

常用观察地产库存的指标，待售面积，显示 2022 年商品房库存攀至 2018 年以来新高。待售面积攀至新高，让市场陷入怀疑，2022 年地产高库存是否压制 2023 年地产销售和房价修复？更进一步，中国楼市是否又一次进入高库存的过剩时代？

解密本轮地产周期面临的真实库存，客观评估 2022 年地产库存并解剖真正成因，进而观测 2023 年地产库存走势。寻觅中国楼市库存真相，这是本文研究的初衷所在。

### ➤ 评估本轮地产真实库存，首先我们需要构建一个有效的库存指标。

既有反映地产库存的指标常见有两个，一个是待售面积，另一个是可售面积。

待售面积只统计现房库存，而中国地产销售中期房和现房比重超过 8:1，显然待售面积无法有效反映中国地产的真实库存。可售面积主要统计期房库存和现房库存，最能准确反映地产库存的指标。遗憾的是，目前缺乏全国层面的可售面积数据。

反映中国地产库存，尤其是期房库存，我们需要构建一个新指标，结构上类似于可售库存。基于中国地产运行现实，并充分考虑中国期房销售制度，我们构建新的库存指标。

**构建新库存指标的核心逻辑如下：在建面积扣减已售出期房，得到期房库存；加入现房库存，便得到一个同时涵盖期房和现房库存的加总库存指标。**

值得注意的是，目前已有研究尝试构建可售面积的替代指标，从而评估中国地产真实库存。我们对比不同方法之下的库存测算，与本文测算结果差异不大。

### ➤ 再来客观评估 2022 年高企的地产库存，关键原因在于当年销售过于疲软。

新指标测算显示，2022 年库存几乎持平于 2021 年，为历史偏高分位。看到一个高分位库存指标，直觉反应是供给过剩。事实上任何一个库存指标，都是当期供需博弈的结果。高库存有可能是供给过大，也有可能是需求过度萎缩。

2022 年地产供需双弱。尤其是需求，地产销售面积同比约-24%，几乎可以说将至历史冰点。一旦控制住需求降温过快因素，我们发现 2022 年地产真实库存并不高。哪怕假定 2022 年地产销售面积同比在-20%，-20%这也是上一轮地产高库存时期销售面积增速（2014 年），2022 年地产库存也比直接的表观读数低。

可见 2022 年地产库存高企，更多起因需求过快萎缩，而非供给过剩。

### ➤ 敏感性测试指向 2023 年地产库存并不高，库存压力大概率小于 2022 年。

我们从静态库存和动态库存比两个维度评估 2023 年地产真实库存。评估测算过程中需要设置三组关键参数，2023 年施工面积、竣工面积以及销售面积。

经过多维度敏感性测试，我们评估 2023 年真实地产库存，得到如下四点结论。

第一，2023 年地产库存（静态库存和动态库存比）压力大概率低于 2022 年。

第二，只要 2023 年地产销售面积超过 12 亿平，调整其他参数之后结果偏一致，即 2023 年地产库存低于 2022 年。

第三，2023 年施工和竣工现实情况更为复杂，2023 年库存或低于我们测算。

第四，2023 年库存对销售敏感度最强，销售强则库存低，反之反是。

这里隐含一个推论，地产-库存-房价预期，三个环节存在互为强化的循环机制。这也意味着，一旦地产销售起势，后续销售修复、房价上行节奏或将加快。

今年地产形势决定大类资产定价方向，影响股票市场风格。二季度密切跟踪地产走势。

**风险提示：**地产销售超预期，房企融资限制超预期松绑。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

### 相关研究

- 1.宏观调研系列之一：2023 年中国出口的优势和忧虑-2023/03/27
- 2.全球大类资产跟踪周报：风险阶段性消退-2023/03/26
- 3.流动性跟踪周报：流动性外紧内松-2023/03/25
- 4.海外专题研究：加息 25BP，美国“大宽松”未至-2023/03/23
- 5.宏观专题研究：从财政资金看政府工作重心-2023/03/21

# 目录

<b>引言:</b>	<b>3</b>
<b>1 既有地产库存指标有效性存疑</b>	<b>4</b>
1.1 从中国地产微观运行模式看库存逻辑	4
1.2 目前市场常用指标及有效性分析	5
<b>2 本轮地产库存指标的修整思路</b>	<b>6</b>
2.1 本轮地产周期面临两点现实不同以往	6
2.2 第一处修整, 修整需求端销售	8
2.3 第二处修整, 修整“死库存”	9
<b>3 调整后 2022 年真实库存</b>	<b>10</b>
3.1 2022 年地产库存调整方法	10
3.2 调整后 2022 年静态库存	11
<b>4 充分评估 2023 年及后续地产库存</b>	<b>13</b>
4.1 调整后 2023 年动态库存	13
4.2 2023 年地产库存再评估	14
<b>5 风险提示</b>	<b>16</b>
<b>插图目录</b>	<b>17</b>

## 引言:

2015 年棚改货币化开启了一轮轰轰烈烈的地产去库，同时也开启了一轮三四线地产高景气周期。待售面积显示 2015 年之后全国商品房库存连续四年下降，2019 年逼近历史极低水平。

### 三年疫情打破了这一节奏。

尤其去年以来民营房企接连“暴雷”，郑州保交楼事件冲击市场信心，居民风险偏好收缩，连续事件扰动之下，2022 年直观的库存指标（待售面积）显示当前商品房待售面积已经攀升至较高水平。

### 去年末待售面积迅速回升让市场陷入怀疑。

2022 年地产库存的回升是否将压制 2023 年地产销售和房价修复？更进一步，中国楼市是否又一次进入高库存时代？

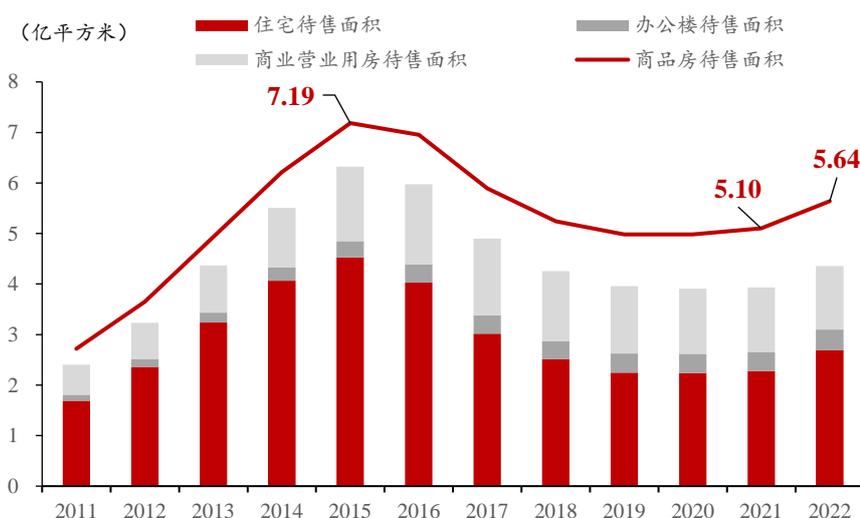
### 现有地产库存指标或并不反映楼市真实库存。

事实上中国商品房的预售制度加大我们测算房地产库存的难度。至少直接用待售面积观察判断中国房地产库存，存在偏误。

2022 年楼市经历全国性深度调整，无论是供应端，例如土地成交、施工、新开工增速；还是需求端的销售，供需两个维度的指标都出现大幅收缩。

本文重在构建真实反映地产供需结构的库存指标，并通过分析当前地产库存水平以及去化周期，判断未来地产走势。

图1：待售面积显示 2022 年地产库存快速回升



资料来源：wind，民生证券研究院

# 1 既有地产库存指标有效性存疑

## 1.1 从中国地产微观运行模式看库存逻辑

中国地产库存较难匡算，本质原因是中国地产实行期房制度，库存匡算需要密切跟踪地产开工、竣工等环节数据。

推算中国地产库存数据之前，我们需要首先厘清中国地产运行逻辑，并以此为基础，介绍各个环节之下衍生出来的地产库存概念。

**地产行业微观运行模式的底层逻辑非常简单，拿地-开工-竣工-销售。**

房地产项目开发从土拍拿地开始，而后项目破土动工。破土动工之后，项目记录为在建工程。符合一定资质要求之后，在建项目取得预售证，便可作为期房销售。项目竣工验收后，期房转化为现房，可用来交付使用。当然，也有部分现房之前并未以期房形式销售出去，这部分现房作为现房库存，可做进一步销售。

**中国既有期房销售和地产微观运行模式之下，可以从三个维度捕捉地产库存。**

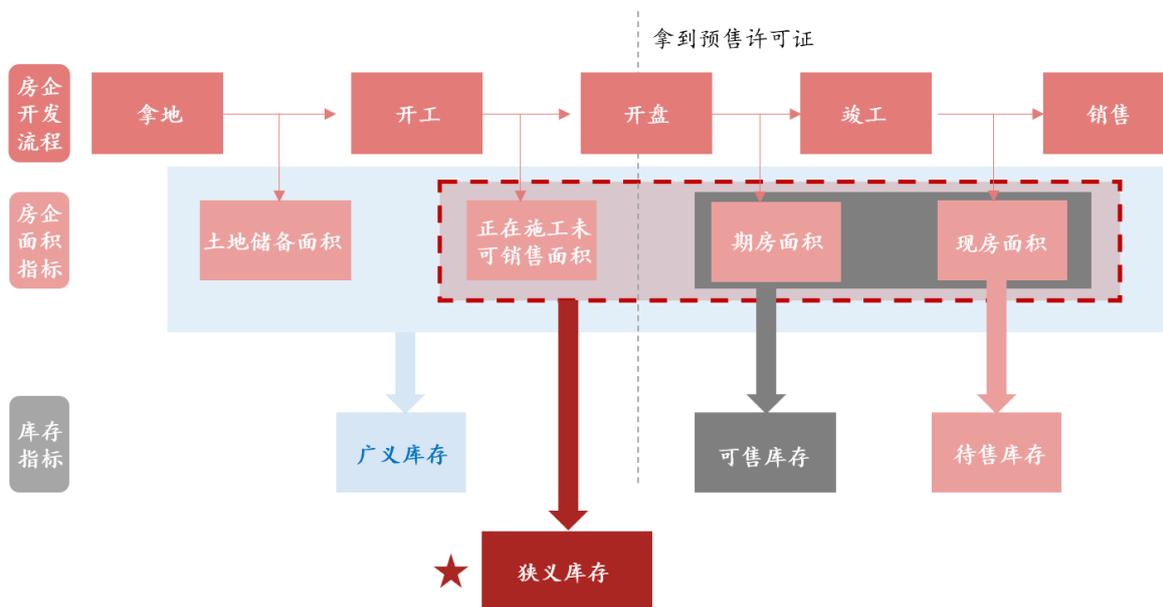
**一是待售面积（口径最小）。**已竣工但未交付现房，称为待售面积。我们可以清晰发现，待售面积主要衡量现房库存。

**二是可售面积（口径第二小）。**国家统计局没有披露在建未售面积，部分城市房管局公布了累计可售面积。可售面积的核心逻辑是同时统计期房和现房库存。其中期房库存主要是指已经取得预售证但未销售出去的期房，现房库存是指排除交付之后可供销售的那部分现房。简言之，可售面积是在待售面积基础上，再加上期房库存。

