

中国平安 PINGAN

专业·价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

# 2025全国投资销售压力犹在，中期实际房贷利率仍存下调空间

地产行业周报

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12月8日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

## 核心摘要

- **周度观点：**预计2025年地产投资、销售同比降7.5%和6.5%。本周重点50城新房成交环比降13.2%，12月（截至6日）日均成交环比增长2.4%，同比增长10.4%。展望2025年，一方面二手房仍将分流刚需，另一方面拿地/新开工下降导致高品质住宅供给不足，预计2025年商品房销售同比降6.5%；投资复苏滞后于销售，预计复苏链条将按照“量稳——价稳——房企现金流修复——投资修复节奏”，2025年拿地、开工仍将承压，预计2025年全国投资同比下滑7.5%。
- 中期实际房贷利率仍有下降空间，公积金利率亦存下调必要。近期个别城市上调房贷利率，我们认为一方面来自银行端息差压力，另外过低商业房贷利率导致与公积金利率利差缩小甚至“倒挂”。从剔除CPI的实际房贷利率来看，2024Q3为2.83%，仍明显高于2010Q4（0.64%）、2020Q1（0.63%）和2022Q3（1.67%），中期实际房贷利率仍有下降空间，同时当前公积金贷款利率仍维持在2.85%，相比商贷优势愈发不明显，亦存下调必要。
- 从“历史包袱轻”与“库存结构”两维度选股，关注《“止跌回稳”路径下受益房企特征探讨》。我们此前持续建议投资者更多关注中线布局，历史包袱较轻（高点拿地少/或主要聚焦核心地段）、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）带来毛利率改善，走出个股行情。采用2022年及以后拿地占比、2020-2021年地市高点一二线占比、2020-2021年地市高点二线主城占比、减值释放程度、资金充足度、投资兑现度等多维指标，综合对比各家房企历史包袱与库存优化程度，建议关注近期专题报告《“止跌回稳”路径下受益房企特征探讨》。
- 维持板块积极观点。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。
- **政策环境监测：**发改委支持符合条件冰雪经济领域基础设施REITs发行上市。
- **市场运行监测：**1) 二手房成交环比回升，后市有待观察。本周（11.30-12.6）50城新房成交3.1万套，环比降13.2%；20城二手房成交3万套，环比升30.8%。12月（截至6日）重点50城新房日均成交同比升10.4%，环比升2.4%；重点20城二手房日均成交同比升96.2%，环比升44.7%。2) 库存环比下降，去化周期17.6个月。16城取证库存9602万平，环比降0.9%，去化周期17.6个月。3) 土地成交、溢价率回升，一三线占比提高。上周百城土地供应建面7981万平、成交建面4921.9万平，环比降26.6%、升19.2%；成交溢价率6.4%，环比升4.1pct；其中一、二、三线成交建面分别占比3.4%、25.5%、71.2%，环比分别升2.3pct、降3.1pct、升0.7pct。

## 核心摘要

- **资本市场监测：**1) **地产债：**本周境内地产债发行130亿元，无境外地产债发行。2) **地产股：**本周房地产板块上涨3.28%，跑赢沪深300（1.44%）；当前地产板块PE（TTM）43.08倍，估值处于近五年99.26%分位。
- **风险提示：**1) 楼市修复不及预期风险；2) 个别房企流动性问题发酵、连锁反应超出预期风险；3) 行业短期波动超预期风险。



