

证券研究报告

2025年01月13日

行业报告：行业投资策略

房地产

年度策略：转折点与下半程

作者：

分析师 王雯 SAC执业证书编号：S1110521120005

分析师 鲍荣富 SAC执业证书编号：S1110520120003



天风证券
TF SECURITIES

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

政策：诉求优先级变化引发基调转向

发展新模式依然是顶层制度的设计思路与目标，2024年中央地产增量表述，指出了围绕配套货币、财政及产业政策出台的施力方向，贯彻强调了行业中长期的新发展目标，也侧面体现出政策长短期诉求上的“轻重缓急”。

行业：迈入周期下半程

不走“涨价去库存”老路、采取市场化方式寻找新平衡的过程中，价格重估难以避免。本轮去库存周期，客观面临经济增长动能放缓、中长期需求支撑偏弱等宏观因素影响。传统政策调控效力显现不足，政府端目前辅以信贷及财政手段，主动式供给消耗实现协助去库。

企业：产能与风险出清，策略与模式转型

展望2025年，在销售仍有小幅下行空间的判断下，房企“以销定投”策略大概率延续，投资端或同样走弱。伴随房企去库存进程深化，不排除边际投资强度增强，国央企市占率仍将提升。同时关注市场主体由“信用修复→经营恢复→业绩改善”逻辑链后的潜在预期差。

估值：从贝塔走向阿尔法交易

破净修复是短期估值演绎主线。在价格逐步寻底、趋势分歧消除的过程中，高频政策博弈带来的边际收益或逐步递减，针对企业跨周期运营能力的差异化挖掘可能成为新的市场关注点，即从交易 β 逐步向交易 α 过渡。

风险提示：销售改善不及预期；政策落地不及预期；价格下滑幅度超出预期

投资主线：左侧交易“困境反转”及“政策博弈”

2024年行业基调转向，基本面拐点或将近。“价格底”确认前，我们建议遵循“困境反转”及“政策博弈”的左侧交易策略，困境反转基于风险缓释和价格筑底带来的企业经营和资产质量改善；“政策博弈”基于基本面量价弹性及持续性表现低于预期后，增量政策的超预期空间。

而在价格逐步寻底，趋势预期差消除的过程中，高频政策博弈带来的边际收益或逐步递减，针对企业跨周期运营能力的差异化挖掘可能成为新的关注点，即从交易 β 逐步向 α 过渡。我们建议关注：

- 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：龙湖集团、新城控股、金地集团等。
- ③区域型企业受益于布局城市基本面机遇及地方收储政策利好：越秀地产、华发股份、建发国际集团、城投控股、信达地产等。
- ③龙头房企受益于投资及改善产品优势的周期韧性及业绩弹性：中国海外发展、招商蛇口、保利发展、华润置地、绿城中国、滨江集团等。
- ④二手中介受益于存量交易景气度提升：贝壳、我爱我家。
- ⑤国央企物企受益于关联方增长弹性：保利物业、招商积余、中海物业、华润万象生活。

1

政策：诉求优先级变化引发基调转向

政治局会议：传递中短期施策线索及调控目标

回顾过往两年的地产政策脉络，中央政治局会议有关房地产行业的多次增量表述，指出了围绕配套货币、财政及产业政策出台的施力方向，贯彻强调了行业中长期的新发展目标，也侧面体现出政策长短期诉求上的“轻重缓急”。

- 1) 2023年7月，政治局会议明确提出“我国房地产市场供求关系发生重大变化”，随即23-24年，中央及有关部门在各类会议上均弱化了“房住不炒”的相关表述。
- 2) 2024年4月，首次提出“统筹研究消化存量房产、优化增量住房的政策措施”，开启新一轮“去库存”周期，5月央行3000亿保障房再贷款用于收储启动。
- 3) 2024年9月，首次提出“要促进房地产市场止跌回稳”，9-11月需求侧“限制性政策宽松、存量房贷利率下调、房地产税费减免”等举措相继落地。

图：2024年政治局会议房地产关键表述及落地举措

时间	政治局会议房地产关键表述及落地举措
2024年4月	要结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。
2024年5月	自然资源部发布《关于做好2024年住宅用地供应有关工作的通知》，消化周期在36个月以上的，应停止供地；36至18个月的，盘活多少供应多少，动态确定新出让的商品住宅用地面积上限。
2024年5月	央行拟设立保障性住房再贷款。再贷款规模3000亿元，利率1.75%，期限1年，可展期4次。向城市政府选定的地方国有企业发放贷款，收购已建成未出售商品房，用作保障性住房。
2024年7月	要落实好促进房地产市场平稳健康发展的新政策，坚持消化存量和优化增量相结合，积极支持收购存量商品房用作保障性住房，进一步做好保交房工作，加快构建房地产发展新模式。
2024年9月	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	财政部表示地方自主决策、自愿实施，遵循法治化原则，按照市场化运作方式，在确保项目融资收益平衡的基础上，地方安排专项债收购存量商品房。
2024年11月	自然资源部发布《关于运用地方政府专项债券资金收回收购存量闲置土地的通知》，积极运用地方政府专项债券资金加大收回收购存量闲置土地力度。

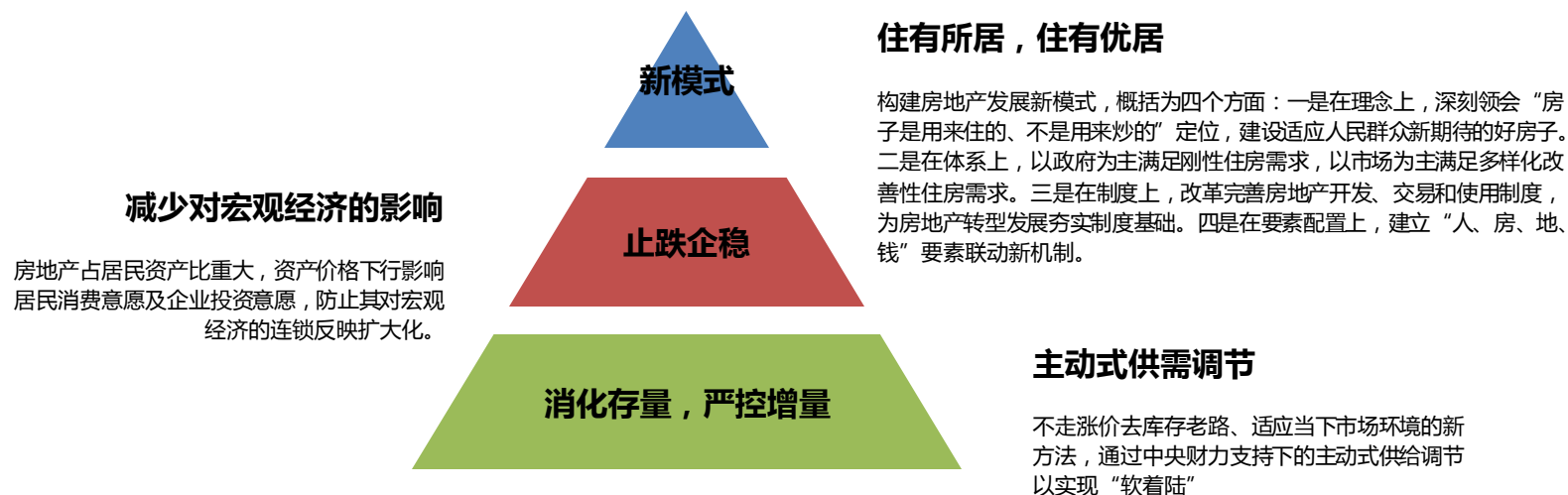
资料来源：财联社，天风证券研究所

政治局会议：传递中短期施策线索及调控目标

1) 针对“弱化房住不炒”，可以理解为是行业发生重大供需关系变化后的自然弱化。2) 针对“消化存量、严控增量”，我们认为是不走涨价去库存老路、适应当下市场环境的新方法，通过中央财力支持下的主动式供给调节以实现“软着陆”。3) 针对“止跌企稳”，“稳地产”是缓解国内通缩与资产负债表衰退风险的先决条件，“稳房价”是兼顾“周期调整”与“经济发展”等多角度考量下的短期手段，政策诉求则是“降低斜率、加快触底时间”。

需要注意的是，“房地产行业新模式的构建”是近政治局会议房地产有关表述中，唯一始终贯彻且置于收尾句的基调表态，反映构建房地产发展新模式依然是顶层制度的设计思路与目标。我们认为新模式蕴含的主要特征包括：摒弃“旧三高”商业模式、构建“市场+保障”的双轨住房体系、摆脱地方政府的土地财政依赖、激发居民改善性住房需求等，故“模式转换”及上述目标实现过程中，客观伴随的周期调整或也难以避免。而在明确顶层目标后，需要思考的是如何平滑周期、降低影响，也是短期政策的着力点。

图：政治局会议传递的长短期目标



资料来源：财联社，天风证券研究所

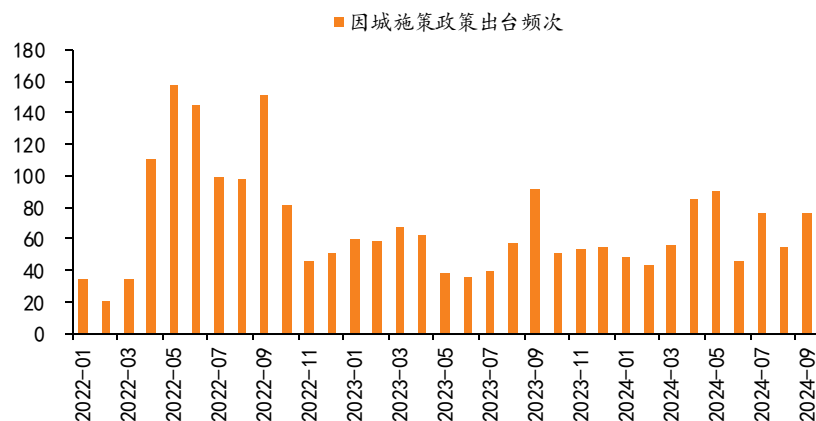
政策回顾：激发市场作用，开启主动去库

2024年，政策端延续“因城施策”思路，围绕限购、限贷、限售限价、公积金、税费、购房补贴、人才落户等角度，**放松限制旨在激发市场作用**。供给侧，收储、以旧换新、土地供应结构是主要施策角度，**优化增量旨在调节供需**。

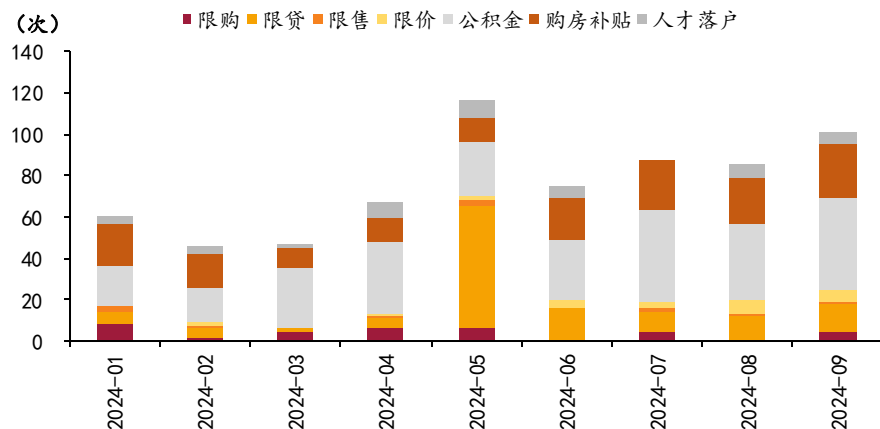
根据中指监测，2024年前三季度全国有约270省市（县）出台政策超560条，三季度约160省市（县）出约200条政策，对比2023年看，调控频次维持高位。其中4、5、9月为施策政策高频出台期，趋势与22、23年相类似，我们认为或与季度末政策助推基本面诉求较强有关。

展望2025年，供需两侧或将延循宽松基调。其中需求侧，我们判断降息带动的住房利率中枢下行对基本面刺激或更强，其他如一线限购放松、高能级落户放松、购房补贴等政策调整预计仍将高频发力；供给侧，收储、白名单等已出台举措的增量扩围或进一步推动行业由被动向主动去库周期转变。

图：2024年以来各地政策出台频次



图：2024年以来各地政策出台频次



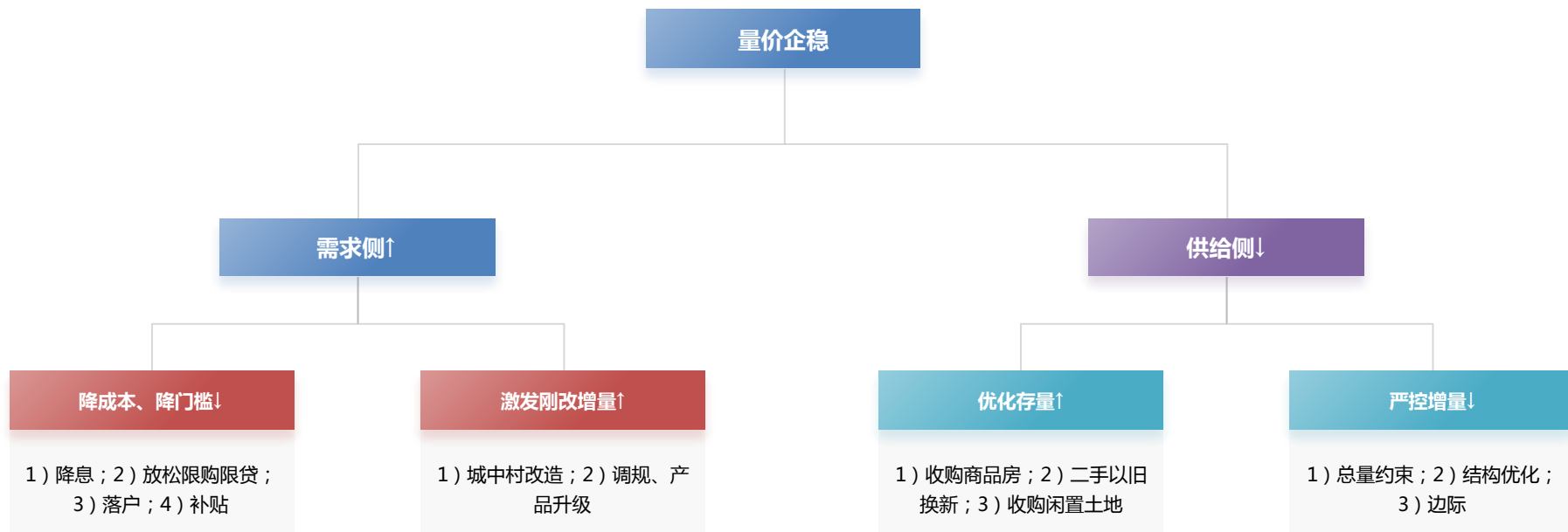
资料来源：中指研究院，天风证券研究所

政策展望：需求侧关注降息、城改，供给侧聚焦收储、白名单

需求侧政策：1) 降息：近期部分城市上调商贷加点，除指向解决与公积金利率倒挂外，或同时为未来LPR调降保留空间，关注明年上半年国内继续降息可能。2) 城中村改造：近期住建部宣布城中村改造范围从35个超大特大城扩大到近300个地级及以上城市。城改扩围结合货币化安置形式，利好低能级、弱需求城市更快解决高库存问题，近期如郑州惠济区房票投放及使用情况效果良好，在地方政府专项债及银行专项借款等工具对本轮城改的明确支持下，关注城改推进速率及潜在效果预期差。3) 落户：年内武汉、杭州、苏州、南京等超10城出台购房落户政策，广州作为一线城市11月率先放松落户标准具备信号意义，利于进一步激发基本面活力，关注其他高能级城市落户存在宽松可能。

供给侧政策：1) 收储：聚焦专项债置换用于收储额度，目前被收购主体以地方平台类居多，开发商系已有越秀地产、华侨城等主体项目土地被回收案例，回收地块多为商用等非居住用地，回收后以调规后用作居住用地再出让，回收价格包括原价及折价等情况。2) 白名单：白名单项目贷款审批通过金额超过3万亿元，预计到24年末将超过4万亿元。

图：2025年地产供需政策路径推演



资料来源：天风证券研究所

2

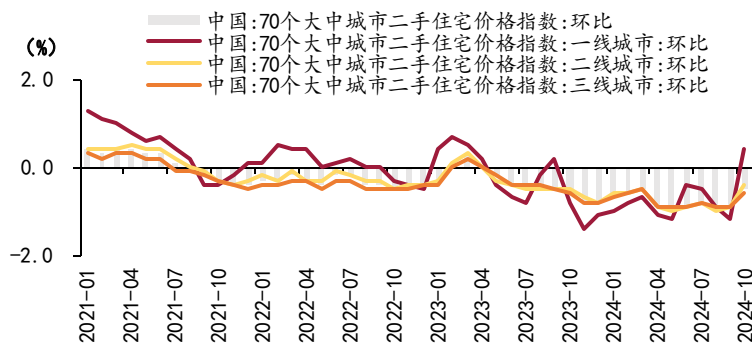
行业：迈入周期下半程

关注点1：价格何时触底？

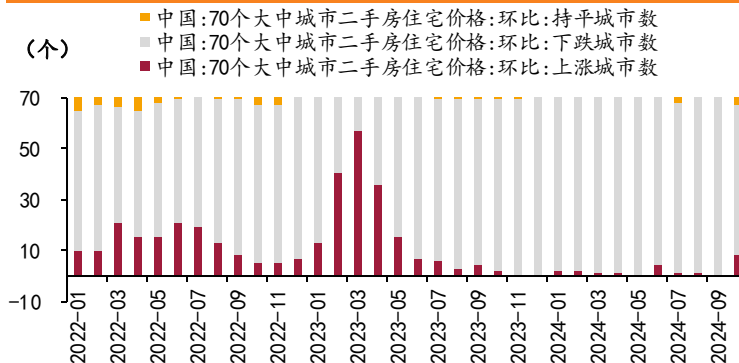
2024年房价指标延续较快下行速度。2024年10月，70个大中城市二手住宅价格指数同比-8.9%，一二三线城市分别同比-9.6%、-8.8%、-9.0%，一线城市跌幅领先，或与前期一线下跌启动时点更晚、跌幅较小有关。截至2024年10月，70城二手价格指数较2021年6月的历史高点回落16%，已接近2017年6月的水平，连续回落时间（除23年Q1）已达40个月。

房价持续阴跌成为影响行业发展、居民消费、经济增长的主要因素，中央首次提出“促进房地产止跌回稳”，并配合供需两侧多项支持举措。10月，政策刺激下二手价格环比转涨城市数显著增多，价格跌幅出现收窄迹象。

图：2024年一线城市出现价格快速下滑现象



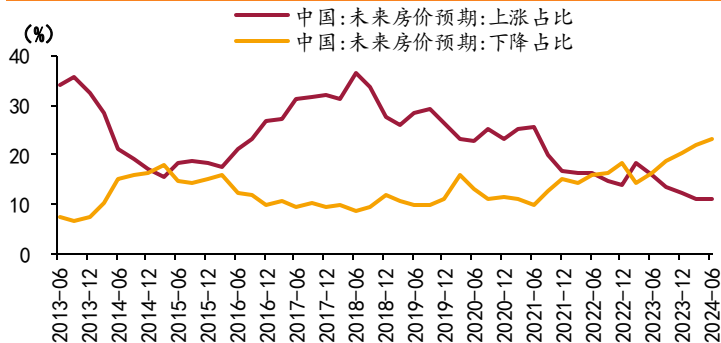
图：2024年绝大多数城市价格环比持续下跌



图：70城二手住宅价格指数已跌回2017年6月水平



图：居民房价预期趋向悲观



资料来源：Wind，天风证券研究所

关注点1：价格何时触底？

图：统计局70城二手住宅价格指数同环比变化热力图

城市	能级	同比(%)										环比(%)									
		2024-1	2024-2	2024-3	2024-4	2024-5	2024-6	2024-7	2024-8	2024-9	2024-10	2024-1	2024-2	2024-3	2024-4	2024-5	2024-6	2024-7	2024-8	2024-9	2024-10
北京	1	-3.7	-5.3	-6.4	-8.0	-8.6	-7.8	-7.2	-8.5	-10.3	-8.4	-0.7	-0.9	-0.4	-1.6	-1.2	0.2	0.0	-1.0	-1.3	1.0
天津	2	-2.0	-3.1	-3.9	-5.0	-6.2	-6.4	-6.8	-6.7	-7.2	-7.2	-0.5	-0.6	-0.7	-1.3	-1.1	-0.4	-0.8	-0.6	-0.5	-0.3
石家庄	2	-1.8	-2.5	-2.9	-3.3	-4.2	-5.0	-5.3	-6.2	-7.1	-7.5	-0.5	-0.6	-0.2	-0.6	-1.1	-1.1	-0.3	-1.4	-0.8	-0.6
太原	2	-2.9	-3.6	-3.9	-3.7	-4.5	-4.5	-4.8	-4.9	-4.4	-4.8	-0.3	-0.5	-0.1	-0.2	-0.6	-0.5	-0.3	-0.5	-0.2	-0.7
呼和浩特	2	-4.9	-5.4	-5.7	-6.7	-7.3	-8.3	-9.0	-9.4	-10.0	-10.5	-0.5	-0.6	-0.5	-1.1	-1.2	-1.3	-1.0	-0.9	-1.2	-1.2
沈阳	2	-5.3	-5.9	-6.8	-7.4	-7.4	-7.5	-7.6	-7.9	-8.3	-8.0	-0.7	-1.0	-0.6	-1.1	-0.6	-0.6	-0.7	-0.8	-1.1	0.0
大连	2	-5.2	-5.9	-6.9	-7.9	-8.3	-8.5	-8.9	-8.9	-9.5	-10.0	-0.7	-0.5	-0.8	-1.6	-0.9	-0.9	-1.1	-0.7	-1.2	-1.0
长春	2	-5.2	-5.6	-6.0	-6.4	-6.4	-6.5	-6.5	-7.0	-6.6	-6.7	-0.5	-0.9	-0.6	-0.6	-0.5	-0.5	-0.4	-0.8	-0.8	-0.5
哈尔滨	2	-4.5	-4.6	-6.0	-6.9	-7.2	-8.0	-8.2	-8.0	-8.0	-7.8	-0.4	-0.4	-0.7	-0.5	-0.7	-1.4	-0.8	-0.5	-0.7	-0.7
上海	1	-4.5	-6.0	-6.9	-7.5	-7.9	-6.3	-5.6	-5.8	-7.6	-6.7	-0.8	-0.6	-0.3	-0.8	-1.3	0.5	0.1	-0.6	-1.2	0.2
南京	2	-7.4	-8.7	-9.5	-10.7	-10.7	-9.7	-9.0	-9.0	-9.3	-8.8	-0.9	-0.8	-0.5	-1.4	-0.6	0.1	-0.1	-0.6	-1.2	-0.4
杭州	2	-3.1	-4.2	-5.1	-6.5	-6.9	-6.1	-5.9	-6.2	-7.2	-6.9	-1.2	-0.7	-0.5	-1.1	-1.0	0.3	-0.4	-0.7	-1.4	0.8
宁波	2	-5.5	-6.4	-7.3	-8.4	-9.5	-10.1	-10.2	-10.9	-10.8	-10.0	-0.6	-0.8	-0.6	-1.0	-1.6	-1.4	-0.6	-1.6	-0.7	-0.2
合肥	2	-4.9	-5.9	-6.4	-7.4	-7.9	-8.0	-8.3	-9.1	-9.8	-10.0	-1.1	-0.6	-0.3	-1.2	-0.9	-0.6	-0.9	-1.1	-1.2	-0.7
福州	2	-5.6	-6.8	-6.9	-7.7	-8.7	-9.3	-9.6	-10.9	-11.3	-10.6	-0.4	-0.9	0.1	-1.1	-1.4	-1.2	-1.0	-2.0	-1.2	0.0
厦门	2	-7.9	-8.8	-9.6	-10.7	-11.9	-12.1	-13.2	-14.6	-15.4	-14.5	-1.1	-1.1	-0.7	-1.7	-2.0	-1.0	-1.8	-2.2	-1.7	0.1
南昌	2	-4.9	-5.4	-5.4	-6.3	-7.9	-9.2	-10.5	-10.6	-11.8	-11.7	-0.5	-0.6	-0.1	-1.3	-1.9	-1.6	-1.7	-0.8	-1.6	-0.3
济南	2	-2.8	-3.7	-4.9	-5.6	-7.0	-7.9	-8.8	-10.0	-9.5	-10.0	-0.2	-0.7	-0.8	-0.6	-1.6	-1.2	-1.1	-1.9	-0.6	-0.8
青岛	2	-5.4	-6.2	-6.9	-7.7	-8.6	-8.8	-8.8	-8.9	-9.7	-9.6	-0.8	-0.6	-0.5	-1.2	-1.2	-0.6	-0.8	-1.0	-1.1	-0.5
郑州	2	-6.3	-7.3	-8.2	-8.5	-8.9	-8.6	-8.6	-8.4	-8.9	-8.9	-0.7	-0.7	-0.5	-0.6	-0.9	-0.5	-0.9	-0.7	-1.0	-0.8
武汉	2	-6.1	-7.6	-8.9	-10.6	-11.3	-12.5	-13.4	-13.3	-13.2	-12.9	-1.0	-1.5	-0.9	-1.5	-1.3	-1.9	-1.6	-0.7	-0.4	0.1
长沙	2	-2.2	-2.7	-4.2	-5.4	-6.7	-8.2	-8.4	-8.8	-9.3	-9.5	-0.7	-0.5	-1.1	-1.0	-1.2	-1.6	-0.5	-0.9	-0.9	-0.5
广州	1	-6.1	-7.5	-8.6	-10.2	-11.4	-12.4	-12.4	-12.5	-12.8	-12.5	-1.2	-1.0	-1.0	-1.4	-1.6	-1.5	-0.9	-0.7	-1.1	-0.4
深圳	1	-5.2	-6.1	-7.4	-8.5	-9.2	-9.5	-9.8	-10.8	-12.0	-10.9	-1.6	-0.5	-1.0	-0.7	-1.0	-1.0	-1.2	-1.3	-1.3	0.7
南宁	2	-5.7	-6.0	-6.8	-8.4	-8.9	-8.8	-9.2	-9.6	-10.3	-10.0	-0.6	-0.8	-0.5	-1.5	-0.8	-0.6	-0.9	-0.9	-1.2	-1.0
海口	2	-5.8	-6.4	-7.4	-7.6	-8.2	-8.7	-9.1	-10.1	-10.2	-9.9	-1.1	-0.6	-0.7	-0.7	-0.8	-0.9	-0.9	-1.6	-0.5	-0.4
成都	2	-1.0	-2.8	-4.3	-5.7	-7.0	-8.2	-8.6	-8.7	-9.2	-8.7	-0.9	-0.9	-0.7	-0.8	-1.1	-1.1	-0.7	-0.5	-0.7	0.4
贵阳	2	-3.9	-4.9	-5.7	-6.5	-6.7	-6.9	-6.8	-6.7	-6.7	-6.8	-0.5	-0.6	-0.4	-0.5	-0.6	-0.6	-0.7	-0.5	-0.4	-0.5
昆明	2	-3.0	-2.1	-3.3	-3.5	-5.1	-5.3	-5.7	-6.2	-6.7	-6.4	0.3	0.4	-0.5	0.2	-1.2	-0.9	0.0	-1.2	-0.9	-1.0
重庆	2	-5.9	-6.4	-7.0	-8.3	-8.5	-8.7	-8.5	-9.0	-9.1	-8.0	-1.0	-0.3	-0.3	-0.9	-0.7	-0.8	-0.6	-1.2	-1.1	0.5
西安	2	-2.0	-3.1	-4.2	-5.1	-5.6	-5.9	-5.9	-6.6	-6.9	-7.7	-0.5	-0.4	-0.3	-0.6	-1.0	-0.8	-0.6	-1.1	-0.8	-0.9
兰州	2	-5.4	-5.5	-6.6	-7.4	-7.5	-8.8	-9.2	-10.1	-9.7	-10.3	-0.7	-0.5	-0.8	-1.0	-0.7	-1.3	-0.9	-1.6	-0.4	-1.4
西宁	2	-2.9	-3.4	-4.0	-4.7	-5.5	-6.2	-7.3	-7.5	-7.5	-7.6	-0.7	-0.5	-0.3	-0.6	-0.7	-0.6	-1.4	-0.6	-0.5	-0.4
银川	2	-2.3	-3.4	-4.5	-5.4	-6.0	-6.6	-6.2	-6.2	-6.3	-5.8	-0.2	-0.8	-0.6	-0.8	-0.9	-0.9	-0.3	-0.4	-0.3	-0.2
一线平均		-4.9	-6.2	-7.3	-8.6	-9.3	-9.0	-8.8	-9.4	-10.7	-9.6	-1.1	-0.8	-0.7	-1.1	-1.3	-0.5	-0.5	-0.9	-1.2	0.4
二线平均		-4.4	-5.1	-6.0	-6.8	-7.6	-8.0	-8.3	-8.7	-9.0	-8.9	-0.6	-0.7	-0.5	-0.9	-1.0	-0.9	-0.8	-1.0	-0.9	-0.4
三线平均		-4.4	-5.0	-5.7	-6.6	-7.3	-7.7	-8.0	-8.4	-8.9	-8.9	-0.7	-0.6	-0.5	-0.9	-0.9	-0.9	-0.8	-0.9	-0.9	-0.6
70城平均		-4.4	-5.1	-5.9	-6.8	-7.5	-7.9	-8.2	-8.6	-9.0	-8.9	-0.7	-0.6	-0.5	-0.9	-1.0	-0.9	-0.8	-0.9	-0.9	-0.5

资料来源：Wind，天风证券研究所

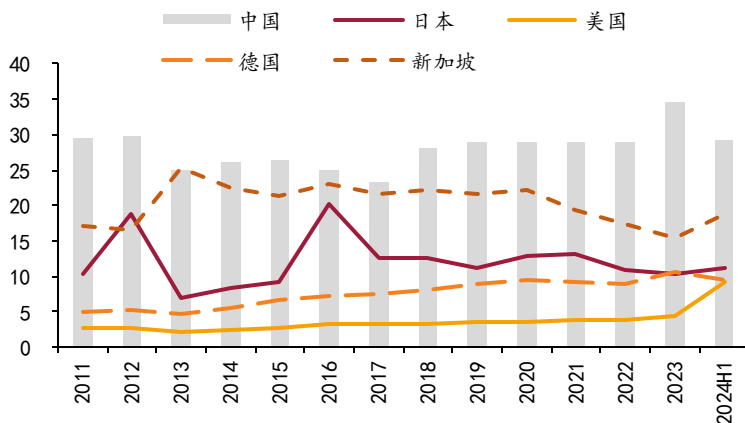
关注点1：价格何时触底？

我们认为，不走“涨价去库存”老路、采取市场化方式寻找新平衡的过程中，价格重估难以避免。而城市间人口、产业的现状及发展前景等差异也决定了房地产溢价水平。即人口流入多、产业支撑性强、经济增速快的城市具备溢价合理性，反之具备价格超跌空间，其余城市价格或向合理区间收敛。

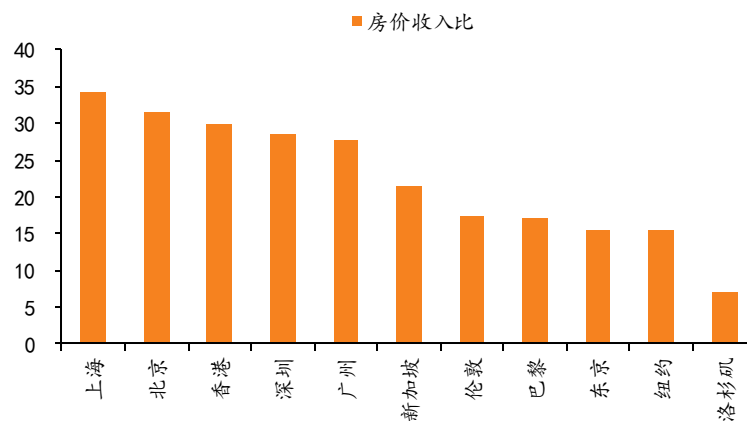
根据Nembo数据，截至2024年中，我国房价收入比为29.4，较2023年的34.6明显下滑，在其收录的107个国家和地区中排名由第5降至第8，对比海外国家及地区仍处相对较高水平。一线城市房价收入比处27-34倍区间，较海外城市如伦敦、巴黎、东京、纽约的15-17倍区间仍有距离。底线思维下，不排除高能级城市价格水平继续下浮的可能，但需要注意如是北上广深人口密度较海外城市更高，故稳态可能会高于海外。

根据中国房地产报数据，截至2023年末，35个大中城市房价收入比11.87，较2019年降幅达26%，30城仍高于按照国际通行的房价收入比标准6-7倍合理区间。房价收入比排名前十的分为深圳、上海、北京、厦门、广州、杭州、天津、福州、南京和海口，房价收入比处13-35倍区间，部分三四线城市房价收入比已经跌6-7倍区间。

图：我国和海外国家房价收入比对比



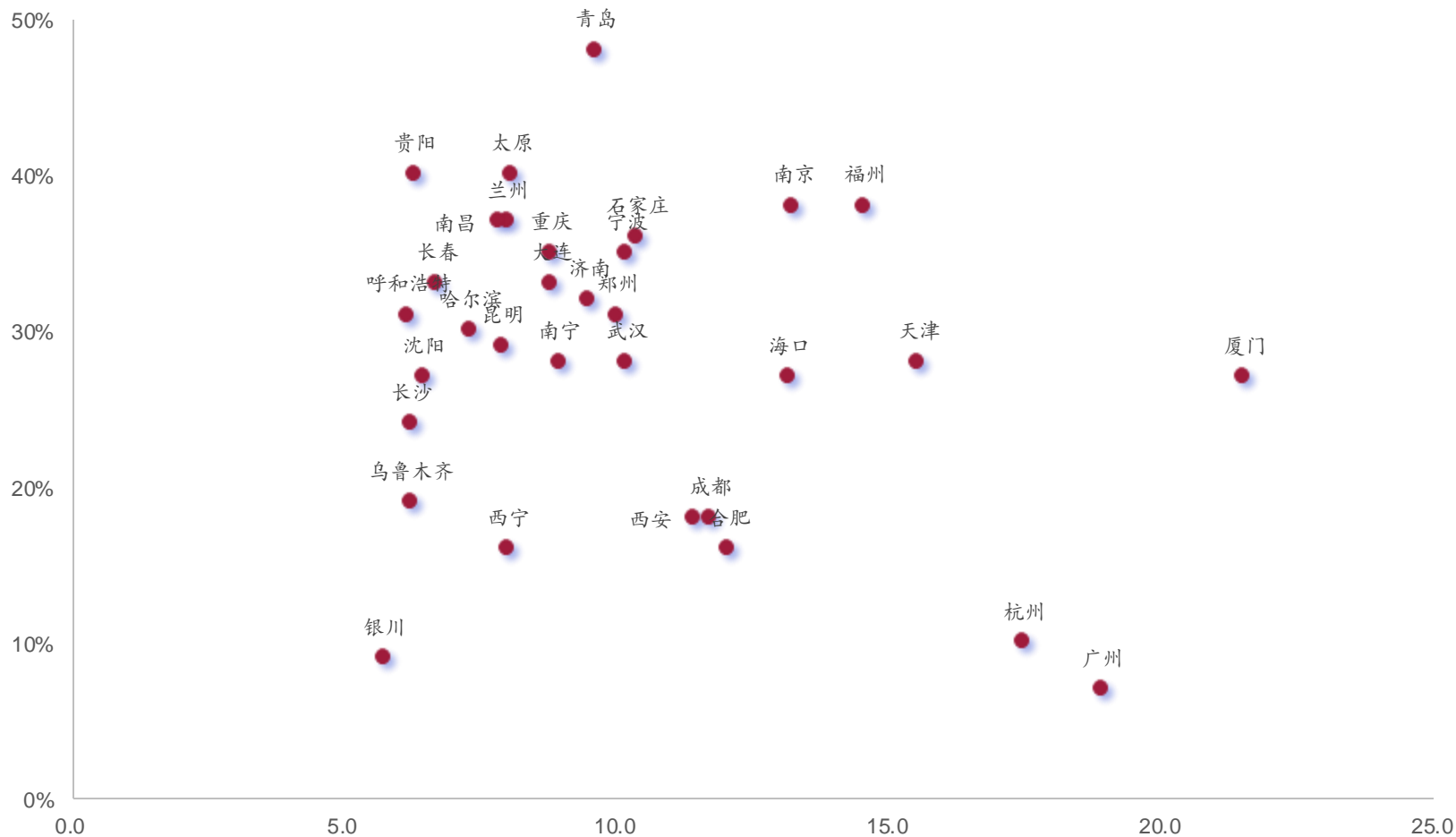
图：房价收入比仍处较高水平（截至2024年中）



资料来源：Nembo，天风证券研究所

关注点1：价格何时触底？

图：35个大中城市房价收入比及较2019年降幅



注：横轴为2024年中期房价收入比，纵轴为房价收入比较2019年同期降幅

资料来源：新浪财经，中国房地产报，国家统计局等，天风证券研究所

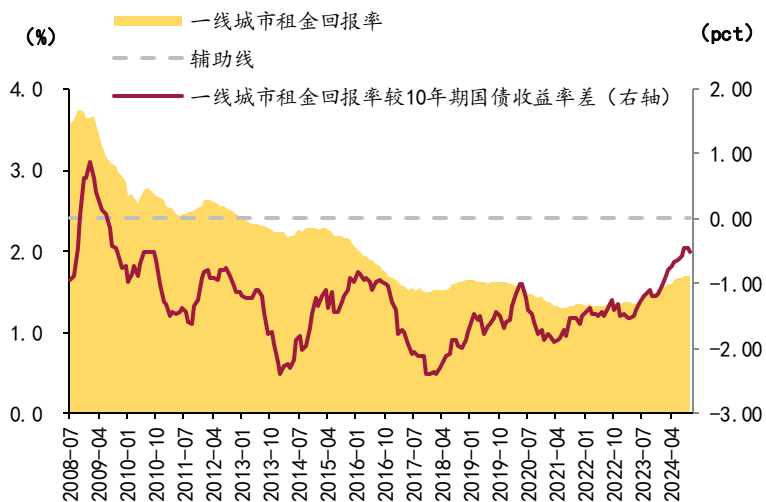
关注点1：价格何时触底？

租金回报率可视为另一个价格锚，租金可更为真实的反映市场内住房供需关系。高能级城市房产得益于人口及产业优势下更为紧张的供需关系，资产一定程度被认为投资、保值等属性更强，故回报率对于此类区域参考意义或更高。

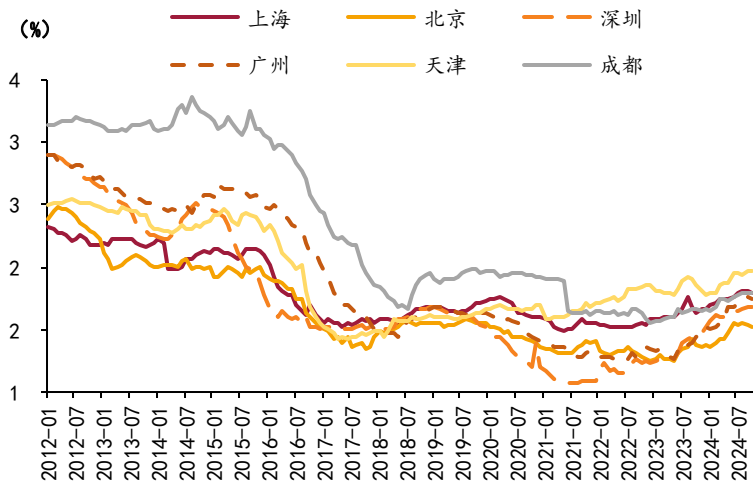
2024年10月，北京、上海、广州、深圳二手住宅租金回报率分别为1.52%、1.79%、1.75%、1.68%，一线城市平均租金回报率约1.67%，较2023年有所回升但仍处历史低位，对比10年期国债收益率差值约0.5pct。

一线城市受2024年房价快速下跌影响，租金回报率但较23年以来差值已大幅缩窄，得益于政策催化及预期改善，四季度二手成交持续放量，价格跌幅显著趋缓或反映价格跌期已过。我们认为，若后续供需刺激政策力度或推进节奏弱于预期，不排除一线城市租金回报率继续向可比收益率收敛，但伴随市场利率更快速下行趋势（12月10年期国债利率已突破2%），其价格支撑性或也同步增强，短期市场有望步入缓跌向企稳过渡期。

图：一线城市租金回报率较10年期国债收益率差值快速收敛



图：2012-2024年6城租金回报率



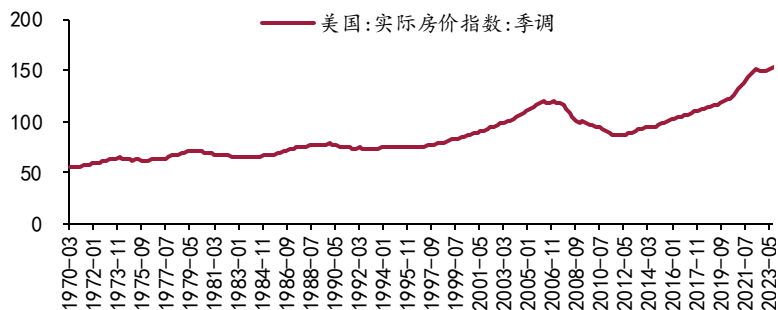
资料来源：Wind，天风证券研究所

关注点1：价格何时触底？

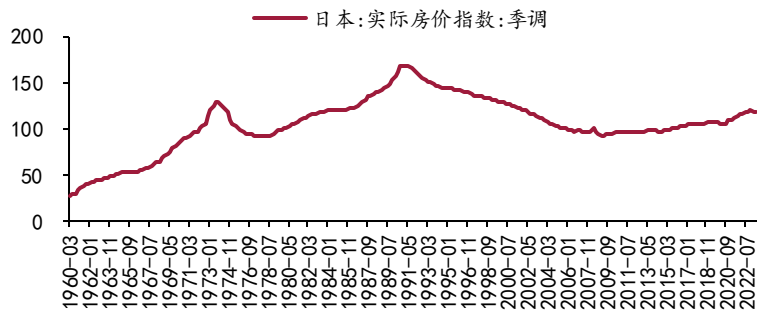
我国本轮周期房价已深度调整超40个月，未来宏观经济走势及“止跌企稳”政策举措是影响下行斜率及周期时长的核心要素。

对比海外国家房价泡沫后价格触底时长：1) 美国：2006年3月见顶，2012年3月触底，历时72个月；2) 日本：1991年3月见顶，2009年6月触底，历史219个月；3) 英国：2007年12月见顶，2013年3月见底，历时63个月；4) 德国：1995年3月见顶，2008年9月见底，历时163个月。

图：美国实际房价指数



图：日本实际房价指数



图：英国实际房价指数



图：德国实际房价指数



资料来源：Wind，天风证券研究所

关注点2：收储影响几何？

本轮去库存周期，客观面临经济增长动能放缓、居民杠杆率空间见顶、人口等中长期需求支撑偏弱等宏观因素影响，故传统政策调控效力显现不足，政府端目前辅以信贷及财政手段，主动式供给消耗实现协助去库。

2024年4月30日，中央政治局会议首次提出“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”，启动新一轮“去库存”周期。与之配套的多项增量政策是：1) 5月，央行设立3000亿央行保障房再贷款，用于收购已建成未出售商品房用作保障房；2) 10月，财政部允许专项债回收闲置存量土地及收购存量商品房用于保障房。

表：重启土储专项债为收购存量房及闲置土地提供资金支撑

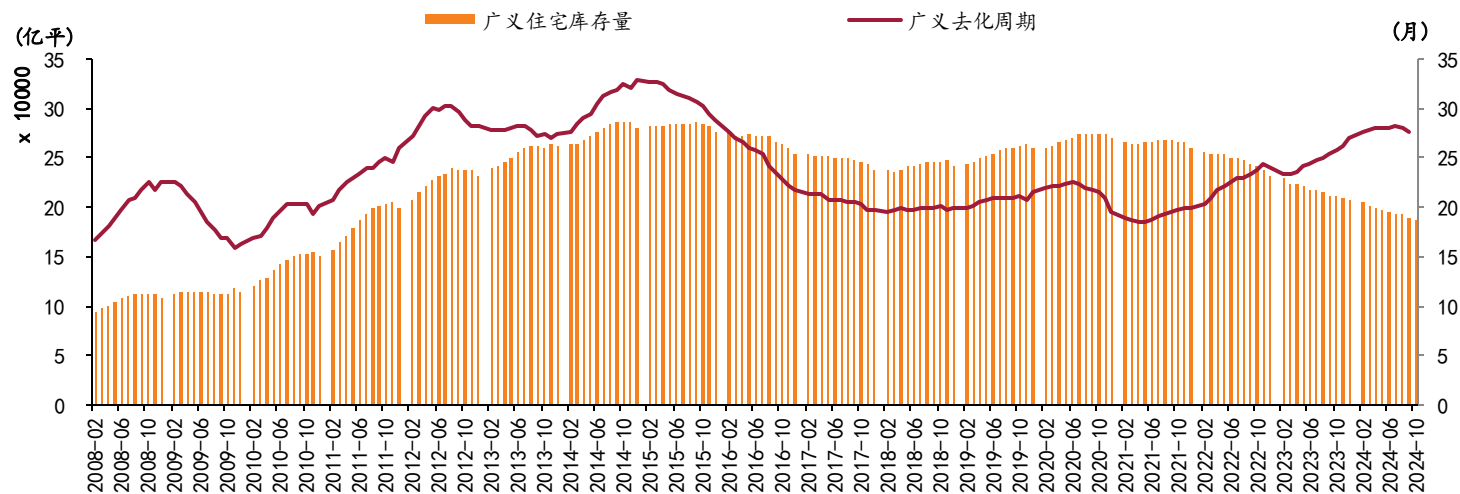
年份	政策文件/会议	主要内容
2007	财政部、国土资源部《土地储备资金财务管理办法》	土地储备资金来源之一为土地储备机构按照国家有关规定举借的银行贷款及其他金融机构贷款。
2016	财政部、国土资源部、央行等《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》	自2016年1月1日起，各地不得再向银行业金融机构举借土地储备贷款。
2017	财政部、国土资源部等《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》	地方政府为土地储备举借债务采取发行土地储备专项债券方式。土地储备专项债首次发行。
2019	国务院常务会议	专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目。
2020	财政部《关于加快地方政府专项债券发行使用有关工作的通知》	坚持不安排土地储备项目、不安排产业项目、不安排房地产相关项目。
2021	财政部、国家发改委《关于梳理2021年新增专项债券项目资金需求的通知》	不安排用于租赁住房建设以外的土地储备项目，不安排一般房地产项目，不安排产业项目。
2024	财政部新闻发布会	允许专项债券用于土地储备。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	自然资源部《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》	积极运用地方政府专项债券资金加大回收收购存量闲置土地力度。

资料来源：财联社，中指研究院公众号等，天风证券研究所

关注点2：收储影响几何？

- 从广义库存看，截至2024年10月，我国广义住宅库存量为（累计住宅开工-累计住宅销售）18.6亿平，较2021年6月的26.6亿平已下滑约30%，广义去化周期为27.7个月，较2021年6月的18.5个月上升9.2个月。对比此前两轮周期：1）第一轮周期，2008年11月广义库存量达11.2亿平，广义去化周期22.5个月，伴随调控政策放松，销售回暖，去化周期快速回落，至2009年12月去化周期即回落至15个月左右。2）第二轮周期，2014年11月广义库存量达28.7亿平，伴随调控政策放松，结合2015年开始的棚改去库存，至2017年末去化周期回落至20个月左右。
- 从狭义库存看，过去四年，狭义库存下滑幅度远小于广义库存。截至2024年10月，80个重点城市的狭义库存量为4.85亿平，较2021年6月下滑6%；其中，一线、二线、三线及以下城市狭义库存分别约0.44、2.39、2.02亿平，较21年6月分别+33%、-18%、+6%，即一、三线仍在累库存，或与一线保持相对供给、三线流速慢等有关。

图：广义住宅库存量及去化周期



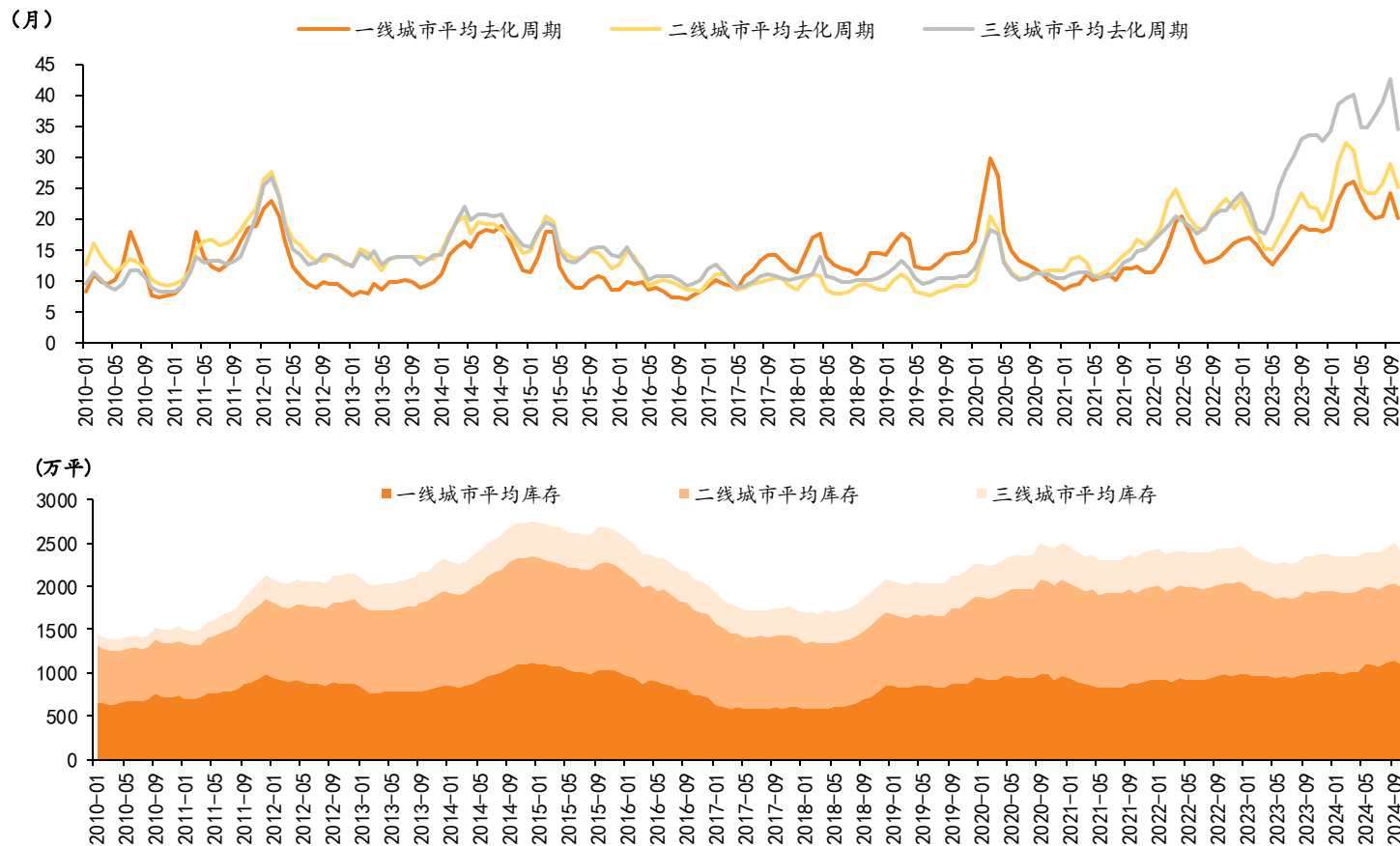
注：广义去化周期=广义住宅库存量/移动12个月平均月度销售

资料来源：Wind，天风证券研究所

关注点2：收储影响几何？

- 截至2024年10月末，一线、二线、三线及以下城市狭义库存去化周期分别为20.0、25.1、34.4个月，较2024年9月政策启动前下降4.1、3.8、8.3个月，10月以来政策阶段性效力良好，此前23年3月、9月，24年5月去化周期同样因政策放松，销售脉冲放量出现过短暂下行。

图：一线城市平均狭义库存及去化周期



资料来源：克而瑞，天风证券研究所

关注点2：收储影响几何？

我们认为，保障房再贷款及土储专项债，分别指向“去库存”、“增加保障性住房供给”、“地方政府债务化解”等多方面政策诉求，通过引入增量资金的方式，置换涉房主体沉淀资金，在缓解地方政府的流动性同时，利好房地产企业资产质量的提升及估值修复。

广义库存算法：1) **存量房：**广义库存（包含已开工现房及期房，不含未开工闲置土地）去化周期降在20个月以内对应收购存量房规模约5.2亿平左右，5折折价比例假设下所需资金体量约在2.7万亿元左右。2) **存量土地：**21年至24年中，城投一二线拿地占比46%，项目开工率22%城投未开工面积近3.3亿平，期间一二线城市土地成交均价约1.7万元/平，粗算城投一二线未开工土地对应金额体量大约为5.5万亿元。

狭义库存算法：参考自然资源部将住宅去化周期18、36个月作为衡量城市需盘活用地面积（竣工/收回）及新增土地供应面积的参考标准，我们分别计算2024年10月重点80城住宅去化周期较18个月的差值及对应的所需去库存面积，结合各城房价数据及折价比例假设，计算各城收储金额，得到80城现房库存收储所需资金体量在5折、7折折价比例假设上或分别需1.2、1.9万亿元。

图：收储资金体量测算

存量房收储规模	
去化周期缩减月数（个）	7.7
去库存面积（万方）	51720.3
商品住宅销售均价（万元/平）	1.0
去库存金额（亿元）	53943.8
折价比例（情形一）	50%
收储金额（亿元）	26971.9
折价比例（情形二）	70%
收储金额（亿元）	37760.7
保障房再贷款拉动	
保障房再贷款拉动金额比例	11%
保障房再贷款去库存面积（万方）	5752.7
保障房再贷款使用后后剩余广义库存（万方）	186494.3
保障房再贷款使用后去化周期（个）	27.4
保障房再贷款使用后去化周期缩短月数（个）	0.8
闲置土地收储规模	
城投未开工面积（万方）	33000.0
城投未开工规模占比	78%
城投拿地总建面（万方）	42307.7
城投拿地占比	46%
土地成交均价（万元/平）	1.7
收储城投未开工土地金额（亿元）	54879.0

资料来源：克而瑞，财联社，乐居网，中指研究院，天风证券研究所

关注点2：收储影响几何？

图：80城收储所需金额测算（部分列示）

能级	城市	狭义库存量 (万平)	过去12个月 平均销售 (万平)	房价水平 (元/平)	去化周期 (月)	超出18个月 月数 (月)	去库存面积 -18个月 (万平)	收储金额 -7折 (亿元)	收储金额 -5折 (亿元)
一线	上海	796	57	67045	14	0	0	0	0
	北京	1265	44	55656	29	11	471	1835	1311
	广州	1807	66	34237	27	9	618	1482	1059
	深圳	538	34	56792	16	0	0	0	0
二线	杭州	611	69	32941	9	0	0	0	0
	重庆	786	40	14329	20	2	71	71	51
	天津	1300	67	17867	19	1	93	116	83
	武汉	1636	58	16070	28	10	589	663	473
	成都	2311	111	19171	21	3	319	428	305
	南宁	646	26	10874	25	7	178	136	97
	南京	827	31	33780	26	8	261	617	441
	青岛	1259	68	15236	19	1	38	41	29
	长沙	1008	32	13308	31	13	427	398	284
	兰州	618	27	10405	23	5	139	101	72
	呼和浩特	1125	22	10782	51	33	727	548	392
	宁波	346	21	32041	16	0	0	0	0
	大连	1078	21	14041	52	34	706	694	496
	郑州	992	39	13609	26	8	299	285	204
	沈阳	1585	36	11968	45	27	946	792	566
	厦门	317	14	33858	23	5	66	157	112
	济南	623	41	16700	15	0	0	0	0
	昆明	724	32	11651	23	5	153	125	89
	南昌	231	19	14305	12	0	0	0	0
	贵阳	105	26	8122	4	0	0	0	0
	太原	1579	9	7989	168	150	1409	788	563
	西安	1028	70	19878	15	0	0	0	0
	哈尔滨	871	9	11898	98	80	711	592	423
	合肥	336	25	21838	13	0	0	0	0
	福州	364	13	22923	28	10	130	209	149
	长春	1010	32	9027	32	14	438	276	197
石家庄	597	15	8966	41	23	335	210	150	
合计		48499	-		-	-	19508	19105	12201

资料来源：克而瑞，天风证券研究所

关注点2：收储影响几何？

从目前已落地的案例看：

- 1) 开发商系土地收储以调规、换地模式为主，直接退款较少，或与不愿因回购土地新增过多债务等因素有关。
- 2) 价格谈判、制度调整等影响收储进程。①价格是主要堵点，原地块的回收价格，企业和政府难以达成一致，按当前市场价收回，折价力度影响企业参与意愿；②土地类型的调规限制多，且涉及需要补交地价；③多数地方政府不愿意接受跨区换地，因为涉及到不同财政主体，各区之间的利益难以协调。

我们认为，收储优先利好城投企业的债务化解，此外地方国企、央企所持有的低效土地有望在调规/置换过程中实现资产质量改善；民企迫于现金流压力对折价接受度或更高，但考虑资金约束下民企再开发能力弱，政府与其合作意愿或较低。我们预计，2025年企业与地方政府收储谈判模式有望更趋成熟，专项债支持下有望由个别试点向区域及城市更大范围推进，在地方债务压力大、库存压力大、保障房需求大等城市的推进速度或更快。

图：开发商系收储落地案例

公司名称	土地收储事件概述	涉及金额（亿元）	收储日期	土地用途	补偿方式
越秀地产	广州大千围地块回收	15.29	2024/11/13	-	现金
	广龙地块回收	70	2024/8/30	-	应付票据
	番禺区暨南大学北侧地块回收	50.03	2024/9/2	-	应付票据
华侨城	武汉TOD项目土地被收储	-	2024/11/21	商业	商改住，公开市场招拍挂
津投城开	收到东丽区土整中心支付的补偿金额	1.18	2024/10/31	-	现金

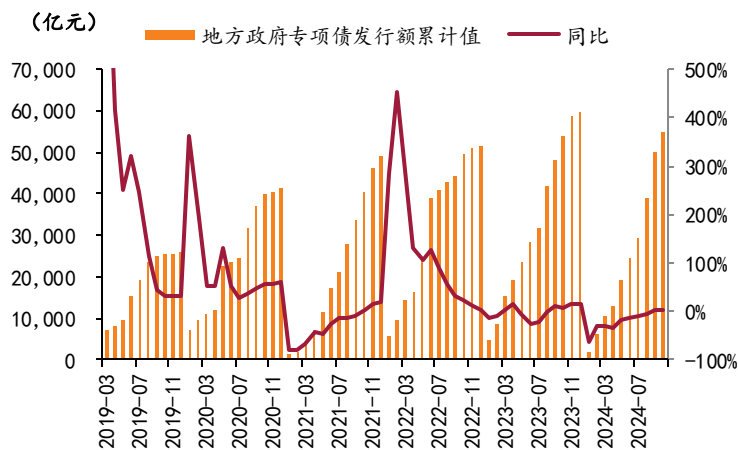
资料来源：财联社，公司公告，天风证券研究所

关注点2：收储影响几何？

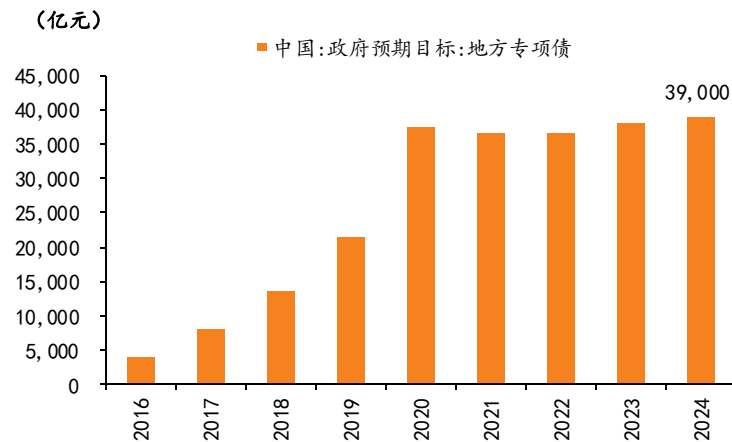
图：《关于实施妥善处置闲置存量土地若干政策措施的通知》

政策目标	运用专项债券资金收回收存量闲置土地，减少市场存量土地规模、改善土地供求关系、增强地方政府和企业资金流动性、促进房地产市场止跌回稳。
机构要求	由纳入名录管理的土地储备机构实施，专项债券对应的土地储备项目中的储备地块必须有储备地块标识码。
收购范围	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，以及其他符合条件的土地。
资金来源	处置存量闲置土地清单是安排专项债券的基础，应根据收回收购土地的情况动态更新。
收购价格	土地储备机构委托经备案的土地估价机构，对拟收回收购地块开展土地市场价格评估。相较企业土地成本，就低确定收地基础价格，
土地供应限制	收回收购的土地原则上当年不再供应用于房地产开发，确有需求的，供应面积不得超过当年收回收购房地产用地总面积的50%。
部门协调	各级自然资源主管部门要加强与发展改革、财政、司法、税务等相关部门沟通协调，形成工作合力。

图：地方专项债发行额累计值及同比



图：地方专项债政府预期目标



资料来源：Wind，财联社，自然资源部，天风证券研究所

关注点3：城改如何助力？

10月12日，住建部部长倪虹表示“将通过货币化安置房方式新增实施100万套城中村改造、危旧房改造。11月15日，住建部、财政部联合印发通知，明确城中村改造政策支持范围由最初的35个超大特大城市进一步扩大到近300个地级及以上城市。地级城市资金能平衡、征收补偿方案成熟的项目，均可纳入政策支持范围，例如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。

本次是继23年7月国常会审议《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》后首次披露城中村改造计划实施规模，因完全采用货币化安置方式，利好库存消化，同时或产生扩张效应助推需求侧预期改善。我们按照单套拆迁对应120平方米上限，粗测100万套城中村改造创造需求增量1.2亿平，因采用货币化安置故其所创造需求或直接流入商品房市场。100套需求对应占2023年商品房销售面积约13%，占狭义库存面积比例约25%。

城中村改造规模体量测算

城中村套数（万套）	100
套均面积（平方米/套）	120
拆迁创造需求面积（万平）	12000
2023年全国商品住宅销售面积（万平）	94796
需求拉动比例	13%
2024年10月重点城市狭义库存面积（万平）	48499
狭义库存去化比例	25%

资料来源：财联社，天风证券研究所

关注点3：城改如何助力？

图：35个大中城市城中村面积

单位	城区人口 万人	自建住房占比 %	自建住房人口 万人	人均居住面积 平/人	自建住房面积 万平	低租金户数占比 %	低租金人口 万人	低租金居住面积 万平	城中村面积 万平	
超大城市 (城区人口超过1000万)	上海	1987	2.0%	40	31	1219	9%	175	2344	3563
	北京	1775	2.7%	49	33	1627	10%	178	2379	4006
	深圳	1744	2.0%	34	21	737	37%	642	8602	9340
	重庆	1634	4.0%	65	35	2249	13%	205	2742	4991
	广州市	1488	6.4%	96	27	2627	40%	596	7981	10608
	成都市	1334	4.4%	58	36	2090	13%	170	2282	4372
	天津市	1093	2.3%	25	35	888	8%	87	1168	2056
超大城市 (城区人口为500万-1000万)	武汉市	995	13.9%	138	41	5743	9%	90	1201	6944
	东莞市	956	7.9%	76	27	2080	68%	648	8683	10763
	西安市	928	6.8%	63	40	2533	15%	143	1912	4445
	杭州市	874	6.9%	61	35	2146	19%	164	2192	4339
	佛山市	854	16.6%	141	36	5093	43%	364	4873	9966
	南京市	791	4.6%	37	36	1308	5%	43	579	1887
	沈阳市	707	1.9%	13	37	484	7%	46	619	1103
	青岛市	601	10.6%	64	34	2190	5%	29	392	2582
	济南市	588	9.4%	55	38	2091	6%	37	492	2583
	长沙市	555	10.4%	58	40	2335	7%	40	540	2875
	哈尔滨市	550	2.3%	13	37	462	5%	29	387	849
	郑州市	534	3.9%	21	38	786	6%	34	452	1239
	昆明市	534	16.2%	87	44	3779	26%	141	1891	5670
	大连市	521	5.7%	30	33	994	9%	48	646	1640
21个超大特大城市合计	21043	6.5%	1223	35	43462	18%	3907	52357	95818	
I型城市	南京市	457	8.4%	38	33	1259	31%	140	1882	3141
	石家庄市	442	25.9%	115	41	4695	7%	29	391	5086
	厦门市	436	5.6%	24	26	623	49%	215	2878	3501
	太原市	405	2.4%	10	36	357	11%	46	621	978
	苏州市	399	6.1%	24	37	906	13%	53	709	1615
	贵阳市	383	6.8%	26	35	908	20%	75	1008	1916
	合肥市	378	2.3%	9	35	302	8%	30	399	701
	乌鲁木齐	373	4.5%	17	36	605	11%	41	550	1155
	宁波市	361	13.4%	48	36	1762	31%	113	1516	3277
	无锡市	357	5.8%	21	40	827	10%	36	478	1306
	福州市	354	8.6%	30	36	1103	17%	59	795	1898
	长春市	343	2.0%	7	34	238	9%	30	395	633
	南昌市	335	3.9%	13	33	425	11%	38	508	933
	常州市	309	7.5%	23	40	931	14%	44	594	1525
I型城市合计	5331	8.6%	405	36	14942	101%	5370	12724	27666	
35个城市合计	26374	6.9%	1628	35	58404	40%	10504	65081	123485	

注:采用2020年数据测算:武汉、昆明、乌鲁木齐城市数据未被露,故自建户数占比、人均居住面积。低租金户数占比均采用所在省份数据替代。(昆明人均居住面积除外)。参见天风证券建筑建材团队2023年9月23日外发报告《城中村:地产后周期活力激发,改造新需求生机释放》。

资料来源:国家统计局、中国人口统计年鉴 2020、各省人口统计年鉴 2020、昆明规划建设公众号、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明



关注点4：地产指标怎么看？

基于2024年前10月统计局销售面积、开发投资、新开工面积、竣工面积累计同比增速分别为-15.8%、-10.3%、-22.6%、-23.9%。我们预测2024年全国商品房销售面积下滑15%，开发投资下滑10.5%、新开工面积下滑24%，竣工面积下滑23%。

中性假设情形下，我们预计2025年房地产销售面积为8.5亿平、同比-10%，新开工6.2亿平、同比-15%，通过在建面积=上年施工面积-竣工面积+新开工面积，和历史施工强度数据推算施工投资金额，结合土地购置费预测，我们预计2025年开发投资为9.3万亿元，同比-6.1%。

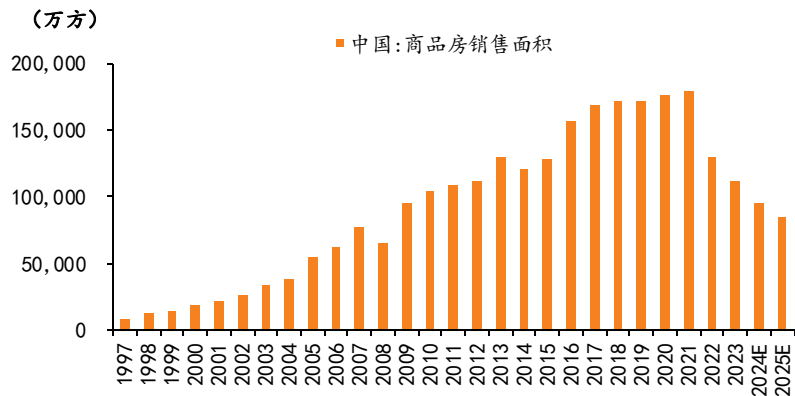
图：2025年房地产主要指标预测

指标	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E-乐观	2025E-中性	2025E-悲观
销售面积 (万方)	179433	135837	111735	94975	90226	85477	80729
YOY	2%	-24%	-9%	-15%	-5%	-10%	-15%
新开工面积 (万方)	198895	120587	95376	72485	65237	61613	57988
YOY	-11%	-39%	-20%	-24%	-10%	-15%	-20%
土地购置费 (亿元)	43505	41030	38617	35528	33751	33041	32330
YOY	-2%	-6%	-6%	-8.0%	-5.0%	-7.0%	-9.0%
竣工面积 (万方)	101412	86222	99831	76870	69183	65339	61496
YOY	11%	-15%	17%	-23%	-10%	-15%	-20%
施工面积 (万方)	975387	904999	838364	732731	728784	729004	729223
YOY	5.2%	-7.2%	-7.4%	-12.6%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
施工强度 (万元/方)	0.098	0.094	0.079	0.079	0.078	0.076	0.074
建筑工程投资 (亿元)	88910	79311	61621	54226	-	-	-
YOY	9%	-11%	-22%	-12%	-	-	-
安装工程投资 (亿元)	5336	4610	3865	3247	-	-	-
YOY	-9%	-14%	-16%	-16%	-	-	-
设备工程器具购置 (亿元)	1331	1182	987	720	-	-	-
YOY	-8%	-11%	-17%	-27%	-	-	-
其他费用 (亿元)	52025	47792	44440	40440	-	-	-
YOY	0%	-8%	-7%	-9%	-	-	-
施工投资 (亿元)	95577	85103	66473	58194	56845	55404	53962
YOY	7.2%	-11.0%	-21.9%	-2.2%	-33.2%	-34.9%	-36.6%
房地产开发投资主要项 (亿元)	139082	126133	105090	93721	90596	88445	86293
YOY	4.1%	-9.3%	-16.7%	-4.0%	-13.8%	-15.8%	-17.9%
房地产开发投资主要项占比	94%	95%	95%	94%	95%	95%	95%
房地产开发投资 (亿元)	147602	132895	110913	99267	95616	93187	90919
YOY	4.4%	-10.0%	-9.6%	-10.5%	-3.7%	-6.1%	-8.4%
房地产业开发投资金额变动 (亿元)	6159	-14707	-21983	-3644	-15297	-17726	-19994

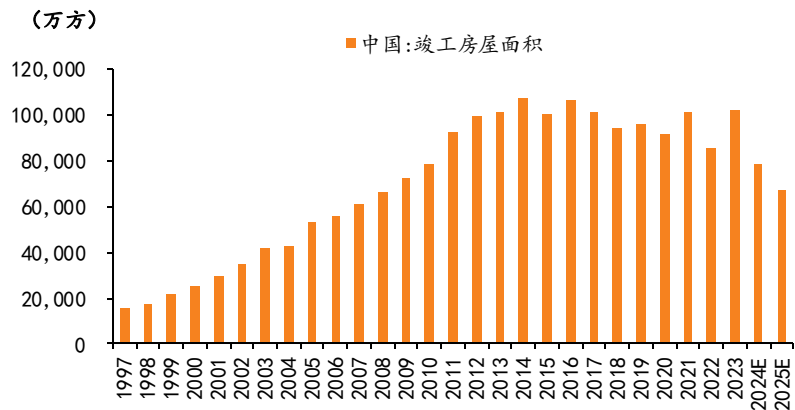
资料来源：Wind，天风证券研究所

关注点4：地产指标怎么看？

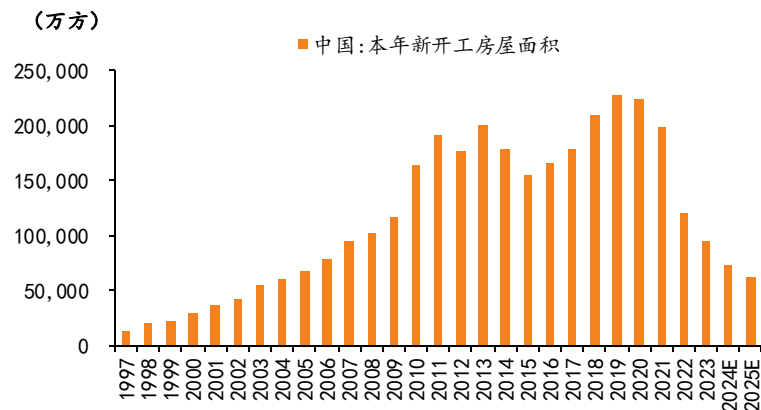
图：2024-25年商品房销售面积预测



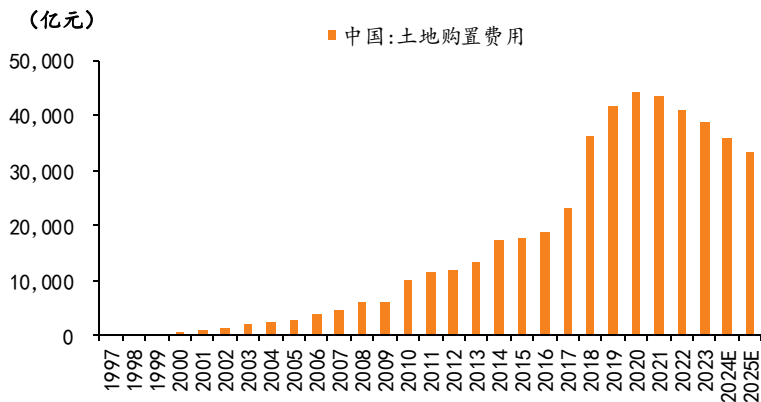
图：2024-25年竣工面积预测



图：2024-25年新开工面积预测



图：2024-25年土地购置费预测



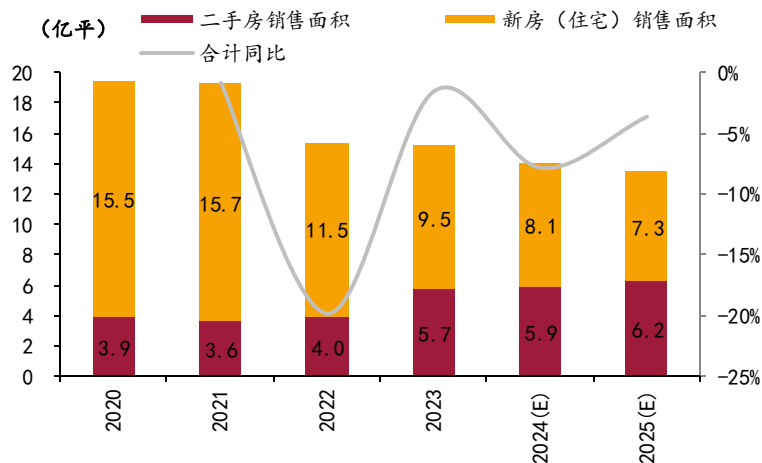
资料来源：Wind，天风证券研究所

关注点4：地产指标怎么看？

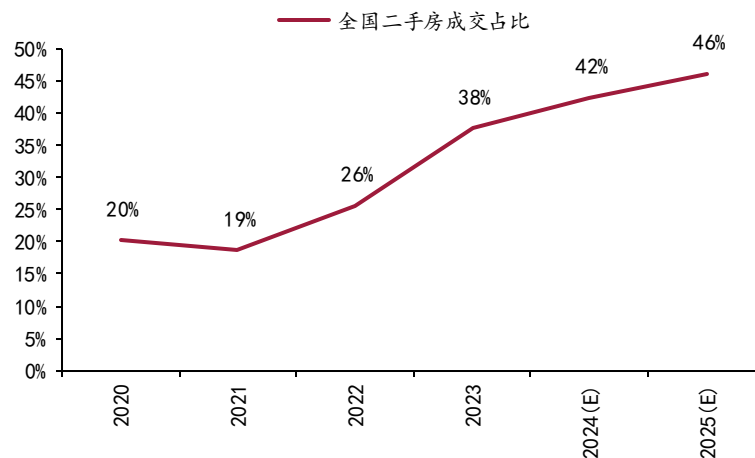
结合2024年前10月数据，我们预计2024全年新建商品住宅销售面积8.1亿平方米，同比-15%，二手房成交面积6.0亿平，同比+5%，2024年新
房住宅、二手房合计销售面积14.0亿平，合计同比-7.5%。

展望2025年，我们预计新建商品住宅销售面积下滑10%，二手房成交面积继续提升5%，两者销售面积合计13.5亿平，同比-3.6%。横向比较
2020-2023年，二手房成交面积占比已由20%提升至38%，我们预计25年或进一步提升至46%。主要原因包括：1) 周期见底仍需时间；2) 2024
年土地投资迅速减少，可供货源显著降低；3) 二手跌价影响持续，新房价格短期难以快速匹配，二手房对新房需求继续分流。

图：全国新房和二手房销售面积合计值及同比



图：全国二手房销售面积成交占新房二手房合计值比重



资料来源：Wind，贝壳研究院公众号，21世纪经济报道公众号，天风证券研究所

3

企业：产能与风险出清，策略与模式转型

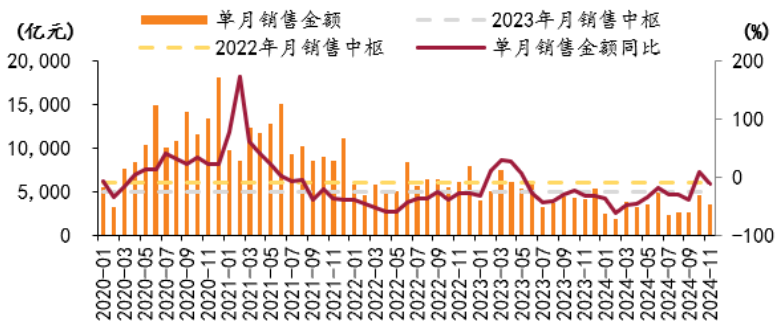
销售：同比降幅或继续收窄，一三季度为低基数窗口

2024年1-11月，百强房企累计销售操盘金额34326.3亿元，同比下降30.7%；11月单月操盘金额3633.5亿元，同比降低6.9%。2024年1-11月累计全口径销售金额35258亿元，同比下降30.6%；11月单月全口径销售金额3719亿元，同比降低9.0%。

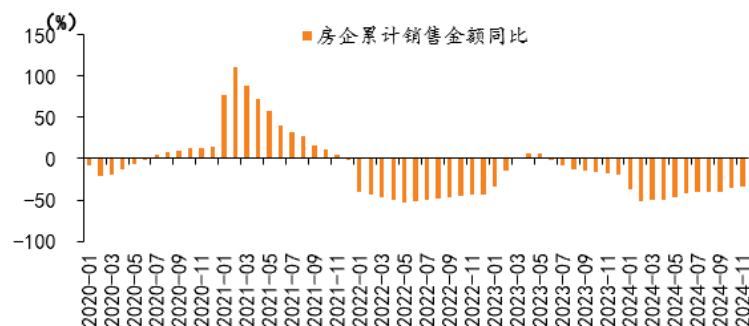
从增速表现看，百强销售同比于2月见底，3-6月逐步修复，7-9月再度下滑，10月政策刺激下首次转正。整体来看，5月、9月两轮政策刺激带动增速快速修复，本轮持续性已在11月阶段性维持，后续表现仍有待观察。

展望2025年，因一、三季度同比基数相对较低，届时同比增速企稳回升可能性更大。叠加增量政策预期（时间窗口仍聚焦3、6、9月），我们认为，百强销售规模较2024年不排除总量继续下滑、但下滑幅度或会明显收窄。

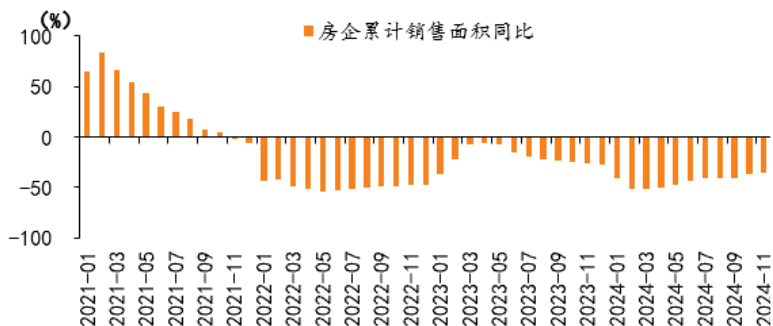
图：2024年前11月克而瑞百强房企单月销售金额及同比



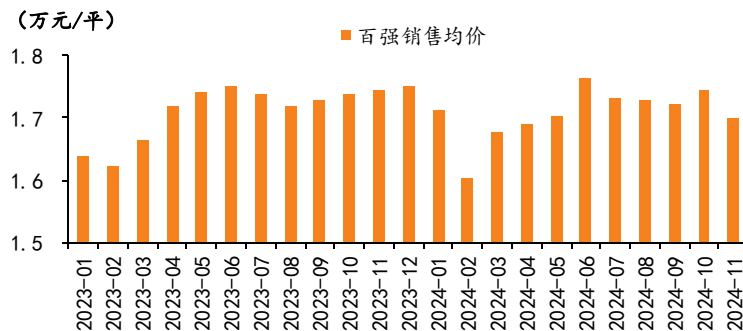
图：2024年前11月克而瑞百强房企累计销售金额同比



图：2024年前11月克而瑞百强房企累计销售面积同比



图：2024年前11月克而瑞百强房企



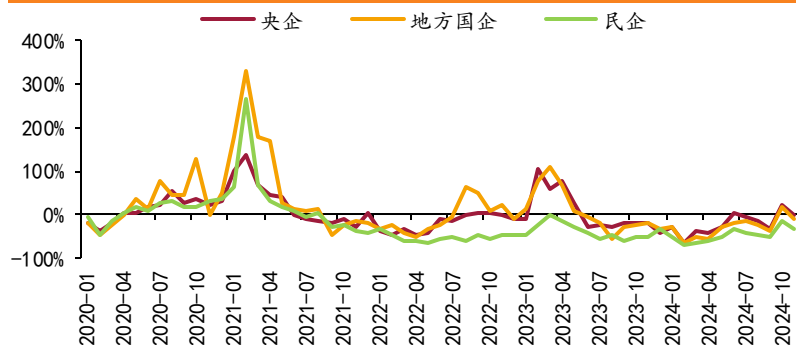
资料来源：克而瑞，天风证券研究所

销售：周期下行势大力沉，资质差异弹性分化

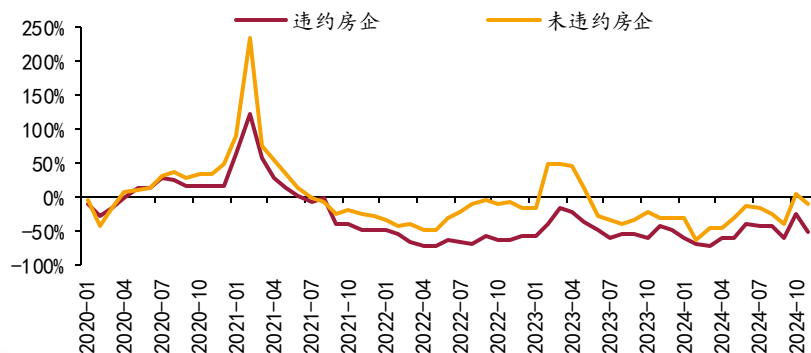
分性质看，2024年1-11月央企、地方国企、民企销售额同比增速分别为-22.5%、-32.2%、-49.7%，对比三者23年累计同比增速-4.3%、+4.7%、-38.7%，我们认为，24年行业发生加速下滑是在，1) 无大规模企业信用风险暴露；2) 需求刺激政策力度加码；3) 保交楼等供给侧政策呵护；4) 疫情等扰动因素消退等情形下发生，说明行业需求面临的周期性下行压力仍较大，多数房企难以独善其身，且房价下行侵蚀企业回款及盈利水平。

分梯度看，2024年1-11月TOP10、10-30、30-50房企销售额同比增速-24.5%、-40.9%、-33.6%。分违约、未违约看，1-11月两者销售额分别同比-58.0%、-29.7%，反映出市场回暖期市场主体的弹性分化，信用优质房企销售弹性占优，出险房企受益程度弱。我们认为主要或有无足够新推、且具备竞争力的货源，以承接市场阶段性释放的积压需求有关。

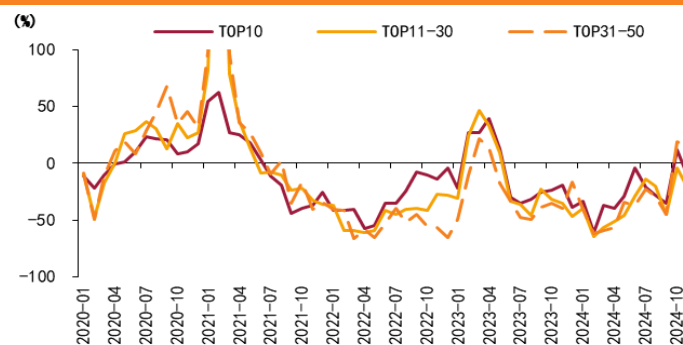
图：2024年前11月克而瑞百强房企单月销售金额同比-分性质



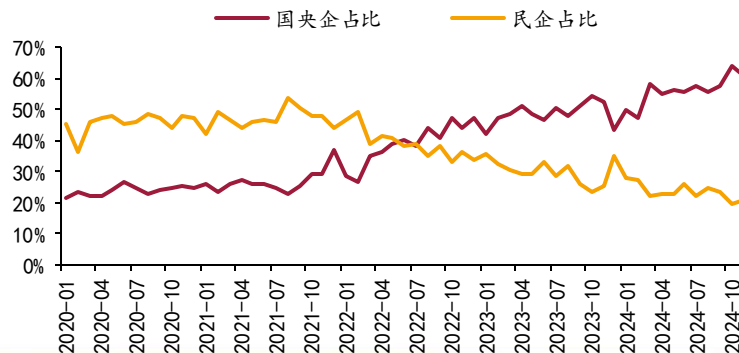
图：2024年前11月克而瑞百强房企单月销售金额同比-分违约未违约



图：2024年前11月克而瑞百强房企单月销售金额同比-分梯度



图：2024年前11月克而瑞百强房企单月销售金额国央企占比



资料来源：克而瑞，天风证券研究所

销售：竞争格局趋势延续，国央企逻辑兑现

具体房企表现看，2024年内销售TOP10中，除万科、龙湖外，其余均较2023年销售排名有所提升。TOP20中，销售表现韧性明显好于同业（以累计同比降幅低于20%）的房企有：中海、华润、绿城、中铁建、保利置业；TOP21-50中，销售增速靠前的有电建、伟星、鸿荣源、中建智地；百强房企中销售均价提升的房企有：保利、中海、绿城、滨江、金茂等。上述房企展现更强的抗周期属性。

展望2025年，我们预计市场竞争格局将延续现有趋势，即国央企及头部房企得益于更强的资金、品牌及管理运营能力，市场份额继续提升（参考国民企销售占比图），区域型企业因区域基本面差别呈现弹性差异，民企因投资缩量、新货供应不及时市场份额继续收缩。

图：2024年前11月克而瑞百强房企全口径销售情况（部分列示）

公司名称	销售金额（单位：亿元）					销售面积（单位：万平）					销售均价（单位：元/平）					销售金额排名				
	当月值	当月同比	环比上月	年初至今	累计同比	当月值	当月同比	环比上月	年初至今	累计同比	当月值	当月同比	环比上月	年初至今	累计同比	2022全年	2023全年	年初至今		
保利发展	240	-23.3%	-42.7%	3080	-22.9%	119	-29.3%	-51.0%	1705	-25.1%	20168	8.5%	16.9%	18066	2.9%	5	↑	4	↑	1
中海地产	300	30.8%	-27.8%	2704	-5.8%	130	31.2%	-16.0%	1022	-17.6%	23171	-0.3%	-14.1%	26471	14.3%	6	→	6	↑	2
华润置地	258	6.6%	-16.8%	2291	-19.9%	119	14.3%	-3.8%	995	-17.8%	21626	-6.7%	-13.5%	23025	-2.6%	9	↑	8	↑	3
万科地产	209	-33.7%	-1.7%	2226	-35.1%	139	-29.4%	-7.7%	1620	-26.9%	15000	-6.1%	6.5%	13735	-11.3%	3	↑	2	↓	4
招商蛇口	216	-8.4%	-3.1%	1891	-30.2%	89	-15.2%	-11.9%	828	-25.9%	24281	8.1%	10.0%	22832	-5.8%	10	↑	7	↑	5
绿城中国	183	-10.4%	24.0%	1486	-11.9%	61	-27.4%	-5.0%	509	-15.2%	30314	23.4%	30.6%	29187	3.9%	19	↑	13	↑	6
建发房产	124	-32.0%	-33.6%	1164	-29.0%	49	-19.8%	-41.9%	534	-27.1%	25295	-15.2%	14.2%	21796	-2.6%	31	↑	21	↑	7
滨江集团	99	-9.0%	-18.1%	1020	-28.7%	22	-28.8%	-8.9%	215	-30.4%	45814	27.9%	-10.1%	47424	2.4%	27	↑	22	↑	8
越秀地产	99	-16.3%	-23.5%	1010	-23.9%	35	-17.5%	-20.3%	344	-15.8%	27910	1.5%	-4.1%	29378	-9.7%	45	↑	37	↑	9
龙湖集团	81	-22.9%	-31.0%	930	-42.8%	51	-20.0%	-30.5%	657	-32.7%	15945	-3.7%	-0.7%	14160	-15.0%	11	↑	10	→	10
华发股份	133	45.6%	20.1%	894	-26.2%	48	93.5%	41.2%	310	-18.0%	27604	-24.8%	-14.9%	28876	-10.0%	34	↑	32	↑	11
中国铁建	138	-20.0%	2.4%	868	-14.1%	101	129.1%	22.6%	593	-4.0%	13690	-65.1%	-16.5%	14641	-10.5%	32	↑	26	↑	12
中国金茂	80	-20.1%	-30.9%	830	-37.1%	50	-45.5%	-23.1%	462	-39.6%	16020	46.5%	-10.2%	17968	4.1%	15	→	15	↑	13
金地集团	48	-52.7%	-13.9%	632	-55.8%	34	-51.8%	-16.2%	432	-46.1%	14135	-2.0%	2.7%	14654	-18.1%	13	↑	11	↓	14
绿地控股	53	-47.1%	10.8%	588	-42.7%	81	-10.6%	96.3%	586	-38.3%	6609	-40.9%	-43.6%	10020	-7.0%	7	↓	9	↓	15
碧桂园	37	-52.5%	-35.5%	564	-73.4%	46	-52.5%	-35.6%	699	-37.4%	8079	0.1%	0.1%	8074	0.0%	1	→	1	↓	16
保利置业	33	72.8%	-59.8%	520	2.9%	12	21.2%	-65.7%	206	-2.4%	27500	42.5%	17.4%	25243	5.4%	62	↑	60	↑	17
融创中国	16	-54.2%	-77.9%	454	-42.7%	15	-39.1%	-27.5%	213	-62.3%	11241	-24.8%	-69.6%	21335	52.1%	4	↑	3	↓	18
中交房地产	39	1.3%	-20.2%	397	-36.4%	20	4.8%	-30.4%	203	-21.6%	20051	-3.4%	14.6%	19513	-18.9%	49	↑	44	↑	19
新城控股	25	-51.2%	-3.8%	370	-48.1%	35	-50.8%	-1.7%	496	-44.4%	7110	-0.8%	-2.2%	7444	-6.7%	12	↓	16	↓	20
TOP3	798	1.7%	-30.3%	8075	-17.0%	368	-1.0%	-29.4%	3722	-21.2%	21699	2.7%	-1.2%	21699	5.4%					
TOP10	1809	-11.9%	-20.7%	17802	-24.5%	813	-14.8%	-23.4%	8429	-24.0%	22243	3.4%	3.5%	21120	-0.7%					
TOP11-30	966	-16.5%	-14.5%	9396	-40.9%	645	-14.2%	-2.8%	6108	-43.0%	14991	-2.7%	-12.1%	15384	3.7%					
TOP31-50	483	16.1%	-14.8%	4094	-33.6%	289	31.7%	11.6%	2170	-31.3%	16749	-11.8%	-23.6%	18870	-3.3%					
TOP51-100	461	0.1%	-24.4%	3966	-23.2%	258	21.3%	25.6%	2015	-34.1%	17888	-17.5%	-39.8%	19684	16.5%					
百强合计	3719	-9.0%	-19.0%	35258	-30.6%	2004	-6.2%	-8.5%	18721	-33.2%	18559	-3.0%	-11.5%	18833	3.9%					



资料来源：克而瑞，天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明



销售：竞争格局趋势延续，国央企逻辑兑现

图：2024年前11月房企房企销售热力图

公司名称	23/12	24/01	24/02	24/03	24/04	24/05	24/06	24/07	24/08	24/09	24/10	24/11	滚动12个月	年初至今
保利发展	-56	-31	-54	-46	-21	-12	2	-19	-29	-36	16	-23	-27	-23
中海地产	-38	-16	-70	-4	-36	-31	45	-5	-3	-32	66	31	-9	-6
华润置地	-58	-29	-61	-23	-36	-34	20	-10	-25	-36	13	7	-25	-20
万科地产	-25	-31	-52	-44	-39	-28	-29	-13	-21	-51	-32	-34	-34	-35
招商蛇口	-47	-23	-60	-44	-51	-29	-21	-21	-28	-31	9	-8	-33	-30
绿城中国	-6	-26	-45	-11	-25	17	12	14	-20	-14	-16	-10	-11	-12
建发房产	-1	-22	-44	-27	-44	-8	-36	-33	-63	-46	44	-32	-25	-29
滨江集团	-49	-14	-48	-42	-54	-60	20	-31	-33	-12	19	-9	-31	-29
越秀地产	-58	-25	-73	-46	-35	-24	19	-48	2	-24	42	-16	-29	-24
龙湖集团	-46	-28	-72	-50	-49	-42	-38	-38	-48	-45	-19	-23	-43	-43
华发股份	-73	-47	-66	-61	-57	60	-22	9	14	-60	30	46	-32	-26
中国铁建	-8	-32	-52	-32	-55	-8	59	3	9	-22	29	-20	-13	-14
中国金茂	-48	-36	-71	-65	-55	-49	1	-12	22	-42	-7	-20	-38	-37
金地集团	-49	-40	-66	-70	-58	-51	-51	-42	-57	-60	-49	-53	-55	-56
绿地控股	-50	-56	-44	-57	-12	-56	-33	-38	-13	-41	-40	-47	-44	-43
碧桂园	-81	-72	-84	-83	-83	-77	-74	-69	-70	-31	-29	-53	-74	-73
保利置业	-39	-28	-84	-30	-11	-15	87	94	4	15	205	73	-1	3
融创中国	-32	-49	-75	-69	57	-72	-79	-70	76	-86	58	-54	-42	-43
中交房地产	3	-45	-63	-57	-51	-44	-50	-2	-34	-33	15	1	-32	-36
新城控股	-30	-34	-50	-47	-50	-39	-43	-42	-57	-61	-56	-51	-47	-48
美的置业	-30	-46	-68	-52	-46	-43	-34	-28	-40	-40	11	-21	-40	-41
首开股份	-36	7	-69	-70	-68	-60	-20	-17	15	13	25	-33	-35	-35
电建地产	-71	-24	-81	-51	-42	-66	-4	103	11	33	188	56	-29	-18
卓越集团	-69	-31	-78	-61	-68	-76	-63	-11	-7	-43	104	43	-46	-42
城建集团			-65	-13	-62	-56	-14	3	22	-26	-56	-38	-26	-34
旭辉集团	-13	-25	-69	-52	-53	-52	-49	-58	-55	-62	-36	-38	-48	-51
大悦城控股	62		-78	-9	-43	8	-10	99	-32	-81	-76	34	-31	-35
世茂集团	-60	-53	-45	-37	-48	-27	-22	-13	21	46	38	12	-28	-22
国贸地产	-3	145	-3	-79	-75	-64	-36	123	-36	-41	41	-2	-32	-35
远洋集团	-71	-62	-86	-74	-58	-53	-70	181	86	-43	-8	103	-42	-36
联发集团	-6	0	-35	-57	-79	-79	-42	-57	-47	-53	30	-32	-46	-49
大华集团	-39	-24	-68	-50	-27	-18	-55	-6	-33	-52	-7	55	-30	-28
中国恒大	29	-6	83	-83	-75	-41	-28	-46	-67	-79	-34	20	-51	-55
伟星房产	-23	-43	-30	-53	-2	-45	-8	-33	-9	-30	34	63	-20	-19
华侨城	116	10	-68	-25	-83	-25	-54	-67	2	-2	0	-21	-35	-45
路劲集团	-63	-53	-74	-68	-74	-65	-22	51	6	-14	5	31	-44	-41
武汉城建	-5	-37	-78	-58	7	-38	1	-37	2	-21	-52	41	-28	-33
鸿荣源	-92			-29			-73		-80	26	106	191	-32	39

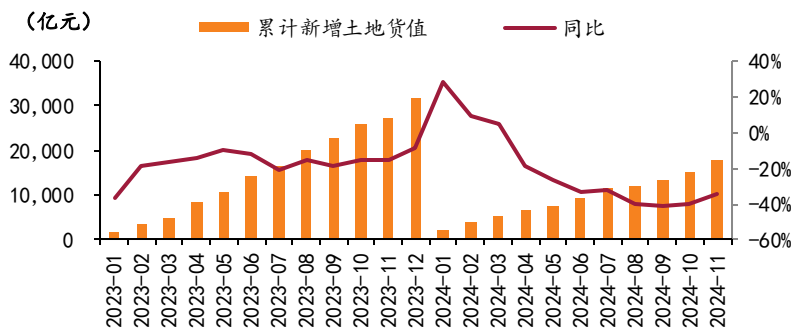
拿地：房价决定下限，预期决定上限

2024年1-11月，百强房企新增货值、总价和建面分别为17749亿元、8513亿元和8278万平方米，同比分别-34.5%、-34.6%和-23.4%。

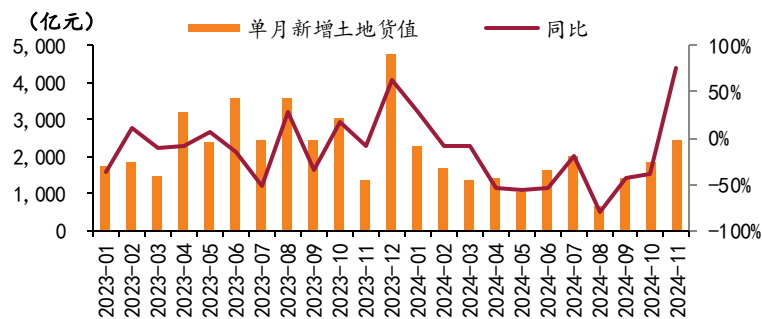
从增速表现看，上半年百强拿地货值单月同比于4月阶段性见底，5-7月逐步修复，8月下滑后，9-11月边际改善，与销售类似、同样在5、9月两轮政策刺激后明显修复，11月拿地货值自1月后首次转正，说明销售是房企影响房企投资的核心因素。

展望2025年，房企“以销定投”策略大概率延续，故在销售仍有小幅下行空间的判断下，投资端或同样走弱。考虑当前市场新货去化率普遍较高，伴随房企去库存进程深化，不排除房企边际投资强度增强。

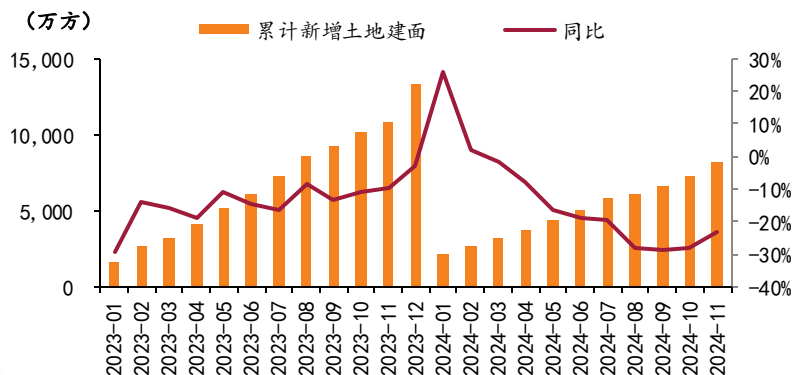
图：2024年前11月克而瑞百强房企累计拿地货值及同比



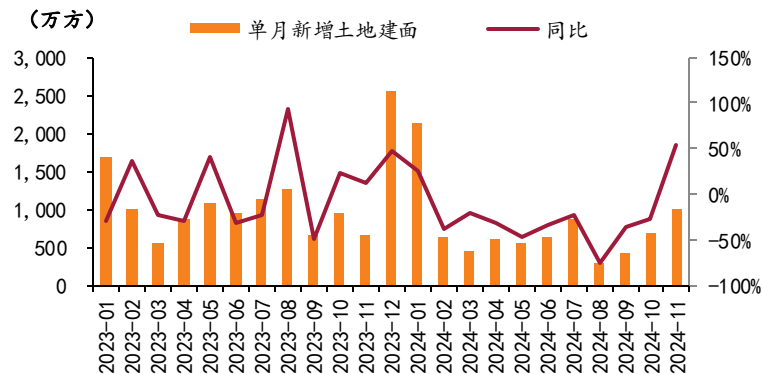
图：2024年前11月克而瑞百强房企单月拿地货值及同比



图：2024年前11月克而瑞百强房企累计拿地建面及同比



图：2024年前11月克而瑞百强房企单月拿地建面及同比



拿地：传导链条修复仍需时间

从房企表现看，2024年1-11月，百强房企新增土地货值较23年同期提升的有：越秀、中建壹品、国贸地产、联发集团等少数开发商。多数房企拿地货值及金额大幅缩水，头部房企同比降幅多处于20%至60%区间。头部企业拿地大幅缩减反映开发商整体对后续市场表现信心匮乏，聚焦存量去化成为房企经营核心任务，销售→拿地→开工→产业链的传导链条仍未有明显起色。此外，投资收缩导致的2025年新货供给减少，或致使需求更大比例地向二手房分流，新房销售中枢继续下移。

图：2024年前11月克而瑞百强房企拿地情况（部分列示）

企业名称	新增土地货值(亿元)							新增土地价值(亿元)						
	24年1-11月	23年1-11月	22年1-11月	21年1-11月	较23年同期	较22年同期	较21年同期	24年1-11月	23年1-11月	22年1-11月	21年1-11月	较23年同期	较22年同期	较21年同期
保利发展	1088	1832	2269	3450	-40.6%	-52.1%	-68.5%	572	971	1199	1602	-41.1%	-52.3%	-64.3%
华润置地	1080	2312	2266	2561	-53.3%	-52.4%	-57.9%	490	899	990	1238	-45.5%	-50.5%	-60.5%
越秀地产	962	715	974	1619	34.6%	-1.2%	-40.6%	521	352	447	676	47.9%	16.7%	-22.9%
绿城中国	958	1206	1014	2668	-20.6%	-5.5%	-64.1%	538	680	579	1346	-20.9%	-7.1%	-60.0%
中海地产	778	1915	1787	3264	-59.4%	-56.5%	-76.2%	412	1090	872	1535	-62.2%	-52.7%	-73.2%
建发房产	747	1554	824	1355	-51.9%	-9.3%	-44.9%	431	863	634	731	-50.0%	-32.0%	-41.0%
滨江集团	559	993	1543	1002	-43.7%	-63.8%	-44.2%	358	546	785	600	-34.5%	-54.5%	-40.4%
招商蛇口	483	1209	1436	2130	-60.1%	-66.4%	-77.3%	216	575	738	1033	-62.4%	-70.7%	-79.1%
中建壹品	467	183	-	-	154.8%	-	-	239	90	-	-	166.0%	-	-
中国铁建	383	999	914	1567	-61.6%	-58.1%	-75.5%	155	453	385	588	-65.8%	-59.7%	-73.6%
中建智地	354	157	162	-	125.1%	118.7%	-	112	86	84	89	29.8%	34.0%	26.3%
国贸地产	300	259	326	-	15.9%	-8.2%	-	141	138	172	-	2.6%	-17.9%	-
深圳地铁	217	109	674	957	99.9%	-67.8%	-77.3%	89	37	166	242	138.6%	-46.3%	-63.2%
金隅集团	211	-	115	342	-	83.0%	-38.2%	103	29	71	207	255.2%	44.9%	-50.2%
联发集团	206	100	130	249	105.0%	57.9%	-17.3%	123	57	71	122	115.0%	74.3%	1.4%
象屿地产	205	289	-	-	-29.0%	-	-	117	141	-	-	-17.3%	-	-
华发股份	198	495	641	204	-60.0%	-69.2%	-2.9%	95	236	375	116	-59.9%	-74.7%	-18.2%
万科地产	183	1774	1578	3707	-89.7%	-88.4%	-95.1%	75	849	716	1782	-91.2%	-89.6%	-95.8%
宁波城投	183	-	79	-	-	130.7%	-	82	-	35	-	-	133.5%	-
龙湖集团	180	714	671	2518	-74.8%	-73.2%	-92.9%	95	332	335	1068	-71.4%	-71.6%	-91.1%
广州城投	126	284	292	-	-55.5%	-56.9%	-	37	89	50	-	-59.2%	-26.9%	-
中建玖合	125	264	-	-	-52.7%	-	-	64	118	-	-	-46.2%	-	-
大悦城控股	118	-	173	556	-	-31.5%	-78.7%	77	33	86	277	130.5%	-10.5%	-72.2%
保利置业	104	305	312	547	-65.8%	-66.6%	-80.9%	59	157	149	273	-62.5%	-60.4%	-78.4%
苏高新集团	97	101	200	539	-3.3%	-51.2%	-82.0%	25	43	102	234	-41.5%	-75.3%	-89.2%
中交房地产	95	-	207	477	-	-54.2%	-80.1%	47	-	121	243	-	-60.8%	-80.5%
大华集团	87	122	79	635	-28.4%	10.2%	-86.3%	41	69	71	259	-41.2%	-42.7%	-84.3%
中国金茂	67	493	489	1714	-86.5%	-86.4%	-96.1%	34	216	247	850	-84.2%	-86.2%	-96.0%
伟星房产	65	322	411	302	-79.8%	-84.1%	-78.4%	38	143	198	138	-73.7%	-80.9%	-72.7%
中建东孚	53	268	403	360	-80.2%	-86.8%	-85.2%	27	163	172	143	-83.7%	-84.5%	-81.5%

资料来源：克而瑞，天风证券研究所

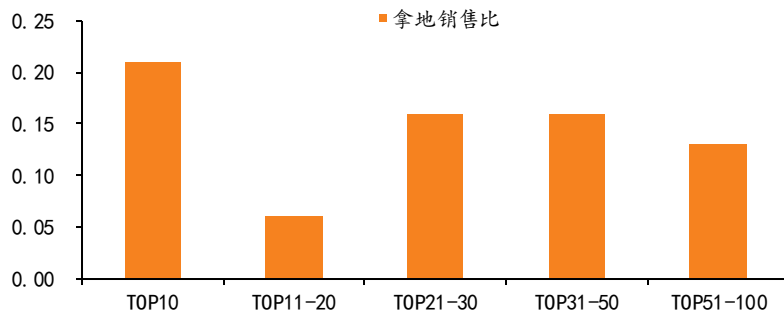
请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

拿地：集中度走高，头部房企扩储能力更强

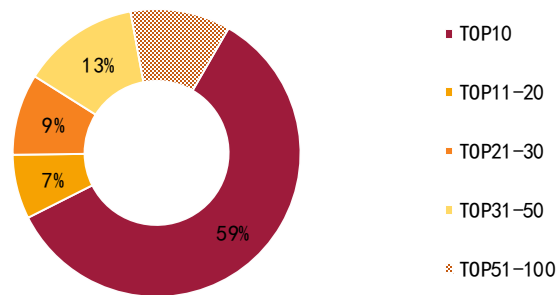
从投资强度看，2024年1-11月百强房企拿地销售比为0.16，较10月末微涨0.01。分梯队看，头部房企投资积极性提升更为显著，TOP10、11-20、21-30、31-50、51-100拿地销售比分别为0.21、0.06、0.16、0.16、0.13，头部房企扩储能力更强。

从拿地集中度看，集中度持续走高，TOP10房企新增货值新增货值占比达59%，较10月增加4pct；TOP31-50强房企新增货值占13%，较10月微涨2pct，其他梯队的货值占比下降。

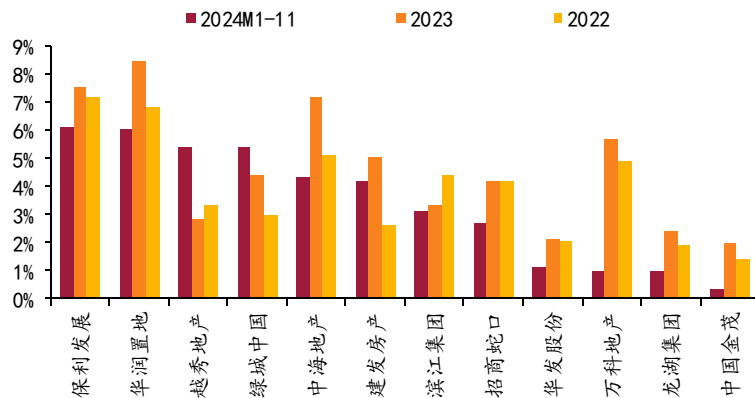
图：2024年前11月克而瑞百强房企拿地销售比-分梯队



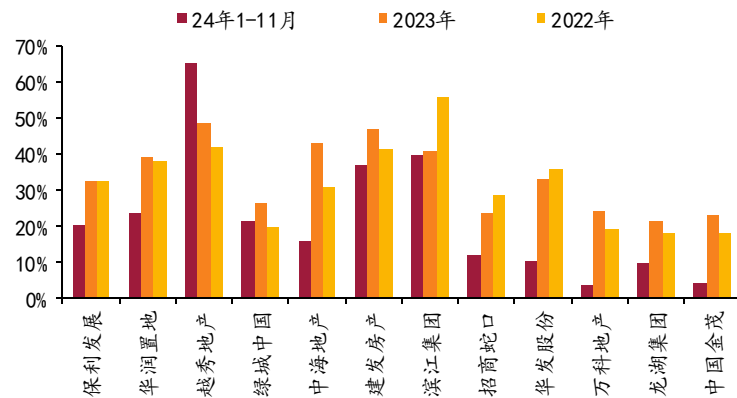
图：2024年前11月克而瑞百强房企拿地货值集中度-分梯队



图：重点房企拿地货值市占率



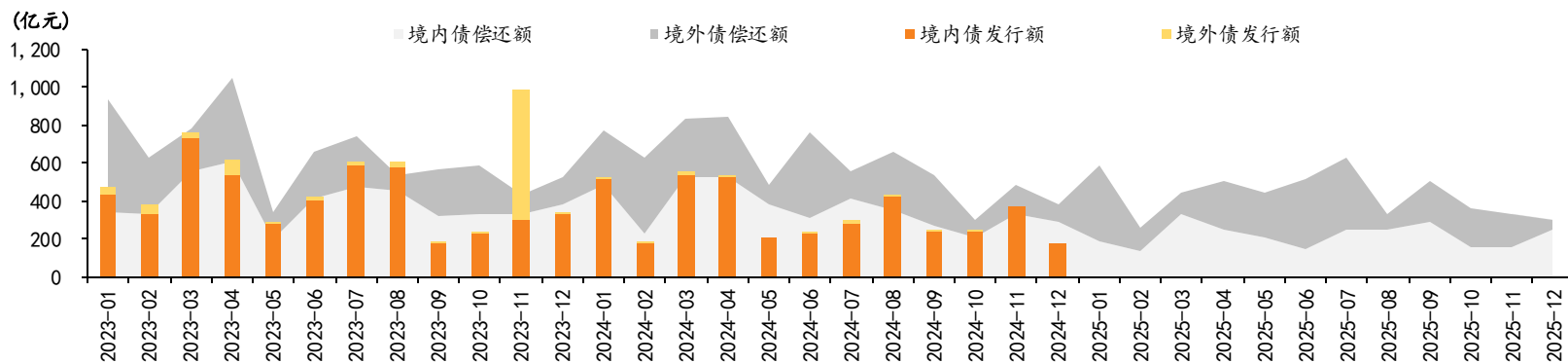
图：重点房企投资强度



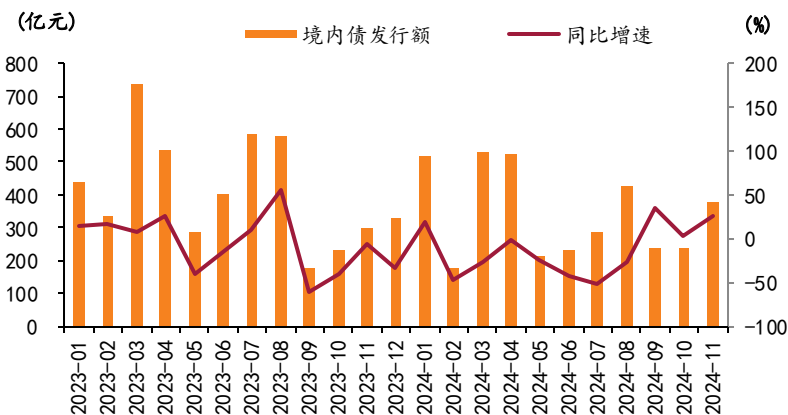
融资：偿债压力转弱，出清逐步收尾

从融资体量看，2024年1-11月，房地产企业境内债券发行额3758亿元，同比下滑18.2%，净偿还265亿元，公开市场债券融资压力仍在加剧。境外债发行体量少。从偿债压力看，2024年境内债、境外债偿还额分别同比下降8.0%、4.4%，2025年偿还额预计将分别下滑39.3%、11.1%，行业偿债压力边际逐步转弱。分季度看，2025Q1-Q4境内债偿还额分别为656、605、1039、862亿元，境外债偿还额分别为638、869、713、336亿元，25年Q2-Q3将为偿债高峰。

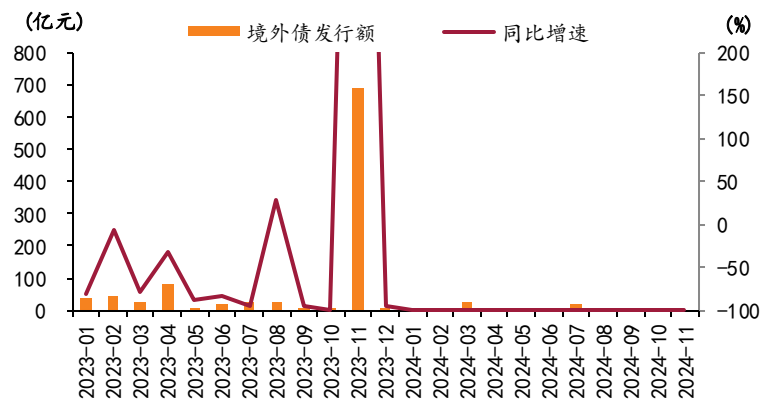
图：房地产企业境内外债券融资发行及偿还额



图：房地产企业境内债券发行额及同比



图：房地产企业境外债券发行额及同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

融资：信用风险有望进一步化解

从违约主体看，23-24年新增首次违约主体开始减少，一定程度反映行业信用风险正稳步缓解。我们延续此前行业供给侧出清已接近尾声的判断，展望2025年，我们认为白名单、经营性物业贷等融资端政策支持下，行业信用风险有望进一步化解，现有市场主体的信用修复→经营恢复→业绩改善，或是未来板块重要投资主线。

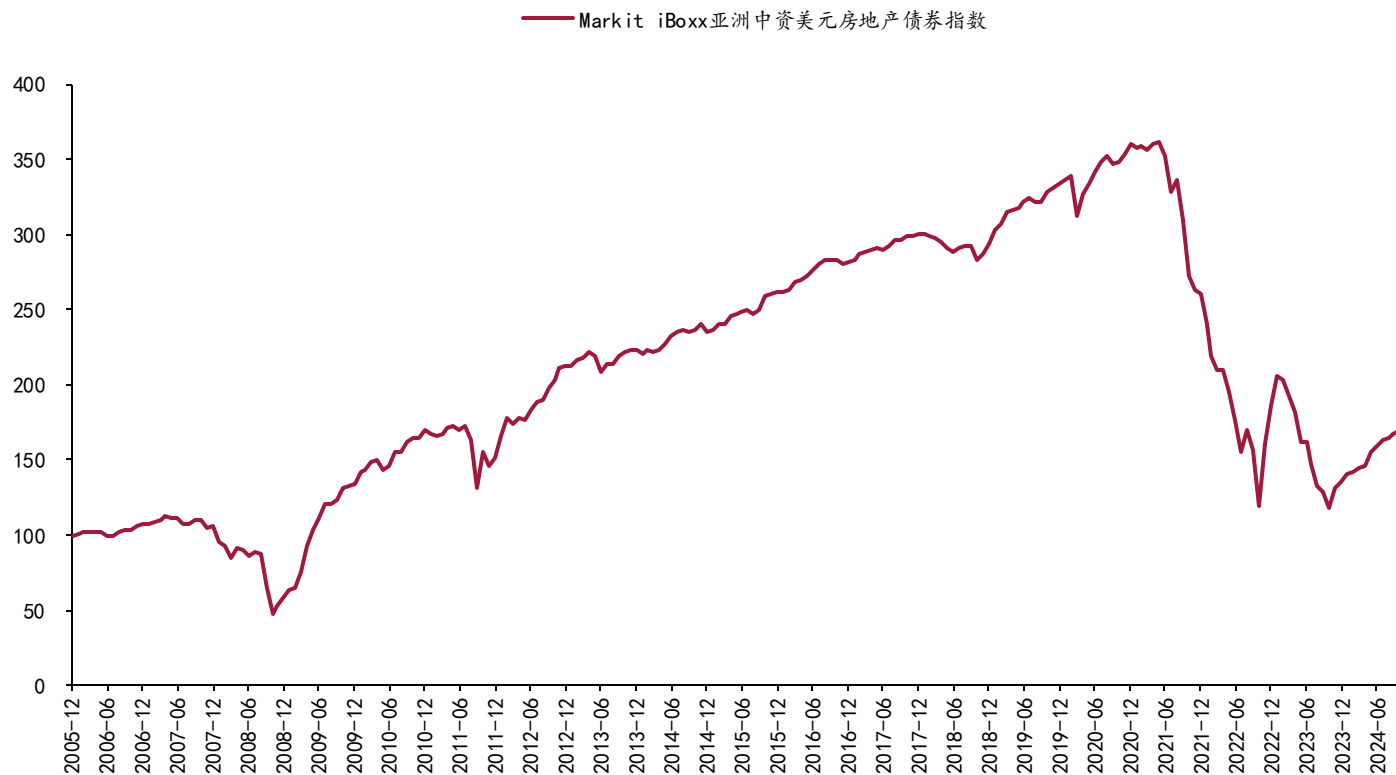
图：房地产企业境内外债券融资发行及偿还额（截至2024年12月17日）

序号	发行人	首次债券违约日期	首次违约时债券余额 (亿元)	存续债券余额 (亿元)	已实质违约债券余额 (亿元)	尚未违约债券余额 (亿元)
1	雅居乐集团控股有限公司	2024/5/13	4.83	36.47	4.83	31.64
2	朗诗绿色管理有限公司	2024/4/20	0.9614	0.9614	0.9614	0
3	中骏集团控股有限公司	2024/4/9	5	18	5	0
4	金辉控股(集团)有限公司	2024/3/20	3	0	-	-
5	力高地产集团有限公司	2024/2/17	2.66	2.66	2.66	0
6	华南城控股有限公司	2024/2/9	2.025	4.9134	4.9134	0
7	碧桂园控股有限公司	2024/1/27	10	148.3369	10	138.3369
8	合景泰富集团控股有限公司	2023/5/14	7.9493	68.2331	19.4146	48.8185
9	建业地产股份有限公司	2023/4/24	3	18.1945	8	10.1945
10	银城国际控股有限公司	2023/3/7	0.9596	0.9596	0.9596	0
11	时代中国控股有限公司	2023/3/2	3	21.5	8	13.5
12	金科地产集团股份有限公司	2022/12/28	3.25	150.0404	44.171	105.8694
13	德信中国控股有限公司	2022/12/3	3.5	3.483	3.483	0
14	旭辉控股(集团)有限公司	2022/10/8	25.45	70.86	43	27.86
15	弘阳地产集团有限公司	2022/10/3	2.5	14.65	11.15	3.5
16	龙光集团有限公司	2022/8/25	3	52.5	11.5	41
17	上坤地产集团有限公司	2022/8/21	0.002	0.002	0.002	0
18	天誉置业(控股)有限公司	2022/8/7	2.49	100.99	2.49	98.5
19	宝龙地产控股有限公司	2022/7/25	0.2129	16.2409	7.5629	8.6779
20	融信中国控股有限公司	2022/7/10	3.16	20.989	18.54	2.449
21	世茂集团控股有限公司	2022/7/3	10	44.2	10	34.2
22	Xinyuan Real Estate Co., Ltd.	2022/6/29	5.145	13.763	10.45	3.313
23	领地控股集团有限公司	2022/6/27	0.033	1.2273	1.2273	0

资料来源：Wind，天风证券研究所

融资：美元债走势反映信用修复预期

图：2024年中资美元房地产债指数显著修复

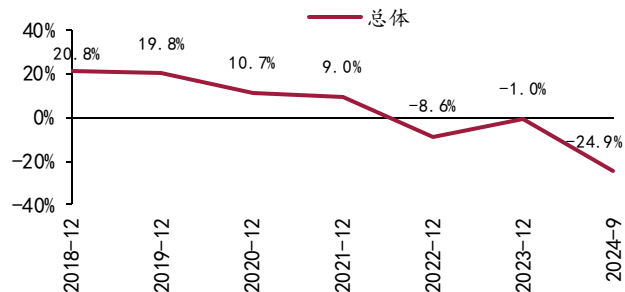


资料来源：Wind，天风证券研究所

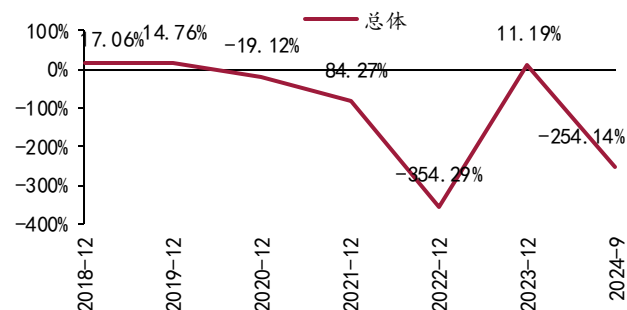
业绩：“保规模”策略下的利润率困局

2024年，行业利润空间继续下行，营收及利润增长动力不足，归母净利润同比增速转负，毛利率、净利率、加权平均ROE均来到历史相对低位。2024年前三季度房企主要财务指标呈现以下特征：第一总利润转为亏损，毛利率继续下滑；第二，经营性现金流转负；第三，总负债规模继续缩减。我们认为，行业营收盈利双降主要或因销售整体疲弱，叠加房价走弱，造成结转利润及存货净值下行。展望2025年，房企业绩压力或仍将持续直至价格拐点确认后的2-3年，方能实现盈利修复。

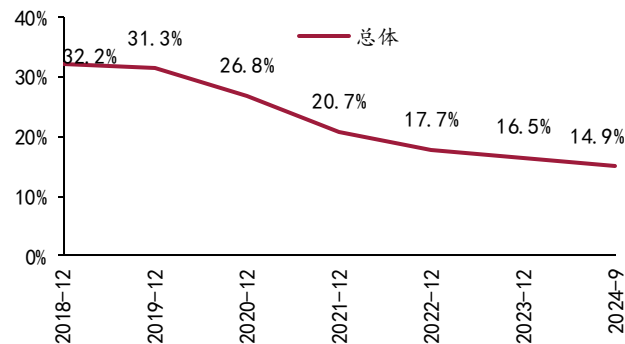
图：A股样本房企营业收入同比增速



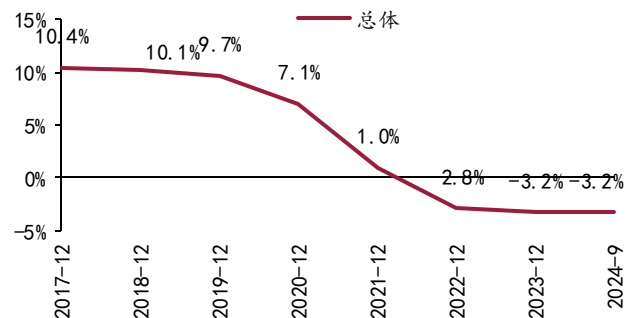
图：A股样本房企归母净利润同比增速



图：A股样本房企毛利率



图：A股样本房企归母净利率

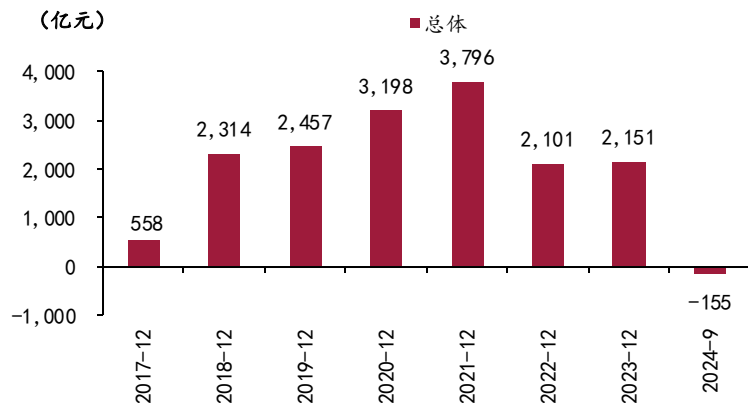


资料来源：Wind，天风证券研究所

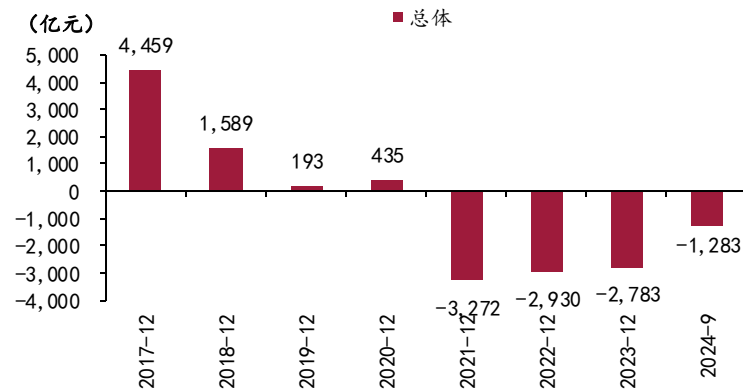
业绩：价格底是业绩底的前提

- 1) 收入端，同比下滑反映的是伴随21年后全国销售金额下滑，项目陆续步入结转周期，可以预期未来2-3年行业营收还延续较快同比下行。
- 2) 利润端，核心影响因素是结转毛利率和存货资产价值的下滑，背后主因是房价，因为房企拿地时按当时市场价格计算利润空间，房价过快下滑，为保证流速房企需要打折促销，影响结转利润率，报表端未开发土地和未售项目同样需要计提存货减值。此外，24年结转包括一些22年前的高价地项目，也会影响利润。
- 3) 现金流，24年经营性现金流净额首次转负，反映行业客观面临较大的销售回款压力。筹资活动现金流净额较23年同期有所改善，一定程度得益于白名单、经营性物业贷等融资政策支持，通过增量借款对冲经营性现金流快速收缩的压力，大型房企融资端受益空间更大。
- 4) 债务端，行业的负债的上行增速拐点是18年，总体量转负拐点是21年，微观是房企和居民的去杠杆所致。中期来看，优化债务结构（增加长债和抵押类的贷款）、谨慎投资、优先去化存量，是绝大部分房企经营策略，可以预期债务未来1-2年或继续伴随行业缩表收缩。

图：A股样本房企经营活动现金流



图：A股样本房企筹资活动现金流



资料来源：Wind，天风证券研究所

4

估值：从贝塔走向阿尔法交易

估值：破净修复是短期板块行情演绎方向

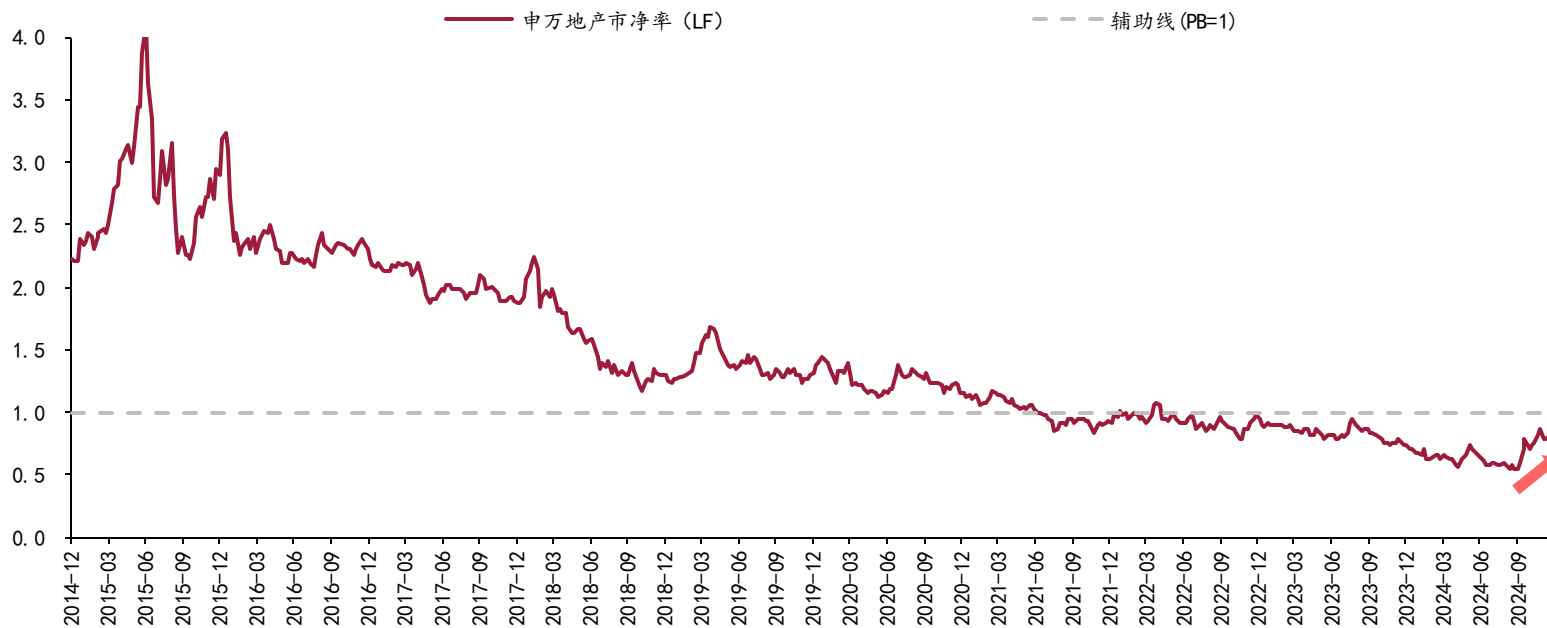
2024年内，两轮板块行情均来自于政策驱动：

A股：申万地产指数9月20日行情启动前（PB0.59），10月8日第一轮政策博弈行情高点（PB0.80），10月10日回落（PB0.71）。第二轮政策博弈行情高点11月7日（PB0.90），后持续回落至11月末（PB0.78）。两轮博弈行情驱动指数较9月行情启动前区间累计涨幅为32%。

H股：中华内房股指数9月20日行情启动前（PB0.34），10月2日高点（PB0.60），10月17日低点（PB0.43）。第二轮政策博弈行情高点11月7日（PB0.50），后持续回落至11月末（PB0.40），两轮博弈行情驱动指数较9月行情启动前区间累计涨幅为18%。

我们认为，“价格底”确认前，遵循“困境反转”及“政策博弈”的左侧交易策略。困境反转：基于风险缓释和价格筑底带来的企业经营和资产质量改善；政策博弈：基于基本面量价弹性及持续性表现低于预期后，增量政策的超预期空间。而在价格逐步寻底，趋势预期差消除的过程中，高频政策博弈带来的边际收益或逐步递减，针对企业跨周期运营能力的差异化挖掘可能成为新的关注点，即从交易 β 逐步向 α 过渡。

图：破净修复是短期估值主要演绎方向



资料来源：Wind，天风证券研究所

估值：破净修复是短期板块行情演绎方向

图：破净修复是短期估值主要演绎方向

公司	总市值(亿元)	总权益价值(亿元)	总市值/总权益价值	PS (LYR)	PS分位数	区间最高PS	区间最低PS	PB (LF)	PB分位数	区间最高PB	区间最低PB
绿地控股	326.1	14604.1	0.02	0.09	21.88	2690.06	0.05	0.40	7.68	163.70	0.23
首开股份	75.6	2218.4	0.03	0.16	17.27	4.87	0.11	0.55	19.67	3.18	0.29
华发股份	184.9	4355.9	0.04	0.26	20.76	4.31	0.20	0.88	16.77	3.14	0.65
金融街	119.6	2330.0	0.05	0.95	12.91	5.19	0.43	0.36	8.00	1.93	0.17
荣盛发展	88.3	1390.0	0.06	0.15	5.19	7.85	0.08	0.40	18.62	5.19	0.19
金地集团	262.3	3183.7	0.08	0.27	9.67	3.50	0.13	0.43	7.27	2.44	0.20
保利发展	1225.8	14328.9	0.09	0.35	5.33	4.97	0.26	0.63	5.33	3.30	0.46
新城控股	308.3	2904.4	0.11	0.26	19.69	3.63	0.15	0.50	11.58	7.79	0.30
北辰实业	66.7	640.8	0.10	0.42	39.56	5.09	0.27	0.58	23.47	2.89	0.34
天地源	28.9	237.7	0.12	0.25	10.76	3.51	0.16	0.72	15.18	4.10	0.44
光明地产	85.6	609.8	0.14	0.99	78.88	4.34	0.17	0.82	38.66	6.42	0.35
万科A	1026.0	8554.6	0.12	0.22	4.70	2.84	0.16	0.44	3.70	3.90	0.30
建发股份	288.8	2033.6	0.14	0.04	13.07	0.60	0.03	0.52	4.10	4.14	0.38
大悦城	141.0	936.8	0.15	0.38	16.66	18.34	0.25	1.07	26.02	7.11	0.67
上实发展	67.3	365.5	0.18	0.68	24.24	7.89	0.44	0.69	17.09	6.50	0.44
大名城	93.1	426.5	0.22	0.80	50.83	2466.34	0.50	0.73	24.82	9.95	0.48
招商蛇口	1067.4	4420.1	0.24	0.61	20.87	3.77	0.39	1.09	16.85	3.17	0.70
滨江集团	294.7	1252.4	0.24	0.42	11.52	8.33	0.30	1.11	33.34	6.26	0.64
中国铁建	1256.1	4403.2	0.29	0.11	31.93	0.56	0.08	0.49	9.65	3.68	0.36
城建发展	121.2	466.3	0.26	0.60	24.09	5.29	0.31	0.59	26.01	3.37	0.37
信达地产	135.2	362.6	0.37	1.18	64.59	6.18	0.34	0.55	23.40	3.69	0.32
中华企业	182.0	302.7	0.60	1.38	84.65	10.85	0.71	1.29	23.52	5.60	0.99
新湖中宝	252.7	200.5	1.26	1.47	2.93	9.27	0.78	0.57	14.10	5.61	0.32
陆家嘴	526.7	338.7	1.55	4.94	37.54	27.75	2.64	2.14	31.63	11.52	1.47

注：证券统计指标截至2024年11月29日

资料来源：Wind，中房网，克而瑞，天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

估值：破净修复是短期板块行情演绎方向

图：破净修复是短期估值主要演绎方向

公司	总市值(亿元)	总权益价值(亿元)	总市值/总权益价值	PS (LYR)	PS分位数	区间最高PS	区间最低PS	PB (LF)	PB分位数	区间最高PB	区间最低PB
建业地产	3.4	1418.9	0.00	0.02	7.83	1.59	0.01	-0.06	0.00	1.40	0.13
正荣地产	3.4	1075.8	0.00	0.01	5.56	1.49	0.00	-0.05	0.00	2.52	0.05
时代中国控股	8.9	1655.7	0.01	0.04	14.19	1.56	0.01	-0.33	0.00	2.01	0.05
中国奥园	10.0	2320.9	0.00	0.03	15.43	5.36	0.01	-0.09	0.00	2.36	0.12
中梁控股	5.5	1796.6	0.00	0.01	7.32	0.66	0.00	0.10	18.85	7.72	0.04
佳兆业集团	12.9	2159.4	0.01	0.04	9.42	4.11	0.02	-0.05	0.00	3.64	0.09
合景泰富集团	15.4	1917.9	0.01	0.09	3.65	9.54	0.04	0.32	18.68	1.77	0.05
世茂集团	42.2	4543.7	0.01	0.06	7.68	6.50	0.02	-0.50	0.00	2.20	0.05
远洋集团	22.5	3171.7	0.01	0.04	3.10	6.00	0.02	2.04	98.58	4.30	0.06
雅居乐集团	40.4	2941.6	0.01	0.08	5.31	4.01	0.04	0.21	16.37	2.84	0.06
龙光集团	60.8	2915.3	0.02	0.12	18.98	2.99	0.02	0.24	23.66	2.89	0.04
碧桂园	135.7	8141.4	0.02	0.03	2.27	2.84	0.03	0.08	2.27	4.35	0.08
富力地产	61.9	3385.5	0.02	0.15	20.00	2.52	0.04	0.18	20.19	109.58	0.05
旭辉控股集团	34.7	2138.8	0.02	0.04	7.02	2.18	0.03	0.21	10.91	2.87	0.08
中国金茂	145.9	5519.9	0.03	0.18	11.07	6.50	0.08	0.33	10.31	1.76	0.15
宝龙地产	24.0	995.0	0.02	0.09	2.00	5.87	0.05	0.06	4.15	3.97	0.03
融创中国	228.9	8100.2	0.03	0.13	18.86	4.35	0.04	0.44	20.64	6.80	0.07
绿城中国	241.3	3196.7	0.08	0.17	8.35	2.56	0.09	0.60	42.13	2.02	0.32
越秀地产	227.8	2840.2	0.08	0.26	3.30	3.91	0.16	0.37	6.54	1.41	0.23
万科企业	1047.2	8554.6	0.12	0.15	8.25	1.82	0.09	0.30	7.20	3.40	0.16
中国海外发展	1460.0	9511.8	0.15	0.65	2.75	7.50	0.52	0.35	3.40	3.74	0.28
龙湖集团	752.2	4056.1	0.19	0.38	7.76	8.97	0.19	0.44	3.08	8.77	0.31
华润置地	1640.1	5130.6	0.32	0.59	1.05	9.59	0.49	0.58	1.31	2.44	0.47

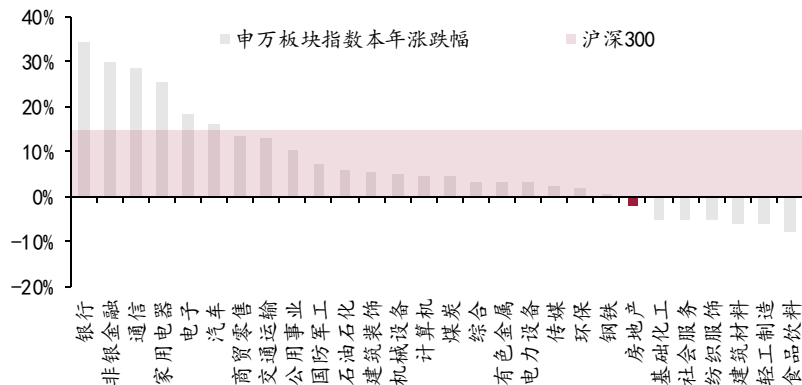
资料来源：Wind，中房网，克而瑞，天风证券研究所

策略：政策博弈关注低PB，周期视角关注高ROE

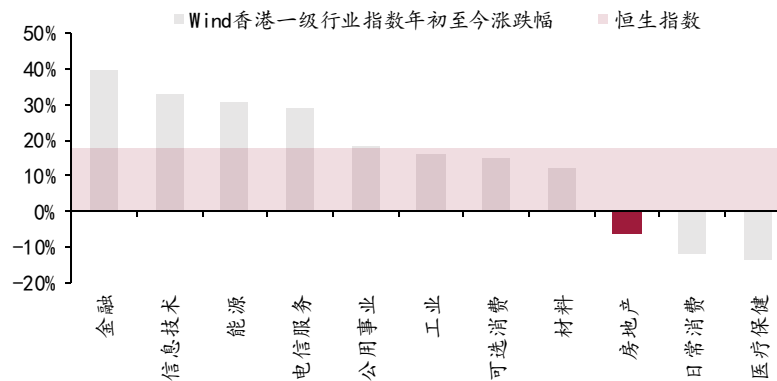
2024年，申万房地产指数-2.15%，涨幅排名22/31，跑输沪深300指数16.83pct。Wind香港房地产指数-6.23%，涨幅排序9/11，跑输恒生指数23.90pct。

A股重点个股涨幅前三分别为光明地产+73.02%、华夏幸福+54.60%、新湖中宝+36.41%；跌幅前三分别为中南建设-56.92%、万科A-30.59%、新大正-24.07%。H股重点个股涨幅前三分别为融信中国+97.37%、龙光集团+75.41%、时代中国控股+71.15%；跌幅前三分别为力高集团-84.81%、中梁控股-66.67%、远洋集团-43.86%。

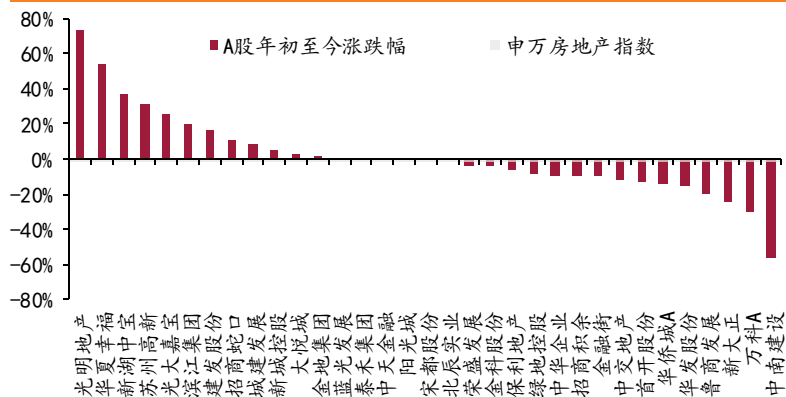
图：申万板块指数涨跌幅



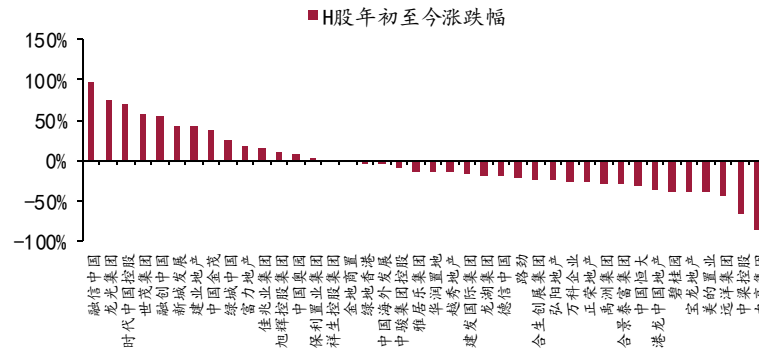
图：Wind香港一级行业指数涨跌幅



图：A股重点个股涨跌幅



图：H股重点个股涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

策略：政策博弈关注低PB，周期视角关注高ROE

图：A股重点标的估值与盈利预测

股票代码	公司简称	最新日股价 (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	8.23	982	-4.3%	-21.3%	1.9	1.9	1.0	-0.9	8.2	6.0	9.2	8.1	-9.1	-45.7%	0.4%	-46.2%	-188.9%
600048.SH	保利发展	9.50	1,137	-7.2%	0.8%	2.3	1.5	1.0	1.0	6.7	6.4	6.7	9.4	9.8	-5.4%	-33.0%	-34.2%	-4.1%
001979.SZ	招商蛇口	10.79	978	-8.4%	17.2%	1.1	0.5	0.7	0.7	8.0	6.4	14.0	15.5	16.4	-15.3%	-58.9%	48.2%	-5.6%
601155.SH	新城控股	12.82	289	-6.2%	12.4%	5.6	0.6	0.3	0.5	5.8	4.0	4.6	39.2	25.6	-17.4%	-88.9%	-47.1%	53.5%
600383.SH	金地集团	4.94	223	-15.0%	13.9%	2.1	1.4	0.2	-0.8	6.3	6.7	4.9	25.1	-6.2	-9.5%	-35.1%	-85.5%	-507.2%
600325.SH	华发股份	6.48	178	-3.6%	-4.9%	1.2	0.9	0.7	0.6	4.7	4.0	5.9	9.7	10.6	10.1%	-19.3%	-28.7%	-8.2%
002244.SZ	滨江集团	8.52	265	-10.0%	18.5%	1.0	1.2	0.8	0.9	8.6	5.2	7.3	10.5	9.7	30.1%	23.6%	-32.4%	8.4%
001914.SZ	招商积余	11.15	118	2.5%	-5.0%	0.5	0.6	0.7	0.8	48.0	43.8	27.0	16.1	14.6	17.9%	15.7%	24.0%	10.4%
600266.SH	城建发展	5.21	108	-10.8%	10.5%	0.3	-0.4	0.3	0.4	10.1	10.8	-15.0	19.4	11.7	-48.0%	-244.4%	-160.3%	65.5%

图：H股重点标的估值与盈利预测

股票代码	公司简称	最新日股价 (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
港股																		
0688.HK	中国海外发展	12.76	1,397	-4.3%	-1.6%	4.5	2.4	2.6	2.4	4.1	3.8	5.3	4.9	5.7	11.9%	-46.9%	8.3%	-6.3%
0960.HK	龙湖集团	10.16	700	-7.0%	-16.8%	4.9	4.5	2.3	1.8	13.7	8.8	5.5	4.5	6.0	68.1%	-7.1%	-49.9%	-21.6%
1109.HK	华润置地	22.90	1,633	-0.4%	-13.2%	0.0	0.0	4.9	4.4	7.6	6.2	7.3	4.7	5.3	-	-	-	-9.9%
0123.HK	越秀地产	5.29	213	-6.5%	-11.7%	1.4	1.4	0.9	0.9	6.1	3.9	8.4	5.6	6.8	34.3%	0.8%	-34.0%	-9.5%
1908.HK	建发国际集团	12.10	244	-5.9%	-21.6%	3.1	2.9	2.6	2.6	8.2	7.6	9.2	4.6	5.8	169.9%	-6.3%	-10.5%	-1.4%
3900.HK	绿城中国	9.40	238	-1.3%	26.5%	1.6	1.1	1.3	1.7	21.9	9.3	7.8	7.0	8.3	6.1%	-28.2%	17.9%	24.7%
9979.HK	绿城管理控股	3.19	64	6.0%	-33.9%	0.4	0.4	0.5	0.6	19.7	15.1	15.7	5.9	5.8	62.3%	19.9%	27.1%	7.8%
6049.HK	保利物业	31.20	173	-0.8%	12.1%	1.9	2.3	2.8	3.0	53.6	36.9	22.2	11.3	10.8	53.7%	20.2%	23.1%	9.9%

盈利预测结果为Wind一致预期，数据统计时间截至2024年12月16日
资料来源：Wind，天风证券研究所

风险提示

- 1) 行业销售受宏观经济因素影响下行超预期，带动行业开发投资、新开工、拿地、施工等指标快速下行；
- 2) 受城市基本面差异影响，部分城市因城施策力度存在不及预期风险，影响政策效力；
- 3) 成交量短期脉冲后存在回落风险，造成二手房价格下滑幅度超预期。

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

THANKS