

房地产

供给侧扰动下板块深度调整，配置价值逐步显现

证券研究报告

2025 年 01 月 12 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

王雯

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521120005

wangwena@tfzq.com

鲍荣富

分析师

SAC 执业证书编号: S1110520120003

baorongfu@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 聚源数据

相关报告

1 《房地产-行业研究周报:12 月百强房企销售表现如何?》2025-01-05

2 《房地产-行业研究周报:住建部明晰 25 年工作重点, 哪些施策角度值得关注?》2024-12-29

3 《房地产-行业研究周报:量价企稳继续验证, 政策接力仍是关键》2024-12-22

行业追踪 (2025.1.5-2025.1.11)

25 年专项债收储额度逐步释放

国新办举行“中国经济高质量发展成效”系列新闻发布会, 财政部表示, 2025 年财政政策方向清晰明确且非常积极, 赤字规模将有较大幅度增加, 更大力度地支持地方政府缓释偿债压力, 2 万亿元置换债券已启动相关发行工作扩大专项债使用范围, 允许用于房地产相关的两个领域, 都是增加有效需求的政策。在 2025 年新增发行专项债额度内, 地方可根据需要统筹安排用于土地储备和收购存量商品房, 两项政策都将在 2025 年逐步释放。我们认为, 更大规模的收储专项债额度释放, 将继续利好城投债务化解、开发商资产质量改善及 AMC 业务扩展。

供给侧出清成为短期扰动因素

1 月 6 日-10 日, Wind 香港房地产指数-3.87%, 较上周下降 2.19pct, 涨幅非序 10/11, 跑输恒生指数 0.34pct; 克而瑞内房股领先指数为-6.83%, 较上周下跌 4.19pct。H 股跌幅前三个股分别为融创中国-41.70%、融信中国-31.55%、合景泰富集团-18.99%。出险房企股价出现大幅回落。1 月 10 日, 信达(香港)资产管理有限公司已在香港对融创中国提出清盘呈请, 于 3 月 19 日举行聆讯, 当日公司股价跌超 25%。同日, 万科多只境内债下挫, 其中“21 万科 06”价格跌至 57 元人民币的纪录新低。此前公司公告, 子公司延长逾 20 亿元融资到期日至 2026 年底。根据克而瑞统计, 2025 年房企债务到期规模高于 2024 年, 达 5257 亿元, 其中第三季度将是偿债高峰, 到期规模达 1574 亿元。我们认为, 在政策短期暂处“空窗期”及行业到期债务压力加剧等背景下, 板块受供给侧出清逻辑扰动, 波动风险加大。同时考虑板块估值已调至相对低位, 配置价值逐步提升, 建议关注节后重要会议及“小阳春”等政策窗口。

1 月基本面同比维持正增长, 市场热度余温仍存

25 年 1 月 1 日-10 日, 60 城新房成交面积月度同比+5%, 相较上月下降 3.62pct; 其中一、二、三线分别+34%、-6%、+15%, 新房同比维持正增长反映市场热度阶段性维持。17 城二手房成交面积月度同比+48%, 相较上月下降 14.24pct; 其中一、二线分别+57%、+45%, 二手热度延续高位。我们延续此前判断, 1 月季节性因素叠加春节假期, 销售规模大概率环比回落, 但考虑市场热度余温仍存, 良好基本面支撑下板块短期安全边际仍存。

1 月新房、二手房同比增速回落

新房市场本周成交 288 万平, 月度同比+5.43%, 相较上月下降 3.62pct; 累计库存 10822 万平, 一线、二线去化加速, 三线及以下去化放缓。二手房市场本周成交 248 万平, 月度同比+48.00%, 相较上月下降 14.24pct。12 月 30 日-1 月 5 日, 土地市场成交建面 2780 万平, 滚动 12 周同比-6.41%; 成交总额 903 亿元, 滚动 12 周同比-7.62%; 全国平均溢价率 12.37%, 滚动 12 周同比+1.32pct。

本周申万房地产指数-2.71%, 较上周提升 4.94pct, 涨幅排名 21/31, 跑输沪深 300 指数 1.58pct。H 股方面, 本周 Wind 香港房地产指数-3.87%, 较上周下降 2.19pct, 涨幅非序 10/11, 跑输恒生指数 0.34pct; 克而瑞内房股领先指数为-6.83%, 较上周下跌 4.19pct。

投资建议: 政治局会议表态“促进房地产行业止跌企稳”, 基本面拐点或将近, 增量政策预期持续。交易端, 市场“底部共识”增强, “短线政策博弈+中长期估值修复”逻辑更加顺畅, 未来顺周期地产股弹性空间预计同样较大。配置方向上, 我们建议优先考虑①非国央企受益于化债、政策纾困、需求改善等多重逻辑下的困境反转; ②具备投资及改善产品优势的龙头房企独有的周期韧性; ③区域型企业其城市基本面分化及市占率提升逻辑; ④二手中介受益于存量交易景气度提升。其中, 低估值优质非国企及地方型企业受益于融资、收储等政策的弹性空间或更大。

标的方面, 建议关注 1) 未出险优质非国央企: 龙湖集团、金地集团、新城控股、万科 A、绿城中国、滨江集团等。2) 地方国企: 越秀地产、城建发展、建发国际集团等。3) 龙头央企: 中国海外发展、招商蛇口、保利发展、华润置地等; 4) 优质物管: 中海物业、保利物业、华润万象生活、万物云、招商积余; 5) 租赁企业: 贝壳(和海外组联合覆盖)。

风险提示: 行业信用风险蔓延; 行业销售下行超预期; 因城施策力度不及预期

内容目录

1. 本周观点：供给侧扰动下板块深度调整，配置价值逐步显现.....	3
1.1. 投资建议	3
2. 成交概览.....	4
2.1. 新房市场	4
2.2. 二手房市场.....	6
2.3. 土地市场	7
3. 本周融资动态.....	9
4. 行业与个股情况.....	10
4.1. 行业涨跌与估值情况.....	11
4.1.1. A股市场	11
4.1.2. H股市场	12
5. 重要公告概览.....	13
6. 风险提示.....	14

1. 本周观点：供给侧扰动下板块深度调整，配置价值逐步显现

25 年专项债收储额度逐步释放

国新办举行“中国经济高质量发展成效”系列新闻发布会，财政部表示，2024 年财政运行总体平稳，预算执行情况较好，全年可实现收支平衡。2024 年发行超长期特别国债 1 万亿元，地方政府专项债券 4 万亿元，支持国有大行补充核心一级资本。

2025 年财政政策方向清晰明确且非常积极，赤字规模将有较大幅度增加，更大力度地支持地方政府缓释偿债压力，2 万亿元置换债券已启动相关发行工作。

扩大专项债使用范围，允许用于房地产相关的两个领域，都是增加有效需求的政策。在 2025 年新增发行专项债额度内，地方可根据需要统筹安排用于土地储备和收购存量商品房，两项政策都将在 2025 年逐步释放。我们认为，更大规模的收储专项债额度释放，将继续利好城投债务化解、开发商资产质量改善及 AMC 业务扩展。

供给侧出清成为短期扰动因素

1 月 6 日-10 日，Wind 香港房地产指数-3.87%，较上周下降 2.19pct，涨幅排序 10/11，跑输恒生指数 0.34pct；克而瑞内房股领先指数为-6.83%，较上周下跌 4.19pct。H 股跌幅前三个股分别为融创中国-41.70%、融信中国-31.55%、合景泰富集团-18.99%。出险房企股价出现大幅回落。1 月 10 日，信达（香港）资产管理有限公司已在香港对融创中国提出清盘呈请，于 3 月 19 日举行聆讯，当日公司股价跌超 25%。同日，万科多只境内债下挫，其中“21 万科 06”价格跌至 57 元人民币的纪录新低。此前公司公告，子公司延长逾 20 亿元融资到期日至 2026 年底。

根据克而瑞统计，2025 年房企债务到期规模高于 2024 年，达 5257 亿元，其中第三季度将是偿债高峰，到期规模达 1574 亿元。我们认为，在政策短期暂处“空窗期”及行业到期债务压力加剧等背景下，板块受供给侧出清逻辑扰动，波动风险加大。同时考虑板块估值已调至相对低位，配置价值逐步提升，建议关注节后重要会议及“小阳春”等政策窗口。

1 月基本面同比维持正增长，市场热度余温仍存

25 年 1 月 1 日-10 日，60 城新房成交面积月度同比+5%，相较上月下降 3.62pct；其中一、二、三线分别+34%、-6%、+15%，新房同比维持正增长反映市场热度阶段性维持。17 城二手房成交面积月度同比+48%，相较上月下降 14.24pct；其中一、二线分别+57%、+45%，二手热度延续高位。我们延续此前判断，1 月季节性因素叠加春节假期，销售规模大概率环比回落，但考虑市场热度余温仍存，良好基本面支撑下板块短期安全边际仍存。

1.1. 投资建议

政治局会议表态“促进房地产行业止跌企稳”，基本面拐点或将近，增量政策预期持续。交易端，市场“底部共识”增强，“短线政策博弈+中长期估值修复”逻辑更加顺畅，未来顺周期地产股弹性空间预计同样较大。配置方向上，我们建议优先考虑①非国央企受益于化债、政策纾困、需求改善等多重逻辑下的困境反转；②具备投资及改善产品优势的龙头房企独有的周期韧性；③区域型企业其城市基本面分化及市占率提升逻辑；④二手中介受益于存量交易景气度提升。其中，低估值优质非国企及地方型企业受益于融资、收储等政策的弹性空间或更大。标的方面，建议关注 1) 未出险优质非国央企：龙湖集团、金地集团、新城控股、万科 A、绿城中国、滨江集团等。2) 地方国企：越秀地产、城建发展、建发国际集团等。3) 龙头央企：中国海外发展、招商蛇口、保利发展、华润置地等；4) 优质物管：中海物业、保利物业、华润万象生活、万物云、招商积余；5) 租赁企业：贝壳(和海外组联合覆盖)。

表 1: A 股重点标的估值与盈利预测

股票代码	公司名称	最新日报价 (元)	最新日市值 (亿元)	月初至今 涨跌幅	年初至今 涨跌幅	EPS (元)				PE (TTM)				归母净利润增速				
						2021A	2022A	2023A	2024E	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2021A	2022A	2023A	2024E
A 股																		
000002.SZ	万科A	6.69	798	-7.9%	-7.9%	1.9	1.9	1.0	-1.0	8.2	6.0	9.2	6.6	-6.6	-45.7%	0.4%	-46.2%	-199.6%
600048.SH	保利发展	8.47	1,014	-4.4%	-4.4%	2.3	1.5	1.0	1.0	6.7	6.4	6.7	8.4	8.8	-5.4%	-33.0%	-34.2%	-4.1%
001979.SZ	招商蛇口	9.83	891	-4.0%	-4.0%	1.1	0.5	0.7	0.7	8.0	6.4	14.0	14.1	14.9	-15.3%	-58.9%	48.2%	-5.6%
601155.SH	新城控股	11.13	251	-6.9%	-6.9%	5.6	0.6	0.3	0.5	5.8	4.0	4.6	34.1	22.7	-17.4%	-88.9%	-47.1%	50.1%
600383.SH	金地集团	4.24	191	-3.2%	-3.2%	2.1	1.4	0.2	-0.9	6.3	6.7	4.9	21.6	-4.8	-9.5%	-35.1%	-85.5%	-551.8%
600325.SH	华发股份	5.30	146	-8.0%	-8.0%	1.2	0.9	0.7	0.6	4.7	4.0	5.9	7.9	8.6	10.1%	-19.3%	-28.7%	-8.2%
002244.SZ	滨江集团	8.33	259	-3.3%	-3.3%	1.0	1.2	0.8	0.9	8.6	5.2	7.3	10.2	9.5	30.1%	23.6%	-32.4%	7.4%
001914.SZ	招商积余	9.57	101	-9.5%	-9.5%	0.5	0.6	0.7	0.8	48.0	43.8	27.0	13.8	12.5	17.9%	15.7%	24.0%	10.4%
600266.SH	城建发展	4.60	95	-9.8%	-9.8%	0.3	-0.4	0.3	0.4	10.1	10.8	-15.0	17.1	10.3	-48.0%	-244.4%	-160.3%	65.5%

盈利预测结果为 Wind 一致预期，数据统计时间截止 2025 年 1 月 10 日

资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 2: H 股重点标的估值与盈利预测

股票代码	公司名称	最新日报价 (港元)	最新日市值 (亿港元)	月初至今 涨跌幅	年初至今 涨跌幅	EPS (港元)				PE (TTM)				归母净利润增速				
						2021A	2022A	2023A	2024E	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2021A	2022A	2023A	2024E
H 股																		
0688.HK	中国海外发展	11.94	1,307	-3.7%	-3.7%	4.5	2.4	2.6	2.4	4.1	3.8	5.3	4.6	5.3	11.9%	-46.9%	8.3%	-6.4%
0960.HK	龙湖集团	9.30	641	-7.0%	-7.0%	4.9	4.5	2.3	1.8	13.7	8.8	5.5	4.1	5.5	68.1%	-7.1%	-49.9%	-21.8%
1109.HK	华润置地	21.55	1,537	-4.4%	-4.4%	0.0	0.0	4.9	4.4	7.6	6.2	7.3	4.4	5.0	-	-	-	-10.0%
0123.HK	越秀地产	4.72	190	-7.3%	-7.3%	1.4	1.4	0.9	0.9	6.1	3.9	8.4	5.0	6.1	34.3%	0.8%	-34.0%	-9.6%
1908.HK	建发国际集团	11.82	238	-9.5%	-9.5%	3.1	2.9	2.6	2.6	8.2	7.6	9.2	4.5	5.6	169.9%	-6.3%	-10.5%	-1.5%
3900.HK	绿城中国	8.45	214	-8.7%	-8.7%	1.6	1.1	1.3	1.6	21.9	9.3	7.8	6.3	7.5	6.1%	-28.2%	17.9%	17.0%
9979.HK	绿城管理控股	3.05	61	-7.6%	-7.6%	0.4	0.4	0.5	0.6	19.7	15.1	15.7	5.6	5.6	62.3%	19.9%	27.1%	7.7%
6049.HK	保利物业	27.25	151	-10.4%	-10.4%	1.9	2.3	2.8	3.0	53.6	36.9	22.2	9.8	9.4	53.7%	20.2%	23.1%	9.8%

盈利预测结果为 Wind 一致预期，数据统计时间截止 2025 年 1 月 10 日，EPS 汇率采用历史汇率。

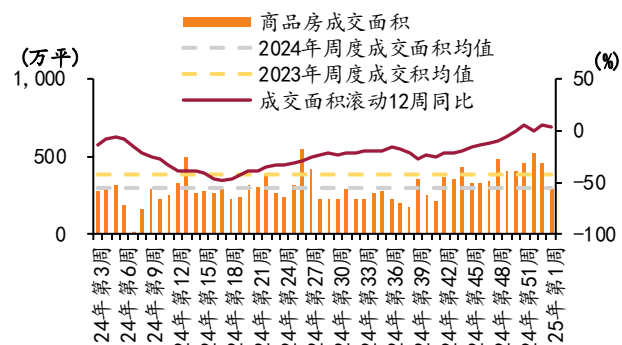
资料来源: Wind, 天风证券研究所

2. 成交概览

2.1. 新房市场

1月4日-1月10日，60城商品房成交面积为288万平，移动12周同比增速为+4.17%，增速较上期下降0.20pct；月度同比+5.43%，相较上月下降3.62pct。分能级看，一线、二线、三线及以下城市本周商品房成交面积分别为92、172、24万平，移动12周同比增速分别为+17.99%、-1.58%、+11.55%，增速较上期分别变化+1.03pct、-0.43pct、-2.20pct，与历史相比，二线降幅扩大，一线增幅扩大，三线及以下增幅收窄。

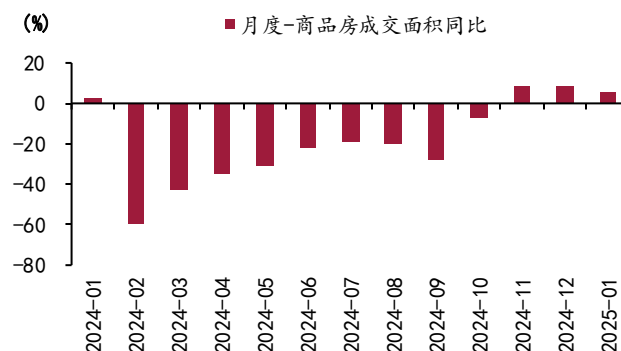
图 1：50 城商品房成交面积



移动 12 周同比计算口径：本周及本周以前 11 周商品房成交面积之和/去年同期商品房成交面积之和，即对商品房成交面积求移动平均同比，本文中提到的其他“移动同比”也通过此方法计算

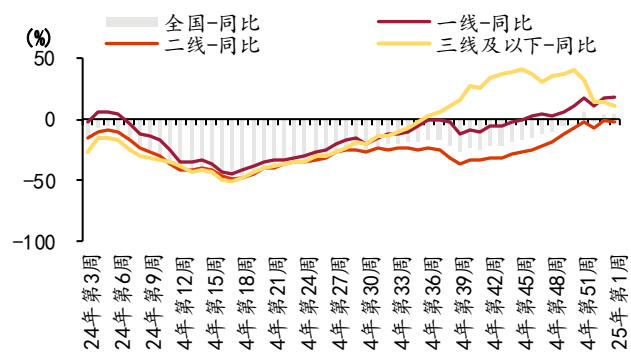
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：50 城商品房成交面积-月度同比



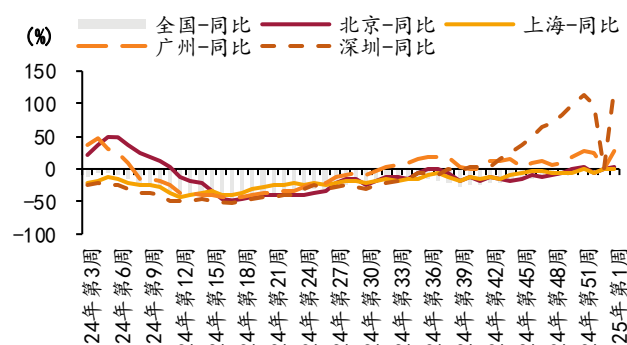
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：分能级商品房成交面积-移动 12 周同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：一线 4 城商品房成交面积-移动 12 周同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：商品房成交面积热力图

	25/01	24/12	24/11	24/10	24/09	24/08	24/07	24/06	24/05	24/04	24/03	24/02	24/01	23/12	23/11	23/10	23/09	23/08	23/07	23/06	23/05	23/04	23/03	23/02
全部城市	5	9	9	-7	-28	-21	-19	-22	-31	-35	-43	-59	3	-10	-11	-9	-25	-24	-28	-30	11	19	36	26
一线城市	34	15	18	15	-19	7	-10	-17	-28	-29	-40	-60	6	6	6	-8	-29	-31	-10	-11	69	108	68	11
二线城市	-6	9	3	-18	-36	-34	-25	-22	-32	-37	-44	-59	2	-13	-14	-4	-19	-16	-27	-33	11	10	41	43
三线及以下	15	-7	23	41	37	30	2	-29	-23	-40	-46	-60	0	-21	-31	-46	-56	-58	-59	-39	-39	-18	-21	-18
北京	52	2	13	-17	-20	0	-9	-20	-32	-41	-41	-55	88	36	0	-25	-22	-24	22	-8	34	21	40	68
上海	-1	-14	6	13	-26	-8	-16	-19	-26	-23	-28	-69	-28	9	-30	4	-32	-32	-18	-1	361	1231	90	-2
广州	59	48	0	44	-19	42	6	-3	-26	-27	-46	-49	10	-1	211	4	-16	-33	-19	-34	4	124	80	4
深圳	79	135	135	39	17	21	-17	-34	-28	-21	-59	-60	-8	-40	0	-15	-54	-30	-12	19	28	-19	62	-6
杭州	-55	-23	-29	-48	-43	-59	-32	15	-34	-47	-23	-69	-19	31	3	5	-1	21	-11	-11	17	34	48	45
青岛	-42	-18	-1	-24	-50	-35	-11	-58	-42	-22	-46	-60	56	-4	-23	-11	-22	-5	-30	-56	1	6	64	87
苏州	-48	73	18	15	21	-19	-7	-23	-35	-49	-32	-60	-12	-38	-18	-34	-68	-38	-70	4	25	2	0	0
无锡	45	61	-38		19	-2	-51	44	-43	-59	-47	-68	-24	-10	-54	-18	-2	31	8	-51	-56	79	41	35
济南	31	-5	30	-21	-49	-3	-40	-16	7	-21	-7	-67	31	-21	-27	-30	32	-30	-36	-29	-10	-4	38	82
温州	91	19	15	12	27	-38	-11	-3	22	-21	-32	9	-48	-12	16	-8	-69	28	-43	-30	9	51	117	75
宁波	-14	-11	-8	24	-42	-59	-46	-13	-13	-54	-58	-75	39	-13	-32	-56	-57	-60	-57	-23	35	31	31	20
扬州	72	31	30	64	-7	-23	20	-9	-12	-3	-51	-56	33	-48	-55	-41	-39	-38	-50	27	42	23	47	52
金华	31	88	-14	-31	-61	-63	-34	67	-54	58	-12			2	106	61	135	69	-41	0	-14	-57	83	
绍兴	57	-10	-69	-6	-70	-62	-91	-91	-69	-40	-83	-87	32	-47	-15	-45	-91	-69	23	-11	-76	-79	-64	-71
南宁	266	-35	-16	-1	-27	44	-34	-4	-56	-64	-48	-67	-49	59	10	-4	-63	-23	0	-37	3	-33	53	51
东莞	-33	104	82	124	-7	65	-23	0	-56	-44	-53	-60	17	-16	-39	-19	-11	-55	416					
惠州	18	4	-37	18	21	-56	25	-17	5	21	-45	-82	-6	-19	-22	-23	-63	-24	-24	-16	-3	63	178	239
佛山	-17	2	8	29	-21	-45	-3	5	-3	-24	-53	-65	36	-34	-31	-23	-7	-10	-25	-35	-22	10	16	79
武汉	-5	98	164	-20	-28	-13	7	22	-51	-38	-57	-69	15	-17	-6	55	-18	-25	-45	-48	29	-15	41	95
成都	4	16	-11	-38	-37	-34	-27	-30	-25	-41	-39	-52	11	-22	-7	17	66	-12	-14	14	23	26	9	12
莆田	126	51	5	20	-28	-59	-52	0	-30	-37	-71	-54	-12	-53	-61	-61	-56	-24	-23	-55	-44	4	2	-31
泰安	-85	43	-13	46	44	58	40	-66	-51	-87	-24	-56	38	-49	-15	-44	-60	-67	-60	-10	-22	253	111	36
芜湖	266	34	189	51	266	238	36	-21	-20	1	-54	-42	-22	59	21	14	-12	-45	-44	-33	-26	-10	-48	-25
舟山	51	57	-2	25	-11	-45	-61	26	-35	-44	-57	-60	117	-59	-47	-64	-55	-71	-65	-25	-40	-35	9	61
柳州	17	-31	-2	38	22	27	28	41	-26	-23	-55	-51	5	-47	-51	-61	-70	-71	-79	-71	-31	-21	4	-5
江门	-41	-18	-43	-13	-55	-41	0	-16	-32	-35	-44	-66	47	-38	27	-18	54	10	-28	-35	16	2	45	110
江阴	-5	22	8	-19	-55	-56	-37	-30	-39	-64	-56	-69	-30	-55	-51	-42	-40	-31	-60	-28	98	61	98	54
池州	111	7	-67	-31	-9	-51	-17	-31	-29	-79	-46	-57	-17	40	127	-34	-38	-7	-7	-22	10	231	49	71
海口	-36	50	-42	-11	10	-43	-4	-3	-75	-87	-70	-61	-30	-43	25	4	-24	-55	-65	-21	187	347	242	75
宿州	-35	1	-42	47	55	-41	-21	24	-81	-88	9	-50	-55	-39	133	-15	-40	18	34	-42	30	10	-20	-4
吉安	-43	45	28	247	80	-73	-9	0	-53	-48	-87	-84	-65	-84	-18	-77	39	46	-78	-1	-20	-18	36	-5
韶关	41	4	12	42	96	-31	2	-59	-8	-40	-31	-58	-54	-53	-24	-34	-58	-38	-2	42	-38	-57	-29	24
云浮	6209			221	93	-50	-76	66	80	90	-48	6					-92	-79	-80	239	12	-61	609	60
荆门	67	72	30	182	13	-19	-61	140	-43	-13	-27	-58	106	40	-62	-69	-6	-8	106	-94	62	113	-34	430
宝鸡	29	-45	-52	7	-11	-37	-35	-17	-2	1	3	-44	21	4880	485	-4	-16	-40	-36	-48	-24	-14	52	-24

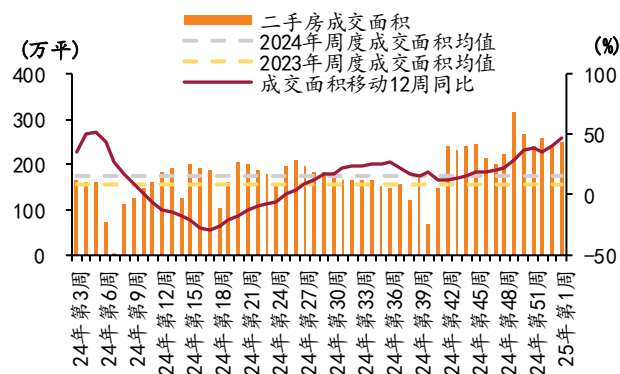
热力图使用高频商品房成交面积计算，单位为：%

资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 二手房市场

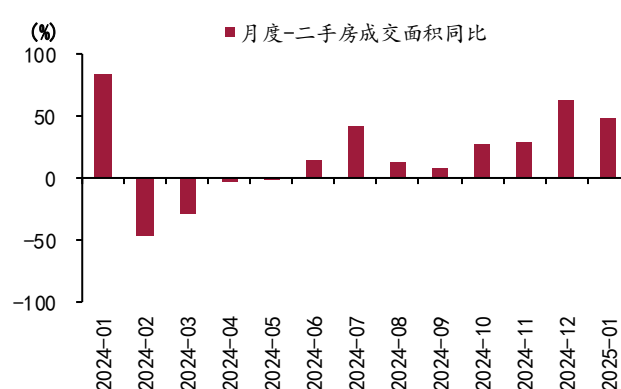
1月4日-1月10日，17城二手房成交面积为248万平，移动12周同比增速为+46.21%，增速较上期提升5.77pct；月度同比+48.00%，相较上月下降14.24pct。分能级看，一线、二线、三线及以下城市本周商品房成交面积分别为58、176、14万平，移动12周同比增速分别为+76.29%、+37.21%、+50.86%，增速较上期分别变化+2.28pct、+6.67pct、+4.03pct，与历史相比，一线、二线、三线及以下增幅扩大。

图 6：17 城二手房成交面积

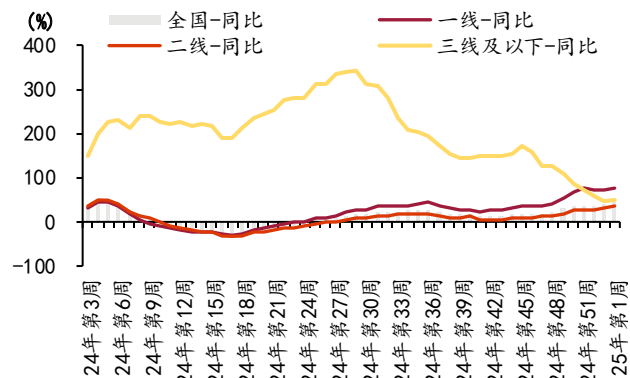


资料来源：Wind，天风证券研究所

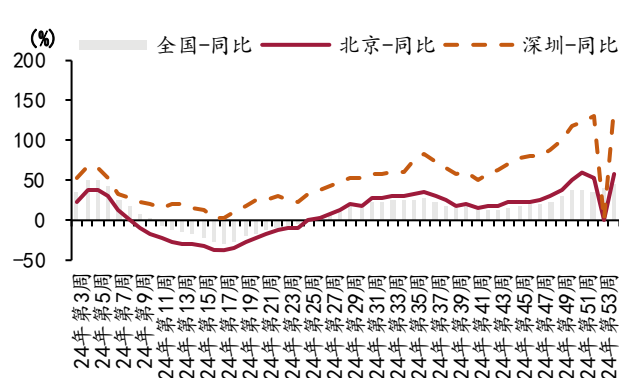
图 7：17 城二手房成交面积-月度同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：分能级二手房成交面积-移动 12 周同比


资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：一线 2 城二手房成交面积-移动 12 周同比


资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：二手房成交面积热力图

	25/01	24/12	24/11	24/10	24/09	24/08	24/07	24/06	24/05	24/04	24/03	24/02	24/01	23/12	23/11	23/10	23/09	23/08
全部城市	48	62	29	28	8	13	41	14	0	-4	-28	-46	84	39	27	30	11	0
一线城市	57	96	58	68	2	35	63	18	9	2	-29	-52	60	39	25	5	3	-13
二线城市	45	56	19	12	7	3	30	8	-8	-10	-32	-48	84	33	28	39	15	6
北京	44	69	45	55	-5	29	51	16	0	-7	-35	-57	48	42	16	-5	-2	-20
深圳	92	205	101	115	39	55	114	25	44	39	5	-24	118	30	64	64	46	25
杭州	31	36	26	13	-8	-14	106	118	11	-1	-19	-69	241	33	95	138	50	34
青岛	-2	26	21	25	7	11	43	29	11	16	-25	-54	109	38	36	32	14	-5
苏州	61	62	-16	-2	16	15	27	-2	1	-11	-35	-30	61	45	-5	10	-40	-22
厦门	534	74	31	41	48	-10	18	17	-16	-24	-41	-49	74	-1	-5	-22	-6	-18
金华	-13	-1	-9	24	-38	-29	-10	-27	-60	-13	-76	-73	167	0	-29	30	45	21
南宁	97	272	80	109	76	41	76	42	-3	15	-14	-32	52	29	16	41	14	48
东莞	54	73	19	44	14	0	5	-18	-39	-39	-47	-58	57	19	15	-9	-21	4
佛山	-3	6	-1	-11	-7	20	-4	-12	-10	-21	-29	-40	83	52	30	51	-19	21
成都	21	66	30	5	4	11	34	3	-9	-11	-30	-49	80	36	43	54	111	12
江门	465	-10	-24	-16	-2	45	38	-11	-4	-6	-41	-45	44	70	50	22	43	2
衢州	58	66	-20	39	-13	-43	168					184	40	5	36	-15	-32	-44

热力图使用高频二手房成交面积计算，单位为：%

资料来源：Wind，天风证券研究所

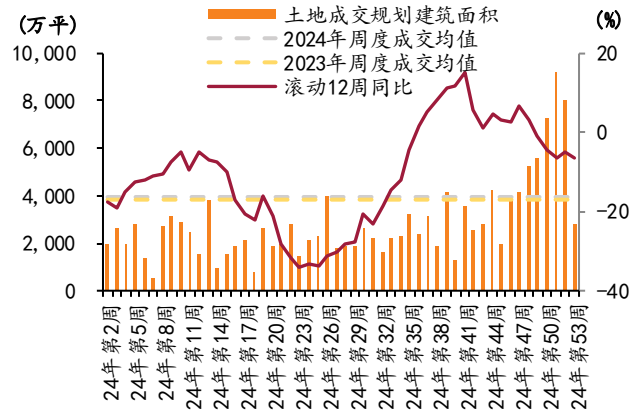
2.3. 土地市场

12月30日-1月5日,全国土地成交建筑面积为2780万平,滚动12周同比增速为-6.41%,较前期下降1.30pct;分能级看,一线、二线、三线城市本周土地成交建筑面积分别为142、979、1659万平,滚动12周同比增速分别为-20.26%、-6.63%、-5.43%,增速较上期分别提升-0.79pct、+0.49pct、-2.19pct,与历史相比,一线、三线成交建面降幅扩大,二线降幅收窄。

全国土地成交金额达到903亿元,滚动12周同比增速为-7.62%,较前期上升1.56pct。其中,一线、二线、三线城市分别为473、306、125亿元,滚动12周同比增速分别为1.21%、-11.53%、-7.52%。

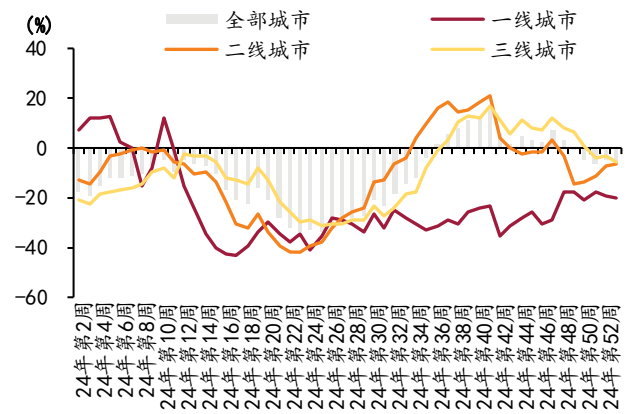
全国土地成交平均溢价率为12.37%,滚动12周同比增速为+1.32pct。分能级看,一线、二线、三线城市土地成交平均溢价率分别为14.29%、14.47%、1.35%,滚动12周同比增速分别为3.04pct、0.51pct、0.21pct。

图 11：土地成交建筑面积



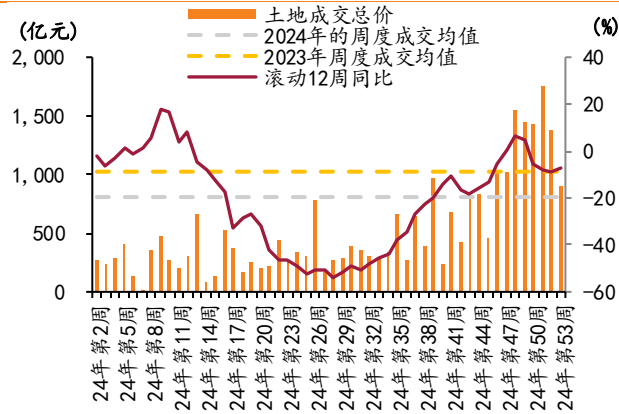
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：土地成交建筑面积-移动 12 周同比



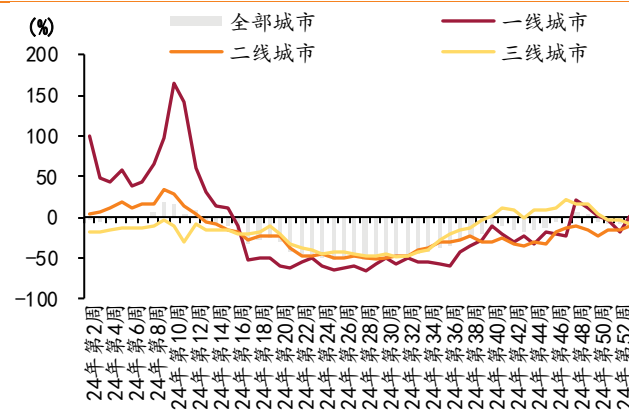
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：土地成交总价



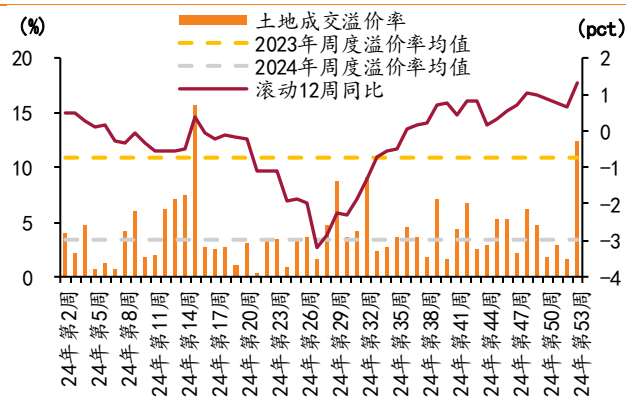
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：土地成交总价-移动 12 周同比



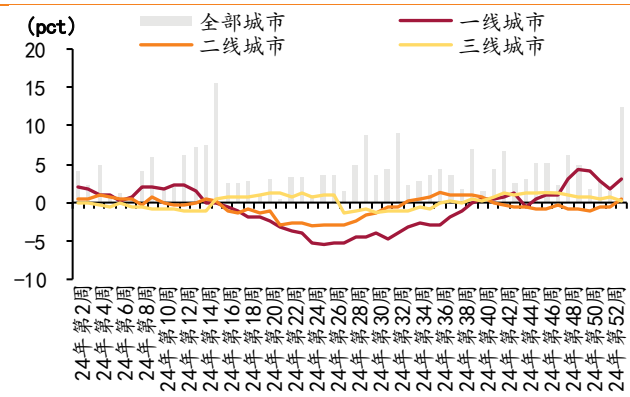
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：土地成交溢价率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：土地成交溢价率-移动 12 周同比



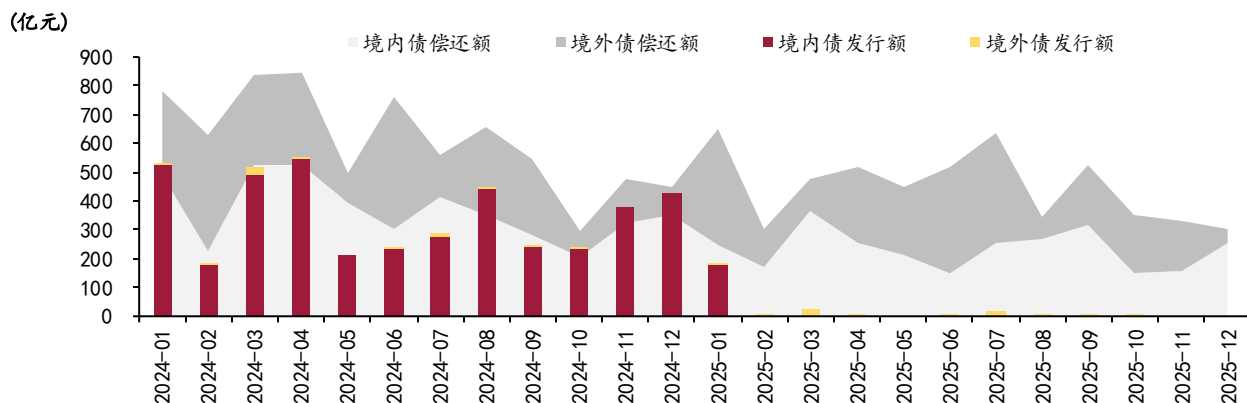
资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 本周融资动态

2025年1月5日-2025年1月11日,房企共发行境内债券16只(其中16只为国企发行),境内债发行金额合计67.2亿元(部分债券未公开披露发行金额或数据缺失)。

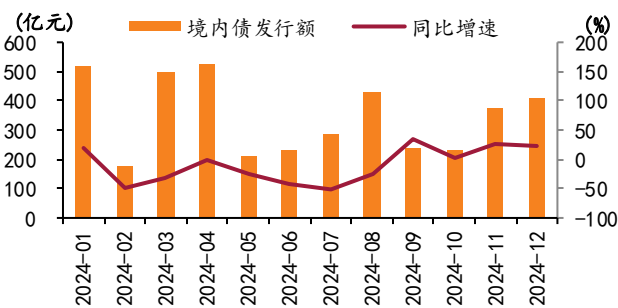
2025年1月(数据截至2025年1月11日),地产债境内、境外债券发行额分别为180.51亿元、7亿元,当月偿还额分别为250.35亿元、403.08亿元,本月境内、境外债券净融资额分别为-69.84亿元、-396.08亿元。

图 17: 房地产业债券融资及到期归还情况



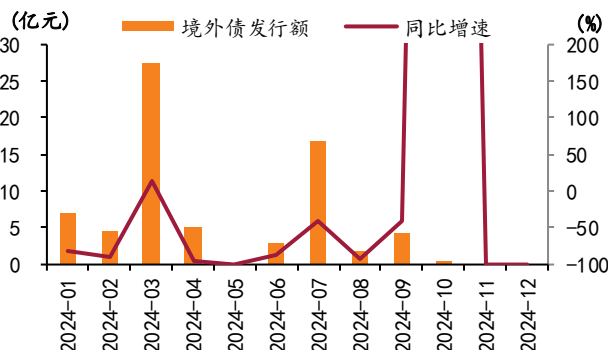
资料来源: Wind, Bloomberg, 天风证券研究所

图 18: 地产开发企业境内债发行额及其同比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 19: 房地产业境外债发行额及其同比



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

表 3: 本周新发境内债

债券简称	发行人	公司属性	发行总额(亿元)	票面利率	上市日	到期日	主体评级	募资用途
25 中铁置业 MTN001	中国中铁置业	中央国企	-	-	2025-01-14	2027-01-13	AAA	本期中期票据基础发行规模为0亿元,发行金额上限为8.9亿元,募集资金拟全部用于普通商品房项目。
25 中交地产 MTN001	中交地产	中央国企	-	-	2025-01-14	2027-01-13	AA+	本期发行金额5.90亿元,拟全部用于偿还发行人债务融资工具本息[23 中交地产 MTN001]
25 苏高 01	苏高新集团	地方国企	-	1.75	-	2028-01-14	AAA	本期债券的募集资金将用于偿还回售公司债券本金。
25 南京高科 MTN001	南京高科	地方国企	-	-	2025-01-14	2028-01-13	AA+	本期中期票据发行金额3.50亿元,全部用于偿还债务融资工具[24 南

京高科 CP002]

25 中交 01	中交地产	中央国企	-	3.45	-	2027-01 -13	AA+	本期债券募集资金用途为偿还到期公司债券。 本期中期票据基础发行金额为 0 亿元, 发行金额上限为 10 亿元, 募集资金用于偿还回售的北京住总房地产开发有限责任公司 2023 年度第一期中期票据本金 [23 京住总 MTN001]
25 京住总 MTN001	北京住总地产	地方国企	10	2.25	2025-01 -13	2028-01 -10	AA	本期债务融资工具发行拟募集资金 2.00 亿元, 所募集资金拟用于置换偿还已到期债券本金的自筹资金 [24 苏州高技 SCP010]
25 苏州高技 SCP004	苏州高新	地方国企	2	1.74	2025-01 -10	2025-03 -26	AAA	发行人本期注册 6 亿元超短期融资券, 首期发行 1.5 亿元, 将用于偿还存量有息债务。 本期债务融资工具发行拟募集资金 3.00 亿元, 所募集资金拟用于置换偿还已支付的债券本息的自筹资金。 [24 苏州高技 SCP008]
25 苏州高技 SCP003	苏州高新	地方国企	3	1.74	2025-01 -10	2025-03 -27	AAA	发行人本期超短期融资券发行金额 3.00 亿元, 募集资金拟全部用于偿还发行人即将到期的债务融资工具本金 [24 苏州高新 SCP033]
25 苏州高新 SCP001	苏高新集团	地方国企	3	1.7	2025-01 -09	2025-08 -22	AAA	本期债券的募集资金将用于置换到期公司债券本金。
25 中企 01	中华企业	地方国企	15.2	1.88	-	2030-01 -09	AA+	-
25 南通保障 PPN001	南通保建	地方国企	3.5	2.09	2025-01 -08	2028-01 -07	AA+	本期中期票据拟用于偿还存量债务融资工具本金 [22 中交房产 MTN001]
25 中交房产 MTN001	中交房地产集团	中央国企	17	3.5	2025-01 -08	2028-01 -07	AAA	本期债务融资工具发行拟募集资金 4.00 亿元, 所募集资金拟用于置换偿还已到期债券本金的自筹资金。
25 苏州高技 SCP002	苏州高新	地方国企	4	1.74	2025-01 -08	2025-03 -26	AAA	本期中期票据发行规模为人民币 2 亿元, 发行期限为 3 年期。本期中期票据募集资金拟用于项目建设等合法合规用途。
25 皖投置业 MTN001	皖投置业	地方国企	2	1.9	2025-01 -09	2028-01 -08	AA+	发行人本期中期票据发行金额人民币 6 亿元, 募集资金主要用于偿还发行人本部有息债务本金, 以拓宽融资渠道, 优化债务结构。
25 常高新 MTN001	常高新	地方国企	6	2.49	2025-01 -09	2035-01 -08	AAA	

资料来源: Wind, 天风证券研究所

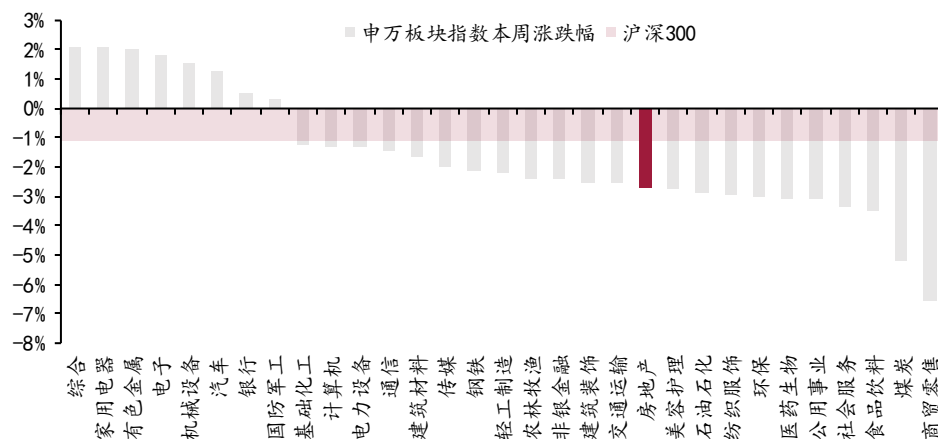
4. 行业与个股情况

4.1. 行业涨跌与估值情况

4.1.1. A 股市场

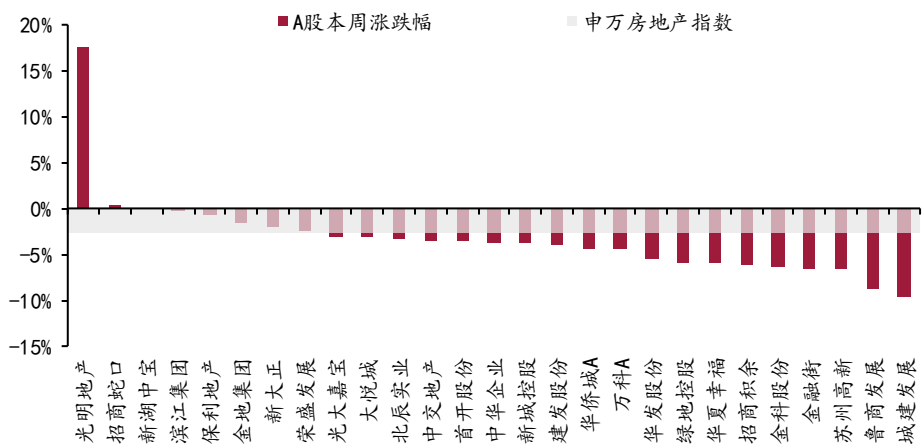
本周申万房地产指数-2.71%，较上周提升 4.94pct，涨幅排名 21/31，跑输沪深 300 指数 1.58pct。A 股涨幅前三个股分别为粤宏远 A+61.22%、光明地产+17.61%、长春经开+17.49%；跌幅前三个股分别为天房发展-26.28%、新华联-17.45%、华远地产-16.18%。

图 20：申万板块本周涨跌幅排名



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：A 股重点个股本周涨跌幅



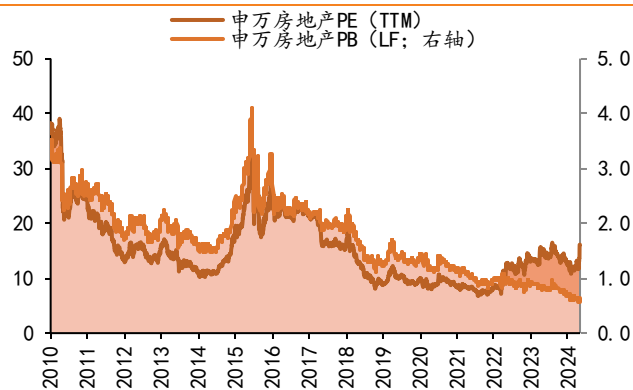
资料来源：Wind，天风证券研究所

表 4：A 股本周涨/跌前五

涨幅排名			跌幅排名	
1	粤宏远 A	+61.22%	1	天房发展 -26.28%
2	光明地产	+17.61%	2	新华联 -17.45%
3	长春经开	+17.49%	3	华远地产 -16.18%
4	荣丰控股	+16.64%	4	万通发展 -13.01%
5	信达地产	+9.52%	5	格力地产 -9.74%

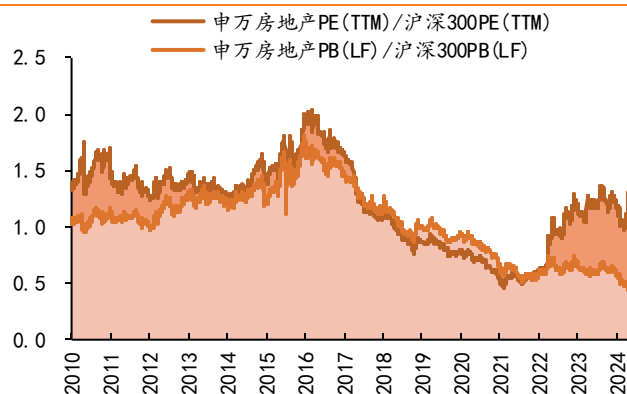
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：申万房地产 PE (TTM) 和 PB (LF)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：申万房地产相对沪深 300 的 PE (TTM) 和 PB (LF)

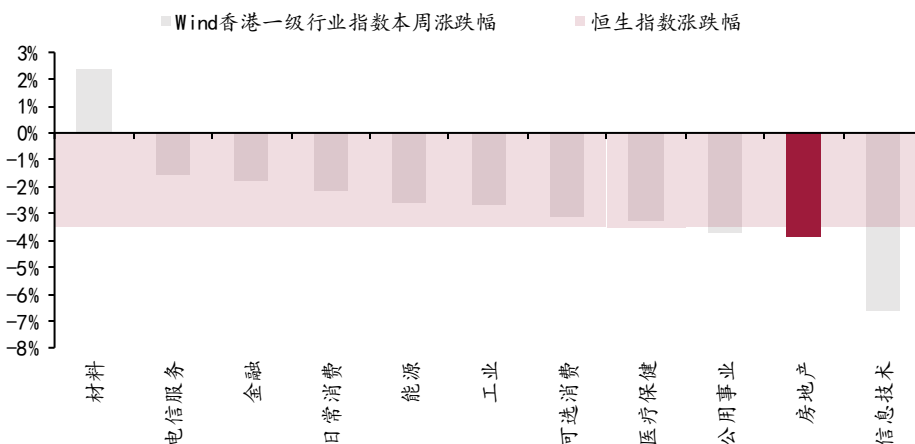


资料来源：Wind，天风证券研究所

4.1.2. H 股市场

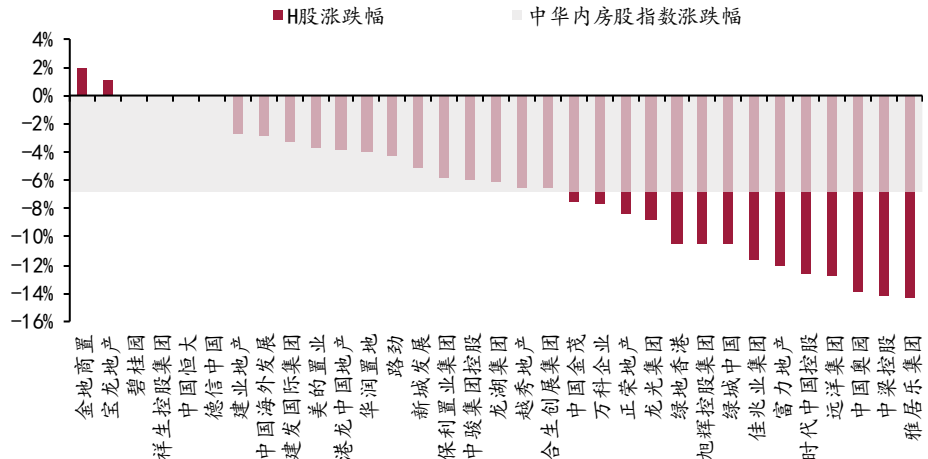
本周 Wind 香港房地产指数-3.87%，较上周下降 2.19pct，涨幅排序 10/11，跑输恒生指数 0.34pct；克而瑞内房股领先指数为-6.83%，较上周下跌 4.19pct。H 股涨幅前三个股分别为金地商置+1.89%、宝龙地产+1.12%、建业地产-2.70%；跌幅前三个股分别为融创中国-41.70%、融信中国-31.55%、合景泰富集团-18.99%。

图 24：Wind 香港一级行业指数本周涨跌幅排名



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：H 股重点个股本周涨跌幅



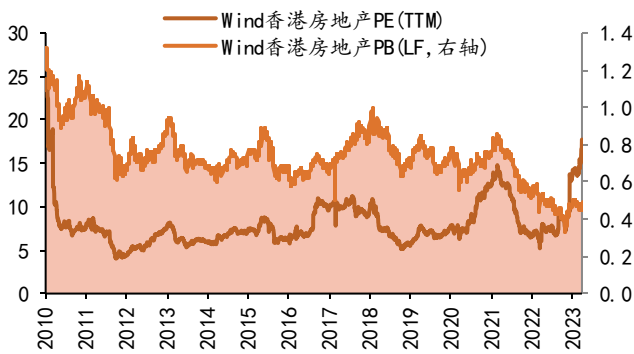
资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 5: H 股本周涨/跌前五

涨幅排名			跌幅排名		
1	金地商置	+1.89%	1	融创中国	-41.70%
2	宝龙地产	+1.12%	2	融信中国	-31.55%
3	建业地产	-2.70%	3	合景泰富集团	-18.99%
4	中国海外发展	-2.93%	4	力高集团	-17.91%
5	建发国际集团	-3.27%	5	禹洲集团	-16.67%

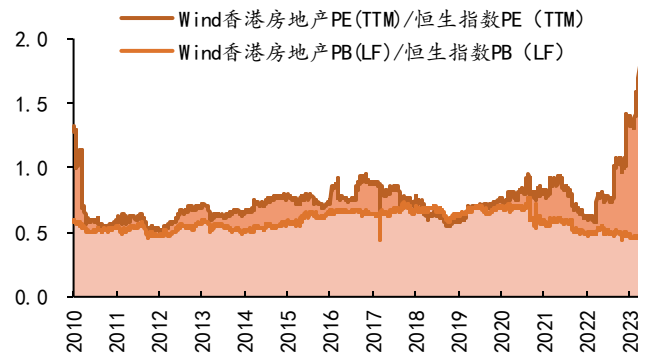
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 26: Wind 香港房地产 PE(TTM)和 PB(LF)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 27: Wind 香港房地产相对恒生指数的 PE(TTM)和 PB(LF)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

5. 重要公告概览

表 6: 重要公告一览

公司	公告日期	内容摘要
碧桂园	2025-01-09	公司境外债务重组提案的关键条款, 及其已与由七家知名银行组成的协调委员会达成共识, 目标是减少债务最多 116 亿美元。重组提案拟给予债权人五个经济选项。
融创中国	2025-01-10	中国信达(香港)资产管理有限公司在香港对公司提出清盘呈请。
新城控股	2025-01-08	公司独立董事陈冬华因规定辞职, 承诺履行职责直至新任选出。

	2025-01-10	公司两位独立董事陈松蹊和陈冬华因个人及规定原因辞职，陈冬华辞职待选举新董事产生后生效，公司将尽快补选。
华夏幸福	2025-01-10	公司董事长、实际控制人第二轮增持公司股份计划实施完毕。
龙光集团	2025-01-06	公司与若干债权人就境外债务整体重组方案的条款达成一致，整体重组方案包括现金收购、短期票据与强制可转换债券的组合、强制可转换债券、长期票据共计四个选项。
	2025-01-10	公司与债权人小组达成整体重组方案并签订支持协议。
华发股份	2025-01-10	公司拟发不超过 55 亿元可转换债，募集资金将用于多个项目及补充流动资金。
信达地产	2025-01-09	公司与中国信达及鑫盛利保共同发起设立房地产行业存量资产纾困盘活基金。母基金认缴总规模 200.01 亿元，其中公司认缴 100 亿元作为劣后级有限合伙人。
绿城服务	2025-01-06	公司 1 月 6 日斥资 612.74 万港元回购 163.8 万股。
	2025-01-09	公司出售 MAG 股权，参考企业价值 1.2 亿至 2.34 亿澳元；收购杭州健成资产管理有限公司 25% 股权，评估价值 9.54 亿元。收购后杭州健成将作为合营公司入账，不扩大集团业务范围。
万业企业	2025-01-07	三林万业拟减持，不超过 911 万股，对应总股本的 0.98%。
南山控股	2025-01-10	公司董事长、副董事长、总经理辞职。

资料来源：Wind，天风证券研究所

6. 风险提示

- 1)行业信用风险蔓延，影响整个地产行业的再融资、销售和竣工预期；
- 2)行业销售下行超预期，带动行业开发投资、新开工、拿地、施工等指标快速下行；
- 3)因城施策力度不及预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com