



# 收储城改齐发力，行业迈向新周期

## —— 2025 年房地产行业投资策略

房地产分析师：胡孝宇



# 收储城改齐发力，行业迈向新周期

## —— 2025 年房地产行业投资策略

2024 年 12 月 28 日

- 2024 年回顾：行业整体筑底，政策持续发力。**基本面：截至 2024 年 10 月，全国商品房销售面积 7.79 亿平方米，是 2023 年同期的 84.18%；房地产开发投资额累计值为 8.63 万亿元，是 2023 年同期的 89.98%。政策端：各部门分别从需求、融资、去化等方面大力支持房地产行业。
- 2025 年前瞻：销售或将承压，收储和城改为主要变量。**我们预测 2024 年、2025 年销售面积分别为 9.69 亿方 (-13.32%)、9.20 亿方 (-4.97%)；2024 年、2025 年销售金额分别为 9.56 万亿元 (-18%)、9.13 万亿元 (-4.58%)。若不考虑城改的影响，2024 年、2025 年房地产投资额分别为 9.92 万亿元 (-10.53%)、9.05 万亿元 (-8.77%)；若考虑城改，假设 100 万套城改在 2025 年全部开工，则 2025 年投资或为 9.22 万亿元 (-7.14%)。截至 2024 年 10 月末，全国待售房屋 7.3 亿方，我们预测全国范围内的房屋收储规模或为 2.4 亿方。
- 商业以价换量，存量房屋交易占比提升。**1) 商业：零售物业的首层平均租金持续下滑，空置率缓慢下降，行业“以价换量”或持续；仓储物流新增需求受限租金承压，或待需求回暖带动量价回稳。2) 中介：2024 年部分主要城市的二手房成交量表现优于新房；11 月财政部发布降税等政策，降低二手房交易成本，随着二手房成交占比提升，我们认为存量房交易服务中介或有望因此受益。3) 物管：根据中指院数据，2025 年行业整体规模有望达到 315 亿方，物管公司或通过承接母公司竣工项目、外拓新项目、收并购等方式实现扩张。
- 投资建议：**2024 年 9 月以来，针对房地产行业供需两侧的政策持续发力。我们认为收储和城改或为影响行业的重要变量，政策持续推进有望带来行业整体的估值抬升进而形成β行情。基于此，我们看好：保利发展、招商蛇口、龙湖集团、滨江集团、新城控股、万科 A、招商积余；看好表内具有优秀资产的园区地产龙头：张江高科；建议关注：1) 中介龙头：贝壳-W、我爱我家；2) 优质开发：华润置地、中国海外发展、绿城中国；3) 优质商管物管：华润万象生活、保利物业；4) 优质商业：恒隆地产；5) 代建龙头：绿城管理控股。
- 风险提示：**宏观经济不及预期的风险、政策推动和实施不及预期的风险、房价大幅波动的风险、房屋销售不及预期的风险、行业竣工不及预期的风险、消费不及预期的风险。

### 重点公司盈利预测与估值

股票代码	股票名称	EPS (元/股)			PE			投资评级
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
600048.SH	保利发展	0.93	0.98	1.04	10.61	10.07	9.49	推荐
001979.SZ	招商蛇口	0.74	0.85	0.92	15.03	13.08	12.09	推荐
002244.SZ	滨江集团	0.89	1.00	1.06	10.15	9.03	8.52	推荐
001914.SZ	招商积余	0.76	0.86	0.92	14.00	12.42	11.58	推荐

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：数据截至 2024 年 12 月 9 日，EPS 为摊薄 EPS，单位为人民币

### 房地产行业

推荐 维持评级

### 分析师

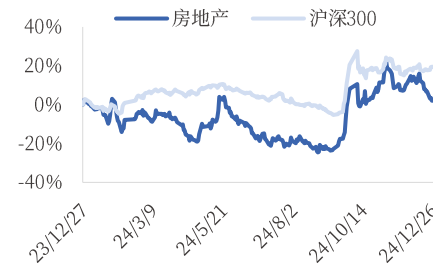
胡孝宇

✉: huxiaoyu\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070001

### 相对沪深 300 表现图

2024-12-27



资料来源：中国银河证券研究院

### 相关研究

- 【银河地产】行业点评\_房地产行业\_供需两侧齐发力，推动地产止跌回稳
- 【银河地产】行业深度\_央国企引领专题\_稳健经营优势凸显，助力央国企穿越周期
- 【银河地产】行业点评\_房地产行业\_再提地产，需求侧或迎进一步放松
- 【银河地产】房地产行业深度报告\_收储的平衡支点与前行之路
- 【银河地产】行业点评\_加快构建新模式，推进地产新篇章\_三中全会专题研究
- 【银河地产】2024 年中期策略报告\_静待地产新黎明

# 目录

## Catalog

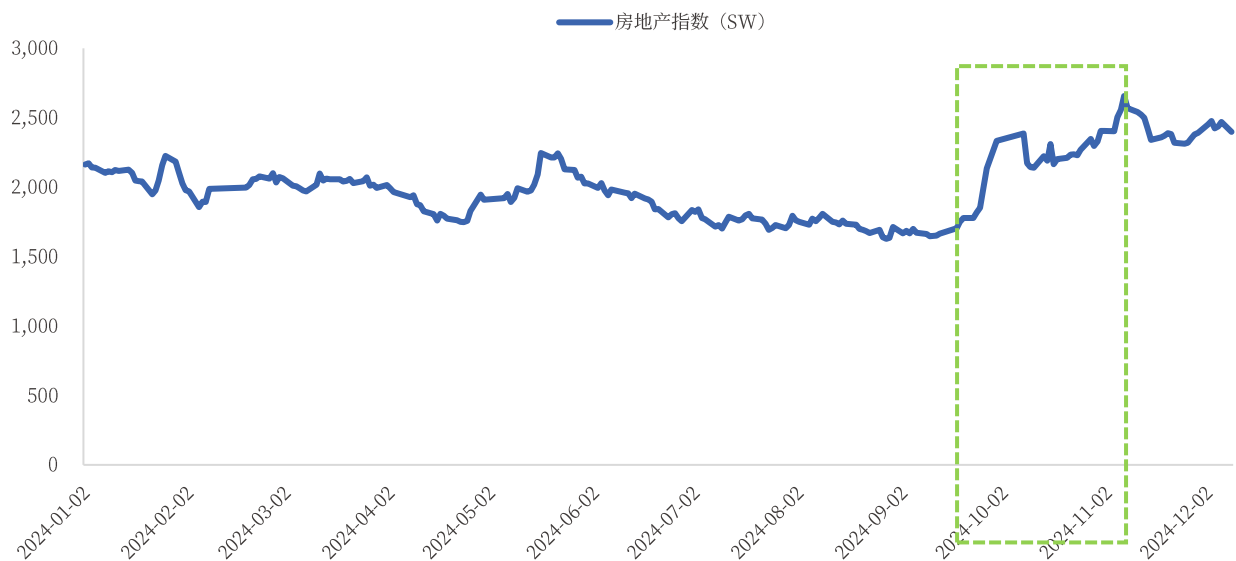
<b>一、 行业整体筑底，政策持续发力 .....</b>	<b>4</b>
(一) 二级市场三季度末涨幅明显 .....	4
(二) 楼市基本面筑底 .....	4
(三) 各部门发布政策支持楼市 .....	9
<b>二、 开发：销售或将承压 .....</b>	<b>10</b>
(一) 房地产开发进入新周期 .....	10
(二) 销售或将承压 .....	13
(三) 投资或将持续同比下降 .....	15
<b>三、 收储：房屋和土地并行推进 .....</b>	<b>19</b>
(一) 房屋收储 .....	19
(二) 土地收储 .....	21
<b>四、 存量：商业以价换量、存量房屋交易占比提升 .....</b>	<b>23</b>
(一) 商业尚待需求复苏 .....	23
(二) 中介受益于存量房成交改善 .....	27
(三) 规模扩张是物管企业重要发展方向 .....	30
<b>五、 投资建议 .....</b>	<b>32</b>
(一) 行业估值 .....	32
(二) 重要公司 .....	33
(三) 投资建议 .....	35
<b>六、 风险提示 .....</b>	<b>36</b>

# 一、行业整体筑底，政策持续发力

## （一）二级市场三季度末涨幅明显

截至 2024 年 12 月 9 日收盘，房地产指数（SW）较 2023 年末提高 8.31%，其中 9 月下旬至 11 月上旬涨幅显著。9 月 24 日以来，央行率先出台提振楼市的政策，随后住建部、财政部陆续发声，房地产板块在政策出台下上涨。

图1：2024年初至2024年12月9日的房地产指数走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## （二）楼市基本面筑底

2024 年的楼市整体具有如下特点。1) 销售持续低迷、核心城市占比凸显；2) 房价下滑；3) 期现背离加剧、二手表现突出；4) 库存仍处高位，去化周期仍需下降；5) 投资端疲软，竣工承压；6) 拿地规模总体下滑，开工走弱。

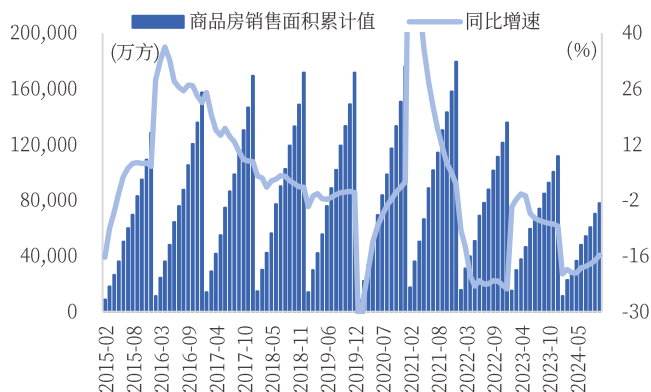
### 1. 销售持续低迷

2024 年销售市场整体表现低迷，5 月 17 日央行出台降首付比例、下调购房商贷利率下限等政策后，市场在 6 月前有所提振。在季节性因素等各方面影响下，7-8 月表现为淡季。9 月末以来，各部门陆续出台针对地产的相关放松和支持政策，在政策的作用下，销售的同比降幅有所收窄。

截至 10 月，2024 年的商品房销售面积为 7.79 亿方，是 2023 年同期的 84.18%、商品房销售金额为 7.69 万亿元，是 2023 年同期的 79.10%。从累计销售面积的同比降幅看，2024 年 1-10 月的同比降幅呈缓慢收窄趋势，但全年累计水平与过往年度存在差距。从核心城市销售占比看，2024 年前 10 月，核心 36 城的销售面积达到 1.89 亿方，占全国整体销售面积的 24.25%。

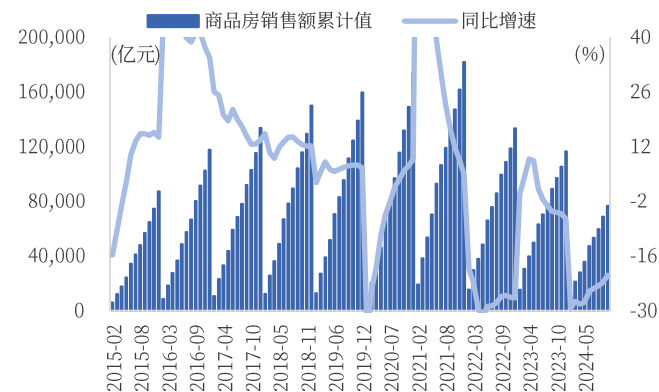


图2：2015-2024年10月房地产全国累计销售面积及同比增速



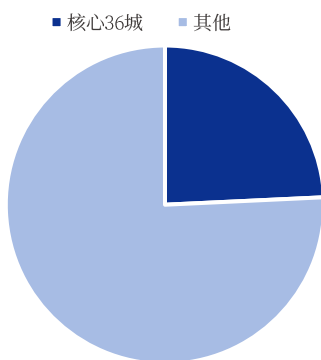
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图3：2015-2024年10月房地产全国累计销售金额及同比增速



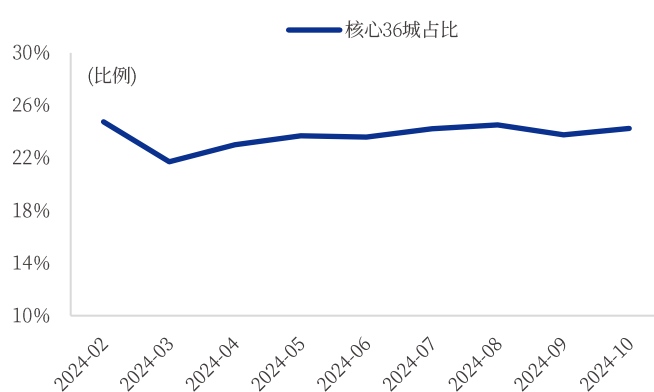
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图4：2024年前10月核心36城商品房销售面积占比



资料来源：Wind，中指院，中国银河证券研究院

图5：2024年2-10月核心36城累计销售面积占比趋势

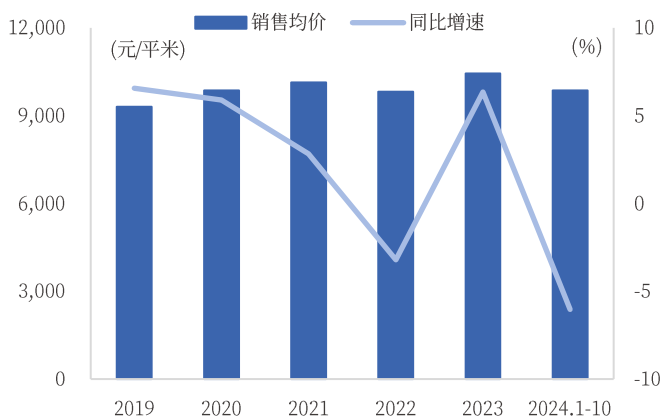


资料来源：Wind，中指院，中国银河证券研究院

## 2. 房价下滑

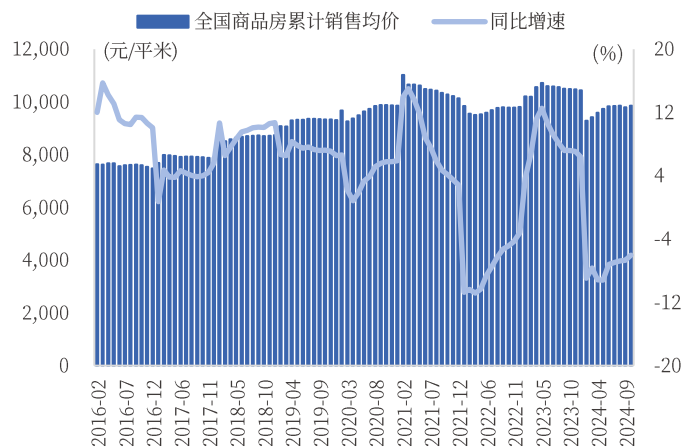
从销售均价看，截至2024年10月商品房销售均价为9862元/平米，较2023年同期下降6.03%。由于政策陆续出台，销售均价的同比降幅逐渐收窄。从各年的全年商品房成交均价看，2020-2024年前10月的销售均价呈波动的趋势。

图6：2019-2024年前10月全国商品房销售均价及同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图7：2016-2024年10月全国商品房累计销售均价及同比增速

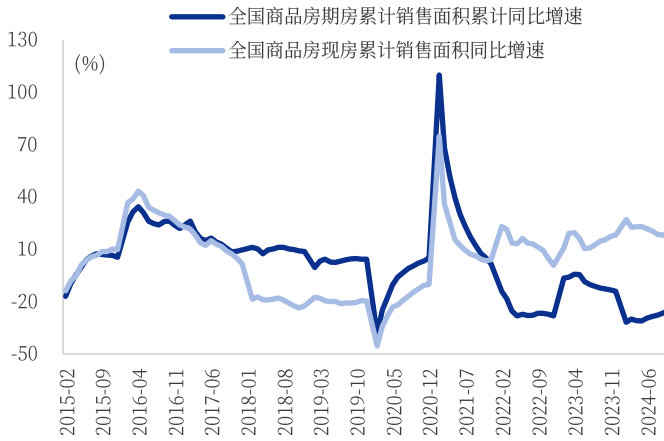


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### 3. 期现和二手房

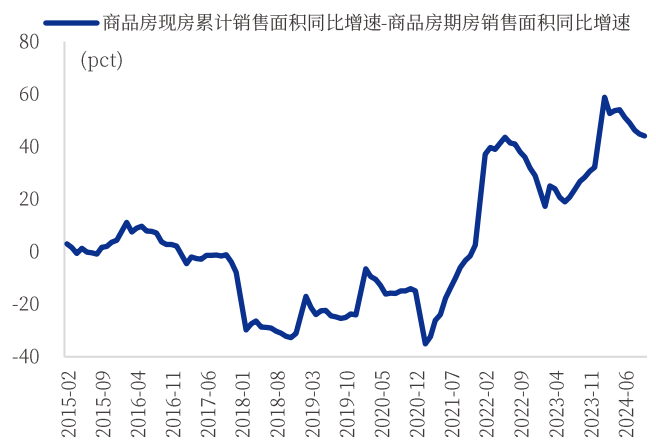
2021 年开始，部分房企陆续出险，现房逐渐得到购房者的青睐。2024 年的期房与现房销售表现依然分化显著。现房与期房的销售增速差额在 2024 年 2 月达到 58.80bp 的峰值。受开发商推盘力度减弱、需求侧政策不断出台等因素影响，期房与现房的销售增速差额逐渐收窄，但依然明显高于历史水平。

图8：2015-2024 年 10 月商品房期房与现房累计销售表现对比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

