

中国平安 PINGAN

专业·价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

供应收缩下去化周期回落，关注高品质住宅市场

月酝知风之地产行业

地产行业月报

行业评级：地产 强于大市（维持）

平安证券研究所地产团队

2024年9月3日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

核心摘要

- **本月观点：**政治局会议重申消化存量与优化增量，国新办举行“推动高质量发展”系列主题之住建部专场发布会，提出构建房地产发展新模式包括：1) 建好房子；2) “市场+保障”供应体系；3) 完善房地产开发、交易和使用制度；4) 建立“人、房、地、钱”要素联动新机制。短期关注高品质住宅市场，上半年多地发布住宅品质新规，新入市项目品质提升，满足多样化改善性住房需求，预计高品质住宅市场有望率先企稳，但早期产品力偏弱新房量价仍将承压，或需政府收储等方式加快去化。我们认为短期现房销售条件或尚不具备，关注出险房企现房定价策略。过往购房者担忧部分房企交付风险，随着该类房企项目逐步竣工为现房，出于资金回笼考虑，若其剩余现房选择以价换量，或进一步加剧市场量价调整压力。我们认为政府收储支持保交房项目，项目回笼资金偿还“保交房”贷款或是较优选择。维持短期适度积极观点，短期板块行情催化仍在于收储进展，即使收储最终效果不及预期，但随着各地收储落地，叠加板块当前低估值低仓位，资本市场也将有所表现；中期趋势性机会仍在于楼市量价企稳，关注历史包袱较轻、库存结构优化房企，如中国海外发展、建发国际集团、招商蛇口、越秀地产、滨江集团等，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）等细分领域头部企业。
- **政策：**政治局会议强调积极收储，持续关注各地进展。2024年7月涉房类政策22项，其中偏松类政策18项。政治局会议强调积极支持存量房收储，国新办会议提出加快构建新发展模式；7月以来多地发布收储公告，7月29日郑州推出首批配售型保障房，持续关注各地相关进展。
- **资金：**7月5年期LPR下调10bp，居民部门仍倾向于“去杠杆”。7月M2同比增速环比升0.1pct，社融存量同比增速环比升0.1pct，7月5年期及以上LPR报价下调10bp，8月报价环比持平。7月居民短期贷款和中长期贷款分别同比少增1.1万亿和2000多亿元，居民部门仍倾向于“去杠杆”。
- **楼市：**8月以来成交转弱，建议关注高品质住宅市场。8月（截至28日）50个重点城市新房日均成交环比降14.4%，同比降19.9%，降幅较上月扩大18.2pct；重点20城二手房日均成交环比降15.8%，同比升9.9%。短期建议关注高品质住宅市场，上半年多地发布住宅品质新规，新入市项目品质提升，满足多样化改善性住房需求，预计高品质住宅市场有望率先企稳，但早期产品力偏弱新房量价仍将承压，或需政府收储加快去化。
- **地市：**少数优质地块溢价率攀升，整体仍较为低迷。7月百城土地供应建面1.15亿平米，环比升5.6%；百城成交建面0.97亿平米，环比降3%；平均溢价率5%，环比升1.9pct。7月土拍市场仍呈现“冷热不均”，仅少数优质地块溢价率攀升，低溢价率成交仍为当前整体土拍市场底色。
- **房企：**7月楼市供需两淡，H1拿地强度同比下滑。克而瑞百强房企1-7月累计销售金额同比下滑39.7%，销售面积同比下滑40.7%，累计降幅均较上月收窄2.1pct；7月单月销售金额同比下滑20.5%，销售面积同比下滑23%，降幅分别较上月收窄1.3pct、2.7pct，环比分别下滑35.6%、27.9%。7月楼市供需两淡，多数城市因供应缩量，高温天气叠加市场低迷情绪，成交季节性回落。
- **板块表现：**7月申万地产板块涨2.27%，跑赢沪深300（-0.57%）；截至2024年8月30日，当前地产板块PE（TTM）15.08倍，估值处于近五年89.97%分位。
- **风险提示：**1) 若后续货量供应由于新增土储不足而遭受冲击，将对行业销售、开工、投资等产生负面影响；2) 若楼市去化压力超出预期，销售持续以价换量，将带来部分前期高价地减值风险；3) 政策呵护力度有限，行业调整幅度、时间超出预期，将对行业发展产生负面影响。



本月报告精选之一：关于收储的十问十答

报告主要观点：

- **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。
- **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。
- **更多报告内容参见：**《地产杂谈系列之五十七：关于收储的十问十答》



本月报告精选之二：浅谈产权类REITs投资逻辑

报告主要观点：

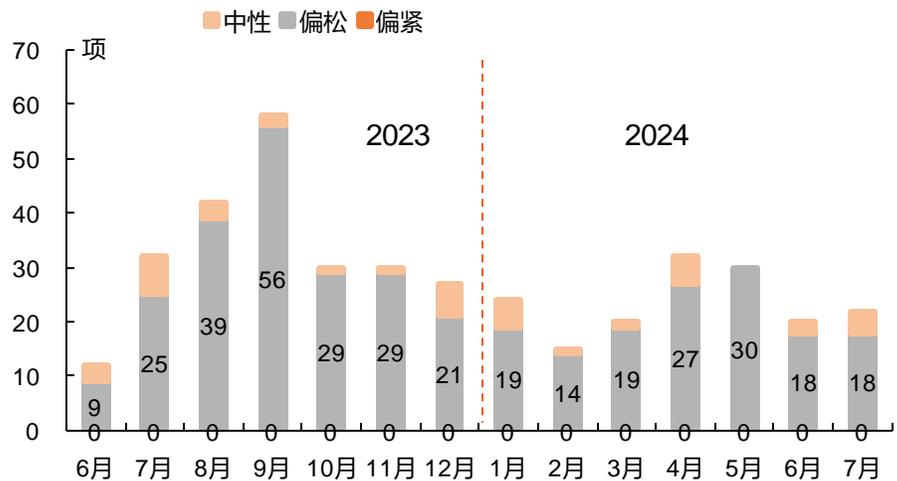
- “资产荒”背景下，原始权益人剥离优质资产动因何在？“资产荒”下市场优质资产供给稀缺，我们认为原始权益人愿意剥离其优质资产发行公募REITs一是出于出表融资、降低负债，原始权益人降低负债率后可重新获取其他增量资金支持，盘活资产；二是当前非一线城市核心资产缺少其他盘活路径，难以通过私募市场转让，如若原始权益人已发行公募REITs，即存在定价锚，或更有助于其持有型物业私募交易。
- 剩余年限、资本化率、折现率等为资产评估核心指标：公募REITs以“收益法”中“现金流折现法”作为主要估值方法，核心参数包含预测期内的运营净收入NOI、CAPEX、折现率、收益年限等。投资者关注REITs收益主要是底层资产增值收益及派息收益，通常用CAP RATE衡量底层资产资质，分派率衡量二级市场投资价值，但仍需通过底层资产多维基本面情况充分论证风险报酬率、NOI增长率、折现率等合理性；此外预留现金调节、杠杆利息支出等亦会对分派率产生影响，对比海外，国内REITs仍较少使用杠杆撬动分派收益率。收益年限方面，若项目收益水平进入成熟稳定期，CAP RATE会随年限缩短明显提高，进而影响项目估值，如嘉实物美消费REIT资本化率明显相对较高；资本化率方面，我们通常对比参考大宗交易，如领展2021年、2024年收购七宝万科广场50%权益，尽管资产账面估值增幅约7.3%，但交易定价对应Cap Rate由4.8%上升至6.5-7%，除卖方处于流动性压力急于出售优质资产外，亦反映当下投资人对于零售大宗交易要求回报率有所提高；折现率以无风险利率与风险报酬率累加法计算，无风险报酬率参照时点十年到期国债收益率，风险报酬率更多为主观赋值，主要包含投资不动产风险补偿、缺乏流动性风险补偿，叠加评估底层资产实体状况、供需情况及经营状况等。
- 产权类REITs中保障房等弱周期属性品类及项目表现良好：年初以来保障房REITs因运营稳定且具备抗周期性，涨幅居前，其中中金厦门安居REIT、华夏北保REIT资产更优，出租率/租约更具保障，相对收益明显。仓储/产业园与宏观经济关联性较强，出现租金&租约不稳定（以价换量）、租约期限缩短、净利润波动大、拟发行REITs剔除项目、估值打折等现象，上市以来二级市场整体表现不佳，但红土创新盐田港REIT兼具一线城市地理位置、港口高标仓等稀缺性，产业园REIT中底层资产为高标准生产厂房的临港REIT、东久REIT，表现相对稳定。消费基础设施中嘉实物美消费REIT固租收入占比高，超市业态的民生服务属性强，虽缺少收入弹性但安全垫足，亦有明显相对收益；评估购物中心则相对看重零售业态收入、抽成及取高租金、多经收入占比，占比高通常反映运营能力较强，如华夏华润商业REIT；此外国内首只以奥特莱斯为底层资产的消费基础设施REIT获批，其联营模式与销售额关系更为紧密，业态优劣势并存，资本化率通常比同区位购物中心高约0.5%-1.0%。
- 更多报告内容参见：《收租资产系列报告之六：浅谈产权类REITs投资逻辑》



