

证券研究报告

2024年07月16日

行业报告：行业投资策略

房地产

房地产行业首席联盟培训

作者：

分析师 王雯 SAC执业证书编号：S1110521120005

分析师 鲍荣富 SAC执业证书编号：S1110520120003



行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

1、总量视角：核心是追踪产业链对宏观经济的影响

房地产经济与国民经济运行有较强的关联性，带动上下游产业投资协同发展，通常从对GDP、信贷、财政收入拉动等维度观测其影响。

2、长期视角：关注钱、地、人三要素

人口是影响房地产长周期的核心变量，总量层面土地供给对需求的影响逐步减弱，居民杠杆率剩余空间已相对有限。

3、短期视角：景气度判断的三个依据

销售：统计局销售、高频销售、百强房企销售等。投资：统计局开发投资、开竣工、百城土地成交。融资：开发贷、按揭贷、地产债。

4、政策视角：如何平滑周期和建立长效机制？

站在地产大周期的转折点之上，行业面临的是行政、金融、土地、财税等一系列长短期、供需双向的长效机制的建立。

5、周期视角：去库存的差异化路径

行业周期阶段差异决定了差异化的去库存路径，存量房收储用于保障房建设开启新一轮“去库存”周期。

6、企业视角：回报率边际递减拐点显现

行业经历产能快速扩张后，回报率边际拐点已经显现。因基本面未能摆脱下行趋势，政策不断跌价推动房企销售、投资边际企稳。

7、估值视角：关注PB、PS低，估值弹性高的公司

伴随行业迈入基本面寻底、政策密集发力期，PB处极低历史分位，向下空间有限，向上赔率提升。

风险提示：销售改善不及预期；政策落地不及预期；价格下滑幅度超出预期

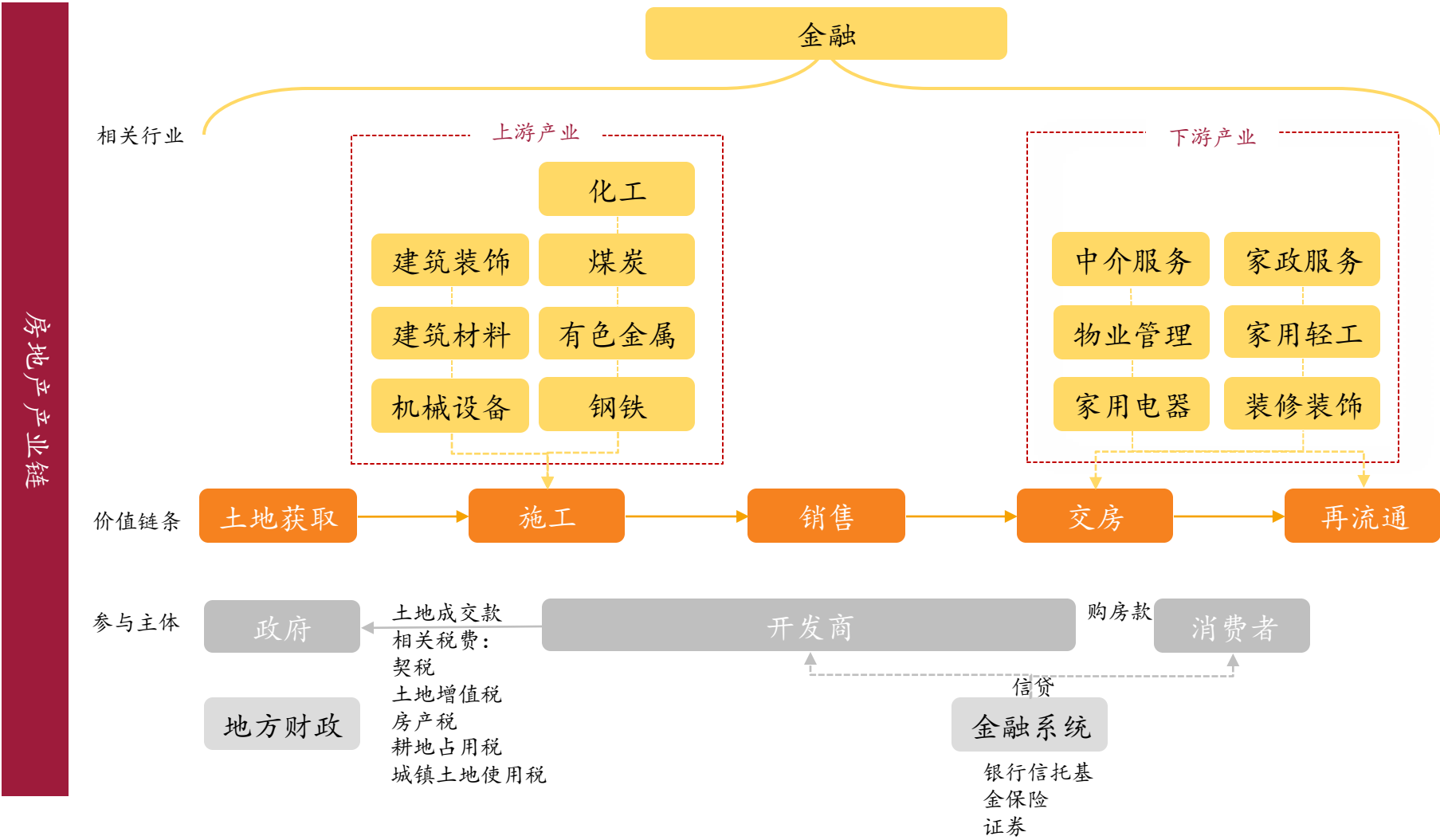
目录

- 1、总量视角：核心是追踪产业链对宏观经济的影响
- 2、长期视角：关注钱、地、人三要素
- 3、短期视角：景气度判断的三个依据
- 4、政策视角：如何平滑周期和建立长效机制
- 5、周期视角：去库存的差异化路径
- 6、企业视角：回报率边际递减拐点显现
- 7、估值视角：关注PB、PS低，估值弹性高的公司

1

总量视角：核心观察产业链对宏观经济的影响

总量视角：核心是追踪产业链对宏观经济的影响



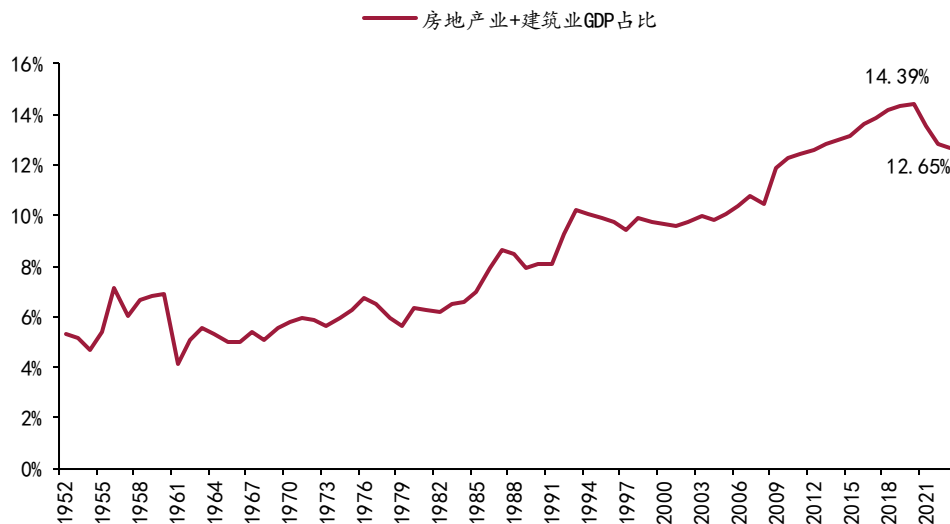
资料来源：天风证券研究所

总量视角：核心是追踪产业链对宏观经济的影响

宏观经济影响：房地产业+建筑业合计GDP贡献12.7%，拉动效应下滑

- 动态角度，2023年房地产业和建筑业GDP分别为7.4万亿元和8.6万亿元，占GDP比重分别为5.8%、6.8%，房地产业+建筑业合计占GDP比约12.7%，较2020年的14.4%下滑明显，反映出投资性需求的下滑、房价下行抑制刚性需求释放对上下游的拉动效应削弱。

图：房地产及建筑业占GDP比重



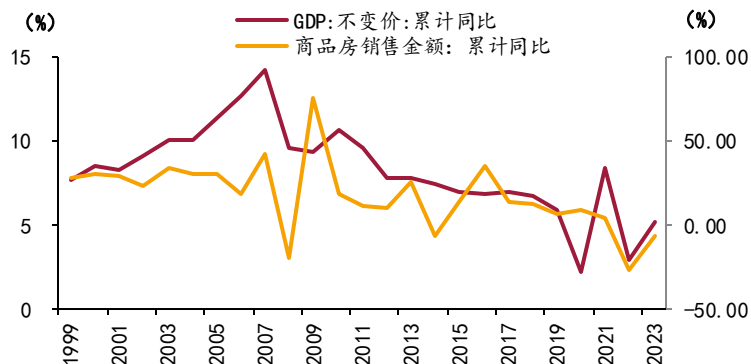
资料来源：Wind，天风证券研究所

总量视角：核心是追踪产业链对宏观经济的影响

宏观经济影响：房地产与GDP增速趋势具有一致性

- 房地产经济与宏观经济运行有较强的关联性，商品房销售金额增速、房地产开发投资完成额增速领先于GDP增速。
- 房地产开发投资作为GDP总投资的重要组成部分，带动上下游产业投资协同发展。

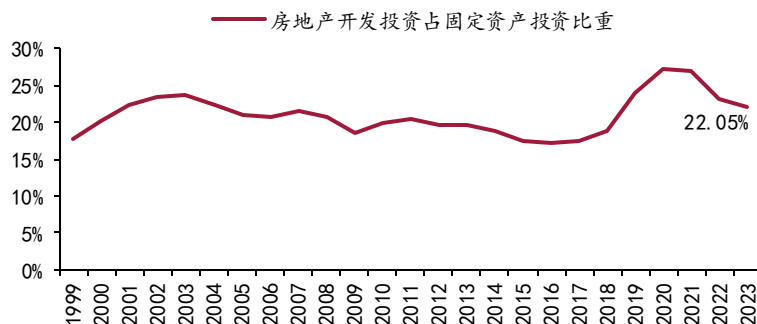
图：商品房销售金额与GDP趋势一致



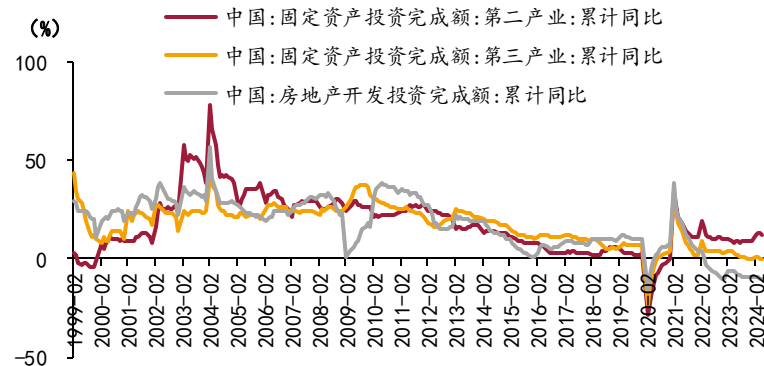
图：房地产开发投资与GDP增速趋势具有一致性



图：房地产开发投资是GDP总投资的重要组成部分



图：房地产开发投资&第二、三产业固定资产投资额



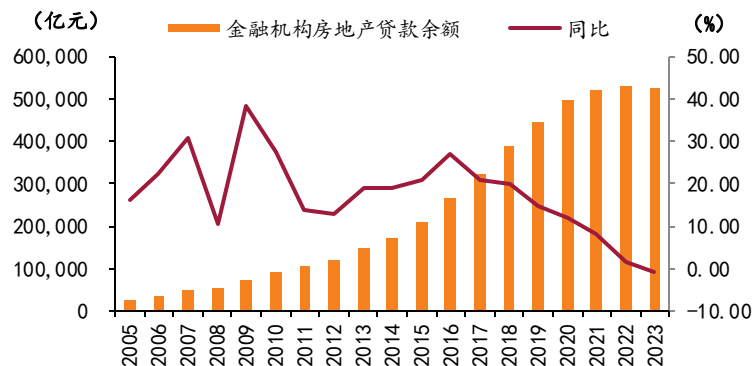
资料来源：Wind，天风证券研究所

总量视角：核心是追踪产业链对宏观经济的影响

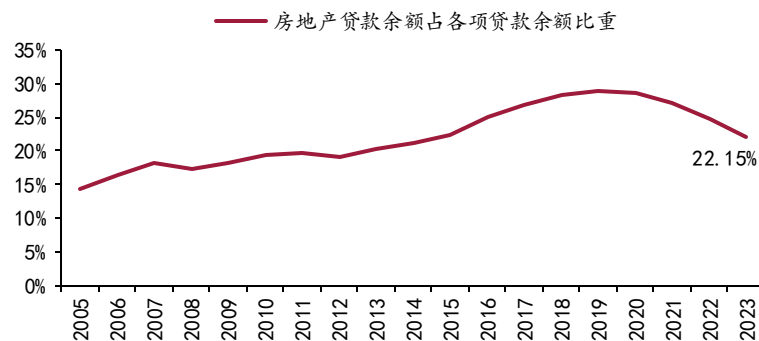
信贷影响：金融机构房贷余额占比超两成，比重自2019年以来持续下滑

- 截止2023年末，金融机构房地产贷款余额52.63万亿元，同比-1.0%，历史上首次转负，占各项贷款余额比重为22.2%，比重自2019年达高点后持续下滑。2023年金融机构新增房地产贷款转负。

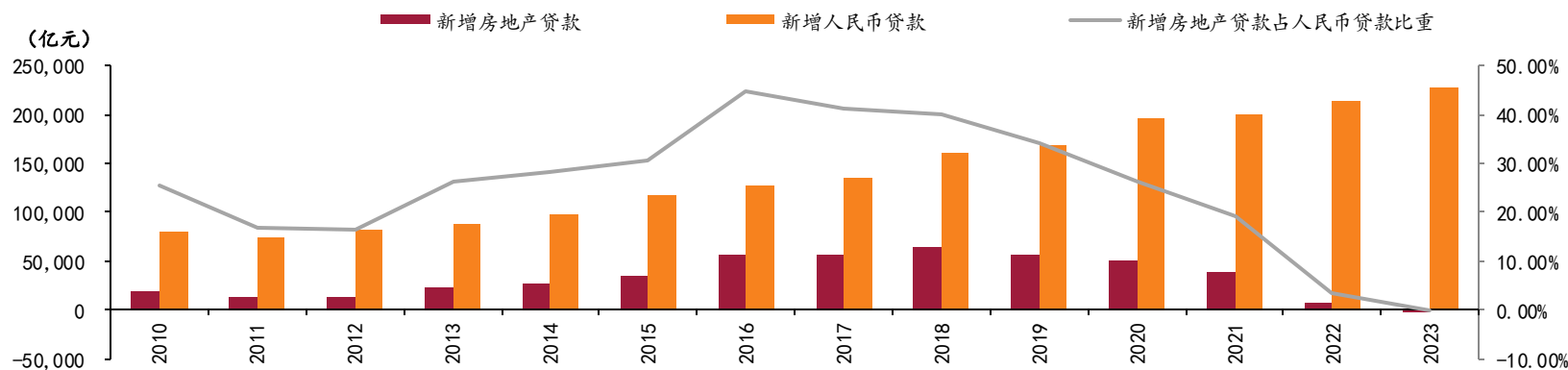
图：房地产贷款余额及增速



图：房地产贷款余额占各项贷款余额比重



图：新增房地产贷款占新增人民币贷款比重



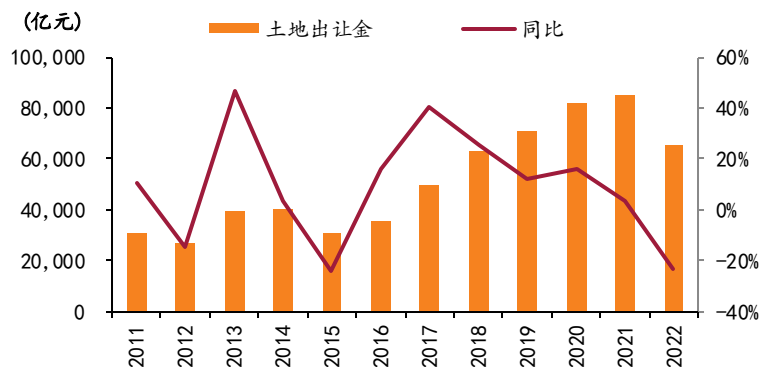
资料来源：Wind，天风证券研究所

总量视角：核心是追踪产业链对宏观经济的影响

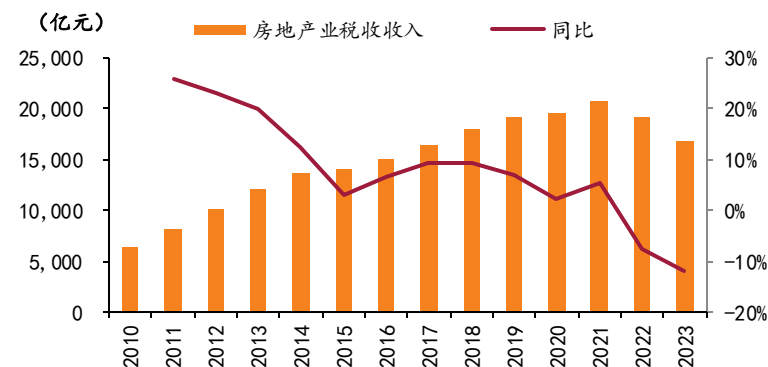
财政影响：房地产行业税收与土地出让金重要性难以替代

- 房地产业作为国民经济的支撑产业，其对财政收入的整体贡献率常年处30%以上的高位。自2015年起全国财政对房地产的依赖程度呈线性增长态势，2020年后下滑，但占比仍超3成。

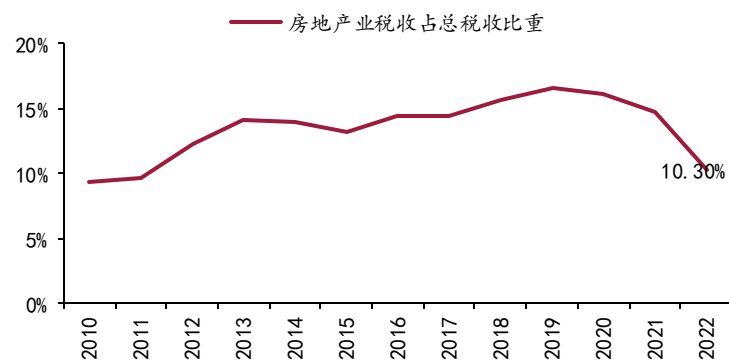
图：全国土地出让金规模及增速



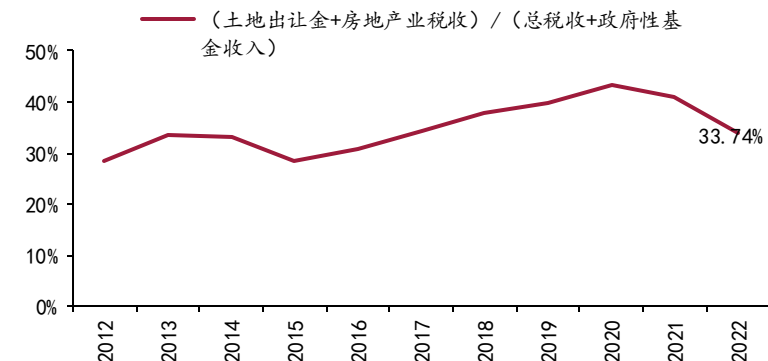
图：房地产行业税收收入及增速



图：房地产行业税收占总税收比重



图：房地产行业财政贡献率



资料来源：Wind，天风证券研究所

2

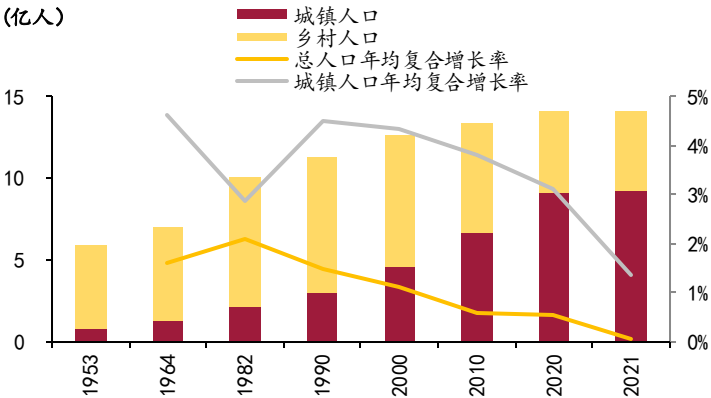
长期视角：关注钱、地、人三要素

人口是最核心变量

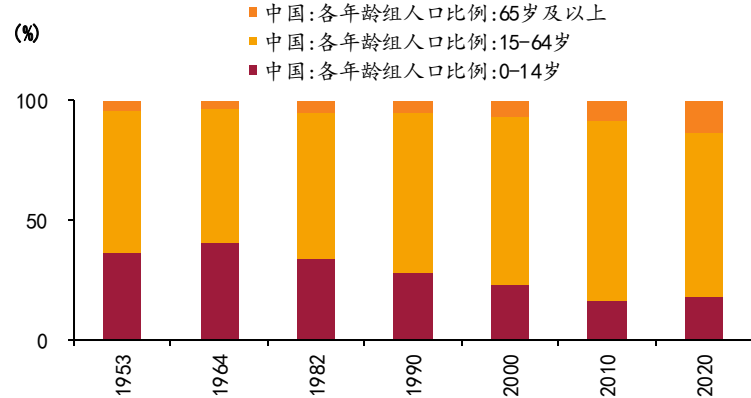
七普：人口总量衰减引发地产长期需求的担忧

- 人口作为影响房地产长周期的核心变量，在本轮调整过程中，同样对预期的快速反转起到催化作用。2022年，全国出生人口956万人，净增人口-85万人。人口负增长红线前，中长期供需关系的重构以及全球范围内已然偏高的房价收入比打破了原有的房价增长预期，需求曲线开始向左偏移。

图：我国历次人口普查数据情况



图：各年龄段人口占比



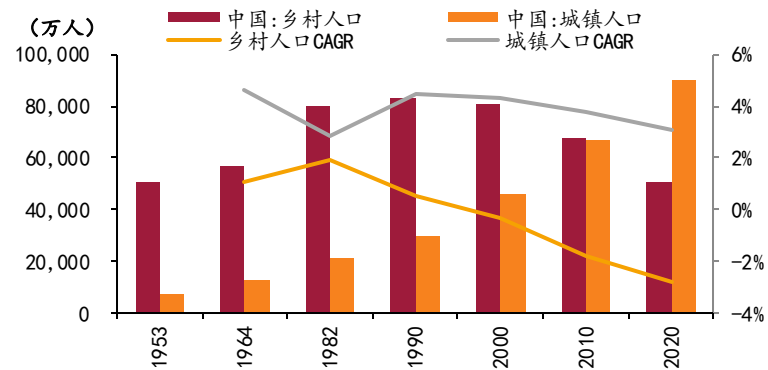
资料来源：Wind，天风证券研究所

人口是最核心变量

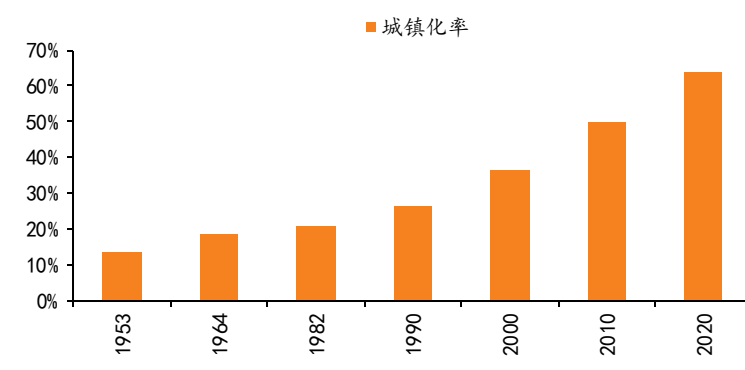
城镇化率与房地产基本面变化趋势相吻合

- 整体来看，城镇化率增长趋势与地产基本面数据变化具有较强的一致性。“七普”数据显示，2020年常住人口城镇化率为63.89%，较2010年提升14.21个百分点。2023年，我国城镇化率为65%，我们预计2030年将接近70%，目前较发达国家仍有15%左右的空间，城镇化有望继续在未来扮演驱动区域经济和城市群地产发展中枢的角色。

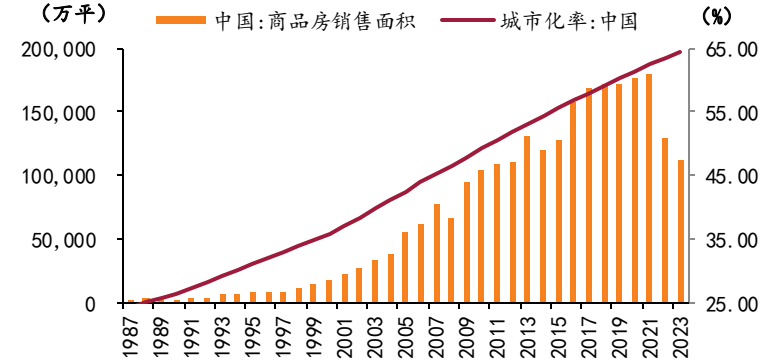
图：城镇人口乡村人口值及增速



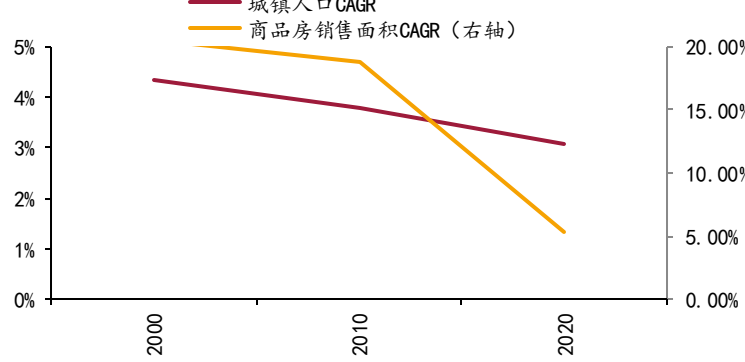
图：七次人口普查城镇化率



图：全国商品房销售面积及城镇化率变化趋势一致



图：1990-2020年城镇人口及商品房销售面积复合增长率

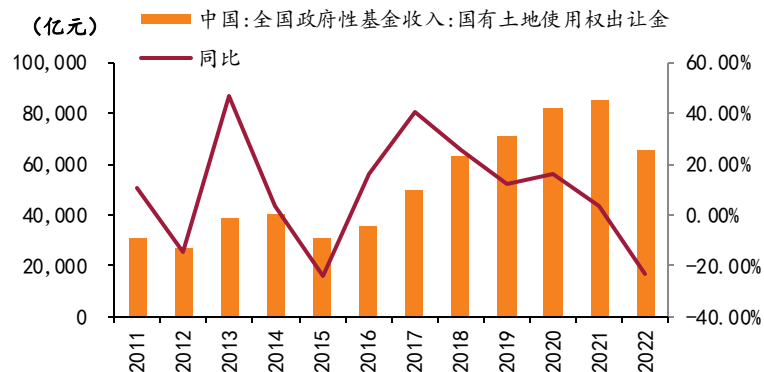


资料来源：Wind，天风证券研究所

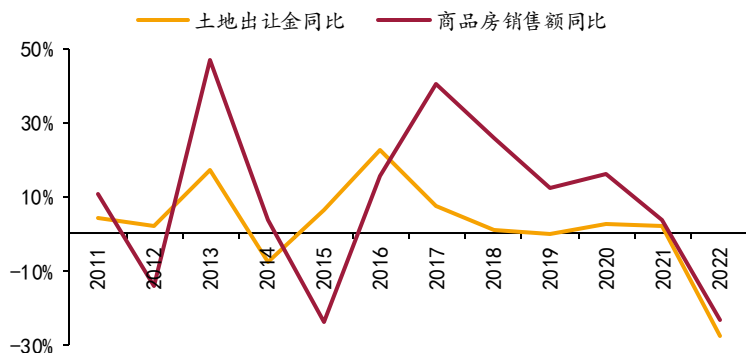
土地不再为核心变量

- 过去十年土地出让金与全国商品房增速的变化趋势基本吻合，未来市场需求的动态调节将会决定土地出让，即总量层面的土地供给对需求的影响有限。

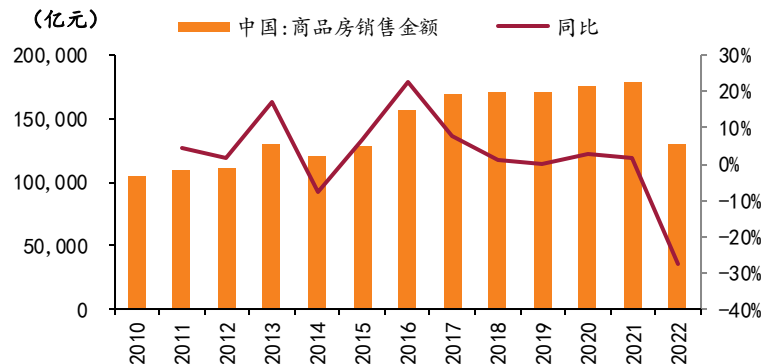
图：全国土地出让金规模及增速



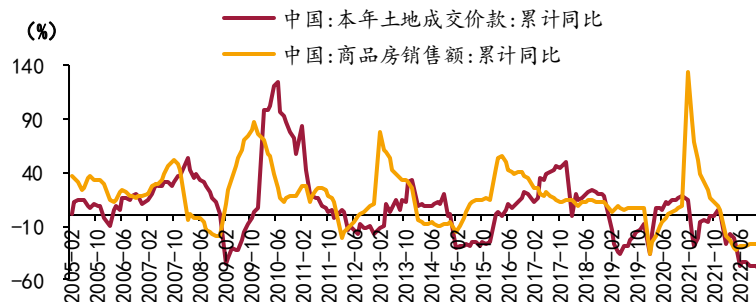
图：土地出让金与商品房销售金额累计同比增速高度拟合



图：全国商品房销售金额及增速



图：商品房销售额与土地成交价款累计同比增速

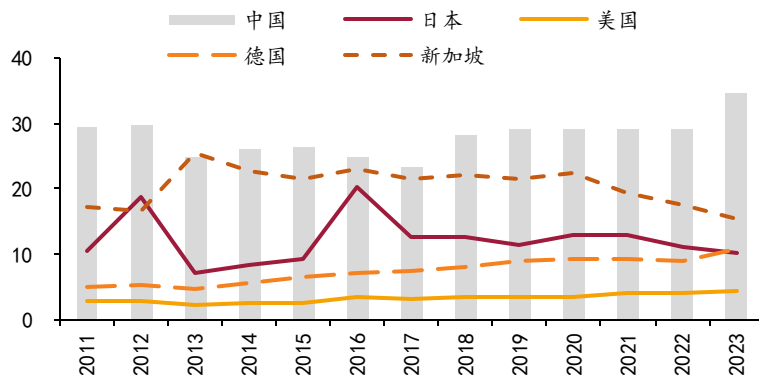


资料来源：Wind，天风证券研究所

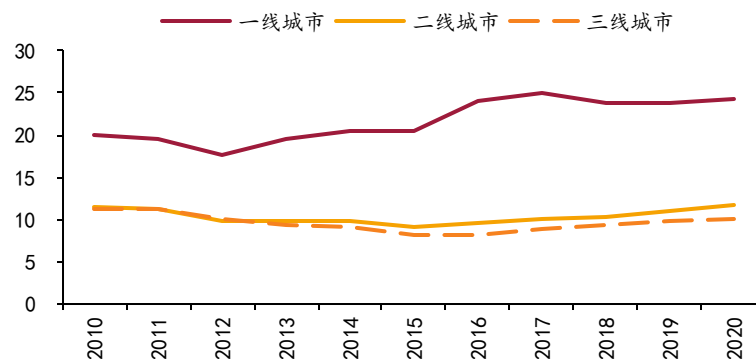
剩余杠杆空间有限

- 价格预期转弱和高居民杠杆率对居民需求释放带来的不确定性：
- Numbeo数据显示，2023年我国房价收入比为34.6，在其收录的107个国家和地区中排名第5。
- 预期收益率=预期房价涨幅+租金收益率-资金成本-交易成本。房价预期转弱，租金收益水平仍然较低。

图：房价收入比



图：国内一二三线城市房价收入比(%)

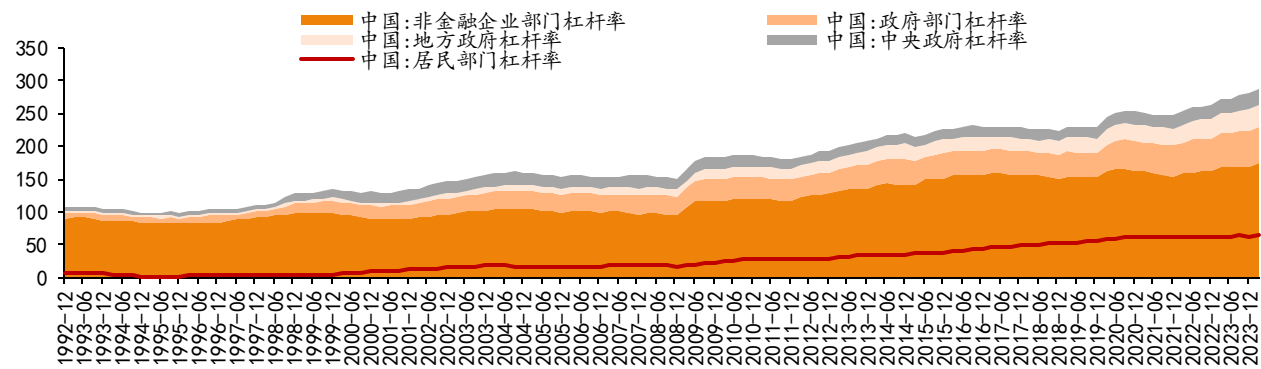


资料来源：Numbeo, Wind, 天风证券研究所

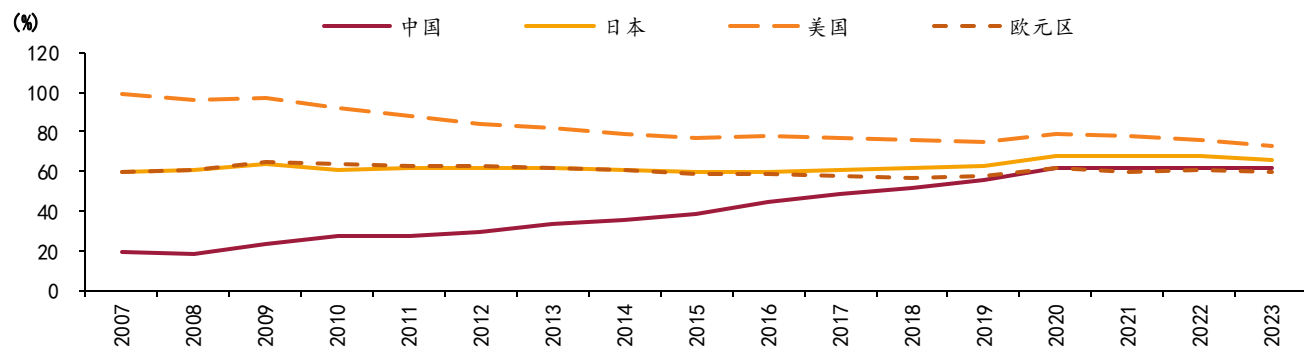
剩余杠杆空间有限

- 居民杠杆率对居民改善性需求释放带来的不确定性：2023年，国际清算银行数据显示我国住户部门杠杆率为62%，我国居民杠杆水平增长迅速，偿债压力来到历史相对高位。

图：中国杠杆率结构(%)



图：居民杠杆率海外对比(%)

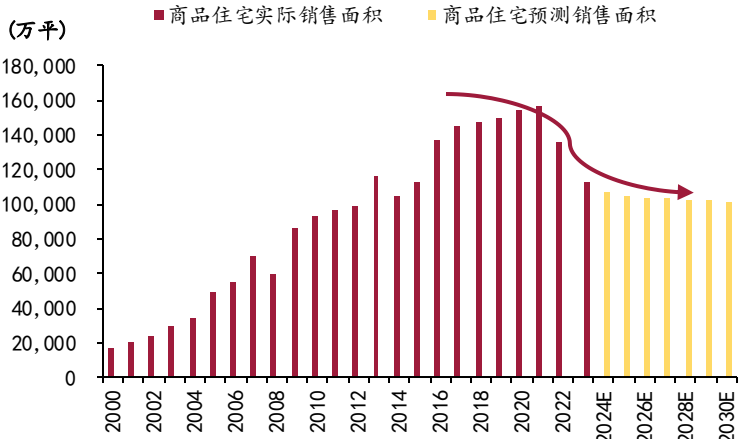


资料来源：Wind，天风证券研究所

未来10年住宅需求中枢均值计算

- 结合我们基于人口、城镇化率和住房改善对行业需求中枢的测算，未来5年新房住宅需求有望维持7-8亿平，长期中枢均值或回落至7亿平以下。

图：商品住宅销售面积预测



表：需求测算指标说明

关键参数	说明	关键参数	说明
出生率变化系数	0.9，假定未来出生率逐年以重新开发形式进行更新比例	深圳十三五规划中提出的40%	
死亡率变化系数	1.05，假定未来死亡率相对较快增长	1/住宅建筑更新周期	
城市化率	Wind，国家统计局公布值，2023年取66.16%，后假设年增速0.8%	存量更新改造率	
地产存量	城市人口数 X 人均建筑面积	人均建筑面积	
住宅建筑更新周期	假定30年为一轮拆除或更新整修周期		

表：新房住宅中短期需求增量测算

	参数	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
城镇人口增加需求	人口总量（亿人）	14.10	14.06	14.01	13.95	13.87	13.79	13.68	13.57
	新出生人口	0.09	0.08	0.07	0.07	0.06	0.05	0.05	0.04
	死亡人口	0.11	0.12	0.12	0.13	0.13	0.14	0.15	0.16
	城市化率	66.16%	66.96%	67.76%	68.56%	69.36%	70.16%	70.96%	71.76%
	城市人口数（亿人）	9.33	9.42	9.49	9.56	9.62	9.67	9.71	9.74
	城市人口增量（亿人）	0.12	0.09	0.08	0.07	0.06	0.05	0.04	0.03
	增量测算（亿㎡）	4.33	3.28	2.94	2.60	2.24	1.88	1.50	1.11
城市更新改造需求	地产存量（亿㎡）	339	346	353	360	366	371	377	382
	住宅建筑更新周期	30							
	以重新开发形式进行更新比例	40%							
	存量更新改造率	1.33%							
	货币化安置率	30%							
居住条件改善需求	增量测算（亿㎡）	1.36	1.39	1.41	1.44	1.46	1.49	1.51	1.53
	人均建筑面积（㎡）	36.4	36.8	37.2	37.6	38	38.4	38.8	39.2
	增量测算（亿㎡）	5.60	3.77	3.80	3.83	3.85	3.87	3.88	3.90
总增量	总增量测算（亿㎡）	11.28	8.43	8.15	7.86	7.56	7.23	6.89	6.53
	城镇人口增加需求占比	38%	39%	36%	33%	30%	26%	22%	17%
	城市更新改造需求占比	12%	16%	17%	18%	19%	21%	22%	23%
	居住条件改善需求占比	50%	45%	47%	49%	51%	53%	56%	60%

资料来源：Wind，天风证券研究所

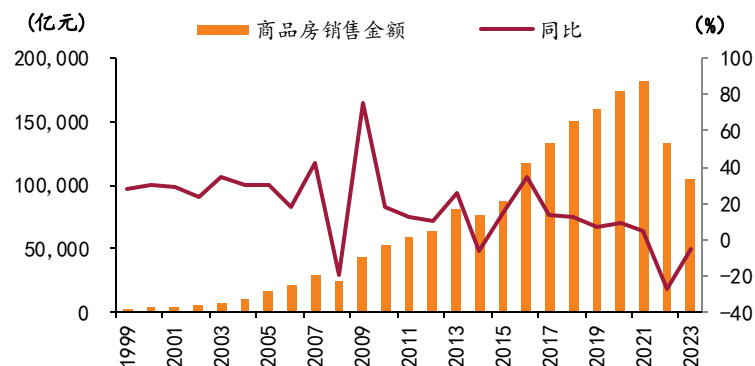
3

短期视角：景气度判断的三个依据

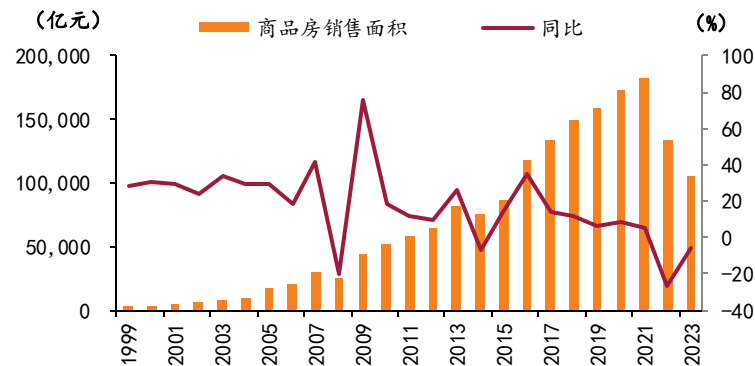
景气度判断依据1：销售面积&销售金额

- 需求端主要关注统计局官方公布的月度的全国商品房销售面积的数据，月度地产销售数据的表现差异取决于地产商推盘节奏和力度的不同，但仍呈现季节性特征。需求的腾挪带来的基数高低，影响市场对于需求表现的感知。

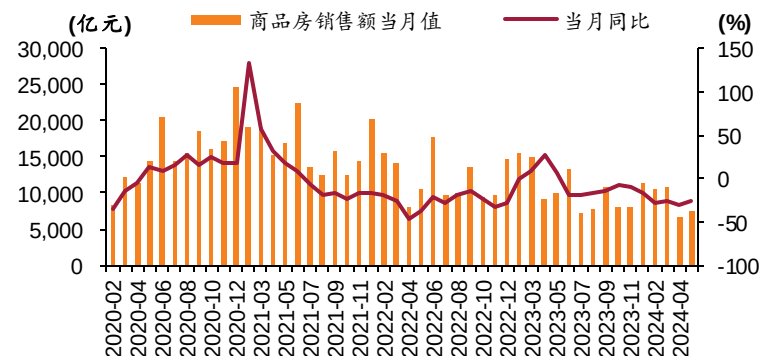
图：全国商品房销售金额及增速



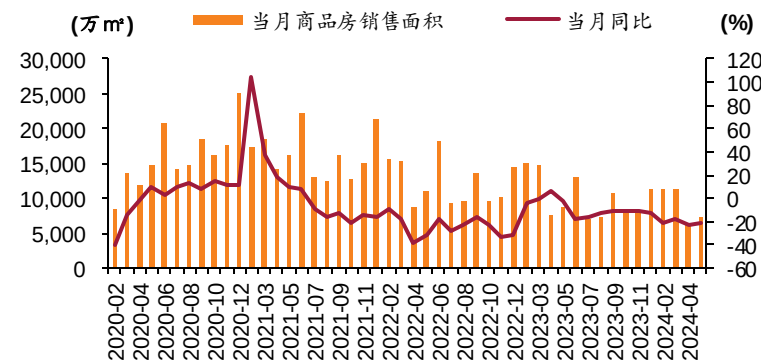
图：全国商品房销售面积及增速



图：商品房销售金额单月值及增速



图：商品房销售面积单月值及增速

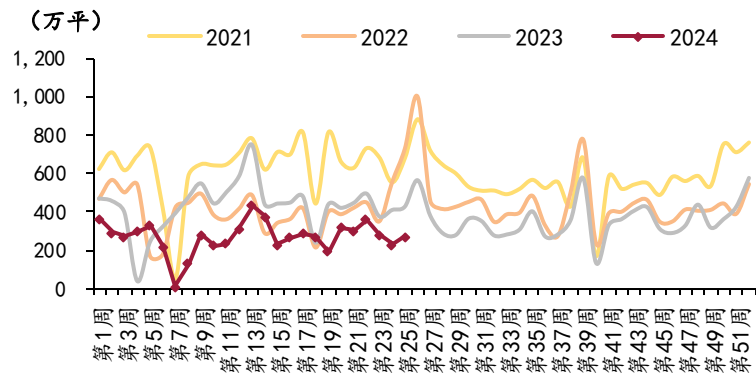


资料来源：Wind，天风证券研究所

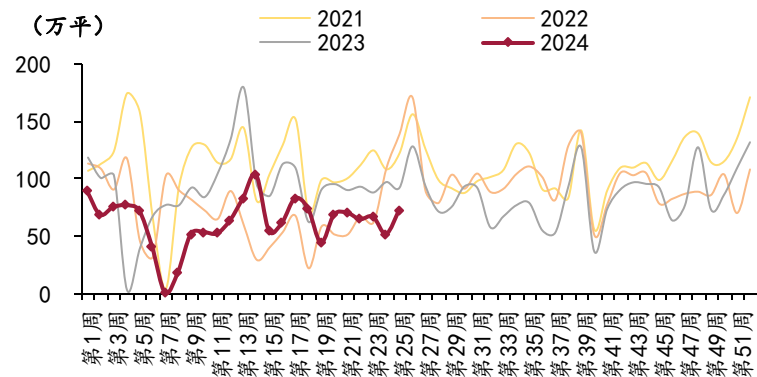
前置观察指标：高频成交

- 各地住建的高频成交数据（日度频率）和百强房企销售数据（月度频率）为更为领先的需求侧观察指标。

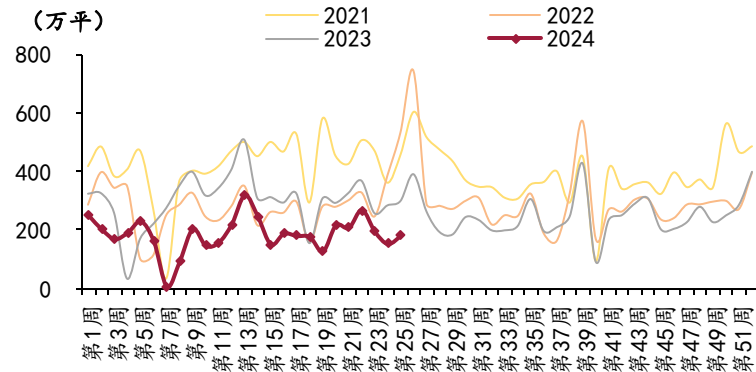
图：2021年至今62城新房周度成交面积对比



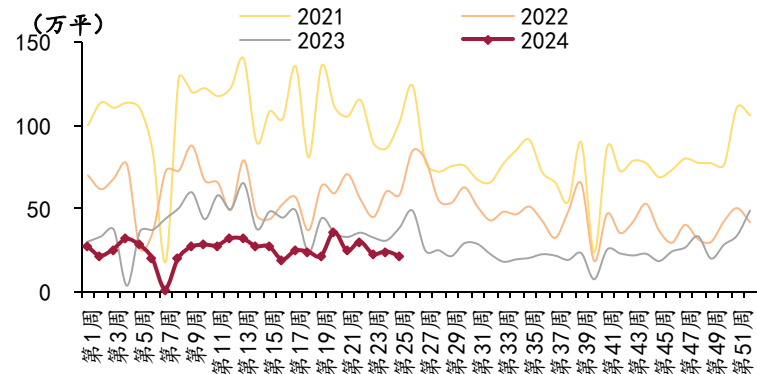
图：1线4城商品房成交面积周度同比



图：2线23城商品房成交面积周度同比



图：3、4线35城商品房成交面积周度同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

前置观察指标：高频成交

图：商品房成交面积热力图（单位：%）

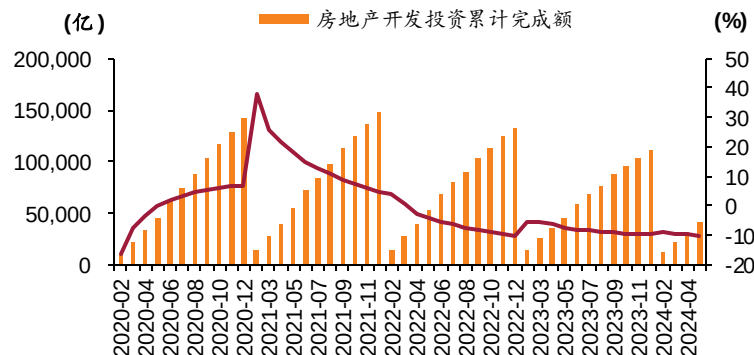
	24/06	24/05	24/04	24/03	24/02	24/01	23/12	23/11	23/10	23/09	23/08	23/07	23/06	23/05	23/04	23/03	23/02	23/01	22/12	22/11	22/10	22/09	22/08	22/07
全部城市	-35	-31	-35	-43	-59	3	-10	-11	-9	-25	-24	-27	-30	11	19	37	26	-39	-32	-31	-22	-12	-19	-30
一线城市	-30	-28	-29	-40	-60	6	6	6	-8	-29	-30	-9	-11	69	108	72	11	-31	-29	-30	-12	13	-12	-11
二线城市	-37	-32	-37	-44	-59	2	-13	-14	-4	-19	-16	-27	-33	11	10	41	43	-38	-29	-26	-21	-15	-18	-36
三线及以下	-33	-23	-40	-46	-60	0	-21	-29	-46	-56	-58	-59	-39	-39	-18	-20	-18	-60	-55	-52	-43	-33	-36	-20
北京	-48	-32	-41	-41	-55	88	36	0	-25	-22	-24	22	-8	34	21	40	68	-29	-27	-35	11	5	-14	-47
上海	-32	-26	-23	-28	-69	-27	9	-30	4	-32	-32	-18	-1	361	1231	104	-2	-23	-20	8	-28	30	0	16
广州	-6	-26	-27	-46	-49	10	-1	211	4	-16	-32	-16	-34	4	124	80	4	-45	-50	-74	-15	-12	-11	-18
深圳	-31	-28	-21	-59	-60	-8	-40	0	-15	-54	-30	-12	19	28	-19	61	-6	-46	-2	-35	6	31	-43	27
杭州	9	-34	-47	-23	-69	-19	31	3	5	-1	21	-11	-11	17	34	48	45	-48	-42	-40	-11	-19	-16	-30
南京	-61	-50	-42	-72	-76	-50	3	-23	17	-28	-33	-34	-31	-5	6	47	-28	-59	-44	-13	-33	-16	36	-22
青岛	-55	-42	-22	-46	-60	56	-4	-23	-11	-22	-5	-30	-56	1	6	64	87	-42	-1	-9	-11	41	-9	-19
苏州	-27	-35	-49	-32	-60	-12	-38	-18	-34	-68	-26	-38	-70	4	25	5	0	-49	0	-26	5	41	-13	-47
福州	100	-83	118	206	-85	-32	29	-11	36	-25	-63	-82	-32	110	-89	-79	-56	-59	-76	-69	-82	-77	-81	-48
厦门						-22	-11	-33	-42	-19	-13	-28	70	33	6	115	57	1	-2	56	14	-16	-49	-26
无锡	-1	-43	-59	-47	-68	-24	-10	-54	-18	-2	-31	8	-51	-56	79	41	35	-39	-26	-3	-37	-40	-57	-13
济南	-23	7	-21	-7	-67	31	-21	-27	-30	32	-30	-36	-29	-10	-5	38	82	-21	-36	-25	10	-25	-30	-26
温州	-16	22	-21	-32	9	-48	-12	16	-8	-69	28	-43	-30	9	51	117	75	116	-8	-70	-51	88	-36	-19
宁波	-34	-13	-54	-58	-75	38	-13	-32	-56	-57	-60	-57	-23	35	31	31	20	-33	22	-25	-38	-20	-29	-48
扬州	1	-12	-3	-51	-56	33	-48	-55	-41	-39	-38	-50	27	42	23	47	52	-34	12	31	-5	13	47969	-38
金华	-44	-54	58	-12		2	106	61	135	69	-41	0	-14	-57	83				-18	28	13	15	-61	-26
泉州	-2	-51	364	-41	1459		-64	32	96	386	3059	8562	-37	-21	-93	58	-93		910	148	-22	-48	-96	-99
绍兴	-86	-69	-40	-83	-87	32	-47	-15	-45	-91	-69	23	-11	-76	-79	-64	-71	-91	-84	-88	-82	-10	0	-46
南宁	-38	-56	-64	-48	-67	-49	59	10	-4	-63	-23	0	-37	3	-33	53	51	-3	17	-55	-30	12	-38	-48
东莞	-10	-56	-44	-53	-60	17	-16	-39	-19	-11	-55	416								139	-35	46	23	-92
惠州	-34	5	21	-45	-82	-6	-19	-22	-23	-63	-24	-24	-16	-3	63	178	239	-17	-15	74	20	22	52	-38
佛山	-6	-3	-24	-53	-65	36	-34	-31	-23	-7	-10	-25	-35	-22	10	16	79	-65	-24	-20	-23	-14	-3	-33
武汉	4	-51	-38	-57	-69	15	-17	-6	55	-18	-25	-45	-48	29	-15	41	95	-41	-29	-57	-36	-39	-9	-57
成都	-58	-25	-41	-39	-52	11	-22	-7	17	66	-12	-14	14	23	26	9	12	-45	-52	-8	-19	-68	-28	-21
赣州			126	-3	-38	149	150		8	-14	-2	231	17	31	-37	-56	6	-66	-82		-33	-32	-45	-87
芜湖	-28	-20	1	-54	-42	-22	59	21	14	-12	-45	-44	-33	-26	-10	-48	-25	-52	-45	-49	-58	-58	-56	-38
舟山	-17	-35	-44	-57	-60	117	-59	-47	-64	-55	-71	-65	-25	-40	-35	9	61	-76	-36	15	42	41	7	20
龙岩			-17	-64	-66	219	-31	-54	-45	-62	-35	-74	18	-19	-1	181	71	-61	44	14	8	-1	-76	-23
柳州	5	-26	-23	-55	-51	5	-47	-51	-61	-70	-71	-79	-71	-31	-21	4	-5	-66	-16	-48	-43	-29	-21	54
江门	-17	-32	-35	-44	-66	47	-38	27	-18	54	10	-28	-35	16	2	45	110	-28	49	24	102	53	35	40
池州	-30	-29	-79	-46	-57	-17	40	127	-34	-38	-7	-7	-22	10	231	49	71	-53	-73	3	12	10	-39	-32
宿州	23	-81	-88	9	-50	-55	-39	133	-15	-40	18	34	-42	30	10	-20	-4	-40	33	-91	-69	-72	-60	-82
韶关	-61	-8	-40	-31	-58	-54	-53	-24	-34	-58	-38	-2	42	-38	-57	-29	24	-17	181	-37	-43	-28	-10	-28
云浮	-67	66	80	-90	-48	6				-92	-79	-80	239	12	-61	609	60	-37	14	-2	466	-83	12	213
荆门	246	-43	-13	-27	-58	106	40	-62	-69	-6	-8	106	-94	62	113	-34	430	-87	-25	-25	74	42	1260	-45
宝鸡	-2	-2	1	3	-44	21	4880	485	-4	-16	-40	-36	-48	-24	-14	52	-24	-58	-99	-87	-42	-44	-26	2

资料来源：Wind，天风证券研究所

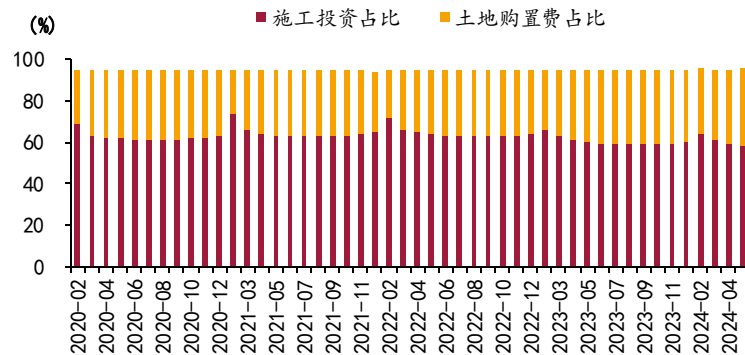
景气度判断依据2：房地产开发投资

- 供给侧主要用统计局公布的房地产开发投资额指标来总结供给。根据统计局分类，房地产投资包括四个部分：建筑工程+安装工程+设备工器具购置+其他费用。施工投资基本囊括了开工、施工、竣工整个工程的费用，占地产投资的最大部分，占比约60%，而其他费用主要是土地购置费，是房地产企业拿地之后分期付款计入地产投资的部分，占比约30%。
- 土地购置费可以很好的表征房企在拿地阶段的意愿，是预判房企拿地情况的较好领先性指标。

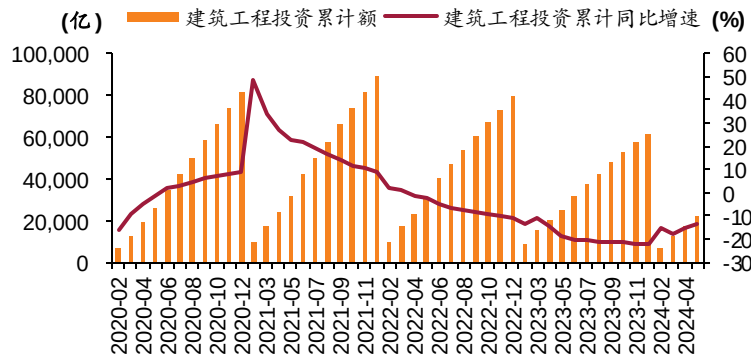
图：房地产开发投资完成额及增速



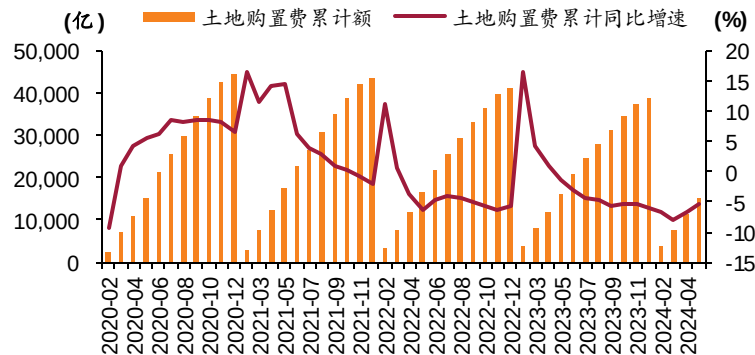
图：房地产开发投资构成情况



图：建筑工程投资额及增速



图：土地购置费及增速

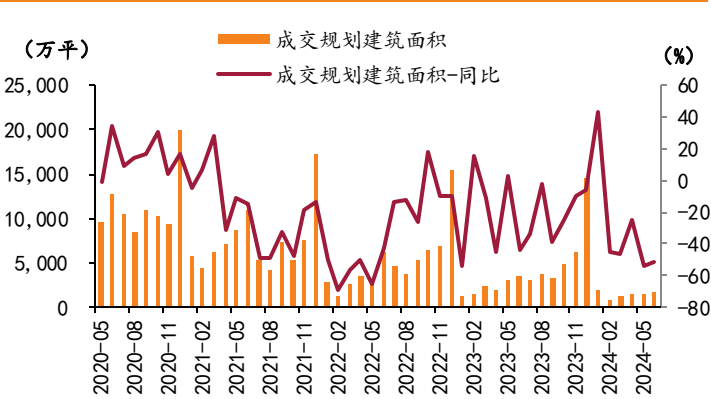


资料来源：Wind，国家统计局，天风证券研究所

高频观察指标：300城土地成交金额

- 供应端，2024上半年，300城土地供应规划建面累计1.13亿方，同比-44.3%。成交端，2024上半年，300城土地成交规划建面累计0.87亿方，同比-37.3%；土地出让金累计达0.54万亿元，同比-43.9%。2024上半年，300城土地出让金成交绝对值处历史低位，平均溢价率下滑，整体热度仍偏冷淡，市场投资信心修复困局待解。

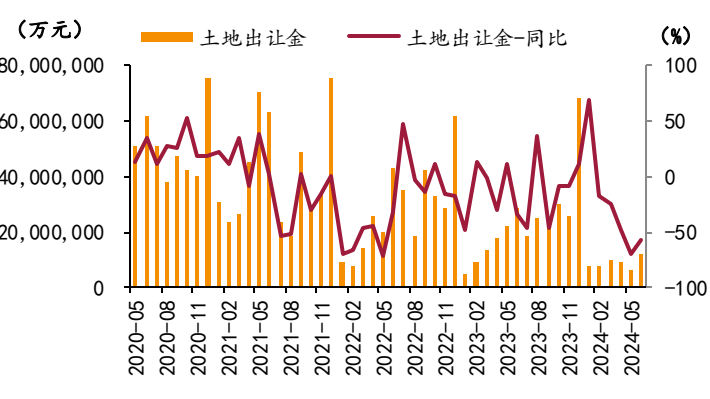
图：300城成交规划建筑面积单月值及同比



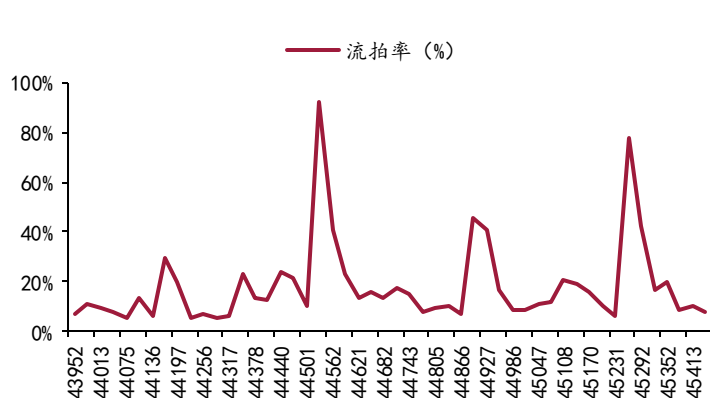
图：300城土地出让平均溢价率



图：300城土地出让金单月值及单月同比



图：300城土地出让流拍率

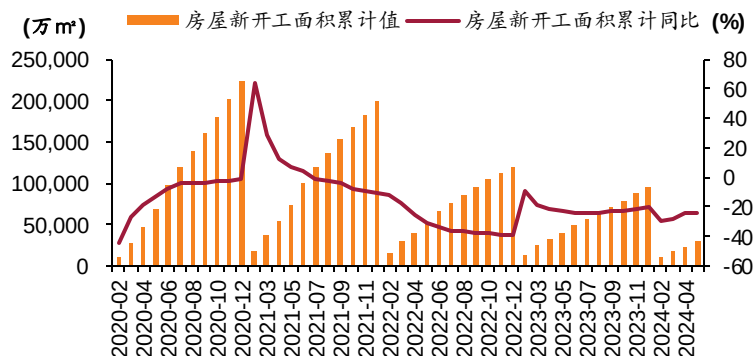


资料来源：中指研究院，天风证券研究所

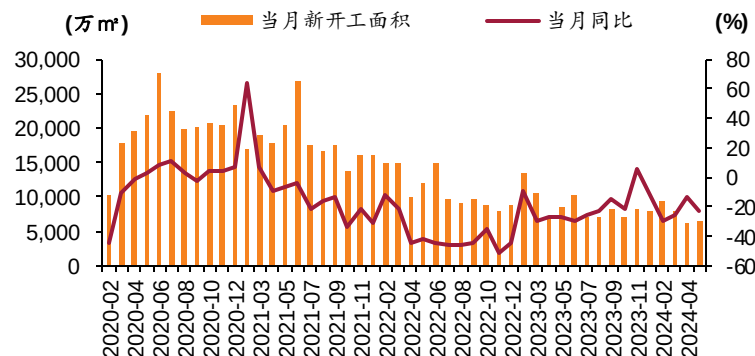
景气度判断依据2：开工、竣工、施工

- 期房销售一般在新开工一个月左右，故新开工和销售数据关联度高，时间差更具备确定性，具备领先性和预测意义。新开工具备季节性特征，破土创槽、打地基等操作均需要避开雨季，故新开工阶段主要集中在上半年，每年9月和12月存在赶工需求会小幅回升。
- 当期的施工面积 $\approx$ 上一期的施工面积-上一期的竣工面积+当期的新开工面积。开工和施工环节，可通过观测房地产上游的钢铁和水泥等建筑材料需求变动以及相关工程机械销量进行趋势分析。

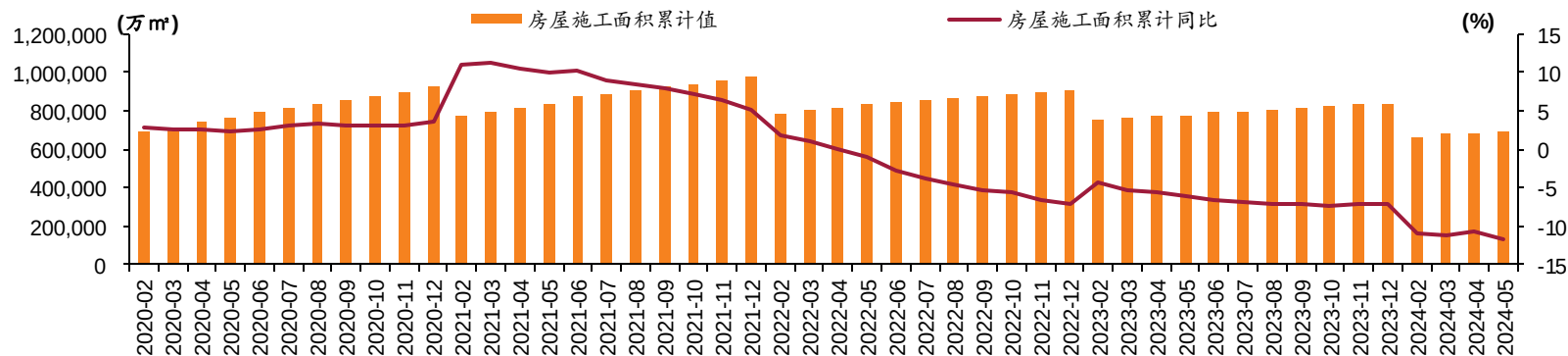
图：新开工面积累计值及增速



图：新开工面积当月值及增速



图：房屋施工面积及增速

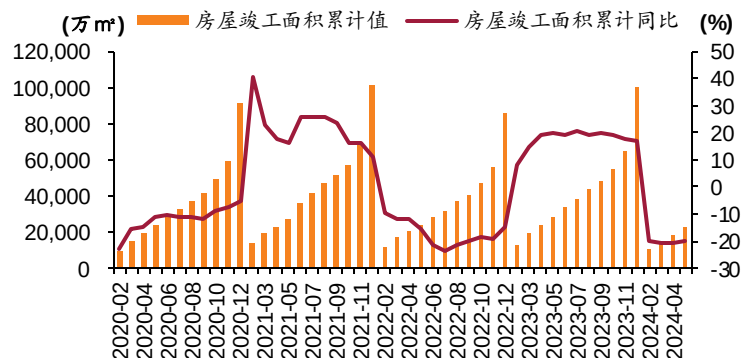


资料来源：Wind，天风证券研究所

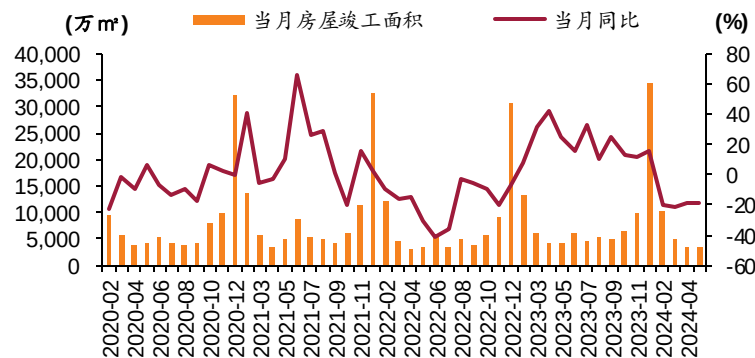
景气度判断依据2：开工、竣工、施工

- 竣工阶段商品房的供给就转化为了库存。一般来说从新开工开始预售到竣工阶段会有一个2-3年的时滞。竣工的季节性因素与开工不同，竣工面积前三个季度基本在低位震荡，而从9月份开始迅速爬升，在通常12月份达到峰值，主要因为一般房地产开发商在年底需回笼资金，且需赶在春节前交房节约成本且为返乡置业需求做准备。
- 钢化玻璃产量对于房屋竣工面积具有一定的领先性，可衡量竣工阶段的景气程度。

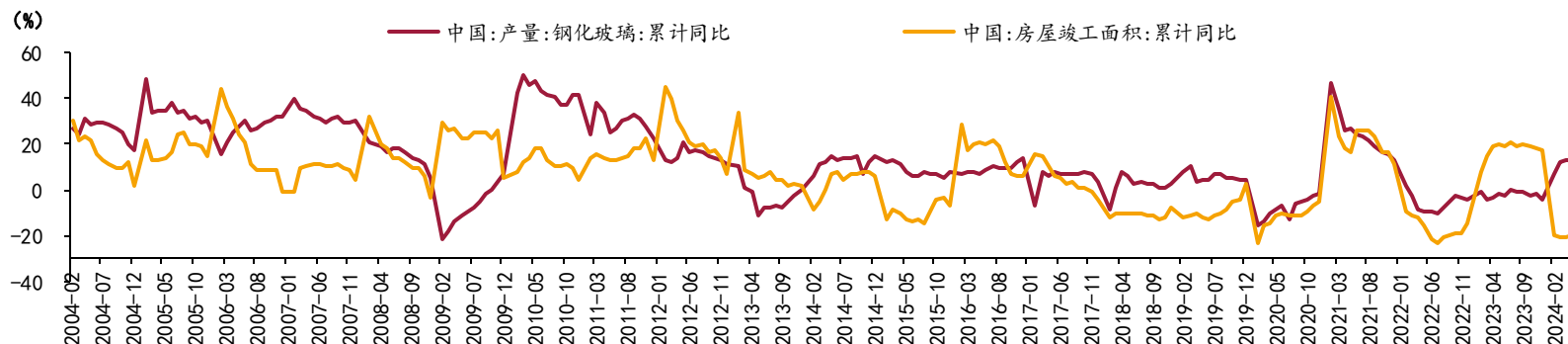
图：竣工面积累计值及增速



图：竣工面积当月值及增速



图：钢化玻璃产量及竣工面积增速高度拟合

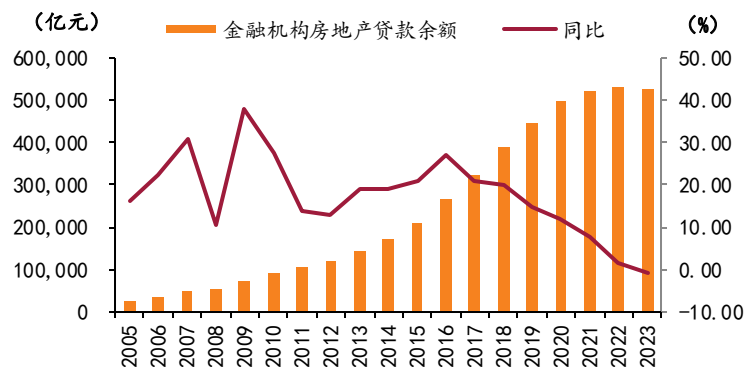


资料来源：Wind，天风证券研究所

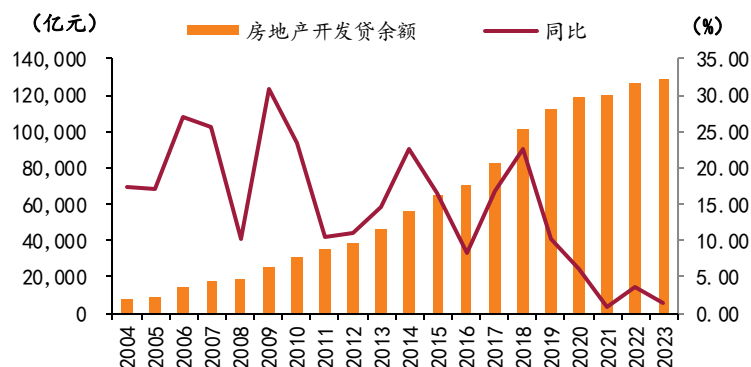
景气度判断依据3：房地产融资规模

- 自21年6月行业步入下行周期以来，行业贷款规模增长显著放缓。截止2023年末，金融机构房地产贷款余额52.63万亿元，同比-1.0%，历史上首次转负；房地产开发贷余额12.9万亿，同比+1.5%，增速达历史低点。
- 受行业信用风险扩散影响，年内境内、境外债发行规模继续回落。截至2024年5月，房地产行业累计发行境内债1945亿元，累计同比-15.5%，净偿还153亿元。境外债累计发行较少，债券融资体量继续收缩。

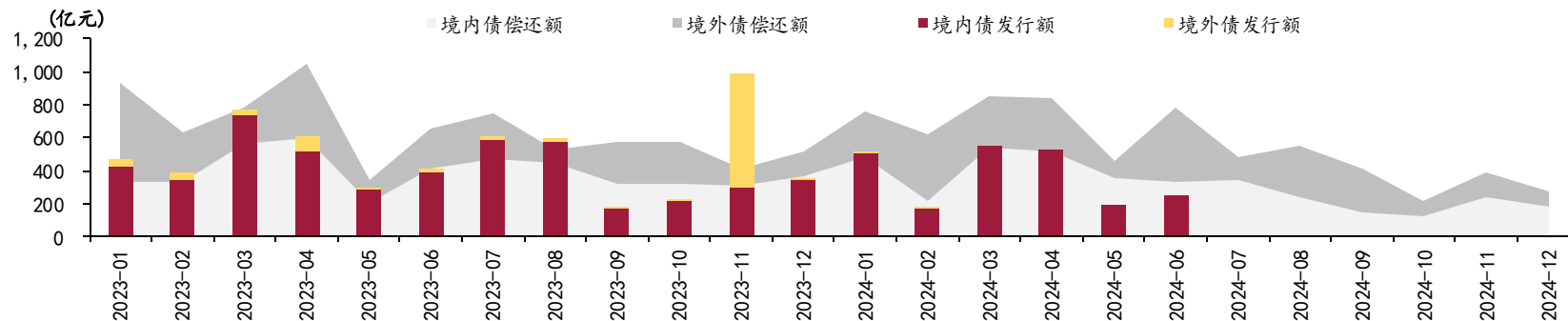
图：金融机构房地产贷款余额及同比



图：房地产开发贷余额及同比增速



图：房地产行业境内外债累计发行规模及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

24年关键指标预测：销售面积下滑15%，开发投资下滑9.5%

• 基于2023年全国商品房销售面积、新开工、竣工面积的累计同比增速为-9%、-20%、+17%，结合2024年1-5月，新建商品房销售面积36642万平，同比-20.3%；新开工面积30090万平，同比-24.2%；竣工面积22245万平，同比-20.1%。我们假设 2024 年全国商品房销售面积下滑15%，新开工面积下滑25%，保交楼、白名单等政策推动使竣工端具备相对韧性，但竣工21年以来受新开工减少影响预计下滑，我们预计竣工面积下滑15%。通过在建面积=上年施工面积-竣工面积+新开工面积和历史施工强度数据推算 24 年的施工投资金额，结合土地购置费，我们预计中性假设情形下，24 年房地产开发投资预测值将为10.04亿元，同比增速为-9.5%。

表：2024年销售、投资等房地产关键指标预测						
指标	2021A	2022A	2023A	2024E-乐观	2024E-中性	2024E-悲观
销售面积（万方）	179433	135837	111735	100562	94975	89388
YOY	2%	-24%	-9%	-10%	-15%	-20%
新开工面积（万方）	198895	120587	95376	76300	71532	66763
YOY	-11%	-39%	-20%	-20%	-25%	-30%
土地购置费（亿元）	43505	41030	38617	36686	35914	35141
YOY	-2%	-6%	-6%	-5.0%	-7.0%	-9.0%
竣工面积（万方）	101412	86222	99831	89848	84856	79865
YOY	11%	-15%	17%	-10%	-15%	-20%
施工面积（万方）	975387	904999	838364	824817	825040	825262
YOY	5.2%	-7.2%	-7.2%	-8.9%	-8.8%	-8.8%
施工强度（万元/方）	0.098	0.094	0.079	0.075	0.072	0.069
建筑工程投资（亿元）	88910	79311	61621	-	-	-
YOY	9%	-11%	-22%	-	-	-
安装工程投资（亿元）	5336	4610	3865	-	-	-
YOY	-9%	-14%	-16%	-	-	-
设备工程器具购置（亿元）	1331	1182	987	-	-	-
YOY	-8%	-11%	-17%	-	-	-
其他费用（亿元）	52025	47792	44440	-	-	-
YOY	0%	-8%	-7%	-	-	-
施工投资(亿元)	95577	85103	66473	61861	59403	56943
YOY	7.2%	-11.0%	-21.9%	-27.3%	-30.2%	-33.1%
房地产开发投资主要项（亿元）	139082	126133	105090	98547	95317	92084
YOY	4.1%	-9.3%	-16.7%	-6.2%	-9.3%	-12.4%
房地产开发投资主要项占比	94%	95%	95%	95%	95%	95%
房地产开发投资（亿元）	147602	132895	110913	104008	100427	97021
YOY	4.4%	-10.0%	-9.6%	-6.2%	-9.5%	-12.5%
房地产业开发投资金额变动（亿元）	6159	-14707	-21983	-6905	-10486	-13892

资料来源：Wind，国家统计局，天风证券研究所

4

政策视角：如何平滑周期和建立长效机制？

政策视角：关注当下周期平滑和长效机制建立

站在地产大周期的转折点之上，行业面临的是行政、金融、土地、财税等一系列长短期，供需双向的长效机制

- 供给侧：金融、土地从根本上避免了房企中长期无序扩张加大周期波动风险。
- 需求侧：行政调控通过逆周期调节进一步稳定短周期。
- 叠加更长视角的租赁市场渠道建设以及房地产税等预期管理工具，随着行业结构调整和产能出清，我们有望迎来真正的、规范的、平稳健康发展期。

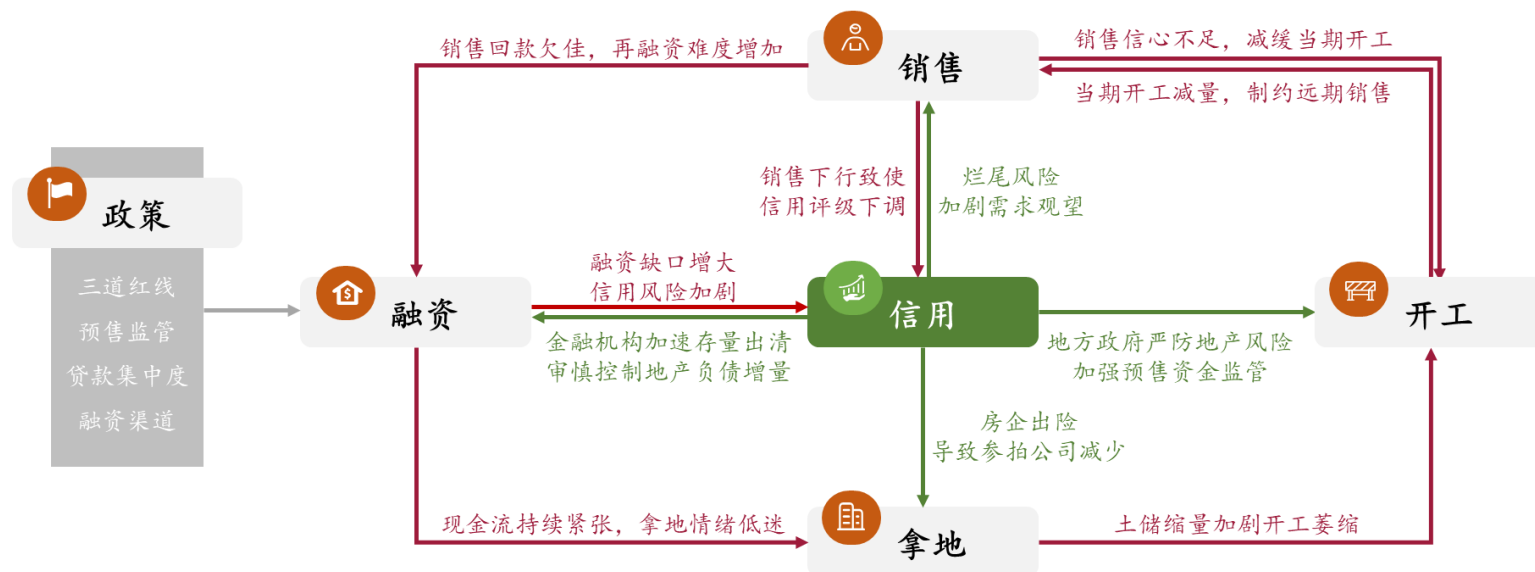


资料来源：天风证券研究所

归因：基本面负反馈的始末决定政策宽松始末

- 本轮地产金融供给侧改革的初衷在于遏制泡沫化、金融化势头，引导行业平稳健康发展，在供给侧表现为制约房企无序扩张，规避大周期波动风险，在需求侧则表现为通过行政调控进行逆周期调节，进一步稳定短周期。但在执行过程中，监管机构、金融机构、房企、购房者、上下游参与者之间旧平衡被快速打破，新机制尚未建立之前，预期快速反转导致行业基本面、信用面出现负反馈式调整：长期供需结构变化，去杠杆暴露信用风险，债权人、监管资金、供应商加剧流动性挤兑，信用、交付风险和疫情冲击加剧需求观望情绪，销售下行进一步冲击行业现金流，并围绕产业链外溢至拿地、开工、施工等环节，逐渐偏离温和出清和健康调整的目标。

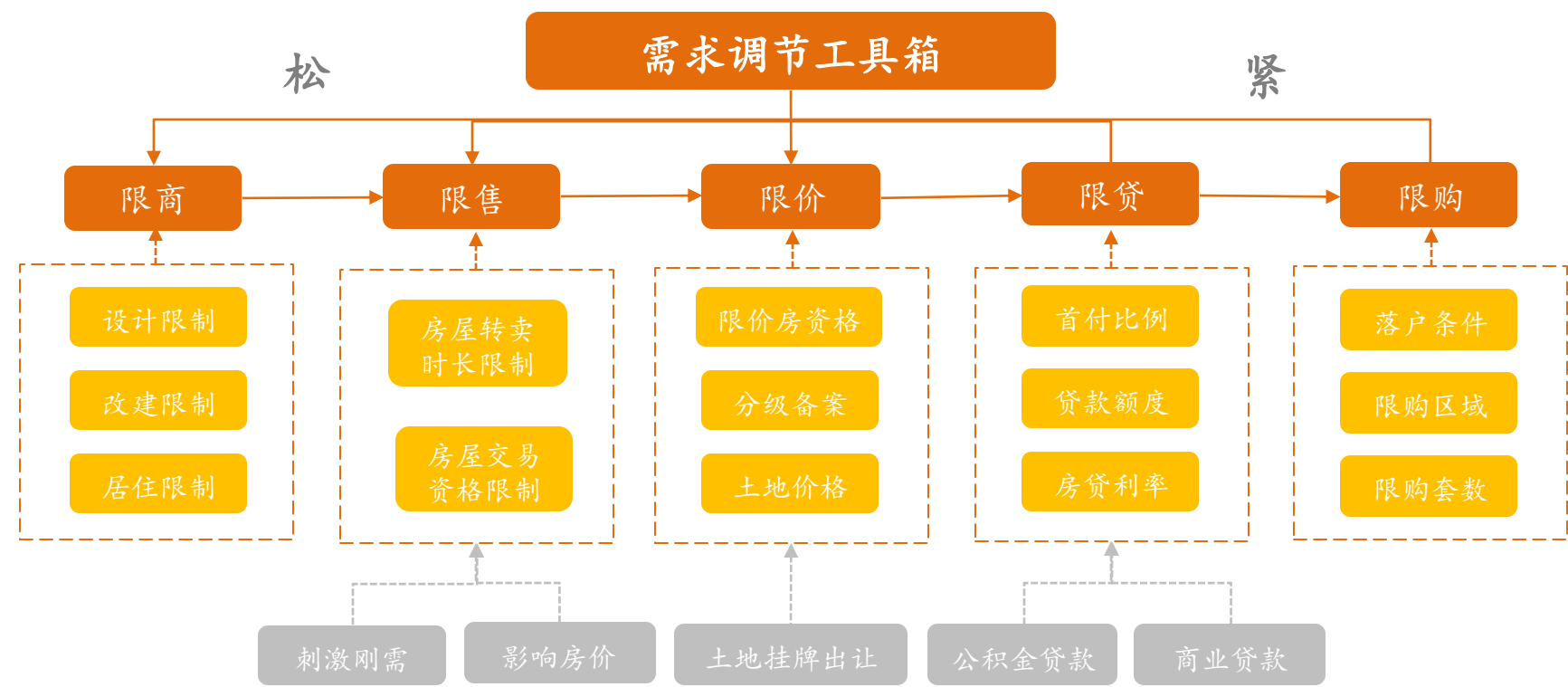
图：如何理解行业基本面的负反馈下行



资料来源：天风证券研究所

金融政策影响加杠杆的空间与资格

需求调控的五限谱

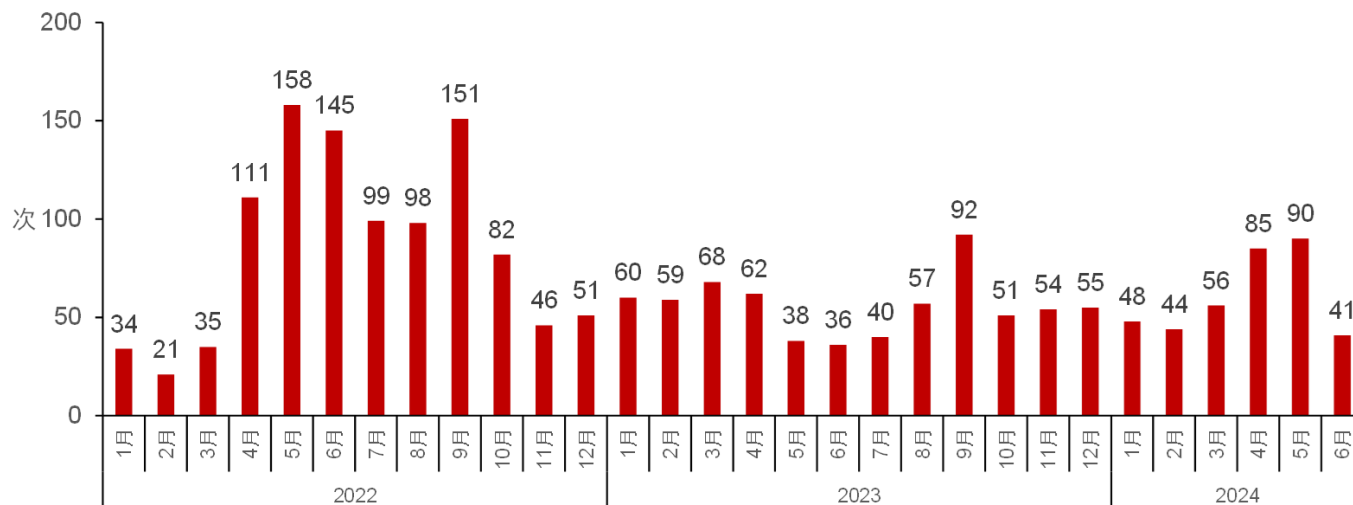


资料来源：天风证券研究所

应对：供需双向发力，推动市场回稳

- 从调控频次看，2024年上半年，全国有约180省市（县）出台政策超360条，二季度各地政策保持较高频次。调控类型以差别化住房需求支持，限制性政策放松为主流。
- 分能级看，1) 一线城市，在限购、限贷、公积金贷款等方面均有政策优化。限购方面，北上广深政策举措主要集中在降低购房个税/社保年限、支持多孩家庭购房、优化非核心区限购等方面，除广州取消120平方米以上限购外，北上深核心区域仍保持严格限购。限贷方面，5.17政策后北上广深均下调了首付比例和房贷利率，其中广州首付比例降至首套15%/二套25%，下调力度高于北京、上海（首套20%/二套30%-35%）和深圳（首套20%/二套30%）。
- 2) 二线和三四线城市，继续从取消限购、完善二套房认定标准、优化公积金贷款政策、优化限售、发放购房补贴等方面优化需求端政策，除天津及海南省外，其他城市基本已取消限购政策，多数城市首付比例降至全国下限要求并取消商贷利率下限，多个二线城市首套房贷利率降至3.25%、二套降至3.35%，下调幅度较大。

图：地产调控政策频次



资料来源：中指研究院公众号，天风证券研究所

需求侧：趋向全面性宽松旨在托底与缓冲

表：2024年一线四城调整前限贷政策一览

城市	调整前				调整后			
	首付比例		房贷利率下限		首付比例		房贷利率下限	
	首套	二套	首套	二套	首套	二套	首套	二套
北京	不低于30%	不低于50%	4.05%	4.55%	不低于20%	不低于35% (五环内)	3.50%	3.9% (五环内)
		不低于40% (非城六区)	3.95% (非城六区)	4.50%		不低于30% (五环外)		3.7% (五环外)
上海	不低于30%	不低于50%	3.85%	4.25%	不低于20%	不低于35%	3.50%	3.90%
		不低于40% (自贸区临港新片区以及嘉定、青浦、松江、奉贤、宝山、金山)		4.15% (自贸区临港新片区以及嘉定、青浦、松江、奉贤、宝山、金山)		不低于30% (自贸区临港新片区以及嘉定、青浦、松江、奉贤、宝山、金山)		3.7% (自贸区临港新片区以及嘉定、青浦、松江、奉贤、宝山、金山)
广州	不低于30%	不低于40%	3.85%	4.25%	不低于15%	不低于25%	取消下限	取消下限
深圳	不低于30%	不低于40%	3.85%	4.25%	不低于20%	不低于30%	3.50%	3.90%

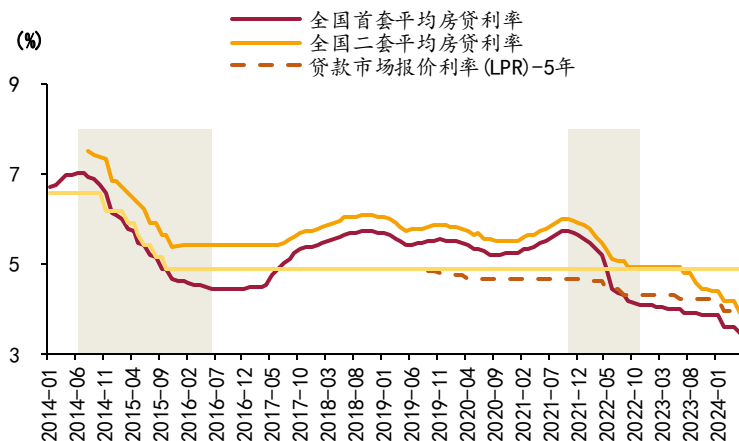
资料来源：新浪财经，天风证券研究所

需求侧：趋向全面性宽松旨在托底与缓冲

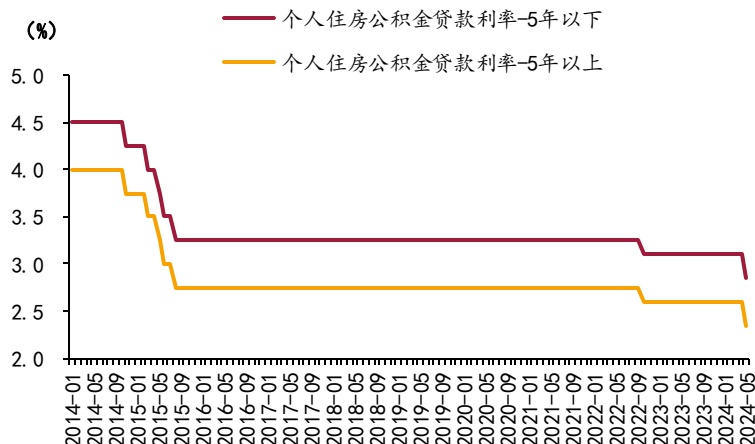
利率中枢下行趋势明确，刺激效果直接

- 根据贝壳研究院数据，2024年5月，百城首套主流房贷利率平均为3.45%，较上月下降12BP，较去年同期下降55BP；二套主流房贷利率平均为3.90%，较上月下降26BP，较去年同期下降101BP，百城二套房平均利率自2019年以来，首次进入“3字头”。
- 分能级来看，5月一线城市首二套平均房贷利率分别为3.59%、3.98%，二线城市首二套平均利率为3.40%、3.84%，三四线城市首二套利率为3.46%、3.92%，环比均呈下降趋势。央行“517”新政后，一线、强二线城市房贷利率显著下行。如5月24日佛山取消首套房、二套房利率下限后，各大银行跟进调整，目前大部分银行首套房贷利率为3.15%，部分银行最低首套可到3.0%、二套3.05%。其他一线城市如广州，首套房贷利率最低已降至3.15%。
- 在中央取消房贷利率下限后，各地房贷利率中枢有望继续快速向下突破。考虑新政后地产基本面尚未呈现显著改善迹象，不排除未来通过继续“降息”方式刺激居民信贷需求释放、提经济内生增长活力。继5年期以上公积金贷款利率降至“2字头”后，短期商贷利率或同样有望突破至3%以下，而居民购房成本持续下行利好基本面尽早企稳、平稳预期。

图：全国首套、二套平均房贷利率



图：个人住房公积金贷款利率



资料来源：Wind，新浪财经，贝壳研究院，天风证券研究所

供给侧：白名单+收储，保交付、救主体

- 供给侧，房地产融资协调机制白名单、保障房再贷款收购存量房用作保障房是2024年供给侧针对“保交付”和房地产企业信用及债务问题新增的政策工具。政策思路衔接22年的“保交楼”和“三支箭”，发力手段倾向于“信贷”支持为主。
- 白名单：2024年1月5日，住房和城乡建设部和金融监管总局联合印发了《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》，要求协调解决房地产融资中存在的困难和问题。**截至5月中旬，297个地级及以上城市已建立城市房地产融资协调机制，商业银行已审批通过“白名单”项目贷款金额9350亿元，推动项目按时保质交付。**

图：2021年以来地产融资端重要政策梳理



资料来源：财联社，人民网，新浪财经等，天风证券研究所

供给侧：白名单+收储，保交付、救主体

- 收储：5月17日，央行宣布设立3000亿保障性住房再贷款，鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房。

图：中央“收储”政策表态汇总

时间	政策文件	内容
2024/4/30	中共中央政治局会议	会议强调，要持续防范化解重点领域风险。继续坚持因城施策，压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任，切实做好保交房工作，保障购房人合法权益。要结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待， 统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施 ，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。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既真正压降债务、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。
2024/5/17	全国切实做好保交房工作视频会议	当前，要着力分类推进在建已售难交付商品房项目处置，全力支持应续建项目融资和竣工交付，保障购房人合法权益。 相关地方政府应从实际出发，酌情以收回、收购等方式妥善处置已出让的闲置存量住宅用地，以帮助资金困难房企解困。商品房库存较多城市，政府可以需定购，酌情以合理价格收购部分商品房用作保障性住房。 要继续做好房地产企业债务风险防范处置，扎实推进保障性住房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设“三大工程”。
2024/5/17	国务院政策例行吹风会	推动消化存量商品住房。城市政府坚持以需定购，可以组织地方国有企业以合理价格收购一部分存量商品住房，用作保障性住房。 妥善处置盘活存量土地，目前尚未开发或已开工未竣工的存量土地，通过政府收回收购、市场流通转让、企业继续开发等方式，妥善处置盘活，推动房地产企业缓解困难和压降债务，促进土地资源高效利用。
2024/5/17	国务院政策例行吹风会	央行将设立3000亿保障性住房再贷款，鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房。 再贷款利率1.75%，期限1年，可展期4次。央行按照贷款本金60%发放再贷款，可带动银行贷款5000亿元。
2024/6/7	国务院常务会议	房地产业发展关系人民群众切身利益，关系经济运行和金融稳定大局。要充分认识房地产市场供求关系的新变化，顺应人民群众对优质住房的新期待， 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。 要加快构建房地产发展新模式，完善“市场+保障”住房供应体系，改革相关基础性制度，促进房地产市场平稳健康发展。
2024/6/12	保障性住房再贷款工作推进会	设立保障性住房再贷款，鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成存量商品房用作保障性住房配售或租赁，是金融部门落实中共中央政治局关于统筹消化存量房产和优化增量住房、推动构建房地产新发展模式的重要举措，有利于通过市场化方式加快推动存量商品房去库存，加大保障性住房供给，助力保交房及“白名单”机制。会议强调，按照“政府指导、市场化运作”的思路，借鉴前期试点经验， 着力推动保障性住房再贷款政策落地见效，加快推动存量商品房去库存。

资料来源：财联社，天风证券研究所

供给侧：白名单+收储，保交付、救主体

- 自517国务院政策例行吹风会后，有杭州、昆明、重庆、广州等地出台了响应存量收储政策：**1）从能级看**，优先落地收储政策城市以二线为主。**2）从规模看**，以杭州临安、广州增城为例，建面规模在1-2万平。**3）从征收对象看**，包括①现房、②限定期限交付的期房、③取得预售证期房等。**4）从收购价格看**，①广州增城采用成本法计算收购价格，原则上为“土地成本+建安成本”。②杭州临安以不超过周边房源的评估价作为收购最高限价；③重庆收购价格采用收益法，由基础价和市场价的加权平均值测算。

图：地方层面“收储”政策落地情况

时间	城市/区域	基本要求	收购规模	收购价格	收购房源
2024/5/11	重庆	1. 位于重庆市中心城区（渝中区、江北区、南岸区、九龙坡区、沙坪坝区、大渡口区、北碚区、渝北区、巴南区行政所辖范围，含重庆市两江新区与重庆市高新技术产业开发区范围）轨道交通站点和商业商务区、产业园区、校区、医院院区周边一公里内；2. 整幢、整单元商品房，单套建筑面积不超过90平方米为主；3. 房源权属清晰且可交易，能满足金融机构发放贷款的要求；4. 房源在签订正式批量收购协议前没有与房源直接相关的法律纠纷；5. 房源须为现售商品房，并已取得商品房竣工联合验收意见书和房屋实测面积报告；6. 房源产权单位需在签订正式批量收购协议前配合落实物业管理事宜。	-	采用收益法，由测算基础价和市场价的加权平均值（分别为60%和40%）两部分构成	现房
2024/5/14	杭州	房源位于杭州市临安区范围内，整幢楼作为基本收购单位，且单套建筑面积不超过70平方米。同时，房源需搭配一定比例的车位，房源待售车位数量满足配比条件，即60平方米（含）以下的每套按0.6个车位比例配置，60平方米以上的每套按1.0个车位比例配置。	本次收购房源面不超过周围房源现房或一年内累积原则不超过10000平方米	评估价作为最高备交付条件的期房价	房
2024/5/27	昆明	房源征集范围为昆明市五华区、盘龙区、官渡区、西山区、呈贡区行政区域内。征集的房源条件为：1. 房源所属项目已取得竣工验收备案证明；2. 房源为单套建筑面积120平方米及以下的商品住房；3. 房源权属清晰且可交易；4. 房源所属项目周边交通便利、配套设施完善，满足一定车位配比；5. 优先选取整栋或整单元未售、可实现封闭管理的楼栋或整院。	-	-	现房
2024/6/4	广州	所征集房源需在增城区新塘镇范围内，并已取得预售许可证、满足签约条件和项目安置需求量[即：总建筑面积≥20700平方米，户型面积段必须能组合出≥72个280平方米和2个270平方米安置指标]。户型面积段包括70平方米、90平方米、120平方米、140平方米和280平方米，可采用多种方式组合。	项目安置需求量的总建面不低于2.07万平方米	评估方法为成本法，原则上为“土地成本+建安成本”	取得预售许可证

资料来源：新浪财经，天风证券研究所

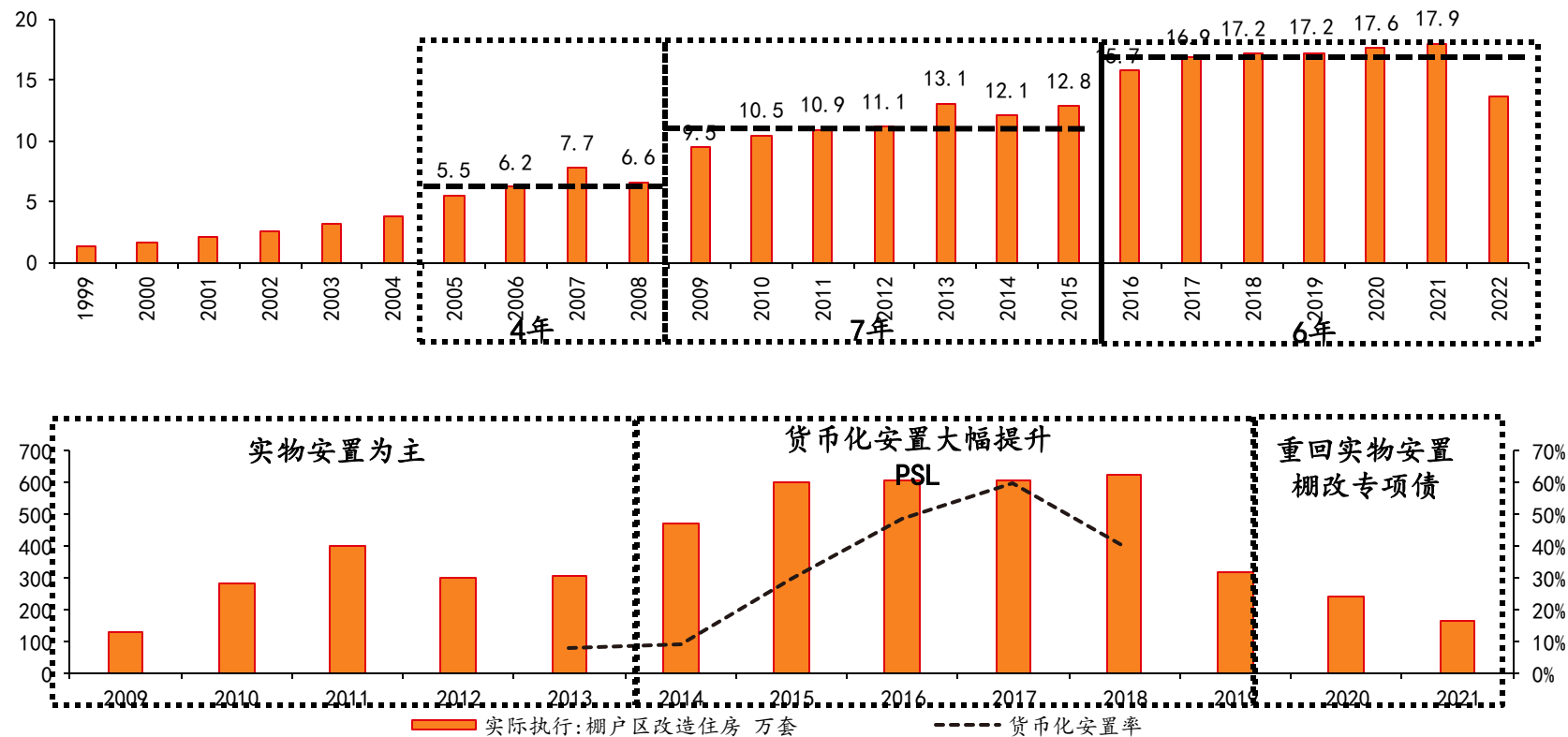
5

周期视角：“去库存”的差异化路径

复盘：2014年周期，拆迁改造提前释放需求实现“去库存”

- 棚改推动需求中枢由11亿平时代步入17亿平时代，PSL支持下的货币化安置，部分需求被创造，部分需求提前释放。
- 需求拉动：15-17年超1800万套， $600\text{万套} \times 100\text{m}^2/\text{套} \times 50\%\text{货币化率} = 3\text{亿m}^2/\text{年}$ 。

图：全国商品房销售面积与棚改规模

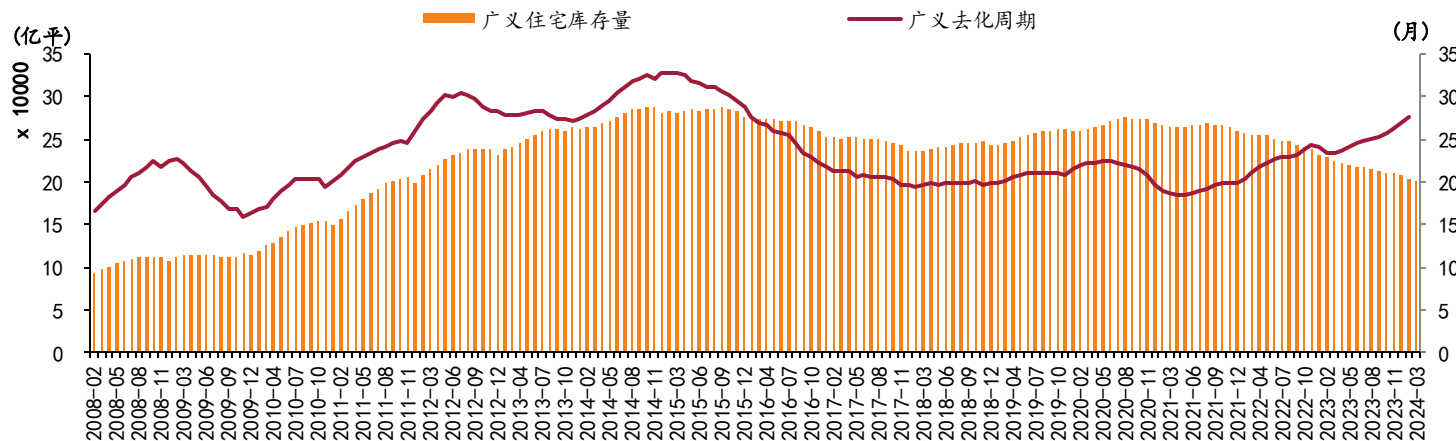


资料来源：Wind，天风证券研究所

本轮周期库存特征与过往有所不同

- 2024年4月30日，中央政治局会议首次提出“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”，启动新一轮“去库存”周期
- 从广义库存看，截至2024年3月，我国广义住宅库存量为（累计住宅开工-累计住宅销售）20.07亿平，较2020年8月的27.5亿平已下滑27%。库存总量受新增供给减少收缩，但需求快速回落拖累下，广义去化周期仍持续攀升。2024年3月达27.5个月，较2021年6月上升9.1个月。而对比此前两轮周期看：
- 1) 第一轮周期（2008年），住宅库存、去化周期同步走高。2008年11月广义库存量达11.2亿平，较2007年末上升27%，广义去化周期22.5个月，较2007年末上升7.6个月。但伴随调控政策放松，销售回暖，去化周期快速回落，至2009年12月去化周期即回落至15个月左右。
- 2) 第二轮周期（2014年），住宅库存、去化周期同步走高。2014年11月广义库存量达28.7亿平，较2013年末增加2.56亿平，广义去化周期达32.6个月，较2013年末上升5.4个月。伴随调控政策放松，结合2015年开始的棚改去库存，至2017年末去化周期回落至20个月左右。

图：地方层面“收储”政策落地情况



注：广义去化周期=广义住宅库存量/移动12个月平均月度销售

资料来源：Wind，天风证券研究所

“收储”能消化多少住宅库存？

- 对照过往周期经验，广义库存去化周期在20个月以内时市场热度相对良好。
- 按截至2024年一季度末数据计算，若通过供给侧收储主动去库存使去化周期回落至20个月以内，则收储面积需达5.5亿平左右，参考目前全国商品住宅销售均价0.98万元/平，并给予5成折价比例假设，则收储所需资金体量约在2.7万亿元左右。
- 本次保障性住房再贷款及拉动银行贷款的5000亿规模，若按照5成折价比例假设，预计可完成收储面积约1亿平左右，占广义库存比例约为5%，对广义去化周期拉动约为1.4个月。

图：收储去库存所需资金测算

去化周期缩减月数（个）	7.53
去库存面积（万方）	54930.76
全国商品住宅销售均价（万元/平米）	0.98
去库存金额（万亿）	53715.45
折价比例	50%
收储金额（亿元）	26857.72

资料来源：Wind，天风证券研究所

城中村改造：启动周期较长，需求贡献或在2-3年后逐步体现

- 根据建筑建材团队2023年9月23日报告《城中村：地产后周期活力激发，改造新需求生机释放》测算，我国超大特大城市共21个，其中超大城市7个、特大城市14个，21个超大特大城市城中村面积达9.6亿平，35个城市城中村面积达12.3亿平米。
- 若按照21城来计算，则在保守/中性/乐观假设下，城中村改造带来的每年地产开发投资额约6132/9199/12265亿元，增量分别为5.1%/7.6%/10.1%（以23年预测值为基数）
- 若按照35城来计算，则在保守/中性/乐观假设下，城中村改造带来的每年地产开发投资额约7903/11855/15806亿元，增量分别为6.5%/9.8%/13.0%（以23年预测值为基数）。

表：城中村拉动投资规模测算

指标	21城			35城		
情景假设	保守	中性	乐观	保守	中性	乐观
城中村面积（万平米）	95818	95818	95818	123485	123485	123485
拆除比例	20%	30%	40%	20%	30%	40%
拆建比	2	2	2	2	2	2
新建面积（万平米）	38,327	57,491	76,655	49394	74091	98788
建设周期（年）	5	5	5	5	5	5
年均新建面积（万平米）	7,665	11,498	15,331	9879	14818	19758
单平米建安成本（元）	4000	4000	4000	4000	4000	4000
单平米土地改造成本（元）	4000	4000	4000	4000	4000	4000
年均拉动地产开发投资（亿元）	6,132	9,199	12,265	7903	11855	15806
对地产开发投资带来的弹性	5.10%	7.60%	10.10%	6.50%	9.80%	13.00%
对地产新开工带来的弹性	8.40%	12.60%	16.80%	10.80%	16.30%	21.70%
对地产竣工带来的弹性	5.10%	7.60%	10.10%	6.50%	9.80%	13.00%

资料来源：Wind、中国政府网、住房和城乡建设部、杭州购房通公众号、滕州新鲜视公众号，天风证券研究所

保障房：24年新建可售型保障房对需求的挤压或在5%以内

- 1) 据住房及城乡建设部，21年-22年，全国建设筹集330万套（间）保障性租赁住房，“十四五”时期，全国初步计划建设筹集保障性租赁住房近900万套（间），据住房城乡建设部，23年全国筹集建设保障性租赁住房204万套（间），中性假设下，我们取套均面积中枢为60平，对应24年保租房的可拉动的投资超4000亿。
- 2) 从35城披露的数据来看，保租房新增套数占三类保障房的85.92%，假设公租房/保租房/共有产权房套均面积分别为50/60/80m²，则保租房新增面积占三类保障房的84.12%，中性假设下，2024年保障房（除可售）可拉动投资超4800亿。考虑未来配售型保障房增加，且以新建、改建结合形式，我们预计24年可售型保障房可拉动投资超1100亿，保障房合计年拉动投资超过6300亿元。

表：保障房拉动投资规模测算

年份		2023			2024E			2025E		
		增量（万套）			210			220		
		存量（万套）			534			744		
		假设			保守			中性		
		保守			中性			乐观		
保租房	单套建面（平方米）	50	60	70	50	60	70	50	60	70
	改建比例（%）	30%	25%	20%	30%	25%	20%	30%	25%	20%
	新增建面（亿平方米）	0.71	0.92	1.14	0.74	0.95	1.18	0.77	0.99	1.23
	改建建面（亿平方米）	0.31	0.31	0.29	0.32	0.32	0.29	0.33	0.33	0.31
	建安成本（元/平米）					4000				
	改建成本（元/平米）					1000				
	保租房年拉动投资（亿元）	3162	3978	4855	3255	4095	4998	3410	4290	5236
保障房 （除可售）	保租房占现有保障房比例（除可售）	75%	80%	85%	80%	85%	90%	80%	85%	90%
	现有保障房年投资拉动（除可售）	4216	4973	5712	4069	4818	5553	4263	5047	5818
	可售型保障房增量（万套）	0			70			80		
可售型保障房	单套建面（平方米）	60	70	80	60	70	80	60	70	80
	筹建比例（%）	40%	30%	20%	40%	30%	20%	40%	30%	20%
	新增建面（亿平方米）	0.00	0.00	0.00	0.25	0.34	0.45	0.29	0.39	0.51
	改建建面（亿平方米）	0.00	0.00	0.00	0.17	0.15	0.11	0.19	0.17	0.13
	建安成本（元/平米）					4000				
	改建成本（元/平米）					1000				
	可售型保障房年拉动投资（亿元）	0	0	0	1176	1519	1904	1344	1736	2176
保障房合计	保障房总年拉动投资（亿元）	4216	4973	5712	5245	6337	7457	5607	6783	7994
	对地产开发投资带来的弹性	3.80%	4.48%	5.15%	4.73%	5.71%	6.72%	5.05%	6.12%	7.21%
	对地产新开工带来的弹性	7.49%	9.63%	11.98%	10.35%	13.50%	17.03%	11.09%	14.49%	18.29%

资料来源：中国政府网，国家统计局等，天风证券研究所

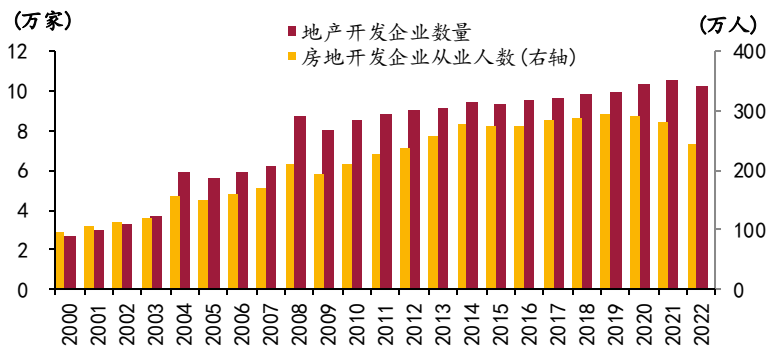
6

企业视角：回报率边际递减拐点显现

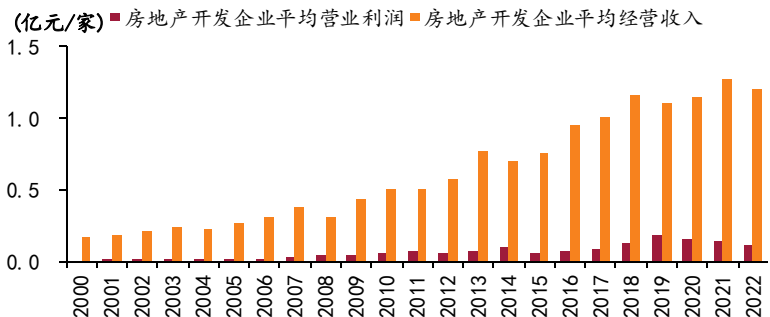
企业视角：回报率边际递减拐点显现

- 行业产能快速扩张，回报率边际递减拐点已经显现。近年来地产开发企业数量于2022年转跌，平均资产/负债/所有者权益规模增幅收窄逐渐登顶，同比增幅来到近10年历史低点；人均创收（营业利润）于2019逐渐下行，由高点64万元/人/年来到38万元/人/年，连续4年下滑。

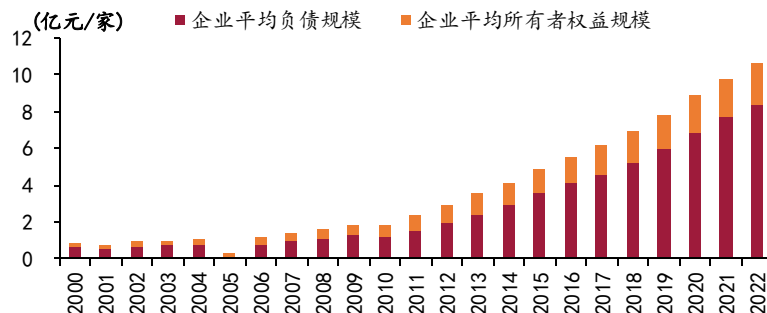
图：房地产开发企业数量和从业人数



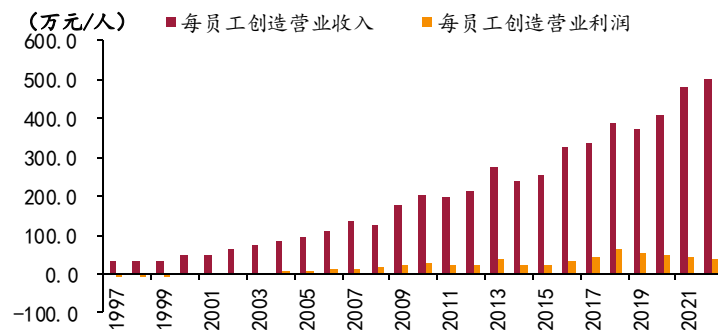
图：房地产开发企业平均营业利润和经营收入



图：房地产开发企业平均负债规模与所有者权益



图：房地产开发企业每员工创造利润和收入

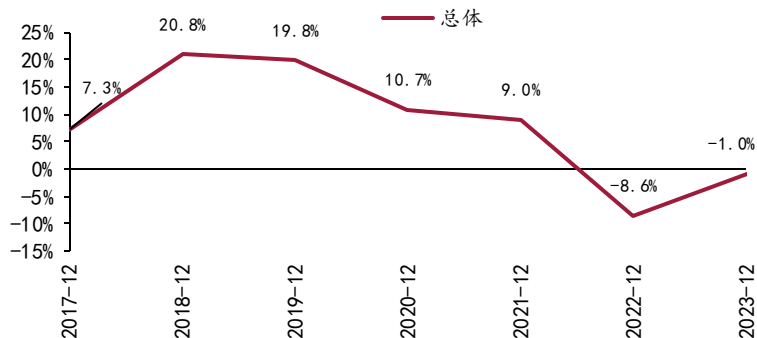


资料来源：Wind，天风证券研究所

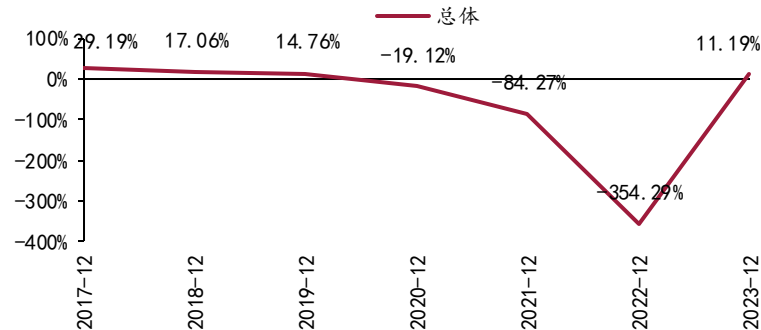
企业视角：回报率边际递减拐点显现

- 行业利润空间逐渐下行，营收及利润增长动力不足。归母净利润同比增速由2017年29%高点快速下降，22年迎来盈利拐点，同比降幅扩大至-354%，23年低基数下小幅回升；毛利率、净利率、加权平均ROE均来到历史相对低位。

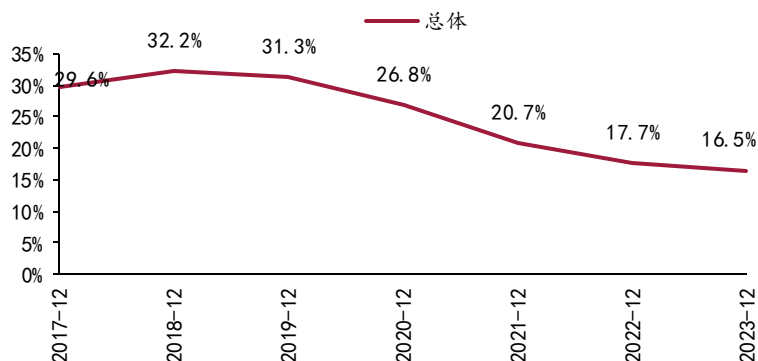
图：A股样本房企营业收入同比增速



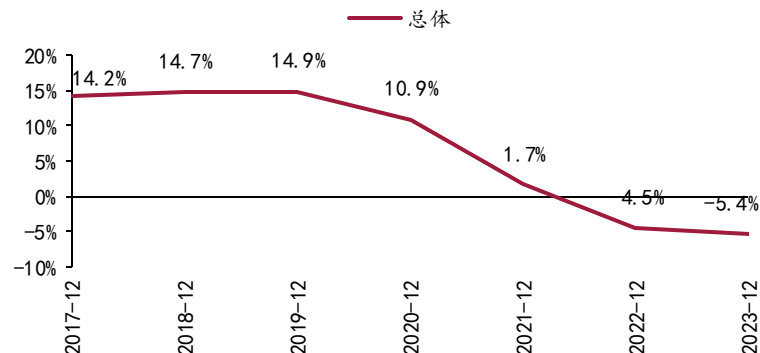
图：A股样本房企营业利润同比增速



图：A股样本房企毛利率



图：A股样本房企ROE

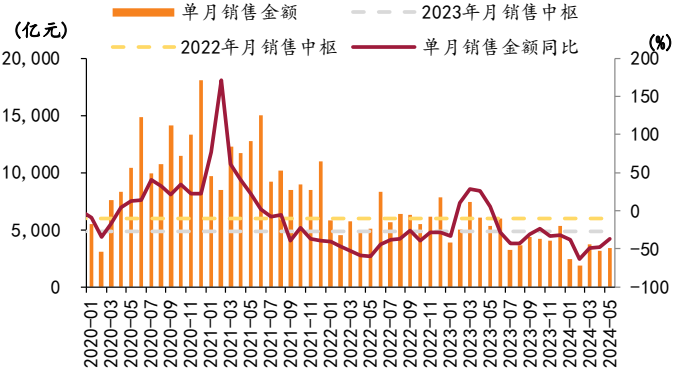


资料来源：Wind，天风证券研究所

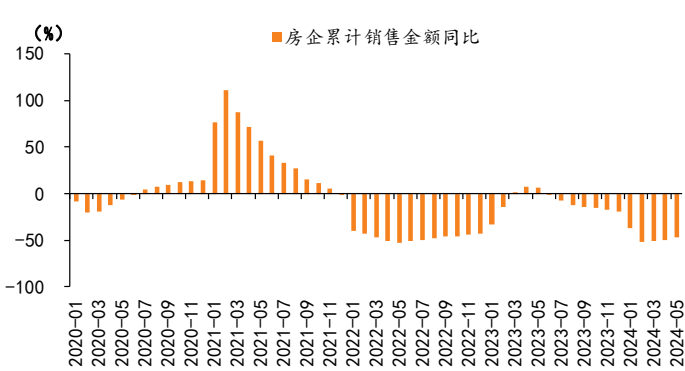
房企销售：增速收窄反映行业性问题

- 销售未能摆脱下行，政策推动边际企稳。2024年5月，百强房企（公司可比口径）单月销售金额环比+6.7%，同比-30.8%，同比较4月+16.7pct；1-5月累计销售金额同比下降43.7%。因5月末一二线重点城市陆续跟进“517”信贷新政，前期观望需求入市及情绪改善等因素或推动环比继续增长，同比降幅或也将受基数效应继续收窄，短期政策有望延续较好效力。

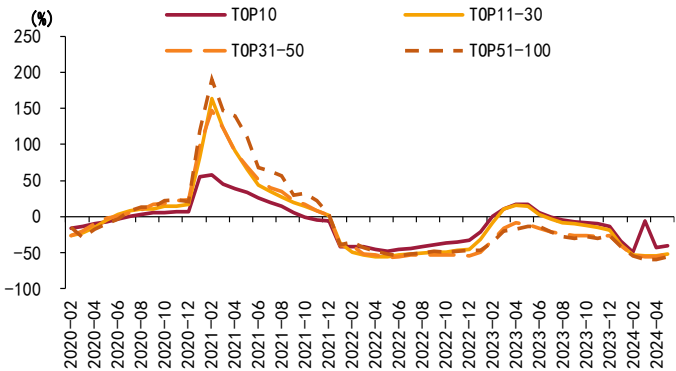
图：百强房企单月销售金额



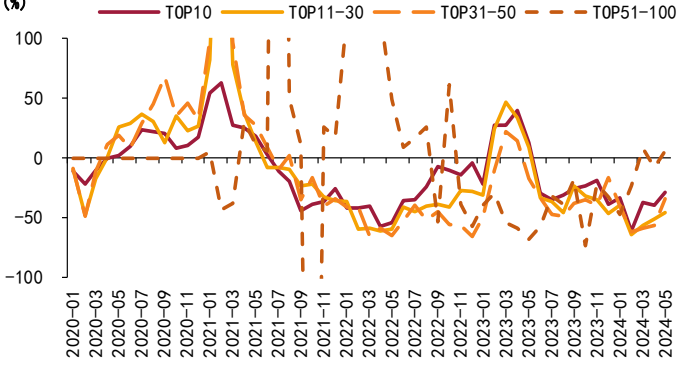
图：百强房企累计销售金额同比



图：百强房企单月销售金额（分梯队）



图：百强房企累计销售金额（分梯队）



资料来源：新浪财经，克而瑞地产研究，天风证券研究所

房企销售：增速收窄反映行业性问题

图：百强房企销售热力图

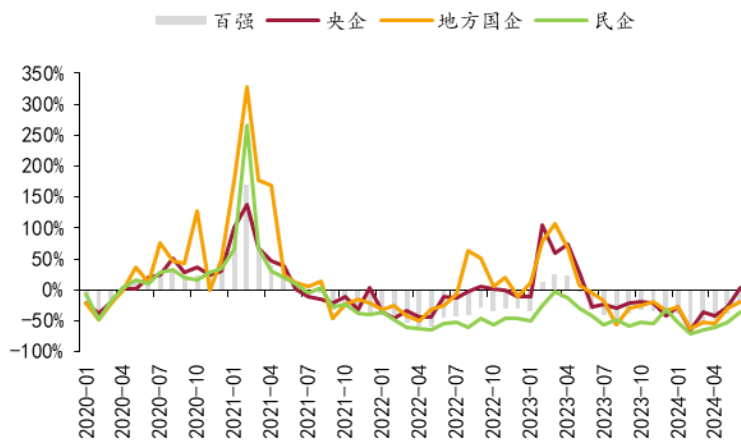
公司名称	23/06	23/07	23/08	23/09	23/10	23/11	23/12	24/01	24/02	24/03	24/04	24/05	滚动12个月	年初至今
保利发展	-20	-5	-19	-14	-16	-15	-56	-31	-54	-46	-21	-12	-27	-33
中海地产	-22	-28	-19	24	-20	-7	-38	-16	-70	-4	-36	-31	-23	-30
万科地产	-15	-40	-31	1	12	-13	-25	-31	-52	-44	-39	-28	-26	-39
华润置地	-33	-39	-8	-15	0	9	-58	-29	-61	-23	-36	-34	-30	-35
招商蛇口	-29	-16	-18	-41	-19	3	-47	-23	-60	-44	-51	-29	-33	-43
绿城中国	-40	-52	-54	-24	-7	-12	-6	-26	-45	-11	-25	17	-24	-18
建发房产	13	-7	-26	49	-36	-25	-1	-22	-44	-27	-44	-8	-18	-30
滨江集团	-47	-9	-19	-28	-23	-29	-49	-14	-48	-42	-54	-60	-38	-46
龙湖集团	-31	-34	-44	-25	-28	-40	-46	-28	-72	-50	-49	-42	-41	-50
越秀地产	-4	31	21	-38	-19	-1	-58	-25	-73	-46	-35	-24	-30	-42
华发股份	-17	-12	-20	67	-24	-50	-73	-47	-66	-61	-57	60	-36	-45
中国金茂	-31	-39	-69	-8	-5	-30	-48	-36	-71	-65	-55	-49	-44	-57
金地集团	-53	-43	-41	-42	-46	-43	-49	-40	-66	-70	-58	-51	-50	-59
碧桂园	-54	-64	-60	-81	-81	-79	-81	-72	-84	-83	-83	-77	-74	-80
中国铁建	-49	-13	-42	-24	-22	-27	-8	-32	-52	-32	-55	-8	-29	-38
融创中国	-50	-52	-61	9	-52	-57	-32	-49	-75	-69	57	-72	-44	-45
绿地控股	-23	-17	-43	-27	9	-2	-50	-56	-44	-57	-12	-56	-35	-50
保利置业	-40	41	-22	-57	-60	-76	-39	-28	-84	-30	-11	-15	-43	-37
新城控股	-51	-46	-38	-34	-31	-24	-30	-34	-50	-47	-50	-39	-41	-45
旭辉集团	-60	-71	-70	-46	-51	-12	-13	-25	-69	-52	-53	-52	-54	-52
美的置业	-38	-45	-26	-16	-18	-7	-30	-46	-68	-52	-46	-43	-39	-52
中交房地产	16	-17	-30	-11	-38	-36	3	-45	-63	-57	-51	-44	-30	-52
大悦城控股	-31	-56	14	112	39	-63	62		-78	-9	-43	8	-12	-28
世茂集团	-56	-55	-65	-75	-73	-63	-60	-53	-45	-37	-48	-27	-57	-42
中国恒大	-28	8	33	5	-40	-6	29	-6	83	-83	-75	-41	-36	-60
卓越集团	-30	-29	-55	-51	-62	-23	-69	-31	-78	-61	-68	-76	-55	-64
首开股份	-25	-61	-64	-41	-44	9	-36	7	-69	-70	-68	-60	-47	-60
城建集团			-91	-34					-65	-13	-62	-56	-27	-47
TOP3	-22	-38	-32	-16	-18	-23	-35	-39	-58	-28	-28	-23	-29	-34
TOP10	-30	-35	-31	-26	-23	-19	-39	-34	-61	-37	-39	-29	-33	-40
TOP11-30	-34	-37	-46	-23	-32	-35	-47	-40	-64	-57	-51	-46	-43	-52
TOP31-50	-34	-47	-49	-38	-35	-40	-17	-40	-62	-59	-57	-34	-43	-52
Top51-100	-12	-79	-56	-46	29	-60	2	-41	-65	-64	-58	-40	-41	-55
百强合计	-28	-43	-43	-30	-24	-34	-32	-37	-63	-49	-47	-36	-38	-47

资料来源：新浪财经，克而瑞地产研究，天风证券研究所

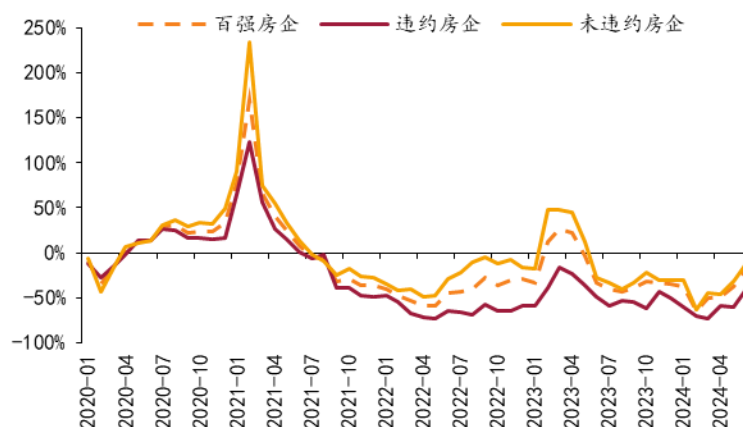
房企销售：增速收窄反映行业性问题

- 分资质来看，1) 地方国企：5 月单月销售金额同比-30.0%，较上月+24.3pct，环比+27.0%；建发、越秀、华发环比增长显著。2) 央企：5 月单月同比-27.0%，较上月+14.1pct，环比+0.9%；中海、保利、招蛇均实现环比正增长。3) 非国央企：5 月单月销售金额同比-47.2%，较上月+5.4pct，环比+1.4%；万科、绿城、金地、新城均实现环比正增长。
- 5月，央企同比降幅最低，地方国企同比降幅收窄最多、环比增长最多，非国央企同环比虽有修复但幅度较小。1) 央企优势稳固，修复期弹性良好；2) 地方国企区域集中度更高，或受基数差异及推盘节奏阶段性释放影响，销售弹性更好；3) 非国央企整体受增量投资有限制约，销售更多依赖市场情绪修复，但优质龙头环比同样实现较好增速，与龙头国央企趋势无异，反映市场情绪整体性改善。

图：国央企、民企单月销售金额同比



图：国央企、民企累计销售金额同比



资料来源：新浪财经，克而瑞地产研究，天风证券研究所

房企拿地：继续缩水，国企主导，平台托底

- 从土拍视角来看，22城中央国企仍是拿地主力，部分城市地方国资占比较高，民企占比约两成。2024年上半年，22城累计拿地金额中，央企、全国布局的国企及地方国资占比合计达75%，央企占比比较2023年全年提升4个百分点。北京、深圳、广州、上海、厦门等地央企拿地金额占比均在八成左右，合肥、天津央企占比也过半，均较2023年全年有所提升。

图：2024年1-5月房企权益口径拿地金额排名

排名	企业名称	权益拿地 金额 (亿元)	同比	权益拿地 面积 (万平)	同比	排名较去年	排名	企业名称	权益拿地 金额 (亿元)	同比	权益拿地 面积 (万平)	同比	排名较去年
1	中建壹品	213	341%	69	155%	↑ 20	31	安徽交通控股	27	-	-	-	-
2	建发房产	201	-5%	118	-31%	↓ 0	32	象屿地产	27	-33%	-	-	↓ -5
3	绿城中国	157	8%	72	-29%	↑ 2	33	中建东孚	27	-	-	-	-
4	滨江集团	144	22%	55	-34%	↑ 3	34	上海中环集团	27	-	-	-	-
5	华润置地	143	-65%	90	-54%	↓ -4	35	陕建地产集团	24	-	116	-	-
6	中国铁建	95	1%	139	49%	↑ 5	36	华发股份	24	-41%	-	-	↓ -10
7	石家庄城投集团	90	125%	199	187%	↑ 23	37	中国金茂	23	-66%	-	-	↓ -21
8	国贸地产	81	-6%	-	-	↑ 4	38	漳州台商投资区发展	23	-	64	-	-
9	中海地产	73	-4%	30	-20%	↑ 5	39	中能建城市投资	22	-	41	-	-
10	招商蛇口	67	-60%	40	-58%	↓ -6	40	瑞马集团	21	-	31	-	-
11	中国雄安集团	57	-	171	-	-	41	福州文旅投资集团	21	-	-	-	-
12	龙湖集团	56	-45%	32	-69%	↓ -3	42	怀柔科学城	21	-	-	-	-
13	保利发展	55	-72%	58	-47%	↓ -10	43	浙江交控	20	-	-	-	-
14	北京住总集团	54	-	-	-	-	44	兴耀房产集团	19	-	-	-	-
15	中建信和	52	-	29	-	-	45	萍乡赣湘产业园区发展	18	13%	148	24%	↑ 33
16	中国中铁	48	20%	42	-	↑ 13	46	广西柳州城市建设投资发展	18	-	43	-	-
17	中旅投资	44	-	-	-	-	47	湖北文旅建发集团	18	-	-	-	-
18	海开控股	42	-	-	-	-	48	湖南建投地产集团	18	-	50	-	-
19	钱江新城	41	-	27	-	-	49	西安城投置业	18	-	-	-	-
20	北京城建集团	39	-	-	-	-	50	成都空港城市发展集团	17	-	-	-	-
21	高速地产集团	39	-	-	-	-	51	杭州城市土地发展	17	-	-	-	-
22	京能置业	38	-	-	-	-	52	江苏吕四港集团	17	-	-	-	-
23	济南高新	38	-	72	-	-	53	宁波轨道交通	16	14%	-	-	↑ 36
24	越秀地产	38	-66%	-	-	↓ -16	54	榆林市榆阳区城投	16	-	59	-	-
25	大华集团	37	70%	-	-	↑ 29	55	石家庄创世纪房地产开发	15	-	-	-	-
26	泉州城建集团	36	-	47	-	-	56	大横琴置业	15	-	-	-	-
27	邦泰集团	34	-10%	83	26%	↑ 5	57	福州交通建设投资集团	15	-	-	-	-
28	福州城投集团	33	-	30	-	-	58	永康城市建设投资集团	15	-43%	-	-	↓ -12
29	西房集团	32	-	-	-	-	59	海威置业	14	-	-	-	-
30	中粮大悦城	29	61%	-	-	↑ 41	60	乐富投资	14	-	-	-	-

资料来源：中指研究院，天风证券研究所

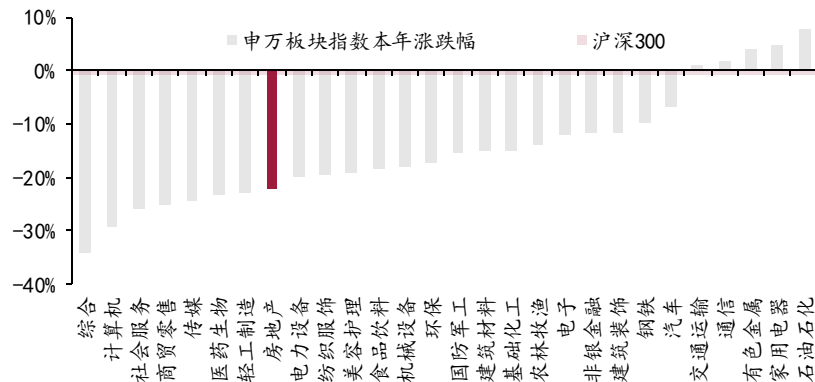
7

估值视角：关注PB、PS低，估值弹性高的公司

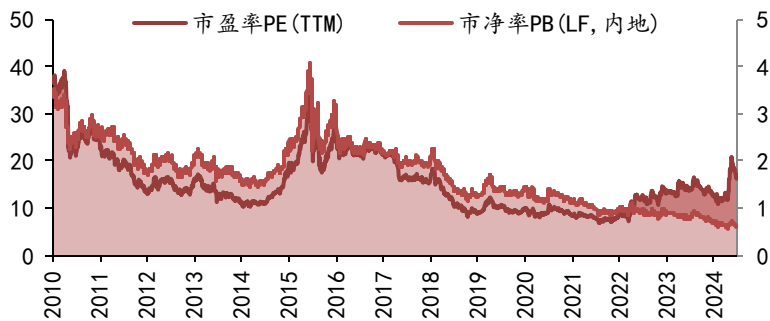
估值：关注PB、PS低，估值弹性高的公司

截至7月8日，年初至今申万房地产指数-22.18%，较上年同期提升4.21pct，涨幅排名24/31，跑输沪深300指数21.33pct。截至6月30日，申万地产PE（TTM）、PB（LF）自2010年以来的估值分位数分别为69.6%、0.6%，相对沪深300指数的PE、PB估值分位数分别低至68.4%、0.5%。伴随行业迈入基本面寻底、政策密集发力期，且0.74X的PB为极低的历史分位，向下空间有限，向上赔率提升。

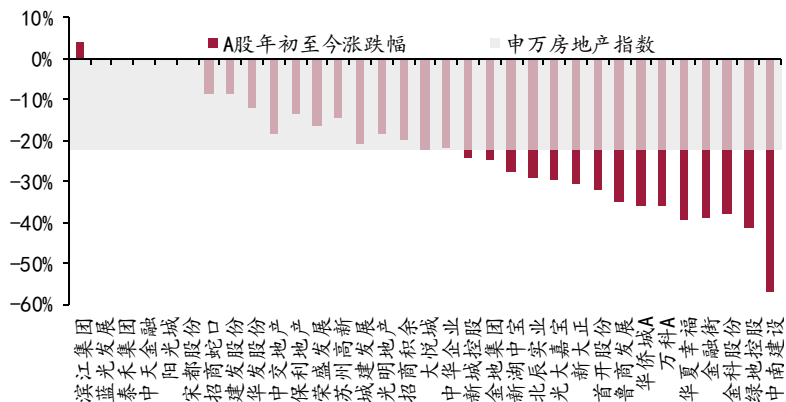
图：申万板块指数涨跌幅



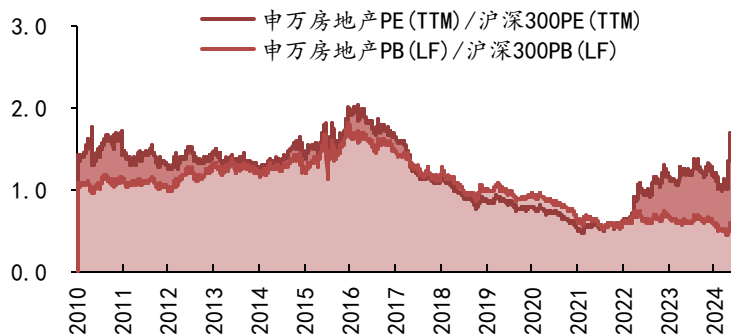
图：申万房地产PE（TTM）和PB（LF）



图：重点个股涨跌幅



图：申万房地产相对沪深300的PE（TTM）和PB（LF）

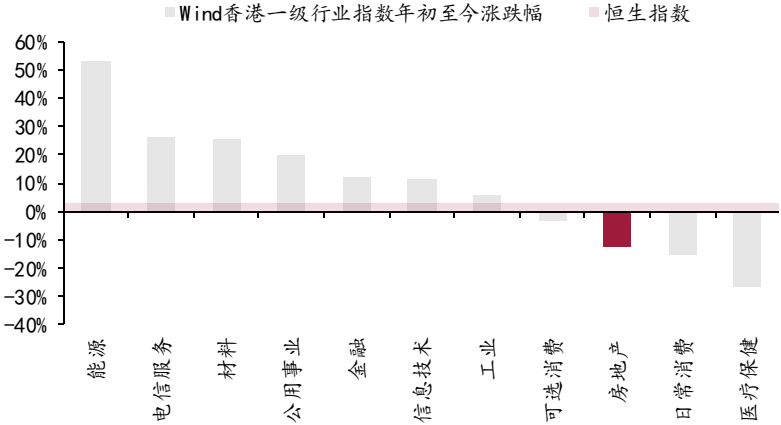


资料来源：Wind，天风证券研究所

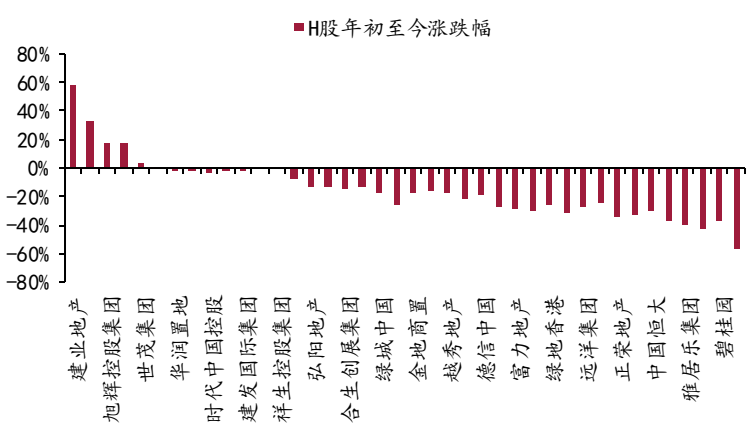
估值：关注PB、PS低，估值弹性高的公司

截至7月8日，Wind香港房地产指数-12.30%，较上年同期提升15.45pct，涨幅排序9/11，跑输恒生指数15.10pct。H股重点个股涨幅前三分别为建业地产+57.69%、美的置业+32.42%、龙光集团+18.03%。

图：H股重点个股年内涨跌幅



图：H股重点个股年内涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

受益标的梳理：关注业绩稳健、抗周期属性强的公司

通过业绩指标筛选：

2023 年，我们统计的 A 股 128 家主流上市房企营收同比-0.99%，归母净利润同比-11.19%。40 家 H 股主流上市房企营收同比-17.13%，归母净利润同比-39.71%。其中，利润为正，且增速表现显著好于行业平均的地产开发企业包括：1) 央企：招商蛇口、华润置地、中国海外发展等；2) 地方国企：建发股份、越秀地产、中华企业、张江高科、陆家嘴、浦东金桥等；3) 非国央企：绿城中国、大名城等。

图：A&H股上市房企2023年业绩一览

A股						H股					
公司名称	总市值 (亿元)	2023年 营业收入 (亿元)	YOY	2023年 归母净利 (亿元)	YOY	公司名称	总市值 (亿元)	2023年 营业收入 (亿元)	YOY	2023年 归母净利 (亿元)	YOY
中国铁建	1,103.1	11,379.9	3.8%	261.0	-2.0%	华润置地	2,018.1	2,520.0	21.1%	313.7	11.7%
保利发展	1,091.7	3,468.9	23.4%	120.7	-34.2%	中国海外发展	1,545.4	2,023.1	12.2%	256.1	10.1%
万科A	795.3	4,657.4	-7.6%	121.6	-46.2%	龙湖集团	775.6	1,810.9	-27.8%	128.5	-47.3%
招商蛇口	854.4	1,750.1	-4.4%	63.2	48.2%	越秀地产	212.9	803.5	10.8%	31.9	-19.4%
陆家嘴	370.3	106.7	-9.3%	10.9	0.8%	碧桂园服务	169.8	426.2	2.9%	2.9	-85.0%
建发股份	264.4	7,636.8	-8.3%	131.0	108.6%	保利物业	169.6	150.7	10.1%	13.8	24.0%
张江高科	286.5	20.3	6.2%	9.5	15.3%	绿城中国	168.1	1,319.5	3.0%	31.2	13.1%
绿地控股	206.6	3,603.1	-17.3%	-95.6	-1046.1%	中海物业	172.1	130.7	3.0%	13.4	5.4%
上海临港	222.4	70.5	17.5%	10.6	5.1%	碧桂园	135.7	0.0	-100.0%	0.0	-100.0%
新城控股	212.5	1,191.7	3.2%	7.4	-47.1%	绿城服务	114.2	174.1	17.1%	6.1	10.6%
华侨城A	172.8	557.4	-27.4%	-64.9	-40.5%	融创中国	100.2	1,561.8	58.8%	-79.7	-71.2%
滨江集团	257.9	704.4	69.7%	25.3	-32.4%	中国金茂	87.7	725.6	-12.9%	-69.0	-447.6%
新湖中宝	143.8	172.1	33.4%	16.3	-12.2%	滨江服务	49.1	28.1	41.5%	4.9	19.6%
金地集团	161.2	981.3	-18.4%	8.9	-85.5%	雅生活服务	41.2	154.5	0.4%	4.6	-74.9%
中华企业	159.7	131.9	406.9%	5.6	2308.0%	旭辉控股集团	34.9	718.6	51.1%	-89.8	-31.2%
华发股份	193.5	721.4	21.9%	18.4	-28.7%	富力地产	34.5	362.5	1.6%	-201.6	28.1%
中新集团	119.0	36.6	-22.9%	13.6	-15.3%	永升生活服务	28.9	65.4	4.2%	4.3	-9.5%
万业企业	102.0	9.6	-16.7%	1.5	-64.3%	龙光集团	45.5	471.7	13.1%	-89.3	4.8%
浦东金桥	106.6	65.9	30.3%	18.2	14.9%	雅居乐集团	28.8	434.2	-19.7%	-138.0	-7.9%
招商积余	108.3	156.3	20.0%	7.4	24.0%	宝龙地产	25.3	229.2	-27.0%	-26.5	-750.7%
大悦城	107.6	367.8	-7.1%	-14.7	-49.2%	新城悦服务	28.3	54.3	4.8%	4.5	5.1%
深深房A	103.9	5.3	-16.3%	-2.5	-263.2%	远洋集团	25.5	465.7	0.8%	-21.0	32.4%

资料来源：Wind，天风证券研究所

受益标的梳理：关注业绩稳健、抗周期属性强的公司

图：A&H股上市房企2023年业绩一览

A股						H股					
公司名称	总市值 (亿元)	2023年 营业收入 (亿元)	YOY	2023年 归母净利润 (亿元)	YOY	公司名称	总市值 (亿元)	2023年 营业收入 (亿元)	YOY	2023年 归母净利润 (亿元)	YOY
信达地产	91.8	114.2	-37.4%	5.1	-8.2%	中国恒大	21.5	0.0	-100.0%	0.0	-100.0%
大名城	87.9	117.0	58.9%	2.2	30.2%	世茂集团	28.9	599.8	-5.2%	-210.3	-2.2%
金融街	74.1	125.7	-38.7%	-19.5	-329.9%	福晟国际	21.2	2.5	-86.0%	-4.9	-26.2%
城建发展	92.9	203.6	-17.1%	5.6	-160.3%	宝龙商业	17.8	26.4	3.4%	4.5	2.2%
福瑞达	71.2	45.8	-64.6%	3.0	567.4%	合景泰富集团	12.0	162.1	19.6%	-187.3	102.7%
荣安地产	90.4	223.3	57.8%	3.6	-43.3%	佳源国际控股	11.8	0.0	-	0.0	-
荣盛发展	68.3	589.6	85.4%	3.9	-102.4%	和泓服务	7.7	13.2	26.1%	0.8	13.4%
首开股份	58.6	477.6	-0.3%	-63.4	1275.1%	中梁控股	5.5	666.4	69.4%	-42.5	215.3%
市北高新	54.5	10.2	-19.1%	-1.8	-327.0%	佳兆业集团	8.6	261.6	3.0%	-199.3	52.6%
*ST金科	63.5	632.4	15.3%	-87.3	-59.2%	中骏集团控股	6.5	211.0	-21.2%	-79.9	-32658.1%
上实发展	48.9	98.6	87.8%	1.3	5.2%	时代邻里	5.3	24.8	-5.1%	-2.0	-5.6%
苏州高新	49.9	78.1	-27.1%	2.0	-34.8%	时代中国控股	5.7	212.4	-13.9%	-45.1	-54.6%
深振业A	50.8	28.1	-24.0%	-8.0	-291.3%	中国奥园	5.9	279.2	48.6%	-95.3	21.6%
北辰实业	42.8	157.5	21.3%	0.7	-104.3%	祈福生活服务	4.4	3.5	-9.8%	0.9	-9.8%
华夏幸福	46.6	359.1	12.4%	-60.3	-480.8%	奥园健康	4.3	15.6	-4.2%	1.6	-2.0%
我爱我家	62.4	120.9	3.6%	-8.5	177.2%	合富辉煌	5.0	13.1	-14.7%	-5.3	-8.5%
光明地产	41.7	86.0	-48.0%	0.3	-33.9%	中奥到家	3.0	17.3	0.5%	0.8	4.1%
福星股份	38.5	55.1	-63.6%	0.7	-34.9%	融信中国	2.8	443.1	47.4%	-59.2	-47.3%
合肥城建	37.0	79.0	96.2%	2.2	-34.4%	彩生活	2.9	15.3	15.8%	0.2	-26.6%
世联行	33.9	33.7	-15.2%	-3.0	-13.9%	正荣地产	3.0	387.8	49.7%	-84.7	-34.2%
光大嘉宝	29.2	43.9	-21.2%	-20.0	-3542.5%	佳兆业美好	3.3	17.9	0.5%	-4.5	-581.9%
ST中南	21.4	684.9	16.0%	-52.9	-42.3%	建业地产	3.7	192.8	-20.2%	-32.6	-56.8%
ST世茂	0.0	55.5	-3.5%	-90.0	98.5%	易居企业控股	1.9	44.7	-11.8%	-12.4	-68.2%
国创高新	17.3	8.2	-62.5%	-1.5	-72.7%	德信中国	2.5	245.9	9.7%	-21.9	-685.7%
天地源	20.5	115.3	9.2%	-3.9	-213.9%	浦江中国	1.6	9.2	0.4%	-0.7	-694.5%

资料来源：Wind，天风证券研究所

受益标的梳理：关注PB、PS低，估值弹性高的公司

通过PB指标筛选：

➤ 截至2024年6月30日，48 家 A 股重点上市房企平均 PB（LF）倍数为 0.87X，平均 PB 分位数 7.60。其中，PB 低于 0.5（或明显低估）的地产开发企业包括：1）非国央企：万科 A、金地集团、新城控股、光明地产等；2）地方国企：建发股份、金融街等。除上述房企外，PB 大于 0.5 低于 1.0（或低估）的地产开发企业包括：1）央企：保利发展、招商蛇口等；2）地方国企：城建发展、北辰实业、天地源等。

图：A股上市房企PB、PS及分位数情况

代码	公司	总市值	PB（LF）	PB分位数	区间最高PB	区间最低PB	PS（LYR）	PS分位数	区间最高PS	区间最低PS
601186.SH	中国铁建	1,163.8	0.45	3.44	3.68	0.40	0.10	15.51	0.56	0.09
600048.SH	保利发展	1,048.6	0.54	0.45	3.30	0.49	0.30	0.37	4.97	0.28
000002.SZ	万科A	826.8	0.33	0.20	3.90	0.31	0.18	0.20	2.84	0.17
001979.SZ	招商蛇口	796.4	0.81	1.41	3.17	0.70	0.46	0.58	3.77	0.39
600663.SH	陆家嘴	424.5	1.87	12.17	11.52	1.47	3.98	22.18	27.75	2.64
600153.SH	建发股份	268.3	0.49	0.11	4.14	0.48	0.04	5.00	0.60	0.03
600895.SH	张江高科	286.2	2.28	40.87	8.05	1.23	14.13	41.65	41.52	3.58
600848.SH	上海临港	229.8	1.22	0.00	105.91	1.22	3.26	14.40	36.48	1.95
600606.SH	绿地控股	189.7	0.24	0.01	163.70	0.24	0.05	0.01	2690.06	0.05
601155.SH	新城控股	200.1	0.33	0.58	7.79	0.30	0.17	0.77	3.63	0.15
000069.SZ	华侨城A	164.0	0.28	0.00	4.11	0.28	0.29	0.11	14.95	0.28
002244.SZ	滨江集团	225.9	0.87	18.37	6.26	0.64	0.32	1.00	8.33	0.30
600208.SH	新潮中宝	134.4	0.32	0.00	5.61	0.32	0.78	0.00	9.27	0.78
600383.SH	金地集团	153.5	0.24	0.31	2.44	0.22	0.16	1.99	3.50	0.14
600675.SH	中华企业	150.6	1.03	0.26	5.60	0.99	1.14	7.17	10.85	0.71
600325.SH	华发股份	178.9	0.80	4.95	3.14	0.65	0.25	5.63	4.31	0.21
600639.SH	浦东金桥	114.6	0.80	0.34	5.04	0.74	1.74	20.78	19.46	1.72
601512.SH	中新集团	114.2	0.78	0.55	2.37	0.74	3.12	22.85	6.93	2.18
600641.SH	万业企业	109.3	1.28	10.95	5.30	1.01	11.34	77.28	40.46	1.68

注：分位数区间为2010年1月1日-2024年6月30日

资料来源：Wind，天风证券研究所

受益标的梳理：关注PB、PS低，估值弹性高的公司

通过PS指标筛选：

▶ 截至2024年6月30日，48 家 A 股重点上市房企平均 PS（LYR）倍数为 2.04X，平均 PS 分位数 16.16。其中，PS小于 0.5（或明显低估）的地产开发企业包括：1）央企：保利发展、招商蛇口、华侨城 A、大悦城等；2）地方国企：华发股份、首开股份、天地源等。 3）非国央企：滨江集团、万科 A、金地集团、新城控股等。

图：A股上市房企PB、PS及分位数情况											
代码	公司	总市值	PB（LF）	PB分位数	区间最高PB	区间最低PB	PS（LYR）	PS分位数	区间最高PS	区间最低PS	
000029.SZ	深深房A	107.5	2.91	37.36	8.65	1.65	20.26	93.52	24.05	1.71	
001914.SZ	招商积余	106.2	1.07	5.52	4.96	0.89	0.68	7.39	6.56	0.49	
000031.SZ	大悦城	100.3	0.73	0.68	7.11	0.67	0.27	0.17	18.34	0.25	
600657.SH	信达地产	87.0	0.36	0.06	3.69	0.35	0.76	36.39	6.18	0.34	
600094.SH	大名城	95.8	0.77	25.66	9.95	0.48	0.82	20.99	2466.34	0.50	
000402.SZ	金融街	70.2	0.20	0.01	1.93	0.20	0.56	0.01	5.19	0.43	
600266.SH	城建发展	80.6	0.40	0.85	3.37	0.37	0.40	5.49	5.29	0.31	
600223.SH	福瑞达	71.9	1.76	12.94	25.67	1.11	1.57	78.25	4.83	0.35	
000517.SZ	荣安地产	85.3	0.95	8.08	10.09	0.70	0.38	0.43	5437.46	0.34	
600604.SH	市北高新	64.8	1.02	0.18	35.32	0.98	6.34	15.91	256.08	2.65	
002146.SZ	荣盛发展	64.8	0.27	4.11	5.19	0.19	0.11	0.13	7.85	0.10	
600376.SH	首开股份	54.2	0.32	0.54	3.18	0.29	0.11	1.00	4.87	0.11	
000656.SZ	*ST金科	61.9	2.63	79.70	9.45	0.24	0.10	1.42	26741.89	0.06	
601588.SH	北辰实业	45.5	0.36	0.01	2.89	0.36	0.29	4.36	5.09	0.28	
600748.SH	上实发展	45.0	0.45	0.00	6.50	0.45	0.46	0.43	7.89	0.46	
600736.SH	苏州高新	47.9	0.65	0.16	4.39	0.60	0.61	16.62	5.84	0.42	
000006.SZ	深振业A	52.4	0.75	6.37	6.05	0.60	1.86	19.76	11.27	1.26	
600340.SH	华夏幸福	41.5	0.76	10.90	16.87	0.33	0.12	0.07	58.77	0.10	
000560.SZ	我爱我家	52.3	0.55	3.48	6.03	0.33	0.43	2.54	14.02	0.29	
600708.SH	光明地产	39.0	0.36	0.03	6.42	0.36	0.45	28.38	4.34	0.17	
000926.SZ	福星股份	36.1	0.30	0.17	2.29	0.29	0.66	43.70	2.76	0.22	
002208.SZ	合肥城建	34.6	0.53	0.03	6.31	0.52	0.44	0.03	9.38	0.43	
002285.SZ	世联行	31.7	1.06	0.64	19.24	1.01	0.94	4.72	15.71	0.76	
600622.SH	光大嘉宝	27.7	0.56	1.17	4.45	0.48	0.63	0.11	8.46	0.56	
000961.SZ	ST中南	21.4	0.25	0.57	4.64	0.23	0.03	0.51	4.94	0.03	
002377.SZ	国创高新	16.2	3.11	59.17	9.51	0.55	1.97	68.93	16.89	0.48	
600665.SH	天地源	19.2	0.50	0.45	4.10	0.44	0.17	1.56	3.51	0.16	
002968.SZ	新大正	20.2	1.77	2.89	10.69	1.38	0.64	0.59	7.44	0.61	

资料来源：Wind，天风证券研究所

受益标的梳理：关注PB、PS低，估值弹性高的公司

通过PB指标筛选：

➤ 截至2024年6月28日，48家H 股重点上市房企平均 PB (LF) 倍数为 0.40X，平均 PB 分位数 7.98。其中，未出险且 PB 低于 1（或低估）的地产开发企业包括：华润置地、中国海外发展、中国金茂、越秀地产、龙湖集团、绿城中国等。

图：H股上市房企PB、PS及分位数情况										
代码	公司	总市值	PB (LF)	PB分位数	区间最高PB	区间最低PB	PS (LYR)	PS分位数	区间最高PS	区间最低PS
2007. HK	碧桂园	135.7	0.08	0.87	4.35	0.08	0.03	0.87	2.84	0.03
3333. HK	中国恒大	21.5	0.00	0.00	6.30	0.07	0.01	1.42	15.24	0.01
1918. HK	融创中国	96.9	0.14	3.14	6.80	0.07	0.06	0.98	4.35	0.04
0688. HK	中国海外发展	1,481.9	0.36	2.16	3.74	0.29	0.66	1.15	7.50	0.54
1109. HK	华润置地	1,893.3	0.67	1.50	2.44	0.56	0.68	0.60	9.59	0.57
0960. HK	龙湖集团	725.5	0.43	1.60	8.77	0.33	0.36	3.98	8.97	0.19
0813. HK	世茂集团	27.3	0.17	15.01	2.20	0.05	0.04	4.32	6.50	0.02
0884. HK	旭辉控股集团	32.8	0.15	5.33	2.87	0.08	0.04	1.30	2.18	0.03
3900. HK	绿城中国	155.5	0.39	3.91	2.02	0.32	0.11	0.55	2.56	0.09
2777. HK	富力地产	33.0	0.09	8.93	109.58	0.05	0.08	2.90	2.52	0.04
6158. HK	正荣地产	2.9	-0.07	0.00	2.52	0.05	0.01	1.61	1.49	0.00
0817. HK	中国金茂	83.7	0.19	2.05	1.76	0.15	0.10	1.88	6.50	0.08
3301. HK	融信中国	2.9	1.04	67.45	3.14	0.04	0.01	0.99	1.64	0.00
3377. HK	远洋集团	25.5	0.33	28.39	2.23	0.06	0.05	0.88	6.00	0.04
3383. HK	雅居乐集团	25.7	0.08	0.55	2.84	0.06	0.05	0.38	4.01	0.04
3380. HK	龙光集团	45.5	0.16	17.12	2.89	0.04	0.09	9.08	2.99	0.02
1638. HK	佳兆业集团	9.0	-0.06	0.00	3.64	0.09	0.03	1.95	4.11	0.02
3883. HK	中国奥园	5.7	-0.02	0.00	2.36	0.12	0.02	0.73	5.36	0.01
0832. HK	建业地产	3.6	-0.15	0.00	1.40	0.13	0.02	6.60	1.59	0.01
2868. HK	首创置业	0.0	0.00	0.00	1.39	0.21	0.00	0.00	1.22	0.18
1813. HK	合景泰富集团	11.1	0.08	3.66	1.77	0.05	0.06	0.62	9.54	0.04
0627. HK	福晟国际	21.2	-1.89	0.00	157.56	0.03	7.62	90.66	71.61	0.00
1233. HK	时代中国控股	5.7	0.81	48.00	2.01	0.05	0.02	4.45	1.56	0.01
0123. HK	越秀地产	205.3	0.33	1.82	1.41	0.23	0.23	0.90	3.91	0.16

注：分位数区间为2010年1月1日-2024年6月28日

资料来源：Wind，天风证券研究所

受益标的梳理：关注PB、PS低，估值弹性高的公司

通过PS指标筛选：

➤ 截至2024年6月28日，48家H 股重点上市房企平均 PS（LYR）倍数为 0.41X，平均 PS 分位数6.66。其中，未出险且 PS 低于 0.5（或明显低估）的地产开发企业包括：越秀地产、绿城中国、中国金茂等。

图：H股上市房企PS及分位数情况

代码	公司	总市值	PB（LF）	PB分位数	区间最高PB	区间最低PB	PS（LYR）	PS分位数	区间最高PS	区间最低PS
2048.HK	易居企业控股	2.0	-0.03	0.00	64.08	0.14	0.04	1.23	3.90	0.02
0733.HK	合富辉煌	5.1	0.32	9.76	3.08	0.17	0.39	33.74	2.03	0.08
6098.HK	碧桂园服务	161.1	0.40	0.88	28.80	0.36	0.34	0.81	18.86	0.31
2669.HK	中海物业	153.7	3.38	1.01	19.89	2.93	1.07	1.01	5.51	0.91
1778.HK	彩生活	2.8	0.06	0.83	24.43	0.05	0.17	0.83	26.17	0.14
1755.HK	新城悦服务	27.2	0.85	5.51	23.84	0.61	0.45	6.23	10.97	0.33
2869.HK	绿城服务	106.6	1.30	6.22	52.69	0.96	0.55	5.05	4.66	0.44
3319.HK	雅生活服务	39.8	0.28	0.70	12.11	0.25	0.23	0.64	12.93	0.21
2168.HK	佳兆业美好	3.5	0.36	28.18	7.88	0.10	0.17	18.34	4.21	0.07
1995.HK	永升生活服务	27.5	0.51	10.34	20.41	0.35	0.38	10.04	19.51	0.26
1966.HK	中骏集团控股	6.4	0.06	4.15	5.16	0.03	0.03	1.19	22.01	0.02
1238.HK	宝龙地产	24.0	0.06	0.97	3.97	0.05	0.09	3.97	5.87	0.05
2768.HK	佳源国际控股	11.8	0.05	9.08	5.46	0.03	0.05	9.08	7.32	0.04
2019.HK	德信中国	2.5	0.05	8.60	3.66	0.02	0.01	3.12	1.01	0.01
3662.HK	奥园健康	4.2	0.35	11.38	30.47	0.25	0.24	12.62	9.04	0.16
3316.HK	滨江服务	45.4	2.76	7.92	10.68	2.53	1.46	0.46	8.75	1.43
2772.HK	中梁控股	5.7	0.08	2.25	7.72	0.06	0.01	0.74	0.66	0.01
6093.HK	和泓服务	7.8	1.02	0.12	9.94	1.00	0.54	0.12	6.06	0.53
1538.HK	中奥到家	3.0	0.28	4.95	74.20	0.23	0.16	8.21	3.49	0.10
3686.HK	祈福生活服务	4.6	0.59	1.44	6.33	0.55	1.20	34.27	2.50	0.79
1417.HK	浦江中国	1.3	0.57	9.23	184.27	0.41	0.13	2.08	3.17	0.10
6049.HK	保利物业	159.9	1.66	3.51	42.29	1.43	0.96	4.59	8.03	0.83
9928.HK	时代邻里	5.3	0.36	21.42	39.19	0.16	0.19	17.73	10.85	0.10
9909.HK	宝龙商业	17.2	0.51	3.89	21.45	0.42	0.59	4.61	10.24	0.49

注：分位数区间为2010年1月1日-2024年6月28日

资料来源：Wind，天风证券研究所

策略：关注重视收储及需求修复双重刺激下，板块困境反转机遇

- 2023年针对“房住不炒”表述的弱化及一线城市限制性政策的宽松力度超出我们的预期，在此基调下，我们认为24年供需两端政策或将延续宽松基调，融资支持下供给侧出清基本结束，需求端政策刺激或引导基本面企稳修复，行业存在短期供需关系再平衡机会，同时城中村改造及保障房建设有望为行业提供增量空间。
- **2024年，我们认为有以下几条投资主线：**
- **方向一**，考虑龙头央企在22-23年投资端优势显著，具备较明确的市占率提升前景，故我们延续此前具有更优秀信用资质及资源储备的国央企和头部房企有望率先受益于行业复苏的观点，并看好土储结构改善对此类公司的利润率的积极影响。**重点推荐：中国海外发展、招商蛇口、保利发展，建议关注：华润置地、越秀地产。**
- **方向二**，城投托底拿地及供给侧出清的影响下代建公司逆周期有望受益，同时城中村改造及保障房建设为代建及地方国企提供增量需求，我们预计其业务有望在24年保持增长趋势，成长预期改善前景良好。**重点推荐：绿城管理控股，建议关注：城建发展等。**
- **方向三**，龙头央企关联物管公司成长路径明确，未来规模有望保持良好增速，而部分物企受关联方拖累增量下滑、独立性被动提升，其发展策略转向提升长期运营效率、探索差异化发展路径。我们认为，若24年市场企稳或关联方销售表现超预期，此类低估值物企或具备较大估值弹性空间。**重点推荐：招商积余、保利物业，建议关注：中海物业、万物云等。**

策略：关注重视收储及需求修复双重刺激下，板块困境反转机遇

图：A股重点标的估值与盈利预测

股票代码	公司简称	最新日股价 (元/港元)	最新日市值 (亿元/港元)	月初至今 涨跌幅	年初至今 涨跌幅	EPS (元/港元)				PE (TTM)					业绩增速			
						2021A	2022A	2023A	2024E	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2021A	2022A	2023A	2024E
A股																		
000002.SZ	万科A	6.83	815	-1.7%	-34.7%	1.9	1.9	1.7	0.6	8.2	6.0	9.2	4.0	10.8	-45.7%	0.4%	-9.2%	-63.3%
600048.SH	保利发展	9.00	1,077	-0.2%	-9.1%	2.3	1.5	1.7	1.1	6.7	6.4	6.7	5.4	8.4	-5.4%	-33.0%	9.4%	-36.3%
001979.SZ	招商蛇口	9.26	839	-0.3%	-2.8%	1.1	0.5	0.7	0.9	8.0	6.4	14.0	12.9	10.3	-15.3%	-58.9%	53.1%	24.3%
601155.SH	新城控股	9.48	214	-2.1%	-16.9%	5.6	0.6	1.7	0.5	5.8	4.0	4.6	5.4	18.6	-17.4%	-88.9%	181.7%	-70.8%
600383.SH	金地集团	3.20	144	-3.0%	-26.2%	2.1	1.4	1.1	0.3	6.3	6.7	4.9	3.0	11.2	-9.5%	-35.1%	-20.9%	-73.3%
600325.SH	华发股份	6.31	174	-1.4%	-7.4%	1.2	0.9	1.0	0.7	4.7	4.0	5.9	6.3	8.7	10.1%	-19.3%	7.5%	-27.8%
002244.SZ	滨江集团	8.18	255	-3.0%	12.5%	1.0	1.2	1.4	1.0	8.6	5.2	7.3	6.0	8.6	30.1%	23.6%	14.0%	-30.3%
001914.SZ	招商积余	10.17	108	-0.2%	-15.0%	0.5	0.6	0.7	0.8	48.0	43.8	27.0	14.0	12.3	17.9%	15.7%	29.7%	14.2%
600266.SH	城建发展	3.89	84	-4.7%	-19.6%	0.3	-0.4	0.4	0.5	10.1	10.8	-15.0	8.9	8.3	-48.0%	-244.4%	-201.5%	6.9%

图：H股重点标的估值与盈利预测

股票代码	公司简称	最新日股价 (元/港元)	最新日市值 (亿元/港元)	月初至今 涨跌幅	年初至今 涨跌幅	EPS (元/港元)				PE (TTM)					业绩增速			
						2021A	2022A	2023A	2024E	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2021A	2022A	2023A	2024E
港股																		
0688.HK	中国海外发展	13.48	1,475	-3.0%	1.2%	3.7	2.1	2.3	2.5	4.1	3.8	5.3	5.8	5.5	-8.5%	-42.1%	10.1%	5.5%
0960.HK	龙湖集团	11.02	746	-4.3%	-9.7%	3.5	3.6	1.9	1.9	13.7	8.8	5.5	5.8	5.8	19.3%	2.1%	-47.3%	0.6%
1109.HK	华润置地	27.05	1,929	-2.7%	1.4%	4.5	3.9	4.4	4.4	7.6	6.2	7.3	6.1	6.1	8.7%	-13.3%	11.7%	1.1%
0123.HK	越秀地产	5.41	218	-2.5%	-12.4%	0.9	1.0	0.8	0.9	6.1	3.9	8.4	6.8	6.2	-15.5%	10.2%	-19.4%	9.7%
1908.HK	建发国际集团	14.68	296	-1.9%	-4.9%	1.7	2.4	2.5	2.5	8.2	7.6	9.2	5.9	5.9	51.5%	40.3%	2.0%	-0.6%
3900.HK	绿城中国	6.40	162	-2.9%	-13.9%	1.8	1.1	1.2	1.4	21.9	9.3	7.8	5.2	4.5	17.7%	-38.3%	13.1%	16.1%
9979.HK	绿城管理控股	4.85	97	-0.6%	0.5%	0.3	0.4	0.5	0.6	19.7	15.1	15.7	10.0	7.9	28.7%	31.7%	30.8%	27.1%
6049.HK	保利物业	28.05	155	-4.3%	0.7%	1.5	2.0	2.5	2.9	53.6	36.9	22.2	11.2	9.7	25.6%	31.6%	24.0%	16.0%

盈利预测结果为Wind一致预期，数据统计时间截止2024年7月15日
资料来源：Wind，天风证券研究所

风险提示

- 1) 行业销售下行超预期，带动行业开发投资、新开工、拿地、施工等指标快速下行；
- 2) 受城市基本面差异影响，部分城市因城施策力度不及预期；
- 3) 成交量短期脉冲后回落，二手房价格下滑幅度超预期。

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS