

中国平安 PINGAN

专业·价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

如何看低能级区域楼市走向？ ——地产杂谈系列之六十

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11月22日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

投资要点

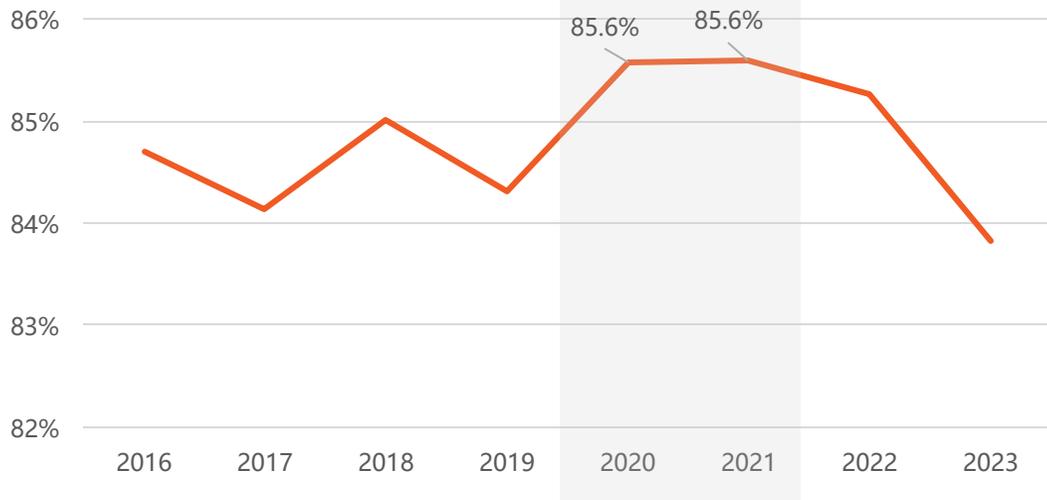
- **2020-2021年拿地下沉至低能级城市、二线郊区，制约房企毛利率表现：**由于2020、2021年楼市地市成交火热，叠加2021年22城推出集中供地、一二线核心区容量有限、土拍“僧多粥少”等，部分基本面、发展前景相对较好的三四线城市及二线郊区，承接房企拿地外溢需求，尤其长三角、大湾区都市圈城市。根据中指院数据，2020、2021年全国300城中三四线城市土地成交宗数占比不降反升，典型二线城市成交地块亦多在外围郊区。期间二线城市下属郊区、县级市、甚至三四线城市不乏高价地拍出，叠加彼时拍地不乏“竞自持”等出让要求进一步抬高房企拿地成本，而后楼市遇冷下房企被迫“以价换量”，压制房企利润率表现。
- **典型城市郊区库存累积且去化周期较长，预计止跌滞后于核心区改善板块及好产品。**根据中指院数据，典型城市郊区平均去化周期均长于主城区，面临更长调整周期。从各地收储公告及落地项目看，一线城市中，广州近期收储范围从此前远离市区的增城等区扩大到全市范围；二线城市中收储主阵地不乏在库存较高的郊区，如青岛即墨区、武汉黄陂区、天津滨海新区等地项目。我们认为高库存的郊区去库存，一是需要进一步以价换量，以“高性价比”换取项目流速；二是调整新出让或已出让地块的相关控规，打造更具产品竞争力的项目上市销售；三是加大收储力度。参考克而瑞数据，从各类板块价格动向看，郊区/刚需类板块抗跌性明显较弱，而年初以来核心区高端改善项目仍不乏“供不应求”的开盘局面，我们预计本轮行业“止跌回稳”路径中，郊区企稳回升或滞后于核心区高品质住宅。当前多地第四代住宅项目在楼市低迷下仍去化良好，带动部分“第四代住宅”用地出让“点状高热”，高品质住宅地块、项目成交已现企稳迹象。此外税费减免细则落地，财政部发文将现行享受1%契税税率的面积标准由90平方米提高到140平方米；北上深取消非普住宅标准后，持有2年以上非普宅亦免征增值税（调整前仅普宅免征），我们认为亦更为边际利好一线城市二套房及非普宅等改善客群。
- **投资建议：**我们认为行业“止跌企稳”路径将遵循“好产品——一线+二线核心区——全国经济企稳——全国楼市企稳——投资企稳”，低能级区域（二线郊区+三四线）受困于较高库存，止跌将相对靠后。预计历史包袱较轻（高点拿地少或主要聚焦核心区）、仍具有拿地能力的房企，有望受益核心城市+优质产品细分市场企稳、限价放开+土拍优化（实质为地价下降）带来的毛利率改善，走出个股行情。个股关注：1) 历史包袱较轻、库存结构优化的房企如绿城中国、建发国际集团、中国海外发展、招商蛇口、滨江集团、越秀地产、华润置地、保利发展等；2) 估值修复房企如万科A、金地集团、新城控股等；3) 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。

- 2024年9月末一揽子地产政策出台以来，一线城市一二手成交有较明显提升，市场对于“止跌回稳”的时点、节奏讨论较多，我们此前报告中一直强调由于各城市禀赋、库存差异，止跌回稳的节奏也将不一致，预计行业“止跌企稳”路径将遵循“好产品——一线+二线核心区——全国经济企稳——全国楼市企稳——投资企稳”。本篇我们重点聚焦二线郊区及三四线等低能级区域，我们认为受困于库存及去化周期高企，该类区域止跌回稳时点将相对靠后，同时由于2020、2021年二线郊区及三四线不乏高价地成交，房价持续承压也将对区域布局房企业绩形成拖累，而历史包袱较轻（高点拿地少或主要聚焦核心区）、仍具有拿地能力的房企，有望受益核心城市+优质产品细分市场企稳、限价放开+土拍优化（实质为地价下降）带来的毛利率改善，走出个股行情。

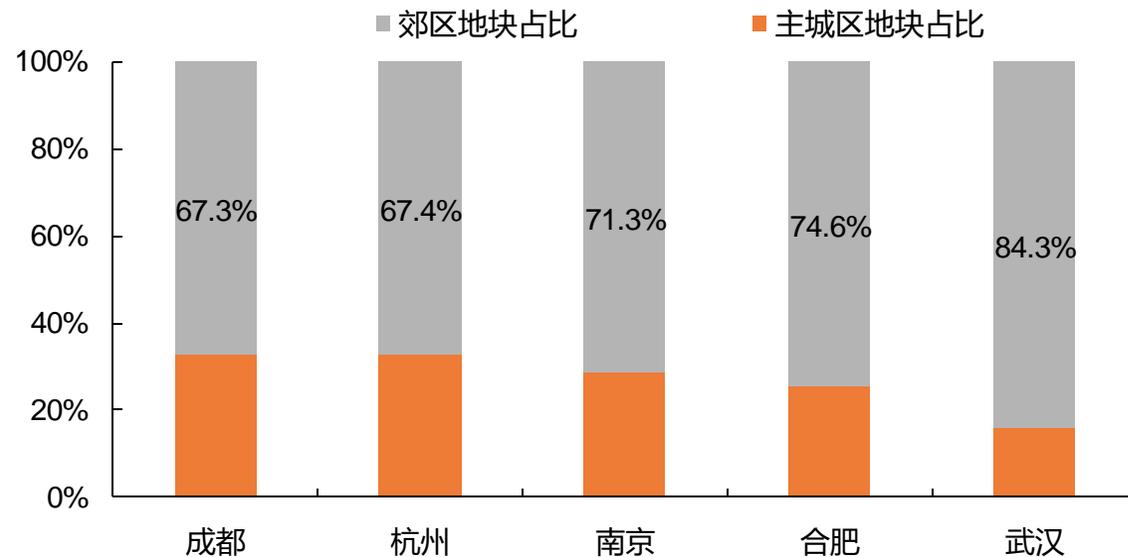
2020、2021年地市高热，房企拿地下沉至低能级城市、二线郊区

- **2020-2021年拿地热度蔓延至低能级城市、郊区：**由于2020、2021年上半年楼市地市成交火热，叠加2021年22城推出集中供地、一二线核心区容量有限、土拍“僧多粥少”等，部分基本面、发展前景相对较好的三四线城市及二线郊区，承接房企拿地外溢需求，尤其长三角、大湾区都市圈城市。
- 根据中指院数据，2020、2021年全国300城中三四线城市土地成交宗数占比不降反升，典型二线城市成交地块亦多在外围郊区。

2020、2021年全国300城中三四线成交占比提升（按宗数）
三四线城市土地成交占比（按土地宗数）



2020 & 2021年重点5城主城区、郊区成交地块占比（按土地宗数）



低能级城市、二线郊区地块不乏高溢价成交，压制房企利润率

➤ 2020、2021年地市高热期，二线城市下属郊区、县级市、甚至三四线城市不乏高价地拍出，叠加彼时拍地不乏“竞自持”等出让要求进一步抬高房企拿地成本，而后楼市遇冷下房企被迫“以价换量”，压制房企利润率表现。

◎ 2020、2021年二线城市郊区高价地

城市	区县	出让时间	地块	溢价率	楼面地价 (元/平)
南昌市	南昌县	2021年3月19日	DAJ2021005地块	51.93%	6864
合肥市	肥西县	2021年8月27日	肥西县 FX202114-1号地块	29.95%	9702.22
合肥市	长丰县	2021年7月30日	CF202109号地块	30.07%	6525 (地块1)、5872.5 (地块2)
杭州市	富阳区	2021年1月22日	富阳区富春61号地块	29.9%	15242
杭州市	临安区	2021年9月19日	中心城区单元01-ZX-01-140地块	28.85%	11854

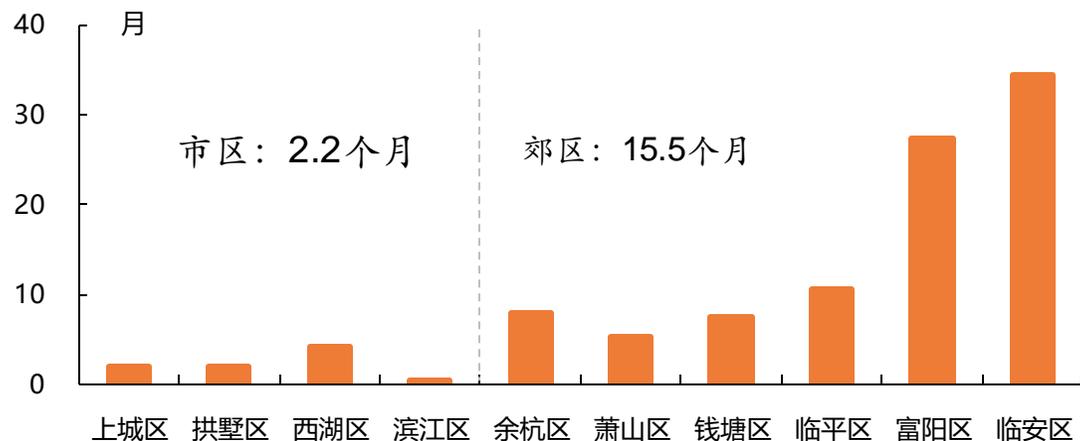
◎ 2020、2021年三四线城市高价地

城市	出让时间	地块	溢价率	楼面地价
绍兴	2021年6月16日	越城区F-28地块	29.8%	17526元/平
徐州	2021年4月12日	云龙湖板块 XT2021-1地块	90.62%	11839元/平
惠州	2021年6月7日	惠州市金山湖片区 JSH-A04-05-03-01 地块	42.96%	9161元/平
东莞	2021年3月5日	清溪铁松村 2021WR005地块	49%	18980元/平
佛山	2021年4月9日	陈村新城TOD临江 宅地	106.7%	22330元/平

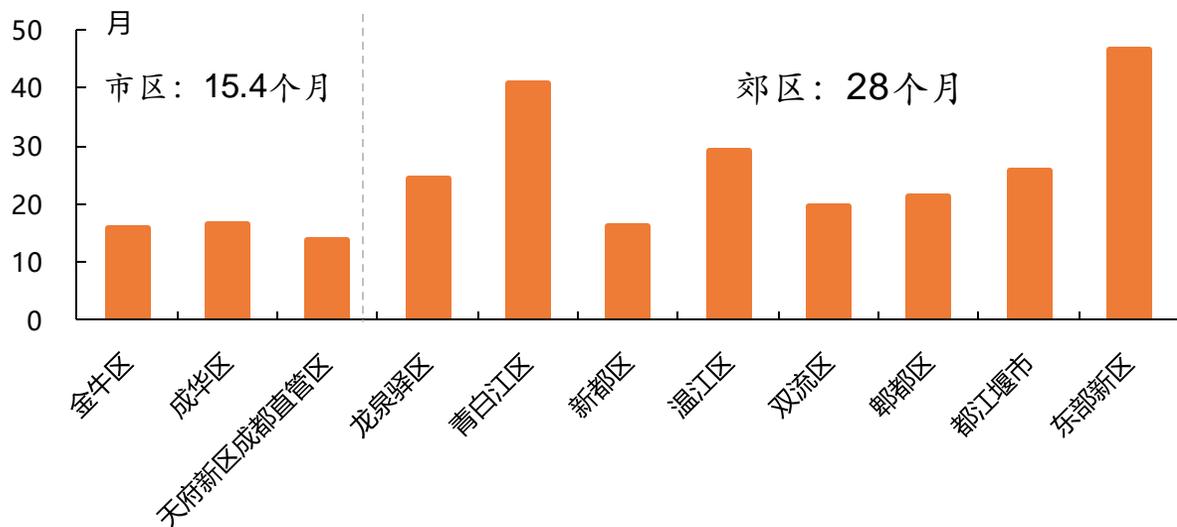
需求转弱下，当前典型城市郊区库存累积，去化周期较长

➤ 当前典型城市郊区库存累积，去化周期较长，去化周期显著长于核心区。根据中指院数据，典型城市杭州、成都、武汉郊区平均去化周期分别为15.5个月、28个月、34.6个月，均长于主城区的2.2个月、15.4个月、18.4个月，面临更长调整周期。

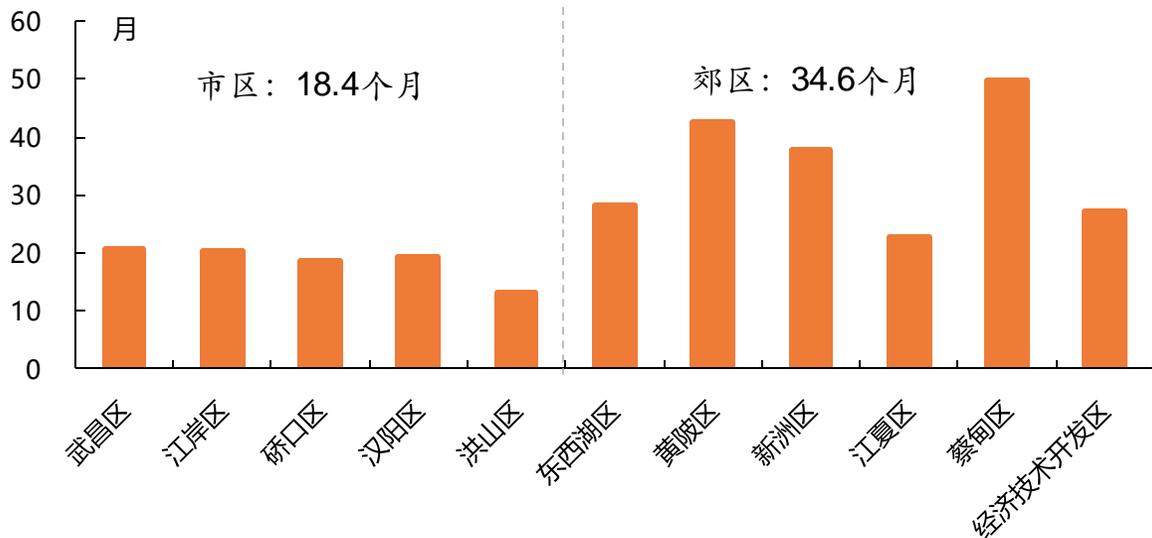
杭州分区去化周期（截至2024Q3）



成都分区去化周期（截至2024Q3）



武汉分区去化周期（截至2024.10）



郊区去库存仍需有赖于以价换量、收储、优化增量供给等

- ▶ 我们从各地收储公告及落地项目看，一线城市中，广州近期收储范围从此前远离市区的增城等区扩大到全市范围；二线城市中收储主阵地不乏在库存较高的郊区，如青岛即墨区、武汉黄陂区、天津滨海新区等地项目。
- ▶ 我们认为高库存的郊区去库存，一是需要进一步以价换量，以“高性价比”换取项目流速；二是调整新出让或已出让地块的相关控规，打造更具产品竞争力的项目上市销售；三是加大收储力度。

◎ 多个城市郊区发布收储公告、收储涉及郊区项目、扩大收储范围等

城市	收储进展
青岛	2024年1月获得18.5亿元租赁住房贷款支持计划试点贷款，用于收购首批存量住房项目7个，涉及房屋总套数2319套，其中青铁置业全资控股的青岛建融投资置业有限公司获得12.4亿元，用于收购1032套存量商品房，其中涉及位于 即墨区 青铁香溪地项目
广州	2024年11月18日广州收储范围 从此前的增城等区扩大到全市范围
杭州	2024年5月15日 临安区 发布收储公告，在临安区范围内收购一批商品住房用作公共租赁住房，收购规模不超过1万平方米，现房或一年内具备交付条件的期房
武汉	2024年7月10日武汉市的收储主体——武汉安家保障性住房有限公司注册成立；8月17日与空港中心三期项目签订收购协议，该项目位于 黄陂区 航城西路与庆云路交汇处
天津	滨海新区 落地19.18亿元“租赁住房贷款支持计划”资金收购首批存量住房项目4个，涉及房屋总套数1826套

止跌回稳路径：郊区止跌晚于核心区改善板块

- 我们参考克而瑞数据，以12个典型城市的2980个板块的住宅小区挂牌参考价为样本，从各类板块价格动向看，郊区/刚需类板块抗跌性明显较弱，年初以来高端改善项目仍不乏“供不应求”的开盘局面，所以我们预计本轮行业“止跌回稳”路径中，郊区企稳回升或滞后于核心区高品质住宅。

2024年高端改善新房项目开盘去化良好

城市	项目	开盘时间	开盘去化率	推出套数	开盘均价(万/平)
天津	信达格调美古花园	2024/1/28	100%	168	7.6
深圳	海德园	2024/7/21	100%	116	13
上海	黄浦·庆成府	2024/3/9	79%	226	14
	露香园·云宸	2024/3/17	75%	262	16
	绿城·外滩兰庭	2024/3/20	100%	166	16
	中海·顺昌玖里	2024/3/28	99%	512	17
	昌平·云岸	2024/6/24	75%	481	14
	融创外滩壹号院二期	2024/8/17	100%	110	17
	中海领邸	2024/8/29	100%	120	14

2024年郊区/刚需板块陷入更长调整周期（数据截至2024Q3）

城市	板块	房价跌幅 (较2021年初调整幅度)	去化周期 (月)
天津	黄庄	-25%	24.5
武汉	纱帽	-30%	38.5
	吴家山新城	-28%	35.1
	盘龙城	-26%	29
	蔡甸城关	-39%	28.9
	中法新城	-38%	28.6
重庆	李家沱板块	-24%	26.9
广州	朱村街道	-25%	38.3
	新塘镇	-23%	31.6
	知识城板块	-26%	25.5

止跌回稳路径：多地高品质住宅地块、项目成交已有企稳迹象

- **多地第四代住宅项目去化较好，“第四代住宅”用地出让“点状高热”**：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、西安等地新入市龙湖、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；由于部分已入市的第四代住宅项目去化较好，带动部分“第四代住宅”用地出让“点状高热”。
- **税费减免细则落地，更为边际利好核心城市改善客群**。一方面财政部发文将现行享受1%契税税率的面积标准由90平方米提高到140平方米；另一方面北上深取消非普住宅标准后，持有2年以上非普宅亦免征增值税（调整前仅普宅免征），更为边际利好一线城市二套房及非普宅等改善客群。我们预计短期一线城市成交有望维持高位，“止跌企稳”路径将遵循“好产品——一线+二线核心区——全国经济企稳——全国楼市企稳——投资企稳”。

◎ 多地第四代住宅去化情况较好

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%

◎ 年内不乏第四代住宅用地高溢价成交

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%

投资建议与风险提示

- ▶ **投资建议：**我们认为行业“止跌企稳”路径将遵循“好产品——一线+二线核心区——全国经济企稳——全国楼市企稳——投资企稳”，低能级区域（二线郊区+三四线）受困于较高库存，止跌将相对靠后。预计历史包袱较轻（高点拿地少或主要聚焦核心区域）、仍具有拿地能力的房企，有望受益核心城市+优质产品细分市场企稳、限价放开+土拍优化（实质为地价下降）带来的毛利率改善，走出个股行情。个股关注：1) 历史包袱较轻、库存结构优化的房企如绿城中国、建发国际集团、中国海外发展、招商蛇口、滨江集团、越秀地产、华润置地、保利发展等；2) 估值修复房企如万科A、金地集团、新城控股等；3) 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。