**三是狭义库存（口径第三小）。**只要没有拿到预售证，在建面积就不能算作期房库存。如果我们在可售面积基础上，再统计加入没有拿到预售证的在建面积（当然此时也尚未出售），就得到了狭义库存指标。

**四是广义库存（口径最大）。**核心逻辑是衡量期房和现房库存同时，还匡算土地储备以及，正在施工但尚未取得预售证的在建项目。即，在狭义库存基础上再加入统计土地储备面积，那么就可以得到广义库存指标。

图2：中国地产微观运行模式



资料来源：民生证券研究院绘制

## 1.2 目前市场常用指标及有效性分析

我国房地产销售主要以期房为主，新房销售中期房占比逾八成，待售面积（最小口径库存）衡量现房库存，不仅口径太过狭窄，并且不能准确反映真实库存，**我们不建议用待售面积评估中国房地产库存。**

可售面积该指标反映已批准预售（已拿到预售证）但尚未销售出去期房，同时还包括现房库存。按理这一指标较能准确反映当期地产库存，可惜的是可售面积缺乏全国层面数据。**所以匡算全国地产库存，我们无法使用可售面积这一指标。**

现实中部分阶段虽然当下没有拿到预售证，但随着销售节奏加快，施工节奏同样可能会加快推进。这种情况下，尚未拿到预售证的在建面积有可能加快拿到预售证，从而加快转化为期房库存。虽然可售面积能够灵敏并且精准反映当期房地产库存，但对估算未来期间地产库存而言，需要充分考虑所有在建面积。毕竟在建面积有可能会加快拿到预售证，从而转化为期房。**正因如此，我们认为狭义库存是反映并预判当期地产库存最好指标。**

若将土地储备考虑进去，或将高估地产库存。现实中房地产开发商可能会虚假开发而实则囤地，如此一来就能借助土地价值增长和房价上涨获取更多超额收益。这种情况下，土地储备尽管已记录为开工，但实际上的施工进展有限。若将这部分土地储备统计进来，无疑或高估房地产库存。**故而我们认为广义库存并不是一个真实反映中国房地产库存的灵敏指标。**

本文观察地产库存，主要在狭义库存指标上进行修整。

将施工面积扣减竣工面积，得到在建面积。在建面积扣减掉已出售期房，得到近似的期房库存指标，再加上现房库存，得到狭义库存指标（近似口径）。具体计算公式如下：

**住宅库存 = (施工面积 - 竣工面积) - 近期 2.5 年销售 + 现房库存。**

其中，主流房企竣工周期在 2-3 年，取中间值 2.5 年，作为已售期房面积；

施工面积 - 竣工面积，近似为**在建面积**（排除一些停工在建项目等考量）。

在建面积 - 已售期房（过去 2.5 年期房销售）得到未被出售的在建面积，  
可将此视为**期房库存的近似指标**。

期房库存加上现房库存，即为**房地产库存**。

现房库存等于上期现房库存加上本期竣工未售库存面积。

图3：中国地产库存指标分类逻辑

房地产库存	房地产库存指标	指标含义	对应地产开发阶段	是否拿到预售许可
静态库存	待售面积	已竣工等待销售的现房面积	阶段四，竣工后	是
	可售面积	可售面积 + 未竣工但获得出售许可	阶段三，拿到预售许可后	是
	狭义库存	待售面积 + 正在施工但未拿到预售	阶段二，地产开工后	否
	广义库存	累计新开工 * 可售比 - 累计住宅销售	阶段一，房企拿地后	否
动态库存	库销比	静态库存 / 未来一段时间房地产销售面积		

资料来源：民生证券研究院整理

## 2 本轮地产库存指标的修整思路

### 2.1 本轮地产周期面临两点现实不同以往

2022 年商品房销售面积显著下行，本轮地产周期下行面临两点重要现实，不同以往。

**第一，地产销售下滑，同时伴随着销售结构的调整。**

2022 年地产销售下行部分缘自居民购房意愿下降，还有部分原因在于居民担忧房企供应风险。

最终我们看到 2022 年地产销售层面呈现出两点有趣特征，**首先全年地产销售量下滑至 12 亿平米以下，其次现房销售占比快速抬升。**

## 第二，房地产企业拿地节奏弱于以往同期。

2018 年以来，土地购置面积连年下滑，2022 年全年土地购置面积更是大幅下跌至 1 亿平，创下 2000 年以来的最低水平。

令情况更加复杂的是，在民营房企接连爆雷、销售下滑以及严查房企拿地资金的背景下，城投入市拿地托底市场的痕迹明显。

本轮地产周期，城投积极拿地是从 2021 年第二轮集中拍地开始的，到 2022 年第四轮集中拍地之后，**城投拿地宗数比例已经超过 50%**。

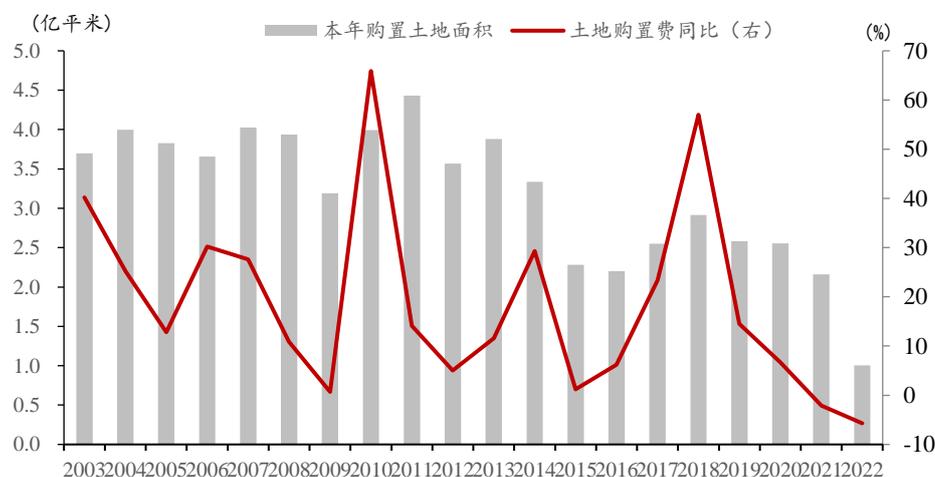
城投公司后续的开工进度和开工质量，与专业经营地产投资的房地产公司存在一定差距。这就意味着既有土地储备新开工的效率并不高，这也意味着未来期房供给或将存在一定瓶颈。

图4：2022 年商品房销售面积大幅下跌

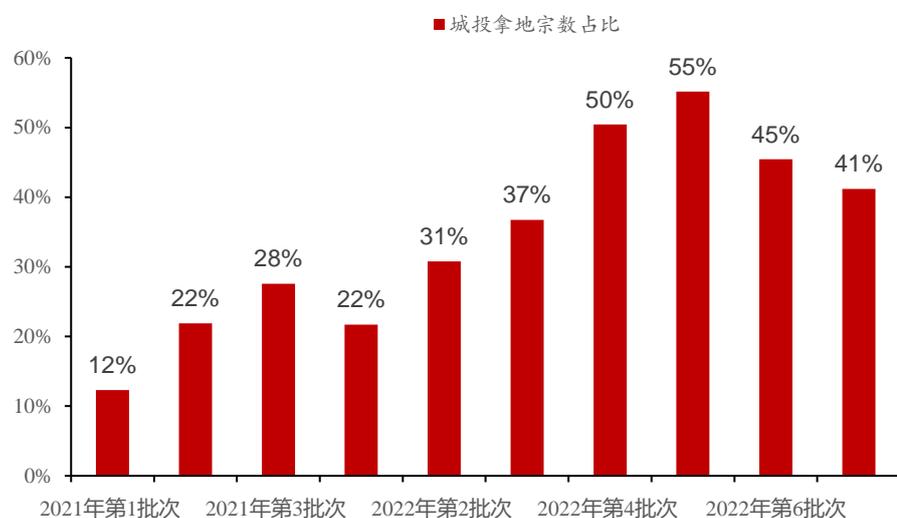


资料来源：wind，民生证券研究院

图5：2022 年土地交易市场进入“速冻”模式



资料来源：wind，民生证券研究院

**图6：城投拿地宗数占比一度超过 50%**


资料来源：中指云，民生证券研究院

## 2.2 第一处修整，修整需求端销售

库存是供给和需求博弈的结果。当我们看到库存较高时，有可能是供给过大，也有可能是需求过于疲软。

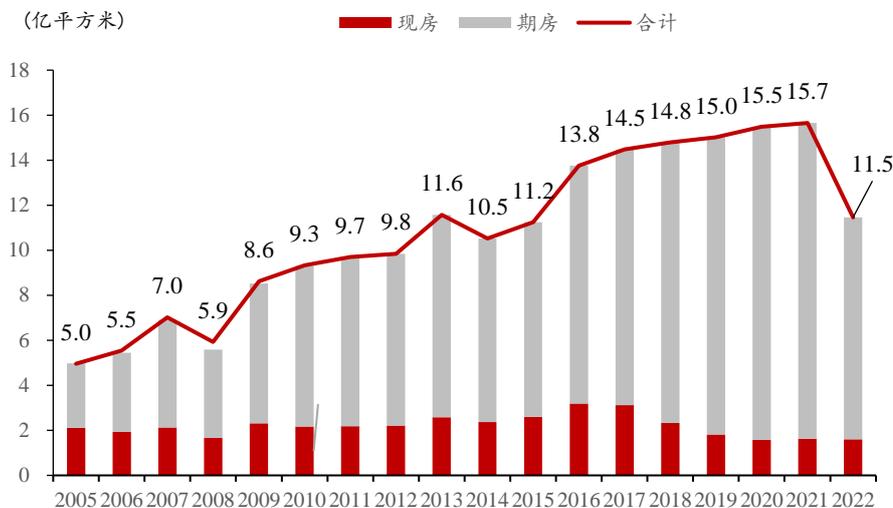
不可否认的是，直面高库存指标，我们直觉反应是供给过大。事实上 2022 年地产销售、拿地、新开工速度都在快速下滑，相较供给端，2022 年需求下滑力度更大。

**充分评估 2022 年地产库存，我们需要对既有库存指标进行修整。第一处修整就是控制需求正常节奏下滑情况下，评估 2022 年地产库存。**

2022 年地产销售同比下滑-24.3%，其中期房销售同比下滑-28.1%，而现房销售同比上升0.8%，期房销售和现房销售走势的分化背后深刻体现了保交楼事件对于地产销售市场的冲击。

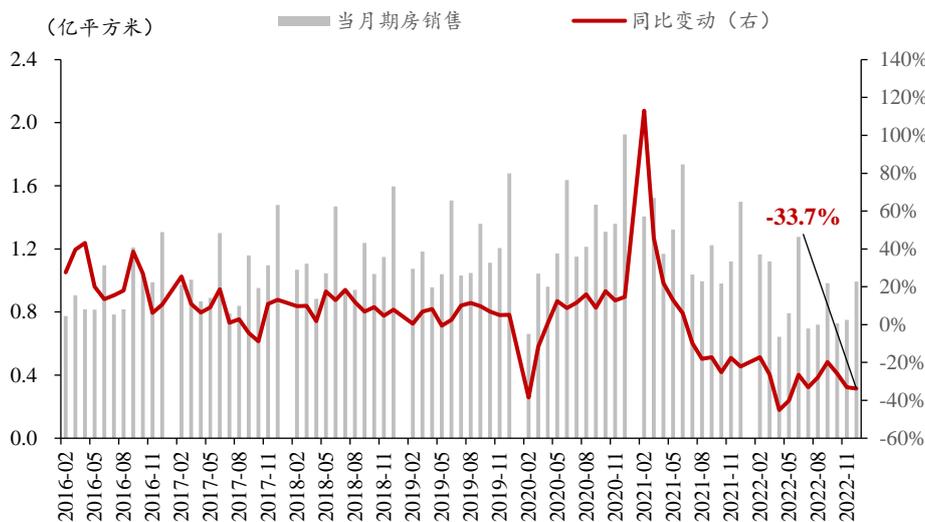
期房销售的非线性下滑是当前狭义库存偏高的重要诱因，当前库存数据“失真”体现在外部事件对于地产自身周期的干扰不可持续，剔除掉期房供应风险对地产需求的约束，我们可以得到更加符合这轮地产周期运行的真实库存水平。

图7：住宅销售面积变动



资料来源：wind，民生证券研究院

图8：期房销售面积变动与同比变动



资料来源：wind，民生证券研究院

## 2.3 第二处修整，修整“死库存”

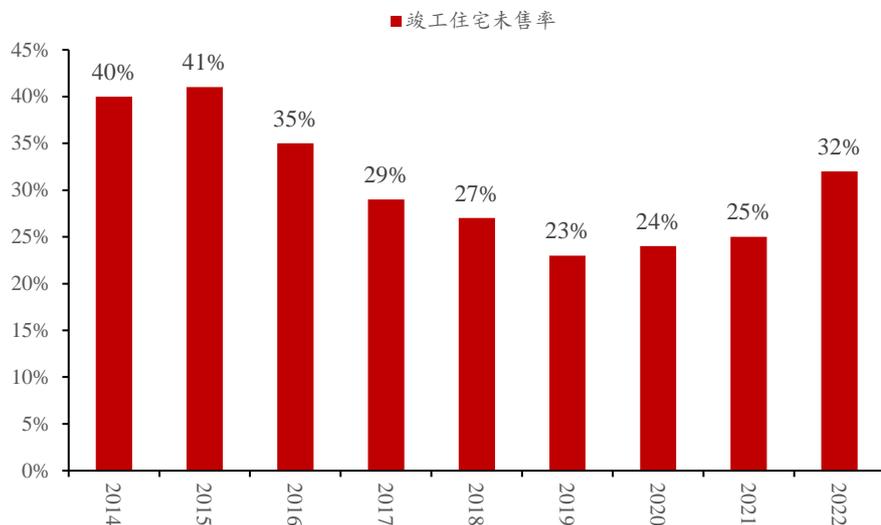
2022年末全国住宅已竣工且未售面积2.7亿平方米，同比上升18%，创近5年新高。房屋竣工未售超过两年，意味着这部分现房库存后续则难以去化。这部分库存被我们定义为“死库存”。

**剔除“死库存”这个干扰项，或将帮助我们更了解当前地产库存分位。**

从历史上看，2015年-2019年竣工住宅未售率连续下降，而自2019年后竣

工住宅未售率又有反弹，这侧面也说明在棚改之后，部分地产库存过剩的城市存在一定规模的“死库存”。

图9：竣工未售率



资料来源：克而瑞，民生证券研究院

## 3 调整后 2022 年真实库存

### 3.1 2022 年地产库存调整方法

这一轮地产式微主要来自行业违约的风险增大之后，对期房的谨慎情绪。受多个城市保交楼事件冲击，居民购买期房的谨慎情绪加重。这客观上导致 2022 年地产销售下坡速度异常之快，同比增速约-24%，为历史最低水平。

我们重新调整 2022 年地产销售，再来观察 2022 年库存情况。

**情形一，假设 2022 年期房销售面积同比-20%。**上一轮地产高库存时期（2014 年 2 月至 2015 年 3 月），即便面临压力，当时地产销售增速也有-20%。以此为锚，重新调整 2022 年地产销售面积增速，从而更客观评估 2022 年地产库存。

**情形二，假设 2022 年期房销售面积同比-10%。**2020 年疫情扩散以来，地产经历波动。这一过程中，地产销售面积同比最低达到-10%。以此为锚，我们调整 2022 年地产销售面积增速，从而更客观评估 2022 年地产库存。

**情形三，假设 2022 年期房销售面积同比 6%。**2017 年至 2019 年，中国地产进入了一个难得的平台期，地产各个环节数据偏平稳。而在这一阶段中，地产销售面积增速最高达到了 6%。以此为锚，我们调整 2022 年地产销售面积增速，从而更客观评估 2022 年地产库存。

## 3.2 调整后 2022 年静态库存

为更准确观察 2022 年高库存，我们调适需求端销售增速，并进一步剔除“死库存”干扰。

**核心结论有三点，为我们客观理解 2022 年地产库存提供启发。**

**第一**，“死库存”对于 2022 年地产真实库存水平影响非常有限。

**第二**，2022 年直观库存看似较高，原因在于 2022 年销售降速太快。控制销售速度之后，2022 年实际库存表现要正常很多。

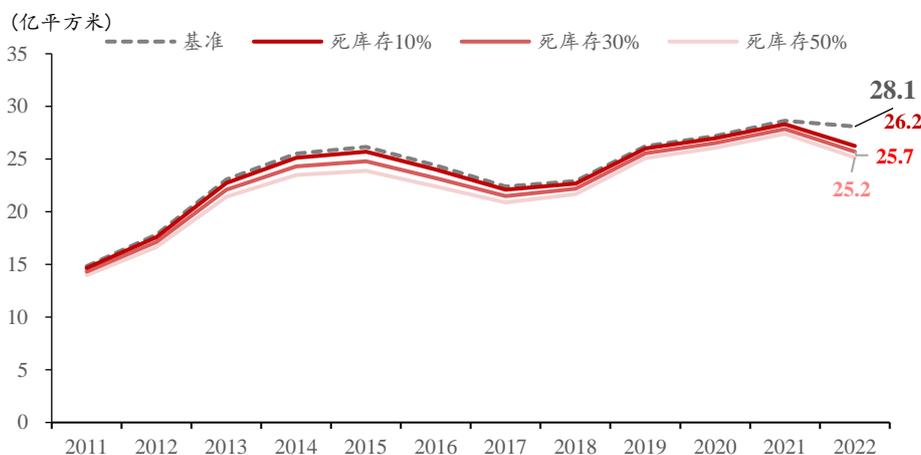
**第三**，在我们的调适框架中，2022 年地产静态库存并未维持在历史高位。调整后库存无一例外低于 2021 年。更乐观的销售假设中，2022 年库存甚至持平于 2019 年。

图10：2022 年静态库存调整

分类	期房销售同比	死库存占比	经济意义	2021年的真实库存 (万平方米)	较基准变化	2022年的真实库存 (万平方米)	较基准变化
基准	—	—		286408		280863	
情况一	-20%	10%	上一轮地产库存周期高点（2014年2月至2015年3月），期房销售同比均为负，最小为-20%	283092	-1.2%	262391	-6.6%
		30%		278540	-2.7%	257001	-8.5%
		50%		273987	-4.3%	251612	-10.4%
情况二	-10%	10%	选取的是自2021年7月至2022年12月期间同比变动的最大值	276761	-3.4%	236663	-15.7%
		30%		272209	-5.0%	231273	-17.7%
		50%		267657	-6.5%	225884	-19.6%
情况三	6%	10%	上一轮地产库存周期相对低点（2018年-2019年），年度期房销售同比增速最小值6%	263256	-8.1%	185234	-34.0%
		30%		258704	-9.7%	179845	-36.0%
		50%		254152	-11.3%	174456	-37.9%

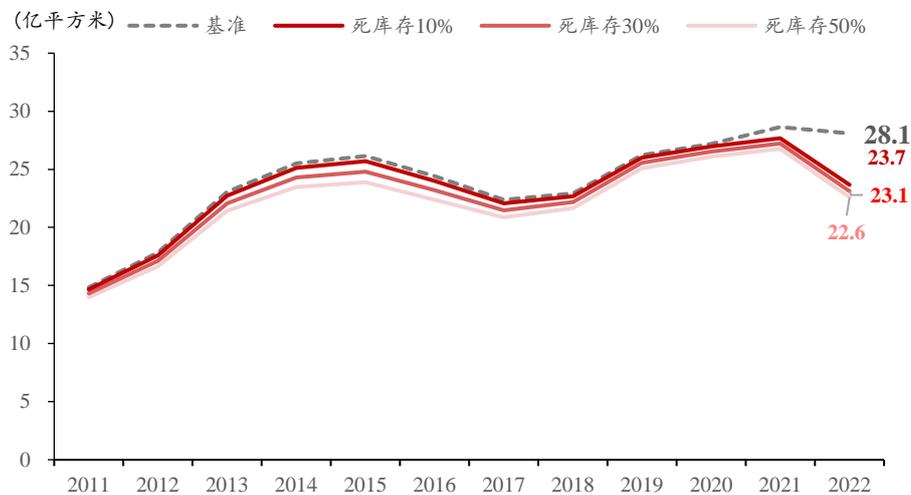
资料来源：wind，民生证券研究院测算

图11：情况一，期房销售面积同比变动为-20%对应狭义库存



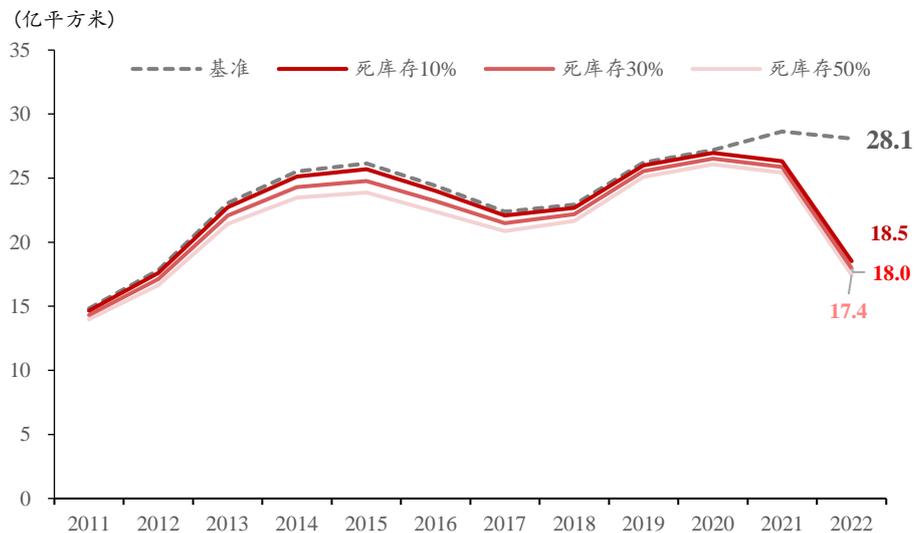
资料来源：wind，民生证券研究院测算

图12: 情况二, 期房销售面积同比变动为-10%对应狭义库存



资料来源: wind, 民生证券研究院测算

图13: 情况三, 期房销售面积同比变动为 6%对应狭义库存



资料来源: wind, 民生证券研究院测算

## 4 充分评估 2023 年及后续地产库存

### 4.1 调整后 2023 年动态库存

观察 2023 年库存，我们更关心动态层面的库销比。计算 2023 年动态库销比，我们关键需要处理好三个变量。

**首先是施工面积。施工面积考虑两种情况，最乐观情况，估计 2023 年施工面积增速-3%；悲观情况，2023 年施工面积增速-7%。**

考虑的是 2022 年上半年施工面积同比-3%，这在历史上并不是一个特别低的施工面积同比。假设 2023 年施工面积更类似于 2022 年上半年情形，那么全年施工面积增速约为-3%。

2022 年全年施工面积同比下降 7%，当时面临历史最弱的地产销售和房企拿地。考虑到 2023 年房企拿地和销售均好于 2022 年，故而预计 2023 年施工面积增速最低也就是-7%。

**其次是竣工面积。竣工面积增速考虑两种情况，第一种情况假设 2023 年竣工面积增速 10%，第二种情况假设 2023 年竣工面积增速 20%。**

给出 10%的竣工增速，主要基于两点考虑。2020 年竣工面积偏低，2021 年地产销售和竣工改善，偏低的基数和改善的当期竣工组合之下，2021 年当年录的竣工面积同比 10.8%。2022 年竣工面积比 2020 年还要低，2023 年竣工面积较 2022 年改善，所以参考 2021 年竣工情况，假设 2023 年竣工面积增速 10%。

假设 2023 年竣工面积持平于 2021 年，则推算得到 2023 年竣工面积增速约在 17%，不妨取整，作为我们对 2023 年竣工面积的第二组假设。

**最后是地产销售面积。2022 年期房销售占比为 86%，根据市场预估的 2023 年住宅销售面积（12 亿、14 亿和 16 亿），推算出 2023 年的期房销售面积。**

**最后我们匡算得到 2023 年房地产的库销比。**

图14: 预估 2023 年动态库存

预估2023年施工面积同比	预估2023年竣工面积同比	预估2023年住宅销售面积	预估2023年库存 (万平方米)	较2022年库存变化	预估2023年库销比	较2022年库销比变化
-3%	10%	12亿	298951	6.4%	2.49	1.7%
		<b>14亿</b>	<b>281751</b>	<b>0.3%</b>	<b>2.01</b>	<b>-17.9%</b>
		16亿	264551	-5.8%	1.65	-32.5%
	20%	12亿	292697	4.2%	2.44	-0.4%
		<b>14亿</b>	<b>275497</b>	<b>-1.9%</b>	<b>1.97</b>	<b>-19.7%</b>
		16亿	258297	-8.0%	1.61	-34.1%
-7%	10%	12亿	273363	-2.7%	2.28	-7.0%
		<b>14亿</b>	<b>256163</b>	<b>-8.8%</b>	<b>1.83</b>	<b>-25.3%</b>
		16亿	238963	-14.9%	1.49	-39.0%
	20%	12亿	267110	-4.9%	2.23	-9.2%
		<b>14亿</b>	<b>249910</b>	<b>-11.0%</b>	<b>1.79</b>	<b>-27.1%</b>
		16亿	232710	-17.1%	1.45	-40.6%

资料来源: wind, 民生证券研究院测算

## 4.2 2023 年地产库存再评估

估算 2023 年静态库存水平及动态库销比之后, 我们对 2023 年地产库存得到如下四点判断。

### 第一, 2023 年地产库存 (静态库存和动态库销比) 压力大概率低于 2022 年。

除了最悲观的一组假设, 销售面积 12 亿平, 竣工偏低, 施工偏高, 其他参数组合下, 2023 年库存情况多少较 2022 年改善。

### 第二, 2023 年 12 亿平的年度销售面积非常关键。

给定 2023 年销售面积为 12 亿平, 搭配相对偏悲观的施工面积和竣工面积假设 (施工面积增速-3%, 竣工面积增速 10%), 测算得到静态库存较 2022 年走高, 动态库销比也较 2022 年走高。

给定 2023 年销售面积为 12 亿平, 即便施工和竣工面积均给出最乐观设定, 2023 年静态库存和动态库销比不会比 2022 年改善多少。

只要地产销售高于 12 亿平, 即便给定最悲观的竣工、施工面积, 2023 年静态库存和动态库销比较 2022 年走低。

可见预判 2023 年库存指标, 最重要的是销售, 尤其是 2023 年销售面积能否高于 12 亿平。

### 第三, 2023 年施工和竣工现实情况更为复杂, 2023 年库存或低于我们测算。

过去一年民营房企投资力度走弱, 加上 2022 年城投拿地占比较高, 这部分

土地储备转化为开工的效率偏低。这就意味着从销售到拿地以及新开工节奏显著不同跟以往。

2023 年市场到底将迎来怎样一场新开工和竣工，当前仍无法充分评估。但比较明确的是，2023 年地产施工和竣工或可超预期，供需错配背景下地产库存趋势或朝着更薄的方向演变。

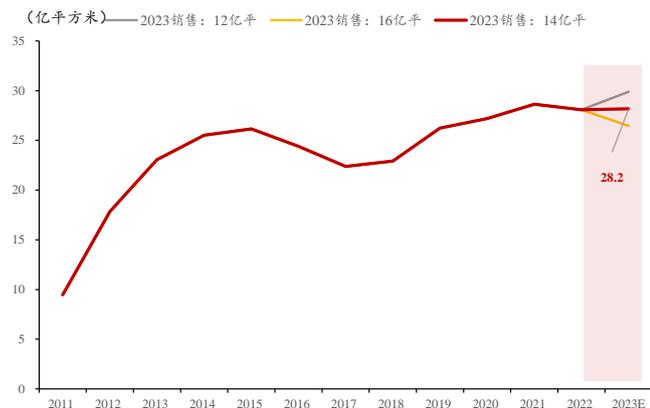
#### 第四，库存的另一面是销售，警惕“销售-库存-房价预期”螺旋循环启动。

调适参数之后，我们发现库存对销售面积最为敏感。地产销售越好，库存越低；反过来销售越差，地产越好。我们知道库存会影响价格预期。房价预期又会进一步反身影响地产销售。

如此我们得到一个隐含的推论，地产-库存-房价预期，三个环节存在互为强化的循环机制。中性来看，这意味着未来中国地产有两组方向，一组是加快上行，另一组是快下降。

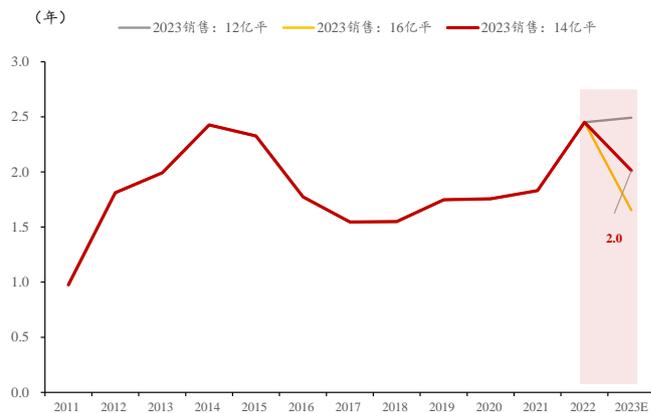
#### 二季度需要密切跟踪地产销售量价数据走向。

图15：施工增速-3%,竣工增速 10%对应狭义库存



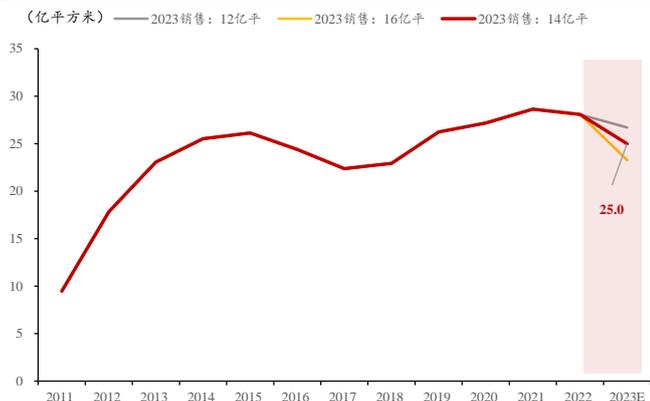
资料来源：wind，民生证券研究院测算

图16：施工增速-3%，竣工增速 10%对应库销比



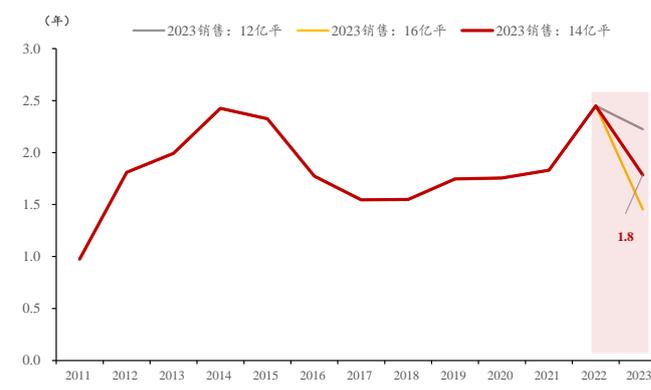
资料来源：wind，民生证券研究院测算

图17：施工增速-7%,竣工增速 20%对应狭义库存



资料来源：wind，民生证券研究院测算

图18：施工增速-7%，竣工增速 20% 对应库销比



资料来源：wind，民生证券研究院测算

## 5 风险提示

1) **地产销售超预期。**地产销售政策或超预期松绑，地产销售或超预期向好，库存压力将明显低于本文测算结果。

2) **房企融资限制超预期松绑。**若房企融资政策明显放松，预售限制放宽，房企开工表现或超预期，地产库存压力或高于本文测算结果。

## 插图目录

图 1: 待售面积显示 2022 年地产库存快速回升 .....	3
图 2: 中国地产微观运行模式 .....	5
图 3: 中国地产库存指标分类逻辑 .....	6
图 4: 2022 年商品房销售面积大幅下跌 .....	7
图 5: 2022 年土地交易市场进入“速冻”模式 .....	7
图 6: 城投拿地宗数占比一度超过 50% .....	8
图 7: 住宅销售面积变动 .....	9
图 8: 期房销售面积变动与同比变动 .....	9
图 9: 竣工未售率 .....	10
图 10: 2022 年静态库存调整 .....	11
图 11: 情况一, 期房销售面积同比变动为-20%对应狭义库存 .....	11
图 12: 情况二, 期房销售面积同比变动为-10%对应狭义库存 .....	12
图 13: 情况三, 期房销售面积同比变动为 6%对应狭义库存 .....	12
图 14: 预估 2023 年动态库存 .....	14
图 15: 施工增速-3%,竣工增速 10%对应狭义库存 .....	15
图 16: 施工增速-3%, 竣工增速 10%对应库销比 .....	15
图 17: 施工增速-7%,竣工增速 20%对应狭义库存 .....	15
图 18: 施工增速-7%,竣工增速 20% 对应库销比 .....	15

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026