

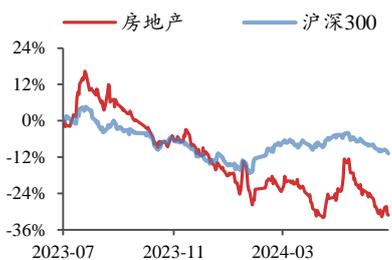
房地产

2024年07月08日

投资评级：看好（维持）

——行业深度报告

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《新房热度有所减弱，设立300亿国企土地盘活基金——行业周报》

-2024.7.7

《2024年1-6月百强销售金额点评：6月百强销售数据环比改善明显，中海四子亮点突出——行业点评报告》

-2024.7.1

《北京优化地产新政，保交楼工作落实推进——行业周报》

-2024.6.30

一线城市房地产市场专题：新房乏力二手房坚挺，房产配置性价比提升

齐东（分析师）

qidong@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

胡耀文（分析师）

huyaowen@kysec.cn

证书编号：S0790524070001

● 政策端：限购逐步打开，房贷利率降至低位

2024年，一线城市购房政策调整依旧以宽松为主，自4月30日政治局会议提出“去库存”措施后，北京、深圳和上海边际放松郊区限购，5月17日央行优化信贷政策以来，上海、深圳、广州和北京先后下调或取消首套房贷款利率下限。对比2022Q2一线城市贷款利率，广州官宣取消房贷利率下限，北京、上海、深圳首套最低房贷利率LPR加点分别下降100、80、75BP，二套最低房贷利率LPR加点分别下降130、130、65BP，均已降至历史底部区间，整体信贷环境宽松。

● 销售端：新房乏力二手房坚挺，去化周期拉长

一线城市2024年整体销售表现新房表现乏力，二手房表现稳健。5.17新政后一线城市成交表现明显改善：上海6月二手房成交2.64万套（5月二手房成交1.83万套），客户咨询量和带看量均有明显增长；深圳6月二手房套数同比+74%，北京6月二手房成交套数同比+29%，广州6月新房成交套数同比+6%。2024年6月，北京、上海、深圳和广州新房去化周期分别为16.8、7.0、25.7、22.6个月，库存去化周期拉长，同时2024年2月以来二手房挂牌量明显提升。

● 价格端：二手房以价换量，租金收益率上涨

北京和上海由于限价政策存在，新房价格韧性较强，二手房价格自2023年下半年同比转为负数，且降幅不断扩大。广州新房和二手房均在2023年初开始下跌，深圳二手房受指导价影响2022年开始下跌。从5月销售价格指数较最高点时的回撤幅度来看：北京和上海二手回撤幅度均为8.9%，价格回落至2021年初水平；深圳和广州二手回撤幅度均为13.2%，价格回落至2020年前后水平。从收益率角度来看，由于租金回报率的提升，当前房产配置性价比有所提升，进一步支撑需求底的来临。2023年以来一线城市二手住宅价格下跌，租金回报率有所提升，2024年5月北京、上海、深圳、广州二手住宅租金回报率分别为1.48%、1.75%、1.64%、1.68%，距离发达国家3%的租金收益率仍有空间。

● 投资建议

2024年中央稳地产信号明确，一线城市购房政策整体宽松，限购政策边际打开，首付比及房贷利率均降至历史低值。量价层面看，2024年来一线城市新房成交不及预期，二手房以价换量明显，价格下降后成交量有所回升。我们认为宽松政策对于购房预期的提升以及市场成交的促进需要一定的转化周期，6月以来四城市场成交情况均有所改善，租金收益率的提升也进一步提高了房产配置性价比。我们认为未来房地产政策将延续宽松基调，购房需求仍有释放空间。我们持续看好投资强度高、布局区域优、机制市场化的强信用房企。推荐标的：（1）保利发展、招商蛇口、中国海外发展、建发股份、越秀地产等优质央国企；（2）万科A、绿城中国、滨江集团、新城控股等财务稳健的民企和混合所有制企业。

● 风险提示：一线城市销售不及预期、政策放松不及预期、房价涨幅不及预期。

目 录

1、政策端：限购逐步打开，房贷利率降至低位.....	4
2、销售端：新房乏力二手房坚挺，去化周期拉长.....	6
2.1、新房表现乏力，二手房表现稳健.....	6
2.2、库存整体走高，去化周期拉长.....	8
3、价格端：二手房以价换量，租金收益率上涨.....	11
3.1、京沪新房价格坚挺，广深二手房回撤幅度更大.....	11
3.2、租金收益率增长，房产配置性价比提升.....	13
4、四大因素导致二手成交较新房更加活跃.....	15
5、投资建议.....	17
6、风险提示.....	18

图表目录

图 1：一线四城首二套房贷利率均降至 4% 以内.....	6
图 2：北京 2019 年以来大部分月份二手房成交面积大于新房.....	7
图 3：上海 2024 年 5 月二手房成交较新房同比增长.....	7
图 4：深圳自 2021 年发布二手房指导价政策后二手房成交规模大幅下降.....	7
图 5：广州 2024 年 1-5 月二手房市场成交同比保持增长.....	7
图 6：上海 5.27 新政后二手房成交套数明显提升.....	8
图 7：北京 2024 年 6 月新房去化周期 16.8 个月.....	8
图 8：上海 2023 年下半年以来新房库存和去化周期均走高.....	9
图 9：深圳自 2023 年下半年开始去化周期加速增长.....	9
图 10：广州自 2021 年下半年以来整体库存相对稳定.....	10
图 11：一线四城 2024 年二季度二手房出售挂牌量指数有所增长.....	10
图 12：北京 2023 年下半年来二手房消化周期有所增长.....	11
图 13：广州 2023 年下半年来二手房消化周期保持稳定.....	11
图 14：北京新房自 2024 年 4 月开始同比下跌.....	11
图 15：上海新房自 2019 年开始同比持续上涨.....	11
图 16：深圳二手房价格自 2022 年初开始下跌.....	12
图 17：广州新房和二手房价格自 2023 年初开始下跌.....	12
图 18：北京二手房 2024 年 5 月二手住宅价格指数较最高点回撤幅度达 8.9%.....	12
图 19：上海二手房 2024 年 5 月二手住宅价格指数较最高点回撤幅度达 8.9%.....	12
图 20：深圳二手房 2024 年 5 月二手住宅价格指数较最高点回撤幅度达 13.2%.....	13
图 21：广州二手房 2024 年 5 月二手住宅价格指数较最高点回撤幅度达 13.2%.....	13
图 22：北京 2023 年 9 月以来二手住宅租金指数同比表现优于中原领先指数.....	13
图 23：上海 2022 年 11 月以来二手住宅租金指数同比表现优于中原领先指数.....	13
图 24：深圳 2022 年 1 月以来二手住宅租金指数同比表现优于中原领先指数.....	14
图 25：广州 2022 年 7 月以来二手住宅租金指数同比表现优于中原领先指数.....	14
图 26：2023 年以来一线城市二手住宅租金回报率呈现上涨趋势.....	14
图 27：发达国家市中心租金收益率基本在 3% 及以上.....	15
图 28：2024Q1 一线城市二手房价格泡沫降至 5% 的健康状态.....	15
图 29：北京和上海普宅认定标准调整后二手房交易税费降低.....	16

图 30: 普宅标准放松后, 北京 2021-2023 年成交商品住宅中普宅占比提升至 62%	16
图 31: 普宅标准放松后, 上海 2021-2023 年成交商品住宅中普宅占比提升至 80%	16
图 32: 2023 年 9 月以来上海新房可售面积大部分位于外环以外	17
图 33: 2024 年 6 月广深核心区域新房可售面积占比均不超过 20%	17
表 1: 2024 年一线城市购房宽松政策频出	4
表 2: “5.17”新政后四个一线城市中限贷层面均已发布放松政策	5
表 3: 一线城市房贷利率 LPR 加点相较 2022Q2 大幅降低	6
表 4: 受益标的为融资有优势、投资强度高、布局区域优、机制市场化的房企	18

1、政策端：限购逐步打开，房贷利率降至低位

2024年，一线城市购房政策调整依旧以宽松为主，自4月30日政治局会议提出“去库存”措施后，北京、深圳和上海边际放松郊区限购，5月17日央行优化信贷政策以来，上海、深圳、广州和北京先后下调或取消首套房贷款利率下限，四个一线城市均落地央行“5·17”楼市新政相关细则。

表1：2024年一线城市购房宽松政策频出

时间	部委	要点	政策内容
2024/1/27	广州	限购放松	在限购区域范围内，购买建筑面积120平方米以上（不含120平方米）住房，不纳入限购范围。在限购区域范围内，居民家庭将自有住房用作租赁住房并办理房屋租赁登记备案手续的，或者在我市存量房交易系统取得房源信息编码并挂牌计划出售的，购买住房时相应核减家庭住房套数。
2024/1/30	上海	限购放松	根据上海市住房和城乡建设管理委和市房屋管理局联合发布的《关于优化本市住房限购政策的通知》，自1月31日起，非本市户籍居民如在本市连续缴纳社会保险或个人所得税满5年及以上，将有权在外环以外区域（崇明区除外）限购1套住房。
2024/2/6	北京	限购放松	即日起，在京具备购房资格的四类家庭，可以在通州区购买一套商品住房。新政策变化最大的就是在通州区落户和就业的家庭，只要是符合北京整体限购政策即可，取消了落户、社保或纳税需满3年的要求。
2024/2/7	深圳	限购放松	取消购房落户年限以及缴纳个人所得税、社会保险年限要求；非本市户籍居民家庭及成年单身人士（含离异）能提供购房之日前3年在本市连续缴纳个人所得税或社会保险证明的，限购1套住房。
2024/3/26	深圳	面积放宽	深圳市规划和自然资源局宣布废止《关于按照国家政策执行住宅户型比例要求的通知的通知》，此举意味着被称为“7090政策”的户型比例要求在深圳正式退出。
2024/3/27	北京	限购放松	北京市住建委宣布废止两年前发布的一则文件，文中称“夫妻离异的，原家庭在离异前拥有住房套数不符合本市商品住房限购政策规定的，自离异之日起3年内，任何一方均不得在本市购买商品住房。”
2024/4/30	北京	限购放松	在执行现有住房限购政策的基础上，允许居民家庭（含夫妻双方及未成年子女）或成年单身人士，在五环外新购买1套商品住房。
2024/5/6	深圳	限购放松	有两个及以上未成年子女的深圳本市户籍居民家庭，在执行现有住房限购政策的基础上，可在盐田、宝安区（不含新安街道、西乡街道）、龙岗、龙华、坪山、光明、大鹏新区范围内再购买1套住房。
2024/5/27	上海	限购放松	四部门联合印发通知，提出调整优化住房限购政策、支持多子女家庭合理住房需求、优化住房信贷政策、支持“以旧换新”以及优化土地和住房供应等九条政策措施。（1）购房社保年限：非沪籍居民社保或个税年限从5年调整至3年，新区新城以及南北转型等重点区域从3年调整至2年，缩短了购房年限要求；（2）单身购房范围：非户籍人才购房范围从此前重点区域扩大到全区，非沪籍单身人士购房区域增加了外环内二手房。
2024/5/28	深圳	限贷放松	下调个人住房贷款最低首付款比例和利率下限。首二套住房个人住房贷款最低首付款比例调整为20%和30%，首二套房贷利率下限调整至LPR-45BP和LPR-5BP。
2024/5/28	广州	限购放松	（1）限购放松：非本市户籍居民家庭和单身人士能提供购房之日前6个月在本市连续缴纳个人所得税缴纳证明或社会保险缴纳证明的，在限购区域分别限购2套和1套住房。若购房人在所购住房所在区无住房，可按首套住房认定。（2）限贷放松：商贷购买首套、二套住房的居民家庭，最低首付比例分别调整为不低于15%、25%，并取消利率下限。
2024/6/27	北京	限贷放松	从首付比例方面来看，按照新政，首套房最低首付比例为20%；二套房方面，五环内最低首付比例为35%，五环外最低首付比例为30%。同时，商贷利率也作出调整。首套房商贷利率下限调整为LPR（贷款市场报价利率）减45个基点，调整后5年期以上房贷利率下限目前为3.5%；二套房商贷利率下限调整为五环内LPR减5个基点，即3.9%，五环外LPR减25个基点3.7%。公积金贷款新规：首套住房首付降至20%，二套五环内外分别不低于35%和30%。

资料来源：各地住建部、新华社、中国新闻网等、开源证券研究所

截至 6 月末，一线城市中，北京、上海和深圳首套利率均下降 45BP 至 3.5%，二套最低利率降至 3.7%、3.7%、3.9%，均已明确首套首付比例最低 20%、二套首付比例最低 30%。广州官宣取消房贷利率下限，首二套利率均下调 45BP 至 3.40%、3.80%，首付比最低首套 15%、二套 25%，是一线城市中信贷最宽松的城市。

表2：“5.17”新政后四个一线城市中限贷层面均已发布放松政策

政策类型		北京	上海	广州	深圳	
限购政策	限购区域划分	全市限购	全市限购	限购区域 (6 个): 越秀、海珠、荔湾、天河、白云 (部分)、南沙。 (购买建面 120 平方米以上住宅不限购)	全市限购	
		通州区取消双限, 只要符合北京整体限购政策即可购房	有条件限购宽松区域: 外环外、临港、金山等部分区域	非限购区域 (6 个): 增城、从化、花都、黄埔、番禺、白云北部四镇	限购宽松区: 盐田、宝安 (不含新安、西乡街道)、龙岗、龙华、坪山、光明、大鹏	
	限购套数规定	限购 2 套, 二孩及以上家庭, 购买第二套住房的, 在个人住房贷款中认定为首套住房	夫妻均为上海户籍, 2011.1.30 前夫妻双方各自和父母共有住房数 ≤ 2 套, 限购 2 套, 多孩家庭增购一套	限购区域限购 2 套。非限购区域可购买多套房 (放售/放租两套买第三套房可按首套房执行)	限购 2 套, 取消原落户 3 年、购房之日前连续缴纳 3 年及以上个税或社保要求。	
		限购 1 套, 离异 3 年内不得京内购房 (含持有有效北京市工作居住证个人)	无房且本人和父母 2011.1.30 前共有住房数 ≤ 2 套, 限购 1 套, 取消离异 3 年内购房合并计算住房套数规定	限购区限购 1 套	限购 1 套, 取消落户 3 年、购房之日前连续缴纳 3 年及以上个税或社保要求。	
	非本市户籍居民家庭及单身	家庭个人均限购 1 套, 需满足购房之日前连续缴纳 5 年及以上个税或社保	购房之日前连续缴纳 3 年及以上个税或社保, 家庭全市限购 1 套, 单身限购 1 套区域扩大至外环内二手住房	购房之日前 6 个月连续缴纳个税或社保, 限购 1 套	核心区购房之日前连续缴纳 3 年及以上个税或社保, 限购 1 套; 限购宽松区域, 满 1 年限购 1 套	
限贷政策	认贷情况	认房不认贷				
	首付比例	首套	30% → 20%	30% → 20%	30% → 15%	30% → 20%
		二套	城六区 50% → 五环内 35%	主城区 50% → 35%	25%	40% → 30%
		城六区以外 40% → 五环外 30%	临港新片区、嘉定、青浦、松江、奉贤、宝山、金山: 40% → 30%			
	贷款年限	30 年	30 年	30 年	30 年	
	普宅认定	调整后不看总价段、并提高单价标准: 5 环以内 ≤ 85000, 5-6 环 ≤ 65000, 6 环以外 ≤ 45000。同时满足容积率 ≥ 1, 单套住房建面 ≤ 144 平方米, 即认定为普宅	取消成交总价限制。同时满足 5 层及以上的多高层住房或不足 5 层的老式公寓、里弄, 且单套住房建面 ≤ 144 平方米, 即认定为普宅	不区分普宅非普	取消成交总价限制。同时满足容积率 ≥ 1, 且单套住房套内建面 ≤ 120 平方米或建面 ≤ 144 平方米, 即认定为普宅	
房贷利率	首套	LPR-45BP (3.5%)	LPR-45BP (3.5%)	LPR-10BP → 取消利率下限	LPR-10BP → LPR-45BP (3.5%)	
	二套	五环内 LPR-5BP (3.9%) 五环外 LPR-25BP (3.7%)	主城-5BP (3.9%) 郊区-25BP (3.7%)	LPR+30BP → 取消利率下限	LPR+30BP → LPR-5BP (3.9%)	

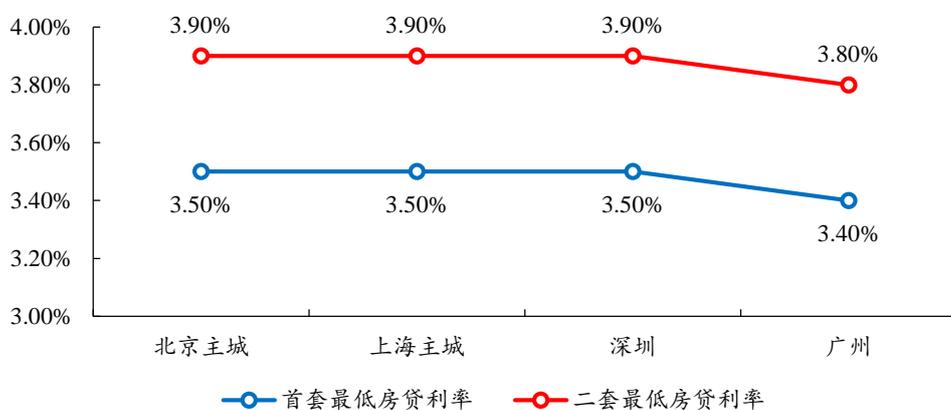
资料来源: 新京报、北京商报等、开源证券研究所

对比 2022 年二季度一线城市贷款利率, 北京、上海、深圳首套最低房贷利率 LPR 加点分别下降 100、80、75BP, 二套最低房贷利率 LPR 加点分别下降 130、130、65BP, 均已降至历史底部区间, 叠加首付比下降, 整体购房成本大幅降低。

表3：一线城市房贷利率 LPR 加点相较 2022Q2 大幅降低

城市	房贷利率下限					
	2022Q2		2023Q4		2024Q2	
	首套	二套	首套	二套	首套	二套
北京	LPR+55BP	LPR+105BP	城六区 LPR+10BP	城六区 LPR+60BP	LPR-45BP	五环内 LPR-5BP
			郊区 LPR	郊区 LPR+55BP		五环外 LPR-25BP
上海	LPR+35BP	LPR+105BP	LPR-10BP	主城 LPR+30BP	LPR-45BP	主城 LPR-5BP
				郊区 LPR+20BP		郊区 LPR-25BP
深圳	LPR+30BP	LPR+60BP	LPR-10BP	LPR+30BP	LPR-45BP	LPR-5BP
广州	LPR	LPR+60BP	LPR-10BP	LPR+30BP	取消利率下限	取消利率下限

资料来源：各地住建部、新华社、中国新闻网等、开源证券研究所

图1：一线四城首二套房贷利率均降至 4% 以内


数据来源：贝壳研究院、各地住建部、新华社、中国新闻网等、开源证券研究所

2、销售端：新房乏力二手房坚挺，去化周期拉长

2.1、新房表现乏力，二手房表现稳健

观察一线城市月度销售数据，2024 年整体新房表现乏力，二手房表现稳健。

北京：1-5 月新房和二手房销售面积同比分别-16.3%、-17.6%，5 月单月同比分别-22.8%、+1.8%。据北京住建局数据，6 月北京新房和二手房分别成交 3870 和 14987 套，同比分别-32%、+29%，二手房成交热度提升。自 2019 年以来大部分月份二手房成交规模高于新房，存量房市场对楼市整体影响更为强烈。

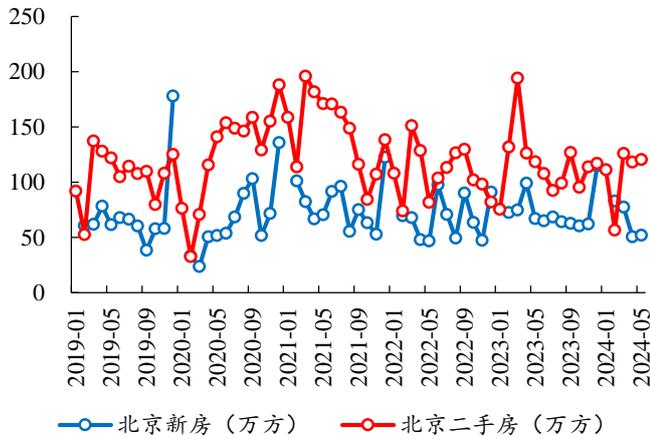
上海：1-5 月新房和二手房销售面积同比分别-2.2%、-4.1%，5 月单月同比分别-6.3%、+20.9%。据上海房管局数据，6 月上海新房和二手房分别成交 10549 和 26376 套（5 月二手房成交 1.83 万套），有 6 天日成交量突破 1000 套，自 5 月 27 日发布新政后，二手房客户咨询量和带看量均有明显增长，二手房成交节奏明显加快。

深圳：1-5 月新房和二手房销售面积同比分别-29.4%、+26.4%，5 月单月同比分别-28.6%、+41.9%。据深圳规划和国土资源委员会数据，6 月深圳新房和二手房分别

成交 2927 和 4249 套，同比分别-4%、+74%，自 5 月 28 日发布新政后，二手房成交明显放量。深圳自 2021 年出台二手房指导价政策后，二手房市场出现大批量横盘，整体成交规模锐减，2020 年深圳二手房月均超 60 万方，2021 下半年至 2022 年月均不超过 20 万方，2023 年指导价有所放松，但成交量距离 2020 年仍有较大差距。

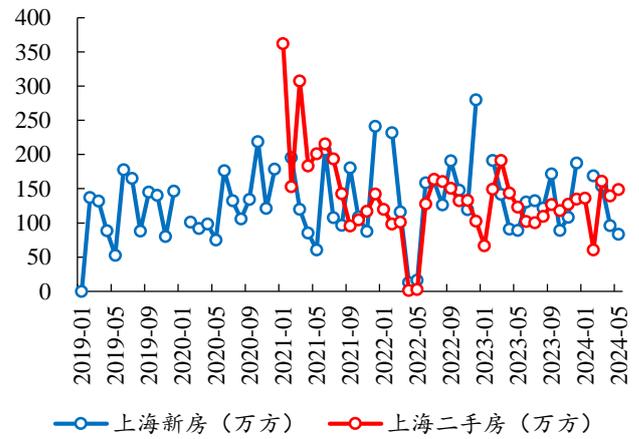
广州：1-5 月新房和二手房销售面积同比分别-37.3%、+1.7%，5 月单月同比分别-22.8%、-13.5%。据广州房管局数据，6 月广州新房成交 7623 套，同比+6%，新政后楼市成交有所回暖。广州新房和二手房成交规模相当，2024 年以来总体二手房市场成交更加稳健。

图2：北京 2019 年以来大部分月份二手房成交面积大于新房



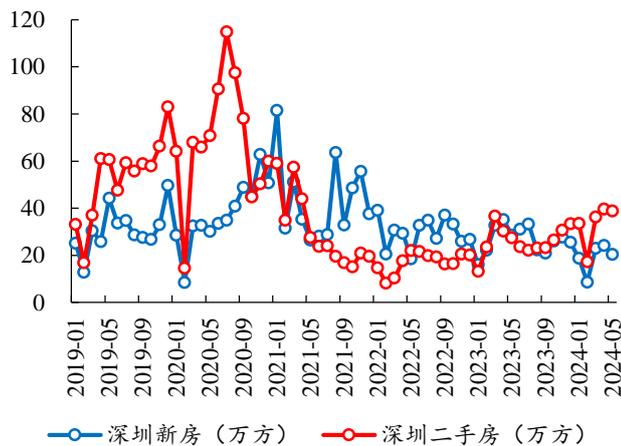
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：上海 2024 年 5 月二手房成交较新房同比增长



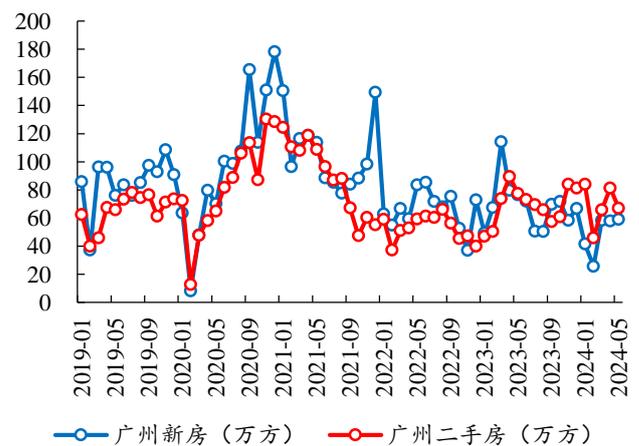
数据来源：Wind、中指研究院、开源证券研究所

图4：深圳自 2021 年发布二手房指导价政策后二手房成交规模大幅下降



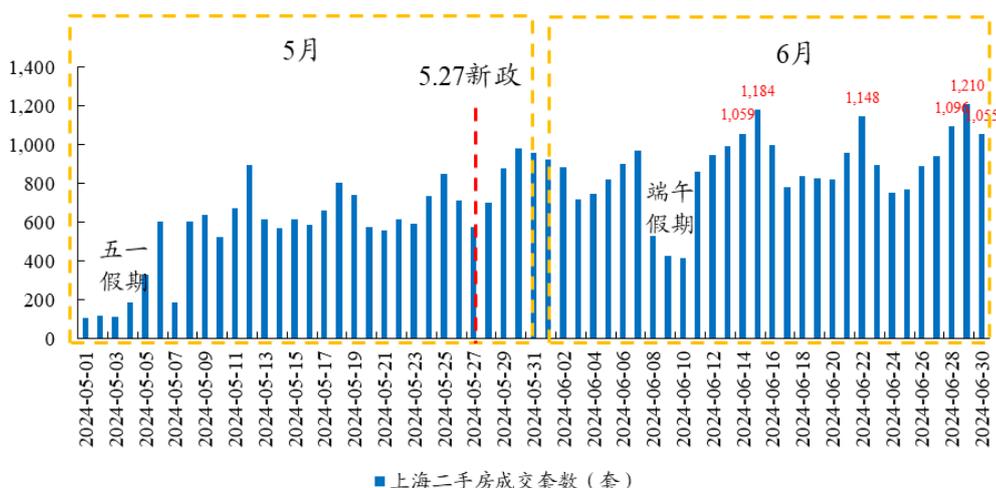
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：广州 2024 年 1-5 月二手房市场成交同比保持增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：上海 5.27 新政后二手房成交套数明显提升



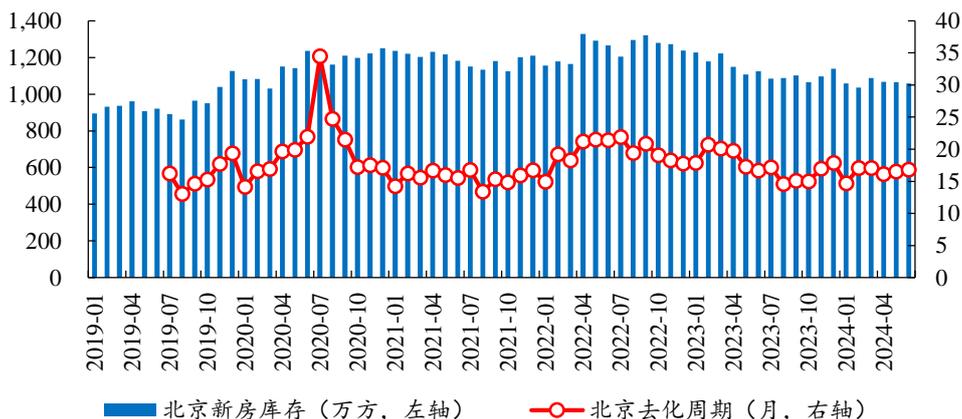
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、库存整体走高，去化周期拉长

根据四城房管局发布的新房可售面积数据，我们按照月末可售面积/（过去6个月月均销售面积）来计算城市去化周期，可以发现一线城市库存去化周期有所拉长。

北京：自2022年下半年以来新房库存呈现下降趋势，我们推测主要和整体供应减少有关，2022和2023年北京宅地成交建面分别为427和401万方，较2021年分别下降25%和29%。北京新房去化周期自2023年4月以来基本稳定在15-20个月区间内，2024年6月去化周期16.8个月，相对较健康。

图7：北京 2024 年 6 月新房去化周期 16.8 个月

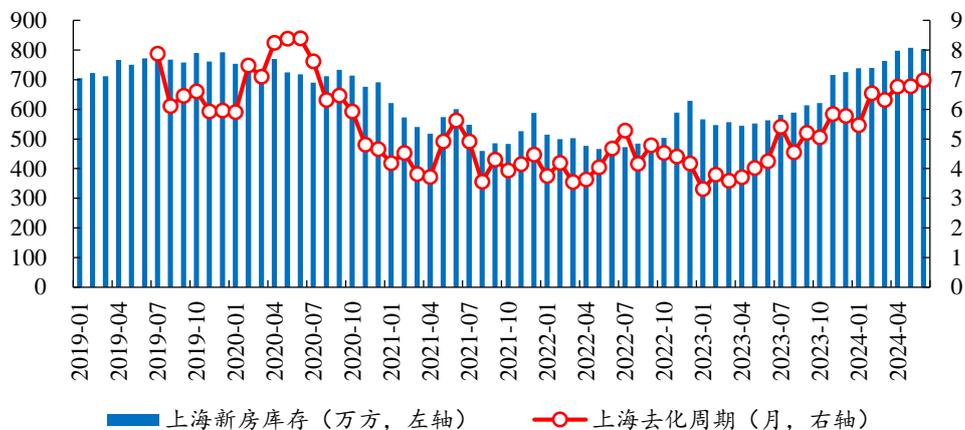


数据来源：Wind、开源证券研究所

上海：2023年下半年以来新房库存和去化周期均走高，2024年6月库存803.3万方，去化周期7.0个月。从土地成交来看，2022和2023年上海宅地成交建面分别为806和448万方，较2021年1730万方分别下降53%和74%，虽然供应锐减，但成交缩量却使得库存升高；同时据安居客统计，2021年上海成交95宗涉宅用地中，

外环外占比 81%，入市后转化成去化较慢的新房库存，拉长了整体去化周期。

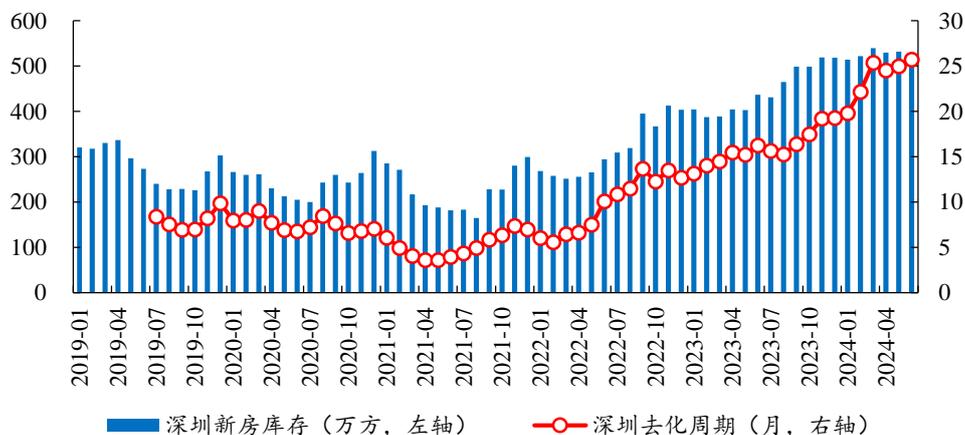
图8：上海 2023 年下半年以来新房库存和去化周期均走高



数据来源：Wind、开源证券研究所

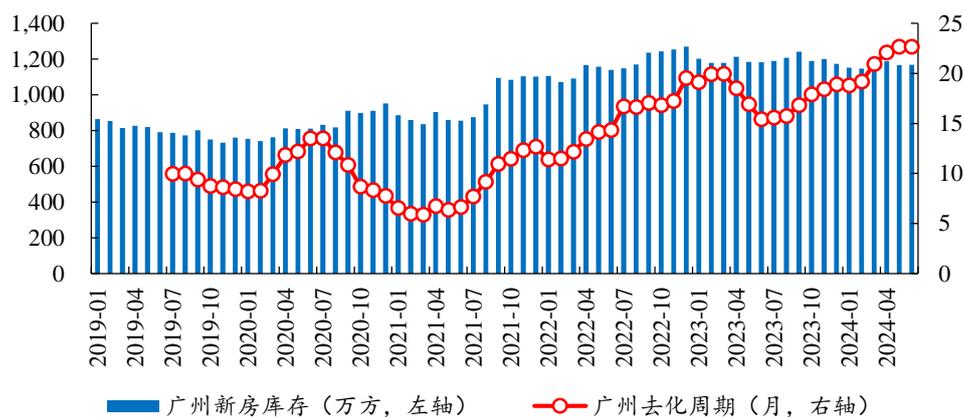
深圳：自 2022 年起新房库存规模和去化周期呈增长趋势，2023 年下半年以来新房成交显著下滑，新房供应增加，去化周期由 15 个月快速提升，2024 年 6 月库存 516.2 万方，去化周期 25.7 个月。土地成交来看，深圳宅地从 2020 年放量，2020-2022 年成交建面均超 350 万方，较过往五年大幅提升，供应增加也使去化周期显著提升。

图9：深圳自 2023 年下半年开始去化周期加速增长



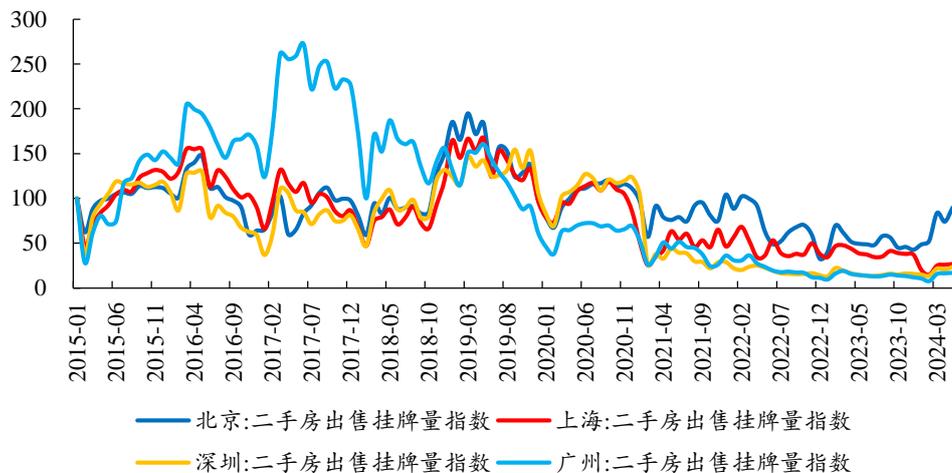
数据来源：Wind、开源证券研究所

广州：自 2021 年下半年以来整体新房库存相对稳定，去化周期总体呈现增长趋势，仅 2023 年二季度小阳春带动成交量增长，去化周期有所下降，2024 年 6 月库存 1167.8 万方，去化周期 22.6 个月。广州自 2021 年以来，整体宅地成交建面有所减少，由 2020 年 1194 万方降至 2023 年 591 万方。

图10：广州自 2021 年下半年以来整体库存相对稳定


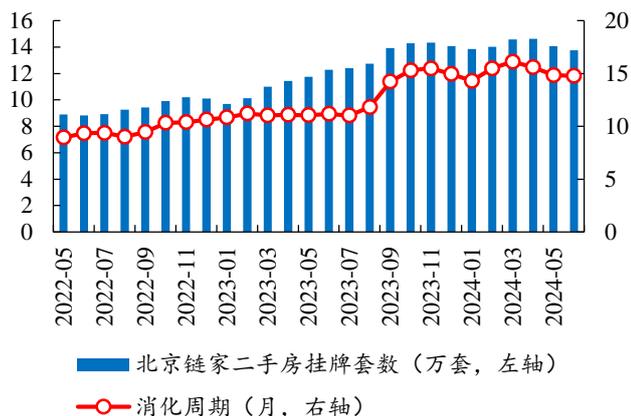
数据来源：Wind、开源证券研究所

我们用二手房出售挂牌量指数来分析二手房市场库存情况，2021 年以来由于二手房成交量的增长，二手房去化加速，整体挂牌量指数有所下降。2023 年下半年以来，一线城市二手的价格出现下降趋势，2024 年 2 月以来挂牌量指数不断提升。

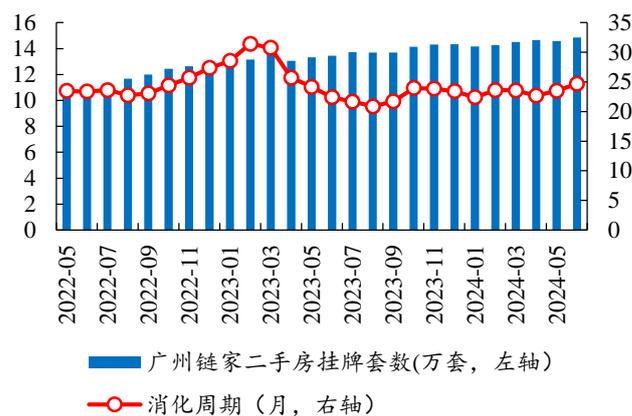
图11：一线四城 2024 年二季度二手房出售挂牌量指数有所增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

根据链家挂牌量数据，北京 2024 年 6 月末挂牌量 13.8 万套，较 2022 年和 2023 年 6 月分别增长 56% 和 12%；广州 2024 年 6 月挂牌量 14.9 万套，较 2022 年和 2023 年 6 月分别增长 36% 和 10%。我们假设链家挂牌覆盖市场二手房挂牌量的 70%，套均面积 80 平米，则北京和广州消化周期分别为 14.8 和 24.7 个月，北京 2023 年下半年以来消化周期有所提升，广州基本保持稳定。

图12：北京 2023 下半年来二手房消化周期有所增长


数据来源：Wind、链家、开源证券研究所

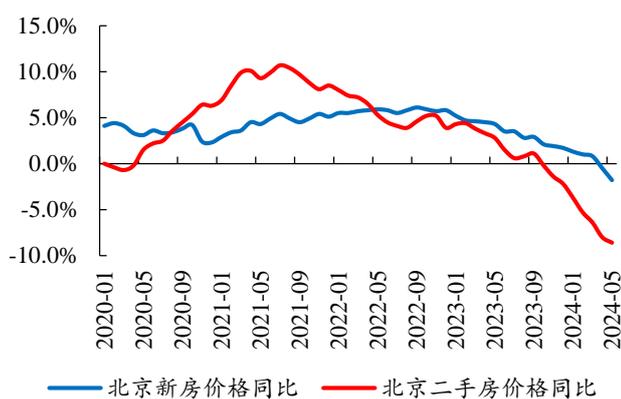
图13：广州 2023 下半年来二手房消化周期保持稳定


数据来源：Wind、链家、开源证券研究所

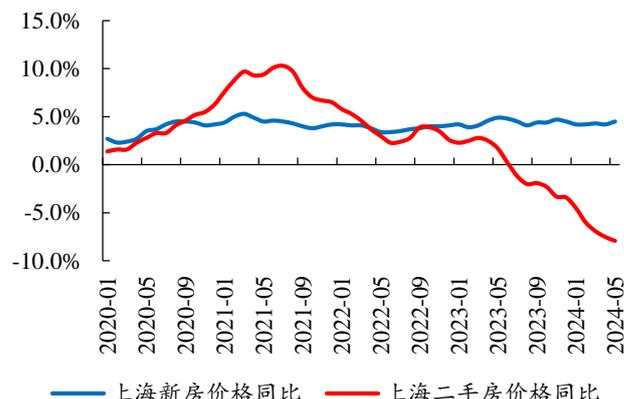
3、价格端：二手房以价换量，租金收益率上涨

3.1、京沪新房价格坚挺，广深二手房回撤幅度更大

从新房和二手房价格来看，北京和上海由于限价政策存在，新房价格韧性较强，上海新房价格自 2019 年来同比持续上涨，北京则在 2024 年 4 月开始同比下跌；北京和上海二手房价格同比曲线相似，自 2020 年开始同比涨幅不断提升，2021 年下半年后同比涨幅收窄，自 2023 年下半年二手房价格同比转为负数，且降幅不断扩大，2024 年 5 月北京和上海二手房价格同比分别-8.6%、-7.9%。

图14：北京新房自 2024 年 4 月开始同比下跌


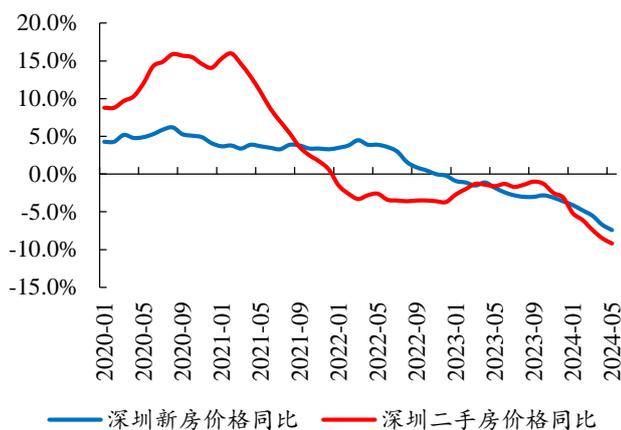
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：上海新房自 2019 年开始同比持续上涨


数据来源：Wind、开源证券研究所

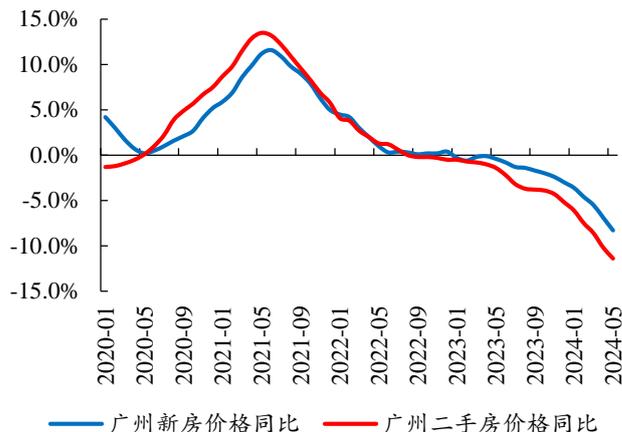
深圳和广州新房价格受二手房影响较大，其中广州由于基本没有限价因素存在，新房和二手房同比曲线基本一致。深圳和广州新房均在 2023 年初开始下跌，且跌幅持续扩大，2024 年 5 月跌幅分别为-7.4%、-8.3%。深圳自出台二手房指导价政策后，二手房价格涨幅收窄，2022 年初至 2024 年 5 月二手房价格持续下跌，2024 年 5 月深圳和广州二手房同比分别-9.2%、-11.4%。

图16: 深圳二手房价格自 2022 年初开始下跌



数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 广州新房和二手房价格自 2023 年初开始下跌



数据来源: Wind、开源证券研究所

我们以 2011 年 1 月新建商品住宅和二手住宅销售价格指数为基数 100, 通过环比涨跌幅算出一线城市月度销售价格指数, 计算可以得出 2024 年 5 月销售价格指数较最高点时的回撤幅度:

