

强于大市

房地产行业 2025年2月月报

1-2月一线城市楼市成交同比正增长，弱能级城市仍然承压；土拍溢价率创42个月以来新高

核心观点

【新房成交】

因去年同期恰逢春节假期基数原因，2月新房成交面积同比增速转正。2月40城新房成交面积环比-14.2%，同比+25.0%，同比增速由负转正，同比增速较上月上升36.6pct。1-2月40城新房成交面积累计同比+1.8%。
从各能级城市来看，高能级城市新房成交量同比正增长，一线城市因新政策利好效应增幅居前，三四线城市同比负增长。1) 一线城市：2月新房成交面积环比-29.8%，同比+57.9%，同比增速较上月上升了68.5pct。具体来看，四个一线城市新房成交环比均下滑，同比均增长。其中深圳同比+138%，环比-45%；上海同比+90%，环比-25%；北京同比+44%，环比-21%；广州同比+19%，环比-30%。从累计来看，1-2月一线城市新房成交面积同比+0.0%。2) 二线城市：2月新房成交面积环比-14.6%，同比+29.9%，同比增速较上月上升了41.9pct。其中，仅苏州、福州、济南新房成交面积环比同比增长，其余二线城市均出现环比下跌，同比增长的态势，其余二线城市同比增速较上月放缓。从累计来看，1-2月二线城市新房成交面积同比+3.0%。3) 三四线城市：2月新房成交面积环比+1.1%，同比+1.7%，同比降幅较上月收窄了10.6pct。西安、池州、江门、韶关、东莞、莆田、清远新房成交环比均提升，其余城市新房成交环比多呈下降趋势。从累计来看，1-2月三四线城市新房成交面积同比-7.4%。

【二手房成交】

因去年同期恰逢春节假期基数原因，2月二手房成交同比增速进一步扩大。2月18城二手房成交面积环比-14.3%，同比+62.8%，同比增速已经连续9个月保持正增长，且同比增幅较上月进一步扩大了61.7pct。从累计来看，1-2月18城二手房成交面积同比+14.4%。
从各城市能级来看，2月各能级城市二手房成交面积同比均出现正增长，高能级城市涨幅明显高于低能级城市。2月一、二、三四线城市二手房成交面积环比增速分别为-11.6%、-14.1%、-18.5%，同比增速分别为95.7%、52.4%、25.8%，一、二线城市同比涨幅分别较上月扩大了82.6、50.3pct，三四线城市同比由负转正，同比增速较上月上升了48.5pct。从累计来看，1-2月一、二、三四线城市二手房成交面积同比增速分别为41.0%、18.6%、-7.6%。具体而言，一线城市中，北京和深圳同比分别增长90%和113%，环比分别下降8%和20%。二线城市中，杭州、青岛同比出现正增长，杭州、青岛、南宁、厦门、成都同比增幅均超过五成。
预期后市，3月小阳春来临，房企推盘积极性逐步上升。据克尔瑞端，3月28个重点城市预计新增商品住宅供应面积721万平，环比增长166%，同时从供给结构来看，重点城市刚需、改善、高端占比结构为37%、51%和12%，呈现出以改善为主，刚需为辅的供应结构，7成以上城市以刚需为供应主力。基于此，我们预计3月整体楼市供求有望修复，成交环比将出现正增长，尤其是一线城市3月将迎来供应放量，改善和高端占比上升，预期将拉动市场热度回升，部分城市或将出现局部“小阳春”，不过多数二三四线城市或将延续筑底行情。

【新房库存与去化】

库存与去化：库存规模环比均下降，去化周期环比提升、同比下降。截至2月末，我们跟踪的13城新房库存面积为1.1亿平，环比-1.3%，同比-15.1%；整体去化周期为14.5个月，环比+0.3个月，同比-4.3个月。一、二、三四线城市库存面积环比分别下降1.2%、-1.6%、0.2%，同比增速分别为-13.0%、-21.4%、2.7%；去化周期分别为15.3、11.8、40.4个月，一线城市环比提升0.6个月，一、三四线城市环比分别下降0.03、3.7个月。一、二、三四线城市同比分别下降3.7、4.7、20.5个月。具体来看，2月我们跟踪的所有城市中仅上海、深圳、杭州去化周期在12个月内(深圳为2月新增)。

【土地市场】

2月土地市场成交规模季节性回落，但溢价率仍创21年8月(42个月)以来新高，其中二线城市溢价率更高。2月全国(300城)成交土地建面环比2.1%，同比+3.8%；楼面均价环比13.2%，同比+5.8%；平均土地溢价率为8.7%，环比+1.0pct，同比+4.9pct。从2月18城二线城市来看，2025年2月溢价率创下21年8月(42个月)以来的新高，在1月高溢价率的基础上环比再度提升，其中一、二线城市住宅用地平均溢价率均超过15%，北京、上海、杭州迎来多宗高价地块的高溢价成交。一、二、三线城市成交土地规划建筑面积环比增速分别为120.7%、7.7%、-9.0%，同比增速分别为0.5%、4.4%、5.3%；楼面均价分别11512、1887、638元/平，环比增速分别为51.0%、71%、40.0%，同比增速分别为30.9%、21.2%、-13.9%；平均溢价率分别为13.2%、13.8%、2.8%，住宅用地平均溢价率分别为15.0%、17.4%、3.4%。从累计来看，25年1-2月全国(300城)成交土地规划总建筑面积同比+6.7%；成交总价同比+3.2%；楼面均价同比+10.6%；平均溢价率8.2%，环比+1.6pct。一、二、三线城市累计成交土地建面同比增速分别为-46.3%、-14.2%、3.9%；成交总价同比增速分别为30.4%、-8.4%、18.0%；平均溢价率分别为13.9%、14.7%、2.2%，同比分别提升9.6、9.7、0.1pct；住宅用地平均溢价率分别为15.2%、19.1%、2.5%，同比分别提升9.1、121、0.9个百分点。

【房企】

房企销售：因去年2月逢春节假期基数原因，百强房企2月销售同比由负转正。百强房企2月实现合同销售额1922亿元，同比+0.5%（前值：-53%）；权益口径1884亿元，同比+1.4%（前值：-1.2%）。2025年1-2月百强房企合同销售额4402亿元，同比+3.1%；权益口径3227亿元，同比+0.2%。TOP20房企中，2月销售额同比增长为正的有：电建(+244%)、保利置业(+170%)、华发(+74%)、深业(+72%)、越秀(+67%)、中海(+55%)、华润(+45%)、中城建(+41%)、建发(+27%)、中保(+26%)、招蛇(+17%)、龙湖(+11%)、金茂(+6%)、保利发展(+3%)。
房企拿地：核心城市土拍带动下百强房企拿地金额、拿地强度同比均大幅增长。百强房企2月拿地金额764亿元，同比+84.4%，拿地强度40%，环比-7pct，同比+18pct；核心城市土拍带动下2月拿地楼面均价达23019元/平，同比+55.4%。具体来看，2月拿地金额超过50亿元的主要房企有：华润(拿地金额194亿元，拿地强度144%)、金茂(180亿元，408%)、保利发展(114亿元，71%)、绿城(90亿元，119%)、越秀(51亿元，82%)，竞争主要集中在销售规模居前的央企以及地域深耕型房企企业，且投资均聚焦在高端能级城市，大多数企业投资力度仍未开启。从累计来看，1-2月百强房企拿地金额2219亿元，同比+43.5%，拿地强度同比+2.2%；拿地楼面均价8213元/平，同比+46.8%，拿地强度50%，同比+16pct。1-2月拿地金额超百亿的企业有：华润、金茂、保利发展、招蛇、绿城、滨江、中海、建发。
房企融资：2月房地产行业融资规模环比均下降。2月行业国内债券、信托、ABS发行规模合计223亿元，同比+28%，环比+5%，平均发行利率3.64%，同比+0.35pct，环比+0.70pct。具体来看，2月美的、碧桂园、保利发展发行国内债券规模较大，分别为25、20、20亿元，平均发行利率分别为5.0%、2.7%、2.0%。从累计来看，12月行业国内债券、信托、ABS发行规模合计733亿元，同比+19%，平均发行利率3.29%，同比+0.08pct。从到期情况来看，3、6、7月为国内外债到期高峰，到期规模分别为1008、945、921亿元。

【政策】

中央层面，3月5日，2025年《政府工作报告》正式发布，对于房地产的表述涵盖内容全面。我们认为本次政府工作报告中房地产相关部分基本符合前期市场预期，对于地产的内容表述较往年更加全面，从提振需求到防范风险，都有了明确的表态。我们预期未来在推动保障性政策、城中村改造、盘活存量、收储、防范风险、“好房子”建设等方面有进一步的相关政策与市场预期，从而起到改善市场预期、推动房地产市场回暖的效果。此外，在建部两会发布，四大举措推进楼市：1) 巩固政策“组合拳”效果；2) 努力实施城中村和危旧房改造；3) 推进收购存量商品房；4) 推动建设“好房子”。针对“好房子”方面，住建部提出“把2000年以前建成的城市老旧小区都要纳入城市更新改造范围”，“将在去年新增100万套的基础上，继续扩大改造规模”，我们认为，旧改有望进一步提速扩围，将成为2025年的重点工作之一。针对“收储”方面，政府工作报告中就有提及今年地方政府专项债安排4.4万亿元，其中一个使用方向为土地收储和收购存量商品房；本次住建部部长进一步提出“将支持地方在收购主体、价格和用途方面充分行使自主权。收购的商品房，优先用于保障性住房、城中村改造安置房、人才房、青年公寓和职工宿舍等”。我们认为，未来收储配套政策也将继续完善打透卡点，特别是低成本资金的介入、拓展收购项目的用途(不再仅限于用作保障性住房)等，均有望推进各地收储工作进一步落实。针对“好房子建设”方面，住建部表示“近期在组织编制《好房子建设指南》，也在修订《住宅项目规范》”。

【板块收益】

2月地产板块大涨，主要是由于两会前期政策博弈以及春节期间成交表现良好。2月房地产板块绝对收益为5.4%，相对收益(相对沪深300)为3.5%，原因在于：1) 两会前期的政策博弈，地产行业自2024年9月之后至今处于政策真空期，市场对于两会后政策抱有期待。2) 春节假期期间楼市成交量同比正增长。3) 3月5日两会召开后，3月5-10日，房地产板块绝对收益为0.2%，相对收益(相对沪深300)为-0.5%，两会后地产相关政策符合前期市场预期，同时需要注意的是，本次政府工作报告对于地产的表述涵盖内容较为全面，为后续的政策空间打下基础，我们仍然看好政策落地后的板块机会。
投资建议
当前房地产“止跌回稳”主基调不变，提振需求是首要任务，从高频数据来看，目前市场仍然维持持续复苏的势头。后续的市场修复能否得到巩固，一方面依赖于需求端政策进一步加码，另一方面，货币旧改和收储力度也将继续成为2025年的重要主线。从标的来看，一方面，流动性安全、重仓高能级城市、产品力突出的房企更具备稀缺性；另一方面，得益于旧改、政策纾困、销售改善等多重利好下的困境反转标的或具备更大的修复弹性。
现阶段我们建议关注四条主线：1) 基本面稳定、在一二线城市销售的稳健且占比高、在重点城市的市占率较高的房企：绿城中国、滨江集团、华润置地、招商蛇口、越秀地产。2) 从2024年以来在销售和拿地都有显著突破的“小而美”房企：保利置业、城投控股。3) 经营策略上有所调整变化的房企，及受益于地方政府积极化解的房企：金地集团、信达地产、龙湖集团、云南城投。4) 受益于二手房市场持续修复的房地产经纪公司：贝壳、我爱我家。
风险提示：房地产调控升级；销售超预期下行；融资收紧。

相关研究报告

《房地产“止跌回稳”主基调不变，释放需求和化解风险并行，传递积极信号——2025年政府工作报告解读》(2025/03/06)

《70城新房、二手房房价环比跌幅均持平；二线城市新房房价环比增速回正——房地产行业2025年1月70个大中城市房价数据点评》(2025/02/20)

《“旧改为主、收储为辅”贯穿2025年地产行业主线——房地产行业2025年年度策略》(2024/12/13)

《住房“以旧换新”——一个被低估的方向》(2024/08/08)

《房地产行业2024年中期策略——下半年地产空间在哪?》(2024/07/30)

《这轮地产政策能刺激多少需求?》(2024/05/21)

《为什么是3000亿?》(2024/05/21)

《这次地产不一样?》(2024/05/13)

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格
房地产行业

证券分析师：夏亦丰
(8621)20328348

yifeng.xia@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300521070005

证券分析师：许佳璐
(8621)20328710

jialu.xu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300521110002

目录

1 低基数影响下，2月单月、1-2月累计新房、二手房成交同比均呈正增长	5
1.1 新房：因低基数原因，2月新房成交面积同比增速转正，一线城市新政利好效应增幅居前	5
1.2 二手房：低基数影响下2月成交同比涨幅进一步扩大，连续9个月保持正增长	6
1.3 库存：库存规模同环比均下降	7
2 土地市场：2月溢价率创42个月以来的新高，一二线城市平均溢价率超过15%	10
3 房企：2月百强销售同比由负转正；拿地金额、拿地强度同比大幅提升	13
3.1 销售：因去年2月恰逢春节假期低基数原因，百强房企2月销售同比由负转正	13
3.2 拿地：核心城市土拍带动下百强房企拿地金额、拿地强度同比均大幅提升	14
3.3 房企融资与债券到期：2月房地产行业融资规模同环比均下滑	16
4 政策：提振需求为首要任务，旧改与土储专项债加速落地	18
5 2月地产板块跑赢大市，主要是由于两会前期的政策博弈	20
6 投资建议	21
7 风险提示	22
8 附录	23

图表目录

图表 1. 2月新房成交面积 775.7 万平，环比下降 14.2%，同比上升 25.0%.....	5
图表 2. 2月一、二、三四线新房成交面积环比增速分别为-29.8%、-14.6%、1.1%.....	5
图表 3. 2月一、二、三四线新房成交面积同比增速分别为 57.9%、29.9%、-1.7%.....	5
图表 4. 我们跟踪的城市中，苏州、福州、济南、吉安、池州、江门、韶关、东莞、莆田、清远新房成交面积同环比均实现正增长.....	6
图表 5. 2月 18 城二手房成交面积 617.6 万平，环比下降 14.3%，同比上升 62.8%.....	6
图表 6. 2月一、二、三四线城市二手房成交面积环比增速分别为-11.6%、-14.1%、-18.5%.....	6
图表 7. 2月一、二、三四线城市二手房成交面积同比增速分别为 95.7%、52.4%、25.8%.....	7
图表 8. 2月我们跟踪的重点城市中，多数城市二手房成交面积同比上升.....	7
图表 9. 截至 2025 年 2 月末，12 个城市新房库存面积为 11334.5 万平，环比下降 1.3%，同比下降 15.1%.....	7
图表 10. 截至 2025 年 2 月末，一、二、三四线城市库存面积环比增速分别为-1.2%、-1.6%、0.2%.....	7
图表 11. 截至 2025 年 2 月末，一、二、三四线城市库存面积同比增速分别为-13.0%、-21.4%、2.7%.....	8
图表 12. 截至 2025 年 2 月末，12 个城市整体新房库存面积去化周期为 14.5 个月，环比上升 0.3 个月，同比下降 3.7 个月.....	8
图表 13. 截至 2025 年 2 月末，一、二、三四线城市新房库存面积去化周期分别为 15.3、11.8、40.4 个月.....	8
图表 14. 截至 2025 年 2 月末，二、三四线城市环比分别下降 0.03、3.7 个月，一线城市环比上升 0.6 个月.....	8
图表 15. 截至 2025 年 2 月末，一、二、三四线城市去化周期同比分别下降 3.7、4.7、20.5 个月.....	8
图表 16. 截至 2025 年 2 月底，仅上海、深圳、杭州去化周期在 12 个月以内.....	9
图表 17. 2 月全国成交土地规划总建筑面积为 1.58 亿平，环比下降 2.1%，同比上升 3.8%.....	10
图表 18. 2 月一、二、三线城市成交土地规划建筑面积环比增速分别为 120.7%、7.7%、-9.0%.....	10
图表 19. 2 月一、二、三线城市成交土地规划建筑面积同比增速分别为 0.5%、4.4%、5.3%.....	10
图表 20. 2 月全国住宅类成交土地建面 0.20 亿平，环比下降 44.0%，同比上升 4.9%.....	10
图表 21. 2 月一、二、三线城市住宅类土地成交建面环比增速分别为-0.8%、-7.4%、-61.1%.....	10
图表 22. 2 月一、二、三线城市住宅类土地成交建面同比增速分别为-29.1%、58.8%、1.6%.....	10
图表 23. 2 月全国成交土地平均楼面价 986 元/平，环比下降 13.2%，同比上升 5.8%.....	10

.....	11
图表 24. 2月平均土地溢价率为 8.7%，较上月上升了 1.0 个百分点，较 2024 年同期上升了 4.9 个百分点.....	11
图表 25. 2 月一、二、三线城市成交土地楼面均价环比增速分别为 -51.0%、7.1%、-40.0%.....	12
图表 26. 2 月一、二、三线城市成交土地楼面价同比增速分别为 30.9%、21.2%、-13.9%.....	12
图表 27. 2 月一、二、三线城市成交土地平均溢价率分别为 13.2%、13.8%、2.8%.....	12
图表 28. 2 月全国住宅类用地成交土地平均楼面价为 5246 元/平，环比上升 45.9%，同比上升 12.4%.....	12
图表 29. 2 月全国住宅类用地平均溢价率为 12.4%，环比上升 1.9 个百分点，较去年同期上升 7.1 个百分点.....	12
图表 30. 2 月一、二、三线城市住宅类用地成交土地平均楼面价环比增速为 1.6%、30.7%、1.0%.....	12
图表 31. 2 月一、二、三线城市住宅类用地成交土地平均楼面价同比增速分别 80.4%、-9.4%、-22.5%.....	12
图表 32. 2 月一、二、三线城市住宅类用地平均土地溢价率分别为 15.0%、17.4%、3.4%.....	12
图表 33. 百强房企 2 月权益口径销售金额 1384 亿元，同比增长 1.4%.....	13
图表 34. 2 月 CR5、CR10、CR20、CR50 单月权益口径销售额增速分别为 19.4%、21.7%、13.5%、5.5%.....	13
图表 35. 2 月各梯队单月销售金额同比均由负转正.....	13
图表 36. TOP20 房企超半数房企 2 月销售同比增速为正.....	14
图表 37. 百强房企 1 月全口径拿地金额 764 亿元，同比增长 84.4%.....	14
图表 38. 2 月百强房企拿地强度为 40%.....	14
图表 39. 2 月涉及土地投资超百亿的主流房企有：华润置地、中国金茂、保利发展.....	15
图表 40. 1-2 月涉及土地投资超百亿的主流房企有：华润置地、中国金茂、保利发展、招商蛇口、绿城中国、滨江集团、中海地产、建发国际.....	15
图表 41. 2025 年 2 月房地产行业国内外债券、信托、ABS 发行规模合计 223 亿元，同比下降 28%，环比下降 56%.....	16
图表 42. 2025 年 2 月房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS 平均发行利率 3.64%，同比提升 0.35 个百分点，环比提升 0.70 个百分点.....	16
图表 43. 2 月美的、首创、保利发展发行国内债券规模较大，分别为 25、20、20 亿元，平均发行利率分别 3.5%、2.7%、2.6%.....	16
图表 44. 2025 年 3、6、7 月为国内外债券到期小高峰，到期规模分别为 1008、945、921 亿元.....	17
图表 45. 房地产行业 2 月绝对收益为 5.4%.....	20
图表 46. 房地产行业 2 月相对沪深 300 收益为 3.5%.....	20
图表 91. 城市数据选取清单.....	23

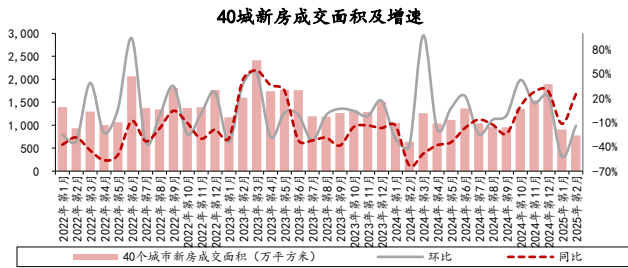
1 低基数影响下，2月单月、1-2月累计新房、二手房成交同比均呈正增长

1.1 新房：因低基数原因，2月新房成交面积同比增速转正，一线城市新政利好效应增幅居前

因去年同期恰逢春节假期低基数原因，2月新房成交面积同比增速转正。2月40城新房成交面积775.7万平，环比下降14.2%，同比上升25.0%，同比增速由负转正，同比增速较上月上升36.6个百分点。从累计来看，1-2月40城新房成交面积合计1679.4万平，同比增长1.8%。

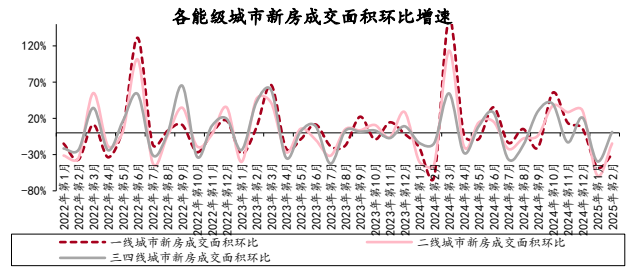
从各能级城市来看，高能级城市新房成交量同比正增长，一线城市因新政利好效应增幅居前，三四线城市同比负增长。1) 一线城市：2月新房成交面积152.9万平，环比下降29.8%，同比上升57.9%，同比增速较上月上升了68.5个百分点。具体来看，四个一线城市新房成交量环比均下滑，同比均增长，其中深圳同比大幅增长138%，环比下降45%；上海同比增长90%，环比下降25%；北京同比增长44%，环比下降21%；广州同比增长19%，环比下降30%。从累计来看，1-2月一线城市新房成交面积为370.7万平，同比增长9.0%。2) 二线城市2月新房成交面积386.0万平，环比下降14.6%，同比上升29.9%，同比增速较上月上升了41.9个百分点。其中，仅苏州、福州、济南新房成交面积同环比均正增长，其余二线城市均出现环比下跌、同比增长的态势，其中福州、武汉同比涨幅居前。从累计来看，1-2月二线城市新房成交面积为650.3万平，同比增长3.0%。3) 三四线城市2月新房成交面积236.7万平，环比上升1.1%，同比下降1.7%，同比降幅较上月收窄了10.6个百分点。吉安、池州、江门、韶关、东莞、莆田、清远新房成交同环比均提升，其余城市新房成交同环比多呈下降趋势。从累计来看，1-2月三四线城市新房成交面积为324万平，同比下降7.4%。

图表 1. 2月新房成交面积775.7万平，环比下降14.2%，同比上升25.0%



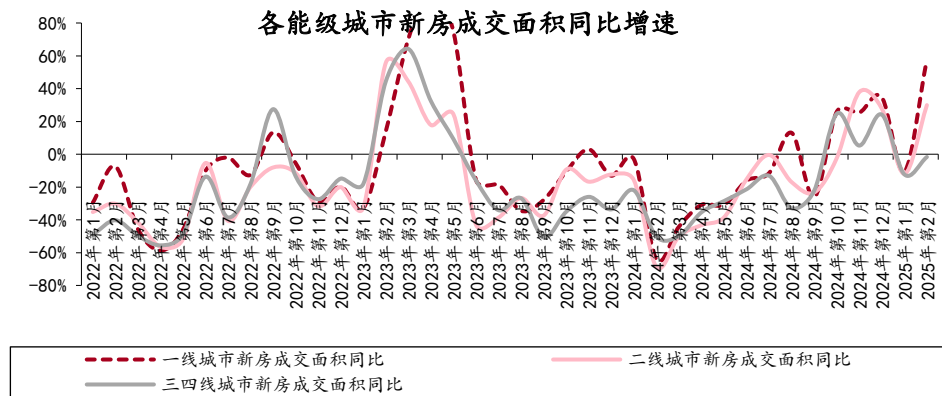
资料来源：同花顺，中银证券

图表 2. 2月一、二、三四线新房成交面积环比增速分别为-29.8%、-14.6%、1.1%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 3. 2月一、二、三四线新房成交面积同比增速分别为57.9%、29.9%、-1.7%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 4. 我们跟踪的城市中，苏州、福州、济南、吉安、池州、江门、韶关、东莞、莆田、清远新房成交面积同环比均实现正增长

2025年2月全国重点城市新房成交面积（单位：万平）									
能级	城市	成交面积	环比	同比	能级	城市	成交面积	环比	同比
一线	北京	27	-21%	44%	三四线	金华	5	-52%	13%
	上海	57	-25%	90%		宝鸡	3	-10%	-16%
	广州	45	-30%	19%		吉安	5	54%	16%
	深圳	24	-45%	138%		池州	4	9%	7%
	合计	218	-47%	-11%		舟山	2	-50%	-8%
二线	南宁	21	-54%	11%		江门	23	25%	424%
	杭州	31	-39%	26%		韶关	6	11%	75%
	武汉	54	-8%	64%		东莞	17	29%	38%
	青岛	79	-2%	9%		佛山	23	-23%	36%
	苏州	18	11%	28%		莆田	4	53%	72%
	福州	11	21%	172%		泰安	4	17%	-34%
	成都	92	-4%	33%		清远	19	29%	22%
	宁波	20	-39%	26%		衢州	4	-37%	-17%
	南京	20	-19%	39%		云浮	9	74%	-40%
	济南	41	3%	40%		海门	1	-71%	-27%
	合计	452	-59%	-12%		温州	57	22%	-22%
				扬州		8	-60%	26%	
				惠州		19	-17%	53%	
				合计		234	-39%	-12%	

资料来源：同花顺，中银证券

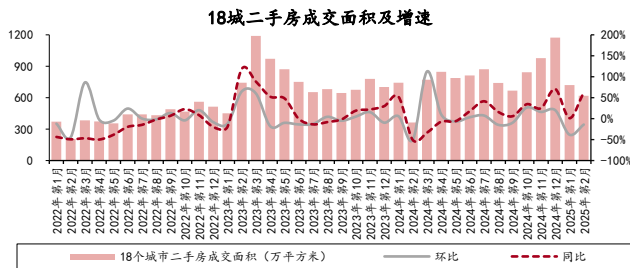
1.2 二手房：低基数影响下 2 月成交同比涨幅进一步扩大，连续 9 个月保持正增长

因去年同期恰逢春节假期低基数原因，2 月二手房成交同比涨幅进一步扩大。2 月 18 城二手房成交面积 617.6 万平，环比下降 14.3%，同比上升 62.8%，同比增速已经连续 9 个月保持正增长，且同比涨幅较上月进一步扩大了 61.7 个百分点。从累计来看，1-2 月 18 城二手房成交面积合计 1338.6 万平，同比增长 21.4%。

从各城市能级来看，2 月各能级城市二手房成交面积同比均出现正增长，高能级城市涨幅明显大于低能级城市。2 月一、二、三四线城市二手房成交面积分别为 145.3、363.2、109.0 万平，环比增速分别为 -11.6%、-14.1%、-18.5%，同比增速分别为 95.7%、52.4%、25.8%，一、二线城市同比涨幅分别较上月扩大了 82.6、50.3 个百分点，三四线城市同比由负转正，同比增速较上月上升了 48.5 个百分点。从累计来看，1-2 月一、二、三四线城市二手房成交面积分别为 309.8、785.9、242.9 万平，同比增速分别为 41.0%、18.6%、-7.6%。具体而言，一线城市中，北京和深圳同比分别增长 90% 和 113%，环比分别下降 8% 和 20%。二线城市中，杭州、青岛同环比均出现正增长，杭州、青岛、南宁、厦门、成都同比涨幅均超过五成。

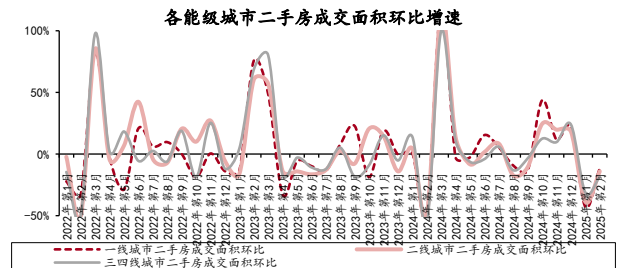
预判后市，3 月小阳春来临，房企推盘积极性稳步上升。根据克而瑞，3 月 28 个重点城市预计新增商品住宅供应面积 721 万平，环比增长 166%，同时从供给结构来看，重点城市刚需、改善、高端占比结构为 37%、51% 和 12%，呈现出以“改善为主，刚需为辅”的供应结构，7 成以上城市以主城为供应主力。基于此，我们预计 3 月整体楼市供求有望修复，成交环比将出现正增长，尤其是核心城市 3 月将迎来供应放量，改善和高端盘占比上升，预期将拉动市场热度回升，部分城市或将出现局部“小阳春”，不过余下多数三四线城市或将延续筑底行情。

图表 5. 2 月 18 城二手房成交面积 617.6 万平，环比下降 14.3%，同比上升 62.8%



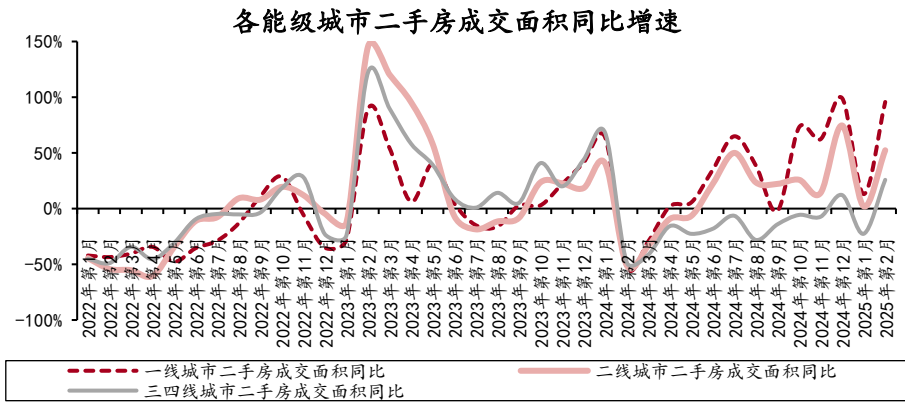
资料来源：同花顺，中银证券

图表 6. 2 月一、二、三四线城市二手房成交面积环比增速分别为 -11.6%、-14.1%、-18.5%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 7.2月一、二、三四线城市二手房成交面积同比增速分别为 95.7%、52.4%、25.8%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 8.2月我们跟踪的重点城市中，多数城市二手房成交面积同比上升

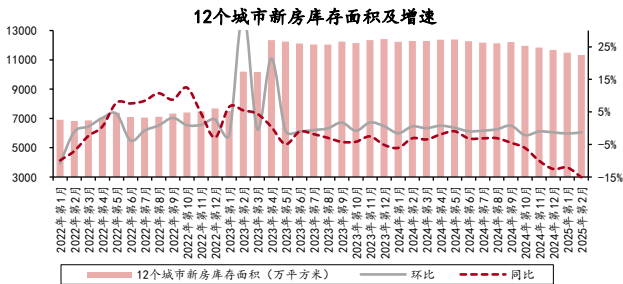
2025年2月全国重点城市二手房成交面积 (单位: 万平)									
能级	城市	成交面积	环比	同比	能级	城市	成交面积	环比	同比
一线	北京	108	-8%	90%	三四线	东莞	18	-35%	93%
	深圳	38	-20%	113%		金华	6	-35%	117%
	合计	164	-43%	13%		韶关	3	-44%	-64%
二线	杭州	48	1%	185%		吉安	5	-4%	2278%
	南京	40	-31%	0.4%		扬州	15	28%	77%
	青岛	39	4%	73%		佛山	37	-23%	45%
	苏州	34	-44%	37%		池州	2	8%	187%
	厦门	13	-28%	57%		清远	19	-9%	30%
	南宁	23	-31%	68%		衢州	5	5%	85%
	成都	167	-1%	84%		合计	134	-31%	-23%
合计	423	-39%	2%	总计	721	-39%	1%		

资料来源：同花顺，中银证券

1.3 库存：库存规模同环比均下降

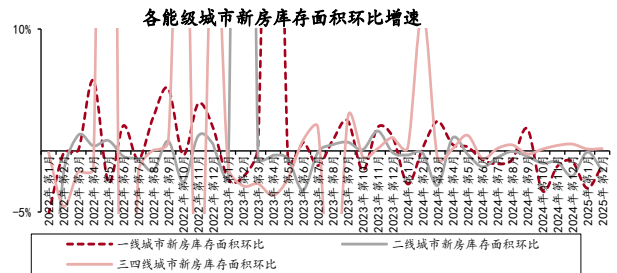
库存规模同环比均下降，去化周期环比提升、同比下降。截至 2 月末，我们跟踪的 12 城新房库存面积为 1.1 亿平，环比下降 1.3%，同比下降 15.1%；整体去化周期为 14.5 个月，环比上升 0.3 个月，同比下降 4.3 个月。一、二、三四线城市库存面积环比增速分别为-1.2%、-1.6%、0.2%，同比增速分别为-13.0%、-21.4%、2.7%；去化周期分别为 15.3、11.8、40.4 个月，一线城市环比上升 0.6 个月，二、三四线城市环比分别下降 0.03、3.7 个月，一、二、三四线城市同比分别下降 3.7、4.7、20.5 个月。具体来看，2 月我们跟踪的所有城市中仅上海、深圳、杭州去化周期在 12 个月内（深圳为 2 月新增）。

图表 9.截至 2025 年 2 月末，12 个城市新房库存面积为 11334.5 万平，环比下降 1.3%，同比下降 15.1%



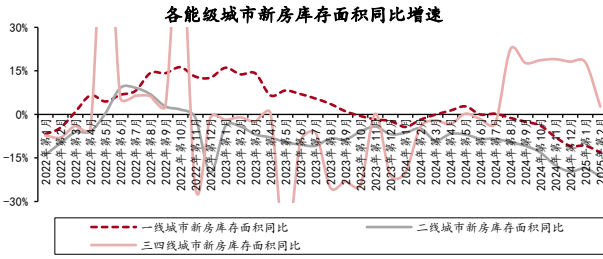
资料来源：同花顺，中银证券

图表 10.截至 2025 年 2 月末，一、二、三四线城市库存面积环比增速分别为-1.2%、-1.6%、0.2%



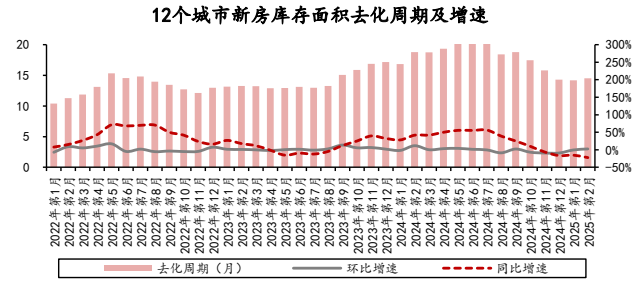
资料来源：同花顺，中银证券

图表 11.截至 2025 年 2 月末，一、二、三四线城市库存面积同比增速分别为-13.0%、-21.4%、2.7%



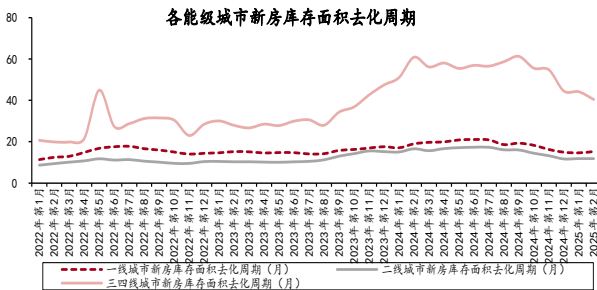
资料来源：同花顺，中银证券

图表 12.截至 2025 年 2 月末，12 个城市整体新房库存面积去化周期为 14.5 个月，环比上升 0.3 个月，同比下降 3.7 个月



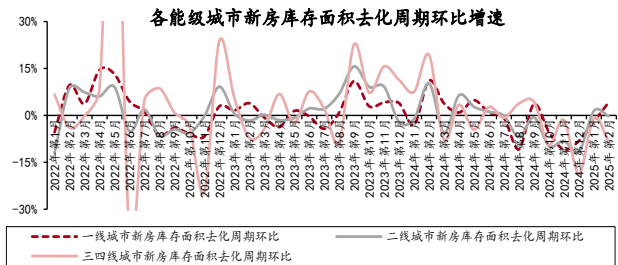
资料来源：同花顺，中银证券

图表 13.截至 2025 年 2 月末，一、二、三四线城市新房库存面积去化周期分别为 15.3、11.8、40.4 个月



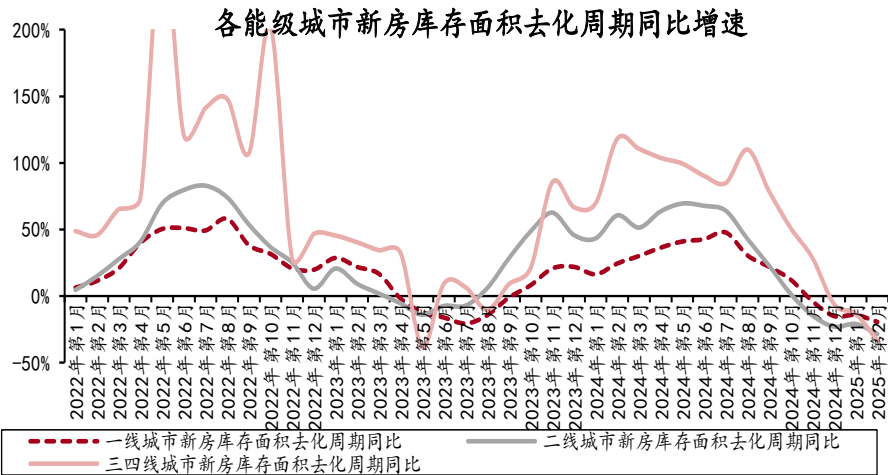
资料来源：同花顺，中银证券

图表 14.截至 2025 年 2 月末，二、三四线城市环比分别下降 0.03、3.7 个月，一线城市环比上升 0.6 个月



资料来源：同花顺，中银证券

图表 15.截至 2025 年 2 月末，一、二、三四线城市去化周期同比分别下降 3.7、4.7、20.5 个月



资料来源：同花顺，中银证券

图表 16. 截至 2025 年 2 月底，仅上海、深圳、杭州去化周期在 12 个月以内

2025年2月全国重点城市新房库存面积及去化周期（单位：万平、月）							
能级	城市	库存面积	环比	同比	去化周期	环比	同比
一线	上海	747	-1%	1%	7.9	5%	-4%
	北京	2118	-1%	-10%	26.0	6%	4%
	深圳	617	-5%	-32%	11.9	-2%	-65%
二线	杭州	511	1%	-18%	7.6	4%	-10%
	苏州	598	-0.05%	-14%	14.4	3%	-25%
	宁波	658	-5%	-18%	14.9	1%	-38%
	福州	230	-	-45%	14.9	-15%	-64%
三四线	韶关	244	2%	12%	42.3	-6%	-12%
	莆田	198	-2%	-7%	38.2	-12%	-55%

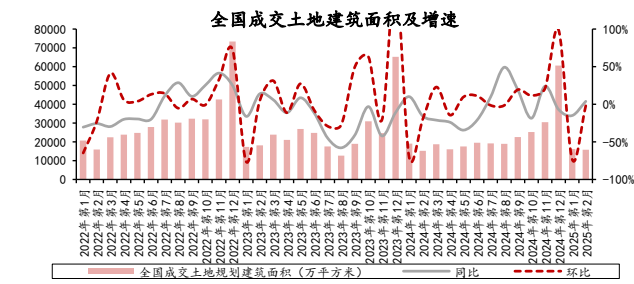
资料来源：同花顺，中银证券

数据说明：商品房：北京，深圳；商品住宅：上海，杭州，苏州，宁波，福州，韶关，莆田。

2 土地市场：2 月溢价率创 42 个月以来的新高，一二线城市平均溢价率超过 15%

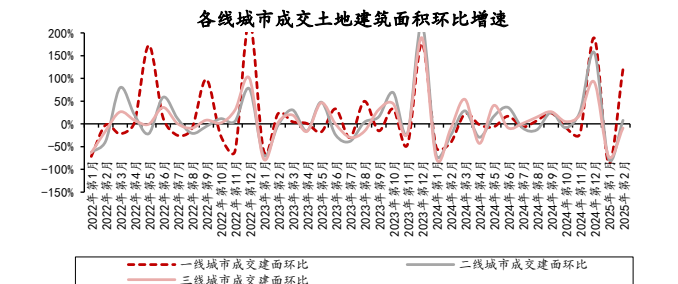
2 月土地市场成交规模季节性回落。2 月全国（300 城）成交土地规划总建筑面积为 1.58 亿平，环比下降 2.1%，同比上升 3.8%，同比由负转正，同比增速较上月扩大了 18.9 个百分点。一、二、三线城市成交土地规划建筑面积环比增速分别为 120.7%、7.7%、-9.0%，同比增速分别为 0.5%、4.4%、5.3%。单看住宅用地，全国住宅类成交土地建面 0.20 亿平，环比下降 44.0%，同比上升 4.9%，同比由负转正，同比增速提升了 17.3 个百分点。一、二、三线城市住宅类土地成交建面环比增速分别为-0.8%、-7.4%、-61.1%，同比增速分别为-29.1%、58.8%、1.6%。

图表 17. 2 月全国成交土地规划总建筑面积为 1.58 亿平，环比下降 2.1%，同比上升 3.8%



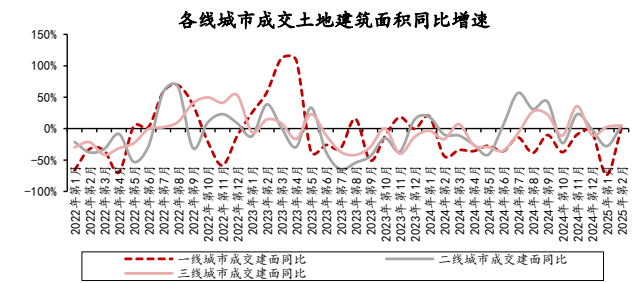
资料来源: Wind, 中银证券

图表 18. 2 月一、二、三线城市成交土地规划建筑面积环比增速分别为 120.7%、7.7%、-9.0%



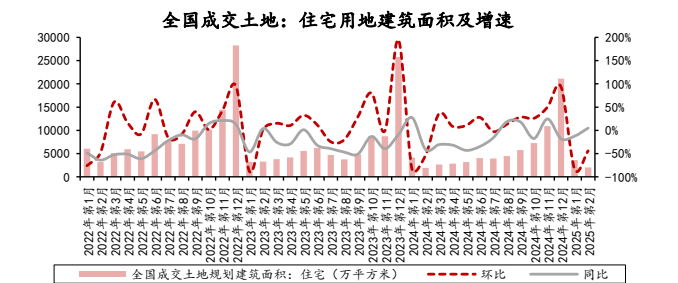
资料来源: Wind, 中银证券

图表 19. 2 月一、二、三线城市成交土地规划建筑面积同比增速分别为 0.5%、4.4%、5.3%



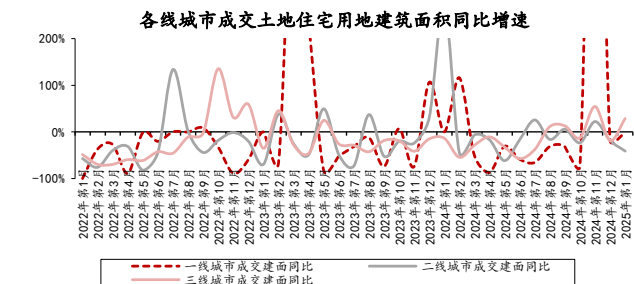
资料来源: Wind, 中银证券

图表 20. 2 月全国住宅类成交土地建面 0.20 亿平，环比下降 44.0%，同比上升 4.9%



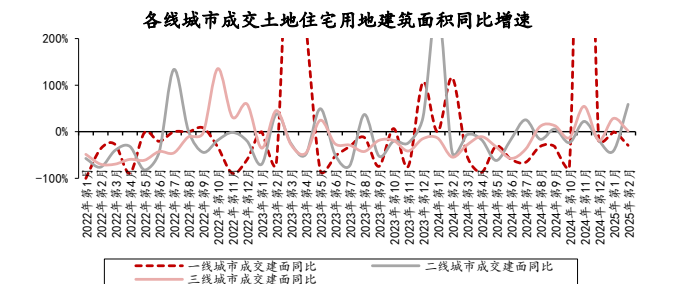
资料来源: Wind, 中银证券

图表 21. 2 月一、二、三线城市住宅类土地成交建面环比增速分别为-0.8%、-7.4%、-61.1%



资料来源: Wind, 中银证券

图表 22. 2 月一、二、三线城市住宅类土地成交建面同比增速分别为-29.1%、58.8%、1.6%



资料来源: Wind, 中银证券

从市场热度来看，2025年2月溢价率创下2021年8月（42个月）以来的新高，在1月高溢价率的基础上环比再度提升，其中一、二线城市住宅类用地平均溢价率均超过15%，二线城市更高，北京、上海、杭州迎来多宗高总价地块的高溢价成交。

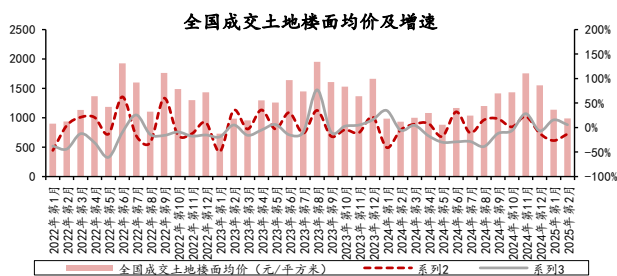
从全类型土地来看，2月全国（300城）成交土地平均楼面价986元/平，环比下降13.2%，同比上升5.8%；平均土地溢价率为8.7%，较上月上升了1.0个百分点，较2024年同期上升了4.9个百分点。一、二、三线城市成交土地楼面均价分别11512、1887、638元/平，环比增速分别为-51.0%、7.1%、-40.0%，同比增速分别为30.9%、21.2%、-13.9%；平均溢价率分别为13.2%、13.8%、2.8%，其中一线城市环比下降1.4个百分点，同比上升9.8个百分点；二线城市环比下降1.8个百分点，同比上升6.3个百分点；三线城市环比上升1.1个百分点，同比上升1.6个百分点。

从住宅类用地来看，2月全国（300城）住宅类用地成交平均楼面价为5246元/平，环比上升45.9%，同比上升12.4%。本月全国住宅类用地平均溢价率为12.4%，环比上升1.9个百分点，较去年同期上升7.1个百分点。一、二、三线城市住宅类用地平均楼面价为45354、9156、3044元/平，环比增速分别为1.6%、30.7%、1.0%，同比增速分别为80.4%、-9.4%、-22.5%；土地溢价率分别为15.0%、17.4%、3.4%，其中，一线城市环比下降0.3个百分点，同比上升11.3个百分点；二线城市环比下降3.4个百分点，同比上升6.8个百分点；三线城市环比上升1.8个百分点，同比上升2.1个百分点。

全类型土地累计成交情况来看，2025年1-2月全国土地成交总价同比上升3.2%，土地溢价率同比上升。1-2月全国（300城）成交土地规划总建面3.2亿平，同比下降6.7%；成交总价3403亿元，同比上升3.2%；楼面均价1062元/平，同比上升10.6%；平均溢价率8.2%，同比上升4.6个百分点。一、二、三线城市累计土地成交建面分别为0.05亿平、0.5亿平、1.1亿平，同比增速分别为-46.3%、-14.2%、3.9%；累计成交总价分别为796、957、969亿元，同比增速分别为30.4%、-8.4%、18.0%；平均土地溢价率分别为13.9%、14.7%、2.2%，同比分别提升9.6、9.7、0.1个百分点。

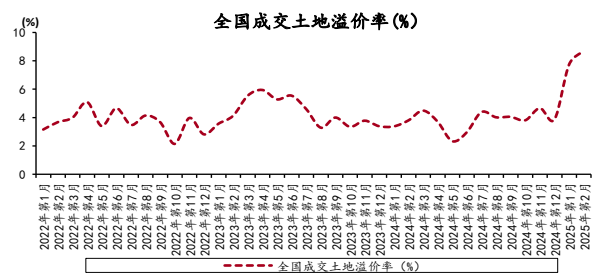
住宅土地累计成交情况来看，2025年1-2月全国住宅类用地土地成交总价同比下降6.8%，土地溢价率同比上升。1-2月全国（300城）住宅类用地成交土地规划总建面0.6亿平，同比下降6.8%；成交总价2360亿元，同比上升15.0%；楼面均价4188元/平，同比上升23.5%；平均溢价率11.4%，同比上升6.8个百分点。一、二、三线城市1-2月累计住宅类用地土地成交建面分别为163.6、939.0、1725.0万平，同比增速分别为-17.0%、-15.7%、19.7%；累计住宅类用地成交总价分别为736.2、754.9、521.1亿元，同比增速分别为54.4%、0.4%、29.9%；平均土地溢价率分别为15.2%、19.1%、2.5%，同比分别上升9.1、12.1、0.9个百分点。

图表 23. 2月全国成交土地平均楼面价986元/平，环比下降13.2%，同比上升5.8%



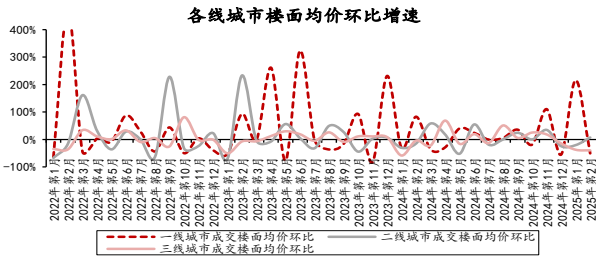
资料来源：Wind，中银证券

图表 24. 2月平均土地溢价率为8.7%，较上月上升了1.0个百分点，较2024年同期上升了4.9个百分点



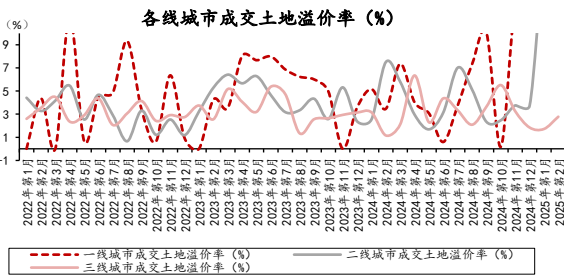
资料来源：Wind，中银证券

图表 25. 2月一、二、三线城市成交土地楼面均价环比增速分别为-51.0%、7.1%、-40.0%



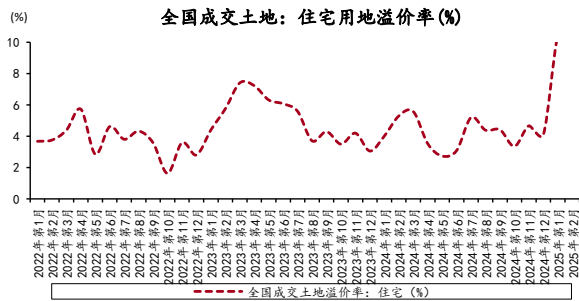
资料来源: Wind, 中银证券

图表 27. 2月一、二、三线城市成交土地平均溢价率分别为13.2%、13.8%、2.8%



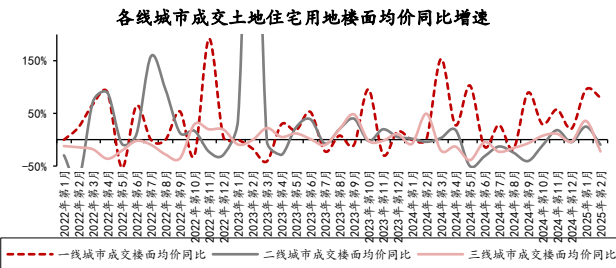
资料来源: Wind, 中银证券

图表 29. 2月全国住宅类用地平均溢价率为12.4%，环比上升1.9个百分点，较去年同期上升7.1个百分点



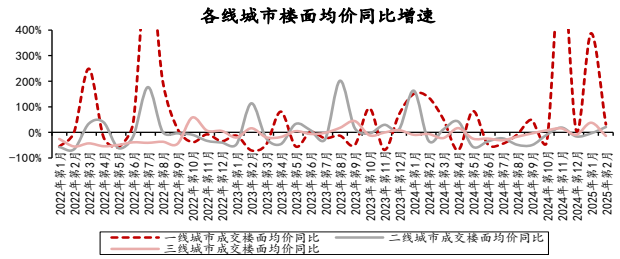
资料来源: Wind, 中银证券

图表 31. 2月一、二、三线城市住宅类用地成交土地平均楼面价同比增速分别80.4%、-9.4%、-22.5%



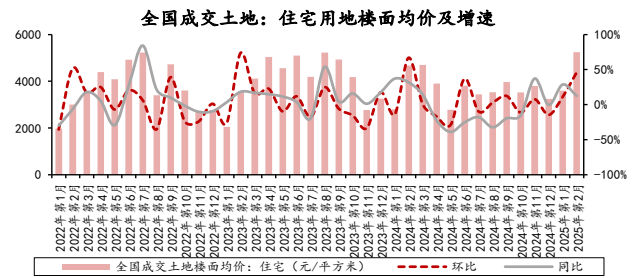
资料来源: Wind, 中银证券

图表 26. 2月一、二、三线城市成交土地楼面价同比增速分别为30.9%、21.2%、-13.9%



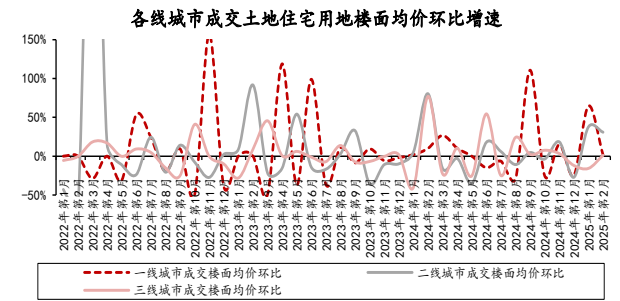
资料来源: Wind, 中银证券

图表 28. 2月全国住宅类用地成交土地平均楼面价为5246元/平，环比上升45.9%，同比上升12.4%



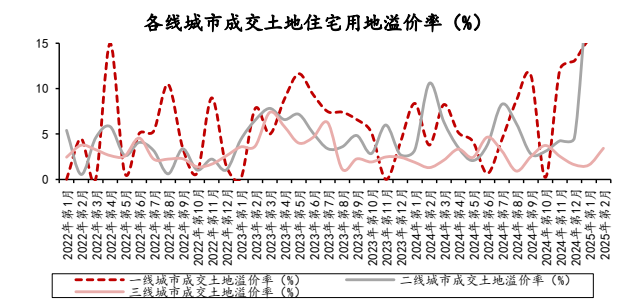
资料来源: Wind, 中银证券

图表 30. 2月一、二、三线城市住宅类用地成交土地平均楼面价环比增速为1.6%、30.7%、1.0%



资料来源: Wind, 中银证券

图表 32. 2月一、二、三线城市住宅类用地平均土地溢价率分别为15.0%、17.4%、3.4%



资料来源: Wind, 中银证券

3 房企：2 月百强销售同比由负转正；拿地金额、拿地强度同比大幅提升

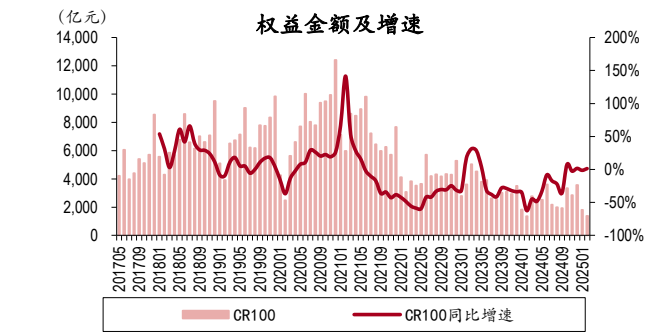
3.1 销售：因去年 2 月恰逢春节假期低基数原因，百强房企 2 月销售同比由负转正

因去年 2 月恰逢春节假期低基数原因，百强房企 2 月全口径销售同比由负转正。百强房企 2 月实现全口径销售额 1922 亿元，同比增长 0.5%（前值：-5.3%）；权益口径 1384 亿元，同比增长 1.4%（前值：-1.2%）。2025 年 1-2 月百强房企全口径销售金额 4402 亿元，同比下降 3.1%；权益口径 3227 亿元，同比增长 0.2%。

各梯队单月全口径销售同比均由负转正。CR5、CR10、CR20、CR50 全口径销售额增速分别为 12.1%、14.0%、8.4%、2.6%，同比增速分别提升了 27.4、26.3、18.4、10.3 个百分点；权益口径销售额增速分别为 19.4%、21.7%、13.5%、5.5%，同比增速分别提升了 28.5、30.0、21.5、9.9 个百分点。

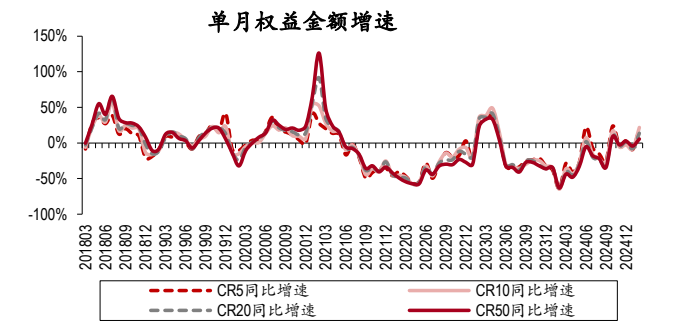
TOP20 房企中，2 月销售额同比增速为正的房企有：电建地产（+244%）、保利置业（+170%）、华发股份（+74%）、深业集团（+72%）、越秀地产（+67%）、中海地产（+55%）、华润置地（+45%）、中国铁建（+41%）、建发国际（+27%）、中交房地产（+26%）、招商蛇口（+17%）、龙湖集团（+11%）、中国金茂（+6%）、保利发展（+3%）。

图表 33. 百强房企 2 月权益口径销售金额 1384 亿元，同比增长 1.4%



资料来源：克而瑞，中银证券

图表 34. 2 月 CR5、CR10、CR20、CR50 单月权益口径销售额增速分别为 19.4%、21.7%、13.5%、5.5%



资料来源：克而瑞，中银证券

图表 35. 2 月各梯队单月销售金额同比均由负转正

房企梯队	单月全口径销售 (亿元)			单月全口径销售增速		
	2024 年 2 月	2025 年 1 月	2025 年 2 月	2024 年 2 月	2025 年 1 月	2025 年 2 月
CR5	565	623	633	-61.0%	-15.4%	12.1%
CR10	877	1014	1000	-61.5%	-12.3%	14.0%
CR20	1248	1495	1353	-62.2%	-10.0%	8.4%
CR50	1689	2036	1732	-62.0%	-7.7%	2.6%
CR100	1912	2420	1922	-61.8%	-5.3%	0.5%
房企梯队	单月权益口径销售 (亿元)			单月权益口径销售增速		
	2024 年 2 月	2025 年 1 月	2025 年 2 月	2024 年 2 月	2025 年 1 月	2025 年 2 月
CR5	410	473	489	-64.2%	-9.1%	19.4%
CR10	604	752	735	-65.1%	-8.3%	21.7%
CR20	866	1067	983	-64.0%	-8.0%	13.5%
CR50	1195	1489	1260	-63.3%	-4.5%	5.5%
CR100	1364	1799	1384	-62.3%	-1.2%	1.4%

资料来源：克而瑞，中银证券

图表 36. TOP20 房企超半数房企 2 月销售同比增速为正

销售排名	公司	2025年1-2月全口径金额	同比	2025年2月全口径金额	同比	2024年全口径销售金额月均值	2025年1月全口径金额	同比	2025年2月权益金额	同比	2025年1月权益金额	同比	2025年2月全口径面积	同比	2025年1月全口径面积	同比
1	保利发展	340	-5.3%	160	2.5%	269	180	-11.3%	126	5.9%	142	1.4%	46	-52.2%	100	-12.6%
2	中海地产	252	32.7%	132	55.2%	259	120	14.5%	121	58.6%	111	17.0%	80	42.6%	44	-2.0%
3	华润置地	251	21.1%	135	44.8%	218	116	1.8%	95	42.2%	81	4.5%	61	32.8%	49	-4.3%
4	万科	212	-36.6%	102	-27.9%	204	110	-43.0%	66	-27.9%	72	-42.9%	75	-15.8%	81	-36.0%
5	招商蛇口	195	-7.5%	104	17.3%	183	90	-25.7%	71	43.4%	61	-26.1%	55	27.9%	42	-30.0%
6	建发国际	185	15.3%	98	27.3%	111	87	4.3%	76	36.3%	68	5.1%	20	-51.4%	54	37.7%
7	华发股份	172	58.6%	76	74.2%	88	97	48.2%	50	54.5%	60	67.7%	26	45.0%	35	85.6%
8	绿城中国	146	-6.6%	76	-3.9%	143	71	-9.3%	55	24.8%	46	-21.7%	29	29.4%	21	-17.4%
9	越秀地产	128	24.3%	62	67.0%	95	66	0.3%	37	67.6%	40	0.0%	23	48.4%	22	8.2%
10	滨江集团	128	-20.8%	56	-3.3%	93	72	-30.5%	28	9.6%	36	-26.9%	13	21.5%	16	-46.9%
11	中国铁建	116	117.8%	45	40.5%	80	71	234.3%	37	68.3%	59	240.8%	29	-9.5%	46	197.4%
12	中国金茂	111	5.4%	44	6.3%	82	67	4.8%	31	6.6%	46	4.5%	26	16.9%	30	-21.7%
13	龙湖集团	98	-21.8%	53	10.5%	84	46	-41.6%	36	12.8%	30	-42.2%	43	-7.4%	32	-34.0%
14	融创中国	84	31.9%	16	-41.0%	39	68	87.8%	8	-46.4%	34	70.9%	10	-66.7%	10	-61.4%
15	保利置业	83	80.7%	35	170.0%	45	48	45.5%	20	85.3%	31	36.0%	12	100.0%	16	23.1%
16	绿地控股	69	-18.8%	36	-10.0%	54	33	-26.7%	32	-10.3%	30	-26.4%	33	-5.7%	30	-30.2%
17	深业集团	61	154.2%	8	72.3%	22	53	174.1%	8	71.7%	52	173.7%	2	53.3%	6	-39.8%
18	电建地产	58	88.5%	34	244.0%	33	23	12.7%	28	351.6%	21	68.5%	17	168.8%	12	-12.1%
19	中交房地产	57	36.9%	22	26.0%	36	35	45.0%	14	12.5%	24	56.4%	13	109.8%	17	55.4%
20	碧桂园	56	-54.0%	28	-38.2%	50	28	-63.4%	23	-25.3%	23	-63.1%	35	-38.2%	35	-63.3%
CR5		1250	-3.9%	633	12.1%	1132	623	-15.4%	489	19.4%	473	-9.1%	317	-10.8%	331	-26.0%
CR10		2009	-0.9%	1000	14.0%	1663	1014	-12.3%	735	21.7%	752	-8.3%	484	-14.5%	519	-22.3%
CR20		2803	-2.2%	1353	8.4%	2229	1495	-10.0%	983	13.5%	1067	-8.0%	697	-13.7%	735	-21.5%
CR50		3720	-3.9%	1732	2.6%	2974	2036	-7.7%	1260	5.5%	1489	-4.5%	961	-12.2%	1019	-18.0%
CR100		4402	-3.1%	1922	0.5%	3489	2420	-5.3%	1384	1.4%	1799	-1.2%	1051	-15.0%	1219	-15.6%

资料来源：克而瑞，公司公告，中银证券

备注：金额单位：亿元；面积单位：万平。同比基数均来源于克而瑞。红色箭头表示对应指标的排名上升，绿色箭头表示排名下降，黄色横线表示排名不变。

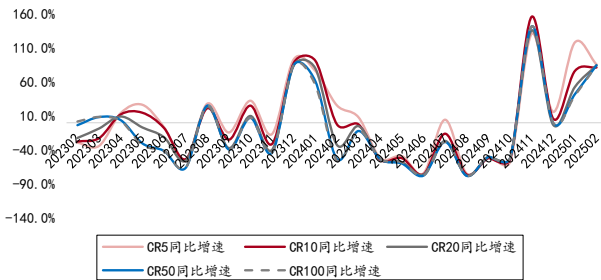
3.2 拿地：核心城市土拍带动下百强房企拿地金额、拿地强度同比均大幅提升

核心城市土拍带动下百强房企拿地金额、拿地强度同比均大幅提升。百强房企 2 月全口径拿地金额 764 亿元，同比增长 84.4%，百强房企拿地强度（拿地金额/销售金额）为 40%，环比下降 7 个百分点，同比提升 18 个百分点；拿地建面 332 万平，同比增长 18.7%；核心城市土拍带动 2 月拿地楼面均价达到 23019 元/平，同比提升 55.4%。头部房企拿地强度相对较大，CR5、CR10、CR20、CR50 拿地强度分别为 99%、74%、56%、44%。具体来看，2 月拿地金额超过 50 亿元的主流房企有：华润置地（拿地金额 194 亿元，拿地强度 144%）、中国金茂（180 亿元，408%）、保利发展（114 亿元，71%）、绿城中国（90 亿元，119%）、越秀地产（51 亿元，82%），竞争主要集中在销售规模居前的央企以及地域深耕型优质企业，且投资均聚焦在高能级城市，大多数企业投资仍未开启。

图表 37. 百强房企 1 月全口径拿地金额 764 亿元，同比增长 84.4%

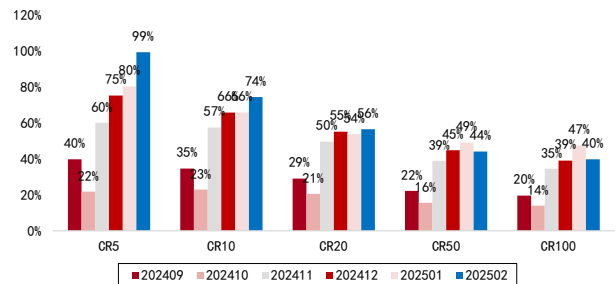
图表 38. 2 月百强房企拿地强度为 40%

各梯队拿地金额同比增速



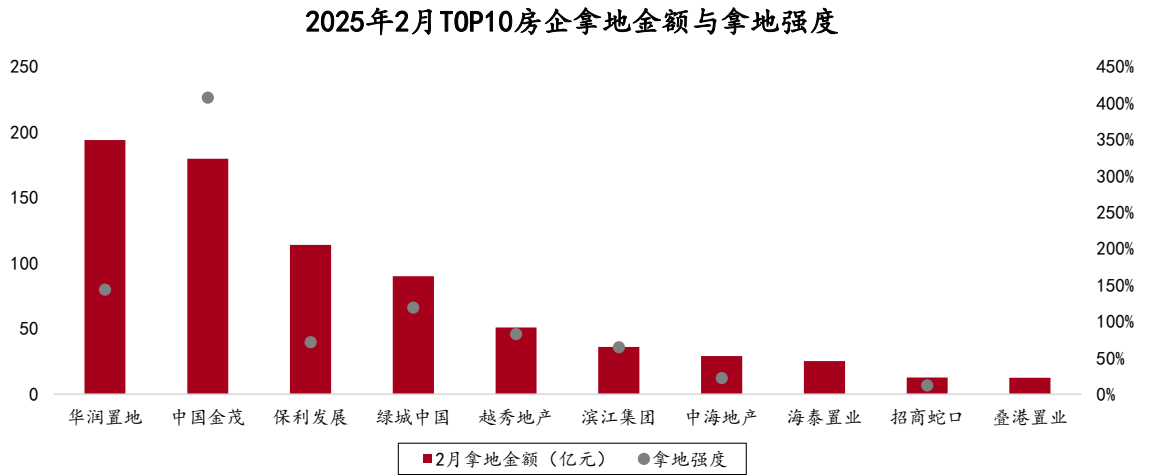
资料来源：克而瑞，中银证券

各梯队拿地强度（拿地金额/销售金额）



资料来源：克而瑞，中银证券

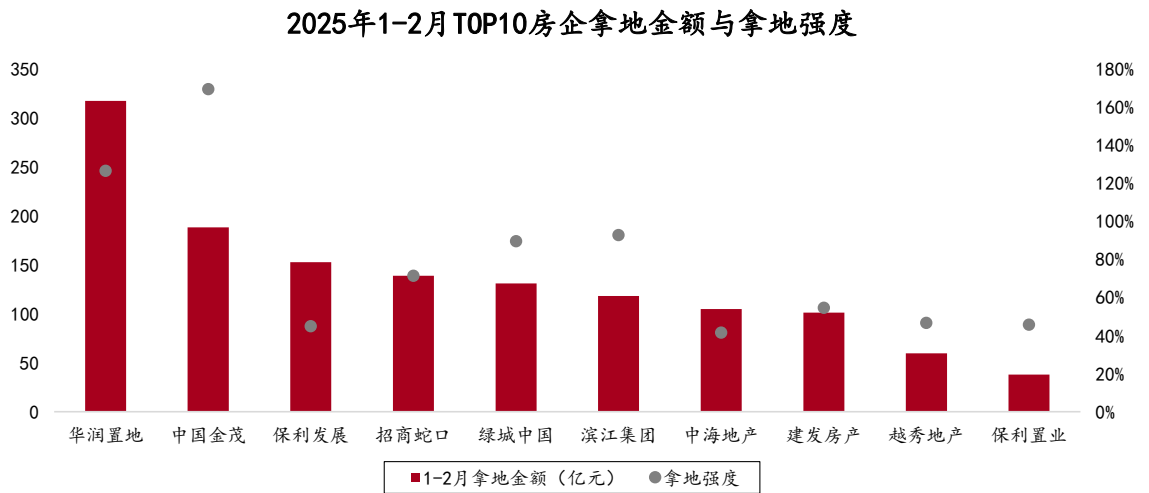
图表 39. 2 月涉及土地投资超百亿的主流房企有：华润置地、中国金茂、保利发展



资料来源：克而瑞，中银证券

2025 年前两月，在市场止跌回稳的走势下，土地市场迎来点状回暖，核心城市成交热度大幅攀升，优质地块成交带动百强投资金额同比增长超过四成。从累计来看，1-2 月百强房企全口径拿地金额 2219 亿元，同比增长 43.5%，拿地建面 2691 万平，同比下降 2.2%，楼面均价 8213 元/平，同比增长 46.8%，拿地强度 50%，同比提升 16 个百分点。1-2 月拿地金额超过 100 亿元的企业有：华润置地（拿地金额 318 亿元，同比+116%，拿地强度 127%）、中国金茂（189 亿元，+2632%，170%）、保利发展（153 亿元，+460%，45%）、招商蛇口（139 亿元，+99%，72%）、绿城中国（131 亿元，+134%，90%）、滨江集团（118 亿元，+35%，93%）、中海地产（105 亿元，+982%，42%）、建发国际（101 亿元，-，55%），拿地金额排名靠前的房企仍以央国企和优质区域深耕型房企为主。

图表 40. 1-2 月涉及土地投资超百亿的主流房企有：华润置地、中国金茂、保利发展、招商蛇口、绿城中国、滨江集团、中海地产、建发国际

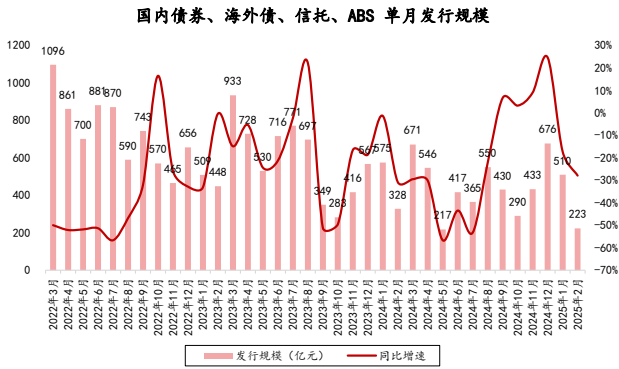


资料来源：克而瑞，中银证券

3.3 房企融资与债券到期：2月房地产行业融资规模同环比均下滑

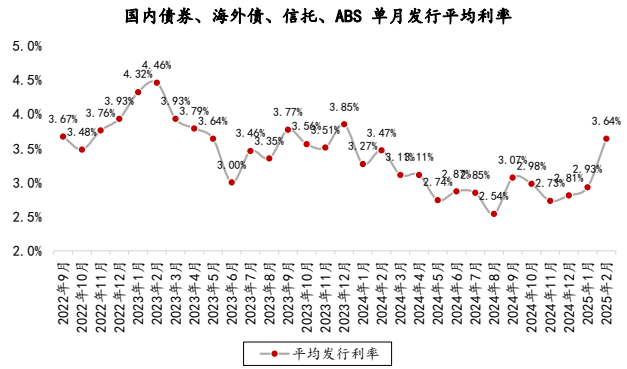
2月房地产行业融资规模同环比均下滑。2月房地产行业国内外债券、信托、ABS发行规模合计223亿元，同比下降28%，环比下降56%，平均发行利率3.64%，同比提升0.35个百分点，环比提升0.70个百分点。其中，国内债券发行规模144亿元，同比下降9%，环比下降45%，平均发行利率2.82%，同比下降0.36个百分点，环比下降0.66个百分点；海外债券发行规模36亿元，同比增长680%，平均发行利率8.45%，同比提升5.15个百分点；ABS发行规模43亿元，同比下降71%，环比下降83%，平均发行利率2.37%，同比下降1.03个百分点，环比提升0.02个百分点；信托数据暂缺。具体来看，2月美的、首创、保利发展发行国内债券规模较大，分别为25、20、20亿元，平均发行利率分别3.5%、2.7%、2.6%。从累计来看，1-2月房地产行业国内外债券、信托、ABS发行规模合计733亿元，同比下降19%，平均发行利率3.29%，同比下降0.08个百分点。从到期情况来看，2025年3、6、7月为国内外债券到期小高峰，到期规模分别为1008、945、921亿元。

图表 41. 2025 年 2 月房地产行业国内外债券、信托、ABS 发行规模合计 223 亿元，同比下降 28%，环比下降 56%



资料来源：中指院，中银证券

图表 42. 2025 年 2 月房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS 平均发行利率 3.64%，同比提升 0.35 个百分点，环比提升 0.70 个百分点



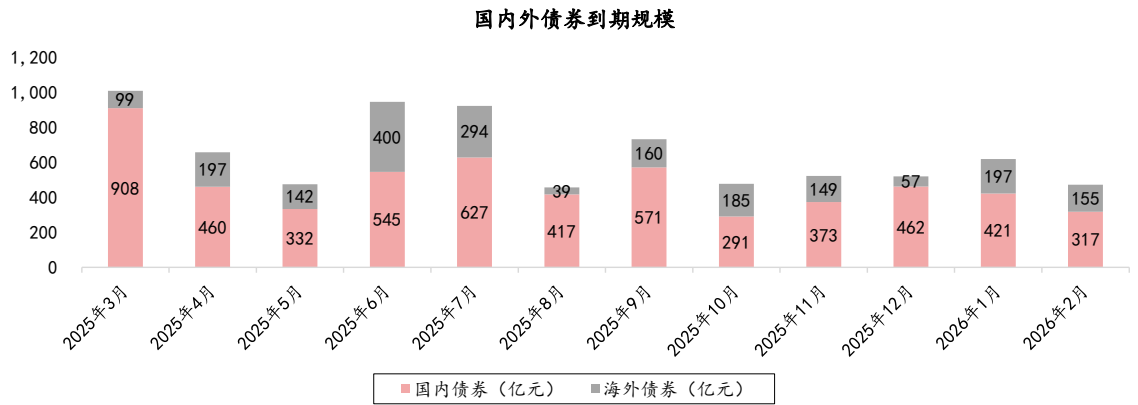
资料来源：中指院，中银证券

图表 43. 2 月美的、首创、保利发展发行国内债券规模较大，分别为 25、20、20 亿元，平均发行利率分别 3.5%、2.7%、2.6%

典型企业融资				
企业名称	国内债券(亿元)	海外债券(亿元)	合计(亿元)	平均利率(%)
美的置业	25.0		25.0	3.5
首创	20.0		20.0	2.7
保利发展	20.0		20.0	2.6
苏高新	14.0		14.0	2.0
铁建	10.0		10.0	2.6
首开	10.0		10.0	3.0
建发	7.0		7.0	2.8
中交房地产	5.9		5.9	3.4
华发股份	1.8		1.8	3.0
绿城		35.9	35.9	8.45

资料来源：中指院，中银证券

图表 44. 2025 年 3、6、7 月为国内外债券到期小高峰，到期规模分别为 1008、945、921 亿元



资料来源：中指院，中银证券

4 政策：提振需求为首要任务，旧改与土储专项债加速落地

中央层面，2月13日，央行发布了2024年第四季度货币政策执行报告，2024年供需两端同步发力支持房地产市场平稳健康发展。1) 设立3000亿元保障性住房再贷款。6月设立3000亿元保障性住房再贷款，激励引导金融机构支持地方国企收购已建成未出售商品房。9月央行将提供的再贷款资金比例由原来的60%提高到100%。用好抵押补充贷款，支持政策性开发性金融机构为保障性住房建设、城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设等提供信贷支持。年末，抵押补充贷款余额为2.36万亿元，较23年末（3.25万亿元）减少27%。2) 优化房贷利率政策，取消房贷利率政策下限，推动再度降低存量房贷利率。5月取消商业房贷利率政策下限、降低首付比例、下调住房公积金贷款利率。9月发布公告完善商业房贷利率定价机制，推动降低存量房贷利率。目前存量房贷利率批量调整已经完成，惠及超5000万户家庭、1.5亿人口，每年减少借款人房贷利息支出1500亿元。24年5年期以上LPR累计下降0.6pct，带动贷款利率下行。12月新发放个人住房贷款加权平均利率3.09%，较9月-0.21pct，同比-0.88pct。对于下一阶段地产相关货币政策主要思路为“着力推动已出台金融政策措施落地见效，加大存量商品房和存量土地盘活力度，推动房地产市场止跌回稳，完善房地产金融基础性制度，助力构建房地产发展新模式”。

3月5日，2025年《政府工作报告》正式发布，对于房地产的表述涵盖内容全面。房地产方面的表述为“持续用力推动房地产市场止跌回稳。因城施策调减限制性措施，加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力。优化城市空间结构和土地利用方式，合理控制新增房地产用地供应。盘活存量用地和商办用房，推进收购存量商品房，在收购主体、价格和用途方面给予城市政府更大自主权。拓宽保障性住房再贷款使用范围。发挥房地产融资协调机制作用，继续做好保交房工作，有效防范房企债务违约风险。有序搭建相关基础性制度，加快构建房地产发展新模式。适应人民群众高品质居住需要，完善标准规范，推动建设安全、舒适、绿色、智慧的好房子”。我们认为本次政府工作报告中房地产相关部分基本符合前期市场预期，对于地产的内容囊括较往年更加全面，从提振高需求到防范风险，都有了明确的表态。我们预期未来在调减限制性政策、城中村改造、盘活存量、收储、防范风险、“好房子”建设等方面有进一步的相关政策与细则落地，从而起到改善市场预期、推动房地产市场回稳的效果。

住建部两会发声，四大举措稳住楼市。3月9日，住建部部长倪虹在民生主题记者会上表示将通过四方面发力稳住楼市：1) 巩固政策“组合拳”效果；2) 努力实施城中村和危旧房改造；3) 推进收购存量商品房；4) 推动建设“好房子”。针对“大旧改”方向，住建部提出“把2000年以前建成的城市老旧小区都要纳入城市更新改造范围”，“将在去年新增100万套的基础上，继续扩大改造规模”，我们认为，旧改有望进一步提速扩围，将成为2025年的重点工作之一。针对“收储”方向，政府工作报告中就有提及今年地方政府专项债安排4.4万亿元，其中一个使用方向为土地收储和收购存量商品房；本次住建部部长进一步提出“将支持地方在收购主体、价格和用途方面充分行使自主权。收购的商品房，优先用于保障性住房、城中村改造安置房、人才房、青年公寓和职工宿舍等”。我们认为，未来收储配套政策也将继续完善打通卡点，特别是低成本资金的介入、拓展收购项目的用途（不再仅限于用作保障性住房）等，均有望推进各地收储工作进一步落实。针对“好房子建设”方向，住建部表示“近期在组织编制《好房子建设指南》，也在修订《住宅项目规范》”。

地方层面，旧改与土储专项债加速落地。2月18日，北京发行了一批地方政府债券，包括101亿元一般债券和462.9亿元专项债券。101亿元一般债券主要投向医疗卫生、社会保障、交通基础设施、乡镇振兴、农林水利、城镇老旧小区改造等领域，涉及13个项目，未来偿还资金来源为一般公共预算收入。462.9亿元专项债券用于市本级和朝阳区、海淀区、房山区等15个区的合计85个城市建设项目。其中，城六区项目18个，占比21%，本次发行债券金额为178亿元，占比39%。专项债券募集资金主要投向棚户区改造、城中村改造、土地储备、市政和产业园区基础设施等项目，偿债资金来源主要为土地出让收入和安置房销售收入等。从募投项目来看，1)旧改类项目40个，占比47%，发行额度为273.1亿元，占比59%，平均期限为4.80年，旧改是本次发行的专项债的主要投向。2)土地储备项目25个，占比30%，发行额度为116.9亿元，占比25%，平均期限为5.28年，不过这部分专项债主要是用于“土地一级开发”，即在土地出让前，对土地进行征收、整理、投资、开发的过程，并非收购存量闲置土地范畴。3)基础设施项目（市政、产业园、交通、新型基础设施领域）18个，占比21%，发行额度为71.3亿元，占比16%，平均期限为12.06年。此外，2月23日广东省公告了307亿元额度专项债券，专项用于土地储备、回收闲置存量土地，广东省成为了今年全国首个落地专项债券资金回收闲置存量土地的省份。广东省这两期债券的募投项目共计86个，包括广东广播电视台东圃地段（存量收储）、广州市广城房地产开发有限公司地块（回收闲置存量土地）、2025年珠海市斗门区土地收储项目等项目。我们预计，随着广东省专项债券的推进，今年土地收储专项资金政策还将继续完善，收购存量土地专项债与专项借款或取得突破。此外，四川省多地公告称拟运用专项债实施土地收储，拟收购金额合计10.8亿元。根据我们对四川省3个城市公告的21宗地块分析，所有地块均折价收购，拟收购价较当前地块市场价格平均折价20.1%，折价方差极小；8成以上地块的拟收购价低于企业买入成本价，平均折价16.5%（仅有的溢价收购地块是因为当前市场价大幅增值所致）；所有地块政府拟收购价均低于企业意向价，折价范围在24%-49%，平均折价31.8%。

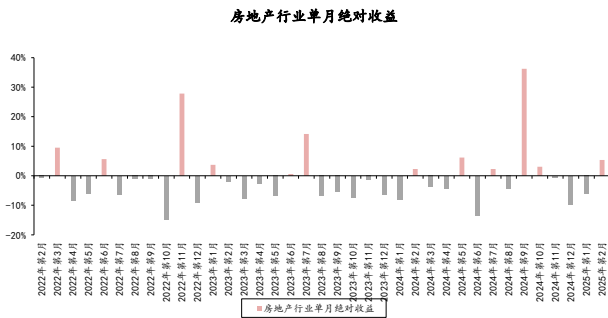
重庆取消限售，优化房产税税收政策，山东、大连、成都等地优化公积金政策，宁波、北京等地优化项目建设规划。

- 1) 重庆取消中心城区限售，优化房产税税收政策。2月7日，重庆印发《重庆市推动经济持续向上向好若干政策举措》，其中规定，完善个人住房房产税试点政策，不再将市外人员购买普通住宅纳入征税范围。2月8日重庆再度发布通知，取消中心城区原已纳入两年限售范围住房的再交易管理。
- 2) 各地持续优化公积金贷款政策，南宁等地优化住房套数认定，成都、苏州延长公积金贷款年限，山东、大连等地提高公积金贷款最高额度、降低二套首付比例。
- 3) 宁波优化容积率计算规则，北京、南宁印发“好房子”技术要点，助力“好房子”建设。2月5日，宁波发布《关于优化调整建设工程容积率计算规则的通知（试行）（征求意见稿）》，其中规定，风雨连廊、架空层、小区门厅等向居住小区全体业主全天候免费开放的下列不封闭公共空间，不纳入容积率计算。为居住小区配建的具有公共属性，产权移交相关部门（政府指定单位）或归全体业主共有的下列非营利性配套设施，不纳入容积率计算。不封闭阳台进深不大于2.4米的，按水平投影面积的1/2计入容积率。2月12日，北京印发《北京市平原多点地区“好房子”规划管理相关技术要点（试行）》。适用范围为顺义、大兴、亦庄、昌平、房山、通州。要点明确可增加封闭或开敞阳台，部分面积不计入容积率，允许套内面积比较大的住宅在起居室设置一定比例面积的挑空空间；鼓励结合小区入口、入户大堂或沿街、街角首层配建邻里共享公共空间等。2月16日，南宁印发《南宁市好房子技术导则》，从安全、舒适、绿色、智能四个角度考虑，提升房屋质量。

5 2月地产板块跑赢大市，主要是由于两会前期的政策博弈

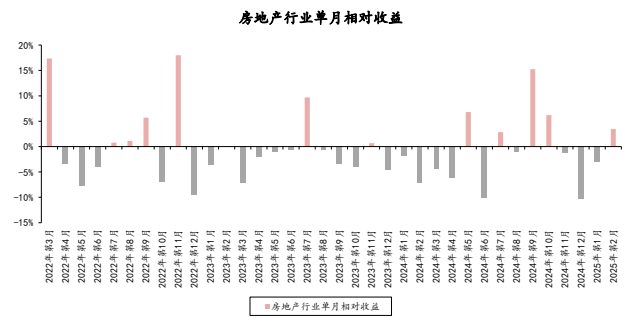
2月地产板块跑赢大市，主要是由于两会前期政策博弈以及春节期间成交表现良好。2月房地产板块绝对收益为5.4%，相对收益（相对沪深300）为3.5%，原因在于：1）两会前期的政策博弈，地产行业自2024年9月之后至今处于政策真空期，市场对于两会后政策抱有期待。2）春节假期期间楼市成交量同比正增长。3月5日两会召开后，3月5日-10日，房地产板块绝对收益为0.2%，相对收益（相对沪深300）为-0.5%，两会房地产相关政策基本符合前期市场预期，同时需要注意的是，本次政府工作报告对于房地产的表述涵盖内容较为全面，为后续的政策空间打下基础，我们仍然看好政策落地后的板块机会。

图表 45. 房地产行业 2月绝对收益为 5.4%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 46. 房地产行业 2月相对沪深 300 收益为 3.5%



资料来源：同花顺，中银证券

6 投资建议

当前房地产“止跌回稳”主基调不变，提振需求是首要任务，从高频数据来看，目前市场仍然维持缓慢复苏的势头。后续的市场修复能否得到巩固，一方面依赖于需求端宽松政策的进一步扩底，另一方面，货币化旧改和收储进度也将继续成为 2025 年的重要主线。从标的来看，一方面，流动性安全、重仓高能级城市、产品力突出的房企或更具备 α 属性；另一方面，得益于化债、政策纾困、销售改善等多重逻辑下的困境反转的标的或具备更大的估值修复弹性。

现阶段我们建议关注四条主线：1) 基本面稳定、在一二线核心城市的销售和土储占比高、在重点城市的市占率较高的房企：绿城中国、滨江集团、华润置地、招商蛇口、越秀地产。2) 从 2024 年以来在销售和拿地上都有显著突破的“小而美”房企：保利置业、城投控股。3) 经营或策略上有增量或变化的房企、及受益于地方政府化债逻辑的公司：金地集团、信达地产、龙湖集团、云南城投。4) 受益于二手房市场持续量价修复的房地产经纪公司：贝壳、我爱我家。

7 风险提示

房地产调控升级；销售超预期下行；融资收紧。

8 附录

数据来源：新房、二手房成交，新房库存均来源于同花顺；土地市场数据来自于万得。

图表 91. 城市数据选取清单

新房成交情况选取城市
<p>【新房】合计 40 个城市 一线城市 (4 个)：深圳、上海、北京、广州 二线城市 (10 个)：南宁、杭州、南京、武汉、青岛、苏州、福州、济南、成都、宁波 三四线城市 (26 个)：金华、宝鸡、台州、常德、吉安、娄底、池州、舟山、江门、韶关、东莞、佛山、莆田、泰安、焦作、肇庆、荆门、龙岩、东营、清远、衢州、云浮、海门、温州、扬州、惠州</p> <p>其中商品房：深圳，南宁，广州，金华，宝鸡，台州，常德，吉安，娄底，池州，舟山；商品住宅：上海，北京，杭州，南京，武汉，青岛，苏州，宁波，福州，东莞，惠州，济南，扬州，温州，江门，韶关，成都，佛山，莆田，泰安，焦作，肇庆，荆门，龙岩，东营，清远，衢州，云浮，海门。</p> <p>由于宝鸡、吉安、池州、舟山、东莞、肇庆、龙岩、清远、衢州、云浮、海门、东营同期无数据可比，因此在计算整体同比数据时做了相应的剔除。</p>
二手房成交情况选取城市
<p>【二手房】合计 18 个城市 一线城市 (2 个)：北京，深圳 二线城市 (7 个)：杭州、南京、青岛、苏州、厦门、南宁、成都 三四线城市 (9 个)：东莞、金华、韶关、吉安、扬州、佛山、池州、清远、衢州</p> <p>其中商品房：金华，韶关，吉安；商品住宅：北京、深圳、杭州、南京、青岛、苏州、厦门、南宁、成都、东莞、扬州、佛山、池州、清远、衢州。</p> <p>由于青岛、成都、东莞、吉安、扬州、池州、清远、衢州同期无数据可比，因此在计算整体同比数据时做了相应的剔除。</p>
新房库存及成交情况选取城市
<p>【库存】合计 12 个城市 一线城市 (4 个)：深圳、上海、北京、广州 二线城市 (5 个)：杭州、南京、苏州、宁波、福州 三四线城市 (3 个)：韶关、莆田、东营</p> <p>其中商品房：北京，深圳，广州，南京；商品住宅：上海，杭州，苏州，宁波，福州，韶关，莆田，东营。</p> <p>由于南京（套数、面积）、东营（套数、面积）、广州（面积）同期无数据可比，因此在计算整体同比数据时做了相应的剔除。</p>
土地市场选取城市
<p>【土地市场】百城数据，合计 122 个城市。 一线城市 (4 个)：北京，上海，广州，深圳。 二线城市 (26 个)：合肥，福州，厦门，济南，大连，哈尔滨，石家庄，长春，南昌，太原，珠海，兰州，成都，重庆，杭州，武汉，西安，天津，苏州，南京，郑州，长沙，沈阳，青岛，宁波，佛山。 三线城市 (92 个)：潍坊，扬州，海口，汕头，洛阳，乌鲁木齐，临沂，唐山，镇江，盐城，湖州，赣州，泰州，济宁，呼和浩特，咸阳，漳州，揭阳，江门，桂林，邯郸，芜湖，三亚，阜阳，淮安，遵义，银川，衡阳，上饶，柳州，淄博，莆田，绵阳，湛江，商丘，宜昌，沧州，连云港，南阳，九江，新乡，信阳，襄阳，岳阳，蚌埠，驻马店，滁州，威海，宿迁，株洲，宁德，邢台，潮州，秦皇岛，肇庆，荆州，周口，马鞍山，清远，宿州，鞍山，安庆，菏泽，宜春，黄冈，泰安，南充，六安，大庆，舟山，衢州，吉林，昆明，无锡，温州，泉州，南宁，贵阳，金华，常州，惠州，嘉兴，南通，徐州，中山，保定，台州，绍兴，烟台，廊坊，东莞，嘉峪关。</p>

资料来源：同花顺，万得，中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；

增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；

减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1)基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2)中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话:(8621)68604866
传真:(8621)58883554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 108001521065
新加坡客户请拨打: 8008523392
传真:(852)21479513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
传真:(852)21479513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话:(8610)83262000
传真:(8610)83262291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话:(4420)36518888
传真:(4420)36518877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话:(1)2122590888
传真:(1)2122590889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话:(65)66926829/65345587
传真:(65)65343996/65323371