



# 供需两端重塑，低成本走出危机

## 房地产行业2024年中期投资策略

姓名 齐东（分析师）

证书编号：S0790522010002

邮箱：qidong@kysec.cn

2024年5月6日

# 核心观点

- 1.明确房地产发展新模式，消化存量+优化增量。**2024年以来，中央层面连续出台政策频出，五年期LPR大幅下调25BP，房地产融资协调机制不断推进，我们预计房地产行业后续长时间内持续保持宽松政策。截至3月末，房地产融资协调机制白名单审批同意项目数量超2100个，总金额超5200亿元，房地产项目风险化解取得重要进展。
- 2.行业整体销售下滑，百强房企市占率下降。**统计局数据显示，2024年一季度全国商品房销售面积2.27亿平，同比下降19.4%（1-2月-20.5%），其中商品住宅销售面积同比下降23.4%；1-3月商品房销售额2.14万亿元，同比下降27.6%（1-2月-29.3%），其中商品住宅销售额同比下降30.7%。根据克而瑞百强房企销售情况，2024年一季度百强房企累计销售面积和金额分别同比下降50.7%和49.1%，降幅自2023年6月以来持续扩大。
- 3.从下行风险和潜在空间看长期住房需求。**我们估算居民在住房部分的资产负债率较低：截至2023年末城镇居民共持有359.3万亿住房资产；45.5万亿负债，资产负债率12.65%。而整体房价回撤幅度有限，对金融系统影响较小。往未来看（1）目前中国城镇化率66.16%，仍有10-15个百分点的提升空间；（2）从房龄看，我国居民在住房上的改善和更新需求较大。从城市数据看，房龄在25年内的住房占比为72.5%（镇的占比为72.3%）。
- 4.投资建议：**本次政治局会议对于地产的表述一方面继续强调了因城施策和供求关系新变化，后续核心城市购房政策有望进一步松动；另一方面提出消化存量房产优化增量住房，通过存量房收购转为保障房、“以旧换新”等形式实现库存去化，促进销售市场回暖。在房地产发展新模式下，我们持续看好投资强度高、布局区域优、机制市场化的强信用房企。受益标的：（1）保利发展、招商蛇口、中国海外发展、建发股份、越秀地产等优质央国企；（2）万科A、绿城中国、新城控股、美的置业等财务稳健的民企和混合所有制企业。
- 5.风险提示：**宏观经济下行，房地产信贷超预期收紧，房地产限制政策进一步增加，行业竞争加剧等。

# 目录

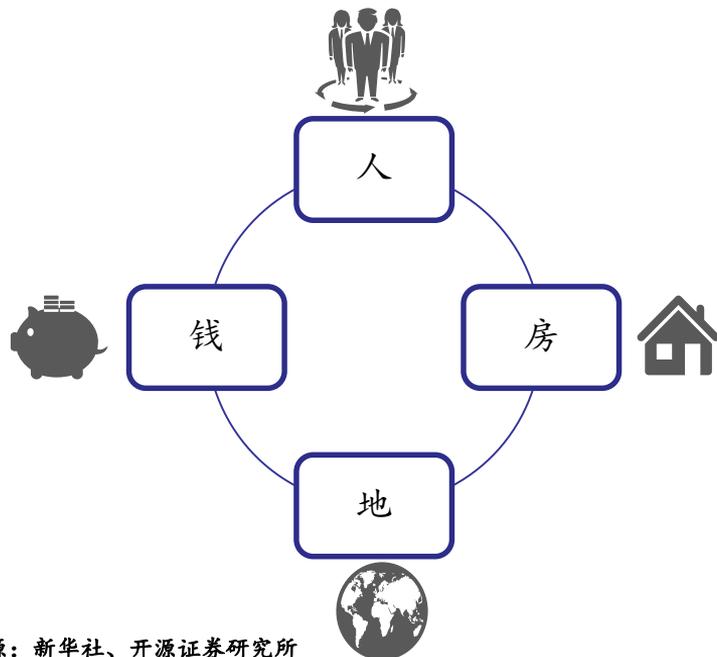
## CONTENTS

- 1 明确房地产发展新模式，消化存量+优化增量
- 2 销售需求支撑不足，房企销售不及预期
- 3 从下行风险和潜在空间看长期住房需求
- 4 投资建议
- 5 风险提示

中共中央政治局4月30日召开会议，在地产方面的表述仍然落脚在防风险上。

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。

图1：房地产发展新模式涵盖人地房钱四大要素



资料来源：新华社、开源证券研究所

## 1.2 防风险：房地产融资协调机制进展顺利

2024年以来，中央层面连续出台政策频出，五年期LPR大幅下调25BP，房地产融资协调机制不断推进，我们预计房地产行业后续长时间内持续保持宽松政策。截至3月末，房地产融资协调机制白名单审批同意项目数量超2100个，总金额超5200亿元，房地产项目风险化解取得重要进展。

表1：2024年中央针对房地产行业宽松政策频出

时间	部委	要点	政策内容
2024/1/11	央行	住房租赁团体购房贷款	央行已批复总额1000亿元的住房租赁团体购房贷款，支持8个试点城市购买商品用房用作长租房。
2024/1/24	央行、金融监管总局办公厅	经营性物业贷款管理	明确2024年底前，对规范经营、发展前景良好的房地产开发企业，可发放经营性物业贷款用于偿还房地产开发企业及其集团控股公司存量房地产领域的相关贷款和公开市场债券。
2024/1/24	国资委	央企市值考核	国务院国资委产权管理局负责人谢小兵在新闻发布会上表示，已经推动央企把上市公司的价值实现相关指标纳入到上市公司的绩效评价体系中，引导中央企业负责人更加重视所控股上市公司的市场表现。
2024/1/26	住建部	房地产融资协调机制白名单	召开城市房地产融资协调机制部署会议，要求各地针对具体项目，研究并提出可获融资支持的房地产项目名单。申报项目不论公司性质，只要符合设定的五个标准与条件，经地方主管部门审核通过，即可列入白名单。这些条件包括：项目必须处于在建状态、拥有与融资额相匹配的抵押物、预售资金未被挪用或已追回挪用资金等。
2024/1/30	金融监管总局	2024年工作会议	召开2024年工作会议，会议要求积极稳妥防控重点领域风险，强化信用风险管理，加大不良资产处置力度。加快推进城市房地产融资协调机制落地见效，督促金融机构大力支持保障性住房等“三大工程”建设、落实经营性物业贷款管理要求。配合防范化解地方债务风险，指导金融机构按照市场化方式开展债务重组、置换。
2024/2/20	央行	LPR下调	2月LPR报价出炉：1年期LPR为3.45%，上次为3.45%；5年期以上LPR为3.95%，上次为4.2%。
2024/3/5	政府工作报告	构建房地产发展新模式	政府工作报告指出，为适应新型城镇化发展趋势和房地产市场供求关系变化，将加快构建房地产发展新模式。报告强调加大保障性住房建设和供给，完善商品房相关基础性制度，以满足居民刚性住房需求和多样化改善性住房需求。政府将制定并实施一揽子政策以促进民间投资，同时化解地方债务风险。
2024/4/3	住建部	房地产融资协调机制	全国31个省份及新疆生产建设兵团均已建立省级房地产融资协调机制。截至3月31日，各地已向商业银行推送“白名单”中，共有1979个项目获得了银行授信，总额达到4690.3亿元；其中，1247个项目已经获得贷款发放，总额为1554.1亿元。
2024/4/17	金融监管总局	房地产融资协调机制白名单	4月17日，国家金融监管总局消息，截至3月末，商业银行对协调机制推送的全部第一批“白名单”项目完成审查，其中审批同意项目数量超2100个，总金额超5200亿元人民币，对部分不符合条件的项目已向协调机制反馈。

资料来源：国家金融监督管理总局、住建部、新华社等、开源证券研究所

## 1.2 防风险：房地产融资协调机制进展顺利

2024年两会期间住建部记者会发言对于全年房地产发展新模式做出了重要指示，提出要始终坚持“房子是用来住的、不是用来炒”的定位，完善“市场+保障”的住房供应体系。

表2：住建部记者会发言对于2024年房地产发展新模式做出了重要指示

核心观点	内容
房地产发展新模式的理念	始终坚持“房子是用来住的、不是用来炒”的定位，完善“市场+保障”的住房供应体系，政府保障基本住房需求、市场满足多层次多样化住房需求，建立租购并举的住房制度，努力让人民群众住上好房子。
“人、房、地、钱”要素联动	房地产市场是以城市为单元的市场，各城市供求关系有很大差别。现在已经充分赋予城市调控的自主权，从要素资源科学配置入手，以人定房、以房定地、以房定钱，抓手就是指导各地编制好住房发展规划。
完善全生命周期管理机制	在供给方面，要改革完善商品房开发、融资、销售等基础性制度，有力有序推进现房销售。在使用方面，要加快建立房屋体检、房屋养老金、房屋保险等专项制度。
保障房建设	一手抓配售型的保障房建设，一手抓租赁型的保障房供给，以一张床、一间房、一套房等多元化、多样化的方式着力解决好新市民、青年人和农民工的住房问题
城市更新	2024年将再改造5万个老旧小区，建设一批完整的社区。
支持房企融资	当前房地产的难点是资金，我们会同金融监管总局，指导地方建立城市房地产的融资协调机制，按照一个项目一个方案提出项目白名单，一视同仁支持房地产企业合理融资需求。截至目前，全国31个省312个城市已经建立了房地产融资协调机制，涉及项目超过6000个，其中82.8%是民营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。
房地产风险出清	对于严重资不抵债，失去经营能力的房企，要按照法治化、市场化的原则，该破产的破产，该重组的重组。
新模式展望	在新模式下，我希望现在的房地产企业看到，今后拼的是高质量，拼的是新科技，拼的是好服务。谁能抓住机遇、转型发展，谁能为群众建设好房子、提供好服务，谁就能有市场，谁就能有发展，谁就能有未来。

资料来源：中国政府网、开源证券研究所

## 1.2 防风险：房地产融资协调机制进展顺利

针对房地产领域，央行设立了3项结构性货币政策工具：保交楼贷款支持计划、租赁住房贷款支持计划、房企纾困专项再贷款。截至2024一季度末，3项结构性工具合计余额为315亿，环比增长259亿。

表3：截至2024Q1央行主要涉房结构性货币政策工具合计余额环比增长

		保交楼贷款支持计划	租赁住房贷款支持计划	房企纾困专项再贷款
支持领域		保交楼项目	试点城市收购存量住房	房企项目并购
发放对象		工农中建交、邮储	工农中建交、邮储、开发银行	5家全国性资产管理公司
利率（1年期）/激励比例		0%	1.75%	1.75%
额度（亿元）		2000	1000	800
时间	发布日期	余额（亿元）	余额（亿元）	余额（亿元）
2024Q1	2024/4/23	86	20	209
2023Q4	2024/1/26	56	0	0
2023Q3	2023/10/25	56	0	0
2023Q2	2023/7/19	5	0	0
2023Q1	2023/4/24	5	0	0

资料来源：央行官网、开源证券研究所

根据易居数据，2月份百城库存平均去化周期达到25个月，为2010年有数据监测以来的最高值；截至3月底，已有12个城市二手房挂牌量超过10万套，6城挂牌量突破15万套。2023年1月，央行设立1000亿元“租赁住房贷款支持计划”，用于在试点城市收购存量住房，扩大保障性租赁住房 and 长租房供给。目前，福州、济南、天津、青岛已经获批贷款40.86亿元。

