

从“房地产”走向“大城市”

——2025年房地产行业年度投资策略

行业评级：看好
2024年11月19日

分析师 杨凡
邮箱 yangfan02@stock.com.cn
电话 13916395118
证书编号 S1230521120001

分析师 吴贵伦
证书编号 S1230524080009

1、房地产行业展望：2025年投资及销售结构性向好，但难成拐点，中性假设下预计2025年销售及开发投资完成额同比为-5%及-8.9%

- **土地成交预测：**2024年1-10月全国住宅用地供求面积同比降幅超2成，土地出让金降幅近4成。当前两类土地热度较高，①**核心区域稀缺地块**；②**设计规范变更及“第四代住宅”相关土地**。产品的代际差异会促使**房企加速换仓**，受此影响我们认为此两类土地热度有望保持较高水准，市场上有能力拿地的房企会加速换仓。“缩量稳价”的趋势下，该两类土地也会为土地市场热度提供支撑。中性假设下，**预计2025年全年土地成交面积与2024年持平，土地价格结构性变动，整体保持稳定。**
- **新开工面积预测：**2024年1-10月房地产新开工面积为6.1亿平，同比-22.6%。以销定产决定新开工修复力度，在手土储决定房企的新开工能力。2021-2024年土地市场成交侧持续疲弱会影响2025年新开工侧，销售弱复苏下房企新开工意愿较弱。**中性假设下，预计2025年新开工面积同比增速-10%，较2024年降幅有所收窄。**
- **竣工面积预测：**2024年1-10月，房地产竣工面积为4.2亿平，同比-23.9%。**2025-2026年将进入“保交房”关键的收官之年，“白名单”政策推进有助于现有项目竣工速度提升，但难抵2020年之后可竣工基数大幅下行的趋势，中性情形下预测2025年竣工面积同比增速降幅收窄至-10%。**
- **开发投资额预测：**2024年1-10月开发投资完成额为7.9万亿元，同比-10.3%。2025年“白名单”政策推进有望进一步加速、城中村改造涉及范围也有望再次扩容，但可能会受到新开工面积下降拖累以及城中村项目推进节奏较慢的影响，拉动作用显现较慢。中性假设下，**预计2025年开发投资完成额同比为-8.9%。**
- **销售情况预测：**从新房及二手房合计面积上来看，市场总需求仍存。2024年底政策发力带来的信心提振和22-23年相比效果较好，且2024年是“好房子”元年，产品代际差异在全国多个城市正在快速铺开，2025年我们可能会看到产品差异驱动成交量价结构性分化。**中性假设下，2025年整体销售面积及金额同比-5%，销售均价维稳。**

2、从“房地产”走向“大城市”：通过收储化风险、稳价格是拉动投资的必由之路，政策思路从狭义地产投资转向广义城市更新

- **2025年拉动投资有必要性，化风险是首要前提。**财政发力拉动房地产投资和固定资产投资的意义不仅在于支撑GDP增速，更重要的是在于在泛地产行业增加就业和稳定产业链企业经营。企稳房地产市场虽然需要财政发力拉动投资，但在“供需矛盾发生重大变化”的情境下，重复使用旧政策的效果可能会出现边际递减的问题。结合2024年底相关政策，可以看出有**政策思路正从狭义地产投资转向广义城市更新，本轮周期当前首要任务是化风险，有效化解风险后才能拉动地产投资。**
- **供给端抛压对房价影响显著，降低抛压是修复房价的必要因素。**降低抛压既需要修正购房者悲观预期也需要实质性的减小供给，**通过收储化风险、稳价格是必由之路。**收储分为现房和土地收购两种，我们认为**潜在土地收储规模约为5.5亿平，资金支持约需1.9-2.2万亿元，重点30城现房收储面积约0.5亿平，收购资金规模约1.2万亿元。**
- **城市更新政策频出，全国城市既要注重面子也要注重里子。**2024年地下管网和城中村改造货币化安置接连推出，“大城市”改造规划持续推进。2024年10月8日发改委主任提出“**预计在未来五年需要改造的城市燃气、供排水、供热等各类管网总量将近60万公里，投资总需求约4万亿元**”，预计地下管网政策能够带动25年行业扩容8%。

3、房地产行业年度策略：市场长期呈现出存量超过增量、双轨制推进和新房供给侧持续出清的趋势，布局能够适应房地产长期新模式发展的优质股

- **我们看好：**1) 消费+地产，危中有机，估值修复弹性大，关注：**万科A、金地集团、新城控股（母公司港股新城发展）、龙湖集团**；2) 龙头中介，业绩有望超预期，短期及长期发展逻辑通畅，关注：**贝壳-W、我爱我家**；3) “好房子”元年开启，改善型开发商，未来细分领域长牛，关注：**保利发展、招商蛇口、华润置地、中国海外发展、建发国际集团、滨江集团、绿城中国。**

4、风险提示：行业拐点渐成，但仍需重视行业风险持续跟踪

- 1) 2025Q1销售淡季，房企现金流压力面临挑战；2) 融资端政策的落地效果不及预期；3) 城中村及收储资金支持和推进速度不及预期。

目录

CONTENTS

01

2024年基本面及政策回顾

土地市场 | 房企融资 | 销售情况 | 政策回顾

02

从“房地产”走向“大城市”

拉动投资的思路变化 | 收储稳住房地产价格 | 城市更新带动2.0基建

03

2025年行业关键指标展望

土地市场 | 新开工 | 竣工 | 开发投资 | 销售情况

04

房地产行业年度策略

行业走势推演 | 代际差异形成 | 行情回顾 | 投资策略

01

2024年基本面及关键政策回顾

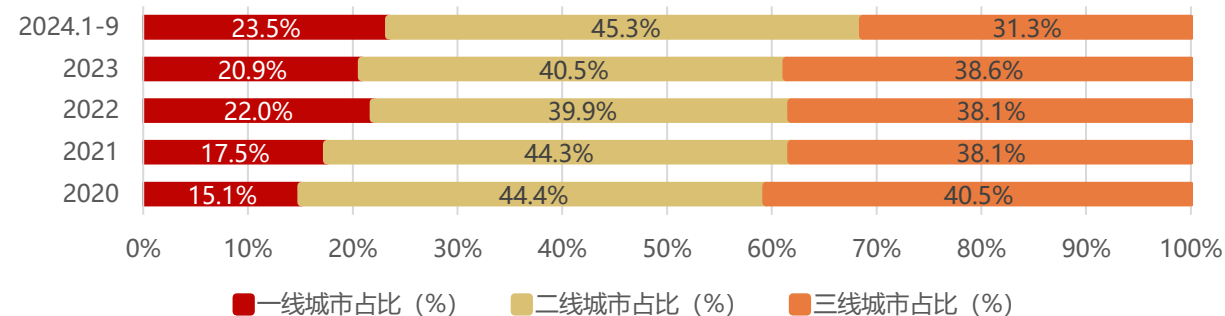
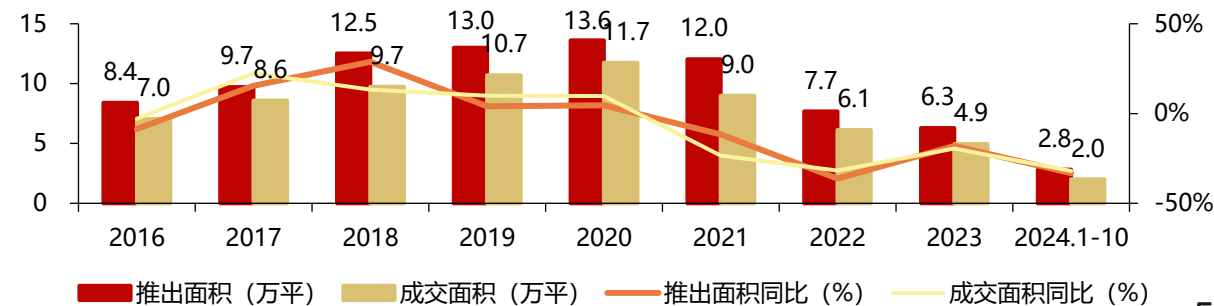
1.1 土地市场回顾

2024年1-10月全国住宅用地供求面积同比降幅超2成，土地出让金降幅近4成，已较2020年高点下降超70%

- 土地成交：**从克而瑞全国土地成交数据来看，2024年1-10月房地产开发企业土地购置面积4.0亿平，同比下降24.2%，土地成交面积连续4年下降；2024年1-10月累计土地成交价款1.4万亿元，同比减少35.5%，**较2020年1-10月高点下降71.4%**。2024年4月末自然资源部提出“合理控制新增商品住宅用地供应”，政府推地节奏有所减缓，且当前房企普遍遵循“以销定产”的拿地原则，在市场销售未明显好转的情况下，企业拿地仍偏谨慎，全国土地市场延续低温运行态势，**土地供求两端持续缩量**。
- 分化格局：**从100大中城市成交数据来看，2024年1-9月一线及二线城市土地成交面积占比为4.4%和38.1%，成交金额占比达到了23.5%和45.3%，合计成交金额占比约为7成，较2023年行业投资集中度再度提升。

表：2020-2024.10全国土地成交面积及金额情况

年份	土地成交面积 (亿平)	土地成交面积累 计同比(%)	土地成交价款 (万亿元)	土地成交价款累 计同比(%)	土地溢价率 (%)
2020	22.8	7.2%	6.3	15.9%	15.2%
2021	17.4	-23.5%	5.7	-9.5%	12.6%
2022	12.1	-30.7%	4.0	-29.9%	3.8%
2023	9.3	-23.5%	3.3	-17.2%	5.2%
2024.1-10	4.0	-24.2%	1.4	-35.5%	4.2%

图：2020-2024.9 100大中城市分线城市土地成交金额占比

图：2016-2024.10全国300城土地供需情况


1.1 土地市场回顾

量少质优特点凸显，稀缺土地+第四代住宅带动热度上升

- **楼面均价：**2024年1-10月全国300城涉宅土地成交楼面均价为5865元/平，同比下降12.6%，但较2023年均值5814元/平上涨0.9%。分线城市来看，一线城市土地成交楼面价上涨17.3%，二线及三四线分别下降16.9%及4.8%。
- **高溢价率土地：**2024年高热度土地主要呈现出两个特点：①**核心城市核心区域，土地具备稀缺性；**②**产品设计规范变更，或“第四代住宅”相关土地。**土地市场“缩量”明显的趋势下，“量少质优”特点凸显。

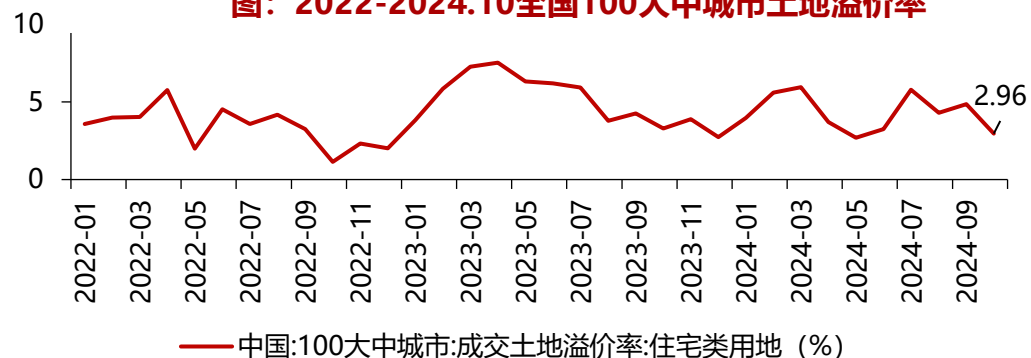
表：2024.1-10全国土地成交面积及金额情况

指标	2024.1-10全国300城住宅用地	300城同比	一线同比	二线同比	三四线同比
推出面积	2.8亿平	-33.2%	-49.7%	-34.9%	-31.2%
成交面积	2.0亿平	-32.0%	-51.6%	-32.9%	-30.0%
土地出让金	1.1万亿元	-40.5%	-43.3%	-44.3%	-33.3%
楼面均价	5865元/平	-12.6%	17.3%	-16.9%	-4.8%

表：2024年部分高溢价土地列表

类别	日期	地块	城市	竞得房企	土地金额(亿元)	溢价率(%)	备注
核心城市“稀缺”土地	10月30日	功德寺HD-GDS-001地块	北京	绿城中国	51.75	15%	摇号
	10月22日	江湾新城四堡七堡单元JG1402-36地块	杭州	绿城中国	34.22	29%	杭州新的楼面价地王
	9月29日	天河区临江大道北侧AT080722地块	广州	保利发展	117.6	33%	5小时、148轮竞价，楼面价位列广州第二
	9月26日	宝安区新安街道地块	深圳	保利发展	28.2	36%	取消“限价+摇号”后首宗土地，80轮竞拍
	9月20日	锦江区金融城三期H12地块	成都	贝好家	10.76	42%	刷新成都楼面价单价
	9月14日	静安区曹家渡社区9A-20地块	上海	招商蛇口&海润城发	56.6	31%	全国楼板价第二高的地块
	8月7日	徐汇区斜土街道xh128D-07地块	上海	绿城中国	48.0	30%	成交楼面价达13.1万/平，刷新全国单价最高记录
第四代住宅	9月27日	天府新区麓湖37亩地块	成都	润达丰滨江	9.02	87%	成都首宗“第四代住宅”土地，可设计不计容生态阳台50m ²
	9月26日	徐州一中西C地块	徐州	吉云投资	4.58	0%	徐州2024年首宗民企成交土地
	9月13日	嘉秀洲-31号地块	嘉兴	绿城中国	1.79	0%	嘉兴首个“第四代住宅”

图：2022-2024.10全国100大中城市土地溢价率

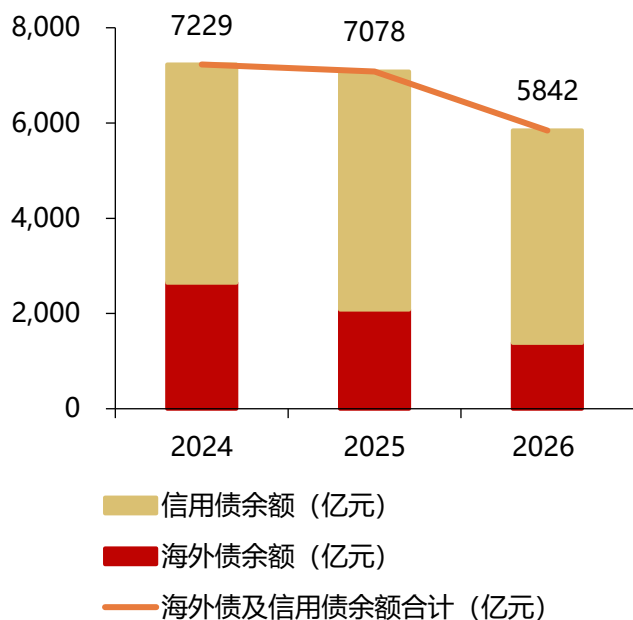


1.2 房企融资情况回顾

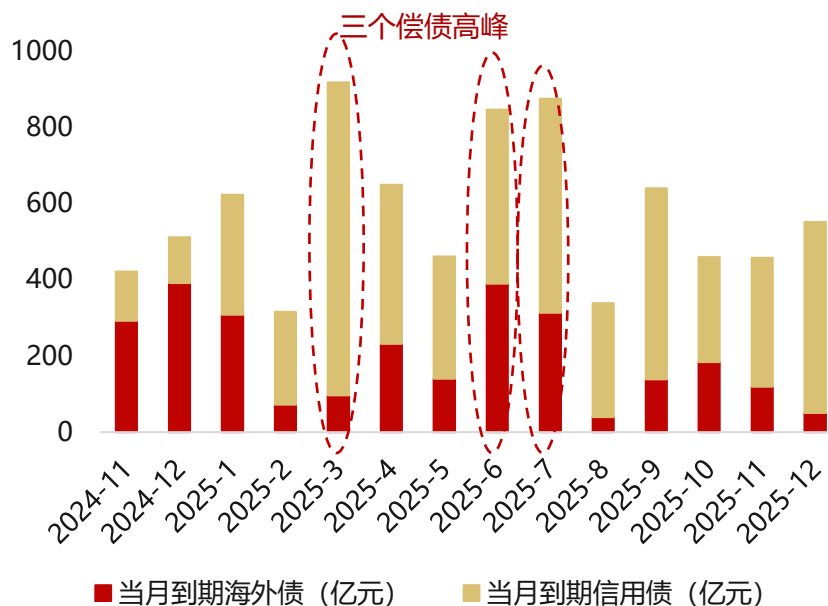
2025年是房企偿债关键期，2026年偿债规模走低

- 偿债节奏：**2024年150家房企债券到期金额约7229亿元，2025年为7078亿元，与2024年相比偿债压力相当，2026年为5842亿元，2025年上半年为房企偿债高峰，2026年偿债压力则大幅下降。具体来看，2025年150家典型房企1-7月债务到期压力集中，占全年债务到期量66%。从月度到期债务规模来看，2025年3月、6月、7月债务到期量分别为918亿元（13%）、846亿元（12%）及875亿元（12%），分别是2025年三个债务到期高峰。
- 偿债主体：**2025年偿债体量排名前三的房企为恒大、万科及首开，当年到期债权比例均超过总债权比例的40%，2025年成为偿债关键期。债务到期量的增加意味着房企回款压力增加、拿地能力减弱。

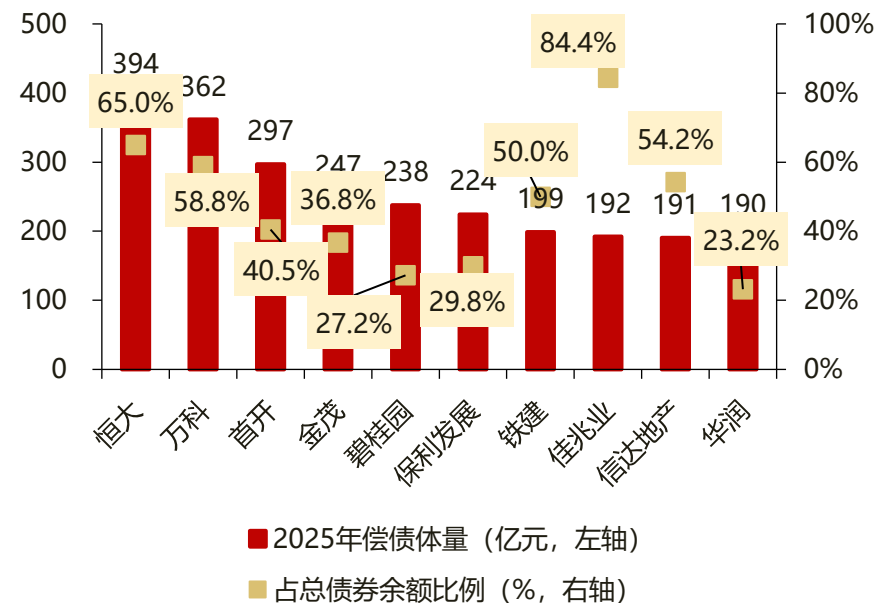
图：2024-2026年典型房企偿债体量



图：2024.11-2025.12典型房企海外债及信用债到期情况



图：2025年偿债体量TOP10



1.3 销售情况回顾-新房市场

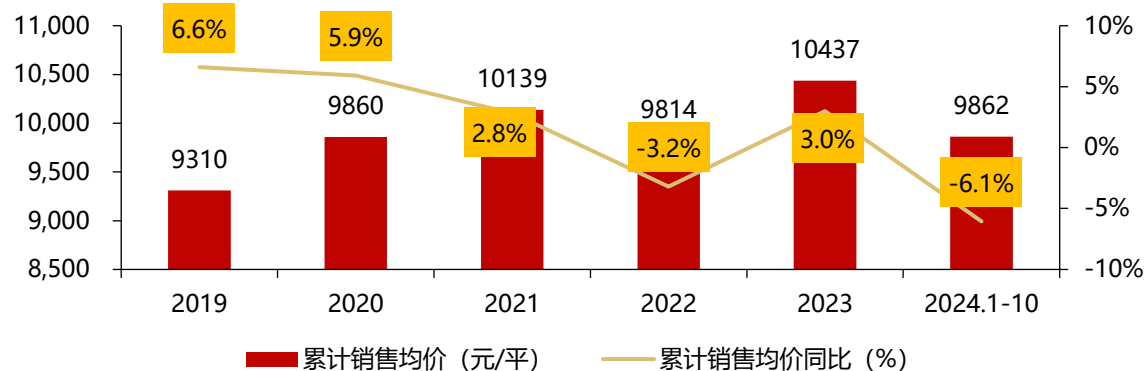
2024年1-10月销售面积同比下行15.8%，10月重点30城销售规模环比高增

- **全国销售情况：**根据国家统计局数据，2024年1-10月商品房销售面积7.8亿平，同比下降15.8%；销售金额7.7万亿元，同比下降20.9%；成交均价9862元/平，同比下降6.1%。分月来看，6月末以来，新房当月成交面积环比改善，同比降幅逐步收窄，10月单月同比降幅收窄明显。
- **10月环比高增：**根据克而瑞数据，10月30个重点城市整体成交1405万平，环比上涨44%，同比去年持平，与三季度月均值相比增长45%。得益于新政持续效应和传统营销旺季，10月成交止跌企稳，延续9月回升态势，单月成交规模达到年内次高。

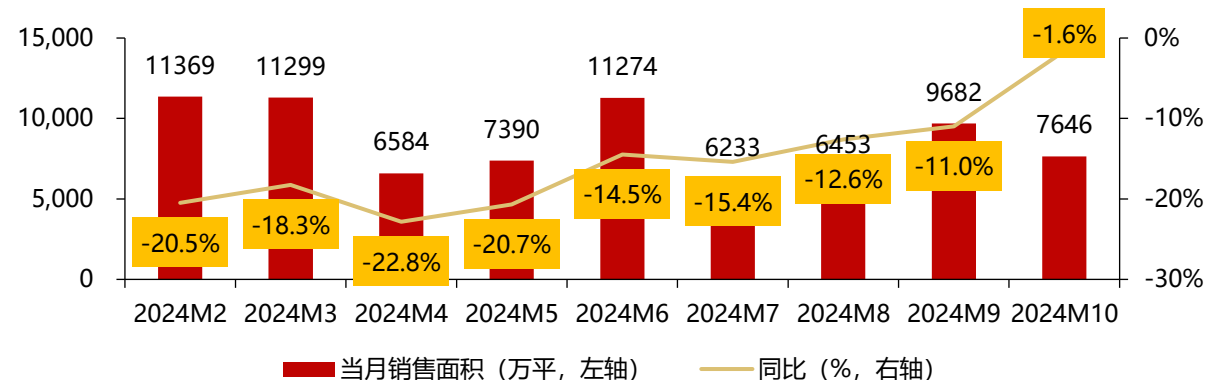
表：2019-2024.10全国商品房销售情况

年份	商品房销售面积累计值 (亿平)	商品房销售面积累计同比 (%)	商品房销售金额累计值 (万亿元)	商品房销售金额累计同比 (%)	累计销售均价 (元/平)	累计销售均价同比 (%)
2019	17.2	-0.1%	16	6.5%	9310	6.6%
2020	17.6	2.6%	17.4	8.7%	9860	5.9%
2021	17.9	1.9%	18.2	4.8%	10139	2.8%
2022	13.6	-24.3%	13.3	-26.7%	9814	-3.2%
2023	11.2	-8.3%	11.7	-5.5%	10437	3.0%
2024.1-10	7.8	-15.8%	7.7	-20.9%	9862	-6.1%

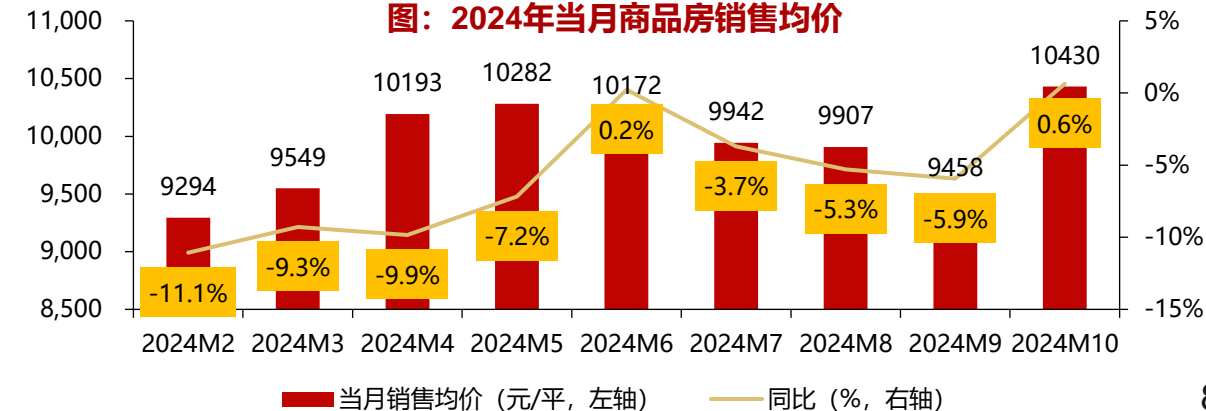
图：2019-2024.10全国商品房房价



图：2024年当月商品房销售面积及同比



图：2024年当月商品房销售均价

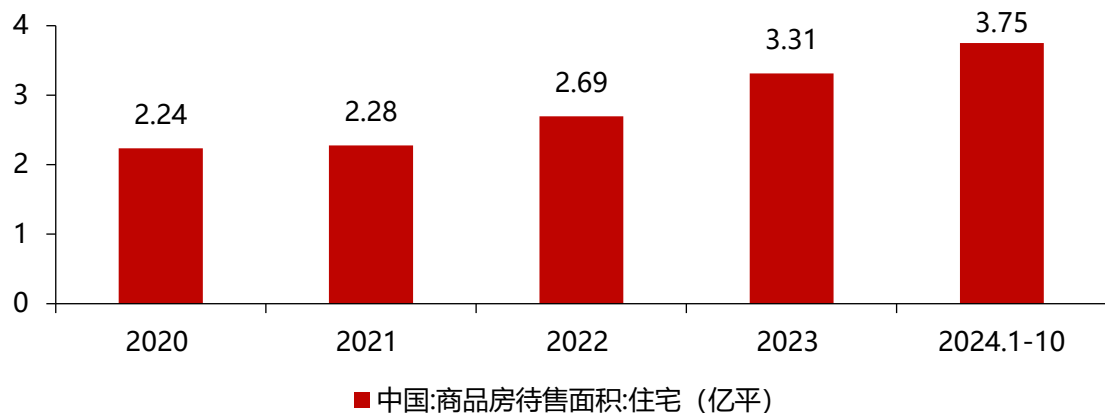


1.3 销售情况回顾-新房市场

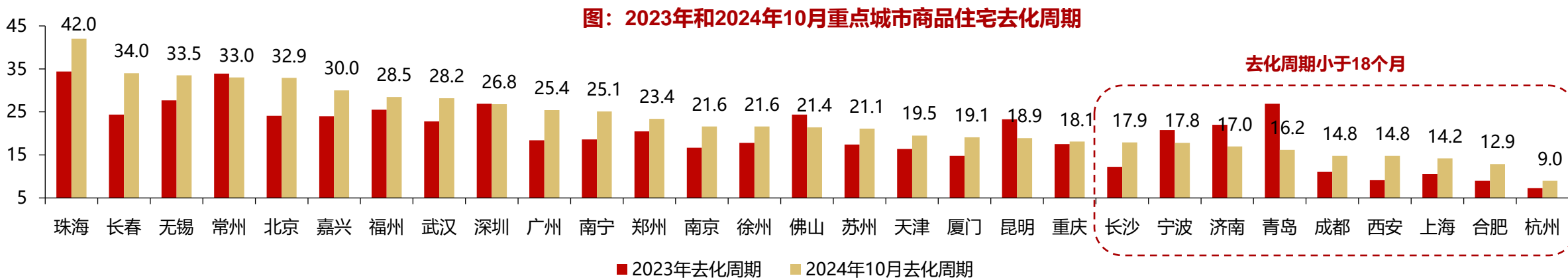
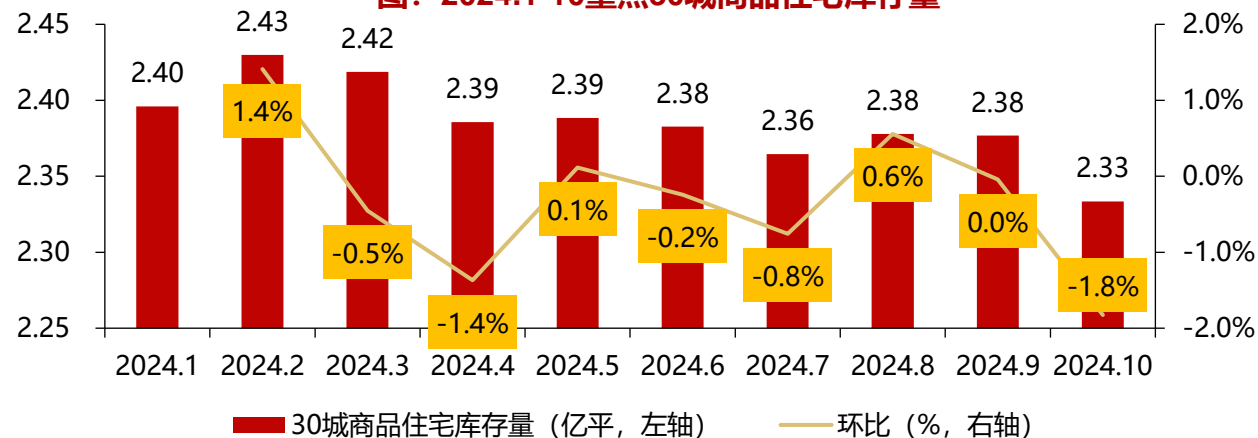
库存压力再度上升，7成城市去化周期超18个月

- **待售面积：**根据Wind数据，商品房待售面积逐渐升高，2024年10月末商品房待售面积为3.75亿平，较2023年末增加14%，较2022年末增加40%。
- **去化周期：**根据克而瑞统计，受2024年10月销售面积环比上涨影响，10月消化周期环比缩短，但30个重点城市消化周期仍均高于去年同期，去库存压力上涨。从绝对量来看，重点30城中仍有7成城市消化周期超过18个月。

图：2020-2024.10全国商品房待售面积



图：2024.1-10重点30城商品住宅库存量



1.3 销售情况回顾-二手房市场

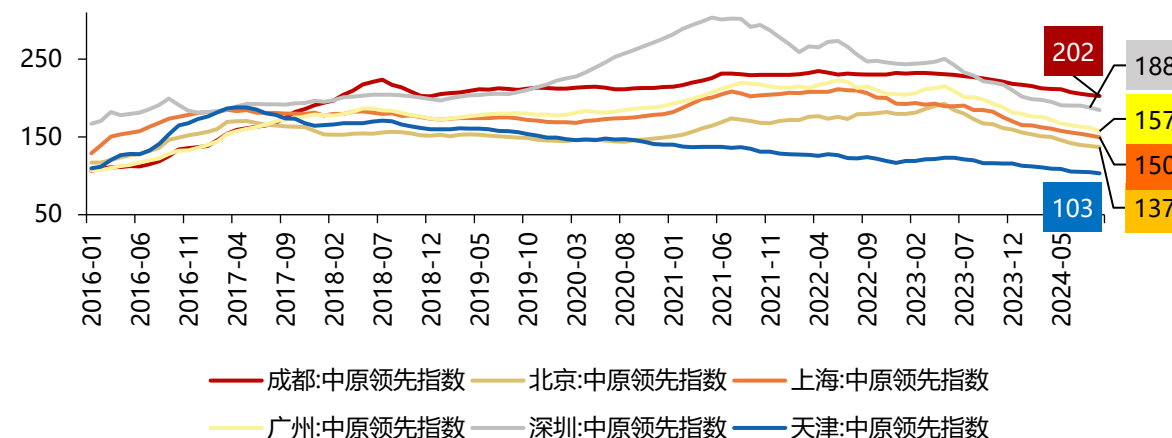
2024年1-10月二手房市场进一步升温，累计同比回正

- **重点16城成交情况：**2024年1-10月重点18城二手房累计成交面积8705万平方米，同比增长2%，累计同比年内首次回正。其中一线、二线、三线城市累计同比分别为+8%、+1%、-13%，核心城市韧性较强。
- **典型城市房价：**典型城市房价来看，2024年9月末北京、上海、广州等6个核心城市房价较年初降幅在12-14%左右，较2022年初房价降幅在20-30%左右。

表：2024年10月重点18城二手房销售情况

能级	城市	2024.10成交量 (万平)	环比 (%)	同比 (%)	2024.1-10成交量 (万平)	累计同比 (%)
一线	北京	158	30%	65%	1229	4%
	上海	180	65%	66%	1397	12%
	广州	102	33%	15%	813	-6%
	深圳	64	90%	123%	396	46%
	合计	505	48%	57%	3835	8%
二线	成都	169	15%	-8%	1669	-5%
	青岛	59	27%	15%	533	8%
	杭州	52	9%	13%	540	35%
	苏州	41	-14%	-20%	536	-7%
	大连	22	15%	-6%	248	43%
	厦门	18	19%	24%	159	-11%
合计	18	-9%	16%	3685	1%	
三四线	佛山	49	3%	-12%	519	-14%
	东莞	23	0%	43%	217	-14%
	扬州	17	-23%	-20%	246	-12%
	汉中	6	9%	-9%	67	-13%
	资阳	4	25%	-23%	40	-3%
	渭南	3	-9%	11%	32	20%
	舟山	2	16%	-74%	49	-26%
	宝鸡	1	-35%	-36%	14	-37%
合计	105	-3%	-10%	1185	-13%	
总计	971	25%	18%	8705	2%	

图：部分城市中原领先指数情况



表：2024年9月部分城市中原领先指数变动此情况

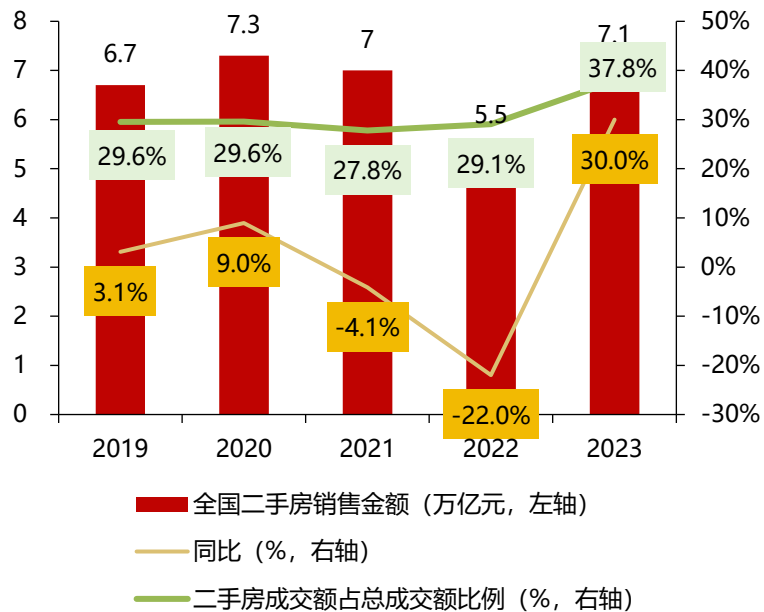
	成都	北京	上海	广州	深圳	天津
较2024年初	-7.2%	-14.2%	-12.1%	-13.4%	-12.0%	-11.0%
较2023年初	-12.8%	-24.0%	-22.4%	-23.2%	-24.4%	-11.6%
较2022年初	-11.8%	-20.4%	-27.6%	-26.1%	-31.4%	-19.2%
较2017年初	48.1%	-11.4%	-17.3%	15.7%	1.8%	-40.3%
较2016年初	94.5%	20.8%	23.1%	48.3%	18.0%	-4.3%

1.3 销售情况回顾-二手房市场

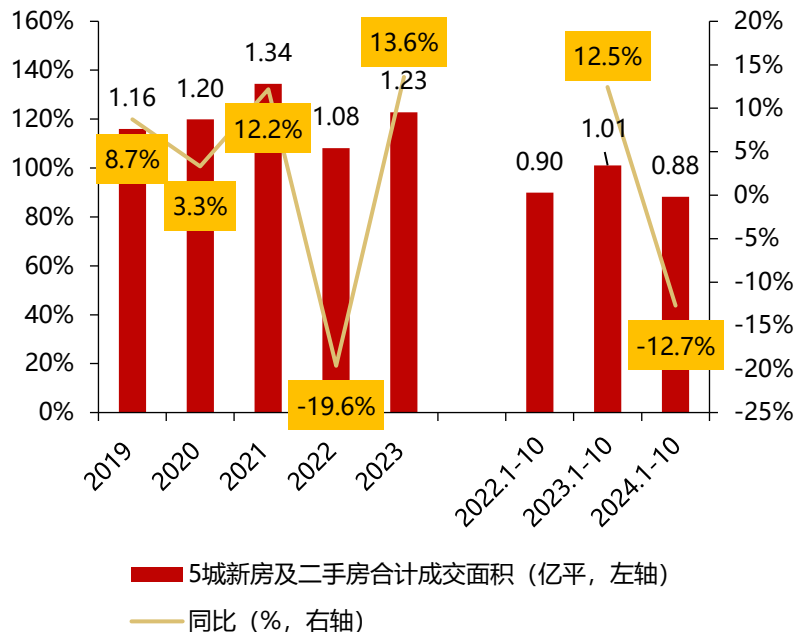
新房及二手房总量增长表明市场需求仍存，二手房成交面积占比快速增长

- **新房及二手房总量：**2023年核心5城新房及二手房合计成交面积达1.23亿平，同比增长13.6%，**新房及二手房总量韧性仍存**。2024年1-10月合计成交面积0.88亿平，同比下降12.7%，**但整体成交规模仍与2022年水平相当，市场整体需求仍然旺盛**。
- **二手房成交占比上升：**2022年因部分房企出险以及“停工断贷”潮影响，加之二手房价下行，市场成交结构开始发生转变，二手房成交面积占比于快速上升，2023年全国二手房销售金额7.1万亿元，同比增长30%，二手房成交占比升至37.8%。2024年1-10月核心5城二手房成交面积占比已升至54%。

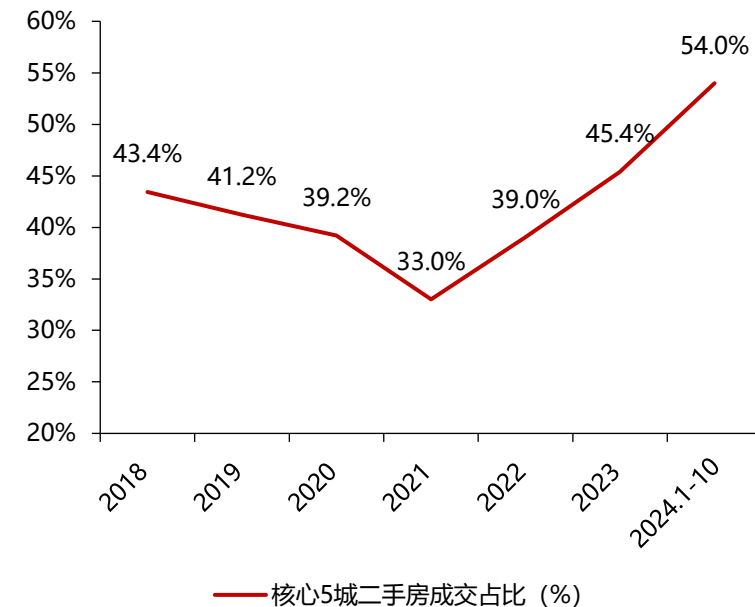
图：2019-2023年全国二手房销售金额及同比



图：2019-2024.10核心5城新房及二手房成交情况



图：2018-2024.10核心5城二手房成交面积占比



1.4 重点政策回顾

重点政策总结：稳市场、去库存、拉投资

- 2024年在中央多次会议中对房地产表述发生变化，4月政治局会议强调“消化存量”，9月政治局会议强调房地产要“止跌回稳”，政府企稳市场决心凸显。10月以来税费减免、土地盘活、化解地方债务等相关政策陆续落地。主要的政策思路我们认为则是围绕着“稳市场、去库存、拉投资”三条路径展开。

表：2024年部分重点政策总结

日期	部门	概要	内容
2024/4/30	政治局会议	消化存量、优化增量	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。
2024/5/17	央行、金融监管总局	3000亿元保障房再贷款	① 设立3000亿元保障性住房再贷款。鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房，预计将带动银行贷款5000亿元。 ②降低全国层面个人住房贷款最低首付比例。 ③取消全国层面个人住房贷款利率政策下限。 ④下调各期限品种住房公积金贷款利率 0.25 个百分点
2024/9/26	政治局会议	止跌回稳 降低存量房贷利率	要促进房地产市场 止跌回稳 ，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切，调整住房限购政策， 降低存量房贷利率 ，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。
2024/10/12	财政部	税费减免、土地盘活	①叠加运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具，支持推动房地产市场止跌回稳。 ② 积极研究出台有利于房地产平稳发展的增量措施，允许专项债券用于土地储备。 ③ 及时优化完善相关税收政策，正在抓紧研究明确和取消普通住宅和非普通住宅标准相衔接的增值税政策。 ④支持收购存量房，加大保障性住房供给，考虑到当前已建待售住房较多，将采取用好专项债收购存量商品房，并继续用好保障性安居工程补助资金，支持方向进一步优化调整，适当减少新建规模，支持地方更多通过消化存量房方式收购。
2024/10/17	住建部等5部委	4个取消、4个降低、2个增加	促进房地产市场平稳健康发展新闻发布会提出“四个取消、四个降低、两个增加”。 四个取消：取消限购、限售、限价、非普宅标准； 四个降低：降低住房公积金贷款利率、首付比例、存量房贷利率、税费负担； 两个增加：新增实施城中村改造规模，新增白名单项目信贷规模。
2024/11/8	人大	化解地方债务	①增加地方政府债务限额6万亿元，用于置换存量隐性债务。连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元，用于化债，累计4万亿元；2029年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务2万亿元，仍按原合同偿还。三项化债政策协同发力， 合计可化解地方隐性债务12万亿元。 ② 专项债券支持回收闲置存量土地、新增土地储备，以及收购存量商品房用作保障性住房方面，财政部正在配合相关部门研究制定政策细则，推动加快落地。
2024/11/13	财政部等3部委	税费减免	提升契税优惠面积标准、调降一线城市二套房契税税率、降低土地增值税预征率下限、对增值额未超过扣除项目金额20%的所有住宅免征土地增值税，以及一线城市部分非普宅成交免征增值税。

02

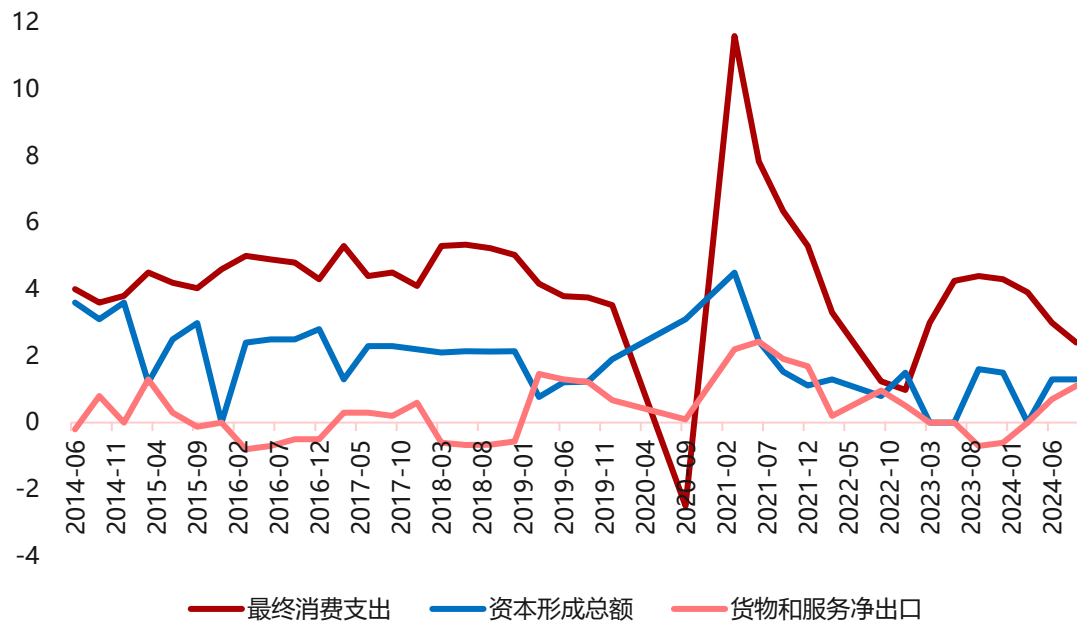
从“房地产”走向
“大城市”

2.1 拉动投资的思路变化-政策思路分析

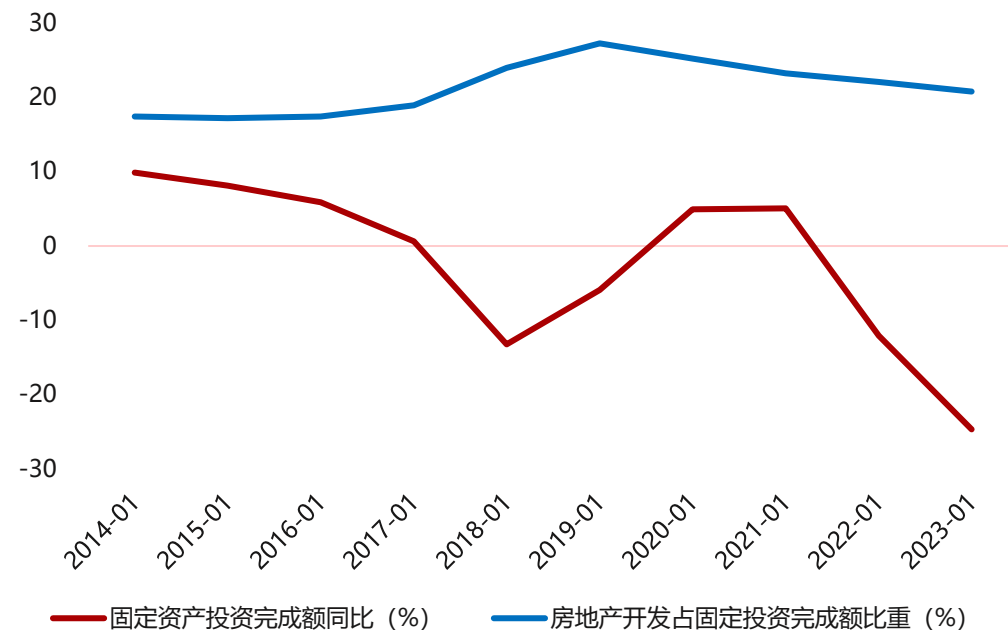
如2025年仍然要促使GDP保持一定增速，三驾马车中投资发力确定性高

- 按照支出法来看，对GDP累计同比拉动的三个因素**消费、投资和出口**在2024年9月分别为**2.4%、1.3%和1.1%**。其中消费在2024年出现疲弱的趋势，投资在2021H2之后持续低于2%，**2024年三驾马车增速出现上升的只有出口**。
- 2024年底美国大选落幕，**美国在2025年对中国加征关税的预期加强**。参考我们先前发布的《结合内外因素寻找确定性》，2024H1中国对美国出口贸易额占总出口贸易总额14%，美国是中国对外出口单体国家占比最高的国家。参考2018年中美贸易战时出口对GDP拉动的表现，我们可以合理推测如果2025年美国对中国加征关税，可能会影响出口对GDP的拉动，同时由于消费的修复受收入和预期等慢变量影响较大，**因此2025年如果要保持GDP维持一定的增速需要投资端发力**。
- 固定资产投资完成额2021-2023年同比增速降幅持续扩大，房地产占固定投资比重稳定在20%，由此可见稳地产对稳投资和稳GDP增速都重要。**

图：对GDP累计同比的拉动（%）



图：固定资产投资额情况



2.1 拉动投资的思路变化-政策思路分析

拉动投资，从“房地产”转向“大城市”

- **2025年拉动投资有必要性：**我们认为，财政发力拉动房地产投资和固定资产投资的意义不仅在于支撑GDP增速，更重要的是在于为泛地产行业增加就业和稳定产业链企业经营。因此无论从宏观还是从微观上都需要政策发力带动房地产投资超跌修复。
- **应对可能存在的政策效果边际递减的情形：**沿用我们先前报告《从三国个税收入视角看房价支撑》中的分析和结论，我们认为本轮房地产周期面临历史拐点，支撑过去房地产总量持续突破新高的重要因素都发生了变化，例如人口增速由正转负、居民杠杆率较难突破新高等。在此背景下，我们认为企稳房地产市场虽然需要财政发力拉动投资，但在“供需矛盾发生重大变化”的情境下，重复使用旧政策的效果可能会出现边际递减的问题。结合2024年底相关政策，可以看出现有政策应对该问题的思路**从狭义地产投资转向广义城市更新。**

20
14
年
棚
改
政
策

2013年7月，国务院出台的《加快棚户区改造工作意见》，2013-2017年棚改目标总量为1000万套。

2014年7月，国务院发布《关于进一步加强棚户区改造工作的通知》提出抓紧编制完善2015—2017年棚户区改造规划，划拉开棚改序幕。

2015年6月，国务院提出2015—2017年三年棚改计划，改造各类棚户区住房1800万套，积极推进货币化安置。

2015年8月，住房和城乡建设部和开发银行联合发布《关于进一步推进棚改货币化安置的通知》，要求货币化安置比例不低于50%。

20
24
年
城
市
更
新

2019年12月，中央经济工作会议首次强调了“城市更新”这一概念。

2024年2月，住建部表示，未来我国将每年改造10万公里以上地下管线。

2024年5月，住建部联合财政部发布《关于开展城市更新示范工作的通知》指出，中央财政补助资金将重点支持城市地下管网更新改造和污水管网“厂网一体”建设改造等。

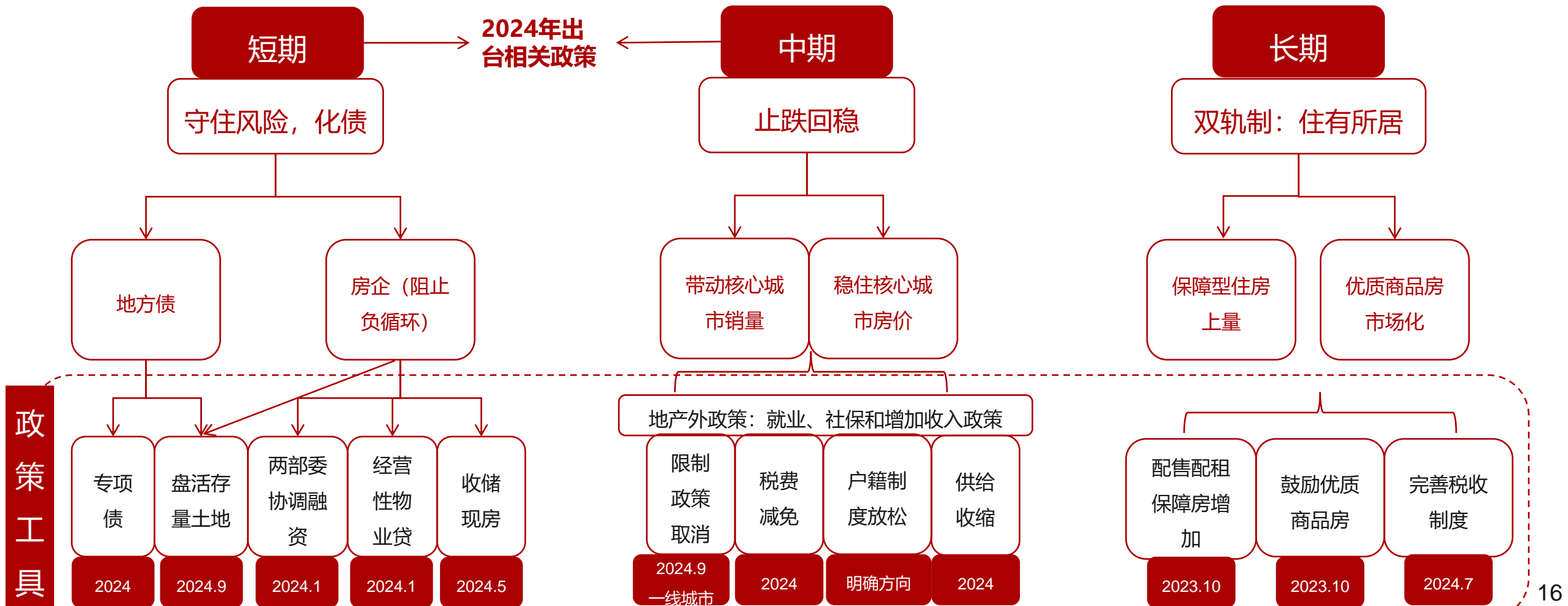
2024年7月，国务院出台《深入实施以人为本的新型城镇化战略五年行动计划》指出，要以人口规模大密度高的中心城区和影响面广的关键领域为重点，深入实施城市更新行动，加强城市基础设施建设，特别是抓好城市地下管网等“里子”工程建设……

2024年10月8日，财政部明确提前谋划并下达明年部分“两重”建设项目清单和中央预算内投资计划。城市重要的“里子工程”地下管网建设改造为例，有关方面预计在未来五年需要改造的城市燃气、供排水、供热等各类管网总量将近60万公里，投资总需求约4万亿。

2.1 拉动投资的思路变化-修复周期中的政策思路

2024年是房地产政策重要拐点，当前化解风险仍然是重中之重

- 2024年9月26日政治局会议明确提出房地产要“止跌回稳”，各部委也相继推出了应对房地产行业短期和中期问题的政策工具。政策在2024年发生了明确的方向和力度上的拐点。短期来看，**房地产化解风险仍然是重中之重，只有化解风险才能拉动长期投资。**



2.1 拉动投资的思路变化-修复周期中的政策思路

当前周期的首要任务和长期任务

- 我们认为本轮周期当前首要任务是化风险，有效化解风险后才能拉动地产投资。
- 本轮周期和以往周期不同。历史周期2014年棚改货币化，目标是“改造约1亿人居住的城镇棚户区和城中村”，主要是地面房屋拆除和新建。当前周期2024年城市更新，顺应“供需矛盾发生变化”拆除少建，收缩供给（土地及新开工），同时增加地下管网等基础设施建设，“地产+基建”概念。
- 截至11月15日，收储和城市更新的资金落地虽然还需要等待进一步政策，**但这也是2024年底和2025年可能会超预期的方向。**

详见后续分析

当前周期：2024-2026年

城市更新做载体：拆除少建/供给收缩 + 地下管网等基础设施重建

资金

➤ 首要任务：化解房地产风险

- 1) 土地和现房收储：缓解地方政府和开发商资金压力，调节供给和库存稳定资产价格（详见章节2）。
- 2) 两部委协调融资机制，“白名单”授信规模10月17日住建部部长所述预计可达4万亿元，我们保守假设实际贷出近50%。白名单的推进我们认为有利于推动房地产项目竣工，带动竣工面积增速修复。

3-4万亿元

2-4万亿元

➤ 长期任务：地产总量稳定，投资拉动需要城市更新带动“地产+基建”

- 1) 地产风险逐步化解后，我们预计2025年土地和新开工仍然延续“收缩”的思路，为稳定房价继续打基础。
- 2) “大城市”建设：

狭义城市更新（拆迁-补偿-重建）继续推进：2023年提出三大工程的政策工具继续推进，城市更新主要作用在于供给优质地块用于改善型住房建造。配套鼓励政策包括非普通住宅政策的取消和建筑规划政策的放松，重点一二线城市允许降低容积率、增加赠送面积、提升得房率。

广义城市更新，包括基础设施的翻新：10月8日，国务院新闻办公室举行新闻发布会，国家发改委副主任刘苏社在会上表示，据有关研究，地方管网建设改造未来5年预计达到总量60万公里，总投资需求4万亿，下一步将继续统筹用好各类资金、提前安排项目清单和投资计划，继续推进城市基础设施提升改造。2024年2月住建部相关司局负责人表示，地下管网包括城市范围内为满足生活、生产需要的给水、雨水、污水、再生水、天然气、热力、电力、通信等市政公用管线。

? 万亿元

4万亿元

2025年可能
超预期的方向

2.2 收储稳住房地产价格-土地储备收购历史政策

土地储备收购历史可追溯至2001年

- 土地收购储备并不是本轮周期的创新工具。2001年国务院下发《关于加强国有土地资产管理的通知》（15号文），明确提出为增强政府对土地市场的调控能力，有条件的地方政府要对建设用地试行收购储备制度。
- 2001年初，在市一级政府的批准下，**市级国土资源部门成立了土地储备机构，其工作职责是：受市政府委托，代表政府实施土地收购、储备和出让的前期准备工作，招标、拍卖、挂牌出让国有土地使用权等工作。土地储备的任务是将需盘活的土地收回、收购、置换及统征后予以储存。**2000年左右出现过全国各地的土地收储工作，对盘活城市存量土地，加快国有企业改制进程，强化政府土地集中统一管理，推进土地的市场配置等，发挥了重要作用。

图：2001年国务院《关于加强国有土地资产管理的通知》（15号文）

国务院关于加强国有土地资产管理的通知

国发〔2001〕15号

各省、自治区、直辖市人民政府，国务院各部委、各直属机构：

改革开放以来，随着土地使用制度改革的深化，土地资源的资产价值得到体现，逐步适应城市建设、企业改革、经济结构调整的需要。但目前国有土地资产通过市场配置的比例不高，透明度低；划拨土地大量非法入市，隐形交易；随意减免地价，挤占国有土地收益的现象严重，使得大量应由国家取得的土地收益流失到少数单位和个人手中。这不仅严重影响了对土地的保护和合理开发、利用，而且滋生腐败现象。为加强国有土地资产管理，切实防止国有土地资产流失，现就有关问题通知如下：

一、严格控制建设用地供应总量

严格控制土地供应总量是规范土地市场的基本前提。只有在严格控制土地供应总量的前提下，才能有效发挥市场配置土地资源的基础性作用，充分实现土地资产价值，提高土地资源利用效率。各级政府必须严格执行土地利用总体规划、城市规划和土地利用年度计划，严格控制新增建设用地供应总量。要抓住经济结构调整的有利时机，把土地利用引导到对存量建设用地的调整和改造上来，优化土地利用结构。

各地要加大对闲置土地的处置力度，积极稳妥地解决历史遗留问题，最大限度地减少国有资产的损失。对依法应无偿收回的闲置土地，要坚决收回。

2.2 收储稳住房地产价格-土地储备收购历史政策

土地储备收购历史可追溯至2001年

- **闲置土地的认定标准：**1) 国有土地有偿使用合同或者建设用地批准书未规定动工开发日期，自国有土地有偿使用合同生效或者土地行政主管部门建设用地批准书颁发之日起满一年未动工开发的；2) 已动工开发建设但开发的面积占应动工开发建设总面积不足三分之一或者已投资额不足25%且未经批准中止开发建设连续满一年的；3) 法律、行政法规规定的其他情形。
- 2010年8月，国土资源部将一份涉及全国1457宗闲置土地的统计表交予银监会，银监会或将根据这份“黑名单”做一次全面的风险排查。2011年12月21日国土资源部起草了《闲置土地处置办法（修订草案）》加大闲置土地处置力度，《闲置土地处置办法》在2012年5月22日国土资源部第1次部务会议修订通过和发布，自2012年7月1日起施行。
- 2018年12月自然资源部发布《关于政府原因闲置土地协议有偿收回相关政策的函》，就收购价格方面给予明确指引。

表：闲置土地相关政策沿革

政策文件	主要内容
2001年国务院下发《关于加强国有土地资产管理的通知》	<ul style="list-style-type: none"> • 为增强政府对土地市场的调控能力，有条件的地方政府要对建设用地试行收购储备制度。市、县人民政府可划出部分土地收益用于收购土地，金融机构要依法提供信贷支持。
2012年国土资源部起草《闲置土地处置办法》（第53号）	<ul style="list-style-type: none"> • 构成闲置土地的，县级以上地方国土资源主管部门应当下达《责令限期动工通知书》，督促土地使用者及时纠正。土地使用者在接到《责令限期动工通知书》后，应当在3个月内动工开发建设。 • 县级以上地方国土资源主管部门应当与土地使用者协商，共同拟订闲置土地处置方案，闲置土地处置方案可以选择下列方式：①延长动工开发建设期限，②改变土地用途，③安排临时使用，④协议有偿收回国有建设用地使用权，⑤置换土地。 • 国土资源主管部门与土地使用者协商未能就处置方式达成一致的，土地闲置满1年的，经批准后可按土地出让或者划拨土地价款的20%征缴土地闲置费；未动工开发建设，土地闲置满2年的，经准后可无偿收回土地使用权。
2018年12月自然资源部发布《关于政府原因闲置土地协议有偿收回相关政策的函》	<ul style="list-style-type: none"> • 属于政府、政府有关部门的行为以及因不可抗力造成动工开发延迟，可以协议有偿收回国有建设用地使用权。 • 市、县自然资源主管部门应当按照《闲置土地处置办法》的规定，在调查认定的基础上，及时告知土地使用权人有偿收回相关事宜，与当事人就收回范围、补偿标准、收回方式等进行协商。有偿收回的补偿金额应不低于土地使用权人取得土地的成本，综合考虑其合理的直接损失，参考市场价格，由双方共同协商确定。

2.2 收储稳住房地产价格-2024年闲置土地政策更新

2024年11月闲置土地回购发生重大变化

- 2024年闲置土地盘活在重要会议上多次提及，2024年6月自然资源部为了更好地指导地方开展盘活存量土地，通过官媒进行案例分析。我们复盘了案例分析发现，案例具体执行细节主要沿用了2012年的《闲置土地处置办法》，即对于因政府、自然灾害、文物保护等不可抗力的闲置土地予以资金回购，但是对由于开发商自身原因导致的土地闲置，则主要通过鼓励继续开发和促进转让。
- 2024年11月11日自然资源部发布的最新政策《关于运用地方政府专项债券资金收回收购存量闲置土地的通知》上，和先前政策有几点不同：**1) 明确重启土地专项债用于土地收购；2) 优先收购企业无力或无意愿继续开发的闲置土地，收购标准放松，不再限制于不可抗力因素导致的闲置土地；3) 明确减少供给，收回土地原则上不再供应于房地产开发，即便供应也不超过当年回购用地面积的50%；4) 明确提出相关部门沟通协调，形成工作合力，我们认为这体现出政策后续推动力度会加强。**相同的地方在于：1) 执行主体主要是市、县自然资源主管部门；2) 收购地价延续了2018年的政策。

表：2024年闲置土地政策更新

政策文件	主要内容
2024年6月自然资源部开展培训	开展视频培训，推动各地有力有效处置闲置存量土地。研究出台了3个方面18条政策措施，并且为了指导各地方有效开展盘活闲置存量土地，自然资源部在官方媒体自然资源报社上从2024年7月开始设置专栏《妥善处置存量房地产用地》，每周分析一个案例。3个方面为 1) 鼓励开发 ：消除开发建设障碍，完善规划条件和相关配套设施要求，合理调整开竣工日期，依法免除因自然灾害、疫情导致的违约责任。2) 促进转让 ：充分发挥土地二级市场作用，推进房地产用地“带押过户”，配合司法及破产处置，优化分割开发程序，支持合作开发。3) 规范收购收回 ：强调了应依法收回的情形，协商收回的可采取等价置换等方式，收回收购土地用于保障性住房的，可通过地方政府专项债券等资金予以支持，但要量力而行，坚决避免新增地方政府隐性债务。
2024年10月8日国家发展改革委新闻发布会	明确提出“运用专项债券等支持盘活存量闲置土地”。
2024年11月11日自然资源部《关于运用地方政府专项债券资金收回收购存量闲置土地的通知》	<ul style="list-style-type: none"> 优先收回收购企业无力或无意愿继续开发、已供应未动工的住宅用地和商服用地。 市、县自然资源主管部门要依托土地市场动态监测监管系统中的处置存量闲置土地清单摸清底数，根据需要向社会发布收回收购土地征集公告，综合考虑企业意愿、市场需求、地块条件等因素，确定拟收回收购意向地块和时序安排，分批纳入土地储备计划，优先申报使用专项债券。处置存量闲置土地清单是安排专项债券的基础,应当根据收回收购土地的情况动态更新。 土地储备机构委托经备案的土地估价机构，对拟收回收购地块开展土地市场价格评估，相较企业土地成本，就低确定收地基础价格。 收回收购的土地原则上当年不再供应于房地产开发。确有需求的，应当严控规模，优化条件实施供应，在落实“五类调控”的同时，供应面积不得超过当年收回收购房地产用地总面积的50%。收回收购土地用于民生领域和实体经济项目的，不受上述限制。 各级自然资源主管部门要加强与发展改革、财政、司法、税务等相关部门沟通协调，形成工作合力。

2.2 收储稳住房地产价格-土地储备收购资金从何而来

土地专项债的前世今生

- 2017年5月16日财政部和国土资源部联合印发《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》（62号文）。土储专项债的主要发行阶段为2017年7月至2019年9月。在2017年5月财政部印发62号文后，北京于当年7月发行了全国首批土储专项债。在2019年9月国常会提出“专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域”后，各地停止了土储专项债的申报和发行。
- 土储机构通过收购、置换、回收等方式获得土地，并进行一级开发，最终有计划地交易储备土地并获得土地出让收入。在获取土地交易收入之前，需要土储融资提供资金。土储专项债在规范地方政府举债融资机制的背景下，推动了土地储备工作，成为地方政府改善财政跨期平衡、支持实体经济发展的重要金融工具和财政手段。通过发行土储专项债，地方政府有效解决了土储资金来源问题，推动了城市化进程和经济增长。
- 在2017至2019年间，土储专项债的年度发行规模逐年增长，分别达到约2425亿元、5905亿元和6765亿元。加权平均发行期限大多接近5年，与62号文的要求相匹配，但部分后期债券的发行期限有所拉长。加权平均发行利率通常在3%-4%左右。

表：2017年土地专项债政策《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》（62号文）

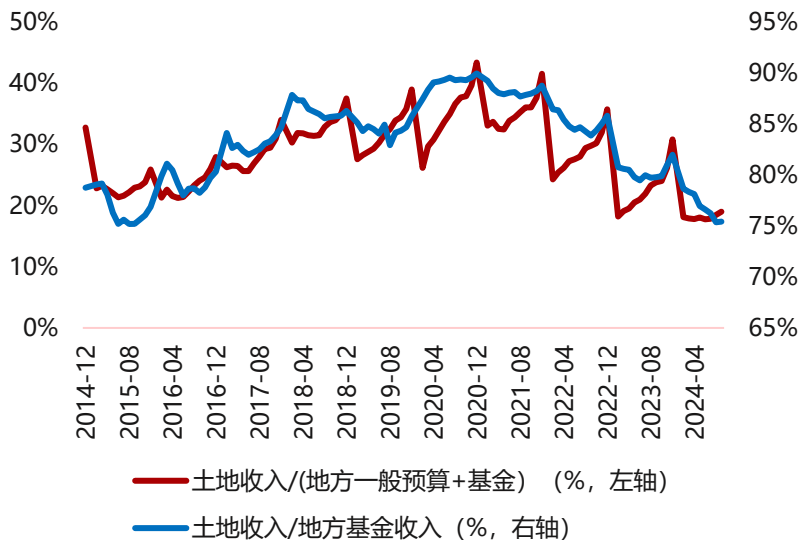
政策文件	主要内容
定义	• 土地储备专项债券是地方政府专项债券的一个品种，是指地方政府为土地储备发行，以项目对应并纳入政府性基金预算管理的国有土地使用权出让收入或国有土地收益基金收入（以下统称土地出让收入）偿还的地方政府专项债券。
发行主体	• 省、自治区、直辖市政府（以下简称省级政府）为土地储备专项债券的发行主体。设区的市、自治州，县、自治县、不设区的市、市辖区政府（以下简称市县级政府）确需发行土地储备专项债券的，由省级政府统一发行并转贷给市县级政府。经省级政府批准，计划单列市政府可以自办发行土地储备专项债券。
使用要求	• 发行土地储备专项债券的土地储备项目应当有稳定的预期偿债资金来源，对应的政府性基金收入应当能够保障偿还债券本金和利息，实现项目收益和融资自求平衡。
额度管理	• 财政部在国务院批准的年度地方政府专项债务限额内，根据土地储备融资需求、土地出让收入状况等因素，确定年度全国土地储备专项债券总额度。各省、自治区、直辖市年度土地储备专项债券额度应当在国务院批准的分地区专项债务限额内安排，由财政部下达各省级财政部门，抄送国土资源部。土地储备专项债券纳入地方政府专项债务限额管理。土地储备专项债券收入、支出、还本、付息、发行费用等纳入政府性基金预算管理。

2.2 收储稳住房地产价格-本轮周期土地和现房库存收购资金测算

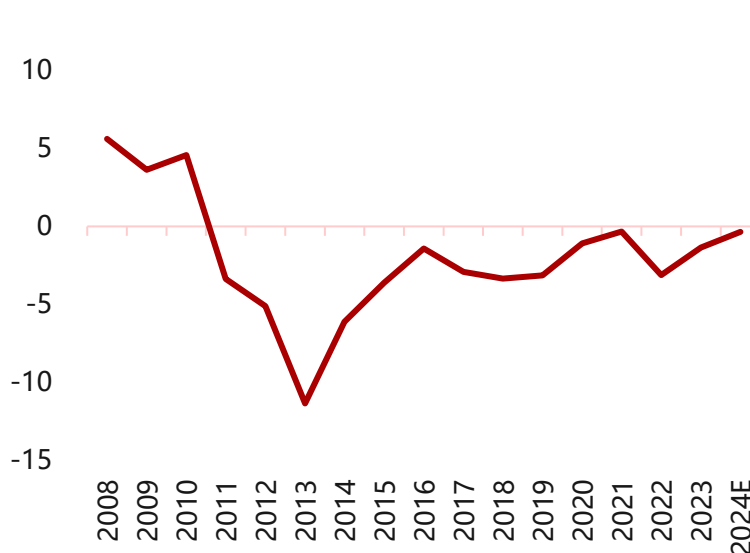
收储分为现房和土地收购两种，我们认为潜在土地收储规模5.5亿平，资金支持约需1.9-2.2万亿元

- 土地收入在地方财政中占有重要比例，截止2024Q2地方土地收入占地方基金收入80%，占地方一般预算和基金收入总额15%。我们认为，由于土地出让对地方财政的重要性高，土地储备收购与地方化债息息相关。由于土地收购是未开工的土地，项目纠纷和复杂程度相较收购现房要少，因此我们认为**土地收购的力度和速度可能快于现房收购**。
- 土地收购的规模我们可以从当年新开工和当年成交土地规划面积的差值来大致测算。按照政策要求，当期成交土地应该在一年内开工，所以新开工和当期成交土地进入开工的关联较高，虽然有旧项目延续开发我们认为主要还是受新增项目影响。根据我们的测算，**本轮周期开始下行时2022、2023年的未开工土地面积分别约为3.12亿平和1.36亿平。2024年我们根据年内月度平均新开工估算全年新开工面积约为5.46亿平，成交住宅规划面积同比-30%测算约为5.8亿平，未开工土地面积约为0.35亿平**。我们认为，本轮地产化风险政策主要针对近三年下行周期时产生的供给过剩的问题，近期问题优先化解，所以我们估算**2025-2027年土地收购潜在规模在5.5亿平**。
- 根据2018年土地收购价格政策，我们认为土地收购价格折价空间有限，可能更贴近于市场价格**。我们参考2021-2024年全国土地平均价格，假设在较为核心城市开展，土地收购价格约为3500-4000元每平，预估5.5亿平土地对应资金支持为1.9-2.2万亿元之间。

图：地方土地收入占比



图：住宅：新开工-成交规划面积 (亿平)



图：全国涉宅土地成交楼面均价



2.2 收储稳住房地产价格-本轮周期土地和现房库存收购资金测算

测算重点30城现房收储面积在0.5亿平，收购资金规模约为1.2万亿元，给房企注入资金带来乘数效应

- 2024年1月和5月央行分别推出1000亿元和3000亿元（包含先前推出1000亿元）“保障性住房再贷款”，用于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。2024年9月，央行再次加码支持收储政策，将此前创设的3000亿元保障性住房再贷款中的央行资金支持比例将由60%提高至100%，加速现房库存去化。
- 关于现房库存的测算，我们认为现房库存的收购其主要目的在于去化商品房库存，降低狭义去化周期，既可以缓解保交楼的问题进一步暴露，也可以给房企资金支持，给市场注入修复的信心。测算现房收储资金规模方面，我们认为可以有两种方式：
 - 1) **企稳总量**：商品房销售C端需求减弱时，“看得见”的政策手可以给予支持，短期有利于供给端资金链负循环。期房供给到交付是2年时间，供给和需求错配导致现房库存增加。从全国层面企稳房地产量价角度来看，政策可通过收购现房的方式弥补新房销售下降带来的缺口，将整体销售需求向长期中枢10亿平推进。我们根据年内月度销售和季节性影响，预估2024年全年商品房住宅销售面积约为9亿平，参考全国商品房均价（销售金额/面积）8000-10000元每平计算，收储现房资金规模约为0.8-1万亿元。如2025年销售面积在9亿平，形成弱修复，我们认为收储现房可能会继续推进，政策发力填平2024-2025年销售缺口，需要资金体量大概是2亿平乘以8000-10000元均价，约合2万亿。
 - 2) **企稳局部**：我们认为，房地产现房库存供给过剩，供需不平衡问题有较强的地域分化。因此在现房收储的执行上，我们认为更有可能向去化周期较高，也就是库存问题较为严重的城市倾斜。参考自然资源部2024年5月发布的《关于做好2024年住宅用地供应有关工作的通知》，对去化周期在18个月以上的城市明确要减少供应，盘活多少供应多少。我们可以参考的是各城市去化周期，按照恢复到18个月倒算需要收购的现房库存有多少，进而测算出大致资金体量。（列表详细内容见下页）由于重点城市是产业和人口聚集的地方，企稳重点城市房地产市场对稳定全局信心有积极作用，因此我们认为现房收储分批次推进会有侧重点，**重点30城通过现房库存企稳房地产市场的紧迫性更高。我们测算2024年重点30城的收储面积约为0.5亿平，收储现房资金规模约为1.2万亿元，2024-2025年两年修复需要资金体量约为2万亿元。**
- 收储现房对开发商来说可以帮助其去化整栋商住、商办类资产，实现资金的盘活。我们认为，由于收储获得资金没有限制性的使用要求，因此房企获得资金可以盘活更多资产，减少烂尾风险，产生一定的乘数效应。

2.2 收储稳住房地产价格-本轮周期土地和现房库存收购资金测算

测算现房收储面积约0.5亿平，收购资金规模约为1.2万亿

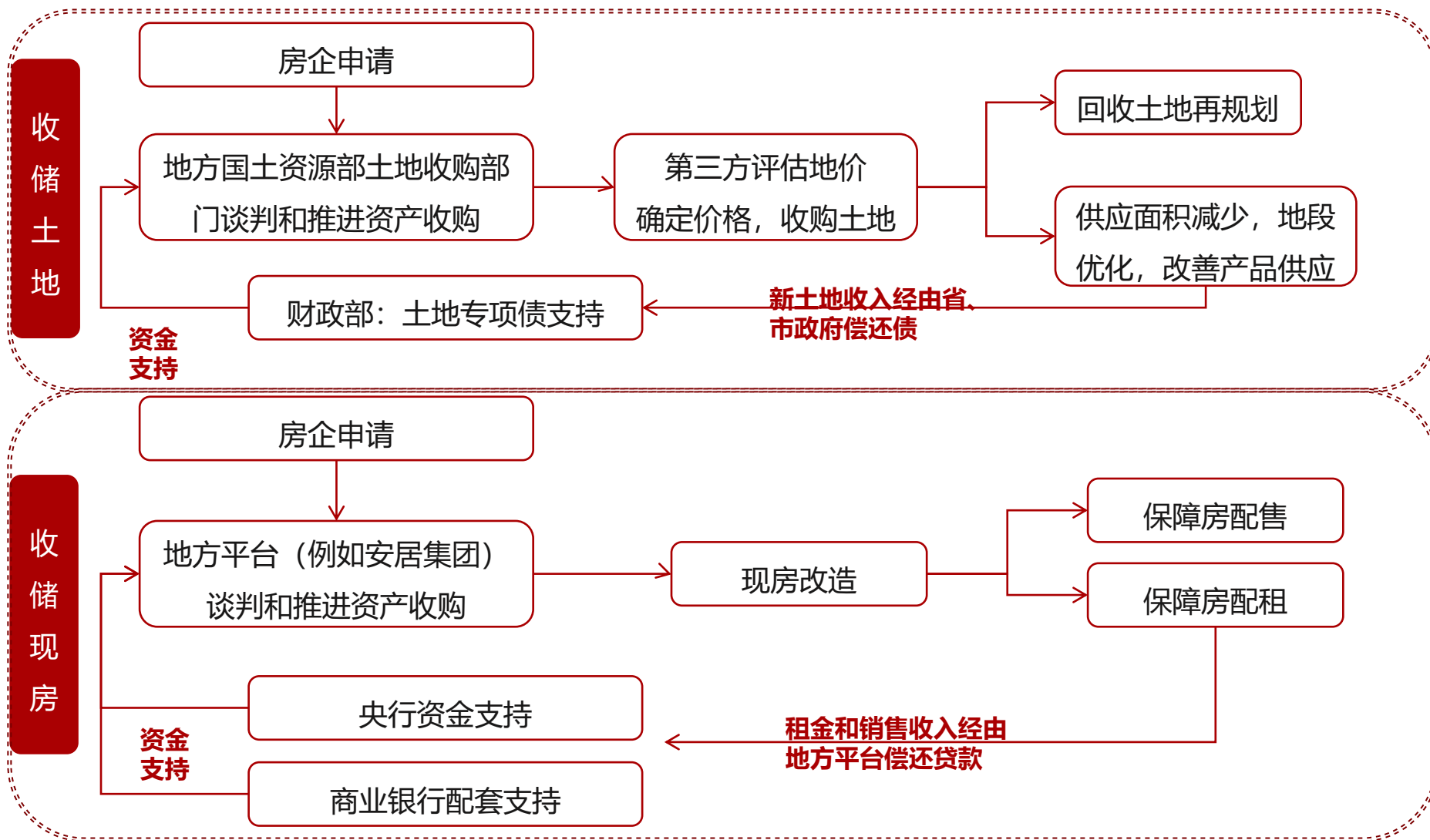
- 根据克而瑞数据，2024年10月重点30城中21城商品住宅去化周期超18个月，对应总库存量2.3亿平。我们可以根据重点30城商品住宅去化周期和库存量来测算需收储存量房的规模，假设目标去化周期为18个月，根据各城2024年1-10月销售均价来测算，则需收储面积约为5000万平，对应金额1.2万亿元。

图：重点30城收储规模测算

城市	北京	上海	广州	深圳	武汉	成都	天津	惠州	青岛	西安	长春	佛山	重庆	郑州	苏州	南京	珠海	南宁	杭州	济南	长沙	无锡	昆明	常州	宁波	徐州	合肥	厦门	福州	嘉兴	合计						
库存(万平)	1266	797	1553	888	1637	1635	1291	1260	1063	1031	1007	898	770	738	700	687	663	638	616	609	571	504	500	469	343	280	261	255	248	156	23334						
消化周期(月)	32.9	14.2	25.4	26.8	28.2	14.8	19.5	37.5	16.2	14.8	34.0	21.4	18.1	23.4	21.1	21.6	42.0	25.1	9.0	17.0	17.9	33.5	18.9	33.0	17.8	21.6	12.9	19.1	28.5	30.0							
目标周期(月)	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0							
距周期目标(月)	14.9	-3.8	7.4	8.8	10.2	-3.2	1.5	19.5	-1.8	-3.2	16.0	3.4	0.1	5.4	3.1	3.6	24.0	7.1	-9.0	-1.0	-0.1	15.5	0.9	15.0	-0.2	3.6	-5.1	1.1	10.5	12.0							
应收储面积(万平)	573.4		452.4	291.6	592.1		99.3	655.2			473.9	142.7	4.3	170.3	102.8	114.5	378.9	180.5				233.2	23.8	213.2		46.7		14.7	91.4	62.4	4917						
2024.1-10销售均价(元/平)	5333	7771	1935	9916	1312	1627	7187	2817	7341	1179	1503	5194	6387	8816	4151	4620	1414	0258	1527	4092	4787	1174	3331	7617	4171	2336	2314	5127	7215	9162	4684	9583	2123	3334	3872	2119	17391
收储金额(亿元)	3058		1628	1788	964		176	732			416	234	6	241	265	314	939	212				540	30	339	0	45		51	202	109	12290						

2.2 收储稳住房地产价格-本轮周期土地和现房库存收购的企业对象和流程推演

本轮周期土地和现房库存收购的企业对象和流程推演



房企画像

1. 2021-23年托底地方土地市场的城投公司
2. 地方市级、区级国企
3. 当地市占率高、税收贡献大、品牌影响力大的房企 (包括未出险和出险企业)

房企画像

- 2024年政策明确：“一视同仁”
1. 地方市级、区级国企
 2. 全国性央企
 3. 民企 (包括出险和未出险)

2.2 收储稳住房地产价格-土地储备收购稳定资产价格的逻辑

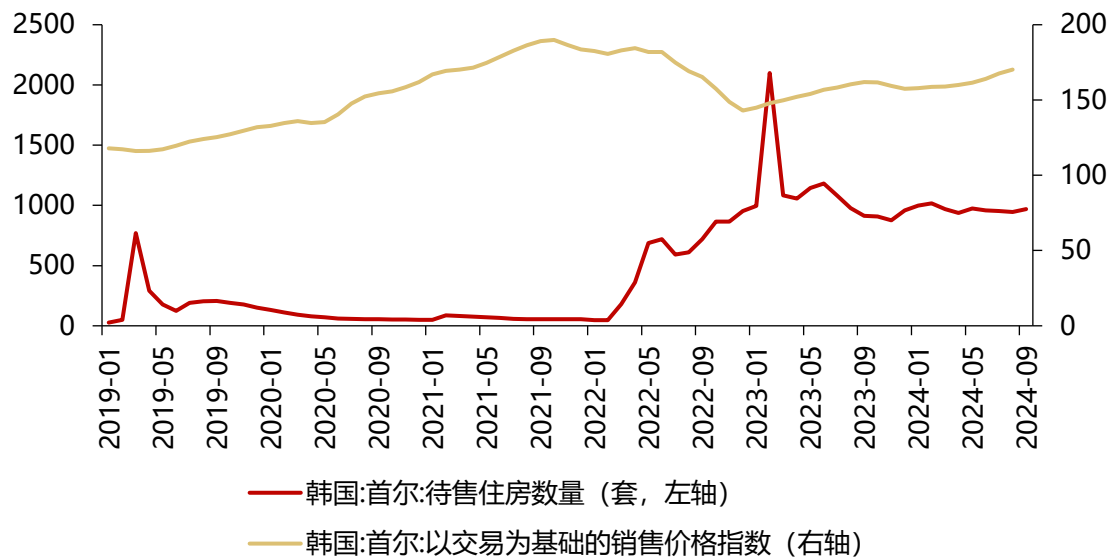
短期资产价格受抛压影响大，通过收储化风险、稳价格是必由之路

- 我们在2024年5月外发的《打破负循环，探寻修复路径》中详细分析的房价要企稳的短期核心要素是市场上的抛压，并列举了韩国首尔房价和二手房挂牌量的走势关系，以及中国房价和商品房待售面积的走势关系：

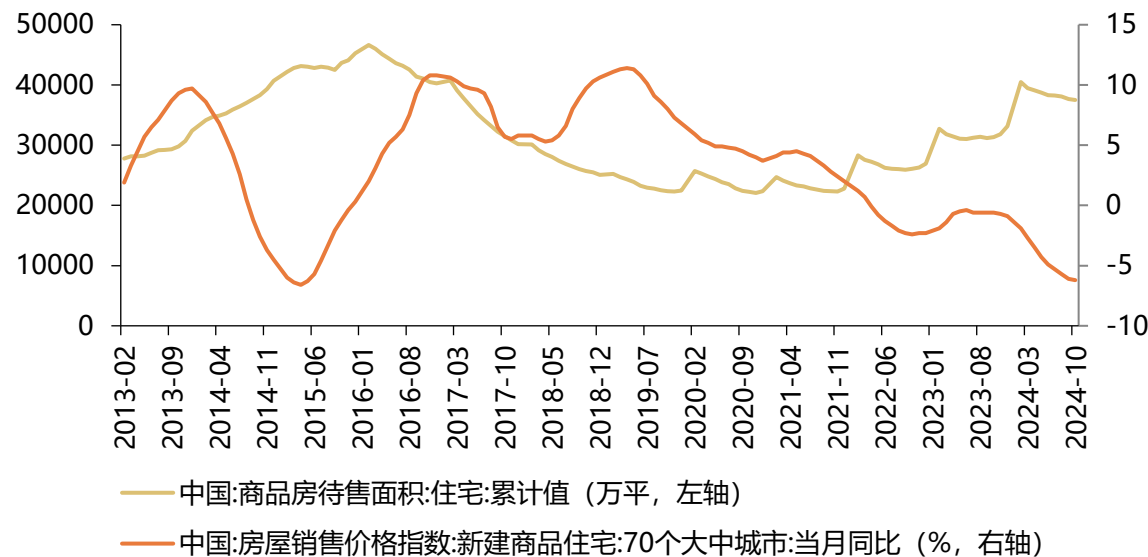
“供给端抛压对房价影响显著，降低抛压是修复房价的必要因素。降低抛压既需要修正购房者悲观预期也需要对实质性的减小供给。靠预期自我修正需要漫长的时间调整，在周期下行时，逆周期政策出台促进库存去化必不可少。政策可干预的新房库存去化方面，我们认为以下政策出台时，需要密切关注新房待售面积是否出现减少的趋势：包括但不限于减少土地供应、中央/地方出资收购商品房期房或现房库存（用途不限）、中央/地方出资促进以旧换新等。”

- 我们维持先前的观点，新房和二手房在房价下行时需要进行政策干预，减少短期供给、维持供需平衡、企稳资产价格，将房地产资产价格向正向循环引导。我们认为收购土地和现房对地方和房企都有资金支持的利好，可以有助于防止风险进一步暴露，在扭转周期下行时很有必要。

图：韩国首尔待出售房屋数量和交易价格



图：中国新房待售面积和价格



2.3 城市更新带动2.0基建-新周期下城市更新基建包含什么

城市更新政策频出，全国城市既要注重面子也要注重里子

- 2023年4月政治局会议明确提出“积极稳步推进城中村改造”，7月国务院办公厅印发《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》。城中村改造的主要目标是“消除隐患，改善居住环境，提高土地利用效率”，涉及相关工作主要是拆迁、安置和建造，与此同时配套基础设施和产业引入在政策中也有涉及。较历史周期中棚改更加聚焦住宅开发建设，城中村政策更加复合。2024年地下管网和货币化安置推动城中村改造和危旧房改造接连由相关部委提出，“大城市”改造规划持续推进。

表：2023-2024年本轮城市更新相关政策

政策文件	主要内容
2023年4月政治局会议	在超大特大城市积极稳步推进城中村改造。 在超大特大城市积极稳步实施城中村改造是改善民生、扩大内需、推动城市高质量发展的一项重要举措
2023年7月国务院	国务院办公厅印发《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》
2023年12月中央经济工作会议	习总书记强调，建设城市地下管网是城市的“里子”工程，“咱们中国传统都是要“面子”，实际面子、里子要一起要，要更重里子
2024年2月新华网	住建部相关司局负责人表示 未来我国每年改造10万公里以上地下管线 ，包括城市范围内为满足生活、生产需要的给水、雨水、污水、再生水、天然气、热力、电力、通信等市政公用管线
2024年10月8日国新办新闻发布会	发改委主任明确“我国城市发展已经进入了 增量建设和存量更新并重的阶段 ，可以说今后一个时期，城市改造更新的任务将越来越重。以城市重要的“里子工程”地下管网建设改造为例，有关方面 预计在未来五年需要改造的城市燃气、供排水、供热等各类管网总量将近60万公里，投资总需求约4万亿元。 ”
2024年10月17日国新办新闻发布会	住建部部长提出“ 通过货币化安置等方式，新增实施100万套城中村改造和危旧房改造。 据有关调查，仅在全国35个大城市，需要改造的城中村就有170万套……全国城市需要改造的危旧房……有50万套。这次提出的新增实施100万套，主要是对条件比较成熟、通过加大政策支持力度可以提前干的项目，我们就可以提前干、抓紧干。”

2.3 城市更新带动2.0基建-老旧小区和危旧住房改造的空间

我国七普住房结构：乡镇自建房比例高，全国10年以上楼龄超六成，旧改和危改空间大

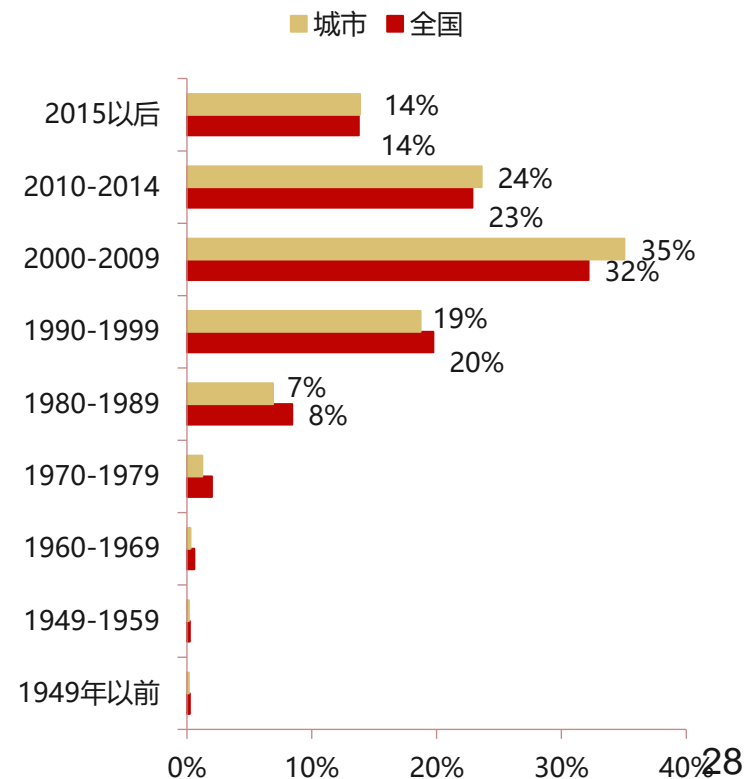
- 根据第七次人口普查数据，我国住房来源结构中购买新建商品住房占比约22%，二手房占比7%，自建房44%。由于城中村大部分为自建住房，所以自建房占比能够从侧面反映出可进行城中村改造的体量。分城市能级来看，城市自建房占比为9.9%、自建房在镇级占比40.9%，乡级占比88.5%。从房屋建造年龄来看，全国和城市2010年以前建成的房屋面积占比均为63%。
- 结合2024年10月17日住建部部长所言，我们认为城市更新中老旧小区和危旧房改造还有较大空间。

表：第七次人口普查相关情况

统计局第七次人口普查数据

	总数据 (户)	占比 (%)	城市 (户)	占比 (%)	镇 (户)	占比 (%)	乡 (户)	占比 (%)
总计	43326315		18653194		9506196		15166925	
租赁廉租房/公租房	1058145	2.4%	700911	3.8%	279369	2.9%	77865	0.5%
租赁其他住房	5522131	12.7%	4103360	22.0%	946994	10.0%	471777	3.1%
购买新建商品房	9362419	21.6%	6427233	34.5%	2648970	27.9%	286216	1.9%
购买二手房	3049617	7.0%	2253974	12.1%	615732	6.5%	179911	1.2%
购买原公有住房	1761894	4.1%	1433013	7.7%	277566	2.9%	51315	0.3%
购买经济适用房/两限房	1150777	2.7%	759892	4.1%	306356	3.2%	84532	0.6%
自建住房	19165212	44.2%	1852964	9.9%	3892073	40.9%	13420175	88.5%
继承或赠予	421356	1.0%	152348	0.8%	89964	0.9%	179044	1.2%
其他	1834764	4.2%	969499	5.2%	449175	4.7%	416090	2.7%

图：房屋建筑年份比例



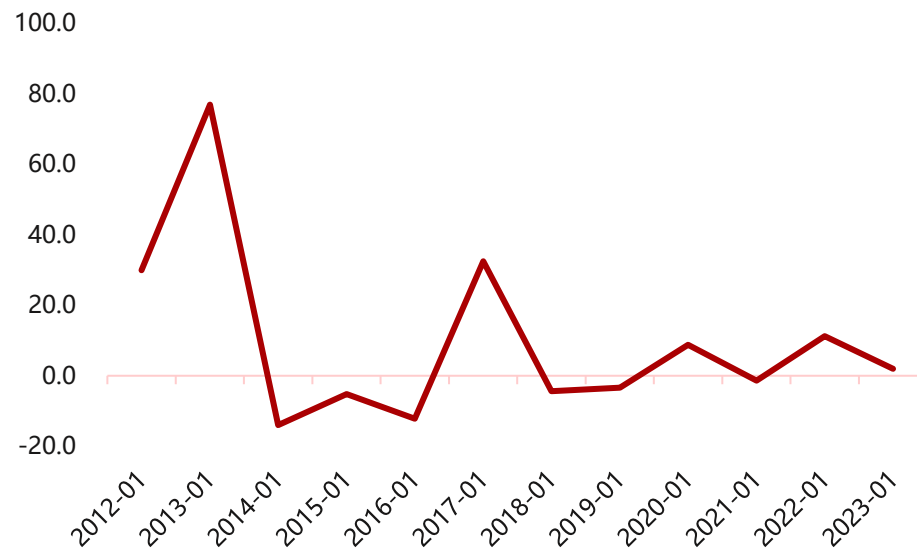
2.3 城市更新带动2.0基建-地下管网修建的空间

地下管网5年4万亿元投资，政策力度较十二五翻番

- 2024年10月8日发改委主任提出“**预计在未来五年需要改造的城市燃气、供排水、供热等各类管网总量将近60万公里，投资总需求约4万亿元**”。这比2024年2月新华网报道的每年10万公里以上的管网改造力度更大一些，五年60万公里管道改造年均12万公里，每年平均8000亿元的投资。
- 2012年5月，住房和城乡建设部、国家发展和改革委员会印发《全国城镇供水设施改造与建设“十二五”规划及2020年远景目标》的通知，提出管网更新改造9.23万公里、新建管网18.53万公里。参考十二五期间供水设施总投资4100亿元投资，2024年底提出未来五年管网改造计划每年投资规模是十二五总投资的一倍，政策力度显著提升。

十二五规划中管道投资同比增速较高的时候位于
2012-2013年政策执行初期。

图：固定投资-管道运输（同比%）

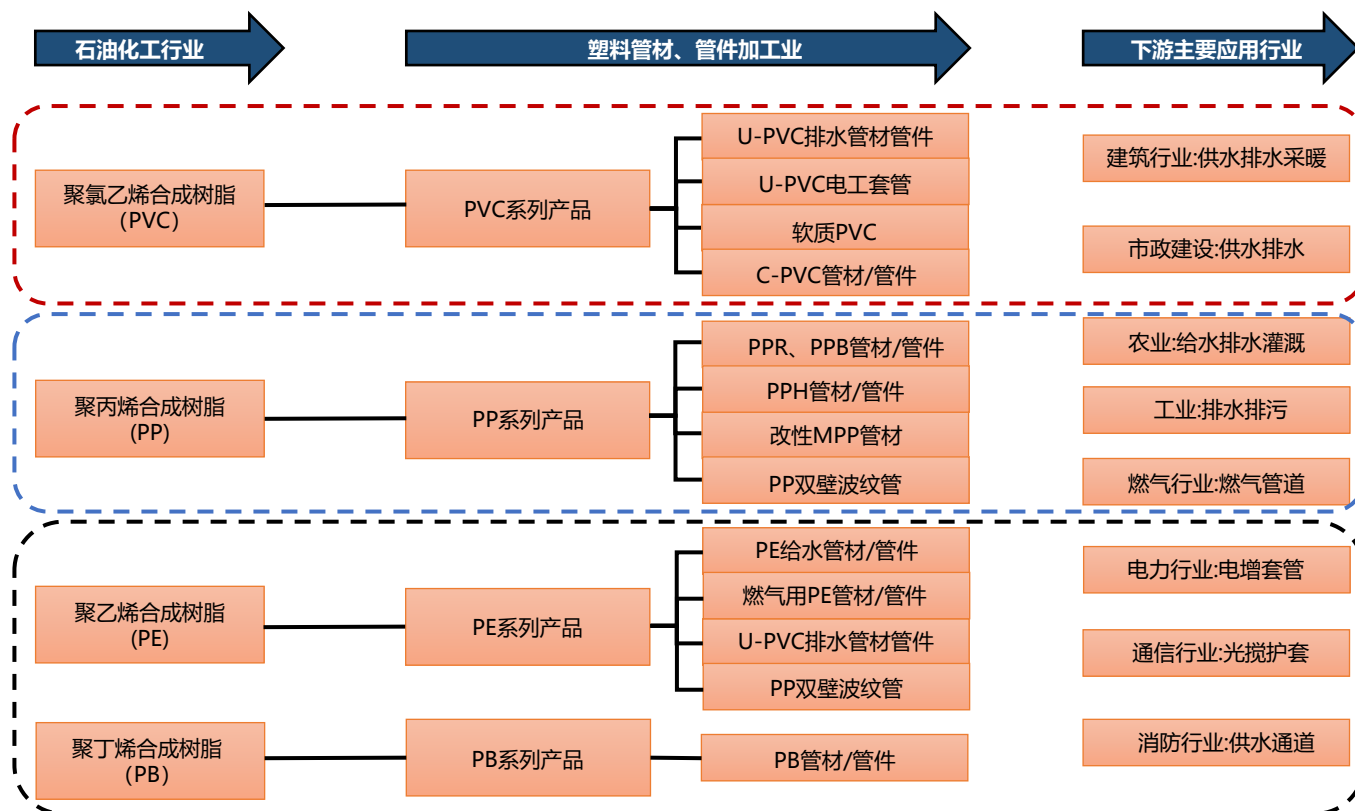


2.3 城市更新带动2.0基建-地下管网修建的空间

料里子工程主要涉及PVC、PP系列产品

- 塑料管道产品原材料可分为聚氯乙烯 (PVC) 管道、聚乙烯 (PE) 管道、PPR管、PB管、ABS管等。国内市场常用的主要是PVC管、PE管以及PPR管。PVC管多被应用在建筑排水领域、PE管则被用来做成城市给水及燃气用管、而PPR管大多被运用于家装热水管，三者各有特点相互替代性较小。PVC管的产量占据塑料管道市场的半数以上，但随着国内城市燃气和家装热水行业的快速发展，PE、PP管的产量占比逐年提高。根据2024年10月政策指引，我们认为地下管网增量主要聚焦在市政供排水、燃气管道和供热相关的管道，主要为PVC和PP系列产品。

图：塑料管道上游、分类和下游应用



图：管材销售增量测算

- 2024年10月8日发改委主任提出“预计在未来五年需要改造的城市燃气、供排水、供热等各类管网总量将近60万公里，投资总需求约4万亿元”。
- 假设直径300毫米的塑料管道每米成本为85元，直径400毫米的塑料管道每米成本为120元，取平均值100元/平，粗算每年12万公里以上的地下管网建设，可为管材销量每年带来120亿元的增量。参考2023年中国塑料管道销售额约为1500亿元，**地下管网政策带来2025年度增量约为8%。**

03

2025年行业关键指 标展望

3.1 土地市场展望

土地成交进入底部空间，产品代际差异促使房企加速换仓，预计2025年全年土地成交面积与2024年持平

- 2025年房企资金受销售弱复苏及偿债节奏影响可能短期仍然承压，补充土储资金或仍然有限，房企大概率延续以销定产来控制拿地力度。
- 在市场整体热度弱修复的情形下，预计2025年两类土地市场热度维持较高水平，①**核心区域稀缺地块**；②**设计规范变更或“第四代住宅”相关土地**。此外，产品的代际差异会促使**有能力拿地的房企加速换仓**，受此影响我们认为此两类土地热度有望保持较高水准，为土地市场热度提供支撑。
- 中性假设下，我们预计2025年全年土地成交面积与2024年持平，“缩量稳价”趋势下，土地价格结构性变动，整体保持稳定。

表：2025年土地成交情景假设

情景假设	2025E土地成交面积同比	核心假设
乐观	2025E: 5%	销售回暖，库存加速去化，房企拿地意愿及拿地能力加强，土拍热度提升 ①拿地意愿：销售需求修复良好，房企库存加速去化；土拍利润率增加，房企加速换仓； ②民营房企融资获得支持，在手库存逐渐消化，现金流压力缓解，民营房企拿地能力增强。
中性	2025E: 0%	销售结构性回暖，土拍市场受设计新规变化影响，“第四代住宅”相关土地热度提升，现金流充裕的央国企参与拿地 ①销售市场缓慢复苏，房企维持“以销定投”策略； ②土拍热度分化显著，核心区域稀缺地块及设计规范变更的“第四代住宅”土地热度提升。
悲观	2025E: -5%	销售底部震荡，土拍热度低，国央企拿地为主 ①房企面临偿债高峰现金流紧张，融资分化加剧，头部央国企融资为主； ②销售持续底部震荡，房价承压致使库存去化速度减慢，现金流承压； ③供地质量下降，土拍毛利率较低。

表：2025年土地成交预测情况

年份	土地成交面积同比 (%)			土地成交价款同比 (%)		
2020	7.2%			15.9%		
2021	-23.5%			-9.5%		
2022	-30.7%			-29.9%		
2023	-23.5%			-17.2%		
2024.1-10	-24.2%			-35.5%		
2024E	-25%			-35%		
	<i>乐观</i>	<i>中性</i>	<i>悲观</i>	<i>乐观</i>	<i>中性</i>	<i>悲观</i>
2025E	5%	0%	-5%	5%	0%	-5%

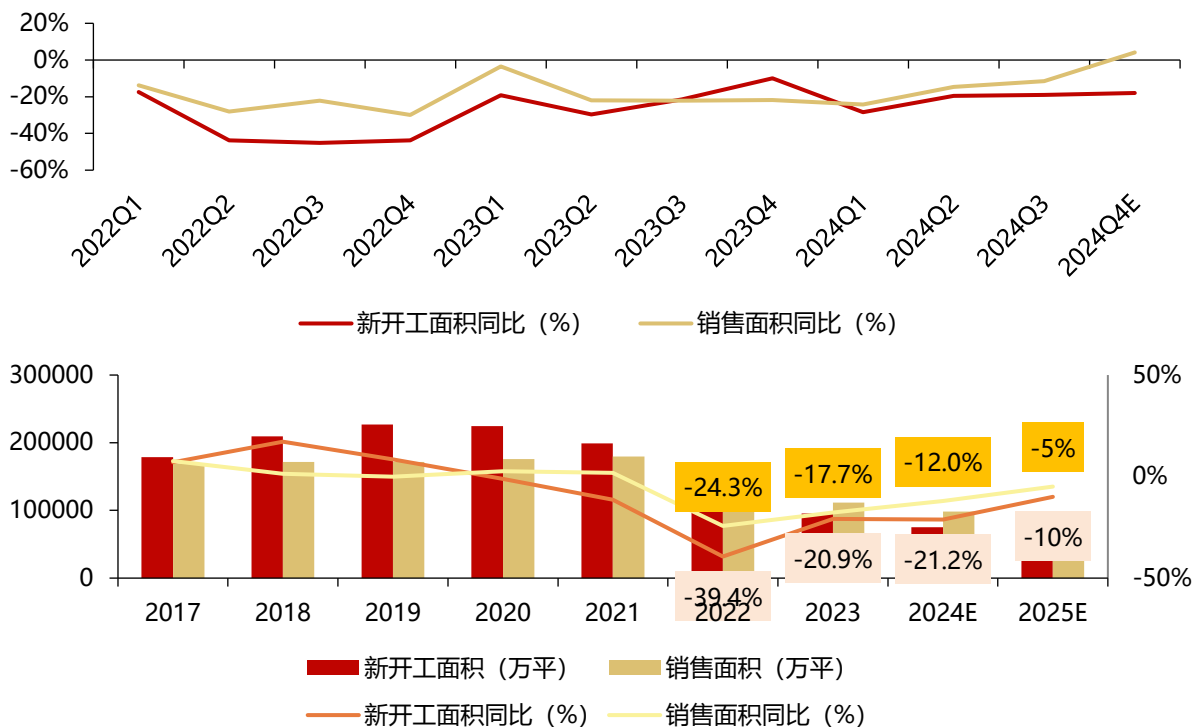
年份	土地成交面积 (亿平方米)			土地成交价款 (万亿元)		
2020	22.8			6.3		
2021	17.4			5.7		
2022	12.1			4		
2023	9.3			3.3		
2024.1-10	4			1.4		
2024E	7.0			2.1		
	<i>乐观</i>	<i>中性</i>	<i>悲观</i>	<i>乐观</i>	<i>中性</i>	<i>悲观</i>
2025E	7.3	7.0	6.6	2.3	2.1	2.0

3.2 新开工情况展望

拿地力度前置新开工面积约6个月，以销定产决定新开工修复力度，中性假设下2025年新开工面积同比增速为-10%

- 2024年1-10月房地产新开工面积为6.1亿平，累计同比为-22.6%。2024年新开工面积呈现出季度降幅收窄的情况，若市场热度持续，2024Q4同比降幅有望保持收窄，我们预计2024Q4年新开工面积降幅在-18%左右，对应2024年全年同比降幅-21.2%。
- 在手土储决定房企的新开工能力，2021-2024年土地市场成交侧持续疲弱仍会影响2025年新开工侧，且在销售情况弱复苏的情况下，房企新开工意愿预计仍然较弱。预计2025年新开工面积同比增速仍会保持下探，中性假设下，预计同比增速-10%，较2024年降幅有所收窄。2025年城中村改造如果出现较强的政策支持，可能会给需求侧带来更强的信心，促使开发商加速新开工。如果城中村推进速度较慢且行业保持弱复苏基调、行业销售规模仍处低位的情况下，我们认为新开工降幅会大于销售降幅。

图：新开工面积和销售面积当季度同比增速



表：新开工面积预测情况

时间	新开工面积同比 (%)		
2024Q1	-28.4%		
2024Q2	-19.5%		
2024Q3	-19.0%		
2024Q4 E	-18.0%		
2024E	-21.2%		
2025E	乐观	中性	悲观
	-5%	-10%	-15%

时间	新开工面积 (亿平方米)	同比 (%)		
2020	22.4	-1.2%		
2021	19.9	-11.4%		
2022	12.2	-39.4%		
2023	9.5	-20.4%		
2024.1-10	6.1	-22.6%		
2024E	7.5	-23.8%		
2025E	乐观	中性	悲观	乐观
	7.1	6.8	6.4	-5%
	-5%	-10%	-15%	

3.3 竣工面积展望

保交楼进入关键“收官之年”，白名单政策加速推进

- 政策支持：**2024年9月末“白名单”房地产项目审批通过贷款1.43万亿元，截至10月16日，已达到2.23万亿元，**到2024年底将超过4万亿元，规模迅速增长。**10月17日住建部等5部门会议强调商业银行要“应进尽进”、“应贷尽贷”、“能早尽早”，强调优化贷款资金的拨付方式，把资金拨付的时间提前。根据央广网，截至2024年9月底，江西省保交房交付率达**64.2%**，上饶市、新余市完成年度目标任务；湖南邵阳市，72个国家保交房项目已交付9788套，交付率为**76.82%**；10月16日，贵州省保交房项目交付率**超67%**，**大部分城市完成率预计在6-7成。**
- 进度推演：**项目停工主要因房企现金流出现压力，2021年下半年恒大集团债务违约具备标志意义，大部分房企违约问题集中出现在2021年下半年和2022年。若按照施工进度来推算，2022年开始建设的项目，假设建设周期为3年，则竣工时间大致在2025年，**因此2025-2026年预计将是保交楼关键的收官之年。**

图：保交楼进度梳理



3.3 竣工面积展望

新开工不足逐渐传导至竣工侧，中性假设下，预计2025年全年房地产竣工面积同比-10%

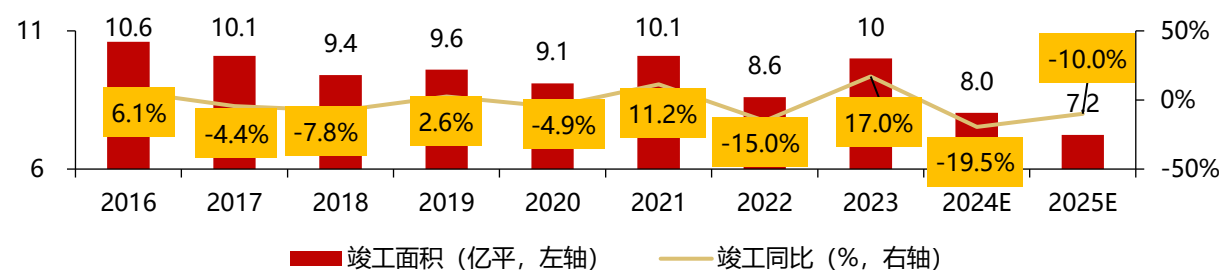
- 2024年1-10月，房地产竣工面积为4.2亿平方米，累计同比-23.9%。11-12月是传统的交付高峰期，且“白名单”范围快速扩容，2023年11-12月的交付面积占到全年交付面积的45%左右，据此比例我们预计2024年11-12月再交付3.8亿平，全年竣工面积达8亿平，对应同比增速为-19.5%。
- 对于2025年竣工面积同比增速将会面临2方面因素影响：①2021年开始的新开工侧减弱传导至2025年竣工侧，可竣工基数减少；②2024年8月国新办提出计划在2024年底前交付396万套住房，截至9月末，部分城市完成率约70%，且“白名单”当前正在快速推进，24年Q4及25年竣工速度或将有所加快，带来竣工增量。综合先前所述，我们认为，2025-2026年将进入“保交房”关键的收官之年，“白名单”政策推进有助于现有项目竣工速度提升，但难抵2020年之后可竣工基数大幅下行的趋势，中性情形下预测2024年竣工面积同比增速降幅收窄至-10%。若2025年有更多的融资利好，或将带动竣工面积同比收窄或转正。

表：2024及2025年竣工面积预测情况

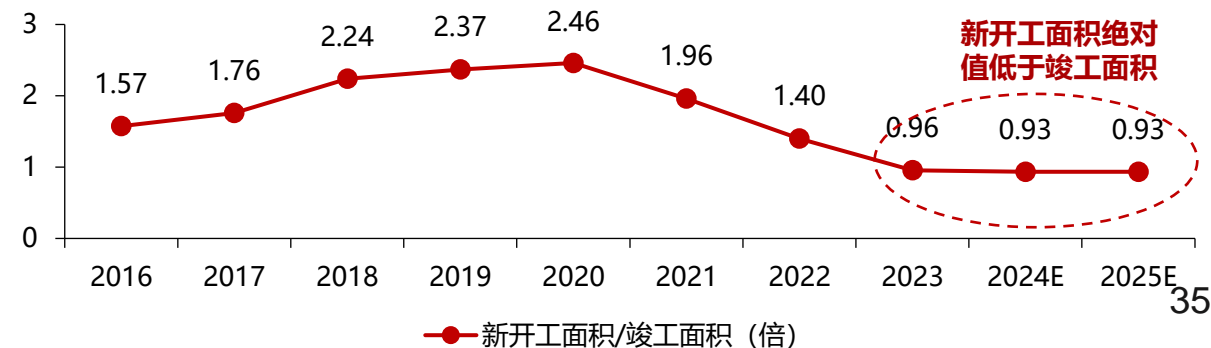
时间	竣工面积 (亿平方米)	竣工面积同比 (%)
2024.1-10	4.2	-23.9%
2024.11-12	3.8	-14.1%
2024E	8.0	-19.5%

	竣工面积 (亿平方米)			竣工面积同比 (%)		
2020	9.1			-4.9%		
2021	10.1			11.2%		
2022	8.6			-15.0%		
2023	10.0			17.0%		
2024E	8.0			-19.5%		
情景假设	乐观	中性	悲观	乐观	中性	悲观
2025E	7.6	7.2	6.8	-5.0%	-10.0%	-15.0%

图：2016-2025E竣工面积及同比



图：2015-2025E新开工面积及竣工面积比值



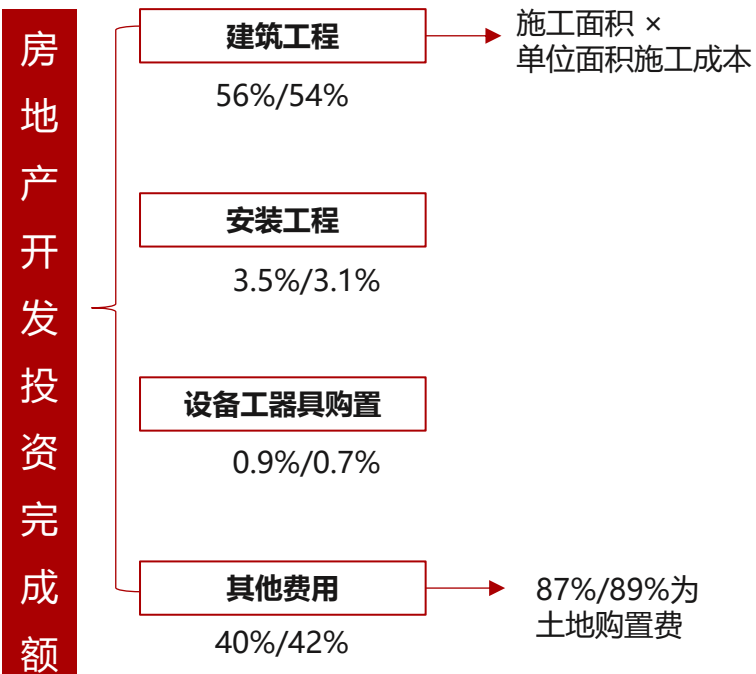
3.4 开发投资完成额展望

2025年投资端难成拐点，中性假设下，预计2025年开发投资完成额同比为-8.9%

- 2024年1-10月房地产开发投资完成额为7.9万亿元，累计同比为-10.3%，连续3年同比降幅在10%左右。
- 我们看好2025年“白名单”政策进一步加速推进，有望推动竣工面积降幅收窄，但施工面积可能仍会受到新开工拖累保持下降的趋势，也将带动地产开发投资中主要构成部分建筑工程金额同比下降。在拉动投资端，我们也看好城中村改造加速推进且涉及范围有望扩容，但受到城中村项目前期准备节奏较慢的影响，对房地产投资的拉动作用预计会出现在2026年。**中性假设下，我们预计2025年房地产开发投资完成额约9万亿元，同比下降8.9%。**

图：开发投资完成额分项占比

2023/2024年1-9占比



图：开发投资完成额预测情况

年份	①房地产开发投资完成额	建筑工程				⑤安装工程	⑥设备工器具购置	其他费用		
		②建筑工程金额	③施工面积	④单位施工成本	⑦其他费用合计			⑧土地购置费	⑨其他费用-土地购置费	
	①=②+⑤+⑥+⑦	②=③*④					⑦=⑧+⑨			
同比	%	%	%	%	%	%	%	%	%	
2023年	-9.6%	-12.2%	-7.2%	-3.9%	-4.9%	-2.9%	-6.3%	-5.5%	-13.9%	
2024年1-10月	-10.3%	-10.8%	-12.4%	2.1%	-16.8%	-26.1%	-8.9%	-6.9%	-17.1%	
2024E	-10.0%	-11.0%	-12.6%	1.0%	-17.0%	-25.0%	-8.0%	-7.0%	-17.0%	
2025E	中性	-8.9%	-11.9%	-12.7%	1.0%	-10.0%	-15.0%	-4.9%	-5.0%	-3.7%
	乐观	-3.7%	-7.1%	-9.8%	3.0%	-5.0%	-10.0%	0.2%	0.0%	1.3%
	悲观	-13.8%	-16.5%	-15.7%	-1.0%	-15.0%	-20.0%	-9.9%	-10.0%	-8.8%
数值	万亿元	万亿元	亿平方米	元/平	万亿元	万亿元	万亿元	万亿元	万亿元	
2023年	11.1	6.2	83.8	735	0.4	0.1	4.4	3.9	0.6	
2024年1-10月	7.9	4.3	71.6	597	0.2	0.1	3.3	2.9	0.4	
2024E	9.9	5.4	73.3	742	0.3	0.1	4.1	3.6	0.5	
2025E	中性	9.0	4.8	63.9	750	0.3	0.1	3.9	3.4	0.5
	乐观	9.5	5.1	66.1	765	0.3	0.1	4.1	3.6	0.5
	悲观	8.5	4.5	61.8	735	0.3	0.1	3.7	3.2	0.4

3.5 销售核心数据预测

中性假设下，2025年销售均价结构性支撑维持稳定，销售面积及销售金额同比下降5%

- 2024年9月以来房地产市场出现积极变化，部分核心城市房价在10月重点城市有企稳的初期迹象。我们认为2024年底政策发力带来的信心提振和2022-2023年相比效果较好。后续及2025年，若政策落地带来的实际投资拉动和其乘数效应效果较好，市场热度则有望维持。
- 从新房及二手房合计面积上来看，市场总需求仍存，但此前受到房企违约、二手房降价幅度较大、次新房大量入市等因素的影响，市场成交近年来偏向二手房。2024年是“好房子”元年，产品代际差异在全国多个城市正在快速铺开，2025年我们可能会看到产品差异驱动的结构分化，即产品力强的新产品去化率升高实现畅销，而房企在手的老库存仍需“以价换量”，因此在房价端或将呈现“整体维持，结构性上涨”的趋势。而在成交量结构上虽然无法阻止二手房成交占比上升的趋势，但仍可能吸引部分改善需求。
- 中性假设下，市场热度维持，购房信心缓慢修复，产品代际差异推动新需求入场，2025年销售面积下降5%，销售均价维稳0%，销售金额下降5%。

表：2025年商品房销售预测相关假设

情景假设	核心假设
乐观	<p>房价转向明显，“好房子”供应量增加，三四线城市恢复购买力</p> <ul style="list-style-type: none"> 政策：需求端政策放松力度加大，房贷利率、税费优惠等方面进一步降低，购房成本降低。财政政策出台，经济活力增加。 购房信心：核心一二线城市房价回升，改善需求及刚需需求得到释放，购房情绪回暖。房企拿地及推盘积极性增加，核心区域供应增加。 全国经济：各地经济稳步向好，居民收入及就业情况改善，三四线城市恢复购买力。
中性	<p>市场缓慢复苏，购房成本降低，房价结构性企稳，购房信心逐渐恢复</p> <ul style="list-style-type: none"> 政策：房贷利率保持低位，税费优惠逐步落地。 购房信心：受成交结构影响，各线城市房价企稳，改善需求占据主体，观望情绪逐渐降低。 全国经济：各地经济稳步向好，居民收入及就业情况逐渐改善。
悲观	<p>各线城市保持分化，核心城市供应衰退，观望仍然浓厚</p> <ul style="list-style-type: none"> 政策：LPR及房贷利率保持低位，财政端政策对收入预期改善较弱。多地“好房子”支持力度有限。 购房信心：各线城市分化严重，房价处于下跌通道，购房观望情绪加重。房企拿地及推盘积极性不足，核心城市供应不足。 全国经济：居民收入及就业情况改善不明显，压制购房意愿。

表：2025年商品房销售情况预测

年份	销售面积同比 (%)			销售均价同比 (%)			销售金额同比 (%)		
2019	-0.1%			6.6%			6.5%		
2020	2.6%			5.9%			8.7%		
2021	1.9%			2.8%			4.8%		
2022	-24.3%			-3.2%			-26.7%		
2023	-8.3%			6.4%			-5.5%		
2024.1-10	-15.8%			-6.1%			-20.9%		
2024E	-12.0%			-3.4%			-15.0%		
	悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观
2025E	-10.0%	-5.0%	0.0%	-5.0%	0.0%	5.0%	-14.5%	-5.0%	5.0%
年份	销售面积 (亿平方米)			销售均价 (元/平)			销售金额 (万亿元)		
2019	17.2			9310			16.0		
2020	17.6			9860			17.4		
2021	17.9			10139			18.2		
2022	13.6			9814			13.3		
2023	11.2			10437			7.7		
2024.1-10	7.8			9862			11.7		
2024E	9.8			10082			9.9		
	悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观
2025E	8.8	9.3	9.8	10158	10355	10552	8.5	9.4	10.4

04

房地产行业年度策略

4.1 房地产行业走势推演

修复趋势下，房企估值提升推演逻辑

- **后续政策空间：**当前政策节奏可以总结为三个方面：①**限制类政策放松：**除北京及上海仍然实施区域限购外，其他城市限制类政策已基本全部取消，未来北京及上海仍具调整潜力；②**降低居民购房成本：**截至10月末，首付比例下限已降至历史最低的15%，部分城市房贷利率降至3%左右，未来降息空间仍存，房贷利率仍有进一步下降空间；③**财政发力拉动投资：**土地盘活、收储及城中村改造方面仍具发力空间。
- **复苏走势推演：**对于基本面企稳走势推演，我们预计本轮周期“止跌回稳”可能先是区域性和结构性的，以核心区域及改善产品为驱动，带动核心区域房价企稳，随后才是演变到全国性的。

政策出台

行业基本面企稳

房企业绩改善

1、**需求侧调整：**限制类政策放松，解除限购、限贷等方面。北京及上海具备限购调整潜力。

2、降低购房成本及购房门槛：

①首付比例已降至历史最低15%；

②部分城市房贷利率降至3%左右，未来仍具调整空间；

③税费减免具备调整潜力：非普标准。

3、财政发力：已出政策工具加快落地

①土地盘活：专项债券资金收回收购存量闲置土地加速推进；

②收储：超过29个城市已落地首批房源征集细则；

③城中村改造：城中村改造扩围至近300个城市。

结构性、区域性企稳

- 路径1：一线城市局域性、结构性价格企稳，逐步传导至二线城市，三四线城市房价降幅企稳
- 路径2：新推出改善性产品产生代际差异，改善型产品价格企稳，为区域提供新的价格锚定

布局核心城市+改善型开发商

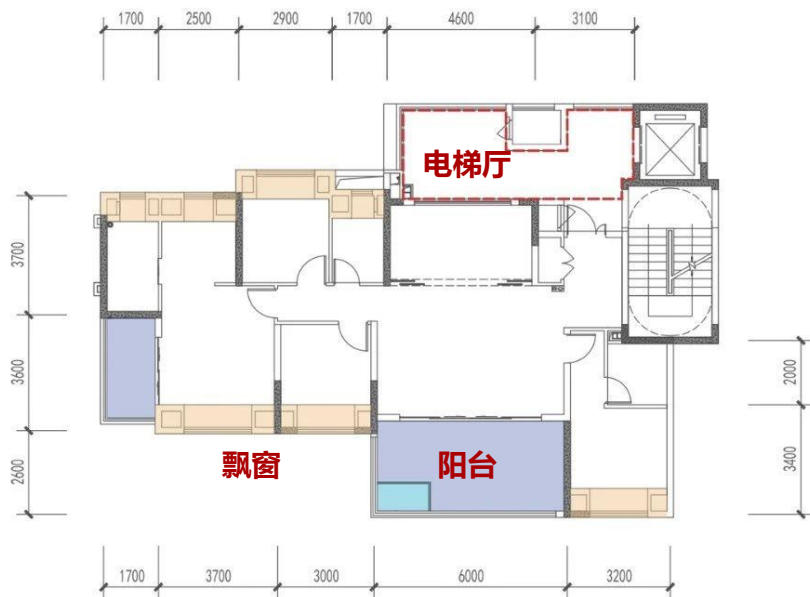
- 核心城市率先修复
- 改善型产品市场竞争力更强
- 房企减值压力下降

在11.13税费新政影响下，改善类开发商现金流和利润有望率先好转

4.2 房屋设计规范变更

2024 “好房子”元年开启，新规范促使得房率快速提升、产品畅销、土地热度增加

- **规划设计边界放松，实际得房率增加：**①**电梯厅**做“阳台”可算半面积→省去风井配置，电梯厅做为功能空间给到业主；②**飘窗**可改造→改造后增加实际生活空间；③**阳台**面积比例提升增加实际使用面积；大面积段产品设计思路得以向下级面积段下放。实际得房率比前代产品增加约15-20个百分点，部分项目实际得房率可达100%。
- **代际差异在全国范围内快速形成，产品力影响增强：**①**设计规范调整带动产品力提升**，新推项目去化率有望提升，助力现金流及利润改善；同时迫使老项目降价促销；②**土地溢价率提升**，带动土地市场热度增加。

图：成都越秀天悦云萃二期143m²户型（得房率超110%）

飘窗（不计产权面积）
 设备平台（不计产权面积）
 阳台（计一半产权面积）

图：规范调整影响推演示意图

市场端：产品力提升、助推改善需求入场、新推项目去化率提升、老项目降价促销

房企端：现金流及利润率改善、需积极换仓（去化老库存、获取新项目）、提升产品力

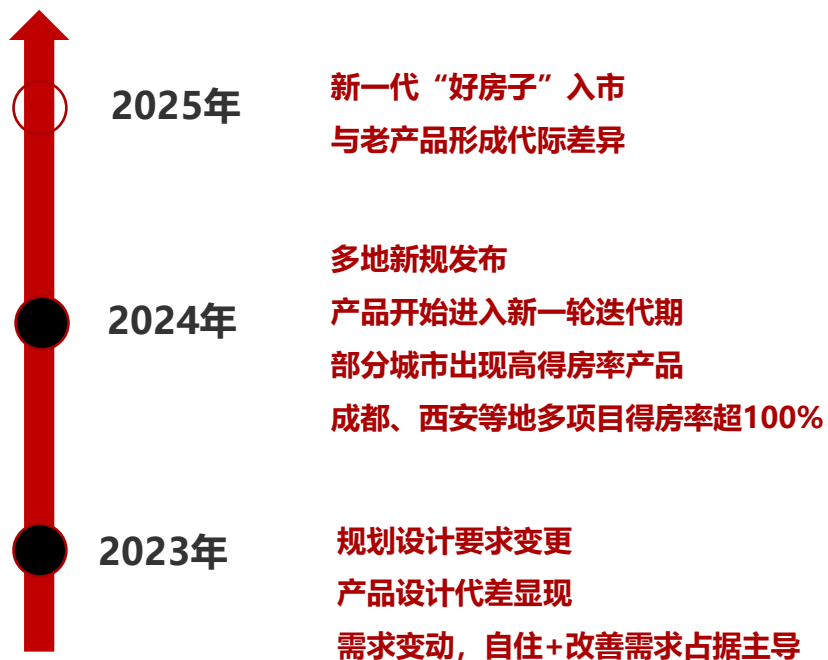
土地端：土地溢价率提升，房企换仓带动土地热度提升

4.2 产品代际差异形成

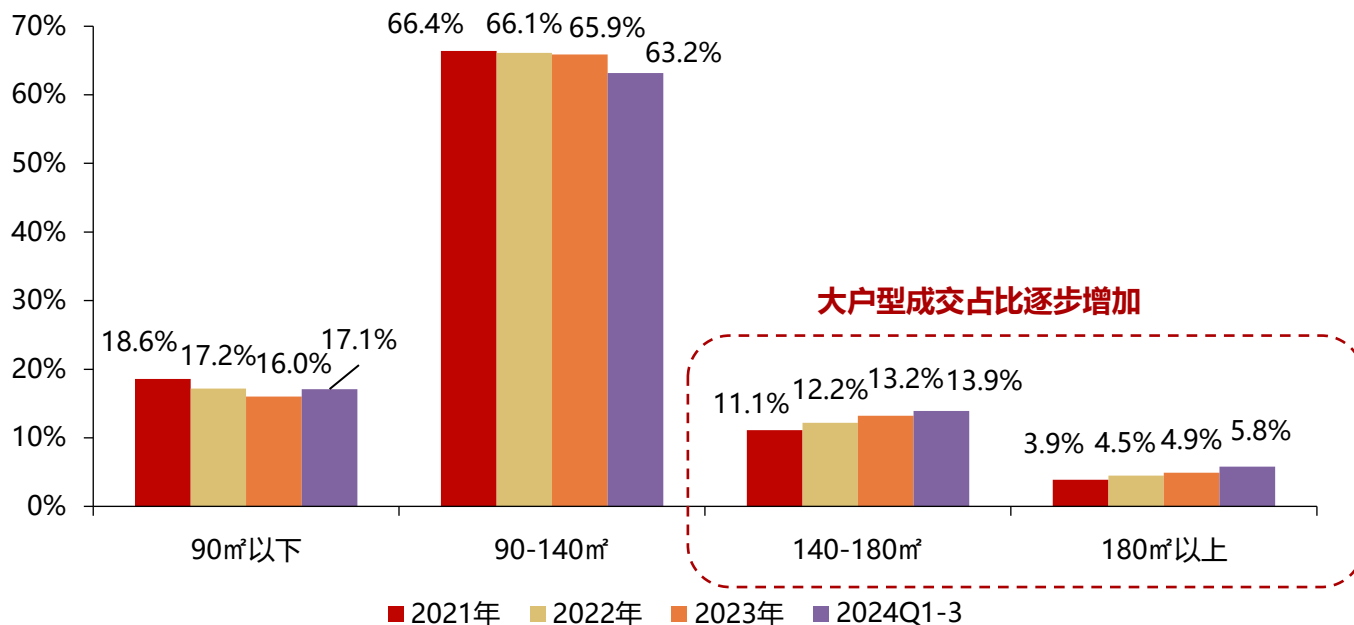
产品代际差异形成，刚需产品空间压缩，设计规范更迭打开改善产品发展空间，聚焦核心+改善型开发商

- 改善产品形成代际差异：新房市场刚需产品生存空间极度压缩，进一步强化新房市场全面改善化开发思路。①**成本考量**：改善化产品相对更容易匹配价格上涨节奏；②**利润考量**：开发商打造改善产品才能实现溢价销售；③**竞争考量**：新房产品做刚需，将面临周边、甚至更成熟区域的平价/低价二手房市场竞争，刚需产品是“红海”，改善产品是“蓝海”。
- 住房回归居住属性，市场改善群体占主导：从成交面积结构看，140-180m²和180m²以上产品成交比重逐年增加，2024年前三季度占比较2023年分别增加0.7和0.9个百分点；140m²以下产品成交比例逐渐走低，90-140m²降至2024Q3的63.2%。

图：改善产品形成代际差异



图：2021-2024Q3成交商品住宅面积段分布

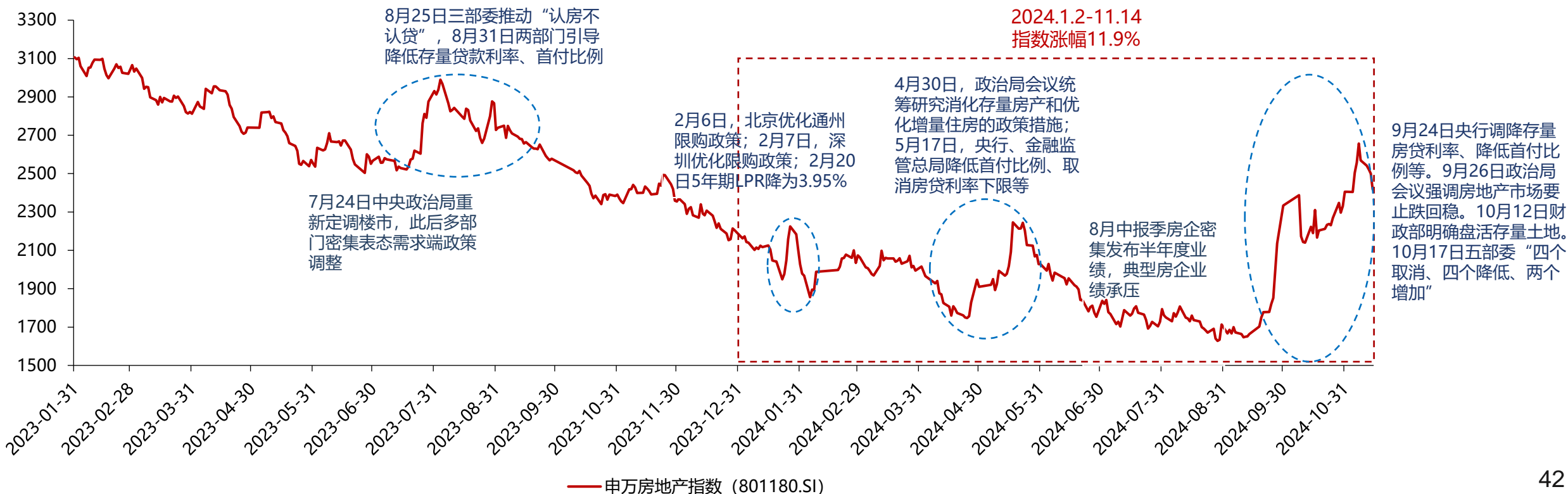


4.3 2024年行情回顾

2024年房地产行业指数整体呈现波动向上趋势，供需两侧政策优化为行情上涨主要驱动因素

- 2024年申万房地产指数 (801180.SI) 整体呈现出波动向上的趋势，指数由2024年1月2日的2162点上涨至11月14日的2418点，整体涨幅为11.9%。主要有两次阶段性行情，其中4月中旬至5月中旬受到430政治局会议及517新政驱动影响，期间涨幅近30%，9月中旬至今受到政治局会议“止跌回稳”表述及其他宏观政策出台驱动，9.10-11.14期间涨幅达47%。
- 我们认为，当前阶段指数行情的主要驱动因素**第一阶段仍为行业相关政策的出台及落地，第二阶段为行业基本面修复向好**，但该趋势仍有待确认。

图：2023-2024年申万房地产指数变化情况（截至2024年11月15日）



资料来源：Wind，浙商证券研究所；注：房地产指数变动情况截至2024年11月14日。

4.3 2024年行情回顾

困境反转、地方化债、地产+科技及中介相关标的领涨

- 从业务类型上来看，2024年以来领涨的企业主要以民营企业困境反转、地方化债、地产+科技及中介相关概念标的为主。
- 在926新政及相关宏观政策的出台及落地的情况下，市场认为民营企业债务风险有所降低，部分估值较低的民企修复弹性较大，例如华夏幸福、融创中国、花样年控股等。我爱我家是A股上市的中介龙头，受益于二手房销量韧性较强，短期及长期增长逻辑通畅。

**表：2024年A股申万房地产指数涨幅TOP10企业
(截至11月14日)**

序号	2024年涨幅TOP10	涨跌幅 (%)
1	特发服务	158
2	深振业A	88
3	万通发展	85
4	我爱我家	72
5	光大嘉宝	71
6	张江高科	67
7	海南高速	56
8	华夏幸福	56
9	光明地产	49
10	信达地产	47

**表：2024年H股申万房地产指数涨幅TOP10企业
(截至11月14日)**

序号	2024年涨幅TOP10	涨跌幅 (%)
1	融创中国	179
2	花样年控股	111
3	世茂集团	86
4	融创中国	76
5	龙光集团	67
6	建业地产	67
7	金茂服务	63
8	新城发展	61
9	恒大物业	61
10	中国金茂	54

**表：2024年部分典型房企涨跌幅
(截至11月14日)**

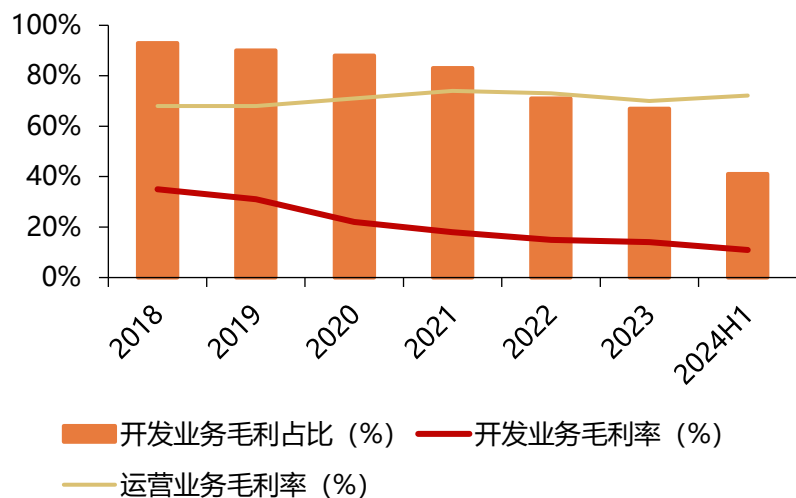
序号	部分典型房企	涨跌幅 (%)
1	我爱我家	72
2	新城发展	61
3	滨江集团	35
4	金地集团	28
5	绿城中国	27
6	新城控股	25
7	招商蛇口	22
8	贝壳-W	21
9	保利发展	10
10	中国海外发展	7
11	龙湖集团	-7
12	华润置地	-9
13	建发国际集团	-10
14	万科A	-14

4.4 2025年投资策略

新模式下房企经营模式转向“销售+运营”，运营打底、开发期权，关注新城控股、龙湖集团

- **趋势转变：**由增量市场走入存量市场后，**租售并举、资产管理**是未来房企需要拓展的主要方向。中国香港、日本和新加坡等成熟市场房地产开发商均由传统的开发模式迈入“开发+运营”阶段，即**从销售模式转变为“销售+永续现金业务”双轮驱动模式**。
- **运营类公司特点：**①**持有资产运营毛利率更高，毛利贡献占比增加。**例如**新城控股**，商业毛利在2024年上半年已超过开发毛利，成为公司主要利润来源。长期趋势下，公司毛利率预计将随着商业运营收入的提升而提升。②**经营性物业贷带来融资优势：**在融资成本与发债融资成本相近的情况下，经营性物业贷具备年限更长、方式更加灵活的特点，助力公司在融资上保持通畅。例如**龙湖集团**，2023年经营性物业贷融资金额174亿元，融资成本3.65%，贷款年期不超过15年，2023年底龙湖集团经营性物业贷余额474亿元，占年底有息负债的25%，已成为龙湖集团的主要融资方式。
- **降息趋势下DCF估值有望提升：**随着运营业务收入及利润贡献占比提升，公司**估值逻辑将逐渐向DCF估值体系切换**。在此情况下，若十年期国债收益率（无风险利率）持续下行或者永续增长率逐步增加，**则商业资产价值将逐渐提升**。

图：2018-2024H1新城控股毛利率情况



表：2023年龙湖集团主要新增融资情况

贷款类别	金额	融资成本	时间	其他
经营性物业贷	174亿元	3.65%	-	融资年限不超过15年期，受益于抵押率上升及新开业商场
中期票据发行	11亿元	3.50%	2023.8	中债增担保债券，3年期
	12亿元	3.66%	2023.12	中债增担保债券，3年期
境外银团贷款	31亿港元	-	2023.7	境外港币银团，5年期

图：十年期国债收益率走势



4.4 2025年投资策略

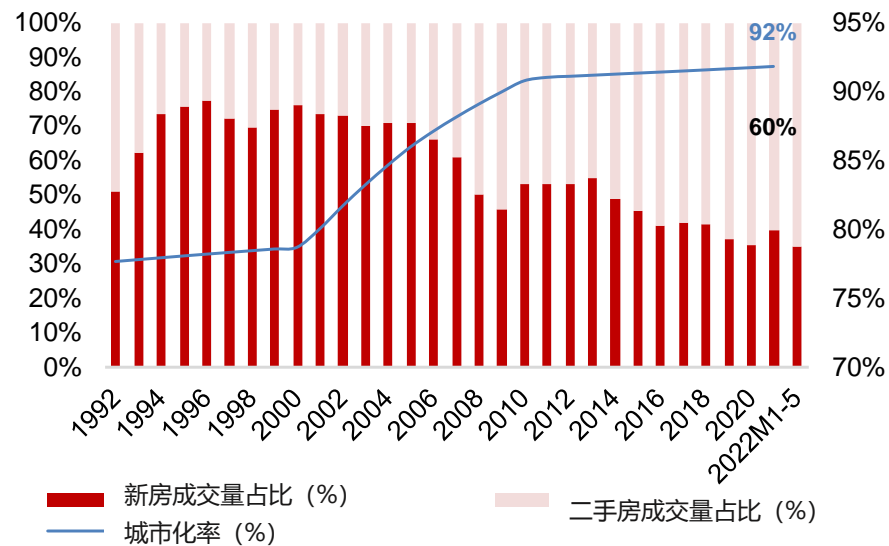
二手房市场韧性强+回暖势头良好，二手房龙头中介业绩有望改善，关注贝壳-W、我爱我家

- 我们认为本次房地产市场修复，尤其是新房市场的回暖，仍然需要二手房市场的带动，其核心原因在于新房市场部分需求的释放需要二手房置换链条通畅。**在房地产行业基本面触底修复的初期，我们认为应该重点关注中介公司的经营业绩改善，关注贝壳-W，我爱我家。**
- 短期：**在房地产基本面还未企稳时，龙头中介公司凭借资源和资金优势，逆势扩张，加剧行业洗牌和竞争格局的优化。以贝壳2023年业绩为例，2023年贝壳-W总交易额3.14万亿元，同比+20.4%；我爱我家总交易额2843亿元，同比+6.6%。且2024年926新政以来，市场热度快速升温，核心城市二手房市场成交增长显著，**关注龙头中介短期业绩释放潜力。**
- 长期：**借鉴发达国家经验，当房地产行业经历快速发展后将逐渐迈入存量时代，二手房将成为住宅市场供应和成交的主力。2023年我国二手房成交额占比为37.8%，**2021年美国和日本二手房成交占比则分别达到89%和60%。**

表：一线城市2024年10月二手房成交情况

城市	成交	环比	同比	挂牌量变化	去化周期
北京	1.6万套	31%	36%	-457套	从10个月降至7个月
上海	2.4万套	54%	59%	-570套	从7个月降至4个月
深圳	6000套	90%	99%	+977套	从15个月降至8个月
广州	1.6万套	100%	80%	-1316套	从17个月降至8个月

图：日本城镇化率以及首都+近畿圈新房、二手房成交占比



4.4 2025年投资策略

双轨制的推行利好改善型住房，关注布局核心+强产品力房企：保利发展、招商蛇口、滨江集团、绿城中国、建发国际集团、华润置地、中国海外发展

- **刚需产品是“红海”，改善产品是“蓝海”**：1) 当前新房端政策更偏向改善型住房打造，改善产品分化大、口碑要求高、管理壁垒高；2) 改善型房企受益于行业集中度持续提升；3) 政策在优质头部房企推行的速度更快，例如保利发展优先试验债转股，招商蛇口和华润置地优先试验REITs等。

表：典型房企经营情况梳理

比较类别	科目	建发国际集团	华润置地	中国海外发展	保利发展	招商蛇口	滨江集团	绿城中国
资产结构	总资产 (亿元)	4273	11912	9236	14369	9085	2900	5355
	其中：现金 (亿元)	542	1167	1056	1480	883	327	698
	存货 (亿元)	2693	5247	4876	8695	4167	1727	2865
	2023减值准备/2023存货	0.54%	-	-	0.59%	0.58%	2.50%	0.57%
	2022-2023年累计减值/2023存货	2.25%	1.47%	0.31%	0.83%	2.13%	2.99%	1.23%
流动性	销售金额 (亿元)	1889	3070	3098	4222	2936	1535	3011
	销售金额同比 (%)	12.0%	1.9%	5.0%	-7.7%	0.4%	0.3%	0.3%
	销售融资比 (倍)	2.23	0.93	1.23	0.87	1.33	3.43	1.82
	年销售/期初库存 (%)	71%	41%	31%	20%	39%	59%	55%
土储	总土储 (亿元)	2668	7436	10019	21508	7538	2596	5435
	总土储 (万平)	1552	6250	5403	7790	-	1320	3720
	权益比例 (%)	76%	71%	90%	72%	63%	44%	42%
	货值占比 (%)	一二线84%	一二线73%	一二线城市70+% (剔除海外宏洋)	核心38城70%	核心30城 80%+	浙江85%	一二线80%
	拿地金额 (%)	1169	权益1118	1440	1632	1134	577	权益595
分红	拿地强度 (%)	62%	权益51.9%	46%	39%	39%	38%	-
	分红比例 (%)	52%	33%	31%	40%	46%	11%	35%
净资产	净资产 (亿元)	909	3841	3929.1	3370	2967	585	1139
	归母净资产 (亿元)	335	2649	3730.2	1985	1197	253	361
	少数股东权益 (亿元)	575	1193	198.9	1385	1770	332	778
	少数股东权益/净资产 (%)	63%	31%	5%	41%	60%	57%	68%
负债	有息负债 (亿元)	848	3305	2510	4827	2201	447	1658
	净负债率 (%)	34%	56%	37%	99%	44%	21%	84%
激励	员工持股比例 (%)	9.6%	0.0%	3.5%	1.0%	0.0%	-	4.0%

资料来源：Wind，克尔瑞，各公司年报，浙商证券研究所；注：销售融资比=2023年全口径销售金额/2023年末并表有息负债，体现资金周转效率，数值越大代表周转越快；年销售/期初库存=2023年全口径销售金额/2023年年初土地储备货值，体现土储周转速度，数值越大代表周转越快；总土储货值根据克尔瑞数据预估；权益口径根据2023年权益销售货值进行计算；拿地强度=拿地金额/销售金额。

4.4 2025年投资策略

布局能够适应房地产长期新模式发展的优质股

我们认为，2025年是房地产新模式的重要发展之年，“好房子”元年开启、“保交楼”趋向收官，行业将面临更多的升级和转型。长期房地产市场将呈现出存量超过增量、双轨制推进和新房供给侧持续出清的趋势，建议关注：

- 1) 消费+地产，危中有机，估值修复弹性大，关注：万科A、金地集团、新城控股（母公司港股新城发展）、龙湖集团；
- 2) 龙头中介，业绩有望超预期，短期及长期发展逻辑通畅，关注：贝壳-W、我爱我家；
- 3) 改善型开发商，未来细分领域长牛，关注：保利发展、招商蛇口、华润置地、中国海外发展、建发国际集团、滨江集团、绿城中国。

类别	公司	代码	市值	年初收盘价	最新收盘价	年内累计涨幅	每股收益 (元/股)				PE (倍)				PB (倍)
			(亿元/亿港元)	(元/港元)	(元/港元)	(%)	2023A	2024E	2025E	2026E	2023E	2024E	2025E	2026E	2024E
消费+地产	万科A	000002.SZ	977	10.46	8.71	-16.7%	1.03	-0.91	-0.04	0.24	8.46	-9.61	-230.42	36.02	0.44
	金地集团	600383.SH	238	4.36	5.27	20.9%	0.20	-0.69	-0.28	0.03	26.35	-7.64	-18.84	176.85	0.39
	龙湖集团	0960.HK	785	12.50	11.40	-8.8%	2.07	1.66	1.71	1.83	5.51	6.86	6.67	6.23	0.45
	新城控股	601155.SH	309	11.41	13.68	19.9%	0.33	0.49	0.55	0.64	41.45	27.74	24.71	21.40	0.50
强产品力房企	保利发展	600048.SH	1,210	9.90	10.11	2.1%	1.01	0.97	1.03	1.11	10.01	10.46	9.85	9.13	0.62
	招商蛇口	001979.SZ	979	9.53	10.81	13.4%	0.65	0.66	0.72	0.83	16.63	16.43	15.06	13.02	1.00
	滨江集团	002244.SZ	287	7.27	9.21	26.7%	0.81	0.88	1.01	1.11	11.37	10.45	9.10	8.31	1.08
	华润置地	1109.HK	1,686	28.00	23.65	-15.5%	4.40	4.05	4.19	4.50	5.38	5.84	5.65	5.26	0.59
	中国海外发展	0688.HK	1,484	13.76	13.56	-1.5%	2.34	2.24	2.35	2.48	5.79	6.05	5.78	5.46	0.36
	建发国际集团	1908.HK	277	16.64	13.72	-17.5%	2.61	2.41	2.72	2.93	5.26	5.69	5.04	4.68	1.16
中介龙头	绿城中国	3900.HK	236	7.95	9.33	17.4%	1.22	1.26	1.44	1.51	7.65	7.38	6.50	6.18	0.59
	贝壳-W	2423.HK	1,842	43.30	50.80	17.3%	1.67	1.74	2.07	2.48	30.42	29.24	24.53	20.44	2.38
	我爱我家	000560.SZ	82	2.25	3.49	55.1%	-0.36	0.06	0.09	0.13	-9.69	61.88	38.27	26.10	0.87
	世联行	002285.SZ	61	2.41	3.08	27.8%	-0.15	-	-	-	-20.53	-	-	-	2.03

数据来源：Wind，浙商证券研究所；时间截止至2024年11月15日，数据均为Wind一致预期。

行业拐点渐成，但仍需重视行业风险持续跟踪：

- 1) 2025Q1销售淡季，房企现金流压力面临挑战：**2025年1-7月是房企偿债高峰，且Q1是传统的销售淡季，若房企销售不畅，可能会致使现金流承压以及债务偿还压力增加；
- 2) 融资端政策的落地效果不及预期：**“白名单”政策计划到年底授信额度扩容至4万亿元，若落地速度较慢，对房企开竣工的支持力度可能有限，从而影响整个行业产业链运行；
- 3) 城中村及收储资金支持和推进速度不及预期：**城中村政策正在推行城市扩容及货币化安置，收储政策包括土地收储和现房收储，若该两项行动资金支持速度较慢或者金额规模较小，可能导致推进速度减慢，对房企销售市场修复产生不利影响。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>