

## 趋势延续

证券研究报告

2024年01月13日

### ——2024年房地产市场展望

2024年，房地产下行的制约因素仍然存在，除了潜在需求中枢可能长期回落以外，房地产市场还存在三大核心矛盾，彼此互相交织。

房价下跌的预期如果持续存在，可能会抑制部分购房需求的释放，同时也导致部分空置住房成为房屋买卖市场的供给，进一步放大房价下跌的动能。房地产行业要企稳回升，关键是要住房估值消化到位或者库存显著降低，进而促进房价预期见底。

2023年的房地产市场呈现出了一些关键性的变化：居民对房价的预期仍然相对悲观，进而产生了二手房加速替代新房的趋势；房企相对悲观的预期进一步加剧，加快了对库存土地储备的开发；房地产开发的重心向后端转移，施工强度的波动中枢明显下降；前期较强的开工支撑了2023年的竣工，但拐点正在形成。

2024年的房地产市场可能仍会延续2023年的基本特征——二手房继续替代新房、房企继续主动去库、施工重心仍然靠后、竣工受33个月前新开工影响。

综合来看，在乐观、中性、悲观假设下，我们预计2024年房地产建安设备投资较2023年分别下滑1%、9%和15%。

**风险提示：**房地产政策可能超预期；文中测算具有一定主观性，可能与实际情况存在差异，仅供参考；由于三大工程受政策影响较大，不确定性较高，本文仅从房地产内生角度出发进行分析，暂未考虑三大工程的外生影响。

#### 作者

宋雪涛 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

张伟 分析师  
SAC执业证书编号：S1110522080003  
zhangweib@tfzq.com

#### 相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-2023年行业利润来源》2024-01-04
- 2 《宏观报告：宏观-COP28的新变化和对中国的影响》2024-01-04
- 3 《宏观报告：宏观-红海危机带来的影响》2024-01-03

Sssss

## 内容目录

1. 房地产的三大核心矛盾.....	4
1.1. 住房估值偏贵 .....	4
1.2. 市场预期偏弱 .....	6
1.3. 库存水平偏高 .....	6
1.4. 地产企稳的条件.....	8
2. 解构 2023.....	8
2.1. 购房结构的变化.....	8
2.2. 开工诉求的加强.....	10
2.3. 施工重心的后置.....	11
2.4. 竣工面积的趋势.....	13
3. 展望 2024.....	14

## 图表目录

图 1：住房的三种属性对应两种估值逻辑 .....	4
图 2：一线城市住房租金回报率持续低于 30 年国债收益率（单位：%） .....	4
图 3：2023 年重点城市住房租金回报率（单位：%） .....	5
图 4：北京、上海、纽约、伦敦、东京市中心租金回报率与 30 年国债到期收益率利差（单位：bp） .....	5
图 5：一线城市租金未出现明显上涨的趋势（单位：%） .....	6
图 6：伴随房价下跌，降价预期持续加强 .....	6
图 7：截至 2023 年 11 月，新房广义库存（仅住宅）约为 16.3 亿平方米（单位：万平方米） .....	7
图 8：截至 2022 年，待开发土地面积约为 5 亿平方米（单位：万平方米） .....	8
图 9：2023 年，十个样本城市二手房成交占比上升 8.7 个百分点（单位：%） .....	9
图 10：随着房价的回落，二手房成交占比逐渐提高 .....	9
图 11：2021 年 8 月以来，二手房价格降幅明显超过新房（单位：%） .....	10
图 12：新开工面积与开工前 24 个月购置土地面积高度相关（单位：万平方米） .....	10
图 13：新开工面积与开工前 24 个月购置土地面积高度相关（单位：万平方米） .....	11
图 14：房企拿地仍在负增长（单位：%） .....	11
图 15：2023 年，实际施工强度再度大幅下滑（单位：元/平方米） .....	12
图 16：2023 年，与房地产建筑相关的行业 PPI 大幅下滑（单位：%） .....	12
图 17：2022、2023 年，累计新开工面积在施工面积中的占比大幅下降（单位：%） .....	13
图 18：价格因素、投资重心对实际施工强度的解释效果较好（单位：元/平方米） .....	13
图 19：截至 2023 年三季度末，保交楼贷款支持计划仅使用 2.8%（单位：亿元） .....	14
图 20：新开工面积增速大概领先竣工面积增速 33 个月（单位：%） .....	14
图 21：2024 年房地产分析基本框架 .....	15
表 1：广义住宅（新房+有效空置二手房）库存去化周期测算（截至 2023 年 12 月） .....	7

表 2：2024 年房地产市场主要指标增速预测（单位：%） .....16

## 1. 房地产的三大核心矛盾

2024 年，房地产下行的制约因素仍然存在，除了潜在需求中枢可能长期回落以外（详见报告《地产下行的尽头：多少亿平是终点？——中国房地产市场的长期需求测算》，2022.10.22），房地产市场还存在三大核心矛盾，彼此互相交织。

### 1.1. 住房估值偏贵

租售比（租金回报率，即年租金/房屋售价）是衡量住房估值水平的指标，与用 PE 对股票进行估值类似。租售比越低，代表通过租金收回房价的时间越长，住房的估值也就越高。

一般来说，住房存在三种属性：自住属性，出于居住目的持有住房，类似于耐用消费品，无现金流回报；投资属性，出于对外出租目的持有住房，主要的回报是租金；投机属性，出于赚取资本利得的目的持有住房，主要的回报是预期的买卖价差。

不同的属性，对应着不同的估值逻辑。如果仅具备自住和投资属性，成长性较弱但现金流稳定，估值逻辑应当类似于价值股；而如果具备了较强的投机属性，持有者对住房赋予了较高的成长空间，则估值逻辑更接近成长股。

图 1：住房的三种属性对应两种估值逻辑

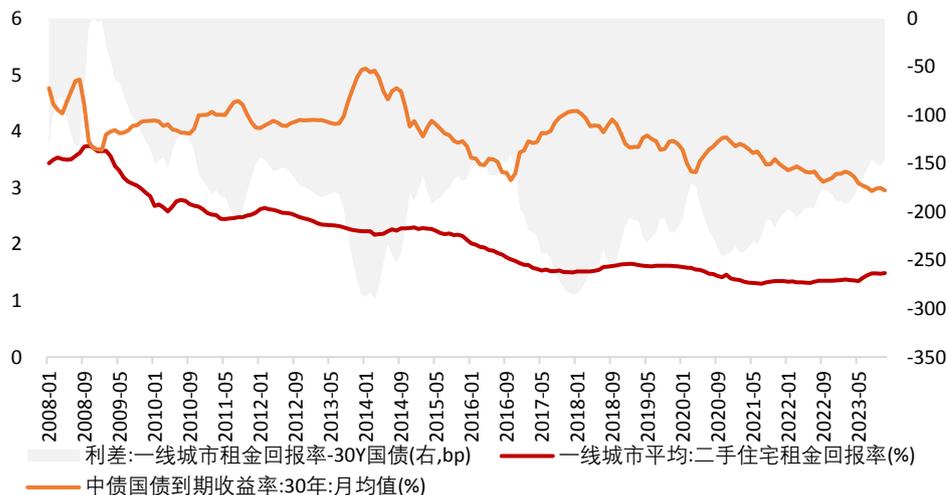


资料来源：天风证券研究所

过去，我国住房的估值相对偏贵。

纵向来看，2008-2016 年，我国一线城市租售比呈现持续回落的走势；在 2016 年完成了一波快速的“拔估值”行情以后，一线城市租售比由 2015 年平均 2.20% 下降到了 2016 年末的 1.67%，此后基本保持在 1.3%-1.65% 的区间内震荡。从比价关系的角度来看，一线城市平均租售比持续低于 30 年国债到期收益率，住房估值贵于无风险资产。

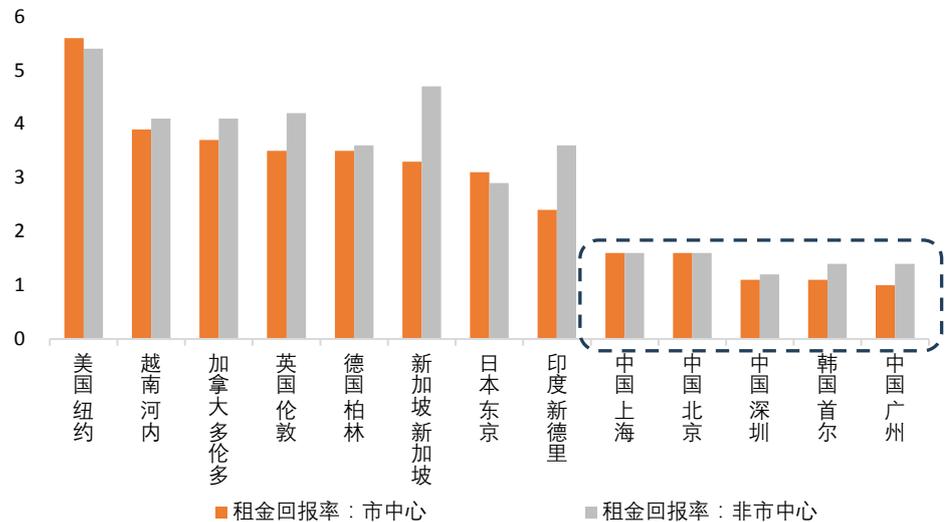
图 2：一线城市住房租金回报率持续低于 30 年国债收益率（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

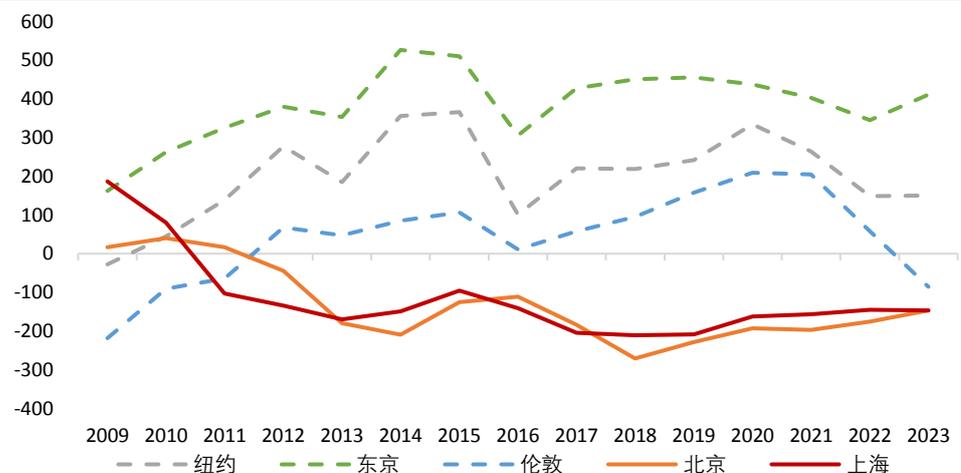
横向来看，2023 年我国一线城市市中心、非市中心的住宅租售比分别为 1.3%、1.5%，在重点国际重点城市中，仅高于韩国，但明显低于纽约、伦敦、柏林、多伦多等主要欧美城市以及东京、新加坡、河内、新德里等主要亚洲城市。从比价角度看，我国租售比与 30 年国债到期收益率长期处于倒挂状态，但纽约、伦敦、东京等城市的租售比则通常高于 30 年国债到期收益率。

图 3：2023 年重点城市住房租金回报率（单位：%）



资料来源：Wind, NUMBEO, 天风证券研究所

图 4：北京、上海、纽约、伦敦、东京市中心租金回报率与 30 年国债到期收益率利差（单位：bp）



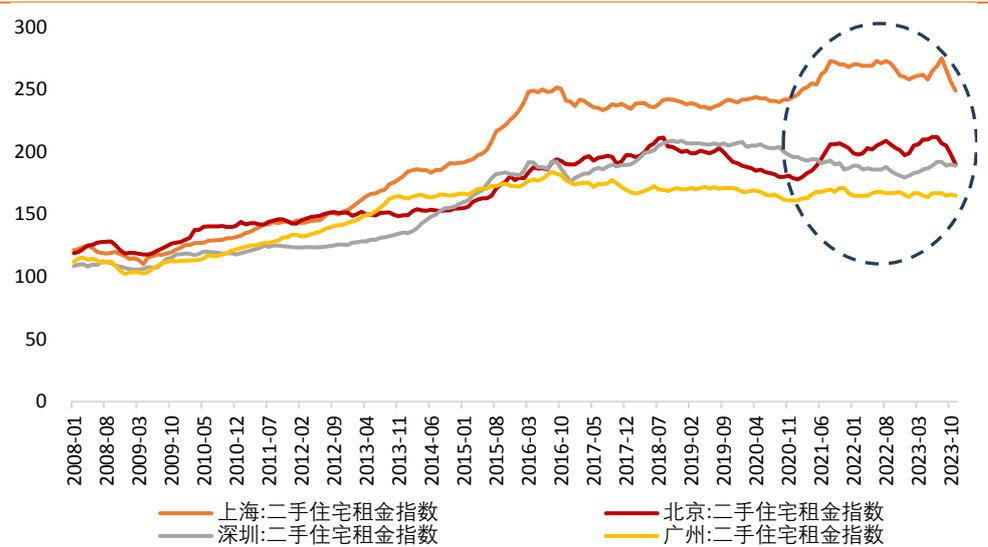
资料来源：Wind, NUMBEO, 天风证券研究所

过去多年，在中国经济高速发展的过程中，房地产市场对购买力、租金、房价等的增长空间和增长斜率存在较高的期待，房产所有者为了远期的资本利得空间可以暂时容忍即期的低回报率，我国住房同时具备自住、投资和投机属性，是典型的成长股，偏贵的估值有其内在的逻辑支撑。

但随着经济增速下台阶、城镇化斜率放缓、人口开始负增长、居民部门杠杆率攀升、“房住不炒”深入推进，住房的高成长性被证伪，住房开始回归自住和投资属性。因此，住房的估值逻辑也需要从成长股切换为价值股。而以价值股的角度来看待当前的租售比，我国住房的估值水平仍有待进一步消化。

实际上，消化住房估值的过程正在发生。2021 年下半年以来，在租金没有明显上涨、甚至有所回落的情况下，房价下跌本质上就是市场自发消化估值的结果。

图 5：一线城市租金未出现明显上涨的趋势（单位：%）

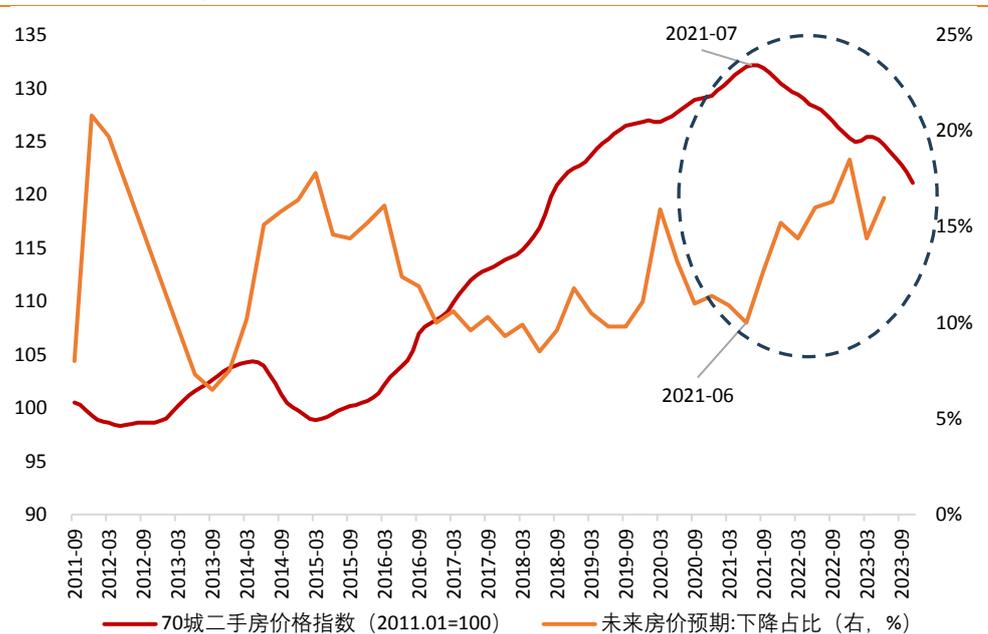


资料来源：Wind，天风证券研究所

## 1.2. 市场预期偏弱

房地产市场又存在“买涨不买跌”的特征，在估值消化完成之前，房价持续地下跌反过来还会在房地产市场产生降价预期。从 2021 年三季度开始，伴随房价的下跌，央行城镇储户问卷调查中预期未来房价下跌的占比也在不断抬升；截至 2023 年三季度末，接受调查的储户中，认为房价将下跌的占比为 16.5%，较 2021 年二季度末提升 6.5 个百分点。

图 6：伴随房价下跌，降价预期持续加强



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 1.3. 库存水平偏高

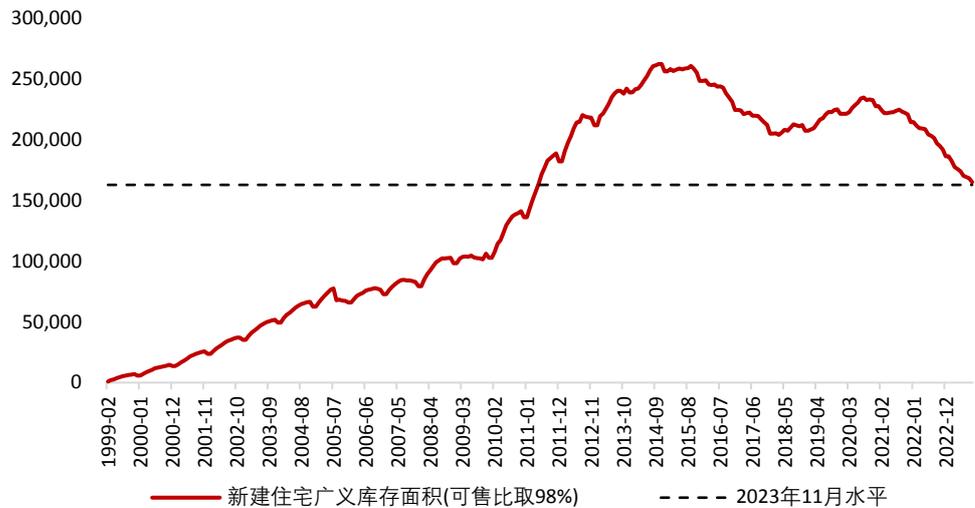
分析当前的房地产去化压力，应该考虑三类库存。

**第一类库存，是市场常用的新房广义库存，即已开工、未销售的住宅。**

这部分库存可以用“累计新开工面积 × 可售比 - 累计销售面积”测算（指标具体分析详见报告《对直觉的背离——2023 年房地产市场展望》，2022.12.10）。截至 2023 年 11 月，

新房广义库存（仅住宅）约为 16.3 亿平方米，大致相当于 2011 年 5 月的水平，较 2020 年 8 月高点已经回落了 31%。

图 7：截至 2023 年 11 月，新房广义库存（仅住宅）约为 16.3 亿平方米（单位：万平方米）



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 第二类库存，是空置的二手房。

房价预期的反转，意味着住房作为一类资产而言，资本利得空间在下降，资本损失风险在增加，那么过去多年出于保值、增值目的而被持有的住房，就会逐渐成为房地产交易市场的供给。空置的二手房就是这类供给的一部分。

根据住建部原副部长仇保兴在 2022 中国城市高质量发展智库论坛的讲话，“当前我国住房空置率达到 15%”<sup>1</sup>。根据第七次人口普查和 2021、2022 年地产竣工数据，截至 2022 年末，存量住宅面积约为 313 亿平方米，即截至 2022 年末，空置二手房面积约为 47 亿平方米。假设 2023 年成交的二手房消耗了等量的空置住房，则预计截至 2023 年末，空置二手房面积约为 42.5 亿平方米。

**但空置二手房并非都是有效库存。**部分人口大幅流出城市的老旧空置住房，由于很难吸引到买家，因此对市场可能不会产生明显的边际冲击。再测算房地产库存的时候，应当将这部分无效库存予以剔除。

由于无法获知无效空置二手房的面积，我们分别在空置二手房中有效供给占比 75%、50%、25% 的情况下，综合考虑新房广义库存，测算了目前住宅库存动态和静态去化周期。**测算结果显示，如果空置二手房中有效供给占 75%、50%、25%，则对应的静态去化周期分别为 3.8、3.0、2.1 年，动态去化周期约为 4.0、3.1、2.2 年。**

表 1：广义住宅（新房+有效空置二手房）库存去化周期测算（截至 2023 年 12 月）

假设：空置二手房中有效供给占比	75%	50%	25%
广义住宅库存面积（2023 年 12 月）（亿平方米）	48.1	37.5	26.9
2024 年潜在住房需求（含二手）（亿平方米）	12.5	12.5	12.5
2025 年潜在住房需求（含二手）（亿平方米）	12.1	12.1	12.1
2026 年潜在住房需求（含二手）（亿平方米）	11.7	11.7	11.7
2027 年潜在住房需求（含二手）（亿平方米）	11.3	11.3	11.3
2028 年潜在住房需求（含二手）（亿平方米）	10.9	10.9	10.9
2029 年潜在住房需求（含二手）（亿平方米）	10.7	10.7	10.7

<sup>1</sup> <http://m.fangchan.com/news/7/2022-07-01/6948483504766521629.html>

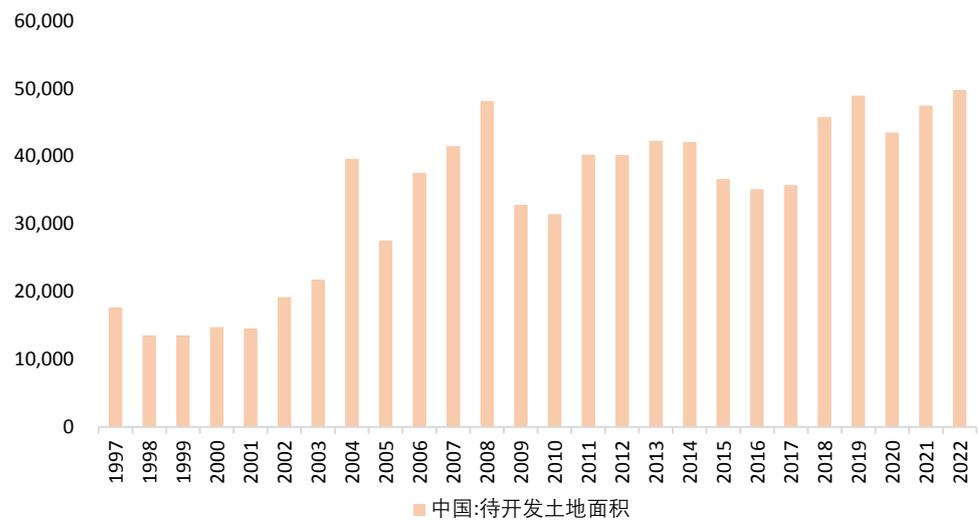
2030 年潜在住房需求 (含二手) (亿平方米)	10.5	10.5	10.5
静态去化周期 (年)	3.8	3.0	2.1
动态去化周期 (年)	4.0	3.1	2.2

资料来源：国家统计局官网，Wind，天风证券研究所

### 第三类库存，是房企手中的待开发土地。

根据统计局披露，截至 2022 年底，房企待开发土地面积约为 5 亿平方米，较 2021 年增加了 4.9%。我们认为，这部分土地，有可能在房企加速主动去库的过程中被开发，形成新的住房库存；有的则可能因为去化难度较大，缺少开发的必要，虽然不会增加住房的供给，但同样也意味着房企在相关城市也缺少拿地的必要。

图 8：截至 2022 年，待开发土地面积约为 5 亿平方米（单位：万平方米）



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 1.4. 地产企稳的条件

不难看出，房地产当前面临三大核心矛盾，并且房价下跌的预期如果持续存在，可能会抑制部分购房需求的释放，同时也导致部分空置住房成为房屋买卖市场的供给，进一步放大房价下跌的动能。

房地产行业要企稳回升，关键或是要住房估值消化到位或者库存显著降低，进而促进房价预期见底。

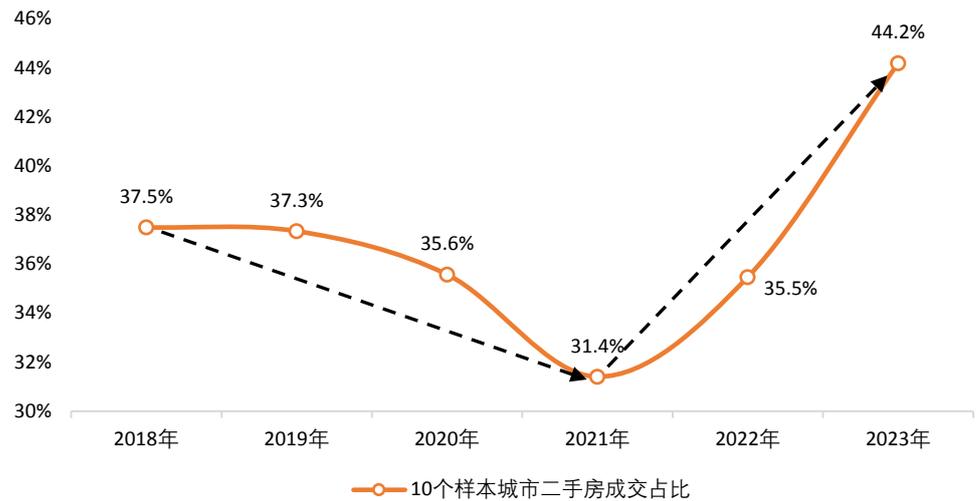
## 2. 解构 2023

2023 年，房地产的下行再度超出市场预期，但更加关键的是，数据的细节呈现了一些重要的边际变化。

### 2.1. 购房结构的变化

2023 年，住房的交易结构正在显著地发生变化。我们选取了 10 个数据可得的城市，计算了二手房成交面积在这 10 个城市住房总成交面积中的占比。结果显示，2023 年 10 个样本城市二手房成交占比 44.2%，较 2022 年上升 8.7 个百分点、较 2021 年上升 12.8 个百分点，二手房成交占比正在形成明显的抬升趋势。

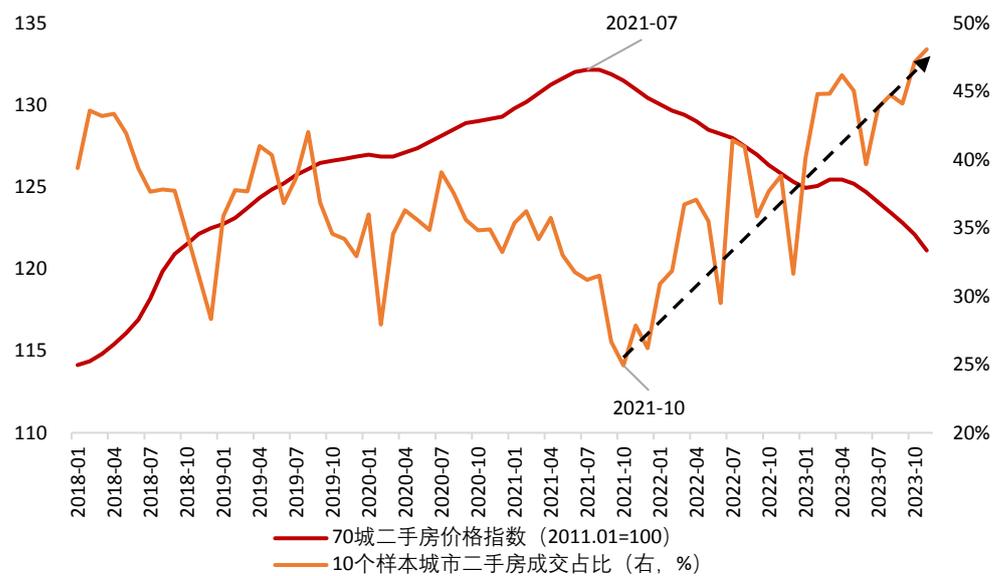
图 9：2023 年，十个样本城市二手房成交占比上升 8.7 个百分点（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

二手房成交占比的抬升，可能与房价的下跌有直接关系。从月度数据来看，2021 年 7 月以后，房价指数开始持续回落，而二手房成交占比则在一个季度以后紧接着进入了震荡上行的通道。

图 10：随着房价的回落，二手房成交占比逐渐提高



资料来源：Wind，天风证券研究所

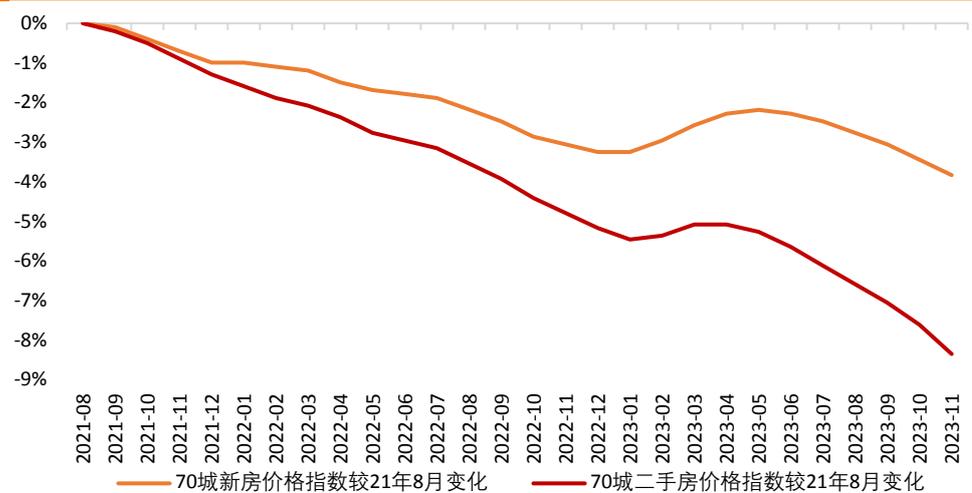
### 房价对住房交易结构的影响可能体现在三个方面。

第一，房价下跌趋势的产生酝酿了降价预期，进而导致二手房失去了保值、增值的功能，此前因投资、投机目的被持有住房逐渐被业主抛售，加大了二手房的供给，挤占了一部分新房的市场。

第二，受房企成本、备案价等因素约束，新房的降价空间小于二手房（截至 2023 年 11 月，70 城新房价格指数较高点下降 3.8%，而 70 城二手房价格指数则较高点下降 8.4%），导致新房的竞争优势逐渐弱化，二手房性价比凸显。

第三，房价下跌趋势还会影响到房企的预期，抑制房企拿地的意愿，进而导致新房供给减少，也会造成二手房成交占比的抬升。

图 11：2021 年 8 月以来，二手房价格降幅明显超过新房（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2.2. 开工诉求的加强

我们在报告《房企正在加速去库存》（2023.10.22）中提示，9月开工强但拿地弱，实际上是房企主动加速去库存的表现。而从近期的数据来看，这个过程目前仍在继续。

在去年的房地产展望报告中（详见报告《对直觉的背离——2023年房地产市场展望》，2022.12.10），我们发现新开工面积与开工之前24个月的购置土地面积有高度的相关性，并用“新开工面积/购置土地面积 MA24”构建了“新开工倍数”指标，来表征房企的开工强度。

图 12：新开工面积与开工前 24 个月购置土地面积高度相关（单位：万平方米）

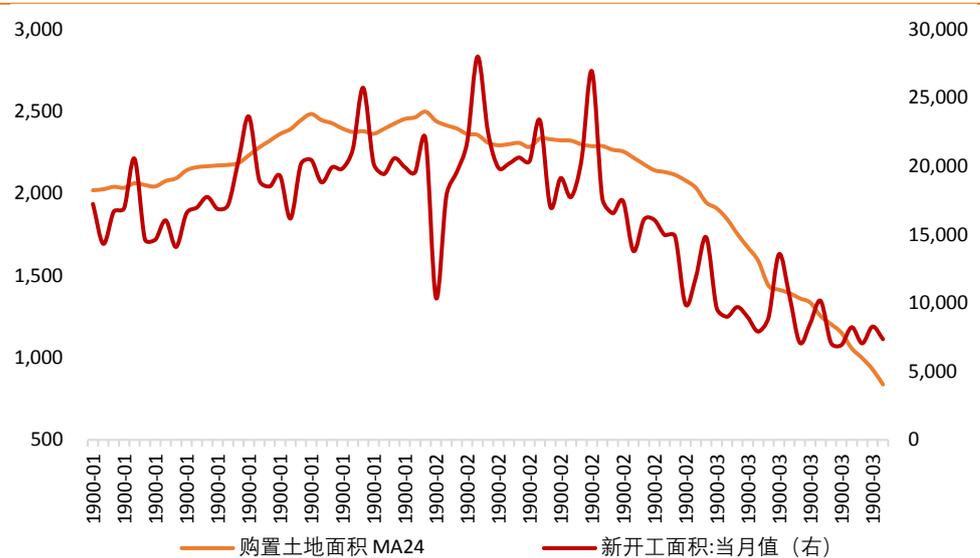
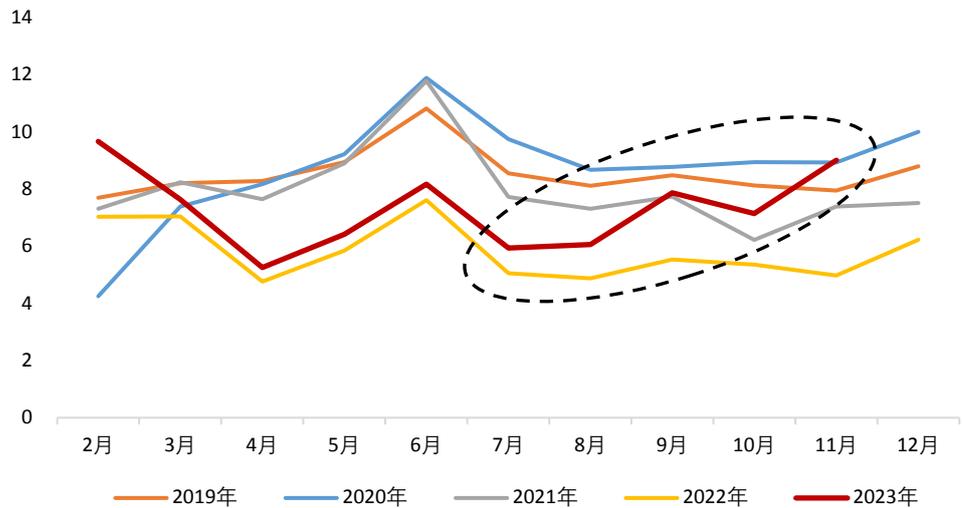


图 13：2023 年，实际施工强度再度大幅下滑（单位：元/平方米）



资料来源：Wind，天风证券研究所

但房企在拿地端并非展现出相应的积极性，拿地面积仍有 20% 左右的下滑。开工积极、拿地消极的组合，指向了房企从 2023 年下半年开始，加快了对库存土地储备的开发，是一种主动去库存行为。

主动去库存本质上是企业对后市相对悲观预期的体现，开工行为的边际变化，折射出房企心态在 2023 年年中可能发生了方向性的改变。

图 14：房企拿地仍在负增长（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：2023 年购置土地面积数据为模型拟合值

### 2.3. 施工重心的后置

2023 年，房地产投资的下滑并不意外，意外的是施工强度在去年本就偏低的基础上出现了进一步的下滑。

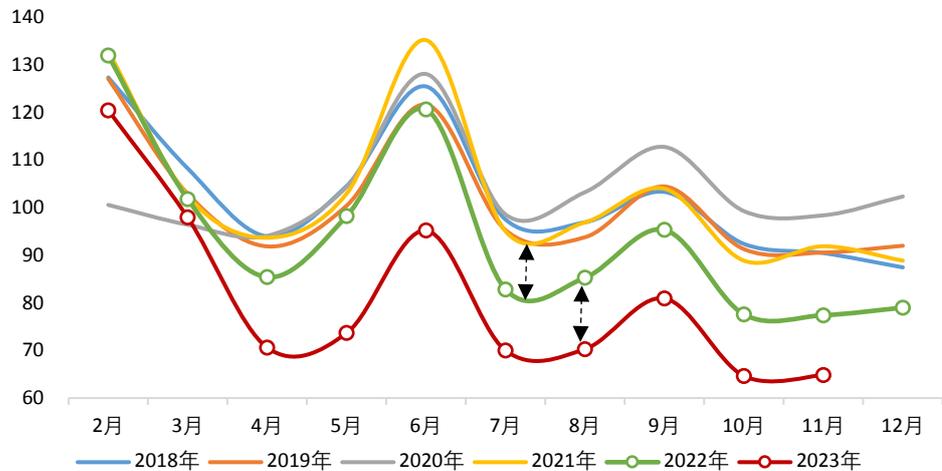
统计局披露的施工面积是报告期内施工的全部房屋建筑面积，包含了期间的已竣工面积，直接使用会高估当期的实际在建项目。我们从当期施工面积中剔除掉上期的竣工面积，构造出实际施工面积指标，进而可以得到实际施工强度。

实际施工强度 = 当期房地产建安设备投资 / 当期实际施工面积，反映房企在单位实际施工面积中的平均建造投入。

2022年下半年，实际施工强度首次出现了大幅度的下滑，可能与部分项目的停工有关。

而在保交楼陆续推进的情况下，2023年施工强度再度出现了大幅度的下滑。1-11月，实际施工强度较2022年同期下滑14%，对建安设备投资造成了明显的拖累。

图 15：2023 年，实际施工强度再度大幅下滑（单位：元/平方米）

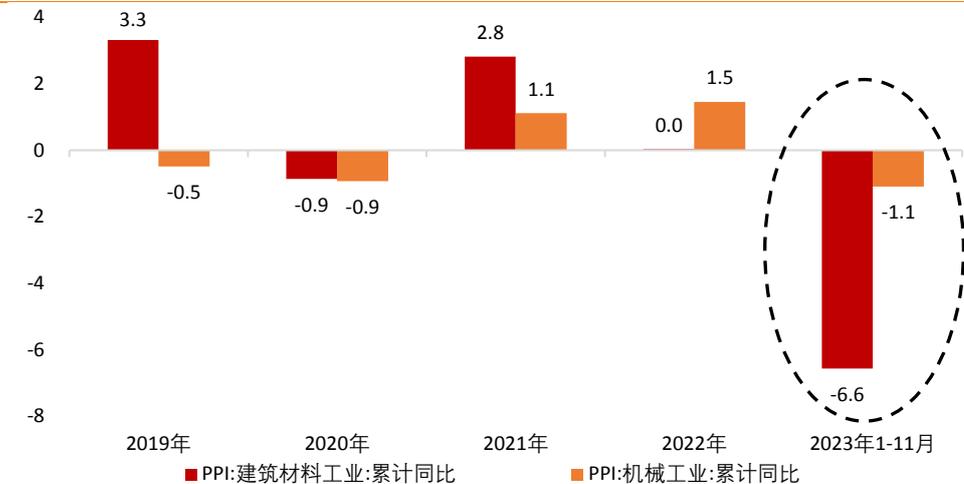


资料来源：Wind，天风证券研究所

我们推测，2023年实际施工强度的下滑，可能存在两方面的原因：

**第一，房地产投资是名义值，包含了价格因素，而今年1-11月建筑材料工业、机械工业PPI累计同比下滑6.6%、1.1%，拖累了实际施工强度的名义增长。**

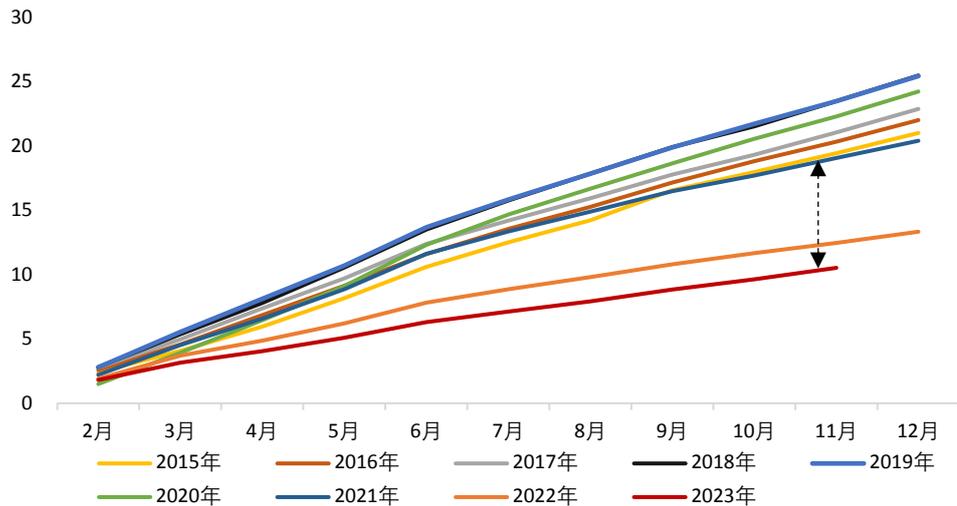
图 16：2023 年，与房地产建筑相关的行业 PPI 大幅下滑（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

**第二，可能与房企投资重心的后置有一定关系。**PPI的下滑幅度小于施工强度的下滑幅度，因此价格因素并不能完全解释实际施工强度的回落。我们认为，房企投资重心的后置可能也是导致实际施工强度下降的原因之一。过去，在房地产开发保持“高周转”的模式之下，“拿地-开工-封顶-预售-再拿地-再开工……”的循环速度较快，房企的投资重心落在前端，反映在数据上就是新开工面积在施工面积中的占比较高。而2022年开始，因预售资金监管收紧、房企减少拿地、侧重交付等原因，房地产开发的周转速度有所放缓，投资重心由前端逐渐向后端转移，2023年1-11月新开工占施工面积的比例仅有10.5%，较2022年同期下降1.9个百分点，较2021年同期下降8.5个百分点。而地产开发后端的外立面粉刷、管道门窗安装等环节的资金需求小于前端的打地基、建主体等环节，导致单位面积的建安设备投入弱于往年。

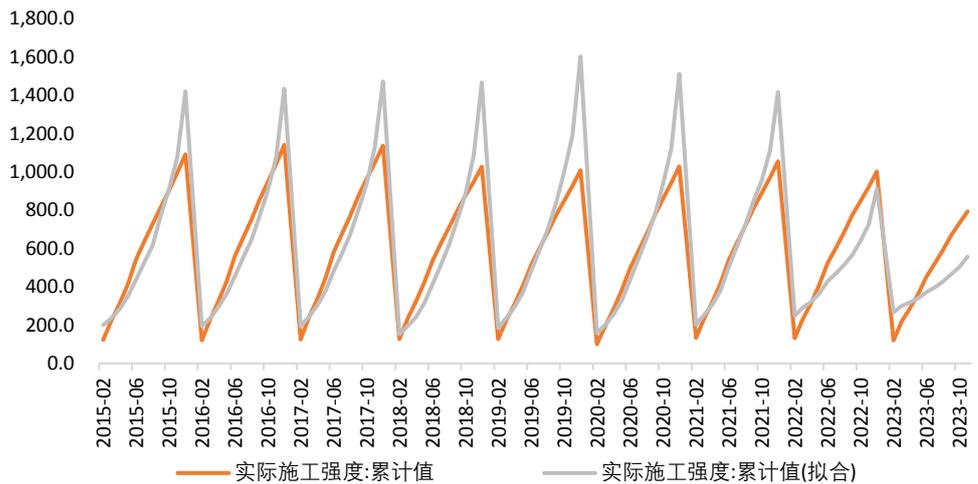
图 17：2022、2023 年，累计新开工面积在施工面积中的占比大幅下降（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

用 2015 年以来建筑材料工业 PPI、机械工业 PPI、新开工在施工面积中的占比、竣工在施工面积中的占比对实际施工强度进行回归后，模型拟合优度高达 0.86，价格因素和投资重心可以解释实际施工强度大部分的变动。

图 18：价格因素、投资重心对实际施工强度的解释效果较好（单位：元/平方米）



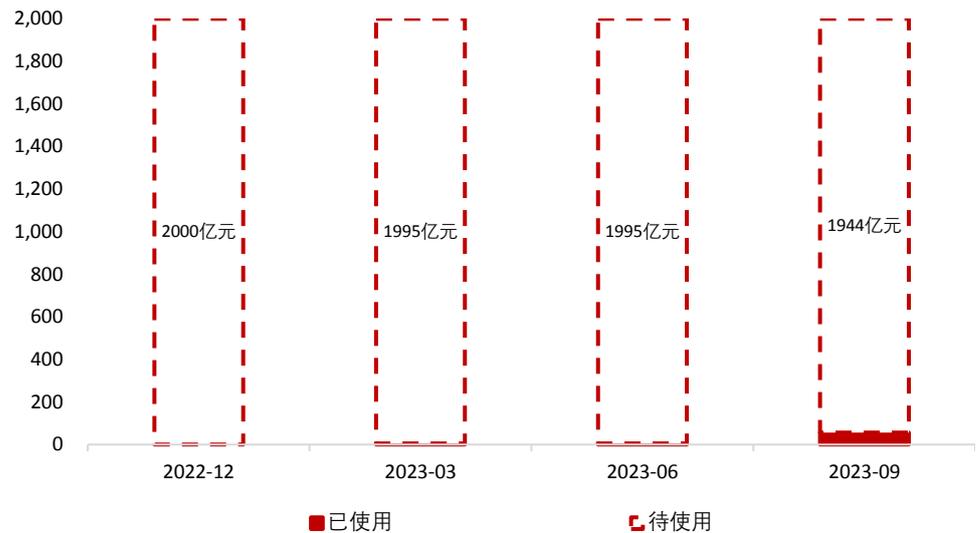
资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2.4. 竣工面积的趋势

2023 年房地产竣工走出了较强的趋势，1-11 月竣工面积累计同比增长了 17.9%，符合我们在报告《地产修复的事实》（2023.3.20）中的判断。

保交楼的推进贡献了一部分竣工增量，但可能并不是主要原因。2022 年四季度，央行推出了 2000 亿元的保交楼贷款支持计划，但实际使用进度明显偏慢，截至 2023 年三季度末，仅使用了 56 亿元，占总额度的 2.8%。

图 19：截至 2023 年三季度末，保交楼贷款支持计划仅使用 2.8%（单位：亿元）

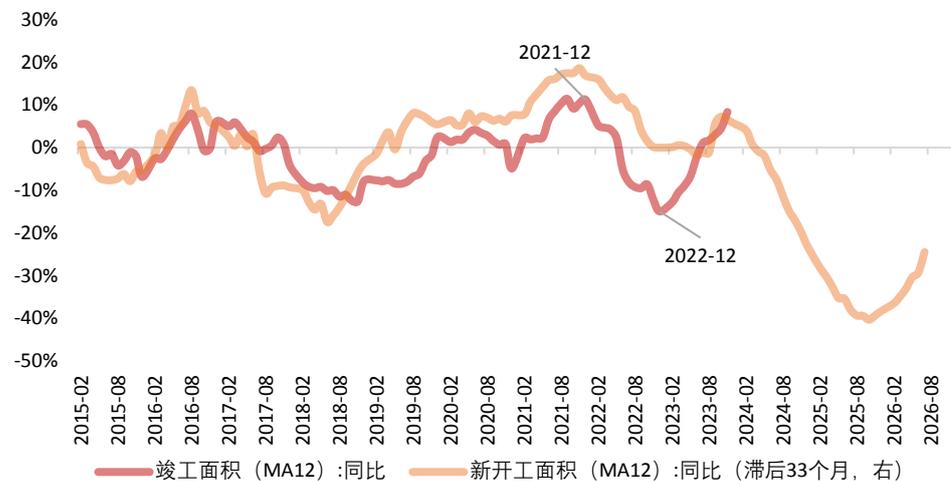


资料来源：中国人民银行官网，天风证券研究所

2023 年竣工表现较好，实际上还是 2020 年下半年到 2021 年上半年的开工项目较多。对新开工面积和竣工面积进行 12 个月移动平均处理后再计算增速，可以发现，新开工趋势大致领先竣工趋势 33 个月。因此，2023 年的竣工项目，大致的开工时间点是 2020 年下半年到 2021 年上半年，而当时的新开工表现相对较好，对今年的竣工趋势起到了决定性的作用。

但这同样意味着，如果保交楼无法有效提速，那么从开工周期来看，竣工趋势的拐点可能正在形成。

图 20：新开工面积增速大概领先竣工面积增速 33 个月（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

整体来看，2023 年的房地产市场呈现出了一些关键性的变化：居民对房价的预期仍然较为悲观，进而产生了二手房加速替代新房的趋势；房企较为悲观的预期进一步加剧，加快了对库存土地储备的开发；房地产开发的重心向后端转移，施工强度的波动中枢明显下降；前期较强的开工支撑了 2023 年的竣工，但拐点正在形成。

### 3. 展望 2024

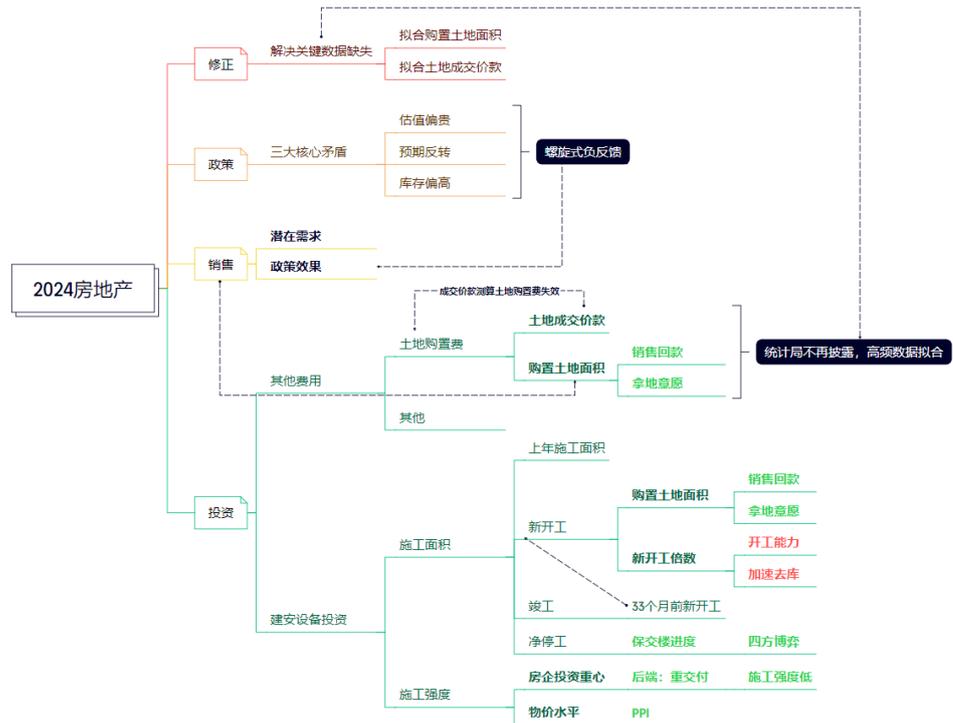
在对 2023 年房地产市场的边际变化和当前房地产的核心矛盾有了基本的判断以后，2024 年房地产市场的走势也就比较清晰了。

展望 2024 年的房地产市场，关键是要看哪些核心因素可能会发生变化，哪些大概率不会发生变化。

短周期维度（1 年以内）的房地产市场分析范式并没有发生大的变化，我们依然沿用在 2023 年房地产展望中搭建的分析框架，详细过程不再赘述，具体可以参考报告《对直觉的背离——2023 年房地产市场展望》（2023.12.10）。

简单来说，销售受潜在需求和市场预期的影响，房地产建安投资=施工面积×施工强度，施工面积取决于上年度施工面积、上年度竣工面积、上年净停工面积、当年复工面积和当年新开工面积。

图 21：2024 年房地产分析基本框架



资料来源：天风证券研究所

分析 2024 年房地产市场的逻辑起点仍然是三大核心矛盾。

2024 年的房地产市场可能仍会延续 2023 年的基本特征——二手房继续替代新房、房企继续主动去库、施工重心仍然靠后、竣工受 33 个月前新开工影响。

**第一，二手房的成交占比可能会继续提升，进而影响新房销售。**中性假设下，我们预计，2024 年商品房销售面积或将下滑 4%左右，降幅较 2023 年略有收窄；乐观假设下，预计增长 7%左右；悲观假设下，预计下滑 10%左右。

房企拿地可能仍将处于负增长状态。在乐观、中性、悲观情境下，我们分别假设 2024 年购置土地面积下滑 10%、15%、20%。

**第二，房企加速主动去库的行为预计也会得到延续。**这意味着房企或将继续加大对库存土地储备的开发，进而将新开工倍数维持在较高的水平。在中性假设下，我们预计 2024 年新开工倍数有望回到 2019-2021 年均值的水平，即 8.5 倍左右；在悲观情境下，我们假设新开工倍数与 2022 年持平，为 7.6 倍；在乐观情境下，我们假设新开工倍数与 2023 年持平，为 10.4 倍。

不过，虽然新开工倍数有望出现回升，但由于房企拿地面积连续大幅下滑，新开工面积的降幅可能会进一步扩大。根据对新开工倍数、购置土地面积的假设进行测算，乐观、中性、悲观情境下，2024 年新开工面积或将分别下滑 15%左右、30%左右、40%左右。

新开工面积会进一步拖累施工面积，但保交楼的推进也会影响到施工面积。当年施工面

积=上年末施工面积+当年新开工面积-上年竣工面积-上年净停工面积+当年复工面积。但在数据上，无法对（当年复工面积-上年净停工面积）做出拆分，因此作为一个整体进行分析。

通常来说，（当年复工面积-上年净停工面积）是一个负值。保交楼推进效果越好，则当当年复工面积越大。在中性情境下，我们假设保交楼延续 2023 年的推进速度，（当年复工面积-上年净停工面积）与 2023 年持平；在悲观情境下，假设（当年复工面积-上年净停工面积）与 2022 年持平；在乐观情境下，假设（当年复工面积-上年净停工面积）的收敛幅度与 2023 年持平。

结合对新开工、复工和净停工的预期，在乐观、中性、悲观情境下，我们预计 2024 年施工面积分别下滑 5%左右、10%左右、15%左右。

### 第三，施工强度可能会止跌，但回升的空间也较为有限。

一方面，2024 年 PPI 同比增速有望回升至略高于 0%的水平（详见报告《2024 年制造业投资展望》，2023.12.23），意味着价格因素对施工强度既不会有更多的拖累，但也不会有明显的提振。

另一方面，在房企预期仍然偏弱的情况下，开发周转速度可能很难出现明显加快，房企的施工重心预计仍然侧重于后端，竣工占比的下降可能会导致施工强度略高于 2023 年，但难以出现明显的提升。

在乐观、中性、悲观的假设下，我们预计 2024 年施工强度分别较 2023 年提高 5%、2.5%、0%。

### 第四，2024 年竣工趋势取决于 2021 年下半年和 2022 年上半年的开工状况。

在中性假设下，保交楼延续 2023 年的推进速度，则按照新开工领先竣工 33 个月的规律测算，预计 2024 年竣工面积下滑 9%左右。乐观假设下，保交楼明显提速，预计竣工面积基本持平 2024。悲观假设下，保交楼推进速度进一步放缓，竣工面积预计下滑 15%左右。

综合来看，在乐观、中性、悲观假设下，我们预计 2024 年房地产建安设备投资较 2023 年分别下滑 1%、9%和 15%。

表 2：2024 年房地产市场主要指标增速预测（单位：%）

	销售面积	新开工	施工	竣工	建安投资
2021	1.9%	-11.4%	5.2%	11.2%	7.2%
2022	-24.3%	-39.4%	-7.2%	-15.0%	-11.0%
2023E	-7.2%	-20.9%	-5.6%	15.1%	-11.8%
2024 乐观	6.9%	-13.7%	-5.6%	0.2%	-0.9%
2024 中性	-4.3%	-30.8%	-10.9%	-9.0%	-8.7%
2024 悲观	-10.1%	-39.5%	-15.3%	-14.7%	-15.3%

资料来源：Wind，天风证券研究所

需要声明的是，由于三大工程受政策影响较大，不确定性较高，以上分析仅从房地产内生角度出发，暂未考虑三大工程的外生影响。

## 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

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com