



# 房地产行业研究

买入（维持评级）

行业专题研究报告

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

## 地产重启去库存，明确释放底部信号

### 行业观点

**供需两端齐发力，推动地产去库存。**2021年下半年以来，房地产市场销售下行，库存增加，截至2024年3月，中国商品房待售面积达7.48亿方，已超过2015-2016年周期的高点7.39亿方。中央在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”后，2024年4月提出“消化存量房产和优化增量住房”，即房地产去库存。房企去库存预计从供需两端发力，供给端自然资源部发文控制供地，库存去化周期36个月以上的城市暂停供地；需求端以旧换新盘活存量，通过市场化推进和政府“收储”两种模式推进，其中政府“收储”更能注入流动性，但由于地方政府加杠杆能力有限，预计自上而下的PSL、专项债、特殊国债等政策支持将相继落地推动去库存。

**地产调控进一步优化，促进行业健康发展。**①所有地市当前均已建立房地产融资协调机制，以项目为主体，防风险保交付，截至3月底，有1979个项目共获得银行授信4690.3亿元，1247个项目已获得贷款发放1554.1亿元；经营性物业贷为拥有优质持有资产的房企拓宽融资渠道，短期改善房企的资金状况。②推进房地产新发展模式背景下，商品房限制性措施预计将逐步退出历史舞台，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、降低社保年限限购等方面落地。③当前全国（除北京主城六区）首套房贷利率进入3+时代，而对标2014-16年周期，从基准利率下调幅度、房贷利率打折水平看，房贷利率均还有下降空间。

**行业基本面筑底，改善需求是支撑。**①全国土地成交面积回调至2007年水平，较高点下滑58%，商品房销售面积回调至2012年水平，较高点下滑38%；土地成交降幅大于住宅成交降幅，且2021-2023年城投拿地占比分别为24%、49%和40%，此部分成交较难形成有效供给，未来供求关系有望改善。②一线城市房价已回调至2019-2020年水平，重点50城租金回报率回升至1.95%（一线1.8%），若租金回报率回升至2%以上，对购房需求释放将有促进作用。③我国房地产开发投资从2017年高点到2023年的5年时间已回调25%，对标美国从2006年高点回调至2011年的低点，5年时间回调32%，我国房地产行业正处于筑底阶段，继续快速大幅下跌的空间较小。④据联合国人口展望报告，中国20-35岁的刚性购房群体在1995年已达峰值，在2020年以后快速下降；35-55岁的改善购房群体在2015年达到峰值，且在2040年以前将保持较高水平；据贝壳研究院展望，到2035年中国改善需求和拆迁需求合计占比高达9成。

**地产股底部明确，优质房企布局正当时。**①目前A股房地产板块PB估值仅0.63倍，处历史底部，而地产股股价的反应通常快于基本面的复苏，金融危机时期美国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，430政治局会议表态去库存，预计将明确地产股的底部。②在行业供给侧出清过程中，流动性为王。资产流动性越高的房企安全垫更厚，更能在本轮行业周期中坚持到基本面复苏的到来，如建发国际集团、绿城中国、滨江集团等房企竣工存货占比低、辍重少，资产流速快。③在行业低谷，高分红高股息的房企更能给予市场信心，头部央企国企2023年分红率都在30%以上，港股头部房企在股息率在5%以上，A股头部房企在3.5%以上。

### 投资建议

行业基本面处于筑底阶段，各项指标发生深度回调，未来改善需求预计将成为房地产市场主要支撑；地产板块底估值处于历史低位水平，而地产股股价的反应通常快于基本面的复苏，在430政治局会议表态去库存后，预计系列有效政策措施将相继落地，地产股的底部明确。首推具备持续拿地能力、布局核心城市核心地块、主打改善产品的房企，如建发国际集团、绿城中国、滨江集团等；稳健选择头部央企国企，如招商蛇口等，未来业绩恢复增长引导估值提升。以旧换新盘活存量，一二手房市场活跃度提升，推荐受益于存量房流动性增加的中介平台贝壳。

### 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。



## 内容目录

一、供需两端齐发力，推动地产去库存.....	6
1.1 供给端去库存：控制新增土地供应，平衡市场供求关系.....	6
1.2 需求端去库存：以旧换新盘活存量，自上而下提供流动性.....	7
二、地产调控政策进一步优化，促进行业健康发展.....	10
2.1 防风险，房地产融资协调机制加速落地.....	10
2.2 促消费，房地产调控限制措施逐步退出.....	11
2.3 降成本，房贷利率仍有持续下行空间.....	12
三、行业基本面筑底，改善需求是支撑.....	14
3.1 行业基本面正处于筑底阶段.....	14
3.2 改善型需求预计将是未来房地产市场主力支撑.....	17
3.3 行业格局持续优化，头部改善型央国企地位进一步巩固.....	18
四、优质房企布局正当时.....	20
4.1 地产板块股价底部基本确立，预计将走向拐点.....	20
4.2 资产质量高的房企更有持续发展能力.....	21
4.3 积极回报股东的房企或更受市场认可.....	22
五、投资建议.....	23
风险提示.....	25

## 图表目录

图表 1： 2023 年全国房地产基本面指标与历史对比.....	5
图表 2： 中国商品房销售金额及同比走势.....	5
图表 3： 中国商品房待售面积走势.....	6
图表 4： 重点 60 城可售存量及去化周期.....	6
图表 5： 政府“收储”式以旧换新案例.....	7
图表 6： 中国地方政府债务限额及余额空间.....	8
图表 7： 试点城市租赁住房贷款支持计划落地情况.....	8
图表 8： 2014 年以来 PSL 月度新增量及期末余额走势.....	9
图表 9： 地方政府月度新增专项债券走势.....	9
图表 10： 地方政府月度新增“棚改专债券”走势.....	9
图表 11： 房地产融资协调机制示意图.....	10
图表 12： 房地产融资协调机制进展.....	10



图表 13:	典型房地产公司投资性房地产及抵押情况	11
图表 14:	重点城市最新房地产调控情况	11
图表 15:	一年期&五年期 LPR 走势	13
图表 16:	2014-2016 年与本轮放松周期基准利率调整对比	13
图表 17:	2014-2016 年与本轮放松周期个人住房贷款利率/基准利率 (打折情况)	13
图表 18:	中国人民银行, 历年个人住房贷款利率/基准利率走势	14
图表 19:	全国 300 城月度累计供求及同比走势	14
图表 20:	历年典型房企拿地强度走势	15
图表 21:	历年各主体拿地金额占比	15
图表 22:	70 大中城市新房房价环比走势	15
图表 23:	70 大中城市二手房房价环比走势	15
图表 24:	一线城市二手房报价指数	15
图表 25:	重点 50 城历年租金回报率走势	16
图表 26:	各能级城市历年租金回报率走势	16
图表 27:	租金回报率和其他投资收益率对比	16
图表 28:	美国建筑支出总额走势	16
图表 29:	日本建筑投资总额走势	16
图表 30:	中国城镇人口及城镇化率	17
图表 31:	中国居民家庭户均人口走势	17
图表 32:	中国城镇人均住房面积 (平)	17
图表 33:	主力购房人群及养老购房人群数量走势	18
图表 34:	主力购房人群结构性差异	18
图表 35:	未来房地产市场需求结构	18
图表 36:	各梯队房企市占率走势	19
图表 37:	典型房企近年来市占率走势	19
图表 38:	TOP30 房企中各类型房企数量	19
图表 39:	A 股地产 PB-LF	20
图表 40:	典型房企 PB 估值情况	20
图表 41:	金融危机期间美国新房销量及重点公司股价走势	21
图表 42:	典型房企竣工存货占总存货比例对比	21
图表 43:	典型房企资产流速对比	22
图表 44:	典型房企待偿负债覆盖倍数对比	22
图表 45:	重点房企 2021-2023 年分红总额 (亿元人民币)	23
图表 46:	典型房企 2023 年分红及对应股息率情况	23
图表 47:	A 股地产 PE-TTM	24



图表 48: 港股地产 PE-TTM .....	24
图表 49: 覆盖公司估值表 .....	25



中国房地产行业各项基本面指标自 2021 年下半年多数均深度回调。全国新开工和土地成交面积回调至 2007 年水平, 较高点下滑均超 50%; 商品房销售额回调至 2016 年水平, 销售面积回调至 2012 年水平, 较高点下滑均超 30%; 房地产开发投资额回调至 2017 年水平, 较高点下滑超 20%。基于较为严峻房地产运行形势, 中央在 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”, 需要加快构建房地产新发展模式。

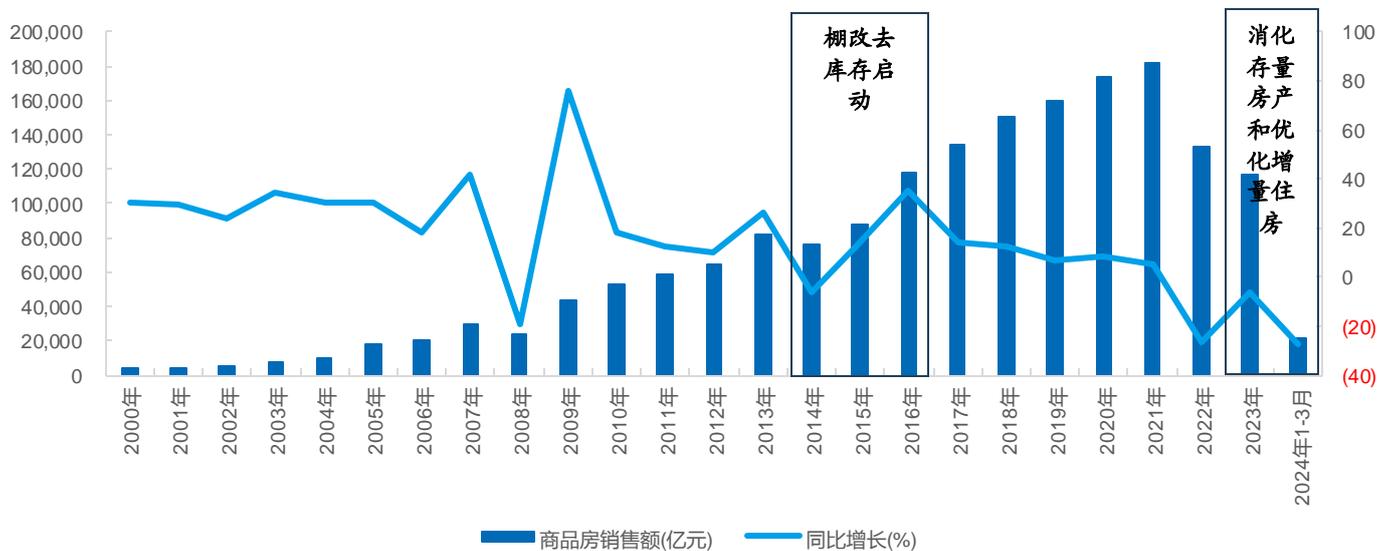
图表1: 2023 年全国房地产基本面指标与历史对比

指标	单位	2023 年绝对值	回调至年份	回调年份绝对值	高点年份	高点绝对值	自高点下滑幅度
房地产业增加值	亿元	73,723	2020 年	73,425	2021 年	77,216	-5%
房地产业增加值占 GDP 比例	%	5.85%	2014 年	5.92%	2020 年	7.24%	-139BP
300 城宅地成交建面	亿方	49,482	2007 年	37,817	2020 年	117,516	-58%
300 城宅地成交金额	亿元	28,716	2016 年	22,876	2020 年	52,328	-45%
商品房销售面积	亿方	11.17	2012 年	11.13	2021 年	17.94	-38%
新开工房屋面积	亿方	9.54	2007 年	9.54	2019 年	22.72	-58%
竣工房屋面积	亿方	9.98	近十年波动较小	—	2014 年	10.75	-7%
商品房销售额	亿元	116,622	2016 年	117,627	2021 年	181,930	-36%
房地产开发投资额	亿元	110,913	2017 年	109,799	2021 年	147,602	-25%
房地产开发企业本年资金来源	亿元	127,459	2015 年	125,203	2021 年	201,132	-37%
中国: 房地产开发贷款余额	亿元	128,800	4Q22	126,900	1Q23	133,000	-3%
中国: 个人住房贷款余额	亿元	381,700	4Q21	383,000	1Q23	389,000	-2%

来源: 国家统计局, 中国人民银行, 中指数据, 国金证券研究所

2024 年 4 月中央政治局会议首提消化存量房产和优化增量住房。在房地产行业过去 20 余年的发展, 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。在此次中央明确调“消化存量房产和优化增量住房”, 即房地产去库存启动后, 预计系列自上而下平衡房地产供求关系、去库存的相关措施相继落地, 对行业发展将产生深刻影响。

