

房地产

2025 年度策略：政策定未来，重燃希望

2024 年政策力度持续加大，聚焦主要矛盾、部委间协同发力，已凑齐地产、央行、财政三大拼图。我们认为，房地产是经济复苏的矛，同时互为因果，稳经济也离不开房地产真正意义上的企稳，稳地产也离不开经济的支持。我们维持此前判断，认为 2025 年的房地产政策将几大地产堵点上，持续加重码。按目前政策框架，针对几大堵点，可以考虑的政策如下：1、需求端：城市更新（含城中村改造）带动的拆迁加码、一线城市地产政策进一步宽松、公积金贷款利率以及商业房贷利率进一步下行、交易环节税费减免。2、去库存：收储、收地的加码（目前仍以地方政府出面为主，可以考虑中央出面，或者给予贴息支持减轻地方政府执行压力，以及回收的存量商品房、土地尽可能少的投向市场。3、融资端：城市房地产融资协调机制、保交楼资金投入、做好对房企风险的阻隔，对房企融资上甚至是保主体级别的支持。具体则要观察实际支持力度和落地情况。4、宏观层面中央财政进一步加杠杆、货币端利率中枢进一步下行。

基本面复盘（1）新房供应缩量制约销售复苏，成交往核心城市圈聚集。2024 年 1-11 月全国商品房销售额同比下滑 19.2%，量能上回落至 2015 年的水平。同时新房成交逐步缩圈，TOP20 城市销售额占百城比重到 2024 年前 11 月达到 68%，我们认为未来三四线城市复苏将很大程度依赖拆迁等政策，而一二线在依靠自身市场潜力的同时可借拆迁政策增动力。**（2）二手房持续同比表现强于新房，成交占比提升。**2024 年截止 50 周 13 城二手房成交面积同比基本持平，预计全年小幅正增。二手房由于在供应、价格等方面具备优势持续分流新房，2024M1-10 23 城二手房成交套数占新房和二手房交易总量的比重达 66%，较上年提升 8pct。考虑到 2025 年新房供应限制依然存在，预计二手房强于新房的趋势大概率延续。**（3）土地供需继续大幅缩量，预计将对明年供货和销售形成制约。**2024 年 1-11 月 300 城土地成交金额同比下降 31%，建面同比下降 26%，当前楼市尚未企稳，土地库存积压严重，房企拿地依然谨慎。**（4）库存规模仍维持高位，去化周期新政后小幅下跌但仍在近 14 年新高。**截止 2024M10，70 城新房狭义库存 4.6 亿平，相当于历史高点 86%；去化周期 27 个月，超过去历史周期高点。尽管政策频出但市场热度有区域性且难以维持，去库存收效甚微。库存高企且结构性问题突出，郊区库存积压且难以受益于常规的因城施策，需拆迁等措施促去化。

企业篇（1）供给侧出清接近尾声，头部销售排位已基本稳定。（2）政策转向后地产股与大盘重回同频。（3）优质头部房企 P/S 角度或被低估。（4）销售和拿地是企业抵抗逆周期的关键。（5）出险潮后行业整体杠杆不降反升。资产负债表指标的绝对衰退要滞后经营指标半年左右，当下国内大部分企业尤其已出险房企的杠杆正面临不断恶化，面临缩表及供给侧出清的终局。房企修复资产负债表路径主要有二，一是通过政策利好被动修复，二是可通过主动拿地打通造血内循环、通过换仓提升土储质量来修复。

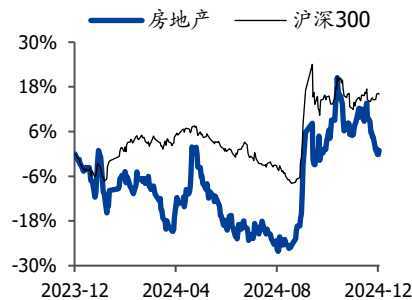
展望 2025 年，预计销售、开竣工、投资继续承压。我们中性预期 2025 年商品住宅销售金额同比-5.8%至 7.77 万亿元，住宅面积同比-4.7%至 7.62 亿方。商品房销售金额 8.85 万亿元，商品房销售面积 9.08 亿方。我们预计新开工面积同比-15%至 6.3 亿方。销售低迷、房企拿地意愿低、流动性承压房企开工意愿不高，但考虑城中村改造等增量或对新开工产生一定拉动作用。我们预计竣工面积同比-12%至 7.0 亿方。伴随新房销售、新开工等转弱，保交楼进入攻坚，竣工面积将面临压力。我们预计施工面积 63.0 亿方，同比-13.7%。目前施工面积正发生趋势性萎缩，将在中周期拖累投资。施工、土地两端投资都将对开发投资产生负向影响，我们预计 2025 年房地产开发投资额 8.69 万亿元，同比-11.8%，继续负向拖累。

投资建议：维持行业“增持”评级。我们认为 2024-2025 仍然是以政策为核心主导力量，板块主做政策 beta，配合观察一二线为主的核心城市基本面企稳的可能性（前提依然是政策到位资金到位），节奏和仓位控制更重要，配置方向可选：1）预期政策达到止跌回稳下的基本面公司：A 股的滨江集团、招商蛇口、保利发展、华发股份、建发股份；H 股的绿城中国、越秀地产、华润置地、中国海外发展、建发国际集团；2）城中村、化债、收储收地等政策利好的地方城投类企业：上海的城投控股、北京的城建发展等等；3）中介：贝壳；4）物业属于跟涨：华润万象生活、保利物业、中海物业、绿城服务、招商积余等；5）转型概念系：张江高科、中华企业等。

风险提示：政策落地不及预期，需求复苏不及预期，房企出险风险蔓延，模型假设和测算误差风险。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 金晶
执业证书编号：S0680522030001
邮箱：jinjing3@gszq.com

分析师 周卓君
执业证书编号：S0680523070006
邮箱：zhouzhuojun@gszq.com

分析师 肖依依
执业证书编号：S0680523080005
邮箱：xiaoyiyi3664@gszq.com

分析师 夏陶
执业证书编号：S0680524070006
邮箱：xiatao@gszq.com

相关研究

- 《房地产开发：2024W51：本周新房成交同比+13.3%，11月更多城市房价跌幅收窄》 2024-12-22
- 《房地产开发：2024W50：中央经济工作会议继续强调稳地产》 2024-12-15
- 《房地产开发：政治局会议点评：超常规的稳经济工作安排，房地产政策将持续加码》 2024-12-09

内容目录

一、政策复盘与展望：9 月底政策终于准确扩围，2025 规模、力度和执行有待进一步加码.....	5
问题 1：尽管二手房交易量表现较好，新房交易量能仍然偏弱且持续性不足	7
问题 2：新库存仍高，且多数位于较难去化的郊区	10
问题 3：房地产主要风险防范与化解（流动性问题、住房交付问题）	12
二、房地产基本面复盘：新房受供应结构制约复苏欠缺力度，拿地进一步萎缩	20
2.1 供应缩量制约新房销售复苏，二手房持续分流新房	20
2.1.1 新房供给缩量，销售延续下滑态势	20
2.1.2 新房缩圈，聚焦核心城市	22
2.1.3 二手房持续分流新房，预计全年成交量同比小幅正增	24
2.2 土地供需继续大幅缩量，预计将对明年供货和销售形成制约	27
2.3 库存规模仍维持高位，去化周期新政后小幅下跌但仍在近 14 年新高	30
三、企业篇：有竞争实力的企业已经出炉，销售拿地资产依然是胜负手	34
3.1 供给侧出清近尾声，头部销售排位已基本稳定	34
3.2 政策转向后地产股与大盘重回同频	36
3.3 优质头部房企 P/S 角度或被低估	41
3.4 受制于销售回落，多数企业拿地端也面临压力	43
3.5 销售和拿地是企业抵抗逆周期的关键	45
3.6 出险潮后行业整体杠杆不降反升	46
3.7 亏损加剧，仍面临资产减值及以价换量压力	48
3.8 部分企业已失去 PE 作为估值参考的有效性	50
四、统计局指标预测：销售、开竣工、投资继续承压	54
4.1 销售预测：中性预期 2025 年住宅销售金额同比-5.8%，销售面积同比-4.7%	54
4.2 预计 2025 年新开工-15%，竣工-12%，施工-13.7%	57
4.3 预计 2025 年房地产开发投资额-11.8%，形成负贡献	60
投资建议	63
风险提示	64

图表目录

图表 1：2021 年至今主要地产政策内容汇总（截至 2024.12.17）	5
图表 2：本轮政策宽松周期与 2014 年宽松周期时间线对比	6
图表 3：5 年期以上 LPR 及全国新发个人房贷利率	7
图表 4：一线城市现行限购限贷政策一览（截至 2024.12.17）	8
图表 5：全国棚户区改造开工量	9
图表 6：全国棚户区改造基本建成量	9
图表 7：中央及地方用于棚户区改造的公共财政支出金额	9
图表 8：央行保障性住房再贷款支持收储落地情况	10
图表 9：商业银行收储贷款要求回报率测算（左图为 517 政策框架下测算，右图为 924 政策框架下测算）	11
图表 10：支持收回土地系列政策	12
图表 11：2024 年中央重要会议多次提及重点领域风险防范与化解	12
图表 12：房地产开发资金规模及同比	13
图表 13：房地产开发资金各项来源占比（%）	13
图表 14：房地产开发资金主要分项同比	13
图表 15：2024 年银行房地产贷款相关政策	14
图表 16：房地产开发贷款余额及同比	14
图表 17：个人住房贷款余额及同比	14
图表 18：房企债券融资相关政策	15
图表 19：国央企与民企债券发行数量（截至 2024.11.30）	16
图表 20：国央企与民企债券发行金额规模（截至 2024.11.30）	16
图表 21：国央企与民企净融资额（考虑回售，截至 2024.11.30）	16
图表 22：国央企与民企债券加权平均发行利率（截至 2024.11.30）	16
图表 23：国央企与民企债券到期规模分月份（考虑回售，按 2024.11.30 时点待偿还规模统计）	17
图表 24：民营房企通过中债增担保发行的债券规模分月份（截至 2024.11.30）	17

图表 25:	民营房企通过中债增担保发行的债券及获得储架式发行额度情况 (截至 2024.11.30)	18
图表 26:	国央企与民企美元债发行只数 (截至 2024.11.30)	19
图表 27:	国央企与民企美元债发行规模 (截至 2024.11.30)	19
图表 28:	国央企与民企美元债到期规模 (截至 2024.11.30)	19
图表 29:	国央企与民企美元债到期规模 (剔除出险, 截至 2024.11.30)	19
图表 30:	国央企与民企美元债到期规模 (考虑回售、剔除出险房企, 截至 2024.11.30)	19
图表 31:	全国商品房销售面积 (滚动 12 个月累计值, 单位: 亿平方米)	20
图表 32:	全国商品房销售金额 (滚动 12 个月累计值, 单位: 万亿元)	20
图表 33:	70 城商品住宅月度批准上市面积 (万方)	21
图表 34:	30 城新房周度成交面积 (万方)	21
图表 35:	百城商品住宅月度销售金额 (亿元)	21
图表 36:	百城商品住宅月度销售面积 (万方)	21
图表 37:	近两年几轮全国性放松政策中, 一二线政策效果强于三四线 (单位: 亿元)	22
图表 38:	百城中 TOP20 城销售额占比	23
图表 39:	百城中 TOP20 城销售面积占比	23
图表 40:	百城中具体城市历年成交金额	24
图表 41:	样本 13 城历年二手房周度成交面积 (万方)	25
图表 42:	样本 13 城中一线城市历年二手房周度成交面积 (万方)	25
图表 43:	样本 13 城中二线城市历年二手房周度成交面积 (万方)	25
图表 44:	样本 13 城中三线城市历年二手房周度成交面积 (万方)	25
图表 45:	新房、二手房成交走势基本同频 (单位: 万套)	26
图表 46:	23 城中二手房成交套数占比远超新房	26
图表 47:	新房和二手房成交总量 2023 年增长, 2024 年预计下降	26
图表 48:	近三年二手房成交套数同比表现优于新房	26
图表 49:	23 城中大部分城市 2024 年的二手房成交套数已经超过新房	27
图表 50:	300 城宅地供应建面 (万方)	27
图表 51:	300 城宅地成交建面 (万方)	27
图表 52:	300 城宅地出让金 (亿元)	28
图表 53:	300 城宅地成交建面与成交金额增速	28
图表 54:	300 城不同能级城市宅地成交建面同比	28
图表 55:	300 城不同能级城市宅地成交金额同比	28
图表 56:	300 城中不同能级城市土地成交建面占比	29
图表 57:	300 城中不同能级城市土地成交金额占比	29
图表 58:	300 城中不同能级城市的成交楼面价	29
图表 59:	300 城土拍流拍率	30
图表 60:	300 城土拍溢价率	30
图表 61:	300 城不同能级城市土拍流拍率	30
图表 62:	300 城不同能级城市土拍溢价率	30
图表 63:	70 城住宅库存面积与住宅成交面积	31
图表 64:	不同能级城市住宅库存情况 (单位: 万方)	31
图表 65:	70 城市住宅库存去化周期与住宅成交面积	32
图表 66:	不同能级城市住宅库存去化周期 (单位: 月)	32
图表 67:	库存去化周期在不同区间的城市数量及占比	33
图表 68:	70 城住宅库存及去化周期	33
图表 69:	TOP15 排位房企已基本稳定	34
图表 70:	TOP15 排位房企已基本稳定 (续)	35
图表 71:	2002-2024M10 A 股地产指数与大盘走势	36
图表 72:	2021 年以来 A 股地产指数与大盘走势	37
图表 73:	2002-2024M10 H 股地产指数与大盘走势	37
图表 74:	2021 年以来港股地产指数与大盘走势	38
图表 75:	房地产指数走势与政策打点图	39
图表 76:	历年百城商品住宅销售金额与板块指数调整幅度	39
图表 77:	房地产指数与百城商品住宅销售金额走势拟合度	40
图表 78:	房地产指数与统计局商品房销售额累计同比走势拟合度	41
图表 79:	各类样本房企 P/S 区间范围	42
图表 80:	典型房企 P/S	43

图表 81:	典型房企拿地强度对比	44
图表 82:	典型房企销售与股价的关联度	45
图表 83:	典型房企拿地与股价的关联度	45
图表 84:	典型房企拿地强度与股价的关联度	45
图表 85:	典型房企三道红线及负债率	47
图表 86:	房企由现金流风险走向资产风险传导图	48
图表 87:	A 股样本房企利润区间范围 (亿元)	49
图表 88:	港股样本房企利润区间范围 (亿元)	49
图表 89:	房企利润变动情况	50
图表 90:	A/H 股样本房企 PE 区间范围	51
图表 91:	A/H 股样本房企 PB 区间范围	51
图表 92:	房企 PE 及 PB	52
图表 93:	房企主要现金来源和流向	53
图表 94:	统计局口径 (全国范围) 与中指口径 (一二三线城市) 商品住宅销售面积	54
图表 95:	统计局口径 (全国范围) 与中指口径 (一二三线城市) 商品住宅销售面积月度同比	55
图表 96:	各能级城市商品住宅销售面积季度月均值	55
图表 97:	各能级城市商品住宅销售均价季度月均值	55
图表 98:	一线城市单月商品住宅销售面积及同比	56
图表 99:	一线城市单月商品住宅销售价格及同比	56
图表 100:	二线城市单月商品住宅销售面积及同比	56
图表 101:	二线城市单月商品住宅销售价格及同比	56
图表 102:	三线城市单月商品住宅销售面积及同比	56
图表 103:	三线城市单月商品住宅销售价格及同比	56
图表 104:	2024-2025 年全国商品住宅及商品房销售预测	57
图表 105:	新开工面积与中指 300 城宅地出让建面累计同比	58
图表 106:	竣工面积与滞后两年的商品房销售面积累计同比	58
图表 107:	房地产新开工、竣工、施工、停工预测 (单位: 万方、%)	59
图表 108:	房屋新开工面积及预测	59
图表 109:	房屋竣工面积及预测	59
图表 110:	房屋施工面积及预测	60
图表 111:	测算房屋净停工面积及预测	60
图表 112:	房地产开发投资预测模型	60
图表 113:	施工投资与土地投资占开发投资的比重	61
图表 114:	统计局土地购置费与中指 300 城宅地出让金对比	62
图表 115:	房地产开发投资相关预测 (单位: 亿元、万方、元/平)	62
图表 116:	地产当下所处周期位置	63

一、政策复盘与展望：9 月底政策终于准确扩围，2025 规模、力度和执行有待进一步加码

房地产经历 3 年多的调整，现阶段行业面临 3 大问题：需求弱、供给高、风险防范与化解。值得肯定的是，今年以来政策力度持续加大，特别是 9 月底这波政策，聚焦主要矛盾、进入政策深水区。部委间协同发力，已凑齐地产、央行、财政三大拼图。2024 年核心政策包括：（1）供给侧，收储、收地相关政策出台，央行、财政部协同支持，且央行再贷款政策已经历一轮优化；（2）需求端，央行继续调降首付比例至首套二套最低 15% 突破历史下限，调降新发、存量房贷利率；住建部以货币化安置等方式新增实施 100 万套城中村改造；（3）风险防范化解方面，创设并快速推进城市房地产融资协调机制，预计年底贷款审批通过金额将增加到 4 万亿元，对房企流动性产生一定帮助，推进保交楼。

图表1：2021 年至今主要地产政策内容汇总（截至 2024.12.17）

政策大类	时间	政策要点	政策详情
宏观调控	2021-2024	降准降息	2021年7月至今，8次降准、7次5年期LPR降息（105BP）
需求端	2022-2023	因城施策	2022年5月央行提出因城施策实施好差别化住房信贷政策
	2023/8	认房不认贷	推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”
	2023/8	831新政	首付比例最低20%/30%，首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行，新发二套房贷加点降至+20BP。按照因城施策原则，各地自主确定辖区内各城市首套和二套最低首付比例和利率下限
			存量首套住房商业贷款的借款人可向承贷金融机构提出申请，由该金融机构新发放贷款置换存量首套住房商业贷款
	2024/5	517系列政策：住房信贷方面	首付比例最低15%/25%，取消房贷利率下限
	2024/9	924系列政策：住房信贷方面	统一首套房和二套房的房贷最低首付比例，将全国层面的二套房贷款最低首付比例由当前的25%下调到15%。
			引导商业银行将存量房贷利率降至新发放贷款利率的附近，预计平均降幅大约在0.5个百分点左右
	2024/10	加力实施城中村改造	充分赋予城市政府调控自主权。通过货币化安置等方式，新增实施100万套城中村改造和危旧房改造
	2024/11	核心城市取消普宅非普宅认定，契税、增值税减免	面积140平方以下的，首套二套减按1%征收契税；140平方以上的，首套减按1.5%、二套减按2%征收契税。一线城市先后取消普宅非普宅认定，增值税免征年限由5年改为2年
融资端	2022/11	“金融16条”及三支箭	稳定房地产开发贷款投放，对国有、民营等各类房地产企业一视同仁。支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期。保持债券融资基本稳定，推进增信机构对财务总体健康、面临短期困难的房企债券发行提供增信支持。恢复涉房上市公司并购重组及配套融资。恢复上市房企和涉房上市公司再融资。
	2024/1	城市房地产融资协调机制	建立城市房地产融资协调机制，推动房地产开发企业和金融机构精准对接，鼓励金融机构从项目维度予以支持。11月住建部表示将“白名单”项目的信贷规模增加到4万亿元
	2024/9	924系列政策：“金融16条”延期	将年底前到期的经营性物业贷款和“金融16条”这两项政策文件延期到2026年底。
供给端	2022/7	保交楼	银保监会积极表态：将支持地方政府积极推进“保交楼、保民生、保稳定”工作。随后多地筹备保交楼专项借款。2022年11月，央行计划向商业银行提供2000亿元免息再贷款，支持商业银行提供配套资金用于支持“保交楼”
	2023/4	三大工程	提出“三大工程”：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
	2023/9	14号文支持保障性住房建设	明确了两大目标，一是加大保障性住房建设和供给，“让工薪收入群体逐步实现居者有其屋，消除买不起商品住房的焦虑，放开手脚为美好生活奋斗”；二是推动建立房地产业转型发展新模式，让商品住房回归商品属性，满足改善性住房需求
	2023/10	取消土拍限价限制	自然资源部建议取消土拍限价限制
	2024/5	517系列政策：消化存量、优化增量	央行设立3000亿元再贷款支持地方收储（央行资金支持比例60%），自然资源部支持地方收回土地，继续推进保交楼，允许土地改规划
	2024/9	924系列政策：央行收储资金支持比例提升、研究支持收地	将3000亿元保障性住房再贷款中央银行资金的支持比例由原来的60%提高到100%，增强对银行和收购主体的市场化激励。研究允许政策性银行、商业银行贷款支持有条件的企业市场化收购房企土地，盘活存量用地，缓解房企资金压力。在必要的时候，也可以由人民银行提供再贷款支持。
	2024/10	财政部支持地方政府专项债用于收地、收储	支持地方政府使用专项债券回收符合条件的闲置存量土地，确有需要的地区也可以用于新增的土地储备项目。用好专项债券来收购存量商品房用作各地的保障性住房。继续用好保障性安居工程补助资金，适当减少新建规模，支持地方更多通过消化存量房的方式来筹集保障性住房的房源

资料来源：Wind，中央政府网站，地方政府网站，国新办，央行，住建部，证券时报，证券日报，上证报，中国经济网，国盛证券研究所

在前两年的策略中，我们提到过当前的房地产处在三大周期压顶的过程中，真正的坚实的底部离不开长期支持的政策，我们依然认为，政策最终力度至少或者甚至超越 14 年历史周期。我们认为，房地产是经济复苏的矛，同时互为因果，稳经济也离不开房地产真正意义上的企稳，稳地产也离不开经济的支持。我们维持此前判断，认为 2025 年的房地产政策将几大地产堵点上，持续加重码。

(1) 按目前政策框架，针对几大堵点，可以考虑的政策如下：

需求端：城市更新（含城中村改造）带动的拆迁加码、一线城市地产政策进一步宽松、公积金贷款利率以及商业房贷利率进一步下行、交易环节税费减免；

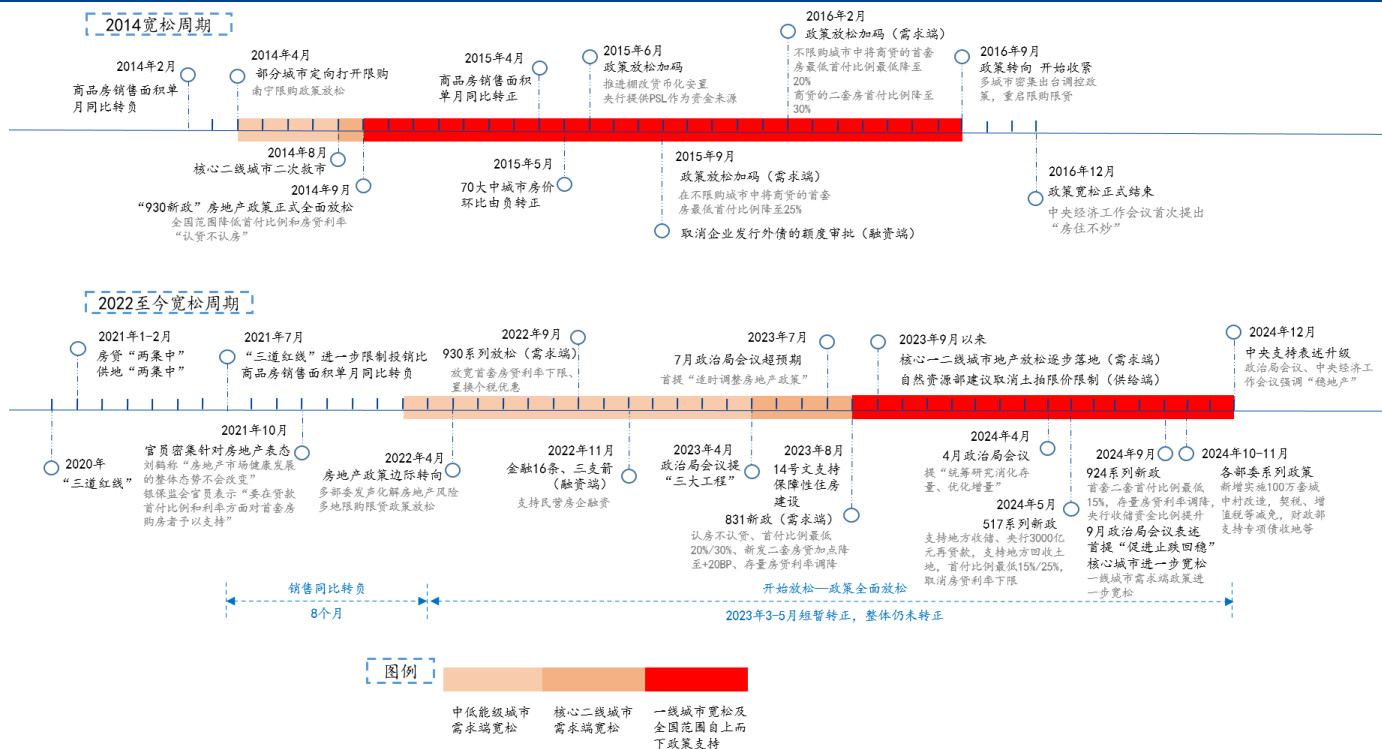
去库存：收储、收地的加码（目前仍以地方政府出面为主，可以考虑中央出面，或者给予贴息支持减轻地方政府执行压力，以及回收的存量商品房、土地尽可能少的投向市场）；

融资端：城市房地产融资协调机制、保交楼资金投入、做好对房企风险的阻隔，对房企融资上甚至是保主体级别的支持。具体则要观察实际支持力度和落地情况。

(2) 目前形势不能单靠地产政策本身去解决，更需要宏观层面政策予以配合，包括中央财政进一步加杠杆、货币端利率中枢进一步下行。

(3) 节奏上，在 9 月政治局会议明确“促进房地产市场止跌回稳”的基调后，我们认为 2025 年地产政策有望继续加码。当前新房整体链条仍未畅通，供应、需求、企业融资等政策需要继续协同发力，让新房销售企稳回升保持一定的量能，逐步畅通销售-拿地-开工-施工-竣工链条，减轻对经济的负向拖累。

图表2: 本轮政策宽松周期与 2014 年宽松周期时间线对比



资料来源: Wind, 中央政府网站, 央行, 财政部, 证监会, 国家金融监督管理总局, 人民网, 中国新闻网, 新华网, 中房网, 中新网, 证券时报, 国新办, 国盛证券研究所

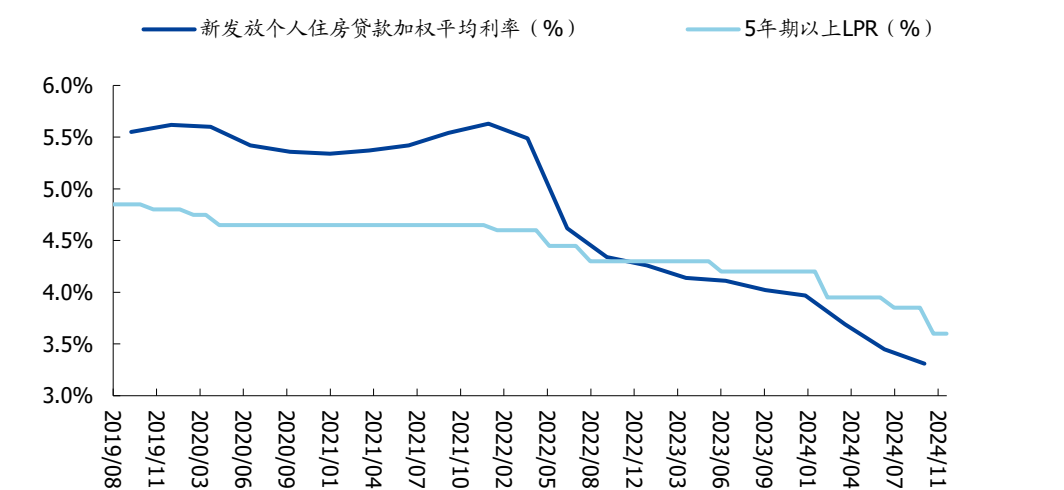
问题 1：尽管二手房交易量表现较好，新房交易量能仍然偏弱且持续性不足

现阶段解决方案：核心城市进入有力度的宽松，房贷利率及交易税费降低，加码城中村改造。我们预计 2025 年需求端政策或朝着这些方向进一步加码发力，创造新需求最好的方式是拆迁，紧跟实际资金支持规模和落地。

2024 年充分赋予城市政府调控自主权，一线城市开始进入有力度的宽松。在 2024 年 10 月国新办新闻发布会上，住建部部长倪虹将政策“组合拳”概括为“四个取消、四个降低、两个增加”，即充分赋予城市政府调控自主权，取消限购、取消限售、取消限价、取消普通住宅和非普通住宅标准，降低住房公积金贷款利率、降低住房贷款的首付比例、降低存量贷款利率、降低“卖旧买新”换购住房的税费负担。其中大部分政策已经出台，特别是在因城施策宽松政策推进两年后，2024 年多数城市已接近全面放松，且核心城市购房政策开始有力度的宽松。一线城市在 517、924 等中央会议后进一步放松，目前北上深已经松绑限购，广州全面取消限购；限贷方面一线城市首套最低首付比例均看齐全国最低 15%，二套北上深调降至 20%，广州调降至 15%。交易税费方面，一线城市均已取消普宅非普宅认定，契税按 140 平方首套二套等标准减按 1%、1.5%、2%征收，增值税 5 改 2。整体来看，核心城市已逐步开始有力度的宽松。

新发及存量房贷利率调降，继续减轻购房者贷款压力。2024 年 LPR 累计调降 60BP，带动全国新发个人按揭利率水平持续降低。截至 930 全国平均新发利率降至 3.31% 为历史最低，考虑到 10 月 LPR 又有一次调降，我们判断目前全国新发主流利率已接近 3% 附近。存量方面，存量房贷利率由于变动相对滞后，且在 517 央行取消新发房贷利率政策下限后，新发利率减点幅度扩大，导致新老房贷利差再度扩大。在 924 系列新政中已再次调降存量利率，平均降幅在 50BP 左右。并且，央行行长潘功胜表示，正在考虑将指导商业银行完善按揭贷款的定价机制，由银行、客户双方基于市场化原则自主协商进行动态调整。我们认为未来新发与存量房贷利率的调整也会更加灵活。虽然近期部分城市因新发利率过低导致有回升的现象，但我们认为国内利率中枢仍将趋势下行，未来在货币政策将重回“适度宽松”取向后，LPR 有继续下调空间，将继续带动房贷利率下行。

图表 3：5 年期以上 LPR 及全国新发个人房贷利率



资料来源：Wind，国盛证券研究所

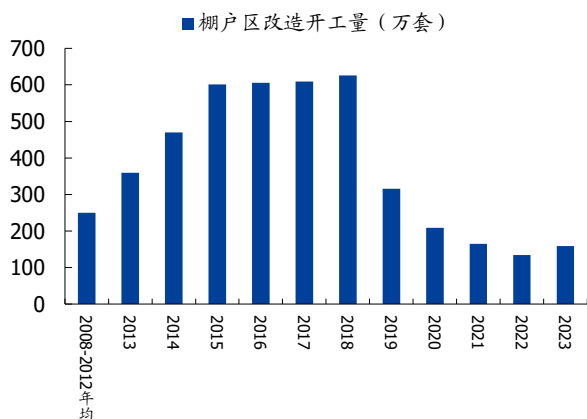
图表4：一线城市现行限购限贷政策一览（截至 2024.12.17）

说明：自2022年以来出台的政策，单元格底色标蓝；2024年初至930前出台的，文字标红；930及以后出台的，文字标蓝								
政策类型			北京	上海	广州	深圳		
限购政策	限购区域划分		全市限购	全市限购	取消限购	全市限购		
			通州区取消双限，只要符合北京整体限购政策即可购房→居民家庭购买通州区商品住房，按全市统一政策执行	有条件限购宽松区域：外环外、临港、金山、青浦、奉贤		有条件限购宽松区域：盐田区、宝安区（不含新安街道、西乡街道）、龙岗区、龙华区、坪山区、光明区、大鹏新区		
	限购套数规定	本市户籍居民家庭	限购2套（含持有有效北京市工作居住证已婚家庭） （本市户籍成年单身人士与未成年子女共同生活的，按本市户籍居民家庭执行限购政策）	夫妻均为上海户籍，2011.1.30前夫妻双方各自和父母共有住房数≤2套，限购2套		限购2套住房。取消落户年限以及缴纳个税、社保年限要求（原需满3年）		
		本市户籍单身（含离异）	限购1套（含持有有效北京市工作居住证个人）	无房，且本人和父母2011.1.30前共有住房数≤2套，限购1套		限购1套住房。取消落户年限以及缴纳个税、社保年限要求（原需满3年）		
		非本市户籍居民家庭及单身	家庭个人均限购1套，需满足购房之日前连续缴纳5年及以上个税或社保→五环内满3年，五环外满2年；符合条件人才满1年	购房之日前3年连续缴纳个税或社保，家庭全市限购1套，单身外环内限购1套二手房，单身外环外限购1套新房或二手房→满1年，家庭以及单身外环外限购1套；对持《居住证》且积分达到标准分值、满3年个税或社保的家庭，购买套数同沪籍家庭		限购1套，需满足购房之日前连续缴纳3年及以上个税或社保，在限购宽松区域，满1年限购1套→核心区满1年即可，在限购宽松区域不需提供个税或社保证明		
			其他特殊规定			对二孩及以上的多子女家庭，可再购买1套住房 在新片区工作、存在职住分离的群体，在执行现有住房限购政策的基础上，可在新片区增购1套住房	本市户籍居民家庭在执行上述限购基础上，可在限购宽松区域再购买1套房 有两个及以上未成年子女的非本市户籍居民家庭，在执行上述住房限购政策的基础上，可再购买1套住房	
限贷政策	商业贷款		认贷情况	认房不认贷	认房不认贷，购房所在区无住房且符合购房条件的，可按首套认定	认房不认贷，有两个及以上未成年子女的居民家庭，购买第二套住房的，在办理个人住房贷款业务时可适用首套住房贷款政策		
			首付比例	首套	普宅35%、非普40%→30%→20%→15%	普宅35%、非普40%→30%→20%→15%	30%→15%	30%→20%→15%
				二套	普宅60%、非普80%→城六区（东城、西城、朝阳、海淀、丰台、石景山区）50%→五环以内35%→全市范围20%	普宅50%、非普70%→主城区50%→35%→25%，实行差异化政策区域的二套最低20%	25%→15%	40%→30%→20%
	贷款年限		25年→30年	30年	30年	30年		
	普宅认定		取消普通住宅和非普通住宅标准					
	房贷利率	首套	LPR-45BP	LPR-45BP	取消下限	LPR-45BP		
		二套	五环内-5BP，五环外-25BP	主城-5BP，郊区-25BP	取消下限	LPR-5BP		
	税费政策	契税		面积140平以下的，首套二套减按1%征收契税；140平以上的，首套减按1.5%、二套减按2%征收契税				
增值税		个人对外销售住房增值税免征年限从5年调整为2年						

资料来源：各地方政府网站，新华网，证券时报，央广网，国盛证券研究所（说明：城市自 2022 年以来出台的政策，单元格底色标蓝；2024 年初至 930 前出台的政策，文字标红；930 出台的政策，文字标蓝）

