



房地产行业研究

买入（维持评级）
行业年度报告

证券研究报告

房地产组

分析师：池天惠（执业 S1130524080002） 联系人：何裕佳

chitianhui@gjzq.com.cn

heyujia@gjzq.com.cn

穿越漫漫长夜，迎接黎明破晓

投资逻辑：

目标止跌回稳，政策持续推进，基本面修复中。自 924 以来中央政策加码力度大、频率高，本轮政策出台后，10 月销售规模降幅明显收敛至-2%以内，一二手房价格环比降幅收窄，一线城市二手房转涨。目前 11 月重点城市的热度仍维持相对高位，政策出台后第 7 周（11.11-11.17）北上深二手房成交量同比分别+22%/+73%/+119%，短期效果仍显著。我们认为一线城市具有较强的示范效应，若一线能够持续释放企稳的积极信号，则能够提振市场信心，或有望向更多二线蔓延，加快更多城市的企稳进程。

城中村改造+保障房+收储对冲短期压力，并建立长效机制，促进地产平稳健康发展。城中村改造范围扩大到全国 300 城并新增 100 万套，助力托底开发投资，并持续释放购买力。十四五期间筹建保障房构建“市场+保障”的双轨制住房供应体系，促进商品房回归市场化，且保障房建设亦能托底开发投资。收储去库存一方面降低去化周期，改善供需关系，另一方面打下价格锚点稳定市场预期，进而促进市场止跌回稳。三者共同发力对冲短期开发投资及需求的下行，助力库存去化，并在当前地产调整阶段建立长效机制，逐渐构建房地产发展新模式，促进房地产转型及健康发展。

大力度财政货币组合拳方能困境反转，地产反转后有望走出长牛行情。复盘鄂尔多斯在楼市调整期并未出台大规模刺激政策，而是随着经济重回增长，地产量价自然止跌，经济复苏后地产恢复而非过去的地产拉动经济回暖。复盘美国日本在面对地产乃至经济危机时，均持续实施了历史上最大力度的财政政策与货币政策，甚至国家信用兜底，随后使得房价止跌企稳，销量逐步回升。美日楼市企稳后，能够穿越周期的地产龙头，其经营能力及财务表现进一步强化，能够走出长牛行情。

展望 2025：基本面上降幅有望迎来改善，行情上地产板块底部有望夯实，个股上龙头有望强者恒强。①基本面展望：随着政策持续落地，我们认为地产或将迎来寻求筑底的关键之年，基本面降幅有望改善，预计 2025 年销售面积同比-4.8%；销售额同比-5.8%；新开工面积同比-15.0%；竣工面积同比-15.0%；开发投资同比-6.1%。②行情展望：一方面本轮出台政策力度更大，楼市热度更持久，另一方面伴随博弈及题材行情，因此 9 月以来本轮行情最大涨幅 61%，持续时间 35 天，上涨幅度及持续时间均好于过往几轮。我们认为后续仍有政策空间，地产板块底部或得到夯实，不再会有大幅下杀。③个股展望：近三年供给侧持续出清，龙头市占率持续提升。若后续地产基本面企稳，销售表现好、具备持续拿地能力的房企率先受益，业绩和估值均有望得到修复。

投资建议：

今年 9 月末中央首次定调促进地产“止跌回稳”，此后各部委通力协作，自上而下政策加速落地，充分体现了中央坚定支持地产企稳的决心及行动。随着政策效果释放，短期内成交量有望率先企稳，并逐步提振市场信心，扭转房价下行预期。而地产的长期稳健发展仍依赖于一系列宏观经济因素及政策的持续支持。美国日本地产经历持续探底后，一旦形成底部反转，将会产生较强的复苏动能，龙头股能走出长牛行情。

持续推荐受益于行业逐步企稳的龙头标的：房地产开发推荐深耕高能级城市、主打改善产品的房企，如**绿城中国、招商蛇口、滨江集团**；中介推荐受益于政策利好不断落地，一二手房市场活跃度持续提升，拥有核心竞争力的中介平台**贝壳**；物业推荐物管稳健、商管龙头、积极分红的**华润万象生活**。建议关注地方政府应收款较多的物业&建筑公司、破净的央国企房地产&建筑公司、受益于地方化债的城投、并购重组弹性标的。

风险提示：

政策出台进度及力度不及预期；宽松政策对市场提振效果不佳；房企出现债务违约



内容目录

一、中短期视角：目标止跌回稳，政策持续推进，基本面修复中.....	5
1.1、中央政策持续加码，体现止跌回稳决心.....	5
1.2、本轮政策效果持续时间最长.....	7
1.3、新政效果显现，10月销售规模降幅大幅收窄，房价降幅收窄.....	9
二、长期视角：城改+保障房+收储，对冲短期压力，建立长效机制.....	11
2.1、城中村改造：托底开发投资，持续释放购买力.....	11
2.2、保障房：配租型保障房正持续推进中，多地配售型保障房落地.....	12
2.3、保障房之新加坡模式借鉴：土地国有化降低建造成本，限制交易.....	14
2.4、收储存量商品房：积极推进，加速房地产去库存.....	15
2.5、收储存量商品房：当前关键堵点之一在于成本收益难匹配.....	16
三、复盘：美日大规模刺激政策纾困地产，龙头股走出长牛.....	17
3.1、复盘鄂尔多斯：经济修复，库存消化，房地产量价回升.....	17
3.2、美国地产市场：降息+量化宽松，国家下场接管两房，方能扭转预期.....	18
3.3、美国地产龙头：DR Horton 营收及利润率持续上升，长牛行情大幅跑赢指数.....	20
3.4、日本地产市场：零利率+量化宽松，多任内阁政策持续发力.....	21
3.5、日本地产龙头：住友业务结构优化，长牛行情大幅跑赢指数.....	24
四、展望 2025：基本面或寻底，行情夯实底部，龙头强者恒强.....	25
4.1、地产基本面展望：寻求筑底的关键之年.....	25
4.2、行情展望：地产板块底部或得到夯实，把握政策机遇.....	28
4.3、重点地产标的展望：供给侧出清，龙头市占率提升.....	29
五、投资建议：反转后动能强劲，推荐行业龙头，关注弹性标的.....	30
六、风险提示.....	32

图表目录

图表 1：9月24日至今中央各部委高级别会议频率高、力度强.....	5
图表 2：今年9月、10月迎来新一轮政策高峰.....	6
图表 3：首付比例降至历史最低.....	6
图表 4：2024Q3 新发放个人住房贷款加权平均利率降至 3.31%.....	7
图表 5：北京本轮政策效果持续时间更长（单位：套）.....	8
图表 6：上海本轮政策效果持续时间更长（单位：套）.....	8
图表 7：深圳本轮政策效果持续时间更长（单位：套）.....	8
图表 8：北上深二手房周度成交同比增长（单位：套）.....	8



图表 9: 北上成带看人数仍维持相对高位 (单位: 人)	8
图表 10: 深广杭苏带看人数维持相对高位 (单位: 人)	8
图表 11: 10 月单月商品房销售额大幅收窄至-1.0%	9
图表 12: 10 月单月商品房销售面积大幅收窄至-1.6%	9
图表 13: 10 月新房价格环比降幅收窄 (单位: %)	9
图表 14: 10 月二手房价格环比降幅收窄, 一线转涨 (单位: %)	10
图表 15: 10 月开发投资额同比-12.3%	10
图表 16: 10 月新开工面积同比-26.7%	10
图表 17: 10 月竣工面积同比-20.1%	11
图表 18: 10 月到位资金同比-10.8%	11
图表 19: 城中村改造的城市逐渐扩圈	11
图表 20: 100 万套城改货币化安置后拉动投资 1749-3525 亿, 促进销售 3528-9720 亿	12
图表 21: 保障性租赁住房持续推进中	13
图表 22: 多地配售型保障房建设计划落地, 一线城市均不低于 1 万套	13
图表 23: 新加坡土地国有化降低建造成本, 限制交易减少套利空间	15
图表 24: 23 年居住在组屋中的新加坡家庭占比接近 80%	15
图表 25: 新加坡常住住户每月住房支出占比在 20%-30%	15
图表 26: 政策持续推进, 积极支持收购存量商品房用作保障房	16
图表 27: 10 月重点一二线城市的租金回报率在 1.3%-3.4%	16
图表 28: 市场上 4 家保障房 REIT 底层资产经营指标	17
图表 29: 常规情况下, 财政贴息后收储用作保租房方能实现盈亏平衡	17
图表 30: 鄂尔多斯 GDP 经历调整后重归增长	18
图表 31: 鄂尔多斯人均 GDP 经历调整后重归增长	18
图表 32: 随着经济恢复, 2020 年后商品房量价齐升	18
图表 33: 2015-2019 年全市住宅库存量减少	18
图表 34: 美国新建住房销量 2010 年后开始回升	19
图表 35: 美国成屋销量 2008 年后开始回升	19
图表 36: 美国新建住房售价呈上升趋势	19
图表 37: 美国成屋售价呈上升趋势	19
图表 38: 美国实施大规模扩张性财政货币政策, 市场于 2012 企稳	20
图表 39: DR Horton 利润率呈上升态势	20
图表 40: 2012 年后 DR Horton 的营收持续增长	20
图表 41: 2012 年美国地产龙头开始大幅上涨	21
图表 42: 日本一手房签约户数呈下跌趋势	21
图表 43: 日本二手房成交件数呈上涨趋势	22



图表 44:	日本首都圈新房价格创历史新高 (万日元/平)	22
图表 45:	日本首都圈二手价格创历史新高 (万日元/平)	22
图表 46:	日本四任内阁先后发力财政、货币、结构性改革	23
图表 47:	日本多任内阁持续推出大力度的经济政策, 新房房价于 2002 年企稳	23
图表 48:	住友的地产销售业务收入占比呈下降态势	24
图表 49:	住友利润率呈上升趋势	24
图表 50:	住友营收增长率波动减小	24
图表 51:	2012 年后日本地产龙头开始大幅上涨	25
图表 52:	预计销售面积 2024 年同比-14%, 2025 年同比-5%	25
图表 53:	预计销售额 2024 年同比-19%, 2025 年同比-6%	26
图表 54:	预计新开工面积 2024 年同比-22%, 2025 年同比-15%	27
图表 55:	预计竣工面积 2024 年同比-22%, 2025 年同比-15%	27
图表 56:	预计开发投资 2024 年同比-11%, 2025 年同比-6%	28
图表 57:	政策&博弈驱动地产波段行情	29
图表 58:	对比 21 年及今年前 10 月, 龙头房企在本轮周期中市占率大幅提升	29
图表 59:	对照主流房企的销售拿地表现, 央国企更为突出	30
图表 60:	A 股地产 PE-TTM	31
图表 61:	港股地产 PE-TTM	31
图表 62:	港股物业 PE-TTM	31
图表 63:	覆盖公司估值情况	32



一、中短期视角：目标止跌回稳，政策持续推进，基本面修复中

1.1、中央政策持续加码，体现止跌回稳决心

今年9月，中央政治局会议重新聚焦经济主题，其中首次提出要促进房地产“止跌回稳”。9月以来，中央各部委通力协作，持续出台一系列支持经济及房地产的财政政策、货币政策、地产政策，形成政策组合拳，体现中央坚定支持地产“止跌回稳”的决心及行动。若地产不企稳，则政策将持续发力。

图表1：9月24日至今中央各部委高级别会议频率高、力度强

时间	部委	政策概要	政策内容
9月24日	央行	OMO降息	7天期逆回购操作利率下调0.2个百分点
		存量房贷降息	存量房贷利率下调预期平均降幅0.5个百分点
		二套首付	全国层面的商业性个人住房贷款将不再区分首套房和二套房，最低首付比例统一15%，各地可以在此基础上因地制宜施策
		保障性住房再贷款 两项金融政策延期	此前创设的3000亿元保障性住房再贷款中的央行资金支持比例将由60%提高至100% 将金融16条和经营性物业贷款政策的有效期从今年底延长到2026年底
9月26日	政治局会议	止跌回稳	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。
10月12日	财政部	专项债券用于土地储备	考虑到当前各地闲置未开发的土地相对较多，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
		收购存量房	用好专项债券来收购存量商品房用作各地的保障性住房；适当减少新建规模，支持地方更多通过消化存量房的方式来筹集保障性住房的房源。
		房屋税费	财政部正在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。
10月17日	住建部	4个取消、4个降低、2个增加	四个取消：限购、限售、限价、普通住宅和非普通住宅标准。 四个降低：公积金利率、首付比例、存量利率、卖旧买新税费 两个增加：通过货币化安置方式新增实施100万套城中村改造，年底前将“白名单”项目的信贷规模增加至4万亿。
	金监总局	融资协调机制3项优化	要将商品住房项目贷款全部纳入“白名单”，做到“应进尽进”。进入“白名单”的项目，商业银行要做到“应贷尽贷”。优化贷款资金的拨付方式，做到“能早尽早”
	财政部	3项支持	允许专项债券用于土地储备，支持地方用好专项债收购存量商品房用作保障性住房
	央行	5项支持落地	降低存量房贷利率；统一房贷最低首付比例至15%；延长两项房地产金融政策期限；保障性住房再贷款资金比例由60%提高到100%；支持收购房企存量土地
	自然资源部	控增量、盘存量	对于去化周期过长的城市暂停供应商品住宅用地；对于去化周期较长的城市，实行“盘活多少、供应多少”；允许专项债券用于土地储备。
11月8日	全国人大常委会	增加6万亿债务限额	近年来力度最大化债举措，6万亿元分三年安排，2024-2026年每年2万亿元
		4万亿新增专项债	从2024年开始连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元
		2万亿棚改隐债	2029年及以后到期的棚户区改造隐性债务2万亿元，仍按原合同偿还
11月13日	财政部、税务总局、住建部	契税优惠	对个人购买家庭唯一住房面积为140平及以下的，减按1%的税率征收契税，面积为140平以上的，减按1.5%的税率；对个人购买家庭第二套住房，面积为140平及以下的，减按1%的税率，面积为140平以上的，减按2%的税率。
		增值税优惠	北上广深凡取消普住和非普住标准的，与全国其他地区适用统一的个人销售住房增值税政策，个人对外销售购买2年及以上的住房，免征增值税
		土地增值税优惠	将各地区土地增值税预征率下限统一降低0.5个百分点，调整后东部为1.5%，中部和东北为1%，西部为0.5%

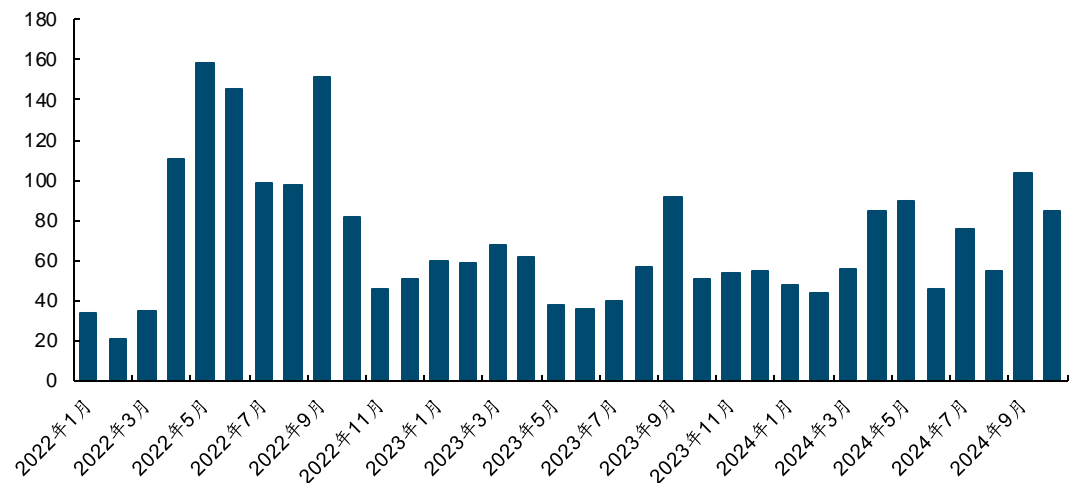
来源：中国政府网，国新办，住建部，国金证券研究所

近两月政策出台频率加速。自9月24日金融三部委新闻发布会以来，9月、10月政策密集释放。根据中指院，今年以来已有超300省市出台约700条政策，政策环境超上一轮周期最宽松阶段。

政策方向上，从此前的取消“四限”进一步延伸到商转公&公积金充首付、购房落户&购房补贴、房票安置、收储存量房、以旧换新、取消普宅及非普宅标准等。



图表2: 今年9月、10月迎来新一轮政策高峰



来源: 中指研究院, 国金证券研究所

本轮政策力度为近几轮最大。自5月17日央行与金管总局将首二套最低首付比例分别降至15%/25%后, 仅4个月后, 9月24日金融三部委新闻发布会又将二套房最低首付比例降至15%, 为历史最低水平, 大幅降低购房门槛。

