多层次住房体系的决心；另一方面，合理的住房需求仍将得到持续的支持，尤其是新市民、青年人的住房需求，这或将利好一二线等核心人口净流入城市的住房新增量。

图表 44.2023 年 2 月中央政策与表态梳理

时间	事件	具体内容
2月16日	第4期《求是》杂志发表了习总书记2022年12月15日在中央经济工作会议上重要讲话的一部分《当前经济工作的几个重大问题》	其中有关房地产，强调房地产对经济增长、就业、财税收入、居民财富、金融稳定都具有重大影响。要正确处理防范系统性风险和道德风险的关系，做好风险应对各项工作，确保房地产市场平稳发展。各地区和有关部门要扛起责任。要因城施策，着力改善预期，扩大有效需求，支持刚性和改善性住房需求，支持落实生育政策和人才政策，解决好新市民、青年人等住房问题，鼓励地方政府和金融机构加大保障性租赁住房供给，探索长租房市场建设。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，深入研判房地产业市场供求关系和城镇化格局等重大趋势性、结构性变化，抓紧研究中长期治本之策，消除多年来“高负债、高杠杆、高周转”发展模式弊端，推动房地产业向新模式平稳过渡。
2月20日	不动产私募投资基金试点指引发布	允许设立不动产私募投资基金，引入机构资金，投资特定居住用房、商业经营用房和基础设施项目等
2月24日	央行、银保监会发布《关于金融支持住房租赁市场发展的意见（征求意见稿）》	《意见》共17条，围绕住房租赁供给侧结构性改革方向，以商业可持续为基本前提，重点支持自持物业的专业化、规模化住房租赁企业发展，为租赁住房的投资、开发、运营和管理提供多元化、多层次、全周期的金融产品和金融服务体系。
3月5日	《政府工作报告》	有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，防止无序扩张，促进房地产业平稳发展。 加强住房保障体系建设，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题

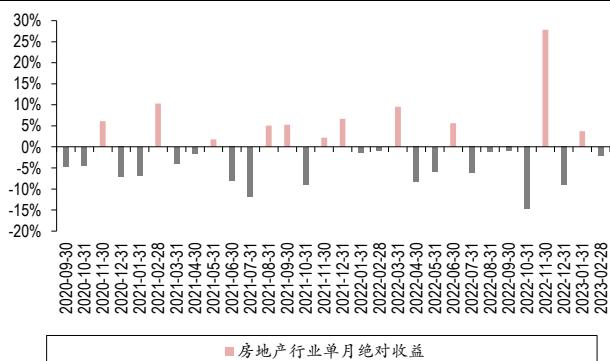
资料来源：国务院、央行、证监会、银保监会，中银证券

地方层面，2月各地持续落实因城施策，优化限购限售、放松公积金贷款、发放购房补贴等楼市支持性政策继续出台。具体来看，1) 武汉、赣州、惠州、扬州等优化限购限售，其中武汉发文明确在限购区域购房的居民家庭可新增一个购房资格，在非限购区域拥有的住房不计入居民家庭购房资格认定套数。2) 哈尔滨、太原、东营等出台公积金购房支持政策，包含降低首付比例、提高公积金贷款额度等。3) 哈尔滨、南昌等发放购房补贴，降低购房成本。4) 安徽、河南等提出探索预售制度改革并表示将因地制宜开展现房销售试点。5) 本月洛阳、贵阳和漯河等城市限贷政策逐步宽松，主要涵盖降低首套二套房贷款首付比例，降低个人住房贷款利率下限，优化非普通住房贷款政策等相关措施。多地落实首套住房贷款利率政策动态调整机制，根据贝壳研究院统计，当前已有石家庄、无锡、沈阳等超30城响应政策，将首套商贷利率下限降至4%以下。当前珠海首套房贷利率下限最低，可至3.7%，太原、郑州、厦门等城市在二线城市中利率下限最低，可至3.8%。

## 52月地产板块跑赢大盘，主因成交出现了改善

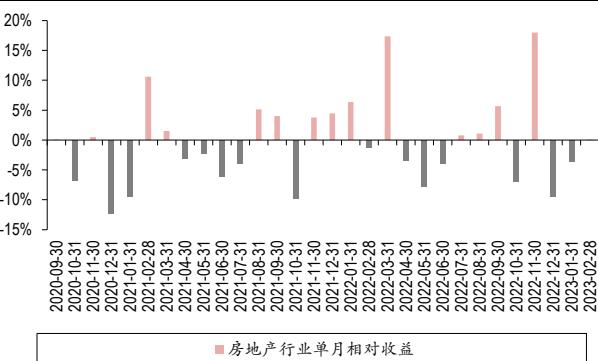
2023年2月地产板块绝对收益-2.0%，跑赢沪深3000.1个百分点。截至2023年2月末，地产板块PE为13.27X，较1月末下降了0.26X，估值仍处于2018年4月以来的相对高位。春节后房地产板块整体跑赢大盘，我们认为主要是因为需求端的新房到访量和二手房带看量都有所回升，近两周的成交也出现了改善。