图表2: 中国商品房销售金额及同比走势



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

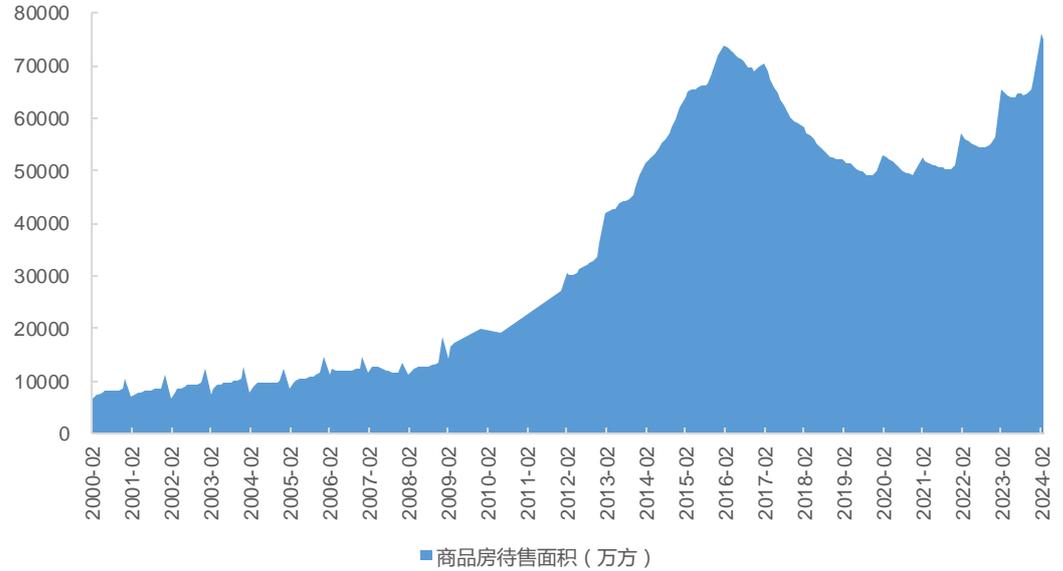


## 一、供需两端齐发力，推动地产去库存

### 1.1 供给端去库存：控制新增土地供应，平衡市场供求关系

自 2021 年下半年以来，中国房地产市场进入“累库”阶段。随着房地产市场销售的下行，市场库存增加，截至 2024 年 3 月，中国商品房待售面积（已竣工但未销售的面积）达 7.48 亿方，已超过 2015-2016 年周期的高点 7.39 亿方。

图表3：中国商品房待售面积走势



来源：国家统计局，国金证券研究所

中央定调“消化存量房产和优化增量住房”后，自然资源部发文指出控制土地供应。2024 年 4 月，自然资源部发文指出：商品住宅去化周期超过 36 个月的，应暂停新增商品住宅用地出让，同时下大力气盘活存量，直至商品住宅去化周期降至 36 个月以下；商品住宅去化周期在 18 个月（不含）-36 个月之间的城市，要按照“盘活多少、供应多少”的原则，根据本年度内盘活的存量商品住宅用地面积（包括竣工和收回）动态确定其新出让的商品住宅用地面积上限。各地商品住宅去化周期、盘活存量商品住宅用地数据按季度动态更新。

重点 60 城市多数城市有去库存压力。据中指数据，截至 2024 年 3 月，重点 60 城商品住宅在售库存合计 4.25 亿方，分别按 3 月、6 月、12 月销售均值计算，其去化周期为 29.0、23.6 和 21.0 个月，处于 18-36 个月之间。分城市看，60 城中 3 月平均的去化周期仅杭州、上海等 8 城小于 18 个月，28 城去化周期在 18-36 个月之间，24 城去化周期大于 36 个月（其中 18 个为三四线城市）。

图表4：重点 60 城可售存量及去化周期

城市	可售存量	去化周期			城市	可售存量	去化周期		
		MA3	MA6	MA12			MA3	MA6	MA12
杭州	147	7.2	3.7	3.5	武汉	1,660	30.6	19.8	19.2
上海	828	11.0	9.3	7.7	南宁	664	30.8	20.2	18.4
南昌	152	11.4	8.2	7.3	昆明	584	31.8	27.6	24.2
东营	220	15.1	20.8	21.3	汕头	547	32.7	29.9	30.2
西安	763	15.5	10.5	10.6	东莞	423	33.3	19.8	19.2
重庆	597	16.5	13.9	12.8	无锡	478	35.2	29.5	25.7
温州	991	16.6	21.2	20.8	中山	505	36.5	28.6	23.3
淄博	544	17.1	15.9	13.8	青岛	1,924	36.7	28.1	22.2
湛江	244	18.8	18.4	17.0	连云港	611	36.9	25.2	34.3
成都	1,576	20.1	14.7	12.7	芜湖	162	37.1	30.1	30.8



镇江	502	20.2	17.6	15.0	新乡	1,169	37.7	39.2	35.2
济南	1,079	20.6	21.4	17.5	威海	365	38.3	35.6	33.9
天津	1,211	20.9	17.7	17.2	南京	643	39.4	22.9	18.9
菏泽	266	20.9	21.6	20.0	厦门	307	39.9	24.4	21.5
徐州	812	21.7	13.6	11.9	西宁	279	40.4	36.9	28.5
福州	1,156	21.7	24.8	23.6	深圳	884	40.8	33.8	30.5
南通	363	22.8	21.1	26.8	泉州	778	41.3	37.3	29.2
合肥	337	22.9	15.2	10.7	江阴	183	43.9	35.8	27.0
北京	1,088	23.4	20.6	18.4	舟山	127	45.0	45.6	37.7
长春	651	23.8	19.1	18.0	海口	688	46.8	35.8	30.2
桂林	76	24.0	24.8	26.2	惠州	1,327	47.6	35.5	27.2
佛山	772	24.8	20.9	18.1	珠海	724	48.2	40.0	40.7
扬州	223	24.9	25.5	22.4	绍兴	201	54.8	44.1	35.4
宁波	762	25.4	23.0	19.7	兰州	1,098	57.4	53.3	46.2
苏州	559	26.0	18.9	15.8	郑州	3,056	60.5	44.6	38.1
长沙	681	27.8	17.4	14.8	烟台	729	62.0	59.4	45.3
广州	1,172	27.9	21.8	19.4	金华	350	67.5	59.5	32.4
昆山	179	28.3	26.2	19.6	泰州	166	72.8	64.8	63.2
张家港	168	28.9	30.3	28.6	大连	837	83.0	55.9	59.5
沈阳	1,063	29.9	30.5	26.1	赣州	1,887	86.3	75.0	77.2

来源：中指数据，国金证券研究所 注：可售存量截至 2024 年 3 月

### 1.2 需求端去库存：以旧换新盘活存量，自上而下提供流动性

以旧换新或将是盘活存量的主要措施。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，打通一二手房置换链条，促进置换需求的释放，有利于房地产市场的平稳健康发展。从目前实施以旧换新的城市看，主要分为两类模式，第一类为市场化以旧换新，参与主体为居民、房企和中介，以打通一二手房置换链堵点为主；第二类为政府“收储”式以旧换新，地方政府收购存量住房做为保障房，居民将存量房出售给政府后再购买新房。从力度上看，第二类政府收储式模式更能为市场注入流动性。

图表5：政府“收储”式以旧换新案例

时间	城市	规模	收购方	收购价格	收购资产状况	购买新房要求
2024-4	南京	2000 套	南京安居集团	以评估价为依据	1)南京市主城六区； 2)产权清晰,状态为可交易(不存在抵押、担保或查封等其他不可置换状态)	收购的二手房回收总价不超过新房的 80%
2024-4	无锡(梁溪区)	200 套	梁溪城发集团	专业评估师评估	1)真实有效的产权证明,确保房屋权属晰; 2)不存在抵押、质押、担保或查封等其他不可置换状态。	1)梁溪城发集团下属控股在售项目; 2)收购的二手房回收总价不超过新房的 60%; 3)一套存量二手商品住房置换一套新房。
2024-4	海安	100 套	地产公司和第三方机构评估,交易双方共同协商确认		城区核心区	金石博雅园、碧桂园山河宸院、金麟甲第、中杰凤凰城、海德花园、海德二期、院语江南、丽水湾、奥体首府等 9 个项目

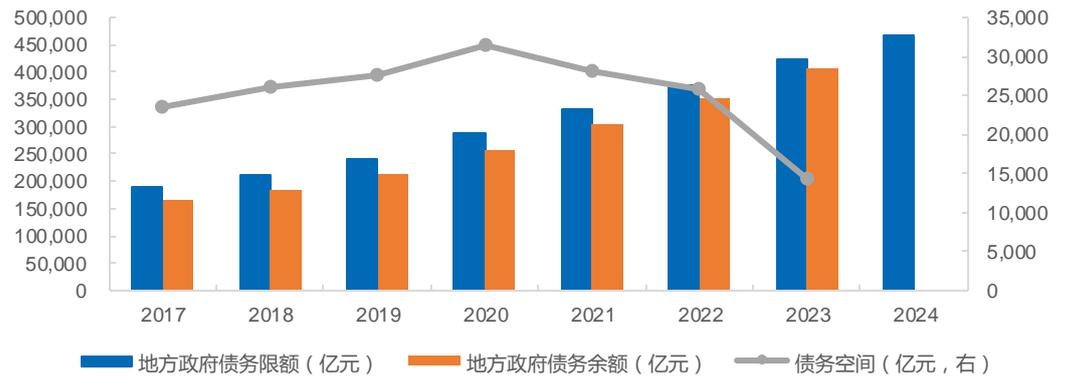


2024-4	郑州	5000 套	郑州城发集团	-	1)金水区和郑东新区,且位于三环内; 2)建面不超过 120 平米,竣工备案起不超过 15 年; 3)无抵押、无担保、无按揭、未设立居住权;小区具有物业;房屋未被租赁。	1)现房; 2)主城区范围内
2024-3	宣城	100 套	宣城城建集团	-	1)主城区水阳江大道围合区域及周边部分区域; 2)建面在 144 平以下; 3)独立不动产权证,无抵押无担保、无纠纷无违建无安全隐患的成套住宅。	1)旧房收购价不高于新房及车位销售价; 2)居民家庭可以用一套或多套旧房置换一套或多套新房及车位。

来源：政府官网，财联社，克而瑞，国金证券研究所

**地方加杠杆能力较弱，需自上而下给予政策和资金支持。**2023 年地方政府债务限额 42.17 万亿元，债务余额 40.74 万亿元，可加杠杆空间 1.43 万亿元，自 2020 年起持续下降。若政府收储式以旧换新仅靠地方政府加杠杆完成，推进效果或相对较弱，需要自上而下的政策和资金支持。

图表6：中国地方政府债务限额及余额空间



来源：wind，国金证券研究所

自上而下的千亿级租赁住房贷款支持计划已有落地。2023 年 1 月，央行创设租赁住房贷款支持计划，在重庆、济南、郑州、长春、成都、福州、青岛、天津等 8 个城市开展试点，支持批量收购存量住房用于扩大租赁住房供给，额度为 1000 亿元，对于符合要求的贷款，按贷款本金的 100% 予以资金支持，利率为 1.75%。截至目前，济南、福州、天津、青岛均已经落地首批租赁住房贷款支持计划试点贷款，用于购置存量住房用作保障性租赁住房，首笔贷款均由国家开发银行牵头，贷款金额总计 40.8 亿元，授信额度超 73 亿元，授信和项目运营主体多为市属国企或城投平台。

图表7：试点城市租赁住房贷款支持计划落地情况

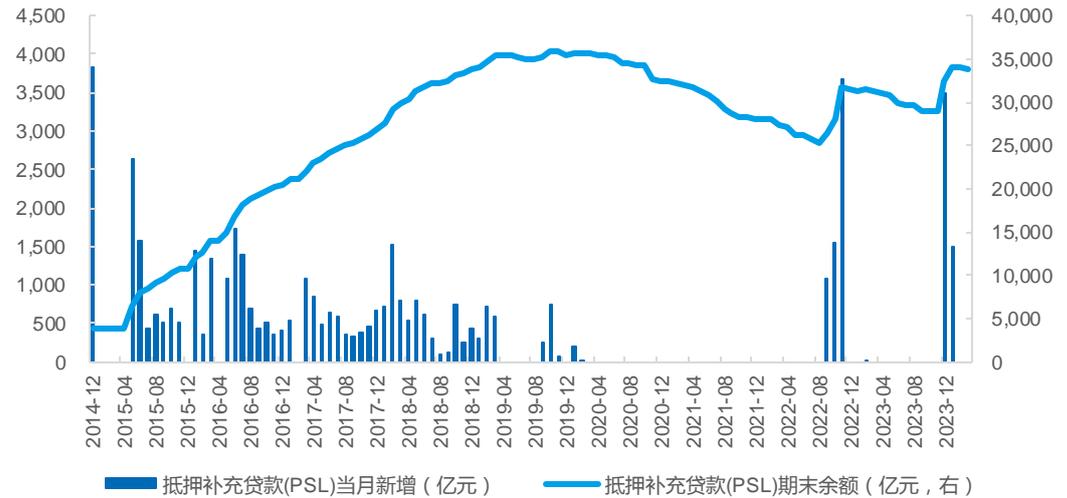
时间	城市	银行	授信额度	首笔放款	运营主体
2023 年 5 月	济南	国开行	14	4.6	泉城城市更新投资有限公司(济南城投集团)
2023 年 5 月	福州	国开行	4.88	4.88	左海集团(市属国企)
2023 年 12 月	天津	国开行	36.42	12.88	
2024 年 1 月	青岛	国开行、工行、农行、中行	≥18.5	18.5	青岛建融投资置业有限公司(青铁置业)

来源：财联社，克而瑞，国金证券研究所



对标上一轮棚改去库存，抵押补充贷款（PSL）是主要资金来源，预计去库存也将获得政策性银行贷款支持。2014年4月央行创设抵押补充贷款工具（PSL），2014年12月开始投放，2016年投放量达到历史高点9750亿，2015、2017和2018年也都维持在6000亿元以上的投放规模，2019年逐步收缩，2020-2021停止新投放，直至2022年四季度重新投放用于保交楼专项贷款。PSL的运行逻辑为，国开行发放专项贷款定向用于拆迁安置，地方政府拆迁完成后出让土地偿还贷款。央行在2023年下半年工作会议中表示要“加大对住房租赁、城中村改造、保障性住房等金融支持力度”，2023年末及2024年初，合计新增投放PSL资金5000亿元，主要用于筹建保障性住房。此外，万亿超长期特别国债投向中，在城乡融合发展、人口高质量发展的领域投放亦可能对新一轮房地产去库存形成资金支持。

图表8：2014年以来PSL月度新增量及期末余额走势

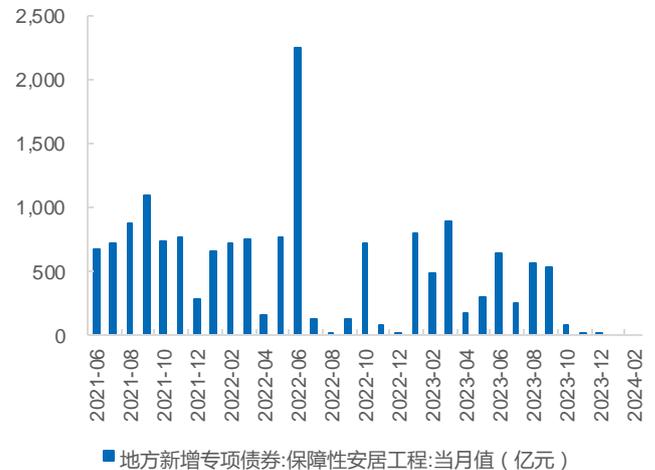
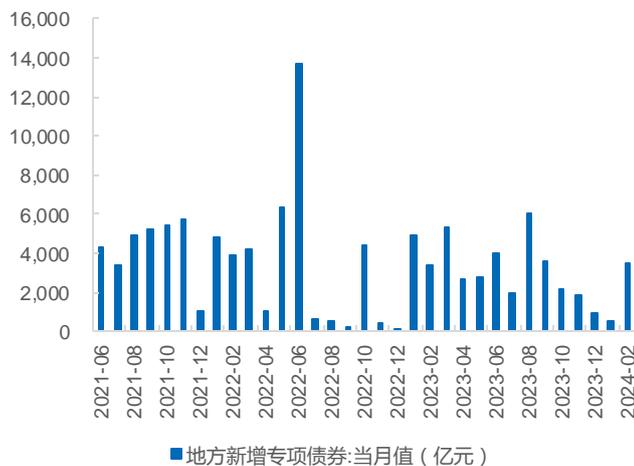


来源：wind，国金证券研究所

专项债或成为重要资金来源补充。在上轮棚改中，2018年3月财政部、住建部联合发布《关于印发〈试点发行地方政府棚户区改造专项债券管理办法〉通知》，棚改专项债逐步替代PSL成为棚改的主要资金来源。2019-2020年配合地产调控，被限制“仅支持已开工项目，且不得用于货币化安置项目”，2021年房地产市场下行，棚改专项债使用范围放宽，调整为“主要支持在建收尾项目，适度支持新开工项目”。2023年全年地方政府新增保障性安居工程（包括城镇老旧小区改造、保障性租赁住房、棚户区改造等）专项债4706亿元，占总新增专项债比例12%。但是由于专项债目前仍主要用于收尾项目，预计专项债难以成为本轮房地产去库存的主力资金，预计为重要资金来源补充。

图表9：地方政府月度新增专项债券走势

图表10：地方政府月度新增“棚改专项债”走势



来源：财政部，国金证券研究所

来源：财政部，国金证券研究所



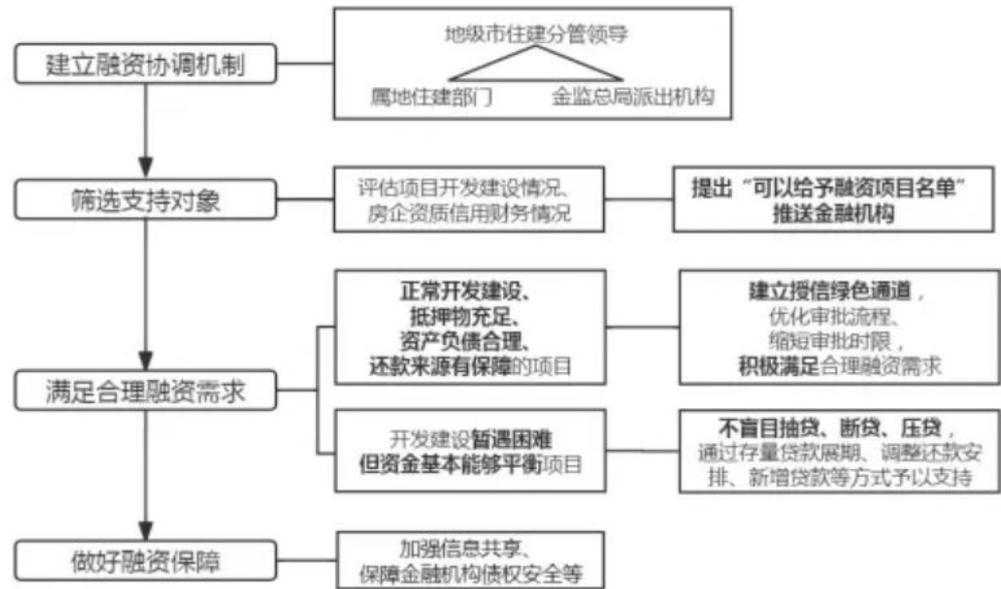
## 二、地产调控政策进一步优化，促进行业健康发展

### 2.1 防风险，房地产融资协调机制加速落地

房地产融资协调机制加速落地，以项目为主体，防风险保交付。2024年1月，住建部、金监总局联合发布《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》，从建立融资协调机制、筛选确定支持对象、满足合理融资需求、做好融资保障四方面展开，精准支持房地产项目合理融资需求。房地产融资协调机制要求项目进入白名单需满足五大条件，且金融机构将按照市场化、法制化的原则对项目进行筛选。

截至2024年4月，全国31个省份和新疆生产建设兵团均已建立省级房地产融资协调机制，所有地级及以上城市（不含直辖市）已建立城市房地产融资协调机制。截至3月31日，各地推送的“白名单”项目中，有1979个项目共获得银行授信4690.3亿元，1247个项目已获得贷款发放1554.1亿元。

图表11：房地产融资协调机制示意图



来源：克而瑞，国金证券研究所

图表12：房地产融资协调机制进展

	日期	具体内容
首次提出	1月12日	住建部、国家金管总局发布《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》，要求各地级及以上城市建立城市房地产融资协调机制。
持续推进	2月6日	截至1月底，26个省份170个城市已建立城市房地产融资协调机制，提出了第一批房地产项目白名单并推送给商业银行，共涉及房地产项目3218个。商业银行接到名单后，按规程审查项目，已向27个城市83个项目发放贷款共178.6亿元。第一批房地产项目名单中84%的项目属于民营房企和混合所有制房企开发的项目。
	2月21日	截至2月20日，全国29个省份214个城市已建立房地产融资协调机制，分批提出可以给予融资支持的房地产项目“白名单”并推送给商业银行，共涉及5349个项目；已有57个城市162个项目获得银行融资共294.3亿元，较春节假期前增加113亿元。另据中国银行、建设银行、农业银行、邮储银行和部分股份制银行有关数据，已对“白名单”项目审批贷款1236亿元，正在根据项目建设进度需要陆续发放贷款。
	3月9日	目前全国31个省份312个城市建立了城市房地产融资协调机制，上报的白名单项目达到6000多个。在这些项目中，82.8%是民营企业和混合所有制企业的项目。截至2月底，商业银行已经审批贷款超过2000亿元。
完成建立	4月3日	目前全国31个省份和新疆生产建设兵团均已建立省级房地产融资协调机制，所有地级及以上城市（不含直辖市）已建立城市房地产融资协调机制。截至3月31日，各地推送的“白名单”项目中，有1979个项目共获得银行授信4690.3亿元，1247个项目已获得贷款发放1554.1亿元。

来源：住建部，新华社，国金证券研究所



经营性物业贷为拥有优质持有资产的房企拓宽融资渠道。2024年1月，央行和金融监管总局联合印发《关于做好经营性物业贷款管理的通知》，明确：①经营性物业贷款额度原则上不得超过承贷物业评估价值的70%；②经营性物业贷款期限一般不超过10年，最长不得超过15年；③经营性物业贷款可用于偿还房企及控股公司存量房地产贷款和债券。拥有优质持有运营资产（如华润置地、龙湖集团、新城控股）、抵押率较低（如招商蛇口、万科A等）的房企能更加受益。经营性物业贷政策能在短期改善房企的资金状况，但金融机构放款仍需看项目和房企资质，部分民营房企融资或仍需担保增信，同时房企持续经营现金流的改善关键还是在于销售的企稳。

图表13: 典型房地产公司投资性房地产及抵押情况

代码	房企简称	市值	投资性房地 产/市值	计量方法	23年投资 性房地产	23年总 资产	投资性房地 产/总资产	投资性房地 产抵押规模	投资性房地 产抵押比例
600663.SH	陆家嘴	365	136%	成本法	495	1,624	30%	182	37%
601155.SH	新城控股	222	538%	公允价值法	1,195	3,741	32%	814	68%
000402.SZ	金融街	92	428%	公允价值法	395	1,444	27%	198	50%
0960.HK	龙湖集团	725	275%	公允价值法	1,998	7,004	29%	791	40%
0688.HK	中国海外发展	1,449	143%	公允价值法	2,077	9,236	22%	493	24%
1109.HK	华润置地	1,842	143%	公允价值法	2,628	11,912	22%	842	32%
000031.SZ	大悦城	113	278%	成本法	315	1,981	16%	177	56%
001979.SZ	招商蛇口	767	166%	成本法	1,270	9,085	14%	109	9%
0817.HK	中国金茂	82	454%	公允价值法	373	4,071	9%	130	35%
000002.SZ	万科A	813	135%	成本法	1,101	15,049	7%	125	11%
600383.SH	金地集团	180	151%	公允价值法	272	3,738	7%	149	55%
600325.SH	华发股份	173	160%	公允价值法	276	4,517	6%	179	65%
0123.HK	越秀地产	172	98%	公允价值法	168	4,012	4%	43	26%
600048.SH	保利发展	1,067	31%	公允价值法	326	14,369	2%	109	33%

来源: wind, 各公司公告, 国金证券研究所 注: 数据截至 2024 年 4 月 30 日

## 2.2 促消费，房地产调控限制措施逐步退出

推进房地产新发展模式背景下，商品房限制性措施预计将逐步退出历史舞台。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。

图表14: 重点城市最新房地产调控情况

城市	本地限购	外地限购	社保	限售	首套最低首付	二套最低首付	特殊政策
一线城市							
深圳	单身限1 家庭限2	限1	3	3年	30%	40%	深汕合作区不限购，本地取消社保要求
广州	限2（120以上不限购）	限1（120以上不限购）	2	2年	公积金20% 商贷30%	公积金30% 商贷40%	人才房限售3年；核心区限购；全域120平以上不限购；出租或放售后享首套优惠
上海	单身限1 家庭限2	外环外限1 外环内家庭限1 外环内单身限0	5	5年	30%	主城区50% 五大新城及临港40%	临港1年社保，金山奉贤青浦3年社保，外环外（除崇明）非本地户籍限购1套
北京	限2	限1	5	5年	30%	城六区50% 城六区外40%	通州取消“双限”；五环外可多购1套



## 二线城市

南昌	不限购	不限购	无需	不限售	20%	30%	
厦门	不限购	不限购	无需	限售区内5年	20%	30%	思明、湖里限售；多孩二套算首套，三套算二套
西安	限 2	限 1	0.5	限购区内2年	20%	30%	二孩加1套，二环外不限购
杭州	限 2	限 1	有记录即可	三类情况限售5年	限购区 25% 非限购区 20%	限购区 35% 非限购区 30%	三孩加1套；主城4区限购；全市二手房不限购
福州	不限购	不限购	无需	不限售	20%	公积金 30% 商贷 30%	
郑州	不限购	不限购	无需	不限售	20%	30%	
长沙	限 2	首套不限	无需	4年	20%	30%	多孩、租赁、144平以下加1套
合肥	不限购	不限购	无需	不限售	20%	30%	
成都	不限购	不限购	无需	2年	20%	30%	
沈阳	不限购	不限购	无需	不限售	20%	30%	
石家庄	不限购	不限购	无需	不限售	20%	30%	
无锡	不限购	不限购	无需	2年	20%	30%	多孩、投靠、户型
大连	不限购	不限购	无需	不限售	20%	30%	
苏州	不限购	不限购	0.5	2年	20%	30%	多孩、二手房不限售
天津	限 2 (120以上不限购)	限 1 (120以上不限购)	0.5	不限售	20%	30%	多子女、租赁、老人增购1套；市内六区限购，大学生可置业1套；
南京	不限购	不限购	无需	3年	25%	35%	二孩、养老，仅追溯本地贷款情况
武汉	不限购	不限购	无需	不限售	20%	30%	二孩、投靠；多子女买二套算首套
青岛	不限购	不限购	无需	不限售	20%	30%	二孩三孩
太原	不限购	不限购	无需	不限售	20%	30%	
宁波	不限购	不限购	无需	不限售	20%	30%	多孩
济南	不限购	不限购	无需	不限售	20%	30%	养老、多孩
重庆	不限购	不限购	无需	2年	20%	30%	多孩二套享首套优惠
南宁	不限购	不限购	无需	不限售	20%	30%	多孩
昆明	不限购	不限购	无需	不限售	20%	30%	
长春	不限购	不限购	无需	三环区内2年	20%	30%	
贵阳	不限购	不限购	无需	3年	20%	30%	

