仅供内部参考，请勿外传

新房销量负同比扩大，各地现房细则对周转的回补符合部分投资人预期

推荐（维持）

周期/房地产

房地产行业最新观点及 26 年 1-9 月数据深度解读

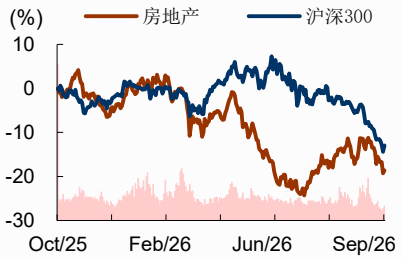
- **9 月单月/1-9 月累计新房销售面积同比增速分别为-20.7%/-13.2%（较上月分别-5.9pct/-1.1pct）**，9 月新房单月销量同比负增速较上月扩大，1-9 月新房及二手房合计总成交量累计负同比扩大至-2.2%，或有 828 新政后购房者观望情绪增加影响；维持之前判断二手房挂牌未消化至合理位置前市场难以出现趋势性扭转，以及房贷利率与净租金收益率息差收窄进程偏慢或也从资产配置替代效应角度对购房需求的企稳形成制约；据房管局数据，10 月 1-22 日新房销量同比较 9 月整体持平（-12%）；
- **9 月单月/1-9 月累计新开工面积同比增速分别为-25.6%/-24.9%（较上月分别+5.3pct/-0.1pct）**，9 月新开工负同比较上月收窄，根据拿地对新开工的领先关系，考虑到当前土地成交面积同比自年初以来持续处于较低位置，维持判断 26 年下半年新开工同比或呈底部震荡趋势；再往后看，现房销售相关新政落地或放缓房企周转及拿地，房企拿地规模下降或逐步向新开工传导；
  9 月单月/1-9 月累计竣工面积同比增速分别为-36.4%/-25.1%（较上月分别-8.0pct/-1.4pct），9 月竣工负同比较上月扩大，据销售对竣工约两年的领先关系，考虑到 24 年下半年销量同比受“924”一揽子政策提振改善，维持判断 26 年下半年竣工同比负增速仍或出现一定程度阶段性震荡收窄；另外，受现房销售相关新政影响，因项目预售节点延后以及房企出于更快回款考虑或加快竣工，判断销售对竣工的领先关系或逐步由 2 年左右缩短为 1 年左右；
  9 月单月/1-9 月累计开发投资金额同比增速为-26.3%/-20.6%（较上月分别-0.8pct/-0.7pct），9 月开发投资同比较上月负增速小幅扩大；往后看，在房企施工强度难以出现明显反弹前提下，现房销售相关新政或使得房企拿地及施工规模进一步收缩，判断建安投资仍持续承压，进而影响整体开发投资；
- **9 月单月/1-9 月累计到位资金同比增速分别为-26.4%/-21.6%（较上月分别+0.3pct/-0.6pct）**，结构上，“国内贷款”同比同步于“新开工”同比回升，两者剪刀差收窄，关注年底金融 16 条及经营贷相关管理办法到期后政策续期及贷款接续带动国内贷款增速回升的可能，届时或再次呈现其增速高于新开工的特征，“自筹资金”同比及“销售类到位资金”同比略有回升；
  9 月 70 城房价：新房房价环比跌幅小幅收窄，结构上，一线环比正增速持平，二线环比负增速收窄，三线环比负增速持平，9 月 70 城新房房价环比-0.14%（较上月+0.03pct），其中一线/二线/三线环比 0.1%/0.0%/-0.2%；**二手房房价环比跌幅小幅收窄，结构上一线环比正增速扩大，二线环比负增速收窄，三线环比负增速持平**，9 月 70 城二手房房价环比-0.26%（较上月+0.05pct），其中一线/二线/三线环比+0.2%/-0.2%/-0.3%；
- **投资建议：（1）近期不同城市现房细则相继落地一定程度上缓释了 828 新政刚出台后最悲观的那部分市场预期，当前综合考虑房地产板块股票进一步上行的“赔率”空间或相对有限，股票显著增配或需等待更多的确定性政策；（2）中长期仍需回归行业交易的核心要素，即金融周期位置决定的终局，维持四季度末到明年上半年开始进入增量政策观察窗口期的判断，并关注潜在行业进入门槛提高带来的胜率提高。**关注（1）业绩相对稳健且股息率较高的【华润置地】【华润万象生活】等或可从长期配置价值角度关注；（2）部分博弈基本面改善的投资人或优先关注聚焦高能级城市的标的，例如【中国海外发展】【建发国际集团】【滨江集团】【中国金茂】【绿城中国】等；（3）关注受益于新房及二手房市场量、价潜在改善的【贝壳】等；（4）关注【越秀地产】【龙湖集团】【金地集团】等。
- **风险提示：政策落地情况不及预期，供需关系改善不及预期，市场流动性改善不及预期，估值修复不及预期，房地产行业变化向上下游传导不及预期等。**

行业规模

		占比%
股票家数（只）	254	4.9
总市值（十亿元）	2308.0	2.2
流通市值（十亿元）	2205.0	2.4

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-8.2	-14.2	-19.6
相对表现	0.9	0.0	-8.7



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《假期后至月中新房日均网签面积较国庆假期同比转负——样本城市周度高频数据全追踪》2026-10-18

2、《增量资金入市预期下 REITs 及“REITs 产生器”类股票或受益——公募基金《运作办法》征求意见稿点评》2026-10-12

3、《近一周二手房网签面积可同比增幅较国庆假期收窄——样本城市周度高频数据全追踪》2026-10-11

赵可 S1090513110001
zhaoke@cmschina.com.cn
李盛天 S1090524080003
lishengtian@cmschina.com.cn

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

框架申明：从销量看地产股（超额收益出现在行业衰退末段到复苏前段，隐含量在价先）；从投资和开竣工看地产产业链；从企业到位资金及招商证券资金链水平指标关注行业风险阈值。

事件：

（1）统计局公布 26 年 1-9 月全国房地产相关数据，1-9 月累计房地产销售面积 5.6 亿平，累计同比（基期调整）-13.2%；房地产销售金额 5.4 万亿元，累计同比（基期调整）-13.9%；新开工面积 3.4 亿平，累计同比（基期调整）-24.9%；竣工面积 2.3 亿平，累计同比（基期调整）-25.1%；开发投资额 5.3 万亿元，累计同比（基期调整）-20.6%；到位资金 5.7 万亿元，累计同比（基期调整）-21.6%；二手房网签面积 6.2 亿平，累计同比+10.7%；

图 1：统计局房地产行业数据简析

日期	指标	累计数值（26M1-9）	基期未调整累计同比（26M1-9较26M1-8变化）	基期调整累计同比（26M1-9较26M1-8变化）	单月数值（26M9）	基期未调整单月同比（26M9较26M8变化）	基期调整单月同比（26M9较26M8变化）	26M9环比26M8（21-25年平均环比）	单月季调环比
M9	商品房销售面积（万方）	56483	-14.2% (-1.2pct)	-13.2% (-1.1pct)	6603	-22.6% (-7.2pct)	-20.7% (-5.9pct)	35.9% (42.7%)	-7.3%
M9	商品房销售金额（亿元）	53799	-14.7% (-0.9pct)	-13.9% (-0.9pct)	6329	-21.1% (-8.3pct)	-20.1% (-8.0pct)	33.2% (38.1%)	-7.6%
M9	商品房销售均价（元/平）	9525	-0.5% (0.3pct)	-0.8% (0.2pct)	9584	1.9% (-1.2pct)	0.8% (-2.4pct)	-2.0% (-3.2%)	-0.2%
M9	商品房新开工面积（万方）	34031	-25.0% (-0.1pct)	-24.9% (-0.1pct)	4137	-26.1% (4.4pct)	-25.6% (5.3pct)	29.5% (13.8%)	1.8%
M9	商品房竣工面积（万方）	23271	-25.2% (-1.4pct)	-25.1% (-1.4pct)	2174	-36.7% (-8.3pct)	-36.4% (-8.0pct)	14.3% (-1.3%)	1.8%
M9	商品房开发投资（亿元）	53364	-21.2% (-0.7pct)	-20.6% (-0.7pct)	5385	-27.2% (-1.0pct)	-26.3% (-0.8pct)	8.4% (11.4%)	-3.9%
M9	商品房资金来源（亿元）	56813	-21.4% (-0.5pct)	-21.6% (-0.6pct)	5920	-25.8% (1.0pct)	-26.4% (0.3pct)	15.1% (14.3%)	-3.8%
M9	二手房交易网签面积（万方）	61746	- -	10.7% (0.1pct)	6823	- -	11.5% -	- -	-

资料来源：统计局，Wind，招商证券

备注：根据房地产开发统计制度、统计执法检查等规定，对上年同期房地产开发投资、新建商品房销售面积等数据进行修订，增速按可比口径计算。

（2）统计局公布 26 年 9 月份 70 城大中城市房价指数，9 月份 70 城新房房价环比-0.14%，其中一线城市 0.1%，二线城市环比 0.0%，三线城市环比-0.2%；二手房房价环比-0.26%，其中一线城市环比+0.2%，二线城市环比-0.2%，三线城市环比-0.3%；

（3）统计局公布 26 年 9 月份全国 CPI 及细项，其中租赁房房租环比持平，同比-0.6%。

图 2：9 月份 70 城新房房价环比-0.14%，二手房房价环比-0.26%

分类	环比	环比增减	同比	同比增减
70城新房	-0.14%	0.03pct	-3.04%	0.26pct
一线新房	0.10%	0.00pct	-0.50%	0.40pct
二线新房	0.00%	0.10pct	-2.40%	0.30pct
三线新房	-0.20%	0.00pct	-3.90%	0.20pct
70城二手房	-0.26%	0.05pct	-4.75%	0.37pct
一线二手房	0.20%	0.10pct	-1.50%	1.20pct
二线二手房	-0.20%	0.10pct	-4.50%	0.40pct
三线二手房	-0.30%	0.00pct	-5.40%	0.20pct
CPI：租赁房房租	-0.10%	-0.10pct	-0.60%	0.00pct

资料来源：统计局，Wind，招商证券

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

图 3：销售、新开工、竣工、开发投资及到位资金指标结构数据汇总

日期	指标	累计数值	累计同比	同比增减	单月数值	单月同比	同比增减	单月环比	过去五年平均环比
M9	商品房销售面积（万方）	56483	-14.2%	-1.2pct	6603	-22.6%	-7.2pct	35.9%	42.7%
M9	商品住宅	46996	-14.7%	-1.0pct	5493	-21.3%	-5.0pct	34.7%	39.5%
M9	办公楼	1501	-8.6%	-1.9pct	194	-19.6%	0.1pct	97.7%	71.1%
M9	商业营业用房	3190	-17.5%	-2.2pct	380	-30.8%	-14.7pct	42.1%	62.7%
M9	其他商品房	4796	-8.8%	-3.5pct	536	-29.7%	-25.2pct	29.3%	57.6%
M8	长三角	9906	-15.3%	-0.6pct	831	-21.4%	-8.3pct	-2.5%	6.6%
M8	珠三角	5529	-15.3%	-0.1pct	515	-16.6%	-0.5pct	1.2%	0.3%
M8	环渤海	8673	-10.8%	-0.3pct	837	-13.2%	0.2pct	-6.5%	2.1%
M8	中西部	24129	-11.5%	-0.3pct	2473	-13.8%	0.5pct	0.9%	0.3%
M8	东北	1643	-20.6%	0.9pct	202	-13.9%	9.8pct	16.7%	10.1%
M9	商品房销售金额（亿元）	53799	-14.7%	-0.9pct	6329	-21.1%	-8.3pct	33.2%	38.1%
M9	商品住宅	47335	-14.4%	-14.4pct	5559	-19.2%	-6.4pct	31.3%	34.8%
M9	办公楼	1856	-12.1%	-12.1pct	251	-25.0%	-4.8pct	126.4%	69.1%
M9	商业营业用房	2783	-23.3%	-23.3pct	310	-41.9%	-27.7pct	24.7%	67.4%
M9	其他商品房	1825	-7.5%	-7.5pct	208	-24.3%	-20.0pct	30.8%	55.2%
M9	商品房销售单价（万方）	9525	-0.5%	0.3pct	9584	1.9%	-1.2pct	-2.0%	-3.2%
M9	商品住宅	10072	0.2%	0.3pct	10121	2.6%	-1.5pct	-2.5%	-3.3%
M9	办公楼	12365	-3.8%	-0.6pct	12949	-6.6%	-6.0pct	14.5%	-1.8%
M9	商业营业用房	8724	-6.9%	-1.4pct	8158	-16.0%	-18.3pct	-12.3%	2.7%
M9	其他商品房	3805	1.4%	0.9pct	3880	7.7%	7.5pct	1.1%	-1.4%
M9	商品房新开工面积（万方）	34031	-25.0%	-0.1pct	4137	-26.1%	4.4pct	29.5%	13.8%
M9	商品住宅	24774	-25.5%	-0.1pct	2934	-26.1%	5.3pct	24.9%	11.5%
M9	办公楼	738	-34.2%	8.2pct	167	27.6%	91.5pct	400.6%	48.2%
M9	商业营业用房	2198	-25.5%	-0.7pct	255	-30.3%	-1.5pct	20.0%	9.7%
M9	其他商品房	6321	-21.5%	-1.6pct	780	-31.0%	-7.6pct	30.6%	21.9%
M9	商品房竣工面积（万方）	23271	-25.2%	-1.4pct	2174	-36.7%	-8.3pct	14.3%	-1.3%
M9	商品住宅	16301	-26.7%	-1.1pct	1503	-36.1%	-11.0pct	11.0%	-2.6%
M9	办公楼	809	-26.5%	-1.8pct	106	-36.7%	16.8pct	60.2%	21.4%
M9	商业营业用房	1536	-31.2%	-0.3pct	153	-33.6%	25.2pct	62.6%	-2.3%
M9	其他商品房	4625	-16.9%	-3.2pct	411	-40.0%	-20.7pct	6.3%	3.3%
M9	商品房施工面积（万方）	565221	-12.9%	0.0pct	-	-	-	-	-
M9	商品房开发投资（亿元）	53364	-21.2%	-0.7pct	5385	-27.2%	-1.0pct	8.4%	11.4%
M9	商品房资金来源（亿元）	56813	-21.4%	-0.5pct	5920	-25.8%	1.0pct	15.1%	14.3%
M9	国内贷款	7624	-32.5%	0.3pct	744	-29.9%	13.5pct	28.1%	22.1%
M9	利用外资	4	-78.1%	-1.2pct	0	-107.1%	-49.1pct	-138.5%	33.4%
M9	自筹资金	20572	-21.2%	-1.4pct	2140	-31.8%	-0.6pct	13.3%	17.4%
M9	个人按揭	7678	-22.3%	0.4pct	832	-19.0%	-4.9pct	3.2%	4.2%
M9	定金及预收款	17982	-14.9%	0.0pct	1945	-15.2%	2.9pct	17.1%	10.9%
M9	其他到位资金	2953	-23.3%	-2.7pct	260	-43.3%	-14.2pct	24.8%	38.7%

资料来源：统计局，Wind，招商证券；备注：数据同比为基期未调整口径；

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

一、9 月单月/1-9 月新房累计销售面积同比增速为-20.7%/-13.2%（较上月分别-5.9pct/-1.1pct），9 月新房单月销量同比负增速较上月扩大，1-9 月新房及二手房合计总成交量累计负同比扩大至-2.2%，或有 828 新政后购房者观望情绪增加影响；维持之前判断二手房挂牌未消化至合理位置前市场难以出现趋势性扭转，以及房贷利率与净租金收益率息差收窄进程偏慢或也从资产配置替代效应角度对购房需求的企稳形成制约；据房管局高频数据，10 月 1-15 日新房销量同比较 9 月整体上升 14pct 至 2%

26 年 9 月销售面积基期调整同比增速为-20.7%（较上月降低 5.9pct），26 年 9 月环比 8 月份+35.9%（过去五年平均+42.7%）；销售金额基期调整同比增速为-20.1%（较上月降低 8.0pct）；销售单价基期调整同比增速为+0.8%（较 26 年上月降低 2.4pct）。

26 年 1-9 月销售面积基期调整同比增速为-13.2%（较上月减少 1.1pct）；销售金额基期调整同比增速为-13.9%（较上月减少 0.9pct）；销售单价基期调整同比增速为-0.8%（较 26 年上月增加 0.2pct）。

26 年 9 月份二手房成交面积同比+11.5%，新房+二手房成交面积同比-4.3%；1-9 月份二手房交易网签面积累计同比+10.7%，1-9 月新房+二手房成交量累计同比-2.8%（较上月减少 0.8pct）；1-9 月份二手房成交占总成交比例为 52%；

9 月新房单月销量同比负增速较上月扩大，1-9 月新房及二手房合计总成交量累计负同比扩大至-2.2%，或有 828 新政后购房者观望情绪增加影响；维持之前判断二手房挂牌未消化至合理位置前市场难以出现趋势性扭转，以及房贷利率与净租金收益率息差收窄进程偏慢或也从资产配置替代效应角度对购房需求的企稳形成制约；

结合高频及百强销售数据来看，百强 26 年 9 月销售面积同比负增速较 26 年 8 月单月收窄 4pct 至-11%，房管局 26 年 9 月新房销量负同比较 26 年 8 月单月扩大 6pct 至-12%。

居民购买能力和购买意愿：购买能力方面，居民新增存款同比趋势回升，存款余额同比趋势回落；购买意愿方面，活定期口径货币活化指数趋势回落。

整体看此轮周期，销售数据自 21 年 6 月份开始回落，8-10 月随信贷收紧进一步下滑，11 月开始政策出现边际宽松，按揭出现改善，各地方宽松政策陆续出台；22 年全年销售市场受疫情影响底部波动，12 月在疫情政策调整背景下略有改善；23 年 1-3 月份疫情积压的刚性及改善性需求释放，销售数据持续回升，4-8 月份市场热度回落至历史低位，9 月随“认房不用认贷”等政策落地市场热度出现回升，10-12 月开始市场热度有所回落，24 年 1-5 月整体市场热度处于低位，6 月份在“517”新政落地后市场热度出现阶段性回升，7-8 月份市场热度趋势上再次

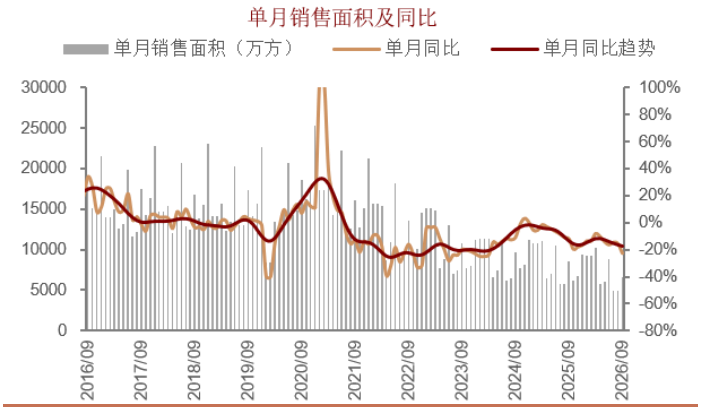
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

回落，9-12 月份在“926”政治局会议及房地产相关政策逐步落地推动下市场热度再次回升；25 年年初开始市场热度持续震荡回落；26 年初上海限制性政策放松等对市场有一定的预期带动，市场热度边际回升，4 月份开始市场热度再次开始回落。

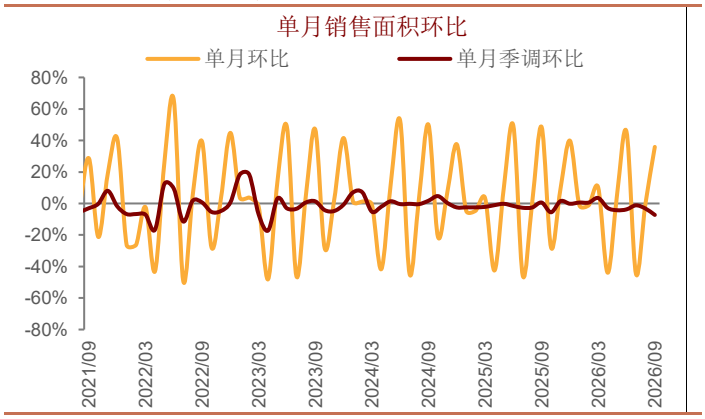
往后看，据房管局高频数据，10 月 1-22 日新房销量同比较 9 月整体持平（-12%），关注城市更新等进一步落地对房地产需求的可能带动

图 4：9 月销量（基期未调整）同比回落至-22.6%



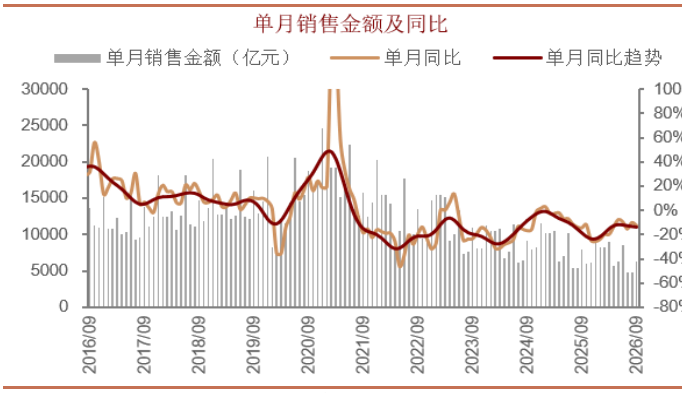
资料来源：统计局、Wind、招商证券；

图 5：9 月销售面积季调环比为-7.3%



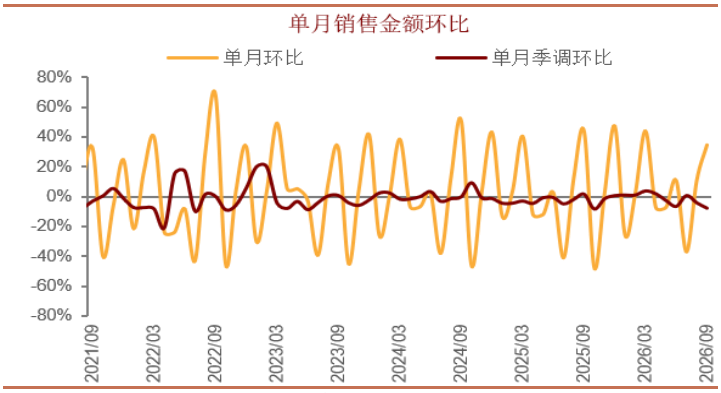
资料来源：统计局、Wind、招商证券

图 6：9 月销售额（基期未调整）同比回落至-21.1%



资料来源：统计局、Wind、招商证券；

图 7：9 月销售额季调环比-7.6%



资料来源：统计局、Wind、招商证券

图 8：9 月销售面积处于过去四年同期较低位置

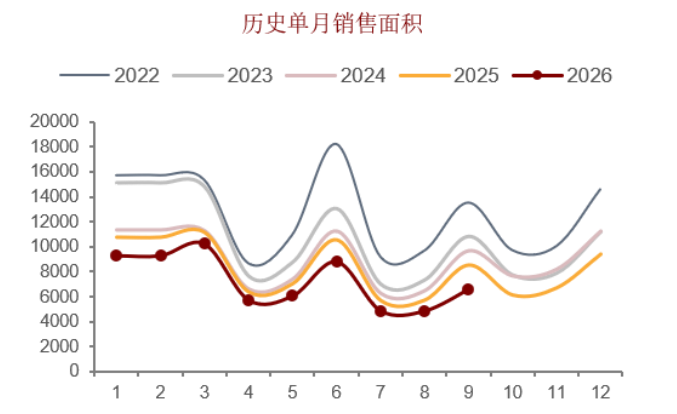
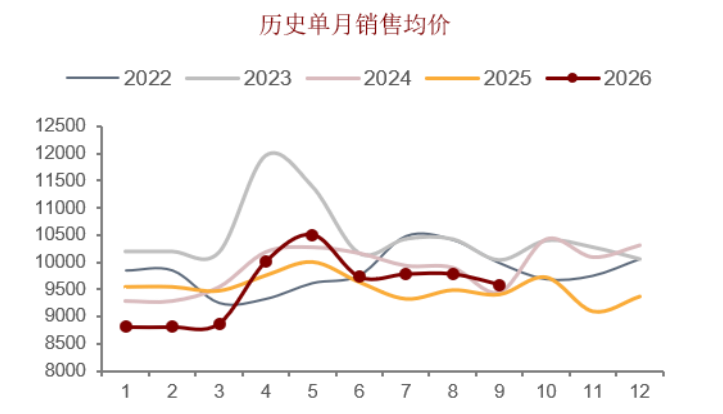


图 9：9 月销售均价降低至过去四年较低位置



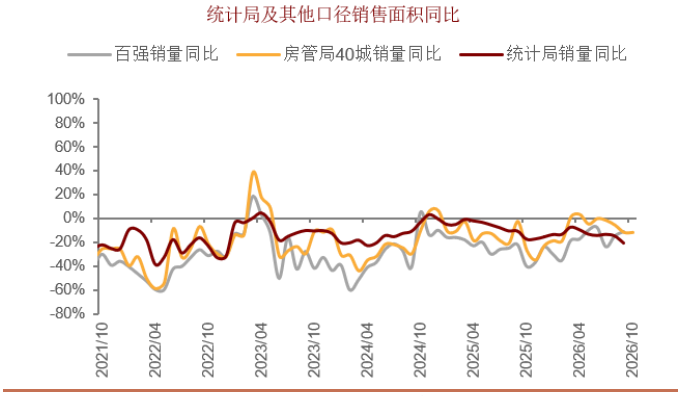
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

资料来源：统计局、Wind、招商证券；单位：万方；备注：1月及2月均显示为1-2月累计值；

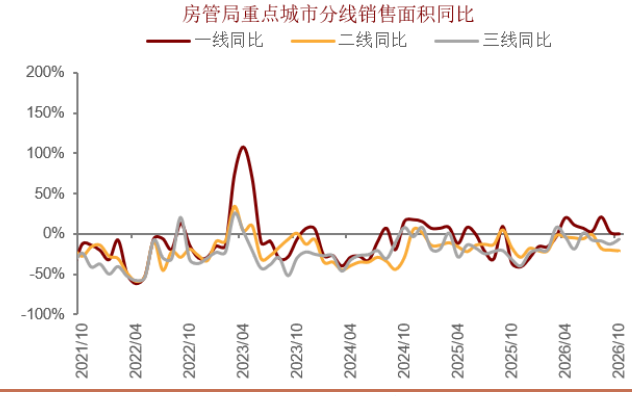
资料来源：统计局、Wind、招商证券；单位：元/平

图10：房管局26年10月1-22日销量同比较9月整体持平（-12%）



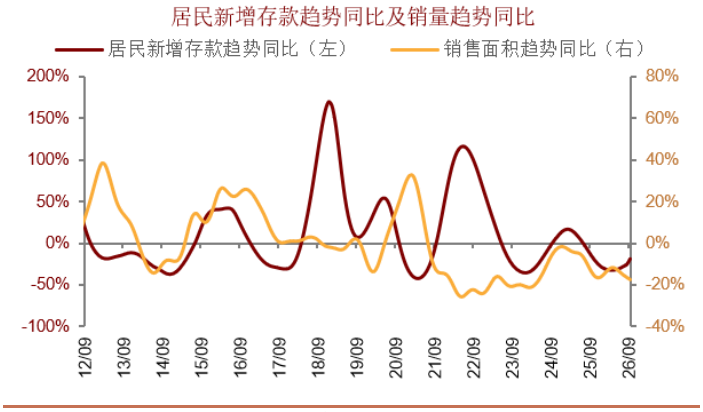
资料来源：统计局、房管局、Wind、招商证券
备注：10月份数据为1-22日

图11：结构上，房管局26年10月1-22日销量同比一二线回落，三线回升



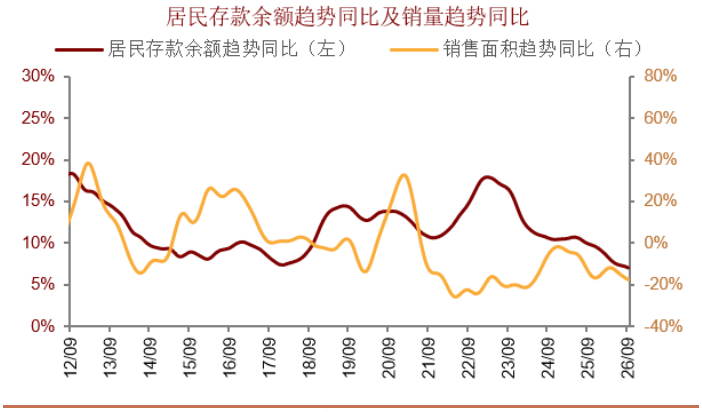
资料来源：统计局、房管局、Wind、招商证券
备注：10月份数据为1-22日

图12：居民新增存款同比趋势略有回升



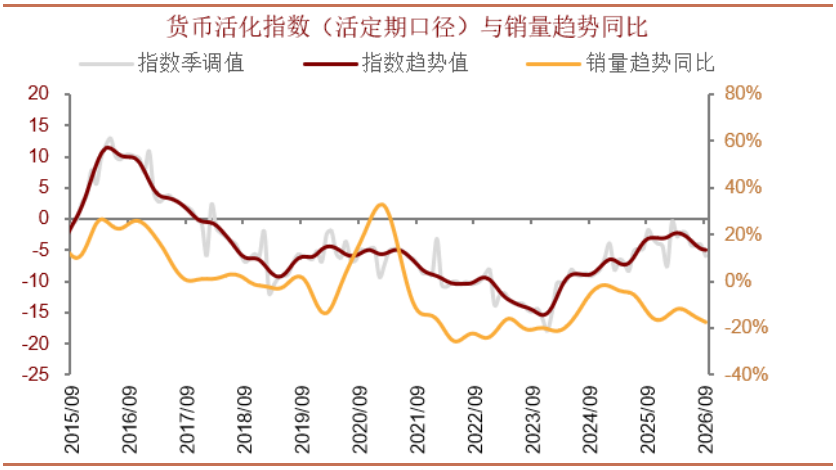
资料来源：统计局、Wind、招商证券

图13：居民存款余额同比趋势回落



资料来源：统计局、Wind、招商证券

图14：活定期口径货币活化指数趋势回落



资料来源：统计局、房管局、Wind、招商证券

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

投资建议：（1）近期不同城市现房细则相继落地一定程度上缓释了 828 新政刚出台后最悲观的那部分市场预期，当前综合考虑房地产板块股票进一步上行的“赔率”空间或相对有限，股票显著增配或需等待更多的确定性政策；（2）中长期仍需回归行业交易的核心要素，即金融周期位置决定的终局，维持四季度末到明年上半年开始进入增量政策观察窗口期的判断，并关注潜在行业进入门槛提高带来的胜率提高。

关注（1）业绩相对稳健且股息率较高的【华润置地】【华润万象生活】等或可从长期配置价值角度关注；（2）部分博弈基本面改善的投资人或优先关注聚焦高能级城市的标的，例如【中国海外发展】【建发国际集团】【滨江集团】【中国金茂】【绿城中国】等；（3）关注受益于新房及二手房市场量、价潜在改善的【贝壳】等；（4）关注【越秀地产】【龙湖集团】【金地集团】等。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

二、9 月单月/1-9 月累计新开工面积同比增速为-25.6%/-24.9%（较上月分别+5.3pct/-0.1pct），9 月新开工负同比较上月收窄，根据拿地对新开工的领先关系，考虑到当前土地成交面积同比自年初以来持续处于较低位置，维持判断 26 年下半年新开工同比或呈底部震荡趋势；再往后看，现房销售相关新政落地或放缓房企周转及拿地，房企拿地规模下降或逐步向新开工传导；9 月单月/1-9 月累计竣工面积同比增速分别为-36.4%/-25.1%（较上月分别-8.0pct/-1.4pct），9 月竣工负同比较上月扩大，据销售对竣工约两年的领先关系，考虑到 24 年下半年销量同比受“924”一揽子政策提振改善，维持判断 26 年下半年竣工同比负增速仍或出现一定程度阶段性震荡收窄；另外，受现房销售相关新政影响，因项目预售节点延后以及房企出于更快回款考虑或加快竣工，判断销售对竣工的领先关系或逐步由 2 年左右缩短为 1 年左右；9 月单月/1-9 月累计开发投资金额同比增速为-26.3%/-20.6%（较上月分别-0.8pct/-0.7pct），9 月开发投资同比较上月负增速小幅扩大；往后看，在房企施工强度难以出现明显反弹前提下，现房销售相关新政或使得房企拿地及施工规模进一步收缩，判断建安投资仍持续承压，进而影响整体开发投资；

9 月新开工面积基期调整同比增速为-25.6%（较上月+5.3pct），1-9 月新开工面积基期调整同比增速为-24.9%（较上月-0.1pct），9 月新开工负同比较上月收窄，根据拿地对新开工的领先关系，考虑到当前土地成交面积同比自年初以来持续处于较低位置，维持判断 26 年下半年新开工同比或呈底部震荡趋势；再往后看，现房销售相关新政落地或放缓房企周转及拿地，房企拿地规模下降或逐步向新开工传导。

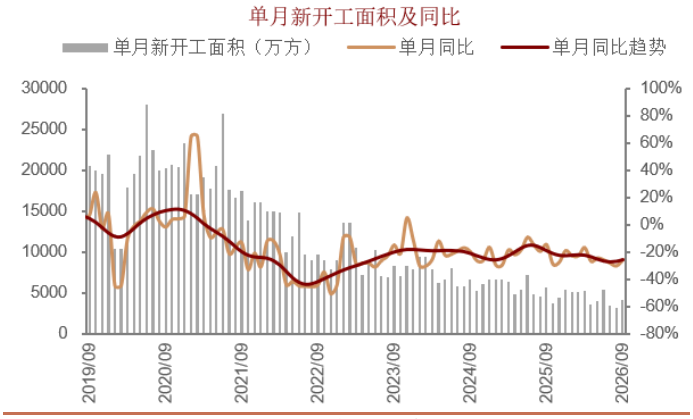
9 月竣工面积基期调整同比增速为-36.4%（较上月-8.0pct），1-9 月竣工面积基

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

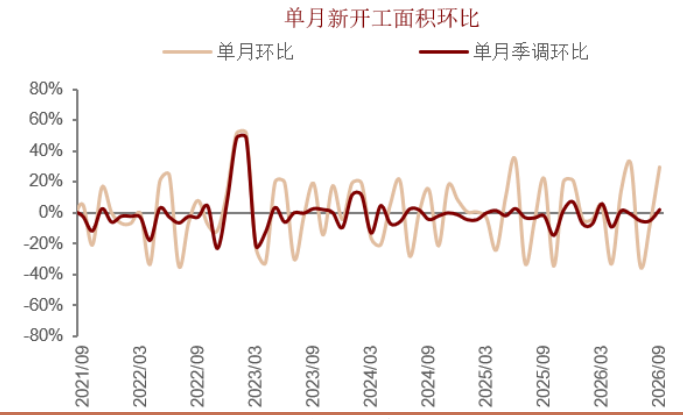
期调整同比增速为-25.1%（较上月-1.4pct），9 月竣工负同比较上月扩大，据销售对竣工约两年的领先关系，考虑到 24 年下半年销量同比受“924”一揽子政策提振改善，维持判断 26 年下半年竣工同比负增速仍或出现一定程度阶段性震荡收窄；另外，受现房销售相关新政影响，因项目预售节点延后以及房企出于更快回款考虑或加快竣工，判断销售对竣工的领先关系或逐步由 2 年左右缩短为 1 年左右。

图 15：9 月新开工（基期未调整）同比回落至-26.1%



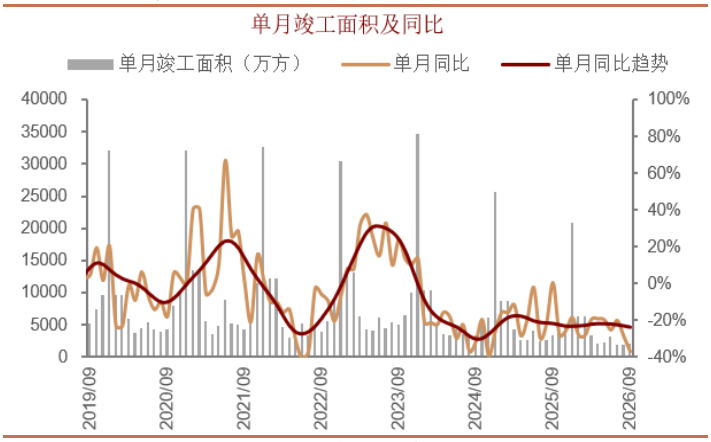
资料来源：统计局、Wind、招商证券等

图 16：9 月新开工季调环比为 1.8%



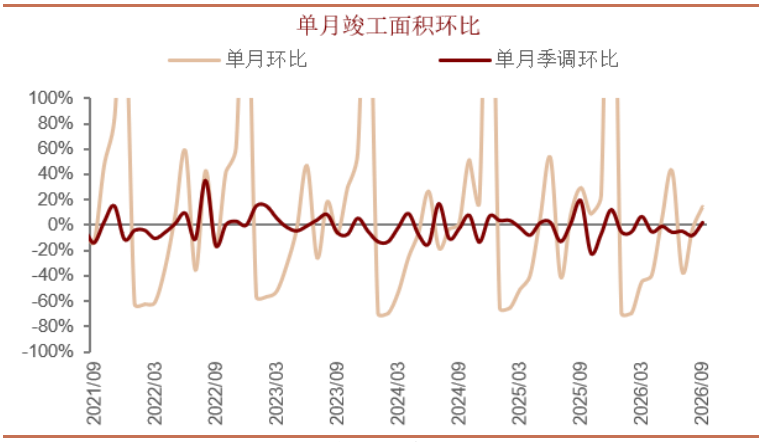
资料来源：统计局、Wind、招商证券等

图 17：9 月单月竣工（基期未调整）同比回落至-36.7%



资料来源：统计局、Wind、招商证券等

图 18：9 月竣工季调环比为 1.8%



资料来源：统计局、Wind、招商证券等

图 19：9 月新开工处于过去四年同期最低位置

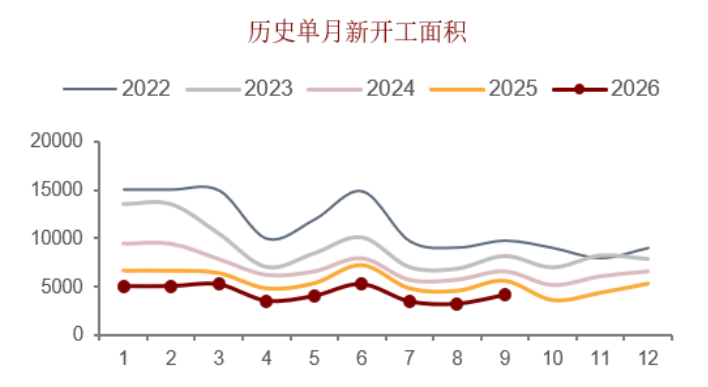
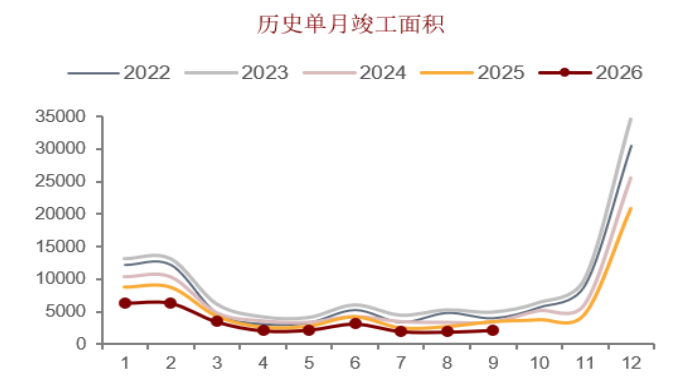


图 20：9 月竣工处于过去四年同期较最低位置



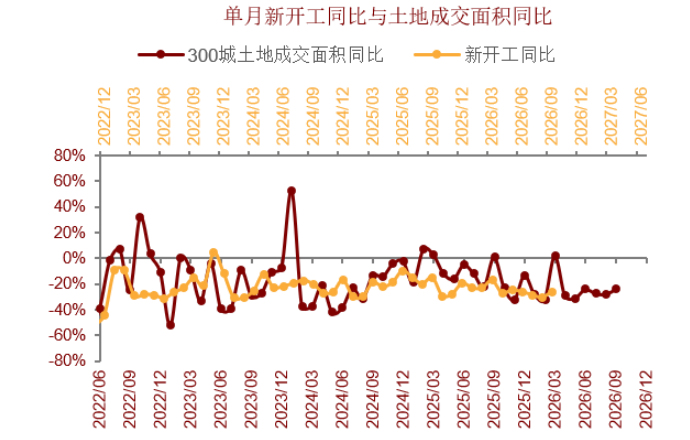
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

资料来源：统计局、Wind、招商证券等；单位：万方

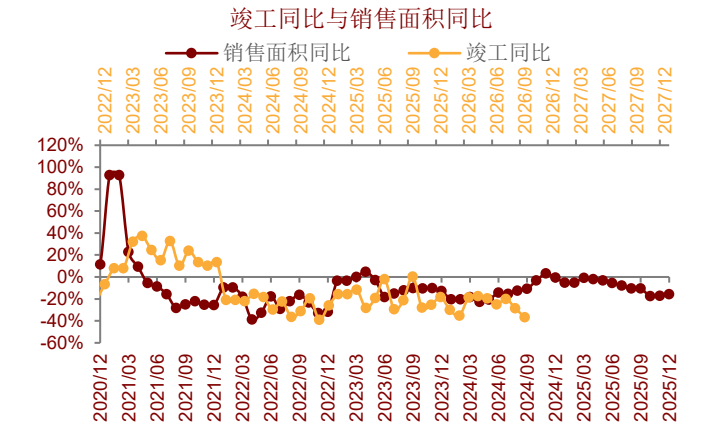
资料来源：统计局、Wind、招商证券等；单位：万方

图 21：新开工约滞后半年反应过去拿地变化



资料来源：统计局、Wind、招商证券；备注：图中新开工滞后于土地成交 6 个月

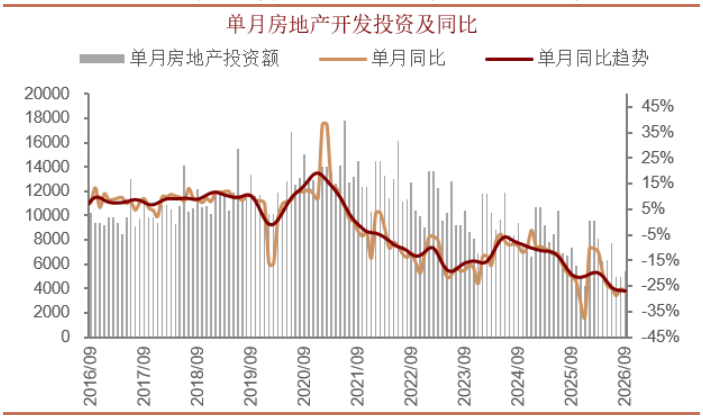
图 22：竣工约滞后两年反应过去销售变化



资料来源：统计局、Wind、招商证券；备注：图中竣工滞后于销售 2 年

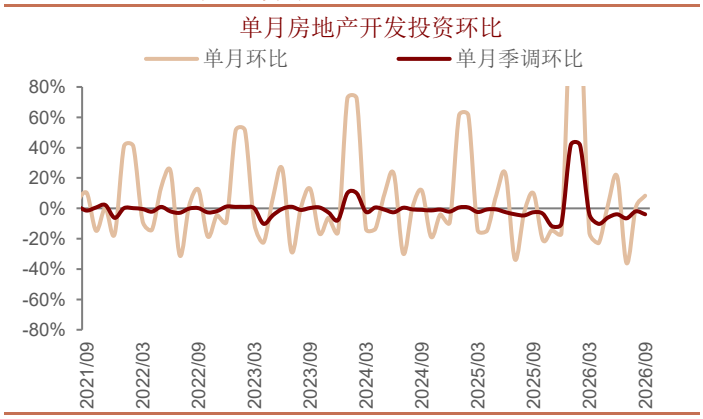
9 月开发投资金额基期调整同比增速为-26.3%（较上月-0.8pct），1-9 月开发投资金额基期调整同比增速为-20.6%（较上月-0.7pct），9 月开发投资同比较上月负增速小幅扩大；往后看，在房企施工强度难以出现明显反弹前提下，现房销售相关新政或使得房企拿地及施工规模进一步收缩，判断建安投资仍持续承压，进而影响整体开发投资。

图 23：9 月房地产投资同比（基期未调整）回升至-27.2%



资料来源：统计局、Wind、招商证券等

图 24：9 月房地产投资季调环比为-3.9%

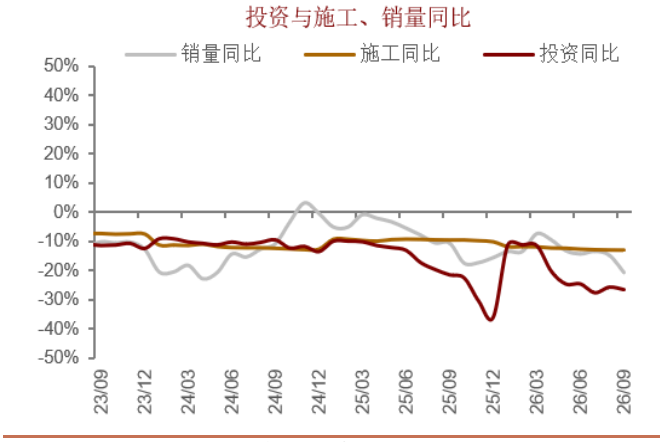


资料来源：统计局、Wind、招商证券等

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

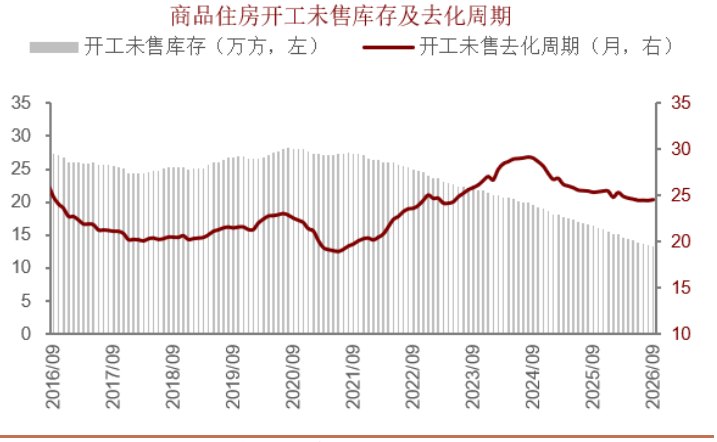
仅供内部参考，请勿外传

图 25：房地产投资一方面受施工规模影响，一方面受施工意愿影响（与市场热度有关）



资料来源：统计局、招商证券等；注：基期调整口径

图 26：9 月末商品住宅开工未售去化周期较上月上升至 24.5 个月



资料来源：统计局、招商证券等；注：分母为 12 个月滚动销售

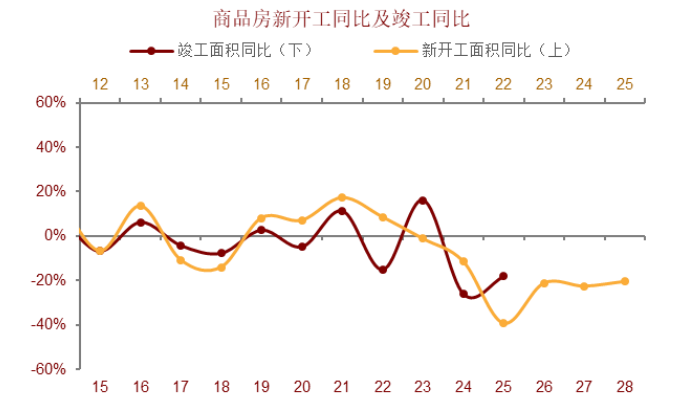
整体看，竣工滞后新开工，时滞在 14 年以前约 2-2.5 年，而在 14 年以后延长至 3 年+；基于此我们提出“竣工复苏周期”（19 年至 22 年），19 年下半年以来逻辑持续兑现；20 年受疫情影响全年竣工同比下降 4.9%；21 年有两位数同比提升（向上周期叠加释放 20 年被“压制”的竣工），判断增速或已触顶；22 年受部分房企出险影响竣工明显回落；23 年回补部分 22 年待竣工面积，实现正增长；24 年开始同步于 21 年后新开工变化同比转负。

19 年以来的竣工大周期高点滞后出现，但因为行业复苏与资金链压力并存，竣工短期展现反弹后，后续竣工弹性或受制于资金链而被动拉平，判断竣工大周期基本告一段落。而后产业链配置逻辑也或将发生变化，**由房地产开发公司牺牲利润率换增长的竣工交付周期驱动转为房地产行业稳健经营、降本增效诉求下供应商集中度提高，竞争格局进一步改善驱动**，如果销售改善的右侧出现，房地产产业链布局或进入到“买竞争格局改善逻辑”阶段，后续仍需基本面和现金流验证。

产业链角度：竣工回落预期的消化或有助于部分具备产品优势、服务优势及定价优势的产业链企业重获估值溢价。

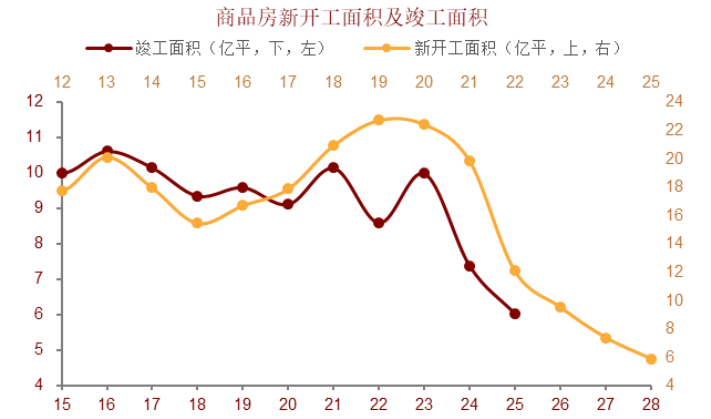
生态链及行业转型角度：重视顺延于开发的转型及围绕房地产生态链的转型，关注 REITs 标的长赛道布局以及其对不动产资管的促进。

图 27：中长期竣工受新开工下滑影响，将呈下行趋势



资料来源：统计局、Wind、招商证券

图 28：中长期竣工受新开工下滑影响，将呈下行趋势



资料来源：统计局、Wind、招商证券

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

三、9 月单月/1-9 月累计到位资金同比增速分别为-26.4%/-21.6%（较上月分别+0.3pct/-0.6pct），结构上，“国内贷款”同比同步于 “新开工”同比回升，两者剪刀差收窄，关注年底金融 16 条及经营贷相关管理办法到期后政策续期及贷款接续带动国内贷款增速回升的可能，届时或再次呈现其增速高于新开工的特征，“自筹资金”同比及“销售类到位资金”同比略有回升；房地产行业资金链指数仍处于历史较低水平；70 城新房房价环比跌幅小幅收窄，结构上，一线环比增速持平，二线环比负增速收窄，三线环比负增速持平，二手房房价环比跌幅小幅收窄，结构上一线环比正增速扩大，二线环比负增速收窄，三线环比负增速持平

9 月到位资金基期调整同比增速为-26.4%（较上月增加 0.3pct），基期未调整同比增速为-25.8%（较上月增加 1.0pct），其中国内贷款基期未调整同比增速为-29.9%（较上月增加 13.5pct），自筹资金基期未调整同比增速为-31.8%（较上月减少 0.6pct），个人按揭基期未调整同比增速为-19.0%（较上月减少 4.9pct），定金及预付款基期未调整同比增速为-15.2%（较上月增加 2.9pct）；1-9 月到位资金基期调整同比增速为-21.6%（较上月减少 0.6pct）；

结构上，“国内贷款”同比同步于 “新开工”同比回升，两者剪刀差收窄，关注年底金融 16 条及经营贷相关管理办法到期后政策续期及贷款接续带动国内贷款增速回升的可能，届时或再次呈现其增速高于新开工的特征，“自筹资金”同比及 “销售类到位资金”同比略有回升；

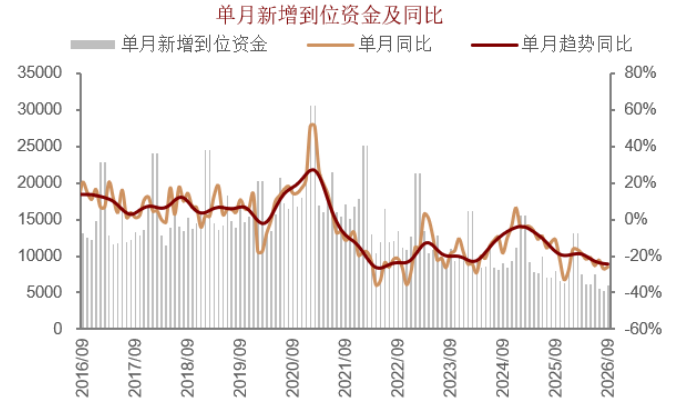
9 月末房地产资金链指数趋势值（123%）较上月有所回升，仍处于历史偏低水平（低于 130%），往后看，预计在供需两端政策逐步落地下，部分企业资金面有望改善。

行业整体杠杆（净负债率）18 年后告别 45 度上行趋势，高位回落，判断行业杠杆未来进一步下降，这对行业是重大变化影响，基本面大环境不可同日而语，此背景下，过去 beta 主导的板块行情或逐渐演变为弱 beta 下的 alpha，或者说选股从过去的高杠杆囤地房企变为现金流主导的管理红利房企（具体参考招商证券房地产组现金流模型）。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

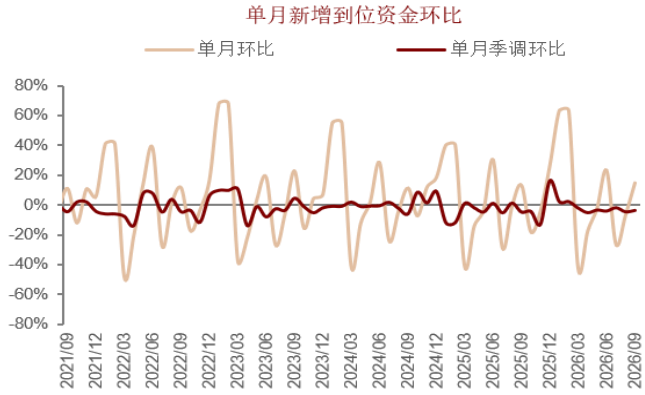
仅供内部参考，请勿外传

图 29：9 月到位资金同比（基期未调整）回升至-25.8%



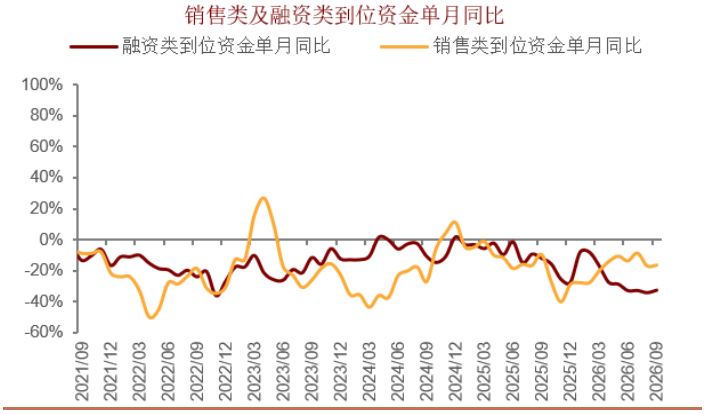
资料来源：统计局、Wind、招商证券；单位：亿元；备注：以下均为基期未调整口径

图 30：9 月到位资金季调环比为-3.8%



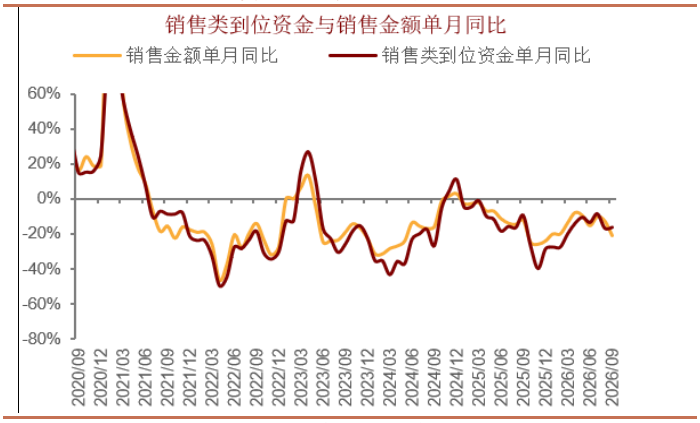
资料来源：统计局、Wind、招商证券

图 31：销售类、融资类到位资金单月同比均回升，



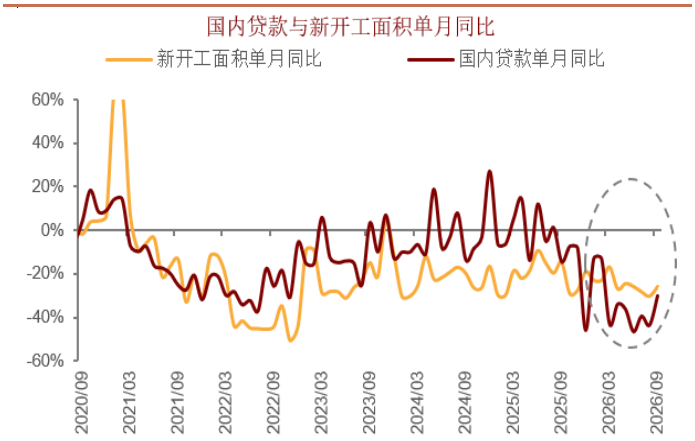
资料来源：统计局、Wind、招商证券

图 32：销售类到位资金回升，销售金额同比回落



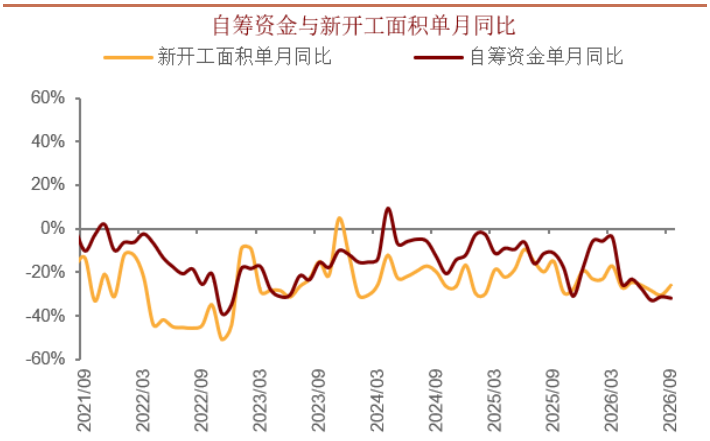
资料来源：统计局、Wind、招商证券；备注：基期未调整口径

图 33：国内贷款同比回升，新开工同比回落



资料来源：统计局、Wind、招商证券；

图 34：自筹资金同比回落、新开工面积同比回升



资料来源：统计局、Wind、招商证券

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

图 35：房地产资金链指数趋势回升



资料来源：统计局、Wind、招商证券

备注：招商房地产资金链指数=单月到位资金/单月房地产投资

9 月 70 城整体新房房价环比-0.14%（较上月+0.03pct），70 城房价同比-3.04%（同比幅度较上月+0.26pct），当前房价仍面临一定下行压力。

结构上，70 城新房房价环比上涨城市数量增加至 17 个，一线环比增速持平，二线环比负增速收窄，三线环比负增速持平。从 70 城房价指数来看，房价环比上涨城市数为 17 个（较上月增加 2 个），持平城市数为 4 个（较上月减少 2 个），下跌城市数为 49 个(较上月持平)；一线城市新房房价环比 0.1%(较上月持平)，二线环比 0.0%（较上月增加 0.1pct），三线环比-0.2%（较上月持平）。

一二三线城市同比负增速均收窄。一线新房房价同比-0.5%(较上月增加 0.4pct)，二线同比-2.4%（较上月增加 0.3pct），三线同比-3.9%（较上月增加 0.2pct）。

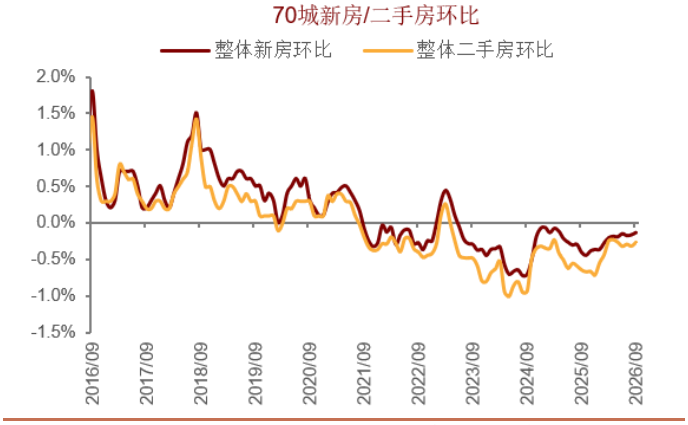
9 月 70 城整体二手房房价环比跌幅下小幅收窄，结构上一线正增速扩大，二线负增速收窄，三线负增速持平。9 月 70 城二手房房价环比-0.26%（较上月+0.05pct），其中，二手房房价一线城市环比 0.2%（较上月增加 0.1pct），二线环比-0.2%（较上月增加 0.1pct），三线环比-0.3%（较上月持平）；二手房房价同比-4.75%（较上月增加 0.37pct）。

受“限价”变“稳价”影响，16 年以来，70城房价指数先后出现两次“失真”，表现为与百城住宅价格指数“削峰填谷”，这也导致 70 城房价指数在上涨时被低估涨幅，在回调时被低估下行压力，随着 2020 年疫情的发展，流动性的宽松减缓了这种房价的收敛，表现为新房上涨带动二手房价格上涨，且二手房涨幅明显超过新房，当前部分区域新房和二手房房价倒挂减少，或将出现 2019 年的新房价格和二手房价格走势趋于一致的特点。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

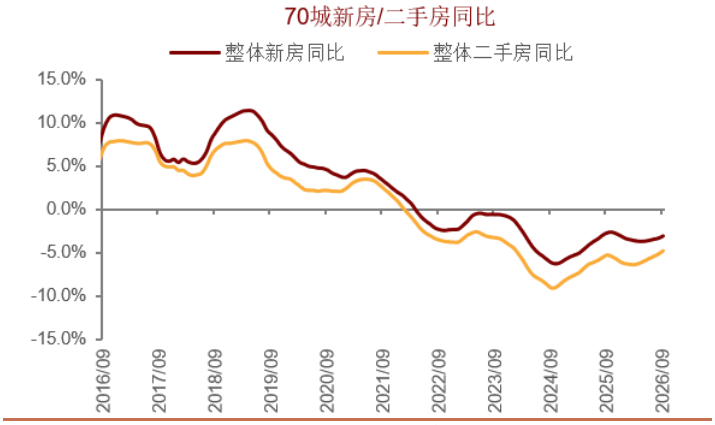
仅供内部参考，请勿外传

图 36：9 月份 70 城新房房价环比-0.14%，二手房房价环比-0.26%



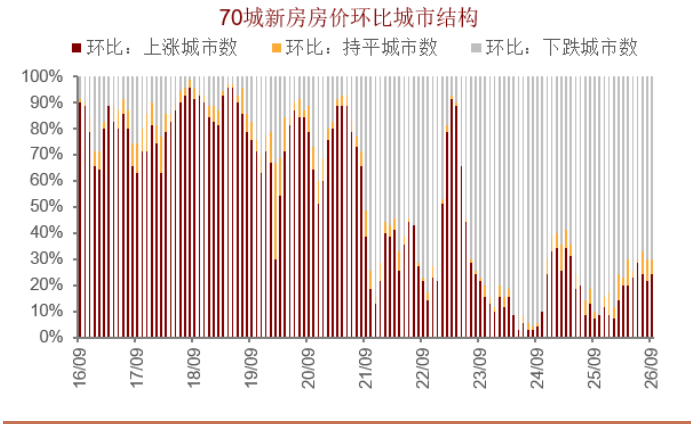
资料来源：统计局、Wind、同花顺、招商证券；备注：70 城房价来源于统计局，计算方式为算术平均

图 37：9 月份 70 城新房房价同比-3.04%，二手房房价同比-4.75%



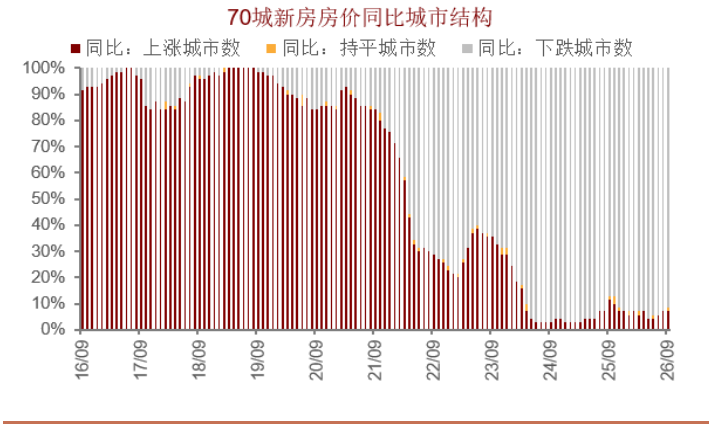
资料来源：统计局、Wind、同花顺、招商证券

图 38：9 月新房房价环比上涨城市数量增加 2 个至 17 个



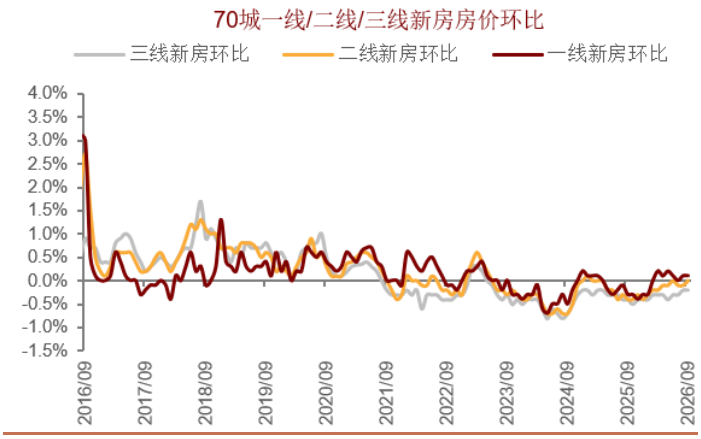
资料来源：统计局、Wind、招商证券

图 39：9 月新房房价同比上涨城市数量持平 5 个



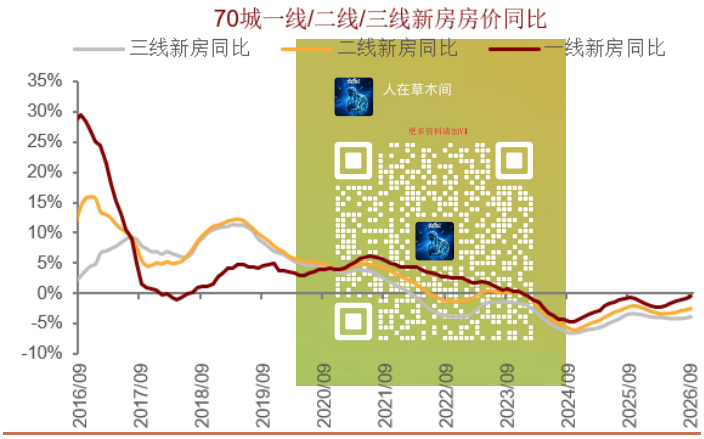
资料来源：统计局、Wind、招商证券

图 40：结构上，一线城市新房房价环比+0.1%，二线环比 0.0%，三线环比-0.2%



资料来源：统计局、Wind、招商证券

图 41：结构上，一线城市新房房价同比-0.5%，二线同比-2.4%，三线同比-3.9%

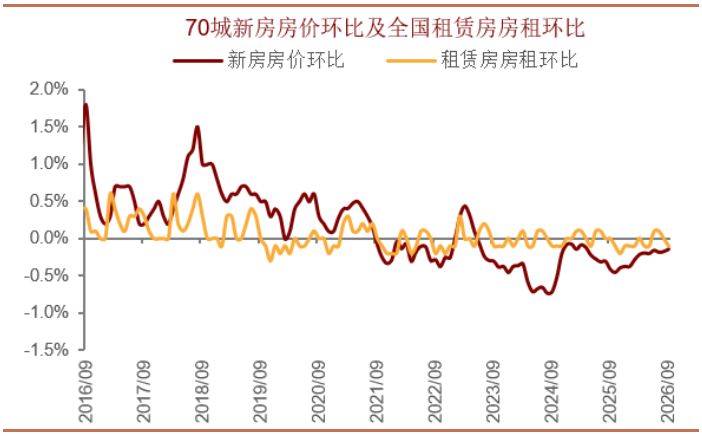


资料来源：统计局、Wind、招商证券

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

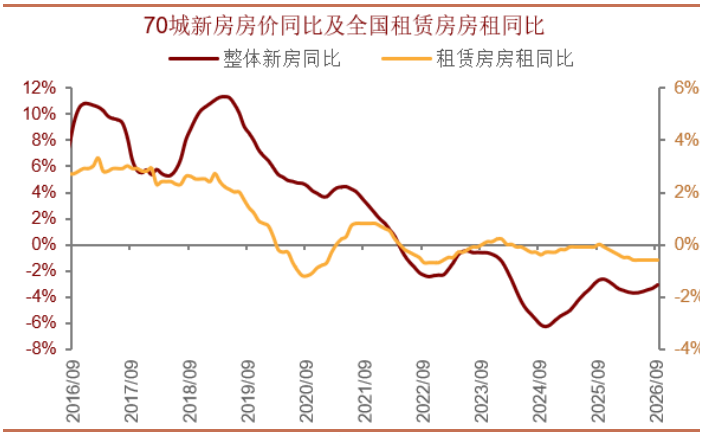
仅供内部参考，请勿外传

图 42：9 月住房租金环比-0.1%（较上月降低 0.1pct）



资料来源：统计局、Wind、招商证券

图 43：9 月住房租金同比-0.6%（较上月持平）



资料来源：统计局、Wind、招商证券

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

配置建议

投资建议：（1）近期不同城市现房细则相继落地一定程度上缓释了 828 新政刚出台后最悲观的那部分市场预期，当前综合考虑房地产板块股票进一步上行的“赔率”空间或相对有限，股票显著增配或需等待更多的确定性政策；（2）中长期仍需回归行业交易的核心要素，即金融周期位置决定的终局，维持四季度末到明年上半年开始进入增量政策观察窗口期的判断，并关注潜在行业进入门槛提高带来的胜率提高。

房地产角度：关注（1）业绩相对稳健且股息率较高的【华润置地】【华润万象生活】等或可从长期配置价值角度关注；（2）部分博弈基本面改善的投资人或优先关注聚焦高能级城市的标的，例如【中国海外发展】【建发国际集团】【滨江集团】【中国金茂】【绿城中国】等；（3）关注受益于新房及二手房市场量、价潜在改善的【贝壳】等；（4）关注【越秀地产】【龙湖集团】【金地集团】等。

产业链角度：竣工回落预期的消化或有助于部分具备产品优势、服务优势及定价优势的产业链企业重获估值溢价。

生态链及行业转型角度：重视顺延于开发的转型及围绕房地产生态链的转型，关注 REITs 标的长赛道布局以及其对不动产资管的促进。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

风险提示

政策落地情况不及预期，供需关系改善不及预期，市场流动性改善不及预期，估值修复不及预期，房地产行业变化向上下游传导不及预期等。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于 ± 5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster