

## 千帆过尽，静待归来

——2024 年中期房地产行业投资策略报告

强于大市 (维持)

2024 年 06 月 21 日

## 行业核心观点:

当前房地产行业仍处于调整中，政策层面依据市场变化情况不断积极应对，4 月政治局会议首次提及库存去化问题，为未来提供新的政策支持方向，我们认为下半年政策端将从多维度支持行业去化，一方面通过放松需求端政策刺激需求释放，同时给与房企更大的融资支持，以进一步推动房企信用修复进而打消新房购买的后顾之忧；另一方面通过收储/以旧换新等政策推动存量库存去化，此外严格控制新增土地供应等，“517”新政后多个城市跟进，后续仍需持续跟进核心城市政策落地情况以及政策效果。需求端，我们认为行业一二手房总体成交总量有望保持相对稳定，随着政策端支持，房企信用修复，新房市场销售有望持续筑底，受行业销售下滑拖累，资金流自循环不畅等因素影响，前端投资收缩、开竣工亦承压下降，预计 2024 年投资端仍处于下滑状态。建议关注①财务健康、销售稳健、土储充足的综合实力较强的开发板块优质个股；②估值低位的优质物业管理公司。

## 投资要点:

**市场回顾：**整体表现较弱，估值与持仓均处低位。2024 年以来房地产行业仍处于调整中，整体表现较弱。2024 年上半年（截至 2024 年 6 月 16 日），房地产行业（申万一级行业）下跌 11.37%，沪深 300 上涨 3.22%，明显跑输大盘。2024 年 Q1 末公募基金重仓 SW 房地产行业的总市值为 256.7 亿元，占基金重仓 A 股市值规模 0.95%，较标配比例低 0.54pct，环比 2023 年末下降 0.23pct，自 2022 年四季度持续下降，公募基金持仓比重续创 2012 年以来新低。行业主要个股估值处于低位。

**政策：多维度支持行业修复。**基于行业基本面变化，政策端积极应对，2024 年 4 月政治局会议首提“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”，“去库存”成为政策新的发力方向之一。**压实多方主体责任，推动行业去化**，针对未开发土地，严控新增土地，对于存量可以采取政府收回/市场流通转让/企业继续开发的方式盘活；针对已竣工尚未销售的在建库存，可以通过地方政府进行收储；多地出台“以旧换新”政策，盘活存量住房，提升居民住房品质；针对其他可售项目，持续出台降低购房成本相关政策，刺激需求释放。**需求端政策大幅放松，供给端加快构建新发展模式**，“517”新政从需求端进一步释放利好，降低购房成本，提振市场信心。供给端聚焦于“防风险、促转型”，一方面，预计房企融资机制将持续发力，推进保交付，另一方面，加快搭建“保障+市场”住房供给体系，建立“人、房、地、钱”要素联动机制。

## 行业相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

## 相关研究

施工销售等指标仍承压，国内贷款单月正增  
政策端持续加码，关注地产链行情  
首提消化存量房产，关注后续政策进展

分析师:

潘云娇

执业证书编号:

S0270522020001

电话:

02032255210

邮箱:

panyj@wlzq.com.cn

**需求：住房需求总量基础仍在，下半年新房市场有望筑底。**房价上涨预期变化、居民收入增长预期不足等因素仍是当前抑制购房需求释放的核心原因。居民资产或更多流向偿债与理财，但随着房贷利率持续下行或吸引资金流入楼市。居民对于高品质住房需求总量基础是存在的，同时随着市场深度调整后住房租金收益率持续提升，已经趋近十年期国债收益率，此外政策端持续宽松，对住房消费给予较大的支持力度，房贷利率持续下行等利好政策持续刺激需求释放，展望 2024 年全年我们认为购房需求总量预计保持相对平稳，新房市场有望筑底，进一步下降的空间有限。

**供给：现金流自循环不畅，投资端预计仍下滑。**经营性现金流持续承压下降，融资端政策效果显现支撑房企融资端现金流。2024 年 1-5 月到位资金为 4.2 万亿元，同比下滑了 24.3%，2024 年以来与房企融资相关的资金下滑的幅度更小，预计主要是房企融资协调机制建立，“白名单”发挥融资支持作用，2024 年 1-5 月国内贷款以及自筹资金同比增速分别为-6.2%和-9.8%，较 2023 年下滑幅度明显收窄，2024 年以来与销售端相关的到位资金下滑幅度明显扩大，2024 年 1-5 月定金及预收款、个人按揭贷款同比增速分别为-36.7%和-40.2%。房企拿地态度谨慎，土地市场成交规模持续收缩，新开工持续承压，竣工端在新开工持续下滑的基础上整体承压，2024 年保交付政策预计仍将持续推进，但是预计 2024 年全年竣工端仍将承压下行，投资端在土地市场收缩、开竣工下滑下，预计全年仍承压下降。

**风险因素：**政策支持力度不及预期、政策效果不及预期、行业信用风险持续超预期、居民收入信心修复不及预期、数据统计偏差等。

## 正文目录

<b>1 市场回顾：整体表现较弱，估值与持仓均处低位</b> .....	<b>5</b>
1.1 2024 年 H1 房地产板块市场表现仍偏弱 .....	5
1.2 公募基金重仓配置比例创新低 .....	5
1.3 板块主要个股估值处于历史低位 .....	6
<b>2 政策：多维度支持行业修复</b> .....	<b>6</b>
2.1 压实多方主体责任，推动行业去化 .....	8
2.2 需求端政策大幅放松，供给端加快构建新发展模式 .....	10
<b>3 需求：住房需求总量基础仍在，下半年新房市场有望筑底</b> .....	<b>13</b>
3.1 新房购置需求仍偏弱，房屋成交总量有望保持稳健 .....	13
3.2 展望：一二手房需求总量预计保持相对平稳，随着政策持续加持，新房市场有望筑底 .....	16
<b>4 供给：现金流自循环不畅，投资端预计仍下滑</b> .....	<b>17</b>
4.1 资金面：经营性现金流自循环不畅，整体资金面仍承压 .....	17
4.2 投资：土地市场收缩、开竣工承压下降、投资端修复进程承压 .....	20
<b>5 投资建议与风险因素</b> .....	<b>22</b>

图表 1: A 股申万一级行业 2024 年以来市场涨跌幅情况 (%) .....	5
图表 2: 房地产行业基金重仓配置情况 (%) .....	5
图表 3: 房地产板块主要个股估值情况 (横轴为市盈率 (倍数), 纵轴为近十年或上市以来历史市盈率分位数 (%)) .....	6
图表 4: 2021 年下半年以来关于房地产行业政策的重要会议梳理 .....	6
图表 5: 房地产行业库存去化政策导向路径 .....	9
图表 6: 40 重点城市商品住宅去化周期均值水平 (月) .....	9
图表 7: 部分城市“以旧换新”政策模式简介 .....	9
图表 8: 中国 5 年期贷款市场报价利率(LPR) (%) .....	11
图表 9: 中国个人住房公积金贷款利率 (%) .....	11
图表 10: 百城主流房贷利率指数及平均放款周期 (天) .....	11
图表 11: 各线城市 5 月首二套房贷利率 (%) .....	11
图表 12: 5.17 新政后重点城市首付比例、房贷利率跟进情况 .....	12
图表 13: 我国 70 个大中城市新房价格指数当月同比 (%) .....	13
图表 14: 我国 70 个大中城市二手住房价格指数当月同比 (%) .....	13
图表 15: 商品房月度销售面积 (万平, 左轴) 及同比增速 (% , 右轴) .....	14
图表 16: 商品房月度销售金额 (亿元, 左轴) 及同比增速 (% , 右轴) .....	14
图表 17: 我国居民未来收入信心指数 (%) .....	14
图表 18: 新增居民中长期贷款额当月值 (亿元) .....	14
图表 19: 20 城二手房市场成交面积 (万平方米) .....	14
图表 20: 一线城市二手房市场挂牌套数 (套) .....	14
图表 21: 14 城二手房周度成交面积 (万平方米) .....	15
图表 22: 30 大中城市商品房销售面积 (万平方米) .....	15
图表 23: 城镇居民人均可支配收入 (元, 左轴) 及增速 (右轴) .....	15
图表 24: 居民新增人民币存款与商品房销售面积增速 (%) .....	15
图表 25: 我国二手房、新房+二手房成交面积测算值 (万平, 右轴) 及二手房成交占比 (% , 左轴) .....	16

