

中国平安 PINGAN

专业·价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

# 从东北经验看全国楼市未来走向 ——地产杂谈系列之六十二

房地产行业 强于大市（维持）

平安证券研究所 地产团队

杨侃 投资咨询资格编号：S1060514080002

郑茜文 投资咨询资格编号：S1060520090003

2025年2月18日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

## 核心摘要

- **东北楼市沉浮回顾：从繁荣到低谷，调整期后仍存反弹。** 1998年-2012年东北三省楼市迎来发展黄金期，商品房销售面积、销售额CAGR分别达20.3%和29.5%，2012年占到全国的13.6%和10.7%。随着经济增速放缓叠加高库存、人口净流出，2013-2015年东北三省楼市步入剧烈调整，期间销售面积、销售额最大跌幅达50.9%和44.1%。全国楼市回温带来的示范效应叠加棚改带来的增量需求（贡献2016年东北销售约20%），2016年东北楼市逐步迎来反弹，销售额最高反弹至此前高点的80%，2021年至今跟随全国同步调整。
- **东北调整及反弹特征：四大城反弹高度远大于其它区域，头部企业格局稳定市占率提升。** 东北四大城销售面积、销售额调整期最大跌幅分别为40%和37%，低于其它区域（67%、57%），而随后的反弹最高达34%和84%，远高于其它区域（4%、5%），反弹高点分别达到前高的80%、116%，远大于其它区域（34%、45%）。从东北四大城市房企销售额排名变化来看，2013排名前十房企中，有8家2017年仍排名前十，显示市场出清的更多为中小房企，8家房企2013-2017年销售额CAGR为14.7%，远高于同期东北三省增速（-7.5%），合计市占率由7.4%提升至17.4%。
- **与上轮东北调整对比：当前政策支持及房价调整力度更大，供给侧出清更剧烈。** 目前全国与上轮东北三省一样，均经历楼市大幅调整、待售库存高企，同时面临中长期城镇化放缓、出生率下降、老龄化提升等问题，但我们认为当下与此前东北仍有所不同：1) 宏观经济更具韧性，2024年全国GDP仍保持5%的增长；2) 政策支持力度更大，目前全国商品房首付比例及房贷利率均已降至历史低位；3) 房价调整幅度更大；4) 房企出清更加剧烈，流动性危机蔓延至中大型房企。

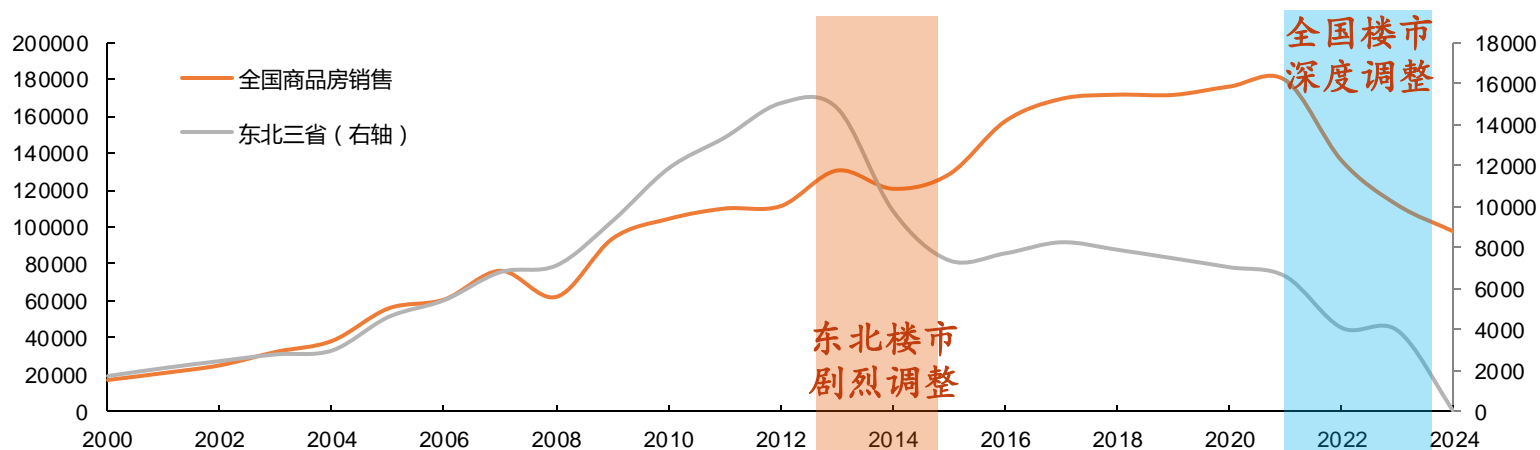
## 核心摘要（续）

- **全国楼市展望：“核心区+好房子”或率先“止跌回稳”，降息、收储与城改为关注重点。** 参考上轮东北经验，我们判断：1) 短期全国销售及新开工或已接近调整尾声，假设后续全国楼市反弹高点占前高比重与东北一致，预计后续全国楼市反弹高点对应销售面积、销售额为2024年实际值的101%和150%。2) 目前重点城市核心区库存已大幅优化，同时质价相符的“好房子”供应仍相对偏少，预计将率先“止跌回稳”，大部分三四线城市住房将回归耐用消费品属性，难有明显反弹。3) 短期行业利润率底部渐近，尽管行业中期销售反弹高度或不如上轮东北，但供给出清将助力优质房企规模与效益提升；4) 供需改善为楼市企稳核心，仍需进一步降低实际房贷利率提升购房意愿，同时打通收储及城改堵点带来增量需求。
- **投资建议：**从东北楼市发展经验来看，尽管面临短期库存高企、中长期城镇化放缓、出生率下降等问题，调整过后楼市仍存反弹，但区域与城市分化明显。站在当前时点，全国商品房量价自2021年以来已明显回落，短期市场调整或接近尾声，中期核心城市、好产品市场仍有机会，或已无需过度悲观；同时本轮调整中房企加速出清，历史包袱较轻、仍具拿地扩张能力的优质房企或迎新一轮发展机遇，维持行业“强于大市”评级。个股关注：1) 历史包袱较轻、库存结构优化的房企如中国海外发展、华润置地、绿城中国、建发国际集团、招商蛇口、滨江集团、越秀地产、保利发展等；2) 估值修复房企如万科A、金地集团、新城控股等；3) 同时建议关注经纪（贝壳）、物管（中海物业、保利物业、招商积余）、代建（绿城管理控股）等细分领域头部企业。
- **风险提示：**1) 政策持续性不及预期风险；2) 楼市修复不及预期风险；3) 个别房企流动性问题发酵、连锁反应超出预期风险；4) 房地产行业短期波动超出预期风险

## 前言

- 2021年下半年以来全国楼市量价持续调整、库存去化周期不断拉长，同时中长期城镇化进程放缓、出生率下降及人口老龄化等进一步加重市场对楼市中长期前景的担忧。
- 回顾历史，实际上东北三省在2013-2015年亦经历过楼市剧烈调整、并同时面临人口持续净流出、低出生率等问题，但并不妨碍东北楼市在2016年迎来反弹。那东北楼市调整与反弹的原因是什么、核心城市与三四线反弹过程中是否存在差异、投资销售开工等各项指标反弹有何异同、行业格局是否迎来新变化。带着这些疑问，本篇报告我们详细回顾了东北楼市沉浮史，系统梳理总结东北楼市反弹特征，并在与当前全国楼市现状对比分析的基础上，对后续全国楼市走势判断提供一些方向性判断，希望为投资者更好认识当下楼市提供新的思路。

◆ 东北楼市在2013-2015年曾经历过类似当前全国楼市的剧烈调整（万平）



# 目录

## 东北楼市浮沉回顾

---

02

东北楼市调整与反弹有何特征

---

03

当前全国楼市与上轮东北异同对比

---

04

从东北经验看全国楼市未来走向

---

05

投资建议及风险提示

---

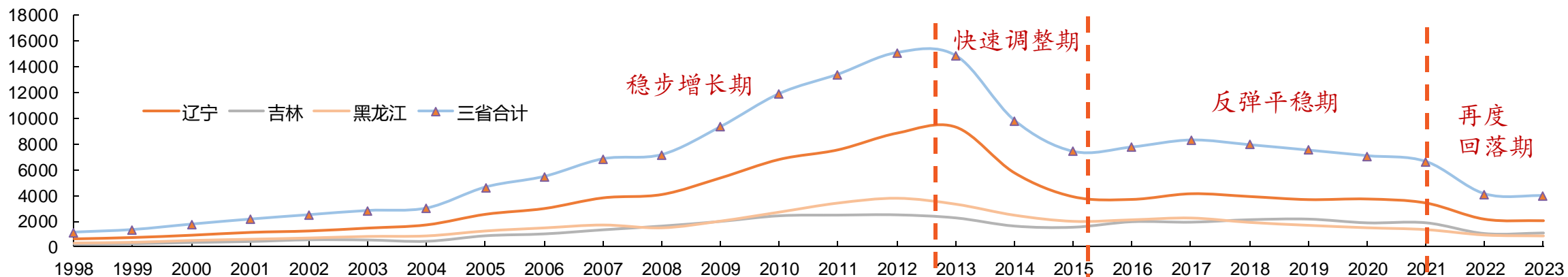




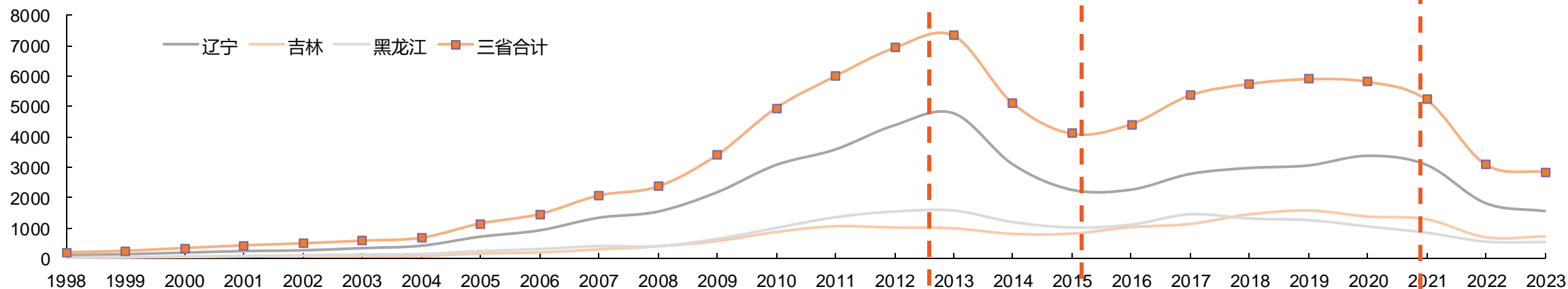
# 1998年至今，东北楼市相继经历四个发展阶段

➤ 自1998年房改以来，东北楼市相继经历稳步增长期、快速调整期、反弹平稳期、再度回落期四个阶段。

◆ 东北三省商品房销售面积走势图（万平）



◆ 东北三省商品房销售金额走势图（亿元）

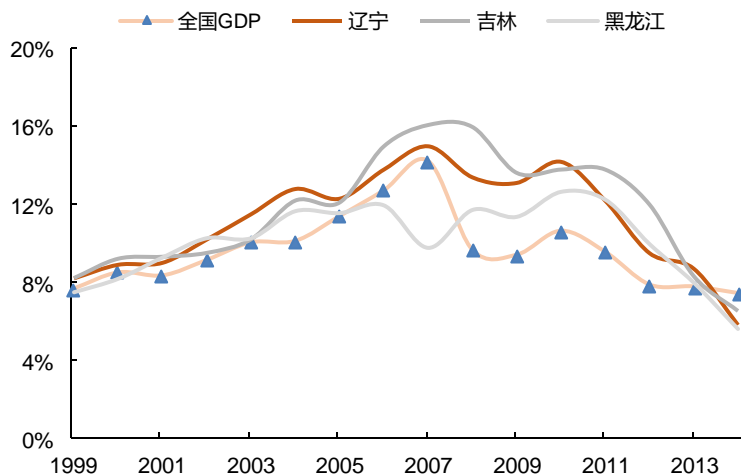


资料来源：Wind，平安证券研究所

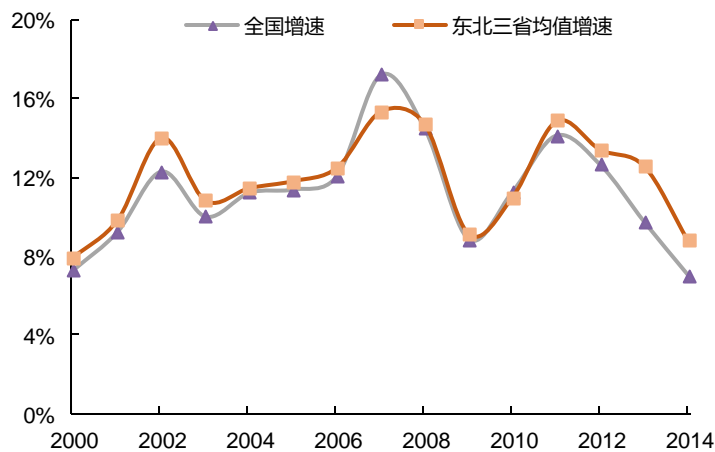
# 1998-2012年：多重因素催化，带动东北楼市高增

- 1998年国务院发布《关于进一步深化城镇住房制度改革、加快住房建设的通知》明确“停止住房实物分配,逐步实行住房分配货币化、稳步推进住房商品化、社会化”,开启全面住房商品化时代,而同期经济快速增长、城镇化加速带来大量具备购买力的住房需求。
- **东北经济及人均支配收入增速多数年份均高于全国,城镇化率快于全国。**从东北三省来看,根据各省统计局数据,2003年到2011年,除2007年黑龙江外,均保持GDP双位数增长,除2006-2007年的黑龙江外,其它年份区域GDP增速均高于全国。从城镇居民人均可支配收入来看,2000-2014年东北三省均值增速多数年份均高于全国;从城镇化率水平来看,2005-2015年,东北三省城镇化率均高于全国。

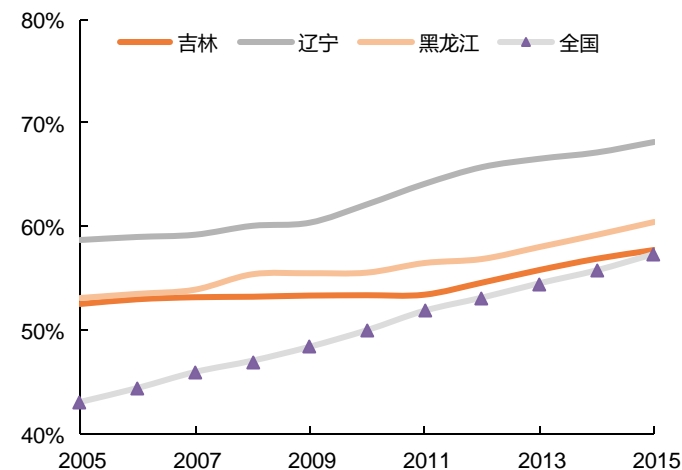
◆ 2003-2011年东北三省GDP保持相对较高增速



◆ 2000-2014年东北三省城镇居民可支配收入均值增速多数年份高于全国



◆ 2005-2015年东北三省城镇化率高于全国



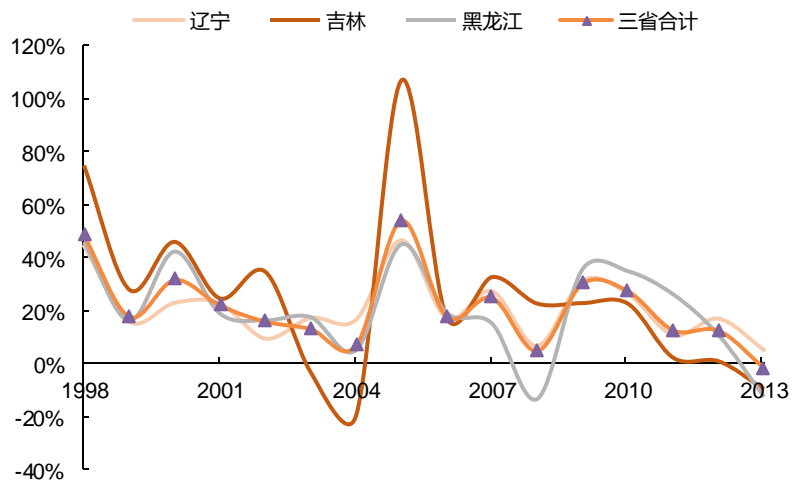
资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 除2007、2010年外, 2000-2014年东北三省城镇居民可支配收入均值增速均高于全国

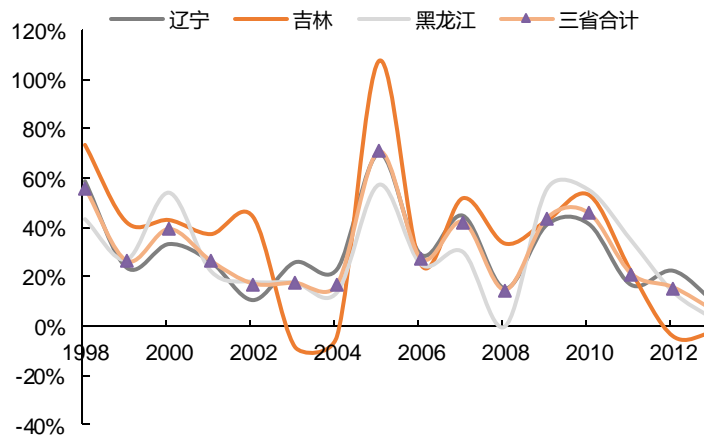
# 1998-2012年：销售额保持双位数增长，2012年全国比例超10%

➤ 得益于全面推动住房商品化的政策红利，以及区域经济、人均收入的快速增长，1998年-2012年东北三省合计商品房销售面积持续保持正增长，期间销售额保持双位数增长，年复合增速分别达20.3%和29.5%；2012年东北三省销售面积、销售额占全国的比重分别达13.6%和10.7%。

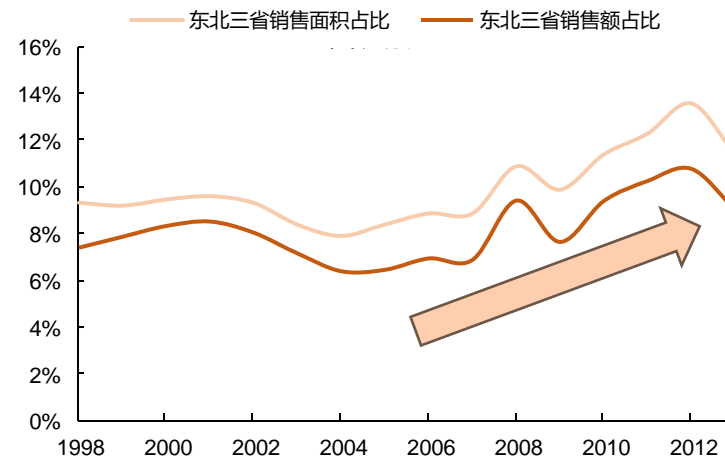
◆ 1998-2012年东北三省销售面积同比保持高增



◆ 1998-2012年东北三省销售金额同比保持高增



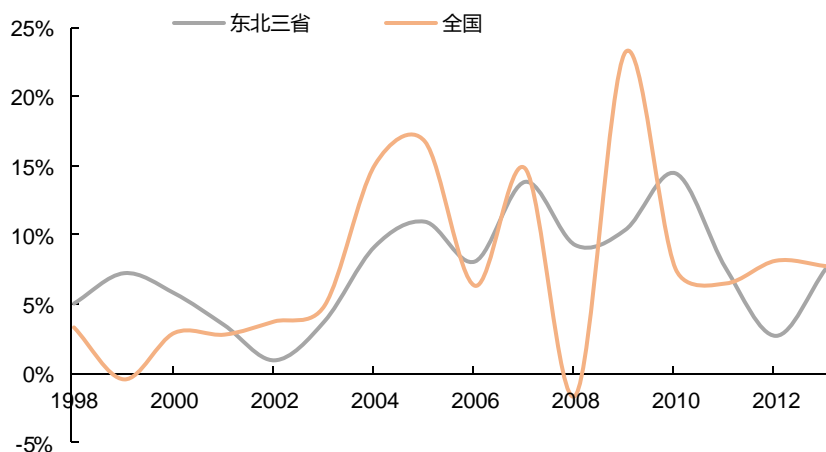
◆ 1998-2012年东北三省销售占全国比重震荡上行



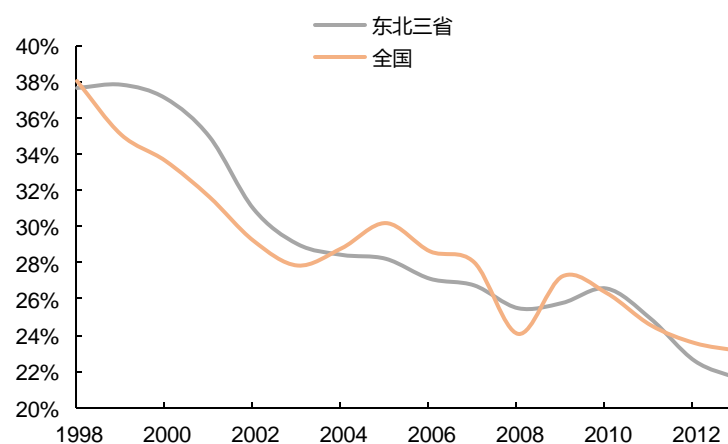
## 1998-2012年：东北房价涨幅与同期全国基本持平

- 从东北三省商品房价格走势来看，1998-2012年房价年复合增速为7.6%，与全国同期增速基本持平（7.7%）。从房价与城镇居民年可支配收入比值来看，东北三省与全国整体走势亦趋同。

1998-2012年东北三省商品房均价增速与全国同期增速基本持平



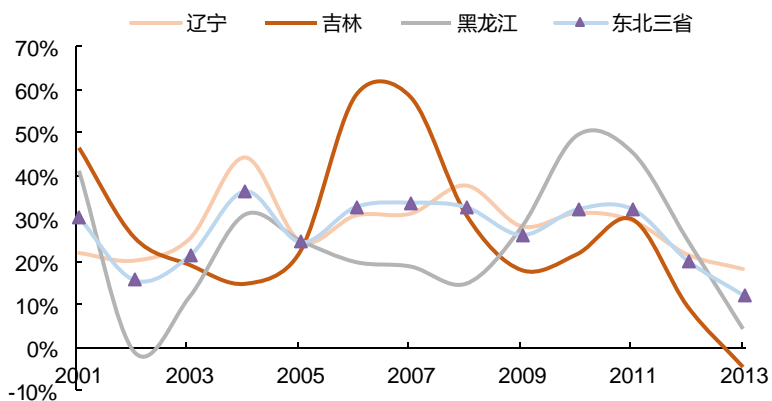
东北三省“商品房均价/城镇居民年可支配收入”与全国走势整体趋同



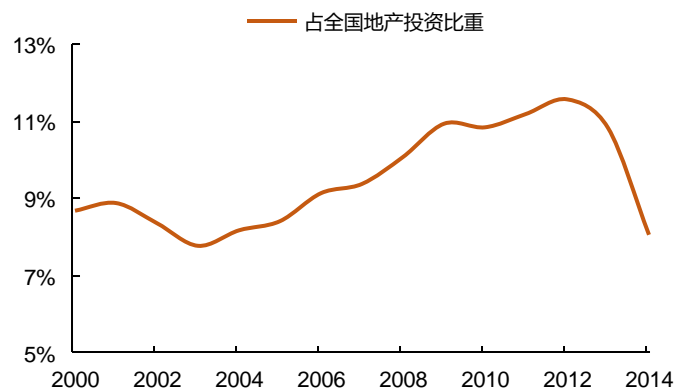
# 1998-2012年：投资占全国比例稳步提升，为区域GDP重要助力

- 从房地产投资来看，2000-2012年东北三省合计房地产投资增速保持双位数增长，年复合增速达27.9%；2012年占全国房地产投资比重达11.6%，占同期东北三省GDP的16.4%，高于同期全国水平（13.3%）。
- 从各省数据来看，吉林、辽宁、黑龙江房地产投资分别在2012、2013年和2013年达到阶段性高点，2000年-2012年复合增速分别为28.7%、28.7%和25.1%。

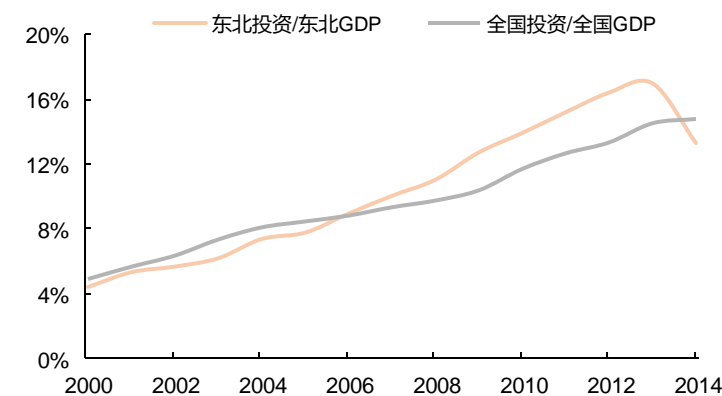
1998-2012年东北三省地产投资同比保持高增



1998-2012年东北三省投资占全国比重



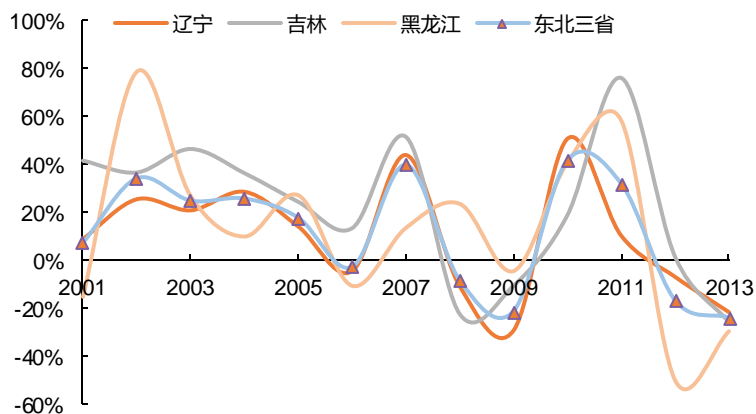
1998-2012年东北三省投资占同期GDP比重



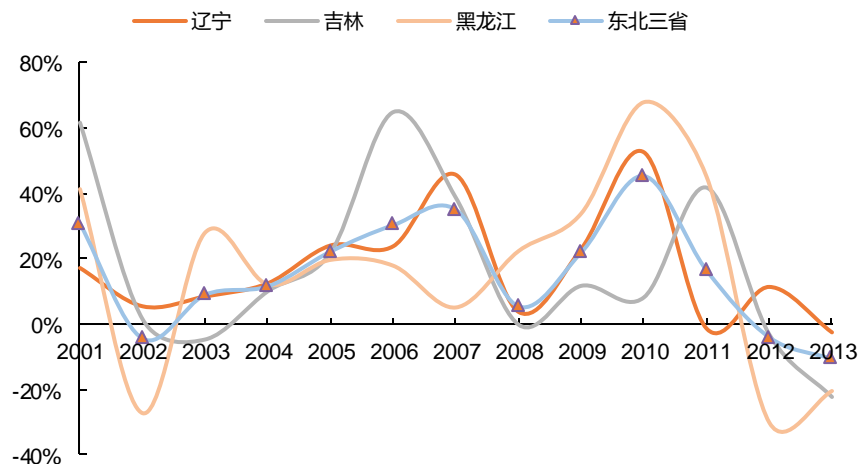
## 1998-2012年：新开工表现整体好于竣工及拿地

- 从拿地走势来看，东北三省土地购置面积在2011年达到阶段性顶点，略早于销售和投资，同时在2006年、2008-2009年曾短暂出现同比下滑，2000-2011年复合增速为15.5%。
- 从新开工走势来看，东北三省新开工在2011年达到阶段性顶点，除2002年外，2000-2011年均保持增长，年复合增速为19.7%。
- 从竣工走势来看，东北三省竣工面积在2012年达到阶段性顶点，除2004年外，2000-2012年均保持增长，年复合增速为12.2%。

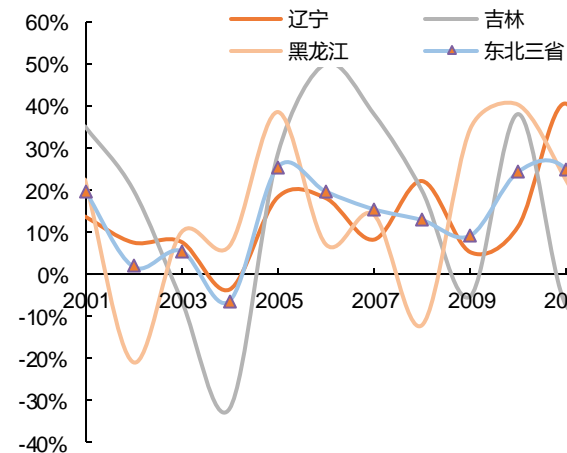
2001-2011年东北三省土地购置面积增速多数为正



2001-2011年东北三省新开工多数同比高增



2001-2012年东北三省竣工多数同比高增



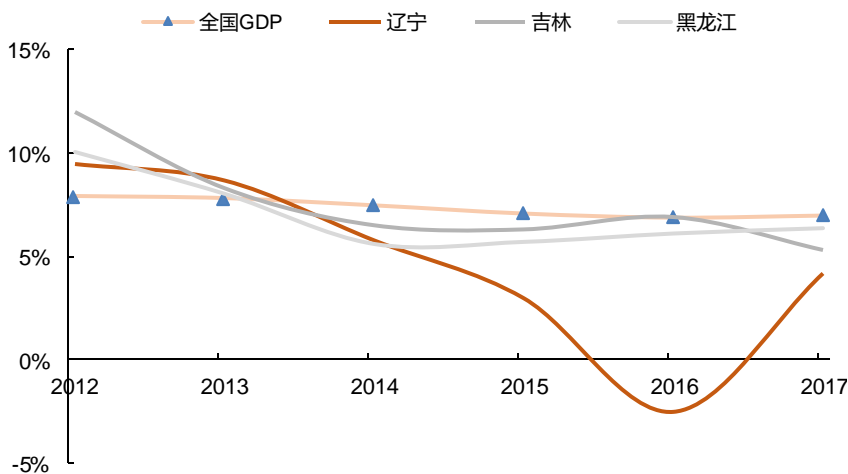
# 2013-2015年：东北楼市步入快速调整期

➤ 2014年受前期高新开工带来的库存高企影响，全国楼市迎来调整，全年全国商品房销售面积同比降7.6%；相比全国，东北三省面临的情形更严峻：

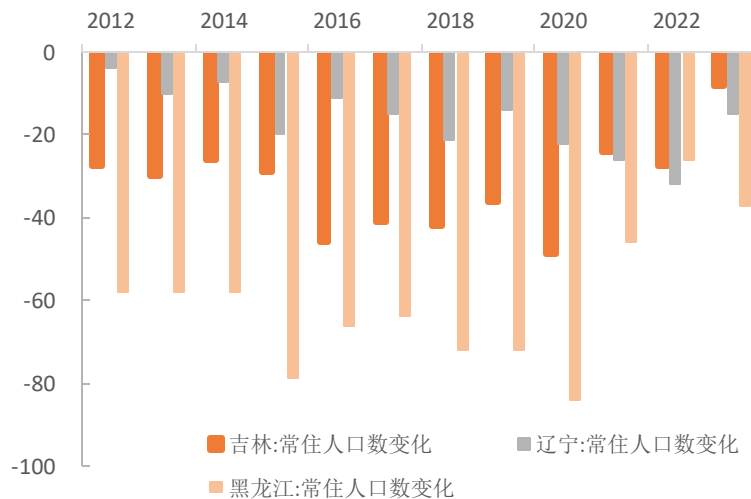
- 1) 从商品房“新开工与销售比”来看，2011年前东北三省长期高于全国，意味着更高的开工未售库存；
- 2) 2012年开始东北三省经济增速逐步放缓，2014年后多数低于全国增速；
- 3) 2012年开始东北三省常住人口持续净流出。

➤ 经济增速放缓叠加高库存、人口净流出，2013-2015年东北三省楼市步入剧烈调整期。

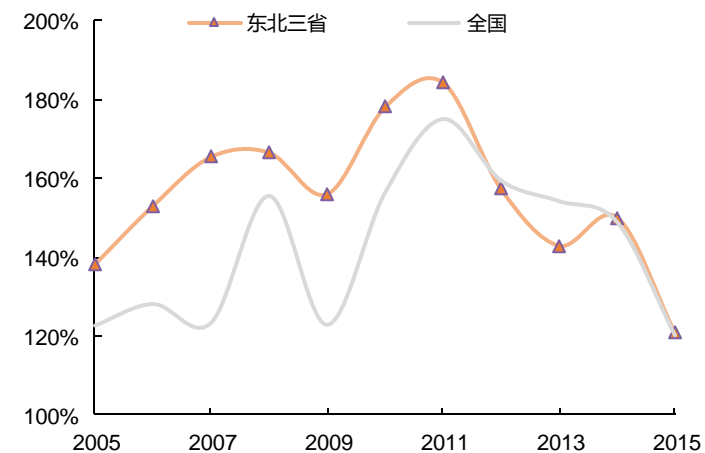
◆ 2014-2015年东北三省经济增速低于全国



◆ 2012年以来东北三省常住人口净减少（万人）



◆ 2005-2011年东北“新开工与销售比”高于全国



## 2013-2015年：新开工及拿地率先调整，销售额调整时间最短

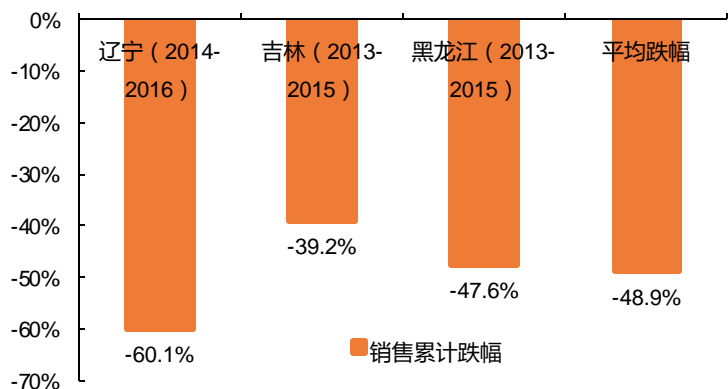
- 从东北三省各指标合计值调整先后来看，新开工及土地购置面积2012年率先调整，销售面积与投资额2013、2014年开始调整。
- 从各指标合计值调整幅度来看，土地购置面积累计调整幅度最大，2012-2017年累计跌幅达79.1%，销售额调整幅度相对较小，2014-2015年累计跌幅为44.1%。从调整持续时间来看，销售额调整时间最短为2年，竣工面积最长达7年。
- 考虑各省间调整节奏及幅度差异，从东北三省各指标均值来看（见下页图表），调整幅度最大和最小的仍分别为土地购置面积（-78%）和销售额（-37%），但平均调整年限最长的为土地购置面积（5.7年），竣工调整时间均值（3.3年）较合计值大幅缩短。

2012-2019年东北三省各指标合计值各年涨跌幅及下跌持续时间

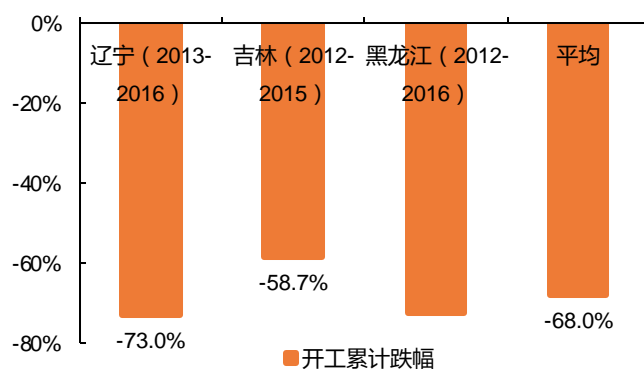
|            | 2011  | 2012   | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   | 2017  | 2018   | 2019   | 2020  | 下跌时间<br>(年) | 区间累计<br>最大跌幅 |
|------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|-------------|--------------|
| 销售面积       | 12.6% | 12.5%  | -1.6%  | -33.9% | -24.5% | 4.6%   | 7.0%  | -4.4%  | -5.3%  | -5.8% | 3           | -50.9%       |
| 销售额        | 21.2% | 15.6%  | 5.9%   | -30.3% | -19.8% | 7.5%   | 21.8% | 7.0%   | 2.8%   | -1.5% | 2           | -44.1%       |
| 新开工        | 16.6% | -4.0%  | -10.6% | -30.6% | -39.3% | -12.2% | 1.0%  | 12.6%  | 6.7%   | -2.6% | 5           | -68.2%       |
| 投资额        | 32.1% | 20.1%  | 12.1%  | -17.8% | -28.5% | -27.4% | 1.0%  | 17.5%  | 8.2%   | 6.2%  | 3           | -57.3%       |
| 土地购置<br>面积 | 32.0% | -16.9% | -24.1% | -29.9% | -33.0% | -25.0% | -6.0% | 28.1%  | -10.6% | -0.6% | 6           | -79.1%       |
| 竣工         | 24.6% | 1.6%   | -2.4%  | -5.4%  | -30.5% | -13.6% | -8.1% | -15.6% | -15.1% | 0.2%  | 7           | -63.5%       |

# 2013-2015年：各省销售额调整幅度较小，拿地及开工调整幅度较大

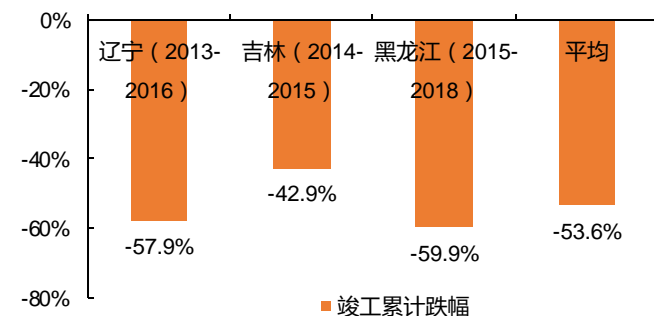
## 东北三省销售面积累计回撤



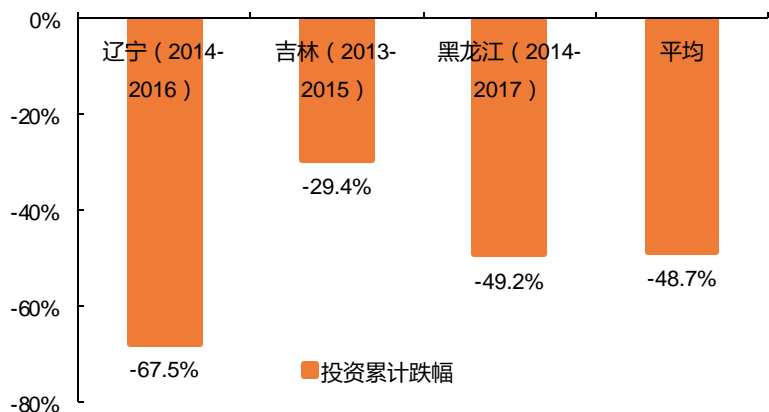
## 东北三省新开工累计回撤



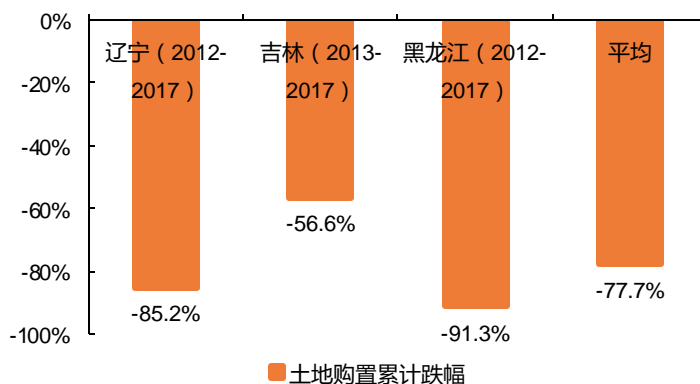
## 东北三省竣工累计回撤



## 东北三省地产投资累计回撤



## 东北三省土地购置面积累计回撤



## 不同口径东北三省调整幅度及时间对比

|        | 东北三省合计口径 |        | 东北三省均值口径 |        |
|--------|----------|--------|----------|--------|
|        | 持续时间 (年) | 区间最大跌幅 | 持续时间 (年) | 区间最大跌幅 |
| 销售面积   | 3        | -51%   | 3.0      | -49%   |
| 销售额    | 2        | -44%   | 2.7      | -37%   |
| 新开工    | 5        | -68%   | 4.3      | -68%   |
| 投资额    | 3        | -57%   | 3.3      | -49%   |
| 土地购置面积 | 6        | -79%   | 5.7      | -78%   |
| 竣工     | 7        | -64%   | 3.3      | -54%   |

资料来源：Wind，平安证券研究所

注：括号内年份为下跌区间起止年份，以增速首次转正前一年为结束年份，下同。

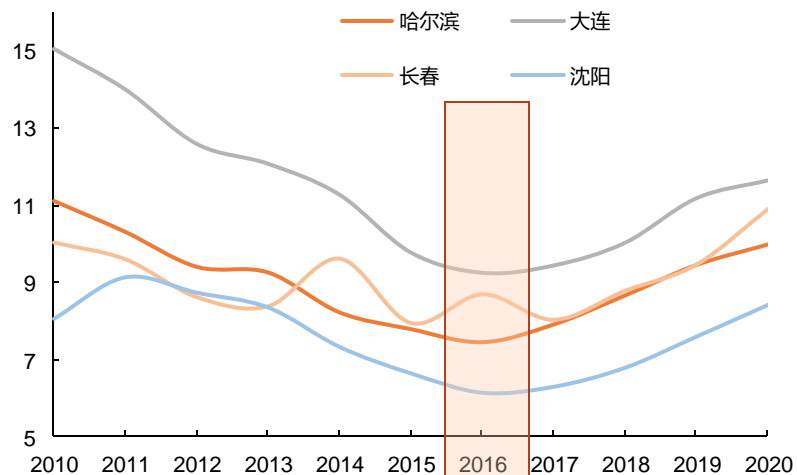
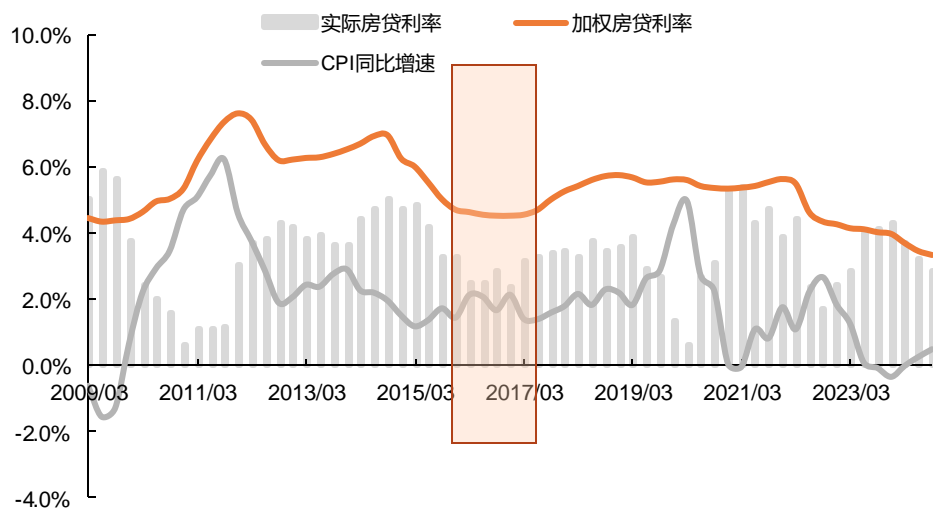


# 2016-2020年：购房意愿与能力提升带来楼市反弹

- 2014年重点城市逐步放松限购、同时开启新一轮降息周期，全国楼市在2015年迎来反弹，但东北楼市直到2016年才逐步企稳回升，我们认为主要有以下原因：
- **购房意愿**：2015年一线城市房价大幅上涨带来的示范效应，需求逐步向低能级区域外溢；
- **购房能力**：收入增加、房价下跌带来的房价收入比提升，叠加剔除CPI的实际房贷利率下降，东北三省居民购房能力大幅提升；
- **增量需求改善供求关系**：棚改货币化安置带来增量需求。

◆ 2016年名义及实际房贷利率均处于短期低点

◆ 2016年前后东北重点城市房价收入比到达低点



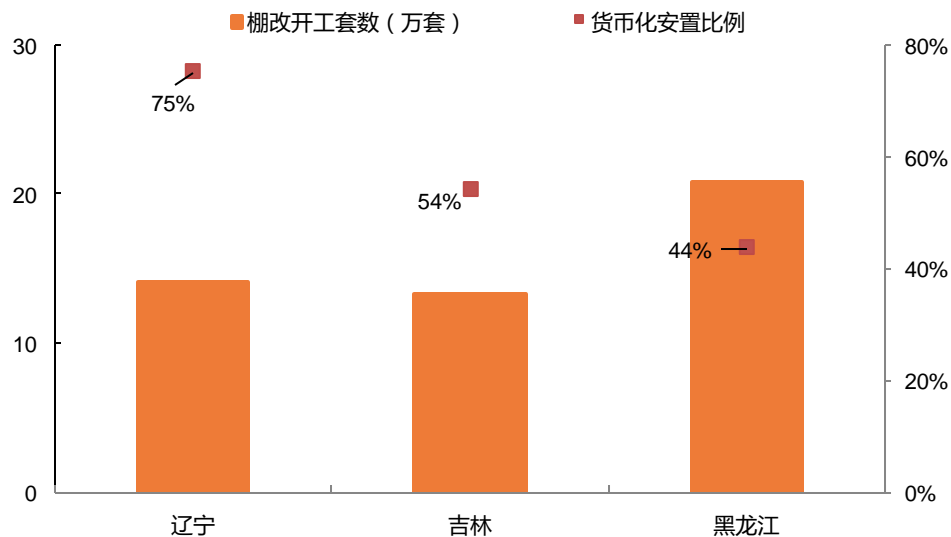
资料来源：Wind，平安证券研究所

注：房价收入比数据来自Wind，根据Wind定义，房价收入比=（住宅成交均价\*人均住宅建筑面积）/（人均可支配收入\*住房公积金修正系数）。

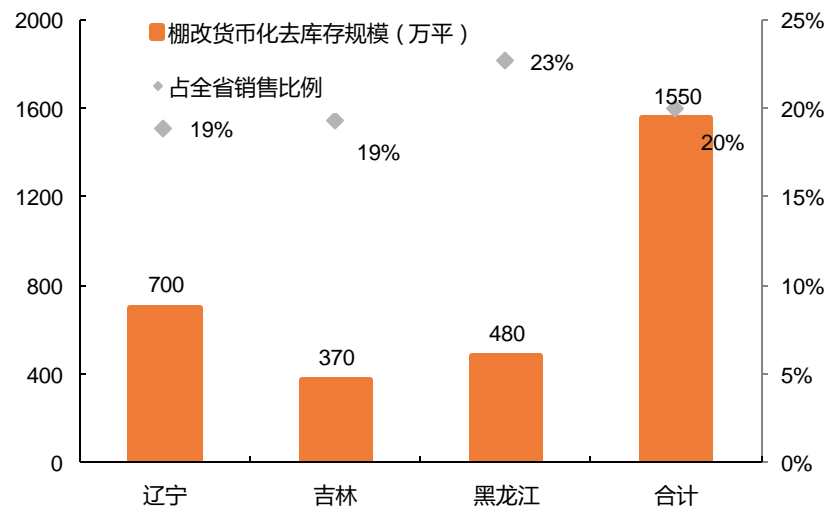
## 2016-2020年：棚改带来增量需求，贡献2016年销售面积的20%

- 2015年中央经济工作会议提出“三去一降一补”，明确化解房地产库存，2016年棚改货币化安置大幅推广，为三四线城市带来了大量增量需求。
- 2016年辽宁、吉林、黑龙江棚改开工套数分别为14.13万套、13.29万套和20.8万套，货币化安置比例为75%、54%和44%，估算分别贡献当年各省销售面积的19%、19%和23%，约占东北三省合计值的20%，为区域楼市企稳的重要助力。

2016年各省棚改开工套数及货币化安置比例



2016年各省棚改货币化去库存规模及占销售比重



资料来源：各省新闻发布会、新华社，平安证券研究所  
注：黑龙江省2016年货币化安置套数当年转化比例、安置面积参考吉林省数据估算

## 2016-2020年：销售额反弹幅度最大，主要来自房价上涨

- 从东北三省各指标合计值来看，销售面积及销售额2016年率先反弹，投资及开工2017年逐步企稳，土地购置面积及竣工仅出现个别年份的反弹。从反弹幅度来看，销售额累计反弹幅度最大（43.9%），但销售面积反弹幅度远小于销售额，意味着销售额反弹主要来自房价上涨；竣工仅2020年微涨0.2%。从反弹持续时间来看，销售额及投资额最长（4年）。
- 考虑各省之间差异，从东北三省各指标反弹均值来看（见下页图表），反弹幅度最大和最小的分别为土地购置面积（79%）和销售面积（12%），平均反弹年限最长的为房地产投资（4.3年）。

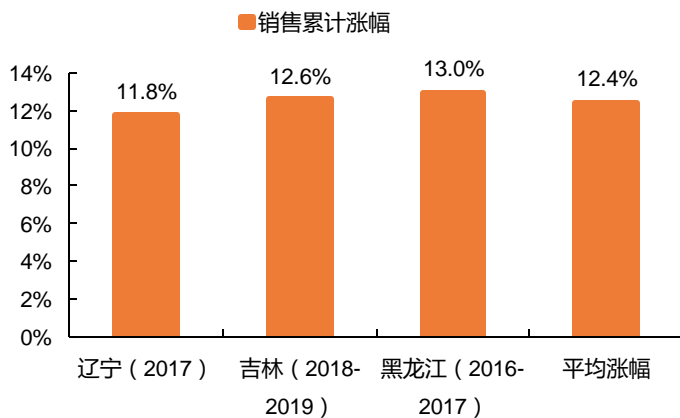
2016-2020年东北三省各指标合计值各年涨跌幅及反弹持续时间

|        | 2015   | 2016   | 2017  | 2018   | 2019   | 2020  | 2021   | 反弹持续时间<br>(年) | 区间累计反弹 |
|--------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|---------------|--------|
| 销售面积   | -24.5% | 4.6%   | 7.0%  | -4.4%  | -5.3%  | -5.8% | -6.4%  | 2             | 11.9%  |
| 销售额    | -19.8% | 7.5%   | 21.8% | 7.0%   | 2.8%   | -1.5% | -10.3% | 4             | 43.9%  |
| 新开工    | -39.3% | -12.2% | 1.0%  | 12.6%  | 6.7%   | -2.6% | 1.8%   | 3             | 21.4%  |
| 投资额    | -28.5% | -27.4% | 1.0%  | 17.5%  | 8.2%   | 6.2%  | -0.8%  | 4             | 36.4%  |
| 土地购置面积 | -33.0% | -25.0% | -6.0% | 28.1%  | -10.6% | -0.6% | 7.9%   | 1             | 28.1%  |
| 竣工     | -30.5% | -13.6% | -8.1% | -15.6% | -15.1% | 0.2%  | -2.3%  | 1             | 0.2%   |

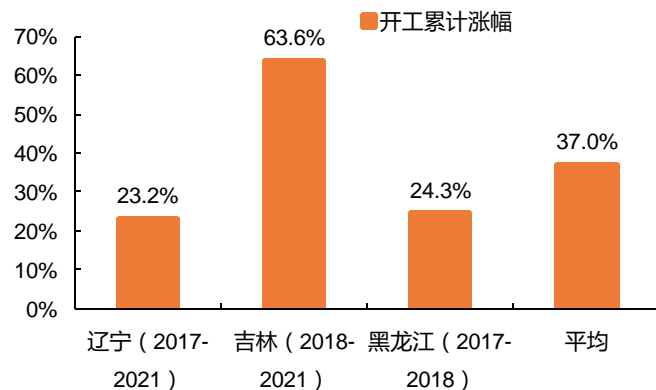


# 2016-2020年：销售额反弹幅度最大，主要来自房价上涨

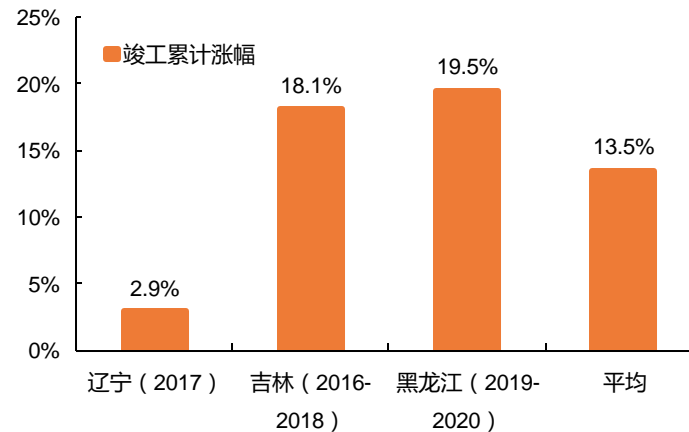
## 东北三省销售面积累计反弹



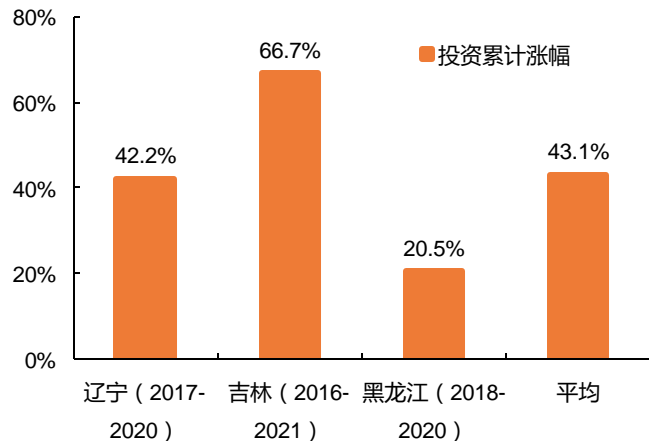
## 东北三省新开工累计反弹



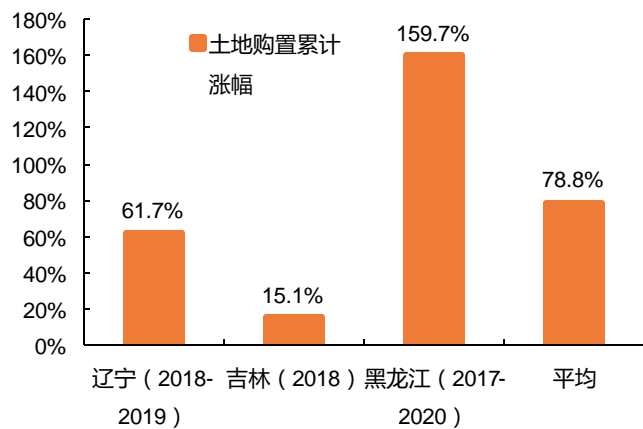
## 东北三省竣工累计反弹



## 东北三省地产投资累计反弹



## 东北三省土地购置面积累计反弹



## 不同口径东北三省累计反弹对比

|        | 东北三省合计口径 |        | 东北三省均值口径 |        |
|--------|----------|--------|----------|--------|
|        | 持续时间 (年) | 区间累计涨幅 | 持续时间 (年) | 区间累计涨幅 |
| 销售面积   | 2        | 12%    | 1.7      | 12%    |
| 销售额    | 4        | 44%    | 4.0      | 62%    |
| 新开工    | 3        | 21%    | 3.7      | 37%    |
| 投资额    | 4        | 36%    | 4.3      | 43%    |
| 土地购置面积 | 1        | 28%    | 2.3      | 79%    |
| 竣工     | 1        | 0.2%   | 2.0      | 13%    |

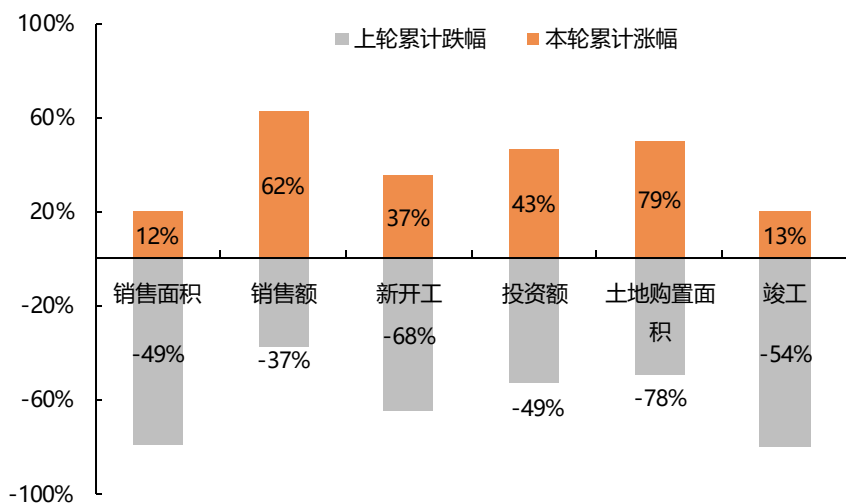
资料来源：Wind，平安证券研究所

注：2017年吉林省房地产投资曾短暂下降10.5%，2018年再度增长，2018年黑龙江土地购置面积曾微降0.1%，2019年再度增长，计算反弹持续时间暂不考虑中间个别年份波动，仍以区间起止时间计算。

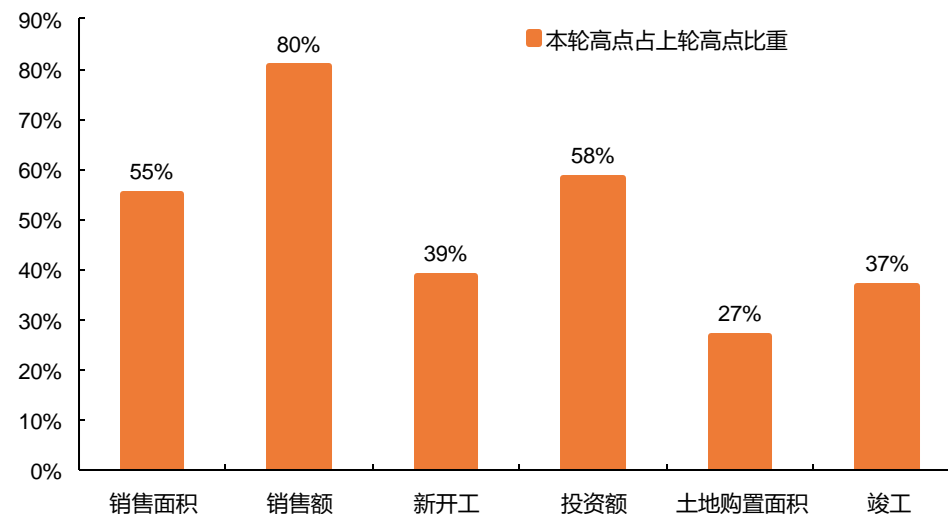
## 2016-2020年：销售额反弹至此前高点的80%

- 此前调整较大并不意味着反弹力度更大。从本轮反弹累计涨幅与上轮调整累计跌幅对比来看，上轮跌幅较大的销售面积和竣工面积，本轮反弹力度均较小，但得益于房价上涨，上涨跌幅相对较小的销售额，本轮仍反弹62%。土地购置面积由于上轮大幅下跌78%，本轮反弹幅度达79%。
- 商品房销售额反弹至此前高点的80%。从本轮反弹高点与上轮高点对比来看，本轮销售额高点（2019）达到上轮高点年份（2013）的80%，而土地购置面积尽管反弹幅度较大，但更多为低基数，本轮高点（2018）仅为上轮（2011）的27%。

◆ 本轮累计涨幅与上轮累计跌幅对比（东北三省均值口径）



◆ 本轮反弹高点占上轮高点比重（东北三省合计值）



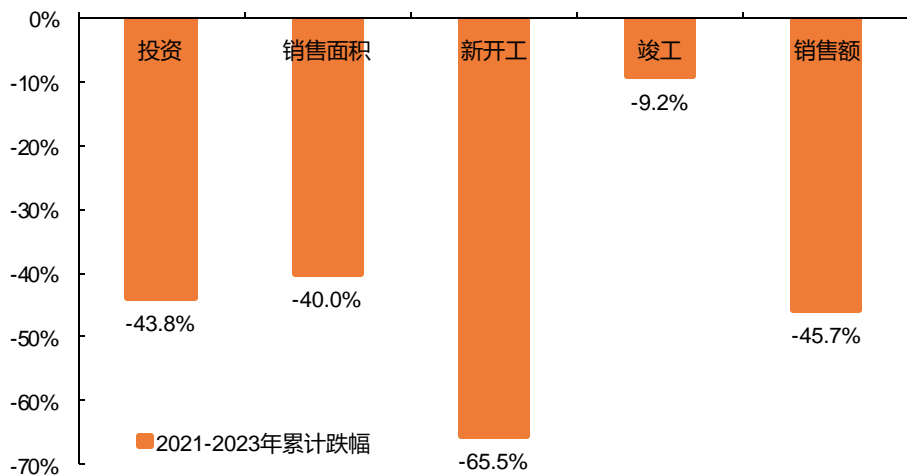
资料来源：Wind，平安证券研究所

注：本轮反弹周期为2016年开始的反弹，上轮调整周期为2012年开始的调整，由于指标差异，各指标反弹和调整起止年份略有差异

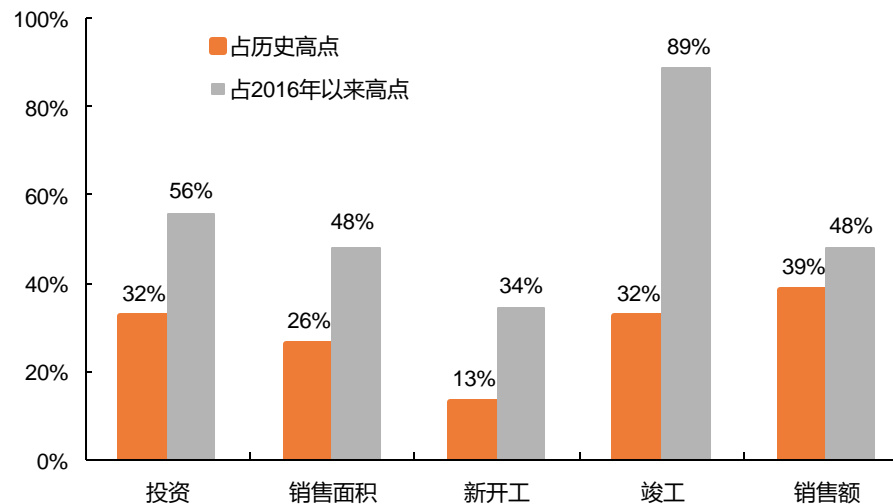
# 2021-2024年：东北三省跟随全国同步调整

- 2021年以来，受全国市场调整影响，东北三省楼市亦步入新一轮调整周期，2023年东北三省合计销售面积、销售额、投资、新开工、竣工分别较2021年下降40%、45.7%、43.8%、65.5%和9.2%。
- 从2023年占历史高点比重来看，投资、销售面积、销售额、新开工、竣工分别降至历史高点的32%、26%、39%、13%和32%。

2021-2023年东北三省各指标合计值累计跌幅



2023年东北三省各指标合计值占历史高点比重



# 目录

东北楼市浮沉回顾

---

02

东北楼市调整与反弹有何特征

---

03

当前全国楼市与上轮东北异同对比

---

04

从东北经验看全国楼市未来走向

---

05

投资建议及风险提示

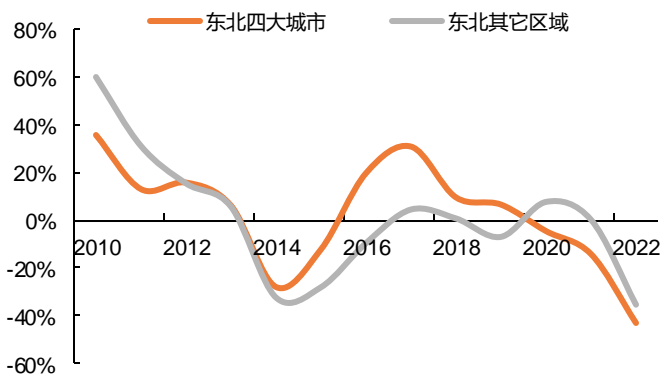
---



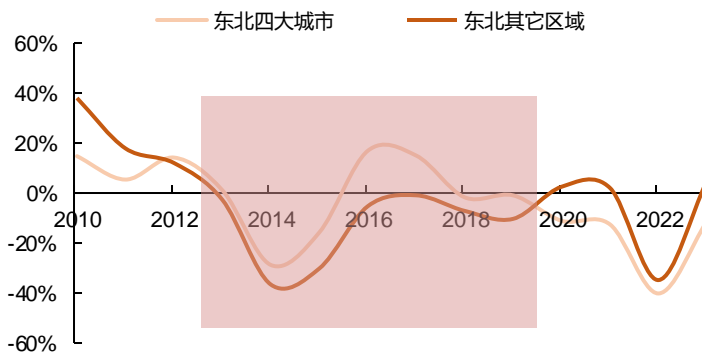
# 特征一：四大城市销售额反弹强劲，三四线缺乏像样反弹

- 对比东北四大城市与其它区域销售走势，从调整先后来看，东北其它区域2013年销售面积率先下滑，且持续调整至2019年；而东北四大城2014年才开始调整，并在2016年逐步反弹，销售面积、销售额反弹持续时间分别达2、4年。
- 从2013年开始的下行周期调整幅度看，东北四大城销售面积、销售额最大跌幅分别为40%和37%，低于其它区域（67%、57%）；而在随后的反弹中，东北四大城销售面积、销售额最大反弹分别为34%和84%，远高于其它区域（4%、5%），其中商品房销售额在2019年创新高。从本轮反弹高点占2013年以前高点比例来看，东北四大城销售面积、销售额占比分别达80%、116%，远大于其它区域（34%、45%）。

◆ 东北四大城市与其它区域销售额增速对比



◆ 东北四大城市与其它区域销售面积增速对比



◆ 东北四大城市与其它区域销售调整及反弹幅度对比

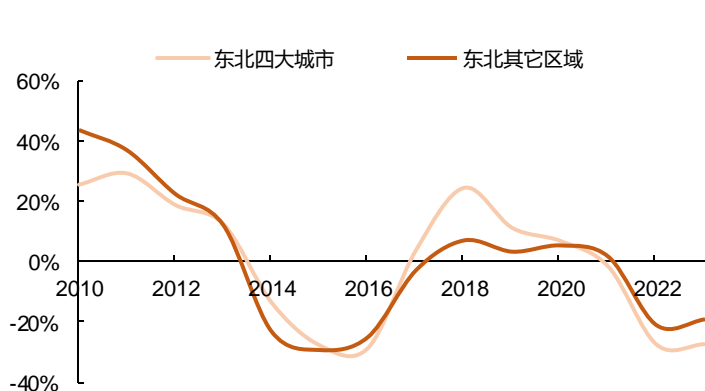
|                  | 销售额   |      | 销售面积  |      |
|------------------|-------|------|-------|------|
|                  | 东北四大城 | 其它区域 | 东北四大城 | 其它区域 |
| 最大跌幅（2013年开始）    | -37%  | -57% | -40%  | -67% |
| 最大反弹（2016年开始）    | 84%   | 5%   | 34%   | 4%   |
| 本轮反弹高点占2013年前高点比 | 116%  | 45%  | 80%   | 34%  |

资料来源：Wind，平安证券研究所  
注：东北四大城市为大连、沈阳、长春和哈尔滨，下同

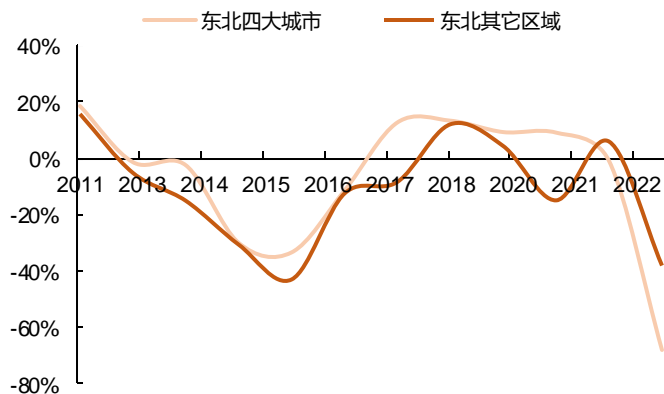
## 特征一：四大城投资开工反弹好于其它区域，竣工差异不明显

- 从投资来看，东北四大城与其它区域均于2014年开始调整，但2017年东北四大城投资额同比转正，其它区域则在2018年转正。最大跌幅分别为56%和60%，最大反弹分别为52%、18%，为前高的67%和47%。
- 从新开工来看，东北四大城与其它区域均于2012年开始调整，但2017年东北四大城新开工同比转正，其它区域则在2018年转正。最大跌幅分别为60%和75%，最大反弹分别为52%、16%，为前高的60%和29%。
- 从竣工来看，东北四大城与其它区域增速差异不大，整体呈现波动，缺乏明显的趋势性反弹。

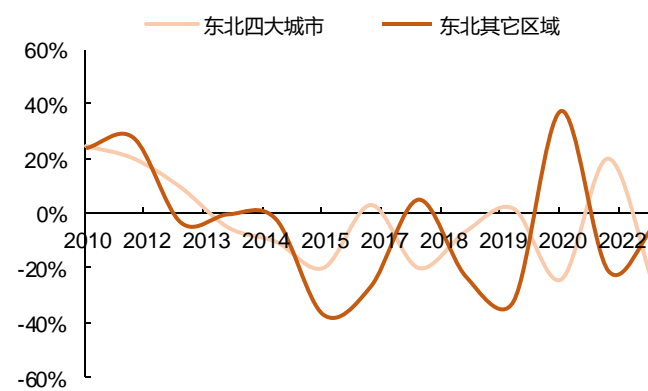
◆ 东北四大城市与其它区域投资额增速对比



◆ 东北四大城市与其它区域新开工增速对比



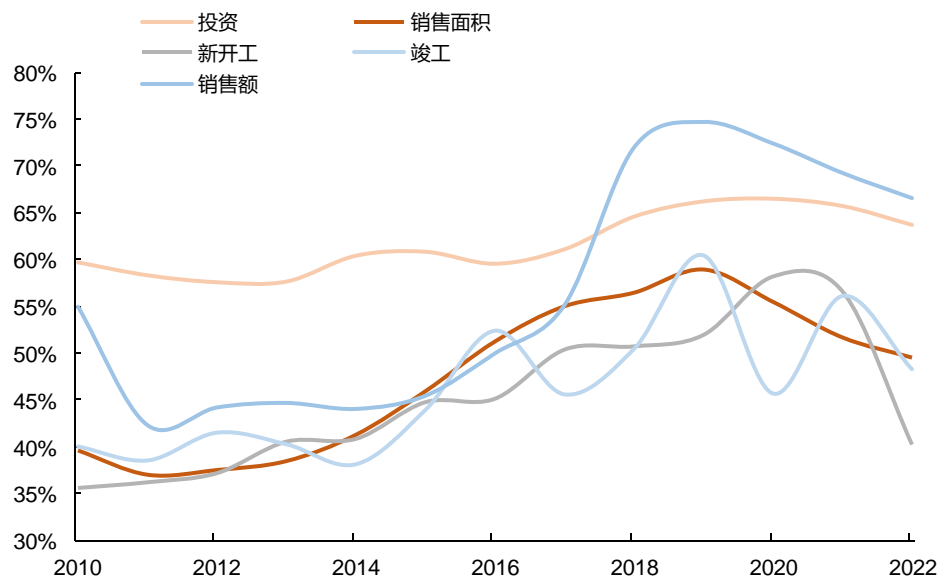
◆ 东北四大城市与其它区域竣工增速对比



## 特征一：东北四大城复苏好于其它区域，占比持续提升

- 整体来看，东北四大城表现好于其它区域，各项指标占东北三省比重在2012-2019年震荡上行，东北四大城销售额2019年再创新高，其它指标恢复至高点的53-80%。相比之下，东北其它区域缺乏明显反弹，住房逐步回归耐用消费品属性。

2012-2019东北四大城市各指标占全省比例震荡提升



东北四大城市与其它区域投资开工及竣工调整及反弹幅度对比

|                  | 投资    |      | 新开工   |      | 竣工    |      |
|------------------|-------|------|-------|------|-------|------|
|                  | 东北四大城 | 其它区域 | 东北四大城 | 其它区域 | 东北四大城 | 其它区域 |
| 最大跌幅 (2012年以来)   | -56%  | -60% | -60%  | -75% | -48%  | -56% |
| 最大反弹 (2016年以来)   | 52%   | 18%  | 52%   | 16%  | 2%    | 5%   |
| 本轮反弹高点占2013年前高点比 | 67%   | 47%  | 60%   | 29%  | 53%   | 46%  |

资料来源：Wind，平安证券研究所

注：东北四大城市为大连、沈阳、长春和哈尔滨，下同

# 特征一：东北四大城市与其它区域各指标对比

## 东北四大城市与其它区域各指标增速对比

|                    | 投资     |        | 销售面积   |        | 新开工    |        | 竣工面积   |        | 销售额    |        |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                    | 东北四大城市 | 东北其它区域 | 东北四大城市 | 东北其它区域 | 东北四大城市 | 东北其它区域 | 东北四大城市 | 东北其它区域 | 东北四大城市 | 东北其它区域 |
| 2010               | 25.3%  | 43.4%  | 14.6%  | 37.6%  |        |        | 24.5%  | 23.9%  | 36.0%  | 60.0%  |
| 2011               | 29.1%  | 36.7%  | 5.2%   | 17.5%  | 18.6%  | 15.5%  | 20.0%  | 27.7%  | 13.2%  | 31.0%  |
| 2012               | 18.6%  | 22.3%  | 14.1%  | 11.6%  | -1.4%  | -5.4%  | 9.4%   | -3.3%  | 16.0%  | 15.3%  |
| 2013               | 12.3%  | 11.9%  | 0.9%   | -3.1%  | -2.5%  | -15.4% | -5.3%  | -0.3%  | 6.2%   | 5.5%   |
| 2014               | -13.8% | -23.1% | -29.1% | -36.9% | -30.1% | -30.9% | -10.4% | -2.1%  | -28.0% | -32.8% |
| 2015               | -28.0% | -29.2% | -16.0% | -30.5% | -33.4% | -43.3% | -20.0% | -37.0% | -12.2% | -28.4% |
| 2016               | -28.9% | -25.0% | 16.8%  | -5.6%  | -11.5% | -12.8% | 3.0%   | -26.6% | 19.9%  | -9.9%  |
| 2017               | 3.6%   | -2.9%  | 14.9%  | -1.3%  | 12.7%  | -8.6%  | -20.0% | 5.1%   | 31.1%  | 4.3%   |
| 2018               | 24.3%  | 6.9%   | -1.9%  | -7.5%  | 13.4%  | 11.8%  | -6.6%  | -23.1% | 9.7%   | 0.5%   |
| 2019               | 11.0%  | 3.2%   | -1.1%  | -10.7% | 9.3%   | 4.1%   | 1.7%   | -32.2% | 6.7%   | -7.2%  |
| 2020               | 6.6%   | 5.3%   | -11.3% | 2.1%   | 9.1%   | -15.2% | -24.2% | 37.5%  | -4.5%  | 7.5%   |
| 2021               | -2.0%  | 1.5%   | -12.8% | 1.6%   | -1.0%  | 5.7%   | 19.9%  | -21.1% | -14.2% | 0.0%   |
| 2022               | -27.8% | -21.1% | -40.5% | -35.1% | -68.1% | -38.3% | -29.5% | -3.5%  | -43.2% | -35.8% |
| 2023               | -27.6% | -19.1% | -11.5% | 4.6%   |        |        |        |        |        |        |
| 最大跌幅<br>(2012年以来)  | -56%   | -60%   | -40%   | -67%   | -60%   | -75%   | -48%   | -56%   | -37%   | -57%   |
| 最大反弹<br>(2016年以来)  | 52%    | 18%    | 34%    | 4%     | 52%    | 16%    | 2%     | 5%     | 84%    | 5%     |
| 反弹高点占2013年<br>前高点比 | 67%    | 47%    | 80%    | 34%    | 60%    | 29%    | 53%    | 46%    | 116%   | 45%    |

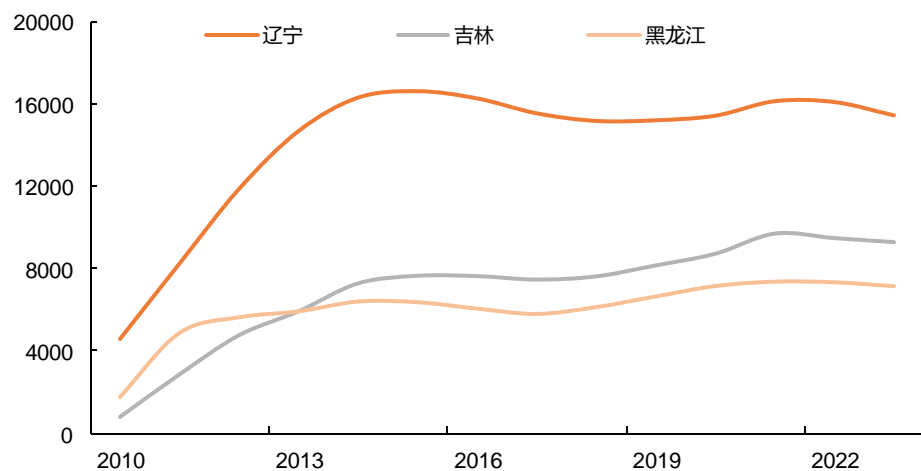
资料来源：Wind，平安证券研究所

注：东北四大城市为大连、沈阳、长春和哈尔滨，下同

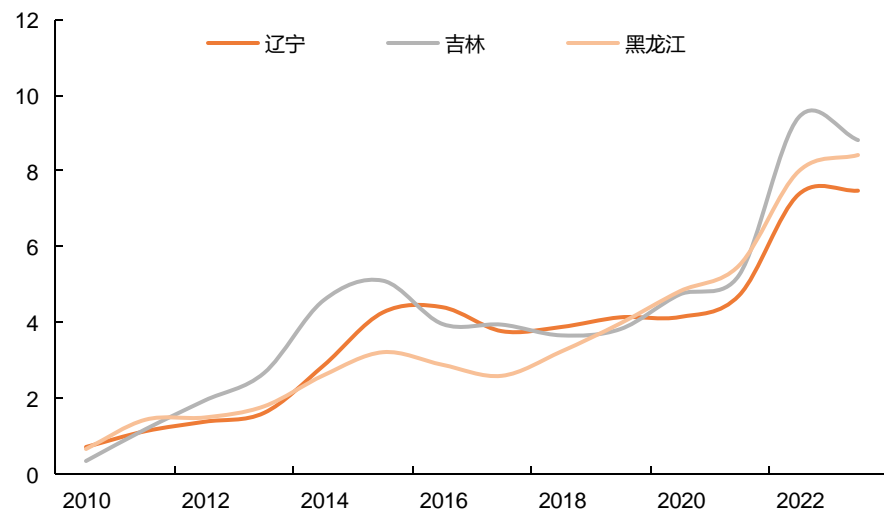
## 特征二：淡化总量库存，细分市场库存及有效库存更值得关注

- 从库存角度来看，尽管2012-2015年新开工持续回落，但2010年以来东北三省累计开工未售库存仍处于高位，同时从去化周期来看，随着2014-2015年销售大幅下滑，去化周期快速拉长。但从楼市实际走势来看，库存高企并不阻碍2016年东北楼市销售迎来反弹，结合下文分析，我们认为整体库存并不一定能真实反映楼市供需压力，细分市场或产品库存水平、满足购房者需求的有效库存水平或更值得关注。

◆ 东北三省累计开工未售库存（万平）



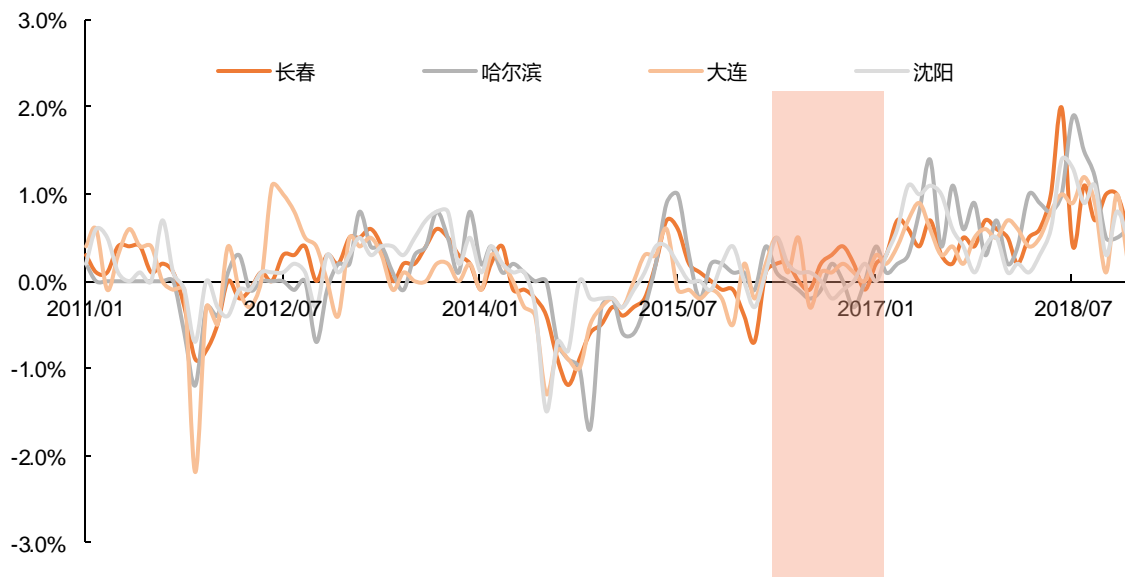
◆ 累计开工未售库存/过去一年销售（年）



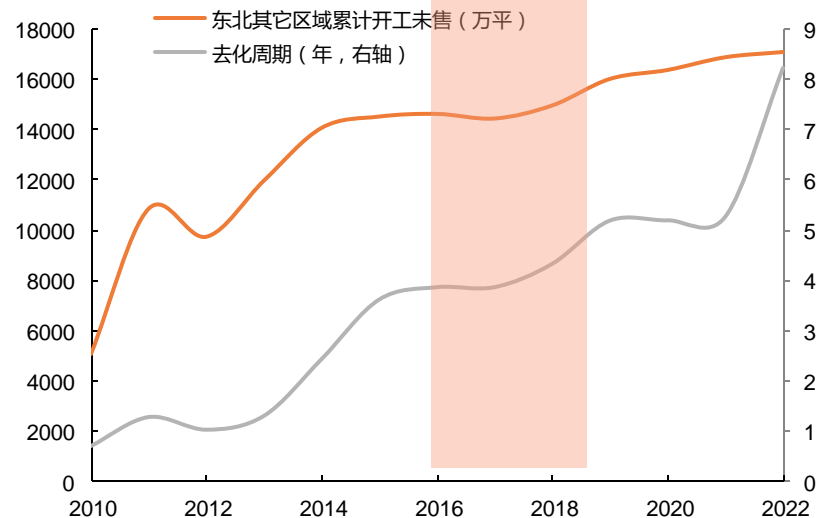
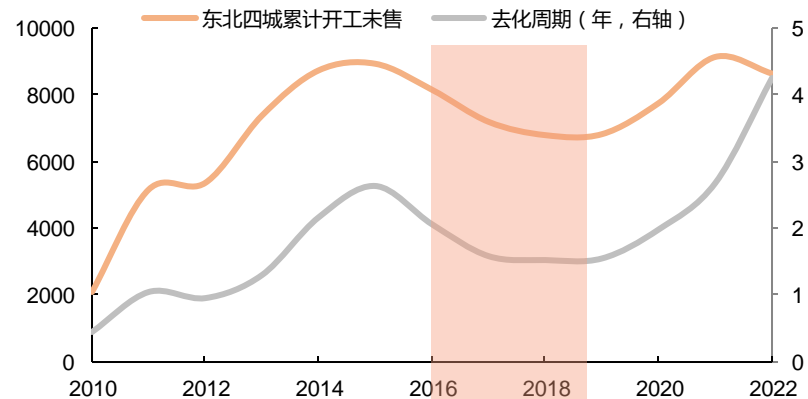
## 特征二：区域库存优化带来东北四大城反弹

- 分区域来看，2016-2018年东北四大城市无论绝对库存还是去化周期改善均较大，四大城市房价在2016年逐步磨底企稳。
- 相比之下，其它区域开工未售库存和去化周期处于高位，销售面积缺乏明显反弹。

◆ 2016年东北四城二手住宅价格磨底企稳（环比增速口径）



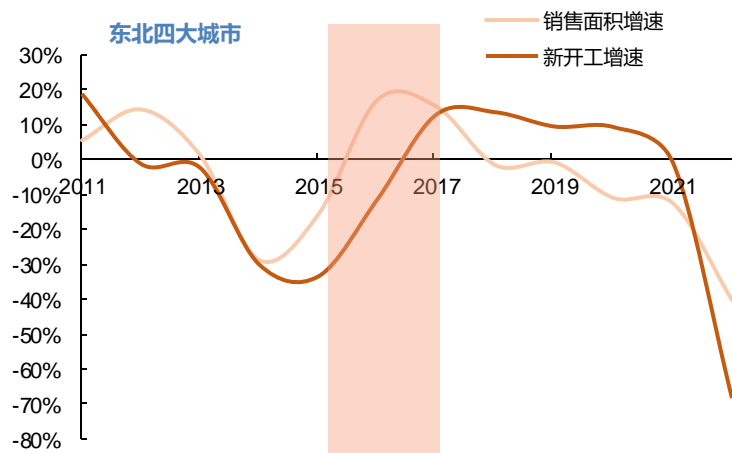
◆ 2010年来各区域累计开工未售库存（万平，年）



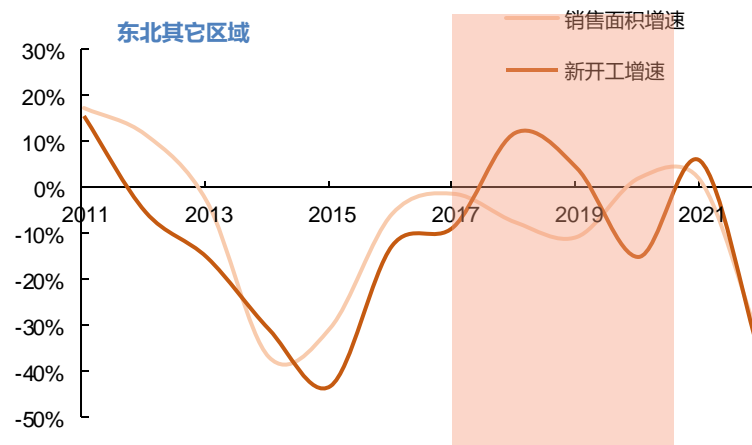
## 特征二：东北其它区域新开工反弹，或为有效库存不足

- 从东北四大城市来看，2016年销售面积增速转正，带来累计开工未售库存逐步下降（见上页图表），库存改善最终带来2017年新开工转正，符合直观的“销售回升——库存下降——开工回升”逻辑。
- **东北其它区域新开工领先销售反弹，或为新开工超跌及有效库存不足。**东北其它区域销售面积直到2020年才转正，同时从库存来看，2018年东北其它区域累计开工未售库存及去化周期仍处于高位（见上页图表），但新开工增速却在2018年率先转正。我们认为可能的解释为：1) 2017年东北其它区域新开工较2011年高点已下跌75%，回撤幅度已较大；2) 尽管累计开工未售库存较大，但部分早期推售或开工产品由于产品品质、区域等原因无法满足现有购房者需求，已逐步转化为无效库存，实际有效库存或更小，因而带来新开工先于销售反弹。

◆ 东北四城2016年销售回升带动2017年新开工反弹



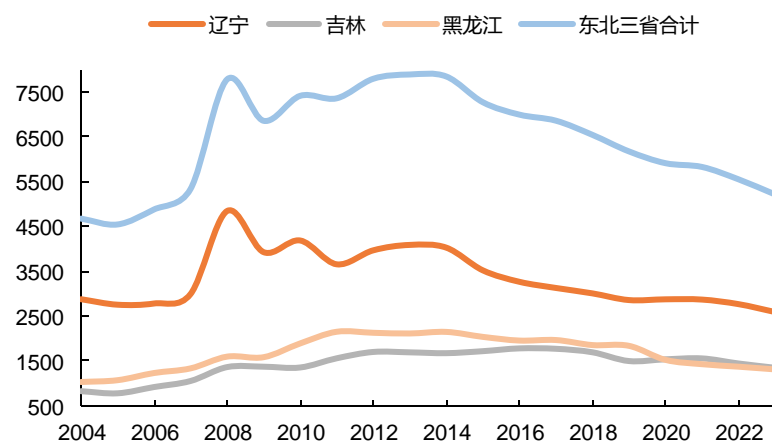
◆ 东北其它区域新开工反弹与销售面积表现无明显相关



## 特征三：中小房企大规模出清，头部企业房企市占率提升

- ▶ **供给侧逐步出清，开发商数量下滑。**从开发商数量来看，2013年东北三省房地产开发企业数量达到高点为7900个，2014、2015年同比分别降0.6%、7.3%，2023年较2013年降34%。
- ▶ **中小房企出清更明显，头部企业格局相对稳定。**从东北四大城市房企销售额排名变化来看，根据中指数据库，2013年排名前十房企中，有8家2017年仍排名前十，显示市场出清的更多为中小房企，我们认为主要因2015年全国楼市开始回升，全国性房企有其它省市输血。从这8家房企合计销售额走势来看，2013-2017年复合增速为14.7%，远高于同期东北三省增速（-7.5%），合计市占率由7.4%提升至17.4%。

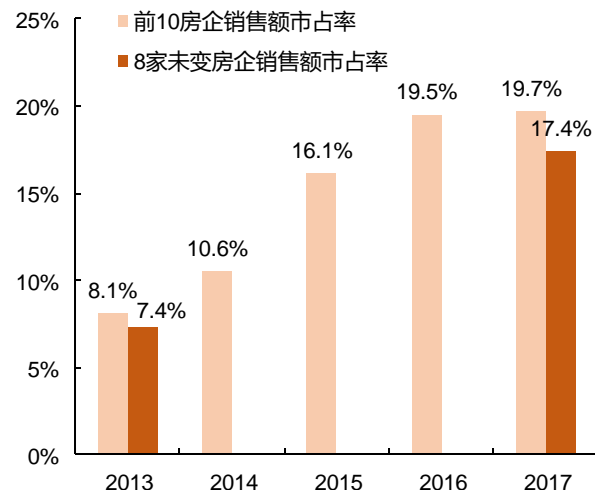
◆ 房地产开发企业数量走势（个）



◆ 东北四大城市房企销售额排名前十变化

|    | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017      |
|----|------|------|------|------|-----------|
| 1  | 万科   | 万科   | 中国恒大 | 万科   | 万科        |
| 2  | 中国恒大 | 华润置地 | 中海地产 | 中国恒大 | 中国恒大      |
| 3  | 保利发展 | 中海地产 | 万科   | 中海地产 | 中海地产      |
| 4  | 中海地产 | 中国恒大 | 保利发展 | 保利发展 | 保利发展      |
| 5  | 碧桂园  | 保利发展 | 华润置地 | 华润置地 | 龙湖集团      |
| 6  | 华润置地 | 碧桂园  | 远洋集团 | 金地集团 | 金地集团      |
| 7  | 金地集团 | 金地集团 | 金地集团 | 亿达   | 碧桂园       |
| 8  | 亿达   | 远洋集团 | 碧桂园  | 碧桂园  | 华润置地      |
| 9  | 远洋集团 | 新星宇  | 龙湖集团 | 远洋集团 | 远洋集团      |
| 10 | 荣盛发展 | 亿达   | 新星宇  | 龙湖集团 | 哈尔滨爱达投资置业 |

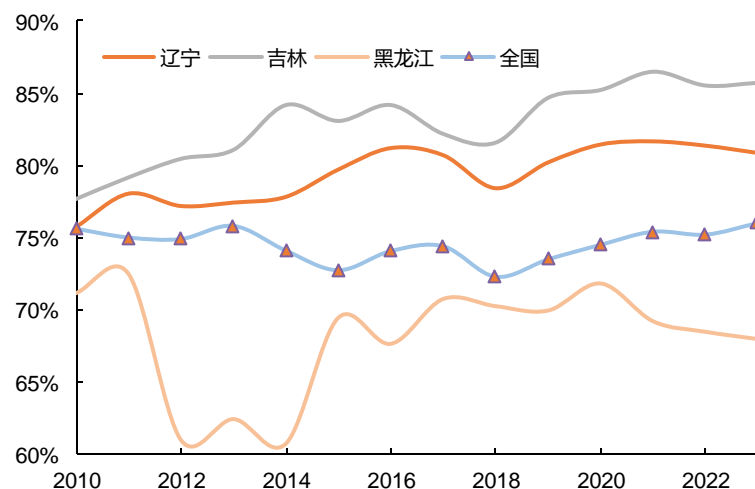
◆ 东北四大城市行业市占率变化



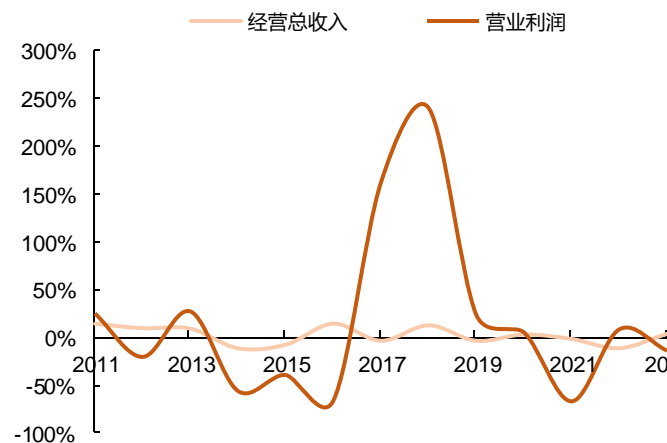
## 特征四：房企资产负债率未见回落，业绩下滑甚至亏损

- 从东北三省房企资产负债率走势来看，其在东北楼市下行周期并未明显回落，我们认为主要因东北排名靠前房企以全国性房企为主，而全国楼市2015年开始逐步回升，全国性房企仍处于高杠杆扩张。
- 从营收及利润走势来看，2014、2015年东北三省房企经营总收入同比连续下滑，而营业利润则在2014-2016年出现大规模下降，其中2016年辽宁省房企合计营业利润出现亏损。2016年东北三省合计营业利润仅为2013年高点的8.8%。2017-2020年营业利润持续反弹，并在2020年创新高。
- 从“营业利润/经营总收入”计算的营业利润率来看，2016年低点仅为0.8%，剔除亏损的辽宁省后为4.4%，远低于同期全国水平（9.6%）。

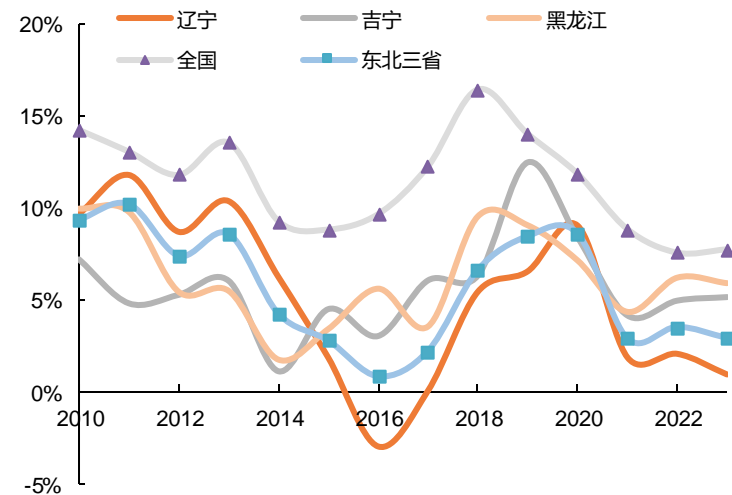
◆ 东北三省房企资产负债率在调整期并未回落



◆ 东北三省合计经营总收入及营业利润增速走势



◆ 东北三省及全国营业利润率走势图

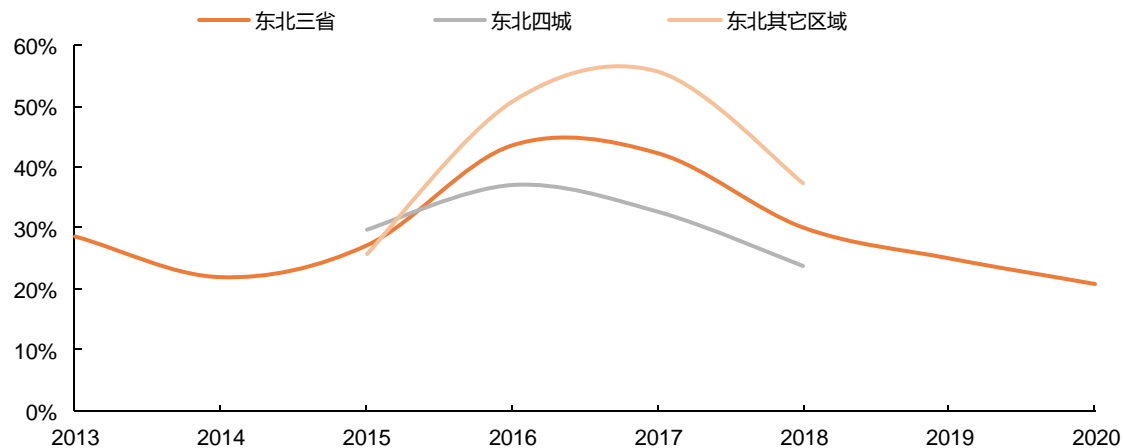




## 特征五：现房销售占比提升，非核心城市占比更高

- 从东北三省现房销售面积占比来看，在楼市下行周期，现房销售占比明显提升，2016、2017年东北三省现房销售占比为43%和42%，而2014年仅为22%。分区域来看，除四大城市外的东北其它区域现房占比提升更快，2016、2017年占比分别达51%和56%，一方面反映出楼市下行周期市场对于房屋交付担忧，另一方面意味着东北三四线楼市销售困难，部分项目直到竣工才逐步实现销售。

### ◆ 2016-2017年东北现房销售面积占比提升，反映市场对交付担忧



# 目录

东北楼市浮沉回顾

---

02

东北楼市调整与反弹有何特征

---

03

当前全国楼市与上轮东北异同对比

---

04

从东北经验看全国楼市未来走向

---

05

投资建议及风险提示

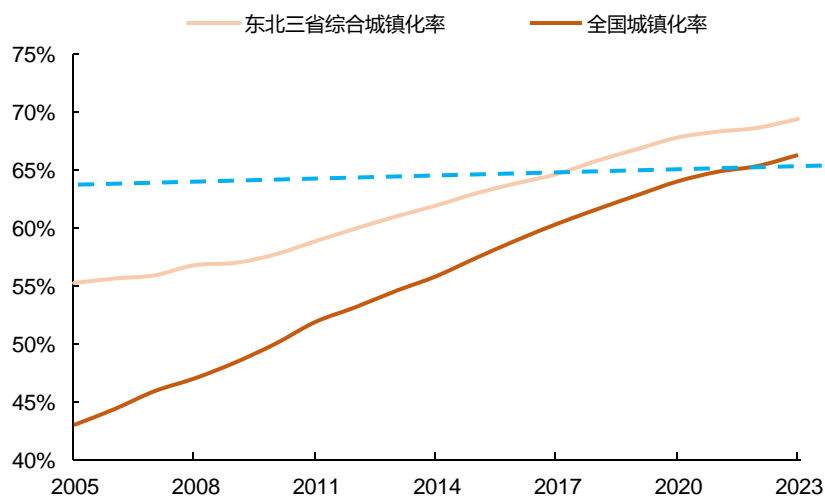
---



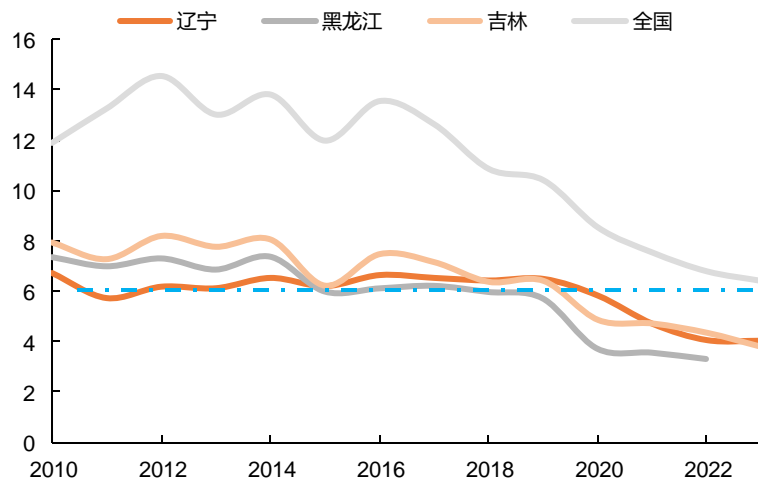
## 相同之处：均处于城镇化中后期、低出生率、人口老龄化

- 从中长期因素对比来看，全国正处于城镇化中后期、且出生率逐步下降、老龄化有所提升，而这些变化过去十年东北亦经历过。
- 1) 从城镇化率来看，2021年全国楼市开始调整，当年城镇化率为64.7%，约相当于东北2017年的水平，且东北三省在2013年城镇化率已超过60%，步入到城镇化中后期。
- 2) 从出生率来看，2023年全国人口出生率为6.39%，而东北三省出生率自2010年以来长期在7‰上下。
- 3) 从老年人口抚养比来看，2023年全国老年人口抚养比为22.57%，而吉林、黑龙江和辽宁分别达26.26%、25.99%和30.6%。

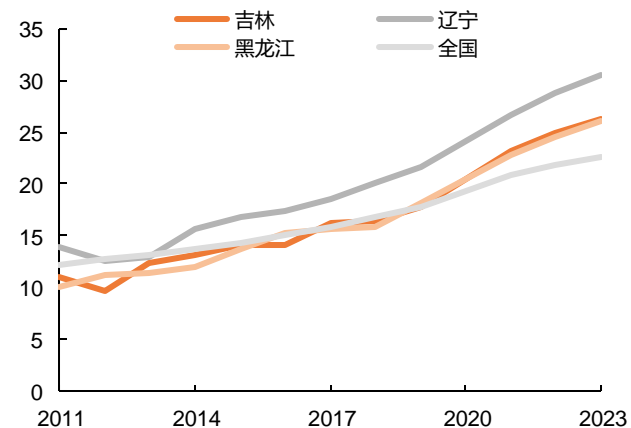
◆ 2023年全国城镇化率相当于东北2017年水平



◆ 2010年来东北三省长期处于低出生率 (%)



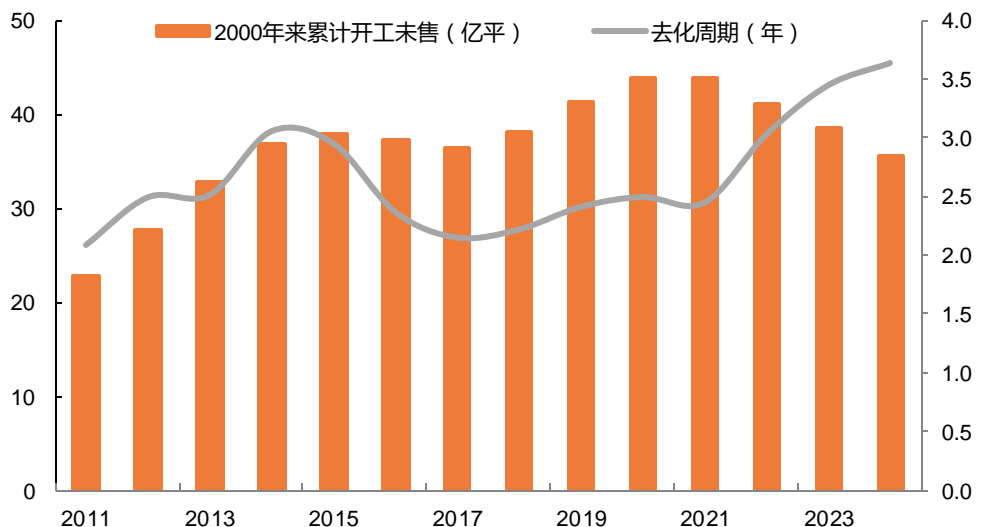
◆ 东北三省老龄化程度高于全国 (老年人口抚养比, %)



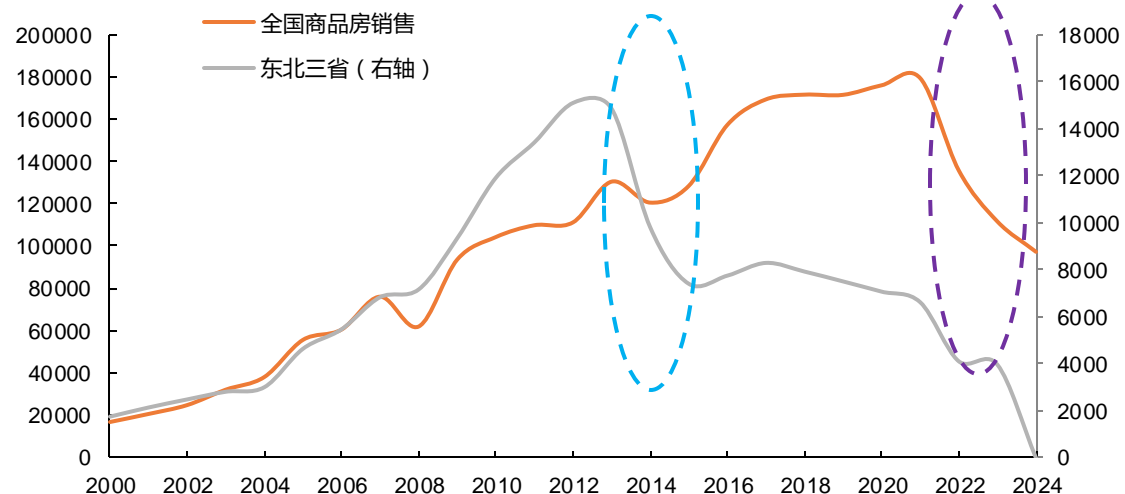
## 相同之处：短期均面临楼市下行与库存高企

- 从行业对比来看，当前全国房地产行业与此前东北调整期一样，楼市均面临大幅调整、库存高企。
- 1) 2012年前东北楼市稳步增长，2013年前后步入调整期，并在2014-2015年迎来剧烈调整；类似东北，2021年前全国楼市稳中有升，2021年开始迎来调整，2024年全国商品房销售面积较2021年高点下降46%；
- 2) 尽管全国累计开工未售库存逐年下降，但2022年以来去化周期持续攀升，与此前东北楼市调整期一样面临库存高企。

◆ 全国累计开工未售库存去化周期持续走高



◆ 全国楼市出现类似此前东北楼市一样的快速调整 (万平)



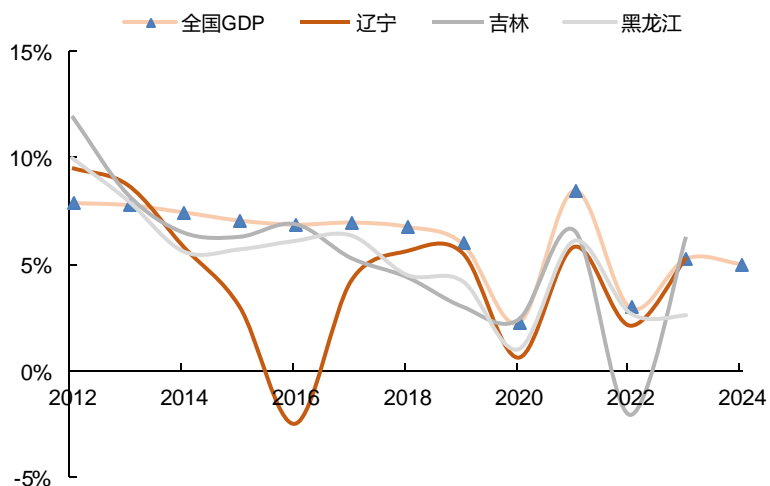
资料来源：Wind，平安证券研究所

注：累计开工未售库存为同期累计新开工\*90%-同期累计销售

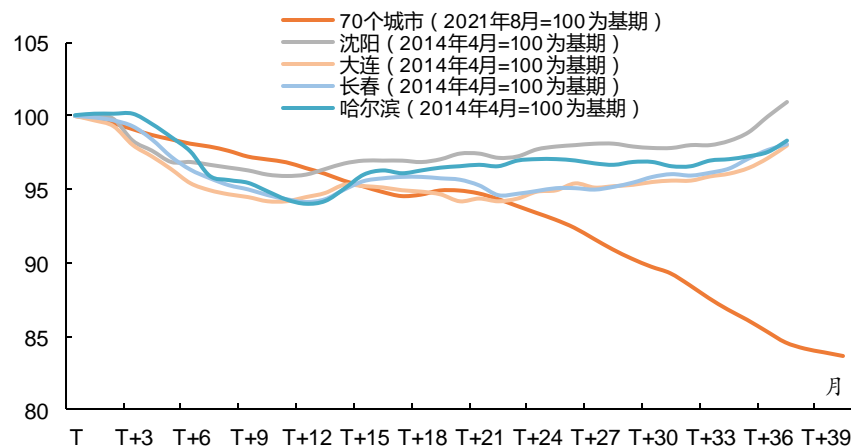
# 不同之处：当前经济更具韧性，政策力度及房价调整幅度更大

- **当前宏观经济更具韧性：**2024年全国GDP仍保持5%的增长，仅较2023年小幅回落0.4pct，相比之下2014年东北三省平均经济增速较2013年回落超2pct。
- **当前政策支持力度更大：**2021年以来，全国出台一系列房地产支持政策，包括“金融16条”、“收储”、“存量房贷利率下调”、放开“四限”等，当前全国商品房首付比例及房贷利率均已降至历史低位。
- **当前房价调整幅度更大：**相比上轮东北楼市调整，本轮全国楼市房价调整幅度更大，以2021年8月为基期，2024年12月70个大中二手住宅价格较2021年8月下降16%，相比之下东北四大城市房价低点较调整初期（2014年4月为基期）降幅不到10%。

## 当前全国经济相比2014年东北更具韧性



## 本轮全国房价调整大于上轮东北（二手住宅房价指数）



## 不同之处：房企供给出清更加剧烈，且蔓延至中大型房企

- **房企出清更加剧烈，流动性危机蔓延至中大型房企。**根据克而瑞，2020年全国销售额排名前十房企中仅5家在2024年前十，在本轮调整中，包括碧桂园、恒大、融创等2020年TOP5房企均陷入流动性困境。相比之下，如前文分析在东北楼市调整过程中，四大城市销售前十房企有8家保持稳定，且尽管2014-2015年东北楼市承压，但2015年全国楼市逐步回暖，其它区域楼市为房企持续输血，叠加融资顺畅，并未出现中大型房企流动性困难。

### ◆ 2020年全国销售额前十房企中仅5家仍在2024年前十

|    | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|----|------|------|------|------|------|
| 1  | 碧桂园  | 碧桂园  | 碧桂园  | 保利发展 | 保利发展 |
| 2  | 中国恒大 | 万科地产 | 保利发展 | 万科地产 | 中海地产 |
| 3  | 万科地产 | 融创中国 | 万科地产 | 中海地产 | 华润置地 |
| 4  | 融创中国 | 保利发展 | 华润置地 | 华润置地 | 万科地产 |
| 5  | 保利发展 | 中国恒大 | 中海地产 | 招商蛇口 | 招商蛇口 |
| 6  | 中海地产 | 中海地产 | 招商蛇口 | 碧桂园  | 绿城中国 |
| 7  | 绿地控股 | 招商蛇口 | 金地集团 | 绿城中国 | 建发房产 |
| 8  | 世茂集团 | 华润置地 | 绿城中国 | 建发房产 | 越秀地产 |
| 9  | 华润置地 | 绿地控股 | 龙湖集团 | 龙湖集团 | 滨江集团 |
| 10 | 招商蛇口 | 龙湖集团 | 建发房产 | 金地集团 | 华发股份 |

# 目录

东北楼市浮沉回顾

---

02

东北楼市调整与反弹有何特征

---

03

当前全国楼市与上轮东北异同对比

---

04

从东北经验看全国楼市未来走向

---

05

投资建议及风险提示

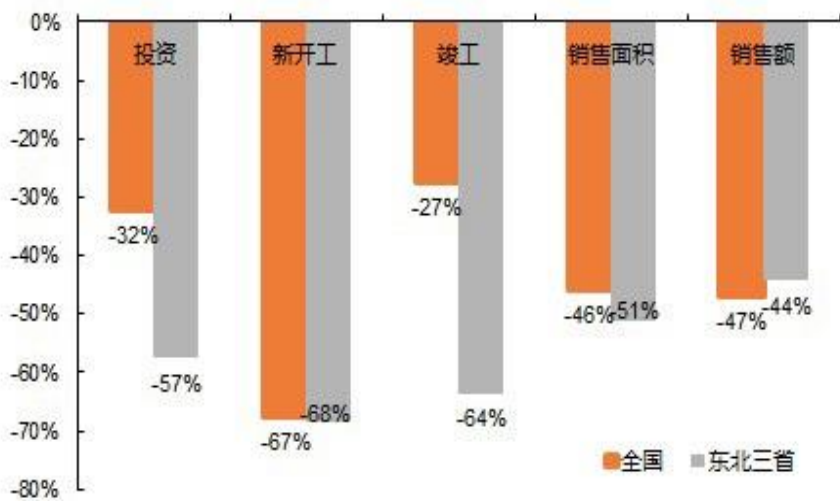
---



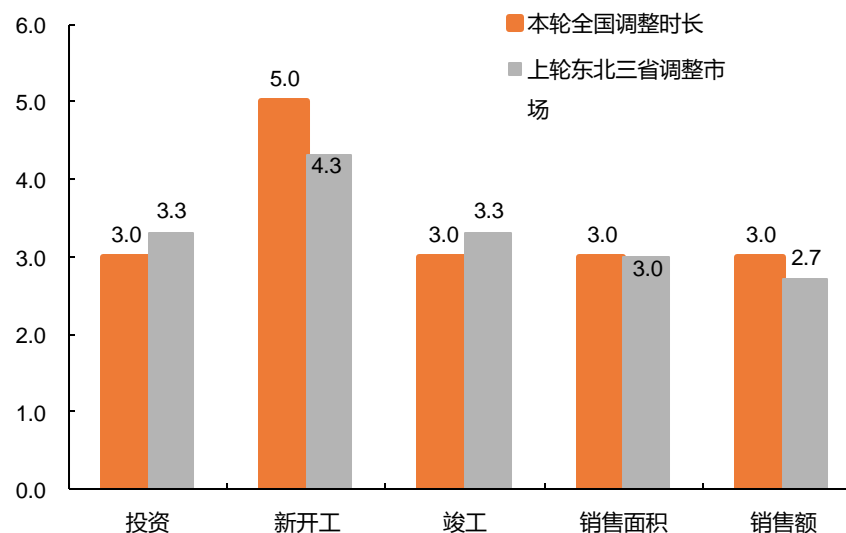
## 当前或已处于底部区间，进一步调整空间不大

- 从调整幅度来看，本轮全国销售、新开工调整幅度已接近上轮东北，但投资及竣工跌幅仍低于上轮东北；从调整时长来看，截止2024年，新开工自高点调整已5年、投资销售等调整也达3年，与上年东北调整时长基本持平。若简单类比东北来看，当前全国销售及新开工或接近调整尾声，但投资及竣工仍有较大调整压力。

◆ 本轮全国调整幅度与上轮东北三省调整幅度对比



◆ 本轮全国调整幅度与上轮东北三省调整时长对比（年）



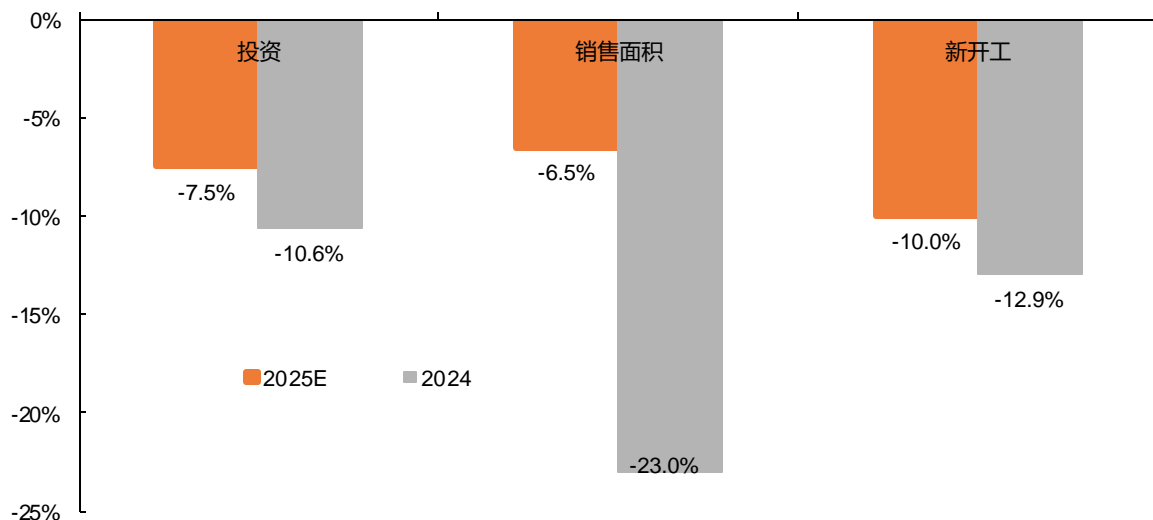
资料来源:Wind, 平安证券研究所

注: 1) 本轮全国调整幅度及时长, 截至2024年末; 2) 2023年全国竣工由于保交付有所转正, 2024年再度往下, 计算调整时长时暂不考虑2023年短暂反弹, 仍视为处于调整期; 3) 东北三省调整幅度为合计值口径, 调整时长为各省均值口径。

## 销售端压力小于投资端，2025年整体或小幅承压

- 但正如前文分析，上轮尽管东北楼市陷入调整，但全国楼市2015年开始逐步复苏，来自其它省市楼市输血叠加融资顺畅，房企资产负债表保持健康，具备随时拿地投资扩张的能力；而本轮全国性调整，大量房企资产负债表恶化，陷入流动性困境，因此即使后续销售复苏，但多数房企首要目标或是修复资产负债表，然后再拿地扩张，意味着从销售复苏到投资修复的时滞或更长。综合来看，我们预计2025年销售、投资、开工仍将小幅承压，维持年度策略中的判断，预计2025年全国商品房销售面积、新开工、投资同比分别下降6.5%、10%和7.5%。

### 2025年投资及销售及新开工增速判断



## 中期楼市存在反弹可能，销售额弹性相对较大

- 从中长周期考虑，即使此前东北三省已步入城镇化中后期、面临低出生率及人口老龄化等问题，但楼市仍存在反弹；参考东北，若后续全国楼市“止跌回稳”，我们预计各项指标亦会存在一定幅度反弹。
- 从东北经验来看，2016年东北楼市开始反弹，销售面积、销售额、投资、开工反弹高点分别达到前高的55%、80%、58%、39%；假设后续全国楼市反弹高点占前高比重与东北一致，预计后续全国楼市反弹高点对应销售面积、销售额、投资及开工分别为9.9亿平、14.6万亿、8.6万亿和8.9亿平，为2024年实际值的101%、150%、85%和120%。考虑此前东北销售额反弹幅度较大主要为同期房价大幅上涨，而短中期全国房价并不具备大幅上涨基础，预计后续全国销售额反弹高度将低于此前东北。

### 参考东北反弹幅度，中期全国楼市反弹高点判断

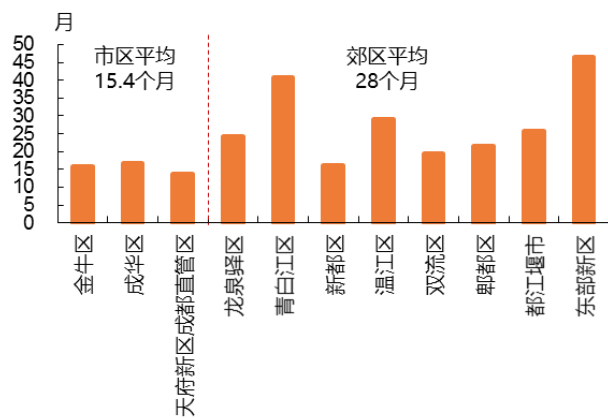
|                   | 投资<br>(亿元) | 新开工<br>(万平) | 竣工<br>(万平) | 销售面积<br>(万平) | 销售额<br>(亿元) |
|-------------------|------------|-------------|------------|--------------|-------------|
| 东北反弹高点占历史高点比      | 58%        | 39%         | 37%        | 55%          | 80%         |
| 全国历史高点            | 147,602    | 227,154     | 107,459    | 179,433      | 181,930     |
| 参考东北对应全国反弹高点规模    | 85609      | 88590       | 39760      | 98688        | 145544      |
| 2024年全国实际值        | 100280     | 73893       | 73743      | 97385        | 96750       |
| 预计全国反弹高点/2024年实际值 | 85%        | 120%        | 54%        | 101%         | 150%        |



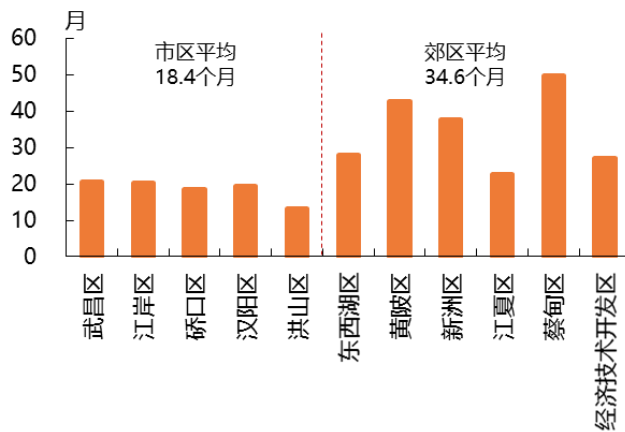
# “核心区+好房子”或率先企稳，三四线反弹高度或有限

- 根据东北经验，东北四大城市库存率先优化，走出楼市低谷，且反弹高度远好于其它区域。对比当下全国楼市，尽管整体去化周期仍较长，但细分来看，重点城市核心区库存已大幅优化，根据中指院数据，典型城市杭州、成都、武汉主城区平均去化周期仅2.2个月、15.4个月、18.4个月，远小于郊区的15.5个月、28个月、34.6个月，或率先迎来企稳。
- 同时自2023年以来，中央多次强调建设适应人民群众新期待的“好房子”，各地新入市楼盘得房率、用材等品质明显提升，作为绿色建筑衍生品的第四代生态型住宅亦逐步涌现，尽管存量待售库存规模较大，但由于拿地开工下滑，新上市的“好房子”供应仍较少，预计“好房子”市场将率先“止跌回稳”。
- 对于多数三四线城市，由于人口持续净流出、存量需求逐步饱和，住房将逐步回归耐用消费品属性，后续楼市即使反弹，高度或相对有限。

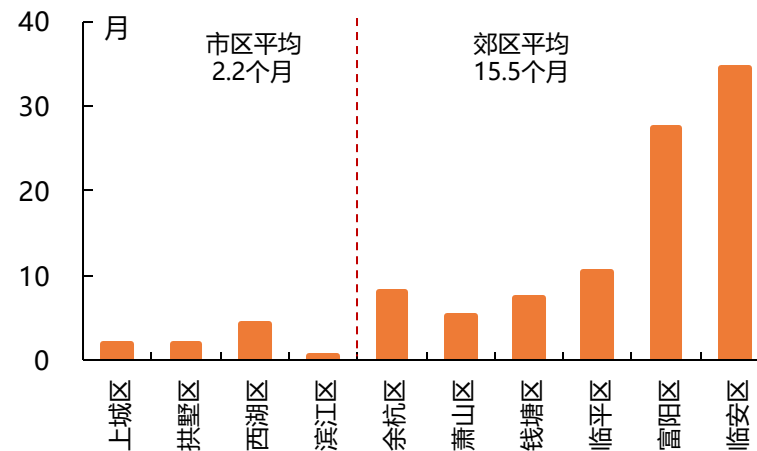
成都分区去化周期（截至2024Q3）



武汉分区去化周期（截至2024.10）



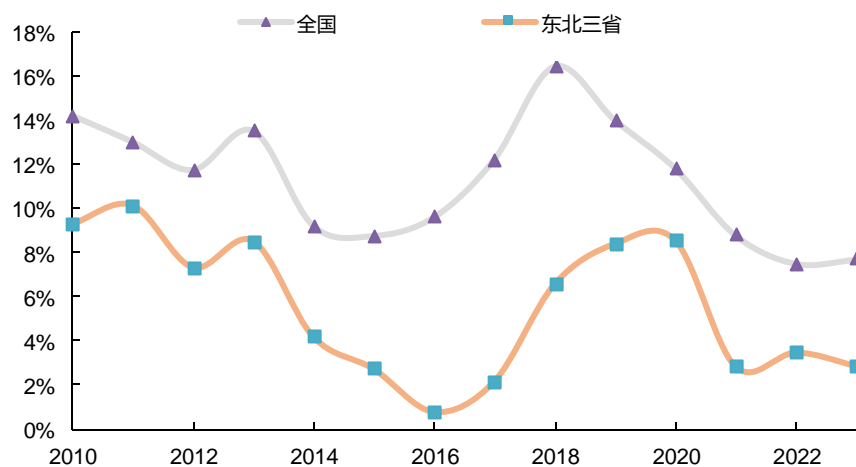
杭州分区去化周期（截至2024Q3）



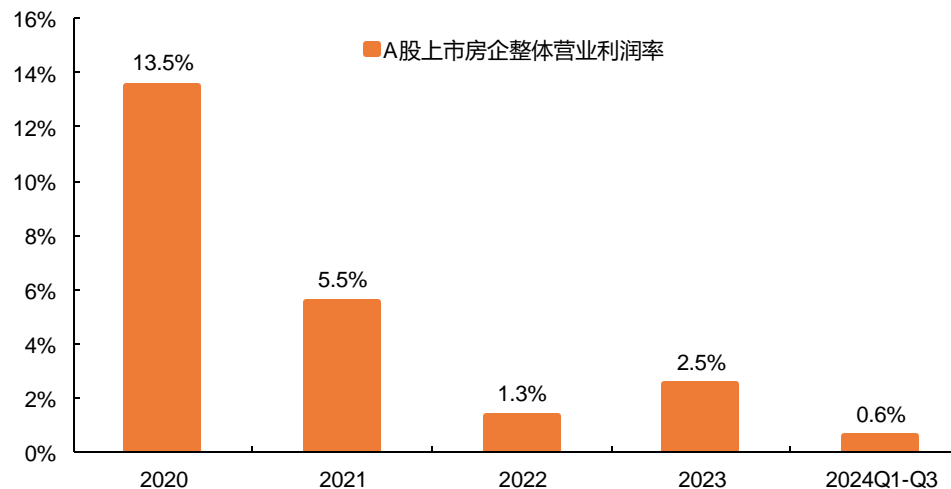
## 行业利润率底部渐近，优质房企或率先走出低谷

- 从“营业利润/经营总收入”指标来看，2023年全国房企平均营业利润率为7.7%，仍高于2016年东北三省低点（0.8%）。但从A股上市房企来看，由于本轮房价大幅调整，资产减值及毛利率下行导致房企业绩大幅下滑（如根据万科公告，预计2024年亏损约450亿），2024年前三季度A股上市房企“营业利润/营业总收入”已降至0.57%，已低于2016年东北三省低点。
- 往后看，一方面，随着2022年高毛利率土地逐步步入结转周期，有望带动整体结转毛利率逐步筑底；另一方面，随着房价下行压力逐步释放叠加各项支持政策出台，2024Q4以来核心城市楼市已有企稳迹象，意味着后续减值压力或将有所缓解，我们预计2024、2025年或是行业利润底部，部分优质房企或有望在2025年率先走出业绩低谷。

◆ 全国房企营业利润率与东北三省对比



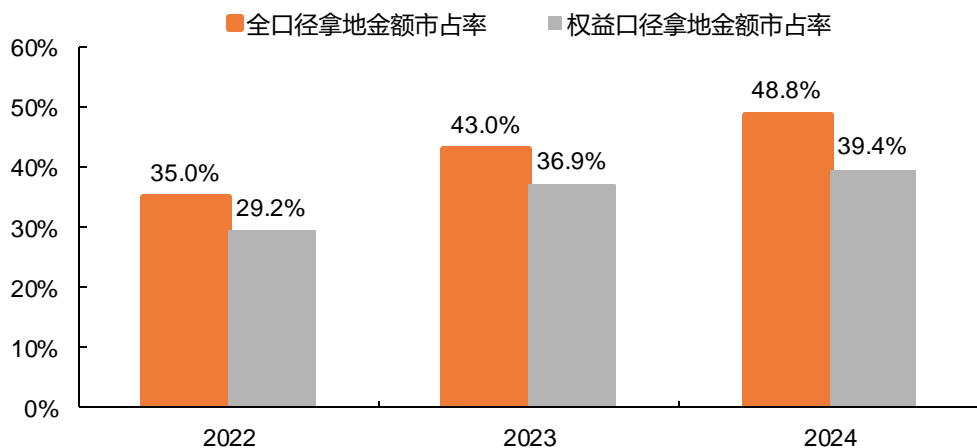
◆ A股上市房企整体营业利润率



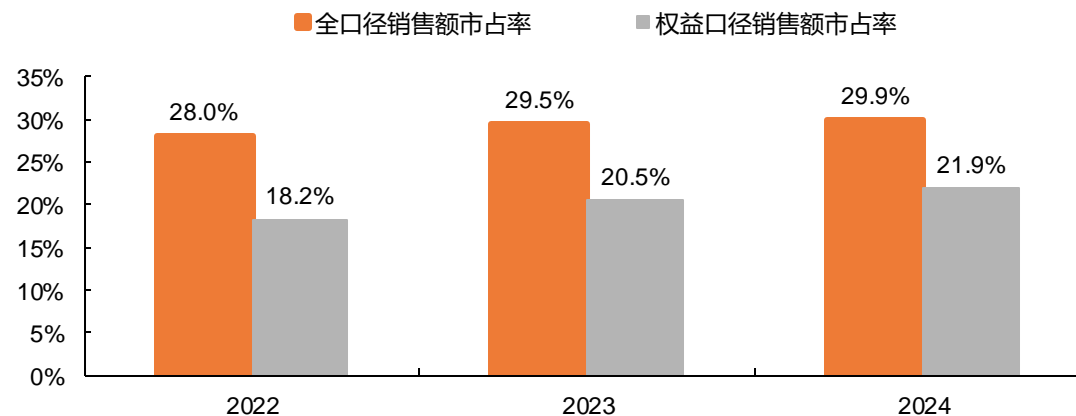
## 未来主战场在核心城市，供给出清助力优质房企规模与效益提升

- 根据东北经验，一方面，核心城市楼市反弹潜力远高于其它区域，东北四大城市销售额在2019年更是创下新高，而三四线城市缺乏像样反弹，预计未来全国楼市主战场也将在核心城市。另一方面，短中期全国房价并不具备大幅上涨基础，意味着后续全国销售额反弹高度或低于此前东北，但考虑本轮房企供给侧出清更加剧烈，部分中大型房企亦陷入流动性困境，历史包袱较轻、仍具拿地扩张能力的质优房企有望率先受益核心城市楼市企稳。
- **核心城市市场容量充足，主流房企份额提升仍有空间。**根据中指数据，2022年、2023年、2024年主流9家房企在十大城市权益口径销售额市占率18.2%、20.5%、21.9%，逐年提升，但仍低于权益口径拿地金额市占率（分别为29.2%、36.9%、39.4%），为未来销售份额提升奠定基础。

九家房企十城拿地市占率



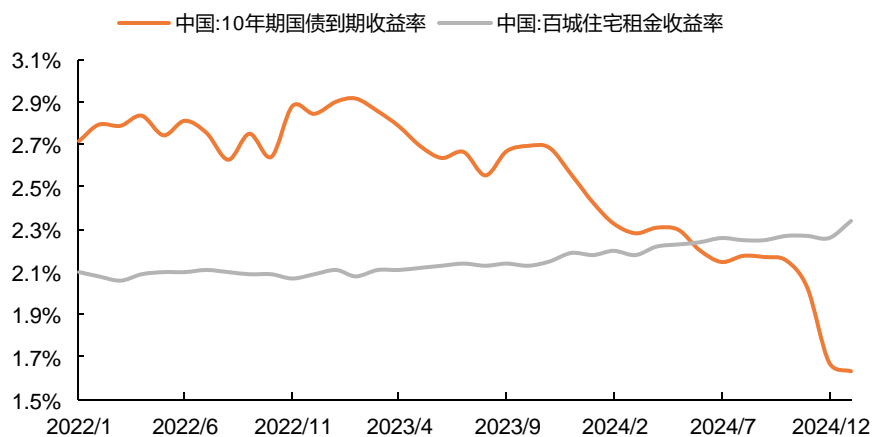
九家房企十城销售额市占率



## 仍需降低实际房贷利率，提振居民购房意愿

- **国内居民购房能力已明显改善：**从楼市“止跌回稳”的条件来看，正如前文分析，2016年东北楼市企稳，一方面为购房意愿及购房能力的提升；另一方面为棚改货币化安置带来增量需求，改善供求关系。我们在年度策略报告《止跌回稳，价值回归》中也提到海外国家或地区楼市企稳亦来自于购房意愿与能力提升，最终带来供需格局改善。根据年度策略报告中的测算，随着房价下跌及首付比例下调，居民购房能力已明显提升，月供/可支配收入比已降至近年低点。
- **租金回报率已高于十年期国债，仍需降息降成本提振居民购房意愿：**2024H2以来百城住宅租金回报率已高于十年期国债收益率，但仍低于房贷利率。尽管房贷利率已大幅下降，但从剔除CPI的实际房贷利率来看，2024Q3为2.83%，仍明显高于2010Q4（0.64%）、2020Q1（0.63%）和2022Q3（1.67%），实际房贷利率仍有下降空间。

### ◆ 百城住宅租金回报率已高于十年期国债收益率





# 供需改善为楼市企稳核心，打通收储及城改堵点带来增量需求

- 根据东北经验，棚改货币化安置带来增量需求为楼市企稳的重要助力。2024年中央多次提到通过收储、城改等手段，助力楼市去库存，但收储仍存在：1) “收益率打平问题”；2) “房源适配度问题”；3) “资金充足度问题”等问题；而城改需解决资金来源、居民拆迁意愿等堵点。
- 2025年需进一步打通收储及城改堵点，为楼市注入新的增量需求，改善市场供需关系，加速房地产市场“止跌回稳”。

## 市价收购住宅后配租可能存在近1%资金缺口

|                      |        |                           |
|----------------------|--------|---------------------------|
| 投资运营收益率              | 1.41%  | $a=e*f*(365-g)/365*(1-h)$ |
| 百城住宅租金收益率            | 2.24%  | b                         |
| 保租房租金折价率             | 90%    | c                         |
| 折价收购比例               | 100%   | d                         |
| 收购后预估租金收益率           | 2.02%  | $e=b*c/d$                 |
| 出租率                  | 100%   | f                         |
| 空置期(天)               | 0      | g                         |
| 运营成本占租金比例(参考上市reits) | 30%    | h                         |
| 配套融资综合成本率            | 2.40%  | $i=j*k$                   |
| 配套融资成本               | 3.00%  | j                         |
| 配套融资比例               | 80%    | k                         |
| 投资净收益率               | -0.99% | $l=a-i$                   |

## 部分城市收储房源征集要求

| 城市   | 征集原则    | 房源要求均强调整栋或整单位             | 收购价格                                     |
|------|---------|---------------------------|--|
| 云南临沧 | 法制化、市场化 | 优先选取整栋或整单元未售、可实现封闭管理楼栋或整院 | ——                                       |
| 广东惠州 | 市场化、法治化 | 优先选取整栋或整单元未售、可实现封闭管理楼栋项目  | 合理价格收购(以同地段保障性住房重置价格为参考上限)               |
| 山东烟台 | ——      | 以整幢作为基本收购单位               | 收购价格以同地段保障性住房重置价格为参考上限                   |
| 河南新乡 | ——      | 以楼栋为基本单位,整栋楼收购。           | 以同地段保障性住房重置价格为参考上限,即划拨土地成本、建安成本,加不超过5%利润 |

# 目录

东北楼市浮沉回顾

---

02

东北楼市调整与反弹有何特征

---

03

当前全国楼市与上轮东北异同对比

---

04

从东北经验看全国楼市未来走向

---

05

投资建议及风险提示

---



## 投资建议

- **投资建议：**从东北楼市发展经验来看，尽管面临短期库存高企、中长期城镇化放缓、出生率下降等问题，楼市仍存在反弹，但区域与城市分化明显。站在当前时点，全国商品房量价自2021年以来已明显回落，短期市场调整或接近尾声，中期核心城市、好产品市场仍有机会，或已无需过度悲观；同时本轮调整中房企加速出清，历史包袱较轻、仍具拿地扩张能力的优质房企或迎新一轮发展机遇。维持行业“强于大市”评级。个股关注：1) 历史包袱较轻、库存结构优化的房企如中国海外发展、华润置地、绿城中国、建发国际集团、招商蛇口、滨江集团、越秀地产、保利发展等；2) 估值修复房企如万科A、金地集团、新城控股等；3) 同时建议关注经纪（贝壳）、物管（中海物业、保利物业、招商积余）、代建（绿城管理控股）等细分领域头部企业。



## 风险提示

- **政策持续性不及预期风险：**若后续政策呵护不及预期，楼市修复、房企现金流压力改善持续性可能不足；
- **楼市修复不及预期风险：**若居民预期改善缓慢，叠加政策发力不足，楼市磨底时间可能拉长；
- **个别房企流动性问题发酵、连锁反应超出预期风险：**若政策发力、楼市修复不及预期，资金压力较高企业仍可能出现债务违约/展期情形；
- **房地产行业短期波动超出预期风险：**若地市延续分化，多数房企新增土储规模不足，将对后续货量供应产生负面影响，进而影响行业销售、投资、开工、竣工等。

#### **平安证券综合研究所投资评级：**

##### **股票投资评级：**

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

##### **行业投资评级：**

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

##### **公司声明及风险提示：**

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

##### **免责声明：**

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2025版权所有。保留一切权利。