

房地产行业专题

二手好于新房背后的楼市趋势

优于大市

核心观点

楼市现状：随着人口结构变迁、存量住房增多，房地产市场供求关系发生重大变化，新增城镇居住需求显著减少，而人均刚性居住面积提升空间已有限。虽然中长期仍有进阶性人口流动和住房改善两大住房需求支撑房地产市场，但短期必须应对购房者观望情绪较重的问题。虽如此，2023年全国住宅交易总额为17.4万亿元，同比+6%，其中二手房和新房交易额占比为“四六开”，从2021年“三七开”回归至2016年水平。近年来二手房成交额基本平稳，与新房销售额的急剧萎缩形成鲜明对比。我们采用更高频的样本，即30城新建商品房成交面积（约占全国新建商品住宅成交面积的14%）和18城二手住宅成交套数（约占全国二手房成交套数的14%）作交叉验证，结论均一致。

原因分析：①**成交结构：二手房交易中高能级城市占比更大，而高能级城市住宅交易规模相对稳定。**2023年，一线、二线、三四线及以下城市在全国新房市场的交易额占比分别为16%、31%、54%，而在二手房市场的交易额占比分别为31%、41%、29%。而一线、二线、三四线及以下城市2023年住宅交易规模分别相当于2019年的117%、100%、67%。同样以高频样本数据交叉验证，结论一致。我们认为，三四线及以下城市明显缩量与棚改货币化安置工作2017年以后推动力度削减紧密相关。②**相对优势：从单城市维度看，二手房市场表现也更好，主要因为兼具价格优势和现房优势。**新房和二手房虽均存在“以价换量”，但实施难度不同，二手房跌得更早更深，以2024年6月价格对比2021年同期，70城新房价格累计下跌6.5%，而二手住宅价格累计下跌12.9%。此外二手房品质状态和配套设施已确定，无交付风险且能即刻入住，在房价下行周期更受欢迎。新房市场中，现房部分的销售规模、同比及占比表现均好于期房，与二手房在全国住宅交易总额中的趋势完全一致。

趋势预判：二手表现更好的现状大概率延续。①**高能级城市的地产销售表现将持续好于低能级城市。**首先，一二线城市需求端拥有人口流入和限购松绑两大利好。其次，高能级城市住宅用地成交情况好于三四线城市，潜在新房供给更多。②**新房价格下调和转为现房销售的困难均较大，二手房的价格和现房优势将延续。**多地出台政策加大高品质住宅供给，给予部分免计容支持，有不少新房楼盘凭借得房率优势变相降价取得不错销售成绩，但大范围推广仍需时日，且难防二手房进一步降价。③**房产中介话语权还将提升，而地产开发商业绩持续承压。**以中国最大的房产交易和居住服务平台贝壳为例，2023年新房业务GTV市占率9.7%，2024Q1市占率8.2%。虽市占率有所波动，但应收账款周转天数、“预付佣”模式占比、佣金费率均明显改善。与房产中介相比，地产个股的销售拿地情况和盈利能力仍然不佳。

投资建议：预期高能级城市地产销售规模占比提升、二手房成交表现优于新房的趋势将持续。目前仍无法判断房价何时能止跌，难以给出重资产开发的房地产企业的真实价值，但轻资产运营的房产中介行业迎来机遇。房产中介通过促成房产交易赚取佣金，既能盘活居民存量房、又能协助去化房企新房，同时门店布局城市以一二线为主，从楼市发展趋势中充分受益。建议更关注房产中介行业，个股端建议关注贝壳-W、我爱我家。

风险提示：地产放松政策落地效果及持续强度不及预期；宏观环境变化等因素致房地产行业基本面超预期下行；房企信用风险事件超预期冲击。

行业研究 · 行业专题

房地产

优于大市 · 维持

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：王粤雷

0755-81981019

wangyuelei@guosen.com.cn

S0980520030001

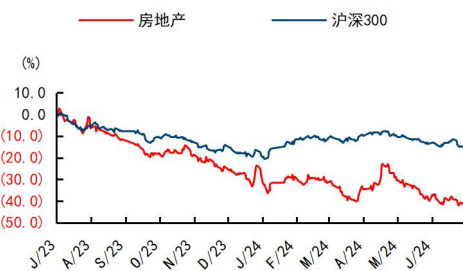
证券分析师：王静

021-60893314

wangjing20@guosen.com.cn

S0980522100002

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《房地产行业2024年8月投资策略暨中报前瞻-行业进入淡季，静待基本面反弹》——2024-07-29
 《房地产行业周报（2024年第29周）-新房销售同比降幅企稳，五年期LPR下调10个基点》——2024-07-23
 《数据背后的地产基建图景（十）-地产基本面指标同比改善，基建投资增长支撑较弱》——2024-07-20
 《统计局2024年1-6月房地产数据点评-基本面指标除竣工外同比改善，城市维度房价持续承压》——2024-07-15
 《房地产行业周报（2024年第27周）-地产销售数据有所回落，二手房表现仍强于新房》——2024-07-09

内容目录

楼市现状：二手成交表现明显好于新房	6
随着人口结构变迁、存量住房增多，房地产供不应求已成历史.....	6
当前二手房成交表现明显好于新房，交易占比持续提升.....	10
原因分析：二手房成交结构更好且兼具价格和现房优势	13
二手房成交结构中，住宅交易规模较稳定的高能级城市占比更大.....	13
二手房兼具价格和现房优势，同样新房中的折价现房表现也较好.....	18
趋势预判：二手房表现更好的现状大概率延续	26
高能级城市的地产销售表现将持续好于低能级城市.....	26
新房价格下调和转为现房销售的困难均较大.....	27
房产中介话语权还将提升，而地产开发商业绩持续承压.....	29
投资建议	31
风险提示	31

图表目录

图 1: 中国历年城镇人口增量 (万人)	6
图 2: 中国历年城镇化率.....	6
图 3: 中国历年总人口增量 (万人)	6
图 4: 中国历年总人口年龄结构.....	6
图 5: 中国历年出生人数 (万人)	7
图 6: 中国历年死亡人数 (万人)	7
图 7: 中国历年住宅竣工套数 (万套)	7
图 8: 中国人均住宅建筑面积 (平方米)	7
图 9: 中国城镇家庭户人均住房建筑面积分布, 2020.....	8
图 10: 中国城镇家庭户住房建造时间分布, 2020.....	8
图 11: 中国城镇家庭户住房所在建筑电梯情况, 2020.....	8
图 12: 中国城镇家庭户住房所在建筑建造结构, 2020.....	8
图 13: 城镇储户对未来房价预期.....	9
图 14: 城镇储户对未来收入信心及就业预期指数.....	9
图 15: 城镇储户未来 3 个月准备增加"购房"支出的比例.....	9
图 16: 居民部门杠杆率 (%)	9
图 17: 主流城市首套及二套房贷利率走势.....	9
图 18: 银行平均放款周期.....	9
图 19: 历年全国新建商品房销售额及同比.....	10
图 20: 历年全国新建商品房销售额中商品住宅占比.....	10
图 21: 历年新建商品住宅交易额及同比.....	10
图 22: 历年二手住宅交易额及同比.....	10
图 23: 历年全国住宅交易总额及同比.....	11
图 24: 历年全国住宅交易额中新房及二手占比.....	11
图 25: 30 城新建商品房历年成交面积及同比.....	12
图 26: 18 城二手住宅历年成交套数及同比.....	12
图 27: 30 城新房与全国新建商品住宅单季度成交面积同比.....	12
图 28: 30 城新房与全国新房单季度成交面积相比 2019 年同期.....	12
图 29: 30 城新房与 18 城二手房单季度成交同比.....	12
图 30: 30 城新房与 18 城二手房单季度成交相比 2019 年同期.....	12
图 31: 历年 30 城新建商品房成交面积当年累计同比.....	13
图 32: 历年 18 城二手住宅成交套数当年累计同比.....	13
图 33: 历年 30 城新房单日成交面积 7 天移动平均 (万 m ²)	13
图 34: 历年 18 城二手住宅单日成交套数 7 天移动平均 (套)	13
图 35: 历年全国各能级城市住宅交易额 (单位: 万亿元)	14
图 36: 历年全国住宅交易额各能级城市占比变化.....	14
图 37: 历年全国新建商品住宅交易额各能级城市占比变化.....	15

图 38: 历年全国二手住宅交易额各能级城市占比变化.....	15
图 39: 长三角核心城市人口及 GDP 占长三角全区的比重.....	15
图 40: 长三角核心城市商品住宅销售额及面积占全区比重.....	15
图 41: 一线城市住宅销售金额及二手房/新房倍数.....	16
图 42: 历年一线城市住宅销售金额中新房和二手房占比变化.....	16
图 43: 二线城市住宅销售金额及二手房/新房倍数.....	16
图 44: 历年二线城市住宅销售金额中新房和二手房占比变化.....	16
图 45: 三四线及以下城市住宅销售金额及二手房/新房倍数.....	16
图 46: 历年三四线及以下城市新房和二手房占比变化.....	16
图 47: 30 城新建商品房成交面积分城市能级当年累计同比.....	17
图 48: 历年 18 城二手住宅成交套数分城市能级当年累计同比.....	17
图 49: 一线城市新房单日成交面积 7 天移动平均 (万 m ²)	17
图 50: 一线城市二手住宅单日成交套数 7 天移动平均 (套)	17
图 51: 二线城市新房单日成交面积 7 天移动平均 (万 m ²)	18
图 52: 二线城市二手住宅单日成交套数 7 天移动平均 (套)	18
图 53: 三线城市新房单日成交面积 7 天移动平均 (万 m ²)	18
图 54: 三线城市二手住宅单日成交套数 7 天移动平均 (套)	18
图 55: 中国主流城市二手住宅/新建住宅成交套数.....	19
图 56: 历年全国新建商品住宅销售价格及同比.....	20
图 57: 历年 70 城新建商品住宅和二手住宅销售价格同比.....	20
图 58: 70 城新建商品住宅和二手住宅销售价格月度同比.....	21
图 59: 一线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格月度同比.....	21
图 60: 二线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格月度同比.....	21
图 61: 三线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格月度同比.....	21
图 62: 中国各主流城市二手房边际挂牌价变动比例.....	22
图 63: 14 城带看活跃度指数化加权平均.....	22
图 64: 中国历年小学入学人口对比当年出生人口 (万人)	23
图 65: 中国历年初中入学人口对比当年出生人口 (万人)	23
图 66: 历年全国新建商品住宅中现房部分销售面积及同比.....	23
图 67: 历年全国新建商品住宅中期房部分销售面积及同比.....	23
图 68: 全国新建商品住宅现房单季度销售面积及同比.....	24
图 69: 全国新建商品住宅期房单季度销售面积及同比.....	24
图 70: 全国新建商品住宅现房及期房单季度销售面积同比.....	24
图 71: 新建住宅中现房及期房单季度销售面积相比 2019 同期.....	24
图 72: 历年全国新建商品住宅销售额中现房和期房占比.....	24
图 73: 历年全国新建商品住宅销售面积中现房和期房占比.....	24
图 74: 历年全国已完工未销售商品住宅面积及销售折价率.....	25
图 75: 季度末全国已完工未销售商品住宅面积及同比.....	25
图 76: 历年全国新建商品住宅现房及期房销售均价.....	25
图 77: 历年全国新建商品住宅现房及期房销售均价同比.....	25
图 78: 历年中国各城市能级常住人口占比.....	26

