

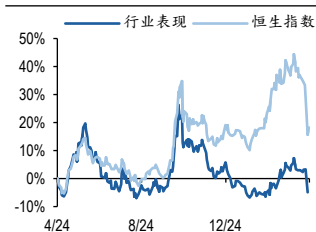
2025年4月10日

房地产行业月报

小阳春带动市场回暖，料后续楼市持续修复

- 3月前百开发商销售环比有所回弹。根据克而瑞的初步数据，2025年3月前百开发商的全口径销售总额由2月的1,981亿元（人民币，下同）环比提升73.9%至3,445亿元。我们跟踪的23家主要上市开发商3月销售额也明显复苏，环比提升67.6%，其中多数开发商同比跌幅均有所收窄。3月销售额排名前十开发商中，国企数量为9家，民企仅1家（为龙湖集团，排名第10位）。在前50的房企中，前三个月国企合同销售额市占率增加至73.3%。
- 国家统计局2月数据显示各线城市价格指数同比跌幅有所收窄。根据国家统计局公布的70大中城市商品住宅价格指数，2025年2月新建商品住宅价格同比/环比分别下跌5.2%/0.1%（2025年1月：-5.4%/-0.1%），二手商品住宅价格同比/环比跌幅也有所好转，分别下跌7.5%/0.3%（2025年1月：-7.8%/-0.3%）。
- 政府工作报告再提明确行业止跌回稳目标，料后续楼市持续修复。3月国务院政府工作报告首次将“稳住楼市股市”写入年度经济工作要求，并再次强调要“持续用力推动房地产市场止跌回稳”。我们认为当前国家的整体政策重心已从短期救市逐渐转向长效机制建设，通过存量盘活、金融支持和需求松绑等推动行业转型。尽管3月的销售情况同比仍略有承压，但在低基数的背景下，我们预计“银四”市场或将持续修复，应持续关注各线城市之间、国企与民企之间的分化情况。
- 投资启示：我们预计随着购房门槛的降低和抵押贷款承受能力的提高，二级市场的需求将持续改善，而一级实体房地产市场将保持基本稳定。我们认为买家将继续偏好国企项目，这些项目在2025上半年的销售表现仍将优于其他民企项目。随着资本市场情绪好转，一些领先的民营企业可能会借机加速其债务重组进程。中长期我们继续看好华润置地（1109 HK/买入）和越秀地产（123 HK/买入），这两家公司在过去几年的销售表现优异，且在销售方面执行能力更强。

行业与大盘一年趋势图



资料来源: FactSet

谢骥聪, CFA, FRM
philip.tse@bocomgroup.com
(852) 3766 1815

诸葛乐懿
Gloria.Zhuge@bocomgroup.com
(852) 3766 1845

估值概要

| 公司名称 | 股票代码 | 评级 | 目标价 | 收盘价 | ---每股盈利--- | | ---市盈率--- | | ---市账率--- | | 股息率 |
|--------|---------|----|--------|--------|------------|--------|-----------|-------|-----------|-------|-----|
| | | | | | FY25E | FY26E | FY25E | FY26E | FY25E | FY26E | |
| | | | (当地货币) | (当地货币) | (报表货币) | (报表货币) | (倍) | (倍) | (倍) | (倍) | (%) |
| 新鸿基地产 | 16 HK | 买入 | 96.10 | 66.15 | 8.425 | 9.058 | 7.9 | 7.3 | 0.31 | 0.30 | 6.2 |
| 华润置地 | 1109 HK | 买入 | 31.68 | 24.85 | 3.575 | 3.779 | 6.6 | 6.2 | 0.58 | 0.55 | 5.6 |
| 领展房托 | 823 HK | 买入 | 47.70 | 33.25 | 2.699 | 2.732 | 12.3 | 12.2 | 0.47 | 0.47 | 7.9 |
| 碧桂园服务 | 6098 HK | 买入 | 6.08 | 6.78 | 0.712 | 0.707 | 9.0 | 9.1 | 0.57 | 0.55 | 2.8 |
| 越秀地产 | 123 HK | 买入 | 6.60 | 4.70 | 0.901 | 0.941 | 4.9 | 4.7 | 0.30 | 0.28 | 8.1 |
| 中海物业 | 2669 HK | 买入 | 6.30 | 5.23 | 0.543 | 0.626 | 9.1 | 7.9 | 2.54 | 2.08 | 3.4 |
| 新世界发展 | 17 HK | 买入 | 6.94 | 4.37 | 0.473 | 0.593 | 9.2 | 7.4 | 0.06 | 0.06 | 0.0 |
| 置富产业信托 | 778 HK | 买入 | 5.86 | 3.82 | 0.377 | 0.393 | 10.1 | 9.7 | 0.28 | 0.28 | 9.7 |
| 越秀服务 | 6626 HK | 买入 | 4.30 | 2.87 | 0.361 | 0.440 | 7.5 | 6.2 | 1.09 | 1.01 | 6.7 |
| 雅生活服务 | 3319 HK | 买入 | 3.20 | 2.45 | 0.886 | 0.935 | 2.6 | 2.5 | 0.26 | 0.24 | 3.8 |
| 雅居乐集团 | 3383 HK | 买入 | 1.16 | 0.45 | -0.983 | NA | NA | NA | 0.04 | NA | 0.0 |
| 恒基地产 | 12 HK | 中性 | 23.02 | 19.88 | 1.898 | 2.053 | 10.5 | 9.7 | 0.30 | 0.30 | 8.9 |
| 时代邻里 | 9928 HK | 中性 | 0.60 | 0.46 | 0.211 | NA | 2.1 | NA | 0.25 | NA | 7.3 |
| 平均 | | | | | | | 7.7 | 7.5 | 0.54 | 0.56 | 5.4 |

资料来源: FactSet(未评级为一致预测)、交银国际预测(覆盖公司)

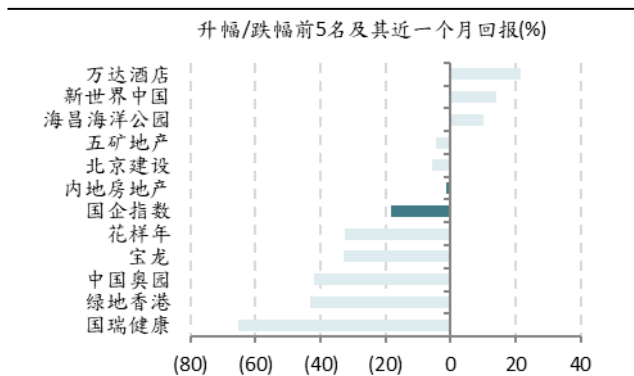
此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

第一部分：股市

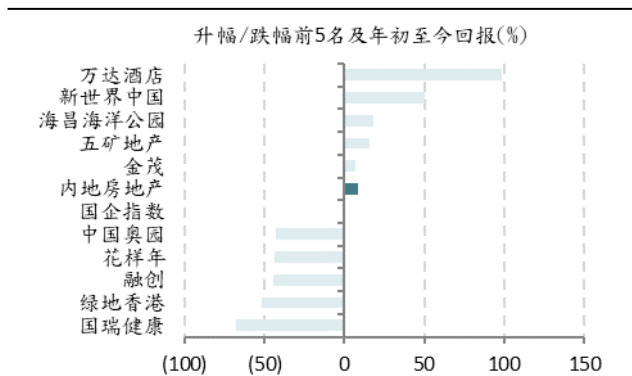
近一个月内地开发商股价表现总体强于中国企业指数。行业资产净值折让进一步缩小至 85.9%。

图表 1：五大涨跌股，近一个月总回报



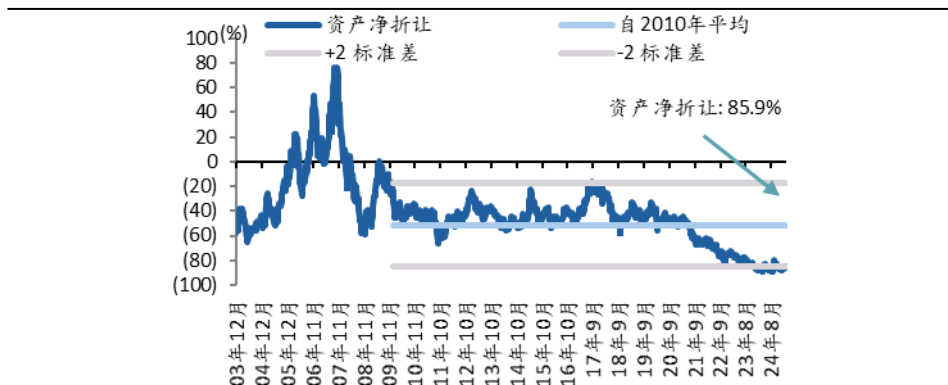
资料来源：彭博、交银国际（截至 2025 年 4 月 7 日）

图表 2：五大涨跌股，年初至今总回报



资料来源：彭博、交银国际（截至 2025 年 4 月 7 日）

图表 3：行业资产净值折让



资料来源：彭博、交银国际预测（截至 2025 年 3 月 28 日）

第二部分：房企销售表现

3 月百强开发商销售额环比上升；“银四”修复态势有望延续

3 月前百开发商销售数据有所回弹，环比提升 73.9%

根据克而瑞的初步数据，2025 年 3 月前百开发商的销售额环比有所修复。2025 年 3 月全口径销售总额由 2 月 1,981 亿元（人民币，下同）环比提升 73.9% 至 3,445 亿元。2025 年 3 月销售总面积约为 1,641 万平方米，环比增加 53.2%。2025 年前三个月合同销售总额同比下跌 7.3% 至 7,847 亿元（2024 年前三个月：8,465 亿元）。

23 家上市开发商的 3 月销售额环比提升 67.6%

我们跟踪的 23 家主要上市开发商 3 月销售额有所回弹，环比增加 67.6%，主要由于销售面积明显增加（环比+46.8%），同时销售均价也有小幅上行（环比+5.5%）。23 家开发商前三月销售额与去年同期相比多数仍保持下跌趋势，但跌幅均有所收窄。在 3 月销售额排名前十开发商中，国企数量为 9 家，民企仅有 1 家（为龙湖集团，排名第 10 位）。在前 50 的房企中，前三个月国企合同销售额市占率有所增加至 73.3%（2025 年 1-2 月：71.6%）。

政府工作报告再提明确行业止跌回稳目标，持续关注“银四”楼市修复态势

2025 年 3 月，国务院政府工作报告首次将“稳住楼市股市”写入年度经济工作要求，再次强调要“持续用力推动房地产市场止跌回稳”，同步提出“加力实施城中村改造”、“盘活存量用地和商办用房”等一揽子政策。央行、自然资源部等部委也配套推出金融支持政策，包括择机降准降息、专项债券优先用于存量土地收储等。我们认为当前国家的整体政策重心已从短期救市逐渐转向长效机制建设，通过存量盘活、金融支持、品质升级和需求松绑推动行业转型。尽管目前传统淡季的影响仍未完全出清，3 月的销售情况同比仍略有承压，但在低基数的背景下，我们预计“银四”市场或将持续修复，应持续关注各线城市之间、国企与民企之间的分化情况。