来源：政府官网，国金证券研究所 注：截至 2024 年 4 月 30 日

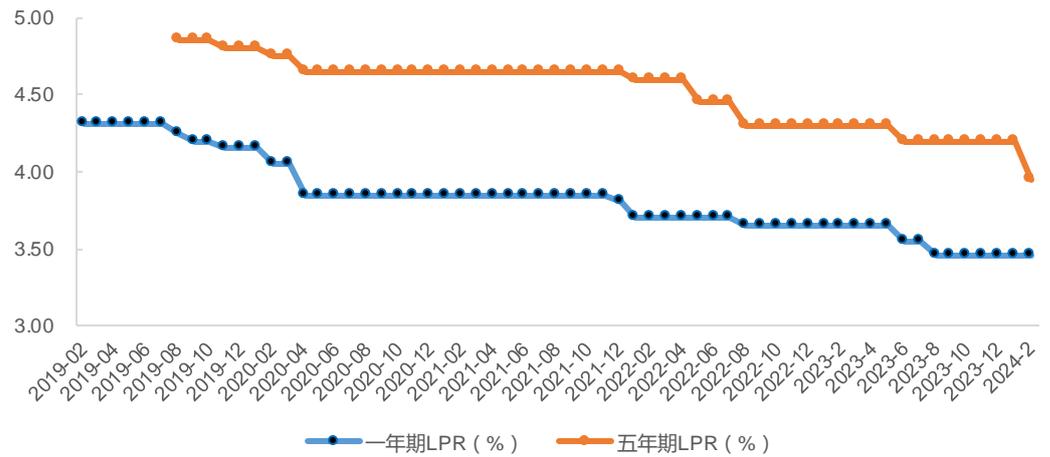
### 2.3 降成本，房贷利率仍有持续下行空间

房贷利率自 2021 年四季度起持续下行。全国各城市均对房贷利率加点进行调整，包括一线城市中上海、广州、深圳首套房贷利率均调整至 LPR-10BP（当前为 3.85%），北京首套房贷利率主城六区调整为 LPR+10BP（当前为 4.05%）、主城六区外调整为 LPR（当前为 3.95%），其他城市首套房贷利率均为 LPR 减点，在 2024 年 2 月下调五年期 LPR 后，全国（除北京主城六区）首套房贷利率进入 3+% 时代。

**对标 2014-2016 年周期，预计当前利率仍有下降空间。**①从基准利率看，2014-2016 年周期，5 年以上中长期贷款利率从 6.55% 降至 4.90%，下调 6 次累计 165BP，2021 下半年至今的本轮周期内，五年期 LPR 当前累计下调幅度 70BP；②从房贷利率打折看，2014-2016 年周期，个人住房贷款利率/基准利率最低至 0.92（注个人住房贷款利率为央行口径，包括一二手房），即打 9.2 折，本轮周期截至 2023 年末个人住房贷款利率/基准利率为 0.95，即打 9.5 折；③从历史追溯看，个人住房贷款利率/基准利率在 2008-2009 年周期最低至 0.73，即打 7.3 折。对标历史房地产利率宽松周期，我们预计当前房贷利率仍有下降空间。

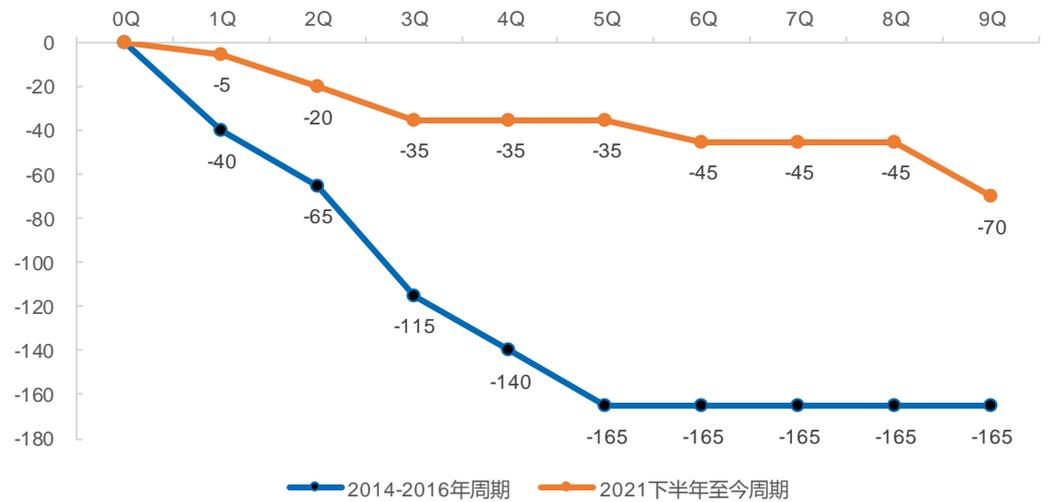


图表15: 一年期&五年期LPR走势



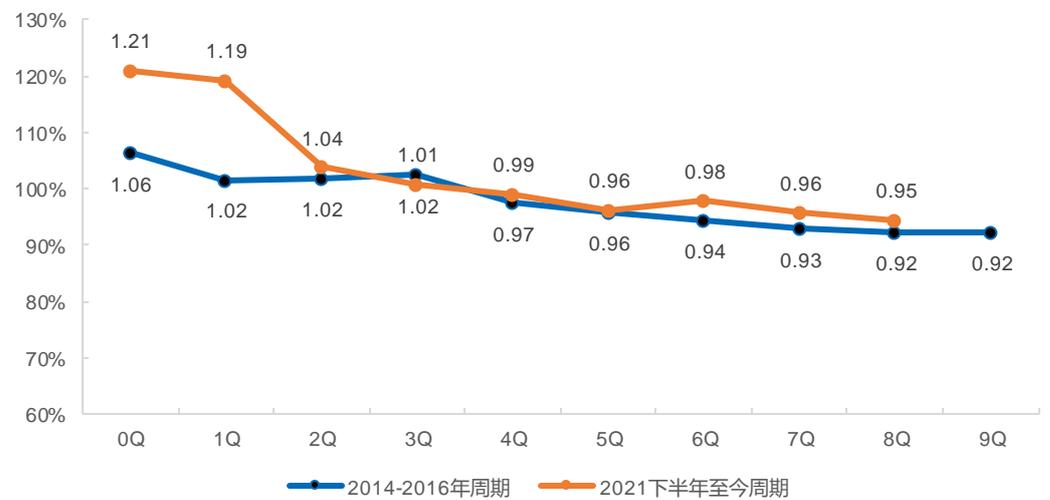
来源: 中国人民银行, 国金证券研究所

图表16: 2014-2016年与本轮放松周期基准利率调整对比



来源: 中国人民银行, 国金证券研究所 注: 0Q为基期, 2014-2016年周期0Q为3Q14, 本轮周期0Q为3Q21

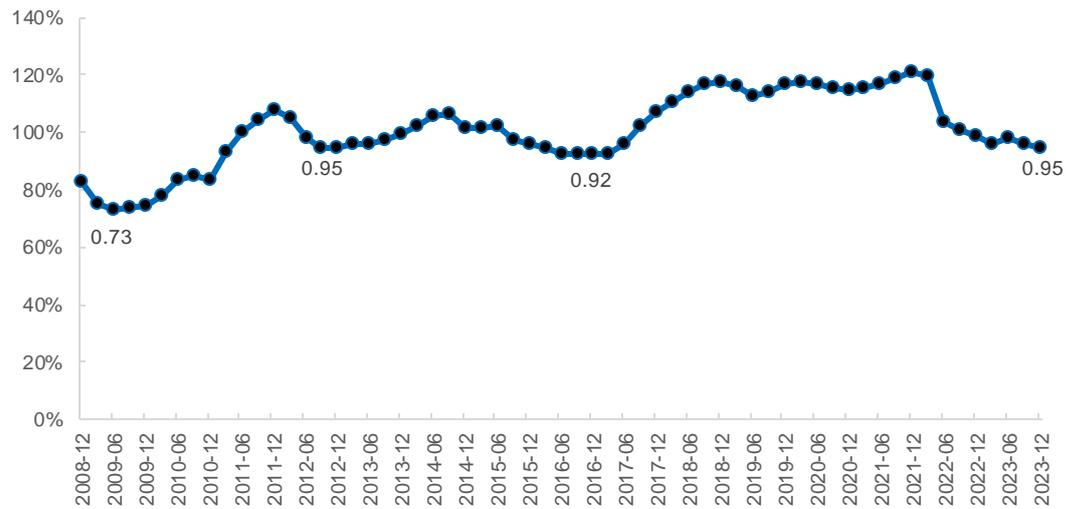
图表17: 2014-2016年与本轮放松周期个人住房贷款利率/基准利率(打折情况)



来源: 中国人民银行, 国金证券研究所 注: 0Q为基期, 2014-2016年周期0Q为3Q14, 本轮周期0Q为3Q21



图表18: 中国人民银行, 历年个人住房贷款利率/基准利率走势



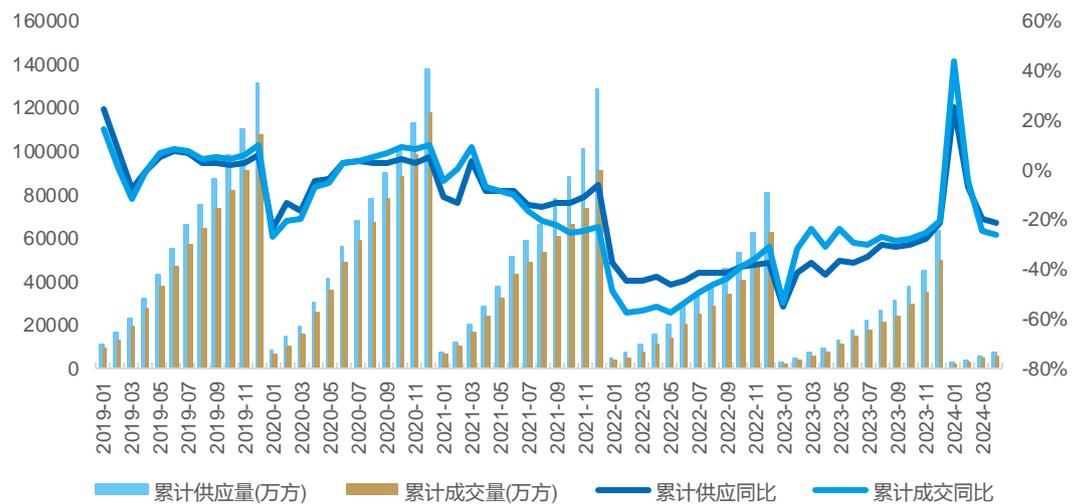
来源: 中国人民银行, 国金证券研究所

### 三、行业基本面筑底, 改善需求是支撑

#### 3.1 行业基本面正处于筑底阶段

土地成交降幅大于住宅成交降幅, 未来供求关系有望改善。全国土地成交面积在2020年到达峰值, 2023年较高点下滑58%, 回调至2007年水平; 全国商品房销售面积在2021年达到峰值, 2023年较高点下滑回调至2012年水平, 较高点下滑38%(详见图表1)。进入2024年后, 土地市场延续低温, 2024年1-4月, 全国宅地成交面积同比下滑26%(2021、2022、2023年分别同比下滑23%、31%和21%)。从房企拿地看, 正常生产经营的典型房企拿地强度(拿地金额/销售金额)从2020年高点的0.45降至2023年的0.32; 拿地主体方面, 城投拿地从2021年起快速增加, 2021、2022和2023年拿地金额占比分别24%、49%和40%, 而城投公司由于开发能力和开发意愿均不足, 其拿地仅少量能形成有效供给, 因而预计未来商品住房供给量将下滑, 改善当前的楼市供求关系。

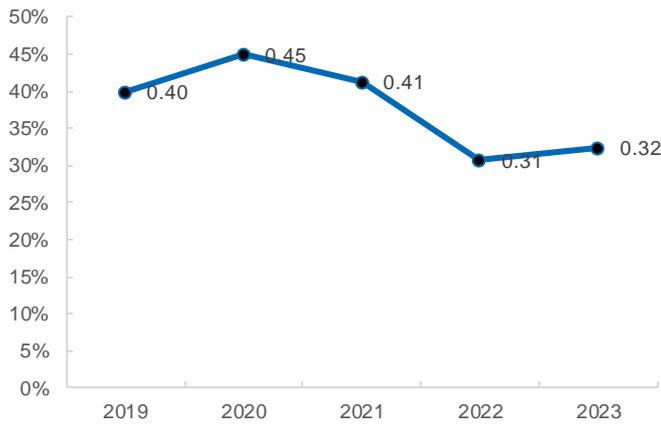
图表19: 全国300城月度累计供求及同比走势



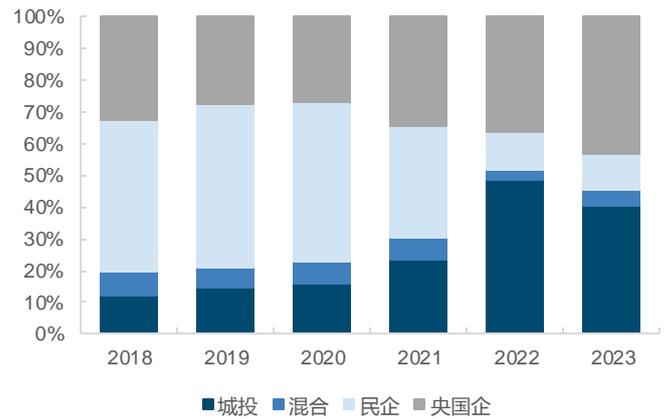
来源: 中指数据, 国金证券研究所



图表20: 历年典型房企拿地强度走势



图表21: 历年各主体拿地金额占比



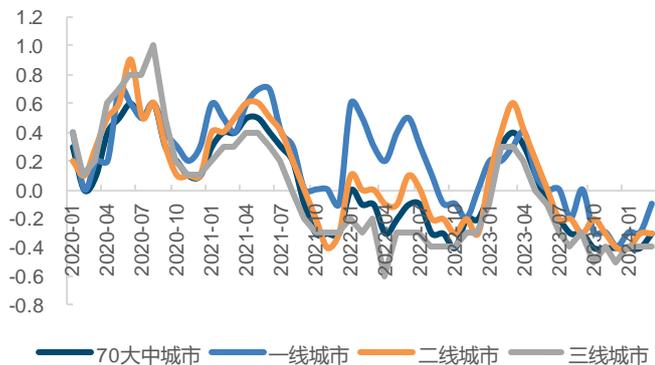
来源: 各公司公告, 国金证券研究所 注: 拿地强度=拿地金额/销售金额; 选择

来源: 中指数据, 国金证券研究所

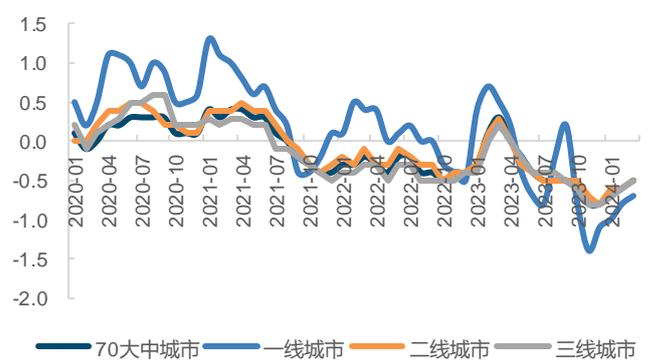
15家正常生产经营的房企做样本

中国房价已回调至2019-2020年左右水平。据统计局发布的70大中城市一二手房价看,自2021年下半年起,新房二手房房价环比持续回落(除2023年一季度的小阳春外),若剔除1Q23影响,已连续回落30个月;进入2024年一季度后,环比降幅略有收窄。据中原地产发布的二手房报价指数,上海自22年6月高点回落22.0%;北京自23年5月高点回落20.4%(跌速最快);深圳自21年7月高点回落34.6%(跌幅最大);广州自22年6月高点回落21.0%。若平均房价回到18-19年上涨前水平,在成本端或有一定支撑。

图表22: 70大中城市新房房价环比走势



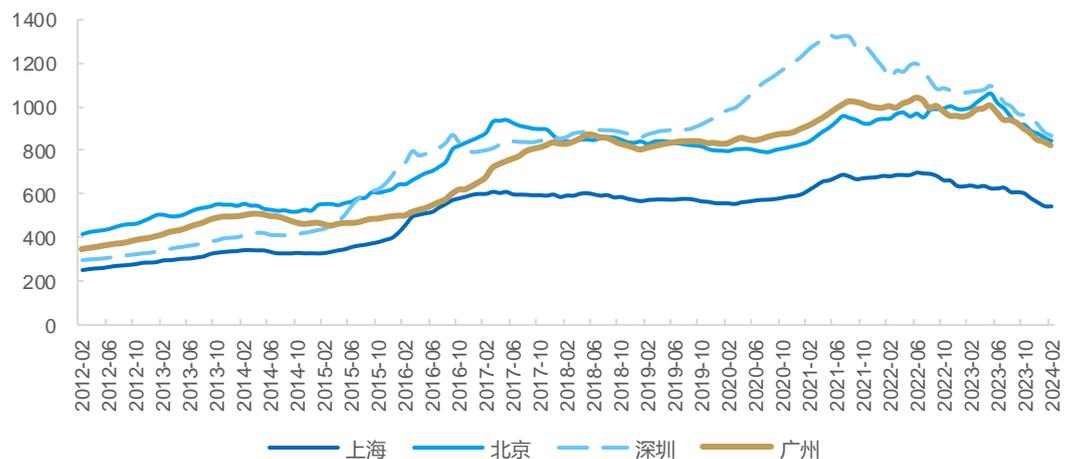
图表23: 70大中城市二手房房价环比走势



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表24: 一线城市二手房报价指数

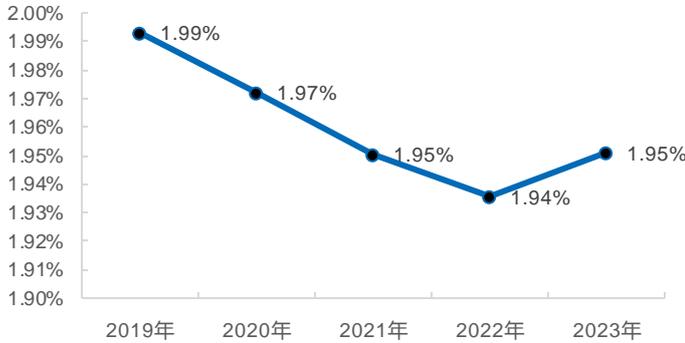


来源: 中原地产, 国金证券研究所

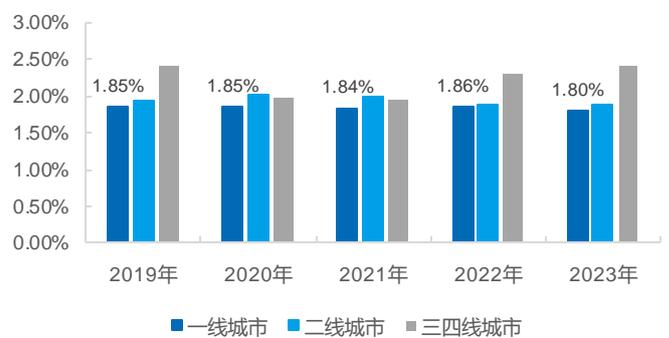


全国整体租金回报率有回升迹象，支撑购房需求的释放。重点50城2023年租金回报率小幅回升0.01pct至1.95%(19-22年持续下降)；一线、二线和三四线城市分别为1.80%、1.89%和2.42%。对比租金回报率和其他资产收益，租金回报率尚处于中等偏下水平，预计若一线城市租金回报率达到2%以上，对购房需求释放将有一定促进。

图表25: 重点50城历年租金回报率走势



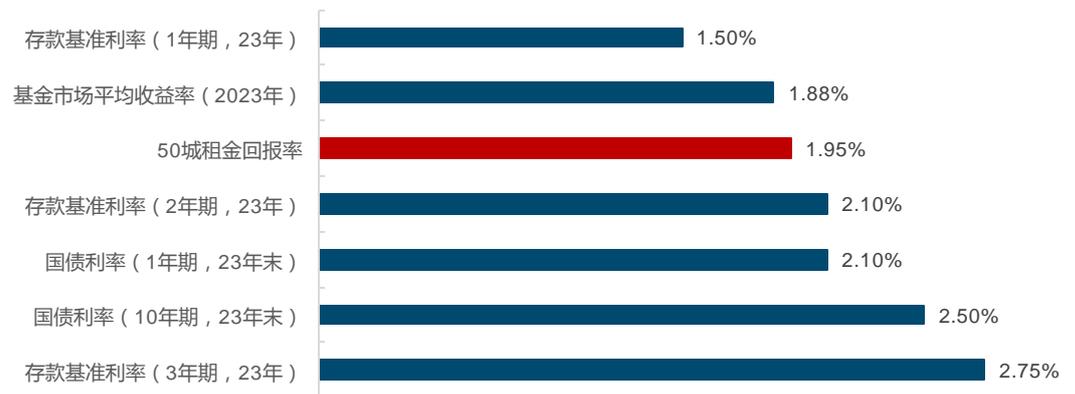
图表26: 各能级城市历年租金回报率走势



来源: 诸葛找房, 国金证券研究所

来源: 诸葛找房, 国金证券研究所

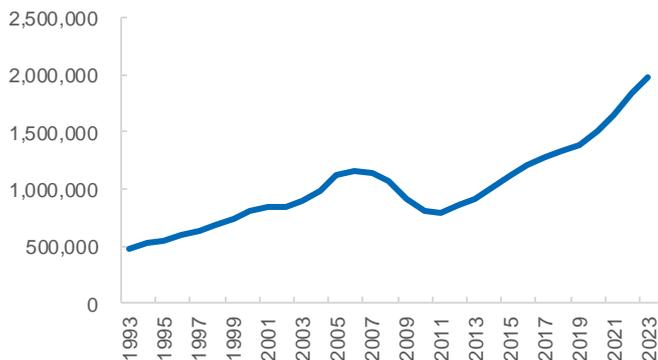
图表27: 租金回报率和其他投资收益率对比



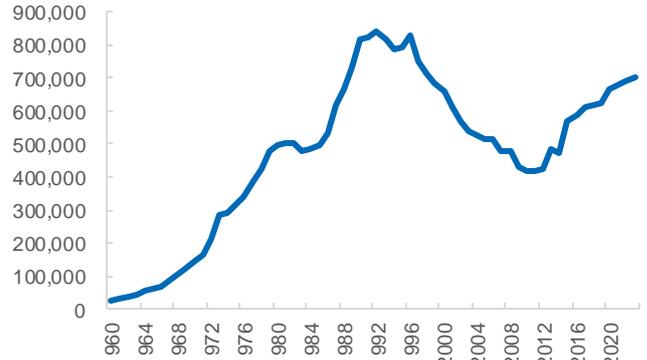
来源: wind, 诸葛找房, 国金证券研究所

对标美国和日本，我国房地产市场基本面正处于筑底阶段。美国金融危机期间，建筑支出从2006年高点回调至2011年的低点，5年时间回调32%；日本九十年代危机期间，建筑投资总额从1992年高点回调至2010年低点，18年时间回调50%，到达低点后美日建筑投资均开启新一轮上涨。我国房地产开发投资从2017年高点到2023年的5年时间已回调25%（见图表1），对标美国，我国房地产行业正处于筑底阶段，继续快速大幅下跌的空间较小。

图表28: 美国建筑支出总额走势



图表29: 日本建筑投资总额走势



来源: wind, 国金证券研究所

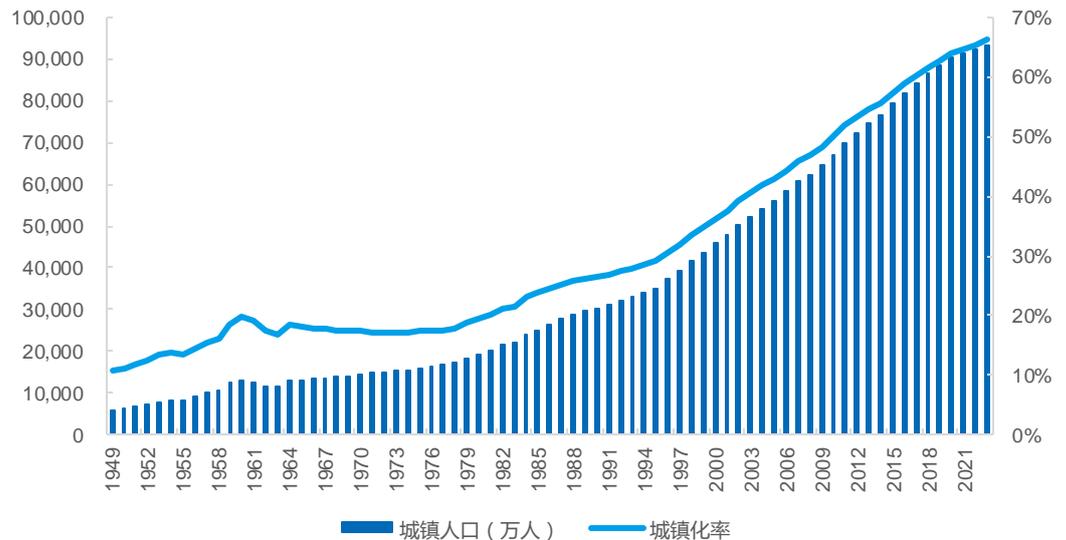
来源: wind, 国金证券研究所



### 3.2 改善型需求预计将是未来房地产市场主力支撑

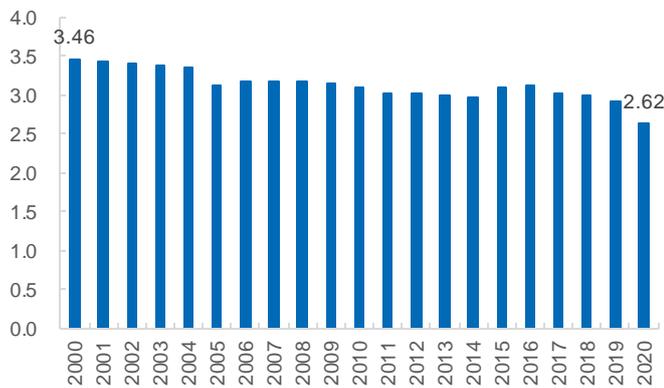
过去 20 年房地产市场的快速发展得益于城镇化率的提升、家庭小型化和人均住房面积的提升，未来仍有空间。①城镇化率的稳步增长。2023 年中国城镇化率 66.16%，距离 70% 城镇化率的增速还有 4 个百分点的空间，每年还将有 1000 万左右城镇人口的增加。②家庭小型化。家庭户均人口从 2000 年的 3.46 人降至 2020 年的 2.62 人，而当前美国家庭户均人口为 2.6 人，日本为 1.9 人，家庭小型化是长期趋势。③人均住宅面积增加。2000、2010 和 2020 年人口普查数据显示中国城市人均住宅面积分别为 21.81、29.15 和 36.52 方，而目前美国人均住宅面积达 67 方。未来中国房地产市场仍有持续的需求。

图表30：中国城镇人口及城镇化率



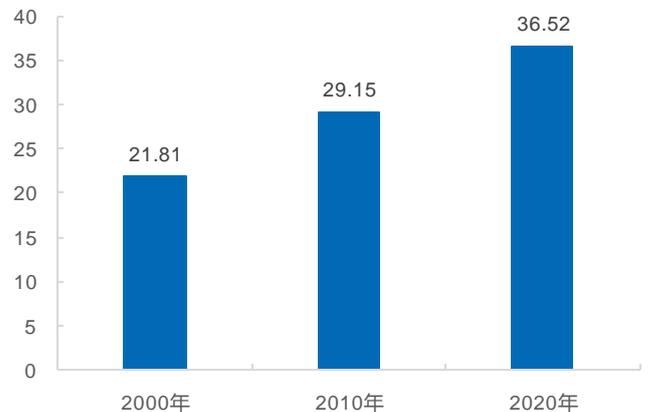
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表31：中国居民家庭户均人口走势



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表32：中国城镇人均住房面积 (平)



来源：国家统计局，国金证券研究所

人口结构决定未来的房地产市场需求。根据哈瑞·丹特《人口峭壁》中对不同年龄段人群的经济支出判断，我们按年龄对房地产市场客群界定分类：①主力购房人群 20-55 岁，其中 20-35 岁多为首置首改客群（购买刚需过渡房），35-55 岁多为改善客群（购买改善型住房）；②55-70 岁人群在房地产的投入主要为度假养老住房。

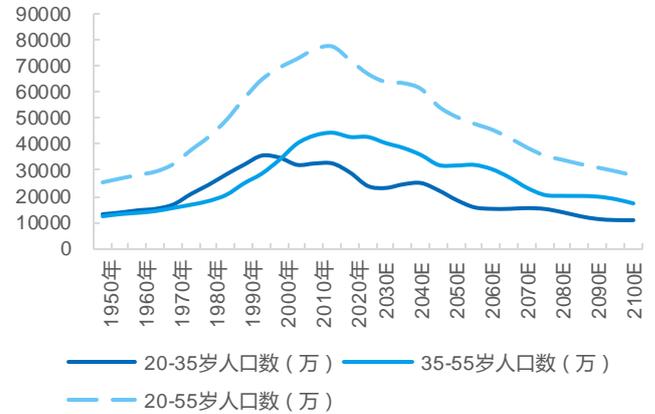
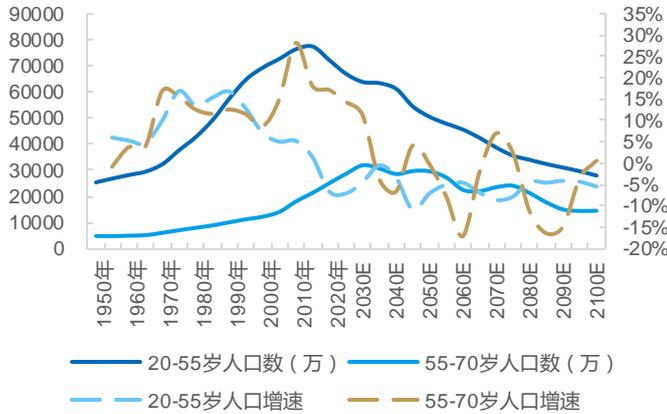
未来改善性需求将是房地产市场的主要支撑。据联合国世界人口展望报告，中国主力购房人群数量在 2015 年达到峰值 7.73 亿，后持续下滑，预计 2025 年将低于 7 亿；而养老度假购房人群将于 2030 年达到峰值 3.07 亿，且将在 2055 年以前均保持较高数量，目前正处于上升通道。主力购房人群中也有结构性差异，20-35 岁的刚性购房群体在 1995 年已达峰值，在 2020 年之前保持较高水平，而在 2020 年以后将快速下降；35-55 岁的改善购房群体在 2015 年达到峰值，且在 2040 年以前将保持较高水平，改善市场需求仍有支撑。同时贝壳研究院在发布的《2021-2035 年我国住房需求预测》中指出，未来住房需求将主要包括三类，一是人口从农村向城镇异地转移带来的刚性住房需求，预计 2021-2035



年新增刚需占总需求的18%，2035年刚性住房需求占比降至11%；二是城镇居民住房面积增加带来的改善性住房需求，预计2021-2035年占总需求的54%，到2035年改善性住房需求占总需求的57%；三是城镇老旧房屋拆除重建带来的拆迁需求，预计2021-2035年新增拆迁需求占总需求的28%，2035年拆迁需求占总需求的31%。改善需求和拆迁需求合计占比高达9成。

图表33：主力购房人群及养老购房人群数量走势

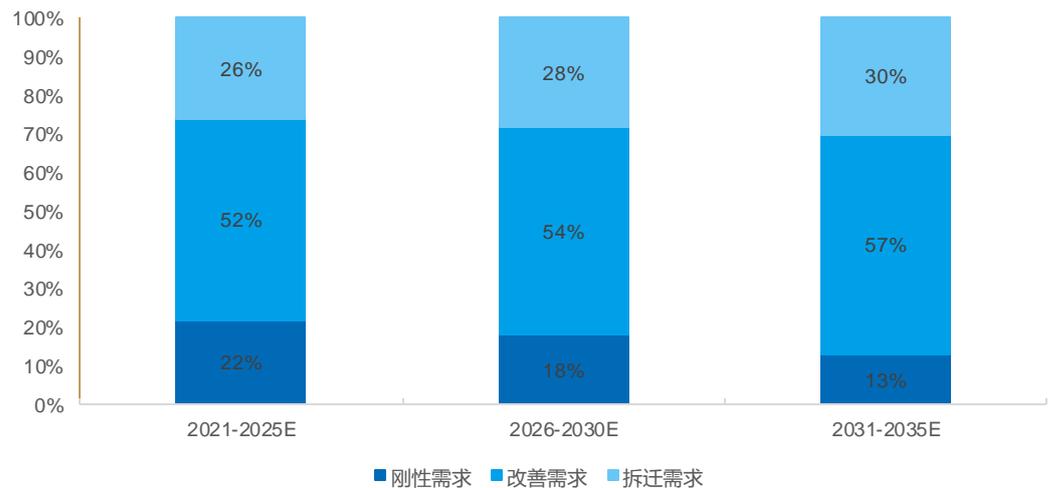
图表34：主力购房人群结构性差异



来源：联合国世界人口展望报告，国家统计局，国金证券研究所

来源：联合国世界人口展望报告，国家统计局，国金证券研究所

图表35：未来房地产市场需求结构



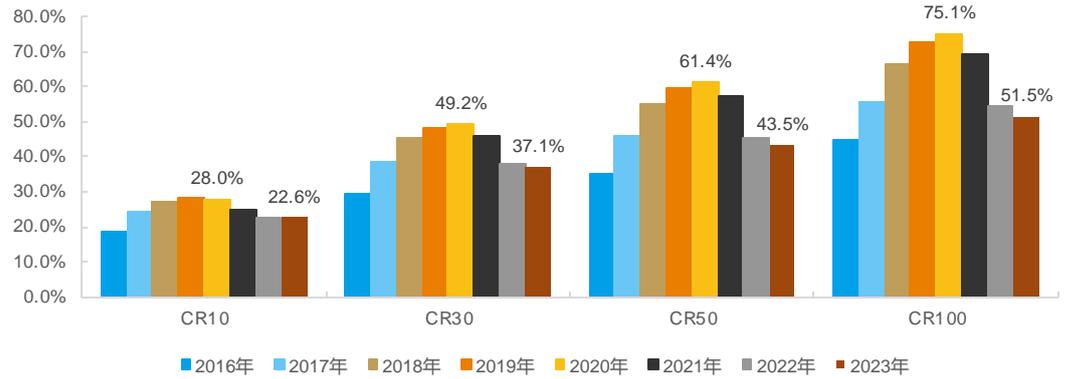
来源：贝壳研究院，国金证券研究所

### 3.3 行业格局持续优化，头部改善型央国企地位进一步巩固

行业供给侧出清，头部央国企和改善型房企市占率逆势提升。自2015年的房地产上升周期以来，截至2020年，行业集中度不断提升，2020年CR10、30、50和100市占率分别达28.0%、49.2%、61.4%和75.1%。而进入2021年以后，由于头部中国恒大、融创中国以及一系列的TOP30房企出险债务违约/展期，行业集中度有所下滑，进入重新洗牌阶段。头部央国企和改善型房企把握机遇凭借优质产品和服务提高市占率，绿城中国、滨江集团和建发房产2022年1-10月市占率分别为2.10%、1.09%和1.11%，较2019年分别增加0.84pct、0.38pct和0.79pct；而头部央国企市占率也维持稳步增长，保利发展、中国海外发展、华润置地市占率分别达3.34%、2.15%和2.11%。

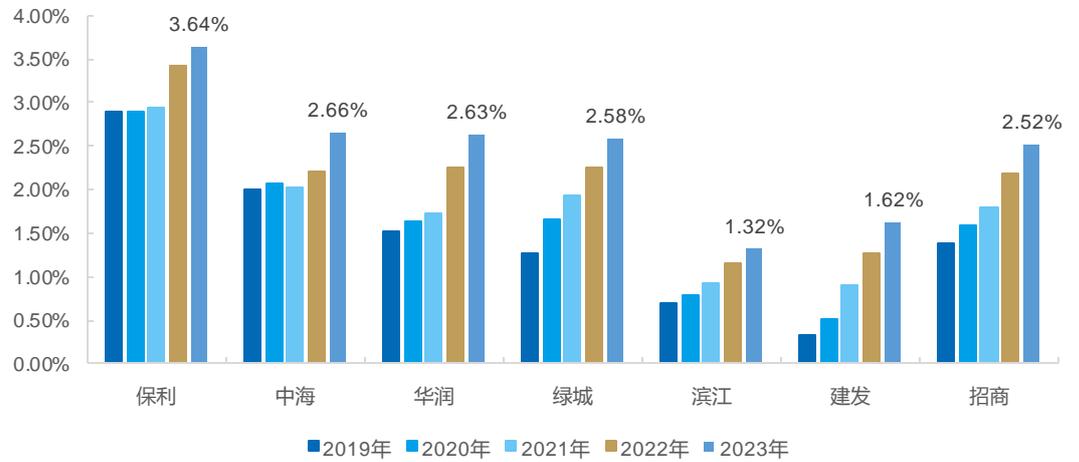


图表36: 各梯队房企市占率走势



来源: 中指研究院, 国金证券研究所

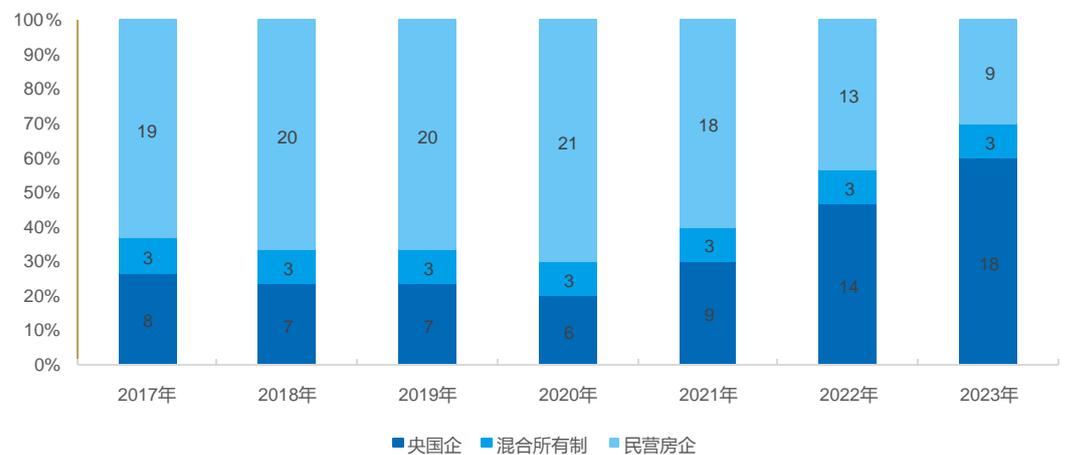
图表37: 典型房企近年来市占率走势



来源: 中指研究院, 国金证券研究所

**头部房企持续调整, 未来央国企和改善房企市场份额预计将持续提升。**从历年 TOP30 中各类型房企来看, 2020 年以前民营房企平均高杠杆、高负债、高周转在销售规模方面取得较好成绩, 2020 年 TOP30 中有 21 家民营房企, 仅 6 家央国企; 而 2023 年 TOP30 中民企房企降至 9 家, 央国企升至 18 家。同时从近年来拿地房企性质看, 2023 年央国企总占比 43%, 而民企总占比仅 11% (详见第 3.1 节), 另外部分地方平台拿地入市时间较晚, 因此预计未来央国企的市场份额将进一步提升。

图表38: TOP30 房企中各类型房企数量



来源: 克而瑞, 国金证券研究所

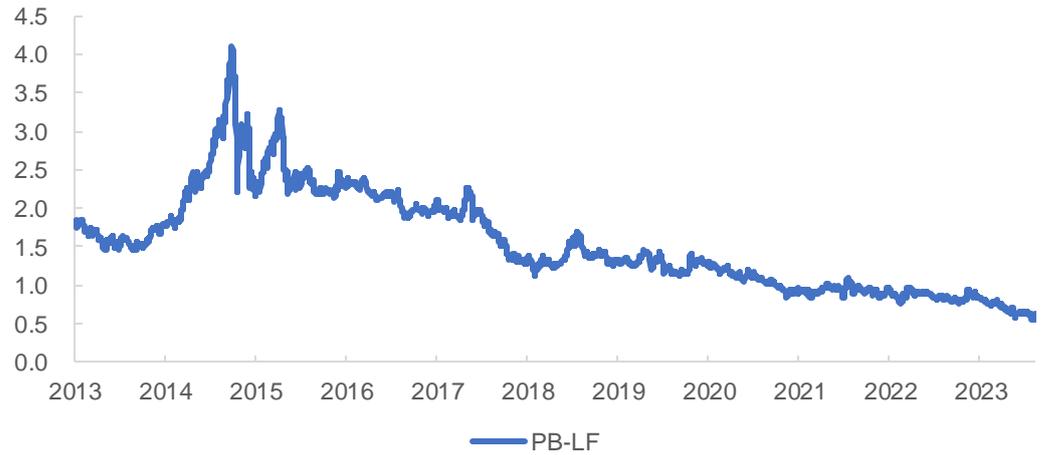


## 四、优质房企布局正当时

### 4.1 地产板块股价底部基本确立，预计将走向拐点

地产估值已处历史底部水平。A股房地产板块PB估值仅0.63倍，典型央企如A股保利发展PB估值0.54倍、港股中国海外发展PB估值0.39倍、华润置地PB估值0.70倍，均已降至历史底部。以龙头保利发展为例，考虑市场下行压力，即使将其表内相对一般的资产如已竣工未售存货、低能级城市商业体进行打折处置，其折算后的净资产对应当前市值倍数也仅1倍左右。

图表39：A股地产PB-LF



来源：wind，国金证券研究所

图表40：典型房企PB估值情况

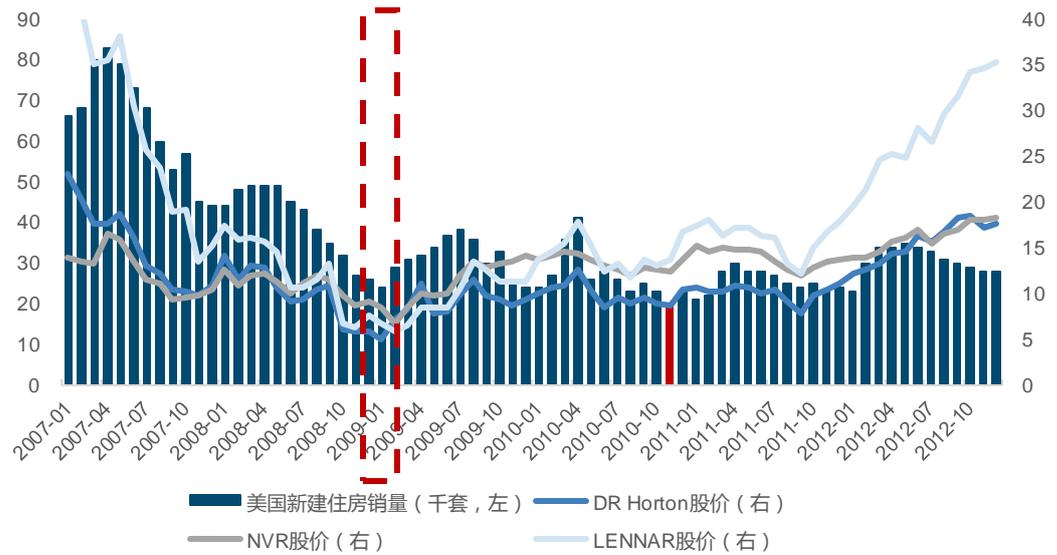
代码	股票简称	PE-2022	PE-2023E	PE-2024E	PB-2023
000002.SZ	万科A	3.5	3.3	3.0	0.30
600048.SH	保利发展	3.5	3.0	2.7	0.54
001979.SZ	招商蛇口	7.1	5.9	4.9	0.64
600383.SH	金地集团	1.9	1.8	13.4	0.30
002244.SZ	滨江集团	5.2	4.0	3.2	0.80
600325.SH	华发股份	5.0	4.6	7.7	0.78
0688.HK	中国海外发展	3.6	3.5	5.4	0.39
1109.HK	华润置地	5.5	5.0	5.8	0.70
0960.HK	龙湖集团	2.8	2.5	5.6	0.50
3900.HK	绿城中国	2.7	1.6	1.4	0.40
0123.HK	越秀地产	4.2	3.7	4.9	0.31
1908.HK	建发国际集团	5.9	3.7	3.1	0.80
	平均值	<b>3.9</b>	<b>3.3</b>	<b>4.2</b>	<b>0.5</b>

来源：wind，国金证券研究所 注：截至2024年4月30日

地产股股价拐点的到来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（Horton）、莱纳（Lennar）等美国头部房企的股价底则出现在2009年1月（系列救市政策措施出台后）。而在2024年4月政治局会议中央表态房地产去库存，预计地产股股价的底部也将明确。



图表41：金融危机期间美国新房销量及重点公司股价走势



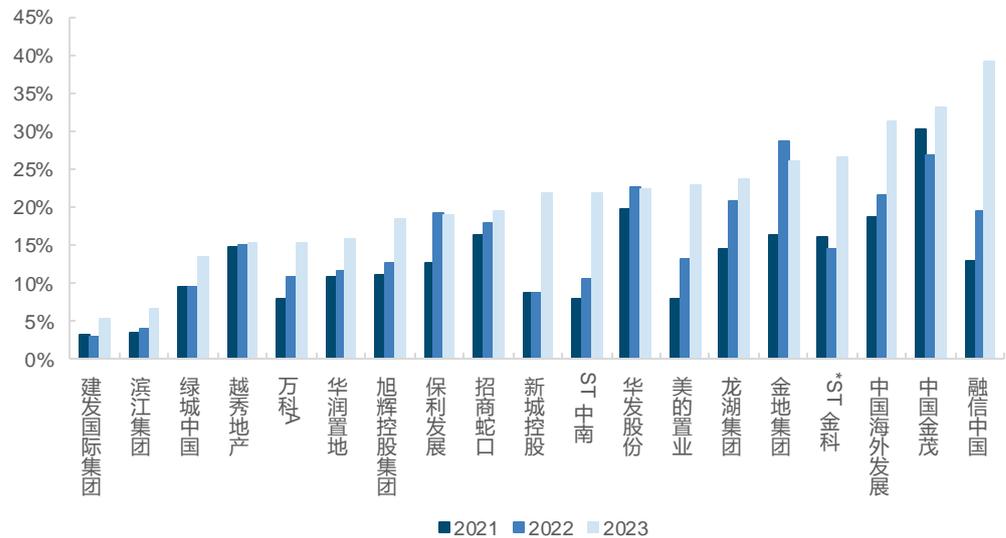
来源：wind，国金证券研究所

#### 4.2 资产质量高的房企更有持续发展能力

在行业供给侧出清过程中，竞争加剧，比拼的是房企资产的流动性。谁的资产流动性越高，销售去化能力越强，谁的安全垫就更厚，谁就更能在本轮行业周期中坚持到基本面复苏的到来。

从存货结构看，已竣工但未售出的存货比例越低，即房企的滞重库存越少，说明资产质量更高、流动性更好，销售去化表现更强。截至2023年末，随着销售市场的持续筑底，各房企竣工存货的占比普遍有所上升，其中典型的改善型房企建发国际集团（5.4%）及滨江集团（6.6%）存货结构更健康，竣工存货占总存货比例小于10%。

图表42：典型房企竣工存货占总存货比例对比

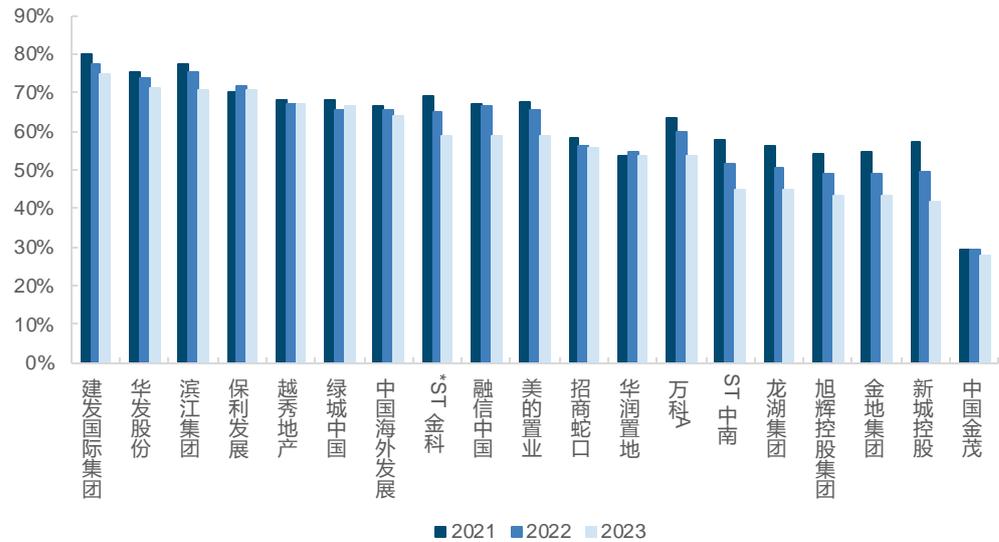


来源：各公司公告，国金证券研究所

从资产结构看，货币资金和存货这类流动性高的资产占比越高，公司周转效率越高，我们通过资产流速（货币资金和存货占总资产比例）来衡量。截至2023年末，典型的改善型房企建发（75.0%）、华发（71.0%）、滨江（70.8%）及头部央企保利（70.7%）的资产流速均在70%以上。对于拥有优质持有型物业的公司而言，其计算所得资产流速值相对较低，如华润置地、龙湖集团、新城控股等公司，但其商业运营业务能带来持续的现金流入，且能通过经营性物业贷获取融资性现金流，同样可视为拥有较好的流动性。



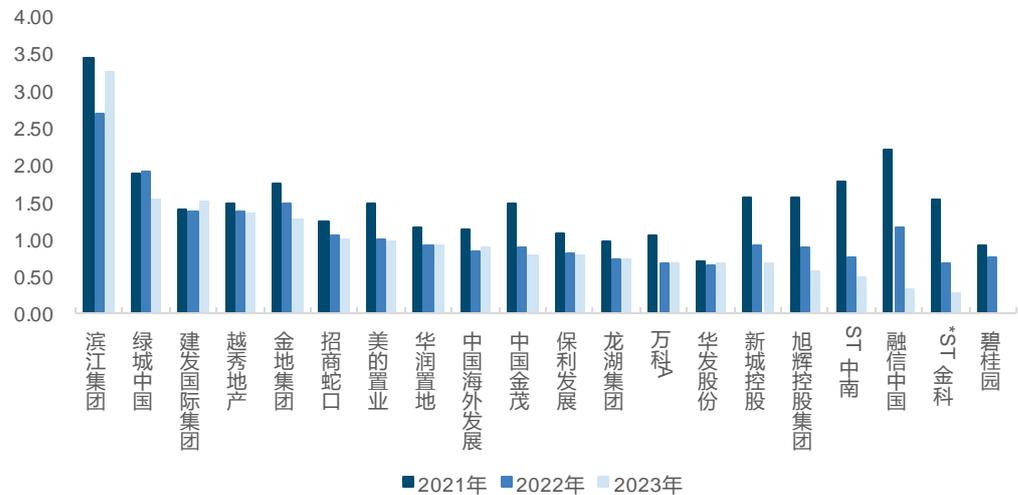
图表43：典型房企资产流速对比



来源：各公司公告，国金证券研究所 注：资产流速=（货币资金+存货）/总资产

从偿债能力看，房企偿债能力和投入产出比相关。在企业视角，无论是供应链的应付账款及票据，还是永续债等都需偿还。因此将有息负债、其他权益工具和应付账款及票据视为待偿负债（现金流出项），销售额（现金流入项）对其的覆盖倍数越高，则偿债能力越高，同时投入产出比高。典型房企中，滨江集团、绿城中国、建发国际集团等待偿负债覆盖倍数在 1.5 倍以上（每借 1 元债务，可产生 1.5 元以上销售额）。

图表44：典型房企待偿负债覆盖倍数对比



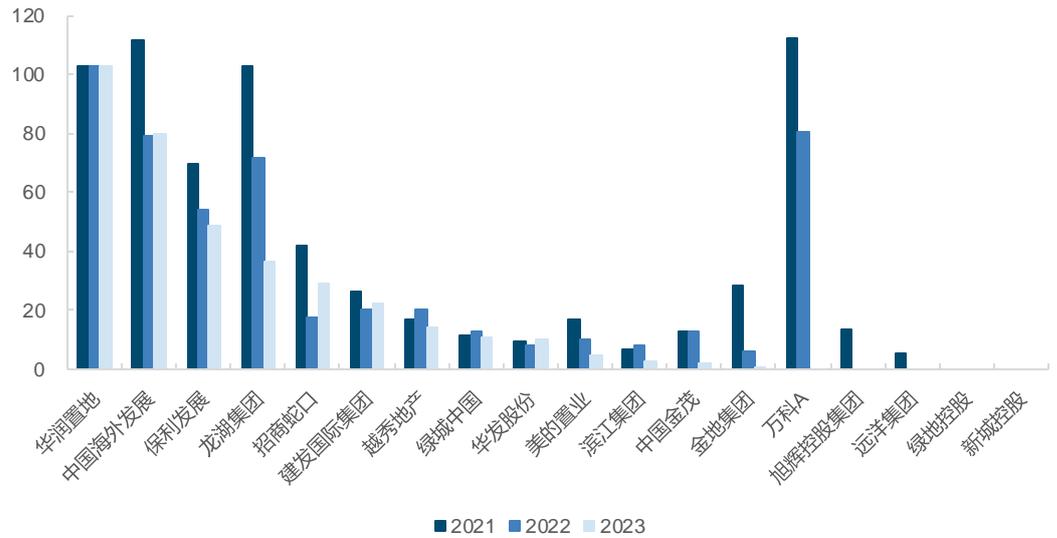
来源：各公司公告，国金证券研究所 注：将应付账款及票据、其他权益工具等视为待偿负债，待偿负债覆盖倍数=销售额/（有息负债+其他权益工具+应付账款及票据）

### 4.3 积极回报股东的房企或更受市场认可

**优质房企积极回报股东。**资产质量高、流动性好的房企销售回款或持续运营收入有保障，偿债能力强。此类房企经营稳健，资金实力雄厚，无流动性压力，能够穿越行业下行周期，方有底气发放股利，积极回馈股东。例如龙头央企华润置地资产质量高，每年能够获取可观的投资物业租金及运营收入，在 2021-2023 年期间每年均稳定分红超 100 亿元人民币，累计分红超 300 亿元超越其他房企。



图表45: 重点房企 2021-2023 年分红总额 (亿元人民币)



来源: wind, 国金证券研究所

**高分红高股息，在不确定性中给予市场信心。**头部央企 2023 年分红率都在 30% 以上，其中华发股份、建发国际集团分红率超过 50%；高分红带来具有较高吸引力股息率，港股头部房企在股息率在 5% 以上，A 股头部房企在 3.5% 以上，其中建发国际集团、越秀地产股息率分别达 8.3% 和 8.1%。持续稳定的分红、有吸引力的股息率，头部优质的改善型央企国企能给投资者带来长期稳定的收益（“固收+”），给予市场布局信心。

图表46: 典型房企 2023 年分红及对应股息率情况

公司	华发股份	建发国际集团	招商蛇口	保利发展	越秀地产	华润置地	绿城中国	中国海外发展	龙湖集团
每股分红	0.37 人民币/股	1.3 港元/股	0.32 人民币/股	0.41 人民币/股	0.38 港元/股	1.441 人民币/股	0.43 人民币/股	0.8 港元/股	0.55 人民币/股
分红总额	10.2 亿人民币	22.6 亿港元	28.99 亿人民币	51.77 亿元	15.3 亿港元	102.8 亿人民币	10.89 亿人民币	87.6 亿港元	37.22 亿人民币
分红率	55%	52%	46%	42%	40%	37%	35%	33%	30%
股息率	5.9%	8.3%	3.8%	4.6%	8.1%	5.6%	6.9%	5.5%	5.2%

来源: 各公司公告, 国金证券研究所 注: 股息率对应截至 2024 年 4 月 30 日股价

## 五、投资建议

中央政治局会议首提“消化存量房产和优化增量住房”，即房地产去库存启动，供给端通过控制新增土地供应来平衡市场供求关系，需求端通过政府收储式以旧换新盘活存量，预计系列自上而下的政策支持如 PSL、专项债、特殊国债等相关措施将相继落地，同时配套现有的地产调控措施，包括不限于房地产融资协调机制、房贷利率下调、购房限制性措施的取消等，预计对行业发展将产生深刻影响。

行业基本面正筑底，销售面积、土地成交、房地产开发投资自 2021 年下半年以来均发生深度回调，对标美国和日本，中国楼市正处于筑底阶段。据贝壳研究院，到 2030 年，改善需求和拆迁需求合计占总需求比例高达 9 成，主打改善型产品的房企更能与行业一同走向复苏拐点。

地产板块股价底部基本明确，地产股股价的反应通常快于基本面的复苏，以 2008 年



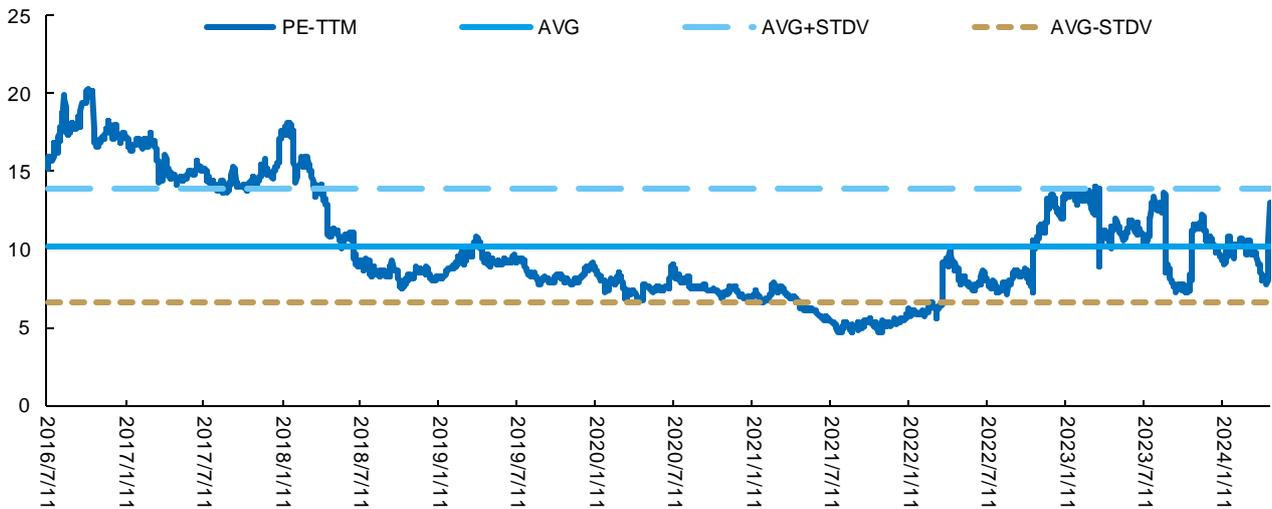
金融危机时期美国为例，其新建住房销量底出现在 2010 年 11 月，而霍顿等房企的股价底则出现在 2009 年 1 月。目前 A 股房地产板块 PB 估值仅 0.63 倍，处历史底部，此次政治局会议表态去库存，预计将明确地产股的底部。

首推具备持续拿地能力、布局核心城市核心地块、主打改善产品的房企，如建发国际集团、越秀地产、华发股份、绿城中国、滨江集团等，以上房企有望在 2024 年后实现规模和业绩双增长，ROE 有望稳步提升。

稳健选择头部央国企，如华润置地、招商蛇口、中国海外发展、保利发展等，以上房企财务安全稳健，资金实力雄厚，在结转完高地价项目和计提存货减值后，预计 2024 年后毛利率将持续改善，引导估值提升。

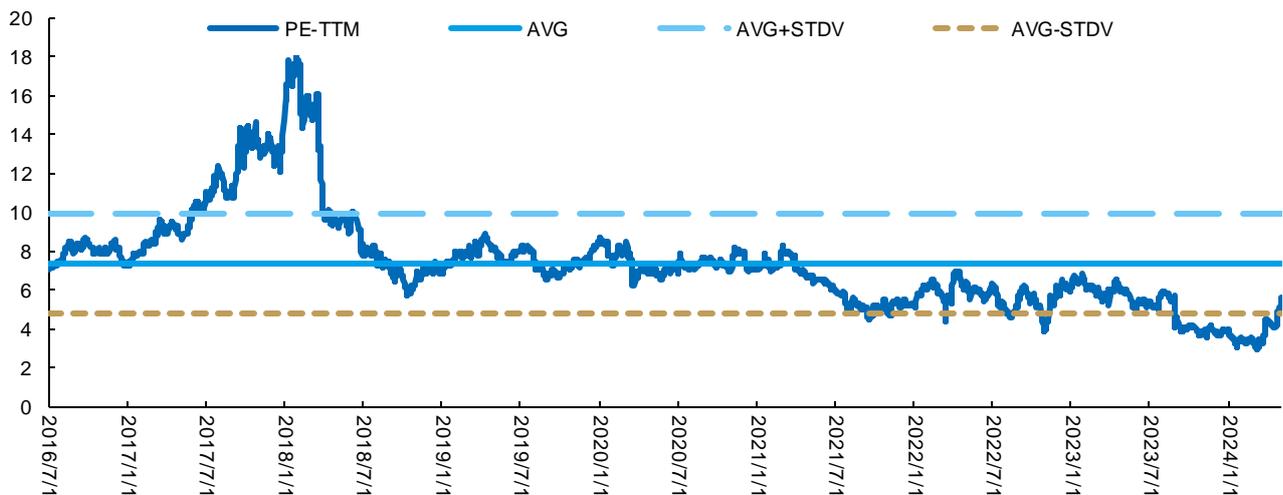
推荐受益于存量房流动性增加的中介平台。以旧换新盘活存量，一二手房市场活跃度提升，拥有核心竞争力的房产中介平台贝壳将受益。

图表47: A 股地产 PE-TTM



来源: wind, 国金证券研究所

图表48: 港股地产 PE-TTM



来源: wind, 国金证券研究所



图表49：覆盖公司估值表

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	821	6.7	6.6	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	1,548	6.0	5.3	4.8	256.1	290.0	322.2	10%	13%	11%
3900.HK	绿城中国	买入	172	5.5	4.8	3.7	31.2	36.1	47.0	13%	16%	30%
1908.HK	建发国际集团	买入	293	5.8	3.7	3.5	50.3	78.5	82.6	2%	56%	5%
0123.HK	越秀地产	买入	194	6.1	5.5	4.9	31.9	35.7	39.3	-19%	12%	10%
9979.HK	绿城管理控股	买入	124	12.7	10.1	8.1	9.7	12.2	15.3	31%	26%	25%
2423.HK	贝壳*	买入	1,506	15.4	14.0	13.7	98.0	107.9	109.6	245%	10%	2%
9666.HK	金科服务	买入	54	N.A.	10.0	9.3	-9.5	5.4	5.8	48%	n.a.	8%
6098.HK	碧桂园服务	增持	185	63.1	18.0	12.8	2.9	10.2	14.4	-85%	250%	40%
1209.HK	华润万象生活	买入	616	21.0	16.9	14.7	29.3	36.5	41.8	33%	25%	14%
3316.HK	滨江服务	买入	45	9.1	7.9	6.9	4.9	5.7	6.5	20%	15%	14%
6626.HK	越秀服务	买入	44	9.0	7.8	6.7	4.9	5.6	6.5	17%	16%	15%
2156.HK	建发物业	买入	45	9.7	8.9	6.7	4.7	5.1	6.8	89%	9%	33%
平均值			453	12.4	8.6	7.4	55.3	60.7	68.3	23%	29%	17%
中位值			202	9.0	8.2	6.7	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 5 月 4 日；2) 预测数据均为国金预测；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