

房地产

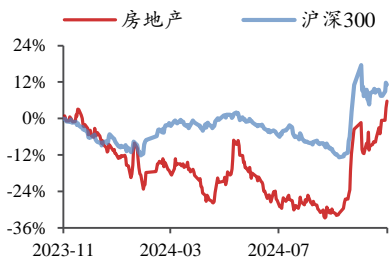
2024年11月07日

止跌回稳专题一：房价止跌的路径分析

——行业深度报告

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《商业地产月报：社零增速回升，商业地产融资减少—行业点评报告》
-2024.11.5

《新房二手房成交面积同环比增长，下降趋势拐点出现—行业周报》
-2024.11.3

《房地产配置比例环比提升，TOP5持仓集中度下降—行业点评报告》
-2024.10.29

齐东（分析师）

qidong@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

胡耀文（分析师）

huyaowen@kysec.cn

证书编号：S0790524070001

杜致远（联系人）

duzhiyuan@kysec.cn

证书编号：S0790124070064

● 房价下跌周期较长，一线城市更稳健

从 70 城房价同比数据来看，新房和二手房价格增速走势趋于一致，均在 2022 年进入下跌通道，2024 年有扩大趋势，下跌周期分别为 29 和 31 个月。根据 70 城房价指数，一、二、三四线新房价格指数分别降至 2021、2020、2019 年中旬水平；一线城市二手房价格指数降至 2020 年初水平，二线和三四线均降至 2018 年初水平。

● 供需关系直接影响，居民预期为重要制约因素

我们认为本轮房地产周期房价下跌主要受供需关系和购房预期影响：成交端，2024 年 1-8 月商品房销售面积绝对规模降至 2015 年水平；供应端，9 月商品房待售面积依旧维持高位，二手房挂牌量自 6 月以来不断攀升，整体库存较大，供过于求的情况下，开发商和二手业主在避险趋势下降价出售，导致房价持续下跌。截至二季度末，预期未来更多储蓄占比维持高位，房价预期上涨比例降至 14.6%，预期下行导致购房意愿不足的循环还在演绎。

● 房价止跌回稳的几种路径

(1) 政策：首付比例和存量利率下调有望修复购房预期，四个一线城市限购政策调整后，房价预期改善传递到低能级城市。(2) 供应：从严控增量角度而言，322 城 1-9 月宅地成交面积和金额分别同比-20%和-36%，后续去库存措施不断推进，供需关系扭转有望使房价企稳；针对新房户型优化层面，70/90 限制放开、各地建筑新规出台，优质产品有望获得更多溢价，实现新房价格的企稳。(3) 需求：我们估算居民住房资产负债率 12.65%，处于较低区间，同时我国 25 年以上房龄住房占比 27.5%，后续改善空间较大。(4) 租金收益率：百城租金收益率持续提升，成都、武汉、长沙等二线城市及部分三四线城市租金收益率水平超过 3%，基本接近甚至超过房贷利率水平，提升进一步提高了房产配置性价比。

● 投资建议

2024 年 9 月以来，中央政策持续加码，一揽子宏观政策“大礼包”推出，将积极提振房地产市场。本次一线城市房地产政策调整积极且迅速，房价“止跌回稳”路径显现。预计一线城市的政策调整将对需求侧形成有力支撑，并逐步改善房价预期，进而辐射二三线城市从而逐步实现房价“止跌回稳”，带来房地产基本面改善。推荐标的：(1) 投资强度高、布局区域优、机制市场化的强信用房企：保利发展、绿城中国、招商蛇口、中国海外发展、建发股份、越秀地产、滨江集团、建发国际集团；(2) 住宅与商业地产双轮驱动，同时受益于地产复苏和消费促进政策：新城控股、龙湖集团；(3) 二手房交易规模和渗透率持续提升，房地产后服务市场前景广阔：贝壳、我爱我家。

● 风险提示：宏观经济下行、资金到位不及预期、行业竞争加剧。

目 录

1、 房价位置：下跌通道较长，一线城市更稳健.....	4
2、 下跌因素：供需关系直接影响，居民预期是关键.....	6
3、 房价止跌回稳的几种路径	10
3.1、 中央政策：中央涉房定调转变，政策诚意十足.....	10
3.2、 地方政策：一线城市具有示范作用，信号指导意义较强.....	13
3.3、 供应端：严控增量，供地质素提升.....	16
3.4、 需求端：住房杠杆率偏低，城镇化率、城市更新仍有空间.....	18
3.5、 租金收益率：百城租金收益率不断提升，房价泡沫收缩.....	19
4、 投资建议.....	20
5、 风险提示.....	21

图表目录

图 1： 9 月 70 城新房价格指数同比下降 6.1%	4
图 2： 9 月 70 城二手房价格指数同比-9.0%	4
图 3： 9 月 70 城新房价格指数跌至 2021 年水平.....	4
图 4： 9 月 70 城二手房价格指数跌至 2020 年水平.....	5
图 5： 北京 9 月二手房价格指数较最高点回撤 9.7%	5
图 6： 上海 9 月二手房价格指数较最高点回撤 8.9%	5
图 7： 深圳 9 月二手房价格指数较最高点回撤 16.2%	5
图 8： 广州 9 月二手房价格指数较最高点回撤 15.9%	5
图 9： 商品住宅销售面积累计同比增速自 2022 年开始进入下跌通道.....	6
图 10： 商品住宅新开工面积自 2019 年来持续下降.....	7
图 11： 商品房待售面积 2024 年创造新高.....	7
图 12： 一线城市新房去化周期呈上升趋势（月）	7
图 13： 二手房挂牌量自 2024 年 6 月以来不断攀升.....	8
图 14： 2024 年下半年以来库存上升城市比例更高.....	8
图 15： 2024 年一线城市二手房出售挂牌量指数呈上升趋势.....	8
图 16： 2024 年一线城市二手房出售挂牌价指数呈下降趋势.....	8
图 17： 截至 2024Q2 居民预期房价上涨比例仅 14.6%（%）	9
图 18： 居民未来收入信心指数和未来就业预期指数自 2023Q1 以来持续下降（%）	9
图 19： 房价增速和人均可支配收入增速有相关性（%）	9
图 20： 国新办发布会提出多举措推动房地产去库存.....	10
图 21： 从历史来看房贷利率和商品房价格同比增速成反相关.....	12
图 22： 个人住房贷款规模自 2023 年一季度以来持续回落.....	12
图 23： 首二套房最低首付比均降至历史低位.....	13
图 24： 2023 年以来首付比例仍处于向上通道.....	13
图 25： 一线城市房价涨跌更为超前，示范作用较强.....	14
图 26： 一线城市政策后二手房成交套数同比均上涨（套）	14
图 27： 国庆周中原报价指数均显著上涨	15
图 28： 2024 年前 9 月 322 城宅地成交同比下降.....	16
图 29： 2024 年前 9 月一线城市宅地成交面积同比下降.....	16

图 30: 土地购置费用自 2020 年来持续下降.....	16
图 31: 中国城镇化率自 1972 年以来呈增长趋势 (%)	18
图 32: 2023 年商品住宅销售均价保持增长 (元/平米)	18
图 33: 各地区城市家庭户住房房龄在 25 年以内占比 72.6% (城市, 面积口径).....	19
图 34: 各地区镇家庭户住房房龄在 25 年以内占比 72.3% (镇, 面积口径).....	19
图 35: 部分二三线城市租金收益率水平接近甚至超过房贷利率.....	19
图 36: 2024Q1 一线城市二手房价格泡沫降至 5% 的健康状态.....	20
表 1: 京沪房价回撤幅度小于广深	6
表 2: 9 月底以来中央购房政策整体宽松	10
表 3: 央行三次降低存量住房贷款利率政策初衷不同.....	11
表 4: 九月底以来四个一线城市均放宽限购政策.....	13
表 5: 一线城市每轮放松政策对成交促进作用约 2-3 个月 (套)	15
表 6: 2023 年 11 月以来核心二线城市地王频出.....	17
表 7: 2024 年以来多地出台房地产户型优化措施.....	17
表 8: 七普数据显示 2020 年城市人均住房面积为 36.5 平米.....	18
表 9: 受益标的为融资有优势、投资强度高、布局区域优、机制市场化的房企	20

1、房价位置：下跌通道较长，一线城市更稳健

从 70 城房价同比数据来看，新房和二手房价格增速走势趋于一致，均在 2022 年进入下跌通道，2024 年有扩大趋势，下跌周期分别为 29 和 31 个月。2024 年 9 月，70 城新房价格指数整体同比下降 6.1%，再次创造 2015 年 5 月以来的最大降幅，一、二、三线城市同比分别-4.7%、-5.7%、-6.6%；70 城二手房价格指数同比下降 9.0%，降幅创 2006 年以来新高，且自 2023 年 10 月以来降幅持续扩大，其中一、二、三线城市同比分别-10.7%、-8.9%、-9.0%。

图1：9月70城新房价格指数同比下降6.1%

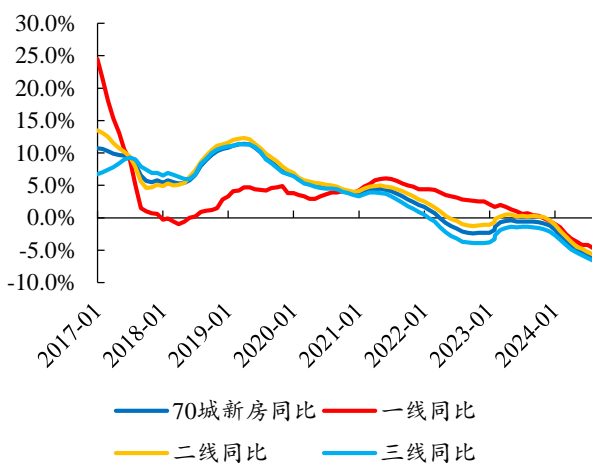
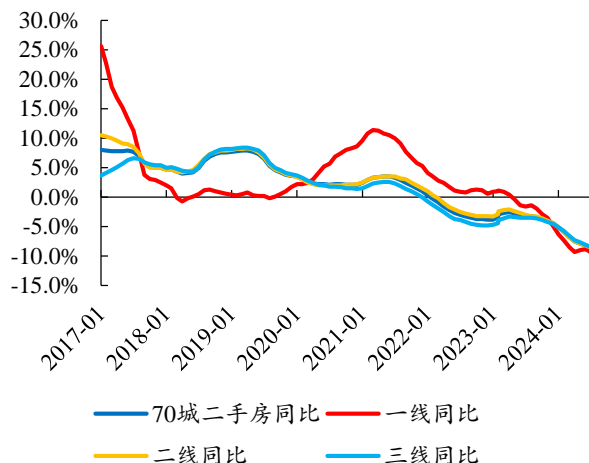


