

# 志在稳市场，不成章不达

华泰研究

2024年6月03日 | 中国内地

中期策略

## 以资产价格为轴心的新篇章

今年以来房地产量价延续下行态势。过去2年行业面临的一大挑战是房价的调整，为改善购房预期，我们认为优化居民现金流是必要手段，因此利率市场化具有重大意义。海外经验来看，房贷利率的长周期调整往往发生于房地产市场趋于成熟之时。我国房贷利率或仍有下行空间，随着利率的持续调整，将有助于优化居民购房现金流，从而推动行业量价筑底企稳。重点关注在核心城市拥有更多资源和改善性产品能力的稳健房企，以及业绩具备韧性、现金流稳健且派息慷慨的物管公司。

## 行业：高基数效应下销售延续调整，政策吹响去库存号角

在去年同期高基数下，1-4月商品房新房成交金额/面积同比降幅走阔，分别为-28.3%/ -20.2%。各梯级城市新房销售均有所下降。二手房整体跌幅小于新房，年初至今（截至5月31日），26城二手房累计成交面积同比-11%。4月二手房较2023年末挂牌量微降，多数城市挂牌价格下滑。房价整体处于寻底阶段，新房价格同比降幅走阔（4月同比-3.5%），二手住宅价格表现弱于新房（4月同比-6.8%）。土地市场缩量，城市热度分化。政策则开启新一轮放松周期。“4.30”政治局会议正视地产核心问题，“5.17”会议进一步吹响去库存号角，重点城市高频落实信贷优化政策。

## 2024年核心判断：下半年销售有望边际改善，投资或延续负增长

2023年以及2024年前4月，土地市场热度延续下行态势，意味着下半年销售规模仍将受制于供给约束，但由于基数效应，以及“517”会议后各地跟进的放松政策对市场的积极作用，我们预计下半年销售面积同比降幅有望收窄，销售均价维持下行态势，但随着去库存政策的推进，降幅有望逐季收窄。我们认为2024年销售面积/销售金额同比分别-16.3%/ -23.8%。新开工/竣工/施工面积同比分别-20%/ -22%/ -11%，土地购置费同比-6%，前端投资谨慎，施工规模收缩影响投资修复，我们预计全年房地产投资同比-10.0%。

## 企业：融资支持叠加审慎扩张强化安全垫，多元化板块运营为王

前5月百强房企销售同比跑输行业，央企企领先优势收窄。房企融资现金流与开发投资的降幅差距明显改善，前4月较2023年收窄8.2pct。融资协调仍待跟踪，经营贷款有所改善。但仍需持续关注部分头部房企流动性风险。拿地方面，央企企仍是主力，集中度提升。1-4月百强房企总权益拿地金额同比-17%，好于全国土地成交金额同比（-23%）。多元化方面，物业管理板块经营质量改善，股东回报强化其吸引力。C-REITs方面，2024Q1保租房稳健运营兑现估值溢价，消费类盈利预测兑现度高，高股息率提升配置价值。

## 投资策略：政策呵护提振行业配置价值

2024Q1板块持仓进一步降低，但这也为4月底以来政策驱动下的估值修复积蓄了势能。我们继续看好地产板块估值修复，主要因为政治局会议“消化存量”的提法、“517”地产政策组合拳以及突破历史新低的房贷利率和首付比例，使得我们对本轮政策的决心和力度报以乐观态度。重点推荐：1) A股开发：招商蛇口、城建发展、建发股份；2) 港股开发：中国海外发展、越秀地产、龙湖集团、建发国际集团、华润置地；3) 物管公司：保利物业、华润万象生活、招商积余、万物云、滨江服务。

风险提示：行业政策调整对企业经营的扰动；行业高峰期或已结束导致的基本面下行风险；部分房企因现金流压力造成的经营风险。

房地产开发 增持 (维持)  
房地产服务 增持 (维持)

研究员 陈慎  
SAC No. S0570519010002 chenshen@htsc.com  
SFC No. BIO834 +(86) 21 2897 2228

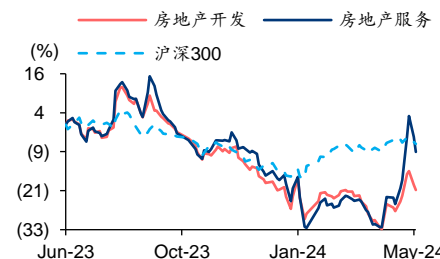
研究员 刘璐  
SAC No. S0570519070001 liulu015507@htsc.com  
SFC No. BRD825 +(86) 21 2897 2218

研究员 林正衡  
SAC No. S0570520090003 linzhengheng@htsc.com  
SFC No. BRC046 +(86) 21 2897 2087

联系人 陈颖  
SAC No. S0570122050022 chenying019881@htsc.com  
+(86) 755 8249 2388

联系人 戚康旭  
SAC No. S0570122120008 qikangxu@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

## 行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究

## 重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
招商蛇口	001979 CH	12.18	买入
城建发展	600266 CH	5.17	买入
建发股份	600153 CH	12.91	买入
中国海外发展	688 HK	19.77	买入
越秀地产	123 HK	7.16	买入
龙湖集团	960 HK	15.46	买入
建发国际集团	1908 HK	19.03	买入
华润置地	1109 HK	42.23	买入
保利物业	6049 HK	39.68	买入
华润万象生活	1209 HK	33.60	买入
招商积余	001914 CH	15.12	买入
万物云	2602 HK	26.86	买入
滨江服务	3316 HK	23.80	买入

资料来源：华泰研究预测

## 正文目录

<b>写在前面的话——以资产价格为轴心的新篇章</b> .....	<b>6</b>
稳定资产价格预期是当务之急.....	6
优化居民现金流是必要的手段.....	7
<b>行业：高基数效应下，销售延续调整</b> .....	<b>12</b>
新房：高基数效应下销售回落.....	12
二手房：以价换量下，表现优于新房.....	14
房价：仍在寻底.....	16
土地市场：缩量趋势延续，城市热度分化.....	18
<b>政策：吹响去库存号角，需求端政策进一步优化</b> .....	<b>22</b>
“4.30”政治局会议：以务实态度正视地产核心问题.....	22
“5.17”会议：吹响去库存号角，重点城市高频跟进信贷优化政策.....	23
<b>2024 年核心判断：下半年销售有望边际改善，投资或延续负增长</b> .....	<b>26</b>
销售：供应约束，期待下半年改善.....	26
投资：前端投资谨慎，施工规模收缩影响投资修复.....	27
<b>企业：销售仍在筑底，融资支持叠加审慎扩张强化安全垫</b> .....	<b>28</b>
销售：百强房企跑输行业，央国企领先优势收窄.....	28
融资：融资协调仍待跟踪，经营贷款有所改善.....	28
拿地：央国企仍是主力，集中度提升.....	31
<b>转型之路：步步为营，运营为王</b> .....	<b>33</b>
物业管理：经营质量改善，股东回报增厚.....	33
基础设施 REITs：保租房稳健运营兑现估值溢价，消费类收入全面增长.....	35
<b>投资策略：政策呵护提振行业配置价值</b> .....	<b>38</b>
机构仓位：24Q1 地产持仓再创新低，为估值修复积蓄势能.....	38
投资建议：政策预期大幅改善，持续看好地产板块估值修复.....	38
风险提示.....	41

## 图表目录

图表 1：70 城新房价格指数.....	6
图表 2：贝壳 50 城二手房价格指数.....	6
图表 3：重点城市二手房挂牌量.....	6
图表 4：80 城取证待售新房库存和去化周期.....	6
图表 5：2023 下半年以来中央重点地产表述.....	7
图表 6：居民购房现金流模型.....	8
图表 7：517 后重点城市房贷利率调整情况（房贷利率单位为%，截至 5 月 29 日）.....	8
图表 8：美国新房销售套数、房贷利率和国债利率.....	9
图表 9：日本重点城市圈新建公寓销售套数、房贷利率和国债利率.....	9



图表 10: 英国新房销售套数、房贷利率和国债利率 .....	9
图表 11: 韩国新房销售套数、房贷利率和国债利率 .....	9
图表 12: 美国房贷利率和城镇化率 .....	10
图表 13: 日本房贷利率和城镇化率 .....	10
图表 14: 英国房贷利率和城镇化率 .....	10
图表 15: 韩国房贷利率和城镇化率 .....	10
图表 16: 美国租金收益率（剔除持有成本）和房贷利率 .....	11
图表 17: 日本租金收益率（剔除持有成本）和房贷利率 .....	11
图表 18: 我国商品房销售面积、房贷利率和国债利率 .....	11
图表 19: 我国房贷利率和城镇化率 .....	11
图表 20: 我国房贷利率和住宅租金收益率 .....	11
图表 21: 全国商品房销售面积累计值 .....	12
图表 22: 全国商品房销售面积当月值 .....	12
图表 23: 全国商品房销售金额累计值 .....	12
图表 24: 全国商品房销售金额当月值 .....	12
图表 25: 54 城新房成交面积（7 日平滑） .....	13
图表 26: 重点城市开盘去化率（2023&1-4M2024） .....	13
图表 27: 26 城二手房成交面积（7 日平滑） .....	14
图表 28: 11 城存量二手房挂牌量变化 .....	14
图表 29: 11 城存量二手房挂牌价格变化 .....	14
图表 30: 贝壳新房案场指数（分能级） .....	15
图表 31: 贝壳新房 KMI 指数-成交量（分能级） .....	15
图表 32: 贝壳二手房带看指数（分能级） .....	15
图表 33: 贝壳二手房 KMI 指数-成交量（分能级） .....	15
图表 34: 贝壳二手房市场景气指数（分能级） .....	15
图表 35: 贝壳二手房折价率指数（分能级） .....	15
图表 36: 70 城新建商品住宅价格同环比 .....	16
图表 37: 70 城二手商品住宅价格同环比 .....	16
图表 38: 70 城新建商品住宅价格同比（分能级） .....	16
图表 39: 70 城二手商品住宅价格同比（分能级） .....	16
图表 40: 70 城新建商品住宅价格环比（分能级） .....	16
图表 41: 70 城二手商品住宅价格环比（分能级） .....	16
图表 42: 70 城新建商品住宅价格同比（分上涨/下跌/持平） .....	17
图表 43: 70 城二手商品住宅价格同比（分上涨/下跌/持平） .....	17
图表 44: 70 城新建商品住宅价格环比（分上涨/下跌/持平） .....	17
图表 45: 70 城二手商品住宅价格环比（分上涨/下跌/持平） .....	17
图表 46: 全国土地供应面积及年累计同比 .....	18
图表 47: 各线城市土地供应面积年累计同比 .....	18
图表 48: 全国土地成交面积及年累计同比 .....	18
图表 49: 一线城市土地成交面积及年累计同比 .....	18



图表 50: 二线城市土地成交面积及年累计同比 .....	19
图表 51: 三线城市土地成交面积及年累计同比 .....	19
图表 52: 全国及各线城市年度累计土地成交均价 (元/平) .....	19
图表 53: 全国及各线城市年度累计成交溢价率 .....	19
图表 54: 全国及各线城市年度累计流拍率 .....	20
图表 55: 2023 年 1-4 月/24 年 1-4 月, 成交金额/成交建面 TOP20 城市 .....	20
图表 56: 24M1-4 成交金额 20 亿以上的 40 个城市, 成交土地平均容积率情况 .....	21
图表 57: 历年政治局会议主要内容一览 .....	22
图表 58: “430”政治局会议针对地产去库存的指引 .....	23
图表 59: 保障性住房再贷款资金循环流程 .....	24
图表 60: 保障性住房再贷款去库存比例测算 .....	24
图表 61: 处置闲置土地、盘活存量土地的政策措施 .....	24
图表 62: 重点城市限购限贷政策 (截至 2024 年 5 月 31 日) .....	25
图表 63: 房地产销售同比增速假设 .....	26
图表 64: 全国商品房销售面积累计值及同比 .....	26
图表 65: 全国商品房销售额累计值及同比 .....	26
图表 66: 全国房屋施工面积累计值 .....	27
图表 67: 全国房屋竣工面积累计值 .....	27
图表 68: 房地产投资预测 .....	27
图表 69: 百强房企各梯队入榜门槛值金额 .....	28
图表 70: 百强房企各梯队销售金额累计同比增速 .....	28
图表 71: 央国企和民企销售金额增速差 .....	28
图表 72: 央国企、民企和混合所有制房企销售金额占比 .....	28
图表 73: 房企融资现金流和同比增速 .....	29
图表 74: 房地产融资现金流和开发投资增速差 .....	29
图表 75: 房地产开发贷款余额和同比增速 .....	29
图表 76: 房地产境内债发行规模和同比增速 .....	29
图表 77: 房地产境外债发行规模和同比增速 .....	30
图表 78: 国央企境内债发行规模占比 .....	30
图表 79: 房地产融资协调机制总体进展 .....	30
图表 80: 房地产境内债到期偿还量 .....	31
图表 81: 房地产境外债到期偿还量 .....	31
图表 82: TOP30 拿地房企按属性划分及其同比 .....	31
图表 83: TOP100 拿地房企按排名划分及其同比 .....	31
图表 84: TOP30 拿地房企按属性划分及其占比 .....	32
图表 85: TOP100 拿地房企按排名划分及其占比 .....	32
图表 86: 2022M1-4-2024M1-4 权益拿地金额 TOP30 房企 .....	32
图表 87: 拿地金额百亿以上房企的权益拿地金额同比 .....	32
图表 88: 样本物管公司在管面积同比增速 .....	33
图表 89: 样本物管公司合约面积/在管面积 .....	33



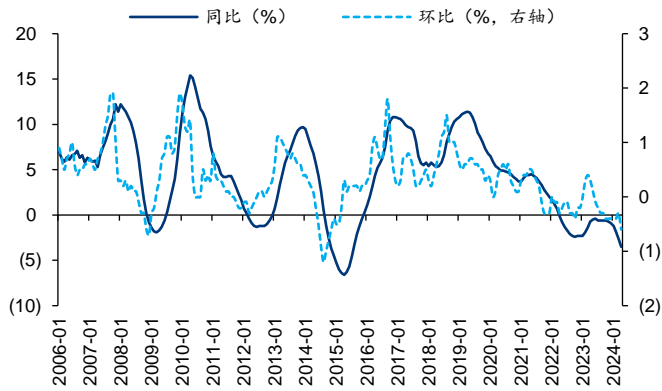
图表 90: 样本物管公司营收同比增速.....	34
图表 91: 样本物管公司归母净利润同比增速.....	34
图表 92: 样本物管公司应收账款同比增速.....	34
图表 93: 样本物管公司派息率.....	34
图表 94: 样本物管公司基础物管营收占比.....	35
图表 95: 样本物管公司社区增值服务 ARPU.....	35
图表 96: 保租房 REITs 营业收入同比.....	35
图表 97: 保租房 REITs2024Q1 租金环比.....	35
图表 98: 收盘价涨跌幅.....	36
图表 99: 可供分配金额 (ttm) /市值.....	36
图表 100: 消费 REITs 营业收入同比 (年化).....	36
图表 101: 消费 REITs2024Q1 营业收入完成率.....	36
图表 102: 底层项目出租率.....	36
图表 103: 消费 REITs2024Q1 月租金坪效同比.....	36
图表 104: 消费 REITsEBITDA 同比 (Q1 年化).....	37
图表 105: 消费 REITs 预期股息率.....	37
图表 106: 收盘价涨跌幅.....	37
图表 107: 公募基金房地产持仓市值和持仓比例.....	38
图表 108: 北上资金房地产持仓市值和持仓比例.....	38
图表 109: 重点推荐公司一览表.....	39
图表 110: 重点推荐公司最新观点.....	39
图表 111: 报告提及公司信息.....	41

## 写在前面的话——以资产价格为轴心的新篇章

### 稳定资产价格预期是当务之急

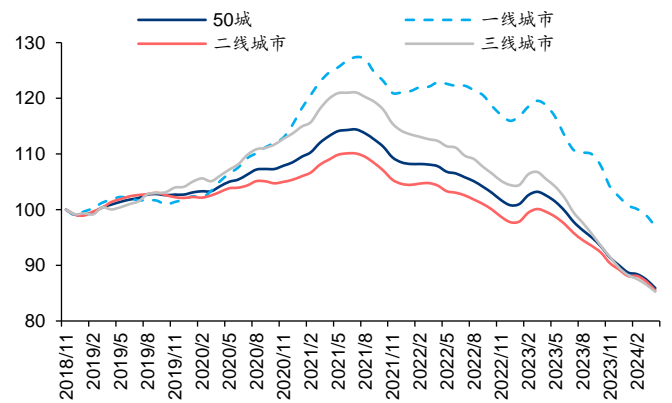
过去 2 年，房地产行业更应关注什么？是销量收缩？是投资下行？似乎都不是，因为这两者的收缩是房地产向新模式转型的题中之义。我们认为核心挑战在于房价还在寻底，虽然各地因城施策不断释放利好，但正如我们去年中期策略的标题《漫长的再平衡》（2023 年 5 月 31 日）一样，市场供需尚未进入新的再平衡。为什么会发生这种情况？

图表1：70城新房价格指数



资料来源：国家统计局，华泰研究

图表2：贝壳50城二手房价格指数

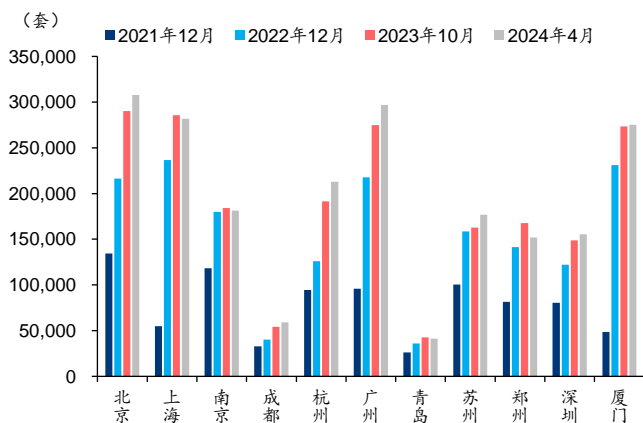


注：2018 年 11 月=100

资料来源：贝壳研究院，华泰研究

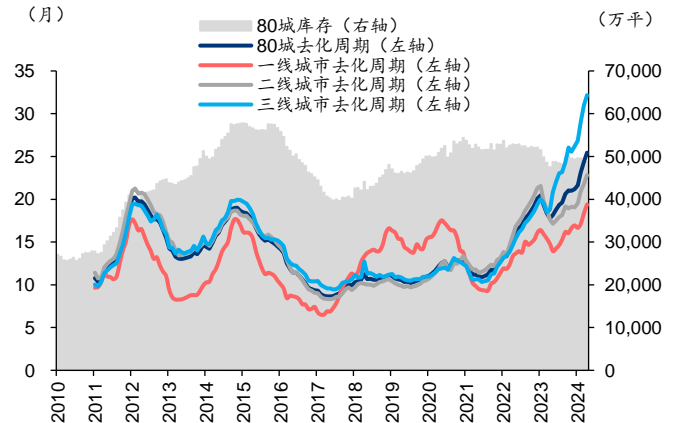
我们认为主要原因在于库存的累积，主要变量是二手房。虽然房企数量在减少、拿地在减少，但房企投资活动减少导致的新房供应下降被二手房供应对冲了，至 2024 年 5 月大部分重点城市二手房挂牌量处于 2021 年以来的高点，这种挂牌量增长的背后反映的是对房价预期的变化以及换房需求的提升。而二手房房价调整使得重点城市一二手房价格倒挂消失，进而影响一手房市场的去化，这种联动在更多城市发生，因倒挂而维持新房热度的城市越来越少，进而导致新房的库存也在累积。

图表3：重点城市二手房挂牌量



资料来源：中指院，华泰研究

图表4：80城取证待售新房库存和去化周期



注：去化周期=取证待售库存/过去 12 个月销售面积移动平均

资料来源：克而瑞，华泰研究

房价调整从消费品的角度，可以降低购房人成本、利好成交；但从资产品的角度，持续调整可能会提升去库存压力，且存在惯性。当前稳房价的重要性逐渐提升，房价预期会影响购房者的决策，也会影响金融机构对于房企和项目融资的支持意愿，从而影响房企现金流乃至后续的“保交楼”。

我国的应对明显及时且迅速。从2023年7月政治局会议提出“我国房地产市场供求关系发生重大变化”，到2024年4月30日提出“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”，再到2024年5月17日打出“去库存”组合拳，我们认为中央正在“切中要害”地应对当前的房地产问题，而这一切的目的都直指房价以及预期的稳定。

图表5：2023下半年以来中央重点地产表述

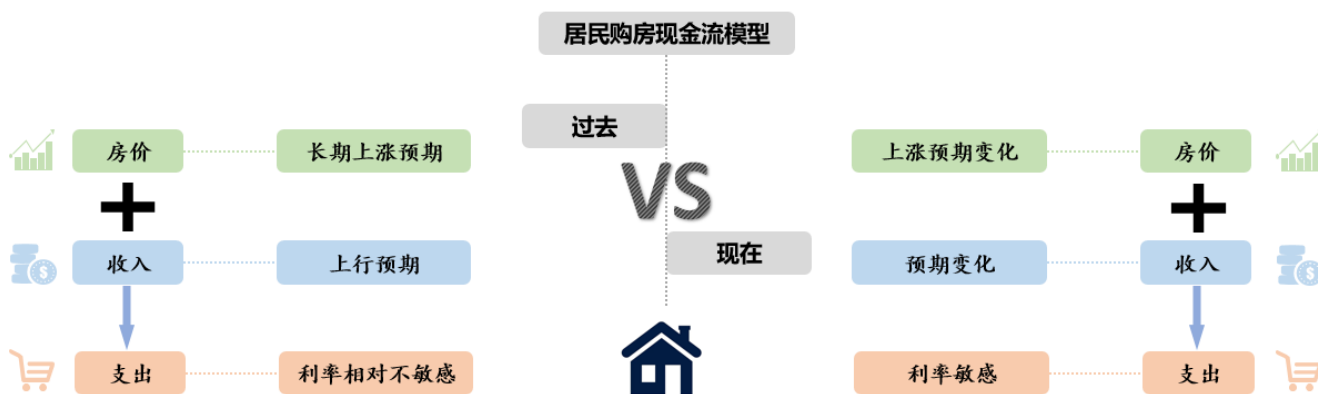
时间	会议	主要地产表述
2023/7/24	政治局会议	要切实防范化解重点领域风险， <b>适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势</b> ，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。
2023/10/31	中央金融工作会议	促进金融与房地产良性循环，健全房地产企业主体监管制度和资金监管，完善房地产金融宏观审慎管理， <b>一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求</b> ，因城施策用好政策工具箱，更好支持刚性和改善性住房需求，加快保障性住房等“三大工程”建设，构建房地产发展新模式。
2024/3/22	国常会	房地产产业链条长、涉及面广，事关人民群众切身利益，事关经济社会发展大局。去年以来，各地因城施策优化房地产调控，落实保交楼、降低房贷利率等一系列举措，守住了不发生系统性风险的底线。要进一步优化房地产政策，持续抓好保交楼、保民生、保稳定工作，进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，系统谋划相关支持政策，有效激发潜在需求，加大高品质住房供给，促进房地产市场平稳健康发展。要适应新型城镇化发展趋势和房地产市场供求关系变化，加快完善“市场+保障”的住房供应体系，改革商品房相关基础性制度，着力构建房地产发展新模式。
2024/4/30	政治局会议	继续坚持因城施策，压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任，切实做好保交房工作，保障购房人合法权益。要结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待， <b>统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施</b> ，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。
2024/5/17	全国切实做好保交房工作视频会议	何立峰强调，要认真学习领会习近平总书记重要讲话精神，深入贯彻落实中央政治局会议部署， <b>深刻认识房地产工作的人民性、政治性</b> ，继续坚持因城施策，打好商品房烂尾风险处置攻坚战，扎实推进保交房、消化存量商品房等重点工作。
2024/5/17	国务院政策例行吹风会	央行设立3000亿元保障性住房再贷款，鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房，预计将带动银行贷款5000亿元。同时，央行取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限、下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点、全国首套房/二套房首付比例下限下调至15%/25%。

资料来源：中国政府网，华泰研究

### 优化居民现金流是必要的手段

如何才能改善当前的购房人预期？我们认为需要从居民购房现金流这个长周期模型来衡量，未来数十年收入预期和支出预期决定居民最终购房意愿，收入预期取决于经济环境，而支出预期则由信贷调节。在过去房价持续上涨、自身收入增速预期较快的背景下，居民对支出预期相对不敏感，由此可以承受较高的房贷利率。而随着前两者预期发生变化，居民对支出预期会更为敏感。5月17日以来部分城市已经开始启动利率市场化，我们认为对居民购房现金流的优化具有重大意义，后续值得跟踪。

图表6：居民购房现金流模型



资料来源：华泰研究

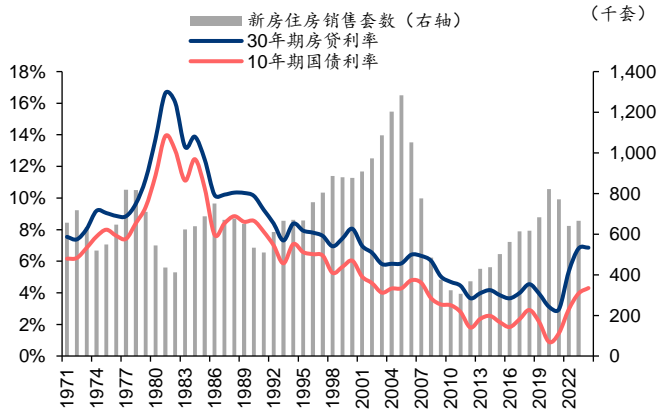
图表7：517后重点城市房贷利率调整情况（房贷利率单位为%，截至5月29日）

首套房	调整前	调整后	降幅	二套房	调整前	调整后	降幅
广州	3.85	3.40	45BP	武汉	4.15	3.35	80BP
上海	3.85	3.50	35BP	合肥	4.15	3.45	70BP
深圳	3.85	3.50	35BP	福州	4.25	3.75	50BP
武汉	3.55	3.25	30BP	无锡	4.25	3.75	50BP
合肥	3.75	3.45	30BP	广州	4.25	3.80	45BP
南京	3.65	3.45	20BP	上海	4.15	3.70	45BP
西安	3.75	3.55	20BP	厦门	4.15	3.75	40BP
济南	3.75	3.55	20BP	深圳	4.25	3.90	35BP
无锡	3.45	3.25	20BP	西安	4.15	3.90	25BP
厦门	3.45	3.30	15BP	青岛	4.15	3.95	20BP
福州	3.40	3.30	10BP	长沙	4.15	3.95	20BP
长沙	3.75	3.65	10BP	济南	4.15	3.95	20BP
大连	3.45	3.40	5BP	大连	4.15	4.10	5BP
青岛	3.45	3.45	0BP	南京	4.25	4.25	0BP
苏州	3.75	未明确	取消	苏州	4.25	未明确	取消
重庆	3.75	未明确	取消	重庆	4.15	未明确	取消
惠州	3.35	未明确	取消	惠州	4.15	未明确	取消
东莞	3.55	未明确	取消	东莞	4.15	未明确	取消
佛山	3.55	未明确	取消	佛山	4.15	未明确	取消
珠海	3.35	未明确	取消	珠海	4.15	未明确	取消
中山	3.35	未明确	取消	中山	4.15	未明确	取消
廊坊	3.45	未明确	取消	廊坊	4.15	未明确	取消
石家庄	3.45	未明确	取消	石家庄	4.15	未明确	取消
昆明	3.60	未明确	取消	昆明	4.15	未明确	取消
太原	3.35	未明确	取消	太原	4.15	未明确	取消
兰州	3.65	未明确	取消	兰州	4.15	未明确	取消
郑州	3.45	未明确	取消	郑州	4.15	未明确	取消
哈尔滨	3.45	未明确	取消	哈尔滨	4.15	未明确	取消
银川	3.75	未明确	取消	银川	4.15	未明确	取消
天津	3.55	未明确	取消	天津	4.15	未明确	取消
沈阳	3.45	未明确	取消	沈阳	4.15	未明确	取消
北京	3.95	暂未调整	-	北京	4.50	暂未调整	-
成都	3.75	暂未调整	-	成都	4.25	暂未调整	-
杭州	3.75	暂未调整	-	杭州	4.15	暂未调整	-
宁波	3.75	暂未调整	-	宁波	4.15	暂未调整	-

资料来源：各地政府网站，华泰研究

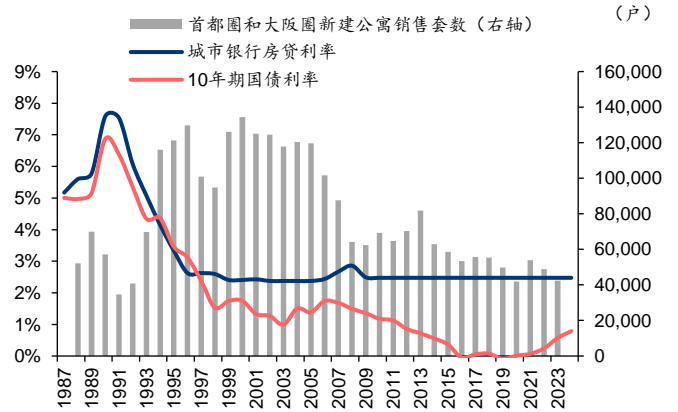
海外经验来看，房贷利率的长周期调整往往发生于房地产市场趋于成熟之时。美国方面，在次贷危机前后的调整周期，2005 年新房销量达到高峰，2007 年房贷利率开始下降，2012 年新房销量触底回升，期间房贷利率下调 275bp/43%。英国方面，2006 年新房销量达到高峰，2008 年房贷利率开始下降，2010 年新房销量触底回升，期间房贷利率下调 78bp/13%。韩国方面，2006 年新房销量达到高峰，2009 年房贷利率开始下降，2013 年新房销量确认触底回升，期间房贷利率下调 295bp/43%。

图表8：美国新房销售套数、房贷利率和国债利率



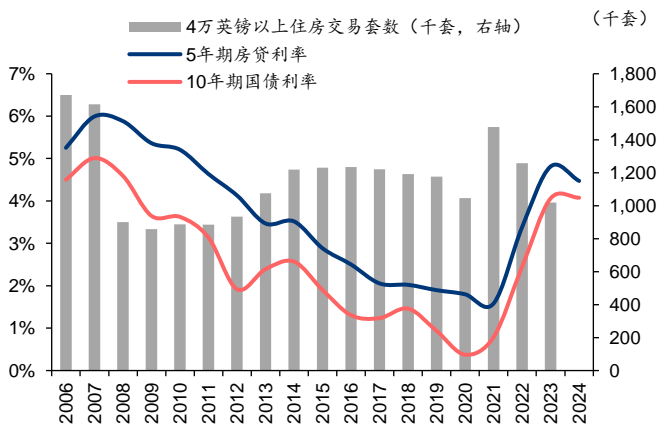
注：2024 年数据截至 Q1  
资料来源：Wind，华泰研究

图表9：日本重点城市圈新建公寓销售套数、房贷利率和国债利率



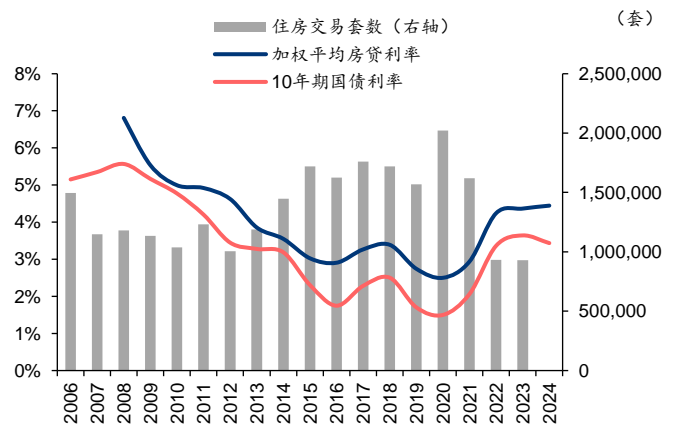
注：2024 年数据截至 Q1  
资料来源：Wind，华泰研究

图表10：英国新房销售套数、房贷利率和国债利率



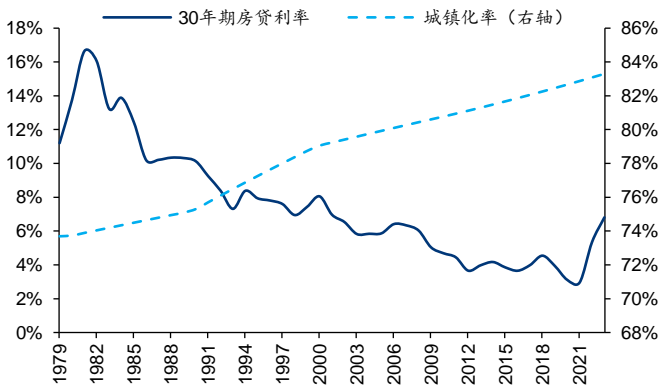
注：2024 年数据截至 Q1  
资料来源：Haver，Wind，华泰研究

图表11：韩国新房销售套数、房贷利率和国债利率



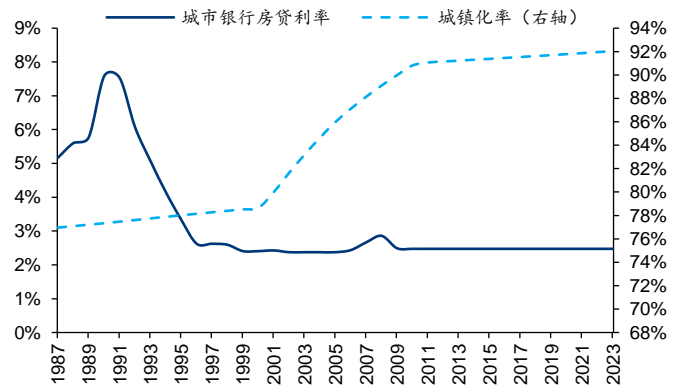
注：2024 年数据截至 Q1  
资料来源：CEIC，Haver，Wind，华泰研究

图表12：美国房贷利率和城镇化率



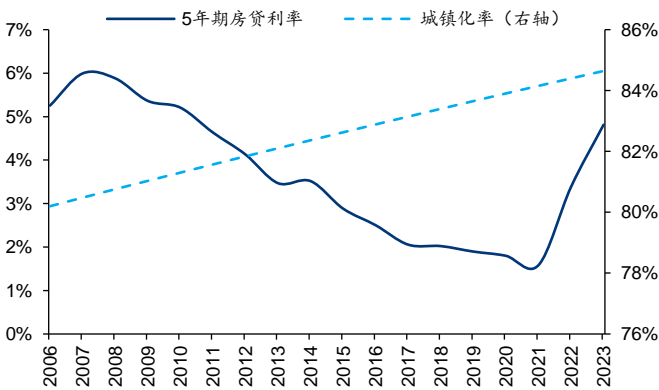
资料来源：Wind，华泰研究

图表13：日本房贷利率和城镇化率



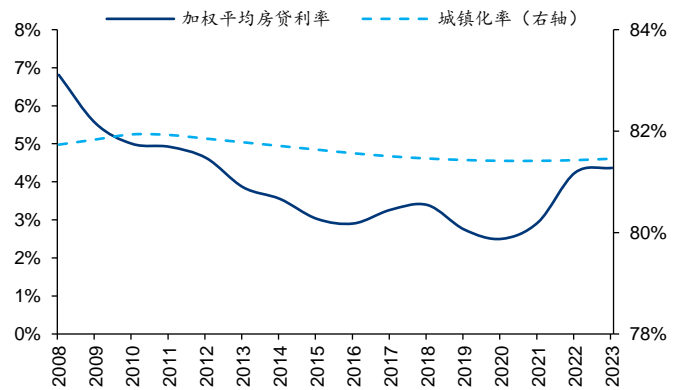
资料来源：Wind，华泰研究

图表14：英国房贷利率和城镇化率



资料来源：Wind，Haver，华泰研究

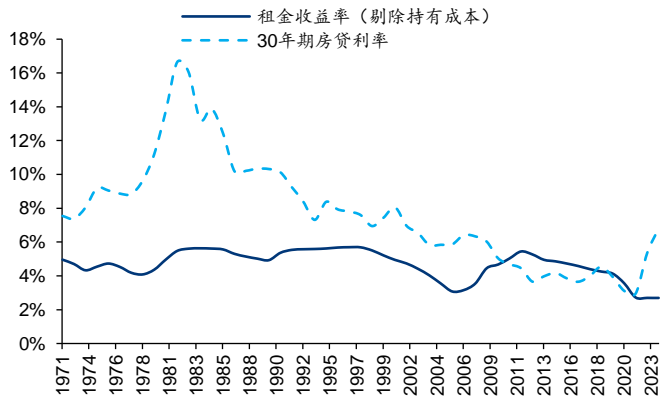
图表15：韩国房贷利率和城镇化率



资料来源：Wind，Haver，华泰研究

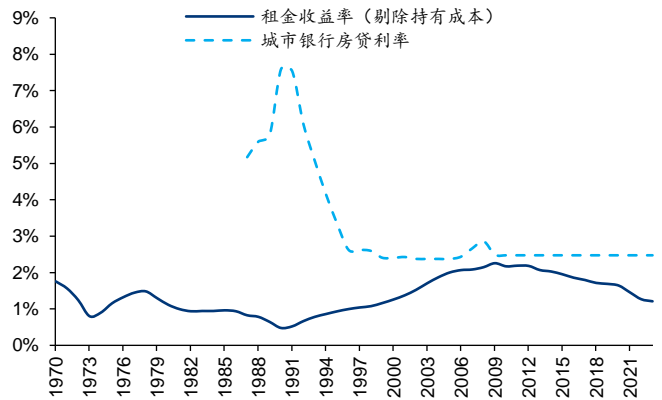
**房贷利率需要调整到多少幅度相对有效？** 我们看到美国房地产市场见底之时，房贷利率已经低于租金收益率（剔除持有成本）。根据 NUMBEO 和 OECD 的数据，次贷危机后，美国新房销量和房价双双触底回升的 2012 年，租金收益率为 5.27%，而房贷利率为 3.66%。但此后，随着市场回暖、房价回升，两者的差距可能会重新拉开。

图表16：美国租金收益率（剔除持有成本）和房贷利率



注：历史租金收益率数据由2023年时点值经房价和租金指数倒算得到，仅供参考；美国房屋持有成本主要包括房产税、物业费 and 保险费，不同业态差异较大，区间范围为0.8%-5.5%，以中值3.15%测算  
资料来源：NUMBEO, OECD, 华泰研究

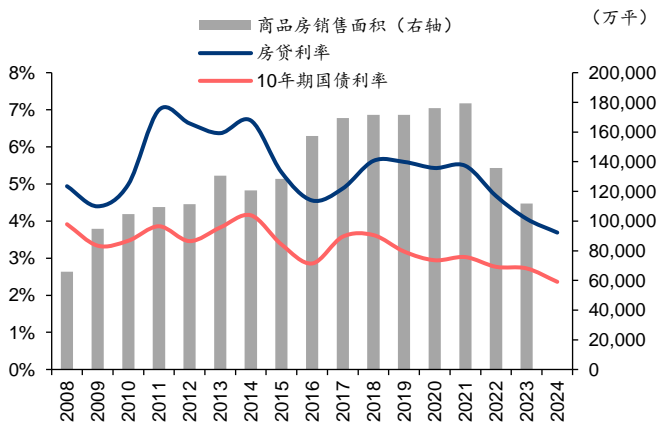
图表17：日本租金收益率（剔除持有成本）和房贷利率



注：历史租金收益率数据由2023年时点值经房价和租金指数倒算得到，仅供参考；日本房屋持有成本主要包括房产税和物业费，区间范围为1.0%-1.5%，以中值1.25%测算  
资料来源：NUMBEO, OECD, 华泰研究

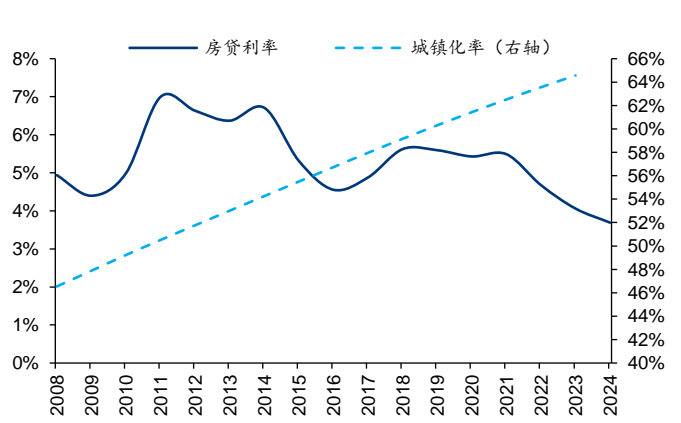
具体到我国，我国2021年新房销量达到高峰，2022年房贷利率开始下降，截至24Q1加权平均房贷利率为3.69%，较2021年的阶段性高点下调180bp/33%，但相对10年期国债利率和租金收益率依然偏高。2024年5月以来我国房贷利率再次快速下行，我们认为后续或仍有下行空间，有助于优化居民购房现金流，从而推动房地产量价筑底企稳。

图表18：我国商品房销售面积、房贷利率和国债利率



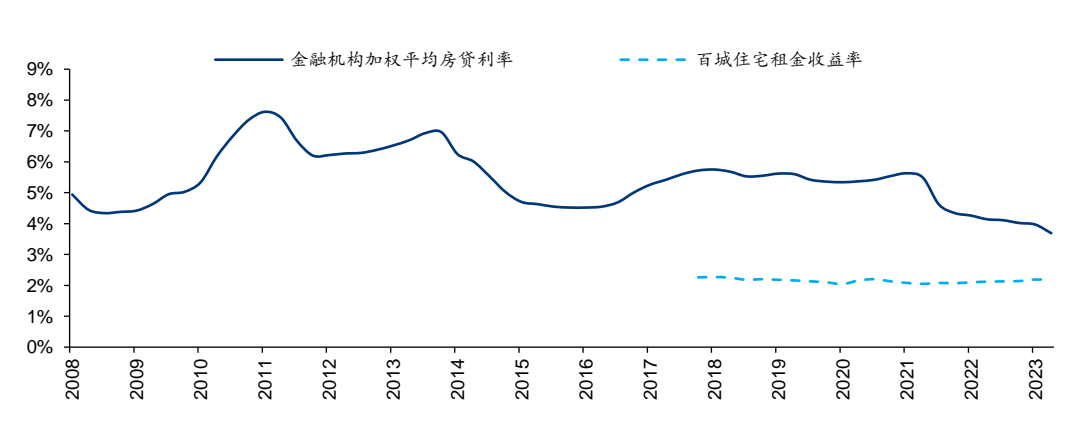
注：2024年数据截至Q1  
资料来源：国家统计局，中国人民银行，华泰研究

图表19：我国房贷利率和城镇化率



注：2024年数据截至Q1  
资料来源：Wind，中国人民银行，华泰研究

图表20：我国房贷利率和住宅租金收益率



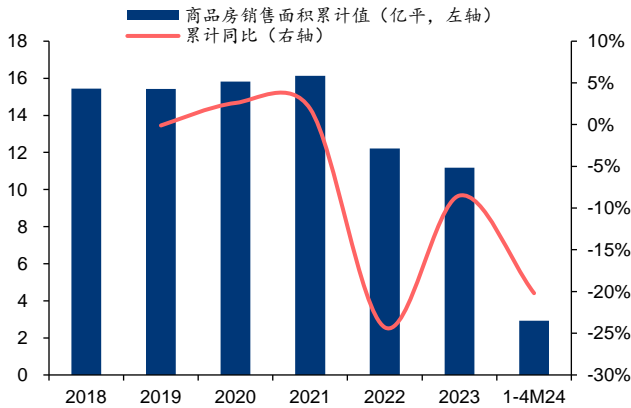
注：2024年数据截至Q1  
资料来源：Wind，中国人民银行，华泰研究

## 行业：高基数效应下，销售延续调整

### 新房：高基数效应下销售回落

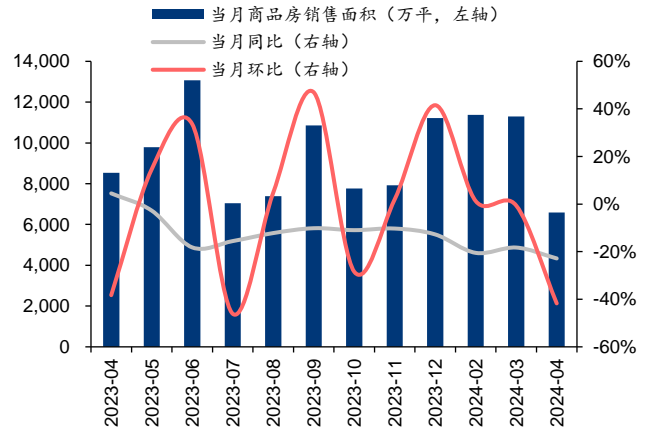
在去年同期高基数下，1-4月商品房成交金额/面积同比降幅走阔。据统计局数据，2024年1-4月，商品房累计销售金额2.8万亿元，同比-28.3%，降幅较2023年全年走阔21.8pct；商品房累计销售面积为2.9亿平，同比-20.2%，降幅较2023年全年走阔11.7pct。

图表21：全国商品房销售面积累计值



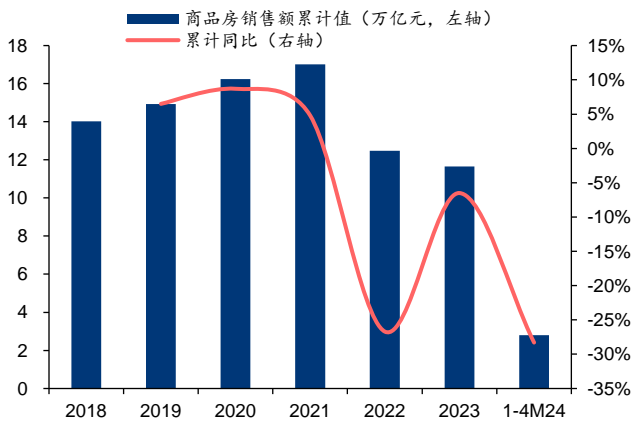
资料来源：国家统计局，华泰研究

图表22：全国商品房销售面积当月值



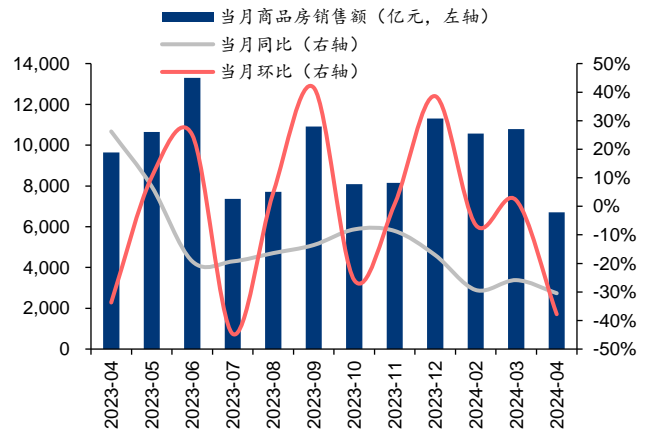
资料来源：国家统计局，华泰研究

图表23：全国商品房销售金额累计值



资料来源：国家统计局，华泰研究

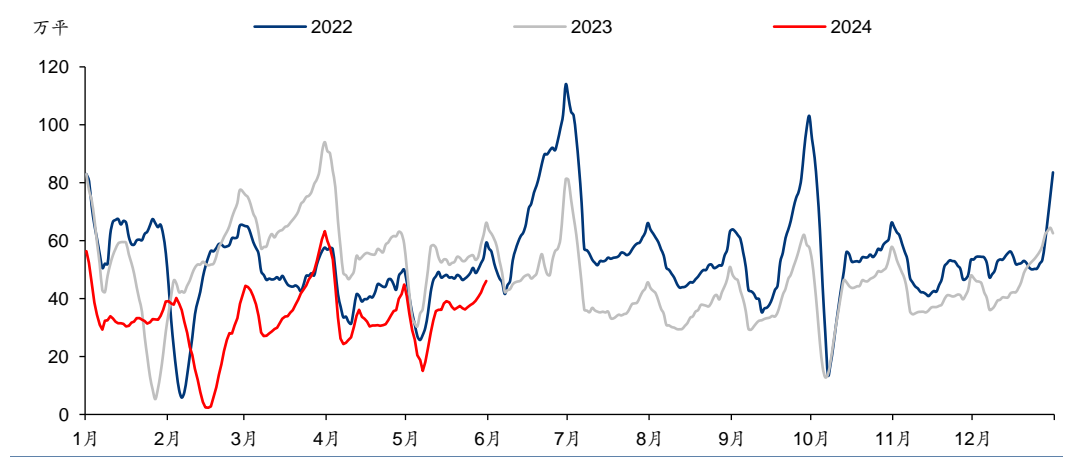
图表24：全国商品房销售金额当月值



资料来源：国家统计局，华泰研究

各梯级城市新房销售均有所回落。年初至今（截至5月31日），54城新房累计成交面积同比-39%；分城市能级，一线、二线、三线新房累计成交面积同比分别为-35%、-45%、-31%。与2023年的一线与二三线城市间分化表现不同，2024年初至今各梯级城市的新房销售面积均下降。

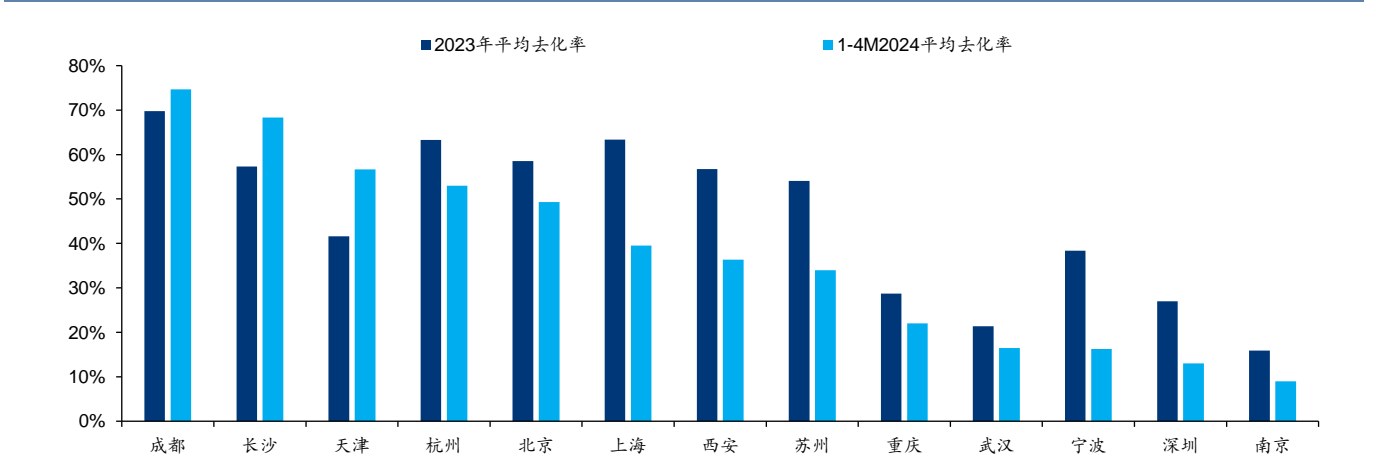
图表25：54城新房成交面积（7日平滑）



资料来源：Wind，华泰研究

少数城市去化率有所提升。根据克而瑞数据，2024年1-4月，成都、长沙、天津、杭州的新开盘项目平均去化率保持在50%以上，其他城市项目的去化率仍待突破。2024年1-4月的新开盘项目去化率较2023全年有所提升的城市分别为成都、长沙、天津，提升幅度分别为5、11、15pct。

图表26：重点城市开盘去化率（2023&1-4M2024）

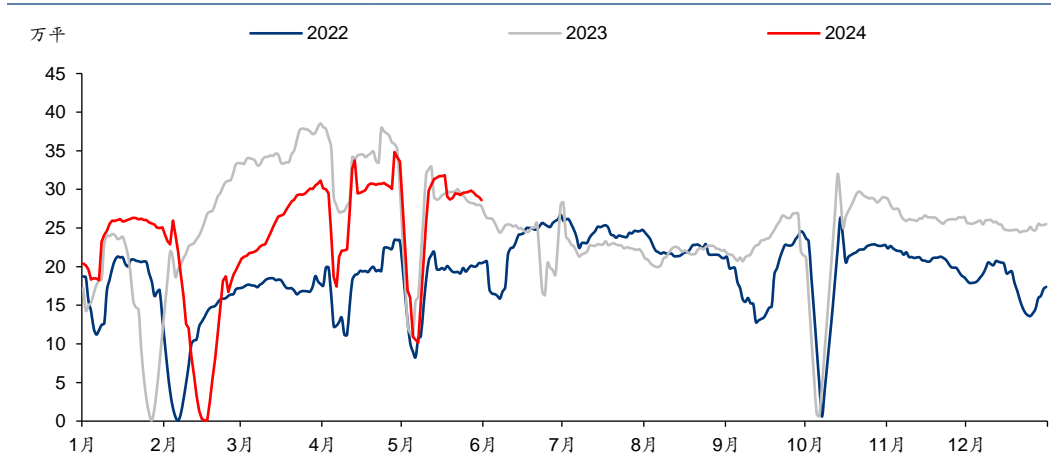


资料来源：克而瑞，华泰研究

## 二手房：以价换量下，表现优于新房

二手房整体成交跌幅小于新房。根据我们统计的高频数据，年初至今（截至5月31日），26城二手房累计成交面积同比-11%，跌幅小于新房成交；分城市能级，一线、二线、三线二手房累计成交面积同比分别为-10%、-13%、+1%。

图表27：26城二手房成交面积（7日平滑）

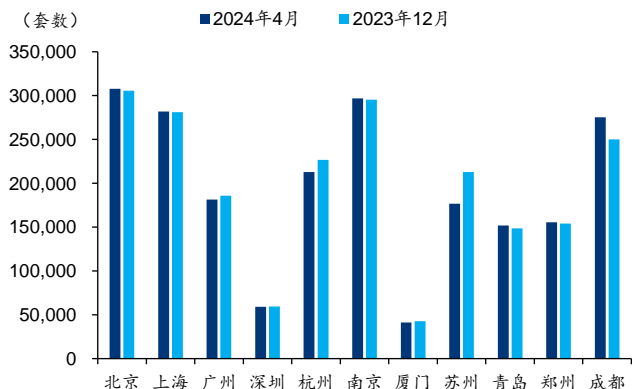


资料来源：Wind，华泰研究

二手房挂牌量微降，多数城市挂牌价格继续下滑。根据中指院的数据，截至2024年4月末，重点11城的存量二手房挂牌套数较2023年末下降1%，其中一线4城的二手房挂牌量较2023年末持平，二线7城的二手房挂牌量较2023年末下降2%。

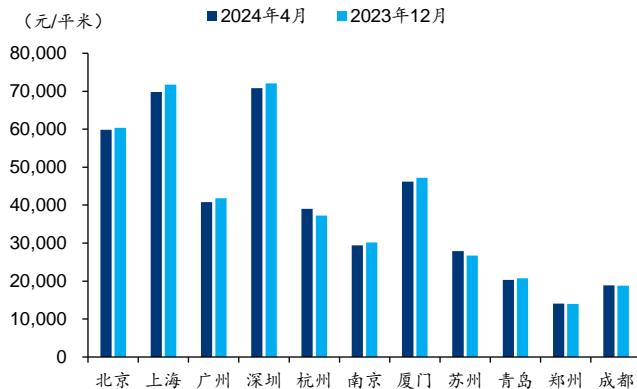
截至2024年4月末，在我们观察的重点11城中，除杭州和成都外，其它城市的二手房挂牌价均较2023年末持平或下滑，二手房“以价换量”仍在延续。

图表28：11城存量二手房挂牌量变化



资料来源：贝壳研究院，华泰研究

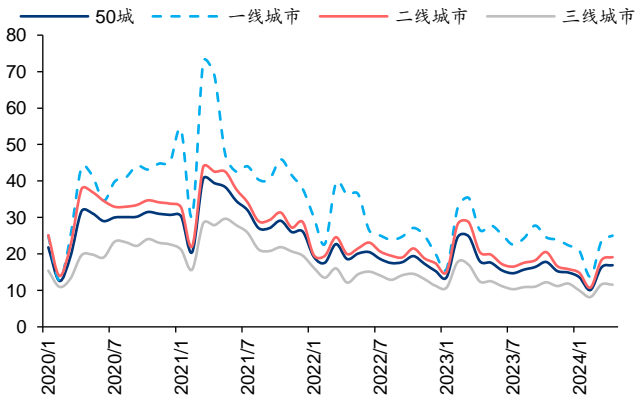
图表29：11城存量二手房挂牌价格变化



资料来源：贝壳研究院，华泰研究

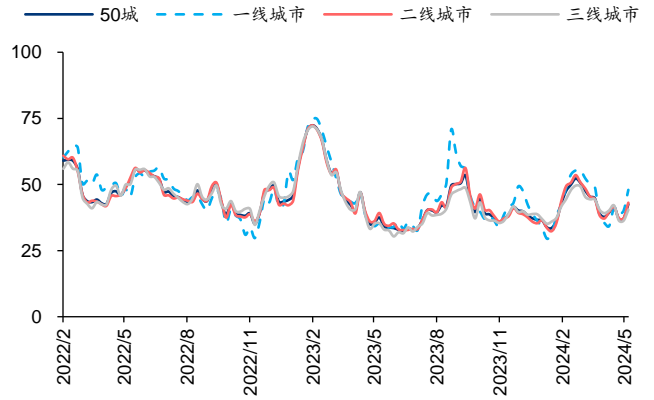
新房和二手房的带看活跃度有所回升。新房案场指数由1月的13.6回升至4月的16.9。二手房方面，带看指数由1月的23.4曲折回升至4月的27.8，市场景气度指数从9.0降至8.3；折价率指数从85.9%降至85.5%。KMI指标显示“5.17”会议后市场信心有所回升。截至5月26日，代表经纪人对近期市场信心的贝壳50城新房/二手房KMI成交量指数分别为42.5/39.3，环比+15%/+16%，反映“5.17”会议后首周的市场信心有所回升。

图表30：贝壳新房案场指数（分能级）



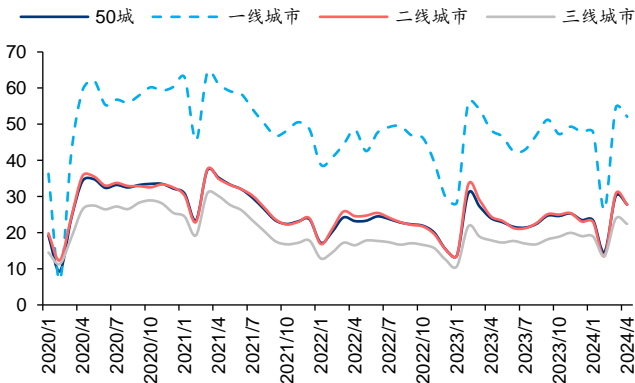
资料来源：贝壳研究院，华泰研究

图表31：贝壳新房KMI指数-成交量（分能级）



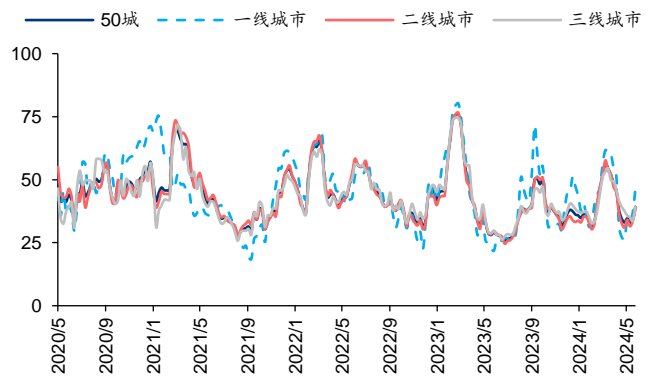
资料来源：贝壳研究院，华泰研究

图表32：贝壳二手房带看指数（分能级）



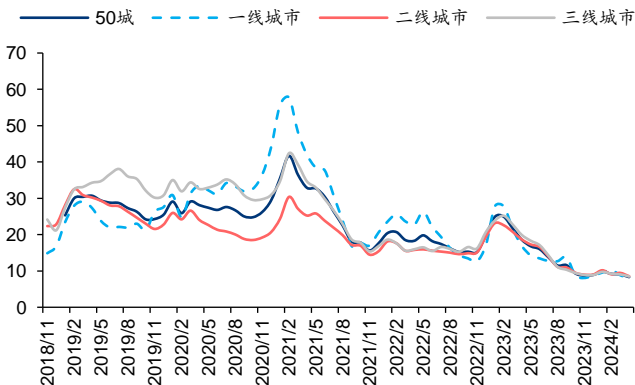
资料来源：贝壳研究院，华泰研究

图表33：贝壳二手房KMI指数-成交量（分能级）



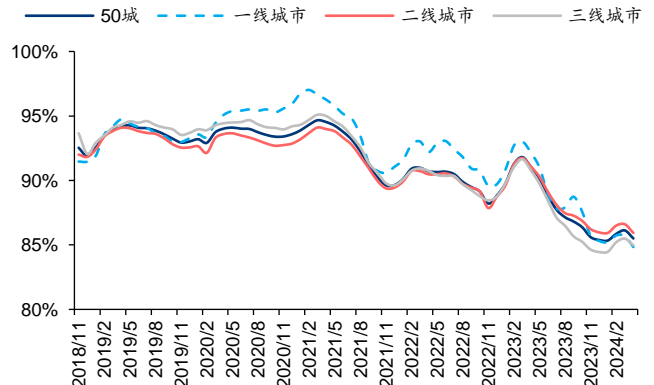
资料来源：贝壳研究院，华泰研究

图表34：贝壳二手房市场景气指数（分能级）



资料来源：贝壳研究院，华泰研究

图表35：贝壳二手房折价率指数（分能级）



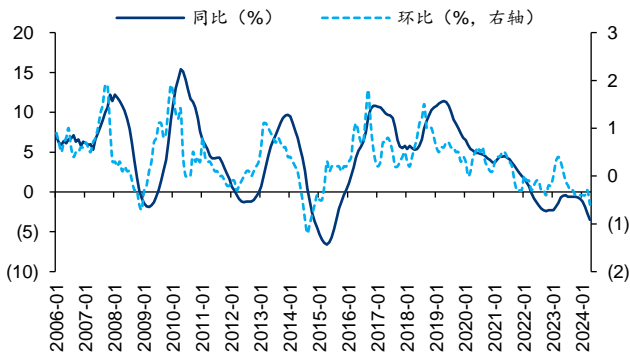
资料来源：贝壳研究院，华泰研究

### 房价：仍在寻底

**新房价格同比降幅走阔。**新房价格方面，4月70城新建商品住宅价格同比-3.5%，降幅较1月走阔2.3pct，其中一线、二线、三线城市的新建商品住宅价格同比分别为-2.5%、-2.9%、-4.2%，各线城市同比均降。1-4月，新建商品住宅价格环比增速均处于负增长区间。

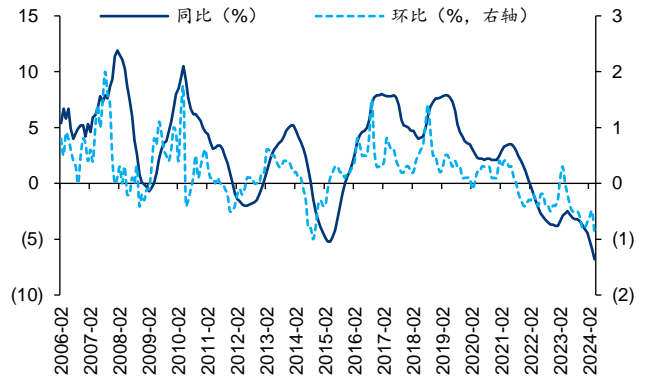
**二手住宅价格同环比均降，同比表现弱于新房。**4月70城二手住宅价格同比-6.8%，环比-0.9%。分城市能级，其中一线、二线、三线城市分别同比-8.5%、-6.8%、-6.6%，4月各线城市二手住宅价格同比均下降，一线降幅最大；环比方面，一线、二线、三线城市分别环比-1.1%、-0.9%、-0.9%。同比来看，二手住宅的价格跌幅大于新建商品住宅。

图表36：70城新建商品住宅价格同环比



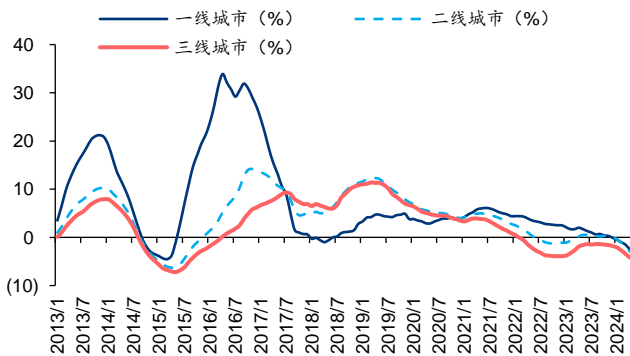
资料来源：统计局，华泰研究

图表37：70城二手商品住宅价格同环比



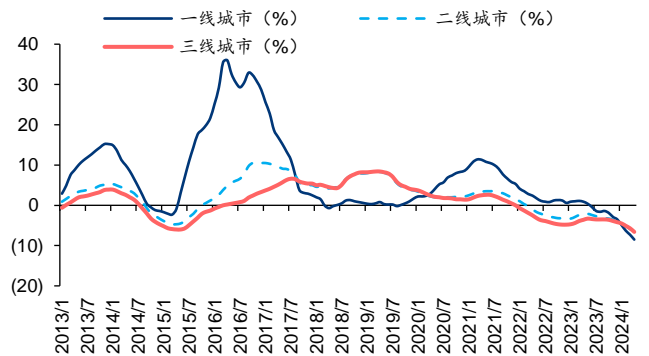
资料来源：统计局，华泰研究

图表38：70城新建商品住宅价格同比（分能级）



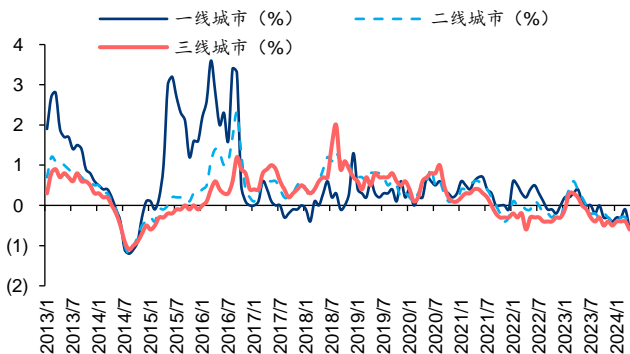
资料来源：克而瑞，华泰研究

图表39：70城二手商品住宅价格同比（分能级）



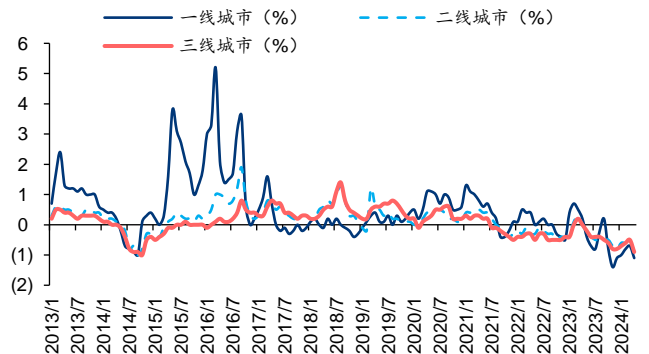
资料来源：克而瑞，华泰研究

图表40：70城新建商品住宅价格环比（分能级）



资料来源：克而瑞，华泰研究

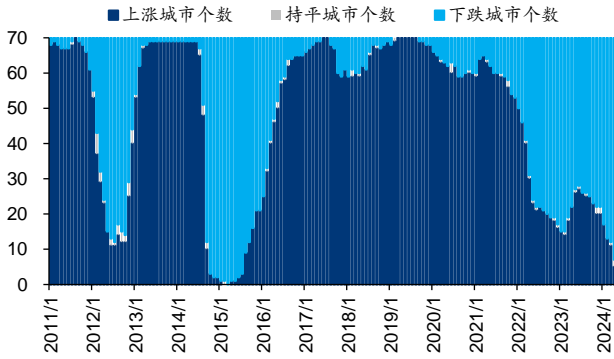
图表41：70城二手商品住宅价格环比（分能级）



资料来源：克而瑞，华泰研究

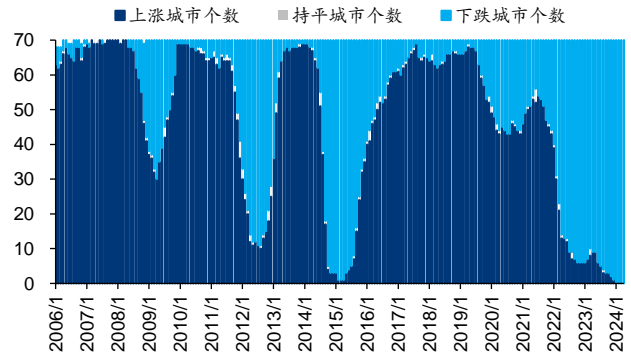
新房价格同比上涨城市数量有所减少。新建住宅价格同比上涨的城市从1月的17个下降至4月的5个；新建住宅价格环比上涨的城市从1月的11个降至4月的6个。二手住宅价格方面，年初至今暂未出现同比上涨的城市；环比上涨的城市由1月的2个降至4月的1个。

图表42：70城新建商品住宅价格同比（分上涨/下跌/持平）



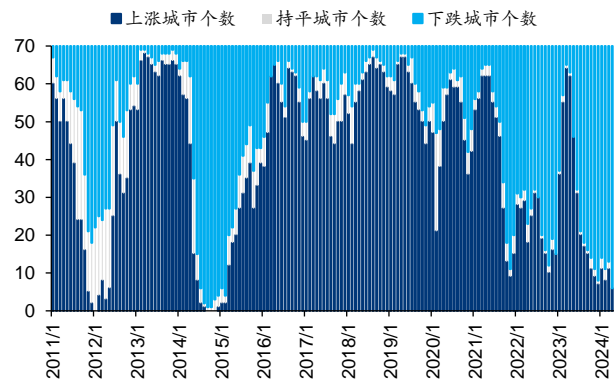
资料来源：克而瑞，华泰研究

图表43：70城二手商品住宅价格同比（分上涨/下跌/持平）



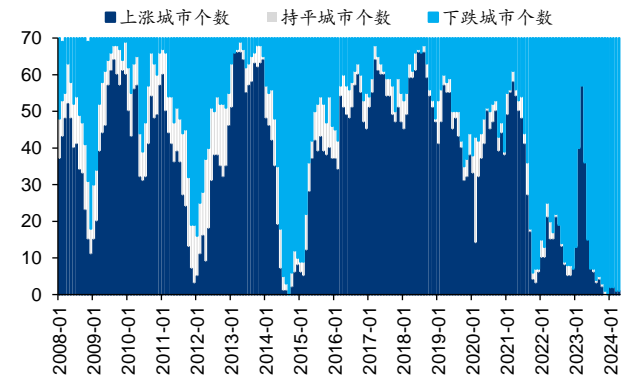
资料来源：克而瑞，华泰研究

图表44：70城新建商品住宅价格环比（分上涨/下跌/持平）



资料来源：克而瑞，华泰研究

图表45：70城二手商品住宅价格环比（分上涨/下跌/持平）

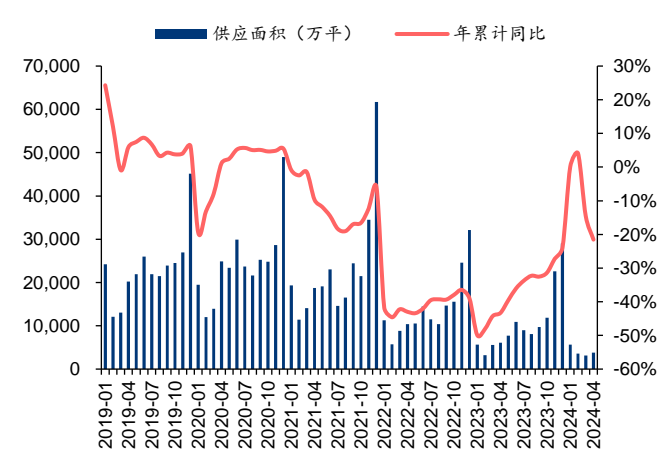


资料来源：克而瑞，华泰研究

### 土地市场：缩量趋势延续，城市热度分化

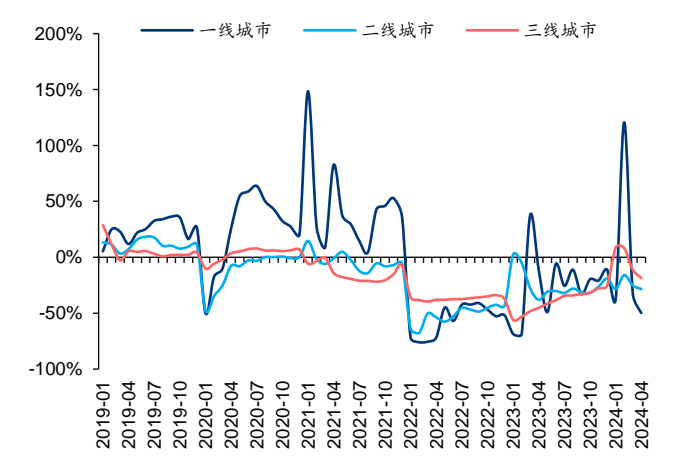
供应总量延续收缩，高库存城市土地供给减少料将延续。据中指院数据，2024年1-4月，全国涉宅用地土地供应面积同比下降22%，延续下降态势，但降幅小幅收窄。分城市能级来看，2024年1-4月，一线、二线、三线城市涉宅用地土地供应面积分别同比下降50%、28%、19%。4月30日，自然资源部发文要求严格落实对应去化周期的住宅用地供应机制，遏制部分城市住宅用地供应不合理增长。未来新出让商品住宅用地面积将以需定供，去化周期在18-36个月的城市盘活多少供应多少，36个月以上的城市则应暂停新增商品住宅用地出让。高库存城市土地供给或将延续下降态势。

图表46：全国土地供应面积及年累计同比



资料来源：中指院，华泰研究

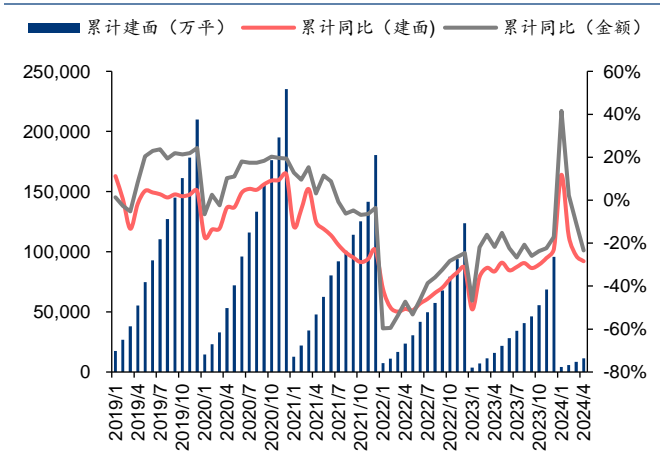
图表47：各线城市土地供应面积年累计同比



资料来源：中指院，华泰研究

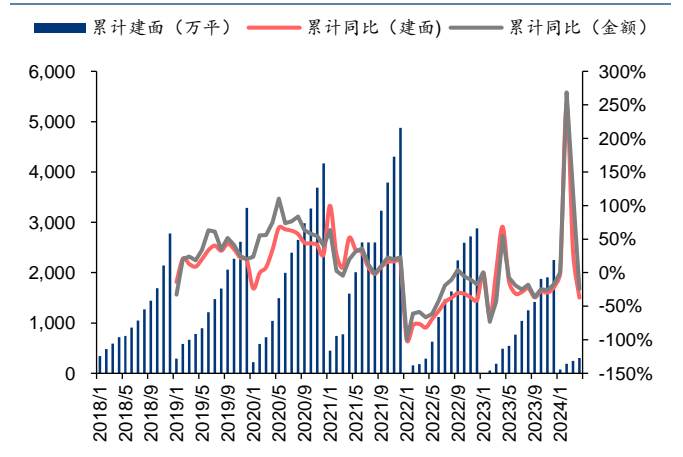
供给收缩，需求偏弱之下，成交同样减量，金额降幅小于面积。据中指院数据，2024年1-4月，全国涉宅用地土地成交面积同比下降28%，2022、2023年分别同比下降31%、23%，延续下降态势，且较23年降幅有所扩大。分城市能级来看，2024年1-4月，一线、二线、三线城市涉宅用地土地成交面积分别同比下降37%、25%、29%。成交金额方面，2024年1-4月，全国涉宅用地土地成交金额同比下降23%。分城市能级来看，2024年1-4月，一线、二线、三线城市涉宅用地土地成交金额分别同比下降24%、20%、27%。成交均价来看，全国、一线、二线、三线涉宅用地成交均价分别同比提升7%、21%、6%、3%。

图表48：全国土地成交面积及年累计同比



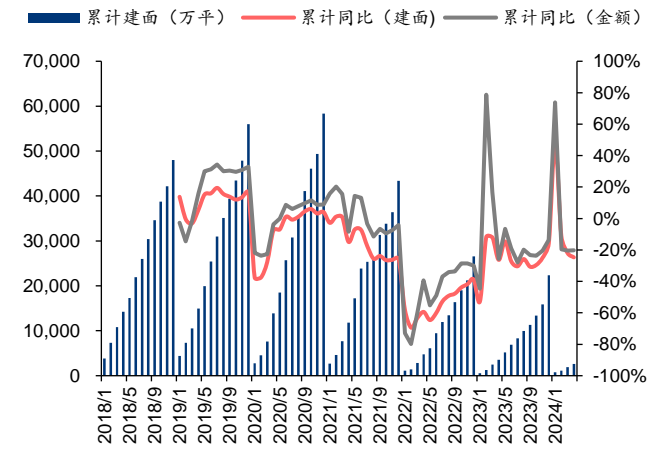
资料来源：中指院，华泰研究

图表49：一线城市土地成交面积及年累计同比



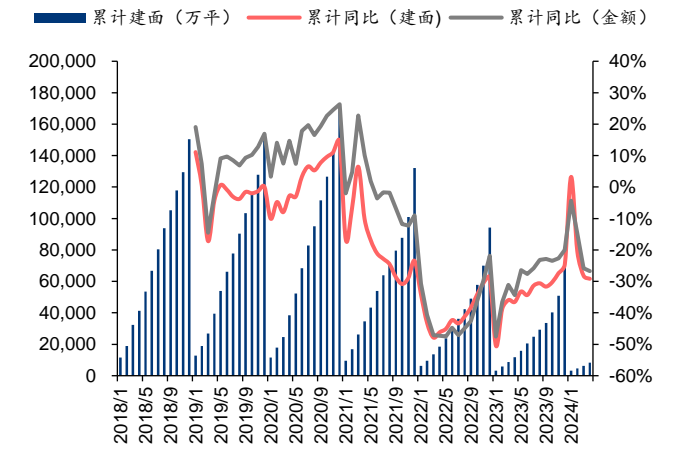
资料来源：中指院，华泰研究

图表50：二线城市土地成交面积及年累计同比



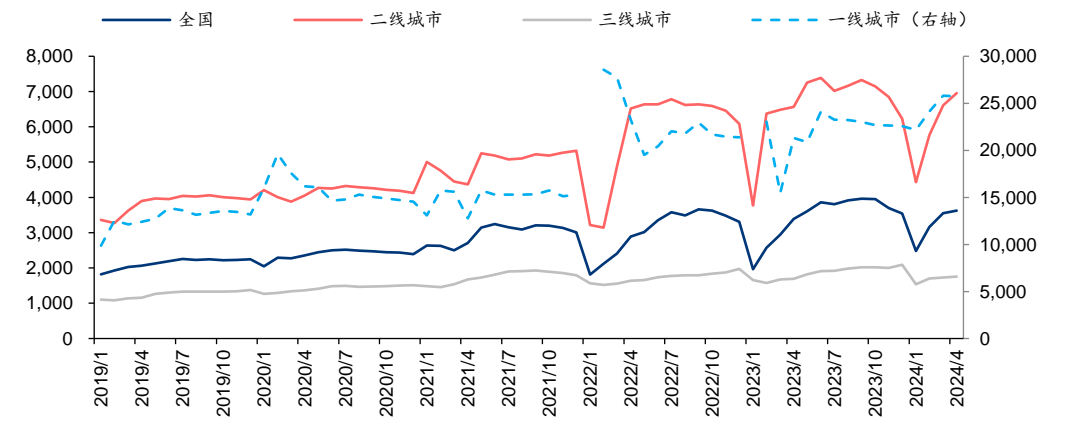
资料来源：中指院，华泰研究

图表51：三线城市土地成交面积及年累计同比



资料来源：中指院，华泰研究

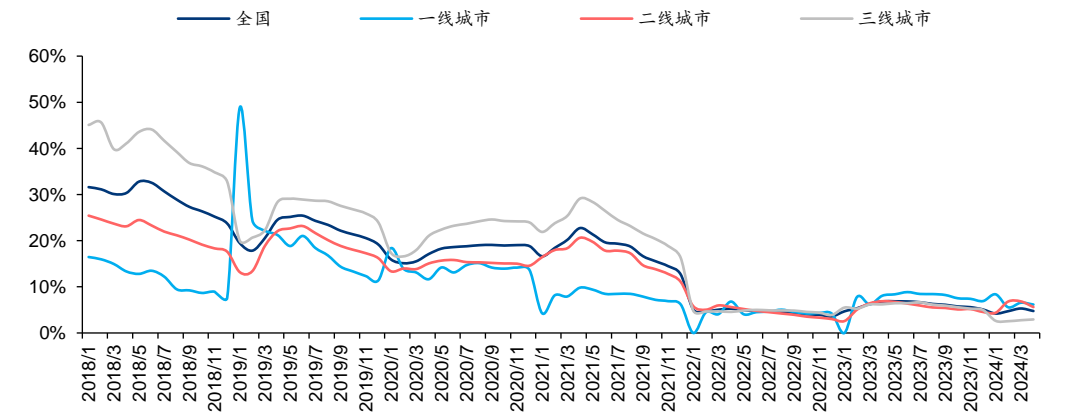
图表52：全国及各线城市年度累计土地成交均价（元/平）



资料来源：中指院，华泰研究

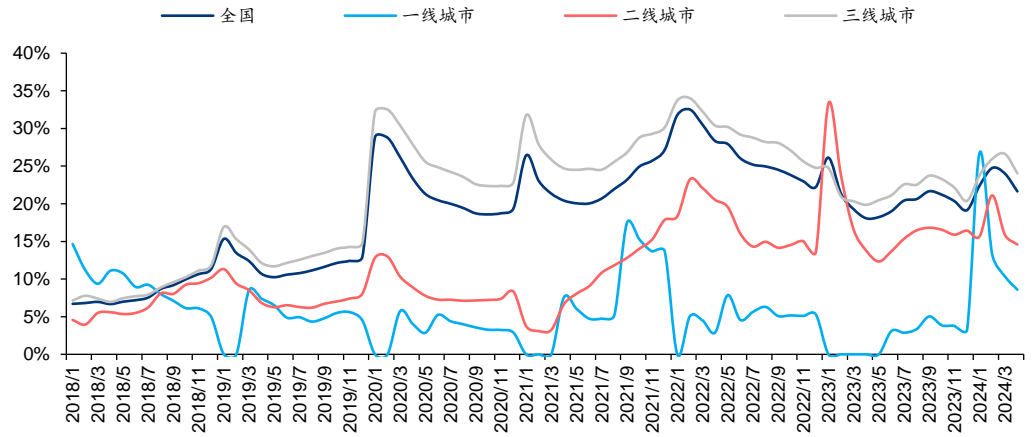
市场热度偏低，流拍率较去年全年小幅上升，但较 1-3 月有所优化。2024 年 1-4 月，全国土地成交溢价率约 4.8%，较 1-3 月降低 0.5 个百分点，较去年全年降低 0.3 个百分点；一线、二线、三四线城市分别较 1-3 月-0.5、-0.4、-1.2pct，较去年全年-0.8、+1.1、-2.0pct，三线城市溢价率偏弱。而全国土地流拍率约 21.6%、较去年全年+2.5pct，较 1-3 月-2.4pct；一线、二线、三线城市分别较去年全年+5.4、-1.8、+3.6pct，较 1-3 月-1.8、-1.3、-2.6pct，与去年相比，二线城市流拍率降低，各线城市较 1-3 月有所优化。

图表53：全国及各线城市年度累计成交溢价率



资料来源：中指院，华泰研究

图表54：全国及各线城市年度累计流拍率

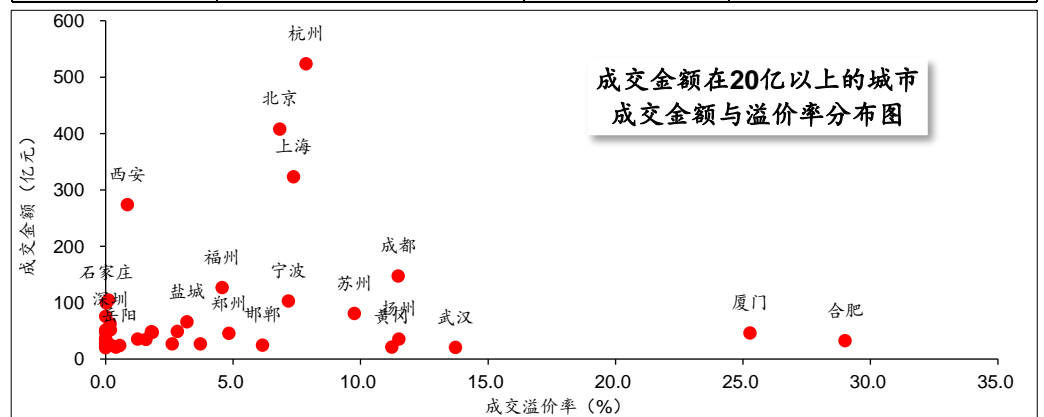


资料来源：中指院，华泰研究

哪些城市表现相对较好？从成交金额同比的角度来看，两年均有数据的城市中，厦门、福州、济南、盐城、北京、重庆、天津、成都成交金额同比有所增长。从溢价率的角度来看，成交金额20亿以上的城市中，合肥的平均溢价率达到29%高位，另外厦门溢价率也在20%以上，为25%，武汉、扬州、成都、黄冈的成交溢价率均高于10%。

图表55：2023年1-4月/24年1-4月，成交金额/成交建面TOP20城市

成交金额TOP20城市					成交建面TOP20城市				
城市	2023M1-4	城市	2024M1-4	同比	城市	2023M1-4	城市	2024M1-4	同比
杭州	593.5	杭州	523.8	-12%	西安	533.9	西安	414.3	-22%
上海	518.8	北京	408.0	73%	杭州	357.3	保定	412.5	74%
广州	294.4	上海	323.4	-38%	合肥	299.2	杭州	266.5	-25%
西安	283.0	西安	273.6	-3%	石家庄	249.6	石家庄	248.5	0%
合肥	237.5	成都	147.2	1%	保定	236.8	宝鸡	241.9	1760%
北京	235.7	福州	127.0	507%	菏泽	229.2	黄冈	220.7	794%
南京	186.1	保定	104.3	108%	永州	215.4	盐城	204.3	40%
苏州	156.3	宁波	102.7	-6%	温州	200.5	成都	191.1	76%
成都	146.3	石家庄	99.3	-4%	上海	198.9	福州	183.3	132%
温州	131.1	苏州	81.0	-48%	徐州	190.8	菏泽	176.7	-23%
宁波	108.8	南京	75.6	-59%	济宁	182.4	重庆	175.6	12%
石家庄	103.2	盐城	65.8	168%	台州	182.3	邯郸	171.9	11%
台州	95.4	济南	62.5	429%	长沙	177.6	济南	169.4	441%
长沙	88.2	深圳	51.8	-28%	萍乡	173.8	岳阳	167.6	25%
绍兴	75.7	广州	51.0	-83%	邢台	173.7	北京	146.0	75%
深圳	72.0	重庆	49.1	63%	郑州	170.1	沧州	139.0	15%
嘉兴	70.2	天津	48.2	47%	周口	166.9	孝感	121.4	180%
郑州	61.3	无锡	47.9	-21%	临沂	166.8	南京	118.7	12%
无锡	60.6	绍兴	47.1	-38%	广州	156.7	上海	117.5	-41%
湖州	58.6	厦门	46.1	14306%	重庆	156.3	威海	117.1	2%



注：下图中城市为2024年1-4月土地成交金额在20亿元以上的城市

资料来源：中指研究院，华泰研究

容积率的变化值得注意，部分城市成交地块容积率均已达到 2017 年以来的最低或较低水平。我们在报告《七普掘金二：从住有所居迈向住有宜居》（2024 年 1 月 14 日）中对房地产新模式进行展望，其中提到随着我国住房需求的重点将从住有所居转向住有宜居，改善需求的特点也将逐步体现在土地供应端，土地容积率可能趋于降低。而越来越多城市在优化地产政策时也提及将优化供地结构，以提供优质产品，而土地市场的成交数据也显示部分城市已经出现这种趋势。2024 年 1-4 月土地成交金额在 20 亿以上的 40 个城市中，有南京、苏州、厦门、济南等 16 个城市本次成交的土地平均容积率是 17 年以来的最低水平；另外宁波、盐城、无锡、扬州、合肥、三亚的平均容积率均为 17 年以来的次低水平；北京、邯郸、岳阳、武汉等城市平均溢价率为 17 年以来的第三低位水平。

图表56：24M1-4 成交金额 20 亿以上的 40 个城市，成交土地平均容积率情况

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	24M1-4	容积率数值排名
保定	2.27	2.61	2.49	2.92	2.58	2.67	2.52	2.19	8
石家庄	2.55	2.75	2.37	2.72	2.58	2.84	2.21	2.20	8
苏州	1.96	2.07	1.84	1.97	2.04	1.82	1.64	1.27	8
南京	2.26	2.05	2.15	2.30	2.30	2.09	2.09	1.90	8
济南	2.26	2.26	2.33	2.11	2.17	2.06	2.22	1.89	8
绍兴	2.06	1.90	1.86	1.75	1.88	1.97	1.88	1.50	8
厦门	2.42	2.74	2.72	2.85	2.96	2.98	2.74	2.22	8
郑州	2.97	2.99	2.89	3.11	2.93	2.89	3.09	2.68	8
南通	1.87	1.78	1.99	1.90	2.01	1.86	1.70	1.61	8
沧州	2.40	2.47	2.26	2.08	2.03	2.30	2.34	2.03	8
佛山	2.79	2.86	2.67	2.79	3.00	2.75	2.47	1.68	8
徐州	2.00	2.25	2.24	2.25	2.21	2.08	2.09	1.80	8
温州	2.36	2.68	3.18	2.85	2.69	2.56	2.01	1.84	8
珠海	2.24	2.18	1.91	2.09	2.45	2.35	2.49	1.88	8
长沙	2.53	3.30	2.91	2.78	2.72	2.61	2.64	2.52	8
廊坊	2.15	2.06	2.08	2.11	1.93	2.07	1.89	1.87	8
宁波	1.76	2.10	2.03	2.03	2.34	2.28	2.17	1.93	7
盐城	1.82	2.05	2.39	2.39	2.42	2.15	2.14	1.92	7
无锡	1.94	2.15	1.90	1.95	1.85	1.85	1.69	1.74	7
扬州	1.72	1.61	1.73	1.69	1.66	1.55	1.42	1.50	7
合肥	2.17	1.97	1.80	2.10	1.91	2.12	2.13	1.88	7
三亚	1.41	3.40	2.52	2.64	2.92	1.98	2.41	1.50	7
北京	1.76	1.80	1.97	2.07	2.05	1.99	1.97	1.83	6
邯郸	2.39	1.98	2.30	2.06	2.03	2.16	1.99	2.02	6
岳阳	2.16	2.39	2.68	2.58	2.36	2.29	2.09	2.25	6
武汉	3.13	2.84	2.85	2.38	2.69	2.69	2.48	2.54	6
杭州	2.21	2.23	2.38	2.33	2.40	2.09	1.98	2.21	5
成都	2.61	2.16	2.35	2.29	2.01	2.12	2.13	2.14	5
金华	2.02	1.60	1.81	2.20	2.11	1.95	1.82	1.88	5
菏泽	2.94	2.66	2.66	2.70	2.42	2.40	2.15	2.50	5
镇江	1.87	2.02	1.72	1.93	2.09	1.61	1.34	1.79	5
广州	2.92	2.69	2.85	3.16	3.20	2.94	3.02	2.96	4
重庆	2.14	1.93	1.60	1.61	1.66	1.71	2.01	1.73	4
上海	1.90	1.98	1.88	1.95	2.07	2.01	2.30	2.11	2
西安	2.84	2.63	2.61	2.72	2.68	2.59	2.72	2.81	2
福州	2.02	2.26	2.39	1.95	1.97	2.44	2.85	2.62	2
深圳	4.17	4.03	4.26	3.78	3.58	3.76	4.26	4.63	1
天津	1.61	1.56	1.64	1.74	1.79	1.69	1.77	1.81	1
泉州	2.83	2.33	2.73	2.49	2.25	2.63	2.48	2.89	1
漳州	2.59	2.42	2.30	2.49	2.42	2.40	2.62	2.75	1

资料来源：中指研究院，华泰研究

## 政策：吹响去库存号角，需求端政策进一步优化

### “4.30”政治局会议：以务实态度正视地产核心问题

4月30日，中央政治局召开会议，对房地产行业的重点指示包括：1. 统筹研究去库存和优化增量供给；2. 坚持因城施策；3. 压实地方政府、房企、金融机构各方责任保交付；4. 抓紧构建房地产发展新模式。纵观过去4年政治局会议的表态，中央对地产的政策导向因地制宜，而市场由于自身循环的原因，供需结构仍需改善。自2016H2以来，此次会议第一次将视角放到“库存”上，我们认为是体现了中央以务实的态度来正视地产问题，直击痛点以期实现行业修复，对后续针对需求的政策研究和落地都形成有力的指引。

图表57：历年政治局会议主要内容一览

时间	财政政策表述	货币政策表述	房地产相关表述
2012年4月30日	积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。	稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持。	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，增加保障性租赁住房 and 共有产权住房供给，防止以学区房等名义炒作房价。
2012年7月30日	积极的财政政策要提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。	稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复。	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期，促进房地产市场平稳健康发展。加快发展租赁住房，落实用地、税收等支持政策。
2012年10月30日	未涉及。	未涉及。	未涉及。
2012年12月6日	积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。	稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。	要推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环。
2022年4月29日	要加快落实已经确定的政策，实施好退税减税降费等政策。	用好各类货币政策工具。	要有效管控重点风险，守住不发生系统性风险底线。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展。
2022年7月28日	财政货币政策要有效弥补社会需求不足。用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额。	货币政策要保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金。	要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生。
2022年10月25日	未涉及。	未涉及。	未涉及。
2022年12月6日	积极的财政政策要加力提效。	稳健的货币政策要精准有力。	未涉及。
2023年4月28日	积极的财政政策要加力提效。	稳健的货币政策要精准有力。	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年7月24日	要继续实施积极的财政政策，延续、优化、完善并落实好减税降费政策。	要继续实施稳健的货币政策，发挥总量和结构性货币政策工具作用。	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年12月8日	积极的财政政策要适度加力、提质增效。	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。	要持续有效防范化解重点领域风险，坚决守住不发生系统性风险的底线。要坚持尽力而为、量力而行，切实保障和改善民生。
2024年4月30日	要靠前发力有效落实已经确定的宏观政策，实施好积极的财政政策和稳健的货币政策。要及早发行并用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度，保持必要的财政支出强度。要灵活运用利率和存款准备金率等政策工具，加大对实体经济支持力度，降低社会综合融资成本。		要持续防范化解重点领域风险。继续坚持因城施策，压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任，切实做好保交房工作，保障购房人合法权益。要结合房地产市场供求关系的新变化人民群众对优质住房的新期待，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。

资料来源：中国政府网，华泰研究

### 如何消化库存？优化政策、以旧换新、控制供给、提升品质

“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”是“4.30”政治局会议的一大焦点。上一次提及存量房产的去化问题是在2015年。截至4月末，重点80城的去化周期已达25.5个月，去库存再度成为行业的重要任务。从举措上，去库存主要有如下几点：优化地方政策、以旧换新、合理控制土地供给以及提升品质四大方向。

图表58：“430”政治局会议针对地产去库存的指引

方向	内容
优化政策	“4.30”会议提及“继续坚持因城施策”，强调地方政府调控自主权。4月以来，各地的放松政策鱼贯而出，涉及限贷、限购、公积金、落户等多角度。进入5月，各核心城市的“因城施策”迎来进一步优化。6日，深圳优化非核心区限购政策；9日，杭州、西安宣布相继宣布全面取消限购；27日，上海对限购政策进行全方位多角度优化，如优化非户籍人口的购房条件、调整限购条件的相关口径（如离婚、赠与等）；28日，广州宣布非户籍人口在核心区购房的社保年限从2年降低至6个月。
以旧换新	郑州4月出台的“以旧换新”可被视作本轮去库存的一大尝试。通过政府下场收储二手房，兼顾稳市场与构建新模式，有助于促进二手房价格企稳、增加改善性新房需求，是一场当前楼市去库存的新实验。2023年以来，多地有小规模“以旧换新”的政策。我们认为本次政治局会议将去库存列入重要政策方向，“以旧换新”有望获得更大的政策支持，尤其是资金层面的支持，从而得以多地推广。
合理控制土地供给	4月29日，自然资源部印发《关于做好2024年住宅用地供应有关工作的通知》。根据资源开发利用司负责人的解读，《通知》旨在加强部门协同联动，严格落实对应去化周期的住宅用地供应机制，遏制部分城市住宅用地供应不合理增长。其中最重要的一条即“合理控制商品住宅去化周期较长城市的商品住宅用地供应”，对于商品住宅去化周期在36个月以上的城市暂停新增宅地出让，去化周期在18-36个月的城市土地供应也将遵循“盘活多少、供应多少”的原则，降低市场去库存压力。
提升品质	对于“人民群众对优质住房的新期待”，要优化增量住房。这意味着要提升新增供给的品质来迎合市场需求，这与3月份国常会中提出的“有效激发潜在需求”相契合。从4月成都新政可一窥未来新增供应的走向：通过加大阳台等区域面积占比以及住房品质来提升新房的性价比，从而提升未来新房的吸引力，提升行业价值。

资料来源：中国政府网，华泰研究

### 防范风险：地方协同压实责任，“白名单”有望加码推进保交付

此次政治局会议中提及“压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任”，推进保交付。春节后，地方房地产融资协调机制在地方政府牵头，协同开发商以及金融机构合力推进下有了实质性进展。根据住建部的数据，截至3月底，全国31个省份和新疆生产建设兵团，以及超过300个城市均已建立房地产融资协调机制，上报的“白名单”项目超过6000个，其中1979个项目获得银行授信4690亿元，1247个项目获得贷款发放1554亿元，平均单个项目落地1.2亿元资金。此外，82.8%是民营企业和混合所有制企业的项目，体现了“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求”的思路，碧桂园、旭辉控股集团等民营房企均有相当数量的项目入选“白名单”。

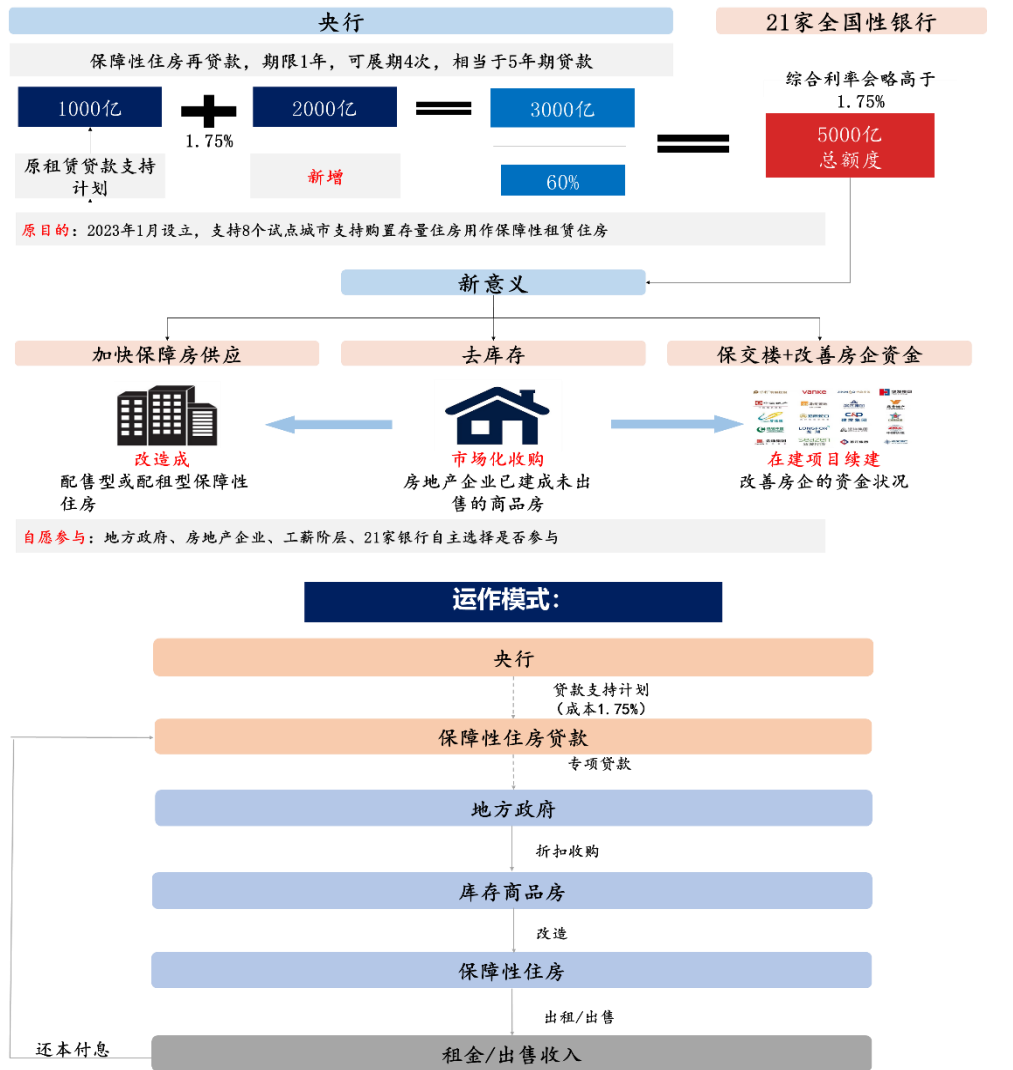
### “5.17”会议：吹响去库存号角，重点城市高频跟进信贷优化政策

在“4.30”政治局会议后，5月17日，国新办举行国务院政策例行吹风会，围绕保交房和去库存两大主题打出了自2009年以来最高力度的地产放松组合拳。最具突破性的政策是保障性住房再贷款、贷款利率市场化以及购房杠杆再突破。此次会议体现政府去库存的诚意，尤其是房贷利率下限的放开，有望带来核心城市价格预期的企稳，进而稳定行业预期。

### 保障性住房再贷款可实现多大程度的去库存？

央行在此次会议表示将设立3000亿元保障性住房再贷款，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房。作为新型结构性货币政策工具，保障性住房再贷款有如下特点：1) 支持规模：总量约5000亿，包括央行低息再贷款3000亿，以及由此撬动政策性银行以及商业银行的2000亿；2) 收购对象：房企的未售现房，同时强调对开发商一视同仁；3) 收购主体：地方政府指定的地方国企；4) 自愿原则：地方政府主导决策。在收购折价率在0-30%的假设下，我们预计保障性住房再贷款可去化商品住宅现房库存的12.7%~18.2%。（参见我们在5月19日发布的报告《吹响去库存号角》）

图表59：保障性住房再贷款资金循环流程



资料来源：中国政府网，华泰研究

图表60：保障性住房再贷款去库存比例测算

折价率		0%	10%	20%	30%
全国现房库存	商品房	6.9%	7.7%	8.7%	9.9%
	商品住宅	12.7%	14.1%	15.9%	18.2%

资料来源：克而瑞，华泰研究

除现房外，还有哪些去库存的收购对象？在“5.17”会中，自然资源部提出准备出台妥善处置闲置土地、盘活存量土地的政策措施。支持地方政府从实际出发，酌情以收回、收购等方式妥善处置已经出让的闲置存量住宅用地，帮助企业解困。同时，促进土地节约集约利用，防范化解风险，助力房地产高质量发展。主要是两条线：一条线是严格依法处置闲置土地，另一条线是加大对存量土地盘活利用的支持力度。该政策意味着，政府主导的去库存收购对象还包括房企的闲置土地，针对闲置土地的回收全部由政府主导。这一举措为企业退地提供便利，有助于房企盘活存量。

图表61：处置闲置土地、盘活存量土地的政策措施

政策亮点	具体举措
支持企业优化开发	消除开发建设障碍，合理免除因自然灾害、疫情导致的违约责任，允许企业按照程序合理调整规划条件和设计要求，更好地适应市场需求
促进市场流通转让	土地二级市场作用，支持预告登记转让和“带押过户”，鼓励转让或者合作开发
支持地方以合理价格收回土地	支持地方按照“以需定购”原则，以合理价格收回闲置土地，用于保障性住房建设。允许地方采取“收回—供应”并行方式来简化程序，办理规划和供地手续，更好地提供便利化服务

资料来源：中国网，华泰研究

重点城市高频跟进优化需求端政策

“5.17”新政后积极响应，核心城市高频跟进。“5.17”新政以来（截至5月31日），在我们跟踪的35个重点城市中，目前已有31个城市高频落实跟进优化首套/二套房贷的首付比例和按揭利率，目前仅北京、成都、杭州、宁波四城暂未调整。

5月27日，上海发布房地产新政，在限购、限贷、二手房交易等方面全面展开积极调整，包括优化非沪籍居民的购房条件、下调房贷首付比例和按揭贷款利率，成为“5.17”后首个落地“去库存”政策的一线城市。5月28日，广深紧随上海同日优化房地产政策，深圳主要调整首付比例与房贷利率，广州在限购、限贷、鼓励以旧换新及收储等方面全方位进一步优化地产政策，力度在一线城市中一马当先。一线城市的“去库存”行动加速展开，而一线城市全面积极的楼市新政有望带来核心城市价格预期的企稳，进而稳定行业预期，加速基本面的筑底。

图表62：重点城市限购限贷政策（截至2024年5月31日）

城市	限购情况		限购套数		社保年限	限贷情况			
	限购区域	本地	外地	无房无贷		无房有贷	有1房无贷	有1房有贷已还清	有1房有贷
北京	全区域	2	1	5	30%	城六区 50%；非城六区 40%			
上海	全区域	2	1	3*	20%	35%；外围区域 30%			
深圳	全区域	2	1	3*	20%	30%			
广州	核心区*	2	1	0.5	15%	25%			
杭州	不限购	-	-	-	20%	30%			
天津	核心区*	2	1	0.5	15%	25%			
武汉	不限购	-	-	-	15%	25%			
福州	不限购	-	-	-	15%	25%			
厦门	不限购	-	-	-	15%	25%			
石家庄	核心区	不限	1	2	15%	25%			
长沙	不限购	-	-	-	15%	25%			
成都	不限购	-	-	-	一二圈层+高新 30%；三圈层 20%		一二圈层 40%、三圈层 30%、高新 50%		
合肥	不限购	-	-	-	15%		25%		
宁波	不限购	-	-	-	20%		30%		
青岛	不限购	-	-	-	15%		25%		
南京	不限购	-	-	-	15%		25%		
苏州	不限购	-	-	-	15%		25%		
无锡	不限购	-	-	-	15%		25%		
济南	不限购	-	-	-	15%		25%		
重庆	不限购	-	-	-	15%		25%		
大连	不限购	-	-	-	15%		25%		
沈阳	不限购	-	-	-	15%		25%		
西安	不限购	-	-	-	15%		25%		
郑州	不限购	-	-	-	15%		25%		

资料来源：地方政府住建局，财联社，华泰研究

## 2024 年核心判断：下半年销售有望边际改善，投资或延续负增长

随着 430 会议定调以及 517 政策推出，我们认为房地产行业将在预期层面形成一定程度改善，改善的顺序在于：**销售预期改善——去库存（保交楼带动一定程度竣工）——房价趋于平稳——新开工——房价改善预期——投资改善**等，具体落地有待后续验证。

### 销售：供应约束，期待下半年改善

在年度策略《新模式的序幕》（发布日期：2023-11-06）中，我们指出本轮周期中，整体市场对放松政策的反应时间可能会较长，主要原因在于：1) 需求角度，制约市场短期内弹性的因素来自于市场景气度调整的幅度、对供给端信心以及居民收入预期的波动；2) 供给角度，拿地收缩意味着供应的数量以及质量有可能会影响需求释放，前 4 月的销售面积同比下降 20.2%，也印证了这一观点。

2023 年以及 2024 前 4 月，涉宅地块成交建面同比分别下行 23%和 28%，土地市场热度延续下行态势，意味着下半年销售规模仍将受制于供给约束，但由于基数效应，以及“517”政策后各地跟进的放松政策对市场的积极作用，我们预计下半年销售面积同比降幅有望在 1-4 月基础上有所收窄。销售价格方面，前 4 月全国同比下行 10.2%，其中市场相对坚挺的东部区域出现补跌。我们认为在销售面积筑底期间，出现价格上涨的概率较低，因此我们预期下半年销售均价维持下行态势，但随着去库存政策的推进，降幅有望逐季收窄。

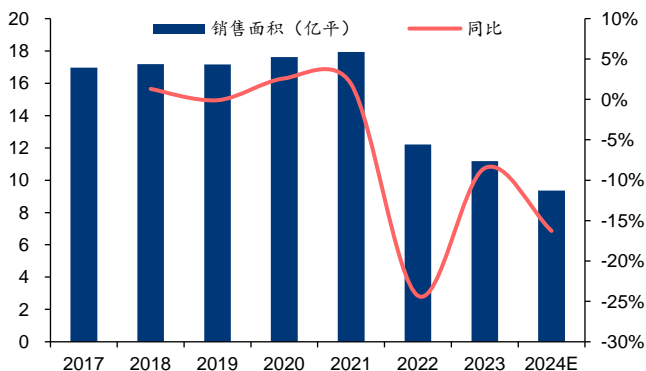
我们基于东部、中部、西部、东北的区域划分以及近期销售情况，分季度做出销售面积和销售金额的预判，我们认为将 2024 年销售面积/销售金额同比分别-16.3%/-23.8%。

图表63：房地产销售同比增速假设

同比增速	销售面积				销售均价			
	东部地区	中部地区	西部地区	东北地区	东部地区	中部地区	西部地区	东北地区
2024M1-4	-18.2%	-24.2%	-20.3%	-14.2%	-13.7%	-6.7%	-5.3%	-8.3%
2024Q2	-16.0%	-20.0%	-18.0%	-12.0%	-12.0%	-6.5%	-5.0%	-8.0%
2024Q3	-12.0%	-16.0%	-16.0%	-11.0%	-11.0%	-6.0%	-4.5%	-8.0%
2024Q4	-10.0%	-15.0%	-14.0%	-10.0%	-10.0%	-5.5%	-4.0%	-7.0%

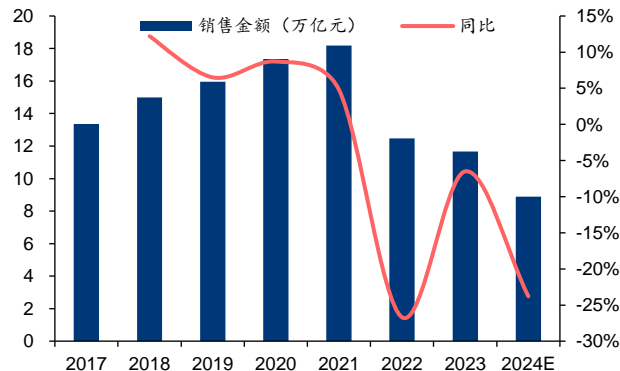
资料来源：Wind，华泰研究预测

图表64：全国商品房销售面积累计值及同比



资料来源：国家统计局，华泰研究

图表65：全国商品房销售额累计值及同比



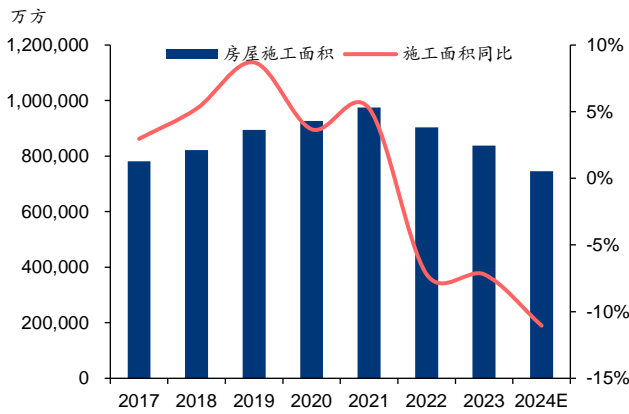
资料来源：国家统计局，华泰研究

### 投资：前端投资谨慎，施工规模收缩影响投资修复

今年以来房企对前端投资依然保持谨慎，销售依然处于筑底阶段，而政策也将重点切换至“去库存”，这意味着在销售面积同比下行的判断下，我们认为新开工也将维持相对低位。前4月新开工面积同比下滑24.6%，考虑到下半年的基数效应，我们预计2024年全年的新开工面积同比增速为-20%。随着支持2023年竣工增长的因素（保交付政策发力、22年延迟竣工等）有所消退，2024年前4月竣工面积转入负增长。我们认为核心仍是回款不利导致房企竣工节奏趋缓。我们预计全年竣工面积同比下降22%。施工规模作为存量指标，在24年新开工延续负增长的预判下，预计全年仍然保持同比下行态势，我们预计2024年的施工面积同比-11.0%。

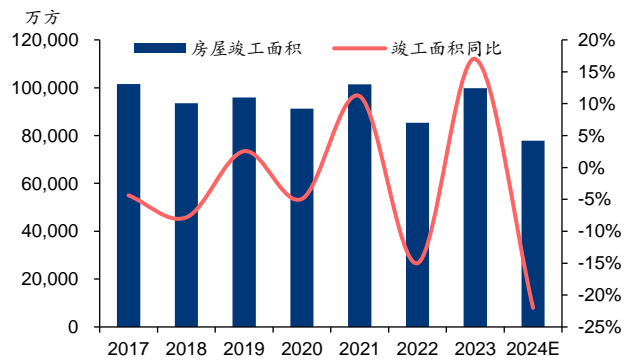
土地购置费方面，2024年1-4月土地购置费同比-6.1%，我们维持年度策略中2024年土地购置费同比下降6%的预测。2024年1-4月，施工强度降幅在低基数基础上如期收窄，同比小幅下降0.4%，我们预期全年维持这一水平。经过综合分析，我们认为2024年投资额同比-10.0%。

图表66：全国房屋施工面积累计值



资料来源：国家统计局，华泰研究

图表67：全国房屋竣工面积累计值



资料来源：国家统计局，华泰研究

图表68：房地产投资预测

时间	土地购置费增		新开工面积增		施工面积增		净停工面积		房地产投资增
	速	比重	速	速	竣工面积增速	占施工面积	施工强度增		
2015	1.2%	18.4%	-14.0%	1.3%	-6.9%	5.1%	-0.5%	10.5%	
2016	6.2%	18.3%	8.1%	3.2%	6.1%	5.7%	4.1%	1.0%	
2017	23.4%	21.1%	7.0%	3.0%	-4.4%	6.4%	0.1%	6.9%	
2018	57.0%	30.3%	17.2%	5.2%	-7.8%	8.2%	-8.1%	7.0%	
2019	14.5%	31.5%	8.5%	8.7%	2.6%	6.9%	-0.7%	9.5%	
2020	6.7%	31.4%	-1.2%	3.7%	-4.9%	10.3%	2.8%	7.0%	
2021	-2.1%	29.5%	-11.4%	5.2%	11.2%	6.1%	1.8%	4.4%	
2022	-6.1%	33.3%	-39.4%	-7.2%	-15.0%	10.0%	-15.0%	-10.0%	
2023	-5.5%	34.8%	-20.4%	-7.2%	17.0%	9.0%	-4.8%	-9.6%	
2024E	-6.0%	36.4%	-20.0%	-11.0%	-22.0%	9.3%	-0.4%	-10.0%	

资料来源：华泰研究预测

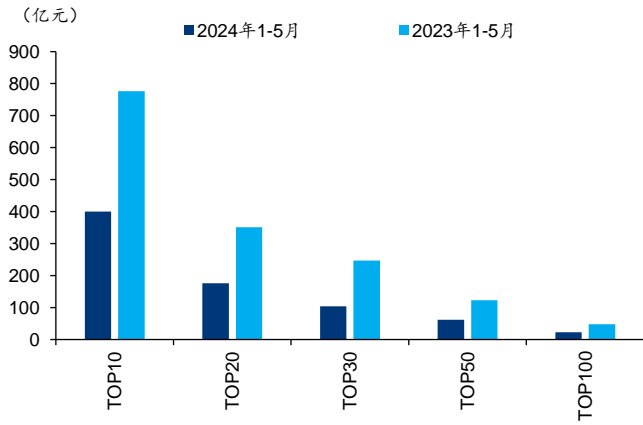
## 企业：销售仍在筑底，融资支持叠加审慎扩张强化安全垫

### 销售：百强房企跑输行业，央国企领先优势收窄

百强房企销售表现弱于行业，TOP10 房企销售金额同比降幅小于其它梯队。根据亿翰的数据，2024 年 1-5 月百强房企（公司可比口径）销售金额同比-42.4%，弱于全国商品房销售金额同比增速（1-5 月同比-28.3%）。分梯队来看，各梯队销售金额入榜门槛均出现五成左右的下滑，TOP10 房企销售金额同比降幅小于其它梯队。

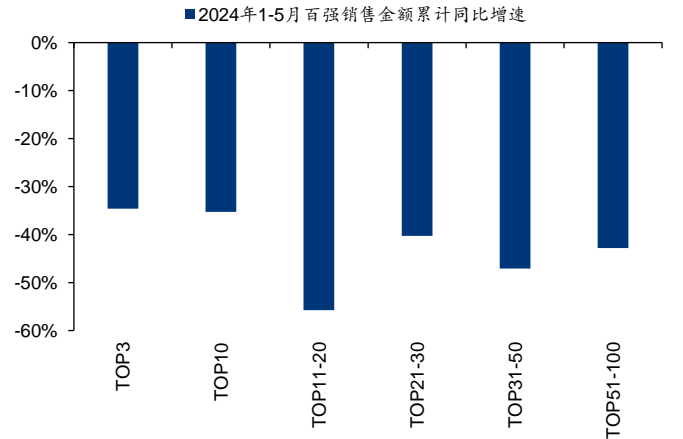
随着市场调整，央国企销售增速领先幅度明显收窄。2021 年下半年以来，央国企持续将融资优势转化为拿地优势，进而在可售货值的规模和质量上优于民企，因此在市场复苏阶段拥有更好的销售弹性；而在市场步入调整后，尽管央国企销售增速相对民企仍有优势（同比降幅更小），但领先幅度明显收窄。根据亿翰的数据，23 年 5 月央国企和民企销售金额增速差达到了高点（98pct），此后随着市场调整，增速差收窄至 23 年末的 28pct，24 年 4 月进一步收窄至 12pct。24 年 5 月央国企/民企/混合所有制房企销售金额占比分别为 54%/29%/17%

图表 69：百强房企各梯队入榜门槛值金额



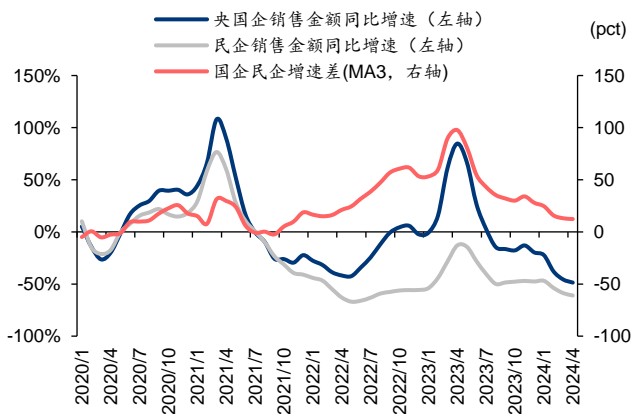
资料来源：亿翰，华泰研究

图表 70：百强房企各梯队销售金额累计同比增速



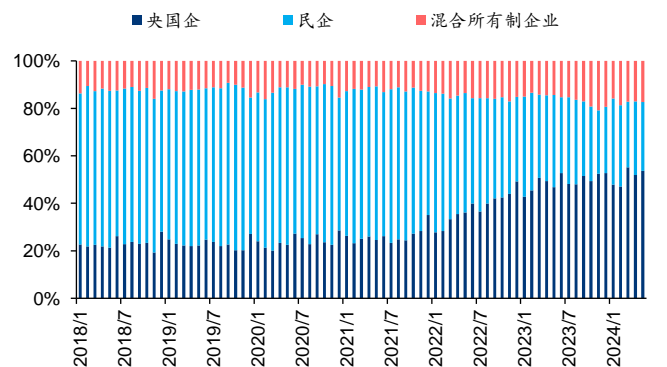
资料来源：亿翰，华泰研究

图表 71：央国企和民企销售金额增速差



注：统计范围包括 2018 年以来在亿翰月度销售榜单上持续有数据的所有房企  
资料来源：亿翰，华泰研究

图表 72：央国企、民企和混合所有制房企销售金额占比



注：统计范围包括 2018 年以来在亿翰月度销售榜单上持续有数据的所有房企  
资料来源：亿翰，华泰研究

### 融资：融资协调仍待跟踪，经营贷款有所改善

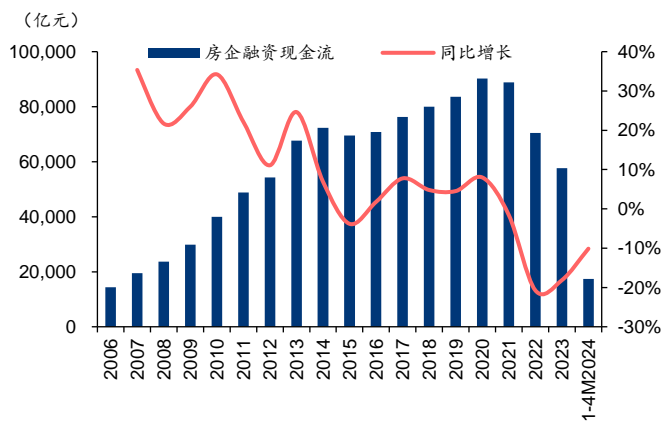
房企融资现金流与开发投资的降幅差距明显改善。2024 年 1-4 月房企融资现金流同比下滑，但在融资政策支持下，与开发投资的降幅差距明显收窄。根据国家统计局的数据，2024 年 1-4 月房企融资现金流同比-10%，降幅较 2023 全年收窄 8.0pct，融资现金流和开发投资降幅差距较 2023 全年收窄 8.2pct。分渠道来看：

**1、政策支持推动开发贷和经营性物业贷款余额扩张。**根据国家统计局的数据，2024年1-4月房地产国内贷款同比-10%，降幅较2023年全年收窄0.2pct，国内贷款和开发投资的降幅差距同比收窄0.4pct，两者同比降幅几乎持平，主要得益于开发贷和经营性物业贷款在房地产融资协调机制和经营性物业贷款政策支持下有所释放。其中，根据央行的数据，2024Q1开发贷余额为13.76万亿元，较23年末净增8800亿元。

**2、境内债国央企继续实现净融资，境外债融资渠道尚待恢复。**根据Wind的数据，2024年1-4月房地产境内债发行规模为1535亿元，同比-22%，净偿还14亿元，其中中国央企继续实现净融资267亿元，广义民企净偿还281亿元。2024年1-4月房地产境外债发行规模为808亿元，同比+66%，但其中98%为展期性质的交换要约，剔除后境外债融资渠道尚待恢复。

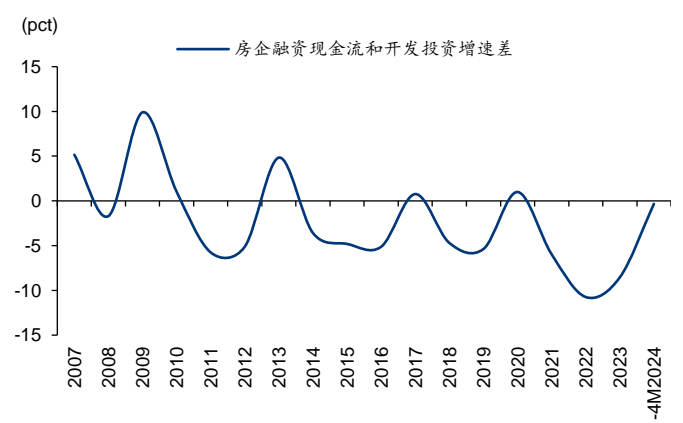
**3、股权融资落地规模有限。**根据Wind的数据，2024年1-4月A股地产股权融资18.1亿元，为福星股份、西藏城投的定增落地，另有5家房企（保利发展、陆家嘴、中交地产、中天服务、大名城）定增方案已得到证监会通过、处于择机发行的状态，2家房企（外高桥、京能置业）定增方案已获交易所通过。2024年1-4月港股地产股权融资落地较少，融资规模仅0.5亿港元。

图表73：房企融资现金流和同比增速



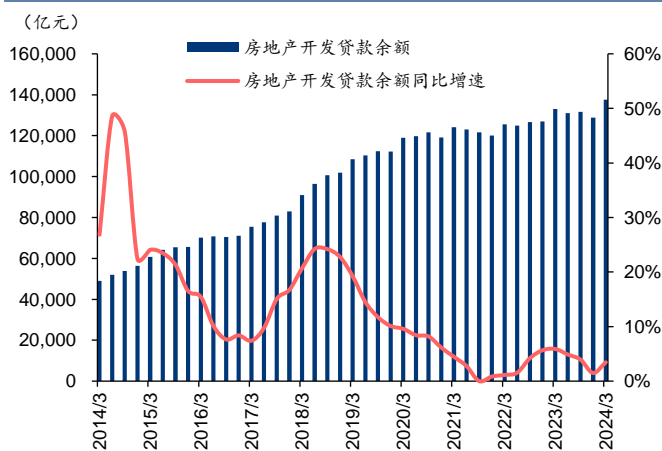
注：房企融资现金流包括到位资金中的国内贷款、利用外资、自筹资金  
资料来源：国家统计局，华泰研究

图表74：房地产融资现金流和开发投资增速差



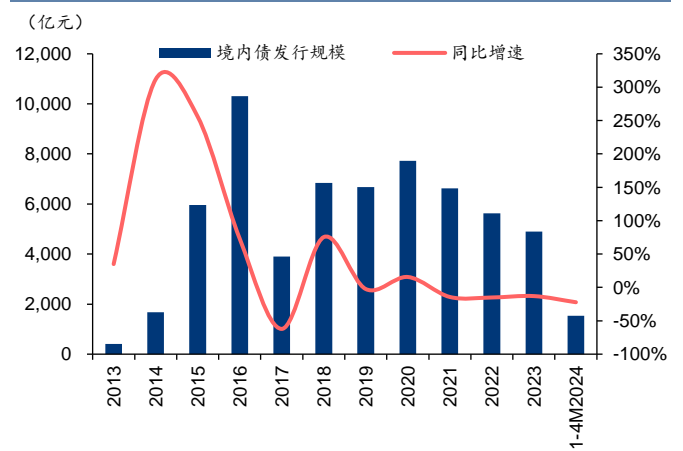
资料来源：国家统计局，华泰研究

图表75：房地产开发贷款余额和同比增速



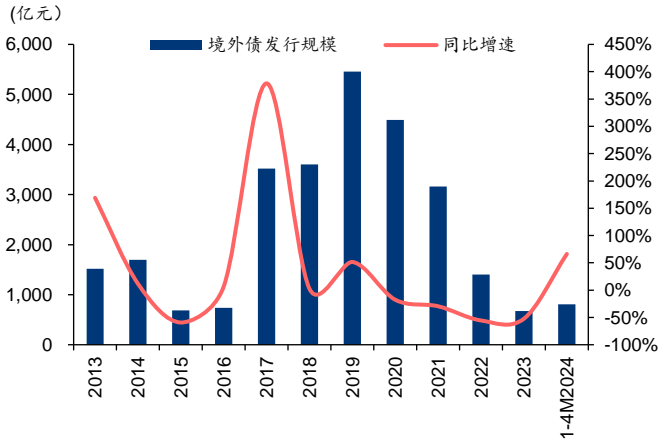
资料来源：中国人民银行，华泰研究

图表76：房地产境内债发行规模和同比增速



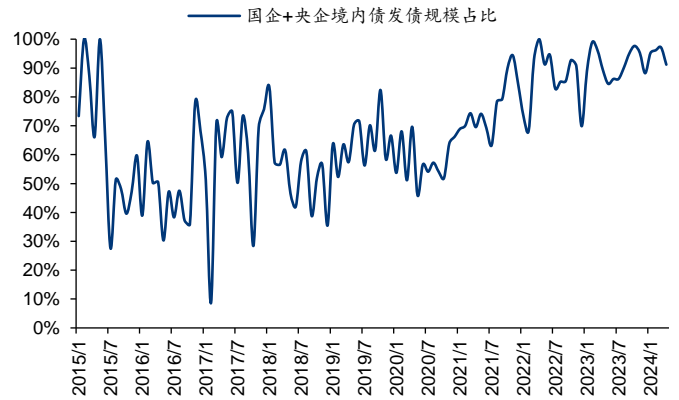
资料来源：Wind，华泰研究

图表77：房地产境外债发行规模和同比增速



注：包含展期性质的交换要约；美元兑人民币=1:7.2319  
资料来源：Wind，华泰研究

图表78：国企境内债发行规模占比



资料来源：Wind，华泰研究

**融资支持取得进展，仍需观察落地效果。**其一，房地产融资协调机制方面，2024年以来推进速度快、执行力度坚决，我们认为主要在于政策定位高，且高度重视落地效果的“闭环监测”；根据国务院政策例行吹风会，截至5月16日商业银行已经审批通过“白名单”项目贷款金额9350亿元，但受房地产市场调整等因素影响，政策落地情况仍待观察。其二，经营性物业贷款方面，万科、龙湖、新城等持有优质物业的房企率先受益于贷款用途和抵押率的调整，据我们不完全统计，2024年以来已新增超过200亿元的经营性物业贷款，主要用于置换或偿还存量债务。其三，城中村改造专项借款方面，截至3月上旬，根据国开行和农发行的数据，两者合计发放城中村改造专项借款超1100亿元；具体到省市级别，根据克而瑞的数据，截至4月初授信金额已破万亿。

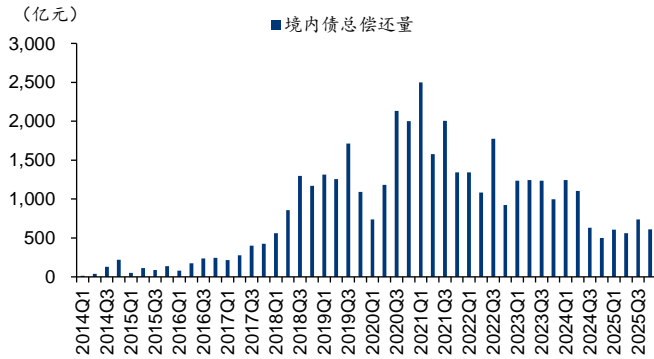
图表79：房地产融资协调机制总体进展

日期	内容
2月4日	截至1月底， <b>26个省份170个城市</b> 已建立城市房地产融资协调机制，提出了第一批房地产项目“白名单”并推送给商业银行，共涉及 <b>房地产项目3218个</b> 。商业银行接到名单后，按规程审查项目，已向 <b>27个城市83个项目</b> 发放贷款共 <b>178.6亿元</b> 。在第一批房地产项目名单中， <b>84%的项目属于民营房企和混合所有制房企开发的项目</b> ，真正落实了一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求。城市房地产融资协调机制加快落地见效，将有效缓解房企资金紧张问题，支持项目开发建设交付，促进房地产市场平稳健康发展。
2月20日	根据住房和城乡建设部和金融监管总局的要求，全国已有 <b>100多个城市</b> 建立了城市房地产融资协调机制，精准支持房地产项目的合理融资需求。在这一机制协调下， <b>银行对房地产项目授信已超过1600亿元</b> 。目前，包括北京、上海、重庆、浙江、湖北、福建、江苏等省市都已经成立房地产融资协调机制工作专班，一方面加强与地方政府和住建部门的协同配合，同时督促辖内银行完善制度流程，优化贷款审批流程，尽力满足房地产白名单项目的合理融资需求。
2月20日	住房和城乡建设部召开城市房地产融资协调机制工作视频调度会议。截至2月20日， <b>全国29个省份214个城市</b> 已建立房地产融资协调机制，分批提出可以给予融资支持的房地产项目“白名单”并推送给商业银行， <b>共涉及5349个项目</b> ；已有 <b>57个城市162个项目</b> 已获得银行融资共 <b>294.3亿元</b> ，较春节假期前增加113亿元。另据中国银行、建设银行、农业银行、邮储银行和部分股份制银行有关数据，已对“白名单”项目审批贷款1236亿元，正在根据项目建设进度需要陆续发放贷款。
2月28日	截至2月28日，全国31个省份276个城市已建立城市融资协调机制，提出 <b>房地产项目约6000个</b> ，商业银行快速进行项目筛选， <b>审批通过贷款超2000亿元</b> 。
3月9日	截至3月9日， <b>全国31个省份312个城市</b> 建立了城市房地产融资协调机制，上报的“白名单”项目达到了 <b>6000多个</b> 。在这些项目中， <b>82.8%是民营企业</b> 和 <b>混合所有制企业的项目</b> 。截至2月底，商业银行已经审批贷款超过 <b>2000亿元</b> 。
4月3日	目前全国31个省份和新疆生产建设兵团均已建立省级房地产融资协调机制， <b>所有地级及以上城市（不含直辖市）</b> 已建立城市房地产融资协调机制，分批提出可以给予融资支持的房地产项目“白名单”并推送给商业银行。目前，这项工作取得积极进展。截至3月31日，各地推送的“白名单”项目中，有 <b>1979个项目</b> 共获得银行授信 <b>4690.3亿元</b> ， <b>1247个项目</b> 已获得贷款发放 <b>1554.1亿元</b> 。
5月17日	截至5月16日，商业银行已按内部审批流程 <b>审批通过了“白名单”项目贷款金额9350亿元</b> 。

资料来源：住建部，中国建设报，华泰研究

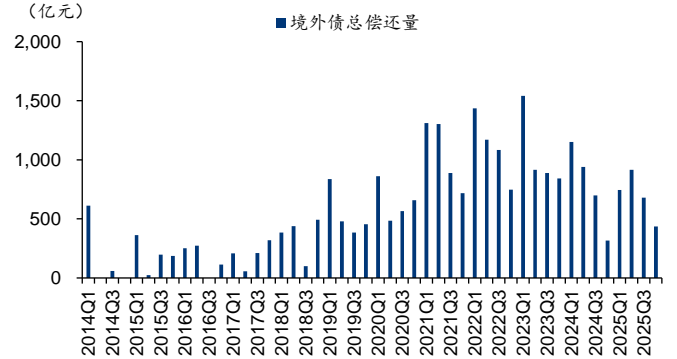
持续关注部分头部房企流动性风险。2024年1-5月新增3家出险房企。尽管房地产行业公开市场债券到期压力逐季递减，但综合考虑部分个体销售下滑和债务到期节奏，仍需关注部分头部房企的流动性风险。

图表80: 房地产境内债到期偿还量



资料来源: Wind, 华泰研究

图表81: 房地产境外债到期偿还量



注: 美元兑人民币=1:7.2319  
资料来源: Wind, 华泰研究

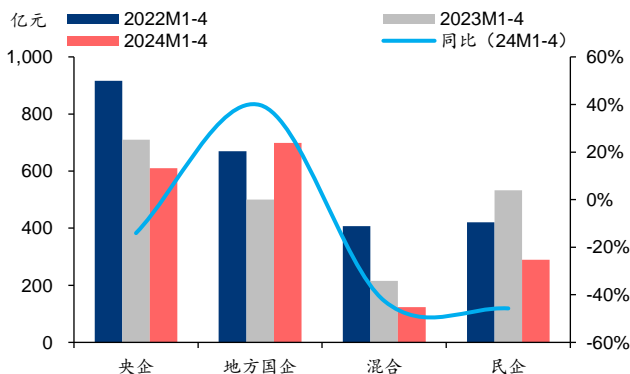
### 拿地: 央国企仍是主力, 集中度提升

从企业性质来看, 央国企仍然是绝对的拿地主力。2024年1-4月, TOP30拿地房企里, 央企、地方国企、混合所有制企业以及民企权益拿地金额分别同比-14%、+40%、-43%、-46% (TOP30房企合计同比下降12%)。从占比来看, 央企、地方国企、混合所有制企业以及民企权益拿地金额占TOP30房企的比例分别为35%、41%、7%、17%, 分别较去年同期变动-1、+15、-4、-10pct。

土地市场集中度进一步提升。2024年1-4月, 百强房企总权益拿地金额同比-17%, 好于全国土地成交金额的同比(-23%); 细化来看, TOP10、TOP11-30、TOP31-50、TOP51-100分别同比-4%、-22%、-21%、-30%。从占比来看, TOP10房企的权益拿地金额占百强房企的比例达到43%, 同比+6pct。TOP11-30、TOP31-50、TOP51-100占百强房企比例分别为28%、14%、15%, 分别较去年同期下降2、1、3pct。

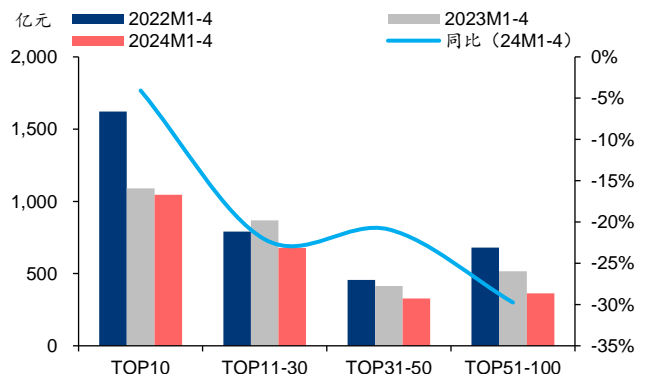
从两个角度看一季度拿地金额在十亿以上的房企中哪些房企投资更为积极: **1、拿地总额:** 权益拿地金额前十的房企分别为建发房产、滨江集团、华润置地、绿城中国、中建三局、中国铁建、国贸地产、招商蛇口、石家庄城发投集团、中国雄安集团。(中指院数据, 一级市场拿地) **2、拿地同比:** 权益拿地金额同比增长的房企分别为大华集团、滨江集团、中建三局、湖北文旅建发集团、中国中铁、石家庄城发投集团、岳阳城建、江山万里、绿城中国、宁波轨道交通、建发房产、中国铁建、象屿地产。

图表82: TOP30拿地房企按属性划分及其同比



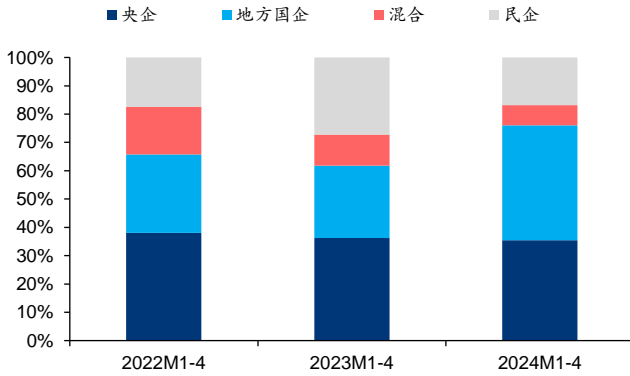
资料来源: 中指院, 华泰研究

图表83: TOP100拿地房企按排名划分及其同比



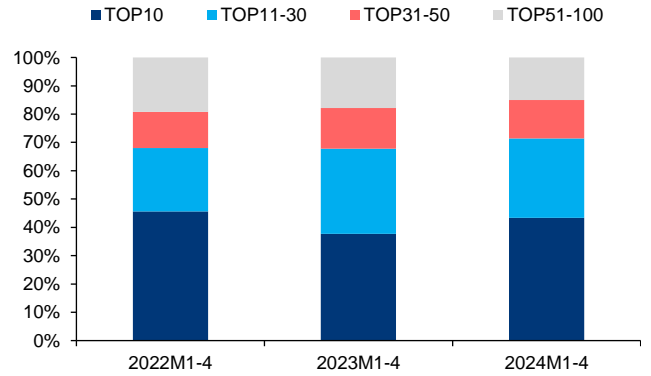
资料来源: 中指院, 华泰研究

图表84: TOP30拿地房企按属性划分及其占比



资料来源:中指院,华泰研究

图表85: TOP100拿地房企按排名划分及其占比



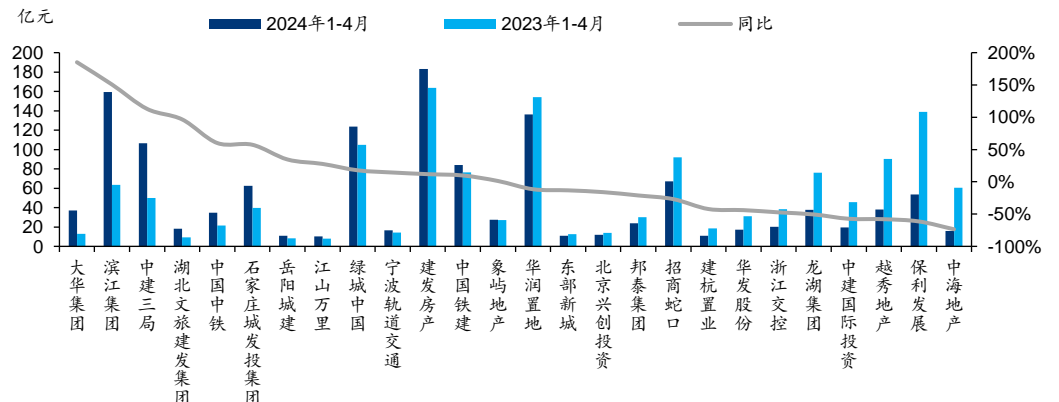
资料来源:中指院,华泰研究

图表86: 2022M1-4-2024M1-4 权益拿地金额 TOP30 房企

2024年1-4月					2023年1-4月					2022年1-4月				
企业名称	土地宗数 (宗)	总权益拿地金额 (万元)	溢价水平 (%)	楼面均价 (元/平)	企业名称	土地宗数 (宗)	总权益拿地金额 (万元)	溢价水平 (%)	楼面均价 (元/平)	企业名称	土地宗数 (宗)	总权益拿地金额 (万元)	溢价水平 (%)	楼面均价 (元/平)
建发房产	9	183.1	1	17658	建发房产	16	163.8	8	11966	绿城中国	17	275.1	9	16981
滨江集团	7	159.4	13	27178	华润置地	7	154.0	14	29915	建发房产	17	271.1	10	21510
华润置地	6	136.2	1	18299	保利发展	11	138.8	7	17793	华润置地	13	259.6	5	14784
绿城中国	9	123.5	13	23255	万科	4	110.1	7	27220	中海地产	10	190.9	6	17297
中建三局	4	106.6	5	27467	绿城中国	9	104.9	4	13252	滨江集团	12	176.6	4	15047
中国铁建	9	83.9	6	11540	招商蛇口	7	92.0	9	19251	万科	8	131.6	13	22421
国贸地产	3	67.6	17	47081	越秀地产	5	90.1	14	27845	保利发展	11	102.4	6	14864
招商蛇口	3	67.3	15	15114	长隆集团	2	83.4	15	32798	武汉城建集团	3	77.2	0	17467
石家庄城发投集团	18	62.5	0	5380	中国铁建	8	76.4	8	12451	伟星房产	6	69.3	13	8167
中国雄安集团	5	55.0	0	3369	龙湖集团	8	76.1	6	9514	保利置业	4	67.1	8	17897
北京住总集团	3	53.8	0	21656	伟星房产	4	69.1	12	14416	龙湖集团	9	56.7	4	8394
保利发展	6	53.5	2	9389	滨江集团	7	63.6	1	13813	北京兴创投资	2	52.0	0	21529
中旅投资	2	39.6	16	40252	中海地产	3	60.4	6	29830	中国铁建	11	50.0	4	3314
北京城建集团	2	38.8	0	17400	金地集团	4	60.1	10	15869	人才安居	3	47.5	14	28801
中建五局	1	38.5	15	55352	中建一局	2	57.6	0	33830	越秀地产	5	43.1	3	9703
京能置业	1	38.4	15	42573	坤和集团	2	56.5	11	26494	成都城投置地	3	41.9	4	13682
越秀地产	4	37.9	7	35538	中建三局	4	50.1	2	16586	中粮大悦城	4	41.9	8	15948
龙湖集团	5	37.6	3	15258	中建国际投资	8	45.8	2	7516	金地集团	4	41.8	4	12923
大华集团	2	37.1	6	18152	广州城投地产	1	44.4	0	15935	中建东孚	2	41.0	0	14257
中国中铁	5	34.6	5	11881	石家庄城发投集团	8	39.7	0	6839	众安集团	6	41.0	8	9927
济高控股	6	33.0	0	6660	浙江交控	3	38.3	10	31478	合肥城建	2	40.9	11	28551
福州城建	3	32.9	0	10970	保利置业	1	35.1	8	18149	中国中铁	7	39.6	4	3616
杭州西湖房地产	2	31.5	19	28215	合肥城建	1	35.0	14	14464	中建五局	3	38.3	6	7990
象屿地产	2	27.3	7	43064	佛山东建	2	33.5	9	11742	凯德置地	2	34.9	8	15915
中建东孚	1	26.6	5	27974	京东集团股份	1	31.1	0	15988	天健地产	2	34.8	14	12131
上海中环集团	1	26.5	0	44042	华发股份	3	30.9	11	21832	高速地产集团	3	31.6	15	8717
邦泰集团	6	23.8	10	3682	龙港国资	5	30.5	0	5145	中国金茂	3	29.1	0	6211
中国金茂	2	23.5	32	17920	邦泰集团	5	30.2	12	5978	徐州产城发展	7	28.9	0	3279
泉州城建	1	21.0	0	13149	方远房地产集团	3	29.5	3	6976	电建地产	3	28.7	0	12001
福州文旅	2	20.6	0	12233	象屿地产	2	27.0	6	32919	招商蛇口	4	28.0	6	8180

资料来源:中指院,华泰研究

图表87: 拿地金额百亿以上房企的权益拿地金额同比



资料来源:中指院,华泰研究

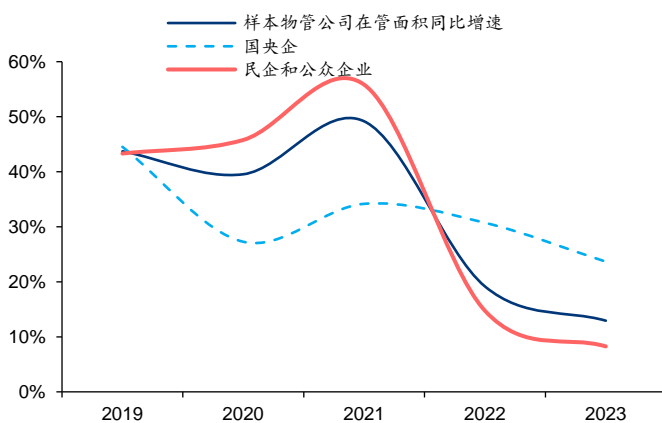
## 转型之路：步步为营，运营为王

### 物业管理：经营质量改善，股东回报增厚

2023 年物管行业延续在管项目、市场拓展和多元业务都呈现收敛聚焦的趋势，与之对应的是规模扩张和业绩增速的放缓。但也不乏亮点：1、物管公司现金流管控取得成效，派息率连续第三年提升，逐步回归现金牛属性；2、国央企物管公司增长保持韧性，盈利能力逆势改善。尽管头部物管公司对于未来扩张趋于谨慎，但现金流稳健、派息率仍有提升空间，估值水平相较双位数的潜在利润增速仍然具有吸引力。

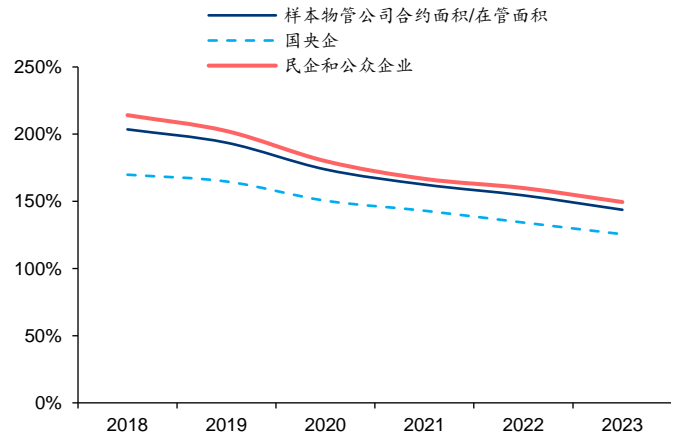
**规模拓展：收敛聚焦重点城市和优质项目，国央企展现拓展优势。**23 年样本物管公司在管面积同比增速放缓至 13%，主要因为：1、房地产市场调整导致住宅交付减少；2、市拓供需格局恶化导致竞争加剧；3、优化粗放发展期获取的低质量项目导致退盘增加；4、物管公司对于收并购依然谨慎。合管比继续回落至 144%，合约面积向在管面积转化的节奏放缓。除了对存量项目收敛聚焦，多家物管公司亦收窄了市拓的城市范围，推动单城市管理面积继续上升。国央企在管面积同比增长 24%，第三方和非住宅在管面积占比持续增长，拓展指标均优于民企，主要得益于关联房企的稳健表现、市拓的品牌与资源优势以及退盘项目相对较少。

图表88：样本物管公司在管面积同比增速



注：包括 21 家 2018-2023 年披露该数据的样本公司，整体法计算  
资料来源：公司公告，华泰研究

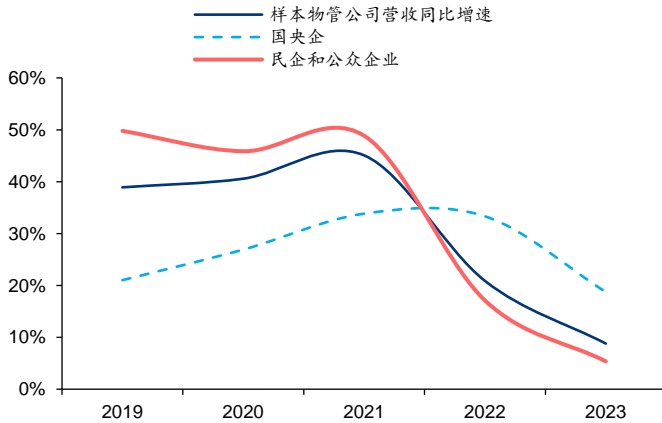
图表89：样本物管公司合约面积/在管面积



注：包括 19 家 2018-2023 年同时披露在管面积和合约面积数据的样本公司，整体法计算  
资料来源：公司公告，华泰研究

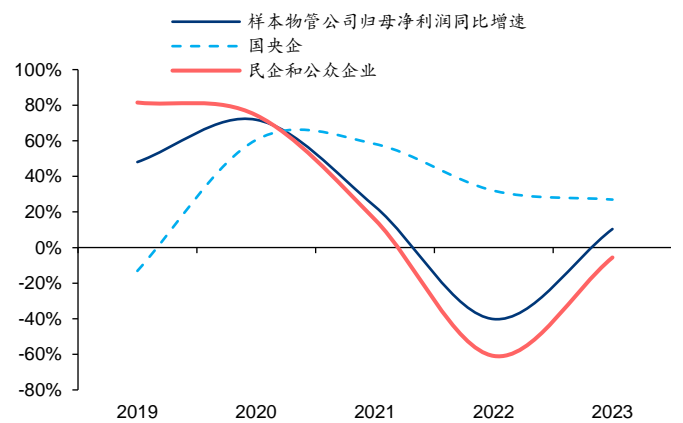
**财报表现：国央企盈利能力逆势改善，行业逐步回归现金牛属性。**23 年样本物管公司营收同比+9%，归母净利润同比+10%，归母净利润同比重回正增长，主要因为 22 年民企物管公司利润基数降低，以及对于销售管理费用率的严格控制。国央企物管公司营收、归母净利润同比+19%、27%，盈利能力率先改善，但对于 24 年的增速展望相对谨慎。物管公司普遍加强现金流管控，现金流指标有所改善；连续第三年提升派息率，叠加 PE (TTM) 估值的下滑，部分公司股息率已经具有较高吸引力。随着行业逐步减少对关联房企的依赖、回归主业的高质量发展，我们预计头部公司现金流稳定性有望持续提升，有望通过分红或回购等手段为投资者带来稳定且有吸引力的回报。

图表90：样本物管公司营收同比增速



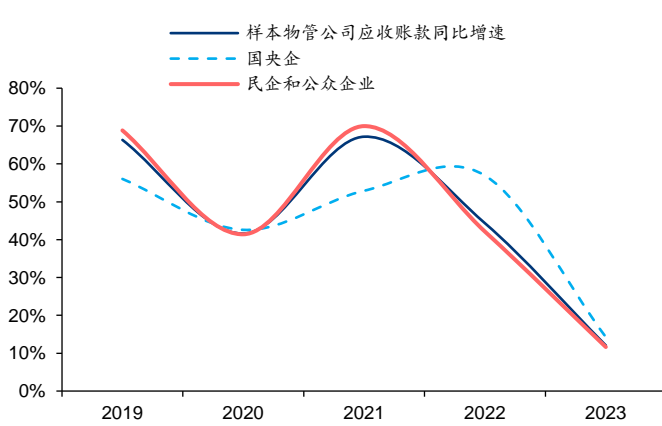
注：包括全部 24 家样本公司，整体法计算  
资料来源：公司公告，华泰研究

图表91：样本物管公司归母净利润同比增速



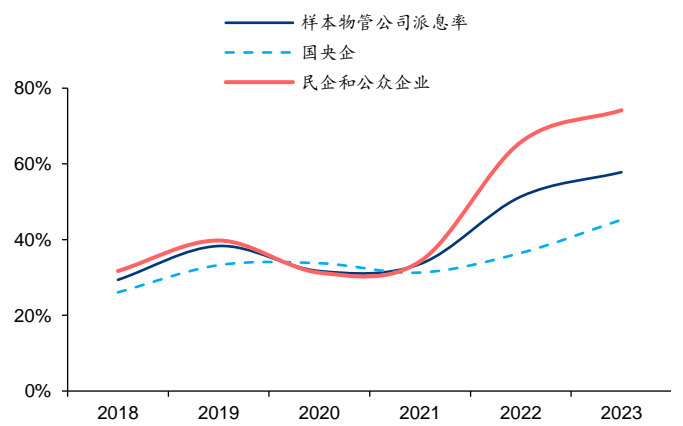
注：包括全部 24 家样本公司，整体法计算  
资料来源：公司公告，华泰研究

图表92：样本物管公司应收账款同比增速



注：包括全部 24 家样本公司，整体法计算  
资料来源：公司公告，华泰研究

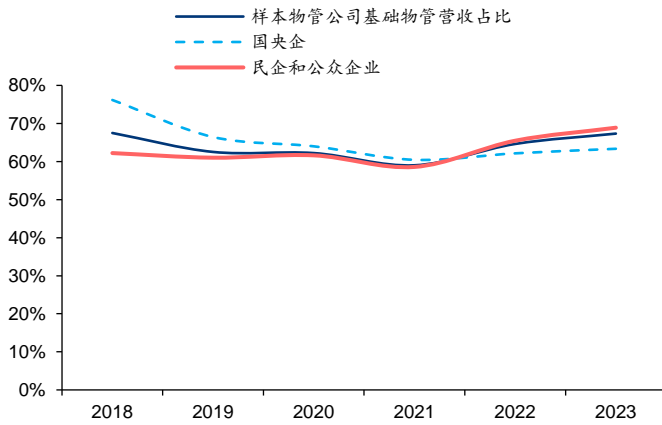
图表93：样本物管公司派息率



注：包括全部 24 家样本公司，整体法计算  
资料来源：公司公告，华泰研究

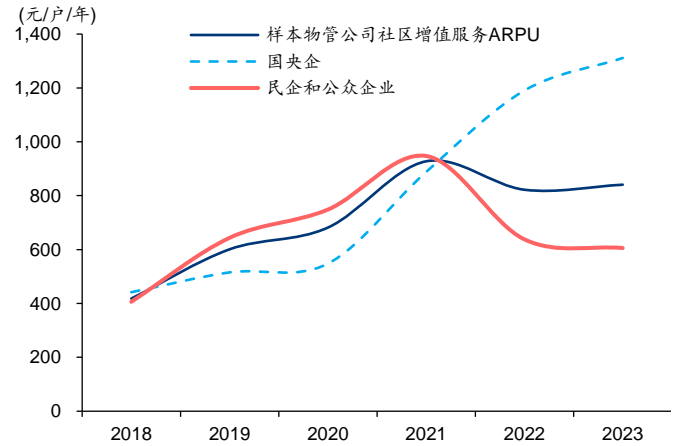
**多元服务：基础物管发挥中流砥柱作用。**23 年样本物管公司基础物管营收占比同比+2pct 至 67%，主要因为地产调整和外部环境影响下，非业主增值服务和社区增值服务表现不尽如人意。样本物管公司城市服务和商管业务营收多数实现同比增长，但毛利率表现分化；城市服务通过收敛聚焦应对回款压力，商管业务迎来改善但弹性受限。多数物管公司社区增值服务 ARPU 仍是处于同比下滑的状态（但均值受个别公司影响同比上升），一方面由于房地产经纪、美居服务、社区传媒、社区零售等业务经营承压，另一方面则是主动进行收敛聚焦，退出或调整部分比较优势不明显、可持续性较差、盈利能力有限的业务，继续聚焦培育潜力业务。

图表94：样本物管公司基础物管营收占比



注：包括全部 24 家样本公司，整体法计算  
资料来源：公司公告，华泰研究

图表95：样本物管公司社区增值服务 ARPU



注：社区增值服务 ARPU=社区增值服务营收/(当期平均住宅在管面积/100)，即假设每户住宅平均面积 100 平方米；包括 21 家 2018-2023 年披露社区增值服务营收和住宅在管面积数据的公司，算术平均法计算  
资料来源：公司公告，华泰研究

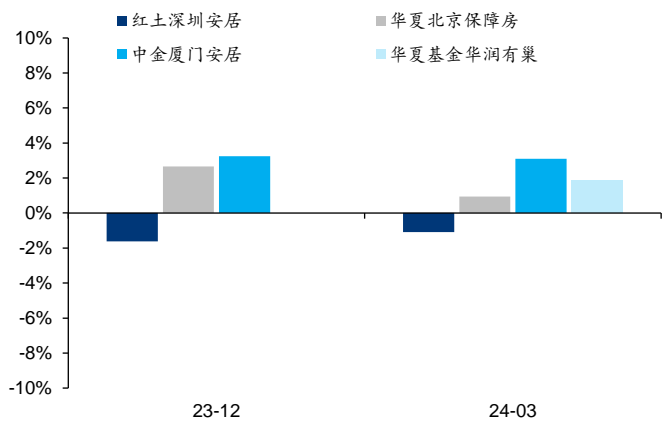
### 基础设施 REITs：保租房稳健运营兑现估值溢价，消费类收入全面增长

#### 保租房 REIT：运营稳健，估值具备相对优势

根据保租房 REITs 发布的 2023 年年报以及 2024 年一季报，在市场化租金仍在寻底的背景下，保租房 REITs 仍超额完成首发时对 2023 年收入、可分配金额等预测目标，租金价格优势以及 C 端刚需定位构成了保租房 REITs 稳定运营的基石，进而对其估值起到支撑作用。我们看好保租房 REITs 稳健运营的持续性，考虑到派息稳定性，叠加目前 3.8%~4.8% 的股息率（股价截至 2024 年 5 月 31 日），具备市场吸引力。

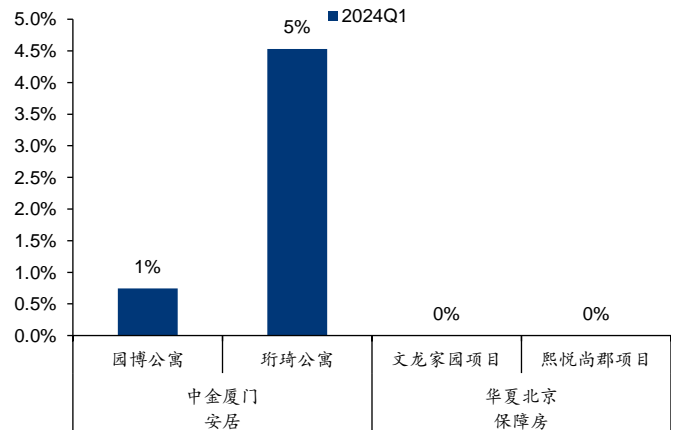
**运营稳健，租金提升推动营收同比增长。**2023 年以来保租房 REITs 整体运营表现稳定，尤其是租金水平平均实现同比增长，相对价格以及区位优势使得保租房 REITs 取得优于住宅租赁市场表现。2024Q1 营收整体同比保持小幅增长，同比区间在-1~3%，具备较强的稳定性。2023 年四支保租房 REITs 的各底层资产项目单位租金大都实现了同比正增长，趋势延续至 2024Q1。出租率则略有分化，但均值维持在 96% 的高位。稳定的收入带来稳定的 EBITDA。

图表96：保租房 REITs 营业收入同比



资料来源：Wind，华泰研究

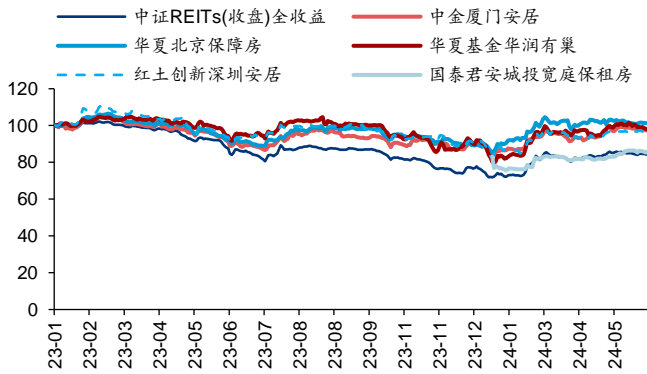
图表97：保租房 REITs 2024Q1 租金环比



资料来源：Wind，华泰研究

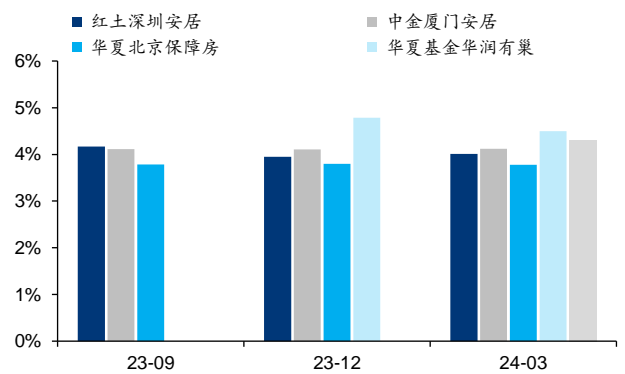
**派息稳定，估值表现坚挺。**2023 年各 REITs 的可分配金额均超预期完成。2024Q1，排除期初预留现金、基金募集阶段产生的孳息等影响，保租房 REITs 可供分配金额同比也基本实现正增长。且 2022 年上市的保租房 REITs 针对 2023 年的可分配金额，均实现两次分红。从市场走势来看，保租房 REITs 在 REITs 市场中表现坚挺，稳定运营对保租房 REITs 的估值起到支撑作用。

图表98：收盘价涨跌幅



注：数据截至2024年5月31日  
资料来源：Wind，华泰研究

图表99：可供分配金额 (ttm) / 市值

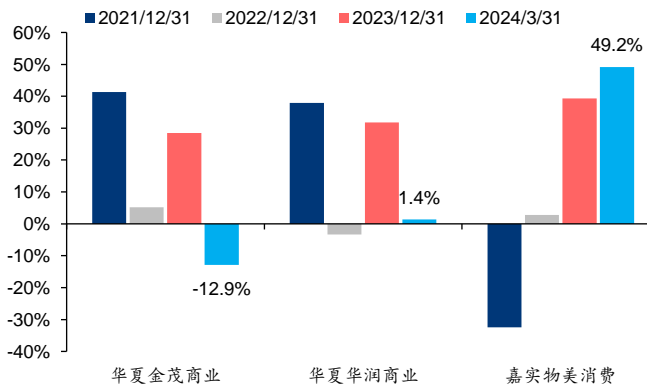


资料来源：Wind，华泰研究

**消费 REIT：运营优化，收入盈利预测兑现度高**

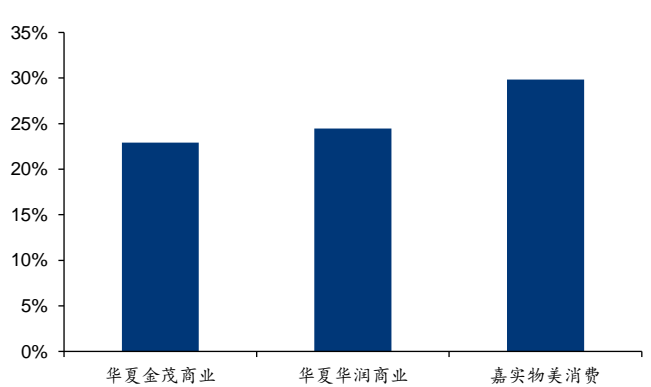
**坪效全面增长，2024Q1 可供分配金额完成率超 25%：**2024Q1 消费 REITs 首份财报表现喜人，在客流以及商业销售额提升下，整体实现了租金坪效以及出租率的改善，以 2020 年为基点，华夏金茂商业/华夏华润商业/嘉实物美的月租金坪效的年复合增速分别为 6.5%/16.5%/5.5%，出租率位于 98% 以上高位，可供分配金额的完成率均超 25%，即全年维持一季度运营水平，全年可供分配金额均将完成预期值。

图表100：消费 REITs 营业收入同比（年化）



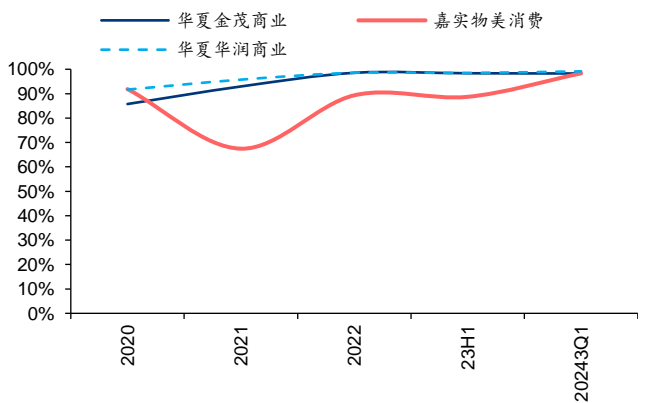
注：2023 年、2024Q1 收入根据公司募集说明书预测或按时间加权  
资料来源：Wind，华泰研究

图表101：消费 REITs2024Q1 营业收入完成率



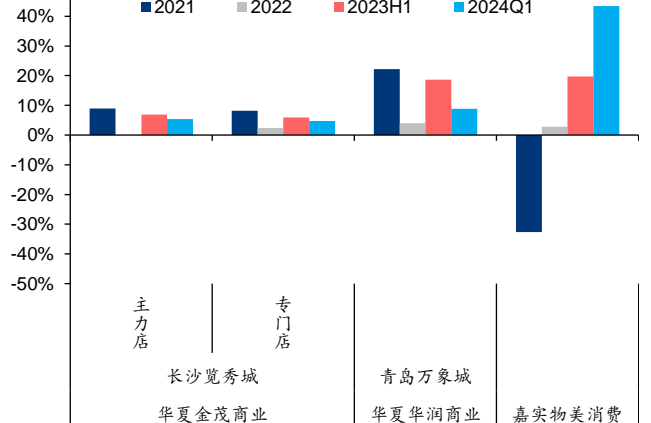
注：2024Q1 整季收入根据各 REITs 基金合同生效时间按照时间加权  
资料来源：Wind，华泰研究

图表102：底层项目出租率



资料来源：Wind，华泰研究

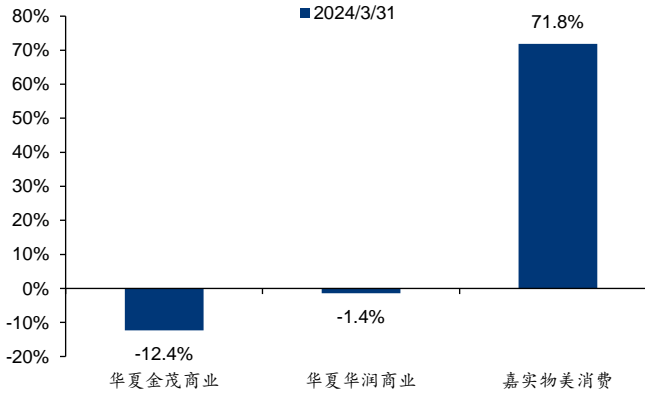
图表103：消费 REITs2024Q1 月租金坪效同比



注：2023H1 同比基期为 2022 年，2024Q1 同比基期为 2023H1，华润华夏商业 REIT 的最新数据为 2023Q3 比 2023H1 涨幅  
资料来源：Wind，华泰研究

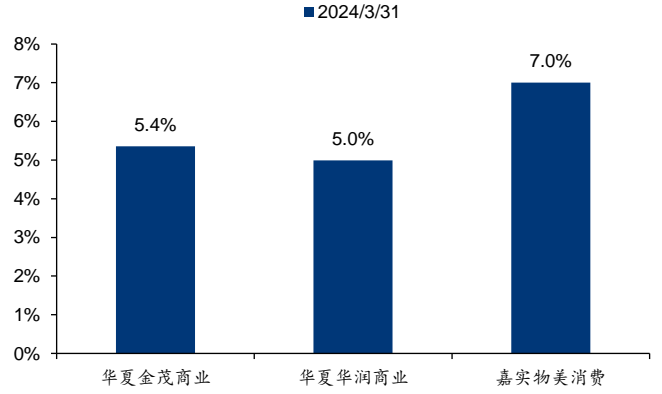
**派息具备吸引力：**自 2024 年 3 月首批消费 REITs 入市后，市场表现整体较为平和，但随着一季报出炉，一季度运营表现（年化）最超招募说明书中预期值的嘉实物美呈现出较强的股价走势。整体而言，目前 5.0%~7.1% 的预期股息率（Q1 可供分配金额\*4/市值，截至 2024 年 5 月 31 日）具备市场吸引力，我们认为消费 REITs 具备配置价值。

图表104：消费 REITs EBITDA 同比（Q1 年化）



资料来源：Wind，华泰研究

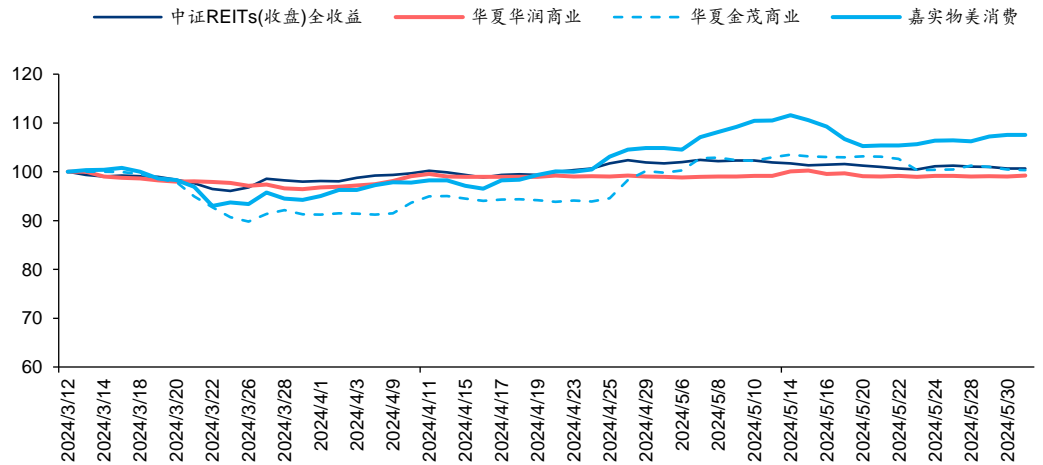
图表105：消费 REITs 预期股息率



注：数据截至 2024 年 5 月 31 日

资料来源：Wind，华泰研究

图表106：收盘价涨跌幅



注：数据截至 2024 年 5 月 31 日

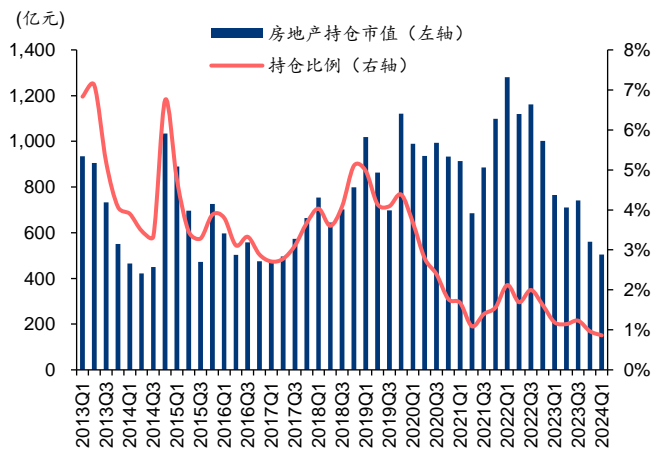
资料来源：Wind，华泰研究

## 投资策略：政策呵护提振行业配置价值

### 机构仓位：24Q1 地产持仓再创新低，为估值修复积蓄势能

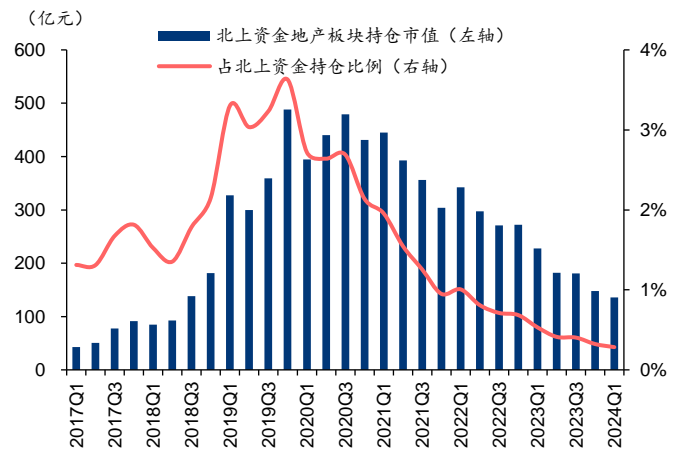
2024 年以来，房地产基本面仍待改善、小阳春成色一般，部分头部房企出现信用风险，导致投资者信心受到一定扰动，板块持仓进一步降低。但这也为 4 月底以来政策驱动下的估值修复积蓄了势能。根据 Wind 的数据，24Q1 公募基金房地产板块持仓市值占股票投资市值比重为 0.86%，环比下降 0.10pct，处在 2013 年以来的最低水平；房地产板块相对标准行业配置比例低配 0.58pct，环比收窄 0.04pct，处在 2013 年以来的 48%分位。24Q1 北上资金地产股持仓市值占陆股通累计资金使用额度的 0.28%，环比减少 0.04pct，继续创出 2017 年以来的最低水平。

图表107：公募基金房地产持仓市值和持仓比例



资料来源：Wind，华泰研究

图表108：北上资金房地产持仓市值和持仓比例



资料来源：Wind，华泰研究

### 投资建议：政策预期大幅改善，持续看好地产板块估值修复

4 月底以来，地产板块在“政策预期大幅改善+低仓位+低估值”的共振下走出一轮明显的估值修复行情。由于政策效果和基本面复苏节奏仍有待观察，我们预计机构仓位在本轮反弹后依然不高，短期面临获利回吐和进一步加配的角力。我们继续看好地产板块估值修复，主要因为政治局会议“消化存量”的提法、“517”地产政策组合拳以及突破历史新低的房贷利率和首付比例，使得我们对本轮政策的决心和力度报以乐观态度。后续可以持续关注政府收储的进展，以及房贷利率和首付比例调整的落地情况，尤其是房贷利率下限的放开，有望切实减轻居民购房月供压力、提振购房需求，从而带来核心城市价格预期的企稳，加速基本面底部的到来。

我们建议重点关注在核心城市拥有更多资源和改善性产品能力的稳健房企，以及业绩具备韧性、现金流稳健且派息慷慨的物管公司。重点推荐：1) A 股开发：招商蛇口、城建发展、建发股份；2) 港股开发：中国海外发展、越秀地产、龙湖集团、建发国际集团、华润置地；3) 物管公司：保利物业、华润万象生活、招商积余、万物云、滨江服务。

图表109: 重点推荐公司一览表

股票名称	股票代码	投资评级 (当地币种)	最新收盘价 (当地币种)	目标价 (当地币种)	市值 (百万) (当地币种)	EPS (元)				PE (倍)			
						2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
招商蛇口	001979 CH	买入	9.65	12.18	87,437	0.70	0.84	0.95	1.05	13.79	11.49	10.16	9.19
城建发展	600266 CH	买入	4.72	5.17	10,170	0.26	0.47	0.63	0.68	18.15	10.04	7.49	6.94
建发股份	600153 CH	买入	9.62	12.91	28,899	4.36	1.74	2.02	2.35	2.21	5.53	4.76	4.09
中国海外发展	688 HK	买入	14.74	19.77	161,328	2.34	2.45	2.72	2.83	5.73	5.47	4.93	4.74
越秀地产	123 HK	买入	5.67	7.16	22,824	0.79	0.81	0.88	1.05	6.53	6.36	5.86	4.91
龙湖集团	960 HK	买入	12.30	15.46	83,238	1.95	1.95	2.10	2.18	5.74	5.74	5.33	5.13
建发国际集团	1908 HK	买入	15.76	19.03	29,876	2.29	2.66	3.13	3.56	6.26	5.39	4.58	4.03
华润置地	1109 HK	买入	28.40	42.23	202,519	4.40	4.25	4.50	4.86	5.87	6.08	5.74	5.31
保利物业	6049 HK	买入	32.60	39.68	18,039	2.49	2.82	3.18	3.58	11.90	10.51	9.32	8.28
华润万象生活	1209 HK	买入	27.20	33.60	62,084	1.28	1.55	1.85	2.14	19.32	15.96	13.37	11.56
招商积余	001914 CH	买入	11.40	15.12	12,088	0.69	0.84	0.97	1.13	16.52	13.57	11.75	10.09
万物云	2602 HK	买入	23.45	26.86	27,569	1.65	1.91	2.15	2.41	12.92	11.16	9.92	8.85
滨江服务	3316 HK	买入	18.22	23.80	5,036	1.78	2.09	2.47	2.90	9.31	7.93	6.71	5.71

资料来源: Bloomberg, 华泰研究预测

图表110: 重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
招商蛇口 (001979 CH)	<p><b>结算规模大幅增长,销售回落投拓聚焦</b></p> <p>4月29日招商蛇口发布一季报, 2024Q1 实现营收 237.5 亿元 (yoy+58.2%), 归母净利润 3.3 亿元 (yoy+22.2%)。我们维持公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.84/0.95/1.05 元的盈利预测, 可比公司 2024 年 Wind 一致预期 PE 均值为 11.8 倍, 考虑公司融资优势显著, 储备兼具质与量, 未来可期, 给予公司 2024 年 14.5 倍 PE, 目标价 12.18 元 (前值: 14.11 元), 维持“买入”评级。</p> <p>风险提示: 行业销售下行风险, 房企信用风险。</p> <p>报告发布日期: 2024 年 04 月 30 日</p> <p><a href="#">点击下载全文: 招商蛇口(001979 CH,买入): 结算规模大幅增长,销售回落投拓聚焦</a></p>
城建发展 (600266 CH)	<p><b>24Q1 出现亏损, 维持“买入”评级</b></p> <p>公司 4 月 26 日发布一季报, 24Q1 实现营收 12.3 亿元, 同比-9%; 归母净利润-3.3 亿元, 23Q1 为 0.6 亿元。受股权投资波动影响, 公司 24Q1 再次出现亏损, 但全年来看待结转资源充裕, 重点项目结转有望推动业绩回正。我们维持 24-26 年 EPS 为 0.47/0.63/0.68 元的盈利预测。可比公司平均 24PE 为 10 倍, 综合考虑公司核心城市资源、待结转项目利润潜力和股票投资带来的业绩波动, 我们依然认为公司合理 24PE 为 11 倍, 目标价 5.17 元, 维持“买入”评级。</p> <p>风险提示: 北京区域市场风险, 棚改和一级开发项目进展不及预期的风险, 股权投资、少数股东损益占比导致业绩波动的风险。</p> <p>报告发布日期: 2024 年 04 月 26 日</p> <p><a href="#">点击下载全文: 城建发展(600266 CH,买入): 股权投资波动拖累 Q1 业绩</a></p>
建发股份 (600153 CH)	<p><b>结转毛利率回升, 维持“买入”评级</b></p> <p>公司 4 月 29 日发布一季报, 2024Q1 实现营收 1313 亿元 (YOY-21.6%), 归母净利润 6.0 亿元 (YOY-24.1%)。我们维持 2024-2026 年 EPS 为 1.74/2.02/2.35 元的盈利预测, 大型房企和供应链企业对应 24 年 Wind 一致预期 PE 均值为 8.7/8.0x, 我们给予多元化折价 10%, 予以目标价 12.91 元 (前值: 12.55 元), 重申“买入”评级。</p> <p>风险提示: 行业销售下行风险, 大宗价格波动风险。</p> <p>报告发布日期: 2024 年 04 月 30 日</p> <p><a href="#">点击下载全文: 建发股份(600153 CH,买入): 双主业均维持行业相对优势</a></p>
中国海外发展 (688 HK)	<p><b>FY23: 价值创造能力依旧, 市场地位保持领先; 维持“买入”</b></p> <p>公司发布 FY23 业绩: 营收 2025 亿, 同比+12%; 毛利率 20.3%, 同比-0.98pct; 归母净利润 256 亿, 同比+10%, 高于我们对其 FY23 的预测值 249 亿。公司利润率继续保持行业领先, 价值创造能力依旧。考虑公司的结转情况, 我们调整公司 24-26E EPS 为 2.45/2.72/2.83 元(24-25E 前值: 2.59/3.01 元)。可比公司平均 2024E PE 均值为 6.8 倍(Wind 一致预期), 考虑公司财务状况良好, 开发业务保持领先地位, 叠加非开发业务保持增长轨迹, 我们认为公司合理 2024E PE 为 7.4 倍, 目标价调整至 19.77 港币 (前值: 26.88 港币), 维持“买入”评级。</p> <p>风险提示: 结转收入及利润率不及市场预期; 销售增速不及市场预期。</p> <p>报告发布日期: 2024 年 03 月 30 日</p> <p><a href="#">点击下载全文: 中国海外发展(688 HK,买入): 业绩超预期, 运营动能充沛</a></p>
越秀地产 (123 HK)	<p><b>销售增速领先行业, 投资能力与意愿兼具; 维持“买入”</b></p> <p>公司 3 月 26 日发布年报, 23 年实现营收 802.2 亿元, 同比+10.8%; 归母净利润 31.9 亿元, 同比-19.4%。毛利率 15.3%, 同比-5.1pct。考虑行业下行背景下, 公司毛利率有所承压, 我们下调公司 2024-25E 归母净利润至 3268/3548 百万元 (前值 4519/5169 百万元), 2024-26E EPS 为 0.81/0.88/1.05 元, 可比公司平均 24PE 为 6.5 倍 (Wind 一致预期), 考虑到公司更为优质的土地储备, 领先行业的销售增速, 认为公司合理 24PE 为 8 倍, 目标价 7.16 港币, 维持“买入”评级。</p> <p>风险提示: 单城市经营风险, 股东支持力度下降风险, 房地产行业下行风险。</p> <p>报告发布日期: 2024 年 03 月 28 日</p> <p><a href="#">点击下载全文: 越秀地产(123 HK,买入): 销售增速领跑行业, 优化资源布局</a></p>

股票代码	最新观点
龙湖集团 (960 HK)	<p><b>23FY: 开发业绩承压, 经营性业务尽显韧性; 维持“买入”</b></p> <p>公司发布 23FY 业绩: 受地产行业下行影响, 开发业务收入和利润率同步下降, 拖累公司整体营收同比-28%至 1807 亿, 核心归母净利润同比-49%至 114 亿。考虑新房销售下行对开发业务的影响, 我们调整营收和毛利率假设, 调整 24-26E EPS 预测至 1.95/2.10/2.18 (24-25E 前值: 3.41/3.72)。可比公司 24E PE 均值为 6.6 倍 (Wind 一致预期), 考虑到公司长期稳健的运营能力和前瞻的经营性业务布局, 我们认为公司合理 24E PE 为 7.3 倍, 调整目标价至 15.46 港币 (前值: 25.12 港币), 维持“买入”评级。</p> <p>风险提示: 行业下行削弱公司融资能力; 物业销售增速不及预期; 经营性业务发展不及预期。</p> <p>报告发布日期: 2024 年 03 月 24 日</p> <p><a href="#">点击下载全文: 龙湖集团(960 HK,买入): 开发业绩承压, 经营性业务尽显韧性</a></p>
建发国际集团 (1908 HK)	<p><b>23FY: 销售高质量增长, 重视股东价值回报; 维持“买入”</b></p> <p>公司发布 23 年业绩: 营收 1344 亿 (yoy+35%); 剔除永续债股息后归母净利润 43 亿 (yoy+3%); 分红率 52%, 在行业下行背景下彰显了对股东回报的重视。考虑销售市场下行对开发业务的影响, 我们调整 24-26E EPS 预测至 2.66/3.13/3.56 (24-25E 前值: 3.60/4.33)。参考可比公司 24E PE 估值 6.0 (Wind 一致预期), 考虑到公司市场化管理机制带来的管理效能提升和股权激励计划使管理层和股东利益深度捆绑, 我们认为公司 24E 合理 PE 估值 6.6 倍, 调整目标价至 19.03 港币 (前值: 25.62 港币), 维持“买入”评级。</p> <p>风险提示: 1) 母公司建发房产支持减少带来的风险。2) 海西区域销售下行风险。3) 行业销售下行风险。</p> <p>报告发布日期: 2024 年 03 月 24 日</p> <p><a href="#">点击下载全文: 建发国际集团(1908 HK,买入): 销售高质量增长, 派息彰显诚意</a></p>
华润置地 (1109 HK)	<p><b>FY23: 经常性业务发力, 整体业绩稳中有升; 维持“买入”</b></p> <p>公司发布 FY23 业绩: 营收同比+21%至 2511 亿, 核心净利同比+3%至 278 亿, 经常性业务收入/核心净利占比分别达 16%/34%, 同比+0.7/10.4pct, 得益于经常性业务发力, 公司整体业绩稳中有升。考虑新房销售下行对公司开发业务的影响, 我们调整 24-26E EPS 至 4.25/4.50/4.86 元 (24-25 E 前值: 4.26/4.51 元)。可比公司 24E PE 均值 7.6 倍 (Wind 一致预期), 考虑公司强大的不动产经营能力和融资优势, 我们认为公司合理 24E PE 为 9.1 倍, 调整目标价至 42.23 港币 (前值: 32.88 港币), 维持“买入”评级。</p> <p>风险提示: 经常性业务收入增速不及预期; 开发业务结转情况不及预期。</p> <p>报告发布日期: 2024 年 03 月 28 日</p> <p><a href="#">点击下载全文: 华润置地(1109 HK,买入): 资管模式初显成效</a></p>
保利物业 (6049 HK)	<p><b>23 年归母净利润取得稳健增长, 维持“买入”评级</b></p> <p>公司 3 月 26 日发布年报, 23 年实现营收 150.6 亿元, 同比+10%; 归母净利润 13.8 亿元, 同比+24%; 派息率同比+15pct 至 40%。考虑到房地产调整、物管市拓竞争和外部环境的影响, 我们调低 24-25 年营收, 预计公司 24-26 年 EPS 为 2.82/3.18/3.58 元 (24/25 年前值为 3.18/3.89 元)。可比公司平均 2024PE 为 11 倍 (Wind 一致预期), 考虑到公司在公建领域的竞争优势和对股东回报的重视, 我们认为公司合理 2024PE 为 13 倍, 目标价 39.68 港币 (前值 56.85 港币, 基于 21 倍 2023PE), 维持“买入”评级。</p> <p>风险提示: 关联房企支持减弱, 市拓规模和盈利能力下行, 社区增值服务不及预期。</p> <p>报告发布日期: 2024 年 03 月 27 日</p> <p><a href="#">点击下载全文: 保利物业(6049 HK,买入): 经营质效改善, 股东回报加强</a></p>
华润万象生活 (1209 HK)	<p><b>23 年归母净利润保持较快增长, 维持“买入”评级</b></p> <p>公司 3 月 25 日发布年报, 23 年实现营收 147.7 亿元, 同比+23%; 归母净利润 29.3 亿元, 同比+33%; 派息率同比+10pct 至 55%。综合考虑收并购后平均物业费的下调、房地产调整、市拓竞争和优秀的高管经营表现, 我们下调公司营收但上调毛利率, 预计 24-26 年 EPS 为 1.55/1.85/2.14 元 (24-25 年前值 1.61/2.02 元)。可比公司平均 2024PE 为 10 倍 (Wind 一致预期), 考虑到公司高管板块的独特竞争壁垒和对股东回报的高度重视, 我们认为公司合理 2024PE 为 20 倍, 目标价 33.60 港币 (前值 47.46 港币, 基于 35 倍 2023PE), 维持“买入”评级。</p> <p>风险提示: 经济环境带来的经营风险, 收购整合风险, 规模扩张不及预期, 利润率不及预期。</p> <p>报告发布日期: 2024 年 03 月 26 日</p> <p><a href="#">点击下载全文: 华润万象生活(1209 HK,买入): 高管经营强劲复苏, 再度加强股东回报</a></p>
招商积余 (001914 CH)	<p><b>24Q1 营收实现双位数同比增长, 维持“买入”评级</b></p> <p>公司 4 月 25 日发布一季报, 24Q1 实现营收 37.2 亿元, 同比+13%; 归母净利润 1.9 亿元, 同比+3%; 扣非归母净利润 1.8 亿元, 同比+10%。我们维持 2024-2026 年 EPS 分别为 0.84、0.97、1.13 元的盈利预测。可比公司平均 2024PE 为 11 倍 (Wind 一致预期), 考虑到公司在非住宅领域的竞争优势及 A 股流动性溢价, 我们依然给予公司 18 倍 2024PE, 目标价 15.12 元, 维持“买入”评级。</p> <p>风险提示: 关联房企支持减弱, 盈利能力下行, 轻重资产分离不及预期。</p> <p>报告发布日期: 2024 年 04 月 26 日</p> <p><a href="#">点击下载全文: 招商积余(001914 CH,买入): 营收双位数增长, 期间费用率改善</a></p>
万物云 (2602 HK)	<p><b>23 年核心净利润取得较高增长, 维持“买入”评级</b></p> <p>公司 3 月 22 日发布年报, 23 年实现营收 331.8 亿元, 同比+10%; 归母净利润 19.5 亿元, 同比+29%; 核心净利润 23.4 亿元, 同比+30%。考虑到房地产市场调整和物管市拓竞争, 我们下调营收预测, 预计公司 24-26 年 EPS 为 1.91/2.15/2.41 元 (24-25 年前值 2.05/2.46 元)。可比公司平均 2024PE 为 11 倍 (Wind 一致预期), 考虑到公司在蝶城和科技方面的独特竞争优势, 以及对股东回报的重视, 我们认为公司合理 2024PE 为 13 倍, 目标价 26.86 港币 (前值 39.58 港币, 基于 22 倍 2023PE), 维持“买入”评级。</p> <p>风险提示: 关联房企支持减弱的风险, “蝶城”推进、收并购项目经营表现、科技板块和社区增值服务发展不及预期。</p> <p>报告发布日期: 2024 年 03 月 23 日</p> <p><a href="#">点击下载全文: 万物云(2602 HK,买入): 蝶城提效步入收获期, 派息大幅提升</a></p>

股票名称 最新观点

滨江服务 23年归母净利润同比稳健增长，维持“买入”评级

(3316 HK)

公司3月25日发布年报，23年实现营收28.1亿元，同比+42%；归母净利润4.9亿元，同比+20%；派息率同比+8.5pct至70.0%。考虑到市拓竞争压力和装修服务放量，我们调低毛利率，预计公司24-26年EPS为2.09/2.47/2.90元（24-25年前值2.41/3.04元）。可比公司平均2024PE为8倍（Wind一致预期），综合考虑公司服务口碑、项目密度的优势和港股市场流动性等因素，我们认为公司合理2024PE为10.5倍，目标价23.80港币（前值30.18港币，基于15倍2023PE），维持“买入”评级。

风险提示：关联房企经营风险，市拓规模和盈利能力下行风险，5S增值服务不及预期。

报告发布日期：2024年03月26日

[点击下载全文：滨江服务\(3316 HK,买入\)：硬装业务持续放量,派息率进一步提升](#)

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表111：报告提及公司信息

公司	彭博代码	公司	彭博代码	公司	彭博代码
碧桂园	2007 HK	美的置业	3990 HK	新希望地产	未上市
中骏集团控股	1966 HK	雅居乐集团	3383 HK	合景泰富集团	1813 HK
华宇集团	未上市	卓越集团	未上市	新城控股	601155 CH
大华地产	未上市	福星股份	000926 CH	大名城	600094 CH
招商蛇口	001979 CH	保利发展	600048 CH	中交地产	000736 CH
陆家嘴	600663 CH	华发股份	600325 CH	外高桥	600648 CH
中南建设	000961 CH	万科A	000002 CH	西藏城投	600773 CH
*ST嘉凯	000918 CH	中天服务	已退市	三湘印象	000863 CH
苏宁环球	000718 CH	新黄浦	600638 CH	京能置业	600791 CH
中华企业	600675 CH	天地源	600665 CH	迪马股份	600565 CH
苏州高新	600736 CH	荣盛发展	002146 CH	金科股份	000656 CH
渝开发	000514 CH	富力地产	2777 HK	绿地控股	600606 CH
龙光集团	3380 HK	融创中国	1918 HK	华夏幸福	600340 CH
中国恒大	3333 HK	中国奥园	3883 HK	花样年控股	1777 HK
中梁控股	2772 HK	建发股份	600153 CH	越秀地产	0123 HK
远洋集团	3377 HK	佳兆业集团	1638 HK	朗诗绿色生活	1965 HK
万达地产	未上市	世茂集团	0813 HK	红星控股	未上市
华润置地	1109 HK	外服控股	600662 CH	居然之家	000785 CH
中国华融	2799 HK	长城资管	未上市	旭辉控股集团	0884 HK
德信中国	2019 HK	蓝光发展	已退市	*ST泛海	000046 CH
ST世茂	600823 CH	美凯龙	601828 CH	*ST新联	000620 CH
珠江股份	600684 CH	中国海外发展	0688 HK	融信中国	3301 HK
龙湖集团	0960 HK	宝龙地产	1238 HK	金融街	000402 CH
时代中国控股	1233 HK	联发集团	未上市	高洲集团	1628 HK
信达地产	600657 CH	万科企业	2202 HK	建发房产	未上市
绿城中国	3900 HK	滨江集团	002244 CH	伟星房产	未上市
中国铁建	601186 CH	中国金茂	0817 HK	保利置业	0119 HK
金辉集团	未上市	新潮中宝	600208 CH	蓝绿双城	未上市
绿城管理控股	9979 HK	东原地产	未上市	联发集团	未上市
华南城	1668 HK	国贸地产	未上市	中建三局	未上市
石家庄城发投集团	未上市	中国雄安集团	未上市	湖北文旅建发集团	未上市
中国中铁	601390 CH	岳阳城建	未上市	江山万里	未上市
宁波轨道交通	未上市	象屿地产	未上市		

资料来源：Bloomberg，华泰研究

风险提示

**行业政策风险：**宏观流动性的变化、因城施策的调控政策存在不确定性，在新发展模式的指引下，住房、土地、金融、财税等房地产相关领域的制度存在调整优化的可能，都可能对房企经营造成扰动。

**行业下行风险：**房地产行业规模高峰可能已经过去，部分区域销售、拿地、新开工、投资等关键指标存在趋势性下行风险。

**部分房企经营风险：**若经营和融资性现金流修复低于预期，部分房企仍可能面临较大的资金链压力，进而出现经营困难等问题。

## 免责声明

### 分析师声明

本人，陈慎、刘璐、林正衡，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管,是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司,后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 招商蛇口（001979 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 中国海外发展（688 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师陈慎、刘璐、林正衡本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 招商蛇口（001979 CH）、保利物业（6049 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 招商蛇口（001979 CH）、保利物业（6049 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 招商蛇口（001979 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 中国海外发展（688 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力(含此期间的股息回报)相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数, 台湾市场基准为台湾加权指数, 日本市场基准为日经 225 指数), 具体如下:

### 行业评级

**增持:** 预计行业股票指数超越基准  
**中性:** 预计行业股票指数基本与基准持平  
**减持:** 预计行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级

**买入:** 预计股价超越基准 15% 以上  
**增持:** 预计股价超越基准 5%~15%  
**持有:** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间  
**卖出:** 预计股价弱于基准 15% 以上  
**暂停评级:** 已暂停评级、目标价及预测, 以遵守适用法规及/或公司政策  
**无评级:** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

### 法律实体披露

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J  
**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809  
**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231  
**新加坡:** 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

### 华泰证券股份有限公司

**南京**  
 南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019  
 电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521  
 电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**  
 深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码: 518017  
 电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062  
 电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**  
 北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/  
 邮政编码: 100032  
 电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275  
 电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**  
 上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120  
 电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068  
 电子邮件: ht-rd@htsc.com

### 华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼  
 电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123  
 电子邮件: research@htsc.com  
<http://www.htsc.com.hk>

### 华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东(纽约 10017)  
 电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702  
 电子邮件: Huatai@htsc-us.com  
<http://www.htsc-us.com>

### 华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981  
 电话: +65 68603600  
 传真: +65 65091183

©版权所有 2024 年华泰证券股份有限公司