图表 45. 房地产业 2 月绝对收益为 -2.0%



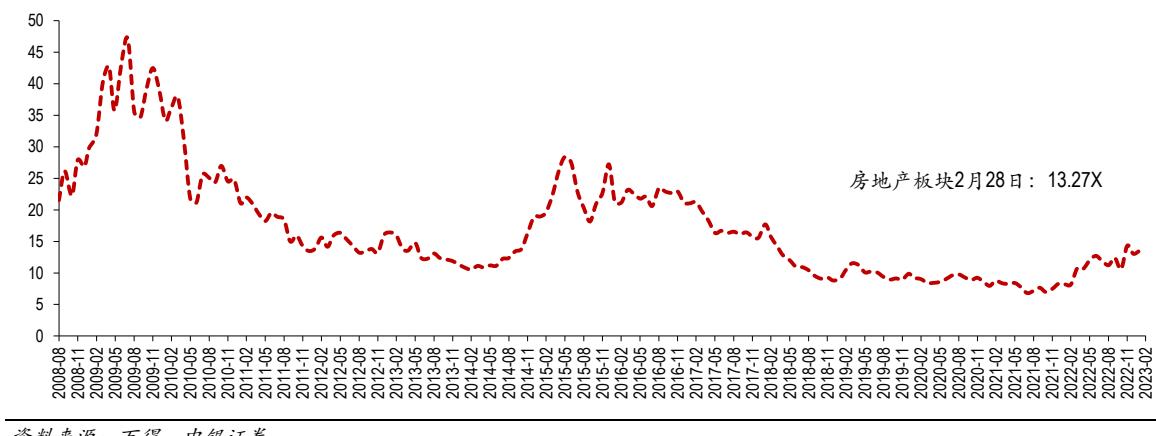
资料来源：万得，中银证券

图表 46. 房地产业 2 月相对收益为 0.1%



资料来源：万得，中银证券

图表 47. 截至 2 月 28 日，房地产业 PE 为 13.27X



资料来源：万得，中银证券

## 6 投资建议

由于前期政策传导效果反复低于预期，目前市场关注重点已经转到基本面数据的兑现上。不管是从百强房企的销售数据，还是从2月的高频数据显示的新房、二手房成交情况来看，销售都出现了转好的迹象，最近两周在无春节因素干扰的情况下也出现了明显的回暖，我们认为房地产销售前期的深度调整接近尾声。我们建议持续关注基本面数据的兑现情况，同时建议在板块目前相对低迷的情况下，关注内生增长快、拿地有效性强的内驱动力型公司。

具体标的，我们建议关注三条主线：1) 主流的央国企和区域深耕型房企，稳健经营的同时仍能保持一定拿地强度，行业见底复苏后带来 $\beta$ 行情：保利发展、招商蛇口、建发国际集团、越秀地产、华发股份、滨江集团；2) 边际受益于政策利好的优质民企、及混合所有制房企：美的置业、金地集团、万科A、绿地控股、龙湖集团、新城控股。3) 主题性投资机会，包括REITs相关、房地产渠道相关的标的，尤其是当前租赁住房政策利好下，存量资产成熟稳定、长期布局长租房、发行主体优质的房企：光大嘉宝、华润置地、万科A、龙湖集团。

**图表 48.报告中提及上市公司估值表**

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产 (元/股)
					2021A	2022E	2021A	2022E	
001979.SZ	招商蛇口	未有评级	13.83	1,070.32	1.16	0.96	11.92	14.39	10.67
600048.SH	保利发展	买入	14.15	1,693.82	2.29	2.31	6.18	6.13	14.78
1908.HK	建发国际集团	买入	21.33	370.72	2.54	3.03	8.40	7.04	8.79
002244.SZ	滨江集团	买入	9.45	294.03	0.97	1.15	9.74	8.22	6.61
0123.HK	越秀地产	买入	10.82	335.04	1.16	1.26	9.34	8.59	14.93
600325.SH	华发股份	未有评级	10.54	223.15	1.34	-	7.87	-	8.00
0960.HK	龙湖集团	未有评级	16.48	1,045.24	4.05	3.97	4.07	4.15	20.57
600383.SH	金地集团	买入	8.68	391.87	2.08	2.19	4.17	3.96	13.94
601155.SH	新城控股	未有评级	17.18	387.52	5.59	2.81	3.07	6.12	26.24
600606.SH	绿地控股	未有评级	2.96	416.00	0.48	0.50	6.17	5.91	7.04
000002.SZ	万科 A	未有评级	15.75	1,879.09	1.94	2.03	8.12	7.76	20.30
3990.HK	美的置业	未有评级	7.87	106.70	3.04	2.04	2.59	3.85	19.05
600622.SH	光大嘉宝	未有评级	3.22	48.29	0.24	-	13.42	-	4.74

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日2023年3月14日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期



中银证券

## 7 风险提示

房地产调控升级；销售超预期下行；融资收紧。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

### 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

#### **公司投资评级：**

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

#### **行业投资评级：**

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1)基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2)中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话:(8621)68604866  
传真:(8621)58883554

## 相关关联机构：

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852)39886333  
致电香港免费电话：  
中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065  
新加坡客户请拨打：8008523392  
传真:(852)21479513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852)39886333  
传真:(852)21479513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编:100032  
电话:(8610)83262000  
传真:(8610)83262291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F,1Lothbury  
LondonEC2R7DB  
UnitedKingdom  
电话:(4420)36518888  
传真:(4420)36518877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7BryantPark15 楼  
NY10018  
电话:(1)2122590888  
传真:(1)2122590889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话:(65)66926829/65345587  
传真:(65)65343996/65323371