图表3: 首付比例降至历史最低

实施时间	首套最低首付比例	二套最低首付比例	认定标准	房贷利率
2008/10/22	20%	根据各种风险因素在下限以上区别确定		不低于贷款基准利率的0.7倍
2009/6/19	-	严格遵守第二套房贷的有关政策不动摇, 不得以任何手段降低首付款的比例成数	-	-
2010/1/12	-	40%	-	-
2010/4/17	90 m ² 以下: 20%	50%	-	二套不低于基准利率的1.1倍
	90 m ² 以上: 30%			
2010/5/26	-	-	认贷又认房	-
2010/9/29	0.3	0.5	-	二套不低于基准利率的1.1倍
2011/1/27	-	0.6	-	二套不低于基准利率的1.1倍
2013/3/4	-	对房价上涨过快的城市, 可进一步提高第二套住房贷款的首付款比例	-	对房价上涨过快的城市, 可进一步提高第二套住房贷款的贷款利率
2014/9/30	0.3	-	认贷不认房	首套不低于贷款基准利率的0.7倍
2015/3/30	-	0.4	-	-
2015/9/30	非限购城市 25%	-	-	-
	限购城市 30%			
2016/2/2	非限购城市 20%	非限购城市 30%	-	-
	限购城市 30%	限购城市 40%		
2019/8/25	-	-	-	房贷利率锚定LPR, 首套房贷利率不低于LPR、二套房贷利率不低于LPR+60BP
2022/5/15	-	-	-	首套房贷利率不低于LPR-20BP、二套房贷利率不低于LPR+60BP

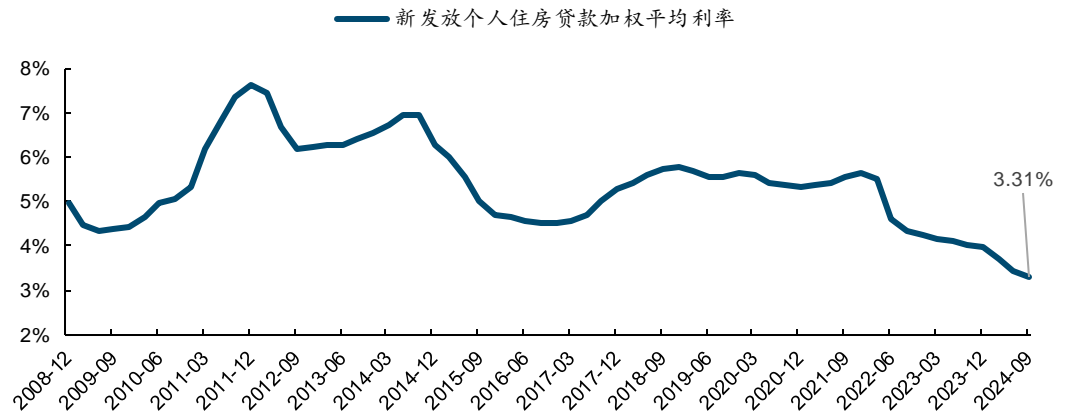


2022/9/29	-	-	-	符合条件的城市允许下调或取消首套房贷利率下限
2023/8/25	-	-	认房不认贷	-
2023/8/31	20%	30%	-	首套房贷利率不高于 LPR-20BP，二套房贷利率不高于 LPR+20BP
2024/5/17	15%	25%	-	取消全国个人住房贷款利率下限，公积金贷款利率下调 0.25pct
2024/9/24	15%	15%	-	-

来源：中国政府网，央行，住建部，国金证券研究所

根据央行，2024Q3 新发放个人住房贷款加权平均利率已降至 3.31%。根据光明网，10 月随着五年期以上 LPR 下调 25bp，新发放房贷利率降至 3.15%左右，再创历史新低，大幅降低购房按揭负担。

图4：2024Q3 新发放个人住房贷款加权平均利率降至 3.31%



来源：wind，国金证券研究所

1.2、本轮政策效果持续时间最长

自 9 月 24 日金融三部委新闻发布会、9 月 26 日政治局会议后，四大一线城市积极响应，先后于 9 月 29 日、9 月 30 日出台楼市新政，其中北京、上海、深圳降低首付比例及社保年限要求，放宽外围限购套数，促进需求的释放；广州取消全域限购。

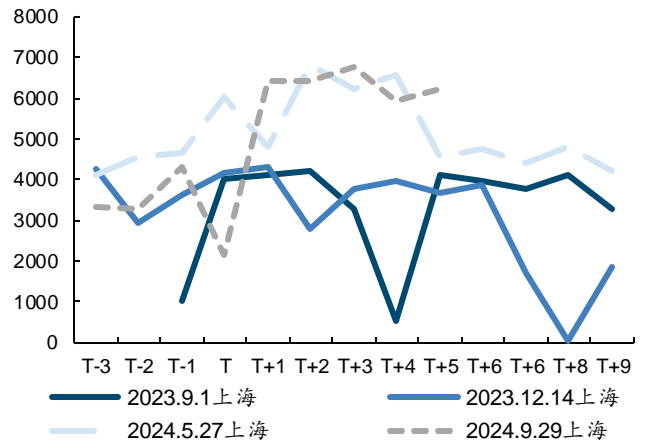
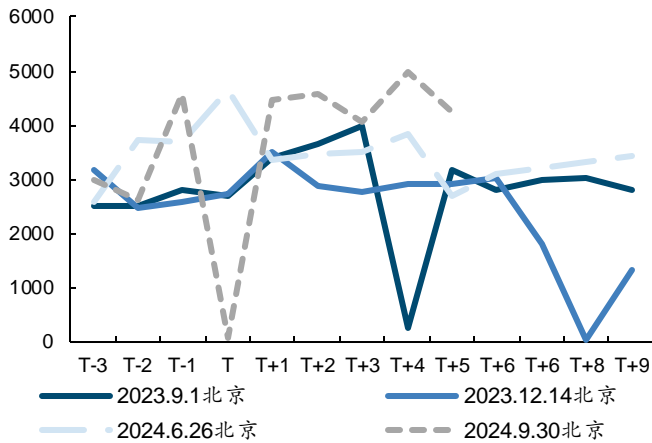
一线城市本轮政策放松较前几轮力度更大，持续时间更久。从二手房高频成交来看，23 年以来的过往几轮通常在政策出台后 4 周左右二手房成交转而下行，政策效果趋于消散。而本轮政策出台后，北上深二手房成交快速起量且持续时间长，政策出台后第二周 10 月 10 日至 10 月 13 日（第一周国庆期间备案数据低），北上深二手房成交套数分别为 4463/6412/1463 套，同比+49%/+57%/+58%；政策出台后第七周 11 月 11 日至 11 月 17 日，北上深二手房成交套数分别为 3452/6191/1676 套，同比+22%/+73%/+119%，因此二手成交仍处相对于高位，短期效果显著。

我们认为一线城市具有较强的示范效应，若一线能够持续释放企稳的积极信号，则能够提振市场信心，或有望向二线城市蔓延，加快更多城市逐步企稳的进程。



图表5: 北京本轮政策效果持续时间更长 (单位: 套)

图表6: 上海本轮政策效果持续时间更长 (单位: 套)

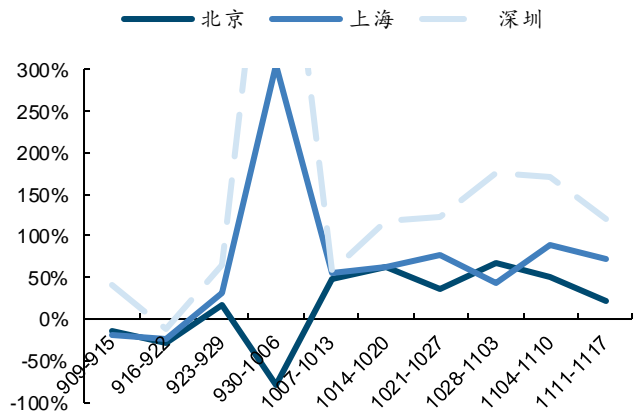
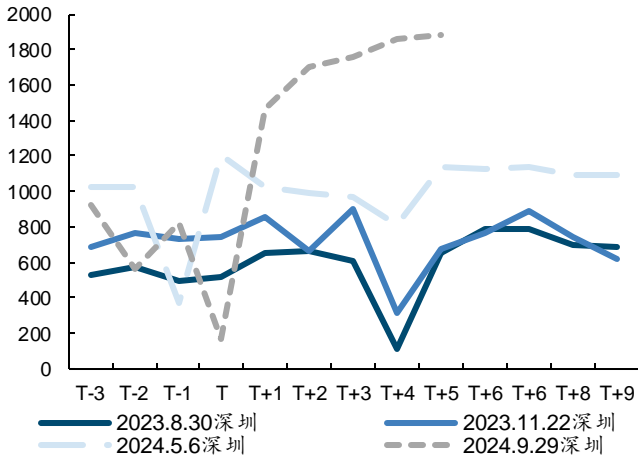


来源: wind, 国金证券研究所 注: T 为政策落地当周; 北京深圳为二手住宅成交套数, 上海为二手房成交套数, 下同

来源: wind, 国金证券研究所

图表7: 深圳本轮政策效果持续时间更长 (单位: 套)

图表8: 北上深二手房周度成交同比增长 (单位: 套)



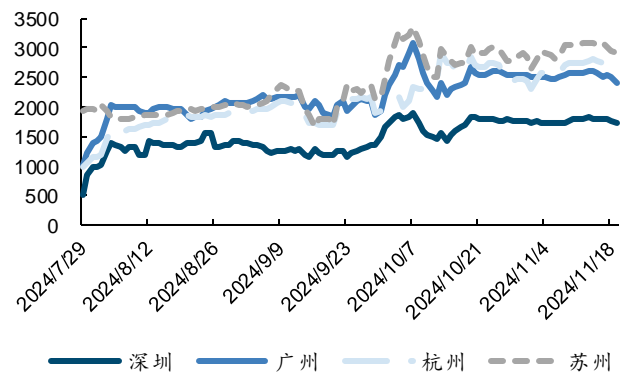
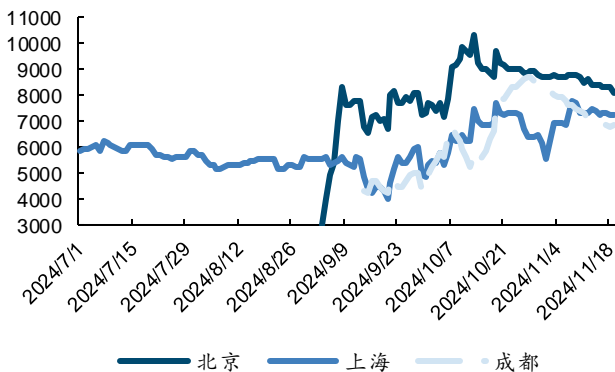
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

从更前端的带看数据来看, 根据贝壳, 一线城市北上广深及重点二线城市成都杭州苏州的带看人数在国庆节期间冲上高位, 10月北京/上海/成都/深圳/广州/杭州/苏州的日均看房人数分别为 8840/6544/6872/1712/2523/2481/2890 人, 而 11月 1-19 日的日均看房人数分别为 8557/7129/7426/1764/2529/2650/2965 人, 相对 10 月的变动幅度分别为 -3%/+9%/+8%/+3%/+0.2%/+7%/+3%。

图表9: 北上成带看人数仍维持相对高位 (单位: 人)

图表10: 深广杭苏带看人数维持相对高位 (单位: 人)



来源: 贝壳, 国金证券研究所

来源: 贝壳, 国金证券研究所



1.3、新政效果显现，10月销售规模降幅大幅收窄，房价降幅收窄

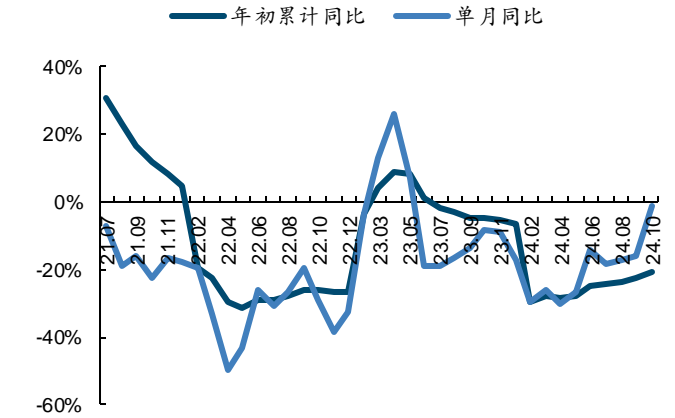
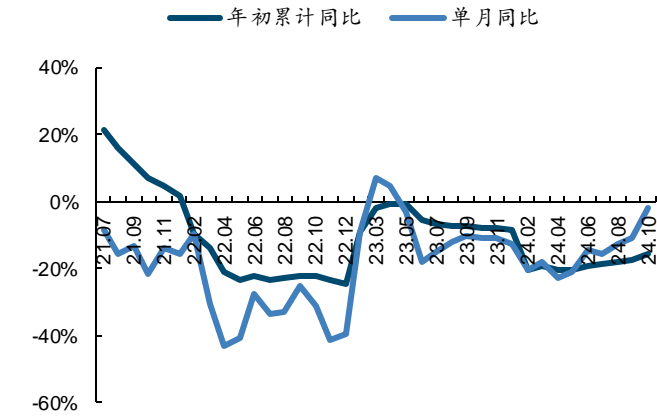
从销售规模来看，9月末系列新政的效果主要在10月集中体现，带动10月单月销售表现大幅收窄，1-10月累计销售降幅进一步收窄。

1-10月累计看，全国商品房销售面积同比-15.8%，较1-9月的-17.1%收窄1.3pct；全国商品房销售金额同比-20.9%，较1-9月的-22.7%收窄1.8pct。

10月单月看，全国商品房销售面积同比-1.6%，较9月单月的-11.0%大幅收窄；全国商品房销售金额同比-1.0%，较9月单月的-16.3%大幅收窄。（涉及追溯调整）

图表11：10月单月商品房销售额大幅收窄至-1.0%

图表12：10月单月商品房销售面积大幅收窄至-1.6%



来源：国家统计局，国金证券研究所

来源：国家统计局，国金证券研究所

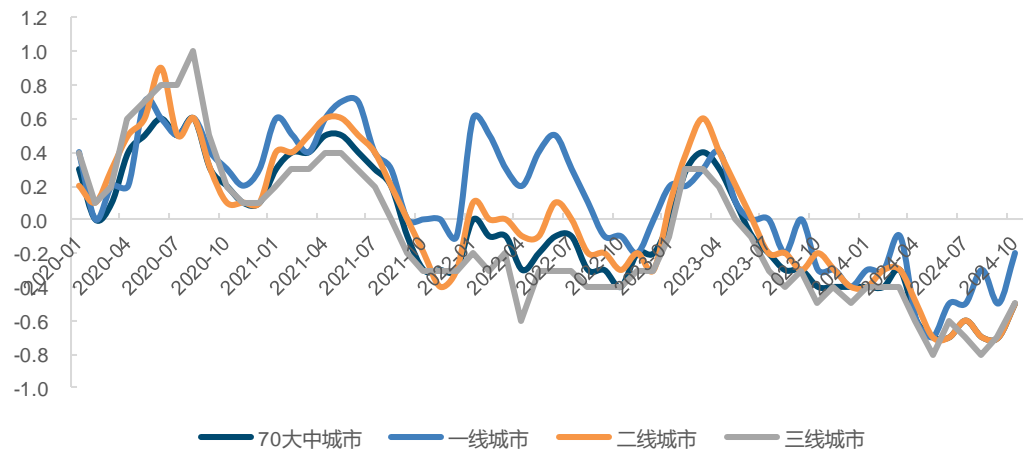
从销售价格来看，9月末以来的系列新政能够提振市场情绪，伴随销售的放量，10月一二手房的价格亦得到支撑，环比降幅明显改善，甚至一线城市的二手房价格转涨。

一线新房销售价格环比下降0.2%，降幅比上月收窄0.3pct。其中，上海和深圳分别上涨0.3%和0.1%，北京和广州均下降0.7%。一线二手房销售价格环比由上月下降1.2%转为上涨0.4%，为近13个月以来首次转涨。

二线新房销售价格环比下降0.5%，降幅比上月收窄0.2pct；二手房环比下降0.4%，降幅收窄0.5pct。

三线新房销售价格环比下降0.5%，降幅比上月收窄0.2pct；二手房环比下降0.6%，降幅收窄0.3pct。

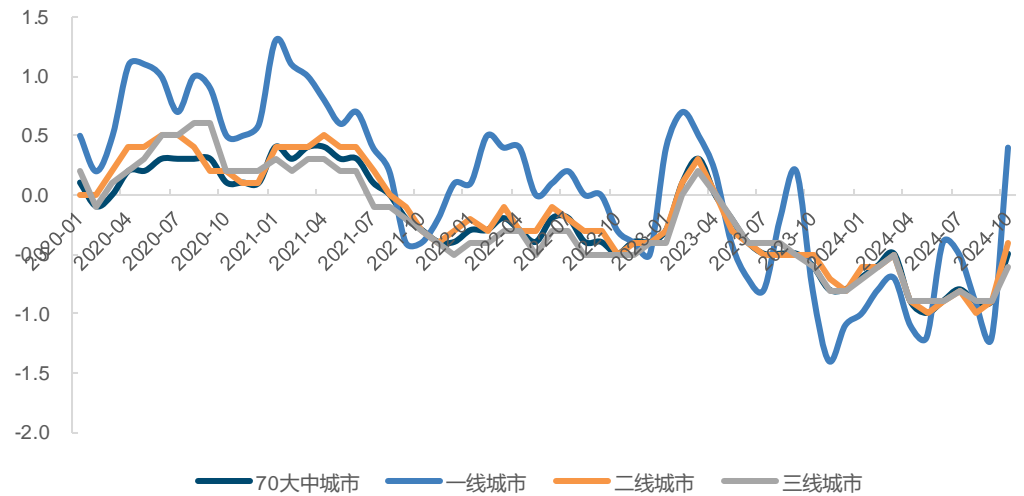
图表13：10月新房价格环比降幅收窄（单位：%）



来源：国家统计局，国金证券研究所



图表14: 10月二手房价格环比降幅收窄, 一线转涨(单位: %)



