

中国平安 PINGAN

专业·价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

困局与转机 ——房地产行业2024年中期策略报告

地产 强于大市（维持）

证券分析师

杨 侃 投资咨询资格编号：S1060514080002

郑茜文 投资咨询资格编号：S1060520090003

王懂扬 投资咨询资格编号：S1060522070003

2024年6月18日

请务必阅读正文后免责条款

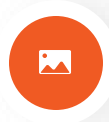
平安证券

核心摘要

- **困局：楼市下行与信用危机延续，预期偏弱与库存高企为主因。** 2021Q4以来政策松绑不断加码，但未改楼市下行趋势，2023年投资、销售、新开工回落至2017年、2012年、2007年水平，较高点分别跌25%、38%、58%，70城二手房房价环同比降幅有所扩大；信用风险继续蔓延，部分混合所有制企业亦出现流动性压力。我们认为预期偏弱与库存高企为政策未见成效主因，需求端受房价及收入预期影响，居民加杠杆意愿不强；供给端现房库存、开工未售去化周期创新高。此外二手房挂牌持续攀升，增加市场房屋供应同时，“以价换量”分流新房需求。
- **转机：政策组合拳对症下药，预期修复为企稳关键。** “4.30”政治局会议及“5.17”政策包对症下药，降首付、取消房贷利率下限切实降低居民置业成本，政府收储带来增量需求；高库存城市减少供地、政府收地等举措从源头降低供应。尽管本轮收储与上轮三四线棚改去库存在资金体量、行业环境、居民加杠杆空间等存在诸多不同，但我们认为一二线城市或是本轮收储主战场，若仅考虑收购35城90平以下现房，5000亿收储资金或相对充足。同时从政策出台前后地产股债表现来看，市场信心仍显不足，后续各方主体预期修复为楼市企稳关键。
- **展望：行业规模触底与供给出清，房企收缩休整稳健经营。** 本轮楼市成交降幅已接近海外历轮危机，亦跌破中长期中枢，我们预计进一步下调空间有限，但在“先量后价”下房价或尚未见底。往后看，二手房复苏或领先于新房，土地出让下滑叠加政府收储，存量增量双重优化下，深度回调高能级城市有望率先企稳。预计房企短期延续业绩阵痛，仍将以稳健经营和收缩休整为主。政策支持及基数回落下，预计下半年销售、投资降幅收窄，中性判断下全年销售面积同比降12.7%、投资同比降9%。
- **投资建议：** 上半年地产板块表现整体承压，但仍存在阶段性政策博弈行情。展望下半年，楼市走向为关注核心，若楼市持续修复，产业、人口支撑更强的核心城市有望率先回暖，对应区域拿地积极、土储丰厚房企料率先受益，同时由于二手房持续分流新房需求，利好经纪行业；若楼市修复不及预期，重回政策博弈逻辑，政策仍具释放空间，板块低涨幅、低估值、低持仓，机会仍存。综上我们看好地产下半年表现，维持行业“强于大市”评级。个股建议拥抱财务安全性高、经营稳健性强、土储布局优越、积极优化发展模式房企，如越秀地产、滨江集团、招商蛇口、中国海外发展、保利发展等，同时建议关注经纪（贝壳）、代建（绿城管理控股）、物管（保利物业、中海物业、招商积余）等细分领域龙头。
- **风险提示：** 1) 政策持续性不及预期风险；2) 楼市修复不及预期风险；3) 个别房企流动性问题发酵、连锁反应超出预期风险；4) 房地产行业短期波动超出预期风险。

逻辑图

困局：楼市持续下行，政策效果不明



楼市延续调整

流动性危机向央国企蔓延

成因：供需两端制约政策成效



需求端：
收入房价预期偏弱

供给端：
库存去化周期创新高

转机：政策对症下药，定调更为务实



需求端：
低利率、低首付降低购房负担
收储直接去库存

供给端：
高库存城市限制供地
支持地方收回闲置土地

最终仍需预期扭转

展望：成交量接近底部，房企注重安全&持续出清



成交规模接近底部，房价相对滞后

房企注重安全稳健经营，供给侧持续出清

投资机会取决楼市修复程度

情形1：楼市持续修复 | 情形2：楼市修复不及预期

基本面驱动

土储布局优越房企、经纪行业龙头率先受益

重启政策博弈

地产子板块走势预计趋同



目录

01

困局：楼市下行与信用危机

02

成因：预期偏弱与库存高企

03

转机：对症下药与预期修复

04

展望：规模触底与供给出清

05

投资建议与风险提示



政策：松绑不断加码，未改下行趋势

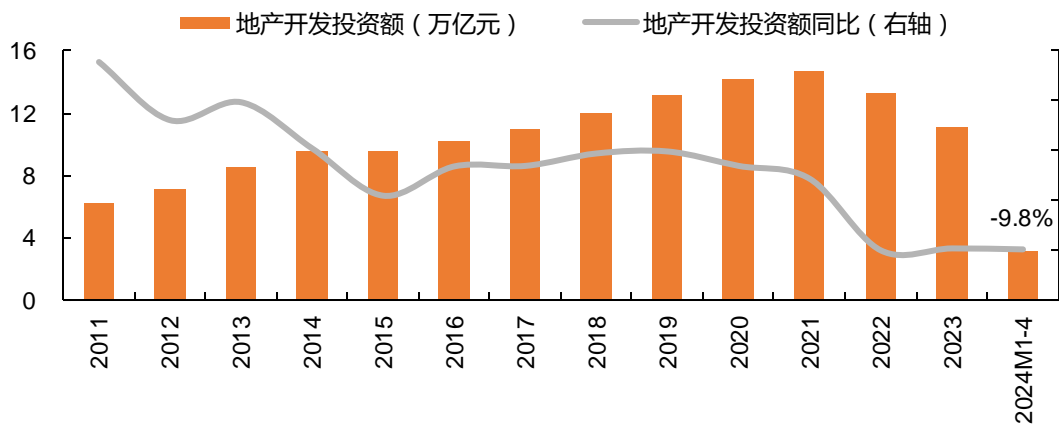
◆ 2021年以来全国商品房销售延续下行



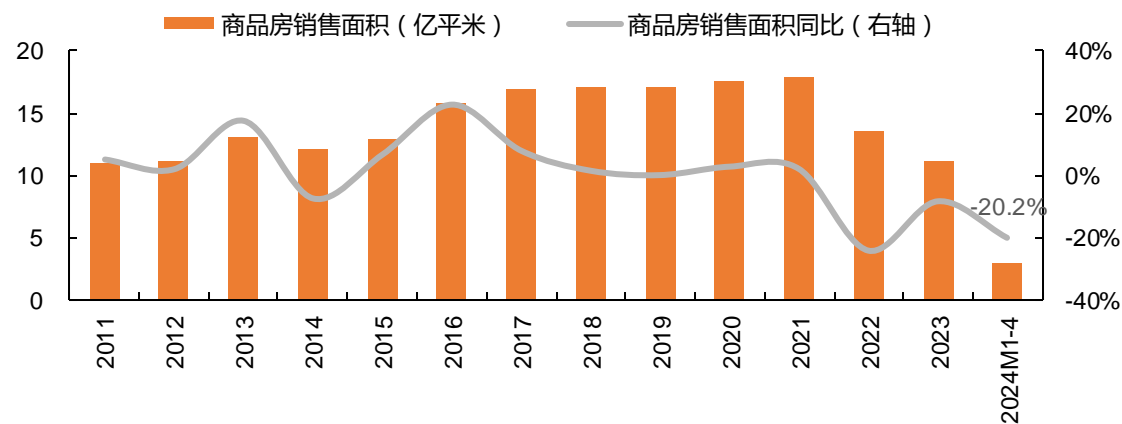
资料来源：Wind，政府官网，平安证券研究所

楼市：下跌幅度大，持续时间长

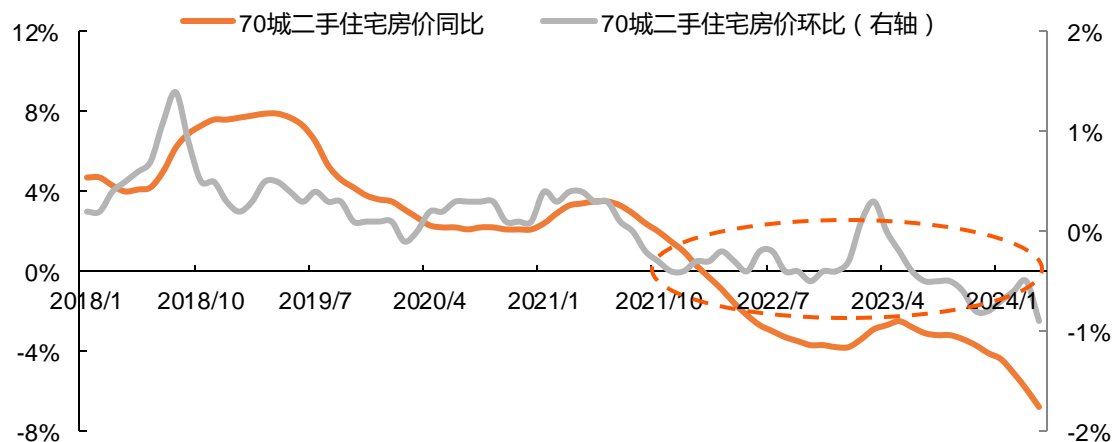
◆ **投资：**回落至2017年，较高点跌25%



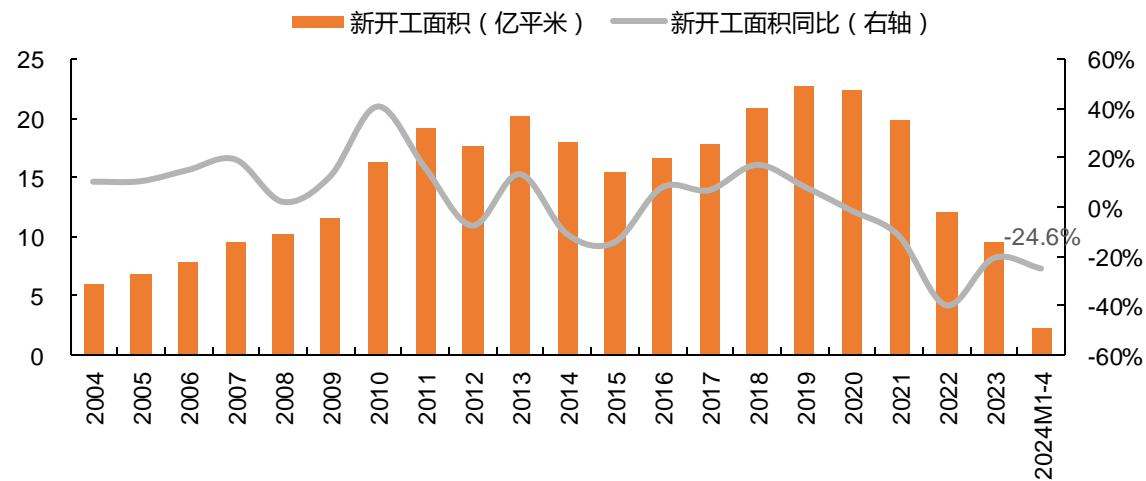
◆ **销售：**回落至2012年，较高点跌38%



◆ **房价：**回落至2018年，环同比降幅有所扩大



◆ **新开工：**回落至2007年，较高点跌58%

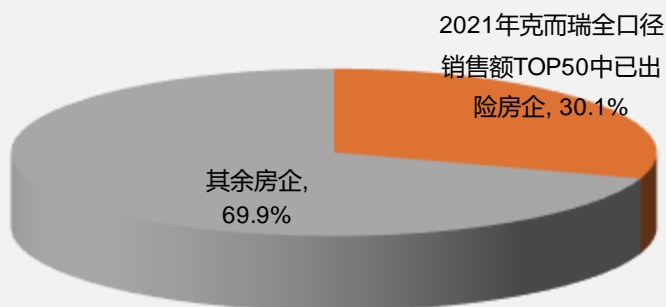




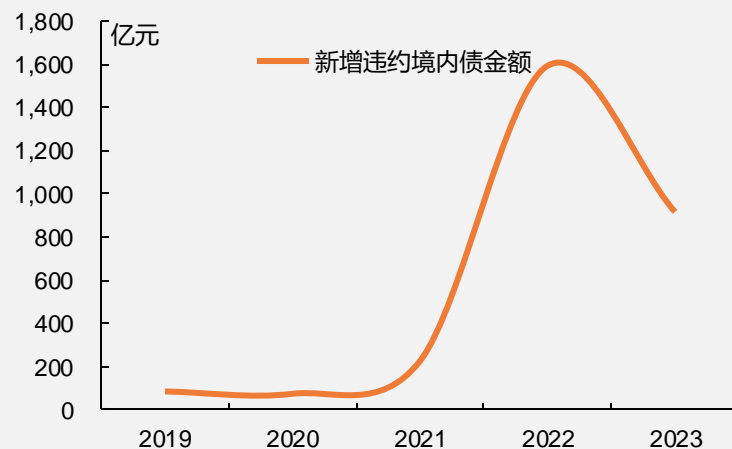
房企：流动性危机全面爆发，向央企国企蔓延

信用危机全面爆发

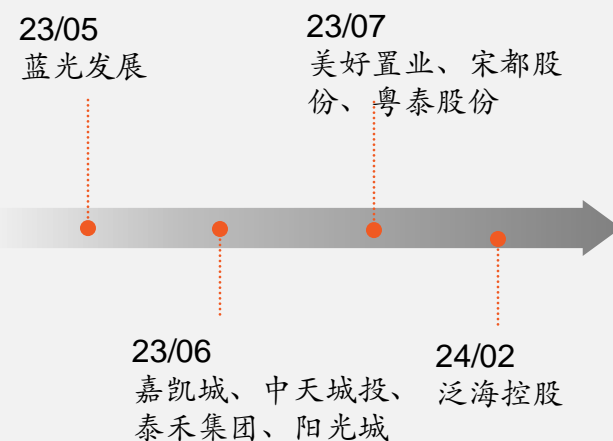
TOP50已出险房企销售额曾占全国超3成



2022年以来房企债务违约规模大幅攀升

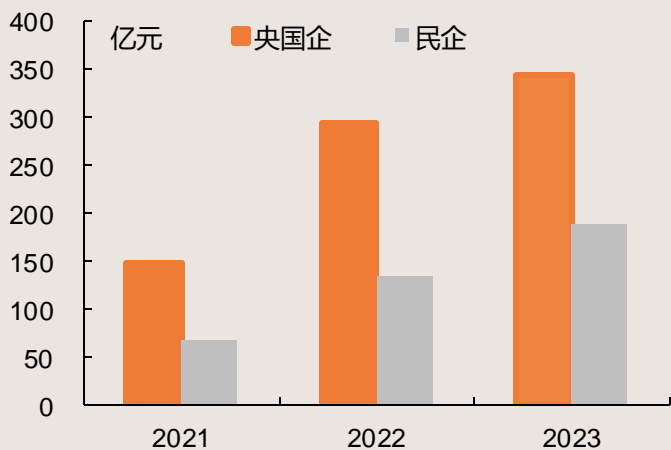


2023年多家A股房企接连退市

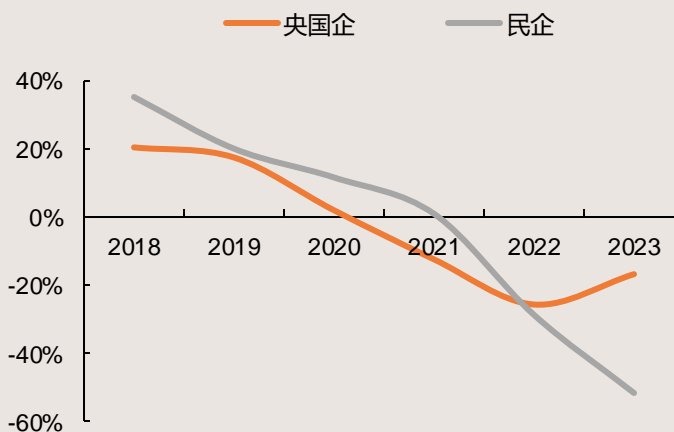


蔓延至央企国企

2023年十家央企国企减值超300亿



2023年主要央国企归母净利润同比降17%



2023年以来不乏远洋等混合所有制房企出险





目录

01

困局：楼市下行与信用危机

02

成因：预期偏弱与库存高企

03

转机：对症下药与预期修复

04

展望：规模触底与供给出清

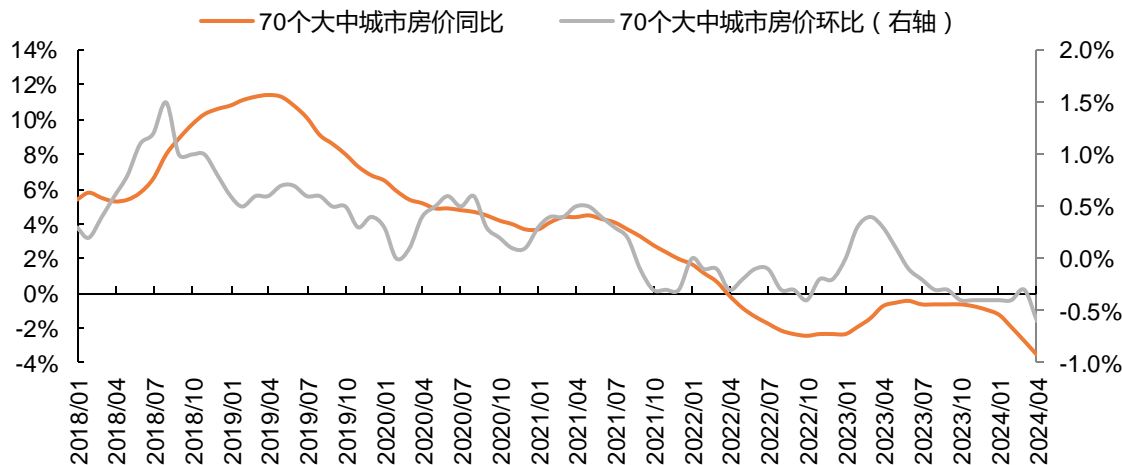
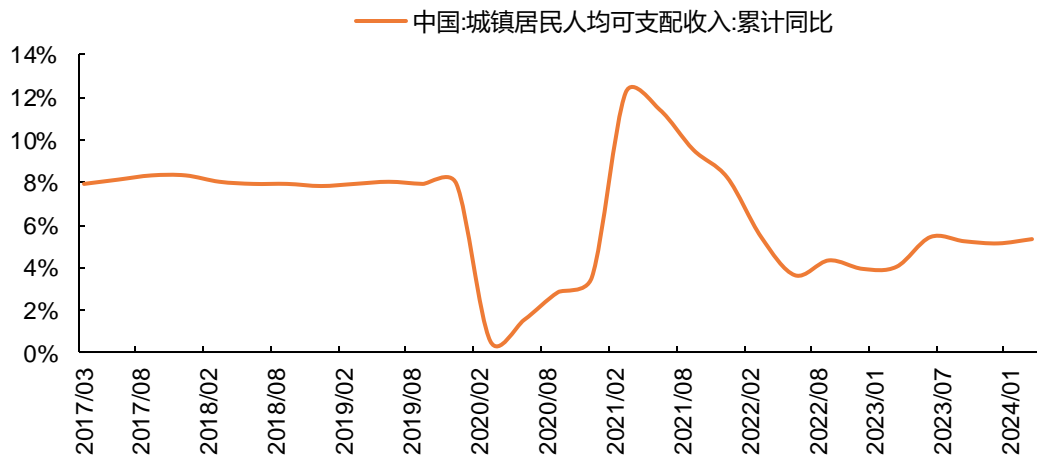
05

