

评级：增持（维持）

分析师：由子沛

执业证书编号：S0740523020005

Email: youzpz@zts.com.cn

分析师：侯希得

执业证书编号：S0740523080001

Email: houxd@zts.com.cn

分析师：李焱

执业证书编号：S0740520110003

Email: liyao01@zts.com.cn

基本状况

|            |           |
|------------|-----------|
| 上市公司数      | 109       |
| 行业总市值(亿元)  | 10,899.90 |
| 行业流通市值(亿元) | 5,096.50  |

行业-市场走势对比



相关报告

重点公司基本状况

| 简称   | 股价<br>(元) | EPS  |       |       |       | PE    |       |       |       | 评级 |
|------|-----------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----|
|      |           | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |    |
| 保利发展 | 8.87      | 1.53 | 1.70  | 2.07  | 2.73  | 5.80  | 5.22  | 4.29  | 3.25  | 买入 |
| 招商蛇口 | 8.43      | 0.41 | 1.06  | 1.31  | 1.67  | 20.56 | 7.95  | 6.44  | 5.05  | 买入 |
| 滨江集团 | 6.67      | 1.20 | 1.42  | 1.76  | 2.31  | 5.56  | 4.70  | 3.79  | 2.89  | 买入 |
| 万科A  | 9.41      | 1.95 | 2.23  | 2.46  | 2.52  | 4.83  | 4.22  | 3.83  | 3.73  | 买入 |
| 华发股份 | 6.64      | 1.12 | 1.40  | 1.61  | 1.80  | 5.93  | 4.74  | 4.12  | 3.69  | 买入 |

备注：股价使用2024年1月19日收盘价

投资要点

■ **事件：1月15日，国家统计局公布数据显示，2023年1-12月，商品房销售面积111735万平方米，同比-8.5%，商品房销售额116622亿元，同比-6.5%。全国房地产开发投资110913亿元，同比-9.6%。**

■ **销售持续下滑，政策延续放松态势**

2023年1-12月商品房销售面积同比-8.5%，增速较2023年1-11月下降0.5pct，12月单月销售面积同比-23%，单月增速较上月下降1.7pct，1-12月商品房销售金额同比-6.5%，较2023年1-11月的增速下降1.3pct，12月单月销售金额同比-22.9%，单月增速较上月下降6pct。12月行业销售增速仍处下行阶段，市场热度依然低迷，我们认为，主要是房地产行业需求不足的体现。7月24日，中央政治局会议定调房地产新形势后，市场对政策的宽松预期不断提升，近期重点城市均放松“认房不认贷”及限购政策，房贷利率端也开始持续优化；12月14日，京沪同时发布房地产新政，从普宅标准、首付比例等多方面对住房政策进行调整优化，我们预计，在销售持续探底的背景下，行业的各类放松政策有望加速出台，并推动销售逐步回稳。

■ **投资降幅扩大，新开工单月回落，竣工数据表现较好**

2023年1-12月房地产投资同比-9.6%，较2023年1-11月增速下降0.2pct；1-12月新开工增速同比-20.4%，较1-11月增速上升0.8pct，其中12月单月新开工面积同比-11.6%，较11月下降16.3pct；1-12月竣工面积同比+17%，较1-11月增速下降0.9pct。拿地及新开工意愿较低的情况下，行业投资数据进一步下滑，新开工单月增速再次大幅下滑，在房企拿地强度仍处下滑期的背景下，我们认为新开工增速未来仍难走强。竣工方面表现较强，一方面是上年基数较低，另一方面是在保交楼政策的推动下保持强势。综合来看，我们认为市场在供需双弱的情况下，投资数据短期难以企稳，但预计随着政策端的持续发力带动销售的逐步回暖，房企也有望加大拿地力度，行业投资数据将探底回稳。

■ **资金来源数据持续下滑，未来改善可期**

2023年1-12月房地产开发企业到位资金同比-13.6%，较2023年1-11月增速下降0.2pct。分项来看，国内贷款、自筹资金、定金及预收款及个人按揭贷款增速分别为-9.9%、-19.1%、-11.9%及-9.1%，各项数据均同比负增长，自筹资金下滑幅度最大。当前，非国有房企持续出现债务违约事件，导致行业融资渠道仍处收缩状态，但随着中央经济工作会议表态“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”，以及需求端政策带来的销售回暖，房企到位资金情况未来有望逐步改善。

■ **投资建议：1-12月房地产行业各项数据仍在低位徘徊，但随着城中村改造等三大工程的持续推进，以及京沪住房政策优化调整，未来行业数据有望随着政策的持续推出探底企稳，我们继续看好板块的投资机会，在一线城市政策放松和城中村改造两大行业主线下，建议关注布局一二线城市且业绩稳健、安全度较高的房企，包括华发股份、滨江集团、中华企业、招商蛇口、保利发展和万科A等。**

■ **风险提示：销售不及预期，房地产政策放松力度不及预期，研报使用信息更新不及时。**

## 1. 行业宏观数据汇总

2023年1-12月,商品房销售面积111735万平方米,同比下降8.5%,增速较2023年1-11月下降0.5pct。其中,住宅销售面积下降8.2%,办公楼销售面积下降9.0%,商业营业用房销售面积下降12%。商品房销售额116622亿元,同比下降6.5%,增速较2023年1-11月下降1.3pct。其中,住宅销售额下降6%,办公楼销售额下降12.9%,商业营业用房销售额下降9.3%。2023年1-12月,全国房地产开发投资完成额110913亿元,同比下降9.6%,增速较2023年1-11月下降0.2pct。其中,住宅投资83820亿元,同比下降9.3%,增速较2023年1-11月下降0.3pct,住宅投资占房地产开发投资的比重为75.6%。

图表1: 行业宏观数据汇总

| 指标             | 2023年1-11月 |        |        |           | 2023年1-12月 |        |        |           | 2023年11月 |        |        | 2023年12月 |        |        |
|----------------|------------|--------|--------|-----------|------------|--------|--------|-----------|----------|--------|--------|----------|--------|--------|
|                | 累计值        | 占比     | 累计同比   | 相比上月变化百分点 | 累计值        | 占比     | 累计同比   | 相比上月变化百分点 | 当月值      | 当月环比   | 当月同比   | 当月值      | 当月环比   | 当月同比   |
| 商品房销售面积(万平方米)  | 100,509    | 100.0% | -8.0%  | -0.2      | 111,735    | 100.0% | -8.5%  | -0.5      | 7,930    | 2.0%   | -21.3% | 11,226   | 41.6%  | -23.0% |
| 其中:住宅          | 85,965     | 85.5%  | -7.3%  | -0.5      | 94,796     | 84.8%  | -8.2%  | -0.5      | 6,579    | -0.6%  | -23.5% | 8,832    | 34.3%  | -25.8% |
| 办公楼            | 2,280      | 2.3%   | -11.5% | 1.1       | 2,717      | 2.4%   | -9.0%  | 2.5       | 181      | 19.8%  | -14.3% | 437      | 141.2% | -1.6%  |
| 商业营业用房         | 5,493      | 5.5%   | -13.9% | 1.2       | 6,356      | 5.7%   | -12.0% | 1.9       | 519      | 9.9%   | -14.6% | 863      | 66.3%  | -14.2% |
| 商品房销售金额(亿元)    | 105,318    | 100.0% | -5.2%  | -0.3      | 116,622    | 100.0% | -6.5%  | -1.1      | 8,157    | 0.8%   | -16.9% | 11,304   | 38.6%  | -22.9% |
| 其中:住宅          | 93,646     | 88.9%  | -4.3%  | -0.6      | 102,990    | 88.3%  | -6.0%  | -1.1      | 7,144    | -0.7%  | -18.3% | 9,344    | 30.8%  | -25.6% |
| 办公楼            | 3,088      | 2.9%   | -15.1% | 2.2       | 3,742      | 3.2%   | -12.9% | 2.2       | 256      | 33.5%  | 5.8%   | 654      | 155.4% | -4.5%  |
| 商业营业用房         | 5,772      | 5.5%   | -11.9% | 1.1       | 6,619      | 5.7%   | -9.3%  | 2.6       | 509      | 6.7%   | -11.6% | 847      | 66.2%  | -2.7%  |
| 房地产开发投资完成额(亿元) | 104,045    | 100.0% | -9.4%  | -0.1      | 110,913    | 100.0% | -9.6%  | -0.3      | 8,124    | -6.1%  | -18.1% | 6,867    | -15.5% | -24.0% |
| 其中:住宅          | 78,852     | 75.8%  | -9.0%  | -0.2      | 83,820     | 75.6%  | -9.3%  | -0.1      | 6,053    | -7.2%  | -19.3% | 4,968    | -17.9% | -25.1% |
| 办公楼            | 4,145      | 4.0%   | -10.0% | -0.3      | 4,531      | 4.1%   | -9.4%  | 0.6       | 351      | -1.7%  | -17.1% | 386      | 10.1%  | -17.0% |
| 商业营业用房         | 7,493      | 7.2%   | -16.9% | 0.4       | 8,055      | 7.3%   | -16.9% | 0         | 602      | -3.4%  | -21.4% | 562      | -6.7%  | -30.0% |
| 房屋新开工面积(万平方米)  | 87,456     | 100.0% | -21.2% | 2.0       | 95,376     | 100.0% | -20.4% | 0.8       | 8,279    | 17.4%  | 4.7%   | 7,920    | -4.3%  | -11.6% |
| 其中:住宅          | 63,737     | 72.9%  | -21.5% | 2.1       | 69,286     | 72.6%  | -20.9% | 0.6       | 6,078    | 18.1%  | 4.8%   | 5,549    | -8.7%  | -13.3% |
| 办公楼            | 2,320      | 2.7%   | -19.1% | 0.9       | 2,589      | 2.7%   | -18.5% | 0.6       | 177      | -14.0% | -5.6%  | 269      | 52.5%  | -13.3% |
| 商业营业用房         | 5,893      | 6.7%   | -21.7% | 1.5       | 6,459      | 6.8%   | -20.4% | 1.3       | 524      | 14.2%  | -2.9%  | 566      | 8.0%   | -3.6%  |
| 土地购置面积(万平方米)   | 8,455      | 100.0% | -53.8% | -0.8      | 10,052     | 100.0% | -53.4% | 0.4       | 1,023    | 4.0%   | -58.5% | 1,597    | 56.1%  | -51.6% |
| 土地成交价款(亿元)     | 7,591      | 100.0% | -47.7% | -0.8      | 9,166      | 100.0% | -48.4% | -0.7      | 1,530    | 3.0%   | -50.8% | 1,575    | 3.0%   | -51.3% |
| 房企到位资金(亿元)     | 117,044    | 100.0% | -13.4% | 0.4       | 127,459    | 100.0% | -13.6% | -0.1      | 9,699    | 4.5%   | -10.5% | 10,415   | 7.4%   | -17.8% |
| 其中:国内贷款        | 14,227     | 12.2%  | -9.8%  | 1.2       | 15,595     | 12.2%  | -9.9%  | -0.1      | 1,110    | 9.1%   | 7.0%   | 1,368    | 23.3%  | -12.5% |
| 利用外资           | 43         | 0.0%   | -35.1% | 5.2       | 48         | 0.0%   | -39.1% | 5.2       | 5        | 623.0% | 50.7%  | 5        | -6.5%  | -59.2% |
| 自筹资金           | 38,505     | 32.9%  | -20.3% | 1.1       | 41,989     | 32.9%  | -19.1% | 1.2       | 3,724    | 5.5%   | -10.0% | 3,484    | -6.4%  | -11.7% |
| 定金及预收款         | 39,583     | 33.8%  | -10.9% | -0.5      | 43,202     | 33.9%  | -11.9% | -1.1      | 2,987    | 0.8%   | -16.1% | 3,619    | 21.2%  | -22.8% |
| 个人按揭贷款         | 19,982     | 17.1%  | -8.1%  | -0.5      | 21,489     | 16.9%  | -9.1%  | -1.1      | 1,475    | -0.2%  | -14.2% | 1,507    | 2.2%   | -22.5% |

资料来源:国家统计局,中泰证券地产组整理

**图表 2：各都市圈宏观数据汇总（2023 年 1-12 月，分城市月度数据滞后全国数据）**

| 指标         | 累计同比    |         |         |         |         | 当月同比    |         |         |         |         | 当月环比    |         |        |        |        |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
|            | 京津冀     | 江浙沪     | 珠三角     | 中原      | 川渝      | 京津冀     | 江浙沪     | 珠三角     | 中原      | 川渝      | 京津冀     | 江浙沪     | 珠三角    | 中原     | 川渝     |
| 商品房销售面积    | -0.10%  | -8.90%  | -9.15%  | -30.22% | -21.66% | 2.04%   | -12.55% | -19.99% | -35.25% | -26.86% | 54.10%  | 48.68%  | 38.51% | 67.33% | 40.52% |
| 其中：住宅      | 0.61%   | -9.04%  | -10.16% | -30.98% | -21.73% | -1.53%  | -16.26% | -25.08% | -40.26% | -30.44% | 41.25%  | 43.01%  | 29.55% | 59.57% | 34.36% |
| 商品房销售金额    | 5.11%   | -10.00% | -4.63%  | -24.49% | -14.78% | -11.38% | -21.26% | -15.11% | -30.27% | -27.25% | 45.24%  | 39.15%  | 49.57% | 72.48% | 35.78% |
| 其中：住宅      | 6.36%   | -9.86%  | -3.15%  | -25.46% | -12.49% | -14.83% | -25.96% | -15.91% | -35.11% | -27.35% | 34.00%  | 33.70%  | 35.29% | 65.15% | 28.29% |
| 房地产开发投资完成额 | -24.52% | 2.14%   | -10.01% | -25.97% | -26.03% | -18.85% | 2.04%   | -13.43% | -28.08% | -30.50% | -13.56% | -15.18% | 14.83% | 10.86% | -2.41% |
| 房屋新开工面积    | -7.59%  | -12.91% | -19.40% | -30.22% | -26.09% | -14.87% | 6.63%   | 7.59%   | -14.32% | 9.24%   | -6.42%  | -9.12%  | 28.38% | -5.91% | 61.14% |
| 其中：住宅      | -6.25%  | -15.13% | -16.67% | -27.65% | -28.32% | -11.04% | 10.56%  | -8.33%  | -14.06% | 5.90%   | -15.89% | -6.81%  | 7.57%  | -7.50% | 64.63% |

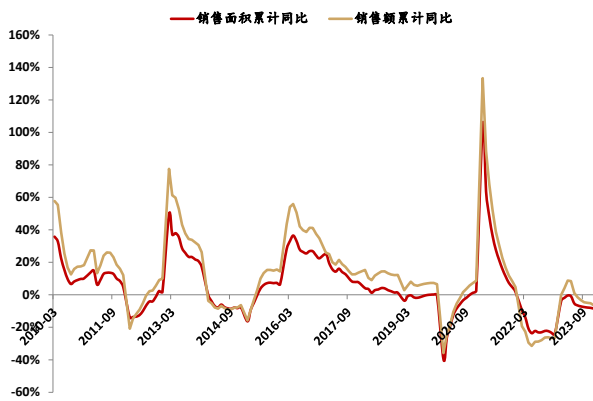
来源：Wind、中泰证券研究所

## 2. 销售持续下滑，京沪政策放松

2023 年 1-12 月销售面积同比-8.5%，较 2023 年 1-11 月的增速下降 0.5pct，销售金额同比-6.5%，较 2023 年 1-11 月的增速下降 1.3pct，住宅项销售金额同比下降 6%。整体来看，住宅销售表现仍显著好于办公楼及商业用房。分区域销售来看，东部、中部、西部及东北地区销售规模分别同比-6.7%、-13.2%、-7.5%和-3%，东北区域表现最强，东部次之，各区域销售增速均表现不佳。12 月行业销售增速仍处下行阶段，整体市场热度依然低迷，我们认为，主要是房地产行业需求不足的体现。7 月 24 日，中央政治局会议定调房地产新形势后，市场对政策的宽松预期不断提升，近期重点城市均放松“认房不认贷”及限购政策，房贷利率端也开始持续优化；12 月 14 日，京沪同时发布房地产新政，从普宅标准、首付比例等多方面对住房政策进行调整优化，展望未来，我们预计，在销售持续探底的背景下，行业的各类放松政策有望加速出台，并推动销售逐步回稳。

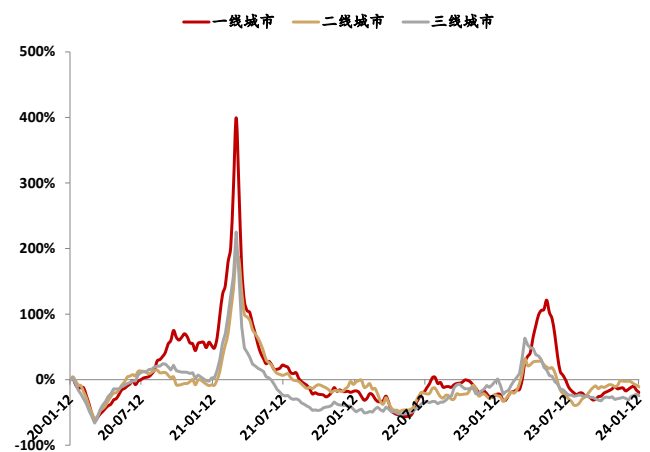
根据过去几年地产成交同比情况来看，地产小周期一般为 2-3 年左右（见图 3），且在政策调控下波动幅度逐渐减小，但受疫情影响，波动幅度大增。从销售数据当月值来看（图 5），4 月销售均价见顶下行后，下半年在低位徘徊。从 30 大中城市成交面积同比增速高频数据来看（图 4），一、二、三线城市正在同步回落。分都市圈来看（图 6），1-12 月份，各都市圈的累计销售数据持续下滑。从库存情况来看，在过去一段时间市场销售遇冷的情况下，我国商品房库存面积增速上行，整体待售面积上升。

**图表 3：房地产销售面积与销售金额累计同比增速**



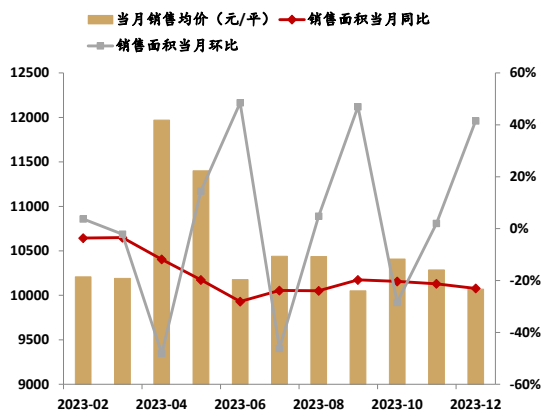
来源：Wind、中泰证券研究所

**图表 4：30 大中城市成交面积同比增速**



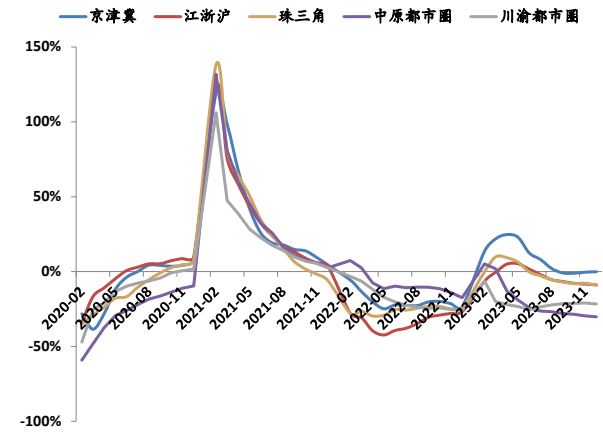
来源：Wind、中泰证券研究所

**图表 5：销售均价当月同比增速**



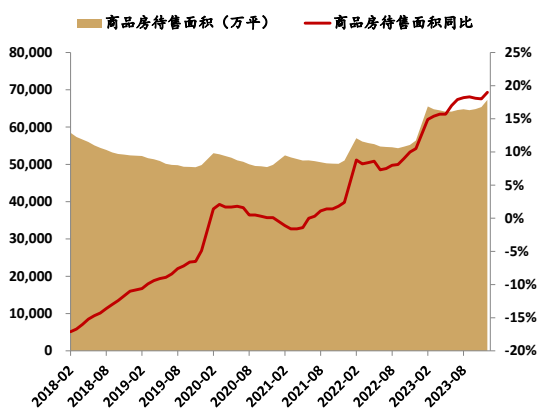
来源：Wind、中泰证券研究所

**图表 6：各都市圈销售面积累计同比增速**



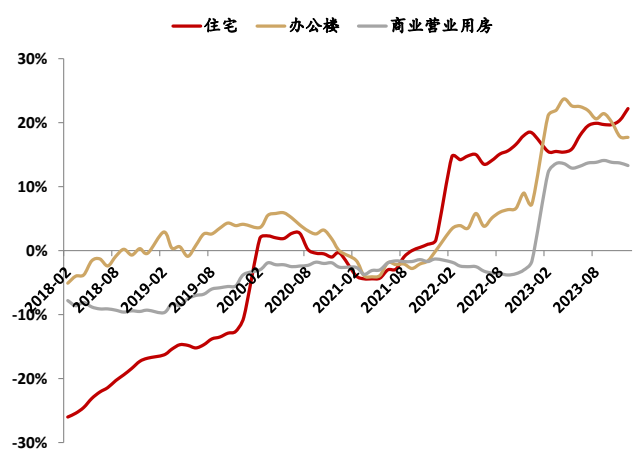
来源：Wind、中泰证券研究所

**图表 7：库存总面积及同比增速**



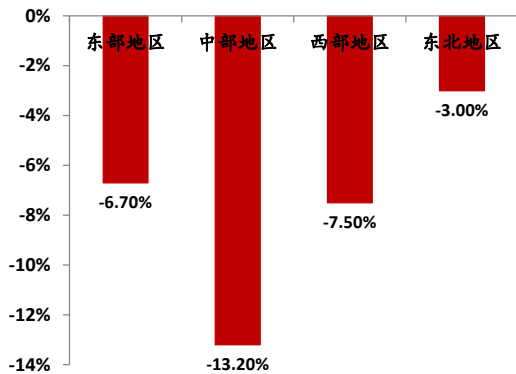
来源：Wind、中泰证券研究所

**图表 8：各类商品房库存面积同比增速**



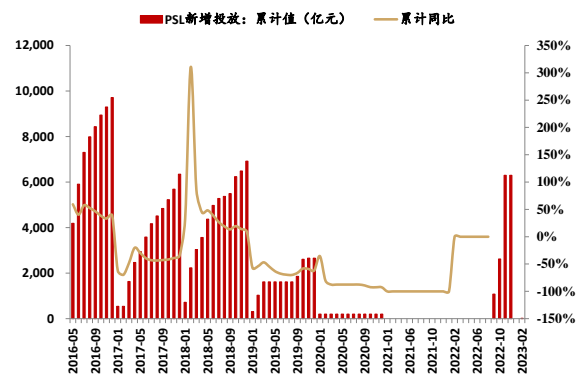
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 9：1-12 月分地区销售面积增速



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 10：PSL 新增投放与累计同比增速



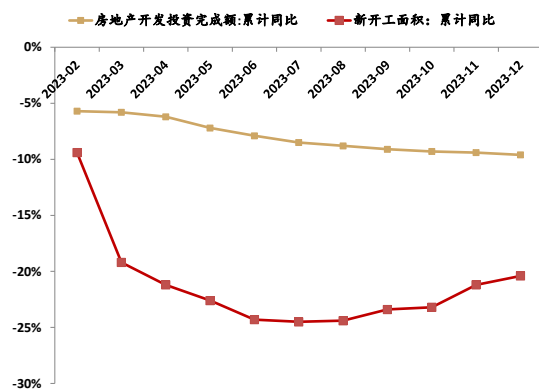
来源：Wind、中泰证券研究所

### 3. 投资降幅扩大，新开工单月回落，竣工数据表现较好

2023 年 1-12 月房地产投资同比-9.6%，较 2023 年 1-11 月增速下降 0.2pct；1-12 月新开工增速同比-20.4%，较 1-11 月增速上升 0.8pct，其中 12 月单月新开工面积同比-11.6%，较 11 月大幅下降 16.3pct；1-12 月竣工面积同比+17%，较 1-11 月增速下降 0.9pct。

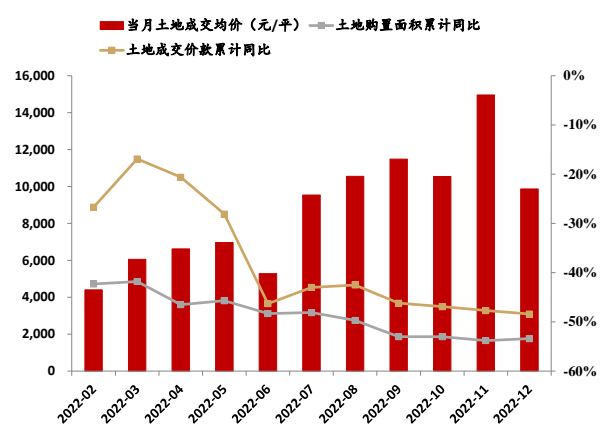
我们认为，拿地及新开工意愿较低的情况下，行业投资数据进一步下滑，新开工单月增速回落，在房企拿地强度仍处下滑期的背景下，我们认为新开工增速未来仍难走强。竣工方面表现较强，一方面是上年基数较低，另一方面是在保交楼政策的推动下保持强势。综合来看，我们认为市场在供需双弱的情况下，投资数据短期难以企稳，但预计随着政策端的持续发力带动销售的逐步回暖，房企也有望加大拿地力度，行业投资数据将探底回稳。

图表 11：房地产开发投资完成额与新开工累计同比

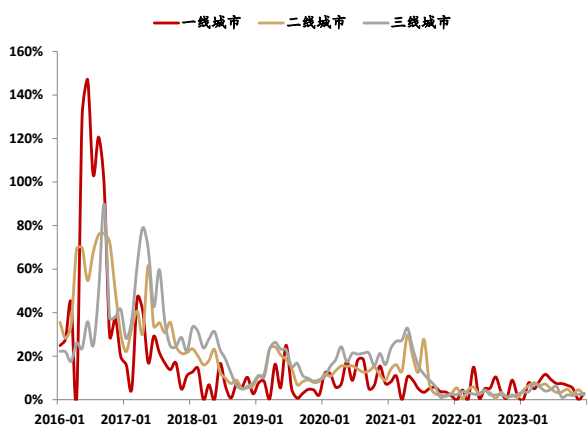


来源：Wind、中泰证券研究所

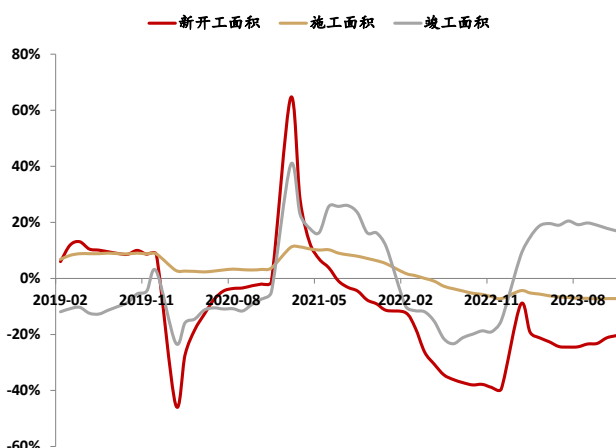
图表 12：土地购置与成交情况



来源：Wind、中泰证券研究所

**图表 13: 100 大中城市住宅类用地成交溢价率**


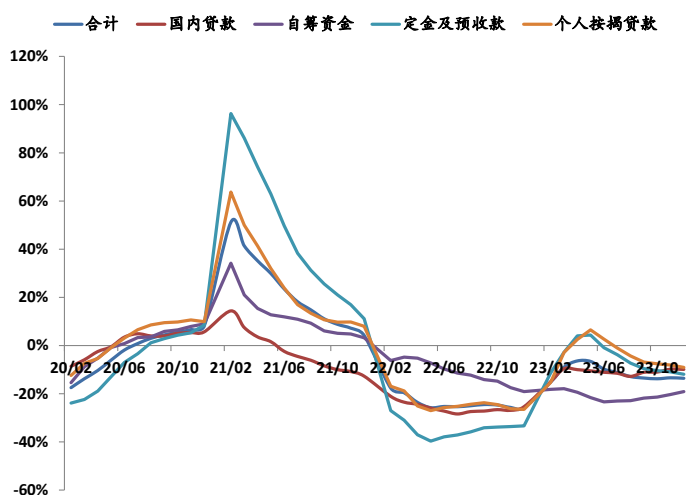
来源: Wind、中泰证券研究所

**图表 14: 房屋新开工、施工、竣工面积累计同比**


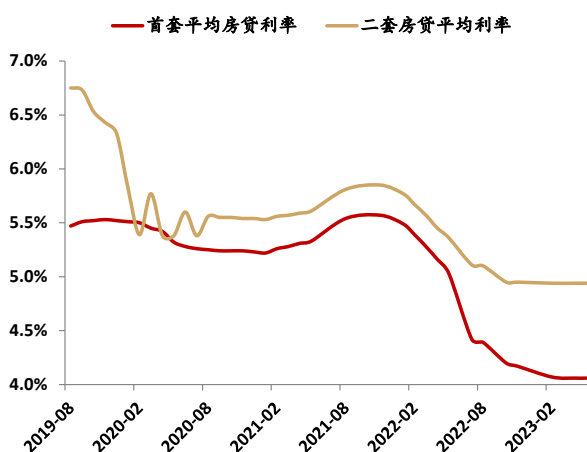
来源: Wind、中泰证券研究所

## 4. 资金来源持续下滑，未来改善可期

2023 年 1-12 月房地产开发企业到位资金同比-13.6%，较 2023 年 1-11 月增速下降 0.2pct。分项来看，国内贷款、自筹资金、定金及预收款及个人按揭贷款增速分别为-9.9%、-19.1%、-11.9%及-9.1%，各项数据均同比负增长，自筹资金下滑幅度最大。当前，非国有房企持续出现债务违约事件，导致行业融资渠道仍处收缩状态，但随着中央经济工作会议表态“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”，以及需求端政策带来的销售回暖，房企到位资金情况未来有望逐步改善。

**图表 15: 房地产开发到位资金累计同比增速**


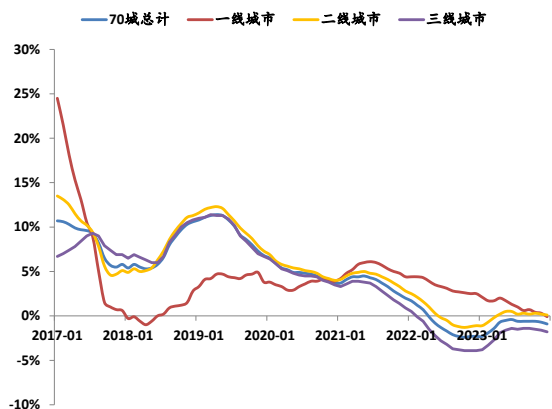
来源: Wind、中泰证券研究所

**图表 16: 住房贷款利率走势**


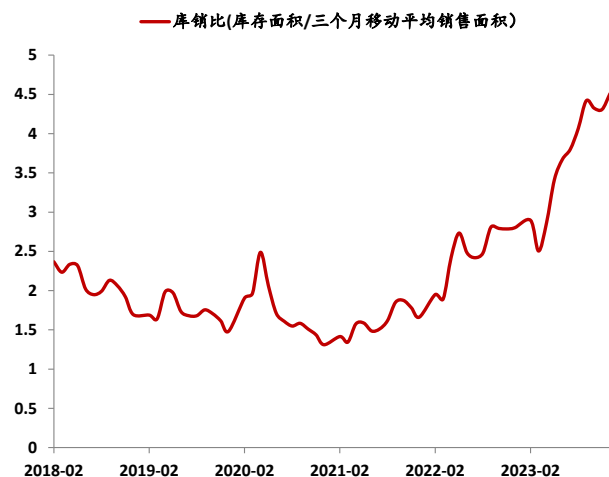
来源: Wind、中泰证券研究所

## 5. 政策继续放松，房价增速同比下滑

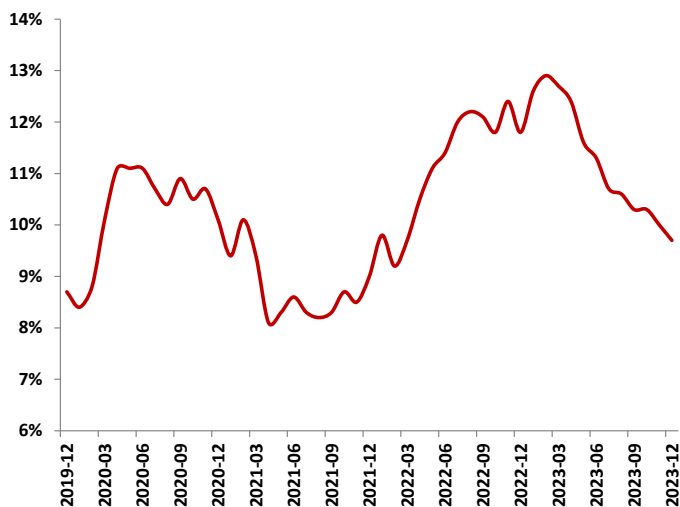
从近期 70 城市房价指数当月同比走势来看，近期房价增速仍为负增长，一定程度上反映了前期较冷的销售表现。由于前期销售较弱叠加保交楼政策推动项目快速竣工使得全国住宅库销比持续上升。在中央对房地产行业的新定调后，政策处于持续放松期，当前的销售均价有望企稳，我们预计未来一段时间房价下滑速度将趋于平缓。

**图表 17：70 城房价指数当月同比**


来源：Wind、中泰证券研究所

**图表 18：全国住宅库销比**


来源：Wind、中泰证券研究所

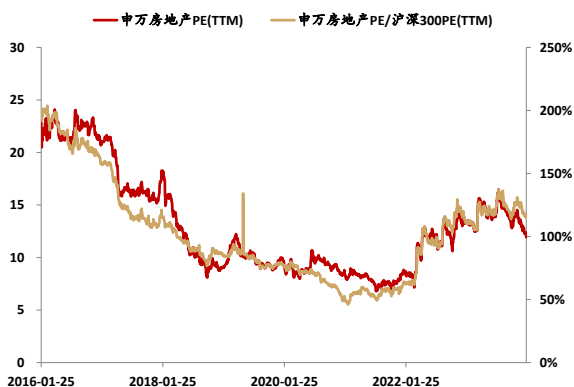
**图表 19：M2 同比增速**


来源：Wind、中泰证券研究所

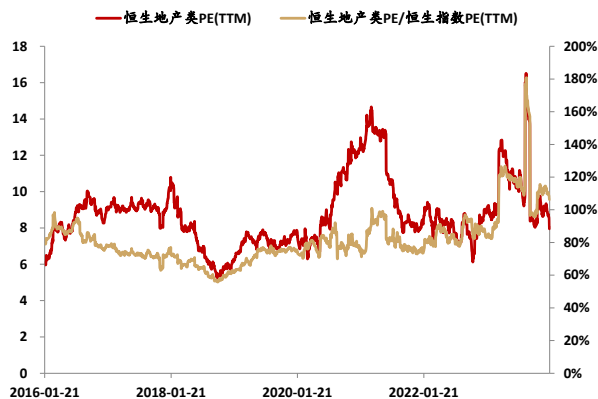
## 6. 板块龙头公司处于低位，看好长期投资价值

1-12 月房地产行业各项数据仍在低位徘徊，但随着城中村改造等三大工程的持续推进，以及京沪住房政策优化调整，未来行业数据有望随着政策的持续推出探底企稳，我们继续看好板块的投资机会，在一线城市政策放松和城中村改造两大行业主线

下，建议关注布局一二线城市且业绩稳健、安全度较高的房企，包括华发股份、滨江集团、中华企业、招商蛇口、保利发展和万科 A 等。

**图表 20: A 股地产板块市盈率**


来源: Wind、中泰证券研究所

**图表 21: H 股地产板块市盈率**


来源: Wind、中泰证券研究所

## 7. 投资建议

1-12 月房地产行业各项数据仍在低位徘徊，但在 7 月 24 日中央政治局会议的新定调后，行业的政策扭转，各类政策逐步放开，未来行业数据有望随着政策的持续推出探底企稳，我们继续看好板块的投资机会，建议关注布局一二线城市且业绩稳健、安全度较高的房企，包括华发股份、滨江集团、中华企业、招商蛇口、保利发展和万科 A 等。

## 8. 风险提示

销售不及预期，房地产政策放松力度不及预期，研报使用信息更新不及时。



**投资评级说明：**

|      | 评级 | 说明                                   |
|------|----|--------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上      |
|      | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间   |
|      | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上      |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上       |
|      | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上       |

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；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，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）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。