

房地产

房地产行业 2024 中期策略：破困局，谋变局

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

王雯

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521120005
wangwena@tfzq.com

鲍荣富

分析师

SAC 执业证书编号: S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《房地产-行业研究周报:收储增量预期强化, 看好短期政策行情》2024-08-12
- 《房地产-行业研究周报:落实新政策, 坚持“去库存”》2024-08-04
- 《房地产-行业研究周报:公募低配幅度收窄, 南向持仓环比回暖——24 年二季度基金持仓点评》2024-07-28

策略：困境反转、政策博弈“双线并行”

2024 年上半年, 行业未摆脱周期惯性下行, 供需关系重构对居民资产、企业生产、经济发展等多维度连锁影响持续, 政策端采用靠前发力方式, 通过限制性政策宽松激发增量需求, 主动式去库存加速供需调节, 我们判断目标指向“稳定价格、改善预期、平滑周期”。伴随二十届三中全会指明下阶段行业发展方向, 即“既防风险、又促发展”, 为加速新模式构建留下充足政策优化及改革空间。2024 年下半年, 基本面基数效应渐退, 新房、二手房销售降幅有望进一步收窄, 市场预期或逐步趋稳, 发生二次下滑概率较低。从交易策略角度看, 我们认为“困境反转”和“政策博弈”逻辑双线并存, 有以下几条投资主线值得关注:

方向一, 龙头国企继续享有集中度优势, 于核心城市货源充足、把握机遇能力强, 同时其资金优势有望助力其继续扩储、扩大份额优势; 部分区域型企业在基本面健康度高的城市具备市占率优势。重点推荐: 中国海外发展、招商蛇口、保利发展, 建议关注: 越秀地产、滨江集团、绿城中国、城建发展等。**方向二**, 供给侧“防风险”基调下, 政策对于未出险优质非国企或延续“呵护”思路, 给予融资支持协助其跨越周期, 部分房企信用修复预期或稳步修复。重点推荐: 龙湖集团、万科 A、新城控股、金地集团等。**方向三**, 母公司交付增量下滑对第三方拓展影响显现, 龙头央企关联物企成长路径明确, 规模有望保持良好增速, 部分房企发展策略转向提升存量运营、探索差异化发展路径, 长期同样具备赛道突围潜力。重点推荐: 保利物业、招商积余, 建议关注: 华润万象生活、中海物业、万物云等。

全国：销售端强现实，价格端弱预期

2024 上半年, 全国新建商品房销售面积同比下降 19.0%。从单月趋势看, 24 年前两月基本面超跌, 3 月小阳春销售面积同比增速改善, 二季度同比降幅持续收窄, 6 月增速呈现出区别于 2023 年同期的逆势提升走势, 主要或得益于“517”新政推动需求集中释放。我们认为 24 年下半年累计增速或呈继续改善趋势, 主要因: 1) 基数效应明显, 23 年销售前高后低; 2) 24 年前两月基本面深度调整, 短期发生大幅度二次下滑概率较低; 3) “517 新政”后市场信心趋稳、跌价预期有所改善。但市场对价格整体预期仍然偏弱。我们预计 2024 年全国商品房销售面积或为 9.40 亿平, 同比降幅较年中收窄至 15.9%, 新开工面积 7.15 亿平, 同比下滑 25%, 竣工面积 7.99 亿平, 同比下滑 20%; 房地产开发投资 9.99 万亿元, 同比下滑 9.9%; 新建住宅、二手房合计成交面积 13.4 亿平, 同比下降 11.8%。

城市：系统价格困局，结构性弹性差异

2024 上半年, 62 城新房累计成交面积同比-33.3%, 一线、二线、三线及以下城市分别同比-28.6%、-34.3%、-36.1%; 16 城二手房成交面积同比-6.9%, 一线、二线城市分别同比-5.1%、-11.5%, 表现优于新房, 主要因比价效应下二手房对新房形成分流。展望下半年, 我们预计高能级城市有望延续良好热度, 受 23 年三季度基数较低影响, 同比降幅或进一步收窄并可能回正。狭义库存及库销比低, 市场健康度高的城市基本面存在潜在分化可能。短期二手市场“以价换量”、“各地房贷利率中枢下限”等格局仍将延续, 热度有望保持。2024 年 6 月, 一线城市平均租金回报率约 1.66%, 较 2023 年有所回升但仍处历史低位, 距离 10 年期国债收益率差值仍有 0.62pct, 底线思维下房价下行空间仍存。展望短期价格趋势, 下半年全国二手房价格或仍保持回落趋势, 但得益于 5 月政策催化二手成交持续放量、叠加基数效应渐退或增强市场对于基本面的信心, 价格降幅或有望收窄。

房企：局部竞争激烈，总量缩表加速

2024 上半年, 受益于政策端积极发力刺激需求, 房企业绩下滑逐月趋缓, 但行业未改探底走势, 多数房企仍面临较大的回款压力。2024 上半年, 克而瑞百强房企累计操盘金额 18518 亿元, 同比-40%; 百强央企、地方国企、非国企销售金额分别同比-31.9%、-42.2%、-50.1%, 企业资产差异仍较显著。展望下半年, 中性假设下至年末百强操盘金额累计同比增速或能收窄至-31%。2024 年上半年, TOP100 企业新增权益货值 8898 亿元, 同比-28%。房企对优势地区优质地块竞争激烈, 性价比不高的地块拿地极为谨慎, 城投托底比维持较高比例。主流头部房企 2024 上半年新增货值同比降幅在 30%-70% 区间, 短期房企或延续依据市场销售表现动态调节新增货量, 不至于陷入“无货可推”境地, 但不排除价格压力下, 投资总量收缩使新房有效供给受到约束, 制约需求释放的同时或造成房企规模压力; 若销售量价降幅展现持续收窄趋势, 投资端边际上行空间同样良好。

风险提示：行业信用风险蔓延；行业销售下行超预期；因城施策力度不及预期

内容目录

1. 策略：困境反转、政策博弈“双线并行”	4
2. 全国：销售端强现实，价格端弱预期	5
2.1. 销售：预计 2024 全年商品房销售面积下滑 16%	5
2.2. 投资&开工：预计 2024 全年房地产开发投资下滑 9.9%	6
2.3. 销售中枢：预计 2024 全年新房&二手合计销售面积同比下滑 11.8%	8
3. 城市：系统价格困局，结构性弹性差异	8
3.1. 新房：上半年“前低后高”，下半年或是“前高后低”	8
3.2. 二手房：“以价换量”分流或持续	10
3.3. 库存：库销比差异下的前景分化	11
3.4. 房价：短期下行趋势或仍难结束	13
4. 房企：局部竞争激烈，总量缩表加速	17
4.1. 销售：预计 2024 全年百强房企操盘金额下滑 31%	17
4.2. 拿地：动态调节或导致总量供给约束	20
5. 风险提示	21

图表目录

图 1：2024 年上半年商品房销售面积累计值及同比	5
图 2：2024 年上半年商品房销售面积单月值及同比	5
图 3：过去 10 年中 7 年商品房销售面积累计增速于下半年走弱	5
图 4：2014-2024 年上半年商品房销售面积占全年比重	6
图 5：2024 年上半年房地产开发投资额单月值及同比	6
图 6：2024 年上半年新开工面积单月值及同比	6
图 7：2024 年上半年竣工面积单月值及同比	7
图 8：2024 年上半年施工面积累计值及同比	7
图 9：2024 年房地产行业主要指标预测	7
图 10：全国新房和二手房销售面积合计值及同比	8
图 11：全国二手房销售面积成交占新房二手房合计值比重	8
图 12：2024 年上半年 62 城新房周度成交面积	9
图 13：2024 年上半年 62 城新房周度成交面积-分能级	9
图 14：2024 年上半年 62 城新房周度成交面积同比-分能级	9
图 15：2024 年初至今成交面积 TOP10 城市（截至 24.7.12）	9
图 16：新房成交同比热力图（单位：%）	10
图 17：2024 年上半年 16 城二手房周度成交面积	11
图 18：2024 年上半年 16 城二手房周度成交面积同比-分能级	11
图 19：二手房成交同比热力图（单位：%）	11
图 20：一线、二线、三线城市平均库存	12
图 21：一线、二线、三线城市平均去化周期	12

图 22: 重点城市库销比热力图 (单位: %)	12
图 23: 70 个大中城市新建商品住宅价格指数环比	13
图 24: 70 个大中城市二手住宅价格指数环比	13
图 25: 70 个大中城市新建商品住宅价格环比变化-城市数	13
图 26: 70 个大中城市二手住宅价格环比变化-城市数	13
图 27: 统计局 70 城新建商品住宅价格指数变化	14
图 28: 统计局 70 城二手住宅价格指数变化	15
图 29: 18 城二手房成交占新房、二手房合计成交比重	16
图 30: 一线城市二手住宅租金回报率&10 年期国债收益率	16
图 31: 居民预期未来房价上涨、下降比例	16
图 32: 截至 2024 年一季度末居民部门杠杆率仍维持高位	16
图 33: 2024 年上半年克而瑞百强房企单月操盘金额及同比	17
图 34: 2024 年上半年克而瑞百强房企单月操盘面积及同比	17
图 35: 2024 年上半年克而瑞百强房企全口径销售均价	17
图 36: 2024 年上半年克而瑞百强房企销售金额权益比例	17
图 37: 2024 年下半年百强房企操盘金额及环比变动预测	18
图 38: 2024 年下半年百强房企累计同比变动预测	18
图 39: 2024 年上半年百强房企销售一览	19
图 40: 2024 年上半年百强房企操盘金额及同比	19
图 41: 2024 年上半年百强房企操盘面积及同比	19
图 42: 2024 年上半年百强房企权益口径拿地金额及同比	20
图 43: 2024 年上半年百强房企权益口径新增货值及同比	20
图 44: 2024 年上半年 300 城土地出让金单月值及单月同比	20
图 45: 2024 年上半年 300 城土地出让平均溢价率	20
图 46: 2024 年上半年房企新增货值、拿地情况 TOP30	21
表 1: A 股重点标的估值与盈利预测	4
表 2: H 股重点标的估值与盈利预测	4
表 3: 2024 年下半年百强房企操盘金额预测假设说明	18

1. 策略：困境反转、政策博弈“双线并行”

2024 年上半年，行业未摆脱周期惯性下行，供需关系重构对居民资产、企业生产、经济发展等多维度连锁影响持续。政策端采用靠前发力方式，通过限制性政策宽松激发增量需求，主动式去库存加速供需调节，我们判断目标指向“稳定价格、改善预期、平滑周期”。

伴随二十届三中全会指明下一阶段行业发展方向，即“既防风险、又促发展”，为加速新模式构建留有相对充足政策优化及改革空间。2024 年下半年，基本面基数效应渐退，新房、二手房销售降幅有望进一步收窄，市场预期或逐步趋稳，二次下滑概率较低。交易策略角度，我们认为“困境反转”和“政策博弈”逻辑双线并存，有以下几条投资主线值得关注：

方向一，龙头央企继续享有集中度优势，于核心城市货源充足、把握机遇能力强，同时其资金优势有望助力其继续扩储、扩大份额优势；部分区域型企业在基本面健康度高的城市具备市占率优势。**重点推荐**：中国海外发展、招商蛇口、保利发展，**建议关注**：越秀地产、滨江集团、绿城中国、城建发展等。

方向二，供给侧“防风险”基调下，政策对于未出险优质非国央企或延续“呵护”思路，给予融资支持协助其跨越周期，部分房企信用修复预期或稳步修复。**重点推荐**：龙湖集团、万科 A、新城控股、金地集团等。

方向三，母公司交付增量下滑对第三方拓展影响显现，龙头央企关联物企成长路径明确，规模有望保持良好增速，部分房企发展策略转向提升存量运营、探索差异化发展路径，长期同样具备赛道突围潜力。**重点推荐**：保利物业、招商积余，**建议关注**：华润万象生活、中海物业、万物云等。

表 1：A 股重点标的估值与盈利预测

股票代码	公司名称	最新收盘价 (元)	最新市值 (亿元)	月初至今 涨跌幅	年初至今 涨跌幅	EPS (元)				PE (TTM)				业绩增速				
						2021A	2022A	2023A	2024E	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2021A	2022A	2023A	2024E
A 股																		
000002.SZ	万科A	6.80	811	-1.6%	-35.0%	1.9	1.9	1.7	0.5	8.2	6.0	9.2	3.9	12.4	-45.7%	0.4%	-9.2%	-68.1%
600048.SH	保利发展	8.18	979	-0.4%	-13.2%	2.3	1.5	1.7	1.1	6.7	6.4	6.7	4.9	7.7	-5.4%	-33.0%	9.4%	-36.3%
001979.SZ	招商蛇口	8.85	802	-0.1%	-3.8%	1.1	0.5	0.7	0.9	8.0	6.4	14.0	12.3	10.1	-13.3%	-58.9%	53.1%	21.4%
601155.SH	新城控股	9.36	211	-3.3%	-18.0%	5.6	0.6	1.7	0.5	5.8	4.0	4.6	5.4	19.3	-17.4%	-88.9%	181.7%	-72.2%
600383.SH	金地集团	3.49	158	-3.9%	-19.8%	2.1	1.4	1.1	0.3	6.3	6.7	4.9	3.3	12.2	-9.5%	-35.1%	-20.9%	-73.3%
600325.SH	华发股份	5.87	162	-2.5%	-13.9%	1.2	0.9	1.0	0.7	4.7	4.0	5.9	5.8	8.1	10.1%	-19.3%	7.5%	-27.8%
002244.SZ	滨江集团	8.15	254	0.2%	13.3%	1.0	1.2	1.4	1.0	8.6	5.2	7.3	5.9	8.5	30.1%	23.6%	14.0%	-30.1%
001914.SZ	招商积余	8.98	95	-2.1%	-24.9%	0.5	0.6	0.7	0.8	48.0	43.8	27.0	12.4	10.8	17.9%	15.7%	29.7%	14.2%
600266.SH	城建发展	4.25	92	-1.8%	-9.9%	0.3	-0.4	0.4	0.5	10.1	10.8	-15.0	9.7	9.1	-48.0%	-244.4%	-20.5%	6.9%

盈利预测结果为 Wind 一致预期，数据统计时间截止 2024 年 8 月 16 日

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 2：H 股重点标的估值与盈利预测

股票代码	公司名称	最新收盘价 (港元)	最新市值 (亿港元)	月初至今 涨跌幅	年初至今 涨跌幅	EPS (港元)				PE (TTM)				业绩增速				
						2021A	2022A	2023A	2024E	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2021A	2022A	2023A	2024E
H 股																		
0688.HK	中国海外发展	12.66	1,386	-0.2%	-5.0%	3.7	2.1	2.3	2.5	4.1	3.8	5.3	5.4	5.1	-8.5%	-42.1%	10.1%	5.5%
0960.HK	龙湖集团	9.01	610	-1.2%	-26.2%	3.5	3.6	1.9	1.9	13.7	8.8	5.5	4.7	4.7	19.3%	2.1%	-47.3%	0.6%
1109.HK	华润置地	22.50	1,604	-0.4%	-15.6%	4.5	3.9	4.4	4.5	7.6	6.2	7.3	5.1	5.0	8.7%	-13.3%	11.7%	1.4%
0123.HK	越秀地产	4.38	176	1.2%	-29.1%	0.9	1.0	0.8	0.9	6.1	3.9	8.4	5.5	5.0	-15.5%	10.2%	-19.4%	9.7%
1908.HK	建发国际集团	12.72	257	-1.7%	-17.6%	1.7	2.4	2.5	2.5	8.2	7.6	9.2	5.1	5.1	51.5%	40.3%	2.0%	-0.6%
3900.HK	绿城中国	5.97	151	0.0%	-19.7%	1.8	1.1	1.2	1.4	21.9	9.3	7.8	4.8	4.2	17.7%	-38.3%	13.1%	16.1%
9979.HK	绿城管理控股	4.46	90	-0.9%	-7.6%	0.3	0.4	0.5	0.6	19.7	15.1	15.7	9.2	7.2	28.7%	31.7%	30.8%	27.1%
6049.HK	保利物业	26.90	149	0.2%	-3.4%	1.5	2.0	2.5	2.9	53.6	36.9	22.2	10.8	9.3	25.6%	31.6%	24.0%	15.8%

盈利预测结果为 Wind 一致预期，数据统计时间截止 2024 年 8 月 16 日

资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 全国：销售端强现实，价格端弱预期

2.1. 销售：预计 2024 全年商品房销售面积下滑 16%

2024 年上半年，新建商品房销售面积 47916 万平方米，同比下降 19.0%。从单月同比增速趋势看，24 年前 2 月基本面超跌，3 月小阳春销售面积同比增速改善，二季度同比降幅持续收窄，6 月增速呈现出区别于 2023 年同期的逆势提升走势，主要或得益于“517”新政推动需求集中释放。

图 1：2024 年上半年商品房销售面积累计值及同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2024 年上半年商品房销售面积单月值及同比



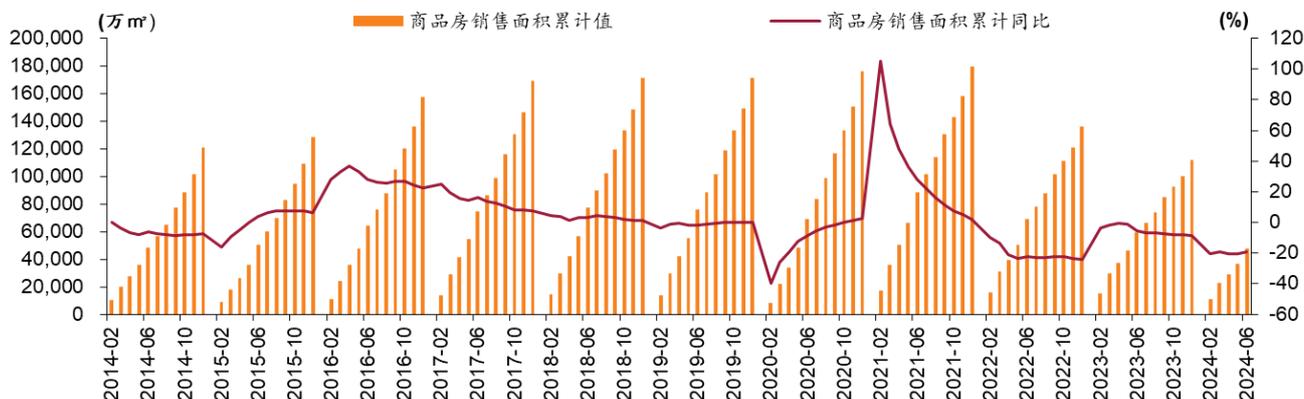
资料来源：Wind，天风证券研究所

回顾 2014 年以来全年较年中销售数据变化，2014-2020 年（上行周期）上半年成交面积占全年比重均在 39%-45% 区间，2021-2023 年（下行周期）上半年成交面积占全年比重均在 49%-53% 区间。

历史经验反映，过去 10 年中有 7 年商品房销售面积累计增速于下半年走弱。但我们认为，24 年下半年累计增速或呈继续改善趋势，主要因：1) 基数效应明显，23 年销售前高后低；2) 24 年前 2 月基本面深度调整，短期发生大幅度二次下滑概率较低；3) “517 新政”后市场信心趋稳、跌价预期有所改善。

考虑目前行业尚未走出下行周期且 24 上半年具备较强政策推动，我们认为 24 上半年仍将延续成交占比过半趋势，基于在此假设，我们预计全年全国商品房销售面积或达 9.40 亿平，全年同比降幅收窄至 15.9%（见图 4）。

图 3：过去 10 年中有 7 年商品房销售面积累计增速于下半年走弱



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：2014-2024 年上半年商品房销售面积占全年比重

年份	上半年		全年		上半年销售面积占全年比例	年末较年中累计同比变化 (pct)
	累计销售面积 (万方)	累计同比 (%)	累计销售面积 (万方)	累计同比 (%)		
2014	48365	-6.0	120649	-7.6	40%	-1.6
2015	50264	3.9	128495	6.5	39%	2.6
2016	64302	27.9	157349	22.5	41%	-5.4
2017	74662	16.1	169408	7.7	44%	-8.4
2018	77143	3.3	171654	1.3	45%	-2.0
2019	75786	-1.8	171558	-0.1	44%	1.7
2020	69404	-8.4	176086	2.6	39%	11.0
2021	88635	27.7	179433	1.9	49%	-25.8
2022	68923	-22.2	135837	-24.3	51%	-2.1
2023	59515	-5.3	111735	-8.5	53%	-3.2
2024 (E)	47916	-19.0	93953 (E)	-15.9 (E)	51% (E)	3.1 (E)

资料来源：Wind，天风证券研究所

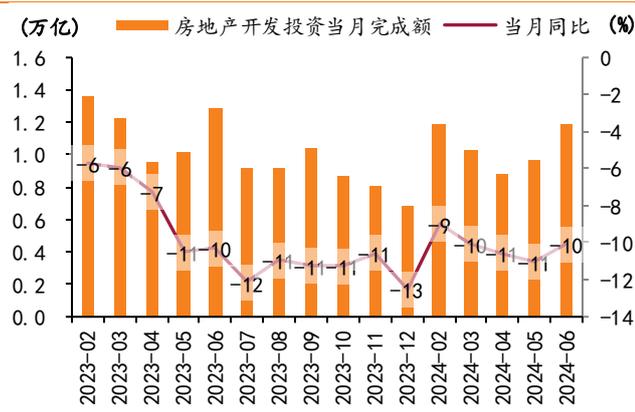
2.2. 投资&开竣工：预计 2024 全年房地产开发投资下滑 9.9%

1) **开发投资**：2024 年上半年，全国房地产开发投资 52529 亿元，同比下降 10.1%；从单月同比看，未显现出类似新房销售的明显修复，反映房企对后市需求或仍存担忧，**我们预计投资端下半年仍具下行风险。**

2) **新开工**：2024 年上半年，房屋新开工面积 38023 万平方米，同比下降 23.7%；从单月同比看，开工增速逐月小幅修复，**我们预计下半年开工端或维持低位平稳趋势，同时发生二次下滑概率较低。**

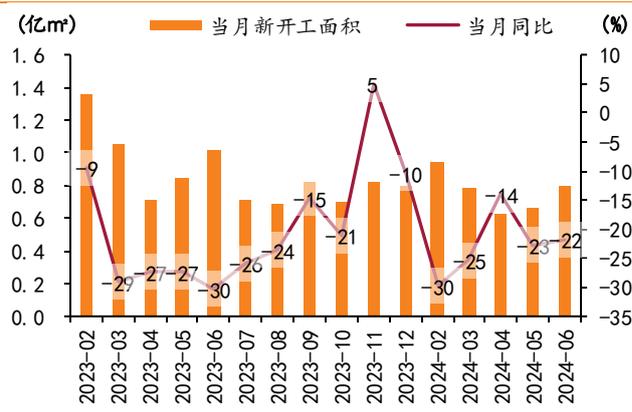
3) **竣工**：2024 年上半年，房屋竣工面积 26519 万平方米，下降 21.8%；从单月同比看，竣工同比较 23 年下滑较大，主要因 21-22 年开工规模缩减影响，**我们预计下半年竣工端或随销售表现有所波动，但累计降幅或具收窄可能。**

图 5：2024 年上半年房地产开发投资额单月值及同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：2024 年上半年新开工面积单月值及同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2024 年上半年竣工面积单月值及同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：2024 年上半年施工面积累计值及同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

基于 2024 上半年统计局销售面积、新开工面积、竣工面积累计同比增速分别为-19%、-24%、-22%。我们预测 2024 年全国商品房销售面积下滑 16%（上文已有测算），新开工面积下滑 25%，保交楼、白名单等政策推动使竣工端具备相对韧性，但竣工 21 年以来受新开工减少影响预计下滑 20%。通过在建面积=上年施工面积-竣工面积+新开工面积，和历史施工强度数据推算 24 年的施工投资金额，结合土地购置费预测：中性假设情形下，我们预计 24 年房地产开发投资预测值将为 9.99 万亿元，同比增速为-9.9%。

图 9：2024 年房地产行业主要指标预测

指标	2021A	2022A	2023A	2024E-乐观	2024E-中性	2024E-悲观
销售面积 (万方)	179433	135837	111735	100562	93969	87153
YOY	2%	-24%	-9%	-10%	-16%	-22%
新开工面积 (万方)	198895	120587	95376	76300	71532	66763
YOY	-11%	-39%	-20%	-20%	-25%	-30%
土地购置费 (亿元)	43505	41030	38617	36686	35914	35141
YOY	-2%	-6%	-6%	-5.0%	-7.0%	-9.0%
竣工面积 (万方)	101412	86222	99831	84856	79865	74873
YOY	11%	-15%	17%	-15%	-20%	-25%
施工面积 (万方)	975387	904999	838364	829808	830031	830254
YOY	5.2%	-7.2%	-7.2%	-8.3%	-8.3%	-8.3%
施工强度 (万元/方)	0.098	0.094	0.079	0.074	0.071	0.068
建筑工程投资 (亿元)	88910	79311	61621	-	-	-
YOY	9%	-11%	-22%	-	-	-
安装工程投资 (亿元)	5336	4610	3865	-	-	-
YOY	-9%	-14%	-16%	-	-	-
设备工程器具购置 (亿元)	1331	1182	987	-	-	-
YOY	-8%	-11%	-17%	-	-	-
其他费用 (亿元)	52025	47792	44440	-	-	-
YOY	0%	-8%	-7%	-	-	-
施工投资 (亿元)	95577	85103	66473	61406	58932	56457
YOY	7.2%	-11.0%	-21.9%	-27.8%	-30.8%	-33.7%
房地产开发投资主要项 (亿元)	139082	126133	105090	98092	94846	91599
YOY	4.1%	-9.3%	-16.7%	-6.7%	-9.7%	-12.8%
房地产开发投资主要项占比	94%	95%	95%	95%	95%	95%
房地产开发投资 (亿元)	147602	132895	110913	103527	99931	96509
YOY	4.4%	-10.0%	-9.6%	-6.7%	-9.9%	-13.0%
房地产业开发投资金额变动 (亿元)	6159	-14707	-21983	-7386	-10982	-14403

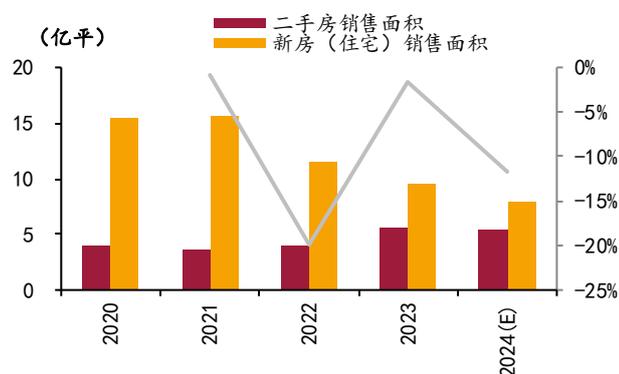
资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 销售中枢：预计 2024 全年新房&二手合计销售面积同比下滑 11.8%

2023 年中国新建商品住宅销售面积为 9.5 亿平方米，同比下降 8.2%；全国二手房市场成交面积约 5.7 亿平方米，同比上升 44%，新房、二手房合计销售面积 15.2 亿平，合计同比下降 1.5%，二手房成交占比升至 38%。按照前文预测，假设 2024 年新建商品住宅销售面积 8.0 亿平方米，同比-16%；假设二手房成交面积 5.4 亿平，同比-5%，则新房、二手房合计销售面积 13.4 亿平，则两者合计同比下降 11.8%。

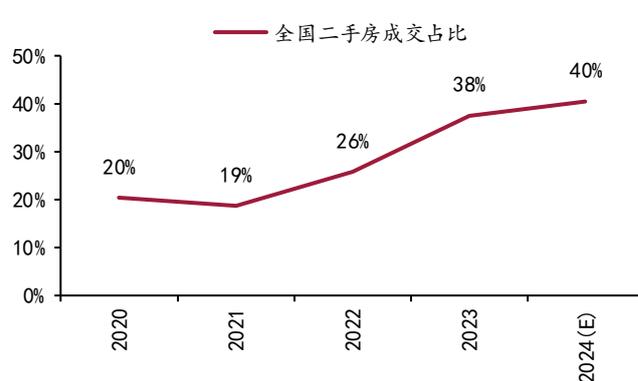
展望 2025 年，我们认为不排除新房销售中枢或进一步下移，主要因：1) 二手房跌价影响或持续，短期新房价格难以快速匹配，分流新房需求；2) 2024 年土地投资迅速减少，各地优先核心区供应，减少外围供应，整体性土地供给缩量影响新房销售。

图 10：全国新房和二手房销售面积合计值及同比



资料来源：Wind，贝壳研究院，21 世纪经济报道公众号等，天风证券研究所

图 11：全国二手房销售面积成交占新房二手房合计值比重



资料来源：Wind，贝壳研究院，21 世纪经济报道公众号等，天风证券研究所

3. 城市：系统性价格困局，结构性弹性差异

3.1. 新房：上半年“前低后高”，下半年或是“前高后低”

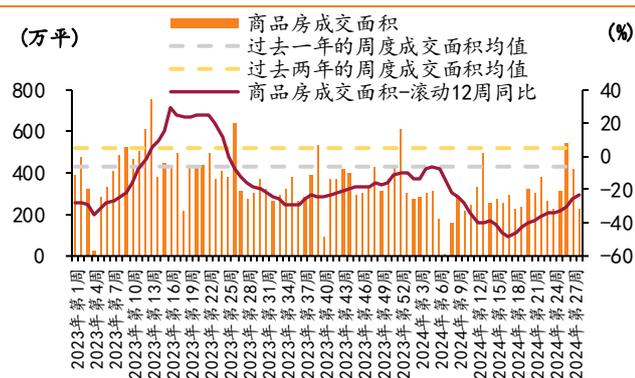
2024 上半年，62 城新房累计成交面积 7417 万平，同比-33.27%。其中，一线、二线、三线及以下城市分别同比-28.62%、-34.34%、-36.14%。高能级城市韧性更好，但能级间增速差距不大，延续整体性下滑特征。

从滚动 12 周同比增速看，62 城新房成交面积同比自 24 年第 17 周（4 月 20 日-26 日）触底，后呈现持续修复趋势。从修复程度看，三线城市同比修复最多、一二线相仿、四线及以下城市最少。

分城市看，年初至今（截至 24 年 7 月 12 日）成交面积排名前十的城市分别为：成都、上海、武汉、青岛、佛山、北京、济南、广州、温州、杭州，以核心一二线省会及东南沿海城市为主。分能级看，重点城市中北京、上海、广州、杭州、佛山等上半年新房成交面积累计同比增速处-20%至-30%区间，深圳、苏州、成都、武汉、福州等累计同比增速处-30%至-40%区间，青岛、宁波、无锡、南宁、南京等累计同比增速低于-40%。

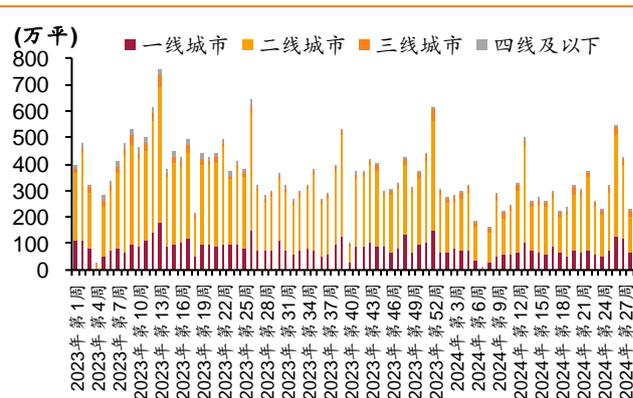
展望下半年，我们预计高能级城市有望延续良好热度，受 23 年三季度基数较低影响，同比降幅或进一步收窄并可能回正，狭义库存及库销比低，市场健康度高的城市基本面存在潜在分化可能。

图 12：2024 上半年 62 城新房周度成交面积



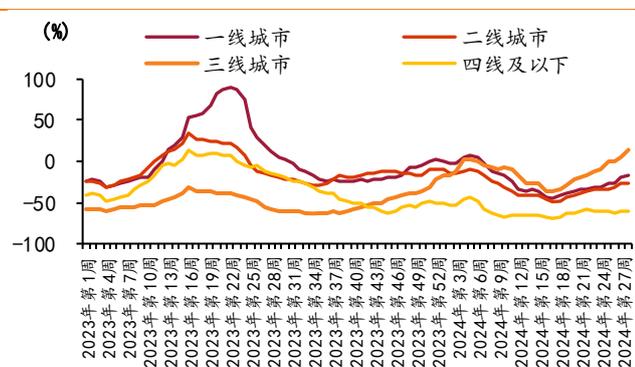
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：2024 年上半年 62 城新房周度成交面积-分能级



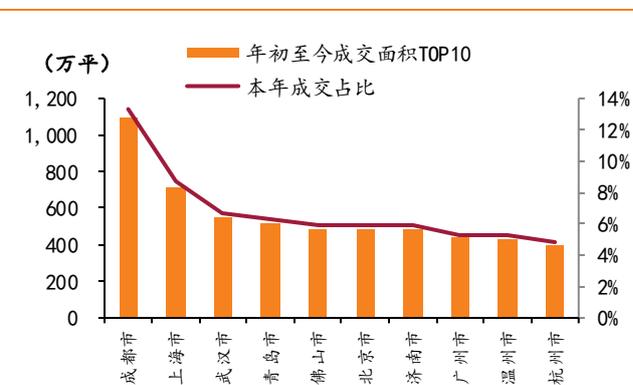
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：2024 年上半年 62 城新房周度成交面积同比-分能级



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：2024 年初至今成交面积 TOP10 城市（截至 24.7.12）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：新房成交同比热力图（单位：%）

	24/06	24/05	24/04	24/03	24/02	24/01	23/12	23/11	23/10	23/09	23/08	23/07	23/06	23/05	23/04	23/03	23/02	23/01	22/12	22/11	22/10	22/09	22/08
全部城市	-22	-31	-35	-43	-59	3	-10	-11	-9	-25	-24	-28	-30	11	19	36	26	-39	-32	-31	-23	-12	-19
一线城市	-17	-28	-29	-40	-60	6	6	6	-8	-29	-30	-9	-11	69	108	72	11	-31	-29	-30	-12	13	-12
二线城市	-22	-32	-37	-44	-59	2	-13	-14	-4	-19	-16	-27	-33	11	10	41	43	-38	-29	-26	-21	-15	-18
三线及以下	-29	-23	-40	-46	-60	0	-21	-31	-46	-56	-58	-59	-39	-39	-18	-21	-18	-60	-55	-51	-45	-33	-37
北京	-20	-32	-41	-41	-55	88	36	0	-25	-22	-24	22	-8	34	21	40	68	-29	-27	-35	11	5	-14
上海	-19	-26	-23	-28	-69	-27	9	-30	4	-32	-32	-18	-1	361	1231	104	-2	-23	-20	8	-28	30	0
广州	-3	-26	-27	-46	-49	10	-1	211	4	-16	-32	-16	-34	4	124	80	4	-45	-50	-74	-15	-12	-11
深圳	-34	-28	-21	-59	-60	-8	-40	0	-15	-54	-30	-12	19	28	-19	62	-6	-46	-2	-35	6	31	-43
杭州	15	-34	-47	-23	-69	-19	31	3	5	-1	21	-11	-11	17	34	48	45	-48	-42	-40	-11	-19	-16
南京	-78	-50	-42	-72	-76	-50	3	-23	17	-28	-33	-34	-31	-5	6	47	-28	-59	-44	-13	-33	-16	36
青岛	-58	-42	-22	-46	-60	56	-4	-23	-11	-22	-5	-30	-56	1	6	64	87	-42	-1	-9	-11	41	-9
苏州	-23	-35	-49	-32	-60	-12	-38	-18	-34	-68	-26	-38	-70	4	25	2	0	-49	0	-26	5	41	-13
福州	-24	-83	118	206	-85	-32	29	-11	36	-25	-63	-82	-32	110	-89	-79	-56	-59	-76	-69	-82	-77	-81
无锡	44	-43	-59	-47	-68	-24	-10	-54	-18	-2	-31	8	-51	-56	79	41	35	-39	-26	-3	-37	-40	-57
济南	-16	7	-21	-7	-67	31	-21	-27	-30	32	-30	-36	-29	-10	-4	38	82	-21	-36	-25	10	-25	-30
温州	-3	22	-21	-32	9	-48	-12	16	-8	-69	28	-43	-30	9	51	117	75	116	-8	-70	-51	88	-36
宁波	-13	-13	-54	-58	-75	39	-13	-32	-56	-57	-60	-57	-23	35	31	31	20	-33	22	-25	-38	-20	-29
扬州	-9	-12	-3	-51	-56	33	-48	-55	-41	-39	-38	-50	27	42	23	47	52	-34	12	31	-5	13	47969
金华	67	-54	58	-12			2	106	61	135	69	-41	0	-14	-57	83			-18	28	13	15	-61
泉州	19	-51	364	-41	1459		-64	32	96	386	3059	8562	-37	-21	-93	58	-93		910	148	-22	-48	-96
绍兴	-91	-69	-40	-83	-87	32	-47	-15	-45	-91	-69	23	-11	-76	-79	-64	-71	-91	-84	-88	-82	-10	0
南宁	-4	-56	-64	-48	-67	-49	59	10	-4	-63	-23	0	-37	3	-33	53	51	-3	17	-55	-30	12	-38
东莞	0	-56	-44	-53	-60	17	-16	-39	-19	-11	-55	416								139	-35	46	23
惠州	-17	5	21	-45	-82	-6	-19	-22	-23	-63	-24	-24	-16	-3	63	178	239	-17	-15	74	20	22	52
佛山	5	-3	-24	-53	-65	36	-34	-31	-23	-7	-10	-25	-35	-22	10	16	79	-65	-24	-20	-23	-14	-3
武汉	22	-51	-38	-57	-69	15	-17	-6	55	-18	-25	-45	-48	29	-15	41	95	-41	-29	-57	-36	-39	-9
成都	-30	-25	-41	-39	-52	11	-22	-7	17	66	-12	-14	14	23	26	9	12	-45	-53	-8	-19	-68	-28
莆田	0	-30	-37	-71	-54	-12	-53	-61	-61	-56	-24	-23	-55	-44	4	2	-31	-51	-14	-47	-25	3	-65
泰安	-66	-51	-87	-24	-56	38	-49	-15	-44	-60	-67	-60	-10	-22	253	111	36	-36	40	-13	-9	-40	-26
芜湖	-21	-20	1	-54	-42	-22	59	21	14	-12	-45	-44	-33	-26	-10	-48	-25	-52	-45	-49	-58	-58	-56
舟山	26	-35	-44	-57	-60	117	-59	-47	-64	-55	-71	-65	-25	-40	-35	9	61	-76	-36	15	42	41	7
柳州	41	-26	-23	-55	-51	5	-47	-51	-61	-70	-71	-79	-71	-31	-21	4	-5	-66	-16	-48	-44	-29	-31
江门	-16	-32	-35	-44	-66	47	-38	27	-18	54	10	-28	-35	16	2	45	110	-28	49	24	102	53	35
江阴	-30	-39	-64	-56	-69	-30	-55	-51	-42	-40	-31	-60	-28	98	61	98	54	-23	14		180	-9	
池州	-31	-29	-79	-46	-57	-17	40	127	-34	-38	-7	-7	-22	10	231	49	71	-53	-73	3	12	10	-39
海门	-3	-75	-87	-70	-61	-30	-43	25	4	-24	-55	-65	-21	187	347	242	75	23	35	-27	-79	-36	236
宿州	24	-81	-88	9	-50	-55	-39	133	-15	-40	18	34	-42	30	10	-20	-4	-40	33	-91	-69	-72	-60
吉安	0	-53	-48	-87	-84	-65	-84	-18	-77	39	46	-78	-1	-20	-18	36	-5	-12	550	-41	4	-83	-29
韶关	-59	-8	-40	-31	-58	-54	-53	-24	-34	-58	-38	-2	42	-38	-57	-29	24	-17	181	-37	-43	-28	-10
云浮	-76	66	80	-90	-48	6				-92	-79	-80	239	12	-61	609	60	-37	14	-2	466	-83	12
荆门	140	-43	-13	-27	-58	106	40	-62	-69	-6	-8	106	-94	62	113	-34	430	-87	-25	-25	74	42	1260
宝鸡	-17	-2	1	3	-44	21	4880	485	-4	-16	-40	-36	-48	-24	-14	52	-24	-58	-99	-87	-42	-44	-26

资料来源：Wind，天风证券研究所

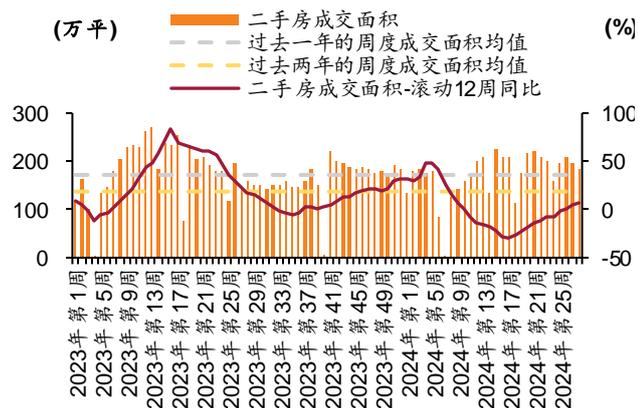
3.2. 二手房：“以价换量”分流或持续

2024 上半年，16 城二手房成交面积 4449 万方，同比-6.9%，其中一线 2 城、二线 13 城分别同比-5.1%、-11.5%，表现显著优于新房市场，我们认为主要原因仍是价格未走出下行周期，比价效应下二手房对新房形成分流。从单月同比增速看，增速于 2 月触底，至 6 月已实现回正，收窄幅度高于新房，季节性放量及政策刺激下，二手房反映出更为真实的需求弹性。

分城市来看，2024 上半年，二手房成交热度较高（累计同比正增长）的城市包括深圳、杭州、青岛、南宁等，热度良好（累计同比降幅低于 2 成）的城市包括北京、苏州、成都、厦门、佛山等。

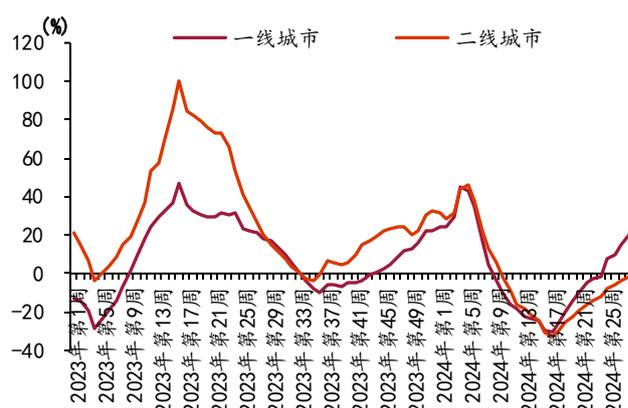
展望下半年，我们认为二手房市场热度有望延续。较低基数下三季度单月同比增速有望继续改善，四季度同比或存在调整压力（23 年 831 刺激后基数回升），但同时年内降息预期仍存，若极端情形下，基本面发生二次下滑，需求端政策或维持较强度。故我们判断，短期“以价换量”、“各地房贷利率中枢下限”等格局仍将延续，二手房热度有望保持。

图 17：2024 上半年 16 城二手房周度成交面积



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：2024 上半年 16 城二手房周度成交面积同比-分能级



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：二手房成交同比热力图（单位：%）

	24/06	24/05	24/04	24/03	24/02	24/01	23/12	23/11	23/10	23/09	23/08	23/07	23/06	23/05	23/04	23/03	23/02	23/01
全部城市	6	-2	-5	-29	-46	75	39	27	30	10	-1	-10	6	51	49	79	113	-20
一线城市	18	9	2	-29	-52	60	39	25	5	3	-13	-12	19	44	8	42	91	-29
二线城市	-1	-9	-11	-32	-47	72	34	27	38	13	4	-7	4	55	65	95	123	-18
北京	16	0	-7	-35	-57	48	42	16	-5	-2	-20	-14	12	48	0	28	81	-29
深圳	25	44	39	5	-24	118	30	64	64	46	25	-6	47	28	61	237	166	-24
杭州	118	11	-1	-19	-69	241	33	95	138	50	34	-34	-45	61	101	97	215	-66
南京	-70	-20	-14	-35	-40	14	39	21	29	-2	-13	-15	7	57	89	122	89	14
青岛	29	11	16	-25	-54	109	38	36	32	14	-5	-15	-21	38	51	159	127	-23
苏州	-2	1	-11	-35	-30	61	45	5	10	-40	-22	-26	-10	82	133	46	164	-28
厦门市	17	-16	-24	-41	-48	78	-1	-5	-22	-6	-18	-43	-18	-22	-47	14	25	-43
扬州市	15	-43	-9	-11	-54	51	-39	-15	77	44	57	-25	14	164	132	307	320	35
金华市	-27	-60	-13	-79	-73	167	0	-29	30	45	21	-29	-7	24	15	102	41	-84
南宁市	42	-3	15	-14	-32	52	29	16	41	14	48	75	3	72	79	135	185	3
东莞市	-18	-39	-39	-47	-58	57	19	15	-9	-21	4	195	1349	59	56	295	266	31
佛山市	-12	-10	-21	-29	-40	83	52	30	51	-19	21	6	17	48	60	78	73	-14
成都市	3	-9	-11	-30	-49	80	36	43	54	111	12	-2	10	72	98	99	146	-2
江门市	-11	-4	-6	-41	-45	44	70	50	22	43	2	12	19	38	18	61	109	-1

资料来源：Wind，天风证券研究所

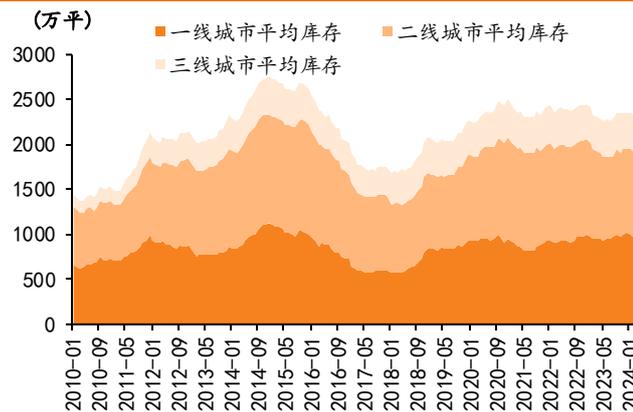
3.3. 库存：库销比差异下的前景分化

从可售库存看，截至2024年5月，克而瑞80城商品住宅可售库存达4.84亿平，同比-0.56%，库存规模维持较高水平。分能级来看，一线、二线、三线城市平均库存同比+16.41%、-1.25%、-2.86%，一线城市库存累积速度较快。

从去化周期看，截至2024年5月，一线、二线、三线城市平均去化周期分别为23.13、25.04、34.86个月，较去年同期分别上升10.51、9.96、14.44个月，一、二线去化速度下滑程度好于三线城市。2024年5月，中央住房信贷新政后，一线、二线、三线城市平均去化周期分别环比下降3.00、-5.89、-5.31个月。

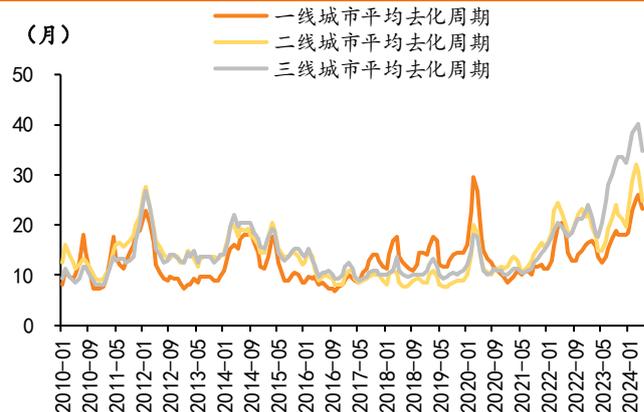
我们认为，除市场未摆脱下行预期影响外，二手房分流新房造成的需求内循环是去化周期显著提升的原因。去化速度同样大幅放缓背景下，一线城市平均库存显著提升，主要或因：与二、三线城市相比，一线城市供给侧未及时主动进行主动缩量，故在市场遇冷时无法及时匹配需求端降幅造成“累库存”。展望下半年，我们预计“517收储新政”叠加24年土地市场供给缩量，或驱动去化周期稳步改善。

图 20：一线、二线、三线城市平均库存



资料来源：克而瑞，天风证券研究所

图 21：一线、二线、三线城市平均去化周期



资料来源：克而瑞，天风证券研究所

从库销比看，截至 2024 年 5 月，重点一二线城市中，库销比较低、城市基本面健康程度较高（库销比低于 15 个月）的城市分别有：上海、杭州、南昌、贵阳、西安、合肥，我们认为上述城市短期有望维持良好成交热度，同时价格韧性更强。从库销比变化看，截至 2024 年 5 月，55 个重点一二线城市中仅青岛、兰州、大连、沈阳、济南库销比较 2023 年末下降，上述城市多为非热点城市，或主要受供给减少影响。而基本面健康度较高城市的平均库销比提升幅度则明显低于其他城市，23 年末至 24 年 5 月提升约在 1-4 个月左右。

图 22：重点城市库销比热力图（单位：%）

能级	城市	2023-09	2023-10	2023-11	2023-12	2024-01	2024-02	2024-03	2024-04	2024-05	较2023年末
一线	上海	9.3	9.6	10.4	11.2	12.1	15.7	16.5	15.7	13.2	↑ 2.0
	北京	23.9	23.5	23.7	23.7	20.7	23.9	29.6	41.6	34.4	↑ 10.8
	广州	24.0	20.6	19.8	19.2	21.8	26.5	29.0	27.2	27.2	↑ 8.0
	深圳	20.2	21.5	20.7	19.1	20.0	25.5	27.6	25.7	20.9	↑ 1.8
二线	杭州	8.7	8.3	8.3	6.7	7.4	9.7	13.0	12.6	9.9	↑ 3.2
	重庆	21.7	16.5	17.0	16.8	21.2	21.6	20.6	21.9	18.9	↑ 2.2
	天津	21.3	17.2	16.3	16.9	21.1	24.8	22.7	21.4	17.7	↑ 0.8
	武汉	31.0	21.0	21.8	17.2	24.4	28.1	42.5	39.9	29.8	↑ 12.7
	成都	19.8	18.6	15.7	15.0	16.1	21.0	23.4	23.5	19.5	↑ 4.5
	南宁	30.5	24.0	20.9	17.7	21.4	28.4	41.0	42.2	33.3	↑ 15.7
	南京	29.2	28.2	25.2	22.0	26.1	36.4	52.8	43.1	32.9	↑ 10.9
	青岛	17.9	19.2	20.5	23.2	23.8	27.5	31.1	29.8	23.0	↓ -0.2
	长沙	25.4	22.1	21.7	19.8	26.6	35.1	45.3	43.7	30.5	↑ 10.7
	兰州	24.2	24.7	28.9	34.1	35.5	45.4	32.1	31.1	27.0	↓ -7.1
	呼和浩特	41.9	44.3	52.6	50.8	55.2	72.2	77.3	72.6	51.3	↑ 0.5
	宁波	24.2	24.7	17.4	14.7	14.7	21.6	22.6	23.0	17.9	↑ 3.2
	大连	74.0	73.2	58.6	48.6	45.0	68.6	81.9	45.0	42.0	↓ -6.5
	郑州	28.9	27.5	25.3	21.4	22.3	28.0	37.6	41.8	31.9	↑ 10.5
	沈阳	40.4	38.1	40.7	44.8	44.9	53.7	39.6	44.2	39.7	↓ -5.1
	厦门	34.6	33.1	26.0	18.9	21.6	30.9	46.9	44.1	34.4	↑ 15.5
	济南	15.3	14.8	16.9	16.2	17.4	19.7	18.1	18.4	12.5	↓ -3.7
	昆明	26.5	25.5	26.2	24.7	25.8	30.7	34.2	35.1	27.0	↑ 2.4
	南昌	11.8	12.1	10.2	7.4	8.9	12.1	15.0	13.3	11.4	↑ 4.0
	贵阳	7.2	6.4	5.9	5.5	5.8	7.2	7.3	7.3	6.6	↑ 1.1
	太原	133.6	129.0	129.8	124.2	135.4	164.9	188.4	201.7	176.9	↑ 52.7
	西安	12.8	9.8	11.0	9.4	15.4	18.8	17.7	16.8	14.6	↑ 5.2
	哈尔滨	69.0	66.8	75.2	71.8	106.0	117.2	129.3	103.0	78.8	↑ 7.0
	合肥	10.3	9.7	10.5	9.9	11.8	14.3	17.3	15.2	12.0	↑ 2.1
福州	36.9	33.0	30.0	27.7	31.5	39.4	47.2	41.5	34.8	↑ 7.2	
长春	26.9	24.9	24.6	23.4	28.4	46.4	39.8	30.6	25.4	↑ 2.0	
石家庄	25.7	25.4	26.7	26.8	30.0	36.8	42.8	46.7	41.4	↑ 14.6	

注：此处库销比=可售库存/过去三个月新房平均成交面积

资料来源：克而瑞，天风证券研究所

3.4. 房价：短期下行趋势或仍难结束

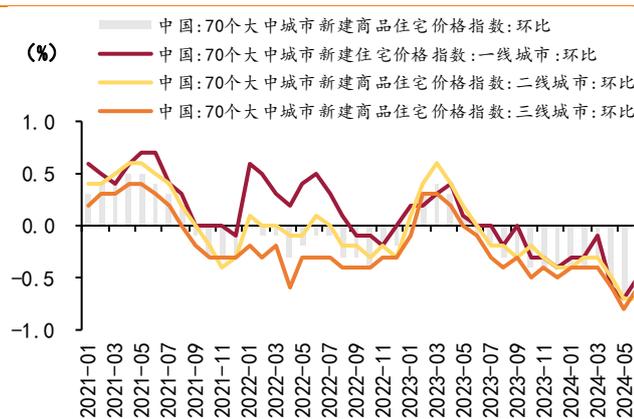
2024 上半年，新房、二手房价格持续阴跌成为基本面企稳复苏的主要拖累原因。区别于 2023 年上半年小阳春的量价齐升，2024 上半年 70 城房价仅于 3 月、6 月出现环比降幅收窄迹象，较弱市场信心下二手房市场“以价换量”趋势加速，各地高频次的限制性政策宽松难阻价格下跌趋势。

从新房价格看，5 月新政后价格环比小幅收窄，但同比降幅仍在扩大。24 年 6 月，全国、一线、二线、三线新建商品住宅价格指数分别环比-0.7%、-0.5%、-0.7%、-0.6%，分别单月同比-4.9%、-3.7%、-4.5%、-5.4%。分城市看，上海、西安、吉林、三亚实现环比正增长，上海、西安实现单月同比正增长。

从二手价格看，5 月新政后，一线价格新修复明显，二、三线城市修复程度弱于新房，或 1) 成交量 24 年 6 月，全国、一线、二线、三线二手住宅价格指数分别环比-0.9%、-0.4%、-0.9%、-0.9%，分别单月同比-7.9%、-9.0%、-7.9%、-7.7%。分城市看，北京、上海、南京、杭州实现环比正增长，无城市单月同比正增长。

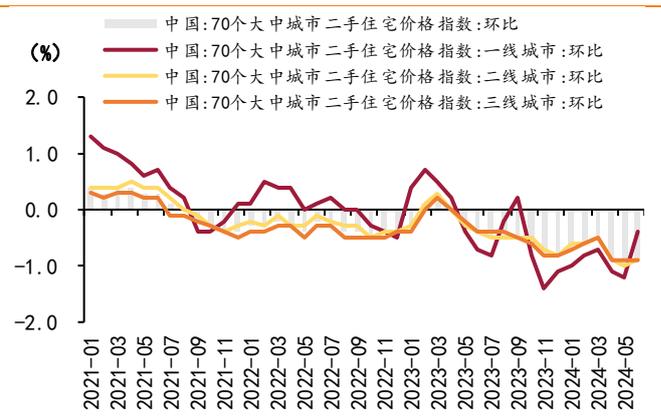
观察更接近市场真实价格的二手房价格指数，可以发现，库销比水平较低的城市其价格同比降幅同样较低，如上海、杭州、贵阳、西安等城市 5 月库销比在 15 个月以内，6 月二手房价格指数当月同比降幅均在 7%以内，显著低于全国平均水平。故我们认为，城市间价格弹性差异由库销比、即城市基本面健康度决定，下半年可重点关注低库销比、城市价格端率先企稳的结构性机会。

图 23：70 个大中城市新建商品住宅价格指数环比



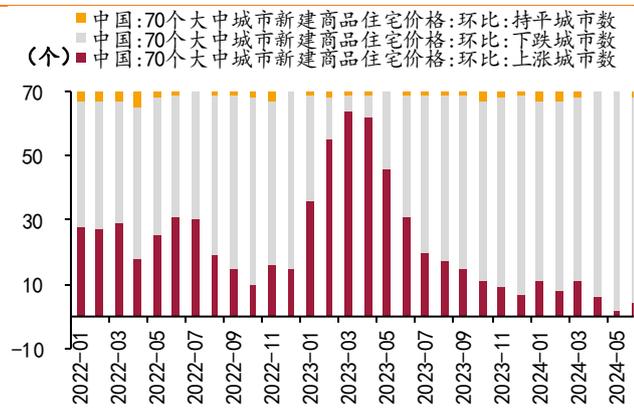
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：70 个大中城市二手住宅价格指数环比



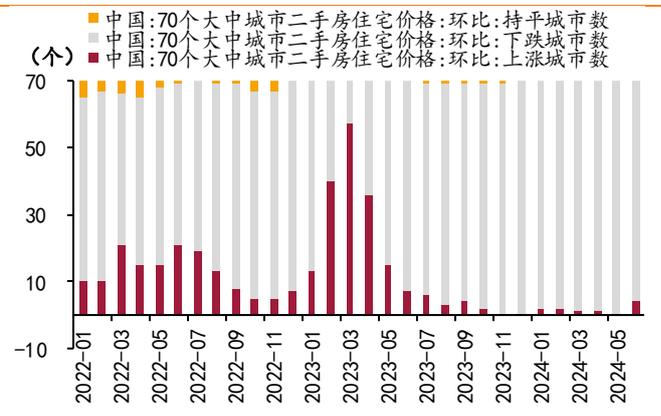
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：70 个大中城市新建商品住宅价格环比变化-城市数



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：70 个大中城市二手住宅价格环比变化-城市数



资料来源：Wind，天风证券研究所

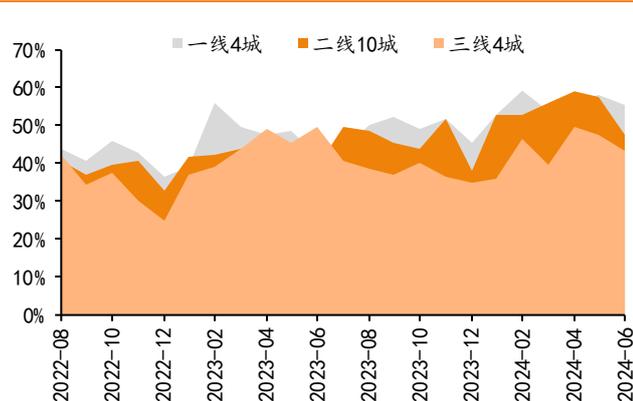
图 28：统计局 70 城二手住宅价格指数变化

城市	能级	同比(%)										环比(%)									
		2023-10	2023-11	2023-12	2024-1	2024-2	2024-3	2024-4	2024-5	2024-6	2023-10	2023-11	2023-12	2024-1	2024-2	2024-3	2024-4	2024-5	2024-6		
北京	1	-0.2	-1.4	-2.2	-3.7	-5.3	-6.4	-8.0	-8.6	-7.8	-1.1	-1.4	-1.2	-0.7	-0.9	-0.4	-1.6	-1.2	0.2		
天津	2	-2.3	-2.0	-1.9	-2.0	-3.1	-3.9	-5.0	-6.2	-6.4	-0.3	-0.2	-0.5	-0.5	-0.6	-0.7	-1.3	-1.1	-0.4		
石家庄	2	-2.0	-1.7	-1.8	-1.8	-2.5	-2.9	-3.3	-4.2	-5.0	-0.2	-0.4	-0.2	-0.5	-0.6	-0.2	-0.6	-1.1	-1.1		
太原	2	-2.8	-2.8	-2.9	-2.9	-3.6	-3.9	-3.7	-4.5	-4.5	-0.4	-0.4	-0.8	-0.3	-0.5	-0.1	-0.2	-0.6	-0.5		
呼和浩特	2	-4.6	-5.3	-4.8	-4.9	-5.4	-5.7	-6.7	-7.3	-8.3	-0.7	-0.8	-0.6	-0.5	-0.6	-0.5	-1.1	-1.2	-1.3		
沈阳	2	-5.6	-5.6	-5.2	-5.3	-5.9	-6.8	-7.4	-7.4	-7.5	-0.3	-0.8	-0.3	-0.7	-1.0	-0.6	-1.1	-0.6	-0.6		
大连	2	-4.7	-4.8	-5.0	-5.2	-5.9	-6.9	-7.9	-8.3	-8.5	-0.4	-0.6	-0.5	-0.7	-0.5	-0.8	-1.6	-0.9	-0.9		
长春	2	-6.0	-6.2	-5.8	-5.2	-5.6	-6.0	-6.4	-6.4	-6.5	-0.5	-0.7	-0.4	-0.5	-0.9	-0.6	-0.6	-0.5	-0.5		
哈尔滨	2	-5.0	-4.7	-4.8	-4.5	-4.6	-6.0	-6.9	-7.2	-8.0	-0.9	-0.5	-0.6	-0.4	-0.4	-0.7	-0.5	-0.7	-1.4		
上海	1	-2.3	-3.3	-3.4	-4.5	-6.0	-6.9	-7.5	-7.9	-6.3	-0.8	-1.5	-0.6	-0.8	-0.6	-0.3	-0.8	-1.3	0.5		
南京	2	-4.4	-5.4	-6.1	-7.4	-8.7	-9.5	-10.7	-10.7	-9.7	-1.1	-1.4	-1.1	-0.9	-0.8	-0.5	-1.4	-0.6	0.1		
杭州	2	-1.3	-1.1	-2.1	-3.1	-4.2	-5.1	-6.5	-6.9	-6.1	0.5	0.0	-1.1	-1.2	-0.7	-0.5	-1.1	-1.0	0.3		
宁波	2	-3.8	-3.9	-4.7	-5.5	-6.4	-7.3	-8.4	-9.5	-10.1	-1.2	-0.5	-0.8	-0.6	-0.8	-0.6	-1.0	-1.6	-1.4		
合肥	2	-2.8	-3.3	-4.0	-4.9	-5.9	-6.4	-7.4	-7.9	-8.0	-0.5	-0.9	-1.0	-1.1	-0.6	-0.3	-1.2	-0.9	-0.6		
福州	2	-3.8	-4.1	-5.1	-5.6	-6.8	-6.9	-7.7	-8.7	-9.3	-0.8	-0.9	-1.3	-0.4	-0.9	0.1	-1.1	-1.4	-1.2		
厦门	2	-5.5	-6.5	-7.1	-7.9	-8.8	-9.6	-10.7	-11.9	-12.1	-0.9	-1.3	-1.2	-1.1	-1.1	-0.7	-1.7	-2.0	-1.0		
南昌	2	-3.8	-4.0	-4.9	-4.9	-5.4	-5.4	-6.3	-7.9	-9.2	-0.4	-0.7	-1.3	-0.5	-0.6	-0.1	-1.3	-1.9	-1.6		
济南	2	-2.7	-2.8	-2.9	-2.8	-3.7	-4.9	-5.6	-7.0	-7.9	-0.3	-0.6	-0.4	-0.2	-0.7	-0.8	-0.6	-1.6	-1.2		
青岛	2	-4.2	-4.8	-4.8	-5.4	-6.2	-6.9	-7.7	-8.6	-8.8	-0.5	-1.3	-0.5	-0.8	-0.6	-0.5	-1.2	-1.2	-0.6		
郑州	2	-5.5	-5.5	-6.1	-6.3	-7.3	-8.2	-8.5	-8.9	-8.6	-0.8	-0.9	-1.2	-0.7	-0.7	-0.5	-0.6	-0.9	-0.5		
武汉	2	-3.7	-4.3	-5.4	-6.1	-7.6	-8.9	-10.6	-11.3	-12.5	-0.3	-1.3	-1.6	-1.0	-1.5	-0.9	-1.5	-1.3	-1.9		
长沙	2	0.1	-0.6	-1.3	-2.2	-2.7	-4.2	-5.4	-6.7	-8.2	-0.3	-0.6	-0.6	-0.7	-0.5	-1.1	-1.0	-1.2	-1.6		
广州	1	-3.9	-4.3	-5.2	-6.1	-7.5	-8.6	-10.2	-11.4	-12.4	-0.8	-1.0	-1.5	-1.2	-1.0	-1.0	-1.4	-1.6	-1.5		
深圳	1	-1.3	-2.5	-3.1	-5.2	-6.1	-7.4	-8.5	-9.2	-9.5	-0.5	-1.5	-1.1	-1.6	-0.5	-1.0	-0.7	-1.0	-1.0		
南宁	2	-5.3	-6.0	-5.7	-5.7	-6.0	-6.8	-8.4	-8.9	-8.8	-1.3	-1.2	-0.4	-0.6	-0.8	-0.5	-1.5	-0.8	-0.6		
海口	2	-3.8	-4.4	-5.1	-5.8	-6.4	-7.4	-7.6	-8.2	-8.7	-0.7	-0.9	-1.2	-1.1	-0.6	-0.7	-0.7	-0.8	-0.9		
成都	2	3.1	2.2	0.5	-1.0	-2.8	-4.3	-5.7	-7.0	-8.2	-0.1	-0.5	-1.5	-0.9	-0.9	-0.7	-0.8	-1.1	-1.1		
贵阳	2	-2.4	-2.7	-3.9	-3.9	-4.9	-5.7	-6.5	-6.7	-6.9	-0.5	-0.7	-1.0	-0.5	-0.6	-0.4	-0.5	-0.6	-0.6		
昆明	2	-1.4	-2.9	-4.0	-3.0	-2.1	-3.3	-3.5	-5.1	-5.3	-1.3	-1.0	-0.8	0.3	0.4	-0.5	0.2	-1.2	-0.9		
重庆	2	-4.5	-4.6	-5.5	-5.9	-6.4	-7.0	-8.3	-8.5	-8.7	-0.7	-0.7	-1.3	-1.0	-0.3	-0.3	-0.9	-0.7	-0.8		
西安	2	-0.8	-0.7	-0.9	-2.0	-3.1	-4.2	-5.1	-5.6	-5.9	0.0	-0.6	-0.5	-0.5	-0.4	-0.3	-0.6	-1.0	-0.8		
兰州	2	-4.3	-5.1	-5.2	-5.4	-5.5	-6.6	-7.4	-7.5	-8.8	-0.7	-0.9	-0.6	-0.7	-0.5	-0.8	-1.0	-0.7	-1.3		
西宁	2	-0.9	-1.3	-2.0	-2.9	-3.4	-4.0	-4.7	-5.5	-6.2	-0.3	-0.8	-0.8	-0.7	-0.5	-0.3	-0.6	-0.7	-0.6		
银川	2	-2.5	-2.5	-2.6	-2.3	-3.4	-4.5	-5.4	-6.0	-6.6	-0.6	-0.5	-0.2	-0.2	-0.8	-0.6	-0.8	-0.9	-0.9		
乌鲁木齐	3	-3.7	-3.9	-3.6	-3.5	-3.9	-4.3	-4.6	-5.0	-5.4	-0.1	-0.2	-0.2	-0.3	-0.4	-0.6	-0.5	-0.6	-1.0		
唐山	3	-5.2	-5.4	-5.9	-5.8	-6.1	-6.4	-7.7	-8.8	-8.9	-0.6	-0.7	-1.1	-0.5	-0.7	-0.6	-0.9	-1.6	-1.2		
秦皇岛	3	-3.1	-3.4	-3.9	-4.4	-5.5	-6.2	-7.0	-7.7	-8.8	-0.2	-0.8	-0.8	-1.0	-1.1	-0.6	-1.0	-0.9	-1.7		
包头	3	-4.0	-4.1	-4.1	-4.5	-5.1	-5.7	-6.7	-7.5	-8.5	-0.6	-0.5	-0.6	-0.6	-0.8	-0.7	-0.9	-1.0	-1.3		
丹东	3	-5.8	-6.2	-5.5	-5.8	-5.7	-6.0	-7.3	-8.4	-8.4	-0.7	-0.9	-0.4	-0.6	-0.3	-0.9	-1.2	-1.3	-0.6		
锦州	3	-4.5	-5.0	-5.1	-4.7	-5.0	-5.3	-6.4	-6.6	-6.7	-0.6	-1.0	-0.5	-0.2	-0.6	-0.5	-1.1	-0.5	-0.7		
吉林	3	-6.9	-6.7	-6.6	-6.6	-6.5	-6.8	-7.4	-7.9	-7.5	-0.7	-0.6	-0.6	-0.7	-0.3	-0.6	-0.9	-1.0	-0.3		
牡丹江	3	-6.3	-6.2	-6.0	-5.8	-6.0	-6.4	-6.9	-7.4	-7.5	-1.0	-1.1	-0.8	-0.4	-0.6	-0.6	-0.4	-0.9	-0.7		
无锡	3	-2.8	-3.5	-4.0	-4.4	-5.1	-6.5	-7.7	-8.0	-8.2	-0.1	-1.0	-1.1	-0.8	0.2	-0.8	-1.6	-0.7	-0.9		
扬州	3	-4.1	-4.9	-5.9	-6.3	-6.6	-7.4	-8.1	-8.1	-8.2	-1.1	-1.2	-1.3	-0.6	-0.5	-0.3	-0.9	-0.3	-0.5		
徐州	3	-4.2	-6.0	-7.6	-9.0	-10.3	-11.3	-11.9	-12.4	-12.2	-1.2	-1.8	-1.5	-1.5	-0.6	-0.8	-1.0	-1.2	-0.7		
温州	3	-4.0	-4.7	-5.6	-6.2	-7.7	-8.6	-9.7	-10.0	-10.6	-0.4	-1.4	-1.1	-0.9	-1.0	-0.5	-1.7	-0.9	-0.8		
金华	3	-4.3	-4.6	-4.8	-5.4	-6.2	-7.4	-8.1	-9.2	-10.1	-0.5	-0.9	-0.5	-1.0	-1.0	-0.9	-0.9	-1.5	-1.4		
蚌埠	3	-1.7	-2.6	-3.1	-3.6	-4.7	-5.5	-6.3	-6.9	-7.4	-0.6	-0.5	-0.7	-0.8	-0.9	-0.7	-1.0	-0.8	-0.9		
安庆	3	-3.8	-3.5	-4.0	-4.5	-5.3	-6.1	-6.9	-7.5	-8.1	-0.7	-0.6	-0.9	-0.9	-0.8	-0.6	-0.9	-1.3	-1.1		
泉州	3	-5.9	-6.0	-6.1	-6.2	-6.7	-6.6	-7.3	-8.6	-8.6	-0.9	-0.8	-0.5	-0.7	-0.4	-0.7	-0.4	-0.9	-2.0		
九江	3	-3.0	-3.8	-4.4	-5.3	-5.6	-6.1	-7.8	-8.7	-9.0	-0.7	-1.2	-0.9	-1.1	-0.5	-0.3	-1.5	-1.2	-0.6		
赣州	3	-0.2	-0.5	-0.7	-1.1	-1.3	-2.2	-3.6	-4.8	-6.1	-0.2	-0.5	-0.2	-0.7	-0.5	-0.5	-1.2	-1.1	-1.0		
烟台	3	-3.8	-4.7	-5.1	-5.8	-6.4	-7.0	-8.2	-8.7	-10.1	-1.2	-1.3	-0.5	-0.6	-0.3	-0.4	-1.8	-0.9	-1.8		
济宁	3	-4.4	-4.5	-4.5	-5.2	-5.4	-6.1	-7.4	-7.9	-8.1	-0.9	-1.1	-0.7	-1.0	-0.4	-0.3	-1.1	-1.2	-0.5		
洛阳	3	-4.0	-4.1	-4.5	-5.1	-5.9	-6.4	-6.8	-7.3	-7.4	-0.2	-0.7	-1.1	-1.1	-1.0	-0.4	-0.5	-1.0	-0.5		
平顶山	3	-3.2	-3.0	-3.4	-4.0	-4.9	-5.7	-6.0	-6.5	-6.6	-0.6	-0.3	-0.7	-1.0	-1.1	-0.7	-0.3	-0.6	-0.6		
宜昌	3	-5.4	-5.4	-5.2	-5.3	-5.5	-5.9	-6.1	-6.8	-6.8	-0.5	-0.2	-0.4	-0.6	-0.5	-0.5	-0.6	-1.3	-0.9		
襄阳	3	-4.2	-4.9	-6.0	-6.1	-6.6	-7.5	-8.8	-9.6	-10.1	-1.0	-1.1	-1.4	-0.7	-0.6	-0.8	-1.2	-1.2	-0.8		
岳阳	3	-3.5	-3.4	-3.2	-3.2	-4.2	-3.8	-5.0	-5.0	-5.4	-0.7	-0.3	-0.3	-0.5	-0.3	-0.2	-0.7	-0.6	-0.6		
常德	3	-1.7	-2.2	-2.8	-2.9	-4.1	-5.1	-6.5	-7.7	-8.1	-0.1	-1.1	-1.4	-0.4	-0.9	-1.0	-1.2	-1.2	-0.9		
惠州	3	-3.0	-2.9	-3.3	-4.0	-4.6	-5.0	-6.5	-7.1	-7.6	-0.8	-0.2	-0.6	-1.0	-0.8	-0.3	-1.2	-1.1	-1.4		
湛江	3	-2.6	-2.5	-2.9	-3.6	-4.7	-5.3	-6.7	-7.6	-7.8	-0.5	-0.8	-0.8	-1.0	-0.7	-0.4	-1.1	-0.8	-0.5		
韶关	3	-3.4	-3.6	-3.9	-3.6	-3.8	-4.4	-5.3	-6.5	-6.8	-0.6	-0.7	-0.7	-0.3	-0.8	-0.1	-0.3	-0.8	-0.8		
桂林	3	-3.8	-3.5	-4.1	-4.0	-4.8	-5.6	-6.8	-7.5	-7.3	-0.7	-0.4	-1.1	-0.4	-0.4	-0.5	-1.6	-0.4	-0.5		
北海	3	-3.6	-3.6	-3.4	-3.3	-3.7	-4.2	-4.8	-5.6	-5.2	-0.8	-0.6	-1.0	-0.3	-0.5	-0.2	-0.4	-0.6	-0.2		
三亚	3	0.5	0.2	-0.5	-0.7	-1.2	-2.1	-2.6	-3.6	-4.3	0.1	-0.6	-0.9	0.2	-0.4	-0.3	-0.5	-0.7	-0.5		
泸州	3	-2.6	-2.0	-2.5	-2.3	-2.7	-3.2	-4.3	-5.5	-6.3	-0.3	-0.3	-0.4	-0.2	-0.2	-0.4	-1.0	-1.1	-1.1		
南充	3	-1.2	-1.2	-1.3	-2.0	-2.8	-3.4	-3.9	-5.3	-6.8	-0.6	-0.6	-0.5	-0.7	-0.4	-0.2	-0.3	-1.1	-1.4		
遵义	3	-3.8	-3.9	-3.1	-2.7	-3.5	-4.6	-4.7	-4.5	-4.7	-0.6	-0.3	-0.2	-0.5	-0.3	-0.2	-0.5	-0.2	-0.7		
大理	3	-3.0	-3.2	-3.2	-3.1	-3.6	-4.3	-4.8	-6.1	-6.0	-0.2	-1.0	-0.5	-0.5	-0.7	-0.4	-1.0	-1.5	-0.5		
一线城市		-1.9	-2.9	-3.5	-4.9	-6.2	-7.3	-8.6	-9.3	-9.0	-0.8	-1.4	-1.1	-1.1	-0.8	-0.7	-1.1	-1.3	-0.5		
二线城市		-3.2	-3.6	-4.0	-4.4	-5.1	-6.0	-6.8	-7.6	-8.0	-0.6	-0.8	-0.8	-0.6	-0.7	-0.5	-0.9	-1.0	-0.9		
三线城市		-3.6	-3.9	-4.2	-4.4	-5.0	-5.7	-6.6	-7.3	-7.7	-0.6	-0.8	-0.7	-0.7	-0.6	-0.5	-0.9	-0.9	-0.9		
70城平均		-3.4	-3.7	-4.1	-4.4	-5.1	-5.9	-6.8	-7.5	-7.9	-0.6	-0.8	-0.8	-0.7	-0.6	-0.5</					

展望短期价格趋势，我们预计二手房“以价换量”仍将持续，根据我们重点监测的 18 个城市成交表现，2024 年 6 月，一线 4 城、二线 10 城、三线 4 城的二手房成交占新房、二手房合计成交比重分别为 55.67%、47.35%、43.15%，较 2022 年 8 月分别提升 11.84pct、6.42pct、0.88pct，**一线城市二手房成交热度提升最快，主要或与其需求本身更为旺盛、新房二手房间存在价差等因素有关。而二手房较大抛压下同样对新房价格形成冲击。**

以租售比作为房价衡量标准，2024 年 6 月，北京、上海、广州、深圳二手住宅租金回报率分别为 1.55%、1.77%、1.68%、1.65%，一线城市平均租金回报率约 1.66%，较 2023 年有所回升但仍处历史低位，距离 10 年期国债收益率差值仍有 0.62 个 pct。**故我们认为，下半年全国二手房价格或仍保持回落趋势，但得益于 5 月政策催化二手成交持续放量、叠加基数效应渐退或增强市场对于基本面的信心，价格降幅或有望收窄。**

图 29：18 城二手房成交占新房、二手房合计成交比重



注：一线城市包括北京、上海、广州、深圳；二线城市包括重庆、杭州、南京、武汉、苏州、大连、西安、青岛、合肥、郑州；三线城市包括东莞、南通、镇江、佛山。

资料来源：中指研究院，天风证券研究所

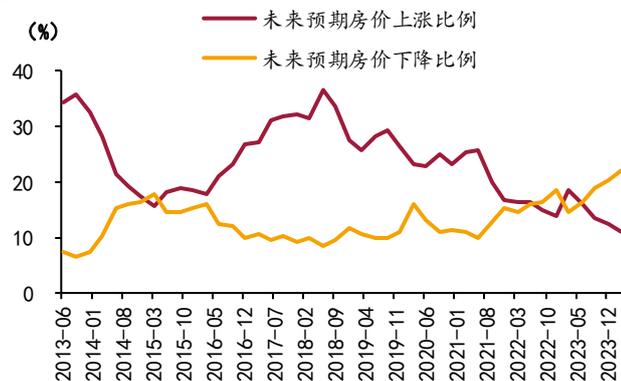
图 30：一线城市二手住宅租金回报率&10 年期国债收益率



资料来源：Wind，天风证券研究所

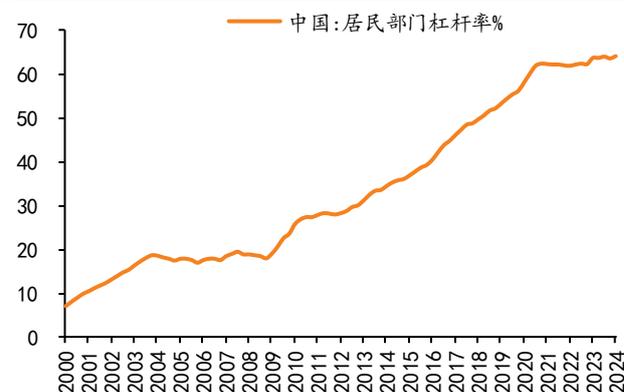
展望中长期未来价格趋势，我们在 2024 年 7 月 5 日《政策复盘及展望：周期的重演，渐进的底线》报告中提出：人口负增长、城镇化率增长边际放缓并逐步接近空间上限，造成需求侧增长预期转弱，是引起房屋资产价格重估的内因；居民作为债务链条的终端，其债务空间的周期性见顶，是引起资产价格重估的外因。不走“涨价去库存”老路，采取市场化方式寻找新平衡，使价格重估难以避免，此过程中房产金融属性的减弱和本身较高的资产价格均导致了部分需求延迟释放，同时更为接近真实市场价格的二手房对新房形成分流，自然影响了新建商品房销售中枢，故整体销售中枢的筑底同样依赖于二手房价格的稳定。而杠杆率是否下降将是长周期触底的重要参考，截至目前居民端杠杆率仍未见下行迹象。

图 31：居民预期未来房价上涨、下降比例



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 32：截至 2024 年一季度末居民部门杠杆率仍维持高位



资料来源：Wind，天风证券研究所

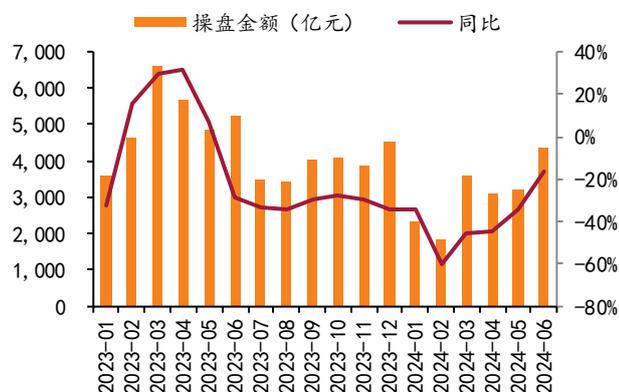
4. 房企：局部竞争激烈，总量缩表加速

4.1. 销售：预计 2024 全年百强房企操盘金额下滑 31%

2024 上半年，受益于政策端积极发力刺激需求，房企业绩下滑逐月趋缓，但行业未改探底走势，多数房企仍面临较大的回款压力。2024 上半年，克而瑞百强房企累计操盘金额 18518 亿元，同比-40%；累计操盘面积 10348 万平，同比-42%。从单月同比增速看，上半年操盘金额同比于 2 月触底达-60%，后逐月修复，至 6 月已回升至-17%，百强我们监测的 62 城新房高频成交同比增速基本吻合。

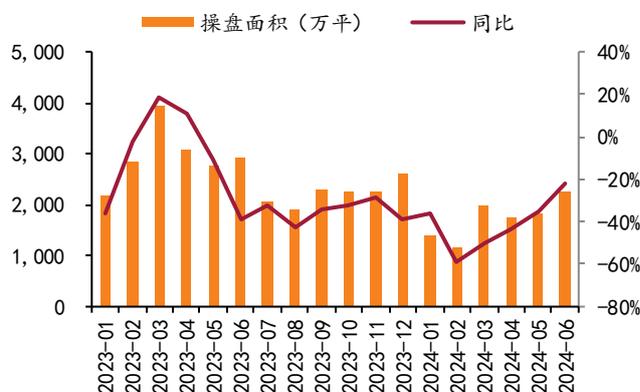
2024 年上半年，百强房企累计全口径销售金额 20116 亿元，同比-43%；累计权益销售金额 14700 亿元，同比-40%；权益比例 73.1%，较去年同期提升 2.6pct，房企独立开发倾向性提升；累计全口径销售面积 11053 万方，同比-43%，累计全口径销售单 18199 元/平，较去年同期提升 309 元/平，新房销售均价继续走高，主要或与推盘能级进一步提升有关。

图 33：2024 年上半年克而瑞百强房企单月操盘金额及同比



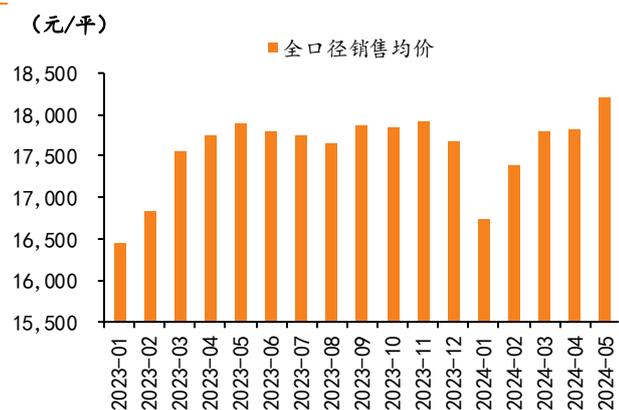
资料来源：克而瑞，天风证券研究所

图 34：2024 年上半年克而瑞百强房企单月操盘面积及同比



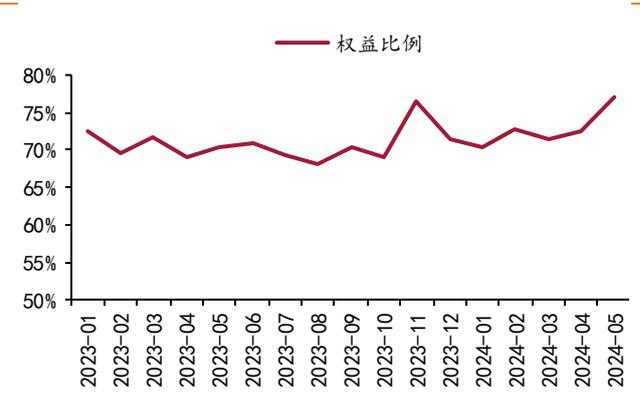
资料来源：克而瑞，天风证券研究所

图 35：2024 年上半年克而瑞百强房企全口径销售均价



资料来源：克而瑞，天风证券研究所

图 36：2024 年上半年克而瑞百强房企销售金额权益比例



资料来源：克而瑞，天风证券研究所

展望下半年，我们基于 6 月百强房企操盘金额的规模基数，参考往年季节性规律分别给予分月度环比增速的乐观及中性假设：

- 1) 乐观假设下，“517 新政”效果显著且持续性强，基本面环比提升幅度高于过往均值，至年末百强房企操盘金额累计同比增速收窄至约-25%；
- 2) 中性假设下，新政效果有限，需求脉冲释放，基本面环比提升幅度约等于过往均值，至年末百强房企操盘金额累计同比增速收窄至约-31%。

表 3：2024 年下半年百强房企操盘金额预测假设说明

测算逻辑	基于 6-7 月百强销售基数，参考往年季节性因素给予月度环比增速假设，计算 8-12 月销售金额及同比
假设依据	情形 1：乐观假设下，2024 年 5 月中央首付比例、房贷利率调整对基本面改善较显著，6-8 月观望需求集中释放，政策宽松周期下 9-12 月基本面环比提升幅度高于过往均值
	情形 2：中性假设下，2024 年 5 月中央首付比例、房贷利率调整对基本面影响一般，仅于 6-8 月观望需求小幅释放，基本面环比提升幅度约等于过往均值
指标说明	百强房企销售金额采用为不同公司口径合计值
	2017 年 1 月-2024 年 7 月均为实际值，2024 年 8-12 月为预测值，预测值已标红

资料来源：天风证券研究所

图 37：2024 年下半年百强房企操盘金额及环比变动预测

环比	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2017-2023 平均	2024E (中性)	2024E (乐观)
5 月	18%	10%	3%	8%	6%	-14%	5%	2%	2%
6 月	36%	23%	-2%	15%	61%	9%	23%	37%	37%
7 月	-31%	-29%	37%	-32%	-29%	-34%	-22%	-36%	-36%
8 月	1%	0%	-24%	-11%	-1%	-1%	-7%	-1%	5%
9 月	13%	24%	22%	-1%	10%	18%	16%	16%	22%
10 月	-6%	-1%	-4%	2%	-2%	1%	-3%	-3%	2%
11 月	9%	8%	5%	-3%	-1%	-4%	5%	-2%	5%
12 月	43%	29%	28%	30%	24%	16%	32%	20%	32%

单月操盘金额 (亿元)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E (中性)	2024E (乐观)
5 月	5399	8232	8558	9499	11193	4546	4853	3206	3206
6 月	7567	11164	10557	9350	12849	7330	5267	4389	4389
7 月	4846	7661	7466	12842	8679	5234	3474	2791	2791
8 月	5097	7758	7469	9762	7732	5190	3431	2763	2930
9 月	6539	8767	9232	11905	7656	5709	4043	3204	3575
10 月	6224	8213	9135	11430	7772	5607	4068	3120	3647
11 月	7192	8956	9906	12033	7507	5542	3901	3058	3829
12 月	10578	12819	12731	15350	9790	6898	4513	3669	5054

资料来源：克而瑞，天风证券研究所

图 38：2024 年下半年百强房企累计同比变动预测

累计同比	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E (中性)	2024E (乐观)
5 月	34%	0%	-8%	51%	-52%	9%	-44%	-44%
6 月	37%	-1%	-9%	48%	-50%	0%	-40%	-40%
7 月	39%	-1%	3%	29%	-49%	-5%	-37%	-37%
8 月	41%	-2%	6%	22%	-47%	-8%	-36%	-35%
9 月	40%	-1%	9%	13%	-45%	-11%	-34%	-33%
10 月	39%	1%	11%	7%	-44%	-13%	-33%	-31%
11 月	37%	2%	12%	1%	-43%	-14%	-32%	-29%
12 月	35%	1%	13%	-4%	-41%	-17%	-31%	-25%

资料来源：克而瑞，天风证券研究所

图 39：2024 年上半年百强房企销售一览

公司名称	销售金额 (单位: 亿元)				销售面积 (单位: 万平)				销售均价 (单位: 元/平)						
	当月值	当月同比	环比上月	年初至今	当月值	当月同比	环比上月	年初至今	当月值	当月同比	环比上月	年初至今	累计同比		
保利发展	420	2.5%	19.0%	1733	-26.7%	230	-14.7%	16.2%	987	-28.7%	18273	20.2%	2.4%	17561	2.7%
中海地产	466	44.8%	136.5%	1483	-16.9%	93	-24.4%	41.8%	549	-32.1%	50108	91.5%	66.9%	27008	22.3%
万科地产	254	-29.4%	8.4%	1267	-37.2%	207	-11.5%	10.1%	921	-26.8%	12258	-20.3%	-1.6%	13765	-14.3%
华润置地	320	19.9%	54.6%	1247	-26.7%	116	14.7%	26.6%	518	-26.6%	27562	4.5%	22.1%	24097	-0.1%
招商蛇口	231	-21.4%	21.4%	1010	-39.3%	98	-19.7%	7.7%	440	-35.5%	23582	-2.1%	12.7%	22943	-5.9%
绿城中国	174	12.3%	12.3%	855	-13.0%	67	17.9%	30.4%	279	-17.6%	26211	-4.8%	-13.9%	30649	5.5%
建发房产	114	-35.6%	-16.2%	661	-30.7%	48	-28.0%	-23.9%	300	-29.5%	23750	-10.6%	10.2%	21991	-1.7%
滨江集团	149	20.2%	93.3%	582	-37.1%	19	-10.2%	-5.9%	125	-34.6%	77306	33.9%	105.3%	46621	-3.8%
越秀地产	155	19.1%	54.5%	555	-32.7%	57	34.8%	44.9%	193	-21.2%	27398	-11.7%	6.6%	28771	-14.6%
龙湖集团	101	-37.7%	18.5%	511	-48.1%	81	-13.3%	44.0%	364	-36.5%	12534	-28.2%	-17.7%	14062	-18.3%
华发股份	93	-22.0%	-21.6%	452	-41.2%	40	32.9%	-10.8%	167	-32.7%	23119	-41.3%	-12.1%	27098	-12.7%
中国金茂	133	1.2%	84.2%	446	-48.1%	81	26.2%	125.0%	245	-48.6%	16420	-19.8%	-18.1%	18183	1.0%
中国铁建	118	59.5%	49.6%	396	-24.3%	51	48.8%	-1.5%	265	-16.4%	23047	7.1%	51.9%	14941	-9.4%
金地集团	66	-50.7%	1.8%	361	-57.9%	52	-36.0%	-0.4%	240	-49.2%	12701	-22.9%	2.2%	15065	-17.1%
绿地控股	96	-33.2%	85.0%	336	-45.9%	65	-50.5%	39.8%	290	-44.2%	14800	34.9%	32.3%	11561	-3.0%
碧桂园	55	-73.9%	5.4%	333	-79.3%	68	-73.9%	5.4%	412	-79.3%	8074	0.0%	0.0%	8075	0.0%
保利置业	73	87.2%	65.9%	282	-24.0%	28	74.3%	26.7%	103	-29.9%	26174	7.4%	30.9%	27379	8.5%
融创中国	15	-79.3%	-31.6%	261	-49.8%	12	-77.1%		139	-64.4%	12783	-9.6%		18859	40.9%
新城控股	38	-43.0%	-8.5%	235	-44.5%	51	-42.2%	-9.3%	317	-36.3%	7426	-1.5%	0.9%	7428	-12.8%
美的置业	33	-34.4%	-0.3%	202	-50.0%	29	-24.8%	-18.6%	179	-42.9%	11293	-12.7%	22.4%	11320	-12.5%
旭辉集团	28	-49.0%	-18.0%	202	-51.8%	15	-60.8%	-64.9%	163	-43.0%	18658	30.1%	133.9%	12391	-15.4%
中交房地产	39	-50.0%	-1.3%	189	-51.3%	21	-29.6%	6.5%	99	-40.2%	18443	-29.0%	-7.3%	19034	-18.6%
电建地产	72	-3.9%	264.6%	187	-44.0%	36	-4.5%	247.7%	95	-43.0%	20162	0.7%	4.9%	19661	-1.7%
大悦城控股	36	-10.2%	13.9%	185	-25.2%	16	-9.9%	-11.9%	71	-28.9%	23226	-0.4%	29.4%	26241	5.2%
世茂集团	33	-21.6%	13.4%	171	-39.1%	26	-11.1%	11.4%	131	-29.7%	12980	-11.7%	1.8%	13016	-13.4%
中国恒大	31	-28.2%	-26.2%	167	-56.3%	21	-36.9%	-38.4%	155	-48.6%	14387	13.7%	19.8%	10767	-14.9%
首开股份	40	-20.0%	60.0%	159	-54.2%	17	-23.9%	38.5%	69	-46.0%	23669	5.1%	15.5%	22991	-15.1%
城建集团	39	-14.4%	130.5%	154	-41.2%	9	-29.2%	114.0%	45	-27.8%	41848	20.9%	7.8%	33929	-18.6%
联发集团	36	-41.5%	142.2%	149	-58.5%	18	-5.4%	54.9%	75	-41.4%	20343	-38.2%	56.4%	19708	-29.3%
卓越集团	21	-62.9%	7.1%	147	-63.8%	7	-14.5%	3.2%	49	-66.6%	32462	-56.6%	3.8%	30020	8.3%
国贸地产	32	-35.8%	60.1%	139	-55.8%	12	-9.1%	64.4%	55	-49.6%	26417	-29.4%	-2.6%	25246	-12.3%
伟星房产	30	-7.9%	1.0%	137	-31.8%	16	35.9%	16.9%	69	-21.8%	18994	-32.2%	-13.6%	20000	-12.8%
雅居乐	52	67.2%	145.2%	126	-46.7%	36	45.0%	59.0%	104	-36.7%	14266	15.3%	54.2%	12071	-15.8%
路劲集团	39	-22.2%	124.9%	120	-60.0%	22	-22.1%	126.3%	66	-60.0%	18093	-0.1%	-0.6%	18102	0.0%
大华集团	29	-54.8%	-8.1%	119	-42.5%	17	-9.3%	9.9%	65	-29.8%	17169	-50.1%	-16.4%	18393	-18.2%
武汉城建	35	0.9%	71.8%	118	-41.9%	18	-22.7%	61.4%	68	-37.8%	18859	30.5%	6.4%	17419	-6.5%
远洋集团	21	-70.5%	-12.6%	115	-67.7%	22	-49.5%	-14.0%	121	-43.9%	9674	-41.5%	1.6%	9489	-42.5%
仁恒置地	19	-18.2%	-37.2%	112	-46.2%	11	172.5%	-11.4%	52	-33.4%	17339	-70.0%	-29.1%	21783	-19.1%
香港置地	11	-37.2%	-78.4%	106	29.8%	6	-28.2%	-10.3%	26	-26.9%	18525	-12.5%	-75.9%	41240	77.5%
大家房产	21	-63.8%	-37.7%	101	-51.9%	7	-61.2%	-42.1%	41	-50.1%	28082	-6.9%	7.5%	25037	-3.6%
星河地产	22	39.5%	11.2%	101	-22.5%	11	66.7%	-0.9%	55	-26.1%	19909	-16.3%	12.2%	18532	4.7%
中建东孚	29	-57.2%	177.7%	101	-53.3%	11	-54.4%	150.0%	50	-37.4%	26000	-6.2%	11.1%	20282	-25.4%
华侨城	22	-53.6%	14.4%	101	-57.5%	27	1.2%	112.1%	79	-36.9%	8110	-54.1%	-46.1%	12688	-32.6%
中南置地	16	-67.1%	3.2%	96	-61.2%	13	-66.5%	9.0%	79	-61.6%	12030	-1.7%	-5.3%	12071	1.2%
金融街	20	84.0%	-2.5%	95	-41.5%	19	234.5%	74.8%	59	-20.8%	10052	-45.0%	-44.2%	16091	-26.2%
金辉集团	25	-6.4%	87.1%	87	-38.6%	18	6.3%	150.2%	60	-40.3%	13505	-12.0%	-25.2%	14523	2.9%
新希望地产	14	-51.2%	0.7%	87	-48.7%	8	-50.0%	-2.6%	48	-46.5%	18421	-2.4%	3.4%	18134	-4.0%
阳光城	15	-29.7%	-31.0%	85	-53.6%	9	-29.5%	-31.1%	53	-53.6%	16022	-0.2%	0.1%	16008	0.0%
深铁置业	15	-81.4%	-19.9%	84	7.8%	11	6.9%		11	6.9%	13303	-82.6%		77064	0.9%
上海城投	7		-28.2%	83		9	-28.1%		9	-28.1%	8506			95517	
TOP3	1140	4.4%	45.4%	4483	-27.3%	530	-15.4%	17.4%	2457	-28.8%	21514	23.5%	23.8%	18250	2.0%
TOP10	2384	-0.7%	37.4%	9904	-30.3%	1015	-10.1%	17.5%	4675	-29.3%	23492	10.5%	16.9%	21185	-1.4%
TOP11-30	1094	-31.0%	28.6%	5014	-51.7%	661	-36.5%	11.7%	3309	-53.0%	16545	8.6%	15.2%	15151	2.8%
TOP31-50	470	-39.0%	6.9%	2113	-45.6%	302	-16.9%	39.8%	1168	-42.3%	15547	-26.6%	-23.5%	18092	-5.7%
TOP51-100	858	-37.6%	71.9%	2578	-42.5%	503	-27.1%	108.1%	1576	-40.5%	17044	-14.3%	-17.4%	16359	-3.4%
百强合计	4806	-21.6%	36.4%	19608	-40.5%	2482	-23.0%	29.7%	10728	-41.5%	19366	1.8%	5.2%	18278	1.6%

资料来源: 克而瑞, 天风证券研究所

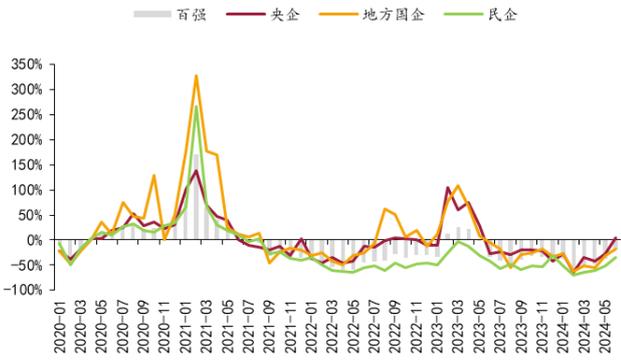
分性质看, 2024 上半年, 百强房企中(同公司口径)央企、地方国企、非国央企三类企业累计全口径销售金额分别同比-31.9%、-42.2%、-50.1%, 企业资产差异仍较显著。2024 上半年, 违约、未违约房企全口径销售金额分别同比-61.3%、-37.8%, 两者增速差较去年同期缩窄 28.9 个百分点, 信用资质差异影响减弱或得益于“保交付”等工作的持续推进。

具体来看, 2024 上半年销售金额同比增速表现明显好于同业(累计同比降幅<30%)的房企包括: 保利发展、中海地产、华润置地、绿城中国、中国铁建、保利置业、大悦城控股、香港置地、星河地产、深铁置业等, 以国央企为主。

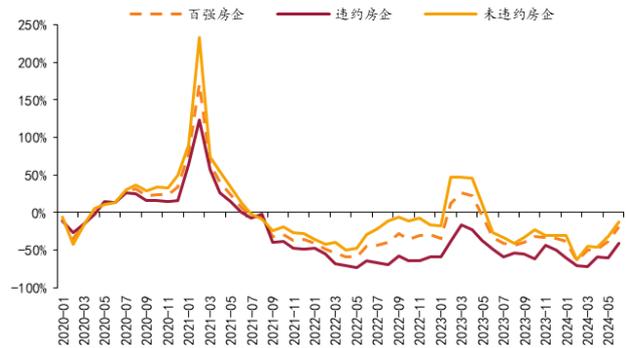
展望下半年, 我们认为行业“马太效应”仍将持续, 龙头企业继续享有业务集中优势, 在当前基本面健康度高城市货源更为充足, 把握机遇能力更强, 同时其资金端优势有望助力继续扩储、扩大市场份额。同时, 我们看好部分在健康度较高城市市占率高的地方国企及非国央企的发展前景。

图 40: 2024 年上半年百强房企操盘金额及同比

图 41: 2024 年上半年百强房企操盘面积及同比



资料来源：克而瑞，天风证券研究所



资料来源：克而瑞，天风证券研究所

4.2. 拿地：动态调节或导致总量供给约束

2024年上半年，TOP100企业拿地总额3801亿元，同比下降36%，新增权益货值8898亿元，同比下降28%。对于优势地区的优质地块，房企投资积极性较高，竞争也更加激烈，对于性价比不高的地块，房企拿地极为谨慎。

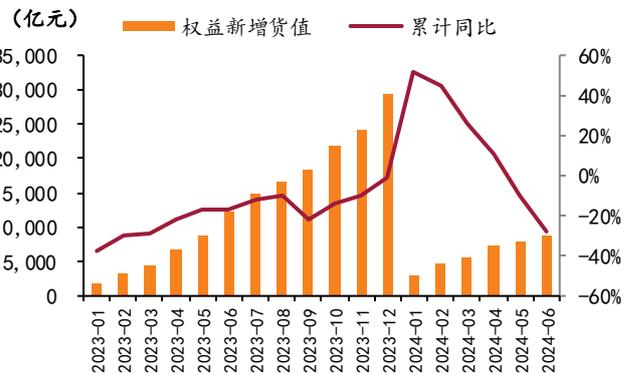
2024上半年，300城土地供应规划建面累计1.13亿方，同比-44.3%。成交端，2024上半年，300城土地成交规划建面累计0.87亿方，同比-37.3%；土地出让金累计达0.54万亿元，同比-43.9%。2024上半年，300城土地出让金成交绝对值处历史低位，平均溢价率下滑，整体热度仍偏冷淡。

图 42：2024 年上半年百强房企权益口径拿地金额及同比



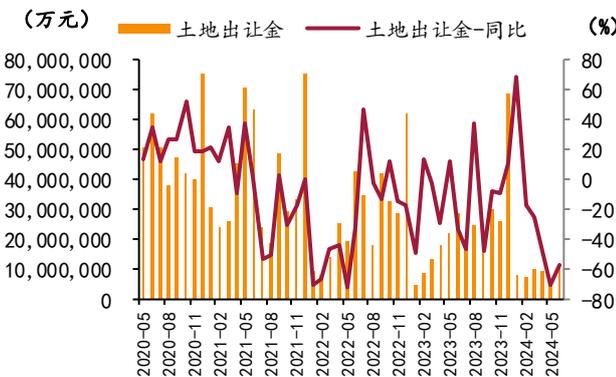
资料来源：中指研究院，天风证券研究所

图 43：2024 年上半年百强房企权益口径新增货值及同比



资料来源：中指研究院，天风证券研究所

图 44：2024 年上半年 300 城土地出让金单月值及单月同比



资料来源：中指研究院，天风证券研究所

图 45：2024 年上半年 300 城土地出让平均溢价率



资料来源：中指研究院，天风证券研究所

从土拍视角来看，22 城中央国企仍是拿地主力，部分城市地方国资占比较高，民企占比约两成。2024 年上半年，22 城累计拿地金额中，央企、地方国企占比合计达 75%，央国企占比较 2023 年全年提升 4 个百分点。北京、深圳、广州、上海、厦门等地央国企拿地金额占比均在八成左右，合肥、天津央国企占比也过半，均较 2023 年全年有所提升。从房企视角看，2024 年上半年，新增货值排名前 30 的房企中地方城投占比过半，城投托底比维持较高比例；主流头部房企 24 上半年新增货值同比降幅在 30%-70% 区间，投资大幅下滑使得房企潜在推货规模同步降低。

我们认为，短期房企或延续根据市场销售表现动态调节新增货量，不至于陷入“无货可推”境地，但不排除价格压力下，投资总量收缩使新房有效供给受到约束，制约需求释放的同时或造成房企规模压力；若销售量价降幅展现持续收窄趋势，投资端边际上行空间同样良好。

图 46：2024 年上半年房企新增货值、拿地情况 TOP30

排名	企业	1-6月全口径新增货值 (亿元)	同比	1-6月权益新增货值 (亿元)	同比	1-6月权益拿地金额 (亿元)	同比	1-6月权益拿地面积 (万m ²)	同比
1	建发房产	608	-9%	513	-7%	279	1%	141	-43%
2	华润置地	481	-48%	374	-43%	283	-36%	98	-57%
3	中建壹品	470	-	410	-	280	-	69	-
4	绿城中国	393	-32%	345	-24%	281	11%	96	-36%
5	滨江集团	379	-4%	262	-27%	282	55%	58	-47%
6	海开控股	309	-	309	-	284	-	47	-
7	中国铁建	295	-21%	255	-6%	288	160%	159	41%
8	中海地产	291	-54%	283	-55%	285	-23%	78	-35%
9	中建智地	263	113%	255	106%	287	387%	27	-
10	保利发展	254	-69%	223	-70%	286	-28%	103	-57%
11	招商蛇口	242	-61%	176	-62%	291	21%	46	-61%
12	石家庄城投集团	215	-	215	-	289	-	199	-
13	广东南海控股	177	-	175	-	305	-	77	-
14	龙湖集团	170	-57%	119	-67%	293	134%	35	-77%
15	陕建地产集团	168	-	167	-	320	-	116	-
16	国贸地产	166	1%	115	-30%	290	212%	-	-
17	湖北文旅建发集团	156	-	55	-	336	-	-	-
18	深圳市大沙河建设投资	154	-	77	-	367	-	-	-
19	深圳地铁集团	154	-	77	-	368	-	-	-
20	中国中铁	149	-8%	92	16%	296	640%	43	-
21	钱江新城	145	-	119	-	300	-	27	-
22	中粮大悦城	143	-	60	-	314	1645%	-	-
23	泉州城建集团	142	-	142	-	297	-	80	-
24	邦泰集团	129	1%	125	3%	308	585%	83	-13%
25	北京住总集团	128	-	128	-	294	-	25	-
26	济南高新	124	-	124	-	304	-	72	-
27	越秀地产	118	-66%	77	-75%	299	58%	-	-
28	高速地产集团	111	-	66	-	302	-	-	-
29	西安城投置业	106	-	106	-	309	-	47	-
30	福州城投集团	102	-	102	-	310	-	30	-

资料来源：中指研究院，天风证券研究所

5. 风险提示

- 1) 行业信用风险蔓延，影响整个地产行业的再融资、销售和竣工预期；
- 2) 行业销售下行超预期，带动行业开发投资、新开工、拿地、施工等指标快速下行；
- 3) 因城施策力度不及预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com