投资建议与风险提示

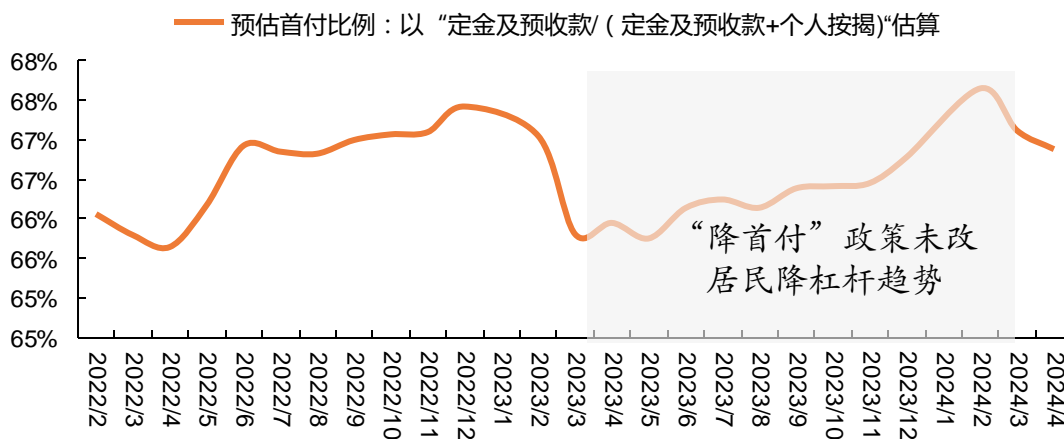
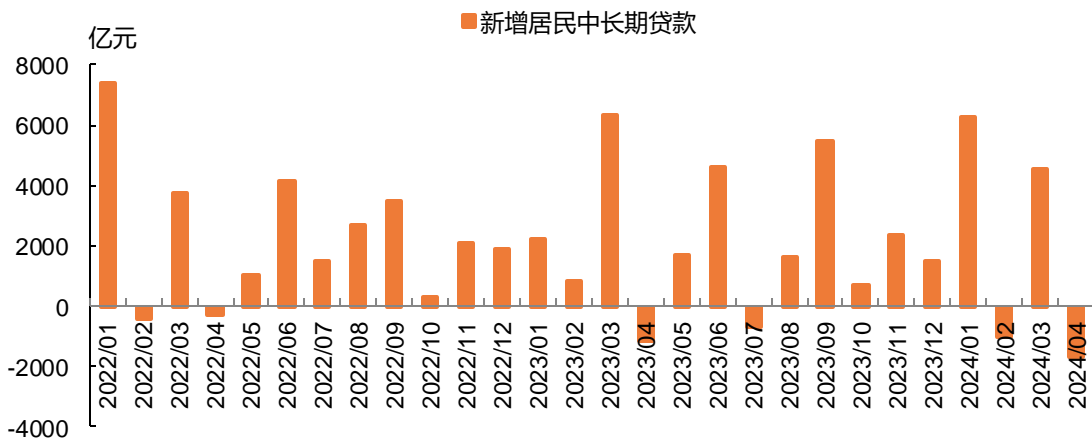


需求端：短期房价及收入制约，住房回归居住属性

居民对收入房价预期担忧仍存：居民可支配收入增速放缓、重点城市房价持续下行，居民对房价下行预期仍强



居民加杠杆意愿弱：2022年以来单月居民中长期贷款多月为负，居民提前还房贷降杠杆，住房去金融属性，回归居住属性



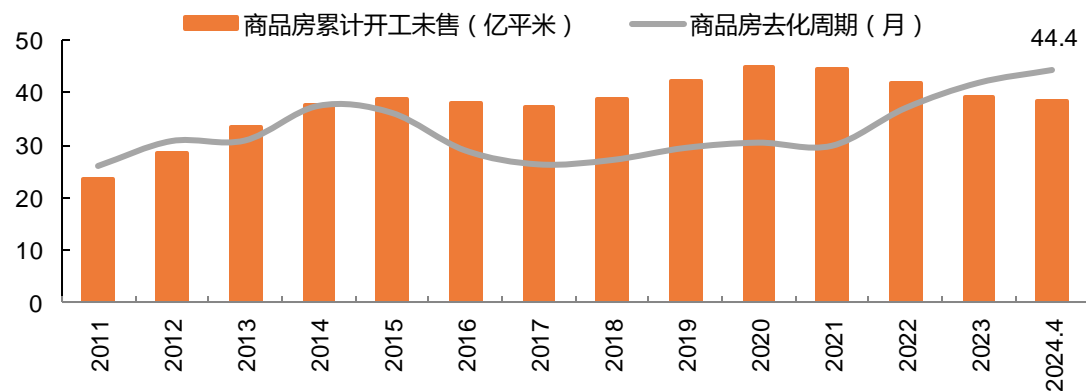
资料来源：Wind，国家统计局，平安证券研究所



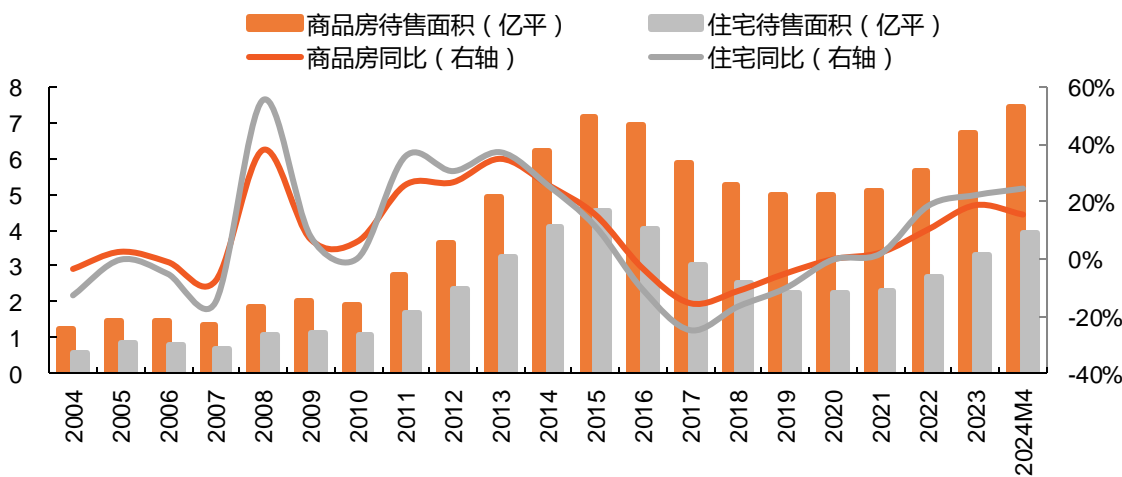
供给端：现房库存创新高，开工未售库存超44个月

- ▶ 现房库存创历史新高，开工未售库存超44个月。截止2024年4月，商品房待售面积已经超过2015年高点，开工未售对应去化周期达44.4个月，超过2015年高点，创历史新高。
- ▶ 城市库存高企，三线高于一二线。35城商品房平均出清周期42个月，其中三线城市（47个月），高于一线城市（33个月）和二线城市（36个月）。

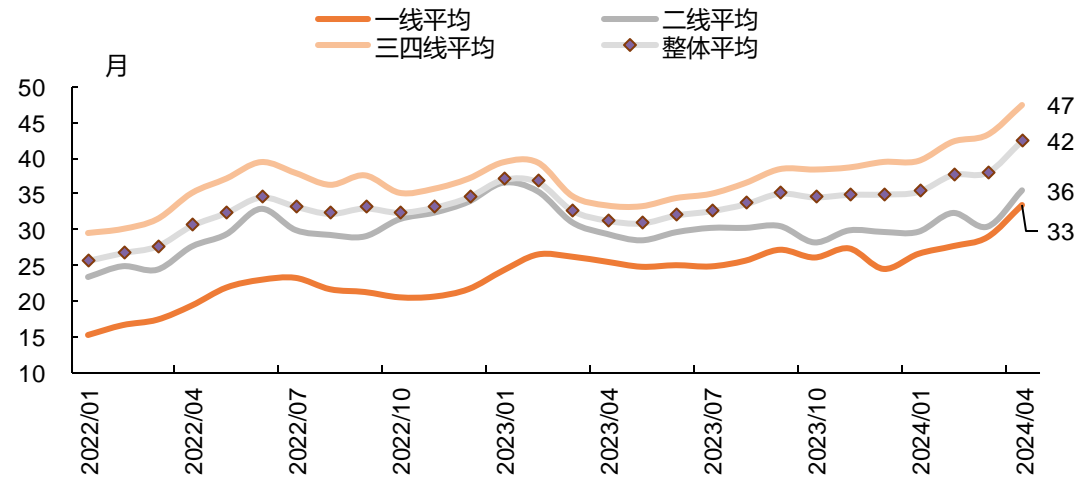
开工未售库存44个月，创历史新高



商品房现房库存7.5亿平，创新高



35城取证未售库存42个月



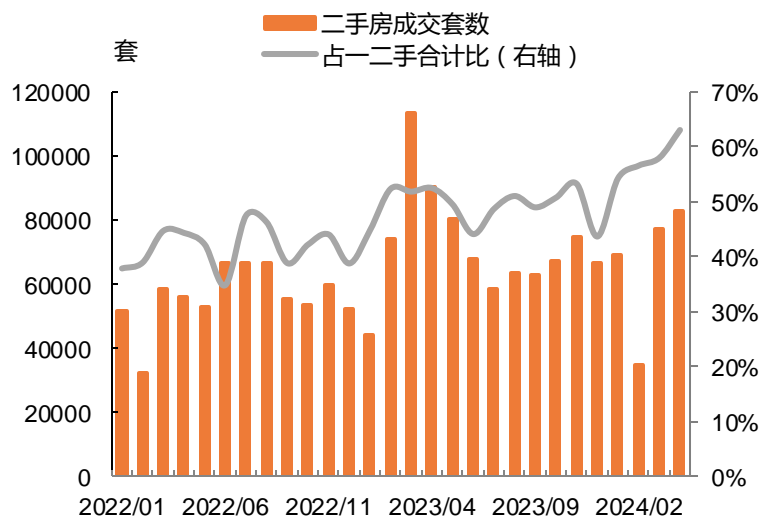


二手房挂牌攀升，“以价换量”分流新房需求

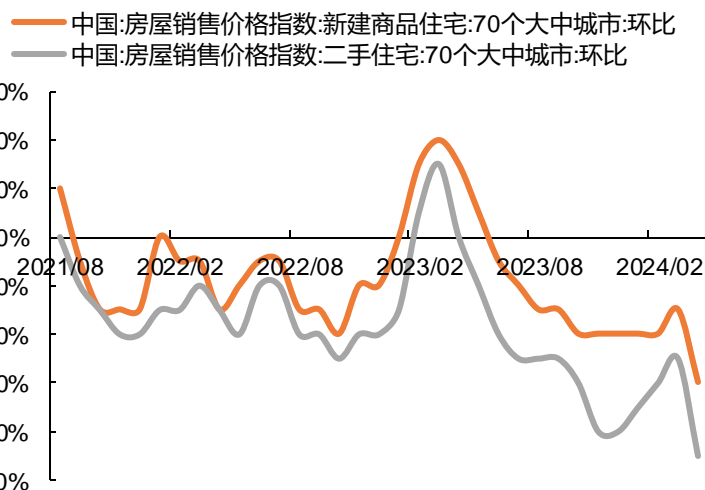
➤ **多因素催化下，二手房分流需求。**根据国家统计局数据，2023年全国二手房网签面积达7.08亿平，占全国一二手销售面积38.8%，2024年4月重点12城二手房成交套数占比提升至63.1%。二手房分流新房需求主要源于：

- 居民由需求方转为供给方，二手房挂牌量持续上行，增加住房供给；
- 以价换量叠加无交付担忧，核心区二手房更受青睐；
- 新房上移“改善热”，二手承接刚性需求。

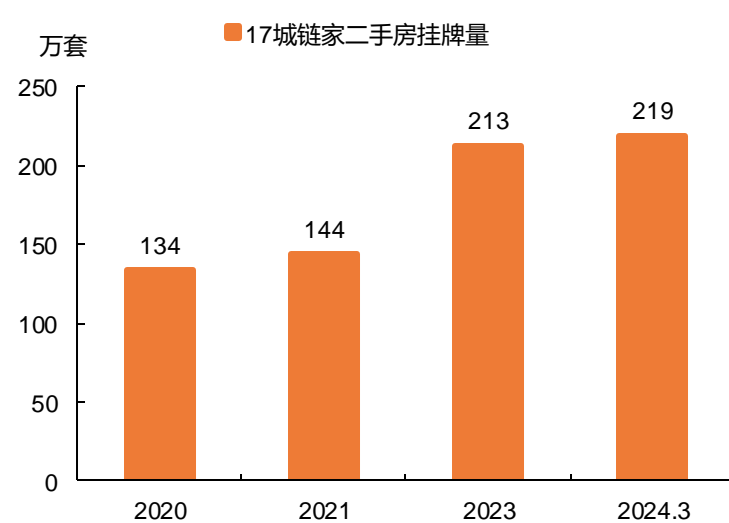
重点12城二手房成交占比提升至63%



2021年8月以来二手房价格调整更深



重点城市二手房挂牌量较2021年增长超50%





目录

01

困局：楼市下行与信用危机

02

成因：预期偏弱与库存高企

03

转机：对症下药与预期修复

04

展望：规模触底与供给出清

05

投资建议与风险提示



“4.30”对症下药，“5.17”政策力度超过往

“4.30”政治局会议

- 切实做好保交房工作，保障购房人合法权益
- 统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，促进房地产高质量发展

“5.17”政策包

- 降首付、取消房贷利率下限、降公积金贷款利率0.25个百分点
- 设立3000亿保障性住房再贷款
- 收回、收购闲置存量住宅用地

“6.7”国常会

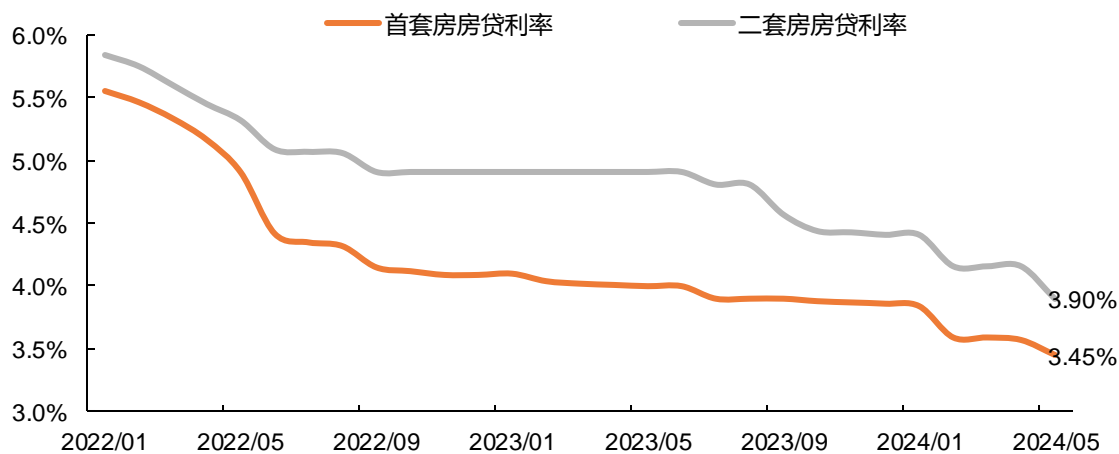
- 房地产业发展关系人民群众切身利益，关系经济运行和金融稳定大局
- 着力推动已出台政策措施落地见效，继续研究储备新的去库存、稳市场政策措施

	2008-2009年	2014-2015年	本轮（2021H2至今）
限购范围	无	5城：北上广深三亚	5城：北上广深海南
首付比例	首套下调至最低20% 人均住房面积低于当地平均、再申请贷款购买第二套，执行首套房政策20%	首套下调 限购五城最低30%，非限购城市20% 二套下调 限购城市最低40%，非限购城市30%	首套下调，不低于15% 二套下调，不低于25%
房贷利率	下调首套房贷利率下限： 基准利率0.7倍	下调首套房贷利率下限： 基准利率0.7倍	取消全国层面首套和二套商业性个人住房贷款利率政策下限
开发贷	下调房地产开发最低资本金比例（35%） 保障房和普通商品房20% 其他30%	维持 保障房和普通商品房20% 下调 其他：30%→25%	开发贷支持投放，允许展期，建立城市房地产融资协调机制，为“白名单”项目提供授信贷款

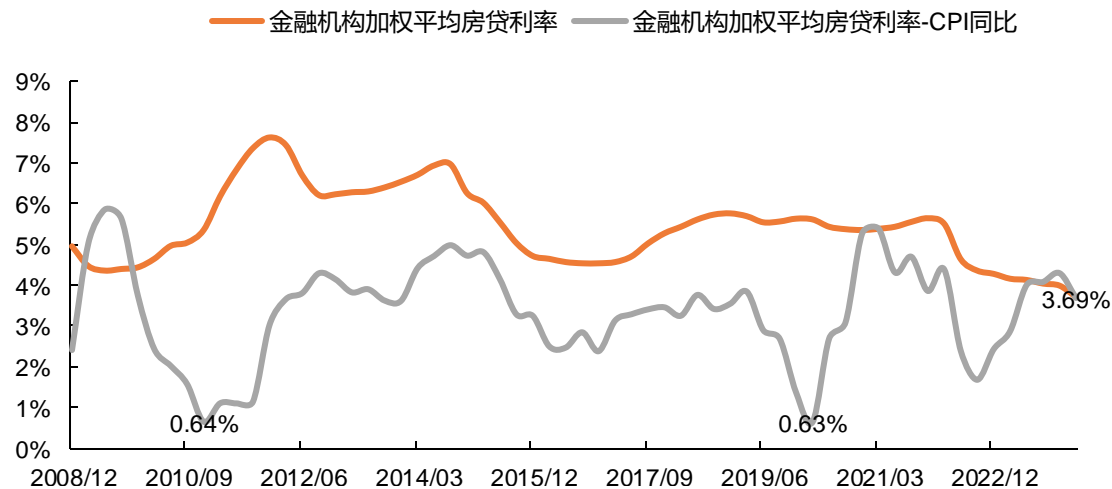
房贷利率下行空间仍存，二套房空间更大

- **新政后新房、二手房利率均有下降。**根据贝壳研究院统计，“5.17”新政落地后，5月百城首套房平均房贷利率环比下降12BP至3.45%、二套房环比下降26BP至3.9%，自2019年以来首次进入“3字头”。截至5月底，百城中超八成城市明确执行最低首套首付15%、二套首付25%，沪深首、二套首付比例最低20%、30%。
- **参考历史实际利率，房贷利率仍有下行空间，二套房空间更大。**一季度货币政策执行报告显示，3月新发放个人住房贷款利率3.69%，考虑一季度CPI同比均值为0%，剔除CPI后实际房贷利率为3.69%，仍处2008年以来中间值水平（历史低点为2020年3月的0.63%与2010年12月的0.64%）。后续各地房贷利率下调空间仍存，二套房由于绝对利率水平更高、下调空间更大。

百城首套主流房贷利率、二套主流房贷利率



2008年12月以来加权平均房贷实际利率最低0.63%





降利率、降首付，叠加房价下行，切实改善居民购房负担

- 以**100万总价、首付20%、30年等额本息**为例，若以原首套房贷利率下限LPR-20BP（3.75%）进行贷款，等额本息月供3705元，当房贷利率降至3%-3.55%，对应月供下降2.4%-9.0%。若房贷利率不变，首付降至15%，同等利率水平下月供有所提升，但若房贷利率下降至3.35%，对应月供（3746元）已与此前差距不大。
- **考虑近年房价调整，即使首付比例下调，月供仍可能明显降低。**若考虑近年房价调整，即使首付比例由20%降至15%，假设房价下降10%至90万，或下降20%至80万，同等利率水平下月供依次降低，若利率同时减少，则月供降幅更大。以房价下降10%至90万为例，假设房贷利率同时下行至3%-3.55%，对应月供较此前（3705元）下降6.7%-13%。

◆ 不同房价、首付及利率水平下月供变化（以100万总价、首付20%，3.75%利率对应月供为基准）

房贷利率	3.95%	3.75%	3.55%	3.35%	3.15%	3.00%
100万总价，首付20%	2.5%	0.0%	-2.4%	-4.8%	-7.2%	-9.0%
100万总价，首付15%	8.9%	6.2%	3.7%	1.1%	-1.4%	-3.3%
90万总价，首付15%	-2.0%	-4.4%	-6.7%	-9.0%	-11.3%	-13.0%
80万总价，首付15%	-12.9%	-15.0%	-17.1%	-19.1%	-21.1%	-22.6%



二套房贷利率下行空间大，或带动二套房需求入市

- **二套房贷利率下行空间更大，月供降幅可能更高。**此前二套房房贷利率下限为LPR+20BP（4.15%），“5.17”房贷利率下限取消后，5月百城二套房平均房贷利率降至3.9%，环比下降26BP，降幅高于首套房（12BP）。由于绝对利率水平仍高，二套房房贷利率有望进一步下行。以100万总价、二套首付30%、30年等额本息计算，按此前二套房利率下限4.15%对应月供3403元；按照最新首付25%、房价下降10%至90万计算，假设房贷利率同时下行至3%-3.55%，对应月供较此前降低10.4%-16.4%。
- **二手房价格调整更深，释放需求可能转向二手房。**值得注意的是，由于二手房价格调整幅度大于新房，月供压力减轻带来的入市需求可能更多转向二手房。

不同房价、首付及利率水平下月供变化（以100万总价、首付30%，4.15%利率对应月供为基准）

房贷利率	4.15%	3.95%	3.75%	3.55%	3.35%	3.15%	3.00%
100万总价，首付30%	0.0%	-2.4%	-4.7%	-7.0%	-9.3%	-11.6%	-13.3%
100万总价，首付25%	7.1%	4.6%	2.1%	-0.4%	-2.9%	-5.3%	-7.1%
90万总价，首付25%	-3.6%	-5.9%	-8.1%	-10.4%	-12.6%	-14.8%	-16.4%
80万总价，首付25%	-14.3%	-16.3%	-18.3%	-20.3%	-22.3%	-24.2%	-25.7%

深圳部分片区二手房价格变化（2020H2 VS 2023H1）

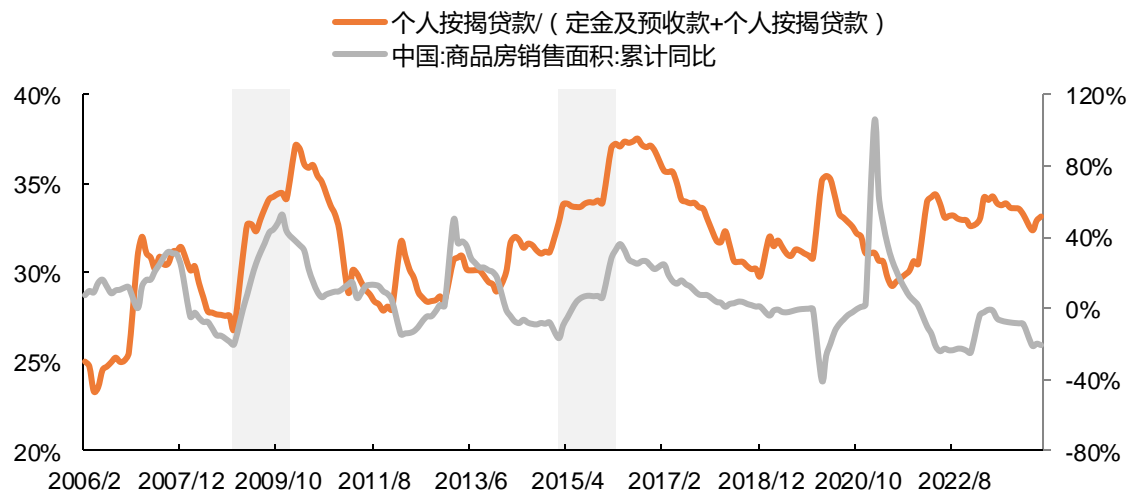
片区	价格变化
华强南	-21.6%
布心	-19.7%
皇岗	-11.7%
西丽	-5.5%



居民加杠杆顺周期特征明显，中期效果有待观察

- 复盘过往周期，行业贷款比重增加往往伴随商品房销售明显好转，居民加杠杆具备明显顺周期属性，当前房贷利率、首付比例进一步下调更偏预期引导。
- **政策短期有望加速部分观望需求入市，但中期效果仍待观察。**从2023年8月30日、9月1日一线城市先后实行“认房不认贷”情况来看，北京、深圳、广州新政后一周销售金额较新政前一周小幅改善；月成交由于叠加金九销售旺季，新政后一月一线城市销售金额较前一月平均增长18.9%；时间进一步拉长到三月，新政后三月一线城市销售金额较新政前三月多数下滑。

居民加杠杆具有明显顺周期性



一线城市执行“认房不认贷”后政策效果偏短期

	“认房不认贷” 前后1周成交对比	前后1月成交对比	前后3月成交对比
北京	4.4%	20.4%	-3.9%
上海	-61.4%	19.7%	-8.1%
深圳	0.2%	1.5%	-19.6%
广州	6.3%	34.0%	4.6%



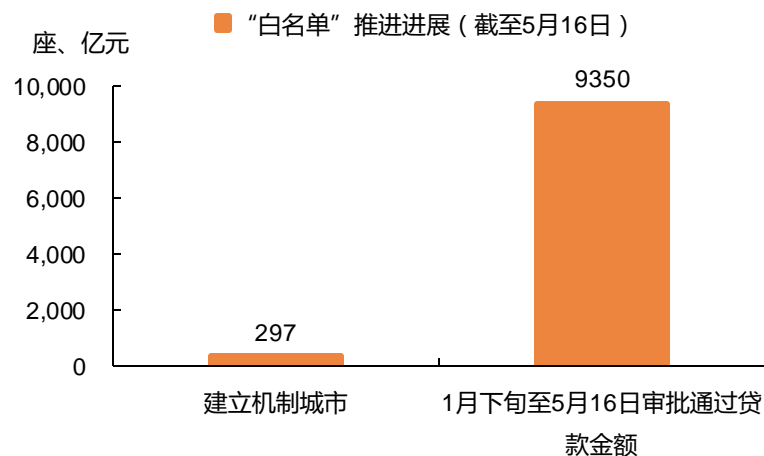
供给端融资放宽助力量稳价跌，“白名单”机制持续推行

- 从“三支箭”到三个“不低于”，再到融资协调机制“白名单”，房企信贷、债券、股权融资支持持续加码。
- 截至5月16日商业银行已按内部审批流程审批通过“白名单”贷款9350亿元；受益融资放宽，房地产开发贷余额增速企稳，房企债券发行利率下行。

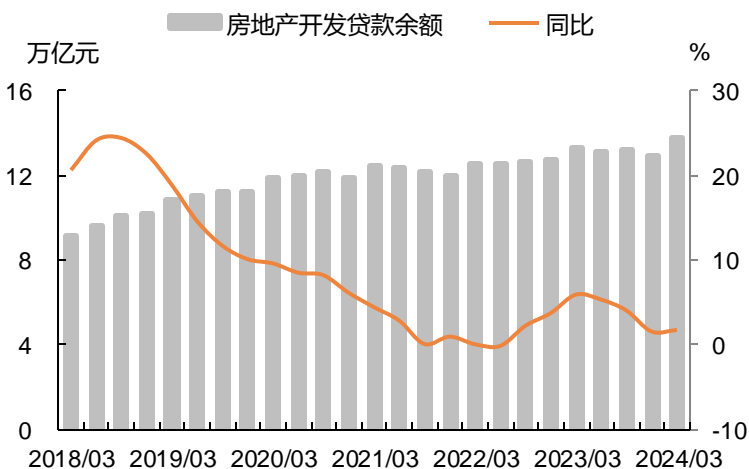
“白名单”要求

《关于进一步发挥城市房地产融资协调机制作用 满足房地产项目合理融资需求的通知》主要内容	
完善协调机制	由城市政府主要负责同志任组长，分管住房城乡建设、金融工作的负责同志任副组长，相关部门及金融机构为成员单位
发挥地方作用	把好“白名单”项目准入关口，符合五个条件和五项标准。做好信息汇总、审核推送、问题整改、项目管理监督，为融资服务提供基本保障
推送反馈管理	主办银行对符合贷款条件项目积极支持，对暂不符合贷款条件项目，列明具体问题，及时反馈城市协调机制，相关问题解决后可再次审查并推送
满足合理需求	一个项目确定一家主办银行负责项目后续融资，主办银行建立绿色通道，可单列授信额度
明确保障措施	“白名单”项目单独建账核算、封闭运作管理，严禁项目资金挪作他用。优化预售资金管理，合理确定预售资金监管额度

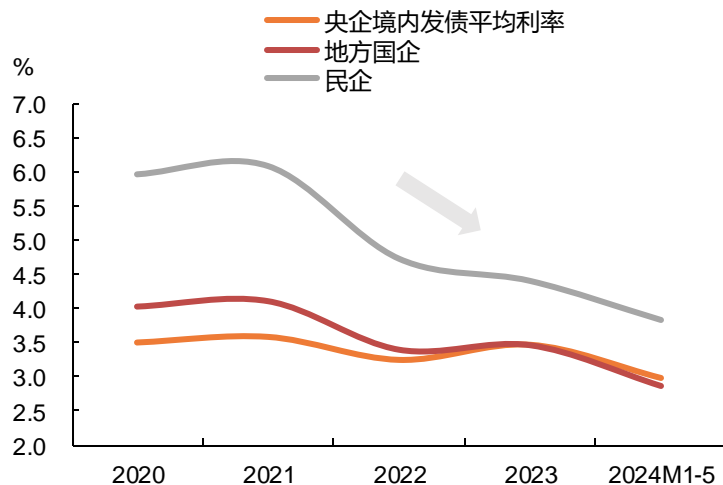
“白名单”推进进展



房地产开发贷款余额增速企稳



房企发债利率下行

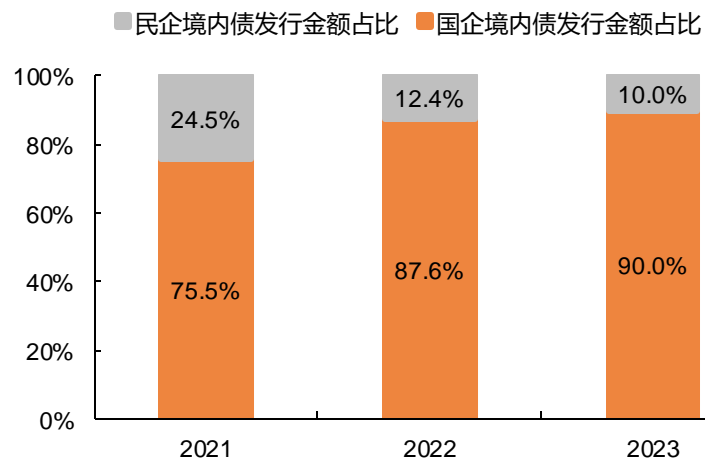




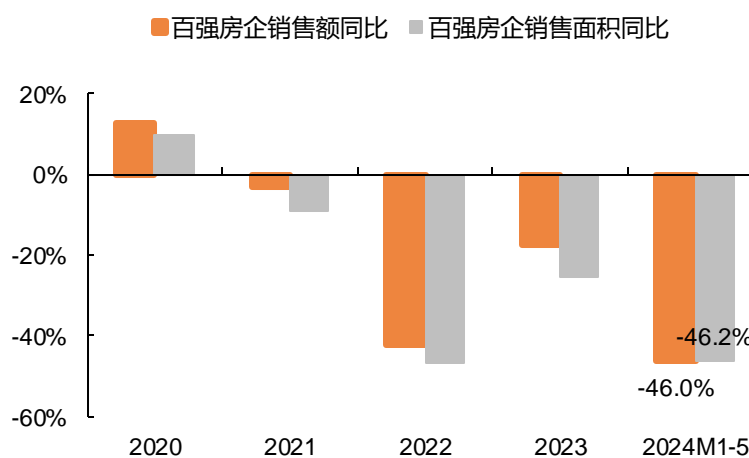
融资资金更多流向央国企，未来债务到期压力仍大

- 融资放宽央国企更为受益，2023年境内债发行金额占比进一步升至90%。
- 当前楼市销售未见明显改善，叠加债务偿还期限临近，房企整体现金流仍旧面临压力。其中民企由于融资环境改善相对有限、可售货值及销售回款规模较低，压力相对更大。

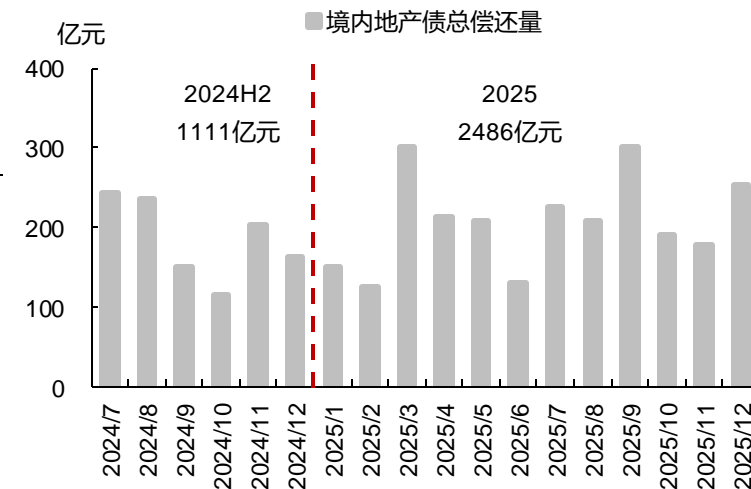
境内发债资金更多流向央国企



百强房企销售未见明显企稳



2024H2、2025地产债分别到期1111、2486亿元



资料来源: Wind, 克而瑞, 平安证券研究所

保障房再贷款加快去库存、提供保障房供应，缓解房企现金流

➤ 保障性住房再贷款设立有利于：

- 加快存量商品房去库存，根据国家统计局数据，截至4月末全国商品房待售面积7.5亿平，同比增长15.7%；
- 加快保障性住房供给，更好满足工薪收入群体住房需求；
- 助力保交楼与“白名单”机制落实，房地产企业出售已建成商品房后，回笼资金可用于在建项目续建，改善房企资金状况。

央行设立保障性住房再贷款具体要求

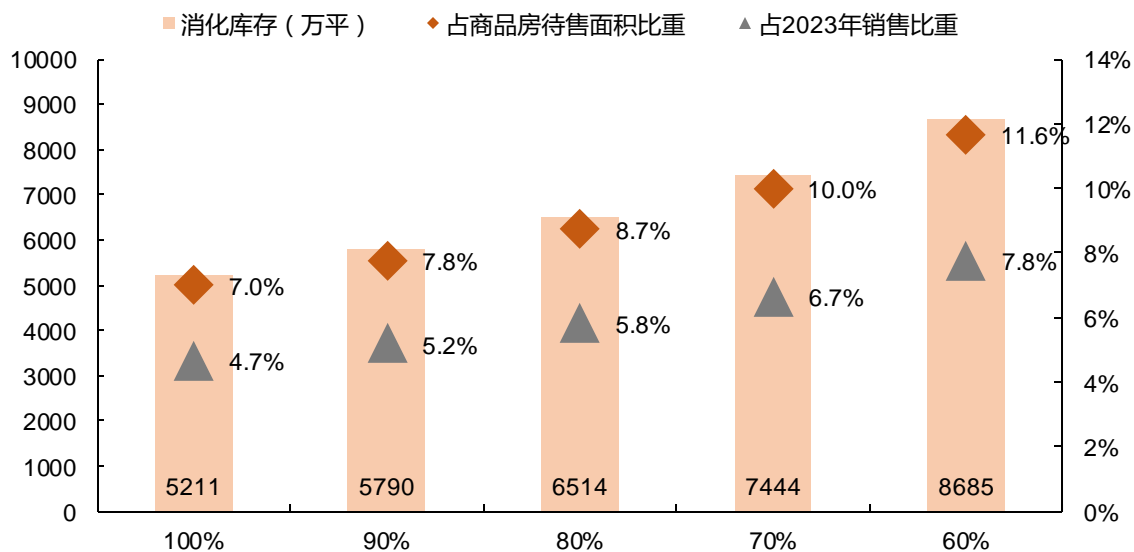
类型	说明
再贷款介绍	规模3000亿元，利率1.75%，期限1年，可展期4次，发放对象包括国家开发银行、政策性银行、国有商业银行、邮政储蓄银行、股份制商业银行等21家全国性银行。人民银行按照贷款本金的60%发放再贷款，可带动银行贷款5000亿元。租赁住房贷款支持计划并入保障性住房再贷款政策中管理，将在全国范围全面推广。
收购类型	严格限定为房地产企业已建成未出售的商品房，对不同所有制房地产企业一视同仁。按照保障性住房是用于满足工薪收入群体刚性住房需求的原则，严格把握所收购商品房的户型和面积标准。
收购主体	城市政府选定地方国有企业作为收购主体。该国有企业及所属集团不得涉及地方政府隐性债务，不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，收购后迅速配售或租赁。
参与原则	城市政府根据当地保障性住房需求、商品房库存水平等因素，自主决定是否参与。符合保障条件的工薪群体自主选择是否参与配售或租赁。房地产企业与收购主体平等协商，自主决定是否出售。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。



收储资金占2023年销售额4.3%，有一定去库存作用

- 从金额来看，若5000亿全部收储，占到2023年全国商品房销售额（11.7万亿）4.3%。
- 从面积来看，以2024年前4月全国商品房销售均价9595元/平米为基准，假设实际收购价格为销售均价100%、90%、80%、70%、60%，5000亿收购资金可收购已建成未出售商品房面积分别为5211万平米、5790万平米、6514万平米、7444万平米、8685万平米，占2023年商品房销售面积4.7%、5.2%、5.8%、6.7%、7.8%。

不同折扣下5000亿收购资金可消化库存规模及占比





全国去化周期回归十年均值，或需万亿级资金体量

- **测算全国现房去化周期回归十年均值，需收购资金1.8-3万亿元。** 全国待售面积过去半年去化周期平均7.7个月，若降至2013-2023年均值（4.4个月），对应去库存面积3.1亿平米，按前4月全国商品房均价60%-100%收购，对应资金规模为1.8-3万亿元。
- **测算全国已开工未售库存去化周期回归十年均值，需收购资金5.7-9.6万亿元。** 若将库存范围扩大至已开工未售，按照新开工90%可售，1999年以来累计开工未售商品房为38.6亿平，过去半年去化周期平均42.9个月，若去化周期降至2013-2023年均值（32.4个月），对应去库存面积10亿平米，按前4月全国商品房均价60%-100%收购，对应资金规模为5.7-9.6万亿元。

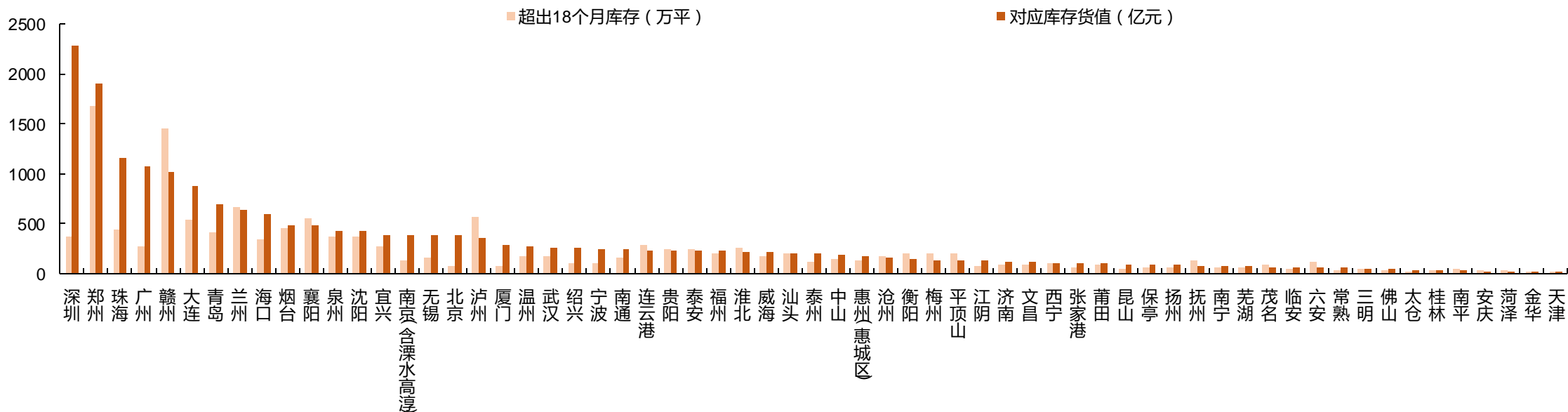
◆ 从现有存量出发，测算消化库存所需资金情况

	过去半年平均去化周期（月）	2013-2023年平均去化周期（月）	去化周期降至2013-2023年均值，对应需消化面积（亿平米）	参考前4月商品房销售均价计算货值（万亿元）	按60%-100%市价成交对应资金规模（万亿元）
待售面积	7.7	4.4	3.1	3.0	1.8-3.0
已开工未售库存	42.9	32.4	10.0	9.6	5.7-9.6

城市库存去化维度及保障房需求视角下，资金规模同样需万亿级

- 城市库存去化维度，测算收购资金需1.2-2万亿元。**根据中指数据库披露，不完全统计下当前共有63个城市住宅库存去化周期超过18个月，合计住宅可售面积3.8亿平。若63个城市住宅库存去化周期均降至18个月，对应去库存面积1.4亿平，按各城市2-4月销售均价计算，合计总货值达近2万亿。若按各城市现价60%-100%收购，对应资金规模为1.2-2.0万亿。
- 保障房需求维度，测算收购资金至少需1.3-2.2万亿元。**以保租房为例，根据住建部规划，“十四五”（2021-2025年）全国计划筹建保障性租赁住房近900万套（间），根据国家统计局数据，2021-2023年全国已开工建设和筹集572万套，完成计划的64%。剩余328万套，按70平/套、前4月全国商品房销售均价9595元/平米计算，全部通过市场化收购筹集需资金2.2万亿，按照6折左右收购大概1.32万亿。若进一步考虑配售型保障房，则对应资金规模或更大。

主要城市需去化库存及对应货值



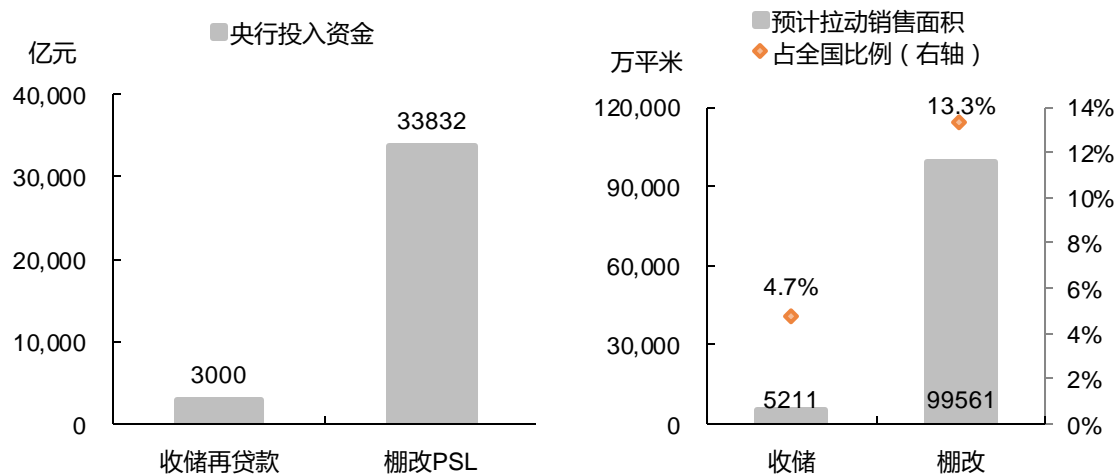
资料来源：中指，国家统计局，平安证券研究所



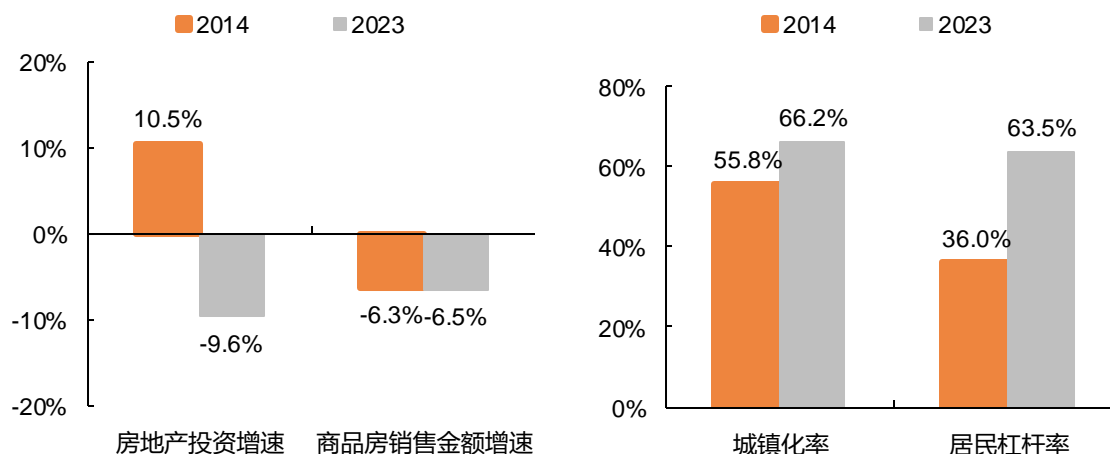
对比棚改，收储体量环境与之存异，最终效果或有不同

- **收储拟投入资金、预期可拉动销售与棚改量级悬殊。**央行设立3000亿元保障性住房再贷款，预计最终带动银行贷款5000亿元，2014-2018年棚改央行累计提供PSL 3.4万亿元，并产生货币乘数效应。以5000亿元全部收储，按前4月销售均价9595元/平米，无折价计算，可收购已建成未出售商品房5211万平米，占2023年全国商品房销售面积4.7%；2014-2018年棚改总共完成2866万套，按每年货币化安置比例、套均面积85平米计算，累计拉动销售近10亿平米，占2014-2018年全国商品房销售面积13.3%。
- **当前房地产环境及居民加杠杆空间有限，收储最终效果有待观察。**当前投资销售持续调整，对比2014年棚改货币化大规模启动前期信心更弱，且当前城镇化率升至66.2%、居民杠杆率升至63.5%，加杠杆空间进一步收窄。

投入资金及预期拉动销售体量悬殊



房地产环境及居民加杠杆空间明显不同

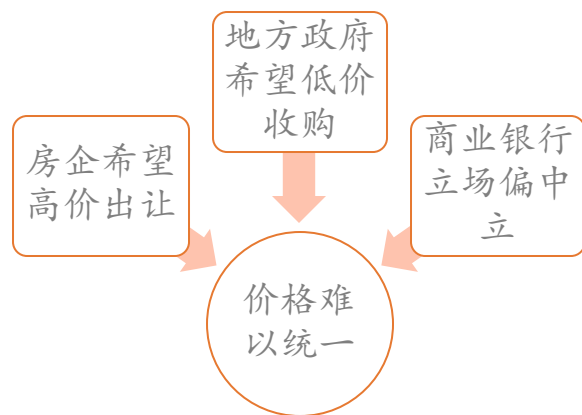


资料来源：Wind，平安证券研究所 注：棚改预计拉动销售面积测算过程为：2014-2018年棚改实际分别完成470、601、606、609、580万套，货币化安置比例分别为9.0%、29.9%、48.5%、60.0%、50.0%，按套均85平米估算，2014-2018年货币化安置累计可拉动销售面积约10亿平米，占2014-2018年全国商品房销售面积比例13.3%

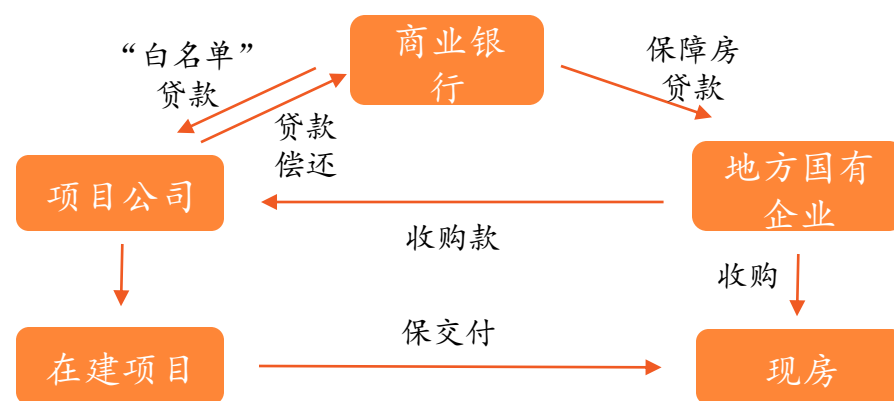
收购价格为落地关键，折价收购可能性较大

- ▶ **参与各方诉求不一，对收购价格、对象看法有别。** 地方政府倾向折价收购，主要基于较低租金回报，按市价收购用作保租房可能无法覆盖资金成本，对于配售型保障性住房，由于售价低于市场，按市价收购难以达到保本微利要求；同时收购对象上短期或更倾向地方国资项目。但考虑现房库存去化难度低于期房，开发商折价收购接受度存疑。另外银行方面，由于风险自担，结合保交楼与“白名单”机制，商业银行或更倾向支持前期投放“白名单”贷款、目前已竣工项目，实现资金闭环。
- ▶ **地方国企招标收储、开发商折价出让公寓或非优质住宅可能性较大。** 考虑保障房需求主要在一二线意味着收储也将以一二线为主，银行在信贷投放压力叠加一二线风险较小背景下或不局限前期开发贷项目，开发商可能会折价出售公寓或非优质住宅，地方国企在成本控制下可能会通过招标完成收储，实现三方利益平衡。我们认为广州增城“土地成本+建安成本”平价模式或难大幅推广。

收储价格难以达成一致



商业银行通过保障房贷款置换前期“白名单”贷款逻辑

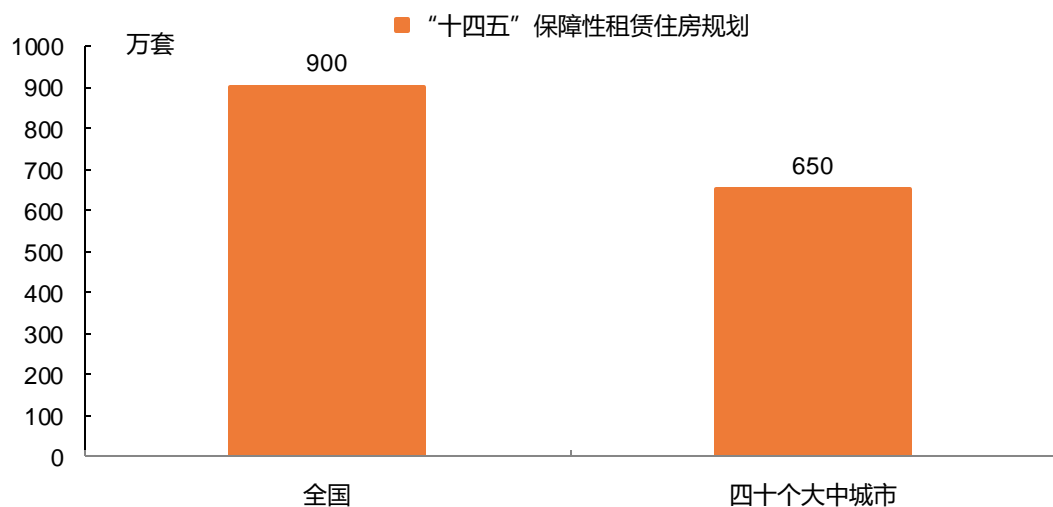




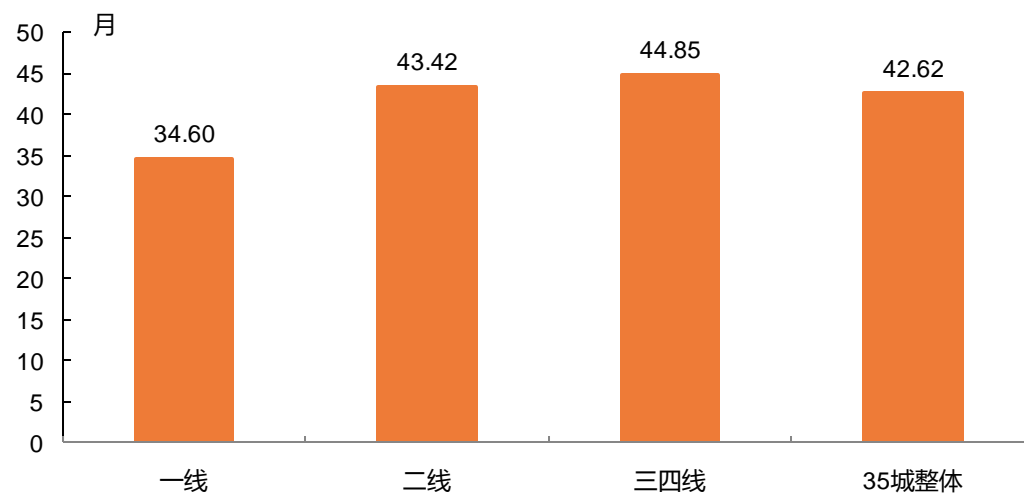
供需错配可能影响实施效果，一二线或为收储主战场

➤ 保障房试点集中一二线，库存压力多在三四线，收储模式供需错配可能影响实施效果。无论配租或配售型保障性住房，时点开展均集中高能级城市，如“十四五”全国计划筹建保租房近900万套（间），四十个重点城市计划新增650万套（间），配售型保障房优先在35个城市试点。但库存压力更多聚焦三四线，现房收购供需错配可能影响实施效果，我们预计本轮一二线为收储主战场。

保租房规划聚焦四十个大中城市



三四线取证未售库存去化周期更长 (2024.4)





测算收购35城小户型需数千亿资金，5000亿或相对充足

- 若仅考虑收购35个核心城市90平以下现房，按60%-100%市价成交，测算需收购资金4913-8188亿元。结合政府初衷为“以需定购”而非消化市面所有小户型现房，若仅针对核心城市，5000亿收储资金或相对充足，有望带动核心城市楼市率先企稳。具体假设为：
 - 假设商品房待售面积中90平米以下占比与住宅投资占比一致，考虑3到4年开发周期及信用事件带来的竣工延期，按2019-2021年全国90平米以下住宅投资占比19.4%估算。
 - 由于待售面积为竣工现房、而施工反映存量开发体量，假设35个大中城市待售面积占全国比重与竣工、施工占比一致，2013-2022年35个大中城市竣工及施工占比整体稳定，均值为37.5%和37.9%，取两者均值37.7%估计。
 - 2022年35个大中城市商品房销售均价为15782元/平米，考虑2023-2024年房价调整，按15000元/平米假设当前均价。

◆ 从现有存量出发，测算消化库存所需资金情况

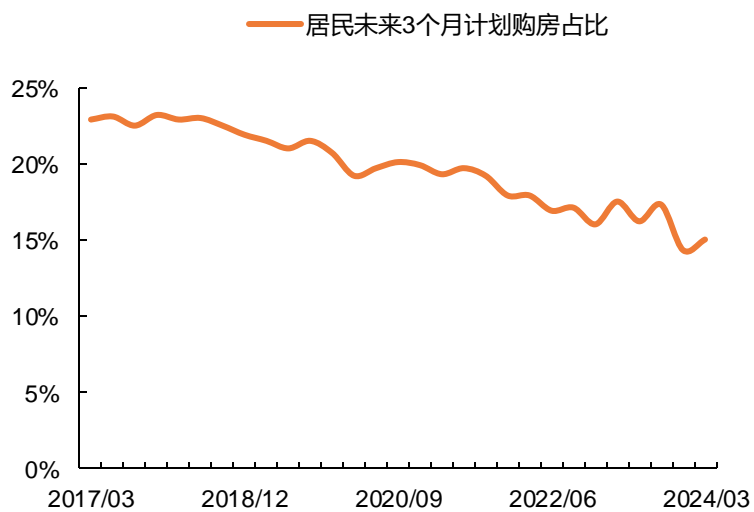
	全国待售面积 (亿平)	35城待售面 积 (亿平)	90平以下户型 占比	35城90平以下待售面积 (亿平)	销售均价 (元/平米)	对应货值 (亿元)	按60%-100%市价成交对 应资金规模 (亿元)
待售面 积	7.46	2.81	19.4%	0.55	15000	8188	4913-8188



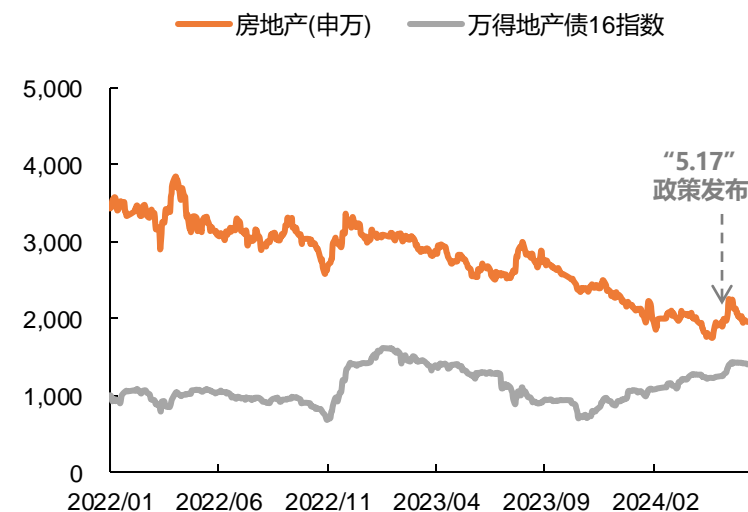
市场信心仍显不足，预期修复为企业稳关键

➤ 居民及资本市场信心待提升，预期修复为企业稳关键。从“5.17”新政前后地产股债走势来看，地产股先涨后跌、地产债反弹相对有限，显示当前市场对于楼市改善存在分歧、信心仍显不足，同时居民未来3个月计划购房占比依旧维持低位，后续预期修复为房地产企稳关键。

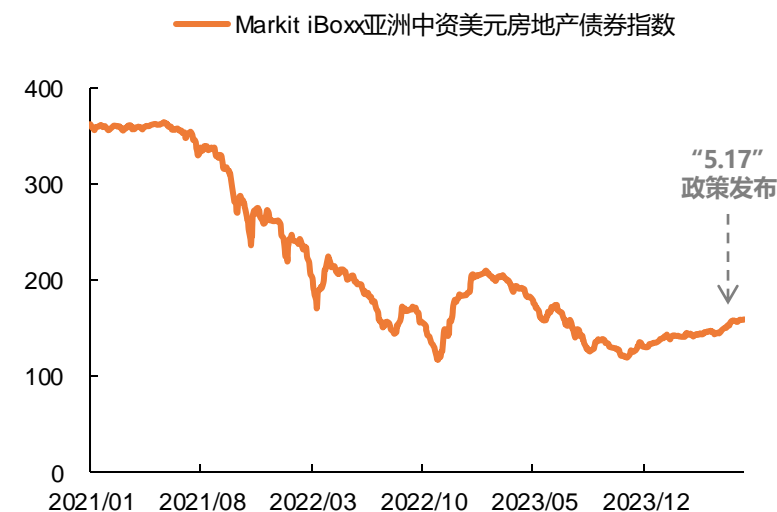
居民购房意愿维持低位



境内地产股债波动显示仍有分歧



境外地产债略有反弹但仍处低位





目录

01

困局：楼市下行与信用危机

02

成因：预期偏弱与库存高企

03

转机：对症下药与预期修复

04

展望：规模触底与供给出清

05

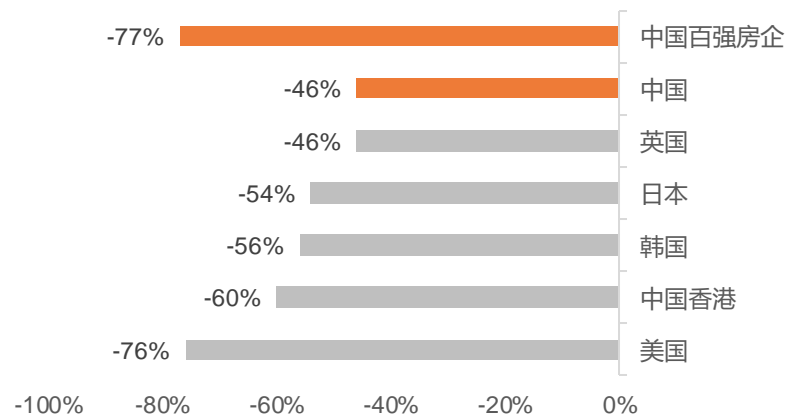
投资建议与风险提示

楼市：成交量已接近底部，中期调整空间或不大

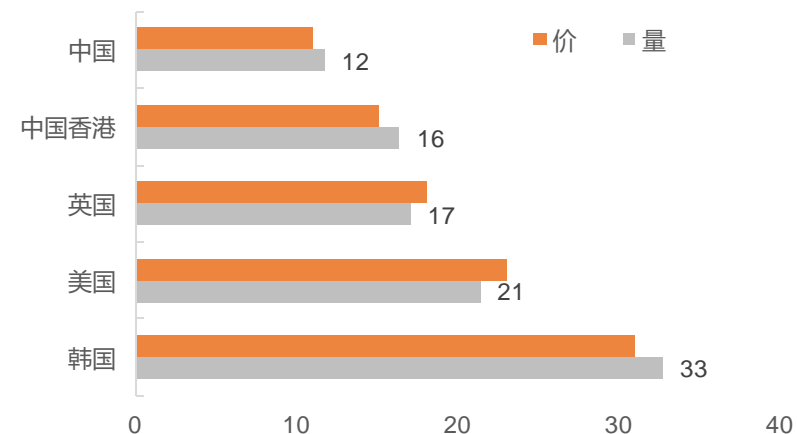
海外对比：调整空间或已充足。

2024年前4月全国成交较高点下跌46%、下行近3年，已接近海外各轮危机。

成交量跌幅已接近海外历次调整



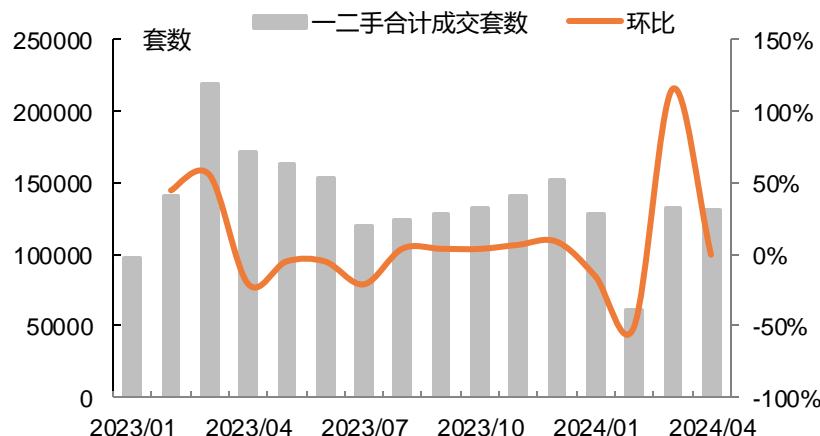
量价调整时长略短于海外（单位：季度）



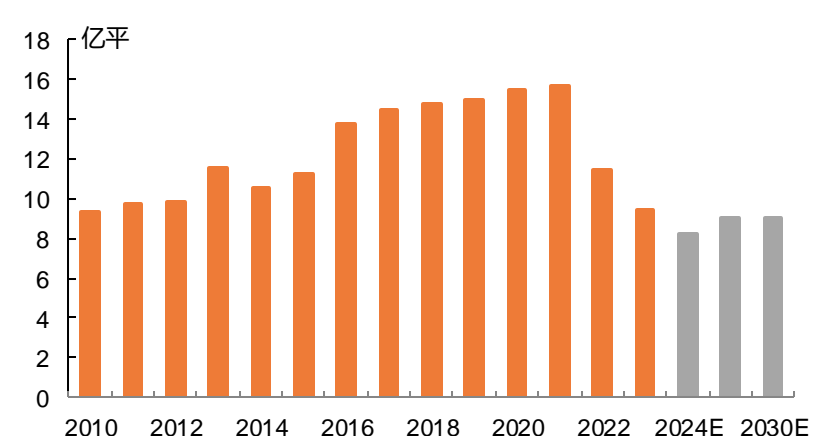
中期测算：已跌破长期中枢。测算

2024年住宅成交8.3亿平（2024年住宅增速按同比降12.7%估计，同2024年全国商品房销售面积预估同比一致），已跌破长期中枢（约9亿平）。同时重点城市一二手房成交基本稳定，意味着需求仍在。

2023年来重点12城一二手成交整体稳定



全国新房住宅成交已跌至长期中枢



资料来源：CEIC、WIND、平安证券研究所 注：2024年住宅增速按降12.7%估计；中国香港（97年危机）、日本&英国&韩国（90年代危机）、美国（次贷危机），下同；日本成交量跌幅为新开工口径、韩国为获批住宅建面口径、其它为销售口径。

楼市：“先量后价”下房价或尚未见底，密切关注相对估值指标

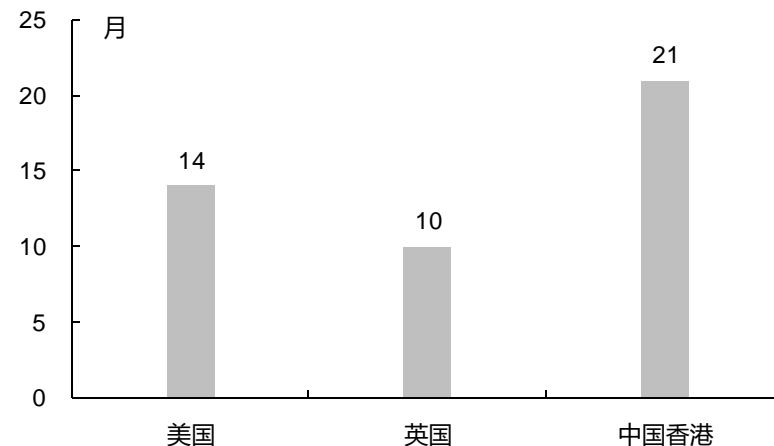
海外对比：房价复苏滞后于成交10-21月

（美国：14个月、英国：10个月、中国香港：21个月），国内往轮周期房价复苏滞后于成交0-7月，当前成交量与预期未见企稳扭转下，叠加高库存，房价或仍未见底。

国内历轮房价周期滞后于成交0-7月



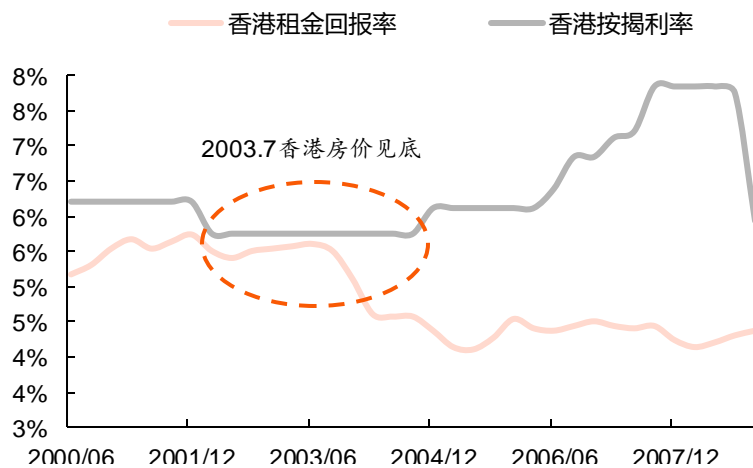
海外房价复苏滞后于成交10-21月



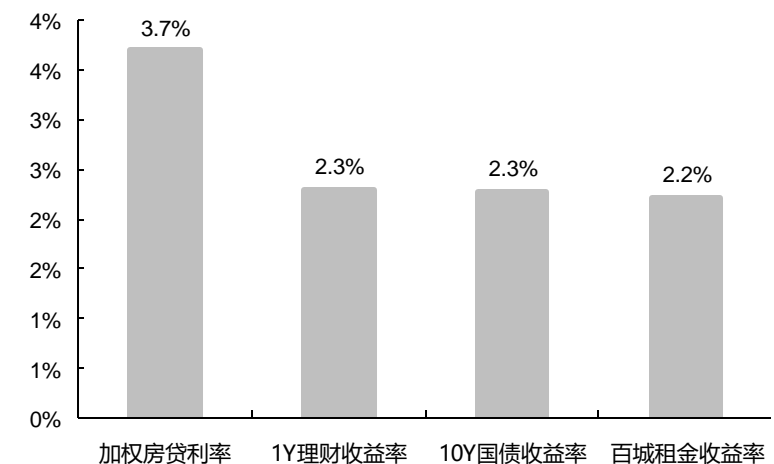
建议密切关注“租金回报率VS房贷利率、国债及理财收益率”等相对估值指标

参照中国香港经验，租金回报接近贷款利率楼市复苏，当前百城租金收益率同1年期理财及10年期国债收益率接近，但仍显著低于加权房贷利率。

海外租金回报接近贷款利率楼市复苏



国内房贷利率仍高于理财及租金收益

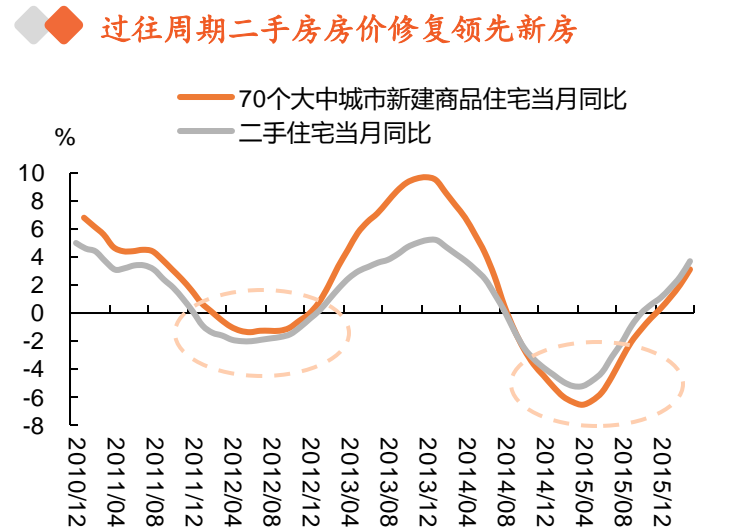
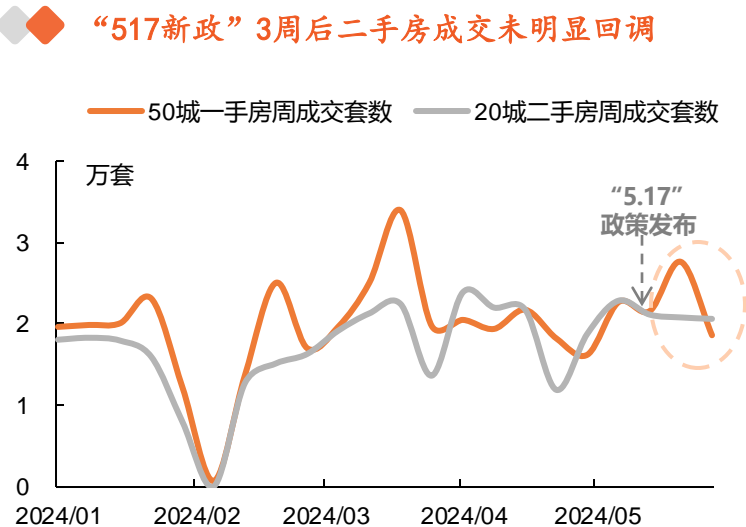




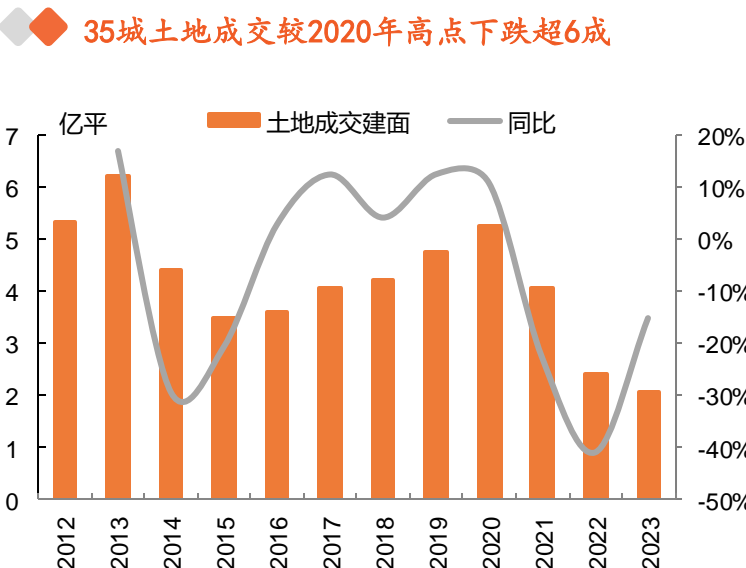
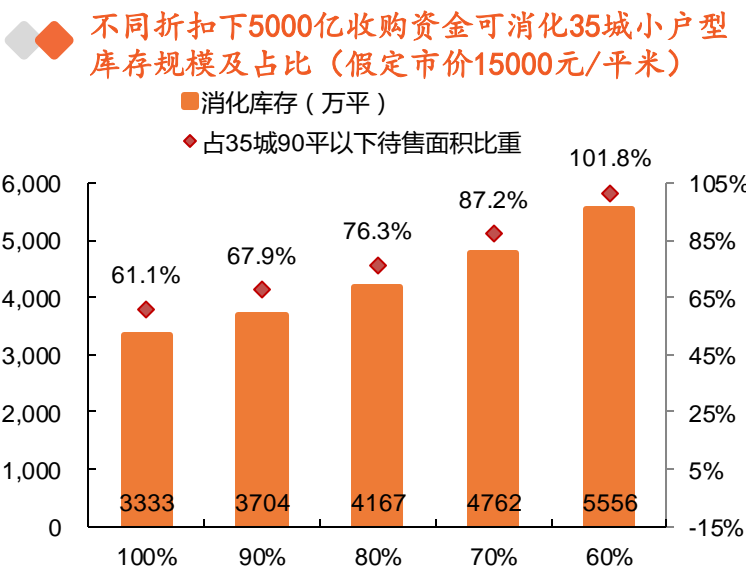
楼市：二手房持续占优，收储助力核心城市企稳

➤ 过往周期二手房复苏领先于新房，本轮表现亦更好：“5.17”政策发布后，新房、二手房均有改善，但二手更为持续，6月（截至7日）重点50城新房日均成交环比5月下降8.1%，重点20城二手房日均成交环比增长9.1%。回顾2011-2012年、2014-2015年楼市周期，二手房价格企稳亦领先于新房。

“5.17”政策发布后，新房、二手房均有改善，但二手更为持续，6月（截至7日）重点50城新房日均成交环比5月下降8.1%，重点20城二手房日均成交环比增长9.1%。回顾2011-2012年、2014-2015年楼市周期，二手房价格企稳亦领先于新房。



➤ 收储料以核心城市为主，资金全用于小户型有助于新房企稳：据测算，若5000亿收储资金全用于收购90平方米以下项目，最少可消化近六成35城现有小户型待售面积，最多可全部消化，有望对市场形成提振。同时35城土地成交急剧下滑，存量增量双重优化奠定修复基础。

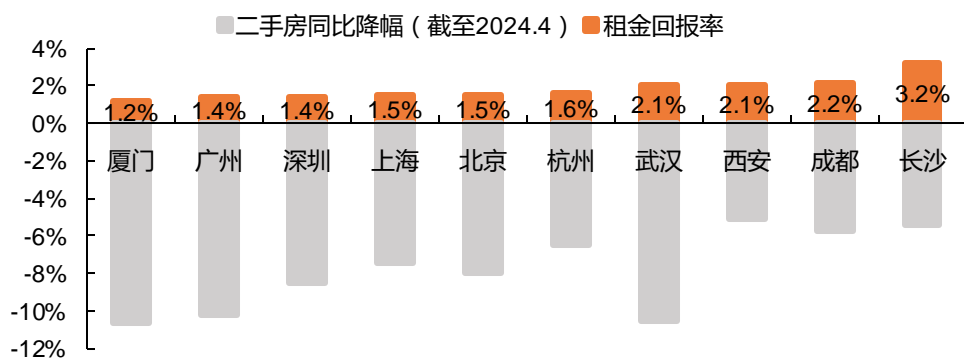


资料来源：中指，wind，平安证券研究所

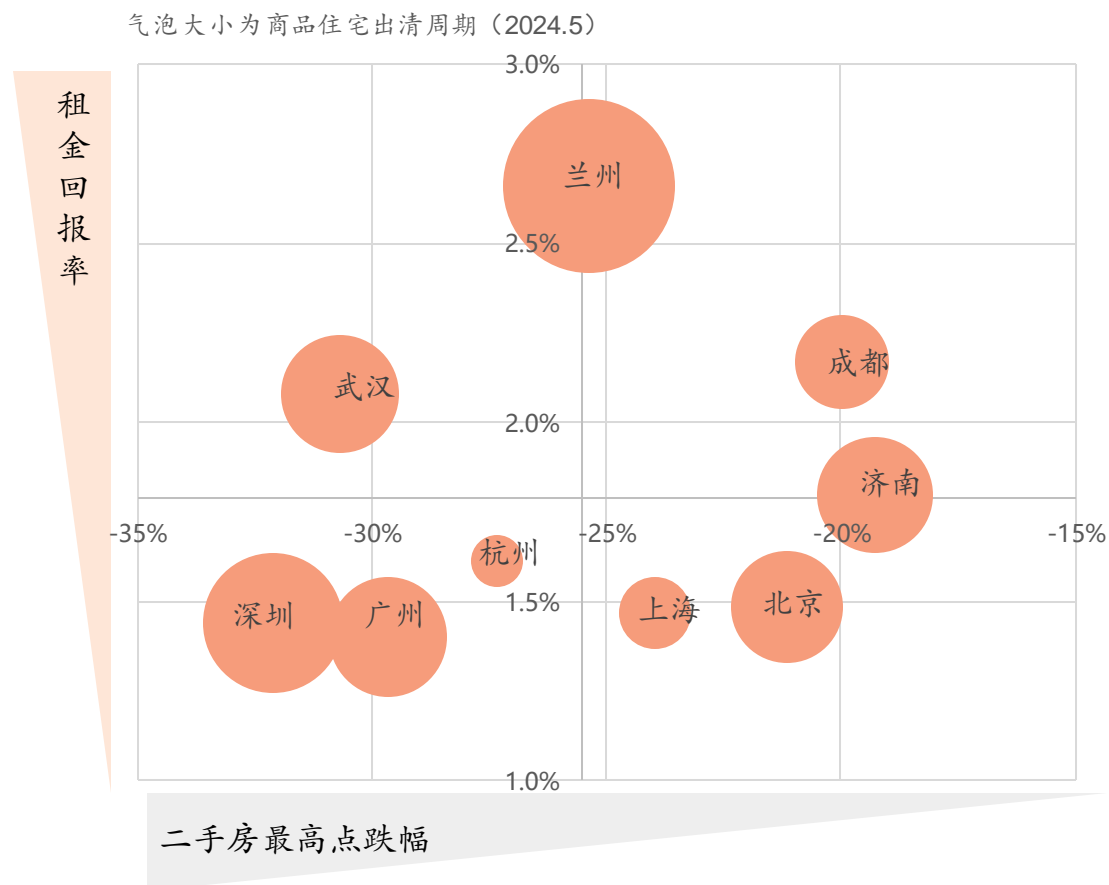
楼市：深度回调的高能级城市有望率先复苏，长期仍看城市基本面

➤ **城市料将分化：**考虑楼市复苏传导链为高能级城市向低能级传递，短期房价降幅大、回调时间久的高能级城市及资产有望率先企稳；但中长期仍需关注城市基本面，如人口、产业等因素。

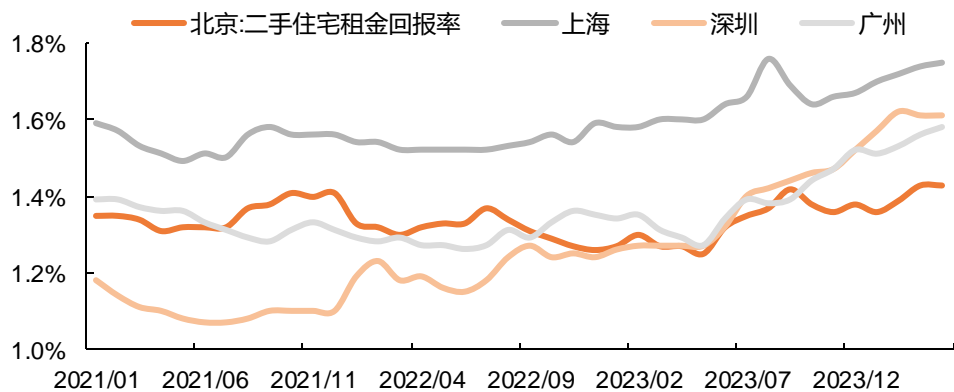
◆ **核心一二线城市租金回报率较高城市房价跌幅较小**



◆ **主要城市租金回报率&二手房跌幅&出清周期象限图**



◆ **房价下跌带来租金回报比提升**



资料来源：中指院、WIND、贝壳、平安证券研究所；注：房价为贝壳百城二手房变化，租金回报率为2024年4月数据，二手房最高点跌幅截至2024年5月



房企：开源节流注重安全，收缩休整稳健经营

开源：处置资产/扩大融资

节流：收缩拿地/减少开工

稳健：淡化销售目标/注重安全

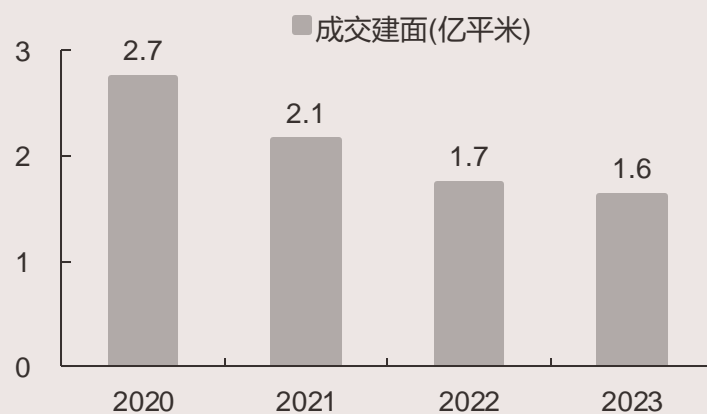
出售资产

房企	公告时间	出售资产
万科	2023.9	广州天河万科广场商业物业
	2023.12	悦榕服务(中国)等资产
	2024.1	深圳高新投6.16%股权
	2024.2	上海七宝万科广场50%股权
金地	2024.5	深超总地块
金地	2023.12	深圳环湾城股权

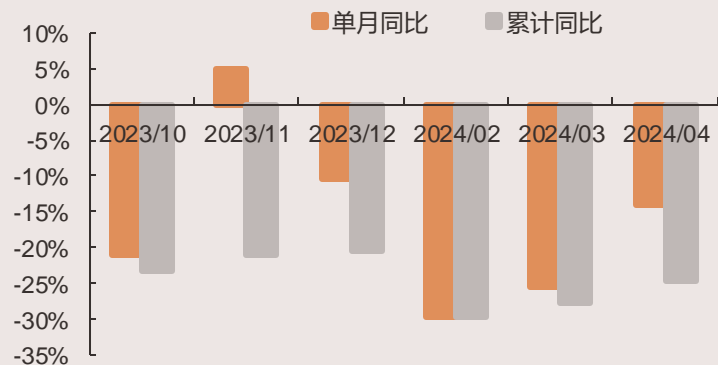
抵押贷款/发行REITs/股权融资

房企	公告时间	获取融资情况
万科	2024.5	获得招商银行200亿银团贷款
	2024.4	旗下印力REIT正式上市
招商蛇口	2023.9	完成85亿定增
华发股份	2023.9	完成超50亿定增

2023年300城土地成交较2020年高点降41%



2024前4月全国新开工再降25%



稳健与安全为房企业绩会关键词

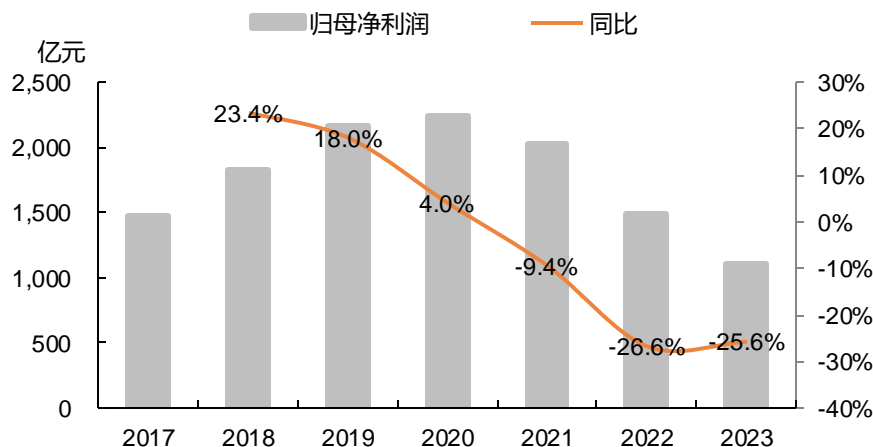
房企	2023年业绩会表述及2024年销售目标
越秀地产	销售目标1470亿元，同比增长3.5%
绿城中国	争取与2023年持平 以销定投，加强现金流管理
中国海外发展	2024年销售稳中有升
建发国际集团	2024年销售目标难确定，目前采取逐季逐月考虑和盘点策略，以最佳销售目标推动向前，但没法定全年目标
招商蛇口	2024年投资收缩至10个核心城市 (2023年为16个)

资料来源：中指院、公司公告、国家统计局、平安证券研究所

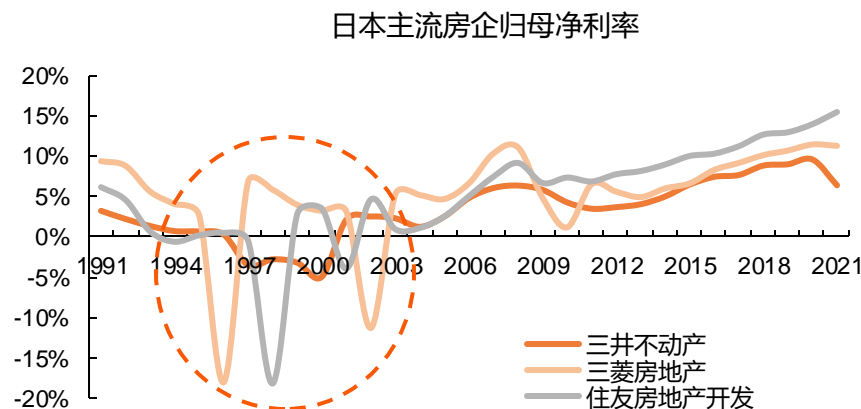
房企：业绩阵痛整体承压，供给出清企业分化

➤ 降价促销、资产减值等带来业绩阵痛仍将延续：根据wind数据，2023年A股上市房企亏损307亿，15家A+H未出险龙头房企归母净利同比降26%。

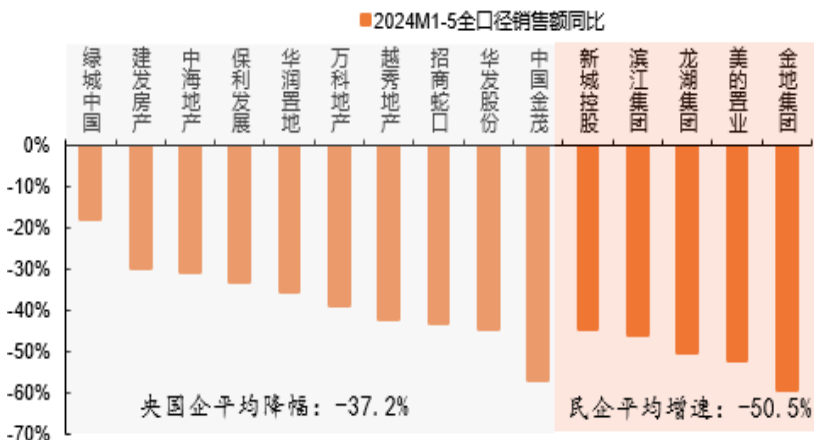
◆ 2023年15家上市房企净利润同比降26%



◆ 日本楼市危机后主流房企归母净利率多年为负

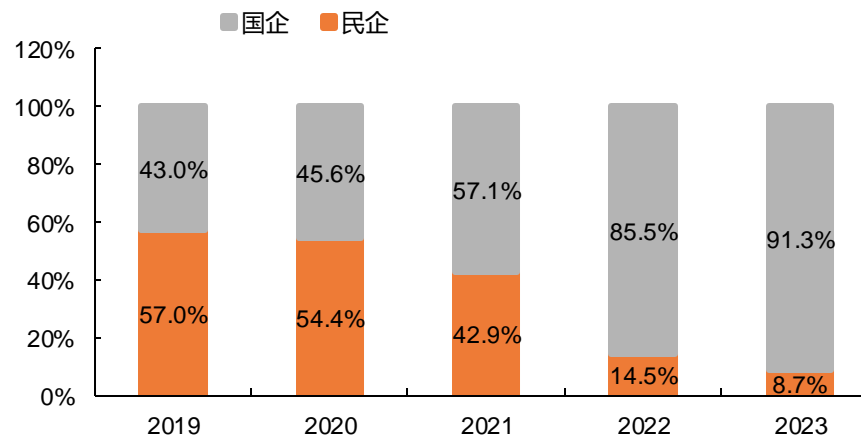


◆ 2024M1-5央国企销售表现明显好于民企



➤ 整体全面承压，央国企扩大优势：2024年央国企、民企销售全面承压，但央国企拿地份额提升，未来优势扩大。

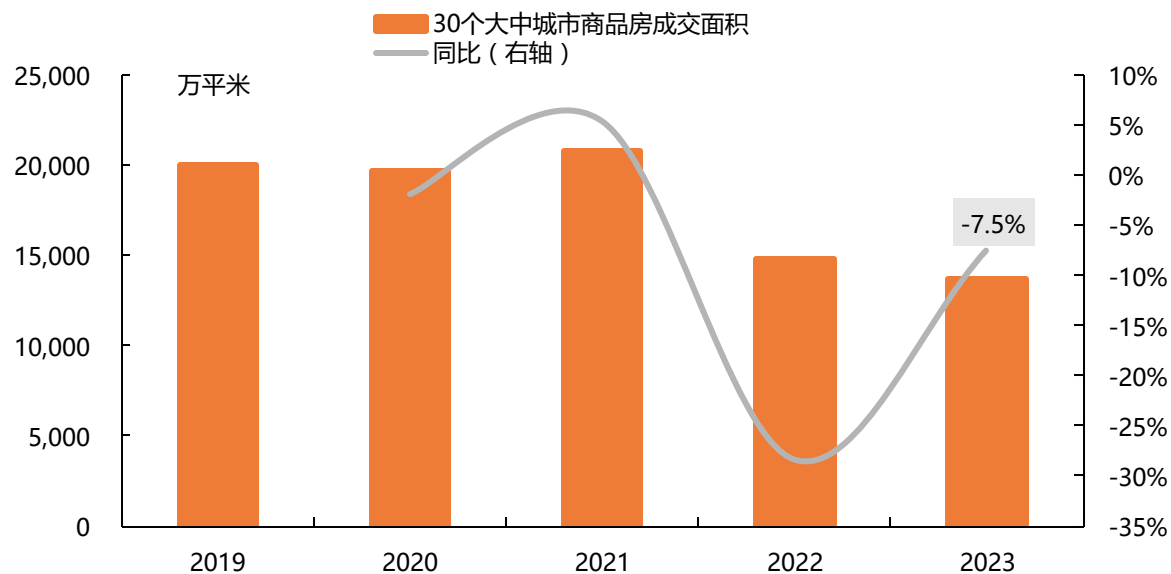
◆ TOP50房企中央国企拿地金额占比持续提升



展望：预计全年销售降12.7%，投资降9%

- ▶ 预判2024年全国销售面积同比-12.7%，竣工、新开工同比-20%，投资同比-9%。
- ▶ 考虑2023年Q1积压需求集中释放导致基数较高，2024年全年销售同比前低后高，前4月全国商品房销售面积同比下滑20.2%；考虑近期政策密集落地，叠加上年H2基数回落，下半年销售同比降幅有望收窄。中性假设下预计全国全年销售面积同比-12.7%，若考虑收储积极落地及政策效力超预期，亦不排除全年销售降幅进一步收窄；1-4月新开工、投资同比下滑24.6%、9.8%，资金受限及去化周期拉长下企业拿地施工意愿或延续低迷，土地供给亦在收缩，但考虑上年H2基数回落，我们预计全年新开工、投资降幅或小于前4月降幅，分别同比下滑20%、9%。

◆ 2019-2023年30个大中城市商品房成交面积



◆ 2024年房地产投资&销售&新开工&竣工预测表

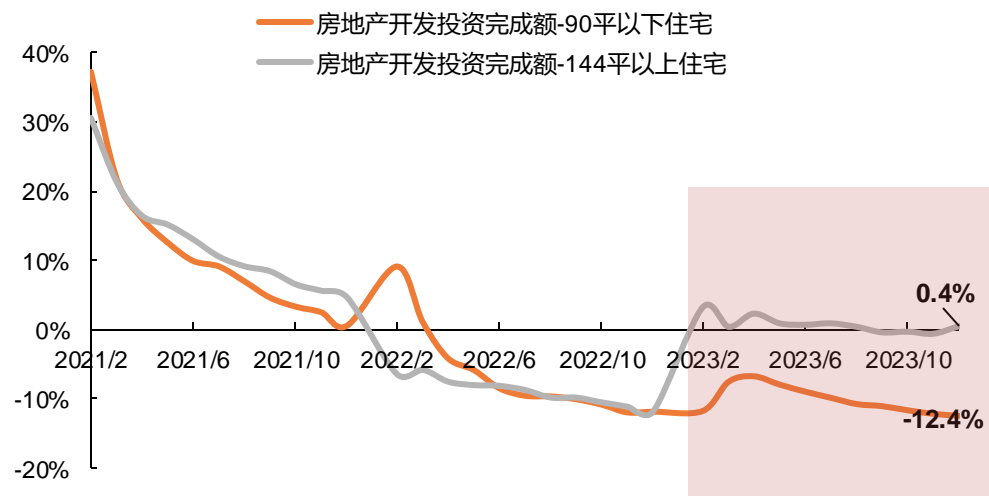
	销售面积同比	新开工同比	竣工同比	房地产投资同比
2024M1-4	-20.2%	-24.6%	-20.4%	-9.8%
2024E	-12.7%	-20%	-20%	-9%



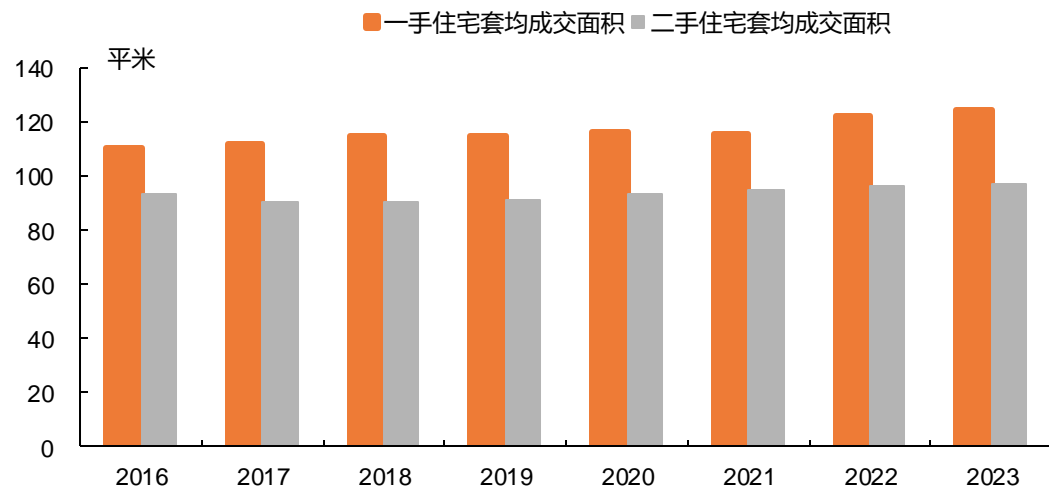
展望：分层次供应体系满足多样化需求，高品质为市场化趋势

- **“保障+市场”双轨制逐步确立，高品质住宅为商品房趋势。** 2024年3月两会部长通道答记者问中，住建部部长倪虹强调完善“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。4月政治局会议再次明确，结合房地产市场供求关系新变化、人民群众对优质住房新期待，统筹研究消化存量房产和优化增量住房政策措施。2023年下半年以来，自然资源部发文建议各省市取消远郊区容积率1.0限制、多地取消“7090”户型政策等，均为满足市场多样化住房需求铺垫。
- 从市场供应结构看，2023年以来大户型投资额明显好于小户型，全年144平以上住宅投资同比增长0.4%，远好于90平米以下（-12.4%）。叠加“14号文”以来，全国加大保障房建设和供应，未来市场主要满足改善需求，二手房承接大量刚需，政府保障房提供基本住房需求的供应体系逐步确立。

◆ 144平以上住宅投资增速逐步超过90平以下住宅



◆ 重点5城新房成交套均面积持续上升





目录

01

困局：楼市下行与信用危机

02

成因：预期偏弱与库存高企

03

转机：对症下药与预期修复

04

展望：规模触底与供给出清

05

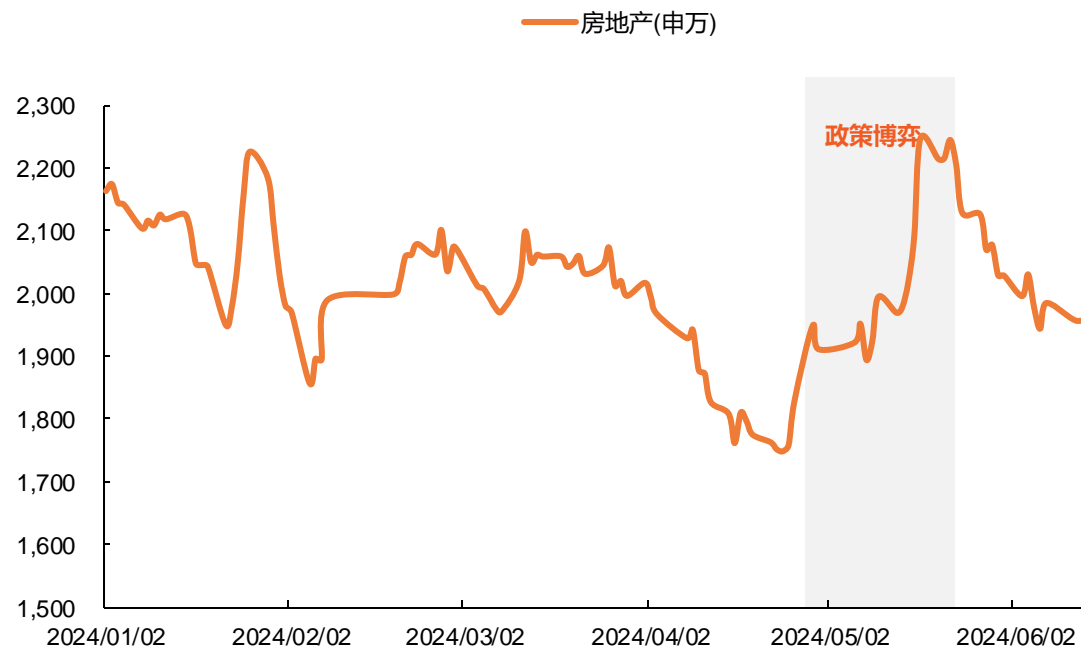
投资建议与风险提示



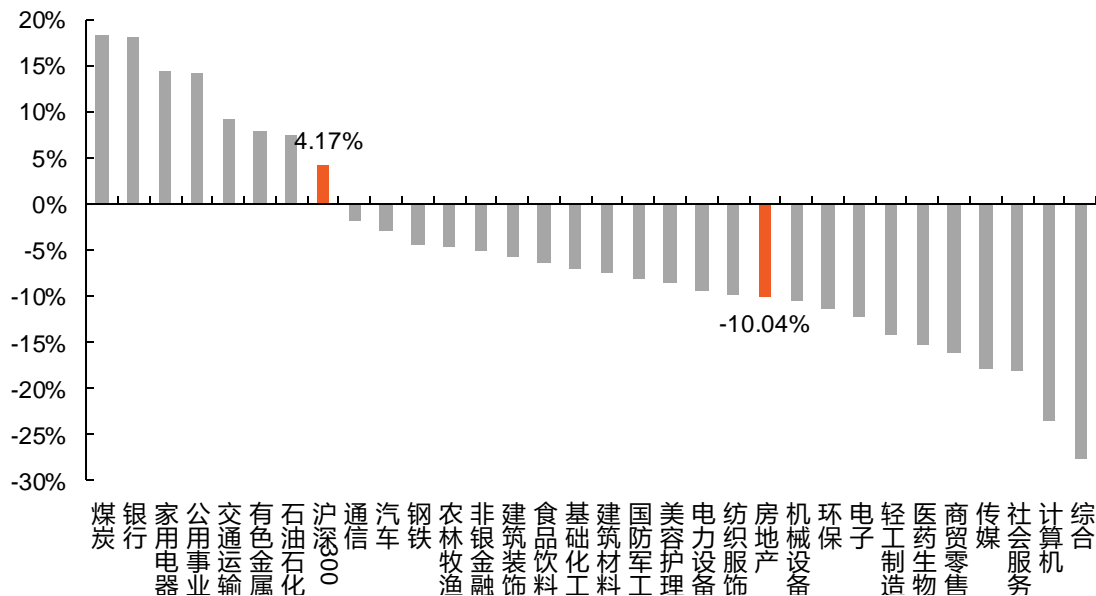
上半年板块累计下跌，期间存在阶段性行情

➤ 年初以来（截至2024/6/7）申万地产板块累计下跌10%，跑输沪深300 14.2个百分点。上半年板块最大区间涨幅28.5%，持续14个交易日，主要源于政策博弈。

年初以来申万房地产指数走势



年初以来申万地产板块涨跌

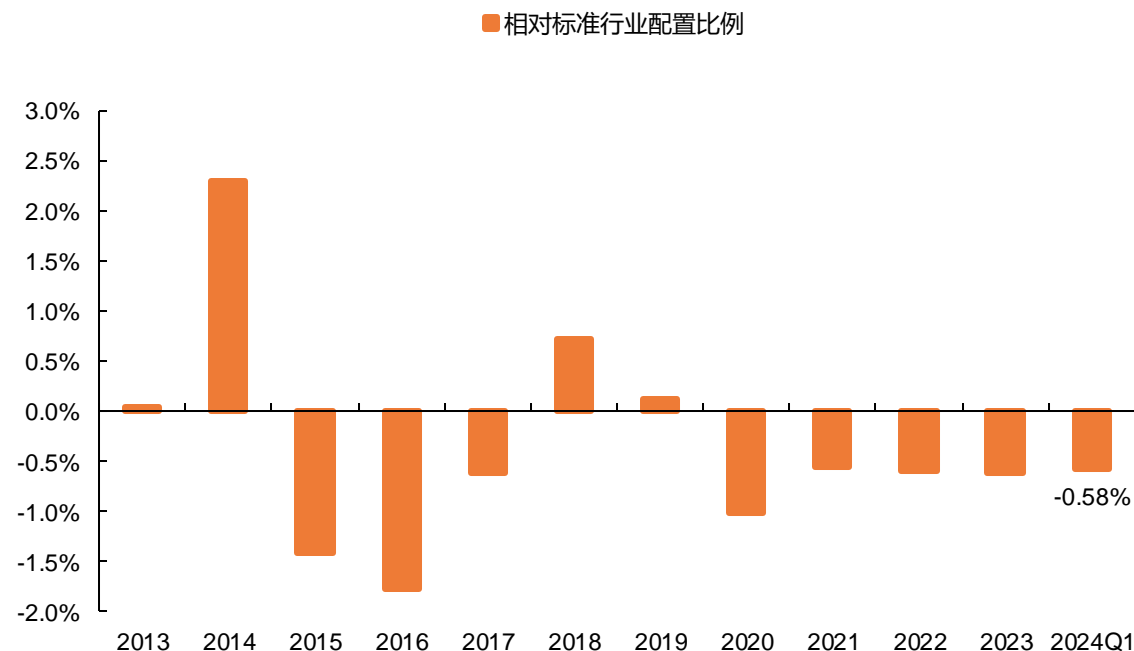
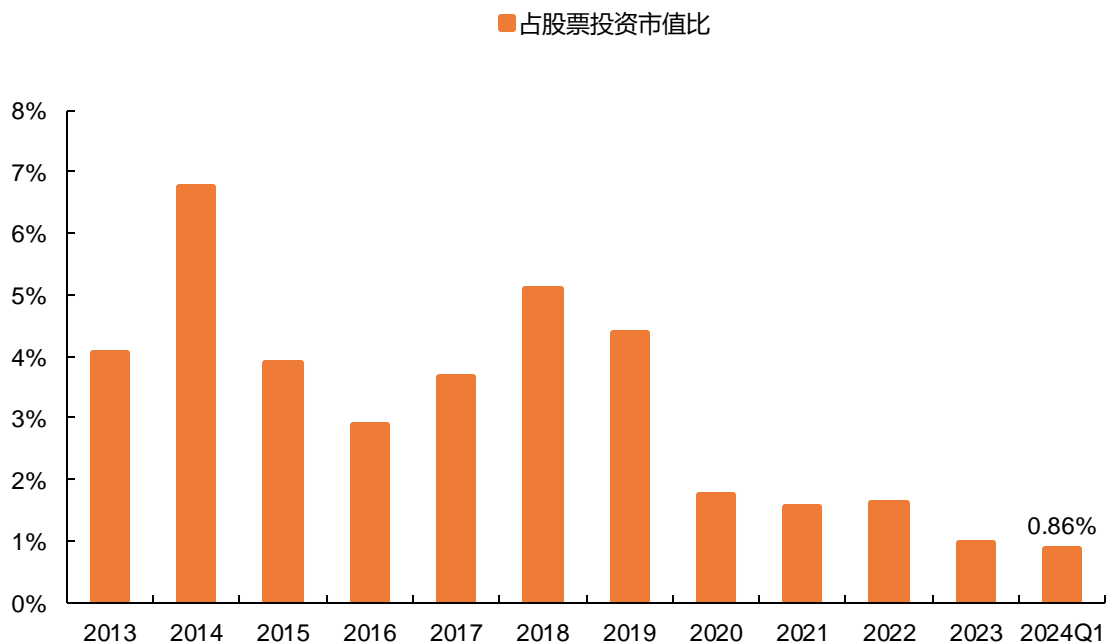


2024 Q1 末地产持续低配，为反弹积蓄势能

➤ 2024年一季度末公募基金房地产业持仓比例0.86%，降至历史新低；相对标准行业配置比例-0.58%，持续低配。地产板块低涨幅、低估值、低持仓为4-5月政策博弈推动估值修复奠定基础。

2024Q1地产行业基金持仓比例降至历史新低

2024Q1地产板块持续低配

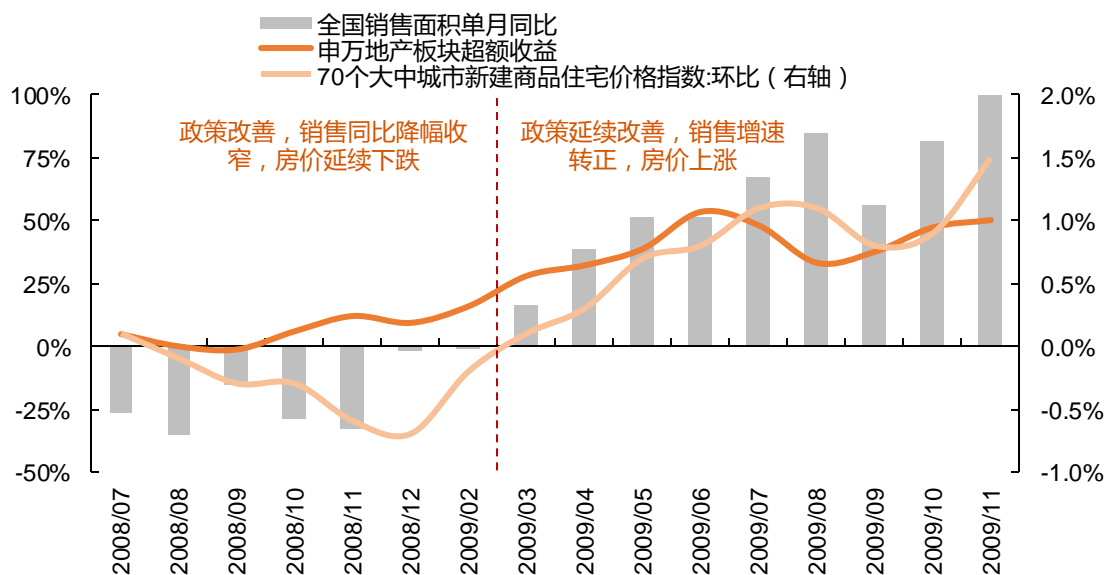




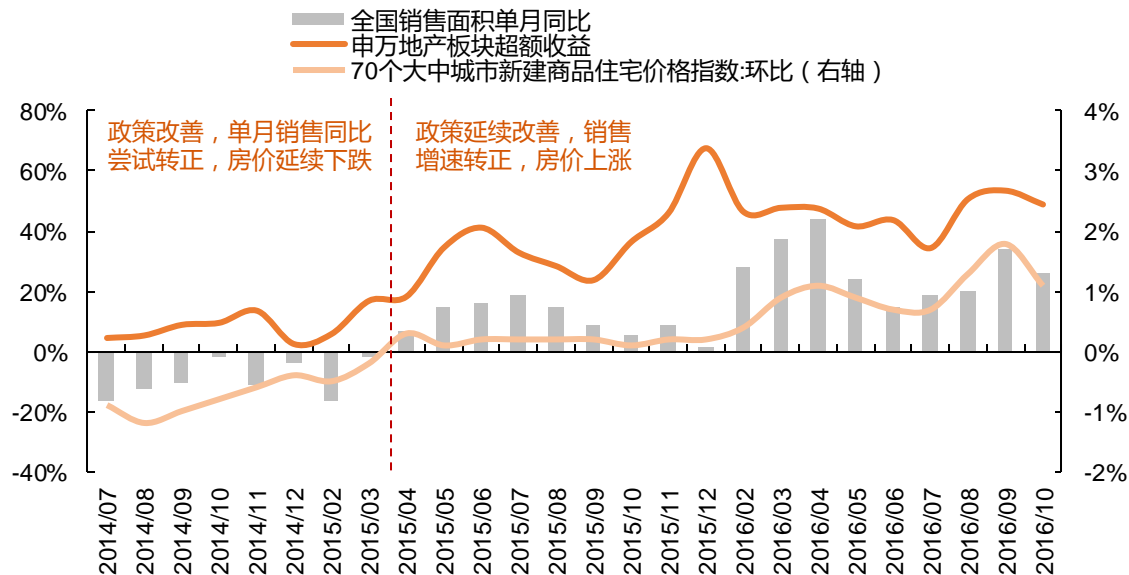
对照历史，后续板块投资可分为两种情形

- 过往政策宽松周期，地产板块超额收益分为两个阶段：1) 第一阶段（2008.9-2008.11、2014.7-2015.1），表现为政策及信贷宽松力度加大，销售尚未明显好转，地产板块累计超额收益主要来自政策博弈逻辑驱动的估值修复；2) 第二阶段（2009.1-2009.11、2015.3-2016.10），表现为政策延续宽松，销量明显好转，房价开启上涨，基本面复苏兑现。此阶段政策宽松+基本面复苏共振带动地产板块收益更加明显，板块收益主要源自销售回暖。
- 当前政策从去库存、稳市场出发，首付比例、房贷利率等调整超出过往，需重点关注后市发展。后续基于楼市是否持续修复，板块投资可分为两种情形。

◆ 2008-2009年政策宽松周期地产板块表现



◆ 2014-2016年政策宽松周期地产板块表现



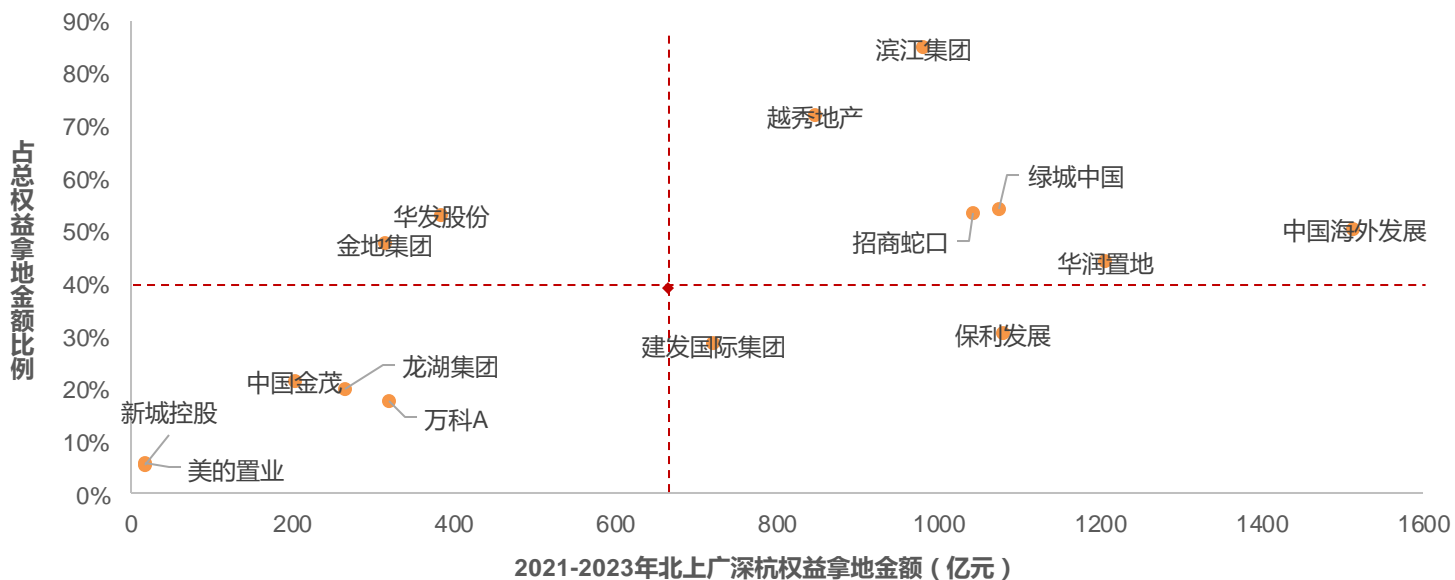
资料来源：Wind，平安证券研究所 注：板块累计涨幅分别以2008年6月、2014年6月最后一个交易日为基准，超额收益为相对沪深300指数



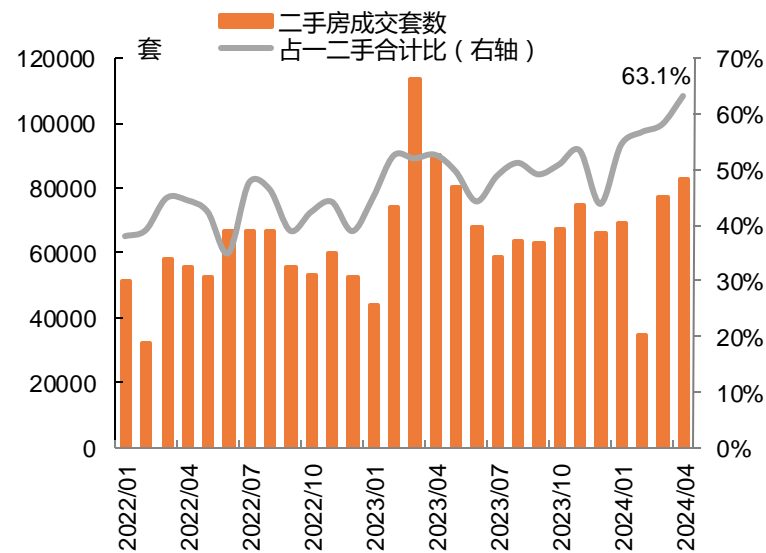
情形1：楼市持续修复，精选率先受益基本面复苏标的

- 若政策效果持续显现，具备人口、产业支撑的核心城市有望率先企稳，对应区域拿地积极、土储丰厚房企有望受益。
- 二手房分流新房需求持续存在，经纪公司（如贝壳）值得关注。

主流房企近三年北上广深杭拿地情况



重点12城二手房成交占比升至63%



资料来源：中指，Wind，平安证券研究所



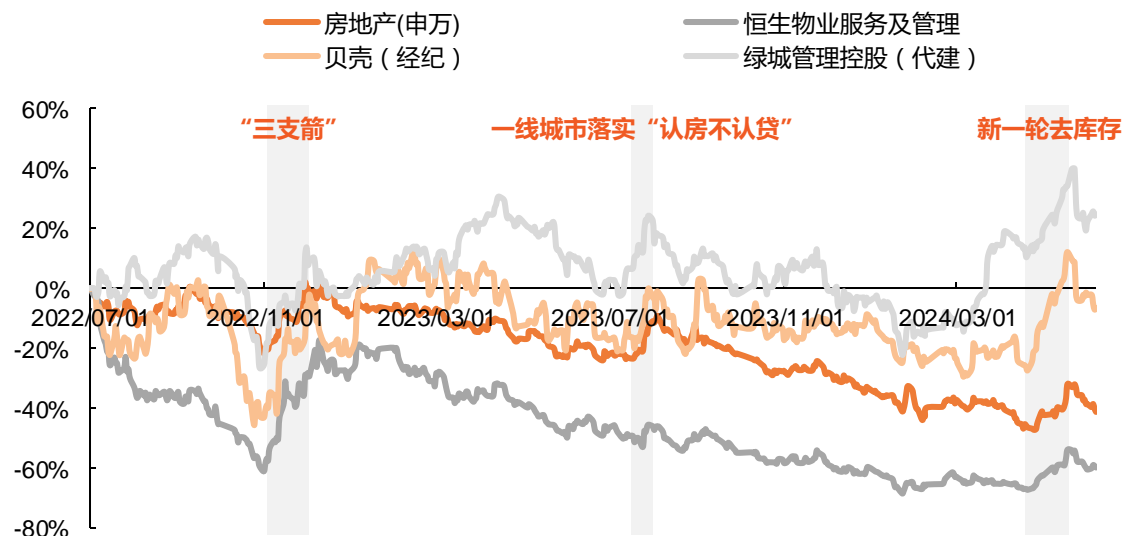
情形2：楼市修复不及预期，重回政策博弈逻辑

- **房地产关系重大，政策具备进一步宽松空间：**5.17全国切实做好保交房工作视频会议上，何立峰副总理强调深刻认识房地产工作的人民性、政治性；6.7国常会指出房地产业发展关系人民群众切身利益，关系经济运行和金融稳定大局，同时要求继续研究储备新的去库存、稳市场政策措施。我们认为后续可能的政策调整包括：一线城市限购进一步放宽、房贷利率进一步下调、保障房再贷款额度提升、财税（契税、增值税）支持等。
- 过往政策博弈阶段房产开发、物业管理、经纪、代建等细分板块走势趋同，后续股价调整后，伴随政策呵护加码，仍有望迎来新一轮行情。

未来可进一步预期政策

需求端	<ul style="list-style-type: none"> • 一线城市限购进一步放宽 • 房贷利率进一步下调 • 收储额度提升、大规模推进
供给端	<ul style="list-style-type: none"> • “白名单”机制强化
财税端	<ul style="list-style-type: none"> • 契税、增值税等税率下调

过往政策博弈阶段地产各板块走势趋同



投资建议

- 2024H1全国楼市延续调整，政策持续松绑但未见明显成效，主要为居民房价、收入预期偏弱、库存持续累积等原因。“4.30”政治局会议定调去库存，政策导向更为务实，保障性住房再贷款设立、降首付、取消房贷利率下限等举措陆续出台，政策力度超越过往，供需两端限制放至历史最低。短期居民购房负担、房企现金流压力有望切实改善，中期预期修复仍为持续企稳关键。对标海外当前调整空间或已充足，房价见底预计相对滞后。城市间呈现分化，核心区域有望率先改善。房企注重安全稳健经营，供给侧持续出清。
- 上半年地产板块表现整体承压，但仍存在阶段性政策博弈行情。展望下半年，楼市走向为关注核心，若楼市持续修复，产业、人口支撑更强的核心城市有望率先回暖，对应区域拿地积极、土储丰厚房企料率先受益，同时由于二手房持续分流新房需求，利好经纪行业；若楼市修复不及预期，重回政策博弈逻辑，政策仍具释放空间，板块低涨幅、低估值、低持仓，机会仍存。综上我们看好地产下半年表现，维持行业“强于大市”评级。个股建议拥抱财务安全性高、经营稳健性强、土储布局优越、积极优化发展模式房企，如越秀地产、滨江集团、招商蛇口、中国海外发展、保利发展等，同时建议关注经纪（贝壳）、代建（绿城管理控股）、物管（保利物业、中海物业、招商积余）等细分领域龙头。



风险提示

- **政策持续性不及预期风险：**若后续政策呵护不及预期，楼市修复、房企现金流压力改善持续性可能不足；
- **楼市修复不及预期风险：**若居民预期改善缓慢，叠加政策发力不足，楼市磨底时间可能拉长；
- **个别房企流动性问题发酵、连锁反应超出预期风险：**若政策发力、楼市修复不及预期，资金压力较高企业仍可能出现债务违约/展期情形；
- **房地产行业短期波动超出预期风险：**若地市延续分化，多数房企新增土储规模不足，将对后续货量供应产生负面影响，进而影响行业销售、投资、开工、竣工等。



附：重点公司预测与评级

股票简称	股票代码	6月7日	EPS (元)				PE (倍)				评级
		收盘价 (元)	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
保利发展	600048.SH	10.42	1.01	1.12	1.23	1.35	10.3	9.3	8.5	7.7	推荐
招商蛇口	001979.SZ	9.99	0.70	0.81	0.88	0.97	14.3	12.3	11.4	10.3	推荐
万科A	000002.SZ	8.17	1.02	1.06	0.98	1.01	8.0	7.7	8.3	8.1	推荐
滨江集团	002244.SZ	8.15	0.81	0.91	1.02	1.10	10.1	9.0	8.0	7.4	推荐
华发股份	600325.SH	7.44	0.67	0.70	0.75	0.79	11.1	10.6	9.9	9.4	推荐
新城控股	601155.SH	10.11	0.33	0.33	0.34	0.35	30.6	30.6	29.7	28.9	推荐
天健集团	000090.SZ	4.26	0.81	0.83	0.84	0.88	5.3	5.1	5.1	4.8	推荐
中国海外发展	0688.HK	13.98	2.34	2.39	2.43	2.47	6.0	5.9	5.8	5.7	推荐
越秀地产	0123.HK	5.58	0.79	0.79	0.82	0.86	7.1	7.1	6.8	6.5	推荐
建发国际集团	1908.HK	13.60	2.66	2.70	2.73	2.75	5.1	5.0	5.0	4.9	推荐
绿城中国	3900.HK	7.44	1.23	1.28	1.40	1.53	6.0	5.8	5.3	4.9	推荐
保利物业	6049.HK	30.22	2.49	2.91	3.29	3.68	12.1	10.4	9.2	8.2	推荐
中海物业	2669.HK	4.77	0.41	0.47	0.55	0.63	11.6	10.1	8.7	7.6	推荐
招商积余	001914.SZ	11.27	0.69	0.79	0.89	1.00	16.3	14.3	12.7	11.3	推荐
新城悦服务	1755.HK	2.88	0.51	0.53	0.55	0.57	5.6	5.4	5.2	5.0	推荐
星盛商业	6668.HK	1.24	0.17	0.19	0.21	0.24	7.3	6.5	5.9	5.2	推荐
绿城管理控股	9979.HK	6.35	0.48	0.62	0.78	0.97	13.2	10.2	8.1	6.6	推荐

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。