

证券研究报告 | 行业投资策略

房地产

行业评级 强于大市 (维持评级)

2024年12月26日



分化与反转

——2025年房地产年度投资策略报告

证券分析师:

陈立 执业证书编号: S0210523080003

研究助理:

于怡然

请务必阅读报告末页的重要声明

➤ 2024年总量数据回顾

- 2024年，年化销售水平回落至2009年水平，年化开工水平回落至2006年水平。开工弱、竣工强下，施工自2021年高点回落26.1%。施工下行持续拖累投资，使得房地产开发投资水平回归至2016年左右。房地产开发投资与固定资产增速差达到13.7pct，地产对固定资产投资的拖累相较于2023年进一步恶化。土地市场供需同步回落至2008年左右水平，地价占房价比例小幅回落至52.0%，平均成交楼面价回落小幅改善带来房地价差小幅改善。
- 2024年，需求端调控政策进一步宽松，从5月大幅降低首付比例、取消商贷利率下限等手段，9月底进一步下调二套房最低首付比例、降低存量贷款利率、优化一线城市限购，11月契税与增值税双降，一线城市取消普宅非普标准等，需求端政策支持力度持续加码。

➤ 本轮地产复苏的困境

- 本轮地产下行相较于以往地产下行周期，最大的不同在于结构性市场的表现分化，包括期现房销售分化、新房二手房销售分化，以及新房二手房房价调整幅度分化，虽然导致分化的原因各不相同，但结构性市场的分化特征，调控政策在需求端持续宽松的过程中，整体新房销量并未受到政策宽松带动。

➤ 周期下行的海外对比

- 日本：1989年来首都圈历经4轮小周期；1990年房价指数见顶后持续回落，房价指数自高点回落44.8%。
- 美国：次贷危机前后，新房销量自高点回76.1%，2007年房价指数见顶后持续回落，房价指数自高点回落25%。

➤ 调控政策将如何发力

- 在外部出口预期承压、内部地产行业供需双弱且地产链拖累经济的背景下，我国政策逆周期调节的必要性上升，2025年将实行适度宽松的货币政策和更加积极的财政政策。
- **货币政策：**2024年已推进降准、降息、降存量房贷的货币政策。本轮存量贷款降息后，新老房贷利差缩减，LPR下降对行业的正面效果将更加显著，叠加海外步入降息周期，我国降息空间进一步打开。
- **财政政策：**
 - 收储：2024H1现房库存占比为2010年来高点，存量房收储的紧迫性提升。经我们测算，部分体量较小的未出险房企和民营房企面临较大的现房去化压力。
 - 城中村改造：城中村改造为本轮地产核心政策之一，经我们测算，100万套城中村改造最多或可拉动投资7697亿元、销售3.30万亿元，若改造分5年完成，则年均或拉动投资和销售1539亿元和6596亿元，分别占2023年房地产开发投资额的1.4%、销售额的5.7%。

➤ 2025年总量数据预测

- 按照销售、开工&施工&竣工、开发投资的顺序对2025年全年总量指标进行预测。
 - 预计2025年销售面积9.1亿㎡，同比下降6.1%；预计2025年销售额9.0万亿，同比下降5.3%；
 - 预计2025年开工面积小幅回升，全年新开工面积7.6亿㎡，同比增长3%；预计2025年全年竣工面积6.3亿㎡，同比下降19.9%；预计2025年施工面积66.8亿㎡，同比下降12.5%；
 - 预计2025年开发投资9.6万亿，同比下降4.7%。

➤ 投资建议：

- 我们认为，25年地产政策将围绕行业止跌回稳及存量政策落地发力，行业复苏将经历流动性压力缓解、供给持续收缩、房价止跌回稳、销售开工复苏的阶段。目前处于供给收缩向房价止跌回稳的过程中，房价止跌回稳驱动的PB估值修复仍将是市场交易的主线。
- 当前政策对供需两端频繁释放积极信号，有助于改善行业融资环境。叠加“三大工程”建设发力，相关项目稳步落地后有望拉动楼市筑底企稳。建议关注四个方向：
 - ①提前缩表提前走出困境的龙头房企：【金地集团】、【新城控股】
 - ②高弹性港股低PB未违约民企：【龙湖集团】、【新城发展】
 - ③长期破净估值提升地方国企：【城建发展】、【城投控股】
 - ④持续保持拿地强度的板块龙头：【保利发展】、【招商蛇口】

➤ 风险提示：融资环境收紧超预期、房地产销售政策变化、地产调控政策变化、引用数据滞后或不及时

目 录

- 1. 2024年总量数据回顾
- 2. 本轮地产复苏的困境
- 3. 周期下行的海外对比
- 4. 调控政策将如何发力
- 5. 2025年总量数据预测
- 6. 投资建议
- 7. 风险提示

1. 2024年总量数据回顾：销售、开工

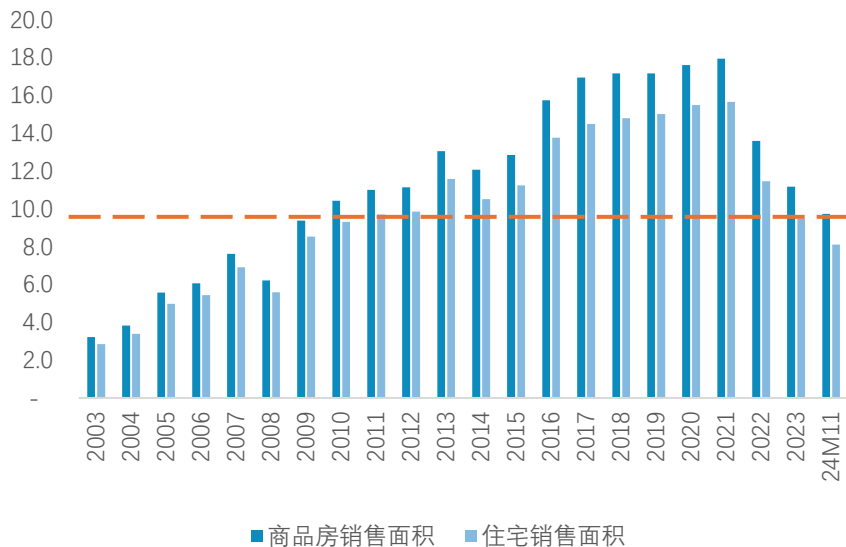
➤ 销售：年化销售水平回落至2009年水平

- 2024年前11月，全国新建商品房销售面积累计8.6亿 m^2 ，近12个月的年化销售面积9.7亿 m^2 ；商品住宅方面从销售规模的角度而言，商品房销售面积回落至2009年左右水平，年化销售规模自2021年高点下滑45.7%。

➤ 开工：年化开工水平回落至2006年水平

- 2024年前11月，全国房屋新开工面积累计6.7亿 m^2 ，近12个月年化开工面积7.5亿 m^2 ；从供给的角度来看，商品房整体开工情况回落至2006年水平，年化开工规模自2020年高点下滑66.9%。

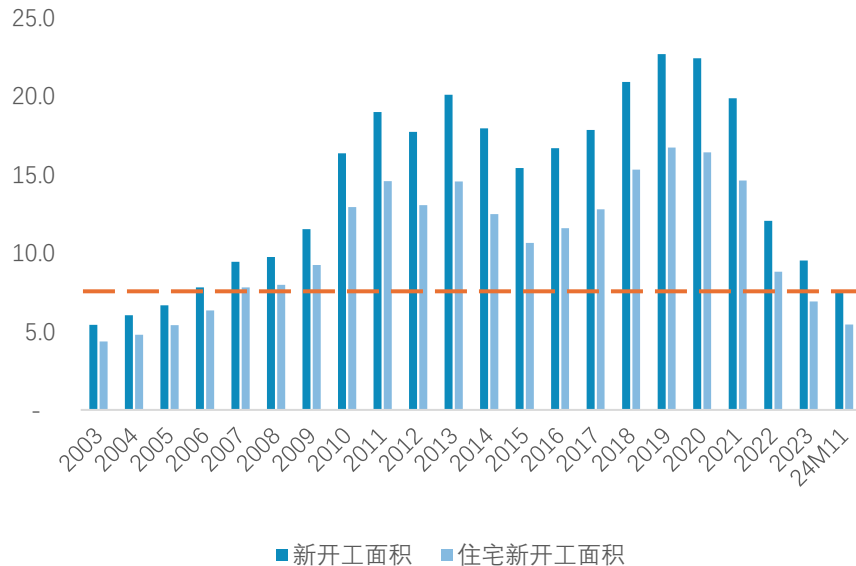
商品房及商品住宅销售面积（亿 m^2 ）



资料来源：Wind，华福证券研究所

图表中2024M11为截至11月近一年的年化数据

商品房及商品住宅新开工面积（亿 m^2 ）



资料来源：Wind，华福证券研究所

1. 2024年总量数据回顾：施工、竣工

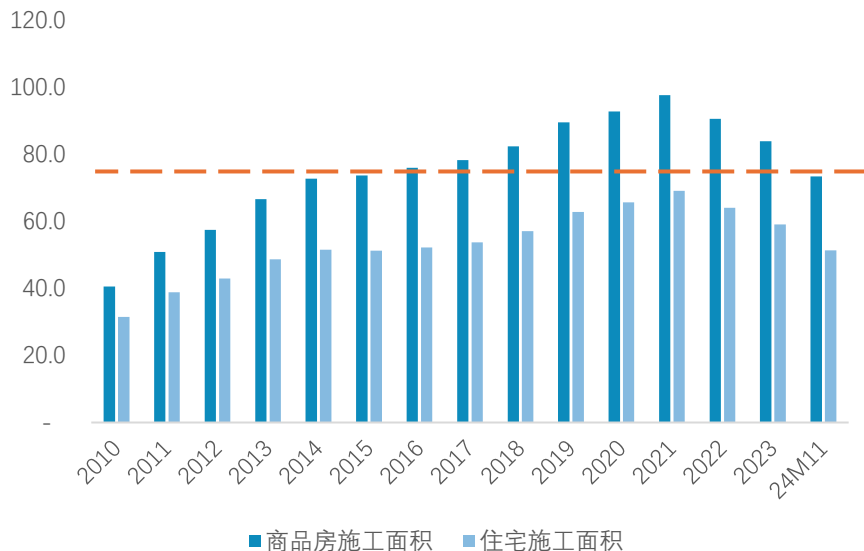
➤ 施工：开工弱、竣工强下，施工下行明显

- 2024年11月末，全国房屋施工面积72.6亿 m^2 ；商品住宅方面，2024年11月末，住宅施工面积50.8亿 m^2 ，施工面积规模回落至2014年左右水平，施工自2021年高点回落24.8%。

➤ 竣工：从开工到交付，竣工规模维持高位

- 2024年前11月，全国房屋竣工面积累计4.8亿 m^2 ，近12个月的年化竣工面积8.3亿 m^2 ；商品住宅方面，2024年前11月累计竣工面积3.5亿 m^2 ，近12个月年化竣工面积6.0亿 m^2 ，竣工面积持续维持在相对较高水平。

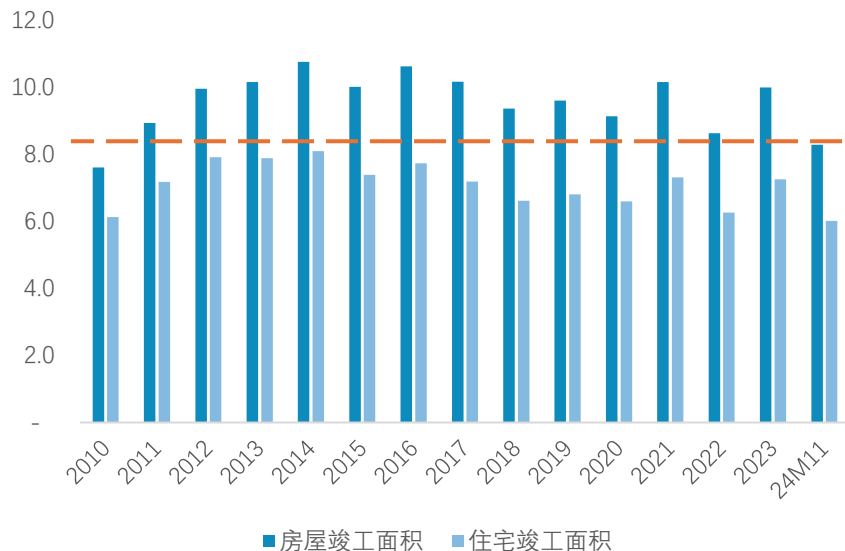
商品房及住宅施工面积 (亿 m^2)



资料来源: Wind, 华福证券研究所

图表中2024M11为截至11月近一年的年化数据

商品房及住宅竣工面积 (亿 m^2)



资料来源: Wind, 华福证券研究所

1. 2024年总量数据回顾：地产投资

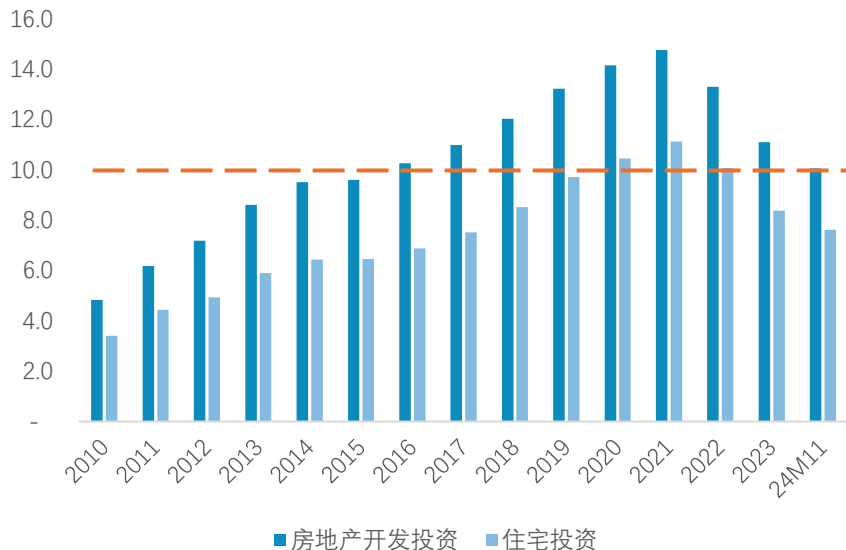
➤ 地产开发投资：施工下行持续拖累投资

- 2024年前11月，房地产开发投资累计9.4万亿，近12个月年化10.1万亿。施工面积下行与土地购置意愿降低，双方面拖累整体房地产开发投资增长。整体而言，房地产开发投资水平回归至2016年左右。

➤ 行业持续拖累经济：投资增速差距扩大

- 2024年前11月，房地产开发投资累计同比下滑10.4%，相较于固定资产投资整体3.3%的正增长，房地产开发投资与固定资产增速差达到13.7pct。地产对固定资产投资的拖累相较于2023年进一步恶化。

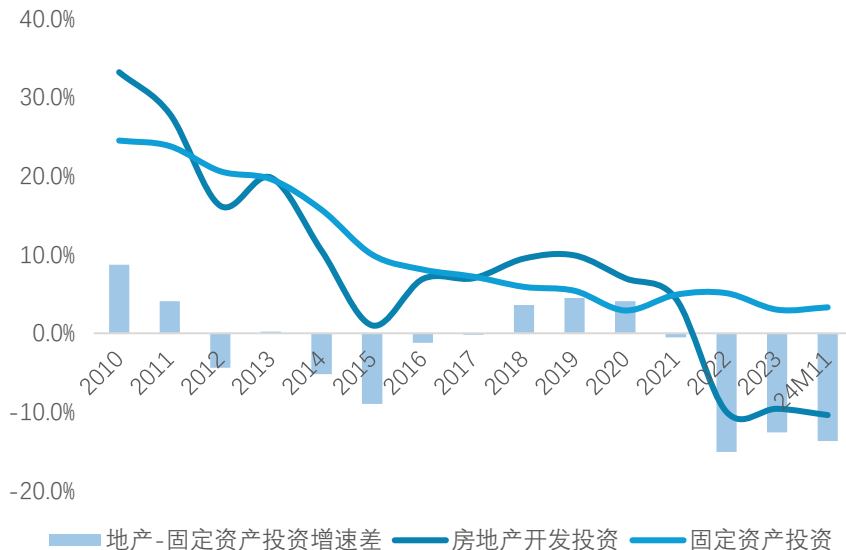
房地产及住宅开发投资完成额（万亿）



资料来源：Wind，华福证券研究所

图表中2024M11为截至11月近一年的年化数据

地产及固定资产开发投资增速及增速差（%）



资料来源：Wind，华福证券研究所

1. 2024年总量数据回顾：土地市场

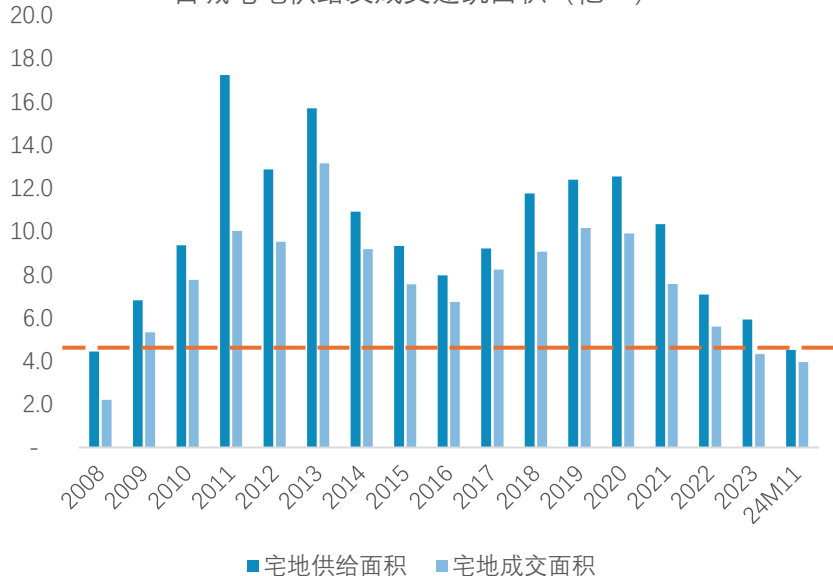
➤ 土地出让：出让土地规模进一步探底

- 2024年前11月，百城宅地供应建筑面积合计4.0亿 m^2 ，近12个月年化供给宅地建筑面积4.5亿 m^2 ；成交层面，前11月百城宅地成交建筑面积合计2.4亿 m^2 ，近12个月年化成交宅地建筑面积4.0亿 m^2 ，土地市场供需同步回落至2008年左右水平。

➤ 房地价差：平均成交楼面价小幅回落

- 截至2024年11月，全国商品住宅年化平均成交均价10390元/ m^2 ，宅地出让年化平均楼面价5399.3元/ m^2 ，地价占房价比例小幅回落至52.0%，平均成交楼面价回落小幅改善带来房地价差小幅改善。

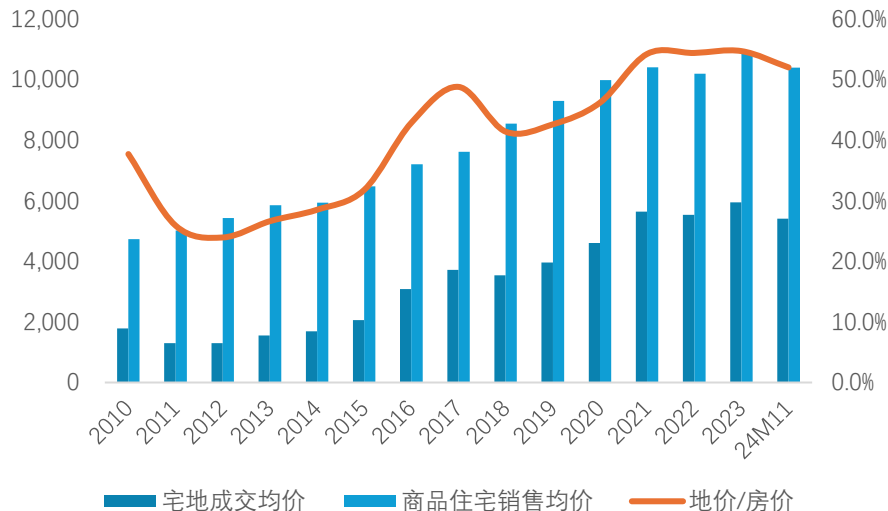
百城宅地供给及成交建筑面积（亿 m^2 ）



资料来源: Wind, 华福证券研究所

图表中2024M11为截至11月近一年的年化数据

宅地平均出让均价、商品房销售均价及占比
(元/平方米, %)



资料来源: Wind, 华福证券研究所

1. 2024年总量数据回顾：调控政策

➤ 调控政策持续宽松

- 2024年，调控政策进一步宽松，从5月大幅降低首付比例、取消商贷利率下限等手段，9月底进一步下调二套房最低首付比例、降低存量贷款利率、优化一线城市限购，11月契税与增值税双降，一线城市取消普宅非普标准。需求端政策支持力度持续加码。

5月17日
央行
金融监管总局
住建部

- 调整个人住房贷款首付比例，首套不低于15%，二套不低于25%
- 取消商业贷款利率下限，下调住房公积金贷款利率
- 设立3000亿元保障性住房再贷款

9月24日
央行
金融监管总局

- 取消首套和二套房最低首付比例差别，统一为15%
- 降低存量房贷利率
- 随后北上广深优化限购、降低首付比例、增值税免征年限调整

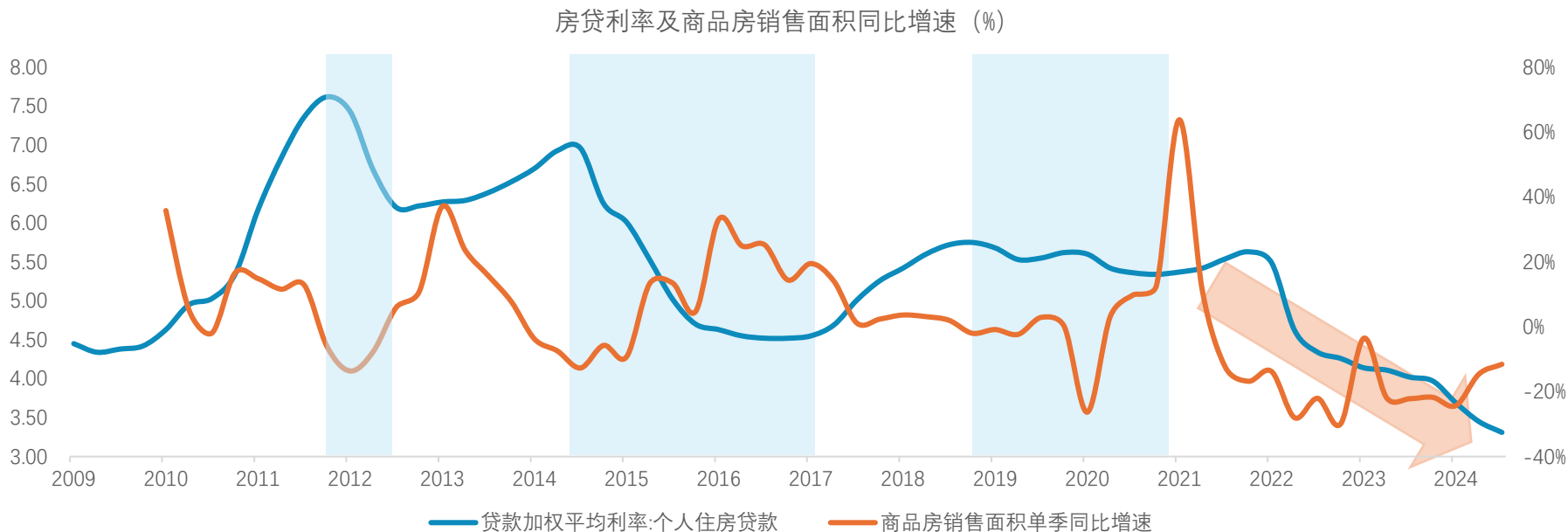
11月13日
财政部
住建部
税务总局

- 契税，增值税双降
- 随后一线城市取消普宅、非普宅标准

1. 2024年总量数据回顾：基本面对政策脱敏

➤ 政策的持续宽松并未驱动销售改善

- 地产调控政策宽松通常伴随利率下行，在2012年、2014年以及2019年三轮市场宽松周期中，地产销售对调控政策敏感，政策宽松在过往地产周期中能持续带来销售规模的修复。
- 本轮2022年至今的地产下行周期中，地产销售对政策脱敏，需求、供给端政策持续改善，但销售面积同比增速持续保持负增长。



资料来源: Wind, 华福证券研究所

目 录

- 1. 2024年总量数据回顾
- 2. 本轮地产复苏的困境
- 3. 周期下行的海外对比
- 4. 调控政策将如何发力
- 5. 2025年总量数据预测
- 6. 投资建议
- 7. 风险提示

2. 本轮地产复苏的困境：结构性分化的市场

➤ 核心观点

- 本轮地产下行相较于以往地产下行周期，最大的不同在于结构性市场的表现分化，包括期房现房销售分化、新房二手房销售分化，以及新房二手房房价调整幅度分化，虽然导致分化的原因各不相同，但结构性市场的分化特征，调控政策在需求端持续宽松的过程中，整体新房销量并未受到政策宽松带动。

➤ 期房现房分化

- 2024年单三季度，按照统计局披露现房销售面积计算的同比增速为12%，同期期房销售面积同比下降18.9%，自2021年三季度以来，现房销售持续13个季度领先期房。

➤ 新房二手分化

- 相较于二手房，核心城市新房成交面积相对较弱，2024年全年销售规模基本位于2019年至今的最低水平。销售面积的变化主要由政策宽松后房地产企业的集中推盘驱动，在政策宽松后的3、7、10月，房企供应端的改善驱动了销售脉冲式的复苏。

➤ 新房二手房价分化

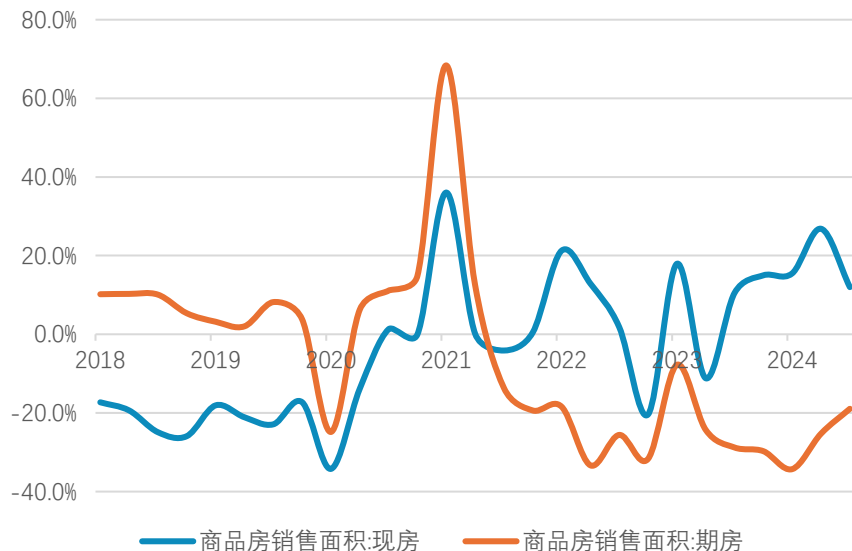
- 按照统计局公布70大中城市房价环比作为计算标准，以2018年1月基准为基准期100，对70城房价进行指数化处理。70大中城市：2024年10月，新房房价指数自高点回落9.4%，房价回落至2019年左右；二手房房价指数自高点回落15.8%，回落至2017年附近。

2. 本轮地产复苏的困境：现房期房的分化

➤ 新房层面：期、现房销售分化

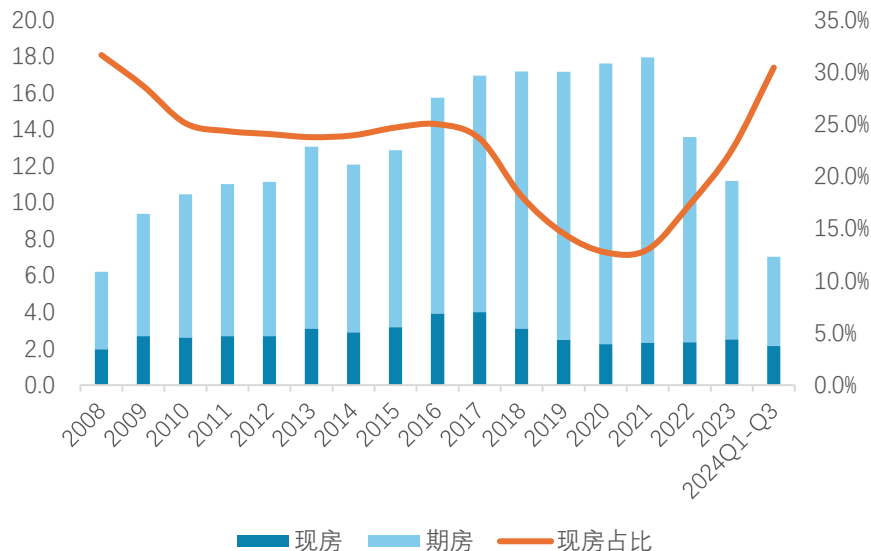
- 受期房交付不确定性及交付品质的影响，叠加开工推盘下降带来的新增供应减少，期房销售持续落后于现房。
- 2024年单三季度，按照统计局披露现房销售面积计算的同比增速为12%，同期期房销售面积同比下降18.9%，自2021年三季度以来，现房销售面积同比增速持续13个季度高于期房销售面积同比增速。
- 2024年前三季度，现房销售面积2.1亿 m^2 ，占商品房销售面积的比例为30.4%，现房销售占比创2009年以来的新高。

现房及期房销售面积同比增速 (%)



资料来源: Wind, 华福证券研究所

现房、期房销售面积及现房占比 (亿 m^2 , %)



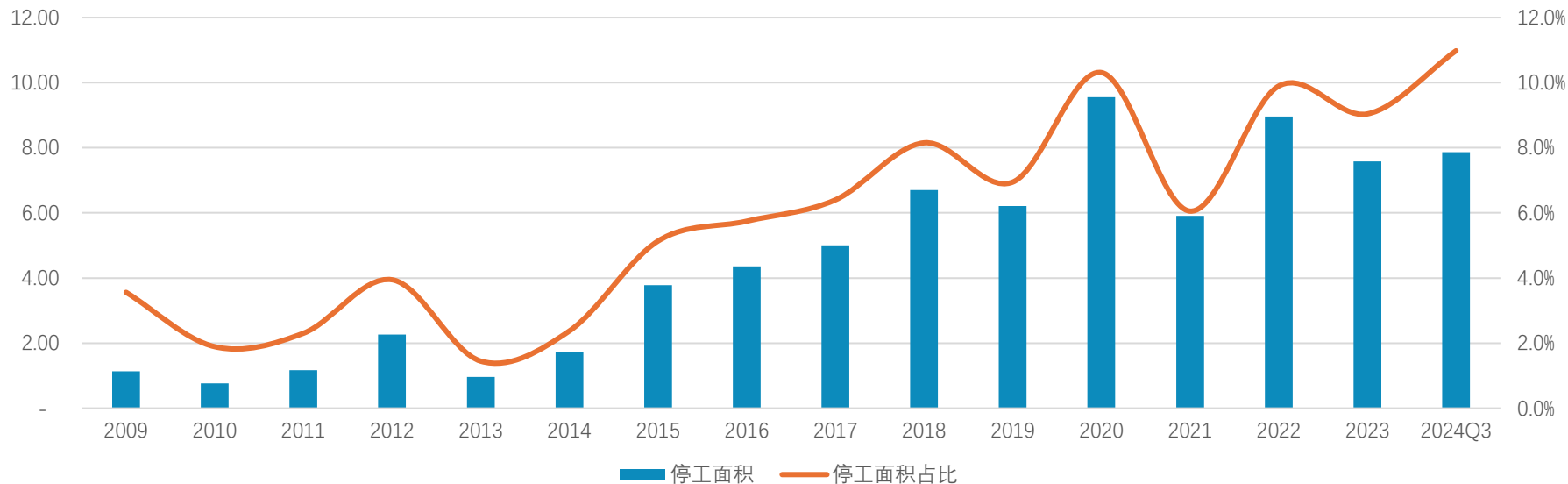
资料来源: Wind, 华福证券研究所

2. 本轮地产复苏的困境：现房、期房分化

➤ 新房层面：期、现房销售分化

- 按照统计局对开工面积、施工面积及竣工面积的定义，可以从三者中推算净停工面积规模， $\text{净停工面积} = (\text{上期期末施工} - \text{上期期末竣工}) + \text{本期开工} - \text{本期施工}$ 。
- 按照开工、施工及竣工推算的净停工面积，2024年三季度末净停工面积保持平稳，在施工面积下降的背景下，净停工面积占比小幅提升。在当前期房交付担忧并未完全消除的背景下，停工仍旧是制约期房销售复苏的关键因素之一。

商品房期末净停工面积及占施工面积比例（亿 m^2 、%）



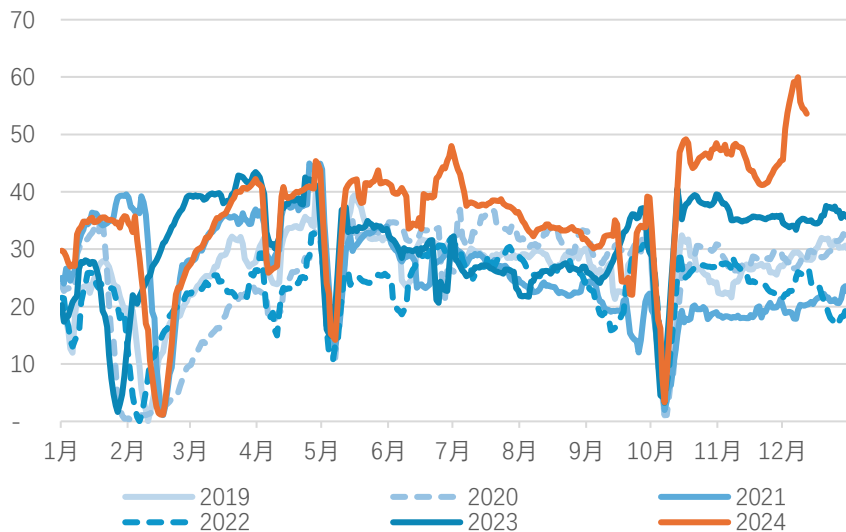
资料来源: Wind, 华福证券研究所

2. 本轮地产复苏的困境：一、二手房销量分化

➤ 核心城市：新房二手销量分化

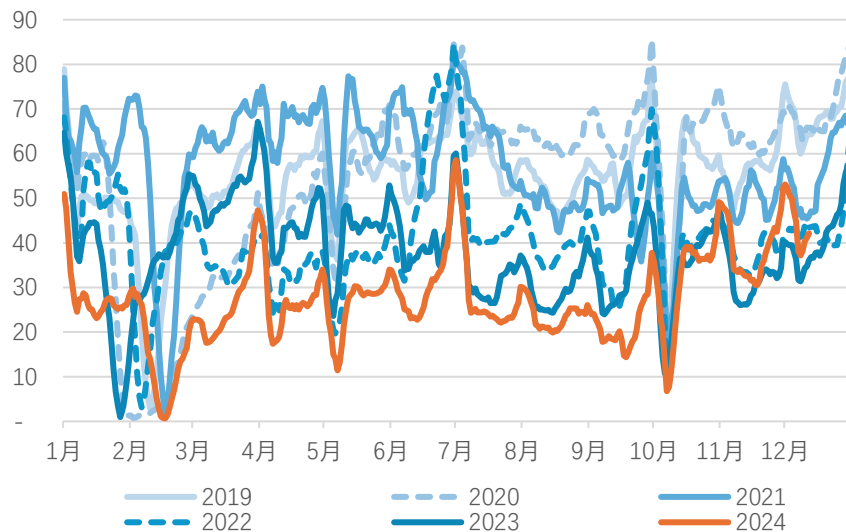
- 现房库存占比主要分布于三四线小城市，与小城市中期、现房销售分化类似，核心城市新房、二手销售同样出现分化，二手房自2023年下半年起，销售规模持续改善。
- 相较于二手房，核心城市新房成交面积相对较弱，2024年全年销售规模基本位于2019年至今的最低水平。销售面积的变化主要由政策宽松后房地产企业的集中推盘驱动，在政策宽松后的3、7、10月，房企供应端的改善驱动了销售脉冲式的复苏。

重点城市二手房成交面积 (万m², MA7)



资料来源: Wind, 华福证券研究所
 *2024年数据截至2024年12月12日

30城新房成交面积 (万m², MA7)



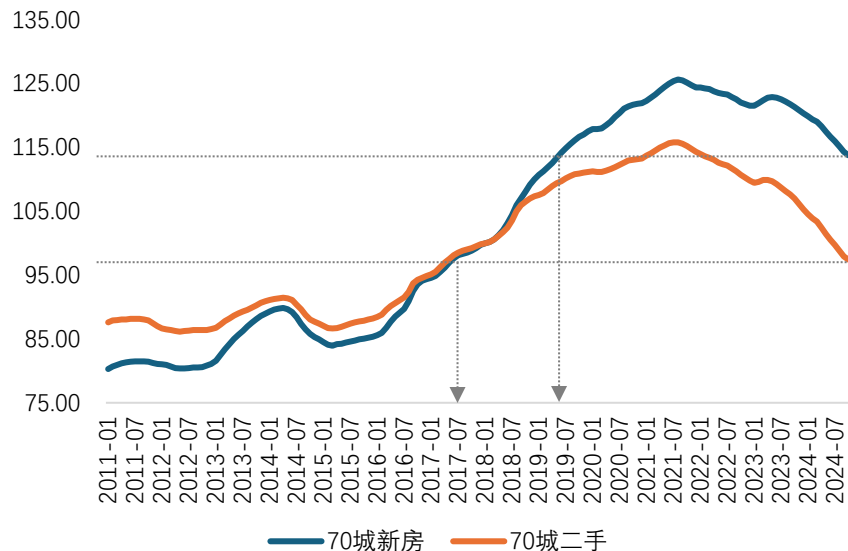
资料来源: Wind, 华福证券研究所
 *2024年数据截至2024年12月12日

2. 本轮地产复苏的困境：一、二手房房价分化

➤ 二手房价格：相较于新房，二手房价格调整更为充分

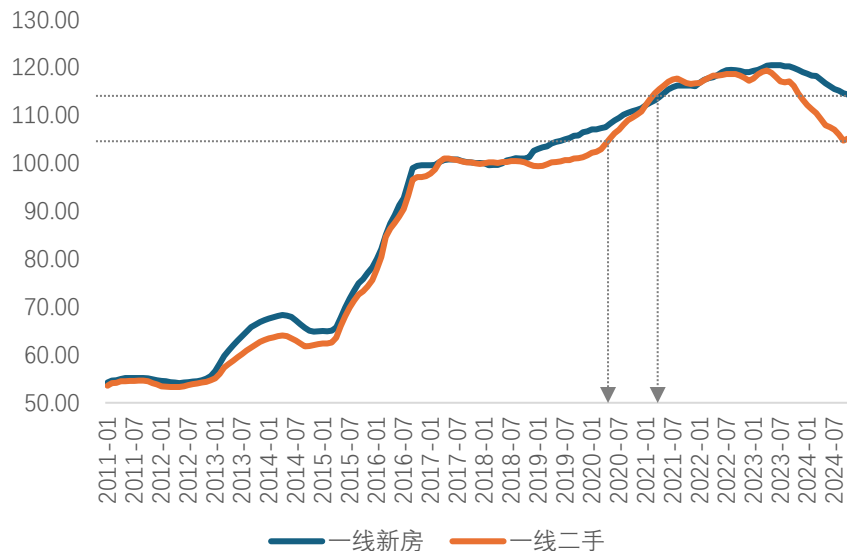
- 按照统计局公布70大中城市房价环比作为计算标准，以2018年1月基准为基准期100，对70城房价进行指数化处理。
- 70大中城市**：2024年10月，新房房价指数自高点回落9.4%，房价回落至2019年左右；二手房房价指数自高点回落15.8%，回落至2017年附近。
- 一线城市**：2024年10月，新房房价指数自高点回落5.1%，房价回落至2021年左右；二手房房价指数自高点回落11.9%，回落至2020年附近。

70大中城市新房二手房房价指数（2018年1月=100）



资料来源：Wind，华福证券研究所

一线城市新房二手房房价指数（2018年1月=100）



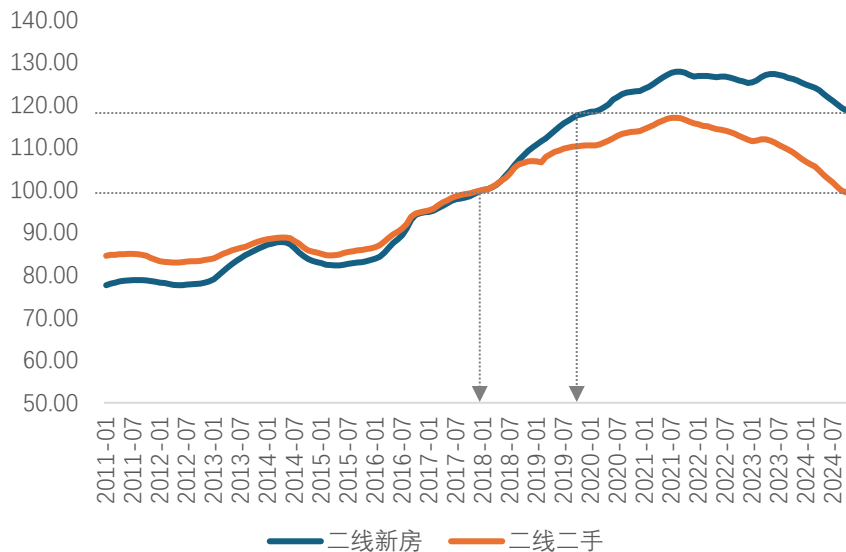
资料来源：Wind，华福证券研究所

2. 本轮地产复苏的困境：一、二手房房价分化

➤ 二手房价格：相较于新房，二手房价格调整更为充分

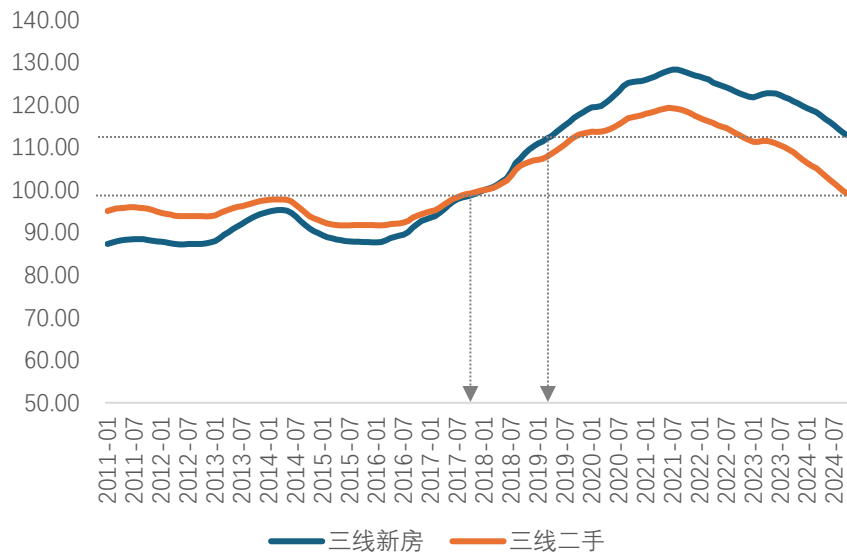
- 按照统计局公布70大中城市房价环比作为计算标准，以2018年1月基准为基准期100，对70城房价进行指数化处理。
- **二线城市**：2024年10月，新房房价指数自高点回落7.2%，房价回落至2020年左右；二手房房价指数自高点回落15%，回落至2017年附近。
- **三线城市**：2024年10月，新房房价指数自高点回落12%，房价回落至2019年左右；二手房房价指数自高点回落16.9%，回落至2017年附近。

二线城市新房二手房房价指数（2018年1月=100）



资料来源：Wind，华福证券研究所

三线城市新房二手房房价指数（2018年1月=100）



资料来源：Wind，华福证券研究所

目 录

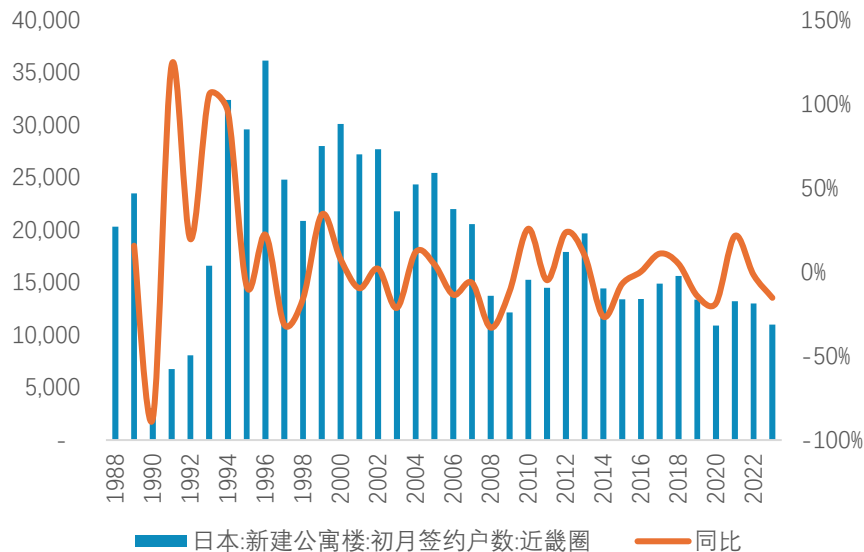
- 1. 2024年总量数据回顾
- 2. 本轮地产复苏的困境
- 3. 周期下行的海外对比
- 4. 调控政策将如何发力
- 5. 2025年总量数据预测
- 6. 投资建议
- 7. 风险提示

3. 周期下行的海外对比：地产周期下行幅度的国际对比

➤ 日本：1989年来首都圈历经4轮小周期

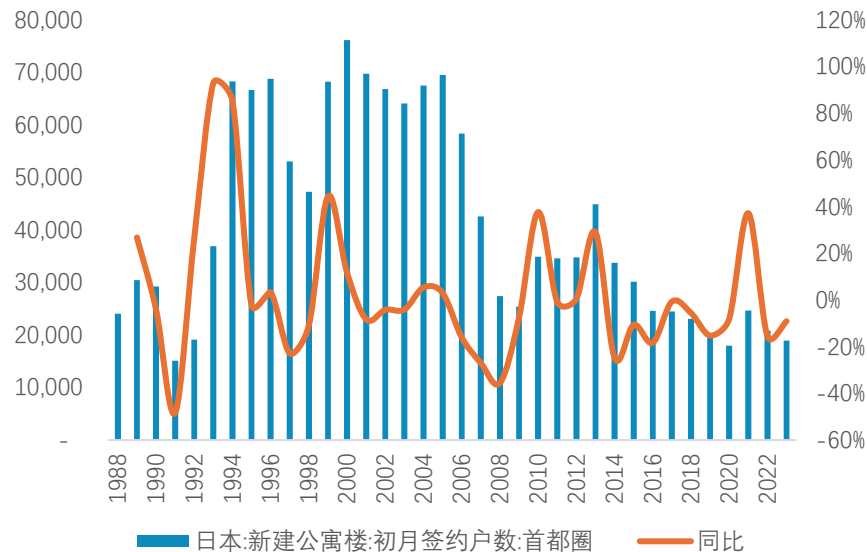
- 销量层面看，1991年以来，地产销量存在多个快速调整的小周期。
- 以首都圈为例，1989-1991年地产销售下行2年，销量自1989年高点降50.4%；1996-1998年，地产销售下行2年，销量自1996年高点下降31.3%；2005-2009年，地产销售下行4年，销量自2005年高点下降63.5%；2013-2020年，地产销售下行7年，销量自2013年高点下降60%。

日本近畿圈新建公寓楼年销售户数及同比（户、%）



资料来源: Wind, 华福证券研究所

日本首都圈新建公寓楼年销售户数及同比（户、%）



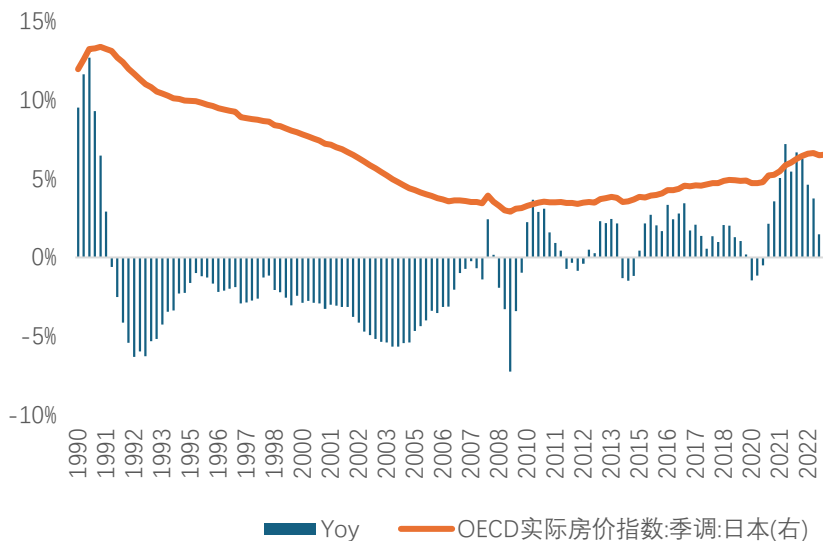
资料来源: Wind, 华福证券研究所

3. 周期下行的海外对比：地产周期下行幅度的国际对比

➤ **日本：1990年房价指数见顶后持续回落，房价指数自高点回落44.8%**

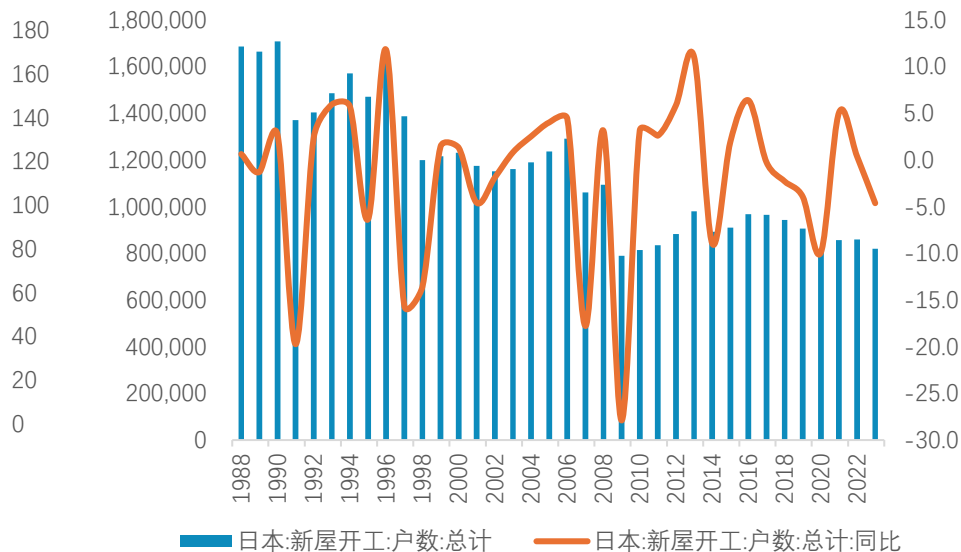
- 广场协议后，日元升值，日本央行采取了长期的低利率政策，导致大量资金流入房地产市场和股市，推高了资产价格形成泡沫。90年代后，伴随货币政策的紧缩，以及维持高位的开工规模，房价指数持续下行。
- 1990年至2008年，即使房价指数存在下行压力，但金融体系对开发商的持续支持导致了开工水平的居高不下，进一步导致了房地产市场的持续供需失衡与房价下行。

日本OECD实际房价指数（季调）及同比（%）



资料来源: Wind, 华福证券研究所

日本新屋开工户数及同比（户、%）



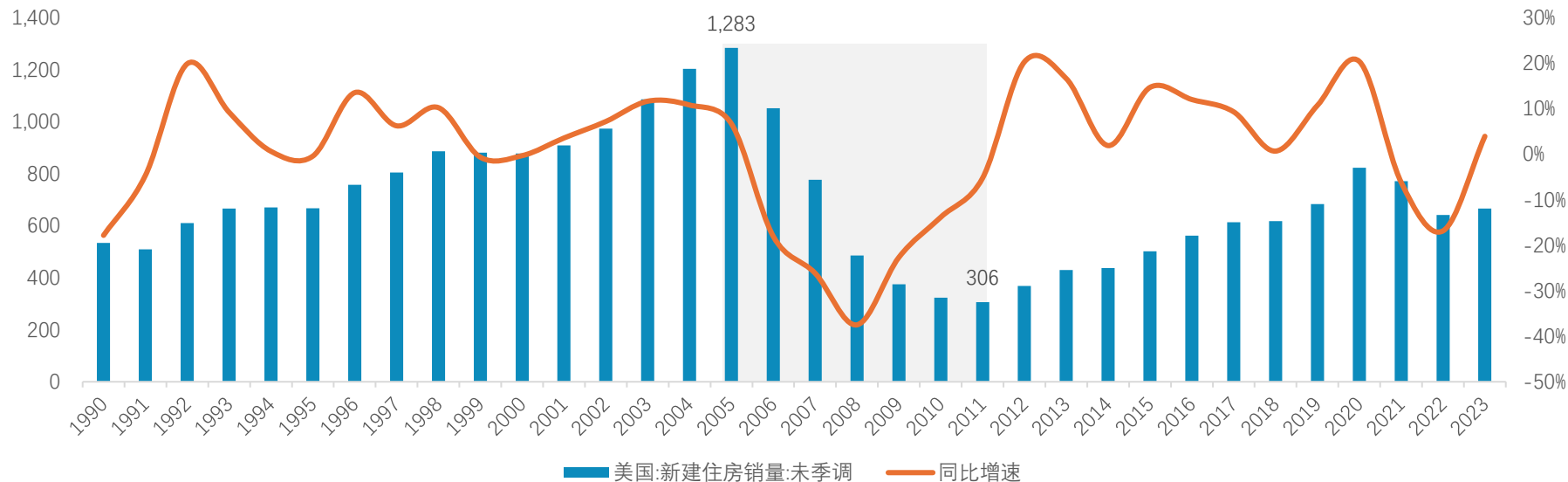
资料来源: Wind, 华福证券研究所

3. 周期下行的海外对比：地产周期下行幅度的国际对比

➤ **美国：次贷危机前后，新房销量自高点回76.1%**

- 美国房地产市场调整在1990年以后并不频繁，但调整幅度较大。1990年以后，从销量层面而言的地产调整主要来自于次贷危机前后，2005年至2011年，新房销量连续6年下降，销量自2005年高点回落76.1%，销量回落幅度明显。

美国新房销量及同比增速（千套、%）

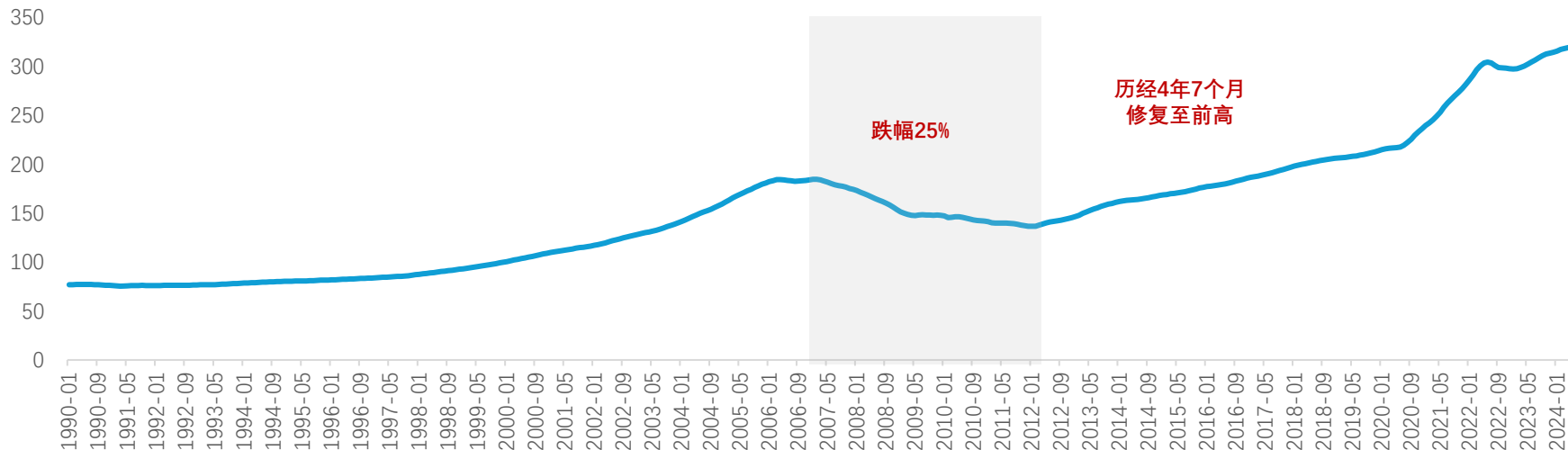


资料来源: Wind, 华福证券研究所

3. 周期下行的海外对比：地产周期下行幅度的国际对比

- **美国：2007年房价指数见顶后持续回落，房价指数自高点回落25%**
 - 从房价指数的下降幅度和修复速度维度出发，美国的次贷危机下的房地产危机弱于日本泡沫经济时期的房地产危机，房价指数下跌周期为2007.3-2012.4，房价指数自2007年2月高点最多下跌25%，经过4年7个月修复至并超过前高，而日本房价指数至今还未恢复至泡沫经济的高点。

美国标准普尔/CS房价指数（2000年1月=100）



目 录

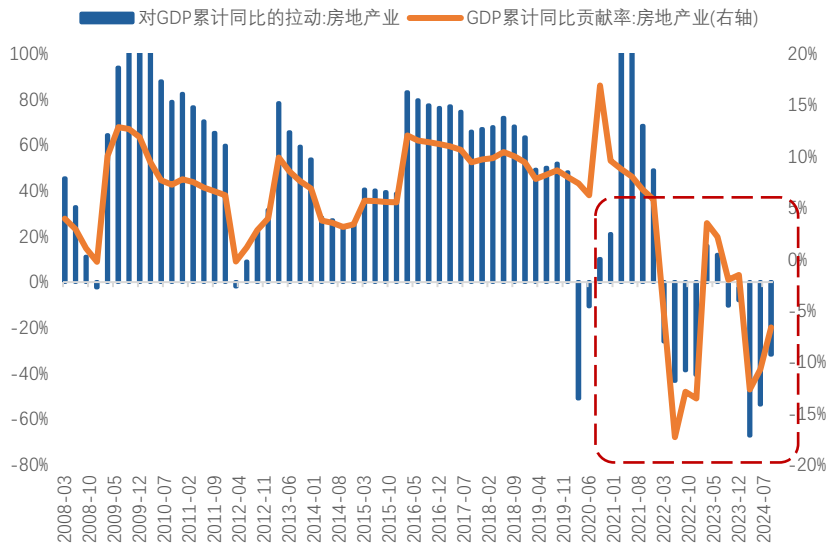
- 1. 2024年总量数据回顾
- 2. 本轮地产复苏的困境
- 3. 周期下行的海外对比
- 4. **调控政策将如何发力**
- 5. 2025年总量数据预测
- 6. 投资建议
- 7. 风险提示

4. 调控政策将如何发力：脱离困境展望

➤ 内外交困下，房地产逆周期调节势在必行

- 国内环境：2021年来地产拖累GDP，相关产业链营收及净利润表现下滑显著。
- 世界经济：特朗普即将于2025年就任美国总统，且共和党获得参、众两院的多数席位，相较于1.0任期，其政治主张推行阻力将更小。本轮竞选主张中美关税保护更加激进具体，由于可以沿用1.0时期调查结果，参考历史关税政策生效需要半年至一年时间，预计本次上任至贸易制裁下达周期或缩短至半年。
- 脱离困境的政策展望：2024年11月9日政治局会议及12日中央经济工作会议中，提出2025年将实行适度宽松的货币政策和更加积极的财政政策。

2008-2024年房地产业对GDP拉动与贡献 (%)



2021年-2024年Q3地产链细分行业营业收入与归母净利润增速 (%)

	上游						中游		下游			
	水泥制造	玻璃	建筑材料	工程机械	装修建材	房屋建设	工程咨询	房地产开	房地产服	家居用品	服装家纺	家电零部
营业收入增速												
2021/3/31	56%	60%	65%	90%	82%	60%	49%	22%	59%	80%	-15%	71%
2021/6/30	19%	51%	29%	44%	49%	33%	31%	23%	36%	66%	-15%	74%
2021/9/30	45%	40%	40%	27%	29%	23%	36%	23%	26%	57%	32%	69%
2021/12/31	42%	31%	35%	12%	-10%	27%	31%	21%	14%	-13%	19%	62%
2022/3/31	24%	15%	18%	-28%	-23%	21%	11%	-2%	4%	-45%	22%	36%
2022/6/30	17%	16%	11%	-32%	-27%	16%	5%	4%	-3%	-42%	1%	7%
2022/9/30	-15%	13%	-11%	-22%	-31%	16%	67%	7%	-2%	-43%	-5%	1%
2022/12/31	-17%	11%	-13%	-17%	-8%	4%	62%	10%	-1%	4%	-8%	0%
2023/3/31	0%	10%	0%	1%	0%	6%	111%	34%	5%	-5%	-11%	-4%
2023/6/30	-5%	7%	-3%	9%	2%	4%	106%	29%	11%	5%	-8%	16%
2023/9/30	-6%	11%	-2%	5%	7%	8%	22%	7%	7%	6%	-6%	7%
2023/12/31	-3%	12%	0%	5%	6%	8%	20%	9%	7%	3%	1%	2%
2024/3/31	-31%	8%	-17%	7%	5%	3%	15%	-11%	2%	14%	0%	2%
2024/6/30	-21%	6%	-13%	5%	1%	0%	15%	-14%	0%	4%	-2%	0%
2024/9/30	-19%	-1%	-12%	4%	-3%	-5%	4%	-13%	6%	2%	1%	21%
归母净利润增速												
2021/3/31	33%	262%	94%	154%	587%	50%	89%	17%		479%	715%	147%
2021/6/30	-1%	204%	23%	29%	71%	31%	46%	17%	145%	148%	238%	115%
2021/9/30	11%	146%	21%	13%	19%	22%	44%	13%	-18%	80%	297%	80%
2021/12/31	14%	78%	20%	-7%	-32%	18%	23%	14%		-9%		125%
2022/3/31	-7%	-8%	1%	-54%	-39%	20%	-34%	-44%	-178%	-54%	41%	18%
2022/6/30	-21%	1%	-13%	-58%	-42%	6%	-22%	-18%	-126%	-38%	-7%	37%
2022/9/30	-44%	-7%	-31%	-46%	-40%	11%	-36%	-11%	-103%	-32%	-10%	41%
2022/12/31	-56%	-6%	-45%	-44%	-17%	-7%	-29%	-15%		5%	-45%	42%
2023/3/31	-86%	-35%	-65%	4%	20%	13%	103%	-16%		26%	0%	62%
2023/6/30	-52%	-25%	-40%	39%	18%	2%	47%	-22%		34%	28%	41%
2023/9/30	-52%	-17%	-36%	26%	25%	-2%	67%	-32%		27%	4%	5%
2023/12/31	-43%	-13%	-31%	38%	13%	3%	46%	-83%		25%	116%	-4%
2024/3/31	-344%	17%	-91%	17%	3%	-2%	0%	-29%	-13%	13%	2%	-21%
2024/6/30	-101%	-3%	-62%	15%	-4%	-1%	17%	-60%	183%	-3%	-7%	-24%
2024/9/30	-76%	-22%	-52%	14%	-17%	-9%	-6%	-73%	208%	-11%	-18%	7%

资料来源: iFinD, 华福证券研究所

资料来源: Wind, 华福证券研究所
 *由于房地产开发收入结转滞后, 因此房地产开发板块采用后置两年的营收与归母净利润增速代表当期经营状况

4. 调控政策将如何发力：脱离困境展望——适度宽松的货币政策

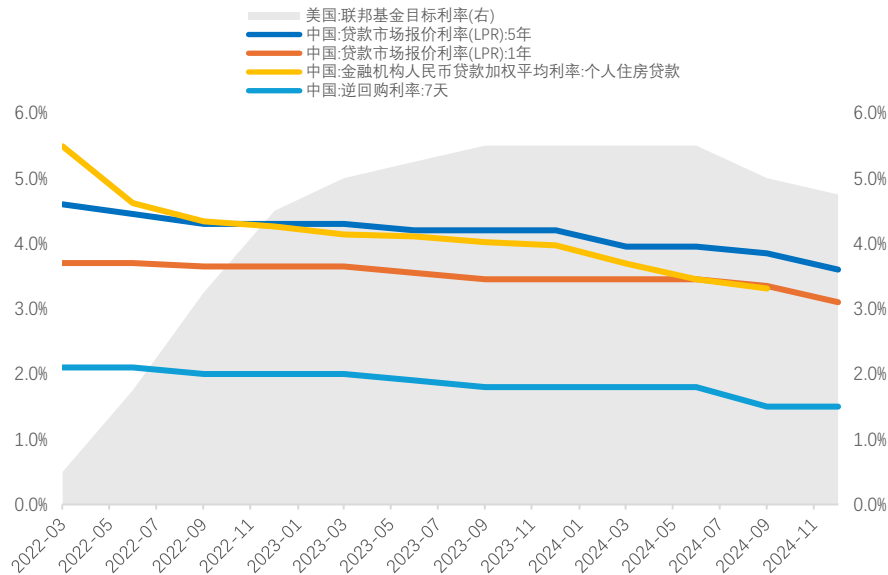
➤ 降准降息仍有空间，行业对LPR调降弹性或提升

- 上次定调“适度宽松”的货币政策为14年前。2008年11月，为应对国际金融危机中国提出实施“适度宽松的货币政策”，此口径维持至2010年。2008年内，1年期存款基准利率下调4次，降幅189BP；1年期贷款基准利率下调5次，降幅216BP；存款准备金率下调4次，降幅视存款类金融机构规模，为200~300BP不等。
- 2024年已推进降准、降息、降存量房贷的货币政策。本轮存量贷款降息后，新老房贷利差缩减，LPR下降对行业的正面效果将更加显著，叠加海外步入降息周期，我国降息空间进一步打开。

2024年降准降息节奏

日期	降准	降息			
	存款准备金率	7D-OMO	5Y-LPR	1Y-LPR	存量房贷利率
2024/2/5	-50BP				
2024/2/20			-25BP		
2024/7/22		-10BP	-10BP	-10BP	
2024/9/24	-50BP				
2024/10/21			-25BP	-25BP	
2024/10/25					存量房贷利率统一调降至不高于LPR减30BP
2024/10/31					存量房贷重定价周期可自由选择3M/6M/12M

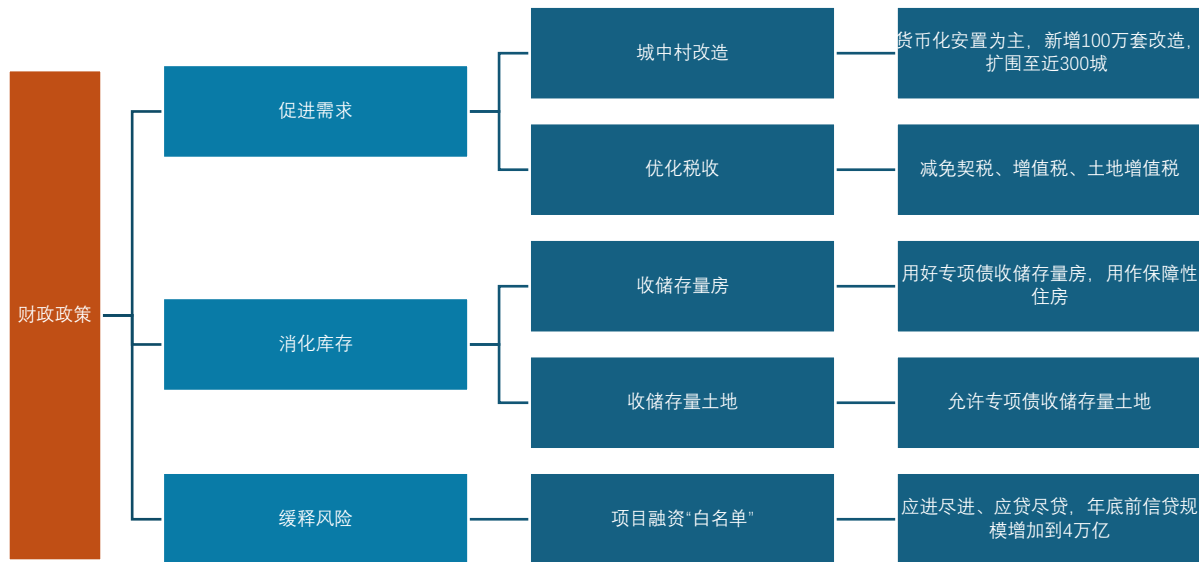
LPR、OMO、个人住房贷款利率与美国联邦基金目标利率



4. 调控政策将如何发力：脱离困境展望——更加积极的财政政策

- 城改货币化安置、收储为2025年两大财政工具抓手
 - 2024年地产的财政工具可归类为促进需求、消化库存和化解风险三方面政策
 - 2025年财政政策有货币化安置下的城中村改造、收储两大抓手。

2024年地产板块财政工具梳理



4. 调控政策将如何发力：脱离困境展望——收储

➤ 收储包括收购存量商品房、回收存量闲置土地两方面

- 收购存量商品房：10月12日财政部会议支持利用专项债收购存量商品房，用作各地保障性住房。
- 收购存量闲置土地：针对闲置存量土地的处置方式松绑。10月12日财政部会议明确允许专项债用于土地收购，土地用途不限于保障房；11月11日自然资源部通知中明确收回土地原则上当年不再用于地产开发，若确有需求，供应面积不得超过当年收回面积的50%。

收购存量商品房政策梳理

时间	会议	相关内容
2023年12月12日	中央经济工作会议	中央经济工作会议：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。统筹好地方债务风险化解和稳定发展，经济大省要真正挑起大梁，为稳定全国经济作出更大贡献。
2024年5月17日	全国切实做好保交房工作视频会议	住建部：商品房库存较多城市，政府可以需定购，酌情以合理价格收购部分商品房用作保障性住房。
2024年5月17日	全国切实做好保交房工作视频会议	央行：拟设立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，预计带动银行贷款5000亿元。
2024年6月7日	国务院常务会议	国常会：着力推动已出台政策措施落地见效，继续研究储备新的去库存、稳市场政策措施对于存量房产、土地的消化、盘活等工作既要解放思想、拓宽思路，又要稳妥把握、扎实推进。要加快构建房地产发展新模式，完善“市场+保障”住房供应体系，改革相关基础性制度，促进房地产市场平稳健康发展。
2024年6月12日	保障性住房再贷款工作推进会	央行：在山东省济南市召开保障性住房再贷款工作推进会，调研推广前期试点经验，部署保障性住房再贷款推进工作。支持地方国有企业以合理价格收购已建成存量商品房用作保障性住房配售或租赁。
2024年6月20日	已建成存量商品房用作保障性住房工作视频会议	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年9月24日	国新办“金融支持经济高质量发展”新闻发布会	央行：为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保障性住房，中国人民银行向金融机构发放再贷款的比例从贷款本金的60%提升到100%。
2024年10月12日	国新办“加大财政政策逆周期调节力度、推动经济高质量发展”新闻发布会	财政部：支持收购存量房，优化保障性住房供给。一是用好专项债来收购存量商品房用作各地的保障性住房。二是继续用好保障性安居工程补助资金，从主要支持以新建方式筹集保障性住房的房源，转为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。

资料来源：新华社、中国政府网、中国人民银行、财政部、住建部、财联社、华福证券研究所

收购存量闲置土地政策梳理

时间	会议	相关内容
2024年5月17日	国务院政策例行吹风会	住建部：妥善处置盘活存量土地。目前尚未开发或已开工未竣工的存量土地，通过政府收回收购、市场流通转让、企业继续开发等方式妥善处置盘活，推动房地产企业缓解困难和压降债务，促进土地资源高效利用。
2024年6月27日	自然资源部视频培训	自然资源部：加大对存量土地盘活利用的支持力度。一是支持企业优化开发。二是促进市场流通转让。三是支持地方以“以需定购”原则以合理价格收回土地。具体支持措施上：一是加大资金支持。对于收回、收购的土地，用于保障性住房项目的，可通过地方政府专项债券等予以资金支持。二是给予税费支持。对于收购已经建成的商品房，以及收回、收购存量土地，用于保障性住房建设的，享受保障性住房税收优惠政策。三是简化工作流程。
2024年10月12日	国新办“加大财政政策逆周期调节力度、推动经济高质量发展”新闻发布会	财政部：允许专项债券用于土地储备。主要是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，确有需要的地区也可以用于新增的土地储备项目。
2024年11月7日	《关于运用地方政府专项债券资金回收收购存量闲置土地的通知》	自然资源部： (1) 收购范围：优先收回收购企业无力或无意愿继续开发、已供应未动工的住宅用地和商服用地。 (2) 价格：由土地储备机构委托经备案的土地估价机构估价，报人民政府批准确认。 (3) 再供应规则：收回土地原则上当年不再供应于房地产开发。若确有需求，供应面积不得超过当年收回收购房地产用地总面积的50%。

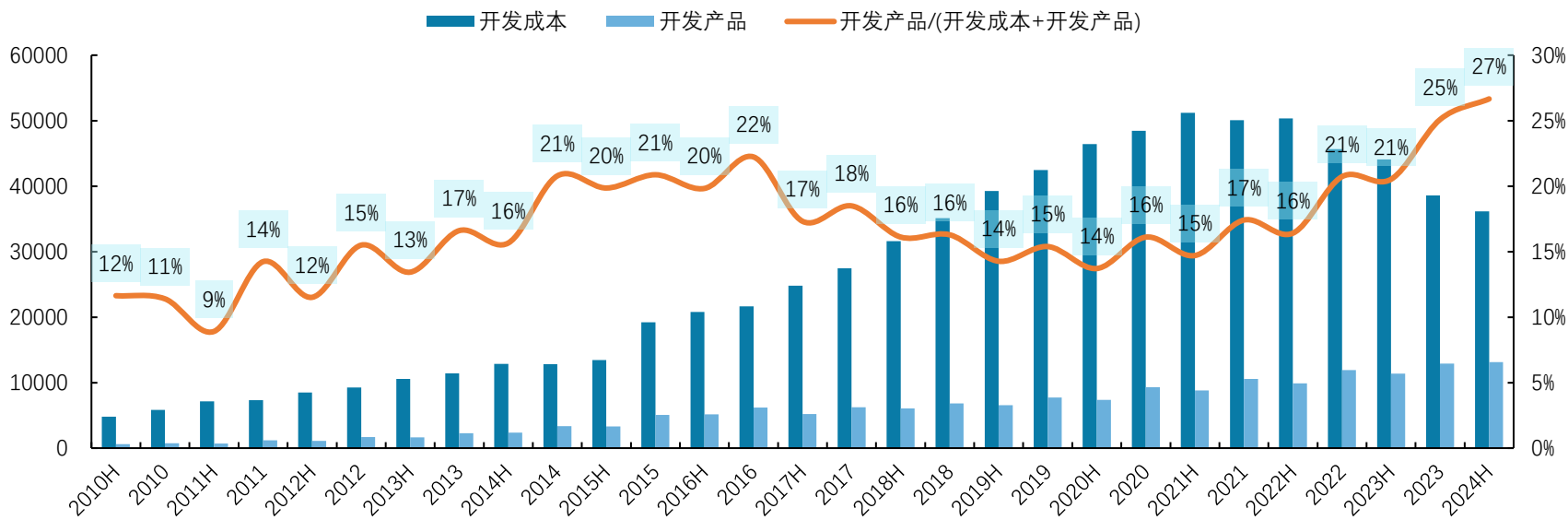
资料来源：中国政府网、自然资源部、财政部、华福证券研究所

4. 调控政策将如何发力：脱离困境展望——收储

➤ 2021H以来现房占总库存比例爬升，存量房收储势在必行

- 2021H1以来期房去库和现房累库下，典型房企现房库存占比开始提升，[开发产品/(开发成本+开发产品)]从2020H的低点13.7%上升至2024H1的26.7%。2024H1现房库存占比为2010年来高点，存量房收储的紧迫性提升。

A股上市房企现房占总库存比例提升（亿元，%）



资料来源：iFinD、公司公告、华福证券研究所

92家A股典型上市房企包括：保利发展、南京高科、海泰发展、大名城、大龙地产、香江控股、卧龙地产、格力地产、衢州发展、云南城投、万通发展、城建发展、津投城开、华发股份、华夏幸福、首开股份、金地集团、空港股份、华利家族、鼎牡丹、海南机场、栖霞建设、ST广物、市北高新、绿地控股、光大嘉宝、新黄浦、浦东金桥、万业企业、外高桥、城投控股、信达地产、电子城、陆家嘴、天地源、中华企业、京投发展、亚通股份、光明地产、凤凰股份、苏州高新、华远地产、上实发展、西藏城投、京能置业、上海临港、春兰股份、张江高科、新城控股、中新集团、北辰实业、STA、深振业A、深物业A、沙河股份、深深房A、大悦城、华联控股、中洲控股、京基智农、华侨城A、天健集团、金融街、渝开发、荣安地产、莱茵体育、粤宏远A、阳光股份、*ST中迪、新华联、顺发恒业、*ST金科、荣丰控股、苏宁环球、中交地产、中国武夷、*ST和展、财信发展、三湘印象、海南高速、津滨发展、ST数源、福星股份、天保基建、招商蛇口、世荣兆业、广宇集团、荣盛发展、合肥城建、滨江集团、南国置业、南山控股

4. 调控政策将如何发力：脱离困境展望——收储

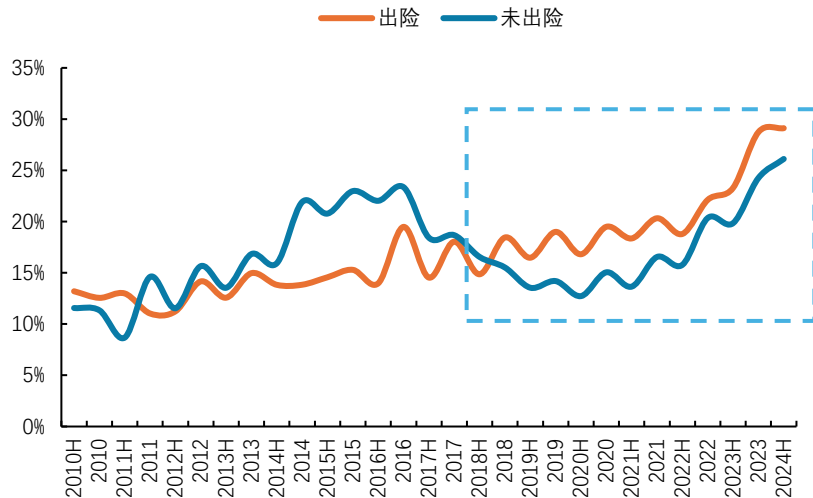
➤ 总体上出险房企的现房去化压力大于未出险房企

- 整体法下，2018年来出险房企的现房库存占比高于未出险房企。2024H，未出险/出险房企的[开发产品/(开发成本+开发产品)]分别为26.1%/29.1%，分别相较于2010H提升14.5/15.9 pct。整体看，出险房企的现房去化压力大于未出险房企。

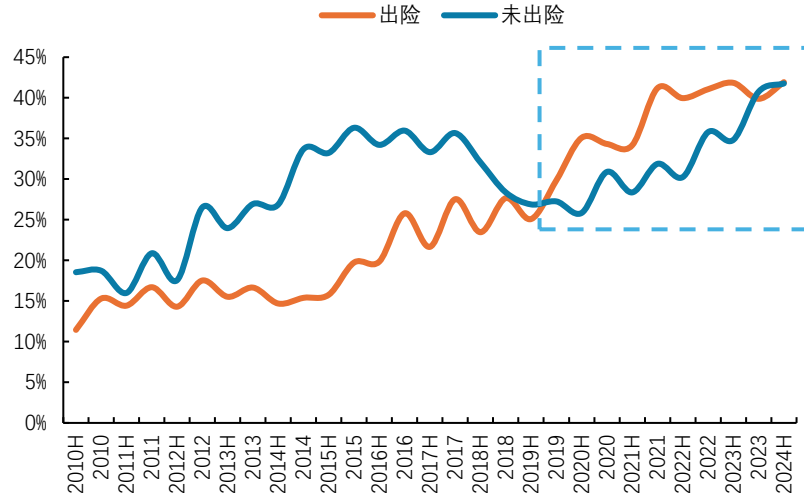
➤ 部分体量较小的未出险房企面临较大的现房去化压力

- 算数平均法下，2019-2023H出险房企现房库存占比高于未出险房企（除2023年），2024H二者占比基本持平，未出险/出险房企现房库存占比分别为41.8% / 41.9%，相对于2010H提升23.2/30.5 pct。由于算数平均法更能体现小体量房企对整体均值的影响，而算数平均法下未出险房企现房占比相较于整体法下未出险房企均值水平提升，可得部分体量较小的未出险房企也面临较大现房去化压力。

整体法-区分是否出险房企的开发产品/(开发成本+开发产品)



算术平均法-区分是否出险房企的开发产品/(开发成本+开发产品)



4. 调控政策将如何发力：脱离困境展望——收储

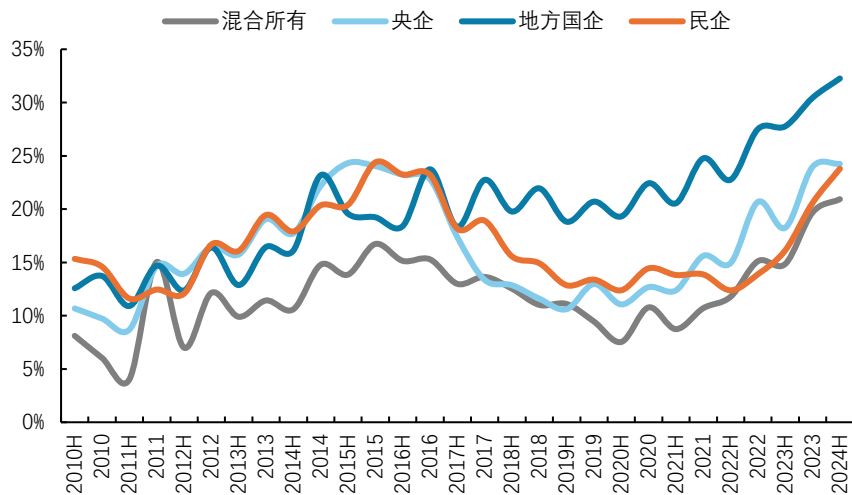
➤ 总体上地方国企现房去化压力最大，央企、民企、混合制企业次之。

- 整体法下，各类所有制企业的现房库存占比水平基本从2020H开始步入上行区间。2024H现房库存占比水平，从高至低为地方国企/央企/民企/混合所有制，分别为32.3%/24.2%/23.8%/20.9%，与2010H相比分别上升19.7、13.6、8.5、12.8pcts。整体上地方国企现房去化压力最大。

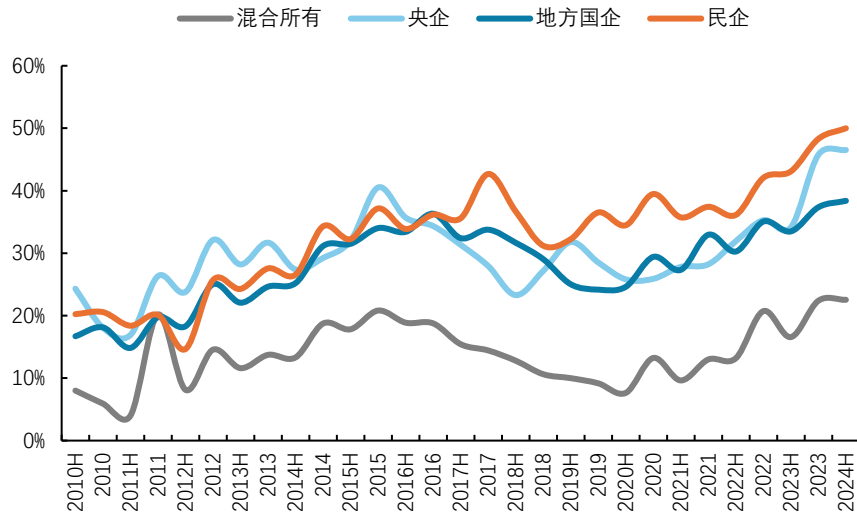
➤ 部分小体量民营房企面临较大的现房去化压力

- 算术平均法下，2024H民企的现房库存占比水平最高，央企、地方国企、混合所有制企业次之，分别为50%/39%/38%/23%。算术平均口径和整体法口径下，各类别现房库存占比水平均有提升，且民企提升最多。算数平均法下，各所有权性质的现房库存占比均值水平都有提升，说明各类里的小体量房企（特别是小体量民营房企）面临较大的现房去化压力。

整体法-区分是否出险房企的开发产品/(开发成本+开发产品)



算术平均法-区分是否出险房企的开发产品/(开发成本+开发产品)



4. 调控政策将如何发力：脱离困境展望——城中村改造

➤ 城中村改造为本轮地产核心政策之一，与棚改、旧改各有侧重

- 2023年7月国常会首次在政策面单独提出城中村改造，改造对象为超大特大城市。10月17日住建部宣布将主要通过货币化安置方式，新增100万套城中村改造和危旧房改造。11月15日，两部委将城中村改造的支持范围从35个超大特大城市扩围至近300个地级及以上城市。
- 城中村改造聚焦高能级城市，住建部新增100万套改造，主要采取货币化安置。与前序的棚户区改造、老旧小区改造相比，在推行时间、改造对象、改造形式、实施主体、融资来源、安置方式、行动目标各有侧重。
- 目前华南城市及郑/皖/蓉/渝等城市城中村改造进度较快。

棚户区改造、老旧小区改造、城中村改造对比

	棚改	旧改	城中村改造
主要推行时间	2004-2018年	2017-2023年	2021年至今
改造对象	建筑密度大、结构简陋、安全隐患多、使用功能不完善、基础设施不配套的住房较为集中的区域 分为城市及国有工矿、林区、垦区和中央下放地方煤矿“棚户区”五大类	城镇建成年代较早、失养失修失管、市政配套设施不完善、社区服务设施不健全、居民改造意愿强烈的住宅小区 重点改造2000年底前建成的老旧小区	①位于城镇开发边界范围内失去或者基本失去耕地，实行村民自治和农村集体所有制的建成区域 ②集体土地已征为国有、已完成撤村改制，但原农村集体经济组织继受单位及原村民保留使用的低效建设用地范围内的建成区域
改造地区	全国，尤其是库存高企的三四线城市	全国	一二线城市
改造形式	拆除新建为主	改造升级	拆除新建+整治提升+拆整结合
实施主体	政府主导	政府主导，央企企积极参与	市场化运营为主导
融资来源	政策性支持为主 主要为PSL、地方专项债	“谁受益、谁出资”原则，支持主体采取市场化方式运营，并寻求多样融资渠道	寻求多样的融资渠道，鼓励和支持民间资本参与，特别是原物业所有者参与，通过长期运营方式来实现资金平衡
安置方法	前期实物与货币化安置相结合 高峰期主要采取货币化安置（60%）	一般不涉及安置补偿	主要采取货币化安置
行动目标与结果	每年中央制定目标规划	“十四五”期末基本完成2000年底前建成的需改造城镇老旧小区改造任务	新增实施100万套城中村改造和危旧房改造

4. 调控政策将如何发力：脱离困境展望——城中村改造

城中村改造政策梳理

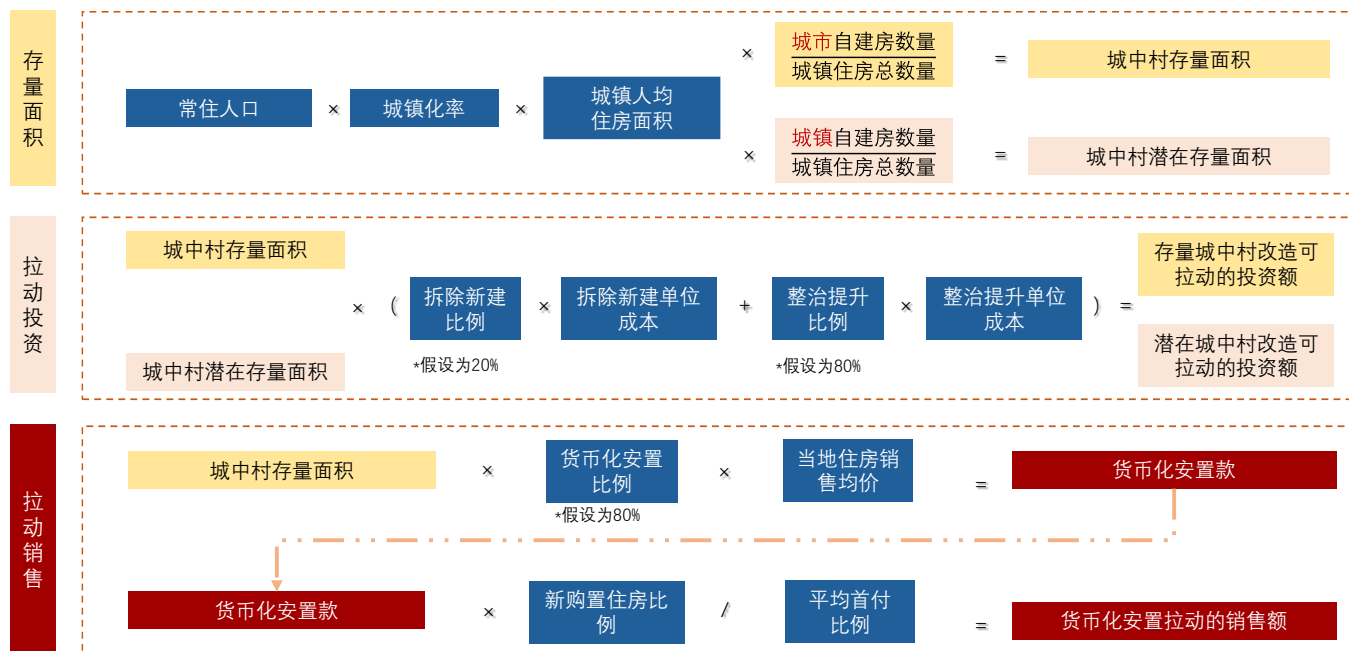
时间	会议/文件	主要内容
2021年3月12日	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	中央政府：加快推进城市更新， 改造提升老旧小区、老旧厂区、老旧街区和城中村等存量片区功能，推进老旧楼宇改造 ，积极扩建新建停车场、充电桩。完成2000年底前建成的21.9万个城镇老旧小区改造，基本完成大城市老旧厂区改造，改造一批大型老旧街区， 因地制宜改造一批城中村 。
2022年3月10日	《2022年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》	国家发改委： 因地制宜改造一批大型老旧街区和城中村 。注重修缮改造既有建筑，防止大拆大建。
2023年4月28日	中共中央政治局会议	中共中央政治局：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。
2023年7月21日	国务院常务会议	国务院常务会议：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 》
2023年7月28日	在超大特大城市积极稳步推进城中村改造工作部署电视电话会议	国务院副总理： 城中村改造是一项复杂艰巨的系统工程 ，要从实际出发，采取 拆除新建、整治提升、拆整结合 等不同方式分类改造。实行改造资金和规划指标全市统筹、土地资源区域统筹，促进资金综合平衡、动态平衡。必须实行净地出让。坚持以市场化为主导、多种业态并举的开发运营方式。
2023年7月28日	《关于恢复和扩大消费的措施》	国家发改委：稳步推进老旧小区改造，进一步发挥住宅专项维修资金在老旧小区改造和老旧住宅电梯更新改造中的作用，继续支持城镇老旧小区居民提取住房公积金用于加装电梯等自住住房改造。 在超大特大城市积极稳步推进城中村改造 。
2023年8月1日	中国人民银行、国家外汇管理局2023年下半年工作会议	央行：支持房地产市场平稳健康发展。落实好“金融16条”，延长保交楼贷款支持计划实施期限，保持房地产融资平稳有序， 加大对住房租赁、城中村改造、保障性住房建设等金融支持力度 。
2023年9月5日	自然资源部关于开展低效用地再开发试点工作的通知	自然资源部：为贯彻党中央、国务院关于实施全面节约战略等决策部署， 落实在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的有关要求 ，聚焦盘活利用存量土地， 决定在北京市等43个城市开展低效用地再开发试点 。探索城中村改造地块除安置房外的住宅用地及其建筑规模按一定比例建设保障性住房，探索利用集体建设用地建设保障性租赁住房。未纳入本通知试点范围的超大特大城市、以及具备条件的城区常住人口300万以上的大城市，实施城中村改造项目可参照本通知明确的试点政策执行。
2023年10月18日	新华社超大特大城市城中村改造政策解读	住建部： 超大特大城市正积极稳步推进城中村改造 。一类是符合条件的实施 拆除新建 ，另一类是开展 经常性整治提升 ，第三类介于两者之间的实施 拆整结合 。
2024年6月13日	《城中村改造国土空间规划政策指引》	自然资源部：为充分发挥国土空间规划对城中村改造的引领作用， 积极稳步推进工作，打造宜居、韧性、智慧城市，组织制定《城中村改造国土空间规划政策指引》 。
2024年7月28日	《深入实施以人为本的新型城镇化战略五年行动计划》	国务院： 采取拆除新建、整治提升、拆整结合等多种方式，推进城中村改造 ，切实消除安全风险隐患，改善居住条件和生态环境。 中央财政城镇保障性安居工程补助资金对符合条件的保障性住房、城中村改造项目予以积极支持 。地方政府专项债券支持 符合条件的保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造项目 。采取特许经营模式，规范实施政府和社会资本合作新机制。有效发挥城中村改造专项借款作用。
2024年10月17日	国新办新闻发布会 介绍促进房地产市场平稳健康发展有关情况	住建部： 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 。城中村安全隐患多、居住环境差，群众改造意愿迫切。仅在全国35个大城市，需要改造的 城中村就有170万套 。在前期城中村和危旧房改造基础上，再新增100万套，并通过货币化安置方式加大政策支持力度。货币化安置可以更好地满足群众自主选择房型、地点等要求，直接搬入新居而不像以前建设安置房要等十几个月的过渡期。对城市来讲，可以消除安全隐患，改善居住环境，完善城市功能。 在当前房地产供需关系发生重大变化的情况下，也有利于消化存量商品房 。
2024年11月5日	住建部、财政部通知	住建部：城中村改造政策支持范围从最初的35个超大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 。纳入地方政府专项债券支持范围，开发性、政策性金融机构提供城中村改造专项借款，适用有关税费优惠政策，鼓励商业银行按照市场化、法治化原则提供城中村改造贷款等，确保项目顺利推进。

4. 调控政策将如何发力：脱离困境展望——城中村改造

➤ 城中村的存量面积、城改或可拉动的投资与销售测算

- 由于城中村为城市化进程中被包围的农村村落，农民住房基本为宅基地上的自建房，我们从35大城市的人口与自建房占比出发，测算城中村存量面积，进而测算城改或可拉动的投资与销售。

35大城市城中村改造对投资与销售拉动的测算



4. 调控政策将如何发力：脱离困境展望——城中村改造

➤ 35大城市城中村存量建面8.02亿方，华南一线及全国强二线城市存量建面居前列

- 用(地区常住人口×城镇化率×人均住房面积×自建房占比)来估算城中村面积。
- **存量城中村建面：可得35大城市的目前城中村存量建面8.02亿方假设套均面积100平方米，则城中村住房套数为802万套。**
- **分区域看**，深圳、广州、武汉、杭州、郑州、石家庄、长沙、苏州、宁波、东莞等华南一线及全国强二线城市的城中村存量面积位于前列。
- **潜在城中村建面**：伴随我国城镇化程度提升，城市范围扩展到镇区，镇区自建房也将划归为城中村，转为增量城中村建面，测算出35大城市潜在在城中村建面为23.57亿方，潜在在城中村住房套数为2357万套。【此处潜在建面指（城区存量+镇区潜在）建面】。

35大城市城中村存量面积与存量套数的测算（万m²，万套）

城市	城市能级	城中村存量面积 (万m ²)	城中村存量套数 (万套)	城中村潜在存量面积 (万m ²)	城中村潜在存量套数 (万套)
深圳	一线	5211	52.1	9018	90.2
广州	一线	4755	47.6	8230	82.3
武汉	强二线	4784	47.8	12355	123.5
杭州	强二线	4167	41.7	7960	79.6
郑州	强二线	3924	39.2	16322	163.2
石家庄	弱二线	3444	34.4	14617	146.2
长沙	强二线	3446	34.5	14888	148.9
苏州	强二线	3326	33.3	9715	97.1
宁波	强二线	3062	30.6	5849	58.5
东莞	强二线	2839	28.4	4913	49.1
昆明	弱二线	2714	27.1	10243	102.4
青岛	强二线	2603	26.0	8042	80.4
佛山	强二线	2687	26.9	4651	46.5
南京	强二线	2570	25.7	7506	75.1
成都	强二线	2553	25.5	10155	101.5
南宁	弱二线	2717	27.2	9938	99.4
重庆	强二线	2378	23.8	8343	83.4
济南	弱二线	2279	22.8	7041	70.4
无锡	弱二线	1943	19.4	5675	56.8
福州	弱二线	2099	21.0	6537	65.4
西安	强二线	1785	17.8	6598	66.0
南昌	弱二线	1876	18.8	7000	70.0
北京	一线	1655	16.5	2584	25.8
合肥	强二线	1572	15.7	8797	88.0
厦门	弱二线	1624	16.2	5056	50.6
常州	弱二线	1313	13.1	3836	38.4
上海	一线	1238	12.4	1976	19.8
贵阳	弱二线	1229	12.3	5533	55.3
沈阳	弱二线	946	9.5	2268	22.7
天津	强二线	894	8.9	2048	20.5
太原	弱二线	837	8.4	3093	30.9
大连	弱二线	755	7.5	1810	18.1
乌鲁木齐	三线	407	4.1	1085	10.9
哈尔滨	弱二线	334	3.3	1155	11.6
长春	弱二线	237	2.4	886	8.9
合计		80203	802	235723	2357

4. 调控政策将如何发力：脱离困境展望——城中村改造

- **35大城市存量城中村改造最多或可拉动投资6.17万亿元**
- 假设城中村改造20%为拆除新建、80%为整治提升，拆建比为2。则拆除新建和整治提升改造模式下，**单位改造成本分别为11611元/m²、6719元/m²**。测算出存量城中村面积的改造最多或能拉动6.17万亿元投资。

城中村改造可能涉及的投资类目梳理

	费用类别	单位成本	单位
①前期费用	基础数据调查费	4.95	元/m ²
	片区策划方案编制费	3.00	元/m ²
	项目实施方案编制费	3.00	元/m ²
②拆迁费用	临迁费	30	元/m ² ·月
	房屋拆运费用	60	元/m ²
③复建费用	搬家补偿	4000	元/户
	住宅（6层及6层以下）	3046	元/m ²
	住宅（7层及7层以上，总高度100米以下）	4157	元/m ²
	住宅（总高度100米以上）	4614	元/m ²
	办公楼（6层及6层以上，总高度100米以下）（非小区配套）	3620	元/m ²
	办公楼（总高度100米以上300米以下）（非小区配套）	7525	元/m ²
④改造费用	商业（非小区配套）	5160	元/m ²
	土建工程	5944	元/m ²
	电气工程	174	元/m ²
	给排水工程	254	元/m ²
⑤不可预见费		3%~5%	
⑥拆迁奖励		不得超过改造成本的3%	

拆除新建包含费用(1)+(2)+(3)×2+(5)+(6)，整治提升包含费(1)+(4)+(5)，则单位成本分别为11611元/m²、6719元/m²。

35大城市城中村改造对投资拉动的测算（万m²，万亿元）

城市	城中村存量面积 (万m ²)	拆除新建投资 (亿元)	整治提升投资 (亿元)	存量城中村改造 拉动投资 (万亿元)	城中村潜在存量 面积 (万m ²)	拆除新建投资 (亿元)	整治提升投资 (亿元)	潜在存量城中村 改造拉动投资 (亿元)
深圳	5211	1210	2801	0.401	9018	2094	4847	0.694
广州	4755	1104	2556	0.366	8230	1911	4424	0.633
武汉	4784	1111	2572	0.368	12355	2869	6641	0.951
杭州	4167	968	2240	0.321	7960	1848	4279	0.613
郑州	3924	911	2109	0.302	16322	3790	8773	1.256
石家庄	3444	800	1851	0.265	14617	3394	7857	1.125
长沙	3446	800	1852	0.265	14888	3457	8003	1.146
苏州	3326	772	1788	0.256	9715	2256	5222	0.748
宁波	3062	711	1646	0.236	5849	1358	3144	0.450
东莞	2839	659	1526	0.219	4913	1141	2641	0.378
昆明	2714	630	1459	0.209	10243	2379	5506	0.788
青岛	2603	604	1399	0.200	8042	1867	4322	0.619
佛山	2687	624	1444	0.207	4651	1080	2500	0.358
南京	2570	597	1381	0.198	7506	1743	4035	0.578
成都	2553	593	1372	0.197	10155	2358	5458	0.782
南宁	2717	631	1460	0.209	9938	2308	5342	0.765
重庆	2378	552	1278	0.183	8343	1937	4484	0.642
济南	2279	529	1225	0.175	7041	1635	3785	0.542
无锡	1943	451	1045	0.150	5675	1318	3051	0.437
福州	2099	487	1128	0.162	6537	1518	3514	0.503
西安	1785	414	959	0.137	6598	1532	3546	0.508
南昌	1876	436	1008	0.144	7000	1626	3763	0.539
北京	1655	384	890	0.127	2584	600	1389	0.199
合肥	1572	365	845	0.121	8797	2043	4729	0.677
厦门	1624	377	873	0.125	5056	1174	2718	0.389
常州	1313	305	706	0.101	3836	891	2062	0.295
上海	1238	287	665	0.095	1976	459	1062	0.152
贵阳	1229	285	661	0.095	5533	1285	2974	0.426
沈阳	946	220	508	0.073	2268	527	1219	0.175
天津	894	208	481	0.069	2048	476	1101	0.158
太原	837	194	450	0.064	3093	718	1662	0.238
大连	755	175	406	0.058	1810	420	973	0.139
乌鲁木齐	407	94	219	0.031	1085	252	583	0.084
哈尔滨	334	78	180	0.026	1155	268	621	0.089
长春	237	55	127	0.018	886	206	476	0.068
				6.17				18.14

4. 调控政策将如何发力：脱离困境展望——城中村改造

35大城市存量城中村改造带动货币化安置款（万亿元）

城市	能级	城中村存量面积 (万m ²)	当地新房均价 (元/m ²)	货币化安置款 (万亿元)
深圳	一线	5210.6	56470	2.354
广州	一线	4755.2	33930	1.291
杭州	强二线	4167.2	31970	1.066
苏州	强二线	3326.3	24640	0.656
北京	一线	1654.9	46783	0.619
武汉	强二线	4784.2	14939	0.572
厦门	弱二线	1623.6	37951	0.493
南京	强二线	2570.1	23643	0.486
宁波	强二线	3062.2	19285	0.472
上海	一线	1237.9	45997	0.456
东莞	强二线	2839.0	19093	0.434
郑州	强二线	3923.6	11026	0.346
福州	弱二线	2099.2	20264	0.340
青岛	强二线	2603.0	15806	0.329
成都	强二线	2553.1	14652	0.299
石家庄	弱二线	3443.9	10269	0.283
济南	弱二线	2279.1	14860	0.271
长沙	强二线	3446.0	9736	0.268
无锡	弱二线	1943.3	15876	0.247
佛山	强二线	2687.3	10547	0.227
昆明	弱二线	2713.8	10424	0.226
南宁	弱二线	2717.0	9504	0.207
合肥	强二线	1572.5	15964	0.201
西安	强二线	1784.5	13112	0.187
南昌	弱二线	1876.1	10246	0.154
常州	弱二线	1313.3	12528	0.132
重庆	强二线	2377.7	6888	0.131
天津	强二线	894.3	16324	0.117
沈阳	弱二线	945.8	10796	0.082
贵阳	弱二线	1228.9	7700	0.076
大连	弱二线	754.8	11899	0.072
太原	弱二线	836.5	10105	0.068
乌鲁木齐	三线	406.8	8504	0.028
哈尔滨	弱二线	334.3	8586	0.023
长春	弱二线	236.5	8300	0.016
合计				13.23

- 35大城市存量城改预计需要货币化安置款13.23万亿，若分20年完成改造，每年或撬动1.32万亿销售，占2023年全年销售额的11.3%
- 进行如下中性假设：货币化安置比例80%；安置款等于当地住房销售均价×被改造住房面积；利用安置款购置的新房面积和旧房面积相同。
- 测算出目前35大城市存量城中村面积若全部进行改造，约拉动货币化安置款13.23万亿元。在30%首付比例、60%新购房比例的中性假设下，共可拉动26.5万亿元销售，若分20年完成改造，每年或撬动1.32万亿销售，占2023年全年销售额的11.3%。

35大城市存量城中村改造中，新购房与首付比例对销售的敏感性分析（万亿元）

		首付比例							
		15%	20%	25%	30%	35%	40%	45%	50%
新购房比例	10%	8.8	6.6	5.3	4.4	3.8	3.3	2.9	2.6
	20%	17.6	13.2	10.6	8.8	7.6	6.6	5.9	5.3
	30%	26.5	19.8	15.9	13.2	11.3	9.9	8.8	7.9
	40%	35.3	26.5	21.2	17.6	15.1	13.2	11.8	10.6
	50%	44.1	33.1	26.5	22.0	18.9	16.5	14.7	13.2
	60%	52.9	39.7	31.7	26.5	22.7	19.8	17.6	15.9
	70%	61.7	46.3	37.0	30.9	26.5	23.1	20.6	18.5
	80%	70.5	52.9	42.3	35.3	30.2	26.5	23.5	21.2
	90%	79.4	59.5	47.6	39.7	34.0	29.8	26.5	23.8
	100%	88.2	66.1	52.9	44.1	37.8	33.1	29.4	26.5

4. 调控政策将如何发力：脱离困境展望——城中村改造

- **100万套城中村改造最多可拉动投资7697亿元、销售3.30万亿**
 - 参照前序测算逻辑，本次新增100万套城中村改造或可带来投资7697亿元、商品房销售额3.30万亿元，若改造分5年完成，则年均或拉动投资和销售1539亿元和6596亿元，分别占2023年房地产开发投资额的1.4%、销售额的5.7%。
 - 由于城中村改造是一项复杂艰巨的系统工程，虽然本轮100万城改的阶段性目标的效果大概率小于棚改，但新增100万套城改的信号意义强烈。未来对35大城市的存量城中村改造的持续性增量政策可期。

100万套城中村改造最多可拉动投资与销售额测算（万套，万亿元）

测算存量套数（万套）	802	目标改造套数（万套）	100
测算拉动投资（万亿元）	6.17	目标拉动投资（万亿元）	0.77
测算拉动销售（万亿元）	26.5	目标拉动销售（万亿元）	3.30

数据来源：华福证券研究所

目 录

- 1. 2024年总量数据回顾
- 2. 本轮地产复苏的困境
- 3. 周期下行的海外对比
- 4. 调控政策将如何发力
- 5. 2025年总量数据预测
- 6. 投资建议
- 7. 风险提示

5. 2025年总量数据预测：基准期假设

➤ 2024年数据基准期

- 由于2024年全年地产数据并未完全更新，参考后续对总量数据测算框架，我们对基准期假设如下。
- 销售面积24年基准期参考后续去化率测算框架进行测算，其余数据假设12月单月增速与前11月保持一致。

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
	总量数据 (亿㎡、元/㎡、万亿)						
销售面积	17.2	17.2	17.6	17.9	12.2	11.2	9.7
销售金额	15.0	16.0	17.4	18.2	13.3	11.7	9.4
销售均价	8,736.9	9,310.3	9,859.5	10,139.1	10,916.6	10,437.4	9,730.9
开工	20.9	22.7	22.4	19.9	12.0	9.5	7.3
施工	82.2	89.4	92.7	97.5	90.5	83.8	73.2
竣工	9.4	9.6	9.1	10.1	8.6	10.0	7.4
地产投资	12.0	13.2	14.1	14.8	13.3	11.1	10.0
投资中：工程相关	7.8	8.4	8.9	9.6	7.5	6.6	5.9
投资中：土地相关	4.3	4.9	5.2	5.2	4.7	4.4	4.0
	同比增速 (%)						
销售面积		-0.1%	2.6%	1.9%	-31.9%	-8.5%	-13.3%
销售金额		6.5%	8.7%	4.8%	-26.7%	-12.5%	-19.2%
销售均价		6.6%	5.9%	2.8%	7.7%	-4.4%	-6.8%
开工		8.5%	-1.2%	-11.4%	-39.8%	-20.4%	-23.0%
施工		8.7%	3.7%	5.2%	-7.2%	-7.4%	-12.7%
竣工		2.6%	-4.9%	11.2%	-15.0%	15.8%	-26.2%
投资		9.9%	7.0%	4.4%	-10.0%	-16.5%	-10.0%
投资中：工程相关		7.9%	6.6%	7.2%	-21.3%	-11.7%	-11.4%
投资中：土地相关		13.5%	7.7%	-0.4%	-8.8%	-6.3%	-9.1%

资料来源：Wind、华福证券研究所

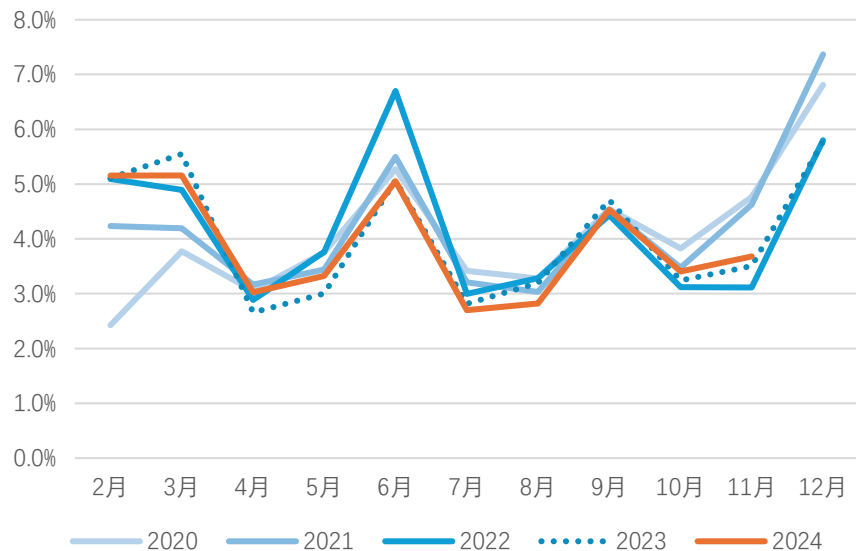
统计数据以增速为基准，对历史数据进行了修正和回溯，实际计算增速与统计局口径公布增速存在一定差异；2024年销售面积测算参考去化率测算框架

5. 2025年总量数据预测：销售面积

➤ 现房、期房去化率分化

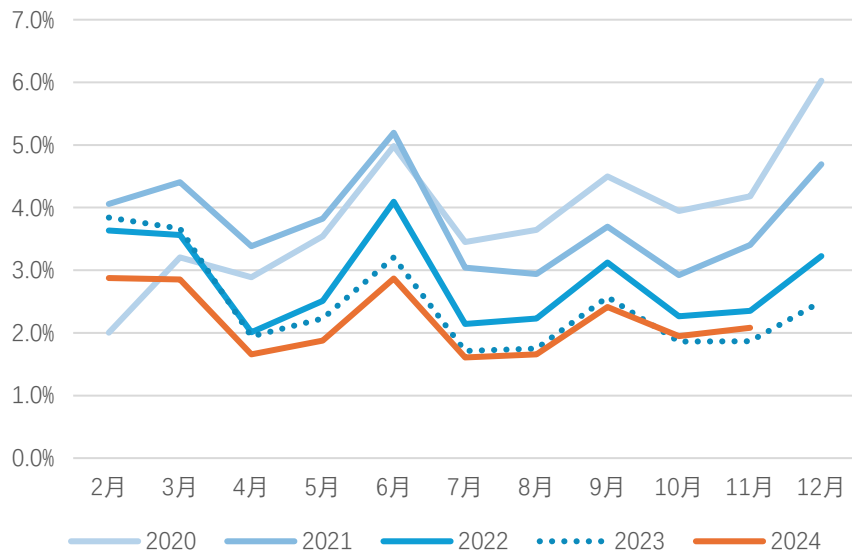
- 受期房交付不确定性影响，现房期房销售持续分化，我们以销售规模与期初库存计算当期去化率，通过对2020-2024年去化率进行对比，发现期房去化率处于历年低位，而现房去化率出现见底企稳迹象。
- 2024年前11月，期房、现房累计销售去化率分别为38.9%及21.8%，2024年11月，在地产政策持续宽松的背景下，期房销售去化率小幅回升至2023年11月上方。

商品房现房去化率 (%)



资料来源: Wind、华福证券研究所

商品房期房去化率 (%)



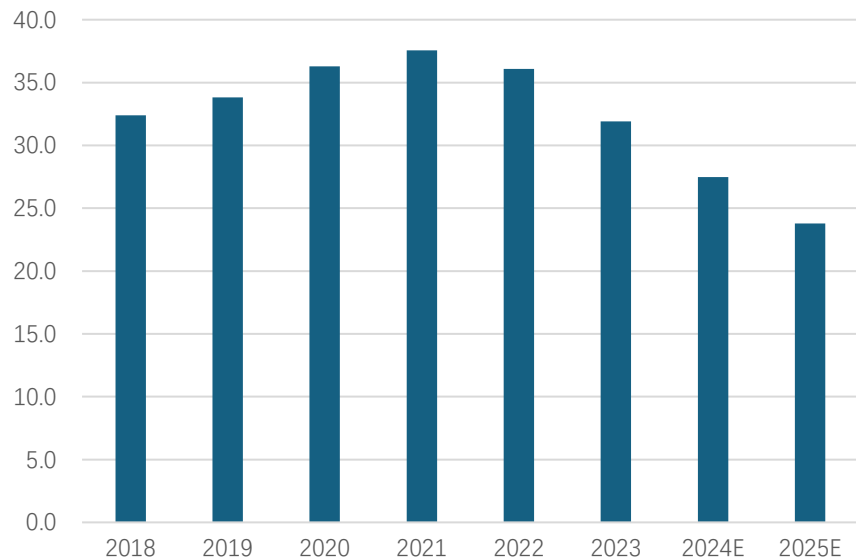
资料来源: Wind、华福证券研究所

5. 2025年总量数据预测：销售面积

➤ 库存规模参考期初值

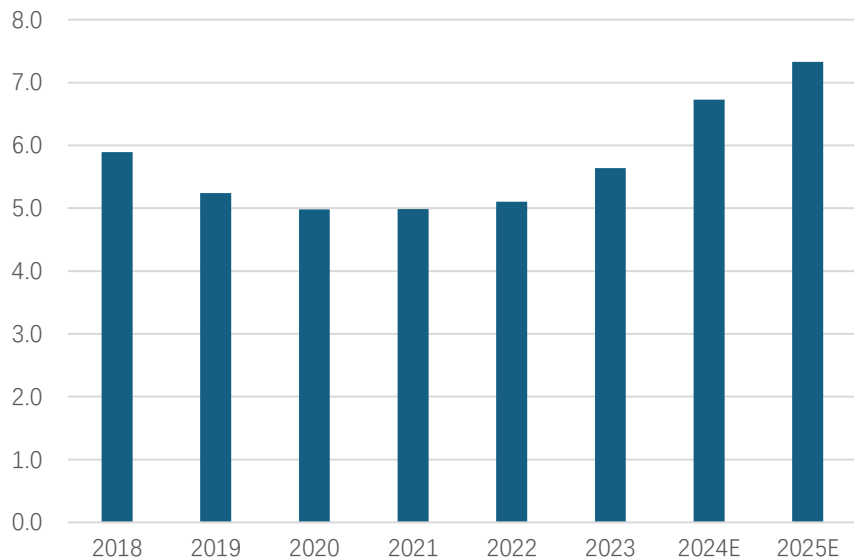
- 2021年来，期房累库、现房去库，现房销售持续好于期房，反映居民对期房交付的预期不明朗，以及房价预期变化对购买期房的影响。
- 后续测算中，我们假设2025年初库存规模与2024年11月末保持一致。

期房库存（期初）



资料来源：Wind、华福证券研究所

现房库存（期初）



资料来源：Wind、华福证券研究所

5. 2025年总量数据预测：销售面积

- 预计2025年销售面积9.1亿㎡，同比下降6.1%
- 假设期房去化率保持稳定，2025年全年期房去化率与2024年保持一致；
- 在项目融资白名单及收储政策推进，以及期房完工转化为现房背景下，我们假设2025年现房去化率恢复至近三年平均水平。
- 在库存面积持平的假设前提下，预计25年商品房销售面积9.1亿㎡，同比下降6.1%。

商品房销售面积整体测算（亿㎡、%）								
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
期房库存（期初）	32.4	33.8	36.3	37.6	36.1	31.9	27.5	23.8
期房去化率	43.4%	43.4%	42.4%	41.6%	31.1%	27.1%	24.3%	24.3%
期房销售面积	14.1	14.7	15.4	15.6	11.2	8.7	6.7	5.8
同比增速		4.3%	4.8%	1.6%	-28.1%	-22.9%	-22.8%	-13.4%
现房库存（期初）	5.9	5.2	5.0	5.0	5.1	5.6	6.7	7.3
现房去化率	52.7%	47.5%	44.9%	46.8%	46.1%	44.6%	44.6%	45.1%
现房销售面积	3.1	2.5	2.2	2.3	2.4	2.5	3.0	3.3
同比增速		-19.8%	-10.1%	4.1%	0.8%	7.0%	19.4%	10.1%
合计库存	38.3	39.1	41.3	42.5	41.2	37.5	34.2	31.1
整体去化率	44.8%	43.9%	42.7%	42.2%	33.0%	29.8%	28.3%	29.2%
整体销售面积	17.2	17.2	17.6	17.9	13.6	11.2	9.7	9.1
同比增速		-0.1%	2.6%	1.9%	-24.3%	-17.7%	-13.3%	-6.1%

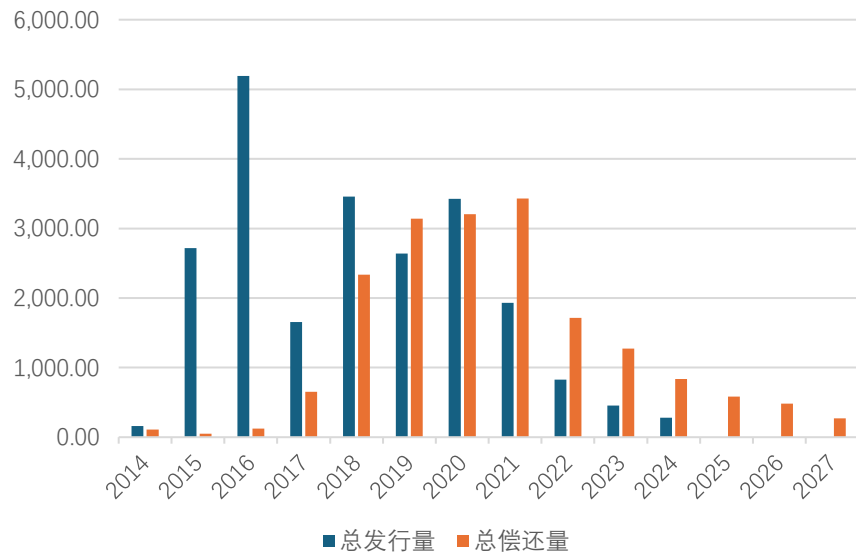
资料来源：Wind、华福证券研究所

5. 2025年总量数据预测：销售价格

➤ 房价企稳具备供给端流动性改善的支撑

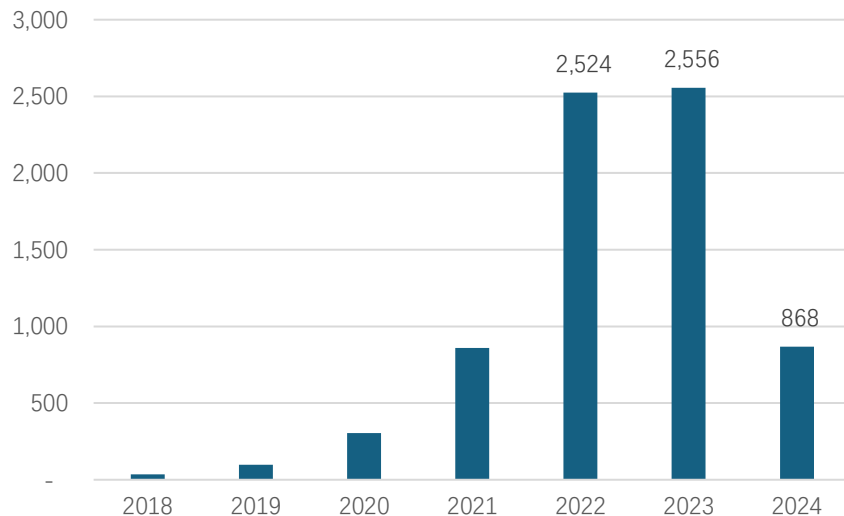
- 非国企信用债总发行量、总偿还量分别于2020年、2021年开始持续下行。
- 2024年至今，房地产行业信用债违约规模868亿元，相较于违约高风期的2022、2023年显著减少。
- 随着企业端流动性风险收敛，主动降价抛售意愿降低，房价企稳具备支撑。

非国企信用债发行与偿还（亿）



资料来源：Wind、华福证券研究所

房地产行业信用债违约规模（亿）



资料来源：Wind、华福证券研究所

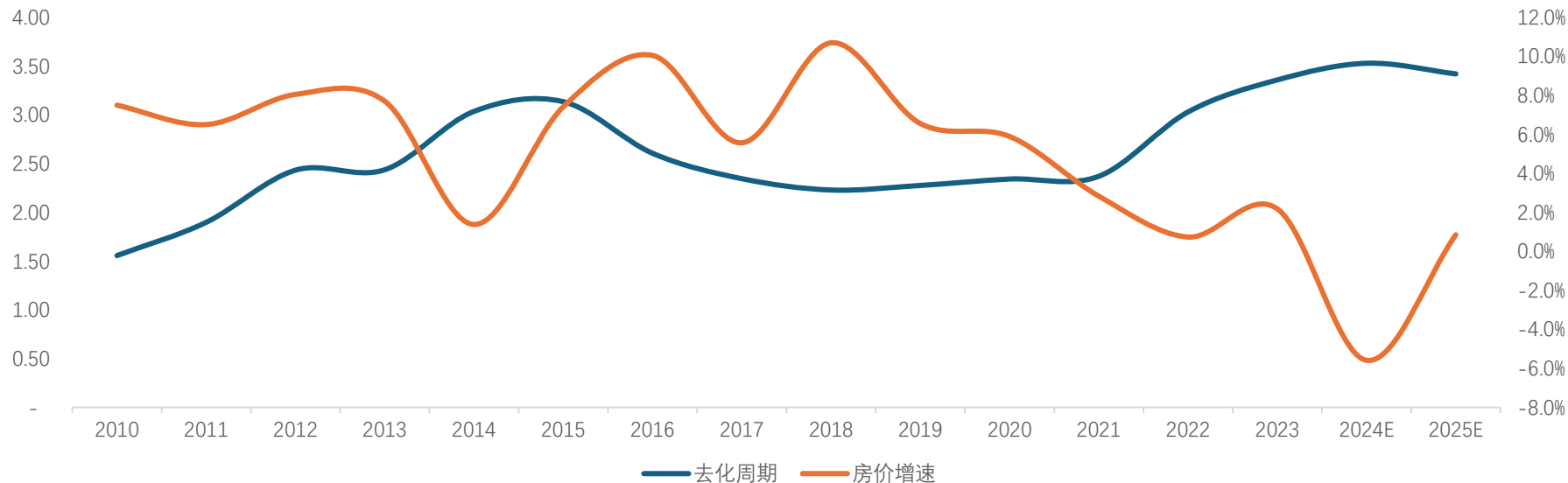
*数据截至2024年12月17日

5. 2025年总量数据预测：销售价格

➤ 去化周期与房价存在一定反向关系

- 按照近几年二者数据回归，预计2025年房价同比小幅微涨0.9%。在25年去化周期见顶回落的背景下，我们预计全年销售金额9.0万亿，同比下滑5.3%。

商品房销售面积去化周期及房价同比增速（年、%）



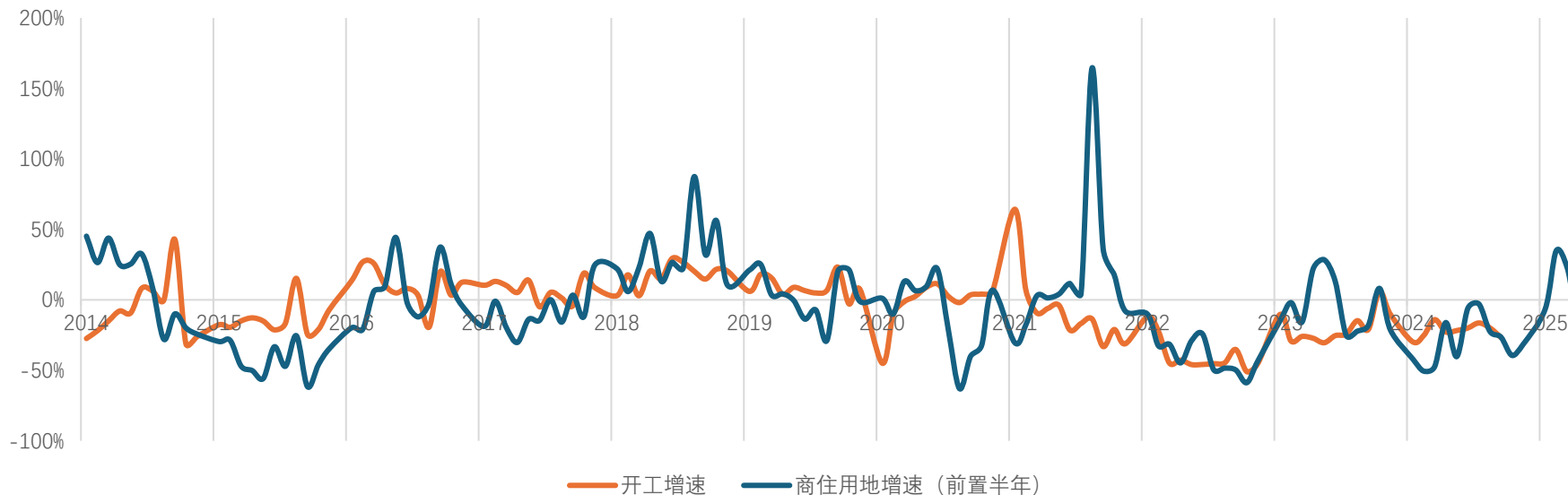
资料来源：Wind、华福证券研究所

5. 2025年总量数据预测：新开工面积

➤ 拿地规模领先开工规模先行改善

- 如前述，在当前结构性市场复苏的状态下，房价企稳需要房企通过持续收缩新房供给，等待房价从二手房及现房企稳，向新房企稳传递。
- 当前政策宽松下，部分城市二手房及现房房价出现企稳迹象，2024年年底土地市场成交量出现边际改善，2025年新开工规模有望跟随拿地，增速持续边际回升。

百城商住类用地拿地成交面积增速及新开工面积增速 (%)

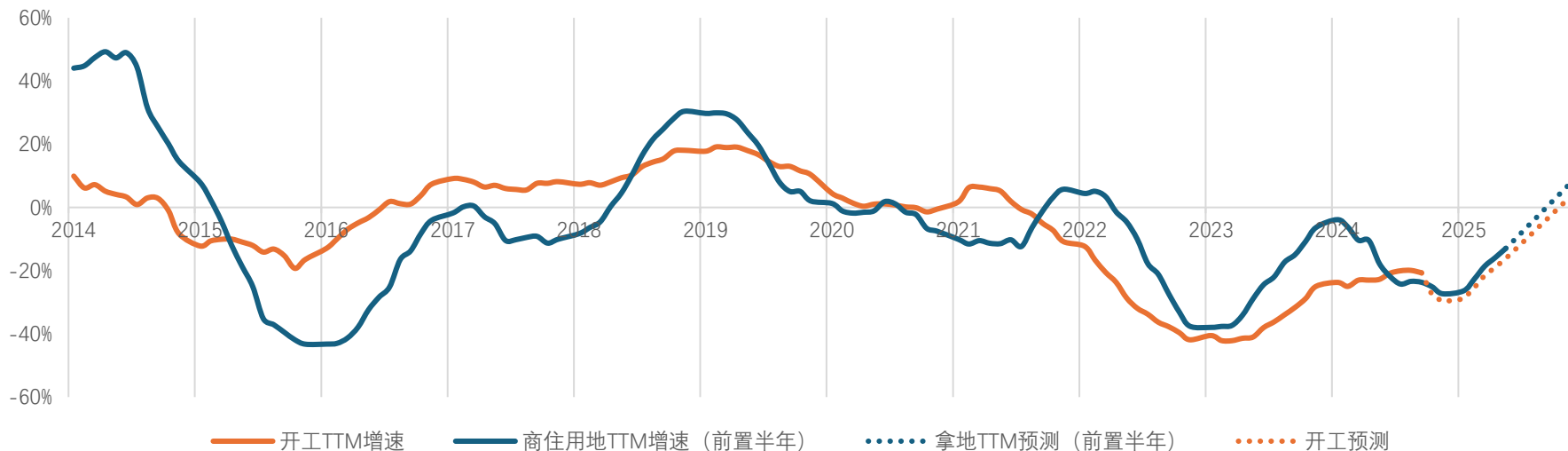


资料来源: Wind、华福证券研究所

5. 2025年总量数据预测：新开工面积

- 拿地增速领先开工增速半年，预计2025年开工面积小幅回升，全年新开工面积7.6亿 m^2 ，同比增长3%
- 2024年7月至2024年11月，商住用地拿地TTM增速降幅缩窄，由-26%缩窄至-13%。
- 参考前置半年的商住用地TTM增速来预测开工增速，伴随拿地改善，预计2025年开工面积小幅回升，全年新开工面积7.6亿 m^2 ，同比增长3%。

百城商住类用地拿地成交面积增速及新开工面积增速 (%)

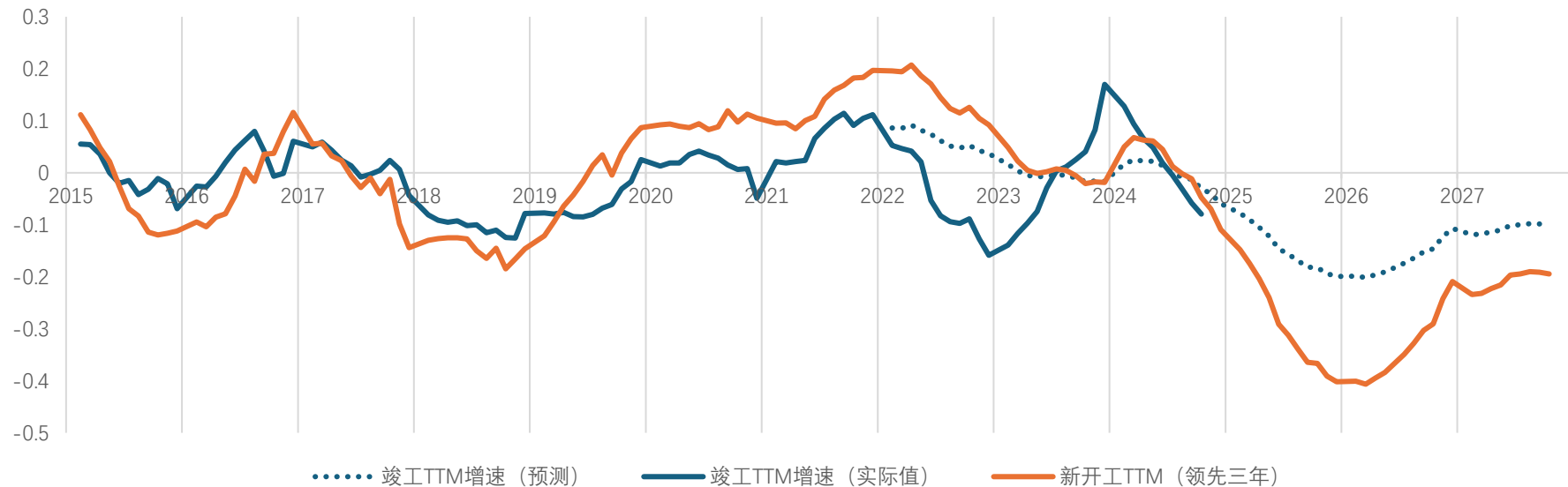


资料来源: Wind、华福证券研究所

5. 2025年总量数据预测：竣工面积

- 开工增速领先竣工增速三年，预计2025年全年竣工面积6.3亿 m^2 ，同比下降19.9%
- 由于2022年-2023年停工以及保交付政策对于竣工面积增速产生影响，前置三年的开工增速与竣工增速对应关系减弱。预计2025年，二者对竣工的影响逐渐消退，参考领先三年的新开工面积与竣工面积ttm增速的对应关系，预计2025年全年竣工面积6.3亿 m^2 ，同比下降19.9%。

房屋开工面积及竣工面积TTM增速 (%)

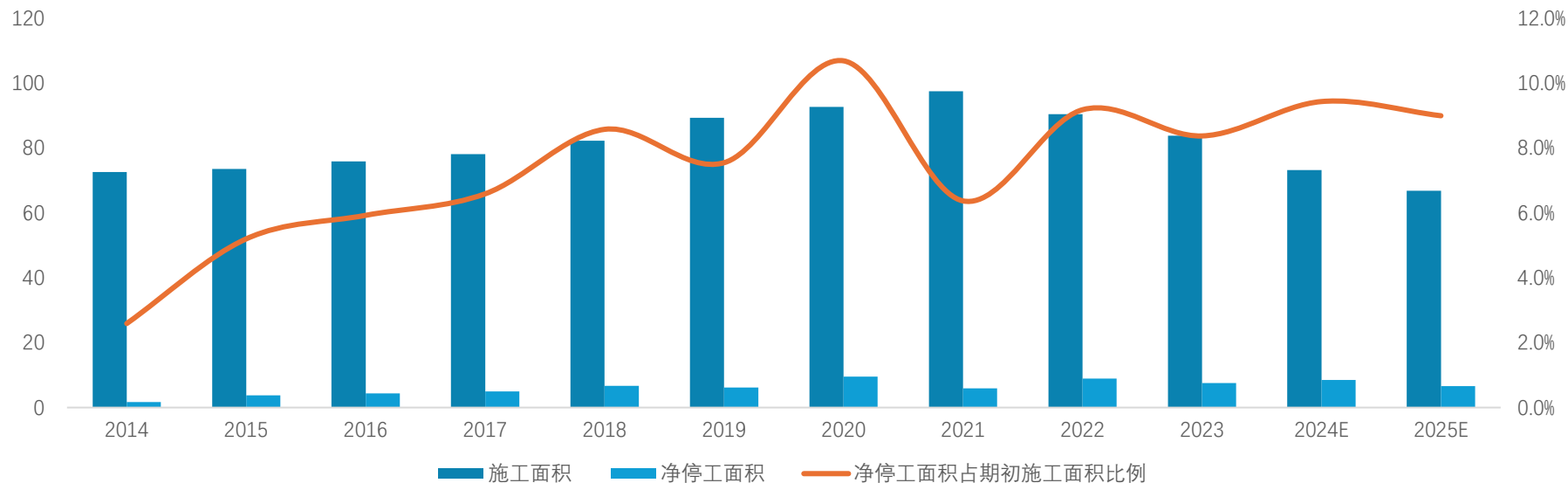


资料来源: Wind、华福证券研究所

5. 2025年总量数据预测：施工面积

- 预计2025年年末施工面积66.8亿 m^2 ，同比下降8.7%
- 假设停工面积占期初施工面积的比例保持在近三年平均水平的中性预期下，预计2025年年末施工面积66.8亿 m^2 ，同比增速-8.7%。

施工、净停工面积及停工占期初比例（亿 m^2 、%）



资料来源：Wind、华福证券研究所

5. 2025年总量数据预测：地产投资（建安）

➤ 预计2025年建安投资5.4万亿，同比增速-8.7%

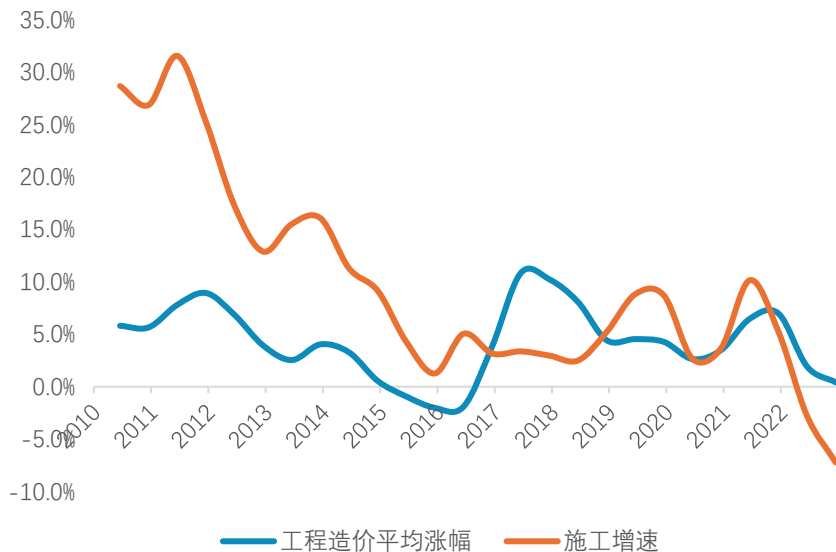
- 采用施工面积增速与工程造价增速预测建安投资增速。中性假设2025年工程造价增速为0%，施工增速沿用本节预测值，则预计2025年建安投资5.4万亿，同比增速-8.7%。

地产投资中建安相关部分增速与施工面积增速（%）



资料来源：Wind、华福证券研究所

工程造价增速及施工面积增速



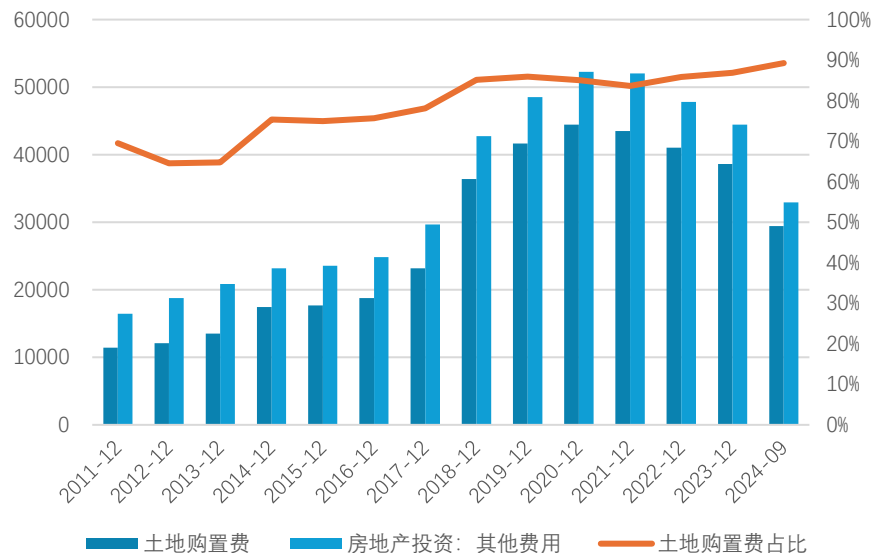
资料来源：Wind、华福证券研究所

5. 2025年总量数据预测：地产投资（土地）

➤ 预计2025年土地购置费3.7万亿，房地产投资其他费用4.2万亿，同比增速1.1%

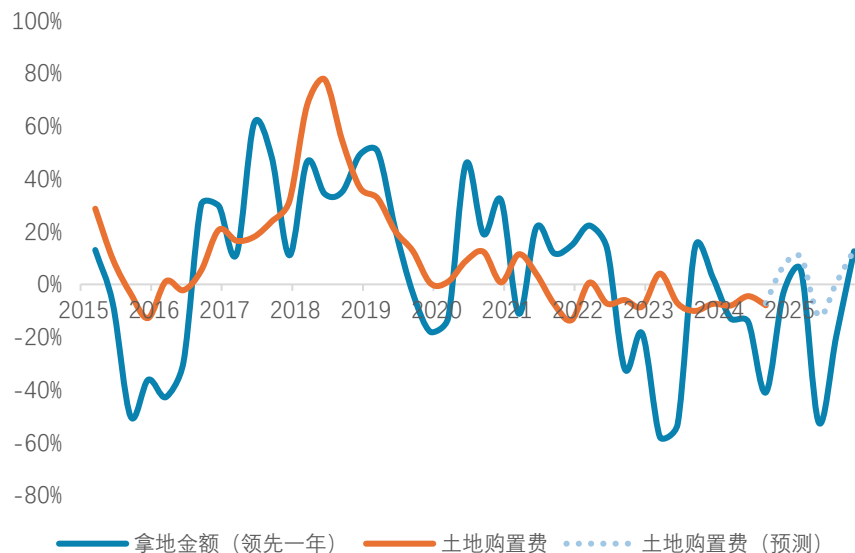
- 房地产投资其他费用主要为土地购置费。土地购置费占其他费用比例自2021年来略有上升，假设2025年土地购置费占比为89.2%，与2024年11月保持一致。
- 土地购置费为土地出让金缴纳时计入统计数据，领先一年的百城拿地金额增速对土地购置费增速相关性较强。预计2025年全年土地购置费3.7万亿，投资中其他费用4.2万亿，同比增长1.1%。

地产投资中其他费用，土地购置费及占比



资料来源：Wind、华福证券研究所

百城商住用地拿地金额及土地购置费同比增速 (%)



资料来源：Wind、华福证券研究所

5. 2025年总量数据预测：汇总

➤ 整体数据汇总

2025年总量数据预测汇总

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
	销售							
整体销售面积 (亿㎡)	17.2	17.2	17.6	17.9	13.6	11.2	9.7	9.1
同比增速		-0.1%	2.6%	1.9%	-24.3%	-17.7%	-13.3%	-6.1%
销售均价 (元/㎡)	8,736.9	9,310.3	9,859.5	10,139.1	10,214.1	10,437.4	9,854.4	9,938.7
同比增速		6.6%	5.9%	2.8%	0.7%	2.2%	-5.6%	0.9%
销售金额 (万亿)	15.0	16.0	17.4	18.2	13.9	11.7	9.5	9.0
同比增速		6.5%	8.7%	4.8%	-23.7%	-15.9%	-18.1%	-5.3%
	开工、施工、竣工							
开工面积 (亿㎡)	20.9	22.7	22.4	19.9	12.0	9.5	7.3	7.6
同比增速		8.5%	-1.2%	-11.4%	-39.8%	-20.4%	-23.0%	3.0%
施工面积 (亿㎡)	82.2	89.4	92.7	97.5	90.5	83.8	73.2	66.8
同比增速		8.7%	3.7%	5.2%	-7.2%	-7.4%	-12.7%	-8.7%
竣工面积 (亿㎡)	9.4	9.6	9.1	10.1	8.5	10.0	7.4	6.3
同比增速		2.6%	-4.9%	11.2%	-15.9%	17.0%	-26.2%	-19.9%
	房地产开发投资							
地产投资 (建安相关、万亿)	7.8	8.4	8.9	9.6	8.5	6.6	5.9	5.4
同比增速		7.9%	6.6%	7.2%	-11.0%	-21.9%	-11.4%	-8.7%
地产投资 (土地相关、万亿)	4.3	4.9	5.2	5.2	4.8	4.4	4.1	4.2
同比增速		13.5%	7.7%	-0.4%	-8.1%	-7.0%	-6.7%	1.1%
房地产开发投资额 (万亿)	12.0	13.2	14.1	14.8	13.3	11.1	10.0	9.6
同比增速		9.9%	7.0%	4.4%	-10.0%	-16.5%	-9.5%	-4.7%

目 录

- 1. 2024年总量数据回顾
- 2. 本轮地产复苏的困境
- 3. 周期下行的海外对比
- 4. 调控政策将如何发力
- 5. 2025年总量数据预测
- 6. 投资建议
- 7. 风险提示

➤ 核心观点：

- 我们认为，25年地产政策将围绕行业止跌回稳及存量政策落地发力，行业复苏将经历流动性压力缓解、供给持续收缩、房价止跌回稳、销售开工复苏的阶段。目前处于供给收缩向房价止跌回稳的过程中，房价止跌回稳驱动的PB估值修复仍将是市场交易的主线。

➤ 投资建议：

- 建议关注四个方向：
 - ①提前缩表提前走出困境的龙头房企：【金地集团】、【新城控股】
 - ②高弹性港股低PB未违约民企：【龙湖集团】、【新城发展】
 - ③长期破净估值提升地方国企：【城建发展】、【城投控股】
 - ④持续保持拿地强度的板块龙头：【保利发展】、【招商蛇口】

目 录

- 1. 2024年总量数据回顾
- 2. 本轮地产复苏的困境
- 3. 周期下行的海外对比
- 4. 调控政策将如何发力
- 5. 2025年总量数据预测
- 6. 投资建议
- 7. 风险提示

➤ 融资环境收紧超预期

- 房地产行业属于资本密集型行业，融资环境超预期收紧将对房地产的增速及盈利能力产生负面冲击。融资总量的下降将导致开发商放慢拿地、推盘、销售、施工及竣工的经营速度，导致总体的增速下行。

➤ 房地产销售政策变化

- 房地产销售政策中，包括预售资金监管、预售要求等，对于开发商现金流周转效率影响显著。

➤ 地产调控政策变化

- 报告主要假设建立在调控政策稳定的前提下，由于需求端变动受到房地产调控政策影响显著，政策变化将影响去化率假设，导致企业规模增长的确定性下降。

➤ 引用数据滞后或不及时

- 报告引用的公开数据可能存在信息滞后或更新不及时，存在引用数据滞后导致对预测结果及分析结论的准确性产生影响。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

诚信专业 发现价值

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT座20楼

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

