

中国平安 PINGAN

专业·价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

关于收储的十问十答 ——地产杂谈系列之五十七

行业深度报告 地产行业强于大市（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

2024年7月23日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

核心观点

- **什么是存量房收储？为何推进相关部署？** 存量房收储由来已久，历史上多次发生，当前步入保障性住房再贷款支持时期；基于加快商品房去库存，加快保障性住房供给，助力保交楼和“白名单”机制等目标，推进存在必要。
- **收储与棚改有何区别？** 收储与棚改政策目的、资金来源大致相同，但运行机制存在差异。收储直接与开发商交易，不强调对居民杠杆撬动，全社会住房总量不发生变化，商品房由开发商转移至地方国企，最终能否进入居民部门有待观察。从拟投入资金、预期可拉动销售来看，棚改规模更大。
- **收储与以旧换新有何差异？** 住房以旧换新同时帮助居民二手房、开发商新房去化，收储仅推动新房销售；相比收储，近年居住环境明显优化下，居民卖旧买新诉求降低，参与以旧换新积极性存疑；同时以旧换新收购居民二手房位置分散，且为提高参与意愿、托底市场，收购要求较少、基本按二手房市价成交，收购后用作保障房成本较高，实现盈亏平衡挑战更大。
- **收储主战场在哪？** 由于收储商品房用途严格限于保障房，而保障房试点主要集中在高能级城市，预计一二线或为收储主战场。
- **5000亿银行贷款是否充足？** 测算全国库存去化或需万亿级资金体量，但若仅收购35城90平以下现房，同时考虑地方国企自有出资，5000亿银行贷款或相对充足。
- **收储最有可能的落地方式？** 收储要求以市场化方式运作，各方自愿参与，计划推进城市公开发布征集公告，提升全流程透明度。收购房源需完成竣备、产权清晰，同时对单套建筑面积、交通配套、车位比等进行明确，强调优先选取整栋或整单元未售、可实现封闭管理楼栋或整院，相关条件显示收购后可能更倾向出租。
- **收储后迅速入市是否对市场形成冲击？** 冲击可能主要源于配售型保障房规模，但由于一方面收储后短期出租概率更高，另一方面各地配售型保障房筹建目标有限，预计对商品房需求分流相对可控。

核心观点

- **市场化收储资金能否打平？** 若收购后出租，综合考虑租金回报、运营成本、融资成本等，测算市价收购住宅可能存在近1%资金缺口。
- **收益率改善取决哪些条件？** 折价收购、融资成本降低、运营效率提升，或者财政补贴，可能带来收储投资收益率改善。对比之下，短期折价收购推动收储落地或更为可行，考虑公寓销售价格明显低于住宅，开发商折价出让公寓或非优质住宅可能性较大。
- **收储的后续关注点？** 地方推进进展及能否匹配足够合适房源、资金加码及财政政策配套可能、银行贷款意愿、存量商品房收购后用作配售型保障房情况等。
- **投资建议：** 目前居民购房预期依旧谨慎，中央加杠杆去库存重要性提升，叠加加快保障房供应、助力保交楼与“白名单”机制，收储推进存在必要，未来重点关注落地节奏、政策进一步呵护可能，以及可能对房地产市场、开发商现金流产生的影响。投资建议方面，短期维持适度积极观点：1) 板块回撤至4月低点；2) 公募基金持仓较低；3) 市场对销售预期偏弱，但7月低基数下重点城市新房销售存在转正可能；4) 重点城市二手房挂牌量未进一步上升；5) 业绩压力释放。中期来看，地产板块趋势行情仍有待楼市量价企稳。个股建议关注积极优化土储、具备基本面支撑、估值修复空间仍大的优质房企如中国海外发展、招商蛇口、越秀地产、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) 收储推进不及预期风险；2) 保障房需求有限、适配房源规模不足风险；3) 政策呵护持续性不足、楼市修复不及预期风险。

一问：什么是存量房收储？为何推进相关部署？

▶ **存量房收储由来已久，历史多次发生。**2007年中央进一步建立健全城市廉租住房制度时提出，多渠道增加廉租住房房源，采取政府新建、收购、改建等方式增加供应；2010年加快发展公共租赁住房时提到，公共租赁住房房源通过新建、改建、收购等方式多渠道筹集。2015年政府工作报告强调，住房保障逐步实行实物保障与货币补贴并举，把一些存量房转为公租房和安置房，后地方政府跟进发文统购商品房用于保障房、安置房。2022年下半年地方政府开始探索收购存量房源作为保障房或人才公寓。2023年初央行创设租赁住房贷款支持计划，在8个城市开展试点，支持市场化批量收购存量住房、扩大租赁住房供给；2024年5月17日央行宣布设立3000亿元保障性住房再贷款，将租赁住房贷款支持计划并入管理。

◎ 存量房收储相关政策

时间	政策/会议	内容
2007.8	国务院关于解决城市低收入家庭住房困难的若干意见	采取政府新建、收购、改建以及鼓励社会捐赠等方式增加廉租住房供应
2010.6	关于加快发展公共租赁住房的指导意见	公共租赁住房房源通过新建、改建、收购、在市场上长期租赁住房等方式多渠道筹集
2015.3	2015年政府工作报告	住房保障逐步实行实物保障与货币补贴并举，把一些存量房转为公租房和安置房
2015.3	关于优化2015年住房及用地供应结构促进房地产市场平稳健康发展的通知	及时总结地方经验，进一步加大住房保障货币化工作力度，将符合条件的商品住房作为棚改安置房和公共租赁住房房源
2023.1	关于开展租赁住房贷款支持计划试点有关事宜的通知	在8个城市开展试点，支持市场化批量收购存量住房、扩大租赁住房供给
2024.5	国新办举行国务院政策例行吹风会 介绍切实做好保交房工作配套政策有关情况	组织地方国有企业以合理价格收购一部分存量商品住房用作保障性住房
2024.6	中国人民银行召开保障性住房再贷款工作推进会	调研推广前期租赁住房贷款支持计划试点经验，部署保障性住房再贷款推进工作
2024.6	住房和城乡建设部召开收购已建成存量商品房用作保障性住房工作视频会议	推动县级以上城市有力有序有效开展收购已建成存量商品房用作保障性住房工作

