

证券研究报告|行业投资策略

房地产

行业评级 强于大市（维持评级）

2023年12月31日



底部徘徊，静待反转

房地产行业2024年年度策略

证券分析师：

陈立 执业证书编号：S0210523080003

请务必阅读报告末页的重要声明

➤ 2023年楼市持续回落

- 2023年，房地产经历需求转弱与供给冲击的背景下，行业景气度持续探底。2023年11月，年化销售和开工面积回落至2014年和2007年水平，竣工面积保持高位，开工弱同时竣工强的背景下，施工面积下行明显；施工面积的下行，叠加房企拿地规模下降，双方面对房地产开发投资中建安投资及土地购置费形成拖累，地产投资增速大幅低于固定资产投资增速，拖累经济增长。

➤ 市场供需下行的特点

- 本轮地产周期下行与过去三轮不同，开工面积先于销售面积下行，供给收缩幅度大于需求，住宅库存自2020年至今呈现持续收缩的状态。部分区域出现结构性需求复苏，但受限于收入预期、房价预期、人口结构等长期因素下行，以及民企房企出险对交付预期的影响，在当前政策环境下，整体需求复苏并不显著。

➤ 房企经营行为的转变

- 在当前房地产行业整体利润率下行持续拖累ROA的背景下，房企采取高周转策略，通过提升无息负债占比摊薄融资成本，对冲带息债务下降带来的土储规模下行压力。同时，房企保持聚焦核心城市策略，降低弱线城市土储，提升现金流安全。在现金流优先于盈利的经营思路下，企业保持聚焦核心城市，收缩管理半径。

➤ 政策发力，复苏可期

- 在当前政策发力下，我们认为，商品房回归商品属性，商品房价格回归市场化定价在本轮市场复苏过程中，将起锦上添花的作用。市场定价将彻底改变当前环境下房企聚焦城市，降低非核心，调整土储的行为。当前房地产市场中，核心城市供给过剩、非核心城市价格下行，市场持续缩量的负反馈过程将得到彻底扭转。

- **投资建议：**建议关注三条主线：1) 保持拿地强度的龙头房企：保利发展、招商蛇口、滨江集团、越秀地产；2) 低估值龙头混合所有制及民营房企：万科A、金地集团、龙湖地产；3) 持续加杠杆扩表的地方国企：浦东金桥。

- **风险提示：**融资环境收紧超预期、房地产销售政策变化、地产调控政策变化、引用数据滞后或不及时。

目 录

- 1. 2023年市场供需下行到什么阶段？
- 2. 本轮地产困境有何不同？
- 3. 三四线城市是否真的那么差？
- 4. 市场触底复苏需要哪些变化？
- 5. 房企经营行为转变的背后原因？
- 6. 高周转的策略是否有天花板？
- 7. 2024年展望
- 投资建议及风险提示

1. 2023年市场供需下行到什么阶段？

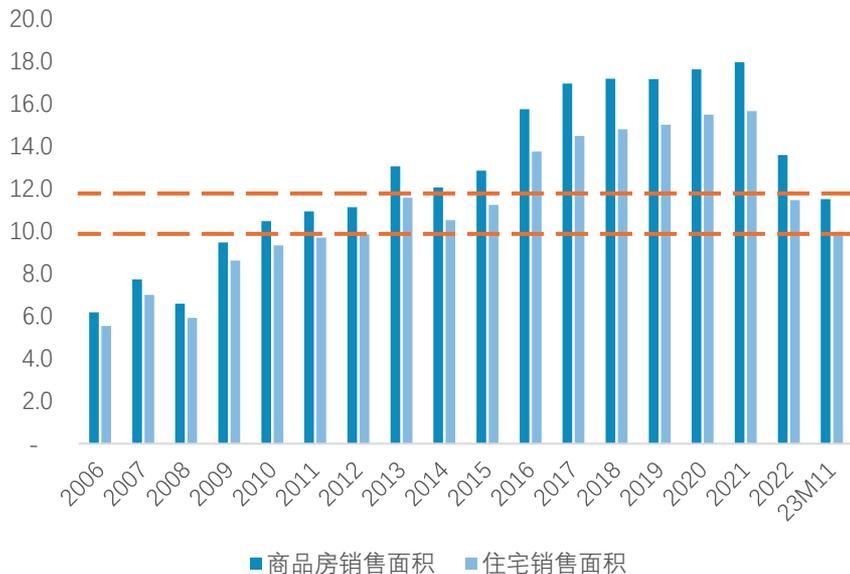
➤ 销售：年化销售水平回落至2014年水平

- 2023年前11月，全国新建商品房销售面积累计10.1亿 m^2 ，近12个月的年化销售面积11.5亿 m^2 ；商品住宅方面，2023年前11月累计销售面积8.6亿 m^2 ，近12个月年化销售面积9.8亿 m^2 。从销售规模的角度而言，商品房销售面积回落至2014年左右水平。

➤ 开工：年化开工水平回落至2007年水平

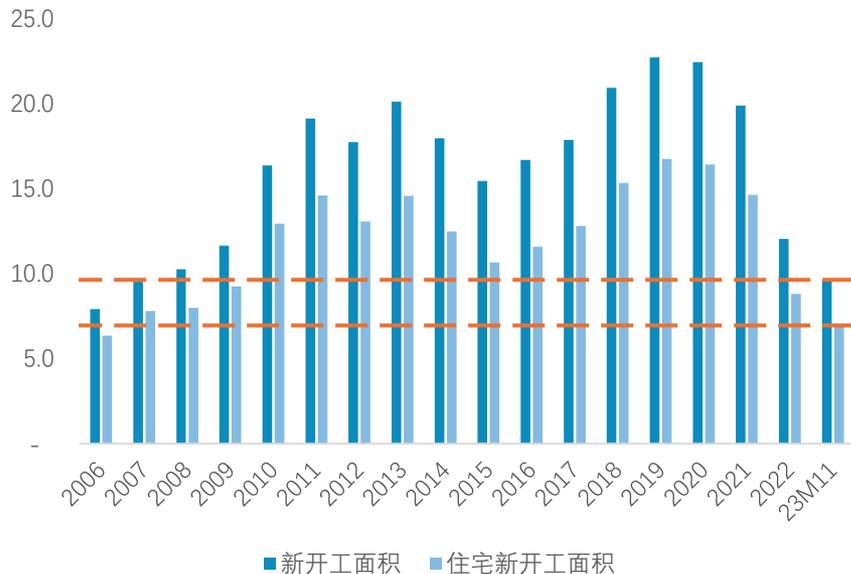
- 2023年前11月，全国房屋新开工面积累计8.7亿 m^2 ，近12个月年化开工面积9.6亿 m^2 ；住宅新开工面积累计6.4亿 m^2 ，近12个月年化新开工面积累计7亿 m^2 。从供给的角度来看，商品房整体开工情况回落至2006-2007年水平。

图表：商品房及商品住宅销售面积（TTM，亿 m^2 ）



资料来源：Wind、华福证券研究所

图表：商品房及商品住宅新开工面积（TTM，亿 m^2 ）



资料来源：Wind、华福证券研究所

1. 2023年市场供需下行到什么阶段？

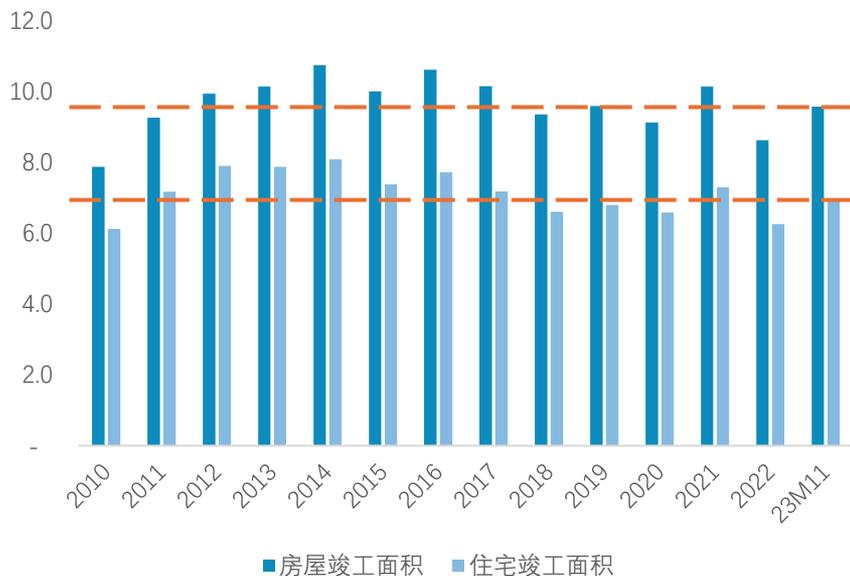
➤ 竣工：从开工到交付，竣工规模维持高位

- 2023年前11月，全国房屋竣工面积累计6.5亿 m^2 ，近12个月的年化竣工面积9.6亿 m^2 ；商品住宅方面，2023年前11月累计竣工面积4.8亿 m^2 ，近12个月年化竣工面积7.0亿 m^2 。相较于商品房开工及销售面积的周期波动，竣工面积在2011年至今的十来年里，保持相对稳定的绝对值水平。

➤ 施工：开工弱、竣工强下，施工下行明显

- 2023年11月末，全国房屋施工面积83.1亿 m^2 ；商品住宅方面，2023年11月末，住宅施工面积58.5亿 m^2 。开工规模持续下行，竣工规模维持在相对较高水平下，施工下行压力明显。施工面积规模回到2018左右水平。