图2：9月70城二手房价格指数同比-9.0%

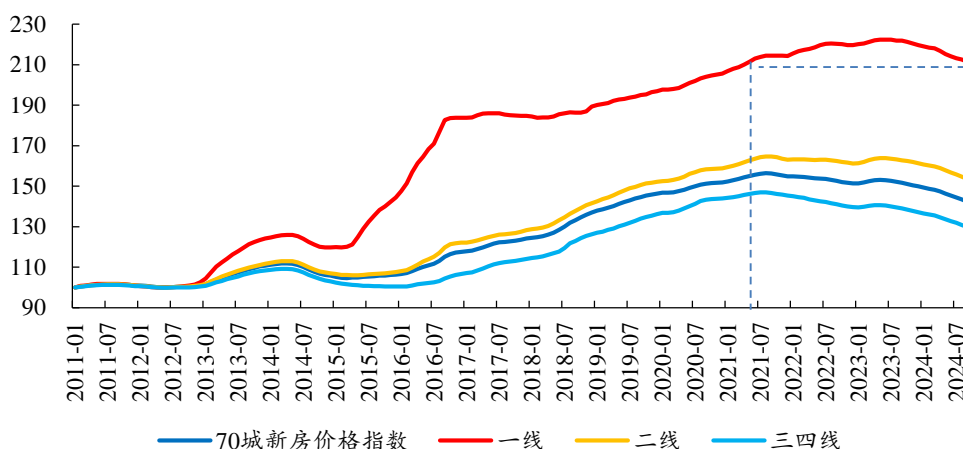


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

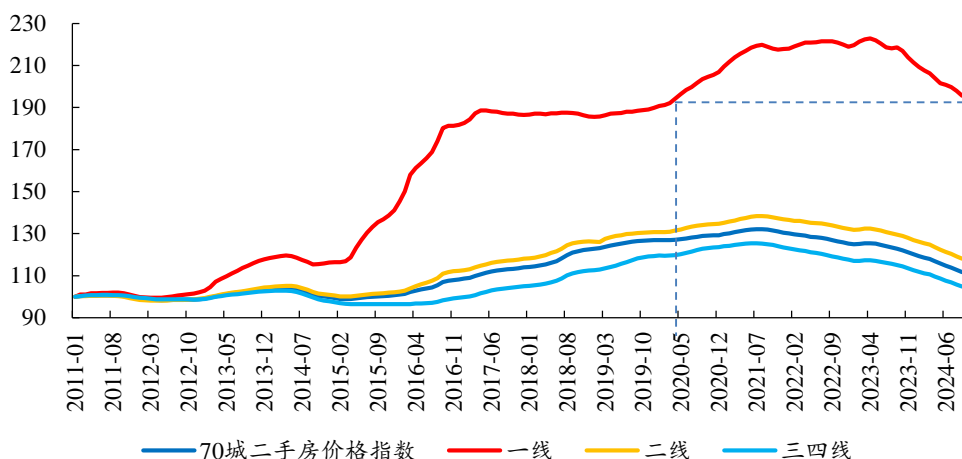
我们取 2011 年 1 月的房价指数为 100，根据月度环比涨跌数据计算每个月的房价指数，可以发现：一、二、三四线新房价格指数分别降至 2021、2020、2019 年中旬水平；一线城市二手房价格指数降至 2020 年初水平，二线和三四线均降至 2018 年初水平。

图3：9月70城新房价格指数跌至2021年水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

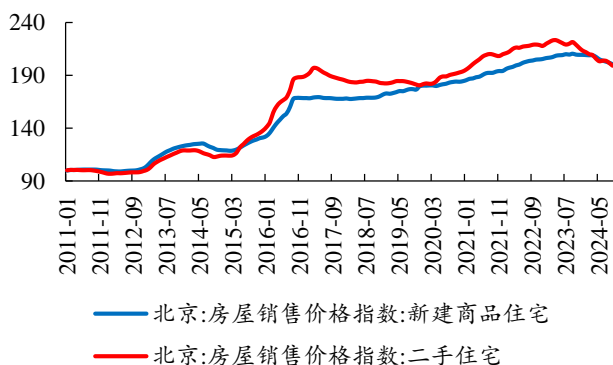
图4：9月70城二手房价格指数跌至2020年水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

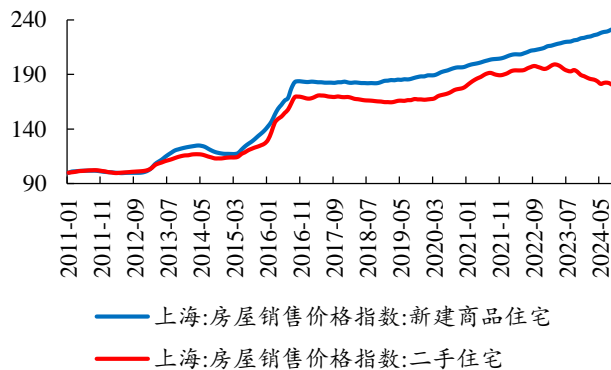
从四个一线城市的回撤幅度来看，北京和上海市场价格相对更加稳健，下跌时间更晚，下跌幅度更低，二手房价格下降至2021年初的水平；而深圳和广州二手房离最高值回撤幅度达16%，分别跌至2019年末和2017年初水平。

图5：北京9月二手房价格指数较最高点回撤9.7%



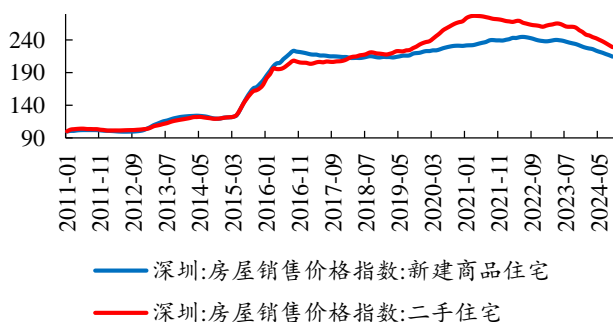
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：上海9月二手房价格指数较最高点回撤8.9%



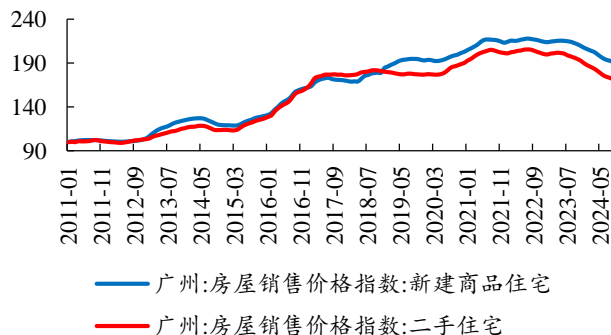
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：深圳9月二手房价格指数较最高点回撤16.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：广州9月二手房价格指数较最高点回撤15.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

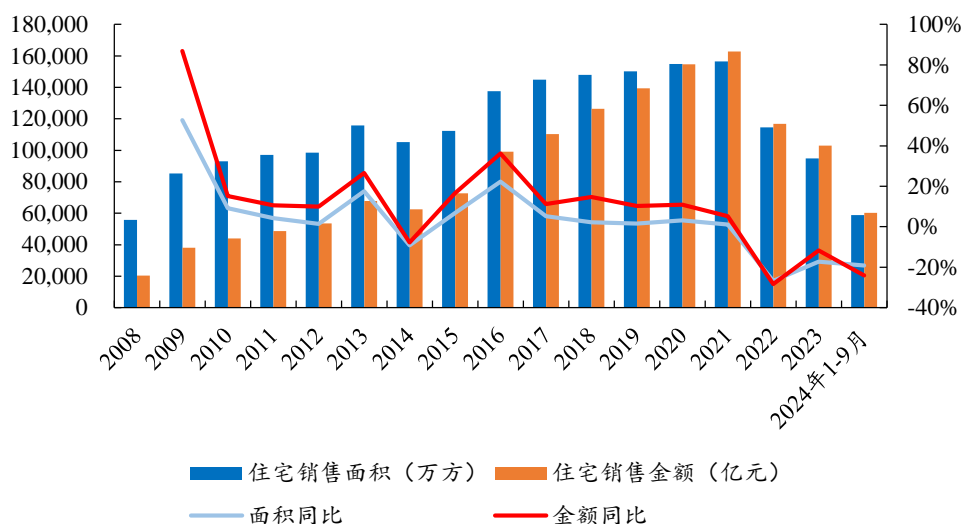
表1: 京沪房价回撤幅度小于广深

	新房			二手房		
	价格峰值	回撤幅度	回落区间	价格峰值	回撤幅度	回落区间
北京	2023-09	-4.0%	2022-06	2023-04	-9.7%	2021-03
上海	2024-08	0.0%	2024-08	2023-03	-8.9%	2021-01
深圳	2022-06	-11.4%	2019-08	2021-03	-16.2%	2019-10
广州	2022-07	-11.7%	2019-04	2022-07	-15.9%	2017-03

