



房地产行业研究

买入（维持评级）

行业点评
证券研究报告

房地产组

分析师：杜昊旻（执业 S1130521090001） 分析师：方鹏（执业 S1130524030001）
duhaomin@gjzq.com.cn fang_peng@gjzq.com.cn

政治局会议提“去库存”，地产股底部基本明确

事件

2024年4月30日，中共中央政治局召开会议。会议强调，要持续防范化解重点领域风险。继续坚持因城施策，压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任，切实做好保交房工作，保障购房人合法权益。要结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。

点评

中央提出消化存量房产和优化增量住房，或对行业发展具有历史性影响意义。2023年7月政治局会议提出“房地产市场供求关系发生重大变化的新形势”，此次会议提出“统筹研究消化存量房产和优化增量住房”，即房地产去库存。在房地产行业过去20余年的发展中，中央与之类似的提法是在2015年12月的“要化解房地产库存”和2016年4月的“有序消化房地产库存”，随后在棚改去库存的带动下，房地产市场脱离低谷，走出牛市。在此次中央明确定调后，我们预计系列自上而下平衡房地产供求关系、去库存的相关措施将相继落地，对行业产生的影响或是历史级别。

优化新房供给结构，提升存量房流动性，或是本轮地产去库存发力点。在“保障房+商品房”的新发展模式，“人、房、地、钱”联动新机制的建立是重点，对此市场供给也发生调整，2024年3月深圳取消70/90政策，提升商品房项目改善性产品的占比；4月成都新政中提出对住宅及商服类用地供销比偏高的区域，适当减少用地供应。在存量房方面，据中房报统计目前已有近50城表态支持“以旧换新”，地方政府收储存量房作为保障性住房，为市场注入流动性，打通二手房置换链条，促进置换需求的释放，有利于房地产市场的平稳健康发展。当前地方层面的范式基本形成，未来需要自上而下在全国总量层面给予政策支持，推进“以旧换新”等去库存措施顺利落地。

坚持因城施策，需求侧限制性措施预计逐步取消。在本轮地产周期中，各地自2022年起开始优化房地产调控措施，目前除海南省外，全国楼市仅剩北上广深四大一线城市及杭州（仅新房）、天津（核心区120平以下）、西安等核心区域仍维持限购政策，未来调控持续放松、限制性措施取消是大趋势。而针对一线城市的调控，基于当前相对有韧性的市场和需求，我们预计一线城市调控优化难以实现“一步到位”，未来或逐步从取消改善性住房限购、取消远郊区域限购、降低社保年限、优化城中村改造项目（历史风貌项目等）限购等方面落地，如4月30日北京出台新政，在现有限购要求下允许在五环外多购买一套住房。

全国楼市处筑底阶段，地产股底部基本确立。2021年下半年至今房地产行业深度回调，全国新开工和土地成交面积回调至2007年水平，销售额和开发投资额回调至2016-17年水平。2024年1-4月百强房企销售额同比下滑49%，4月单月销售额同比-47%，基本面在短期内快速回暖尚有一定难度。而地产股股价的反应通常快于基本面的复苏，以2008年金融危机时期美国为例，其新建住房销量底出现在2010年11月，而霍顿等房企的股价底则出现在2009年1月。目前A股房地产板块PB估值仅0.63倍，处历史底部，此次政治局会议表态去库存，预计将明确地产股的底部。

投资建议

政治局会议首提消化存量房产和优化增量住房，预计将对行业产生重大影响，虽然基本面短期难快速复苏，但优质房企的股价或将率先反应市场预期的好转。首推重点布局持续深耕一线及核心二线城市，主打改善性产品的央国企，如**建发国际集团、中国海外发展、招商蛇口、越秀地产**等。其次推荐受益于政策利好不断落地，一二手房市场活跃度提升，拥有核心竞争力的房产中介平台**贝壳**。

风险提示

宽松政策对市场提振不佳；三四线城市恢复力度弱；房企出现债务违约



图表附录

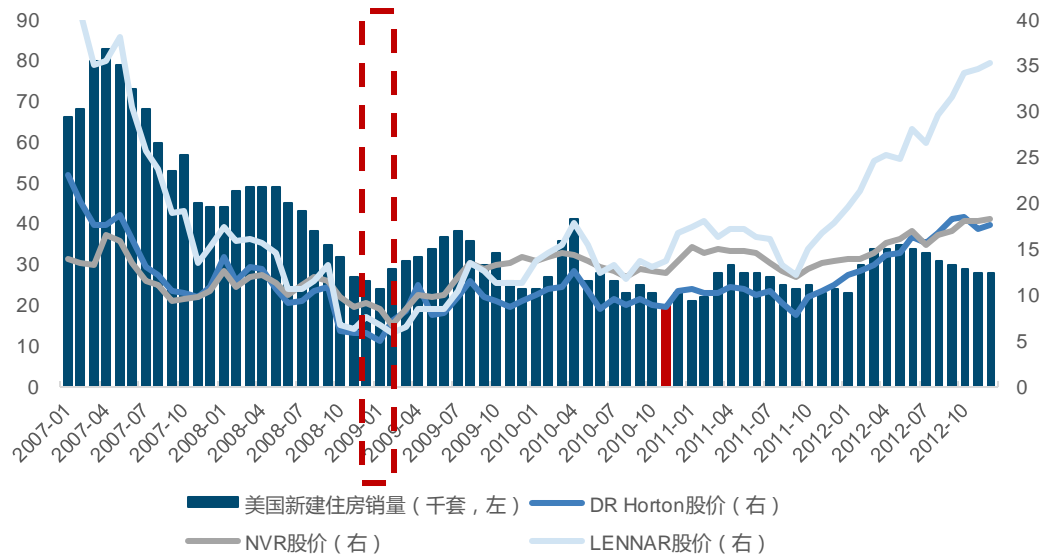
图表1: 历年中央政治局会议对房地产的表态

时间	内容
2019年4月	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制。
2019年7月	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。
2019年12月	——
2020年4月	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展。
2020年7月	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展。
2020年12月	促进房地产市场平稳健康发展。
2021年4月	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，增加保障性租赁住房 and 共有产权住房供给，防止以学区房等名义炒作房价。
2021年7月	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位， 稳地价、稳房价、稳预期，促进房地产市场平稳健康发展。 加快发展租赁住房，落实用地、税收等支持政策
2021年12月	要推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求， 促进房地产业健康发展和良性循环。
2022年4月	要有效管控重点风险，守住不发生系统性风险底线。 要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展。
2022年7月	要稳定房地产市场， 坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求， 压实地方政府责任，保交楼、稳民生。
2022年12月	——
2023年4月	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，支持刚性和改善性住房需求， 做好保交楼、保民生、保稳定工作， 促进房地产市场平稳健康发展， 推动建立房地产业发展新模式。在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。 规划建设保障性住房。
2023年7月	要切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。
2023年12月	——
2024年4月	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。

来源：政府官网，国金证券研究所

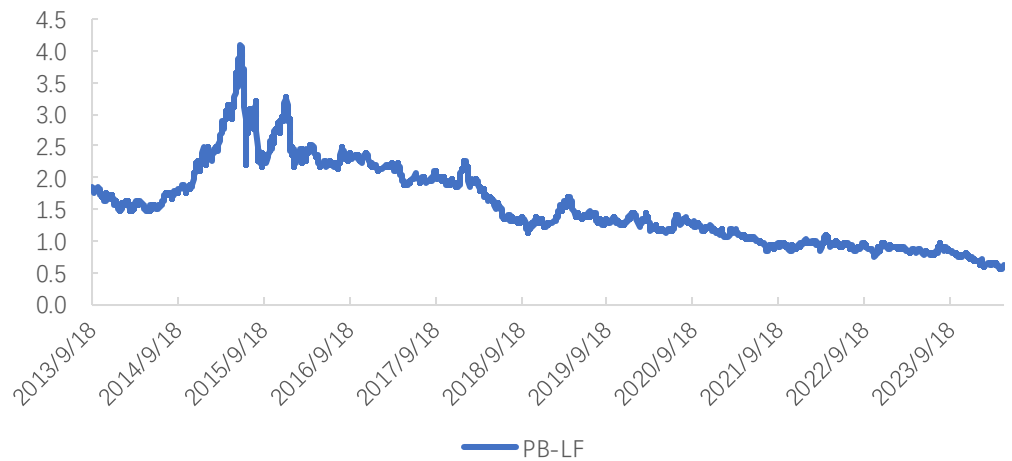


图表2: 金融危机期间美国新房销量及重点公司股价走势



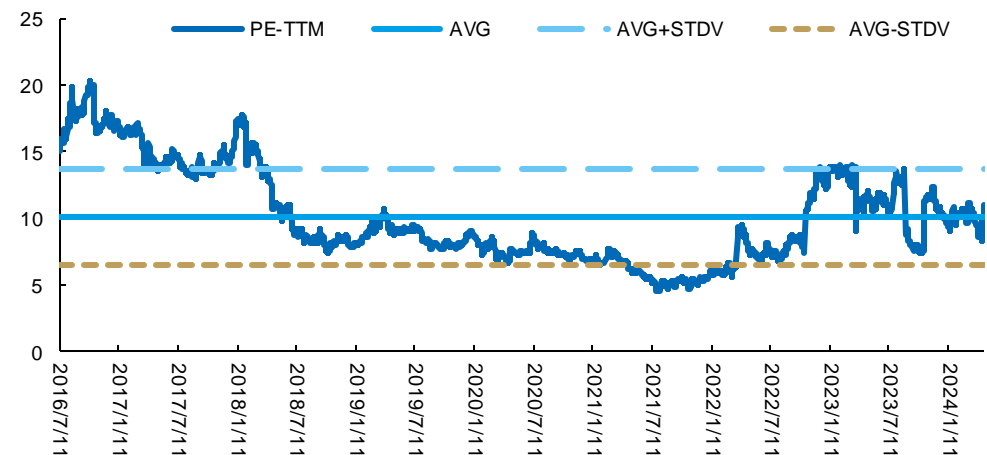
来源: wind, 国金证券研究所

图表3: A股地产PB-LF



来源: wind, 国金证券研究所 注: 截至 2024 年 4 月 30 日

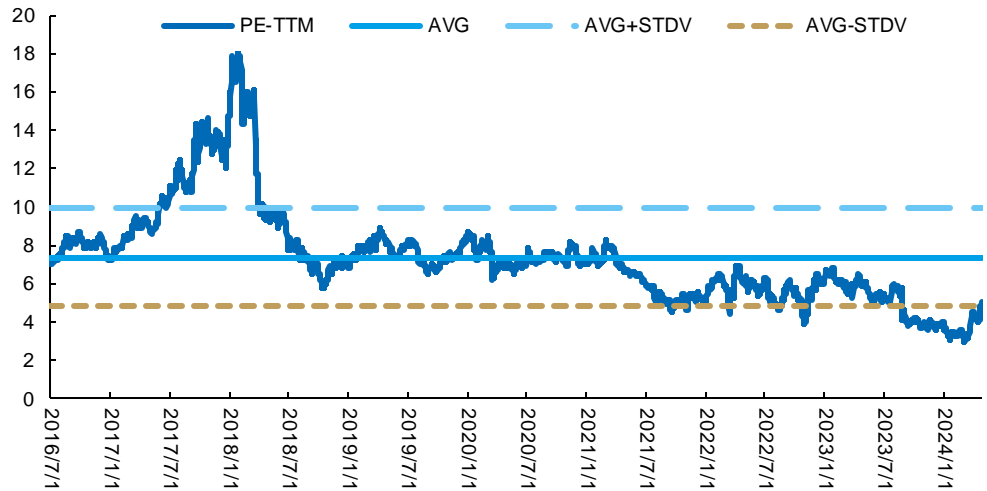
图表4: A股地产PE-TTM处于历史低位



来源: wind, 国金证券研究所 注: 13 支 A 股标的



图表5: 港股地产 PE-TTM 处于历史低位



来源: wind, 国金证券研究所 注: 12 支港股标的

图表6: 覆盖公司估值情况

股票代码	公司	评级	市值 (亿元)	PE			归母净利润 (亿元)			归母净利润同比增速		
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
000002.SZ	万科 A	增持	813	6.7	6.5	6.4	121.6	125.1	127.5	-46%	3%	2%
600048.SH	保利发展	买入	1,067	8.8	8.4	7.7	120.7	127.5	138.7	-34%	6%	9%
001979.SZ	招商蛇口	买入	767	12.1	8.4	6.5	63.2	91.1	118.1	48%	44%	30%
600153.SH	建发股份	买入	299	2.3	4.4	3.6	131.0	67.6	84.0	109%	-48%	24%
002244.SZ	滨江集团	买入	209	8.3	6.4	5.2	25.3	32.7	40.4	-32%	29%	24%
600325.SH	华发股份	买入	173	9.4	8.6	7.6	18.4	20.1	22.6	-29%	9%	12%
0688.HK	中国海外发展	买入	1,449	5.7	5.0	4.5	256.1	290.0	322.2	10%	13%	11%
3900.HK	绿城中国	买入	159	5.1	4.4	3.4	31.2	36.1	47.0	13%	16%	30%
1908.HK	建发国际集团	买入	269	5.3	3.4	3.3	50.3	78.5	82.6	2%	56%	5%
0123.HK	越秀地产	买入	172	5.4	4.8	4.4	31.9	35.7	39.3	-19%	12%	10%
9979.HK	绿城管理控股	买入	123	12.6	10.0	8.1	9.7	12.2	15.3	31%	26%	25%
2423.HK	贝壳*	买入	1,382	14.1	12.8	12.6	98.0	107.9	109.6	245%	10%	2%
9666.HK	金科服务	买入	52	N.A.	9.6	8.9	-9.5	5.4	5.8	48%	n.a.	8%
6098.HK	碧桂园服务	增持	160	54.8	15.6	11.2	2.9	10.2	14.4	-85%	250%	40%
1209.HK	华润万象生活	买入	577	19.7	15.8	13.8	29.3	36.5	41.8	33%	25%	14%
3316.HK	滨江服务	买入	44	8.9	7.8	6.8	4.9	5.7	6.5	20%	15%	14%
6626.HK	越秀服务	买入	41	8.5	7.3	6.3	4.9	5.6	6.5	17%	16%	15%
2156.HK	建发物业	买入	42	9.1	8.4	6.3	4.7	5.1	6.8	89%	9%	33%
	平均值		433	11.6	8.2	7.0	55.3	60.7	68.3	23%	29%	17%
	中位值		191	8.8	8.1	6.4	30.2	35.9	41.1	15%	15%	14%

来源: wind, 国金证券研究所 注: 1) 数据截至 2024 年 4 月 30 日; 2) 预测数据为国金预测; 贝壳的利润数据为 Non-GAAP 净利润口径。



风险提示

宽松政策对市场提振不佳。目前房地产调控宽松基调已定，各地均陆续出台房地产利好政策，若政策利好对市场信心的提振不及预期，市场销售将较长一段时间处于低迷态势。

三四线城市恢复力度弱。目前一二线城市销售已有企稳复苏迹象，而三四线城市成交量依然在低位徘徊，而本轮市场周期中三四线城市缺少棚改等利好刺激，市场恢复力度相对较弱。

房企出现债务违约。若在宽松政策出台期间，房企出现债务违约，将对市场信心产生更大的冲击。房企自救意愿低落、消费者观望情绪加剧、金融机构挤兑债务等，或导致房地产业良性循环实现难度加大。



行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究