

房地产行业专题：周期未变，市场竞争格局在动

核心要点：

- **房地产需求侧变化：**（1）从刚需、条件改善需求和城市更新改造需求等测算中长期地产销售中枢，房地产需求逐年下行，尾部较平，大致呈“L型”回落趋势。2023-2025年房地产销售中枢为每年13.58亿平方米，2026-2030年销售中枢为10.96亿平方米，2031-2035年，销售中枢为9.18亿平方米。（2）一二线核心城市销售占比显著提升。2023年以来，一线城市随主力置业人口年龄中枢上移，需求条件改善驱动，成交面积和价格均上行，**二线城市因次地级城市人口流入拉动，销售逐步提升，成交面积占比最大，月度波动也最大。**三四线城市人口净流出较多，需求呈现下降趋势，成交面积和占比明显下行。
- **房地产供给侧变动：**（1）房地产市场库存。地产去化周期处历史高位，本轮房地产下行周期中，2022年4-5月去库存，存销比逐步回落，截至2023年3月，十大城市商品房存销比回落至13.93。（2）地产供给收缩幅度下降。2022年我国购置土地面积与土地成交价款未出现明显拐点。2023年以来，土地市场多项数据已有所改善，2月溢价率约4%、3月溢价率为5.53%，虽仍处于较低位，但已现明显改善趋势。从成交土地面积看，一线城市基数与波动均较小，二线城市成交面积波动相对平缓，成交土地总价多数高于三线城市，三线城市土地价格一定程度贬值。地产供给收缩趋势仍在，出现明显区域分化特点。
- **房地产周期论：**（1）从库兹尼茨长周期分析，房地产市场仍处下行趋缓态势。（2）“销售-投资-开发”传导路径分析。2023年房地产销售额、投资额、开发资金均明显回暖。从增速看，新开工面积周期与销售面积周期基本同步，2020年以来短周期已持续3年，当前房屋销售增速仍在底部徘徊。2023年1-3月，房屋新开工面积累计同比降19.2%，降幅较上年末收窄20.2%，但受长预期影响，当前开工意愿不强。（3）高杠杆民营地产企业流动性周转模式难以为继。同时，受融资收紧影响，高财务杠杆率有待改善。
- **房地产企业利润率：**（1）由于地产行业结算收入由前3-4年销售收入所贡献，即2022年的低销售额、低销售面积将体现在3-4年后业绩上。2023年以来，房价逐渐回暖，3-4年后地产企业利润率才产生正向影响。（2）从土地储备、资金成本、发展战略等视角，**建议关注头部国有地产企业**，保利地产、华润置地、中海地产、招商蛇口、华发股份、建发地产、中国金茂、越秀地产等**头部央国企具有竞争优势。**
- **房地产市场格局变化：**（1）央企拿地金额最高，其次是地方国有企业，民企拿地相对较少。2023年1-3月，拿地价值最高的10家房企中，6家为央国企，一季度拿地价值最高的20家房企中，14家是国企、央企。（2）市场优质土储资源更加高度向头部房企集中。2023年投资压力依然较大，央国企是整个土地市场的主力。2023年一季度，受房地产弱势复苏的催化，拿地毛利率有少许提升。
- **风险提示：**地产政策调整不及预期风险，地产投资增速不及预期风险，地产销售增速不及预期风险。

分析师

杨超

☎：010-80927696

✉：yangchao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030004

特别鸣谢：周美丽、孟繁欣、吴佳文

相关研究

2023-5-16，可持续高质量发展专题：谁主沉浮？专注制胜—兼顾选股策略

2023-04-17，A股市场投资环境逐渐改善

2023-04-08，二季度A股市场投资策略展望：

把握主线投资机会

2023-03-27，全球视角：美联储进退与全球权益市场走势

2023-03-20，A股市场颠簸行情是否存在改善的条件？

2023-03-08，机构改革剑指高质量发展：中长期利好A股上市公司

2023-03-06，政府工作报告重点内容：利好A股市场哪些行业和主题？

2023-02-15，A股市场面临多方博弈，结构性机会占优

2023-02-03，全面注册制对A股市场的影响：新时代资本市场迎来新开局

2023-01-15，多重驱动，势在途中——2023年港股市场投资策略展望

2022-12-17，2023年A股市场投资策略展望：时蕴新生，布局之年

目 录

一、房地产需求侧变化	3
(一) 三大因素：人口、城镇化、政策	3
(二) 城市销售分化：一二线城市、核心城市 VS 三四线城市	6
(三) 中长期销售中枢	10
二、供给视角：房地产库存与土地财政	14
(一) 房地产市场库存现状	14
(二) 土地供给的变化	15
三、房地产周期	19
(一) 传导路径：新开工-销售-施工-竣工	19
(二) 资金链：开发-投资-销售	21
(三) 高杠杆民营房地产企业的出路？	23
四、房地产开发企业利润率	24
(一) 房地产行业经营业绩	24
(二) 龙头公司：盈利、拿地	27
五、房地产市场的竞争格局变化	29
(一) 销售	29
(二) 拿地	30
六、风险提示	32
插图目录	33
表格目录	34

一、房地产需求侧变化

(一) 三大因素：人口、城镇化、政策

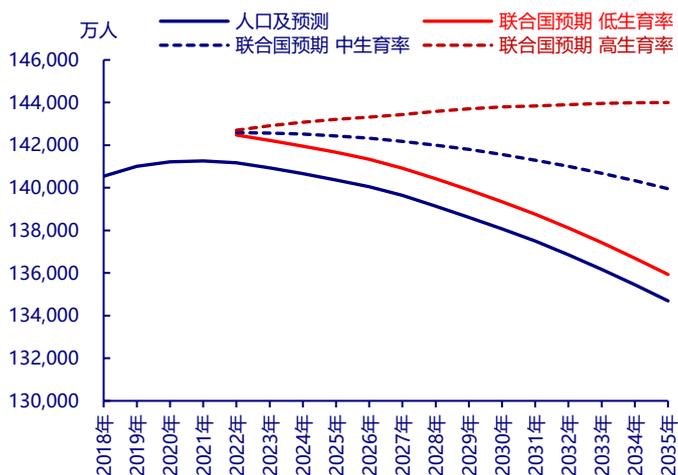
房地产的总需求包括真实需求与投机需求两部分。真实需求源自居民的自住需求，受当前城镇化率，人口，住房消费观念，居住条件，经济增长以及家庭结构六大因素影响。根据上述影响因素，真实需求可细分为刚性需求、条件改善需求和城市更新改造需求三类。投机需求则源自房地产的金融属性。随着“房住不炒”政策的深入和房企的经营风险暴露，房地产正在经历去金融化过程，预计该部分需求不会有太大变动。

因此，房地产需求侧的变化，应先从人口、城镇化和政策三大因素着手分析。

1. 人口因素：总人口预计负增长

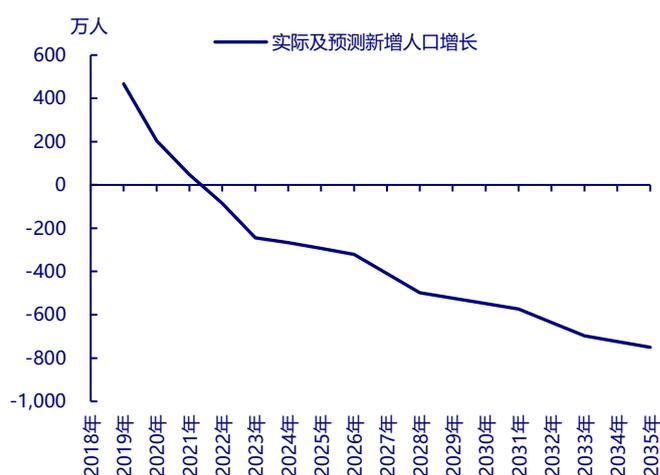
根据我国国家统计局发布的年度总人口数据可知，2022年我国总人口为14.12亿，低于2021年的14.13亿，已呈现出人口负增长态势。联合国于2022年年中发布《世界人口展望2022》，分别从高、中、低生育率三个假设下对中国总人口进行了预测，如图1所示，中国总人口将分别在2036、2023、2022年开始负增长。结合2022年我国人口已开始负增长，选取联合国预期的低生育率水平为基础，对我国未来人口进行预测。低生育率下，2022年联合国对我国人口的预测为14.25亿元，但2022年的实际人口显然小于该值。因此，参照联合国低生育率下的总人口递减比率，以我国2022年实际人口数为基准，按比例预测我国2023-2035年的人口，且暂未考虑未来政府出台鼓励生育政策而导致的生育率变化，整体预测如图1所示，对应的每年新增人口数如图2。2025年，预计我国总人口数将降至14.04亿，2027年开始将跌破14亿，到2035年总人口预计为13.47亿。

图 1. 2018-2035 年我国人口预测



资料来源：wind, 联合国, 中国银河证券研究院

图 2. 我国新增人口增长实际及预测数量



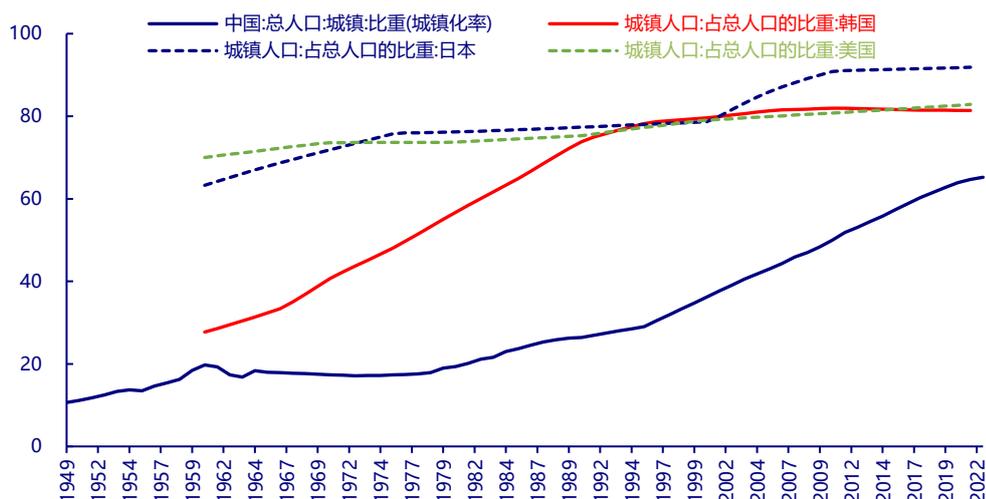
资料来源：wind, 联合国, 中国银河证券研究院

2. 城镇化因素：尚未结束但进程将放缓

我国城镇化进程尚未结束，根据图3展示的中美日韩四国城镇化比率可知，2021年我国城镇化率为64.72%，2022年受疫情影响，城镇化率进程有所放缓，为65.22%，仅相当于韩国

1985 年左右、日本 1963 年左右和美国 1960 年以前的水平；截至 2021 年，美、日、韩的城镇化率分别为 82.87%、91.87%和 81.41%，我国与发达国家的城镇化率仍有较大差距。按照韩国、日本、美国城镇化进程来看，城镇化率多稳定在 80%附近，日本突破 90%主要系 2000-2010 年由市町村“平成大合并”导致了城镇化率的非自然提升，因此通过横向相比，我国城镇化率仍有 15%左右的上行空间。

图 3. 中美日韩城镇化比率 (%)

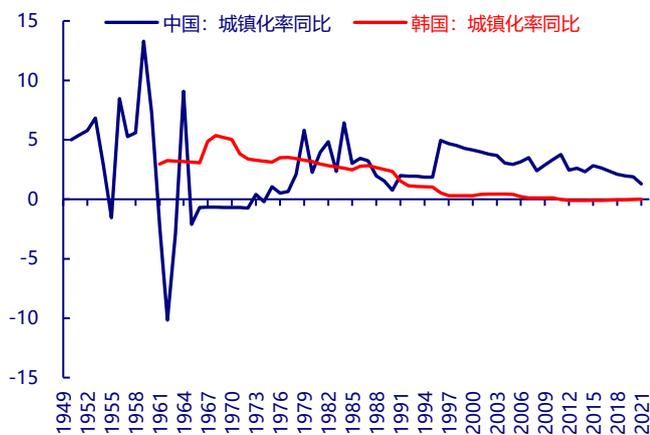


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

然而，我国城镇化进程即将步入缓慢发展阶段。国际经验表明，城市化过程可大致分为 3 个阶段，城市水平较低、发展较慢的初期阶段，人口向城市迅速聚集的中期加速阶段和进入高度城市化以后城镇人口比重增长趋缓甚至停滞的后期阶段。根据发达国家的城镇化进程，城镇化率的提升遵循诺瑟姆曲线规律，30%以下为平稳发展阶段，30%-70%为快速发展阶段，70%以上则为缓滞发展阶段。目前，我国常住人口城镇化率为 65.22%，按照标准仍属于快速发展区间。由图 4 可知，疫情期间我国城镇化率同比明显下行，疫情前我国城镇化率绝对值与同比变动均与韩国同阶段（1985 年左右）较为相似，且我国城镇化率增速略小于韩国同期，预计疫情影响逐步消除后，我国城镇化率变动趋势将与韩国历史变动相似，甚至增速慢于同阶段韩国，步入缓滞发展阶段。

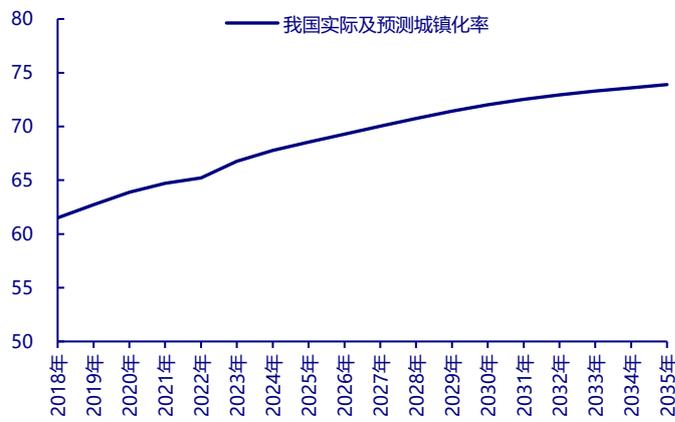
根据 2017 年联合国对我国城镇化率的预测，未来 10 年我国城镇化率预计年均提升 1 个百分点，预计 2020 年达 61.40%，2025 年达 66.50%，2030 年达 70.6%，2035 年达 73.90%。2020 年我国经受了疫情冲击，城镇化率增速相对放缓，当年城镇化率为 63.89，预计后续疫情影响逐渐减弱后，我国城镇化进程能恢复正常发展水平。因此，本文通过结合联合国对我国的城镇化率预测和韩国同阶段城镇化率增速推测 2023-2035 年我国城镇化率。上述提到，我国城镇化率增速略小于韩国同期，因此，2023-2029 年我国城镇化率增速取韩国 1990-1995 年数据，1996 年韩国增速出现较大幅降低，普适性不足，结合 2028 年 1.02%的增速，将 2030 年增速定为 1.00%。参考韩国城镇化率增速，突破 70%后增速放缓速度加快，因此将 2030 年增速降为 0.8%，2030-2034 年增速逐年下降 0.1%。由于韩国城镇化率增速在 40%左右维持了较长年份，2035 年增速也维持 40%。我国城镇化率最终的预测数据如图 5 和表 1 所示。

图 4. 中韩城镇化率年度同比变动 (%)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 5. 我国新增人口增长实际及预测数量 (%)



