

多维助力，止跌回稳

——房地产行业投资策略报告

强于大市 (维持)

2024 年 12 月 11 日

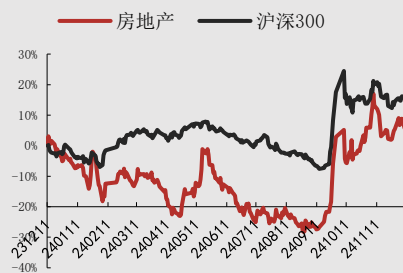
行业核心观点:

政策端，9 月政治局会议首次提出推动房地产行业“止跌回稳”，12 月政治局会议更明确指出“稳楼市”，均体现了政策端对促进房地产行业止跌回稳的坚定态度与决心。9 月政治局会议+多场国新办新闻发布会后，多项政策相继推出，高能级城市纷纷响应，房地产市场初现止跌迹象。我们认为房地产行业的止跌回稳不仅仅需要行业自身的政策支持，更需要宏观经济政策的全面助力，以改善购房者预期。展望 2025 年，我们认为政策端将延续宽松，12 月政治局会议明确提出实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策、加强超常规逆周期调节，预计 2025 年货币政策以及财政政策空间将进一步打开，居民对未来收入预期将得到改善。房地产行业方面，预计关于收储、城中村改造、高能级城市需求限制政策、房企融资支持性政策等均有进一步优化，助力行业止跌回稳。需求端，从居民资产配置角度来看，当前股市回暖有望提升居民财富效应，叠加租金收益率持续抬升、房贷利率等购房成本下降，购房吸引力抬升，随着居民财富提升，资产配置或向房产转移。从市场总需求角度来看，我们认为“新房+二手房”成交量将保持平稳，从结构上来看，受供给约束新房市场在 2025 年预计仍将小幅下滑，二手房成交占比仍保持抬升趋势。投资端，预计在严控土地供应等政策的推动下土地市场将呈现提质降量的趋势，新开工以及竣工端仍将呈现下滑态势，投资端受土地市场以及施工端影响预计在 2025 年仍下滑，但下滑幅度预计将有所收窄。二级市场投资方面，建议关注①受益于供给侧出清的优质央企背景房企；②受益于收储政策的相关个股；③行业止跌回稳预期下具有困境反转预期的个股的交易性机会。

投资要点:

政策：一揽子支持性政策助力楼市稳定。2024 年 9 月政治局会议明确提出要促进房地产市场止跌回稳，当前行业政策从供给与需求、增量与存量、短期与长期等多个维度出台支持性政策助力行业止跌回稳。在 9 月底以来一揽子支持性政策推出后，行业信心有所回暖，增量政策持续落地见效，目前收储、城中村改造、需求端优化政策等仍在落地过程中，政策端对于行业的呵护与支持仍在持续中，有望进一步推动行业筑底回稳。12 月 9 日中央政治局会议召开，首次明确提出“稳住楼市股市”，进一步体现政策端对于稳定房地产行业的强烈诉求。同时宏观经济政策表述超预期，此次会议提出“实施更加积极有为的宏观政策”、“实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”、“加强超常规逆周期调节”等，货币政策以及财政政策均有望持续加大力度，有望改善居民对宏观经济环境预期、改善收入预期，有助于推动房地产行业需求释放。

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

行业库存堵点问题有望在一揽子政策支持下逐步疏通

政策稳步推进落地，推动行业筑底回稳
政策组合继续发力，助力行业止跌回稳

分析师:

潘云娇

执业证书编号:

S0270522020001

电话:

02032255210

邮箱:

panyj@wlzq.com.cn

需求：“新房+二手房”成交总量预计保持相对稳定。打破不稳定预期是行业止跌回稳的关键，9月底以来在一揽子支持性政策释放后，抑制购房需求释放的核心因素正发生积极变化，居民预期有所修复，10月份房地产行业销售下滑幅度显著收窄。高能级核心城市房价初现止跌，仍需持续关注后续走势。从居民资产配置角度来看，2024年以来房价下行压力加大，居民资产收缩，存款利率下调，存量房贷利率调整政策出台前存量房贷利率处于高位，提前偿债诉求较强，整体表现为存款和商品房销售两者均同时下降，9月底在一揽子政策推出后，市场预期改善，存量房贷利率下调抑制居民提前还贷意愿，股市大幅上行，居民资产负债表有望得到一定修复，进而带动楼市修复。同时，购房成本持续下降以及租金收益率持续抬升提升楼市吸引力，有望进一步助力房地产行业筑底，我们测算结果显示预计新房+二手房成交需求总量保持相对稳定。

2025年行业核心指标展望：销售端小幅下滑、投资降幅收窄。销售，2024年1-10月我国商品房销售面积和销售金额分别为7.79亿平和7.69万亿元，同比分别下滑15.8%和20.9%，我们判断2025年商品房市场成交面积预计将略有下降，降幅预计3%左右。**土地**，预计在行业销售端现金流未有持续改善前，房企受资金面限制拿地态度仍保持谨慎，同时政策端强调严格控制土地供应，预计2025年土地供应或呈现提质降量的趋势，2025年土地市场成交规模预计仍承压。**新开工**，2024年1-10月房地产行业新开工面积累计同比下滑22.6%，预计2024年最后两月较难有大的转变，同时预计2025年由于受前期土地市场收缩影响将延续下滑态势。**竣工**，2024年1-10月竣工面积同比下降23.9%，预计2024年全年下滑幅度与2024年前10个月相当，同时预计2025年竣工面积仍将进一步下行。**投资**，2024年1-10月房地产开发投资额同比下降10.3%，预计2024年全年房地产开发投资额下降9.5%。展望2025年，预计土地市场收缩的滞后影响仍将继续拖累2025年投资表现，施工面积预计将承压下滑，预计投资额全年仍将有所下降，但预计降幅将较2024年有所收窄。

风险因素：政策支持力度不及预期、政策效果不及预期、居民收入信心修复不及预期、行业持续下行、数据统计偏差等。

正文目录

1 政策：一揽子支持性政策助力楼市稳定	5
1.1 政策态度坚定积极，支持性政策有望持续加力	5
1.2 “收储”短期助力库存去化、盘活房企存量资产，长期搭建“保障+市场”住房供给体系	7
1.3 需求端政策力度加码，高能级城市积极响应落地	10
1.4 驱动宏观经济修复的利好政策将助力房地产行业止跌回稳	13
2 需求：“新房+二手房”成交总量预计保持相对稳定	14
2.1 影响购房需求释放的核心因素正发生积极变化	14
2.2 9月底以来一揽子政策推出后销售端初现企稳迹象	15
2.3 需求展望：2025年“新房+二手房”需求总量有望保持相对平稳	18
3 行业核心指标展望：销售端小幅下滑、投资降幅收窄	20
3.1 销售：预计2025年销售端降幅将明显收窄	20
3.2 融资：政策持续支持，房企融资有望改善	21
3.3 投资：开竣工预计仍下降，投资端降幅将收窄	23
4 市场表现回顾及投资建议	26
4.1 2024年房地产板块实现绝对收益，但仍跑输大盘	26
4.2 公募基金配置比例仍处低配，Q3首现环比回升	26
4.3 投资建议与风险因素	27
图表 1：2023年以来关于房地产行业政策的重要会议梳理	5
图表 2：房地产行业待售面积（万平，左轴）及去化周期（月，右轴）	7
图表 3：1999年以来我国住宅新开工与销售面积累计差额（万平，左轴）及去化周期（年，右轴）	7
图表 4：9月以来国新办会议进一步加大对收储政策的支持力度	7
图表 5：合肥城建项目收储信息	8
图表 6：房地产开发企业待开发土地面积(万平方米).....	9
图表 7：全国成交/供应土地规划建筑面积:住宅类用地（万平）	9
图表 8：已上市开发商土地收储落地情况	9
图表 9：中国5年期贷款市场报价利率(LPR) (%)	11
图表 10：中国个人住房公积金贷款利率 (%)	11
图表 11：个人住房贷款利率与十年期国债收益率走势 (%)	11
图表 12：一线城市在9月底新政前后首付比例、房贷利率调整情况对比	11
图表 13：一线城市在9月底以来房地产行业政策落地情况	12
图表 14：我国70个大中城市新房价格指数当月同比 (%)	14
图表 15：我国70个大中城市二手住房价格指数当月同比 (%)	14
图表 16：我国居民未来收入信心指数及当期收入感受指数 (%)	15
图表 17：城镇居民人均可支配收入（元，左轴）及增速（%，右轴）	15
图表 18：居民对未来房价预期变化 (%)	15
图表 19：近半年居民收入变化	15
图表 20：商品房月度销售面积（万平，左轴）及同比增速（%，右轴）	16
图表 21：商品房月度销售金额（亿元，左轴）及同比增速（%，右轴）	16
图表 22：一线城市商品房周度成交面积（万平方米）	16
图表 23：二线城市商品房周度成交面积（万平方米）	16

图表 24:	三四线城市商品房周度成交面积 (万平方米)	17
图表 25:	70 城商品房住宅价格环比上涨/下跌/持平数量结构 (个)	17
图表 26:	70 城商品房住宅价格同比上涨/下跌/持平数量结构 (个)	17
图表 27:	70 城二手住宅价格环比上涨/下跌/持平数量结构 (个)	17
图表 28:	30 城二手房市场成交面积 (万平米, 左轴) 及增速 (% , 右轴)	17
图表 29:	一线城市二手房市场存量挂牌套数 (套)	17
图表 30:	14 城二手房市场周度成交面积 (万平)	18
图表 31:	一线城市二手房市场周度成交面积 (万平)	18
图表 32:	居民新增人民币存款与商品房销售面积增速 (% , 左轴) 及沪深 300 月均指数	19
图表 33:	新房+二手房成交面积测算值 (万平, 左轴) 及二手房成交占比 (% , 右轴)	19
图表 34:	10 年期国债收益率、百城住宅租金收益率及个人房贷利率 (%)	19
图表 35:	商品房销售金额/面积 (左轴) 及累计同比增速 (右轴)	20
图表 36:	2020-2024 年 100 个代表城市商品住宅月度成交面积走势	20
图表 37:	2024 年 1-11 月各阵营销售额均值 (左轴) 及同比增速 (右轴) 情况	21
图表 38:	TOP30 不同属性房企 (剔除历史可比数据不全的企业) 销售金额增速	21
图表 39:	TOP30 不同属性房企销售金额占比	21
图表 40:	房地产行业到位资金增速 (%)	22
图表 41:	房地产行业境外债发行及到期量 (亿美元)	22
图表 42:	房地产行业境内债总发行量及净融资额/到期量 (亿元)	22
图表 43:	房地产行业银行借款金额 (亿元, 左轴) 月度变化及平均年利率 (% , 右轴)	22
图表 44:	百强不同性质房企境内债融资规模结构 (亿元)	23
图表 45:	全国住宅用地供应/成交规划建筑面积 (万平, 右轴) 及增速 (% , 左轴)	24
图表 46:	全国住宅用地成交总价 (亿元, 右轴) 及增速 (% , 左轴)	24
图表 47:	不同性质企业权益拿地金额占比情况	24
图表 48:	新开工面积累计值 (万平, 左轴) 及累计同比增速 (% , 右轴)	25
图表 49:	竣工面积累计值 (万平, 左轴) 及累计同比增速 (% , 右轴)	25
图表 50:	房屋施工面积累计值 (万平, 右轴) 及累计同比增速 (% , 左轴)	25
图表 51:	房地产开发投资完成额 (亿元, 右轴) 及累计同比增速 (% , 左轴)	25
图表 52:	A 股申万一级行业 2024 年以来市场涨跌幅情况 (%)	26
图表 53:	房地产行业基金重仓配置情况 (%)	27

1 政策：一揽子支持性政策助力楼市稳定

1.1 政策态度坚定积极，支持性政策有望持续加力

当前，我国房地产市场供求关系发生重大变化，政策端实时应对、不断优化，地方因城施策工具箱不断丰富，高能级城市不断加码政策放松力度。2024年9月政治局会议明确提出要促进房地产市场止跌回稳，当前行业政策从供给与需求、增量与存量、短期与长期等多个维度出台支持性政策助力行业止跌回稳。在9月底以来一揽子支持性政策推出后，行业信心有所回暖，增量政策持续落地见效，目前收储、城中村改造、需求端优化政策等仍在落地过程中，政策端对于行业的呵护与支持仍在持续中，有望进一步推动行业筑底回稳。

12月9日中央政治局会议召开，首次明确提出“稳住楼市股市”，进一步体现政策端对于稳定房地产行业的强烈诉求。同时宏观经济政策表述超预期，此次会议提出“实施更加积极有为的宏观政策”、“实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”、“加强超常规逆周期调节”等，货币政策以及财政政策均有望持续加大力度，有望改善居民对宏观经济环境预期、改善收入预期，有助于推动房地产行业需求释放。

图表1: 2023年以来关于房地产行业政策的重要会议梳理

时间	重要会议	政策要点
2023年4月	中共中央政治局	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、保民生、保稳定工作，促进房地产市场平稳健康发展，推动建立房地产业发展新模式。在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。规划建设保障性住房。
2023年3月	政府工作报告	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，建立实施房地产长效机制，扩大保障性住房供给，推进长租房市场建设，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产市场健康发展。
2023年7月	中共中央政治局	要切实防范化解重点领域风险， 适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势 ，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。
2023年10月	中央金融工作会议	促进金融与房地产良性循环，健全房地产企业主体监管制度和资金监管，完善房地产金融宏观审慎管理，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，因城施策用好政策工具箱，更好支持刚性和改善性住房需求，加快保障性住房等“三大工程”建设，构建房地产发展新模式。
2023年10月	中共中央政治局	未涉及地产
2023年12月	中央经济工作会议	要统筹化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险，严厉打击非法金融活动，坚决守住不发生系统性风险的底线。积极稳妥化解房地产风险，一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。加快推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”。完善相关基础性制度，加快构建房地产发展新模式。
2023年12月	中共中央政治局	未涉及地产
2024年3月	政府工作报告	优化房地产政策，对不同所有制房地产企业合理融资需求要一视同仁给予支持，促进房地产市场平稳健康发展。适应新型城镇化发展趋势和房地产市场

		供求关系变化，加快构建房地产发展新模式。加大保障性住房建设和供给，完善商品房相关基础性制度，满足居民刚性住房需求和多样化改善性住房需求。
2024年4月	中共中央政治局	继续坚持因城施策，压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任，切实做好保交房工作，保障购房人合法权益。要结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。
2024年7月15-18日	二十届三中全会 《中共中央关于进一步全面深化改革推进中国式现代化的决定》	加快建立租购并举的住房制度，加快构建房地产发展新模式。加大保障性住房建设和供给，满足工薪群体刚性住房需求。支持城乡居民多样化改善性住房需求。充分赋予各城市政府房地产市场调控自主权，因城施策，允许有关城市取消或调减住房限购政策，取消普通住宅和非普通住宅标准。改革房地产开发融资方式和商品房预售制度。完善房地产税收制度。
2024/7/30	政治局会议	会议强调，要持续防范化解重点领域风险。要落实好促进房地产市场平稳健康发展的新政策，坚持消化存量和优化增量相结合，积极支持收购存量商品房用作保障性住房，进一步做好保交房工作，加快构建房地产发展新模式。
2024/9/26	政治局会议	会议强调，要加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出，切实做好基层“三保”工作。要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用。要降低存款准备金率，实施有力度的降息。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。要努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点。要支持上市公司并购重组，稳步推进公募基金改革，研究出台保护中小投资者的政策措施。
2024/11/8	十四届全国人大常委会第12次会议	目前，支持房地产市场健康发展的相关税收政策，已按程序报批，近期即将推出。
2024/12/9	政治局会议	实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求，推动科技创新和产业创新融合发展， 稳住楼市股市 ，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好，不断提高人民生活水平，保持社会和谐稳定，高质量完成“十四五”规划目标任务，为实现“十五五”良好开局打牢基础。 实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策 ，充实完善政策工具箱， 加强超常规逆周期调节 ，打好政策“组合拳”，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。

资料来源：政府官网、新华网等，万联证券研究所

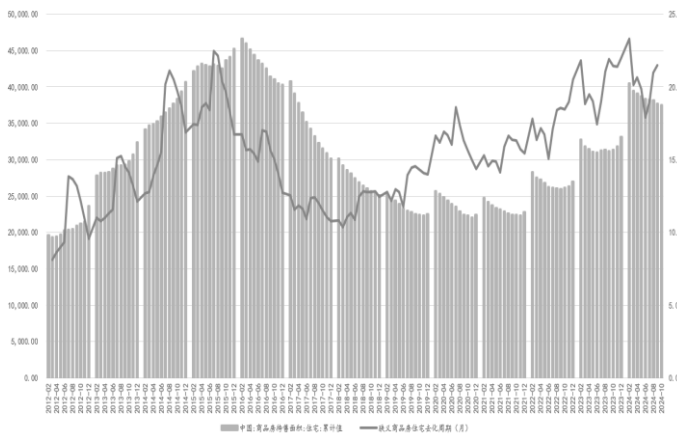
1.2 “收储”短期助力库存去化、盘活房企存量资产，长期搭建“保障+市场”住房供给体系

● 现房收购方面

短期，收储有利于加速行业库存去化，有助于稳定行业预期、稳房价，地方城投或率先受益。当前房地产行业库存处于历史较高位，截至2024年10月房地产行业住宅类待售面积（狭义库存）规模为3.75亿平，去化周期约为21个月，广义库存大约19.28亿平，去化周期约为2.4年。“收储”政策从供给端更为直接的驱动行业库存去化，“5·17”政策就收储政策的收购主体、资金来源、所收购房产用途等均给出了较明确的要求，也有部分城市陆续推出收储政策，但是整体进展相对缓慢，10月12日国新办新闻发布会进一步提出支持专项债券用于收储，进一步扩大收储的资金来源。近期，合肥城建公告其子公司或孙公司与合肥市国资委控股公司安居集团之子公司签订《商品房买卖合同》，向其销售共计2318套商品房，根据中指研究院以及安居客市场交易价格数据显示，合肥城建所公告拟定成交均价与市场交易价格相近，而此前多地地方政府推出收储方案中多以成本加成等方式确定的价格，按照合肥城建的项目收储案例来看，地方城投在此次收储中或将率先受益，同时地方城投以趋近于市场价格确定收储价格，更加有利于稳定房价、稳定市场预期，但后续仍需持续关注收储规模、交易周期等核心要素。

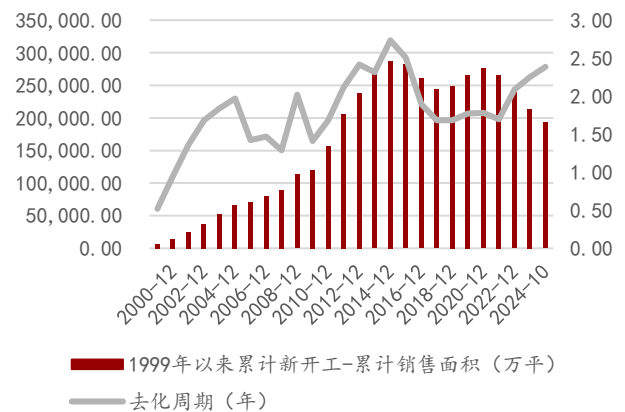
长期，通过收储加速搭建“保障+市场”住房供给体系，驱动房地产行业新发展模式建立。我国房地产行业处于转型中，长期来看，供给端将构建“保障+市场”的住房双轨制供给体系，当前通过收储可以快速筹集保障性住房，有利于加快保障房供给体系搭建，满足我国不同群体住房需求，加速行业新发展模式的搭建。

图表2: 房地产行业待售面积（万平，左轴）及去化周期（月，右轴）



资料来源: wind, 国家统计局, 万联证券研究所, 狭义库存去化周期以待售面积与过去六个月现房销售面积均值计算

图表3: 1999年以来我国住宅新开工与销售面积累计差额（万平，左轴）及去化周期（年，右轴）



资料来源: wind, 国家统计局, 万联证券研究所, 去化周期 = (1999年以来我国住宅新开工与销售面积累计差额) / 过去12个月销售面积

图表4: 9月以来国新办会议进一步加大对收储政策的支持力度

	5.17	9.24/10.12
收购主体	城市政府选定地方国有企业	-
收购范围	房地产企业已建成未出售的商品房	-

因城施策	城市政府根据当地保障性住房需求、商品房库存水平等因素，自主决定是否参与	-
资金支持	保障性住房再贷款规模是3000亿元，利率1.75%，期限1年，可展期4次；人民银行按照贷款本金的60%发放再贷款，可带动银行贷款5000亿元。	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%；用好专项债券来收购存量商品房用作各地的保障性住房；继续用好保障性安居工程补助资金，原来这个资金主要是用来支持以新建方式筹集保障性住房的房源，现在对支持的方向作出优化调整，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。
所收购房产用途	作配售型或配租型保障性住房	-

资料来源：国新办新闻发布会，万联证券研究所

图表5：合肥城建项目收储信息

出卖人	买受人	交易标的	面积（平方米）	暂定金额（万元）	暂定交易均价（元/平）	市场成交价格（元/平）
新站置业	合美租赁	菁华里项目 869 套	85,395.70	126,947.85	14,865.84	16,078
滨湖琥珀	宾享家租赁	东樾里项目 665 套	74,029.97	135,767.33	18,339.51	18,325
工科置业	承悦租赁	尚阳里项目 784 套	74,817.45	70,472.02	9419.20	11,000
合计		2318 套	234,243.12	333,187.20		

资料来源：中指研究院，安居客，合肥城建公司公告，万联证券研究所

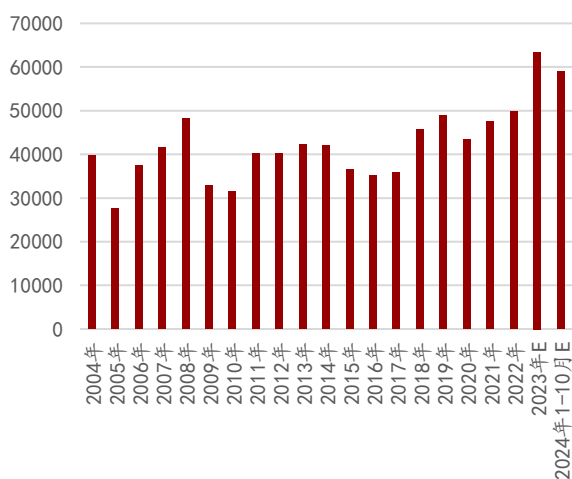
● 存量土地收购方面：

根据国家统计局数据显示截至2022年末我国房地产开发企业待开发土地面积为4.98亿平，以2023年及2024年1-10月全国住宅类土地成交面积与新开工面积差值估算2023年以来新增待开发土地面积，预计截至2024年10月末房企待开发土地面积达到5.89亿平，处于历史高位。

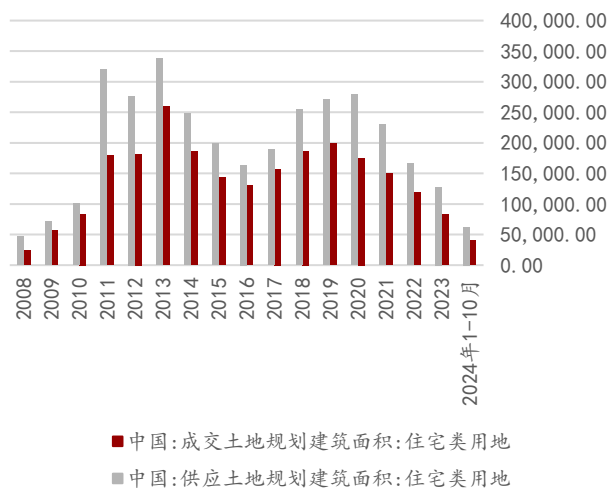
土储收购政策持续优化。根据5月17日国务院政策例行吹风会，对于尚未开发或已开工未竣工的存量土地，通过政府回收收购、市场流通转让、企业继续开发等方式妥善处置盘活。同时将严格控制新增土地供应，5月初自然资源部办公厅下发了《关于做好2024年住宅用地供应有关工作的通知》，明确提出合理控制新增商品住宅用地供应。6月自然资源部开展视频培训中提到回收收购土地用于保障性住房的，可通过地方政府专项债券等资金予以支持，同时提到在“鼓励开发”方面，消除开发建设障碍，完善规划条件和相关配套设施要求。9月24日国新办新闻发布会进一步明确指出支持收购房企存量土地，在将部分地方政府专项债券用于土地储备基础上，研究允许政策性银行、商业银行贷款支持有条件的企业市场化收购房企土地。11月自然资源部下发了《关于运用地方政府专项债券资金收回收购存量闲置土地的通知》，其中针对回购范围明确指指出“收购企业无力或无意愿继续开发、已供应未开工的住宅用地和商服用地”、关于回购价格“对拟回收收购地块开展土地市场价格评估，相较企业土地成本，就低确定收地基础价格”、对于回收收购的土储后续“原则上当年不再供应用于房地产开发”。

央企背景房企率先落地“退地”。近期已有部分上市地产公司公告土储回购，如越秀地产已经公告三块地块进行土储回购安排，其中两块土储拟以应付票据的形式获得补偿、另一块以现金方式进行补偿。华侨城公告的土储回购项目拟调规后重新招拍挂，公司拟再次参与竞买。

图表6: 房地产开发企业待开发土地面积(万平方米)



图表7: 全国成交/供应土地规划建筑面积:住宅类用地(万平)



资料来源: 国家统计局, 万联证券研究所

资料来源: wind, 万联证券研究所

图表8: 已上市开发商土地收储落地情况

简公司名称	公告日期	退地情况
越秀地产	8月30日	政府出于公共利益收回土地, 广州市土地开发中心已进行规划调整, 拟将广龙地块的用途由住宅用地变更为公共管理与公共服务设施用地, 以70亿元收回, 补偿以应付票据的形式(补偿金额参照越秀地产已支付地价和作出的投资金额及应计利息)。
	9月2日	广州暨南大学北侧地块二的土地使用权交由土地开发中心收储, 以50.03亿元回收, 越秀预期会因土地收储而录得税前亏损净额约174.4万元。由广州市土地开发中心及番禺区土地开发中心以应付票据的形式支付。
	11月13日	将广州大干围地块土地使用权交由广州市土地开发中心收储, 以现金15.29亿元为补偿对价。
华侨城A	11月22日	将位于武汉市洪山区杨春湖高铁商务区一宗土地约105.32亩, 原计划建设成为集高端产业聚集的地铁上盖TOD项目(以下简称“TOD项目”)。综合考量产业招商及房地产市场情况, 政府部门拟通过“收、调、供”联动方式, 对TOD项目土地进行收储, 将原商办为主、住宅为辅的建设指标调整为住宅为主、商办为辅, 调规后的土地进行公开市场招拍挂。 土地收储并调整规划后, 启动土地供应程序, 重新供地面积即收储土地面积, 土地出让价格根据调规后指标重新评估。后续, 公司计划通过招拍挂方式参与调规后的土地竞买。