## 政策环境监测-政策梳理



2024年12月5日 发改委

支持符合条件冰雪经济领域基础设施领域  
不动产投资信托基金（REITs）发行上市

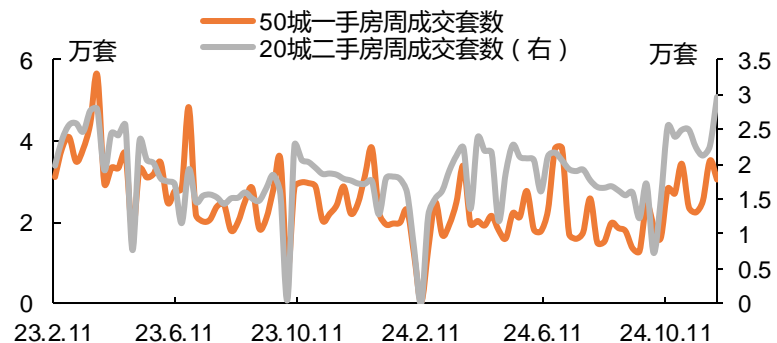
● 偏松 ● 偏紧 ● 中性

# 市场运行监测

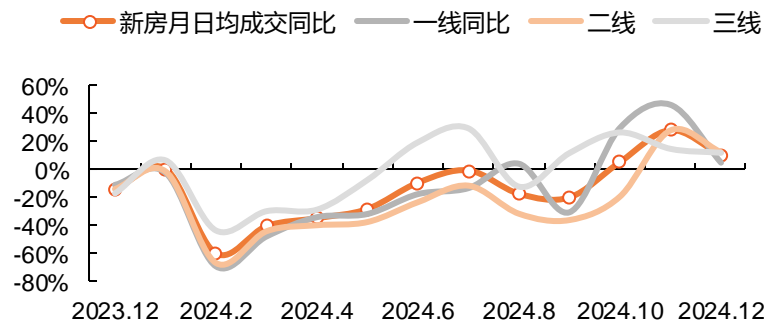
## 成交：二手房环比回升，后市有待观察

**点评：**本周（11.30-12.6）50城新房成交3.1万套，环比降13.2%；20城二手房成交3万套，环比升30.8%。12月（截至6日）重点50城新房日均成交同比升10.4%，环比升2.4%；重点20城二手房日均成交同比升96.2%，环比升44.7%。

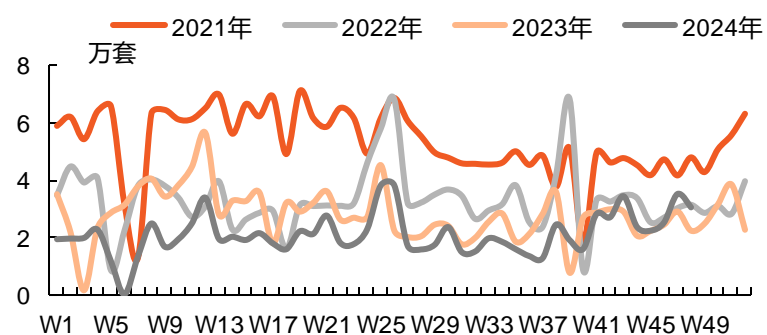
### 重点城市一二手房周成交变化



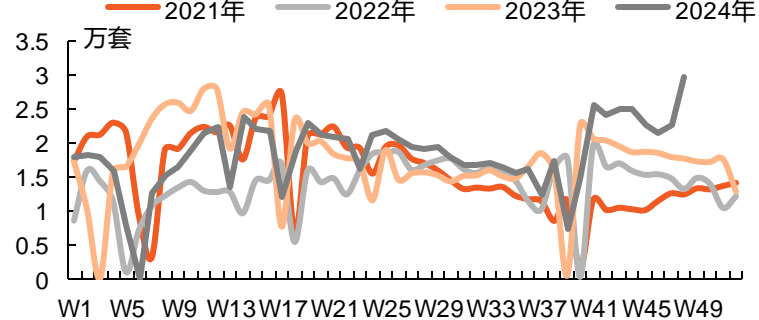
### 重点50城新房月日均成交变化



### 重点50城一手周成交走势对比



### 重点20城二手周成交走势对比

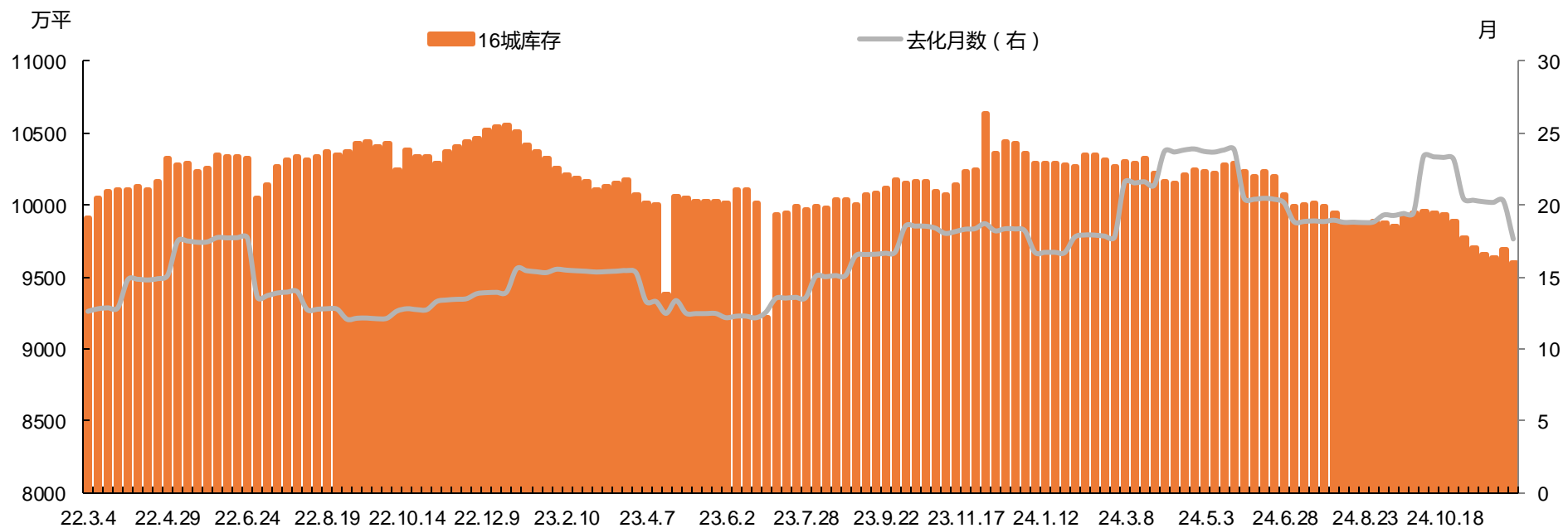


# 市场运行监测

库存：环比下降，去化周期17.6个月

点评：16城取证库存9602万平，环比降0.9%，去化周期17.6个月。

◆◆ 16城商品房取证库存及去化月数

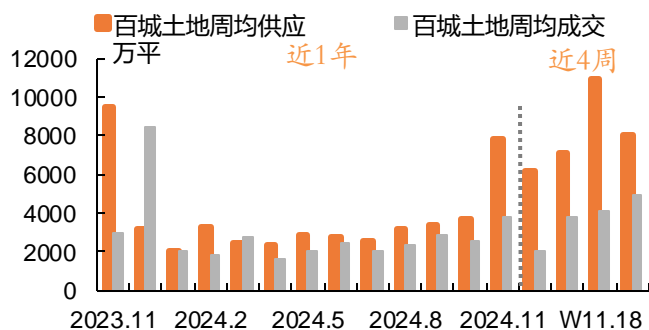


# 市场运行监测

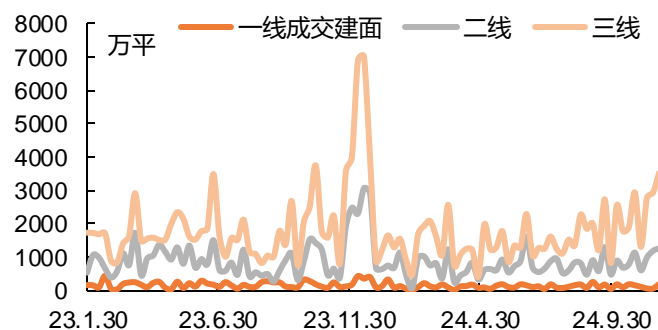
## 土地：成交、溢价率回升，一三线占比提高

**点评：**上周百城土地供应建面7981万平、成交建面4921.9万平，环比降26.6%、升19.2%；成交溢价率6.4%，环比升4.1pct；其中一、二、三线成交建面分别占比3.4%、25.5%、71.2%，环比分别升2.3pct、降3.1pct、升0.7pct。

