

中国平安 PINGAN

专业·价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

新房“高品质化”下，房企土储结构分析 ——高品质住宅系列报告之一

行业动态跟踪报告 地产行业强于大市（维持）

证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号：S1060514080002

王懂扬 投资咨询资格编号：S1060522070003

2024年09月09日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

投资要点

- **中央多次表态强调“建好房子”，2024H1多地发布住宅品质新规：**2023年以来中央及住建部曾在多次会议中表态，当下人民对住房要求已从“有没有”转向“好不好”，房企需比拼高质量、新科技、好服务，同时各项制度需配合行业转型。8月23日国新办发布会明确行业新模式包括四方面，其中“建好房子”为首要维度。2024H1多地发布住宅品质新规，“第四代住宅”概念兴起，包括取消70/90套型限制、优化容积率计算规则、鼓励发展第四代空间建筑、放宽层高限制、放松建筑密度、优化飘窗和设备平台管控要求等，上半年各地新入市项目频现“第四代住宅”，品质较存量项目明显提升，更好满足多样化改善性住房需求。
- **多地第四代住宅项目去化较好，带动部分地块出让“点状高热”：**随着多地土拍环节取消限价、放宽容积率限制等，优质地块出让环节增加“竞品质”，部分城市于2023年逐渐开启第四代住宅试点，2024年第四代住宅地块在土拍市场频出，叠加楼市低迷下多地“第四代住宅”项目入市后去化较好，带动部分地块出让“点状高热”。此外期房与现房累计成交均价价差进一步拉大，反映早期已建成现房或因产品力偏弱去化难度较大，价格更为承压，或有赖于政府收储等方式加快去化。
- **产品力强、历史包袱较轻、库存结构优化的房企或率先走出低谷：**当前房企加快存量库存去化、“轻装上阵”已成共识，同时重视增量投资质量，聚焦“确定性高”的区域投资，优化存货结构，提升变现能力。我们从存货结构、过往拿地情况两个角度梳理房企库存情况。从房企2023年报披露存货结构看，滨江集团、建发国际集团已完工存货占比较低，在建存货占比相对较高；万科、招商蛇口拟开发存货及占比相对较高，存在更多调规或盘活土地资源可能。从房企2019-2024H1拿地情况看，越秀地产、建发国际集团2022年以后拿地占比较高，若考虑自2023H2以来房企拿地存在调规可能，中海、建发、保利、绿城、华润土储调仓相对积极，建发国际集团、滨江集团、华润置地、绿城中国2024H1补仓相对较多。
- **投资建议：**近期中央及住建部多次表态“建好房子”，上半年武汉、天津等多地发布住宅品质新规，新入市项目品质明显提升，满足多样化改善性住房需求，“地段+品质”将成为改善盘去化关键，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，叠加二手次新的供应压力，或需政府收储等方式加快去化，预计历史包袱较轻、库存结构优化的房企或率先走出低谷。当前板块主要个股市值及仓位均处于历史低位，且市场对于楼市下行及业绩承压反应已相对钝化。在楼市短期难见反转背景下，短期板块催化仍在于政策，9月持续关注收储落地情况，中期趋势性机会仍在于楼市量价企稳，个股关注历史包袱较轻、库存结构优化的房企，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）、物管（中海物业、保利物业、招商积余）、代建（绿城管理控股）等细分领域头部企业。
- **风险提示：**1) 楼市成交持续疲软风险；2) 个别房企流动性问题发酵、连锁反应超出预期风险；3) 政策改善及落地执行不及预期风险。

“建好房子”由来已久，住房从“有没有”向“好不好”转型

- 中央多次表态强调“建好房子”：2023年以来中央及住建部曾在多次会议中表态，当下人民对住房要求已从“有没有”转向“好不好”，房企需比拼高质量、新科技、好服务，同时各项制度需配合行业转型。8月23日，国新办发布会明确行业新模式包括四方面，其中“建好房子”为首要维度。

中央有关“建好房子”的表态及发文

出台时间	文件/会议	细则
2023.1.17	全国住房和城乡建设工作会议	各项制度要从解决“有没有”转向解决“好不好”。有条件的可以进行现房销售，继续实行预售的，必须把资金监管责任落到位，防止资金抽逃，不能出现新的交楼风险。要大力提高住房品质，为人民群众建设好房子，大力提升物业服务，让人民群众生活更方便、更舒心。要形成房屋安全长效机制，研究建立房屋体检、养老、保险等制度，让房屋全生命周期安全管理有依据、有保障。
2023.11.11	住房城乡建设部党组书记、部长倪虹在接受新华社专访	新模式下房地产企业要有清醒的认识，现在要拼的是高质量、新科技、好服务，谁能为群众建设好房子，谁能为群众提供好服务，谁就会有市场、谁就会有发展。
2024.3.9	十四届全国人大二次会议	在供给方面，要改革完善商品房开发、融资、销售等基础性制度，有力有序推进现房销售。在使用方面，要加快建立房屋体检、房屋养老金、房屋保险等专项制度；谁能为群众建设好房子谁就有未来；严重资不抵债、失去经营能力的房企，该破产破产、该重组重组；充分赋予城市调控的自主权
2024.8.23	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4个方面，要求在理念上深刻领会“房住不炒”定位，建设适应人民群众新期待的好房子

各地出台住宅品质新规，新房市场向“高品质化”转型

- 各地推出住宅品质新规，“第四代住宅”概念兴起：2024H1多地发布住宅品质新规，包括取消70/90套型限制、优化容积率计算规则、鼓励发展第四代空间建筑、放宽层高限制、放松建筑密度、优化飘窗和设备平台管控要求等，上半年各地新入市项目频现“第四代住宅”，品质较存量项目明显提升，更好满足多样化改善性住房需求。

2024年以来各地住宅品质新规

出台城市	政策细则
重庆	对开敞式户属立体绿化庭院不再计入容积率，拓展房企在住宅开发过程中在阳台、挑高等方面再拓展空间
天津	将原标准“住宅层高宜为2.8米”调整为“住宅层高不应低于3米”
武汉	鼓励住宅小区因地制宜采用高低错落、板点结合、围合组团等布局形式；设置街边口袋公园、开放式风雨连廊、景观休闲架空层等高标准公共空间，进行生态化和公建化立面设计；空中花园不计入建筑密度；开展住宅阳台、空中花园试点
上海	优化新出让商品住房用地套型供应结构，将多层、小高层、高层中小套住宅面积上限分别调整为100、110、120平（原为90、95、100平），中小套型占比最低要求调整为中外环间70%、中环内及新城和南北转型重点区域60%、外环外50%（原均为70%）
广州	阳台等半开敞、半计容的空间比例从15%放宽至20%，允许设置一个满足连续开敞不低于40%的主景观阳台不限制进深
深圳	取消“7090”限制，将机房、避难层等公共空间列为“不计容面积”，增加凸窗尺寸，凸窗的进深由0.6米增加到0.8米

多地第四代住宅项目去化较好，带动土地市场“点状高热”

- ▶ **多地第四代住宅项目去化较好：**以重庆为例，早年重庆已有少数第四代住宅产品，如龙湖揽境、金融街两江融府、龙兴国际生态新城等，根据重庆克而瑞数据统计，2023年重庆第四代住宅去化明显好于非第四代住宅，平均去化率89%，非第四代住宅项目平均去化率仅17%左右。年内重庆、福州等地新入市龙湖、建发等房企打造的“第四代住宅”项目，楼市低迷下仍去化良好。
- ▶ **优化土地供给结构，H1“第四代住宅”用地出让“点状高热”：**随着多地土拍环节取消限价、放宽容积率限制等，商品房回归商品属性，优质地块出让环节增加“竞品质”，部分城市于2023年逐渐开启第四代住宅试点，2024年第四代住宅地块在土拍市场频出，由于部分已入市的第四代住宅项目去化较好，带动部分地块出让“点状高热”。

◎ 第四代住宅项目去化较好

城市	板块	项目	销售去化情况
重庆	金凤	科学城置业 龙湖凤栖湖畔	2024年1月开盘推出46套全部售罄
重庆	金开大道	龙湖云河颂	2024年1月首推60套（约200平米、套均总价550-600万大平层）当天清盘，销售额突破3.3亿
福州	仓山区南二环	建发缦云	首开去化超8成
福州	台江闽江	国贸天琴湾	开盘1个月售罄
西安	高新CID板块	招商雲墨	2024年3月首开，开盘当天成交288套，去化率超70%

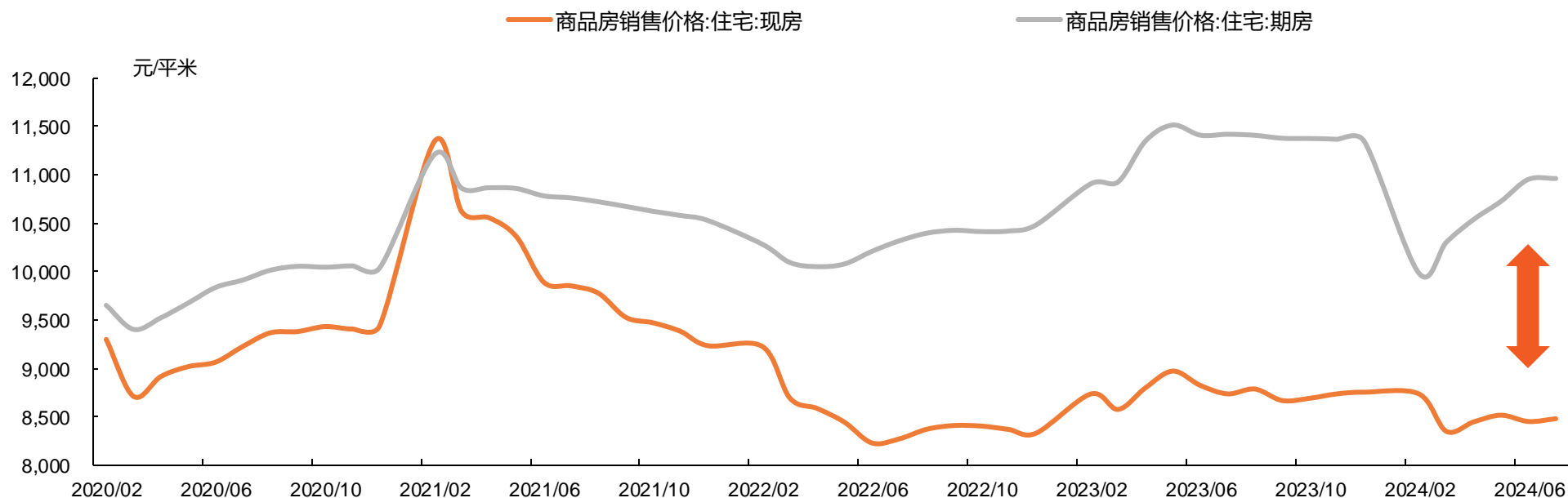
◎ 第四代住宅用地不乏高溢价率成交

出让时间	城市	地块及出让要求/规划建设产品特点	溢价率
2023.6	福建龙岩	2023拍-6莲南路南侧2号地块：部分户型打造高6.2米墅级露台	25%
2023.12	陕西西安	西安高新区GX3-18-15：打造“两轴两廊一环多园”景观格局，规划下沉式庭院、以及多个共享庭院空间，小区主大门采用酒店式落客区，户型带南北双露台	15%
2024.7	浙江湖州德清	舞阳街道G2022-038地块：1号地块内要求打造1.38万方空中庭院，且不计入容积率	32%

存量现货去化难度较大，有赖于政府收储

- ▶ **存量现货去化承压：**根据国家统计局商品房销售数据，期房与现房累计成交均价价差进一步拉大，反映早期已建成现房或因产品力偏弱去化难度较大，价格更为承压，或有赖于政府收储等方式加快去化。

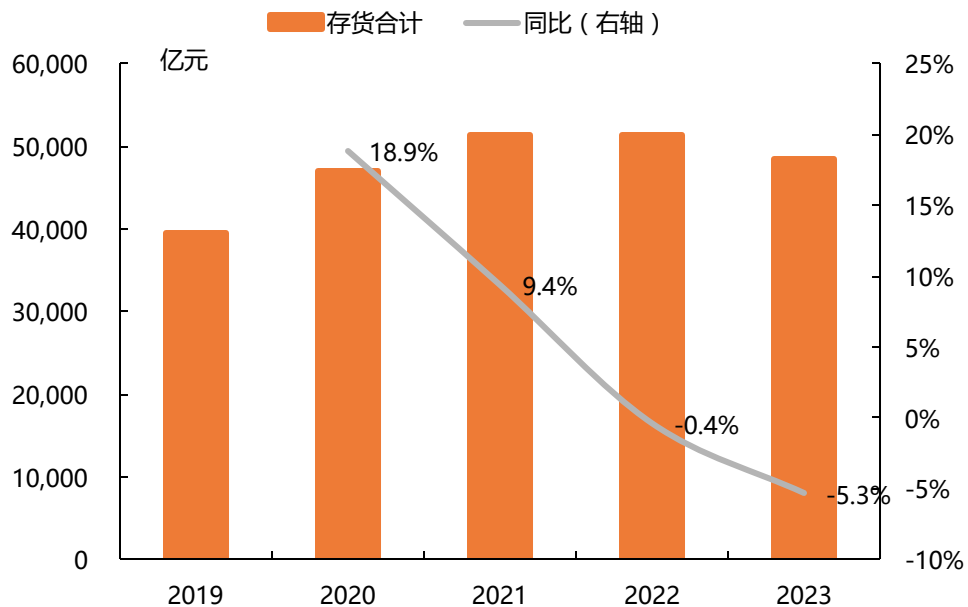
● 现房销售价格承压



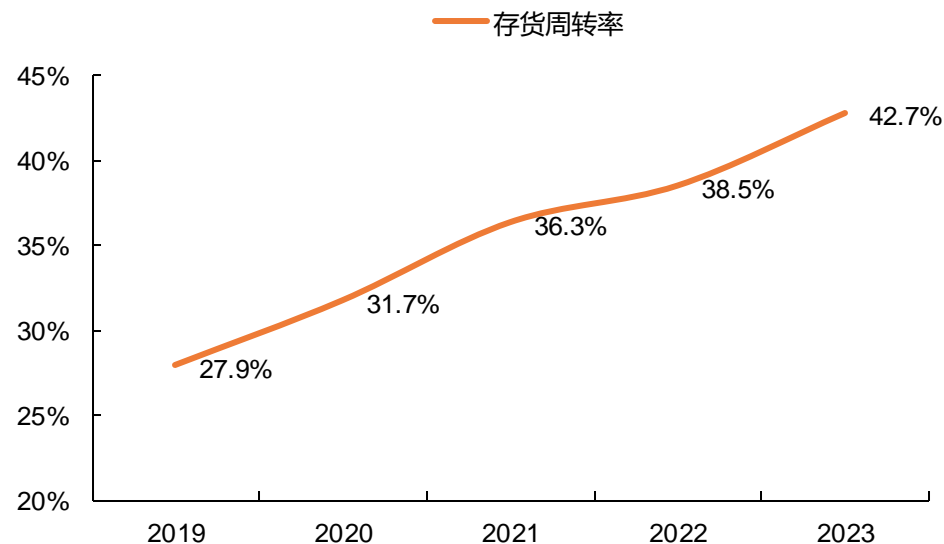
产品力强、历史包袱较轻、库存结构优化的房企或率先走出低谷

- 当前房企加快存量库存去化、“轻装上阵”已成共识，同时重视增量投资质量，聚焦“确定性高”的区域投资，优化存货结构，提升变现能力。
- 我们从存货结构、过往拿地情况两个角度梳理房企库存情况：以保利发展、万科A、华润置地、中国海外发展、招商蛇口、金地集团、绿城中国、龙湖集团、建发国际集团、中国金茂、滨江集团、越秀地产、华发股份、新城控股14家典型房企作为案例。

14家房企合计存货持续下行



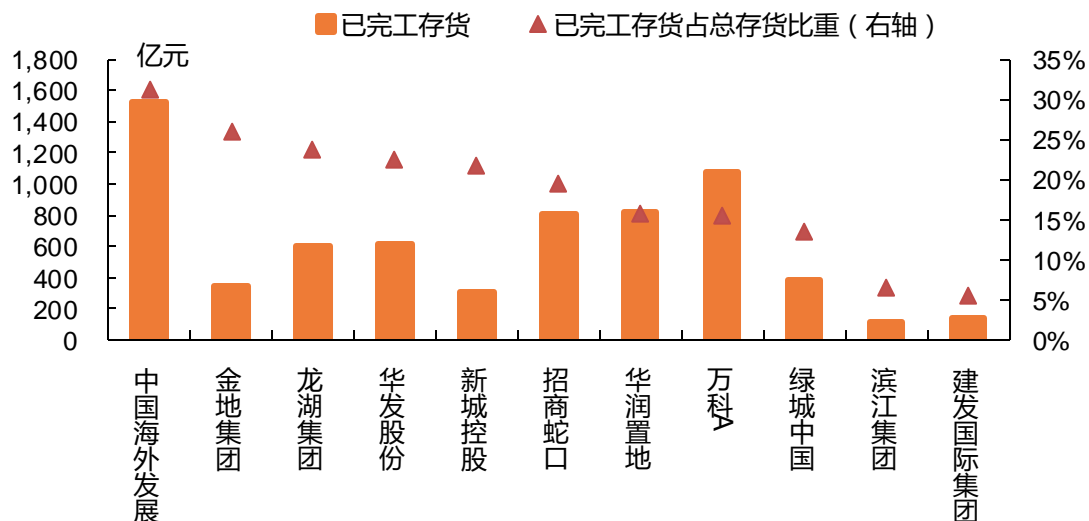
14家房企整体存货周转率提升



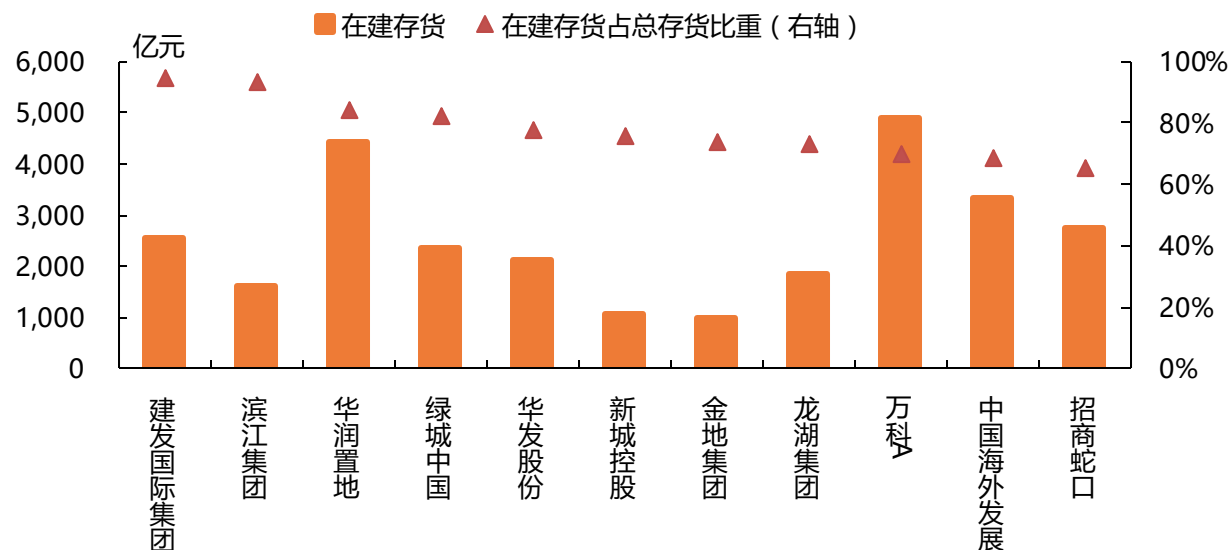
房企库存情况——存货结构（在建、已完工未售）

- 从房企2023年报披露存货结构看，房企存货主要包括拟开发存货、在建存货、已完工未售存货、其他存货等。已完工未售存货基本对应房企较难去化的积压滞重库存，若占比较高会压制房企流动性，因此我们拆解房企存货结构，进一步推测房企可持续发展能力及安全稳定性。
- 但我们仍需考虑其他影响因素，如土地市场高热阶段，不乏高能级城市出让地块要求“竞现房”、部分现房销售或预售条件相对较高（即房企取得预售时间相对较晚），因而相对聚焦高能级城市核心地块的房企通常已竣工存货占比较高。典型房企如中海，2022年中海以近42亿元+3.6万平现房销售面积竞得北京海淀永丰地块，该地块土地面积4.78万平，规划建筑面积7.17万平，即该项目现房销售面积约可售面积一半。
- 分房企看，滨江集团、建发国际集团已完工存货占比较低，在建存货占比相对较高。

● 房企已完工存货及占比（截至2023年报）



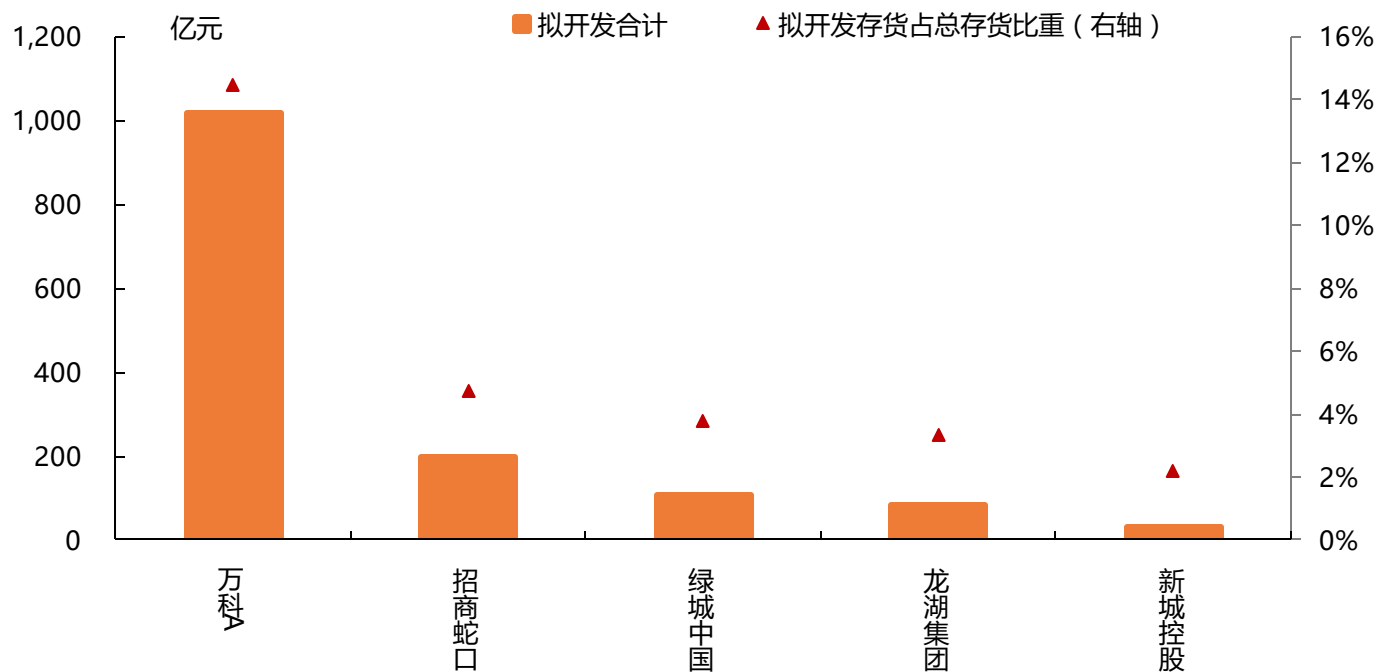
● 房企在建存货及占比（截至2023年报）



房企库存情况——存货结构（拟开发）

- ▶ 同时我们仍需关注存货结构中的拟开发产品，一是由于项目尚未启动开发，地块存在调规可能性，二是自然资源部发文支持地方以合理价格收回闲置土地，用于保障性住房建设，后续或存在盘活土地可能。
- ▶ 分房企看，14家房企中仅万科、招商蛇口、绿城中国、龙湖集团、新城控股拆分出尚未开发存货，其中万科、招商蛇口拟开发存货及占比相对较高。

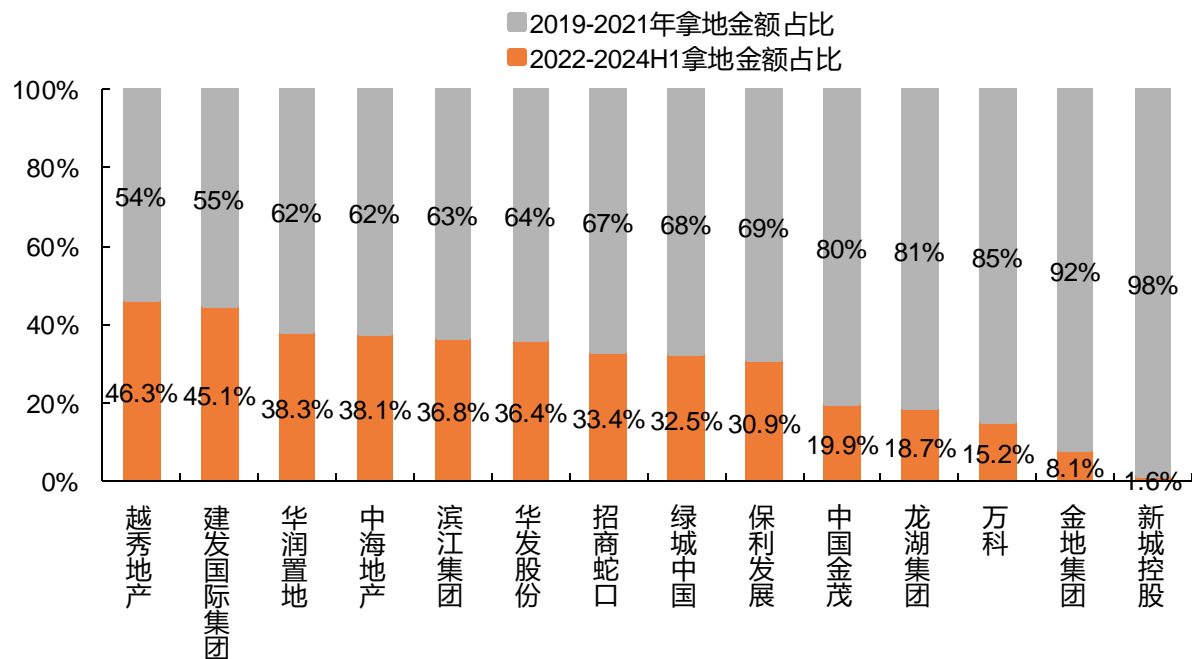
◎ 房企拟开发存货及占比（截至2023年报）



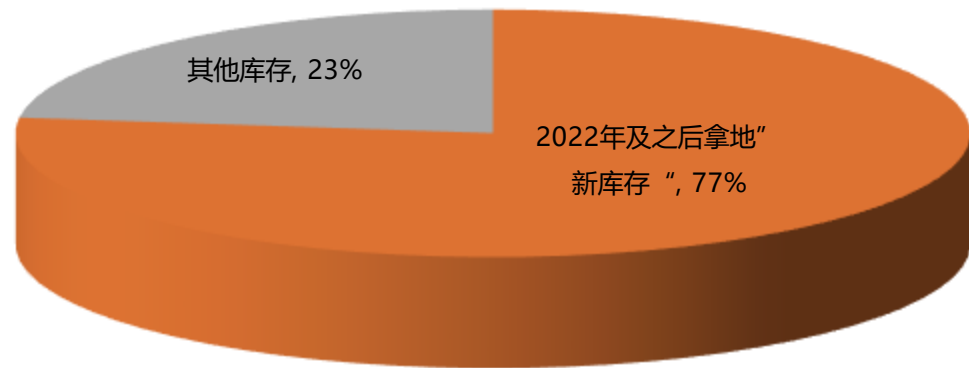
房企库存情况—房企拿地结构（2019-2024H1）

- 考虑房企普遍开发周期为3-4年，但楼市低迷下房企或放缓开发节奏，因此我们选取2019年以来14家房企拿地情况推测房企土储情况。相对而言2022年以后地市热度回落，房企拿地溢价率逐步下滑，预计2022年以后新获取项目结算毛利率或优于早年拿地项目，特别是2024H1以来新获取项目有望打造高品质住宅，去化率或更具保障。
- 分房企看，越秀地产、建发国际集团2022年以后拿地占比相对较高，建发国际集团、滨江集团、华润置地、绿城中国2024H1补仓相对积极。

14家房企2019-2024H1拿地金额占比（按2019-2021年、2022-2024H1拿地时间划分）



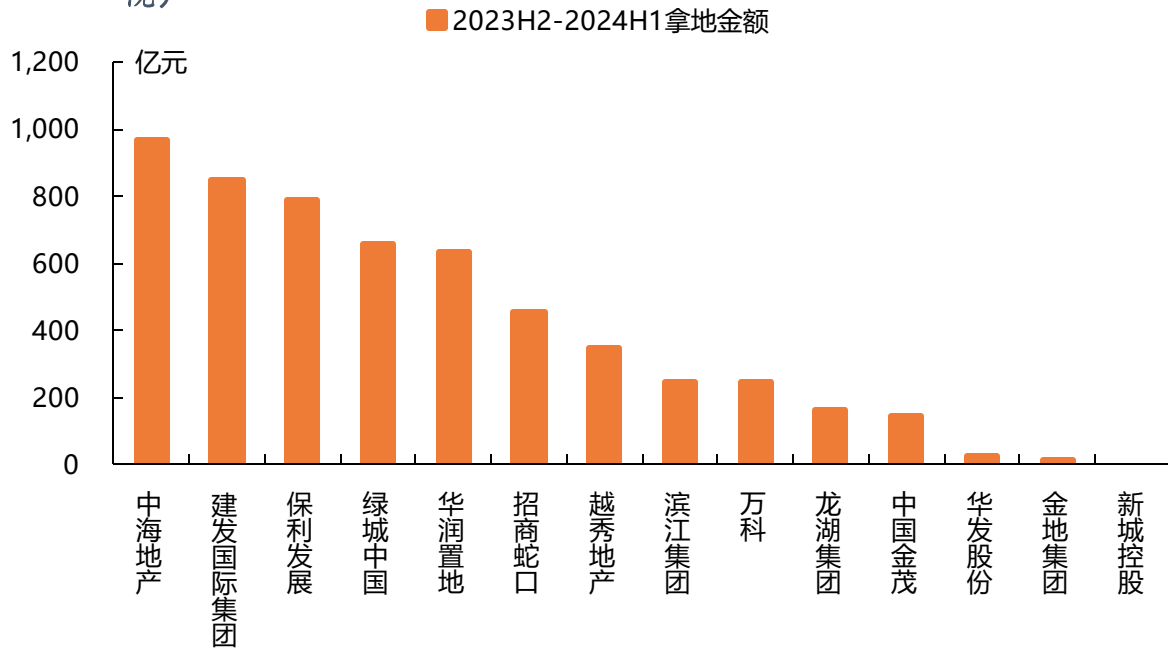
建发国际集团土储货值结构（截至2024中报）



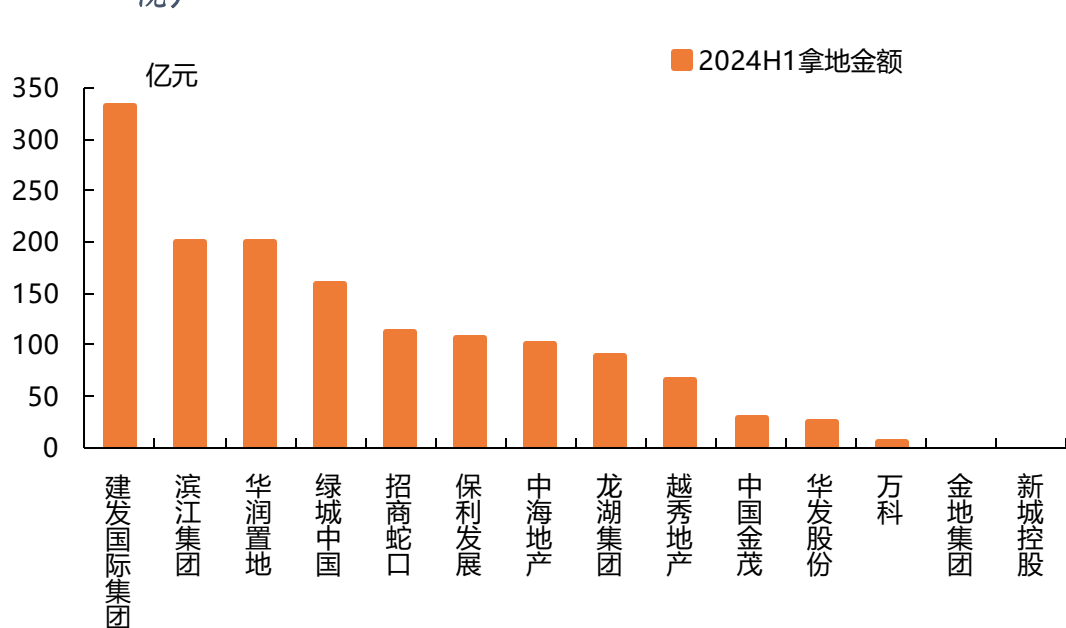
房企库存情况—房企拿地结构（2023H2-2024H1）

- 自2023H2以来部分城市逐步推出第四代住宅用地及新规，2024年以来出让时明确要求建设第四代住宅的地块明显增多，考虑当前开工建设周期拉长及政府“去库存”意愿，我们认为不排除实操中建设进度未出地面的项目存在调规可能，即2023H2以来拿地地块可调规（如调整庭院设计、露台户型设计、计容规则等）为“第四代住宅产品”。
- 因此我们统计2023H2-2024H1重点房企拿地金额，中海、建发、保利、绿城、华润土储调仓相对积极，建发、滨江、华润、绿城2024H1补仓相对较多。

14家房企2023H2—2024H1拿地金额（数据来源：中指院）



14家房企2024H1拿地金额（数据来源：中指院）



投资建议与风险提示

- **投资建议：**近期中央及住建部多次表态“建好房子”，国新办发布会明确行业新模式包括四方面，其中“建好房子”为首要维度。上半年武汉、天津等多地发布住宅品质新规，新入市项目品质明显提升，满足多样化改善性住房需求，“地段+品质”将成为改善盘去化关键，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，叠加二手次新的供应压力，或需政府收储等方式加快去化，预计历史包袱较轻、库存结构优化的房企或率先走出低谷。当前板块主要个股市值及仓位均处于历史低位，且市场对于楼市下行及业绩承压反应已相对钝化。在楼市短期难见反转背景下，短期板块催化仍在于政策，9月持续关注收储落地情况，中期趋势性机会仍在于楼市量价企稳，个股关注历史包袱较轻、库存结构优化的房企，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、绿城中国等，同时建议关注经纪（贝壳）、物管（中海物业、保利物业、招商积余）、代建（绿城管理控股）等细分领域头部企业。
- **风险提示：**1) **楼市成交持续疲软风险：**近期楼市延续疲态，若未来经济及收入恢复低于预期，或带来销售持续低于预期风险，不良资产处置难度增大；2) **个别房企流动性问题发酵、连锁反应超出预期风险：**当前房企资金环境仍较紧张，若政策发力效果不及预期、资金压力较高，企业仍存债务违约展期风险；3) **政策改善及落地执行不及预期风险：**当前购房影响因素由烂尾担忧转为房价及收入预期转弱，后续若政策改善、落地执行力度不及预期，可能难以对需求形势进行根本扭转。

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数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。

免责条款：

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。