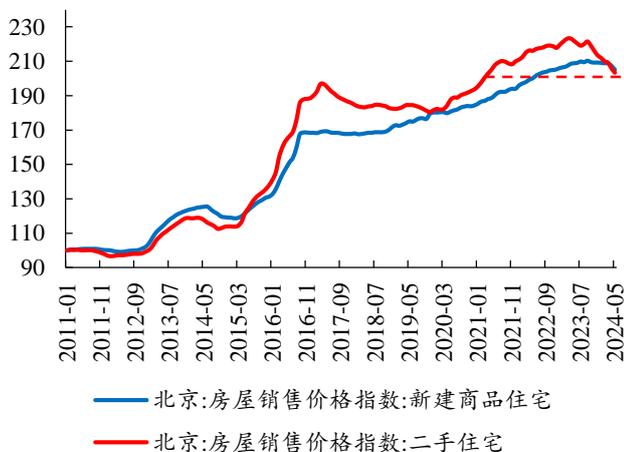
北京新房和二手回撤幅度分别 2.5%、8.9%, 二手房价格回落至 2021 年初水平;

上海新房和二手回撤幅度分别 0%、8.9%, 二手房价格回落至 2021 年初水平;

深圳新房和二手回撤幅度分别 9.3%、13.2%, 新房价格回落至 2019 年 8 月水平, 二手房价格回落至 2020 年初水平;

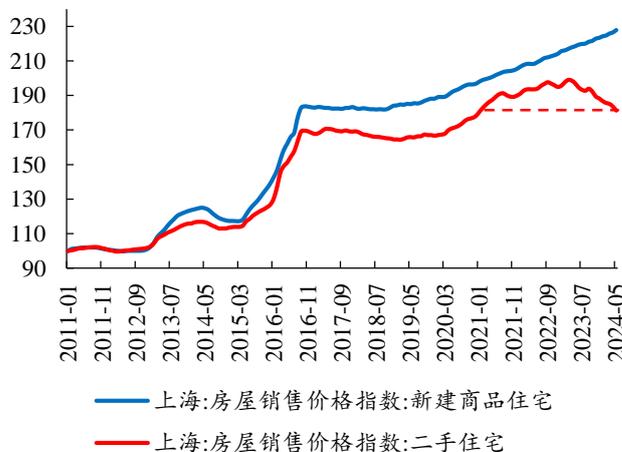
广州新房和二手回撤幅度分别 9.5%、13.2%, 新房价格回落至 2020 年 8 月水平, 二手房价格回落至 2019 年 4 月水平。

图18: 北京二手房 2024 年 5 月二手住宅价格指数较最高点回撤幅度达 8.9%



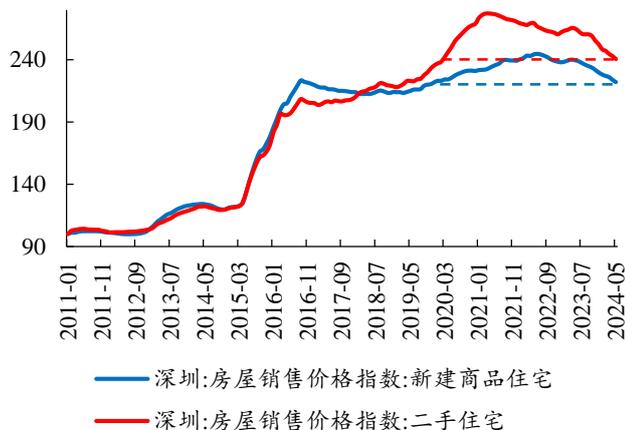
数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 上海二手房 2024 年 5 月二手住宅价格指数较最高点回撤幅度达 8.9%



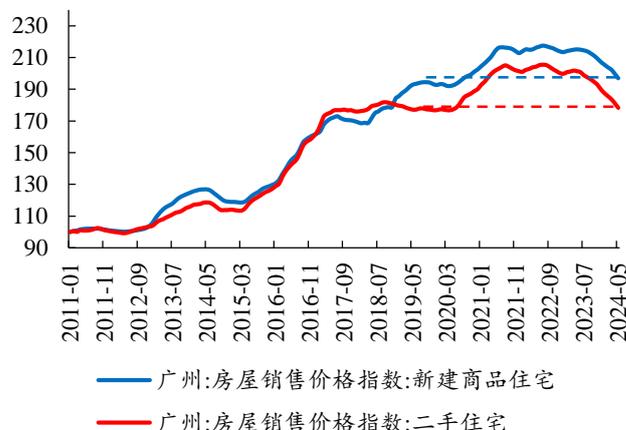
数据来源: Wind、开源证券研究所

图20: 深圳二手房 2024 年 5 月二手住宅价格指数较最高点回撤幅度达 13.2%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图21: 广州二手房 2024 年 5 月二手住宅价格指数较最高点回撤幅度达 13.2%

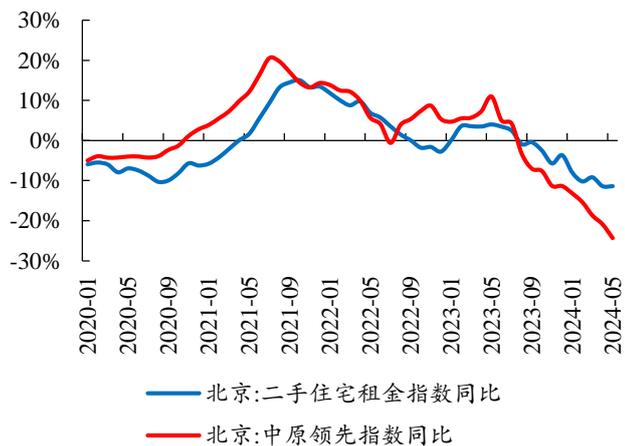


数据来源: Wind、开源证券研究所

3.2、租金收益率增长，房产配置性价比提升

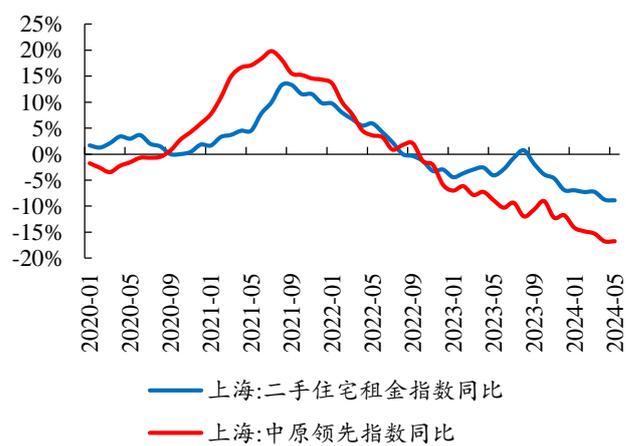
中原领先指数是中原地产发布反映二手住宅量价走势的指数，自 2023 年以来，一线四城二手住宅租金指数同比涨跌优于中原领先指数的同比涨跌，一线城市租金相对于房价表现更为稳健。从收益率角度来看，由于租金回报率的提升，当前房产配置性价比有所提升，或进一步支撑需求底的来临。

图22: 北京 2023 年 9 月以来二手住宅租金指数同比表现优于中原领先指数



数据来源: Wind、开源证券研究所

图23: 上海 2022 年 11 月以来二手住宅租金指数同比表现优于中原领先指数



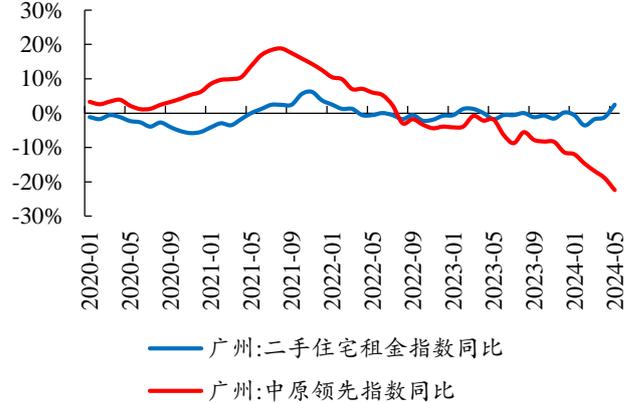
数据来源: Wind、开源证券研究所

图24：深圳 2022 年 1 月以来二手住宅租金指数同比表现优于中原领先指数



数据来源：Wind、开源证券研究所

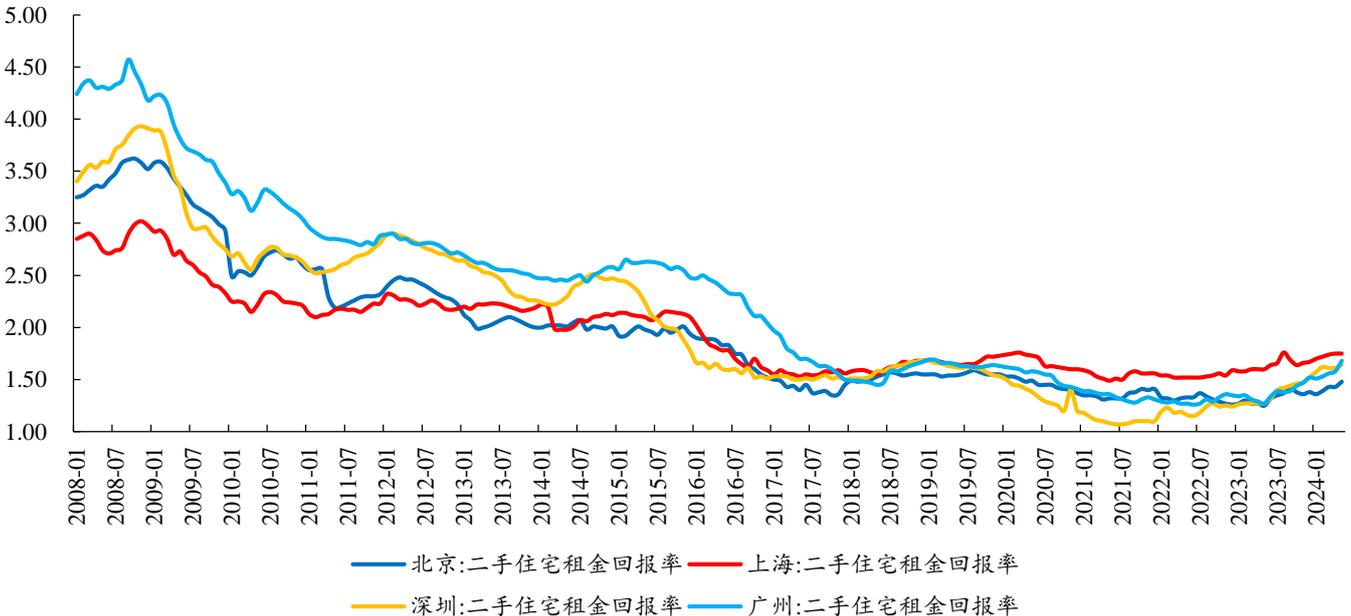
图25：广州 2022 年 7 月以来二手住宅租金指数同比表现优于中原领先指数



数据来源：Wind、开源证券研究所

从二手住宅租金收益率角度看，2017 年之前，伴随一线城市房价涨幅高于租金涨幅，租金回报率呈现下降趋势，在此后很长时间围绕 1.5% 波动。2023 年以来，一线城市二手住宅价格下跌，租金回报率有所提升，2024 年 5 月北京、上海、深圳、广州二手住宅租金回报率分别为 1.48%、1.75%、1.64%、1.68%。

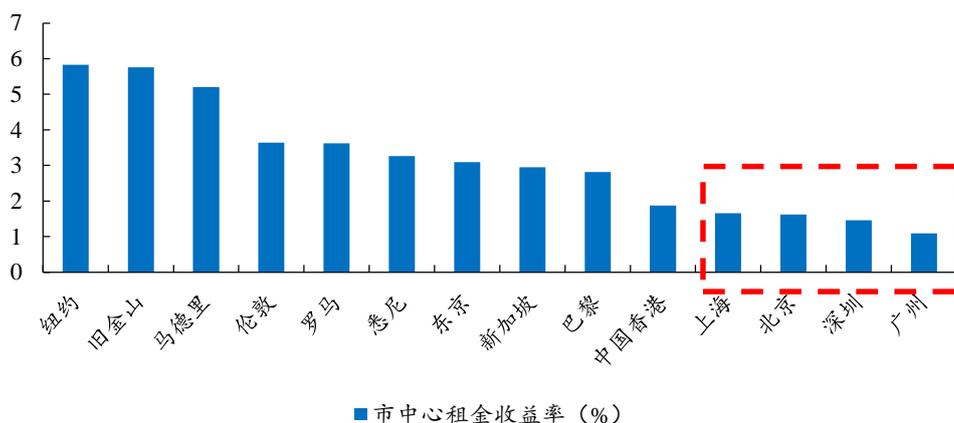
图26：2023 年以来一线城市二手住宅租金回报率呈现上涨趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

对比发达国家核心城市市中心租金收益率，大部分城市租金收益率在 3% 左右，美国的纽约和洛杉矶租金收益率接近 6%。若二手房价继续下跌，一线城市租金收益率有望持续提升，向 3% 靠拢。截至 2024 年 6 月末，一线城市首套房贷利率已降至 3.5% 及以下，租金收益率提升进一步提高了房产配置性价比。

图27：发达国家市中心租金收益率基本在3%及以上



数据来源：Numbeo、开源证券研究所（数据截至2024年6月末）

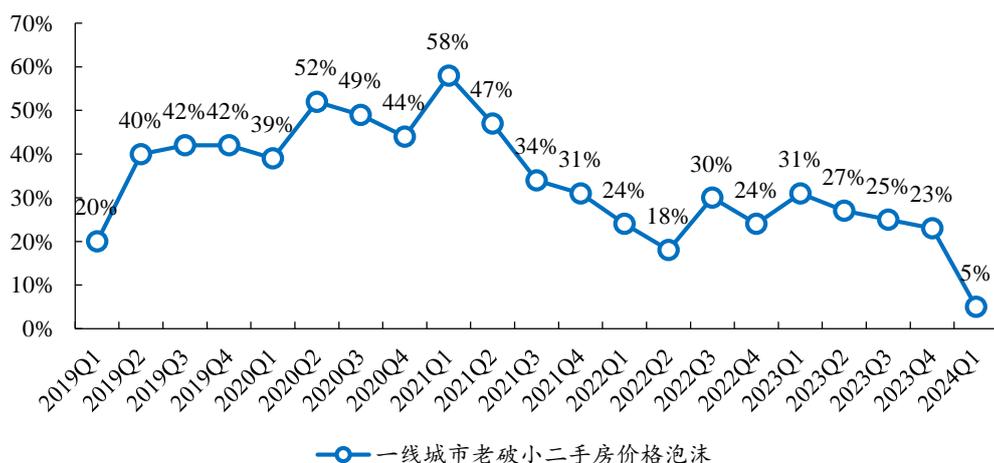
4、四大因素导致二手成交较新房更加活跃

我们认为一线城市二手房成交较新房更显著的原因有：

(1) 二手房价格更具性价比

二手房价格跌幅相较新房更大，之前由于新房限价导致与二手房之间的价格剪刀差缩小甚至消失，部分区域二手房价格下跌至比新房便宜。根据易居研究院数据，一线城市老破小类型的二手房价格泡沫从2019年初开始拉升，从20%持续扩大到2021Q1的历史高点58%，随后伴随房地产市场下行、二手房挂牌量增加倒逼二手房价格泡沫持续缩小，2024Q1仅为5%，二手房价格回归健康状态。

图28：2024Q1一线城市二手房价格泡沫降至5%的健康状态



数据来源：易居研究院、开源证券研究所

(2) 政策利好二手房成交

一线城市政策在改善需求层面放松，相对更利好购买二手房。例如上海 5.27 新政将外环内二手房纳入非户籍单身群体限购范围，北京和上海在 2023 年 12 月对二手房普宅认定标准做出调整：

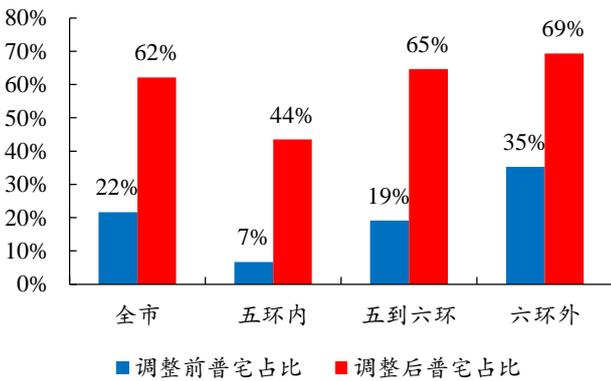
北京普宅认定标准会影响增值税，政策调整后只需满二+普宅可免增值税，差额=增值部分/1.05×5.3%；上海普宅认定标准会影响增值税和个人所得税，政策调整后满五+普宅可免增值税，同时普宅可实现个税减半。据中指研究院统计，以 2021-2023 年成交的商品住宅为例，北京普宅认定调整后挂牌二手房中普宅占比由 22% 提升至 62%，上海则从 6% 提升至 80%，基本可覆盖市场上大部分房源，二手房交易税费明显降低。

图29：北京和上海普宅认定标准调整后二手房交易税费降低

税种	套数情况	房屋类型	北京税费明细	税种	房屋类型	买进时间	上海征收标准
契税	首套	≤90平米	(网签价-增值税) × 1%	增值税及附加税	普通	小于5年	(税务核定价 ÷ 1.05) × (5%+0.3%)
		>90平米	(网签价-增值税) × 1.5%			5年及以上	免征
二套	普通住宅	0免征	非普通		小于5年	(税务核定价 ÷ 1.05) × (5%+0.3%)	
		(网签价-原值) ÷ 1.05 × 5.3%			5年及以上	(税务核定价-购入价格) ÷ 1.05 × (5%+0.3%)	
增值及附加税	满两年	非普通住宅	网签价格 ÷ 1.05 × 5.3%	个人所得税	普通	小于5年	1) 可选全额 (核定价格-本次交易增值税) × 1% 2) 可选利润20%
	不满两年	0免征	5年及以上			1) 可选全额 (核定价格-本次交易增值税) × 1% 2) 可选利润20% 3) 按家庭唯一住房免征个税	
个税	满五唯一	房屋原值可查	0免征		非普通	小于5年	1) 可选全额 (核定价格-本次交易增值税) × 2% 2) 可选利润20%
	不满五唯一	房屋原值未知	(网签价-原值-合理费用) × 20%			5年及以上	1) 可选全额 (核定价格-本次交易增值税) × 2% 2) 可选利润20% 3) 按家庭唯一住房免征个税
		房屋原值未知	(网签价格-本次交易增值税) × 1%				

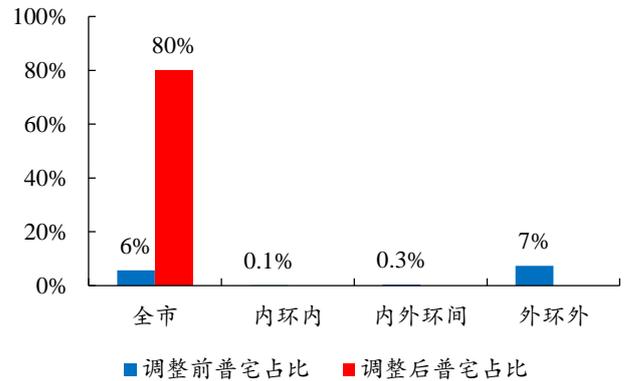
资料来源：上海本地宝、贝壳研究院、开源证券研究所

图30：普宅标准放松后，北京 2021-2023 年成交商品住宅中普宅占比提升至 62%



数据来源：中指数据库、开源证券研究所

图31：普宅标准放松后，上海 2021-2023 年成交商品住宅中普宅占比提升至 80%



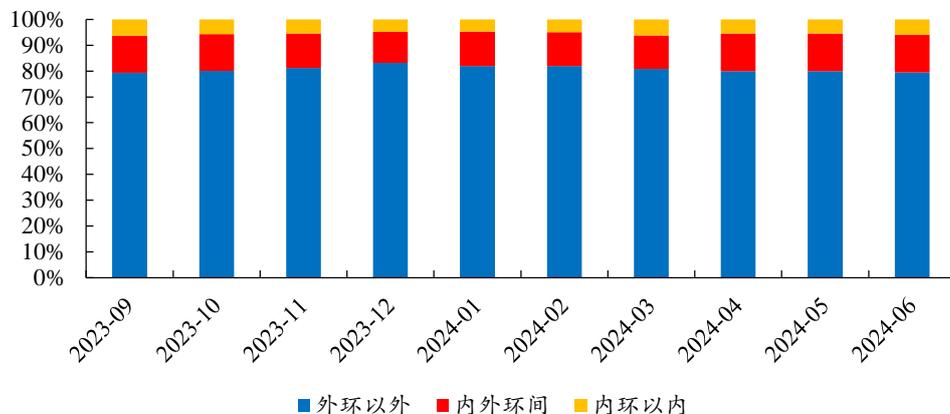
数据来源：中指数据库、开源证券研究所

(3) 二手房区位分布更加核心

新房供应以郊区为主，追求通勤便捷的购房者青睐于核心区域的二手房。截至 2024 年 6 月，上海内环内新房可售面积占比不到 6%，广州荔湾、越秀、海珠和天河

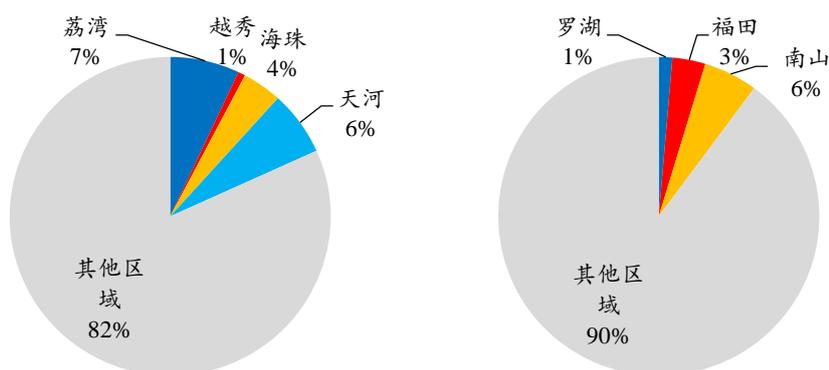
四区可售面积占比 18%，深圳罗湖、福田和南山三区可售面积占比 10%，核心区域新房可售占比均较小，导致核心区域二手成交更为火热。

图32：2023年9月以来上海新房可售面积大部分位于外环以外



数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：2024年6月广深核心区域新房可售面积占比均不超过20%



数据来源：Wind、开源证券研究所

(4) 二手房租金收益率提升，没有新房交付周期

二手房所见即所得，交易后即可满足居住需求。同时二手房租金收益率提升，在房价快于租金下行的趋势下，一线城市租金收益率有所提升，二手房配置性价比有所提升，而新房则要等待 1-3 年交付周期才能居住使用。

5、投资建议

2024 年中央稳地产信号明确，一线城市购房政策整体宽松，限购政策边际打开，首付比及房贷利率均降至历史低值。从量价层面看，2024 年来一线城市新房成交不及预期，二手房以价换量明显，价格下降后成交量有所回升。我们认为宽松政策对于购房预期的提升以及市场成交的促进需要一定的转化周期，6 月以来四城市场成交

情况均有所改善，租金收益率的提升也进一步提高了房产配置性价比。我们认为未来房地产政策将延续宽松基调，购房需求仍有释放空间。我们持续看好投资强度高、布局区域优、机制市场化的强信用房企。推荐标的：(1) 保利发展、招商蛇口、中国海外发展、建发股份、越秀地产等优质央国企；(2) 万科 A、绿城中国、滨江集团、新城控股等财务稳健的民企和混合所有制企业。

表4：受益标的为融资有优势、投资强度高、布局区域优、机制市场化的房企

股票代码	公司名称	评级	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				P/E			
				2024/7/5	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E
A股											
600048.SH	保利发展	买入	1,053.4	120.7	131.9	142.5	151.6	8.7	8.0	7.4	6.9
001979.SZ	招商蛇口	买入	816.4	63.2	80.4	94.8	108.3	12.9	10.2	8.6	7.5
000002.SZ	万科 A	增持	765.1	121.6	102.6	116.1	121.3	6.3	7.5	6.6	6.3
600153.SH	建发股份	买入	254.4	131.0	50.5	64.3	78.0	1.9	5.0	4.0	3.3
601155.SH	新城控股	买入	200.8	7.4	11.8	16.7	21.6	27.2	17.1	12.0	9.3
600325.SH	华发股份	未评级	169.8	18.4	20.0	21.8	23.3	9.2	8.5	7.8	7.3
600383.SH	滨江集团	买入	155.3	25.3	30.8	38.3	44.1	6.1	5.0	4.1	3.5
港股											
1109.HK	华润置地	未评级	1,787.0	313.7	317.2	341.5	374.7	5.7	5.6	5.2	4.8
0688.HK	中国海外发展	买入	1,358.9	256.1	278.8	298.5	316.5	5.3	4.9	4.6	4.3
1908.HK	建发国际集团	买入	265.1	43.4	53.2	64.5	78.3	6.1	5.0	4.1	3.4
0123.HK	越秀地产	买入	191.1	31.9	35.2	39.7	44.3	6.0	5.4	4.8	4.3
3900.HK	绿城中国	买入	144.9	30.9	36.5	44.0	50.7	4.7	4.0	3.3	2.9

数据来源：Wind、开源证券研究所（截至 2024 年 7 月 5 日，港元汇率 1 港元=0.91 人民币，已评级公司盈利预测来自开源证券研究所，未评级公司盈利预测来自 Wind 一致预期）

6、风险提示

- (1) 一线城市销售恢复不及预期：一线城市成交下降，库存和去化周期走高。
- (2) 一线城市政策放松不及预期：政策落地速度放缓，购房资格及成本提高。
- (3) 一线城市房价涨幅不及预期：新房和二手房价格继续下跌，居民观望情绪加重，配置房产意愿降低。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

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

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

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

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

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

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

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn