

去库重启，预期转向 守得云开，终见月明 ——房地产24年中期策略

分析师：杜昊旻 执业编号：S1130521090001
分析师：方鹏 执业编号：S1130524030001

2024/5/29

- 市场持续筑底，销投融低位运行。2024年1-4月，销售：商品房销售面积同比-20.2%；商品房销售额同比-28.3%；百强全口径销售额同比-48.5%。投资：全国300城宅地同比-21.4%，成交量同比-26.2%，土地市场持续低迷。融资：房开企业到位资金同比-24.9%，融资工具发行同比-18.9%。
- 政策五路出击，全力推进去库存。通过收回闲置宅地，收储商品房以消化存量；约束潜在土地供应以优化增量；放开各类限制性措施以释放需求；首付比例降至历史最低，持续调降房贷利率，降低购房门槛及房贷压力以激发需求；与三大工程联动，通过房票安置及保障房筹集以消化库存。
- **2024H2**基本面降幅有望收窄，预计**2024年**：新开工面积**8.0**亿方，同比-16%；销售面积**9.8**亿方，同比-12.5%；销售金额**10.4**万亿元，同比-10.7%；竣工面积**9.4**亿方，同比-6.1%；开发投资额**10.1**万亿元，同比-8.5%。
- 本次去库存与**15年**的异同？行业背景和政策节奏相同，但宏观环境、资金规模、购买力释放不同。
- 去库效果如何？当前五种去库模式中，政府回购收储效果更好，落地的关键在于租金回报。测算**5000**亿资金能回购**2778-10000**万方商品住宅，占**4**月库存的**7%-26%**，占**2023**年销售的**1%-11%**。
- 【投资建议】坚定看好地产持续行情。地产股价反应预期变化，转向早于基本面变化。**430**政治局会议提出房地产去库存后，提振信心，促使市场预期转向，标志着地产股价和估值的底部出现。推荐**建发国际集团、保利发展、滨江集团、华润万象生活、贝壳-W**。
- 【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

目录

01

市场回顾：销售、投资、融资持续筑底中

02

政策分析：五路出击，全面吹响去库号角

03

基本面展望：预计下半年降幅收窄

04

再问去库存：与15年有何异同？效果如何？

05

投资建议：看好地产持续行情

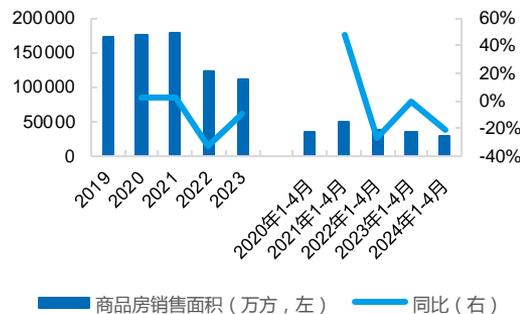
01 市场回顾

销售、投资、融
资持续筑底中

1.1、销售：销售低位持续筑底，小阳春活力不足

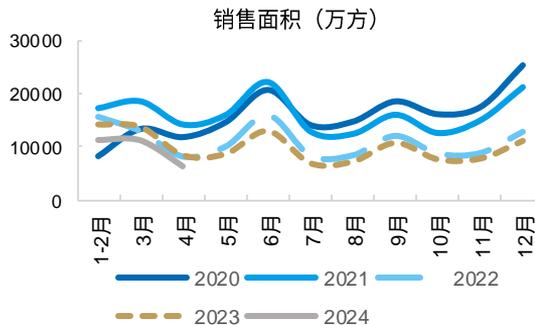
- 2024年1-4月，全国商品房销售面积29252万方，同比-20.2%，降至2016年以来最低水平；商品房销售额28067亿元，同比-28.3%，降至2017年以来最低水平。
- 尽管存在高基数效应，但今年小阳春活力不足，3月、4月销售面积与销售额均为近五年最低水平。

图表：2024年1-4月全国商品房销售面积同比下降20.2%



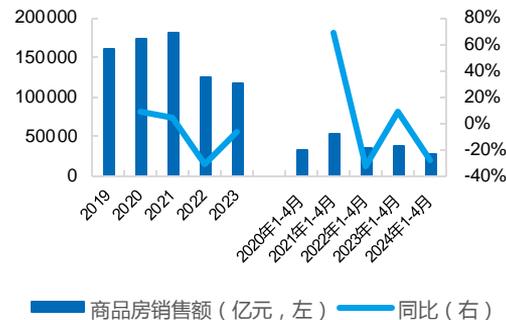
来源：wind，国金证券研究所

图表：2024年3月销售面积同比-18.3%，4月同比-22.8%



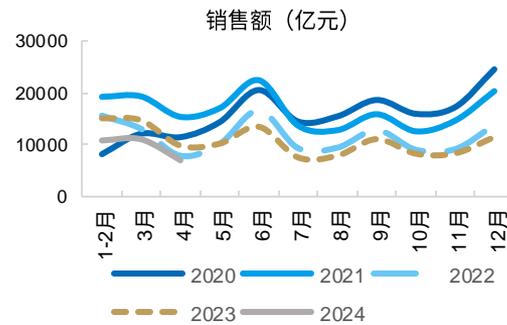
来源：wind，国金证券研究所

图表：2024年1-4月全国商品房销售额同比下降28.3%



来源：wind，国金证券研究所

图表：2024年3月销售额同比-25.9%，4月同比-30.4%



来源：wind，国金证券研究所

1.1、销售：多数房企下滑幅度较大，降幅边际收窄

图表：2024年1-4月TOP100房企销售情况

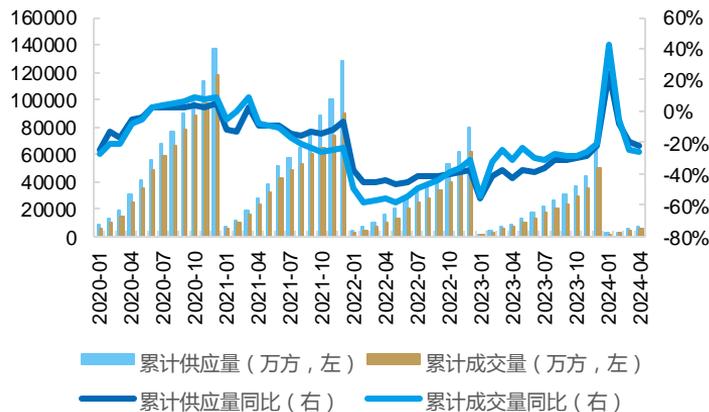
TOP房企	全口径				权益口径								
	2024年1-4月 排名	2024年1-3月 排名	2023年 排名	1-4月销售金额 (亿元)	累计同比	4月销售金额 (亿元)	单月环比	单月同比	1-4月销售金额 (亿元)	累计同比	4月销售金额 (亿元)	单月环比	单月同比
保利发展	1	1	1	960	-38%	331	23%	-21%	691	-39%	213	-3%	-35%
中海地产	2	2	3	820	-30%	218	-47%	-36%	738	-33%	196	-47%	-38%
万科地产	3	3	2	780	-42%	200	-18%	-39%	507	-42%	130	-18%	-39%
华润置地	4	4	4	720	-36%	213	-29%	-36%	504	-41%	149	-29%	-42%
招商蛇口	5	5	5	588	-47%	186	-3%	-51%	370	-46%	121	4%	-48%
绿城中国	6	6	7	525	-24%	153	-29%	-25%	371	-16%	105	-36%	-23%
建发房产	7	7	8	411	-35%	96	-38%	-44%	310	-38%	72	-39%	-49%
滨江集团	8	8	11	356	-41%	93	-9%	-54%	185	-37%	54	-5%	-47%
龙湖集团	9	9	9	324	-52%	87	-22%	-49%	215	-52%	62	-11%	-48%
越秀地产	10	10	12	300	-47%	83	-27%	-35%	180	-47%	50	-27%	-35%
中国金茂	11	13	13	241	-59%	65	-8%	-55%	166	-59%	45	-8%	-55%
华发股份	12	11	14	240	-58%	36	-62%	-57%	162	-62%	28	-59%	-55%
金地集团	13	14	10	230	-61%	62	2%	-58%	142	-61%	39	2%	-58%
碧桂园	14	12	6	226	-81%	49	-11%	-83%	174	-82%	37	-18%	-84%
融创中国	15	21	17	225	-40%	126	259%	57%	124	-41%	69	259%	54%
中国铁建	16	16	15	199	-45%	69	-11%	-55%	165	-39%	62	-1%	-46%
绿地控股	17	15	16	187	-47%	47	-14%	-12%	169	-47%	43	-14%	-12%
保利置业	18	18	27	165	-41%	57	-8%	-11%	106	-49%	35	-6%	-32%
新城控股	19	17	18	157	-46%	38	-10%	-50%	114	-42%	27	-12%	-46%
旭辉集团	20	20	19	140	-52%	39	-3%	-53%	73	-58%	20	-2%	-59%
美的置业	21	19	22	136	-54%	32	-23%	-46%	88	-53%	22	-18%	-42%
大悦城控股	22	23	30	117	-34%	35	-30%	-43%	53	-43%	13	-29%	-53%
中交房地产	23	26	11	111	-54%	35	5%	-51%	76	-48%	25	9%	-42%
世茂集团	24	24	34	109	-45%	26	-33%	-48%	76	-45%	18	-33%	-48%
卓越集团	25	22	25	107	-60%	21	-46%	-68%	75	-55%	15	-48%	-57%
城建集团	26	33	28	99	-45%	40	68%	-62%	56	-45%	23	67%	-62%
联发集团	27	25	26	98	-57%	18	-51%	-79%	58	-49%	12	-48%	-68%
中国恒大	28	28	24	95	-65%	26	17%	-75%	89	-65%	24	17%	-75%
电建地产	29	29	33	95	-53%	27	-26%	-42%	65	-52%	22	-11%	-39%
首开股份	30	27	23	94	-60%	21	-25%	-68%	55	-60%	12	-25%	-68%
各梯队情况													
TOP10				5784	-43%	1660	-21%	-39%	4071	-45%	1141	-25%	-44%
TOP11-30				3069	-54%	860	-6%	-52%	2135	-52%	602	-5%	-49%
TOP31-50				1316	-54%	375	-4%	-57%	991	-52%	287	2%	-55%
TOP51-100				1697	-50%	507	-2%	-50%	1307	-47%	401	-2%	-46%
TOP100				11866	-49%	3401	-13%	-47%	8504	-48%	2431	-15%	-47%

来源：克而瑞，国金证券研究所

1.2、投资：土地市场供需双降，溢价率低位运行

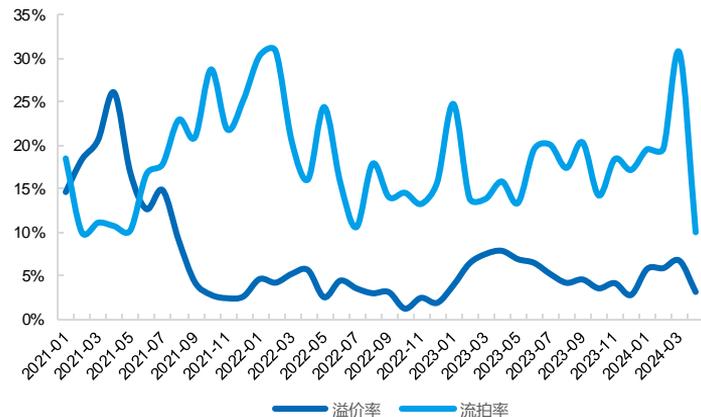
- 2024年1-4月，土地市场供需表现低迷，全国300城宅地累计供应量7060万方，同比-21.4%；累计成交量5382万方，同比-26.2%。
- 流拍率下降、溢价率维持低位。2024年4月流拍率降至9.9%，主要由于地方政府减少供地，且顺应形势主供体量小、质量高的地块。2024年4月溢价率为3.0%，尽管去年四季度以来大部分地区已取消土拍溢价率上限，但多数房企对投资拿地持较为审慎的态度，整体土拍溢价率未见明显上升。

图表：全国300城月度累计供求及同比走势



来源：中指研究院，国金证券研究所

图表：全国300城宅地月度成交溢价率/流拍率

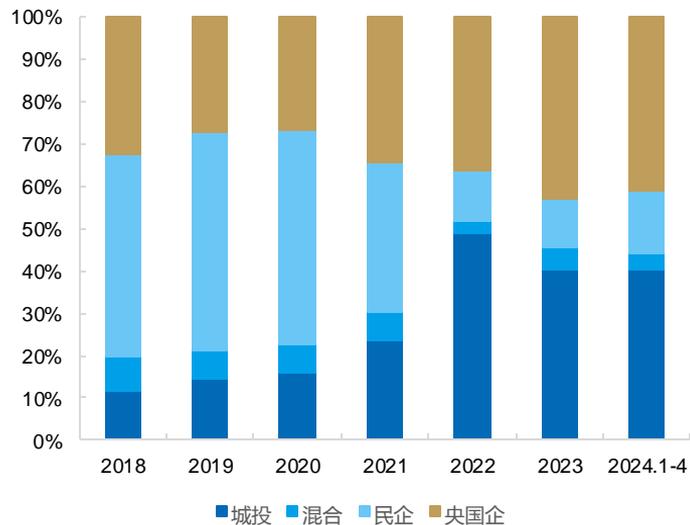


来源：中指研究院，国金证券研究所

1.2、投资：城投、央国企成为土地市场的绝对主力

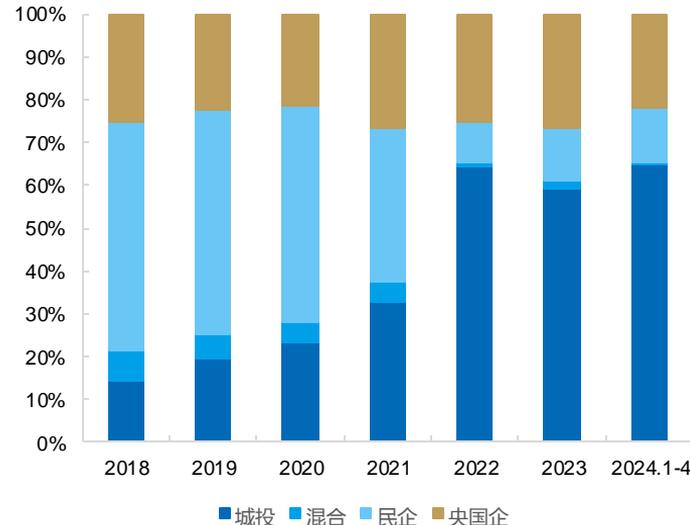
- 随着销售及融资的持续承压，民营房企及混合所有制房企的现金流压力更大，逐渐退出土地市场，央国企与城投逐渐成为拿地市场的主力军。**2024年1-4月**，央国企与城投的权益拿地金额占比与总拿地建面占比分别达到**81.3%**与**86.7%**。

图表：四种房企类型权益拿地金额占比



来源：中指研究院，国金证券研究所

图表：四种房企类型总拿地建面占比



来源：中指研究院，国金证券研究所

1.2、投资：城投、央企成为土地市场的绝对主力

- 2024年1-4月，土地市场持续洗牌，权益拿地金额TOP20房企中，城投及央企房企共有16家，而民营房企及混合所有制房企持续出清，仅剩绿城中国、滨江集团、龙湖集团、大华集团仍具备持续拿地的能力。

图表：2024年1—4月top20房企拿地情况

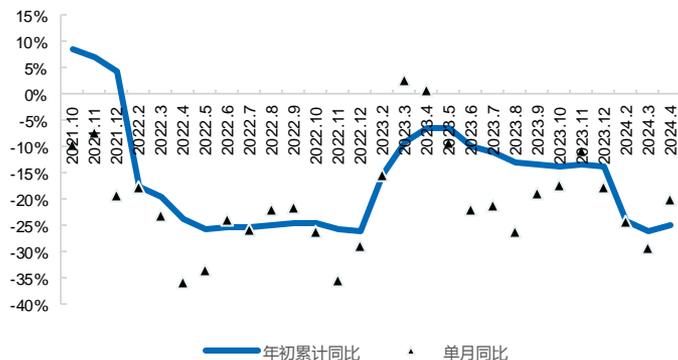
排行	企业名称	土地宗数 (宗)	总权益拿地 金额(亿元)	总拿地金额 (亿元)	总规划建面 (万㎡)	溢价水平 (%)	楼面均价 (元/㎡)
1	建发房产	9	183	206	117	1	17658
2	滨江集团	7	159	188	69	13	27178
3	华润置地	6	136	172	94	1	18299
4	绿城中国	9	123	126	54	13	23255
5	中建三局	4	107	125	45	5	27467
6	中国铁建	9	84	111	96	6	11540
7	国贸地产	3	68	93	20	17	47081
8	招商蛇口	3	67	69	46	15	15114
9	石家庄城投集团	18	63	63	117	0	5380
10	中国雄安集团	5	55	55	163	0	3369
11	北京住总集团	3	54	54	25	0	21656
12	保利发展	6	54	62	66	2	9389
13	中旅投资	2	40	40	10	16	40252
14	北京城建集团	2	39	39	22	0	17400
15	中建五局	1	39	39	7	15	55352
16	京能置业	1	38	38	9	15	42573
17	越秀地产	4	38	52	15	7	35538
18	龙湖集团	5	38	45	30	3	15258
19	大华集团	2	37	37	20	6	18152
20	中国中铁	5	35	59	50	5	11881

来源：中指研究院，国金证券研究所 注：灰底为非国企房企

1.3、融资：房企现金流仍有压力

- 房地产开发企业到位资金自2022年以来持续负增长，2024年1-4月，到位资金累计34036亿元，同比-24.9%，收窄1.1pct。2024年4月，到位资金8347亿元，同比-20.1%，收窄8.9pct。但受到销售持续筑底的影响，房企到位资金仍表现承压。
- **2024年1-4月，房企信用债、海外债、信托、ABS发行规模合计2119亿元，同比-18.9%**。一方面，2021年下半年以来民营房企违约事件频发，行业整体信用受损，当前市场对于信用风险的担忧已蔓延至混合所有制房企，部分房企融资渠道近乎冻结。另一方面，政策持续支持地产融资，但发力方向由“保主体”（金融16条、三支箭）转为“保项目”（融资协调机制）。

图表：房地产开发企业到位资金累计及单月同比



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表：房企融资金额持续下降（单位：亿元）



来源：中指研究院，国金证券研究所

02 政策分析

五路出击，全面
吹响去库号角

2.1、消化存量：收回闲置宅地，收储商品房

- 在国务院政策例行吹风会上，自然资源部表示拟出台妥善处置闲置土地、盘活存量土地的政策措施，支持地方政府从实际出发，酌情以收回、收购等方式妥善处置已经出让的闲置存量住宅用地，在一定程度上能够减少该部分宅地未来建成住宅后入市。
- 央行表示拟设立3000亿保障性住房再贷款（预计带动银行贷款5000亿），鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房。政府收储效率高力度大，能直接减少现有库存，加速市场供需平衡的进程。

图表：妥善处置闲置土地的政策要点

妥善处置闲置土地的政策要点	
1	支持企业优化开发：合理免除因自然灾害、疫情导致的违约责任，允许企业按照程序合理调整规划条件和设计要求
2	促进市场流通转让：发挥土地二级市场作用，支持预告登记转让和“带押过户”，鼓励转让或合作开发
3	支持地方以合理价格收回土地：支持地方按照“以需定购”原则，以合理价格收回闲置土地，用于保障性住房建设

来源：中国网，国金证券研究所

图表：央行3000亿保障性住房再贷款的关键点

央行3000亿保障性住房再贷款的关键点	
资金规模	5000亿元，其中央行3000亿，21家银行贷款2000亿
利率	利率1.75%
期限	期限1年，可展期4次
谁来发放	国开行、政策行、国有商业银行、邮储银行、股份制商业银行等21家全国性银行
发放原则	21家银行按照风险自担、商业可持续原则，自主决策是否向收购主体发放贷款
发放给谁	城市政府选定地方国企（该国企及所属集团不得涉及地方政府隐性债务，
谁来收购	不得是地方政府融资平台，同时应具备银行授信要求和授信空间）
收购什么	房地产企业已建成未出售的商品房，对不同所有制房地产企业一视同仁（严格把握所收购商品房的户型和面积标准）
收购标准	用于满足工薪收入群体刚性住房需求，严格把握户型和面积标准。
收储后用途	用作配售型或配租型保障性住房

来源：中国网，国金证券研究所

2.2、优化增量：自然资源部约束潜在土地供应

- 继4月30日政治局会议重磅定调“消化存量房产和优化增量住房”后，自然资源部跟进发布相应政策措施，明确了拟限制土地供应的政策方向，其中对于库存压力大、去化周期长的城市，要暂停新增商品住宅用地出让，坚决遏制土地供应不合理的增长态势。对于部分库存积压较多的城市，地方政府减少甚至暂停未来一段时间的供地规模，能够从源头上减少增量，阻止商品房库存的不断累积，是防止市场供需进一步失衡、缓解供需问题的重要举措。

图表：自然资源部约束土地供给政策

出台时间	出台文件	主要内容
2024/4/29	《关于做好2024年住宅用地供应有关工作的通知》	各地要根据市场需求及时优化商业办公用地和住宅用地的规模、布局 and 结构，完善对应商品住宅去化周期、住宅用地存量的住宅用地供应调节机制。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。
2024/5/21	《土地储备管理办法》（征求意见稿）	各地应根据国民经济和社会发展规划、国土空间规划，编制土地储备三年滚动计划，合理确定未来三年土地储备规模，对三年内可收储的土地资源，在总量、结构、布局、时序等方面做出统筹安排，结合城市更新、成片开发等工作划定储备片区，优先储备空闲、低效利用等存量建设用地。

来源：自然资源部，国金证券研究所

2.3、释放需求：各类限制性措施应放尽放

- 2024年以来，高能级城市政策放松加速落地。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”，政治局释放积极信号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，二线城市除天津外，已基本实现应放尽放，而一线仍有放松的空间，后续潜在的政策方向包括但不限于：取消改善性住房限购、取消远郊区域限购、降低社保/个税年限要求、优化城中村改造项目（历史风貌项目等）限购等。

图表：2023年至今完全放开限购的主要城市



来源：各地方政府，福州日报，济南时报，山西晚报，财联社，国金证券研究所

2.4、激发需求：首付比例历史最低，降低购房门槛

- 5月17日央行发文将首/二套房的首付比例分别下调至15%/25%，进一步降低购房门槛，当前首付比例已降至2008年以来最低水平。
- 新政后多数省份及二线城市积极跟进，一线上海广州深圳同样下调首付比例，其中广州降至最低水平，预计尚未落地的城市及省份有望逐步跟进。

图表：18个省份与22个重点城市下调首/二套房首付比例至15%/25%

数量		明细							
省份	18	湖北	辽宁	河北	河南	山西	陕西	甘肃	宁夏
		广西	吉林	海南	云南	黑龙江	新疆	江苏	广东 (不含深圳)
		安徽	青海						
重点城市	22	合肥	长沙	南昌	济南	青岛	武汉	郑州	西安
		福州	昆明	南京	无锡	苏州	南宁	宁波	厦门 (公积金)
		天津	广州	重庆	贵阳	大连	沈阳		

来源：人民网，每日经济新闻，新浪财经，环球网，财联社，房天下，克而瑞，澎湃新闻，新京报，沈阳晚报，贵阳日报，国金证券研究所

图表：购房首付比例属于历史最低水平

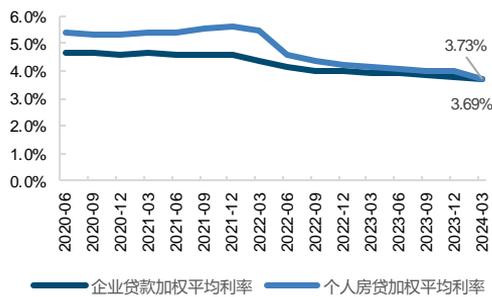
实施时间	首套最低首付比例	二套最低首付比例	认定标准	房贷利率
2008/10/22	20%	根据各种风险因素在以下 以上区别确定		不低于贷款基准利率的0.7倍
2009/6/19	-	严格遵守第二套房贷的有 关政策不动摇，不得以任 何手段降低首付款的比例 成数	-	-
2010/1/12	-	40%	-	-
2010/4/17	90m ² 以下:20% 90m ² 以上:30%	50%	-	二套不低于基准利率的1.1倍
2010/5/26	-	-	认贷又认房	-
2010/9/29	0.3	0.5	-	二套不低于基准利率的1.1倍
2011/1/27	-	0.6	-	二套不低于基准利率的1.1倍
2013/3/4	-	对房价上涨过快的城市,可 进一步提高第二套住房贷 款的首付款比例	-	对房价上涨过快的城市,可进 一步提高第二套住房贷款的 贷款利率
2014/9/30	0.3	-	认贷不认房	首套不低于贷款基准利率的0.7 倍
2015/3/30	-	0.4	-	-
2015/9/30	非限购城市25% 限购城市30%	-	-	-
2016/2/2	非限购城市20% 限购城市30%	非限购城市30% 限购城市40%	-	-
2019/8/25	-	-	-	房贷利率锚定LPR,首套房贷利率 不低于LPR、二套房贷利率不低 于LPR+60BP
2022/5/15	-	-	-	首套房贷利率不低于LPR-20BP、 二套房贷利率不低于LPR+60BP
2022/9/29	-	-	-	符合条件的城市允许下调或取消 首套房贷利率下限
2023/8/25	-	-	认房不认贷	-
2023/8/31	20%	30%	-	首套房贷利率不低于LPR-20BP, 二套房贷利率不低于LPR+20BP
2024/5/17	15%	25%	-	取消全国个人住房贷款利率下限, 公积金贷款利率下调0.25pct

来源：中国政府网，央行，住建部，国金证券研究所

2.4、激发需求：房贷利率持续下调，降低按揭成本

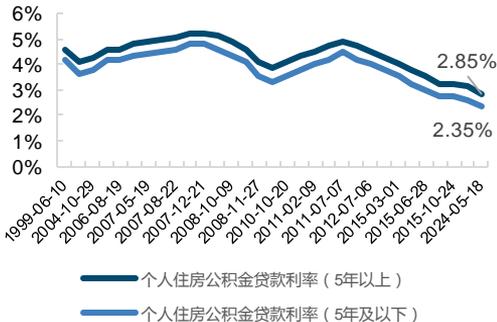
- 5月17日央行发文取消全国层面房贷利率下限，近期多个核心一二线城市陆续跟进，其中武汉、合肥等地下调幅度较大。
- 随着各地持续推进下调房贷利率，24Q1个人房贷利率降至3.69%，首次低于企业贷款利率，后续个人房贷利率有望继续下行，切实降低购房人每月按揭还款的支出。
- 5月17日央行发文下调公积金贷款利率0.25个百分点，5年及以下/5年以上首套公积金贷款利率分别调整为2.35%/2.85%，二套公积金贷款利率分别调整为2.775%/3.325%。公积金贷款利率亦降至历史最低水平。

图表：个人住房贷款利率首次低于企业贷款



来源：wind，国金证券研究所

图表：公积金贷款利率持续下行



来源：wind，国金证券研究所

图表：部分核心一二线城市下调房贷利率

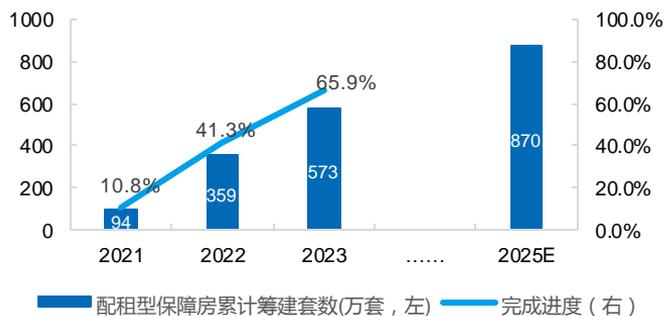
	首套房贷利率			二套房贷利率		
	调整前	调整后	降幅	调整前	调整后	降幅
上海	3.85%	3.50%	-35bp	核心区4.25% 非核心区4.15%	核心区3.90% 非核心区3.70%	核心区-35bp 非核心区-45bp
深圳	3.85%	3.50%	-35bp	4.25%	3.90%	-35bp
广州	3.85%	3.40%	-45bp	4.25%	3.80%	-45bp
武汉	3.55%	3.25%	-30bp	4.15%	3.35%	-80bp
西安	3.95%	3.55%	-40bp	3.95%	3.90%	-5bp
济南	3.75%	3.55%	-20bp	4.15%	3.95%	-20bp
长沙	3.75%	3.65%	-10bp	4.10%	3.95%	-15bp
合肥	3.75%	3.45%	-30bp	4.15%	3.45%	-70bp
厦门	3.45%	3.30%	-15bp	岛内4.25% 岛外4.15%	无贷或已结清3.30% 一笔房贷未结清3.75%	无贷或已结清-85/-95bp 一笔房贷未结清-40/-50bp
福州	3.40%	3.30%	-10bp	4.20%	无贷或已结清3.30% 一笔房贷未结清3.75%	无贷或已结清-90bp 一笔房贷未结清-45bp
青岛	3.45%	3.45%	/	4.15%	3.95%	-20bp
佛山	3.35%	3.15%	-20bp	4.15%	4.15%	/
南京	3.65%	3.45%	-20bp	4.25%	4.25%	/
无锡	3.80%	3.45%	-35bp	4.25%	4.25%	/
常州	3.45%	3.25%	-20bp	4.25%	4.15%	-10bp
苏州	3.95%	3.25%	-70bp	3.95%	3.75%	-20bp
天津	3.55%	3.35%	-20bp	4.15%	3.90%	-25bp
宁波	3.75%	3.35%	-40bp	4.15%	3.55%	-60bp

来源：各地方政府，澎湃新闻，上观新闻，福州晚报，克而瑞，人民网，金融界，财联社，凤凰网，福州晚报，新浪财经，国金证券研究所

2.5、联动三大工程：通过房票安置及保障房筹集消化库存

- 配租型保障房：“十四五”期间全国计划筹集建设保障性租赁住房870万套间，2021-2023年已累计筹建573万套，完成进度65.9%，剩余297万套待筹建，预计各地将收购部分现有商品住宅并改造成配租型保障房。
- 配售型保障房：据我们不完全统计，已有近30城发布了2024年筹集建设约14万套配售型保障房的计划，预计部分配售型保障房将由现有商品住宅转化。
- 城中村改造：2022年起各地相继推出房票安置政策，据我们不完全统计，当前各地已出台130条房票安置政策，范围涵盖一线城市至县级市。相较于货币安置，房票安置更利于定向去库存。

图表：配租型保障房筹建完成进度



来源：国家统计局，住建部，国金证券研究所

图表：部分城市配售型保障房建设/筹集计划

城市	披露时间	2024年建设/筹集套数
福州	2023. 12. 19	约1.24万套(首批)
深圳	2023. 12. 28	1万余套(首批)
北京	2024. 1. 23	不少于1万套
上海	2024. 1. 23	不少于1万套
广州	2024. 1. 14	不少于1万套
西安	2024. 3. 7	10000
济南&青岛	2024. 1. 18	8000
杭州	2024. 2. 28	6000
成都	2024. 1. 15	5000
重庆	2024. 3. 4	5000
昆明	2024. 1. 23	4000
南宁	2024. 2. 23	4000
宁波	2024. 1. 23	4000
太原	2024. 3. 8	4000
郑州	2024. 2. 7	3700
贵阳	2024. 1. 31	3600
合肥	2024. 1. 16	3000
武汉	2024. 1. 16	3000
东莞	2024. 1. 31	3000
佛山	2024. 2. 6	3000
南京	2024. 1. 16	2500
长春	2024. 1. 5	2210
沈阳	2024. 1. 12	2200
大连	2024. 1. 11	2170
南昌	2024. 3. 21	2100
天津	2024. 4. 3	2000
哈尔滨	2024. 2. 26	2000
长沙	2024. 3. 12	1130
合计		138010

来源：中指研究院，国金证券研究所

03 2024展望

基本面降幅下半年预计收窄

3.1、新开工：预计2024年新开工面积8.0亿方，同比-16%

- 影响新开工的核心要素有两个：可开工量（前置指标是土地成交）和开工意愿。拟合100大中城市成交土地面积同比增速和新开工面积同比增速，新开工滞后土地成交6个月左右，二者的同比增速拐点和趋势基本相同。土地成交是房屋新开工的领先指标，2022年和2023年土地成交持续下滑，未来可新开工项目减少。房企当前经营决策在于以销定产，开工意愿取决于销售企稳情况。
- 领先的土地成交面积2024年一季度同比下滑幅度稳定在20%左右；随着政策持续落地，预计房企新开工意愿下半年有所恢复。我们预计2024年新开工面积为8.0亿方，同比-16.0%。

图表：100大中城市土地成交面积同比增速vs新开工面积同比增速



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表：预计2024年全年房屋新开工面积同比下滑16.0%



来源：国家统计局，国金证券研究所

3.1、新开工：预计2024年新开工面积8.0亿方，同比-16%

- 新开工面积预计延续弱势，下半年降幅或收窄。考虑去库存收储和宽松政策的落地，房企新开工意愿预计有所增加，同时在低基数下，下半年新开工面积降幅预计低于上半年。

图表：1999-2024年每月新开工面积情况

年份	商品房新开工面积 (万方)												全年合计	同比增速
	1-2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月			
1999年	1,538	1,985	1,491	1,684	2,074	1,457	1,400	1,469	1,557	1,566	5,413	21,633		
2000年	2,206	2,541	1,950	2,264	2,660	1,951	1,815	1,867	1,944	2,139	6,920	28,259	31%	
2001年	2,874	3,269	2,536	3,063	3,736	2,981	2,564	2,644	2,227	2,384	7,669	35,946	27%	
2002年	3,751	3,994	3,363	3,247	4,179	3,245	2,918	3,284	2,977	2,718	8,584	42,260	18%	
2003年	5,615	4,913	4,101	4,319	5,392	4,179	3,953	4,091	3,663	3,610	10,482	54,319	29%	
2004年	7,427	5,472	4,513	5,084	5,541	4,726	4,137	4,170	3,917	4,028	11,398	60,414	11%	
2005年	7,498	6,599	5,474	5,495	6,109	5,953	4,587	4,781	4,185	4,445	12,938	68,064	13%	
2006年	9,617	7,599	6,667	6,364	7,658	5,671	5,165	6,145	4,962	5,201	14,205	79,253	16%	
2007年	9,967	9,077	8,338	8,128	9,382	7,666	6,715	7,456	6,665	6,542	15,466	95,402	20%	
2008年	12,679	11,292	8,999	9,556	10,947	7,037	6,539	6,473	5,251	5,517	18,264	102,553	7%	
2009年	10,798	9,284	7,754	7,815	12,269	7,058	8,127	10,116	8,151	16,199	18,848	116,422	14%	
2010年	14,914	17,374	13,398	15,776	18,988	11,732	12,664	14,594	12,315	13,374	18,517	163,647	41%	
2011年	19,083	20,760	16,998	19,278	23,324	15,727	16,712	15,894	12,588	14,590	16,285	191,237	17%	
2012年	20,049	19,898	14,522	18,391	19,520	11,525	19,036	12,074	11,778	15,621	14,920	177,334	-7%	
2013年	23,001	15,872	16,633	18,107	22,288	16,737	15,203	17,059	11,375	24,780	20,153	201,208	13%	
2014年	16,693	12,397	14,144	16,678	20,214	18,106	16,150	17,029	16,250	17,044	14,887	179,592	-11%	
2015年	13,744	9,980	12,032	14,549	17,174	14,252	13,451	19,632	12,272	13,483	13,885	154,454	-14%	
2016年	15,620	12,661	15,144	16,097	18,015	15,407	13,890	15,821	14,720	13,928	15,625	166,928	8%	
2017年	17,238	14,322	16,680	16,939	20,541	14,651	14,625	16,037	14,094	16,552	16,975	178,654	7%	
2018年	17,746	16,869	17,164	20,411	23,627	18,964	18,512	19,290	16,171	20,141	20,447	209,342	17%	
2019年	18,814	19,914	19,824	21,232	25,725	20,207	19,417	20,574	19,927	19,560	21,960	227,154	9%	
2020年	10,370	17,833	19,565	21,765	28,003	22,496	19,885	20,173	20,628	20,367	23,348	224,433	-1%	
2021年	17,037	19,126	17,742	20,444	26,939	17,660	16,554	17,442	13,792	16,084	16,075	198,895	-11%	
2022年	14,967	14,886	9,767	12,009	14,795	9,644	8,995	9,705	8,955	7,910	8,955	120,587	-39%	
2023年	13,567	10,554	7,099	8,503	10,157	7,090	6,922	8,232	7,053	8,279	7,920	95,376	-20%	
2024年	9,429	7,854	6,227	7,227	8,633	6,097	5,884	7,244	6,348	7,617	7,524	80,084	-16%	
2024年同比增速	-31%	-26%	-12%	-15%	-15%	-14%	-15%	-12%	-10%	-8%	-5%	-16%		
1999-2009年平均值	6,725	6,002	5,017	5,184	6,359	4,720	4,356	4,772	4,136	4,941	11,835			
2010-2020年平均值	17,025	16,171	16,009	18,111	21,584	16,346	16,322	17,107	14,738	17,222	17,909			

来源：国家统计局，国金证券研究所注：标黄为预测值，标红为1999-2023年单月绝对值前三

3.2、销售：预计2024年销售面积9.8亿方，同比-12.5%

- 新房销售面积预测公式：全年销售面积=新推面积*全年新推去化率+滚存面积*全年滚存去化率。
- 假设t年的新开工为t年的新推货值，t年累计库存为之前的新开工减去销售的累计值，参考中指院历史的新推去化率及滚存去化率，我们预计2024年新推去化率和滚存去化率分别为42%和9%，预计2024年销售面积为9.8亿方，同比-12.5%。

图表：不同去化率假设下的2024年商品房销售面积情况

2024年商品房 销售面积(万方)		滚存去化率		
		8%	9%	10%
新推去化率	38%	87,485	94,616	101,748
	42%	90,688	97,820	104,951
	45%	93,091	100,222	107,354

2024年商品房 销售面积同比增速		滚存去化率		
		9%	10%	11%
新推去化率	38%	-21.7%	-15.3%	-8.9%
	42%	-18.8%	-12.5%	-6.1%
	45%	-16.7%	-10.3%	-3.9%

来源：国家统计局，国金证券研究所

图表：2024商品房销售面积预测过程

	房屋新开工 面积(万 方)	新开工 同比	商品房销售 面积(万方)	销售面积同比	1999年累计商品房 库存(万方)	新推去化 率	滚存去化率
2001年	35,946		20,779		34,694		
2002年	42,260	18%	24,969	20%	51,984	45%	17%
2003年	54,319	29%	32,247	29%	74,056	50%	10%
2004年	60,414	11%	38,232	19%	96,238	50%	11%
2005年	68,064	13%	55,486	45%	108,817	60%	15%
2006年	79,253	16%	61,857	11%	126,212	60%	13%
2007年	95,402	20%	77,355	25%	144,259	60%	16%
2008年	102,553	7%	65,970	-15%	180,843	45%	14%
2009年	116,422	14%	94,755	44%	202,510	55%	17%
2010年	163,647	41%	104,765	11%	261,392	50%	11%
2011年	191,237	17%	109,367	4%	343,262	40%	13%
2012年	177,334	-7%	111,304	2%	409,292	40%	12%
2013年	201,208	13%	130,551	17%	479,949	40%	12%
2014年	179,592	-11%	120,649	-8%	538,893	40%	10%
2015年	154,454	-14%	128,495	7%	564,852	45%	11%
2016年	166,928	8%	157,349	22%	574,432	57%	11%
2017年	178,654	7%	169,408	8%	583,678	60%	11%
2018年	209,342	17%	171,654	1%	621,365	55%	10%
2019年	227,154	9%	171,558	0%	676,961	48%	10%
2020年	224,433	-1%	176,086	3%	725,308	45%	11%
2021年	198,895	-11%	179,433	2%	744,770	45%	12%
2022年	120,587	-39%	135,837	-24%	729,520	45%	11%
2023年	95,376	-21%	111,735	-18%	713,160	45%	9%
2024E	80,084	-16%	97,820	-12.5%	695,425	42%	9%

来源：国家统计局，国金证券研究所注：标蓝字体为预测值

3.2、销售：预计2024年销售面积9.8亿方，同比-12.5%

- 预计2024年销售面积前低后平。去库存收储和宽松政策的落地，有助于居民恢复房价稳定的信心，促进购房需求释放，在2023下半年低基数背景下，下半年销售面积降幅或收缩至个位数。

图表：1999-2024年每月销售面积情况

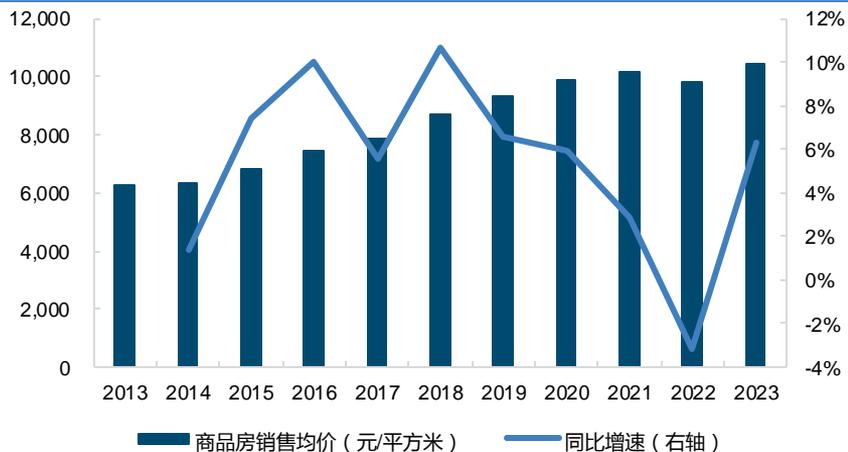
年份	商品房销售面积 (万方)												合计	同比增速
	1-2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月			
1999年	415	611	561	560	833	655	653	815	959	1,001	6,318	13,381		
2000年	636	755	762	804	1,115	942	992	1,082	1,160	1,304	7,431	16,984	27%	
2001年	878	951	972	994	1,332	1,239	1,239	1,373	1,192	1,449	9,162	20,779	22%	
2002年	924	1,229	1,243	1,209	1,706	1,379	1,668	1,817	1,847	2,096	9,852	24,969	20%	
2003年	1,557	1,598	1,477	1,701	2,339	1,985	1,972	2,561	2,259	2,502	12,297	32,247	29%	
2004年	2,222	2,050	1,930	2,109	2,700	2,417	2,169	2,606	2,480	3,044	14,506	38,232	19%	
2005年	2,596	2,576	2,022	2,291	3,052	3,991	14,676	3,523	4,627	4,036	12,098	55,486	45%	
2006年	5,344	4,115	4,102	4,576	4,840	4,331	4,077	4,499	4,897	5,333	15,743	61,857	11%	
2007年	5,371	5,229	5,164	5,383	6,756	6,233	6,436	6,797	6,195	6,592	17,198	77,355	25%	
2008年	5,144	5,305	4,545	4,639	6,259	4,561	4,138	5,728	4,402	4,425	16,821	65,970	-15%	
2009年	5,131	6,178	6,317	7,019	9,464	7,646	7,661	8,955	7,998	8,834	19,552	94,755	44%	
2010年	7,155	8,206	8,051	6,777	9,163	6,466	6,886	10,446	9,278	10,113	22,223	104,765	11%	
2011年	8,143	9,500	7,255	8,034	11,488	7,618	7,817	11,435	8,364	9,941	19,773	109,367	4%	
2012年	7,004	8,235	6,323	7,291	11,112	8,629	8,822	11,027	10,302	12,962	19,599	111,304	2%	
2013年	10,471	10,427	8,863	9,358	12,315	9,700	9,709	13,541	11,548	14,876	19,744	130,551	17%	
2014年	10,466	9,645	7,598	8,361	12,295	8,115	8,507	12,145	11,362	13,223	18,932	120,649	-8%	
2015年	8,764	9,490	8,131	9,611	14,268	9,650	9,761	13,233	11,990	14,355	19,242	128,495	7%	
2016年	11,235	13,064	11,713	11,942	16,348	11,458	11,691	17,734	15,153	15,491	21,520	157,349	22%	
2017年	14,054	14,981	12,620	13,165	19,842	11,689	12,188	17,467	14,248	16,314	22,840	169,408	8%	
2018年	14,633	15,455	12,104	14,217	20,734	12,847	12,484	16,839	13,804	15,487	23,050	171,654	1%	
2019年	14,102	15,727	12,256	13,433	20,268	12,997	13,066	17,330	14,072	15,654	22,653	171,558	0%	
2020年	8,475	13,503	11,995	14,730	20,701	14,227	14,855	18,587	16,221	17,540	25,252	176,086	3%	
2021年	17,363	18,644	14,298	16,078	22,252	13,013	12,545	16,139	12,709	15,090	21,302	179,433	2%	
2022年	15,703	14,792	7,292	12,951	18,185	9,255	9,712	13,532	9,757	10,071	14,587	135,837	-24%	
2023年	15,133	14,813	7,690	8,804	13,075	7,048	7,386	10,857	7,773	7,930	11,226	111,735	-9%	
2024年	11,369	11,299	6,584	7,924	12,029	6,343	6,647	9,988	7,384	7,534	10,718	97,820	-12%	
2024年 同比增速	-25%	-24%	-14%	-10%	-8%	-10%	-10%	-8%	-5%	-5%	-5%	-12.5%		

来源：国家统计局，国金证券研究所注：标黄为预测值，标红为1999-2023年单月绝对值前三

3.2、销售：预计2024年销售金额10.4万亿元，同比-10.7%

- 高能级改善型产品成交占比提升，预计销售金额表现或略好于销售面积。商品房销售分化，改善需求占市场主导，带动销售单价提升，2019-2023年销售均价平均增速3.7%，2023年全国商品房销售均价为10437元/平，相比2022年全年+6.3%。2024年预计该分化仍将延续，销售均价提升2%至10646元/平，对应2024年销售金额为10.4万亿元，同比增速-10.7%。

图表：2013-2023年全国商品房销售均价走势



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表：预计2024年全年商品房销售金额同比-10.7%

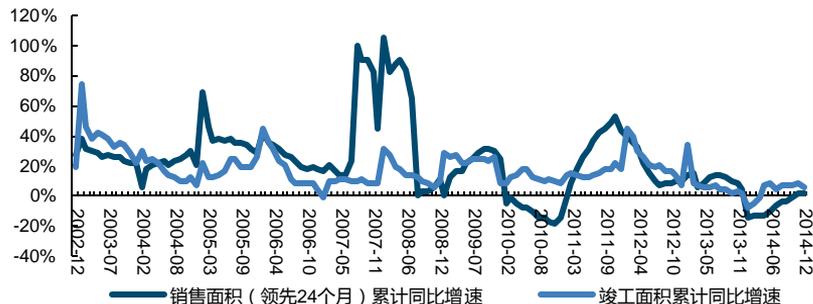


来源：国家统计局，国金证券研究所

3.3、竣工：预计2024年房屋竣工面积9.4亿方，同比-6.1%

- 销售一般领先竣工2-3年。回顾全国销售面积累计同比增速和房屋竣工面积累计同比增速的时差，在2015年前后发生过变化。2015年之前，二者时间差为24个月时拟合程度较高；2015年之后，二者时间差拉长至36个月后才再度变高。
- 政府收储去库存有望改善房企现金流状况，竣工降幅预计收窄。我们预计2024年竣工面积为9.4亿方，同比-6.1%。

图表：2015年之前，销售领先竣工约2年



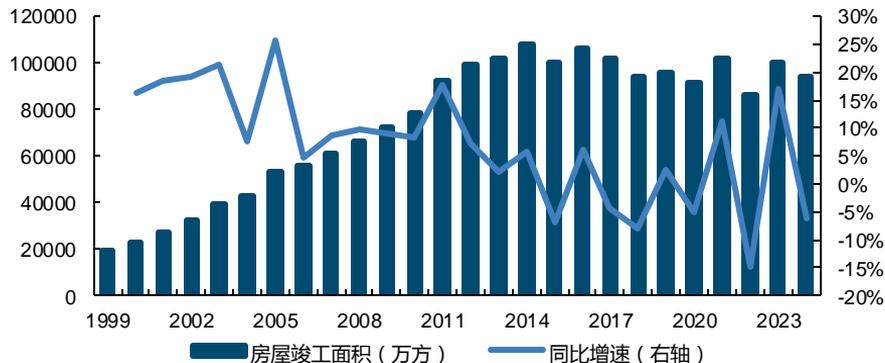
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表：2015年之后，销售领先竣工约3年



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表：预计2024年竣工面积同比-6.1%



来源：国家统计局，国金证券研究所

3.3、竣工：预计2024年房屋竣工面积9.4亿方，同比-6.1%

- 我们认为2024年竣工面积降幅收窄，主要有两方面支撑：①政府收储房企现房库存，能改善房企现金流，且房企竣工意愿提升；②2023年下半年竣工面积基数低。

图表：1999-2024年每月竣工面积情况

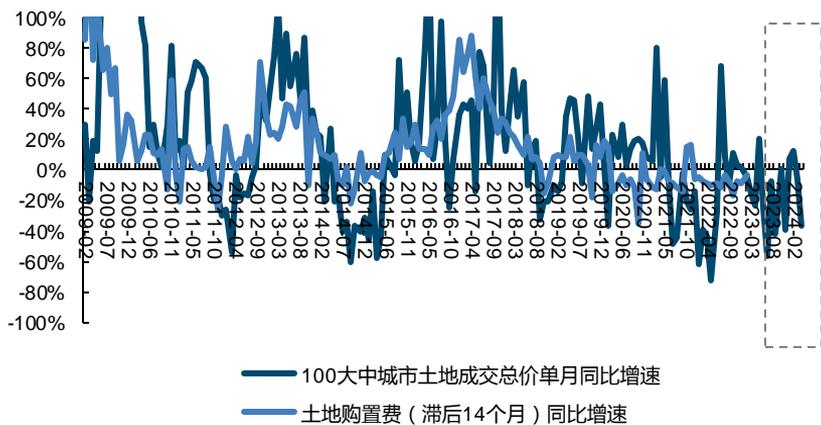
房屋竣工面积 (万方)													合计	同比增速
年份	1-2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月			
1999年	525	626	594	598	1,060	898	771	1,091	1,363	1,447	10,809	19,784		
2000年	668	640	617	791	1,404	1,004	1,050	1,364	1,357	1,886	12,249	23,028	16%	
2001年	760	938	888	848	1,407	1,204	1,375	1,556	1,580	2,126	14,621	27,303	19%	
2002年	837	1,214	1,033	992	1,751	1,690	1,830	1,996	2,121	2,807	16,252	32,523	19%	
2003年	1,464	1,526	1,291	1,511	2,396	2,181	2,072	2,886	2,665	3,016	18,503	39,510	21%	
2004年	1,910	1,771	1,629	1,774	2,469	2,256	2,181	2,894	2,967	3,758	18,857	42,465	7%	
2005年	2,335	1,826	1,838	2,096	3,029	3,576	2,760	2,789	3,524	4,237	25,406	53,417	26%	
2006年	3,368	2,289	2,232	2,146	3,356	2,923	2,606	3,095	3,776	4,681	25,359	55,831	5%	
2007年	3,331	2,862	2,519	2,485	3,674	3,069	2,895	3,602	3,698	4,926	27,545	60,607	9%	
2008年	4,382	3,474	2,555	2,822	3,687	3,462	2,989	3,433	3,887	4,393	31,461	66,545	10%	
2009年	5,651	4,272	3,309	2,988	4,450	4,730	3,824	4,179	4,270	6,577	28,429	72,677	9%	
2010年	6,101	5,016	3,903	4,138	5,265	4,180	3,744	4,527	5,091	6,531	30,247	78,744	8%	
2011年	6,952	5,880	4,295	4,494	5,938	4,887	4,650	6,361	6,265	9,606	33,294	92,620	18%	
2012年	10,094	7,786	4,415	5,010	5,953	5,349	5,995	5,964	7,750	9,389	31,719	99,425	7%	
2013年	13,524	5,949	4,285	4,986	6,601	6,297	5,007	6,056	6,685	10,029	32,015	101,435	2%	
2014年	12,418	6,102	5,165	7,015	7,515	5,309	6,235	6,745	7,385	11,174	32,396	107,459	6%	
2015年	10,815	6,179	4,216	5,401	6,330	4,892	4,642	8,492	10,234	11,212	27,626	100,039	-7%	
2016年	13,942	6,059	5,477	6,550	7,518	6,358	4,688	6,520	8,099	11,826	29,091	106,128	6%	
2017年	16,141	6,890	5,143	5,737	7,613	5,497	5,275	5,398	7,918	10,633	25,241	101,486	-4%	
2018年	14,184	6,525	4,442	5,333	6,647	4,936	4,163	4,902	6,260	9,464	26,694	93,550	-8%	
2019年	12,500	5,974	4,090	4,143	5,719	4,905	4,279	5,138	7,463	9,635	32,096	95,942	3%	
2020年	9,636	5,921	3,729	4,401	5,343	4,218	3,859	4,231	7,902	9,933	32,045	91,218	-5%	
2021年	13,525	5,597	3,614	4,847	8,898	5,301	4,957	4,274	6,277	11,464	32,658	101,412	11%	
2022年	12,200	4,733	2,998	3,431	5,274	3,392	4,833	4,018	5,686	9,144	30,513	86,222	-15%	
2023年	13,178	6,244	4,256	4,148	6,078	4,501	5,321	4,979	6,446	10,086	34,594	99,831	17%	
2024年	10,395	4,864	3,601	4,024	6,382	4,276	5,055	4,730	6,253	9,884	34,248	93,711	-6%	
2024年同比增速	-21%	-22%	-15%	-3%	5%	-5%	-5%	-5%	-3%	-2%	-1%	-6.1%		

来源：国家统计局，国金证券研究所注：标黄为预测值，标红为1999-2023年单月绝对值前三

3.4、土地购置费：预计2024年土地购置费3.6万亿元，同比-6.6%

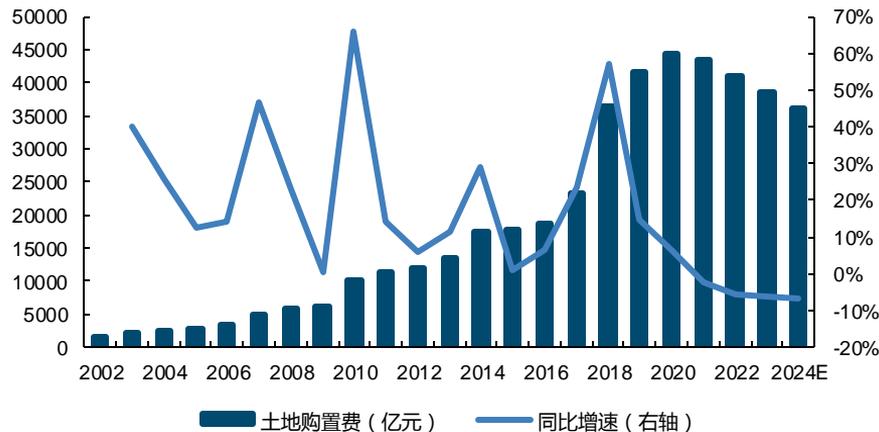
- 由于国家统计局公布的土地购置费按实际发生额统计，而高频数据跟踪的土地成交情况是按当期出让合同金额统计，因此二者之间在土地款分期缴纳时存在时差。通过拟合100大中城市成交土地总价和土地购置费的同比增速发现后者约滞后前者14个月。因此，通过领先的土地成交总价同比增速趋势，预计2024年土地购置费为3.6万亿元，同比增速为-6.6%。

图表：100大中城市土地成交总价同比vs土地购置费同比



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表：预计2024年土地购置费同比-6.6%



来源：国家统计局，国金证券研究所

3.5、开发投资：预计2024年开发投资10.1万亿元，同比-8.5%

图表：1999-2024年每月房地产开发投资金额情况

- 房地产开发投资=土地购置费+当年施工面积*每平方米施工投资金额。
- 施工面积公式为： t 年施工面积= $t-1$ 年施工面积+ t 年新开工面积- t 年竣工面积。
- 根据前文对新开工面积、竣工面积和土地购置费的预测。预计2024年开发投资总额为10.1万亿元，同比-8.5%。

房地产开发投资（亿元）													同比增速
年份	1-2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	合计	
1999年	184	260	247	282	352	298	317	347	347	382	994	4,010	
2000年	246	288	300	341	447	392	399	447	422	462	1,157	4,902	22%
2001年	320	357	380	478	588	529	536	571	547	551	1,388	6,245	27%
2002年	417	506	545	630	723	646	677	719	725	640	1,508	7,736	24%
2003年	598	687	695	821	1,015	881	869	929	872	918	1,821	10,106	31%
2004年	945	876	866	1,017	1,220	1,132	1,129	1,172	1,170	1,212	2,420	13,158	30%
2005年	1,200	1,124	1,082	1,239	1,549	1,394	1,333	1,457	1,392	1,471	2,669	15,909	21%
2006年	1,436	1,356	1,338	1,527	2,037	1,717	1,652	1,839	1,708	1,805	3,007	19,423	22%
2007年	1,786	1,758	1,721	1,950	2,673	2,247	2,142	2,537	2,378	2,440	3,657	25,289	30%
2008年	2,374	2,314	2,264	2,567	3,676	2,688	2,546	2,848	2,640	2,628	4,657	31,203	23%
2009年	2,398	2,482	2,410	2,777	4,228	3,097	3,349	3,819	3,327	3,384	4,971	36,242	16%
2010年	3,144	3,451	3,338	3,985	5,830	4,118	4,490	5,156	4,558	4,628	5,562	48,259	33%
2011年	4,250	4,596	4,494	5,397	7,513	5,623	5,908	6,444	5,698	5,560	6,314	61,797	28%
2012年	5,431	5,496	4,908	6,378	8,397	6,165	6,913	7,358	6,583	7,144	7,031	71,804	16%
2013年	6,670	6,463	6,048	7,618	10,030	7,474	7,818	9,000	7,574	8,719	8,601	86,013	20%
2014年	7,956	7,383	6,983	8,417	11,280	8,362	8,594	9,776	8,469	9,381	8,435	95,036	10%
2015年	8,786	7,865	7,018	8,623	11,663	8,607	8,501	9,472	8,266	8,901	8,277	95,979	1%
2016年	9,052	8,625	7,699	9,188	12,067	8,730	9,026	10,211	9,377	9,412	9,194	102,581	7%
2017年	9,854	9,438	8,440	9,863	13,015	9,151	9,733	11,150	9,900	9,843	9,412	109,799	7%
2018年	10,831	10,460	9,301	10,828	14,111	10,355	10,633	12,146	10,660	10,758	10,181	120,264	10%
2019年	12,090	11,713	10,414	11,858	15,534	11,234	11,746	13,419	11,595	11,662	10,929	132,194	10%
2020年	10,115	11,848	11,140	12,817	16,860	12,545	13,129	15,030	13,072	12,936	11,951	141,443	7%
2021年	13,986	13,590	12,664	14,078	17,861	12,716	13,165	14,508	12,366	12,380	10,288	147,602	4%
2022年	14,499	13,266	11,389	12,980	16,180	11,148	11,347	12,750	10,386	9,918	9,032	132,895	-10%
2023年	13,669	12,305	9,540	10,187	12,849	9,167	9,183	10,369	8,653	8,123	6,868	110,913	-10%
2024年	11,842	10,240	8,846	9,372	12,207	8,434	8,448	9,539	8,220	7,717	6,627	101,492	-8%
2024年同比增速	-13%	-17%	-7%	-8%	-5%	-8%	-8%	-8%	-5%	-5%	-4%	-8.5%	

来源：国家统计局，国金证券研究所 注：标黄为预测值

04 再问去库存

与15年有何异同？ 去库效果如何？

4.1、本次去库存与15年的相同点？行业背景相同

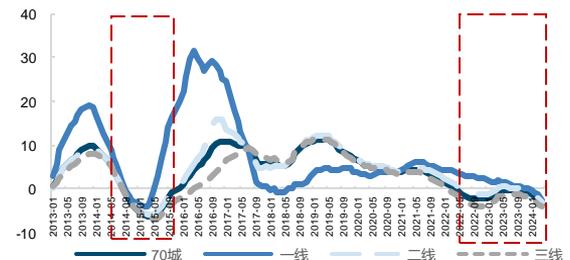
- 两次去库存都是行业下行的背景。①销量下滑，全国商品住宅销售额2014年同比-9.1%，2022/2023年分别同比-26.8%/-17.3%。②房价下跌，2014年9月起70城一二手房价分别同比下跌15个月/13个月，2022年起70城一二手房价分别同比下跌25个月/27个月。③库存增加，2015年起全国商品住宅待售面积超4亿方，2024年起商品住宅待售面积再次来到4亿方的水平。

图表：两次去库存时期均出现销售下滑



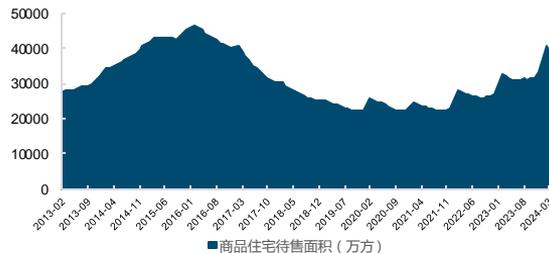
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表：两次去库存时期新房价格均持续下行



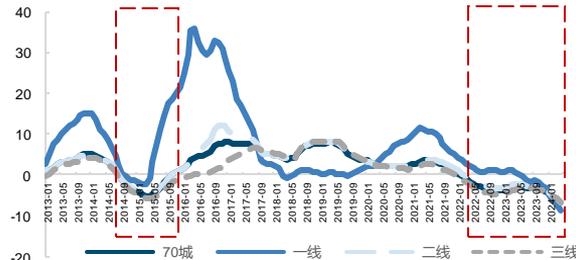
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表：两次去库存时期商品住宅库存均处于高位



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表：两次去库存时期二手房价格均持续下行



来源：国家统计局，国金证券研究所

4.1、本次去库存与15年的相同点？政策节奏相同

- 两次去库存政策调控节奏相同，地产行业政策-央行金融政策-去库存。在房地产市场下行阶段，率先调整的是房地产行业自身的调控政策，2014年6-9月，全国大部分城市取消限购仅剩5城保留；2022年3月-2024年5月，全国陆续放松，目前除海南外，同样仅剩5城保留限购。金融支持政策接续，2014年9月-2016年2月，央行相继实行“认贷不认房”、下调首付比例、房贷利率打7折；2023年9月-2024年5月，央行落地“认房不认贷”、下调首付比例、取消房贷利率下限等。在地产调控放松和金融支持落地后，基本面仍未明显改善，最后推进房地产去库存。

图表：目前全国范围内仅四大一线城市、天津市内六区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	3	3年	20%	30%	认房不认贷	深汕合作区不限购，本地取消社保要求
广州	限购区内单身限1 家庭限2 (120以上不限购)	限购区内单身限1 家庭限1 (120以上不限购)	限购区内0.5年	不限售	15%	25%	认房不认贷	人才房限售3年；核心区限购；全域120平以上不限购；跨区购买、出租或放售后享首套优惠
上海	单身限1 家庭限2 多子女家庭限3	单身外环外限1(除崇明) 单身全市二手房限1 家庭限1 多子女家庭限2	核心区3年 新城以及南北转换重点区域2年 临港1年	5年	20%	主城区35% 非主城区30%	认房不认贷	非本地户籍单身外环外限购1套(除崇明)；非本地户籍单身全市二手房限购1套；多子女家庭加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以上不限购)	限1(120以上不限购)	0.5	不限售	15%	25%	认房不认贷	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；北京、河北户籍居民以及在北京、河北就业人员享受天津户籍居民购房政策
三四线城市								
海口	限2	限1	限购区5年 非限购区2年	2年	15%	25%	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2年	5年	15%	25%	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

来源：各政府官网，国金证券研究所

4.2、本次去库存与15年的区别？宏观环境不同

- 从经济增速来看，2015年中国经济处于高速发展阶段，2014-2018年去库存期间GDP增速都在6%以上；而2024年中国经济已经进入高质量发展阶段，GDP增速在5%左右。
- 从城镇化率来看，2014年中国城镇化率55.75%，仍处于高速增长阶段，城镇化带来大量的进城购房需求；而2023年中国城镇化率已达66.16%，虽然距离70%的增长瓶颈还有4个百分点左右，但城镇化进程逐步放缓。
- 从居民杠杆看，2014年末居民杠杆率仅36%，有加杠杆空间；而2024年3月末居民杠杆率达64%。

图表：两次房地产去库存差异点

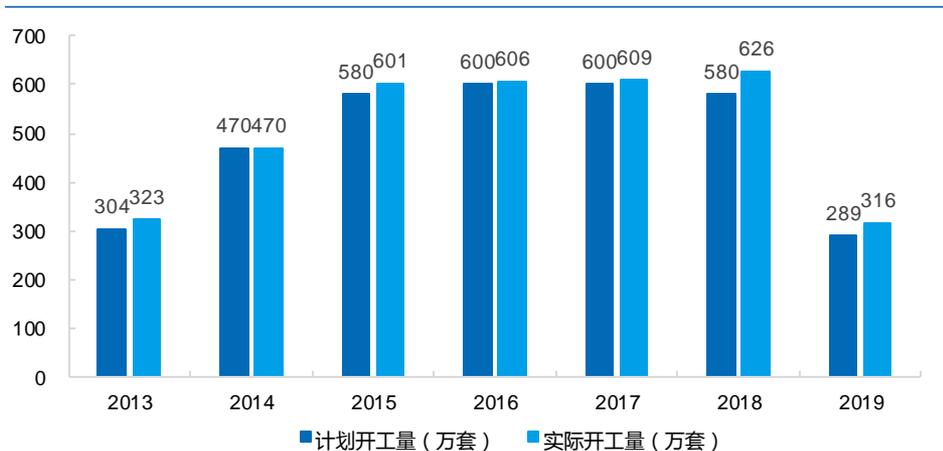
涉及内容	2015年去库存	2024年去库存
政策定调	化解房地产库存	消化存量房产和优化增量住房
经济增速	高速增长	高质量发展
城镇化率	55.75%(2014年)	66.16%(2023年)
待售库存	商品房7.39亿方（商品住宅4.66亿方）	商品房7.60亿方（商品住宅4.05亿方）
模式	棚改去库存	“以旧换新”、收储竣工未售新房
资金来源	PSL为主，棚改专项债为辅	专项再借款
资金体量	2014-2019年累计投放3.6万亿PSL（年均6000亿PSL）	初步3000亿元/5000亿元
去库存抓手	货币化安置提升购买力	政府收储注入流动性

来源：国家统计局，国金证券研究所

4.2、本次去库存与15年的区别？ 资金规模不同

- 2015年棚改去库存资金来源以PSL为主，棚改专项债为辅，2014-2019年期间投入PSL合计3.6万亿元，年均6000亿元；2016-2018年每年棚改实际开工量超过600万套，年均带动房地产开发投资金额1.5万亿。
- 2024年去库存资金来源主要为央行专项再借款，初期设立3000亿元再贷款，能拉动银行贷款5000亿元，若全部使用完毕且收购价按5000-6000元/平估算，则收购体量约0.83-1亿方；若以每套70平方米估算，对应收购体量约119-143万套，整体体量较棚改去库存尚有差距。

图表：全国棚改计划开工、实际开工量

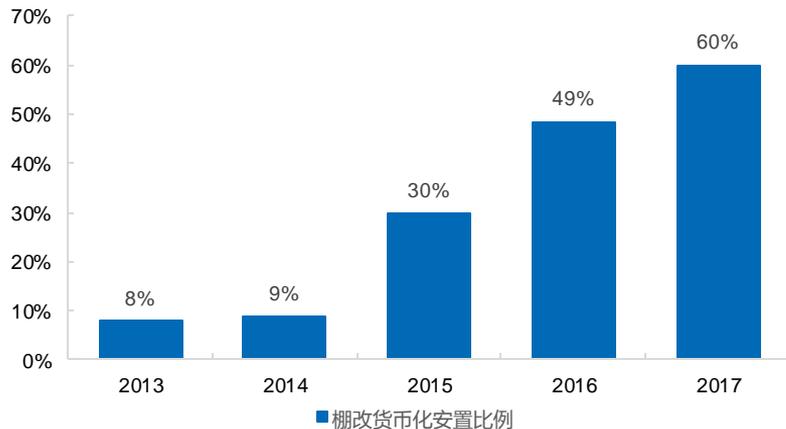


来源：住建部，iFinD，国金证券研究所

4.2、本次去库存与15年的区别？购买力释放不同

- 棚改去库存初期以实物安置为主，2015年后开始大规模推广货币安置，货币化安置比例快速提升至30%，2016-2017年进一步提升到49%、68%。棚改货币化安置将实质性资金给到居民，居民财富增厚后购房意愿增强，解决了房价预期和收入预期问题。
- 2024年房地产去库存通过“以旧换新”和收储竣工未售新房开展，对居民端没有实质性的购买力增强，政府收储主要是为市场注入流动性，对房价预期有稳定作用，但是尚不能解决居民购买力问题，收入预期没有改变。

图表：2015年起棚改货币化安置比例快速提升



来源：克而瑞，中指研究院，国金证券研究所

4.3、去库效果如何？回购收储效果更好，关键在于租金回报

- 归纳总结目前中央至地方的去库存模式，大致可分为五种模式：代售、旧房换购、回购收储、发放补贴、旧转保。
- 回购收储模式即地方政府下场回购存量住房，用作租房、公租房、人才公寓。买方是地方政府或国企；卖方是开发商；标的是已建成未售出的商品住宅；资金主要来源是央行创立的3000亿保障性住房再贷款及其他银行配套，预计总贷款5000亿。地方政府直接从开发商手中收购房源，通常回收体量较大，因此回购收储模式的去库效率更高、力度更大。
- 在央行解决了资金来源问题后，该模式能否持续推进的关键在于：当前部分地区的租金回报率无法覆盖贷款+改造+运营的成本，市场化条件下盈利较为困难，导致难以落地，且长期来看租金收入的持续性及稳定性仍有待检验。

图表：五种去库存模式之间的区别

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

4.3、去库效果如何？测算去库体量占比7%-26%

- 前提：①收储资金5000亿；②库存及回购收储的口径均为已建成商品住宅，截至2024年4月库存面积为39088万方；③2024年1-4月，商品住宅房价9978元/平。
- 假设：①5000亿资金使用比例50%-100%；②回购均价会打折扣，在0.5-0.9万元/平。
- 通过敏感性分析可知，5000亿资金能够回购2778-10000万方商品住宅，占4月库存面积的7%-26%。对比上一轮去库周期，库存高点是46635万方（16年2月），低点是22067万方（20年11月），经历5年时间，实现了52.7%的库存去化。尽管市场认为本轮央行提供的去库资金规模偏少，但若持续落地形成实物量，仍然具备一定的去库效果。

图表：5000亿银行贷款去库面积规模的敏感性分析

因素二 \ 因素一		5000亿贷款使用比例					
		50%	60%	70%	80%	90%	100%
回购均价 (万元/平)	0.5	5000	6000	7000	8000	9000	10000
	0.6	4167	5000	5833	6667	7500	8333
	0.7	3571	4286	5000	5714	6429	7143
	0.8	3125	3750	4375	5000	5625	6250
	0.9	2778	3333	3889	4444	5000	5556

来源：国家统计局，国金证券研究所

图表：5000亿银行贷款去库面积比例的敏感性分析

因素二 \ 因素一		5000亿贷款使用比例					
		50%	60%	70%	80%	90%	100%
回购均价 (万元/平)	0.5	13%	15%	18%	20%	23%	26%
	0.6	11%	13%	15%	17%	19%	21%
	0.7	9%	11%	13%	15%	16%	18%
	0.8	8%	10%	11%	13%	14%	16%
	0.9	7%	9%	10%	11%	13%	14%

来源：国家统计局，国金证券研究所

4.3、去库效果如何？测算占23年销售的1%-11%

- 前提：①政府收购及2023年销售面积的口径均为商品住宅；②2023年商品住宅销售面积94796万方。
- 假设：①根据前文测算，政府收购面积3000-10000万方；②2024年能够落地其中的30%-100%。
- 通过敏感性分析可知，2024年政府有望完成收购（拉动销售）900-10000万方的商品住宅，占2023年全年商品住宅销售面积的1%-11%。根据前文，我们预计2024年商品房的销售面积同比-12.5%，假设商品住宅的销售面积同样是同比-12.5%，因此年内完成收购商品住宅面积越多，即拉动销售面积越多，则对冲市场销售面积下滑的力度越大。

图表：政府收购商品住宅年内落地面积（拉动销售）的敏感性分析

因素二 \ 因素一		2024年落地比例							
		30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
收购面积 (万方)	3000	900	1200	1500	1800	2100	2400	2700	3000
	4000	1200	1600	2000	2400	2800	3200	3600	4000
	5000	1500	2000	2500	3000	3500	4000	4500	5000
	6000	1800	2400	3000	3600	4200	4800	5400	6000
	7000	2100	2800	3500	4200	4900	5600	6300	7000
	8000	2400	3200	4000	4800	5600	6400	7200	8000
	9000	2700	3600	4500	5400	6300	7200	8100	9000
	10000	3000	4000	5000	6000	7000	8000	9000	10000

来源：国家统计局，国金证券研究所

图表：政府收购商品住宅拉动销售占2023年比例的敏感性分析

因素二 \ 因素一		2024年落地比例							
		30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
收购面积 (万方)	3000	0.95%	1.27%	1.58%	1.90%	2.22%	2.53%	2.85%	3.16%
	4000	1.27%	1.69%	2.11%	2.53%	2.95%	3.38%	3.80%	4.22%
	5000	1.58%	2.11%	2.64%	3.16%	3.69%	4.22%	4.75%	5.27%
	6000	1.90%	2.53%	3.16%	3.80%	4.43%	5.06%	5.70%	6.33%
	7000	2.22%	2.95%	3.69%	4.43%	5.17%	5.91%	6.65%	7.38%
	8000	2.53%	3.38%	4.22%	5.06%	5.91%	6.75%	7.60%	8.44%
	9000	2.85%	3.80%	4.75%	5.70%	6.65%	7.60%	8.54%	9.49%
	10000	3.16%	4.22%	5.27%	6.33%	7.38%	8.44%	9.49%	10.55%

来源：国家统计局，国金证券研究所

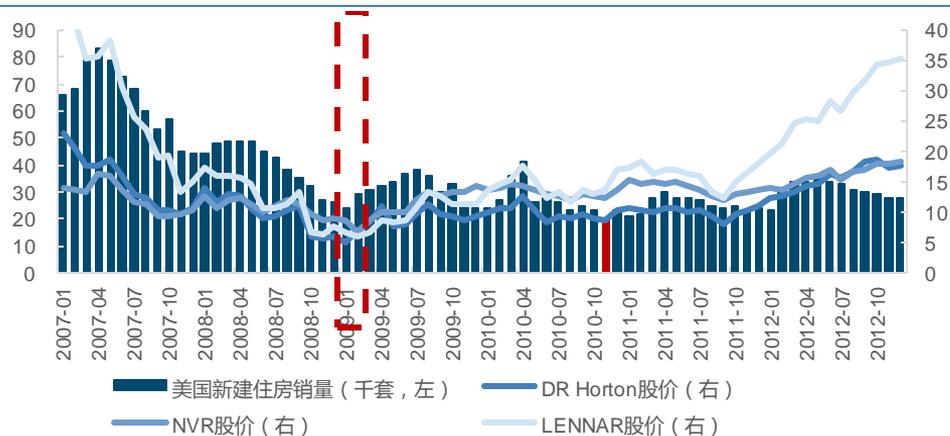
05 投资建议

去库标志地产股底部
出现，看好持续行情

5.1、对标美国地产业：去库存标志着地产股底部的出现

- 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。

图表：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 注：NVR股价缩小50倍

5.1、对标中国航空业：去库存标志着地产股底部的出现

- 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。

图表：航空公司利润总额（亿元）2020—2022年均亏损



来源：wind，国金证券研究所

图表：机场利润总额（亿元）2020—2022年均亏损



来源：wind，国金证券研究所

图表：航空板块指数与PB估值走势对比



来源：wind，国金证券研究所

5.1、去库存标志着地产股底部的出现，持续强call地产

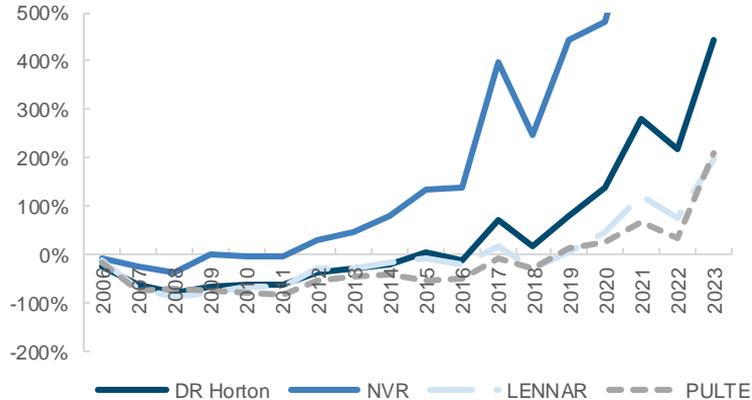
- 通过对比美国地产业及中国航空业发现，股价和估值反映预期，基本面修复或滞后。当前的地产基本面也是处于探底阶段，短期房企业绩难出现较快增长，但4月30日政治局会议提出房地产去库存，能促使市场预期的转向——从“房地产基本面持续下行”转向“能预见基本面的筑底”。因此去库存标志着地产股底部的出现，看好地产的持续行情。

图表：上一轮周期后地产股累计涨幅明显



来源：wind，国金证券研究所 注：基数为2012/12/31的收盘价；中国恒大+710.4%

图表：金融危机后美国地产龙头累计涨幅明显



来源：wind，国金证券研究所 注：基数为2005/12/31的收盘价；NVR+897.2%

5.2、推荐房企、物业、中介

- **房企：**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。
- **物业：**推荐物业股的投资机会，当前或被低估。部分物企业绩增速稳定、现金流良好、积极分红，体现出穿越周期的强大韧性。政府收储为房企注入流动性，物业股的应收账款问题能够边际改善，同时收储后的保障房运营管理，给物企带来了新的业务机遇。推荐华润万象生活、建发物业、滨江服务、越秀服务。
- **中介：**各地“以旧换新”提升存量房流动性，政策频发提升一二手房市场活跃度，推荐拥有核心竞争力的房产中介平台贝壳。

5.3、覆盖公司估值表

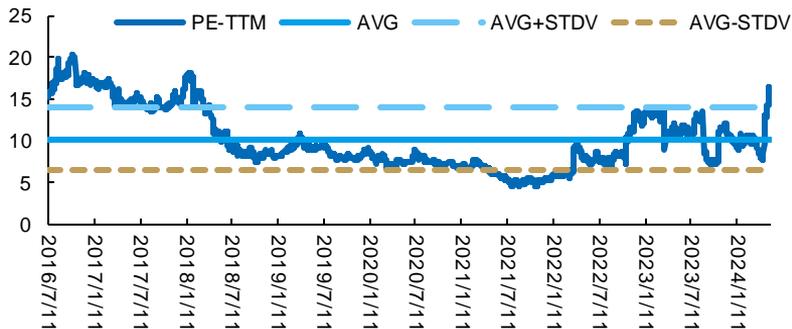
图表：覆盖公司估值情况

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		
				2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
000002.SZ	万科A	增持	947	7.8	7.6	7.4	121.6	125.1	127.5	-46%	3%	2%
600048.SH	保利发展	买入	1,241	10.3	9.7	8.9	120.7	127.5	138.7	-34%	6%	9%
001979.SZ	招商蛇口	买入	904	14.3	9.9	7.7	63.2	91.1	118.1	48%	44%	30%
600153.SH	建发股份	买入	296	2.3	4.4	3.5	131.0	67.6	84.0	109%	-48%	24%
002244.SZ	滨江集团	买入	267	10.6	8.2	6.6	25.3	32.7	40.4	-32%	29%	24%
600325.SH	华发股份	买入	195	10.6	9.7	8.6	18.4	20.1	22.6	-29%	9%	12%
0688.HK	中国海外发展	买入	1,543	6.0	5.3	4.8	256.1	290.0	322.2	10%	13%	11%
3900.HK	绿城中国	买入	185	5.9	5.1	3.9	31.2	36.1	47.0	13%	16%	30%
1908.HK	建发国际集团	买入	288	5.7	3.7	3.5	50.3	78.5	82.6	2%	56%	5%
0123.HK	越秀地产	买入	214	6.7	6.0	5.4	31.9	35.7	39.3	-19%	12%	10%
9979.HK	绿城管理控股	买入	129	13.2	10.5	8.4	9.7	12.2	15.3	31%	26%	25%
2423.HK	贝壳*	买入	1,485	15.2	13.8	13.5	98.0	107.9	109.6	245%	10%	2%
9666.HK	金科服务	买入	53	N.A.	9.9	9.2	-9.5	5.4	5.8	48%	n.a.	8%
6098.HK	碧桂园服务	买入	193	66.0	18.8	13.4	2.9	10.2	14.4	-85%	250%	40%
1209.HK	华润万象生活	买入	616	21.0	16.9	14.8	29.3	36.5	41.8	33%	25%	14%
3316.HK	滨江服务	买入	48	9.7	8.4	7.4	4.9	5.7	6.5	20%	15%	14%
6626.HK	越秀服务	买入	49	10.1	8.7	7.6	4.9	5.6	6.5	17%	16%	15%
2156.HK	建发物业	买入	42	8.9	8.2	6.2	4.7	5.1	6.8	89%	9%	33%
	平均值		483	13.2	9.2	7.8	55.3	60.7	68.3	23%	29%	17%
	中位值		241	10.1	8.6	7.5	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28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。

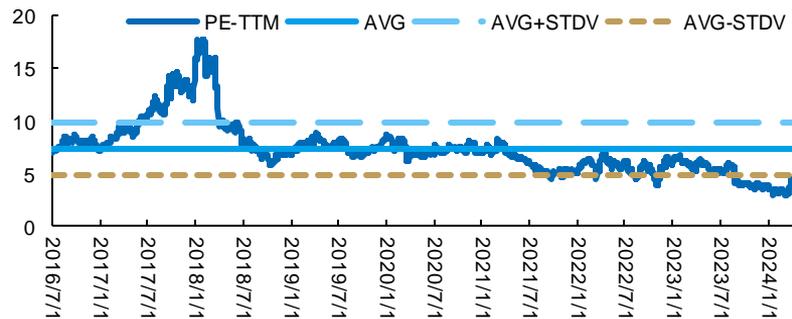
5.4、地产及物业PE-TTM

图表：A股地产PE-TTM



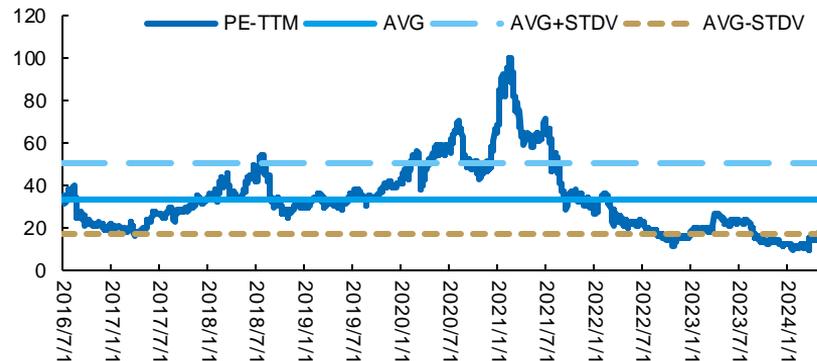
来源：wind，国金证券研究所

图表：港股地产PE-TTM



来源：wind，国金证券研究所

图表：港股物业股PE-TTM



来源：wind，国金证券研究所

06 风险提示

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。

投资评级的说明

- 买入：预期未来3—6个月内上涨幅度超过大盘在15%以上；
- 增持：预期未来3—6个月内上涨幅度超过大盘在5%—15%；
- 中性：预期未来3—6个月内变动幅度相对大盘在-5%—5%；
- 减持：预期未来3—6个月内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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题