图 79: 各城市能级分时间段常住人口数量变化 (单位: 万人)	26
图 80: 中国一二线城市分时间段常住人口数量变化 (单位: 万人)	26
图 81: 300 城住宅用地分城市能级成交总价占比.....	27
图 82: 300 城住宅用地分城市能级成交建面占比.....	27
图 83: 300 城住宅用地各城市能级楼板均价 (单位: 元/m ²)	27
图 84: 300 城住宅用地各城市能级成交溢价率表现.....	27
图 85: A 股上市房企历年毛利率.....	28
图 86: A 股上市房企历年计提资产减值损失.....	28
图 87: 房企到位资金中的国内贷款占比 vs 销售回款占比.....	28
图 88: 房企到位资金中的国内贷款拉动 vs 销售回款拉动.....	28
图 89: 房产中介商业模式.....	29
图 90: 贝壳-W 历年新房业务交易总额及同比.....	30
图 91: 贝壳-W 历年新房业务收入及同比.....	30
图 92: 贝壳-W 历年新房业务交易额市占率.....	30
图 93: 贝壳-W 历年新房业务货币化率.....	30
图 94: 历年百强房企单月销售金额 (单位: 亿元)	31
图 95: 历年百强房企单月拿地金额 (单位: 亿元)	31
图 96: A 股上市房企历年营业总收入及同比.....	31
图 97: A 股上市房企历年归母净利润及同比.....	31
表 1: 中国 14 大核心城市二手房边际挂牌价及降幅.....	21

楼市现状：二手成交表现明显好于新房

随着人口结构变迁、存量住房增多，房地产供不应求已成历史

2023年7月，中央政治局会议指出，我国房地产市场供求关系发生重大变化。

过去二十余年，中国持续高位的城镇人口增量水平受到总人口增加及城镇化率提升的双重拉动，而当前效力均逐渐削弱。自2017年以来，城镇人口增量明显下滑，新增城镇居住需求显著减少。

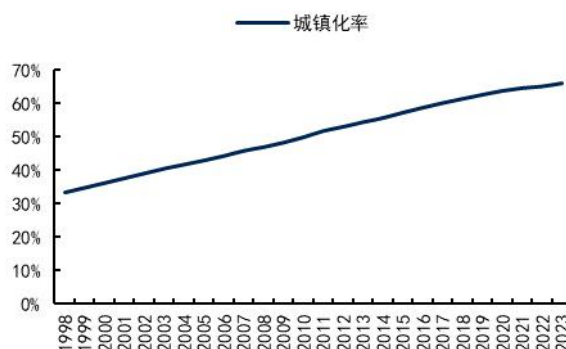
- ◆ 一方面，中国总人口已连续两年净减少，出生人口大幅下滑，老龄化程度加深，而婚育是刚需置业最重要的动因，作为购房主力的青壮年群体逐渐萎缩。
- ◆ 另一方面，中国已经步入城镇化中后期，2023年城镇化率已达到66%，而发达国家平均为80%，预计还需10年左右即可完成城镇化进程。

图1：中国历年城镇人口增量（万人）



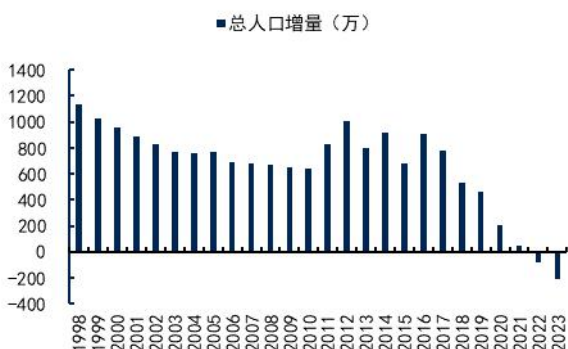
资料来源：Wind，中国统计局，国信证券经济研究所整理

图2：中国历年城镇化率



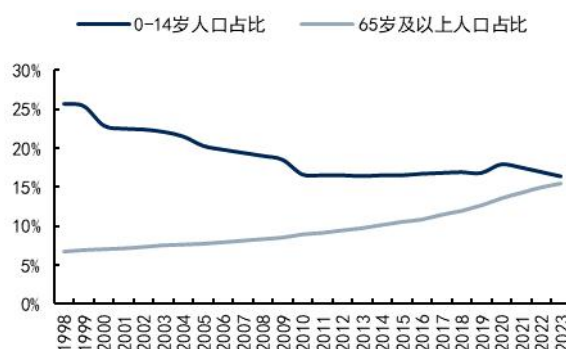
资料来源：Wind，中国统计局，国信证券经济研究所整理

图3：中国历年总人口增量（万人）



资料来源：Wind，中国统计局，国信证券经济研究所整理

图4：中国历年总人口年龄结构



资料来源：Wind，中国统计局，国信证券经济研究所整理

图5: 中国历年出生人数 (万人)



资料来源: Wind, 中国统计局, 国信证券经济研究所整理

图6: 中国历年死亡人数 (万人)



资料来源: Wind, 中国统计局, 国信证券经济研究所整理

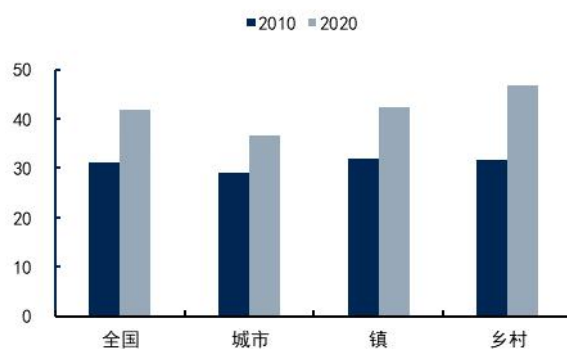
而人均刚性居住面积的提升空间已经有限。1999-2020年, 中国商品住宅总竣工套数累计 1.15 亿套, 其中有 60%是在 2010 年后竣工。截至 2020 年末, 中国商品住宅累计竣工套数较 2010 年末增加 7000 万套。据统计局数据显示, 2020 年中国家庭户人均居住面积达到 42 m², 较 2010 年提升 11 m²。其中, 城市/镇/乡村人均住房建筑面积分别为 37/42/47 m², 较 2010 年分别提升 7/10/15 m²。

图7: 中国历年住宅竣工套数 (万套)



资料来源: iFind, 中国统计局, 国信证券经济研究所整理

图8: 中国人均住宅建筑面积 (平方米)

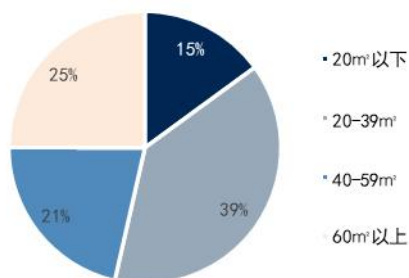


资料来源: 中国统计局, 国信证券经济研究所整理

中长期虽仍有进阶性人口流动和住房改善两大住房需求支撑房地产市场, 但短期内购房者观望情绪较重。

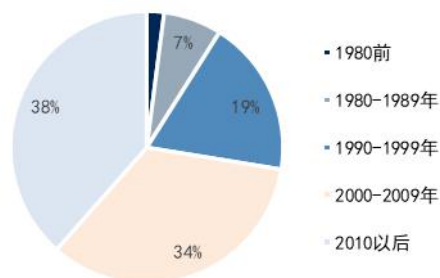
- ◆ 中国不同区域经济发展差异较大, 因此人口进入城镇后, 仍会持续向高能级城市流动, 形成城镇人口重分布, 从而诞生新的居住需求。
- ◆ 城镇家庭户人均住房的建筑面积和质量分布不均衡, 待改善空间仍较大。按照城镇人均住房建面约 39 m²、城镇人口约 9 亿的口径计算, 当前城镇住宅存量约为 350 亿 m², 而 1998 年之后商品住宅销售面积累计值仅约 180 亿 m²。截至 2020 年, 城镇家庭户中仍有 15%人均住房建筑面积低于 20 m²、39%人均住房建筑面积虽 ≥ 20 m²但低于 40 m²、28%住在 2000 年前建造的房屋中、70%住在没有电梯设施的房屋中、33%住在非钢筋混凝土结构的房屋中。

图9：中国城镇家庭户人均住房建筑面积分布，2020



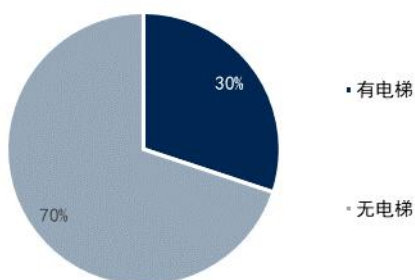
资料来源：中国统计局，国信证券经济研究所整理

图10：中国城镇家庭户住房建造时间分布，2020



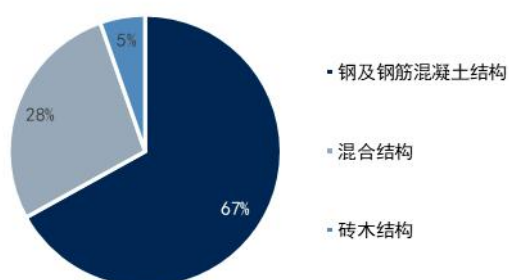
资料来源：中国统计局，国信证券经济研究所整理

图11：中国城镇家庭户住房所在建筑电梯情况，2020



资料来源：中国统计局，国信证券经济研究所整理

图12：中国城镇家庭户住房所在建筑建造结构，2020



资料来源：中国统计局，国信证券经济研究所整理

不过，进阶性人口流动支撑可中长期释放，短期内可由租赁行为满足。“十四五”规划纲要提出，以人口流入多、房价高的城市为重点，扩大保障性租赁住房供给，着力解决困难群体和新市民住房问题。“十四五”时期，全国40个重点城市初步计划新增保障性租赁住房650万套（间），预计可助解决近2000万人的住房困难。而住房改善的购房紧迫度较弱，因此楼市必须应对购房者观望情绪较重的问题。

- ◆ **房价上涨预期弱**：2024Q1，央行城镇储户问卷调查报告显示，居民预期房价上涨的比例仅11.0%，自2021Q3以来，已经连续11个季度低于历史均值25%；而居民预期房价下降的比例则陡升至22%，继续创近十年新高。
- ◆ **收入信心不足**：2024Q1，央行城镇储户问卷调查报告显示，居民收入信心指数连续11个季度不高于荣枯线50%。
- ◆ **杠杆率已居高位**：根据国际清算银行数据，截至2023年末，中国居民杠杆率为62%，已接近发达国家平均水平。

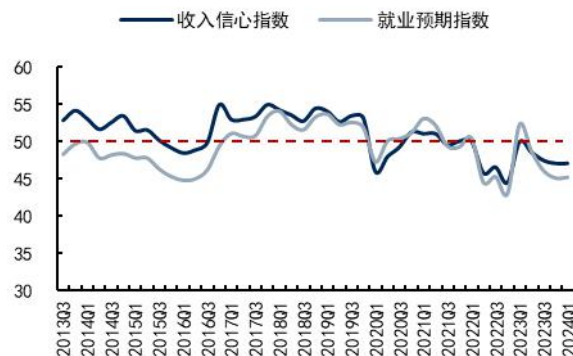
因此虽然需求端利好政策不断出台，主流城市首付比例和房贷利率一降再降，但与历史周期相比，本轮着力提高居民加杠杆能力的利好举措提振地产销售的效果一般。在此背景下，中国楼市出现了新的发展趋势。

图13: 城镇储户对未来房价预期



资料来源: 央行城镇储户问卷调查报告, 国信证券经济研究所整理

图14: 城镇储户对未来收入信心及就业预期指数



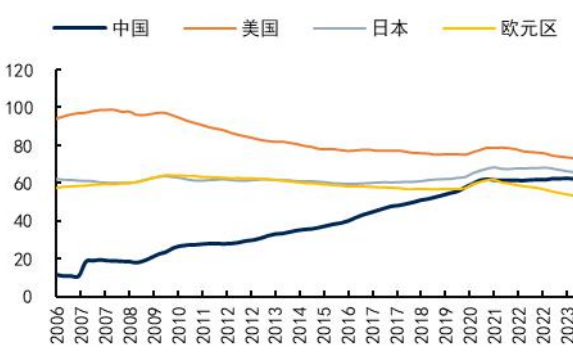
资料来源: 央行城镇储户问卷调查报告, 国信证券经济研究所整理

图15: 城镇储户未来3个月准备增加“购房”支出的比例



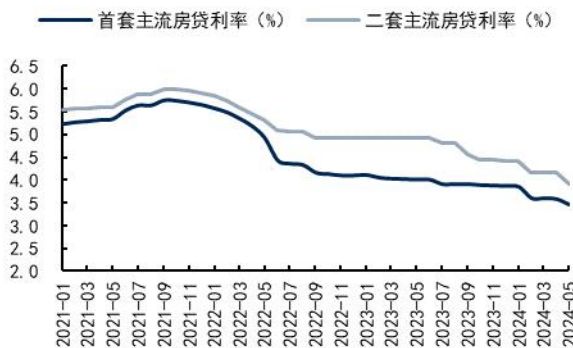
资料来源: 央行城镇储户问卷调查报告, 国信证券经济研究所整理

图16: 居民部门杠杆率 (%)



资料来源: 国际清算银行, 国信证券经济研究所整理

图17: 主流城市首套及二套房贷利率走势



资料来源: 贝壳研究院, 国信证券经济研究所整理

图18: 银行平均放款周期



资料来源: 贝壳研究院, 国信证券经济研究所整理

当前二手房成交表现明显好于新房，交易占比持续提升

全国新建商品房销售额曾连续7年正增长，但自2021年下半年起急转直下。根据统计局数据，2023年，全国新建商品房销售额11.7万亿元，同比-6.5%，远低于2021年最高点18.2万亿元，2021-2023年复合增速为-20%，2024H1销售额同比再降25%。其中，商品住宅占比自2021年以来保持在88%左右。2023年，全国新建商品住宅销售额10.3万亿元，同比-6.0%，2024H1销售额同比-27%，持续下行。

但住宅成交不仅包括新房销售，还包括二手交易。二手房的成交额基本保持平稳，与新房销售额的急剧萎缩形成鲜明对比。参考贝壳研究院的测算，2023年，全国二手房市场成交套数约596万套，成交面积约5.7亿m²，成交额约为7.1万亿元，同比+30%，成交额在历史上仅次于2020年。相较新房楼盘有蓄客、售楼处、样板间、一房一价表等标准动作，二手房交易受制于有限的房源、繁琐的带看、参差的装修、非标准化的挂牌价、不透明的沟通流程等，所以居民购买二手房时决策周期比新房更长。因此，二手房2022年受疫情管控影响较大，但后续恢复也较快。

图19: 历年全国新建商品房销售额及同比



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图20: 历年全国新建商品房销售额中商品住宅占比



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图21: 历年新建商品住宅交易额及同比



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图22: 历年二手住宅交易额及同比

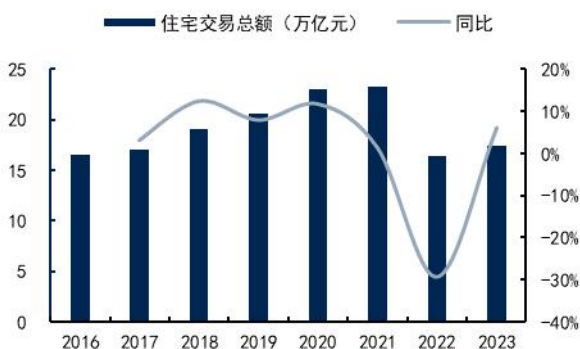


资料来源：贝壳研究院，国信证券经济研究所整理

二手房在住宅交易总额中的占比明显提升。受益于二手房成交额的恢复，2023年，全国住宅交易总额为17.4万亿元，同比+6%，超过2017年、未及2018年，约为

2019年水平的84%。其中，二手交易额占比快速提升至41%，较2021年最低点30%上升11个百分点。由此，二手房和新房交易额占比从2021年的“三七开”转变为2023年的“四六开”，回归2016年的各自占比水平。

图23: 历年全国住宅交易总额及同比



资料来源：国家统计局、贝壳研究院，国信证券经济研究所整理

图24: 历年全国住宅交易额中新房及二手占比

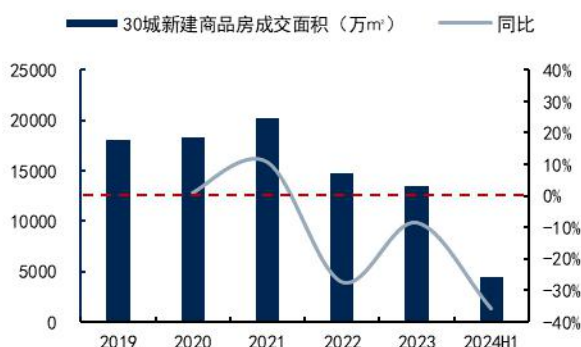


资料来源：国家统计局、贝壳研究院，国信证券经济研究所整理

由于贝壳研究院的全国二手房成交数据披露频次为年度低频，我们使用更高频的样本数据（30城新建商品房成交面积、18城二手住宅成交套数）作交叉验证。2023年，30城新建商品房成交面积为1.3亿m²，约占全国新建商品住宅成交面积9.5亿m²的14%，而18城二手住宅成交套数为83万套，约占全国二手房成交套数596万套的14%，与新房样本城市占比相仿。考虑到二手房在疫情管控中受到更大影响、但后续恢复速度又较快等波动因素，我们更聚焦对比2023年的住宅交易额与疫情前2019年的水平。经验证，无论是年度、季度还是日频数据，二手房成交表现好于新房的结论均一致。

- ◆ 从年度值看，样本数据可比性佳。2023年，30城新建商品房成交面积同比-9%，与全国新建商品住宅成交面积同比-8%相仿；18城二手住宅成交套数同比+33%，与全国二手房成交套数同比+30%相仿。2024H1，30城新建商品房成交面积同比-36%，而18城二手住宅成交套数同比-10%，二手房成交表现明显好于新房。
- ◆ 从季度数据看，二手房销售表现不论是同比情况还是绝对值相比历史同期水平均好于新房。2024Q2，30城新房单季度成交面积同比-31%，相当于2019年同期水平的54%，与全国新建商品住宅成交面积相比历史同期的53%基本一致。而2024Q2，18城二手住宅成交套数同比+1%，相当于2019年同期水平的95%。
- ◆ 从日频数据看，7月以来，二手房和新房的销售表现仍保持同样趋势。2024年7月21日，30城新房单日成交面积7天移动平均值同比为-24%，仅约为2019年同期的47%；而18城二手住宅单日成交套数7天移动平均值同比为+34%，约为2019年同期的110%。截至2024年7月21日，30城新房当年累计成交面积同比为-34%，约为2019年同期的55%；而18城二手住宅当年累计成交套数同比为-6%，约为2019年同期的101%。

图25: 30城新建商品房历年成交面积及同比



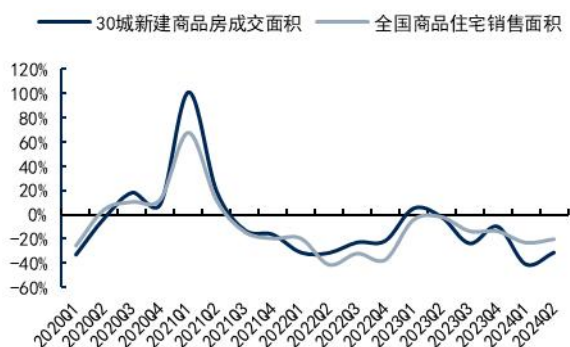
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图26: 18城二手住宅历年成交套数及同比



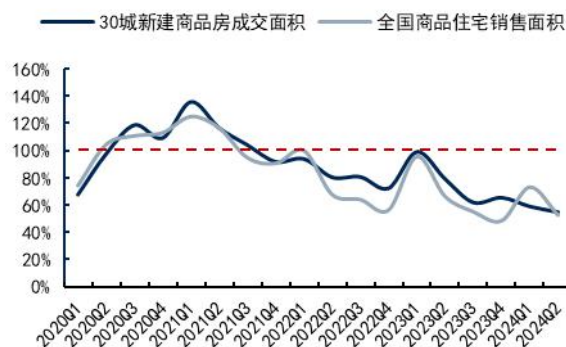
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图27: 30城新房与全国新建商品住宅单季度成交面积同比



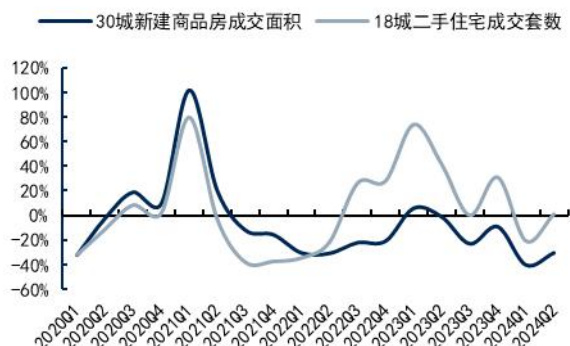
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图28: 30城新房与全国新房单季度成交面积相比 2019年同期



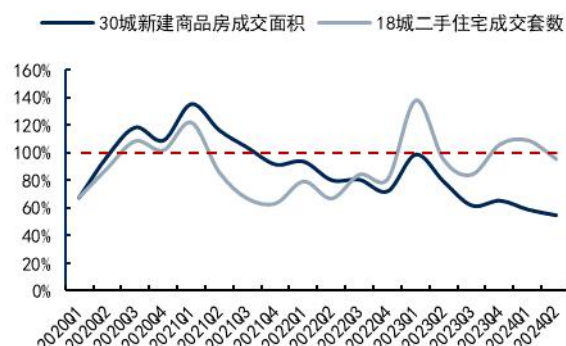
资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

图29: 30城新房与18城二手房单季度成交同比



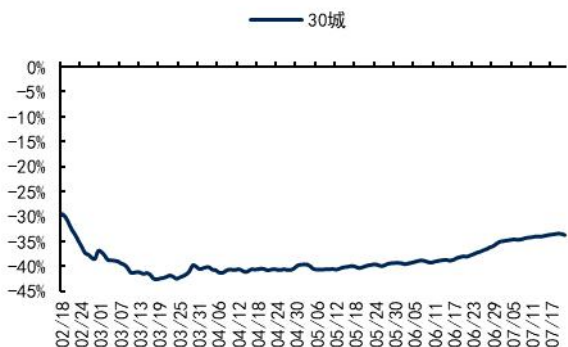
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图30: 30城新房与18城二手房单季度成交相比 2019年同期



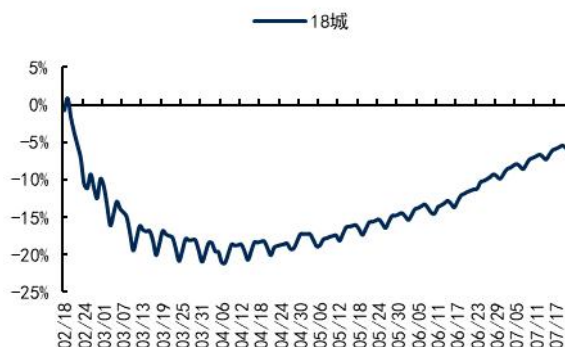
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图31: 历年 30 城新建商品房成交面积当年累计同比



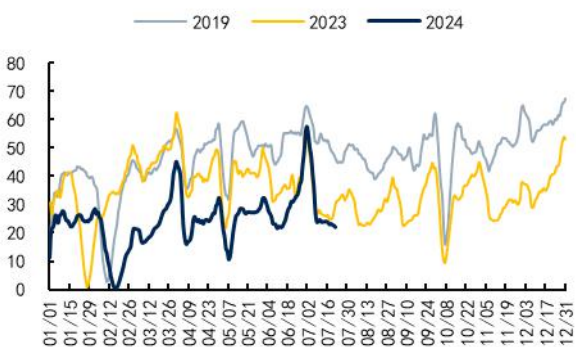
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图32: 历年 18 城二手住宅成交套数当年累计同比



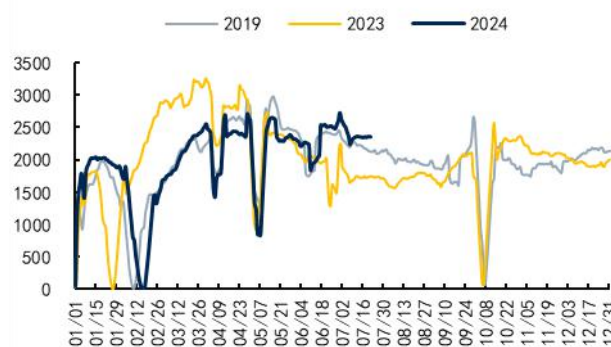
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图33: 历年 30 城新房单日成交面积 7 天移动平均 (万 m²)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图34: 历年 18 城二手住宅单日成交套数 7 天移动平均 (套)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

原因分析：二手房成交结构更好且兼具价格和现房优势

二手房成交结构中，住宅交易规模较稳定的高能级城市占比更大

为拆解住宅交易额分城市能级的成交结构，我们采集了中指研究院跟踪的各城市新建商品住宅和二手住宅历年成交额数据。先计算出 4 个一线城市（北京、上海、广州、深圳）和 31 个二线城市（天津、石家庄、太原、呼和浩特、沈阳、大连、长春、哈尔滨、南京、杭州、宁波、合肥、福州、厦门、南昌、济南、青岛、郑州、武汉、长沙、南宁、海口、重庆、成都、贵阳、昆明、西安、兰州、西宁、银川、乌鲁木齐）的住宅交易额。用全国住宅交易总额减去这 35 个城市合计值，则剩下的份额归属于三四线及以下城市。

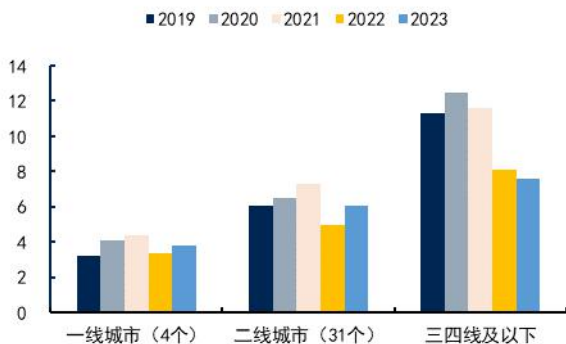
◆ 从总量看，高能级城市历年成交规模更稳定，而三四线及以下城市明显缩量。

2023 年，一线城市、二线城市、三四线及以下城市的住宅交易额分别为 3.8

万亿元、6.1万亿元、7.6万亿元，分别相当于2019年的117%、100%、67%。

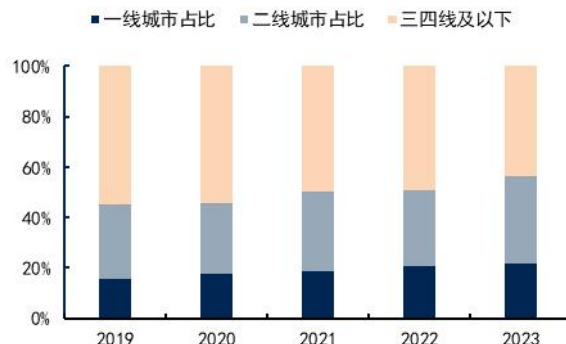
- ◆ **从占比看，三四线及以下城市占比明显下降。**2023年，一线城市、二线城市、三四线及以下城市在全国住宅交易总额中的占比分别为22%、35%、43%，较2019年占比分别变动了+6.0/+5.4/-11.4个百分点。

图35: 历年全国各能级城市住宅交易额（单位：万亿元）



资料来源：国家统计局、中指研究院，国信证券经济研究所整理

图36: 历年全国住宅交易额各能级城市占比变化



资料来源：国家统计局、中指研究院，国信证券经济研究所整理

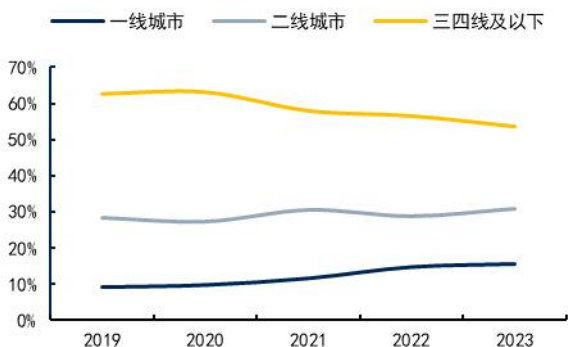
进一步拆解新房和二手房市场中各城市能级的成交结构。相比新房，二手房成交额中的高能级城市占比更大，且二线城市占比提升明显，自然比新房市场更能受益于高能级城市销售规模较为平稳、低能级城市销售规模萎缩的事实。

- ◆ **从新房视角，一二线城市交易额占比虽明显提升，但仍未到五成。**2023年，一线城市、二线城市、三四线及以下城市在全国新房交易额中的占比分别为16%、31%、54%，较2019年分别变动了+6.5/+2.5/-9.0个百分点。
- ◆ **从二手房视角，一二线城市交易额占比提升至七成，主要归功于二线城市表现。**2023年，一线城市、二线城市、三四线及以下城市在全国二手房交易额中的占比分别为31%、41%、29%，较2019年分别变动了+1.1/+8.9/-9.9个百分点。

我们认为，三四线及以下城市近年来的明显缩量与“棚改货币化”去库存工作的推动情况有关。2015年6月，国务院发布《关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》并制定三年计划，即在2015-2017年改造包括城市危房、城中村在内的各类棚户区住房1800万套，农村危房1060万户。其中，一二线城市棚改货币化安置套数占比很小，而三四线城市占比较高，极大拉动了当地房地产市场，但2017年以后力度削减，市场逐渐回归常态。

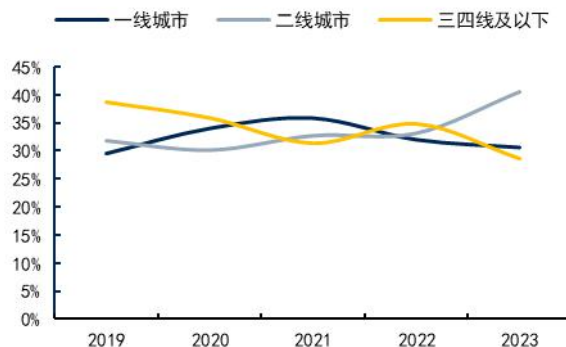
我们于2023年6月发布的房地产行业专题《住房市场研究框架及长三角区域概览》中，也有相应论据佐证。长三角5个核心城市（上海、杭州、苏州、南京、合肥）2022年以不到全区14%的占地面积和29%的人口贡献了全区40%的经济总量、并销售了全区46%的商品住宅。但相较人口、GDP占比的稳定性，长三角核心城市商品住宅销量占比波动较大。2015年以前，长三角核心城市商品住宅销售金额占全区的比重约为50%，而2015-2017年逐渐降至36%。但随着棚改力度下降，占比在2022年提升至46%，与全国近五年高能级、低能级城市的占比波动趋势相符。

图37: 历年全国新建商品住宅交易额各能级城市占比变化



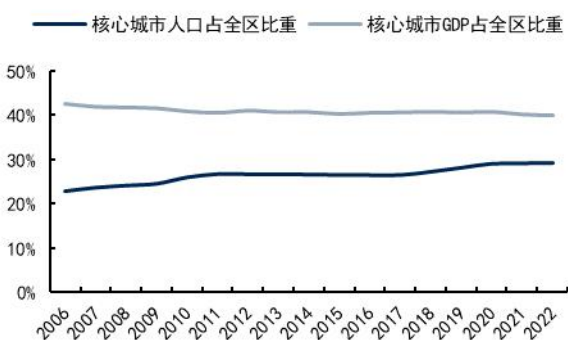
资料来源: 国家统计局、中指研究院, 国信证券经济研究所整理

图38: 历年全国二手住宅交易额各能级城市占比变化



资料来源: 国家统计局、中指研究院, 国信证券经济研究所整理

图39: 长三角核心城市人口及 GDP 占长三角全区的比重



资料来源: 各地统计局, 国信证券经济研究所整理

图40: 长三角核心城市商品住宅销售额及面积占全区比重



资料来源: 各地统计局, 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

分各能级城市的角度拆解新房和二手房的成交结构, 可见越高能级城市二手房的成交占比越大。

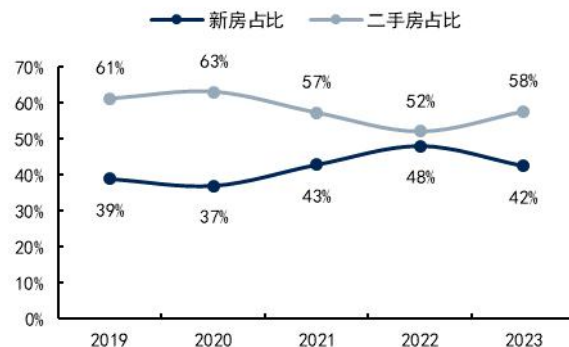
- ◆ **一线城市二手房成交占比基本稳在六成:** 2023年, 一线城市的新房、二手房销售额分别为1.6万亿元、2.2万亿元, 分别相当于2019年的127%、110%, 二手房/新房销售额倍数为1.4。2023年, 一线城市新房和二手房销售额占比分别为42%和58%, 二手房占比较2019年降低了3.6个百分点。
- ◆ **二线城市二手房成交占比快速提升, 接近五成:** 2023年, 二线城市的新房、二手房销售额分别为3.2万亿元、2.9万亿元, 分别相当于2019年的81%、136%, 二手房/新房销售额倍数为0.91。2023年, 二线城市新房和二手房销售额占比分别为52%和48%, 二手房占比较2019年提升了12.5个百分点。
- ◆ **三四线及以下城市二手房成交占比略有提升, 但不到三成:** 2023年, 三四线及以下城市的新房、二手房销售额分别为5.5万亿元、2.0万亿元, 分别相当于2019年的63%、79%, 二手房/新房销售额倍数为0.37。2023年, 新房和二手房销售额占比分别为73%和27%, 二手房占比较2019年提升了4.0个百分点。

图41：一线城市住宅销售金额及二手房/新房倍数



资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图42：历年一线城市住宅销售额中新房和二手房占比变化



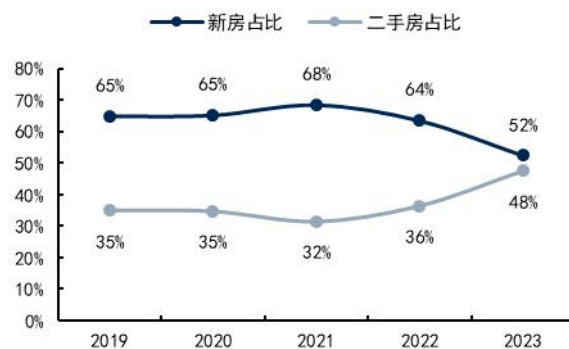
资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图43：二线城市住宅销售金额及二手房/新房倍数



资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图44：历年二线城市住宅销售额中新房和二手房占比变化



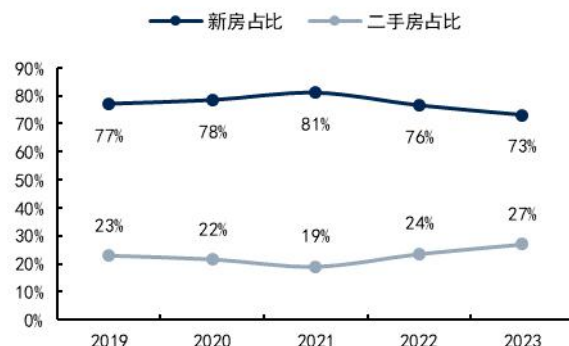
资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图45：三四线及以下城市住宅销售金额及二手房/新房倍数



资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图46：历年三四线及以下城市新房和二手房占比变化

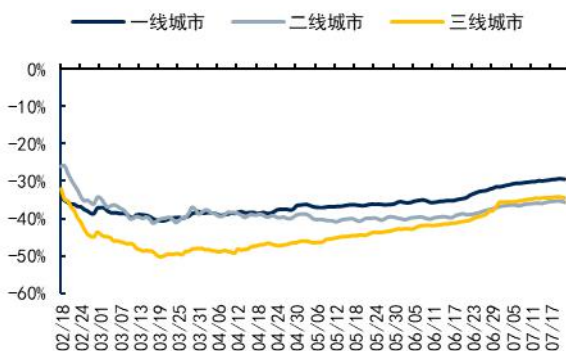


资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

同样，我们以更高频的样本数据交叉验证住宅交易市场分城市能级的表现。

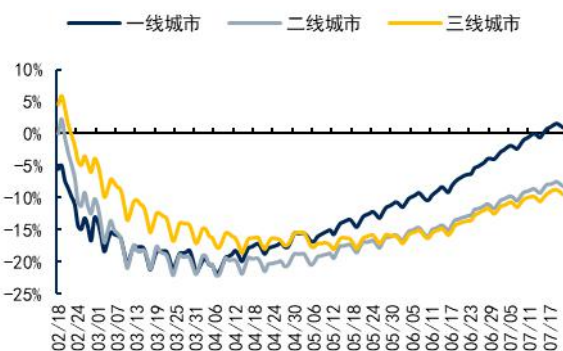
- ◆ **新房维度，一线城市同比和规模表现均优于二三线城市。**2024年7月21日，样本一线城市、二线城市、三线城市新建商品房单日成交面积7天移动平均值同比分别为-15%、-23%、-36%，分别为2019年同期的82%、42%、34%。截至2024年7月21日，一线城市、二线城市、三线城市新建商品房当年累计成交面积同比分别为-30%、-36%、-34%，分别为2019年同期的74%、58%、38%。
- ◆ **二手房维度，一线城市同比表现更好，但二线城市成交量修复更佳：**2024年7月21日，一线城市、二线城市、三线城市二手住宅单日成交套数7天移动平均值同比分别为+57%、+29%、+22%，分别约为2019年同期的113%、116%、95%。截至2024年7月21日，一线城市、二线城市、三线城市二手住宅当年累计成交套数同比分别为+1%、-8%、-10%，分别为2019年同期的96%、105%、99%。

图47: 30城新建商品房成交面积分城市能级当年累计同比



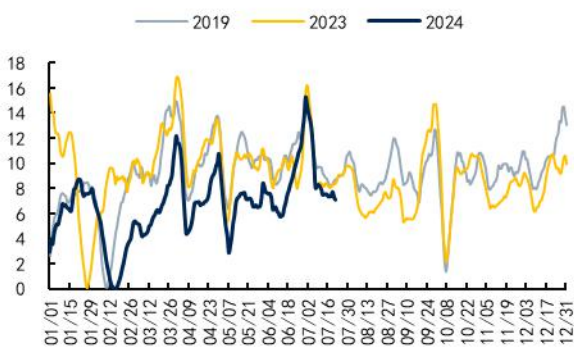
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图48: 历年18城二手住宅成交套数分城市能级当年累计同比



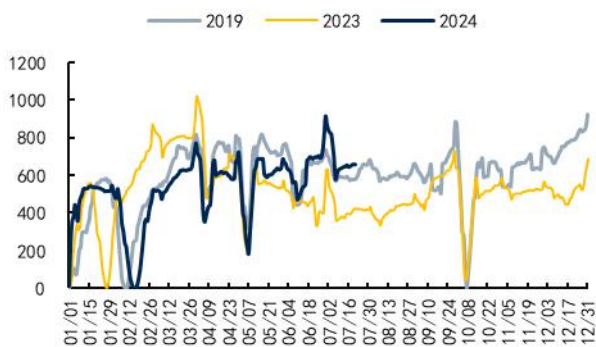
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图49: 一线城市新房单日成交面积7天移动平均（万m²）



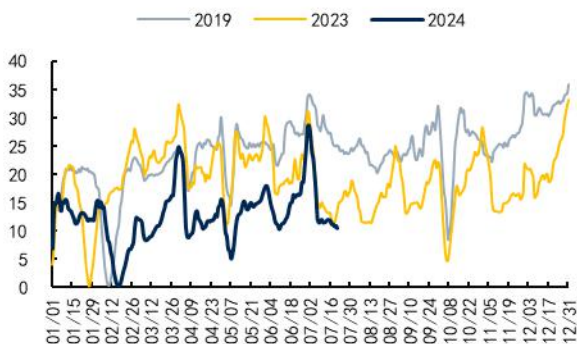
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图50: 一线城市二手住宅单日成交套数7天移动平均（套）



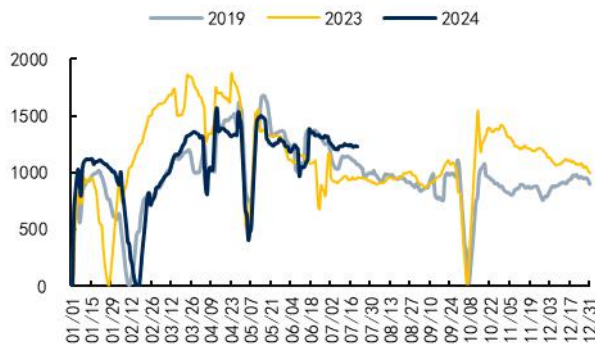
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图51：二线城市新房单日成交面积 7 天移动平均（万㎡）



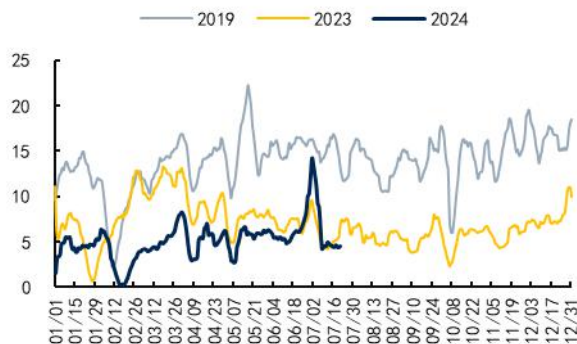
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图52：二线城市二手住宅单日成交套数 7 天移动平均（套）



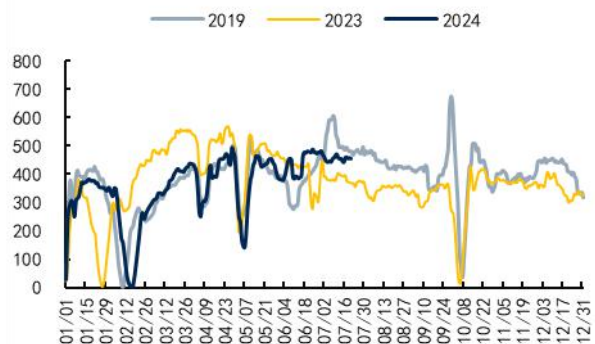
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图53：三线城市新房单日成交面积 7 天移动平均（万㎡）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图54：三线城市二手住宅单日成交套数 7 天移动平均（套）



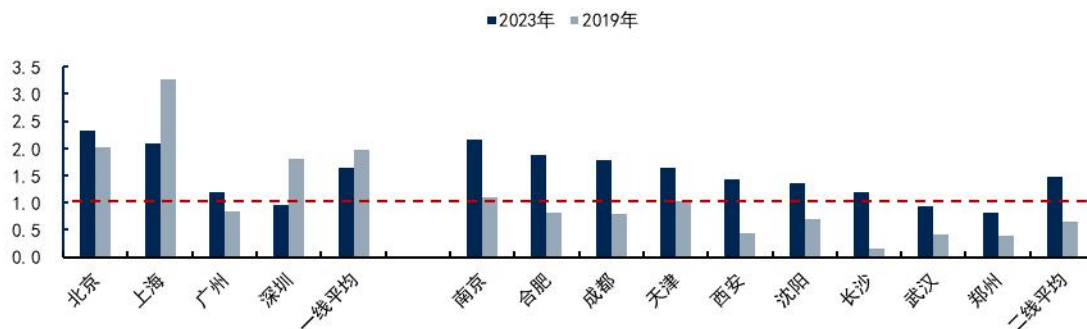
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

二手房兼具价格和现房优势，同样新房中的折价现房表现也较好

抛开不同能级城市楼市表现对成交结构影响，从单城市维度对比，大部分一二线城市二手房表现也更好。2023 年，中国主流一二线城市二手住宅/新建住宅成交套数平均为 1.5，而 2019 年为 1.1，除上海、深圳以外，各城市均较 2019 年提高，尤其是基数较低的二线城市提升更为明显。我们认为主要原因是二手房在当前的供需结构下具有两大核心优势，一是价格优势，二是现房优势。

- ◆ 一线城市二手房市场早已成熟，虽有波动但仍能保持主要交易地位。2023 年，一线城市二手住宅/新建住宅成交套数平均为 1.6，对比 2019 年的 2.0 下降，主要因为上海、深圳原本基数较高，又受到核验价等针对性政策的影响较大，北京、广州并无该趋势。
- ◆ 二线城市二手房相对成交套数比普遍跃升。2023 年，二线城市二手住宅/新建住宅成交套数平均为 1.5，对比 2019 年的 0.7 明显提升。2019 年，二线城市仅南京、天津二手房成交套数大于新房，而 2023 年在此基础上，合肥、成都、西安、沈阳、长沙也扭转了新房为主的交易结构，武汉、郑州趋势也已明确。

图55: 中国主流城市二手住宅/新建住宅成交套数



资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

价格优势: 二手房跌得更早更深, 性价比更高

在房价上涨周期中, 对未来房价的乐观预期会让购房者尤其是投资客对当前房价有较高的容忍度。但伴随房价上涨预期的减弱, 高层自 2016 年持续强调的“房住不炒”口号已深入人心, 居民单纯出于投资目的的购房需求逐渐减少, 而以自住为目的的刚需和改善客群对价格的敏感度更高。虽然新房和二手房在市场下行期间均存在“以价换量”的行为, 但实施降价面临的难度不同。

- ◆ **新房:** 卖家是房地产开发商, 一方面有强烈的利润诉求, 较高的拿地成本制约降价。另一方面即使有保现金流的诉求, 想降价时也会面临已签约业主保房价和当地政府保地价的双重阻力。
- ◆ **二手房:** 卖家是普通居民, 定价更加自由。当前各地二手房的挂牌量均攀升, 伴随抛压加剧, 竞争更无序。考虑到近年来房价涨幅可观, 许多卖家当年买房的实际成本很低。其中面临资金压力急于变现房产的家庭以及失去持有信心的投资客会率先降价成交, 后续买家又会以此低价作为还价基础。

从年度数据看, 二手房跌幅远远比新房跌幅大。

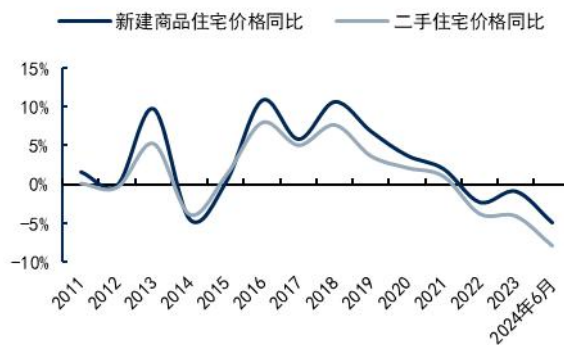
- ◆ **从全国维度看:** 2023 年, 全国新建商品住宅销售均价为 1.09 万元/ m^2 , 同比+2%; 2024H1 销售均价为 1.03 万元/ m^2 , 同比-6%, 十年来首次下跌。而参考贝壳研究院的测算, 2023 年全国二手房市场成交面积约 5.7 亿 m^2 , 同比+44%; 成交金额约为 7.1 万亿元, 同比 30%; 以此折算出 2023 年二手房成交均价为 1.25 万元/ m^2 , 同比-10%。
- ◆ **从统计局 70 城口径看:** 2022 年至今, 70 城二手房每年价格跌幅均大于新房。以 2024 年 6 月价格对比 2021 年同期, 70 城新建商品住宅销售价格累计下跌 6.5%, 而二手住宅销售价格累计下跌 12.9%。

图56: 历年全国新建商品住宅销售价格及同比



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图57: 历年70城新建商品住宅和二手住宅销售价格同比



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

进一步观察70个大中城市房价变动的月度数据，各能级城市二手房相较新房均降价时间更早且幅度更大。

- ◆ 从降价时间看，各能级城市二手房价格下跌时间均早于新房。70城新房价格同比下跌始于2022年4月，而二手房提早2个月。其中，一线城市新房价格同比下跌始于2023年12月，而二手房提早6个月；二线城市新房价格同比下跌始于2022年6月，而二手房提早3个月；三线城市新房价格同比下跌始于2022年2月，而二手房提早1个月。
- ◆ 从降价幅度看，各能级城市二手房价格同比降幅明显大于新房。2024年6月，70个大中城市新建商品住宅销售价格同比-4.9%，而二手住宅销售价格同比-7.9%；其中，一线、二线、三线城市的新房和二手房价格同比分别为-3.7%和-9.0%、-4.5%和-7.9%、-5.4%和-7.7%。以2024年6月价格对比2021年同期，一线、二线、三线城市的新房和二手房价格累计变化幅度分别为+0.8%和-8.4%、-4.2%和-12.0%、-9.3%和-14.1%。

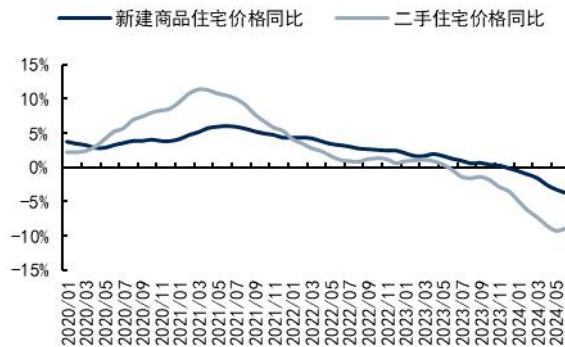
但不论是全国维度还是城市维度的房价统计，都难以排除结构性因素影响，而在下行市场中，不论新房还是二手房，都会是更成熟地段、更优质的房源最先去化，向上拉动成交均价，而流动性更差的次等房源由于缺乏成交，潜在价值下跌无法反映至成交价中。因此，我们借鉴冰山大数据筛选基准小区基于价值权重的边际挂牌价指数，计算出截至2024年6月30日，14大核心城市二手房边际挂牌价的年内平均降幅为-5%，同比平均跌幅-11%，相对历史最高点平均跌幅为-22%。考虑到房价下行期成交价对挂牌价的议价空间更大，各城市二手房实际跌幅更大。

图58: 70 城新建商品住宅和二手住宅销售价格月度同比



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图59: 一线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格月度同比



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图60: 二线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格月度同比



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图61: 三线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格月度同比



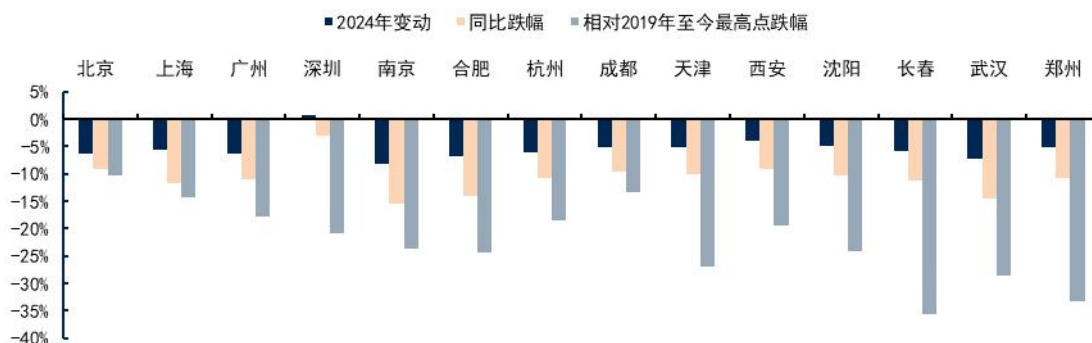
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

表1: 中国 14 大核心城市二手房边际挂牌价及降幅

城市	挂牌价 (2024. 6. 30)	年内变动	同比跌幅	相对 2019 年至今最高点跌幅
北京	54415	-6%	-9%	-10%
上海	60796	-6%	-12%	-14%
广州	27549	-6%	-11%	-18%
深圳	56268	+1%	-3%	-21%
南京	22621	-8%	-16%	-24%
合肥	13769	-7%	-14%	-24%
杭州	30653	-6%	-11%	-18%
成都	13549	-5%	-10%	-13%
天津	15664	-5%	-10%	-27%
西安	13678	-4%	-9%	-20%
沈阳	7978	-5%	-10%	-24%
长春	7163	-6%	-11%	-36%
武汉	12146	-7%	-15%	-29%
郑州	9585	-5%	-11%	-33%
平均数		-5%	-11%	-22%

资料来源: 冰山大数据, 国信证券经济研究所整理

图62: 中国各主流城市二手房边际挂牌价变动比例



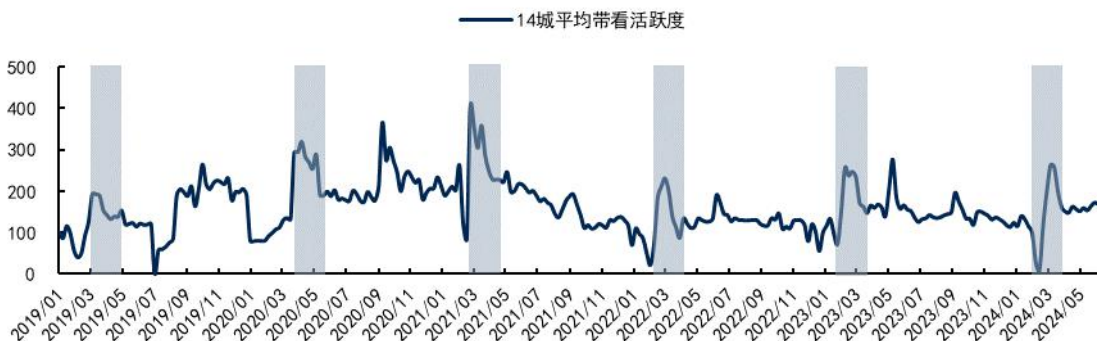
资料来源: 冰山大数据, 国信证券经济研究所整理

现房优势: 二手房品质状态和配套设施业已确定

中国的商品房预售制度之所以能取得历史性的成功, 离不开对房价上涨的博弈。在房价上涨周期预售期房, 从开发商的角度, 虽然损失了后续房价上涨的利润, 但提前收取的预售资金相当于一笔无息贷款, 极大降低开发建设阶段的融资成本。而对居民而言, 以当前价格提前锚定房源也能享受到建造到交付期间的资产增值, 且同步使用的房贷杠杆既化解了资金压力又放大了收益倍数, 由此实现了开发商和居民的双赢。但房价进入下行区间后, 期房预售的弊端逐渐显现。持续下跌的资产价值、竣工的风险、不确定的装修质量、难兑现的配套设施, 均降低了居民对期房的接受度。

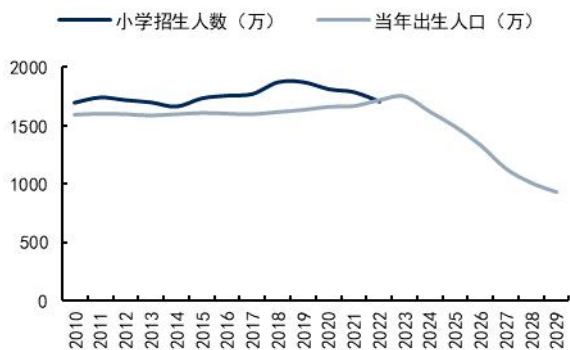
相比之下, 二手房无交付风险, 购买后能即刻入住, 不需考虑等待期房交付期间的租房支出, 周边配套业已成型, 对口学区明确, 房产证办理快速。不可否认, 二手房市场历年来“金三银四”的热度与各地适龄儿童根据户口所在地登记报名义务教育阶段入学的时间主要集中在4月10日至4月30日期间有一定的相关性。综合来看, 二手房的现房优势凸显, 在房地产下行周期, 更符合自住客群的偏好。

图63: 14城带看活跃度指数化加权平均



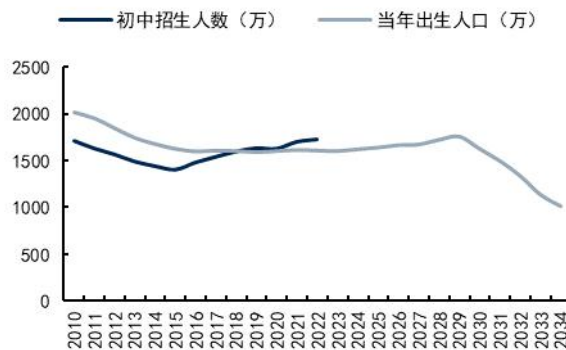
资料来源: 冰山大数据, 国信证券经济研究所整理

图64: 中国历年小学入学人口对比当年出生人口（万人）



资料来源: Wind, 中国统计局, 国信证券经济研究所整理

图65: 中国历年初中入学人口对比当年出生人口（万人）



资料来源: Wind, 中国统计局, 国信证券经济研究所整理

观点验证：新房市场中，折价现房的销售表现同样好于期房

新房市场中，现房部分无论是销售绝对值表现还是占比均好于期房，与二手房在全国住宅交易总额中的趋势完全一致。

- ◆ 从销售面积绝对值看，自 2021Q3 以来期房和现房销售表现呈现冰火两重天。2023 年，全国新建商品住宅中现房销售面积为 1.8 亿 m²，同比+22%，2024H1 销售面积同比+23%，保持良好增速；而期房 2023 年的销售面积为 7.7 亿 m²，同比-14%，2024H1 销售面积同比-31%，持续下行。季度数据的趋势更为明显，自 2021Q3 以来现房销售面积同比始终高于期房，2024 年以来现房单季度销售面积相比 2019 同期均在 100%以上，而期房徘徊在 50%，销量差距明显。
- ◆ 从占比维度，现房、期房销售额占比从 2021 年的“一九开”转变为 2024H1 的“二八开”，回归 2016 年的各自占比水平。在 2016 年以前，全国新建商品住宅中的现房、期房销售额占比平稳，但之后房地产开发行业进入景气周期，期房占比明显提升，直到 2021 年触顶。此后至 2024H1，现房销售额占比快速提升至 22%，较 2021 年最低点 9%上升 13 个百分点；现房销售面积占比为 27%，较 2021 年最低点 10%上升 17 个百分点。

图66: 历年全国新建商品住宅中现房部分销售面积及同比



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图67: 历年全国新建商品住宅中期房部分销售面积及同比



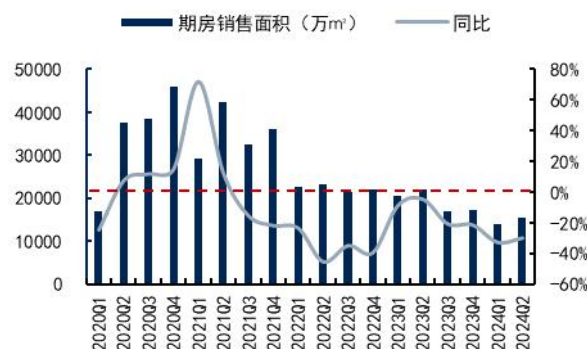
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图68: 全国新建商品住宅现房单季度销售面积及同比



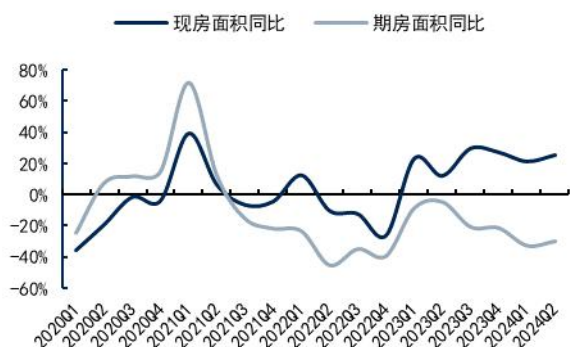
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图69: 全国新建商品住宅期房单季度销售面积及同比



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图70: 全国新建商品住宅现房及期房单季度销售面积同比



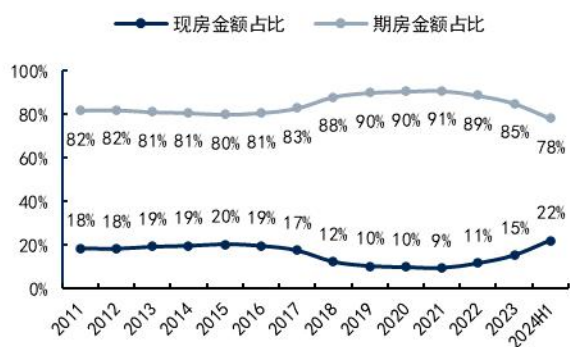
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图71: 新建住宅中现房及期房单季度销售面积相比 2019 同期



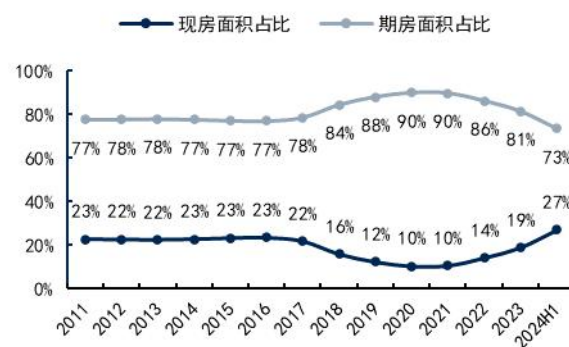
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图72: 历年全国新建商品住宅销售额中现房和期房占比



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图73: 历年全国新建商品住宅销售面积中现房和期房占比



资料来源: 国家统计局、贝壳研究院, 国信证券经济研究所整理

新建商品住宅的现房相比期房的优势与二手房完全一致，一方面价格折扣到位，另一方面所见即所得且能即刻入住。新建住房在期房预售之余留存现房，是因为供需关系逐渐转变过程中新房结构性过剩，导致去化周期拉长至既定竣工时间后。现房的价格趋势与待售商品住宅库存量紧密相关，以当期现房价格/期房价格口径计算的现房折价率与已完工未销售的商品住宅库存量明显呈反比。

- ◆ **价格优势：纵观历史，现房销售价格一直低于期房且比期房降价更早降幅更大。** 现房销售价格下降始于 2021 年，比期房足足早了 3 年。2024H1 现房销售均价为 0.84 万元/㎡，相较 2020 年最高点的降幅达 11%，而期房销售均价为 1.10 万元/㎡，相较 2023 年最高点的降幅仅 4%。当销售进入现房阶段，房企想尾盘尽快出清的降价动力较强，且业主端和政府端阻力也较小。
- ◆ **现房优势：新房现房与二手房的确定性毫无差异。** 由于现房已经完成竣工验收并进入交付阶段，可以实地看房，无须担心交付质量问题，对口学校也已明确划定，付款即可办理房产证并即刻入住。唯一的缺陷是在市场景气度较高时，现房毕竟是期房挑剩下的部分，房源数量较少，户型、楼层可挑选余地较小；但在下行市场，楼盘去化率较低，现房房源充足，没有选择局限的顾虑。

图74：历年全国已完工未销售商品住宅面积及销售折价率



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图75：季度末全国已完工未销售商品住宅面积及同比



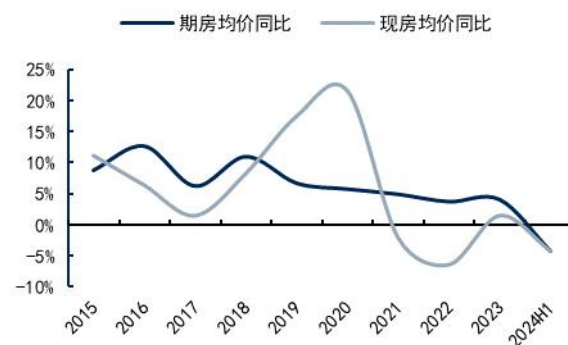
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图76：历年全国新建商品住宅现房及期房销售均价



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图77：历年全国新建商品住宅现房及期房销售均价同比



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

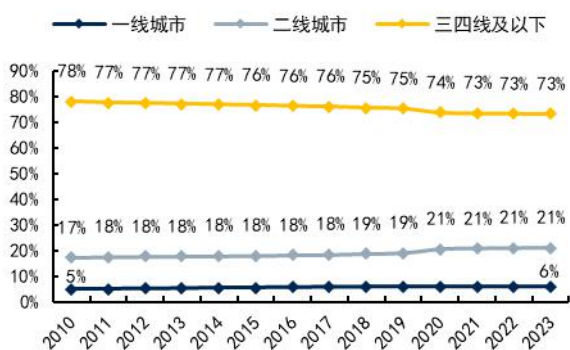
趋势预判：二手房表现更好的现状大概率延续

高能级城市的地产销售表现将持续好于低能级城市

不论是从需求端还是供给端推测，高能级城市和低能级城市之间的地产销售规模差距都将持续扩大。首先，一二线城市需求端拥有人口流入和限购松绑两大利好。

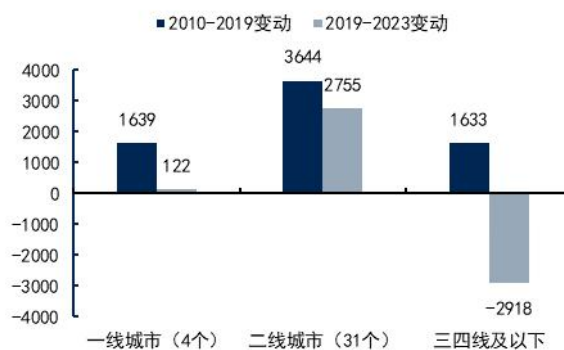
- ◆ 2019年，发改委印发《新型城镇化建设重点任务》，国家鼓励大城市逐渐放开宽落户限制。截至目前，一二线城市中，除超大城市北京、上海相对严苛，其余城市落户政策持续放松，利好高能级城市进一步集聚人口。2023年，一线、二线、三四线城市的常住人口占比分别为6%、21%、73%，较2010年分别变动+1、+4、-5个百分点。对比各城市能级2019-2023年与2010-2019年常住人口数量变化，二线城市比一线城市更受益，而三四线及以下城市人口流出明显。
- ◆ 随着一二线城市的限购政策逐渐打开，三四线城市居民房产投资需求被虹吸。当前全国仅北上广深和天津仍保留一定限购政策，其余主要城市均已完全打开限购，甚至首套认定标准按区划分，杭州、南京等城市推出买房即落户的政策。可以预见，未来一二线城市购房需求更丰富，而三四线城市将局限于终极改善。

图78: 历年中国各城市能级常住人口占比



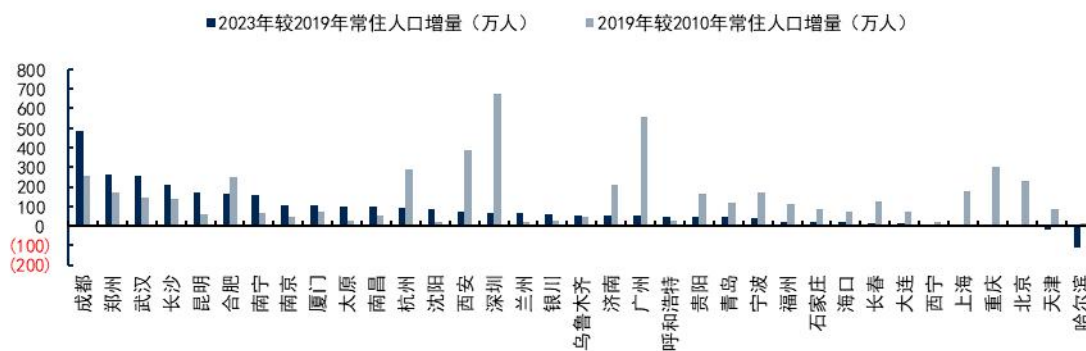
资料来源：各地统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图79: 各城市能级分时间段常住人口数量变化（单位：万人）



资料来源：各地统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

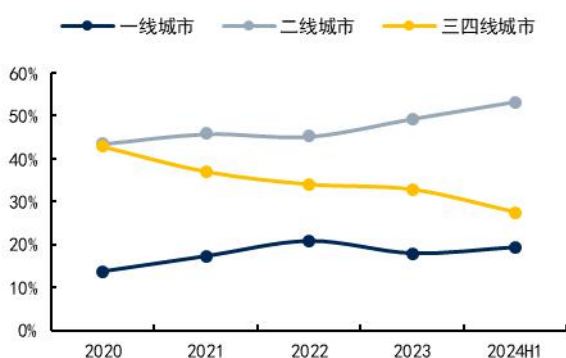
图80: 中国一二线城市分时间段常住人口数量变化（单位：万人）



资料来源：各地统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

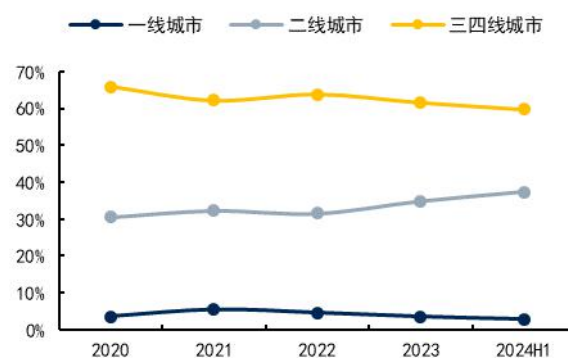
其次，从供给端分析，高能级城市也将更有前景。一方面，人口流入使得高能级城市的二手房市场具备更好的流动性。另一方面，高能级城市住宅用地成交情况好于三四线城市，潜在新房供给更多。分析中指研究院 300 城住宅用地成交情况，2024H1，一线、二线、三四线城市住宅用地成交总价占比分别为 19%、53%、27%，较 2020 年分别变动+6、+10、-15 个百分点；成交建面占比分别为 3%、37%、60%，较 2020 年分别变动-1、+7、-6 个百分点；成交楼板均价分别为 3.7 万元/m²、0.77 万元/m²、0.25 万元/m²，较 2020 年分别变动+127%、+25%、-12%；溢价率分别为 5%、5%、2%，较 2020 年分别变动-10、-11、-18 个百分点。

图81: 300 城住宅用地分城市能级成交总价占比



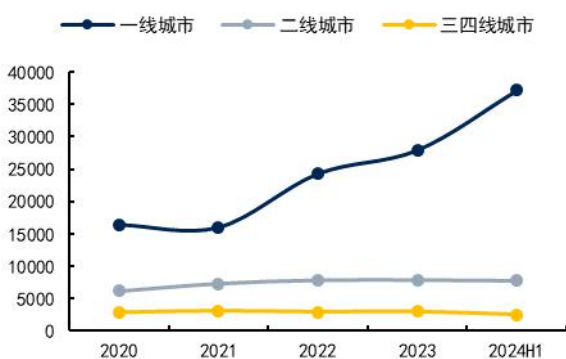
资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图82: 300 城住宅用地分城市能级成交建面占比



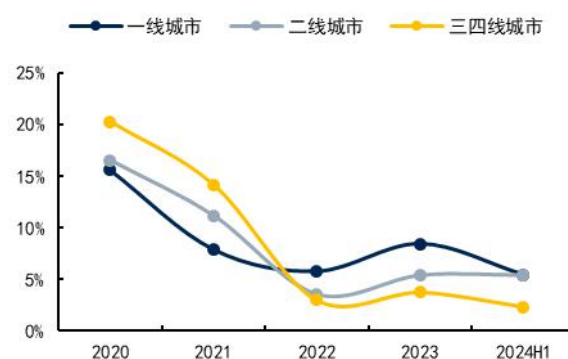
资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图83: 300 城住宅用地各城市能级楼板均价（单位：元/m²）



资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图84: 300 城住宅用地各城市能级成交溢价率表现



资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

新房价格下调和转为现房销售的困难均较大

新房销售改善的前提肯定是价格补跌，上文中我们分析过新房直接降价的阻力，所以变相降价的可能性更大。变相降价的主要实现方式有提高得房率、提升品质、赠送物业费或车位抵用券。多地出台政策支持加大高品质住宅供给，如在不改变用地性质、不增加容积率的前提下，允许优化建筑设计方案、变更规划许可，对架空层、“开放式露台”、“风雨连廊”给予免计容，对开发商无偿移交政府的

配套公共服务设施给予免计容，住宅入户花园、阳台按 1/4 面积计入容积率等举措。在广州、西安等城市，已有不少新房楼盘凭借得房率优势取得不错的销售成绩。但较大范围推广仍需时日，且若二手房进一步降价，新房边际优势又将削弱。

2023 年 9 月，自然资源部建议各省市取消远郊区容积率限制，有助于打造高品质新房，与二手房差异化竞争，但同时自然资源部建议取消土地拍卖中的地价限制。A 股 97 家以房地产开发为主业的上市房企 2024Q1 平均毛利率为 25.6%，持续下行，上市房企 2023 年资产减值损失合计 844 亿元，核心原因就是房价和地价持续下跌。多数城市已经进行了取消溢价率限制后的土拍，热门地块整体成交溢价率提升。对房企而言好地块的潜在收益率降低，则对未来售价的底线预期较高，更难降价。

图85: A 股上市房企历年毛利率



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图86: A 股上市房企历年计提资产减值损失

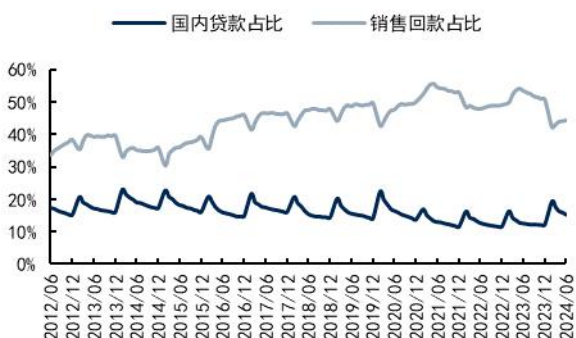


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

此外，新房短期内完全转化为现房销售的可能性较小，主要因为房企开发项目的资金压力较大，对期房预售资金这一无息贷款的依赖性较高。2024H1，房企到位资金同比-23%；其中，国内贷款同比-7%，定金及预收款同比-34%，个人按揭贷款同比-38%；房企到位资金中销售回款占比较高，受地产销售情况的影响较大。

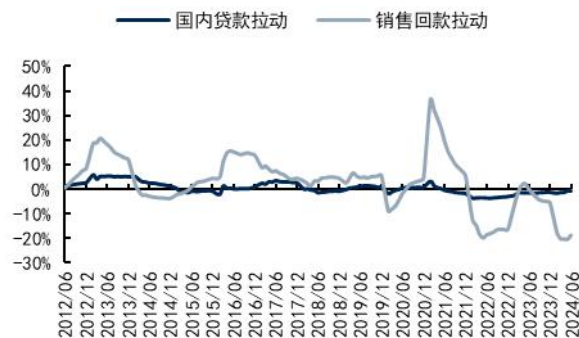
2024 年 7 月，中共中央二十届三中全会发布的《关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》中提到改革房地产开发融资方式和商品房预售制度，期待后续的推动进展。但新房短时间很难追补劣势，二手房的价格和现房优势将延续。

图87: 房企到位资金中的国内贷款占比 vs 销售回款占比



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图88: 房企到位资金中的国内贷款拉动 vs 销售回款拉动

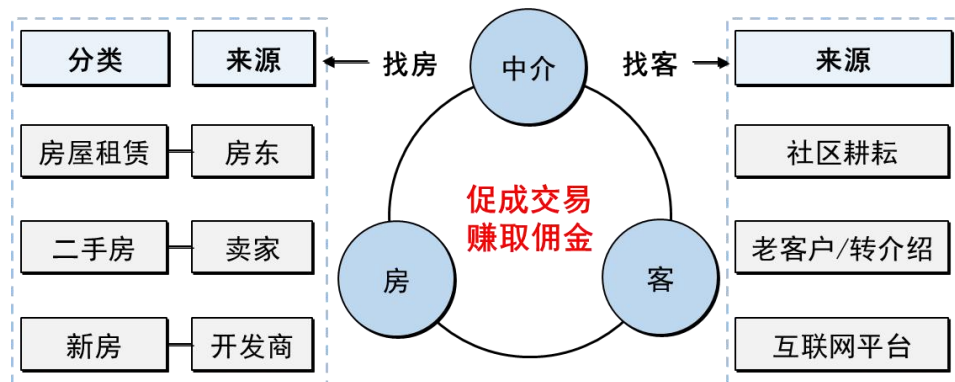


资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

房产中介话语权还将提升，而地产开发商业绩持续承压

房产中介行业的市场规模主要由二手房交易、房屋租赁、新房交易这三大业务的佣金收入决定。传统房产中介主要通过促成二手房交易和房屋租赁活动赚取佣金，但随着中国住房市场供需关系的转变，房产中介凭借布局高能级城市、掌握真实客源的优势参与到新房分销中，且话语权逐步提升。

图89：房产中介商业模式

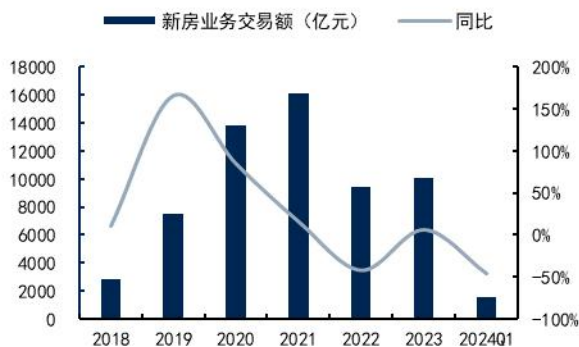


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

以中国最大的房产交易和居住服务平台贝壳为例。公司于2001年成立，布局城市以一二线为主。2021年，公司营业收入中33%来自于北京和上海。至2021年末，自营链家品牌活跃门店中位于北京和上海的占比分别为20%和14%，活跃经纪人中位于北京和上海的占比分别为25%和19%。随着二线及以下能级城市的二手房市场增长，公司也积极实施战略性扩张，提高市占率。

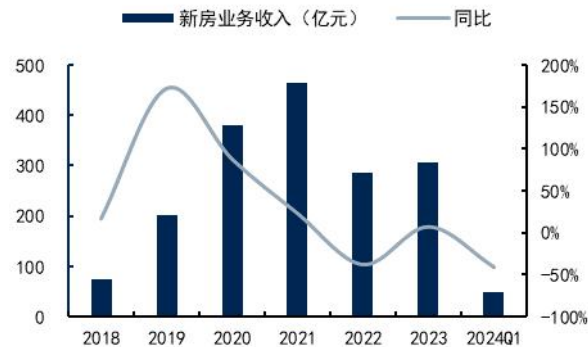
- ◆ **2018年以来，公司顺势拓展了新房业务，市场份额快速增长。**一方面归功于开发商引入渠道促销售的意愿提升，另一方面则得益于公司在存量房交易市场中已占据的领先地位。2023年，公司新房业务交易总额为1.0万亿元，市占率9.7%，新房业务收入306亿元。2024Q1，公司新房业务交易总额为1518亿元，市占率8.2%，新房业务收入49亿元。
- ◆ **虽然市占率有所波动，但公司盈利能力和业务安全性提升。**2021年下半年以来，地产行业基本面恶化，公司一方面受房企信用事件警醒，为控制坏账风险谨慎选择合作房企，另一方面更积极采用预付佣方式。2023Q4，公司新房业务应收账款周转天数为43天，而2022年同期则为64天。2023Q4，公司“预付佣”模式占新房业务收入约53%，而2022年同期则为44%。2023年，公司新房业务货币化率为3.05%，2024Q1创历史新高3.24%，充分体现对开发商的议价能力。

图90: 贝壳-W 历年新房业务交易总额及同比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图91: 贝壳-W 历年新房业务收入及同比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图92: 贝壳-W 历年新房业务交易额市占率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图93: 贝壳-W 历年新房业务货币化率

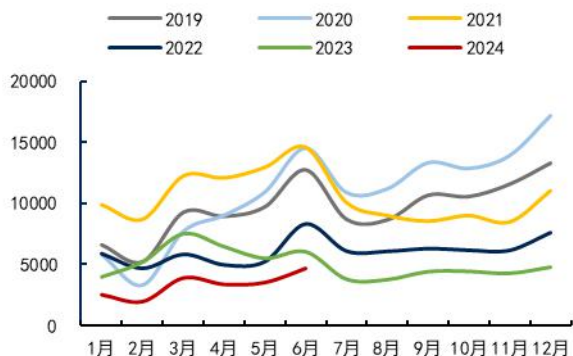


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

与房产中介相比，房企端明显承压，地产个股的经营情况和盈利能力仍然不佳，尤其是前几年拿地较多的房企，在房价下行和去化低迷的情况下面临较大压力。

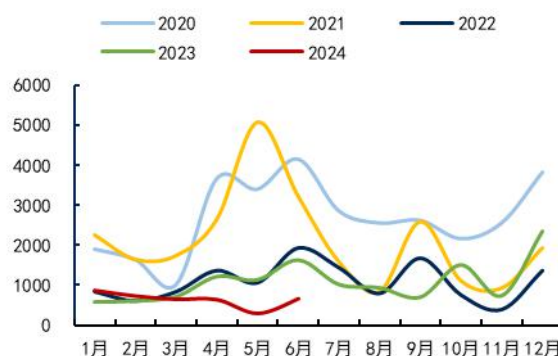
- ◆ **房企销售拿地低迷。**根据克而瑞数据，2024H1，百强房企销售金额同比-42%，Top20 房企累计同比均为负数，6 月单月销售额约为 2019 年同期的 37%。根据中指研究院数据，2024H1，百强房企权益拿地额同比-36%，6 月单月同比-60%。
- ◆ **房企业绩难言拐点。**A 股 97 家以房地产开发为主业的上市房企在 2023 年实现营业收入合计 2.57 万亿，同比-0.9%；2024Q1 实现营业收入合计 3509 亿元，同比-13.6%，延续低迷。上市房企 2023 年归母净利润合计-123 亿元，同比-324.0%，首次为负；2024Q1 实现归母净利润合计 1 亿元，同比-99.4%。

图94: 历年百强房企单月销售金额（单位：亿元）



资料来源：克而瑞，国信证券经济研究所整理

图95: 历年百强房企单月拿地金额（单位：亿元）



资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图96: A 股上市房企历年营业总收入及同比



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图97: A 股上市房企历年归母净利润及同比



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议

预期高能级城市地产销售规模占比提升、二手房成交表现优于新房的趋势将持续。目前仍无法判断房价何时能止跌，难以给出重资产开发的房地产企业的真实价值，但轻资产运营的房产中介行业迎来机遇。房产中介通过促成房产交易赚取佣金，既能盘活居民存量房、又能协助去化房企新房，同时门店布局城市以一二线为主，从楼市发展趋势中充分受益。建议更关注房产中介行业，个股端建议关注贝壳-W、我爱我家。

风险提示

地产放松政策落地效果及持续强度不及预期；宏观环境变化等因素致房地产行业基本面超预期下行；房企信用风险事件超预期冲击。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032