

行业研究|行业深度研究|房地产

地产止跌企稳，估值修复可期——地产行业 2025 年度投资策略



| 报告要点

2025 年地产看点：转向追求流速确定性和利润率水平并有相应资产基础的房企价值或率先修复；城中村改造货币化安置或是短期市场销售的支撑；支持政策的及时出台，有助于楼市实现“止跌回稳”。2025 年指标展望：新开工面积为 6.4 亿方，同比-14.6%；销售面积 8.2 亿方，同比-14.0%；销售金额为 8 万亿元，同比-15.7%；竣工面积为 6.4 亿方，同比-19.0%；开发投资总额 9.0 万亿元，同比-9.3%。

| 分析师及联系人



杜昊旻



方鹏



姜好幸



刘汪

SAC: S0590524070006 SAC: S0590524100003 SAC: S0590524070008

房地产

地产止跌企稳，估值修复可期——地产行业2025年度投资策略

投资建议：强于大市（维持）
上次建议：强于大市

相对大盘走势



相关报告

- 1、《房地产：11月销售同比转正，资金面边际改善》2024.12.18
- 2、《房地产：货币迈向适度宽松，城改稳楼市迎新基石》2024.12.09



扫码查看更多

➤ 基本面：需求端边际改善，分化仍是主旋律

在2024年9月底政治局会议后的“一揽子”政策带动下，近两月需求端出现边际改善。2024年1-11月商品房销售面积同比-14.3%，一线城市量价表现更优；二手房延续以价换量趋势，1-11月累计销售面积同比转正。新房库存有所下降，二手房挂牌量逐步见顶。1-11月300城宅地累计供应同比-30.1%，累计成交同比-27.4%，供地结构持续调整，高能级城市表现较好。企业间分化延续，头部央国企和改善型房企销售市占率提升，同时拿地端仍以央国企为主，绿城中国、滨江集团、建发国际集团拿地强度超过0.3。

➤ 政策面：首提“止跌回稳”，组合拳快速落地

2024年以来尤其是9月后，中央在政策层面持续发力，通过供给端和需求端的双重刺激，推动市场的稳定与复苏。供给端严控增量，优化存量，提高质量，需求端放宽限购，降低购房成本和门槛，在首付比例、房贷利率、税收优惠等方面给予支持，给市场带来一波持续性较强的行情。展望未来，除了收储和城中村改造的落地外，我们预计其他宽松政策仍有空间，逐步从过往的“限制”转向“补贴”和支持，为基本面的拐点出现提供环境。

➤ 2025年地产看点：房企价值修复&城中村改造

①行业继续出清，房企间进一步分化，转向追求流速确定性和利润率水平并有相应资产基础的房企价值或率先修复；②城中村改造货币化安置或是短期市场销售的支撑，100万套城改建面占35城商品房年成交的24.4%，或带动商品房成交金额约1.8万亿；③支持政策的及时出台，有助于楼市实现“止跌回稳”，租金回报率向国债收益率靠拢，且流动性宽松为大趋势，或为房价止跌的支撑。

➤ 2025年地产展望：回稳见曙光，实现需时日

①新开工：基于房企可开工量和开工意愿，预计2025年新开工面积为6.4亿方，同比-14.6%。②销售：新推货去化相对稳定，而滚存去化难度或加大，预计2025年销售面积8.2亿方，同比-14.0%；预计2025年销售金额为8万亿元，同比-15.7%。③竣工：领先竣工3年销售和新开工面积2022年出现下滑，预计2025年竣工面积为6.4亿方，同比-19.0%。④开发投资：预计2025年房地产开发投资总额9.0万亿元，同比-9.3%。

➤ 投资建议：关注头部央国企和改善型房企

2025年预计城中村改造货币化安置为需求端注入购买力，同时租金回报率的逐步回升和利率的下行趋势为楼市的“止跌回稳”提供支撑，政策端预计宽松支持仍有持续出台的空间，房企端转向追求流速确定性和利润率水平并有相应资产基础的公司/价值或率先修复。建议关注：具有在重点城市核心区域持续拿地能力，产品品质高服务好的头部央国企和改善型房企，如绿城中国、中国海外发展、滨江集团、建发国际集团等；受益于政策利好不断落地，一二手房市场活跃度提升，拥有核心竞争力的房产中介平台，如我爱我家等。

风险提示：政策效果不达预期；房企流动性风险加剧；市场信心不及预期

正文目录

1. 基本面：需求端边际改善，供给端延续筑底.....	6
1.1 新房：销售降幅持续收窄，一线城市价格更具韧性.....	6
1.2 二手房：延续以价换量趋势，成交占比提升.....	8
1.3 库存：库存或已见顶，供需关系逐步改善.....	11
1.4 土地：土拍供需双降，城市延续分化	13
2. 企业端：房企表现分化，头部房企韧性更强.....	15
2.1 销售：百强房企降幅收窄，表现分化加剧.....	15
2.2 拿地：整体拿地谨慎，主要参与者仍为央国企.....	17
2.3 融资：融资成本有所下降，流动性压力仍在.....	18
3. 政策面：首提“止跌回稳”，组合拳快速落地.....	20
3.1 中央：定调“止跌回稳”，供需政策加速落地.....	20
3.2 地方：因城施策，积极响应，落实政策细节.....	23
4. 2025 年地产看点：房企价值修复&城中村改造	25
4.1 行业进一步出清，头部央国企市占率提升.....	25
4.2 房企逐步转向追求流速确定性和利润率水平.....	28
4.3 城中村改造货币化安置预计为 2025 年重要看点.....	30
4.4 支持政策的及时出台，有助于楼市实现“止跌回稳”	34
5. 2025 年地产展望：回稳见曙光，实现需时日	35
5.1 新开工：预计 2025 年新开工面积 6.41 亿方，同比-14.6%.....	35
5.2 销售：预计 2025 年销售面积同比-14.0%，销售金额同比-15.7%.....	37
5.3 竣工：预计 2025 年竣工面积为 6.41 亿方，同比-19.0%.....	40
5.4 开发投资：预计 2025 年开发投资 9.02 万亿元，同比-9.3%.....	41
6. 投资建议：关注头部央国企和改善型房企	42
6.1 地产板块股价走势复盘	42
6.2 投资建议	44
7. 风险提示	45

图表目录

图表 1：全国商品房累计销售面积及增速.....	6
图表 2：全国商品房累计销售金额及增速.....	6
图表 3：全国商品房当月销售面积（万平方米）	7
图表 4：全国商品房当月销售金额（亿元）	7
图表 5：分级别 35 城 2024 年 1-11 月商品房当月成交面积同比增速	7
图表 6：分级别 35 城 1-11 月商品房累计成交面积（万平方米）	7
图表 7：70 大中城市新房价格环比变动	8
图表 8：分城市级别新房价格环比变动.....	8
图表 9：15 城二手房累计销售面积及增速	9
图表 10：15 城二手房当月销售面积（万平方米）	9
图表 11：分级别 15 城 2024 年二手房当月成交面积同比增速	9
图表 12：分级别 15 城 1-11 月二手房累计成交面积（万平方米）	9

图表 13:	70 大中城市二手房价格环比变动	10
图表 14:	分城市级别二手房价格环比变动	10
图表 15:	12 城一二手房累计成交面积及增速	10
图表 16:	12 城二手房成交面积当月占比	10
图表 17:	12 城新房二手房月度成交面积同比变动	11
图表 18:	70 大中城市新房二手房价格环比变动	11
图表 19:	中国商品住宅狭义库存及去化周期走势	11
图表 20:	中国商品住宅广义库存及去化周期走势	12
图表 21:	一线城市二手房新增挂牌量价	12
图表 22:	一线城市二手房存量挂牌量价	12
图表 23:	300 城宅地累计供给及成交面积	13
图表 24:	300 城宅地累计成交楼面均价	14
图表 25:	300 城宅地当月溢价率与流拍率	14
图表 26:	300 城分级别累计宅地成交面积（万平方米）	14
图表 27:	300 城分级别累计宅地成交楼面均价同比变动	14
图表 28:	2024 年 1-11 月土地出让金 TOP10 城市及平均溢价率	15
图表 29:	TOP100 房企累计全口径销售金额及增速	16
图表 30:	TOP100 房企当月全口径销售金额及增速	16
图表 31:	2024 年 1-11 月 TOP100 房企全口径及权益口径销量	17
图表 32:	TOP100 房企累计权益拿地金额及均价	18
图表 33:	TOP100 房企当月权益拿地金额及均价	18
图表 34:	2024 年 1-11 月权益拿地金额 TOP10 房企	18
图表 35:	2024 年 1-11 月 TOP10 房企楼面均价及溢价率	18
图表 36:	房企新发行公开债规模及增速	19
图表 37:	房企新发行公开债平均发行利率	19
图表 38:	房企公开债季度到期金额	20
图表 39:	10 家重点房企公开债余额	20
图表 40:	2024 年中央政策汇总	21
图表 41:	近四轮政策发布前后 12 城一二手房合计成交面积（万平方米）	22
图表 42:	一年期及五年期 LPR 走势	23
图表 43:	个人住房贷款加权平均利率走势	23
图表 44:	2022 年以来各城市因城施策频次	23
图表 45:	2024 年一线城市主要房地产政策汇总	24
图表 46:	2016 年至 2024 年 1-11 月各梯队房企销售金额市占率走势	25
图表 47:	2019 年至 2024 年 1-11 月典型房企销售金额市占率走势	26
图表 48:	2018 年至 2024 年 1-11 月 TOP30 中分企业性质数量分布	26
图表 49:	主流未出险房企 2019 年至 2024 年 1-11 月投资强度对比	27
图表 50:	2019 年至 2024 年 1-11 月典型房企拿地金额市占率走势	27
图表 51:	上海分环线 2021 年至 2024 年 1-11 月商品住宅成交面积（万方）走势	28
图表 52:	上海市各区 2024 年宅地成交楼面均价及溢价率	28
图表 53:	北京市各区 2024 年宅地成交楼面均价及溢价率	28
图表 54:	主流房企 2021 年至 2024H1 竣工存货占总存货比例	29
图表 55:	房地产项目非普宅和普宅标准下利润水平测算（单位：万元）	30
图表 56:	2014 年-2023 年棚改及保障性租赁住房开工情况	31
图表 57:	35 个大中城市 2018 年-2023 年商品房销售面积	32
图表 58:	35 个大中城市新建商品住宅价格、在售库存及去化周期	32
图表 59:	各地获政策性银行城中村改造授信额度及投放情况	33
图表 60:	一线城市租金回报率与十年期国债收益率水平对比	34

图表 61:	中国、美国、日本房价走势对比（最高点对齐）	35
图表 62:	100 大中城市土地成交面积同比增速 vs 新开工面积同比增速	36
图表 63:	预计 2025 年全年房屋新开工面积同比下滑 14.6%	36
图表 64:	2001-2025 年每月新开工面积（万方）情况	37
图表 65:	不同去化率假设下的 2025 年商品房销售面积情况	38
图表 66:	2025E 商品房销售面积预测过程	38
图表 67:	2013-2024 年全国商品房销售均价走势	39
图表 68:	预计 2025 年全年商品房销售金额同比-15.7%	39
图表 69:	2015 年之后，销售领先竣工约 3 年	40
图表 70:	预计 2025 年竣工面积同比-19.0%	40
图表 71:	2001-2025 年每月竣工面积（万方）情况	41
图表 72:	预计 2025 年开发投资金额同比-9.3%	41
图表 73:	房地产开发投资金额预测过程	42
图表 74:	2023 年至今地产行情复盘	43
图表 75:	A+H 上市房企股价表现	43
图表 76:	A 股地产市净率历史走势	44
图表 77:	港股地产市净率历史走势	44

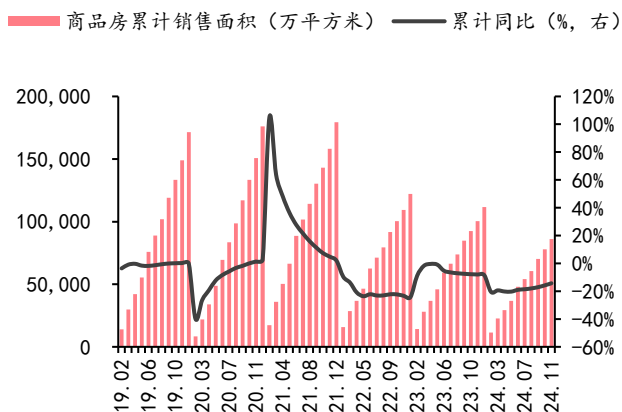
1. 基本面：需求端边际改善，供给端延续筑底

1.1 新房：销售降幅持续收窄，一线城市价格更具韧性

全国商品房销售面积、销售金额降幅持续收窄。根据国家统计局数据，2024 年 1-11 月累计全国商品房销售面积 86118 万平方米，同比变化-14.3%，累计同比降幅较 1-10 月收窄 1.5pct，降幅连续 6 个月收窄。1-11 月累计全国商品房销售金额 85125 亿元，同比变化-19.2%，累计同比降幅较 1-10 月收窄 1.7pct，降幅连续 7 个月持续收窄。从绝对规模来看，2024 年 1-11 月累计商品房销售面积为近 10 年新低。

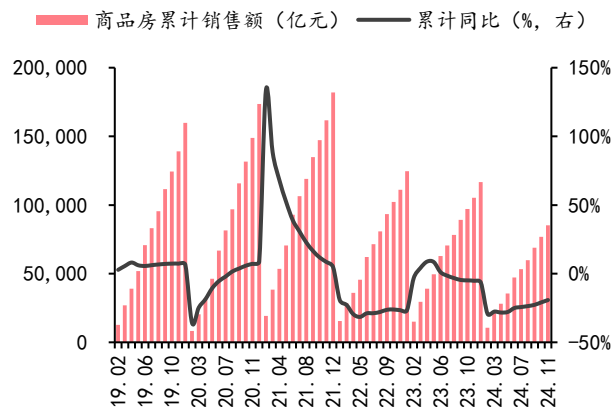
2024 年销量波动主要受政策影响。受 2023 年初需求集中释放带来的高基数影响，2024 年 2-5 月商品房销售面积同比跌幅均在 20%附近。5 月 17 日央行、住建部等联合发布一系列房地产政策，市场信心得到一定提振，6 月销量环比增长，同比降幅收窄。7-9 月市场逐渐降温，9 月 26 日政治局会议上首次提出“止跌回稳”，地产利好政策持续加码，10 月、11 月销售降幅逐步收窄。

图表1：全国商品房累计销售面积及增速



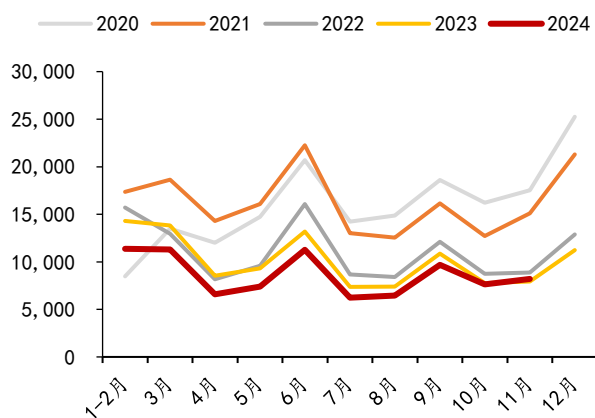
资料来源：国家统计局，国联证券研究所

图表2：全国商品房累计销售金额及增速



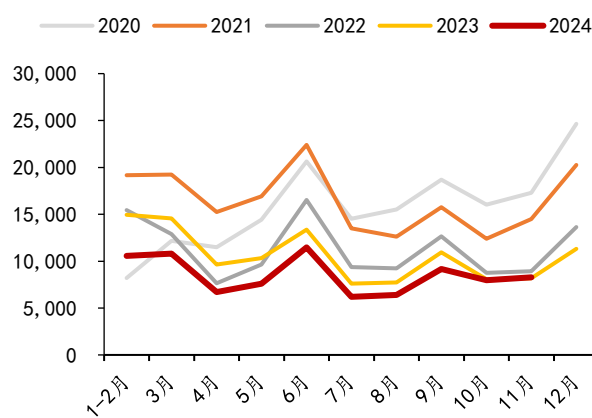
资料来源：国家统计局，国联证券研究所

图表3：全国商品房当月销售面积（万平方米）



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

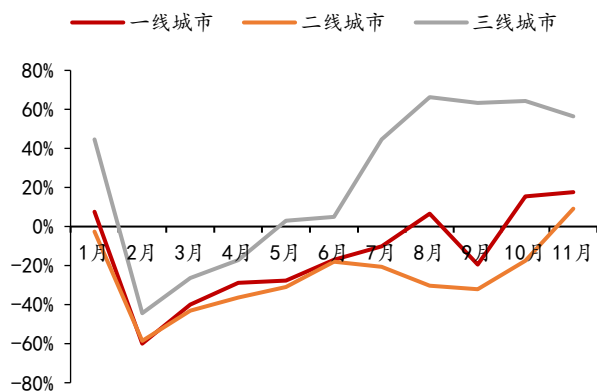
图表4：全国商品房当月销售金额（亿元）



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

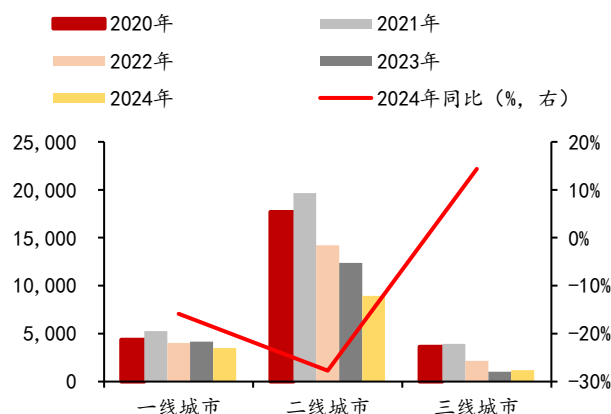
分城市级别看，三线城市销量有所回暖，一二线城市 11 月同比转正。根据我们追踪的全国 35 城市¹数据，2024 年 1-11 月，一线城市、二线城市、三线城市商品房累计成交面积分别为 3510、8927、1185 万平方米，同比分别-15.88%、-27.72%、+14.35%。三线城市表现更好，主要是由于 2022-2023 年跌幅较大，基数较低。分月度来看，6 月在政策影响下，一线、二线城市同比降幅均显著收窄，9 月底政策后，一线城市同比大幅改善。

图表5：分级别 35 城 2024 年 1-11 月商品房当月成交面积同比增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表6：分级别 35 城 1-11 月商品房累计成交面积（万平方米）



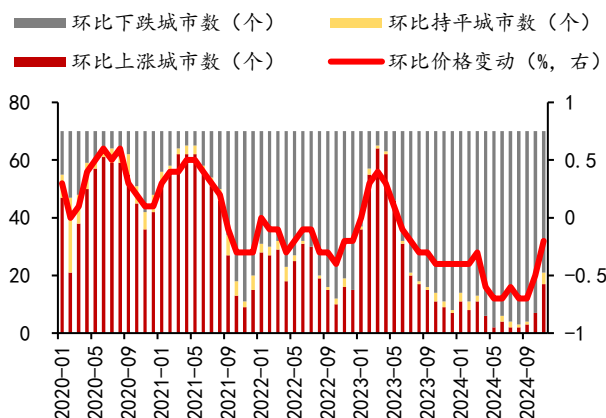
资料来源：Wind，国联证券研究所

70 城新房价格持续筑底，一线城市更具韧性。根据国家统计局数据，全国 70 个

¹ 35 城包括 1) 一线城市：北京、上海、深圳、广州；2) 二线城市：杭州、宁波、南京、苏州、武汉、济南、青岛、成都、福州、厦门、佛山、南宁、无锡、常州、绍兴、温州、金华、惠州、泉州；3) 三线城市：扬州、镇江、连云港、盐城、舟山、汕头、江门、清远、莆田、芜湖、泰安、韶关。

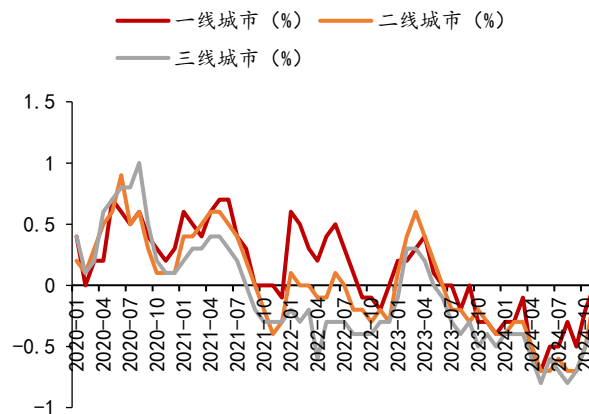
大中城市新建商品住宅价格仍在下行，环比连续下跌 18 个月。单月来看，2024 年 1-10 月新房价格当月同比降幅持续走扩，11 月略有收窄。分城市级别来看，一线城市新房价格受供给结构影响，同比环比表现好于平均水平。2024 年 11 月当月一线城市、二线城市、三线城市新房价格同比分别-4.3%、-5.8%、-6.5%。新房市场受销量影响，随供给结构有所波动，整体仍在探底阶段。

图表7：70 大中城市新房价格环比变动



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表8：分城市级别新房价格环比变动



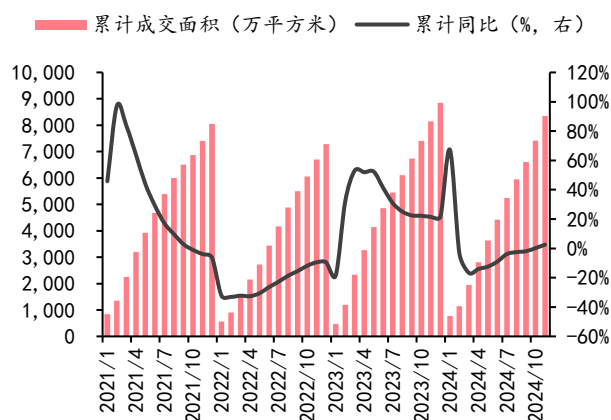
资料来源：Wind，国联证券研究所

1.2 二手房：延续以价换量趋势，成交占比提升

15 城²二手房累计成交面积同比转正。根据我们追踪的 15 个城市的数据，2024 年 1-11 月二手房累计成交面积为 8353 万平方米，同比+2.55%。2024 年 1-5 月，受 2023 年同期高基数影响，二手房成交面积同比有所回落，绝对量较为稳定。5 月 17 日一揽子政策发布之后，二手房自 6 月开始单月成交量同比转正，自 10 月开始累计成交量同比转正。二手房市场延续以价换量的趋势，市场活跃度较高。

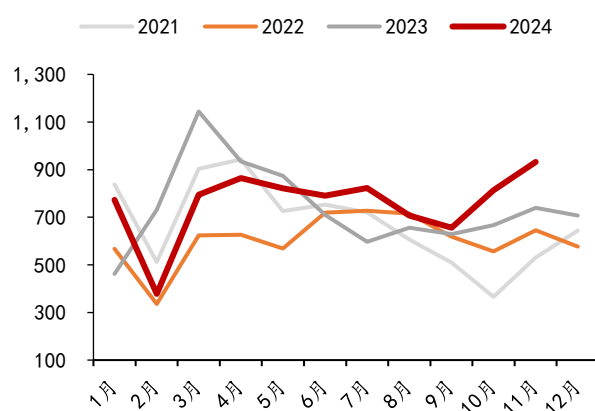
² 15 城包括 1) 一线城市：北京、深圳；2) 二线城市：杭州、南京、苏州、成都、厦门、南宁、青岛、佛山、东莞、金华；3) 三线城市：江门、扬州、衢州。

图表9：15城二手房累计销售面积及增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

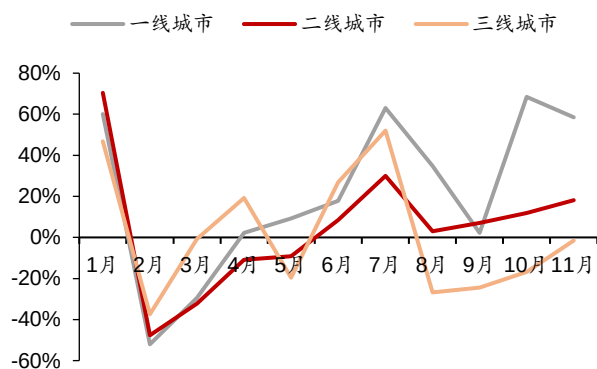
图表10：15城二手房当月销售面积（万平方米）



资料来源：Wind，国联证券研究所

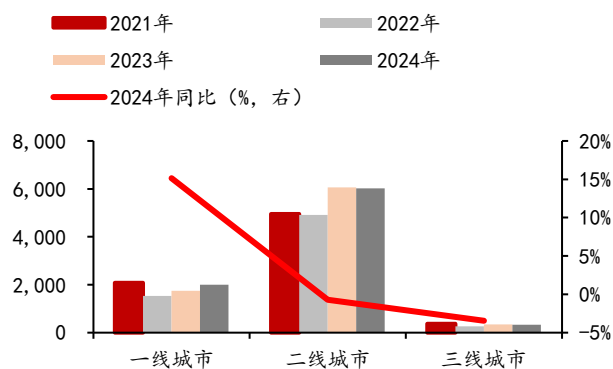
一线城市二手房活跃度更高，政策效果更显著。分城市级别来看，一线城市、二线城市、三线城市二手房累计成交面积分别为 2007、6019、328 万平方米，同比分别 +15.14%、-0.73%、-3.45%。分月度来看，一线城市自 4 月起同比转正，7 月及 10 月同比涨幅超过 60%；二线城市 6 月起同比转正；三线城市基数较小，同比波动较大。一线城市表现更优，主要是因为高能级城市对限购、限售、降利率等政策的弹性更大。

图表11：分级别 15 城 2024 年二手房当月成交面积同比增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

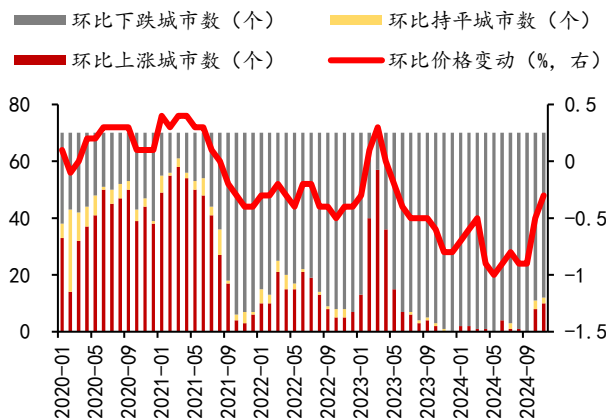
图表12：分级别 15 城 1-11 月二手房累计成交面积（万平方米）



资料来源：Wind，国联证券研究所

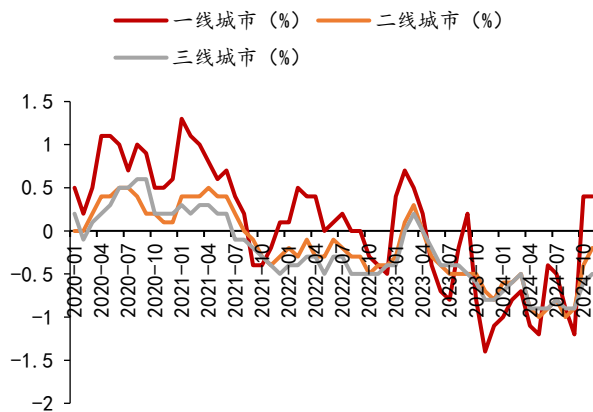
70 城二手房价格持续回落。根据国家统计局数据，全国 70 个大中城市二手住宅价格延续下行。单月来看，2024 年 1-9 月二手房价格同比降幅持续走扩，10-11 月在政策驱动下，降幅逐步收窄。二手房价格走低，一方面是因为挂牌量仍处于高位，业主竞争加剧，另一方面是当下市场预期较弱，观望情绪浓厚。分城市级别来看，2024 年 1-10 月，一线城市同比降幅较二三线城市更大，11 月一线城市降幅收窄，一线城市、二线城市、三线城市二手房价格同比分别 -8.0%、-8.4%、-8.8%。

图表13: 70大中城市二手房价格环比变动



资料来源: Wind, 国联证券研究所

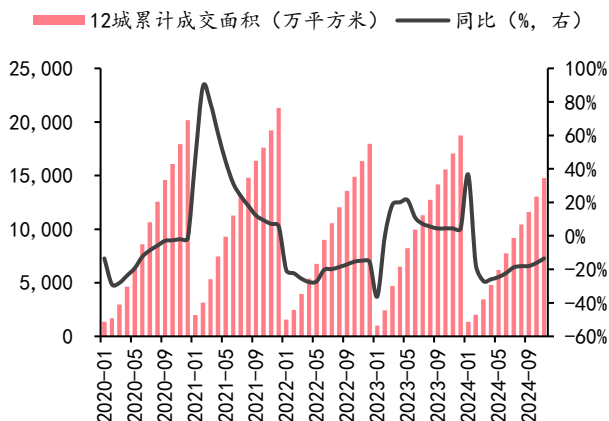
图表14: 分城市级别二手房价格环比变动



资料来源: Wind, 国联证券研究所

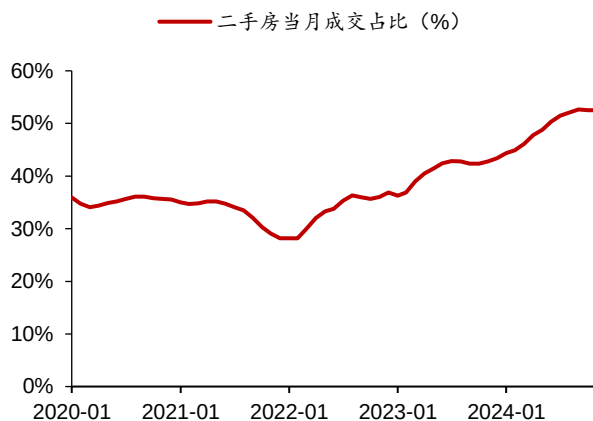
新房价格表现更优, 二手房销量实现增长。根据我们追踪的12城市³数据, 2024年1-11月, 12城一二手房累计成交14772万平方米, 同比-13.50%, 降幅持续收窄。其中, 二手房累计成交面积同比+4.12%, 新房累计成交面积同比-26.84%。二手房成交面积占当月总成交面积的比例, 从2023年12月的43.4%提升至2024年11月的52.5%。房价方面, 根据国家统计局数据, 新房价格环比表现整体好于二手房。

图表15: 12城一二手房累计成交面积及增速



资料来源: Wind, 国联证券研究所

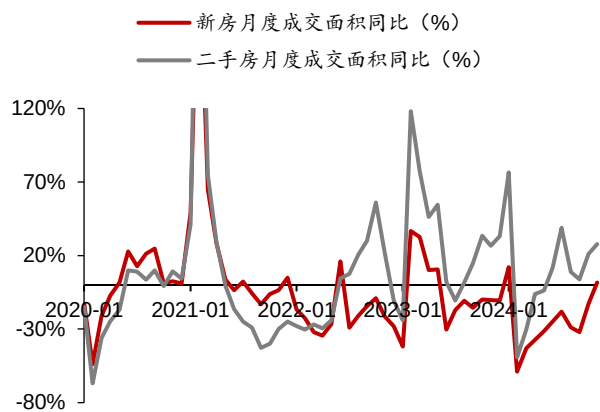
图表16: 12城二手房成交面积当月占比



资料来源: Wind, 国联证券研究所

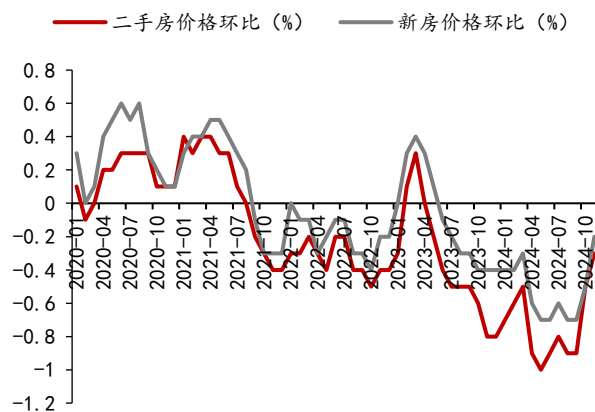
³ 12城包括北京、深圳、杭州、苏州、成都、厦门、南宁、青岛、佛山、金华、江门、扬州。

图表17：12城新房二手房月度成交面积同比变动



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表18：70大中城市新房二手房价格环比变动

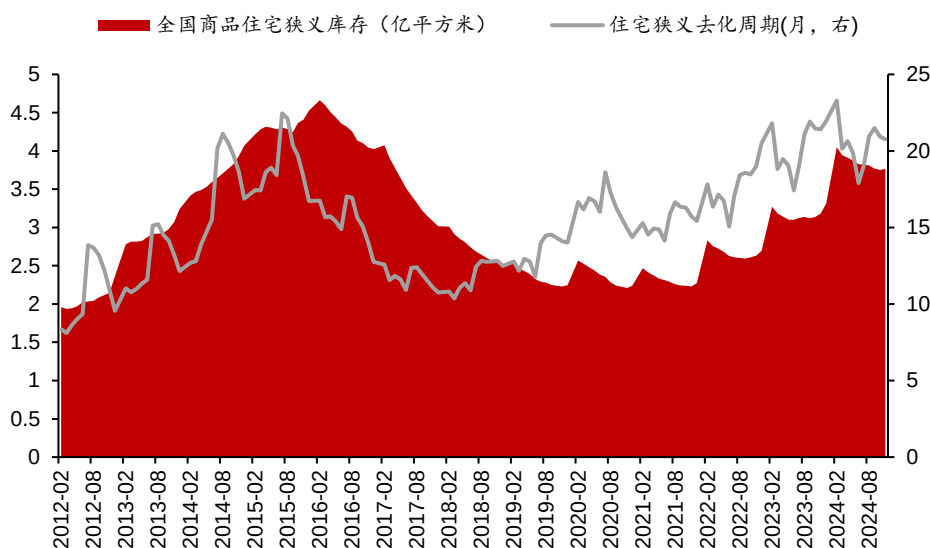


资料来源：国家统计局，国联证券研究所

1.3 库存：库存或已见顶，供需关系逐步改善

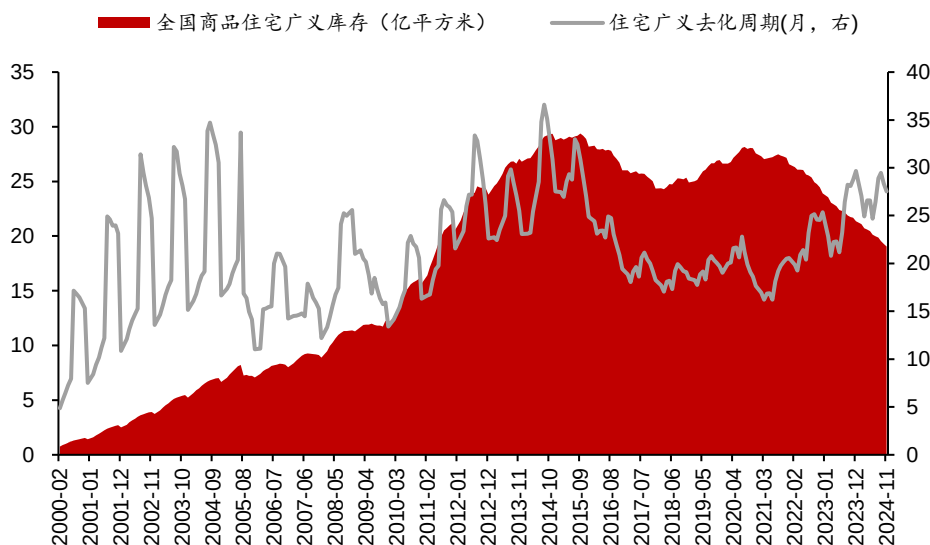
全国商品住宅库存面积有所下降。根据国家统计局数据，截至2024年11月，全国商品住宅狭义库存（商品住宅待售面积——已竣工未售）为3.77亿平方米，较年初下降0.30亿平方米，狭义去化周期20.8个月，较年初下降2.5个月。截至2024年11月，全国商品住宅广义库存（已开工未售）为19.04亿平方米，较年初下降2.05亿平方米，广义去化周期为27.5个月，较年初增加0.5个月。整体来看，商品住宅库存量逐步改善，供求关系有望得到改善。

图表19：中国商品住宅狭义库存及去化周期走势



资料来源：国家统计局，国联证券研究所 注：去化周期=库存/6个月月均销售面积

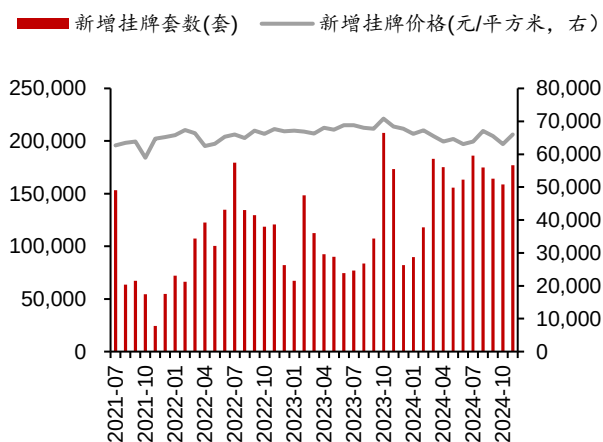
图表20：中国商品住宅广义库存及去化周期走势



资料来源：国家统计局，国联证券研究所 注：去化周期=库存/6个月月均销售面积

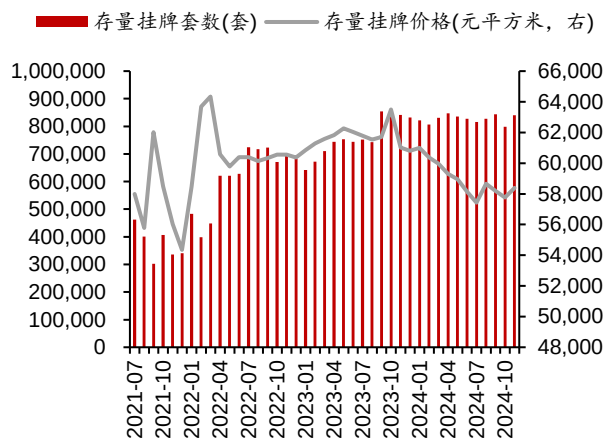
一线城市二手房存量挂牌数量逐步见顶。二手房存量挂牌方面，一线城市（北京、上海、深圳、广州合计值）2021年下半年开始逐步增加，2023年9月“认房不认贷”政策实施后，9月挂牌量进一步增长至85.4万套，随后高位震荡。2024年9月楼市政策继续加码，10月存量挂牌量降至79.8万套，11月受房地产税费改革有所回升。从新增挂牌量来看，2024年1-11月份月均新增挂牌量为15.9万套，较前两年仍处于高位，但二手房市场活跃度较高，存量挂牌量未显著增加。

图表21：一线城市二手房新增挂牌量价



资料来源：中指院，国联证券研究所
注：一线城市为北京、上海、广州、深圳合计

图表22：一线城市二手房存量挂牌量价

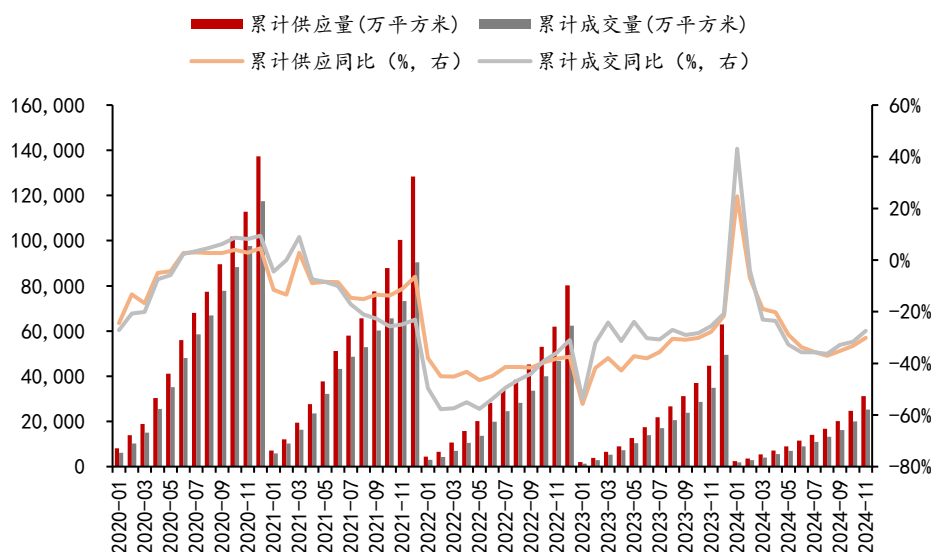


资料来源：中指院，国联证券研究所
注：一线城市为北京、上海、广州、深圳合计

1.4 土地：土拍供需双降，城市延续分化

土地市场热度不足，供需同比下降三成。根据中指院数据，2024 年 1-11 月全国 300 城宅地累计供应 31264 万平方米，同比-30.1%；累计成交 25308 万平方米，同比-27.4%。受商品房销售低迷影响，房企拿地较谨慎，土地市场延续下行趋势。

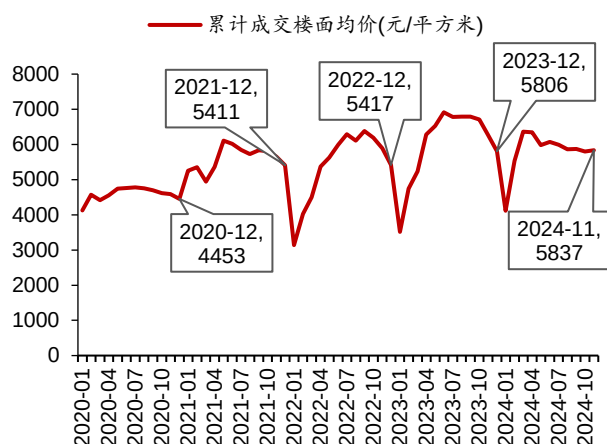
图表23：300 城宅地累计供给及成交面积



资料来源：中指院，国联证券研究所

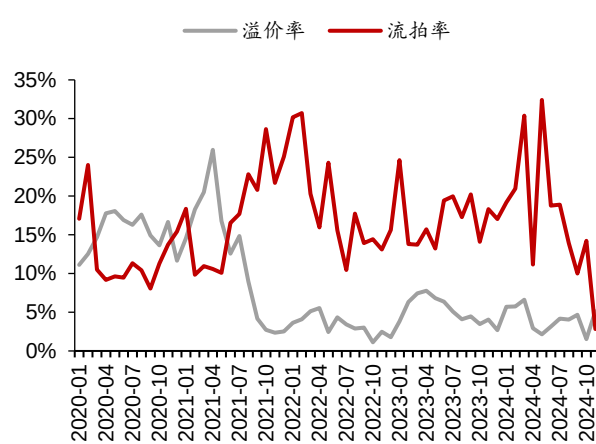
土地成交楼面均价较稳，流拍率有所改善。根据中指院数据，2024 年 1-11 月，300 城宅地土拍累计成交楼面均价为 5837 元/平方米，较 2023 年全年基本持平，2021-2022 年约 5400 元/平方米。在当下市场环境中，房企拿地策略更倾向于流速较高的热门地块，地方政府增加核心地块供给，成交楼面均价有所提升。流拍率方面，2024 年年内流拍率一度达到 32.4%，政策扶持叠加供给结构调整，11 月流拍率降至 2.8%。溢价率方面，随土地供给结构有所波动，但整体仍处于较低水平。

图表24：300城宅地累计成交楼面均价



资料来源：中指院，国联证券研究所

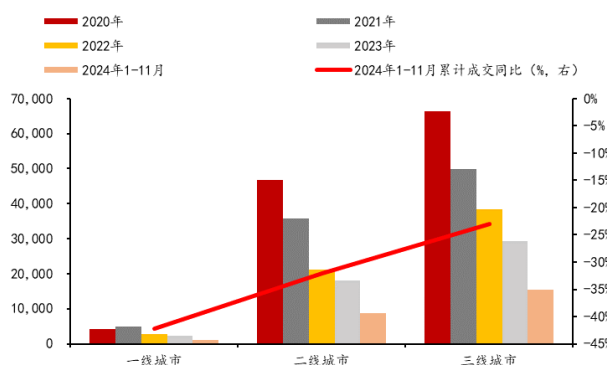
图表25：300城宅地当月溢价率与流拍率



资料来源：中指院，国联证券研究所

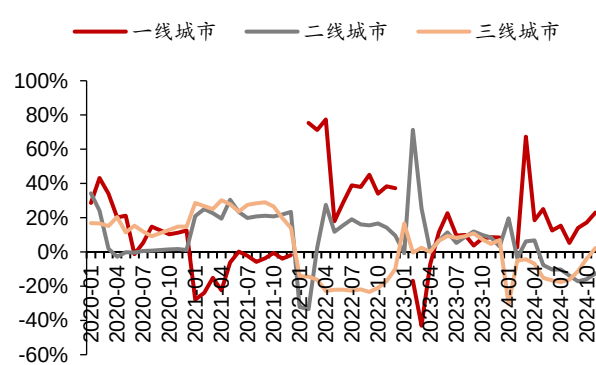
土拍市场一线城市量跌价升，二线城市量价齐跌，三线城市量跌价稳。分城市级别来看，根据中指院数据，2024年1-11月，300城宅地累计成交面积中，一线城市、二线城市、三线城市分别成交1103、8840、15358万平方米，同比分别-42.2%、-32.0%、-23.0%。累计成交楼面均价方面，一线城市、二线城市、三线城市同比分别+23.0%、-12.5%、+2.3%。一线城市核心地块供给量有限，价格仍有支撑，二线城市持续下行，三线城市小幅上涨。

图表26：300城分级别累计宅地成交面积（万平方米）



资料来源：中指院，国联证券研究所

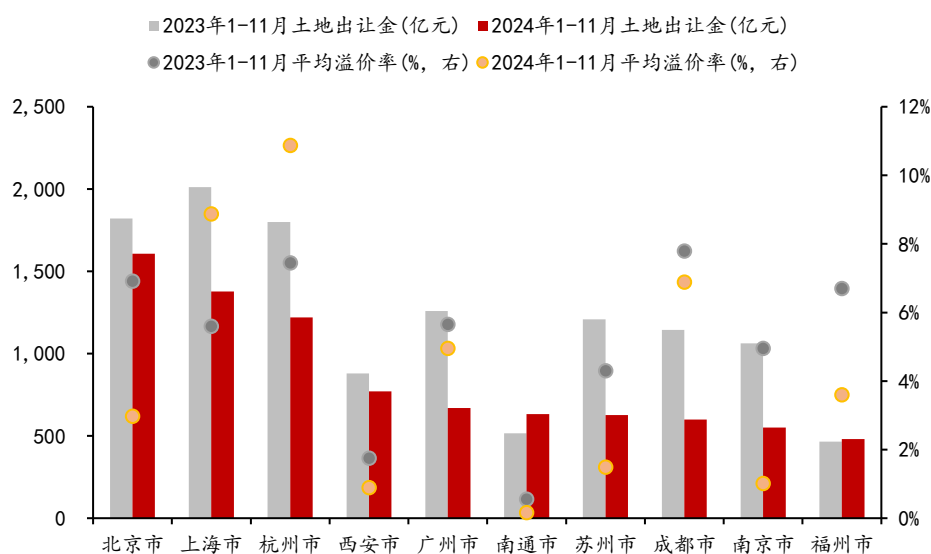
图表27：300城分级别累计宅地成交楼面均价同比变动



资料来源：中指院，国联证券研究所

土拍市场城市表现分化，高能级城市表现较好。根据中指院数据，2024年1-11月土地出让金前三的城市分别为北京、上海、杭州，累计土地出让金分别为1608、1378、1219亿元，同比分别-11.7%、-31.5%、-32.2%。从区域分布来看，长三角及北京、广州土地热度较高。溢价率方面，土地出让金前10的城市中，仅杭州、上海、成都、广州的溢价率超过5%，溢价率同比下降的城市有8个。

图表28：2024年1-11月土地出让金TOP10城市及平均溢价率



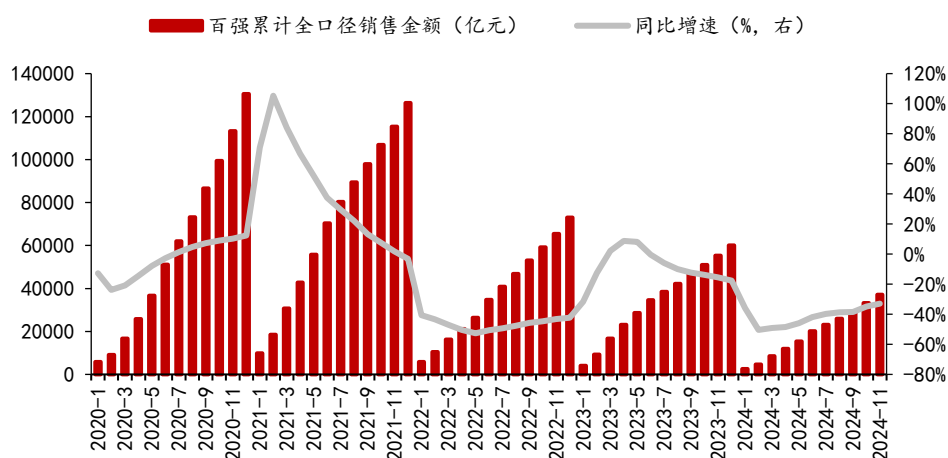
资料来源：中指院，国联证券研究所

2. 企业端：房企表现分化，头部房企韧性更强

2.1 销售：百强房企降幅收窄，表现分化加剧

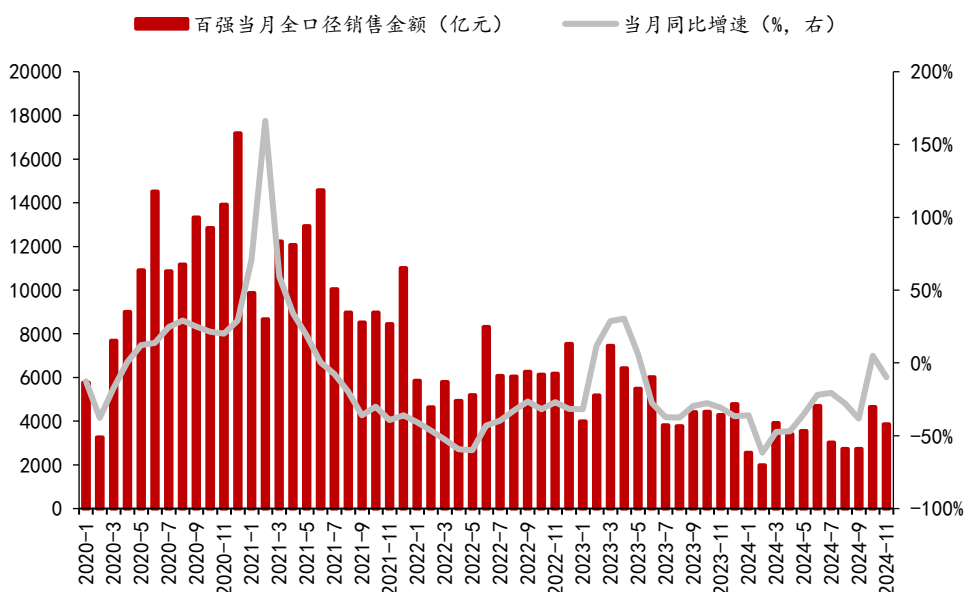
百强房企销售降幅收窄，10月同比转正。根据克而瑞数据，2024年1-11月，百强房企累计全口径销售金额为37123亿元，同比-32.86%，降幅连续9个月收窄。今年以来房地产销售市场观望情绪浓厚，市场信心受政策影响较大。5月利好政策出台以后，6月当月销售金额环比+32.51%，同比降幅收窄。9月底政策出台后，10月销售金额环比+70.08%，同比+4.89%，是2023年6月以来首次单月销售金额同比转正。

图表29: TOP100 房企累计全口径销售金额及增速



资料来源: 克而瑞, 国联证券研究所

图表30: TOP100 房企当月全口径销售金额及增速



资料来源: 克而瑞, 国联证券研究所

头部央国企韧性更强。根据克而瑞数据, 百强房企中, 2024 年 1-11 月累计销量前三的房企分别为保利发展、中国海外发展、华润置地, 全口径销售金额分别为 3080、2704、2291 亿元, 同比分别-23%、-6%、-20%。2024 年 1-11 月, TOP10、TOP11-30、TOP31-50、TOP51-100 房企销售金额累计同比分别为-27%、-39%、-34%和-38%, 头部房企韧性更强。央国企表现较好, 中建壹品实现累计销售金额同比增长, 中国海外发展累计降幅收窄至个位数。

图表31：2024年1-11月TOP100房企全口径及权益口径销量

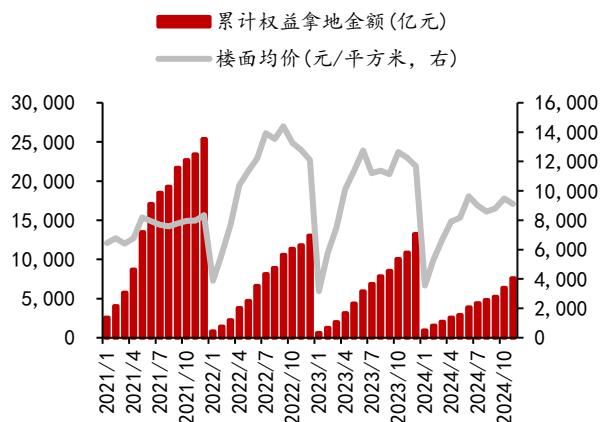
TOP房企	全口径								权益口径					
	2024年1-11月 排名	2024年1-10月 排名	2023年 排名	1-11月销售金额 (亿元)	累计同比	11月销售金额 (亿元)	单月环比	单月同比	1-11月销售金额 (亿元)	累计同比	11月销售金额 (亿元)	单月环比	单月同比	
保利发展	1	1	1	3080	23%	240	-43%	23%	2427	10%	189	-43%	12%	
中国海外发展	2	2	3	2704	-6%	300	-28%	31%	2434	-6%	270	-28%	31%	
华润置地	3	3	4	2291	20%	258	-17%	7%	1582	22%	157	-31%	3%	
万科地产	4	4	2	2226	35%	209	-2%	34%	1447	35%	136	-2%	34%	
招商蛇口	5	5	5	1891	30%	216	-3%	-8%	1304	22%	149	-3%	1%	
绿城中国	6	6	7	1486	12%	183	24%	10%	1049	-6%	130	31%	14%	
建发房产	7	7	8	1164	29%	124	-34%	32%	909	26%	100	-32%	-7%	
滨江集团	8	8	11	1020	29%	99	-18%	-9%	500	28%	51	-13%	24%	
越秀地产	9	9	12	1010	24%	99	-24%	16%	606	24%	59	-23%	16%	
龙湖集团	10	10	9	930	43%	81	-31%	23%	628	41%	54	-30%	20%	
华发股份	11	11	14	894	26%	133	20%	46%	580	31%	85	34%	39%	
中国铁建	12	13	15	868	14%	138	2%	20%	693	-7%	109	13%	10%	
中国金茂	13	12	13	830	37%	80	-31%	20%	573	37%	55	-31%	20%	
金地集团	14	14	10	632	56%	48	-14%	53%	392	56%	30	-14%	53%	
绿地控股	15	15	16	588	43%	53	11%	47%	529	43%	48	11%	47%	
碧桂园	16	16	6	564	73%	37	-36%	53%	437	74%	30	-31%	53%	
保利置业	17	17	27	520	3%	33	-60%	73%	346	-9%	21	-61%	60%	
融创中国	18	18	17	454	43%	16	-78%	54%	250	43%	9	-78%	54%	
中交房地产	19	19	20	397	36%	39	-20%	1%	259	31%	28	-14%	12%	
新城控股	20	20	18	370	48%	25	-4%	51%	258	49%	18	-3%	52%	
美的置业	21	21	22	365	41%	31	-38%	21%	237	40%	20	-38%	20%	
首开股份	22	22	23	365	35%	40	-27%	33%	212	35%	23	-27%	33%	
中建壹品	23	23	43	347	14%	23	-25%	148%	250	14%	19	136%	185%	
电建地产	24	24	33	342	18%	30	-43%	56%	234	17%	21	-43%	58%	
卓越集团	25	29	25	329	42%	53	6%	43%	255	30%	46	10%	68%	
中国中铁	26	32	21	328	41%	75	194%	151%	242	41%	55	194%	151%	
北京城建集团	27	25	28	323	34%	32	-2%	38%	184	34%	18	-1%	37%	
旭辉集团	28	26	19	314	51%	23	-20%	38%	162	51%	12	-20%	38%	
大悦城控股	29	28	30	313	35%	36	125%	34%	160	43%	22	57%	22%	
世茂集团	30	27	34	312	22%	27	-12%	12%	218	22%	19	-12%	12%	
各梯队情况	TOP10			17802	-27%	1809	-21%	-10%	13079	-24%	1353	-21%	-3%	
	TOP11-30			9454	-39%	957	-15%	-20%	6526	-37%	699	-5%	-10%	
	TOP31-50			4510	-34%	572	-3%	24%	3432	-30%	419	-13%	24%	
	TOP51-100			5357	-38%	527	-20%	-16%	4121	-35%	404	-18%	-12%	
	TOP100			37123	-33%	3865	-17%	-10%	27158	-30%	2875	-16%	-3%	

资料来源：克而瑞，国联证券研究所

2.2 拿地：整体拿地谨慎，主要参与者仍为央国企

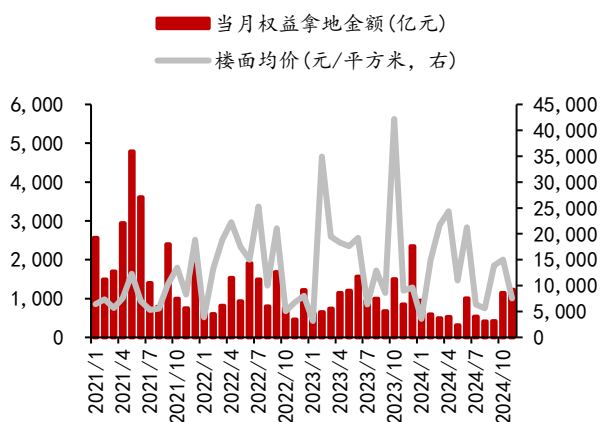
百强房企拿地金额下降，央国企仍是拿地主力。根据中指院数据，2024年1-11月，百强房企累计权益拿地金额为7612亿元，同比-30.1%，累计成交楼面均价为9108元/平方米，同比-25.8%，拿地仍然以央国企为主。2024年1-11月累计权益拿地金额前三的房企分别为保利发展、绿城中国、中国海外发展，总权益拿地金额分别为476、472、407亿元，平均溢价率分别为11%、18%、3%。权益拿地金额TOP10的房企中，滨江集团拿地积极，同比增长43.1%，平均溢价率为19%。

图表32: TOP100 房企累计权益拿地金额及均价



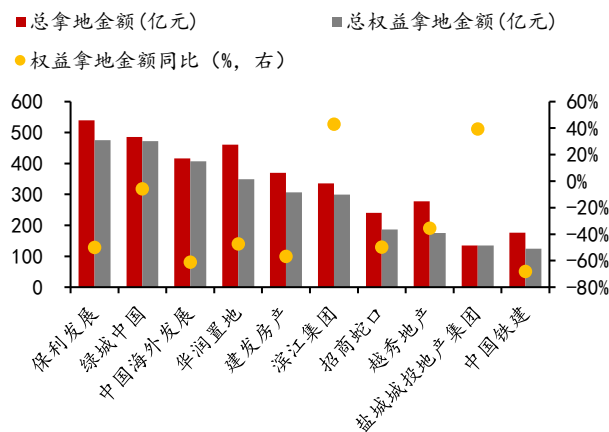
资料来源:中指院,国联证券研究所

图表33: TOP100 房企当月权益拿地金额及均价



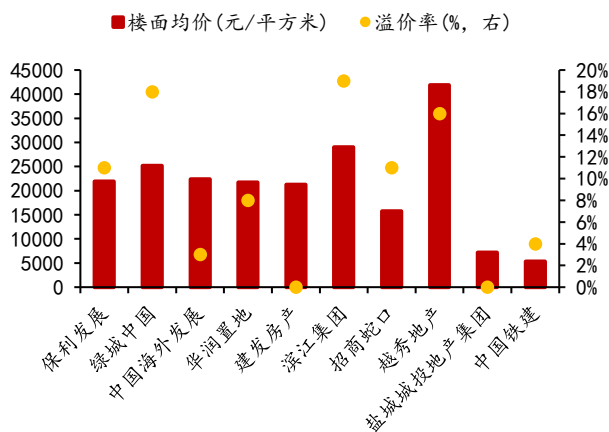
资料来源:中指院,国联证券研究所

图表34: 2024 年 1-11 月权益拿地金额 TOP10 房企



资料来源:中指院,国联证券研究所

图表35: 2024 年 1-11 月 TOP10 房企楼面均价及溢价率



资料来源:中指院,国联证券研究所

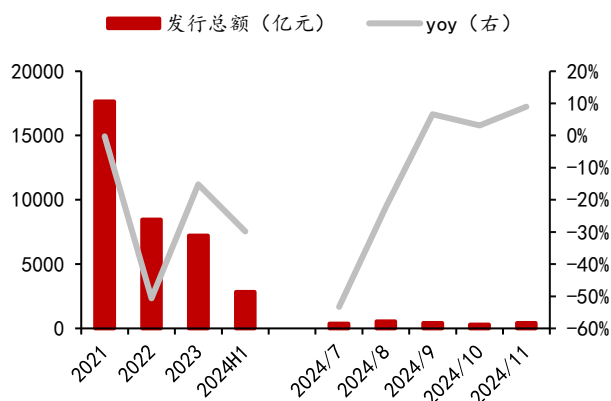
2.3 融资：融资成本有所下降，流动性压力仍在

房企发债规模延续收缩，2024 年 3 季度开始结构性改善。2021 年房企总债券发行额为 17652 亿元，2021 年下半年部分房企出险导致房企信用风险加剧，2022 年发行额下降至 8457 亿元，同比-50.7%。2023 年债券发行额继续下滑至 7223 亿元，同比-15.1%。2024 年，随着拿地规模与前端销售的下降，房企开发投资减少，债券发行总额延续下行，2024 年 1-6 月累计发行 2828 亿元，同比-29.8%，9-11 月在低基数效应与政策扶持下，同比小幅增长。

利率保持较低水平，融资压力得到一定释放。2021 年房企债券发行平均利率为 5.5%，2022 年和 2023 年分别降至 3.9%和 3.8%，2024 年利率进一步下行，2024 年上半年平均利率降至 3.1%，7 月和 8 月分别降至 2.8%和 2.5%，9 月、10 月利率分别小

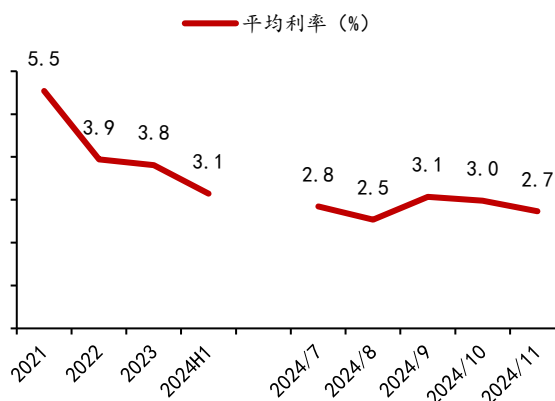
幅回升至 3.1%、3.0%，11 月回落至 2.7%。

图表36：房企新发行公开债规模及增速



资料来源：中指院，国联证券研究所

图表37：房企新发行公开债平均发行利率

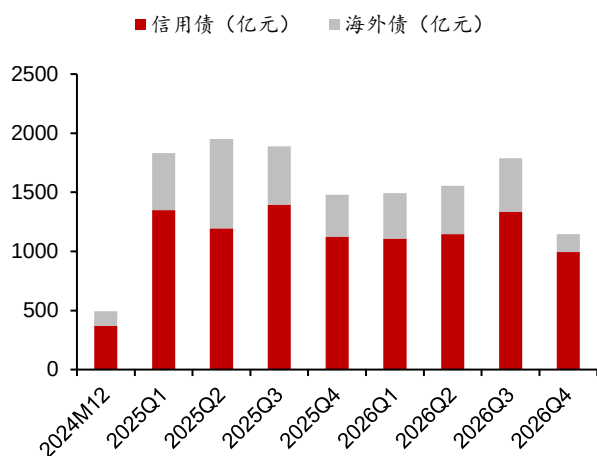


资料来源：中指院，国联证券研究所

房企债券到期仍有压力。根据中指院数据，截止 2024 年 11 月末，房企债券余额为 22649 亿元，其中信用债为 15314 亿元，占比为 67.6%。从债券到期时间来看，2024 年 12 月到期债券余额为 492 亿元，其中信用债占比 75.4%，海外债占比 24.6%。2025 年到期债券余额为 7149 亿元，2025 年前三季度到期债券余额均超过 1800 亿元，房企流动性压力较大。

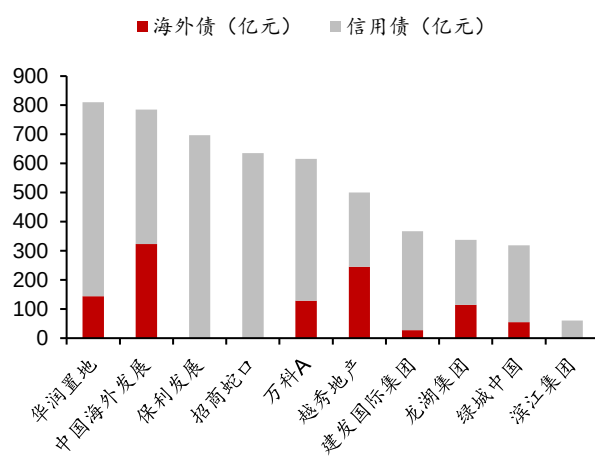
头部房企融资渠道分化，中海、越秀海外债占比较高。分房企来看，债券余额规模较大的房企中，华润置地、中国海外发展、保利发展债券余额分别为 811、785、697 亿元。从融资渠道来看，保利发展、招商蛇口、滨江集团均无海外债余额，中国海外发展、越秀地产则有较高比例的海外债余额。

图表38：房企公开债季度到期金额



资料来源：中指院，国联证券研究所
注：数据截止 2024 年 11 月 30 日

图表39：10 家重点房企公开债余额



资料来源：中指院，国联证券研究所
注：数据截止 2024 年 11 月 30 日

3. 政策面：首提“止跌回稳”，组合拳快速落地

3.1 中央：定调“止跌回稳”，供需政策加速落地

2024 年以来，中央在政策层面持续发力，通过供给端和需求端的双重刺激，推动市场的稳定与复苏。

供给端：严控增量，优化存量，提高质量。1 月 5 日，住建部提出建立城市房地产融资协调机制，支持符合条件的房地产项目融资，保障项目顺利推进。住建部和财政部在 5 月 17 日及 10 月 12 日相继提出通过专项债券等手段盘活存量土地，支持收购存量商品房作为保障性住房。10 月 17 日，住建部等五部门还宣布通过货币化安置等方式，加大城中村改造和危旧房改造力度，推动新增住房供应。整体来看，政策紧扣提高土地和商品房的资源配置效率，有望缓解房企现金流压力，促进市场企稳。

需求端：放宽限购，降低购房成本。政策持续加大对购房者的支持力度，在房贷利率及首付方面，5 月 17 日央行出台降息、降首付比例等举措，9 月 24 日央行进一步降低贷款成本，同时首套、二套房的最低首付比例统一为 15%。同时，进一步放宽限购，调整房地产相关税费，11 月 13 日财政部进一步降低住房交易的契税及增值税，明确与非普通住宅标准相关的税收优惠政策。需求端利好政策频出，有望推动房地产市场逐步回暖。

图表40：2024 年中央政策汇总

日期	事件	主要内容
1 月 5 日	住建部	建立城市房地产融资协调机制，按照公平公正原则，综合房地产项目的开发建设情况及开发企业有关情况，提出可以给予融资支持的房地产项目名单，推送金融机构，做好融资支持。
3 月 5 日	政府工作报告	对不同所有制房地产企业合理融资需求要一视同仁给予支持。
3 月 22 日	国常会	持续抓好保交楼、保民生、保稳定工作，进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，系统谋划相关支持政策，有效激发潜在需求，加大高品质住房供给。
4 月 30 日	中央政治局会议	切实做好保交房工作，保障购房人合法权益。要结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待，统筹研究 消化存量房产和优化增量住房 的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。
5 月 17 日	国务院政策例行吹风会	住建部：打好商品住房项目保交楼攻坚战；进一步发挥城市房地产融资协调机制作用；推动 消化存量商品住房 ；妥善处置盘活存量土地。 央行：设立 3000 亿元保障性住房再贷款；降低个人住房贷款最低首付比例；取消个人住房贷款利率政策下限；下调住房公积金贷款利率 0.25 个百分点。 自然资源部：允许合理调整规划条件和设计要求；促进市场流通转让；以 合理价格收回闲置土地，用于保障性住房建设 。
6 月 7 日	国常会	着力推动已出台政策措施落地见效，继续研究储备新的 去库存、稳市场 政策措施。对于存量房产、土地的消化、盘活等工作既要解放思想、拓宽思路，又要稳妥把握、扎实推进。
7 月 21 日	二十届三中全会《决定》	支持城乡居民多样化改善性住房需求。充分赋予各城市政府房地产市场调控自主权，因城施策，允许有关城市取消或调减住房限购政策、取消普通住宅和非普通住宅标准。
7 月 30 日	中央政治局会议	要落实好促进房地产市场平稳健康发展的新政策，坚持消化存量和优化增量相结合，积极 支持收购存量商品房用作保障性住房 ，进一步做好保交房工作，加快构建房地产发展新模式。
9 月 24 日	央行	降准 0.5 个百分点；下调政策利率 20bp；首套、二套房最低首付比例统一为 15%
9 月 26 日	中央政治局会议	要促进房地产市场 止跌回稳 ，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。
10 月 12 日	财政部	支持使用专项债券回收闲置存量土地；用好专项债券来收购存量商品房用作保障性住房；及时优化完善相关税收政策。
10 月 17 日	住建部等	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 ；年底前，将“白名单”项目的信贷规模增加到 4 万亿 。
11 月 7 日	自然资源部新闻发布会	运用地方政府专项债券收回收购存量闲置土地。
11 月 8 日	全国人大	大力度化解地方债务，合计规模 12 万亿元；即将推出房地产相关税收政策；正在制定专项债支持回收闲置存量土地、收购存量房的政策细则。
11 月 13 日	财政部等	降低住房交易契税；明确与取消非普宅标准相衔接的增值税、土增税优惠政策；降低土地增值税预征率下限。

资料来源：中国政府网、新华网等，国联证券研究所

2024 年政策力度更大，刺激效果及持续性更强。回顾近四轮的房地产政策，根据我们追踪的 12 城一二手房成交数据来看，市场反应有所分化：2023 年 8 月“认房不认贷”，成交量同比改善 4 周后回落；2024 年 2 月受春节以及 2023 年同期需求集中释放的影响，成交量未显著改善；2024 年 5 月一揽子政策，成交量同比环比均显著改善。2024 年 9 月底政策组合拳，成交量持续回升，持续性较强。

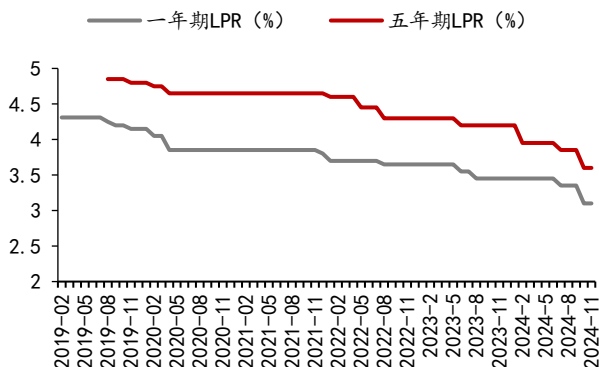
图表41：近四轮政策发布前后 12 城一二手房合计成交面积（万平方米）

	2023 年 8 月认房不认贷			2024 年 2 月放宽限购			“517”一揽子政策			9 月底政策组合拳		
	成交量	环比	同比	成交量	环比	同比	成交量	环比	同比	成交量	环比	同比
W-8	535	59.9%	-29.5%	378	10.4%	9.2%	344	24.0%	-35.9%	300	0.3%	-12.1%
W-7	300	-43.8%	-6.4%	356	-5.9%	-1.2%	447	29.9%	-18.3%	283	-5.7%	-3.3%
W-6	301	0.1%	-17.2%	359	0.8%	13.3%	244	-45.3%	-46.1%	276	-2.7%	-4.9%
W-5	297	-1.4%	-18.0%	433	20.6%	24.3%	343	40.3%	-23.3%	286	3.7%	-7.4%
W-4	324	9.4%	-13.1%	394	-8.9%	-2.8%	315	-8.2%	-28.6%	283	-0.9%	-10.6%
W-3	318	-2.1%	-16.9%	323	-18.0%	-3.5%	326	3.7%	-34.2%	274	-3.2%	-21.3%
W-2	289	-9.1%	-5.3%	285	-11.8%	-22.1%	216	-33.8%	4.7%	258	-5.9%	-11.5%
W-1	296	2.6%	-6.1%	320	12.2%	108.3%	280	29.6%	-37.7%	191	-25.9%	-38.0%
W	318	7.3%	-0.5%	314	-1.6%	294.1%	355	26.8%	-11.2%	297	55.5%	-25.9%
W+1	360	13.2%	-2.0%	270	-14.1%	9.0%	355	-0.1%	-14.3%	369	24.1%	0.9%
W+2	277	-23.0%	22.5%	47	-82.7%	-85.0%	393	10.7%	-14.5%	65	-82.2%	-45.4%
W+3	310	11.5%	50.9%	72	54.9%	-79.6%	307	-21.8%	-14.7%	390	495.0%	16.6%
W+4	384	24.0%	1.3%	210	189.9%	-55.8%	280	-8.8%	-27.5%	379	-2.7%	0.6%
W+5	393	2.5%	-25.4%	261	24.4%	-40.3%	368	31.5%	-15.4%	410	8.1%	3.9%
W+6	50	-87.2%	-72.6%	254	-2.8%	-42.2%	485	31.8%	28.8%	441	7.6%	12.6%
W+7	391	678.9%	15.8%	307	20.9%	-36.8%	435	-10.4%	12.7%	423	-4.1%	34.0%
W+8	380	-3.0%	9.6%	359	16.8%	-33.9%	299	-31.1%	-1.9%	365	-13.6%	8.5%

资料来源：wind，国联证券研究所

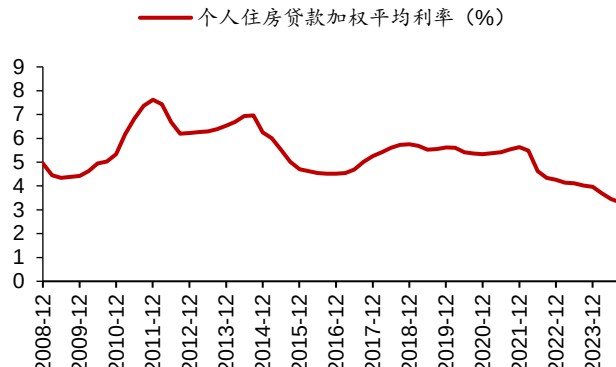
在中央政策的持续引导下，居民购房成本进一步降低。自 2024 年初以来，央行多次下调 LPR，截至 11 月，一年期和五年期 LPR 分别累计下调 35BP、60BP，5 月公积金贷款利率下调 25BP。此外，引导商业银行将存量房贷利率降至新发放贷款利率的附近，降低二套房首付比例下限。根据央行数据，个人住房贷款加权平均利率从 2023 年四季度的 3.97% 降至 2024 年第三季度的 3.31%。购房门槛逐步降低，有望带动购房需求释放，促进房地产市场企稳。

图表42：一年期及五年期LPR走势



资料来源：wind，国联证券研究所

图表43：个人住房贷款加权平均利率走势

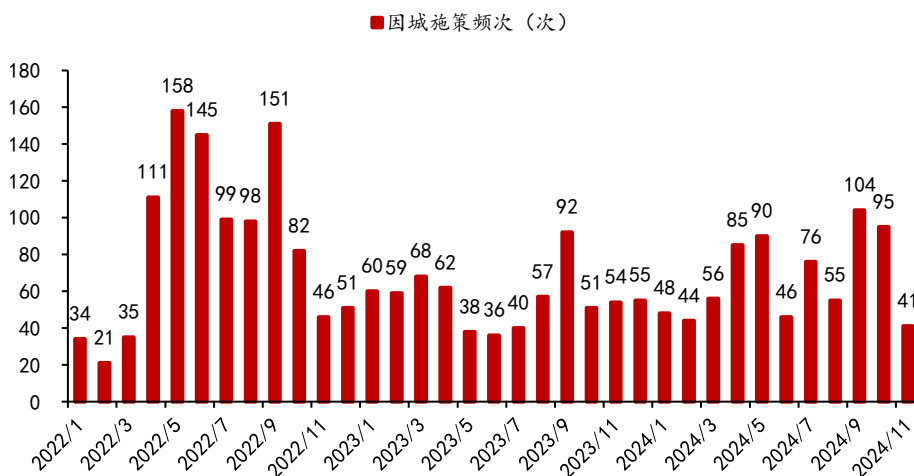


资料来源：wind，国联证券研究所

3.2 地方：因城施策，积极响应，落实政策细节

各地因城施策调整房地产政策，一线城市快速落地。2024 年 1-11 月，各地因城施策累计达 740 条，地方政府积极响应中央调控，在限购、限贷、公积金、收储、税费等方面跟进落实。一线城市推出一系列房地产调整政策，包括 1) 宽松限购：北上深放宽外地购房者的社保年限要求，广州全面取消限购；2) 宽松信贷、下调利率：一线城市下调首付比例，提升公积金贷款额度，降低商业贷款利率；3) 调整土地供给：调整土地和住房套型供给结构，适应市场需求变化；4) 推进“以旧换新”政策，提高二手房市场活跃度。

图表44：2022 年以来各城市因城施策频次



资料来源：中指数据，国联证券研究所

图表45：2024 年一线城市主要房地产政策汇总

日期	城市	政策内容
1 月 2 日	上海	优化第二套改善型住房的认定及最低首付款比例。
1 月 25 日	广州	加大住房保障力度，精准支持房地产合理融资需求，优化调整限购政策，加强房地产市场监管。
1 月 30 日	上海	本市连续缴纳社会保险或个人所得税已满 5 年及以上的非本市户籍居民，可在外环以外区域（崇明区除外）限购 1 套住房（含新建商品房和二手住房）。
2 月 6 日	北京	具有本市购房资格且符合条件的家庭，可在通州区购买 1 套商品住房。
2 月 7 日	深圳	取消本市户籍落户年限以及缴纳个人所得税、社会保险年限要求，降低非本市户籍购房社保年限。
4 月 8 日	广州	上调本市行政区域内自住住房申请个人住房公积金贷款的贷款最高额度。
4 月 16 日	上海	符合条件的居民，可以申请提取本市住房公积金账户余额用于偿还在江苏省、浙江省或安徽省购房获得的住房公积金贷款。
4 月 17 日	北京	优化老旧小区改造后住房公积金贷款期限核定标准。
4 月 30 日	北京	允许符合条件的家庭和个人，在五环外新购买 1 套商品住房（包括新建商品住房和二手住房）。
5 月 6 日	深圳	1) 分区优化住房限购政策；2) 调整单位购买商品住房政策；3) 提升二手房交易便利化。
5 月 18 日	上海	下调个人住房公积金贷款利率。
5 月 27 日	上海	1) 优化土地和住房供应；2) 调整优化住房限购政策；3) 支持多子女家庭合理住房需求；4) 优化住房信贷政策；5) 支持居住困难家庭改善居住条件；6) 建立健全住房保障体系；7) 加快推进“两旧一村”改造等城市更新。
5 月 28 日	广州	1) 降低非户籍购房所需社保缴纳月份；2) 优化首套房认定标准；3) 下调个人住房贷款最低首付比例，取消利率下限；4) 支持多种形式的商品住房“以旧换新”。
6 月 26 日	北京	1) 调整个人住房贷款最低首付比例及利率下限；2) 优化本市户籍二孩及以上的多子女家庭在商业性个人住房贷款和公积金个人住房贷款中首套住房认定标准；3) 调整公积金个人住房贷款最低首付比例；4) 组织开展住房“以旧换新”活动。
8 月 5 日	广州	1) 买房享花都“准户口”待遇；2) 大力推行“房票”安置；3) 推进落实以旧换新；4) 打通网签、办证绿色通道；5) 鼓励现房销售、价保
8 月 16 日	上海	优化本市新出让商品住房用地套型供应结构。
9 月 27 日	广州	南沙区范围内购买商品住房不再审核购房资格，符合条件的剩余可售车位、车库全面放开限购。
9 月 29 日	上海	1) 调整住房限购政策；2) 优化住房信贷政策；3) 调整住房税收政策。
9 月 29 日	深圳	1) 优化分区住房限购政策；2) 取消商品住房和商务公寓转让限制；3) 优化商品住房和商务公寓价格备案流程；4) 调整个人住房转让增值税征免年限；5) 优化个人住房贷款政策。
9 月 29 日	广州	取消居民家庭在本市购买住房的各项限购政策。
9 月 30 日	北京	1) 降低存量房贷利率政策；2) 降低首付比例；3) 调整购房所需社保年限；4) 调整购房限购数量；5) 优化公积金贷款限额。
11 月 15 日	广州	商品房项目配建车位车库销售可以按规定与商品房销售同步实施。
11 月 18 日	北京	取消普通住房和非普通住房标准。
11 月 18 日	上海	取消普通住房和非普通住房标准。
11 月 19 日	深圳	取消普通住房和非普通住房标准。
11 月 22 日	广州	取消普通住房和非普通住房标准。
11 月 26 日	广州	提高公积金贷款额度，延长贷款期限，优化首套房认定。

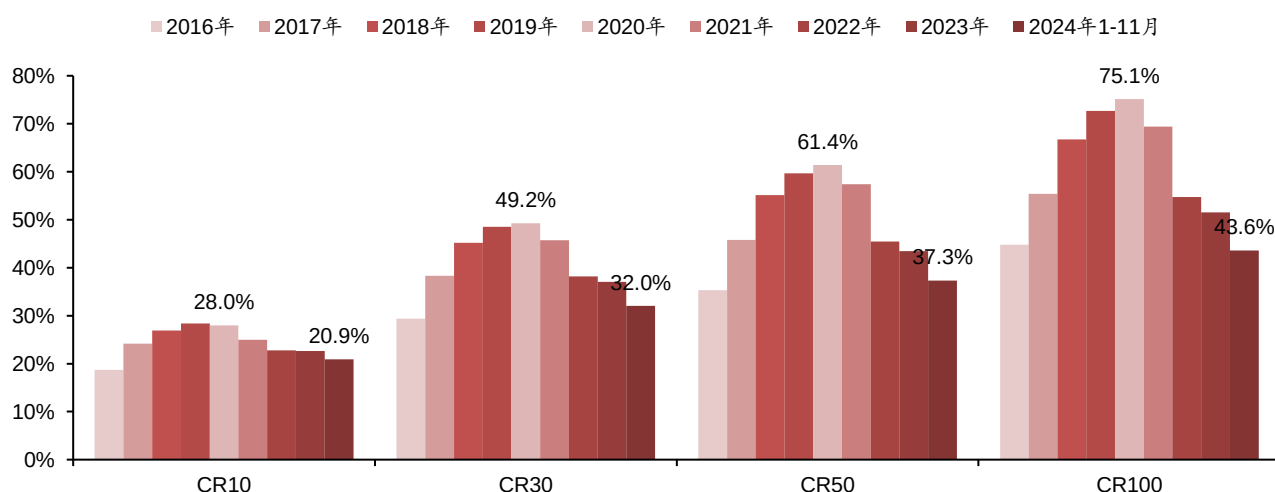
资料来源：政府官网，国联证券研究所

4. 2025 年地产看点：房企价值修复&城中村改造

4.1 行业进一步出清，头部央国企市占率提升

行业出清提速，新格局正在重塑。2015-2019 年的棚改货币化安置促使一批以全国化下沉市场为投资战略的房企销售规模快速提升，行业集中度不断提升，2020 年 CR10、30、50 和 100 市占率分别达 28.0%、49.2%、61.4%和 75.1%。2021 年以后随着房地产市场的下行和分化，头部民企中国恒大、碧桂园、融创中国以及多家原 TOP30 房企出现债务违约或展期，行业开启出清阶段，各梯队集中度有所下滑，2024 年 1-11 月 CR10、30、50 和 100 市占率分别降至 20.9%、32.0%、37.3%和 43.6%。

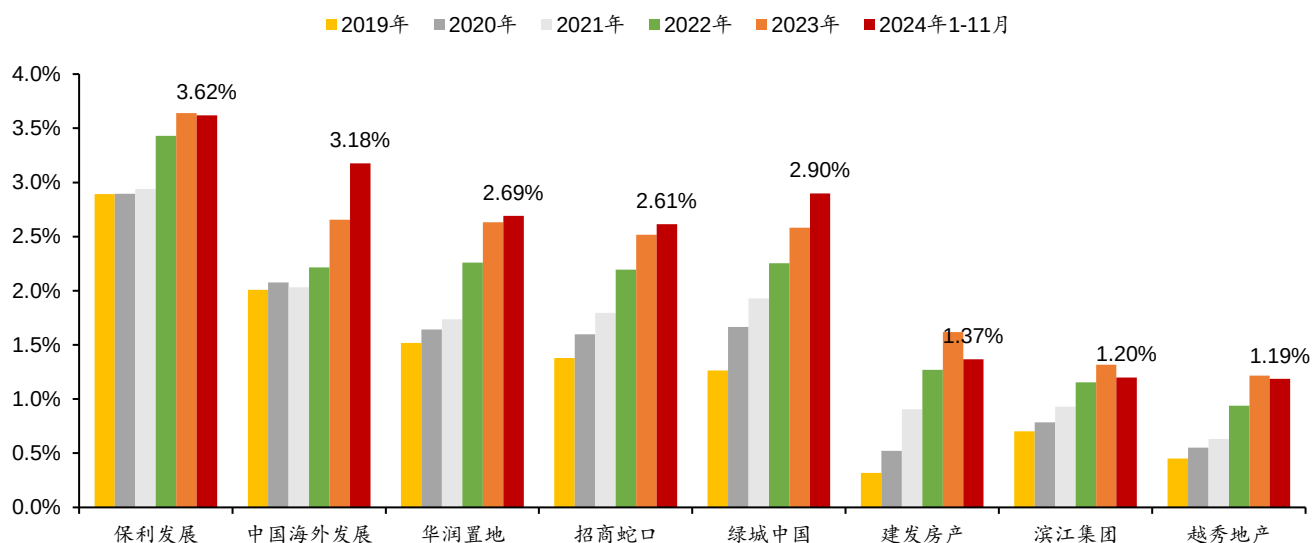
图表46：2016 年至 2024 年 1-11 月各梯队房企销售金额市占率走势



资料来源：国家统计局，克而瑞，国联证券研究所

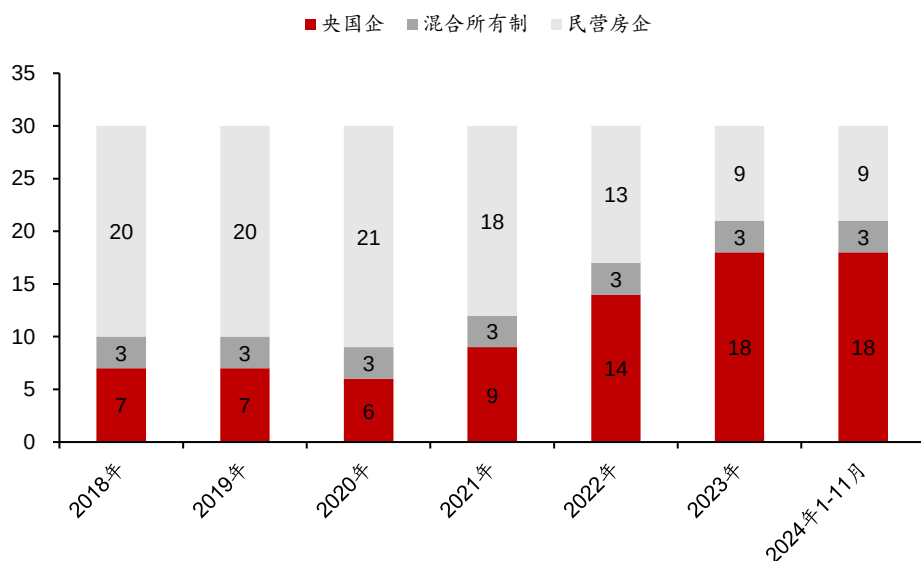
头部央国企和改善型房企韧性强。头部央国企凭借稳健发展模式和财务结构，在当前行业下行周期更具韧性，市占率维持稳步增长，2024 年 1-11 月保利发展、中国海外发展、华润置地和招商蛇口市占率分别达 3.62%、3.18%、2.69%和 2.61%。当前新房市场以改善需求为主导，一批主打改善型产品的房企把握机遇凭借优质产品和服务提高市占率，绿城中国、建发房产和滨江集团 2024 年 1-11 月市占率分别为 2.90%、1.37%和 1.20%，较 2019 年分别增加 1.64pct、1.05pct 和 0.5pct。从历年 TOP30 中各类型房企来看，2020 年以前扩张快速的民营房企销售风头较盛，2020 年 TOP30 中有 21 家民营房企，仅 6 家央国企；2021 年后 TOP30 中民营房企数量快速减少，央国企取而代之，2024 年 1-11 月，TOP30 中民企降至 9 家，央国企升至 18 家。

图表47：2019年至2024年1-11月典型房企销售金额市占率走势



资料来源：国家统计局，各公司公告，克而瑞，国联证券研究所

图表48：2018年至2024年1-11月TOP30中分企业性质数量分布



资料来源：克而瑞，国联证券研究所

从拿地看销售，未来规模或延续收缩，而头部央国企和改善型房企市占率或进一步提升。从投资强度看，随着四季度重点城市优质项目的出让，12家主流未出险房企投资强度相较上半年有所提升，但距离2023年全年尚有差距；绝对值方面，2024年1-11月绿城中国、建发房产和滨江集团投资强度超过0.3，现金流压力较大的部分混合所有制和民企投资强度在0.1以下；相对值方面，主流房企中仅绿城中国2024

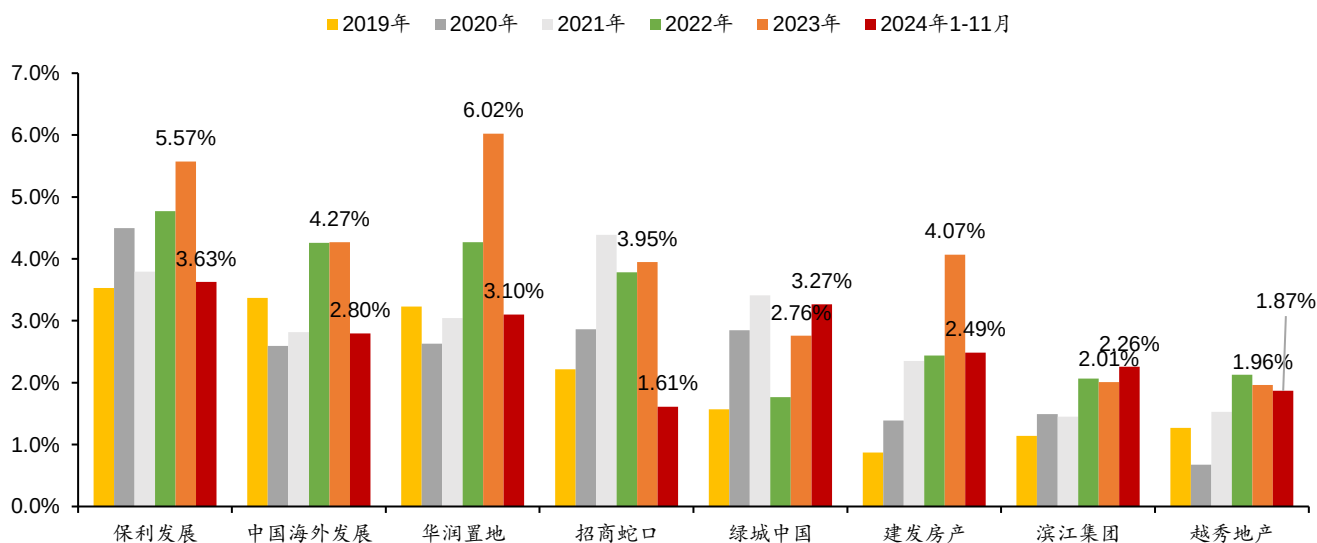
年 1-11 月投资强度高于 2023 年全年。从拿地市占率看，头部央企和改善型房企虽各年份间有波动，但整体呈上升趋势，2023 年达近年来高点，华润置地、保利发展、中国海外发展和建发房产拿地市占率超过 4%，2024 年 1-11 月也维持较高水平，拿地是销售的前瞻，可以预见未来一至两年此类房企销售市占率也或将进一步提升。

图表49：主流未出险房企 2019 年至 2024 年 1-11 月投资强度对比

企业简称	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024H1	2024M1-11
保利发展	0.34	0.47	0.35	0.35	0.38	0.07	0.18
中国海外发展	0.46	0.38	0.37	0.49	0.40	0.09	0.15
华润置地	0.59	0.48	0.47	0.48	0.56	0.21	0.20
万科 A	0.37	0.32	0.29	0.20	0.22	0.01	0.03
招商蛇口	0.44	0.54	0.66	0.44	0.39	0.14	0.13
绿城中国	0.34	0.52	0.48	0.20	0.26	0.26	0.33
建发房产	0.76	0.80	0.70	0.49	0.62	0.64	0.32
滨江集团	0.45	0.57	0.42	0.45	0.38	0.38	0.33
越秀地产	0.78	0.37	0.65	0.58	0.40	0.46	0.28
龙湖集团	0.44	0.54	0.53	0.23	0.21	0.18	0.10
金地集团	0.57	0.56	0.46	0.17	0.08	0	0
新城控股	0.22	0.50	0.33	0.02	0	0	0
平均值	0.48	0.50	0.48	0.34	0.32	0.20	0.17

资料来源：各公司公告，中指数据，国联证券研究所 注：投资强度=拿地金额/销售金额

图表50：2019 年至 2024 年 1-11 月典型房企拿地金额市占率走势

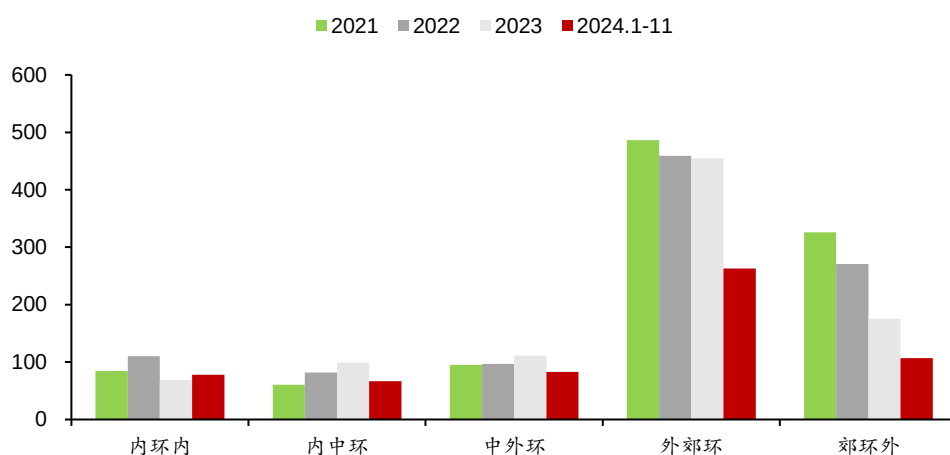


资料来源：公司公告，中指数据，国联证券研究所 注：拿地金额市占率=房企拿地金额/300 城土地出让金

4.2 房企逐步转向追求流速确定性和利润率水平

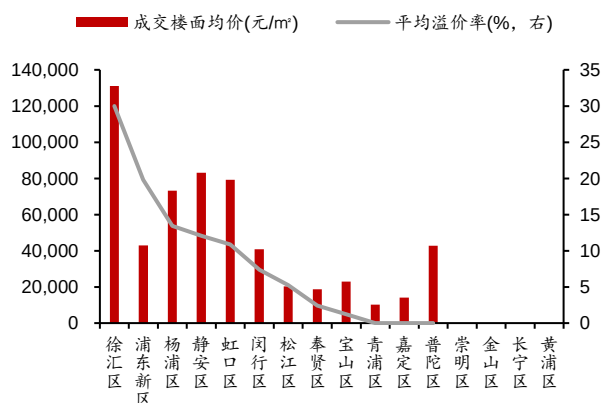
重点城市核心区域销售去化更有确定性，房企拿地策略趋于相同。分化是当前房地产市场主旋律，即使是一线城市内部表现亦有差异。以上海为例：2021年-2024年，外郊环和郊环外商品住宅成交量呈持续下行态势，尤其是郊环外三年成交平均跌幅超过20%，而外环以内成交较平稳，内中环和中外环成交呈上涨趋势。在以上销售表现下，房企的拿地思路也趋同，聚焦重点城市的核心板块拿地，不以规模论，确保拿地项目的流动性和稳定的利润水平。以上海、北京土地成交为例，2024年1-11月上海徐汇、浦东、杨浦、静安和虹口土拍溢价率超过10%，青浦、嘉定土拍成交0溢价；北京东城、海淀、丰台土拍溢价率超5%，延庆、怀柔等区土拍成交0溢价。

图表51：上海分环线 2021 年至 2024 年 1-11 月商品住宅成交面积（万方）走势



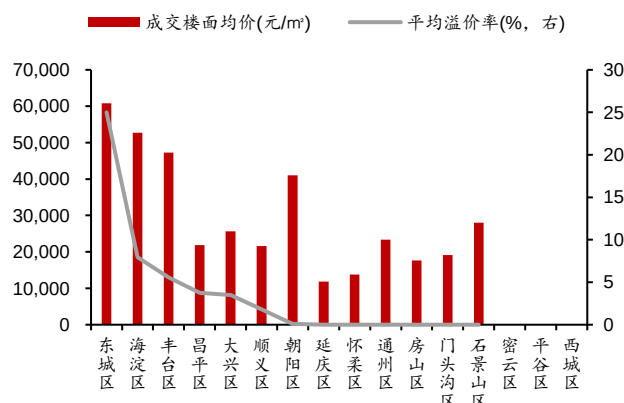
资料来源：克而瑞，国联证券研究所

图表52：上海市各区 2024 年宅地成交楼面均价及溢价率



资料来源：中指数据，国联证券研究所

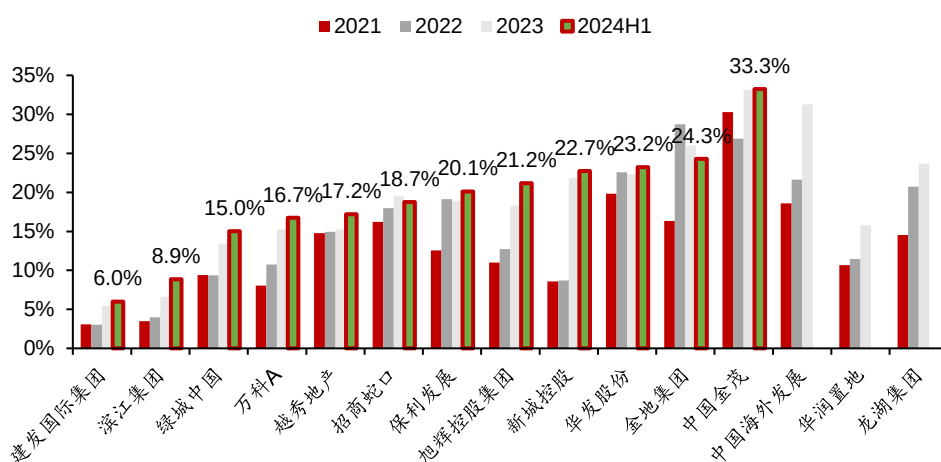
图表53：北京市各区 2024 年宅地成交楼面均价及溢价率



资料来源：中指数据，国联证券研究所

改善型房企资产流动性更高，安全性更好。从存货结构看，已竣工但未售存货通常为去化难度较大的项目，竣工存货占存货比例越低，说明房企去化的流动性更高，从房企自身看，由于销售的流速降低，房企竣工存货占总存货比例均有呈上升的趋势；从房企对比看，2024H1 建发国际集团、滨江集团、绿城中国竣工存货占比不超过 15%，存货去化压力相对较小，处理较重的对利润率的影响亦较小。

图表54：主流房企 2021 年至 2024H1 竣工存货占总存货比例



资料来源：各公司公告，国联证券研究所 注：华润置地、龙湖集团、中国海外发展未公布 2024 年半年存货明细

宽松政策持续出台，有利于房企利润水平修复。2024 年 11 月 18-22 日四个一线城市响应住建部号召，相继取消普通住房和非普通住房标准。取消非普在需求端在居民买卖商品住宅的契税、增值税和个人所得税方面有优惠，同时在供给端对房企的利润水平也有利好。财政部 11 月 13 日发文明确“纳税人建造普通标准住宅出售，增值额未超过扣除项目金额 20%的，继续免征土地增值税”。在取消普通住宅和非普通住宅标准的城市，预计免征项目范围扩大，或将改善房企利润率水平，尤其是以前非普住宅项目占比高的房企。

我们测算，若非普宅标准项目的土地增值税执行普宅标准，项目利润率水平提升约 1 个百分点。以货值 50 亿元、土地款 20 亿元、建安成本 16 亿元的项目为例，项目毛利率 26.8%，若执行非普宅标准，土增税为 7688 万元，净利率为 13.3%；若执行普宅标准，土增税为 0 元，净利率增至 14.4%。

图表55：房地产项目非普宅和普宅标准下利润水平测算（单位：万元）

大项	指标	说明	执行非普宅标准	执行普宅标准
货值	项目总货值（含税）	项目销售收入	500,000	500,000
土地成本	土地款		200,000	200,000
	土地款+契税+印花税	契税 3%、印花税 0.05%	206,100	206,100
	土地总成本合计		206,100	206,100
建安成本	建安成本		160,000	160,000
期间费用	销售费用	销售费率假设为 1.5%	7,500	7,500
	管理费用	管理费率为 1%	5,000	5,000
	财务费用	贷款金额为建安&土地成本，利率 3.5%，1 年	12,814	12,814
	期间费用合计		25,314	25,314
增值税及附加	销项税	（含税销售收入-土地总成本）*0.09/1.09	24,267	24,267
	进项税	建安成本*0.09/1.09	13,211	13,211
	增值税	销项税-进项税	11,056	11,056
	三项附加税	增值税*（7%+3%+2%）	1,327	1,327
土地增值税	土地增值税应税收入	销售收入-销项税	475,733	475,733
	①取得土地使用权所支付的金额	土地款+契税+印花税	206,100	206,100
	②房地产开发成本	建安成本-进项税	146,789	146,789
	③房地产开发费用	期间费用	25,314	25,314
	④与转让房地产有关的税金	三项附加税	1,327	1,327
	⑤国家规定的其他扣除项目	（土地成本+房地产开发成本）*20%加计扣除	70,578	70,578
	土地增值税扣除项目合计	①-⑤合计	450,107	450,107
	增值额	土地增值税应税收入-扣除项目合计	25,626	25,626
	增值率	增值额/扣除项目合计	5.7%	5.7%
	土增税金额	增值额*30% （非普宅）	7,688	0
毛利	毛利润	销售收入-土地成本-建安成本	133,900	133,900
	毛利率	毛利润/销售收入	26.8%	26.8%
净利	所得税前利润	毛利润-期间费用-增值税及附加-土增税	88,516	96,204
	所得税	企业所得税率 25%	22,129	24,051
	净利润	所得税前利润-所得税	66,387	72,153
	净利率	净利润/销售收入	13.3%	14.4%

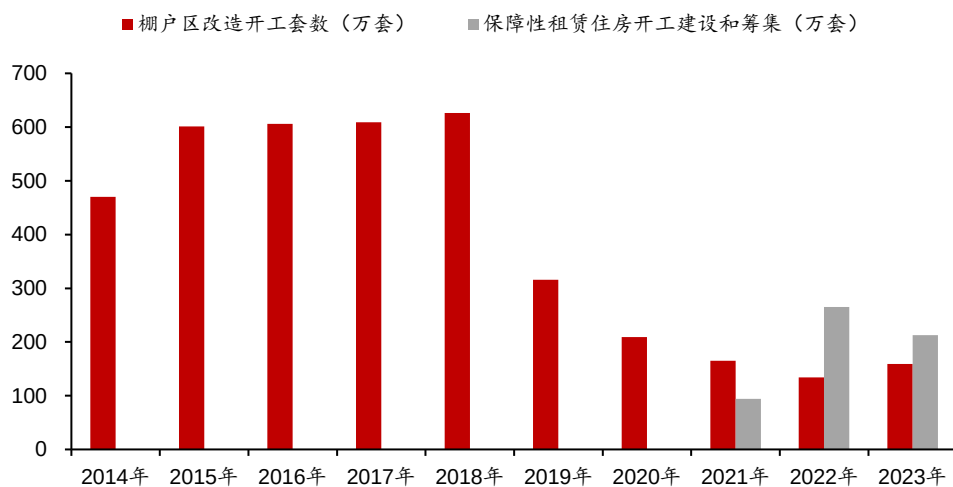
资料来源：国家统计局，国联证券研究所测算

4.3 城中村改造货币化安置预计为 2025 年重要看点

预计城中村改造货币化安置是房地产市场短期企稳的重要支撑。2024 年 10 月 17 日住建部长倪虹表示“计划通过货币化安置房方式新增实施 100 万套城中村改造、

危旧房改造”。对标上轮棚改周期，2015-2018 年年均棚改开工套数在 600 万套以上，本次 100 万套城改在绝对量方面低于上一轮，但从货币化安置比例看，2013-2016 年货币化安置比例分别为 7.9%、9.0%、29.9%和 48.5%，而本轮城改均为货币化安置（包括房票安置）；从城市分布看，上轮棚改铺开至全国范围，三四线城市被大幅带动，而本轮城改预计主要集中在 35 城，房价水平较全国更高。

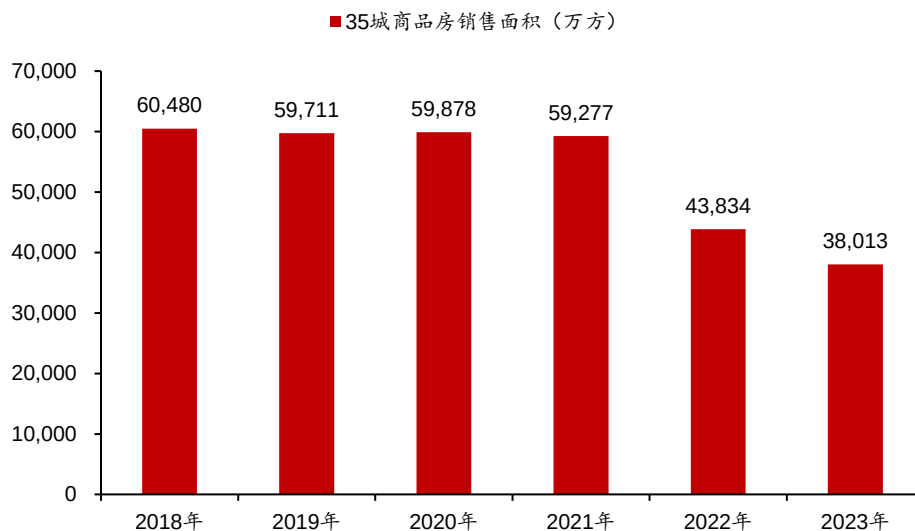
图表56：2014 年-2023 年棚改及保障性租赁住房开工情况



资料来源：住建部，国联证券研究所

100 万套城改建面占 35 城商品房年成交面积的 24.4%，或带动商品房成交金额约 1.8 万亿。住建部表示，全国 35 个大中城市待改造规模达 170 万套，全国城市需要改造的危旧房有 50 万套。从本轮主要推进城改的 35 城看，2018 年-2023 年商品房成交面积分别为 6.05 亿方、5.97 亿方、5.99 亿方、5.93 亿方、4.38 亿方和 3.80 亿方，在销售下滑后的 2022 和 2023 年平均成交 4.09 亿方。本次 100 万套城改主要集中在 35 城，假设套均 100 平方米，涉及建面 1 亿方，若通过房票安置全部转化到新房市场，能占到 35 城商品房年成交的 24.4%。从销售金额看，据中指数据，35 城新建商品住宅平均为 1.8 万元/平方米，100 万套城改带动的销售金额约 1.8 万亿，占 2023 年全国成交金额的 15.4%。从去化周期看，据中指数据，35 城商品住宅在售库存去化周期 20.3 个月，若城改落地带动销量提升，库存去化周期亦能受益下降。

图表57：35个大中城市2018年-2023年商品房销售面积



资料来源：各城市统计局，中指数据，国联证券研究所

图表58：35个大中城市新建商品住宅价格、在售库存及去化周期

城市	新建商品住宅 价格（元/㎡）	商品住宅在售 库存（万方）	去化周期 12' （月）	城市	新建商品住宅 价格（元/㎡）	商品住宅在售 库存（万方）	去化周期 12' （月）
北京	45,547	1,032	21.04	福州	17,264	938	17.9
上海	56,000	802	8.22	沈阳	9,825	940	30.8
天津	15,149	1,169	17.89	青岛	13,839	1,811	22.4
重庆	11,623	543	13.27	济南	12,120	978	18.3
深圳	52,684	922	25.07	南昌	12,433	133	6.6
广州	24,683	1,320	20.43	合肥	14,726	371	16.1
杭州	30,560	423	6.18	郑州	12,325	2,896	41.0
南京	25,353	915	24.96	太原	10,040	—	—
武汉	13,300	1,563	18.49	石家庄	11,996	—	—
成都	13,837	1,465	15.34	长春	8,651	522	14.7
苏州	18,872	617	17.88	哈尔滨	9,066	—	—
大连	13,632	825	50.22	南宁	11,031	719	24.8
厦门	29,188	251	15.28	昆明	11,077	488	19.0
西安	12,842	921	14.81	贵阳	6,968	852	27.1
长沙	9,602	674	16.54	乌鲁木齐	8,259	—	—
宁波	20,297	697	18.51	常州	12,932	—	—
东莞	18,871	428	19.44	佛山	13,885	633	14.8
无锡	14,322	488	31.98	平均	17,794	878	20.3

资料来源：中指数据，国联证券研究所 注：截至 2024 年 11 月

城改总授信额已超过 1.2 万亿元，助力项目实施落地。自 2023 年中央提出“三大工程”起，各地方政府陆续摸排整理当地城中村改造项目，国开行、农发行等政策性银行针对城中村改造给予地方政府专项借款授信。截至 2024 年 11 月，已有超过 30 个省市获城中村改造授信额度，总授信额度 11546 亿元，其中广州（1426 亿元）、成都（1200 亿元）获授信额度超过 1000 亿元。政策性银行资金端的支持能助力城中村改造项目的推进落地。

图表59：各地获政策性银行城中村改造授信额度及投放情况

城市	政策行	总授信额（亿元）	投放额（亿元）	总项目个数（个）
广州	国开行、农发行	1,426	18	19
成都	国开行、农发行	1,200	15	62
济南	国开行、农发行	940	74	未公布
湖南省	农发行	775	2	未公布
重庆	农发行	700	10	75
武汉	国开行、农发行	654	136	19
山西	国开行、农发行	621	1	未公布
南宁	国开行、农发行	590	未公布	8
郑州	国开行、农发行	508	24	58
昆明	国开行	461	27	22
合肥	国开行、农发行	441	29	18
石家庄	国开行、农发行	405	2	17
杭州	国开行、农发行	340	19	5
吉林省	国开行、农发行	305	0	1
北京	国开行	260	10	4
佛山	国开行、农发行	246	12	6
柳州/桂林	国开行、农发行	213	10	11
厦门	国开行、农发行	200	2	1
南昌	国开行、农发行	187	6	13
宁波	国开行、农发行	173	68	17
青岛	国开行、农发行	154	4	10
福州	国开行	151	14	10
天津	国开行	142	9	19
沈阳	国开行、农发行	133	1	16
贵阳	国开行、农发行	121	2	9
常州	国开行	102	11	3
兰州	国开行、农发行	41	1	9
海口	农发行	30	0	1
中山	农发行	28	未公布	1
西安	国开行	未公布	5	2
南京	国开行	未公布	未公布	未公布

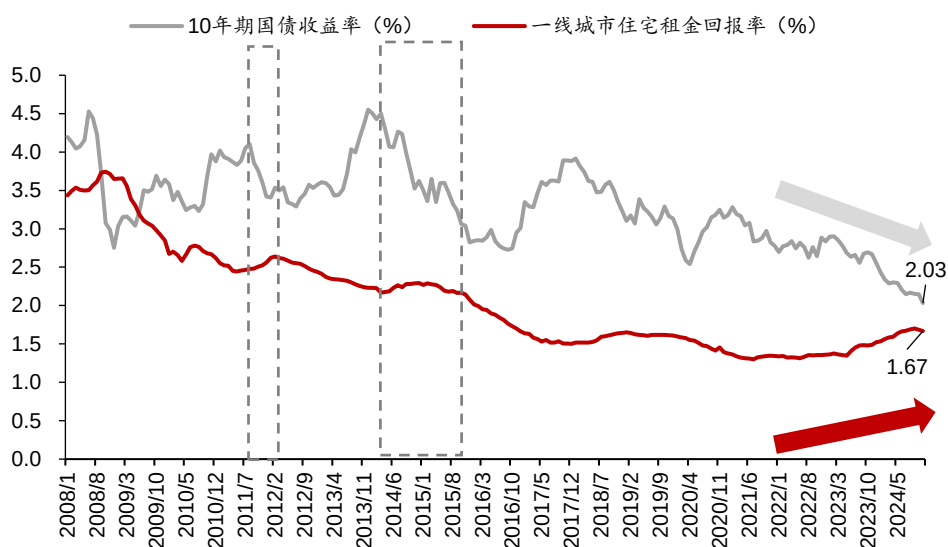
苏州	国开行、农发行	未公布	3	3
东莞	国开行	未公布	1	2
无锡	国开行、农发行	未公布	5	19
大连	国开行	未公布	19	2
北京	农发行	未公布	1	1
上海	国开行	未公布	55	2
黑龙江	国开行、农发行	未公布	141	未公布
总计		11,546	737	—

资料来源：各地住建局，农发行，国开行等，国联证券研究所整理 注：截至 2024 年 11 月

4.4 支持政策的及时出台，有助于楼市实现“止跌回稳”

租金回报率向国债收益率靠拢，或为房价止跌的支撑。据中原地产数据，2024 年 11 月北京、上海、广州、深圳的租金回报率分别为 1.51%、1.77%、1.71%和 1.68%，平均为 1.67%，较同期十年期国债收益率 2.03%的差距为 0.37BP，二者差距创 2010 年以来的新低。在租金回报率长时间低于十年期国债收益率水平背景下，差距越小，资金配置房地产的意愿或提升，对房价的支撑越大。如上一轮房地产周期（2014-2015 年）也经历了租金回报率提升、十年期国债收益率水平下降的过程。同时据央行行长潘功胜在 9 月 24 日国新办发布会上的发言，未来市场利率下降是大趋势，流动性的宽松或能为房价的止跌带来提振。

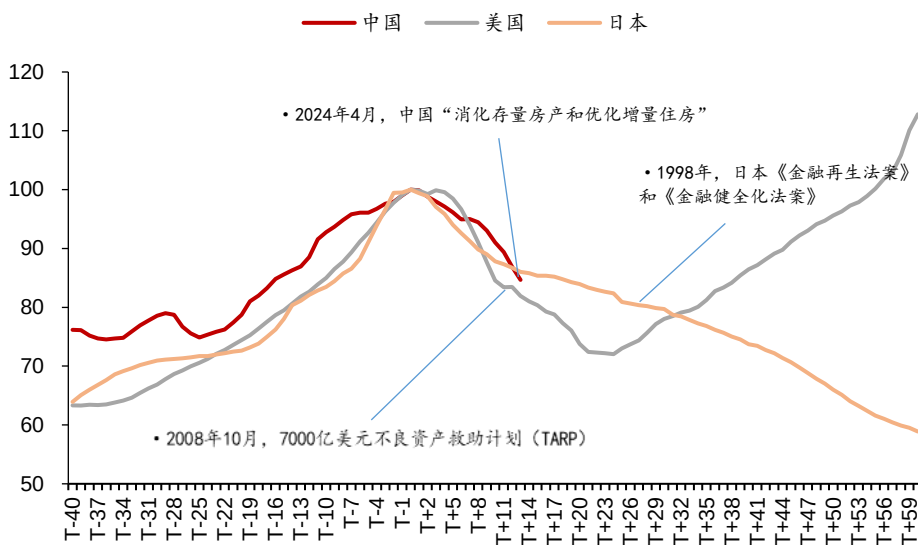
图表60：一线城市租金回报率与十年期国债收益率水平对比



资料来源：wind，中原地产，国联证券研究所

中国及时出台房地产支持措施，距离房价开始下跌花费时间不到 3 年。①对标美国，美国房价指数高点在 2006 年 Q4，2007 年房价快速下行，美国在 2008 年 10 月支持楼市，推出“问题资产救助计划”（TARP）等政策措施，美国房价指数在 2011 年 Q4 见底，从 2012 年 Q3 起开始回升。②对标日本，日本房价指数高点在 1991 年 Q1，但日本出台救市政策较慢，1991-1997 年间并无有效举措，1998 年出台以金融机构破产处理为核心的《金融再生法案》和以事前防范金融危机为目的的《金融健全化法案》，而后房价仍处于持续下降趋势中，直至 2012 年底安倍晋三上台后出台一系列措施，日本房价指数才逐步恢复增长。③中国房价指数高点在 2021 年 Q3，截至 2024Q3，从下跌调整幅度看，调整幅度大于日本 90 年代小于美国 2008 年次贷危机。从时间上看，中国房地产调控政策从 2024 年 4 月提出“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”起明确转向，从房价下跌到政策转向花费 2.5 年时间，略慢于美国，远快于日本。

图表61：中国、美国、日本房价走势对比（最高点对齐）



资料来源：国家统计局，wind，OECD，国联证券研究所 注：以房价指数最高点为定基 100，T 为房价指数最高的季度，中国为 2021 年 Q3，美国为 2006 年 Q4，日本为 1991 年 Q1

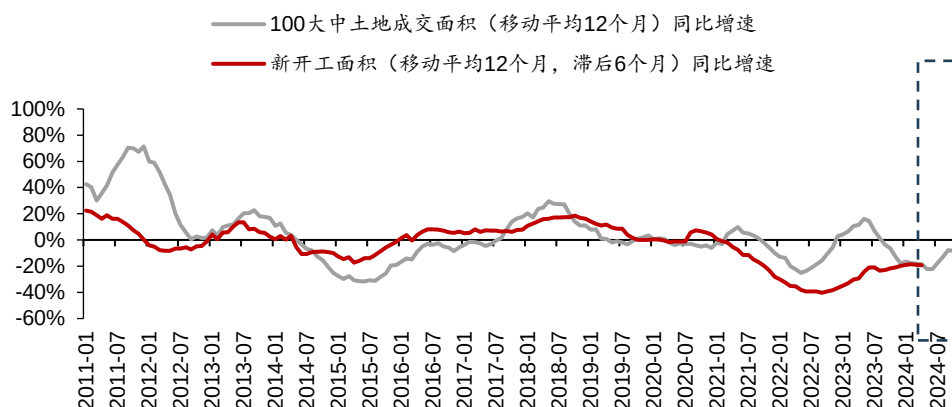
5. 2025 年地产展望：回稳见曙光，实现需时日

5.1 新开工：预计 2025 年新开工面积 6.41 亿方，同比-14.6%

预计 2025 年新开工面积 6.41 亿方，同比-14.6%。新开工面积主要受两方面因

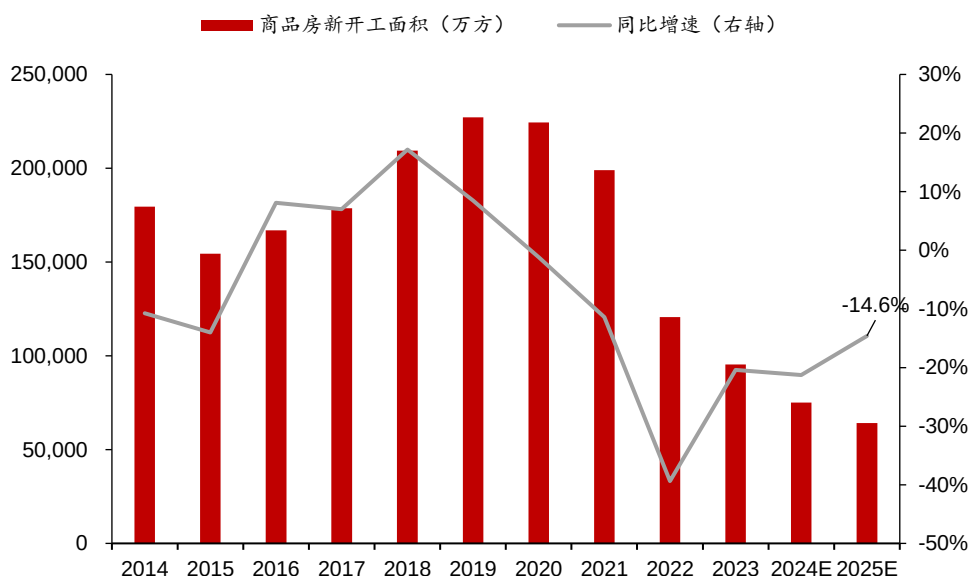
素影响：可开工量（前置指标是土地成交）和开工意愿。拟合 100 大中城市成交土地面积同比增速和新开工面积同比增速，新开工滞后土地成交 6 个月左右，二者的同比增速拐点和趋势基本相同。土地成交是房屋新开工的领先指标，2022-2024 年土地成交持续下滑，未来可新开工项目减少，2024 年四季度后土地成交量环比有所改善，同比降幅收窄。房企当前经营决策在于以销定产，开工意愿取决于销售企稳情况。中性假设下，我们预计 2024 年新开工面积为 7.51 亿方，同比-21.3%；2025 年新开工面积为 6.41 亿方，同比-14.6%。

图表62：100 大中城市土地成交面积同比增速 vs 新开工面积同比增速



资料来源：国家统计局，wind，国联证券研究所

图表63：预计 2025 年全年房屋新开工面积同比下滑 14.6%



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

图表64：2001-2025 年每月新开工面积（万方）情况

年份	1-2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	全年合计
2001年	2,874	3,269	2,536	3,063	3,736	2,981	2,564	2,644	2,227	2,384	7,669	35,946
2002年	3,751	3,994	3,363	3,247	4,179	3,245	2,918	3,284	2,977	2,718	8,584	42,260
2003年	5,615	4,913	4,101	4,319	5,392	4,179	3,953	4,091	3,663	3,610	10,482	54,319
2004年	7,427	5,472	4,513	5,084	5,541	4,726	4,137	4,170	3,917	4,028	11,398	60,414
2005年	7,498	6,599	5,474	5,495	6,109	5,953	4,587	4,781	4,185	4,445	12,938	68,064
2006年	9,617	7,599	6,667	6,364	7,658	5,671	5,165	6,145	4,962	5,201	14,205	79,253
2007年	9,967	9,077	8,338	8,128	9,382	7,666	6,715	7,456	6,665	6,542	15,466	95,402
2008年	12,679	11,292	8,999	9,556	10,947	7,037	6,539	6,473	5,251	5,517	18,264	102,553
2009年	10,798	9,284	7,754	7,815	12,269	7,058	8,127	10,116	8,151	16,199	18,848	116,422
2010年	14,914	17,374	13,398	15,776	18,988	11,732	12,664	14,594	12,315	13,374	18,517	163,647
2011年	19,083	20,760	16,998	19,278	23,324	15,727	16,712	15,894	12,588	14,590	16,285	191,237
2012年	20,049	19,898	14,522	18,391	19,520	11,525	19,036	12,074	11,778	15,621	14,920	177,334
2013年	23,001	15,872	16,633	18,107	22,288	16,737	15,203	17,059	11,375	24,780	20,153	201,208
2014年	16,693	12,397	14,144	16,678	20,214	18,106	16,150	17,029	16,250	17,044	14,887	179,592
2015年	13,744	9,980	12,032	14,549	17,174	14,252	13,451	19,632	12,272	13,483	13,885	154,454
2016年	15,620	12,661	15,144	16,097	18,015	15,407	13,890	15,821	14,720	13,928	15,625	166,928
2017年	17,238	14,322	16,680	16,939	20,541	14,651	14,625	16,037	14,094	16,552	16,975	178,654
2018年	17,746	16,869	17,164	20,411	23,627	18,964	18,512	19,290	16,171	20,141	20,447	209,342
2019年	18,814	19,914	19,824	21,232	25,725	20,207	19,417	20,574	19,927	19,560	21,960	227,154
2020年	10,370	17,833	19,565	21,765	28,003	22,496	19,885	20,173	20,628	20,367	23,348	224,433
2021年	17,037	19,126	17,742	20,444	26,939	17,660	16,554	17,442	13,792	16,084	16,075	198,895
2022年	14,967	14,886	9,767	12,009	14,795	9,644	8,995	9,705	8,955	7,910	8,955	120,587
2023年	13,567	10,554	7,099	8,503	10,157	7,090	6,922	8,232	7,053	8,279	7,920	95,376
2024E	9,429	7,854	6,227	6,580	7,933	5,710	5,732	6,586	5,176	7,037	6,811	75,075
2001-2010年平均值	8,514	7,887	6,514	6,885	8,420	6,025	5,737	6,375	5,431	6,402	13,637	81,828
2011-2020年平均值	17,236	16,051	16,271	18,345	21,843	16,807	16,688	17,358	14,980	17,607	17,849	191,034
2021-2024年平均值	13,750	13,105	10,209	11,884	14,956	10,026	9,551	10,491	8,744	9,828	9,940	122,483
2025E（中性）	7,332	6,110	5,127	5,711	7,323	5,233	4,872	5,664	4,555	6,193	5,994	64,114
2025E（乐观）	7,752	6,459	5,347	5,885	7,445	5,328	5,044	5,848	4,679	6,362	6,157	66,306
2025E（悲观）	6,284	5,239	4,577	5,276	7,018	4,994	4,442	5,203	4,244	5,771	5,585	58,633

资料来源：国家统计局，国联证券研究所整理 注：斜体为预测值

5.2 销售：预计 2025 年销售面积同比-14.0%，销售金额同比-15.7%

新房销售面积预测公式：全年销售面积=新推面积*全年新推去化率+滚存面积*全年滚存去化率。

预计 2025 年销售面积为 8.23 亿方，同比-14.0%。假设 t 年的新开工为 t 年的新推货值，t 年累计库存为之前的新开工减去销售的累计值。当前销售市场分化，区位好、产品定位改善的项目去化情况更好，此类项目多为 2021 年下半年拿地项目的新推项目，滚存货值中尾盘项目占比更多去化难度较大，因而预计滚存去化难度越来越大；在宽松政策和城中村改造货币化安置的支持下，预计改善需要仍为市场主导，新推项目去化率维持相对稳定水平。参考中指院历史的新推去化率及滚存去化率，中性假设下，我们预计 2024 年新推去化率和滚存去化率分别为 42%和 9%，2025 年新推去化率和滚存去化率分别为 42%和 8%，预计 2024 年销售面积为 9.57 亿方，同比-14.3%；2025 年销售面积为 8.23 亿方，同比-14.0%。

图表65：不同去化率假设下的 2025 年商品房销售面积情况

2025年商品房 销售面积（万方）		滚存去化率		
		7%	8%	9%
新推去化率	40%	74,122	81,047	84,510
	42%	75,404	82,329	85,792
	44%	76,687	83,612	87,074
2025商品房 销售面积同比增速		滚存去化率		
		7%	8%	9%
新推去化率	40%	-22.6%	-15.3%	-11.7%
	42%	-21.2%	-14.0%	-10.4%
	44%	-19.9%	-12.6%	-9.0%

资料来源：国家统计局，中指数据，国联证券研究所

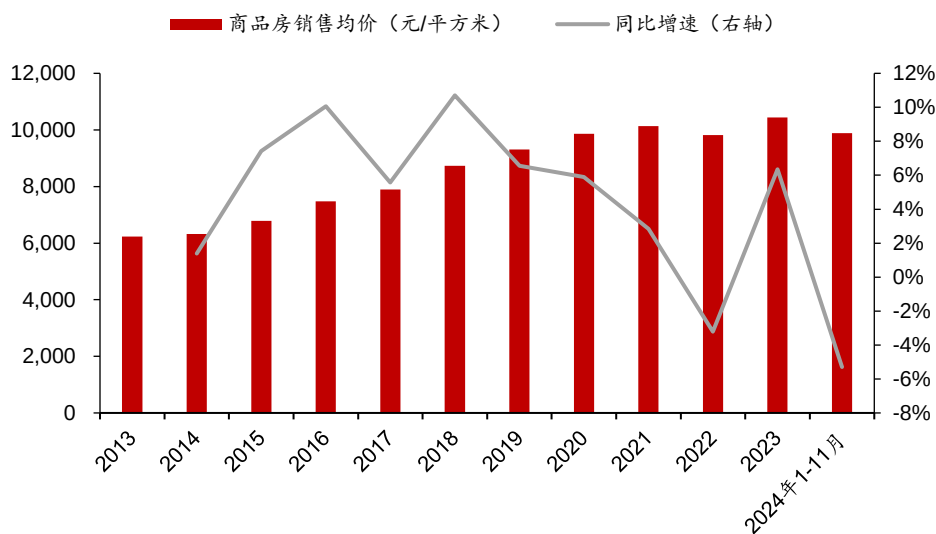
图表66：2025E 商品房销售面积预测过程

时间	房屋新开工面积（万方）	新开工同比	商品房销售面积（万方）	销售面积同比	1999年累计商品房库存（万方）	新推去化率	滚存去化率
2001年	35,946		20,779		34,694		
2002年	42,260	18%	24,969	20%	51,984	45%	17%
2003年	54,319	29%	32,247	29%	74,056	50%	10%
2004年	60,414	11%	38,232	19%	96,238	50%	11%
2005年	68,064	13%	55,486	45%	108,817	60%	15%
2006年	79,253	16%	61,857	11%	126,212	60%	13%
2007年	95,402	20%	77,355	25%	144,259	60%	16%
2008年	102,553	7%	65,970	-15%	180,843	45%	14%
2009年	116,422	14%	94,755	44%	202,510	55%	17%
2010年	163,647	41%	104,765	11%	261,392	50%	11%
2011年	191,237	17%	109,367	4%	343,262	40%	13%
2012年	177,334	-7%	111,304	2%	409,292	40%	12%
2013年	201,208	13%	130,551	17%	479,949	40%	12%
2014年	179,592	-11%	120,649	-8%	538,893	40%	10%
2015年	154,454	-14%	128,495	7%	564,852	45%	11%
2016年	166,928	8%	157,349	22%	574,432	57%	11%
2017年	178,654	7%	169,408	8%	583,678	60%	11%
2018年	209,342	17%	171,654	1%	621,365	55%	10%
2019年	227,154	9%	171,558	0%	676,961	48%	10%
2020年	224,433	-1%	176,086	3%	725,308	45%	11%
2021年	198,895	-11%	179,433	2%	744,770	45%	12%
2022年	120,587	-39%	135,837	-24%	729,520	45%	11%
2023年	95,376	-21%	111,735	-18%	713,160	45%	9%
2024E	75,075	-21%	95,716	-14%	692,520	42%	9%
2025E（中性）	64,114	-15%	82,329	-14%		42%	8%
2025E（乐观）	64,114	-15%	87,074	-9%		44%	9%
2025E（悲观）	64,114	-15%	74,122	-23%		40%	7%

资料来源：国家统计局，中指数据，国联证券研究所整理 注：斜体为预测值，红色字体为去化率预测水平

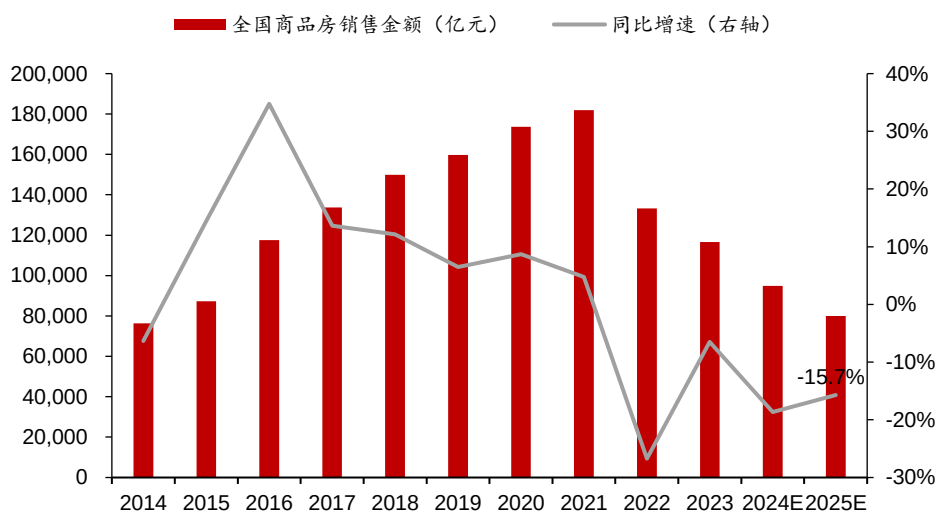
预计 2025 年销售金额为 8.0 万亿元, 同比-15.7%。2023 年受结构性影响高能级改善型产品成交占比提升, 全国成交单价提升, 2024 年同比情况下该结构性影响减弱, 新房成交单价下滑 (2024 年 1-11 月为 9885 元/平方米, 同比-5.3%)。2025 年预计成交结构影响持续减弱, 而在利好政策影响下, 成交单价降幅有望收窄。预计 2024 年销售金额为 9.5 万亿元, 同比-18.6%; 2025 年销售金额为 8.0 万亿元, 同比-15.7%。

图表67：2013-2024 年全国商品房销售均价走势



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

图表68：预计 2025 年全年商品房销售金额同比-15.7%

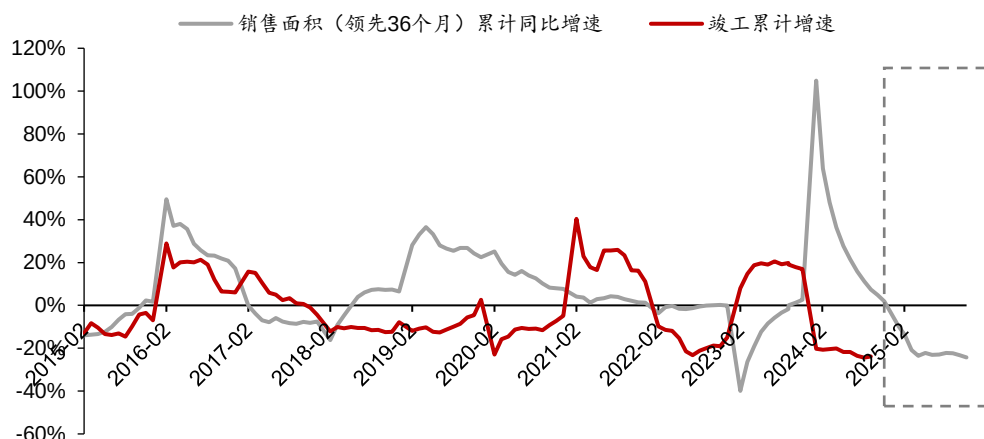


资料来源：国家统计局，国联证券研究所

5.3 竣工：预计 2025 年竣工面积为 6.41 亿方，同比-19.0%

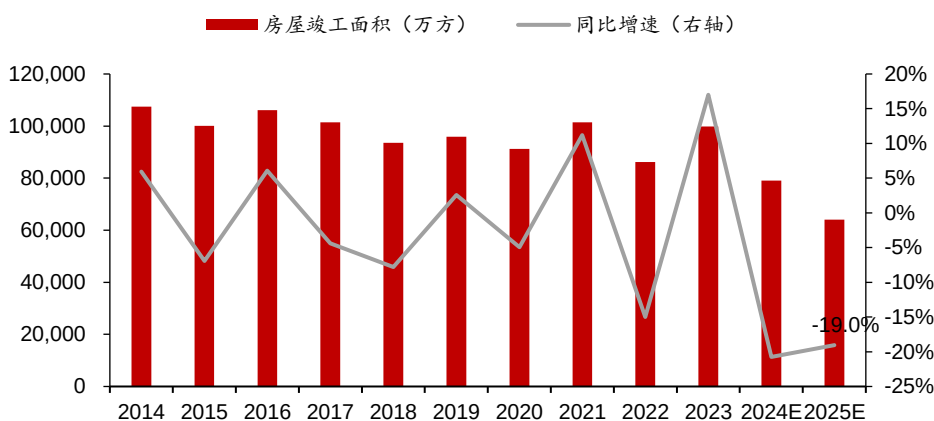
预计 2025 年竣工面积为 6.41 亿方，同比-19.0%。销售一般领先竣工 2-3 年。回顾全国销售面积累计同比增速和房屋竣工面积累计同比增速的时差，在 2015 年前后发生过变化。2015 年之前，二者时间差为 24 个月时拟合程度较高；2015 年之后，二者时间差拉长至 36 个月后拟合程度才再度变高。2025 年的竣工面积主要对应 2022 年及以后的销售和新开工面积，而市场自 2021 年下半年快速下行，2022、2023 年延续下滑趋势，预计 2025 年竣工面积面临较大压力，在保交楼的作用下，能一定程度缓解此压力。中性假设下，我们预计 2024 年竣工面积为 7.91 亿方，同比-20.7%；2025 年竣工面积为 6.41 亿方，同比-19.0%。

图表69：2015 年之后，销售领先竣工约 3 年



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

图表70：预计 2025 年竣工面积同比-19.0%



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

图表71：2001-2025 年每月竣工面积（万方）情况

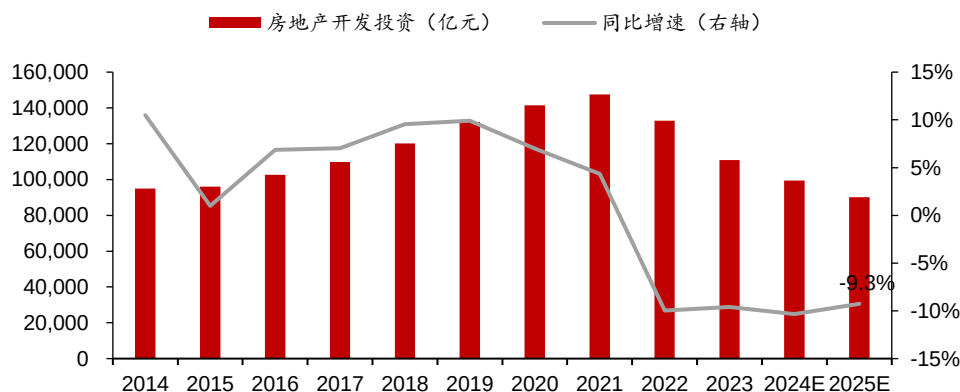
年份	1-2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	合计
2001年	760	938	888	848	1,407	1,204	1,375	1,556	1,580	2,126	14,621	27,303
2002年	837	1,214	1,033	992	1,751	1,690	1,830	1,996	2,121	2,807	16,252	32,523
2003年	1,464	1,526	1,291	1,511	2,396	2,181	2,072	2,886	2,665	3,016	18,503	39,510
2004年	1,910	1,771	1,629	1,774	2,469	2,256	2,181	2,894	2,967	3,758	18,857	42,465
2005年	2,335	1,826	1,838	2,096	3,029	3,576	2,760	2,789	3,524	4,237	25,406	53,417
2006年	3,368	2,289	2,232	2,146	3,356	2,923	2,606	3,095	3,776	4,681	25,359	55,831
2007年	3,331	2,862	2,519	2,485	3,674	3,069	2,895	3,602	3,698	4,926	27,545	60,607
2008年	4,382	3,474	2,555	2,822	3,687	3,462	2,989	3,433	3,887	4,393	31,461	66,545
2009年	5,651	4,272	3,309	2,988	4,450	4,730	3,824	4,179	4,270	6,577	28,429	72,677
2010年	6,101	5,016	3,903	4,138	5,265	4,180	3,744	4,527	5,091	6,531	30,247	78,744
2011年	6,952	5,880	4,295	4,494	5,938	4,887	4,650	6,361	6,265	9,606	33,294	92,620
2012年	10,094	7,786	4,415	5,010	5,953	5,349	5,995	5,964	7,750	9,389	31,719	99,425
2013年	13,524	5,949	4,285	4,986	6,601	6,297	5,007	6,056	6,685	10,029	32,015	101,435
2014年	12,418	6,102	5,165	7,015	7,515	5,309	6,235	6,745	7,385	11,174	32,396	107,459
2015年	10,815	6,179	4,216	5,401	6,330	4,892	4,642	8,492	10,234	11,212	27,626	100,039
2016年	13,942	6,059	5,477	6,550	7,518	6,358	4,688	6,520	8,099	11,826	29,091	106,128
2017年	16,141	6,890	5,143	5,737	7,613	5,497	5,275	5,398	7,918	10,633	25,241	101,486
2018年	14,184	6,525	4,442	5,333	6,647	4,936	4,163	4,902	6,260	9,464	26,694	93,550
2019年	12,500	5,974	4,090	4,143	5,719	4,905	4,279	5,138	7,463	9,635	32,096	95,942
2020年	9,636	5,921	3,729	4,401	5,343	4,218	3,859	4,231	7,902	9,933	32,045	91,218
2021年	13,525	5,597	3,614	4,847	8,898	5,301	4,957	4,274	6,277	11,464	32,658	101,412
2022年	12,200	4,733	2,998	3,431	5,274	3,392	4,833	4,018	5,686	9,144	30,513	86,222
2023年	13,178	6,244	4,256	4,148	6,078	4,501	5,321	4,979	6,446	10,086	34,594	99,831
2024E	10,395	4,864	3,601	3,385	4,274	3,498	3,377	3,422	5,179	8,069	29,059	79,123
2001-2010年平均值	3,014	2,519	2,120	2,180	3,148	2,927	2,628	3,096	3,358	4,305	23,668	52,962
2011-2020年平均值	12,021	6,327	4,526	5,307	6,518	5,265	4,879	5,981	7,596	10,290	30,222	98,930
2021-2024年平均值	12,325	5,359	3,617	3,953	6,131	4,173	4,622	4,173	5,897	9,691	31,706	91,647
2025E（中性）	9,397	4,193	2,848	2,586	3,325	2,690	2,600	2,662	4,143	6,374	23,247	64,067
2025E（乐观）	9,597	4,327	2,999	2,746	3,515	2,852	2,756	2,814	4,350	6,713	24,410	67,078
2025E（悲观）	8,898	3,857	2,472	2,187	2,851	2,286	2,212	2,282	3,625	5,527	20,341	56,539

资料来源：国家统计局，国联证券研究所整理 注：斜体为预测值

5.4 开发投资：预计 2025 年开发投资 9.02 万亿元，同比-9.3%

预计 2025 年开发投资金额为 9.02 万亿元，同比-9.3%。房地产开发投资=土地购置费+当年施工面积*每平方米施工投资金额。施工面积公式为：t 年施工面积=t-1 年施工面积+t 年新开工面积-t 年竣工面积。根据前文对各项指标的预测，中性假设下，我们预计 2024 年开发投资总额为 9.94 万亿元，同比-10.3%；2025 年开发投资总额为 9.02 万亿元，同比-9.3%。

图表72：预计 2025 年开发投资金额同比-9.3%



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

图表73：房地产开发投资金额预测过程

时间	房地产开发 投资完成额 (亿元)	开发投资同 比增速	土地购置费 (亿元)	土地购置费 同比增速	房屋施工面 积 (万方)	每平方米施 工投资 (元)	每平方米施 工投资同 比增速
2010	48,259	33%	10,000	66%	405,356	944	0.1%
2011	61,797	28%	11,413	14%	506,775	994	5.3%
2012	71,804	16%	12,100	6%	573,418	1,041	4.7%
2013	86,013	20%	13,502	12%	665,572	1,089	4.6%
2014	95,036	10%	17,459	29%	726,482	1,068	-2.0%
2015	95,979	1%	17,675	1%	735,693	1,064	-0.3%
2016	102,581	7%	18,779	6%	758,975	1,104	3.7%
2017	109,799	7%	23,169	23%	781,484	1,109	0.4%
2018	120,264	10%	36,387	57%	822,300	1,020	-8.0%
2019	132,194	10%	41,675	15%	893,821	1,013	-0.7%
2020	141,443	7%	44,452	7%	926,759	1,047	3.3%
2021	147,602	4%	43,505	-2%	975,387	1,067	2.0%
2022	132,895	-10%	41,030	-6%	904,999	1,015	-4.9%
2023	110,913	-9.6%	38,617	-6%	838,364	862	-15.0%
2024E	99,449	-10.3%	36,061	-7%	720,660	880	2.0%
2025E (中性)	90,226	-9.3%	33,176	-8%	648,594	880	0.0%
2025E (乐观)	94,600	-4.9%	33,176	-8%	684,627	897	2.0%
2025E (悲观)	85,979	-13.5%	33,176	-8%	612,561	862	-2.0%

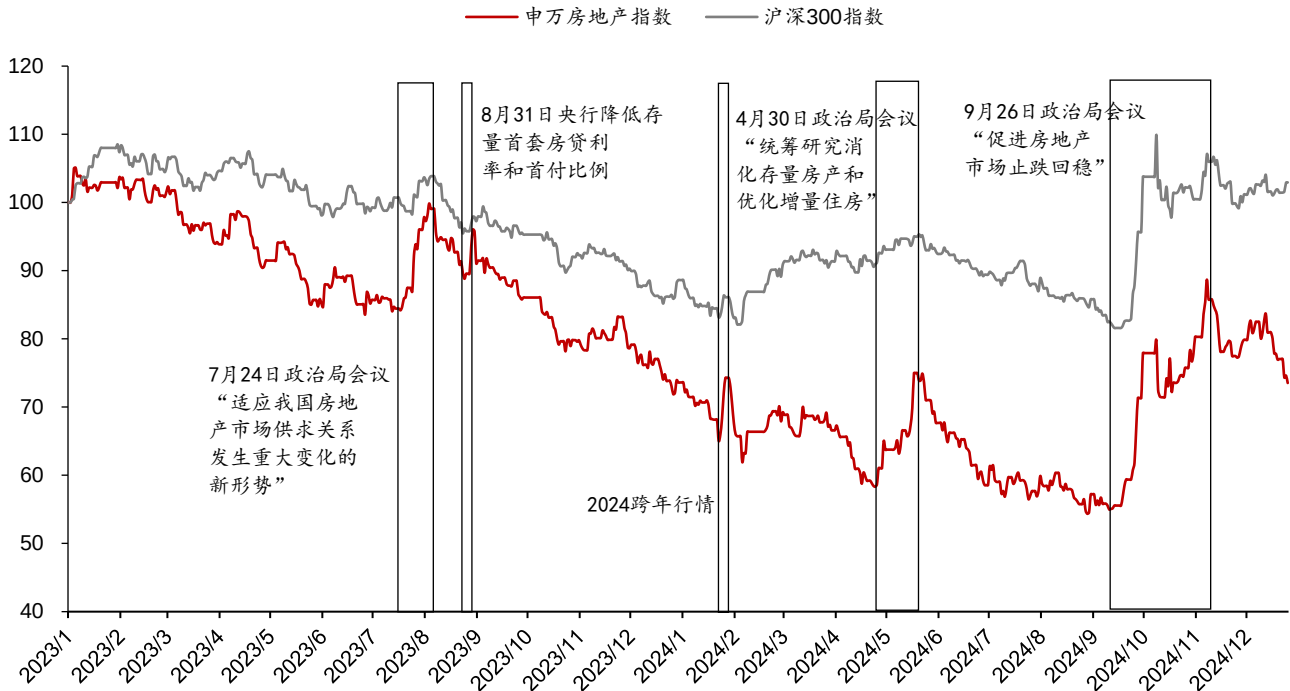
资料来源：国家统计局，国联证券研究所 注：斜体为预测值，红色字体为去化率预测水平

6. 投资建议：关注头部央国企和改善型房企

6.1 地产板块股价走势复盘

2023 和 2024 年地产板块股价以博弈政策为主。在房地产基本面相对低迷背景下，二级市场的博弈更多聚焦于政策面，复盘过去两年的板块股价走势，除了 2024 年初的跨年行情外，地产板块的另外四次上涨均为对政策事件的反应：①2023 年 7-8 月，7 月 24 日中央政治局会议提出“我国房地产市场供求关系发生重大变化”；②2023 年 8 月底，8 月 31 日央行降低存量首套房贷利率和首付比例；③2024 年 4-5 月，4 月 30 日中央政治局会议提出“统筹研究消化存量房产和优化增量住房”；④2024 年 9-11 月，9 月 26 日政治局会议提出“促进房地产市场止跌回稳”。

图表74：2023 年至今地产行情复盘



资料来源：wind，国联证券研究所 注：截至 2024 年 12 月 25 日

头部央国企股价相对稳健，小市值和出险房企股价弹性波动大。由于近两年地产板块行情通常为政策事件驱动，小市值和出险房企的股价弹性大，但其回撤波动对应也较大；基本面有韧性的房企整体股价表现稳定，滨江集团、绿城中国和招商蛇口年初至今涨幅超过 10%。

图表75：A+H 上市房企股价表现

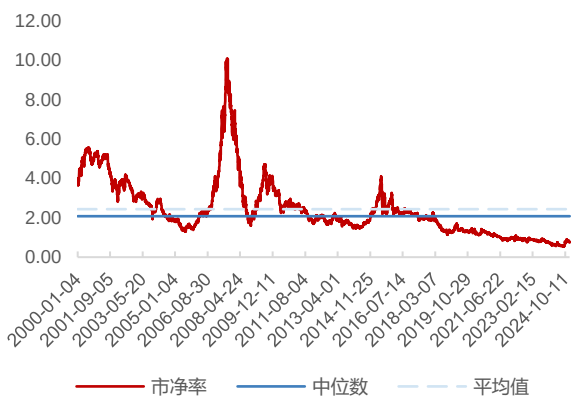
股票简称	市值 (亿元)	年初至今 股价涨跌幅	区间自最 低价的最 大涨幅	区间自最 高价的最 大跌幅	股票简称	市值 (亿元)	年初至 今股价 涨跌幅	区间自最 低价的最 大涨幅	区间自最 高价的最 大跌幅
龙光集团	57	77.0%	280.4%	-50.9%	保利发展	1,100	-2.5%	66.2%	-25.3%
光明地产	84	76.3%	183.5%	-23.0%	中国海外发展	1,264	-3.8%	95.2%	-34.2%
华夏幸福	120	75.9%	336.8%	-32.3%	金融街	104	-4.4%	141.5%	-27.4%
世茂集团	39	69.2%	1142.1%	-72.3%	中国武夷	44	-5.3%	71.2%	-24.9%
融创中国	202	56.7%	533.3%	-63.0%	雅居乐集团	37	-7.1%	613.4%	-69.0%
中国金茂	122	36.9%	297.0%	-48.3%	中华企业	174	-7.5%	55.1%	-48.6%
中国铁建	1,198	34.0%	86.2%	-26.0%	华侨城 A	224	-10.3%	97.2%	-20.6%
绿城中国	217	24.7%	153.8%	-32.1%	福星股份	42	-10.7%	82.0%	-20.1%
富力地产	49	23.7%	447.6%	-60.0%	首开股份	69	-11.5%	86.1%	-28.8%

旭辉控股集团	29	17.6%	488.2%	-70.5%	*ST 金科	85	-12.2%	84.0%	-49.2%
滨江集团	263	17.4%	121.8%	-34.6%	华润置地	1,517	-12.9%	74.0%	-32.4%
金隅集团	171	13.2%	100.0%	-34.5%	华发股份	163	-13.3%	59.9%	-27.9%
招商蛇口	927	11.1%	86.8%	-24.9%	越秀地产	191	-14.2%	145.2%	-38.5%
新城控股	279	8.6%	110.1%	-27.5%	龙湖集团	661	-15.0%	168.3%	-50.9%
大悦城	136	7.1%	91.0%	-25.8%	建发国际集团	238	-17.2%	94.6%	-39.8%
上实发展	68	6.8%	91.2%	-19.3%	京投发展	29	-19.0%	68.3%	-50.8%
金地集团	207	5.9%	133.9%	-34.0%	合生创展集团	111	-21.9%	180.2%	-53.8%
北辰实业	57	3.1%	97.6%	-24.7%	万科 A	848	-27.9%	73.0%	-30.1%
金地商置	44	2.2%	203.3%	-42.9%	碧桂园	126	-37.8%	5.3%	-42.0%
保利置业集团	54	1.9%	104.3%	-35.7%	美的置业	39	-40.8%	128.8%	-70.2%

资料来源: wind, 国联证券研究所 注: 截至 2024 年 12 月 25 日; 筛选市值超过 20 亿元的上市公司

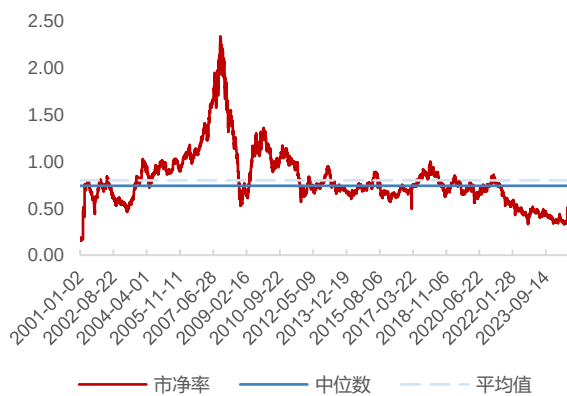
地产板块估值当前仍处历史底部。截至 2024 年 12 月 25 日, 申万 A 股房地产板块市净率为 0.74 倍, 历史分位水平 3.4%, 历史平均值 2.43 倍, 中位数为 2.08 倍。港股房地产板块市净率为 0.37 倍, 历史分位水平 3.6%, 历史平均值 0.80 倍, 中位数为 0.74 倍。

图表76: A 股地产市净率历史走势



资料来源: wind, 国联证券研究所 注: 截至 2024 年 12 月 25 日

图表77: 港股地产市净率历史走势



资料来源: wind, 国联证券研究所 注: 截至 2024 年 12 月 25 日

6.2 投资建议

房地产市场在 2024 年 9 月政治局会议后的“一揽子”政策带动下出现边际改善, 而预计实现“止跌回稳”需要更长持续性的支持, 实现目标尚需时日。预计 2025 年地产基本面整体或较难大幅改善, 但存在结构性机会, 看点在于: ①行业继续出清, 房企间进一步分化, 转向追求流速确定性和利润率水平并有相应资产基础的房企价值或率先修复; ②城中村改造货币化安置或是短期市场销售的支撑, 100 万套城改建

面占 35 城商品房年成交的 24.4%，或带动商品房成交金额约 1.8 万亿；③支持政策的及时出台，有助于楼市实现“止跌回稳”，租金回报率向国债收益率靠拢，且流动性宽松为大趋势，或为房价止跌的支撑。建议关注：

1) 房地产市场止跌企稳，利好经营能力强有韧性的房企。推荐具有在重点城市核心区域持续拿地能力，产品品质高服务好的头部央企和改善型房企，如绿城中国、中国海外发展、滨江集团、建发国际集团、招商蛇口等；

2) 受益于政策利好不断落地，一二手房市场活跃度提升，拥有核心竞争力的房产中介平台，如我爱我家等；

3) 具备规模优势、运营效率高的头部物业管理公司，以及具有增值服务创新能力和多元业务拓展的物业公司，如华润万象生活等。

7. 风险提示

政策效果不达预期：尽管市场调控政策正在逐步推进，政策的执行效果可能不如预期。由于政策实施过程中可能出现的延迟等影响因素，市场供需平衡的恢复进程可能因此放缓，进而影响调控效果。

房企流动性风险加剧：在当前市场环境下，房企的资金链压力较大，对于资金实力较弱的企业，可能面临较大的流动性风险。如果融资渠道收紧或销售回款不达预期，这些企业可能面临财务困境，进而影响其项目进展和市场表现。

市场信心不及预期：由于过去市场波动较大，加之部分企业违约或项目延期等负面事件的发生，市场参与者的信心可能仍然较为脆弱。消费者和投资者可能仍然持观望态度，导致市场活跃度和交易量难以显著提升，从而进一步影响市场复苏进程。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与、也将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。

法律主体声明

本报告由国联证券股份有限公司或其关联机构制作，国联证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“国联证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

国联证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

权益披露

国联证券国际金融有限公司跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务关系，且雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街 208 号玖安广场 A 座 4 层

无锡：江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 16 楼

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 8 层

深圳：广东省深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 1 期 13 楼