资料来源: wind, 联合国, 中国银河证券研究院

按照上述预测, 2025 年的城镇化率变动稍快于调整后联合国预测, 2030 年最为接近, 均在 73.23% 左右, 2035 年预测值相对保守, 预测值为 75.82%。根据表 1, 2026 年我国城镇化率就将突破 70%, 而后正式步入缓滞发展阶段。

表 1. 2018-2023 年我国实际及预测城镇化率

	我国实际及预测城镇化率	实际及预测城镇化率增速 (%)	联合国预期	经调整的联合国预期
2018年	61.50	2.09		
2019年	62.71	1.97		
2020年	63.89	1.88	61.40	63.89
2021年	64.72	1.30		
2022年	65.22	0.77		
2023年	66.85	2.50		
2024年	68.42	2.35		
2025年	69.47	1.53	66.50	68.99
2026年	70.25	1.13		
2027年	71.02	1.09		
2028年	71.76	1.05		
2029年	72.49	1.02		
2030年	73.22	1.00	70.60	73.24
2031年	73.88	0.90		
2032年	74.47	0.80		
2033年	74.99	0.70		
2034年	75.44	0.60		
2035年	75.82	0.50	73.90	76.67

资料来源: wind, 联合国, 中国银河证券研究院整理

3. 政策因素: 房住不炒总基调下的放松

2022 年以来, 针对房地产困境, 中央和地方政府从供需两端发力, 陆续出台多轮放松政策, 力度与频次也逐渐加强。伴随着“三支箭”与金融十六条落地, 供给端对房企信用与融资托底, 但“房住不炒, 因城施策”的总基调仍然存在。

从需求端而言，随着“房住不炒”总基调的制定，房地产的投机需求集中衰退，趋于稳定，对房地产整体需求造成一定冲击。2021年4季度至2022年3季度初，主要通过金融和行业政策调整促进销售回暖，包括房贷利率下调、房贷放款周期缩短、“四限”放松措施涉及城市范围和政策力度逐渐增大等。该阶段的放松主要集中在三四线城市，也不乏部分二线和一线城市郊区，呈现出“因城施策，小步快跑”的特点。而后，政策重心转向供给端，2022年末又重回需求端。目前，行业政策更侧重限贷、限购等核心举措，金融政策上推出首套房贷利率动态调整机制，助力需求回暖。

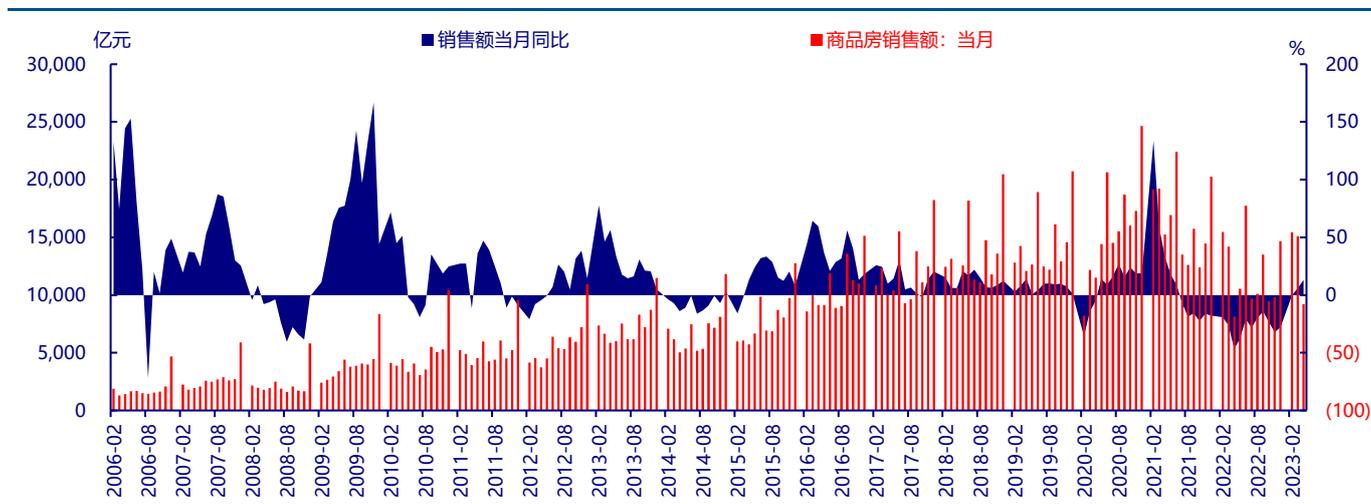
今年以来，中央层面曾发文表态支持刚性和改善性住房需求，当前需求端政策在限贷、限购、限售等方面仍存在一定空间。在“因城施策”和“房住不炒”的大框架下，地方政府对辖区内的限购限售政策进行了部分调整，如郑州、长沙、济南等二线城市和扬州、惠州等三线城市都分别通过调整“认房认贷”标准、公积金贷款额度、限购套数和区域、限售时长、鼓励新市民和二孩家庭购房等政策，一定程度上放松了本地房地产市场。整体而言，“房住不炒”仍是房地产政策制定和出台的前提，未来出台大幅度刺激政策的可能性较小。

（二）城市销售分化：一二线城市、核心城市 VS 三四线城市

目前，房地产行业处于持续时间最长、幅度最大的下行周期，周期拐点仍待观察。图6和图7展示了2006年至今全国商品房月度销售额、销售面积及月度同比，可知全国商品房销售额和销售面积相对变动在大部分历史区间均具有较强的统一性。2021年7月至2023年2月，全国商品房销售额和销售面积月度同比连续18个月为负，远超2008年9个月和2014年13个月的两轮较大下行周期，是房地产行业历史最漫长的下行周期。其中，2022年4月单月销售金额同比跌幅达46.59%，是2007年以来的最大跌幅，当月商品房销售面积跌幅也达到39%。

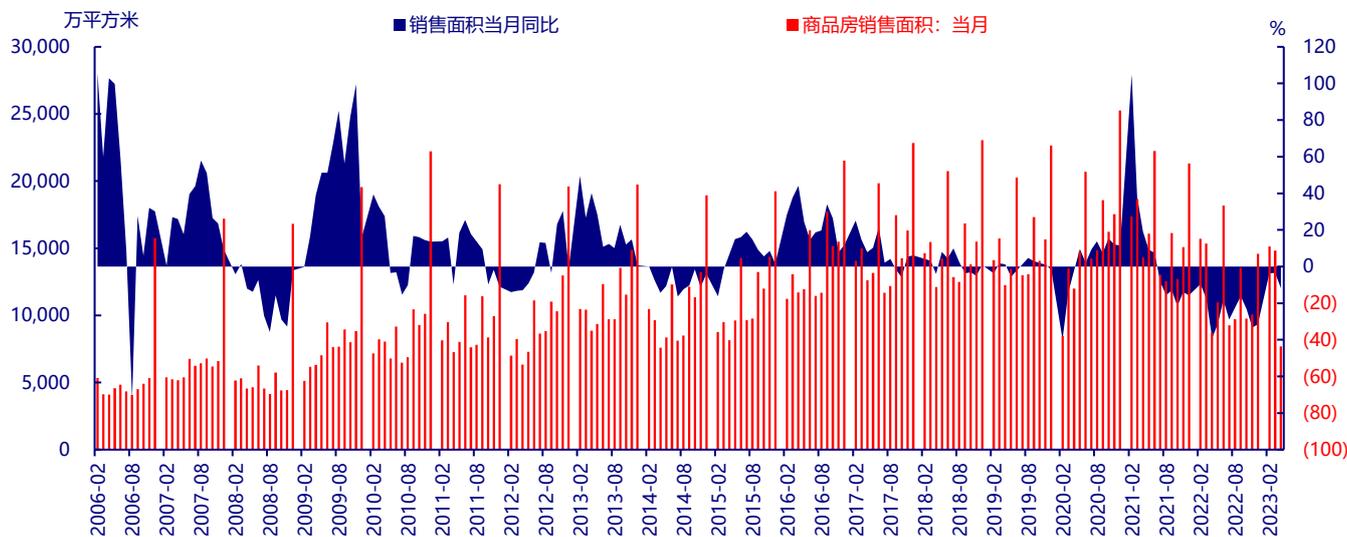
步入2023年，商品房销售额和销售面积同比数据显著改善，最新数据显示，2023年4月商品房当月销售额同比转正，但销售面积当月同比仍为负值。根据历史房地产下行周期的数据，商品房销售面积止跌速度可能略滞后于销售额1个月左右，因此推测在需求端政策逐步落实的基础上，房地产行业即将迎来周期拐点，逐步走出本轮下行周期。

图 6. 我国商品房当月销售额及其同比



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 7. 我国商品房当月销售面积及其同比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

房价也经历着历史最长的下行周期。根据图 8、图 9 可知，70 个大中城市新建商品住宅价格指数环比自 2021 年 9 月转负，直至 2023 年 1 月才重回正值，经历了 16 个月的下行区间。二手住宅价格指数环比与新建类似，2021 年 9 月至 2022 年 1 月环比均为负。步入 2023 年，70 个大中城市新建商品和二手住宅价格指数逐渐恢复，环比转正，也展现出行业逐步走出本轮下行周期的趋势。

图 8. 70 个大中城市新建商品住宅价格指数当月环比 (%)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 9. 70 个大中城市二手住宅价格指数当月环比 (%)



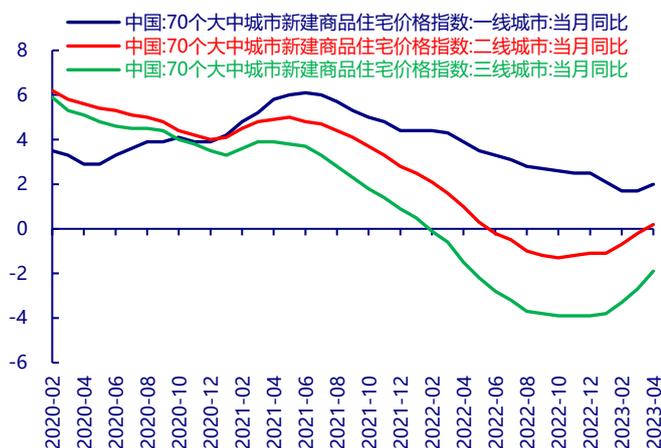
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

在本轮房地产下行和复苏过程中，城市销售均相对分化。从新建商品住宅价格上看，图 10 和图 11 展示了 70 个大中城市一二三线新建商品住宅价格指数当月同比和环比，对比可知，本轮下行周期以来，一线城市房价相对坚挺，新房价格当月同比均保持正值，环比仅在 2021 年 12 月与 2022 年 9-11 月两个较短区间转负，下跌幅度不超过 0.2%。在下行区间，二线和三线城市跌幅较一线城市更大，二线城市由于受到核心强二线城市支撑，房价跌幅稍弱于三线城市。三线城市同比和环比的跌幅最为剧烈，同比从 2022 年 2 月转负，环比则从 2021 年 9 月转负，经历了 15 个月的下行周期。

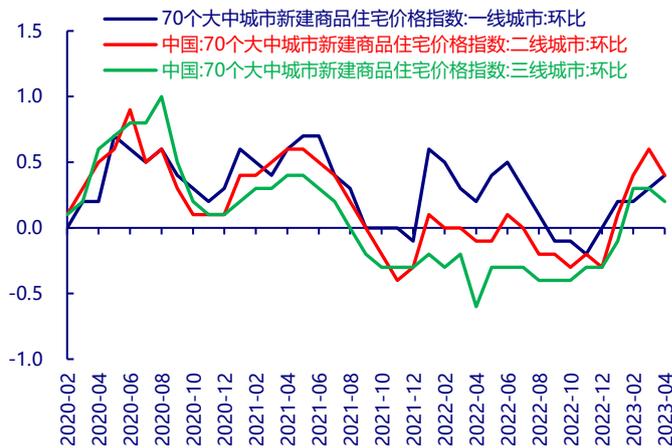
进入 2023 年，房地产市场开始出现复苏迹象。一线城市新建商品住宅价格指数环比率先转正，二线和三线城市随后，房价同比下行收窄。3 月，一二三线城市商品住宅销售价格环比明显上涨，同比也有一定改善，4 月份环比整体涨幅回落。3 月 70 个大中城市中，新建商品住宅销售价格环比上涨城市达 64 个，较上月增加 9 个，同比上涨城市 18 个。分区域看，一二三线城市新建商品住宅销售价格环比分别上涨 0.3%、0.6% 和 0.3%，涨幅均高于或维持上月。4 月，一线城市商品住宅销售价格同比上涨、二三线城市同比降势趋缓。一线城市新建商品住宅销售价格同比上涨 2.0%，涨幅比上月扩大 0.3 个百分点，二线城市新建商品住宅销售价格同比由上月下降 0.2% 转为上涨 0.2%，三线城市新建商品住宅销售价格同比下降 1.9%。

结合同比趋势可知，一线城市上涨动能略有放缓，且存在区域内的房价分化，核心区域越贵越涨，外围区域打折促销；二线城市受强二线影响，复苏效果相对较好；三四线城市目前已释放较多需求端政策，未来政策放松空间较小，后续随着政策的逐步落实和市场情绪的回暖，销售数据存在进一步改善的可能。

图 10. 70 个大中城市一二三线城市新建商品住宅价格指数同比 (%) 图 11. 70 个大中城市一二三线城市新建商品住宅价格指数环比 (%)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院



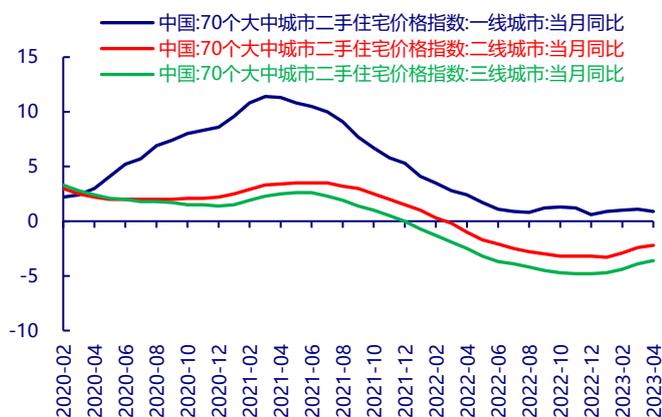
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

从二手住宅价格上看，图 12 和图 13 展示了 70 个大中城市一二三线城市二手住宅价格指数当月同比和环比，同样可知，本轮下行周期以来，一线城市房价相对坚挺，二手价格当月同比也保持正值，环比在 2021 年 9-10 月出现较大下跌，但主要系上年同期价格强劲所致。下行周期中，二线和三线城市跌幅较一线城市更大，三线城市跌幅略大于二线城市，下跌区间重合度较高。

进入 2023 年，二手房市场也开始有所复苏。1 月一线城市二手住宅价格指数环比率先转正，同比略有抬升；2 月二线和三线城市环比随即转正，同比虽仍为负值但收窄明显。3 月，相关数据继续改善。70 个大中城市中，二手住宅销售价格环比上涨城市为 57 个，比上月增加 17 个，同比上涨城市 8 个。一线二手住宅销售价格环比上涨 0.5%，涨幅比上月回落 0.2；二线城市二手住宅销售价格环比上涨 0.3%，涨幅比上月扩大 0.2%；三线城市二手住宅销售价格环比由上月持平转为上涨 0.2%。4 月二手住宅同比变动不大，环比涨幅均有回落。

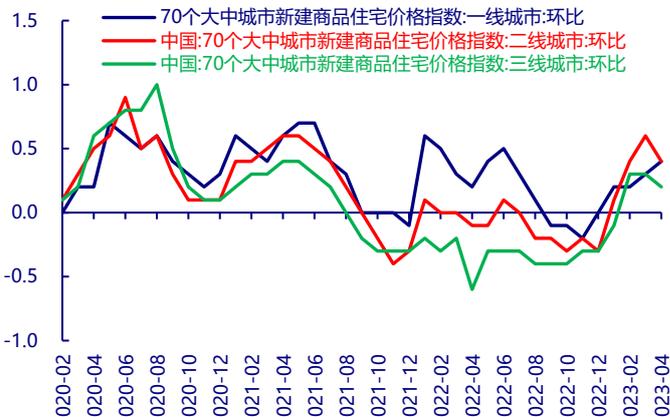
结合同比趋势可知，二手房市场上，一线城市的历史价格涨幅均高于二三线城市，本轮复苏也延续历史情况，一线城市二手房价格恢复较快，涨势也相对强劲，二三线城市变动基本同步，价格指标均有所改善。

图 12. 70 个大中城市一二三线二手住宅价格指数同比 (%)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 13. 70 个大中城市一二三线二手住宅价格指数环比 (%)

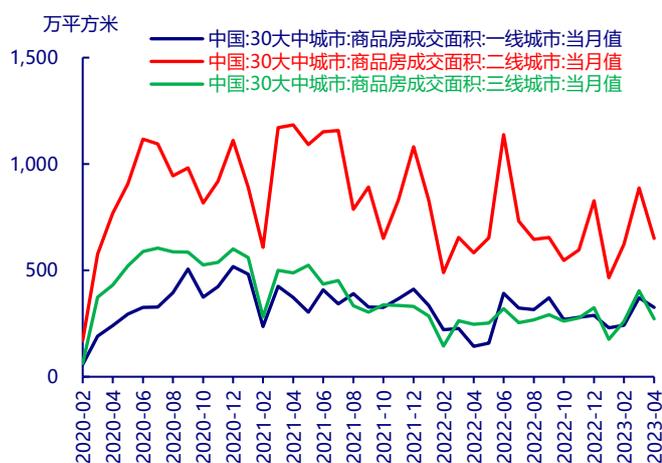


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

从成交面积上看, 由图 14 和图 15 可知, 30 大中城市中, 二线城市成交面积占比最大, 月度波动也最大。2020 年, 三线城市成交面积高于一线城市, 但进入本次房地产下行区间后, 一线城市成交面积逐步超过三线城市, 该现象在复苏进程中也持续体现, 三线城市销售市场不断遇冷。结合上述复苏中对房价的分析, 一线城市的成交面积和价格均有明显的上行趋势, 二线城市因核心强二线城市拉动, 其销售恢复也逐步赶上, 三线城市成交面积和占比明显下行, 价格改善也较慢, 未来可能会出现一二线城市, 特别是一线城市和二线城市核心城市销售占比的显著提升, 城市销售可能进一步分化。

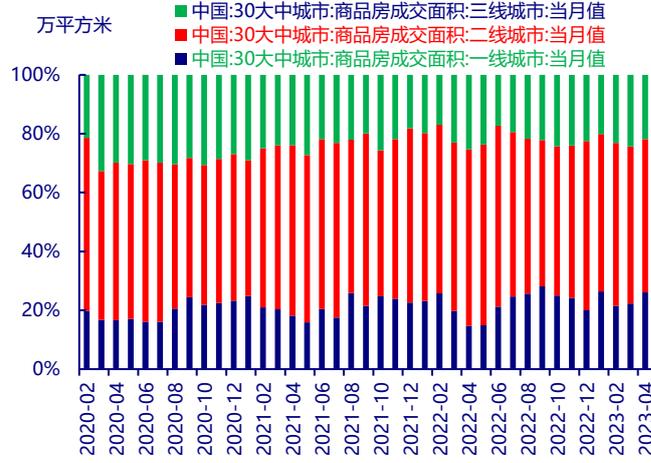
结合各线城市的房地产增长需求, 一线城市由于人均居住面积低, 随着主力置业人口年龄中枢上移, 需求条件改善将是主要驱动力; 二线城市住房新增需求主要来自于次地级城市人口流入省会城市带来的新增城镇人口住房需求; 三四线城市人口净流出较多, 且历史行政区域划分住房遗存较多, 需求呈现下降趋势。因此, 未来的销售格局大概率将进一步分化, 一二线等主力城市销售占比显著抬升, 而需求下行的三四线城市房地产销售占比将进一步下行。

图 14. 30 大中城市一二三线商品房成交面积



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 15. 30 大中城市一二三线商品房成交面积占比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(三) 中长期销售中枢

根据上文对房地产需求的阐述和分析，中长期的销售中枢主要靠真实需求带动，投机需求受“房住不炒”政策的影响，相对真实需求而言占比不大。因此，本文的中长期销售中枢测算主要从真实需求入手，对刚性需求、条件改善需求和城市更新改造需求三个细分市场的需求进行预测，以测算中长期房地产市场的整体销售中枢。

1. 刚性需求规模

刚性需求由城镇常住人口增加而产生，受总人口和城镇化率影响，通过“全国总人口*城镇化率增量*城镇常住人口人均住房建筑面积”算得。前文中已对全国总人口及城镇化率进行合理预测，对人均住房面积的预测主要以第五、六、七次人口普查数据为依据。

表2展示了我国第五、六、七次人口普查数据，2020年第七次人口普查结果显示，城市家庭户人均住房建筑面积36.52平方米，镇家庭户人均住房建筑面积38.64平方米，乡村家庭户人均住房建筑面积46.80平方米。由于普查数据为家庭户人均数据，并未统计集体户人均数据，需求预测需用到的数据为城镇常住人口人均住房建筑面积，因此普查数据的人均结果存在一定高估。

表2. 第五、六、七次人口普查数据

	家庭户人数 (万)			人均住房建筑面积 (平方米/人)		
	城市	镇	乡村	城市	镇	乡村
2000年	25733.02	15148.39	76945.71	21.81	23.30	22.99
2010年	34846.06	24166.29	64985.77	29.02	31.61	30.72
2020年	50427.65	29201.10	49652.17	36.52	42.29	46.80

资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

城镇集体户与家庭户人均住房建筑面积的比例约在27%-45%，参考唯一公开的宁波鄞州集体户住房数据样本，假设全国平均为35%。根据第七次人口普查数据，全国集体户人数为家庭户人数的9.20%，假设城镇集体户与城镇家庭户人口比亦如是，算得集体户人数。通过上述假设推演的城镇常驻居民人均住房建筑面积，如表3所示。2020年我国城镇常驻居民人均住房建筑面积约36.52平方米。

表3. 调整后的城镇人均住房建筑面积

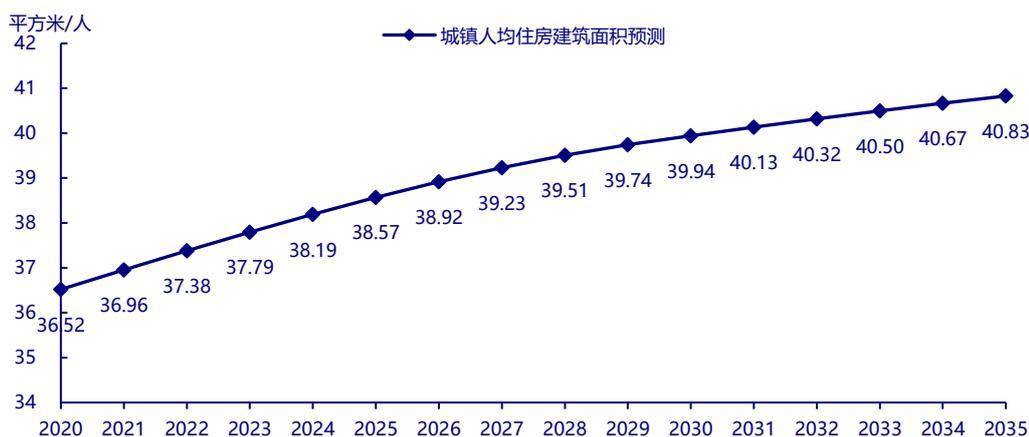
	家庭户人数 (万)		集体户人数 (万)	建筑面积 (平方千米)			城镇人均住房建筑面积
	城市	镇		城市	镇	集体户	
2000年	25733.02	15148.39	3762.09	5612.37	3529.57	294.45	21.14
2010年	34846.06	24166.29	5430.57	10112.33	7638.96	571.74	28.43
2020年	50427.65	29201.10	7327.78	18416.18	12349.15	990.91	36.52

资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

基于上述预测，2000-2010年，我国城镇人均住房建筑面积年均增速为3.01%，2010-2020年年均增速有所下滑，为2.54%，提升速度有所减缓。结合日本人均住房建筑面积，在35%-40%区间增速平缓，可加以参照，认为中国人均住宅建筑面积仍在提升，但提升斜率逐年放缓。

由于上述调整后的城镇人均住房建筑面积可能仍存在高估情况，因此增速设定较为保守，2021年增速设定为1.2%，至2025年增速每年下降0.05%，2025年增速为1.00%；2026-2030年增速每年下降0.10%，2030年增速为0.5%；2031-2035年增速维稳，每年下跌0.02%，2035年增速降至0.40%，预测情况如图16所示。

图 16. 城镇人均住房建筑面积预测



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

根据上述预测，2023-2035年房地产中长期新增刚性需求如图17所示。由于总人口开启负增长，城镇化率增速放缓，新增刚性需求也逐年回落。2023-2025年，新增刚性需求中枢为每年5.93亿平方米，2026-2030年，新增刚性需求中枢为3.80亿平方米，2031-2035年，新增刚性需求中枢为2.09亿平方米。2023-2035年整体新增刚性需求中枢为3.63亿平方米。

图 17. 2023-2035年新增刚性需求预测



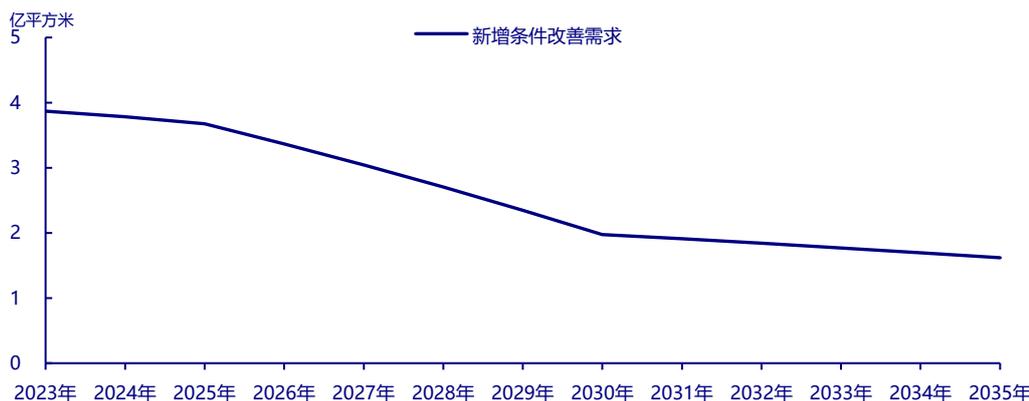
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

2. 条件改善需求规模

条件改善需求由居民对更加舒适的居住环境的追求产生，受人均住房面积增幅和存量城镇常住人口影响，通过“城镇居民常住人口*人均建筑面积年度增长”算得，其中城镇居民常住人口通过“全国总人口*城镇化率”计算。

根据预测，2023-2035 年房地产中长期新增条件改善需求如图 18 所示。由于全国总人口进入负增长，城镇化率和人均建筑面积年度增速减缓，条件改善需求也呈缓慢下降态势，但下行幅度小于刚性需求。2023-2025 年，新增条件改善需求中枢为每年 3.78 亿平方米，2026-2030 年，新增刚性需求中枢为 2.69 亿平方米，2031-2035 年，新增刚性需求中枢为 1.77 亿平方米。2023-2035 年整体新增刚性需求中枢为 2.58 亿平方米。

图 18. 2023-2035 年新增条件改善需求预测



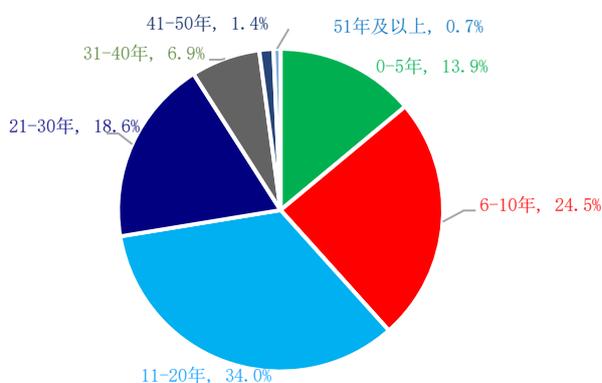
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

3. 城市更新改造需求规模

城市更新改造需求由存量住房到期折旧、拆除而产生，受旧房拆除面积和拆迁后的货币安置率影响，通过“存量住房面积×拆除率×货币化安置比例”计算市场更新改造的需求规模，其中，存量住房面积通过“城镇常住人口*人均住房建筑面积”衡量。

我国当前存量住房中旧房占比不低，房龄在 20 年及以上的住房占比近 30%。图 19 展示了 2020 年中国存量住房房龄分布，20 年以上住房占比达 27.6%。其一，21 世纪前修建的住房已逐渐达到其使用寿命，其二，我国 1998 年以后才开始正式发展商品房市场，大部分旧房的规划设计已难以适应当前的住房趋势，更新需求较大。目前，11-20 年的存量住房占比最多，为 34.0%，随着时间推移，这部分存量房也将逐步更新改造，释放更多更新需求。

图 19. 2020 年中国存量住房房龄分布



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

然而也要考虑到政策因素影响。七普期间，我国推进了棚户区改造工程，对大量旧房进行了拆除，2020年住建部明确表示“未来城市规划要摒弃急功近利和大拆大建”，出台一系列限制措施，严控大规模拆除，严控大规模增建，严控大规模搬迁，未来拆除率应较七普更低。

假设大于20年的存量房才存在更新改造需求，采用倒推20年的存量住房面积作为基数，即预测2023年的城市更新改造需求，选取2003年的存量住房面积作为基础数据。拆除率方面，我国住房产权为70年，虽通常而言实际使用寿命要比70年更短，但因“三严控”限制，仍采用1/70的较低拆除率。货币安置化比例是一个敏感性变量，暂时假定为50%，即拆除旧房后，一半采取实物安置，一半采取货币安置。

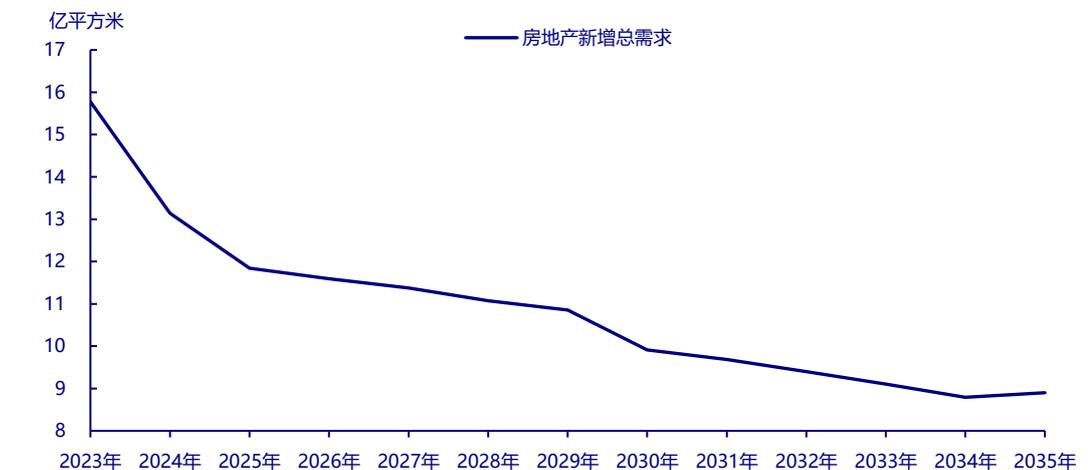
根据预测，2023-2035年房地产中长期新增城市更新改造需求如图20所示。向前推20年的存量住房面积稳步增加，因此城市更新改造需求呈相对强劲的上升态势。2023-2025年，新增条件改善需求中枢为每年3.88亿平方米，2026-2030年，新增刚性需求中枢为4.47亿平方米，2031-2035年，新增刚性需求中枢为5.32亿平方米。2023-2035年整体新增刚性需求中枢为4.66亿平方米。

图 20. 2023-2035 年新增城市更新改造需求预测



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 21. 2023-2035 年新增房地产总需求预测



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

将上述三类需求加总即得 2023-2035 年房地产总需求预测，如图 21 所示。整体而言，房地产总需求逐年下行，但尾部较平，大致呈“L 型”回落趋势。2023-2025 年，房地产销售中枢为每年 13.58 亿平方米，2026-2030 年，销售中枢为 10.96 亿平方米，2031-2035 年，销售中枢为 9.18 亿平方米。从中长期整体来看，2023-2035 年房地产销售中枢为 10.88 亿平方米。

二、供给视角：房地产库存与土地财政

（一）房地产市场库存现状

衡量房地产库存有不同口径，商品房待售面积表示竣工未售项目，只统计现房部分；商品房可售面积表示拿预售证但尚未出售的库存，包括了期房；已拿地未售库存为广义库存，采用累计土地成交与累计销售面积的差额计算，三种口径逐级变大。由于商品房销售以期房为主，因此实际中商品房待售面积运用频率不高，但仍可以进行一定的趋势研究。

图 22 展示了全国商品房待售面积与十大城市商品房可售面积，可知两者变动趋势基本一致，商品房待售面积略滞后于十大城市商品房可售面积，主要系十大城市房地产业发展快于其他省市所致。10 年间，商品房待售面积于 2016 年达峰值，十大城市商品房可售面积于 2015 年达峰值，而后均波动下行，十大城市商品房可售面积于 2018 年下半年开始波动上行，商品房待售面积到 2020 年才出现波动上行迹象。本次房地产下行周期，商品房待售面积与十大城市商品房可售面积均出现明显波动上行，至历史较高位震荡。目前，受益于地产销售的恢复，十大城市商品房可售面积从 2023 年 2 月起出现小幅下降，4 月，十大城市商品房可售面积为 8424.81 万平方米。商品房待售面积略有滞后，目前仍处在较高位，3 月开始出现微小下调迹象，4 月下降迹象持续，待售面积为 64487.00 万平方米。

十大城市商品房存销比是当月可售面积与近三月成交面积平均值的比值，不包含二手房数据，用于表示房地产的库存周期，也即去化周期。根据图 23 可知，目前十大城市房地产去化周期仍处于历史较高位，但通过与历史周期的对比可推测，本轮房地产下行周期中，去化周期已在 2022 年 4-5 月见顶，后续或将开启去库存，存销比将逐步回落。截至 2023 年 3 月，十大城市商品房存销比回落至 12.49。

图 22. 商品房待售面积和十大城市商品房可售面积



资料来源：wind，中国银河证券研究院

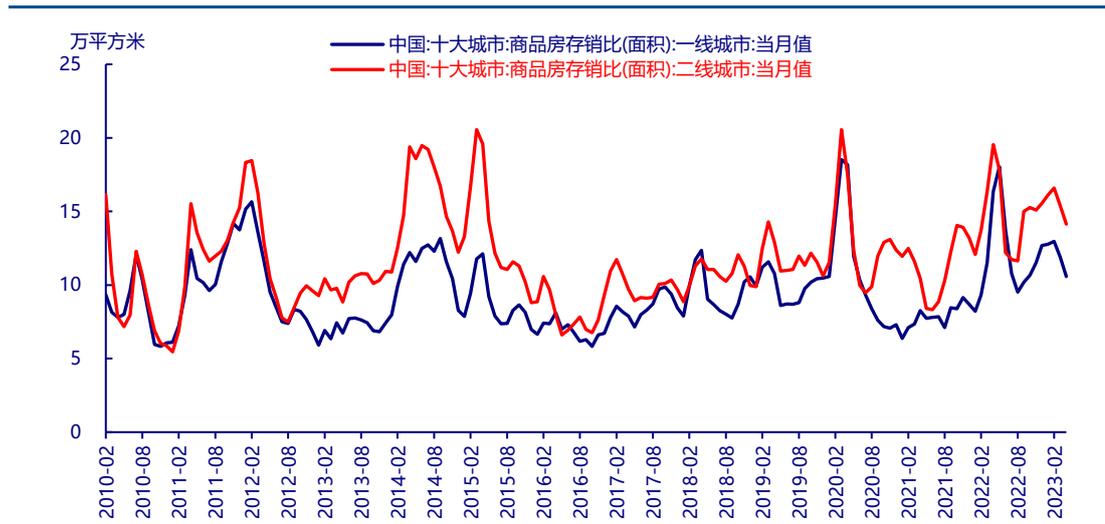
图 23. 十大城市商品房存销比（去化周期）



资料来源：wind，中国银河证券研究院

分一二线城市来看，如图 24，十大城市中，一二线城市去化周期除 2020 年 7 月至 2021 年 5 月出现阶段性背离外，其他时间库存周期变动基本同步，且二线城市各阶段存销比略高于一线城市，变动幅度也略强于一线城市，表明一线城市的房地产供求相对稳定，库存周期波动相对其他城市较小。目前，十大城市一二线商品房去化周期均处在较高位，但在售库存均基本见顶，预计后续均将开启去库存周期。

图 24. 十大城市一二线商品房存销比（去化周期）



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

（二）土地供给的变化

1. 土地供给对房地产市场的传导

地方政府可以从宏观和微观两个层面通过土地供给影响城市房地产市场，因此研究土地供给的变化对房地产市场的把控和预测非常重要。

宏观市场层面，地方政府对土地市场的供给量、供给价格、供给结构及政策偏好能够有效影响住房市场供给量、开发成本、房屋类型及消费预期，进而改变住房市场的长期均衡价格与成交量。其传导路径主要有以下四个。

路径 1：土地供给规模-住房数量-住房价格。在容积率一定的情况下，房地产开发用地供应总量决定了城市新增住房供应总量。这种控制将影响住房供给数量和对住房开发和消费的预期，但两者影响力的时效不同。对住房供应而言，由于存在房地产开发周期，实际影响要在 1-2 年后才能显现出来。

路径 2：土地供给价格-开发成本-住房价格。一方面，土地价格直接影响住房市场上的销售价格。开发商想要获取利润，住房销售价格必须高于开发成本，当市场价格低于成本时，开发商会选择囤地或囤房等待价格上涨。另一方面，土地供给价格能够影响消费者和开发商的心理预期，影响消费者的决策行为和开发商的销售策略。

路径 3：土地供给结构-房屋类型-住房价格。其一，土地供给结构将影响产品结构。若停止别墅类用地供应，严格控制高档住宅土地供应，中长期该类商品房供应量也将减少。其二将

影响地段结构。房地产开发用地的自然属性、经济属性和社会条件影响项目的产品结构，对不同类型房地产价格造成不同的影响。

路径4：土地政策偏好-市场预期-住房价格。地方政府的政策偏好能够有效影响房地产市场的预期。供地政策对房地产市场的信息传导，主要通过一级市场间接作用于房地产市场。

微观市场层面，地方政府通过对土地出让区位、时机、方式与约束条款等的控制，可有效影响对房地产市场价格、数量及市场走势。其影响路径主要有以下四种。

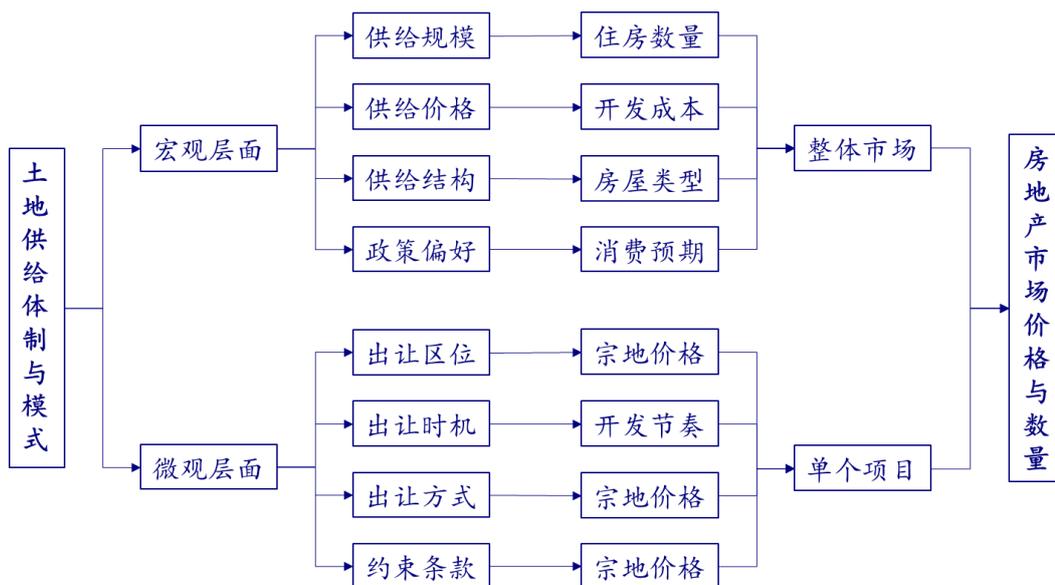
路径1：宗地出让区位-宗地价格-楼盘价格。宗地所在的区位固定，宗地所属区域的邻里特征对宗地价格影响显著。地方政府可以通过调整出让顺序，在特定时间段内多推或少推出某个区域的宗地，改变特定区域的供求关系，提升宗地价格。

路径2：宗地出让时机-宗地价格-楼盘价格。对于具体地块来说，出让时机非常重要。在市场景气时推出土地，土地价格高，收益大，反之则价格低，甚至流拍。政府可通过选择土地的出让时机，提升宗地出让价格。

路径3：宗地出让方式-宗地价格-楼盘价格。与协议出让方式相比，招拍挂方式更加公开透明，土地价值能充分显化。地方政府可依据土地市场状况与购买人数量，有目的的选择招标、拍卖和挂牌出让方式。

路径4：约束条款-宗地价格-楼盘价格。地方政府依据“土地利用规划”和“城市规划”设定相应的地块约束条款，包括容积率、出让面积、建筑面积、绿化率等，这些约束条款对于宗地出让价格也会产生显著影响，地方政府可以通过对于约束条款的改变，影响宗地出让价格和土地收益。

图 25. 十大城市一二线商品房存销比（去化周期）

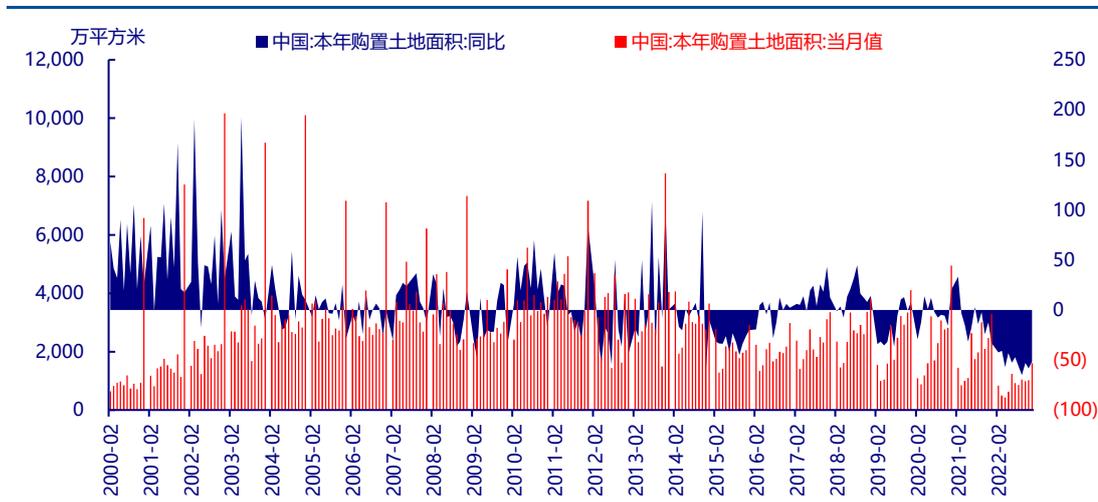


资料来源：万方，中国银河证券研究院

2. 土地市场情况

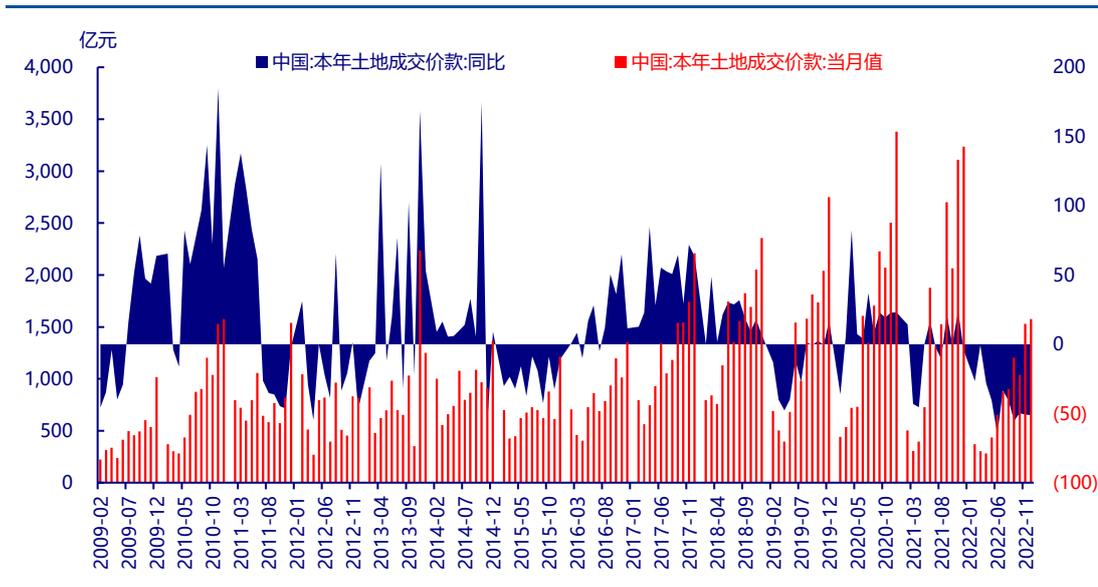
本轮房地产下行周期中，销售遇冷叠加房企资金困境，土地市场也经历了历史最长的下行区间。土地购置面积指通过各种方式获得土地使用权的土地面积，图 26 显示了我国本年购置土地面积及同比，可知我国土地购置面积经历了 2000 年以来最长的下行周期。自 2021 年 8 月至 2022 年末，购置土地面积逐月下降，同比也持续扩大，表现出土地市场热度的急剧缩减，截至 2022 年末购置土地面积跌幅超 50%。图 27 展示的我国本年土地成交价款当月值及其同比也明显看出土地市场成交的清淡，2022 年全年同比变动均下跌，平均跌幅达 37.25%，成交规模迅速萎缩，2022 年末价款跌幅也超 50%。截至 2022 年末，我国购置土地面积与土地成交价款尚未出现明显拐点。根据前述对房地产库存周期、需求端的分析和政策的逐步落实，预计 2023 年也将迎来逐步恢复。

图 26. 我国本年购置土地面积及同比（右轴，%）



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 27. 我国本年土地成交价款当月值及同比（右轴，%）



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

进入 2023 年，土地市场多项数据已开始有所改善。根据图 28 可知，2023 年全国土地出让流拍率降幅明显，表明了土地市场交易的逐步复苏。全国成交土地溢价率自 2021 年 8 月一直保持历史低位，至 2022 年末平均溢价率仅 3.62%，为近年最低。2023 年溢价率稳步改善，2 月溢价率超 4%，3 月及 4 月溢价率均在 5.5% 左右，虽仍处于较低位，但已经出现明显改善趋势，为后续土地市场的回暖奠定了一定基础。

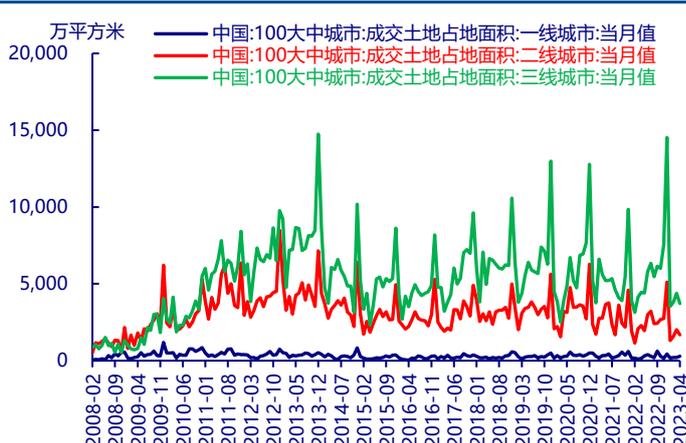
同销售类似，土地价格也出现了较为明显的区域分化。分城市来看，100 大中城市中，一二三线城市成交土地占地面积波动基本同步，一线城市基数较小，波动也较小，三线城市绝对值较大，波动也更为剧烈。结合成交土地总价可以看出，各线城市土地价格分化明显，一线城市成交面积虽少，但由于其土地价格较贵，成交土地总价也占据一定地位。二线城市成交面积与三线城市还有一定差距，且波动相对平缓，但成交土地总价却多数高于三线城市，说明三线城市的土地价格出现一定程度贬值，与其面积的增加未能合理匹配，出现较为明显的区域分化特点。成交土地溢价率方面，目前一二三线城市溢价率均处于历史低位，表明土地市场仍待进一步刺激和回暖。

图 28. 全国成交土地溢价率与土地出让流拍率 (%)



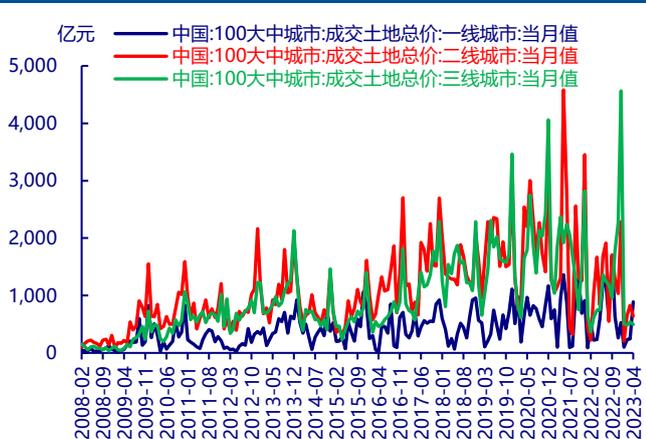
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 29. 100 大中城市一二三线城市成交土地占地面积



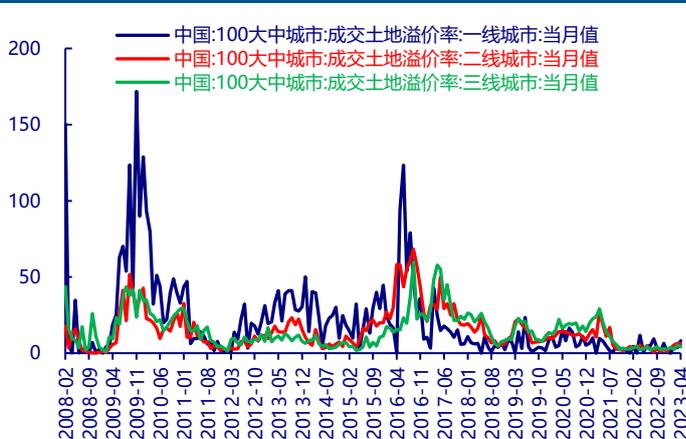
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 30. 100 大中城市一二三线城市成交土地总价



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 31. 100 大中城市一二三线城市成交土地溢价率 (%)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

三、房地产周期

(一) 传导路径：新开工-销售-施工-竣工

库兹尼茨周期，又称房地产周期，一般持续 15-25 年。其中，房屋销售与新开工的短周期一般持续 2-3 年。1998 年至 2022 年，房地产发展大致可以分为 3 个阶段：

1998-2007 年，房地产市场化，政策扶持阶段。1998 年《关于进一步深化城镇住房制度改革，加快住房建设的通知》文件出台，规定自当年起停止住房实物分配，建立住房分配货币化、住房供给商品化、社会化的住房新体制。这一阶段，市场总体供不应求，且炒房团等投机狂潮涌现，助推房价上涨。2005 年，商品房均价突破 3000 元每平方米。

2007-2016 年，房地产金融化，政策调控阶段。这一阶段，房地产市场表现与货币政策、限购限贷政策相关性较大。2008 年国际金融危机爆发，房地产迈入寒冬，但在四万亿投资计划、降首付、降税费、降房贷利率等措施刺激下，2009 年房地产市场全面恢复，房价快速止跌回升，2009 年商品房均价突破 4000 元每平方米。2010-2012 年上半年，政府出台严格调控措施，货币政策紧缩，房地产供过于求，市场下行。2014-2017 年，棚改带动阶段性上升。2014 年，在经济增速下滑与房地产库存高企背景下，房地产行业出现下行调整，商品房销售面积下降 7.6%，新开工面积下降 10.7%。2015 年，房屋新开工面积下降 14%，房屋竣工面积下降 6.9%，房地产开发投资增速降至 1%。2015 年棚改货币化安置是房地产去库存的重要抓手。

2017 年至今，房住不炒，政策规范阶段。2016 年 12 月中央经济工作会议首次提出“长效机制”：要坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位。加强住房市场的监管整顿，规范开发、销售、中介等行为。2018-2021 年，进入峰值平台期，期间受疫情影响，房地产销售面积、新开工面积等增速波动较大，但综合来看，商品房销售面积年均增速为 1.4%，房屋新开工面积年均增速为 2.7%。2021 年 2 月 18 日集中供地新规发布，要求 22 个重点城市土地供应“两集中”，即集中发布出让公告、集中组织出让。2022 年，房地产行业进入大周期下行轨道，商品房销售面积下降 24.3%，房屋新开工面积下降 39.4%，房地产开发投资下降 10%，降幅均创历史新高。如图 32、33 所示。

图 32. 房屋新开工与商品房销售周期



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 33. 中国商品房销售面积、销售额、均价



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

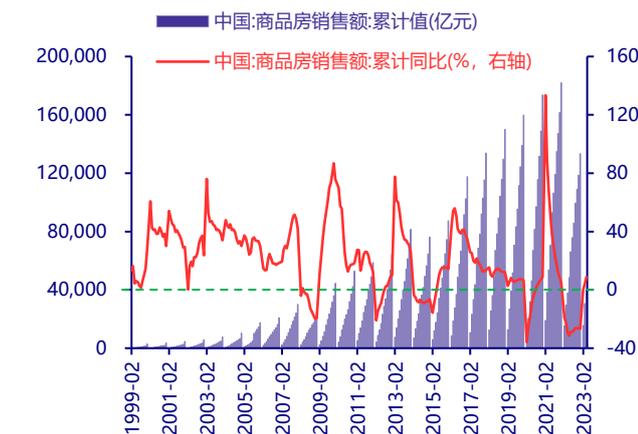
2022 年以来，商品房销售面积累计同比增速连续为负，而房屋新开工面积累计同比增速自 2021 年 7 月以来连续为负值。2023 年 1-4 月，商品房销售面积累计同比下降 0.4%，较去年同期的-20.9%的增速与去年末-24.3%的增速均大幅好转。1-4 月商品房销售额 39750.42 亿元，同比增长 8.8%，3 月、4 月连续两月累计同比增速为正（1-3 月累计同比增长 4.1%）。新房销售方面，一季度销售市场回暖主要源于经济转暖、防疫调整后刚需购房者抓紧低信贷利率窗口期，积压购房需求的集中释放。从时间上来看，2020 年以来的短周期已经持续 3 年，当前大概率处于周期底部，即房屋销售增速仍在底部徘徊。如图 34、35 所示。

房企预售的先决条件之一是需要项目开工建设，从增速上看，新开工面积周期与销售面积周期基本同步，2023 年 1-4 月，房屋新开工面积累计同比下降 21.2%，降幅较上年末的收窄 18.2%，但受长远预期影响，当前开工意愿仍较弱。

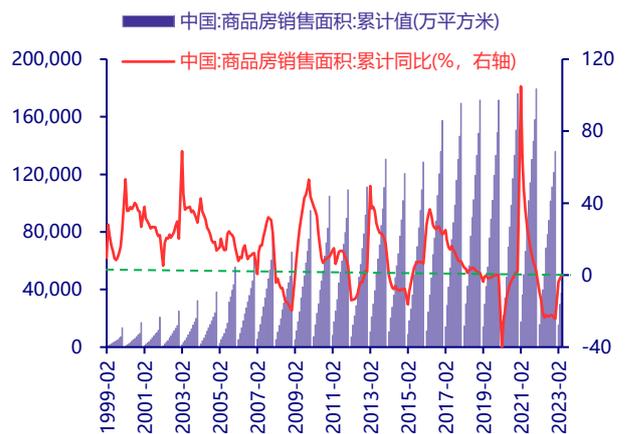
“商品房销售面积”和“房屋新开工面积”作为反映房地产景气周期的核心指标：其中房地产下游产业和商品房销售面积同步变化，房地产上游产业链和房屋新开工面积同步变化。从估值上说，上下游估值都跟房地产销售面积增速趋势大体一致。

图 34. 中国商品房销售额及同比增速

图 35. 中国商品房销售面积及同比增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

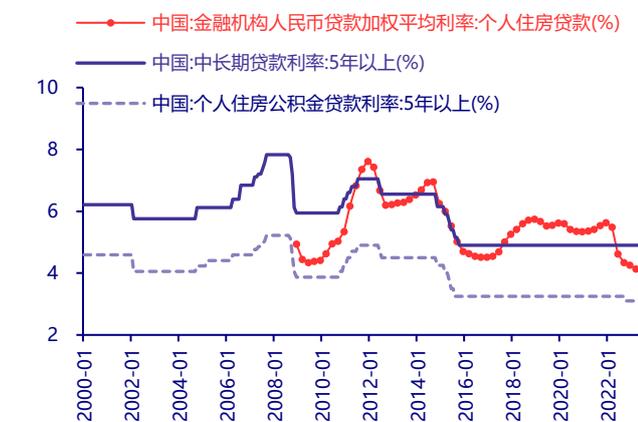


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

在以往几轮周期中，货币政策宽松往往是房地产回升的主要动力。2022 年，个人住房贷款加权平均利率多次调低，年末降至 4.26%，2023 年 3 月再次调降至 4.14%，创 2000 年以来新低。同时，个人住房公积金自 2022 年 10 月份降至 3.10%，再创新低。首套平均房贷利率 2022 年末降至 4.17%，二套房贷平均利率降至 4.95%，分别较 2021 年末降低 1.4 个百分点、降低 0.9 个百分点。2023 年 2 月，首套房平均放贷利率再降至 4.07%，二套房平均房贷利率降至 4.94%，对消费者购房支持力度持续增大。如图 36、37 所示。

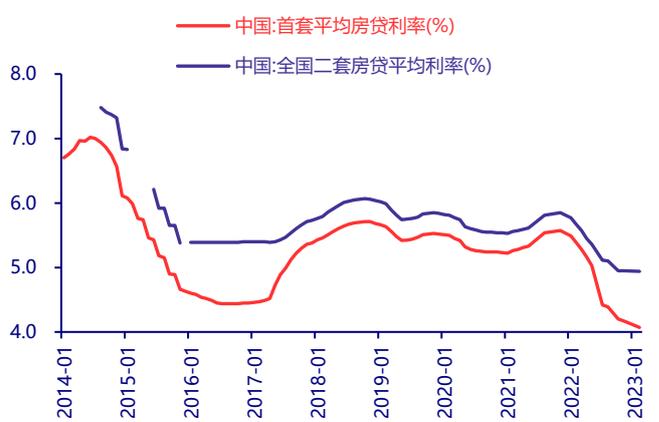
从房地产新开工-施工-竣工的传导路径来看，2023 年 1-4 月，房屋新开工面积 31219 万平方米，下降 21.2%。地产开发企业房屋施工面积 771271 万平方米，同比下降 5.6%。房屋竣工面积 23677 万平方米，增长 18.8%，已连续 3 个月增速为正。如图 36、37 所示。

图 36. 个人住房贷款加权平均利率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 37. 首套、二套房贷平均利率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

从周期角度来看, 施工面积累计同比增速长期比较稳定, 长期增速为正, 但 2022 年 5 月以来, 施工面积累计同比增速持续为负。一方面, 受新开工面积下滑影响, 新开工面积自 2021 年下半年以来连续负增长; 另一方面, 疫情防控以及融资端政策收紧, 均影响施工进度。2023 年以来, 房屋新开工和竣工规模增速已由底部回升。随着房企资金面情况改善以及停工项目陆续被盘活, 后续建安投资在上半年仍将呈现积极回升的态势, 有利于房屋施工面积回升。

图 38. 房屋新开工-施工-竣工面积累计同比增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

房屋施工面积逐渐转变为竣工面积, 2023 年初房屋竣工面积累计同比增速转正, 主要受“保交楼”政策影响。如图 38 所示。

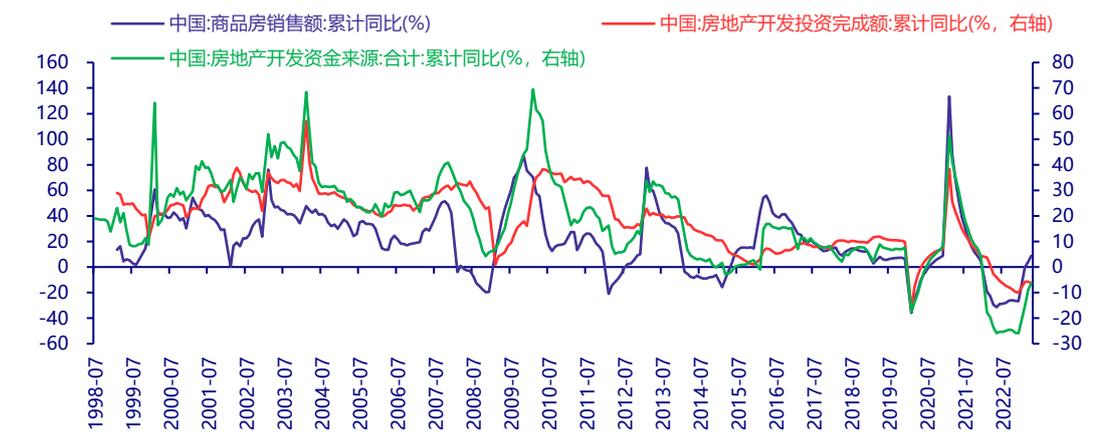
新开工与竣工作为施工的两端, 前者往往可以预判施工需求, 后者则是建材装潢、家具、家电等后地产周期消费的重要指向标。

(二) 资金链: 开发-投资-销售

从资金短来看, 2023 年房地产开发资金、投资额、销售额增速均明显回暖。据国家统计

局数据, 1-4 月, 全国房地产开发投资完成额 35514.21 亿元, 同比下降 6.2%, 较去年末的 10% 降幅收窄, 但较 1-3 月降幅有所加深。投资规模和增速的大幅回升主要源于两个方面: 一是房企资金面的突出改善。随着 1-4 月份, 房地产开发企业到位资金 45154.75 亿元, 同比下降 6.4%。二是以房屋新开工和房屋竣工为主的建安投资显著提升。如图 39 所示。

图 39. 房地产开发-投资-销售资金累计同比增速



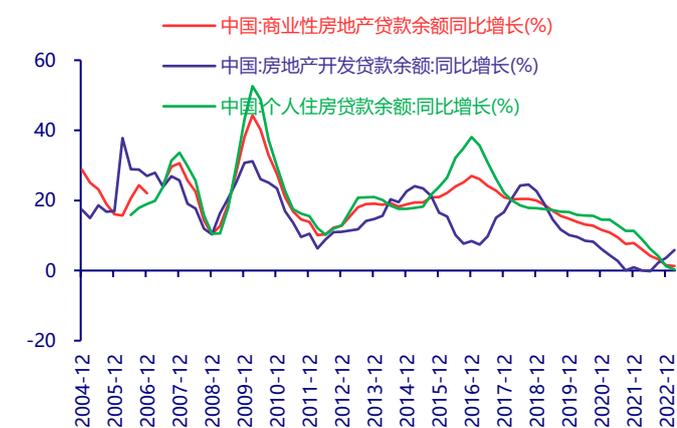
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

2023 年 1-3 月, 商业性房地产贷款余额为 53.9 万亿元, 同比增长 1.3%, 增速持续下滑。个人住房贷款余额 38.9 万亿元, 同比增长 0.3%; 房地产开发贷款余额 13.3 万亿元, 同比增长 5.9%, 其中住房开发贷款余额 10 万亿元, 同比增长 4.5%。可见房地产投资端资金需求增速高于消费端。如图 40 所示。

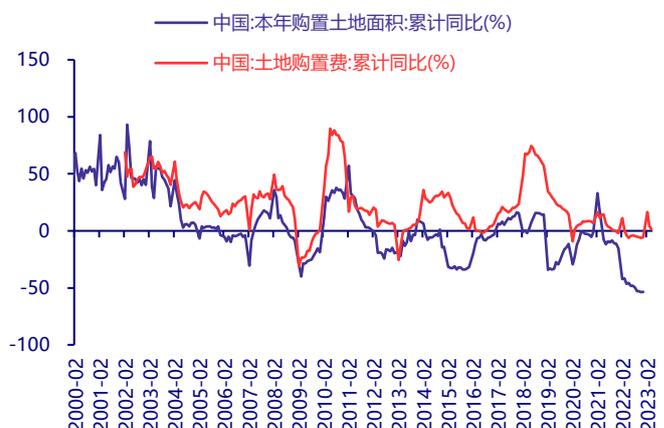
2022 年城市住宅供应建筑面积同比下降 36.7%, 成交面积同比下降 30.7%, 土地出让金 6.685 万亿, 同比下降 14.88%。2021 年 5 月至 2022 年末, 土地购置面积累计同比增速持续为负; 2022 年土地购置面积降速远高于土地购置费, 当年土地购置面积累计同比降低 53.4%, 土地购置费累计同比降低 5.7%, 表明土地购置向地价更高的区域集中。2023 年 1-4 月, 土地购置费累计为 12002 亿元, 累计同比增长 1.3%, 增速年初以来持续为正值。如图 41 所示。

图 40. 商业性房地产贷款余额同比增长

图 41. 土地购置面积与土地购置费



资料来源: wind, 中国银河证券研究院



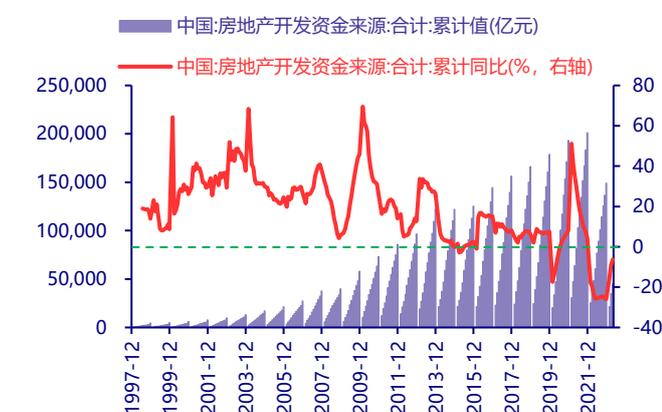
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

2023 年，金融层面多措并举支持优质房企改善资产负债表，当前优质房企及白名单房企融资开闸，但行业面融资仍未有全面回暖。

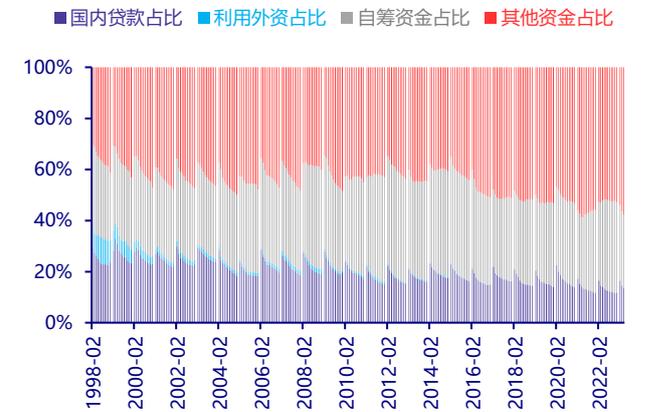
2023 年 1-4 月，房地产开发资金合计 45154.75 亿元，同比下降 6.4%，降速较 1-3 月收窄 2.6 个百分点。其中，1-4 月，房地产开发资金来源中，外资 11.59 亿元，同比下降 69.6%；国内贷款 6144.14 亿元，同比下降 10%；自筹资金 12964.65 亿元，同比下降 19.4%；其他资金 26034.37 亿元，同比增长 2.6%。其他资金项中，1-4 月，定金及预收款 15925 亿元，同比增长 4%，个人按揭贷款 8222 亿元，同比增长 2.5%。因此，对房地产开发资金来源总额降幅贡献最大的是外资，其次是自筹资金部分，然后是国内贷款。而其他资金累计同比增速在 4 月转正，促进房地产开发资金降幅收窄。如图 42、43 所示。

图 42. 房地产开发资金来源合计

图 43. 房地产开发资金来源分项占比



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

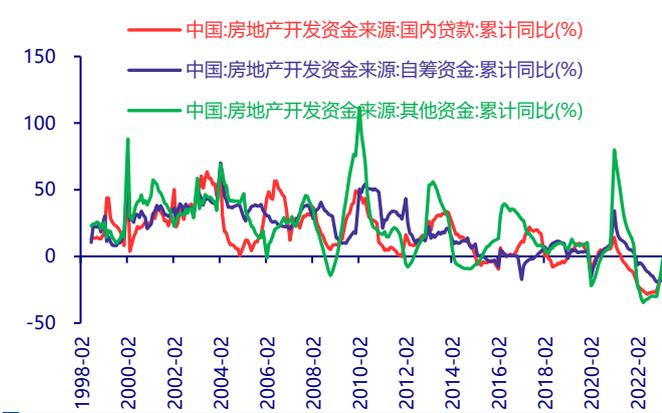


资料来源：wind, 中国银河证券研究院

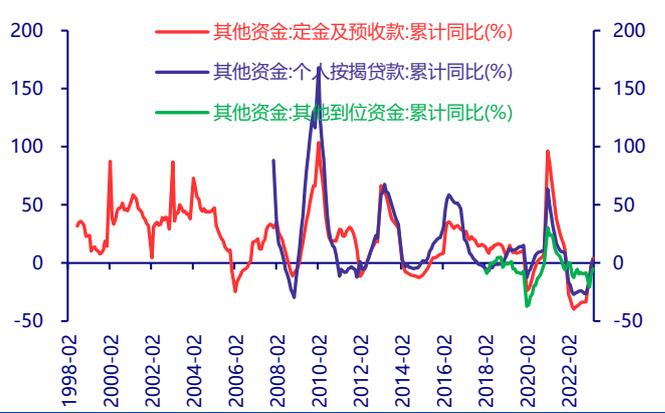
房地产开发资金来源各分项累计同比增速均已触底回升，降幅收窄，与新开工-销售-施工-竣工面积同比增速趋势比较一致。结合竣工面积同比增速转正、新开工意愿较低来看，当前房地产资金主要用于“保交楼”，盘活停工项目，而非加快新项目建设。如图 44、45 所示。

图 44. 房地产开发资金来源分项同比增速

图 45. 定金及预收款等其他资金来源同比增速



资料来源：wind, 中国银河证券研究院



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

（三）高杠杆民营房地产企业的出路？

根据杜邦分析法，净资产收益率取决于销售净利率、资产周转率、财务杠杆率。

2009 年之前，在房价和地价均快速上升的阶段，房企主要以囤房、囤地作为主要盈利手段，周转速度保持较低水平。

2010 年以后，土地成本持续提高，房企盈利空间受到压缩，房企经营的重点逐渐从利润率转向提高周转率，企业普遍采用“高负债、高杠杆、高周转”的“三高”开发-销售模式。

随着 2021 年房地产企业流动性危机集中爆发，高周转模式难以为继。同时，受融资收紧影响，高财务杠杆率也难以维持。房企经营重点重新放到了提高利润率上，追求更加健康可持续发展的财务杠杆。

四、房地产开发企业利润率

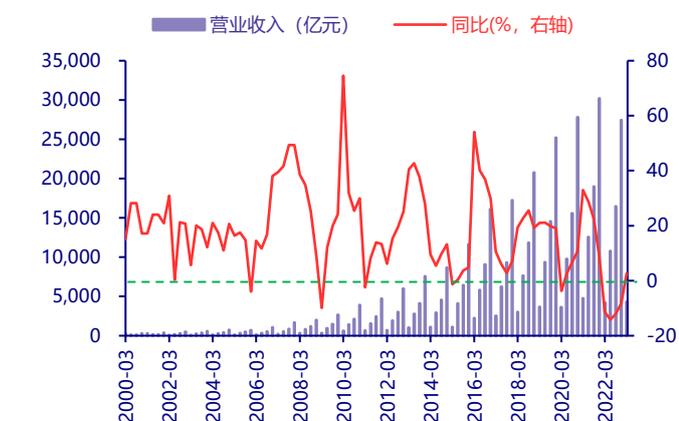
(一) 房地产行业经营业绩

Wind 数据显示，2022 年，房地产行业营业收入和利润持续下滑，且利润降幅大于营收降幅。2022 年，申万一级行业中房地产指数营收同比下降 8.21%，而归属母公司的净利润同比下降 340.59%。2023 年一季度，房地产行业营收同比增长 2.6%，扭转去年下降趋势，但归属母公司净利润同比下降 22.77%，房地产行业盈利情况仍在恶化。如图 46、47 所示。

根据中指研究院数据，2022 年百强企业营业收入均值达 371.6 亿元，同比下降 25.2%，增速较上年减少 13.3 个百分点。百强企业净利润均值达 21.9 亿元，同比下降 54.4%、增速较上年减少达 24.9 个百分点。净利润均值增速连续五年均不及营业收入均值增速，且两者的差距持续扩大，部分房企净利润为负。

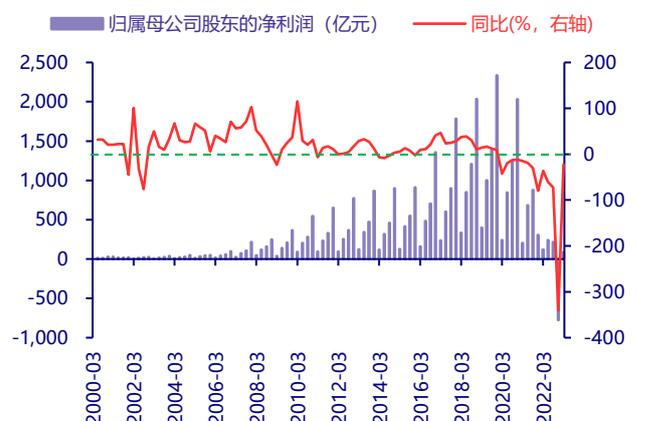
由于房地产行业的结算收入是由前 3-4 年的销售收入所贡献的，这意味着 2022 年的低销售额、低销售面积将在未来 3-4 年后体现在业绩上。

图 46. 房地产行业营业收入及同比增速



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 47. 房地产行业净利润及同比增速

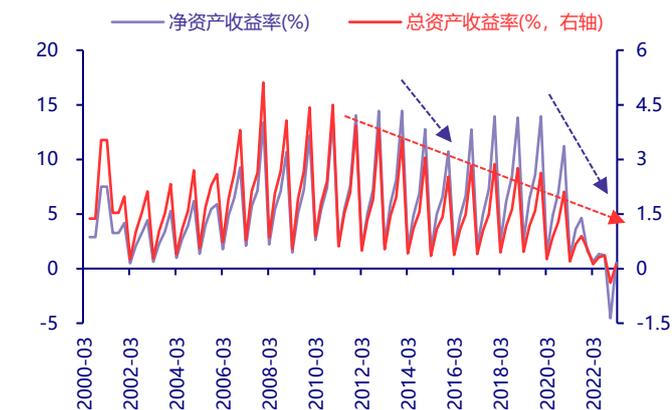


资料来源：wind, 中国银河证券研究院

Wind 数据显示，截至 2022 年末，一级行业中房地产行业净资产收益率降至-4.54%、总资产收益率降至-0.39%，均为负值，2021 年末两者分别为 1.64%、0.55%。房地产行业净资产

收益率自 2019 年以来连续下降，总资产收益率自 2010 年以来连续下降。但从杠杆率来看，房地产行业资产负债率自 2019 年四季度以来稳定维持在 79% 附近，且呈缓慢下降趋势。流动比率自 2010 年以来总体下降，现金流压力较大。截至 2023 年一季度末，一级行业中房地产行业资产负债率为 79.21%，流动比率为 1.3487。如图 48、49 所示。

图 48. 房地产行业净资产收益率与总资产收益率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 49. 房地产行业资产负债率与流动比率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

根据已披露的 2022 年年报来看，房地产行业权重股中，多数行业营收同比下降，超半数行业净利润同比负增长。据一级行业房地产指数各成分股 2022 年发布的年报，115 家房企中，有 79 家净利润出现下滑，降幅超过 10% 的房企有 73 家，其中有 20 家降幅超过 100%，2022 年是房地产行业近十年降幅最为严重的一年。见表 4 所示。

表 4. A 股房地产行业权重股 2022 年年报业绩

序号	简称	公司属性	权重(%)	总市值(亿元)	市盈率-TTM(0421)	营业收入(亿元)	同比(%)	归属母公司的净利润(亿元)	同比(%)	净资产收益率 ROE(平均)(%)	销售毛利率 (%)	销售净利率 (%)
1	万科A	公众企业	15.8245	1,825.40	8.07	5,038.3837	11.2723	226.1778	0.4162	9.4508	19.5537	7.4530
2	保利发展	中央国有企业	14.6481	1,720.15	9.38	2,810.1670	-1.3745	183.4682	-33.0111	9.3648	21.9876	9.6119
3	招商蛇口	中央国有企业	5.7572	1,126.81	26.43	1,830.0266	13.9186	42.6408	-58.8896	4.0536	19.2501	4.9718
4	华发股份	地方国有企业	2.642	243.26	9.44	591.8981	15.5133	25.7782	-19.3106	12.7107	20.1844	7.9847
5	华侨城A	中央国有企业	2.5114	408.45	-3.75	767.6711	-25.1663	-109.0541	-387.0514	-14.5344	22.8359	-16.6310
6	金地集团	公众企业	2.2099	378.77	4.01	1,200.3540	21.3276	61.0729	-35.0946	9.5270	20.6572	7.6364
7	张江高科	地方国有企业	1.9195	243.92	29.67	19.0672	-9.0766	8.2222	11.0170	7.2749	62.0932	41.3089
8	新城控股	民营企业	1.8183	346.91	24.89	1,154.5668	-31.3704	13.9383	-88.9361	2.3467	20.0341	1.3732
9	绿地控股	公众企业	1.7767	406.17	20.7	4,355.1965	-19.9834	10.1008	-83.6530	1.1184	10.5023	1.0555
10	新湖中宝	民营企业	1.6801	245.08	13.75	128.9901	-23.6352	18.5790	-16.9414	4.5760	26.8088	13.7799

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

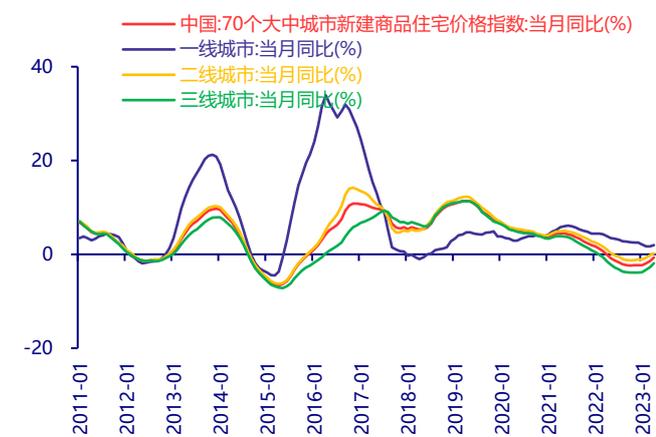
房企公布的净利润亏损原因，主要集中在因市场下行及疫情影响导致结转减少、毛利下降、投资性物业减值等方面。首先，由于疫情以及房企资金链紧张等因素，部分房企施工进度不及预期，导致竣工和结转面积减少，主营业务收入大幅下降，最终影响净利润。这是房地产利润下滑的普遍因素。其次，由于市场下行，多数房企选择不计成本去化，不仅导致销售价格低于预期，也造成营销成本进一步上升，尤其是现房项目或当年结转项目，毛利率大幅下降，造成净利润亏损。再次，房地产行业固有属性导致成本上升，也是造成净利润减少的重要原因。比如项目结算价远远超出招标价，造成结转时成本大幅上升，最终导致本来盈利的项目形成亏损。

2022 年房价下行对于房企销售额、净利润的负面影响较大，但 2023 年以来，房价逐渐

回暖。

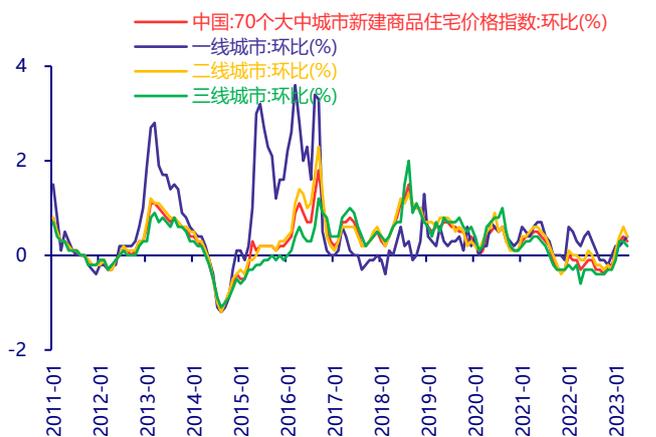
2023年4月，70个大中城市新建商品住宅价格同比下降0.7%，降幅较3月份收窄。其中，一线城市同比上涨2%，二线城市同比下上涨0.2%，三线城市同比下降1.9%。城市分化明显，一、二线城市价格表现较为坚挺。**从环比看**，4月，70个大中城市新建商品住宅价格环比上涨0.3%，连续三个月环比上涨，房地产市场正在复苏。其中，一线城市4月环比上涨0.4%，连续四个月环比上涨；二线城市4月环比上涨0.4%；三线城市4月环比上涨0.2%，涨幅相对居后。如图50、51所示。

图 50. 70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

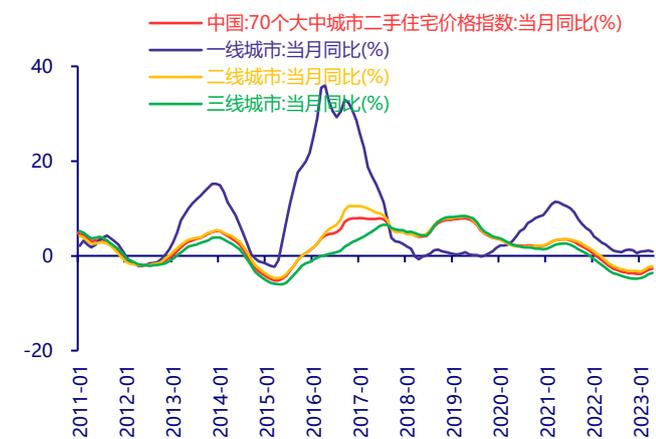
图 51. 70 个大中城市新建商品住宅价格指数环比增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

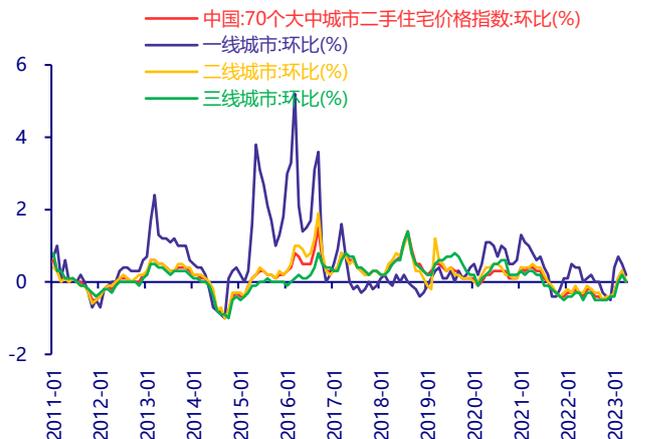
二手房市场与新房市场同步回暖，但后者交易热度更高。2023年4月，70个大中城市二手住宅价格指数同比下跌2.7%，但环比持平，前月环比上涨0.3%。其中，一线城市4月二手住宅价格指数同比上涨0.9%，环比上涨0.2%，环比增速连续四个月为正值；二线城市、三线城市同比下跌2.2%、下跌3.6%，环比均持平。一线城市二手住宅价格表现相对坚挺。如图52、53所示。

图 52. 70 个大中城市二手住宅价格指数同比增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 53. 70 个大中城市二手住宅价格指数环比增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

（二）龙头公司：盈利、拿地

（1）保利发展

2022 年实现营收 2810.17 亿元，同比微降 1.37%；实现归属于母公司股东的净利润 183.47 亿元，同比下降 33.01%。2022 年，保利发展实现签约销售 4573.01 亿元，同比下降 14.51%，同比降幅分别优于行业、百强房企 12 个和 28 个百分点，市场排名升至行业第二。2022 年，保利发展的毛利率为 21.99%，同比减少了近 5 个百分点，刷新了公司毛利率的新低。

从拿地上看，2022 年保利发展全年新拓展项目 91 个、总地价为 1613 亿元。在拿地投向上，公司布局的 38 个城市拿地金额占比高达 98%。在土地类型上聚焦核心城市住宅开发，2022 年保利发展新增住宅货量占比 93%，同比提升 8 个百分点。根据年报，2022 年公司土地成本为 1014.63 亿元，同比增长了 21.26%。土地成本连年大幅增长，签约均价和结算单价增长却不明显，两者之间不断缩小的“剪刀差”使得保利发展毛利率承受越来越大的压力。2020-2022 年公司新增土储的楼面价约为 7388 元、6821 元和 1.53 万元，之前的 2017-2019 年基本在 6000 元上下。从结算上看，2019-2022 年保利发展每平米的结算价分别约为 1.27 万元、1.09 万元、1.4 万元和 1.26 万元，2022 年仅好于 2020 年。签约价格是后续结算均价的基础，从 2020 年后保利发展签约单价有了明显增长，2021 年和 2022 年分别约为 1.6 万和 1.66 万元/平方米，这意味着后续结算均价有了上涨的基础。2023 年 1-3 月公司实现签约面积 630.84 万平方米，签约金额 1141.3 亿元，即签约均价约为 1.81 万元，其中 3 月份的签约均价超过了 2 万元。

在建设阶段，公司将精力更多放在保交楼上。2022 年保利发展新开工面积 2375 万平方米，同比减少超过一半；竣工 3975 万平方米，同比微幅下跌约 5%；全年交付房屋 25.9 万套，同比是增长了 26%。保持竣工增长趋势时，新开工面积大幅缩水。2018-2021 年保利发展新开工面积都大幅超过了 4000 万平方米，2022 年的新开工面积跌回到了公司 2016 年水平，但竣工面积是 2016 年的二倍不止。

（2）万科地产

2022 年营业收入为 5038.38 亿，同比增加 11.27%；归母净利润为 226.18 亿，同比增加 0.42%；扣非净利润为 197.62 亿，同比下降（11.7%）；经营性活动现金流净额为 27.5 亿，同比下降（33.13%）；净资产收益率为 9.48%，同比下降 0.30 个百分点，比 2020 年下降了 11.65 个百分点。增收微增利，归母净利润之所以微增是基于 2021 年的低基数。

万科的主营业务是房地产开发，2022 年实现销售面积 2,630.0 万平方米，销售金额 4,169.7 亿元，同比下降 30.9%和 33.6%，降幅高于行业平均水平。房地产开发及相关资产经营业务的毛利率为 19.8%，较 2021 年下降 2.0 个百分点。主要因为万科 2019-2021 年高价拿地，近几年陆续结算。万科多元化业务布局早，2021 年公司首次正式明确将经营和服务类业务的主要方向定为物业服务、物流仓储、长租公寓和商业。2022 年，万科经营服务业务全口径收入为 512.6 亿元，首次突破 500 亿元，占比超过 10%。

在拿地方面，2022 年万科较过去几年全面收缩战线，总共获取了 36 个新项目，总规划建筑面积 690.2 万平方米，权益规划建筑面积 403.7 万平方米，权益地价总额 496.4 亿，新增项目平均地价 12297 元/平方米。

2022 年报显示，公司在建项目总建筑面积 8260 万平方米；在建项目权益建筑面积 5240 万平方米。规划中项目总建筑面积 3592.7 万平方米；规划中项目权益建筑面积 2277.4 万平方米。2023 年“计划新开工及复工”计容面积 1672.8 万平米，预计竣工面积 3227.2 万平米。

(3) 碧桂园

公司 2022 年实现营业收入约为人民币 4303.7 亿元，同比下滑 17.7%；毛利约为人民币 328.8 亿元，较去年下降 64.6%；归属于普通股股东的净利润亏损 60.52 亿元，同比去年同期净利 267.97 亿元，止盈转亏，大幅下降约 122.6%。碧桂园将净利润下滑的原因归结于三方面：一、受房地产行业整体经营不佳及疫情影响，开发业务结转毛利率下降；二、面对市场变化的不确定性，对存货进行了较大额的减值计提；三、受美元升值影响，公司在 2022 年形成了较大额的汇兑损失，致使归母净利润在公司上市以来首次转负。

2022 年，公司毛利率为 7.64%，相比 2021 年的 17.74%，下降了约 10 个百分点，降幅高达 56.93%。2022 年净利率降至-0.69%，相比 2021 年的 7.82%，下降了 8.51 个百分点，盈利能力大幅恶化。2022 年碧桂园实现权益合同销售同比下滑 35.9%至 3574.7 亿元，权益销售面积同比下滑 33%至 4450 万平方米，去化率也同比下跌 2 个百分点至 65%，权益回款金额约人民币 3324.8 亿元，权益销售回款率 93%，连续 7 年达到 90%以上。毛利率和销售均大幅下降，从而碧桂园 2022 年亏损严重。

拿地方面，2022 年碧桂园仅在佛山、张家口、兰州等地共计新获取 9 个项目，其中 71% 分布在一二线城市。权益地价约人民币 61 亿元，权益拿地面积约 98 万平方米，而在 2021 年同期，这两个数字分别为 1397 亿元、4017 万平方米。从目前整体土储来看，截至 2022 年底，碧桂园权益可售资源约 9555 亿元，潜在权益可售货值约 2528 亿元，合计约 1.2 万亿元。在手的土储中，接近四成是面向一二线市场，接近六成是面向三四线市场。碧桂园表示，未来将把土储和产品调整为一二线城市和三四线城市 50:50 的结构，今年会聚焦在确定性的市场里面，就是一二线核心城市的核心板块。

(4) 龙湖集团

2022 年龙湖集团实现营业额 2505.7 亿元，同比增长 12.2%，实现归属于股东的净利润 243.6 亿元；剔除公允价值变动等影响后的股东应占核心溢利 225.4 亿元，同比增长 0.5%；毛利额 530.4 亿元，毛利率 21.2%。2022 年龙湖净负债率为 58.1%，在手现金为 726.2 亿元；综合借贷总额为 2080.1 亿元，平均借贷成本为年利率 4.10%，保持低位。

2022 年，集团共计新增 34 幅地块，新增土地储备总建筑面积为 448 万平，权益面积 291 万平，平均权益收购成本每平方米 10461 元，与近几年 2000 万方的新增土储量级相比减量明显。但截至 2022 年底，龙湖集团的土地储备合计 5795 万平，权益面积为 3975 万平。土地储备的平均成本为每平方米 5221 元，约 88% 的销售货值集中在高能级城市，且成本合理。2022 年，龙湖在整体公开市场拿地的平均溢价率是 4%，总体实现了 22% 的毛利率和 13% 的净利率。