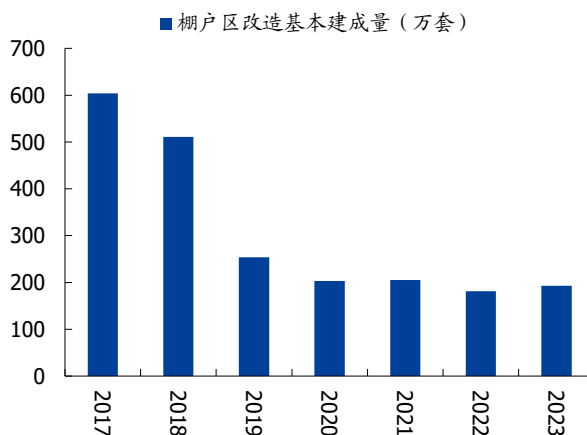
2024 年首提 100 万套城中村和危房改造，虽相较 15-18 年棚改规模有较大区别，但也进一步打开了城市更新发力空间。上文提到，住建部部长倪虹将政策“组合拳”概括为“四个取消、四个降低、两个增加”，其中“两个增加”其一指的是通过货币化安置等方式新增实施 100 万套城中村改造和危旧房改造。从现状看，全国 35 个大城市，需要改造的城中村有 170 万套，考虑全国其他城市，整体改造的需求还是比较大的，也给政策后续继续加力留下想象空间。从方式看，这次 100 万套主要采用货币化安置方式。从支持资金来源看，一是开发性、政策性金融机构可给予专项借款，二是地方发行政府专项债，三是商业银行根据项目评估可以发放商业贷款，此外给予税费优惠。我们认为，不能简单将城中村改造类比往年棚改，因为模式本身以及可拆现状均有所不同。但考虑到这次提到“新增实施”，且主推货币化安置，因此表述更加积极，增量也有望一定程度提振住房需求。从倪虹部长表述看，100 万套规模后续也有加码空间，建议持续跟踪具体落地细节。

图表5: 全国棚户区改造开工量



资料来源: 国务院, 统计局, 住建部, 国盛证券研究所

图表6: 全国棚户区改造基本建成量



资料来源: 统计局, 国盛证券研究所

图表7: 中央及地方用于棚户区改造的公共财政支出金额



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (2023 年中央本级金额暂未披露)

问题 2：新房库存仍高，且多数位于较难去化的郊区

解决方案：央行与财政部支持收储、收地。我们预计 2024 年收储将继续优化和推进，地方收回土地和改规将进一步落地。考虑到现行政策实际落地仍有较多阻碍，我们认为政策进步空间在于：中央出面收储收地、或者中央层面给予贴息支持，同时考虑收回的商品房或土地短期内不再投向市场。

央行通过保障性住房再贷款、财政部通过专项债券等方式推进商品房收储。针对房地产库存高企的问题，2024 年供给侧最核心的政策即商品房收储。最早是在 2024 年 4 月政治局会议提到要统筹研究消化存量、优化增量的政策措施。2024 年“517”系列政策中，央行设立 3000 亿元保障性住房再贷款支持地方收购已竣工未售新房，用作配售型或配租型保障性住房，即“收储”政策。“924”央行进一步优化收储政策，央行将出资比例由 60%提升至 100%。以上属于央行再贷款条线。另一方面，财政部 10 月于国新办发布会提到，支持专项债券收购存量商品房用作各地保障性住房。

落地情况看，央行再贷款条线支持收储相对偏慢，924 框架优化后可能边际提速。2023 年人民银行设立了租赁住房贷款支持计划，支持济南、郑州等 8 个城市试点市场化批量收购存量住房、扩大租赁住房供给。该贷款支持计划落地较慢，截至 2024 年 3 月底仅投放 20 亿元。在 2024 年 6 月央行正式创设保障性住房再贷款后，租赁住房贷款支持计划不再实施，1000 亿元额度并入保障性住房再贷款。在 517 框架下，截至 9 月底落地金额为 162 亿元，相较此前贷款支持计划有一定提速，但仍偏慢。考虑到 924 框架对收储再贷款政策作出进一步优化，我们预计可能边际提速，但实际落地相较政策设计的 3000 亿元恐仍有一定距离。

图表8：央行保障性住房再贷款支持收储落地情况

时间	租赁住房贷款支持计划（亿元）	租赁住房贷款支持计划落地规模（亿元）	保障性住房再贷款（亿元）	保障性住房再贷款落地规模（亿元）
2023-03	1000	0	0	0
2023-06	1000	0	0	0
2023-09	1000	0	0	0
2023-12	1000	0	0	0
2024-03	1000	20	0	0
2024-06	0	0	3000	121
2024-09	0	0	3000	162

资料来源：Wind，国盛证券研究所（2024 年 6 月，央行创设保障性住房再贷款，同时，原有租赁住房贷款支持计划不再实施，相关额度和余额均并入保障性住房再贷款）

924 框架下，因资金成本的降低，更多项目将符合收储条件。根据我们测算，央行资金支持比例为 60%，即央行 3000 亿元+商业银行 2000 亿元的组合贷款，加权平均回报率要求大约在 2.2%以上，主要是商业银行投放贷款部分要求的回报率偏高，拉高了整体贷款的回报率要求。924 框架下，由于央行将出资比例提升至 100%，即央行为商业银行的贷款提供全额再贷款，资金成本即在央行再贷款成本 1.75%的基础上适当上浮。即便是考虑出租率、运营成本等等，也将会有更多的项目达到商业银行的回报率要求，同时也相应大幅减轻了地方政府资本金、补贴租客等方面的资金压力。因此我们预计更多项目将符合收储条件。

图表9: 商业银行收储贷款要求回报率测算（左图为 517 政策框架下测算，右图为 924 政策框架下测算）

517 框架：5000 亿元贷款分为央行及商业银行两部分				924 框架：央行出资比例提升至 100%，即 3000 亿元贷款			
3000 亿元央行再贷款成本（%）		1.75		3000 亿元央行再贷款成本（%）		1.75	
2000 亿元商业银行提供的资金回报率要求（%）		3.1		商业银行提供的资金		全部由央行提供再贷款	
5000 亿元贷款加权平均回报率要求（%）		2.29		3000 亿元贷款加权平均回报率要求（%）		考虑银行盈利需求，在 1.75 的基础上适当上浮	
城市维度测算		一线城市	二线城市	城市维度测算		一线城市	二线城市
租金回报率（%）		1.5	2	租金回报率（%）		1.5	2
地方平台申请贷款的资本金占比		25%	25%	地方平台申请贷款的资本金占比		25%	25%
贷款部分租金回报率（%）		2.0	2.7	贷款部分租金回报率（%）		2.0	2.7
综合考虑出租率、运营成本后，相较 5000 亿元要求的回报率差距（地方政府在提供资本金后，额外需要补贴租客的租金）		无法覆盖	勉强覆盖	综合考虑出租率、运营成本后，相较 3000 亿元要求的回报率差距（地方政府在提供资本金后，额外需要补贴租客的租金）		勉强覆盖	覆盖
地方政府需要如何行动？		提高资本金比例，或是进一步补贴租客，推进可能较难	侧重于筛选需求充足、稳定的区域进而选定收储项目	地方政府需要如何行动？		提高资本金比例，或是进一步补贴租客	侧重于筛选需求充足、稳定的区域进而选定收储项目

资料来源：央行，国盛证券研究所测算

在市场化、地方负责的原则下，现行收储推进仍面临较多阻力。实际推进中，需要平衡开发商、银行、政府平台三方利益。虽然如前文所述 924 框架进一步降低了资金成本，商业银行层面阻力有所减小。但目前看各地方政府实际推进意愿不尽相同，主要是政府推进收储的动力，取决于当地保障性住房实际需求以及完成的情况。部分二线城市保障性住房接近饱和，地方政府推进的增量空间有限。另外地方平台收储资本金、项目潜在补贴租客的资金等，也考验地方政府自身财政实力。

现行政策收储面积也相对有限，能减少一定库存但改变不了本质。在 924 政策框架下，由于央行出资比例提升至 100%，在政策最理想的全额投放 3000 亿元情况下，假设地方资本金占比 25%，央行再贷款条线带动的收储金额为 4000 亿元。按 2024 年 11 月全国商品住宅销售均价 10366 元/平、收储价格按 7 折估计，全额投放可收储约 5500 万方的住宅，占到现阶段已竣工待售面积（超狭义库存）的 14.6%。需要注意的是，上述为较为乐观的估计（全额投放），并且如果考虑到规模更大的已取证未售库存（狭义库存）以及已拿地未取证土地（广义库存），现有收储已竣工新房对行业整体供给端的改善作用是比较有限的。除此以外，专项债收储也可以提供资金支持，但也取决于地方的执行态度。进一步而言，现有收储框架下，地方政府收储后主要用作保障房、依然要投向市场，从政策本质上并没有“消灭”库存。这也是后续我们期待政策优化的主要方向之一，即考虑收回的商品房短期不再投向市场。

2024 年另一条供给侧重要政策，明确支持地方收回土地，落地情况仍有待进一步观察。

“517”系列新政中，自然资源部支持地方按照“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，可通过地方政府专项债券等予以资金支持。“924”央行新政中，央行研究允许政策性银行、商业银行贷款支持有条件的企业市场化收购房企土地，盘活存量用地，缓解房企资金压力。在必要的时候，也可以由人民银行提供再贷款支持。10 月财政部再次提到支持收回土地，确有需要的地区也可以用于新增的土地储备项目。我们此前多篇报告中提到，对于库存问题，可以通过政府收回尚未开工/开工程度较低的土地，从源头减少土地库存。后续重点关注政策落实的资金是否到位；如何确保项目收支平衡，不增加政府隐性债务风险；以及回收土地的定价问题，可能涉及与房企、债权人的谈判等问题。

部分地方政府已在推进收回土地，最主要的方式是调规后重新出让。比较典型的是广州。根据越秀地产公告，2024 年下半年以来，越秀地产已与广州市土地开发中心（广州土地储备机构）订立 3 宗收回土地协议。其中 2 宗模式为土储机构向公司补偿等值应付票据，即“地票”，后续有效期内可用于广州市本级新拿地；1 宗模式为现金补偿，现金支付需等待政府收回土地并再度出让后按比例支付。3 宗协议合计补偿金额 135 亿元（以最终评审为准），将助力公司优化土储结构，一定程度帮助地方去库存。

图表10: 支持收回土地系列政策

时间	部委	内容摘要
2024/5/17	自然资源部	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。建立可持续的资金保障机制，对于收回、收购的土地，用于保障性住房项目的，可通过地方政府专项债券等予以资金支持。给予税费支持。政策也对地方明确了要求，收回、收购土地应当量力而行，统筹考虑项目收支平衡，不增加政府隐性债务风险
2024/6/24	自然资源部	自然资源部开展妥善处置闲置存量土地有关工作视频培训。在“规范收购收回”方面，强调了应依法收回的情形，协商收回的可采取等价置换等方式，收回收购土地用于保障性住房的，可通过地方政府专项债券等资金予以支持，但要量力而行，坚决避免新增地方政府隐性债务
2024/9/24	央行	在将部分地方政府专项债券用于土地储备基础上，研究允许政策性银行、商业银行贷款支持有条件的企业市场化收购房企土地，盘活存量用地，缓解房企资金压力。在必要的时候，也可以由人民银行提供再贷款支持。这项政策央行和金融监管总局正在研究
2024/10/12	财政部	允许专项债券用于土地储备。支持地方政府使用专项债券回收符合条件的闲置存量土地，确有需要地区也可以用于新增的土地储备项目

资料来源：自然资源部，央行，财政部，国新办，国盛证券研究所

问题 3：房地产主要风险防范与化解（流动性问题、住房交付问题）

解决方案：保交楼的推进依然依赖于净增资金的投放，而非贷款展期。对于房企风险层面来看，时至今日并没有见到真正的保主体的政策存在，更多还是在融资层面的托底，借助企业自身的存量资产去化解公开债务的问题。我们依然认为，债务不仅仅是公开债，还有相当大规模的银行贷款、保险产品等等，仍然有必要从守护信心的维度出发去保护某些大型房企。

房地产行业现阶段主要风险在于流动性、住房交付，相关风险防范化解是中央近年政策主要方向。房地产行业主要风险点在于房企流动性压力（销售融资两端现金流承压，出险风险持续存在；隐含资本市场对流动性的担忧，潜在股债价格波动和悲观情绪蔓延风险）以及住房交付（主要集中在已出险房企，进入攻坚阶段难度加大，潜在对居民端信心的影响）。因此在政策端，中央从 2022 年开始便高度重视相关风险的防范与化解，之后中央重要会议多次提及，在 2024 年 12 月的政治局会议和中央经济工作会议中，新提出“稳住楼市、防范化解重点领域风险”。

图表11: 2024 年中央重要会议多次提及重点领域风险防范与化解

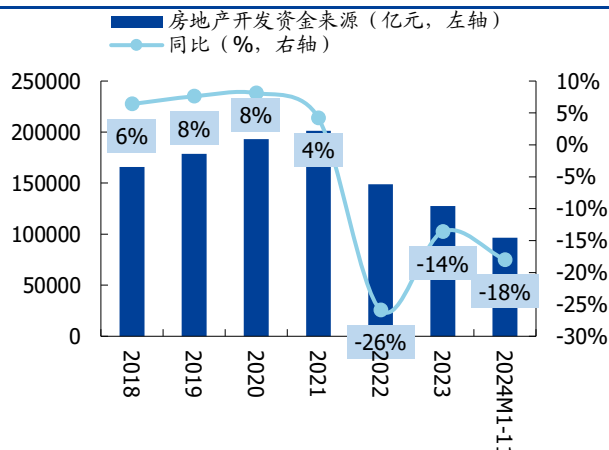
时间	会议	内容摘要
2024/4/30	政治局会议	要持续防范化解重点领域风险。继续坚持因城施策，压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任，切实做好保交房工作，保障购房人合法权益。要深入实施地方政府债务风险化解方案，确保债务高风险地区省份和市县真正压降债务、又能稳定发展。要持续推动中小金融机构改革化险，多措并举促进资本市场健康发展。
2024/7/30	政治局会议	要持续防范化解重点领域风险。进一步做好保交房工作，加快构建房地产发展新模式。要完善和落实地方一揽子化债方案，创造条件加快化解地方融资平台债务风险。要统筹防风险、强监管、促发展，提振投资者信心，提升资本市场内在稳定性。
2024/12/9	政治局会议	稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期、激发活力。要有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线。
2024/12/12	中央经济工作会议	稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期、激发活力。有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线。稳妥处置地方中小金融机构风险。

资料来源：中央政府网站，国盛证券研究所

销售回款低迷、银行信贷谨慎、债券融资收缩，2024 年房企资金面继续承压，需政策进一步加码。据 Wind，2024 年 1-11 月房企到位资金在上年低基数上继续下滑 18.0%，仅为 2021 年同期的 52.7%。资金来源分项看，占比较大的定金及预收款、个人按揭贷款期内下滑明显，期内同比分别下滑 25.2%、30.4%，且降幅较 2023 年显著扩大，指向持续低迷的新房市场对房企现金流拖累较明显。1-11 月国内贷款同比降幅收窄至 6.2%，是 4 大资金来源中降幅最小的，表明融资协调机制产生一定效果，但同比下行意味着依然拖累整体资金来源。债券融资方面，2024 年多数民企及混合所有制房企依然无

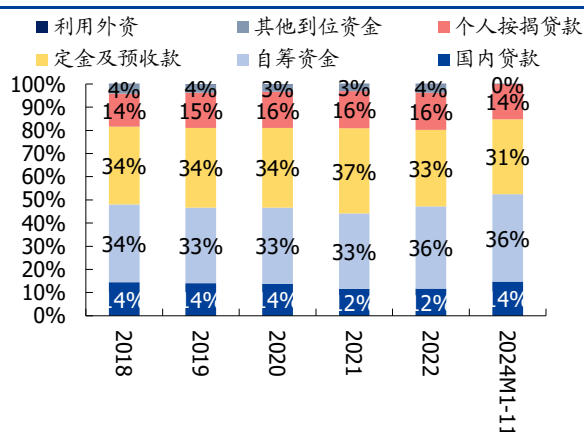
法实现信用发行，国央企净融资额也面临转负压力。我们认为，中央多次高级别会议提到房地产领域风险防范化解，未来房企融资端政策、保交楼工作将持续推进。但考虑到目前在房企风险阻隔、配合需求端政策激活房企拿地意愿、打通产业链条、保交楼攻坚等方面实际的推进情况，政策力度上仍有加码空间。我们认为，未来政策可加码的方向包括：加力支持股权融资、中央/地方注资、信用分享、信用债发行支持、允许流贷等。

图表12: 房地产开发资金规模及同比



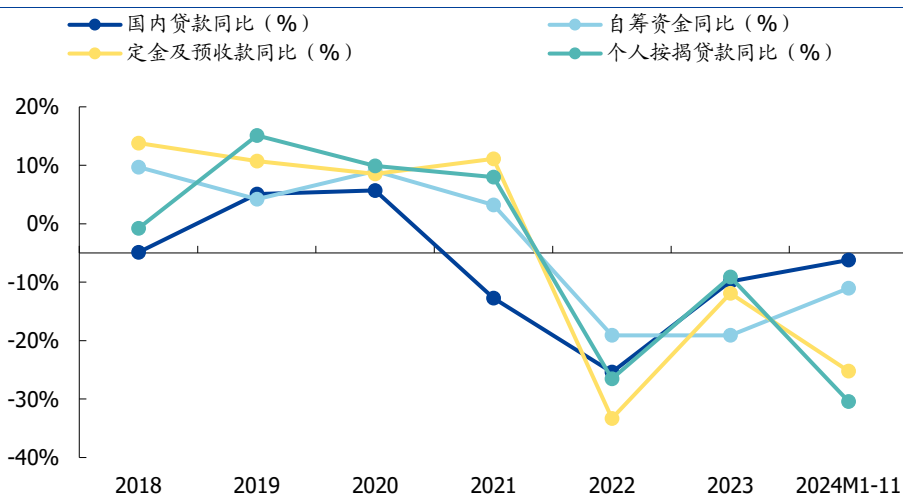
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表13: 房地产开发资金各项来源占比 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表14: 房地产开发资金主要分项同比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

(1) 银行贷款: 城市房地产融资协调机制取得一定成效, 保交楼仍需进一步资金支持。

2024 年银行对于房地产贷款政策主要推进融资协调机制, 即项目“白名单”。银行对房地产行业融资的主要方式和渠道包括: ①对房企的开发贷款; ②对个人的按揭贷款; ③经营性物业贷款、并购贷款、住房租赁贷款; ④债券投资。此外, 银行还向房地产上下游企业提供供应链融资等。在中央风险防范化解的顶层设计上, 2022 年底至 2023 年银行主要推进“金融 16 条”指引的信贷支持, 主要要求对各类所有制房企一视同仁, 允许存量开发贷及信托展期, 支持提供保交楼专项借款等。从实际落地情况看, 截至 2023 年末, 3500 亿元保交楼专项借款绝大部分已投放到具体项目; 而主要由商业银行实施的保交楼贷款支持计划落地仍偏慢, 目前银行对于部分民企和混合所有制房企信贷投放依然偏向谨慎。2024 年, 银行对房地产融资支持政策主要包括: 创设城市房地产融资协调机制, “金融 16 条”与经营性物业贷款两项政策延期到 2026 年底。

图表15: 2024 年银行房地产贷款相关政策

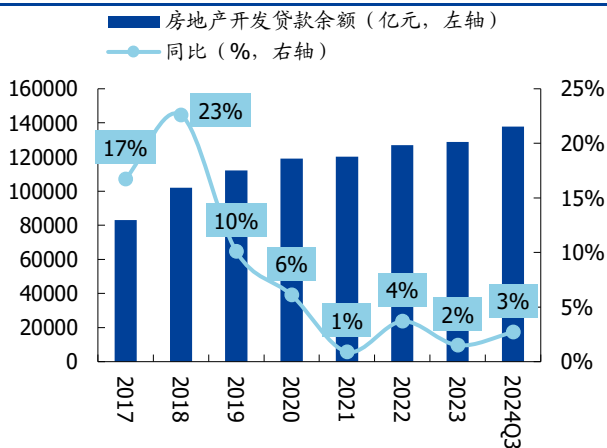
时间	部委/机构	内容摘要
2024/1/12	住房和城乡建设部、金融监管总局	建立城市房地产融资协调机制 ：1、协调解决房地产融资中存在的困难和问题。搭建政银企沟通平台，推动房地产开发企业和金融机构精准对接。保障金融机构合法权益，指导金融机构与房地产开发企业平等协商，按照市场化、法治化原则自主决策和实施。2、筛选确定支持对象。协调机制根据房地产项目的开发建设情况及项目开发企业资质、信用、财务等情况，提出可以给予融资支持的房地产项目名单。3、满足合理融资需求。加强贷款资金封闭管理。4、做好融资保障工作。
2024/9/24	央行	将年底前到期的经营性物业贷款和“金融16条”这两项政策文件延期到2026年底。

资料来源：中央政府网站，国新办，国盛证券研究所

2024 年前三季度开发贷款余额仍增长，主要是信贷展期对冲增量的减少，银行实际放贷仍偏谨慎。2024 年三季度末，房地产开发贷款余额为 13.8 万亿元，同比增长 2.7%，继 2022、2023 年保持正增长。开发贷继续增长，一方面是“金融 16 条”允许存量开发贷展期，大量开发贷展期对冲新增规模的减少。据金融监管总局，至 2024 年三季度末，房地产开发贷款展期余额同比增长 183%。另一方面，城市房地产融资协调机制快速推进，贡献了一部分新增投放，前三季度新发放开发贷款 2.4 万亿元。但事实上，近年房企拿地意愿持续下挫，符合银行放贷条件的核心城市优质项目持续减少，目前银行对新增开发贷仍偏谨慎。

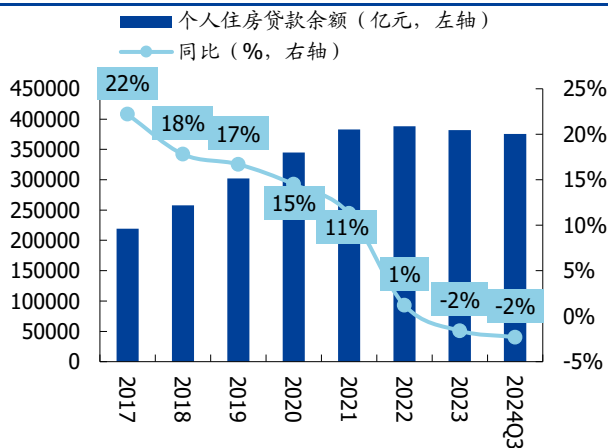
2024 年前三季度个人住房贷款余额继续负增，表明居民端信心依然低迷、提前还贷现象仍存。个人住房贷款余额增速明显下台阶，2023 年余额同比下滑 1.6%，2024 年前三季度同比下滑 2.3%。一方面表明行业自 2021 年走过拐点以来，成交规模持续下降，购房者新增信贷需求减少、使用杠杆的意愿也在下降；另一方面，表明即使在新发、存量房贷利率经过数轮调整后（最新一轮存量房贷利率调降可能还需时间反应），提前还贷的现象依然存在，居民真实信心依然低迷。

图表16: 房地产开发贷款余额及同比



资料来源：Wind，国盛证券研究所（同比按披露口径）

图表17: 个人住房贷款余额及同比



资料来源：Wind，国盛证券研究所（同比按披露口径）

城市房地产融资协调机制快速落地，对房企流动性产生一定改善作用。年初，住建部与金融监管总局建立城市房地产融资协调机制（下文简称协调机制），协调机制根据房地产项目的开发建设情况及项目开发企业资质、信用、财务等情况，按照公平公正原则，提出可以给予融资支持的房地产项目名单，向本行政区域内金融机构推送。金融机构按照市场化、法治化原则评估协调机制推送的支持对象，对正常开发建设、抵押物充足、资产负债合理、还款来源有保障的项目，建立授信绿色通道，优化审批流程、缩短审批时限，积极满足合理融资需求。从年初建立机制至 10 月 16 日，“白名单”房地产项目已审批通过贷款达到 2.23 万亿元。金融监管总局预计到 2024 年底，“白名单”项目贷款审批通过金额将翻倍，超过 4 万亿元。在“应进尽进”的政策要求下，应该说审批落

地速度较快，但审批金额不等同于贷款投放和资金拨付。我们认为在政策持续推进下，现阶段协调机制确实对部分房企流动性有所改善。

保交楼仍需进一步资金支持。2024 年以来竣工端数据有所承压，虽然这其中有 2023 年基数相对较高、竣工对应销售节点即将迈过 2021 年高点等因素影响；但也反应保交楼任务进入攻坚阶段，未来要解决交付问题的项目可能更多是资不抵债项目，保交付边际难度加大，我们认为仍需进一步的资金支持。

（2）境内债：国央企即将进入缩表周期，需更强力政策呵护市场信心，做好风险阻隔对于房企债券融资渠道的支持政策整体变化较少，框架仍在 2022 年底“第二支箭”和金融 16 条指引下，支持优质房企发行债券融资，具体支持是由中债增信担保部分民企发债。2022 年至今，该方向政策变化较少，2024 年 9 月 24 日，在国新办举行的新闻发布会上，央行行长潘功胜将相关政策延期至 2026 年底。

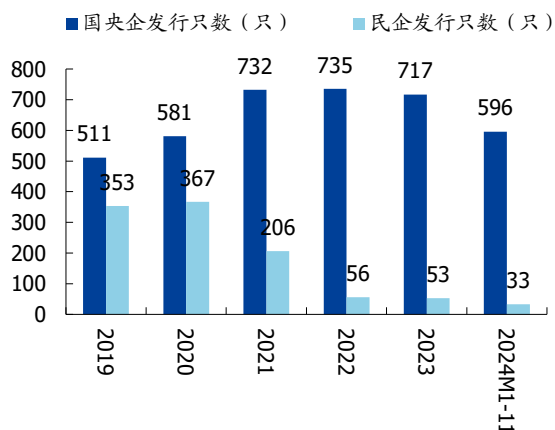
图表18: 房企债券融资相关政策

时间	部委/机构	政策/会议名称	涉及债券融资的内容
2022/11/8	交易商协会	“第二支箭”延期并扩容	交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具，“第二支箭”由人民银行再贷款提供资金支持，通过担保增信、创设信用风险缓释凭证、直接购买债券等方式，支持房地产企业在内的民营企业发债融资。预计可支持约2500亿元民企债券融资，后续可视情况进一步扩容。
2022/11/23	央行、银保监会	金融“16条”债券融资部分	保持债券融资基本稳定，推进增信机构对财务总体健康、面临短期困难的房企债券发行提供增信支持。
2023/11/17	央行、金融监管总局、证监会	召开金融机构座谈会（债券融资部分）	会议强调，各金融机构要深入贯彻落实中央金融工作会议部署，坚持“两个毫不动摇”。继续用好“第二支箭”支持民营房地产企业发债融资。
2024/9/24	央行、金融监管总局、证监会	国新办举行新闻发布会：介绍金融支持经济高质量发展有关情况	将年底前到期的“金融16条”政策文件延期到2026年底。

资料来源：中央政府网站，国新办，央行，银行间市场交易商协会，国盛证券研究所

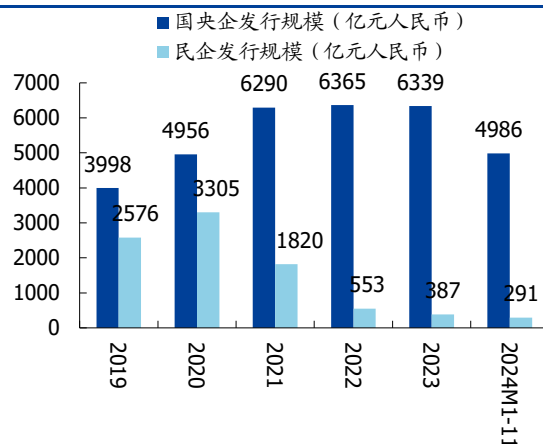
2024 年房企债券融资环境持续低迷，民企新发基本停滞，国央企净融资额也大幅减少。2021 年下半年开始，房企大范围出险的环境下，民营房企于公开市场融资环境显著受挫，民企净融资额持续大幅为负，进一步加剧这些房企的流动性压力；2024 年以来，民企新发方面 1-11 月仅 291 亿元为近年最低，表明民企公开市场债券融资能力实际上并没有修复，仅因长期出清后存活民企债券正常到期规模减少，净融资额被动改善。此外，这 291 亿元新发债券中，有 58 亿元为中债增担保，其余多数为集团担保；在 2024 年能做到纯信用发债的只有滨江集团等头部优质民企。国央企方面，2024 年债券发行规模也有所收缩，1-11 月为 4986 亿元，同比下降 16.3%；净融资额仅 316 亿元。表明在房地产市场长期下行的环境下，影响国央企扩表和拿地的意愿，我们判断国央企也将进入缩表的周期中，短期内恐较难扭转。

图表19: 国央企与民企债券发行数量 (截至 2024.11.30)



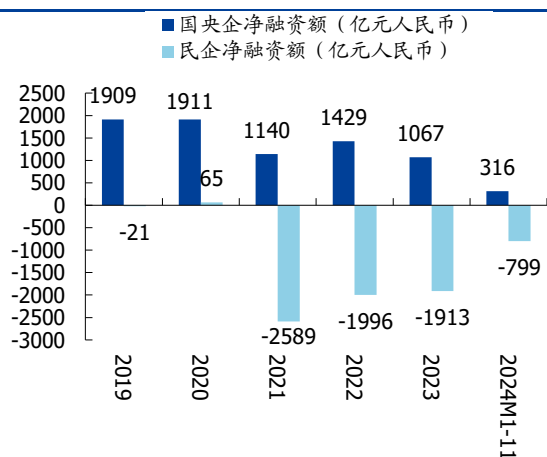
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (发人类别: Wind 行业一级 (2024) 房地产, 下同)

图表20: 国央企与民企债券发行金额规模 (截至 2024.11.30)



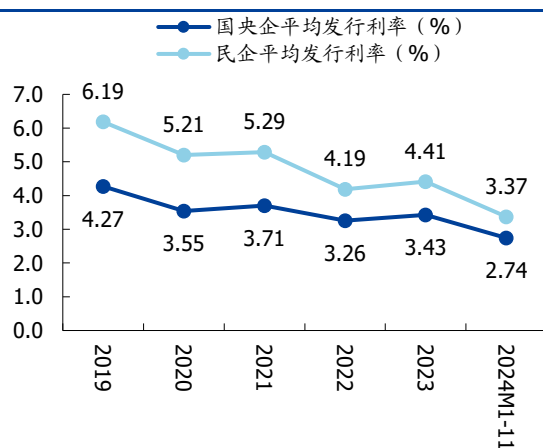
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表21: 国央企与民企净融资额 (考虑回售, 截至 2024.11.30)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

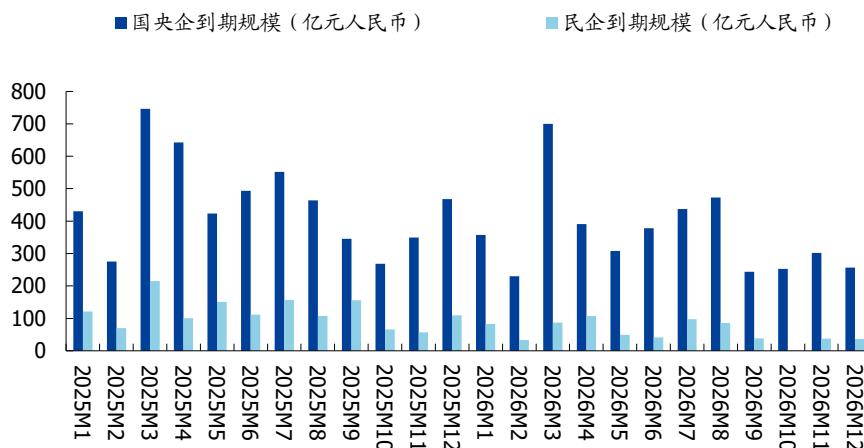
图表22: 国央企与民企债券加权平均发行利率 (截至 2024.11.30)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

建议重点关注 2025 年 1-9 月房企债券偿付情况。从债券到期节奏看, 未来两年国央企债券到期高峰在 2025 年 3 月和 4 月, 以及 2026 年 3 月; 民企 2025 年 9 月以前每月均有相对较多到期, 9 月以后至 2026 年全年到期绝对量已经较少。因此从出险风险跟踪的角度, 我们建议重点关注 2025 年 1-9 月房企债券偿付情况。

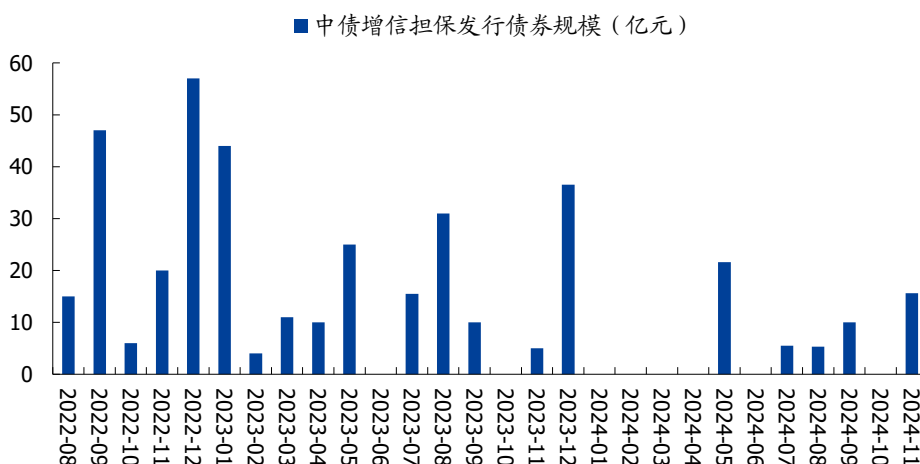
图表23: 国央企与民企债券到期规模分月份（考虑回售，按 2024.11.30 时点待偿还规模统计）



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

房企债券融资方面，需更强力政策呵护市场信心，做好风险阻隔。前文提到债券融资支持政策主要是中债增担保民企发债，最初设计支持 2500 亿元担保发行，政策落地之初担保发行相对较多，2024 年已经明显减少。两年多时间合计落地发行的规模仅 395 亿元，2024 年 1-11 月发行 58 亿元（成功发行的主体为新希望五新、新城控股、金辉集团、卓越商业、美的置业）。结合前文关于民企发债整体情况看，中债增担保对于现阶段民企于公开市场债券融资边际帮助有限。我们在《2024 年度策略：凛冬已至，洗牌时刻》报告中提到，随着行业持续下行，市场对于房企债务安全的担忧愈发向头部混合所有制房企蔓延，特别是 2023 年下半年万科债券的异动进而影响到国央企债券价格，事实上已经敲响房企债券与流动性的警钟。我们认为，一方面需更强力政策呵护市场信心，尽快帮助存活的优质民企恢复信用债发行能力；另一方面也要做好风险阻隔，稳住混合所有制房企债券防线。

图表24: 民营房企通过中债增担保发行的债券规模分月份（截至 2024.11.30）



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表25: 民营房企通过中债增担保发行的债券及获得储架式发行额度情况 (截至 2024.11.30)

房企	发行债券数量 (只)	发行规模 (亿元)	加权平均利率	已获取的储架式 发行额度 (亿元)
碧桂园	4	42	3.74%	200
龙湖集团	4	58	3.31%	200
美的置业	5	50	3.27%	150
新城控股	7	76.2	3.81%	150
新希望五新	4	34	3.94%	
中骏集团	2	22	4.16%	
旭辉控股集团	1	12	3.22%	150
金辉集团	4	33.5	3.90%	20
雅居乐	1	12	4.70%	
华宇集团	1	11	4.50%	
卓越商业	5	30.3	4.10%	
合景泰富	1	7	4.50%	
新湖中宝	1	7	4.25%	
金地集团	-	-	-	150
万科A	-	-	-	280
绿城中国	-	-	-	110
合计	40	395		1410

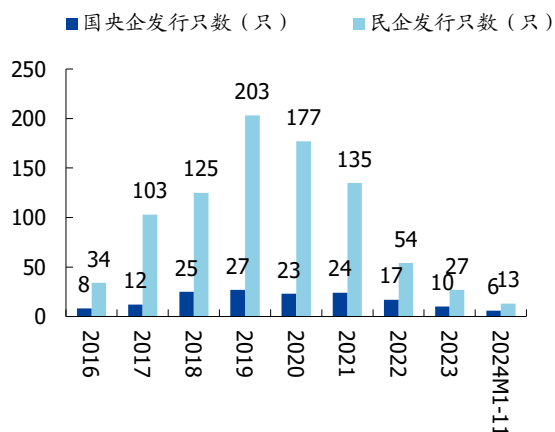
资料来源: Wind, 中指, 证券时报, 国盛证券研究所

(3) 美元债: 新发几乎停滞, 滚续面临考验

2015 年发改委 2044 号文推进企业发行外债备案登记制管理改革, 取消企业发行外债的额度审批, 放宽了房企境外融资渠道。2017 年国内金融去杠杆的背景下, 境内地产债新发规模骤降, 对于杠杆率普遍较高的民营房企, 从 2017 年开始大规模发行美元债。国央企因境内融资相对顺畅, 基于融资成本的考量以及相对低杠杆下的资金需求, 历史上对美元债的使用始终较少。2019 年后, 民企美元债发行逐年锐减, 主要是 (1) 监管趋于收紧, 2019 年发改委规定房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务; 以及 2020 年“三道红线”出台, 境内外融资环境持续收缩; (2) 2021 年地产行业持续下行, 红筹架构下集团担保发行变得困难; (3) 美联储持续加息推升美国国债收益率抬升, 使原来成本就偏高的中资地产美元债的发行利率进一步提升, 压制部分融资需求。

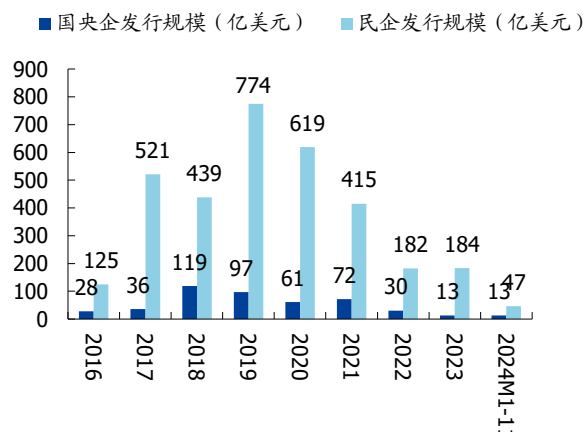
近年美元债新发几乎停滞, 存量滚续面临考验, 潜在的债务置换将对流动性造成一定压力。2023 年至今, 国央企美元债发行已经接近停滞; 民企 2024 年 1-11 月发行仅 47 亿美元, 为近年最低点, 纯新发接近停滞。从未来到期情况看, 已出险房企将继续面临大量债券到期; 剔除出险房企后的民企, 2025-2029 年每年也有相当的到期; 国央企美元债到期高峰则在 2025、2026 年。对于这些正常经营的房企, 未来存量滚续将面临考验, 势必需通过境内渠道作出一定程度的债务置换, 对这些房企流动性造成一定压力。

图表26: 国央企与民企美元债发行只数 (截至 2024.11.30)



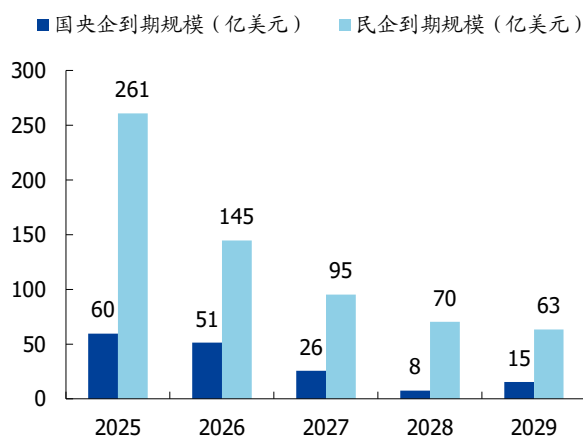
资料来源: Bloomberg, Wind, 国盛证券研究所 (2022 年以来民企发行包含债务重组)

图表27: 国央企与民企美元债发行规模 (截至 2024.11.30)



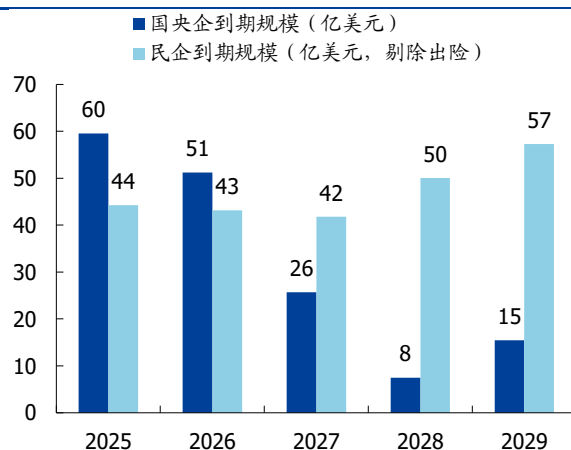
资料来源: Bloomberg, Wind, 国盛证券研究所 (2022 年以来民企发行包含债务重组)

图表28: 国央企与民企美元债到期规模 (截至 2024.11.30)



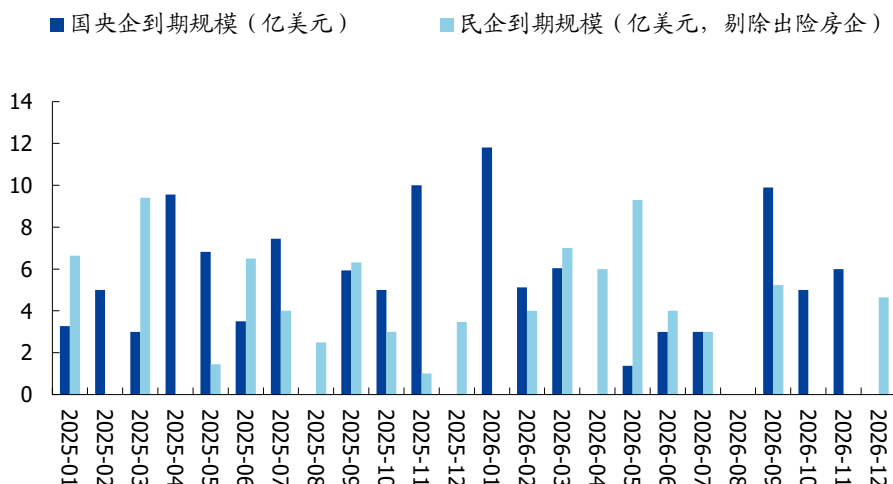
资料来源: Bloomberg, Wind, 国盛证券研究所

图表29: 国央企与民企美元债到期规模 (剔除出险, 截至 2024.11.30)



资料来源: Bloomberg, Wind, 国盛证券研究所

图表30: 国央企与民企美元债到期规模 (考虑回售, 剔除出险房企, 截至 2024.11.30)



资料来源: Bloomberg, Wind, 国盛证券研究所

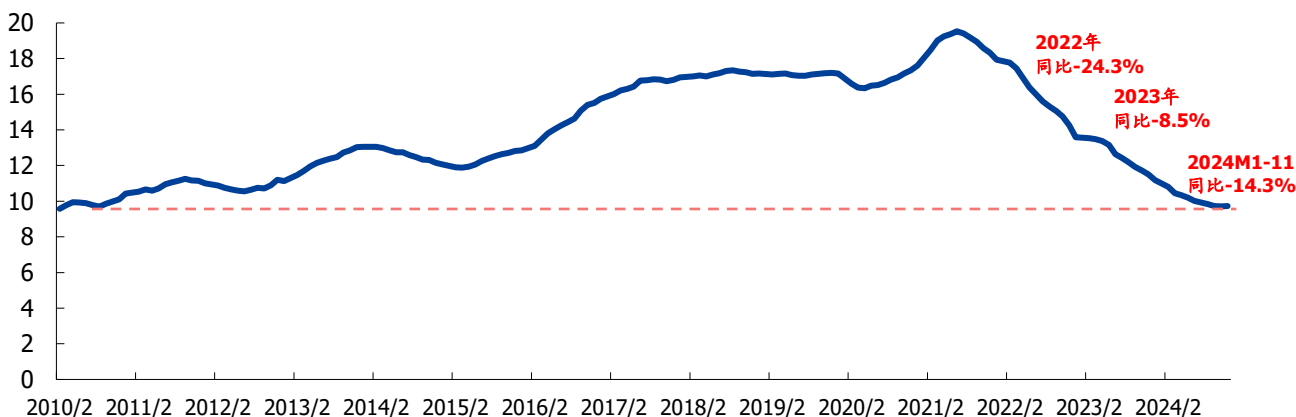
二、房地产基本面复盘：新房受供应结构制约复苏欠缺力度，拿地进一步萎缩

2.1 供应缩量制约新房销售复苏，二手房持续分流新房

2.1.1 新房供给缩量，销售延续下滑态势

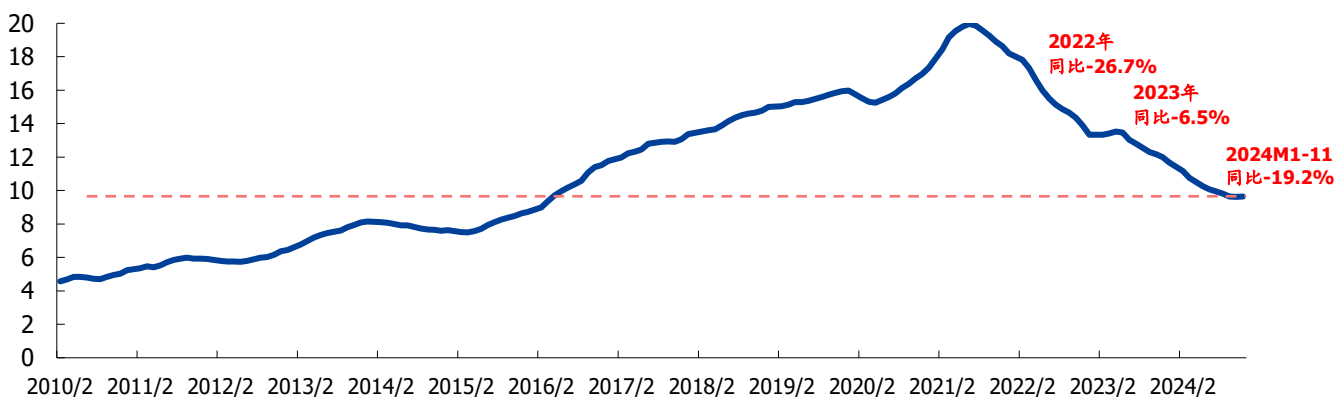
2024 年 1-11 月全国商品房销售金额同比下滑近两成，量能上回落至 2015 年的水平。全国商品房销售自 2021 年走过大周期拐点，2022 年和 2023 年连续下跌，销售面积和销售金额分别从 2021 年的 18 亿平和 18 万亿和跌至 2023 年的 11.2 亿平和 11.7 万亿元。2024 年全国商品房销售再下台阶，1-11 月销售面积和金额分别为 8.6 亿平和 8.5 万亿元，同比分别下降 14.3%和 19.2%，量能上分别回落至 2010 年和 2015 年的水平。

图表31: 全国商品房销售面积（滚动 12 个月累计值，单位：亿平方米）



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表32: 全国商品房销售金额（滚动 12 个月累计值，单位：万亿元）

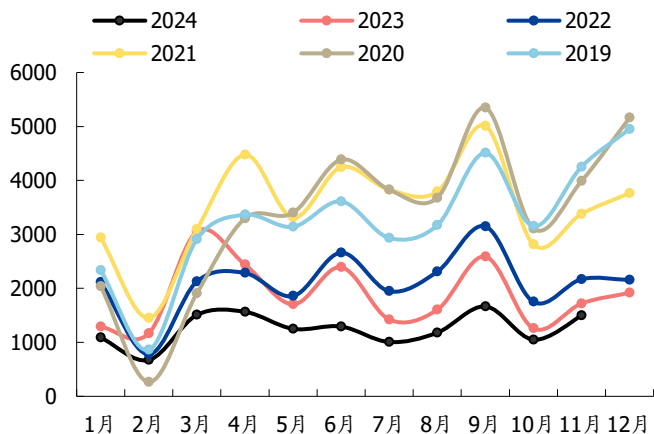


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

新房销售在供应减少和需求疲弱的双重制约下复苏缓慢，9 月末以来中央和地方系列新政对市场情绪有提振作用，我们认为新房销售的持续性和绝对规模是重要观察点。2024 年 Q1 开年市场表现低迷，2 月春节返乡置业缺席，3 月小阳春成色不足，Q1 百强销售额同比-46.4%；Q2 延续弱势，销售额同比-29.6%，5 月新政下环比虽有改善，但受供货量和结构制约，反弹幅度弱于二手房；Q3 因上年基数较低，同比降幅收窄至 19.5%，

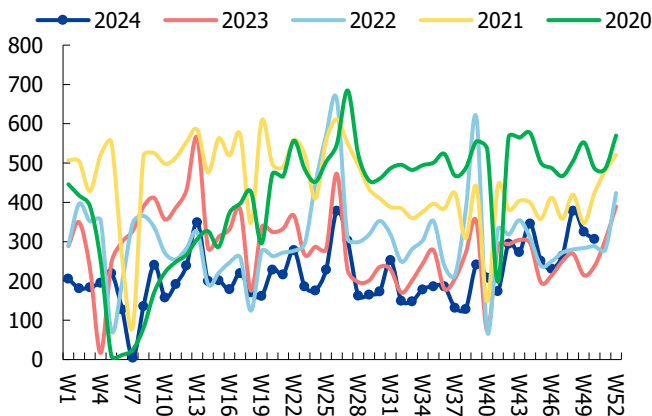
但绝对值仍在近六年低位，但 9 月末重磅政策密集出台，市场在情绪层面和信心层面得到提振；Q4 销售数据较 Q3 有明显反弹，其中 10 月百城销售额环比+46.8%，同比+2.4%，年内首次实现单月同比正增，11 月销售额环比+5.7%，同比+18.2%。全年来看，新房销售受到供应减少以及需求疲弱的双重制约复苏缓慢，虽然新政后月度销售放量但对累计降幅改善有限，1-11 月中指 70 城商品住宅批准上市面积 1.4 亿平，同比-33.3%；百城销售额 4.2 万亿元，同比-26%；百城销售面积 2.3 亿平，同比-25.2%。我们认为现阶段论市场企稳为时尚早，市场的真正企稳仍有待在更长的时间周期中观察。

图表33: 70 城商品住宅月度批准上市面积 (万方)



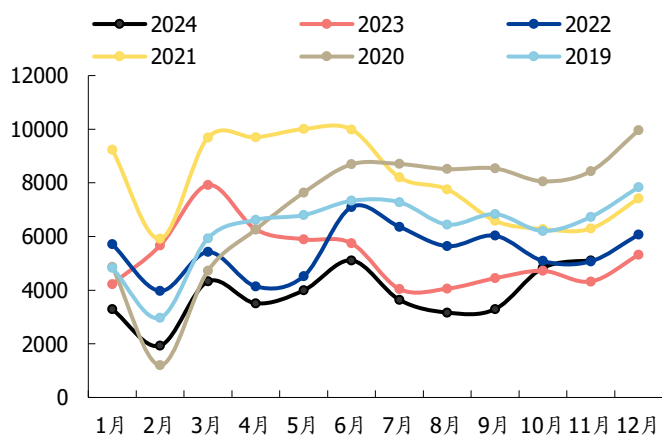
资料来源: 中指, 国盛证券研究所

图表34: 30 城新房周度成交面积 (万方)



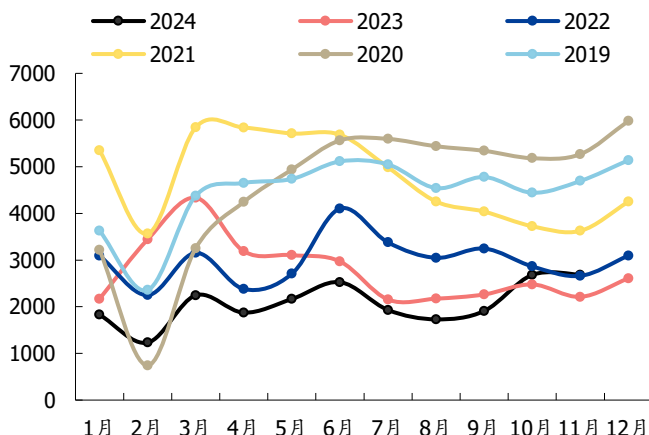
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表35: 百城商品住宅月度销售金额 (亿元)



资料来源: 中指, 国盛证券研究所

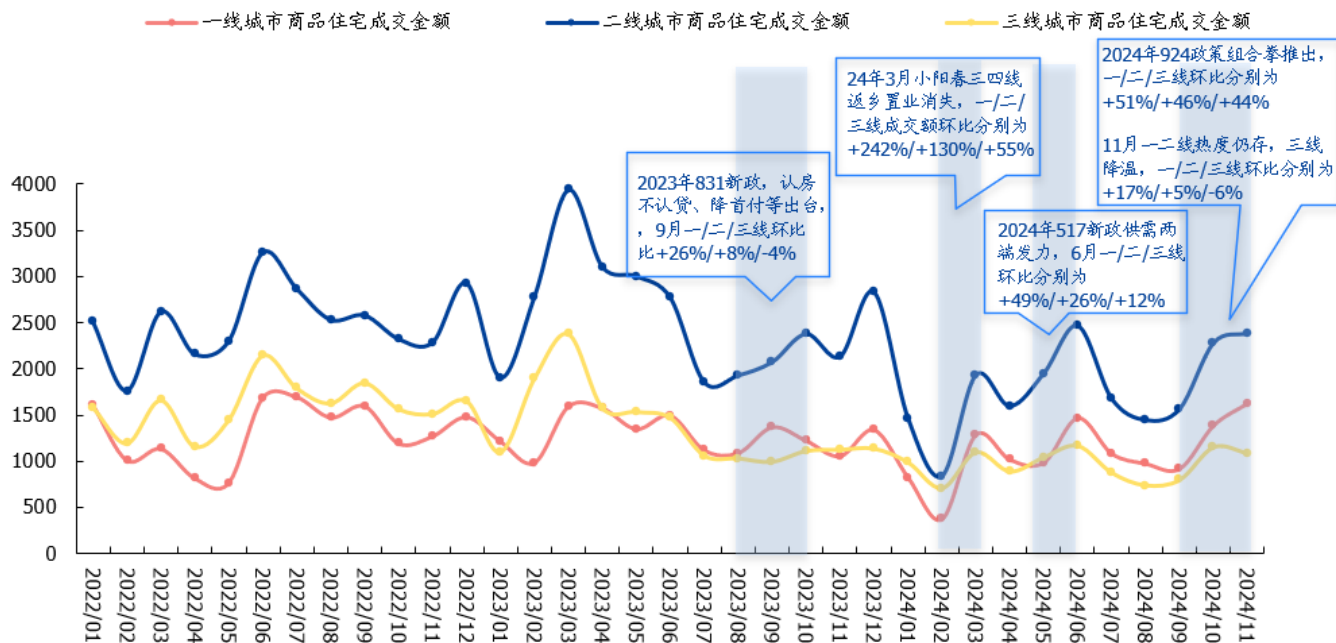
图表36: 百城商品住宅月度销售面积 (万方)



资料来源: 中指, 国盛证券研究所

一线城市市场热度跟政策力度强相关，三四线客户对政策敏感性较弱，受到政策带动影响相对较小。2024 年在“517”和“924”一揽子新政刺激下市场均出现了明显反弹，从百城中不同能级城市的销售表现来看，一二线城市对政策的新政的反应更为积极，市场热度提升更为明显，6 月一线/二线/三线城市成交金额环比分别为+48.6%/+26.4%/+11.8%，10 月环比分别为+50.8%/+45.7%/+44.4%。此外，一二线政策效果持续性较三四线更强，11 月虽政策余温仍存且一二线核心城市销售较活跃，但三四线热度已经转降。11 月一线/二线/三线城市成交金额环比分别为 17.1%/4.6%/-5.7%，同比分别为 53.9%、11.9%、-3.4%。从 2024 年 1-11 月累计成交来看，一线/二线/三线城市同比分别为-15.0%/-29.6%/-30.9%，一线城市市场调整压力相对更小。

图表37: 近两年几轮全国性放松政策中，一二线政策效果强于三四线（单位：亿元）



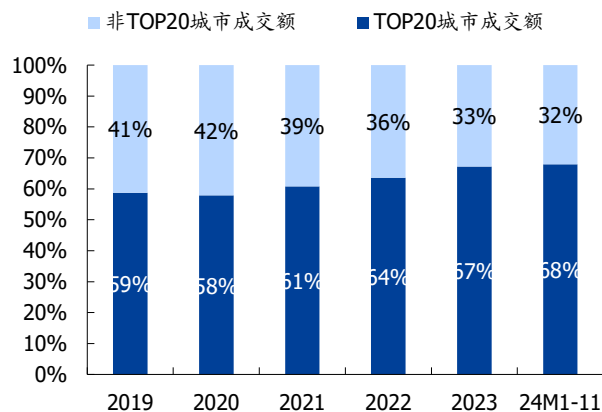
资料来源：中指，国盛证券研究所

2.1.2 新房缩圈，聚焦核心城市

从核心城市的销售贡献度来看，TOP20 城市销售面积占百城销售面积一半左右，比重近年来并无明显变化，但 TOP20 城市销售额占比逐年提升，2024 年 1-11 月达到 68%，较 2020 年提升了 10 个百分点，说明新房成交额未来会逐步往核心城市聚焦，核心城市在房地产市场的重要性不断增强。我们认为，房地产的总量在 2021 年已经走过了拐点，未来都是城市分化的机会。看好“一线+1/2~2/3 的二线+少量三线”的城市组合会持续呈现出回落时下方空间有限、反弹时上方空间更大且上升更快的局面。

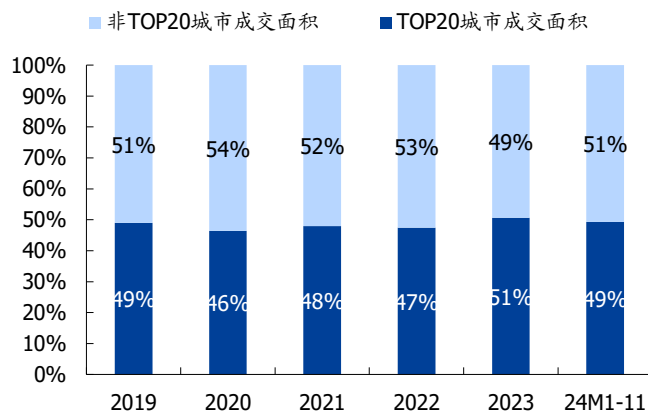
我们认为未来三四线城市房地产市场的复苏将很大程度上依赖于拆迁等政策的推动，而一二线城市不仅可依靠自身市场潜力，同时拆迁等政策可为其注入新的活力。由于大部分三四线城市没有产业和人口支撑，被大城市虹吸严重，且库存高企项目去化困难，面临着较大的销售压力，即使在政策刺激的反弹行情中也未见较大起色，这部分城市未来的销售复苏在很大程度上依赖于城市更新和拆迁政策的推动。相较而言，核心一二线城市经济发展水平较高，人口吸引力强，市场复苏基础较为牢固，在市场下行时相对抗跌，政策刺激下可率先迎来反弹，未来其房地产市场回暖不仅可依靠自身的市场潜力，同时拆迁等相关政策也可以为市场注入额外的活力。

图表38: 百城中 TOP20 城销售额占比



资料来源: 中指, 国盛证券研究所

图表39: 百城中 TOP20 城销售面积占比



资料来源: 中指, 国盛证券研究所

2024 年 9 成城市新房成交同比下跌, 少部分城市由于前期回落较多当前阶段性触底。从具体百城销售情况来看, 大部分城市住宅销售额在 2021 年及之前已经见顶, 经过近两年的下跌, 到 2023 年有 51% 的城市销售额尚不足历史高点的 50%, 少部分城市在 2022 年和 2023 年已经阶段性触底, 2024 年在量能上已经超过上年, 但大部分城市依然在不断探底的过程中。2024 年前 11 月百城中 91 城销售额同比下降, 其中 48 城跌幅超过 30%, 另外 9 城销售额同比增加, 分别是深圳、北海、南通、吉林、韶关、保定、沧州、丽水、茂名, 其中深圳由于限购政策放松力度较大, 叠加部分投资需求入市, 市场有明显反弹, 而其余城市主要由于前期回落较多。

图表40: 百城中具体城市历年成交金额

城市能级	城市	2019	2020	2021	2022	2023	处于高点多少分位	2024 M 1-11	2024 M 1-11 同比	城市能级	城市	2019	2020	2021	2022	2023	处于高点多少分位	2024 M 1-11	2024 M 1-11 同比
商品住宅销售金额 (亿元)										商品住宅销售金额 (亿元)									
1	北京	3213	3388	4820	3842	3863	80%	2395	32%	3	中山	815	871	838	668	466	53%	254	-42%
1	上海	4181	5174	5853	6474	6088	94%	4727	15%	3	珠海	970	1137	1333	530	575	43%	375	-29%
1	深圳	2076	2378	3114	2477	2349	75%	2305	7%	3	吉林	155	116	108	60	45	29%	49	20%
1	广州	2623	3549	4333	2971	3140	72%	2557	11%	3	泉州	750	792	831	424	360	43%	209	-36%
2	天津	2068	2015	2143	1391	1735	81%	1287	19%	3	九江	240	193	151	95	58	24%	10	-81%
2	重庆	2780	2473	2656	882	944	34%	636	27%	3	赣州	219	222	587	571	280	48%	187	-33%
2	杭州	3376	3850	6358	3077	3816	60%	2035	39%	3	济宁	395	371	307	257	179	45%	111	-31%
2	南京	2404	2649	3951	2538	1966	50%	1194	34%	3	平顶山	103	109	149	76	53	36%	36	-25%
2	武汉	2732	2652	3305	1759	1860	56%	1073	36%	3	襄阳	214	263	189	136	135	52%	115	-6%
2	苏州	1509	1881	1982	1647	1436	72%	888	33%	3	岳阳	163	190	143	96	163	86%	102	-34%
2	大连	447	652	652	389	287	44%	237	11%	3	湛江	77	476	412	222	243	51%	187	-20%
2	厦门	560	946	1327	790	878	66%	510	28%	3	韶关	105	108	88	60	33	31%	42	35%
2	西安	1761	1555	1378	1351	1674	95%	1201	19%	3	泸州	195	179	171	149	131	67%	97	-21%
2	长沙	1220	1521	1645	954	997	61%	618	32%	3	遵义	210	190	123	82	102	49%	50	-44%
2	宁波	2624	2937	2791	1411	1299	44%	848	29%	3	莆田	322	-	-	-	150	47%	68	-53%
2	福州	1267	1302	1612	718	682	42%	563	10%	3	舟山	185	202	205	136	83	40%	58	-26%
2	沈阳	1722	1445	1441	780	621	36%	406	30%	3	泰安	271	251	228	148	162	60%	106	-30%
2	青岛	1888	2038	2198	1873	1586	72%	1214	17%	3	宝鸡	204	211	173	110	76	36%	44	-40%
2	济南	1035	1188	1947	1422	1264	65%	808	32%	3	保定	148	135	226	186	159	70%	154	4%
2	南昌	739	588	438	446	402	54%	270	25%	3	菏泽	216	238	234	135	100	42%	78	-18%
2	合肥	1028	1471	1324	990	1017	69%	533	43%	3	湖州	646	631	886	378	142	16%	107	-21%
2	郑州	1562	1563	1900	1039	1269	67%	785	33%	3	江阴	335	395	306	168	174	44%	80	-51%
2	石家庄	301	407	538	382	471	87%	390	9%	3	绵阳	219	239	264	162	214	81%	118	-40%
2	长春	945	797	630	406	432	46%	348	12%	3	泰州	174	217	256	99	80	31%	49	-33%
2	哈尔滨	773	614	367	222	157	20%	115	20%	3	威海	-	-	-	-	132	140	102	-19%
2	呼和浩特	286	244	567	233	347	61%	266	17%	3	芜湖	227	303	451	175	105	23%	95	-6%
2	南宁	98	1020	928	667	678	66%	277	54%	3	张家港	262	310	271	146	114	37%	72	-32%
2	兰州	458	764	750	298	320	42%	211	29%	3	淄博	330	393	543	455	485	89%	362	-22%
2	昆明	1384	1261	1012	685	491	35%	313	31%	3	绍兴	403	459	512	228	187	37%	105	-40%
2	西宁	258	287	359	263	132	37%	87	28%	3	常熟	301	244	312	210	162	52%	100	-35%
2	银川	272	379	308	277	219	58%	169	18%	3	沧州	29	296	267	138	101	34%	102	8%
2	成都	2647	3261	3828	3263	3748	98%	2348	32%	3	肇庆	100	426	328	238	191	45%	119	-34%
3	无锡	1281	1203	1400	776	610	44%	388	30%	3	丽水	299	374	379	249	169	45%	210	39%
3	海口	456	585	941	689	524	56%	371	24%	3	漳州	155	158	354	288	223	63%	171	-11%
3	温州	1516	1908	1833	1020	817	43%	690	10%	3	宜兴	231	223	240	66	63	26%	38	-36%
3	北海	208	121	111	49	47	23%	128	98%	3	淮北	124	152	172	99	90	52%	59	-10%
3	东莞	1104	1793	1318	913	1046	58%	471	52%	3	太仓	197	181	461	279	163	35%	106	-27%
3	常州	1270	1337	1234	552	418	31%	237	39%	3	宿州	202	221	197	72	130	59%	74	-40%
3	桂林	118	113	-	-	37	32%	25	28%	3	淮南	-	-	166	110	84	50%	59	-24%
3	南通	555	822	761	235	186	23%	202	23%	3	上饶	181	159	-	153	79	44%	43	-39%
3	唐山	466	439	479	499	383	77%	286	25%	3	抚州	-	-	50	138	144	100%	98	-27%
3	徐州	792	910	1423	807	658	46%	364	39%	3	盐城	378	446	393	213	149	33%	95	-32%
3	镇江	743	615	638	415	348	47%	177	46%	3	六安	205	187	179	91	59	29%	26	-54%
3	扬州	302	377	360	240	244	65%	162	27%	3	宁德	-	-	99	80	54	55%	31	-35%
3	佛山	1398	1981	2048	1506	1262	62%	780	34%	3	衡阳	197	226	165	118	120	53%	86	-18%
3	惠州	1375	1820	1173	821	947	52%	392	56%	3	富阳	226	299	312	133	142	46%	83	-37%
3	昆山	604	383	657	628	361	55%	169	51%	3	临安	442	526	480	153	98	19%	62	-32%
3	洛阳	300	268	259	174	147	49%	86	38%	3	眉山	208	213	184	213	282	100%	149	-43%
3	汕头	222	251	429	271	260	61%	182	24%	3	茂名	142	201	173	119	99	49%	103	11%
3	烟台	463	427	372	256	262	57%	150	-39%	3	梅州	238	248	211	72	93	37%	83	-1%

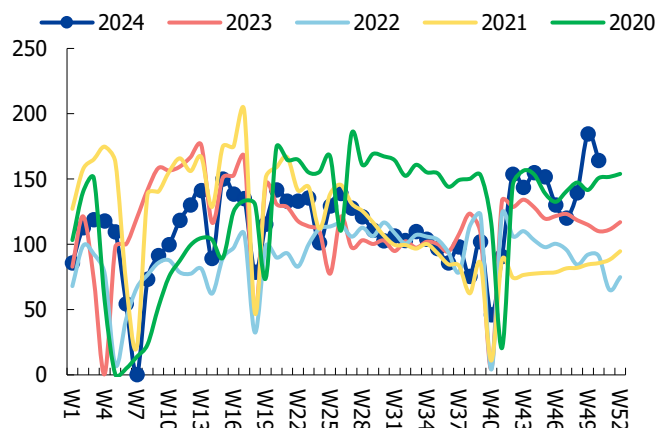
资料来源: 中指, 国盛证券研究所

2.1.3 二手房持续分流新房, 预计全年成交量同比小幅正增

2024 年二手房成交自 9 月底新政后显著放量, 成交量达近年新高, 推动成交面积同比由负增转为持平, 预计全年将小幅正增。二手房成交自 9 月后两周开始逐步回升, 10 月交易热度有明显改善, 13 城二手房成交面积同比+13.5%, 环比+30.6%, 绝对量升至近

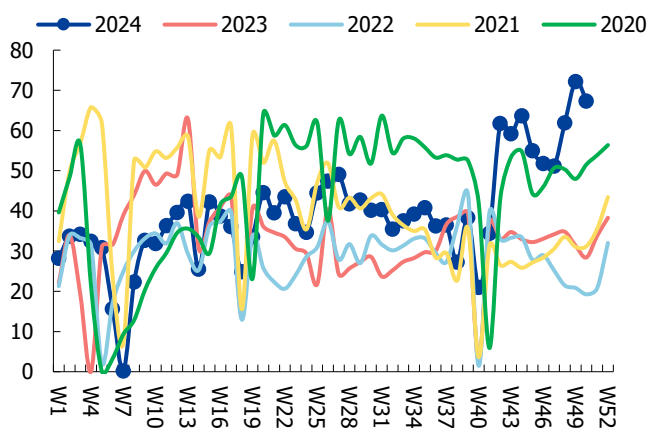
五年高位；11 月继续保持较高热度，成交面积同比+9.2%，环比+11.3%。累计来看，2024 年截止 50 周 13 城二手房成交面积同比基本持平，其中一线、二线、三线同比分别为+21.2%、-9.1%、-7.7%。

图表41: 样本 13 城历年二手房周度成交面积 (万方)



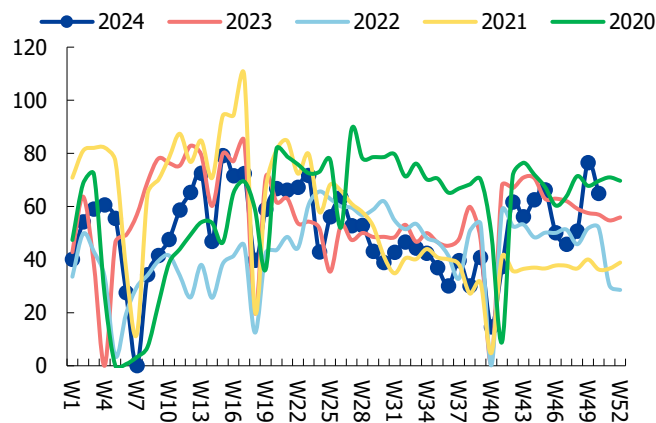
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表42: 样本 13 城中一线城市历年二手房周度成交面积 (万方)



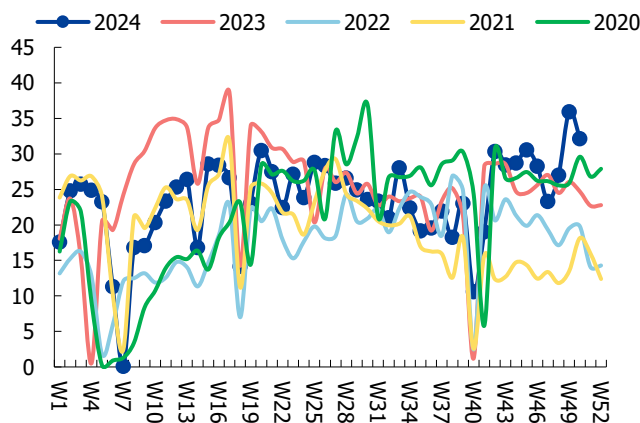
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表43: 样本 13 城中二线城市历年二手房周度成交面积 (万方)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

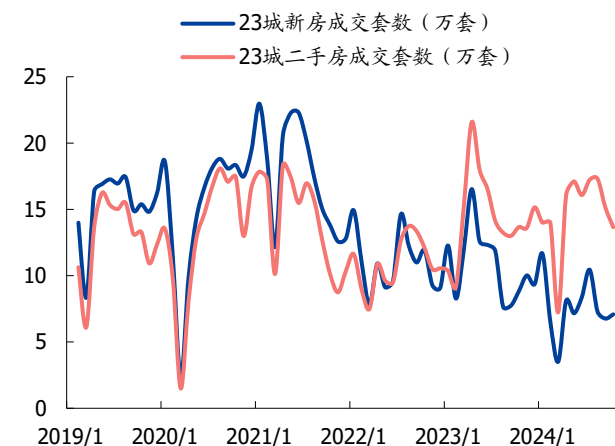
图表44: 样本 13 城中三线城市历年二手房周度成交面积 (万方)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

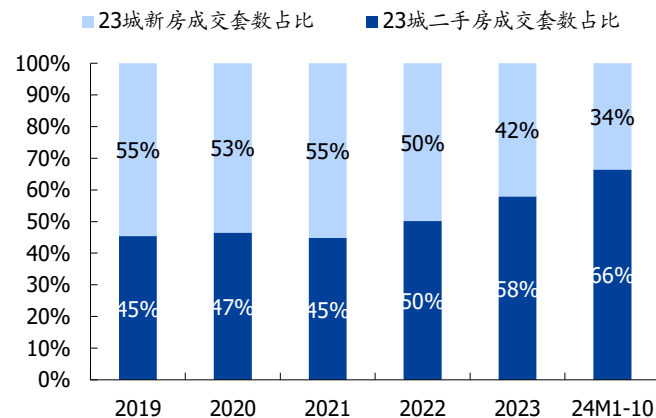
新房与二手房的成交趋势整体同频，但二手房由于在供应、价格和现房等方面具备优势持续分流新房，同比表现优于新房，成交占比逐渐提升。考虑到 2025 年新房供应限制的问题依然存在，预计二手房强于新房的趋势大概率延续。2022 年/2023 年/2024 年 1-10 月样本 23 城二手房成交套数同比分别为-21%/+37%/+2%，而新房成交套数同比分别为-36%/+0%/-29%。虽然新房与二手房的成交走势整体同频，但二手房同比表现近三年均优于新房，主要原因在于：（1）近年来房企拿地、开工收缩使得新房供应量不足，特别在核心区二手房供应充裕而新房新增供应较少，当前弱市下需求往核心区域聚焦，更利于二手房成交；（2）二手房谈价空间较大，价格调整使其具备一定性价比；（3）由于购房者对期房交付的担忧，部分需求转向二手房市场。随着我国房地产进入存量增量并重发展的时代，二手房逐渐对新房形成供应替代，成交占总量的比重逐年提升。2024 年前 10 月，23 城中二手房成交套数占新房和二手房交易总量的比重达 66%，较上年提升 8 个百分点。

图表45: 新房、二手房成交走势基本同频 (单位: 万套)



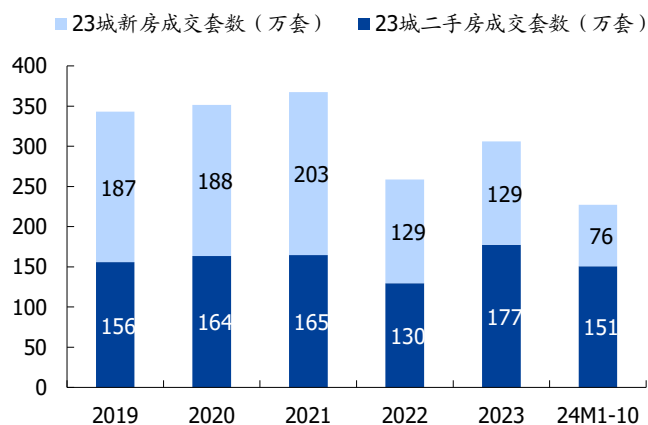
资料来源: 中指, Wind, 国盛证券研究所

图表46: 23城中二手房成交套数占比远超新房



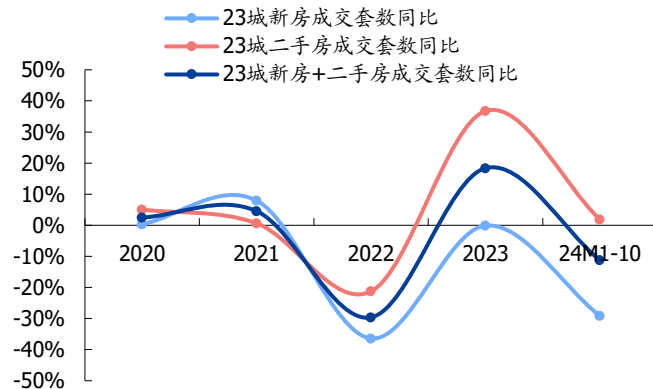
资料来源: 中指, Wind, 国盛证券研究所

图表47: 新房和二手房成交总量 2023 年增长, 2024 年预计下降



资料来源: 中指, Wind, 国盛证券研究所

图表48: 近三年二手房成交套数同比表现优于新房



资料来源: 中指, Wind, 国盛证券研究所

图表49: 23 城中大部分城市 2024 年的二手房成交套数已经超过新房

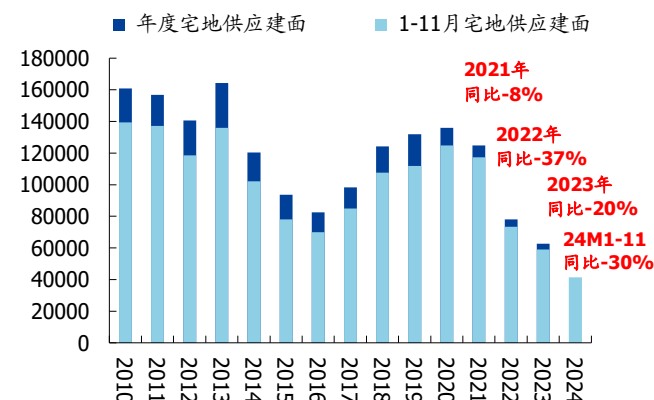
城市	城市能级	新房成交套数 (万套)				二手房成交套数 (万套)				二手房成交套数占比			
		2021	2022	2023	24M1-10	2021	2022	2023	24M1-10	2021	2022	2023	24M1-10
北京	1	9	7	5	3	17	13	15	16	67%	67%	74%	83%
上海	1	9	9	8	5	25	15	17	19	73%	62%	68%	78%
广州	1	12	7	8	7	9	8	9	9	44%	52%	55%	57%
深圳	1	5	3	4	4	4	2	3	5	44%	39%	49%	60%
成都	2	14	12	12	7	13	13	22	21	48%	54%	65%	73%
杭州	2	14	7	8	4	6	4	7	8	29%	37%	46%	67%
南京	2	11	6	5	3	9	7	10	10	44%	53%	65%	75%
苏州	2	6	5	4	2	5	4	5	5	46%	44%	58%	66%
重庆	2	17	5	6	4	13	11	11	11	44%	67%	66%	74%
合肥	2	6	4	4	2	7	4	7	7	52%	46%	66%	79%
武汉	2	17	9	9	6	8	7	10	9	33%	44%	53%	62%
大连	2	4	2	2	2	4	3	4	4	50%	58%	68%	69%
天津	2	12	7	9	7	12	10	15	14	51%	59%	62%	67%
南昌	2	3	3	3	2	2	1	2	2	39%	33%	42%	52%
南宁	2	7	5	5	3	2	2	2	3	20%	26%	31%	54%
青岛	2	13	11	10	7	4	4	6	6	24%	27%	37%	45%
西安	2	7	6	7	5	6	6	10	10	46%	51%	59%	66%
郑州	2	13	7	9	7	4	4	8	7	24%	33%	45%	50%
厦门	2	3	2	2	2	4	2	2	2	51%	55%	53%	54%
南通	3	4	1	1	2	2	2	2	2	37%	57%	51%	56%
东莞	3	4	3	3	2	2	2	3	2	29%	43%	50%	52%
佛山	3	10	7	6	4	5	5	7	6	32%	39%	55%	60%
扬州	3	2	1	1	1	1	1	2	2	34%	51%	61%	66%

资料来源: 中指, Wind, 国盛证券研究所

2.2 土地供需继续大幅缩量, 预计将对明年供货和销售形成制约

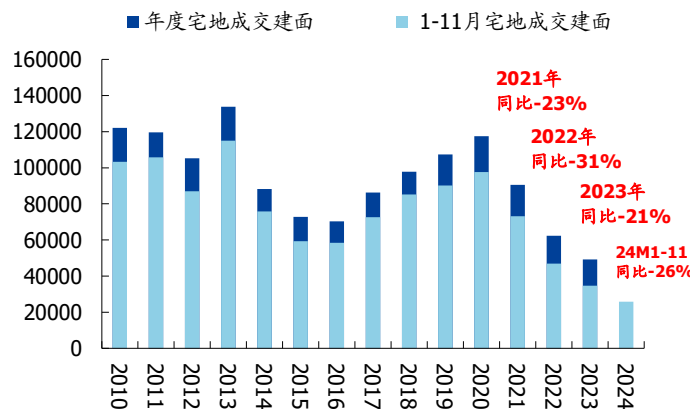
2024 年新房销售尚未企稳, 房企拿地谨慎, 叠加房企供给侧产能出清, 土地市场继续收缩, 预计将对 2025 年的供货和销售形成结构性制约。根据国土资源部的要求, 库存去化周期长的城市需要减少供地, 2024 年土地供应规模继续大幅收缩, 1-11 月, 中指 300 城宅地供应建面 4.1 亿方, 同比降低 30%。由于房企拿地的决策背后的主要依据仍然是销售回款、经营状态、融资情况、对未来的预期等, 而当前楼市修复缓慢, 土地库存积压严重, 房企拿地愈加谨慎, 2024 年 1-11 月 300 城宅地出让金为 14870 亿元, 同比降低 30.9%, 较高点 (2020 年同期) 降低 67%, 已跌回 2015 年水平; 成交建面 25773 万方, 同比降低 25.6%, 较高点 (2020 年同期) 降低 74%, 成交量为近十四年最低。

图表50: 300 城宅地供应建面 (万方)



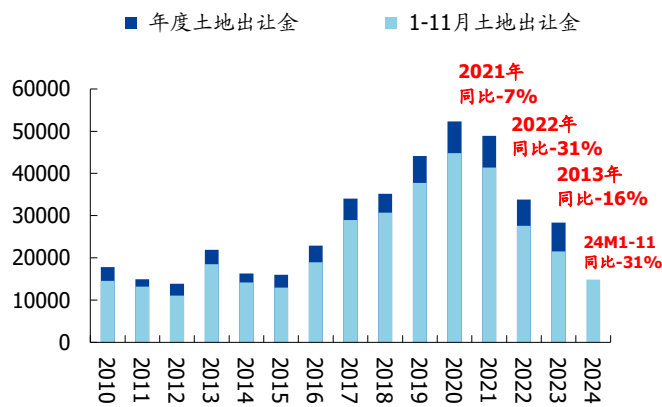
资料来源: 中指, 国盛证券研究所

图表51: 300 城宅地成交建面 (万方)



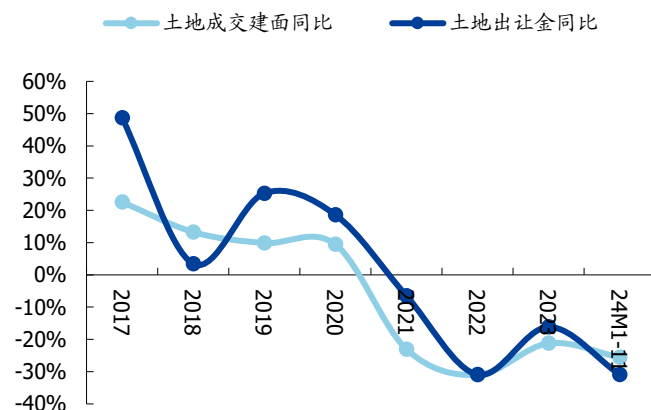
资料来源: 中指, 国盛证券研究所

图表52: 300 城宅地出让金 (亿元)



资料来源: 中指, 国盛证券研究所

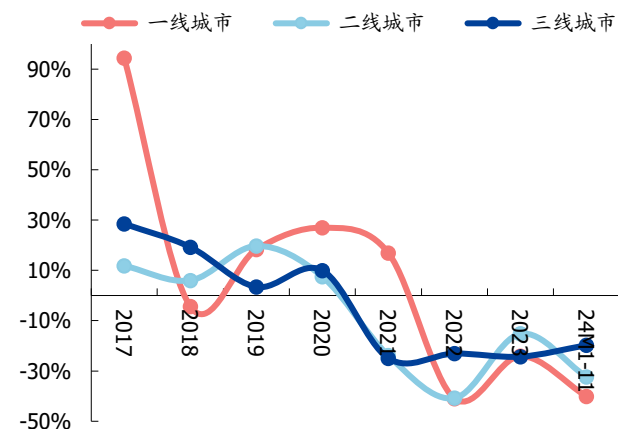
图表53: 300 城宅地成交建面与成交金额增速



资料来源: 中指, 国盛证券研究所

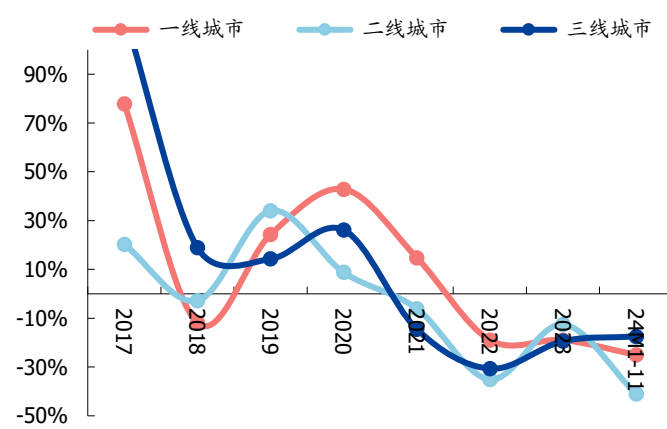
不同能级城市土拍规模同步收缩, 三线城市土地供需规模由于基数低 2024 年缩减幅度相对较小, 同时, 房企拿地更加聚焦, 一二线投资占比持续提升。2024 年 1-11 月 300 城中一线、二线、三线城市累计土地供应建面分别为 1406、13513、26400 万方, 同比分别-44.9%、-35.5%、-25.7%; 累计宅地出让金分别为 3300、6411、5159 亿元, 同比分别-25.0%、-41.0%、-17.5%; 宅地成交建面分别为 1103、8786、15884 万方, 同比分别-40.1%、-32.4%、-19.8%。在城市分化加剧、有效市场收缩的背景下, 房企城市选择高度集中, 首选华东、次选华南, 中西部和北部选择性布局一二线, 而大量三四线已被排除。一线城市投资占比从 2020 年的 13%提升至 2024 年 1-11 月的 22%, 三线占比从 2020 年的 38%降低至 35%。

图表54: 300 城不同能级城市宅地成交建面同比



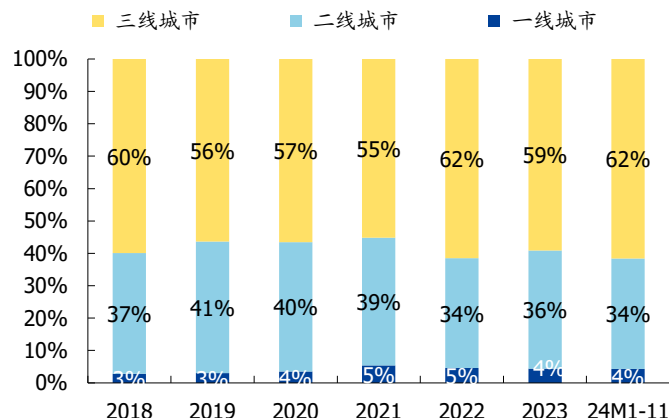
资料来源: 中指, 国盛证券研究所

图表55: 300 城不同能级城市宅地成交金额同比



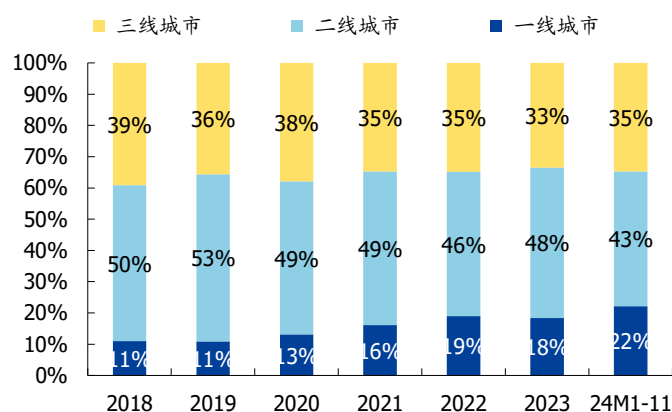
资料来源: 中指, 国盛证券研究所

图表56: 300 城中不同能级城市土地成交建面占比



资料来源: 中指, 国盛证券研究所

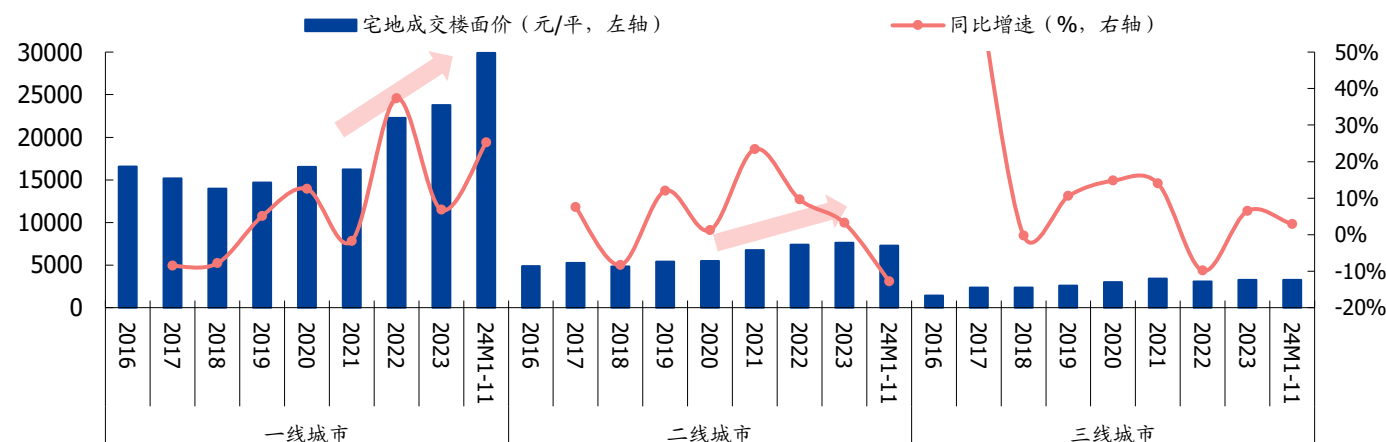
图表57: 300 城中不同能级城市土地成交金额占比



资料来源: 中指, 国盛证券研究所

一线城市土拍成交均价持续提升, 二三线处于历史高位。供给端, 各地政府为了提高房企参拍意愿、减少土地流拍, 增加了优质地块的供应; 需求端, 市场持续波动下, 房企为了销售确定性往核心区域布局, 推动核心城市楼面价结构性上行, 未来在销售端也将受此结构性影响。2024 年 1-11 月一、二、三线城市宅地成交楼面价分别为 29,913、7,296、3,248 元/平, 同比分别为+25%、-13%、+3%, 一线城市拿地持续往板块聚焦推动成交均价抬升, 二线城市虽然同比下降, 但是仍处于历史较高水平, 三线因为价格较低, 弹性相对较小。

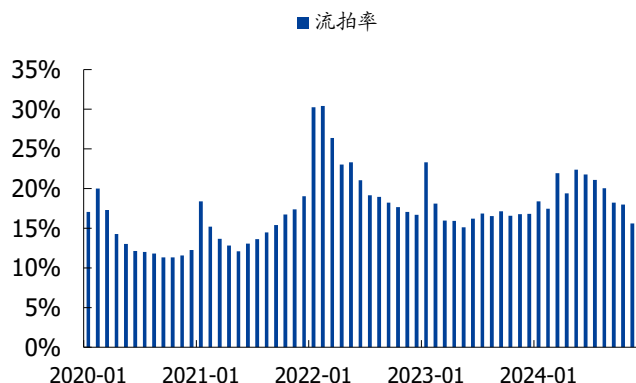
图表58: 300 城中不同能级城市的成交楼面价



资料来源: 中指, 国盛证券研究所

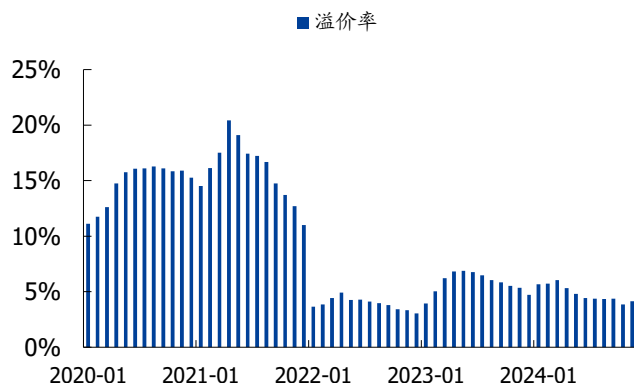
土拍限价放开后, 核心地块溢价率提升, 但流拍和底价成交依然广泛存在。2021 年下半年由于销售转冷叠加供地政策收紧等影响, 土地市场骤然降温, 此后土地流拍率一直处于高位, 而溢价率则徘徊在低位。2023 年下半年之后虽然二线城市陆续放开土拍限价, 核心地块溢价率提升, 但流拍和底价成交依然广泛存在。2024 年土地市场热度仍然较为低迷, 虽然流拍率有所改善, 但溢价率也同步下降。2024 年 1-11 月 300 城土地流拍率 15.6%, 同比-1.2pct, 溢价率 4.1%, 同比-1.2pct。其中一线、二线、三线城市的流拍率分别为 4.0%、9.1%、19.2%, 同比分别为-0.2%、-1.4%、-1.7%; 溢价率分别为 6.4%、4.4%、2.4%, 同比分别为-1.4%、-0.8%、-1.5%。

图表59: 300 城土拍流拍率



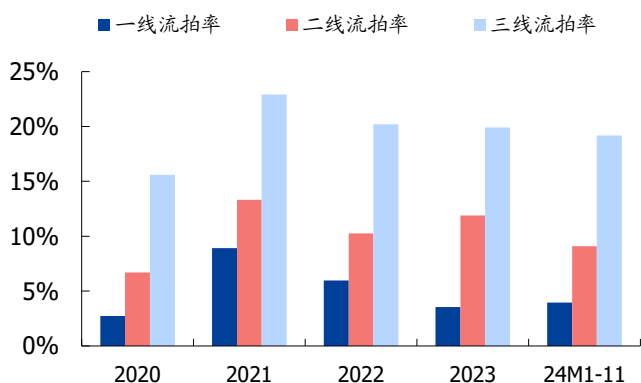
资料来源: 中指, 国盛证券研究所

图表60: 300 城土拍溢价率



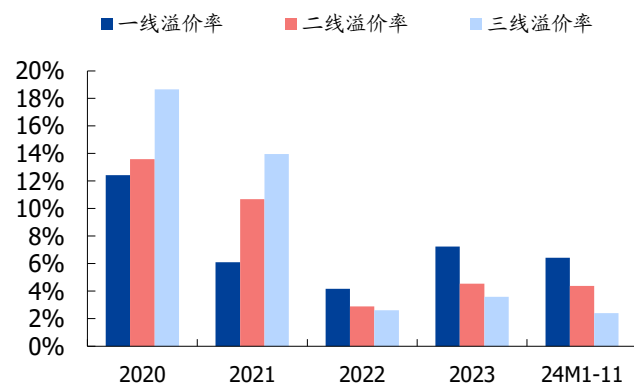
资料来源: 中指, 国盛证券研究所

图表61: 300 城不同能级城市土拍流拍率



资料来源: 中指, 国盛证券研究所

图表62: 300 城不同能级城市土拍溢价率

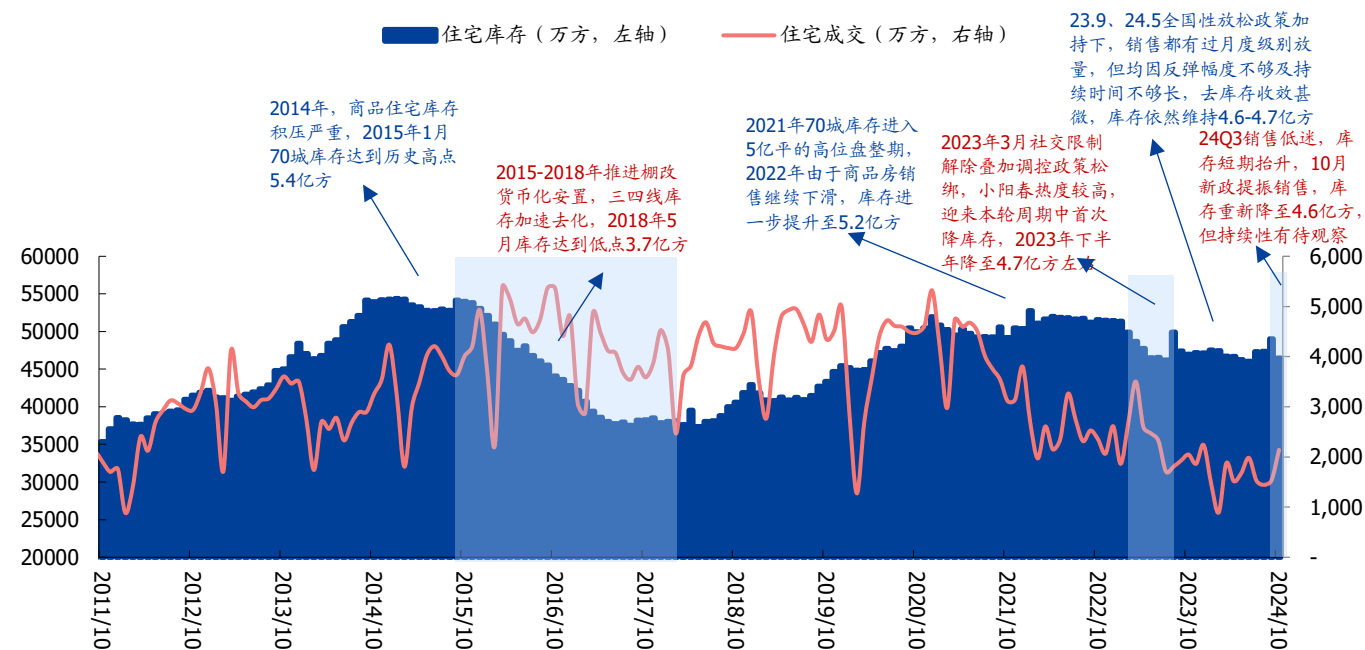


资料来源: 中指, 国盛证券研究所

2.3 库存规模仍维持高位，去化周期新政后小幅下跌但仍在近 14 年新高

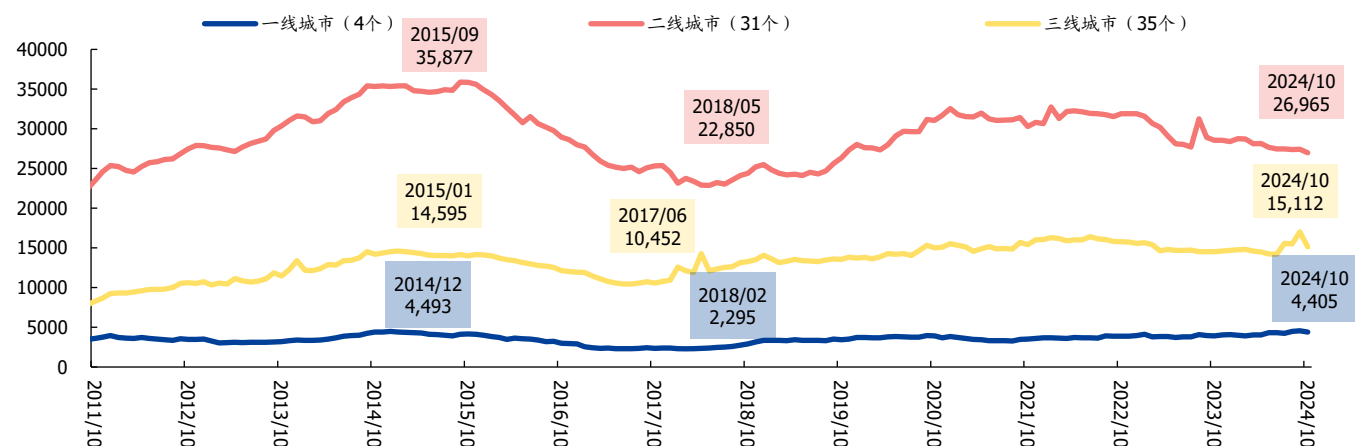
尽管政策频出但市场热度有区域性且难以维持，去库存收效甚微。当前库存仍然处于历史高位且存在结构性问题，郊区库存积压难以受益于常规的因城施策政策，需要借助拆迁、收储等措施实现有效去化。2021 和 2022 年随着房地产销售周期见顶，70 城已取证未售库存进入 5 亿平的高位盘整期；2023 年上半年小阳春热度较高叠加供应减少，库存下降至 4.7 亿平左右；此后 2023 年 9 月、2024 年 5 月在全国性放松政策的加持下，销售都有过月度级别放量，但因反弹幅度不够或持续时间不够，去库存收效甚微，仍维持 4.6-4.7 亿平的库存；2024 年 10 月新政刺激下新房成交回升使得库存小幅下降，70 城已取证未售库存 4.6 亿平，环比下降 5.1%，但仍处于历史高位，相当于历史高点（2015 年 1 月）的 86%，历史低点（2018 年 5 月）的 124%。其中一线、二线、三线城市住宅库存面积分别为 0.4、2.7、1.5 亿方，分别相当于历史库存高点的 96.5%、75.2%、88.8%，相当于 2015 年后库存低点的 191.9%、118.0%、144.6%。

图表63: 70 城住宅库存面积与住宅成交面积



资料来源: 克而瑞, 国盛证券研究所

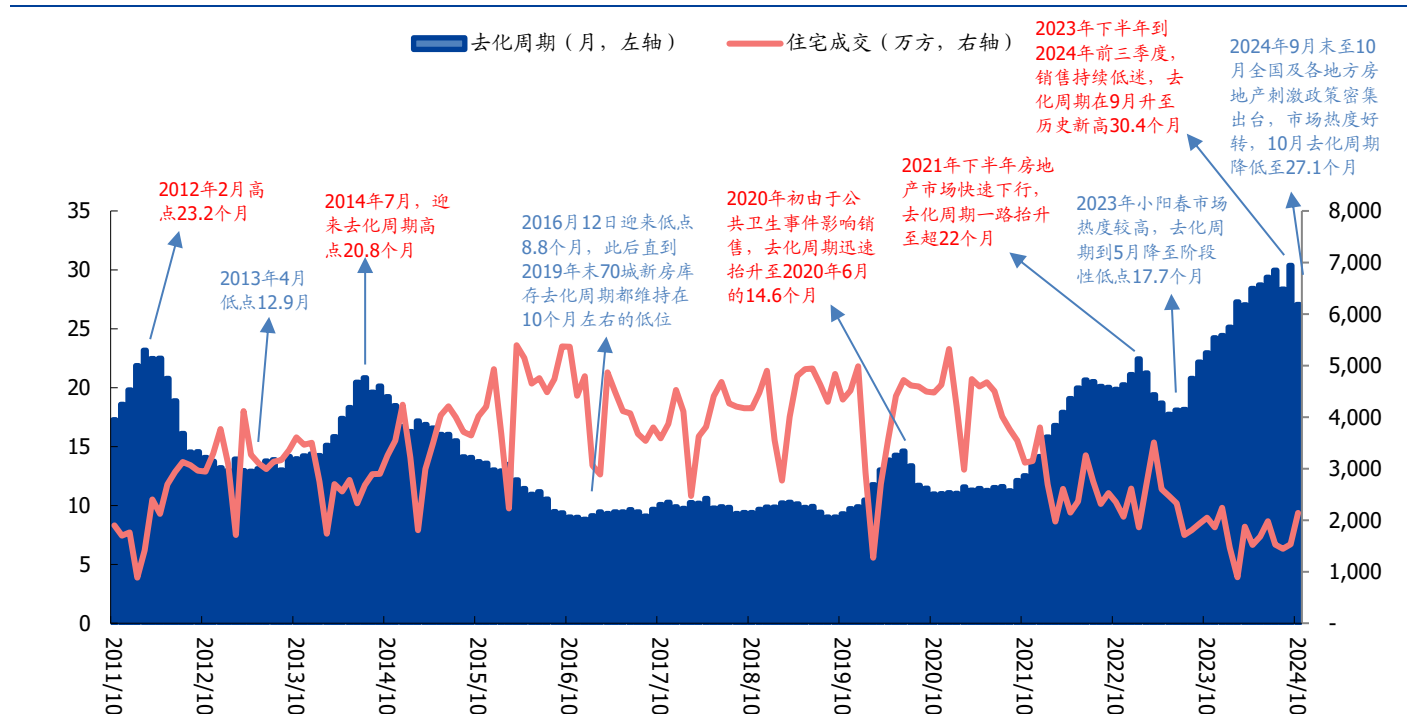
图表64: 不同能级城市住宅库存情况 (单位: 万方)



资料来源: 克而瑞, 国盛证券研究所

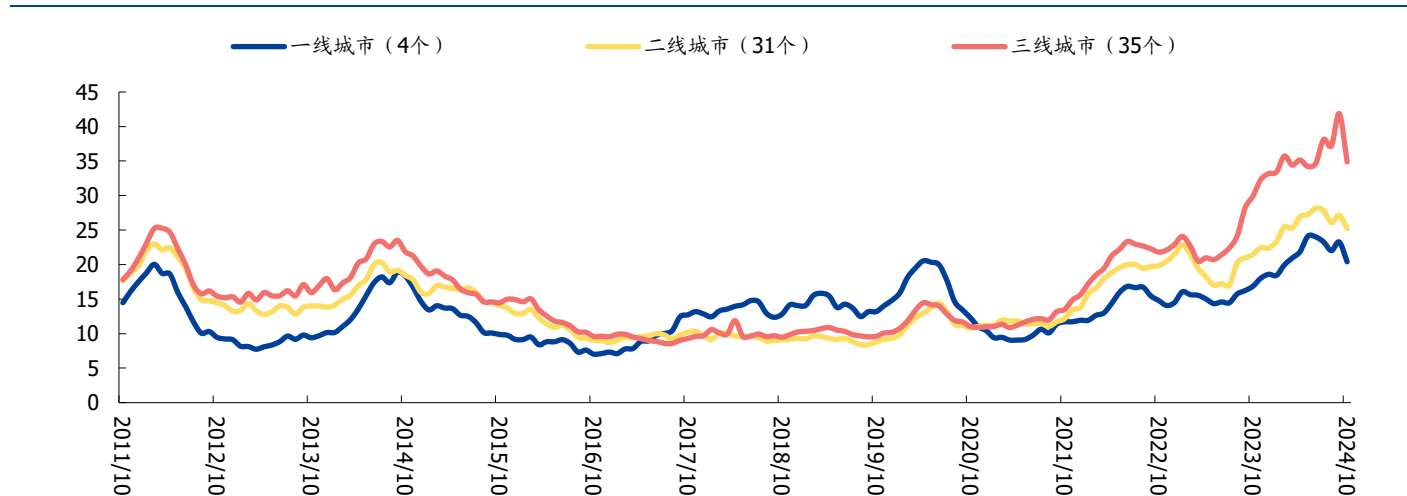
因供需双弱下需求更弱, 新房库存去化周期已创历史新高。新房库存去化周期自 2021 年下半年销售转冷以来不断延长, 2023 年上半年因为成交短暂复苏, 70 个样本城市库存去化周期到 5 月回落至阶段性低点 18 个月, 但下半年因为销售再下台阶导致去化周期再度被动回升。2024 年随着房地产销售继续下滑, 去化周期到 9 月被抬升至历史新高 30.4 个月, 新房销售的疲弱导致市场供需失衡。9 月末以来刺激政策密集出台, 10 月市场热度显著提升, 去化周期环比下降至 27.1 个月, 但超过过去历轮周期高点, 其中一线、二线、三线城市去化周期分别为 20.4、25.2、34.9 个月, 三线城市库存压力最为严重。

图表65: 70 城市住宅库存去化周期与住宅成交面积



资料来源：克而瑞，国盛证券研究所

图表66: 不同能级城市住宅库存去化周期 (单位: 月)



资料来源：克而瑞，国盛证券研究所

10 月 70 城中 87% 的城市去化周期环比下降，但是全年来看大部分城市库存去化周期都处于被动上升状态。经过一年去库存后，截止 2024 年 10 月，70 城中仍有 36% 的城市绝对库存量相较于上年同期有所增长，70% 的城市库存去化周期较上年同期上升。高库存状态将持续地对销售市场修复形成压制。截止 2024 年 10 月，70 城中库存去化周期在 0~10 个月、10~15 个月、15~20 个月、20 个月以上的城市占比分别为 4%、7%、16%、73%，且有 66% 的城市连续两年库存去化周期都在 20 个月以上，面临严重去化压力。

图表67: 库存去化周期在不同区间的城市数量及占比

库存去化周期 区间 (月)	2023 年 10 月城 市数量	2024 年 10 月城 市数量	2023 年 10 月城 市占比	2024 年 10 月城 市占比
0~10	6	3	9%	4%
10~15	6	5	9%	7%
15~20	8	11	11%	16%
>20	50	51	71%	73%

资料来源: 克而瑞, 国盛证券研究所

图表68: 70 城住宅库存及去化周期

城市能级	城市	2024M10 库存 (万 方)	库存同比 变化 (%)	2024M10 库存占历 史最高库 存比重 (%)	2024M10 去化周期 (月)	去化周期 同比变化 (月)	城市能级	城市	2024M10 库存 (万 方)	库存同比 变化 (%)	2024M10 库存占历 史最高库 存比重 (%)	2024M10 去化周期 (月)	去化周期 同比变化 (月)
一线城市	上海	796	25%	52%	13.7	4.8	一线城市	淮南	84	-37%	21%	13.8	(2.1)
	深圳	538	-19%	62%	14.0	(5.0)		马鞍山	71	-9%	34%	15.3	(16.7)
	广州	1,807	27%	96%	23.9	3.6		滁州	98	-7%	20%	17.9	4.5
	北京	1,265	5%	88%	29.1	7.6		荆门	122	-26%	38%	18.0	(7.9)
二线城市	贵阳	41	-87%	5%	1.4	(4.5)	二线城市	南通	167	43%	42%	18.2	(5.8)
	乌鲁木齐	159	-23%	20%	7.7	0.7		佛山	1,191	-13%	63%	23.0	(3.0)
	杭州	611	-11%	45%	9.4	1.3		茂名	507	-7%	63%	23.7	(5.4)
	南昌	231	-9%	56%	12.3	0.2		舟山	90	-24%	23%	25.9	(4.7)
	合肥	336	9%	32%	13.0	4.8		徐州	751	-12%	71%	26.3	2.9
	青岛	1,259	-11%	48%	15.2	0.9		清远	602	-9%	59%	26.8	(3.6)
	济南	623	-17%	40%	15.9	2.4		海口	501	5%	77%	26.9	5.8
	西安	1,028	32%	44%	16.4	5.5		常德	53	30%	20%	27.0	12.5
	宁波	346	-13%	9%	16.9	(2.0)		温州	684	2%	85%	27.5	1.8
	天津	1,300	-2%	45%	18.6	0.6		东莞	480	-23%	59%	27.7	(4.0)
	重庆	786	-5%	35%	19.3	1.4		常州	465	-10%	54%	30.5	(3.0)
	兰州	618	-17%	47%	19.6	(7.2)		唐山	1,442	-	50%	31.6	28.5
	苏州	680	-6%	58%	20.3	4.1		无锡	508	0%	37%	34.4	6.6
	厦门	317	-12%	75%	20.3	(2.8)		宜昌	85	25%	29%	35.0	15.7
	昆明	724	-16%	55%	20.9	(4.4)		洛阳	231	-39%	33%	36.7	2.7
	成都	2,311	4%	78%	21.9	5.1		惠州	1,328	-2%	68%	37.7	8.3
	南宁	646	-6%	77%	22.9	(2.4)		金华	151	-16%	38%	37.7	16.5
	福州	364	-8%	62%	24.1	(6.4)		九江	145	8%	52%	39.5	16.2
	南京	827	-13%	83%	24.6	0.0		岳阳	132	-10%	34%	42.2	14.7
	郑州	992	-15%	66%	26.2	3.6		汕头	748	-2%	87%	42.7	5.8
	武汉	1,636	-2%	75%	26.5	6.0		珠海	684	5%	63%	45.6	4.9
	长沙	1,008	0%	45%	28.9	7.9		嘉兴	263	-8%	47%	46.7	(17.2)
	西宁	258	-29%	36%	32.2	4.7		钦州	312	8%	61%	47.7	5.6
	长春	1,010	-6%	65%	34.8	10.0		泉州	175	7%	52%	52.0	28.2
	石家庄	597	22%	79%	43.1	18.6		烟台	1,053	3%	83%	53.0	13.6
	呼和浩特	1,125	-4%	81%	44.2	4.1		北海	336	-15%	69%	66.8	(43.9)
	沈阳	1,585	-13%	48%	48.4	10.9		三明	71	10%	99%	85.8	12.1
	大连	1,078	-7%	69%	72.6	(21.0)		株洲	279	5%	70%	113.4	38.3
	哈尔滨	871	4%	82%	88.1	24.7		蚌埠	306	28%	19%	139.9	64.1
	银川	2,016	3%	99%	112.6	43.6		丹东	482	5%	100%	264.3	89.4
	太原	1,579	-2%	60%	176.5	51.8		日照	520	-9%	91%	-	-

资料来源: 克而瑞, 国盛证券研究所

三、企业篇：有竞争实力的企业已经出炉，销售拿地资产依然是胜负手

3.1 供给侧出清接近尾声，头部销售排位已基本稳定

我们观察 75 家典型房企近七年来销售排位变化（参考克而瑞百强房企销售榜单），可以发现 2022 年起至今排位已呈现出头尾相对稳定、中段突围与淘汰并存的局面：

- 1. TOP15 排位经历多轮洗牌后现已相对稳定**，以少数头部国央企开发商、高信用及区域龙头民企为主。第一梯队也由此前的“恒碧万”变阵为“保中华万”；此外，滨江及龙湖为前十阵列中仅有的两家民营房企，于行业周期波动中展现出较强发展韧性。
- 2. 中梯队（TOP16-100）格局变动仍未停止**，一是部分如城建发展、上海城投、浦开集团、联发集团、国贸地产、象屿地产等地方国企展现出较强品牌优势与修复能力，于逆势中不断巩固市场份额；二是如中国铁建、中国电建、中国中铁、中建壹品、能建城发、北京建工等非传统房企以自身基建国央企的资源调配能力及产业协同资源突出重围，在市场窗口期抓住机会实现梯队跃升；又如深铁置业、厦门轨道等轨交系在土地资源获取、全链条开发等方面具有天然优势，叠加资金实力与品牌背书使得其逐渐在房产市场中占优。而由于资源逐步向头部集中，因此融资枯竭叠加销售回款的难以回流不断带来行业深度调整，虽然也有少量民企重新入市竞争（如路劲、星河湾），但多数 top101-200 常客房企或因市场需求萎缩又或因自身出险而难以走出销售排位不断下滑直至跌出榜单的困境。
- 3. 我们复盘了日本房地产在上世纪所经历的 70、90 年代两轮房地产危机**，发现其穿越地产周期的房企与我们剩余的市场玩家特征有一定互通之处：日本房企主要分为 6 类，分别是前财阀的直系房企、铁路系、综合商社系、制造商社系与总承包商社系、金融商社系、独立房企；其中制造商社系与总承包商社系、铁路系与上述我国正在突围的基建系、城投系与轨交系房企相似。（详见过往报告《地产大变局系列四：日本两轮地产危机复盘，为何 90 年代烈度远超 70 年代？什么房企能穿越牛熊？》）

图表69：TOP15 排位房企已基本稳定

	销售排行（全口径）							
公司名称	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1	较年末变化
保利发展	5	5	5	4	2	1	1	0
中国海外发展	7	7	6	6	5	3	2	1
万科A	2	2	3	2	3	2	3	-1
华润置地	9	10	9	8	4	4	4	0
招商蛇口	12	12	10	7	6	5	5	0
绿城中国	17	24	19	13	8	7	6	1
建发国际集团	53	49	31	21	10	8	7	1
滨江集团	37	31	27	22	13	11	8	3
越秀地产	54	52	46	37	16	12	9	3
龙湖集团	10	11	11	10	9	9	10	-1
华发股份	47	39	34	32	18	14	11	3
中国金茂	24	18	15	15	12	13	12	1
中国铁建	34	32	32	26	15	15	13	2

	销售排行（权益口径）							
2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1	较年末变化	
6	6	5	4	2	1	1	0	
7	7	6	6	3	2	2	0	
3	3	3	3	4	3	4	-1	
8	11	12	8	5	4	3	1	
15	12	9	9	6	5	5	0	
41	31	22	16	11	8	6	2	
44	43	32	19	12	7	7	0	
63	61	44	32	16	16	14	2	
40	38	33	24	10	15	9	6	
12	10	11	10	8	9	8	1	
51	42	38	37	18	14	13	1	
24	20	14	14	13	11	11	0	
38	30	27	25	15	13	10	3	

资料来源：克而瑞地产研究，国盛证券研究所

图表70: TOP15 排位房企已基本稳定 (续)

	销售排行（全口径）									销售排行（权益口径）							
公司名称	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1	较年末变化		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1	较年末变化
金地集团	16	14	13	11	7	10	14	-4		16	17	15	12	7	12	16	-4
绿地控股	6	6	7	9	14	16	15	1		4	5	7	7	9	10	12	-2
碧桂园	1	1	1	1	1	6	16	-10		2	2	2	1	1	6	15	-9
保利置业集团	65	68	67	60	40	27	17	10		64	66	57	52	35	24	17	7
融创中国	4	4	4	3	11	17	18	-1		5	4	4	5	14	20	21	-1
新城控股	8	8	12	16	19	18	19	-1		9	8	10	13	17	18	18	0
中建壹品						43	20	23							44	19	25
美的置业	39	34	33	28	24	22	21	1		39	35	35	30	27	22	22	0
旭辉控股集团	15	15	14	14	17	19	22	-3		26	19	19	15	19	28	29	-1
中交地产	85	71	52	44	28	20	23	-3		82	78	59	48	39	21	23	-2
中国电建	66	70	61	47	25	33	24	9		65	70	68	55	31	32	25	7
大悦城		56	54	56	37	30	25	5			64	64	62	50	37	42	-5
世茂集团	11	9	8	12	22	34	26	8		11	9	8	11	21	35	26	9
中国恒大	3	3	2	5	42	24	27	-3		1	1	1	2	30	17	20	-3
首开股份	31	37	42	38	21	23	28	-5		33	39	50	41	24	29	36	-7
城建发展	123	130	122	64	41	28	29	-1		126	112	117	85	53	33	39	-6
联发集团	74	74	78	59	43	26	30	-4		67	71	73	56	46	36	38	-2
国贸地产	171	135	88	74	51	29	32	-3		171	147	89	76	65	34	35	-1
象屿地产	167		157	127	56	35	34	1		163	182	137	103	86	45	32	13
中国中铁						21	35	-14							19	33	-14
雅居乐集团	29	26	26	27	36	41	36	5		29	28	25	29	32	39	31	8
路劲	57	61	65	53	32	36	37	-1		52	49	53	42	22	27	28	-1
远洋集团	26	25	36	29	20	32	40	-8		32	25	37	31	20	30	49	-19
中建东孚	109	93	131	124	64	44	45	-1		92	95	136	135	52	38	41	-3
华侨城A	87	45	51	50	35	31	46	-15		88	36	49	47	34	26	48	-22
中南建设	18	16	17	17	29	39	47	-8		18	18	17	21	33	40	54	-14
金融街	73	82	81	83	67	60	48	12		84	72	70	71	56	49	40	9
金辉集团	41	40	45	45	49	55	49	6		35	37	36	43	43	50	52	-2
阳光城	14	13	18	19	45	47	51	-4		14	14	16	20	48	53	58	-5
深铁置业				142	79	110	52	58					115	69	89	46	43
上海城投		165	169	140	137	116	53	63			154	151	120	167	150	44	106
浦开集团						85	54	31							83	43	40
合生创展集团	121	117	91	75	70	51	56	-5		116	92	77	61	59	47	53	-6
能建城发						62	61	1							48	59	-11
宝龙地产	64	57	55	43	48	50	62	-12		62	55	51	40	57	58	65	-7
信达地产	112	79	104	77	63	64	66	-2		73	79	109	75	77	79	101	-22
金科股份	22	17	16	18	26	65	67	-2		19	13	13	18	26	67	75	-8
北京建工		142	138	108	108	83	68	15			173	166	127	141	124	97	27
中建信和	169	124	163	152	84	100	69	31		165	99	150	146	92	87	68	19
厦门轨道						70		-70								61	-61
深业集团	104	121	145	158	96	54	71	-17		86	105	126	143	84	41	60	-19
五矿地产控股		107	101	104	82	99	74	25			107	103	101	103	118	92	26
星河湾	129	129	154	129	92	94	75	19		125	119	142	113	82	77	74	3
龙光集团	32	35	23	23	44	61	85	-24		23	24	20	17	37	51	80	-29
合景泰富集团	44	41	39	42	46	63	87	-24		45	47	47	46	54	60	95	-35
珠江股份		138	107	92	68	91	88	3			129	81	77	51	68	71	-3
首创城发						72	90	-18						64	81	87	-6
时代中国控股	46	46	43	46	50	97	91	6		42	33	30	34	58	110	104	6
正荣地产	20	23	22	25	57	87	93	-6		27	34	29	38	73	109	113	-4
弘阳地产	60	54	49	48	74	69	98	-29		75	67	67	64	99	132	146	-14
融信中国	25	22	21	24	38	76	116	-40		28	29	26	27	45	98	130	-32
荣盛发展	30	30	28	30	62	88	102	-14		21	21	21	22	47	72	91	-19
富力地产	19	21	24	34	60	103	101	2		13	15	18	26	49	92	98	-6
佳兆业集团	36	29	25	36	72	57	104	-47		37	27	24	28	60	52	99	-47
禹洲集团	56	48	37	40	59	81	107	-26		47	58	46	45	66	91	118	-27
德信中国	71	69	62	55	58	67	128	-61		77	103	85	66	74	97	142	-45
力高集团	95	89	79	69	69	126	159	-33		153	128	94	89	91	157	194	-37
正商实业	58	65	77	80	103	173	147	26		49	51	66	65	89	148	125	23
三盛控股	72	73	74	84	161	190	177	13		78	65	72	84	169	200	188	12
港龙中国地产	155	87	86	89	104	135	168	-33		118	131	120	106	128	160	200	-40
银城国际控股	154	119	113	96	105	159	161	-2		149	144	138	129	130	199		
领地控股	92	96	98	98	155	183	199	-16		87	82	90	98	153	188	198	-10

资料来源: 克而瑞地产研究, 国盛证券研究所

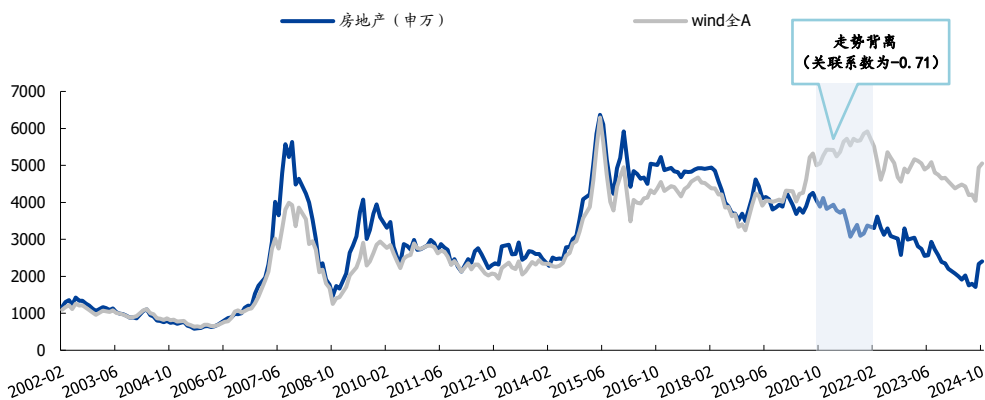
3.2 政策转向后地产股与大盘重回到同频

在这个部分,我们将着重讨论地产指数与大盘指数走势的趋同性、地产指数与行业政策、销售量价的拟合度,去探寻现阶段 A/H 板块行情的驱动点。首先,我们选择申万房地产指数、中信房地产 HK 指数作为板块基准去探讨第一层逻辑下板块与大盘走势的趋同性。

纵观地产 A 股指数与大盘走势,两者长周期(2002M2-2024M10)维度下同频特性较显著(关联系数 0.78)。一是宏观经济的整体表现影响投资者对大盘信心的强弱亦带动房地产市场需求协同变化,二是如货币、利率、财政等宏观调节政策对大市场与细分板块的传导(正/反)方向大体是一致的,三是房地产长期作为国民经济核心产业链,其板块走势亦对大盘有较大向上拉动/情绪传导作用力。

小周期中 2020M10-2022M2 两者走势出现背离,关联系数为 -0.71(此周期前 2002M2-2020M9 关联系数为 0.97);此期间一方面地产行业受制于“房住不炒”主基调与防范化解金融风险等诸多调控政策,地产泡沫逐渐通过供给侧出清、下杀估值等方式被动挤出,提前进入深度调整期;另一方面,宏观经济为应对大环境冲击与推动经济结构转型给予了新基建、科技创新等行业更多资金支持,不少新兴产业在政策红利加持下展现出较强劲的增长活力,吸引资本追逐进而推动大盘上涨。

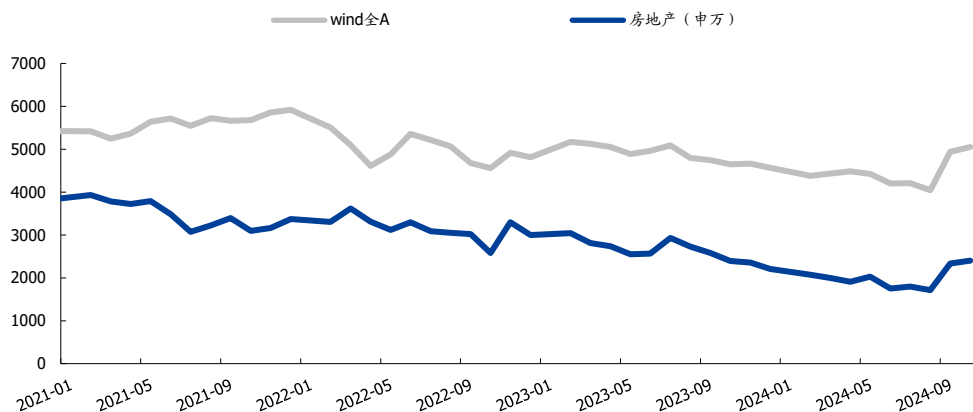
图表 71: 2002-2024M10 A 股地产指数与大盘走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

政策转向后地产股与大盘重回到同频。2022M3 至 2024M10 时间范围内,地产板块政策转向,指数走势与大盘重回到同频(关联系数 0.78);但伴随着行业基本面磋伤与信心压制,地产板块波动幅度大于大盘。

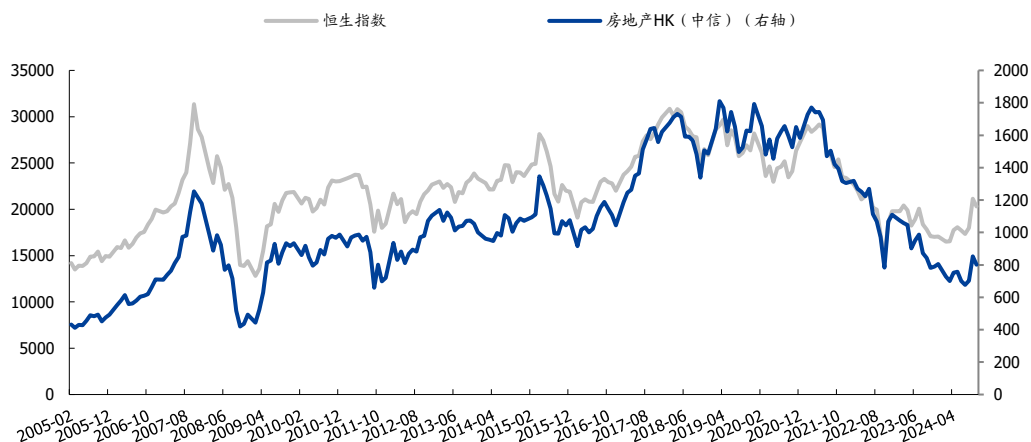
图表72: 2021 年以来 A 股地产指数与大盘走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

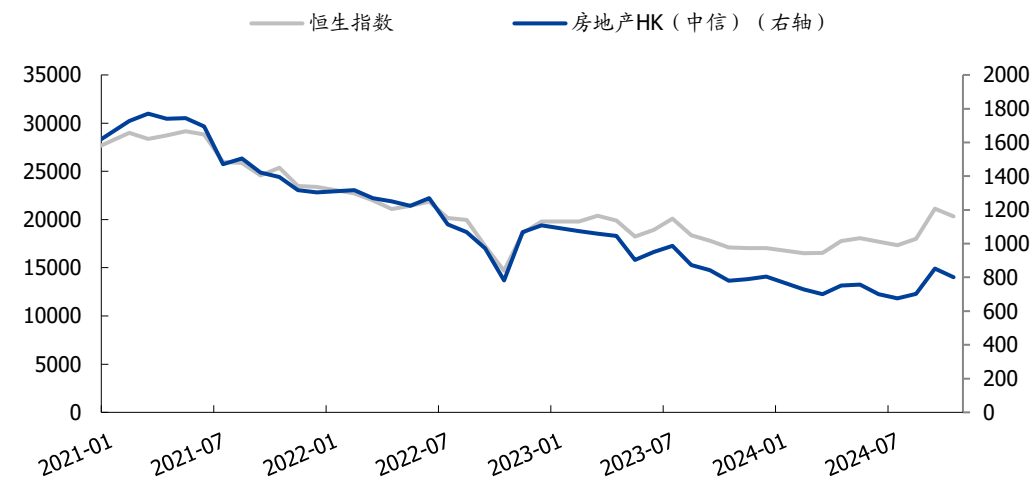
2005M2-2024M10 H 股地产指数与大盘走势关联度较 A 股更高, 关联系数为 0.9。

图表73: 2002-2024M10 H 股地产指数与大盘走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表74: 2021 年以来港股地产指数与大盘走势

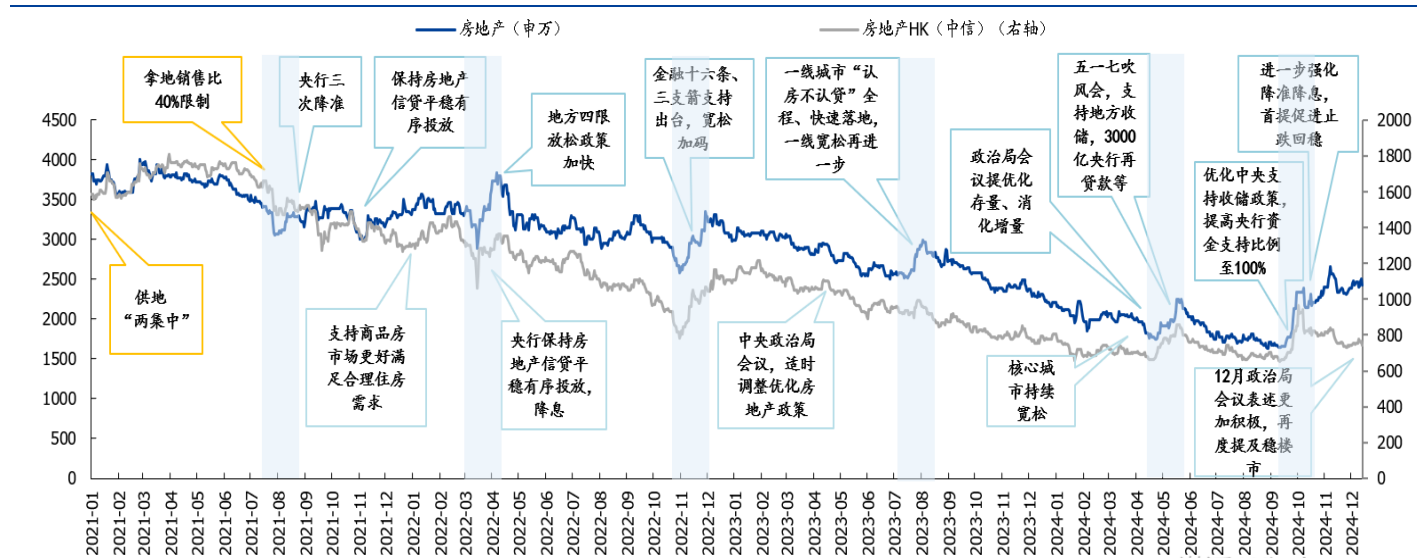


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

板块 Beta 行情频现。第一层逻辑中我们发现地产股指数 22 年以来与大盘重回同频。第二层逻辑中我们将政策与股价走势匹配，可以看到 2021 年末至今多轮宽松政策及预期变化逐渐代替供需关系及公司业绩成为各阶段板块行情的直接驱动因素（如 2022 年 10-11 月融资端金融 16 条、三支箭，2023 年 4 月“三大工程”等）。我们认为，政策主导的背景是因为基本层面迟迟没有出现核心城市的量价趋势性修复以及企业业绩层面的趋势性修复的预期，导致市场信心辗转反复。具备相对基本面的个股走势也并没有能够脱离板块 beta 的影响。

基本面修复兑现不足对港股地产板块压制力度更大。2024 年以来，逆周期政策调节继续加码（“517”及“923”系列政策等），供需组合拳频出，且财政开始发力，凑齐地产、央行、财政三大拼图；在此背景下，市场情绪得到有效提振，基本面接力下板块修复情况明显优于此前政策窗口期（从绝对涨幅来看也较为可观），可见政策仍为当下地产板块行情的主要触发点，而分歧在于基本面实质性改善强弱。从最近 2024-9-23 这轮政策窗口期来看，A 股和港股地产板块皆快速反弹，前者在政策预期下不断涌现出反弹机会（A 股投机散户比例相对更高），反之后者与恒生指数走势表现出较高的一致性，在政策窗口后期重回疲软。究其原因，港股地产企业韧性更强因而驱动板块指数在政策利好下短期较 A 股上涨行情更强劲，但港股受外资（掌握主要定价权）投资风格差异影响，基本面修复兑现不足对板块估值的压制力度无疑也更大（此外，或有汇率差异、流动性差异、交易制度差异、地缘政治事件敏感性差异等原因）。

图表75: 房地产指数走势与政策打点图



资料来源: Wind, 根据财经, 21 世纪经济报道, 凤凰网房产, 第一财经, 观点网, 中房网, 界面新闻, 新京报, 央行官网, 中指研究院, 北京商报, 中国经济时报, 中房研协, 国家税务总局, 中国新闻网, 中国金融新闻网, 央广网, 中国房地产报, 人民资讯, 上海教育, 浙江政务服务网, 上海证券报, 克而瑞, 莆田新闻网, 亿翰智库, 财经网, 中央政府网站, 地方住建官网, 国家金融监督管理总局, 财政部, 证监会, 人民网, 中国新闻网, 新华网, 证券时报等报道整理, 国盛证券研究所。

注: 黄蓝标记为政策打点, 分别对应中央重要收紧、放松政策。

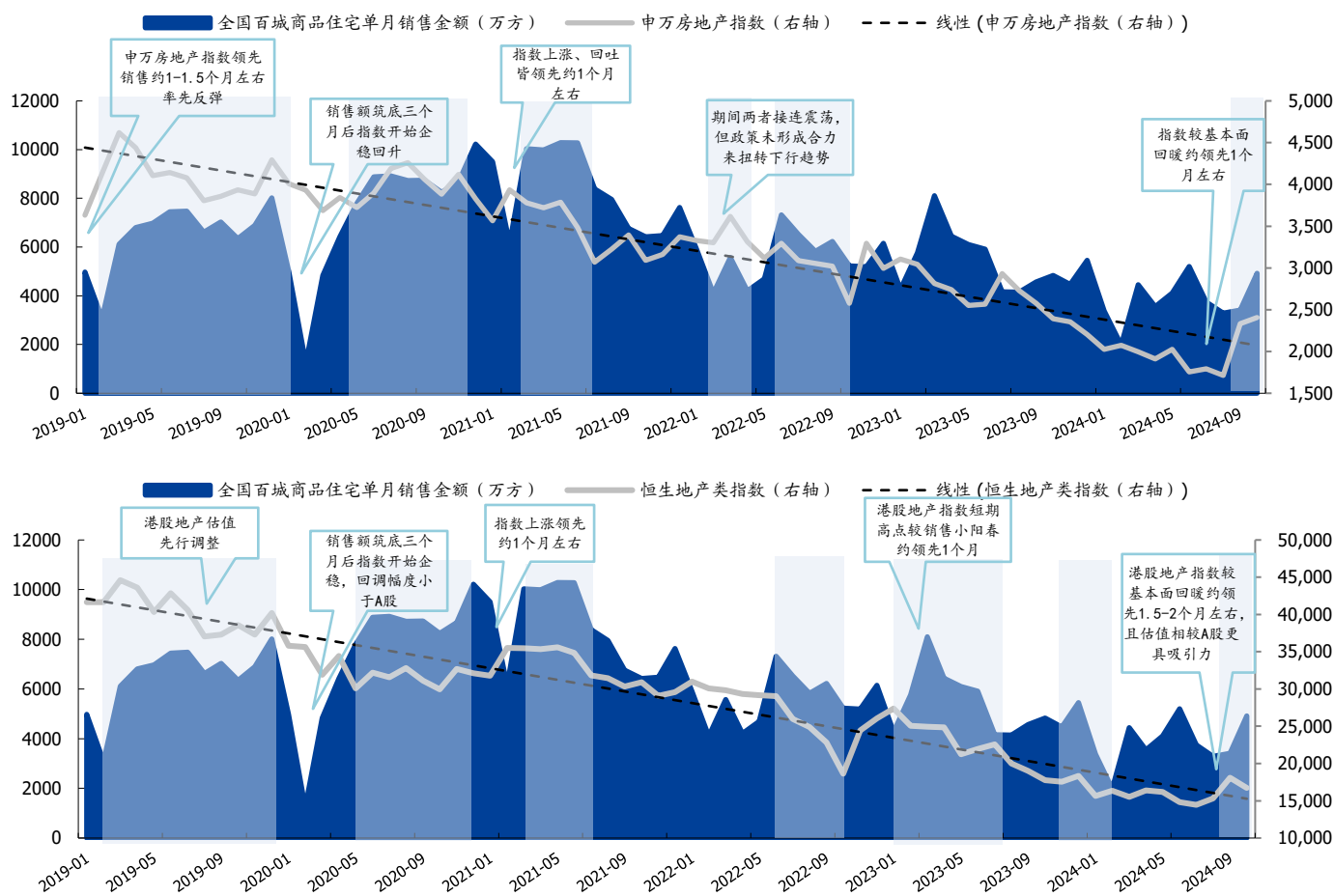
下行周期里销售（企业 α ）与股价关联度在减弱，没有上行期强。第三层逻辑中我们继续将房地产指数剥离出来与百城商品住宅销售金额走势拟合，可以发现早期阶段房地产市场量价与股价锚点相对清晰：宏观环境变化影响行业供需结构，供需结构决定房地产价格及业绩并进一步驱动股价变化。但 2020 年以来受总量下行压力及行业管控影响，地产泡沫逐渐通过供给侧出清、下杀估值等方式被动挤出，因此在百城商品住宅单月销售额达到峰值的 2021 年 5 月(10285 万方)，申万房地产指数与恒生地产指数已提前下探 2 年有余。自此股价与销售量价之间的直接传导关系逐渐走弱，行业周期属性逐步淡化。一般而言，强周期性行业侧重政策与产品供需关系，其中政策随经济周期变动，不同周期下的供需关系决定价格涨幅；而弱周期行业则更讲究政策趋势、竞争格局及企业自身 α 。从数据上看，2019 年 1 月至 2024 年 10 月，百城商品住宅销售金额较高点（2021 年 5 月）下探幅度为 52.2%，申万房地产指数与恒生地产指数较高点（皆为 2019 年 3 月）下探幅度分别为 47.9%及 62.5%。

图表76: 历年百城商品住宅销售金额与板块指数调整幅度

时间段	百城商品住宅销售金额	申万房地产指数	恒生地产指数
2020	27.5%	-10.9%	-20.1%
2021	-25.4%	-11.9%	-7.9%
2022	-19.4%	-11.2%	-12.0%
2023	-11.3%	-26.4%	-29.6%
2024M1-10	1.8%	0.6%	-5.9%

资料来源: Wind, 中指, 国盛证券研究所

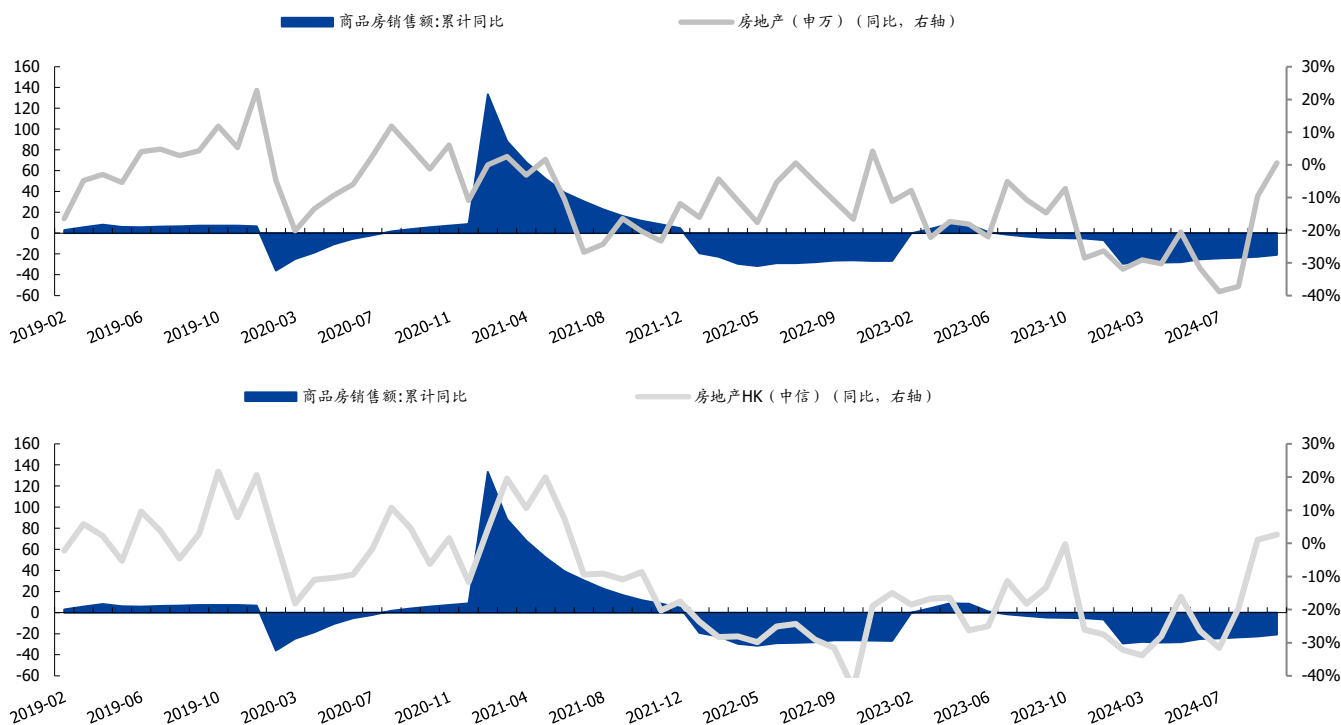
图表77: 房地产指数与百城商品住宅销售金额走势拟合度



资料来源: Wind, 中指, 国盛证券研究所

观察统计局商品房销售额累计同比与房地产指数同比走势可以发现港股指数相对 A 股指数拟合度要更高, 一定程度印证港股在被政策影响的同时更看重基本面逻辑, 因此依然可以去持有具有相对基本面且低估的港股企业。

图表 78: 房地产指数与统计局商品房销售额累计同比走势拟合度



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

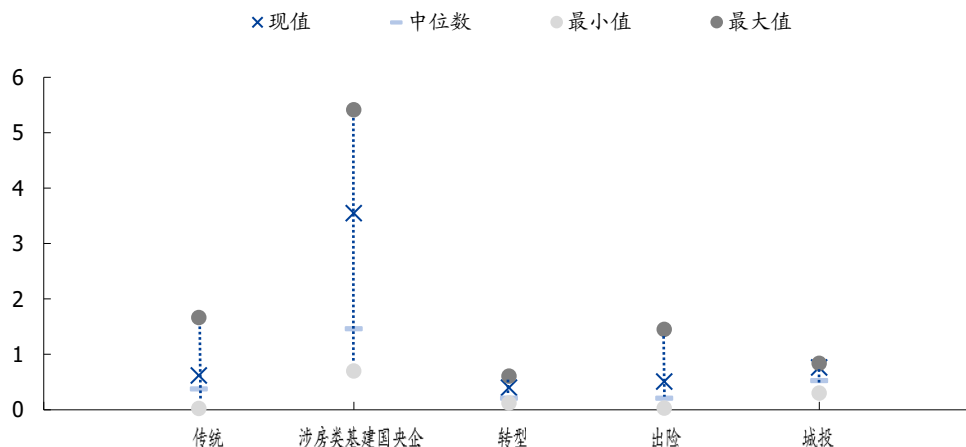
3.3 优质头部房企 P/S 角度或被低估

其次, 由于财务报表营收结转存在滞后性, 我们尝试以 2020 年至今的每股滚动权益销售额对单个房企进行定价(采用当月股价最高值)。我们将时间窗口期有数据的 45 家样本上市企业分为五类: ①传统房地产企业, 包括传统综合型及专业型房地产公司, 如保利发展、中国海外发展; ②出险类地产企业, 即行业阵痛期因政策和市场的变化, 企业现金流出现断层, 进而出现无法按期偿还各类融资及债券、无法按期兑付各类商票和员工理财产品等情形, 尤其指发行过美元债, 在美元债到期后无法按期偿还本息的地产业企业, 如中国恒大、融创中国; ③转型类地产公司(含出险后转型企业), 近年来受行业深度调整影响, 部分房企(甚至出现老牌房企)或开拓非主业相关新业务(地产相关板块收缩程度较大)以提升抗风险能力, 或剥离重资产房地产开发以寻求新的增长点和发展模式, 如美的置业、绿地控股; ④城投类地产公司, 目前存续的城市投资建设类国有企业其主营业务中常常涵盖(或涉及)房地产开发业务, 如城建发展; ⑤涉房类基建国企, 部分非传统房企以自身基建国企的资源调配能力及产业协同资源突出重围, 逐渐在地产开发中占优, 如中国中铁。

2024 年末样本房企 P/S 值回升在于股价回调不在于基本面走强。整体来看, 2020M1 至 2024M11, 45 家样本房企 P/S 值位于 0.03 (悲观, 下同) 至 5.41 (乐观, 下同) 区间, P/S 中枢为 0.45; 2024M11, 45 家样本房企 P/S 值位于 0.04 至 5.00 区间, P/S 中枢为 0.79。2024 年末样本房企 P/S 中枢呈现回升态势主要因房企权益销售额自 2021 年见顶, 现处长坡下行期中段(当然若短期内政策力度足够大则可以改变向下趋势, 加速衰退尾声阶段的筑底), 9.23 虽有重磅政策密集出台, 市场在情绪层面和信心层面得到提振, 但房企销售累计降幅改善有限; 而房企股价走势虽长周期维度仍随基本面走弱、报表业绩承压而呈现出疲软态势, 但重要会议窗口期不断出台的逆周期调节政策提升了市场对后续政策落地及基本面修复的预期, 在此轮放松周期政策凑齐地产、央行、财政三大拼图后整体股价走势出现较强劲回调。

样本五类企业中，P/S 中枢涉房类基建国央企>城投类地产公司>传统房地产企业>出险类地产企业>转型类地产公司。具体来看，样本传统房地产企业占比 51.1%，P/S 值位于 0.03-1.67 区间，P/S 中枢为 0.45；样本出险类地产企业占比 33.3%，P/S 值位于 0.03-1.45 区间，P/S 中枢为 0.25；样本转型类地产公司占比 4.4%，P/S 值位于 0.12-0.61 区间，P/S 中枢为 0.24；样本城投类地产公司占比 4.4%，P/S 值位于 0.31-0.84 区间，P/S 中枢为 0.55；样本涉房类基建国央企占比 6.7%，P/S 值位于 0.70-5.41 区间，P/S 中枢为 2.01。

图表 79: 各类样本房企 P/S 区间范围



资料来源：克而瑞地产研究，Wind，国盛证券研究所

通过上述数据，我们可以得到三点结论：

一是结合 P/S 悲观至乐观区间、销售与拿地的持续性可以发现传统房地产企业中如绿城中国（2024M11 P/S 指标，本段同，0.2）、建发国际集团（0.3）、华发股份（0.3）、越秀地产（0.4）等在当前以 P/S 角度存在低估。

二是高 P/S 指标不代表企业估值与业绩能力的绝对脱节，原因包括如中国电建（4.1）、中国中铁（5.0）等涉房类基建国央企其业务中房地产开发贡献占比较低，因此其股价并非单一房地产定价逻辑；再者部分传统房企中自持业务通常带来估值溢价，因此如华润置地（1.1）、龙湖集团（1.4）、新城控股（1.3）等保有一定估值相对优势；此外 P/S 更多是对过去及近一年投资能力的反映，不包含对优质企业在供给侧优化逻辑下后续成长潜力的期望以及未涉及企业利润表下成本控制能力与盈利质量的考量（如市场疲弱环境下，民营企业促销成本、中介渠道费用、融资费用、运营及拿地费用等与国央企存在一定差距）。

三是尽管没有哪个房企可以完全无视行业大幅度级别的一个量价下行，几乎皆面临销售减量、分化、整合的行业挑战，但出险企业及转型企业权益销售额水平下滑显著，于此轮（9.23）放松周期后销售仍未止跌企稳或已不具备周转能力，对应 P/S 指标多已接连下滑并跌至 0.3 以下。

图表80: 典型房企 P/S

公司名称	2024-01	2024-02	2024-03	2024-04	2024-05	2024-06	2024-07	2024-08	2024-09	2024-10	2024-11	P/S	每股权益销售 (元)	期间最高股价 (元)
保利发展	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5			
中国海外发展	0.5	0.5	0.4	0.6	0.7	0.6	0.6	0.5	0.7	0.7	0.7			
万科A	0.5	0.5	0.6	0.5	0.6	0.5	0.4	0.4	0.6	0.7	0.7			
华润置地	0.8	0.8	0.8	1.0	1.2	1.1	1.1	0.9	1.1	1.2	1.1			
招商蛇口	0.4	0.5	0.5	0.5	0.7	0.6	0.6	0.6	0.8	0.8	0.8			
绿城中国	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2			
建发国际集团	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3			
滨江集团	0.3	0.3	0.3	0.3	0.6	0.5	0.5	0.5	0.7	0.7	0.6			
越秀地产	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4			
龙湖集团	0.6	0.6	0.7	0.8	1.1	0.9	0.9	0.8	1.3	1.7	1.4			
华发股份	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3			
中国金茂	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3			
中国铁建	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3	1.4	1.5	1.6			
金地集团	0.2	0.2	0.2	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3	0.5	0.6	0.7			
绿城控股	0.3	0.3	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6			
碧桂园	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3			
保利置业集团	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2			
融创中国	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3	0.8	1.4	1.2			
新城控股	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	1.0	1.1	1.3			
美的置业	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.2	0.2			
旭辉控股集团	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	0.4	0.3			
中交地产	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3			
中国电建	2.9	3.2	3.6	3.7	4.4	4.5	4.3	4.3	4.3	4.2	4.1			
大悦城	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.7	0.8	0.9			
世茂集团	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	0.4	0.3			
中国恒大	0.05	0.04	0.04	0.05	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1			
首开股份	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4			
城建发展	0.3	0.3	0.3	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7			
厦门国贸	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7			
中国中铁						4.6	4.9	4.7	4.8	5.4	5.0			
雅居乐集团	0.1	0.2	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.5	0.4			
路劲	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0			
远洋集团	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1			
华侨城A	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7	1.0	1.1	1.2			
中南建设	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1							
金融街	0.5	0.6	0.7	0.6	0.7	0.6	0.5	0.5	0.7	0.7	0.8			
合生创展集团	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8	0.7	0.7	0.6	1.0	1.5	1.1			
宝龙地产	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.5	0.3			
中梁控股	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1			
金科股份	0.7	0.8	0.8	0.7	0.8	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7	1.1			
中骏集团控股	0.03	0.04	0.04	0.04	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1			
龙光集团	0.17	0.19	0.22	0.23	0.4	0.4	0.4	0.5	0.8	1.1	1.0			
合景泰富集团	0.11	0.11	0.10	0.12	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2					
珠江股份	0.23	0.19	0.18	0.18	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3			
荣盛发展			0.50	0.57	0.8	0.7	0.6	0.6	0.8	0.9	1.5			

资料来源: 克而瑞地产研究, Wind, 国盛证券研究所

3.4 受制于销售回落, 多数企业拿地端也面临压力

2024M1-11 百强房企投资拿地总额同比下降 34.6%。从拿地绝对量来看, 2020 年末“三道红线”“银行房贷两集中”等监管政策开启行业有序扩张序幕后, 社交隔离大环境及债务集中到期压力进一步推动行业出清, 而出清幅度于拿地及供给侧上表现更加明显(百强中 25 家样本出险房企于 2020 年达到拿地高点; 2022 年 25 家样本出险房企已几乎供给侧产能出清完毕。详见外发报告《出险房企专题研究: 房企为何会出险? 出险至今有什么变化》), 当前能够活跃在土地市场前列的依然是以头部几家国央企和少数几家民企为主, 兼以部分中建系及地方“国字号”房企弯道超车。根据克而瑞数据, 2024M1-11 百强房企投资拿地总额 8513 亿元, 同比下降 34.6%; 仅 19 家房企拿地金额超百亿, 其中保利发展、绿城中国和越秀地产拿地额超 500 亿元。

销售回落制约多数企业拿地意愿。从拿地强度来看, 截止至 11 月末百强房企拿地销售比为 16%; 其中头部 TOP10 房企仍为主要拿地力量, 投资强度约 21%, 其他梯队尤其 TOP11-20 房企(6%)补库力度均较弱。分企业性质来看, 同期 50 家样本房企中, 22 家国央企全口径金额投销比为 27.1%, 新房销售持续萎靡亦影响国央企房企拿地意愿, 除少部分体量相对较小的国央企(越秀地产 51.6%、中建壹品 68.9%、城建发展 52.8%、上海城投 88.5%)在今年仍能维持拿地力度外, 多数国央企在行业持续下行压力下也有

边际缩量倾向；5 家混合制房企拿地强度为 7.9%；而 23 家民企中仅滨江及龙湖得益于财务稳健性而具备投资能力，其余几近面临拿地停滞的局面。

图表81：典型房企拿地强度对比

公司名称	拿地金额(全口径, 亿元)							投资强度							拿地强度较 未变化
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024M11	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024M11	
保利发展	1835	1415	2023	1883	1351	1261	572	45.3%	30.1%	40.2%	35.0%	29.5%	29.7%	18.6%	-1.1%
中国海外发展	1029	1263	1433	1593	872	1272	412	38.3%	38.3%	39.4%	42.9%	29.5%	41.1%	15.2%	-25.8%
万科A	2687	2249	1846	1889	795	861	75	44.3%	35.6%	26.3%	30.4%	18.9%	22.9%	3.3%	-18.6%
华润置地	1262	1169	1326	1375	1066	1102	490	59.9%	48.1%	46.5%	43.5%	35.4%	35.9%	21.4%	-14.5%
招商蛇口	893	871	1446	1191	759	645	216	52.4%	39.5%	52.0%	36.4%	26.0%	22.0%	11.4%	-10.5%
绿城中国	578	884	1421	1542	591	793	538	37.0%	65.3%	66.2%	57.8%	27.8%	40.8%	36.2%	-4.6%
建发国际集团	170	259	598	957	692	888	431	31.2%	35.0%	46.1%	55.9%	40.6%	47.0%	37.1%	-9.9%
滨江集团	354	506	715	643	785	577	358	41.7%	45.2%	52.4%	38.0%	51.0%	37.6%	35.1%	-2.5%
越秀地产	94	176	304	697	524	453	521	17.6%	24.1%	31.3%	59.0%	41.6%	31.8%	51.6%	19.1%
龙湖集团	1122	1031	1252	1241	335	361	95	55.9%	42.5%	46.3%	42.8%	16.5%	20.8%	10.2%	-10.6%
华发股份	157	139	489	145	410	407	95	28.3%	15.1%	40.6%	11.9%	34.1%	32.3%	10.6%	-21.7%
中国金茂	642	827	752	951	247	300	34	50.2%	51.4%	33.6%	40.3%	15.9%	21.2%	4.1%	-17.1%
中国铁建	371	273	293	578	396	544	155	41.9%	24.8%	23.0%	40.5%	30.9%	44.7%	17.9%	-26.8%
金地集团	858	884	880	588	76	114		52.8%	42.0%	36.3%	20.5%	3.4%	7.4%		
绿地控股	895	1056	929	412				23.5%	27.2%	26.0%	14.2%				
碧桂园	3150	2256	2709	2063	94	78		43.2%	29.2%	34.3%	27.2%	2.0%	3.6%		
保利置业集团	116	162	147	276	169	161	59	27.6%	34.5%	26.7%	48.8%	33.5%	30.1%	11.3%	-18.8%
融创中国	2033	1541	1823	1014				44.2%	27.7%	31.7%	17.0%				
新城控股	884	635	1020	724				40.1%	23.1%	40.5%	30.9%				
中建壹品						97	239						29.1%	68.9%	39.1%
美的置业	266	764	332	318				33.6%	75.5%	26.3%	23.2%				
旭辉控股集团	1020	616	831	724	78			62.7%	29.5%	36.0%	29.3%	6.3%			
中交地产	77	299	690	412	234		47	27.5%	71.0%	81.1%	42.0%	36.1%		11.9%	
中国电建	282	289	319	252	80	87		69.8%	65.5%	48.5%	28.8%	11.7%	19.2%		
大悦城		132	168	277	86	33	77		21.3%	20.4%	38.5%	16.7%	6.5%	24.6%	18.1%
世茂集团	629	756	788	208				35.7%	29.0%	26.2%	7.7%				
中国恒大	1165	515	1601	327				21.1%	8.5%	22.8%	7.4%				
首开股份	274	263	531	422	78	105		27.7%	27.5%	52.4%	35.7%	9.0%	17.1%		
城建发展				268	175	100	171				49.4%	35.9%	18.7%	52.8%	34.0%
联发集团	103	158	107	236	72	93	123	32.1%	42.1%	25.9%	39.5%	15.8%	16.4%	46.4%	30.0%
厦门国贸	60	118	111	155	231	166	141	82.1%	76.6%	36.3%	38.2%	61.1%	31.5%	45.4%	13.1%
嘉鸿地产						154	117						36.3%	46.8%	10.1%
雅居乐集团	392	337	315	300				38.2%	28.4%	22.8%	21.6%				
远洋集团	611	135	486	331				55.8%	10.4%	41.1%	24.3%				
中建东孚	64			150	172	163	27	32.8%			86.9%	55.1%	49.1%	11.8%	-37.3%
中南建设	674	576	949	280				44.3%	29.1%	42.5%	14.3%				
金融街	150	108						45.2%	32.6%						
金辉集团	103	308	240	190				13.8%	34.7%	24.7%	20.1%				
阳光城	414	481	667	292				25.4%	22.8%	30.6%	15.9%				
上海城投							100							88.5%	
宝龙地产	225	185	437	216				53.4%	30.3%	53.9%	21.3%				
中梁控股	729	765	737	517				56.6%	50.1%	43.7%	30.1%				
金科股份	521	661	782	385				40.3%	36.6%	35.0%	20.6%				
中骏集团控股	403	493	422	321				78.1%	61.2%	41.6%	30.7%				
龙光集团	223	294	439	415				24.3%	29.6%	29.3%	24.8%				
正荣地产	629	371	553	340				48.3%	26.4%	36.1%	23.3%				
弘阳地产	160	309	241	279				36.2%	47.2%	27.9%	31.9%				
融信中国	149	314	688	499				12.2%	22.2%	44.4%	32.1%				
荣盛发展	166	306	275	208				16.5%	27.1%	20.2%	16.1%				
德信中国	222	243	279	301				60.5%	53.9%	44.0%	40.6%				

资料来源：克而瑞地产研究，国盛证券研究所。注：数据参考克而瑞百强房企拿地榜单，仅供参考，因此无数据为未在百强拿地榜单中，不代表绝对丧失拿地能力。

销售向拿地和竣工的传递链条减弱。房企土地投资持续低迷不是因为政府土储不足也不是因为政府惜售，而是考虑到当前房企拿地意愿低，政府谨慎推地，每次仅供应少量高品质地块。在本轮周期中，我们发现销售向拿地和竣工的传递链条并不如以往那么顺畅，9-10 月的销售复苏并没有带来土地端成交总量的同步显著复苏，而只在个别城市的个别区域出现了热卖。其背后的原因包括：一是因为当前销售在经历短暂复苏之后若无政策持续筑底则有重回低迷的可能，而房企普遍采取的是以销定产的投资策略；二是因为房企拿地扩表能力有限，且城投的土拍托底已经长达 3 年的时间托底能力也有限（化债背景下，明年城投托底能力或提升）；三是因为房企大幅出清，能拿地的企业数量大幅减少；四是因为各城市小库存和大库存高企严重影响存量项目去化。

2025 房企拿地或维持谨慎，我们再次强调持续拿地带来的主观能动性。预计新房市场若持续萎靡则房企拿地规模将继续负增长，特别是核心一二线城市补库量不足，可能导致后续这些城市新房供应与成交的继续减少。此外，我们再次强调始终拿地靠前对于房企生死局的重要性，通过复盘我们发现房企走向出险的真正拐点为资金链条变化，即融

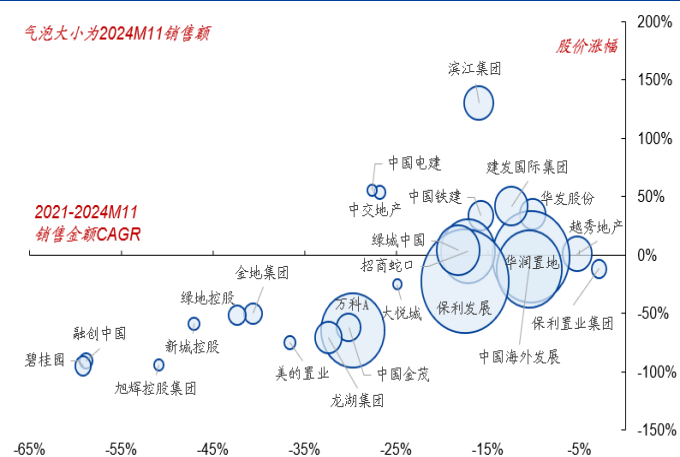
资端及销售端的双向倾覆，而拿地的房企总归能靠自身动力（通过拿地逐渐顺通造血正循环）对冲行业下行；不拿地则只能被动承受市场压力。

3.5 销售和拿地是企业抵抗逆周期的关键

我们将样本房企投销情况与股价涨幅对比，可以看到销售、拿地强弱与股价表现均呈现正相关，其中销售关联度（相关系数为 0.69）强于拿地总量（相关系数为 0.63）及拿地强度（0.62），无疑其背后逻辑是销售市场的确定性更强。

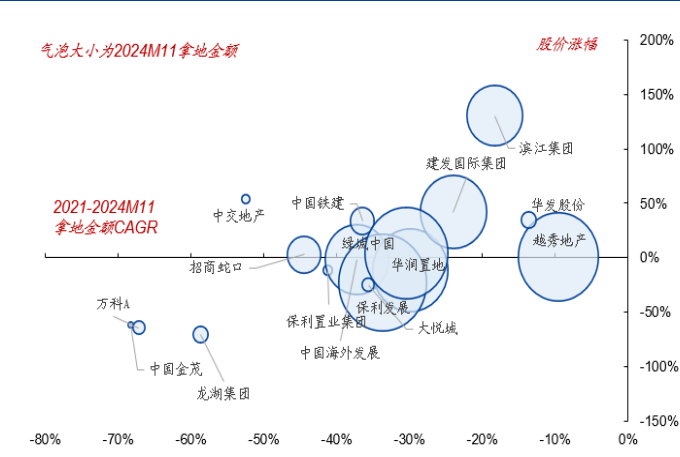
下行周期中房企唯销售及拿地自主可控，相对有基本面的公司，其股价安全性和弹性亦更强。回到我们此前一直强调的观点，政策利好触发的板块行情持续性需基本面接力（持续拿地、有销售回款的房企才能演绎基本面接力行情）；而若无政策筑底致行业加速出清，则一二线占比较高的基本面类公司也将最终通过销售与拿地胜出。

图表82: 典型房企销售与股价的关联度



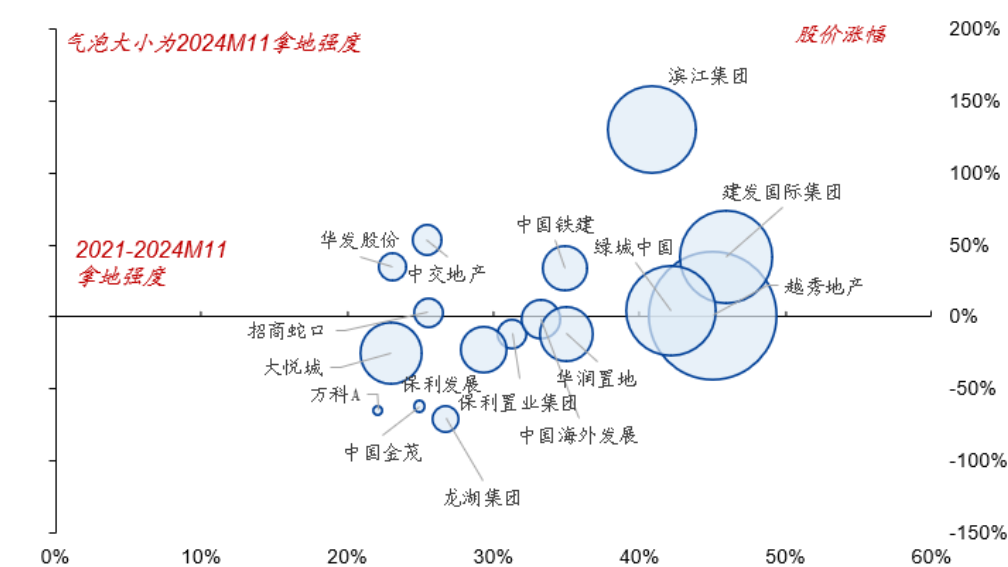
资料来源: Wind, 克而瑞地产研究, 国盛证券研究所

图表83: 典型房企拿地与股价的关联度



资料来源: Wind, 克而瑞地产研究, 国盛证券研究所

图表84: 典型房企拿地强度与股价的关联度



资料来源: Wind, 克而瑞地产研究, 国盛证券研究所

3.6 出险潮后行业整体杠杆不降反升

资产负债表指标的绝对衰退要滞后经营指标半年左右。在此部分，我们从销售、拿地经营指标转向财务、负债指标，可以发现行业下行期房企（样本 65 家房企）经营指标首先经历快速衰退——销售及投资规模快速萎缩；而资产负债表指标虽同步已露出部分端倪（包括净利润下滑，减值准备、投资性物业公允价值变动带来的净资产折损，货币资金无法提取等），但指标的绝对衰退大概滞后半年左右。

当下国内大部分企业尤其已出险房企的杠杆正面临不断恶化，已基本面临缩表及供给侧出清的终局。究其原因，主要有二：

一是去杠杆效果更佳的时间是销售上升期或者稳定期，而非销售下行期，特别是大下行期，大下行期杠杆容易出现被动抬升。如 2020 年“三道红线”政策最开始的目的是在适度节奏下调降三大指标（现金短债比、净负债率及剔除预收账款资产负债率）；但实际上，由于“三道红线”下的主体融资控制较过往融资渠道控制对房企资金链稳定性的考验更大，导致部分早期经营不规范房企的三大指标在短暂的下行过后开始显著攀升（尤其出险后指标加速恶化）并集中暴露风险，进而导致其对金融及产业链领域的外溢性影响相对不可控。房企大批出险后虽已经历数次政策利好，但唯独没有出险房企真正活过来，种种迹象表明这类房企的风险化解之路障碍重重，且仍在持续且影响行业整体负债水平。具体来看，行业主流 65 家房企现金短债比在 2020 年达到高点后下滑，净资产负债率、剔除预收账款资产负债率在 2021 年见底攀升；三者分别于 2024H1 达 1.1X、192.8%、73.9%。其中，出险样本房企及非出险样本房企对应三个指标分别为 0.1/320.7%/86.6% 及 1.7/92.7%/65.5%。而从绝对量来看，样本房企非受限现金均值已由 2020 年的 355 亿元高点回落至 2024H1 的 199 亿元（部分房企未披露预售资金监管受限资金部分，且若考虑合作项目资金、节点数据、专款专用等因素则实际可动用资金将会更少），总利息负债均值扩张至 934 亿元，债务压力仍较大。

二是现行的融资端政策并未明显修复房企融资能力，且国央企与民企之间融资的差异十分显著；特别是在信贷、债券融资方面，国央企可在风险偏好下获得金融机构给予的倾斜，但“三支箭”为民企所带来的真实利好较为有限，而部分优质头部民企及混合所有制的房企也受到波及。2024H1 国央企/城投（其中，中华企业杠杆指标显著优于均值，其他城投类地产上市企业多由于承担公共基础设施投资/土地市场托底功能，在经济增速下行和托底土地资产变现受阻等因素影响下债务风险上升）/混合所有制/民企四类企业现金短债比分别为 1.8/1.5/0.7/0.4；净负债率分别为 102.9%/114.3%/196.9%/268.2%；剔除预收账款资产负债率分别为 65.9%/64.1%/74.5%/82.4%。而从 2024 年中期样本房企三条红线分档结果来看，绿档房企占比由期初的 24.6%降至 18.5%，仍然以央国企为主；此外红档房企在民企资产负债表不断恶化下占比达到了 36.9%，黄档和橙档房企分别占比 23.1%和 21.5%。

图表85: 典型房企三道红线及负债率

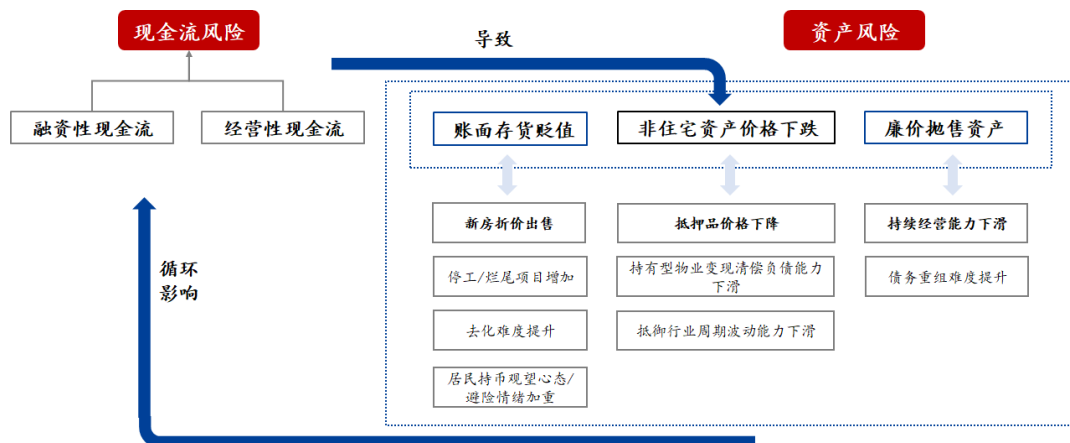
均值	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1	较期初变动	走势
现金短债比	1.6	1.5	1.6	1.4	1.2	1.1	1.1	-1.8%	
国央企*	1.7	1.5	1.7	1.7	1.9	1.8	1.8	-0.8%	
混合所有制企业*	2.4	1.6	1.4	1.5	1.1	0.8	0.7	-10.8%	
民企*	1.4	1.3	1.5	1.1	0.5	0.4	0.4	-3.9%	
城投企业**	1.4	1.3	1.1	1.4	1.7	1.5	1.5	-1.8%	
城投企业（剔除中华企业）**	1.3	0.9	1.0	1.1	1.1	1.5	1.1	-24.2%	
出险企业***	1.2	1.2	1.3	0.8	0.2	0.1	0.1	-22.4%	
非出险企业***	1.8	1.6	1.8	1.8	1.8	1.7	1.7	-0.7%	
净负债率	124.4%	105.9%	99.2%	90.8%	114.5%	187.5%	192.8%	5.3%	
国央企*	92.5%	99.3%	113.7%	87.4%	83.0%	86.8%	102.9%	16.1%	
混合所有制企业*	77.3%	85.8%	71.9%	65.8%	90.9%	150.2%	196.9%	46.7%	
民企*	166.7%	116.4%	88.5%	98.7%	152.2%	301.5%	268.2%	-33.3%	
城投企业**	79.3%	107.7%	144.5%	96.8%	85.7%	92.0%	114.3%	22.3%	
城投企业（剔除中华企业）**	85.5%	113.6%	152.9%	100.5%	88.9%	95.9%	119.2%	23.3%	
出险企业***	181.7%	126.7%	93.4%	106.2%	169.6%	349.5%	320.7%	-28.7%	
非出险企业***	86.3%	92.1%	103.1%	80.5%	77.8%	79.5%	92.7%	13.2%	
剔除后资产负债率	70.7%	70.5%	70.2%	69.2%	70.7%	72.7%	73.9%	1.2%	
国央企*	64.8%	65.0%	65.8%	65.9%	65.7%	65.9%	65.9%	0.0%	
混合所有制企业*	74.6%	73.8%	73.2%	72.2%	73.2%	74.3%	74.5%	0.3%	
民企*	76.5%	75.6%	74.3%	72.3%	75.6%	79.8%	82.4%	2.6%	
城投企业**	58.5%	59.5%	62.4%	63.4%	62.9%	63.9%	64.1%	0.2%	
城投企业（剔除中华企业）**	58.1%	59.3%	62.6%	63.2%	62.7%	63.7%	64.1%	0.4%	
出险企业***	77.8%	75.6%	75.0%	73.2%	77.8%	83.4%	86.6%	3.1%	
非出险企业***	66.0%	67.0%	66.9%	66.6%	65.9%	65.6%	65.5%	-0.1%	
三道红线绿档企业个数	18	16	20	23	16	16	12	-4	
绿档企业占比	27.7%	24.6%	30.8%	35.4%	24.6%	24.6%	18.5%		
三道红线黄档企业个数	19	20	27	21	17	15	15	0	
黄档企业占比	29.2%	30.8%	41.5%	32.3%	26.2%	23.1%	23.1%		
三道红线橙档企业个数	14	12	11	10	12	10	14	4	
橙档企业占比	21.5%	18.5%	16.9%	15.4%	18.5%	15.4%	21.5%		
三道红线红档企业个数	14	17	7	11	20	24	24	0	
红档企业占比	21.5%	26.2%	10.8%	16.9%	30.8%	36.9%	36.9%		
平均非受限现金（亿元）	264.9	291.7	355.0	288.6	239.6	213.8	199.0	-6.9%	
平均总有息负债（亿元）	693.0	797.1	865.4	890.8	907.3	902.1	934.4	3.6%	
短期负债占比	28.4%	30.3%	27.5%	31.0%	35.7%	36.7%	39.2%	2.5%	

资料来源: Wind, 国盛证券研究所。注: 剔除离群点, 仅供参考; 城投企业指城投类地产上市公司。*、**、***为三种企业分类方式。

我们注意到本轮下行周期房企因为资产价格大幅下跌已经从现金流危机进入资产危机。将 2020-2021 年调控政策映射到房企项目层面的资金链条上, 可以发现①首先融资端政策收紧后, 房企拿地、开工、施工全环节链的资金均受影响。②其次在需求端学区房调整及四限等政策下, 房企销售已然受到影响, 而行业下行及社交隔离大环境等因素再次挫伤市场需求, 导致房企销售资金回笼进一步受阻。③资金流出上房企需面对项目上的相对刚性支出及 2021 年后的债务偿还高峰, 现金流入上企业却遭遇经营性现金流和融资性现金流双杀; 同时项目层面难以有富余的现金流调动到总部, 而总部需要偿还陆续到期的公开债券, 最终导致部分房企资金断裂。而现金流危机后房企逐渐走向资产危机, 并逐步带来财务指标的恶化: 1、住宅类资产价格下跌致账面存货贬值; 2、非住宅资产价格下跌影响抵押品价值, 同时导致写字楼、办公、商业等变现清偿负债能力下滑; 3、主动/被动抛售资产虽短暂缓房企解流动性压力, 但本质上持续经营能力将受到较大挑战。

当前房企修复资产负债表路径主要有二，一是通过政策利好被动修复，包括政策带来行业销售量价企稳（此处又分是利好一二线核心城市还是全国普惠）进而修复存货价值、改善应收账款、加速资金回笼，或通过白名单扩围、拆迁、收储等政策利好企业现金流、提升资产流动性；二是企业可通过主动拿地打通造血内循环、通过换仓提升土储质量来修复资产负债表。而出险房企亦可通过引入 AMC 等机构加以注资、引入合作方等来盘活不良资产、阻断风险传导；或推动债权人认亏削债（目前出险企业境内债务重组方案多局限于展期刚兑，并不意味着成功化债）来盘活企业资产负债表（随着房企出险的增多，而又并没有破产清算，部分资金和抵押物沉淀在出险房企上）。

图表86：房企由现金流风险走向资产风险传导图



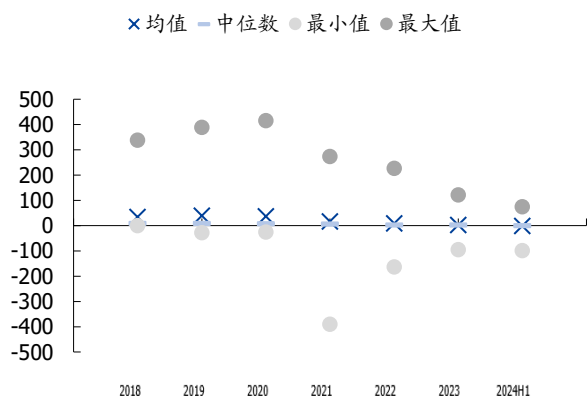
资料来源：国盛证券研究所绘制

3.7 亏损加剧，仍面临资产减值及以价换量压力

样本 A/H 房企 2024H1 利润中枢均为负数。2018-2024H1，50 家样本 A 股房地产企业归母净利润均值分别为 33.5/38.8/36.2/15.5/8.7/2.6/-1.7 亿元；50 家样本港股房地产企业归母净利润均值分别为 93.2/92.7/79.8/-62.3/-27.0/-11.6/-11.6 亿元（2021、2022 年数据未剔除中国恒大）。港股样本企业 2021 年盈利中枢即转负主要因当期中国恒大暴雷后录得巨额亏损，叠加港股地产企业频繁出险不止。

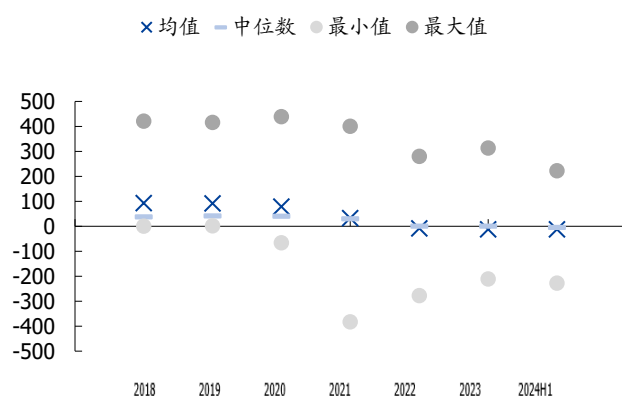
2024H1 净亏损房企新增 18 家。2024 年在新房销售量价尚未完全企稳的环境下，多数房企仍面临资产减值及以价换量压力，影响利润情况，致 100 家样本上市房地产企业中盈利房企的个数由 2023 年末的 60 家下滑至 2024H1 的 47 家（需要注意的是，多数房企半年度与年度结转比例不完全相同，不能通过半年度利润线性推测全年盈利情况）；其中由盈转亏企业 18 家、扭亏企业 5 家。扭亏企业中，中国奥园主要因公司完成境外债务重组，从而获得重组收益；绿地上半年净利润 2.1 亿元，同比减少 91.97%；云南城投上半年净利润 4109.06 万元，同比减少 68.42%；南国置业上半年净利润 437.25 万元，同比扭亏为盈；中国金茂上半年净利润 10.1 亿元，同比增长 133.3%，主要因管理费率优化、合联营公司投资收益增加等。

图表87: A 股样本房企利润区间范围 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表88: 港股样本房企利润区间范围 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所。注: 因数据较大, 2021、2022 年剔除中国恒大。

而细看房企亏损原因, 多因销售见顶回落影响结转收入规模、住房价格疲软影响利润率水平, 促销及中介渠道等手段使用提升影响销管费用, 避险情绪易传导进而影响融资成本, 叠加市场下行大规模计提减值所致。其中部分房企已经大幅降低拿地强度, 存量货源占比持续提升, 而这些续销项目较多分布在低能级城市面临去化困难, 导致存货跌价形势依旧严峻, 其利润或呈现多年亏损(如华夏幸福、世茂集团、佳兆业集团); 部分仍在核心城市核心区域持续拿地的、货值年限结构优异的、过往减值计提相对充分(或集中一年亏损)的头部房企, 其未来减值的压力也会相对较轻松。

图表89: 房企利润变动情况

A股房企	归母净利润 (人民币亿元)						
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024-06
保利发展	189.0	279.6	289.5	273.9	183.5	120.7	74.2
新湖中宝	25.1	21.5	31.6	22.4	18.6	15.3	15.3
招商蛇口	152.4	160.3	122.5	103.7	42.6	61.2	14.2
新城控股	104.9	126.5	152.6	126.0	13.9	7.4	13.2
华发股份	22.8	27.8	29.0	31.9	25.8	18.4	12.6
滨江集团	12.2	16.3	23.3	30.3	37.4	25.3	11.7
南京高科	9.6	18.4	20.2	23.5	24.0	15.6	10.2
中国国贸	7.7	9.7	8.3	10.2	11.2	12.6	6.9
陆家嘴	33.5	36.8	40.1	43.1	10.8	10.9	5.6
浦东金桥	9.8	10.8	11.1	16.2	15.8	18.2	3.3
上海临港	4.4	13.5	14.1	15.4	10.1	10.6	3.1
张江高科	5.4	5.8	18.2	7.4	8.2	9.5	2.7
天健集团	7.8	12.4	14.9	19.3	19.5	15.2	2.5
绿地控股	13.7	147.4	150.0	61.8	10.1	-95.6	2.1
中国武夷	3.1	3.6	2.9	0.5	0.3	0.4	2.0
大名城	5.5	7.4	4.5	-4.1	1.7	2.2	1.5
苏州高新	6.1	3.5	3.0	4.1	3.1	2.0	1.4
外高桥	8.3	8.8	7.2	9.4	12.4	9.3	1.4
信达地产	21.5	23.2	15.0	8.2	5.5	5.1	1.1
卧龙地产	5.8	5.1	4.8	4.7	3.1	1.6	1.1
黑牡丹	6.6	7.8	8.0	6.6	6.1	3.6	0.6
云南城投	4.9	-27.8	-25.9	-5.1	-8.4	-0.8	0.4
福星股份	11.3	6.0	3.1	1.7	1.0	0.7	0.4
新黄浦	5.7	-5.5	2.7	1.1	0.6	0.6	0.2
合肥城建	2.5	3.2	7.7	8.8	3.3	2.2	0.1
光明地产	14.2	5.7	1.1	0.7	0.5	0.3	0.1
南国置业	0.8	-3.5	0.2	-11.2	-8.7	-16.9	0.0
大龙地产	0.9	1.0	1.1	1.0	-1.7	-3.3	-0.1
阳光股份	0.1	-0.8	1.1	0.6	-3.8	-2.3	-0.1
渝开发	0.3	2.6	1.3	1.6	1.6	1.1	-0.3
铁岭新城	1.0	-0.9	-0.6	-1.4	-0.4	-1.1	-0.5
城投控股	10.3	6.1	7.7	9.1	7.8	4.2	-1.0
西藏城投	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2	0.6	-1.0
城建发展	12.3	20.9	12.3	6.4	-9.3	5.6	-1.4
京投发展	3.6	0.8	5.0	3.3	2.0	-6.6	-1.4
栖霞建设	2.2	3.0	3.3	3.7	1.9	-1.3	-1.4
上实发展	5.8	7.4	5.7	1.8	1.2	1.3	-1.8
津投城开	1.3	1.4	-25.2	-18.4	-3.0	0.4	-2.0
光大嘉宝	8.8	4.5	4.1	3.7	0.6	-20.0	-2.2
荣盛发展	75.6	91.2	75.0	-49.6	-163.1	3.9	-3.2
中华企业	25.9	23.4	13.8	8.1	0.2	5.6	-3.5
大悦城	13.9	23.8	-3.9	1.1	-28.8	-14.7	-3.6
格力地产	0.7	5.2	4.0	4.4	-20.6	-7.3	-7.8
中交地产	8.1	5.4	3.5	2.4	0.3	-16.7	-9.8
华侨城A	105.9	123.4	126.9	38.0	-109.1	-64.9	-10.6
首开股份	31.7	27.6	31.4	2.6	-4.6	-63.4	-19.5
金融街	32.7	34.4	25.0	16.4	8.5	-19.5	-19.8
金地集团	81.0	100.8	104.0	94.1	61.1	8.9	-33.6
华夏幸福	117.5	146.1	36.7	-390.3	15.8	-60.3	-48.5
万科A	337.7	388.7	415.2	225.2	226.2	121.6	-98.5

港股房企	归母净利润 (人民币亿元)						
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024-06
中国奥园	24.1	42.0	59.1	-330.7	-78.4	-95.3	223.1
中国海外发展	393.4	416.2	439.0	401.6	232.6	256.1	103.1
华润置地	242.4	286.7	298.1	324.0	280.9	313.7	102.5
新鸿基地产	421.1	395.1	214.9	222.0	218.6	220.4	82.9
龙湖集团	162.4	183.4	200.0	238.5	243.6	128.5	58.7
恒基地产	273.0	152.2	85.8	107.9	82.5	83.9	29.0
绿城中国	10.0	24.8	38.0	44.7	27.6	31.2	20.4
越秀地产	27.3	34.8	42.5	35.9	39.5	31.9	18.3
太古地产	251.2	120.2	34.5	58.2	71.3	23.9	16.4
中国金茂	52.1	64.5	38.8	46.9	19.8	-69.0	10.1
合生创展集团	50.6	85.0	114.7	79.8	78.3	25.5	9.8
恒隆地产	70.8	55.3	-21.6	31.6	34.3	36.0	9.7
新城发展	67.6	78.1	101.8	85.9	2.8	8.8	9.6
中国海外宏洋集团	21.3	33.3	43.7	50.5	31.5	23.0	8.8
建发国际集团	14.2	17.2	23.2	35.2	49.3	50.3	8.2
恒隆集团	46.3	61.1	-13.0	21.2	24.3	25.5	8.1
美的置业	32.1	43.1	43.3	37.4	17.3	9.1	3.8
保利置业集团	19.6	34.3	15.8	20.3	8.2	14.4	3.7
宝龙商业	1.3	1.8	3.1	4.4	4.4	4.5	1.9
瑞安房地产	19.1	19.3	-7.4	16.4	9.1	8.1	0.7
碧桂园	346.2	395.5	350.2	268.0	-60.5	0.0	0.0
中国恒大	373.9	172.8	80.8	-4,760.4	-1,059.1	0.0	0.0
港龙中国地产	3.5	6.7	9.6	4.8	1.2	1.5	-0.8
SOHO中国	19.2	13.3	5.4	-1.3	0.6	-1.8	-1.1
招商局置地	12.2	17.9	7.0	5.6	3.3	1.3	-3.3
绿地香港	17.4	24.7	26.1	21.6	4.8	-17.5	-4.8
路劲	26.2	27.1	14.5	8.4	-4.4	-35.9	-9.4
九龙仓置业	158.0	35.2	-66.1	35.9	-79.1	46.2	-9.6
绿景中国地产	12.4	17.5	34.5	11.5	-7.3	-21.3	-15.3
龙光集团	82.9	112.7	130.2	99.8	-85.2	-89.3	-15.4
中梁控股	19.3	38.3	37.4	27.0	-13.5	-42.5	-17.1
融创中国	21.5	31.5	24.3	13.0	-112.3	-59.2	-19.3
金地商置	22.5	38.0	43.5	40.1	23.1	3.4	-21.8
富力地产	83.7	96.7	90.0	-164.7	-157.4	-201.6	-23.3
九龙仓集团	58.0	30.3	32.5	49.2	-15.2	8.6	-24.1
宝龙地产	28.4	40.4	60.9	59.9	4.1	-26.5	-26.2
时代中国控股	44.0	52.1	49.4	32.6	-99.4	-45.1	-30.2
花样年控股	7.3	8.7	9.8	-104.7	-60.7	-64.9	-31.6
中骏集团控股	33.9	35.1	38.0	30.7	0.2	-79.9	-36.8
华南城	36.1	27.9	24.1	20.4	6.2	6.1	-39.3
旭辉控股集团	54.1	64.4	80.3	76.1	-130.5	-89.8	-49.4
远洋集团	35.7	26.6	28.7	27.3	-159.3	-211.0	-53.8
禹洲集团	35.0	36.1	1.2	8.6	-120.1	-105.2	-62.6
新世界发展	196.8	159.7	10.0	9.7	10.7	8.3	-66.8
合景泰富集团	40.4	98.1	66.8	24.2	-92.4	-187.3	-82.2
佳兆业集团	27.5	45.9	54.5	-127.3	-130.6	-199.3	-91.2
雅居乐集团	71.3	75.1	94.7	67.1	-149.8	-138.0	-96.7
万科企业	337.7	388.7	415.2	225.2	226.2	121.6	-98.5
融创中国	165.7	260.3	356.4	-382.6	-276.7	-79.7	-149.6
世茂集团	88.3	109.0	126.3	-270.9	-214.9	-210.3	-226.7

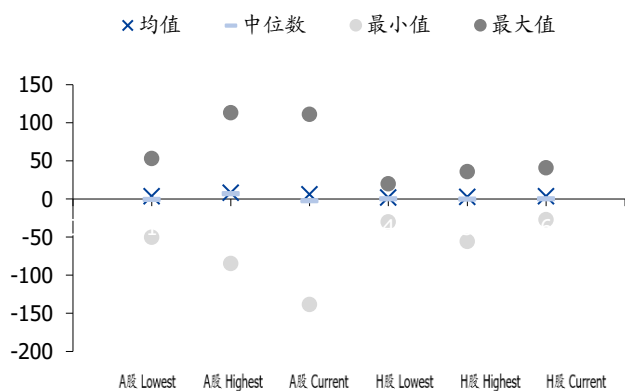
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.8 部分企业已失去 PE 作为估值参考的有效性

PE 估值方面,以企业季度(2022H2-2024H1)滚动盈利及对应区间最低/最高/当前(2024-11-30)股价来看,样本 A 股地产 PE 中枢分别为 3.5/8.1/6.1; 样本 H 股地产 PE 中枢分别为 1.8/2.8/3.5, 港股地产估值调整幅度较大因此仍具备比较优势。其中,部分企业因已丧失持续稳定的投销能力,导致 PE 已无法准确反映这类企业的真实价值。此外,市场一直给予持有型房企一定估值溢价,但多数内资持有型房企过往普遍重销售不重视运营,估值溢价体现相对不明显。

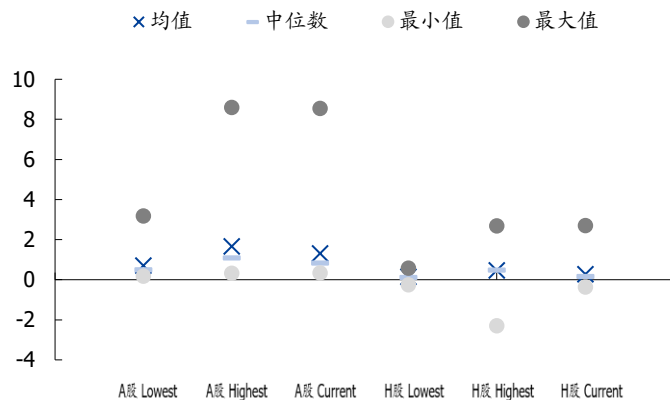
PB 估值方面，以企业季度（2022H2-2024H1）滚动净资产均值及对应区间最低/最高/当前（2024-11-30）股价来看，A 股样本地产最低/最高/当前 PB 中枢分别为 0.7/1.7/1.3；港股样本地产最低/最高/当前 PB 中枢分别为 0.2/0.5/0.3。

图表90: A/H 股样本房企 PE 区间范围



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表91: A/H 股样本房企 PB 区间范围



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表92: 房企 PE 及 PB

A股房企	PE			PB		
	lowest	highest	current	lowest	highest	current
黑牡丹	9.21	20.80	111.18	0.37	0.84	0.53
新黄浦			106.73	0.55	1.09	0.87
卧龙地产	20.82	39.38	91.12	0.58	1.09	0.83
信达地产	19.89	45.24	84.47	0.35	0.79	0.55
中国武夷	-12.71	-28.50	67.73	0.70	1.57	0.96
张江高科	16.01	42.55	63.42	1.28	3.41	3.54
渝开发	20.42	46.59	60.63	0.61	1.38	1.06
苏州高新			42.88	0.45	0.66	0.97
陆家嘴	46.82	71.87	40.17	1.49	2.28	2.32
上海临港	25.27	37.56	28.39	1.25	1.86	1.42
城建发展	-21.34	-51.68	23.95	0.30	0.72	0.60
浦东金桥	9.57	16.39	21.51	0.72	1.18	0.90
招商蛇口	14.62	32.27	20.72	0.58	1.27	1.08
华发股份	10.05	20.19	19.13	0.66	1.32	0.83
保利发展	8.45	19.51	18.61	0.45	1.05	0.63
外高桥	13.13	20.28	18.00	0.77	1.19	1.07
中国国贸	9.82	19.40	17.74	1.32	2.60	2.33
滨江集团	6.56	14.00	17.44	0.71	1.51	1.16
新湖中宝	7.22	14.15	15.23	0.32	0.62	0.59
天健集团	7.38	13.46	10.11	0.49	0.90	0.73
南京高科	5.56	6.82	8.06	0.55	0.67	0.79
首开股份	-2.87	-9.89	-1.00	0.23	0.81	0.42
华夏幸福	2.15	6.67	-1.76	0.58	1.78	1.57
京投发展	-11.00	-28.54	-2.14	0.31	0.80	1.83
绿地控股	-17.66	-47.07	-2.77	0.22	0.59	0.41
光大嘉宝	-4.76	-10.24	-3.36	0.48	1.04	1.15
中交地产	-6.06	-16.39	-3.49	3.18	8.59	4.70
金融街	-4.55	-11.97	-3.71	0.19	0.51	0.33
华侨城A	-2.00	-6.38	-4.46	0.26	0.82	0.42
南国置业	-2.16	-5.99	-4.51	3.05	8.48	8.55
万科A	-3.23	-9.61	-5.29	0.32	0.94	0.41
大龙地产	-7.67	-17.40	-6.71	0.85	1.92	1.22
荣盛发展			-7.55	0.22	0.57	0.37
阳光股份	-3.76	-10.98	-8.75	0.42	1.23	0.77
大悦城	-4.40	-8.88	-9.10	0.69	1.39	1.02
栖霞建设			-9.29	0.47	1.15	0.66
金地集团	-0.53	-2.09	-10.17	0.22	0.87	0.40
格力地产	-4.72	-14.23	-10.75	1.40	4.23	2.59
上实发展	-1.28	-2.75	-12.03	0.44	0.95	0.67
津投城开	-50.20		-16.22			
铁岭新城	-23.32	-68.51	-22.01	0.43	1.25	0.78
光明地产			-24.13	0.36	0.62	0.79
中华企业		113.08	-24.16	0.99	1.91	1.23
云南城投	-10.55	-25.56	-27.26	1.70	4.11	3.66
大名城	47.43	92.40	-48.92	0.49	0.95	0.74
西藏城投	-13.11	-44.76	-80.95	1.62	5.53	3.14
新城控股	-26.83	-84.77	-107.60	0.30	0.95	0.51
城投控股			-138.45	0.38	0.59	0.63
福星股份	53.00	95.96		0.18	0.33	0.38
合肥城建	31.99	65.95		0.51	1.06	1.02
均值	3.51	8.10	6.06	0.71	1.67	1.31

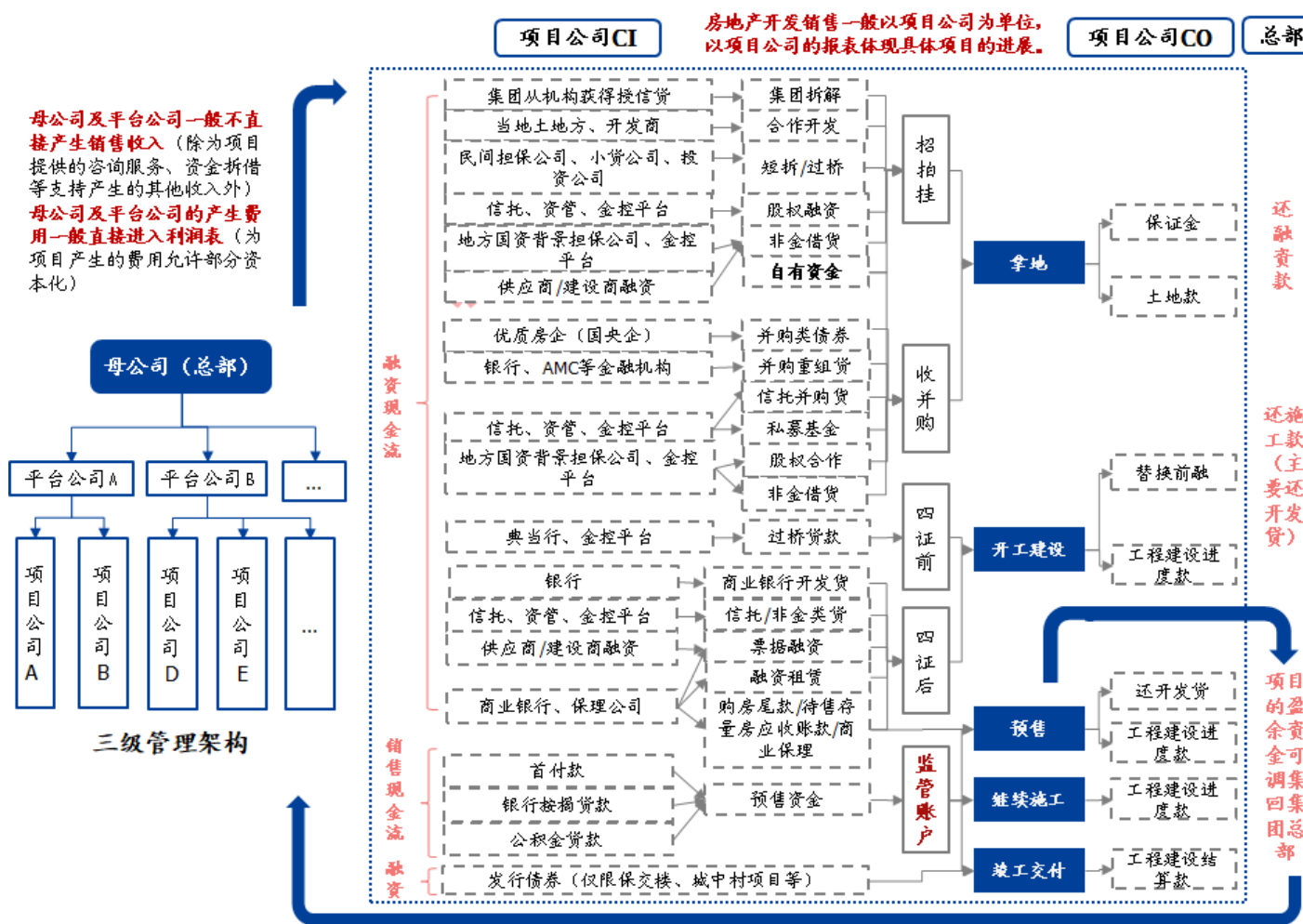
港股房企	PE			PB		
	lowest	highest	current	lowest	highest	current
太古地产	19.14	32.14	40.87	0.27	0.46	0.32
九龙仓置业	4.50	9.72	33.16	0.35	0.76	0.33
新城发展	-0.15	-0.65	31.50	0.14	0.63	0.28
瑞安房地产	7.98	12.01	19.15	0.12	0.19	0.13
恒基地产	13.15	20.59	18.24	0.27	0.42	0.36
新鸿基地产	13.13	20.85	11.75	0.35	0.56	0.37
恒隆地产	11.51	24.49	11.45	0.25	0.52	0.23
绿城中国	7.51	25.33	8.41	0.33	1.11	0.31
美的置业	20.03		7.57	0.18	0.65	0.15
越秀地产	3.61	11.85	7.32	0.24	0.78	0.37
恒隆集团	6.16	10.03	6.75	0.13	0.21	0.14
龙湖集团	2.63	10.97	6.44	0.34	1.38	0.35
建发国际集团	4.03	9.22	6.11	0.38	1.32	1.10
中国海外发展	9.57	21.87	5.94	0.29	0.66	0.35
华润置地	5.68	10.35	5.37	0.34	1.00	0.38
保利置业集团	-3.14	-5.64	4.76	0.13	0.23	0.16
中国海外宏洋集团	4.42	12.83	4.07	0.16	0.47	0.19
宝龙商业	4.39	16.09	3.64	0.46	1.69	0.46
中国奥园	-0.02	-0.18	0.06	-0.01	-0.17	-0.03
中国恒大	0.00	0.00	-0.03	0.00	0.00	0.00
禹洲集团	-0.02	-0.26	-0.05	-0.04	-0.40	-0.37
佳兆业集团	-0.06	-0.64	-0.05	0.04	0.49	-0.09
中骏集团控股	-0.21	-2.24	-0.06	0.04	0.47	0.07
合景泰富集团	-0.05	-0.60	-0.08	0.06	0.70	0.11
中梁控股	-0.17	-1.68	-0.08	0.06	0.61	0.07
花样年控股	-0.03	-0.27	-0.09	-0.25	-2.01	-0.11
融信中国	-0.03	-0.45	-0.12	-0.14	-1.97	2.70
世茂集团	-0.06	-0.91	-0.12	0.18	2.69	0.26
时代中国控股	-0.03	-0.64	-0.14	-0.12	-2.29	1.28
雅居乐集团	-0.08	-0.71	-0.19	0.07	0.56	0.13
碧桂园	0.02	0.19	-0.23	0.00	0.00	0.06
路劲	-0.83	-4.56	-0.24	0.05	0.27	0.06
远洋集团	-0.09	-0.54	-0.25	0.26	1.52	0.29
华南城	7.24	36.00	-0.26	0.04	0.21	0.06
富力地产	-0.18	-0.61	-0.33	0.07	0.24	0.17
绿地香港	0.61	3.95	-0.34	0.04	0.26	0.06
宝龙地产	-3.62	-16.13	-0.41	0.05	0.23	0.06
旭辉控股集团	-0.14	-2.79	-0.64	0.10	1.98	0.16
龙光集团	-0.19	-1.33	-0.65	0.06	0.41	0.22
新世界发展			-0.83	0.10	0.31	0.09
绿景中国地产	-1.34	-4.99	-0.89	0.11	0.42	0.15
金地商置	0.49	1.53	-1.86	0.17	0.53	0.20
港龙中国地产	0.00	0.00	-2.06	0.05	1.89	0.06
中国金茂	-5.45	-21.89	-2.10	0.13	0.53	0.34
融创中国	-0.40	-2.10	-2.76	0.11	0.60	0.33
万科企业	-1.82	-8.48	-3.56	0.18	0.83	0.28
招商局置地	4.41	11.30	-4.10	0.12	0.31	0.11
SOHO中国	-16.53	-42.13	-11.51	0.09	0.23	0.09
九龙仓集团	-30.07	-55.71	-27.32	0.36	0.67	0.36
合生创展集团	4.43	10.83		0.14	0.33	0.12
均值	1.83	2.83	3.49	0.15	0.47	0.28

资料来源: Wind, 国盛证券研究所。注: PE 剔除离群点, 仅供参考。

销售和销售对应的现金流回款才是房企内核所在。纵观本章节所探讨的销售、拿地、负债、利润, 所有基本面改善的逻辑都终将落实在这个循环链条之首——销售上。换言之, 销售和去化才是企业抵抗逆周期的内核, 而销售企稳则离不开房地产政策持续加码筑底。其一房企拿地决策的背后主要依据仍然是销售回款、经营状态、融资情况、对未来的预期等; 头部重点房企虽在核心城市仍有货值供应, 降幅较行业更小, 但若土地投资持续收缩则将对 2025 年以后的供货和销售形成结构性制约。其二若销售不畅、房价持续下跌或致居民和企业资产负债表持续受损。其三从房地产开发各个阶段的融资渠道来看, 在前期拿地阶段, 主要融资手段为自有资金、非标等方式, 在地产开发建设阶段, 主要

融资手段为开发贷、并购贷、非标、供应链 ABS 等方式；在销售运营阶段，主要融资手段是资产证券化（如购房尾款 ABS 等手段）；除此以外，还有境内境外债券融资渠道。目前，境内外债券融资渠道主要修复的是中债增信的方式，以及内保外贷偿还美元债，但这个方式难以产生净融资流入，故项目层面的现金流仍然是循环的内核。

图表93：房企主要现金流来源和流向



资料来源：国盛证券研究所绘制。注：自有资金非融资资金。

四、统计局指标预测：销售、开竣工、投资继续承压

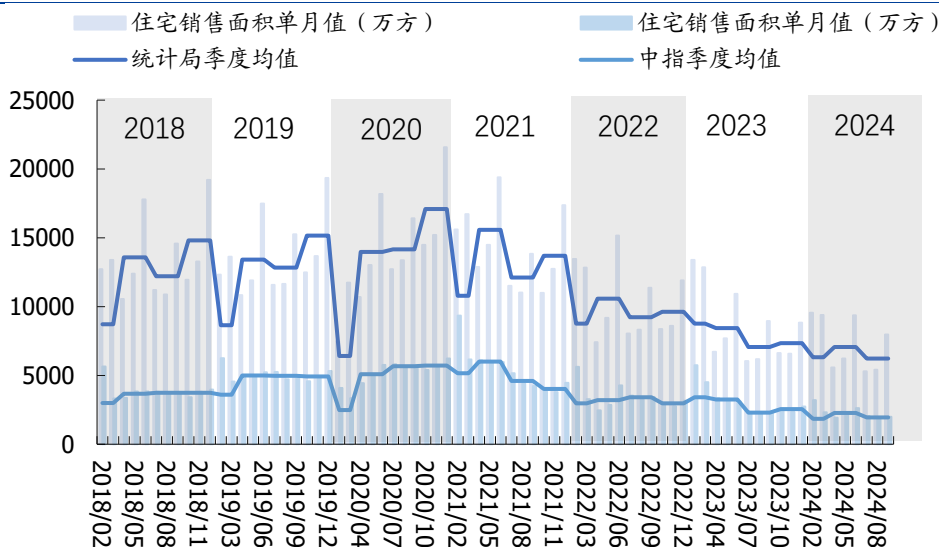
4.1 销售预测：中性预期 2025 年住宅销售金额同比-5.8%，销售面积同比-4.7%

行业依然处于 3 年下行趋势中，城市间延续分化。2024 年 9 月中央和地方出台房地产相关系列政策后，全国整体降幅有所收窄，但趋势上依然处于长达 3 年的下行周期中，尚未见到明确的趋势反转。同时，2024 年二手房成交维持在相对高位、新房市场因房企于核心区域供应相对不足，压制了新房市场的表现，我们认为这也将是新房市场在 2025 年大概率延续的特征。在这样的背景下，城市之间的新房销售延续分化，核心城市新房量价表现都相对更优（如上海新房价格环比持续上行、而多数低能级城市全年环比下降），因此我们在下面的预测中，将通过预测各个分线城市的量价，加总后得到全国范围的预测结果。

我们结合中指分城市能级成交数据，全国销售预测遵循统计局口径。我们采用中指百城销售口径，包含 4 座一线城市、28 座二线城市和 80 座三线城市，合计 112 城。此外，我们设定一个新指标“四线城市”，指代中指百城与统计局口径的差值。两个口径对比看，绝对规模差距是存在的，但近年变动趋势大体同步，统计局口径表现更加平滑。请注意，本章节我们的预测是从中指分能级城市出发、预测遵循统计局口径，具体公式如下：

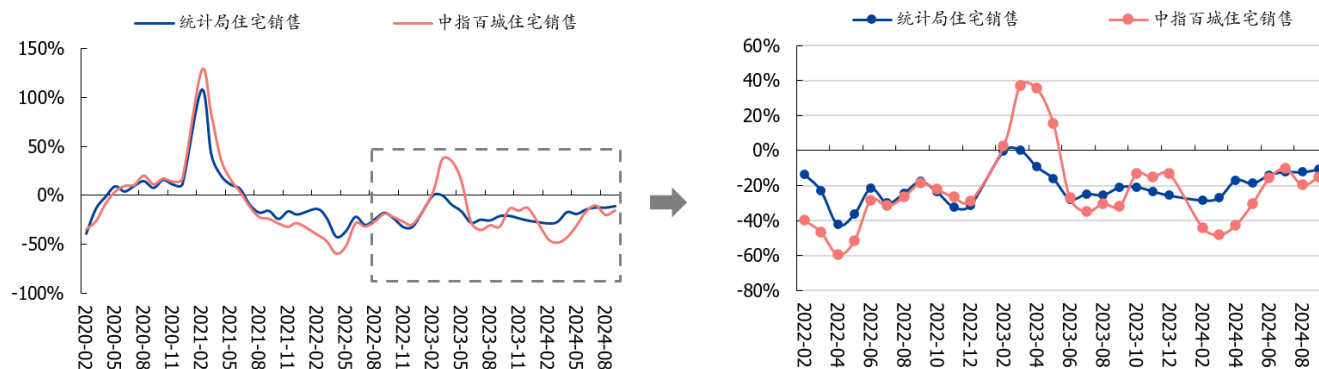
全国商品房销售金额 = (一线住宅销售面积 * 一线住宅销售价格 + 二线住宅销售面积 * 二线住宅销售价格 + 三线住宅销售面积 * 三线住宅销售价格 + 四线住宅销售面积 * 四线住宅销售价格) / 商品住宅占商品房销售金额比例

图表94：统计局口径（全国范围）与中指口径（一二三线城市）商品住宅销售面积



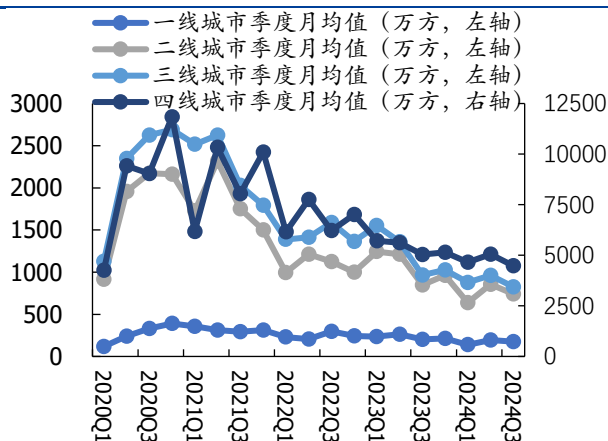
资料来源：Wind，国家统计局，中指数据，国盛证券研究所

图表95: 统计局口径（全国范围）与中指口径（一二三线城市）商品住宅销售面积月度同比



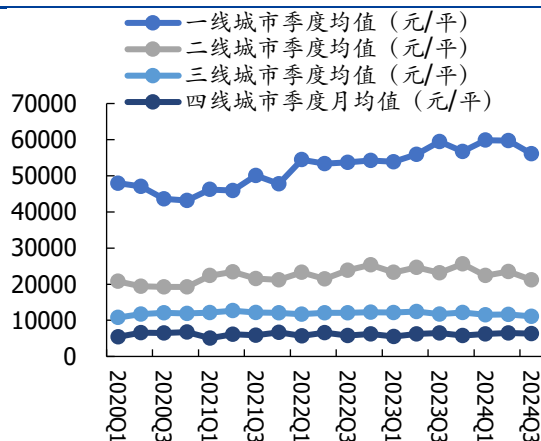
资料来源: Wind, 国家统计局, 中指数据, 国盛证券研究所

图表96: 各能级城市商品住宅销售面积季度月均值



资料来源: Wind, 中指数据, 国盛证券研究所

图表97: 各能级城市商品住宅销售均价季度月均值



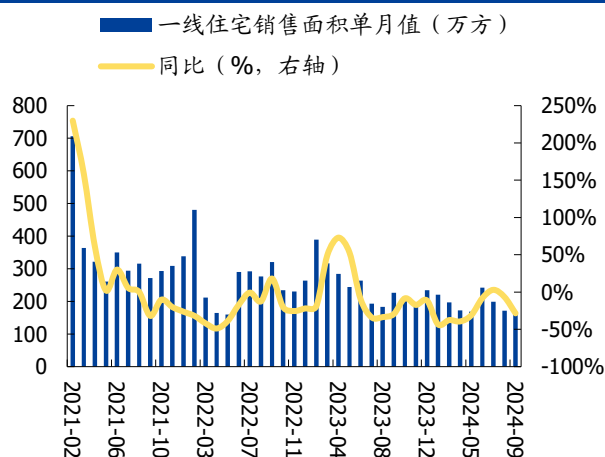
资料来源: Wind, 中指数据, 国盛证券研究所

在目前政策框架和释放节奏下, 预计 2025 年量价整体仍有一定下跌, 核心城市继续跑赢全国。

销售面积: 一线城市基本面相对优秀, 核心区保持较快去化速度, 但郊区库存压力正在上升, 考虑到房企于核心加近郊区域拿地的减少、未来优质项目供应将继续收缩, 压制成交。政策端北京、上海、深圳尚有一定放松的空间, 以及收储、收地、城中村改造的推进, 若 2025 年延续目前步调边际继续放松, 将一定程度呵护市场。二三线城市新房去化压力较大, 供应与需求两端压力持续存在, 低能级城市政策端较早全面宽松, 因此增量政策刺激方向在收储、收地的大力加码、以及类棚改等政策。预计 2025 年面积端仍有一定跌幅。据此, 我们对 2025 年一二三线城市销售面积同比中性预测为: -0.5%、-5.0%、-6.0%。新房销售若想要有负转正, 核心是推动郊区库存去化率提升, 而这个只能靠力度的拆迁政策, 在当地置换新房。

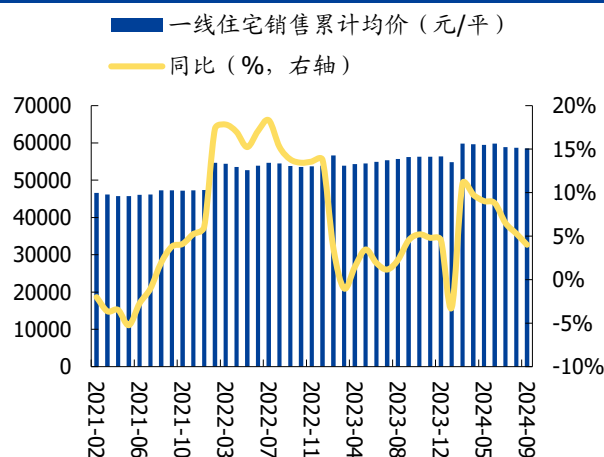
销售价格: 近年一线城市新房销售均价增速放缓, 但整体仍维持正增长。主要是随着成交结构向核心区靠拢, 整体销售均价被动抬升, 我们预计 2025 年或维持此趋势, 而增速将进一步放缓。二三线城市均价近年有所调整, 我们预计 2025 年或维持小幅负增。据此, 我们对 2025 年一二三线城市销售均价同比中性预测为: +1%、-1%、-3.5%。

图表98: 一线城市单月商品住宅销售面积及同比



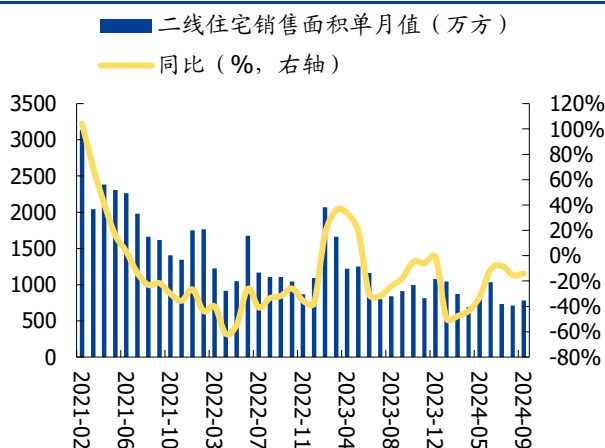
资料来源: 中指数据, 国盛证券研究所 (与统计局频率保持一致, 1-2 月为合计值)

图表99: 一线城市单月商品住宅销售价格及同比



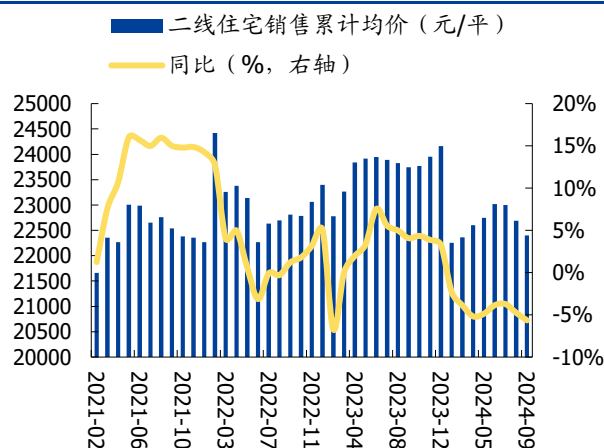
资料来源: 中指数据, 国盛证券研究所 (与统计局频率保持一致, 1-2 月为合计值)

图表100: 二线城市单月商品住宅销售面积及同比



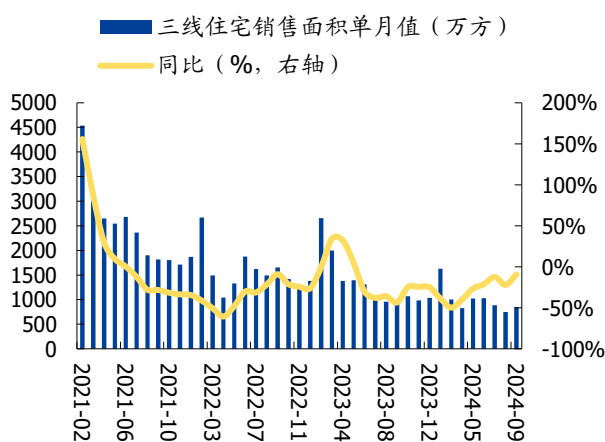
资料来源: 中指数据, 国盛证券研究所 (与统计局频率保持一致, 1-2 月为合计值)

图表101: 二线城市单月商品住宅销售价格及同比



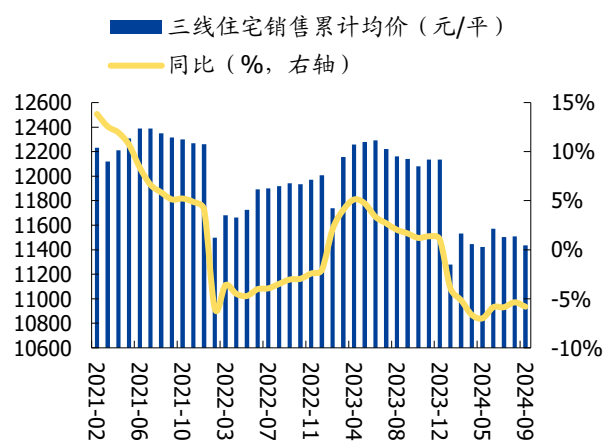
资料来源: 中指数据, 国盛证券研究所 (与统计局频率保持一致, 1-2 月为合计值)

图表102: 三线城市单月商品住宅销售面积及同比



资料来源: 中指数据, 国盛证券研究所 (与统计局频率保持一致, 1-2 月为合计值)

图表103: 三线城市单月商品住宅销售价格及同比



资料来源: 中指数据, 国盛证券研究所 (与统计局频率保持一致, 1-2 月为合计值)

中性预期下，2025 年商品住宅销售面积同比-4.7%至 7.62 亿方，商品住宅销售金额同比-5.8%至 7.77 万亿元。考虑住宅占比后，预计全国商品房销售面积 9.08 亿方，商品房销售金额 8.85 万亿元。

根据目前 1-11 月销售数据表现，我们预计 2024 全年新建商品住宅销售面积和金额降幅在 15-20%区间（Q4 降幅收窄），其中住宅销售面积同比-15.7%至 7.99 亿方；住宅销售金额同比-19.8%至 8.25 万亿元。预计住宅占商品房比例维持近期水平，则全年新建商品房销售面积为 9.53 亿方；销售金额为 9.4 万亿元。

通过对各能级城市销售面积和价格的预测，我们预计 2025 年商品住宅销售面积在乐观、中性、悲观下同比分别-3.1%、-4.7%、-6.2%至 7.74、7.62、7.49 亿方，预计全国商品房销售面积为 9.23、9.08、8.94 亿方。

预计全国商品住宅销售金额在乐观、中性、悲观下同比分别-3.6%、-5.8%、-8.1%至 7.96、7.77、7.59 万亿元，预计全国商品房销售金额为 9.06、8.85、8.64 万亿元。

图表104: 2024-2025 年全国商品住宅及商品房销售预测

全国新房销售面积 (亿方)	商品住宅 销售面积	同比	商品房 销售面积	住宅占商品房 面积比例
2024	7.99	-15.7%	9.53	
2025乐观	7.74	-3.1%	9.23	83.9%
2025中性	7.62	-4.7%	9.08	
2025悲观	7.49	-6.2%	8.94	

全国新房销售金额 (万亿元)	商品住宅 销售金额	同比	商品房 销售金额	住宅占商品房 金额比例
2024	8.25	-19.8%	9.40	
2025乐观	7.96	-3.6%	9.06	87.8%
2025中性	7.77	-5.8%	8.85	
2025悲观	7.59	-8.1%	8.64	

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

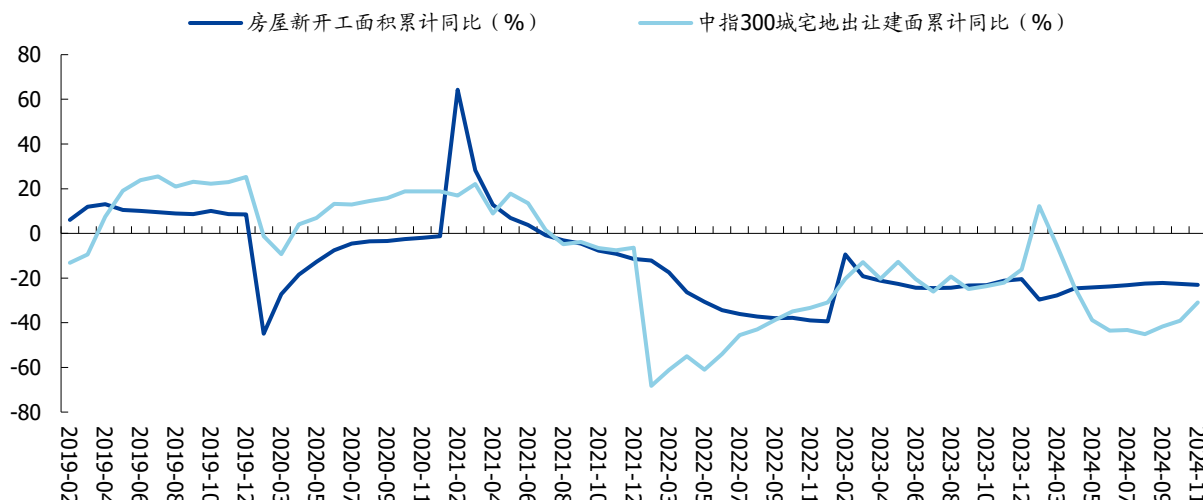
4.2 预计 2025 年新开工-15%，竣工-12%，施工-13.7%

通常而言，新开工与拿地规模挂钩，竣工与 2-3 年前的销售、新开工、保交楼进展挂钩。相较于销售指标，与开发投资相关的指标相对较慢反应市场供需变化，也更慢反应政策变化。因此我们认为，在销售端尚未真正意义上企稳前，新开工、竣工、施工等指标均仍处于向下趋势中。

2024 年受土地市场低迷影响，新开工面积继续下滑。2024 年 1-11 月全国累计新开工面积为 6.7 亿方，同比-23.0%。中指 300 城 1-11 月宅地出让建面同比-30.9%，其年内累计同比波动相较新开工略大，但同比终值相对接近，主要是房企拿地至动工之间时间差波动导致。结合目前土地市场低迷的走势，我们预计 2024 年全年新开工面积-22%至 7.4 亿方。

我们预测 2025 年新开工面积同比-15.0%至 6.3 亿方。考虑到（1）行业下行环境下，预计房企拿地面积将继续萎缩，拖累新开工面积；（2）销售承压、融资承压的背景下，房企流动性整体有一定压力，房企新开工意愿仍将偏弱；（3）住建部新增实施城中村改造作为新增变量，如 2025 年城中村改造加码，可能对新开工产生一定拉动作用。综上，我们预测 2025 年新开工面积同比降幅小幅收窄至 15%，全年新开工面积预计为 6.3 亿方。

图表105: 新开工面积与中指 300 城宅地出让建面累计同比

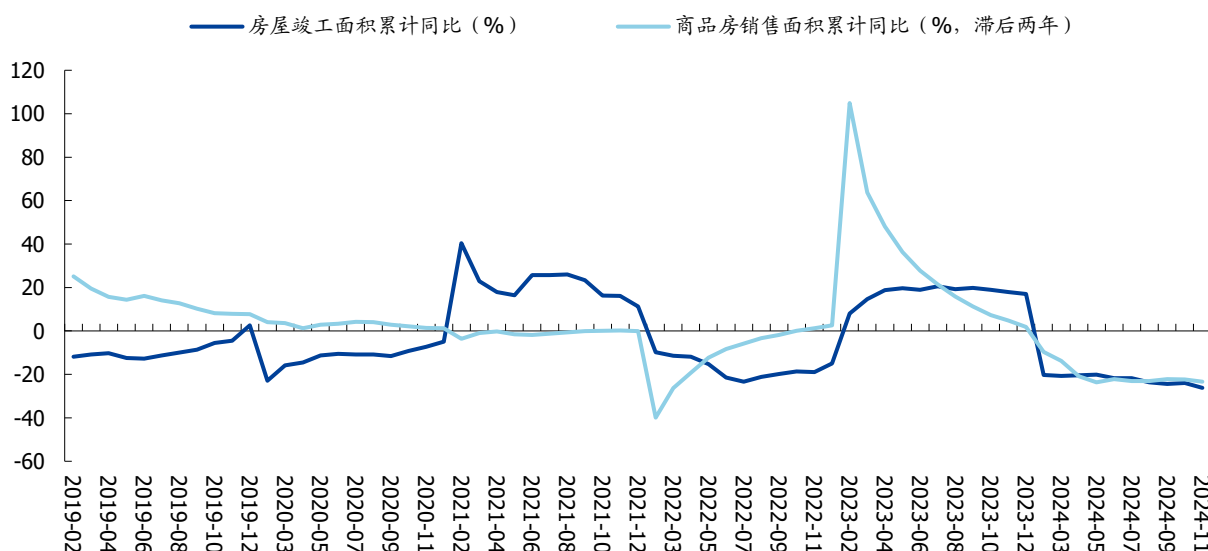


资料来源: Wind, 中指数据库, 国盛证券研究所

2024 年 1-11 月竣工 4.8 亿方，同比-26.2%降幅较大，一是 2023 年基数较高，二是当前竣工对应的销售和新开工节点即将走出 2021 年行业高点，三是保交楼推进但边际难度也有所增加。考虑到竣工具有明显季节性，通常 12 月是集中竣工的月份，我们保守预计 2024 年竣工-20%至 8.0 亿方。

我们预测 2025 年竣工面积同比-12%至 7.0 亿方。2021 年下半年开始行业步入下行周期，新房销售、新开工等数据都开始转弱，往后 2-3 年竣工规模也将跟随下行。此外，保交楼工作前期推进以资可抵债的项目为主，速度上相对较快，后续资不抵债的项目一方面推进速度会变慢。综合来看，2025 年竣工将继续承压，我们当前的预测仍然考虑 2025 年中央有额外的保交楼资金落地。

图表106: 竣工面积与滞后两年的商品房销售面积累计同比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

我们预测 2024、2025 年施工面积分别为 73.0 亿方、63.0 亿方。我们通过以下公式测算施工面积：当年施工面积=上一年施工面积-上一年竣工面积+当年新开工面积-当年净停工面积。其中净停工面积为测算值，通过理论施工面积-实际施工面积得到，反应当期停工现状及保交楼进展情况。考虑到目前行业销售持续低迷、行业流动性压力仍存，

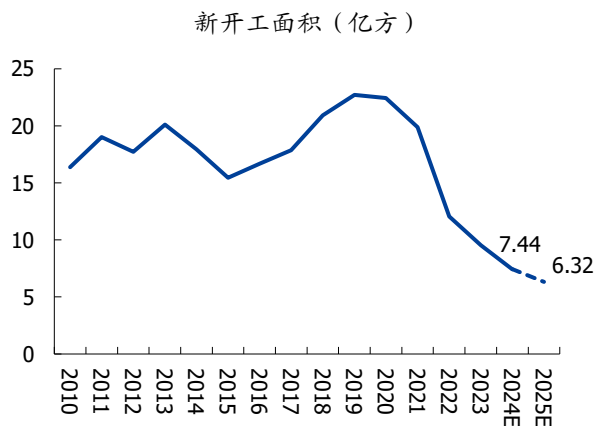
但同时城市房地产融资协调机制持续推进，我们对于 2024、2025 年净停工面积的同比预测值为+10%、+0%。由此我们预测 2024、2025 年施工面积分别为 73.0 亿方、63.0 亿方，同比分别-13.0%、-13.7%。

图表107: 房地产新开工、竣工、施工、停工预测 (单位: 万方, %)

年份	a:上一年施工面积	b:上一年竣工面积	c:今年新开工面积	A:今年施工面积 (未考虑停工) (A=a-b+c)	B:今年施工面积实际值	d:今年净停工面积 (d=A-B)	今年竣工面积	新开工面积同比增速	净停工面积同比增速	竣工面积同比增速	施工面积同比增速
2010	319,650	70,219	163,777	413,207	405,539	7,669	75,961	41.9%	-32.6%	8.2%	26.9%
2011	405,539	75,961	190,083	519,661	507,959	11,701	89,244	16.1%	52.6%	17.5%	25.3%
2012	507,959	89,244	177,334	596,049	573,418	22,631	99,425	-6.7%	93.4%	11.4%	12.9%
2013	573,418	99,425	201,208	675,200	665,572	9,629	101,435	13.5%	-57.5%	2.0%	16.1%
2014	665,572	101,435	179,592	743,729	726,482	17,247	107,459	-10.7%	79.1%	5.9%	9.2%
2015	726,482	107,459	154,454	773,477	735,693	37,784	100,039	-14.0%	119.1%	-6.9%	1.3%
2016	735,693	100,039	166,928	802,582	758,975	43,607	106,128	8.1%	15.4%	6.1%	3.2%
2017	758,975	106,128	178,654	831,501	781,484	50,017	101,486	7.0%	14.7%	-4.4%	3.0%
2018	781,484	101,486	209,342	889,339	822,300	67,039	93,550	17.2%	34.0%	-7.8%	5.2%
2019	822,300	93,550	227,154	955,904	893,821	62,083	95,942	8.5%	-7.4%	2.6%	8.7%
2020	893,821	95,942	224,433	1,022,312	926,759	95,553	91,218	-1.2%	53.9%	-4.9%	3.7%
2021	926,759	91,218	198,895	1,034,436	975,387	59,049	101,412	-11.4%	-38.2%	11.2%	5.2%
2022	975,387	101,412	120,587	994,562	904,999	89,562	86,222	-39.4%	51.7%	-15.0%	-7.2%
2023	904,999	86,222	95,376	914,153	838,364	75,788	99,831	-20.9%	-15.4%	15.8%	-7.4%
2024M1-11	831,345	65,237	67,308	833,416	726,014	107,402	48,152	-23.0%	10.4%	-26.2%	-12.7%
2024E	838,364	99,831	74,393	812,926	729,559	83,367	79,865	-22.0%	10.0%	-20.0%	-13.0%
2025E	729,559	79,865	63,234	712,928	629,562	83,367	70,281	-15.0%	0.0%	-12.0%	-13.7%

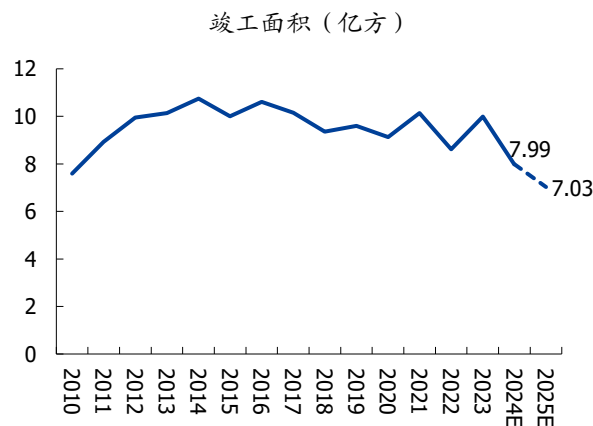
资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测 (黄色单元格为关键假设)

图表108: 房屋新开工面积及预测



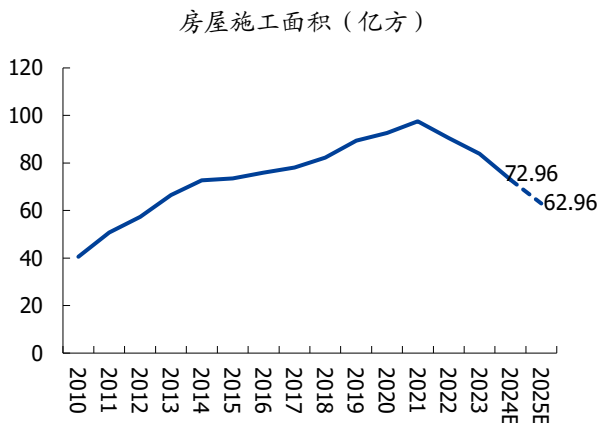
资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

图表109: 房屋竣工面积及预测



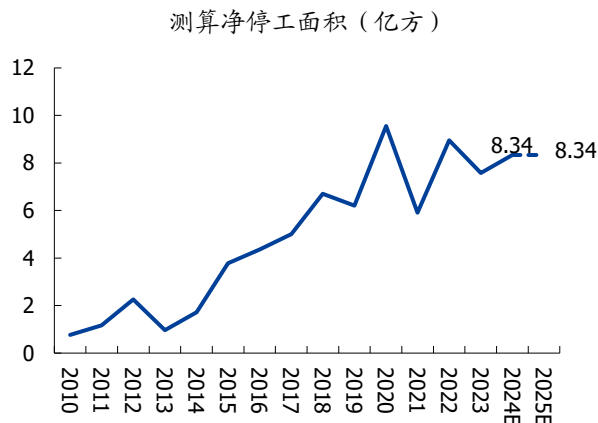
资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

图表110: 房屋施工面积及预测



资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

图表111: 测算房屋净停工面积及预测



资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测 (测算净停工=理论施工面积-实际施工面积, 具体测算过程见上表, 结果仅供参考)

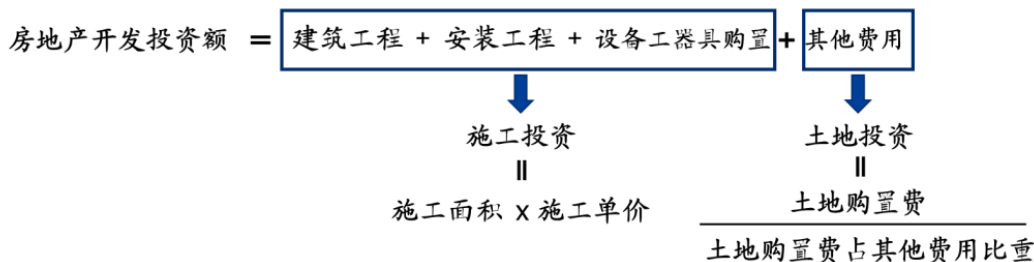
4.3 预计 2025 年房地产开发投资额-11.8%，形成负贡献

房地产开发投资包括四部分：建筑工程、安装工程、设备工器具购置和其他费用。我们将建筑工程、安装工程、设备工器具购置求和，列为施工投资。将其他费用列为土地投资（主要是土地购置费）。

施工投资=施工面积×施工单价。土地投资=土地购置费/土地购置费占土地投资比重。

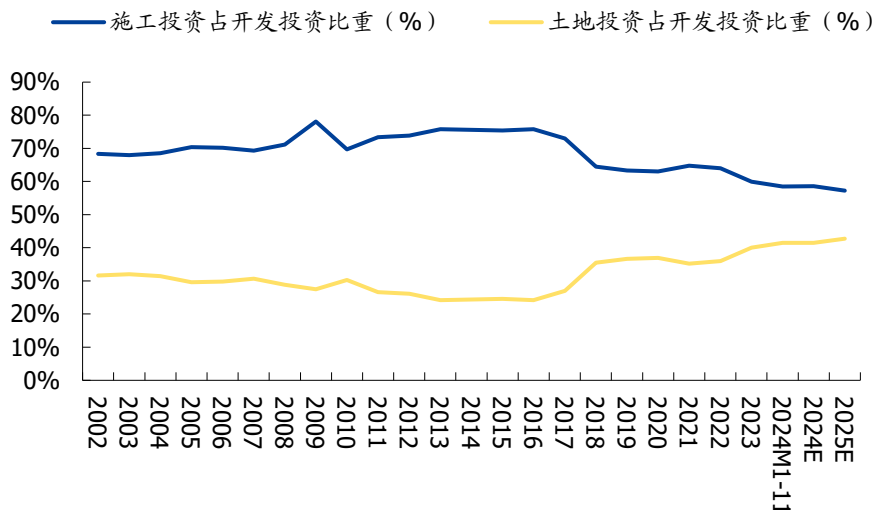
2021 年以来施工、土地双弱同时拖累开发投资额。早年施工投资占到开发投资额的至少 60%以上。2021 年伴随行业下行，施工投资与土地投资呈现双弱局面，同比增速先后转负。但由于供地结构性因素影响，高能级城市高地价的土地成交占比提升，使得土地投资同比降幅较施工投资降幅相对更小，推动土地投资占开发投资额比重被动提升。整体看，房地产行业整体下行，未来施工、土地两端投资都将对开发投资产生负向影响。

图表112: 房地产开发投资预测模型



资料来源: 国盛证券研究所绘制

图表113: 施工投资与土地投资占开发投资的比重



资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

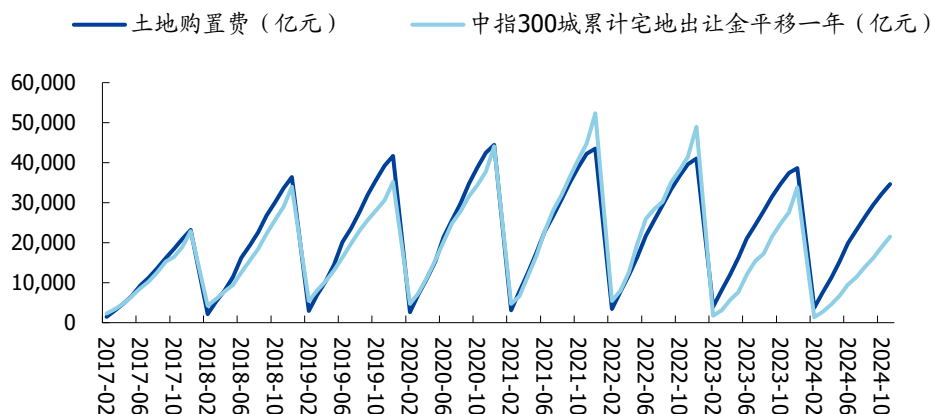
目前施工面积正发生趋势性萎缩，将在中周期拖累房地产开发投资。2024 年 1-11 月，全国施工投资额累计同比-11.0%至 5.5 万亿元，在较低基数上进一步负增。施工投资占开发投资额比重虽然有所下行，但整体依然占到超 50%的比重。从对应关系看，2021 年 97.5 亿平的施工体量对应的是行业顶点近 18 亿平的销售规模。考虑到施工面积是匹配房企土储规模及销售规模，随着行业销售规模回落到 10 亿平以下的量级，施工面积也将从 2021 年的 97.5 亿平走趋势性下行，且尚未走完。如前文所述，我们预计 2025 年施工面积为 63.0 亿方。这将对房地产开发投资产生中周期的拖累。

土地购置费与土地成交价款：土地成交价款是当期成交地块合约上的总价款，目前统计局已经暂停披露月度数值。土地购置费包括了分期缴纳的土地成交价和各类补偿安置费等，目前仍按月披露数值，这也是直接计入房地产开发投资额中土地投资的重要科目。我们通过预测土地购置费，再根据成交价款占开发投资额中其他费用的比重，完成对土地投资的预测。

土地购置费滞后于 300 城宅地出让金，往年滞纳的费用对今年土地投资产生平滑效应。根据国土资源部关于土地出让金分期支付的规定，土地出让成交、合同签订后 1 个月内必须缴纳出让价款 50%的首付款，余款最迟付款时间不得超过一年。理论上，土地购置费和实际土地成交金额变化时间差距在一年以内。因此我们拟合土地购置费与中指 300 城宅地出让金（滞后一年）。可以发现往年两者基本同步，但 2023 年差距逐月扩大：2024 年 1-11 月，统计局口径的土地购置费较中指统计的 2023 年 1-11 月宅地出让金高约 1.3 万亿元。

综合考虑滞后特性、指标口径区别，我们预计 2025 年土地购置费同比-9%。领先指标看，2024 年 1-11 月 300 城宅地出让金为 1.49 万亿元，同比-30.9%。土地市场延续低迷的状态下，我们预计 2025 年土地购置费同比下滑 9%，至 3.3 万亿元。按往年土地购置费占房地产开发投资其他费用的比重推算，预计 2025 年土地投资（其他费用）为 3.7 万亿元。

图表114: 统计局土地购置费与中指 300 城宅地出让金对比



资料来源: Wind, 中指数据, 国盛证券研究所

施工、土地投资两端滞后于销售，预计都将对开发投资产生持续负向影响。相对而言，施工面积的萎缩尚未走完，且施工投资占比较重，因此对开发投资的拖累作用会在未来较长时间持续存在。我们预测 2025 年施工投资为 4.97 万亿元、土地投资为 3.71 万亿元，即房地产开发投资额为 8.69 万亿元，同比下滑 11.8%，持续拖累经济。

图表115: 房地产开发投资相关预测 (单位: 亿元、万方、元/平)

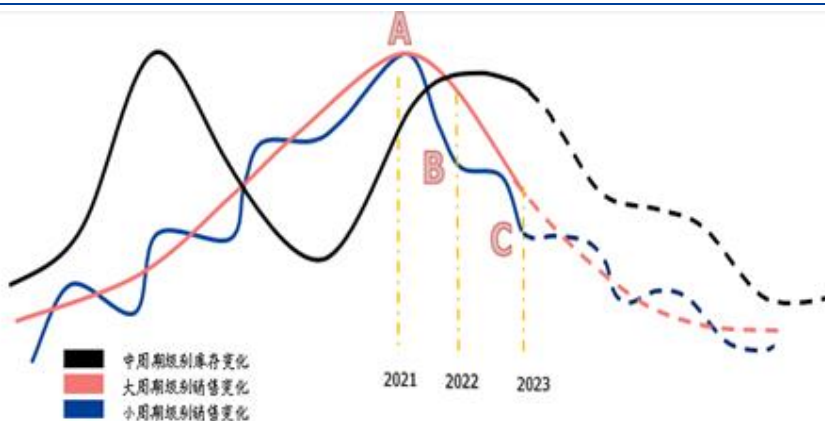
年份	A:房地产开发投资完成额 (a+b+c+d)	房地产开发投资额同比	a:建筑工程	b:安装工程	c:设备工器具购置	d:其他费用	B:施工投资 (B=a+b+c)	e:房屋施工面积	f:施工单价 (f=B/e)	g:施工投资占开发投资比重 (g=B/A)	C:土地投资 (C=d)	h:土地购置费	i:土地购置费占比 (f=h/C)	j:土地投资占开发投资比重 (j=C/A)
2010	48,267	33.2%	30,566	2,519	554	14,628	33,639	405,539	829	69.7%	14,628	10,000	68%	30.3%
2011	61,740	27.9%	41,153	3,341	819	16,427	45,313	507,959	892	73.4%	16,427	11,413	69%	26.6%
2012	71,804	16.3%	47,067	4,969	1,019	18,748	53,056	573,418	925	73.9%	18,748	12,100	65%	26.1%
2013	86,013	19.8%	57,764	6,155	1,250	20,844	65,169	665,572	979	75.8%	20,844	13,502	65%	24.2%
2014	95,036	10.5%	63,115	7,446	1,307	23,168	71,868	726,482	989	75.6%	23,168	17,459	75%	24.4%
2015	95,979	1.0%	63,173	8,022	1,212	23,572	72,407	735,693	984	75.4%	23,572	17,675	75%	24.6%
2016	102,581	6.9%	66,793	9,509	1,462	24,817	77,764	758,975	1,025	75.8%	24,817	18,779	76%	24.2%
2017	109,799	7.0%	68,891	9,687	1,551	29,670	80,128	781,484	1,025	73.0%	29,670	23,169	78%	27.0%
2018	120,264	9.5%	67,319	8,673	1,525	42,747	77,517	822,300	943	64.5%	42,747	36,387	85%	35.5%
2019	132,194	9.9%	75,248	6,714	1,713	48,518	83,676	893,821	936	63.3%	48,518	41,675	86%	36.7%
2020	141,443	7.0%	81,905	5,850	1,443	52,245	89,198	926,759	962	63.1%	52,245	44,452	85%	36.9%
2021	147,602	4.4%	88,910	5,336	1,331	52,025	95,577	975,387	980	64.8%	52,025	43,505	84%	35.2%
2022	132,895	-10.0%	79,311	4,610	1,182	47,792	85,103	904,999	940	64.0%	47,792	41,030	86%	36.0%
2023	110,913	-16.5%	61,621	3,865	987	44,440	66,473	838,364	793	59.9%	44,440	38,617	87%	40.1%
2024M1-11	93,634	-10.0%	51,187	2,972	654	38,821	54,813	726,014	755	58.5%	38,821	34,617	89%	41.5%
2024E	98,446	-11.2%					57,635	729,559	790	58.5%	40,811	35,914	88%	41.5%
2025E	86,873	-11.8%					49,735	629,562	790	57.3%	37,138	32,681	88%	42.7%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (黄色单元格为关键假设)

投资建议

此图诞生于 2022 年，我们在 2023 年底的年度策略中重画了这个图，现在是 2024 年年底。真正该思考的问题是，为何年年谈见底年年没达标，话题始终绕不开新房需求、库存、企业融资、保交楼。我们始终认为，真正的大底部一定对应了有效政策的实质性的大规模落地。我们认为，地产和宏观政策相辅相成，全局的、系统性、力度超越 08、14 年宽松周期的史诗级政策或能加速扭转趋势，给出真正的底部，而非阶段性的平台。

图表116: 地产当下所处周期位置



资料来源: Wind, 国盛证券研究所绘制。注: 根据 70 城库存数据、统计局全国商品住宅销售面积走势图模拟绘制。

我们认为重点关注房地产相关股票有以下理由:

- 1、政策受基本面倒逼进入深水区，如我们 2022、2023 年在报告中反复阐述，认为本轮最终政策力度超过 2008、2014 年，而现在尚在途中。
- 2、地产作为早周期指标，具备指向性作用，配置地产相当于配置经济风向标。
- 3、行业竞争格局改善逻辑依旧适用，拿地和销售表现优异的依然是头部国央企和少量混合所有制及民企，品质房企有望在未来的格局中更加受益。
- 4、我们上年提出“只看好一线+2/3 二线+极少量城市”依然奏效，这个城市组合在销售前期偶尔反弹时表现更好也得到了印证。
- 5、需求侧的拆迁、供给侧的收储、妥善处置闲置土地等政策有新变化，依然是观察落地最重要的方向，且可以预见，一二线仍然更受益。

基于以上，我们认为 2024-2025 仍然是以政策为核心主导力量，板块主做政策 beta，配合观察一二线为主的核心城市基本面企稳的可能性（前提依然是政策到位资金到位），节奏和仓位控制更重要，配置方向可选：

- （1）预期政策达到止跌回稳下的基本面公司：A 股的滨江集团、招商蛇口、保利发展、华发股份、建发股份；H 股的绿城中国、越秀地产、华润置地、中国海外发展、建发国际集团；
- （2）城中村、化债、收储收地等政策利好的地方城投类企业：上海的城投控股、北京的城建发展等等；
- （3）中介：贝壳；
- （4）物业属于跟涨：华润万象生活、保利物业、中海物业、绿城服务、招商积余等；
- （5）转型概念系：张江高科、中华企业等。

风险提示

- 1. 政策落地不及预期：**若后续需求端政策放松力度不及预期，新房销售面积及销售价格或继续下行；供给端收储政策推进仍需克服诸多困难，实际落地不及预期可能对基本面改善帮助有限。
- 2. 需求复苏不及预期：**如果销售价格持续下行，将显著影响购房者预期，引发抛售，同时导致房企拿地继续疲软，土地财政后继无力，失业率上升，银行不良资产上升。
- 3. 房企出险风险蔓延：**房企资金面压力仍承压，后续出险范围可能进一步蔓延，则进一步影响市场信心，影响新房销售以及存量房企融资环境。
- 4. 模型假设和测算误差风险：**目前央行再贷款支持下的地方收储政策仍在初步推进中，我们测算包含收储价格、地方资本金比例等假设，可能跟实际落地情况有差距，导致测算结果存在误差。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com