图表：商品房及商品住宅竣工面积（TTM，亿 m^2 ）



资料来源：Wind、华福证券研究所

图表：商品房及商品住宅施工面积（亿 m^2 ）

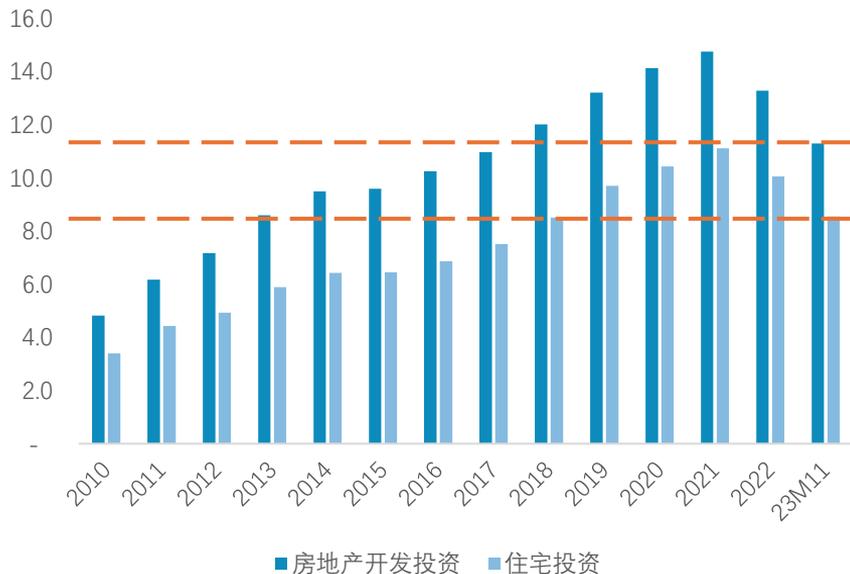


资料来源：Wind、华福证券研究所

1. 2023年市场供需下行到什么阶段？

- **房地产开发投资：施工面积下行，叠加拿地不足导致土地购置费失去支撑，双方面导致地产投资压力增大**
 - 2023年前11月，房地产开发投资累计10.4万亿，近12个月年化11.3万亿。其中住宅前11月投资完成额7.9万亿，近12个月年化8.5万亿。施工面积下行与土地购置意愿降低，双方面拖累整体房地产开发投资增长。整体而言，房地产开发投资水平回归至2018年左右。
- **地产行业拖累经济显著：地产投资增速持续探底，增速持续低于固定资产投资，对经济增长形成实质拖累**
 - 2023年前11月，房地产开发投资累计同比下滑9.4%，相较于固定资产投资整体2.9%的正增长，房地产开发投资与固定资产增速差达到12.3个百分点。地产对固定资产投资的拖累边际优于2022年，但仍旧大幅拖累固定资产投资增速。

图表：房地产开发投资及住宅开发投资（TTM，万亿）



资料来源：Wind、华福证券研究所

图表：房地产开发投资增速及固定资产投资增速（%）



资料来源：Wind、华福证券研究所

1. 2023年市场供需下行到什么阶段？

- **土地出让：投资意愿不足，供需双弱格局下，土地出让规模保持底部徘徊**
 - 2023年前11月，供给层面，百城宅地供应建筑面积合计5.5亿 m^2 ，近12个月年化供给宅地建筑面积5.9亿 m^2 ；成交层面，前11月百城宅地成交建筑面积合计2.9亿 m^2 ，近12个月年化成交宅地建筑面积4.3亿 m^2 。土地市场供需同步回落至2009年左右水平。
- **房地价差：拿地意愿不足并未传递至土地市场价格，地价占房价比例仍高**
 - 2023年前11月，全国商品住宅平均成交均价10851.8元/ m^2 ，宅地出让平均楼面价5677.9元/ m^2 。受限于整体土地市场相对刚性的土地起拍价，需求不足带来的拿地收缩并未传导至价格，供需双弱下，房地价差隐含的土地盈利水平保持平稳。

图表：百城住宅类用地供给及成交建筑面积（TTM，亿 m^2 ）



资料来源：Wind、华福证券研究所

图表：宅地平均出让均价、商品房销售均价及占比（%）



资料来源：Wind、华福证券研究所

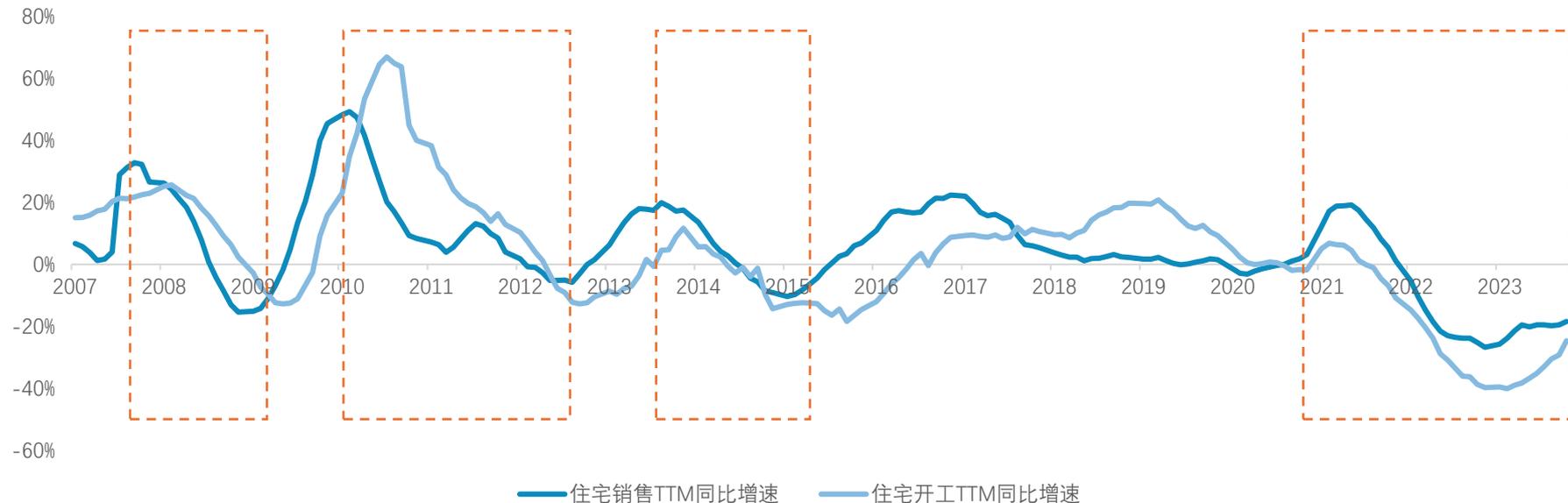
目 录

- 1. 2023年市场供需下行到什么阶段?
- 2. 本轮地产困境有何不同?
- 3. 三四线城市是否真的那么差?
- 4. 市场触底复苏需要哪些变化?
- 5. 房企经营行为转变的背后原因?
- 6. 高周转的策略是否有天花板?
- 7. 2024年展望
- 投资建议及风险提示

2. 本轮地产困境有何不同？

- **供给收缩前置需求前：开工面积下行早于销售面积下行**
 - 相较于2008-2009、2011-2012、2014-2015三轮房地产市场周期调整，本轮地产周期下行过程中，新开工面积前置销售面积先回落，市场并未出现典型周期性行业下行前，市场过度投资导致的阶段性供给过剩。
- **供给收缩幅度大于需求：新开工面积降幅持续超出销售面积降幅**
 - 从调增的幅度来看，过去三轮地产市场下行过程中，新开工面积增速并未长期低于销售面积增速，体现周期自我调节的机制下，供给收缩带来的市场企稳复苏。本轮地产周期下行中，新开工面积长期低于销售面积，供给收缩并未带来地产周期的企稳复苏。

图表：商品住宅新开工面积及销售面积同比增速（TTM，%）



资料来源：Wind、华福证券研究所

2. 本轮地产困境有何不同？

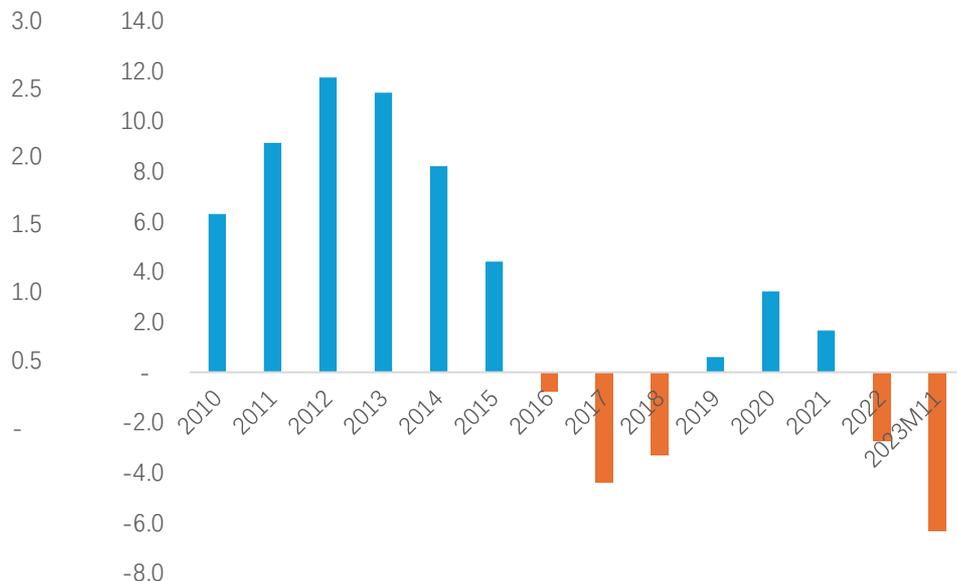
- **住宅库存并未过剩：绝对库存规模自2020年后连续三年下降，相对库存水平有所回升**
 - 截至2023年11月末，全国商品住宅累计库存合计21亿 m^2 ，自2020年后连续三年下降。从库存的绝对规模而言，2023年11月末的住宅绝对库存规模接近2011年19.9亿 m^2 ；另外一方面，由于销售规模的下行，去化周期2.2年，相较于2022年末小幅提升。
- **过去三年深度去库：总量库存结构类似2016-2018年的地产上行周期**
 - 以三年的常见住宅项目的开发周期视角下，2023年11月的近三年滚动开工规模与销售规模差为6.3亿 m^2 ，三年库存变化连续两年保持下降，整体房地产市场实现深度去库存的特点。

图表：新建商品住宅库存规模及去化周期（亿 m^2 、年）



资料来源：Wind、华福证券研究所

图表：近三年住宅新开工面积与销售面积之差（亿 m^2 ）



资料来源：Wind、华福证券研究所

2. 本轮地产困境有何不同？

- **上一轮去库存周期：2015-2017年，政策宽松叠加需求上行，市场库存快速消耗**
 - 去库存的情况与上一轮2015-2017年接近，相较于2015-2017年的市场上行周期中的量价齐升，本轮地产周期中，去库存更多伴随的是销量的快速下行。
- **本轮去库区域分布：沿海及中部区域持续三年住宅去库存**
 - 从区域结构分布而言，华东、华中、华南及西南区域去库存明显。

图表：不同区域商品住宅库存（万㎡、年）

年度	华东	华中	华南	华北	东北	西北	西南
2010/12	9,262	4,698	2,697	8,218	6,343	2,224	2,654
2011/12	17,452	4,422	3,355	10,620	7,717	2,828	3,139
2012/12	9,346	4,389	1,550	5,205	5,072	4,192	2,473
2013/12	8,149	6,421	1,737	3,432	2,975	2,876	4,532
2014/12	6,072	2,769	1,357	3,457	2,297	1,501	2,235
2015/12	-3,608	-722	-1,907	1,593	46	708	-1,865
2016/12	-10,027	-2,944	-3,178	372	-975	193	-5,071
2017/12	-4,760	-3,948	-3,376	2,195	-1,235	-136	-5,431
2018/12	2,927	-2,032	822	4,352	-306	749	-1,089
2019/12	5,272	-512	1,596	6,023	389	2,786	1,766
2020/12	2,979	-1,106	-401	6,273	526	2,903	-1,725
2021/12	-7,128	-2,502	-1,559	2,411	1,201	2,202	-4,779
2022/12	-10,825	-7,024	-3,648	255	-428	989	-5,815
2023/11	-8,527	-4,755	-3,619	-605	-858	443	-4,306

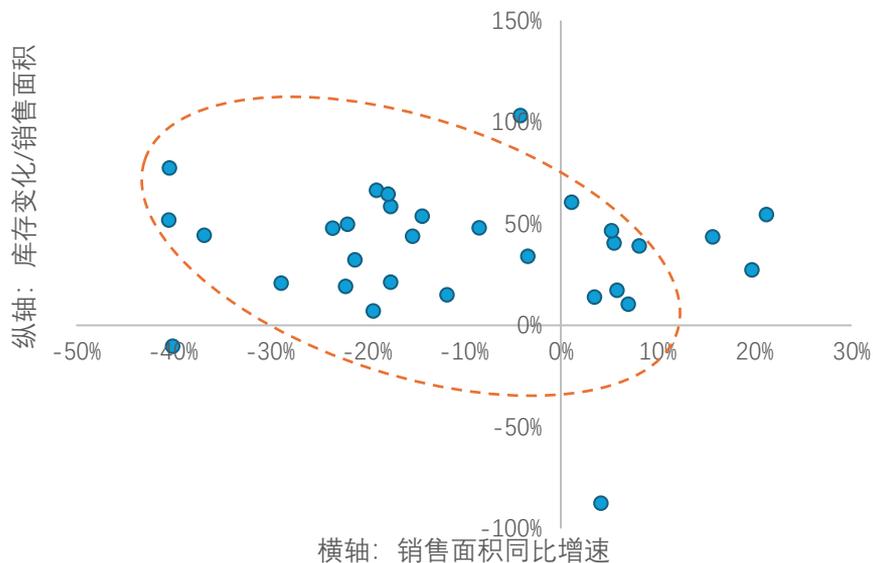
资料来源：Wind、华福证券研究所

2. 本轮地产困境有何不同？

➤ 2008年与2014年：市场下行伴随库存累积

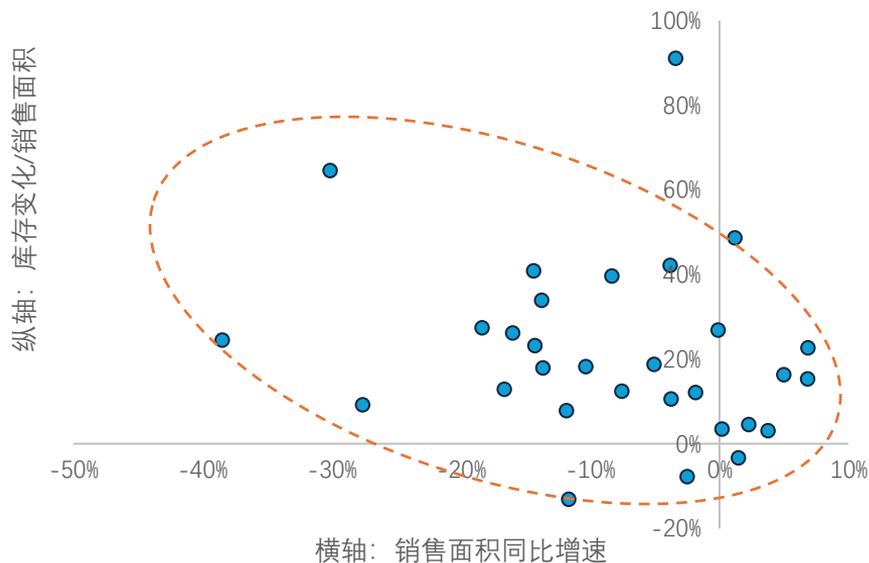
- 在2008年及2014年的市场下行过程中，各个省份的行业表现呈现累库区域销售下行显著，供给相对过剩区域的区域地产下行压力更大。

图表：2008年各省份住宅销售增速及库存变化销售比（%）



资料来源：Wind、华福证券研究所

图表：2014年各省份住宅销售增速及库存变化销售比（%）

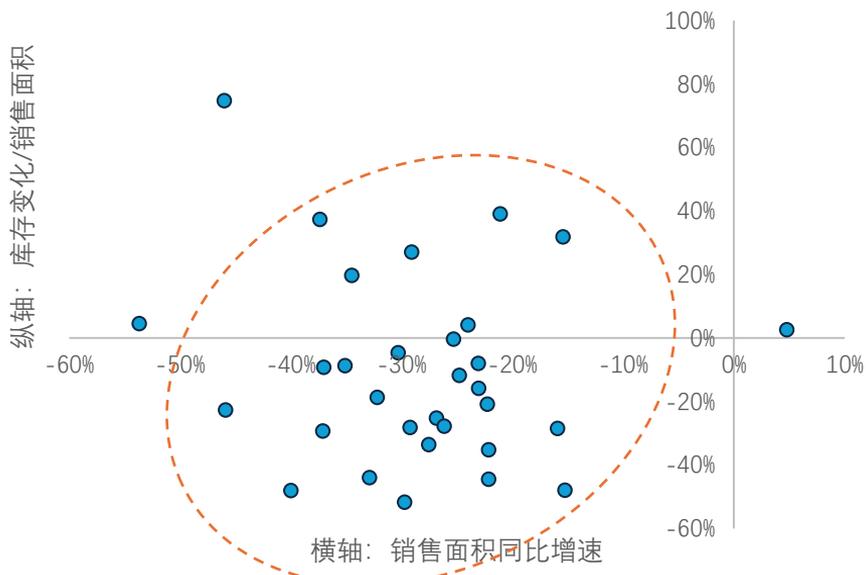


资料来源：Wind、华福证券研究所

2. 本轮地产困境有何不同？

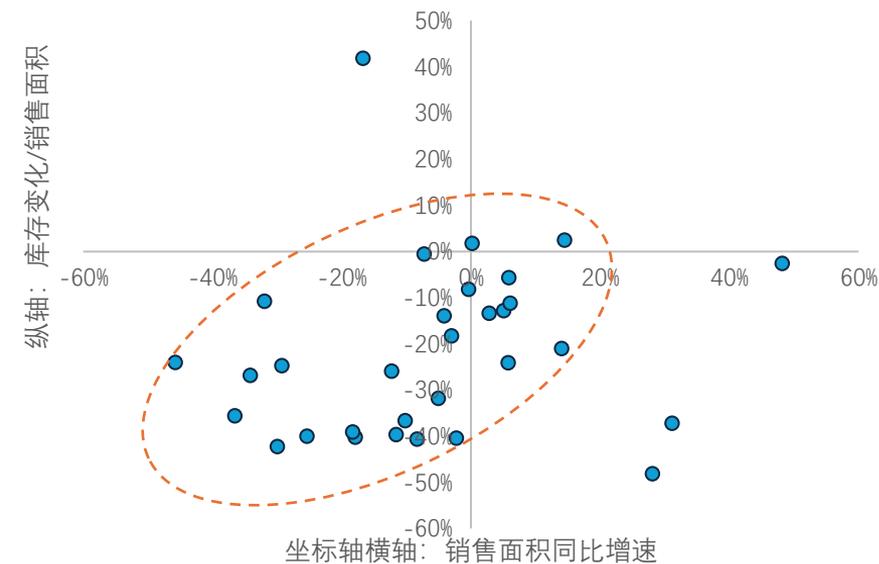
- **2022年与2023年：市场下行伴随库存去化**
 - 本轮市场下行过程中，各个省市房地产市场呈现去库存区域市场下行更为明显。

图表：2022年各省份住宅销售增速及库存变化销售比（%）



资料来源：Wind、华福证券研究所

图表：2023年10月各省份住宅销售增速及库存变化销售比（%）



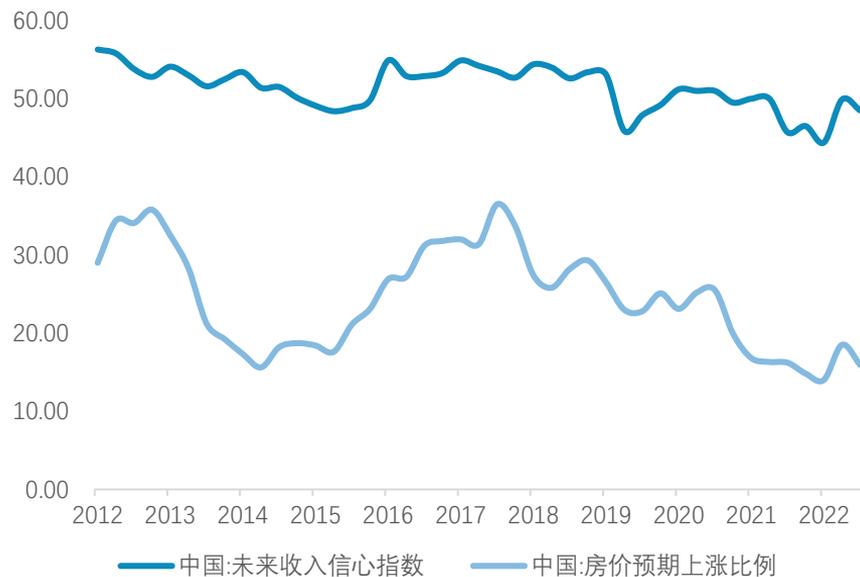
资料来源：Wind、华福证券研究所

2. 本轮地产困境有何不同？

➤ 长期趋势：预期的拐点与长周期的人口结构恶化

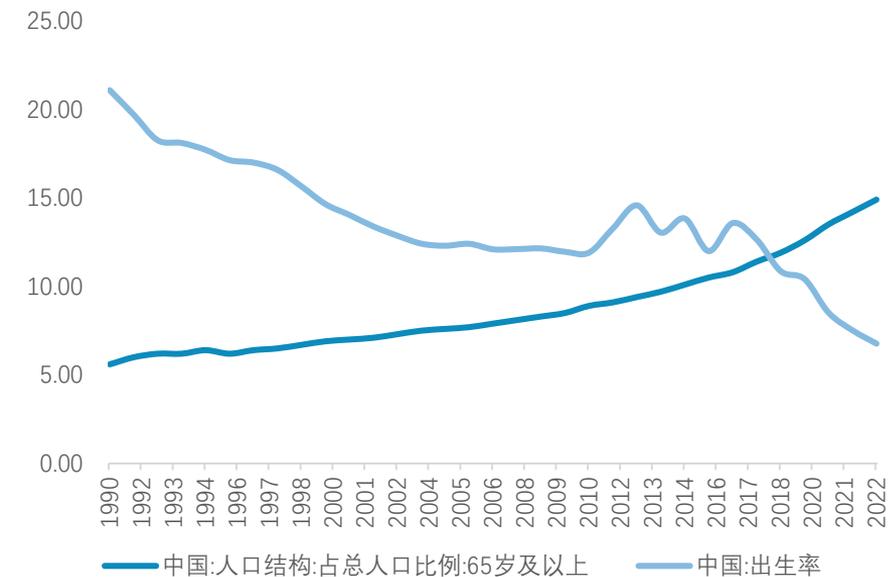
- 收入预期与房价预期自2017年持续回落，叠加出生率的持续降低，以及老龄化占比提升，中长期地产需求增长存在压力。

图表：收入及房价预期 (%)



资料来源：Wind、华福证券研究所

图表：老龄人口占比及人口出生率 (%、‰)



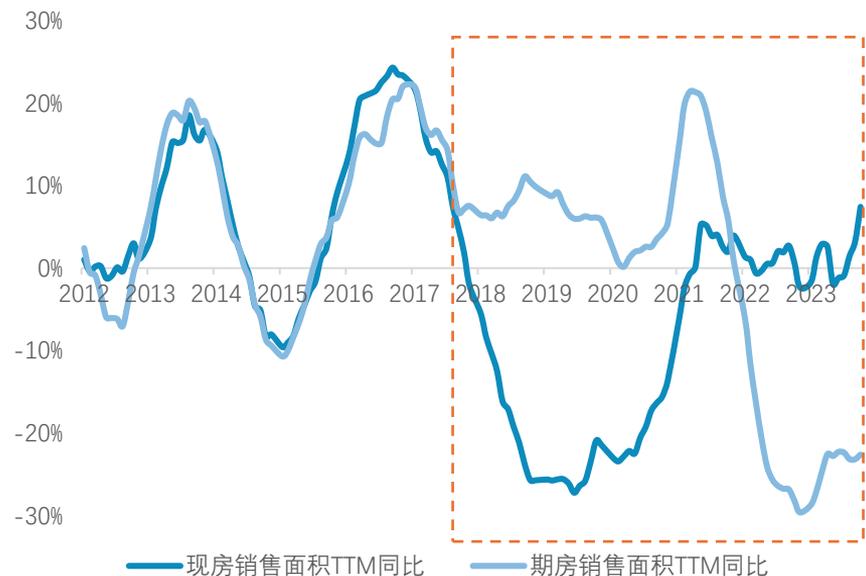
资料来源：Wind、华福证券研究所

2. 本轮地产困境有何不同？

➤ 去除供给结构影响，市场需求存在结构性复苏

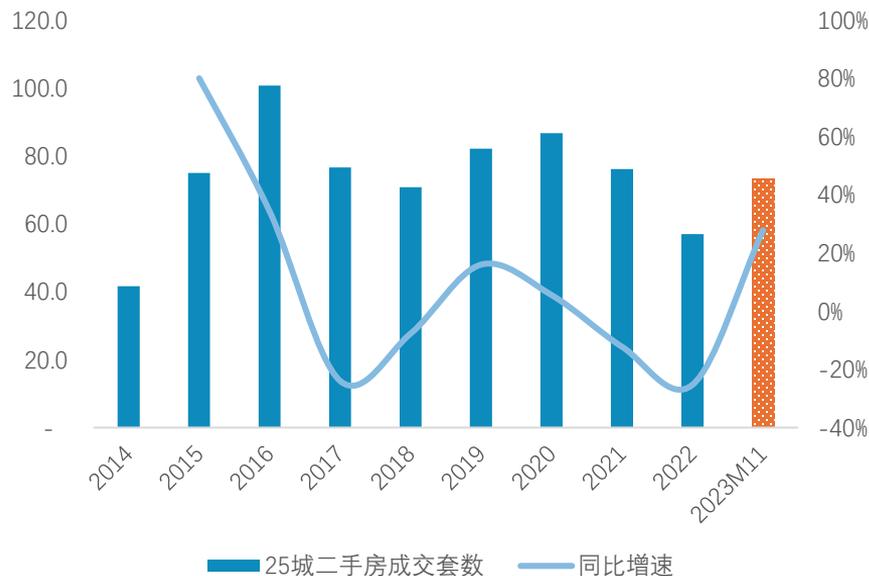
- 去除掉部分房企违约带来期房交付预期影响，2023年整体市场成交结构中，现房销售规模显著好于期房，二手房成交显著强于一手房。在居民购房更加倾向于所见即所得的环境下，需求或已出现结构性的迹象。

图表：现房和期房的销售分化 (%)



资料来源：Wind、华福证券研究所

图表：一手和二手房的销售分化 (%)



资料来源：Wind、华福证券研究所

目 录

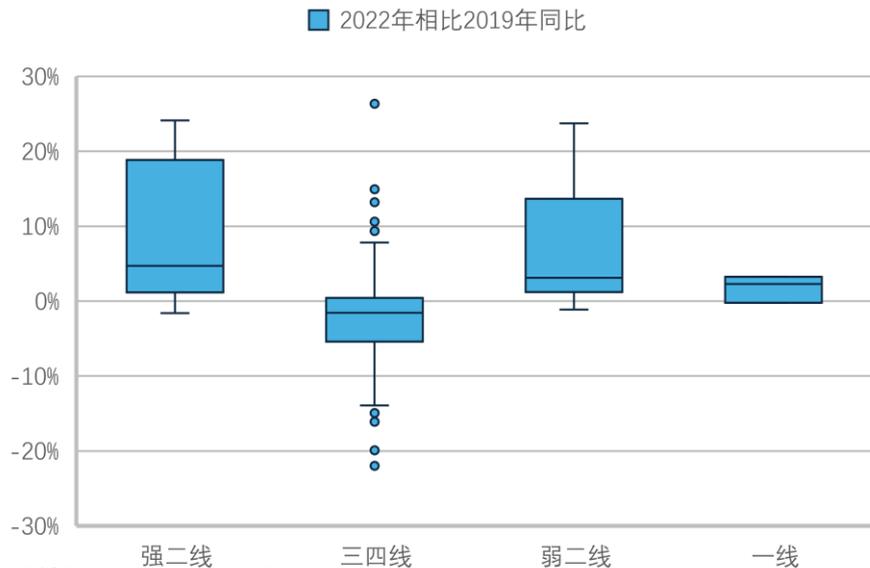
- 1. 2023年市场供需下行到什么阶段？
- 2. 本轮地产困境有何不同？
- **3. 三四线城市是否真的那么差？**
- 4. 市场触底复苏需要哪些变化？
- 5. 房企经营行为转变的背后原因？
- 6. 高周转的策略是否有天花板？
- 7. 2024年展望
- 投资建议及风险提示

3. 三四线城市是否真的那么差？

➤ 三四线城市人口虽整体流出，但分化明显

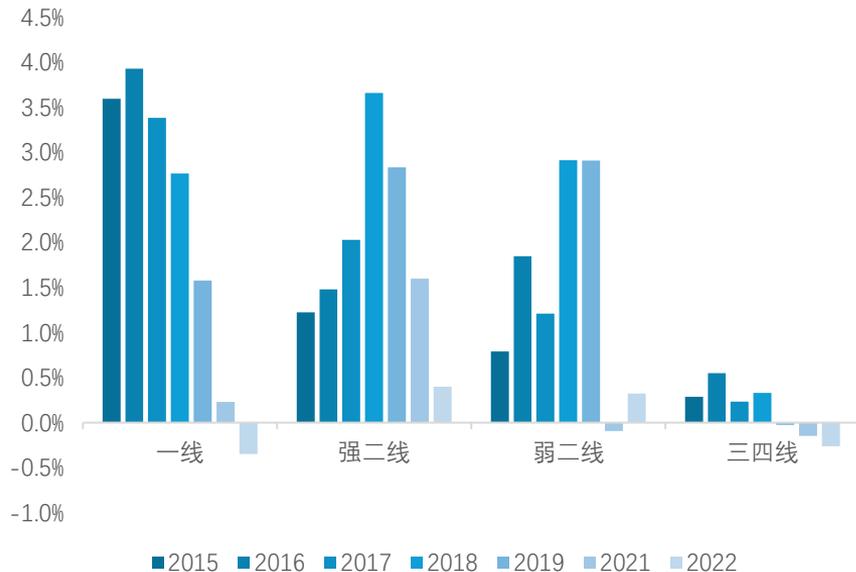
- 从人口分布来看，三四线城市2022年人口相较于2019年，增速中位数虽小于0，但增速分布范围分化巨大，部分三四线小城市甚至保持人口正增长。从增速的边际变化来看，2015年至今，三四线城市人口增速的回落幅度相对较低。

图表：不同城市2022年常住人口相比2019年增速分布（%）



资料来源：Wind、华福证券研究所

图表：不同城市等级15年至2022年常住人口平均年增速（%）



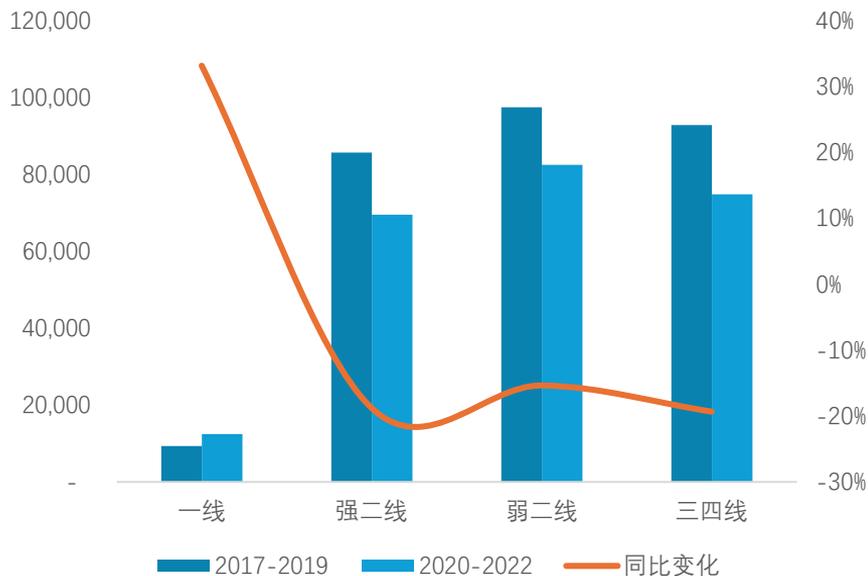
资料来源：Wind、华福证券研究所

3. 三四线城市是否真的那么差？

➤ 一二线强而三四线弱的土地市场开始出现扭转

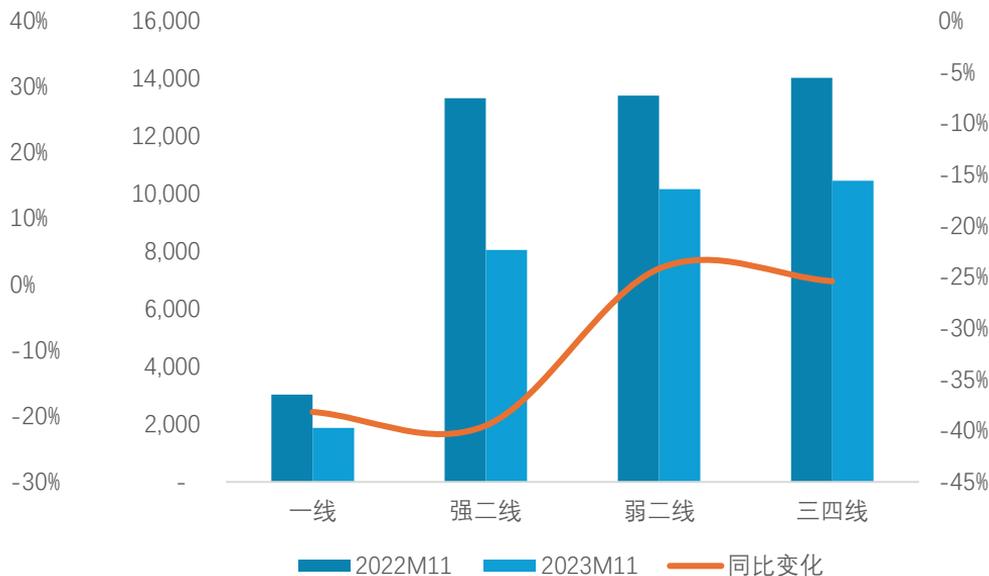
- 2020-2022年，在企业保持聚焦核心城市，保持高周转与规模增长的策略下，一线城市土地出让规模大幅增长。2023年，伴随弱二线及三四线小城市的供给出清，以及一线及强二线城市出现销售放缓的迹象，2023年前11月，三四线及弱二线住宅类用地出让降幅显著好于一线及强二线城市。

图表：2017-2019、2020-2022宅地成交面积及增速（万㎡、%）



资料来源：Wind、华福证券研究所

图表：2022及2023前11月宅地成交面积及增速（万㎡、%）

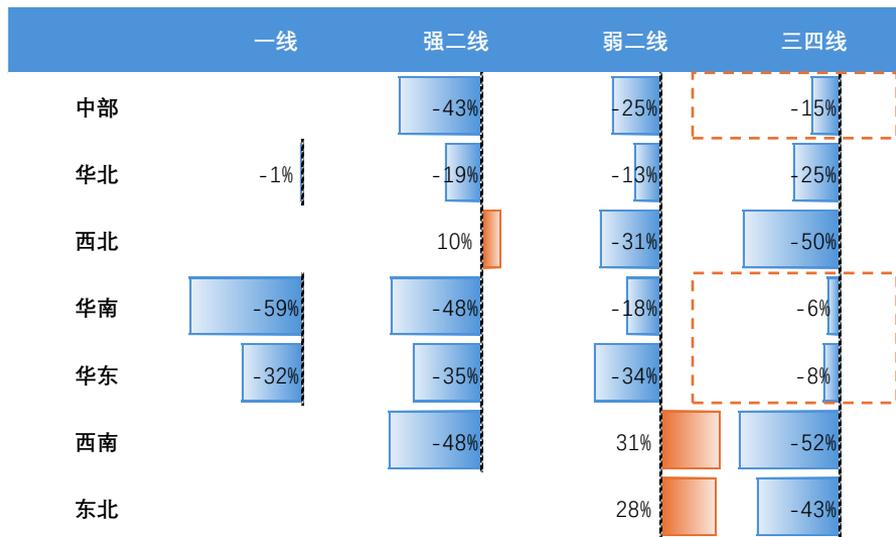


资料来源：Wind、华福证券研究所

3. 三四线城市是否真的那么差？

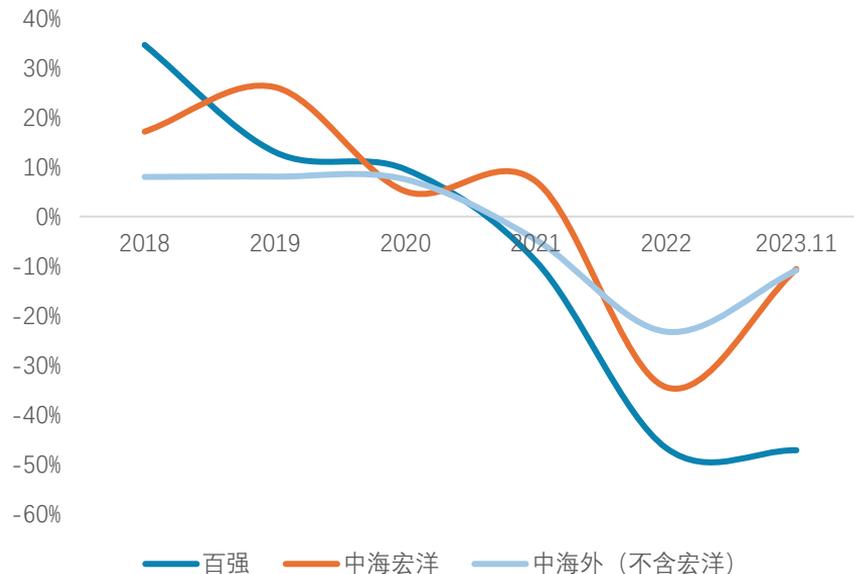
- 部分区域三四线城市土地市场降幅领先同区域一二线城市，布局三四线典型房企中海外宏洋销售显著领先于行业
- 从区域结构而言，中部、华南及华东重点区域三四线城市宅地成交建筑面积显著优于同区域一二线城市，华南及华东区域土地成交建筑面积同比降幅接近回正。布局三四线城市典型房企中海外宏洋集团，前11月销售规模显著领先于百强房企平均水平。

图表：2023年1-11月区域土地成交面积同比（%）



资料来源：Wind、华福证券研究所

图表：百强房企、中海宏洋、中海（不含宏洋）销售面积同比（%）



资料来源：Wind、华福证券研究所

目 录

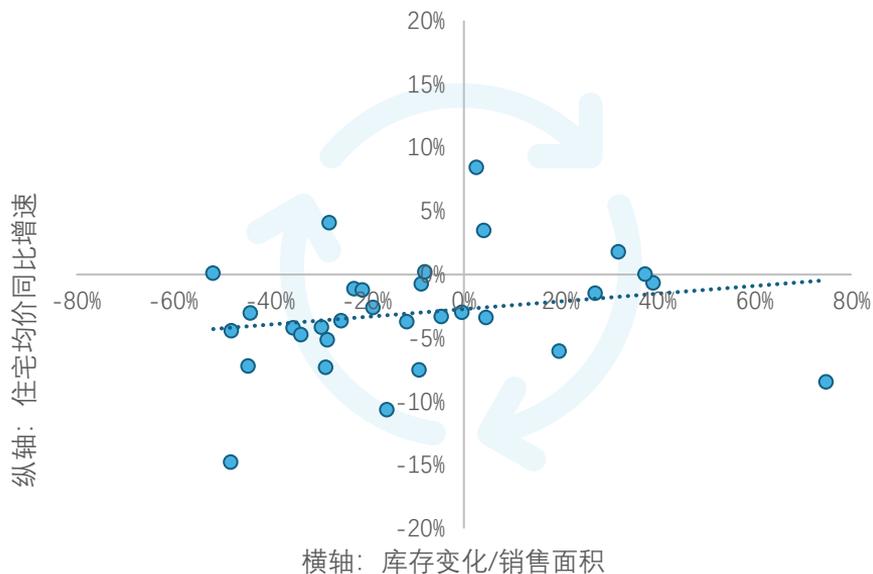
- 1. 2023年市场供需下行到什么阶段？
- 2. 本轮地产困境有何不同？
- 3. 三四线城市是否真的那么差？
- 4. **市场触底复苏需要哪些变化？**
- 5. 房企经营行为转变的背后原因？
- 6. 高周转的策略是否有天花板？
- 7. 2024年展望
- 投资建议及风险提示

4. 市场触底复苏需要哪些变化？

➤ 房价和库存变化关系已出现见底迹象

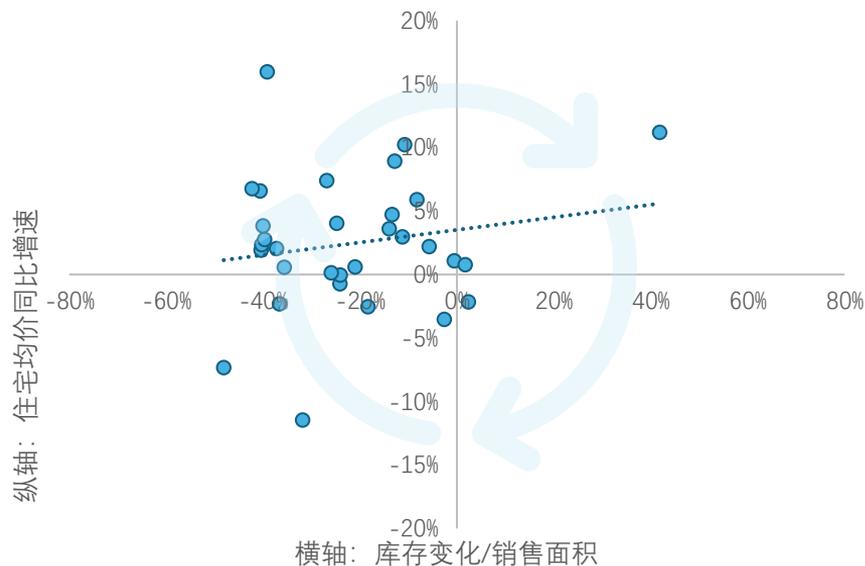
- 2022年，省市库存变化及房价变化呈现出降价去库存的特点，2023年前11月，大量省市在库存下降的同时，出现房价企稳的迹象。从降价去库存到房价企稳，市场周期复苏可期。

图表：2022年各省市库存变化销售比及住宅销售均价增速（%）



资料来源：Wind、华福证券研究所

图表：2023年前10月各省市库存变化销售比及住宅销售均价增速（%）



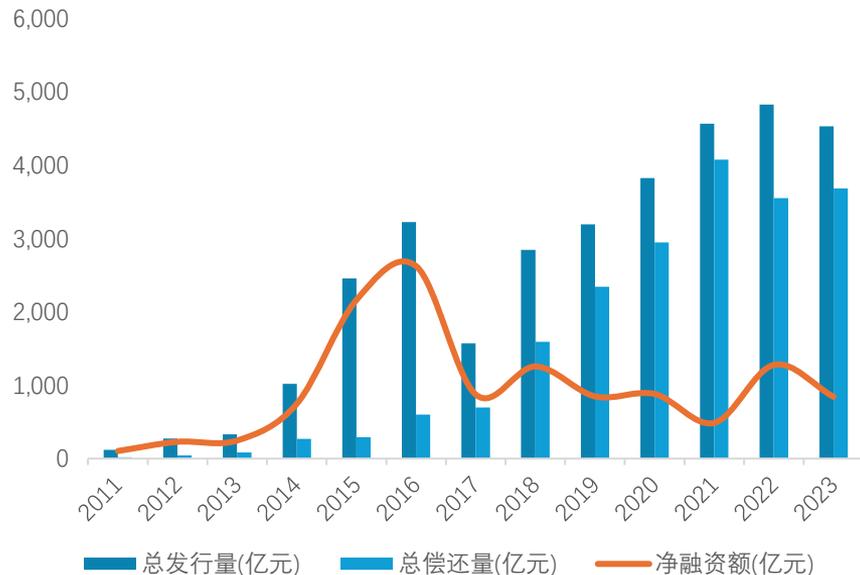
资料来源：Wind、华福证券研究所

4. 市场触底复苏需要哪些变化？

➤ 负债端融资环境改善持续支撑行业复苏

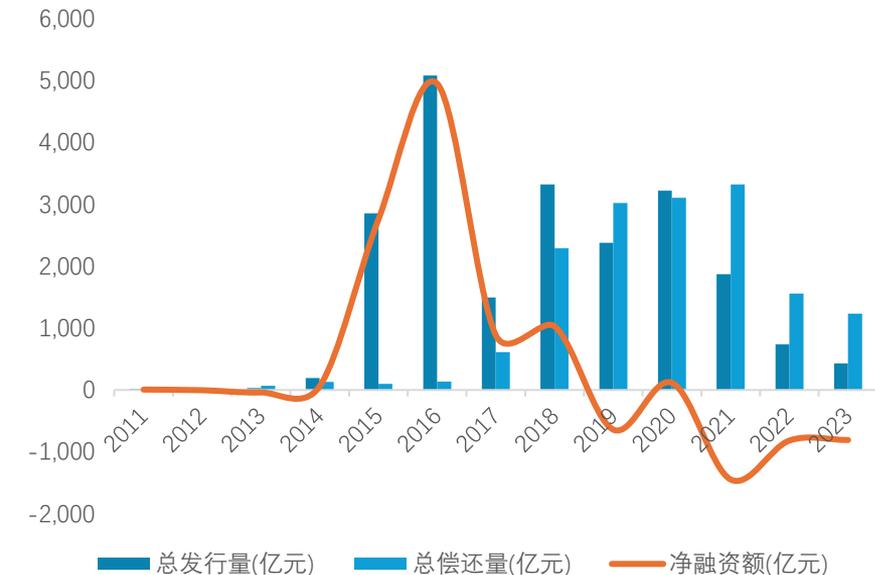
- 在过去三年市场下行过程中，行业在库存持续下降的过程中，房价仍旧下行的本质原因在于企业负债压力下，开发商被迫采取降价抛售在手项目，通过牺牲利润的方式保持企业现金流的平衡。在当前行业融资端政策持续优化的背景下，企业主动降价抛售库存的经营决策有望得到持续改善。

图表：国央企信用债发行、到期及净融资（亿）



资料来源：Wind、华福证券研究所

图表：非国央企信用债发行、到期及净融资（亿）



资料来源：Wind、华福证券研究所

4. 市场触底复苏需要哪些变化？

➤ 净负债规模的企稳回升将助力房企存货规模企稳

- 2018年至今，AH上市房企净负债规模持续下降，从企业经营的角度，净负债规模对应的则是资产中存货规模，在外部融资环境不稳定的背景下，行业整体存货规模下行压力增加，对应到企业的经营行为则是降价销售，快速回收现金流。在融资环境改善对应净负债规模企稳回升的过程中，房企主动抛售土储的经营选择将持续改善。

图表：A股上市房企存货及净负债规模增速（亿、%）



资料来源：Wind、华福证券研究所

图表：H股上市房企存货及净负债规模增速（亿、%）



资料来源：Wind、华福证券研究所

目 录

- 1. 2023年市场供需下行到什么阶段？
- 2. 本轮地产困境有何不同？
- 3. 三四线城市是否真的那么差？
- 4. 市场触底复苏需要哪些变化？
- **5. 房企经营行为转变的背后原因？**
- 6. 高周转的策略是否有天花板？
- 7. 2024年展望
- 投资建议及风险提示

5. 房企经营行为转变的背后原因？

➤ 高周转的本质是提升房企无息债务占比。

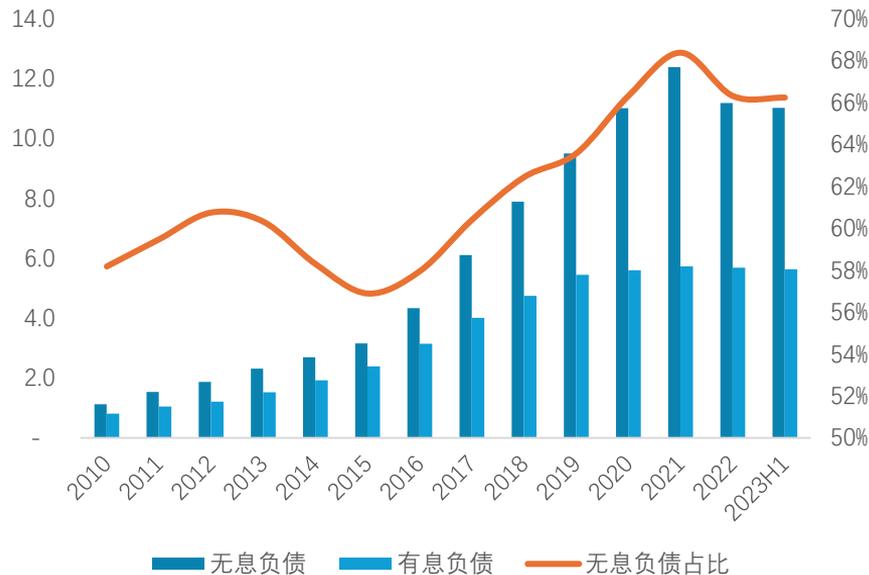
- 融资成本无法改善下，房企通过高周转方式，通过提升无息负债规模占比提升，摊薄整体负债端融资成本，改善加杠杆对ROE的驱动效果。

图表：A股上市房企有息、无息负债规模及无息负债占比（万亿、%）



资料来源：Wind、华福证券研究所

图表：H股上市房企有息、无息负债规模及无息负债占比（万亿、%）



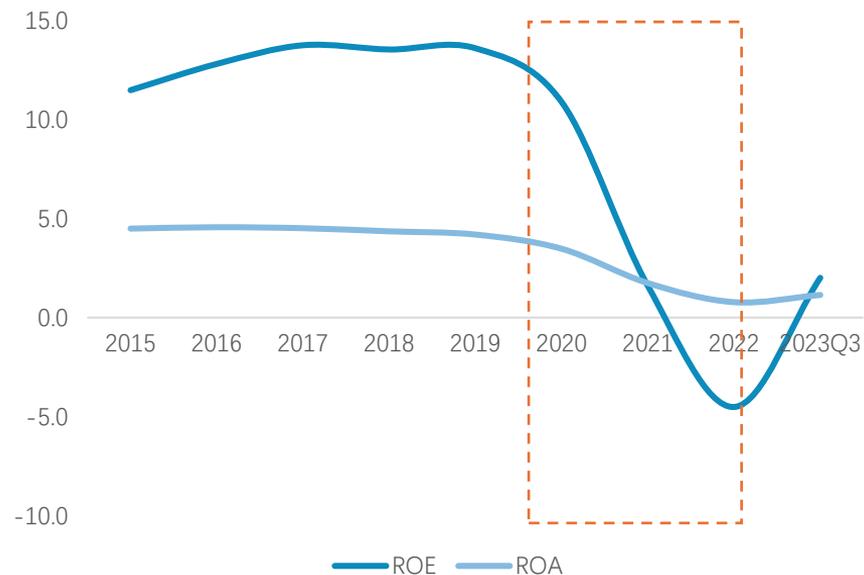
资料来源：Wind、华福证券研究所

5. 房企经营行为转变的背后原因？

➤ 改善企业的投资意愿仍旧需要等待行业整体盈利水平企稳回升

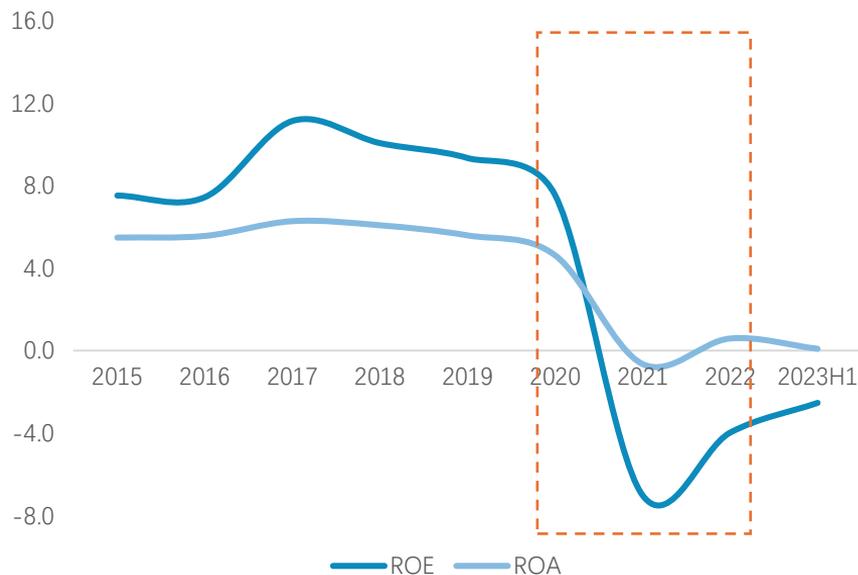
- 从企业经营的角度而言，受限于持续下降的ROA水平，在融资成本高于ROA的环境下，加杠杆行为并不能带来ROE的改善，从内外部环境，企业再投资的意愿较弱。

图表：A股上市房企ROE及ROA（整体法、%）



资料来源：Wind、华福证券研究所

图表：H股上市内地房地产企业ROE及ROA（整体法、%）



资料来源：Wind、华福证券研究所

目 录

- 1. 2023年市场供需下行到什么阶段？
- 2. 本轮地产困境有何不同？
- 3. 三四线城市是否真的那么差？
- 4. 市场触底复苏需要哪些变化？
- 5. 房企经营行为转变的背后原因？
- 6. 高周转的策略是否有天花板？
- 7. 2024年展望
- 投资建议及风险提示

6. 高周转的策略是否有天花板？

➤ 周转速度再提速难度较大

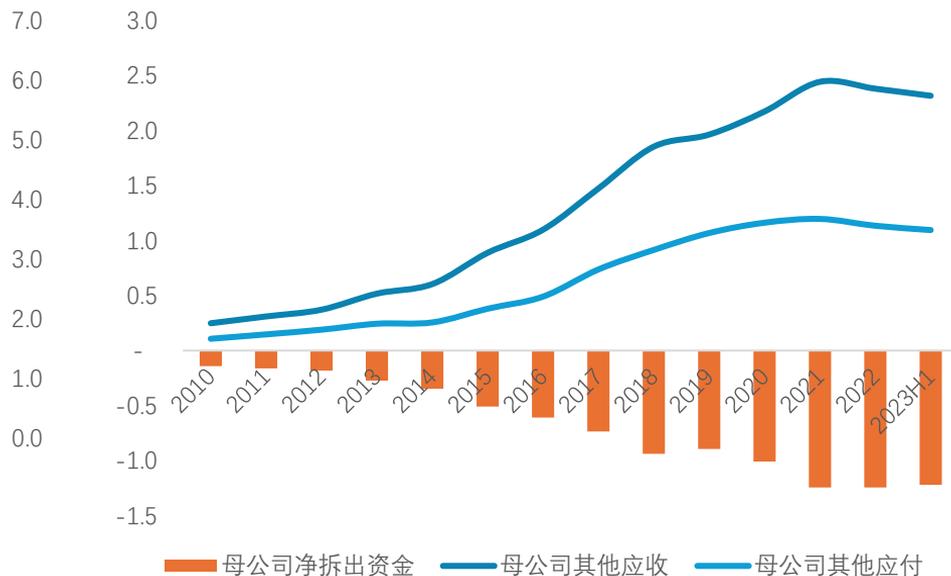
- 提升现金使用效率，扩大存货规模的策略，导致了较高的存货现金比，母公司在项目公司之间的资金调拨规模在2021年后持续回落，行业整体高周转策略已经将开发商资金使用效率提升到了较高水平，再进一步提升的难度较大。

图表：A股上市存货规模、货币资金及存货现金比（万亿、%）



资料来源：Wind、华福证券研究所

图表：A股上市房企母公司其他应收、应付及净拆出资金（万亿）



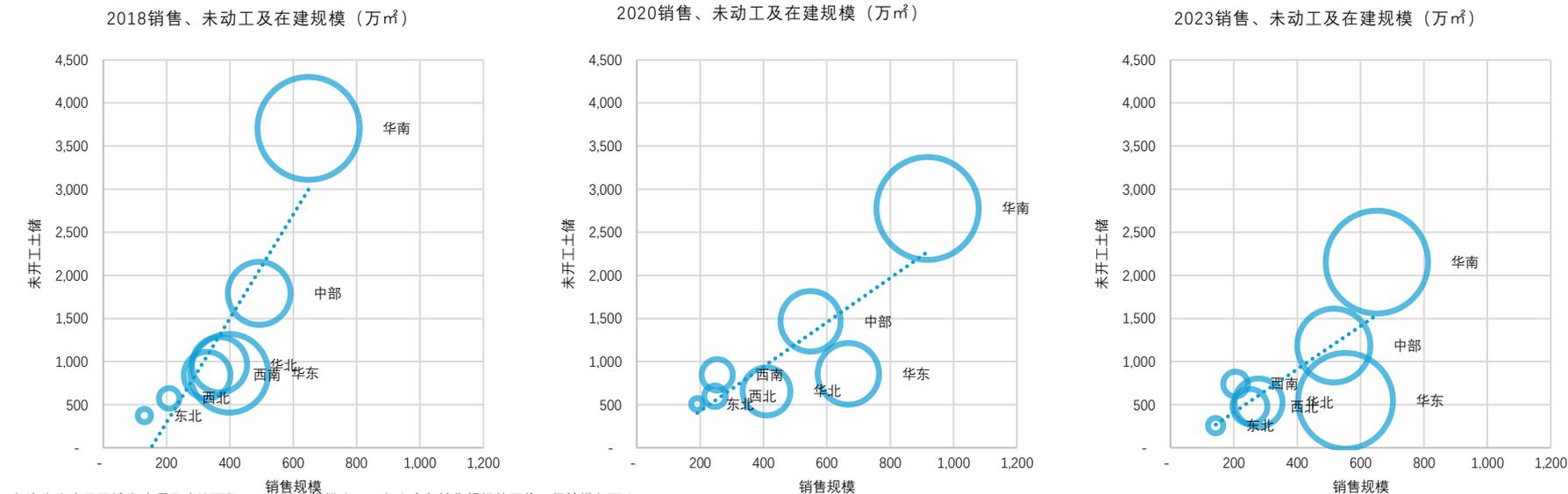
资料来源：Wind、华福证券研究所

6. 高周转的策略是否有天花板？

➤ 周转无法再提速之下，只能通过结构性调整进一步保证整体土储流速

- 市场下行的压力下，典型房企保持了聚焦核心的土储策略，持续聚焦销售去化较好的核心华东城市，不断降低弱线城市土储，保持整体现金流安全。
- 典型房企1在调整土储区域结构的同时，保持拿地强度，销售规模保持在较高水平。

图表：典型房企1销售规模、土储规模及在建规模（万㎡）

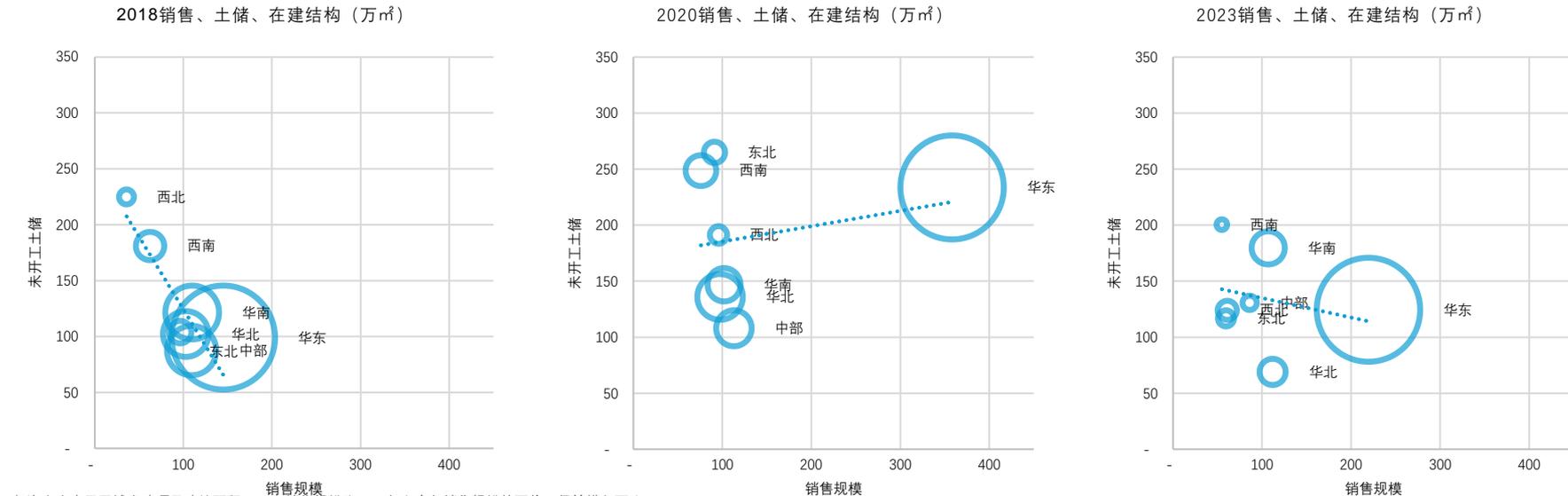


气泡大小表示区域在建项目建筑面积，2023销售规模为2023年上半年销售规模的两倍，保持横向可比
 资料来源：Wind、华福证券研究所

6. 高周转的策略是否有天花板？

- 典型房企2在2018-2020年大幅提升了华东区域土储规模，但2022年后，核心城市土地市场竞争加剧，华东区域土储出现下降，保持销售规模的难度加大。

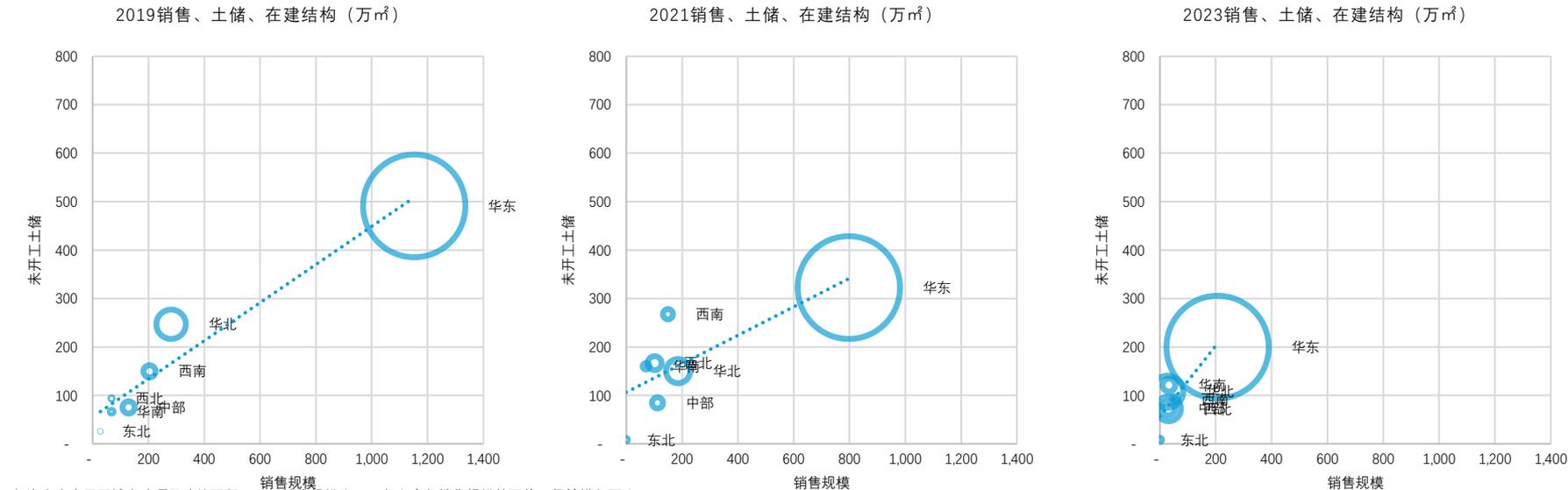
图表：典型房企2销售规模、土储规模及在建规模（万㎡）



6. 高周转的策略是否有天花板？

- 典型房企3持续缩减拿地强度，整体土储结构持续恶化，导致不同区域项目销售规模持续缩减，流动性压力持续增加。

图表：典型房企3销售规模、土储规模及在建规模（万㎡）



气泡大小表示区域在建项目建筑面积，2023销售规模为2023年上半年销售规模的两倍，保持横向可比

资料来源：Wind、华福证券研究所

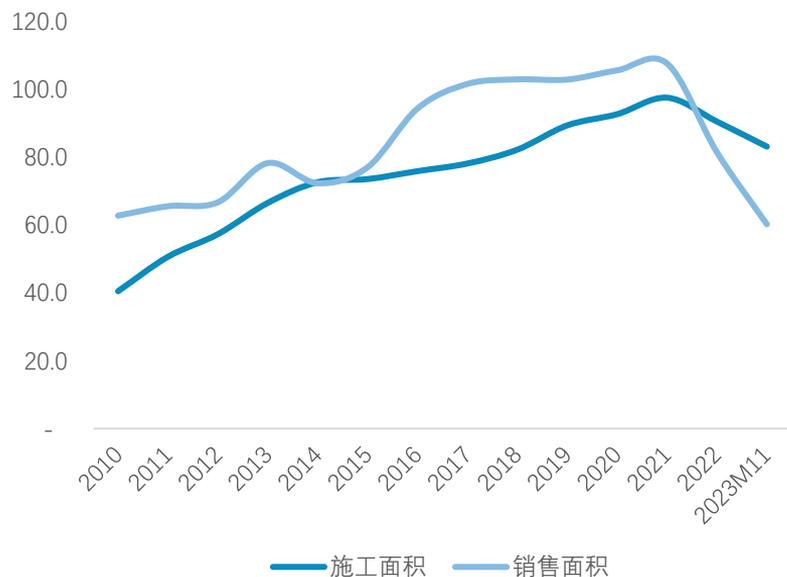
目 录

- 1. 2023年市场供需下行到什么阶段？
- 2. 本轮地产困境有何不同？
- 3. 三四线城市是否真的那么差？
- 4. 市场触底复苏需要哪些变化？
- 5. 房企经营行为转变的背后原因？
- 6. 高周转的策略是否有天花板？
- 7. 2024年展望
- 投资建议及风险提示

➤ 困境的本质

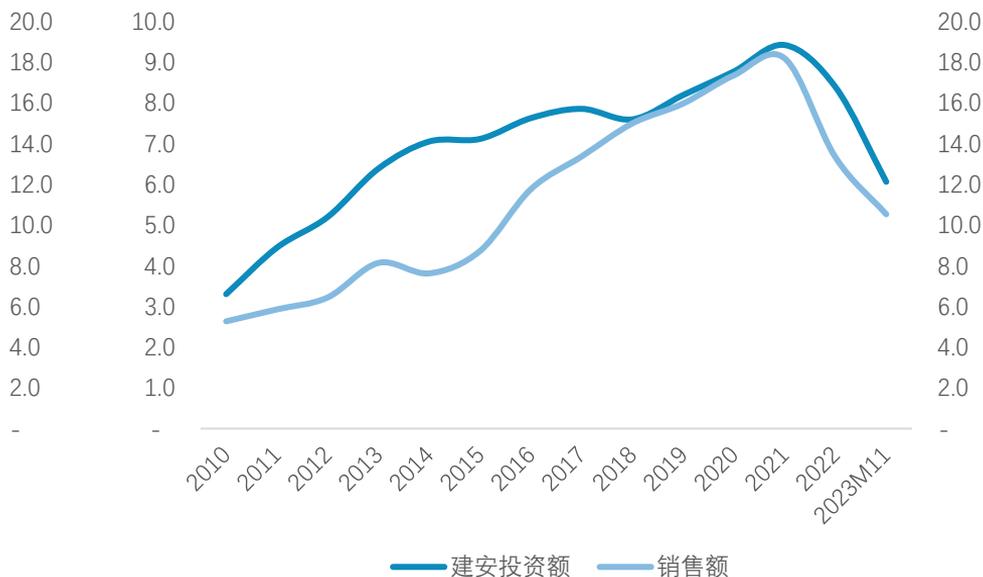
- 施工高峰与销售低谷的错配本轮房地产流动性压力的本质在于房企提高资金周转效率后，过高的施工规模带来的存货现金比，与持续恶化的土储结构带来的销售下行的错配，母公司净拆出资金（其他应收-其他应付）缺口扩大的同时，集团信用债面临无法借新还旧的市场压力下，带来的流动性风险加剧。伴随施工规模下降以及政策宽松下，需求的持续复苏，本轮房地产市场流动性压力有望迎来改善。

图表：商品房施工面积及销售面积（亿㎡）



资料来源：Wind、华福证券研究所

图表：房地产投资中建安相关投资规模及商品房销售额（万亿）



资料来源：Wind、华福证券研究所

政策的发力

- 在当前房地产调控政策持续改善的背景下，融资端支持扭转企业聚焦核心降低土储的主动缩表行为；部分城市陆续放松房地产价限制改善企业拿地投资进行地产开发的经营回报，叠加需求端政策不断出台扭转企业及居民预期。2024年房地产市场有望出现企稳回升。
- 在商品房回归商品属性，商品房价格回归市场化定价的过程中，房企将持续调整土储的行为，通过平衡土地盈利与销售速度，重新调整市场供需，促进行业景气复苏。

图表：2023年重点会议对地产政策表态

时间	来源	详细
2023/2/15	求是杂志	一是防范房地产业引发系统性风险。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，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。
2023/3/15	政府工作报告	出台金融支持措施，支持刚性和改善性住房需求，扎实推进保交楼稳民生工作。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，建立实施房地产长效机制，扩大保障性住房供给，推进长租房市场建设，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产市场健康发展。
2023/4/28	政治局会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、保民生、保稳定工作，促进房地产市场平稳健康发展，推动建立房地产业发展新模式。在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。规划建设保障性住房。
2023/7/24	政治局会议	要切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。
2023/10/31	中央金融工作会议	促进金融与房地产良性循环，健全房地产企业主体监管制度和资金监管，完善房地产金融宏观审慎管理，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，因城施策用好政策工具箱，更好支持刚性和改善性住房需求，加快保障性住房等“三大工程”建设，构建房地产新发展模式。
2023/12/12	中央经济工作会议	要统筹化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险，严厉打击非法金融活动，坚决守住不发生系统性风险的底线。积极稳妥化解房地产风险，一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。加快推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”。完善相关基础性制度，加快构建房地产新发展模式。

资料来源：求是网、人民网、中国政府网、新华网、华福证券研究所

目 录

- 1. 2023年市场供需下行到什么阶段？
- 2. 本轮地产困境有何不同？
- 3. 三四线城市是否真的那么差？
- 4. 市场触底复苏需要哪些变化？
- 5. 房企经营行为转变的背后原因？
- 6. 高周转的策略是否有天花板？
- 7. 2024年展望
- **投资建议及风险提示**

➤ 核心观点：

- 我们认为，2023年市场下行压力下，房地产调控政策将持续在供给及需求两端发力。12月中央经济工作会议后，房地产调控政策同步在供需两端发力，需求侧重点支持合理购房需求释放，供给端一视同仁满足不同房企的合理融资需求，持续宽松的政策环境将改善居民预期的同时，扭转市场供需双弱的负反馈局面，驱动房地产市场企稳复苏。

➤ 投资建议：

- 当前政策对供需两端频繁释放积极信号，有助于改善行业融资环境。叠加“三大工程”建设发力，相关项目稳步落地后有望拉动楼市筑底企稳。建议关注三条主线：
 - 1) 保持拿地强度的龙头房企：保利发展、招商蛇口、滨江集团、越秀地产；
 - 2) 低估值龙头混合所有制及民营房企：万科A、金地集团、龙湖地产；
 - 3) 持续加杠杆扩表的地方国企：浦东金桥。

➤ 融资环境收紧超预期

- 房地产行业属于资本密集型行业，融资环境超预期收紧将对房地产的增速及盈利能力产生负面冲击。融资总量的下降将导致开发商放慢拿地、推盘、销售、施工及竣工的经营速度，导致总体的增速下行。

➤ 房地产销售政策变化

- 房地产销售政策中，包括预售资金监管、预售要求等，对于开发商现金流周转效率影响显著。

➤ 地产调控政策变化

- 报告主要假设建立在调控政策稳定的前提下，由于需求端变动受到房地产调控政策影响显著，政策变化将影响去化率假设，导致企业规模增长的确定性下降。

➤ 引用数据滞后或不及时

- 报告引用的公开数据可能存在信息滞后或更新不及时，存在引用数据滞后导致对预测结果及分析结论的准确性产生影响。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

诚信专业 发现价值

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT座20楼

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