表4：2024年3月一二线城市二手房挂牌量较2022年末均有增长

城市	城市能级	2022年6月末 (链家、万套)	2022年12月末 (链家、万套)	2024年3月挂牌量 (链家、万套)	挂牌量较2022年末增长	居民挂牌比例估算 (假设贝壳覆盖70%房源、户均2.7人)
北京	一线城市	8.8	10.1	14.6	44%	2.6%
广州	一线城市	10.9	12.6	14.5	15%	3.0%
重庆	二线城市	17.1	17.2	27.0	57%	4.9%
天津	二线城市	16.2	16.0	19.2	19%	5.4%
宁波	二线城市	7.7	7.4	8.7	18%	3.5%
青岛	二线城市	7.8	7.8	12.2	57%	4.6%
无锡	二线城市	4.2	4.5	5.8	29%	3.0%
长沙	二线城市	5.6	5.8	7.7	34%	2.9%
郑州	二线城市	8.3	8.5	12.8	50%	3.9%
济南	二线城市	5.8	5.7	7.6	34%	3.2%
合肥	二线城市	8.8	10.7	10.9	1%	4.4%
福州	二线城市	3.3	3.2	4.3	33%	1.9%
沈阳	二线城市	13.3	12.0	17.0	41%	7.2%
长春	二线城市	7.7	7.1	7.5	6%	3.2%
厦门	二线城市	2.8	2.9	3.1	6%	2.3%
佛山	二线城市	8.4	10.0	11.7	17%	4.7%
东莞	二线城市	4.4	5.7	7.2	27%	2.6%
西安	二线城市	10.6	10.9	12.8	17%	3.7%
大连	二线城市	9.7	9.9	11.9	21%	6.1%
昆明	二线城市	4.5	4.2	5.0	19%	2.3%
南昌	二线城市	6.1	6.3	7.5	19%	4.5%
石家庄	二线城市	3.5	3.2	4.4	36%	1.5%
哈尔滨	二线城市	9.8	9.2	11.4	24%	4.5%
太原	二线城市	3.1	3.0	3.5	18%	2.5%
南宁	二线城市	0.0	2.2	4.3	92%	1.9%
贵阳	二线城市	4.0	3.8	4.6	21%	2.9%

数据来源：链家网、开源证券研究所

2024年以来，各地陆续发布存量住房“以旧换新”政策，由政府和国企参与，加快存量房去化速度，促进市场活跃度。据中指院统计，截至2024年4月末，已有接近30城推出商品房“以旧换新”政策，其中江苏省、山东省、浙江省支持城市最多。

表5：各城市以旧换新模式共有三种

以旧换新方式	具体城市案例
业主交易	政府通过一定优惠补贴方式，鼓励存量房业主自主进行商品房置换。江苏省南京市，4月1日至12月31日对江宁区内“以旧换新”的购房者，除享受对应补助政策外，再给予价值1万元的餐饮或文旅消费券
业主、开发商、中介签订三方协议	深圳市，业主与开发商、中介签订三方协议后，便可锁定相应新房房源。在“解约保护期”（建议不少于90天）内，如旧房未售出，换房人可无条件解除协议且无须承担违约责任，企业将无条件退款
政府、开发商直接收购	如河南省郑州市，拟在4月20至6月30日期间，在金水区、郑东新区等试点区域通过“郑州城发安居有限公司”直接收购500套二手房，刺激改善型住房需求。

资料来源：金融时报、开源证券研究所

从优化增量住房来看，多个城市放开70/90限制，政府对新房在精装修、能耗等方面的要求也不断增加，同时土地供应端对于优质土地的供应也有所增加，预计未来行业逐步迈向“轻规模，重品质”的发展方向。

表6：各城市采取多种措施优化新增房产

日期	城市	政策
2023年9月	上海	上海市土地交易市场8日发布商品住房用地出让公告，提出在现场竞价环节增加“绿色建筑及超低能耗建筑”“公租房比例”等要求，并增加装配式建筑、可再生能源等高品质建设要求。
2024年1月	北京	2024年中心城区供地占比较2023年提升5个百分点至25%。
2024年3月	上海	一批第二轮出让的6宗地块中小套型标准发生变化，“7090政策”放宽。
2024年3月	深圳	取消执行多年的“7090政策”。
2024年4月	重庆	优先供应成熟区域优质地块，精准实施出让调度，提高供地质量。
2024年4月	成都	住宅用地供应主要集中在商品住宅销售周期较短或在合理区间及商业用房库存量较小区域

资料来源：各地政府官网、新华网、澎湃新闻等、开源证券研究所

# 因城施策：二线城市限购全面宽松

随着中央的定调及调控，地方政策跟进及时。一线城市政策调整较为谨慎，上海、北京于对首付比例、房贷利率和普宅标准进行调整，广州放开120平以上住宅限购及第三套购房贷款，深圳2月下调非本市户籍限购条件，同时不再限定购房者落户年限及缴纳社保个税的限制。二线城市中，成都、苏州限购全面解除，杭州放开二手房限购，苏州、南京放开第三套房贷款。

表7：2024年以来二线城市限购政策全面宽松

时间	城市	政策要点	政策内容
2024/1/5	成都	落户放宽	8个县（市）及成都东部新区（以下简称“8+1”县（市））将取消积分入户。中心城区和城市新区积分入户政策也得到优化，如将积分入户申请条件中的社保缴存时间降至3年。
2024/1/9	海口	限售放松	限购政策方面，由全市范围限购调整为区域限购，取消离异3年内购房算限购套数限制。调整限售年限，由购房合同备案满5年并取得不动产权证后可转让，调整为2年可转让。
2024/1/9	南京	限贷放松	南京多家银行1月9日起首套房房贷利率下限执行LPR-30BP，按照最新5年期以上LPR为4.2%来计算，目前南京首套房房贷利率最低为3.9%。二套房房贷利率暂未调整，目前仍执行LPR+30BP，即4.5%。
2024/1/27	广州	限购放松	在限购区域范围内，购买建筑面积120平方米以上（不含120平方米）住房，不纳入限购范围。在限购区域范围内，居民家庭将自有住房用作租赁住房并办理房屋租赁登记备案手续的，或者在广州存量房交易系统取得房源信息编码并挂牌计划出售的，购买住房时相应核减家庭住房套数。
2024/1/30	上海	限购放松	自1月31日起，非本市户籍居民如在本市连续缴纳社会保险或个人所得税满5年及以上，将有权在外环以外区域（崇明区除外）限购1套住房。
2024/1/30	苏州	限购放松	苏州六大区全面放开一手房、二手房限售限购政策，即购房人不论户籍地、无需社保、不限套数及面积，皆可进行购买。调整后，苏州限购条件全面放开。
2024/2/6	北京	限购放松	即日起，在京具备购房资格的四类家庭，可以在通州区购买一套商品住房。新政策变化最大的就是在通州区落户和就业的家庭，只要是符合北京整体限购政策即可，取消了落户、社保或纳税需满3年的要求。
2024/2/7	深圳	限购放松	取消购房落户年限以及缴纳个人所得税、社会保险年限要求；非本市户籍居民家庭及成年单身人士（含离异）能提供购房之日前3年在本市连续缴纳个人所得税或社会保险证明的，限购1套住房。
2024/2/28	中国香港	税费减免	财政司司长陈茂波在2024-2025年度《财政预算案》中宣布，即日起全面撤销楼市“辣招”，即香港的所有住宅物业交易将无须再缴付额外印花税、买家印花税和新住宅印花税。
2024/2/29	南京、苏州	限贷放松	放开第三套房贷款，名下无贷款按首套政策，仅一套贷款未结清按二套政策。
2024/3/14	杭州	限购放松	优化二手住房限购政策，在本市范围内购买二手住房，不再审核购房人资格。同时明确优化增值税征免年限，本市范围内个人出售住房的增值税征免年限统一调整为2年。
2024/3/26	深圳	面积放宽	深圳市规划和自然资源局宣布废止《关于按照国家政策执行住宅户型比例要求的通知的通知》，此举意味着被称为“7090政策”的户型比例要求在深圳正式退出。
2024/3/27	北京	限购放松	北京市住建委宣布废止两年前发布的一则文件。该文件发布于2021年8月，文中称“夫妻离异的，原家庭在离异前拥有住房套数不符合本市商品住房限购政策规定的，自离异之日起3年内，任何一方均不得在本市购买商品住房。”
2024/4/2	青岛	限贷放松	推行“房票”制度，上浮公积金贷款额度，优化二手房“带押过户”流程，支持高品质住宅开发建设，以及取消首套住房商业贷款利率下限等。
2024/4/2	福州	限贷放松	福州市阶段性取消首套住房商业性个人住房贷款利率下限。
2024/4/12	中国澳门	税费减免	已完成讨论调整不动产需求管理措施的政策方案及其中有关税务措施的法案，内容包括取消特别印花税、额外印花税及取得印花税。
2024/4/15	广州	购房补贴	广州黄埔区正式印发房票安置细则，标志着该区进入房票时代。
2024/4/28	成都	限购解除	成都市商品住房项目不再实施公证摇号选房，由企业自主销售；全市范围内住房交易不再审核购房资格。

资料来源：各地政府官网、开源证券研究所

# 目录

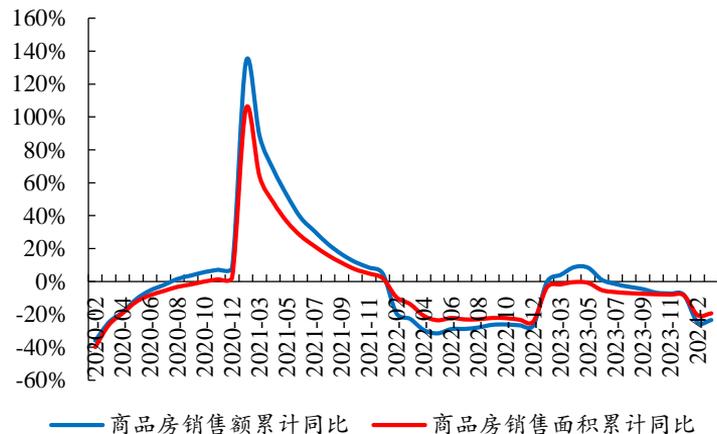
## CONTENTS

- 1 中央宽松政策频出，非核心城市限购全面放开
- 2 **销售需求支撑不足，房企销售不及预期**
- 3 从下行风险和潜在空间看长期住房需求
- 4 投资建议
- 5 风险提示

## 2.1 行业整体销售下滑，百强房企市占率下降

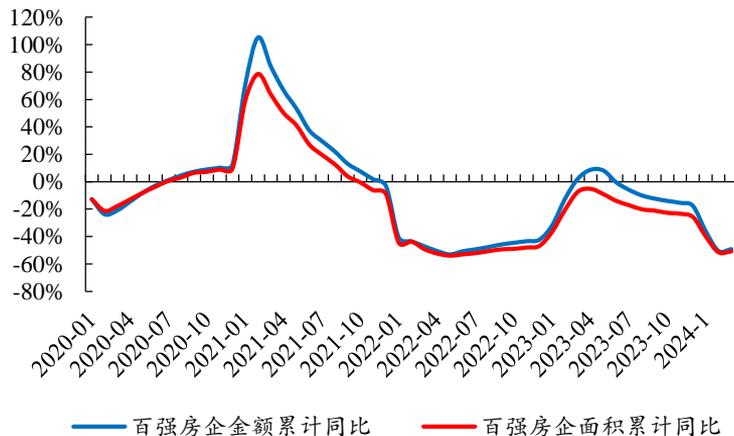
统计局数据显示，2024年一季度全国商品房销售面积2.27亿平，同比下降19.4%（1-2月-20.5%），其中商品住宅销售面积同比下降23.4%；1-3月商品房销售额2.14万亿元，同比下降27.6%（1-2月-29.3%），其中商品住宅销售额同比下降30.7%。根据克而瑞百强房企销售情况，2024年一季度百强房企累计销售面积和金额分别同比下降50.7%和49.1%，降幅自2023年6月以来持续扩大。

图2：2024年一季度统计局商品房销售面积和金额分别同比下降19.4%和27.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2024年一季度克而瑞百强房企销售面积和金额分别同比下降50.7%和49.1%



数据来源：克而瑞、开源证券研究所

## 2.1 行业整体销售下滑，百强房企市占率下降

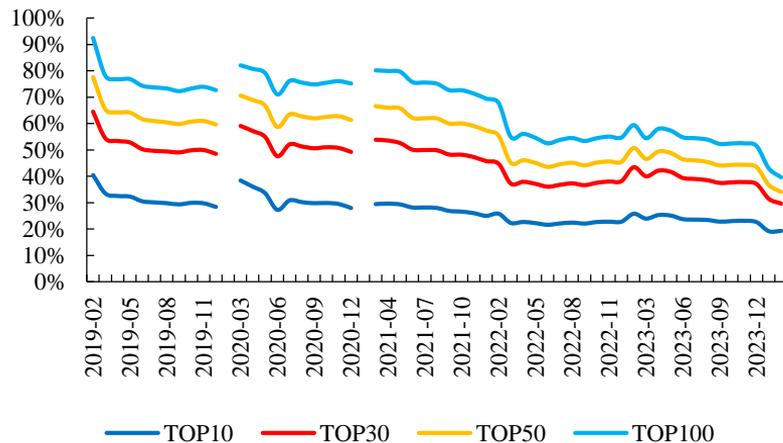
从克而瑞百强房企市占率来看，市场仍在寻底，百强房企销售情况同比降幅继续扩大，一季度销售业绩规模相较2021-2023年下降幅度分别为49%、48%、72%，规模收缩明显。相比较下，TOP10房企降幅表现由于其他梯队。各排名梯队的房企销售总额市占率自2020年达到峰值后，呈逐渐下降趋势。2024年1-3月TOP10、TOP30、TOP50、TOP100房企占商品房销售额的比例降至19.3%、29.7%、34.1%、39.6%（2020年3月为38.4%、59.1%、70.7%、82.0%），行业头部房企集中度进一步降低。

表8：2024年一季度百强各梯队房企累计销售金额较2020-2022年均大幅下滑

单位：亿元，万平方米	2023年 金额	金额同 比	2023年 面积	面积 同比	2024年 1-3月 金额	相较 2023	相较 2022	相较 2021	2024年 1-3月 面积	累计同 比
TOP100	60064	-18%	33499	-26%	8465	-49%	-48%	-72%	4865	-51%
TOP10	26380	-13%	15285	-23%	4124	-44%	-38%	-64%	2306	-50%
TOP11-30	16834	-18%	9128	-27%	2209	-55%	-50%	-76%	1316	-51%
TOP31-50	7497	-23%	3993	-31%	941	-53%	-60%	-81%	576	-52%
TOP 51-100	9354	-24%	5093	-26%	1191	-50%	-59%	-77%	667	-52%

数据来源：克而瑞、开源证券研究所

图4：2021年以来行业头部房企集中度进一步降低



数据来源：Wind、克而瑞、开源证券研究所

## 2.2 高基数下一季度表现不及预期，央国企表现优于平均

2023年头部房企销售金额下降数量过半，越秀地产、建发国际累计销售金额同比增速超10%。2024Q1头部房企销售降幅扩大，23个样本房企销售同比均下降，头部央国企降幅在50%以内，总体销售表现地方国企>央企>混合所有制企业>民企。

表9：2024年1-3月央国企销售表现高于头部房企平均水平

单位：亿元， 万平方米	2023全年数据				2024年1-3月数据					
	销售金额	金额同比	销售面积	面积同比	销售金额	相较2023	相较2022	相较2021	累计面积	累计同比
保利发展	4222	-8%	2386	-13%	630	-45%	-31%	-49%	367	-42%
万科A	3761	-10%	2466	-6%	580	-43%	-46%	-68%	391	-37%
中海地产	3098	5%	1336	-4%	602	-28%	25%	-33%	202	-53%
华润置地	3070	2%	1307	-8%	507	-36%	10%	-25%	224	-34%
绿城中国	3011	0%	686	-13%	532	-13%	42%	-1%	240	-8%
招商蛇口	2936	0%	1223	2%	402	-44%	-15%	-44%	167	-45%
碧桂园	2169	-53%	2686	-51%	177	-75%	-87%	-91%	219	-80%
建发国际	1891	11%	865	8%	315	-31%	4%	-24%	145	-37%
龙湖集团	1735	-14%	1080	-17%	235	-54%	-37%	-61%	164	-44%
金地集团	1536	-31%	877	-14%	167	-62%	-63%	-76%	98	-59%
滨江集团	1535	0%	334	8%	263	-35%	5%	-44%	67	-33%
越秀地产	1420	14%	445	8%	217	-50%	57%	-13%	70	-45%
中国金茂	1412	-9%	828	6%	175	-60%	-45%	-72%	95	-62%
华发股份	1260	5%	399	0%	204	-59%	-12%	-27%	69	-58%
绿地控股	1135	-19%	1071	-17%	140	-54%	-55%	-80%	130	-43%
融创中国	848	-50%	608	-53%	100	-66%	-86%	-91%	86	-62%
新城控股	760	-35%	969	-19%	119	-44%	-62%	-76%	165	-34%
旭辉集团	700	-44%	514	-39%	101	-52%	-65%	-82%	85	-40%
美的置业	659	-11%	530	-10%	104	-56%	-48%	-68%	86	-55%
首开股份	615	-29%	257	-20%	73	-57%	-64%	-74%	31	-58%
远洋集团	505	-50%	429	-30%	43	-74%	-71%	-79%	46	-62%
世茂集团	428	-51%	295	-45%	83	-44%	-63%	-88%	63	-36%
中南建设	399	-39%	333	-39%	47	-61%	-71%	-90%	40	-60%

数据来源：Wind、克而瑞、开源证券研究所（数据采用上市公司公告，如未公告则为克而瑞数据）

# 目录

## CONTENTS

- 1 中央宽松政策频出，非核心城市限购全面放开
- 2 销售需求支撑不足，房企销售不及预期
- 3 从下行风险和潜在空间看长期住房需求
- 4 投资建议
- 5 风险提示

### 3.1 估算居民在住房部分的资产负债率较低

根据七普数据，截至2020年，全国人口数为14.12亿人，其中居住在城镇的人口为9.02亿人。

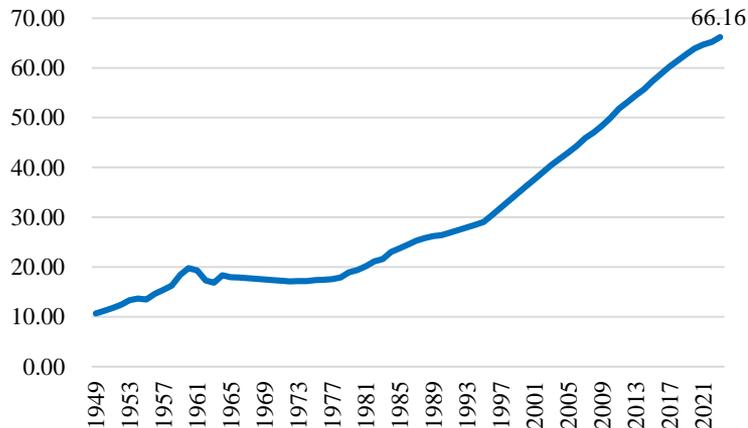
这里我们只计算家庭户的住宅情况，根据七普对家庭户居住情况的统计，我们测算2020年城镇家庭总住宅存量为294.6亿平米。2021-2023年新建商品住宅合计销售36.2亿平米，由此测算2023年末城镇家庭总住宅存量为330.8亿平米。

表10：七普数据显示2020年城市人均住房间数0.99间/人

普查年份	类型	家庭户平均人数	平均每户住房建筑面积(平方米/户)	平均每户住房间数(间/户)	人均住房建筑面积(平方米/人)	人均住房间数(间/人)
2020	城市	2.52	92.17	2.50	36.52	0.99
2020	镇	2.78	117.74	3.27	42.29	1.18

数据来源：七普数据、国家统计局、开源证券研究所

图5：中国城镇化率自1972年以来呈增长趋势（%）

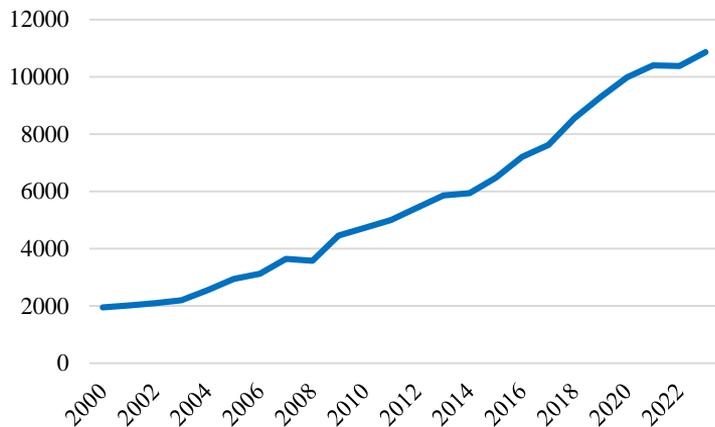


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 3.1 估算居民在住房部分的资产负债率较低

从售价看，2023年全国商品住宅销售均价为10864元/平米。由此估计城镇居民住宅总存量资产为359.3万亿。

图6：2023年全国商品住宅销售均价同比仍增长（元/平米）



数据来源：Wind、国家统计局、开源证券研究所

表11：2005-2023年商品住宅销售均价持续提升

年份	商品房销售面积:住宅 (亿平)	商品房销售额:住宅 (亿元)	商品房销售均价:住宅 (元/平米)
2005	5.0	14564	2937
2006	5.5	17288	3119
2007	7.0	25566	3645
2008	5.9	21196	3576
2009	8.6	38433	4459
2010	9.3	44121	4725
2011	9.7	48198	4993
2012	9.8	53467	5430
2013	11.6	67695	5850
2014	10.5	62411	5933
2015	11.2	72770	6473
2016	13.8	99064	7203
2017	14.5	110240	7614
2018	14.8	126374	8553
2019	15.0	139440	9287
2020	15.5	154567	9980
2021	15.7	162730	10396
2022	11.0	113670	10375
2023	9.5	102990	10864

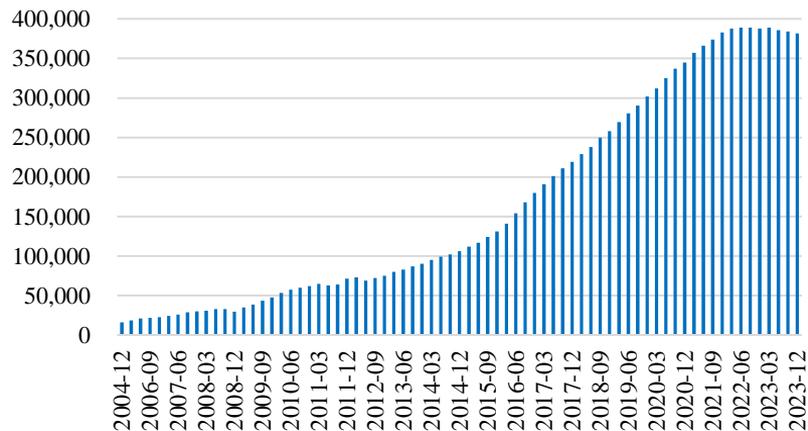
数据来源：Wind、国家统计局、开源证券研究所

## 3.1 估算居民在住房部分的资产负债率较低

从负债端看，居民主要的负债是按揭贷款和公积金贷款。我们用2023年末的个人住房贷款余额和2022年末的公积金贷款余额近似估计，合计45.5万亿。

由此我们估算居民在住房部分的资产负债率较低：359.3万亿住房资产；45.5万亿负债，资产负债率12.65%。

图7：2021年下半年来中国住房贷款存量规模有所下降（亿元）



数据来源：Wind、央行、开源证券研究所

表12：居民个人住房贷款余额自2021年来保持相对稳定（亿元）

	个人住房贷款余额	住房公积金贷款余额
2015	131000	32865
2016	180000	40535
2017	219000	45050
2018	258000	49846
2019	302000	55883
2020	345000	62314
2021	383000	68931
2022	388000	72984
2023	381700	-
2024	381900	-

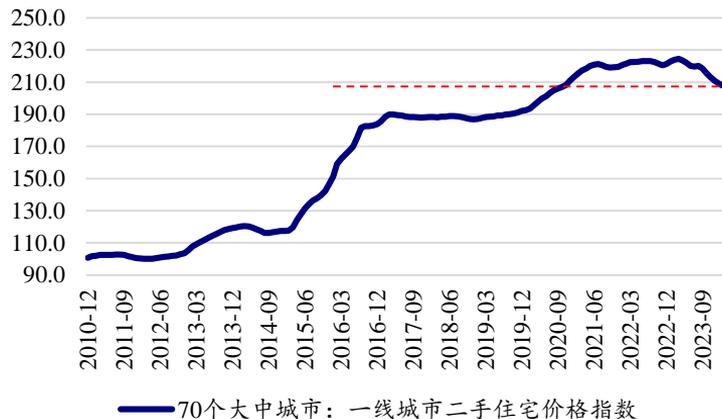
数据来源：Wind、央行、开源证券研究所

## 3.2 整体房价回撤幅度有限，对金融系统影响较小

从回撤幅度看，我们使用70城市房价环比涨跌幅进行测算：

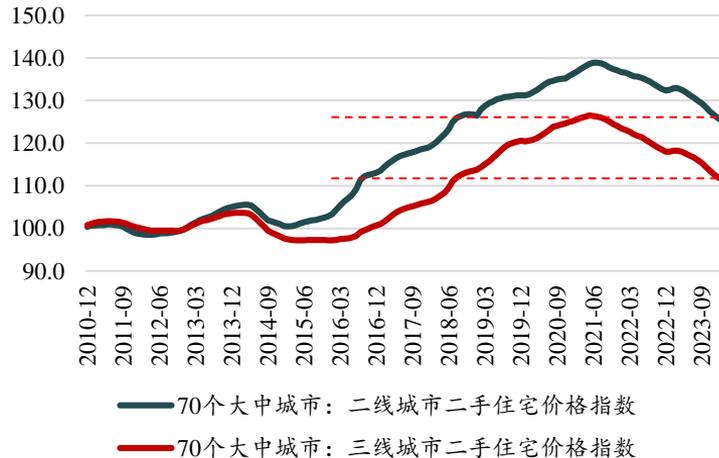
一线城市，本轮调整以来整体价格回撤7.4%，价格回到2020年11-12月水平；二线城市，本轮调整以来整体价格回撤9.8%，三线城市本轮调整以来整体价格回撤11.9%，价格回到2019年8-9月水平。

图8：一线城市二手住宅价格指数回撤7.4%（2010年12月为100）



数据来源：Wind、国家统计局、开源证券研究所

图9：二三线城市二手住宅价格指数分别回撤9.8%和11.9%（2010年12月为100）

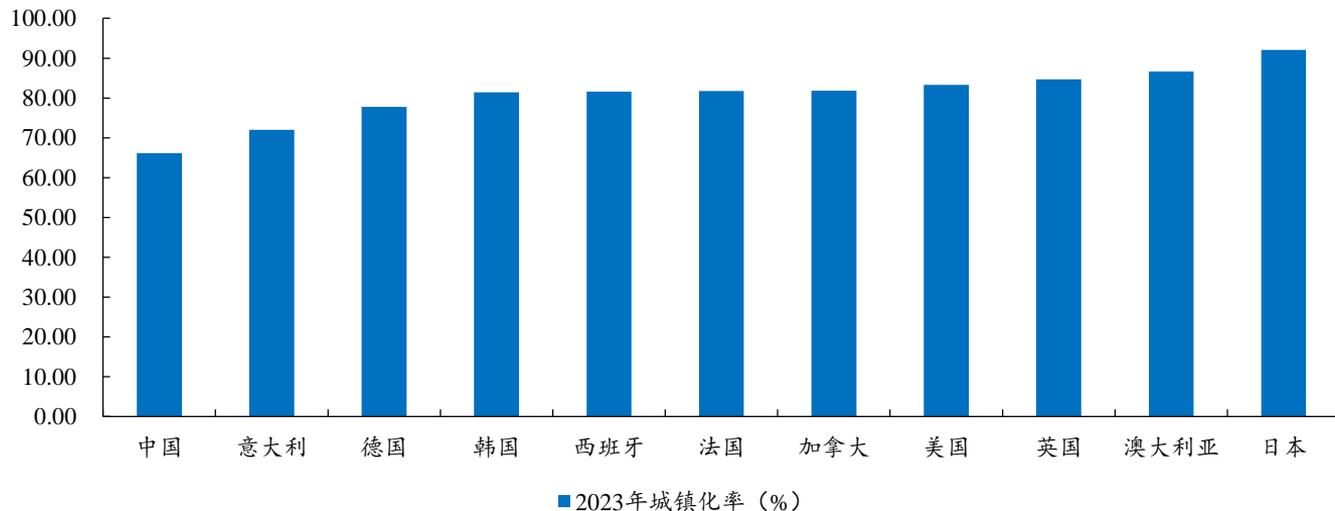


数据来源：Wind、国家统计局、开源证券研究所

### 3.3 未来空间：城镇化率仍有较大提升空间

从全球范围看，城镇化率的提升是经济发展的结果之一。对比中国和世界主要发达经济体2023年城镇化率，我国城镇化率仍有较大提升空间。

图10：对比发达国家2023年城镇化率，我国仍有较大提升空间



数据来源：国家统计局、联合国、开源证券研究所

### 3.3 未来空间：城镇化率仍有较大提升空间

从主流国家的城镇化进程看，70%是主流国家城镇化率增速的拐点。拐点后，城镇化率仍然会进一步提升，但增长速度大幅放缓。70-75%时长为65-70%的2.7倍，75-80%时长为65-70%的3.3倍。

表13：从主流国家的城镇化进程看，70%是主流国家城镇化率增速的拐点

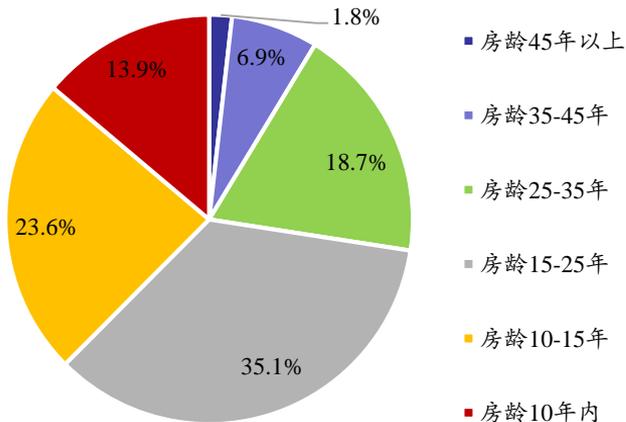
达到对应城镇化率 需要的年限（年）	美国	俄罗斯	日本	墨西哥	法国	巴西	韩国	平均值
世界人口排名（2021）	3	9	11	10	20	5	27	
60%-65%所需年限（年）	8	6		7		5	4	5.8
65%-70%所需年限（年）	8	7	6	9	4	6	2	5.9
70%-75%所需年限（年）	28	42	7	13	28	6	4	17.0
75%-80%所需年限（年）	17	未达到	27	17	21	7	10	16.5
70-75%时长为65-70% 的倍数	3.50		1.17	1.44	7.00	1.00	2.00	2.69
75-80%时长为65-70% 的倍数	2.13		4.50	1.89	5.25	1.17	5.00	3.32

数据来源：联合国经济和社会事务部人口司(2018年)、ourworldindata.org、开源证券研究所

### 3.3 未来空间：改善和更新需求较大

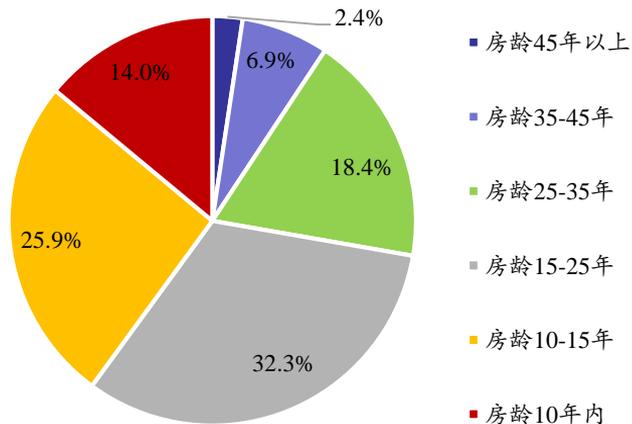
从房龄看，我国居民在住房上的改善和更新需求较大。从城市数据看，房龄在25年内的住房占比为72.6%（镇的占比为72.3%）。

图11：各地区城市家庭户住房房龄在25年以内占比72.6%  
(城市，面积口径)



数据来源：七普数据、国家统计局、开源证券研究所

图12：各地区镇家庭户住房房龄在25年以内占比72.3%  
(镇，面积口径)



数据来源：七普数据、国家统计局、开源证券研究所

# 目录

## CONTENTS

- 1 中央宽松政策频出，非核心城市限购全面放开
- 2 销售需求支撑不足，房企销售不及预期
- 3 从下行风险和潜在空间看长期住房需求
- 4 **投资建议**
- 5 风险提示

## 4.1 投资建议

本次政治局会议对于地产的表述一方面继续强调了因城施策和供求关系新变化，后续核心城市购房政策有望进一步松动；另一方面提出消化存量房产优化增量住房，通过存量房收购转为保障房、“以旧换新”等形式实现库存去化，促进销售市场回暖。在房地产发展新模式下，我们持续看好投资强度高、布局区域优、机制市场化的强信用房企。受益标的：（1）保利发展、招商蛇口、中国海外发展、建发股份、越秀地产等优质央国企；（2）万科A、绿城中国、新城控股、美的置业等财务稳健的民企和混合所有制企业。

表14：受益标的盈利预测与估值

代码	A股	评级	市值 (亿元)		归母净利润/亿元			P/E			
			2024/5/6	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600048.SH	保利发展	买入	1,057.0	120.7	132.0	142.5	151.6	8.8	8.0	7.4	7.0
000002.SZ	万科A	买入	821.7	121.6	102.6	116.1	121.3	6.8	8.0	7.1	6.8
001979.SZ	招商蛇口	买入	789.2	63.2	80.4	94.8	108.3	12.5	9.8	8.3	7.3
600153.SH	建发股份	买入	302.5	131.0	50.5	64.3	78.0	2.3	6.0	4.7	3.9
601155.SH	新城控股	买入	219.5	7.4	11.8	16.7	21.6	29.8	18.6	13.1	10.2
600325.SH	华发股份	未评级	174.2	18.4	22.4	24.9	23.2	9.5	7.8	7.0	7.5
600383.SH	滨江集团	买入	177.4	25.3	30.8	38.3	44.1	7.0	5.8	4.6	4.0
H股											
1109.HK	华润置地	未评级	1,921.6	313.7	317.1	341.5	375.8	6.1	6.1	5.6	5.1
0688.HK	中国海外发展	买入	1,486.1	256.1	278.8	298.5	316.5	5.8	5.3	5.0	4.7
1908.HK	建发国际集团	买入	291.9	43.4	53.2	64.5	78.3	6.7	5.5	4.5	3.7
0123.HK	越秀地产	买入	185.9	31.9	35.2	39.7	44.3	5.8	5.3	4.7	4.2
3900.HK	绿城中国	买入	169.1	30.9	36.5	44.0	50.7	5.5	4.6	3.8	3.3

数据来源：Wind、开源证券研究所（截至2024年5月6日，港元汇率1港元=0.91人民币，已评级公司盈利预测来自开源证券研究所，未评级公司盈利预测来自Wind一致预期）

# 目录

## CONTENTS

- 1 中央宽松政策频出，非核心城市限购全面放开
- 2 销售需求支撑不足，房企销售不及预期
- 3 从下行风险和潜在空间看长期住房需求
- 4 投资建议
- 5 风险提示

- 1、宏观经济下行：经济下行或将导致收入和购买力下降，购房需求受到冲击；
- 2、房地产信贷超预期收紧：信贷收紧导致企业融资紧张，影响投资和新开工动力；
- 3、房地产限制政策进一步增加：收紧限购政策可能会抑制购房需求，进一步减缓市场去化速度；
- 4、行业竞争加剧：竞争加剧可能导致价格下行，侵蚀企业利润，行业分化加剧。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 股票投资评级说明

	评级	说明	备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%~20%；	
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；	
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；	
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮箱：research@kysec.cn

**深圳：**深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮箱：research@kysec.cn

**北京：**北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮箱：research@kysec.cn

**西安：**西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券