政策：政治局会议强调积极收储，行业新发展模式加快构建

- 据不完全统计，2024年7月涉房类政策（含中央及地方）22项，其中偏松类政策18项。
- 政治局会议强调积极支持存量房收储，新发展模式加快构建。**政治局会议重申消化存量与优化增量，积极支持存量房收储，自5.17保障性住房再贷款设立以来，各地相继发布征集商品房用作保障房公告，根据央行公布，截至2024年6月末保障性住房再贷款余额121亿元，二季度净增101亿元；上半年多地发布住宅品质新规，预计未来增量住房市场将更多聚集高品质住宅，满足市场多样化改善需求，“地段+品质”或成为改善盘去化关键。

涉房类政策以偏松政策为主



中央层面主要政策、会议

时间	文件/会议/出台部门名称	主要内容
7月21日	《中共中央关于进一步全面深化改革推进中国式现代化的决定》	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
7月22日	中国人民银行	2024年7月22日贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为3.35%，5年期以上LPR为3.85%，均下调10bp
7月26日	《国家发展改革委关于全面推动基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目常态化发行的通知》	全面推动REITs项目常态化发行；常态化发行阶段不再对REITs项目未来收益率提出要求；将底层资产行业扩容至十二大类，新增了养老设施、市场化租赁住房、燃煤发电等资产类型，放宽了旅游景区范围，纳入了产业园区、消费基础设施、文旅基础设施等行业项目的配套或不可分割的酒店、底商等，更好地满足了资产扩容提质发展需要
7月30日	中共中央政治局会议	要持续防范化解重点领域风险。要落实好促进房地产市场平稳健康发展的新政策，坚持消化存量和优化增量相结合，积极支持收购存量商品房用作保障性住房，进一步做好保交房工作，加快构建房地产发展新模式
8月23日	国新办举行“推动高质量发展”系列主题新闻发布会	发布会明确新模式包括四方面：1) 建好房子；2) “市场+保障”供应体系；3) 完善房地产开发、交易和使用制度；4) 建立“人、房、地、钱”要素联动新机制

资料来源：各政府网站，平安证券研究所



政策：多地发布收储公告，持续关注实际进展

- 7月以来多地发布收储公告，7月29日郑州推出首批配售型保障房，其中900套预配售项目计划通过收购筹集。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，存量房收储存在必要，预计后续项目落地有望加快，持续关注相关进展。

◆ 近期地方楼市调控政策汇总

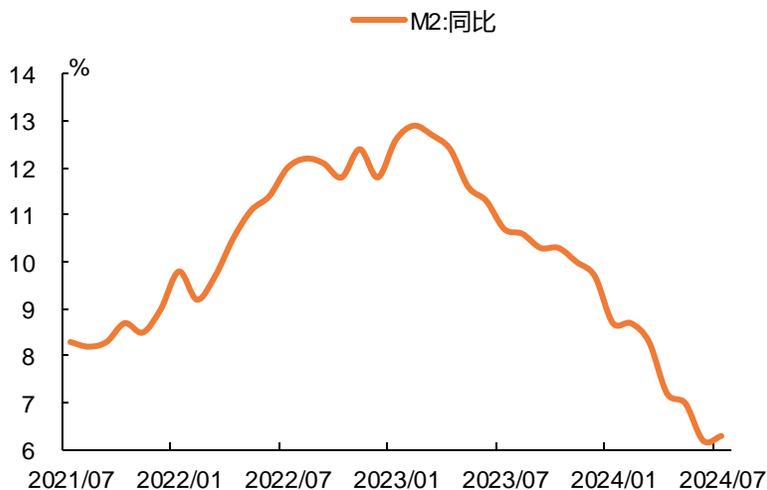
时间	城市	主要内容
7月29日	郑州	发布《郑州市配售型保障性住房管理办法（试行）》，同时推出首批配售型保障房1999套
8月9日	深圳	深圳安居集团发布收储公告，此次征集范围为深圳市（不含深汕特别合作区）商品房性质的住宅、公寓、宿舍等，优先选取整栋或整单元未售、可实现封闭管理的楼栋项目（房源）。收购的房源位置处于交通便利、配套设施较为齐全的区位，贴近区域发展核心片区，具备产业基础、发展优势。原则上，项目（房源）主力户型面积应满足深圳市保障性住房户型、面积（65平方米以下）要求。此外，拟收购项目须四证齐全，保证项目的合法合规性，满足金融机构的贷款要求。
8月12日	成都	在本市范围内新购买住房，只核查购房人在拟购住房所在区（市）县范围内住房情况，无住房的，认定为首套房。在拟购住房区（市）县范围内有住房且正在挂牌出售的，住房套数相应核减。支持商业银行按认定的客户住房套数办理个人住房贷款业务。
8月20日	长沙	收购未售商品房转保障房，覆盖多区域需满足四大条件：地理位置优越，交通便利，配套设施齐全；户型面积符合长沙市保障性住房的标准；生活便利，靠近地铁口和公交站，基础设施完善；手续齐全，权属清晰可交易，四证齐全，确保合法合规性，并满足金融机构贷款要求；征集活动覆盖长沙市芙蓉区、天心区、岳麓区、开福区、雨花区、望城区、长沙县、浏阳市、宁乡市等行政区域内的项目。



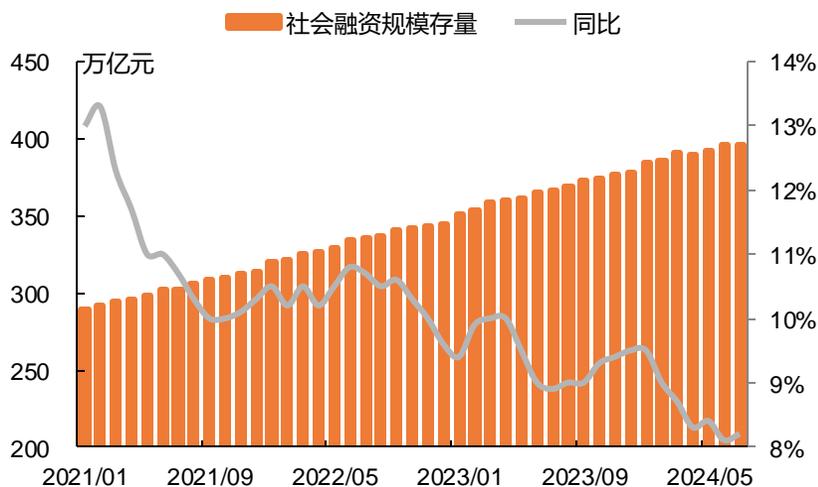
资金：M2社融增速环比回升，居民部门仍倾向于“去杠杆”

- 7月M2同比增长6.3%，增速环比升0.1pct；社融存量同比增长8.2%，增速环比升0.1pct。
- 7月1年期LPR、5年期及以上LPR最新报价均下调10bp，8月20日1年期LPR、5年期及以上LPR最新报价3.35%、3.85%，较上月持平。根据平安宏观组观点，7月居民短期贷款和中长期贷款分别同比少增1.1万亿和2000多亿元，居民部门仍倾向于“去杠杆”。

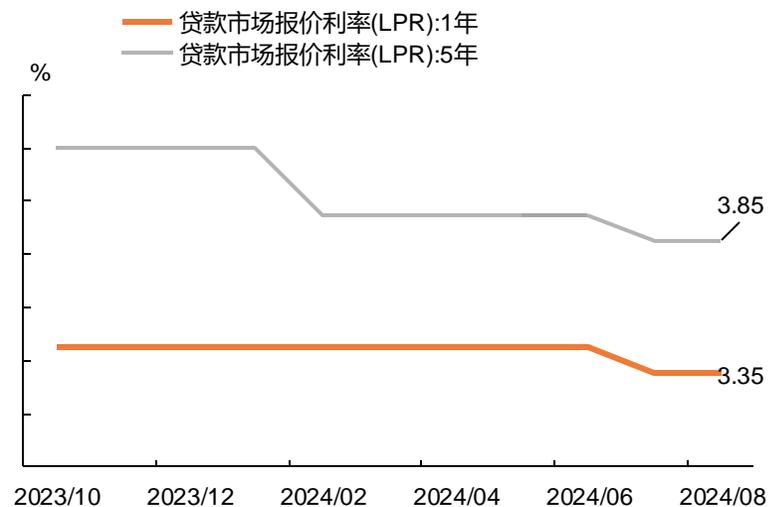
M2同比增速



社融存量同比增速



1年期、5年期LPR报价

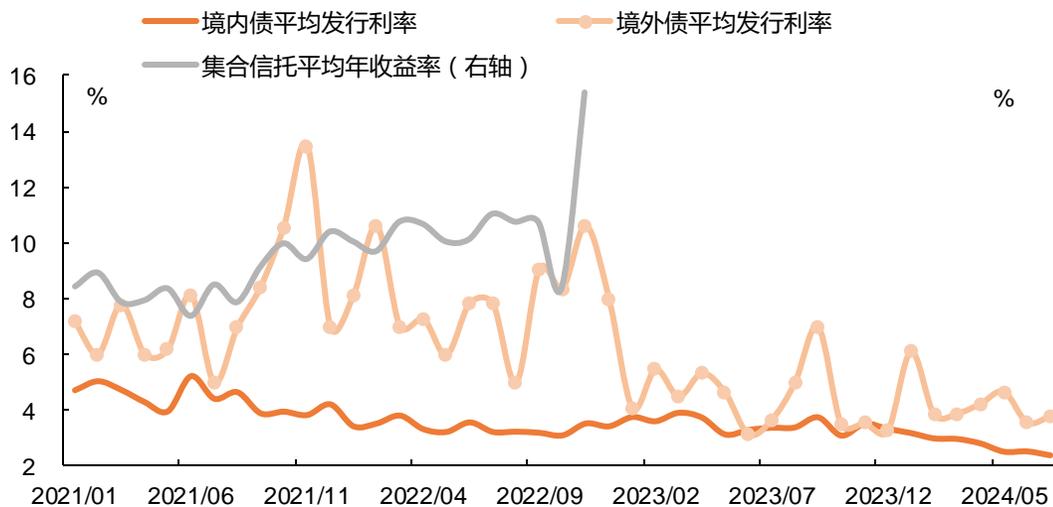




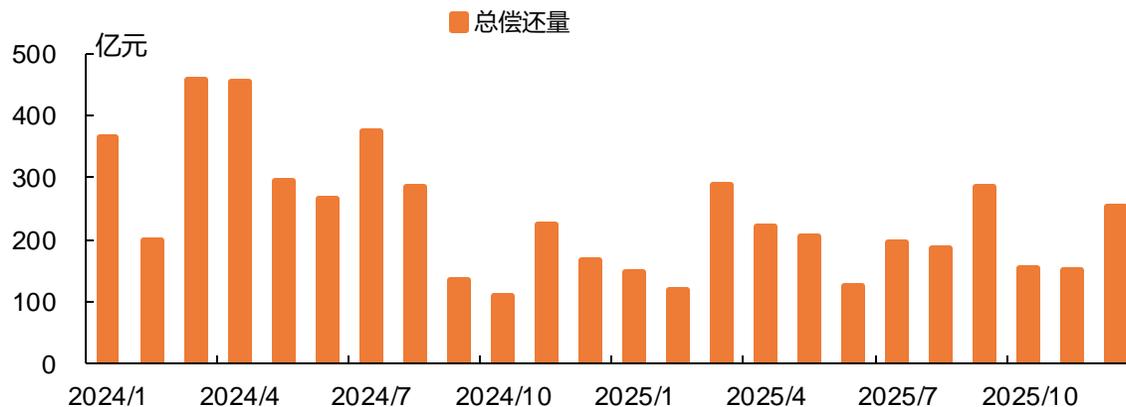
资金：房企境内融资环比上升，境内融资成本延续低位

➤ 7月单月境内债、境外债平均发行利率分别为2.4%、3.8%，环比分别降0.14pct、升0.2pct，年初以来房企信用债发行成本延续走低；房企境内债融资规模243亿元，环比升20.8%。

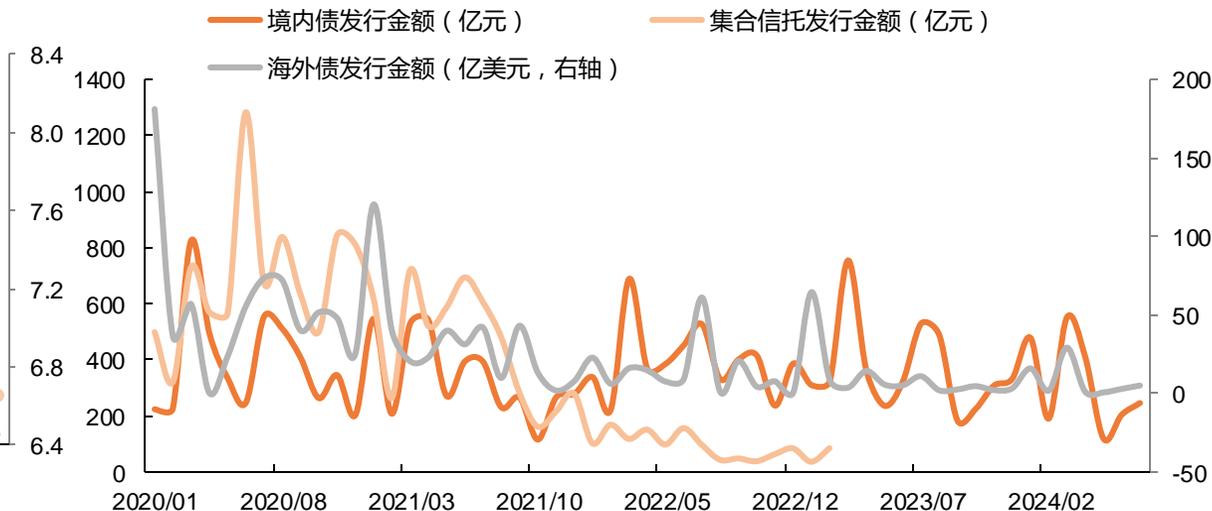
房企境内债、境外债与信托发行成本



房企境内信用债到期规模



房地产债券及信托发行规模走势（月）



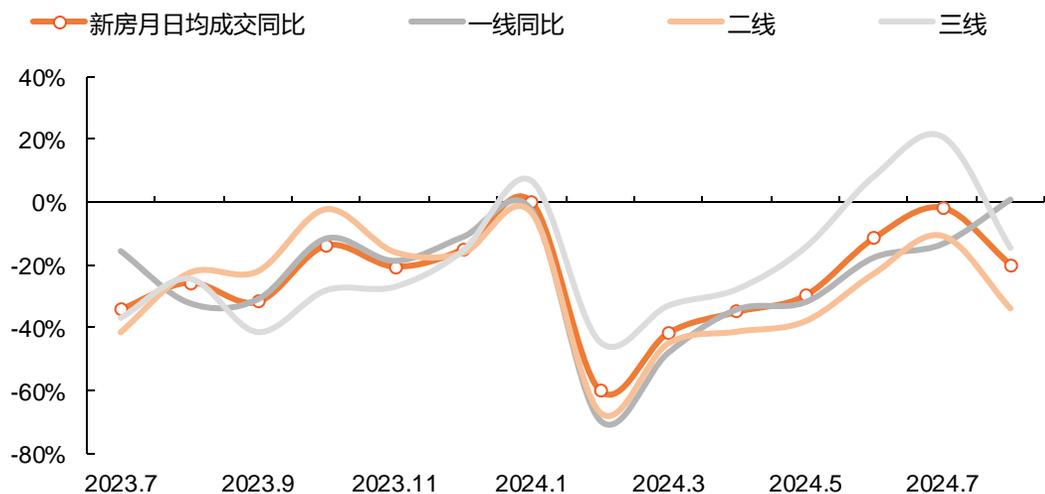
资料来源：Wind，用益信托网，贝壳研究院，平安证券研究所



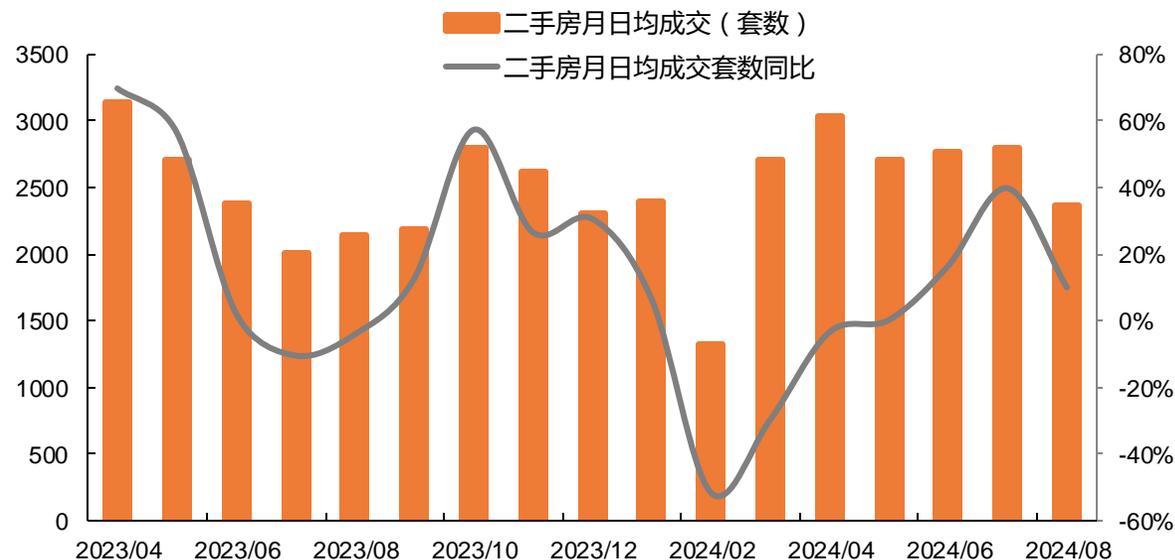
楼市：8月以来成交转弱，建议关注高品质住宅市场

- 8月（截至28日）50个重点城市新房日均成交2457套，环比降14.4%，同比降19.9%，降幅较上月扩大18.2pct；重点20城二手房日均成交2360套，环比降15.8%，同比升9.9%。
- 成交方面，短期建议关注高品质住宅市场。上半年多地发布住宅品质新规，新入市项目品质提升，满足多样化改善性住房需求，预计高品质住宅市场有望率先企稳，但早期产品力偏弱新房量价仍将承压，或需政府收储等方式加快去化。

◆ 50城商品房月日均成交套数同比



◆ 20城二手房月日均成交套数同比

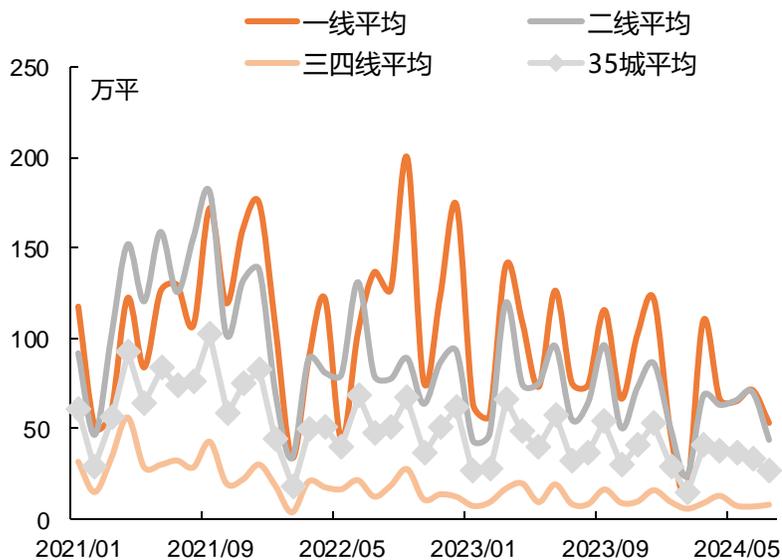




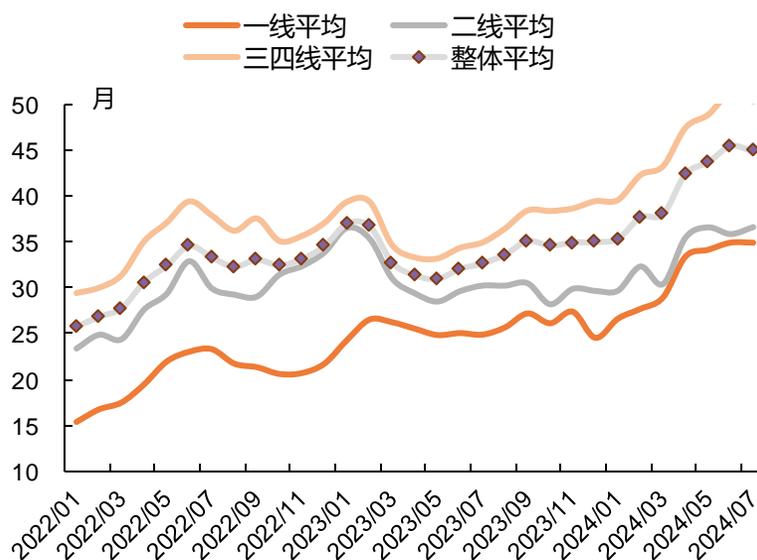
楼市：推盘同环比缩量，出清周期环比回落

- 7月为传统淡季，35城商品房平均批准上市面积26.1万平米，环比降20.8%，同比降17.4%；销供比134.3%，环比降0.7pct。
- 7月35城商品房平均出清周期45个月，环比降0.6个月，时隔8个月出现环比下滑，其中一线城市34.9个月，低于二线城市（36.7个月）、三线城市（50.4个月），但行业库存去化压力仍大，若居民购房低于预期，政府收储或为去库存唯一出路，我们认为一二线为收储主战场，若仅考虑小户型现房，5000亿或相对充足，若考虑地方政府自有出资，实际金额或大于5000亿；考虑贷款可展期，5000亿银行收储贷款，按3%贷款利率估算年利息150亿，短期还款压力不大，需进一步观察收储落地进度。

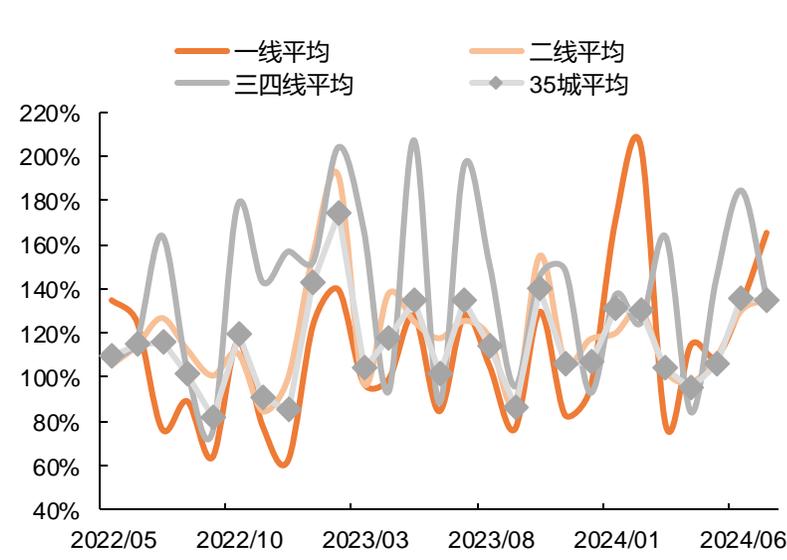
35城商品房平均批准上市面积



35城商品房平均出清周期



35城商品房平均销供比

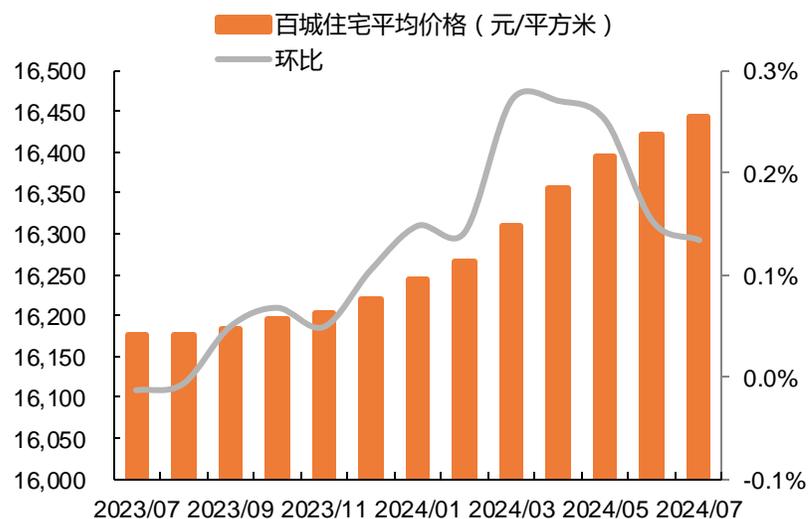


资料来源：中指院，平安证券研究所 注：35城中一线城市4个、二线10个、三四线21个；商品房销供比=当月商品房备案面积/当月批准预售面积

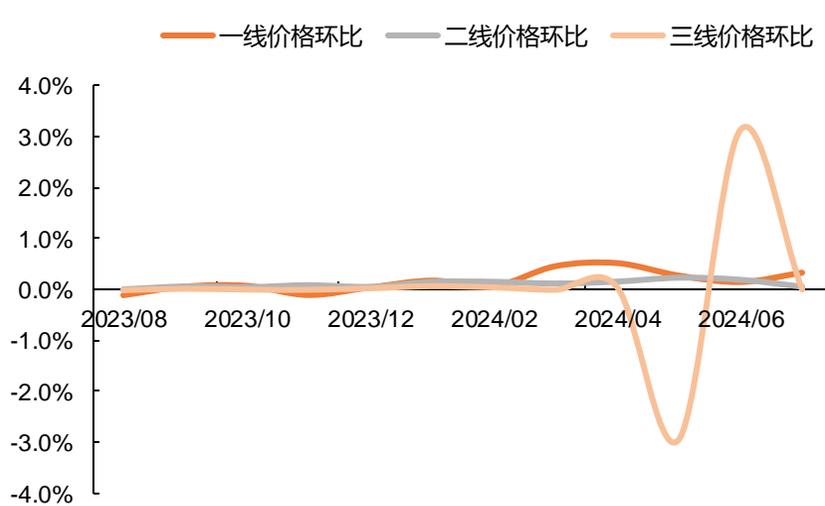
楼市：百城住宅价格企稳，连续11个月环比回升

- 7月百城住宅平均价格16443元/平方米，环比升0.13%，连续11个月环比企稳回升，主要受部分城市优质改善项目入市带动；其中环比上涨城市数量共38个。
- 分城市能级看，7月一、二、三线城市住宅平均价格，环比分别升0.31%、升0.05%、降0.01%。

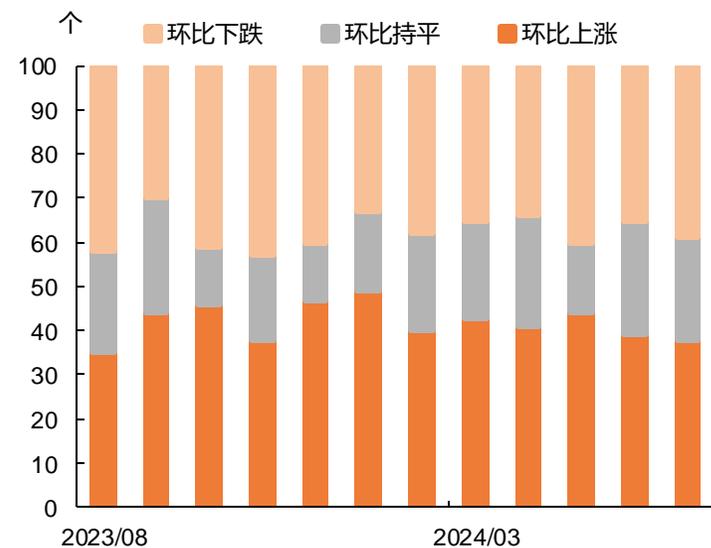
百城住宅平均价格走势



百城中一二三线城市住宅价格环比变化



百城住宅价格上涨、持平与下跌城市数量

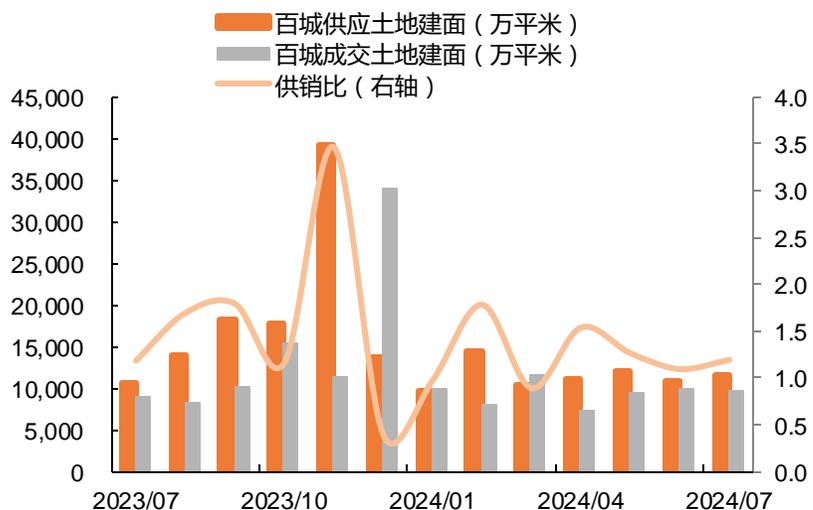




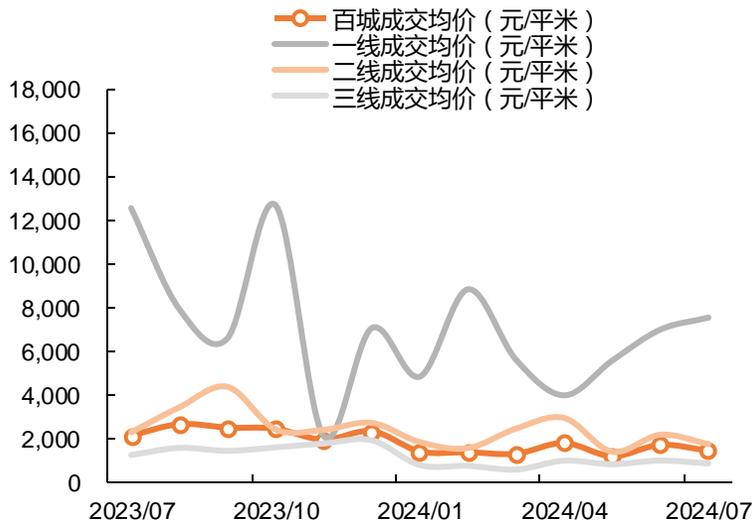
土地：少数优质地块溢价率攀升，整体仍较为低迷

- 7月百城土地供应建面1.15亿平米，环比升5.6%；百城成交建面0.97亿平米，环比降3%；平均溢价率5%，环比升1.9pct。
- 7月土拍市场仍呈现“冷热不均”，仅少数优质地块溢价率攀升，低溢价率成交仍为当前整体土拍市场底色。

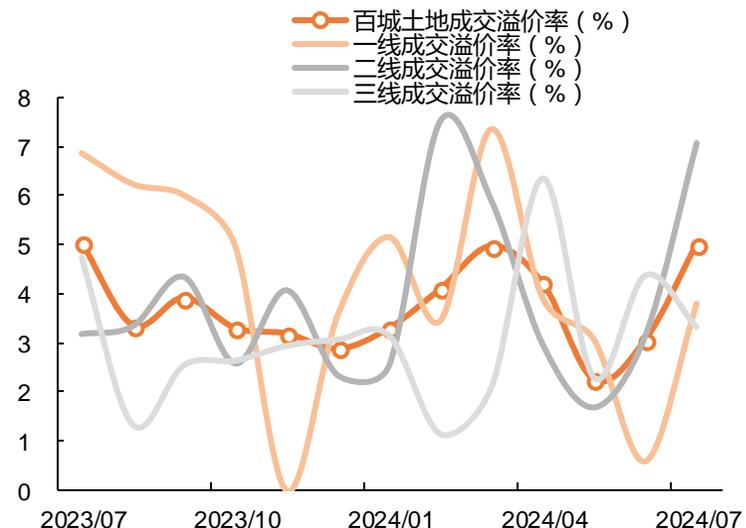
百城土地供应与成交情况



百城土地成交均价走势



百城土地成交溢价率



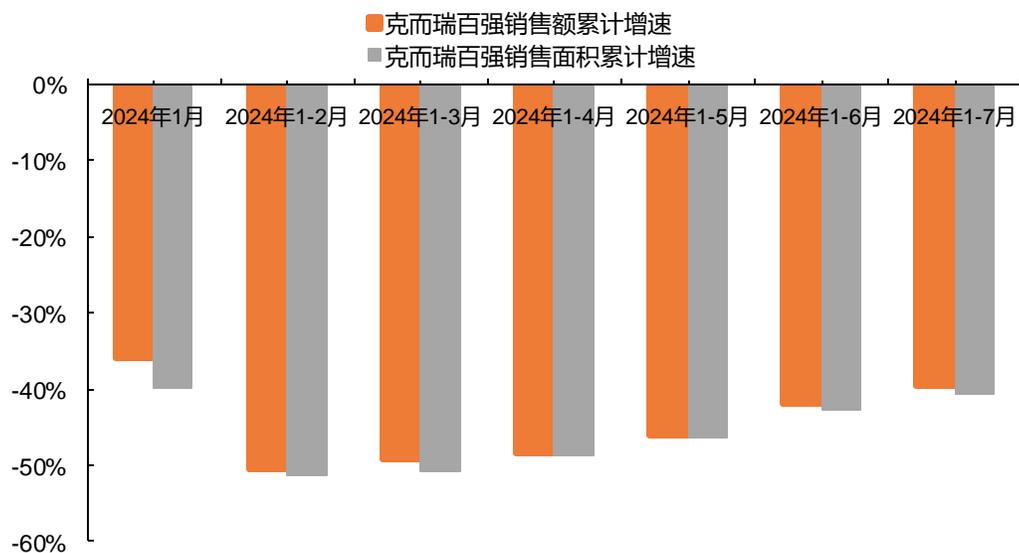
资料来源：Wind，中指院，平安证券研究所



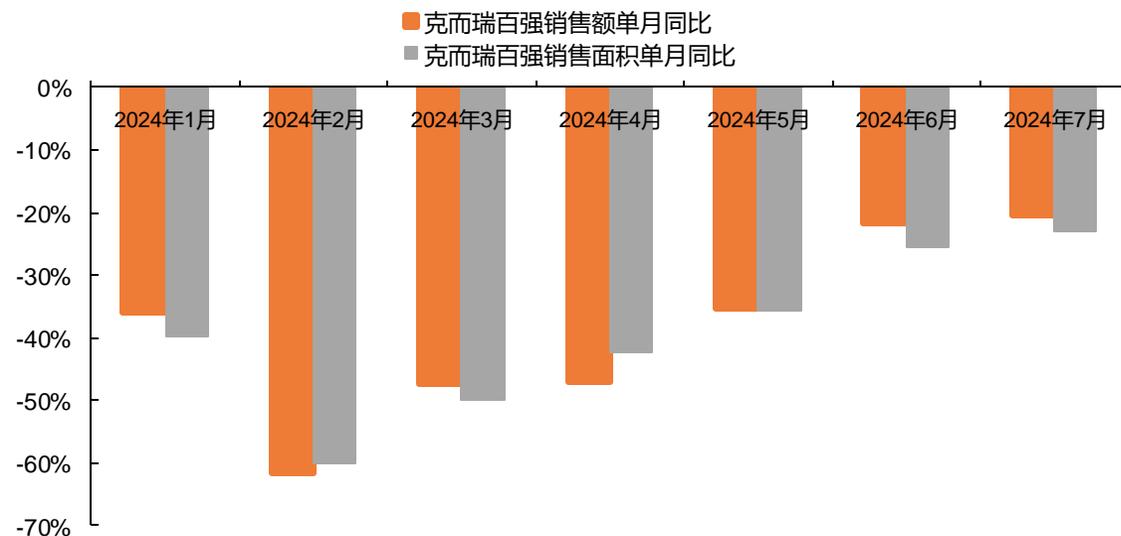
房企：7月楼市供需两淡，百强销售同环比下滑

- 克而瑞百强房企1-7月累计销售金额同比下滑39.7%，销售面积同比下滑40.7%，累计降幅均较上月收窄2.1pct；7月单月销售金额同比下滑20.5%，销售面积同比下滑23%，降幅分别较上月收窄1.3pct、2.7pct，环比分别下滑35.6%、27.9%。
- 7月楼市供需两淡，多数城市因供应缩量，高温天气叠加市场低迷情绪，成交季节性回落。

克而瑞百强房企累计销售增速



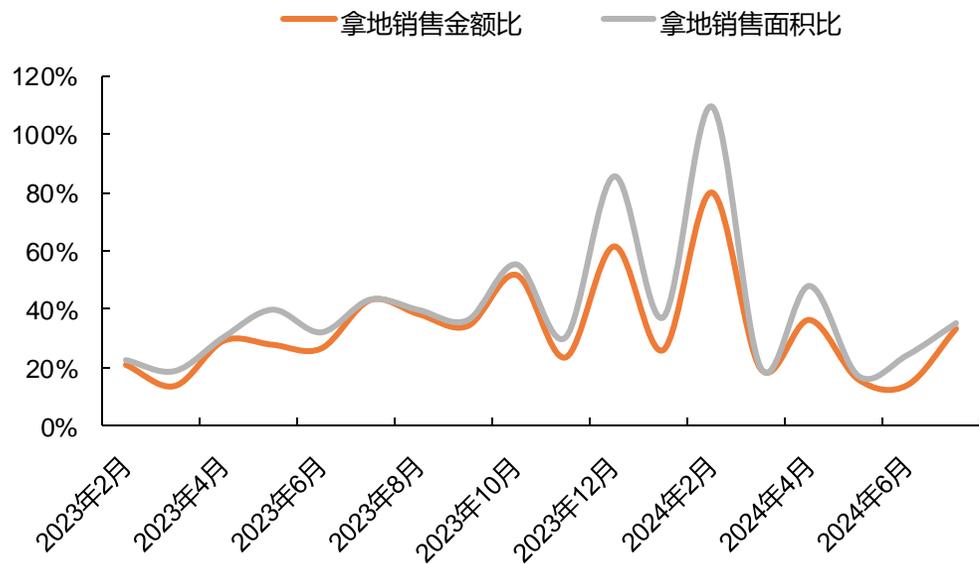
克而瑞百强房企单月销售增速



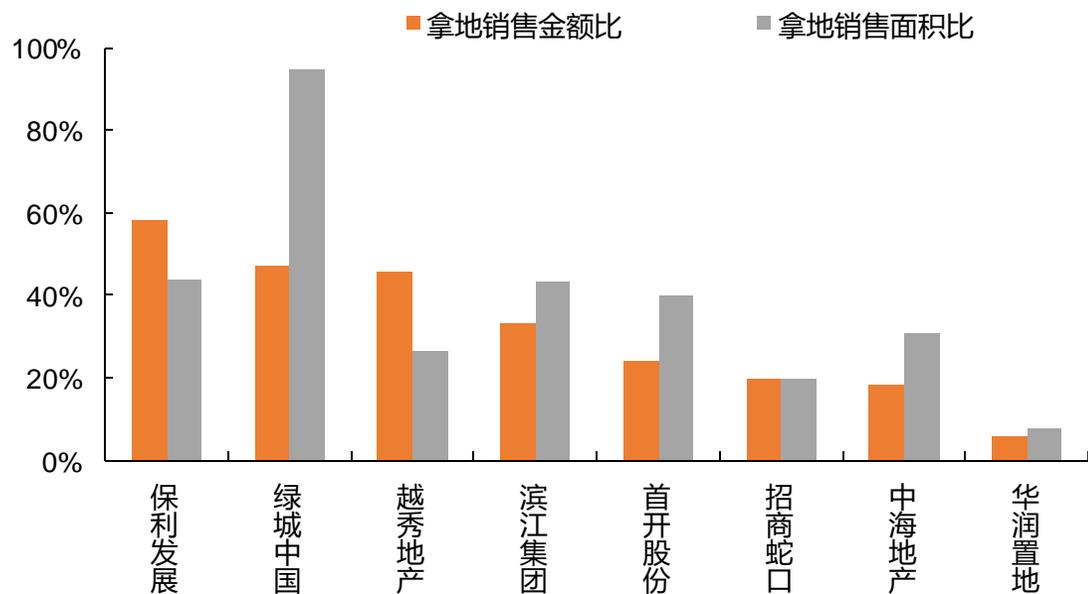
房企：拿地强度环比改善，央国企为拿地主力

- 7月50强房企整体拿地销售金额比33%、拿地销售面积比35%，环比分别升19.4pct、升10.9pct；保利发展、绿城中国、越秀地产、滨江集团拿地强度靠前。

50强房企拿地销售比



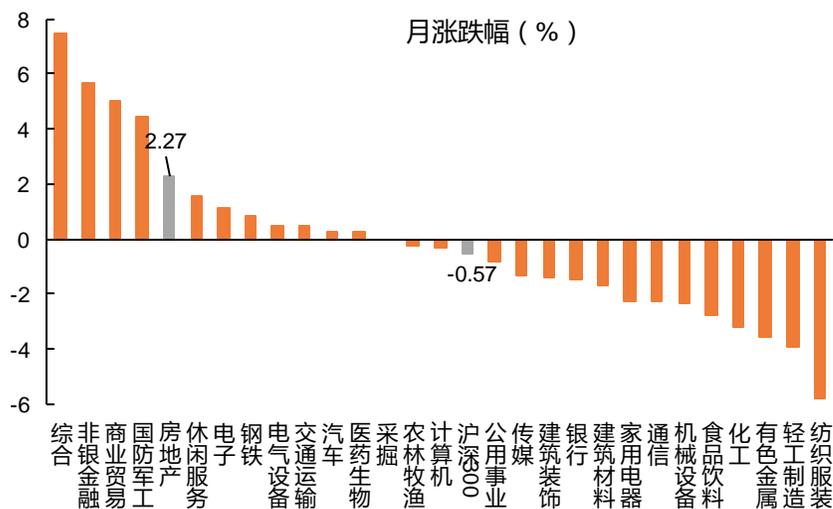
重点房企拿地销售金额比、面积比（7月单月）



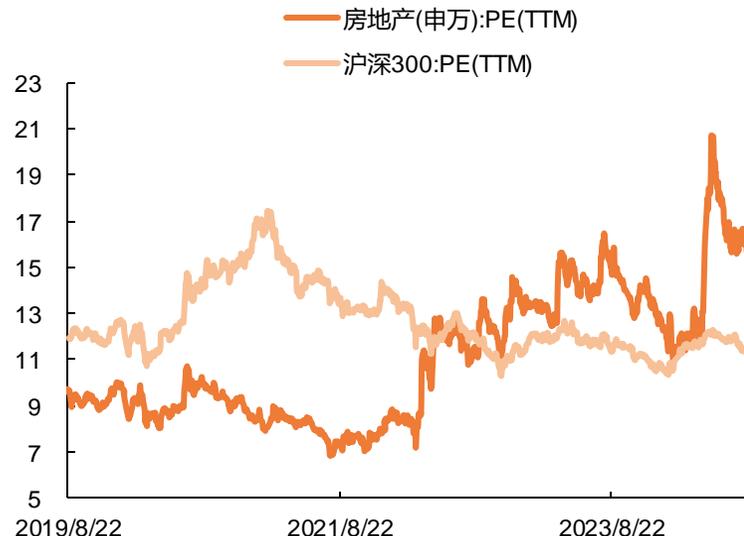
股市：单月涨2.27%，估值处于近五年89.97%分位

- 7月申万地产板块涨2.27%，跑赢沪深300（-0.57%）；截至2024年8月30日，当前地产板块PE（TTM）15.08倍，高于沪深300的11.27倍，估值处于近五年89.97%分位。
- 7月上市50强房企涨跌幅排名前三房企分别为滨江集团、新城控股、绿地控股，排名后三房企为正荣地产、禹洲集团、中梁控股。

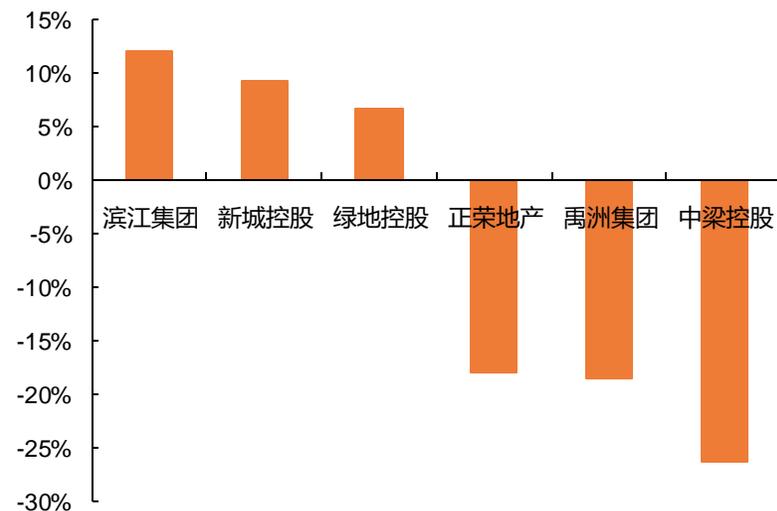
行业涨跌幅情况



房地产PE（TTM）走势图



上市50强涨跌幅排名前三及后三房企



资料来源：Wind，平安证券研究所

风险提示

- 1) 供给充足性降低风险：若地市持续遇冷，各房企新增土储规模不足，将对后续货量供应产生负面影响，进而影响行业销售、开工、投资、竣工等。
- 2) 房企大规模减值风险：若楼市去化压力超出预期，销售大幅以价换量，将带来部分前期高价地减值风险。
- 3) 政策呵护不及预期风险：若政策有效性不足，楼市调整幅度、时间超出预期，将对行业发展产生负面影响。

地产团队			
分析师	邮箱	资格类型	资格编号
杨侃	YANGKAN034@PINGAN.COM.CN	证券投资咨询	S1060514080002
郑茜文	ZHENGXIWEN239@PINGAN.COM.CN	证券投资咨询	S1060520090003
郑南宏	ZHENGNAHONG873@PINGAN.COM.CN	证券投资咨询	S1060521120001
王懂扬	WANGDONGYANG339@PINGAN.COM.CN	证券投资咨询	S1060522070003

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。