资料来源：公司公告，中指研究院，万联证券研究所

● 房地产融资支持政策持续加力

白名单持续扩容，信贷支持力度持续加大。今年初住房城乡建设部、金融监管总局下发《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》，城市房地产融资协调机制正式建立，此后融资贷款审批金额快速上升。9月中央政治局会议强调“加大‘白名单’项目贷款投放力度”，2024年10月17日国新办新闻发布会提出到2024年底前，将“白名单”项目的信贷规模增加到4万亿。城市房地产融资协调机制要将所有房地产合格项目都争取纳入“白名单”，应进尽进、应贷尽贷，满足项目合理融资需求。截至11月18日，“白名单”项目贷款审批通过金额超过3万亿元；预计到2024年末，“白名单”项目贷款审批通过金额将超过4万亿元。

延长两项房地产金融政策文件的期限。9月24日国新办新闻发布会上确定将前期人民银行和金融监管总局出台的“金融16条”、经营性物业贷款这两项政策中的房企存量融资展期、经营性物业贷款等阶段性政策由原来2024年12月31日到期，延长到2026年12月31日。

1.3 需求端政策力度加码，高能级城市积极响应落地

9月底以来需求端政策再度加码，高能级城市积极响应落地，提振市场信心。房地产行业需求端政策以“四个降低”、“四个取消”为核心，同时增加城中村改造货币化安置。

(1) 四个降低：①降低住房公积金贷款利率，2024年央行下调个人住房公积金贷款利率0.25pct；②降低住房贷款的首付比例，统一一套、二套房贷最低首付比例到15%；③降低存量贷款利率；④降低“卖旧买新”换购住房的税费负担。

我们一直强调房贷利率的调整是本轮房地产行业修复的核心政策之一，房贷利率的走势一般滞后于十年期国债收益率走势，从两者走势角度来看，房贷利率仍有进一步调降的空间，同时当前美国降息周期开启，国内降息空间进一步打开，预计2025年国内住房公积金贷款利率以及LPR报价均有进一步调降空间。

(2) 四个取消：取消限购、取消限售、取消限价、取消普通住宅和非普通住宅标准。

9月底以来一揽子支持性政策推出后，各项政策稳步落地，2024年11月12日财政部、税务总局、住房城乡建设部发布了《关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告》，自2024年12月1日起执行。一线核心城市纷纷响应，进一步降低首付比例、放松限购、取消普宅和非普宅标准，助力行业止跌回稳。

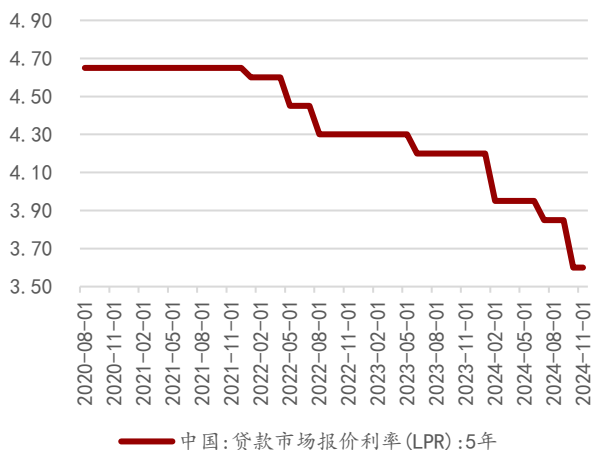
(3) 再启用货币化安置，增量需求有望加速落地

2023年4月，中央政治局会议提出，在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。2024年10月17日国新办新闻发布会上提出“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”。11月，住房城乡建设部、财政部联合印发通知要求，城中村改造政策支持范围从最低门槛特大城市和城区常住人口300万以上的大城市，进一步扩大到了近300个地级及以上城市，35个大城市有170万套的需求，此次扩围后潜在改造需求显著提升。

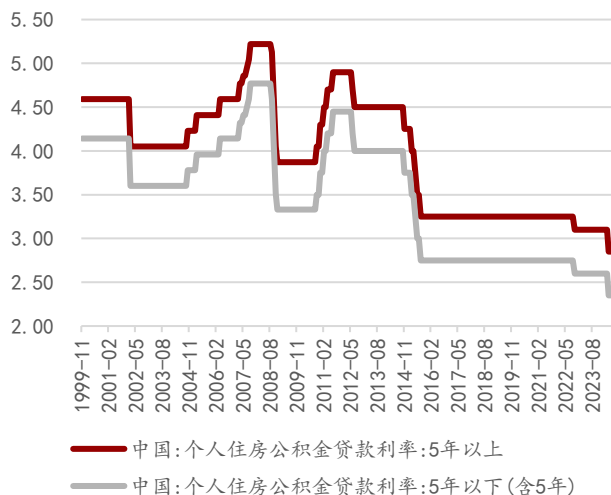
从量化角度来看，假设100万套城中村改造项目套均面积为100平，以中指研究院70城

商品房销售均价1.58万元/平、50%的货币化安置比例估算，100万套城中村改造项目有望带动房地产行业销售金额0.79万亿元，但考虑到城中村改造周期较长等因素影响，预计平均到每年的销售带动作用将减弱。但是由于城中村改造和危旧房改造的潜在需求较大，随着首个100万套项目的逐步落地，后续有望加大改造范围。

图表9: 中国5年期贷款市场报价利率(LPR) (%)



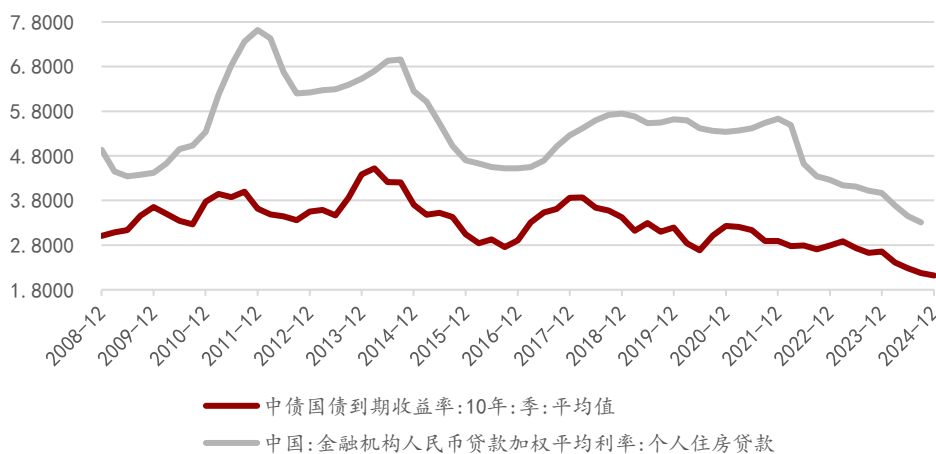
图表10: 中国个人住房公积金贷款利率 (%)



资料来源: wind, 全国银行间同业拆借中心, 万联证券研究所

资料来源: wind, 中国人民银行, 万联证券研究所

图表11: 个人住房贷款利率与十年期国债收益率走势 (%)



资料来源: wind, 中国人民银行, 中债估值中心, 万联证券研究所, 数据截至11月28日

图表12: 一线城市在9月底新政前后首付比例、房贷利率调整情况对比

城市	首付比例		房贷利率	
	调整前	调整后	调整前	调整后
北京	首套: 20% 二套: 五环外 30%/五环内 35%	首套: 15% 二套: 20%	首套: LPR-45BP 二套: 五环外 LPR- 25BP/五环内 LPR-5BP	首套: 3.15% (LPR-45BP) 二套: 五环外 3.35% (LPR-25BP) / 五环内 3.55% (LPR-5BP)
上海	首套: 20% 二套: 自贸区 临港新片区&6 个郊区 30%/核 心区 35%	首套: 15% 二套: 自贸区 临港新片区&6 个郊区 20%/核 心区 25%	首套: LPR-45BP 二套: 自贸区临港新片 区&6个郊区 LPR-25BP/ 核心区 LPR-5BP	首套: 3.15% (LPR-45BP) 二套: 自贸区临港新片区&6个郊区 3.35% (LPR-25BP) / 核心区 3.55% (LPR- 5BP)
深圳	首套: 20% 二套: 30%	首套: 15% 二套: 20%/深 汕合作区 15%	首套: LPR-45BP 二套: LPR-5BP	首套: 3.15% (LPR-45BP) 二套: 3.55% (LPR-5BP) 深汕合作区取消首套、二套利率下限
广州	首套: 15% 二套: 25%	首套: 15% 二套: 15%	首二套均取消利率下限	

资料来源: 中指研究院, 政府官网等, 万联证券研究所, 截至11月27日

图表13: 一线城市在9月底以来房地产行业政策落地情况

日期	重要事件	关键内容
9月 27日	广州市南沙区发布《关于优化调整南沙区房地产政策的通知》	9月27日, 广州市南沙区发布《关于优化调整南沙区房地产政策的通知》①在南沙区范围内购买商品住房不再审核购房资格。②对于项目可售(含已售)车位、车库数量超过本项目区划内房屋套数且符合条件的商服类项目, 在保证本项目区划内业主可购买或租用一个车位或车库的前提下, 剩余可售车位、车库全面放开限购
9月 29日	上海印发《关于进一步优化本市房地产市场政策措施的通知》	①调整住房限购政策: 对非本市户籍居民家庭以及单身人士购买外环外住房的, 社保年限调整为1年(原为3年)。对持《上海市居住证》且积分达到标准分值、在本市缴纳社会保险或个人所得税满3年及以上的非本市户籍居民家庭, 在购买住房套数方面享受沪籍居民家庭的购房待遇。在自贸区临港新片区实施更加差异化的购房政策, 对在新片区工作、存在职住分离的群体, 在执行现有住房限购政策的基础上, 可在新片区增购1套住房, 促进职住平衡。②优化住房信贷政策: 首套首付比例调整为15%(原为20%), 二套首付比例调整为25%(原为35%); 实行差异化政策区域从“不低于30%”调整为“不低于20%”; 住房公积金二套房贷最低首付比例相应调整。③调整住房税收政策: 个人住房转让增值税征免年限从5年调整为2年。取消普通住房标准和非普通住房标准。
9月 29日	广州发布关于调整房地产市场平稳健康发展措施的通知	取消居民家庭在本市购买住房的各项限购政策。

9月29日	深圳发布《关于进一步优化房地产市场平稳健康发展政策措施的通知》	①调整住房限购政策：本市户籍家庭限购2套，单身限购1套；非核心区可加购1套住房。非本市户籍居民家庭及成年单身人士限购1套住房，核心区由3年社保放松为1年，非核心区取消1年社保要求。有两个及以上未成年子女的可加购1套。备注：核心区为福田区、罗湖区、南山区和宝安区新安街道、西乡街道。②全面取消限售（原商品住房限售3年，公寓限售5年）。③个人住房转让增值税征免年限由5年调整到2年。④调整个人贷款政策：①首套由20%降至15%，二套由30%降至20%；②有两个及以上未成年子女的居民家庭，购买第二套住房的，适用于首套住房贷款政策；③深汕合作区首套、二套首付比例均调整为15%，取消利率下限。
10月16日	上海发布公积金新政	10月16日，上海发布公积金新政，①对于认定为第二套改善型住房的，最低首付款比例调整为25%②对于认定为第二套改善型住房，且贷款所购住房位于中国（上海）自由贸易试验区临港新片区以及嘉定、青浦、松江、奉贤、宝山、金山6个行政区全域的，最低首付款比例调整为20%
11月18日	市住房城乡建设委、市财政局、北京市税务局等三部门联合印发《关于取消普通住房标准有关事项的通知》	个人将购买2年以上（含2年）的住房对外销售的，免征增值税。个人将购买不足2年的住房对外销售的，按照5%的征收率全额缴纳增值税。北京市适用与全国统一的个人购房契税优惠政策。对个人购买家庭唯一住房（家庭成员范围包括购房人、配偶以及未成年子女，下同），面积为140平方米及以下的，减按1%的税率征收契税；面积为140平方米以上的，减按1.5%的税率征收契税。对个人购买家庭第二套住房，面积为140平方米及以下的，减按1%的税率征收契税；面积为140平方米以上的，减按2%的税率征收契税。
11月18日	上海市住建委、房屋管理局、财政局、税务局等四部门联合印发的关于取消普通住房标准有关事项的通知	取消个人转让非普通住房以转让收入的2%核定应纳个人所得税额的规定。12月1日起，在个人转让住房个人所得税方面，未能提供完整、准确的房屋原值凭证，不能正确计算房屋原值和应纳税额的住房，以转让收入的1%核定应纳个人所得税额。在个人出售住房增值税方面，上海个人将购买2年以上（含2年）的住房对外销售的，免征增值税。个人将购买不足2年的住房对外销售的，按照5%的征收率全额缴纳增值税。在个人购买住房契税方面，个人购买家庭唯一住房，面积为140平方米及以下的，减按1%的税率征收契税；面积为140平方米以上的，减按1.5%的税率征收契税。对个人购买家庭第二套住房，面积为140平方米及以下的，减按1%的税率征收契税；面积为140平方米以上的，减按2%的税率征收契税。
11月19日	深圳市住房和建设局、深圳市财政局、国家税务总局深圳市税务局《关于取消普通住房标准有关事项的通知》	1、个人出售住房增值税：个人将购买2年以上（含2年）的住房对外销售的，免征增值税；个人将购买不足2年的住房对外销售的，按照5%的征收率全额缴纳增值税。2、个人购买住房契税：对个人购买家庭唯一住房，面积为140平方米及以下的，减按1%的税率征收契税；面积为140平方米以上的，减按1.5%的税率征收契税；对个人购买家庭第二套住房，面积为140平方米及以下的，减按1%的税率征收契税；面积为140平方米以上的，减按2%的税率征收契税。3、个人转让住房所得税：取消个人转让非普通住房以转让收入的1.5%核定应纳个人所得税额的规定，满五唯一免征，否则征收全额1%或差额20%。
11月26日	广州住房公积金管理中心关于调整住房公积金政策的通知	1、使用住房公积金贷款购买自住住房的，一人申请贷款的最高额度调整至80万元，两人或两人以上购买同一套自住住房共同申请贷款的最高额度调整至160万元。2、购买首套及第二套自住住房申请住房公积金贷款的，最低首付款比例为20%。其中，购买保障性住房的，住房公积金贷款最低首付款比例为15%。3、生育二孩及以上的家庭（至少一个子女未成年）购买首套及第二套自住住房的，住房公积金贷款最高额度上浮40%。

资料来源：中指研究院，各地政府官网等，万联证券研究所月报

1.4 驱动宏观经济修复的利好政策将助力房地产行业止跌回稳

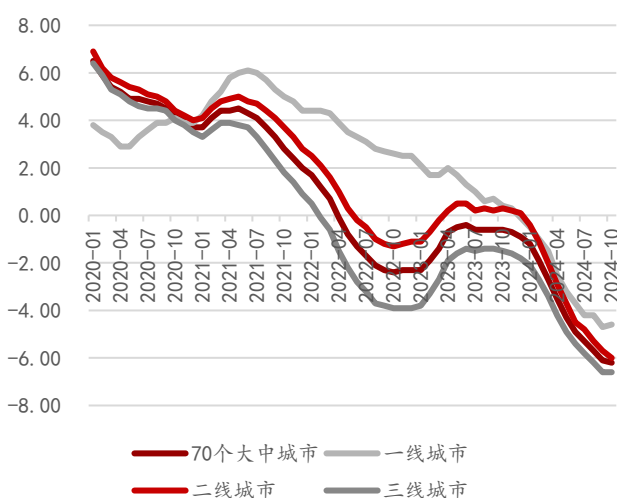
我们看到本轮房地产行业的调整时间长、调整幅度深，同时政策的支持力度大，但是目前行业仍未见明显回稳趋势。影响这轮房地产行业深度调整的核心原因仍然在于居民对于未来预期不稳定，我们认为本轮房地产的回稳不仅仅需要房地产行业层面的相关支持性政策的支持，同时也需要宏观经济整体层面的政策支持配合，以稳定预期。2020年5月14日，中共中央政治局常委会会议首次提出“构建国内国际双循环相互促进的新发展格局”，当前美国大选尘埃落定，Trump2.0开启，关税等国际贸易政策不确定加剧，稳定和加力发展国内大循环重要性更加突出，财政政策等宏观经济支持性政策预计将延续宽松态势，助力稳定预期。房地产行业产业链条长、涉及面广，稳定房地产行业是稳定发展国内大循环的基础之一，而宏观经济宽松政策的持续出台有利于改善经济环境、改善居民收入预期，有利于推动住房需求的稳定释放。

2 需求：“新房+二手房”成交总量预计保持相对稳定

2.1 影响购房需求释放的核心因素正发生积极变化

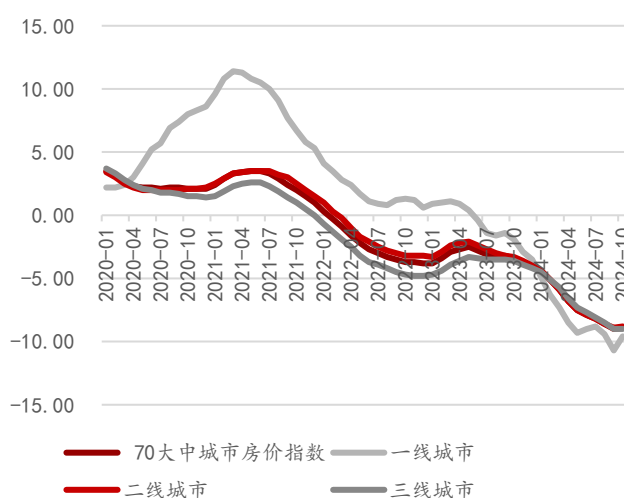
影响本轮房地产行业深度调整的核心原因在于预期的不稳定，具体体现主要在于房价下行预期以及居民收入增长不足预期。根据国家统计局，70大中城市商品房价格指数/二手房住宅价格指数自2022年4月/2月开始出现同比下降，至2024年10月已经分别历时31/33个月，同时2024年以来跌幅明显呈现扩大趋势，市场形成了“房价下跌预期—二手房挂牌量增加—降价出售”的负向循环。**打破不稳定预期是行业止跌回稳的关键，9月底以来在一揽子支持性政策释放后，抑制购房需求释放的核心因素正发生积极变化。居民房价预期有所改善。**根据中指研究院最新的调研问卷结果显示，9月底居民房价下跌预期约为24%，环比下降15pct，10月底居民房价下跌预期约为22%，环比继续下降2pct，较高位下降17pct。房价上涨预期低位快速增加，9月末达到18%，环比增加10pct，10月达到20%，环比增加1.8pct。9月底以来一揽子政策持续推出带动住房成交活跃度增加，驱动房价预期改善。**居民收入预期边际改善。**根据中指研究院最新的调研问卷结果显示，居民收入预期低位改善，10月收入增加占比达到36%，较低位回升4pct，收入减少占比为13%，较高位下降0.5pct。

图表14：我国70个大中城市新房价格指数当月同比 (%)



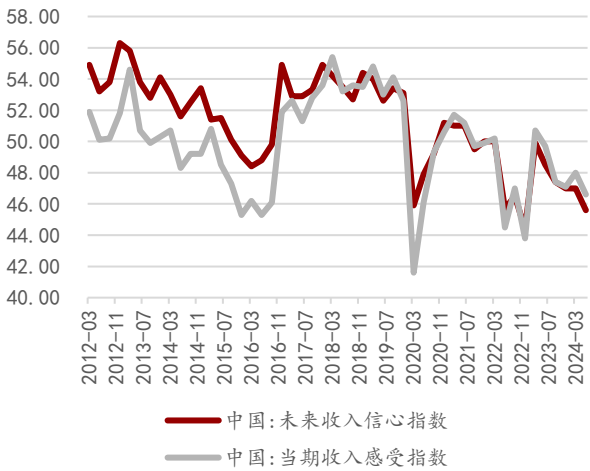
资料来源：国家统计局，wind，万联证券研究所

图表15：我国70个大中城市二手住房价格指数当月同比 (%)



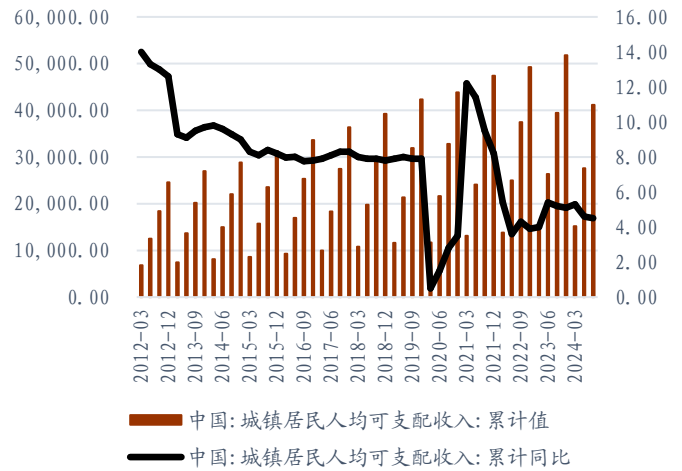
资料来源：国家统计局，wind，万联证券研究所

图表16: 我国居民未来收入信心指数及当期收入感受指数 (%)



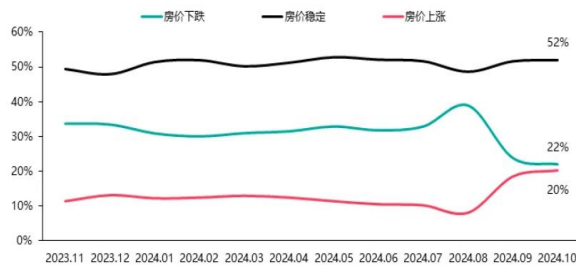
资料来源: 中国人民银行, wind, 万联证券研究所

图表17: 城镇居民人均可支配收入 (元, 左轴) 及增速 (% , 右轴)



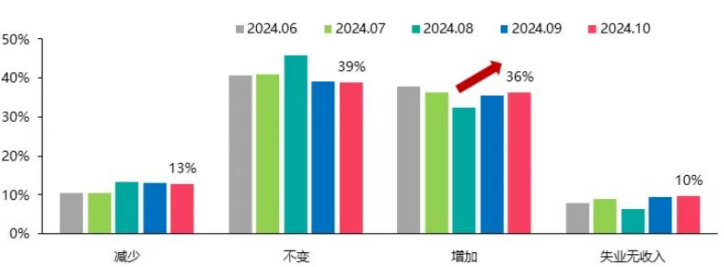
资料来源: 国家统计局, wind, 万联证券研究所

图表18: 居民对未来房价预期变化 (%)



资料来源: 中指研究院, 万联证券研究所

图表19: 近半年居民收入变化



资料来源: 中指研究院, 万联证券研究所

2.2 9月底以来一揽子政策推出后销售端初现企稳迹象

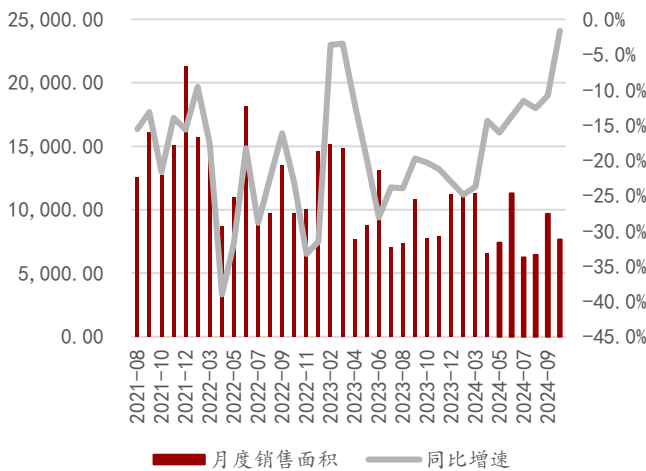
9月26日政治局会议+多场国新办新闻发布会充分体现了中央对于稳地产、促经济的决心和态度, 居民预期有所修复, 10月份房地产行业销售下滑幅度显著收窄。根据统计局数据显示, 2024年10月我国商品房销售面积和销售金额同比增速分别为-1.6%和-1.4%, 较9月下跌幅度收窄9.2pct和14.7pct。从高频数据角度来看, 11月以来一线城市仍延续修复态势, 前三周(11.4-11.24)同比增长46.4%, 低能级城市表现相对平淡, 我们认为如高能级城市后续延续修复态势, 有望进一步带动低能级城市成交修复, 最终实现行业整体回稳。

高能级核心城市房价初现止跌, 仍需持续关注后续走势。从70城住宅价格变动角度来看, 10月商品房环比上涨的城市数量增加至7个(9月为3个), 包括深圳、上海、厦门、沈阳、太原、桂林、平顶山。10月70城二手房住宅价格指数环比上涨的城市数量为8个(9月为0个), 包括北京、上海、深圳、杭州、成都、武汉、重庆、厦门, 从二手住宅价格上涨城市角度可以发现, 高能级核心城市二手房房价在政策驱动下预期改善, 房价率先环比改善, 如能持续延续, 对低能级城市将形成较强的带动作用。

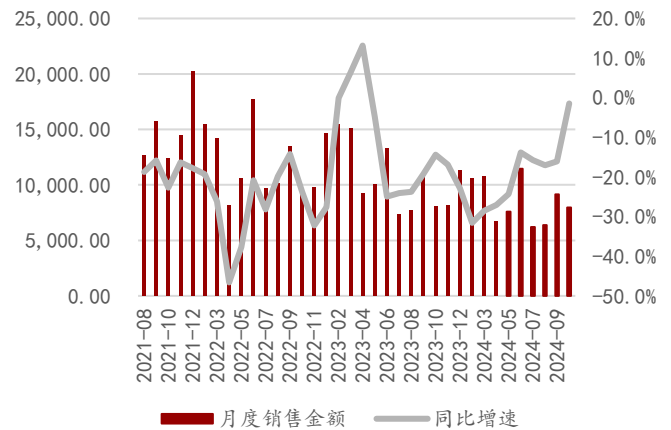
一线城市在9月底新政后二手房市场挂牌量高位回落, 二手房市场热度延续时间超以

往。根据中指研究院数据统计，二手房市场成交量在经历2023年大幅上行后，2024年仍保持相对高位，以30城二手房成交数据为例，可以看到2023年同比增长48.3%，2024年1-10月同比增长3%，2023年二手房需求释放的原因以房企信用风险影响占主导，2024年除了房企信用风险因素外，更多是由于二手房议价空间较大。在9月底一揽子支持性政策推出后，我们看到北上广深四个一线城市二手房存量挂牌量整体呈现回落的态势，但总量仍处于高位，二手房市场交易热度延续，从周度数据角度来看，高能级城市二手房交易热度仍在延续，持续时间超过此前多次政策效果，市场成交仍呈现以价换量态势，但是如果后续成交热度延续，有望带动价格趋稳，驱动行业止跌回稳。

图表20: 商品房月度销售面积 (万平, 左轴) 及同比增速 (% , 右轴)



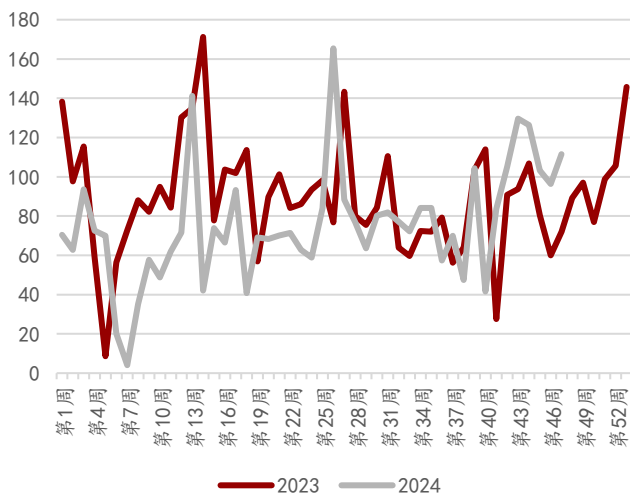
图表21: 商品房月度销售金额 (亿元, 左轴) 及同比增速 (% , 右轴)



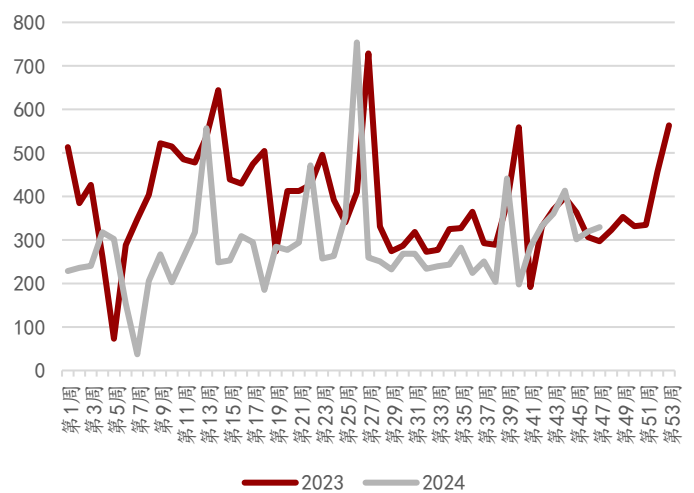
资料来源: wind, 国家统计局, 万联证券研究所, 未作同口径调整

资料来源: 国家统计局, wind, 万联证券研究所, 未作同口径调整

图表22: 一线城市商品房周度成交面积 (万平方米)



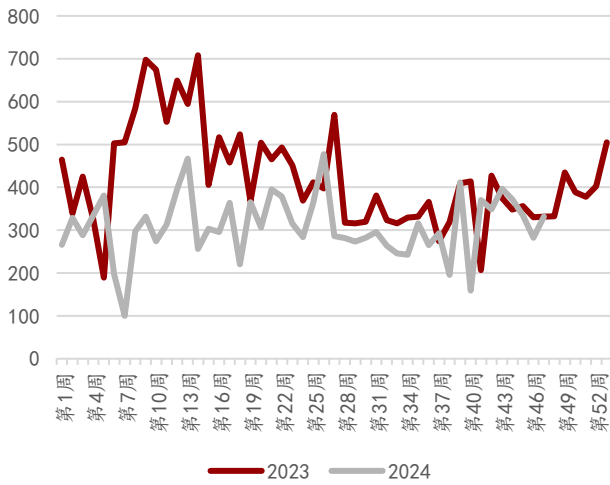
图表23: 二线城市商品房周度成交面积 (万平方米)



资料来源: 中指研究院, 万联证券研究所

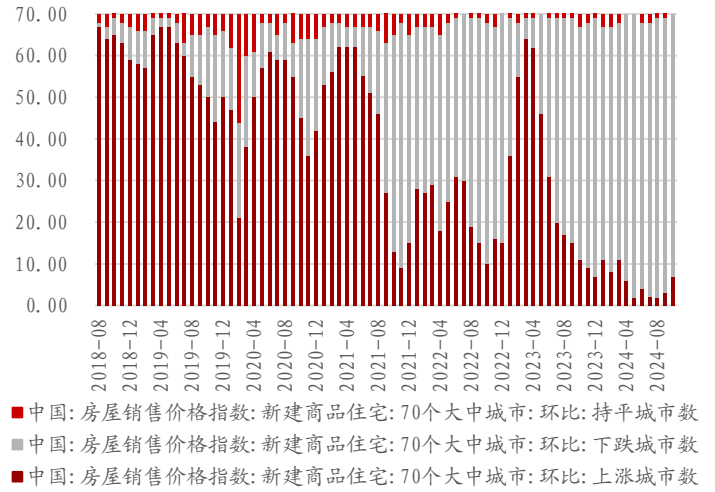
原: 中指研究院, 万联证券研究所

图表24: 三四线城市商品房周度成交面积(万平方米)



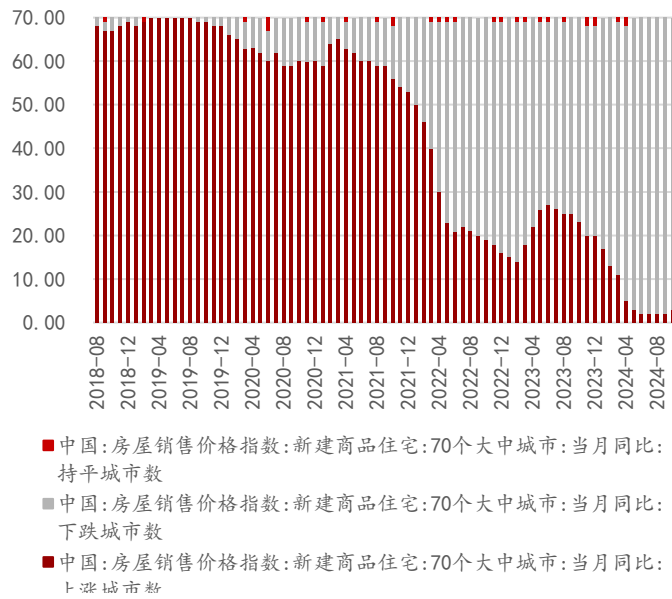
资料来源: 中指研究院, 万联证券研究所

图表25: 70城商品房住宅价格环比上涨/下跌/持平数量结构(个)



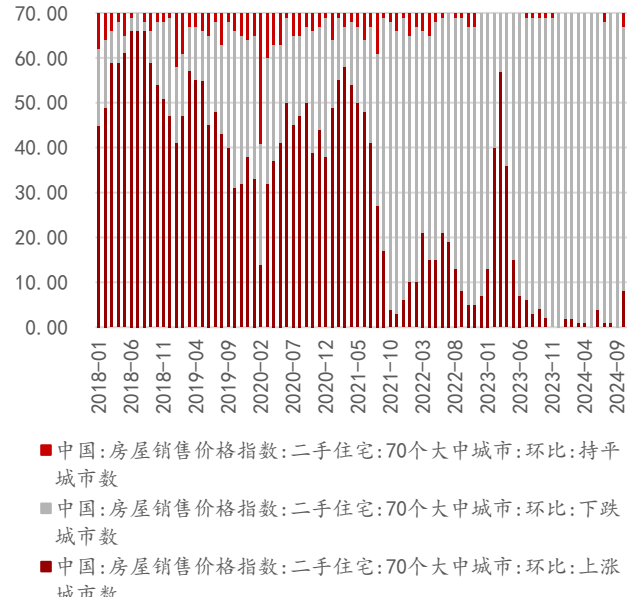
资料来源: wind, 国家统计局, 万联证券研究所

图表26: 70城商品房住宅价格同比上涨/下跌/持平数量结构(个)



资料来源: wind, 国家统计局, 万联证券研究所

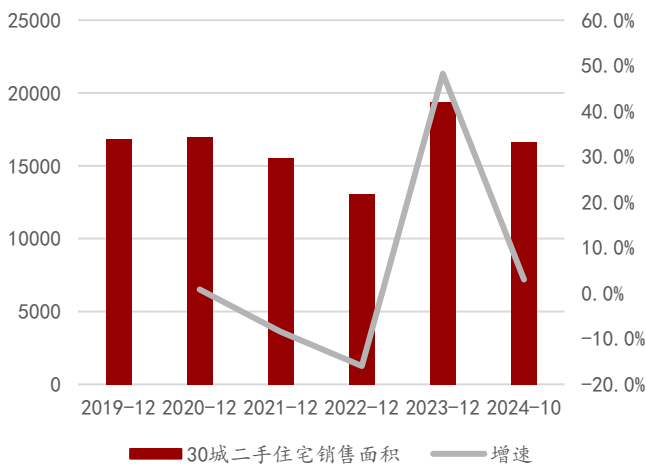
图表27: 70城二手住宅价格环比上涨/下跌/持平数量结构(个)



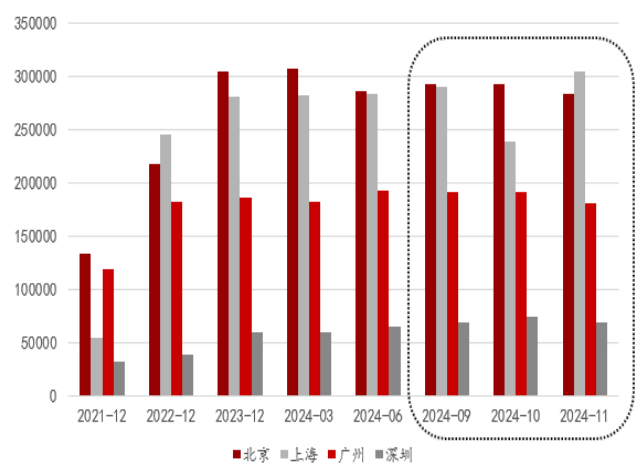
资料来源: wind, 国家统计局, 万联证券研究所

图表28: 30城二手房市场成交面积(万平方米, 左轴)及增速(% , 右轴)

图表29: 一线城市二手房市场存量挂牌套数(套)

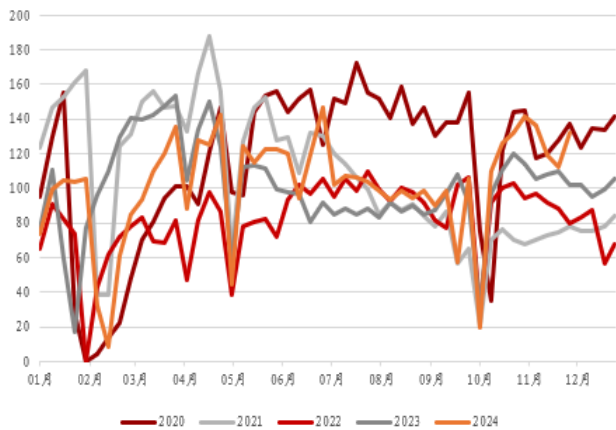


资料来源：中指研究院，万联证券研究所



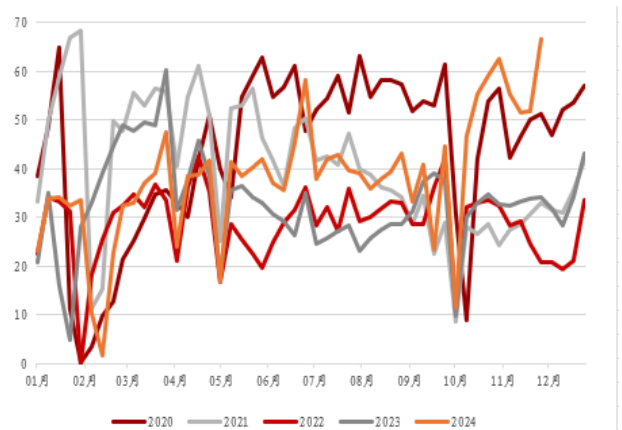
资料来源：中指研究院，万联证券研究所

图表30: 14城二手房市场周度成交面积 (万平)



资料来源：wind，万联证券研究所

图表31: 一线城市二手房市场周度成交面积 (万平)



资料来源：wind，万联证券研究所

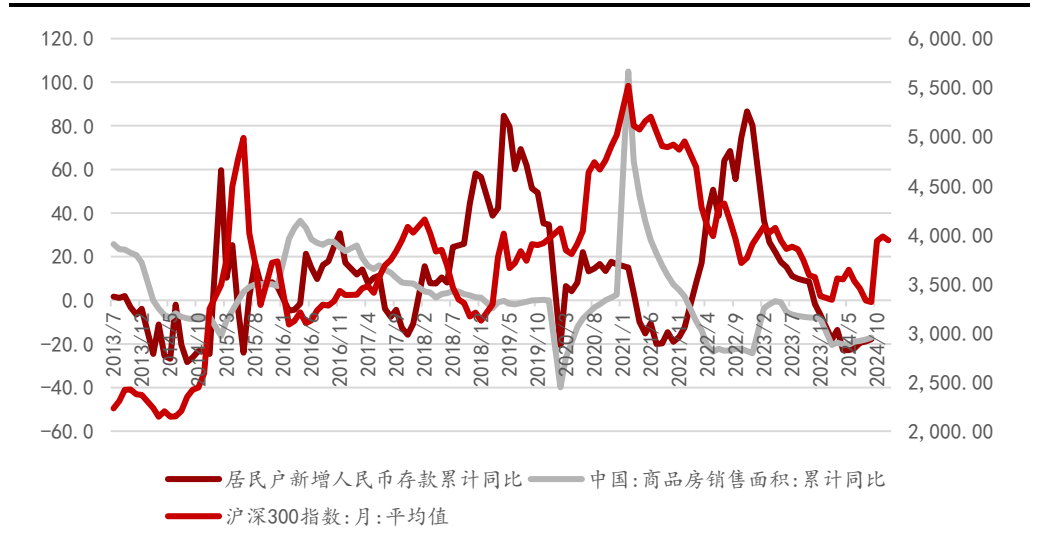
2.3 需求展望：2025年“新房+二手房”需求总量有望保持相对平稳

股市回暖，居民家庭资产有望修复后向楼市转移。从居民资产配置角度来看，居民资产主要集中在房产，金融资产占比相对较低，其中无风险金融资产占比较高。2020年央行调查结果显示，我国城镇居民家庭资产配置中房产占比近60%、金融资产占比约20%。从居民存款、商品房成交量、股市涨跌三者之间的变化关系来看，三者之间总是形成此消彼长趋势，2022年以来股市与房地产市场整体均呈现震荡下行趋势，同时居民新增存款增速明显抬升，指示居民资产由股市与楼市向存款转移。2024年以来房价下行压力加大，居民资产收缩，存款利率下调，存量房贷利率调整政策出台前存量房贷利率处于高位，提前偿债诉求较强，整体表现为存款和商品房销售两者均同时下降，9月底在一揽子政策推出后，市场预期改善，存量房贷利率下调抑制居民提前还贷意愿，股市大幅上行，居民资产负债表有望得到一定修复，进而带动楼市修复。

购房成本持续下降以及租金收益率持续抬升提升楼市吸引力，有望进一步助力房地产行业筑底，我们测算结果显示新房+二手房成交需求总量保持相对稳定。近两年商品房销售持续下降，同时二手房市场相对活跃，对新房市场形成一定分流影响。我们根据中指研究院有连续数据的三十城二手房数据推测全国二手房成交总量数据，

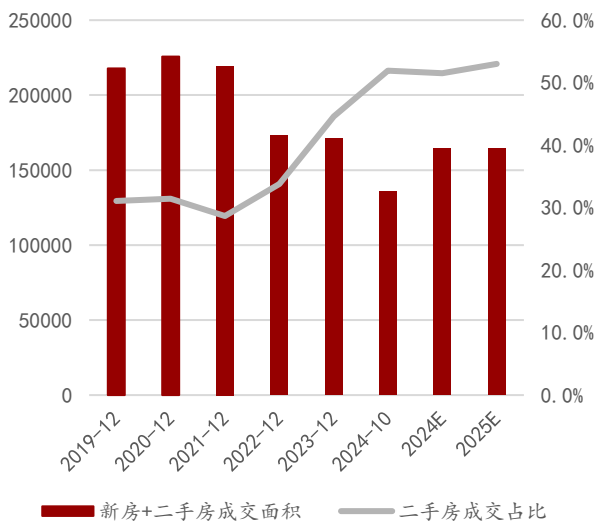
我们以该三十城新房成交占全国商品房成交面积比重为基础加成作为三十城二手房占全国二手房市场比重进行估算，全国二手房与新房总成交量在2022年和2023年相近，以2024年1-10月年化数据来看，2024年新房与二手房成交面积合计值较2023年下降约4%，保持相对平稳。我们认为居民住房需求总量基础仍在，同时我国政策端持续加码推动需求释放，当前住房租金收益率已经超过十年期国债收益率水平，房贷利率也持续突破历史低位，购房成本持续下降，预计2025年将继续执行宽松的货币政策，稳楼市政策持续推进，展望2025年我们认为购房需求总量(新房+二手房)保持与2024整体水平相当。从结构角度来看，在商品房市场供给收缩约束下，预计2025年二手房市场占比将进一步有所抬升，二手房成交面积将继续保持微幅上升。

图表32: 居民新增人民币存款与商品房销售面积增速(%, 左轴)及沪深300月均指数



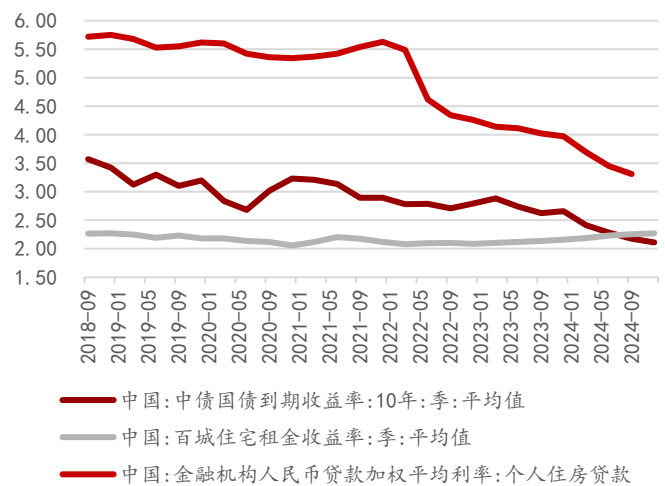
资料来源: 央行, 国家统计局, wind, 上交所, 万联证券研究所

图表33: 新房+二手房成交面积测算值(万平, 左轴)及二手房成交占比(%, 右轴)



资料来源: 中指研究院, 国家统计局, 万联证券研究所

图表34: 10年期国债收益率、百城住宅租金收益率及个人房贷利率(%)



资料来源: 中债估值中心, wind, 中国人民银行, 万联证券研究所, 截至12月3日

3 行业核心指标展望：销售端小幅下滑、投资降幅收窄

3.1 销售：预计 2025 年销售端降幅将明显收窄

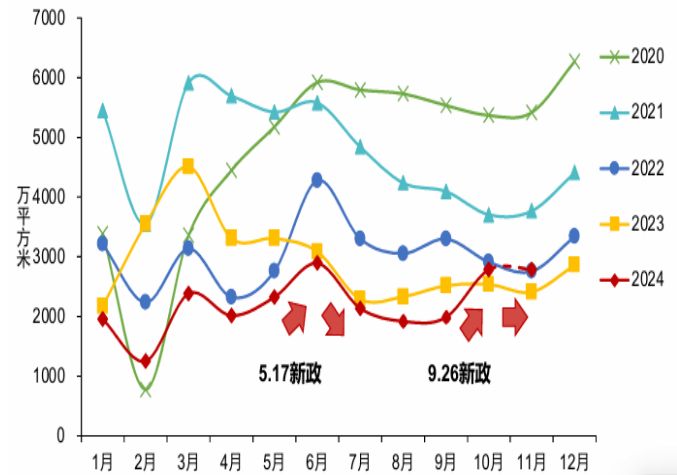
● 行业层面

根据国家统计局数据显示,2024年1-10月我国商品房销售面积和销售金额分别为7.79亿平和7.69万亿元,同比分别下滑15.8%和20.9%,从单月数据角度来看,在9月底一揽子政策支持下10月商品房销售下滑幅度显著收窄,2024年10月我国商品房销售面积和销售金额同比增速分别为-1.6%和-1.4%,较9月下滑幅度收窄9.2pct和14.7pct。根据中指研究院统计的重点100城新建商品住宅月均成交面积来看,11月环比基本持平,同比增长约15%,仍延续修复态势。根据前文分析,我们判断2025年“新房+二手房”销售面积保持与2024年相当,二手房占比略有抬升,对应商品房市场成交面积预计将略有下降,预计下降3%左右,预计商品房销售均价的修复将有赖于二手房市场房价的表现,预计全年销售均价仍略有下降,预计销售金额下降幅度略大于销售面积。

图表35: 商品房销售金额/面积(左轴)及累计同比增速(右轴)



图表36: 2020-2024年100个代表城市商品住宅月度成交面积走势



资料来源: 国家统计局, 万联证券研究所

资料来源: 中指研究院, 万联证券研究所

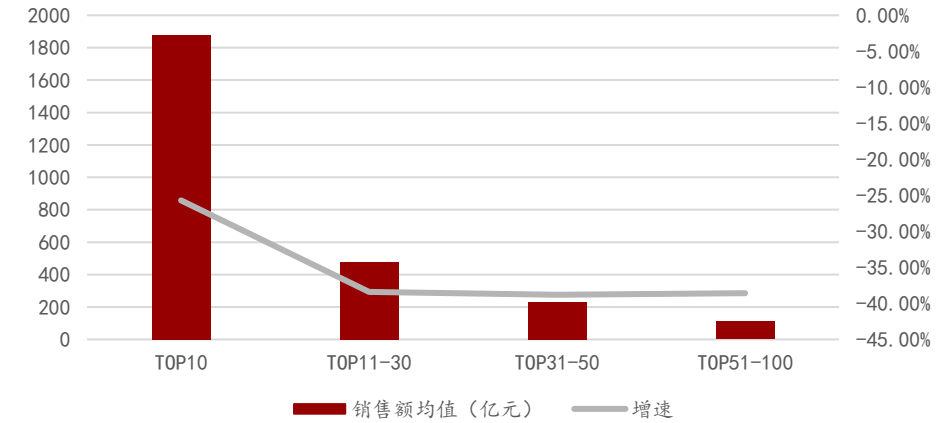
● 企业层面

从销售规模角度来看, 百强房企各阵营营销销售额整体下行, 头部房企下滑幅度相对较小。2024年1-11月, TOP100房企销售总额为38,516.0亿元, 同比下降32.9%, 其中, TOP10房企销售额均值为1876.1亿元, 较上年下降25.7%; TOP11-30房企销售额均值为480.1亿元, 较上年下降38.4%; TOP31-50房企销售均值为232.1亿元, 较上年下降38.8%; TOP51-100房企销售额均值为110.2亿元, 同比下降38.6%。

从房企属性角度来看, 不同属性房企销售额均明显下滑, 国央企(含地方国资)背景房企销售韧性更强。我们根据中指研究院2024年1-11月百强销售排行榜TOP30房企按照不同企业属性统计计算其历年销售金额增速, 不同属性房企整体销售额均出现下滑, 其中, 央国企(含地方国资)背景房企的销售金额下滑20.5%, 其降幅明显低于

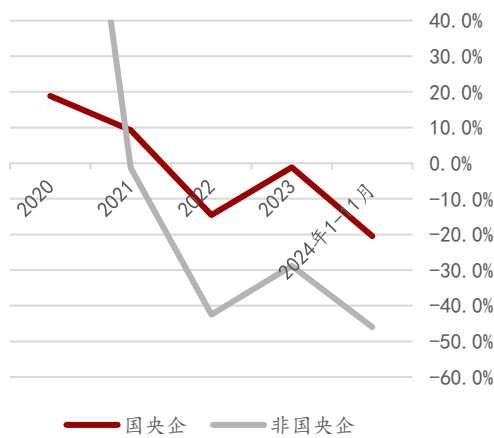
非国央企背景房企 (-46%); 从销售金额占比角度来看, 近几年国央企背景房企的销售金额占比持续抬升, 2024年1-11月TOP30房企中国央企(含地方国资)背景房企销售金额占比已经达到71%。

图表37: 2024年1-11月各阵营销售金额均值(左轴)及同比增速(右轴)情况



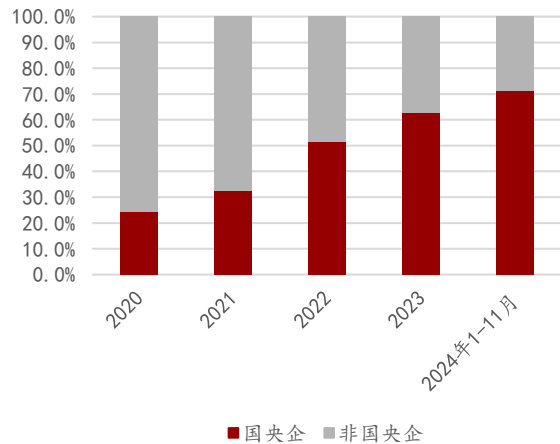
资料来源: 中指研究院, 万联证券研究所

图表38: TOP30不同属性房企(剔除历史可比数据不全的企业)销售金额增速



资料来源: 中指研究院, 万联证券研究所

图表39: TOP30不同属性房企销售金额占比



资料来源: 中指研究院, 万联证券研究所

3.2 融资: 政策持续支持, 房企融资有望改善

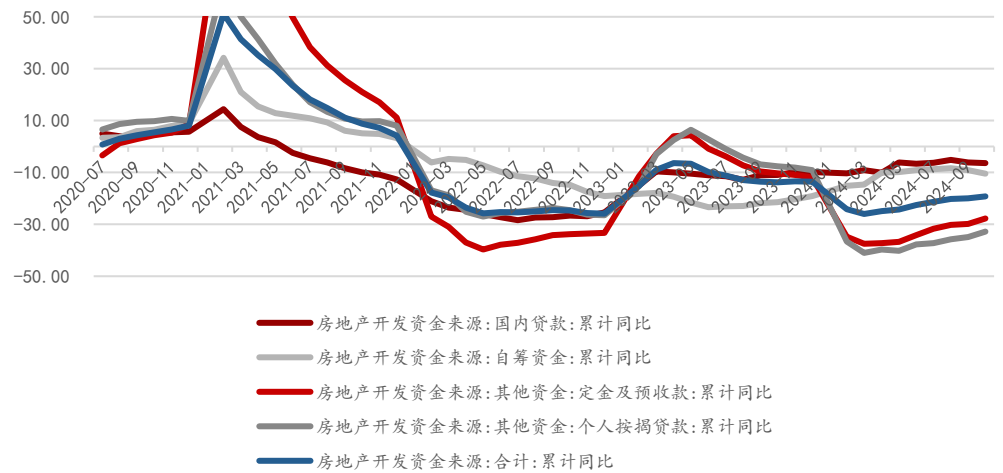
● 行业层面

从房地产行业到位资金规模角度来看, 2024年1-10月到位资金为8.7万亿元, 同比下滑了19.2%, 整体仍承压。

多项融资支持政策助力下国内贷款及自筹资金规模收窄。经营性物业贷款、城市融资协调机制等多项融资支持性政策支撑下房地产开发资金中的国内贷款以及自筹资金降幅较2023年显著收窄。2024年1-10月国内贷款以及自筹资金同比增速分别为-6.4%和-10.5%, 较2023年下滑幅度分别收窄3.5pct和8.6pct。

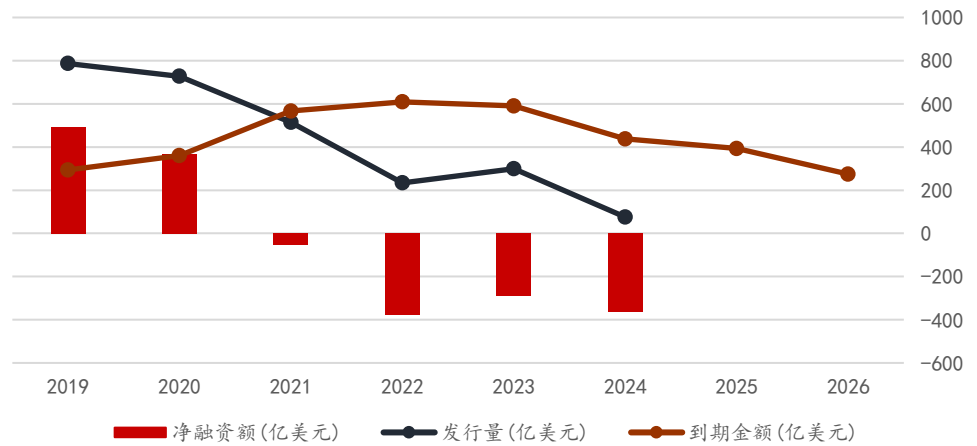
境外债仍处于净偿还状态，境内债发行规模下滑幅度有所扩大。根据wind数据，截至2024年12月2日，房地产行业境外债净融资规模为-362.11亿美元，发行量仅75.65亿美元，较2023年显著下降，2025年到期量为393.36亿美元，较2024年下降10%。境内债方面，截至2024年12月9日，房地产行业发行规模为3896.18亿元，同比下降15.2%，较上年下滑幅度扩大8.2pct，实现净融资额-433.39亿元。2025年境内债到期规模为2601.60亿元，较2024年总偿还量显著下降。

图表40: 房地产行业到位资金增速 (%)



资料来源: 国家统计局, wind, 万联证券研究所

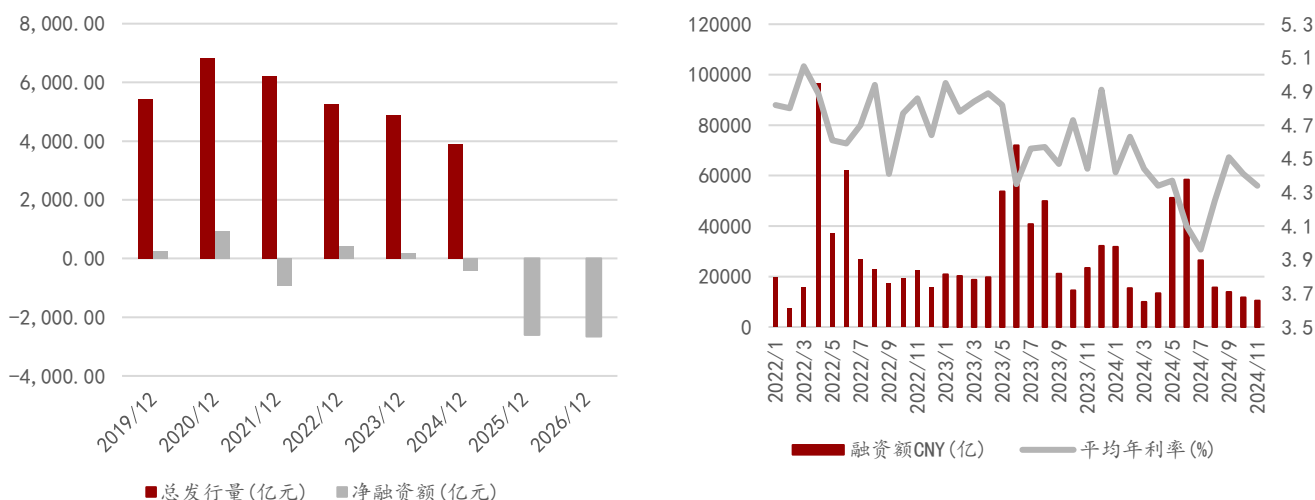
图表41: 房地产行业境外债发行及到期量 (亿美元)



资料来源: wind, 万联证券研究所, 数据截至2024年12月2日

图表42: 房地产行业境内债总发行量及净融资额/到期量 (亿元)

图表43: 房地产行业银行借款金额 (亿元, 左轴) 月度变化及平均年利率 (% , 右轴)



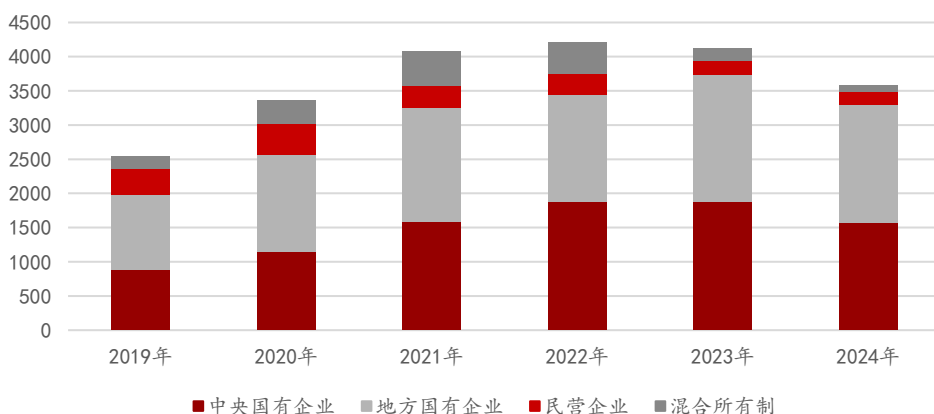
资料来源: wind, 万联证券研究所, 数据截至2024年12月9日

资料来源: 中指研究院, 万联证券研究所, 数据截至2024年12月3日

● 企业层面

尽管支持房地产企业融资的政策持续出台,但是受限于行业景气度持续处于低位,销售端下行导致房企现金流自循环受阻,融资端的支持力度虽在持续加大,但是境内债融资仍以国央企背景房企占据主导地位。根据中指研究院关于房企境内债发行统计数据,百强房企中,国央企(含地方国资)背景房企的境内债融资规模占比达到92.1%,仍居于绝对主导地位。

图表44: 百强不同性质房企境内债融资规模结构(亿元)



资料来源: 中指研究院, 万联证券研究所, 截至2024年12月3日

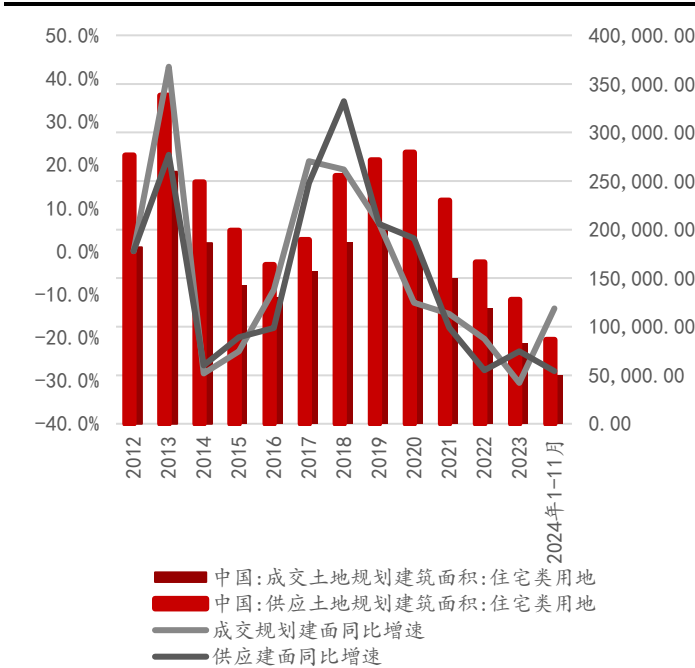
3.3 投资: 开竣工预计仍下降, 投资端降幅将收窄

● 土地市场

房企坚持“以销定投”,严控现金流,土地市场持续下行。2024年1-11月我国住宅用地类土地供应建面、成交建面以及成交总价分别为8.63亿平、4.96亿平和1.82万亿元,同比分别下降27.8%、13.3%和23.1%,其中土地成交规划建面较2023年降幅有所收敛,供应建面下滑幅度进一步扩大。预计在行业销售端现金流未有持续改善前,房企受资

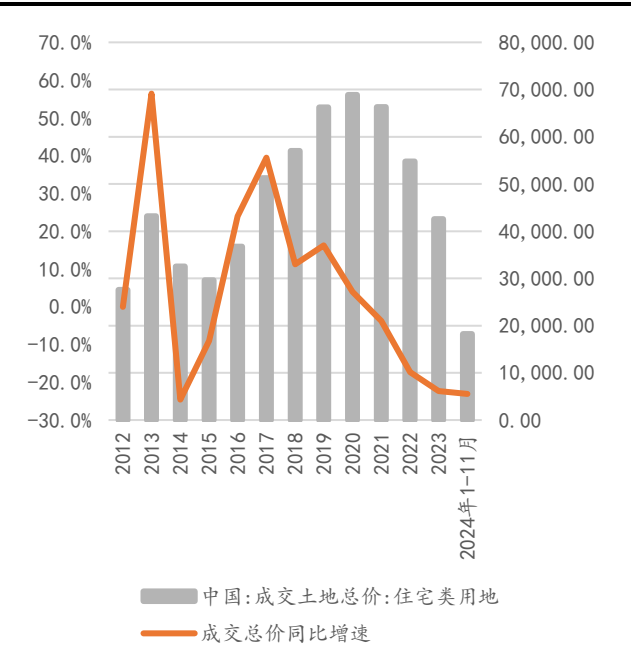
全面限制拿地态度仍保持谨慎，同时政策端强调严格控制土地供应，预计2025年土地供应或呈现提质降量的趋势，2025年土地市场成交规模预计仍承压。

图表45: 全国住宅用地供应/成交规划建筑面积 (万平, 右轴) 及增速 (% , 左轴)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表46: 全国住宅用地成交总价 (亿元, 右轴) 及增速 (% , 左轴)

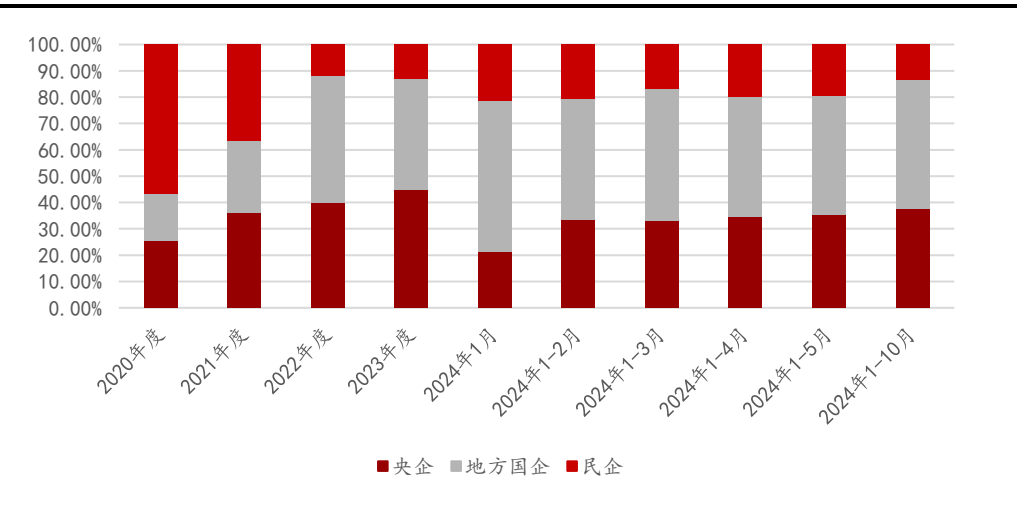


资料来源: wind, 万联证券研究所

● 企业拿地

从不同企业属性角度来看，国央企背景房企仍是拿地主力。根据亿翰智库统计数据显示，2024年1-10月国央企（含地方国资）房企权益拿地金额占比达到86.4%，较2023年下降0.3pct，民营房企拿地金额占比达到13.6%，较2023年提升0.5pct，整体来看国央企背景房企仍是拿地主力。

图表47: 不同性质企业权益拿地金额占比情况



资料来源: 亿翰智库, 万联证券研究所

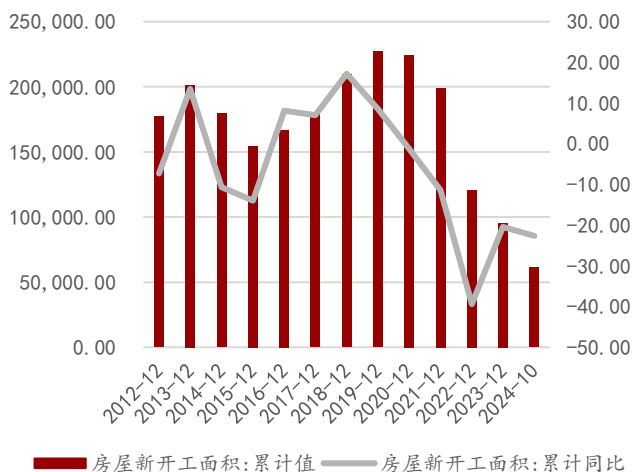
● 投资

新开工: 土地市场自2021年以来持续收缩, 2024年土地市场成交面积下滑幅度虽有所收敛, 但其下滑趋势将传导至新开工, 2024年1-10月房地产行业新开工面积累计同比下滑22.6%, 预计2024年最后两月较难有大的转变, 同时预计2025年由于受前期土地市场收缩影响将延续下滑态势。

竣工: 2023年在延迟竣工效应释放以及保交楼等政策推动下竣工端实现同比增长17%, 2024年在较高基数基础上, 叠加新开工面积持续下行、前期支撑性因素影响减弱, 竣工端承压下行, 2024年1-10月竣工面积同比下降23.9%, 预计2024年全年下滑幅度与2024年前10个月相当, 同时预计2025年竣工面积仍将进一步下行。

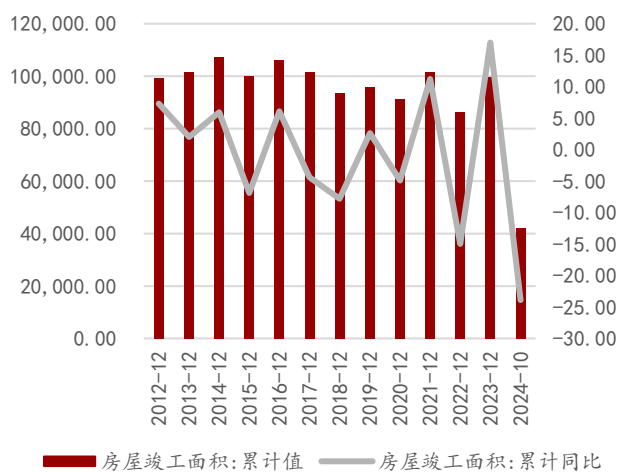
投资: 房地产开发投资额主要由土地购置费以及建安投资完成额构成, 2024年1-10月房地产开发投资额同比下降10.3%, 其中土地购置费下滑7.4%, 建安投资(建筑工程+安装工程+设备工器具购置)下降10.3%, 预计2024年全年房地产开发投资额下降9.5%。展望2025年, 预计土地市场收缩的滞后影响仍将继续拖累2025年投资表现, 施工面积预计将承压下滑, 预计2025年投资额仍将有所下降, 但预计降幅将较2024年有所收窄。

图表48: 新开工面积累计值(万平, 左轴)及累计同比增速(% , 右轴)



资料来源: wind, 国家统计局, 万联证券研究所

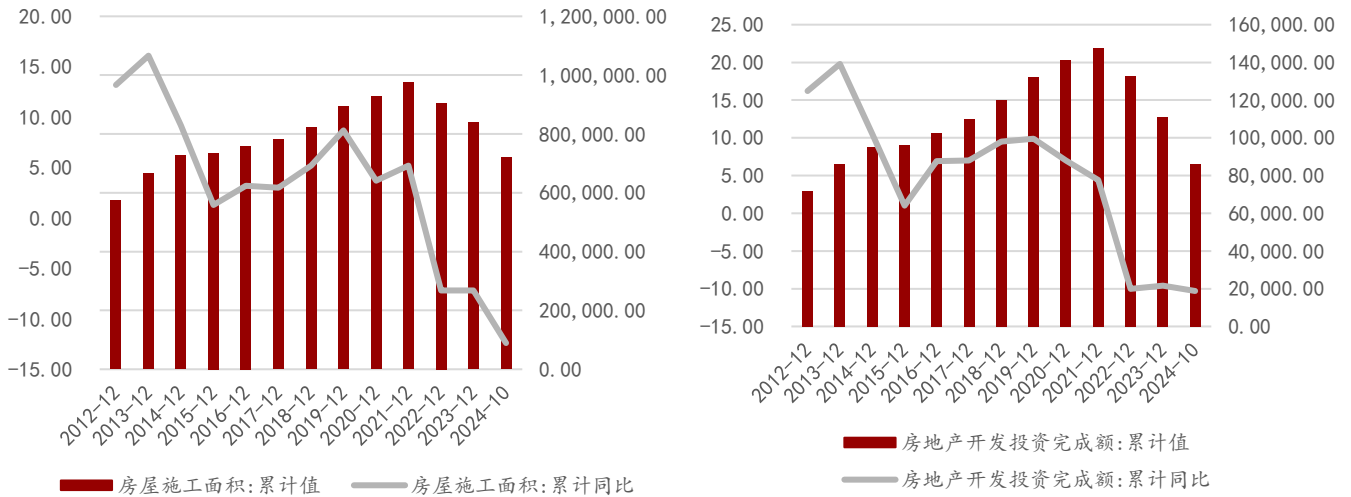
图表49: 竣工面积累计值(万平, 左轴)及累计同比增速(% , 右轴)



资料来源: 国家统计局, wind, 万联证券研究所

图表50: 房屋施工面积累计值(万平, 右轴)及累计同比增速(% , 左轴)

图表51: 房地产开发投资完成额(亿元, 右轴)及累计同比增速(% , 左轴)



资料来源: 国家统计局, wind, 万联证券研究所

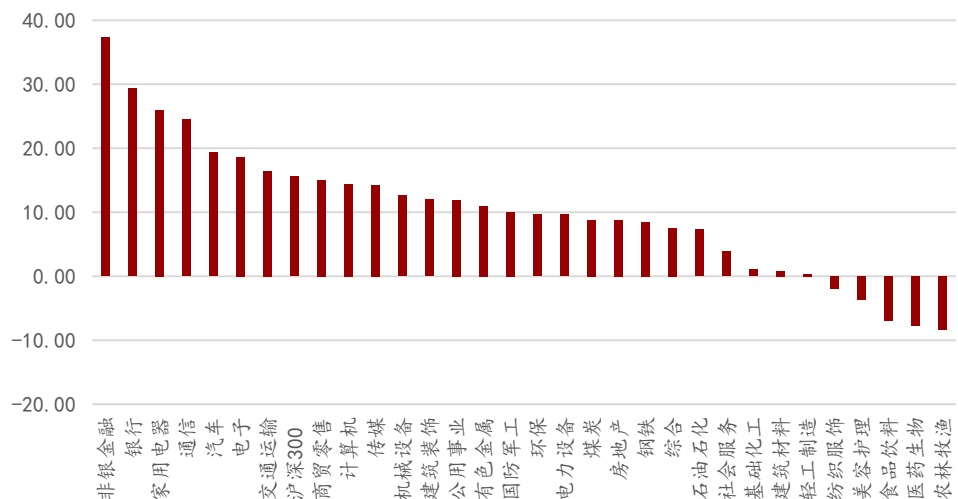
资料来源: 国家统计局, wind, 万联证券研究所

4 市场表现回顾及投资建议

4.1 2024 年房地产板块实现绝对收益，但仍跑输大盘

2024年房地产行业景气度仍未见明显改善，核心指标承压下降，二级市场表现方面，在4月政治局会议后出现阶段性反弹，9月政治局会议政策支持力度加码，表述超预期，市场预期有所改善，呈现明显上涨趋势，12月政治局会议进一步明确提出“稳住楼市股市”，房地产板块在政策的持续加力下有望延续上行态势。2024年（截至2024年12月9日），房地产行业（申万一级行业）上涨8.78%，沪深300上涨15.61%，跑输大盘6.83pct。

图表52: A股申万一级行业2024年以来市场涨跌幅情况 (%)



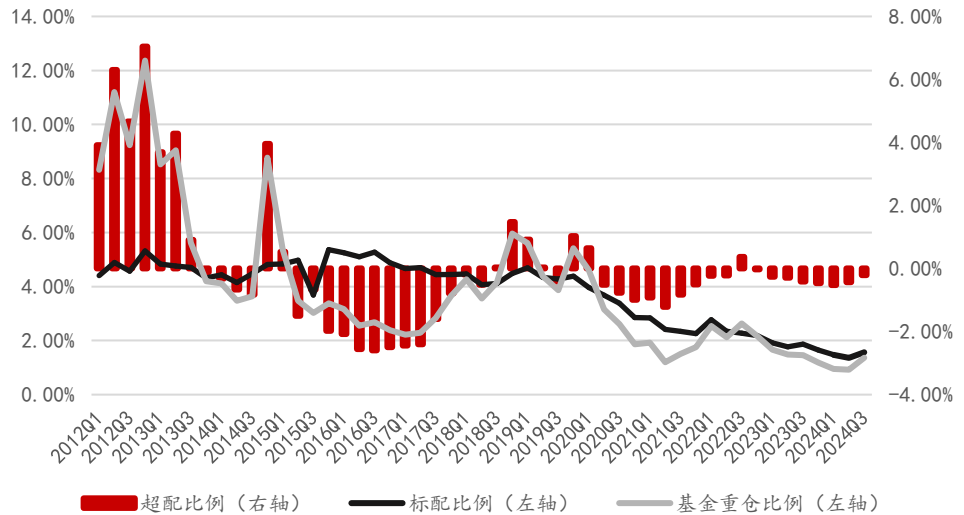
资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所, 截止2024年12月9日。

4.2 公募基金配置比例仍处低配，Q3 首现环比回升

我们根据同花顺iFind数据统计了内地公募基金重仓股情况，2024年Q3末公募基金重

仓SW房地产行业的总市值为429.2亿元，环比2024年Q2末增加75.8%，占基金重仓A股市值规模1.36%，较标配比例低0.21pct，环比2024年Q2末提升0.44pct，自2022年三季度以来首次环比回升。

图表53: 房地产行业基金重仓配置情况 (%)



资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所, 注: 标配比例以SW房地产行业流通市值/同花顺全A流通市值计算

4.3 投资建议与风险因素

投资建议: 政策端, 9月政治局会议首次提出推动房地产行业“止跌回稳”, 12月政治局会议更明确指出“稳楼市”, 均体现了政策端对促进房地产行业止跌回稳的坚定态度与决心。9月政治局会议+多场国新办新闻发布会后, 多项政策相继推出, 高能级城市纷纷响应, 房地产市场初现止跌迹象。我们认为房地产行业的止跌回稳不仅仅需要行业自身的政策支持, 更需要宏观经济政策的全面助力, 以改善购房者预期。展望2025年, 我们认为政策端将延续宽松, 12月政治局会议明确提出实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策、加强超常规逆周期调节, 预计2025年货币政策以及财政政策空间将进一步打开, 居民对未来收入预期将得到改善。房地产行业方面, 预计关于收储、城中村改造、高能级城市需求限制政策、房企融资支持性政策等均有望进一步优化, 助力行业止跌回稳。需求端, 从居民资产配置角度来看, 当前股市回暖有望提升居民财富效应, 叠加租金收益率持续抬升、房贷利率等购房成本下降, 购房吸引力抬升, 随着居民财富提升, 资产配置或向房产转移。从市场总需求角度来看, 我们认为“新房+二手房”成交量将保持平稳, 从结构上来看, 受供给约束新房市场在2025年预计仍将小幅下滑, 二手房成交占比仍保持抬升趋势。投资端, 预计在严控土地供应等政策的推动下土地市场将呈现提质降量的趋势, 新开工以及竣工端仍将呈现下滑态势, 投资端受土地市场以及施工端影响预计在2025年仍下滑, 但下滑幅度预计将有所收窄。二级市场投资方面, 建议关注①受益于供给侧出清的优质央企国企背景房企; ②受益于收储政策的相关个股; ③行业止跌回稳预期下具有困境反转预期的个股的交易性机会。

风险因素: 政策支持力度不及预期、政策效果不及预期、居民收入信心修复不及预期、

行业持续下行、数据统计偏差等。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场