房地产行业2027年投资策略

从规模收缩到经营重塑

优于大市

核心观点

现房销售新政是最重要的变量。

1）**对土地：**短期总量没有断崖式下跌，主因旧规过渡和城投托底。随着旧规过渡结束，预计中长期市场化拿地需求仍将承压，土地成交向开发投资的传导也可能减弱。此外，地方政府预计推出更多的优质土地来对冲土地需求的收缩。

2）**对房价：**新政将通过特定时段内减少新增供给有效利好新房房价，但不直接扩大购买力。更重要的是，**新房以二手为锚**，新政并非决定新房、二手房房价方向的主要因素。二手房价格仍由存量市场供求决定，新房能否持续修复，也取决于二手房市场是否企稳，而二手房最重要的前置指标是租金方向。

3）**对房企：**回款后移将压低项目IRR、增加财务成本，促使房企提高利润率要求、降低拿地出价。若地价调整和开发提效能够对冲新增成本，利润率及ROE有望改善，但ROE难回过去高杠杆、快周转时期的峰值。长期房企将逐步转向“中利润率、中杠杆率、中ROE”的“利润表生意”。

2027年展望：主要数据仍将承压。1）销售额、销售面积分别为6.7万亿元、6.9亿平方米，同比分别下降6.2%、8.0%；2）新开工面积为3.7亿平方米，同比下降17.9%；3）竣工面积为3.1亿平方米，同比下降27.5%；4）开发投资为5.6万亿元，同比下降13.3%。

投资建议：当前市场对地产股的估值已充分定价，甚至相较高频数据过于悲观，**后续估值修复未必需要等待各项指标全面转正**，房价跌幅收窄、成交逐步稳定，以及房企减值压力缓解，均可能推动市场重新评估资产价值。近五年，房价决定地产股的中期趋势，**若未来二手房价跌幅持续收窄，地产股的估值中枢将迎来较大提振**。我们建议继续增配地产板块，维持“优于大市”评级，优选估值折价充分、风险出清相对充分、核心城市布局较好且具备持续拿地能力的房企，推荐中国金茂、绿城中国、越秀地产、华润置地、中国海外发展、招商蛇口。

风险提示：政策落地效果及后续推出强度不及预期；外部环境变化等导致房地产基本面超预期下行；房企信用风险事件超预期冲击。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS 2026E	EPS 2027E	PE 2026E	PE 2027E
0817.HK	中国金茂	优于大市	0.94	109	0.08	0.10	11.1	9.4
3900.HK	绿城中国	优于大市	4.83	105	0.50	0.69	9.7	7.0
0123.HK	越秀地产	优于大市	2.80	96	0.29	0.32	9.8	8.7
1109.HK	华润置地	优于大市	29.60	1,806	3.62	3.77	8.2	7.8
0688.HK	中国海外发展	优于大市	11.86	1,111	1.43	1.51	8.3	7.8
001979.SZ	招商蛇口	优于大市	7.60	685	0.47	0.53	16.2	14.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究·行业投资策略

房地产

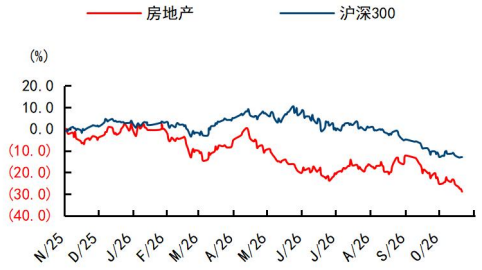
优于大市·维持

证券分析师：任鹤
010-88005315
renhe@guosen.com.cn
S0980520040006

证券分析师：王粤雷
0755-81981019
wangyuelei@guosen.com.cn
S0980520030001

证券分析师：王静
021-60893314
wangjing20@guosen.com.cn
S0980522100002

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《统计局2026年1-10月房地产数据点评-地产基本面继续走弱，但房价趋势保持积极》 ——2026-11-18
《统计局2026年1-9月房地产数据点评-9月地产基本面走弱，但房价趋势仍较积极》 ——2026-10-22
《房地产行业专题-香港楼市再复盘与新动态》 ——2026-09-17
《统计局2026年1-8月房地产数据点评-8月地产基本面整体偏弱，但房价趋势相对积极》 ——2026-09-16
《房地产现房销售新规点评-短期会有情绪冲击，但长期利大于弊》 ——2026-08-28

内容目录

现房销售新政下的行业变迁 6
土地：市场化土地需求承压 7
房价：有限利好新房，但并非影响房价的主要因素 14
房企：金融属性再次削弱，走向制造业模型 25
2027 年展望：主要数据仍将承压 28
销售：跌幅小幅收窄，仍不具备全面回升的基础 28
新开工：补库存动力仍然不足 32
竣工：中期内不具备改善的可能性 33
投资：延续下跌趋势 35
投资建议 37
房价仍是核心变量，紧盯房价与租金 37
风险提示 38

图表目录

图1： 全国土地供应宗数及累计同比 8
图2： 全国土地供应建面、金额及累计同比 8
图3： 核心 40 城土地供应宗数及累计同比 8
图4： 核心 40 城土地供应建面、金额及累计同比 8
图5： 一线城市土地供应宗数及累计同比 9
图6： 一线城市土地供应建面、金额及累计同比 9
图7： 二线城市土地供应宗数及累计同比 9
图8： 二线城市土地供应建面、金额及累计同比 9
图9： 三四线城市土地供应宗数及累计同比 9
图10： 三四线城市土地供应建面、金额及累计同比 9
图11： 全国土地成交宗数及累计同比 11
图12： 全国土地成交建面、金额及累计同比 11
图13： 核心 40 城土地成交宗数及累计同比 11
图14： 核心 40 城土地成交建面、金额及累计同比 11
图15： 一线城市土地成交宗数及累计同比 11
图16： 一线城市土地成交建面、金额及累计同比 11
图17： 二线城市土地成交宗数及累计同比 12
图18： 二线城市土地成交建面、金额及累计同比 12
图19： 三四线城市土地成交宗数及累计同比 12
图20： 三四线城市土地成交建面、金额及累计同比 12
图21： 核心 40 城土地成交溢价率 12
图22： 一线城市土地成交溢价率 12
图23： 二线城市土地成交溢价率 13
图24： 三四线城市土地成交溢价率 13
图25： TOP100 房企单月拿地净额 13
图26： TOP10 房企单月拿地净额和比例 13
图27： 国央企开发商单月拿地净额和比例 14
图28： 城投平台单月拿地净额和比例 14
图29： 分城市能级新建商品住宅销售价格指数 15
图30： 分城市能级二手住宅销售价格指数 15
图31： 70 个大中城市新建商品住宅销售价格同比 15
图32： 70 个大中城市二手住宅销售价格同比 15
图33： 分城市能级新建商品住宅销售价格同比 15
图34： 分城市能级二手住宅销售价格同比 15
图35： 70 个大中城市新建商品住宅销售价格环比 16
图36： 70 个大中城市二手住宅销售价格环比 16
图37： 分城市能级新建商品住宅销售价格环比 16

图 38： 分城市能级二手住宅销售价格环比 16
图 39： 历年末商品房总库存（单位：万平方米） 17
图 40： 全国商品住宅现房销售面积和销售额占比 17
图 41： 历年全国商品房待售面积及同比 17
图 42： 历年全国商品住宅待售面积及同比 17
图 43： 主流 18 城新建住宅供应套数总和及同比 18
图 44： 主流 18 城新建住宅销售套数总和及同比 18
图 45： 主流 18 城新建住宅可售套数总和及同比 18
图 46： 主流 18 城新建住宅去化周期平均值（回滚 6 个月） 18
图 47： 主流 18 城新建住宅可售套数（单位：万套）及同比 19
图 48： 主流 18 城新建住宅去化周期（单位：月）及同比 19
图 49： 全国各能级城市二手边际挂牌价月环比（截至 2026 年 11 月 15 日） 19
图 50： 四大一线城市二手边际挂牌价月环比（截至 2026 年 11 月 15 日） 20
图 51： 全国 44 城二手边际挂牌价格指数 21
图 52： 全国 44 城二手边际挂牌价格较年初累计跌幅 21
图 53： 分城市能级二手边际挂牌价格指数 21
图 54： 分城市能级二手边际挂牌价格同比 21
图 55： 全国住房租售比水平 22
图 56： 全国租金和房价走势 22
图 57： 上海租金和房价走势 22
图 58： 北京租金和房价走势 22
图 59： 深圳租金和房价走势 22
图 60： 苏州租金和房价走势 22
图 61： 合肥租金和房价走势 23
图 62： 郑州租金和房价走势 23
图 63： 金融机构人民币贷款加权平均利率：个人住房贷款（单位：%） 24
图 64： 6 城住宅租金收益率（单位：%） 24
图 65： 上海租金收益率 vs 租金吸引力（单位：%） 25
图 66： 北京租金收益率 vs 租金吸引力（单位：%） 25
图 67： 预售变现售后的现金流分布 27
图 68： 全国商品房历年销售额及同比 29
图 69： 全国商品房历年销售面积及同比 29
图 70： 全国商品房季度销售额及同比 29
图 71： 全国商品房季度销售面积及同比 29
图 72： 全国商品房销售额累计同比 29
图 73： 全国商品房销售面积累计同比 29
图 74： 商品房单月销售金额与 2019 年同期相比 30
图 75： 商品房单月销售面积与 2019 年同期相比 30
图 76： 历年一线城市房价收入比平均数 30
图 77： 历年非一线城市房价收入比平均数 30
图 78： 中国历年主要城市房价收入比（即双职工家庭可支配收入购买 100 ㎡住房所需年数） 31

图 79： 历年相对销售额 32
图 80： 历年相对销售面积 32
图 81： 历年房屋新开工面积及同比 32
图 82： 房屋新开工面积累计同比 32
图 83： 历年房屋单月新开工面积（单位：万㎡） 33
图 84： 房屋单月新开工面积与 2019 年同期相比 33
图 85： 历年房屋竣工面积及同比 34
图 86： 房屋竣工面积累计同比 34
图 87： 历年房屋单月竣工面积（单位：万㎡） 34
图 88： 房屋单月竣工面积与 2019 年同期相比 34
图 89： 竣工增速滞后期房增速 2 年 34
图 90： 历年房地产开发投资完成额及同比 35
图 91： 房地产开发投资累计同比 35
图 92： 历年房地产开发投资单月完成额（单位：亿元） 36
图 93： 房地产开发投资与 2019 年同期相比 36
图 94： 地产股超额收益 vs 二手房价累计跌幅 37
图 95： 部分龙头企业拿地强度对比 38
图 96： 部分龙头企业减值幅度对比 38

表 1： “828 现房销售政策”各地细则 6
表 2： 6 城租金年增长率 24
表 3： 6 城租金吸引力（单位：%） 24
表 4： 房企项目 IRR 简算 25
表 5： 房企项目 IRR 的敏感性分析 26
表 6： 房企项目财务成本简算 26
表 7： 房企项目净利润率的敏感性分析 26
表 8： 房企报表主要项目表现 27
表 9： 房企 ROE 的敏感性分析 28
表 10： 新开工测算 33
表 11： 开发投资测算 36
表 12： 房企 PB 折价隐含的房价下跌幅度 37

现房销售新政下的行业变迁

2026 年 8 月 28 日，住房城乡建设部、自然资源部、金融监管总局联合发布《关于完善商品住房销售制度的通知》，明确有力有序推行商品住房现房销售，提高新规项目预售门槛并加强购房资金监管，配套完善土地供应、融资支持和开发建设管理制度。

“828 新政”以推进现房销售、提高预售门槛为核心，要求新规项目主体结构封顶后方可预售、个人按揭贷款延至竣工备案后发放，并强化购房资金监管。政策同时设置新老项目过渡安排，配套土地款分期缴纳、开发贷期限匹配等措施，推动房企由依赖预售回款向更多依靠自有资金和开发融资转变。

截至 11 月，已有 23 个省市出台商品住房销售制度改革细则，整体围绕新老划断、定金监管、贷款发放及土地款分期等作出安排。各地政策框架基本一致，差异主要体现在存量项目过渡范围和期限、定金比例、土地款缴付节奏，以及保函置换、分期验收等配套措施。

表1：“828 现房销售政策”各地细则

序号	城市	新老划断和过渡节点	定金	贷款发放时点	土地款	其他配套措施
1	北京	已取（含部分）工规证：旧规；已拿地（含正在出让）未取证：过渡至 2027 年底；历史遗留参照在途项目	原则≤1%；施工证后收取，专户监管	8·28 后取预售证：竣备后发放（含公积金）	30 日内≥50%；2 年内缴清，不计息	重点监管额度外资金可依规支取；带方案出让、拿地即开工
2	上海	已取（含部分）工规证：旧规；已拿地未取证、已公告后拿地：过渡至 2027 年底，资金监管分类执行	原则≤3%；施工证后收取，专户监管	8·28 起取预售证：竣备后发放（含公积金）	30 日内≥50%；1 年内缴清，经批可延 1 年，不计息	分期地价可凭合同办建设手续；首次登记、首次预售前缴清地价
3	广州	已取（含部分）工规证：旧规；已拿地未取证、已公告后拿地：过渡至 2027 年底	≤5%；住宅楼栋施工证后收取，全额监管	8·28 起取预售证：竣备后发放（含公积金）	30 日内≥50%；1 年内缴清，经批可延 1 年，不计息	分期分栋许可、验收；已缴清对应地价部分可办销售；保留交付及登记资金
4	深圳	已取（含部分）工规证：旧规，变更按原发证日；已拿地（含正在出让）未取证：至 2027 年底；三旧另议	原则≤3%；主体结构施工许可后收取，专户监管	8·28 后取预售证：竣备后发放（含公积金）	30 日内≥50%；原则 1 年，特殊情形 2 年；按期不计息	首次登记、首次预售前缴清地价；三旧历史遗留分类衔接
5	天津	已取（含部分）工规证：旧规；已拿地未取证、已公告后拿地：过渡至 2027 年底	≤5%；施工证后收取，取得准许交付使用证后解监	8·28 起取预售证：竣备后发放（含公积金）现售备案后放款	30 日内≥50%；原则 1 年，经批最长 2 年，不计息	分阶段施工许可、分期联合验收；规划公示及市政配套前置
6	武汉	已取（含部分）工规证：旧规；已拿地未取证：至 2027 年底；历史遗留：至 2028 年底；特定智能建造、装配式项目另设旧规通道	原则≤5%；施工证及方案备案后收取；全额监管、不得使用	-	半年内≥50%；原则 1 年，经决策最长 2 年	旧规项目保函置换≤30%、留存≥70%；新规另定；分单元及分阶段竣备
7	杭州	已取工规证：旧规；已拿地（含正在出让）未取证：至 2027 年底；历史遗留：至 2028 年底	≤5%；施工证及方案备案后收取，全额监管	8·28 后取预售证：竣备后发放（含公积金）	30 日内≥50%；2 年内缴清，不计息	分户土地集合抵押；分期分栋许可；毛坯、装修分阶段竣备；存量开发贷展期
8	宁波	已取（含部分）工规证：旧规；已拿地未取证、已公告后拿地：至 2027 年底；历史遗留：至 2028 年底	≤5%；施工证及方案报备后收取，全额监管	8·28 起取预售证：竣备后发放（含公积金）	30 日内≥50%；2 年内缴清，不计息	分期缴款可凭合同办规划、施工手续；分期开发、分阶段竣备
9	温州	已取（含部分）工规证及后续变更：旧规；已拿地未取证、已公告后拿地：至 2027 年底；历史遗留：至 2028 年底	原则≤5%；施工证及方案报备后收取；监管期不得使用	8·28 后取预售证：竣备后发放（含公积金）	成交确认书后 1 个月内≥50%；原则 1 年，经决策最长 2 年	存量开发贷展期、增额；分期开发；首次登记后注销监管账户
10	苏州	部分取证分开认定：取证部分旧规，未取证部分按在途；已拿地未取证、已公告后拿地：至 2027 年底，资金监管分类执行	原则≤3%；施工证及方案备案后收取，现售备案后解监	8·28 及以前取预售证：原政策；此后：竣备后发放（含公积金）	30 日内≥50%；2 年内缴清，不计息	旧规存量项目延续原保函置换；重点监管额度含建设配套及必要运营费用
11	合肥	已取（含部分）工规证：旧规；已拿地（含签成交确认书）未取证：至 2027 年底；历史遗留未设统一截止期	≤5%；施工证后收取，全额监管	-	30 日内≥50%；2 年内缴清，不计息	单栋或多栋分期开发、验收；对应地价缴清部分可售；分户抵押、分阶段竣备
12	成都	已取（含部分）工规证：旧规，按出让合同范围认定；已拿地（含公告）未取证：至 2027 年底；历史遗留：至 2028 年底	≤5%；施工证前明确现售意向，取证后收取；-封闭监管	-	30 日内≥50%；2 年内缴清，不计息	公告未定销售方式可自主选择；分期许可、验收；探索分阶段竣备、验登合一
13	长沙	已取（含部分）工规证：旧规；已拿地（含正在出让）未取证：至 2027 年底；特定更新、盘活项目：至 2028 年底	原则≤5%；施工证及方案备案后收取；全额监管、不得使用	-	半年内≥50%；2 年内缴清，不计息	新签开发贷首次还本原则在竣备后；存量贷增额、展期；分期地价凭合同办证
14	西安	已取（含部分）工规证：原预售条件；已拿地（含正在出让）未取证：至 2027 年底；历史遗留参照在途	原则≤5%；施工证后收取；全额监管、不得使用	8·28 后取预售证：竣备后；此前已取工规证年，且部分预售：支持原政期	半年内≥50%；原则 1 年，经批最长 2 年，按不计息	支持保函置换，资金用于工程建设；缴≥50%地价可预登记、办建设手续；分阶段

				策放款		竣备
15	济南	已取工规证及后续变更：旧规；此前已公告未取证：须 2027 年 1 月底前取工规证，过渡至 2027 年底	原则≤5%；专户监管、不得使用	8·28 起取预售证：竣备后发放（含公积金）	30 日内≥50%；一般 1 年，现售可 2 年，不计息	现售购房公积金核减一套认定、额度优惠叠加；存量开发贷延长及调整还款
16	南京	已取（含部分）工规证：旧规；已拿地未取证：至 2027 年底；此前启动出让、2026 年底前出让的达标智能建造项目另设通道	原则≤5%；施工证后收取，专户监管	8·28 及以前取预售证：原政策；此后：竣备后发放	30 日内≥50%；2 年内缴清，不计息	现房带押销售，售房款优先还贷再解押；开发贷首次还本原则后移；项目公司退出机制
17	重庆	已取工规证：旧规；已拿地未取证、已公告后拿地：至 2027 年底；历史遗留：至 2028 年底	≤5%；施工证、认购方案后签定金合同，全程监管	8·28 及以前已取（含部分）预售证：公积金可按原条件放款	30 日内≥50%；原则 1 年；现售等特殊项目 2 年、不计息	分阶段施工许可、单位工程先行验收；维修资金缴存；适配现售税收管理
18	十堰	已取工规证并办预售证：旧规；部分取工规证未预售续建项目：保障交付后延续旧规；已拿地未取证：至 2027 年底；历史遗留另议	≤5%；施工证后收取；全额监管、不得使用	存量及符合条件续建项目：原个人信贷政策；新项目：-	30 日内≥50%；2 年内缴清，不计息	取消配建人才公寓；住宅计容面积＜15 万平方米可不配幼儿园；净地出让、存量贷展期
19	金华	已取（含部分）工规证：旧规；已拿地未取证、已公告后拿地：至 2027 年底；历史遗留：至 2028 年底	≤5%；全额监管、监管期不得使用	8·28 后取预售证：竣备后发放（含公积金）	30 日内≥50%；2 年内缴清，不计息	旧规项目保函置换≤30%；单次预售≥5000 平方米且不少于整栋（最后批次例外）
20	绍兴	已取（含部分）工规证：旧规；已拿地未取证、已公告后拿地：至 2027 年底；历史遗留：至 2028 年底	≤5%；施工证及方案备案后收取，全额监管	8·28 后取预售证：竣备后发放（含公积金）	30 日内≥50%；2 年内缴清，不计息	旧规项目保函置换≤30%、留存≥70%；分户抵押、房地预登记；分期许可、分阶段竣备
21	亳州	已取（含部分）工规证：旧规；已拿地未取证经评估备案沿用旧规，不设统一截止期；特定历史遗留至 2028 年底；装配式另设通道	原则≤5%；直接入监管账户，竣备及交付条件-达标后解监		30 日内≥50%；原则 1 年，经决策最长 2 年，不计息	支持保函置换；2026 年底前完成装配式预评价、取得双证的项目可申请旧规
22	荆门	新出让土地原则现售；旧地未取工规证申请预售执行新规；未设普遍旧预售过渡期	≤5%；定金纳入监管	-	现售地块 30 日内≥50%；余款销售备案时缴清，最长 2 年	延续现售试点；支持分期建设、验收
23	海南	2020/3/8 前出让可预售；其后至 8·28 按原现售政策；8·28 后新地继续现售；获批城市更新配建住房可预售	原则≤5%；施工证后收取；全额监管、监管期-不得使用		30 日内≥50%；2 年内缴清，不计息；公告、合同约定	更新项目跨宗地分期开发；最小单元验收；户型原则≥80 平方米；合规项目可申请提前办销售手续

资料来源：住房城乡建设部、自然资源部、金融监管总局、各地住建局，国信证券经济研究所整理

土地：市场化土地需求承压

供应：整体供应稳定，一线只推好地

整体供应由降转增，增量主要来自三四线：全国 9-10 月推出住宅用地共 2839 宗、规划建面 16973 万平方米、起始价 5333 亿元，同比分别增长 30.2%、38.1%、47.3%。此前 1-8 月推出宗数同比下降 17.1%、规划建面下降 17.2%、起始价下降 16.9%。**新政后两个月供应规模并未收缩，宗数、面积及金额均由此前同比下降转为增长。**

核心 40 城表现相似，9-10 月推出住宅用地共 443 宗、规划建面 2820 万平方米、起始价 1813 亿元，同比分别增长 5.5%、2.7%、10.0%。此前 1-8 月推出宗数同比下降 17.5%、规划建面下降 18.3%、起始价下降 19.6%。重点城市供应同样回升，起始价增幅高于规划建面增幅。

一线城市 9-10 月推出住宅用地共 13 宗、规划建面 102 万平方米、起始价 387 亿元，宗数、规划建面同比分别下降 50.0%、7.0%，起始价同比增长 0.3%。此前 1-8 月推出宗数同比增长 1.3%、规划建面下降 12.3%、起始价下降 14.5%。**一线供应宗数由增转降，但规划建面降幅收窄、起始价由降转增。**

二线城市 9-10 月推出住宅用地共 430 宗、规划建面 2717 万平方米、起始价 1426 亿元，同比分别增长 9.1%、3.1%、13.0%。此前 1-8 月推出宗数同比下降 19.0%、规划建面下降 18.8%、起始价下降 21.8%。**二线供应规模回升**，宗数、面积及金额均由下降转为增长。

三四线城市 9-10 月推出住宅用地共 2396 宗、规划建面 14154 万平方米、起始价 3521 亿元，同比分别增长 36.1%、48.3%、78.5%。此前 1-8 月推出宗数同比下降

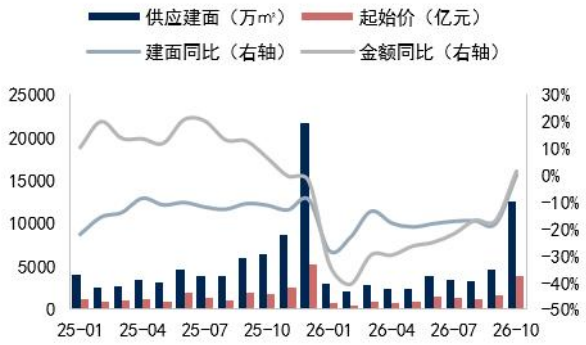
17.0%、规划建面下降 16.9%、起始价下降 13.0%。**三四线是供应扩张的主要来源，起始价增幅明显高于面积增幅。**

图1：全国土地供应宗数及累计同比



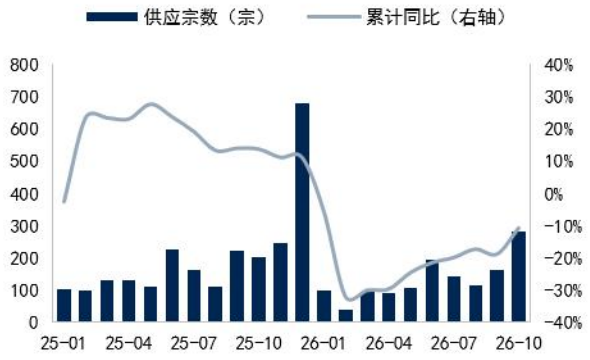
资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图2：全国土地供应建面、金额及累计同比



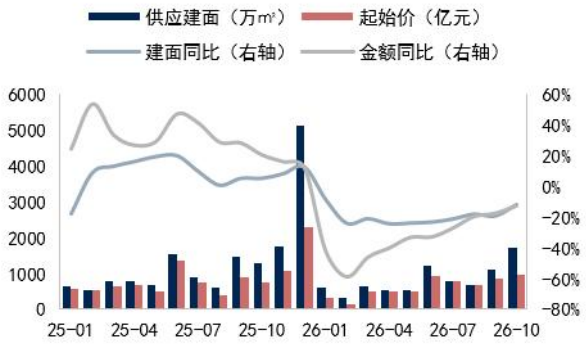
资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图3：核心 40 城土地供应宗数及累计同比



资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图4：核心 40 城土地供应建面、金额及累计同比



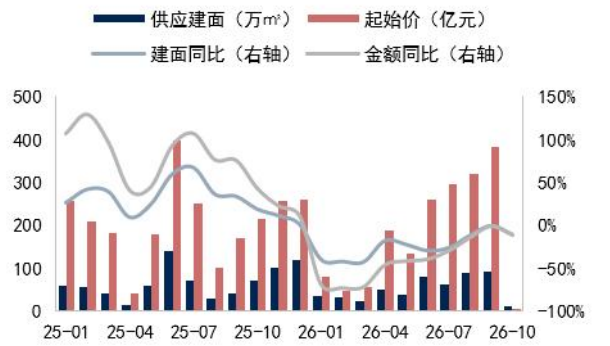
资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图5：一线城市土地供应宗数及累计同比



资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图6：一线城市土地供应建面、金额及累计同比



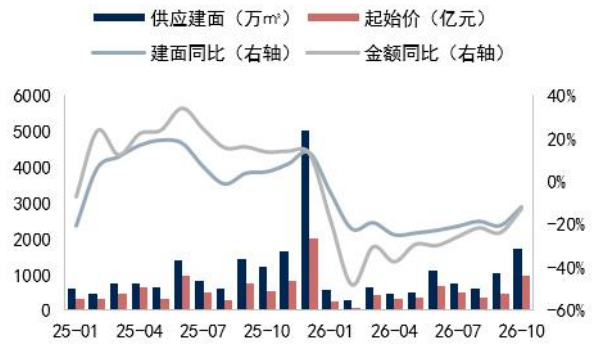
资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图7：二线城市土地供应宗数及累计同比



资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图8：二线城市土地供应建面、金额及累计同比



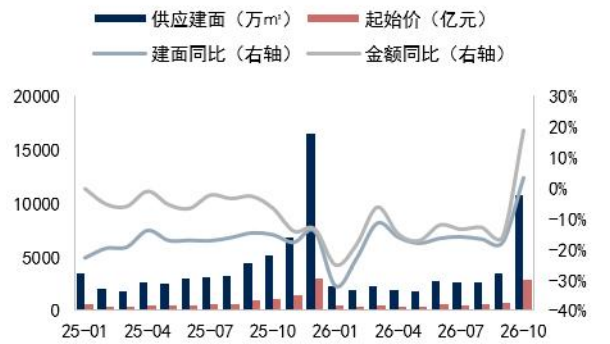
资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图9：三四线城市土地供应宗数及累计同比



资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图10：三四线城市土地供应建面、金额及累计同比



资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

竞拍：热度如期回落

整体成交规模由降转增，但竞价热度先升后降：全国 9-10 月成交住宅用地共 2400 宗、规划建面 14783 万平方米、成交金额 4957 亿元，同比分别增长 33.9%、42.6%、43.9%。此前 1-8 月成交宗数同比下降 10.3%、规划建面下降 13.5%、成交金额下降 14.8%。**新政后两个月成交规模与供应规模均由此前的同比下降转为增长，成交增量主要集中在 10 月**。溢价率方面，9 月平均溢价率为 6.9%，同比提高 2.8pct、环比提高 1.2pct；10 月降至 1.6%，同比下降 0.9pct、环比下降 5.3pct。10 月成交金额同比增长 123.2%，但溢价率低于上年同期，**成交规模扩张并未伴随竞价热度同步提升**。

核心 40 城 9-10 月成交住宅用地共 385 宗、规划建面 2404 万平方米、成交金额 1614 亿元，同比分别增长 5.5%、2.7%、0.7%。此前 1-8 月成交宗数同比下降 17.3%、规划建面下降 20.7%、成交金额下降 19.8%。**重点城市成交规模由降转增，但回升幅度弱于全国**，成交金额增幅也低于同期供应起始价增幅。溢价率方面，9 月平均溢价率为 11.1%，同比提高 6.6pct、环比提高 2.9pct；10 月降至 2.3%，同比下降 0.7pct、环比下降 8.9pct。重点城市成交恢复至上年同期附近，但**竞价热度在 9 月回升后于 10 月明显回落**。

一线城市 9-10 月成交住宅用地共 10 宗、规划建面 67 万平方米、成交金额 277 亿元，同比分别下降 60.0%、37.4%、32.6%。此前 1-8 月成交宗数同比增长 6.9%、规划建面下降 7.1%、成交金额下降 8.6%。**一线成交收缩明显**，宗数由增长转为下降，面积及金额降幅扩大；与同期供应相比，成交面积及金额表现更弱。溢价率方面，9 月平均溢价率为 19.1%，同比提高 4.6pct、环比提高 10.9pct；10 月降至 0.0%，同比下降 4.9pct、环比下降 19.1pct。9 月仍有较高竞价热度，10 月仅成交 1 宗且为底价成交，单宗地块特征对整体指标影响较大。

二线城市 9-10 月成交住宅用地共 375 宗、规划建面 2337 万平方米、成交金额 1337 亿元，同比分别增长 10.3%、4.6%、12.2%。此前 1-8 月成交宗数同比下降 19.3%、规划建面下降 21.9%、成交金额下降 25.0%。**二线成交规模回升**，宗数、面积及金额均由下降转为增长，与同期供应变化方向一致，10 月成交放量弥补了 9 月缺口。溢价率方面，9 月平均溢价率为 6.6%，同比提高 4.4pct、环比下降 1.7pct；10 月降至 2.3%，同比提高 0.1pct、环比下降 4.3pct。二线溢价率连续两个月环比回落，10 月成交金额同比增长 89.3%，但溢价率仅略高于上年同期，成交放量明显强于竞价热度改善。

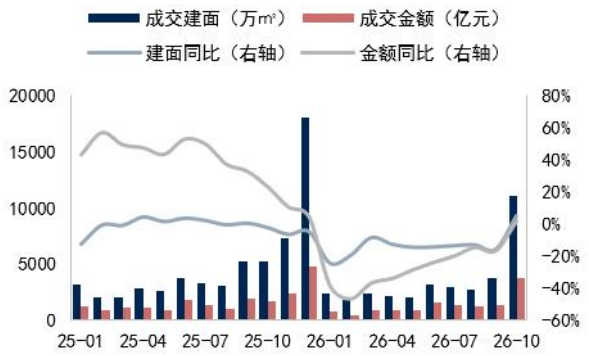
三四线城市 9-10 月成交住宅用地共 2015 宗、规划建面 12379 万平方米、成交金额 3343 亿元，同比分别增长 41.1%、54.2%、81.4%。此前 1-8 月成交宗数同比下降 8.3%、规划建面下降 10.9%、成交金额下降 5.6%。**三四线是供应与成交扩张的主要来源**，成交金额增幅明显高于面积增幅，10 月成交金额占全国的比例达到 74.7%。溢价率方面，9 月平均溢价率为 2.5%，同比下降 1.2pct、环比提高 0.3pct；10 月降至 1.4%，同比下降 0.8pct、环比下降 1.2pct。两个月溢价率均低于上年同期，10 月成交金额同比增长 191.7%，但竞价仍处低位，成交放量主要体现为低溢价下的规模扩张。

图11：全国土地成交宗数及累计同比



资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图12：全国土地成交建面、金额及累计同比



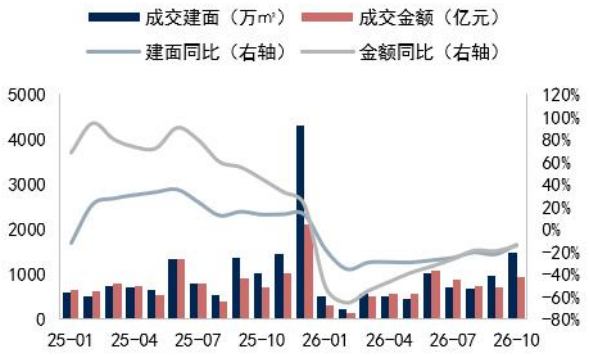
资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图13：核心 40 城土地成交宗数及累计同比



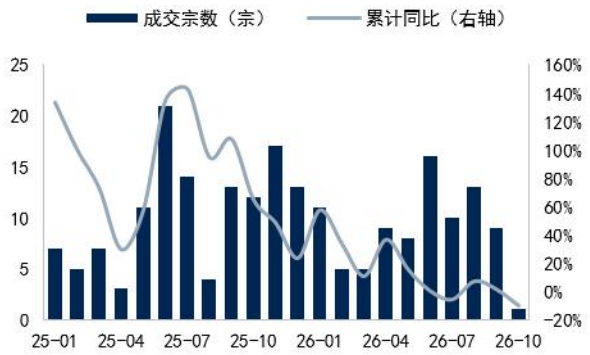
资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图14：核心 40 城土地成交建面、金额及累计同比



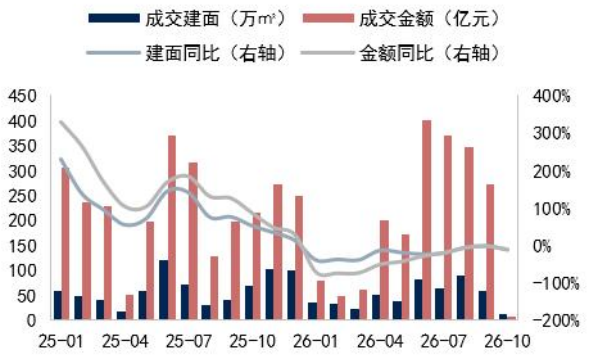
资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图15：一线城市土地成交宗数及累计同比



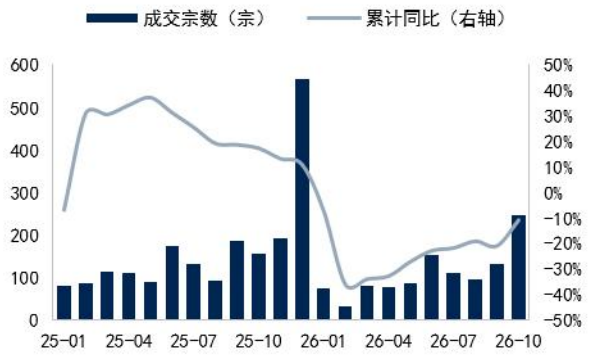
资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图16：一线城市土地成交建面、金额及累计同比



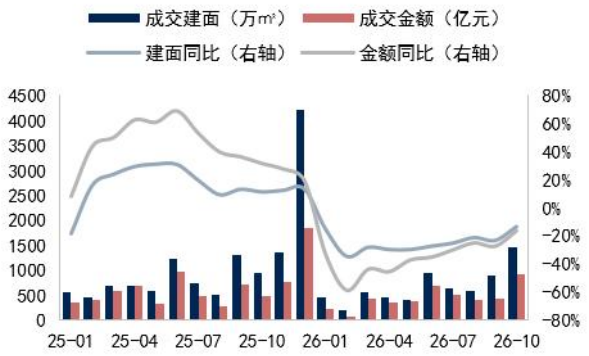
资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图17：二线城市土地成交宗数及累计同比



资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图18：二线城市土地成交建面、金额及累计同比



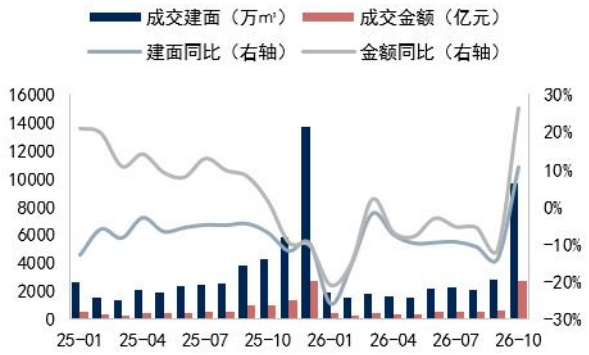
资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图19：三四线城市土地成交宗数及累计同比



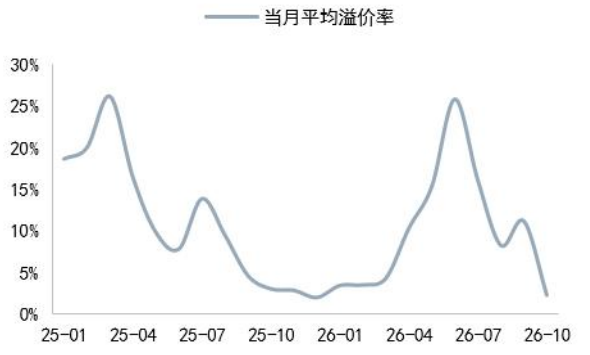
资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图20：三四线城市土地成交建面、金额及累计同比



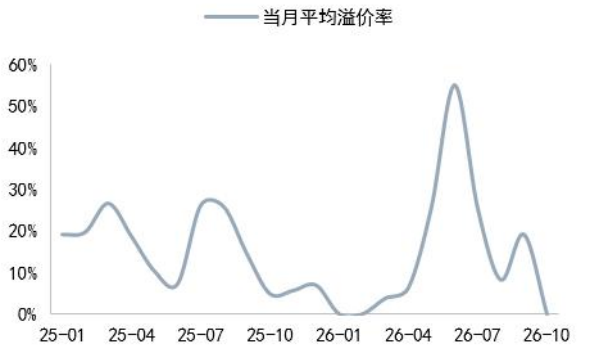
资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图21：核心 40 城土地成交溢价率



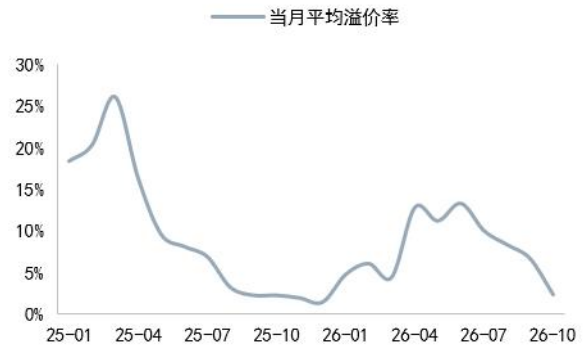
资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图22：一线城市土地成交溢价率



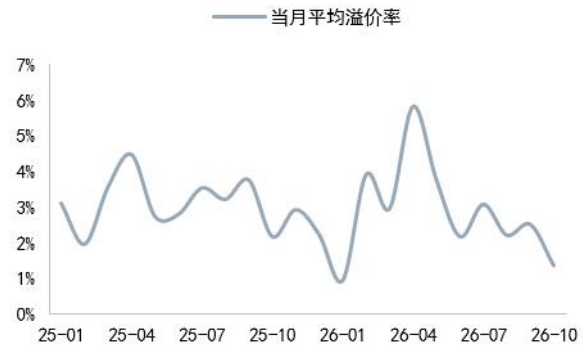
资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图23：二线城市土地成交溢价率



资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图24：三四线城市土地成交溢价率



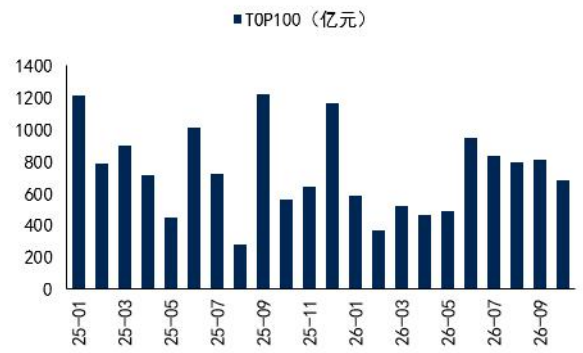
资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

成交：市场化房企收缩，城投托底延续

百强拿地总量未出现断崖式下降，但头部房企与地方平台表现分化：根据中指院数据，动态 TOP100 房企 2026 年 9 月、10 月单月拿地分别为 806 亿元、680 亿元，环比分别增长 2.1%、下降 15.6%；两个月合计 1486 亿元，同比下降 16.6%，与此前 1-8 月 17.8%的降幅接近。但同时**头部房企拿地规模明显收缩**，动态 TOP10 房企单月拿地由 8 月 602 亿元降至 9 月 531 亿元、10 月 172 亿元，10 月环比下降 67.5%；**占 TOP100 的比例由 8 月 76.2%降至 9 月 65.8%、10 月 25.3%**。9-10 月动态 TOP10 榜单净增量合计 703 亿元，同比下降 33.3%，降幅明显大于 TOP100 整体。

国央企开发商与地方平台样本进一步体现了这一分化。13 家国央企开发商 9 月、10 月单月拿地分别为 555 亿元、166 亿元，环比分别下降 13.7%、70.2%；10 家城投及地方开发平台同期分别为 19 亿元、115 亿元，10 月较 9 月明显增加。总体看，**头部房企及国央企开发商样本拿地收缩，地方平台样本拿地增加**。

图25：TOP100 房企单月拿地净额



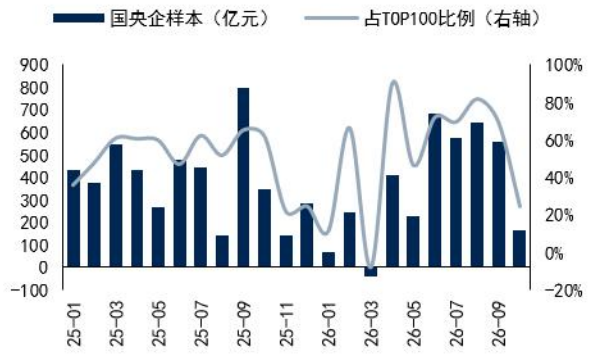
资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图26：TOP10 房企单月拿地净额和比例



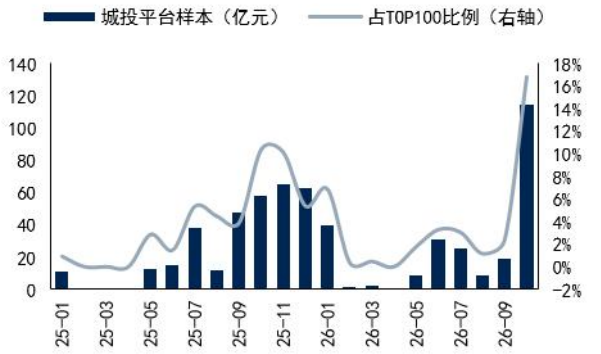
资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图27：国央企开发商单月拿地净额和比例



资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理（注：国央企样本为 TOP100 中的 13 家）

图28：城投平台单月拿地净额和比例



资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理（注：城投平台样本为 TOP100 中的 10 家）

整体：市场化拿地需求如期收缩，但城投托底拿地影响不大

根据上述分析，我们得出结论：**市场化拿地需求如期收缩，但城投托底拿地影响不大。**9-10 月全国住宅用地供应、成交规模均同比增长，百强拿地金额降幅与此前接近，与部分项目仍适用旧规或过渡安排、新政前已公告地块陆续成交，以及此前供地和投资计划继续执行有关，政策影响尚未充分反映在成交数据中。同时，10 月头部房企及国央企开发商样本拿地明显收缩，成交放量与低溢价并存，地方平台托底情况增加，说明总量增长并不等于市场化拿地需求改善。

中长期市场化拿地需求仍将承压，土地成交向开发投资的传导也可能减弱。我们预计随着此前公告地块陆续成交、适用新规的项目占比提高，销售回款后移带来的资金占用压力将逐步体现，促使房企降低可接受地价、收缩投资规模，并向去化确定性较高的地块集中。若地方平台新增拿地未能及时转化为开发，成交总量对新开工和建安投资的支撑也将减弱。**土地价款分期及融资支持能够缓冲压力，但在资金占用得到充分对冲之前，市场化拿地需求及地价承受能力仍将承压。**分区域来看，土地市场原本就相对较冷的城市或区域受到的影响将边际有限。

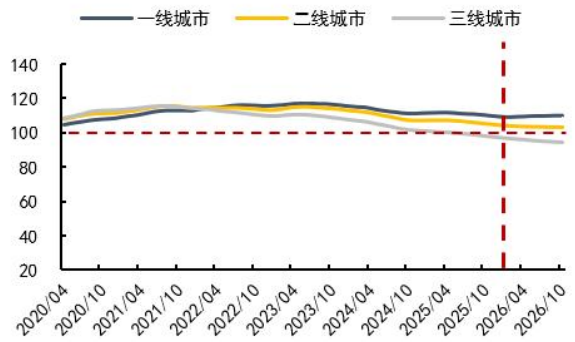
房价：有限利好新房，但并非影响房价的主要因素

基本面：延续弱势

地产基本面指标整体依旧偏弱，但房价趋势相对积极，尤其一线城市表现领先：新房端，截至 2026 年 10 月末，一线、二线、三线城市新建商品住宅销售价格指数分别相当于 2019 年初的 110%、103%、95%，较高点分别回落 6%、11%、18%，但一线城市新房价格自 2026 年 2 月起企稳回升。2026 年 10 月，70 城新建商品住宅销售价格同比-2.7%，降幅自 2026 年 5 月起持续收窄；环比-0.1%，降幅与 9 月持平，其中一线城市环比已经连续 9 个月为正。

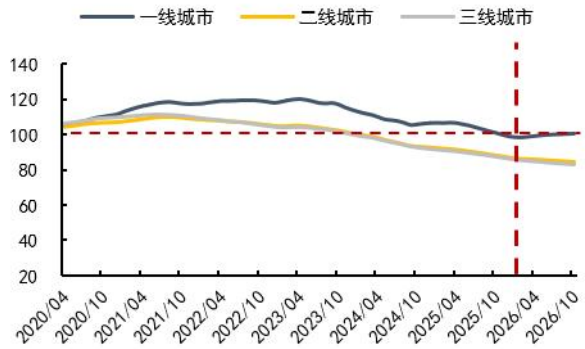
二手房端，截至 2026 年 10 月末，一线、二线、三线城市二手住宅销售价格分别相当于 2019 年初的 101%、85%、83%，较高点分别回落了 16%、23%、26%，但一线城市二手价格自 2026 年 3 月起企稳回升。2026 年 10 月，70 城二手住宅销售价格同比-4.4%，降幅自 2026 年 4 月起持续收窄；环比-0.2%，降幅较 9 月收窄 0.1 个百分点，其中一线城市环比已经连续 8 个月为正。

图29：分城市能级新建商品住宅销售价格指数



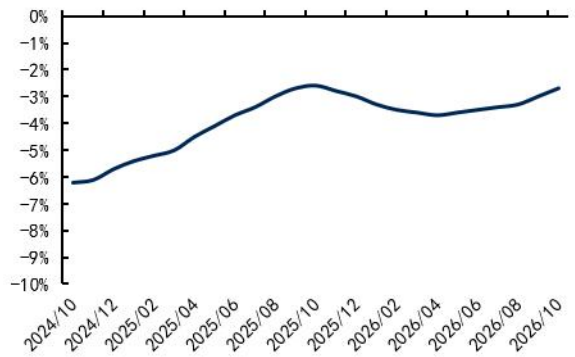
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图30：分城市能级二手住宅销售价格指数



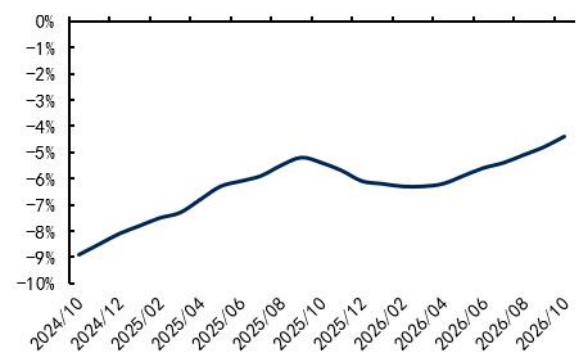
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图31：70 个大中城市新建商品住宅销售价格同比



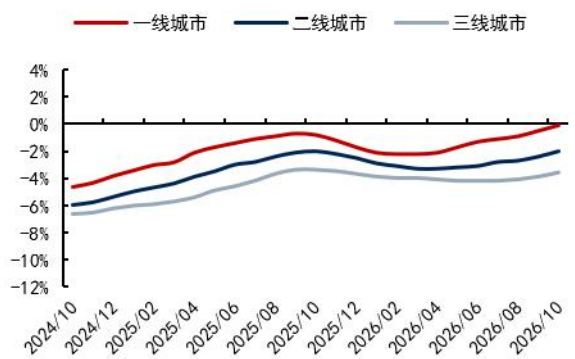
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图32：70 个大中城市二手住宅销售价格同比



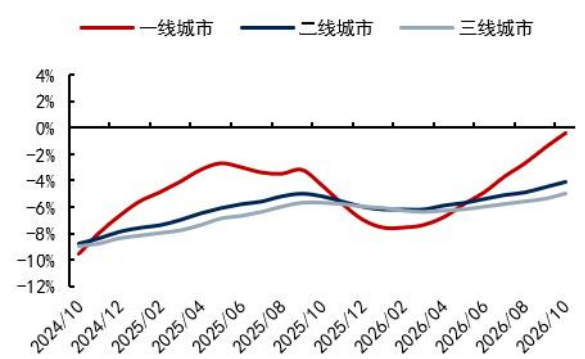
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图33：分城市能级新建商品住宅销售价格同比



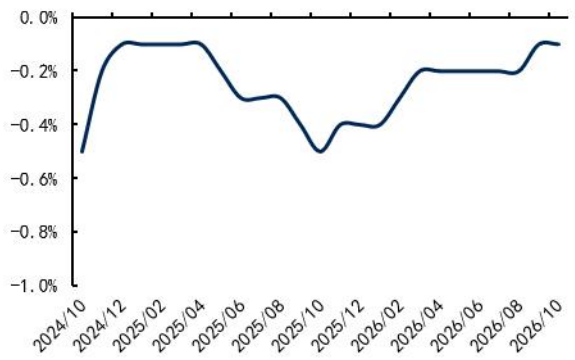
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图34：分城市能级二手住宅销售价格同比



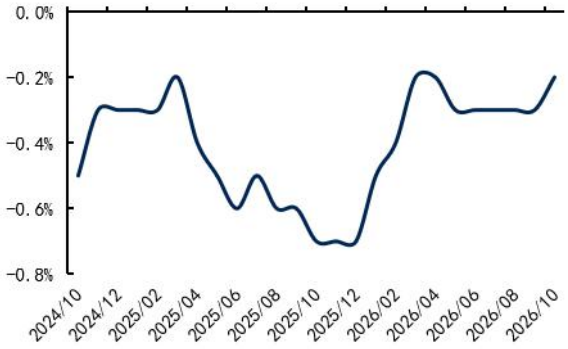
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图35：70 个大中城市新建商品住宅销售价格环比



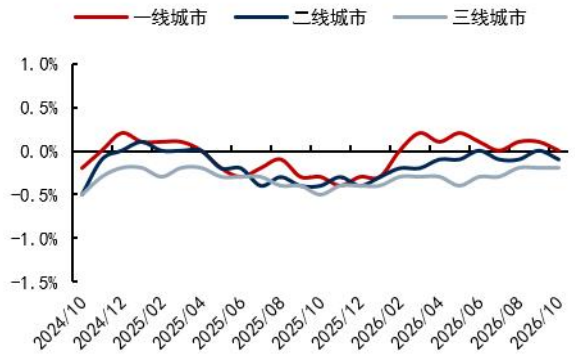
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图36：70 个大中城市二手住宅销售价格环比



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图37：分城市能级新建商品住宅销售价格环比



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图38：分城市能级二手住宅销售价格环比



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

由于新开工连续多年走低，新增库存压力减轻。根据我们测算，截至 2026H1 末，房地产总库存 27.1 亿㎡，较 2025 年末下降 5%，连续五年下降。库存结构则延续过去 3 年趋势，土地库存和现房库存的占比继续上升，而期房库存占比继续下降，呈现“源头淤积”的状态。

因此，**新房销售中的现房占比持续提升**。2025 年，全国新建商品住宅销售面积和销售额中的现房占比分别为 32%和 27%，较 2021 年分别提升 22 和 18 个百分点。虽然统计局 2026 年以来不再披露期房和现房的销售明细，但我们推测，现房销售占比大概率继续提升。所以，2026 年 8 月 28 日出台的现房销售政策在从根本上化解交付风险的同时，也适应当前的新房销售趋势。

伴随新开工走低和现房销售占比提升，在售库存逐渐消化。截至 2026 年三季度末，全国商品房已竣工待售面积为 7.5 亿㎡，同比-1.5%；其中待售 3 年以下 5.4 亿㎡，同比-5.0%，占比 72%；商品住宅待售面积为 4.0 亿㎡，同比-0.7%，占比 53%。

图39：历年末商品房总库存（单位：万平方米）



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图40：全国商品住宅现房销售面积和销售额占比



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图41：历年全国商品房待售面积及同比



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图42：历年全国商品住宅待售面积及同比



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

从城市维度观察，新建住宅的可售库存趋势也与全国市场一致。**2026 年 1-10 月，主流 18 城的新建住宅供应套数总和为 41.2 万套，同比-18%；新建住宅销售套数总和为 51.8 万套，同比-9%**。2026 年以来，虽然新房销量同比下降，但供应规模收缩更为明显，因此可售库存持续下行。**截至 2026 年 10 月末，主流 18 城的新建住宅可售套数总和为 135 万套，同比-5%**。虽然由于传统“金九银十”供应旺季，9 月单月，18 城新建住宅供应套数总和 7.6 万套，超出了销售套数总和 5.3 万套，导致 9 月末可售套数相对 8 月末环比+2%，但属于合理波动，10 月已环比回落。

从去化周期观察，2026 年以来，主流 18 城的新建住宅去化周期呈现先降后升。2026 年 8 月末，新建住宅去化周期平均值为 22.5 个月，较年初 2 月最高点 28.9 个月减少了 6.5 个月。但 9 月以来，去化周期受到供应增加和销售转弱的影响，环比略有上升。截至 2026 年 10 月末，新建住宅去化周期平均值为 24.0 个月。

障碍：新政收缩新房供给，但不直接扩大需求

新政主要改变的是新房供给，并不直接扩大房地产市场整体需求。预售门槛提高、回款延后，将约束房企拿地开发、推迟项目入市，但不直接增加居民购买力。**类似于减少股票 IPO，新增供给减少并不意味着存量卖盘下降或增量资金入场**。新房减量可能使需求转向二手房，但只是需求重新分配；若整体需求继续收缩，供

应减少也未必带来房价上涨。

新政对新房价格的支撑，主要路径是收缩新增供给。预售门槛提高、资金回笼延后，将增加项目资金占用，使部分房企减少有效拿地和新开工；同时，可售节点后移，也会使部分原本能够入市的项目推迟供应。前者影响后续新增供给规模，后者影响供应节奏。在需求相对平稳的情况下，竞争性供应减少，有助于缓解存量项目的去化压力，尤其**在库存较低、需求基础较好的板块，可能先体现为折扣收窄和价格韧性增强。**

但供给端的影响存在时滞，库存压力能否下降仍取决于销售。新政实行新老划断，部分存量及过渡项目仍可按原有条件预售，新增项目供应后移不会立即形成市场供给断档。 同时，库存是供应与销售共同作用的结果，若需求同步走弱，供应减少也未必带来去化加快。截至 2026 年 10 月，18 城新建住宅可售套数同比下降 6%，但平均去化周期仍达 24 个月。因此，我们倾向于判断，**新政将逐步缓解部分区域的新房供给压力，但不足以成为决定房价持续上涨的主要因素。**

图43：主流 18 城新建住宅供应套数总和及同比



资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图44：主流 18 城新建住宅销售套数总和及同比



资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图45：主流 18 城新建住宅可售套数总和及同比



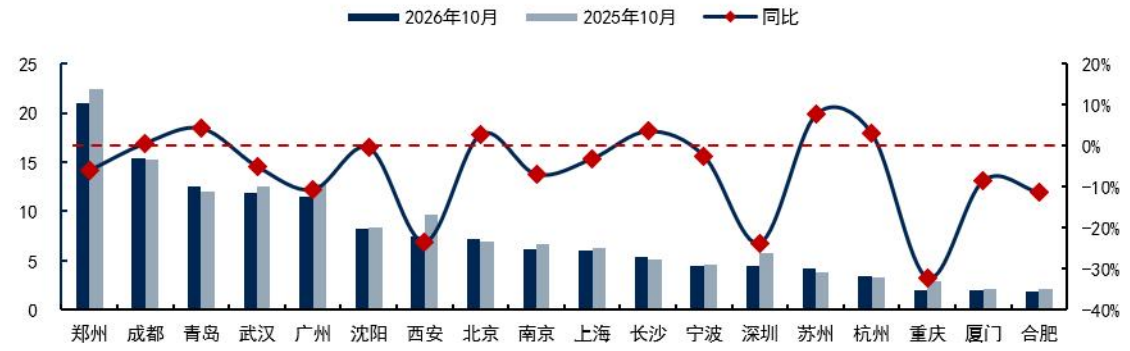
资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图46：主流 18 城新建住宅去化周期平均值（回滚 6 个月）



资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图47：主流 18 城新建住宅可售套数（单位：万套）及同比



资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图48：主流 18 城新建住宅去化周期（单位：月）及同比



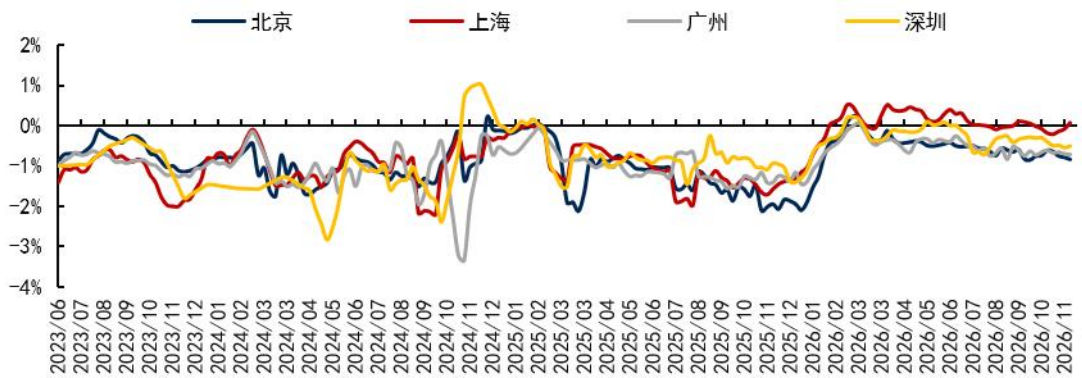
资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图49：全国各能级城市二手边际挂牌价月环比（截至 2026 年 11 月 15 日）



资料来源：冰山大数据，国信证券经济研究所整理

图50：四大一线城市二手边际挂牌价月环比（截至 2026 年 11 月 15 日）



资料来源：冰山大数据，国信证券经济研究所整理

机制：二手房是新房的锚，而非相反

新房供应收缩方向上利好房价，但房价最终取决于“房子”这种资产本身。新政可以减轻新房项目之间的竞争，却不能消除二手房的替代竞争。如果二手房持续降价，新旧房价差扩大，部分购房需求仍可能转向二手房，新房也需要通过收窄溢价维持竞争力。只有当二手房价格趋稳、居民出售旧房和置换住房的预期改善时，新房供应减少才更有条件转化为折扣收窄和价格修复。

一方面，新房供给收缩并不意味着房企获得了独立的提价能力，二手房仍对新房形成定价约束。购房者会在同一区域内比较新房与二手房的总价、区位和产品品质，新房可以凭借品质及交付确定性获得一定溢价，但溢价幅度仍受居民支付能力和二手房价格约束。如果可替代的二手房持续降价，新房即使供应减少，也可能需要调整售价才能成交。因此，新政更可能增强部分新房项目的价格韧性，其影响尚不足以主导整体房价方向。

另一方面，现售新政不能有效约束二手房供给。二手房供给来自存量住宅挂牌，业主因置换、资金周转等需求出售住房，并不直接受新房销售制度约束。房企减少拿地和开工，不意味着二手房挂牌同步减少；在存量较大、挂牌充足的城市，二手房供应仍可能抵消部分新房减量的影响。

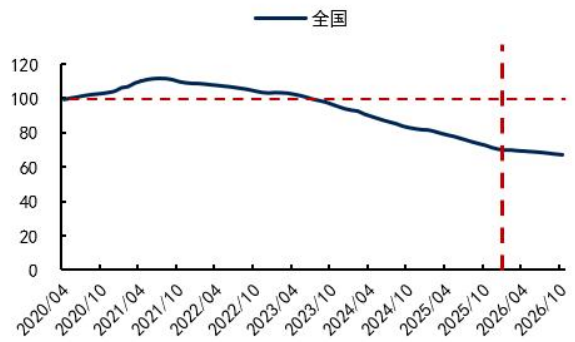
二手房价格主要由存量市场自身的供求关系决定。供给取决于挂牌规模和业主出售意愿，需求取决于居民购买力及价格预期。新房减量带来的需求分流，未必足以承接存量卖盘。若成交仍依赖持续降价，放量也不意味着价格企稳；挂牌压力缓解、议价空间收窄，价格修复才更具持续性。

根据冰山指数，更具前瞻性的二手房挂牌价早从年初就开始好转。截至 2026 年 10 月末，全国 44 城二手边际挂牌价格指数相当于 2019 年初的 67%，较高点回落了 40%，但 2026 年以来回落速度明显放缓。对比历史同期，2026 年 10 月末全国 44 城二手边际挂牌价格较年初的累计跌幅为 4%，远低于 2023 年、2024 年、2025 年的-7%、-11%、-11%，我们由此推测，**2026 全年跌幅有望收窄至 6%以内，较 2023 年、2024 年、2025 年的-9%、-12%、-14%显著收敛**。

分城市能级看，截至 2026 年 10 月末，一线、强二线、弱二线、三线城市二手房边际挂牌价指数分别相当于 2019 年初的 79%、63%、62%、65%，较高点分别回落 34%、43%、43%、38%。各能级城市二手房边际挂牌价格月同比均自 2026 年初以来持续收窄。虽然下半年以来，各能级城市二手房月环比跌幅均较上半年呈现扩大趋势，但与 2025 年同期月环比跌幅相比，仍有明显改善。四大一线城市中，上海

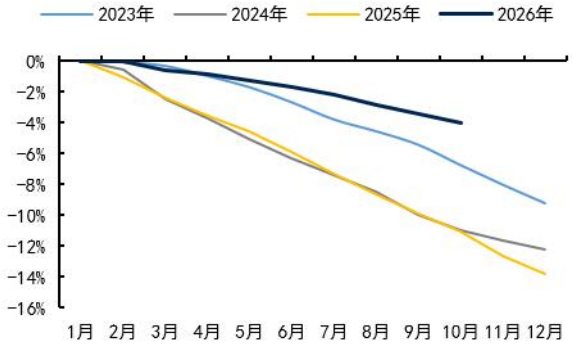
二手房价企稳迹象较早、趋势也更明朗。

图51：全国 44 城二手边际挂牌价格指数



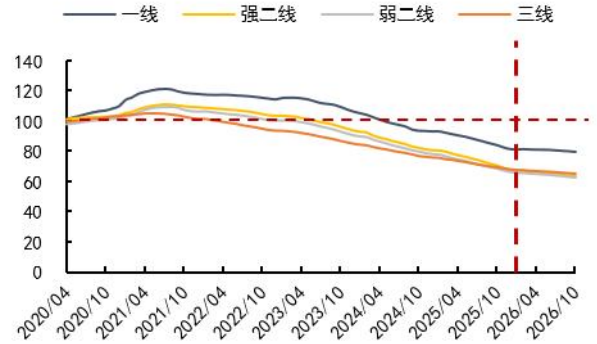
资料来源：冰山大数据，国信证券经济研究所整理

图52：全国 44 城二手边际挂牌价格较年初累计跌幅



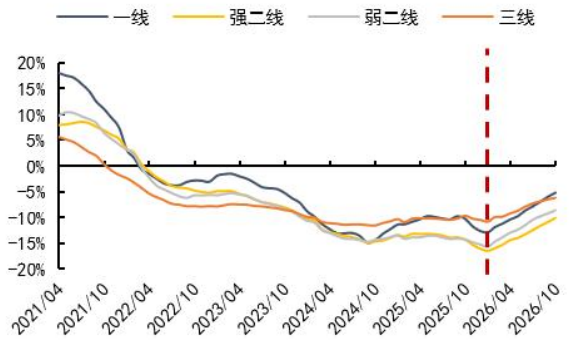
资料来源：冰山大数据，国信证券经济研究所整理

图53：分城市能级二手边际挂牌价格指数



资料来源：冰山大数据，国信证券经济研究所整理

图54：分城市能级二手边际挂牌价格同比



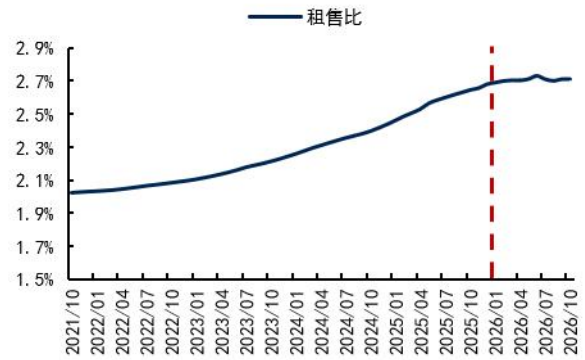
资料来源：冰山大数据，国信证券经济研究所整理

租金：租金方向决定房价方向

因此，二手房市场能否企稳，仍是判断这一支撑能否持续的重要条件。而二手房市场能否企稳，最主要的前置指标则是租金预期。

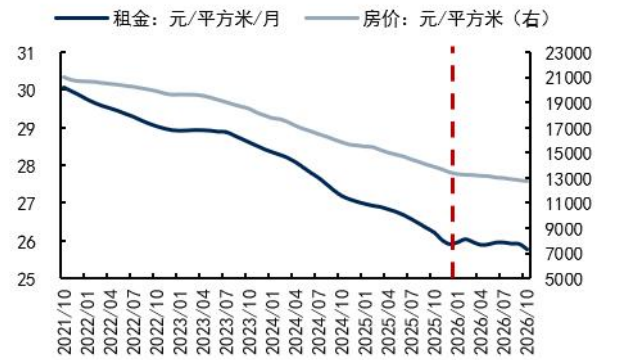
在经历了 5 年的下跌后，2026 年房价出现初步企稳的积极迹象，除了政策端持续发力以外，背后更重要的支撑因素是全国租金的绝对水平结束了近五年来的单边下跌。2026 年以来，租赁市场出现全国范围内的阶段性边际改善，租金水平初现企稳回升迹象，虽然自 8 月以来租金水平又略有下滑，但绝对水平仍处于年内高位。

图55：全国住房租售比水平



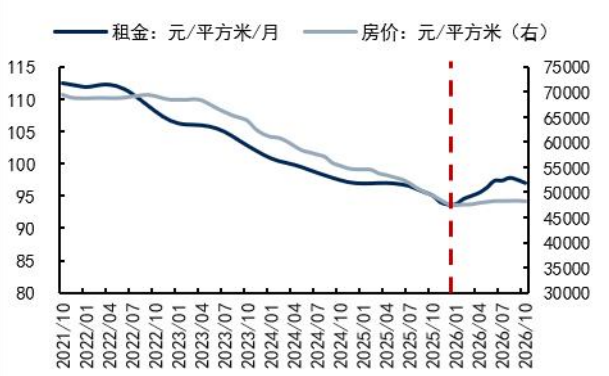
资料来源：冰山大数据，国信证券经济研究所整理

图56：全国租金和房价走势



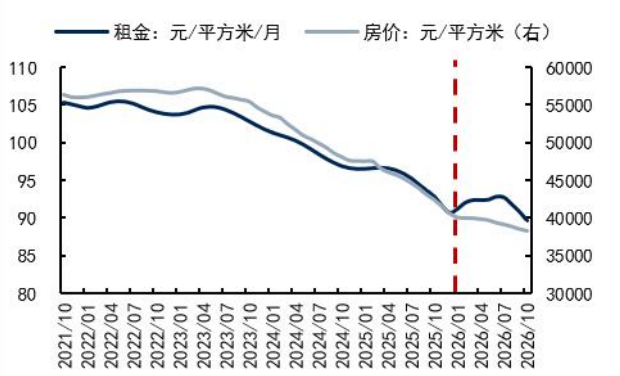
资料来源：冰山大数据，国信证券经济研究所整理

图57：上海租金和房价走势



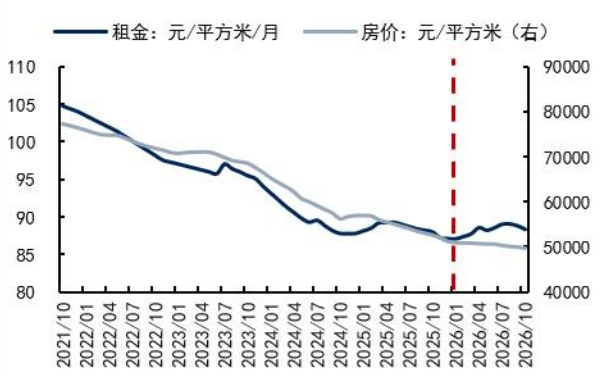
资料来源：冰山大数据，国信证券经济研究所整理

图58：北京租金和房价走势



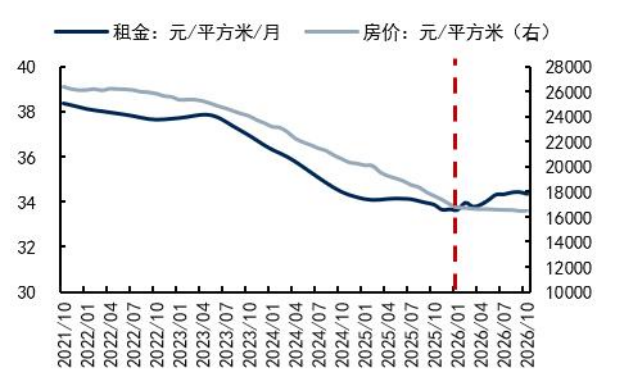
资料来源：冰山大数据，国信证券经济研究所整理

图59：深圳租金和房价走势



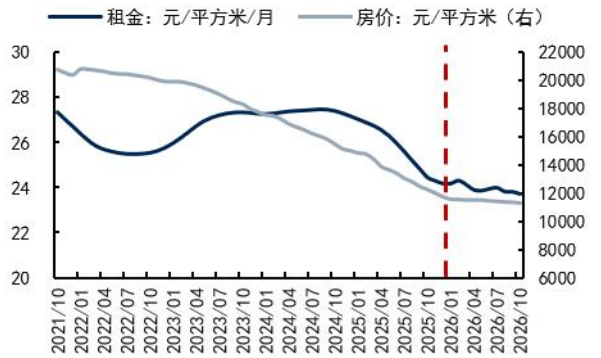
资料来源：冰山大数据，国信证券经济研究所整理

图60：苏州租金和房价走势



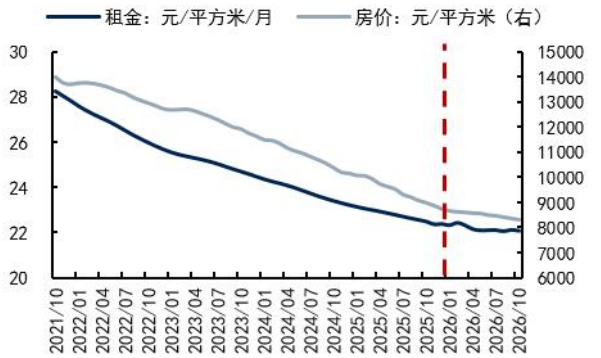
资料来源：冰山大数据，国信证券经济研究所整理

图61：合肥租金和房价走势



资料来源：冰山大数据，国信证券经济研究所整理

图62：郑州租金和房价走势



资料来源：冰山大数据，国信证券经济研究所整理

我们在此前的专题报告《租金收益率的陷阱》中提出，**相比起租金收益率，租金预期对房价解释力更强**。

按照基本的折现定价模型 $P_0=A_0/(r-g)$，其中 P_0 为资产当期均衡价格，A_0 为当期收益，r 为要求收益率，g 为 A_0 的预期增长率。对应到房价，P_0 为当期均衡房价，A_0 为当期租金，r 为要求收益率（综合考虑债务利率、自有资金成本、风险和流动性补偿），g 为租金的预期增长率。

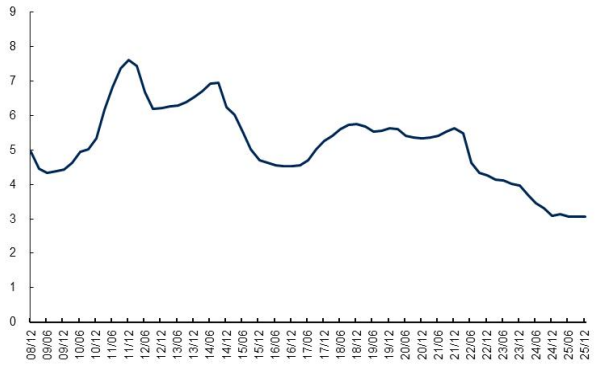
自 2021 年以来，全国租售比从 2.0%提升至 2.7%，但此前主因房价下跌，而非租金走强。对公式变形可得：$r = A_0/P_0 + g$，即房价达到均衡的条件是，表观租金收益率与租金预期增长率之和，等于要求回报率。如小于要求回报率，则房价下跌，反之则房价上涨，以使左右两侧相等。因此，可定义 $(A_0/P_0 + g) - r$ 为租金吸引力，理论上，该指标越大，则市场吸引力越大（买房比租房更划算），反之则越小（买不如租）。可以看到，租金的预期增长率在其中至关重要，同样的要求收益率和租金收益率，租金增长率是+2%还是-2%，将得到完全相反的结论。

表2：6 城租金年增长率

年份	上海	北京	深圳	广州	天津	成都
2009	-6.2%	-6.2%	-2.1%	-9.3%	-3.7%	
2010	10.2%	18.9%	11.6%	10.4%	9.1%	
2011	9.8%	1.4%	2.4%	9.9%	6.8%	
2012	3.5%	4.5%	0.3%	7.1%	2.7%	
2013	14.8%	1.0%	5.1%	11.3%	5.3%	2.3%
2014	11.4%	2.1%	12.2%	9.3%	4.2%	7.2%
2015	7.2%	6.4%	16.4%	3.8%	4.5%	-10.9%
2016	24.8%	14.7%	11.0%	3.8%	9.7%	4.4%
2017	-4.8%	3.4%	-1.0%	-2.9%	0.3%	9.9%
2018	0.3%	6.0%	7.6%	-0.9%	-7.2%	1.9%
2019	-0.3%	-2.2%	2.9%	1.0%	-3.2%	9.6%
2020	3.0%	-7.0%	0.0%	-2.3%	-3.2%	3.6%
2021	4.5%	1.6%	-5.8%	0.0%	-3.3%	2.0%
2022	5.9%	6.9%	-4.1%	-0.6%	-0.2%	-1.9%
2023	-4.1%	4.0%	0.5%	-1.8%	-0.6%	-1.5%
2024	-8.9%	-11.4%	-1.1%	2.4%	-7.6%	-2.0%
2025	-5.5%	-6.5%	-2.2%	-4.8%	-5.3%	-2.1%

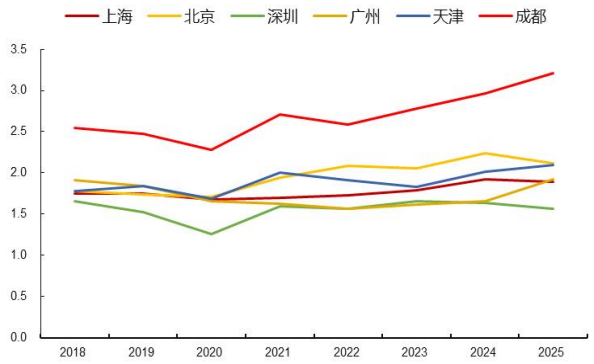
资料来源：中原地产，国信证券经济研究所整理

图63：金融机构人民币贷款加权平均利率：个人住房贷款（单位：%）



资料来源：中国人民银行，国信证券经济研究所整理

图64：6 城住宅租金收益率（单位：%）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理　取 12 个月平均

表3：6 城租金吸引力（单位：%）

年份	上海	北京	深圳	广州	天津	成都
2018	-3.70	1.99	3.49	-4.72	-11.15	-1.25
2019	-4.12	-6.13	-1.14	-2.78	-7.03	6.46
2020	-0.69	-10.64	-4.08	-6.01	-6.81	0.53
2021	0.60	-2.07	-9.86	-4.00	-6.96	-0.94
2022	3.37	4.70	-6.82	-3.29	-2.55	-3.61
2023	-6.27	2.04	-1.77	-4.15	-2.69	-2.68
2024	-10.08	-12.28	-2.52	1.00	-8.71	-2.14
2025	-6.70	-7.39	-3.66	-5.89	-6.23	-1.90

资料来源：中原地产，中国人民银行，国信证券经济研究所整理

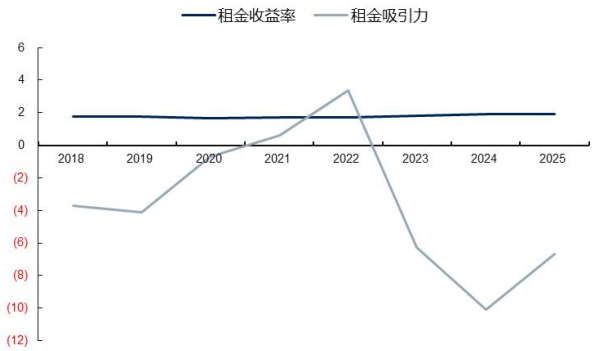
纵向来看，租金预期对房价解释力更强，以上海、北京为例，2023 年起，租金收益率稳中有升，房贷利率持续下降，如果只看租金收益率和房贷利率，那么显然

2023 年至 2025 年的京沪房价，相对于 2022 年之前更具优势。但这显然与市场表现并不相符。

原因在于：由于租金预期明显恶化，真实的租金吸引力相对于 2022 年之前明显下降。2023 年至 2025 年，上海平均租金吸引力为-7.68%（2018 年至 2022 年为-0.91%），北京平均租金吸引力为-5.88%（2018 年至 2022 年为-2.43%），均相对于 2018 年至 2022 年有明显下降。

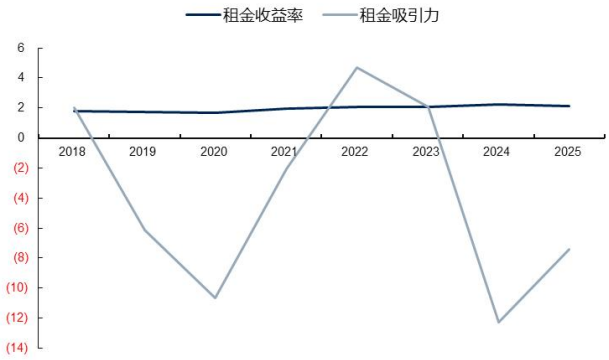
我们认为这在一定程度上解释了 2023 年至今北京上海的房价，在租金收益率改善、房贷利率下降的情况下，仍然出现了明显下跌。而显然，相对于租金收益率，租金预期对房价的解释性明显更强。

图65：上海租金收益率 vs 租金吸引力（单位：%）



资料来源：中原地产，中国人民银行，国信证券经济研究所整理

图66：北京租金收益率 vs 租金吸引力（单位：%）



资料来源：中原地产，国信证券经济研究所整理

横向来看，租金预期对房价同样解释力更强，以北京、天津对比，可以看到 2018 年至 2025 年，二者租金收益率的绝对水平和走势均几乎一致，但以 2017 年底房价为起点，8 年间，北京累计-13.8%，而天津累计-30.3%。单从租金收益率也无法解释上述现象。而引入租金预期和租金吸引力后，可以看到，2018 年至 2025 年，北京平均租金吸引力为-3.72%，而天津为-6.52%，对房价的差异同样具备较好的解释力。

租金预期对房价的横向和纵向表现，具备较强的解释力，稳住租金，才能稳住房价。后续租金走势能否由当前的低位企稳进一步转向温和上行，仍需重点观察人口流入趋势、就业与收入预期修复、以及住房供需结构改善的持续性。在相关因素未形成明确共振之前，租金端大概率仍将延续低波动、弱修复的运行状态。

房企：金融属性再次削弱，走向制造业模型

IRR 下降：回款推后是现房销售最直接的影响，项目 IRR 将明显下降。以周期 3 年、净利润率 5%、加权回款时间 1.5 年、预售资金监管比例 30%的项目为例，预售改现售，项目 IRR 将从 7%以上降至 3%以下。

表4：房企项目 IRR 简算

预售	流出	流入	净流入	现售	流出	流入	净流入
0	-30	0	-30	0	-55	0	-55
1	-45	60	15	1	-20	0	-20
2	-15	15	0	2	-15	0	-15
3	-5	25	20	3	-5	100	95
IRR			7.6%	IRR			2.2%

资料来源：国信证券经济研究所整理

表5：房企项目 IRR 的敏感性分析

净利润率	无预售资金监管	预售资金监管	现售
5%	16.7%	**7.6%**	**2.2%**
10%	33.3%	16.1%	4.7%
15%	50.0%	25.6%	7.4%

资料来源：国信证券经济研究所整理

财务成本：现售改变回款时点，利润的变化还取决于资金来源及土地价格。对同一项目，在售价、地价和其他成本不变的情况下，回款后移将增加资金占用；若以借款替代原有预售资金，新增利息会压低净利润率，假设房企的融资成本为 3.5%，按照前文相同假设，则项目净利率将从 5%下降到 2%。

表6：房企项目财务成本简算

	预售	现售
收入 / 土地 / 基准其他支出	100 / 50 / 45	100 / 50 / 45
可用回款加权时间	1.95 年	3.00 年
新增资金占用	—	105
借款替代比例 / 增量融资利率	—	100% / 3.5%
新增融资成本	—	3.68
净利润率	5.0%	2.2%

资料来源：国信证券经济研究所整理（注：新增资金占用=100*(1-30%)*(3-1.5)=105；新增融资成本=新增资金占用*借款替代比例*融资利率）

净利润率上升：房企拿地一般会综合考虑 IRR 和利润率（如要求 IRR 与利润率的乘积不小于某个数字），IRR 的下降必然导致房企拿地时要求的利润率更高，由于土地价格由利润要求最低的房企决定，因此行业整体利润率会有所提升。根据前文 IRR 的测算，若同一项目的 IRR 从 7%以上降至 3%以下，不考虑财务成本的情况下，房企拿地时对净利润率的要求将提升至 15%以上。

直观上，预售变现售会使得房企财务成本提高，似乎净利润率会下降，但对于房企拿地来说，增加的财务成本会在拿地测算时候加上，导致给出的地价更低，考虑财务成本的情况下，房企拿地时对净利润率的要求将提升至 17%以上。

表7：房企项目净利润率的敏感性分析

融资利率 / 地价降幅	0.0%	5.0%	10.0%	15.0%	20.0%
2.5%	3.0%	4.9%	6.8%	8.7%	10.5%
3.0%	2.6%	4.5%	6.4%	8.3%	10.1%
3.5%	2.2%	4.1%	6.0%	7.9%	9.7%
4.0%	1.9%	3.7%	5.6%	7.5%	9.4%

资料来源：国信证券经济研究所整理

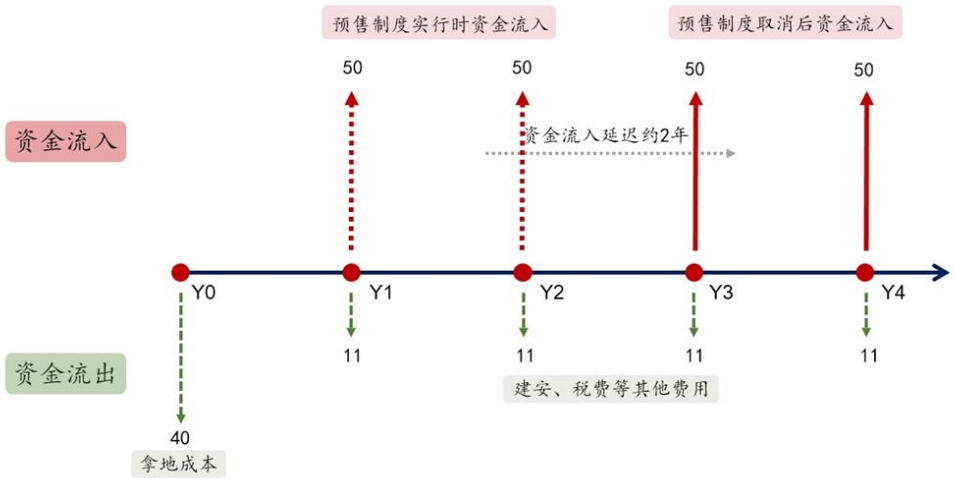
ROIC 可上可下：利润率的提升能否对冲回款滞后，需要看各自的幅度，由于项目间的资金调配，项目 IRR 不能直接对应公司 ROIC，按照简化模型估算：

$$ROIC = (5+i)/(50-2i+300K+100t-100Kt)$$

其中，i%为项目利润率，K 为预售资金监管比例，t 为加权回款时间

若以上文同样的项目为例，预售改现售，公司 ROIC 将从 4.3%下降至 2.9%。若 IRR 由 7%降至 3%，净利润率由 5%提升至 10%，则 ROIC 不变。

图67：预售变现售后的现金流分布



资料来源：国信证券经济研究所整理

表8：房企报表主要项目表现

报表项目	存货	预收账款	经营资产	NOPLAT
第 1 年	40	0	80	0
第 2 年	95-i	100	2×(95-i)	0
第 3 年	0	0	0	i+5
整体	2/3×40+1/3×(95-i)	(3-t)/3×100	4/3×40+2/3×(95-i)	1/3×(i+5)

资料来源：国信证券经济研究所整理

ROE 中枢不会回到峰值，但将好于当前水平

按照 ROE 公式计算：

*ROE 中枢 = 净利润率 * 周转率 * 权益乘数*

周转率 = 营业收入/总资产，与我们平常理解的房企“现金流快周转”不同，在现房销售制度之下，房企倾向于加快竣工取得回款，资产周转率将会加快。以某龙头房企为例，2025 年该房企周转率为 0.26，对应拿地到竣工约 4 年，假设拿地到竣工的时间缩短到 3 年，则周转率为 0.33 。

由于预收款从负债端消失，权益乘数将下降，假设未来全部现房，预收款为 0，且不考虑新增替代融资的情况下，该房企的权益乘数将从 2025 年的 3.61 下降至 2.86。

如前文所述，IRR 的下降必然导致房企拿地时要求的利润率更高，假设利润率能回升至 10%，则该龙头房企的 ROE 将为 9.4%，虽然低于 2018 年巅峰期的 15%，但明显好于当前水平。

表9：房企 ROE 的敏感性分析

净利润率 / 周转率	0.25	0.30	0.33	0.35	0.40
5%	3.6%	4.3%	4.7%	5.0%	5.7%
8%	5.7%	6.9%	7.6%	8.0%	9.2%
10%	7.1%	8.6%	9.4%	10.0%	11.4%
12%	8.6%	10.3%	11.3%	12.0%	13.7%
15%	10.7%	12.9%	14.2%	15.0%	17.2%

资料来源：国信证券经济研究所整理

长期金融属性再削弱，走向制造业模型：房企的金融属性在于无偿占用上下游资金投入再生产的能力（预收款投入拿地，快周转）。2021 年起明显收紧的预售资金监管其实已经大幅削弱了房企的金融属性，若全部现房销售（包括不让动预售资金的预售制度），房企的金融属性将近乎消失（施工企业占款也越来越难了）。房企的财务特点将从“低利润率、高杠杆率、高 ROE”（正常情况下，这几年是特殊情况）演变成“中利润率、中杠杆率、中 ROE”，从“资产负债表生意”走向“利润表生意”。

此时，房地产开发将会成为资金循环长达 3 年左右的制造业，产品力和成本力有望成为房企阿尔法的核心来源。对行业而言，这未尝不是一件好事。且本次同步加强政策措施协同，优化土地供应管理、加大融资支持力度、完善开发建设管理、推行“交房即交证”。

2027 年展望：主要数据仍将承压

销售：跌幅小幅收窄，仍不具备全面回升的基础

新房销售规模从 2021 下半年开始显著下行，2025 年全国新建商品房销售金额和销售面积分别相当于高峰期 2021 年的 46%和 49%，均已腰斩。2026 年以来，新房销量仍未止跌，2026 年 1-10 月，新建商品房销售额为 58550 亿元，同比-14.3%，降幅较 1-9 月扩大 0.4 个百分点；商品房销售面积为 61358 万㎡，同比-13.7%，降幅较 1-9 月扩大 0.5 个百分点。二手房成交表现持续优于新房，2026 年 1-10 月，全国二手房交易网签面积为 67971 万㎡，同比+11.4%，涨幅较 1-9 月扩大 0.7 个百分点，占新房和二手房合计成交面积的 53%。**二手房成交增长与新房销售下降并存，说明居民仍有购房需求，但更多交易在二手房市场完成。**

图68：全国商品房历年销售额及同比



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图69：全国商品房历年销售面积及同比



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图70：全国商品房季度销售额及同比



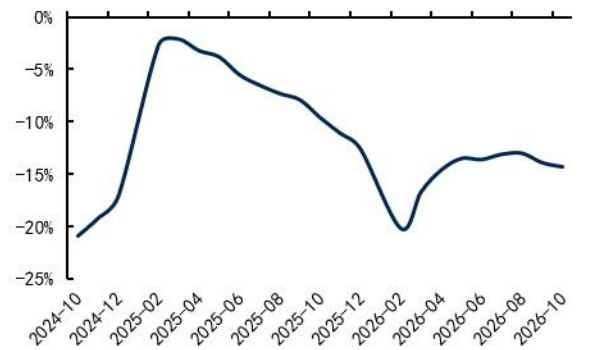
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图71：全国商品房季度销售面积及同比



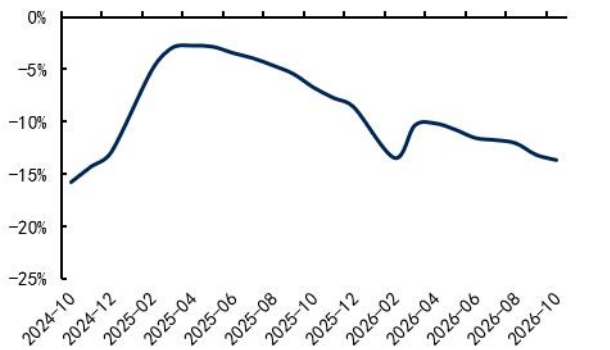
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图72：全国商品房销售额累计同比



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图73：全国商品房销售面积累计同比



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图74：商品房单月销售金额与 2019 年同期相比



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图75：商品房单月销售面积与 2019 年同期相比



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

2026 年前三季度，销售额和销售面积分别为 2019 年同季度的 64%/47%/39%和 65%/45%/38%，均创下同期历史新低。以 2019 年同季度为基准，可以在一定程度上排除季节性因素的干扰，而相对销售水平逐季下降，说明销售调整尚未结束。若按照目前的销售节奏外推，**预计 2026 年全年销售额、销售面积分别为 7.2 万亿元、7.5 亿平方米，同比分别下降 14.8%、15.3%**。

经过数年房价调整，居民购房负担已有所减轻。自 2022 年以来，伴随居民可支配收入的增长和房价的普遍下跌，全国主要城市房价收入比持续回落，目前虽然一线城市仍稍高一些，但非一线城市大多已调整至 10 年左右的合理水平。考虑到一线城市住房套均成交面积普遍小于非一线、且不同板块不同类型的房屋价格方差大于非一线，**居民购房压力实际缓解程度可能好于我们计算出的房价收入比水平变动**。

图76：历年一线城市房价收入比平均数



资料来源：中指研究院、Wind，国信证券经济研究所整理

图77：历年非一线城市房价收入比平均数



资料来源：中指研究院、Wind，国信证券经济研究所整理

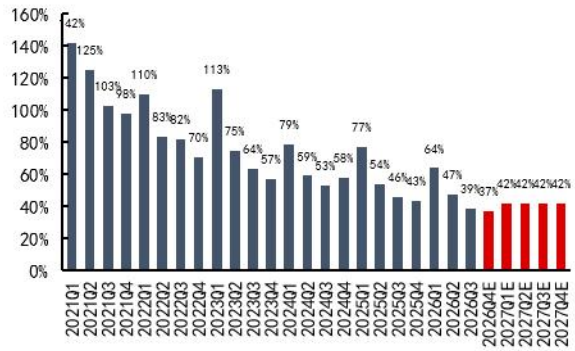
图78：中国历年主要城市房价收入比（即双职工家庭可支配收入购买100㎡住房所需年数）

房价收入比	2025	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
北京	25	28	35	37	41	39	43	49	55	43	37	38
上海	23	27	34	34	34	35	34	31	33	29	26	24
天津	11	14	17	17	18	18	18	19	21	20	18	18
重庆	10	11	14	15	17	17	17	18	15	13	14	15
深圳	34	38	44	47	57	54	51	51	56	60	41	27
广州	13	16	19	20	24	23	24	19	16	18	18	18
杭州	18	19	21	22	26	26	26	28	30	26	25	28
南京	11	13	17	19	23	24	24	23	25	22	19	18
武汉	8	10	13	15	17	14	14	11	12	13	13	12
成都	12	13	15	15	15	14	14	13	12	11		
苏州	11	12	15	17	20	19	18	17	17	17		
大连	10	11	14	15	17	16	21	19	18	17	17	19
厦门	17	20	27	29	35	34	34	34	36	30	27	23
西安	12	14	16	18	16	18	18	15	12	11	9	10
长沙	7	8	9	9	10	10	9	9	8	8	8	9
宁波	10	12	15	14	16	14	14	18	17	14	14	15
无锡	8	9	11	13	13	12	12	10	10	10	9	10
福州	15	18	22	22	27	28	30	31	25	23	23	24
沈阳	7	8	10	10	12	11	12	11	10	9	9	11
青岛	9	11	12	13	13	13	13	13	12	12	13	14
济南	10	12	13	14	16	15	15	15	13	11	10	11
南昌	9	10	12	13	13	15	15	14	14	14	14	14
合肥	10	13	16	18	16	18	18	15	15	17	14	13
郑州	9	11	14	16	18	18	17	19	18	17	15	15
太原	10	11	12	12	15	15	18	18	14	14	15	16
石家庄	11	12	14	15	17	14	15	14	17	15	14	13
长春	8	9	10	11	13	12	13	15	13	11	13	12
哈尔滨	9	9	10	10	13	13	13	13	15	13	14	16
海口	13	14	20	19	21	21	21	21	16	16	17	19
南宁	10	11	13	14	16	18	18	18	18	17	17	17
昆明	11	11	13	13	16	17	16	16	13	12	13	13
贵阳	8	9	10	11	12	13	15	15	11	10	10	10
温州	9	10	11	12	15	14	16	15	17	17	19	19

资料来源：中指研究院、Wind，国信证券经济研究所整理

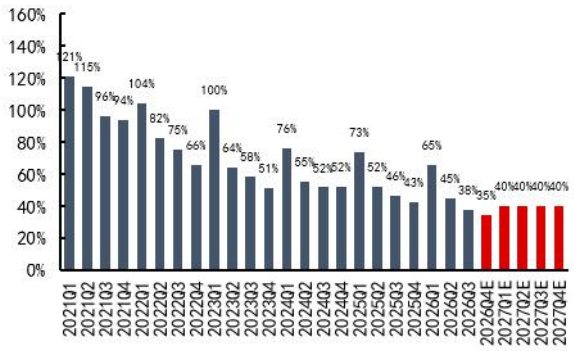
展望2027年，**购房负担下降有助于释放部分需求，但新房销售仍缺乏全面回升的基础**。对已有购房计划的家庭，房屋总价下降意味着所需首付和贷款减少，有利于促成交易。但对收入预期偏弱、或仍预期房价下跌的家庭，推迟购房仍有吸引力，即使这部分家庭重新入市，同区域的二手房也会分流需求。现售新规有助于提高交付确定性，在新增供应较少的核心区域，部分优质新盘的去化可能率先改善，但对全国新房销售的带动仍然有限。在不考虑增量政策的情况下，我们审慎假设2027年四个季度的相对销售不会进一步下滑，并且相对销售额从39%逐步修复至42%，相对销售面积从38%逐步修复至40%。那么**2027年商品房销售额为6.7万亿元，销售面积为6.9亿平方米，分别同比下降6.2%、8.0%**。

图79：历年相对销售额



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图80：历年相对销售面积



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

新开工：补库存动力仍然不足

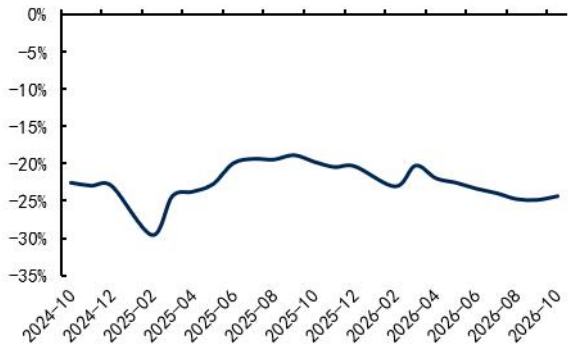
前两年的预测对新开工回升幅度判断偏高。此前我们主要按照“以销定产”的思路，利用销售面积、期现房库存及年度去化率倒推新增开工需求，认为随着期房库存持续消耗，房企需要增加开工以补充可售货量。但 2025 年实际新开工面积仅为 5.88 亿平方米，同比下降 20.4%；2026 年 1-10 月新开工面积同比下降 24.4%，按全年 4.5 亿平方米、同比下降约 24%的假设，仍明显弱于此前预期。**预测偏差的核心，在于高估了库存下降向新增开工的传导强度，且忽视了土地库存与能够形成开工的有效土储之间存在明显差异**。若按照目前的新开工节奏外推，**预计 2026 年全年新开工面积为 4.5 亿平方米，同比下降 24.0%**。

图81：历年房屋新开工面积及同比



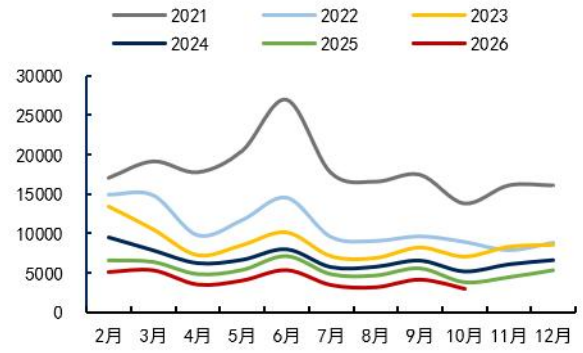
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图82：房屋新开工面积累计同比



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图83：历年房屋单月新开工面积（单位：万㎡）



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图84：房屋单月新开工面积与 2019 年同期相比



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

基准情形下，我们预计 2027 年新开工面积为 3.7 亿平方米，同比下降 17.9%。1）**加权开工率：**我们统计了国央企、民企、城投平台每年的拿地比例和开工率，据此计算加权开工率； 2）**当年拿地贡献的开工：**预计 2027 年拿地规划建面同比下降 15%至 4.1 亿平方米。考虑到现房销售拉长回款周期，我们判断房企在拿地时会更看重项目能否尽快开工、入市，整体开工率由 2026 年的 35.1%升至 45.0%。据此测算，当年拿地贡献新开工约 1.84 亿平方米，较上年增加约 1500 万平方米。3）**存量土地贡献的开工：**城投托底取得的地块开发节奏较慢，预计存量土地贡献新开工约 1.8 亿平方米，较上年减少约 8300 万平方米。整体来看，房企新拿地块开工提速，可以部分抵消拿地缩量的影响，但**存量地块转入施工的面积仍在减少，是 2027 年新开工继续下降的主要原因**。

表10：新开工测算

	加权开工率	本年拿地建面	年末存量建面	当年购地开工贡献	存量土地开工贡献	新开工面积
2020	94.6%	235131	152303	222490	43398	224433
2021	84.5%	177905	166215	150391	47252	198895
2022	54.5%	123178	149484	67192	42434	120587
2023	45.4%	96307	191757	43740	48630	95376
2024	43.0%	74290	222268	31973	36373	73893
2025	40.0%	65228	224659	26096	30610	58770
2026	35.1%	48042	206066	16855	26606	44665
2027	45.0%	40836	152310	18376	18280	**36656**

资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

竣工：中期内不具备改善的可能性

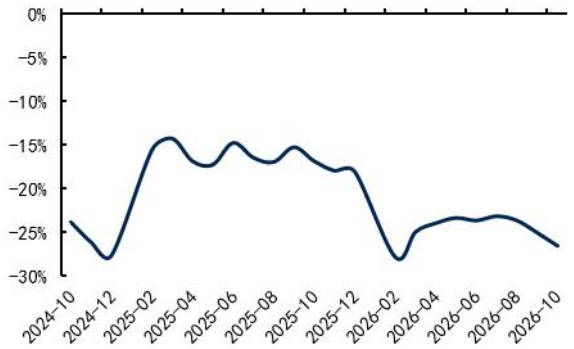
2026 年 1-10 月，房屋竣工面积为 25544 万㎡，同比-26.6%，降幅较 1-9 月扩大 1.5 个百分点。观察相对历史同期的竣工数据，竣工面积相当于 2019 年同期的 30%，作为滞后指标下行趋势延续。若按照目前的竣工节奏外推，**预计 2026 年全年竣工面积为 4.3 亿平方米，同比下降 28.0%**。

图85：历年房屋竣工面积及同比



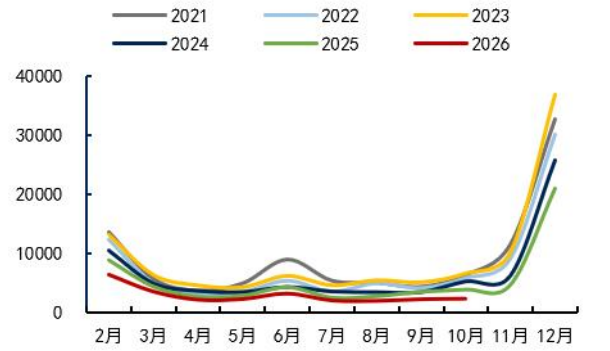
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图86：房屋竣工面积累计同比



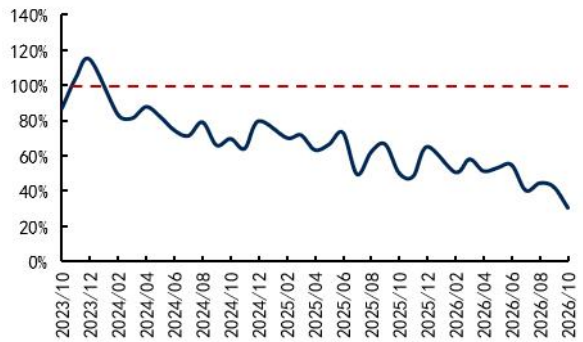
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图87：历年房屋单月竣工面积（单位：万㎡）



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图88：房屋单月竣工面积与 2019 年同期相比



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

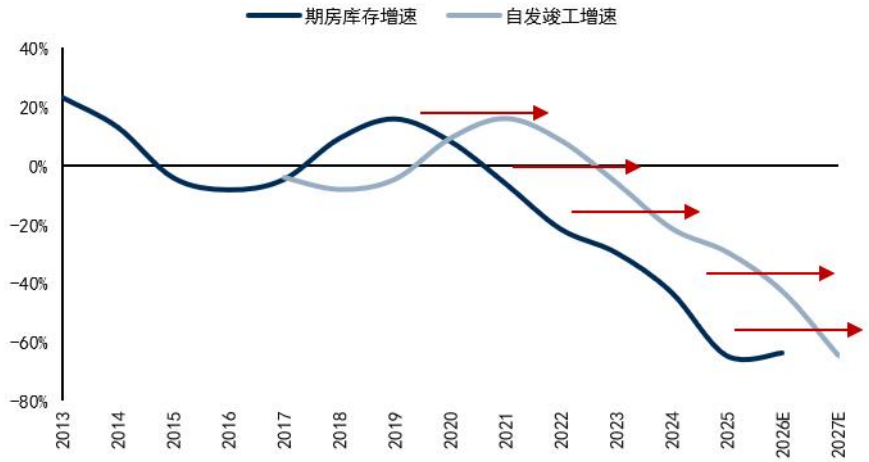
在过去的年度策略中，我们得出测算方法和结论：

剔除疫情和信用事件的干扰，可以得到自发竣工增速（由于前述干扰逐渐淡去，后文不再区分自发竣工与实际竣工）。与期房库存增速对照，可以看到竣工增速相对于期房库存增速滞后 2 年。

考虑到 2025 年末的未竣库存增速同比大幅回落 65%左右，我们判断 2027 年自发竣工增速也将进一步回落，对应的竣工面积为 1.2 亿平方米，但是若加上由于 2022 至 2024 年扰动面积的回补，我们预计 **2027 年全年竣工面积为 3.1 亿平方米，同比下降 27.5%。**

需要注意的是，由于自 2024 年以来，期房库存持续大幅下降且并没有反弹趋势，即使考虑我们计算的偏差，趋势上跌幅也是继续扩大的。如果上述规律仍然成立，那么**竣工在未来 3 年内，可能都不具备改善的可能性**。

图89：竣工增速滞后期房增速 2 年



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

投资：延续下跌趋势

2025 年房地产开发投资额和房企到位资金分别仅为高峰期 2021 年的 56%和 46%，2026 年以来投融资指标均加速下跌。我们此前对 2026 年房地产开发投资的预测值为 7.5 万亿元，同比下降 9%。但从年内表现来看，投资调整幅度超过预期。2026 年 1-10 月，全国房地产开发投资为 5.7 万亿元，同比下降 21.6%，此前关于投资跌幅明显收窄的判断偏乐观。若按照目前的开发投资节奏外推，**预计 2026 年全年开发投资为 6.4 万亿元，同比下降 22.5%**。

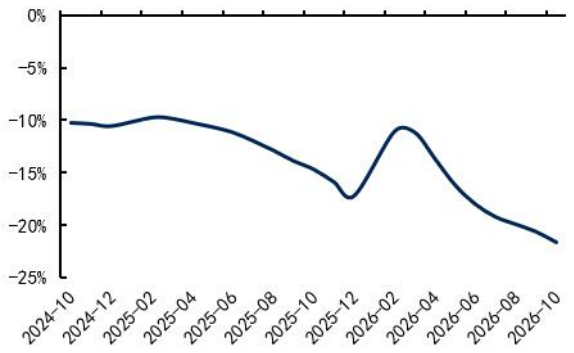
偏差主要在于，此前对建安投资的判断较为积极，预计其降幅收窄至 5%，但新开工持续收缩，房企资金状况也未出现明显改善。2026 年 1-10 月，新开工面积同比下降 24.4%，房地产开发企业到位资金同比下降 21.9%，新增项目不足与存量项目施工投入受限，共同制约了投资表现。

图90：历年房地产开发投资完成额及同比



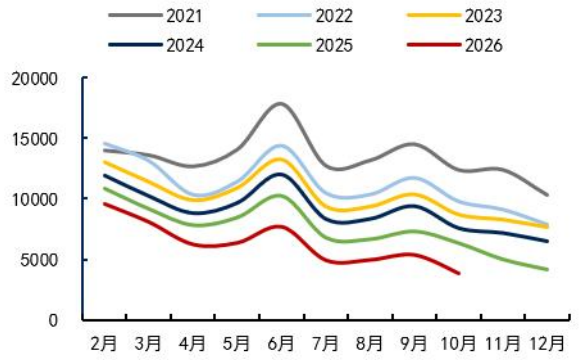
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图91：房地产开发投资累计同比



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图92：历年房地产开发投资单月完成额（单位：亿元）



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图93：房地产开发投资与 2019 年同期相比



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

预计 2027 年建安投资同比下降 14.7%，施工提速有望缓冲在建规模收缩。2026 年 1—10 月，全国房屋施工面积同比下降 13.0%，新开工面积下降 24.4%，新增项目不足仍将制约后续施工规模。考虑到存量项目仍会延续施工，现售项目需要尽早竣工实现销售，房企将优先保障能够较快形成回款的项目，推动部分后续年度的工作量提前完成。但同时，销售回款及融资约束仍在，预计整体投入强度尚难全面回升，根据前文对新开工的假设，并假设 2027 年施工面积不大幅度下滑，预计 2027 年建安投资同比下降 14.7%。

预计 2027 年土地购置费同比下降 10.2%。销售规模收缩及资金回笼偏慢，将继续约束市场化房企的拿地能力和意愿。若新项目的回款周期进一步延长，房企对地价、区位和项目周转的要求也将提高，新增土地支出仍有下行压力。但土地购置费与当期土地成交并非一一对应，**此前成交地块的分期缴款会对后续支出形成支撑**。

此外，**土地购置费还有两个支撑因素**。一是城投拿地受新政影响较小，市场化房企拿地收缩的幅度不能外推至全行业，二是各地方政府会拿出更多“压箱底”好地（会看到更多核心区域的非宅地转为宅地），市场化房企拿地收缩幅度可能并不一定特别高。根据新政后两个月房企的拿地意愿，预计 2027 年土地购置费同比下降 10.2%。

预计 2027 年开发投资预计为 5.6 万亿元，同比下降 13.3%。房地产开发投资主要由建安投资和土地购置费组成。整体而言，2027 年投资降幅有望收窄，但主要依赖土地购置费相对平稳及同比基数降低，后续能否进一步改善，仍需观察销售回款能否转化为实际施工投入，以及市场化房企拿地和开工意愿能否恢复。

表11：开发投资测算

	建安投资	建安投资增速	土地购置费	购置费增速	其他	其他增速	房地产投资	房地产投资增速
2019	81963	11.8%	41675	14.5%	8556	5.5%	132194	9.9%
2020	87755	7.1%	44452	6.7%	9236	7.9%	141443	7.0%
2021	94246	7.4%	43505	-2.1%	9851	6.7%	147602	4.4%
2022	83921	-11.0%	41030	-5.7%	3123	-68.3%	128075	-10.0%
2023	65486	-22.0%	38617	-5.9%	8039	157.4%	112142	-16.5%
2024	59030	-9.9%	35655	-7.7%	5595	-30.4%	100280	-21.7%
2025	47333	-19.8%	30760	-13.7%	4695	-16.1%	82788	-17.4%
2026E	35973	-24.0%	24608	-20.0%	3579	-23.8%	64161	-22.5%
2027E	**30685**	**-14.7%**	**22098**	**-10.2%**	**2864**	**-20.0%**	**55647**	**-13.3%**

资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议

房价仍是核心变量，紧盯房价与租金

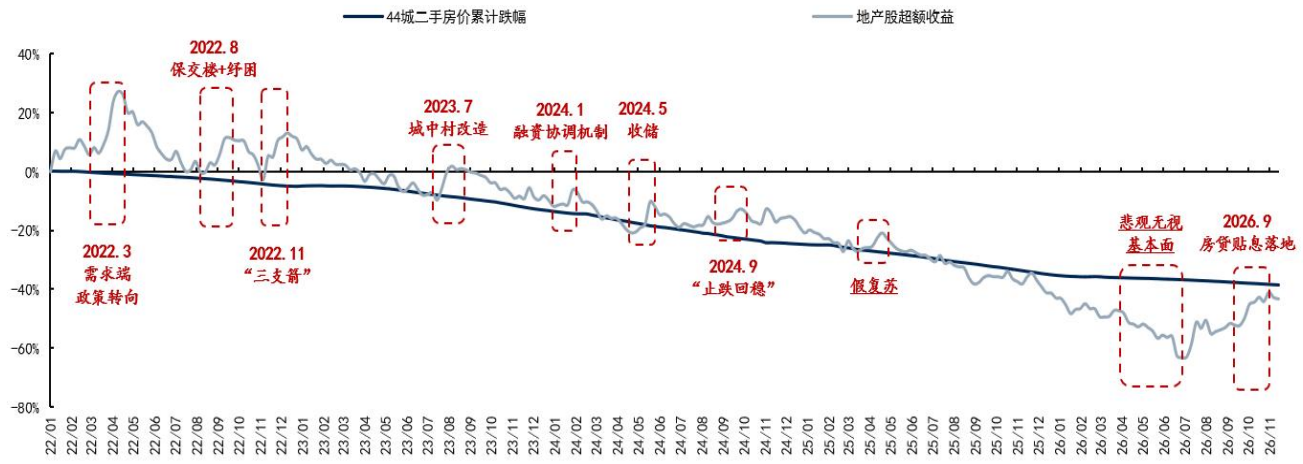
房价决定决定中期趋势，政策带来短期波动。在当前政策放松空间已经不大的情况下，**房价的边际变化决定了地产股能否估值修复**。

目前，**基本面接近底部，股价仍在左侧**。根据最新收盘价，如果以 13 家主流房企 PB 水平和资产负债结构计算当前地产股 PB 隐含的房价下跌幅度约 21%，对应月环比跌幅为 2%，对比当前月跌幅 0.6%至 0.7%的高频数据，已经充分定价（甚至过度悲观定价），且数据的底部企稳并未体现于股价，若数据能够改善，将对地产股的估值中枢带来较大提振。

我们预计**行业总量指标仍有压力，但销售、新开工及投资的下降并不意味着地产股缺乏机会**。经过持续调整，板块估值已反映较多悲观预期，后续估值修复未必需要等待各项指标全面转正，房价跌幅收窄、成交逐步稳定，以及房企减值压力缓解，均可能推动市场重新评估资产价值。我们对地产股保持积极，重点关注基本面边际改善带来的估值修复机会。

如前文所述，现售制度延长项目回款周期，可能降低房企拿地及开工意愿，中期有助于减少新房增量供应，改善部分城市的供求关系。但新政并非决定新房、二手房房价方向的主要因素。我们认为，**二手房价格及成交变化仍是判断板块行情持续性的关键。作为交叉印证，租金的方向也需要重点关注**，若租金企稳，则二手房价格逐步企稳，新房供给收缩对房价和项目利润率的支撑将更容易兑现。

图94：地产股超额收益 vs 二手房价累计跌幅



资料来源：冰山指数、Wind，国信证券经济研究所整理

表12：房企 PB 折价隐含的房价下跌幅度

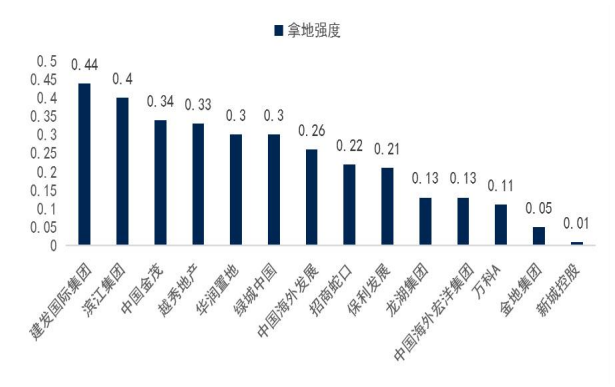
	万科 A	招商蛇口	保利发展	金地集团	滨江集团	华发股份	华润置地	中国海外发展	龙湖集团	越秀地产	中国金茂	绿城中国	中海宏洋	平均
当前 PB	0.38	0.70	0.32	0.21	0.87	1.61	0.63	0.28	0.14	0.17	0.20	0.30	0.26	**0.51**

隐含房价下跌幅度 1	26%	19%	36%	40%	12%	-27%	25%	49%	49%	41%	46%	34%	45%	**28%**
隐含房价下跌幅度 2	10%	5%	18%	19%	4%	-3%	14%	41%	30%	19%	18%	10%	33%	**14%**
隐含房价下跌均值	18%	12%	27%	30%	8%	-15%	19%	45%	39%	30%	32%	22%	39%	**21%**

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理　　注：下跌幅度 1 为将少数股东权益视作真权益，下跌幅度 2 为将少数股东权益视作债务。

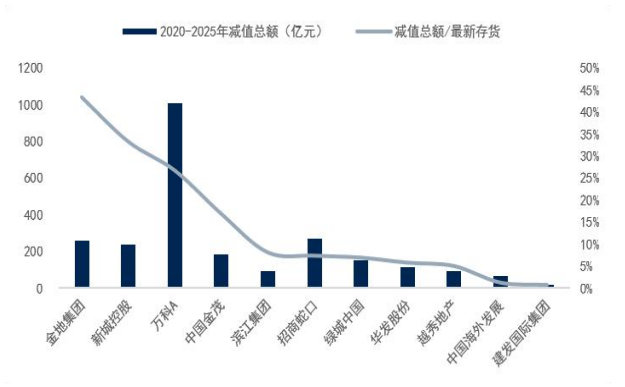
低 PB 提供了估值修复空间，但修复幅度仍取决于存量资产质量。现售制度下，资金占用时间拉长，房企之间的融资成本、现金储备及开发能力差异将进一步体现。具备资金优势、历史包袱较轻，并能在核心城市持续补充优质土储的房企，更有机会将低谷期投资转化为未来销售和盈利。

图95：部分龙头企业拿地强度对比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图96：部分龙头企业减值幅度对比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

我们建议继续超配地产板块，维持“优于大市”评级，优选估值折价充分、风险出清相对充分、核心城市布局较好且具备持续拿地能力的房企，推荐**中国金茂、绿城中国、越秀地产、华润置地、中国海外发展、招商蛇口**。

风险提示

政策落地效果及后续推出强度不及预期；外部环境变化等导致房地产基本面超预期下行；房企信用风险事件超预期冲击。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032