数据来源: Wind、开源证券研究所

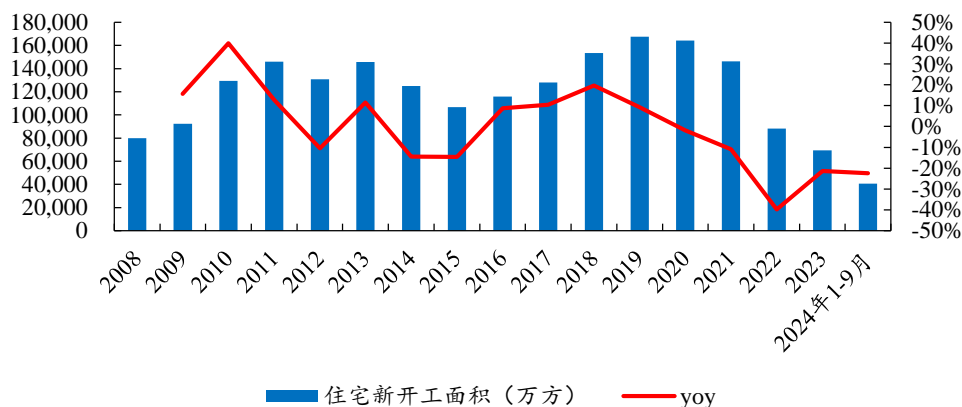
2、下跌因素: 供需关系直接影响, 居民预期是关键

我们认为本轮房地产周期房价下跌主要受供需关系和购房预期影响。从成交端来看, 商品房销售面积累计同比增速自 2022 年开始进入下跌通道, 2024 年 1-9 月销售面积绝对规模降至 2015 年水平; 二手房市场相对新房市场表现更好, 但一方面受新房价格下降拖累, 另一方面挂牌量高增造成价格挤压。供应端来看, 9 月商品房待售面积(取证未售口径)达 7.32 亿平, 二手房挂牌量自 6 月以来不断攀升, 整体库存较大, 供过于求的情况下, 开发商和二手业主在避险趋势下降价出售, 导致房价持续下跌。

图9: 商品住宅销售面积累计同比增速自 2022 年开始进入下跌通道


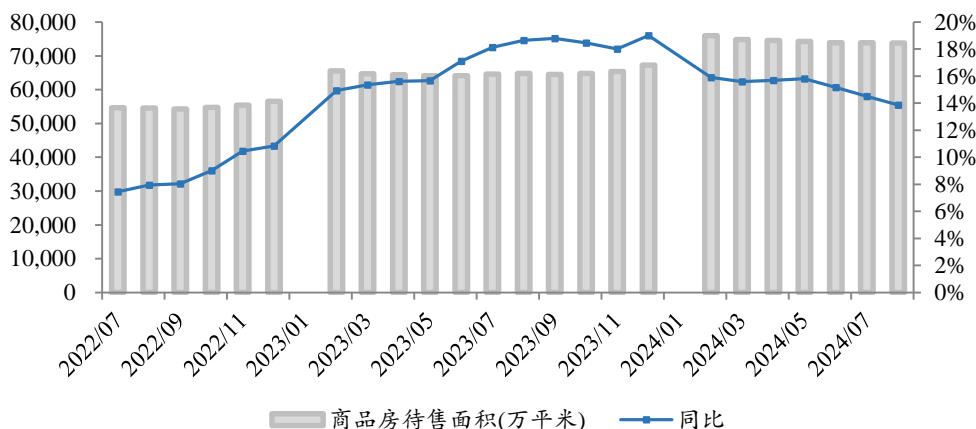
数据来源: Wind、开源证券研究所

图10: 商品住宅新开工面积自 2019 年来持续下降



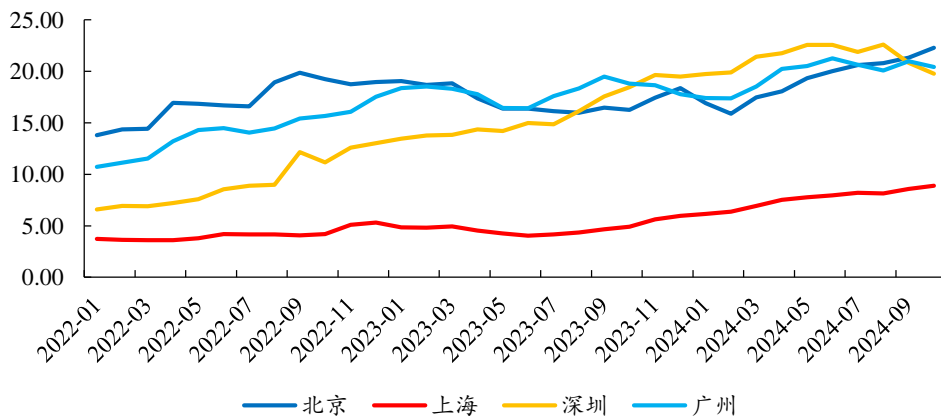
数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 商品房待售面积 2024 年创造新高



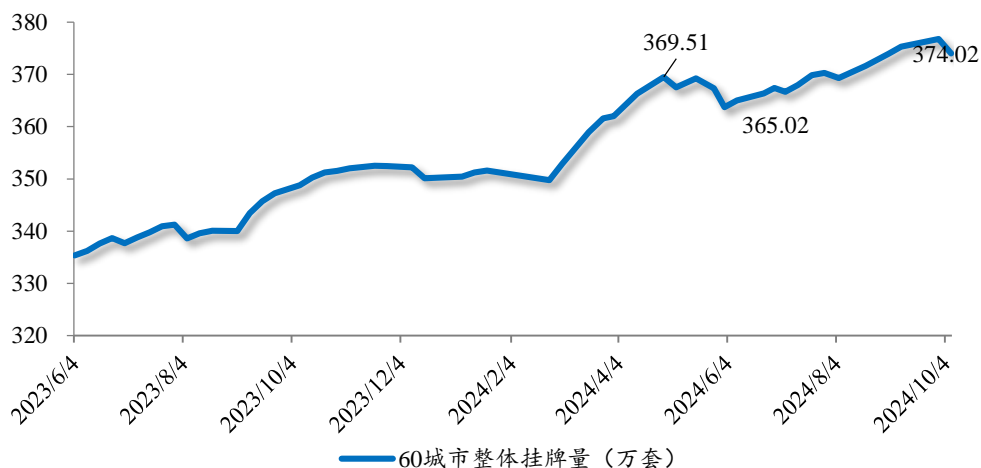
数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 一线城市新房去化周期呈上升趋势 (月)



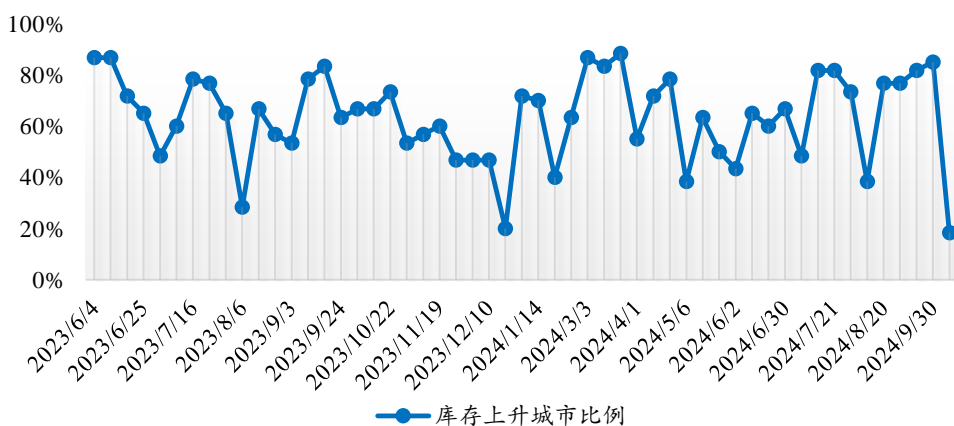
数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 二手房挂牌量自 2024 年 6 月以来不断攀升



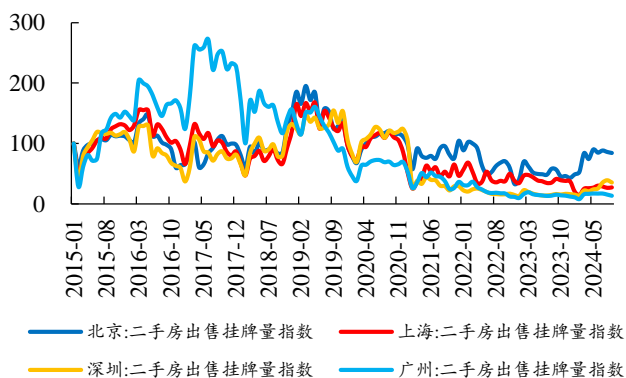
数据来源: 链家、开源证券研究所

图14: 2024 年下半年以来库存上升城市比例更高



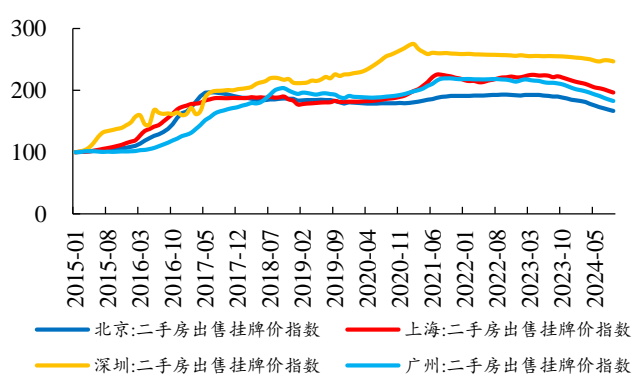
数据来源: 链家、开源证券研究所

图15: 2024 年一线城市二手房出售挂牌量指数呈上升趋势



数据来源: Wind、开源证券研究所

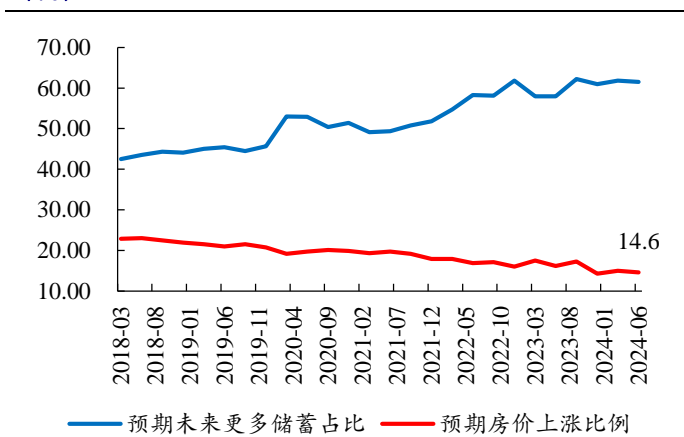
图16: 2024 年一线城市二手房出售挂牌价指数呈下降趋势



数据来源: Wind、开源证券研究所

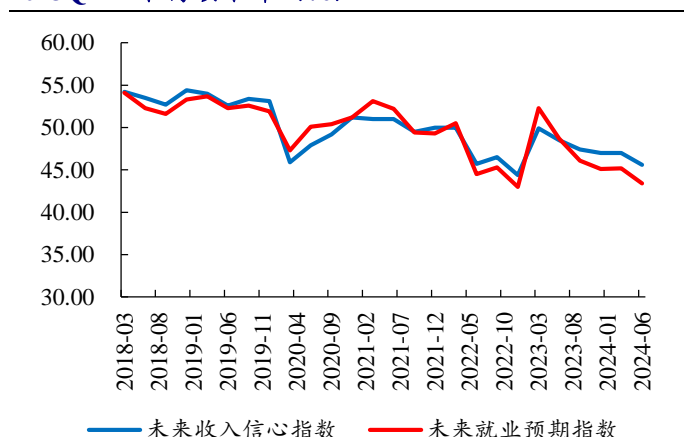
我们认为，居民预期不足是本轮房价下跌主导因素，就业和收入预期的下降影响风险决策，价格指数在时间上稍领先于购房意愿。根据央行发布的2024年第二季度城镇储户问卷调查报告，当期收入减少占比提升至19.0%，未来收入信心指数和就业预期指数均环比下降，预期未来更多储蓄占比维持高位，而房价预期短暂修复后再次下行，房价预期上涨比例降至14.6%，预期下行导致购房意愿不足的循环还在演绎。后续来看，经济基本面的好转和收入预期的修复是价格企稳的关键。

图17：截至2024Q2居民预期房价上涨比例仅14.6%（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

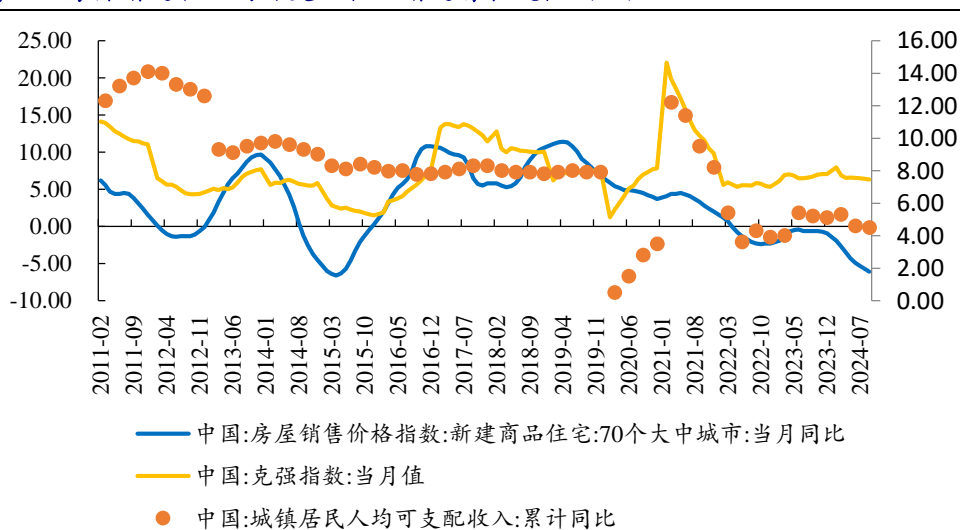
图18：居民未来收入信心指数和未来就业预期指数自2023Q1以来持续下降（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

在二季度的央行储户调查报告中，受访居民普遍对未来收入、就业预期不佳，从而选择在未来购房的人也同步减少，价格预期和实际房价降幅均有扩大趋势。从过往的周期看，我们发现房价增速和人均可支配收入增速有相关性，当房价增速接近或超过人均可支配收入增速的时候，就会触发调控收紧，促使房价增速下降。2023年以来，城镇人均可支配收入增速与房价增速差距越来越大，于是宽松政策持续出台。

图19：房价增速和人均可支配收入增速有相关性（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

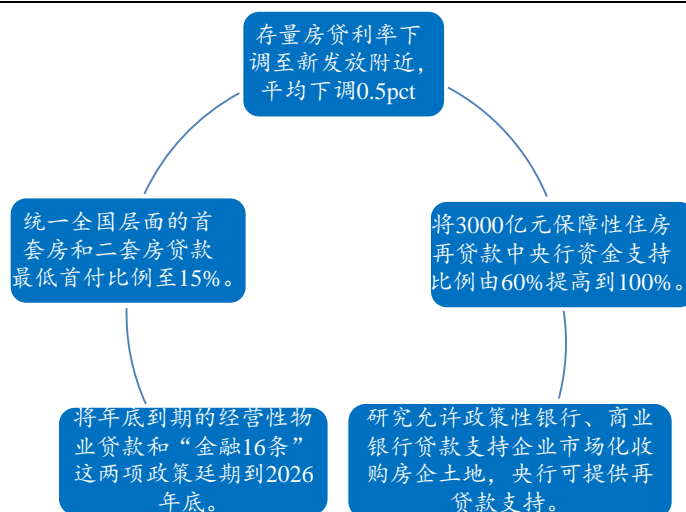
3、房价止跌回稳的几种路径

我们认为房价止跌回稳首先需要政策端的大力支持，参照房地产发展的逻辑：短期看供求关系、中期看政策及经济基本面、长期看人口需求，去分析未来房价的走势。同时我们也可以看到，过往一线城市房价增速走势相对于二三线城市更加超前，在后续一线城市房价企稳有较强的示范作用。

3.1、中央政策：中央涉房定调转变，政策诚意十足

9月底以来，中央和地方政策持续宽松。中央层面，国新办发布会提出多举措推动房地产去库存，存量房贷降息落地；政治局会议提出要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量；财政部正在积极研究包括恢复专项债用于土地储备、支持专项债收储、优化完善相关税收等政策；住建部提出四个取消、四个降低、两个增加等一揽子措施，通过扩大白名单信贷规模和旧改规模促进房地产行业平稳健康发展。

图20：国新办发布会提出多举措推动房地产去库存



资料来源：央行、券商中国、开源证券研究所

表2：9月底以来中央购房政策整体宽松

2024/9/26	中央政治局会议	要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。
2024/9/29	央行	商业银行应在10月31日前对存量房贷利率批量下调，降为不低于LPR减30个基点，使得利率水平靠近全国新发放房贷利率附近，预计平均降幅0.5个百分点左右。
2024/10/12	五大行	将于10月25日起，将对存量个人房贷利率进行批量调整。除贷款在北京、上海、深圳等地区且为二套房贷款的情形外，其他符合条件的房贷利率都将调整为贷款市场报价利率LPR-30BP。
2024/10/12	财政部发布会	财政部副部长廖岷在国新办发布会上介绍，积极研究出台有利于房地产平稳发展的政策措施，主要包括：(1) 支持地方政府使用专项债券回收符合条件的闲置存量土地，确有需求的地区也可用于新增土地储备项目；(2) 用好专项债券来收购存量商品房用作保障性住房；(3) 抓紧研究明确与取消普通住宅和非普通住宅标准相衔接的增值税、土地增值税政策，并进一步研究加大支持力度。

2024/10/18 住建部五部门发布会
 住建部部长倪虹在国新办新闻发布会上提出房地产政策组合拳：(1) 四个取消：充分赋予城市政府调控自主权，取消限购、限售、限价、普宅非普宅认定标准；(2) 四个降低：降低公积金贷款利率、降低住房贷款首付比例、降低存量贷款利率、降低卖旧买新换购住房的税费；(3) 两个增加：通过货币化安置方式新增实现100万套城中村和危旧房改造，年底前将白名单项目信贷规模增加到4万亿。

资料来源：央行、新华社等、开源证券研究所

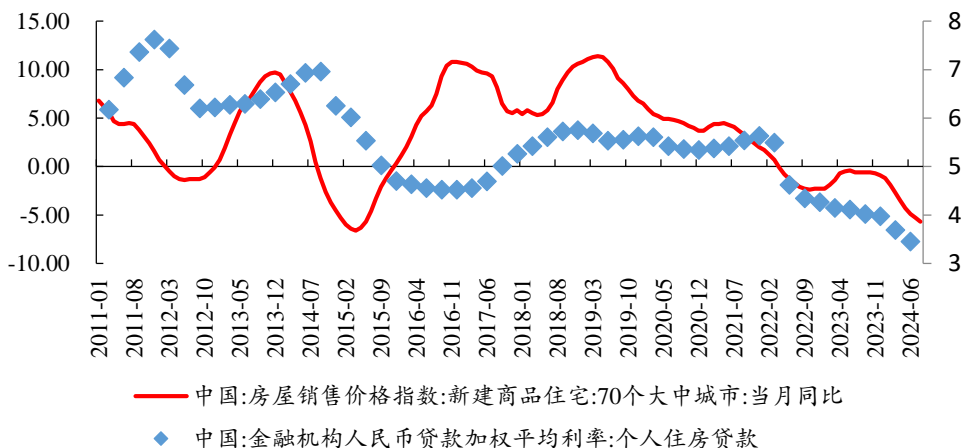
本次存量房贷降息符合大家预期，也是市场下行、去库存压力下的选择。我国经历过三轮下调，分别在2008、2023及2024年，过往两次存量按揭利率调整均有所成效，我们认为本轮调整虽然不能直接促进市场去库存，但短期市场信心或将得到改善。从历史来看，个人住房贷款加权利率和商品房房价同比增速成反相关，一般而言，降息之后，按揭利率随之下降，从而刺激居民买房，实现房价的增长。但2022年以来房贷利率下降并未能带动居民房贷增长，截至2024Q2，个人住房贷款余额达37.8万亿元，同比下降2.9%，房贷利率也降至3.45%的历史低位。

表3：央行三次降低存量住房贷款利率政策初衷不同

时间	2008年10月	2023年8月	2024年9月
政策目标	发挥房地产扩大内需、改善民生的重要作用，国家及时出台相关政策，促进房地产市场健康发展。	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，引导商业性个人住房贷款借贷双方有序调整优化资产负债，规范住房信贷市场秩序。	缩小新老房贷的利差，促进扩大消费和投资，也有利于减少提前还贷行为，同时还可以压缩违规置换存量房贷的空间，维护房地产市场平稳健康发展。
覆盖范围	居民首次购买普通自住房和改善型普通自住房的贷款需求	(1) 首套个人住房贷款； (2) 认房不认贷后，符合首套住房标准的个人住房贷款。超过23万亿存量首套房贷，占存量房贷的约60%	全部存量房贷
存量按揭规模	2.98万亿 (2008年底)	38.40万亿 (2023年三季度末)	37.79万亿 (2024年二季度末)
下调力度及执行情况	个人住房贷款利率的下限从0.85倍调低至0.7倍。参考5年以上中长期贷款利率7.47%，调整力度为112BPs	按揭利率调整至贷款发放时的利率下限，调整后的加权平均利率为4.27%，平均下调73BPs	存量房贷利率降至新发放贷款利率的附近(2024年二季度新发放住房贷款平均利率3.45%)，平均下调50BPs左右
对消费的促进作用	未提及	减少居民利息支出约1700亿元	惠及5000万户家庭，1.5亿人口，平均每年减少家庭的利息支出总数大概1500亿元左右
对转按揭的态度	有条件放开，各个银行自主制定细则。	未提及	初期会先在本行内实施转按揭，下一步再考虑是否需要跨行转按揭。

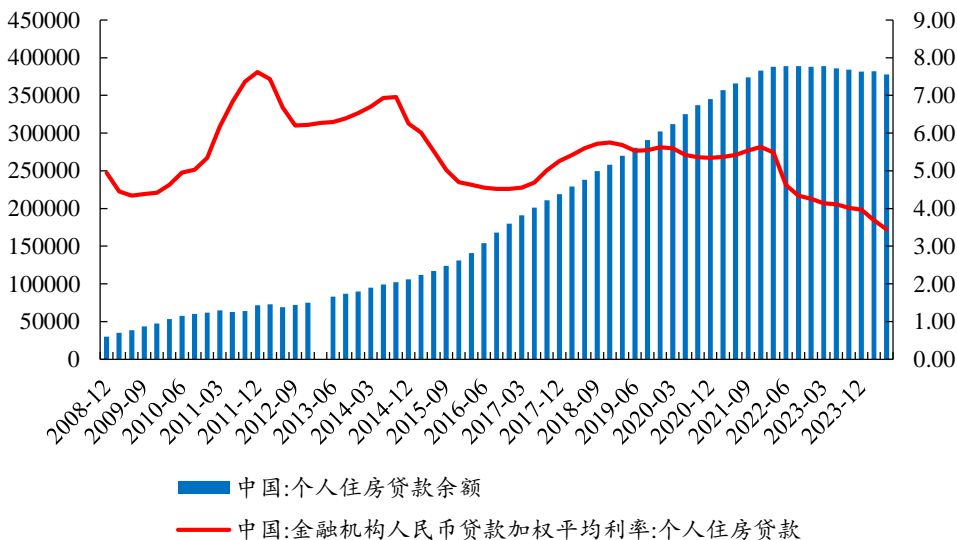
资料来源：央行、中国区域金融运行报告、券商中国、开源证券研究所

图21：从历史来看房贷利率和商品房价格同比增速成反相关



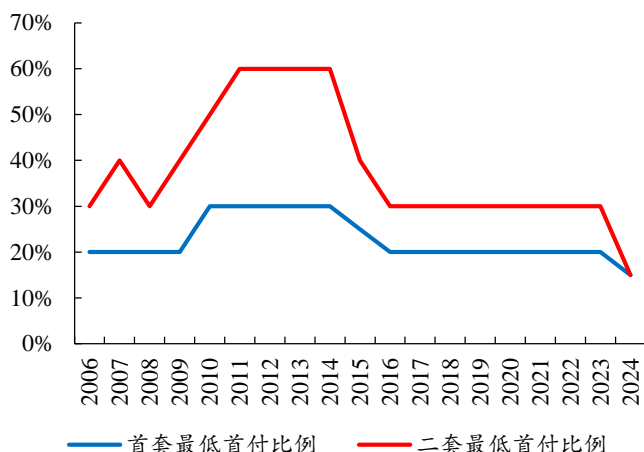
数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：个人住房贷款规模自 2023 年一季度以来持续回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

虽然首付比例在下降，改善型需求购房门槛进一步降低，但我们认为当前市场环境下居民加杠杆意愿较弱。将房地产开发企业资金来源中定金及预收款/（定金及预收款+个人按揭贷款）近似等于首付比例，可以看出 2023 年以来首付比例仍处于向上通道。我们认为，当前购房政策中，房贷利率及首付比均降至历史低位，限购、限售及公积金政策持续打开，后续政策着力点可能在住房公积金和税费层面。同时我们认为居民预期的提升，在购房政策之外，需要货币及财政政策的后续发力。

图23：首二套房最低首付比均降至历史低位


数据来源：央行、开源证券研究所

图24：2023年以来首付比例仍处于向上通道


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、地方政策：一线城市具有示范作用，信号指导意义较强

中央政策指导下，四个一线城市均放宽限购政策，其中广州取消限购，北京、上海、深圳继续放松限购要求，购房门槛进一步降低。全国层面来看，截至9月末，除京沪深三城外，所有城市均取消限购。

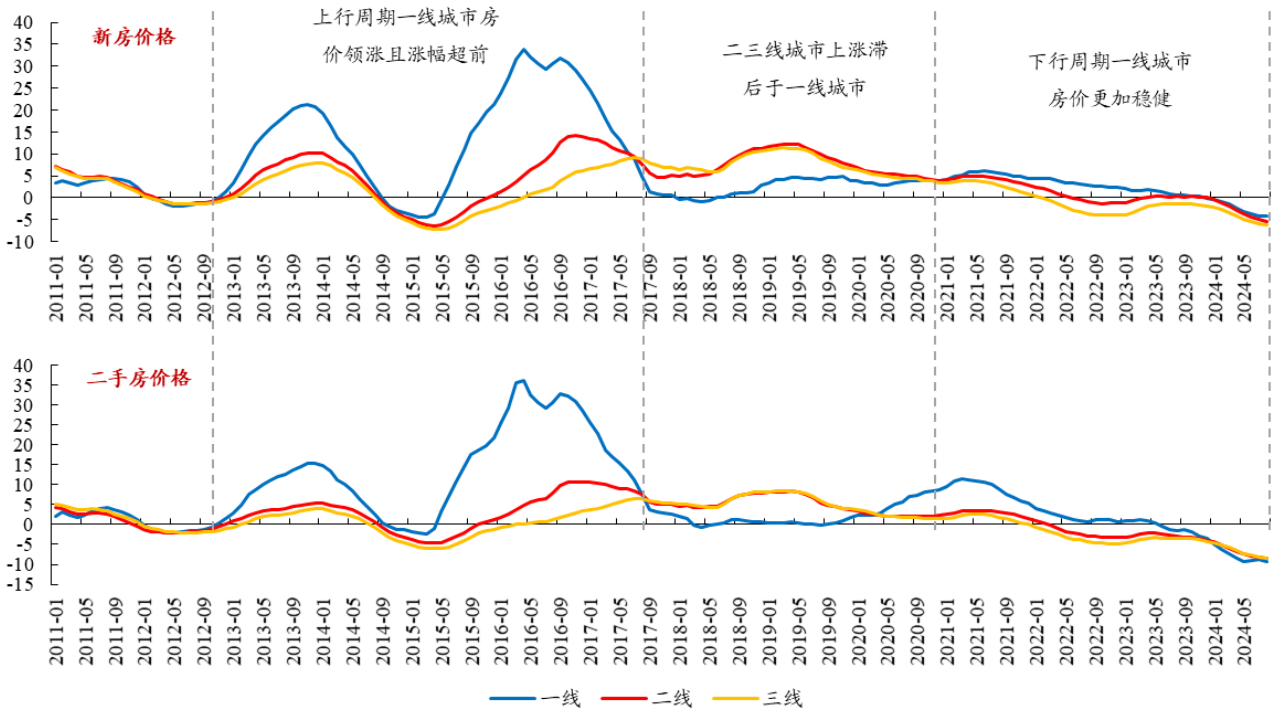
表4：九月底以来四个一线城市均放宽限购政策

2024/9/29	广州	取消居民家庭在本市购买住房的各项限购政策，今后在广州购房，不再审核购房资格，不再限制购房套数。
2024/9/29	深圳	深圳户籍在外围区域限购套数加一，非户籍继续限购1套，但在中心区买房的社保要求从3年缩短至1年社保，住房增值税征免年限从5年调整为2年。
2024/9/29	上海	进一步缩短了非沪籍居民购买外环外住房的社保年限，即缴纳社保年限从满3年调减到满1年。住房增值税征免年限从5年调整为2年。
2024/9/30	北京	非京籍家庭在京购房，连续缴纳社保或个税的年数从过去5年，改为在五环内购房为3年，五环外购房为2年。

资料来源：各城市住建局、开源证券研究所

从2011年以来各能级城市新房和二手房价同比涨跌幅来看，一线城市房价在上行周期上涨超前，且涨幅更大，下行周期房价表现更加稳健。过往周期，一线城市调控放松，房价开始改善，会向外传递信号，二线和核心三线城市会受到预期和资金的联动影响，房价出现后续上涨。

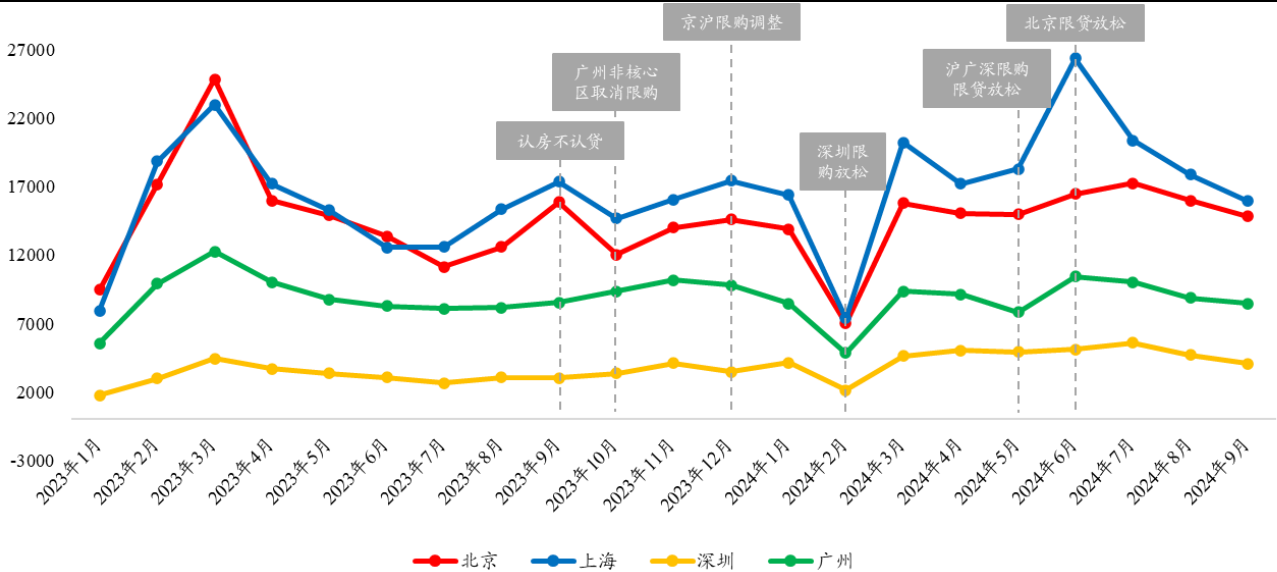
图25：一线城市房价涨跌更为超前，示范作用较强



数据来源：Wind、开源证券研究所

从本轮调控周期来看，一线城市政策自 2023 年以来持续宽松，但新房和二手房价格仍处于下跌通道，我们分析本轮周期在居民预期走弱的情况下，一线城市的宽松政策更多促进了二手房交易以价换量。通过对一线城市二手房成交套数的分析，可以看出每次调控政策后成交量同比增长约 2 个月左右，之后进入下跌通道，从而促使新一轮宽松政策出台。因此后续房价企稳止跌需要依赖一线城市房价走势的风向标，一线城市的成交量价及政策演绎需持续关注。

图26：一线城市政策后二手房成交套数同比均上涨（套）



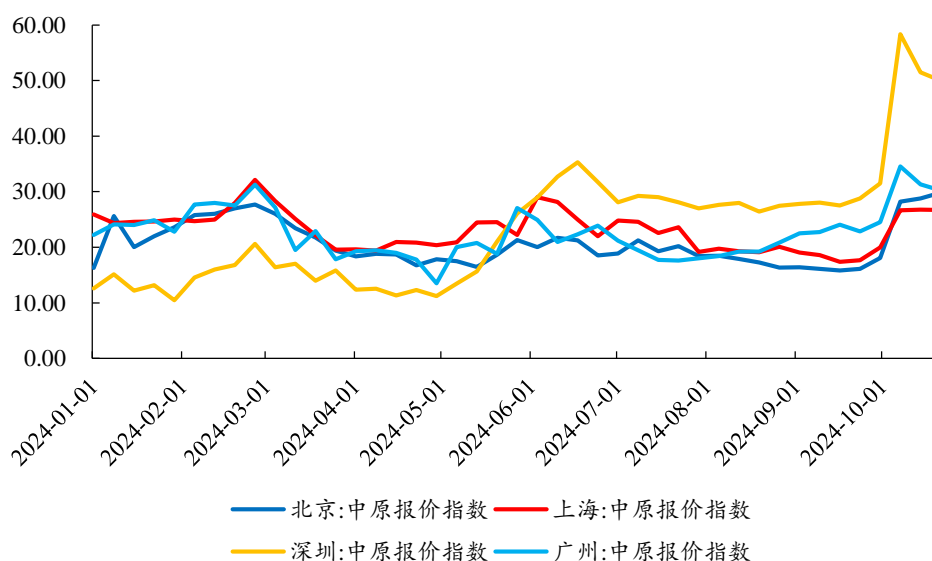
数据来源：Wind、开源证券研究所

表5：一线城市每轮放松政策对成交促进作用约 2-3 个月（套）

月度二手房网签数据	北京	单月同比	累计同比	上海	单月同比	累计同比	深圳	单月同比	累计同比	广州	单月同比
2023/1/1	9491	-28%	-28%	7964	-46%	-46%	1758	-13%	-13%	5562	-21%
2023/2/1	17188	88%	19%	18857	50%	-2%	2984	86%	55%	9938	38%
2023/3/1	24840	30%	24%	23009	82%	25%	4452	240%	110%	12260	46%
2023/4/1	15984	0%	17%	17213	-	67%	3710	66%	95%	10041	38%
2023/5/1	14904	55%	23%	15295	-	104%	3380	24%	75%	8771	20%
2023/6/1	13381	7%	20%	12566	19%	70%	3084	13%	61%	8292	7%
2023/7/1	11160	-17%	15%	12600	36%	42%	2670	8%	52%	8096	9%
2023/8/1	12603	-20%	10%	15351	19%	30%	3072	28%	48%	8156	3%
2023/9/1	15876	-1%	9%	17356	-4%	24%	3015	46%	48%	8544	18%
2023/10/1	12062	-4%	7%	14688	-9%	20%	3373	66%	50%	9361	41%
2023/11/1	14028	16%	8%	16051	1%	18%	4109	63%	51%	10182	84%
2023/12/1	14599	47%	11%	17455	42%	20%	3495	39%	50%	9796	63%
2024/1/1	13912	47%	47%	16405	106%	106%	4149	136%	136%	8451	52%
2024/2/1	7010	-59%	-22%	7371	-61%	-11%	2146	-28%	33%	4865	-51%
2024/3/1	15803	-36%	-29%	20221	-12%	-12%	4641	4%	19%	9373	-24%
2024/4/1	15050	-6%	-23%	17226	0%	-9%	5031	36%	24%	9128	-9%
2024/5/1	14982	1%	-19%	18315	20%	-3%	4946	46%	28%	7838	-11%
2024/6/1	16465	23%	-13%	26376	110%	12%	5103	65%	34%	10456	26%
2024/7/1	17266	55%	-6%	20380	62%	17%	5616	110%	44%	10034	24%
2024/8/1	15996	27%	-3%	17884	17%	17%	4695	53%	45%	8872	9%
2024/9/1	14827	-7%	-3%	15942	-8%	14%	4085	35%	44%	8473	-1%

数据来源：Wind、开源证券研究所

从政策效果来看，9月底以来政策对于一线城市市场信心拉动显著，国庆周中原报价指数均显著上涨，而国庆后一周虽有回落，但仍处于较高位置。

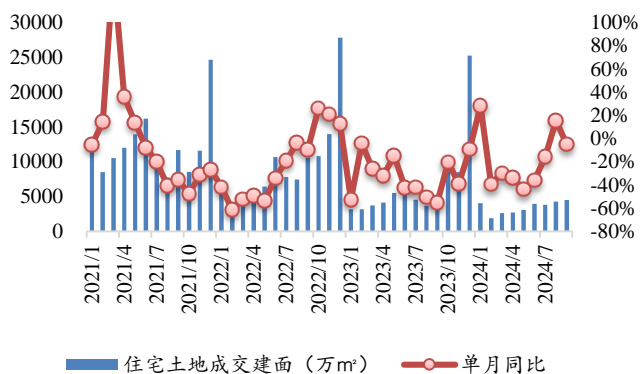
图27：国庆周中原报价指数均显著上涨


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、供应端：严控增量，供地质素提升

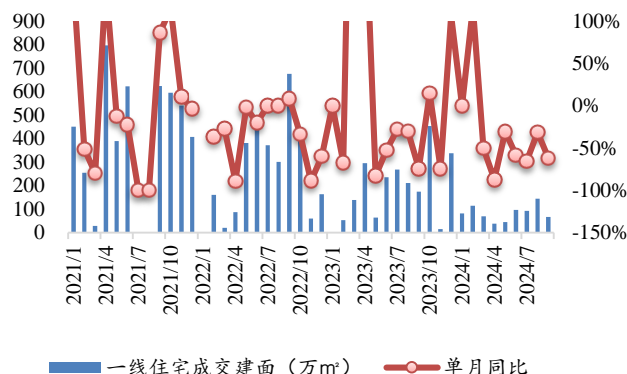
改变当前房地产市场供求关系是价格企稳的前提，从“严控增量”角度而言，自然资源部通知去化周期超过36个月的城市，必须暂停新增土地供应，受此影响我们跟踪的322城1-9月宅地成交面积和金额分别同比-20%和-36%，从2019年前9月的13.2亿平降至2024年前9月的3.1亿平，其中一线城市分别同比-48%和-41%。伴随土地端供应减少，后续整体去库存措施不断落地，未来房地产供求市场关系有望扭转。

图28：2024年前9月322城宅地成交同比下降



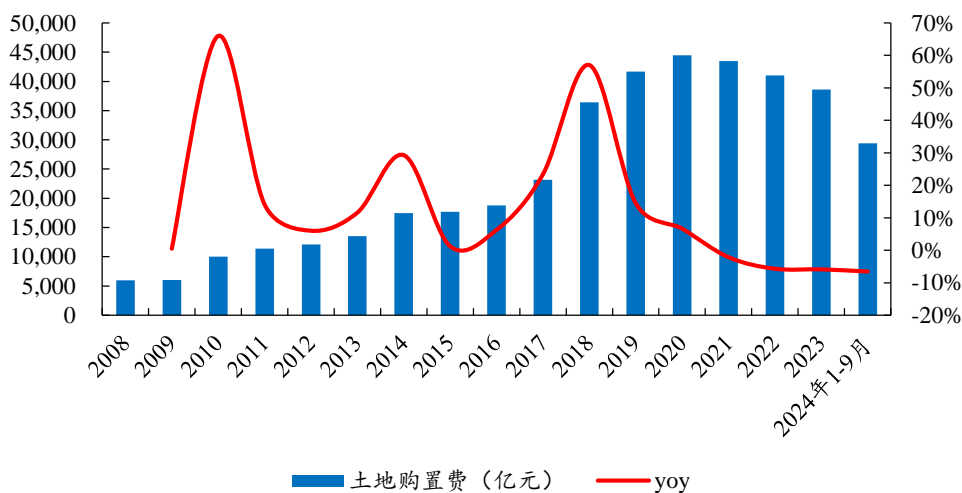
数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：2024年前9月一线城市宅地成交面积同比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：土地购置费用自2020年来持续下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

2024年各城市土地更加趋向核心区域，往往能卖出更高价格。2024年各城市溢价土地基本都位于重点城市核心位置，供应稀缺或倒挂明显、项目流速确定性高，此外地块大多容积率较低，有利于房企打造出高品质产品。同时各城市均挂出优质宅地促进土地市场热度回升，2023年11月以来土拍地王频出，成都、苏州、厦门、合肥等地土拍溢价率突破40%，在新房限价取消的环境下，有利于房企盈利提升及新房价格回稳。

表6：2023年11月以来核心二线城市地王频出

成交时间	地块名称	城市	区县	规划建面 (万方)	容积率 上限	拿地企业	成交价 (亿元)	成交楼面 价(元/m ²)	溢价率 (%)
2023/11/18	鼓楼区东水路东侧地块	福州	鼓楼区	6.17	2.5	建发国际	23.75	38524	23.31
2023/12/28	滨湖科学城紫云路以南地块	合肥	包河区	3.62	1.5	越秀地产	8.35	23051	28.06
2024/2/29	合肥滨湖科学城华山路以西地块	合肥	包河区	5.18	1.8	招商蛇口	12.99	25052	54.16
2024/3/13	狮山路北、锦华苑西地块	苏州	虎丘区	1.82	1.02	绿城中国	8.28	45454	42.05
2024/3/27	江北区JB05-03-21a地块	宁波	江北区	6.76	1.35	东部新城、 江山万里	22.05	32613	7.30
2024/3/27	思明区将军祠片区厦禾路地块	厦门	思明区	5.64	4.5	国贸地产	32.10	56915	40.79
2024/3/27	工业园区金鸡湖大道南地块	苏州	工业园区	4.74	1.02	绿城中国	30.82	65022	18.22
2024/4/23	锦江区柳江街道潘家沟社区地块	成都	锦江区	8.74	2.5	中国金茂	21.42	24500	48.48
2024/8/7	斜土街道 xh128D-07 地块	上海	徐汇区	3.67	2.2	绿城中国	48.05	131045	30.0

数据来源：中指数据库、开源证券研究所

针对新房户型优化层面，各地陆续出台多项优化措施，预计未来行业逐步迈向“轻规模，重品质”的发展方向。2024年以来，深圳和上海陆续放开70/90限制，政府对新房在精装修、能耗等方面的要求也不断增加。广东肇庆、湖南湘潭等城市发布通知实行按套内面积计价宣传销售方式。“第四代住宅”兴起后，各地出台建筑新规，放宽了阳台、飘窗、空中绿化等空间面积的限制，在此影响下，西安、广州、长沙、成都、武汉等城市涌现了一批实得率超100%的产品。在全新住宅产品的冲击下，优质产品有望获得更多溢价，实现新房价格的企稳。

表7：2024年以来多地出台房地产户型优化措施

优化措施	城市	日期	政策明细
废除7090政策	深圳	2024/3/26	深圳规自局宣布废止《关于按照国家政策执行住宅户型比例要求的通知的通知》，此举意味着被称为“7090政策”的户型比例要求在深圳正式退出。
	上海	2024/8/27	发布《关于优化本市新出让商品住房用地套型供应结构的通知》，提出全市多层、小高层、高层建筑的商品住房中小套型住房建筑面积标准分别调整为100平方米、110平方米、120平方米；以及提升住房套型配置均衡性，引导套内空间合理布局等，自2006年起实施的“7090”政策将正式退出上海楼市。
提高得房率	广州	2023/11/13	《广州市建筑工程容积率计算办法》发布，将住宅套内半开敞空间半计容的比例由原不超过套内建筑面积的15%放宽至20%，并允许设置一个满足连续开敞率不低于40%的主景观阳台不限制其进深。明确了建筑外墙面抹灰、装饰面、镶贴块料面层、装饰性幕墙不计容。
	长沙	2024/4/18	发布《关于优化房地产开发项目规划管理的若干措施》，居住建筑阳台等按水平投影面积的1/2计入建筑面积的部分，其水平投影面积之和按不超过套内建筑面积的20%控制。飘（凸）窗宽度可与房间等宽，出挑宽度不超过0.8米。中央空调设备平台和分体式空调外机搁板可同时设置，不大于4.0平方米/户的设备平台不计入容积率和建筑面积。
	佛山	2024/5/13	新出让的住宅用地，住宅套内阳台的“折半”计容面积上限由套内建筑面积的18%提高至20%；取消对单个阳台的进深和面积限制；取消凸（飘）窗窗台与地面高差小于0.45米需计容的要求。
	惠州	2024/5/13	建筑物屋顶的公共梯间、电梯机房、水箱间、人防报警间、通信基站机房等辅助用房不计入容积率建筑面积，不纳入公摊面积。
	深圳	2024/5/15	《深圳市建筑设计规则》发布，修订内容包括备受市民关注的减少住宅公摊面积、有效提高得房率。修订后阳台可以把进深做大，在满足条件下可不计入建筑面积的凸窗，修订后进深也由

优化措施	城市	日期	政策明细
			0.6m 增加至 0.8m, “飘窗” 面积将可加大一圈, 避难层、机房等公共空间列为 “不计容面积”。
鼓励按套内面积销售	广东肇庆	2024/4/30	从 2024 年 5 月 1 日起, 全市范围内商品房实行按套内面积计价宣传销售。
	湖南湘潭	2024/9/4	允许房地产开发商按住房套内面积进行销售宣传。
	江西武宁	2024/9/4	至 2024 年 12 月 31 日期间签订商品住房现售合同且完成契税缴纳的个人, 可享受 100% 购房契税补贴优惠。

资料来源: 各城市住建局、南方都市报、和讯网等、开源证券研究所

3.4、需求端：住房杠杆率偏低，城镇化率、城市更新仍有空间

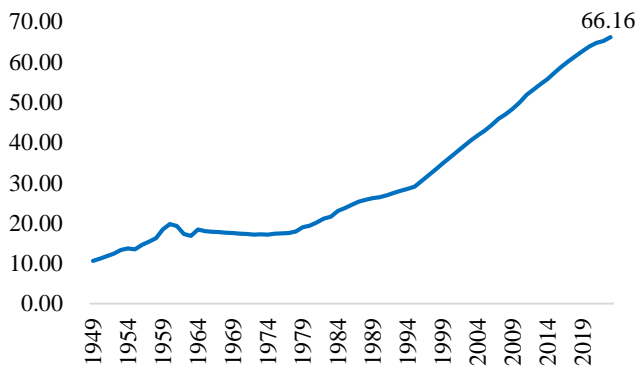
根据七普数据, 截至 2020 年, 全国人口数为 14.12 亿人, 其中居住在城镇的人口为 9.02 亿人, 人均住房面积 36.5 平方米, 由此测算 2020 年城镇家庭总住宅存量为 294.6 亿平方米。2021-2023 年新建商品住宅合计销售 36.2 亿平方米, 相加可得 2023 年末城镇家庭总住宅存量为 330.8 亿平方米。从售价看, 2023 年全国商品住宅销售均价为 10864 元/平方米, 由此估计城镇居民住宅总存量资产为 359.3 万亿。

表8: 七普数据显示 2020 年城市人均住房面积为 36.5 平米

普查年份	类型	家庭户平均人数	平均每户住房建筑面积 (平方米/户)	平均每户住房间数 (间/户)	人均住房建筑面积 (平方米/人)	人均住房间数 (间/人)
2020	城市	2.52	92.17	2.50	36.52	0.99
2020	镇	2.78	117.74	3.27	42.29	1.18

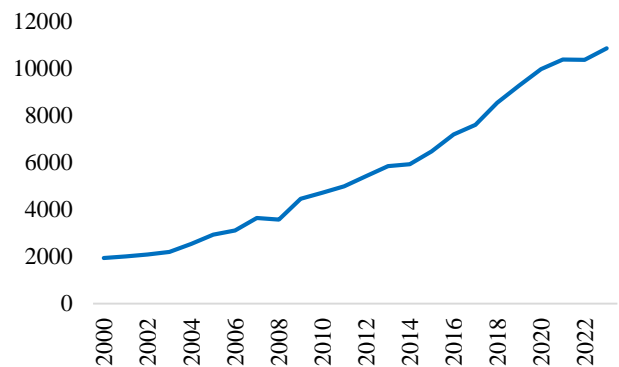
数据来源: 七普数据、Wind、开源证券研究所

图31: 中国城镇化率自 1972 年以来呈增长趋势 (%)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图32: 2023 年商品住宅销售均价保持增长 (元/平方米)

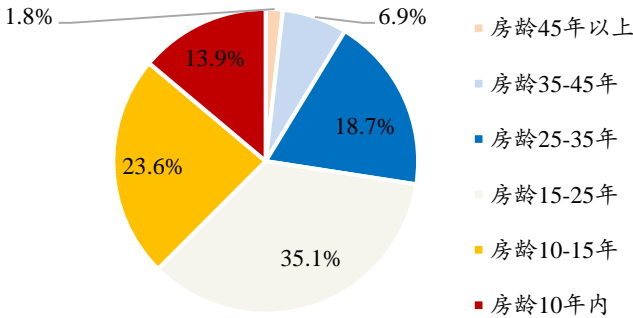


数据来源: Wind、开源证券研究所

从负债端看, 居民主要的负债是按揭贷款和公积金贷款。我们用 2023 年末的个人住房贷款余额和 2022 年末的公积金贷款余额近似估计, 合计 45.5 万亿。由此我们估算居民在住房部分的资产负债率较低: 359.3 万亿住房资产对应 45.5 万亿负债, 资产负债率 12.65%。

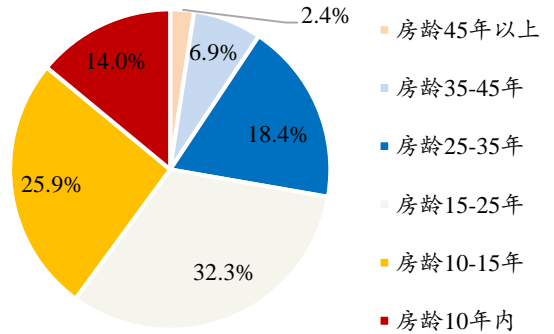
从房龄看, 我国居民在住房上的改善和更新需求较大, 房龄在 25 年内的住房占比为 72.5% (镇的占比为 72.3%)。

图33: 各地区城市家庭户住房房龄在 25 年以内占比 72.6% (城市, 面积口径)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图34: 各地区镇家庭户住房房龄在 25 年以内占比 72.3% (镇, 面积口径)

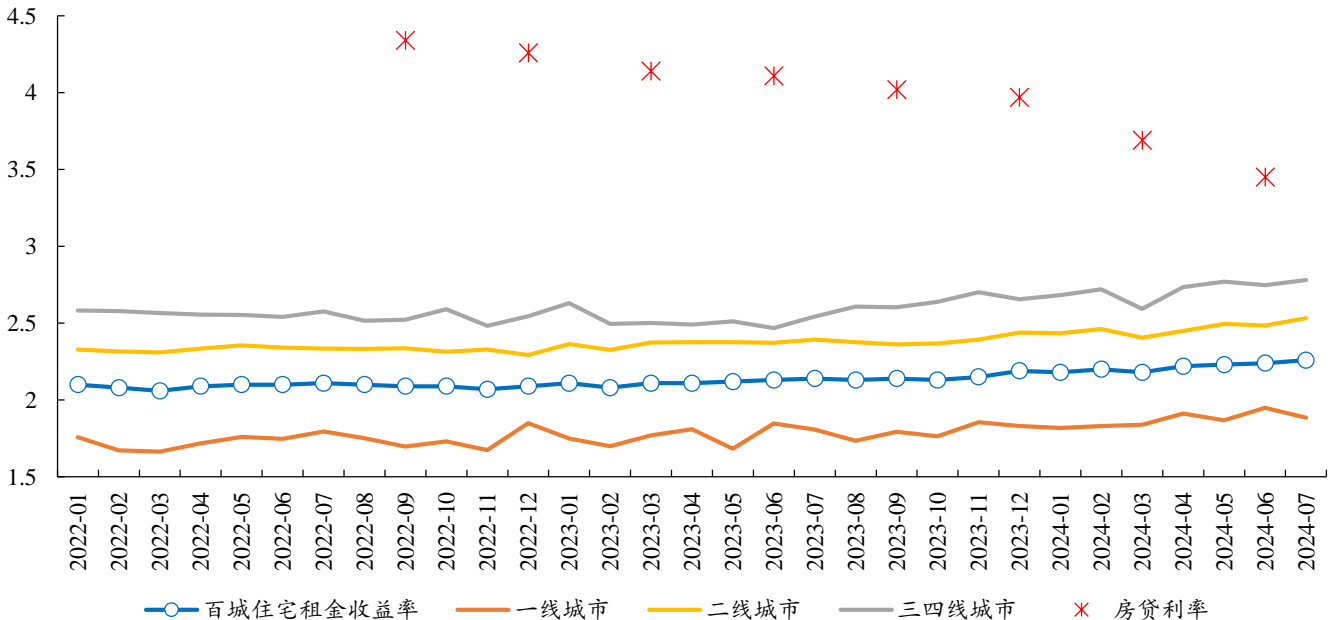


数据来源: Wind、开源证券研究所

3.5、租金收益率: 百城租金收益率不断提升, 房价泡沫收缩

截至 2024 年 6 月末, 个人房贷利率降至 3.45%, 叠加 7 月 LPR10BP 的降幅及四季度 LPR 预期 20BP 的降幅, 预计 2024 年底房贷加权利率将降至 3.15% 左右。与此同时, 在房价下降影响下, 百城租金收益率持续提升, 截至 7 月末达 2.25%, 为 2019 年以来最高水平, 其中一线、二线和三四线均值分别为 1.89%、2.53%、2.81%, 成都、武汉、长沙等二线城市及部分三四线城市租金收益率水平超过 3%, 基本接近甚至超过房贷利率水平, 提升进一步提高了房产配置性价比, 是具有吸引力的金融资产, 后续价格可能会止跌回稳。

图35: 部分二三线城市租金收益率水平接近甚至超过房贷利率

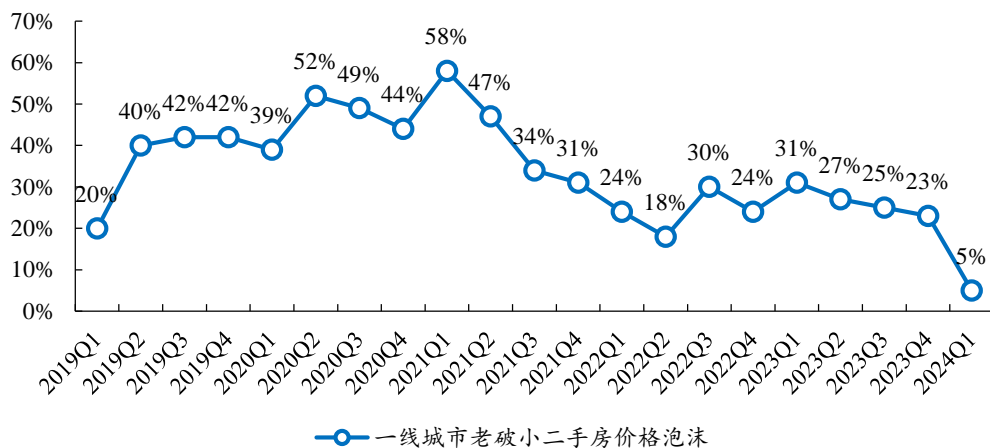


数据来源: Wind、开源证券研究所

根据易居研究院数据, 一线城市老破小类型的二手房价格泡沫从 2019 年初开始拉升, 从 20% 持续扩大到 2021Q1 的历史高点 58%, 随后伴随房地产市场下行、二

二手房挂牌量增加倒逼二手房价格泡沫持续缩小，2024Q1 仅为 5%，二手房价格回归健康状态。另外根据一线城市房价指数，8 月二手房价已经回落至 2017-2021 年水平，距离 2016-227 年指数水平差值不大，若继续下行，叠加通胀影响，将跌破部分购房者购入成本价格，后续下跌空间不大。

图36：2024Q1 一线城市二手房价格泡沫降至 5%的健康状态



数据来源：易居研究院、开源证券研究所

4、投资建议

2024 年 9 月以来，中央政策持续加码，一揽子宏观政策“大礼包”推出，将积极提振房地产市场。本次一线城市房地产政策调整积极且迅速，房价“止跌回稳”路径显现。预计一线城市的政策调整将对需求侧形成有力支撑，并逐步改善房价预期，进而辐射二三线城市从而逐步实现房价“止跌回稳”，带来房地产基本面改善。推荐标的：(1) 投资强度高、布局区域优、机制市场化的强信用房企：保利发展、绿城中国、招商蛇口、中国海外发展、建发股份、越秀地产、滨江集团、建发国际集团；(2) 住宅与商业地产双轮驱动，同时受益于地产复苏和消费促进政策：新城控股、龙湖集团；(3) 二手房交易规模和渗透率持续提升，房地产后服务市场前景广阔：贝壳、我爱我家。

表9：受益标的为融资有优势、投资强度高、布局区域优、机制市场化的房企

股票代码	公司名称	评级	总市值 (亿人民币)		归母净利润 (亿元)					P/E			
			2024/11/6	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E		
A 股													
600048.SH	保利发展	买入	1,357.4	120.7	132.0	142.5	151.6	11.2	10.3	9.5	9.0		
000002.SZ	万科 A	增持	1,081.0	121.6	-60.5	0.8	27.5	8.9	-17.9	1,433.1	39.2		
001979.SZ	招商蛇口	买入	1,123.5	63.2	63.9	70.3	74.3	17.8	17.6	16.0	15.1		
600153.SH	建发股份	买入	293.8	131.0	50.5	64.3	78.0	2.2	5.8	4.6	3.8		
601155.SH	新城控股	买入	354.1	7.4	11.8	16.7	21.6	48.0	30.1	21.2	16.4		
600383.SH	滨江集团	买入	284.4	25.3	30.8	38.3	44.1	11.2	9.2	7.4	6.5		
港股													
0688.HK	中国海外发展	买入	1,555.3	256.1	278.8	298.5	316.5	6.1	5.6	5.2	4.9		

1908.HK	建发国际集团	买入	280.7	43.4	53.2	64.5	78.3	6.5	5.3	4.4	3.6
0123.HK	越秀地产	买入	243.0	31.9	35.2	39.7	44.3	7.6	6.9	6.1	5.5
3900.HK	绿城中国	买入	238.6	30.9	36.5	44.0	50.7	7.7	6.5	5.4	4.7

数据来源：Wind、开源证券研究所（截至 2024 年 11 月 6 日，港元汇率 1 港元=0.91 人民币）

5、风险提示

- (1) 宏观经济下行：经济下行或将导致收入和购买力下降，购房需求受到冲击。
- (2) 资金到位不及预期：各地配售型保障房建设资金不到位，整体建设进度滞后。
- (3) 行业竞争加剧：竞争加剧可能导致价格下行，侵蚀企业利润，行业分化加剧。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn