



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

四问去库存，再 Call 地产股底部已现

行业观点

一问：去库存模式与路径如何？现有代售、旧房换购、回购收储、发放补贴以及旧转保共五种模式。①代售模式是目前落地最多，在各地房协及中介协会牵头下，开发商及中介机构自发组织此类活动，最易推行，但效用较低。②旧房换购模式是指地方政府收购居民端存量房作为保障房/人才房等，而售房款用于购买指定新房项目。③回购收储模式即地方政府回购开发商已竣工未售的商品房，收购后主要投向保障性租赁住房、公租房、人才公寓等。④发放补贴模式属于配套支持，降低成本，居民出售旧房后在一定期限内购买新房，即可获取相应的财政补贴。⑤旧转保模式类似“政府统租”，政府一次性支付5-10年的租金给业主，获得旧房使用权并将用于保障性住房，房屋产权仍然归业主所有。从现有模式看，新房端去化主要以央国企和城投项目为主，更加利好此类房企。

二问：去库存落地资金何处来？地方政府加杠杆能力有限，中央的政策和资金支持是关键。①地方政府发债空间有限，仅部分发达地区能继续加杠杆。2023年 仅北京、上海两市债务余额/债务限额比例在90%以下，而重庆、黑龙江、山东、青海和河南五省市债务余额/债务限额比例超过99%。②中央政府杠杆率较地方政府更低。截至2024年3月，地方政府杠杆率32.8%，较中央政府的23.9%杠杆率高出8.9pct。③在去库存的五种模式中，旧房换购模式（政府收储居民住房以旧换新）和回购收储模式（政府收储开发商现房项目）能为市场带来有效的流动性，同样也需要较大规模的资金，预计PSL、专项债、特别国债等将是本轮去库存的资金来源。

三问：去库存需要哪些配套政策？需求端因城施策应放尽放，房贷利率有望持续下调。在房地产去库存，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，目前全国范围内仅北上广深四大一线城市、天津市内六区120平以下住宅、珠海横琴粤澳深度合作区及海南省全域仍在执行限购。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。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。

四问：去库存是否标志地产股底部出现？去库存促进市场预期转向，地产股价和估值底部已现。①地产股价反应预期变化，转向早于基本面变化。对标美国地产，2008年底和2009年初美国落地系列金融救市措施落地，给市场带来向好预期，房地产企业基本面虽未企稳，但股价先行。美国新建住房销量底出现在2010年11月，而霍顿（Horton）等美国头部房企的股价底则出现在2009年1月，而后波动上行。②股价和估值反映预期，基本面修复或滞后。对标中国航空业，其基本面业绩在2020-2022年连续三年亏损，而由于市场对未来的修复有预期，估值底在2020年一季度末即出现，此后PB估值呈持续波动上行态势。③430政治局会议提出房地产去库存，能促使市场预期的转向——从“房地产基本面持续下行”转向“能预见基本面的筑底”，标志着地产股价和估值的底部出现。

投资建议

房地产去库存预计将通过“以旧换新”为抓手推进，需要中央层面给予如PSL的政策和资金支持；对标美国地产和中国航空业，股价和估值反映预期，基本面修复或滞后，预计去库存将促进市场预期转向，地产股价和估值底部已现。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

一问：去库存模式与路径如何？	4
1.1 代售模式：最易推行，但成功率不高	4
1.2 发放补贴模式：属于配套支持政策，降低购房成本	5
1.3 旧房换购模式：规模小要求高，需稳步推进	6
1.4 回购收储模式：去库体量更大，需要资金支持	7
1.5 “旧转保”模式：肇庆新政试点，效果有待检验	8
二问：去库存落地资金何处来？	8
2.1 地方政府缺乏发债空间，推进规模小、速度慢	8
2.2 去库存需要中央给予资金支持	10
三问：去库存需要哪些配套政策？	10
3.1 需求端各类限制性措施应放尽放，一线城市有望逐步动态放松	10
3.2 信贷端房贷利率有望持续下调，减轻还贷压力	12
四问：去库存是否标志地产股底部出现？	13
4.1 对标美国地产业，地产股价预计波动上行	13
4.2 对标中国航空业，地产估值底部已现、行情有持续性	13
五、投资建议	14
风险提示	16

图表目录

图表 1：五种“以旧换新”模式之间的区别	4
图表 2：采取代售模式的城市梳理	4
图表 3：采取发放补贴模式的城市梳理	5
图表 4：采取旧房换购模式的城市梳理	6
图表 5：采取回购收储模式的城市梳理	8
图表 6：中国地方政府债务限额及余额空间	9
图表 7：各省市政府债务限额及余额空间对比	9
图表 8：中国中央政府与地方政府杠杆率对比	10
图表 9：2014 年以来 PSL 月度新增量及期末余额走势	10
图表 10：2023 年至今完全放开限购的主要城市	11
图表 11：目前全国范围内仅四大一线城市、天津市内六区、珠海横琴及海南省采取部分限购措施	12
图表 12：五年期以上 LPR 具备下行空间	12



图表 13: 2024 年 3 月新发放房贷利率降至 3.69%.....	13
图表 14: 截至今年 3 月, 超 60 城取消首套房贷利率下限.....	13
图表 15: 金融危机期间美国新房销量及重点公司股价走势.....	13
图表 16: 航空公司利润总额 (亿元) 2020-2022 年均亏损.....	14
图表 17: 机场利润总额 (亿元) 2020-2022 年均亏损.....	14
图表 18: 航空板块指数与 PB 估值走势对比.....	14
图表 19: A 股地产 PE-TTM.....	15
图表 20: 港股地产 PE-TTM.....	15
图表 21: 港股物业股 PE-TTM.....	15
图表 22: 覆盖公司估值情况.....	16



一问：去库存模式与路径如何？

中央层面，4月30日政治局会议明确房地产后续的工作重点是“消化存量住房和优化增量住房”，这是继2015年12月中央经济工作会议提出“化解房地产库存”之后，时隔8年多中央重提楼市“去库存”。同日，自然资源部发文要求各地合理控制新增商品住宅用地供应，去化周期超36个月的城市应暂停新增商品住宅用地出让，大力盘活存量直至去化周期降至36个月以下；去化周期18-36个月的城市，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动态确定其新出让的商品住宅用地面积上限。

地方层面，全国多地在中央定调之前已经积极实施“以旧换新”等各类举措，促进当地房地产市场平稳发展。据克而瑞统计，2023年以来全国已有超过54个城市发布住房“以旧换新”政策措施，支持居民出售现有存量住房，换购新建商品住房。住房的“以旧换新”本质上是为了打通一二手房置换链条，促进置换需求及改善性需求的释放，最终实现新房的去库存，因此“以旧换新”是本轮“去库存”的重要抓手。

“以旧换新”的操作模式及落地规模将直接决定本轮“去库存”的效果。归纳总结各地现行的“以旧换新”操作模式，大致可分为代售、旧房换购、回购收储、发放补贴以及旧转保共五种模式，其中各种模式对于旧房是否需要售出、新房是否需要购买以及新房的购买范围均有所不同。

图表1：五种“以旧换新”模式之间的区别

模式	是否要将旧房售出	是否要购买新房	购买新房的范围是否有要求
代售	不确定	不确定	有要求
换新补贴	是	是	无要求
旧房换购	是	是	有要求
回购收储	是	不确定	无要求
旧转保	否	是	有要求

来源：克而瑞，国金证券研究所

1.1 代售模式：最易推行，但成功率不高

代售模式是目前全国范围内落地最多的一种模式，在各地房地产协会及中介协会的牵头下，开发商及中介机构自发组织此类活动。房企、中介、购房者三方签订新房认购和二手房优先卖协议，如果中介在约定期限内将购房者的二手房成功售出，则售出款项用于购买新房，如果没有售出则协议自动失效，三方均无需担责。

代售模式优点是：方便灵活，可快速落地，市场化程度高。缺陷是：该模式本质上是一种市场化交易行为，尽管中介会致力于优先向外推介已签订置换协议的二手房，促进二手房成交，但最终二手房能否成功售出存在较大的不确定性，因此后续的新房销售去库也具备不确定性，整体而言成功率不高。

图表2：采取代售模式的城市梳理

城市/区域	范围
上海	20余家房企的30余个项目，近10家中介机构，主要分布在嘉定、松江、青浦、奉贤、临港等区域
深圳	13个项目、21家房地产中介机构，新房项目位于南山、福田、盐田、光明、龙华、龙岗、深汕合作区
杭州临平区	21个楼盘，12家经纪企业和租赁企业
宁波	13家房企的34个楼盘，23家中介，新房项目位于海曙、江北、镇海、北仑、鄞州、奉化、余姚、象山、高新、东钱湖
绍兴越城区	全区
重庆	22家房企的75个项目、8家中介
武汉	全市
苏州	90个项目、8家中介，新房项目位于吴江、吴中、相城、姑苏、工业园区、高新区



大连	全市
长沙	试点房企项目 (e.g. 本土国企长沙城发恒伟)
南昌南昌县	全县
惠州惠城区	18 个项目、112 家中介
珠海	试点房企项目 (e.g. 华发帮卖或补贴)
扬州	全市
乐山	全市
淄博	42 个项目、5 家中介
盐城	全市
江苏靖江	全市
鄂州	全市
佛山	试点房企项目 (e.g. 本土国企佛山城发)
常州	全市
宜昌	15 家房企的 29 个项目、2 家中介、4 家装饰装修企业
新乡	全市
亳州	全市
阜阳	全市
淮北	8 个项目
玉林	全市
济宁	全市
泰安	全市
开封	全市
广州花都区	25 个项目、10 家中介、14 家家装家居企业

来源：各政府官网，各地房协，克而瑞，华发官网，搜狐网，国金证券研究所

1.2 发放补贴模式：属于配套支持政策，降低购房成本

目前部分地区规定只要居民出售旧房后在一定期限内购买新房，即可获取相应的财政补贴。补贴的形式主要包括：契税补贴、增值税补贴、新购面积补贴、新购总价补贴、消费券补贴等。

补贴模式优点是：能够降低交易成本，或通过补贴进而降低居民购房总支出，并且通常情况下补贴模式会与代售模式等配套使用形成政策合力，例如苏州、大连、扬州等地既落实代售模式，同时也实施以旧换新的补贴。缺陷是：一是需要地方财税系统让利，部分地区推行的积极性可能不高，二是居民最终能拿到的补贴金额跟购房总支出相比仍然偏低，无法有效释放需求。在以旧换新的个税方面，2022 年 9 月 30 日财政部及税务总局发文规定自 2022 年 10 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日，对出售自有住房并在现住房出售后 1 年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。2023 年 8 月 25 日，财政部将该个税优惠政策延长至 2025 年 12 月 31 日。

图表3：采取发放补贴模式的城市梳理

城市/区域	补贴内容
苏州	按购房时段补贴 100%、80%、50%的契税
大连	按照出售自有住房建筑面积给予 100 元/平方米、按照购买新建商品住房建筑面积给予 200 元/平方米的购房补贴
沈阳	给予购买新建商品住房 100 元/平方米补贴
常熟	按购房时段补贴 100%、80%、50%的契税
徐州	对购买新建商品住房面积为 90 平方米及以下的，按合同价的 0.8% 补贴；面积为 90 平方米以上按合同价的 1.2% 补贴
中山	不论面积、地段，每套补贴 2000 元电子消费券



襄阳	对已缴增值税按计税价格的 1.5% 给予补贴
盐城	对出售自有住房并购买 120 平方米及以上新建商品住房的，在享受新房契税补贴的基础上，再给予所购新房缴纳契税 30% 的购房补贴
南通主城区	给予所购新建商品住房购房款总额 0.5% 的购房补助
泰安	在主城区已有住房再购买二手住房的，由二手住房所在区政府、功能区管委会给予购房款 1% 的奖励
扬州	给予新购商品住宅契税补贴（补贴比例不超过 1.5%）
武汉	由购买新建商品住房所在区财政部门对其出售原自有住房已缴纳的增值税按计税价格的 1% 给予补助
日照	可享受开发企业以旧换新补贴，购买总房款 100 万元以下商品住房的，以旧换新补贴为总房款 2%；购买总房款 100 万元以上商品住房的，以旧换新补贴为总房款 3%
丽水	市区参与的企业或个人，给予“旧房”交易税费留存地方部分 100% 补贴，其中个人购买二手住房的，交易税费补贴与购房补贴就高享受
浙江海宁	给予购买存量房的企业总购房款 2% 的财政补贴

来源：各政府官网，国金证券研究所

1.3 旧房换购模式：规模小要求高，需稳步推进

有房屋置换需求的购房者，确定购买的新楼盘项目并认购房源，专业评估公司对“卖旧”的房屋进行估价，在买卖双方就价格达成一致后，地方国企、城投平台或开发商直接收购旧房，售房款用于购买指定新房项目。地方国资平台或开发商收购的旧房一般将作为保障房/人才房等。对于企业，旧房收购模式可以使新房项目得以快速去化，但该模式较为考验开发商的资金筹集以及资产处置能力。

旧房换购模式的优点是：对于旧房无需通过市场售出，而是房企直接回收，置换效率更高。不足之处在于：①旧房换购新房的名额少，多数城市都在 500 套以内，仅南京试点 2000 套，郑州试点 5000 套，因此目前去库规模较小；②对于旧房的房龄、面积、区位等均有要求，且旧房的置换总价不能超过新房总价的规定比例；③居民能够选择新房范围受到限制，通常只能购买指定房企的指定项目；④开发商接受旧房换新房，一方面需要其资金状况及运营情况良好，另一方面需要具备资产处置或资产运营能力。

根据克而瑞调研，南京落地旧房换购模式后，五一期间主城及近郊板块项目来访量明显提升，较平日周末增长 20%-200% 不等，燕子矶、江北部分项目认购量提升 50%-200%。无锡梁溪区 4 月 20 日启动“以旧换新”房屋评估工作，截至 4 月底首批次已成交 25 套，成交金额近 1 亿，表现好于自然成交。从几个试点城市来看，旧房换购新房的模式下成效明显，但目前整体处于初期跑通业务模式的阶段，受制于资金及二手评估等因素，单次置换的体量不会太大，需要持续稳步推进，若想要扩大旧房换购的规模，可能需要潜在的资金支持。

图表4：采取旧房换购模式的城市梳理

城市/区域	主要内容
济南	绿城、万科等试点房企项目
南京	换购人可用一套或多套存量住房置换一套或多套新建商品住房，置换总价不高于所购新建商品住房总价的 80%
福州	在福州国企的主导下，住房拆迁家庭可以选择将手中的拆迁安置房源，置换主城区商品房
青岛平度	中杰地产推出 30 套新房房源，回收旧房源范围为：平度市主城区范围内旧房，北至沈阳路、南至厦门路、东至广州路、西至锦州路（乡镇住宅可一房一议）
无锡梁溪区	梁溪城发集团收购的存量二手商品住房须位于梁溪区，存量二手商品住房总价需不高于新购房源总价的 60%，可置换 5 个新房项目，首批次名额 200 名
江苏太仓	居民家庭可以用一套或多套存量商品房置换一套新建商品房，存量商品房置换总价不得高于所购新房总价的 80%



南通启东	可将位于主城区范围内可上市交易的存量住房，用于置换城投集团下属子公司启东市鑫城城镇建设开发有限公司开发新建的 5 个项目共 50 套住房
宣城	宣城市城建集团和宣城市国控集团宣布可用符合条件的旧房置换其开发建设的 9 个楼盘新发，第一批限额 100 名已结束，第二批限额 200 名
黄石	收购的“旧房”覆盖黄石城区 104 处，可以置换新房有 6 处，可一换多，不能多换一
南通如皋	首批次置换 15 套房源，可以用一套或多套存量商品房置换，存量商品房置换总价不得高于所购新房总价 60%
南通海安	在海安城区核心区内组织实施，首批新房来自 9 个项目，今年计划实施 100 套
苏州相城区	申请人购买相城城投集团推出的在售商品房（以公布房源为准）一套，同时相城城投集团收购其本人名下的一套商品房
连云港	换购人可用一套或多套存量住房置换连云港市城建控股集团四个在售楼盘，2024 年计划完成存量住房“以旧换新”500 套
盐城	城市建设投资集团和悦达地产集团两家企业宣布启动存量住宅“以旧换新”活动，由国企直接收购市民存量住宅，可换购指定楼盘的新房
南通崇川区	旧房直接由国企崇川建发集团收回，无需等待周期多套旧房可叠加置换一套新房，但旧房总价抵扣比例不得高于新房总价的 80%
黄石	市城发集团“以旧换新”收购范围覆盖 4 个城区 104 处“旧房”，可以置换新房有 6 处
江苏江阴	凡江阴市澄江街道及高新区（限滨江社区、锦隆社区、双牌社区）范围内的存量普通商品房均可申请置换江阴城市发展集团分批次推出的在售商品房；一套或多套存量商品房可置换一套在售商品房，且存量商品房置换总价不得高于所购在售商品房总价的 60%；报名名额限 100 名
珠海	华发股份收购珠海市房龄在 15 年内的优质住宅用于长租公寓，置换的新项目为珠海大区的 7 个全资在售项目，新房总价 $30\% \leq$ 旧房总价 \leq 新房总价 80%
南京	南京安居建设集团启动主城六区存量住房“以旧换新”试点，置换总价不高于所购新建商品住房总价的 80%，首批试点房源共 2000 套
荆门	产权人旧有住房位于主城区三级地区域以内，购买的新建商品住房位于主城区和五个组团，卖旧房所得房款用于购买新建商品住房的比例不得低于 90%，收购旧有住房暂定 260 套
郑州	在郑州市内八区全面推行，城发安居公司收购二手住房房龄放宽至 20 年，收购 5000 套
漳州	存量住房 60 天未能市场化交易成功的，则按预购买协议书的约定由运营主体购买，交易资金按相关规定实行监管并按相关协议约定支付已签订意向合同的商品住房购房款，运营主体最多购买 1000 套存量住房

来源：各政府官网，齐鲁晚报，福州晚报，半岛都市报，启动日报，澎湃新闻，极目新闻，房天下，国金证券研究所

1.4 回购收储模式：去库体量更大，需要资金支持

回购收储模式即地方政府下场回购存量住房，收购后主要投向保障性租赁住房、公租房、人才公寓等领域。该模式的买方通常是地方政府；卖方通常是开发商出售已竣工未售出的新建商品住宅，部分情况下也可以是居民出售二手房；资金主要来源是央行于 2023 年 1 月创设的千亿租赁住房贷款支持计划以及地方政府自筹资金。

回购收储模式的优点是：地方政府直接下场收购，无需卖旧买新，交易链条更短，而且通常会收比较多的存量房，去库存力度更大。不足之处是：政府对于房屋的价格、质量、区位等提出一定要求，并且该模式需要地方政府支出大量资金，财政压力较大。

回购收储模式去库存速度快、力度大，考虑到目前各地普遍比较紧张的财政状况，预期后续中央层面可能会采取政策性银行贷款（商业银行配套）、发行专项债等方式提供增量资金，自上而下提供流动性支持。


图表5：采取回购收储模式的城市梳理

城市/区域	主要内容
重庆	重庆国企收购首批 4207 套房源
苏州	拟对 6 个区及 4 个县市共 10 个板块回购约 1 万套新房，2022 年 9 月相关政府已回购 2500 套住宅，涉及近 20 个项目
济南	济南城市发展集团所属济南城市发展集团资产管理有限公司将在全市收购 3000 套商品房，用于租赁储备住房，项目资金来源为自筹资金
福州	计划盘活近 8000 套存量住房，转化为保障性租赁住房
长沙	利用公积金增值收益购买 1123 套公寓用作公租房
天津	国企收购新房作为保障房等措施已在进行
呼和浩特	收购民营房企 262 套房源，解决大学生和新市民住房需求
青岛	国家开发银行、工商银行、农业银行和中国银行青岛市分行成功发放首批试点贷款 18.5 亿元，支持收购首批存量住房项目 7 个，涉及房屋总套数 2319 套
南阳	南阳人才发展集团有限公司将在市区收购 500 套，单套建筑面积 70 平方米以下的永久性建筑作为市本级人才公寓
洛阳	洛阳国晟投资控股集团有限公司收购存量商品住宅和公寓共 5000 套，约 30 万平方米，用于租赁住房
连云港	对已出让未建设含有配建保障性住房的开发项目，允许缴纳保障性住房易地建设费，由国企平台限期收购“卖旧”的房屋作为保障性住房或人才房使用
宜宾	积极探索建立国有企业购买二手住房或存量商品住房作为保障性租赁住房的机制，采取准市场化机制撬动盘活现有住房资源

来源：各政府官网，重庆日报，界面新闻，澎湃新闻，潇湘晨报，搜狐网，国金证券研究所

1.5 “旧转保”模式：肇庆新政试点，效果有待检验

2024 年 4 月 30 日，肇庆市出台《支持购买改善性住房并推动旧房转保障性住房实施办法（试行）》，简称“旧转保”模式。该模式类似于“政府统租”，政府一次性支付 5-10 年的租金给业主，获得旧房使用权并将用于保障性住房，房屋产权仍然归业主所有。而业主获得租金后，原则上要在 6 个月内使用租金购买在肇庆市行政区域范围内的新建商品住房，优先考虑购买在本区域国企开发的商品房。

“旧转保”模式的优点是：将“政府统租”进行创新，一方面避免旧房能否售出的问题，另一方面仅支付 5-10 年的租金大幅减轻地方财政支出的压力。不足之处在于：当前仅肇庆实行该模式并处于试行阶段，去库规模不大，对房源要求较高。肇庆本次新政的试点范围是端州区、鼎湖区（含肇庆新区）、高要区、四会市、肇庆高新区，旧房的房屋面积以 40-70 平为主、不超过 90 平方米，旧房应为商品住房（不含自建房屋）且优先考虑楼龄较短的房屋。

二问：去库存落地资金何处来？

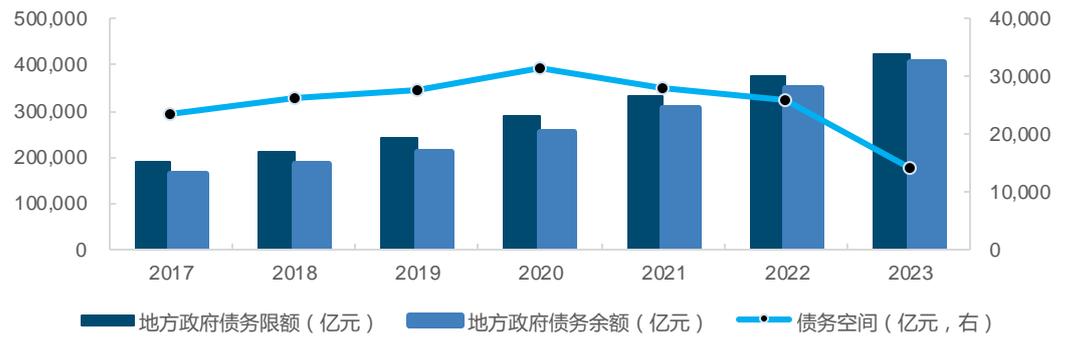
2.1 地方政府缺乏发债空间，推进规模小、速度慢

各地方政府当前推进的“以旧换新”规模尚小。从试点城市看，政府收储类的“以旧换新”仅南京（2000 套）和郑州（5000 套）在千套以上，带动规模不过百亿，其他城市多以百套的规模进行试点。光凭借当前试点的规模难以实现有效去库存。

地方政府发债空间有限，仅部分发达地区能继续加杠杆。全国看，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。分省市看，2023 年仅北京、上海两市债务余额/债务限额比例在 90% 以下，北京、上海、贵州、江苏四省市债务空间在 1000 亿以上，而重庆、黑龙江、山东、青海和河南五省市债务余额/债务限额比例超过 99%。若去库存仅靠地方政府加杠杆完成，推进效果或较弱，需要中央层面的政策和资金支持。



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

图表7: 各省市政府债务限额及余额空间对比

省市	2023年政府债务限额 (亿元)	2023年政府余额 (亿元)	2023年债务空间 (亿元)	债务余额/债务限额		
				2021年	2022年	2023年
北京	12,879	11,376	1,503	77.8%	86.6%	88.3%
上海	9,906	8,832	1,074	69.4%	75.5%	89.2%
贵州	16,172	15,125	1,047	96.0%	96.2%	93.5%
宁夏	2,373	2,244	129	89.5%	89.3%	94.5%
湖北	16,398	15,626	772	95.2%	—	95.3%
江苏	23,850	22,733	1,117	91.1%	91.6%	95.3%
天津	11,645	11,117	528	98.7%	97.2%	95.5%
陕西	11,366	10,855	511	90.7%	92.4%	95.5%
福建	14,332	13,811	521	89.4%	92.6%	96.4%
云南	14,963	14,441	523	89.3%	—	96.5%
河北	19,060	18,427	632	89.1%	91.8%	96.7%
吉林	9,176	8,871	304	93.9%	94.9%	96.7%
四川	20,937	20,270	667	93.5%	95.7%	96.8%
内蒙古	11,428	11,071	358	93.7%	—	96.9%
西藏	701	682	19	89.4%	88.0%	97.3%
海南	4,213	4,106	107	92.3%	94.1%	97.5%
甘肃	7,258	7,107	151	93.8%	95.2%	97.9%
广西	11,793	11,552	242	94.5%	96.4%	97.9%
江西	12,974	12,711	263	89.8%	92.1%	98.0%
辽宁	13,132	12,870	261	91.0%	93.7%	98.0%
浙江	23,341	22,886	455	96.6%	97.4%	98.1%
山西	7,221	7,084	138	95.1%	—	98.1%
安徽	15,975	15,713	261	92.3%	92.6%	98.4%
广东	30,318	29,882	436	94.3%	95.5%	98.6%
湖南	18,428	18,216	212	98.3%	98.8%	98.8%
河南	18,047	17,893	154	86.9%	92.1%	99.1%
青海	3,366	3,337	29	90.6%	93.4%	99.2%
山东	27,732	27,521	211	94.6%	96.6%	99.2%
黑龙江	8,520	8,497	23	97.9%	98.4%	99.7%
重庆	12,287	12,258	29	96.7%	98.0%	99.8%

来源: wind, 国金证券研究所

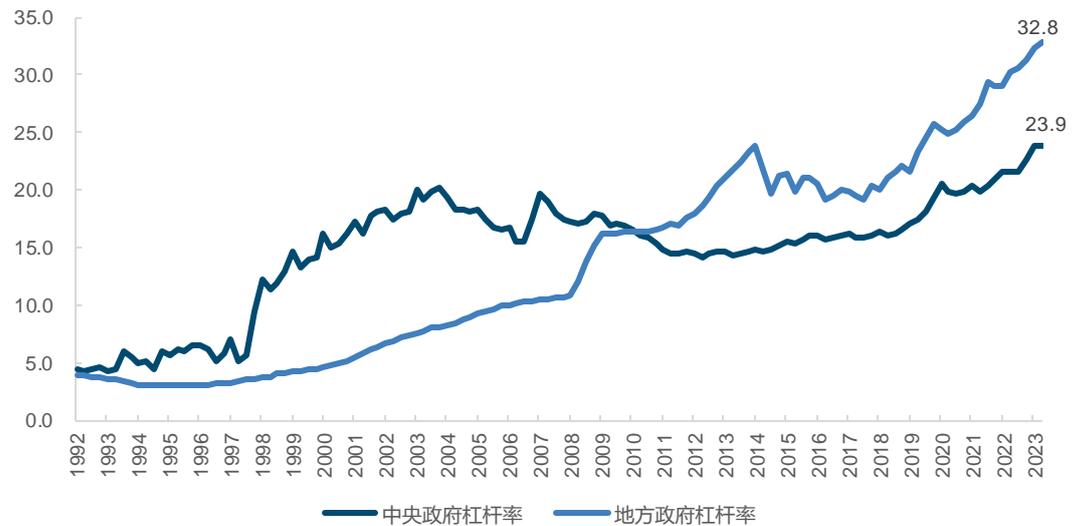


2.2 去库存需要中央给予资金支持

中央政府杠杆率较地方政府更低。对比中央政府和地方政府杠杆率，地方政府杠杆率自2008年后快速提升，于2010年超过中央政府杠杆率。截至2024年3月，地方政府杠杆率32.8%，较中央政府的23.9%杠杆率高出8.9pct。

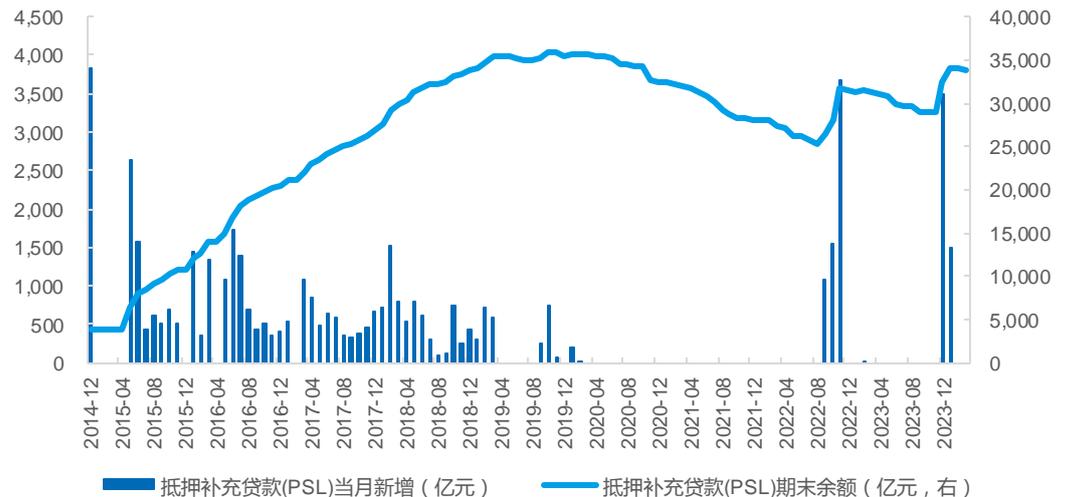
中央的政策和资金支持对房地产去库存至关重要。在去库存的五种模式中，旧房换购模式（政府收储居民住房以旧换新）和回购收储模式（政府收储开发商现房项目）能为市场带来有效的流动性，同样也需要较大规模的资金。在2014-2016年棚改去库存中，抵押补充贷款（PSL）是主要资金来源，预计本轮去库存PSL也将扮演重要角色。在2023年末及2024年初，央行合计新增投放PSL资金5000亿元，主要用于筹建保障性住房，而政府收储存量房或现房用做保障房，亦属于房地产新发展模式的“三大工程”。除PSL外，预计专项债、特别国债等亦可能对房地产去库存形成资金支持。

图表8：中国中央政府与地方政府杠杆率对比



来源：国家金融与发展实验室 NIFD，国金证券研究所

图表9：2014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

三问：去库存需要哪些配套政策？

3.1 需求端各类限制性措施应放尽放，一线城市有望逐步动态放松

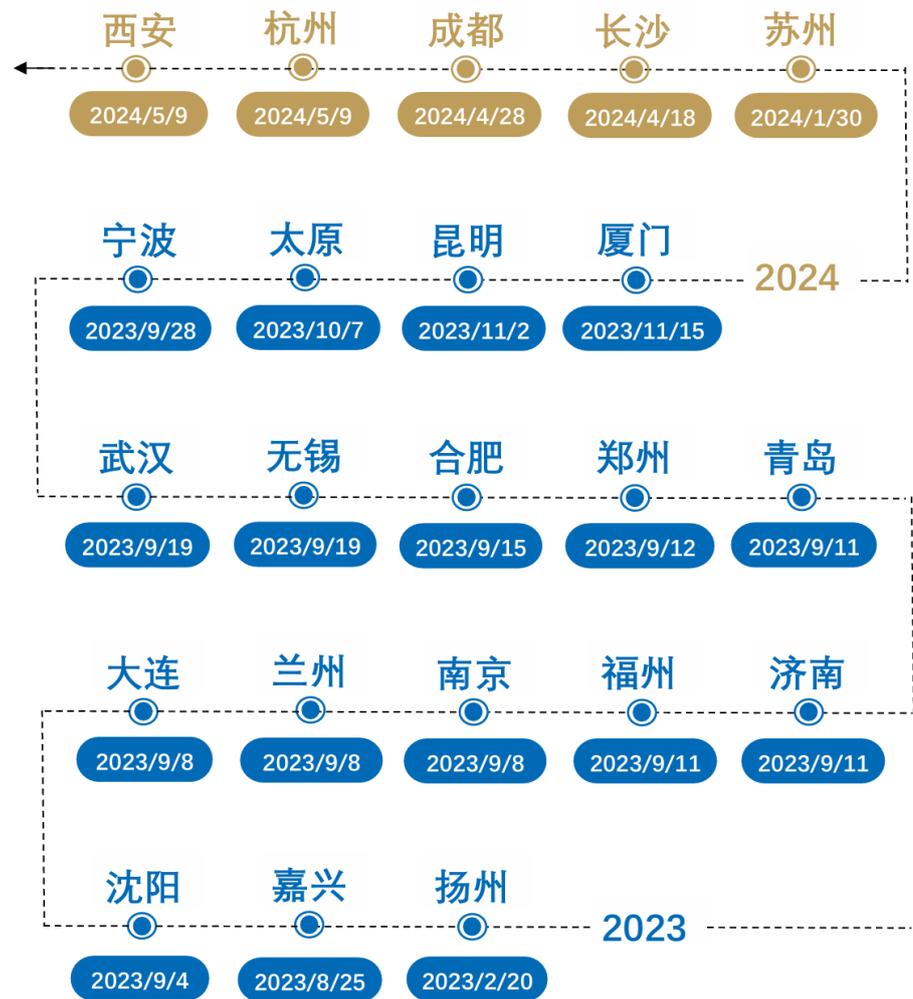
自2021年下半年以来，随着房地产市场进入深度调整，此前在楼市过热时期出台的各类限制性政策措施开始陆续退出，政策松绑范围逐渐由低能级城市延申至高能级城市。



2023年7月24日政治局会议首次提出“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”，此后住建部指明政策方向，央行及金管总局配套出台相应信贷政策支持，至此迎来一轮政策风口，2023年8-9月期间南京、武汉、青岛、合肥等十余座二线城市密集出台包括取消限购在内的系列政策。

进入2024年以来，重点城市政策持续优化，4月以来高能级城市的政策放松加速落地。2024年4月30日政治局会议提出要“继续坚持因城施策……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”。政治局会议再度重磅定调，释放积极信号，随后核心一二线城市积极响应，北京、深圳、天津优化限购，成都、杭州、西安全面取消限购。目前来看，二线城市中除了天津市内六区（120平以下）、珠海横琴区域外，已基本实现应放尽放，而一线城市仍有政策优化的空间。

图表10: 2023年至今完全放开限购的主要城市



来源：各政府官网，财联社，国金证券研究所

据我们统计，目前全国范围内仅北上广深四大一线城市、天津市内六区120平以下住宅、珠海横琴粤澳深度合作区及海南省全域仍在执行限购。在“房住不炒”及“因城施策”的大背景下，因为一线城市楼市基本面的韧性相对更强，一线的政策调控难以实现“一步到位”，预计将由外向内逐步进行微调或动态调整，如4月30日北京允许2套房京籍家庭可在五环外新购一套房；5月6日深圳降低外围区域的社保年限且多孩家庭在外围区域可多买一套房。我们认为一线城市后续潜在的政策优化方向包括但不限于：取消改善性住房限购、取消远郊区区域限购、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。



图表11：目前全国范围内仅四大一线城市、天津市内六区、珠海横琴及海南省采取部分限购措施

城市	2024年5月							
	本地限购	外地限购	社保要求(年)	限售	首套最低首付	二套最低首付	认房认贷情况	特殊政策
一线城市								
深圳	单身限1 家庭限2	限1	外国1年 核心3年	3年	30%	40%	认房不认贷	深汕合作区不限购，本地取消社保要求，外国本地多孩家庭加1套
广州	限2 (120平以上不限购)	限1 (120平以上不限购)	2	2年	公积金20% 商贷30%	公积金30% 商贷40%	认房不认贷	人才房限售3年；仅核心区限购；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%	认房不认贷	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%	认房不认贷	通州取消“双限”；五环外可多购1套
二线城市								
天津	限2 (120平以上不限购)	限1 (120平以上不限购)	0.5	不限售	20%	30%	认房不认贷	市内六区限购；多子女、租赁、老人增购1套；大学生可置业1套；
珠海	不限购	不限购	无需	1年	20%	30%	认房不认贷	横琴粤澳深度合作区本地家庭限购3套，外地家庭限购2套
海南省								
海口	限2	限1	主城区5年 非主城区2年	2年	20%	30%	认房不认贷	多孩家庭限购3套；人才引进本人及家庭在本省无住房，社保满1年限购1套
三亚	限2	限1	主城区5年 非主城区3年	5年	商贷25% 公积金20%	商贷35% 公积金30%	认房不认贷	人才引进以家庭为单位全海南省无房的情况下，限购2套，无社保/个税要求
其他	限2 (白沙限1)	限1 (中部生态区不可购买)	文昌主城区3年 其他2年	临高1年 其他2-5年	20% 白沙商贷25%	30% 白沙商贷35%	认房不认贷	澄迈、万宁、临高、陵水、白沙等8地均有多孩家庭限购3套及人才引进政策

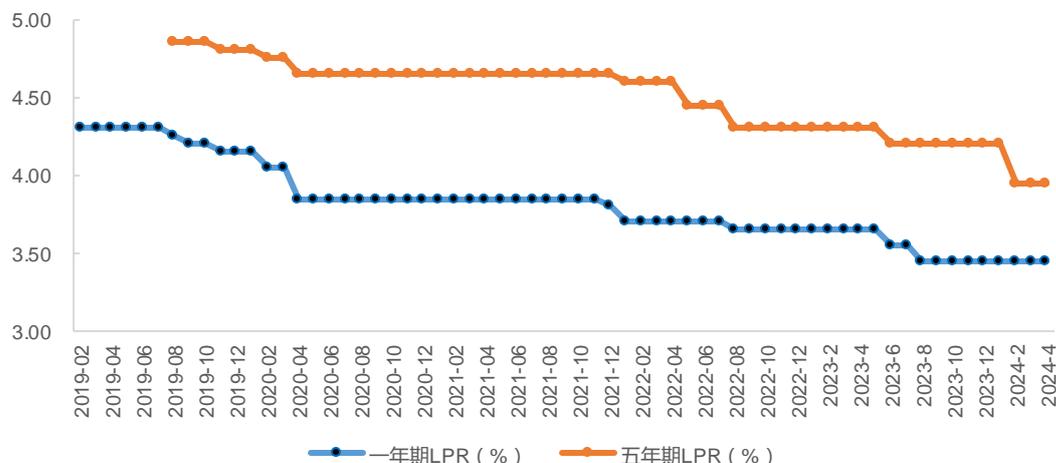
来源：各政府官网，财联社，乐居网，国金证券研究所

3.2 信贷端房贷利率有望持续下调，减轻还贷压力

新发房贷利率持续下行。自2023年初央行建立首套住房贷款利率政策动态调整机制以来，在五年期以上LPR下降及各地因城施策下调房贷利率共同发力下，新发放房贷利率持续下行。2024年3月新发放的房贷利率降至3.69%，同比下降45pct，环比下降28pct，此外根据证券日报记者调查，部分地区首套房贷利率最低已降至3.1%，基本与公积金贷款利率相当。

后续房贷利率仍有下降空间。一方面，截至3月末全国343个城市中，已有75城下调首套房贷利率下限，64城取消下限，越来越多的城市取消利率下限意味着当地房贷利率有望明显下调。另一方面，5月8日《中国证券报》头版发文称降准降息有空间，择机降息可进一步降低实体经济融资成本，助力营造良好的货币金融环境。综合来看，后续新发房贷利率有望进一步下行。我们认为信贷端的配套支持能够有效减轻购房者的按揭负担，若居民的房贷利率（每月资金支出）与租金回报率（每月资金收入）之差持续收缩，或将成为市场筑底企稳的关键信号。

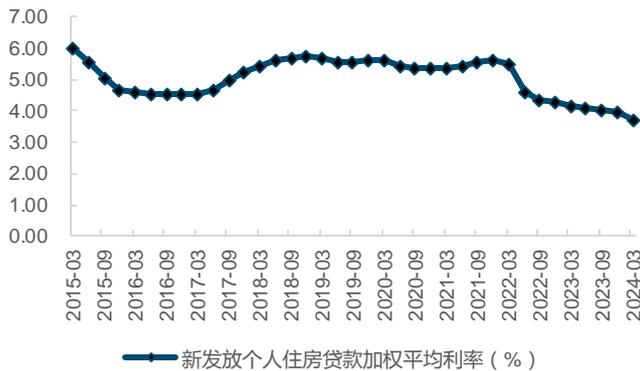
图表12：五年期以上LPR具备下行空间



来源：央行，国金证券研究所



图表13: 2024年3月新发放房贷利率降至3.69%



图表14: 截至今今年3月, 超60城取消首套房贷利率下限



来源: 央行, 国金证券研究所

来源: 央行, 国金证券研究所

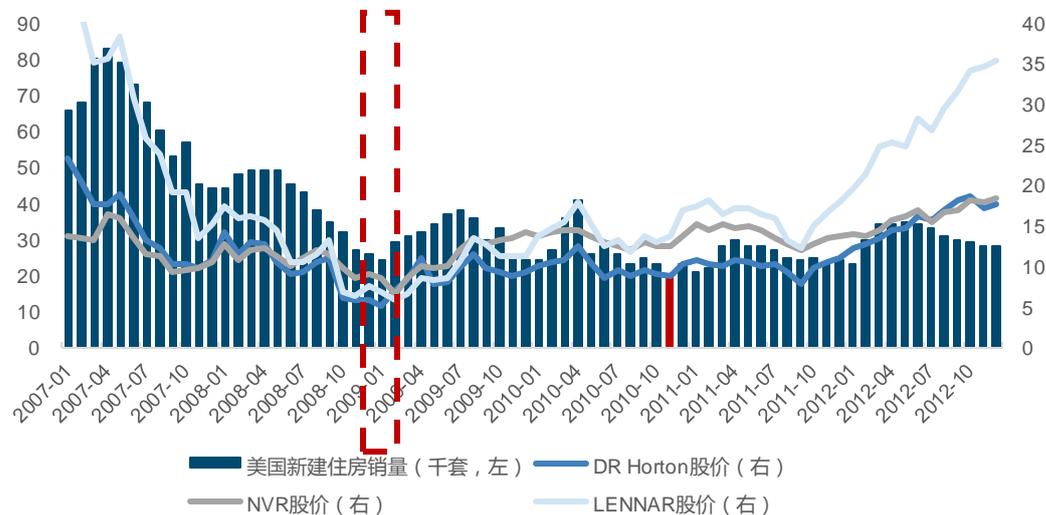
四问：去库存是否标志地产股底部出现？

4.1 对标美国地产业，地产股价预计波动上行

地产股价反应预期变化，转向早于基本面变化。2008年金融危机期间，在2008年底和2009年初美国政府、财政部、美联储联手推出大规模金融救援和财政刺激计划，结合量化宽松政策，采用注资、降息、退税、国有化金融机构、创新流动性工具等一系列具体措施，增加市场流动性，扩大信贷规模，恢复市场信心。

美国系列金融救市措施落地，给市场带来向好预期，房地产企业基本面虽未企稳，但股价先行。美国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，而后波动上行。而在2024年4月政治局会议中央表态房地产去库存后，预计中国地产股价的底部也明确。

图表15: 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 对标中国航空业，地产估值底部已现、行情有持续性

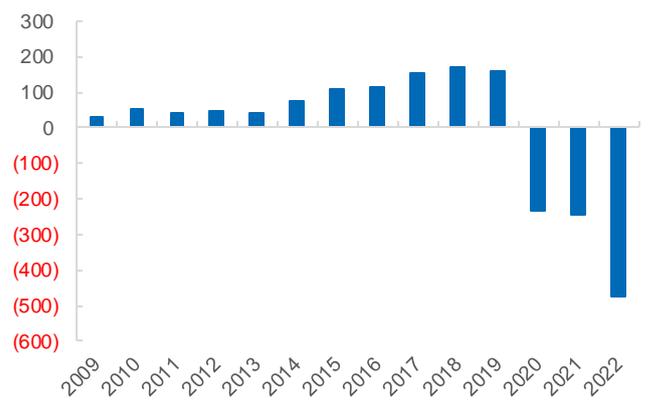
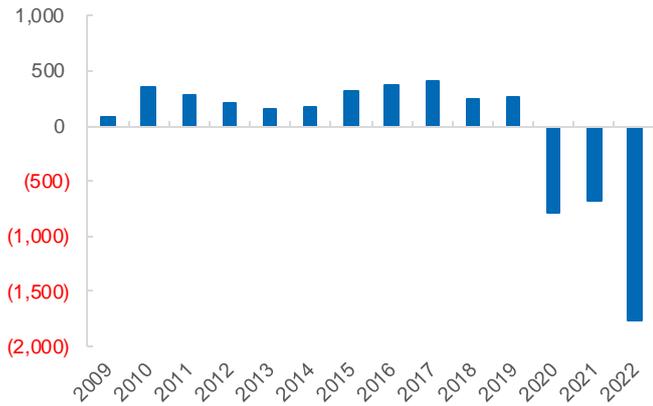
股价和估值反映预期，基本面修复或滞后。以中国航空业为例，从基本面业绩端看，无论航空公司还是机场，2020年、2021年和2022年连续三年利润总额均为亏损；而从股价和估值看，A股航空板块指数底部出现在2020年一季度末，其PB估值也是在该时间见底，此后PB估值呈持续波动上行态势。即使在基本面持续亏损情况下，市场对未来的修复有预期，则股价和估值有持续支撑。

当前的地产基本面也是处于探底阶段，短期房企业绩难出现较快增长，而430政治局会议提出房地产去库存，能促使市场预期的转向——从“房地产基本面持续下行”转向“能预见基本面的筑底”，亦标志着地产股价和估值的底部出现。



图表16: 航空公司利润总额(亿元) 2020-2022 年均亏损

图表17: 机场利润总额(亿元) 2020-2022 年均亏损



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

图表18: 航空板块指数与PB估值走势对比



来源: wind, 国金证券研究所

五、投资建议

“以旧换新”是本轮去库存的重要抓手，现有代售、旧房换购、回购收储、发放补贴以及旧转保共五种模式，其中旧房换购模式（政府收储居民住房以旧换新）和回购收储模式（政府收储开发商现房项目）能为市场带来有效的流动性，同样也需要较大规模的资金。当前地方政府加杠杆空间有限，需要中央层面的政策和资金支持，预计PSL、专项债、特别国债等将是本轮去库存的资金来源。而从现有模式看，新房端去化主要以央国企和城投项目为主，更加利好此类房企。

去库存标志着地产股底部的出现。股价和估值反映预期，基本面修复或滞后，美国房地产股在系列救市政策落地后见底，时间早于基本面见底超过1年；中国航空业基本面业绩在2020-2022年连续亏损，而由于对未来修复的预期存在，估值底在2020年一季度末即出现。430政治局会议提出房地产去库存，能促使市场预期的转向——从“房地产基本面持续下行”转向“能预见基本面的筑底”，标志着地产股价和估值的底部出现。

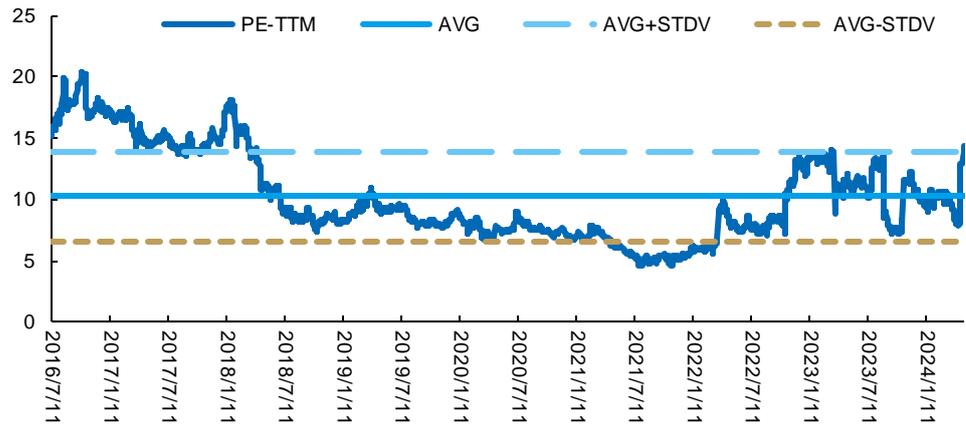
首推具备持续拿地能力、布局核心城市核心地块、主打改善产品的房企，如建发国际集团、越秀地产、华发股份、绿城中国、滨江集团等，以上房企有望在2024年后实现规模和业绩双增长，ROE有望稳步提升。

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。

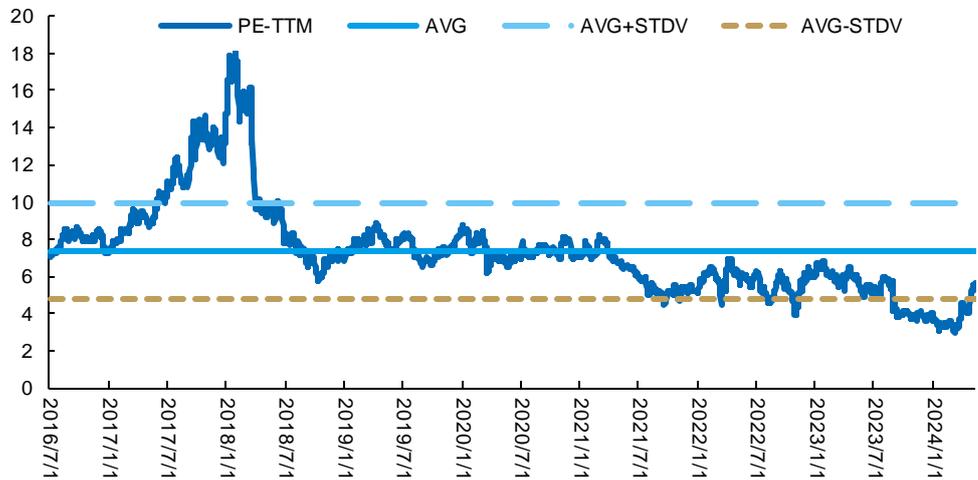


图表19: A股地产 PE-TTM



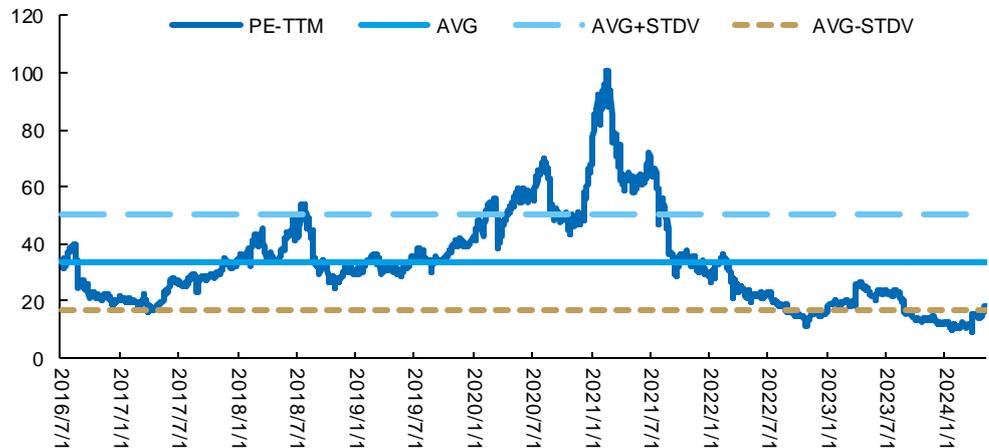
来源: wind, 国金证券研究所

图表20: 港股地产 PE-TTM



来源: wind, 国金证券研究所

图表21: 港股物业股 PE-TTM



来源: wind, 国金证券研究所



图表22: 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	825	6.8	6.6	6.5	121.6	125.1	127.5	-46%	3%	2%
600048.SH	保利发展	买入	1,147	9.5	9.0	8.3	120.7	127.5	138.7	-34%	6%	9%
001979.SZ	招商蛇口	买入	900	14.2	9.9	7.6	63.2	91.1	118.1	48%	44%	30%
600153.SH	建发股份	买入	313	2.4	4.6	3.7	131.0	67.6	84.0	109%	-48%	24%
002244.SZ	滨江集团	买入	246	9.7	7.5	6.1	25.3	32.7	40.4	-32%	29%	24%
600325.SH	华发股份	买入	183	10.0	9.1	8.1	18.4	20.1	22.6	-29%	9%	12%
0688.HK	中国海外发展	买入	1,505	5.9	5.2	4.7	256.1	290.0	322.2	10%	13%	11%
3900.HK	绿城中国	买入	179	5.7	5.0	3.8	31.2	36.1	47.0	13%	16%	30%
1908.HK	建发国际集团	买入	313	6.2	4.0	3.8	50.3	78.5	82.6	2%	56%	5%
0123.HK	越秀地产	买入	195	6.1	5.5	5.0	31.9	35.7	39.3	-19%	12%	10%
9979.HK	绿城管理控股	买入	137	14.0	11.2	9.0	9.7	12.2	15.3	31%	26%	25%
2423.HK	贝壳*	买入	1,556	15.9	14.4	14.2	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	178	61.1	17.4	12.4	2.9	10.2	14.4	-85%	250%	40%
1209.HK	华润万象生活	买入	627	21.4	17.2	15.0	29.3	36.5	41.8	33%	25%	14%
3316.HK	滨江服务	买入	47	9.6	8.3	7.3	4.9	5.7	6.5	20%	15%	14%
6626.HK	越秀服务	买入	46	9.4	8.1	7.1	4.9	5.6	6.5	17%	16%	15%
2156.HK	建发物业	买入	47	10.0	9.2	6.9	4.7	5.1	6.8	89%	9%	33%
平均值			472	12.8	9.0	7.7	55.3	60.7	68.3	23%	29%	17%
中位值			220	9.6	8.7	7.2	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 14 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：北京市东城区建国内大街 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