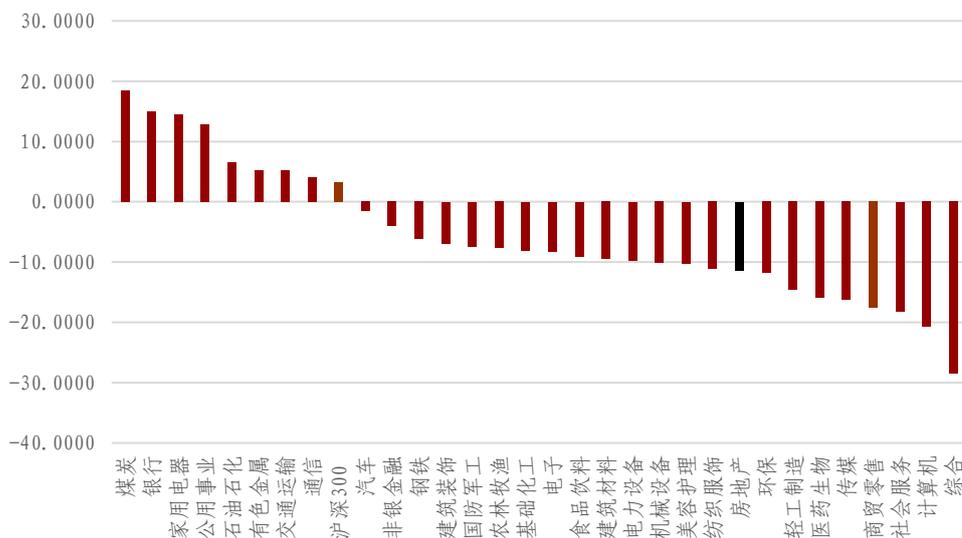
图表 26:	10 年期国债收益率 (%，左轴) 及百城住宅租金收益率 (%，右轴) ...	16
图表 27:	房地产行业到位资金规模 (亿元，左轴) 及增速 (%，右轴) .....	17
图表 28:	房地产行业各类到位资金累计同比增速 (%) .....	17
图表 29:	商品房销售金额/面积 (左轴) 及累计同比增速 (右轴) .....	18
图表 30:	境外债发行及到期量 (亿美元) .....	18
图表 31:	房地产行业境内债融资规模月度变化 (亿元，左轴) 及平均票面利率 (%，右轴) .....	18
图表 32:	房地产行业银行借款金额 (亿元，左轴) 月度变化及平均年利率 (%，右轴) .....	18
图表 33:	TOP30 不同属性房企 (剔除历史可比数据不全的企业) 销售金额增速 ..	19
图表 34:	TOP30 不同属性房企 (剔除历史可比数据不全的企业) 销售金额占比 ..	19
图表 35:	不同性质房企境内债融资规模 (亿元) .....	19
图表 36:	全国住宅用地供应规划建筑面积 (万平，右轴) 及增速 (%，左轴) ...	20
图表 37:	全国住宅用地成交总价 (亿元，右轴) 及增速 (%，左轴) .....	20
图表 38:	不同性质企业权益拿地金额占比情况 .....	21
图表 39:	新开工面积当月 (%，左轴) 及累计同比增速 (%，右轴) .....	21
图表 40:	竣工面积当月 (%，左轴) 及累计同比增速 (%，右轴) .....	21
图表 41:	房屋施工面积累计同比增速 (%) .....	22
图表 42:	房地产开发投资完成额当月 (%，左轴) 及累计同比增速 (%，右轴) ..	22

## 1 市场回顾：整体表现较弱，估值与持仓均处低位

### 1.1 2024年H1 房地产板块市场表现仍偏弱

2024年以来房地产行业仍处于调整中，整体表现较弱。2024年上半年（截至2024年6月16日），房地产行业（申万一级行业）下跌11.37%，沪深300上涨3.22%，明显跑输大盘。

图表1: A股申万一级行业2024年以来市场涨跌幅情况 (%)

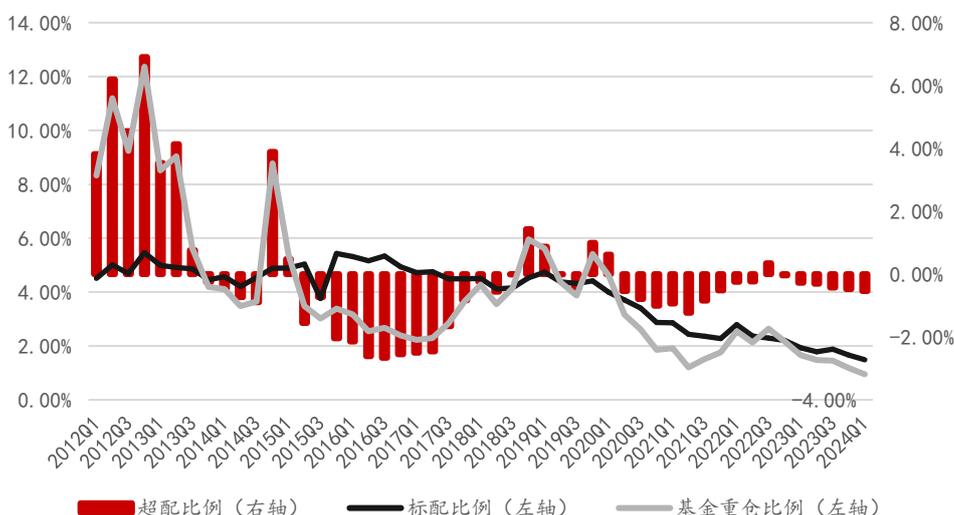


资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所, 截止2024年6月16日。

### 1.2 公募基金重仓配置比例创新低

我们根据同花顺iFind数据统计了内地公募基金重仓股情况，2024年Q1末公募基金重仓SW房地产行业的总市值为256.7亿元，环比2023年末下降20.9%，占基金重仓A股市值规模0.95%，较标配比例低0.54pct，环比2023年末下降0.23pct，自2022年四季度持续下降，公募基金持仓比重续创2012年以来新低。

图表2: 房地产行业基金重仓配置情况 (%)

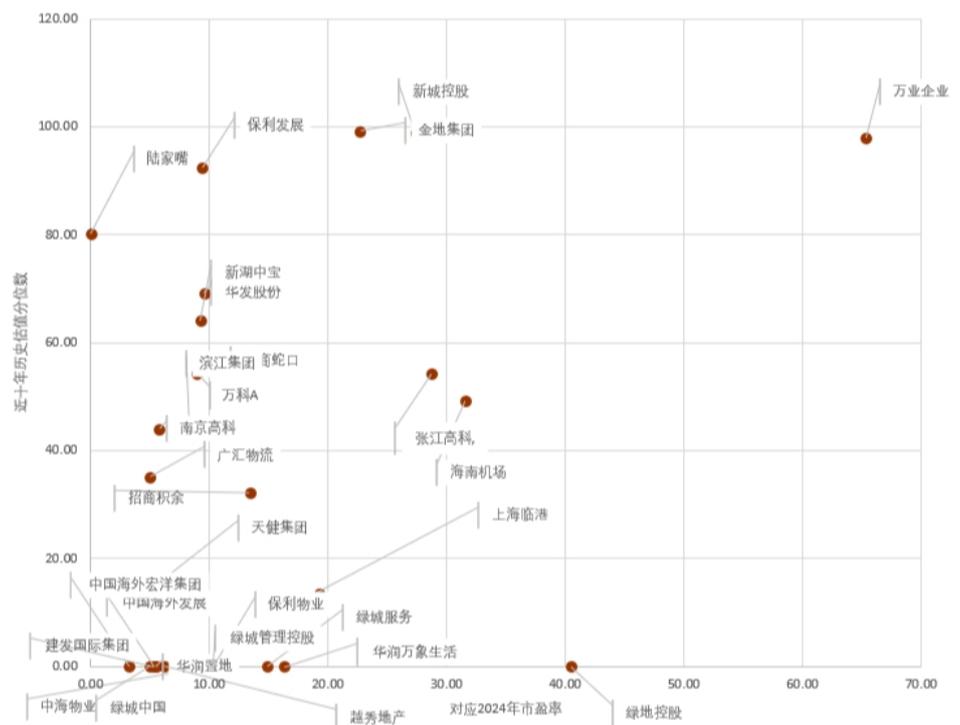


资料来源：同花顺iFind，万联证券研究所，注：标配比例以SW房地产行业流通市值/同花顺全A流通市值计算

### 1.3 板块主要个股估值处于历史低位

在下图我们例举了公募基金重仓房地产行业主要个股估值情况，我们可以看到行业内多数个股的估值水平在历史分位数20%以下，尤其是物业管理行业中的大部分核心个股均处于历史估值低位，如华润万象生活、保利物业、中海物业、绿城服务等。开发板块核心个股近期随着政治局会议召开有所反弹，估值略有修复，但整体估值水平仍较低。

图表3：房地产板块主要个股估值情况（横轴为市盈率（倍数），纵轴为近十年或上市以来历史市盈率分位数（%））



资料来源：wind，万联证券研究所，截止2024年6月16日

## 2 政策：多维度支持行业修复

从近年中央会议关于地产政策的表述方面可以看到，政策端跟随房地产市场变化及时动态调整政策重心，2023年7月政治局会议明确指出我国房地产市场供求关系发生重大变化，需要适时调整优化房地产政策。其后一线城市相继落地“认房不认贷”、高能级城市持续出台优化“四限”政策以及首付比例调降等。基于行业基本面变化，政策端积极应对，2024年4月政治局会议首提“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”，“去库存”成为政策新的发力方向之一。

图表4：2021年下半年以来关于房地产行业政策的重要会议梳理

时间	重要会议	政策要点
2021年7月	中共中央政治局	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期，促进房地产市场平稳健康发展。加快发展租赁住房，落实用地、税收等支持政策。
2021年10月	中共中央政治局	未涉及地产
2021年12月	中共中央政治局	要推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环。
2021年12月	中央经济工作会议	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。
2022年3月	政府工作报告	要继续保障好群众住房需求，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，探索新的发展模式。坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。
2022年4月	中共中央政治局	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策、支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管、促进房地产市场平稳健康发展。
2022年7月	中央政治局会议	要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生。
2022年10月	中共中央政治局	未涉及地产
2022年12月	中共中央政治局	未涉及地产
2022年12月	中央经济工作会议	多渠道增加城乡居民收入，支持住房改善、新能源汽车、养老服务等消费。有效防范化解重大经济金融风险。要确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，同时要坚决依法打击违法犯罪行为。要因城施策，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题，探索长租房市场建设。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。
2023年4月	中共中央政治局	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、保民生、保稳定工作，促进房地产市场平稳健康发展，推动建立房地产业发展新模式。在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。规划建设保障性住房。
2023年3月	政府工作报告	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，建立实施房地产长效机制，扩大保障性住房供给，推进长租房市场建设，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产市场健康发展。
2023年7月	中共中央政治局	要切实防范化解重点领域风险，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。要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。
2023年10月	中央金融工作会议	促进金融与房地产良性循环，健全房地产企业主体监管制度和资金监管，完善房地产金融宏观审慎管理，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需

		求，因城施策用好政策工具箱，更好支持刚性和改善性住房需求，加快保障性住房等“三大工程”建设，构建房地产发展新模式。
2023年10月	中共中央 政治局	未涉及地产
2023年12月	中央经济 工作会议	要统筹化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险，严厉打击非法金融活动，坚决守住不发生系统性风险的底线。积极稳妥化解房地产风险，一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。加快推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”。完善相关基础性制度，加快构建房地产发展新模式。
2023年12月	中共中央 政治局	未涉及地产
2024年3月	政府工作 报告	优化房地产政策，对不同所有制房地产企业合理融资需求要一视同仁给予支持，促进房地产市场平稳健康发展。适应新型城镇化发展趋势和房地产市场供求关系变化，加快构建房地产发展新模式。加大保障性住房建设和供给，完善商品房相关基础性制度，满足居民刚性住房需求和多样化改善性住房需求。
2024年4月	中共中央 政治局	继续坚持因城施策，压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任，切实做好保交房工作，保障购房人合法权益。要结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。

资料来源：政府官网、新华网等，万联证券研究所

## 2.1 压实多方主体责任，推动行业去化

房地产行业景气度持续下降，库存去化周期明显拉长，以中指研究院统计的40重点城市去化周期均值来看，2024年5月为23.8个月，一方面二手房供应量增加以及商品房交付担忧等因素导致存量房对新房市场需求形成分流；另一方面房价下跌导致预期转弱以及居民收入增长预期不足压制购房需求。2024年4月中央政治局会议明确首次提出“消化存量房产”及“优化增量住房”，政策发力点转向库存去化。

房地产行业库存概念丰富，包括尚未开发的土地、已取得预售的可售面积、已开工尚未销售的在建面积、已竣工尚未销售的开发产品、二手存量房等，我们可以看到此前政策着力点主要在于刺激需求以推动市场库存去化，预计后续关于库存去化相关政策将更加全面。

**针对未开发土地，严控新增土地，对于存量可以采取政府收回/市场流通转让/企业继续开发的方式盘活。**根据5月17日国务院政策例行吹风会，对于尚未开发或已开工未竣工的存量土地，通过政府收回收购、市场流通转让、企业继续开发等方式妥善处置盘活。同时将严格控制新增土地供应，5月初自然资源部办公厅下发了《关于做好2024年住宅用地供应有关工作的通知》，明确提出合理控制新增商品住宅用地供应，对于商品住宅去化周期超过36个月的城市，应暂停新增商品住宅用地出让，对于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。

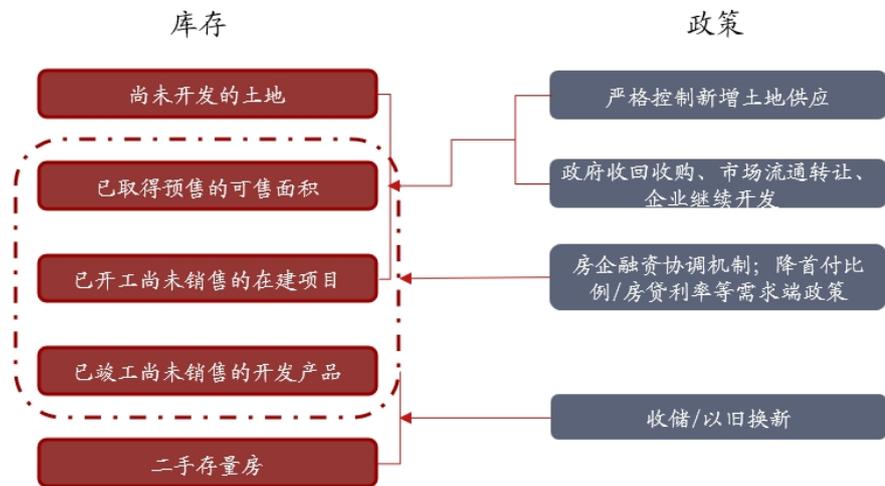
**针对已竣工尚未销售的在建库存，可以通过地方政府进行收储。**（1）收购主体：地方国有企业，该国有企业及所属集团不得涉及地方政府隐性债务，不得是地方政府融资平台，同时应具备银行授信要求和授信空间，收购后迅速配售或租赁；（2）资金来源：设立3000亿元保障性住房再贷款，按照贷款本金的60%发放再贷款，预计将带动银行贷款5000亿元，利率为1.75%，期限1+4（1年期，可展期4次），发放对

象为国开行、政策性银行等21家全国性银行；（3）收购范围：已建成未出售商品房，对不同所有制房地产企业一视同仁；（4）所收购房产用途：作配售型或配租型保障性住房。地方政府收储将有利于目前库存较多的城市去化，同时加快推进保障性住房体系建设，加快房企资金回笼，助力保交房工作推进，但是同时需要关注整体具体落地情况以及收购价格、被收购的主体情况等。

**多地出台“以旧换新”政策，盘活存量住房，提升居民住房品质。**以郑州为例，以旧换新政策可以分为两种方式进行推进，其一，以政府国有平台公司（郑州城市发展集团有限公司）为主体收购二手住房，促成群众通过“卖旧买新、以旧换新”购买改善性新建商品住房；其二，以市场化方式推动以旧换新，对2024年内通过“卖旧买新、以旧换新”购买新建商品住房的群众，给与契税补贴30%的优惠政策。其他部分城市多以促进购房者、开发企业、经纪企业、租赁企业多方联动的模式，推进以旧换新，以实现盘活存量房产的目的。

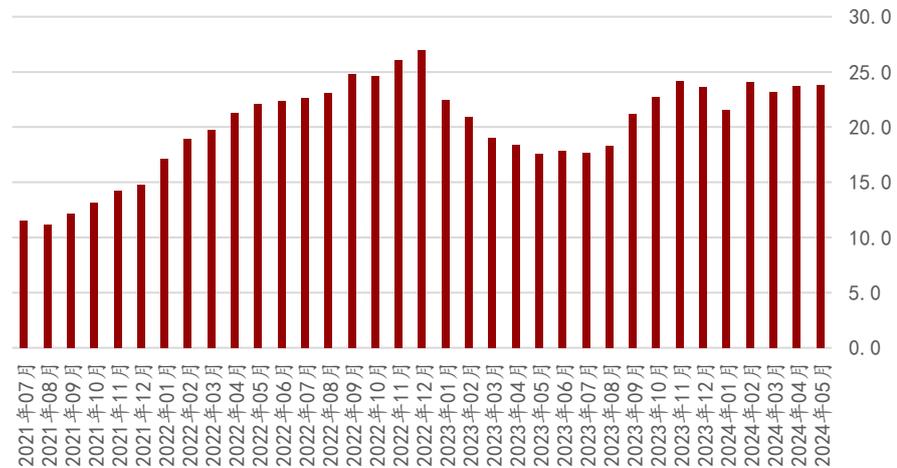
**针对其他可售项目，持续出台降低购房成本相关政策，刺激需求释放。**

图表5: 房地产行业库存去化政策导向路径



资料来源: 万联证券研究所

图表6: 40重点城市商品住宅去化周期均值水平(月)



资料来源: 中指研究院, 万联证券研究所

图表7: 部分城市“以旧换新”政策模式简介

日期	城市及政策文件	主要内容
2月20日	江苏省扬州市住房和城乡建设局发布《关于鼓励市区商品住房“以旧换新”的通知》	在市区出售自有住房并在1年内购买新建商品住宅的，或在市区购买新建商品住宅并在1年内出售自有住房的，给予新购商品住宅契税补贴（补贴比例不超过1.5%）；明确推广“三方联动”式“以旧换新”做法；“支持开发企业开展‘直接收购’式‘以旧换新’业务；“鼓励通过多种方式处置收购房源。鼓励各地探索将收购的旧房用作人才房、保障房和征迁安置房；鼓励开发企业通过出售、出租、活化利用等多种方式处置收购的房源。”；“允许开发企业委托收款。‘以旧换新’过程中，开发企业已足额支付旧房收购款项，后续旧房再出售时，允许开发企业接受委托直接收取售房款。”；开发企业收购的存量住房可以办理转移预告登记。
3月10日	安徽省宣城市城建集团联合宣城市国控集团发布了商品房“以旧换新”公告	“以旧换新”按照旧房收购价不高于新房及车位销售价的置换原则，居民家庭可以用一套或多套旧房置换一套或多套新房及车位。产权车位或车库与旧房在同一小区内的，可用车位或车库置换同等数量的新房车位。支持收购款分批次支付给旧房原产权人，首批用于支付新房首付款，剩余旧房款需等新房贷放款成功后，支付给旧房原产权人。
3月22日	杭州市临平区启动旧房“焕新购”活动，推出楼市“以旧换新”模式。	购房者在活动参与楼盘中选定心仪的新建商品住房房源，与开发企业、经纪企业、租赁企业四方签署买、卖、租一体的四方协议。开发企业在协议规定期限内（倡议期限在30-90天，具体以协议约定为准）为购房者锁定意向房源。经纪企业通过帮客户线上流量倾斜，加速推广销售的“优先卖”服务，缩短旧房售出周期。若在约定期限内未出售旧房，购房者可选择租赁企业对房屋进行优先租赁。若旧房在约定时间内售出，购房者履约完成新房购买手续；若旧房在约定时间内未售出及未出租的，则开发企业履约退还商品住房认购金，购房者无需承担违约责任。当然旧房无租赁需求的，购房者可与开发企业和经纪企业签订三方协议。
4月1日	郑州开展促进房地产市场“卖旧买新、以旧换新”工作	① 2024年全市计划完成二手住房“卖旧买新、以旧换新”10,000套。②群众可通过两种方式实现“卖旧买新、以旧换新”：一是通过郑州城市发展集团有限公司（政府国有平台公司）收购二手住房，促成群众通过“卖旧买新、以旧换新”购买改善性新建商品住房；二是在政府政策鼓励下，通过市场自行交易实现“卖旧买新、以旧换新”。对2024年内通过“卖旧买新、以旧换新”购买新建商品住房的群众，我市现行的契税补贴30%政策延续到2024年12月31日。③根据市内八区保障性租赁住房需求和缺口，在满足职住平衡前提下，由城发集团制定并发布收购计划、收购房源条件等；其次，尽快制定并公开发布收（换）购工作流程，方便卖房和换房群众参与。

资料来源：中指研究院，万联证券研究所

## 2.2 需求端政策大幅放松，供给端加快构建新发展模式

“517”新政从需求端进一步释放利好，降低购房成本，提振市场信心。

**（1）基准政策利率调降+房贷利率市场化：**①2024年2月，央行进行非对称降息，1年期LPR保持不变，5年期以上LPR大幅下调25BP，降幅为2019年房贷利率换锚以来的最大幅度，此次也是历史上较为罕见的在MLF利率不变的情况下非对称降息。②央行下调个人住房公积金贷款利率，其后北京、上海、深圳、广州、东莞、中山、江门、汕头、苏州、合肥、南京、成都、重庆、长沙、郑州、湖北等地住房公积金中心积极响应，纷纷下调公积金贷款利率。③5月17日，央行取消全国层面首二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限，此前我们在年度策略报告中提及房贷利

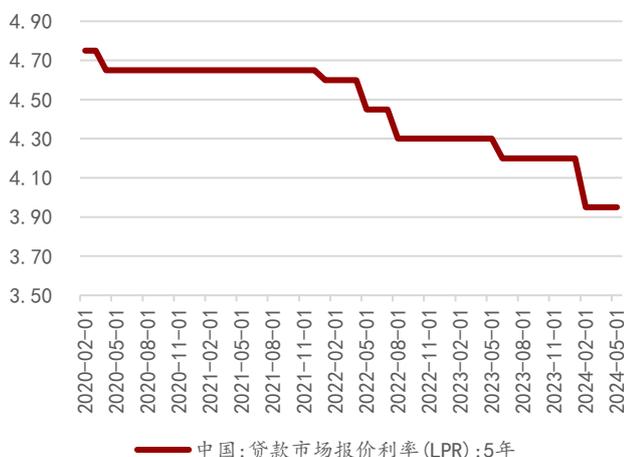
率下调或是本轮房地产需求端提振的关键变量。根据2024年一季度货币政策执行报告显示截至3月末，全国343个城市（地级及以上）中，75个下调了首套房贷利率下限，64个取消了下限。尽管房贷利率持续下降，但是整体下调整节奏趋缓，此次取消全国层面首套及二套住房贷款利率政策下限，给与各个城市更大的政策宽松空间，有利于降低居民购房成本，提振市场需求。根据贝壳研究院数据显示，“517”楼市新政落地后，5月百城首套房平均商贷利率进一步下降，达到3.45%，二套降至3.9%，百城二套平均房贷利率自2019年以来首次降至4%以下，5月首二套主流房贷利率较2023年同期分别回落55BP和101BP。5月银行平均放款周期为22天，维持较快放款速度。

分能级来看，5月一线城市首二套平均房贷利率分别为3.59%、3.98%，较上月下降29BP/31BP，政策松绑后一线城市首套平均贷款利率降幅明显高于其他低线城市平均降幅。上海、深圳等重点城市相继跟进下调房贷利率。如5月27日，上海市首套商贷利率降至3.5%（LPR-45BP），二套房贷利率自贸区临港新片区及6个郊区降至3.7%（LPR-25BP），其他区域降至3.9%（LPR-5BP）。5月28日，深圳首套房商业性个人住房贷款利率下限由LPR-10BP降至LPR-45BP，二套由LPR+30BP降至LPR-5BP。

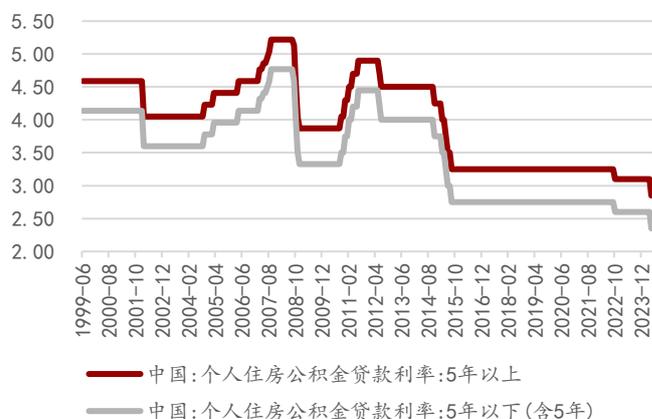
**（2）首付比例创历史低位：**央行将首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于25%。首套首付比例创历史最低水平。一线城市中上海、广州、深圳相继跟进对首付比例进行调降，同时进一步优化了限购政策。

在居民收入预期信心不足背景下，降低居民购房成本，有利于需求释放，此次“517”新政同时推出多项利好政策，体现了政策端对于稳定地产行业的决心。

图表8: 中国5年期贷款市场报价利率(LPR) (%)



图表9: 中国个人住房公积金贷款利率 (%)

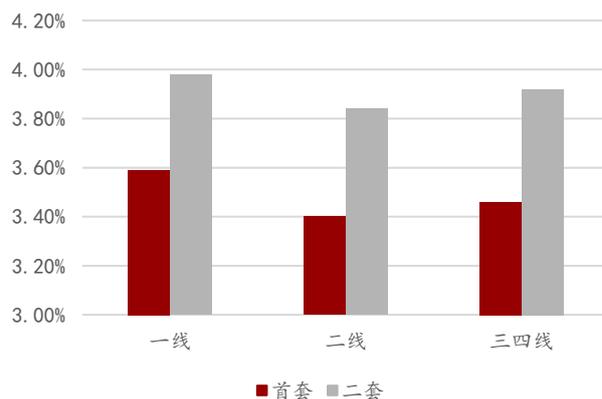
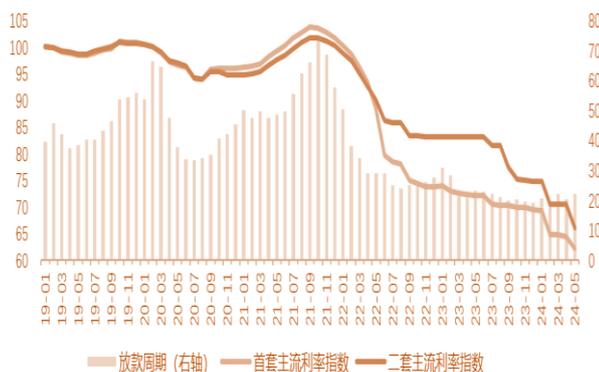


资料来源: wind, 全国银行间同业拆借中心, 万联证券研究所

资料来源: wind, 中国人民银行, 万联证券研究所

图表10: 百城主流房贷利率指数及平均放款周期 (天)

图表11: 各线城市5月首二套房贷利率 (%)



资料来源：贝壳研究院，万联证券研究所

资料来源：贝壳研究院，万联证券研究所

图表12: 5.17新政后重点城市首付比例、房贷利率跟进情况

城市	首付比例		商贷房贷利率下限		城市	首付比例		商贷房贷利率下限	
	首套	二套	首套	二套		首套	二套	首套	二套
上海	20%	自贸区临港新片区&6个郊区 30%/核心区 35%	3.50%	自贸区临港新片区&6个郊区 3.7%/核心区 3.9%	天津	15%	25%	3.35%	3.90%
深圳	20%	30%	3.50%	3.90%	石家庄	15%	25%	3.35%	4.10%
广州	15%	25%	3.40%	3.80%	南宁	15%	25%	3.35%	4.15%
郑州	15%	25%	3.25%	3.35%	长春	15%	25%	3.40%	4.10%
武汉	15%	25%	3.25%	3.35%	青岛	15%	25%	3.45%	3.95%
苏州	15%	25%	3.25%	3.75%	合肥	15%	25%	3.45%	3.45%
无锡	15%	25%	3.25%	4.05%	沈阳	15%	25%	3.45%	4.15%
南京	15%	25%	3.25%	4.25%	大连	15%	25%	3.45%	4.15%
杭州	15%	25%	3.25%	3.35%	哈尔滨	15%	25%	3.45%	4.15%
厦门	15%	25%	3.30%	3.75%	昆明	15%	25%	3.50%	3.90%
福州	15%	25%	3.30%	3.75%	西安	15%	25%	3.55%	3.90%
宁波	15%	25%	3.35%	3.55%	重庆	15%	25%	3.55%	3.90%
成都	15%	25%	3.35%	3.65%	济南	15%	25%	3.55%	3.95%
太原	15%	25%	3.35%	3.75%	长沙	15%	25%	3.65%	3.95%

资料来源：中指研究院，万联证券研究所，截至5月31日

供给端聚焦于“防风险、促转型”。一方面，预计房企融资机制将持续发力，推进保交付，5月17日，国务院举办政策例行吹风会，住建部再次强调“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。城市政府推动符合“白名单”条件的项目“应进尽进”银行对合规“白名单”项目“应贷尽贷”，满足在建项目合理融资需求。”今年初，住房城乡建设部和金融监管总局联合印发《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》。截至5月中旬，297个地级及以上城市已建立城市房地产融资协调机制，商业银行已审批通过“白名单”项目贷款金

额9350亿元，推动项目按时保质交付。另一方面，加快搭建“保障+市场”住房供给体系，建立“人、房、地、钱”要素联动机制，2024年2月27日，住建部发布《关于做好住房发展规划和年度计划编制工作的通知》（简称《通知》），明确指出“完善‘保障+市场’的住房供应体系，以政府为主保障工薪收入群体刚性住房需求，以市场为主满足居民多样化改善性住房需求”。

### 3 需求：住房需求总量基础仍在，下半年新房市场有望筑底

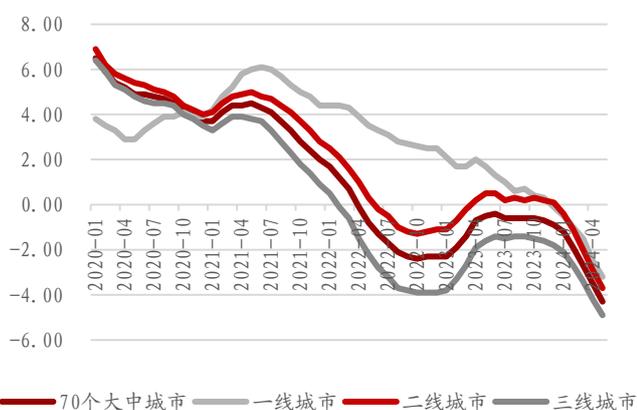
#### 3.1 新房购置需求仍偏弱，房屋成交总量有望保持稳健

房价上涨预期变化、居民收入增长预期不足等因素仍是当前抑制购房需求释放的核心原因。过去多年我国经济增速保持较快增长，居民收入增长预期、房价上行预期向好，购房者整体表现较为积极乐观，伴随着我国新旧动能转换、经济增速换挡的背景下，疫后疤痕效应虽有修复但未现明显转变，我国70个大中城市新房和二手房价格指数同比均出现明显回落，居民未来收入信心指数未见好转，叠加强对新房交付担忧以及二手房市场供应明显增加并以价换量进一步分流新房市场需求，多项因素综合导致当前房地产行业销售仍承压下行。2024年1-5月我国商品房销售面积和销售金额分别为3.66亿平、3.57万亿元，同比分别变动-20.3%和-27.9%。

二手房市场方面，供应端，以一线城市为例，新增挂牌量维持较高位，存量挂牌套数仍在增加，但是增幅明显放缓，预计后续进一步大幅增长的概率较低，二手房供给冲击或已经见顶。成交方面，根据中指研究院数据显示，有连续数据的二十城二手房成交面积在2023年明显提升，2024年1-5月成交面积同比数据有所下降，但从高频数据角度来看，近期二手房市场周度成交数据已经高于上年同期，较新房市场表现更好，预计主要仍是以价换量及新房交付担忧等因素所致。

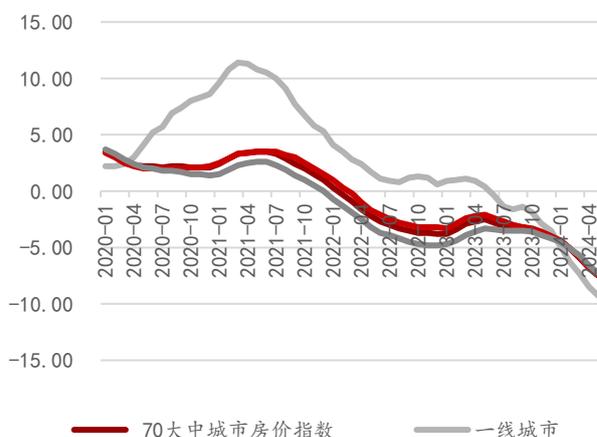
居民资产或更多流向偿债与理财，但随着房贷利率持续下行或吸引资金流入楼市。居民绝对收入仍持续扩大，但是存款与商品房销售同时出现下降，预计主要是由于利率下降、房价上涨预期转变下进行提前偿债或购买理财所致。今年以来公布的前五个月居民中长期贷款中有两个月为负值，处于净偿还状态，5月居民中长期贷款为514.00亿元，同比少增1170.00亿元。

图表13：我国70个大中城市新房价格指数当月同比（%）



资料来源：国家统计局，wind，万联证券研究所

图表14：我国70个大中城市二手住房价格指数当月同比（%）



资料来源：国家统计局，wind，万联证券研究所

图表15: 商品房月度销售面积 (万平, 左轴) 及同比增速 (% , 右轴)



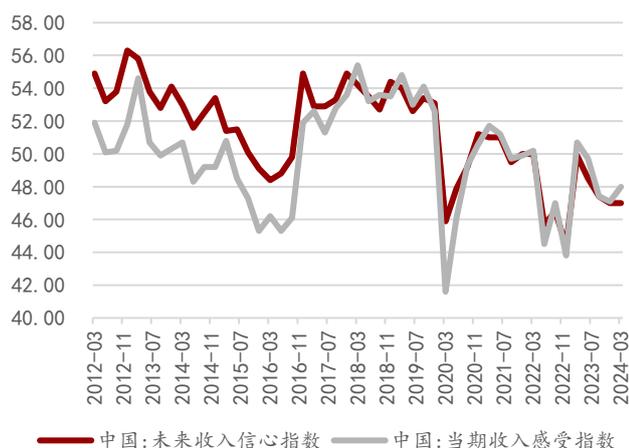
资料来源: wind, 国家统计局, 万联证券研究所, 未作同口径调整

图表16: 商品房月度销售金额 (亿元, 左轴) 及同比增速 (% , 右轴)



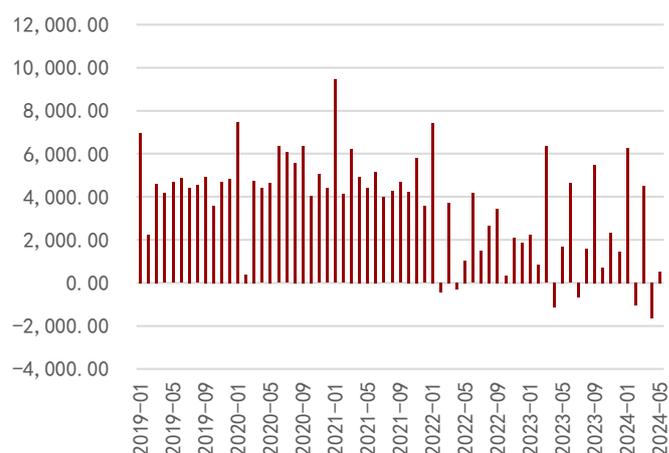
资料来源: 国家统计局, wind, 万联证券研究所, 未作同口径调整

图表17: 我国居民未来收入信心指数 (%)



资料来源: 中国人民银行, wind, 万联证券研究所

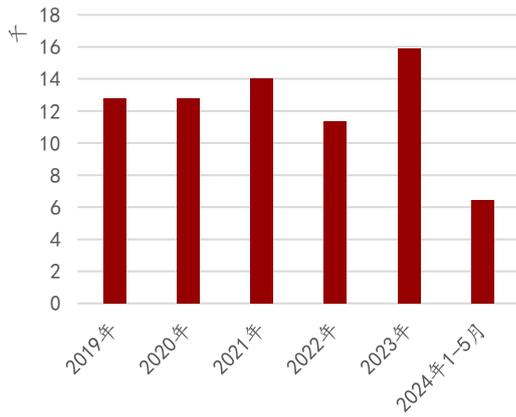
图表18: 新增居民中长期贷款额当月值 (亿元)



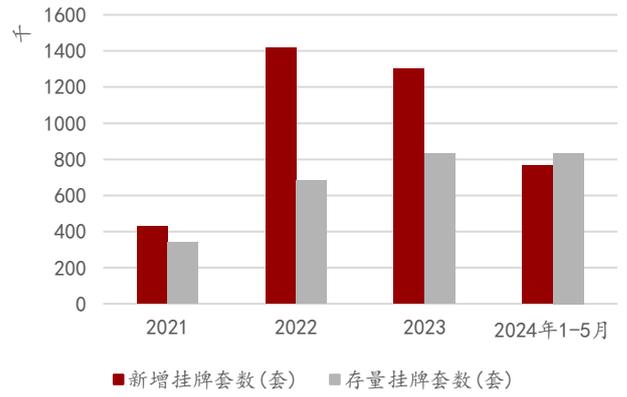
资料来源: 中国人民银行, wind, 万联证券研究所

图表19: 20城二手房市场成交面积 (万平方米)

图表20: 一线城市二手房市场挂牌套数 (套)

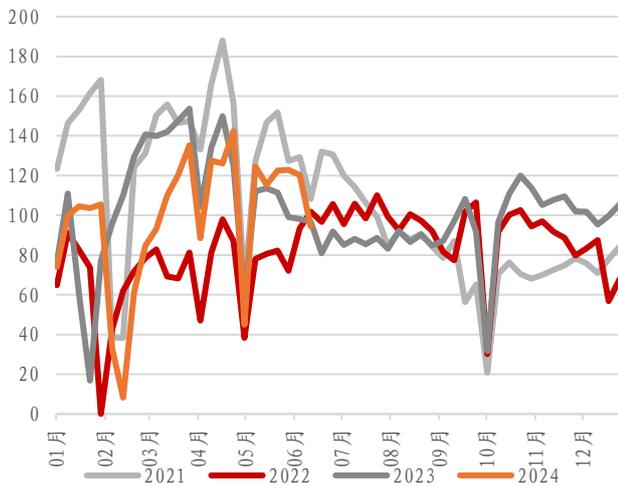


资料来源：中指研究院，万联证券研究所



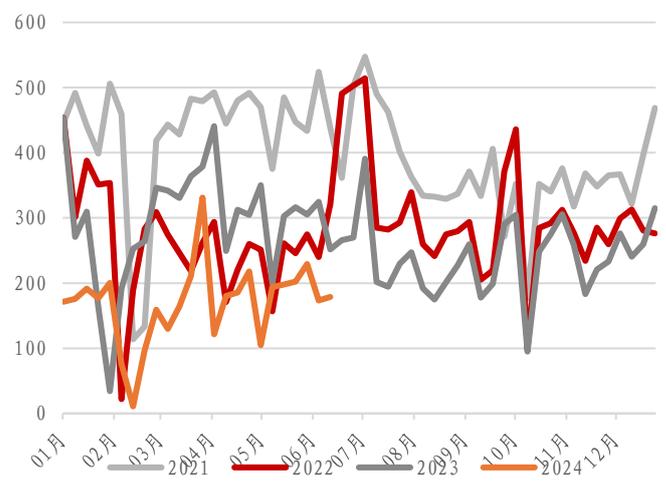
资料来源：中指研究院，万联证券研究所

图表21: 14城二手房周度成交面积 (万平方米)



资料来源：wind，万联证券研究所

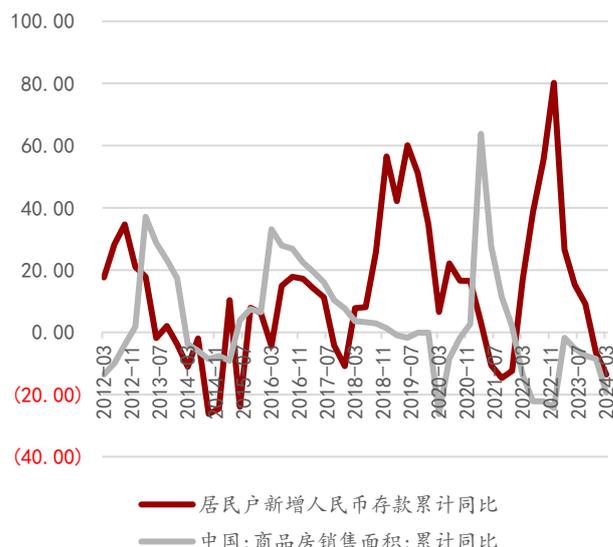
图表22: 30大中城市商品房销售面积 (万平方米)



资料来源：wind，万联证券研究所

图表23: 城镇居民人均可支配收入 (元, 左轴) 及增速 (% , 右轴)

图表24: 居民新增人民币存款与商品房销售面积增速 (%)



资料来源：国家统计局，wind，万联证券研究所

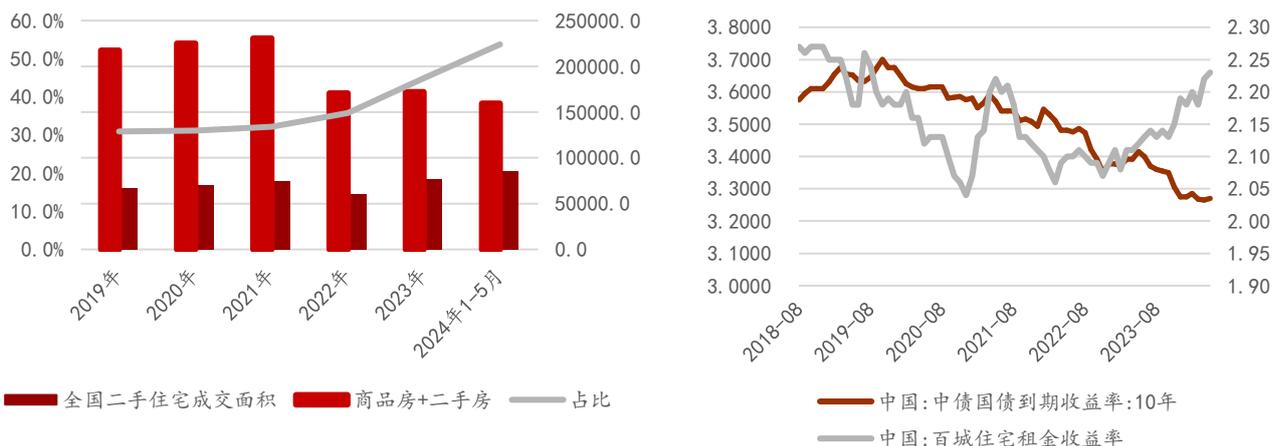
资料来源：央行，国家统计局，wind，万联证券研究所

### 3.2 展望：一二手房需求总量预计保持相对平稳，随着政策持续加持，新房市场有望筑底

我们此前在年度策略报告中测算经过此轮市场深度调整后居民住房刚性需求已经逐渐见底，但是从市场表现来看新房市场销售仍下行，我们认为这主要是二手房市场分流效应所致，我们根据中指研究院有连续数据的二十城二手房数据推测全国二手房成交总量数据，我们以该二十城新房成交占全国商品房成交面积比重为基础加成作为二十城二手房占全国二手房市场比重进行估算，全国二手房与新房总成交量在2022年和2023年相近，以2024年1-5月年化数据来看，2024年新房与二手房成交合计值略低于2022年和2023年，但是这里如果考虑历年成交量相对较高的6月和12月影响，2024年年化值与2022及2023年预计较为接近。从市场需求角度来看，居民对于高品质住房需求总量基础是存在的，同时随着市场深度调整后住房租金收益率持续提升，已经趋近十年期国债收益率，此外政策端持续宽松，对住房消费给予较大的支持力度，房贷利率持续下行等利好政策持续刺激需求释放，展望2024年全年我们认为购房需求总量预计保持相对平稳，新房市场有望筑底，进一步下降的空间有限。

图表25：我国二手房、新房+二手房成交面积测算值（万平方米，右轴）及二手房成交占比（%，左轴）

图表26：10年期国债收益率（%，左轴）及百城住宅租金收益率（%，右轴）



资料来源:中指研究院,国家统计局,万联证券研究所

资料来源:中债估值中心,wind等,万联证券研究所

## 4 供给: 现金流自循环不畅, 投资端预计仍下滑

### 4.1 资金面: 经营性现金流自循环不畅, 整体资金面仍承压

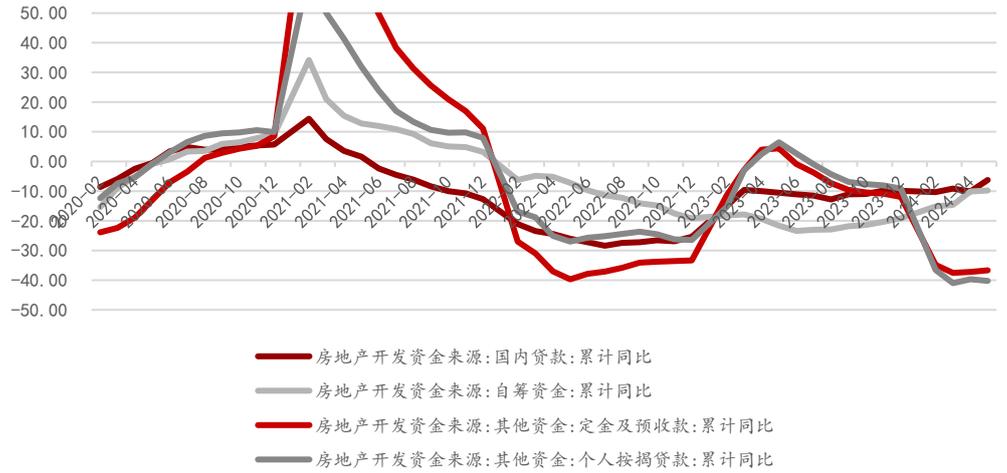
经营性现金流持续承压下降, 融资端政策效果显现支撑房企融资端现金流。从房地产行业到位资金规模角度来看, 2024年1-5月到位资金为4.2万亿元, 同比下滑了24.3%, 降至2013年左右水平。从各类到位资金情况来看, 2024年以来与房企融资相关的资金下滑的幅度更小, 预计主要是房企融资协调机制建立, “白名单”发挥融资支持作用, 2024年1-5月国内贷款以及自筹资金同比增速分别为-6.2%和-9.8%, 较2023年下滑幅度明显收窄, 2024年以来与销售端相关的到位资金下滑幅度明显扩大, 2024年1-5月定金及预收款、个人按揭贷款同比增速分别为-36.7%和-40.2%。当前行业销售端在政策持续宽松的背景下仍在持续积蓄力量, 但是整体动力不足, 对房企经营性现金流造成较大压力, 融资端相关到位资金在多项政策支持下表现更具韧性。

图表27: 房地产行业到位资金规模(亿元, 左轴)及增速(% , 右轴)



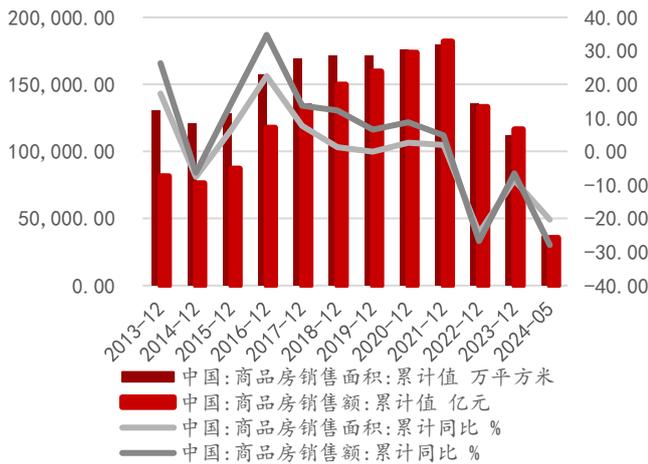
资料来源:国家统计局,wind,万联证券研究所

图表28: 房地产行业各类到位资金累计同比增速(%)



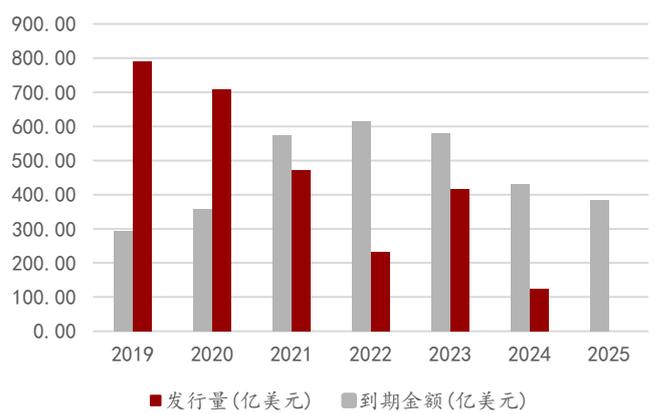
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表29: 商品房销售金额/面积 (左轴) 及累计同比增速 (右轴)



资料来源: wind, 国家统计局, 万联证券研究所

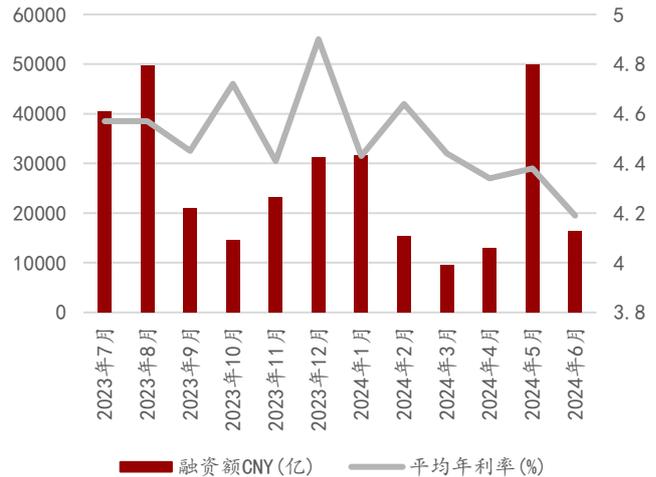
图表30: 境外债发行及到期量 (亿美元)



资料来源: wind, 万联证券研究所, 数据截至2024年6月18日

图表31: 房地产行业境内债融资规模月度变化 (亿元, 左轴) 及平均票面利率 (% , 右轴)

图表32: 房地产行业银行借款金额 (亿元, 左轴) 月度变化及平均年利率 (% , 右轴)



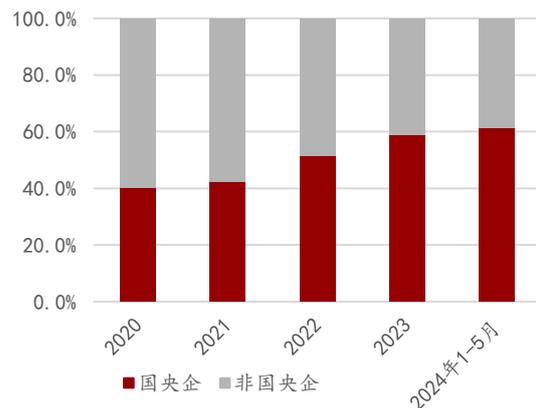
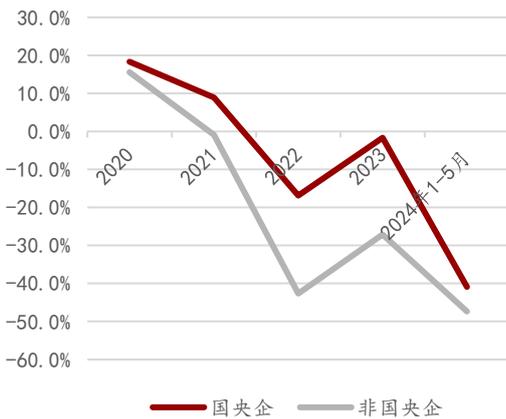
资料来源：中指研究院，万联证券研究所

资料来源：中指研究院，万联证券研究所

从企业层面来看，房企销售整体下滑，国央企背景房企表现相对韧性更强。我们根据中指研究院2024年1-5月百强销售排行榜TOP30房企按照不同企业属性统计计算其历年销售金额增速，不同属性房企整体销售增速均出现下滑，但央国企背景房企的销售金额下滑降幅低于非国央企背景房企，从销售金额占比角度来看，近几年国央企背景房企的销售金额占比持续抬升，TOP30房企中国央企背景房企销售金额占比已经超六成。行业下行叠加信用风险等因素影响下，央国企背景房企在销售中更易获得购房者信任。根据中指研究院关于房企境内债发行统计数据显示，国央企（含地方国资）背景房企的境内债融资规模占绝对优势。

图表33: TOP30不同属性房企（剔除历史可比数据不全的企业）销售金额增速

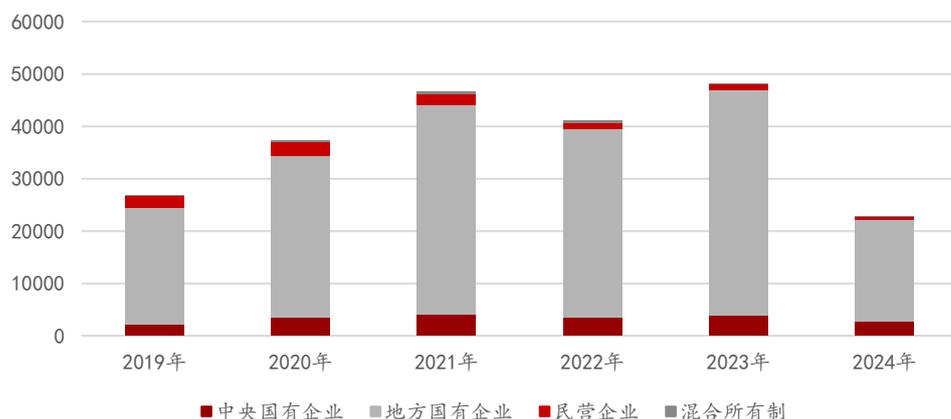
图表34: TOP30不同属性房企（剔除历史可比数据不全的企业）销售金额占比



资料来源：中指研究院，万联证券研究所

资料来源：中指研究院，万联证券研究所

图表35: 不同性质房企境内债融资规模（亿元）



资料来源：中指研究院，万联证券研究所，截至2024年6月18日

## 4.2 投资：土地市场收缩、开竣工承压下降、投资端修复进程承压

房企经营性现金流自循环受阻，投资态度谨慎，土地成交规模持续收缩。2021年以来我国土地供应建面、成交建面以及成交总价持续下降，2024年1-5月我国住宅用地类土地供应建面、成交建面以及成交总价分别为2.28亿平、1.47亿平和0.53万亿元，同比分别下降25.2%、26.8%和34.4%。

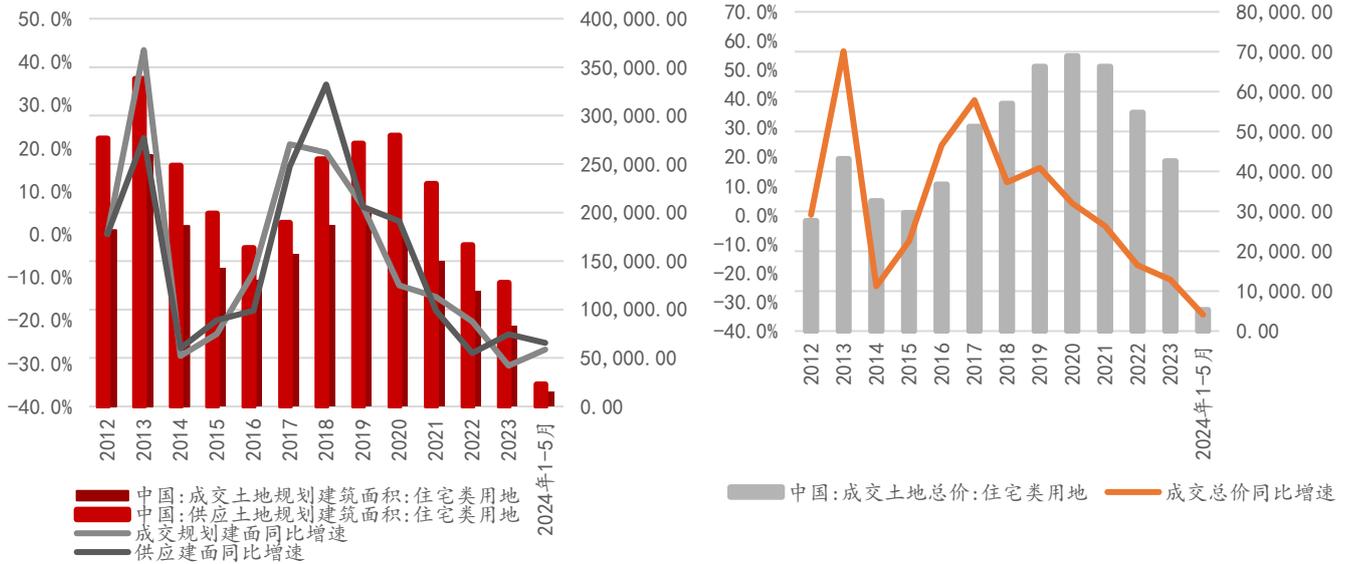
从不同企业属性角度来看，国央企背景房拿地占比仍占绝对优势，民营房企拿地金额占比有所提升。根据亿翰智库统计数据，2024年1-5月国央企（含地方国资）房企权益拿地金额占比达到80.6%，较2023年有所下降，民营房企拿地金额占比达到19.5%，较2023年略有提升。

预计在行业销售端现金流未有持续改善前，房企受资金面限制拿地态度仍保持谨慎，同时当前根据每个城市库存去化周期情况严格控制土地供应，预计下半年土地市场仍将承压，预计处在低位波动。

房企拿地态度谨慎，土地市场成交规模持续收缩，新开工持续承压，2024年1-5月新开工面积同比下滑24.2%，竣工端，2024年1-5月竣工面积下滑20.1%，在延迟竣工以及保交楼等政策推动下2023年竣工端交付高增，随着这些影响因素减弱，竣工端在新开工持续下滑的基础上整体承压，2024年保交付政策预计仍将持续推进，但是预计2024年全年竣工端仍将承压下行，投资端在土地市场收缩、开竣工下滑下，预计全年仍承压下降。

图表36：全国住宅用地供应规划建筑面积（万平，右轴）及增速（%，左轴）

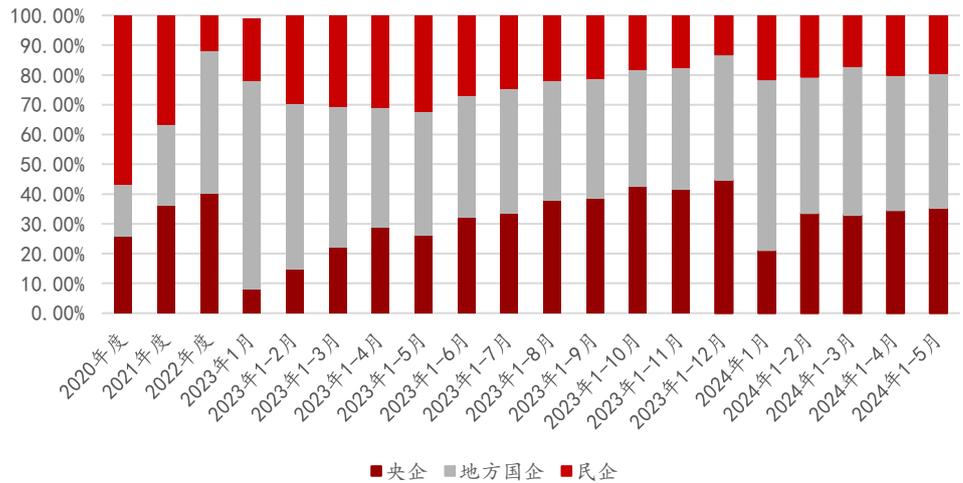
图表37：全国住宅用地成交总价（亿元，右轴）及增速（%，左轴）



资料来源: wind, 万联证券研究所

资料来源: wind, 万联证券研究所

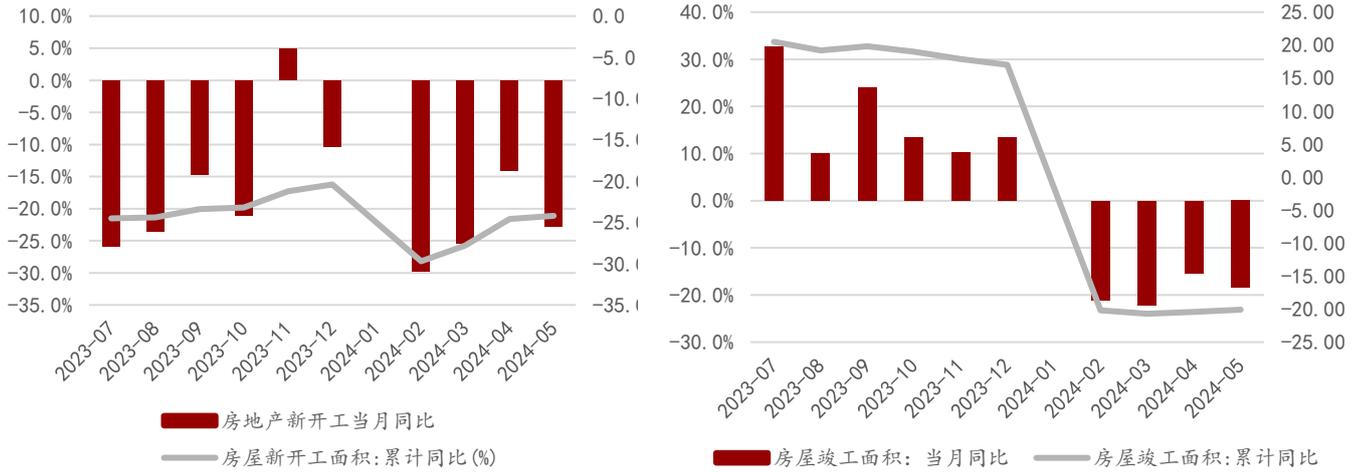
图表38: 不同性质企业权益拿地金额占比情况



资料来源: 亿翰智库, 万联证券研究所

图表39: 新开工面积当月(%, 左轴)及累计同比增速(%, 右轴)

图表40: 竣工面积当月(%, 左轴)及累计同比增速(%, 右轴)

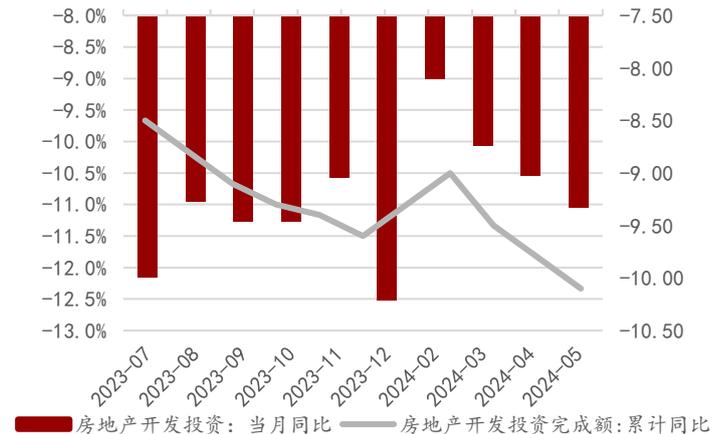


资料来源: wind, 国家统计局, 万联证券研究所

资料来源: 国家统计局, wind, 万联证券研究所

图表41: 房屋施工面积累计同比增速 (%)

图表42: 房地产开发投资完成额当月 (%) 及累计同比增速 (%) (右轴)



资料来源: 国家统计局, wind, 万联证券研究所

资料来源: 国家统计局, wind, 万联证券研究所

## 5 投资建议与风险因素

**投资建议:** 当前房地产行业仍处于调整中, 政策层面依据市场变化情况不断积极应对, 4月政治局会议首次提及库存去化问题, 为未来提供新的政策支持方向, 我们认为下半年政策端将从多维度支持行业去化, 一方面通过放松需求端政策刺激需求释放, 同时给与房企更大的融资支持, 以进一步推动房企信用修复进而打消新房购买的后顾之忧; 另一方面通过收储/以旧换新等政策推动存量库存去化, 此外严格控制新增土地供应等, “517”新政后多个城市跟进, 后续仍需持续跟进核心城市政策落地情况以及政策效果。需求端, 我们认为行业一二手房总体成交总量有望保持相对稳定, 随着政策端支持, 房企信用修复, 新房市场销售有望持续筑底, 销售下滑拖累, 资金流自循环不畅等因素影响, 前端投资收缩、开竣工亦承压下降, 预计2024年投资端仍处于下滑状态。建议关注①财务健康、销售稳健、土储充足的综合实力较强的开发板块优质个股; ②估值低位的优质物业管理公司。

**风险因素：**政策支持力度不及预期、政策效果不及预期、行业信用风险持续超预期、居民收入信心修复不及预期、数据统计偏差等。

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场