龙湖很早就开始多航道布局，2022 年对业务进行了梳理和重构，形成“1+2+2”的格局：一个开发航道、两个运营航道、两个服务航道。运营和服务业务，统称为经营性业务，2022 年合计收入 236 亿，同比增长 25%，5 年复合增长 35%，成长为与地产开发并行的第二、第三增长曲线。其中，运营业务由商业投资、长租公寓等组成，需进行重资产的长线投入，盈利周期

长，考验定力和运营。

在已经发布财报或发布预盈报告的房企里，2022 年招商、绿城、越秀、华发、金地商置等房企均有不俗的盈利表现。

五、房地产市场的竞争格局变化

(一) 销售

根据 CRIC《2019-2022 年中国房地产企业销售榜单》，百强房企门槛自 2020 年不断下降，百强全口径销售金额门槛从 2020 年的 257.4 亿元逐步下降至 2022 年的 141.1 亿元，操盘口径、权益口径门槛也出现了不同程度的下降。3 月 31 日，克而瑞发布的 2023 年 3 月中国房地产企业销售 TOP100 排行榜显示，3 月 TOP100 房企实现销售操盘金额 6608.6 亿元，单月业绩同比增长 29.2%，环比增长 42.3%，同环比保持增长且增幅较上月提升。

中国销售额最高的前 10 家房企 2022 年上半年销售金额合计为 13804.4 亿元，同比下降 45.06%；中国销售面积最高的前 10 家房企 2022 年上半年销售面积合计为 9471.7 万平方米，同比下降 51.34%。从而销售金额前 10 房企的销售金额占比降低至 20.89%，销售面积前 10 房企的销售面积占比降低至 13.74%。

图 54. 中国房企销售金额 TOP10、销售面积 TOP10



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 55. 房地产行业市场集中度: 销售金额与销售面积: CR10



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

2022 年，在销售排行榜上，全口径销售额最高的 10 家房地产企业中，5 家是国企、央企；全口径销售额最高的 20 家房地产企业中，10 家是国企、央企。2023 年一季度，全口径销售额前 10 房企中，国企央企占 6 家，占比有所提升；前 20 房企中，国企央企为 9 家。如表 5 所示。

表 5. 房地产企业销售额（全口径）前 20 名

销售额排名	企业简称	2022 年 1-12 月 (亿元)	公司属性	销售额排名	企业简称	2023 年 1-3 月 (亿元)	公司属性
1	碧桂园	4643.0	民营企业	1	保利发展	1139.2	中央国有企业
2	保利发展	4573.0	中央国有企业	2	万科地产	1007.5	公众企业
3	万科地产	4202.2	公众企业	3	碧桂园	880.0	民营企业
4	华润置地	3013.0	中央国有企业	4	中海地产	835.1	中央国有企业
5	中海地产	2955.0	中央国有企业	5	华润置地	790.2	中央国有企业
6	招商蛇口	2926.3	中央国有企业	6	招商蛇口	722.0	中央国有企业
7	金地集团	2218.0	公众企业	7	龙湖集团	503.4	民营企业
8	绿城中国	2128.1	公众企业	8	华发股份	491.4	地方国有企业
9	龙湖集团	2032.7	民营企业	9	绿城中国	491.3	公众企业
10	建发房产	1703.2	地方国有企业	10	建发房产	458.8	地方国有企业
11	融创中国	1692.1	外资企业	11	中国金茂	442.3	中央国有企业
12	中国金茂	1550.0	中央国有企业	12	金地集团	441.1	公众企业
13	滨江集团	1539.3	民营企业	13	越秀地产	435.0	地方国有企业
14	绿地控股	1400.5	公众企业	14	滨江集团	406.9	民营企业
15	中国铁建	1281.0	中央国有企业	15	绿地控股	303.0	公众企业
16	越秀地产	1260.0	地方国有企业	16	融创中国	293.0	外资企业
17	旭辉集团	1237.2	民营企业	17	美的置业	236.3	民营企业
18	华发股份	1202.4	地方国有企业	18	保利置业	216.0	中央国有企业
19	新城控股	1165.3	民营企业	19	新城控股	215.2	民营企业
20	远洋集团	1003.9	中央国有企业	20	旭辉集团	211.3	民营企业

资料来源：CRIC, 中国银河证券研究院

（二）拿地

集中度方面，2022 年百强房企新增货值中有 51% 集中于 10 强房企，超过一半，21% 集中于 11-20 强房企，TOP20 房企新增货值合计达到 72%。由于房企普遍收缩了投资预算，导致对于总价、货值较高的核心一二线城市地块出现“心有余而力不足”的情况，仅剩龙头房企“手有余粮”，因此，市场优质土储资源更加高度向头部房企集中。

2022 年，拿地价值最高 10 家房企中，7 家是国企、央企，且前三名保利发展、华润置地、中海地产均为央企；拿地价值最高的 20 家房企中，14 家是国企、央企，国企央企占据较大优势。民营房企拿地较少，仅万科地产（有国企背景）、滨江集团、绿城中国进入拿地前 10 名。2023 年 1-3 月，拿地价值最高的 10 家房企中，6 家为国企、央企，其中，央企中海地产拿地排名从 2022 年的第 3 名降至第 12 名，而民营企业伟星房产拿地排名从 2022 年的第 18 名升至第 9 名；一季度拿地价值最高的 20 家房企中，14 家是国企、央企。总体上，2022 年以来，央企拿地金额最高，其次是地方国有企业，民企拿地相对较少。见表 6。

表 6. 房地产企业新增土地价值前 20 名

新增土地价值 排名	企业名称	2022 年 1-12 月 (亿元)	企业属性	新增土地价值 排名	企业名称	2023 年 1-3 月 (亿元)	企业属性
1	保利发展	1350.5	中央国有企业	1	华润置地	116.6	中央国有企业
2	华润置地	1066.1	中央国有企业	2	绿城中国	108.4	公众企业
3	中海地产	871.7	中央国有企业	3	保利发展	89.3	中央国有企业
4	万科地产	794.5	公众企业	4	建发房产	84.9	地方国有企业
5	滨江集团	785.2	民营企业	5	滨江集团	84.8	民营企业
6	招商蛇口	759.4	中央国有企业	6	招商蛇口	73.0	中央国有企业
7	建发地产	692.3	地方国有企业	7	越秀地产	59.1	地方国有企业
8	绿城中国	591.0	公众企业	8	万科地产	54.5	公众企业
9	越秀地产	524.4	地方国有企业	9	伟星房产	50.5	民营企业
10	华发股份	409.5	地方国有企业	10	中建国际	44.4	中央国有企业
11	中国铁建	396.4	中央国有企业	11	广州城投	44.4	地方国有企业
12	龙湖集团	334.6	民营企业	12	中海地产	42.0	中央国有企业
13	中国金茂	246.7	中央国有企业	13	石家庄城投	32.2	地方国有企业
14	中交房地产	234.4	中央国有企业	14	华发股份	31.6	地方国有企业
15	国贸地产	231.2	地方国有企业	15	中豪控股	30.3	民营企业
16	象屿集团	206.9	地方国有企业	16	坤和集团	30.2	民营企业
17	中信泰富	200.2	民营企业	17	龙湖集团	30.0	民营企业
18	伟星房产	197.8	民营企业	18	中建壹品	29.3	中央国有企业
19	武汉城建	192.2	地方国有企业	19	龙港城建	27.4	地方国有企业
20	城建发展	174.8	地方国有企业	20	首开股份	27.0	地方国有企业

资料来源：CRIC, 中国银河证券研究院

注：将城投视为地方国有企业

整体而言，2023 年投资压力依然较大，央企、国企依然是整个土地市场的主力。房地产领域的国企，最大优势在于融资成本低、有政府背书、对土地的规划影响能力比较高。未来国企在房地产领域的竞争优势会越来越明显。

其中，央企背靠母公司在某些领域深耕，拥有较强的政企关系、资金实力和资源优势。例如，中建东孚、中建信和、中建智地都属于中建集团的全资子公司，为建筑系下从事房地产开发的重要成员。地方性的国企，一般在当地承担着城市建设的某些功能，项目资源来源稳定，有地方政府背书，且具有较强的资金实力。本轮地产调整中涌现了较多托底拿地的地方城投，地方国有资本成为拿地的主要力量。

民营企业，财务优质、深耕区域的民企拿地意愿及能力仍然较强，如滨江、龙湖等。但多数民企受制于资金、保交付等压力，拿地能力下降。经历本轮调整之后，房地产行业格局将逐步重塑，民营房企市占率可能会下降，部分缺乏核心竞争力的房企将被重组整合。

2023 第一季度，受预供地新规影响，一季度实际入市地块数量大幅减少，在 2022 年基期土拍本已经降至低位的水平上，2023 年一季度土地成交规模同比进一步下降 32%，创下 2010 年以来全国土地交易规模的新低。

表 7. 2023 年一季度百强拿地金额超过 30 亿的房地产企业

操盘金额 排名	拿地金额 排名	企业简称	操盘金额 (亿元)	拿地金额 (亿元)	金额同比	拿地销售比
1	3	保利发展	1059.1	89.3	16%	0.08
2	8	万科地产	993.4	54.5	-57%	0.05
4	12	中海地产	793.3	42.0	-60%	0.05
5	1	华润置地	734	116.6	-41%	0.15
6	6	招商蛇口	665.1	73.0	102%	0.10
7	2	绿城中国	613.4	108.4	-51%	0.22
8	14	华发股份	469.6	31.6	-	0.06
9	4	建发房产	456.8	84.9	-48%	0.19
10	17	龙湖集团	452.7	30.0	-57%	0.06
13	5	滨江集团	378.5	84.8	71%	0.21
15	7	越秀地产	282.8	59.1	146%	0.14
45	9	伟星房产	66.7	50.5	-27%	0.60

资料来源: CRIC, 中国银河证券研究院

在拿地毛利率方面, 2023 年一季度房地产销售呈现底部反弹态势, 尤其是一二线核心城市的央企国企, 融资优势明显, 拿地毛利率底部回升。Top10 的中央或国有房地产开发企业拿地力度保持行业较高水平, 报告选取了 8 家头部央企国企房地产开发企业作为样本, 根据不完全统计拿地项目, 粗略测算了 2021-2022 年各家企业的拿地毛利率。对于 2023 年一季度拿地毛利率, 由于样本和数据非完备, 只能做更为粗略的测算。测算结果显示, 2023 年一季度, 受房地产弱势复苏的催化, 市场优质土储资源更加高度向头部房企集中。拿地毛利率有少许提升, 根据粗略测算, 一季度头部央企国企地产开发企业拿地毛利率平均值为 28.25%, 投资质量提升。

六、风险提示

报告结论基于历史价格信息和统计规律, 但二级市场受各种即时性政策影响易出现统计规律之外的走势, 所以报告结论有可能无法正确预测市场发展, 报告阅读者需审慎参考报告结论。基金历史收益不代表未来业绩表现, 文中观点仅供参考, 不构成投资建议。

插图目录

图 1. 2018-2035 年我国人口预测.....	3
图 2. 我国新增人口增长实际及预测数量.....	3
图 3. 中美日韩城镇化比率 (%).....	4
图 4. 中韩城镇化率年度同比变动.....	5
图 5. 我国新增人口增长实际及预测数量.....	5
图 6. 我国商品房当月销售额及其同比.....	6
图 7. 我国商品房当月销售面积及其同比.....	7
图 8. 70 个大中城市新建商品住宅价格指数当月环比.....	7
图 9. 70 个大中城市二手住宅价格指数当月环比.....	7
图 10. 70 个大中城市一二三线新建商品住宅价格指数同比.....	8
图 11. 70 个大中城市一二三线新建商品住宅价格指数环比.....	8
图 12. 70 个大中城市一二三线二手住宅价格指数同比.....	9
图 13. 70 个大中城市一二三线二手住宅价格指数环比.....	9
图 14. 30 个大中城市一二三线商品房成交面积.....	9
图 15. 30 个大中城市一二三线商品房成交面积占比.....	9
图 16. 城镇人均住房建筑面积预测.....	11
图 17. 2023-2035 年新增刚性需求预测.....	11
图 18. 2023-2035 年新增条件改善需求预测.....	12
图 19. 2020 年中国存量住房房龄分布.....	12
图 20. 2023-2035 年新增城市更新改造需求预测.....	13
图 21. 2023-2035 年新增房地产总需求预测.....	13
图 22. 商品房待售面积和十大城市商品房可售面积.....	14
图 23. 十大城市商品房存销比 (去化周期).....	14
图 24. 十大城市一二线商品房存销比 (去化周期).....	15
图 25. 十大城市一二线商品房存销比 (去化周期).....	16
图 26. 我国本年购置土地面积及同比 (右轴, %).....	17
图 27. 我国本年土地成交价款当月值及同比 (右轴, %).....	17
图 28. 全国成交土地溢价率与土地出让流拍率.....	18
图 29. 100 个大中城市一二三线城市成交土地占地面积.....	18
图 30. 100 个大中城市一二三线城市成交土地总价.....	18
图 31. 100 个大中城市一二三线城市成交土地溢价率.....	18
图 32. 房屋新开工与商品房销售周期.....	19
图 33. 中国商品房销售面积、销售额、均价.....	19
图 34. 中国商品房销售额及同比增速.....	20
图 35. 中国商品房销售面积及同比增速.....	20
图 36. 个人住房贷款加权平均利率.....	21
图 37. 首套、二套房贷平均利率.....	21
图 38. 房屋新开工-施工-竣工面积累计同比增速.....	21
图 39. 房地产开发-投资-销售资金累计同比增速.....	22
图 40. 商业性房地产贷款余额同比增长.....	22

图 41. 土地购置面积与土地购置费	22
图 42. 房地产开发资金来源合计	23
图 43. 房地产开发资金来源分项占比	23
图 44. 房地产开发资金来源分项同比增速	23
图 45. 定金及预收款等其他资金来源同比增速	23
图 46. 房地产行业营收收入及同比增速	24
图 47. 房地产行业净利润及同比增速	24
图 48. 房地产行业净资产收益率与总资产收益率	25
图 49. 房地产行业资产负债率与流动比率	25
图 50. 70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比增速	26
图 51. 70 个大中城市新建商品住宅价格指数环比增速	26
图 52. 70 个大中城市二手住宅价格指数同比增速	26
图 53. 70 个大中城市二手住宅价格指数环比增速	26
图 54. 中国房企销售金额 TOP10、销售面积 TOP10	29
图 55. 房地产行业市场集中度：销售金额与销售面积：CR10	29

表格目录

表 1. 2018-2023 年我国实际及预测城镇化率	5
表 2. 第五、六、七次人口普查数据	10
表 3. 调整后的城镇人均住房建筑面积	10
表 4. A 股房地产行业权重股 2022 年年报业绩	25
表 5. 房地产企业销售额（全口径）前 20 名	30
表 6. 房地产企业新增土地价值前 20 名	31
表 7. 2023 年一季度百强拿地金额超过 30 亿的房地产企业	32

分析师简介及承诺

杨超，策略分析师，清华大学经济管理学院经济学博士，8年大类资产配置策略研究经验。2019年加入中国银河证券研究院，主要从事策略研究，奉行“系统决策、深耕细作、挖掘价值”的投研理念，注重逻辑性、及时性与前瞻性。现兼任清华大学五道口金融学院“中国金融政策信息”项目研究员。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suivyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tanganling_bj@chinastock.com.cn