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

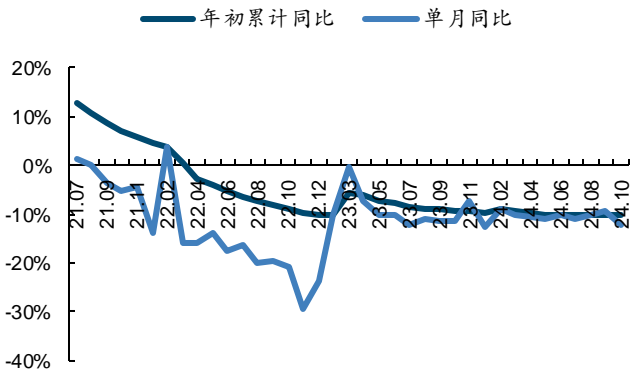
新开工、开发投资等指标仍处于低位, 等待后续修复。目前新政落地时间较短, 房企普遍采取以销定投的策略, 尚未开始恢复较高的拿地强度, 因此后续传导到新开工、开发投资等指标的回升仍需要一定的周期。竣工为滞后指标, 主要受前两三年拿地影响, 受新政影响小。到位资金主要取决于首付比例、银行放款速度及政策对地产的融资支持力度。

1-10月累计看, 开发投资额同比-10.3%, 新开工面积同比-22.6%, 降幅仍在扩大。竣工面积同比-23.9%, 到位资金同比-19.2%, 降幅小幅收敛。

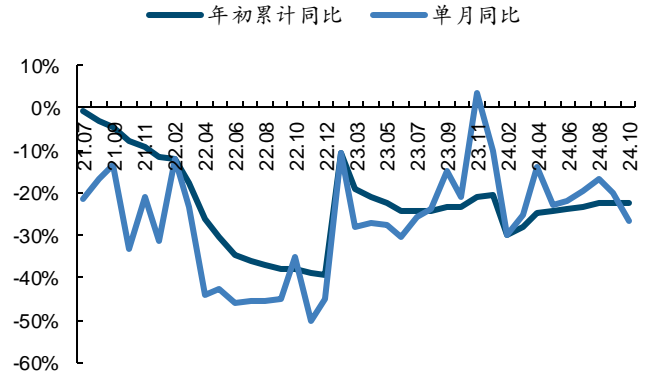
10月单月看, 开发投资额同比-12.3%, 新开工面积同比-26.7%, 降幅仍在扩大。竣工面积同比-20.1%, 到位资金同比-10.8%, 降幅收窄。(涉及追溯调整)

图表15: 10月开发投资额同比-12.3%

图表16: 10月新开工面积同比-26.7%



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

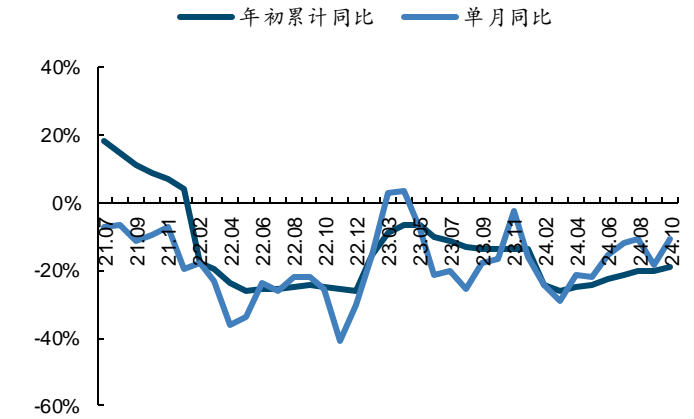
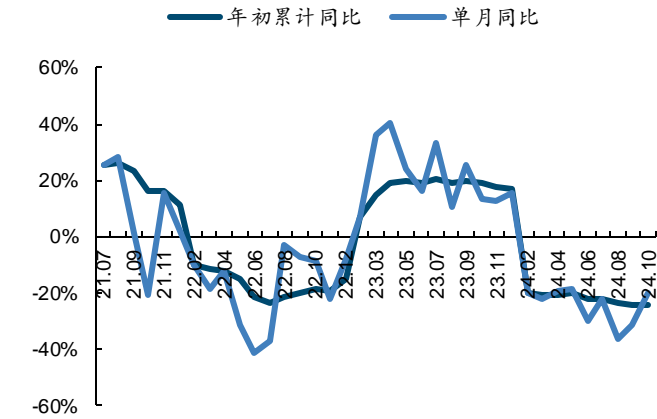


来源: 国家统计局, 国金证券研究所



图表17: 10月竣工面积同比-20.1%

图表18: 10月到位资金同比-10.8%



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

来源: 国家统计局, 国金证券研究所

二、长期视角：城改+保障房+收储，对冲短期压力，建立长效机制

2.1、城中村改造：托底开发投资，持续释放购买力

自去年7月国常会以来，城中村改造政策支持的城市范围由最初的35城扩大到今年11月的全国300城，有利于：①符合条件的项目可获得政策资金支持，打通地方政府的资金筹措的堵点，加速实现新增100万套改造目标。②释放购房需求，助力部分城市去库存，加速供需平衡，促进房地产市场止跌回稳。③托底房地产开发投资，带动房地产产业链上下游的业务增量。④改善城中村居民的居住条件，提升城市形象，且拆除或改造后可用于完善城市功能。

图表19: 城中村改造的城市逐渐扩围

时间	主要内容
2023-07	国常会审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》，具备条件的城区常住人口300万以上的大城市可参照本意见执行
2024-01	纳入城中村改造的城市扩围，由城区常住人口超过300万的城市扩围至省会城市或城区常住人口超过200万的城市。按照相关指标推算，纳入城中村改造的城市将由35个扩大至52个
2024-10	促进房地产市场平稳健康发展有关情况发布会中，住建部部长倪虹指出，通过货币化安置等方式，新增实施100万套城中村改造和危旧房改造
2024-11	住建部、财政部联合印发通知部署各地进一步做好城中村改造工作，进一步扩大城中村改造政策支持范围到近300个地级及以上城市

来源: 住建部, 中指院, 国金证券研究所

10月17日住建部部长指出，在前期城中村和危旧房改造基础上，再新增100万套，并通过货币化方式，加大政策支持力度。我们对本次新增100万套城中村改造货币化安置进行测算。

关键假设：

- 城中村套均建筑面积分别为60平/80平/100平。
- 根据住建部63号文，拆建比不超过2，拆除比例不超过20%（乐观假设小幅放宽至25%）。
- 当前全国商品房销售价格约1万元/平，城中村通常具备区位优势，对应拆迁安置费用升至1.2万元/平。
- 货币化安置比例分别为70%/80%/90%。



- 货币补偿后的转化率分别为 70%/80%/90%。

潜在效果：

- 可带动开发投资额 1749-3525 亿元，占今年 1-10 月开发投资 86309 亿元的 2%-4%，随着各地项目的落地，将在未来几年持续释放。
- 可带动商品房销售额 3528-9720 亿元，占今年 1-10 月销售额 76855 亿元的 5%-13%，随着各地项目的落地，将在未来几年持续释放。

图表20：100 万套城改货币化安置后拉动投资 1749-3525 亿，促进销售 3528-9720 亿

	指标	情景一	情景二	情景三
开发投资假设	改造套数 (万套)	100	100	100
	套均建面 (平/套)	60	80	100
	改造总建面 (万方)	6000	8000	10000
	拆除比例	15%	20%	25%
	拆建比	2	2	2
	拆除费用 (元/平)	100	100	100
	改造费用 (元/平)	2000	2000	2000
	新建费用 (元/平)	4000	4000	4000
开发投资	拆除建面 (万方)	900	1600	2500
	改建建面 (万方)	5100	6400	7500
	新建建面 (万方)	1800	3200	5000
	拆除投资 (亿元)	9	16	25
	改造投资 (亿元)	1020	1280	1500
	新建投资 (亿元)	720	1280	2000
	总开发投资 (亿元)	1749	2576	3525
销售假设	改造总建面 (万方)	6000	8000	10000
	安置单价 (元/平)	12000	12000	12000
	货币化安置比例	70%	80%	90%
	转化率	70%	80%	90%
销售	拉动销售额 (亿元)	3528	6144	9720

来源：住建部，wind，国金证券研究所

2.2、保障房：配租型保障房正持续推进中，多地配售型保障房落地

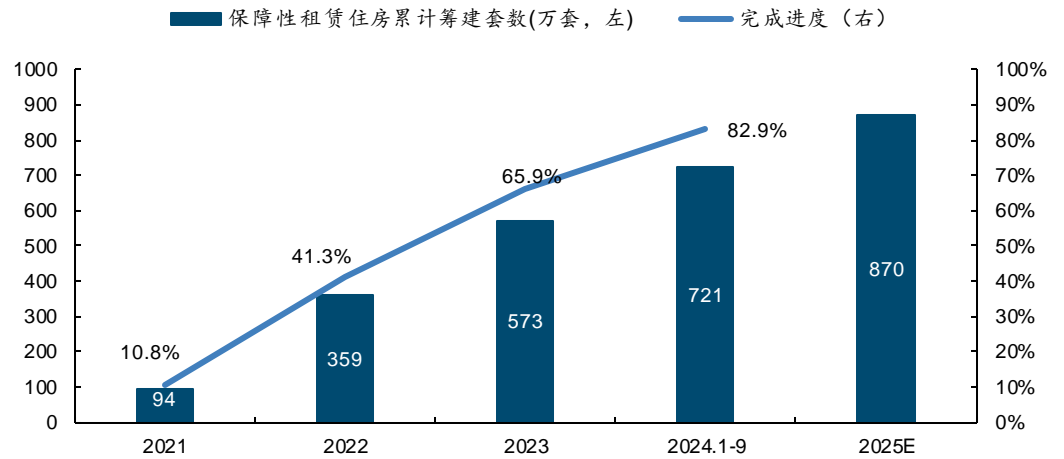
保障房是“市场+保障”双轨制的重要一极，其中保障房满足基本的民生需求，而商品房回归商品属性，满足改善性需求。通过调整住房供应结构，完善住房供应体系，对于加速构建房地产发展新模式，促进房地产转型及健康发展具有重要意义。

配租型保障房（保障性租赁住房）：2021 年 7 月国务院发布《关于加快发展保障性租赁住房的意见》，计划“十四五”期间全国筹建 870 万套保租房，截至今年 9 月已累计筹建 721 万套。今年 5 月 17 日央行明确收购存量商品房用作保障房，10 月 12 日财政部指出适当减少新建规模，支持地方更多通过消化存量房的方式来筹集保障性住房的房源，预计剩余约 150 万套将有一部分通过存量房转化。

建设保障性租赁住房同样能够托底开发投资。若十四五期间开工建设 870 万套保租房，根据住建部，保租房以 70 平内小户型为主，假设建安成本为 2000-3000 元/平，则 2021-2025 年期间平均每年可实现 2436-3654 亿元开发投资额，相当于今年 1-10 月 86309 亿元的 2.8%-4.2%。



图表21: 保障性租赁住房持续推进中



来源: 住建部, 国家统计局, 中房报, 澎湃新闻, 国金证券研究所

配售型保障房: 今年是配售型保障房的开局之年, 多地已经公布了首批或 2024 年配售型保障房的建设计划。坚持“以需定建”, 按保本微利原则配售。目前, 福州、西安、郑州等地配售型保障房已经开始配售登记或公示, 优先满足住房困难群体需求, 配售价格为市场价 5-6 折。配售型保障房的落地将在一定程度上替代原先的刚需型住宅产品。

图表22: 多地配售型保障房建设计划落地, 一线城市均不低于 1 万套

城市	披露时间	2024 年建设/筹集套数	2023 年新房成交套数	占比
福州	2023. 12. 19	约 1.24 万套 (首批)	56094	--
深圳	2023. 12. 28	1 万余套 (首批)	31415	--
北京	2024. 1. 23	不少于 1 万套	65637	15%
上海	2024. 1. 23	不少于 1 万套	134493	7%
广州	2024. 1. 14	不少于 1 万套	72268	14%
西安	2024. 3. 7	10000	66872	15%
济南&青岛	2024. 1. 18	8000	164502	5%
杭州	2024. 2. 28	6000	91452	7%
成都	2024. 1. 15	5000	146952	3%
重庆	2024. 3. 4	5000	61219	8%
昆明	2024. 1. 23	4000	27545	15%
南宁	2024. 2. 23	4000	51819	8%
宁波	2024. 1. 23	4000	46404	9%
太原	2024. 3. 8	4000	--	--
郑州	2024. 2. 7	3700	93148	4%
贵阳	2024. 1. 31	3600	--	--
合肥	2024. 1. 16	3000	36763	8%
武汉	2024. 1. 16	3000	109677	3%
东莞	2024. 1. 31	3000	26913	11%
佛山	2024. 2. 6	3000	56603	5%
南京	2024. 1. 16	2500	45077	6%



长春	2024. 1. 5	2210	44189	5%
沈阳	2024. 1. 12	2200	51471	4%
大连	2024. 1. 11	2170	19165	11%
南昌	2024. 3. 21	2100	27222	8%
天津	2024. 4. 3	2000	89663	2%
哈尔滨	2024. 2. 26	2000	--	--
长沙	2024. 3. 12	1130	46863	2%
合计		138010		

来源：中指研究院，国金证券研究所

2.3、保障房之新加坡模式借鉴：土地国有化降低建造成本，限制交易

新加坡住房市场是以政府组屋为主，完全市场化的私人房地产为辅的二元体系。通过政策支持，以较少的土地供应，实现了极高的房屋自有率。

1960年，为了解决国内住房难问题，新加坡政府成立了建屋发展局（HDB），负责公共住房建设和管理，隶属国家发展部管理。1964年，新加坡政府宣布实行“居者有其屋”计划，鼓励中低收入者购买政府公共住房。

经过近60年的发展，新加坡现在有80%以上的人居住在政府的公共住房即组屋里，其中约9成住户拥有其居住的组屋，加之私人房产，2023年全国住房拥有率为89.7%，常年保持在90%左右，租房人口仅占约10%，实现了“居者有其屋”。

截至2023年，居住在4房组屋、5房及执行共管公寓、3房组屋中的家庭户数占比分别为31.3%、22.4%、17.0%。新加坡私人住宅主要包括无地私宅（公寓）和有地私宅（别墅）。2022年分别有17.2%、4.8%的家庭居住在公寓和有地私宅中。

新加坡“组屋”模式在制度方面有以下几个特点：

1) 土地供给：新加坡政府通过《土地征用法》将土地大规模国有化，使得HDB能够以较低价格征用土地建造组屋。

2) 资金来源：新加坡组屋的建设资金主要来自HDB发债和政府补助，银行贷款为补充来源。由于HDB为政府部门，发债及借款凭借政府信用，故其资金成本相对更低。具体而言，发债是新加坡HDB主要的建设资金来源之一。除债券和政府补助外，HDB的资金来源也包括银行贷款，但金额不大，通常为短期贷款，用于补充流动性。

3) 定价原则：HDB一手组屋的定价则主要考虑国民收入，非“成本-利润”导向。根据新加坡建屋局数据，预购组屋（BTO）的价格收入比一般为4-5倍，低于伦敦、洛杉矶、悉尼（9-13倍）和香港（18倍）等全球主要城市。新加坡居民住房支出占比常年在20%-30%。

4) 产权归属：新加坡组屋的购买者拥有组屋100%产权，但地权归政府所有。

5) 申请资格：新加坡组屋对象均以家庭为单位，实行一户一套制。组屋新房仅面向新加坡公民，海外居民不能购买。组屋转售也仅面向新加坡公民和永久居民。

6) 公积金制度：新加坡建国以来一直推行强制性的公积金制度，上个世纪70年代开始逐步提高了缴存率，此后缴存比例一直维持在30%以上。这种“强制储蓄”除了使人们有积蓄去支付首付之外，还给政府建设组屋提供了资金支持，同时公积金的投资收益又支撑了为购房者提供的优惠贷款利率。



图表23: 新加坡土地国有化降低建造成本, 限制交易减少套利空间

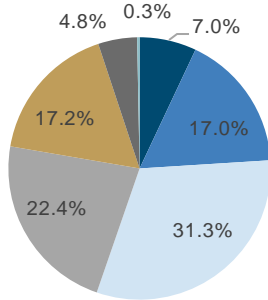
类别	新加坡组屋详情
管理机构	建屋发展局 (HDB)
职责	建设、管理公共住房, 并代政府发放组屋房贷
土地供给	政府转让或征收
资金来源	主要来自 HDB 发债和政府补助, 银行贷款为补充来源
定价原则	国民收入水平, 非成本-利润导向
产权归属	新加坡组屋的购买者拥有组屋 100% 产权, 但地权归政府所有
申请资格	新加坡公民, 以家庭为单位, 一户一套制
公积金制度	强制性, 缴存比例维持在 30% 以上

来源: 新加坡建屋发展局 (HDB), 国金证券研究所

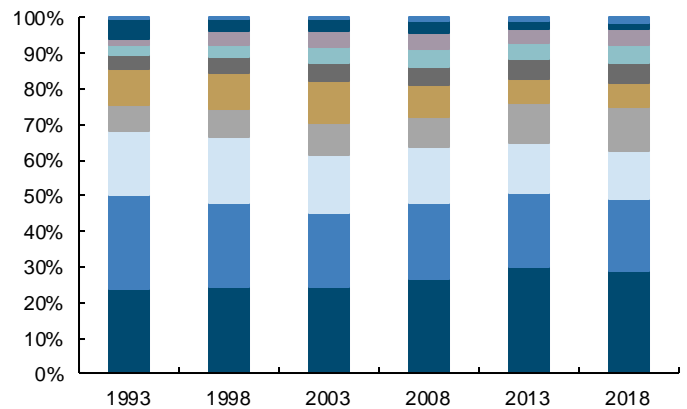
图表24: 23 年居住在组屋中的新加坡家庭占比接近 80%

图表25: 新加坡常住住户每月住房支出占比在 20%-30%

■ 1-2房组屋 ■ 3房组屋 ■ 4房组屋
■ 5房组屋与执行共管公寓 ■ 公寓 ■ 有地私宅
■ 其他类型住宅



■ 住房及相关支出 ■ 食品 ■ 交通 ■ 其他 ■ 文娱 ■ 教育服务 ■ 健康 ■ 通信 ■ 服饰 ■ 住宿服务



来源: 新加坡统计局 (DOS), 国金证券研究所

来源: 新加坡统计局 (DOS), 国金证券研究所

2.4、收储存量商品房: 积极推进, 加速房地产去库存

今年4月政治局会议明确“消化存量, 优化增量”后, 5月17日央行创设保障性住房再贷款用于收储, 10月财政部允许地方发行专项债用于收储, 随着资金来源明确、收储规范等逐步清晰, 后续有望加速落地。

根据中房报, 目前已经有超过60个城市表态支持国企收储, 福州、重庆、天津、青岛、郑州、武汉等地已有收储落地。

我们认为收储的重要意义在于: ①去化库存, 将去化周期降至合理区间, 进而改善房地产市场的供需关系, 促进止跌回稳; ②以地方政府收储价来锚定价格下限, 稳定市场对房价下跌的预期, 房价企稳后, 观望需求有望逐步转化释放; ③收储后缓解开发商资金压力, 助力保交楼。



图表26：政策持续推进，积极支持收购存量商品房用作保障房

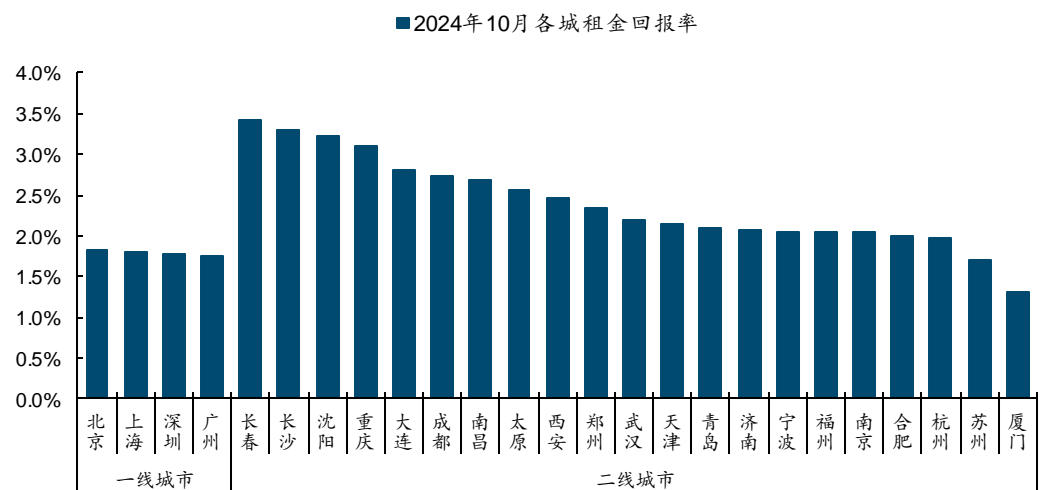
时间	部委/会议	主要内容
2023-01	央行	设立“租赁住房贷款支持计划”，额度1000亿元，向重庆、济南、郑州、长春、成都、福州、青岛、天津8个试点城市发放租赁住房购房贷款。金融机构贷款利率原则上不超过3%，对于符合要求的贷款，人民银行按贷款本金的100%予以资金支持，利率为1.75%
2024-04	政治局会议	统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施
2024-05	国务院政策例行吹风会	央行设立3000亿元保障性住房再贷款。支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房，预计将带动银行贷款5000亿元
2024-06	住建部	推动县级以上城市有力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
2024-07	政治局会议	积极支持收购存量商品房用作保障性住房
2024-09	国新办金融支持经济高质量发展发布会	将5月份人民银行创设的3000亿元保障性住房再贷款，中央银行资金的支持比例由原来的60%提高到100%，增强对银行和收购主体的市场化激励
2024-10	国新办财政部发布会	允许专项债券用于土地储备；用好专项债券来收购存量商品房用作各地的保障性住房，适当减少新建规模，支持地方更多通过消化存量房的方式来筹集保障性住房的房源
2024-10	国新办住建部发布会	支持地方用好专项债收购存量商品房用作保障性住房
2024-11	全国人大常委会办公厅新闻发布会	专项债券支持回收闲置存量土地、新增土地储备，以及收购存量商品房用作保障性住房方面，财政部正在配合相关部门研究制定政策细则，推动加快落地

来源：中国政府网，中国人大网，中指院，国金证券研究所

2.5、收储存量商品房：当前关键堵点之一在于成本收益难匹配

收益端：根据中指院，10月重点一二线城市的市场租金回报率在1.3%-3.4%，而保障房的租金水平通常为同地段同类产品的9折，租金回报率在1.2%-3.1%，进一步降低了收入端的贡献。（不考虑潜在的降租及空置）

图表27：10月重点一二线城市的租金回报率在1.3%-3.4%



来源：中指研究院，国金证券研究所

成本端：根据市场上四家保障房REIT的2023年年报，项目公司的毛利率平均值约59.5%，其中营业成本主要为折旧摊销、运营期间费用（物业费、维修保养费等）。

费用端：经过银行加点后保障性住房再贷款及地方政府专项债的资金成本均超过2%，若收储资金100%来自保障性住房再贷款或专项债且收储的价格无法明显低于市场价，那么仅财务费用就将超过租金收入。此外，四家保障房REIT的平均管理费率为2.2%。



图表28：市场上4家保障房REIT底层资产经营指标

	华夏北京保障房REIT	华夏基金华润有巢REIT	中金厦门安居保障性租赁住房REIT	红土创新深圳人才安居REIT	平均
营业收入（租金）	72.07	77.49	73.23	54.03	
营业成本	36.76	50.49	7.50	19.24	
毛利润	35.31	27.00	65.73	34.79	
管理费用	1.07	3.94	0.89	0.48	
毛利率	49.00%	34.84%	89.76%	64.39%	59.50%
管理费用率	1.48%	5.08%	1.22%	0.88%	2.2%

来源：各REIT年报，国金证券研究所

当前收储的成本收益难匹配，批量落地或需财政贴息。我们假设收储的商品房价价值量为10000（仅作为数值，无意义），在不同情景下，年租金收入在135-315区间。假设收储的资金100%使用外部融资，资金成本在1%-3%（对应贴息2%-0%）。在扣除营业成本、销管费用、财务费用后，仅在财务费率1%（即贴息2%）的情况下能够保证营业利润为正。

从盈亏平衡层面看，要想改变成本大于受益的情况，路径一需要提升营收；路径二降低财务费用。但由于保租房具备民生属性，提升租金水平或较为困难。

因此展望后续，降低财务费用是必由之路，潜在路径包括但不限于：①财政贴息；②收储时减少外部融资占比，提升自有资金占比；③压降收储价格及融资成本。

同时为加快收储落地，还需打通制度层面的堵点，可能需要摒弃部分完全市场化的规则，后续潜在的方向包括但不限于：①财政贴息；②扩大收购后的用途范围；③扩大收购对象的范围；④允许短期亏损，拉长考核期限；⑤出台容错机制及尽职免责机制。

图表29：常规情况下，财政贴息后收储用作保租房方能实现盈亏平衡

		保租房租金回报率				
		情景一	情景二	情景三	情景四	情景五
		1.4%	1.8%	2.3%	2.7%	3.2%
	营业收入（租金）	135	180	225	270	315
	营业成本	54	72	90	108	126
	毛利润	81	108	135	162	189
	销管费用	3	4	5	6	7
不贴息	财务费率3%	300	300	300	300	300
贴息1%	财务费率2%	200	200	200	200	200
贴息2%	财务费率1%	100	100	100	100	100
不贴息	营业利润	-222	-196	-170	-144	-118
贴息1%	营业利润	-122	-96	-70	-44	-18
贴息2%	营业利润	-22	4	30	56	82

来源：各REITs年报，中指研究院，国金证券研究所 注：设收储的房屋价值量为10000，不同租金回报率水平下年租金在135-315区间

三、复盘：美日大规模刺激政策纾困地产，龙头股走出长牛

3.1、复盘鄂尔多斯：经济修复，库存消化，房地产量价回升

鄂尔多斯作为一座典型的资源型城市，20多年前以煤炭等资源开发为主带动经济发展，其经济及房地产市场的发展共经历三个阶段。

第一阶段（2002-2011）：随着2002年商品煤均价达到历史高点，带动当地经济快速发展，2002-2011年期间鄂尔多斯的GDP/人均GDP的复合增长率为36%/30%。期间商品房销售面积/销售额复合增长率为33%/56%，商品房均价由1176元/平升至4877元/平，累



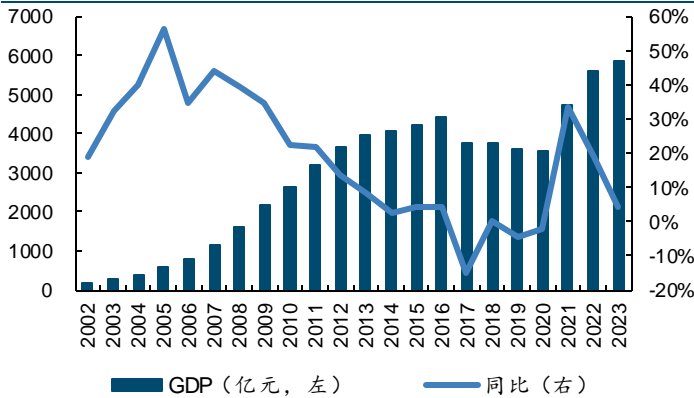
计涨幅 315%。

第二阶段(2012-2019): 由于资源枯竭局限性显现, 城市进入产业转型阶段, GDP 回落。转型前期, 鄂尔多斯仍处于稳产期, 资源库存支持 GDP 与人均 GDP 缓慢上升, 直到 2017 年才开始回落, 当年分别同比-15%与-20%, 随后不断下降至 2020 年。这一阶段鄂尔多斯的房地产市场先于全国市场开始调整并持续走低, 2019 年鄂尔多斯的商品房销售面积与销售额达到阶段低点, 退回到 2011 年的水平。在此期间鄂尔多斯从 2014 年开始经历了漫长曲折的去库过程, 2015 至 2019Q1 全市累计消化住宅库存 6.93 万套, 建筑面积 905 万方, 去库比例超过 60%。

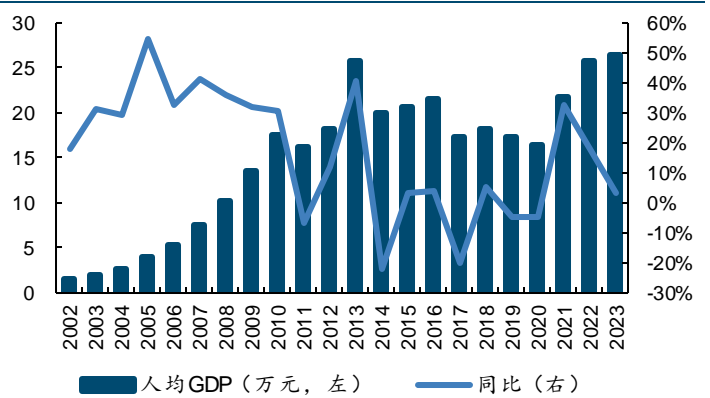
第三阶段(2020 至今): 随着鄂尔多斯转型成效显著, 且 2020 年初煤炭价格回升, 鄂尔多斯的 GDP 与人均 GDP 恢复增长, 2020-2023 年期间的复合增长率为 18%/15%。在此期间商品房销售面积增速、销售额增速亦回升, 2019-2023 年期间复合增长率为 50%与 61%, 商品房均价由 5140 元/平上涨到 6834 元/平, 累计涨幅 33%。

复盘鄂尔多斯发展史, 其并未出台大规模的楼市刺激政策, 随着库存逐步去化, 经济重回增长轨道, 房地产的量价自然止跌。鄂尔多斯是经济复苏后再带动地产复苏, 而非过去的地产带动经济回暖。

图表30: 鄂尔多斯 GDP 经历调整后重归增长



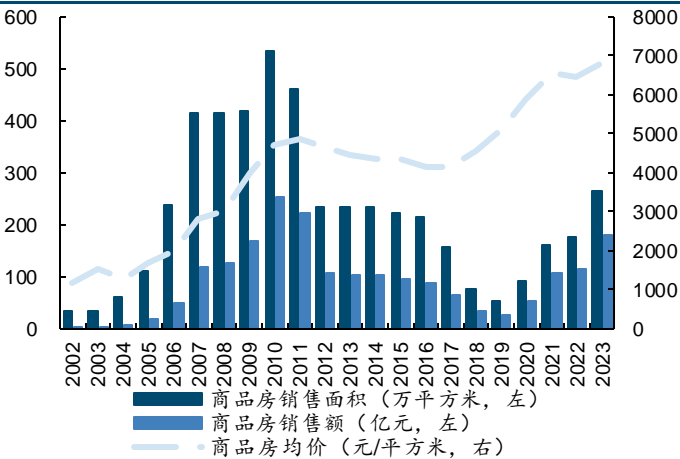
图表31: 鄂尔多斯人均 GDP 经历调整后重归增长



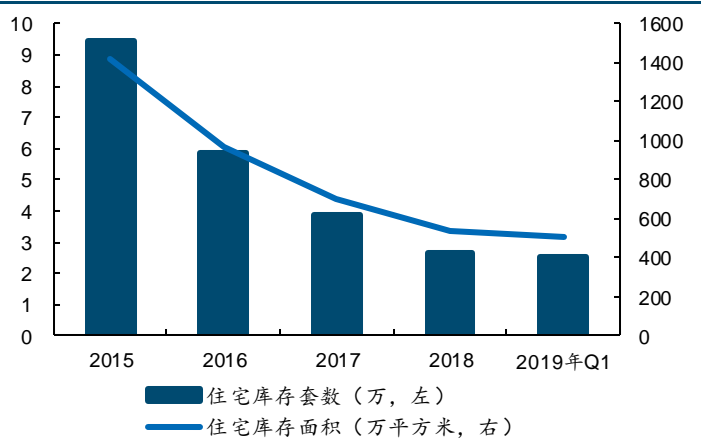
来源: 鄂尔多斯宏观经济数据库, 国金证券研究所

来源: 鄂尔多斯宏观经济数据库, 国金证券研究所

图表32: 随着经济恢复, 2020 年后商品房量价齐升



图表33: 2015-2019 年全市住宅库存量减少



来源: wind, 国金证券研究所

来源: 鄂尔多斯市房管局, 国金证券研究所

3.2、美国房地产市场: 降息+量化宽松, 国家下场接管两房, 方能扭转预期

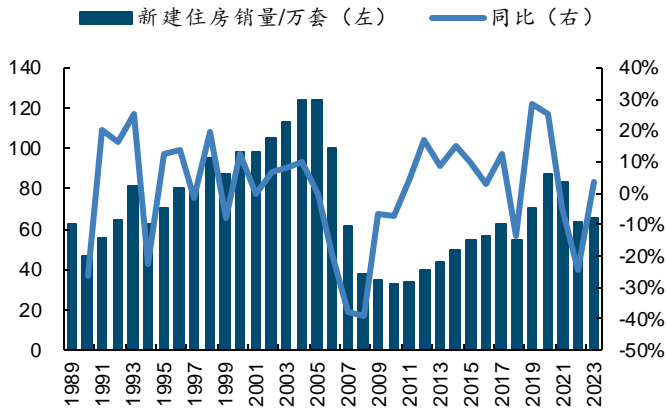
3.2.1、量: 金融危机后销量逐步恢复, 但不及巅峰

美国新建住房及成屋销量于 2004 年达到近三十年最高点, 分别为 124 万套及 689 万套。2006 年起开始下降, 新建住房销量于 2010 年触底, 较 2004 年-73.8%; 成屋销量于 2008 年触底, 较 2004 年下降 41.8%。

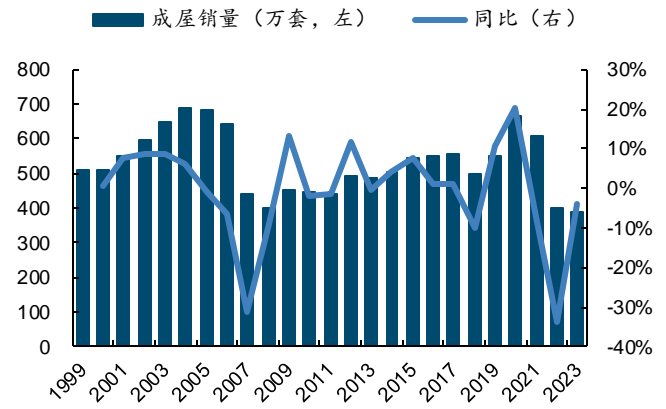
2012 年起美国地产销量稳步回升。20 年新建住房及成屋销量分别为 87.8 万套和 665 万套, 2012-2020 年复合增长率为+10.4%和+3.9%, 而相较历史高峰时期仍存在差距。



图表34：美国新建住房销量2010年后开始回升



图表35：美国成屋销量2008年后开始回升



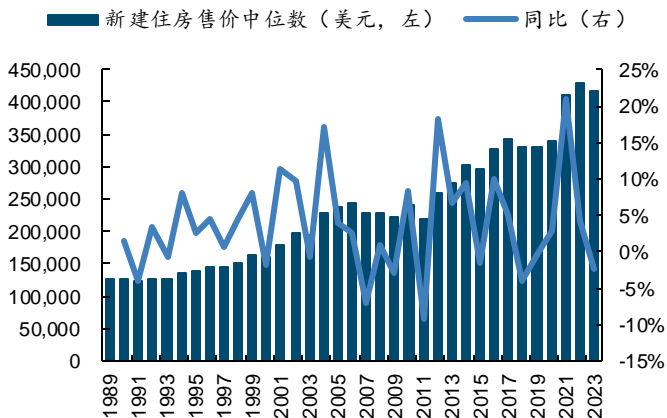
来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

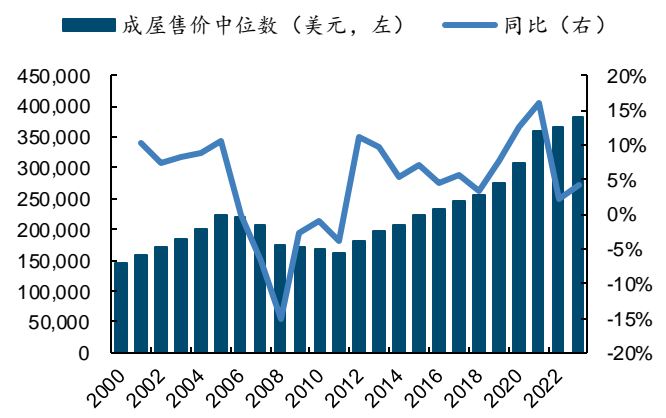
3.2.2、价：房价短期波动不改长期涨势

受金融危机影响，短期房价有所波动，长期来看，美国房价呈现稳步上涨态势。美国新建住房售价在2007-2011年呈现波动下降，2012年起逐步回升，截至2022年售价中位数为418300美元，2011-2022年复合增长率为6.3%。成屋售价2005-2010年连续下降，2011年起持续正增长，截至2022年售价中位数为381400美元，2010-2022年复合增长率为7.4%。

图表36：美国新建住房售价呈上升趋势



图表37：美国成屋售价呈上升趋势



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

3.2.3、应对政策：两轮QE宽货币，接管两房，国家信用兜底

2007年美国爆发次贷危机，并于08年演变为全球性金融危机，引发经济及房地产大规模衰退。

在财政政策方面，通过扩大财政支出减轻居民和企业负担，维稳经济。2007年起，先后出一系列救助措施，通过减轻税收负担、收购不良资产、创造就业岗位等刺激经济。2008年2月的《经济刺激法案》提供1680亿美元减税；2008年10月《紧急稳定经济法案》授权不良资产救助计划7000亿美元额度，对美国700多家银行提供资金支持；2009年2月《美国复苏与再投资法案》提供7870亿美元额度用于中小企业税收减免、就业岗位投资等。

在货币政策方面，多轮降息和量化宽松政策，增加流动性。2007年9月，美联储将目标利率下调至4.75%，并持续降低，于2008年降至0.25%。创新流动性工具，如定期拍卖工具、定期债券借贷工具等，以满足货币市场的流动性需求。2008-2012年完整经历两轮量化宽松，购买大量国债并将短期债券变更为长期债券。

在住房政策方面，以国家信用担保，减轻还贷压力，保障居民住房。2007年12月签署《抵押贷款债务豁免法案》为住房抵押贷款的居民提供税收减免；2008年7月发布《住

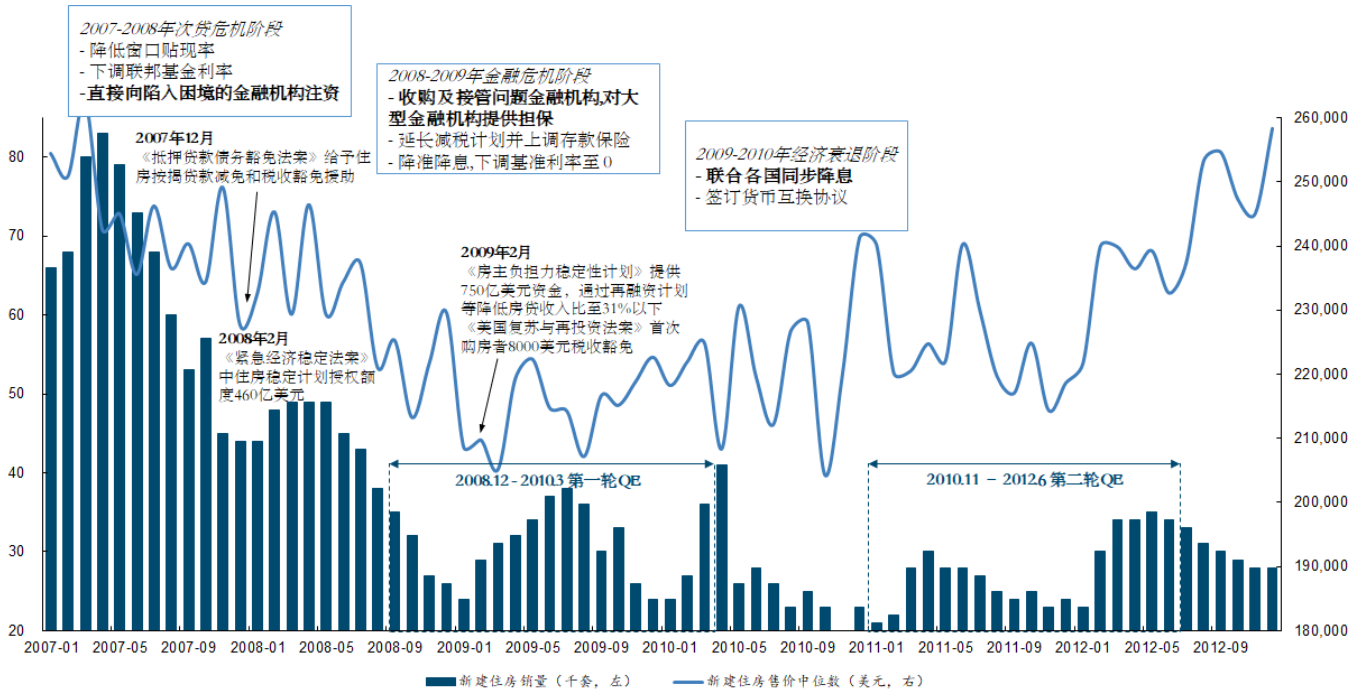


房和经济复苏法案》为 3000 亿美元次级抵押贷款提供担保；2009 年 2 月发布《房主负担力稳定性计划》，通过补贴、再融资、减税等措施减轻居民还贷压力，使房贷收入比降至 31%。

此外，美国政府施展历史最大的拯救措施，政府根据法律程序紧急接管“两房”，随后向“两房”大量注资。美联储购买了“两房”发行的 1.25 万亿美元抵押贷款担保证券，奥巴马政府承诺到 2012 年前，政府将承担“两房”的所有损失。

国家信用介入后，住房抵押贷款市场利率逐渐下降并趋于稳定。伴随宏观经济复苏，美国房价见及销量于 2010 年见底，并于 2012 年起明显回升。

图表38：美国实施大规模扩张性财政货币政策，市场于 2012 企稳



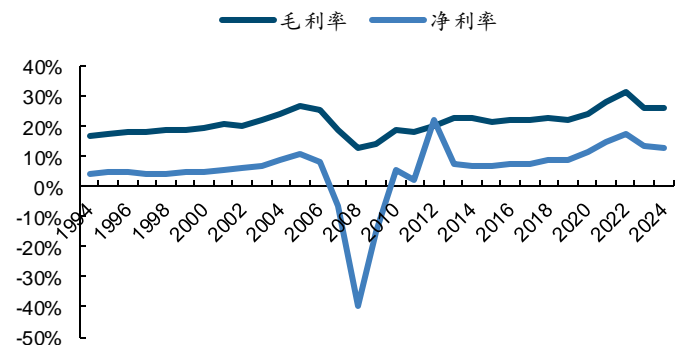
来源：wind，美国财政部，维基百科，《美国金融危机救助政策研究：国内影响、国际溢出与政策启示》，国金证券研究所

3.3、美国地产龙头：DR Horton 营收及利润率持续上升，长牛行情大幅跑赢指数

长期来看，DR Horton（霍顿公司）利润率呈上升趋势。受金融危机影响，2005-2008 年霍顿公司的毛利率大幅下降，净利率转亏，毛利率/净利率最低降至 2008 财年的 12.8% 和 -39.6%。2010 年起，霍顿公司的盈利水平逐步恢复至危机前水平，此后持续上升，2022 财年毛利率/净利率分别升至 31.6% 和 17.5%，创下近 30 年的最高水平。

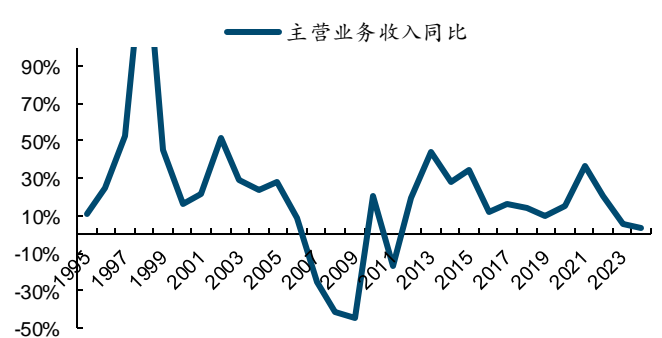
受金融危机影响，2007-2011 年期间霍顿公司营收呈负增长，2012 年以来霍顿公司穿越新房销量的波动，营收保持正增长。

图表39：DR Horton 利润率呈上升趋势



来源：bloomberg，国金证券研究所

图表40：2012 年后 DR Horton 的营收持续增长

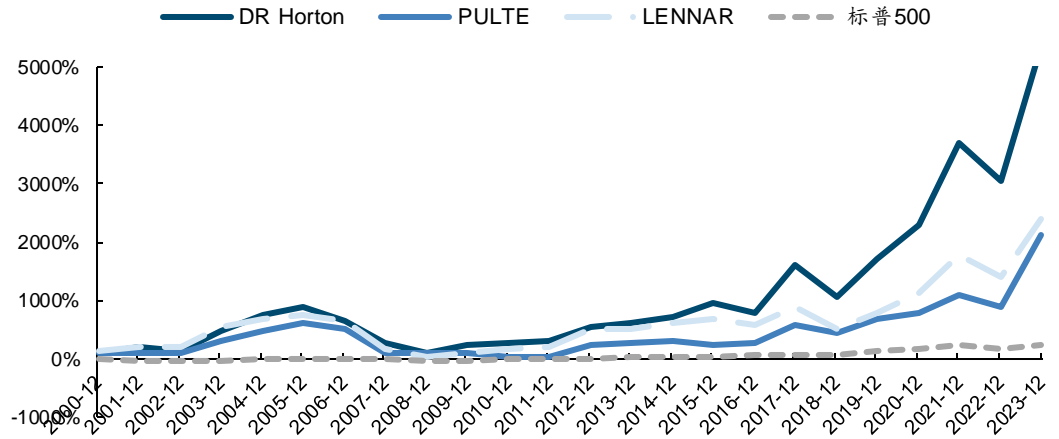


来源：bloomberg，国金证券研究所



随着 2012 年后美国地产市场量价企稳，地产龙头股开始大幅上涨。若以 1999 年 12 月 31 日收盘价为基期，美国三家地产龙头 DR Horton/PULTE/LENNAR 的累计涨幅分别达到 5341%/2130%/2412%，而同期标普 500 累计涨幅仅 225%。

图表41：2012 年美国地产龙头开始大幅上涨



来源：wind，国金证券研究所 注：以 1999/12/31 为基期的累计涨幅

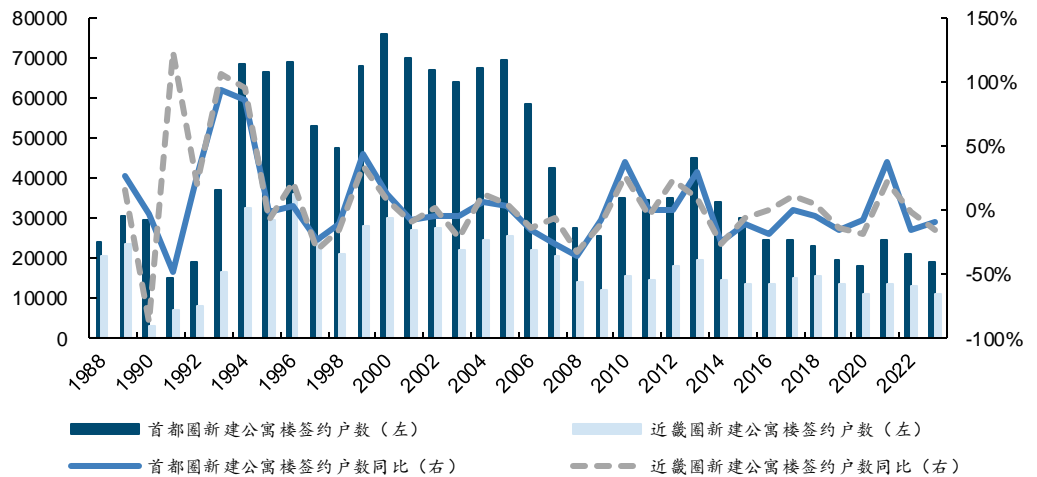
3.4、日本房地产市场：零利率+量化宽松，多任内阁政策持续发力

3.4.1、量：新房成交量下降，二手成交上升

从新房看，日本首都圈/近畿圈新房签约户数分别于 2000 年/1996 年达到阶段高点，分别为 76093 户/36103 户，而后进入长周期震荡下行阶段。首都圈/近畿圈新房签约户数均于 2020 年见底，分别为 17973 户/10890 户，最大回撤分别为-76.4%/-69.8%。

从二手房看，日本房地产市场趋于成熟，首都圈/近畿圈二手房成交件数呈现上升趋势，2023 年首都圈/近畿圈二手房成交分别为 36230 件/16383 件，较 1992 年的成交量分别上涨 70.2%/224.2%。

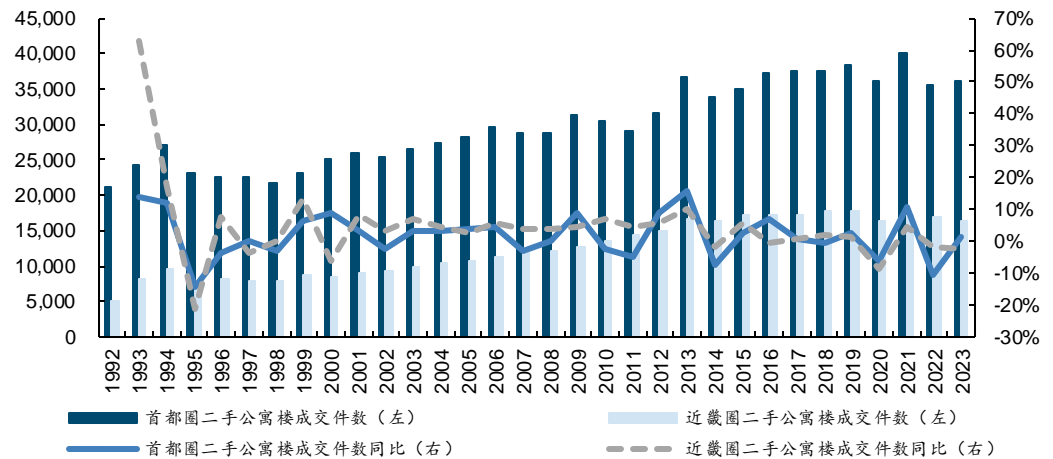
图表42：日本一手房签约户数呈下跌趋势



来源：wind，国金证券研究所



图表43：日本二手房成交件数呈上涨趋势



来源：wind，国金证券研究所

3.4.2、价：房价经历30年长周期调整后创下新高

日本房价下行周期长，下跌时长超过十年。首都圈/近畿圈新房价格分别于1990年/1991年达到阶段高点后，而后进入漫长下跌周期，首都圈/近畿圈新房价格均于2002年触底，首都圈/近畿圈二手房价格分别于2003/2004年触底。

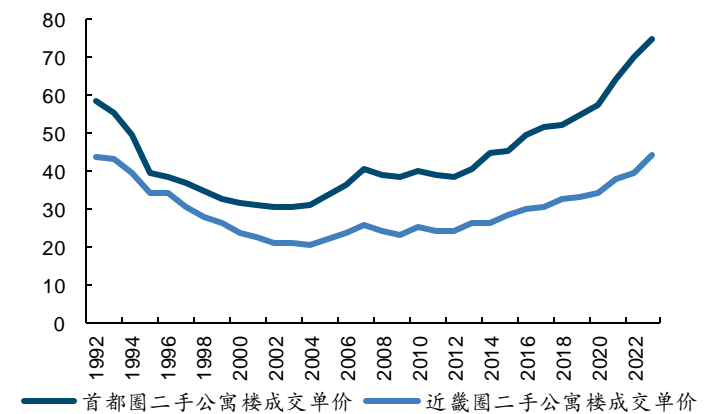
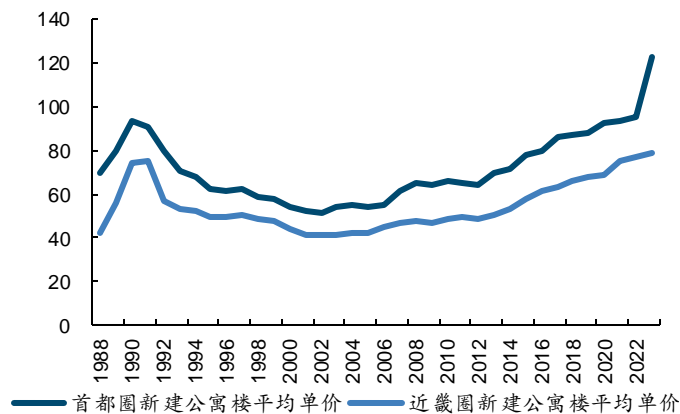
日本房价下跌幅度大。首都圈/近畿圈新房房价最大回撤分别为-45.1%/-44.8%。首都圈/近畿圈二手房房价跌幅达-47.9%/-53.2%。

日本房价底部盘整周期长。日本房价触底后并未明显回升，而是持续底部盘整，直到2012年以后才出现明显涨幅。首都圈/近畿圈的新房价格均于2021年涨回上世纪90年代的前高；首都圈/近畿圈的二手房价格分别于2021年/2023年涨回前高。

从结构分化来看，新房比二手房的涨幅更大更快，首都圈比近畿圈的涨幅更大更快。

图表44：日本首都圈新房价格创历史新高（万日元/平）

图表45：日本首都圈二手价格创历史新高（万日元/平）



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

3.4.3、应对政策：多任内阁持续输出史上最大力度的政策

自90年代初日本泡沫经济破裂后，日本经济及房地产陷入首次低谷。受到1997年阪神大地震、亚洲金融危机的冲击，日本房地产开始了自98年1月至02年12月持续时间长达5年的衰退。针对二次衰退的情况，多任内阁在政策层面持续发力。

在财政政策方面，桥本内阁和小渊内阁贯彻“凯恩斯主义”，开展大规模公共工程支出。1998年4月，日本出台了历史最大规模的财政“综合经济对策”，包括减税和社会资本建设支出，总额达12万亿日元，整体财政规模超过16万亿日元。同年11月，小渊推出了超过17万亿日元的“紧急经济对策”（包括新发展经济对策永久减税在内超过20万亿日元）。随后，1999年和2000年又实施了分别为18万亿和11万亿日元的经济政策。



在货币政策方面，根据日本银行，1999年2月日本央行决定采取进一步放松货币政策的措施，将无担保隔夜拆借利率的诱导目标下调至0.15%左右，9月贯彻零利率政策。随着经济复苏略有起色，2000年8月曾再度上调至0.25%。

2001年3月，在小泉纯一郎上台前夕，日本央行推出量化宽松政策，将金融市场操作目标从无担保隔夜拆借利率调整为准备金账户余额，扩大基础货币的投放，同时恢复零利率政策。

2001年9月，小泉内阁提出“改革优先计划”，结构改革的核心之一是处理不良债权。2002年10月，日本金融厅发布“金融再生计划”，新搭建的金融行政框架，主要包括：严格审查不良债权、充实自有资本和强化银行治理。结构改革的核心之二是削减公共支出。2002年度预算中，政府将债券的发行量限制在30万亿日元以内，对专门公共机构的经费削减了1万亿日元，并对以重点领域为中心的经费进行了根本性的审查。

小泉的改革通过解决不良资产，化解过剩债务，减少政府公共支出，保障就业及民营化等一系列结构性改革措施，修复了资产负债结构，被压制的总需求得以逐渐释放。

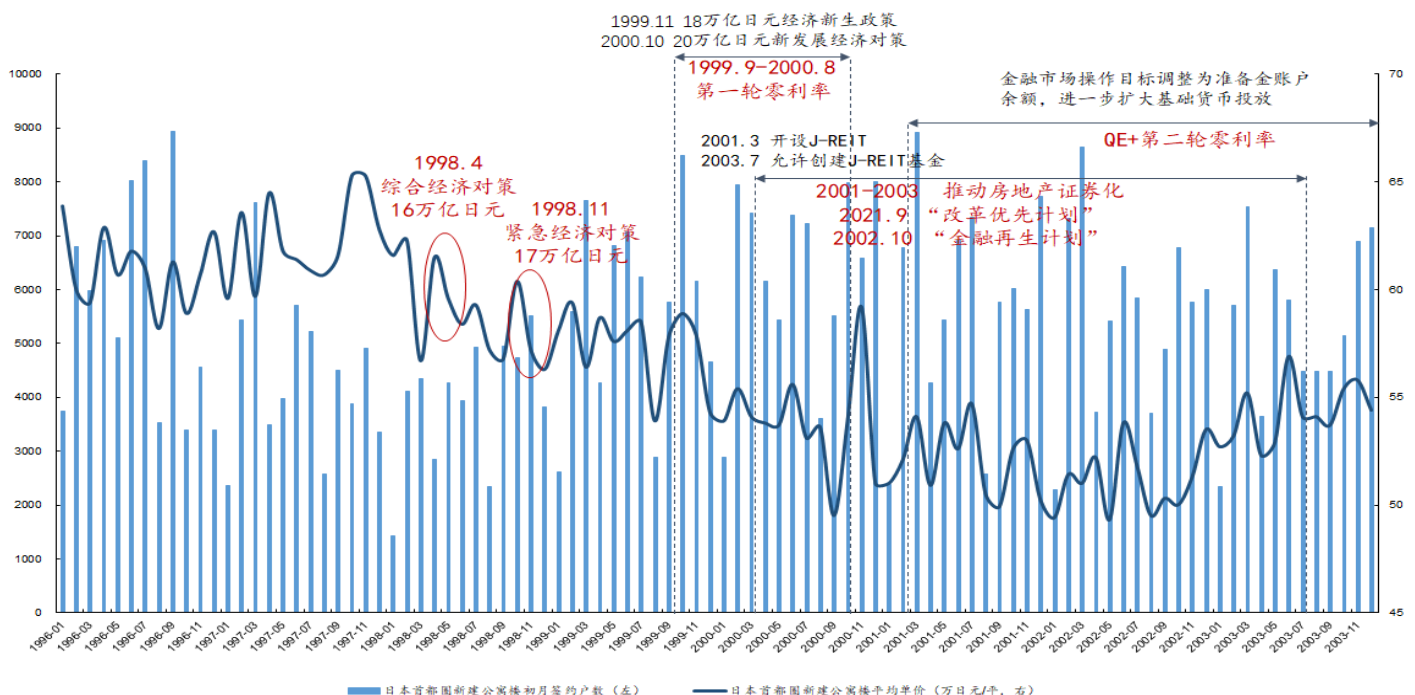
图表46：日本四任内阁先后发力财政、货币、结构性改革

时间	首相	政策	规模
1998/4	桥本龙太郎	综合经济对策	总额超过16万亿日元，其中财政支出约12万亿日元
1998/11	小渊惠三	紧急经济对策	总额超过20万亿日元，包括永久减税在内则超过20万亿日元
1999/9	小渊惠三	零利率政策	无担保隔夜拆借利率降至0%
1999/11	小渊惠三	经济新生政策	总额超过18万亿日元
2000/10	森喜朗	新发展经济对策	总额超过11万亿日元
2001/2	森喜朗	零利率政策	无担保隔夜拆借利率降至0%
2001/9	小泉纯一郎	改革优先计划	处理不良债权、削减公共支出、国有企业民营化改革

来源：日本外务省，日本银行，日本开发银行，日本自民党官网，日本时报，纽约时报，国金证券研究所

通过持续推出超大力度的政策以及对政策方向的不断调整，市场对日本经济、金融、房地产的信心逐步恢复，2002年日本首都圈房价率先见底，此后进入底部盘整期。

图表47：日本多任内阁持续推出大力度的经济政策，新房房价于2002年企稳



来源：日本外务省，日本银行，日本开发银行，日本自民党官网，j-reit官网，日本金融厅，日本时报，纽约时报，国金证券研究所

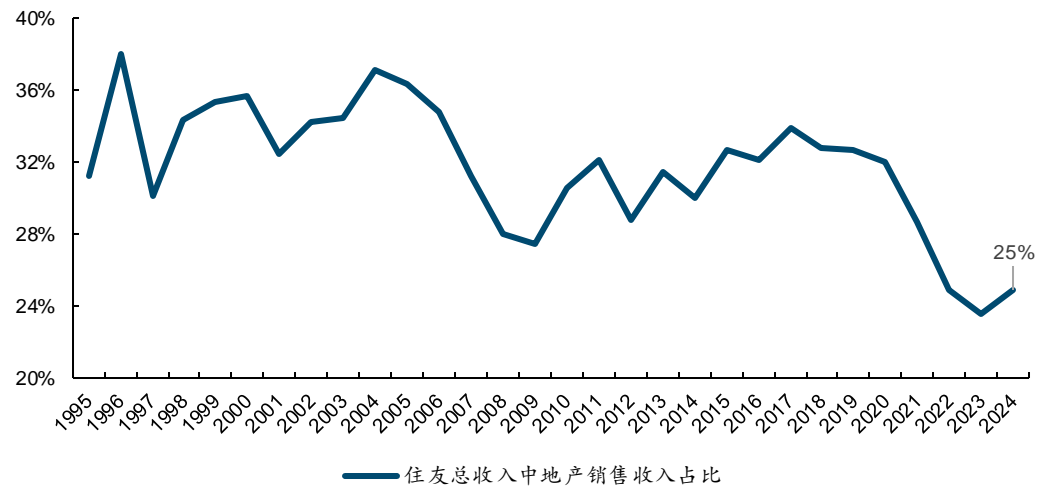


3.5、日本地产龙头：住友业务结构优化，长牛行情大幅跑赢指数

在日本楼市漫长下行期，居民的住房需求改变，地产龙头逐渐转变业务方向以适应经济社会发展，通过调降开发业务，提升经营业务（如资产管理、租赁服务、物业服务、经纪服务）来优化整体业务结构，降低运营杠杆，成功穿越周期。

住友房地产的开发销售收入占比由1996财年最高的38%降至2024财年的25%，其余75%均为经营性业务。

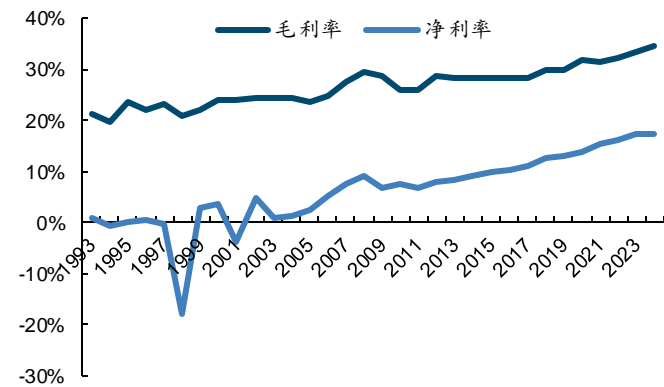
图表48：住友的地产销售业务收入占比呈下降态势



来源：bloomberg，国金证券研究所

随着业务结构的优化，住友的毛利率与净利率自2002年日本新房价格止跌开始呈持续上升趋势，毛利率自90年代20%的水平上升至2024财年的34%，净利率自90年代10%以下的水平上升至2024财年的17%。同时经营业务比重的增加使得住友的收入增长更为稳定，受房地产市场的影响减小。

图表49：住友利润率呈上升趋势



来源：bloomberg，国金证券研究所

图表50：住友营收增长率波动减小

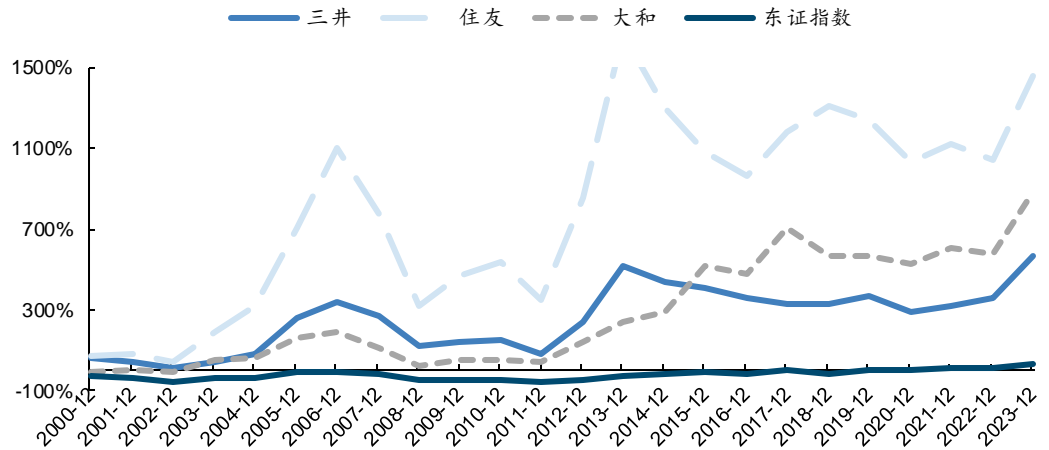


来源：bloomberg，国金证券研究所

日本地产龙头的长期涨幅大幅跑赢东证指数。2012年起日本房价开始温和上涨，尽管新房销量呈波动降低趋势，但地产龙头股保持波动上涨态势。若以1999年12月31日收盘价为基期，日本三家地产龙头：三井不动产/住友房地产开发/大和房屋工业的累计涨幅分别达到568%/1458%/886%，而同期东证指数累计涨幅仅37%。



图表51：2012年后日本地产龙头开始大幅上涨



来源：wind，国金证券研究所 注：以1999/12/31为基期的累计涨幅

四、展望 2025：基本面或寻底，行情夯实底部，龙头强者恒强

4.1、地产基本面展望：寻求筑底的关键之年

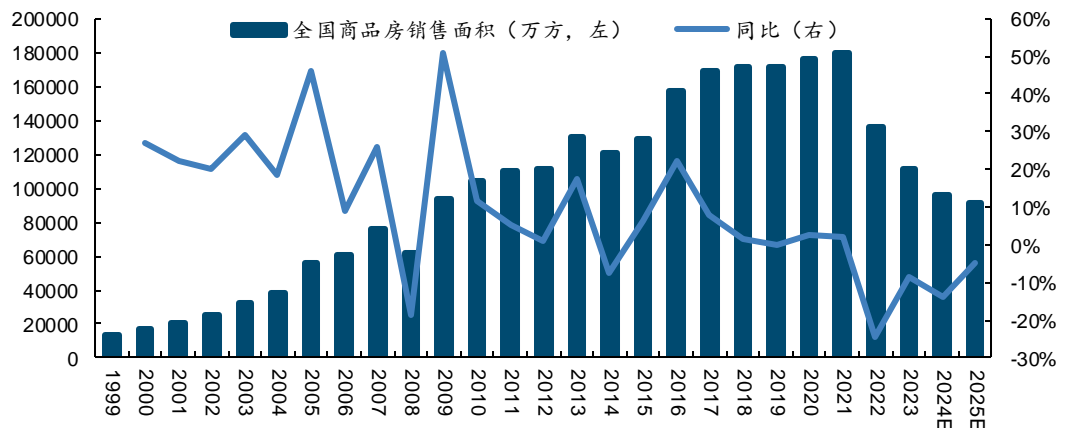
我们认为9月末以来的一系列政策体现了中央对于地产“止跌回稳”的决心及行动，有效地提振了市场预期，政策效果为近几轮最佳。随着政策持续落地，2025年地产或迎来寻求筑底的关键之年，基本面降幅有望迎来改善。

4.1.1、销售面积：预计2024年同比-14.0%，2025年同比-4.8%

对于2024年，1-10月销售面积77930万方，累计同比-15.8%，随着11月三部委出台降低房产交易契税、增值税的税收政策，一线城市取消普宅非普宅标准，11月楼市热度有望延续，考虑到去年11月基数较低，今年11月或有望同比持平，销售面积为7930万方。12月为传统的营销旺季，去年同期北京上海等重点城市有新政落地，基数相对较高，今年12月销售面积或同比小幅下降至10216万方。综合以上数据，我们预计2024年全年商品房销售面积96076万方，同比-14.0%。

对于2025年，预计政策持续落地带动需求侧回暖，但近两年房企拿地大幅收缩，整体销售规模或将受到供给侧的约束，我们用总销售面积=新推面积*新推去化率+滚存库存面积*续销去化率进行预测。新推面积采用下文预测的2025年新开工面积63250万方，新推去化率为44%（根据中指院2023年为49%，2024Q3为42%，我们认为政策加码的情况下，2025年新推去化率将有所回升），滚存库存面积为1999年至2024年累计新开工面积减去累计销售面积，续销去化率根据历史拟合值约为9%。我们预计2025年全年商品房销售面积91448万方，同比-4.8%。

图表52：预计销售面积2024年同比-14%，2025年同比-5%



来源：wind，国金证券研究所



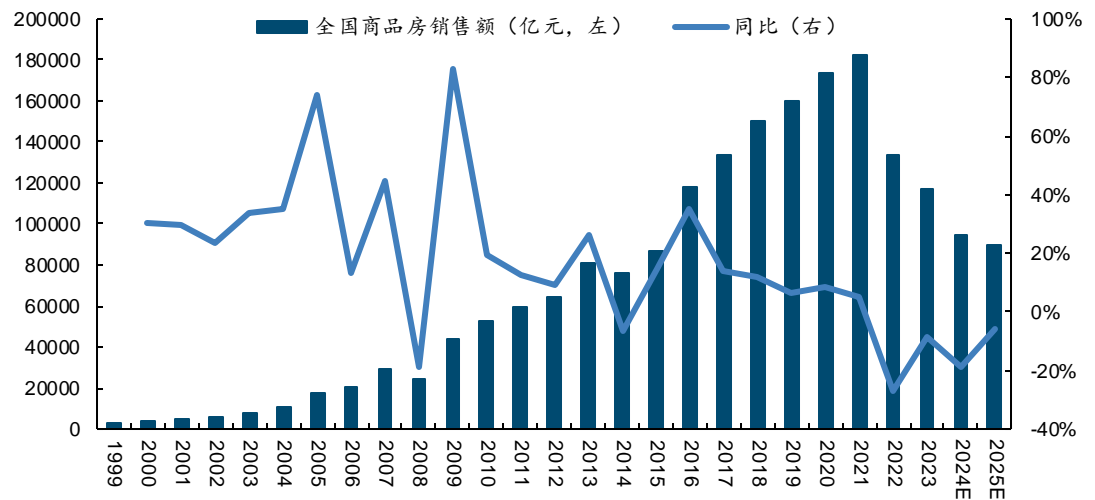
4.1.2、销售额：预计 2024 年同比-18.7%，2025 年同比-5.8%

对于销售面积，根据前文测算，我们预计 2024 年/2025 年的销售面积分别为 96188 万方/91438 万方。

对于销售单价，由于政策利好提振市场信心，商品房销售均价由 1-9 月的 9800 元/平提升至 1-10 月的 9862 元/平，预计政策效果延续，2024 年全年销售均价维持这一水平。而随着政策效果的持续释放，且明年政策加码仍然可期，包括一线及强二线在内的重点城市的成交开始放量，为价格企稳提供了量能基础，预期在明年有望率先实现价格止跌企稳，预计 2025 年商品房销售均价降幅收窄，全年小幅下降 1%至 9765 元/平。

通过销售额=销售面积*销售单价，我们预计 2024 年销售额 94762 亿元，同比-18.7%；2025 年开发投资 89296 亿元，同比-5.8%。

图表53：预计销售额 2024 年同比-19%，2025 年同比-6%



来源：wind，国金证券研究所

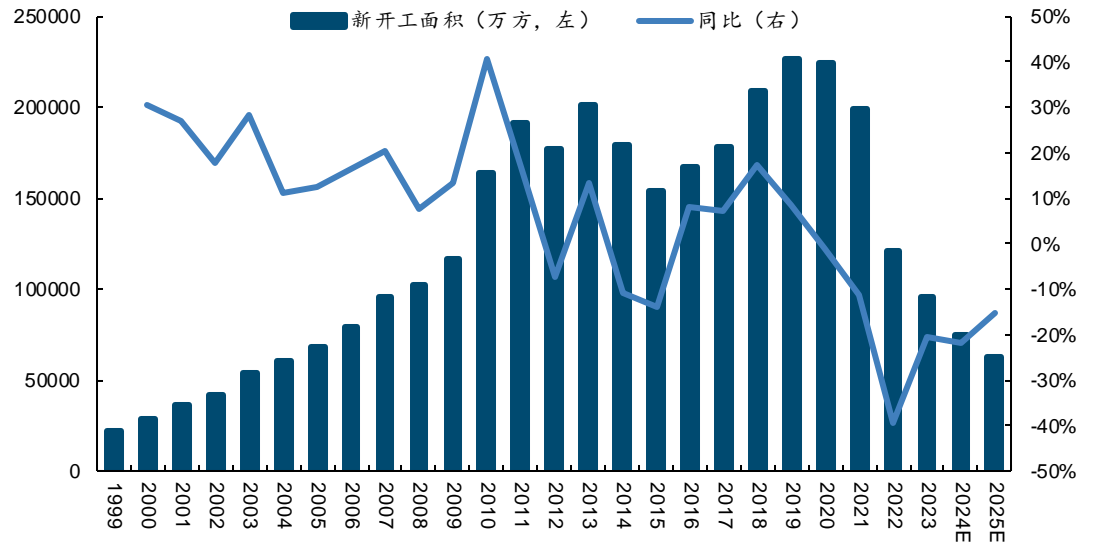
4.1.3、新开工面积：预计 2024 年同比-22.0%，2025 年同比-15.0%

对于 2024 年，1-10 月新开工面积 61227 万方，累计同比-22.6%。11 月及 12 月的新开工面积主要取决于上半年的土地成交表现，而上半年 4-6 月的土地成交面积仍处于低位，因此 11-12 月的新开工面积或不具备大幅提升的基础。我们预计 2024 年全年新开工面积 74412 万方，同比-22.0%。

对于 2025 年，由于今年房企销售普遍承压，业内已普遍采取以销定投、量入为出的投资策略，因此今年房企拿地进一步收缩。土地成交作为新开工的前置指标，今年偏低的成交量会制约明年的新开工面积，因此我们预期 2025 年新开工面积仍然继续探底，但随着 10 月以来销售的修复，后续房企拿地强度或有所提升，因此 25 年新开工面积的同比降幅较今年可能会有所收窄。我们预计 2025 年新开工面积 63250 万方，同比-15.0%。



图表54: 预计新开工面积 2024 年同比-22%, 2025 年同比-15%



来源: wind, 国金证券研究所

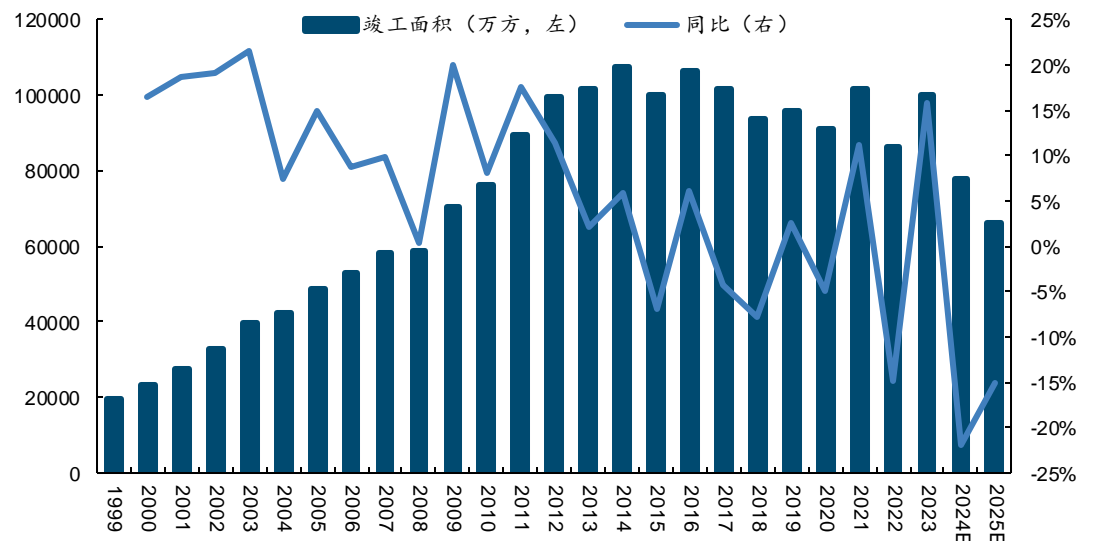
4.1.4、竣工面积: 预计 2024 年同比-22.0%, 2025 年同比-15.0%

竣工面积的变动趋势可由新开工面积大致推算得出, 2021 年以来竣工面积滞后新开工面积约 25-30 个月。竣工数据出现大幅回落, 我们认为去年支撑竣工增长三个主要原因(保交付政策、竣工延迟效应以及房企加速去化动作)边际效应都有所趋弱, 今年的竣工反映自 21 年开始大幅收窄的新开工, 持续收缩的新开工可能会进一步在竣工端体现

对于 2024 年, 1-10 月竣工面积 41995 万方, 累计同比-23.9%, 前 10 个月的竣工数据与去年走势背离, 出现大幅回落, 主要因为 2023 年的保交房政策及外部不可抗力因素导致工程进度延后, 使得竣工面积高增, 出现高基数, 而今年以上两个因素影响逐渐减弱。10 月住建部宣布年底前将“白名单”项目信贷规模增加到 4 万亿元, 或对 11-12 月的竣工形成一定支持, 全年同比降幅有望小幅收窄, 我们预计 2024 年全年竣工面积 77868 万方, 同比-22.0%。

对于 2025 年, 4 万亿“白名单”项目持续落地, 2023 年部分房企拿地积极, 新开工面积降幅明显收窄, 该部分项目将于 2025 年陆续进入竣工周期, 以上因素或使得竣工面积降幅收窄, 我们预计 2025 年全年竣工面积 66188 万方, 同比-15.0%。

图表55: 预计竣工面积 2024 年同比-22%, 2025 年同比-15%



来源: wind, 国金证券研究所



4.1.5、开发投资：预计2024年同比-10.9%，2025年同比-6.1%

房地产开发投资=土地购置费+施工投资，施工投资=施工面积*单位面积施工投资。

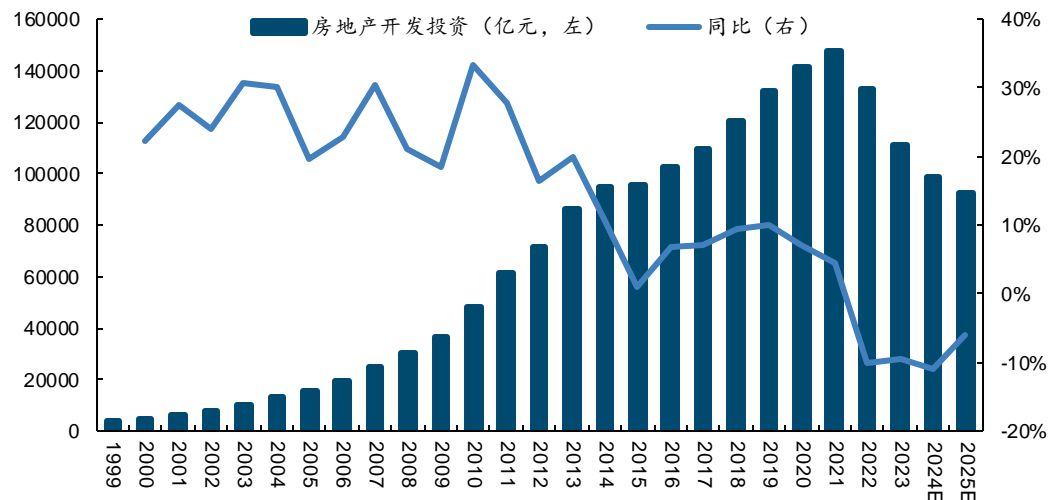
对于土地购置费，今年1-10月土地购置费32232亿元，同比-7.4%，土地购置费的缴纳通常滞后于土地成交总额6-12个月，由于23年底以来土地成交总额呈下行趋势，因此我们预计今年全年土地购置费降幅继续扩大，2024年同比-8.0%。2025年的土地购置费主要取决于今年下半年及明年上半年的土地成交总额，今年下半年土地市场与上半年的下行趋势相当，预计2025年土地购置费仍然同比-8.0%。

对于施工面积，今年1-10月施工面积720660万方，同比-12.4%，随着年底新开工面积的减少及竣工面积的增加，预计2024年全年730000万方，同比-12.9%。根据前文对于新开工面积及竣工面积仍呈现同比双位数下降的预测，预计2025年全年693500万方，同比-5.0%。

对于单位面积施工投资，根据开发投资额、土地购置费、施工面积综合计算，今年1-10月单位面积的施工投资为750元/平，同比+0.5%，预期2024年及2025年施工均保持这一投资强度。

通过对以上三个参数的测算，我们预计2024年开发投资98807亿元，同比-10.9%；2025年开发投资92801亿元，同比-6.1%。

图表56：预计开发投资2024年同比-11%，2025年同比-6%



来源：wind，国金证券研究所

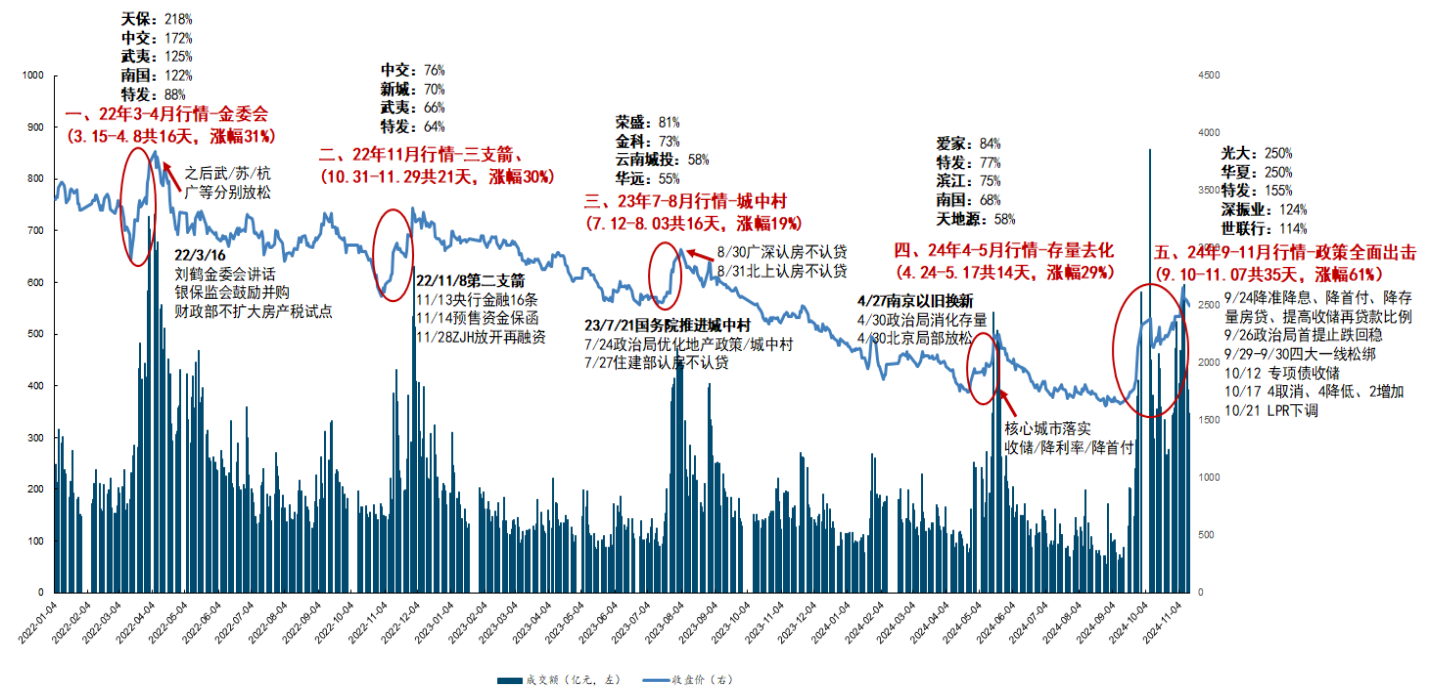
4.2、行情展望：地产板块底部或得到夯实，把握政策机遇

复盘22年至今，地产共经历5轮明显的上涨行情。前四轮的行情可总结为“买预期卖现实”，政策放松&政策预期催化地产快速上涨，而基本面不及预期又会带动地产回落至新低。当上一轮政策失效，基本面持续下行，会酝酿出新一轮的政策放松，从而催化地产新一轮上涨。

本轮中央目标止跌回稳，出台政策力度大、频率高，地产基本面修复效果好于过往。因此本轮上涨幅度更大，持续时间35天，较过往几轮更长，期间最大涨幅61%，较过往几轮更高（第一波博弈城市放松政策，第二波博弈重组/旧改政策）。我们认为地产板块底部得到夯实，不会出现像过往几轮一样的大幅下杀。



图表57：政策&博弈驱动地产波段行情



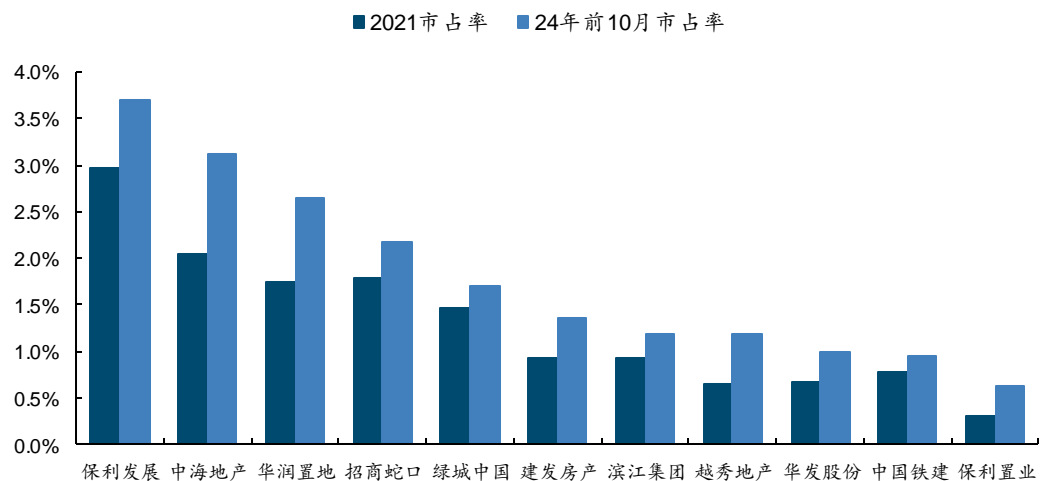
来源：各政府官网，央广网，新华网，人民网，央视网，交易商协会，wind，国金证券研究所

4.3、重点地产标的展望：供给侧出清，龙头市占率提升

2021年作为本轮下行周期的起点，通过棚改时期“三高”模式实现规模的快速扩张，彼时行业龙头主要为民企，央国企及改善型房企的市占率相对较低。而今年前10月，随着民企的出清，行业销售排名靠前的基本为央国企及改善型房企。

行业经过三年的大幅调整，供给侧持续出清，多数民营房企陷入流动性困境。而在大浪淘沙后，剩者为王，稳健经营的央国企及改善型房企成为行业龙头，市占率得到明显提升，如保利、中海、华润的市占率提升幅度均超过0.7个百分点。但目前行业龙头保利发展的市占率仍不足4%，龙头房企的市占率未来或仍有提升空间。

图表58：对比21年及今年前10月，龙头房企在本轮周期中市占率大幅提升



来源：wind，克而瑞，国金证券研究所

在销售端：受今年前9个月销售同比大幅下滑的影响，1-10月多数房企的销售金额累计同比仍为负值，中海、保利置业韧性较强，销售降幅更小。

在投资端：受制于流动性压力及保交付需求，多数房企已经丧失拿地能力，在土地市

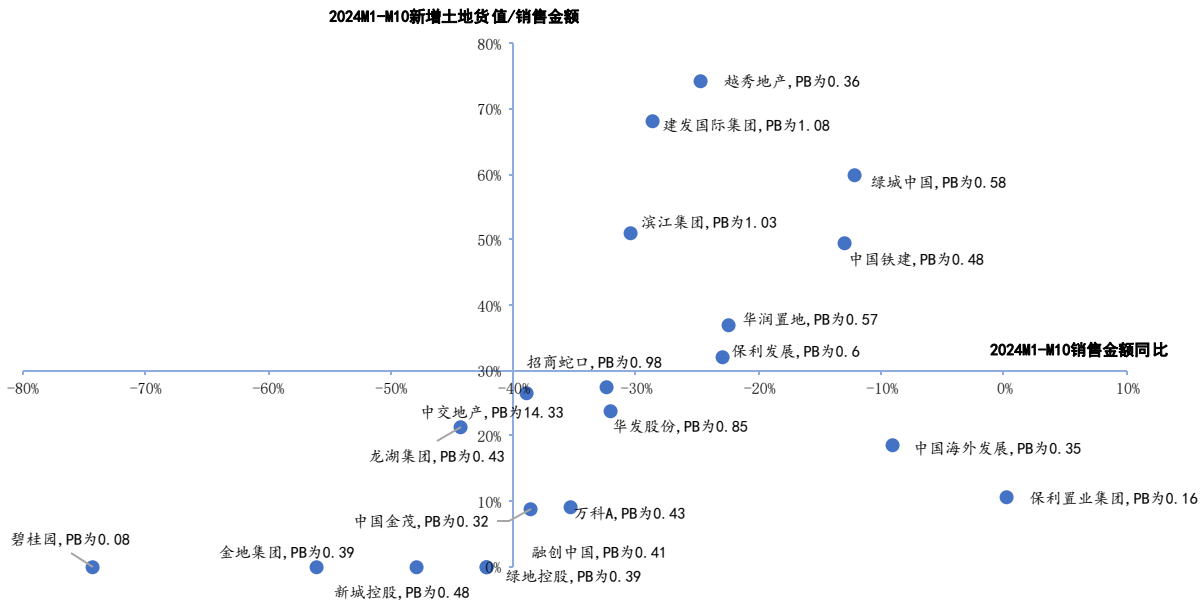


场上出局。而剩下的房企普遍采取以销定投的策略，基于对未来销售持有审慎态度，央国企房企亦主动缩表，拿地强度大幅下降。

在融资端：由于近几年流动性危机逐渐蔓延至优质民企及混合所有制房企，多数房企已几乎丧失公开市场的融资能力，而央国企凭借其股东背景及信用优势，能维持通畅的融资渠道及较低的融资利率。

估值：截至11月22日，港股地产PB基本在0.7x以下，A股地产PB基本在1.0x以下。供给侧持续出清，若后续地产基本面企稳，销售表现好，具备持续拿地能力的房企率先受益，业绩和估值均有望得到修复。

图表59：对照主流房企的销售拿地表现，央国企更为突出



来源：wind，克而瑞，国金证券研究所 注：PB（MRQ）截至11/22

五、投资建议：反转后动能强劲，推荐行业龙头，关注弹性标的

在21H2开始的本轮下行周期中，政策逐步放松但效果不佳。今年9月末中央首次定调促进地产“止跌回稳”，此后各部委通力协作，自上而下政策加速落地，充分体现了中央支持地产企稳的决心及行动。政策加码下，市场预期开始修复，11月楼市成交热度延续，地产板块未出现明显回落。因此我们认为本次与过往几轮均不相同。

目前需求端政策力度大，配合收储+城中村改造+保障房等对冲短期下行压力，并建立起长效机制。随着政策效果释放，短期内成交有望率先企稳，并逐步扭转房价下行预期，提振市场信心，最终实现止跌回稳目标。而地产的长期稳健发展仍依赖于经济周期向上、流动性宽裕、通胀预期等宏观因素及政策的持续支持。美国日本地产经历持续探底后，一旦形成底部反转，将会产生较强的复苏动能，龙头股能走出长牛行情。

持续推荐受益于行业逐步企稳的龙头标的：

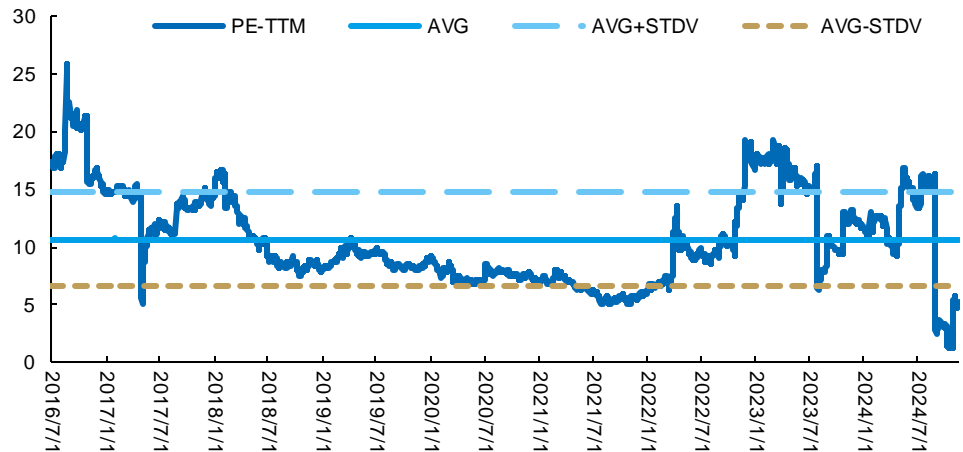
- 房地产开发推荐深耕高能级城市、主打改善产品的房企，如绿城中国、招商蛇口、越秀地产、滨江集团、建发国际集团等；
- 中介推荐受益于政策利好不断落地，一二手房市场活跃度持续提升，拥有核心竞争力的中介平台贝壳；
- 物业推荐经营及财务稳健、具备商管业务护城河、积极分红的华润万象生活。

建议关注：

- 华润置地、我爱我家、绿城服务、保利物业、中海物业等；
- 地方政府应收款较多的物业&建筑公司、央国企背景破净的地产&建筑公司、受益于地方化债的城投公司、并购重组弹性标的。

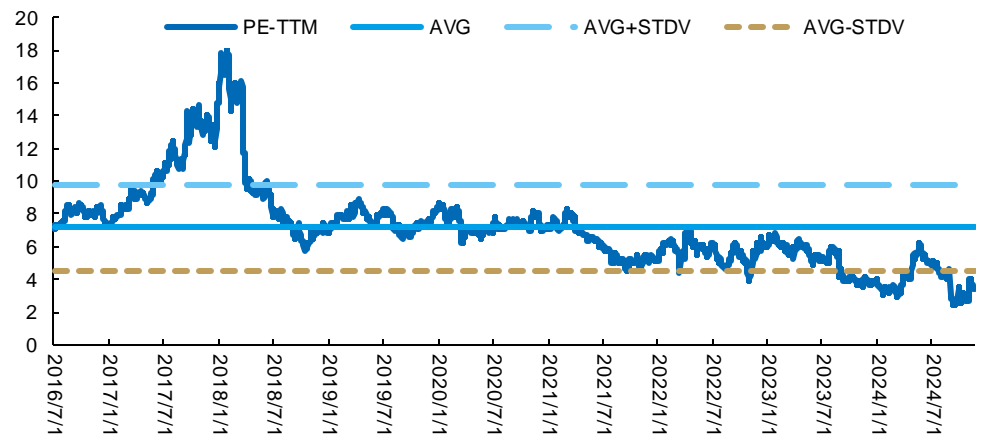


图表60: A股地产 PE-TTM



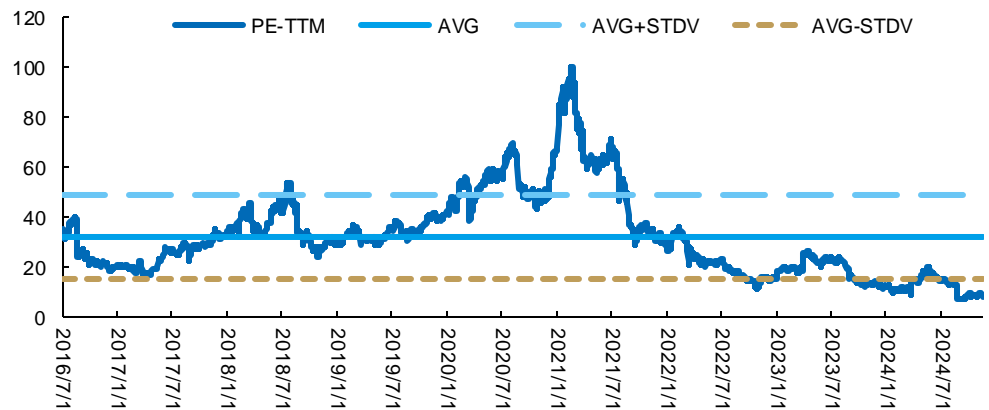
来源: wind, 国金证券研究所

图表61: 港股地产 PE-TTM



来源: wind, 国金证券研究所

图表62: 港股物业 PE-TTM



来源: wind, 国金证券研究所



图表63: 覆盖公司估值情况

股票代码	公司	评级	市值 (亿元)	PE			归母净利润 (亿元)			归母净利润同比增速		
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
000002.SZ	万科 A	中性	945	7.8	-6.7	-44.9	121.6	-140.7	-21.0	-46%	N/A	-85%
600048.SH	保利发展	买入	1,165	9.7	10.8	10.3	120.7	108.0	112.9	-34%	-11%	5%
001979.SZ	招商蛇口	买入	954	15.1	15.1	12.4	63.2	63.4	76.9	48%	0%	21%
600153.SH	建发股份	买入	278	2.1	4.1	3.3	131.0	67.6	84.0	109%	-48%	24%
002244.SZ	滨江集团	买入	274	10.8	10.4	8.3	25.3	26.3	32.9	-32%	4%	25%
600325.SH	华发股份	买入	178	9.7	10.4	8.8	18.4	17.0	20.3	-29%	-7%	19%
600007.SH	中国国贸	买入	221	17.6	17.1	16.3	12.6	12.9	13.6	13%	3%	5%
603909.SH	建发合诚	买入	24	29.2	24.1	20.1	0.8	1.0	1.2	24%	21%	20%
0688.HK	中国海外发展	买入	1,331	5.2	5.5	5.1	256.1	242.5	260.0	10%	-5%	7%
3900.HK	绿城中国	买入	214	6.9	6.4	5.5	31.2	33.4	39.2	13%	7%	17%
1908.HK	建发国际集团	买入	237	4.7	4.4	3.9	50.3	53.4	60.2	2%	6%	13%
0123.HK	越秀地产	买入	205	6.4	6.4	5.9	31.9	32.0	34.9	-19%	0%	9%
9979.HK	绿城管理控股	买入	55	5.6	4.5	3.6	9.7	12.2	15.3	31%	26%	25%
2423.HK	贝壳*	买入	1,704	17.4	17.6	16.7	98.0	96.6	102.0	245%	-1%	6%
9666.HK	金科服务	买入	37	-3.8	6.8	6.3	-9.5	5.4	5.8	48%	N/A	8%
6098.HK	碧桂园服务	增持	169	57.7	11.5	8.9	2.9	14.6	18.9	-85%	400%	30%
1209.HK	华润万象生活	买入	612	20.9	17.0	14.5	29.3	36.0	42.1	33%	23%	17%
3316.HK	滨江服务	买入	45	9.2	8.0	6.7	4.9	5.6	6.7	20%	14%	19%
6626.HK	越秀服务	买入	43	8.9	7.8	6.8	4.9	5.6	6.4	17%	15%	14%
2156.HK	建发物业	买入	31	6.6	6.6	5.5	4.7	4.7	5.6	89%	0%	19%
平均值			436	12.4	9.4	6.2	50.4	34.9	45.9	23%	25%	11%
中位值			217	9.0	7.9	6.8	27.3	21.7	26.6	15%	3%	17%

来源: wind, 国金证券研究所 注: 1) 数据截至 2024 年 11 月 22 日; 2) 预测数据均为国金预测; 贝壳的利润数据为 Non-GAAP 净利润口径

六、风险提示

政策出台进度及力度不及预期。当前政策正自上而下持续落地，重点城市的楼市热度有所复苏，若后续政策无法接续或政策力度不及预期，楼市热度可能无法维持，或不利于市场信心的持续修复。

宽松政策对市场提振效果不佳。9 月以来中央政策不断加码，若政策利好对楼市的提振效果不及预期，则难以提振市场信心，或将拖累市场修复进程。

房企出现债务违约。若在宽松政策出台期间，房企出现债务违约，将对市场信心产生更大的冲击。房企自救意愿低落、消费者观望情绪加剧、金融机构挤兑债务等，或导致房地产业良性循环实现难度加大。



行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究