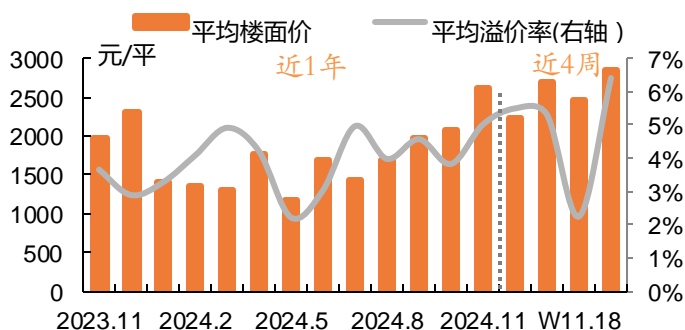
### 百城土地周均供应与成交情况



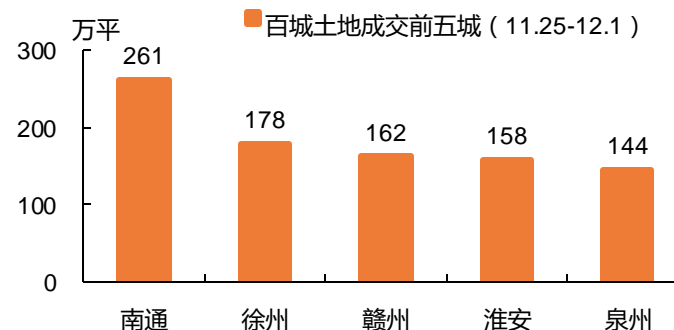
### 百城中各线城市土地周成交情况



### 百城土地成交平均楼面价与溢价率



### 百城土地成交前五城

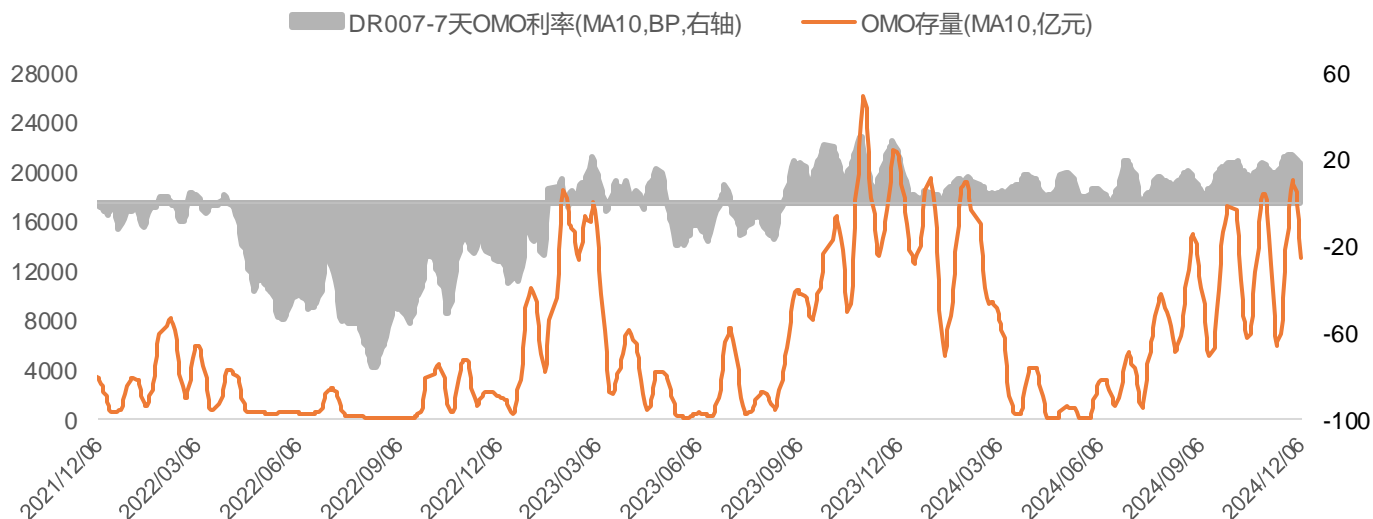


# 资本市场监测——流动性环境

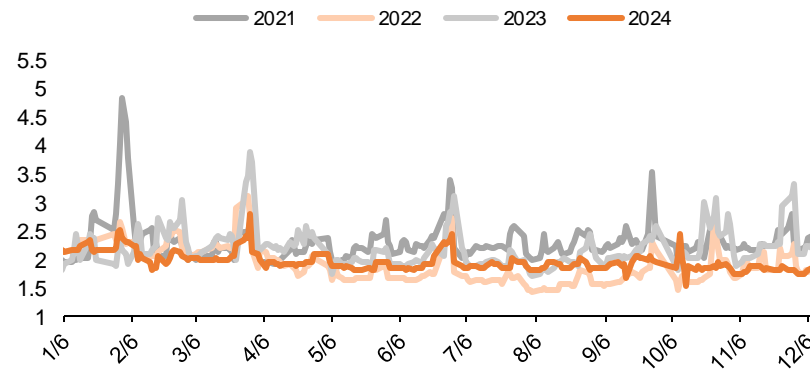
## 流动性环境：资金价格多上行

资金价格多上行。R001上行19.22BP至1.65%，R007上行5.08BP至1.84%。截至12月6日，OMO存量（MA10）余额为13035.3亿元，较11月29日减少5914亿元。OMO存量衡量某一时点留存于银行体系中的流动性，2021年以来OMO存量规模与资金利率中枢呈正相关关系。

### OMO存量（MA10）环比下行



### R007环比上行5.08BP (%)



### 资金价格多上行 (%)

		2024-11-29	2024-12-6	涨跌幅 (BP)
R	1D	1.46	1.65	19.22
	7D	1.79	1.84	5.08
	14D	1.80	1.88	7.39
	1M		1.87	
DR	1D	1.32	1.49	17.23
	7D	1.64	1.66	2.04
	14D	1.72	1.80	7.81
SHIBOR	ON	1.32	1.48	15.90
	1W	1.63	1.69	5.50
	1M	1.77	1.71	-6.10
	3M	1.85	1.76	-9.70

资料来源：Wind，平安证券研究所

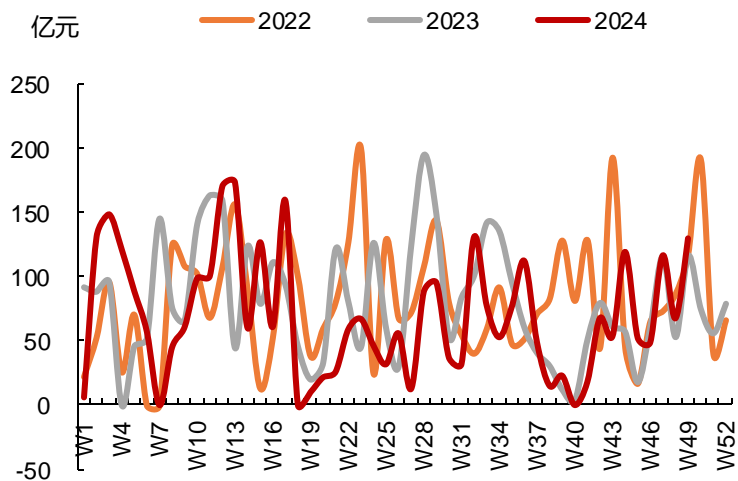


# 资本市场监测——境内债

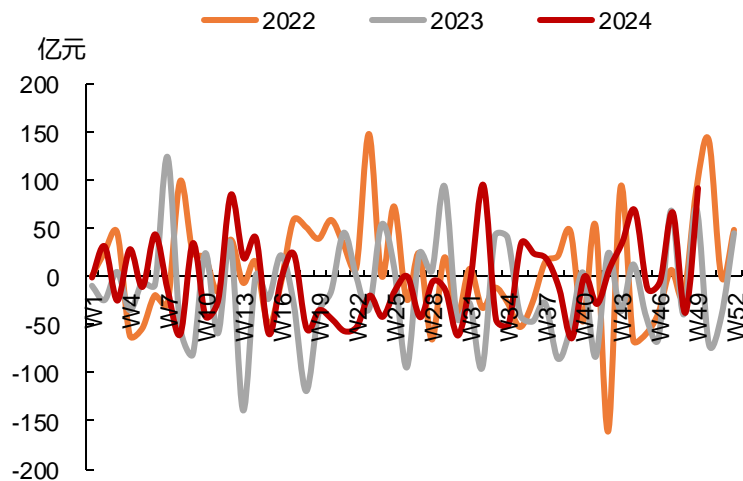
## 境内房地产债发行：发行量环比上升、净融资环比上升

本周境内地产债发行量环比上升、同比上升，净融资额环比上升、同比上升。其中总发行量为130亿元，总偿还量为38亿元，净融资额为92亿元。到期压力方面，24年全年到期和提前兑付规模总共2656.77亿元，同比23年约增加5.69%；向后看，25年3月是债务到期压力最大月份，月到期规模约321.13亿元。

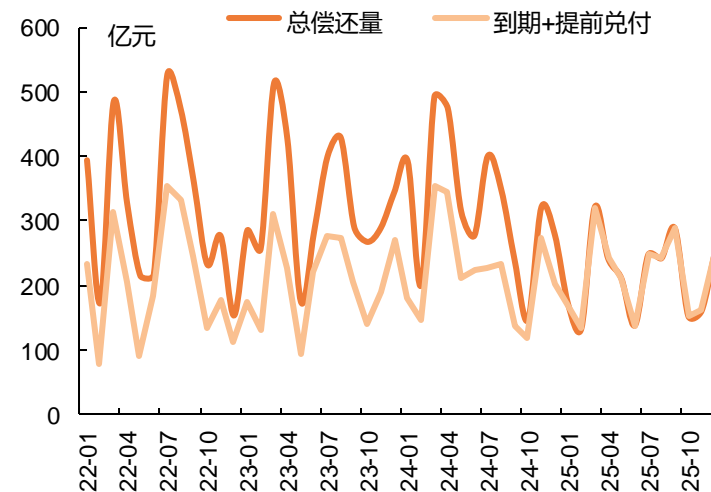
◆ 非城投地产债周发行量



◆ 非城投地产债周净融资额



◆ 非城投地产债总偿还量

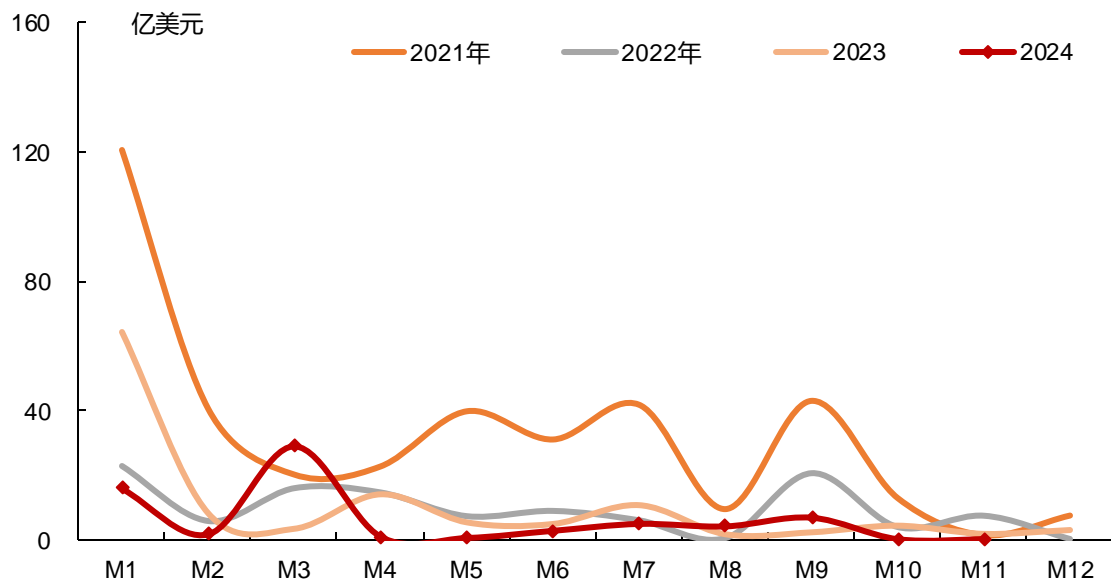


# 资本市场监测——海外债

## 房企海外债发行

本周无房企海外债发行；11月房企海外债发行0.05亿美元。

## 地产海外债月发行量

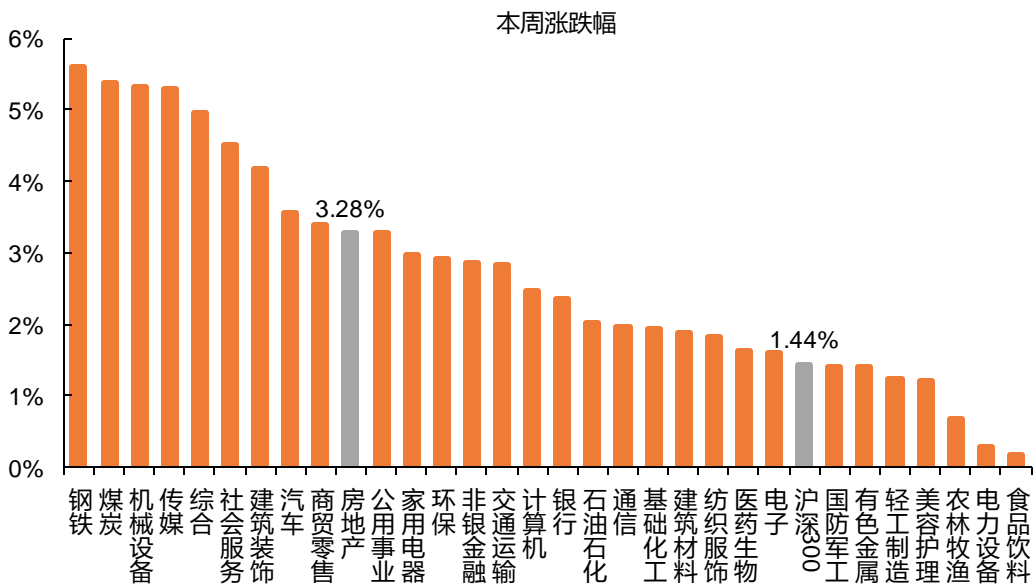


# 资本市场监测——地产股

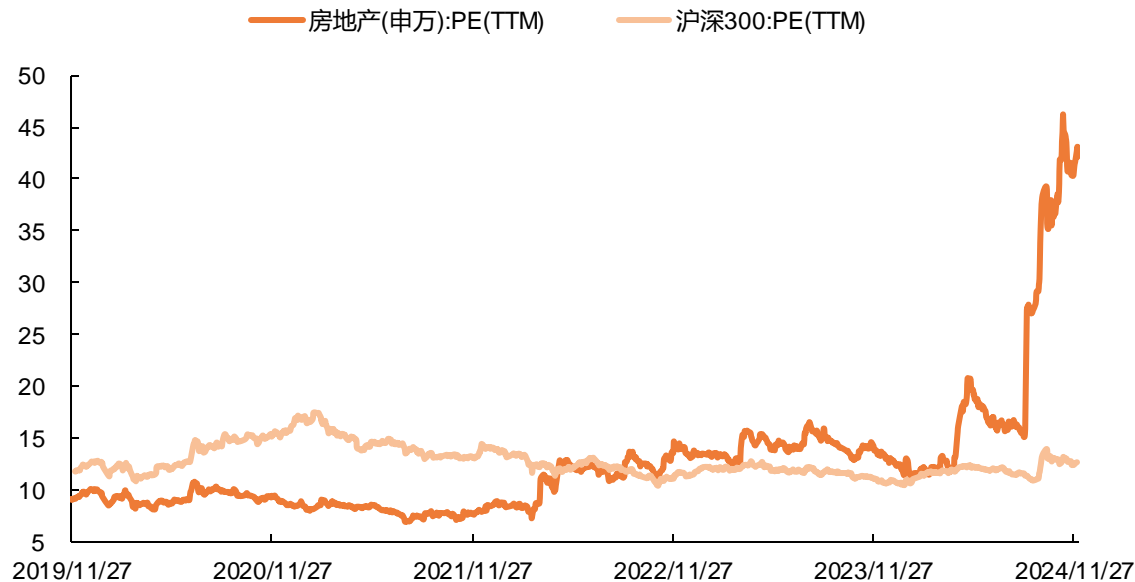
## 板块涨跌排序

本周房地产板块上涨3.28%，跑赢沪深300（1.44%）；当前地产板块PE（TTM）43.08倍，高于沪深300的12.74倍，估值处于近五年99.26%分位。

### 行业涨跌情况



### 房地产PE（TTM）走势图

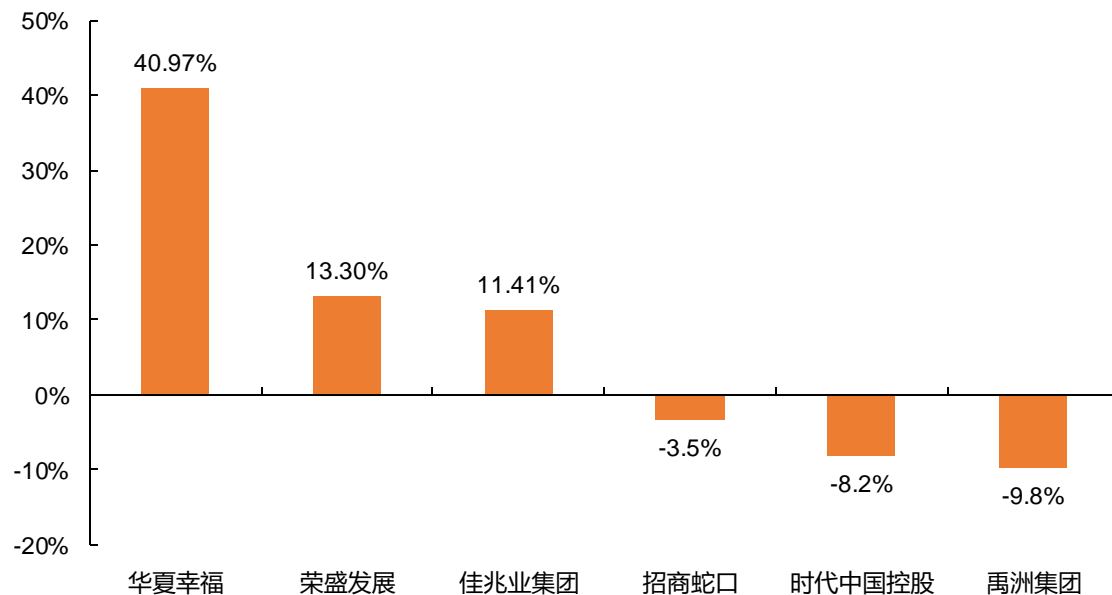


# 资本市场监测——地产股

## 个股表现

本周上市房企50强涨跌幅排名前三为华夏幸福、荣盛发展、佳兆业集团，排名后三为招商蛇口、时代中国控股、禹洲集团。

### 上市50强周涨跌幅排名前三及后三房企



### 房企关注事项

企业	事项
华润、中海	185.1亿元联合竞得深圳南山区粤海街道地块
保利发展	前11月销售额3080.2亿元 同比下降22.9%。12月上海杨浦区保利外滩序BUND45项目认购率727%
越秀地产	前11月销售额1010.2亿元，同比下降24%。12月广州首个使用率130%项目广州越秀·云悦入市，认筹率200%。12月广州环贸中心（广州ICC）“办公空间+停车场”部分资产证券化落地
绿城中国	24.16亿元竞得原广州海珠客运站地块
中国海外发展	前11月销售额2704.7亿元，同比下降5.8%

# 资本市场监测——地产股

## 重点公司对比

	股票代码	最新市值(人民币、亿元)	2023H2-2024H1拿地金额(亿元)	拿地金额/市值	2024H1销售金额(亿元)	拿地金额/2024H1销售额
建发国际集团	1908.HK	238	848	357%	661	128%
绿城中国	3900.HK	226	658	292%	855	77%
越秀地产	0123.HK	210	345	164%	555	62%
中国金茂	0817.HK	141	146	104%	446	33%
滨江集团	002244.SZ	289	245	85%	582	42%
中国海外发展	0688.HK	1394	970	70%	1483	65%
保利发展	600048.SH	1215	789	65%	1733	46%
招商蛇口	001979.SZ	1030	455	44%	1010	45%
华润置地	1109.HK	1564	634	41%	1247	51%
万科A	000002.SZ	1036	243	24%	1267	19%
龙湖集团	0960.HK	712	161	23%	511	32%
华发股份	600325.SH	183	24	13%	452	5%
金地集团	600383.SH	253	16	6%	361	4%

资料来源: Wind, 克而瑞, 中指院, 平安证券研究所; 注: 拿地数据来自中指院, 销售数据来自克而瑞, 市值截至2024年12月6日

## 风险提示

- 1) 楼市修复不及预期风险；
- 2) 个别房企流动性问题发酵、连锁反应超出预期风险：若政策发力、楼市修复不及预期，资金压力较高企业仍可能出现债务违约/展期情形；
- 3) 房地产行业短期波动超出预期风险：若地市延续分化，多数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、投资、开工、竣工等。

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
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。