一问：什么是存量房收储？为何推进相关部署？

▶ **步入保障性住房再贷款支持时期，各项要求明确。**保障性住房再贷款赋予存量房收储新要求，包括：1) 严格限定收购目标为房地产企业已建成未出售商品房；2) 收购主体为地方国有企业；3) 收购后用作配售型或配租型保障性住房；4) 收购资金来源为保障性住房再贷款支持的银行贷款，保障性住房再贷款3000亿元、利率1.75%、期限1年、可展期4次，发放给21家全国性银行，按照银行贷款本金60%发放，可带动银行贷款5000亿元。

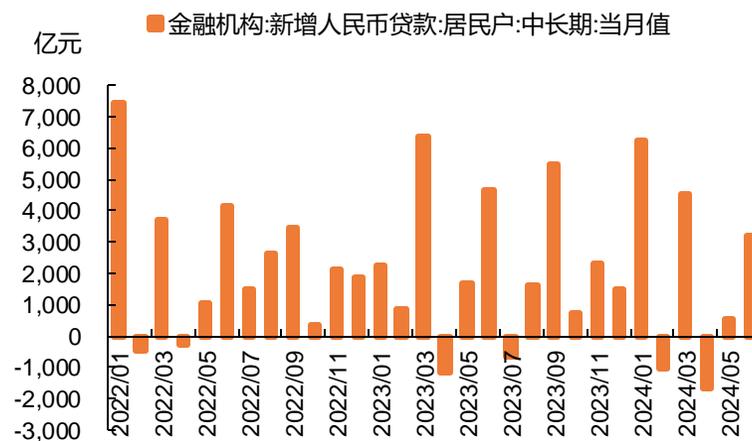
◎ 央行设立保障性住房再贷款具体要求

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
收购类型	严格限定为房地产企业已建成未出售的商品房，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，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，收购后迅速配售或租赁
参与原则	自愿参与

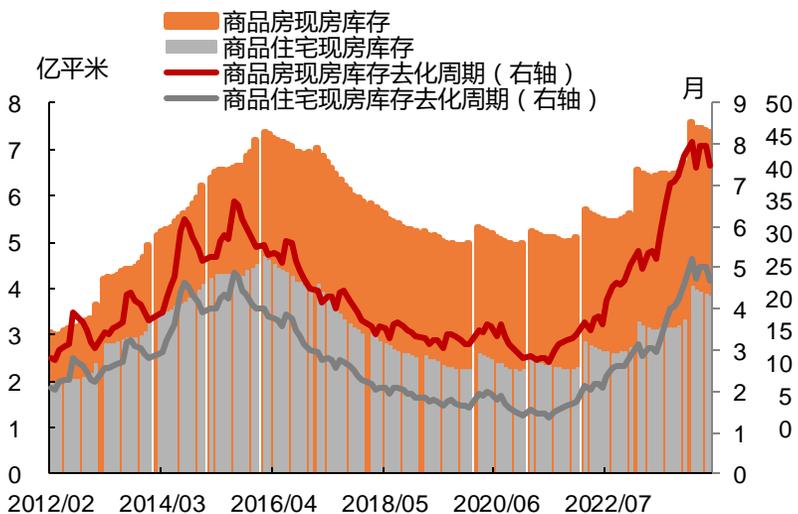
一问：什么是存量房收储？为何推进相关部署？

➤ **全面推行意在商品房去库存、保障房供给与保交楼。**央行宣布设立保障性住房再贷款时，认为该项政策有利于通过市场化方式实现多重目标，包括加快存量商品房去库存、加快保障性住房供给以及助力保交楼和“白名单”机制。根据国家统计局及中指数据，截至2024年6月全国商品房待售面积7.4亿平米，达到2016年初高点；商品房开工未售库存37.8亿平米，去化周期拉长至45.1个月；35城取证未售库存去化周期45.5个月，持续攀升。考虑需求端居民预期谨慎，提前还房贷降杠杆，中央加杠杆去库存必要性提升。

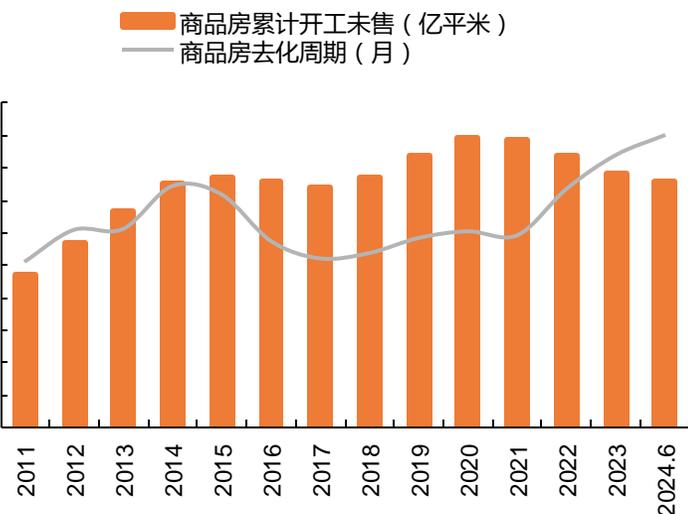
◎ 新增居民中长期贷款多次转负



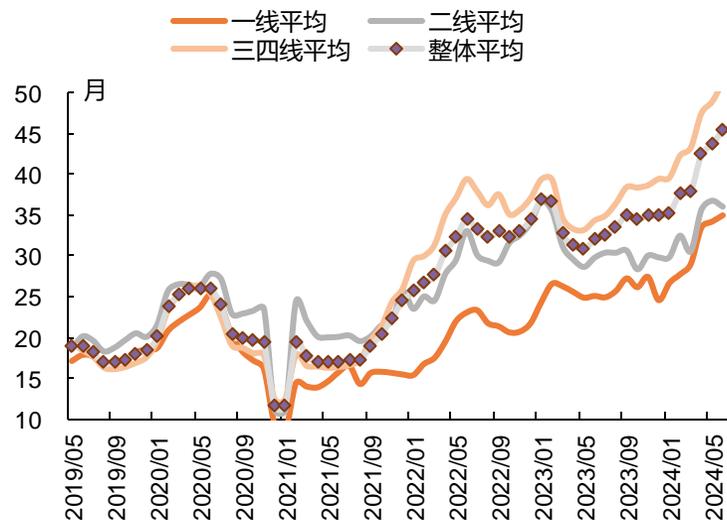
◎ 全国现房库存及去化周期接近或超出历史高点



◎ 全国开工未售库存去化周期创新高



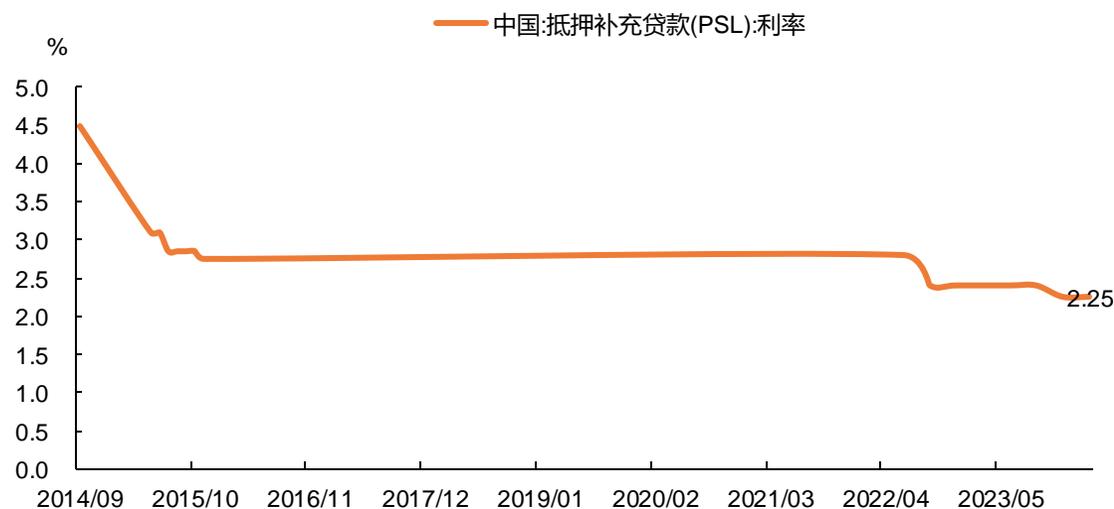
◎ 35城取证未售库存去化周期持续攀升



二问：收储与棚改有何区别？

- 棚改货币化安置及大规模推行主要集中于2015-2018年。为协助化解房地产高库存，2015年中央经济工作会议提出“三去一降一补”，其中三四线通过棚改货币化激发居民购房需求，带来三四线商品房库存去化、楼市量价齐升。
- **收储与棚改政策目的、资金来源大致相同。**其一，收储与棚改推出背景均为房地产市场下行阶段，推出目的均包含加快商品房库存去化。其二，收储与棚改最终资金来源均为央行创设结构性货币政策工具，均由央行提供成本适当资金支持。

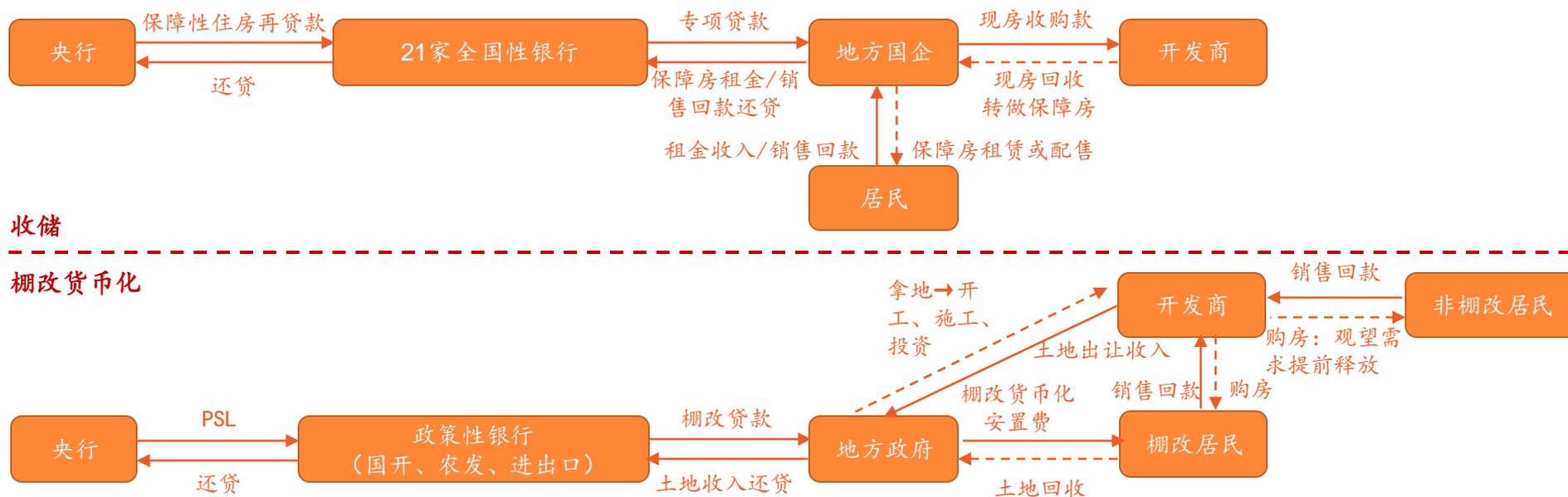
抵押补充贷款（PSL）利率



二问：收储与棚改有何区别？

- 收储与棚改运行机制、去库存逻辑存在差异。**棚改货币化需要棚改居民使用安置资金在市场上购买商品房，通过将棚改居民推向市场、开发商库存去化后拿地投资，实现资金回流，资金流动方向为“央行-银行-地方政府-棚改居民-开发商-地方政府”。收储在现房收购环节直接与开发商交易，在居民加杠杆意愿不强背景下降低对其杠杆撬动，资金流向为“央行-银行-地方国企-开发商”，现房收购后用作保障房，通过向居民收取租金或销售回款偿还贷款。
- 库存去化角度，棚改货币化带来住房拆迁、导致全社会住房总量下降，被拆迁居民购房后，商品房由开发商转移至居民，开发商由于楼市回暖进一步购入土地，资产持有方依然为开发商（持有土地）与居民（持有房产）。收储机制下，全社会住房总量不发生变化，商品房由开发商转移至地方国企，最终能否进入居民部门，还需观察市场是否恢复、能否再次激发居民加杠杆意愿。**

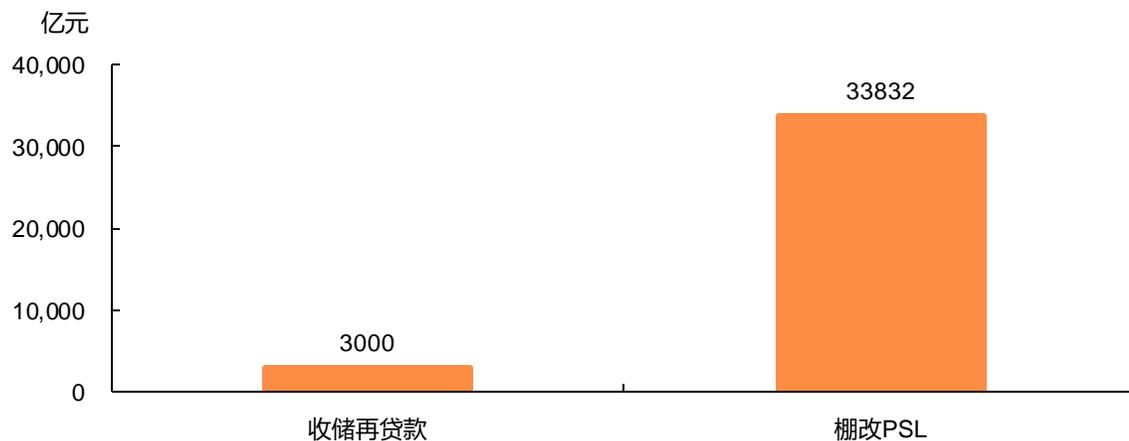
收储、棚改货币化运行机制对比



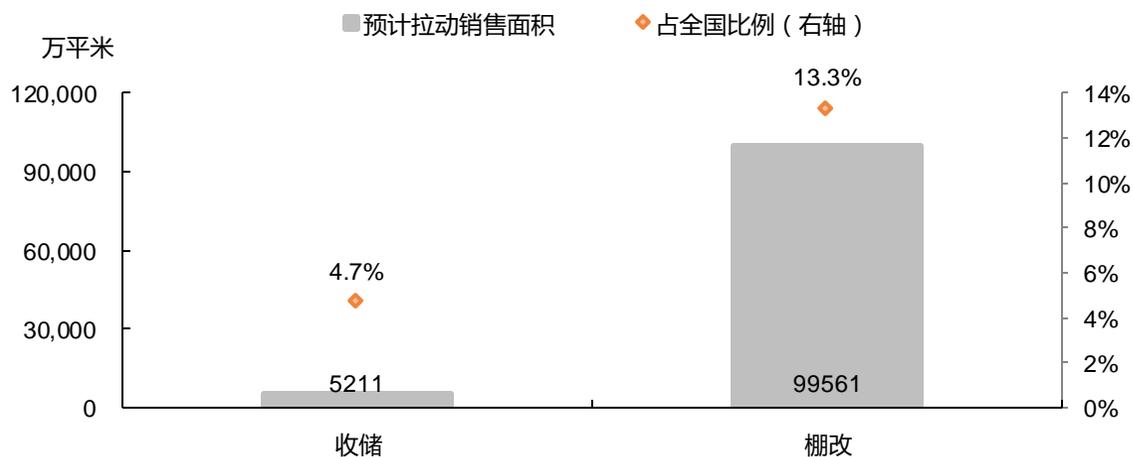
二问：收储与棚改有何区别？

► 收储拟投入资金、预期可拉动销售与棚改量级悬殊，最终效果有待观察。PSL自2014年底开始提供资金，2014-2018年累计提供3.4万亿元，年均6766亿元，明显高于保障性住房再贷款3000亿元。2014-2018年棚改总共完成2866万套，测算累计拉动商品房销售近10亿平方米，占2014-2018年全国商品房销售面积13.3%。

央行对收储及棚改投入资金存在差异



收储、棚改预计拉动销售比例存在差异



资料来源：Wind，平安证券研究所 注：收储预计拉动销售面积测算过程为：考虑3000亿元保障性住房再贷款最终可带动银行贷款5000亿元，以2024年前4月商品房销售均价9595元/平米收储，可收购已建成未出售商品房5211万平方米，占2023年全国商品房销售面积4.7%；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10亿平方米，占2014-2018年全国商品房销售面积比例13.3%

三问：收储与以旧换新有何差异？

- **住房以旧换新模式多样：**住房以旧换新指地方国资平台或开发商通过收购旧房、协助置换、补贴等方式，帮助居民卖旧买新，包括收购、帮卖、补贴、旧转保等多种模式，当前多由地方国企或开发商自主推行。
- **以旧换新与收储主要差异为：**1) 以旧换新同时帮助居民二手住房与开发商新房去化，收储则仅推动新房销售。2) 尽管以旧换新可以通过明确付款安排、设置换购条件等（如要求购买新房总价款不低于二手房收购总价款），保证居民出售二手住房后顺利购买新房，撬动居民部门杠杆。但在近几年新房大量涌入市场、整体居住环境优化情形下，居民大规模改善居住环境诉求降低，加杠杆意愿不强导致参与以旧换新积极性存疑。3) 与收储直面开发商不同，以旧换新直接与居民交易，居民持有二手住宅位置分散，加大收购后运营难度，且从现有试点来看，为提高参与意愿、托底市场，地方国企对收购项目要求较低、基本按照市价收购，收购后用作保障性住房成本较高，实现盈亏平衡挑战更大。

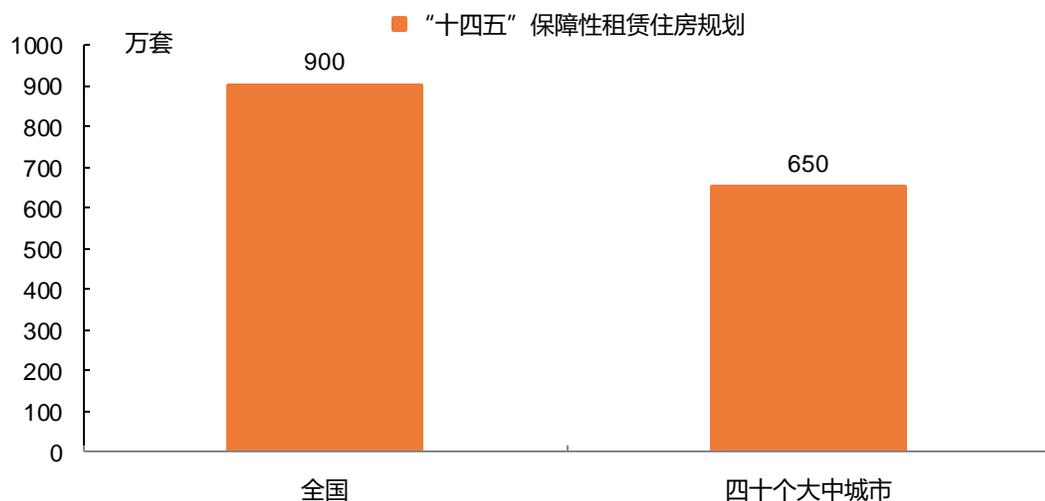
◎ 以旧换新主要模式

类型	内涵
收购模式	地方国资平台或开发商收购旧房，旧房款项用于购买指定新房，收购旧房用作保障房、人才公寓、征迁安置房、出售等
帮卖模式	购房者与开发商达成购买意向，中介机构以线上流量倾斜、线下聚焦推广等方式优先销售旧房，若一定期限内旧房未出售无条件退房退款
补贴模式	政府对于出售旧房、并在一定时间内购置新房给予流程便利、契税等一定补贴
旧转保模式	存量房屋持有人通过将旧房转为保障房交由政府统租，获取一定年限租金，用于购买新房

四问：收储主战场在哪？

➤ **保障房试点集中一二线，一二线或为收储主战场。**此次收储将用作保障性住房，从保障房开展范围来看，无论配租或配售型保障性住房，试点均集中高能级城市，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），国发【2023】14号文支持城区常住人口300万以上大城市率先探索配售型保障房实践。考虑保障房试点以高能级城市为主，收储主战场或为一二线。

保租房规划聚焦四十个大中城市



五问：5000亿银行贷款是否充足？

- ▶ **测算全国库存去化或需万亿级资金体量。** 根据我们此前报告《新一轮去库存背景、效果及展望》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，63城住宅库存去化周期降至18个月需收购资金1.2-1.98万亿元；保租房“十四五”筹建目标完成维度，收购资金需1.3-2.2万亿元，若进一步考虑配售型保障房，对应资金规模或更大。
- ▶ **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（测算过程参见《新一轮去库存背景、效果及展望》报告）。根据保障性住房再贷款，3000亿元再贷款资金，按照银行贷款本金60%发放，可带动银行贷款5000亿元，考虑地方国企自有出资，最终收储规模料大于5000亿元。结合政府初衷为“以需定购”而非消化市面所有小户型现房，若仅针对核心城市小户型现房，5000亿银行贷款或相对充足，有望带动核心城市楼市率先企稳。

◎ 全国及地方库存去化资金体量测算

假设情形	所需资金
全国待售面积去化周期降至2013-2023年均值	1.8-3.0万亿
全国已开工未售库存去化周期降至2013-2023年均值	5.7-9.6万亿
63城住宅库存去化周期降至18个月	1.2-2.0万亿
35城90平以下现房全部去化	4913-8188亿

六问：收储最有可能的落地方式？

► **平等自愿贯穿各个环节，公开招标提升透明度。**收储整体按照“政府主导、市场化运作”思路，支持城市政府、工薪群体、房企、银行等自愿参与。购买方式上，《政府采购法》规定政府采购共有公开招标、邀请招标、竞争性谈判、单一来源采购、询价等方式，其中公开招标应作为主要采购方式。2022年下半年地方政府探索收储以来，郑州、济南等城市均曾采用公开招标收购项目，保障性住房再贷款设立以来多城公开发布征集公告、提升流程透明度。

◎ 郑州2022年探索存量房收储阶段招标及中标公告

时间	招标/中标事件
2022. 7. 1	河南郑地住房租赁有限公司收购存量房源用于人才公寓项目（第一批次）公告
2022. 9. 1	河南郑地住房租赁有限公司收购存量房源用于人才公寓项目（第一批次）候选人公示
2022. 9. 1	河南郑地住房租赁有限公司 收购存量房源用于人才公寓项目（第二批次）公告
2022. 11. 22	河南郑地住房租赁有限公司收购存量房源用于人才公寓项目（第二批次）候选人公示

六问：收储最有可能的落地方式？

➤ **房源条件明确，倾向收购后出租，存在价格博弈。** 郑州、济南探索收储阶段对收购房源地理位置、交通配套、房屋品质等有所要求。保障性住房再贷款设立后地方征集公告显示，收购房源需完成竣备、产权清晰，同时对单套建面、交通配套、车位比等进行明确，强调优先选取整栋或整单元未售、可实现封闭管理楼栋或整院，相关条件显示项目收购后更倾向用于出租。其中云南临沧明确表示收购房源只能出租，不能销售。此外，征集房源不限于住宅，如临沧、惠州将征集对象设定为已建成未出售商品房；收购主体与开发商存在价格博弈，如惠州等地要求收购价格以同地段保障房重置价格为参考上限。

◎ 郑州、济南探索存量房收储阶段项目要求

城市	收购房源要求
郑州	1. 在郑州市四环线范围内；2. 布局合理，达到职住平衡合理状态；3. 交通便利、配套完善；4. 整栋未售，可实现封闭管理，整院优先；5. 四证齐全，满足金融机构贷款要求；6. 优先考虑收购知名房企开发高质量项目，确保拟收购项目房屋品质
济南	1. 布局合理，贴近中心城区；2. 交通便利、配套完善；3. 整栋或整层商品房，可实现封闭管理，整院优先；4. 产权清晰，满足销售要求，满足金融机构贷款要求；5. 优先考虑收购高质量项目，确保拟收购项目房屋品质

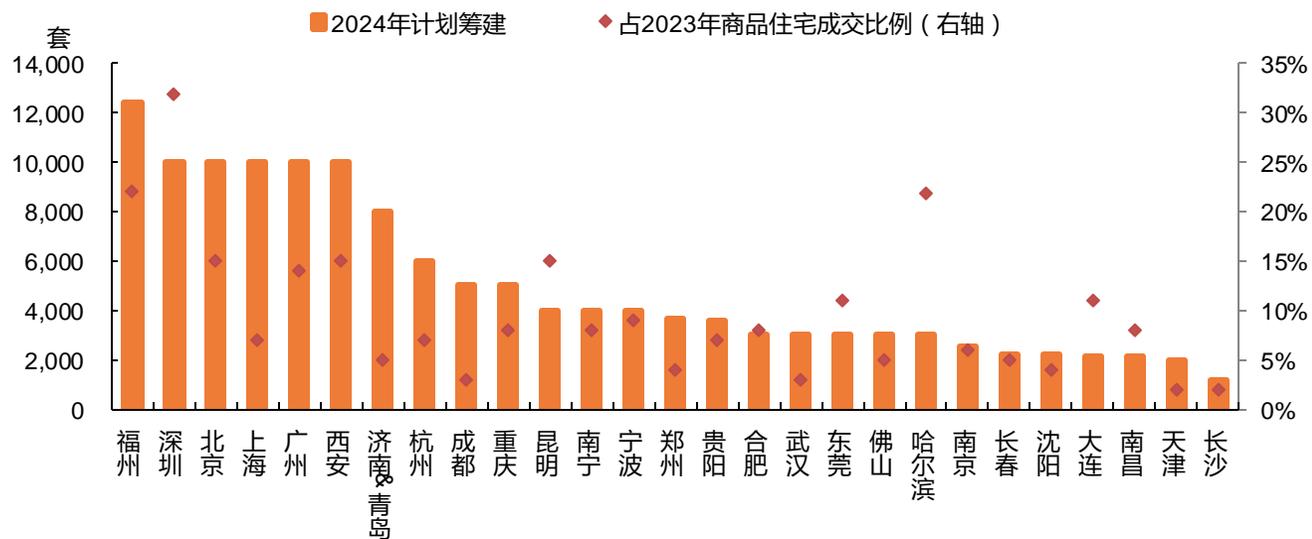
◎ 保障性住房再贷款设立后部分城市征集商品房用作保障性住房要求

城市	征集原则	征集主体	征集对象	征集用途	房源条件	收购价格
云南临沧	法制化、市场化	国有企业	商品房	保障性住房	1. 单套建筑面积120平方米及以下已建成未出售商品房；2. 优先选取整栋或整单元未售、可实现封闭管理楼栋或整院；3. 产权清晰可交易；4. 收购房源后需简约装修、配备简单家具，实现“拎包入住”，只能出租，不能销售；5. 交通便利、人流和配套设施基本成熟，满足一定车位比	——
广东惠州	市场化、法治化	政府选定的专业化国有企业	已建成未出售商品房	保障性住房	1. 资产负债和法律关系清晰；2. 取得竣工验收备案证明；3. 面积在120平方米以下；4. 权属清晰可交易；5. 交通便利、配套设施完善，满足一定车位配比；6. 优先选取整栋或整单元未售、可实现封闭管理楼栋项目	合理价格收购（以同地段保障性住房重置价格为参考上限）
山东烟台	——	——	存量商品住房	保障性住房	以整幢作为基本收购单位，单套建筑面积符合：1. 转为保障性租赁住房的，建筑面积在70平方米以内；2. 转为配售型保障性住房的，建筑面积以90平方米为主，最大为120平方米。存量商品住房应为已建成项目，有齐备的开发建设、竣工手续，并搭配适量比例的待售车位。房源应具备交通便利、配套设施较齐全等条件	收购价格以同地段保障性住房重置价格为参考上限
河南新乡	——	市属国有企业	已建成存量商品房（含公寓）	保障性住房	以楼栋为基本单位，整栋楼收购。收购房源严格限定为房地产企业已建成未出售的存量商品房（含公寓），相关手续齐备，可以办理不动产权证书，且房源所属企业资产负债和法律关系清晰。单套建筑面积以90（含）平方米以下为主（比例为70%），最大户型建筑面积120（含）平方米，处于交通便利、配套设施较为齐全区位	以同地段保障性住房重置价格为参考上限，即划拨土地成本、建安成本，加不超过5%利润

七问：收储后迅速入市是否会对市场形成冲击？

- **是否对商品房市场形成冲击，主要在于可能形成的配售型保障房规模。** 配售型保障房定价更低，可能与商品房销售形成直接竞争。但考虑到配售型保障房较商品房有较明显折价，可能低于收储成本，我们觉得短期收储房源形成配售型保障房概率较小。
- **迅速入市符合快速周转、高效使用资金需求，市场冲击预计相对有限。** 一方面，地方实践表明短期收储后更倾向持有出租，租赁群体与购房人群有别，对购房需求分流可控；另一方面，即使存量房收购后大部分用于配售，以各地配售型保障房目标为限，根据中指统计，28个城市2024年平均计划筹建配售型保障房4822套，计划筹建占2023年商品住宅成交平均比例10%，考虑筹建后可能分批次、分时段推向市场，单年供应占比可能更低。

部分城市2024年配售型保障房筹建目标



八问：市场化收储资金能否打平？

► 以收购后配租为例，综合考虑租金回报、运营成本、融资成本等，测算市价收购住宅可能存在近1%资金缺口。具体假设如下：

► 1) 租金回报参考2024年6月百城住宅租金收益率2.24%；2) 参考主要城市保租房租金要求，假定保租房租金较市场水平折价90%；3) 由于价格具备吸引力，保租房出租率按100%估算，且不设空置期；4) 运营成本假设为租金收入30%（根据华夏基金华润有巢REIT公告，测算2023年底层资产NOI利润率66.5%，考虑保租房市场化程度低于华润有巢REIT，运营成本相应更低）；5) 融资比例方面，《关于金融支持住房租赁市场发展的意见》明确，批量购买存量闲置房屋用作保障性或商业性租赁住房长期持有运营的，鼓励商业银行发放住房租赁团体购房贷款，期限最长不超过30年，贷款额度原则上不超过物业评估价值80%，此处假设投入资金80%可申请银行贷款；6) 融资成本方面，2023年初央行创设租赁住房贷款支持计划，规定金融机构发放租赁住房购房贷款利率原则上不超过3%，此处银行贷款利率按3%设定。

收储投资收益率测算

投资运营收益率	1.41%	$a=e*f*(365-g)/365*(1-h)$
百城住宅租金收益率	2.24%	b
保租房租金折价率	90%	c
折价收购比例	100%	d
收购后预估租金收益率	2.02%	$e=b*c/d$
出租率	100%	f
空置期(天)	0	g
运营成本占租金比例	30%	h
配套融资综合成本率	2.40%	$i=j*k$
配套融资成本	3.00%	j
配套融资比例	80%	k
投资净收益率	-0.99%	$l=a-i$

部分城市保障性租赁住房租金要求

类型	内涵
深圳	政府组织配租保租房参考同期同区域同品质租赁住房市场租金60%；社会主体出租保租房租金不高于同期同区域同品质租赁住房市场参考租金90%
上海	应在同地段同品质市场租赁住房租金九折以下
北京	应低于同地段同品质市场出租房屋租金，且年涨幅不能高于5%
南宁	不高于同地段同品质市场租赁住房评估租金90%执行
杭州	应按低于同地段同品质市场租赁住房评估租金
厦门	不高于同地段同品质市场化租赁住房租金95%的标准进行租金备案

资料来源：Wind，华夏基金华润有巢REIT公告，央行，各地方政府官网，平安证券研究所 注：NOI反映扣除运营成本后的净营业收入，测算华夏基金华润有巢REIT底层资产NOI利润率=(营业收入-营业成本+折旧费及摊销费用-税金及附加-支付给外部管理机构的管理费)/营业收入；由于收储投入资金按比例申请银行贷款，不考虑自有资金成本，收储项目最终需承受配套融资综合成本率为贷款利率*贷款比例

九问：收储收益率改善取决哪些因素？

- **基于投资收益率测算模型，收储收益率改善可能来自几方面：**1) 折价收购提升租金回报率；2) 融资成本降低减轻债务负担；3) 地方国企运营效率提升压缩运营成本。同时，中央明确实施公租房免征契税、房产税等税收优惠政策；央行保障性住房再贷款工作推进会表示，地方政府在权限内给予适当政策支持，降低实施主体经营成本。若地方政府愿意提供财政补贴，如财政贴息，外力加持下收储有望实现保本微利。若地方政府补贴意愿不足，地方国企收储后以其他业务收益平衡资金、待楼市转暖后寻求出售亦为一种选择。
- 考虑降低融资成本、加大折价收购比例对收储投资收益率影响，进行双因素敏感性分析，若按住宅市价7折收购、融资成本降至2.5%，可能达到收支平衡。

收储投资收益率敏感性分析（基于收购价格及融资成本变动）

配套融资成本	折价收购比例				
	60%	70%	80%	90%	100%
3.00%	-0.05%	-0.38%	-0.64%	-0.83%	-0.99%
2.80%	0.11%	-0.22%	-0.48%	-0.67%	-0.83%
2.50%	0.35%	0.02%	-0.24%	-0.43%	-0.59%
2.30%	0.51%	0.18%	-0.08%	-0.27%	-0.43%
2.00%	0.75%	0.42%	0.16%	-0.03%	-0.19%

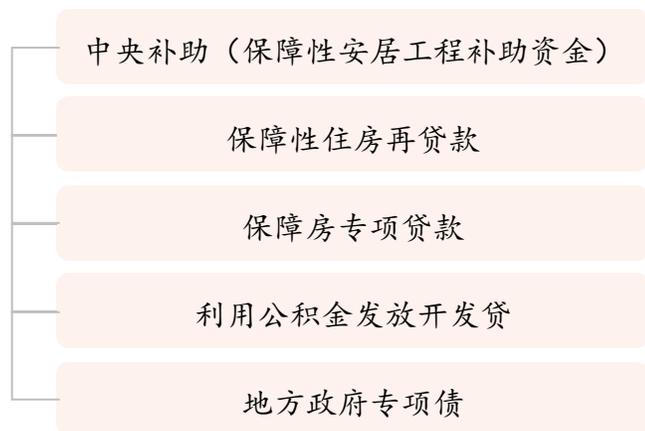
中央关于保障房税费优惠政策公告

关于保障性住房有关税费政策的公告
1.对保障性住房项目建设用地免征城镇土地使用税；2.企事业单位、社会团体以及其他组织转让旧房作为保障性住房房源且增值额未超过扣除项目金额20%的，免征土地增值税；3.对保障性住房经营管理单位回购保障性住房继续作为保障性住房房源的，免征契税；4.保障性住房项目免收各项行政事业性收费和政府性基金，包括防空地下室易地建设费、城市基础设施配套费、教育费附加和地方教育附加等；5.其他
关于继续实施公共租赁住房税收优惠政策的公告
1.对公租房建设期间用地及公租房建成后占地，免征城镇土地使用税；2.对公租房经营管理单位免征建设、管理公租房涉及印花税；3.对公租房经营管理单位购买住房作为公租房，免征契税、印花税；4.对公租房免征房产税；5.其他

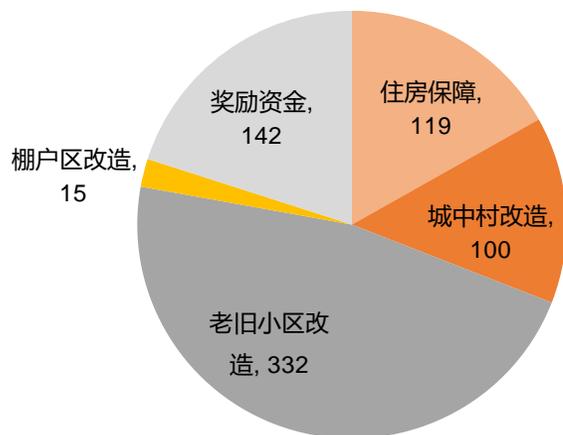
九问：收储收益率改善取决哪些因素？

- ▶ **贷款利率大幅下行受净息差收窄、人民币汇率下跌制约。** 截至2024年一季度国内商业银行净息差降至1.54%，当前人民币汇率持续走弱，美元兑人民币升至7.1附近，限制贷款利率大幅下行空间。
- ▶ **地方政府小规模贴息或可承受，关注最终发放金额与时间。** 若由地方政府财政贴息，根据前文测算，贴息比例需1%以上才有望实现商业可持续。假设贴息比例1%-3%，5000亿元银行贷款年贴息金额50-150亿元，若5000亿元银行贷款主要在核心城市进行分配，以35个城市为例，单城市单年收储需地方政府财政贴息预计最高4.3亿元，由于保障房筹建同时存在其他资金来源，贴息金额或可承受。若贷款规模增加，资产持有周期拉长，地方政府财政负担将随之上升。同时考虑当前地方财政压力较大，贴息最终发放金额与时间亦可能存在不确定性。

保障房筹建主要资金来源



2024年中央财政城镇保障性安居工程补助资金预算 (亿元)



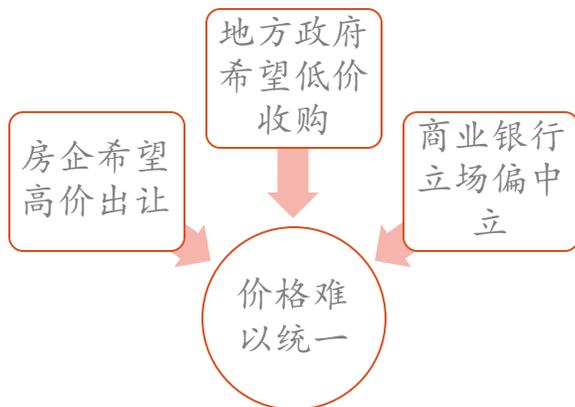
5000亿银行贷款，不同贴息比例，单城单年需贴息金额 (亿元)

贴息比例	收储城市 (城)		
	35	38	40
3%	4.3	3.9	3.8
2%	2.9	2.6	2.5
1%	1.4	1.3	1.3

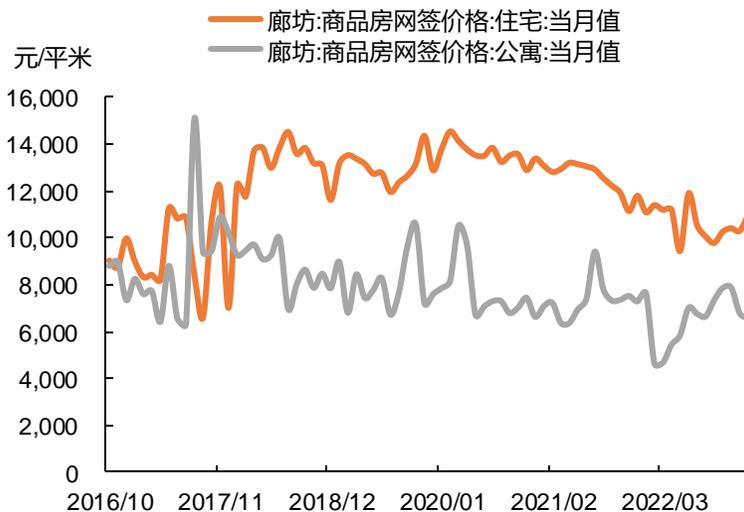
九问：收储收益率改善取决哪些因素？

► **开发商折价出让公寓或非优质住宅可能性较大。**收储参与各方价格看法有别，为提升投资回报，地方政府倾向折价收购，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。考虑公寓销售价格明显低于住宅，且现金流承压下开发商低价出售非优质资产补充资金存在可能，开发商大概率折价出让公寓或非优质住宅，地方国企在成本控制下以公开征集项目等方式完成收储，最终实现各方利益平衡。

收储参与各方价格看法有别



公寓价格明显低于住宅（以廊坊为例）



历史部分城市收储价格要求

时间	城市	价格规定
2012年底	鄂尔多斯	在收购商品房作保障房时，统一通过市公共资源交易中心招标采购，并按照现房、主体封顶、主体未封顶顺序依次采购，回购价格以商品房成本价为基础，上浮幅度控制在15%以内
2015	福州	协商确定价格原则上低于市场评估价格15%以上
2015	三明	低于市场评估价格15%以上

十问：收储的后续关注点？

- **地方推进进展，能否匹配足够合适房源。**除收购价格外，房源条件（整栋未售、单套建面、交通配套等）也可能对收购后迅速配售或租赁产生正面影响。同时商品房进入现房阶段，可能存在单个楼栋部分房源已售，如何保障原购房者的利益，均可能影响最终落地进度及收储规模。
- **收储资金加码及财政政策配套可能。**尽管收购35城小户型5000亿或相对充足，但全国维度库存去化至少需万亿级资金体量。收储模式成熟后可关注资金加码可能，以及会否出现更多支持性政策。
- **银行贷款意愿。**由于央行保障性住房再贷款按照银行贷款本金60%发放，需要银行额外配资，而保障性住房再贷款期限较短（利率1.75%，期限1年、可展期4次），可能影响银行发放低利率、长周期贷款意愿。
- **存量商品房收购后用作配售型保障房情况。**尽管收储后用于配售可能分流商品房需求，但迅速配售下资产持有周期短、资金沉淀少、使用效率高，并且对银行而言短期资金成本较低，相对更好参与。关注配售型保障房收储落地及实际操作情况，以及是否配套更多相关政策。

投资建议

- 存量房收储由来已久，历史多次发生，当前步入保障性住房再贷款支持时期。基于加快商品房去库存，加快保障性住房供给，助力保交楼和“白名单”机制等目标，推进存在必要。由于保障房试点集中核心城市，一二线或为收储主战场。测算全国库存去化或需万亿级资金体量，但若仅收购35城小户型，同时考虑地方国企自有出资，5000亿银行贷款或相对充足。平等自愿预计贯穿收储各个环节，地方政府可能通过公开招标等方式提升透明度。收购房源在单套面积、交通配套等方面均有要求，相关条件显示收购后可能更倾向出租。折价收购、融资成本降低、运营效率提升，或者财政补贴，可能带来收储投资收益率改善，实现商业可持续。对比之下，短期折价收购推动收储落地或更为可行，开发商折价出售公寓或非优质住宅可能性较大。
- 未来重点关注地方收储落地节奏，政策进一步呵护可能，以及可能对开发商现金流、楼市的影响。板块投资维持短期适度积极观点：1) 板块回撤至4月低点；2) 公募基金持仓较低；3) 市场对销售预期偏弱，但7月低基数下重点城市新房销售存在转正可能；4) 重点城市二手房挂牌量未进一步上升；5) 业绩压力释放。中期来看，地产板块趋势行情仍有待楼市量价企稳。个股建议关注积极优化土储、具备基本面支撑、估值修复空间仍大的优质房企如中国海外发展、招商蛇口、越秀地产、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) 收储推进进展不及预期风险：**若政策支持力度不足，各方博弈周期拉长，可能导致地方收储落地困难，推进进程不及预期风险；
- **2) 保障房需求有限、适配房源规模不足风险：**收购存量商品房用作保障性住房需遵循以需定购，保障性住房真实需求为收储模式跑通基础，若保障房需求有限、适配房源规模不足，可能导致收储效果不及预期风险；
- **3) 政策呵护持续性不足、楼市修复不及预期风险：**若政策发力不及预期，收储效果有限，无法对市场情绪形成有效带动，楼市修复、存量商品房去库存结果可能低于预期。

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，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现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。