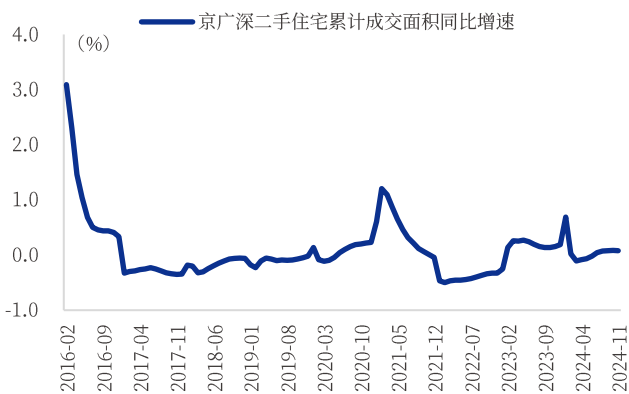
图9：2016-2024 年 10 月全国商品房期现房销售面积同比增速差额



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

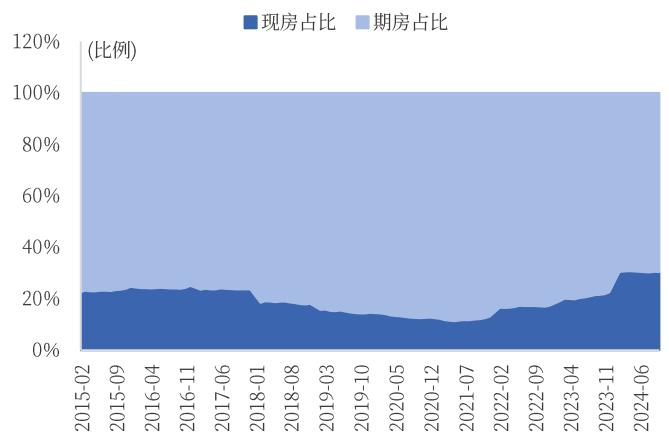
由于房企推盘等因素影响相对间接，二手房市场表现更加直观。从二手住宅成交面积看，北京、深圳和广州三个一线城市二手住宅合计的累计成交面积同比增速从 Q3 开始维持正值，并且增速逐渐扩大。从所占比例看，现房的销售面积占比明显提升至 30% 以上。

图10：2016-2024 年 11 月京广深二手住宅累计成交面积同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图11：2015-2024 年 10 月全国商品房期现房销售面积占比

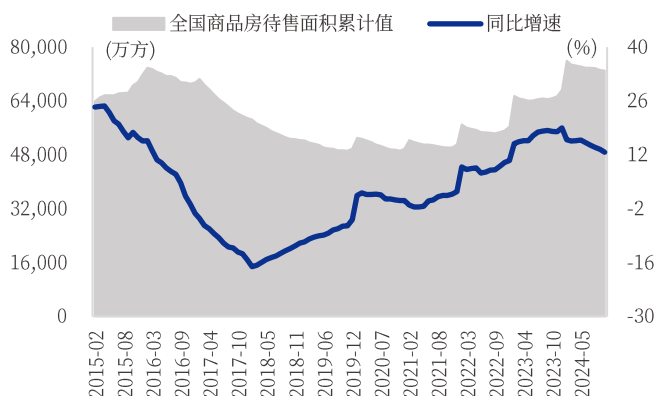


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### 4. 库存

从待售面积看（狭义库存），截至 2024 年 10 月，全国的商品房待售面积为 7.3 亿平方米。从狭义库存的增速看，从 2021 年下半年开始，狭义库存持续增长。从增速的变化看，狭义库存的同比增速在 2024 年呈现下行趋势，由于支持需求侧的政策陆续出台，去库的进程逐渐加快，因此库存的增速下降。我们按照现房销售的月均销售额估算去库的流速衡量狭义库存的去化周期，2024 年 10 月的狭义库存去化周期约为 29.83 个月，依旧处于历史高位。

图12: 2015-2024年10月全国狭义库存及同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图13: 2015年7月-2024年10月全国狭义库存去化周期

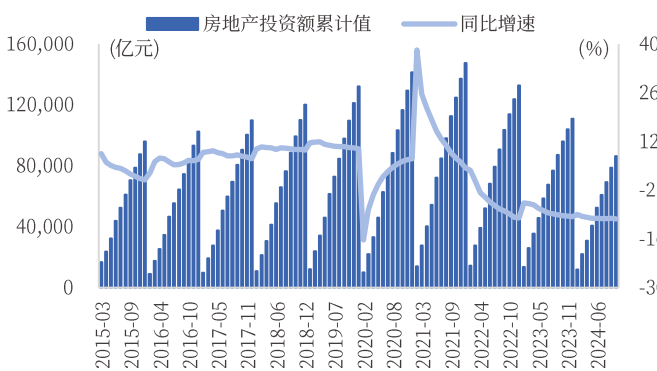


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### 5. 投资承压

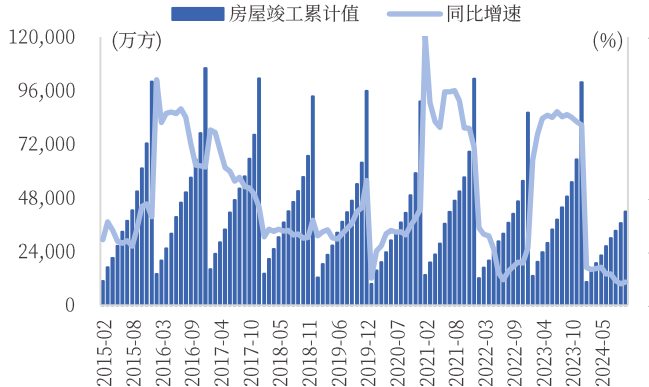
由于销售整体依旧低迷，房企的投资意愿依旧较弱。从投资金额看，截至10月，2024年的房地产开发投资完成额累计值为8.63万亿元，是2023年同期的89.98%。由于2023年整体的竣工规模较高，因此在高基数的影响下，竣工面积的全年同比表现承压。截至2024年10月，全国房屋竣工面积为4.2亿方，同比下滑23.9%。

图14: 2015年-2024年1-10月全国房地产投资额及同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图15: 2015年-2024年1-10月全国竣工面积及同比增速

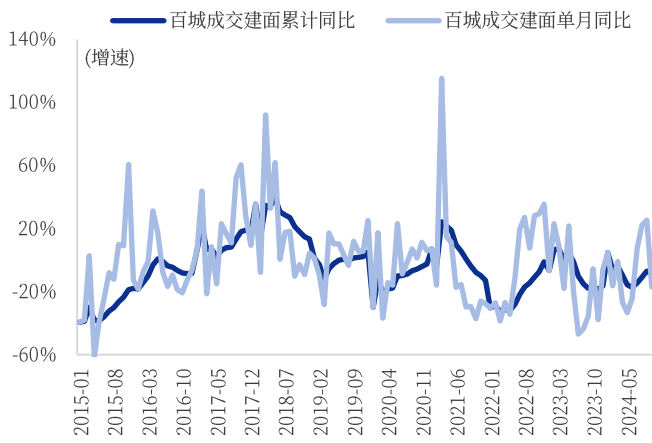


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### 6. 拿地与开工

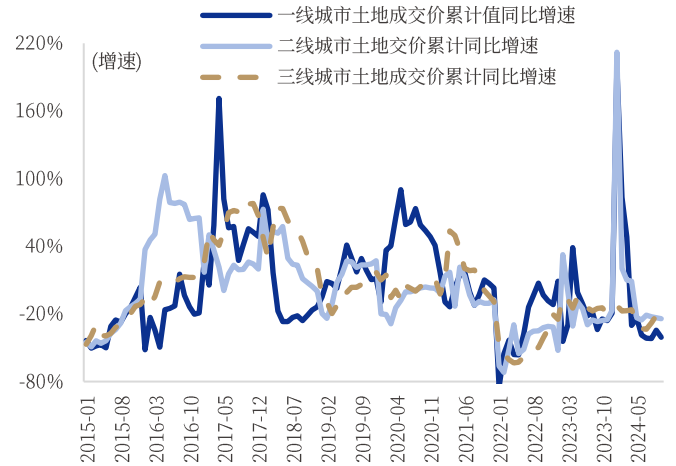
2024年前10月，全国百城土地成交建面10.16亿方，同比下滑8.30%。9-10月的土地成交面积的降幅较此前有所收窄。从成交金额看，2024年前10月百城土地成交金额1.64万亿元，其中一线城市、二线城市、三线城市占比分别为19.48%、39.15%、41.37%。从土地成交溢价率看，若剔除10月单月的溢价率偏低的影响，一线城市的溢价率依旧领先其他能级城市，但一线城市、二线城市、三线及其他城市的溢价率波动趋于一致。

图16: 2015-2024年10月百城土地成交累计建面及单月同比增速



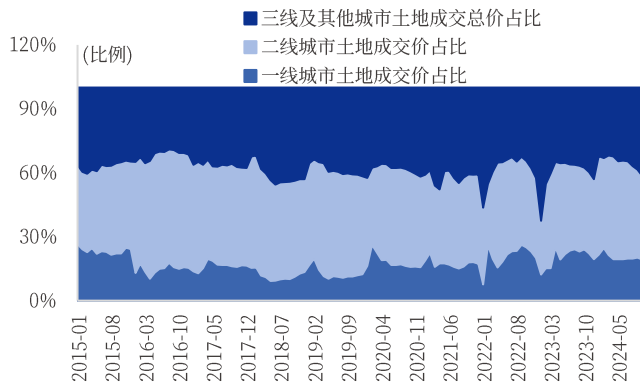
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图17: 2015-2024年10月各能级城市土地成交总价累计值同比增速



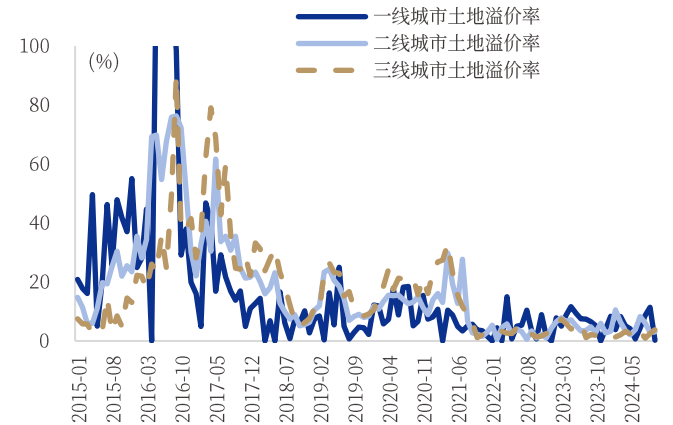
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图18: 2015-2024年10月百城土地成交总价中各能级城市占比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

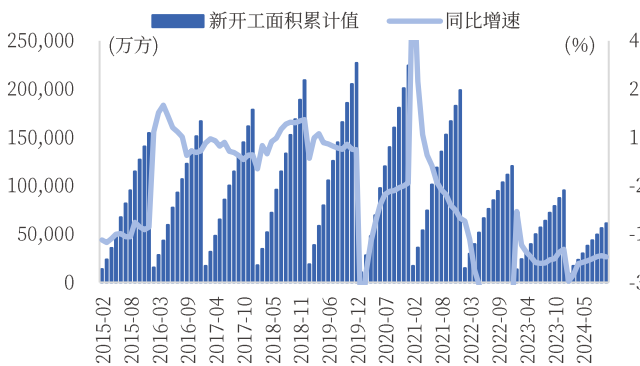
图19: 2015-2024年10月各能级城市土地成交溢价率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

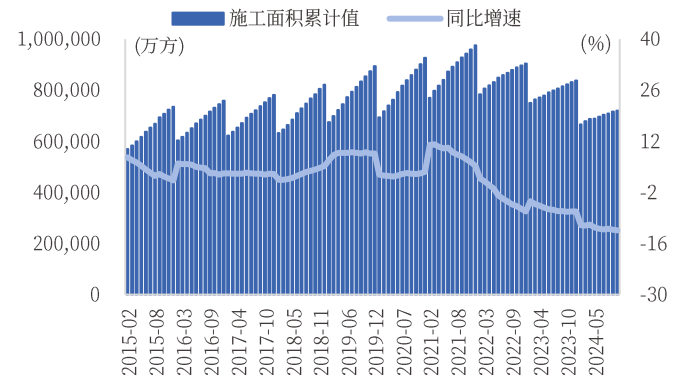
受到2023年开始的拿地规模下降的影响,2024年的开工规模承压。截至2024年10月,全国房屋新开工规模为6.12亿方,同比下降22.6%;截至2024年10月,施工面积为72.07亿方,同比下滑12.40%。

图20: 2015年-2024年10月全国新开工面积累计值及同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图21: 2015-2024年10月全国施工面积累计值及同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### (三) 各部门发布政策支持楼市

从 2022 年开始，针对需求端的政策持续出台。2023 年 7 月政治局会议上明确指出房地产供求关系发生重大变化，同年三季度部分城市陆续出台“认房不认贷”的政策；2024 年上半年，央行针对房企的融资端和行业的需求侧分别出台政策，在供需两侧支持房地产行业发展；2024 年 9 月开始，各部门针对房地产行业的需求、融资、去化等方面大力支持房地产行业止跌回稳。

表1：2022 年至今部分重要政策

时间	政策文件	政策内容
2022 年 11 月	“第二支箭”延期并扩容，支持民营企业债券融资再发力	交易商继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。
2023 年 7 月	中央政治局会议	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 7 月	住建部召开企业座谈会	要继续巩固房地产市场企稳回升态势，大力支持刚性和改善性住房需求，进一步落实好降低购买首套住房首付比例和贷款利率、改善性住房换购税费减免、个人住房贷款“认房不认贷”等政策措施；继续做好保交楼工作，加快项目建设交付，切实保障人民群众的合法权益。
2024 年 1 月	城市房地产融资协调机制	以项目为对象，抓紧研究提出可以给予融资支持的房地产项目名单，协调本行政区域内金融机构发放贷款，精准有效支持合理融资需求。信贷资金要确保封闭运行、合规使用，坚决防止挪用。省级层面要跟踪检测落实情况，加强敦促指导。国家层面将建立城市房地产融资协调机制项目信息平台，实行周调度、月通报。
2024 年 1 月	关于做好经营性物业贷款管理的通知	经营性物业贷款的借款人可以为房地产开发企业。经营性物业贷款可用于承贷物业在经营期间的维护、改造、装修等与物业本身相关的经营性资金需求，以及置换借款人为建设或购置该物业形成的贷款、股东借款等，不得用于购地、新建项目或其他限制性领域。2024 年底前，对规范经营、发展前景良好的房地产开发企业，全国性商业银行在风险可控、商业可持续基础上，还可发放经营性物业贷款用于偿还该企业及其集团控股公司（含并表子公司）存量房地产领域相关贷款和公开市场债券。经营性物业贷款额度原则上不得超过承贷物业评估价值的 70%。
2024 年 5 月	关于做好 2024 年住宅用地供应有关工作的通知	商品住宅去化周期超过 36 个月的，应暂停新增商品住宅用地出让，同时下大力气盘活存量，直至商品住宅去化周期降至 36 个月以下；商品住宅去化周期在 18 个月（不含）-36 个月之间的城市，要按照“盘活多少、供应多少”的原则，根据本年度内盘活的存量商品住宅用地面积（包括竣工和收回）动态确定其新出让的商品住宅用地面积上限。
2024 年 5 月	关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知	取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。中国人民银行各省级分行按照因城施策原则，指导各省级市场利率定价自律机制，根据辖区内各城市房地产市场形势及当地政府调控要求，自主确定是否设定辖区内各城市商业性个人住房贷款利率下限及下限水平（如有）。银行业金融机构应根据各省级市场利率定价自律机制确定的利率下限（如有），结合本机构经营状况、客户风险状况等因素，合理确定每笔贷款的具体利率水平。
2024 年 5 月	关于调整个人住房贷款最低首付款比例政策的通知	对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 25%。
2024 年 9 月	关于优化个人住房贷款最低首付款比例政策的通知	对于贷款购买住房的居民家庭，商业性个人住房贷款不再区分首套、二套住房，最低首付款比例统一为不低于 15%。
2024 年 9 月	中共中央政治局召开会议分析研究当前经济形势和经济工作	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。
2024年10月	加大财政政策逆周期调节力度、推动经济高质量发展	叠加运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具，支持推动房地产市场止跌回稳。
2024年10月	国务院新闻办就促进房地产市场平稳健康发展有关情况举行发布会	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。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。
2024年11月	关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告	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。 取消普通住宅和非普通住宅标准的城市，根据《中华人民共和国土地增值税暂行条例》第八条第一项，纳税人建造普通标准住宅出售，增值额未超过扣除项目金额20%的，继续免征土地增值税。北京市、上海市、广州市和深圳市，凡取消普通住宅和非普通住宅标准的，取消普通住宅和非普通住宅标准后，与全国其他地区适用统一的个人销售住房增值税政策，对该城市个人将购买2年以上（含2年）的住房对外销售的，免征增值税。

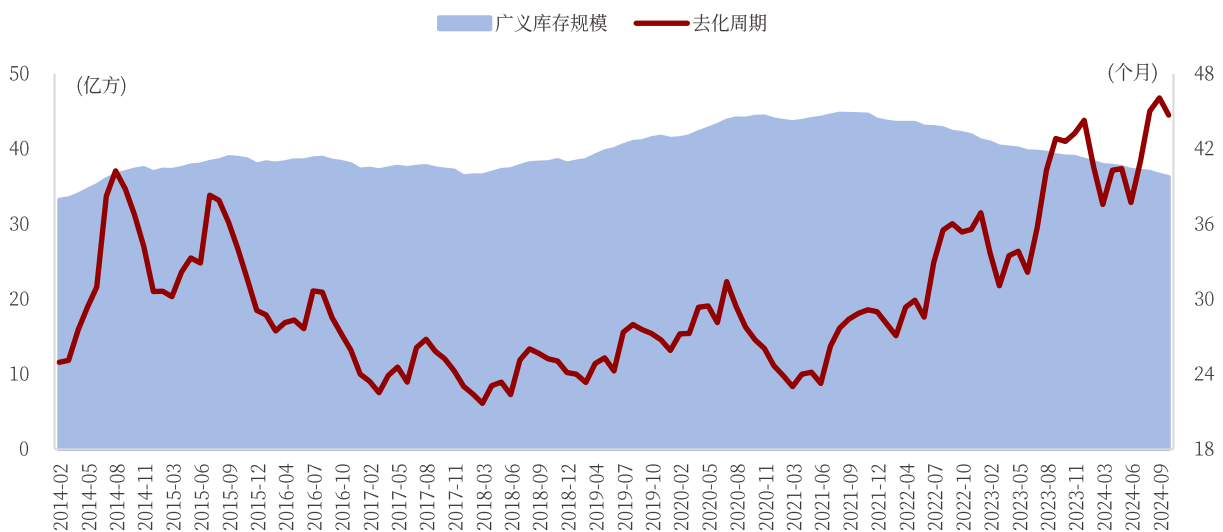
资料来源：中国政府网，中国银行间市场交易协会官网，央行官网，住建部官网，自然资源部官网，财政部官网，中国银河证券研究院

## 二、开发：销售或将承压

### （一）房地产开发进入新周期

我们注意到2024年针对需求侧的政策主要以支持刚需和改善性住房需求为主，如下降首付比例、取消购房贷款利率下限等。从广义库存看（包含现房和期房库存），截至2024年10月末，全国商品房广义库存规模共至36.26亿方，对应的去化周期为44.69个月。由于7、8月整体销售较低迷，因此去化周期在7~8月提升较多，随着9月政策的出台，去化周期略有下滑。

图22：2014年-2024年10月广义库存规模和动态去化周期



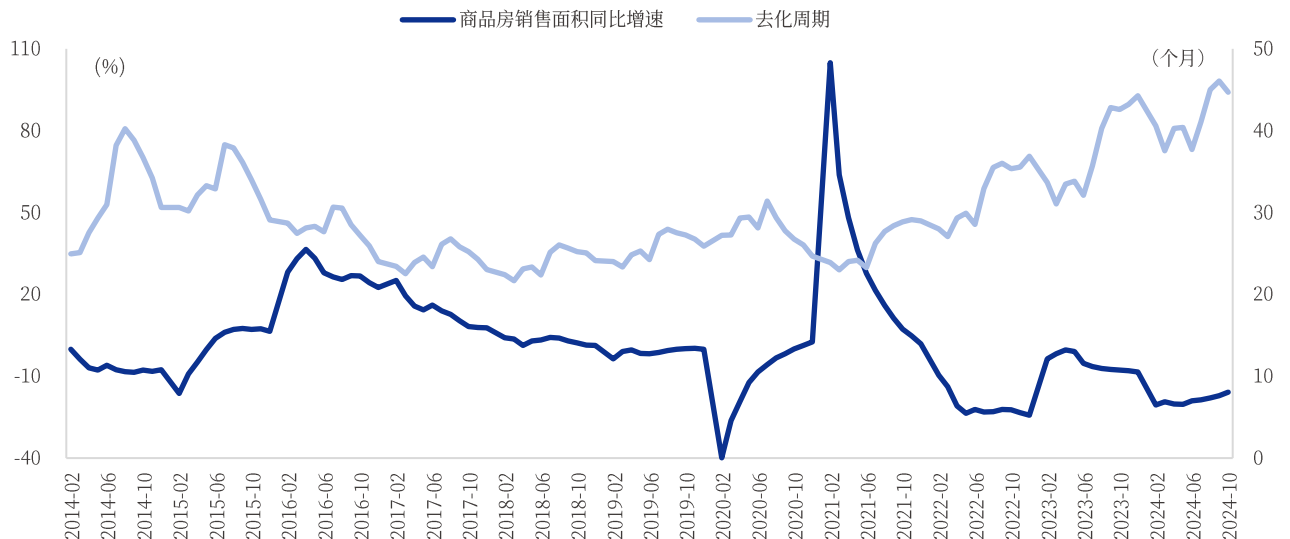
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注 1: 广义库存为根据销售和开工估算

注 2: 去化周期为根据广义库存和销售均值测算得来

从库存的规模变化可以看出，行业整体的库存规模逐渐下降，主要受两方面因素影响：1) 销售整体依旧处于底部阶段，前期拿地规模受到影响，因此房企推盘力度较弱；2) 叠加针对需求侧的政策支持力度，去库力度较大。

图23: 2014年-2024年10月销售面积同比增速和动态去化周期

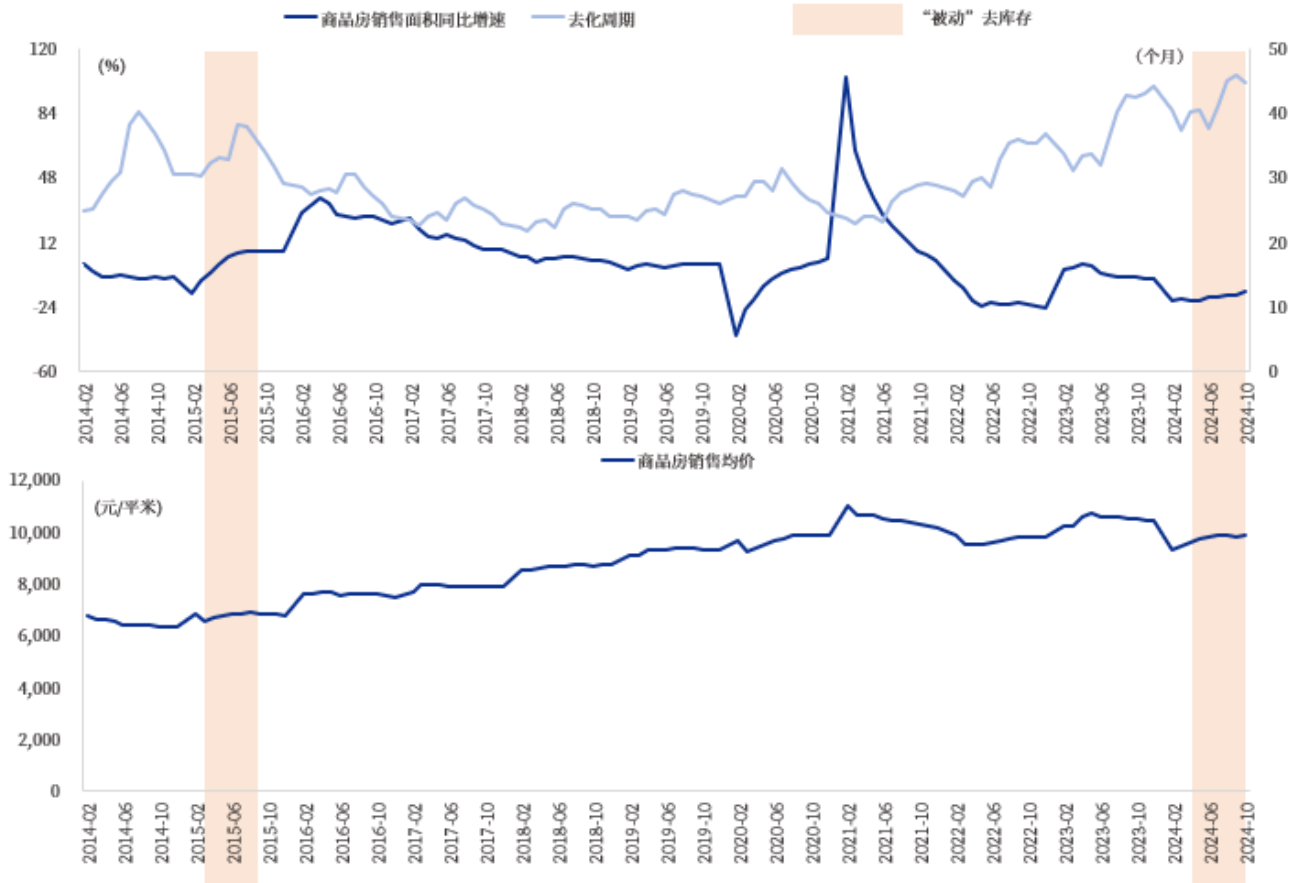


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注: 去化周期为根据广义库存和销售均值测算得来

目前库存水平逐渐下滑，动态去化周期居高，销售降幅尚待收窄，因此房企开工意愿偏低，投资趋弱。展望后续的行业周期变化，我们认为驱动购房者消化库存而推动行业的“被动去库存”或为中期主要的发展方向，城中村改造和收储相结合有望降低房屋的销售降幅、同时降低动态去化周期、并进一步降低库存规模。随着商品房库存规模逐渐降低，行业或将进入新模式引领下的新周期。

图24：2014年-2024年10月销售面积同比增速、动态去化周期、商品房销售均价变化

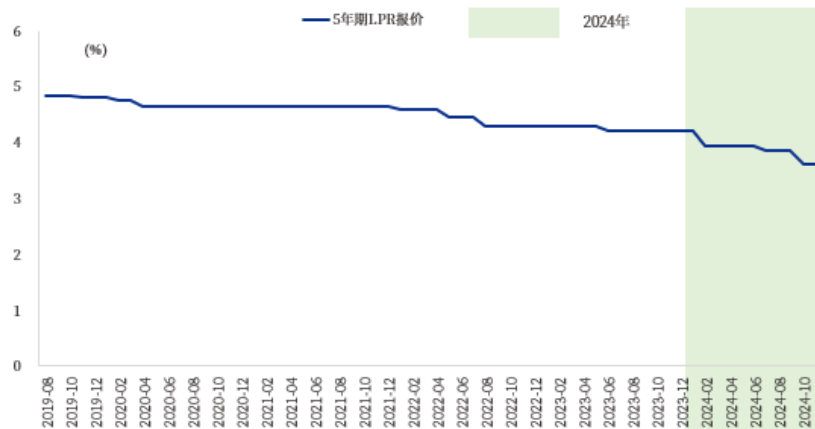


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

注：商品房销售均价为计算得来

在库存水平相对依然较高的背景下，销售低迷导致房企流动性紧缺，房企投资收缩。因此短期房地产领域的利率水平或将继续降低、需求侧持续放松，收储和城改或将成为行业中周期发展的重要变量。

图25：2019年至今5年期LPR报价水平



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

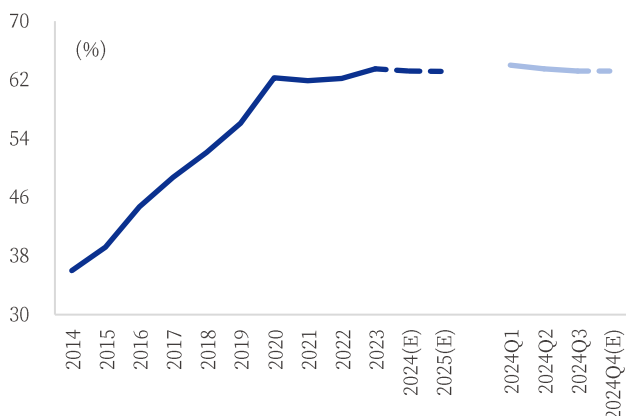
## (二) 销售或将承压

我们采取信贷法，预测 2025 年全年销售面积为 9.20 亿方，同比下降 4.97%；销售金额 9.13 万亿元，同比下降 4.58%。

2024 年一季度末，我国居民杠杆率达到 64%，为近年来的峰值，随后居民杠杆率首次进入下行区间。2024 年 Q3 居民杠杆率降至 63.2%，回落至 2022~2023 年之间的水平。由于居民提升杠杆的意愿下降，杠杆率水平下行。2024 年 9 月末，随着各部门陆续出台针对地产等领域的支持政策，我们认为 2024 年 Q4 居民提升杠杆的意愿或将保持平稳。2025 年居民提升杠杆意愿或缓慢下降，因此我们认为 2024 年末、2025 年末的居民杠杆率分别为 63.20%、63.15%。

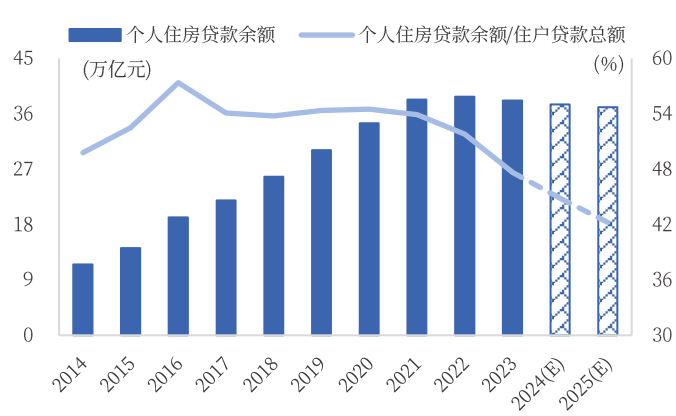
截至 2024 年 9 月末，全国个人住房贷款余额为 37.56 万亿元，自 2023 年 Q2 进入下行区间。截至 2024 年 Q3 末，居民住房贷款余额占住户贷款余额比例持续降低至 45.78%。我们认为住房贷款余额的占比下行的趋势或小幅缓解，因此我们预测 2024 年、2025 年的住户房贷余额分别为 37.52 万亿元、37.07 万亿元。

图26: 2014-2025 年 (E) 居民部门杠杆率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图27: 2014-2025 年 (E) 个人住房贷款及占住户贷款总额比例



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

相应我们预测 2024 年、2025 年房贷总投放量分别为 2.81 万亿元、2.89 万亿元，其中商贷投放分别为 1.62 万亿元、1.80 万亿元。我们假设 2024 年、2025 年 LTV 比例或将维持在 20%，基于此，我们推算出 2024 年、2025 年的住宅交易总额（包含商品住宅和二手住宅）分别为 13.99 万亿元、14.44 万亿元，分别较上年下降 13.03%、增长 3.15%。

图28: 2014-2025 年 (E) LTV

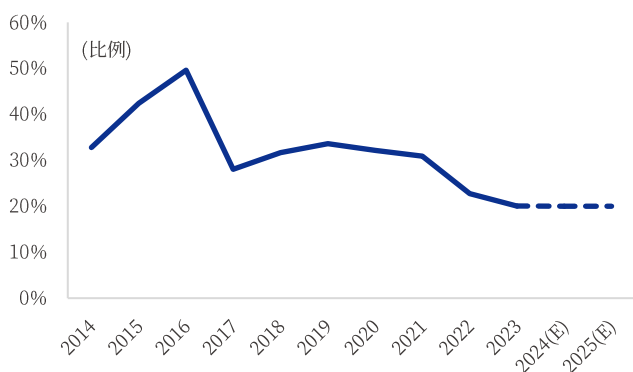
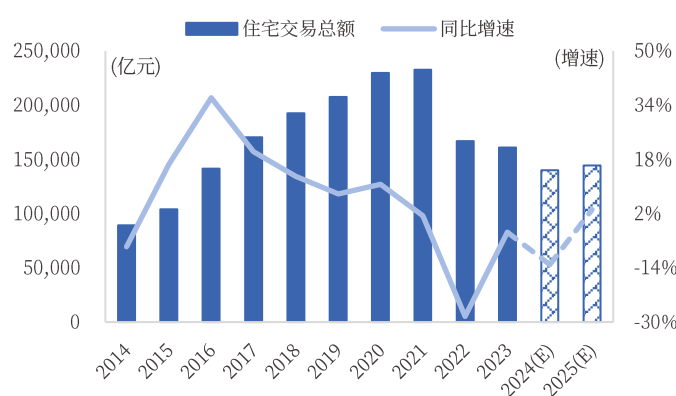


图29: 2014-2025 年 (E) 全国住宅交易额及同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二手房的成交占比持续提升。2023年1-11月的二手房成交量占比达到37.1%。由于居民依然存在对新房交付质量、周期等因素的担忧,二手房得到居民的青睐。我们认为2024年、2025年二手房住宅交易占住宅交易的比例有望达到40%、45%。因此对应的2024年-2025年商品住宅销售金额分别为8.40万亿元、7.94万亿元,同比降幅分别为18.47%、5.45%。在假设2024年、2025年房价的同比降幅分别为5%、0.5%的基础上,我们测算出对应的2024年-2025年商品住宅销售面积分别为8.14亿方、7.73亿方,同比降幅分别为13.00%、4.97%。

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图30: 2014-2025年(E)商品住宅交易额及同比增速

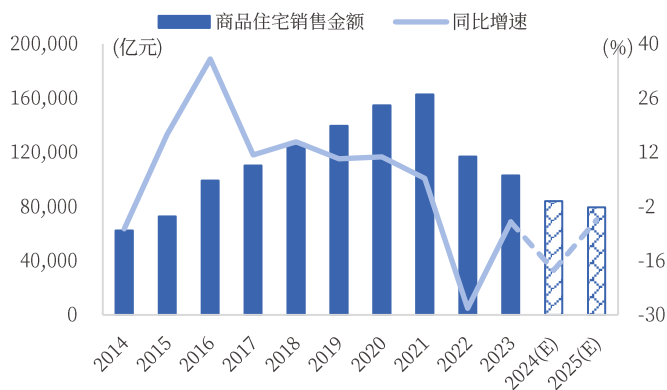
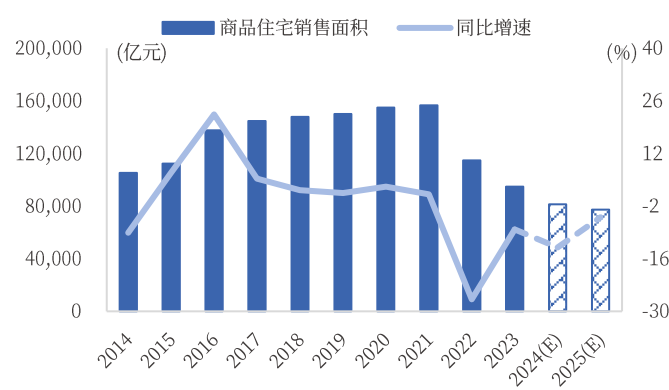


图31: 2014-2025年(E)商品住宅交易面积及同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

考虑到非住宅性质的商品房成交,我们按照近年的住宅成交占比趋势估算2024年、2025年的商品房销售金额分别为9.56万亿元、9.13万亿元,对应的同比降幅分别为18.00%、4.58%;商品房销售面积分别为9.69亿方、9.20亿方,对应的同比降幅分别为13.32%、4.97%。

图32: 2015-2025年(E)商品住宅交易额占商品房交易额比例

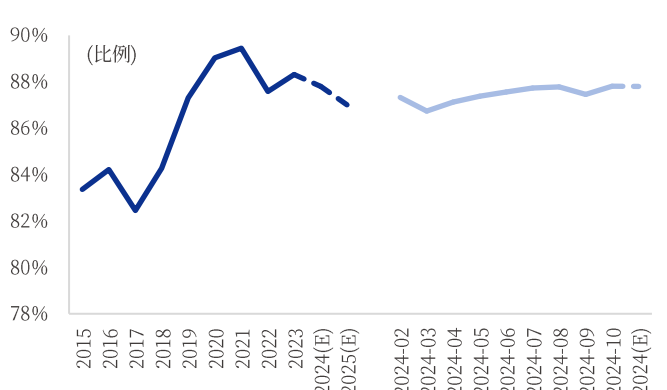
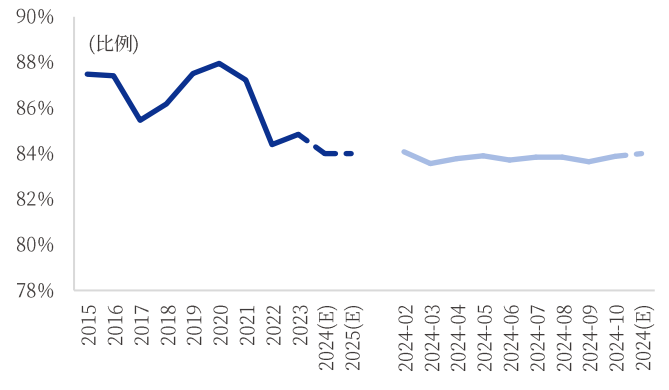


图33: 2015-2025年(E)商品住宅交易面积占商品房交易面积比例



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院



表2: 全国商品房销售金额及面积的测算

年份	全国商品房销售面积 (万方)	同比增速 (%)	全国商品房销售额 (亿元)	同比增速 (%)
2015	128,494.97	6.50	87,280.84	14.40
2016	157,349.00	22.50	117,627.00	34.80
2017	169,407.82	7.70	133,701.31	13.70
2018	171,654.36	1.30	149,972.74	12.20
2019	171,557.87	-0.10	159,725.12	6.50
2020	176,086.22	2.60	173,612.66	8.70
2021	179,433.41	1.90	181,929.95	4.80
2022	135,836.89	-24.30	133,307.84	-26.70
2023	111,735.14	-8.50	116,622.21	-6.50
2024(E)	96852.05	-13.32	95635.44	-18.00
2025(E)	92037.19	-4.97	91258.17	-4.58

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注: 以上预测基于如下条件: 1) 2024年、2025年GDP增速均为5.0%; 2) 2024年、2025年居民杠杆率分别为63.20%、63.15%。

### (三) 投资或将持续同比下降

我们按照成本法预测房地产投资。若不考虑城改, 则2025年全年房地产投资额为9.05万亿元、同比降幅8.77%; 新开工6.44亿方, 同比降幅14.46%; 施工面积69.82亿方, 同比降幅7.00%。考虑城改的情况下, 若100万套城改全部开工, 2025年房地产投资额或为9.22万亿元, 同比降幅7.14%; 新开工面积7.44亿方, 同比下降1.19%; 施工面积70.82亿方, 同比下降5.67%。

新开工主要与拿地和销售相关: 1) 房企将表内尚未开工的土储开工、施工, 并在后续营销计划中择机推盘, 因此开工与前期拿地相关; 2) 由于开工需消耗资金, 因此开工与当期的销售相关。

图34: 2006年至今新开工面积和销售面积的累计同比增速



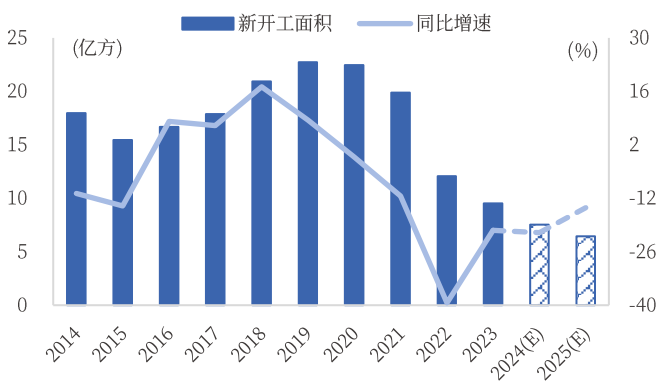
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

截至 2024 年 10 月，累计新开工面积为 6.12 亿方，同比下降 22.60%。我们预测 2024 年全年新开工面积增速或为-21%。对于 2025 年的开工展望，我们将当期新开工面积同比增速、当期销售面积同比增速和上一期百城土地成交建面增速进行回归分析，在置信区间取 99.5%的基础上，得到如下回归关系：

$$\text{新开工面积同比增速}_t = -7.04\% + 1.12 * \text{销售面积同比增速}_t + 0.31 * \text{百城土地成交建面同比增速}_{t-1}$$

根据如上预测，我们认为 2025 年销售面积同比下降 4.97%。截至 2024 年 10 月，百城土地成交建面同比增速为-8.25%。若随着四季度销售略有改善，全年的土地成交稍有修复，则我们假设 2024 年百城土地成交建面同比增速为-6%。在如上假设的基础上，我们预测 2025 年的新开工同比降幅为 14.46%，对应的开工面积为 6.44 亿方。对应的 2024 年、2025 年施工面积分别为 75.08 亿方、69.82 亿方，同比降幅分别为 10.45%、7.00%。

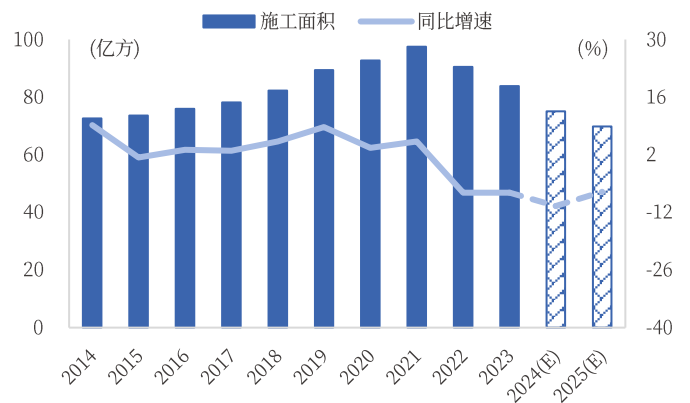
图35: 2014-2025 年 (E) 新开工面积及同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注: 以上预测基于 2024 年、2025 年 GDP 同比增速均为 5.0%

图36: 2014-2025 年 (E) 施工面积及同比增速

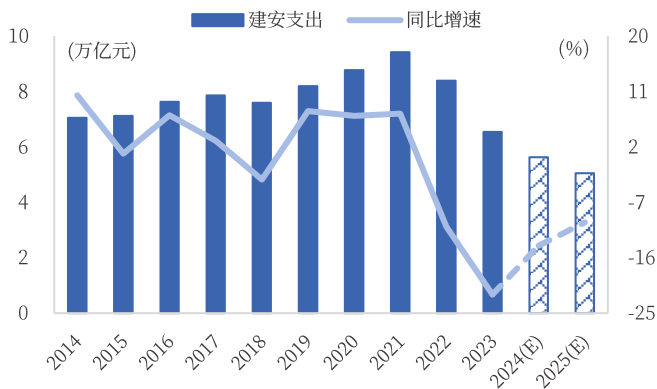


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注: 以上预测基于 2024 年、2025 年 GDP 同比增速均为 5.0%

由于施工单价持续下滑，我们假设 2024 年、2025 年施工单价同比均下降 4%，对应建安投资分别为 5.63 万亿元、5.05 万亿元，同比降幅分别为 14.03%、10.25%。我们假设 2024 年、2025 年土地购置费的同比降幅分别为 5%、6%。基于此，我们预测 2024 年、2025 年房地产投资分别为 9.92 万亿元、9.05 万亿元，对应的同比降幅分别为 10.53%、8.77%。

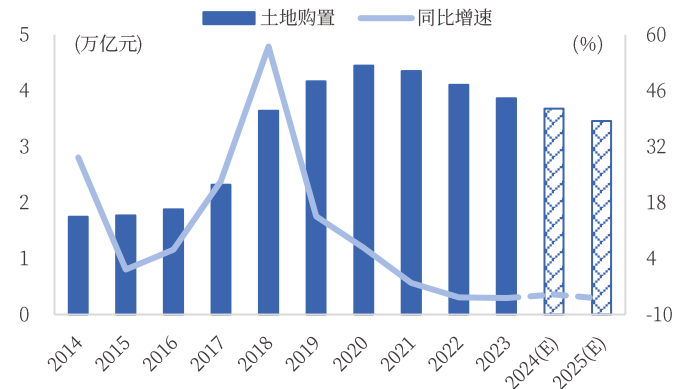
图37: 2014-2025 年 (E) 建安支出及同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注: 以上预测基于 2024 年、2025 年 GDP 同比增速均为 5.0%

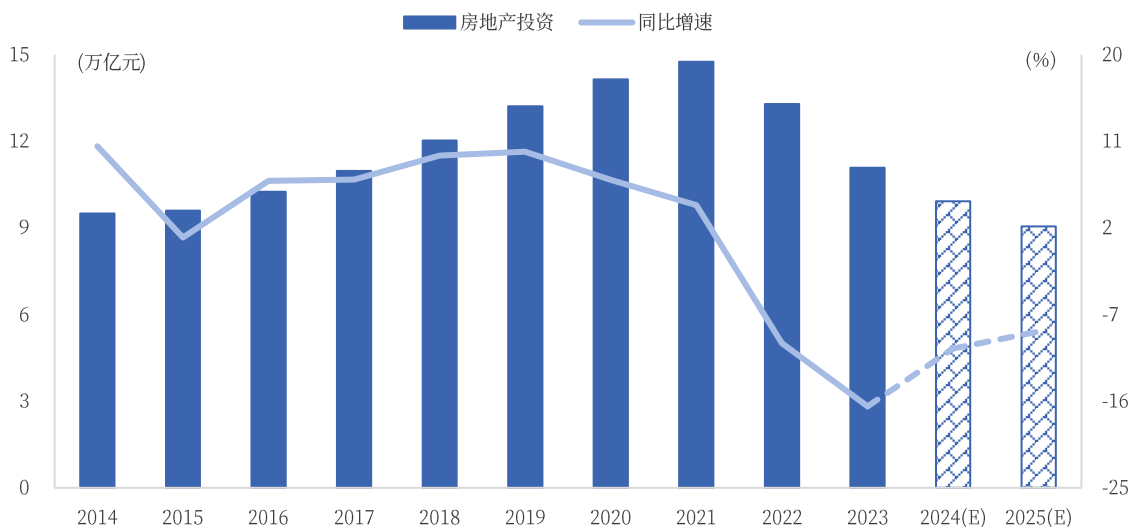
图38: 2014-2025 年 (E) 土地购置费及同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注: 以上预测基于 2024 年、2025 年 GDP 同比增速均为 5.0%

图39: 2014-2025年(E) 房地产投资额及同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注: 以上预测基于 2024 年、2025 年 GDP 同比增速均为 5.0%

2024 年 10 月, 住建部提到新增 100 万套城中村改造和危旧房改造, “这次提出的新增 100 万套, 主要是对条件比较成熟、通过加大政策支持力度可以提前干的项目”; 11 月, 住建部将城改政策支持范围从最初的超大特大城市和城区常住人口 300 万以上的大城市, 进一步扩大到近 300 个地级及以上城市。因此, 城中村改造或为 2025 年房地产行业的重要变量。

对于城改的实施, 我们假设每套城改对应的开工面积为 100 平米, 若 100 万套城改全部于 2025 年开工并且 2025 年施工单价同比降幅为 2%, 则对应的 2025 年总新开工面积为 7.44 亿方, 对应的同比降幅收窄至 1.19%; 对应的施工面积为 70.82 亿方, 同比降幅收窄至 5.67%; 对应的房地产投资额为 9.22 万亿元, 同比降幅为 7.14%。

表3: 不同情境下全国房地产投资测算

年份	房地产投资额 (亿元)	同比增速 (%)	新开工面积 (万方)	同比增速 (%)	施工面积 (万方)	同比增速 (%)	竣工面积 (万方)	同比增速 (%)
2015	95978.85	0.99	154,453.68	-14.00	735,693.37	1.30	100039.1	-6.9
2016	102581.00	6.88	166928.00	8.10	758975.00	3.20	106128.00	6.10
2017	109798.53	7.04	178653.77	7.00	781483.73	3.00	101486.41	-4.40
2018	120263.51	9.53	209341.79	17.20	822300.24	5.20	93550.11	-7.80
2019	132194.26	9.92	227153.58	8.50	893820.89	8.70	95941.53	2.60
2020	141442.95	7.00	224433.13	-1.20	926759.19	3.70	91218.23	-4.90
2021	147602.08	4.35	198895.05	-11.40	975386.51	5.20	101411.94	11.20
2022	132895.41	-9.96	120587.07	-39.40	904999.26	-7.20	86222.22	-15.00
2023	110912.88	-16.54	95375.53	-20.40	838364.46	-7.20	99831.09	17.00
2024(E)	99237.40	-10.53	75346.67	-21.00	750761.61	-10.45	78866.56	-21.00
2025(E) 不考虑城改	90537.66	-8.77	64449.30	-14.46	698225.91	-7.00	73345.90	-7.00
2025(E) 考虑城改	92154.95	-7.14	74449.30	-1.19	708225.91	-5.67	73345.90	-7.00

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注1: 以上预测基于如下条件: 1) 2024年、2025年GDP增速均为5.0%; 2) 2024年、2025年居民杠杆率分别为63.20%、63.15%。

注2: 假设每套城改对应100平米的开工面积

### 三、收储：房屋和土地并行推进

#### (一) 房屋收储

货币层面，2024年5月17日，央行设立3000亿元保障性住房再贷款，2024年9月29日将保障性住房再贷款中的央行出资比例由60%提高至100%。财政层面，财政提到专项债支持回收闲置存量土地以及收购存量商品房用作保障性住房方面。

地方层面，目前已有多个城市出台收储相应的政策。收储的范围逐渐扩大，此前收储政策在部分二线城市试点，目前范围已扩展到全国多数区域，城市能级扩展至一线城市，各城市内收储范围由部分区域拓展到市区或全市范围内。如广州安居集团于2024年11月18日公告，将从2024年12月18日起征集全市满足一定条件的已建成存量商品房源；兰州在全市范围内收购满足一定条件的存量商品房；哈尔滨市在市区范围内征集已建成存量商品房用作保障性住房房源。

表4：部分城市近期发布的收储细则

城市	发布日期	收储范围	收购主体	收储条件	收储价格
广州	2024年11月18日	广州市行政区内已建成的存量商品房源，房源所属项目周边交通便利、配套设施较为齐全	广州安居集团有限公司或其下属子公司	资产负债和法律关系清晰；已取得竣工联合验收意见书；面积在90平方米以下；房源权属清晰可交易、不存在查封登记、异议登记等限制，存在抵押等权利限制的，应取得相关权利人书面同意；优先选取整栋或整单元未售、可实现封闭管理的楼栋项目。	-
青岛	2024年9月14日	青岛市范围内已竣工验收、未出售的商品房（包括住宅、办公楼、商业营业用房等）项目	-	交通便利、配套完善，相关手续齐备，资产、负债和法律关系清晰；收购用作配售型保障性住房的项目房源，房屋性质应为商品房，建筑面积不超过120平方米；收购用作保障性租赁住房的项目房源，建筑面积以不超过70平方米的小户型为主，原则上应为整栋或整单元。	以同地段保障性住房重置价格为参考上限，即划拨土地成本和建安成本加不超过5%的利润
哈尔滨	2024年11月2日	哈尔滨市市区范围已建成存量商品房用作保障性住房房源	哈尔滨城市发展投资集团成立专门机构作为收购工作主体	房源性质为住宅，单套建面小于120平方米，房源已取得竣工备案手续、房源权属清晰，可办理不动产权证书；房源企业资产负债和法律关系清晰；房源所属项目周边交通便利、配套设施完善，满足一定车位配比；优先选取整栋或整单元未售的楼栋项目。	收购价格以同地段保障性住房重置价格为参考上限，即划拨土地成本和建安成本以及不超过5%的利润
兰州	2024年8月26日	兰州市全市范围内已建成存量商品房	兰州更新城市建设发展集团有限公司	房源性质为住宅或公寓，单套建面小于120平方米；房源已取得竣工备案手续；房源权属清晰，可办理不动产权证书；房源企业资产负债和法律关系清晰；房源所属项目周边交通便利、配套设施完善，满足一定车位配比；优先选取整栋或整单元未售的楼栋项目。	以同地段保障性住房重置价格为参考上限，即划拨土地成本和建安成本、加不超过5%的利润

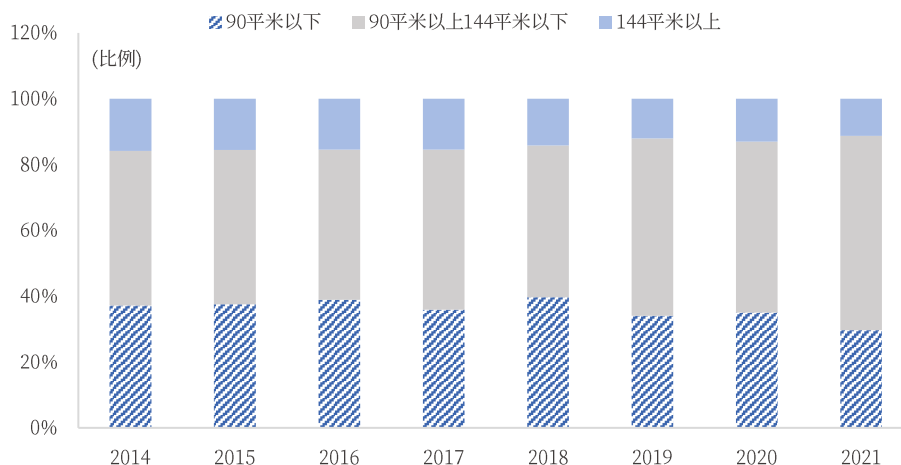
资料来源：广州安居集团，青岛住建局，哈尔滨日报，兰州住建局，中国银河证券研究院

根据以上部分城市发布的收储条件，针对住宅或公寓性质的商品房，通常对单套房屋的户型面积要求以满足刚需或刚改需求为主，并且要求已竣工。我们选取郑州市的商品住房作为样本：2021年，郑州市共实现住宅销售面积2480万方，其中90平方米以内的住宅销售面积占比29.67%；2019~2021年该比例的均值为32.91%。截至2024年10月，全国现有待售商品房面积为7.3亿方，



我们假设其中 32.91% 为 90 平米以内的房屋，即 2.40 亿方。截至 2024 年 10 月，全国现房销售均价为 8079 元/平米，我们按照收储价格为 5 折估算，若将全国 90 平米以内的待售房屋全部收储或需 9713 亿元。

图40: 2014-2021 年郑州商品住宅销售面积按住房户型面积分类占比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

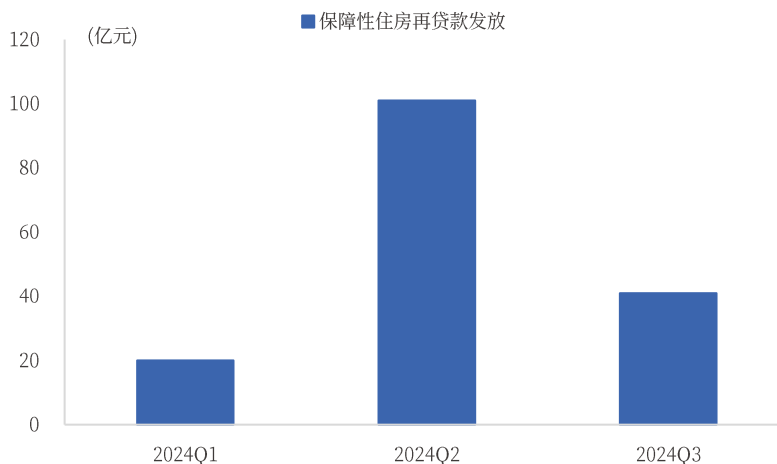
表5: 收储所需货币量测算

现房库存 (万方)	房屋均价 (元/平米)	收储占比 (%)	待收储库存 (万方)	折扣 (%)	货币量 (亿元)
73057	8079	32.91	24,045.76	50	9713.03

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2024 年前三季度，央行已出台的保障性住房再贷款余额为 162 亿元，较上半年增加 41 亿元。由于保障性住房再贷款计划总额度为 3000 亿元，低于我们测算的收储所需总货币量。2024 年财政提到或出台支持商品房收购的专项债等支持政策。因此我们认为商品房收储的推进或需财政的进一步支持。

图41: 2024 年前三季度保障性住房再贷款单季度发放情况

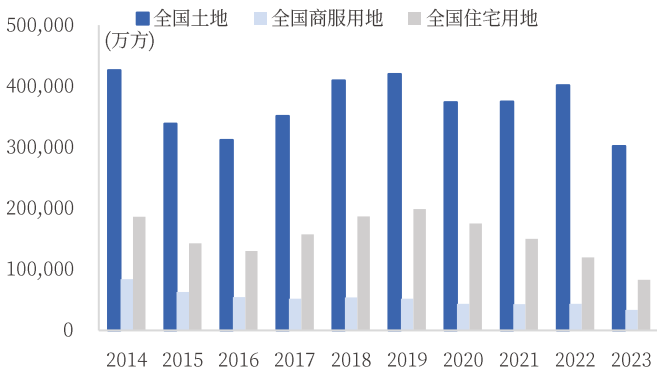


资料来源: 央行, 中国银河证券研究院

## (二) 土地收储

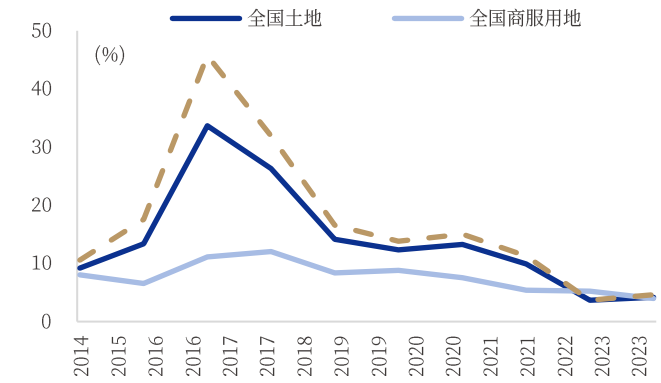
2024年11月自然资源部发布收购闲置土地的通知，通知提到运用专项债券资金收回收购存量闲置土地，优先收回企业无力或无意愿继续开发、已供应未动工的住宅用地和商服用地；其他用途的土地若满足一定条件也可纳入收回收购范围。从土地市场和房企拿地意愿看，2023年的土地市场溢价率和成交规模已有明显下滑，2023年房企整体拿地谨慎。由于自然资源部的通知中提到“优先收回企业无力或无意愿继续开发”这一条件，考虑到土地市场近年来的波动情况，在进行存量土地测算时，我们主要考量2020~2022年成交的土地。

图42: 2014-2023年全国土地成交建面



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

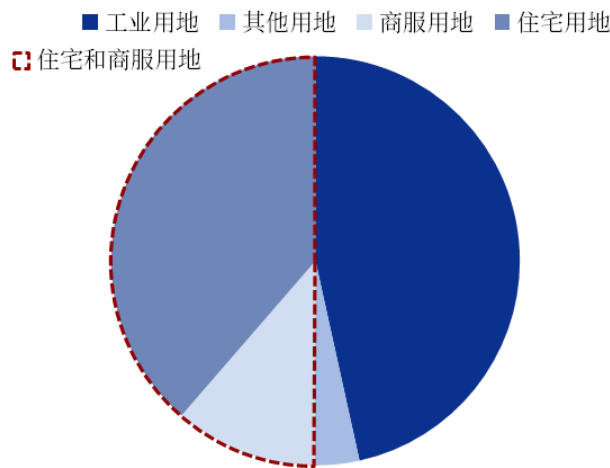
图43: 2014-2023年全国土地成交溢价率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2020~2022年全国共成交57.41亿方的住宅和商服用地，其中住宅用地44.43亿方、商服用地12.98亿方。通常根据楼市热度不同，房企的开工较拿地滞后的周期不等。因此在测算已开工土地时，我们将2020~2023年总开工规模按比例相加。通过土地成交规模和已开工土地规模，我们得到全国住宅用地未开工建面和全国商服用地未开工建面分别为2.55亿方、7.28亿方，总计9.83亿方。

图44: 2020~2022年全国土地成交中商服和住宅用地建面占比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注: 选取土地成交规划建筑面积口径

表6: 2020~2022 年未开工住宅土地规模测算

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
当年开工面积 (万方)	164328.53	146378.56	87748.71	69669.14
当年开工土地中的 X%为 2020~2022 年成交土地	70%	100%	100%	100%
2020-2022 年拿地中已开工建面 (万方)	115029.97	146378.56	87748.71	69669.14
<b>2020-2022 年拿地中已开工土地建面合计 (万方)</b>	<b>418826.39</b>			
当年土地成交建面 (万方)	175205.52	149742.79	119341.26	此处不计
<b>2020-2022 年土地成交建面合计 (万方)</b>	<b>444289.58</b>			
<b>2020-2022 年未开工土地建面 (万方)</b>	<b>25463.20</b>			

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表7: 2020~2022 年未开工商服土地规模测算

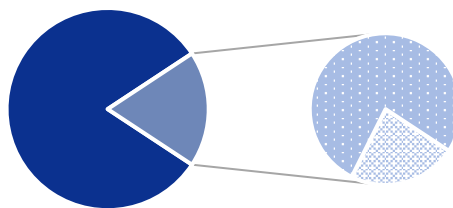
	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
当年开工面积 (万方)	24616.03	19329.41	11331.13	9113.22
当年开工土地中的 X%为 2020~2022 年成交土地	70%	100%	100%	100%
2020-2022 年拿地中已开工建面 (万方)	17231.22	19329.41	11331.13	9113.22
<b>2020-2022 年拿地中已开工土地建面合计 (万方)</b>	<b>57004.97</b>			
当年土地成交建面 (万方)	43338.34	42974.54	43494.60	此处不计
<b>2020-2022 年土地成交建面合计 (万方)</b>	<b>129807.48</b>			
<b>2020-2022 年未开工土地建面 (万方)</b>	<b>72802.51</b>			

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

我们根据 2020~2022 年拿地平均容积率得到住宅和商服未开工土地占地面积分别为 1.14 亿方、3.79 亿方, 合计 4.93 亿方。

图45: 2020~2022 年全国土地成交中商服和住宅用地占地面积占比

■ 已开工土地占地    ✕ 未开工住宅占地    ■ 未开工商服占地



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注: 选取土地成交占地面积口径

## 四、存量：商业以价换量、存量房屋交易占比提升

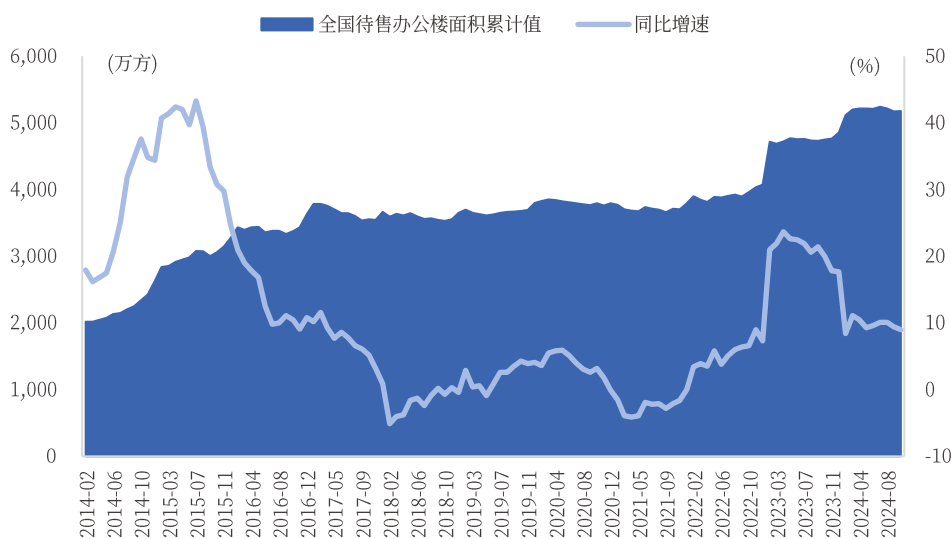
### (一) 商业尚待需求复苏

商业地产领域目前主要包括办公楼、零售物业和仓储物流等。从估值的角度看，资本化率处于下行通道中，因此资产之间的估值差异主要决定于现金流。

#### 1. 办公物业

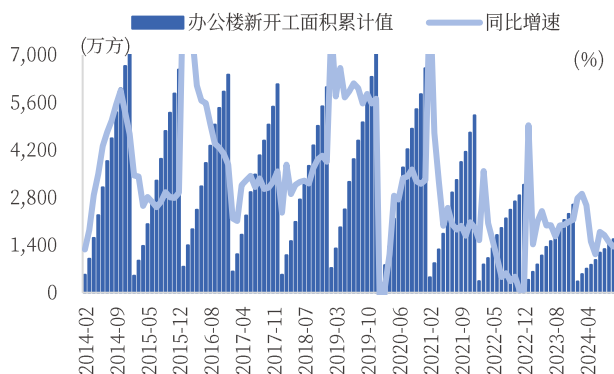
截至 2024 年 10 月，全国待售办公楼面积 5180 万方，待售库存规模持续维持在 5000 万方以上，并且待售库存的同比增速持续提升。截至 2024 年 10 月，全国办公楼累计新开工面积为 1576.6 万方，竣工面积累计值为 1030.35 万方。2024 年全年竣工增速持续为负，竣工和开工的整体规模较 2023 年明显下降。办公楼目前依然处于去库存的阶段。

图46：2014年至今全国待售办公楼面积累计值及同比增速



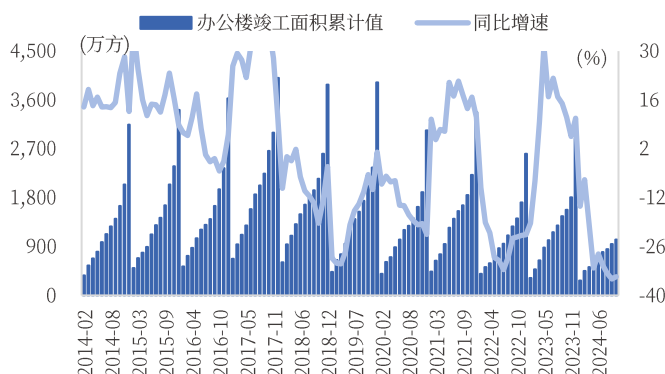
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图47：2014年至今全国办公楼新开工面积累计值及同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图48：2014年至今全国办公楼竣工面积累计值及同比增速

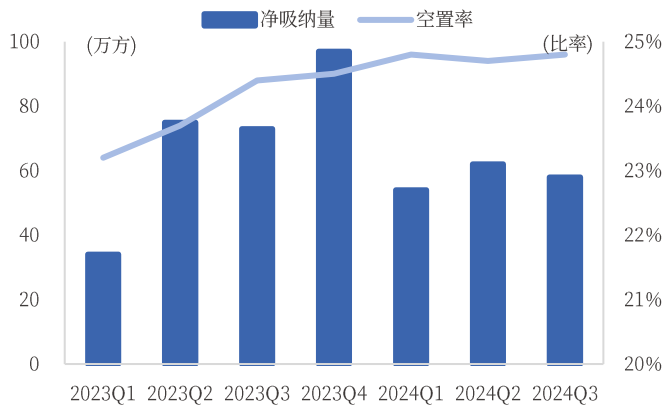


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

根据世邦魏理仕的研究统计，企业对办公面积扩张持谨慎乐观的态度。截至 2024 年上半年末，

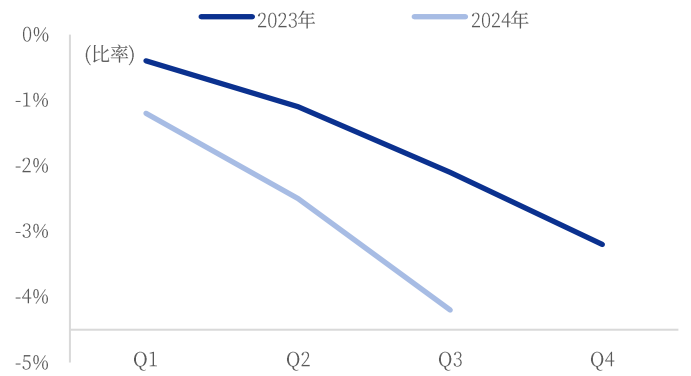
全国办公楼的空置率为 24.7%。2024 年 H1 全国主要城市累计需求 117 万方，同比小幅增长 7%，其中 Q2 单季度净吸纳量同比下降 17%，需求端尚待复苏。

图49：2023 年至今全国写字楼净吸纳量和空置率



资料来源：世邦魏理仕，中国银河证券研究院

图50：2023 年 VS2024 年全国写字楼各季度租金指数累计变化比率

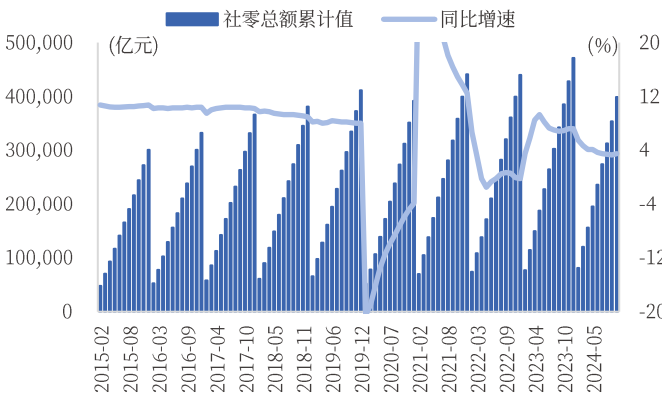


资料来源：世邦魏理仕，中国银河证券研究院

## 2. 零售物业

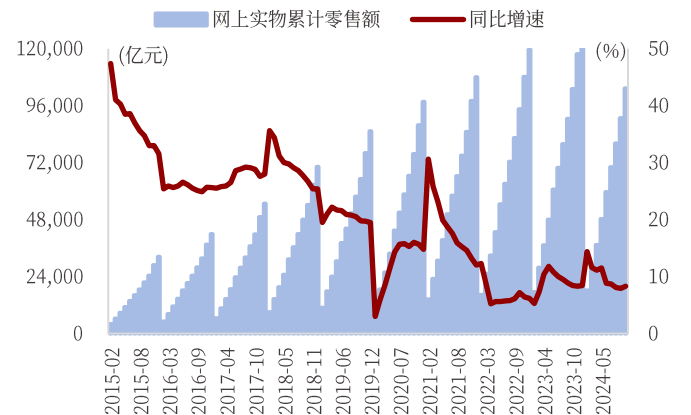
零售物业主要通过将铺位店面出租给零售商户获取租金收入。截至 2024 年 10 月，全国社零总额 39.90 万亿元，同比增长 3.50%。受到 2023 年基数相对较高的影响，2024 年同比增速承压。在 O2O 和物流的加持下，线上购物快速发展，截至 2024 年 10 月，线上实物商品销售总额 10.33 万亿元，同比增长 8.30%。

图51：2015 年至今全国社零总额累计值及同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图52：2015 年至今网上实物累计零售额及同比增速

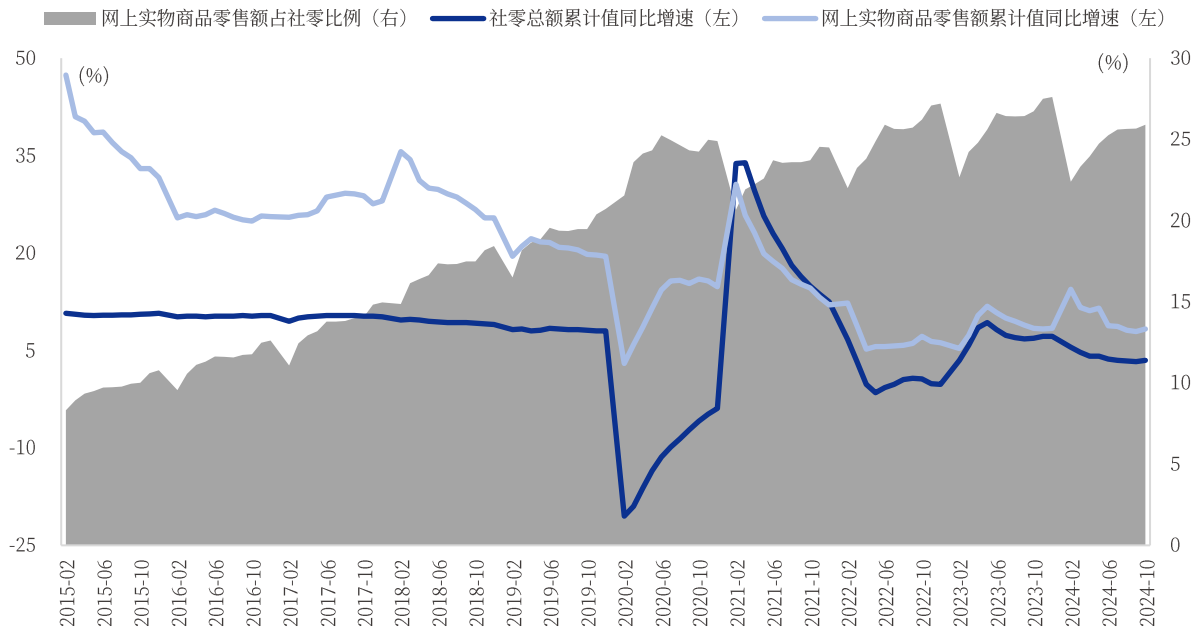


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

发达的线上零售业逐渐对线下零售产生冲击，线上实物商品销售总额占社零总额的比例由 2015 年的 10.77% 提升至目前的 25.90%，2022 年以来，线上实物零售额的同比增速持续高于社零总额的同比增速。商业地产中的零售物业（如购物中心）是线下零售的主要载体。因此在线下零售整体增长疲软的背景下，以场景为消费前提的体验式消费如餐饮，或成为支撑零售物业客流和收入的主要业态。



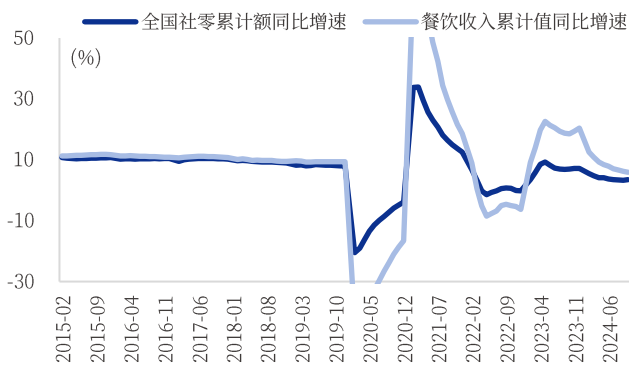
图53：2015年至今社零和网上实物商品零售额的同比增速及网上实物商品零售额占比



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

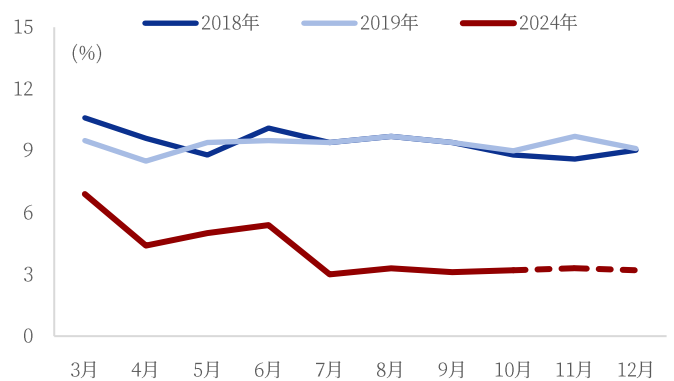
从业态看，由于居民进行线下消费在购买商品之外还需时间成本和交通成本，因此线下消费的发生需前置必要性条件。餐饮业态具有场景的必要性和消费的必须性，在横向比较下，餐饮业态的表现略优于社零整体表现。截至2024年10月，全国餐饮收入4.44万亿元，同比增长5.9%，表现持续优于全国社零整体的同比增速。在纵向比较下，将2024年餐饮当月收入的同比增速与2018年、2019年比较后，我们认为2024年餐饮收入表现依旧处于整体增长承压的阶段，2024年11~12月或将延续下半年整体趋势。

图54：2015年至今全国社零和餐饮收入累计同比增速比较



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图55：2018-2019年、2024年（含预测）全国餐饮当月收入同比增速

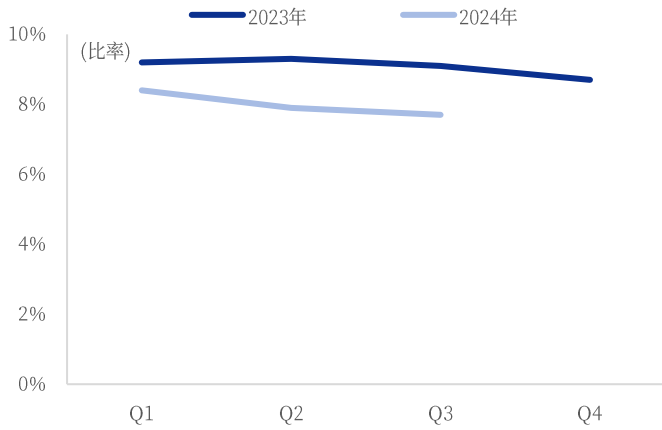


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

注：2024年11月、12月当月餐饮收入同比增速为预测值

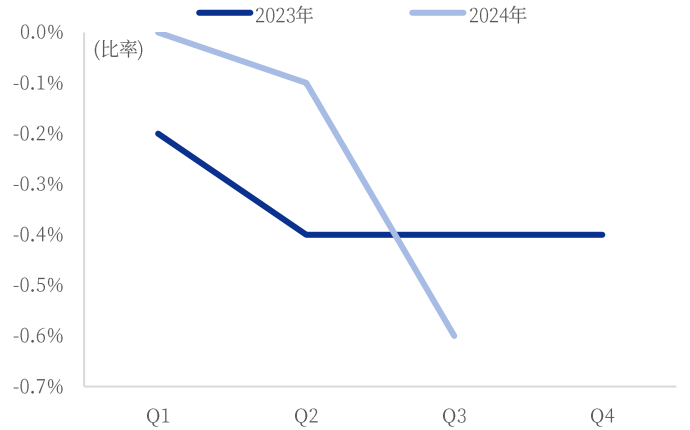
从零售业态的空置率看，根据世邦魏理仕的统计，全国零售物业的空置率缓慢下降。截至2024年三季度末，全国零售物业的空置率为7.7%，连续5个季度下降。我们认为零售物业的空置率有望维持下行。从零售业态的租金变化看，根据世邦魏理仕的统计，全国零售物业的首层平均租金持续下滑，2024年的租金水平全年累计下滑水平逐季度扩大，我们认为行业整体“以价换量”的阶段或将持续。

图56: 2023年 VS2024年零售业态空置率



资料来源: 世邦魏理仕, 中国银河证券研究院

图57: 2023年 VS2024年零售物业首层平均租金变化



资料来源: 世邦魏理仕, 中国银河证券研究院

### 3. 仓储物流

仓储物流行业主要将物流仓储资出租给需要储存待运输货品的租户, 从而收取租金。2024年前三季度全国仓储物流净吸纳量 170 万方, 从下游租户看, 目前仓储较活跃的租户主要为跨境电商、制造业及相关供应链物流等。跨境电商是主要需求, 在 2024 年第三季度的新增租赁中跨境电商占比 33%, 制造业及相关供应链物流在新租面积中占比 28%, 其中机械工业、家电家具和加工类企业的租赁面积回升较多。

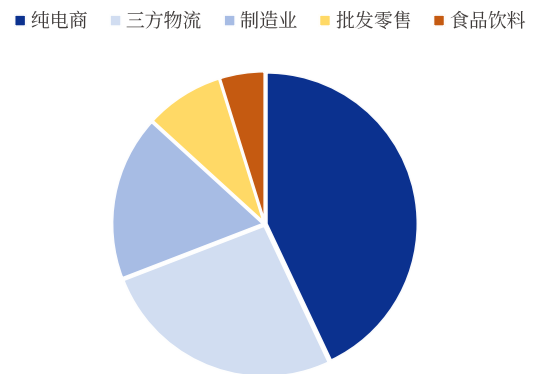
图58: 2017年至今我国仓储物流指数平均库存周转次数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注: 该指标为指数值

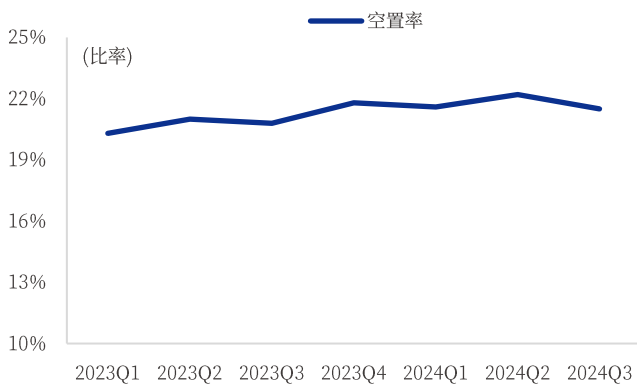
图59: 2024年 Q3 租赁仓储物流面积中行业占比



资料来源: 世邦魏理仕, 中国银河证券研究院

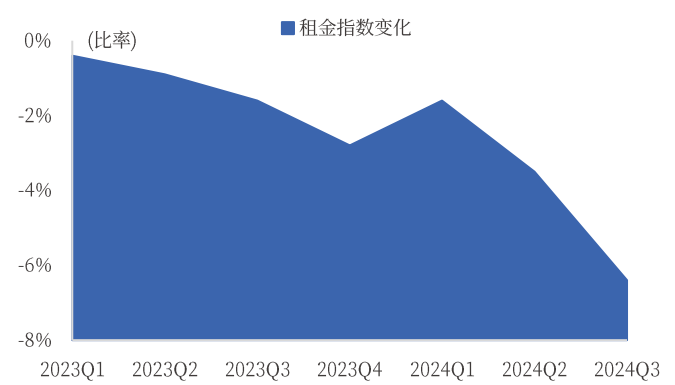
从空置率看, 全国的仓储物流空置率维持在 20% 以上。在 2021 年需求较高的影响下, 2021~2023 年行业供应维持高位; 在净吸纳量整体承压的背景下, 行业空置率整体水平相对较高。随着下游逐渐修复, 2024 年 Q3 的空置率略有下滑至 21.50%。从租金指数的变化看行业整体的租金指数持续下跌, 2024 年前三季度全国租金指数累计下跌 6.4%, 累计下滑的幅度进一步扩大。由于行业目前的新增需求受限并存在自建库等因素, 仓储物流的整体的租金持续承压, 我们认为行业或处于待需求整体回暖带动量价回稳的阶段。

图60: 2023年Q1-2024年Q3全国仓储物流空置率变化



资料来源: 世邦魏理仕, 中国银河证券研究院

图61: 2023年Q1-2024年Q3全国仓储物流租金指数变化

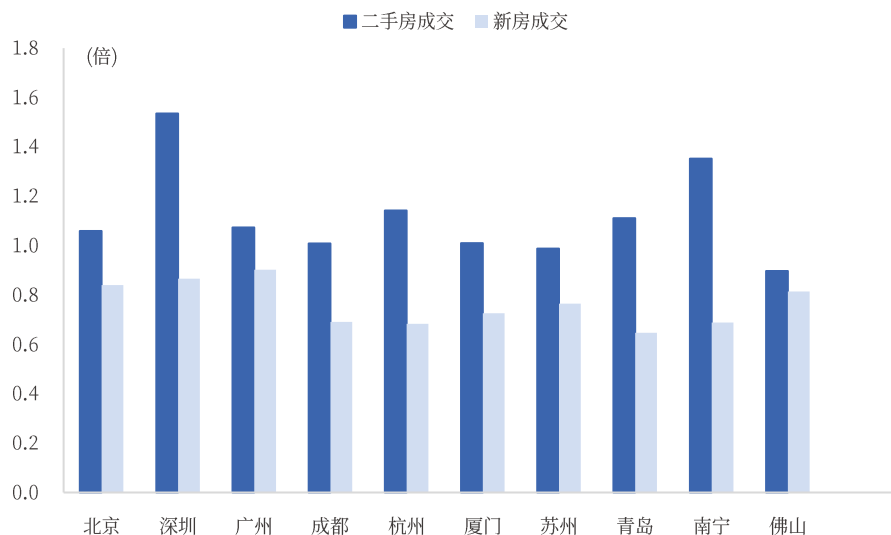


资料来源: 世邦魏理仕, 中国银河证券研究院

## (二) 中介受益于存量房成交改善

我国二手房市场交易目前依然以 C2C 为主, 因此其市场化程度和灵活程度高于新房。由于新房市场的供应受到房企适当调整推盘的影响, 价格市场化程度相对二手房较低, 因此部分购房者出于交房时限、房企信用风险等因素考量而倾向于选购二手房。这与新房市场的现房成交表现好于期房成交的现状类似。我们选取北京、深圳、广州、成都、杭州、厦门、苏州、青岛、南宁、佛山等部分核心城市 2023 年、2024 年的可比数据进行比较。我们比较如上城市 2024 年前 11 月较 2023 年同期的市场表现后发现, 如上城市的二手房市场表现普遍优于新房市场。

图62: 2024年部分城市目前二手房和新房成交规模较2023年同期交易规模的倍数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

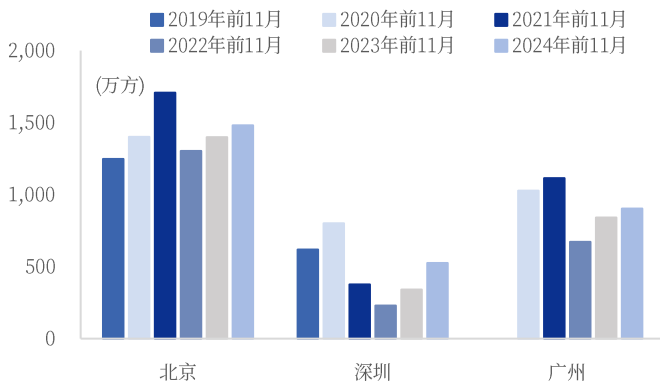
注 1: 全部城市交易数据为 2023 年 1-11 月和 2024 年 1-11 月数据

我们将部分城市的二手房成交面积, 按照年份进行比较。一线城市中, 2024 年前 11 月, 北京、深圳、广州的二手房成交规模分别为 1481.95 万方、524.71 万方、903.62 万方, 分别是 2023 年成交规模的 1.06 倍、1.53 倍、1.07 倍。2024 年前 11 月北京和深圳的二手房成交规模分别较 2019 年

同期成交规模高出 19%、低 15%。2024 年前 11 月，北京、深圳的新房成交规模分别为 898.43 万方、377.05 万方，分别较 2019 年同期高出 1%、低 20%。

二线城市中，成都、杭州、厦门、苏州、青岛、南宁、佛山等城市的二手房成交较 2023 年的成交规模分别提高 1%、提高 14%、提高 1%、下降 1%、提高 11%、提高 35%、降低 10%。成都、青岛、南宁等城市 2024 年 1-11 月的成交规模已高出 2019 年同期的成交规模，以上三城市分别高出 2019 年同期的 83%、33%、2%。

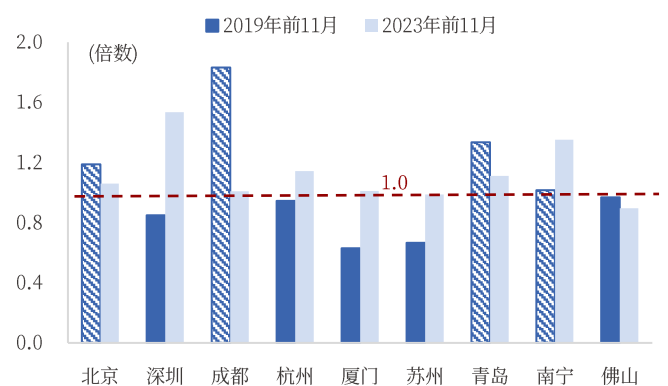
图63：2019年-2024年前11月京深广二手房成交规模



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

注：广州 2019 年数据披露不完整，因此上图未包含 2019 年广州数据

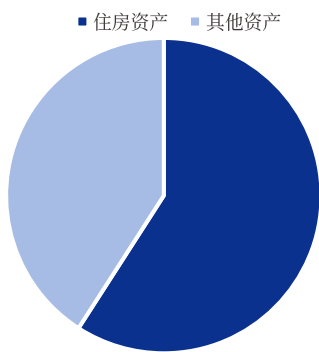
图64：2024年二手房成交规模分别与2019年和2023年比较



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

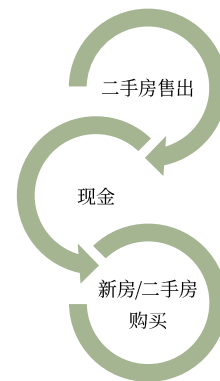
央行此前发表 2019 年我国城镇居民家庭资产负债情况调查。在 2019 年 10 月，央行调查发现我国城镇居民家庭资产以实物资产为主，若以资产衡量，则户均住房资产占家庭总资产的比重为 59.1%。在商品住房库存亟待去化的阶段，居民通常需要将存量住房置换为现金，再用现金购买房产。由此二手房交易的重要性凸显。

图65：2019年城镇居民家庭资产配比



资料来源：新华网, 中国银河证券研究院

图66：二手房交易对新房交易的影响



资料来源：中国银河证券研究院

2024 年 11 月，财政部发布税费相关政策，降低二手房交易成本。财政部发布《关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告》，规定北上广深凡取消普宅和非普宅标准的，与全国其他地区适用统一的个人销售住房增值税政策，对该城市个人将购买 2 年以上（含 2 年）的住房对外销售的，免征增值税。以上海为例，在调整前，出售非普住宅的增值税率或达 5%。假设居民出售 500 万元的住房，若该住房购买时原值为 200 万元，则此次交易对应的增值税或达 14.29 万元。因而此次调整后，居民的二手房交易成本或将明显降低，二手房成交或将得到进一步支持。

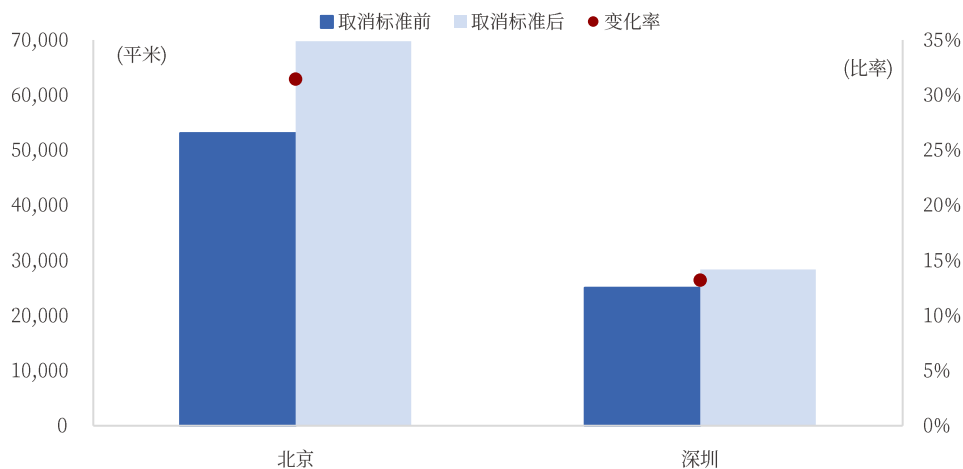
表8：一线城市跟进取消普宅标准和降低增值税的政策

时间	城市	政策	主要内容
2024/9/29	上海	《关于进一步优化本市房地产市场政策措施的通知》	降低住房交易税收成本：一是调整增值税征免年限，将个人对外销售住房增值税征免年限从5年调整为2年；二是按照国家工作部署，及时取消普通住房标准和非普通住房标准，减少住房交易成本，更好满足居民改善性住房需求。
2024/11/18	北京	《关于取消普通住房标准有关事项的通知》	本市取消普通住房和非普通住房标准。取消普通住房和非普通住房标准后，根据《公告》规定，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。
2024/11/18	上海	《关于取消普通住房标准有关事项的通知》	本市取消了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。其他个人所得税方面的政策未作调整，如对个人转让自用5年以上，并且是家庭唯一生活用房取得的所得，免征个人所得税；居民换购住房有关个人所得税政策仍按照国家相关文件继续执行。关于个人出售住房增值税，根据《公告》规定，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。
2024/11/19	深圳	《关于取消普通住房标准有关事项的通知》	取消本市普通住房和非普通住房标准。 对个人销售住房涉及的增值税、个人购买住房涉及的契税，按照《关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告》有关规定执行。 对个人转让住房未提供完整、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，根据规定实行个人所得税核定征税，以转让收入的1%核定应纳个人所得税额。
2024/11/22	广州	《关于取消我市普通住宅和非普通住宅标准的通知》	取消普通住宅和非普通住宅标准、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。

资料来源：北京住建委，上海住建局，深圳住建局，广州市政府，中国银河证券研究院

在财政部出台政策后，各一线城市纷纷响应。北京和深圳分别于2024年11月18日、19日发布取消普通住房标准的通知。我们分别统计11月北京、深圳两地发布政策前后二手房日均成交量：发布政策前，北京二手房日均成交面积为5.31万方，发布政策后日均成交面积为6.98万方，提高31.47%；深圳在发布政策前的日均成交面积为2.50万方，发布政策后日均成交面积为2.84万方，提高13.23%。

图67：2024年11月京深两地取消普宅标准前后二手房日均成交面积变化

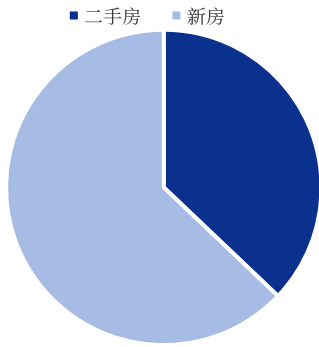


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：考虑到二手房带看、成交所需流程，政策发布当日归为“取消标准前”

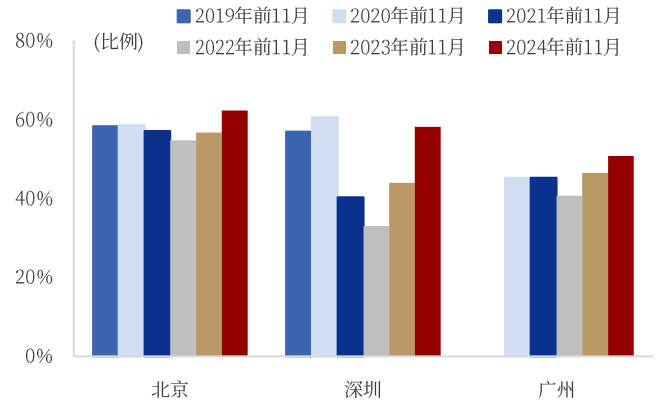
二手房成交占比同样在逐渐提高。2023 年 1-11 月全国二手房成交量占住房交易总量的比重 37.1%。在新房供应有限的背景下，二手房成交占比或将持续提升。我们统计 2024 年前 11 月的交易数据，北京、深圳、广州的二手房成交面积占比分别为 62.26%、58.19%、50.78%；成都、苏州的二手房成交面积占比已过半。我们认为，随着行业的逐渐成熟，二手房成交占比有望持续提升，对应的存量房交易服务中介或将因此受益。

图68：2023 年前 11 月全国房屋成交比例



资料来源：央广网，中国银河证券研究院

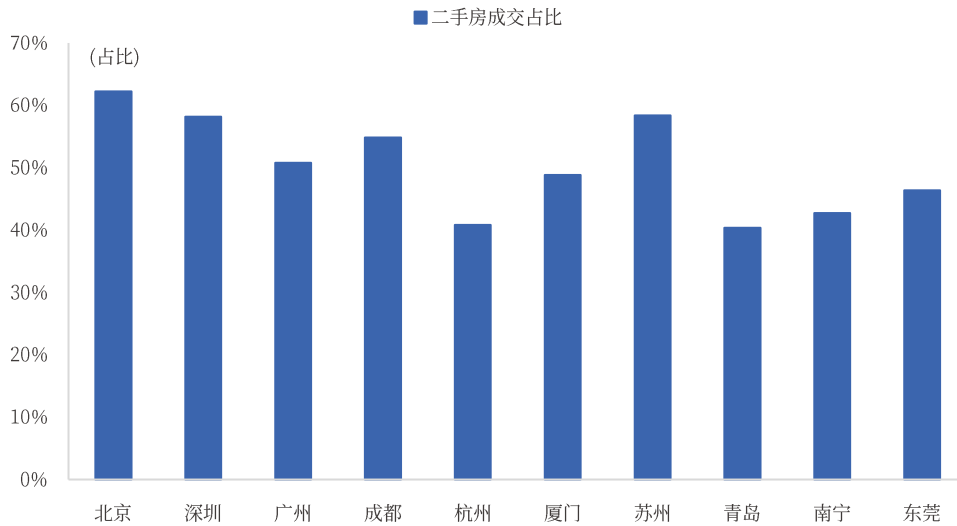
图69：2019-2024 年每年前 11 月京深广二手房成交占住房成交比例



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：广州 2019 年数据披露不完整，因此上图未包含 2019 年广州数据

图70：2024 年前 11 月部分城市二手房成交面积占当地住房成交面积比例



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

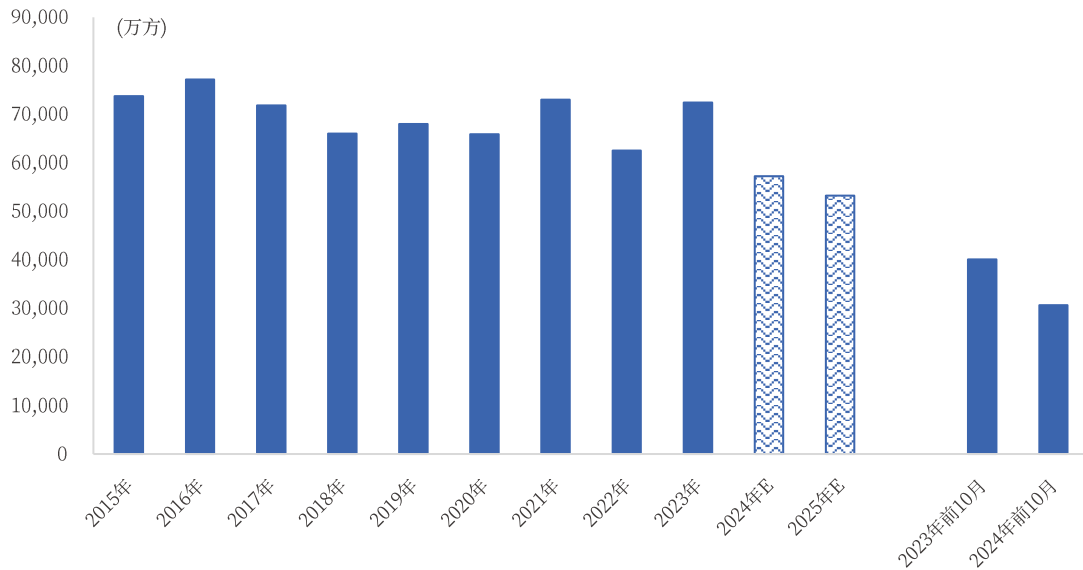
### (三) 规模扩张是物管企业重要发展方向

根据中指院数据，2023 年我国物业管理规模为 298.1 亿方，2025 年有望达到 315 亿方。从市占率看，2023 年百强企业总管理面积 135.96 万方，占总管理面积的 43.16%。目前上市物管公司的规模扩张或通过母公司竣工新项目、外拓项目、收并购等方式实现。

1) 母公司竣工新项目：截至 2024 年 10 月，全国住宅竣工面积 3.07 亿方，同比下滑 23.4%。

在竣工受拿地、施工、销售影响的背景下，物管行业整体规模的增量空间相对趋窄。

图71：2015-2025年（E）住宅竣工面积

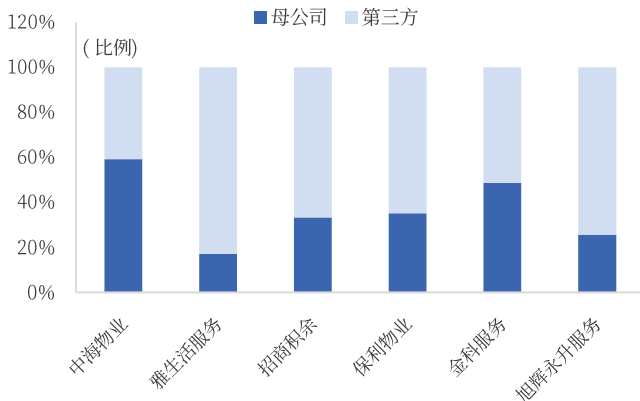


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：2024年和2025年为预测值，根据前文的竣工面积预测值与住宅竣工面积占比相乘得到

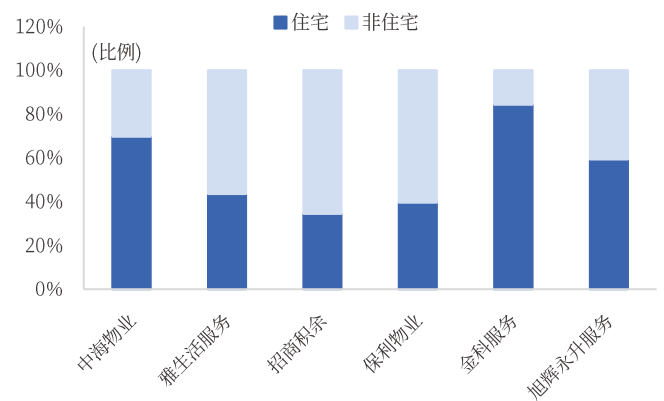
2) 外拓项目：尽管增量空间趋窄，但存量空间显著。尽管物管公司数量较多，但居民日益倾向优秀的物业管理。部分物管公司主动进行市场外拓。从业态分布上看，物管企业趋向于多业态共同发展，如在住宅业态之外布局商办、政务等面向B端和G端的非住宅业态的服务。

图72：截至2024年H1末部分物管公司在管面积构成



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图73：截至2024年H1末部分物管公司在管面积各业态占比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

3) 收并购：部分物管公司通过收购或并购中小物管公司实现规模的扩张。2023年前，物业公司收并购的进程较快，2023年后，物管公司对并购的管控趋于严格，收购进程明显放缓。



表9: 金科服务和永升服务 2022~2024 年中报提到“收并购”部分内容

时间	金科服务	永升服务
2022H1	物业行业规模增长放缓，集中度持续上升， <b>收并购逐渐回归理性</b> ，中小型物业企业面临巨大的生存压力，大型物业企业也面临较大的增长压力。	基于对过去并购项目良好的整合效果和经验，以及长期发展的战略需要，我们仍会 <b>积极推进并购项目的逐渐落地</b> 。
2023H1	我们始终聚焦优质客户，积极跟进核心优势区域内的优质项目，坚持直拓为主、 <b>收并购为辅</b> 的高质量发展策略，直拓能力持续显现。 <b>我们也将持续发掘优质团餐公司的收并购机会</b> ，关注资源协同较高的标的，实现团餐赛道的战略性提速。	<b>战略并购是我们发展过程中极为重要的一环</b> 。本集团在并购上坚持“投前精选标的，投后完善管理”的原则，通过战略并购，提高现有市场占有率，扩大区域业务规模，快速打破业态壁垒，增强多种业态服务能力。
2024H1	<b>在收并购上，我们认为行业并购估值已逐步回归理性</b> ，本集团在手现金充裕， <b>将持续关注物业服务项目的并购机会</b> ，我们将聚焦在管核心区域的独立第三方精品物业目标，通过细致的尽调目标公司潜在风险及更长远的考虑并购带来的商誉、整合成本影响，以实现并购带来的高质量规模增长。	<b>战略并购是我们发展过程中极为重要的一环</b> 。本集团在并购上坚持“投前精选标的，投后完善管理”的原则，通过战略并购，提高现有市场占有率，扩大区域业务规模，快速打破业态壁垒，增强多种业态服务能力。 自上市以来，我们坚持审慎并购原则，分别收购了不同类型的物业公司； <b>但总体上自 2022 年以来，由于外部环境的持续扰动以及公司内部更审慎的风险管控要求，我们大幅减少了并购项目的数量。</b>

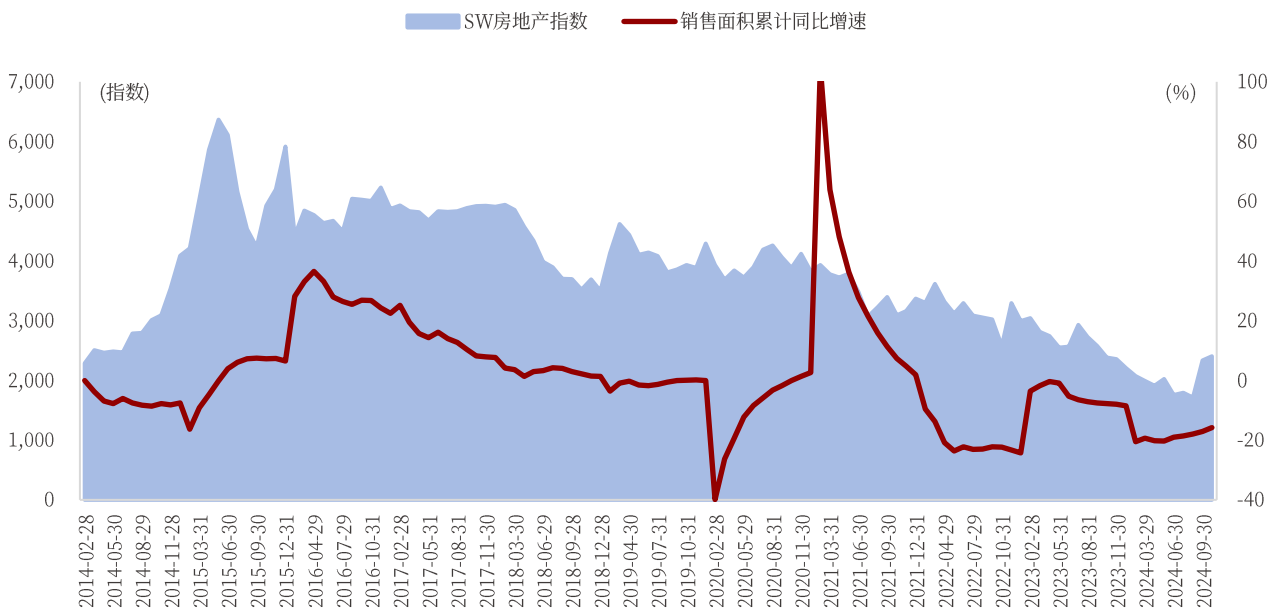
资料来源：金科服务公告，永升服务公告，中国银河证券研究院

## 五、投资建议

### (一) 行业估值

从行业的估值和基本面变化可以看出，由于目前依然处于销售同比降幅待收窄的阶段，目前行业基本面筑底、估值亟待修复。

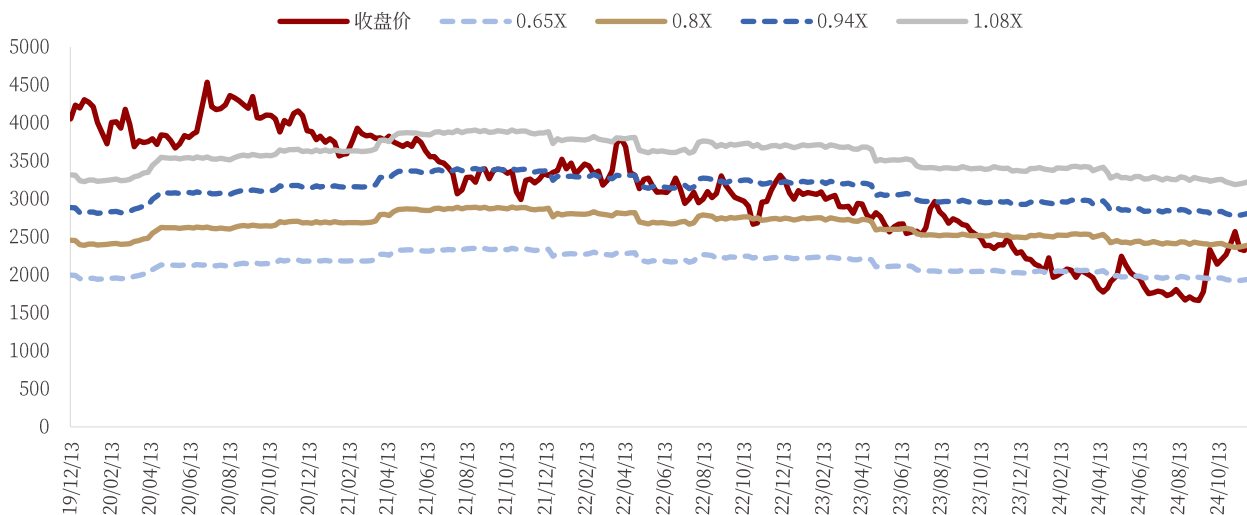
图74: 2014 年至今房地产指数和销售面积同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

我们得到行业整体的 PB-band（截至 2024 年 12 月 9 日的收盘价）。9 月末以来，在陆续出台支持行业发展政策的影响下，行业整体估值得到一定程度的修复。

图75：2019年-2024年12月9日房地产板块PB-Band



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

## （二）重要公司

### 1. 开发

我们整理整体的 PE 估值水平（按照 2024 年 12 月 9 日收盘价）。2024 年行业整体面临项目的结转价格和规模承压，结转项目拿地成本相对较高等因素造成毛利率承压，因此 2024 年行业的规模和盈利能力或将持续筑底。随着政策支持力度不断加大，行业有望实现止跌回稳，头部房企有望凭借融资优势、拿地优势等实现市占率提高。

表10：部分 A 股开发房企的盈利预测及估值（截至 2024 年 12 月 9 日收盘价）

公司名称	EPS (元/股)				PE			
	2023(A)	2024(E)	2025(E)	2026(E)	2023(A)	2024(E)	2025(E)	2026(E)
保利发展	1.01	0.93	0.98	1.04	9.79	10.61	10.07	9.49
招商蛇口	0.70	0.74	0.85	0.92	15.89	15.03	13.08	12.09
滨江集团	0.81	0.89	1.00	1.06	11.15	10.15	9.03	8.52
新城控股	0.33	0.33	0.34	0.37	39.23	38.85	37.71	34.65
华发股份	0.67	0.61	0.67	0.73	9.73	10.69	9.73	8.93

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

注 1：斜体 EPS 为截至 2024 年 12 月 9 日收盘的 Wind 一致预期

注 2：表内 EPS 为人民币

表11: 部分 H 股开发房企的盈利预测及估值 (截至 2024 年 12 月 9 日收盘价)

公司名称	EPS (元/股)				PE			
	2023(A)	2024(E)	2025(E)	2026(E)	2023(A)	2024(E)	2025(E)	2026(E)
龙湖集团	2.07	1.59	1.64	1.72	5.39	7.02	6.80	6.49
华润置地	4.40	4.05	4.18	4.48	5.23	5.69	5.51	5.14
中国海外发展	2.34	2.24	2.34	2.49	5.67	5.92	5.67	5.33
绿城中国	1.22	1.55	1.62	1.40	7.87	6.20	5.93	6.86
越秀地产	0.85	0.79	0.85	0.95	6.54	7.04	6.54	5.85

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注 1: 斜体 EPS 为截至 2024 年 12 月 9 日收盘的 Wind 一致预期

注 2: 汇率按照 1HKD=0.93CNY 计算

注 3: 表内 EPS 为人民币

## 2. 代建

代建公司或因保障房政策推动而实现在管面积和签约面积的扩大, 行业整体规模扩大。

表12: 部分代建公司的盈利预测及估值 (截至 2024 年 12 月 9 日收盘价)

公司名称	EPS (元/股)				PE			
	2023(A)	2024(E)	2025(E)	2026(E)	2023(A)	2024(E)	2025(E)	2026(E)
绿城管理控股	0.49	0.54	0.61	0.69	6.44	5.85	5.18	4.58

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注 1: EPS 为 2024 年 12 月 9 日的 Wind 一致预期

注 2: 汇率按照 1HKD=0.93CNY 计算

注 3: 表内 EPS 为人民币

## 3. 物管

由于商品房竣工面积的快速增长, 物管行业规模有望扩张。随着房企信用风险逐渐出清、物管公司向第三方外拓发力, 市场对于物管公司的关联方风险有望逐渐消化, 具有高盈利能力的头部物管公司值得关注。

表13: 部分物管公司的盈利预测及估值 (截至 2024 年 12 月 9 日收盘价)

公司名称	EPS (元/股)				PE			
	2023(A)	2024(E)	2025(E)	2026(E)	2023(A)	2024(E)	2025(E)	2026(E)
招商积余	0.69	0.76	0.86	0.92	15.35	14.00	12.42	11.58
华润万象生活	1.28	1.59	1.87	2.18	22.63	18.21	15.49	13.28
中海物业	0.41	0.48	0.55	0.64	12.74	10.88	9.49	8.16
保利物业	2.51	2.81	3.15	3.50	12.39	11.07	9.88	8.89
绿城服务	0.19	0.23	0.27	0.32	19.32	15.96	13.60	11.47

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注 1: 斜体 EPS 为截至 2024 年 12 月 9 日收盘的 Wind 一致预期

注 2: 标红为港股, 汇率按照 1HKD=0.93CNY 计算

注 3: 表内 EPS 为人民币

#### 4. 商业地产

商业地产核心区域出租率和租金表现有望优于非核心区域，这在资产估值和租金回流上或将有所体现。我们看好长期布局核心区域体验性业态的商管（商业地产）公司以及具有强运营能力的商管（商业地产）公司。

表14：部分商业地产公司的盈利预测及估值（截至2024年12月9日收盘价）

公司名称	EPS (元/股)				PE			
	2023(A)	2024(E)	2025(E)	2026(E)	2023(A)	2024(E)	2025(E)	2026(E)
张江高科	0.61	0.62	0.63	0.66	46.51	45.76	45.03	42.98
恒隆地产	0.88	0.54	0.67	0.63	7.66	12.48	10.06	10.70

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

注：标红为港股，其EPS为港币，截至2024年12月9日收盘的Wind一致预期

#### 5. 中介

在二手房成交体量和占比逐渐提升下，头部中介公司有望受益于二手房成交量提升以及中介渗透率提升。

表15：部分中介公司的盈利预测及估值（截至2024年12月9日收盘价）

公司名称	EPS (元/股)				PE			
	2023(A)	2024(E)	2025(E)	2026(E)	2023(A)	2024(E)	2025(E)	2026(E)
贝壳-W	1.63	1.64	2.02	2.39	29.66	29.48	23.93	20.23
我爱我家	-0.36	0.06	0.09	0.13	-10.17	61.00	40.67	28.15

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

注1：斜体EPS为截至2024年12月9日收盘的Wind一致预期

注2：标红为港股，汇率按照1HKD=0.93CNY计算

注3：表内EPS为人民币

### (三) 投资建议

2024年9月以来，针对房地产行业供需两侧的政策持续发力。我们认为收储和城改或为影响行业的重要变量，政策持续推进有望带来行业整体的估值抬升进而形成β行情。基于此，我们看好：保利发展、招商蛇口、龙湖集团、滨江集团、新城控股、万科A、招商积余；看好表内具有优秀资产的园区地产龙头：张江高科；建议关注：1) 中介龙头：贝壳-W、我爱我家；2) 优质开发：华润置地、中国海外发展、绿城中国；3) 优质商管物管：华润万象生活、保利物业；4) 优质商业：恒隆地产；5) 代建龙头：绿城管理控股。

## 六、风险提示

宏观经济不及预期的风险：居民的消费需求和购房需求与宏观经济高度相关；若宏观经济不及预期，居民的消费需求或受影响，从而影响零售消费额，商业地产的租金回流或受影响；若宏观经济不及预期，居民的购房需求或受影响，房屋销售和房地产行业投资或受到影响。

政策推动和实施不及预期的风险：房地产行业受政策影响较大；若收储政策推动和实施不及预期，商品房库存的去化周期或延长，若城中村改造和危旧房改造的推动和实施不及预期，货币化安置或不及预期，房地产销售或受影响；若房地产因城施策不及预期，居民的刚性住房需求和改善性住房需求的释放或不及预期，房屋销售或受影响。

房价大幅波动的风险：房价大幅波动，房屋销售规模或受较大影响，考虑到销售回款为房企的资金来源之一，若房价大幅波动导致房屋销售波动较大，房地产行业的投资规模和投资节奏或受影响。

房屋销售不及预期的风险：若房屋销售不及预期，房地产行业销售回款或受影响，房地产行业的投资规模和投资节奏或受影响。

行业竣工不及预期的风险：若行业竣工不及预期，房地产投资或受影响。

消费不及预期的风险：若消费不及预期，社会零售消费或受影响，商业地产的租金回流或受影响，同时商业地产的出租率或受影响。

## 图表目录

图 1: 2024 年初至 2024 年 12 月 9 日的房地产指数走势 .....	4
图 2: 2015-2024 年 10 月房地产全国累计销售面积及同比增速 .....	5
图 3: 2015-2024 年 10 月房地产全国累计销售金额及同比增速 .....	5
图 4: 2024 年前 10 月核心 36 城商品房销售面积占比 .....	5
图 5: 2024 年 2-10 月核心 36 城累计销售面积占比趋势 .....	5
图 6: 2019-2024 年前 10 月全国商品房销售均价及同比增速 .....	5
图 7: 2016-2024 年 10 月全国商品房累计销售均价及同比增速 .....	5
图 8: 2015-2024 年 10 月商品房期房与现房累计销售表现对比 .....	6
图 9: 2016-2024 年 10 月全国商品房期现房销售面积同比增速差额 .....	6
图 10: 2016-2024 年 11 月京广深二手住宅累计成交面积同比增速 .....	6
图 11: 2015-2024 年 10 月全国商品房期现房销售面积占比 .....	6
图 12: 2015-2024 年 10 月全国狭义库存及同比增速 .....	7
图 13: 2015 年 7 月-2024 年 10 月全国狭义库存去化周期 .....	7
图 14: 2015 年-2024 年 1-10 月全国房地产投资额及同比增速 .....	7
图 15: 2015 年-2024 年 1-10 月全国竣工面积及同比增速 .....	7
图 16: 2015-2024 年 10 月百城土地成交累计建面及单月同比增速 .....	8
图 17: 2015-2024 年 10 月各能级城市土地成交总价累计值同比增速 .....	8
图 18: 2015-2024 年 10 月百城土地成交总价中各能级城市占比 .....	8
图 19: 2015-2024 年 10 月各能级城市土地成交溢价率 .....	8
图 20: 2015 年-2024 年 10 月全国新开工面积累计值及同比增速 .....	8
图 21: 2015-2024 年 10 月全国施工面积累计值及同比增速 .....	8
图 22: 2014 年-2024 年 10 月广义库存规模和动态去化周期 .....	10
图 23: 2014 年-2024 年 10 月销售面积同比增速和动态去化周期 .....	11
图 24: 2014 年-2024 年 10 月销售面积同比增速、动态去化周期、商品房销售均价变化 .....	12
图 25: 2019 年至今 5 年期 LPR 报价水平 .....	12
图 26: 2014-2025 年 (E) 居民部门杠杆率 .....	13
图 27: 2014-2025 年 (E) 个人住房贷款及占住户贷款总额比例 .....	13
图 28: 2014-2025 年 (E) LTV .....	13
图 29: 2014-2025 年 (E) 全国住宅交易额及同比增速 .....	13
图 30: 2014-2025 年 (E) 商品住宅交易额及同比增速 .....	14
图 31: 2014-2025 年 (E) 商品住宅交易面积及同比增速 .....	14
图 32: 2015-2025 年 (E) 商品住宅交易额占商品房交易额比例 .....	14

图 33: 2015-2025 年 (E) 商品住宅交易面积占商品房交易面积比例.....	14
图 34: 2006 年至今新开工面积和销售面积的累计同比增速 .....	15
图 35: 2014-2025 年 (E) 新开工面积及同比增速 .....	16
图 36: 2014-2025 年 (E) 施工面积及同比增速 .....	16
图 37: 2014-2025 年 (E) 建安支出及同比增速 .....	16
图 38: 2014-2025 年 (E) 土地购置费及同比增速 .....	16
图 39: 2014-2025 年 (E) 房地产投资额及同比增速 .....	17
图 40: 2014-2021 年郑州商品住宅销售面积按住房户型面积分类占比.....	20
图 41: 2024 年前三季度保障性住房再贷款单季度发放情况 .....	20
图 42: 2014-2023 年全国土地成交建面.....	21
图 43: 2014-2023 年全国土地成交溢价率.....	21
图 44: 2020~2022 年全国土地成交中商服和住宅用地建面占比 .....	21
图 45: 2020~2022 年全国土地成交中商服和住宅用地占地面积占比 .....	22
图 46: 2014 年至今全国待售办公楼面积累计值及同比增速 .....	23
图 47: 2014 年至今全国办公楼新开工面积累计值及同比增速 .....	23
图 48: 2014 年至今全国办公楼竣工面积累计值及同比增速 .....	23
图 49: 2023 年至今全国写字楼净吸纳量和空置率.....	24
图 50: 2023 年 VS2024 年全国写字楼各季度租金指数累计变化比率 .....	24
图 51: 2015 年至今全国社零总额累计值及同比增速.....	24
图 52: 2015 年至今网上实物累计零售额及同比增速.....	24
图 53: 2015 年至今社零和网上实物商品零售额的同比增速及网上实物商品零售额占比 .....	25
图 54: 2015 年至今全国社零和餐饮收入累计同比增速比较 .....	25
图 55: 2018-2019 年、2024 年 (含预测) 全国餐饮当月收入同比增速 .....	25
图 56: 2023 年 VS2024 年零售业态空置率 .....	26
图 57: 2023 年 VS2024 年零售物业首层平均租金变化.....	26
图 58: 2017 年至今我国仓储物流指数平均库存周转次数 .....	26
图 59: 2024 年 Q3 租赁仓储物流面积中行业占比 .....	26
图 60: 2023 年 Q1-2024 年 Q3 全国仓储物流空置率变化 .....	27
图 61: 2023 年 Q1-2024 年 Q3 全国仓储物流租金指数变化 .....	27
图 62: 2024 年部分城市目前二手房和新房成交规模较 2023 年同期交易规模的倍数 .....	27
图 63: 2019 年-2024 年前 11 月京深广二手房成交规模.....	28
图 64: 2024 年二手房成交规模分别与 2019 年和 2023 年比较 .....	28
图 65: 2019 年城镇居民家庭资产配比 .....	28
图 66: 二手房交易对新房交易的影响 .....	28
图 67: 2024 年 11 月京深两地取消普宅标准前后二手房日均成交面积变化 .....	29
图 68: 2023 年前 11 月全国房屋成交比例 .....	30
图 69: 2019-2024 年每年前 11 月京深广二手房成交占住房成交比例.....	30



图 70: 2024 年前 11 月部分城市二手房成交面积占当地住房成交面积比例 .....	30
图 71: 2015-2025 年 (E) 住宅竣工面积 .....	31
图 72: 截至 2024 年 H1 末部分物管公司在管面积构成 .....	31
图 73: 截至 2024 年 H1 末部分物管公司在管面积各业态占比 .....	31
图 74: 2014 年至今房地产指数和销售面积同比增速 .....	32
图 75: 2019 年-2024 年 12 月 9 日房地产板块 PB-Band .....	33
表 1: 2022 年至今部分重要政策 .....	9
表 2: 全国商品房销售金额及面积的测算 .....	15
表 3: 不同情境下全国房地产投资测算 .....	18
表 4: 部分城市近期发布的收储细则 .....	19
表 5: 收储所需货币量测算 .....	20
表 6: 2020~2022 年未开工住宅土地规模测算 .....	22
表 7: 2020~2022 年未开工商服土地规模测算 .....	22
表 8: 一线城市跟进取消普宅标准和降低增值税的政策 .....	29
表 9: 金科服务和永升服务 2022~2024 年中报提到“收并购”部分内容 .....	32
表 10: 部分 A 股开发房企的盈利预测及估值 (截至 2024 年 12 月 9 日收盘价) .....	33
表 11: 部分 H 股开发房企的盈利预测及估值 (截至 2024 年 12 月 9 日收盘价) .....	34
表 12: 部分代建公司的盈利预测及估值 (截至 2024 年 12 月 9 日收盘价) .....	34
表 13: 部分物管公司的盈利预测及估值 (截至 2024 年 12 月 9 日收盘价) .....	34
表 14: 部分商业地产公司的盈利预测及估值 (截至 2024 年 12 月 9 日收盘价) .....	35
表 15: 部分中介公司的盈利预测及估值 (截至 2024 年 12 月 9 日收盘价) .....	35

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**胡孝宇**，房地产行业分析师，4年房地产研究经验，美国东北大学硕士，同济大学金融学学士，曾就职于天风证券，2023年7月加入中国银河证券研究院。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，中国香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn