

房地产行业 2023 年中期投资策略

重复苏节奏，轻政策博弈

超配

核心观点

上半年回顾：先高后低，复苏趋弱。销售方面，上半年呈先高后低态势，Q1 居民购房需求释放较为充分，房企为抓销售窗口期推货前置，因此销售面积集中兑现，但 Q2 量价同比均明显下降，虽然整体复苏趋弱，但核心居住需求仍相对坚实。投资方面，开工、投资等重要指标降幅扩大，房企拿地意愿依旧低迷，300 城成交面积再降三成，但由于房企投资策略同质化趋势明显，各城市土地市场间的冷热分化延续。政策方面，上半年虽然各地优化措施络绎不绝，但都局限在“一城一策”的框架内，几乎没有中央层面重磅的政策出台，随着 2-3 月份地产销售的超预期恢复，政策发声频率明显减弱。

下半年展望：竣工强、销售稳、投资弱。我们判断全年行业呈竣工强、销售稳、投资弱的态势，维持销售额全年同比 0%-5% 的增长、竣工全年同比超 30% 的增长的判断；分别下调新开工、投资增速全年同比增长至-15%、-5.6%（下调施工投资至-5%）。从销售复苏节奏上看，Q2 为增速最低点，为-7.7%，Q4 为增速最高点，将达到 13.7%。同时我们认为，当前的市场复苏节奏是合理的，由于带看量等前置指标已经企稳，不能因为 Q1 的高增而非理性的看待 Q2 的正常回落，当前应放低对政策博弈的预期。

房企业绩展望：23 年将有确定性的业绩改善。我们可以对 2023 年房地产板块的业绩作出大致判断：1. 营收规模预计与 2022 年持平；2. 毛利率企稳，并有望小幅增长；3. 减值规模将大幅下降；4. 少数股东损益绝对规模下降。而从 2023Q1 看，龙头房企率先实现了营收增速的触底回升，归母净利润增速已经接近回正。基于此，我们估计 2023 年上市房企营业收入约 2.8 万亿元，同比+2%，净利润约 270 亿元，归母净利润约 120 亿元，业绩虽仍处于较低水平，但相对 2022 年将出现明显改善。

投资建议：当前销售复苏强度仍是市场核心分歧，在 Q1 高增后，我们应当正确看待 Q2 的销售回落，并不宜将该回落进行不合理的线性外推。针对下半年，我们建议**重复苏节奏，轻政策博弈，预计 Q4 将迎来本年销售复苏的高点，届时将出现确定性的基本面高修复行情。**从标的选择上，我们建议关注稳健性和成长性兼备的中型国央企，核心推荐中国海外宏洋集团、中国海外发展、越秀地产、金地集团。

风险提示：宏观环境的不确定性，政策落地效果低于预期，房企信用风险事件超预期冲击。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2023E	2024E	2023E	2024E
0081	中国海外宏洋集团	买入	3.29	11,966	1.00	1.05	3.4	3.2
0688	中国海外发展	买入	15.10	166,890	2.51	2.76	6.1	5.5
0123	越秀地产	买入	7.72	31,615	1.09	1.24	7.2	6.4
600383	金地集团	买入	7.00	31,602	1.43	1.52	4.9	4.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业投资策略

房地产

超配 · 维持评级

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：王静

021-60893314

wangjing20@guosen.com.cn

S0980522100002

证券分析师：王粤雷

0755-81981019

wangyuelei@guosen.com.cn

S0980520030001

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《2023 年 6 月房地产数据点评-销售短期趋弱，复苏大势未改》——2023-07-04

《房地产行业周观点-销售预期差值得博弈》——2023-07-04

《房地产行业 2023 年 7 月投资策略-看好七月销售环比企稳》——2023-06-30

《房地产行业周观点-复苏趋弱，期待政策》——2023-06-19

《房地产行业专题-长三角区域研究（一）：上海房地产市场解读》——2023-06-18

内容目录

上半年回顾：先高后低，复苏趋弱	5
销售：Q1 需求释放较为充分，Q2 量价同比均明显下降	5
投资：房地产开发投资降幅扩大，房企拿地意愿依旧低迷	10
融资：房企融资端修复承压，销售复苏缓释资金压力	12
政策：上半年虽然各地优化措施络绎不绝，但无重磅政策出台	14
下半年展望：竣工强、销售稳、投资弱	15
销售：全年同比 0%至 5%，后 7 月同比约增 0.7%，Q4 增速最高	15
竣工：全年同比超 30%，后 7 月同比约增 37%	16
新开工：全年同比-15%，后 7 月同比约-8%	17
土地：土地出让金全年同比-20%至-30%，后 7 月同比约-26%	17
投资：全年同比-5.4%，后 7 月同比约-1.0%	18
房企业绩展望：23 年将有确定性的业绩改善	18
营业收入增速首次为负，2023 年料将稳中有升	18
毛利率首破 30%，2023 年料将改善	20
资产减值超千亿，后续计提压力不大	21
归母净利润首次为负，23Q1 已出现明显改善	22
投资建议	24
风险提示	24

图表目录

图 1: 商品房销售额累计同比	5
图 2: 商品房销售额单月同比	5
图 3: 商品房销售面积累计同比	5
图 4: 商品房销售面积单月同比	5
图 5: 商品房历年 Q1 销售面积 (万 m ²)	6
图 6: 商品房历年 4 月单月销售面积 (万 m ²)	6
图 7: 商品房历年 5 月单月销售面积 (万 m ²)	6
图 8: 商品房历年 1-5 月销售面积 (万 m ²)	6
图 9: 百强房企单月销售额及当年累计同比	7
图 10: 百强房企单月销售额同比	7
图 11: 百强房企 6 月单月销售额 (亿元)	7
图 12: 百强房企上半年销售额 (亿元)	7
图 13: Top20 房企 2023 年 1-6 月累计销售额及累计同比	7
图 14: 30 城商品房单月成交面积及当年累计同比	8
图 15: 30 城商品房单月成交面积同比	8
图 16: 历年 30 城商品房单日成交 7 天移动平均 (万 m ²)	8
图 17: 30 城商品房累计成交面积同比, 2023	8
图 18: 30 城分区域商品房累计成交面积同比, 2023	9
图 19: 30 城分能级商品房累计成交面积同比, 2023	9
图 20: 商品房销售均价累计同比	9
图 21: 商品房历年单月销售均价 (元/m ²)	9
图 22: 70 个大中城市新建商品住宅销售价格同比	10
图 23: 各能级城市新建商品住宅销售价格同比	10
图 24: 70 个大中城市二手住宅销售价格同比	10
图 25: 各能级城市二手住宅销售价格同比	10
图 26: 房地产开发投资累计增速	11
图 27: 施工与拿地对开发投资的拉动	11
图 28: 施工投资累计增速	11
图 29: 土地购置费累计增速	11
图 30: 300 城住宅用地单月成交面积及当年累计同比	12
图 31: 300 城住宅用地当月成交溢价率	12
图 32: 新开工面积累计同比	12
图 33: 竣工面积累计同比	12
图 34: 房地产开发企业到位资金累计同比	13
图 35: 国内贷款拉动 vs 销售回款拉动	13
图 36: 房企国内贷款累计同比	13
图 37: 房企非银融资累计同比	13

图 38: 房企非银融资单月发行额的类别构成	13
图 39: 房企各类别非银融资发行额累计同比	13
图 40: 百城首套及二套主流房贷利率	14
图 41: 百城银行平均放款周期	14
图 42: 居民未来收入预期	15
图 43: 预期房价上涨与下跌的人数占比	15
图 44: 以 2019 年单季度销售额为基数的相对成交量	16
图 45: 单季度成交额增速	16
图 46: 实际竣工与自发竣工增速	17
图 47: 2022 年末在手土储充足	17
图 48: 上市房企营收及增速 (单位: 亿元)	19
图 49: “招保万金” 营收及增速 (单位: 亿元)	19
图 50: 营收前十房企 (单位: 亿元)	19
图 51: 2023Q1 上市房企营收及增速 (单位: 亿元)	20
图 52: 2023Q1 “招保万金” 营收及增速 (单位: 亿元)	20
图 53: 上市房企毛利率 (单位: %)	20
图 54: “招保万金” 毛利率 (单位: %)	20
图 55: 2023Q1 上市房企毛利率 (单位: %)	21
图 56: 上市房企历年资产减值损失 (单位: 亿元)	22
图 57: 2022 年资产减值损失前十的房企 (单位: 亿元)	22
图 58: 上市房企净利润及增速 (单位: 亿元)	23
图 59: 上市房企归母净利润及增速 (单位: 亿元)	23
图 60: “招保万金” 净利润及增速 (单位: 亿元)	23
图 61: “招保万金” 归母净利润及增速 (单位: 亿元)	23
图 62: 2023Q1 上市房企归母净利润及增速 (单位: 亿元)	24
图 63: 2023Q1 “招保万金” 归母净利润及增速 (单位: 亿元)	24
图 64: 归母净利润前十房企 (单位: 亿元)	24

表 1: 中性情况下开发投资估算 (单位: 亿元)	18
---------------------------------	----

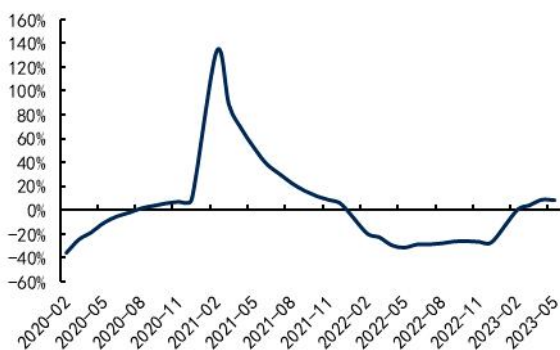
上半年回顾：先高后低，复苏趋弱

销售：Q1 需求释放较为充分，Q2 量价同比均明显下降

从交易量看，根据统计局数据，5月商品房销售额增幅收窄，销售面积降幅扩大。2023年1-5月，商品房销售额49787亿元，同比+8.4%，增幅较1-4月收窄0.4个百分点；商品房销售面积46440万 m^2 ，同比-0.9%，降幅较1-4月扩大0.5个百分点。2023年5月单月，商品房销售额10037亿元，环比+9%，同比+7%，较4月收窄21个百分点；销售面积8804万 m^2 ，环比+14%，同比-3%，较4月收窄8个百分点。销售复苏明显趋弱，销售额表现优于销售面积，主要由于销售均价在高位。

与历史年份相比，今年Q1居民购房需求释放较为充分，房企为抓销售窗口期推货前置，因此销售面积集中兑现，2023年Q1销售面积与过往年份销售规模相当，但4/5月销售逐渐乏力。我们认为，虽然整体复苏趋弱，但核心居住需求仍相对坚实。商品房除商品住宅以外还包括办公楼和商业营业用房，后两者不论是销售额还是销售面积在1-5月均有超10%的同比跌幅；而商品住宅销售额同比+11.9%，销售面积同比+2.3%。

图1：商品房销售额累计同比



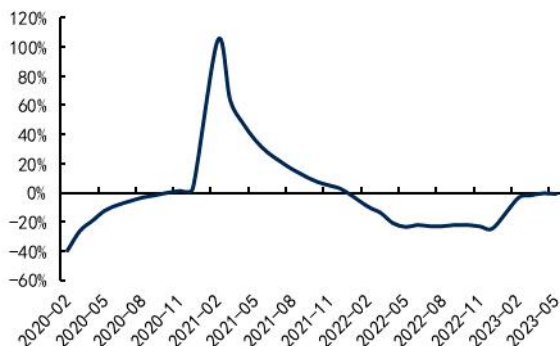
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图2：商品房销售额单月同比



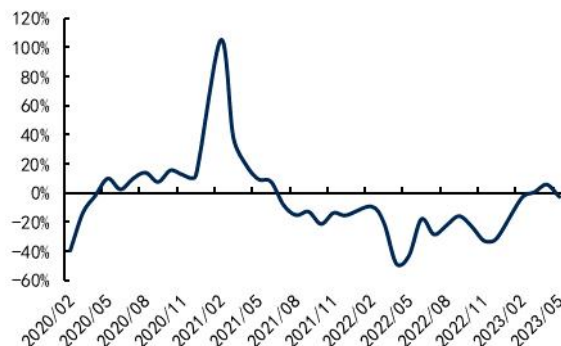
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图3：商品房销售面积累计同比



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图4：商品房销售面积单月同比



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图5: 商品房历年 Q1 销售面积 (万㎡)



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 商品房历年 4 月单月销售面积 (万㎡)



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 商品房历年 5 月单月销售面积 (万㎡)



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 商品房历年 1-5 月销售面积 (万㎡)



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

根据克而瑞房企销售榜单, 6 月百强房企销售额单月及累计同比均转负。2023 年 6 月单月, 百强房企全口径销售额 6015 亿元, 环比+9.5%, 单月同比-27.6%, 较 5 月下降了 33 个百分点。2023 年 1-6 月, 百强房企累计全口径销售额 34563 亿元, 同比-0.4%, 较 1-5 月下降了 8.6 个百分点。但 6 月数据的明显下滑, 受多重因素影响。供应端, 今年房企为抓 Q1 销售窗口期推货前置, 因此虽然上半年重点 30 城累计供应量与去年同期持平, 百强房企上半年销售额也能与去年持平, 但 6 月单月供应量创近 5 年同期新低, 对 6 月销售规模造成了直接影响。

从房企维度看, 虽然全口径销售额 Top20 的房企除建发以外 6 月单月同比均为负, 但央企销售韧性强于混合制房企及大部分民企, 1-6 月销售累计同比仍为正, 例如保利发展 (+13%)、中海地产 (+29%)、华润置地 (+41%)、招商蛇口 (+40%)、建发房产 (+54%)、中国金茂 (+23%)、越秀地产 (+69%)、华发股份 (+56%)。

图9: 百强房企单月销售额及当年累计同比



资料来源: 克而瑞, 国信证券经济研究所整理

图10: 百强房企单月销售额同比



资料来源: 克而瑞, 国信证券经济研究所整理

图11: 百强房企6月单月销售额（亿元）



资料来源: 克而瑞, 国信证券经济研究所整理

图12: 百强房企上半年销售额（亿元）



资料来源: 克而瑞, 国信证券经济研究所整理

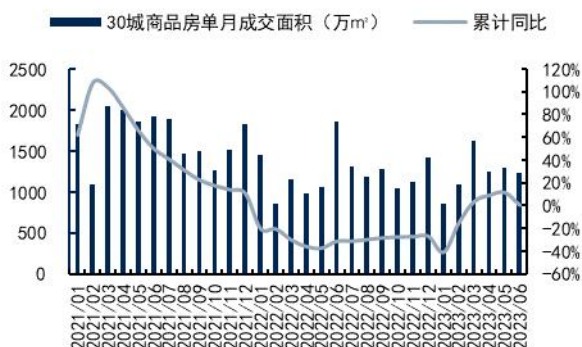
图13: Top20 房企 2023 年 1-6 月累计销售额及累计同比



资料来源: 克而瑞, 国信证券经济研究所整理

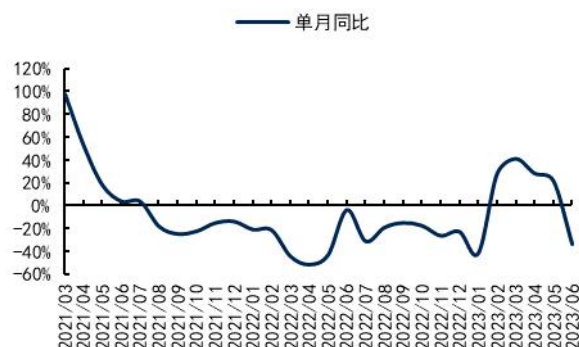
从城市维度看,30城商品房成交面积单月同比自4月以来持续下降并于6月转负。2023年6月单月,30城商品房累计成交面积为1235万 m^2 ,环比-5%,单月同比-33%,较5月下降了55个百分点。2023年1-6月,30城商品房累计成交面积为7354万 m^2 ,同比0.2%,较1-5月下降了11个百分点。截至2023年6月30日,30城商品房7天移动平均成交面积同比-31%,30城商品房累计成交面积同比+0.2%;其中,长三角、华南、华中&西南、华北&东北区域成交面积累计同比分别为+2%、-3%、+4%、-6%;一线、二线、三线商品房成交面积累计同比分别为+21%、-5%、-4%。城市间分化明显,2023H1仅一线城市累计同比为正,二三线城市均转负。

图14: 30城商品房单月成交面积及当年累计同比



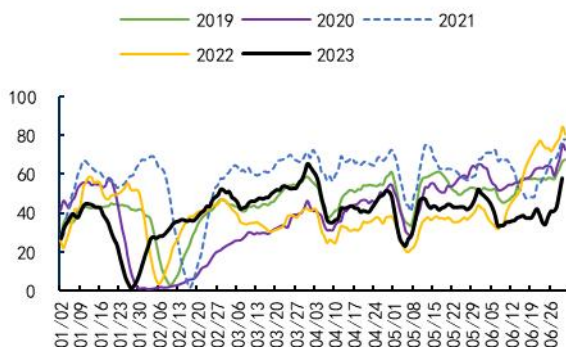
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图15: 30城商品房单月成交面积同比



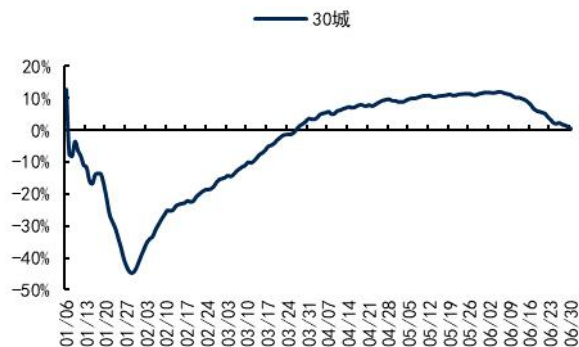
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图16: 历年30城商品房单日成交7天移动平均（万m²）



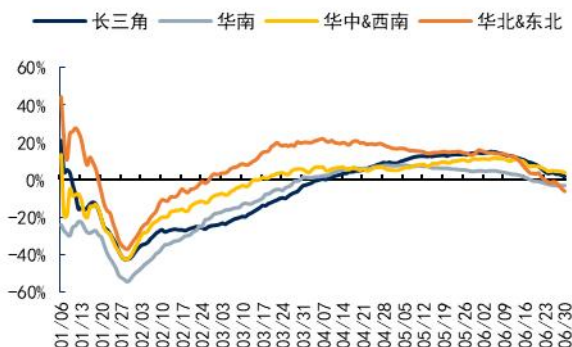
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图17: 30城商品房累计成交面积同比, 2023



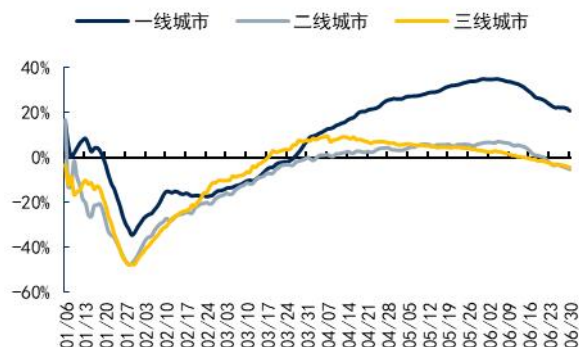
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图18: 30 城分区域商品房累计成交面积同比, 2023



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图19: 30 城分能级商品房累计成交面积同比, 2023

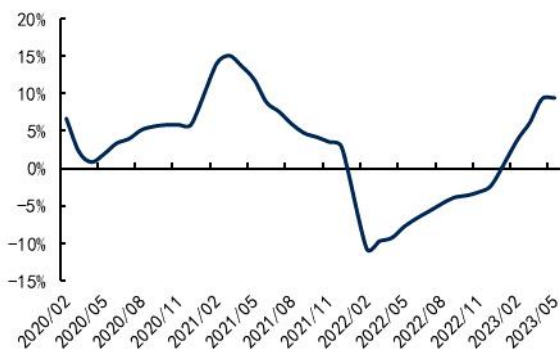


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

从房价维度看, 全国商品房销售均价处于历史较高水平。根据统计局数据, 2023 年 1-5 月, 商品房销售均价 10721 元/㎡, 同比+9%; 2023 年 5 月, 商品房销售均价 11399 元/㎡, 同比+10%。与 2017 年以来的任意月份相比, 2023 年 4-5 月销售均价处于极高水平, 主要是因为城市间销售情况冷热分化, 销售均价结构性提升。

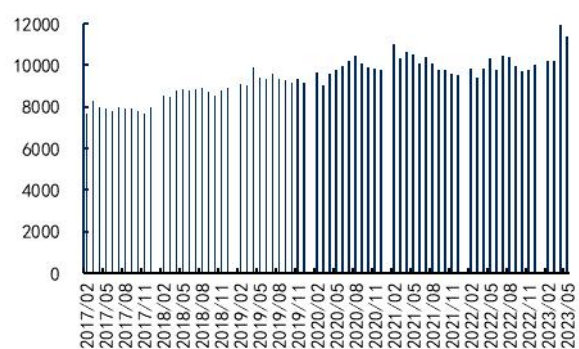
从城市维度看, 整体房价尚未恢复且分化明显。2023 年 5 月, 70 个大中城市新建商品住宅销售价格同比-0.5%; 其中, 一线、二线、三线城市新建商品住宅价格同比分别+1.7%、+0.5%、-1.6%。70 个大中城市二手住宅销售价格同比-2.5%; 其中, 一线、二线、三线城市二手住宅价格同比分别+0.4%、-2.1%、-3.3%, 均弱于新房。

图20: 商品房销售均价累计同比



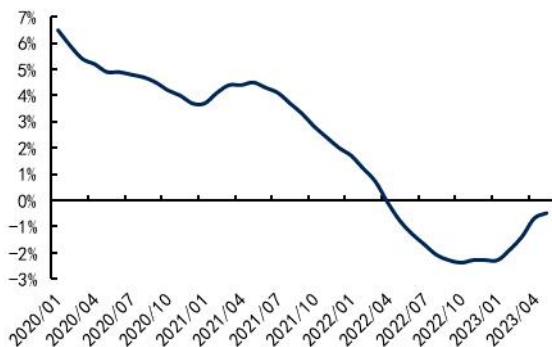
资料来源: 国家统计局、Wind、国信证券经济研究所整理

图21: 商品房历年单月销售均价 (元/㎡)



资料来源: 国家统计局、Wind、国信证券经济研究所整理

图22: 70 个大中城市新建商品住宅销售价格同比



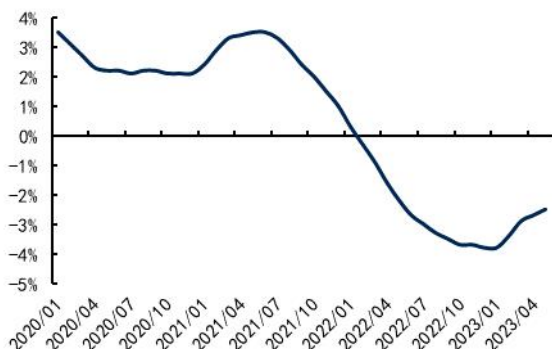
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图23: 各能级城市新建商品住宅销售价格同比



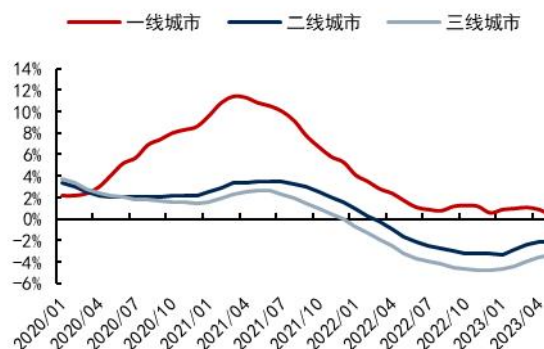
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图24: 70 个大中城市二手住宅销售价格同比



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图25: 各能级城市二手住宅销售价格同比



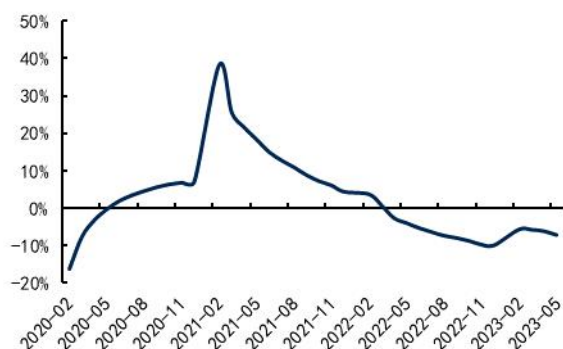
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

投资：房地产开发投资降幅扩大，房企拿地意愿依旧低迷

根据统计局数据，2023 年 1-5 月，房地产开发投资 45701 亿元，同比-7.2%，降幅较 1-4 月扩大 1.0 个百分点。截至 2023 年 5 月，房地产投资累计增速已连续 14 个月为负（除 2020 年年初受到疫情扰动，历史上开发投资累计增速从未出现负值）。可以说自 98 年以来，我国从未经历过房地产开发投资如此弱势的时期。

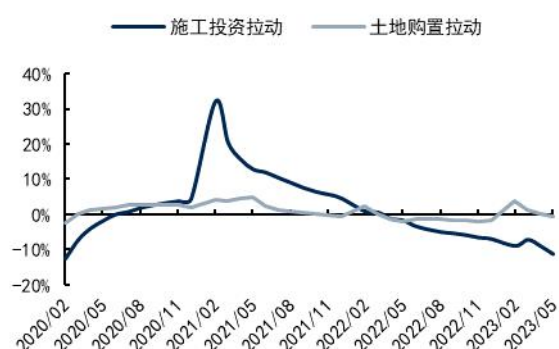
房地产投资有两个主要分项，分别是：1. 建筑安装工程投资，对应房企花在工程施工上的钱；2. 土地购置费，衡量房企花在土地购置上的钱。两者占到房地产投资的 95%左右，可以决定房地产投资的总量和方向。进一步分析房地产投资如此弱势的原因，可以看出，2023 年 1-5 月，工程施工是主要拖累项，拉低开发投资增速 11.3%，施工投资累计增速-18%；土地购置也同步向下，拉低开发投资增速 0.4%，土地购置费累计增速-1.3%。

图26: 房地产开发投资累计增速



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图27: 施工与拿地对开发投资的拉动



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图28: 施工投资累计增速



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

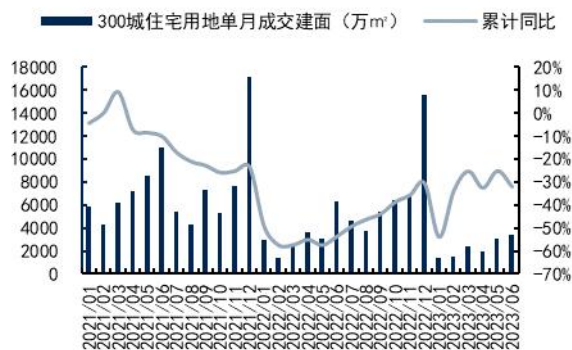
图29: 土地购置费累计增速



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

根据中指研究院发布的房企拿地百强榜单, 2023年1-6月, 百强房企累计拿地总额 5920 亿元, 同比-10.2%, 降幅较 1-5 月扩大 2 个百分点。拿地主力仍是国央企, 华润置地、保利发展、中海地产、建发房产 1-6 月权益拿地金额位居前四。**但由于房企投资策略同质化趋势明显, 各城市土地市场间的冷热分化延续。**根据中指研究院数据, 2023年1-6月, 300城住宅用地成交建面为 13543 万 m^2 , 累计同比-32%, 较 1-5 月降幅扩大 7 个百分点。2023年6月, 300城住宅用地单月成交建面为 3343 万 m^2 , 环比+9%, 单月同比-47%, 成交规模仍处于历年较低水平; 当月 300 城住宅用地成交溢价率 6.3%, 保持温和水平。

图30: 300 城住宅用地单月成交面积及当年累计同比



资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

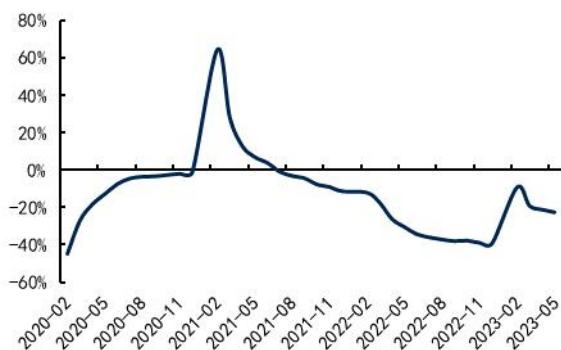
图31: 300 城住宅用地当月成交溢价率



资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

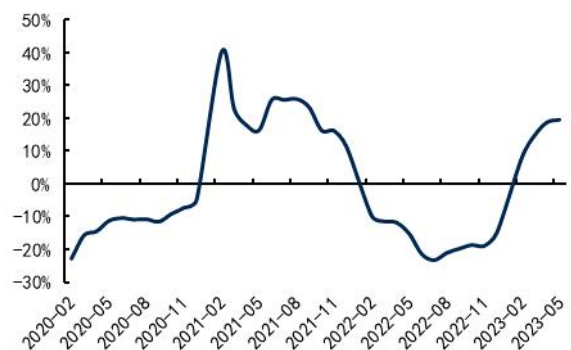
从开竣工维度看，开工降幅和竣工增幅均扩大，维持竣工端确定性高于开工端和销售端的判断。根据统计局数据，2023 年 1-5 月，房屋新开工面积 39723 万 m^2 ，同比-22.6%，降幅较 1-4 月扩大 1.4 个百分点；竣工面积 27826 万 m^2 ，同比+19.6%，较 1-4 月提升 0.8 个百分点。竣工依旧强劲，我们维持今年竣工同比+30%的判断。

图32: 新开工面积累计同比



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图33: 竣工面积累计同比



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

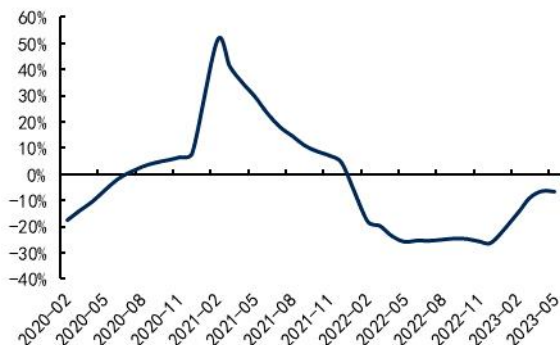
融资：房企融资端修复承压，销售复苏缓释资金压力

根据统计局数据，2023 年 1-5 月，房企到位资金 55958 亿元，同比-6.6%，降幅较 1-4 月扩大 0.2 个百分点。拆解房企资金来源，可见随着销售复苏，销售回款占比逐渐提升，且对到位资金有正向拉动作用。但 2023 年 1-5 月，国内贷款累计同比-10.8%，降幅较 1-4 月扩大 0.7 个百分点，说明房企在银行端融资依旧不畅。

根据中指院数据跟踪，房企非银融资也不容乐观。从单月值看，同环比持续下降，2023 年 5 月，房企非银融资单月发行 530 亿元，单月同比-24%，环比-27%；其中信用债、海外债、信托、ABS 占比为 46%、4%、7%、43%。从累计值看，同比降幅扩大，2023 年 1-5 月，房企非银融资累计发行 3148 亿元，累计同比-19%，降幅较 1-4 月扩大 1pct；其中，信用债、海外债、信托、ABS 累计同比分别为-4.5%、

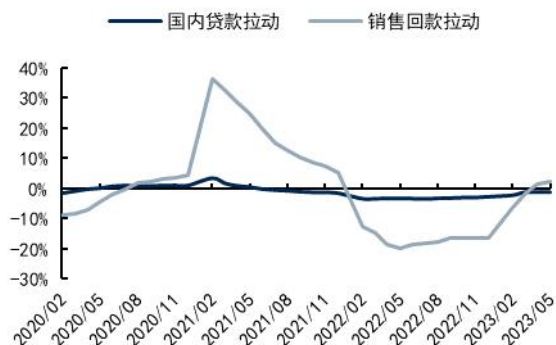
-34%、-66%、-22%，分别较上月变动-12pct、+13pct、+2pct、+10pct。信用债作为房企非银融资主力，5月发行疲软，拖累修复进程。

图34: 房地产开发企业到位资金累计同比



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图35: 国内贷款拉动 vs 销售回款拉动



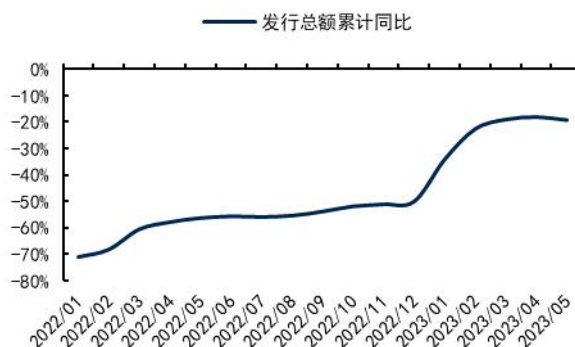
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图36: 房企国内贷款累计同比



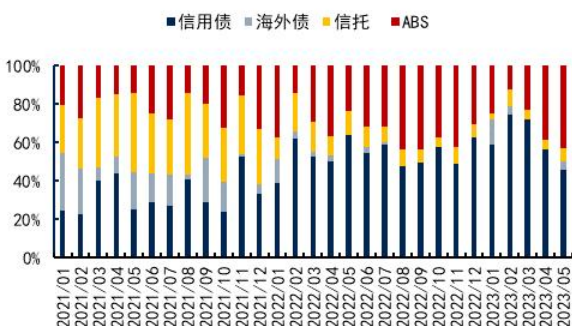
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图37: 房企非银融资累计同比



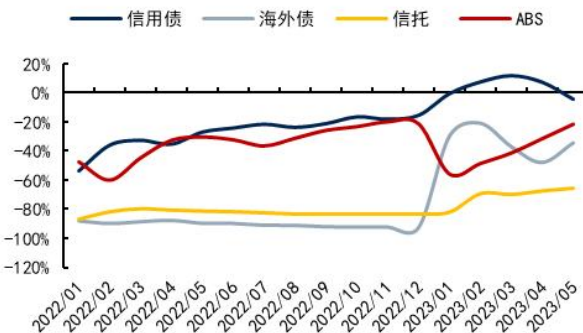
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图38: 房企非银融资单月发行额的类别构成



资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

图39: 房企各类别非银融资发行额累计同比



资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

政策：上半年虽然各地优化措施络绎不绝，但无重磅政策出台

2023 年上半年，虽然全国各地频频出台放松政策，包括放松限购限贷限售，推进不动产“带押过户”，推出人才购房优惠、购房补贴及契税补贴等购房激励措施，优化房贷首付比例、房贷利率、公积金贷款条件，放宽房贷还款年龄上限等措施，但都局限在“一城一策”甚至“一区一策”的框架内，几乎没有中央层面重磅的政策出台。上半年仅有的几次高层对房地产行业困境的发声，均集中在 1 月份，随着 2-3 月份地产销售的超预期恢复，发声明显减弱。

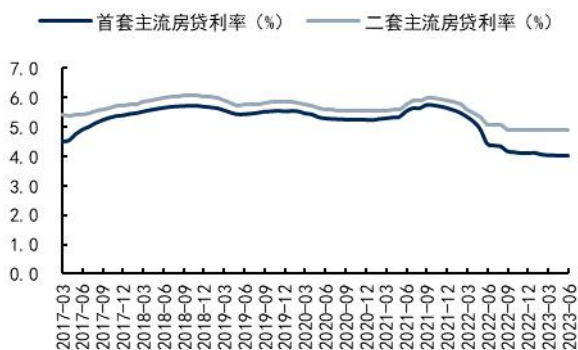
- ◆ 1 月 5 日，央行和银保监会发布《关于建立新发放首套住房个人住房贷款利率政策动态调整长效机制的通知》，在阶段性调整差别化住房信贷政策的基础上，建立新发放首套住房商业性个人住房贷款利率政策动态调整长效机制。同日，住建部部长倪虹在接受央视专访时表示，对于购买第一套住房的要大力支持。首付比、首套利率该降的都要降下来。对于购买第二套住房的，要合理支持。
- ◆ 1 月 13 日，金融部门起草《改善优质房企资产负债表计划行动方案》，拟重点推进 21 项工作任务，引导优质房企资产负债表回归安全区间，推动行业向新发展模式平稳过渡。
- ◆ 1 月 17 日，国务院副总理刘鹤出席达沃斯世界经济论坛 2023 年年会，在致辞中表示，房地产业是中国国民经济的支柱产业。针对房地产领域风险，着力稳定预期，提供合理流动性，放松过热时期的调控措施，积极扩大有效需求。未来中国房地产业稳定发展仍有足够的需求支撑。

货币政策端，2023 年上半年共有两次影响较大的放松，分别是 3 月的降准和 6 月的降息，但也没有任何针对房地产行业的定向优惠政策出台。

- ◆ 3 月 17 日，央行降准 0.25 个百分点至 7.6%。
- ◆ 6 月 20 日，1 年期和 5 年期以上贷款市场报价利率（LPR）双双下降 10 个基点。

政策力度的疲软也能从房贷利率和放款周期的变动幅度察觉到。根据贝壳研究院发布的百城首套房贷利率下降最快的阶段还是 2021 年 Q4 至 2022 年 Q2 期间，降幅达 132bp，而 2023 年至今下降幅度仅 10bp，二套房贷利率也呈现出同样情况。百城银行平均放款周期同样在 2021 年 Q4 至 2022 年 Q2 期间下降最快，从最高点 73 天下降了 48 天，而 2023 年以来维持在 20 多天。

图40：百城首套及二套主流房贷利率



资料来源：贝壳研究院，国信证券经济研究所整理

图41：百城银行平均放款周期



资料来源：贝壳研究院，国信证券经济研究所整理

除了政策以外，居民端的情绪在外部环境影响下也发生了变化。中国人民银行2023年二季度在全国50个城市针对2万户城镇储户开展的问卷调查的结果显示，居民收入信心和就业预期均不足，预期房价继续上涨的占比也在下降。

- ◆ 本季居民收入信心指数为48.5%，比上季下降1.4个百分点。收入感受指数为49.7%，比上季下降1.0个百分点。其中，14.4%的居民认为收入“增加”，比上季减少1.4个百分点，70.5%的居民认为收入“基本不变”，比上季增加0.8个百分点，15.1%的居民认为收入“减少”，比上季增加0.6个百分点。
- ◆ 本季就业预期指数为48.7%，比上季下降3.6个百分点。就业感受指数为37.6%，比上季下降2.3个百分点。其中，11.9%的居民认为“形势较好，就业容易”，44.5%的居民认为“一般”，43.7%的居民认为“形势严峻，就业难或看不准”。
- ◆ 预期房价下跌的居民占比继2022年下半年后第二次高于预期房价上涨占比。对下季房价，15.9%的居民预期“上涨”，54.2%的居民预期“基本不变”，16.5%的居民预期“下降”，13.4%的居民“看不准”。

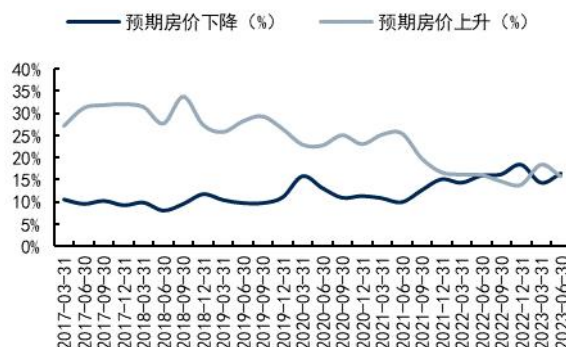
居民收入信心不足影响杠杆意愿，房价上涨预期减弱加重观望情绪，这对下半年购房需求的释放造成了一定阻碍。我们认为，在今年下半年，有强烈购买需求的刚需和刚改客群仍将是购房主力军，支撑销售市场体量。

图42: 居民未来收入预期



资料来源：中国人民银行，国信证券经济研究所整理

图43: 预期房价上涨与下跌的人数占比



资料来源：中国人民银行，国信证券经济研究所整理

下半年展望：竣工强、销售稳、投资弱

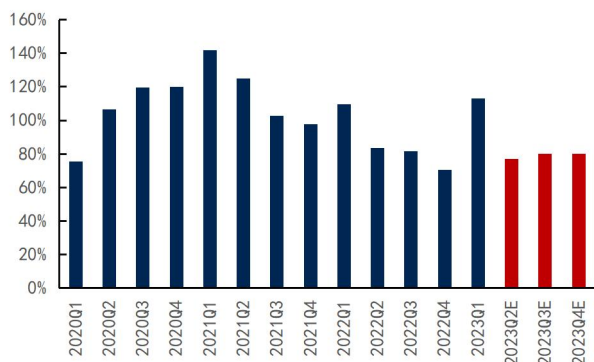
根据我们此前外发的年度策略《幽而复名》，需求端的改善有内生性因素（22年的需求积压、烂尾担忧缓解），更有外生性因素（收入预期改善），而决定开工和投资强度的因素则是销售复苏强度、广义库存（已开未售+未开土储）去化周期、房企信心及土地市场热度等。

如上文回顾部分所述，2023上半年销售呈弱复苏态势，部分城市新房销售仍有以价换量的现象出现，广义库存去化周期并未显著，房企信心并未改善，土地成交仍在低位。因此，我们判断全年行业呈竣工强、销售稳、投资弱的态势，我们维持和修正部分指标的全年预判：维持销售额全年同比5%-10%的增长、竣工全年同比超30%的增长的判断；分别下调新开工、投资增速全年同比增长至-15%、-5.6%。

销售：全年同比0%至5%，后7月同比约增0.7%，Q4增速最高

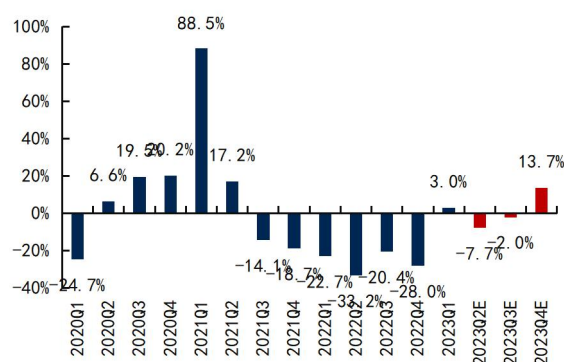
由于 5、6 月份的销售增速受推货量、基数等因素影响较大，我们不宜将 5、6 月份的数据进行简单的线性外推，考虑到去年下半年低基数的影响，我们预计下半年销售增速将企稳，**全年销售额同比增速为 0%至 5%**。根据目前的销售复苏节奏，我们将 2023 年 Q2-Q4 的销售额分别按照 2019 年同期的 77%、80%、80% 计算，则 2023 全年销售额约为 13.5 万亿，同比+1.5%，其中 Q2 为增速最低点，为-7.7%，Q4 为增速最高点，将达到 13.7%。同时我们认为，**当前的市场复苏节奏是合理的，不能因为 Q1 的高增而非理性的看待 Q2 的正常回落，当前应放低对政策博弈的预期。**

图44: 以 2019 年单季度销售额为基数的相对成交量



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图45: 单季度成交额增速



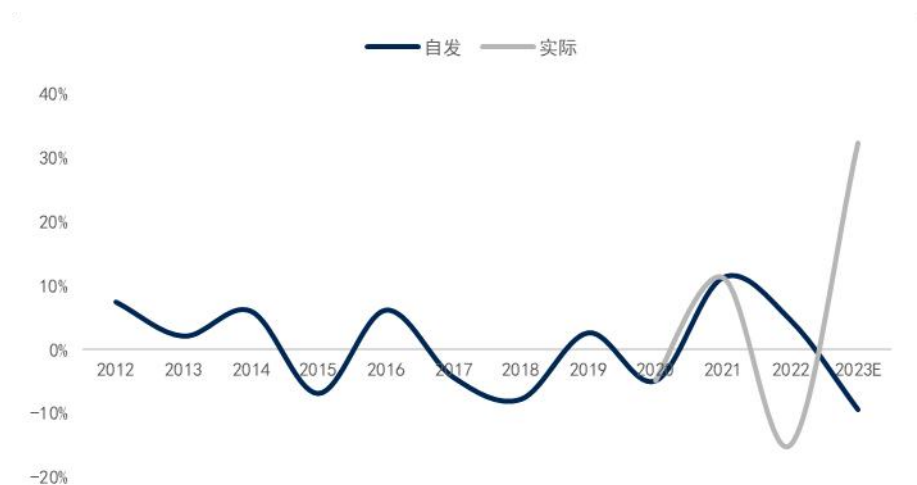
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

竣工：全年同比超 30%，后 7 月同比约增 37%

“金融 19 条”提出“保交楼”不再限于后续货值满足专项借款和配套融资还款要求的项目，同时提出相关金融机构在发放相关贷款时“尽职免责”。11 月 21 日，央行副行长潘功胜提出在前期专项借款的基础上，央行将面向 6 家商业银行推出 2000 亿元“保交楼”贷款支持计划，为商业银行提供零成本资金，以鼓励其支持“保交楼”工作。整体上看，以往“保交楼”的实质障碍大幅解除，效果值得期待。

因此，我们预计 2023 年竣工面积将达到 11.6 亿平方米（自发竣工 9.6 亿平方米+回补 2022 年竣工 2 亿平方米），同比增速为 32%。竣工主要来自于交付义务的履行，“保交楼”相关政策的落地情况是关键。市场的回暖、房企的上岸，与“保交楼”政策更多是一种互补的关系，无论下半年市场热度如何变化，竣工全年高增长都具有较强确定性。

图46: 实际竣工与自发竣工增速

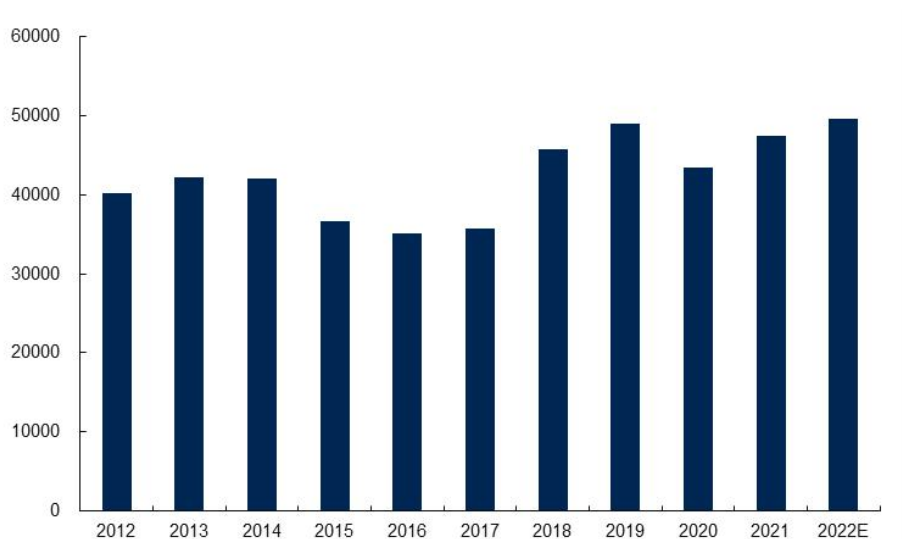


资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

新开工：全年同比-15%，后 7 月同比约-8%

如前所述，新开工能力主要取决于当前在手土储，根据我们此前外发的报告，预计 2022 年末待开发土储同比+4.4%，而 2023 年在供需双降的格局下，预计当前待开发土储总量变化不大。而去化率低位徘徊导致了房企开工意愿不足，**预计 2023 年新开工面积为-15%**（10.3 亿平方米）。

图47: 2022 年末在手土储充足



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

土地：土地出让金全年同比-20%至-30%，后 7 月同比约-26%

当前市场供需双降，在销售低迷、去化较低、在手土储较多的情形下，土地市场**并没有重新回暖的基础**。根据前六月 300 城的土地成交数据，预计全年土地出让

金同比下降 20%至 30%。

投资：全年同比-5.4%，后 7 月同比约-1.0%

土地购置费预计同比-5%至-10%。土地购置费相对于土地出让金一般较为平稳，但趋势是一样的，并且会有或长或短的滞后，主要与土地购置费的分期计入有关。考虑到 2022 年土地市场冷清，且 2023 年也不会扭转，同时房企新推货的意愿也不高，土地购置费预计延续下行至-5%至-10%。

施工投资预计同比-5%。施工投资的预判比较难，因为施工强度跟市场情况并无直接关系（典型如 2014 年至 2017 年，市场变化很大，但施工强度没有显著差异），而施工面积的构成又很复杂（与直观印象差异很大）。具体测算方法见年度策略《幽而复名》，在此不再赘述，由于下调新开工增速至-15%，修正施工投资增速为-5%。

综合考虑土地购置费和施工投资，**预计全年开发投资增速同比-5.4%。**

表1：中性情况下开发投资估算（单位：亿元）

项目	金额：22M1-5	金额：23M1-5	金额：22	金额：23E	增速：23M1-5	增速：23M6-12E	增速：23E
土地购置费	16390	16184	41030	37953	-0.5%	-11.7%	-7.5%
建筑工程投资	31035	25350	79311	75345	-10.9%	3.6%	-5.0%
安装工程投资	1765	1557	4610	4380	-5.1%	-0.8%	-5.0%
其他	2924	2610	7944	7944	-1.5%	6.3%	0.0%
房地产开发投资	52114	45701	132859	125622	-7.2%	-1.0%	-5.4%

资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

房企业绩展望：23 年将有确定性的业绩改善

展望 2023 年，可以对房地产板块的业绩作出大致判断：1. 营收规模预计与 2022 年持平；2. 毛利率企稳，并有望小幅增长；3. 减值规模将大幅下降；4. 少数股东损益绝对规模下降。而从 2023Q1 看，龙头房企率先实现了营收增速的触底回升，归母净利润增速已经接近回正。

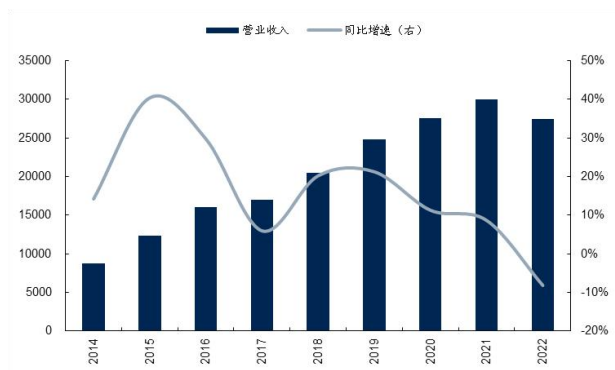
基于此，我们估计 2023 年上市房企营业收入约 2.8 万亿元，同比+2%，净利润约 270 亿元，归母净利润约 120 亿元，业绩虽仍处于较低水平，但相对 2022 年将出现明显改善。

营业收入增速首次为负，2023 年料将稳中有升

A 股 114 家以房地产开发为主业的上市房企（以下简称上市房企或房企），2022 年实现营业收入合计 2.75 万亿，同比-8.2%。龙头“招保万金”2022 年实现营业收入合计 1.09 万亿，同比+9.1%，尽管增速继续下降，但明显好于行业平均水平。

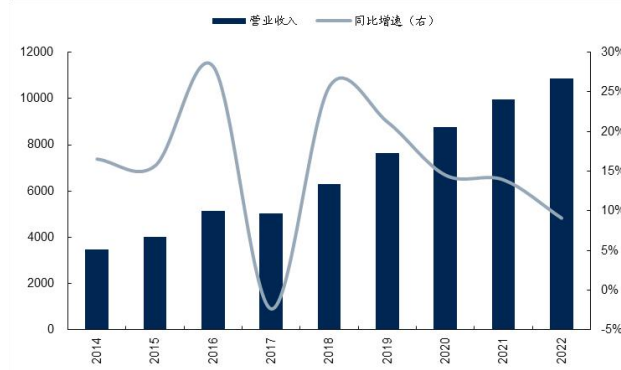
营业收入出现二十年来的首次负增长，原因在于 2021 年下半年开始的市场下行，在量和价两个方面导致房企营收承压。展望 2023 年，考虑到营收对销售的滞后，以及 2023 年的实际销售情况，**预计 2023 年上市房企营收规模将与 2022 年大体持平。**

图48: 上市房企营收及增速（单位：亿元）



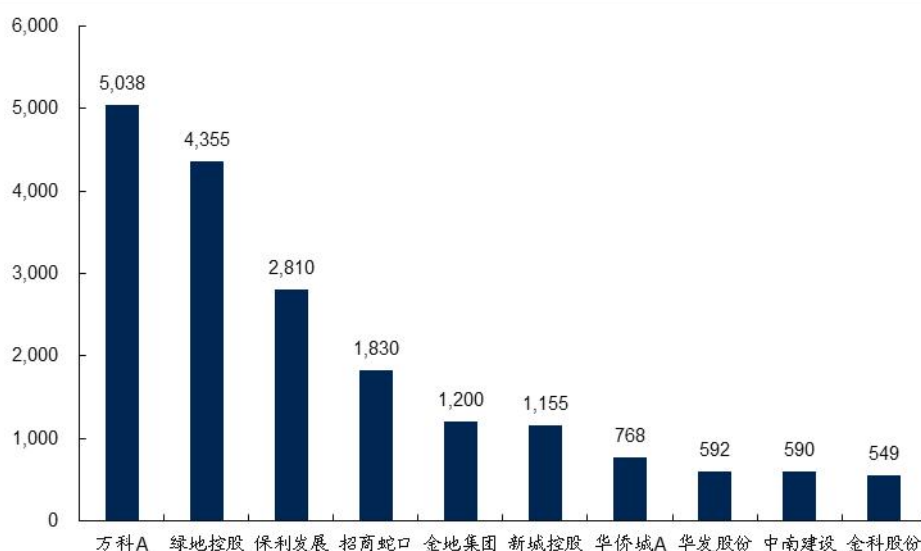
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图49: “招保万金”营收及增速（单位：亿元）



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图50: 营收前十房企（单位：亿元）

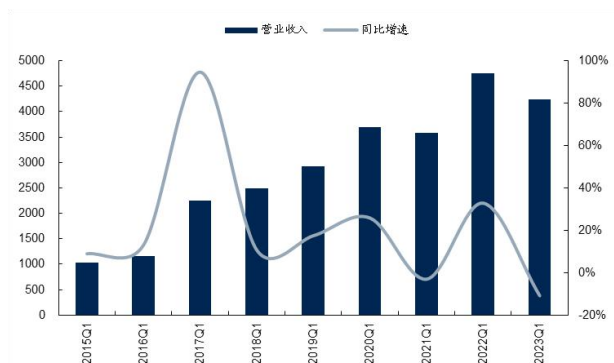


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

从2023年Q1看，上市房企实现营业收入合计4236亿元，同比-10.8%，增速相对于2022年全年下降2.6pct，收入增速延续低迷。考虑到2022Q1受疫情影响较小、房企风险事件也相对较少，2023Q1的负增长是比较正常的。随着基数的逐渐下降，2023年上市房企营收料将稳中有升。

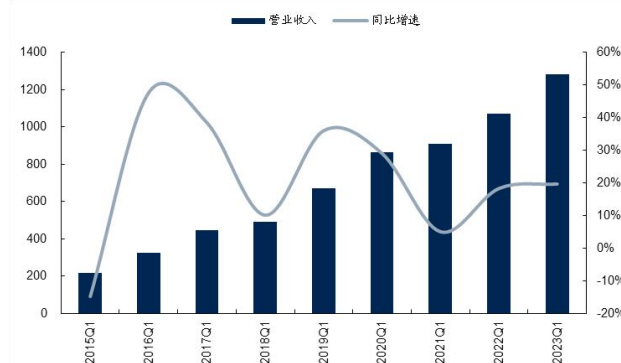
值得注意的是，尽管行业整体营收增速继续下降，但以“招保万金”为代表的龙头房企收入增速有所提升。2023Q1，“招保万金”实现营业收入1283亿元，同比+19.7%，增速相对2022年全年提升10.6pct。四大龙头营收增速全部为正，其中金地集团2023Q1营收增速高达83.8%，龙头房企率先实现了营收增速的触底回升。

图51: 2023Q1 上市房企营收及增速（单位：亿元）



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图52: 2023Q1 “招保万金” 营收及增速（单位：亿元）



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

毛利率首破 30%，2023 年料将改善

上市房企 2022 年平均毛利率为 26.8%，相对 2021 年下滑 4.7pct，创近十年最低水平，也是近十年来首次低于 30%。“招保万金” 2022 年平均毛利率为 20.4%，连续 4 年下滑，在 2021 年大幅下降 7pct 的基础上，进一步下滑 3.4pct。

尽管上市房企毛利率的下滑自 2018 年开始，基本在市场预期之内，但如此大的下滑幅度仍然有些始料未及。近年来房企毛利率的大幅下滑，核心还是在于 2017 年到 2019 年的销售高景气，叠加融资可得性高、预售资金监管松共同造就的低利润“快周转”模式。（这一点我们在以往的多篇报告中做过详细论证。）

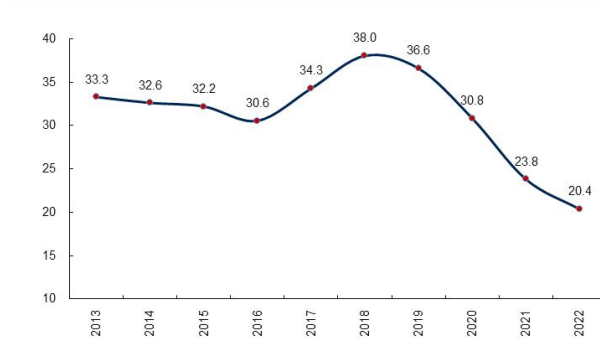
展望未来，考虑到一般房地产项目 3 到 5 年的开发周期，加之：1. 2022 年土地隐含毛利率已经出现一定修复；2. 房价下跌最剧烈的时候已经过去；3. 计提减值创新高，缓释未来毛利率压力，我们倾向于认为 2023 年房企报表毛利率将稳中有升，并在 2024 年和 2025 年持续上升。

图53: 上市房企毛利率（单位：%）



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图54: “招保万金” 毛利率（单位：%）

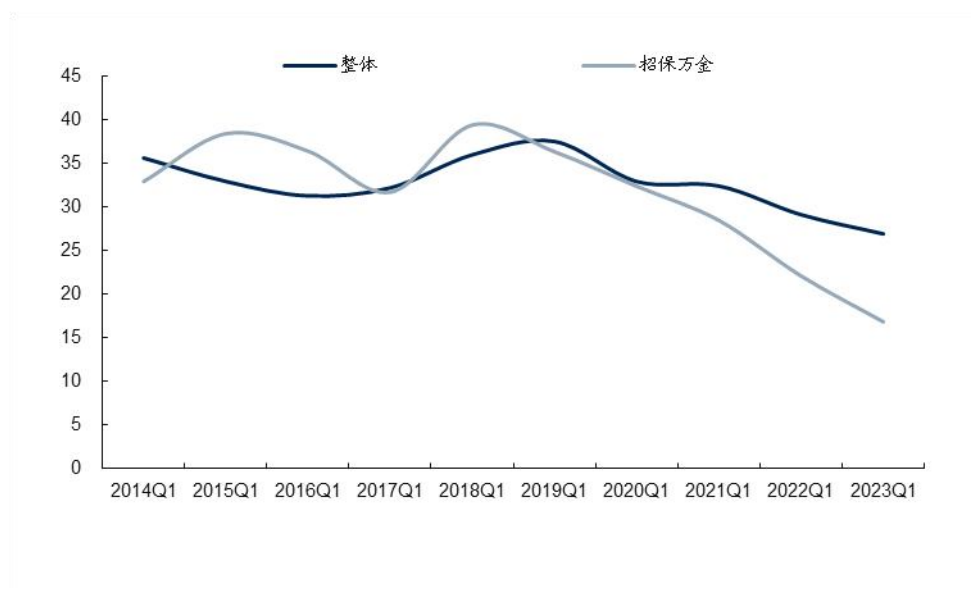


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

从 2023 年 Q1 看，上市房企平均毛利率为 26.9%，相对 2022 年提升 0.1pct。“招保万金” 平均毛利率为 16.9%，相对 2022 年下降 3.5pct。尽管整体毛利率的改善并不明显，而且“招保万金” 平均毛利率相对 2022 年仍有下行，但我们认为本年毛利率即将迎来改善：1. 2022 年土地隐含毛利率已经出现一定修复；2. 房价下跌

最剧烈的时候已经过去；3. 计提减值创新高，缓释未来毛利率压力。

图55: 2023Q1 上市房企毛利率（单位：%）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

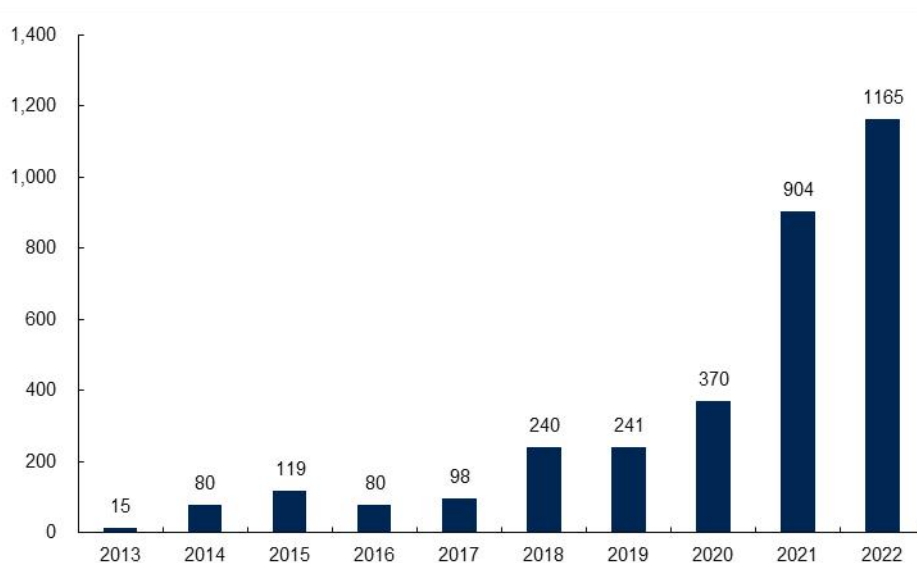
资产减值超千亿，后续计提压力不大

上市房企 2022 年资产减值损失合计 1165 亿元，首次超过千亿规模，创历史新高。计提减值最多的前五家房企为*ST 蓝光（163 亿元）、金科股份（151 亿元）、华侨城 A（127 亿元）、荣盛发展（71 亿元）、新城控股（60 亿元）。

从资产减值的来源看，2022 年资产减值的核心原因就是房价和地价的下跌。尽管按照统计局数据口径，2022 年商品房平均销售价格仅下降 3.2%，但由于：1. 2021 上半年及之前预期过度乐观，导致地价过高；2. 部分城市房价下跌幅度更大；3. 滞销项目债务利息对利润的侵蚀，多数房企计提了更多的减值。

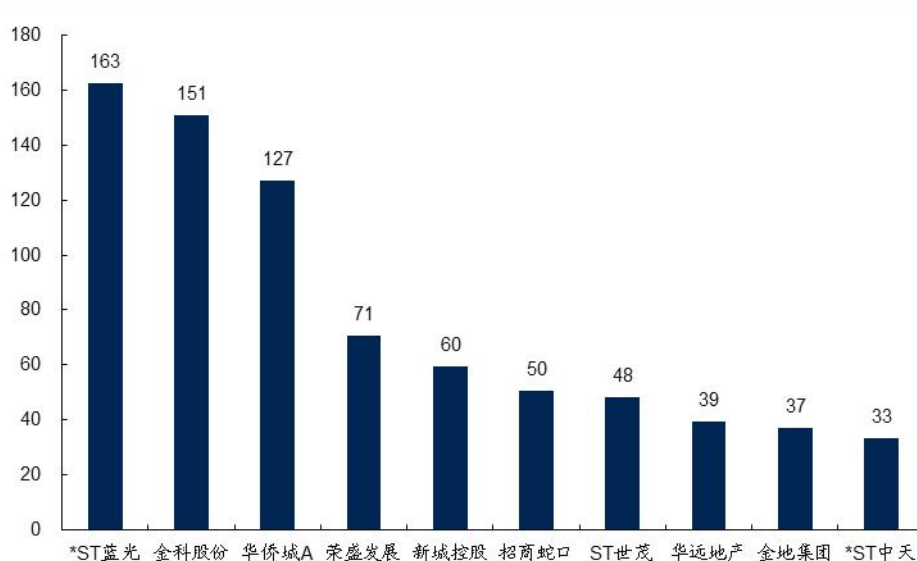
展望未来，由于 2022 年底是房地产行业现实与预期双重悲观的时刻，因此减值计提相对更加充分，预计 2023 年资产减值规模将大幅下降。

图56: 上市房企历年资产减值损失（单位：亿元）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图57: 2022 年资产减值损失前十的房企（单位：亿元）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

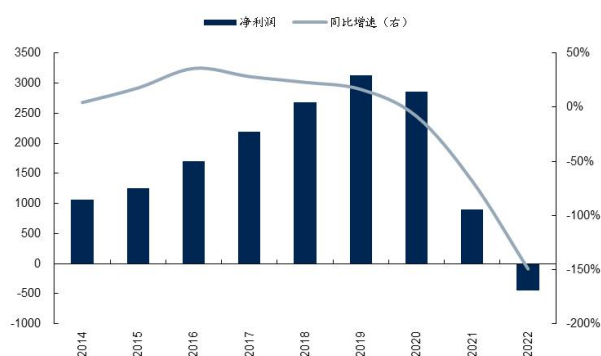
归母净利润首次为负，23Q1 已出现明显改善

上市房企 2022 年净利润合计-446 亿元，归母净利润合计-702 亿元，均首次为负，创历史新低。“招保万金”2022 年净利润合计 828 亿元，同比-19.9%，归母净利润合计 513 亿元，同比-26.3%，归母净利润规模创近 6 年新低。

结合上文，可以看到 2022 年房地产开发板块业绩大幅下滑主要是四大原因：1.

营业收入下滑 8.2%，增速首次为负；2. 毛利率下滑 4.7pct，首次低于 30%；3. 资产减值损失 1165 亿元，减少税后利润超 800 亿元；4. 少数股东损益的相对刚性（体现了一定程度的明股实债）。

图58：上市房企净利润及增速（单位：亿元）



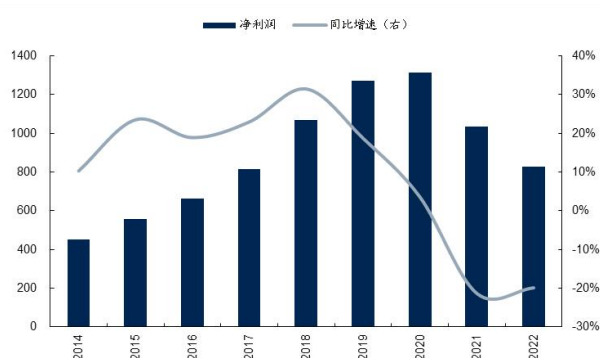
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图59：上市房企归母净利润及增速（单位：亿元）



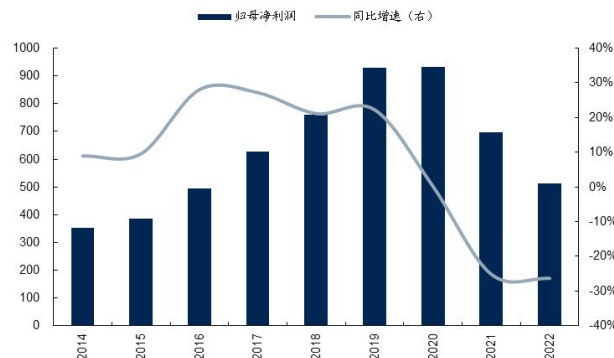
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图60：“招保万金”净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图61：“招保万金”归母净利润及增速（单位：亿元）

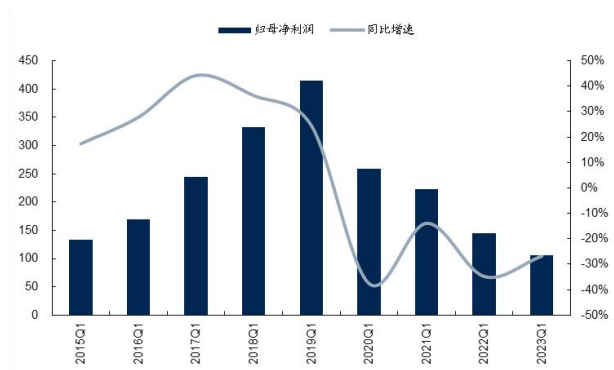


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

从 2023Q1 看，上市房企实现归母净利润合计 106.5 亿元，同比-26.8%，降幅相对于 2022 年全年收窄超过 200pct。“招保万金”实现归母净利润合计 49.5 亿元，同比-1.7%。可见，2023Q1 房地产行业归母净利润的降幅出现了大幅的收窄，“招保万金”等优质房企归母净利润增速已经接近回正。

2023Q1 房企业绩降幅大幅收窄的原因有二：1. 一季报一般不计提减值，而减值是上年业绩大幅下滑的主因之一；2. 春节后整体房价趋稳，房企利润有所修复。展望全年，随着基数持续下降，全年业绩实现恢复性增长是比较确定的。预计 2023 年上市房企净利润约 270 亿元，归母净利润约 120 亿元，业绩虽仍处于较低水平，但相对 2022 年将出现明显改善。

图62: 2023Q1 上市房企归母净利润及增速（单位：亿元）



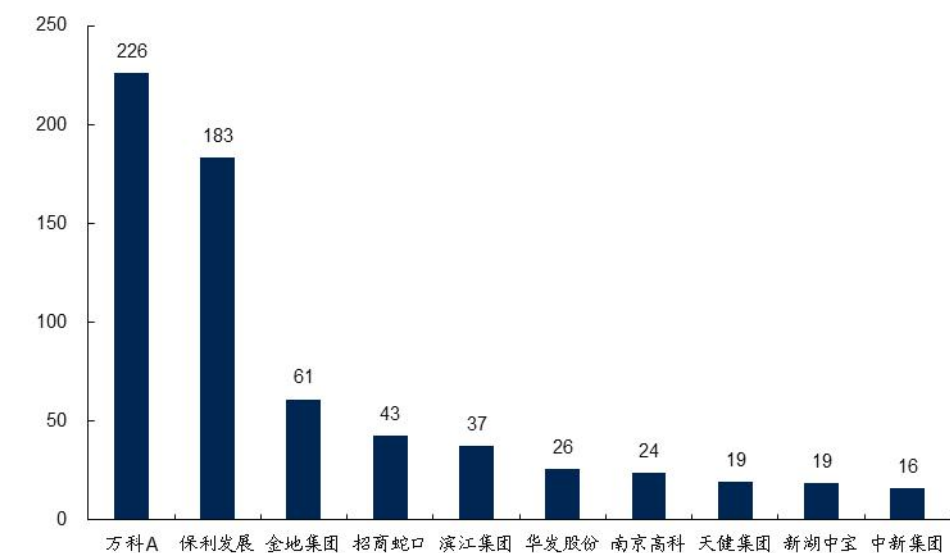
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图63: 2023Q1 “招保万金” 归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图64: 归母净利润前十房企（单位：亿元）



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议

当前销售复苏强度仍是市场核心分歧，在 Q1 高增后，我们应当正确看待 Q2 的销售回落，并不宜将该回落进行不合理的线性外推。针对下半年，我们建议重复复苏节奏，轻政策博弈，预计 Q4 将迎来本年销售复苏的高点，届时将出现确定性的基本面高修复行情。从标的的选择上，我们建议关注稳健性和成长性兼备的中型国央企，核心推荐中国海外宏洋集团、中国海外发展、越秀地产、金地集团。

风险提示

- 1、政策落地效果不及预期：目前出台了多项利好政策，包括优质房企发债支持、预售资金监管放松、“保交楼”资金注入等，但考虑到基层执行意愿和实际操作难度，落地效果有待进一步观察。
- 2、政策跟进力度不及预期：后续宏观政策、针对需求端的放松力度和节奏不及预期，导致居民收入预期等外生性因素无法改善，从而导致销售复苏不及预期、房价持续下跌、房企现金流改善不及预期。
- 3、房企信用风险事件超预期冲击：如果融资持续受限、销售复苏过慢、房价持续下跌，房企现金流改善不及预期、存货持续贬值，有可能引发更多信用风险事件，将进一步削弱其他房企的投资意愿、影响居民的购房信心、降低金融机构的风险偏好。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032