图表4：2025年3月主要开发商的合同销售额

| 公司名称 | 股票代码 | ——合同销售额(十亿人民币)—— | | | ——销售面积(千平方米)—— | | | ——销售均价(每平方米人民币)—— | | |
|-----------|-----------|------------------|--------------|---------------|----------------|--------------|---------------|-------------------|-------------|--------------|
| | | 2025年3月 | 环比(%) | 同比(%) | 2025年3月 | 环比(%) | 同比(%) | 2025年3月 | 环比(%) | 同比(%) |
| 保利发展 | 600048 SH | 29.0 | 81% | 7% | 1,423 | 213% | -13% | 20,379 | -42% | 24% |
| 华润置地 | 1109 HK | 26.1 | 93% | -13% | 1,143 | 87% | -10% | 22,835 | 3% | -4% |
| 绿城中国 | 3900 HK | 21.7 | 186% | 0% | 542 | 90% | 0% | 39,945 | 51% | 0% |
| 中海地产 | 688 HK | 21.2 | 61% | -49% | 1,049 | 31% | -50% | 20,219 | 23% | 4% |
| 越秀地产 | 123 HK | 18.0 | 191% | 58% | 386 | 70% | -9% | 46,658 | 71% | 73% |
| 招商蛇口 | 001979 SZ | 15.6 | 50% | -18% | 640 | 16% | -22% | 24,406 | 29% | 5% |
| 万科地产 | 2202 HK | 13.2 | 29% | -46% | 912 | 21% | -48% | 14,474 | 7% | 3% |
| 建发房产 | 1908 HK | 9.7 | -1% | -37% | 327 | 62% | -49% | 29,602 | -39% | 23% |
| 中国金茂 | 817 HK | 7.2 | 63% | 2% | 282 | 7% | -18% | 25,461 | 52% | 24% |
| 龙湖集团 | 960 HK | 6.9 | 30% | -38% | 437 | 3% | -41% | 15,767 | 27% | 5% |
| 保利置业 | 119 HK | 5.9 | 68% | -5% | 230 | 92% | 53% | 25,609 | -12% | -38% |
| 碧桂园 | 2007 HK | 3.9 | 38% | -30% | 479 | 38% | -30% | 8,079 | 0% | 0% |
| 美的置业 | 3990 HK | 3.6 | 58% | -14% | 321 | 58% | -7% | 11,215 | 0% | -7% |
| 世茂集团 | 813 HK | 3.0 | 63% | -23% | 251 | 63% | -17% | 11,992 | 0% | -7% |
| 旭辉集团 | 884 HK | 2.0 | 22% | -50% | 133 | -24% | -60% | 15,038 | 61% | 27% |
| 新城控股 | 1030 HK | 2.0 | 3% | -52% | 228 | -10% | -59% | 8,772 | 14% | 16% |
| 融创中国 | 1918 HK | 1.6 | -2% | -54% | 108 | 10% | -76% | 14,815 | -11% | 86% |
| 雅居乐 | 3383 HK | 1.6 | 36% | -4% | 115 | 62% | -16% | 13,565 | -16% | 14% |
| 中骏集团 | 1966 HK | 0.9 | 15% | -9% | 87 | 0% | -22% | 10,575 | 15% | 16% |
| 宝龙地产 | 1238 HK | 0.7 | 15% | -55% | 58 | 12% | -76% | 12,069 | 3% | 92% |
| 禹洲集团 | 1628 HK | 0.6 | 3% | -22% | 31 | 11% | -33% | 18,710 | -7% | 16% |
| 建业集团 | 832 HK | 0.5 | -36% | -26% | 92 | -39% | -12% | 5,870 | 5% | -16% |
| 时代中国 | 1233 HK | 0.3 | 14% | 4% | 22 | 5% | -57% | 14,545 | 9% | 140% |
| 平均 | | | 67.6% | -20.6% | | 46.8% | -32.5% | | 5.5% | 12.8% |

资料来源：克而瑞、交银国际

图表 5: 主要开发商 2025 年前三个月合同销售额

| 公司名称 | 股票代码 | —合同销售额(十亿人民币)— | | | —销售面积(千平方米)— | | | —销售均价(每平方米人民币)— | | |
|-----------|-----------|----------------|---------------|-------------|---------------|---------------|-------------|-----------------|---------------|------------|
| | | 2025 年 首三月 | 2024 年 首三月 | 同比 (%) | 2025 年 首三月 | 2024 年 首三月 | 同比 (%) | 2025 年 首三月 | 2024 年 首三月 | 同比 (%) |
| 保利发展 | 600048 SH | 63.0 | 62.9 | 0% | 2,880 | 3,737 | -23% | 21,875 | 16,832 | 30% |
| 华润置地 | 1109 HK | 51.2 | 50.7 | 1% | 2,242 | 2,233 | 0% | 22,837 | 22,718 | 1% |
| 中海地产 | 688 HK | 46.4 | 60.2 | -23% | 2,293 | 3,128 | -27% | 20,244 | 19,246 | 5% |
| 绿城中国 | 3900 HK | 36.3 | 37.2 | -3% | 1,041 | 1,021 | 2% | 34,832 | 36,425 | -4% |
| 招商蛇口 | 001979 SZ | 35.1 | 40.2 | -13% | 1,610 | 1,850 | -13% | 21,783 | 21,719 | 0% |
| 万科地产 | 2202 HK | 34.4 | 58.0 | -41% | 2,473 | 3,906 | -37% | 13,914 | 14,841 | -6% |
| 越秀地产 | 123 HK | 30.8 | 21.7 | 42% | 837 | 782 | 7% | 36,810 | 27,749 | 33% |
| 建发房产 | 1908 HK | 28.2 | 31.5 | -11% | 1,073 | 1,452 | -26% | 26,272 | 21,701 | 21% |
| 中国金茂 | 817 HK | 18.3 | 17.6 | 4% | 848 | 954 | -11% | 21,580 | 18,449 | 17% |
| 龙湖集团 | 960 HK | 16.7 | 23.7 | -29% | 1,183 | 1,683 | -30% | 14,142 | 14,088 | 0% |
| 保利置业 | 119 HK | 14.2 | 10.8 | 31% | 510 | 340 | 50% | 27,843 | 31,765 | -12% |
| 融创中国 | 1918 HK | 10.0 | 9.9 | 1% | 306 | 994 | -69% | 32,810 | 9,970 | 229% |
| 碧桂园 | 2007 HK | 9.5 | 17.7 | -46% | 1,173 | 2,190 | -46% | 8,073 | 8,073 | 0% |
| 美的置业 | 3990 HK | 8.4 | 10.4 | -19% | 748 | 864 | -13% | 11,230 | 12,002 | -6% |
| 世茂集团 | 813 HK | 7.1 | 8.3 | -14% | 579 | 626 | -8% | 12,211 | 13,179 | -7% |
| 旭辉集团 | 884 HK | 5.4 | 10.2 | -47% | 460 | 848 | -46% | 11,804 | 11,981 | -1% |
| 新城控股 | 1030 HK | 5.0 | 11.9 | -58% | 585 | 1,579 | -63% | 8,513 | 7,536 | 13% |
| 雅居乐 | 3383 HK | 3.5 | 3.6 | -2% | 258 | 312 | -17% | 13,682 | 11,506 | 19% |
| 中骏集团 | 1966 HK | 2.3 | 2.7 | -13% | 231 | 307 | -25% | 10,043 | 8,730 | 15% |
| 宝龙地产 | 1238 HK | 2.0 | 3.9 | -48% | 168 | 409 | -59% | 11,905 | 9,413 | 26% |
| 建业集团 | 832 HK | 2.0 | 2.4 | -18% | 326 | 351 | -7% | 6,012 | 6,781 | -11% |
| 禹洲集团 | 1628 HK | 1.6 | 1.8 | -12% | 96 | 107 | -10% | 16,250 | 16,636 | -2% |
| 时代中国 | 1233 HK | 1.3 | 1.5 | -18% | 114 | 116 | -2% | 10,965 | 13,190 | -17% |
| 平均 | | | | -13% | | | -26% | | | 17% |

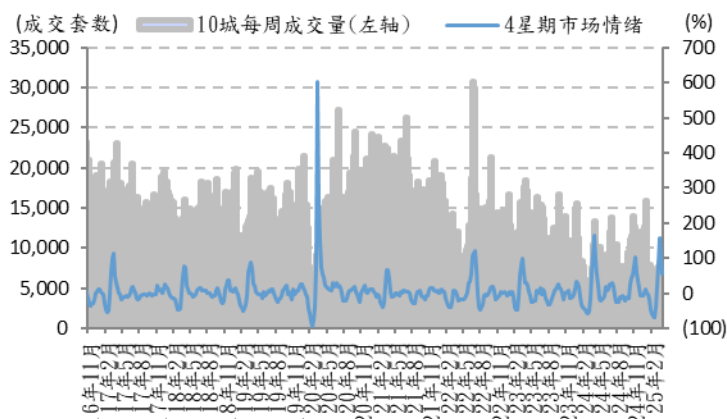
资料来源：克而瑞、交银国际

第三部分：实体市场

2025年3月10城新房成交量显著增加，环比提升103.62%（2025年2月环比-38.2%），供应量环比增加125.7%，库存去化周期缩短至约17.68个月。

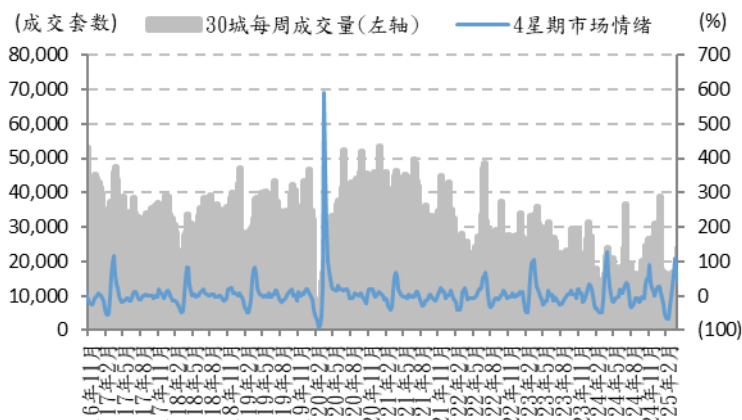
3月前四周30城新房成交量环比提升73.79%。其中一/二线城市成交量反弹更为明显，一/二/三线城市成交量分别增多53.5/41.1%/14.8%。

图表6：10城成交量



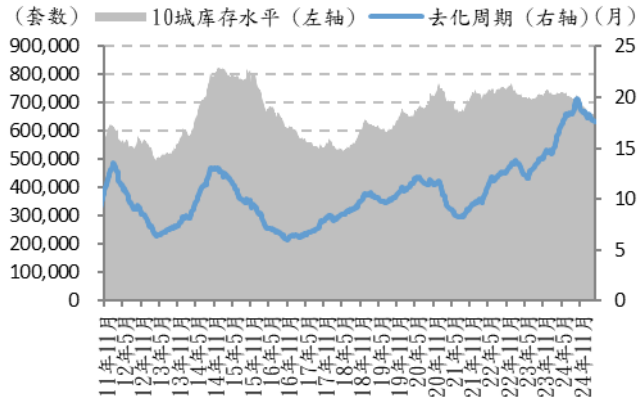
资料来源：万得、交银国际

图表7：30城成交量



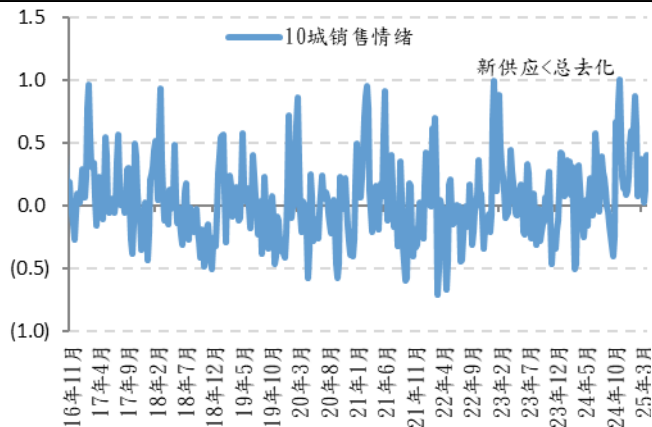
资料来源：万得、交银国际

图表 8：10 城库存水平



资料来源：万得、交银国际

图表 9：10 城销售情绪



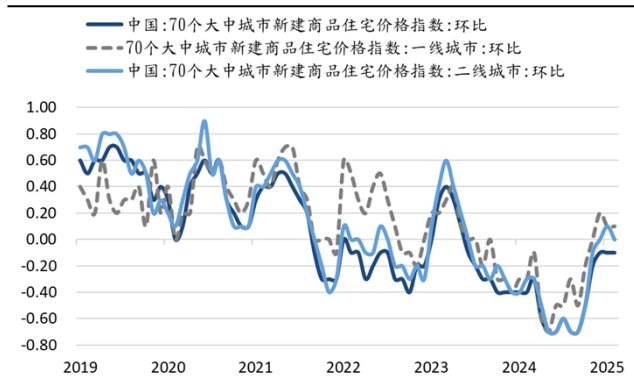
资料来源：万得、交银国际

*销售情绪=0 表示净去化率为 100% (总去化=新供应)。销售情绪>0 表示净去化率>100% (总去化>新供应)，反之亦然。我们认为健康的销售情绪为净去化率 60 至 80% (销售情绪介乎-0.5 至-0.2)

国家统计局 2025 年 2 月数据同比跌幅有所收窄。根据国家统计局公布的 70 大中城市商品住宅价格指数，2 月新建商品住宅价格同比/环比分别下跌 5.2%/0.1%（2025 年 1 月：-5.4%/-0.1%），二手商品住宅价格同比/环比跌幅情况也有所好转，分别下跌 7.5%/0.3%（2025 年 1 月：-7.8%/-0.3%）。

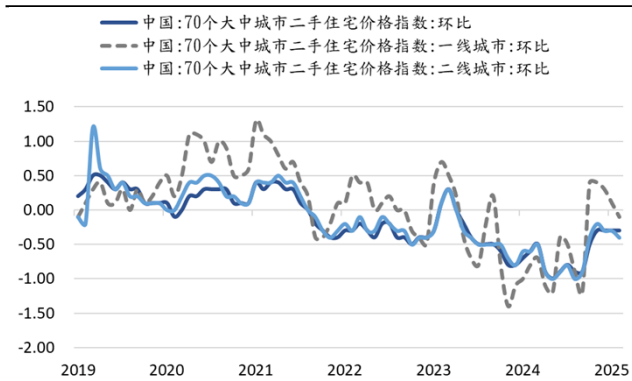
根据城市等级划分，新建商品住宅区和二手商品住宅区在一/二/三线城市的指数同比跌幅均有所缩小。一/二/三线城市新建商品住宅区指数同比跌幅分别为 -3.0%/-4.7%/-5.9%（2025 年 1 月：-3.4%/-5.0%/-6.0%），二手商品住宅指数同比跌幅分别为 -4.9%/-7.4%/-8.0%（2025 年 1 月：-5.6%/-7.6%/-8.2%）。新建商品住宅区在一线城市的指数环比增长 0.1%，在二线城市环比持平，仅在三线城市环比下跌 0.3%。二手商品住宅区在一/二/三线城市环比跌幅分别为 -0.1%/-0.3%/-0.4%。

图表 10：70 大中城市新建商品住宅价格指数



资料来源：万得、交银国际

图表 11：70 大中城市二手商品住宅价格指数



资料来源：万得、交银国际

第四部分：政策回顾和公司更新

政策回顾

中央层面

- ⊕ **2025年3月，中国房地产行业政策呈现“稳市场、去库存、促转型”核心趋势。**中央层面，国务院政府工作报告首次将“稳住楼市股市”写入年度经济工作要求，同步提出“因城施策调减限制性措施”、“加力实施城中村改造”、“盘活存量用地和商办用房”等一揽子政策。住建部在民生主题记者会上明确“保交楼”常态化机制，并升级“好房子”建设标准。央行、自然资源部等部委配套推出金融支持政策，包括择机降准降息、专项债券优先用于存量土地收储等。整体政策重心从短期救市转向长效机制建设，通过存量盘活、金融支持、品质升级和需求松绑推动行业转型。

图表12：2025年3月中央层面关于房地产行业的相关表述

| 时间 | 事件 | 具体内容 |
|------------|---|---|
| 2025年3月5日 | 国务院： 十四届全国人大二次会议政府工作报告 | <ul style="list-style-type: none"> 更加积极的财政政策。拟安排地方政府专项债券4.4万亿元、比上年增加5000亿元，重点用于投资建设、土地收储和收购存量商品房、消化地方政府拖欠企业账款等。 实施适度宽松的货币政策。发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，适时降准降息，保持流动性充裕。 持续用力推动房地产市场止跌回稳。因城施策调减限制性措施。 优化城市空间结构和土地利用方式，合理控制新增房地产用地供应。盘活存量用地和商办用房，推进收购存量商品房，在收购主体、价格和用途方面给予城市政府更大自主权。 推进新型城镇化和区域协调发展。提升京津冀、长三角、粤港澳大湾区等经济发展优势区域的创新能力和辐射带动作用。 |
| 2025年3月9日 | 住房和城乡建设部： 民生主题记者会 | <ul style="list-style-type: none"> 巩固政策“组合拳”的效果，充分释放降息、增贷、减税等政策效应；继续打好“保交房”攻坚战；加大“白名单”贷款投放力度，按照“应进尽进、应贷尽贷”的要求，将符合条件的房地产项目全部纳入“白名单”，提供有力的融资支持，充分保障项目建设交付。 加力实施城中村和危旧房改造。将在去年新增100万套的基础上，继续扩大改造规模。 推进收购存量商品房。支持地方在收购主体、价格和用途方面充分行使自主权。 改革完善商品房开发、融资、销售等基础性制度，加快构建房地产发展新模式，适应人民群众高品质住房需要，推动建设安全、舒适、绿色、智慧的“好房子”，促进房地产市场平稳健康发展。 |
| 2025年3月11日 | 自然资源部、财政部： 《关于做好运用地方政府专项债券支持土地储备有关工作的通知》 | <ul style="list-style-type: none"> 各地要优先将处置存量闲置土地清单中的地块纳入土地储备计划，确有需求的新增土地储备项目也应纳入土地储备计划。2024年11月7日之后供应的土地不列入存量闲置土地范围。用于土地储备的地方政府专项债券资金只能由纳入名录管理的土地储备机构使用，实行专款专用、封闭管理，专项用于土地储备工作。 |
| 2025年3月16日 | 中共中央办公厅、国务院办公厅： 《提振消费专项行动方案》 | <ul style="list-style-type: none"> 持续用力推动房地产市场止跌回稳，加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力。 允许专项债券支持城市政府收购存量商品房用作保障性住房。 落实促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策。 适时降低住房公积金贷款利率。扩大住房公积金使用范围，支持缴存人在提取公积金支付购房首付款的同时申请住房公积金个人住房贷款，加大租房提取支持力度，推进灵活就业人员缴存试点工作。 |

资料来源：公开资料，交银国际

地方层面

- ⊙ 据不完全统计，2025 年 3 月全国超 29 城出台房地产宽松性调控政策，主要涉及加大住房公积金支持力度、发放购房财税补贴、“好房子”标准等方面。

图表 13：2025 年 3 月各地房地产政策宽松内容梳理

| 日期 | 地点 | 主要内容 |
|-------|------|---|
| 3月3日 | 长沙 | 空置房物管费阶梯式优惠，前24个月打7折 |
| 3月5日 | 山西 | 规范住宅小区物业服务企业退出管理 |
| 3月3日 | 重庆 | 调整公租房申请收入准入标准，3人及以上家庭人均月收入不高于4,148元 |
| 3月3日 | 聊城 | 支持现房销售，降低二套房首付比例 |
| 3月10日 | 南宁 | 实施好房子技术导则 |
| 3月11日 | 乌海 | 住房公积金贷款额度提升，加大支持力度 |
| 3月11日 | 通辽 | 全市“通抵通贷”，异地职工“就近办” |
| 3月11日 | 南通 | 发布城市更新地方性法规 |
| 3月11日 | 苏州 | 出台“三低一宽”房贷新政:低首付、低利息、低月供、宽期限 |
| 3月12日 | 宁夏银川 | 房屋建筑面积与套内建筑面积“双公示” |
| 3月12日 | 昆明 | 推动住房消费回暖，引导房地产开发企业积极打造“好房子”样板 |
| 3月13日 | 呼和浩特 | 首套房2%补贴，三孩生育补贴10万元 |
| 3月14日 | 三亚 | 发布2025年房地产市场专项整治方案，并对中介专项检查 |
| 3月15日 | 哈尔滨 | 规范商品房销售面积公示：须公示建筑公摊部位及面积,提高面积公示透明度 |
| 3月16日 | 深圳 | 个人住房公积金最高可贷126万元，家庭最高可贷231万元 |
| 3月17日 | 河南 | 在郑州市区内购房最高贷款额度达144万元，郊县为120万元；首套个人住房信贷政策迎来“双首次”利好，贷款额度提高20% |
| 3月17日 | 安徽 | 放宽合肥市主城区落户限制 |
| 3月18日 | 威海 | 购买现房最高贷款额度提高10%；购买高品质住宅的最高贷款额度提高30万元 |
| 3月19日 | 济宁 | 职工家庭购买现房申请住房公积金贷款额度上浮10% |
| 3月19日 | 长沙 | 宣布购房可7天无理由退订 |
| 3月19日 | 昆明 | 调整住房公积金个人住房贷款借款人年龄上限 |
| 3月20日 | 湖南 | 发布住房消费保稳提质专项行动方案，优化现房销售试点 |
| 3月20日 | 鄂尔多斯 | 无房缴存人可根据需要按月、按季或按年提取公积金,每年最多可提取12次，每户家庭年提取金额上限为25,000元 |
| 3月20日 | 漂水 | 公布了7条购房新政:限时购、人才购、进城购、来漂购、多孩购、组团购、车位购 |
| 3月20日 | 桂林 | 购买保障性住房申请住房公积金贷款首付比例降至15% |
| 3月20日 | 河南 | 发布“金融20条”，积极支持住房消费融资需求 |
| 3月22日 | 无锡 | 参加无锡马拉松就可享无锡购房优惠，最高优惠8万元 |
| 3月24日 | 佛山 | 进一步做好审核制“白名单”工作 |
| 3月26日 | 深圳 | 发布《关于规范城市更新实施工作的若干意见》 |
| 3月26日 | 北京 | 优化供地交易规则，外地企业在京拿地适度“松绑” |
| 3月26日 | 安徽 | 全面取消住房限制性措施 |
| 3月26日 | 青岛 | 购买青岛市商品房现房申请住房公积金贷款的，申贷时计算的贷款额度可上浮10%;加大多子女家庭购房支持 |
| 3月31日 | 天津 | 家庭第二套住房公积金贷款最低首付比例调整为20% |
| 3月31日 | 南京 | 全面取消商品房限售 |

资料来源：公开资料、交银国际

主要公司以及行业更新

绿城中国

- ⊕ **2024 全年业绩。**全年实现营业收入 1,585.46 亿元，同比增长 20.7%，总合同销售金额 2,768 亿元，其中自投项目销售额 1,718 亿元、权益销售金额 1,206 亿元（权益比提升至 70%），一二线城市销售额占比达 79%；受计提资产减值及公允价值变动损失 49.17 亿元影响，股东应占利润同比下降 48.8%至 15.96 亿元，剔除该因素后利润实现正增长。财务端，现金储备约 730 亿元，净负债率降至 56.6%，加权融资成本 3.7%；土地储备聚焦高能级城市，新增 42 个项目（总货值 1,088 亿元，一二线占比 92%），代建业务合约建面 1.256 亿平方米。

华润置地

- ⊕ **2024 全年业绩。**2024 年综合营业额为 2,788 亿元，同比增长 11.0%。其中，物业开发收入同比增长 11.8%至 2,371.5 亿元。合同销售金额达到 2,611 亿元，同比下降 15%，但排名上升至第三位。公司 2025 年总可售货值约为 5,009 亿元。资产管理规模同比上升 8.1%至 4,621 亿元，购物中心/写字楼/酒店经营收入约为 193/18.8/20.7 亿元，同比+8.4%/-8.7%/-10.8%。购物中心零售额同比增长 19.2%至 1,953 亿元，出租率同比上升 0.6 个百分点至 97.1%，经营利润率同比提升 2.5 个百分点至 61.0%。截至 2024 年底在营购物中心 92 个。整体毛利率同比下跌 3.6 个百分点至 21.6%。毛利/净利润/核心净利润同比下跌 4.5%/18.5%/8.5%至 603/256/254 亿元。公司建议末期每股派息 1.119 元，全年股息为 1.319 元，同比下降 8.5%，派息率大致维持在核心净利润的 37%。
- ⊕ **签订 63.42 亿港元贷款融资协议。**3 月 19 日，华润置地发布公告披露公司最新融资情况。公告显示，华润置地通过旗下子公司 Dragon Rider Development Limited（华润置地持有其全部发行股份 45%的实益权益）获得一笔上限为 63.42 亿港元的定期贷款。华润置地和华润集团作为此次贷款的担保人，招商永隆银行担任融资代理行及担保代理行，贷款期限为自首次提款日起三个月。
- ⊕ **签订 3 年期 1 亿美元定期贷款融资。**3 月 26 日，华润置地作为借款人，与一家银行作为贷款人，就 1 亿美元的定期贷款融资，订立一份贷款融资协议。融资期限为自该贷款融资被提取款项或拟被提取款项之日起计三年。

越秀地产

- ⊕ **2024 全年业绩。**越秀地产 2024 年营业总收入约为 864 亿元，同比增长 7.7%；毛利率约为 10.5%，同比下降 4.8 个百分点；权益持有人应占盈利约为 10.4 亿元，同比下降 67.3%；核心净利润约为 15.9 亿元，同比下降 54.4%；合同销售金额约为 1,145.4 亿元，同比下降 19.4%。在土地储备方面，年内新增土地 24 幅，总建筑面积约为 271 万平方米，总土地储备约为 1,971 万平方米，其中 96%位于一线城市和二线城市。财务状况方面，剔除预收款后的资产负债率、净借贷比率和现金短债比分别为 68.1%、51.7%和 2.1 倍。现金及现金等价物、定期存款、监控户存款、定期存款及其他受限

存款总额约为 500.5 亿元，全年加权平均借贷利率为 3.49%。派息情况方面，越秀地产董事会建议不予分派 2024 年末期股息，全年派息每股 0.189 港元（相当于每股人民币 0.173 元）。总资产与总借贷方面，总资产为 4,104.5 亿元（+2.3%），总借贷为 1,038.9 亿元（-0.5%）。

- ⊕ **与一家银行签订 2 亿港元循环贷款融资协议。**3 月 31 日，越秀地产宣布与一家银行签订了一项循环贷款融资协议，涉及金额 2 亿港元，贷款期限为 364 天，自融资协议日期起计。该融资协议规定，若出现违约事件，包括控股股东越秀企业（集团）有限公司持有的直接或间接权益少于 30%，或越秀企业不再是单一最大实益股东，或不再对越秀地产行使有效之管理控制权，贷款人有权宣布融资协议项下所有债务立即到期应付。

金科股份

- ⊕ **实控人一致行动人东方银原增持计划未达标，拟继续增持。**3 月 31 日，金科股份发布关于公司实际控制人之一致行动人增持公司股份的进展公告。公告显示，金科股份实际控制人黄红云先生及控股股东重庆市金科投资控股（集团）有限责任公司的一致行动人东方银原原计划在六个月内以不超过 1.5 元/股的价格增持金科股份股票不低于 5000 万股。由于未完成增持目标，东方银原计划在未来六个月内以不超过 2.0 元/股的价格继续增持，直至达到 5000 万股。在 2025 年 3 月 27 日至 3 月 31 日期间，东方银原通过集中竞价交易方式增持 150 万股，占公司总股本的 0.028%，成交金额为 216.10 万元，成交均价为 1.44 元/股。至此，东方银原已累计增持 191.82 万股，占总股本的 0.036%，成交金额合计 266.07 万元。
- ⊕ **已与投资人签署重整投资协议，但面临退市及破产风险。**3 月 19 日，金科地产集团股份有限公司发布公告，披露公司重整事项进展及风险提示。公告显示，金科地产及全资子公司重庆金科房地产开发有限公司已收到法院裁定受理重整申请的《民事裁定书》。金科地产已与多家产业投资人和财务投资人签署了重整投资协议，并披露了《金科股份重整计划草案》及《重庆金科重整计划草案》。金科地产提示了多项风险。因法院受理重整，公司股票被实施退市风险警示。如重整失败，公司存在被宣告破产的风险，股票将面临终止上市。预计 2024 年度期末净资产将为负值，可能导致股票交易被叠加实施退市风险警示。
- ⊕ **金科服务股票拍卖三次流拍。**3 月 25 日，金科地产集团股份有限公司发布关于参股公司股票拍卖进展及相关拍卖事项的提示性公告。金科股份持有的金科服务股票在淘宝网阿里资产破产拍卖平台上经过三次拍卖均未能成交，计划于 2025 年 3 月 29 日至 3 月 30 日进行第四次拍卖，起拍价 6.67 亿元；同时，3,268 万股和 2,200 万股股票将于 4 月在京东首次拍卖，起拍价每股 10.21 元。

中国恒大

- ⊕ **香港高等法院向天基控股发出清盘令并委任清盘人。**3 月 10 日，中国恒大集团发布内幕消息公告，披露了有关清盘的进一步消息及继续停牌的信息。公告指出，于 2025 年 2 月 27 日举行的押后聆讯上，法院经听取分别代表清盘人、破产管理署署长及一名最终持有人作出的陈词后押后判决，并将

于稍后作出裁决。有关法院的裁决结果将于适当时候另行公布。此外，公司股份自2024年1月29日（星期一）上午10时18分起暂停买卖，并将继续停牌，直至另行通知。

佳兆业集团

- ④ **2024全年业绩：亏损扩大至292.29亿元。**3月31日，佳兆业集团控股有限公司发布截至2024年12月31日止年度的业绩公告。公告显示，2024年，佳兆业集团年度收益约为115.61亿元，较2023年减少55.8%；毛利约为2.38亿元，同比减少86.0%；年度亏损约为292.29亿元，较2023年增加48.4%；公司拥有人应占亏损285.31亿元，上年同期为亏损199.17亿元。2024年，佳兆业集团合同销售约为67.57亿元，减少62.1%；公司未派发末期股息。截至2024年底，佳兆业集团仍有100多个城市更新项目尚未纳入土地储备，占地面积约3,700万平方米。
- ④ **离岸重组计划获香港法院批准。**3月24日，佳兆业集团的离岸重组计划获得香港法院批准。早前2月28日，佳兆业集团对外公布了境外债务重组计划会议的结果，其中涉及的投票金额和赞成票金额均已披露。
- ④ **境外债务重组获批准，清盘呈请延期至6月30日。**3月28日，佳兆业集团控股有限公司发布公告，披露了境外债务重组的最新进展及清盘呈请聆讯延期的相关信息。开曼群岛大法院于2025年3月26日上午9时30分就批准佳兆业开曼计划的呈请进行了聆讯，并最终批准了该计划。原定于2025年3月31日进行的清盘呈请聆讯已被取消，并延期至2025年6月30日。高等法院已批准GLAS Agency (Hong Kong) Limited代替花旗国际有限公司成为新的呈请人。

荣盛发展

- ④ **拟制定以股抵债方案，整合轻资产公司股权为偿债资源。**3月25日，荣盛发展发布关于公司拟对债务进行重组的提示性公告。公告显示，公司为化解债务风险、履行“不逃废债”承诺、促进公司发展，拟制定以股抵债方案，整合酒店管理、代建运营、商业管理、产业服务等轻资产子公司股权作为偿债资源。此举旨在化解债务风险，优化资产负债结构，提升持续经营能力，推动轻资产板块发展。需要注意的是，债务重组方案正在推进中，相关资产尚未进行审计评估，具体操作需与债权人沟通，存在不确定性。

图表14：交银国际房地产行业覆盖公司

| 股票代码 | 公司名称 | 评级 | 收盘价 (交易货币) | 目标价 (交易货币) | 潜在涨幅 | 最新目标价/评级 发表日期 | 子行业 |
|---------|--------|----|---------------|---------------|--------|------------------|-------|
| 17 HK | 新世界发展 | 买入 | 4.37 | 6.94 | 58.7% | 2025 年 03 月 03 日 | 香港房地产 |
| 778 HK | 置富产业信托 | 买入 | 3.82 | 5.86 | 53.4% | 2024 年 12 月 12 日 | 香港房地产 |
| 16 HK | 新鸿基地产 | 买入 | 66.15 | 96.10 | 45.3% | 2024 年 09 月 03 日 | 香港房地产 |
| 823 HK | 领展房托 | 买入 | 33.25 | 47.70 | 43.5% | 2024 年 05 月 29 日 | 香港房地产 |
| 12 HK | 恒基地产 | 中性 | 19.88 | 23.02 | 15.8% | 2025 年 04 月 03 日 | 香港房地产 |
| 1109 HK | 华润置地 | 买入 | 24.85 | 31.68 | 27.5% | 2025 年 03 月 28 日 | 内地房地产 |
| 123 HK | 越秀地产 | 买入 | 4.70 | 6.60 | 40.4% | 2024 年 08 月 13 日 | 内地房地产 |
| 3383 HK | 雅居乐集团 | 买入 | 0.45 | 1.16 | 157.8% | 2023 年 12 月 01 日 | 内地房地产 |
| 6626 HK | 越秀服务 | 买入 | 2.87 | 4.30 | 49.9% | 2025 年 03 月 21 日 | 物业服务 |
| 2669 HK | 中海物业 | 买入 | 5.23 | 6.30 | 20.5% | 2024 年 09 月 05 日 | 物业服务 |
| 6098 HK | 碧桂园服务 | 买入 | 6.78 | 6.08 | -10.3% | 2024 年 08 月 26 日 | 物业服务 |
| 3319 HK | 雅生活服务 | 买入 | 2.45 | 3.20 | 30.6% | 2024 年 08 月 19 日 | 物业服务 |
| 9928 HK | 时代邻里 | 中性 | 0.46 | 0.60 | 30.4% | 2023 年 11 月 30 日 | 物业服务 |

资料来源：FactSet，交银国际预测 *截至 2025 年 4 月 9 日

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告期内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告期内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告期内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。